

周期更长的投资逻辑，从价格反弹到业绩兑现

——资产配置周报（2025/07/14-2025/07/18）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**7月18日当周，全球股市多数收涨；主要商品期货中铜、铝收涨，黄金、原油下跌；美元指数上涨，非美货币贬值。1）权益方面：恒生科技指数>创业板指>恒生指数>深证成指>纳指>科创50>沪深300指数>上证指数>日经225>标普500>英国富时100>德国DAX30>道指>法国CAC40。2）美联储降息预期回落压低黄金价格，市场评估欧盟新一轮对俄罗斯制裁的影响，油价当周下跌。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率环比上涨0.31pct；乘用车日均零售4.39万辆，环比上涨10.71%，同比上升7.00%；BDI环比上涨23.4%。4）国内利率债收益率下行，全周中债1Y国债收益率下跌2.12BP至1.3490%，10Y国债收益率下跌0.01BP收至1.6652%。5）长短端美债收益率涨跌不一。2Y美债收益率当周下行2BP至3.88%，10Y美债收益率上行1BP至4.44%。6）美元指数收于98.4712，周上涨0.62%；离岸人民币对美元贬值0.10%；日元对美元贬值0.85%。
- **国内权益市场。**至7月18日当周，风格方面，成长>消费>周期>金融，日均成交额为15260亿元（前值14762亿元）。申万一级行业中，共有19个行业上涨，12个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+7.56%）、医药生物（+4.00%）、汽车（+3.28%）；跌幅靠前的行业为传媒（-2.24%）、房地产（-2.17%）、公用事业（-1.37%）。
- **周期更长的投资逻辑，从价格反弹到业绩兑现。**判断商品的价格难，判断价格的持续性更难。相对于商品投资，权益市场更看重业绩的持续性。商品价格上涨初期，企业通常会优先修复资产负债表，而当商品触及高点，后回落至合理位置时，企业进入盈利的最佳空间。根据世界银行对27种大宗商品分析，过去55年中衰退往往比繁荣持续的时间长得多，平均持续时间分别为52个月和38个月，而繁荣和衰退的幅度大致相似，表明价格波动是对称的。至7月18日，RJ/CRB商品价格指数较7月初上涨2.97%，今年以来上涨3.17%。“反内卷”对于实物工作量、基础原料的减少、中间品及成品价格的传导仍有待观察；如目前DCE铁矿石的价格上涨幅度远超钢材价格。我们认为本轮周期的投资逻辑在于行业龙头对商品价格的把控能力，进入长期盈利修复并带来估值溢价的提升，看好有色、石化等化工行业龙头。
- **利率与人民币汇率。**受税期及政府债发行力度上升影响，周内短期资金利率从低位回升。受益于央行超量续作买断式逆回购，中长期资金利率较为稳定。新的一周，同业存单到期压力上升、MLF到期对流动性产生扰动，但由于政府债发行力度下降，叠加央行呵护态度明确，预计资金面较为平稳。6月经济数据集中发布，在季节效应和出口带动下，边际改善明显。但在消费与房地产压力较大且关税不确定局面下，经济修复持续性有待观察。总体而言，基本面依然有利于债市。由于近期权益市场风险偏好提升，同时，货币政策短期内宽松力度有限，债市情绪仍谨慎。美债方面，6月CPI在关税影响下走高，近期特朗普发起新一轮关税，周内收益率高位震荡。当前市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，美债收益率顶部区间越来越明确。但从节奏上来看，趋势性行情仍需等待财政压力缓解，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。汇率方面，美元底部反弹，人民币小幅走弱，预计人民币汇率在7.20左右波动。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；美国财政的不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：周期更长的投资逻辑，从价格反弹到业绩兑现	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：月中多因素扰动，资金利率从低位回升	7
2.2. 利率债：短期仍震荡，破局需待内外部约束缓解	7
2.3. 美债：复杂局面下或仍在高位震荡	8
2.4. 美元反弹，人民币小幅走弱	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	9
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 二季度 GDP 符合预期，6 月数据有喜有忧	17
5.2. 6 月美国 CPI：关税冲击初显，三季度或难降息	19
5.3. 资金及流动性跟踪	21
5.4. 美国流动性及利率跟踪	22
6. 市场资讯	23
6.1. 海外市场资讯	23
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	24
7. 财经日历	24
8. 风险提示	25

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	10
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	12
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 GDP 不变价、现价当季同比增速, %, %	19
图 40 一、二、三产业不变价同比, %	19
图 41 规模以上工业增加值当月同比, %	19
图 42 社会消费品零售总额当月同比, %	19
图 43 固定资产投资完成额累计同比, %	19
图 44 制造业、基建投资累计同比, %	19
图 45 美国 CPI 拆分	21
图 46 两融余额, 亿元, 亿元	21

图 47 普通股票型、偏股混合型基金仓位， %	21
图 48 DR007、7 天期 OMO 利率， %	22
图 49 SHIBOR 3M， %	22
图 50 美国存款准备金占比银行总资产， %	22
图 51 美国金融流动性指标， 十亿美元	22
图 52 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差， bps	23
图 53 美联储隔夜逆回购协议， 十亿美元	23
图 54 财经日历	24

1.核心观点：周期更长的投资逻辑，从价格反弹到业绩兑现

1) 周期更长的投资逻辑，从价格反弹到业绩兑现。判断商品的价格难，判断价格的持续性更难。相对于商品投资，权益市场更看重业绩的持续性。商品价格上涨初期，企业通常会优先修复资产负债表，而当商品触及高点，后回落至合理位置时，企业进入盈利的最佳空间。根据世界银行对 27 种大宗商品分析，过去 55 年中衰退往往比繁荣持续的时间长得多，平均持续时间分别为 52 个月和 38 个月，而繁荣和衰退的幅度大致相似，表明价格波动是对称的。至 7 月 18 日，RJ/CRB 商品价格指数较 7 月初上涨 2.97%，今年以来上涨 3.17%。

“反内卷”对于实物工作量、基础原料的减少、中间品及成品价格的传导仍有待观察；如目前 DCE 铁矿石的价格上涨幅度远超钢材价格。我们认为本轮周期的投资逻辑在于行业龙头对商品价格的把控能力，进入长期盈利修复并带来估值溢价的提升，看好有色、石化等化工行业龙头。

2) 利率与人民币汇率。受税期及政府债发行力度上升影响，周内短期资金利率从低位回升。受益于央行超量续作买断式逆回购，中长期资金利率较为稳定。新的一周，同业存单到期压力上升、MLF 到期对流动性产生扰动，但由于政府债发行力度下降，叠加央行呵护态度明确，预计资金面较为平稳。6 月经济数据集中发布，在季节效应和出口带动下，边际改善明显。但在消费与房地产压力较大且关税不确定局面下，经济修复持续性有待观察。总体而言，基本面依然有利于债市。由于近期权益市场风险偏好提升，同时，货币政策短期内宽松力度有限，债市情绪仍谨慎。美债方面，6 月 CPI 在关税影响下走高，近期特朗普发起新一轮关税，周内收益率高位震荡。当前市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，美债收益率顶部区间越来越明确。但从节奏上来看，趋势性行情仍需等待财政压力缓解，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。汇率方面，美元底部反弹，人民币小幅走弱，预计人民币汇率在 7.20 左右波动。

3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周财报季将全面展开，在经济方面，美国发布的关键数据包括标准普尔全球 PMI 预览值、耐用品订单、成屋和新屋销售等数据；预计将私营部门活动稳健扩张，新屋和现房销售都将出现温和增长；市场还将密切关注美联储主席鲍威尔在银行会议上的讲话。全球范围内，欧洲央行、俄罗斯联邦央行和土耳其央行的货币政策决定将成为焦点。欧洲央行将召开会议，市场预计在连续八次降息后维持利率稳定，因为欧元区通胀在 6 月份回到了 2% 的目标；与此同时，欧元区、德国、法国和英国的采购经理人指数预览值即将出炉，预计制造业和服务业将出现温和改善。在德国，消费者和企业信心都在上升，欧元区消费者信心指数和法国企业信心指数也有望改善。在中国，今年上半年的工业利润数据将公布。在日本，市场将关注 7 月 PMI 初值，预计将显示制造业略有上升，而通胀数据预计将显示核心通胀有所缓解。

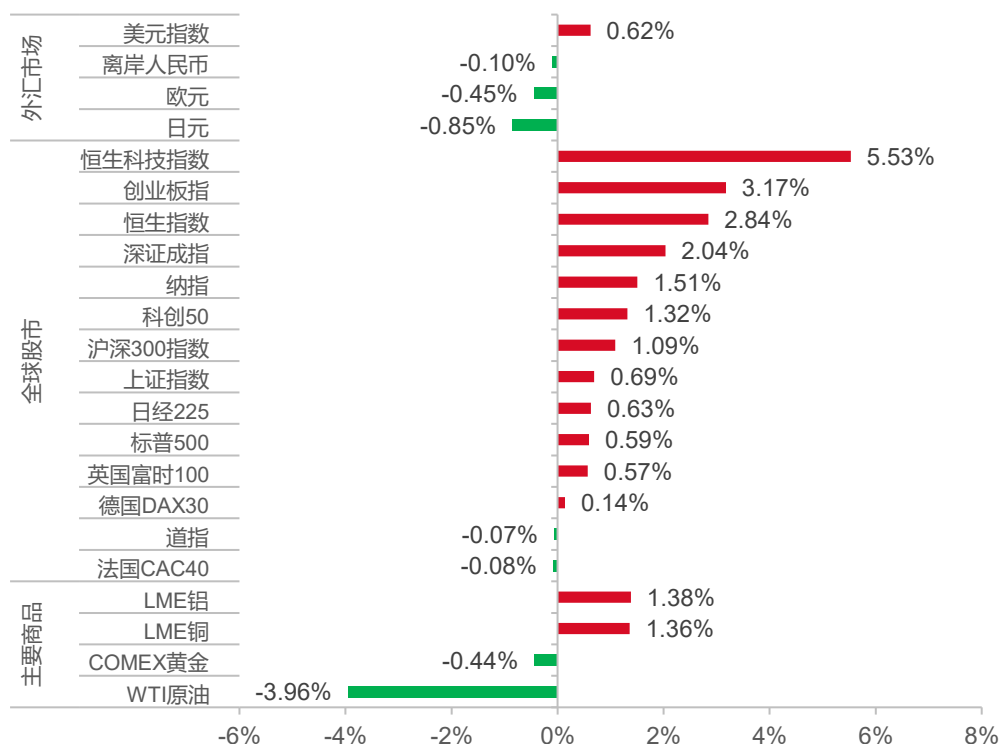
1.1.市场观点与资产配置建议

1.2.全球大类资产回顾

7 月 18 日当周，全球股市多数收涨；主要商品期货中铜、铝收涨，黄金、原油下跌；美元指数上涨，非美货币贬值。1) 权益方面：恒生科技指数>创业板指>恒生指数>深证成指>纳指>科创 50>沪深 300 指数>上证指数>日经 225>标普 500>英国富时 100>德国 DAX30>道指>法国 CAC40。国内来看，二季度 GDP 符合预期，中美贸易缓解继续释放积极信号，反内卷继续推进；海外方面，美国总统特朗普签署稳定币相关法案，6 月美国通胀反映关税传导开始显现。2) 美联储降息预期回落压低黄金价格，市场评估欧盟新一轮对俄罗斯制裁

的影响，油价当周下跌。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率环比上涨 0.31pct；乘用车日均零售 4.39 万辆，环比上涨 10.71%，同比上升 7.00%；BDI 环比上涨 23.4%。4) 国内利率债收益率下行，全周中债 1Y 国债收益率下跌 2.12BP 至 1.3490%，10Y 国债收益率下跌 0.01BP 收至 1.6652%。5) 长短端美债收益率涨跌不一。2Y 美债收益率当周下行 2BP 至 3.88%，10Y 美债收益率上行 1BP 至 4.44%；10Y 日债收益率上行 5.4BP 至 1.5610%。6) 美元指数收于 98.4712，周上涨 0.62%；离岸人民币对美元贬值 0.10%；日元对美元贬值 0.85%。

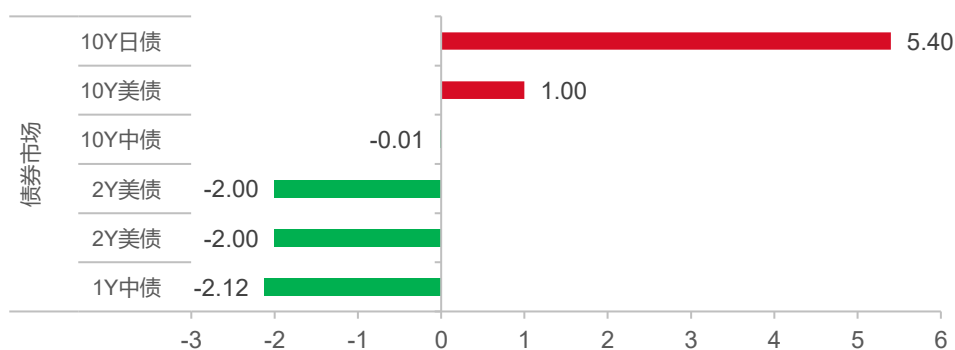
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

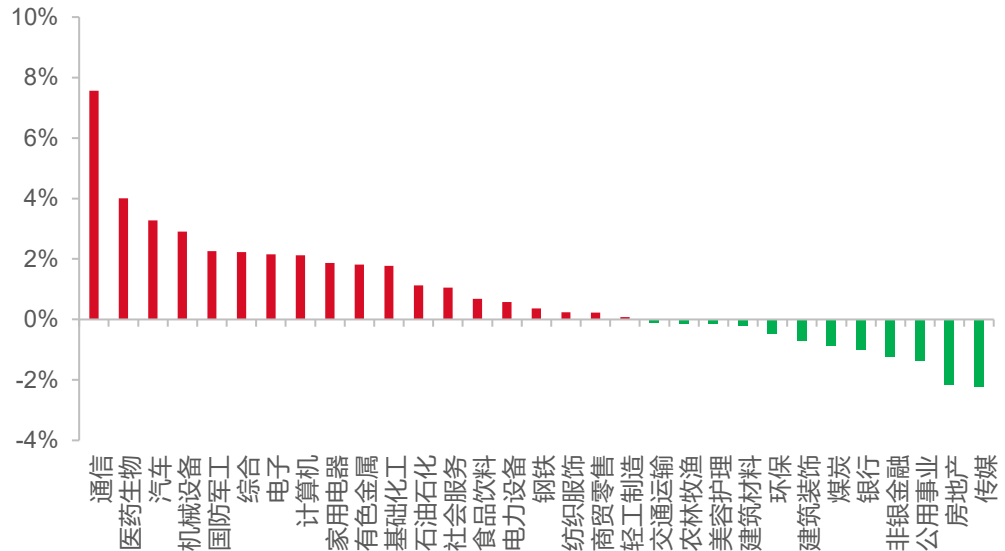


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 7 月 18 日当周，风格方面，成长>消费>周期>金融，日均成交额为 15260 亿元（前值 14762 亿元）。申万一级行业中，共有 19 个行业上涨，12 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+7.56%）、医药生物（+4.00%）、汽车（+3.28%）；跌幅靠前的行业为传媒（-2.24%）、房地产（-2.17%）、公用事业（-1.37%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，7/14-7/18

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：月中多因素扰动，资金利率从低位回升

7 月 18 日当周，市场流动性面临多重扰动，具体包括税期（15 日截止申报，16-17 日进入走款高峰）、同业存单到期规模上升（到期 7822 亿元，前一周为 5213 亿元）、政府融资力度边际提升（净融资 4288 亿元，前一周为 2961 亿元）、MLF 到期 1000 亿元。

央行长短并重，加大投放力度。OMO 由净回收转为净投放，周内共投放 1.3 万亿元，前一周共回收 2265 亿元。买断式逆回购超量续作，共投放 1.4 万亿元，其中 3 个月期 8000 亿元，6 个月期 6000 亿元，二者到期规模分别为 7000 亿元与 5000 亿元。

受前述扰动因素影响，短期资金利率从低位略有回升，DR001 加权均价区间为 1.42%-1.53%（前一周 1.31%-1.34%），DR007 加权均价区间为 1.51%-1.57%（前一周 1.46%-1.49%）。受央行买断式逆回购超量续作影响，中长期资金利率小幅回落。1M、3M、6M、1Y 收益率分别收于 1.51%、1.54%、1.58%、1.62%，周内分别-1.96bp、-3bp、-3.4bp、-2.18bp。新的一周，虽然同业存单到期压力较大且 2000 亿元 MLF 到期，但由于政府融资将明显回落，且央行支持性态度明确，我们预计市场流动性总体上较为充裕。

2.2.利率债：短期仍震荡，破局需待内外部约束缓解

周内 6 月经济数据集中发布，基本面角度看，债市处于有利位置。但受市场风险偏好明显提升及资金面边际转紧影响，整体情绪依然偏谨慎。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.28%、1.31%、1.32%、1.35%、1.53%、1.67%、1.89%，分别较前一周+0.22bp、+2.07bp、+0.62bp、-2.12bp、-0.36bp、-0.01bp、+1.44bp。

6月制造业 PMI 底部有所改善，动力主要来源于关税 90 天缓冲期的“抢出口”效应和基建投资加速。但 PMI 总体水平仍偏低，且结构上存在新订单指数疲软、中型企业指数加速下滑等明显短板。物价指数方面，受文娱、家纺等商品价格改善、能源价格反弹影响，CPI 同比由降转增；但 PPI 同比降幅受煤炭与黑色金属降价及出口承压而继续扩大。出口受“抢出口”影响表现较好。工业生产在出口带动下相应回升。社零因“6.18”前置的透支效应表现较弱。企业信贷在年中旺季效应及企业账期管理趋严影响下边际改善。总体而言，经济结构方面有亮点，但总体基础仍需要巩固。我们认为低利率环境将延续。央行货币政策委员会二季度例会延续了支持性立场，指出要“实施好适度宽松的货币政策”，“建议加大货币政策调控强度”。这种背景下，中期货币政策对债市的支撑具有很高的确定性。

鉴于上半年 GDP 表现较好，多项结构性货币政策工具扩容额度仍在执行中，我们认为短期货币政策进一步宽松的必要性不强。央行货币政策委员会二季度例会中“我国经济呈现向好态势”、“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”等表述也隐含了央行短期谨慎立场。“反内卷”政策导向持续发酵，催生类似供给侧改革的资源整合预期，或继续抑制债市做多情绪。

下半年，银行息差与外部利率偏强等约束若有效缓解，债市震荡格局或出现转机，重点关注以下三个信号。

(1) 关注央行恢复购买国债时点。央行自 1 月份暂停以来，利率快速下行风险已明显缓解。下半年财政与货币需进一步协同发力，央行恢复国债购买的概率提升。

(2) 关注银行息差压力缓解情况。当前资产端依然承压的情况下，主要看负债端改善的节奏。每年一季度为存款重定价高峰，二季度次之，这意味着下半年银行存款成本改善会较为明显。另外，二季度以来资金利率明显下行，叠加此前发行价格偏高的同业存单到期续发量较大，同业负债成本有望明显下降。

(3) 关注外部利率约束减轻。6 月美国非农就业超预期，关税影响传导至 CPI。同时，新一轮关税政策启动，美联储政策预期调整，彭博联邦基金利率期货隐含的降息节奏后移。关注 9 月、10 月、12 月利率决议。

2.3.美债：复杂局面下或仍在高位震荡

周内公布的 6 月 CPI 走高，反映关税向消费者传导。特朗普拟于 8 月 1 日起对多国征收较高对等关税，并对铜和进口药品征收高额关税。以上因素扰动下，美债收益率于上半年再度上升，后半周因担忧情绪缓和有所回落。截至当地时间 7 月 18 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.35%、4.4%、4.3%、4.08%、3.96%、4.44%、5%，分别较前一周-2bp、-1bp、-1bp、-1bp、-3bp、+1bp、+4bp。我们认为，市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，美债收益率顶部区间越来越明确。从节奏上来看，在财政赤字上升、通胀粘性较强、经济放缓的复杂局面下，趋势性行情仍需等待财政压力放缓，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。

2.4.美元反弹，人民币小幅走弱

周内人民币汇率呈震荡走势。美国公布 CPI 数据后，美元走强，人民币有所贬值。离岸人民币收于 7.1810，较前一周小幅贬值 73.70 基点。4 月中下旬以来，随着关税战的缓和及美元走弱，人民币呈现升值态势。央行货币政策委员会相应地在二季度例会删除了“三个坚决”的表述，反映监管对人民币单边贬值风险大幅缓解的认可。6 月我国外汇储备连续六个月上升达到 3.3 万亿美元，为汇率稳定提供支撑，预计人民币汇率在 7.20 左右波动。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 7 月 18 日当周, WTI 原油偏弱震荡, 周五收于 67.34 美元/桶, 较上周同期下跌 1.6%。截至 2025 年 7 月 11 日当周, 美国原油产量为 1337.5 万桶/天, 同比增长 7.5 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1684.9 万桶/天, 开工率 93.9%。7 月 18 日当周, 美国钻机数 544 台, 较去年同期减少 42 台; 其中采油钻机数 422, 较去年同期减少 55 台。

伊朗议会国家安全与外交政策委员会成员伊斯梅尔·科萨里向黎巴嫩迈亚丁电视台表示, 伊朗针对潜在在海峡封锁的军事部署现已就位。其关于准备工作“已安排妥当”的表述暗示伊朗自认具备执行封锁行动的军事资产与能力, 但未表明存在立即行动计划。最坏情境下, 针对霍尔木兹海峡航运的袭击可能危及全球五分之一石油供应。伊朗 6 月原油产量达 321 万桶/日, 主要出口至中国市场。

为应对美国加征 25%-36%关税的影响, 亚洲多国国有石油公司正积极探索增加美国原油采购。但多数私营炼油商表示, 原料采购决策仍以炼油经济性为主导, 外交因素居次要地位。日本、韩国、印尼及泰国等主要亚洲经济体正通过外交渠道争取更优惠条款, 以维持对美贸易关系。7 月初美国总统特朗普宣布自 8 月 1 日起对多国加征关税: 韩日商品税率 25%, 印尼 32%, 泰国 36%。在东南亚, 印尼国家石油公司 (Pertamina) 已与美国签署原油供应谅解备忘录作为关税互惠谈判组成部分。

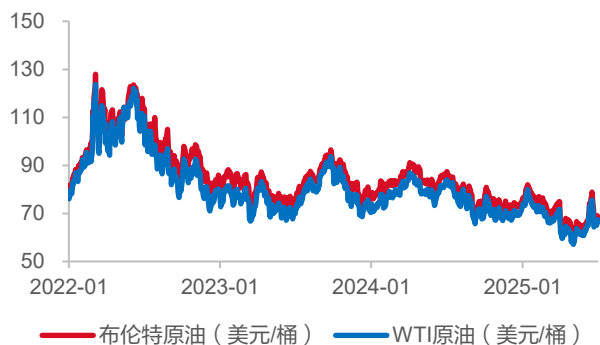
OPEC 在 7 月 15 日发布的最新月度市场报告中, 维持其对 2025 年和 2026 年全球石油需求增长的预测不变, 但仍预计其原油需求将比当前水平高出约 100 万桶/日, 表明在持续提高产量配额的同时仍能避免市场陷入过剩。维也纳秘书处维持今明两年全球需求增长预测 130 万桶/日不变, 但将 2025 年 OPEC+ 为平衡市场需生产的原油量调降 20 万桶/日至 4250 万桶/日, 2026 年调降 30 万桶/日至 4290 万桶/日。非 OPEC+ 供应量 (尤其美洲地区) 预测维持不变。

伊拉克库尔德地区国际石油公司协会 (APIKUR) 7 月 16 日表示, DNO 运营的陶克油田 (2025 年第一季度产量 2.93 万桶/日) 和 HKN 运营的萨桑区块 (公司官网显示日均产量 6 万桶/日) 在 7 月 14-15 日袭击后停产。DNO 附近的佩什卡比尔油田 (日均产量约 5.28 万桶/日) 地面处理设备受损。海湾基石石油公司 7 月 16 日宣布预防性关停沙伊坎油田 (日均产量约 4 万桶/日)。KAR 集团运营的埃尔比勒霍马勒油田在 7 月 15 日袭击中成为目标, 库尔德地区原油出口量曾维持在 40 万桶/日左右, 但自 2023 年伊拉克-土耳其管道关闭后产量骤降, 迫使生产商折价内销。尽管伊拉克联邦政府与库尔德地区政府近期重启谈判, 且美国向巴格达施压要求恢复出口, 双方仍在向埃尔比勒财政拨款及通过联邦石油销售公司 SOMO 的原油销售量问题上僵持不下。

油价判断: 伊以冲突趋缓, 短期内地缘政治因素影响边际减弱, 原油价格已基本度过季节性低点, 预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行。

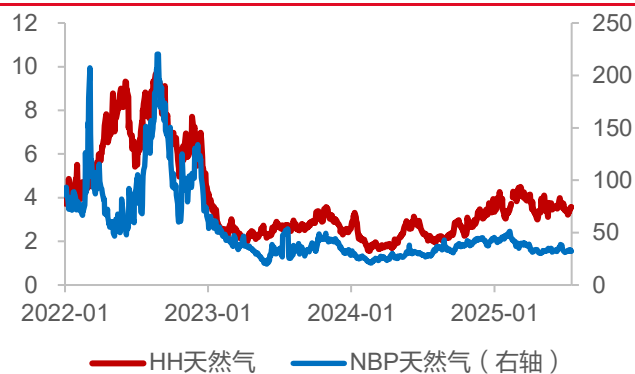
(数据来源: Wind, EIA, Platts, Oilprice, BakerHughes, OPEC)

图4 原油价格，美元/桶



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



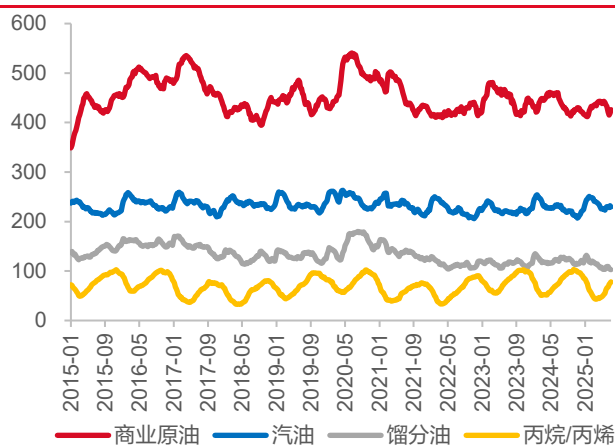
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



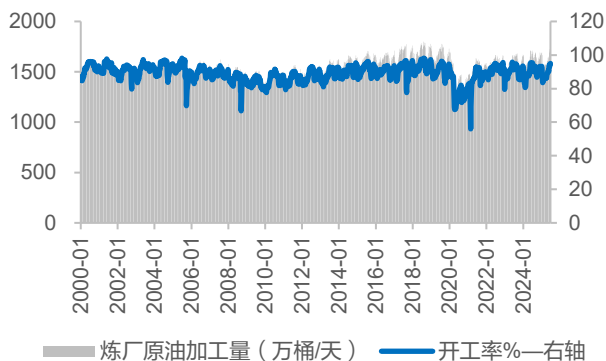
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



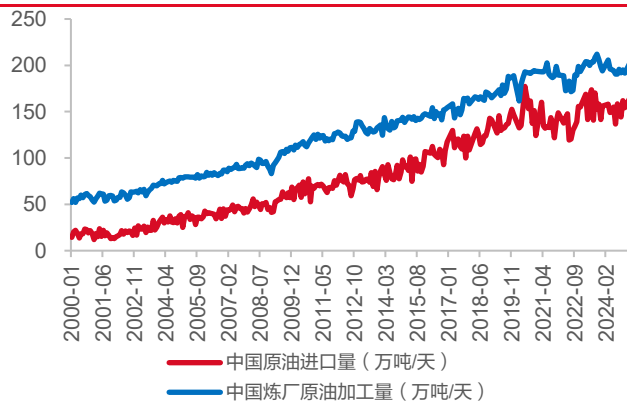
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



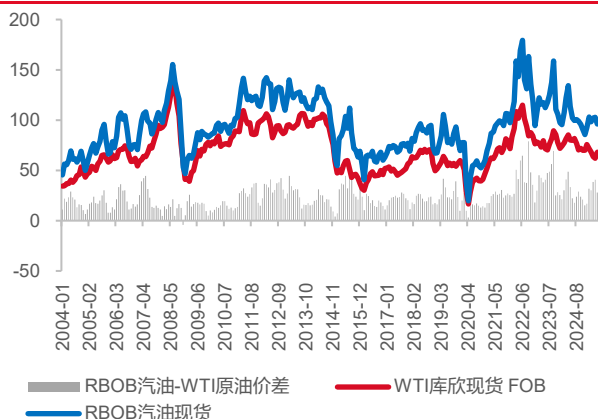
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



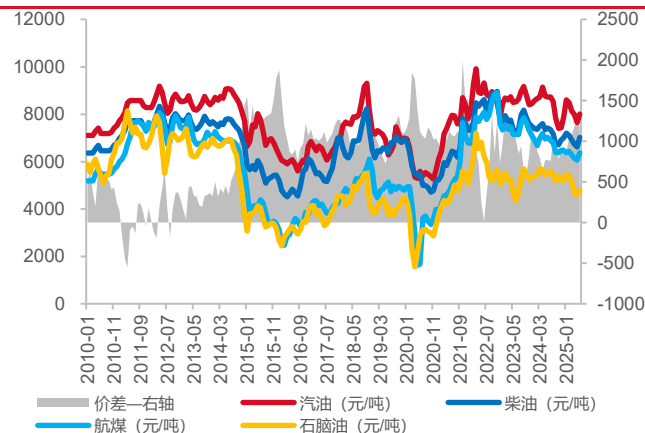
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油} \times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

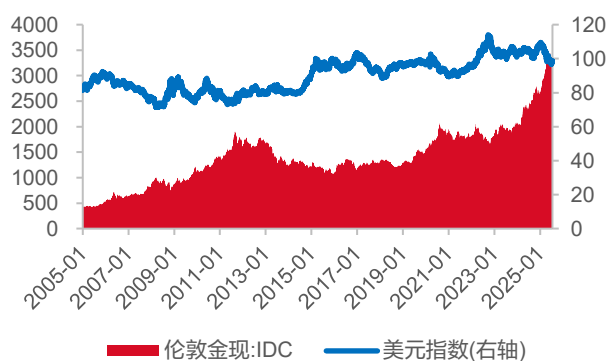
3.2. 黄金跟踪

美国总统特朗普在白宫正式签署《天才法案》，周内金价维持震荡。截至2025年7月18日，伦敦金现收于3349.66美元/盎司，较上周同期微跌0.15%。周内美股三大指数震荡微涨，美元指数有所反弹。若美国化债持续遇阻，美元或大幅贬值。6月我国央行增持黄金储备7万盎司。美联储年内降息次数市场预期进一步降低到两次，7月市场预期继续暂停降息。SPDR持有量较上周末有所减少，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡持平，中债利率同样震荡持平。截至7月18日，10Y美债利率周内震荡运行，较上周同期微涨1bp收于4.44%，10Y中美利差倒挂值为277bp，较上周有所走阔。中国10Y国债利率本周震荡持平，最终报收1.6652%。2025年6月美国CPI同比上涨2.7%，前值2.4%，符合市场预期，PPI同比增长2.3%，低于预期。6月，我国制造业PMI为49.7%，较前值改善0.2个百分点；美国制造业PMI为49%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第四个月收缩。

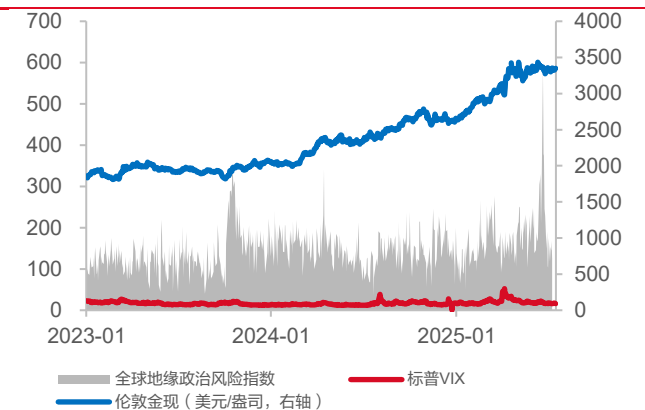
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，金价长期上涨逻辑不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



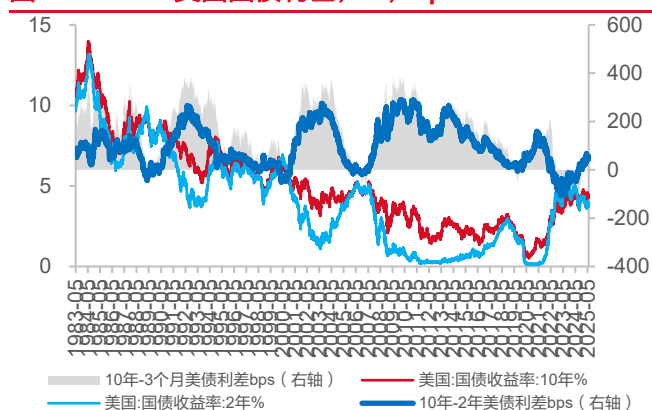
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



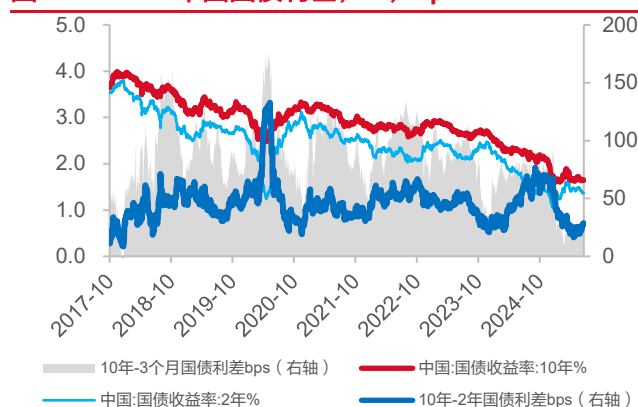
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



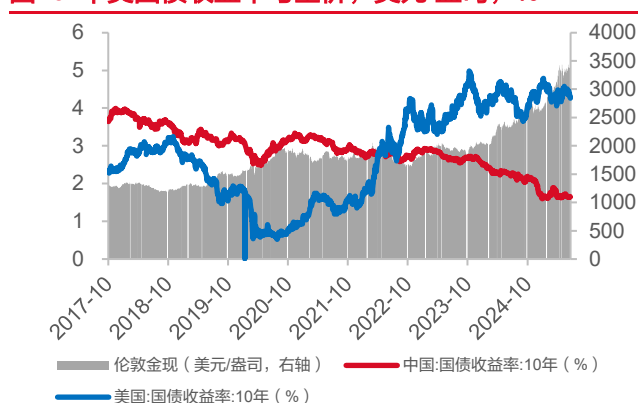
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



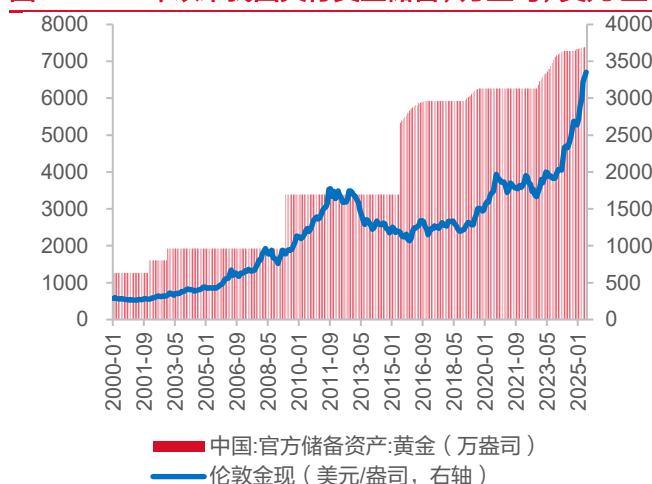
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	50.8%	47.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.0%	49.0%	24.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.5%	41.2%	32.5%	8.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.8%	27.5%	37.5%	22.3%	4.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.5%	19.0%	33.2%	28.8%	12.3%	2.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	9.3%	23.7%	31.7%	23.4%	8.9%	1.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.9%	5.9%	17.3%	28.2%	27.1%	15.3%	4.7%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.6%	9.8%	21.0%	27.8%	23.0%	11.7%	3.3%	0.4%
2026/9/16	0.1%	1.2%	5.3%	13.9%	23.5%	26.0%	18.9%	8.6%	2.2%	0.3%
2026/10/28	0.3%	1.7%	6.4%	15.2%	23.9%	25.1%	17.5%	7.7%	2.0%	0.2%
2026/12/9	0.4%	2.3%	7.4%	16.2%	24.0%	24.2%	16.4%	7.1%	1.8%	0.2%

资料来源: CME, 东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 7 月 18 日, SHFE 电解铜连续合约结算价格为 78114 元/吨, 较上一周价格环比下降 1.3%, 价格与去年同比增长 4.5%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9617.88 美元/吨。金属铜价格本周受到美国拟加征 50%铜进口关税的影响降幅明显。7 月 18 日, 我国铜精矿干净料 (25%Cu) 远期现货综合价格指数约为 2559.4 美元

/千吨，价格环比下降 0.5%，同比上升 11.6%。铜精矿价格较上周价格小幅上升，冶炼成本变化不大。

2025 年 6 月，我国电解铜产量约为 114.79 万吨，环比增长 0.5%，同比增幅 17.1%，生产能力复苏水平较上期增长明显，下游需求维持旺盛状态。2025 年 6 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 82.69%。2025 年 5 月我国电解铜产量和需求缺口约为 21.52 万吨，缺口较上期同比缩减，供给能力增强。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 7 月 18 日，现货库存为 14.33 万吨，和上周环比下降 3%，同比下滑 62%，港口库存约为 45.7 万吨，环比减少 7%，港口库存因海外供应压力扰动下滑。2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025 年 7 月 18 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 160362.4 手，环比降低 17%，本周持仓量下降；成交量为 142138.6 手，环比下跌 28.4%，电解铜的市场持仓交易成交情绪显著降温。宏观面不确定性加剧，叠加美国关税政策，市场交易水平下降。2025 年 6 月，沪铜单边交易交割量为 39875 吨，低于去年同期交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下落，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大。

全球部分地区政策和铜生产情况存在不确定性，全球铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费走高，短期内铜矿供不应求的现状难以缓解。近期主要受智利铜矿罢工导致供应收紧和中国制造业 PMI 超预期提振需求影响，库存下降支撑价格走强。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



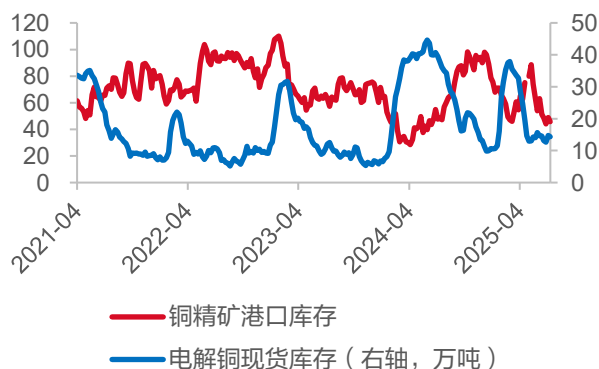
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/千吨



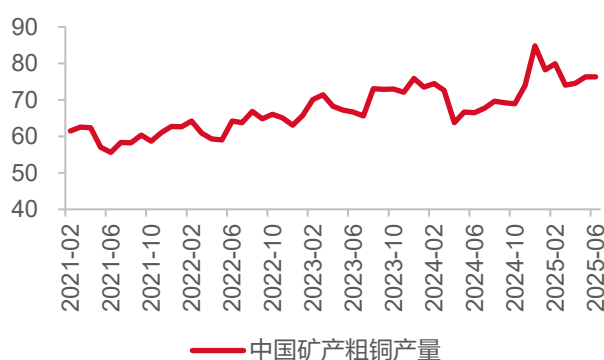
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



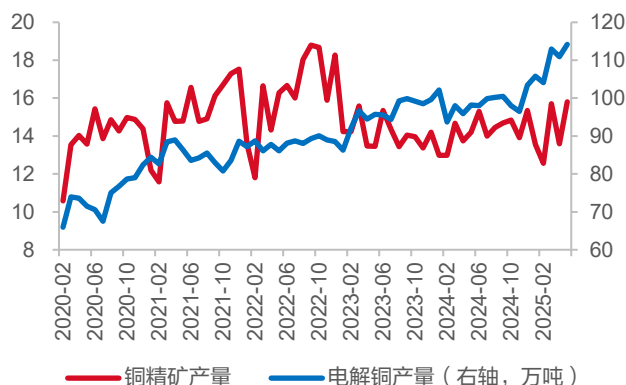
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



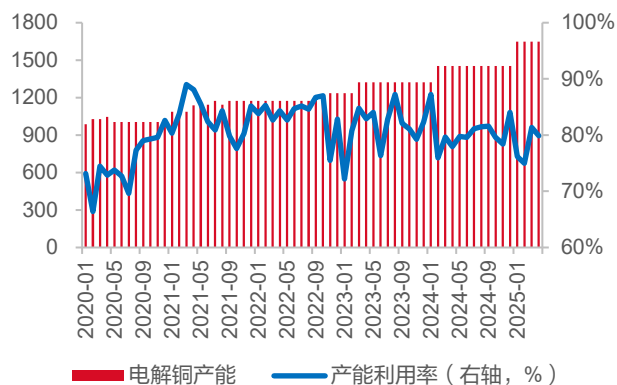
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



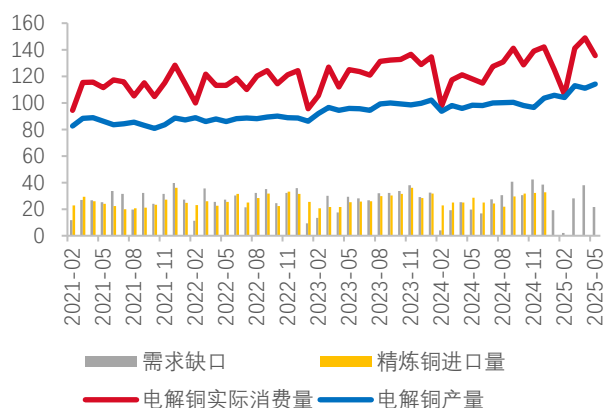
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



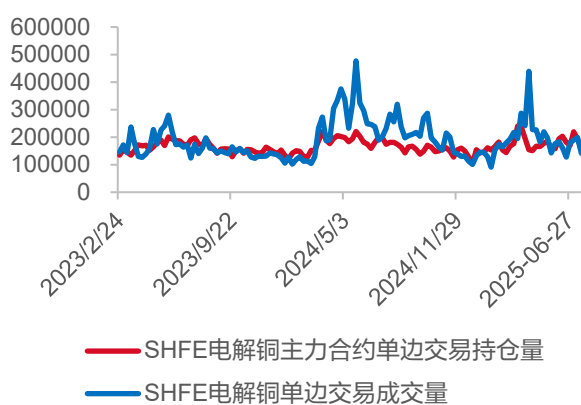
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



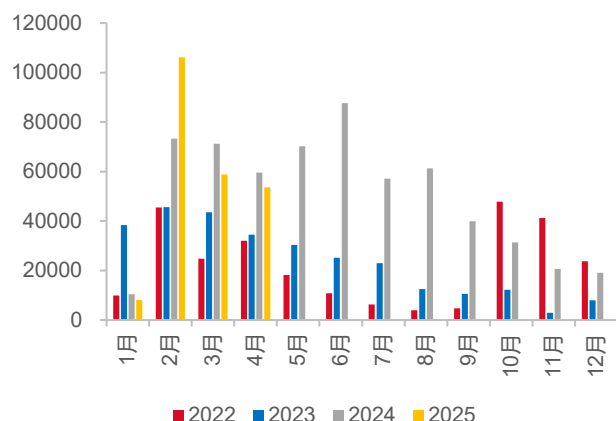
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



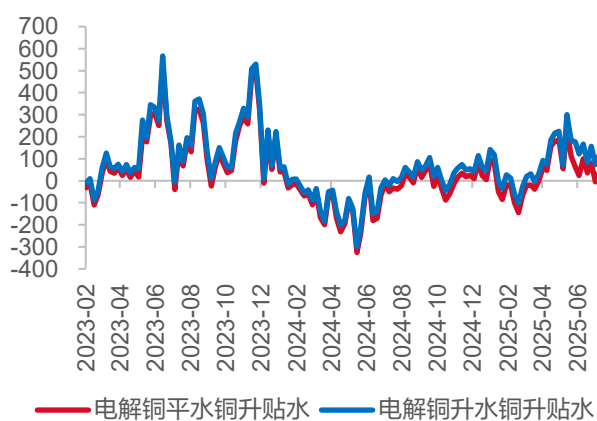
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

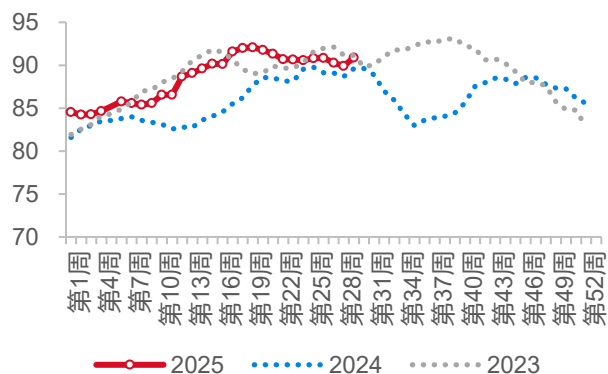


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

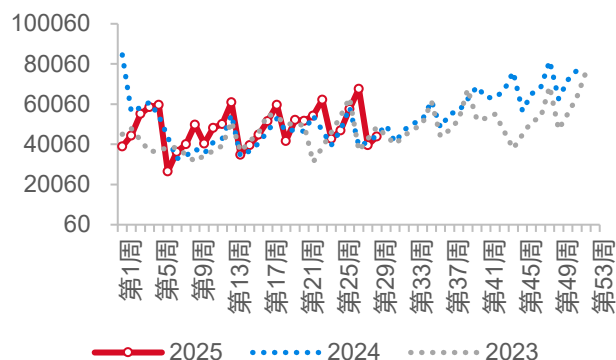
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



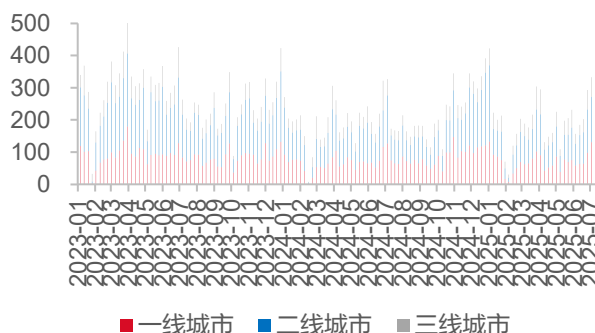
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI指数



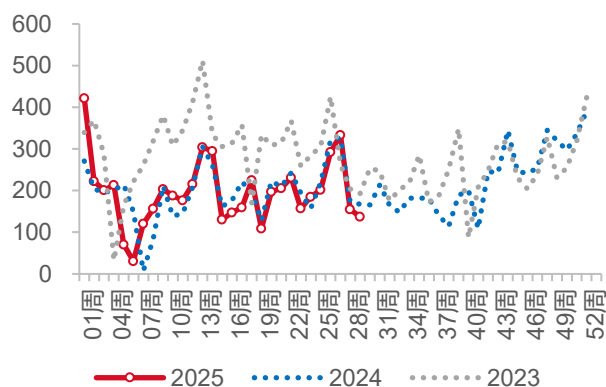
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



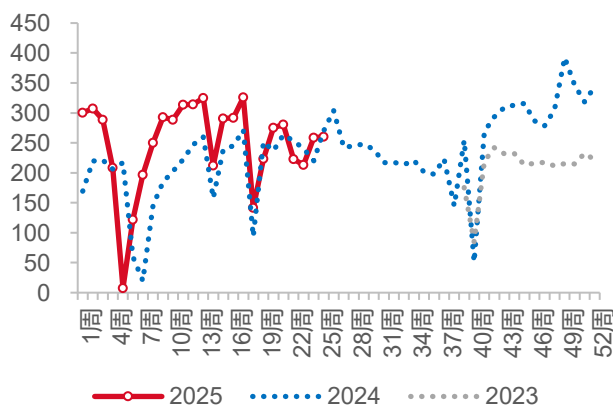
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%) / 环比变化(pct)	同比(%) / 同比变化(pct)	单位	7/18	7/11	7/4	6/27	6/20	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-11.4	-18.1	万平方米	137	155	333	293	202	
	一线城市	-23.5	-21.3	万平方米	51	67	131	98	64	
	二线城市	-1.2	-19.2	万平方米	59	60	140	134	97	
	三线城市	-4.3	-8.3	万平方米	27	28	62	61	41	
消费出行	国内航班执飞	/	/	架次	/	100814	96816	93062	87023	
	国际航班执飞	/	/	架次	/	13035	12841	12549	12130	
	电影票房	-2.2	-58.9	万元	65018	66510	69574	47853	32673	
	观影人次	-0.3	-56.7	万人次	1664	1670	1768	1268	786	
外需	BDI指数	23.4	7.9	/	2052	1663	1436	1521	1689	
	CCFI指数	-0.8	-39.5	/	1304	1314	1343	1369	1342	
	南华工业品价格指数	1.0	-10.4	/	3620	3584	3546	3536	3568	
物价	螺纹钢	1.4	-10.9	元/吨	3128	3085	3035	2981	2984	
	水泥价格指数	-1.9	-9.3	/	108.28	110.35	111.63	113.57	115.36	
	南华农产品指数	0.8	3.3	/	1091	1083	1082	1081	1087	
	猪价	0.2	-17.0	元/公斤	20.65	20.61	20.38	20.23	20.29	
	7种重点水果	-1.0	0.4	元/公斤	7.28	7.35	7.36	7.42	7.62	
	鸡蛋	-0.2	-29.3	元/公斤	7.01	7.02	7.13	7.31	7.24	
	28种重点蔬菜	-0.1	-9.1	元/公斤	4.38	4.38	4.35	4.37	4.36	
生产开工率	PTA	0.4	0.3	%	80.76	80.35	79.13	78.61	81.55	
	纯碱	2.8	-2.7	%	84.10	81.32	81.32	82.21	86.57	
	浮法玻璃	-0.3	-7.7	%	75.34	75.68	75.68	/	75.34	
	江浙织机	-0.4	-8.4	%	55.83	56.20	58.09	59.01	60.67	
	半钢胎	3.1	-3.1	%	75.99	72.92	70.41	78.05	78.29	
	全钢胎	0.5	12.2	%	65.10	64.56	63.75	65.64	65.48	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2. 主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<上证 180<沪深 300<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	16.88	34.15	32.92	4.28
创业板 50	24.56	33.46	38.20	4.85
中证 1000	53.99	40.38	28.24	2.20
中证 500	57.49	29.90	35.21	1.96
上证 180	72.10	11.61	30.54	1.21
沪深 300	72.49	13.38	34.60	1.40
上证 50	78.53	11.38	49.34	1.25
科创 50	98.70	139.69	51.90	4.63

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<电子<传媒。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-192.08	44.50	1.01
	交通运输	13.78	16.38	20.53	1.37
	有色金属	18.40	21.15	32.94	2.39
	公用事业	20.47	18.48	32.27	1.73
	石油石化	28.93	11.72	33.58	1.17

消费	环保	57.18	35.03	14.38	1.60
	煤炭	57.62	12.37	43.88	1.34
	建筑装饰	59.28	11.08	5.54	0.79
	基础化工	82.73	32.32	46.80	1.99
	建筑材料	85.28	37.63	7.74	1.11
	农林牧渔	3.93	21.07	7.16	2.45
	食品饮料	15.99	21.26	17.80	4.16
	美容护理	43.38	45.13	10.98	3.13
	纺织服饰	60.44	35.69	18.65	1.81
	社会服务	77.02	66.36	14.49	2.95
	商贸零售	78.25	57.78	32.80	1.82
	轻工制造	80.19	49.33	20.98	2.10
	医药生物	90.11	52.10	13.72	3.08
	家用电器	33.19	15.67	23.52	2.42
	机械设备	54.74	40.20	52.29	2.52
	汽车	71.90	35.66	82.95	2.85
	国防军工	87.83	158.74	82.19	3.86
	电力设备	94.69	69.55	24.40	2.52
	通信	34.34	24.66	36.65	2.11
科技	电子	75.45	64.99	62.37	3.89
	传媒	78.26	79.31	31.23	2.52
	计算机	93.74	238.53	53.12	4.27
金融地产	房地产	0.00	-6.79	9.48	0.84
	非银金融	9.67	13.74	20.92	1.48
	银行	95.42	7.41	33.45	0.75

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.二季度 GDP 符合预期，6 月数据有喜有忧

Q2GDP 不变价同比 5.2%，前值 5.4%。6 月社零总额当月同比 4.8%，前值 6.4%；固定资产投资累计同比 2.8%，前值 3.7%；规上工业增加值同比 6.8%，前值 5.8%。

名义与实际 GDP 增速继续分化。Q2GDP 不变价同比 5.2%，较 Q1 小幅回落 0.2 个百分点，基本符合预期。而实现这一增速的背景是，关税扰动节奏下出口整体仍有韧性，地产投资拖累下固投稳中回落，以旧换新带动下社零中枢回升。但另一方面，名义增速回落幅度更大，3.94%为 2022Q4 以来最低，平减指数也连续 9 个季度为负，价格拖累有所扩大。

餐饮收入回落，商品零售或受 618 前置影响。6 月社零季调环比-0.16%，历年同期来看，罕见为负，明显弱于季节性。主要由于“618”节奏提前，拉高了环比的基数。分项上，餐饮收入（0.9%，-5.0pct）增速下行幅度更大，基数抬升的影响比较明显；商品零售（5.3%，-1.2pct）增速小幅下行，“618”节奏提前，可能导致 6 月当月的商品消费需求被前值到了 5 月。线索上：1.以旧换新的品类贡献依然较大，据我们测算 6 月当月达到 42.39%，较 5 月进一步提升，主要是由于汽车零售增速的提升。2.金银珠宝的零售增速有所回落（6.1%，-15.7pct），或由于金价趋于震荡，购金热度有所下降。3.关于此前部分地区国补暂停，发改

委在 6 月 26 日已表示,第三批消费品以旧换新的资金将于 7 月下达,分领域制定落实每月、每周的“国补”资金使用计划,后续来看以旧换新品类对社零贡献率的波动可能趋于平滑。

工业生产仍然受到出口韧性的提振。6 月当月同比再次回来了年内的相对高位,出口交货值当月同比回升至 4.0%,为 3 月以来最高。从结构上来看,中游设备制造业工业增加值增速仍然相对较高;从主要工业品产量来看,集成电路、汽车、智能手机提速,水泥、粗钢降幅扩大。基于对年内出口增速中枢回落这一判断,以及“反内卷”这一措施理论上的影响来看,后续工业增加值增速可能稳中回落。

固定资产投资在 6 月整体经济数据中表现偏弱。据我们测算,固投当月同比及累计同比继续回落,且当月同比小幅转负。边际上,三大分项制造业投资、基建投资以及房地产投资均有所下滑。其中地方的拖累仍然比较大,剔除地产的上半年固投增速 6.6%,高于整体 3.8 个百分点。

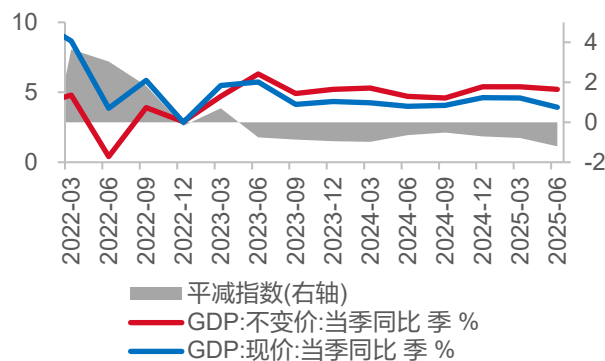
关注新型政策性金融工具未来对基建的支撑。6 月当月,广义基建、狭义基建投资增速分别回落至 5.3%和 2.0%。基建投资增速的回落,我们认为可能与项目清单下发阶段性放缓有关,而这一点发改委在 7 月 3 日已表示已安排超 3000 亿元支持年内第三批“两重”项目清单。结合即将落地的新型政策性金融工具支持项目资本金,下半年基建投资增速可能仍相对平稳。从高频数据来看,沥青装置开工率自 4 月中上旬以来持续高于去年同期运行,反映实物工作量的形成相对稳定。

稳地产的重要性进一步提升。新建商品房销售当月同比降至-5.5%,房地产投资当月同比降至-12.9%,前者为去年 9 月以来新低,后者为去年 12 月以来新低,房地产下行压力进一步凸显。去年“924”以后,销售端有阶段性改善,后续来看也会抬升基数压力;而投资端土拍等前置性指标仍为负增长,压力仍然不小。上半年专项债用于土储发行量接近 2000 亿元,预计下半年可能会提速。7 月 14 日-15 日,中央城市工作会议召开,提质增效可能是重点,关注后续政策的落实,尤其是在新型城镇化建设以及城市更新方面,预计对地产都将形成一定提振,改善型需求提升的可能性较大。

制造业投资回落,信心有待改善。6 月制造业投资可比口径下当月同比回落至 5.06%,前值 7.8%。一方面设备更新政策支撑的动能仍在,设备工器具投资 6 月累计同比仍有 17.3%;但另一方面制造业投资当月增速连续 3 个月下滑,或仍反映当前对贸易政策不确定性的担忧。后续来看,政策性金融工具的支持方向可能扩容,对制造业投资是一个积极的因素。

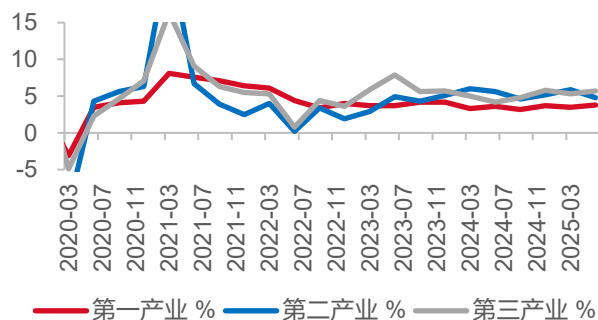
二季度 GDP 增速基本符合预期,但价格水平仍处低位,名义 GDP 增速仍有待改善。6 月经济数据有喜有忧,工业生产在出口的带动下再次走高,社零回落更多的是受到了“618”前置的影响,而投资端表现偏弱,地产、基建、制造业投资增速均边际放缓,尤其是地产在低位进一步回落,凸显了政策呵护的必要性。2015 年中央城市工作会议后,推动了棚改,本次会议强调提质增效,后续新型城镇化建设以及城市更新带来的改善性需求值得关注。此外,关注即将召开的 7 月政治局会议对下半年政策部署的增量线索。

图39 GDP 不变价、现价当季同比增速, %, %



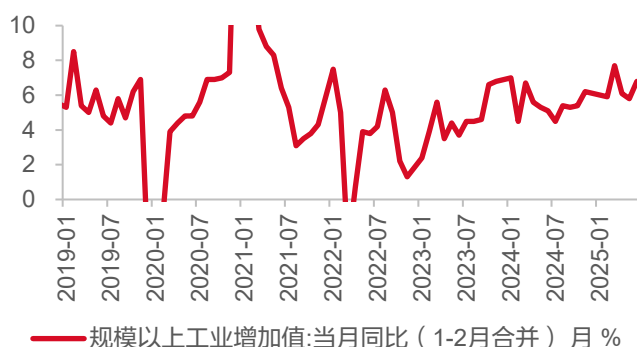
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 一、二、三产业不变价同比, %



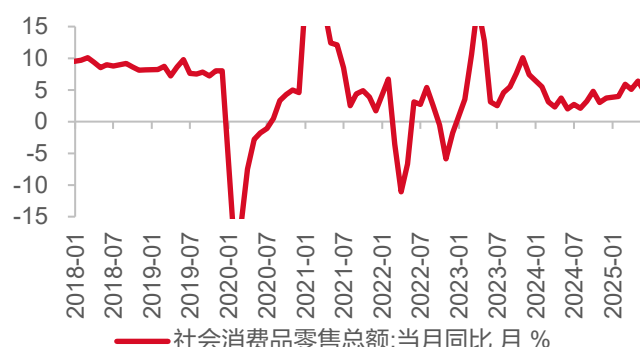
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 规模以上工业增加值当月同比, %



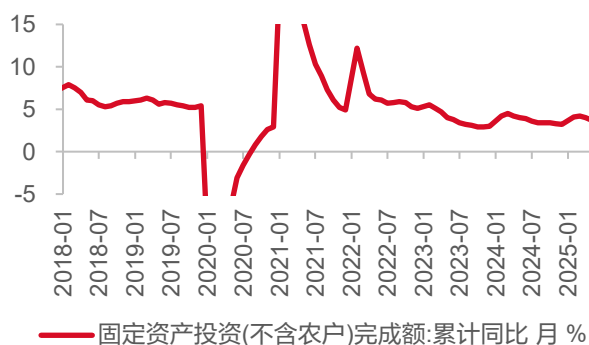
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 社会消费品零售总额当月同比, %



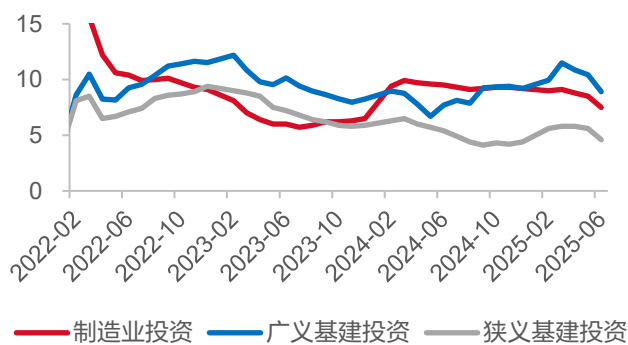
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 固定资产投资完成额累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图44 制造业、基建投资累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.6 月美国 CPI：关税冲击初显，三季度或难降息

美国 6 月 CPI 同比 2.7%，预期 2.7%，前值 2.4%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.1%。核心 CPI 同比 2.9%，预期 3.0%，前值 2.8%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。

受地缘政治影响，能源价格回升。受 6 月伊以冲突等地缘政治影响，原油价格得到提振，能源商品价格环比由前值-2.4%转为 1.0%。同时，能源服务价格继续保持较高增速，环比由前值 0.4% 上升至 0.9%。原因其一是受高温天气影响电力价格居高不下；其二是由于美国燃气公司 5 月的检修结束，出口恢复，需求反弹导致价格回升，符合我们在 5 月通胀报告中提到的“能源服务价格后续反弹”的预期。

关税传导初步显现，核心商品价格抬升。核心商品价格同比由前值 0.3% 抬升至 0.7%，环比由前值 0.0% 上升至 0.2%。其中，服饰是主要贡献项。服饰价格环比由前值 -0.4% 提升至 0.4%。服饰作为美国较为典型的进口依赖行业，其增速抬升意味着关税传导效应开始逐渐显现。二手车同比由前值 1.8% 上升至 2.8%，主要受往年同期的低基数影响；环比由前值 -0.5% 下跌至 -0.7%，为核心商品的主要拖累项。新车价格则保持 -0.3% 环比速度继续下行。能够看出，车辆销售此类耐用品数据由于库存消化缓慢，叠加一季度“抢购潮”压低后续需求，导致厂家难以提价。

住房市场延续降温，拖累核心服务价格。核心服务同比保持在 3.6% 不变。其中，住房价格同比由前值 3.9% 下降至 3.8%，环比由前值 0.3% 下降至 0.2%。先行指标——NAHB 住房市场指数在 6 月继续回落至 32，为 2023 年以来最低点。我们依然保持美国 5 月通胀报告提出的观点：移民政策以及高位贷款利率会在后续为房市带来持续的下行压力。

除开住房市场外，其他核心服务价格温和抬升。医疗服务和运输为核心服务的主要贡献项。医疗服务同比由前值 3.0% 上升至 3.4%，环比由前值 0.2% 上升至 0.6%。我们认为这是主要受到《美丽大法案》财政改革影响，医疗补助资金的削减使得医疗服务部门提前提价，以维持后续经营。运输价格同比由前值 2.8% 上升至 3.4%，环比由前值 -0.2% 转为 0.2%。原因其一或是由于能源价格的抬升提高了运输成本；其二或是由于对等关税的再次延期使得部分低库存高周转的企业再次进行“抢进口”操作。

市场降息预期回落。美国 6 月 CPI 出炉后，美股收平，美债收益率上涨，美元指数上涨，黄金下跌。强韧的 6 月通胀数据并不支持美联储在三季度进行降息，结合 6 月低迷的非农私营就业数据，我们认为美国“滞胀”风险正在加剧。如果 7 月非农私营就业和通胀数据再次出现背离，美联储可能不得不在“稳就业”和“去通胀”中进行抉择。8 月杰克逊霍尔会议上鲍威尔的发言同样值得关注，重心布局美联储独立性以及美联储新的货币政策框架。

美国 6 月 CPI 数据基本符合预期。整体通胀受能源价格抬升、关税传导以及新财政法案预期的共同作用而上行。核心 CPI 受低迷的新车销售以及住房市场影响而略低于预期：核心商品层面，关税传导开始逐渐显现，同比由前值 0.3% 抬升至 0.7%，服饰为主要贡献项，二手车和新车为主要拖累项；核心服务通胀则较为温和，主要受住房市场拖累。我们认为 6 月回升的通胀数据和疲软的非农私营就业数据加大了美国的“滞胀”风险。如果 7 月非农私营就业数据和通胀数据再次出现背离，美联储可能不得不在“稳就业”和“去通胀”中进行抉择。

图45 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %				趋势	环比, %				趋势
		2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月		2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	
CPI	100%	2.4	2.3	2.4	2.7		-0.1	0.2	0.1	0.3	
食品	14%	3.0	2.8	2.9	3.0		0.4	-0.1	0.3	0.3	
家庭食品	8%	2.4	2.0	2.2	2.4		0.5	-0.4	0.3	0.3	
家庭外就餐	6%	3.8	3.9	3.8	3.8		0.4	0.4	0.3	0.4	
能源	6%	-3.3	-3.7	-3.5	-0.8		-2.4	0.7	-1.0	0.9	
能源商品	3%	-9.5	-11.5	-11.6	-7.9		-6.1	-0.2	-2.4	1.0	
能源服务	3%	4.2	6.2	6.8	7.5		1.6	1.5	0.4	0.9	
电力	2%	2.8	3.6	4.5	5.8		0.9	0.8	0.9	1.0	
燃气	1%	9.4	15.7	15.3	14.2		3.6	3.7	-1.0	0.5	
核心CPI	80%	2.8	2.8	2.8	2.9		0.1	0.2	0.1	0.2	
核心商品	19%	-0.1	0.1	0.3	0.7		-0.1	0.1	0.0	0.2	
服饰	3%	0.3	-0.7	-0.9	-0.5		0.5	-0.1	-0.4	0.4	
新车	4%	0.0	0.3	0.4	0.2		0.1	0.0	-0.3	-0.3	
二手车和卡车	2%	0.6	1.5	1.8	2.8		-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	
医疗用品	2%	1.0	1.0	0.3	0.2		-1.1	0.4	0.6	0.1	
核心服务	61%	3.7	3.6	3.6	3.6		0.1	0.3	0.2	0.3	
房屋	35%	4.0	4.0	3.9	3.8		0.2	0.3	0.3	0.2	
房租	7%	4.0	4.0	3.8	3.8		0.3	0.3	0.2	0.2	
业主等效租金	26%	4.4	4.3	4.2	4.2		0.4	0.4	0.3	0.3	
医疗服务	7%	3.0	3.1	3.0	3.4		0.5	0.5	0.2	0.6	
娱乐	3%	4.3	3.6	3.7	3.8		0.1	-0.3	-0.1	0.2	
教育和通讯	5%	1.6	1.2	1.0	1.1		0.2	-0.2	0.1	0.1	
运输	6%	3.1	2.5	2.8	3.4		-1.4	0.1	-0.2	0.2	

资料来源: BLS, 东海证券研究所

5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。7月17日, 融资余额 18911.42 亿元, 较上周末增长 285.67 亿元。

基金仓位环比上升。7月18日当周, 据同花顺数据, 普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.57%、77.83%, 分别较上周上升 0.90%、0.17%。

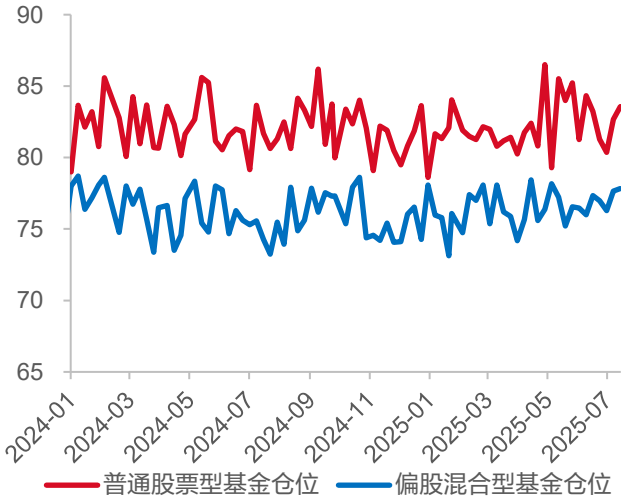
资金利率上升。7月18日当周, DR007 周均为 1.5327%, 较上周环比上升 5.82 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.5582%, 较上周环比下降 0.72 个 BP。

图46 两融余额, 亿元, 亿元



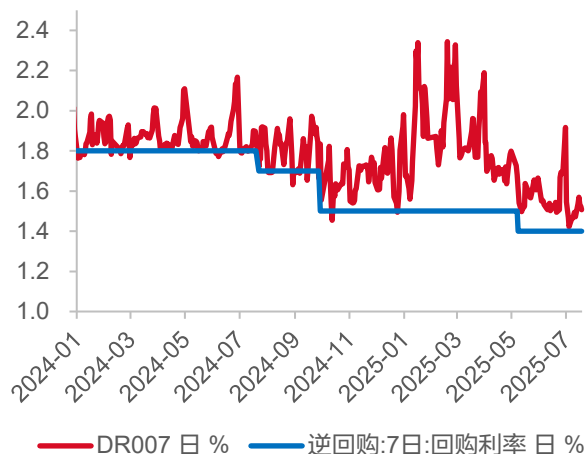
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图47 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

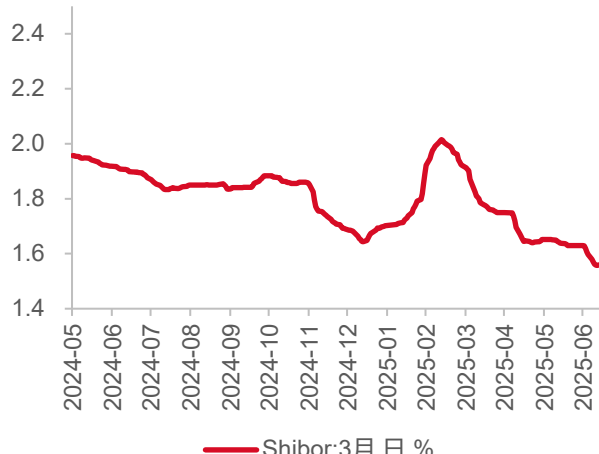
图48 DR007、7 天期 OMO 利率, %



— DR007 日 % — 逆回购:7日:回购利率 日 %

资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 SHIBOR 3M, %



— Shibor:3月 日 %

资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至 7 月 16 日当周，主要受隔夜逆回购 351 亿美元提出，美国金融流动性得以相对宽松。美联储资产端当周国债到期规模不大，仅有 20 亿美元，不过经验性上看，月末周一般会有大规模 MBS 到期，同时叠加 7 月 28 日美国财政部会更新三季度财政借款计划（此前 4 月计划为 5540 亿美元），故可以关注下两周缩表情况来初步定调美联储是否有意配合后续宽松财政。

从价的角度，截至 7 月 18 日，SOFR 较上周上涨 3bp 至 4.34%，带动 SOFR-FFR 利差回升至正值 1bp 处。受周三美国众议院议员发表“特朗普拟解雇鲍威尔”言论影响，债券及货币市场收益率大幅上行，SOFR 攀升至 4.37%后随特朗普否认辟谣而小幅回落至当前水平。此次关于美联储独立性的“压力测试”以及 6 月回升的通胀和零售，或都促使美联储维持当前鹰派立场不变。

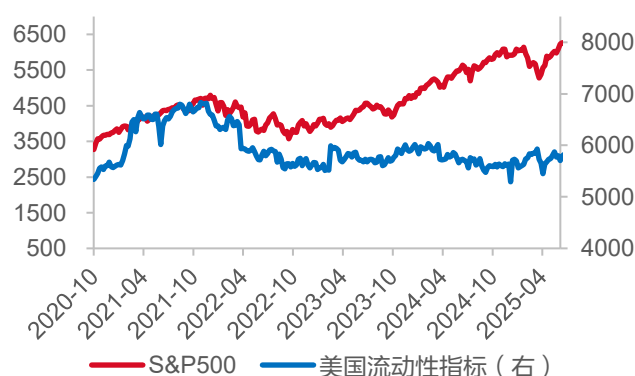
图50 美国存款准备金占比银行总资产, %



— 存款准备金占比银行总资产

资料来源：同花顺，东海证券研究所

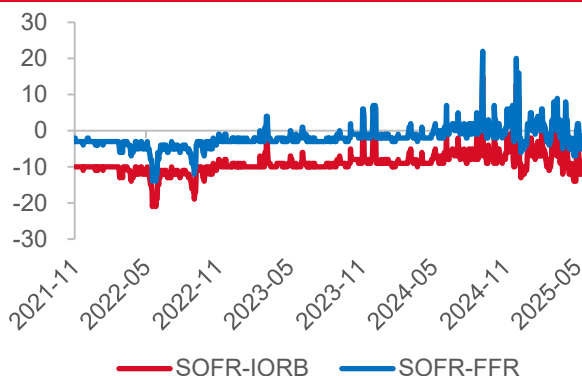
图51 美国金融流动性指标, 十亿美元



— S&P500 — 美国流动性指标（右）

资料来源：同花顺，东海证券研究所

图52 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图53 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 7月17日, 美国国会众议院通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》和《清晰法案》, 旨在对加密货币监管进行重大立法改革并为数字资产建立一个更广泛、更有利于行业的监管框架。

2) 7月18日, 美国总统特朗普在白宫正式签署《指导与建立美国稳定币国家创新法案》, 标志着美国稳定币监管立法进入实施阶段。

3) 美国6月PPI同比升2.3%, 预期升2.5%; PPI环比持平, 预期升0.2%。6月核心PPI同比升2.6%, 预期升2.7%; 核心PPI环比持平, 预期升0.2%。

4) 美国6月零售销售环比升0.6%, 预期升0.1%。美国6月核心零售销售环比升0.5%, 预期升0.3%。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 7月15日, 中央城市工作会议在北京召开, 国家主席习近平出席并讲话, 部署城市工作七大任务: 1. 优化城市体系, 推进农业转移人口市民化; 2. 建设创新城市; 3. 打造宜居城市, 推动城中村改造和服务业发展; 4. 建设绿色低碳城市, 提升生态环境; 5. 建设韧性城市, 改造老旧管线, 强化防洪治理; 6. 建设文明城市, 保护历史文化; 7. 建设智慧城市, 提高群众服务效率。

2) 7月16日, 国务院总理李强主持召开国务院常务会议, 提出三项重点意见: 1. 在消费方面, 要通过优化旧换新政策、增加多元供给、加大投资等措施释放内需潜力; 2. 审计整改要压实责任, 确保按时整改, 推动政策落实; 3. 新能源汽车发展要加强成本调查、产品一致性监督, 促进企业通过科技创新增强竞争力。会议还审议通过《外国人入境出境管理条例》修改草案。

3) 国务院新闻办公室召开发布会, 工业和信息化部负责人表示, 科技与产业创新融合加速, 人工智能赋能持续加强。我国自主研发并开源的大模型正在加速在电子、原材料、消

费品等行业应用，催生新模式和业态。AI 手机、电脑、眼镜等终端产品已超百款，成为经济新增长点。

4) 工信部表示，近期将印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案，提升优质供给能力，优化行业发展环境。钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。

5) 7 月 14 日，央行公布 2025 年上半年金融数据：6 月末，M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%；M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。社融增量 22.83 万亿元，同比多增 4.74 万亿元。人民币贷款增 12.74 万亿元，委托贷款减少 513 亿元，信托贷款增 1443 亿元，企业债券融资 1.15 万亿元，政府债券融资 7.66 万亿元，同比多增 4.32 万亿元。

6) 7 月 15 日央行开展 14000 亿元买断式逆回购，其中 3 个月 8000 亿元、6 个月 6000 亿元，分别实现 1000 亿净投放。

7) 7 月 14 日，央行副行长邹澜表示，人民币汇率稳定，不寻求通过贬值获竞争优势。关于债券市场，曹媛媛称，中小银行适度增持债券合理，但激进投资需警惕风险。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《关于境外投资者以分配利润直接投资税收抵免政策的公告》印发。《公告》要求所在地商务部门核实企业提交的投资信息和凭证，无误后报送省级商务部门，办理税收抵扣。

2) 《银行间市场经纪业务管理办法（征求意见稿）》印发。《办法》共 26 条细则，明确经纪机构不得参与债券一级发行和柜台债券业务等。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图54 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
7/21	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1 年	3	
7/21	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5 年	3.5	
7/23	22:00	欧盟	7 月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-15.3	
7/24	20:15	欧盟	7 月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.15	
7/24	20:15	欧盟	7 月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	2	
7/24	20:15	欧盟	7 月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	2.4	
7/24	22:00	美国	6 月新屋销售:季调:折年数(千套)	623	
7/24	22:00	美国	6 月新屋销售:季调:折年数:环比(%)	-	13.71
7/25	09:20	中国	7 月中期借贷便利(MLF):投放:1 年:当月值(亿元)	3000	

资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性，若关税政策超预期，或导致中国出口规模的下降，影响顺差规模回落，或对经济下行形成压力。

美国财政的不确定性，美国大法案通过后，或导致短期美国财政赤字压力增大，美债的稳定性可能下降。

国内价格走弱的影响，消费价格同比下降或影响消费预期，工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089