

宏观和大类资产配置周报

本周沪深 300 指数上涨 1.09%

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**央行发布数据显示，今年上半年，我国社会融资规模增量为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元。
- **要闻：**中央城市工作会议 7 月 14 日至 15 日在北京举行。这是时隔近十年后，党中央再次召开的最高规格的城市工作会议。

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数上涨 1.09%，沪深 300 股指期货上涨 0.91%；焦煤期货本周上涨 2.53%，铁矿石主力合约本周上涨 3.66%；余额宝 7 天年化收益率与上周持平，收于 1.07%；十年国债收益率与上周持平，收于 1.67%。

资产配置建议

上半年经济数据实现较好收官。上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，其中一季度当季同比增长 5.4%，二季度当季同比增长 5.2%，给全年实现 5.0% 的增速目标打下较好的基础；从累计同比增速看，1-6 月工业增加值累计同比增长 6.4%，社零累计同比增长 5.0%，固定资产投资累计同比增长 2.8%，生产端依然保持强劲增长，是拉动经济的主要动力之一，同时内需增速也出现上行趋势，与生产端的强劲增长相呼应。从 6 月数据分项看，制造业工业增加值和固定资产投资均保持较强的增长趋势，新质生产力仍是未来一段时间内我国经济增长主要内生动力，此外“抢出口”也对 6 月工业增加值产生阶段性上行拉动，但仍有三方面因素对 6 月经济数据造成负面扰动：一是天气因素对固定资产投资产生的负面影响，二是部分地区“国补”阶段性暂停对社零消费产生的影响，三是房地产市场筑底转型仍需时间。下半年外需不确定性较大，内需释放较依赖财政政策加力提效。下半年对外需影响最大的就是美国关税政策的不确定性，目前来看，美国关税或在 8 月 1 日落地，且目前已公布的对部分国家的关税税率仍在较高水平，美国关税或将对全球经济和贸易产生负面影响。

- 我们维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《2025 年 7 月中央城市工作会议学习体会》
20250718
《中银量化多策略行业轮动周报 -
20250717》20250718
《上半年进出口数据点评》20250717

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点 (2025.7.20)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	密切关注 7 月政治局会议	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
本周沪深 300 指数上涨 1.09%	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：本周市场指数表现较好	9
债券：十年期国债收益率周五收于 1.67%	10
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	12
外汇：人民币兑美元中间价本周下行	12
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.7.20）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.7.20）	15

一周概览

本周沪深 300 指数上涨 1.09%

本周沪深 300 指数上涨 1.09%，沪深 300 股指期货上涨 0.91%；焦煤期货本周上涨 2.53%，铁矿石主力合约本周上涨 3.66%；余额宝 7 天年化收益率与上周持平，收于 1.07%；十年国债收益率与上周持平，收于 1.67%。

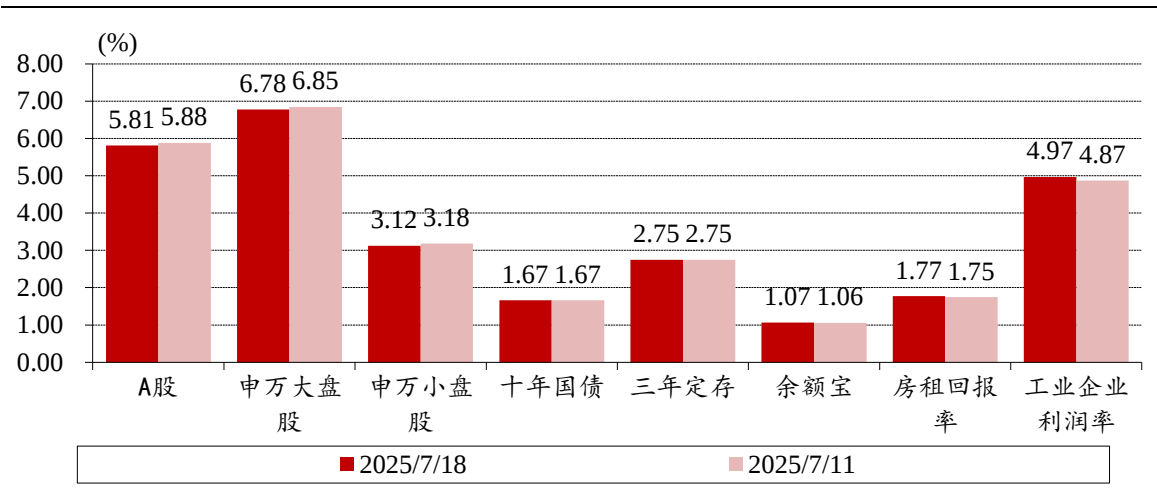
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 +1.09%		10 年国债到期收益率 1.67%/与上周持平	
沪深 300 期货 +0.91%		活跃 10 年国债期货表现与上周持平	
本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗		保守	
铁矿石期货 +3.66%		余额宝 1.07%/与上周持平	
焦煤期货 +2.53%		股份制理财 3M 1.85%/与上周持平	
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2%上下波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

上半年经济数据实现较好收官。上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，其中一季度当季同比增长 5.4%，二季度当季同比增长 5.2%，给全年实现 5.0% 的增速目标打下较好的基础。但下半年外需不确定性较大，内需释放较依赖财政政策加力提效。下半年对外需影响最大的就是美国关税政策的不确定性，目前来看，美国关税或在 8 月 1 日落地，且目前已公布的对部分国家的关税税率仍在较高水平，美国关税或将对全球经济和贸易产生负面影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

股市方面，本周 A 股市场指数表现较好，领涨的指数包括创业板指（3.17%）、中小板指（2.26%）、深证成指（2.04%），仅上证红利指数有所下跌，周跌幅为 1.02%；港股方面恒生指数上涨 2.84%，恒生国企指数上涨 3.44%，AH 溢价指数下行 2.24%，收于 126.28；美股方面，标普 500 指数本周上涨 0.59%，纳斯达克上涨 1.51%。

债市方面，本周国内债市指数温和上行，中债总财富指数本周上涨 0.08%，中债国债指数上涨 0.07%，金融债指数上涨 0.05%，信用债指数上涨 0.08%；美债方面，本周十年美债利率上行 1 BP，周五收于 4.44%。

万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率与上周持平，周五收于 1.07%。

期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.54%，收于 66.03 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.25%，收于 3355.5 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.45%，LME 铜上涨 1.39%，LME 铝上涨 1.34%；CBOT 大豆上涨 2.76%。美元指数上涨 0.6%收于 98.46。VIX 指数上行至 16.41。

图表 3.大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/7/14 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/7/18 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,534.48	0.69	1.09	2.61	5.45
	399001.SZ	深证成指	10,913.84	2.04	1.78	4.29	4.79
	399005.SZ	中小板指	6,788.36	2.26	0.73	3.98	6.36
	399006.SZ	创业板指	2,277.15	3.17	2.36	5.77	6.33
	881001.WI	万得全 A	5,499.27	1.40	1.71	3.47	9.51
	000300.SH	沪深 300	4,058.55	1.09	0.82	3.11	3.14
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	250.44	0.08	-0.08	0.18	1.23
	CBA00603.C	中债国债	248.37	0.07	-0.17	0.13	1.00
	CBA01203.C	中债金融债	247.47	0.05	-0.13	0.06	0.64
	CBA02703.C	中债信用债	224.18	0.08	0.00	0.21	1.43
	885009.WI	货币基金指数	1,724.19	0.02	0.02	0.06	0.76
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	66.03	-3.54	2.61	1.41	-7.93
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,355.50	-0.25	0.82	1.45	27.05
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,147.00	0.45	1.65	4.59	-6.88
	CA.LME	LME 铜	9,794.50	1.39	-2.04	-0.75	11.71
	AH.LME	LME 铝	2,638.00	1.34	0.46	1.56	3.39
	S.CBT	CBOT 大豆	1,035.00	2.76	-3.98	0.78	2.42
货币	-	余额宝	1.07	0 BP	-7 BP	-14 BP	-19 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.46	0.60	0.91	1.74	-9.24
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.18	-0.08	-0.08	-0.15	1.67
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.35	0.33	0.60	0.54	-9.78
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.83	1.11	1.62	2.83	-3.33
港股	HSLHI	恒生指数	24,825.66	2.84	0.93	3.13	23.76
	HSCELHI	恒生国企	8,986.47	3.44	0.91	3.55	23.27
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	126.28	-2.24	-2.36	-3.66	-16.72
美国	SPX.GI	标普 500	6,296.79	0.59	-0.31	1.48	7.06
	IXIC.GI	NASDAQ	20,895.66	1.51	-0.08	2.58	8.21
	UST10Y.GBM	十年美债	4.44	1 BP	8 BP	20 BP	-14 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.41	0.06	0.12	-1.91	-5.42
	CRB.RB	CRB 商品指数	306.12	0.86	1.20	2.97	3.17

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《坚定不移推进高水平对外开放》。文章指出，要不断扩大高水平对外开放。过去中国经济发展是在开放条件下取得的，未来中国经济实现高质量发展也必须在更加开放条件下进行。要以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应。

中央城市工作会议 7 月 14 日至 15 日在北京举行。这是时隔近十年后，党中央再次召开的最高规格的城市工作会议。会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。会议部署 7 个方面重点任务，包括着力优化现代化城市体系，着力建设富有活力的创新城市、绿色低碳的美丽城市、便捷高效的智慧城市等。

国务院总理李强同澳大利亚总理举行第十轮中澳总理年度会晤，共同见证签署贸易、海关检验检疫、农业等多项合作文件。双方共同发表《中澳总理年度会晤联合成果声明》

外交部长王毅同印度外长苏杰生举行会谈。王毅说，双方应相互信任而不是相互猜疑，相互合作而不是相互竞争，相互成就而不是相互消耗。苏杰生表示，双方应努力积累双边关系中的积极因素，避免分歧成为争端，防止竞争变成冲突。

第三届中国国际供应链促进博览会在京开幕。国务院副总理何立峰出席开幕式并致辞。何立峰强调，中国是全球产业链供应链的重要环节，一直以实际行动保障全球产业链供应链稳定运行。中国将坚持分工协作、开放包容，做全球产业链供应链互利共赢的推动者，促进全球产业链供应链数字化、智能化、绿色化转型升级。

商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢会见由中国美国商会会长何迈可率领的会员企业代表团。李成钢表示，希望美方与中方相向而行，共同维护中美经贸关系稳定、健康、可持续发展。

我国经济半年度“成绩单”公布，上半年 GDP 为 66.05 万亿元，同比增长 5.3%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。上半年固定资产投资增长 2.8%，其中房地产开发投资下降 11.2%。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，社会消费品零售总额增长 4.8%。国家统计局副局长盛来运指出，中国的政策“工具箱”丰富，也在加强政策储备，会根据市场变化适时推出。

央行发布数据显示，今年上半年，我国社会融资规模增量为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元；人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，M2 余额同比增长 8.3%。央行相关负责人表示，将继续实施好适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏，结构性货币政策工具将突出支持科技创新、提振消费等主线。中国不寻求通过汇率贬值获取国际竞争优势，人民币汇率在双向波动中保持基本稳定具有坚实基础。

海关总署发布数据显示，以人民币计，今年上半年，我国货物贸易进出口总值 21.79 万亿元，创历史新高，同比增长 2.9%。其中，出口增长 7.2%，进口增长 2.3%。6 月份，我国进出口整体、出口、进口同比全部实现增长，且增速都在回升。6 月稀土出口 7742.2 吨，1-6 月累计出口 32569.2 吨，同比增长 11.9%。

国家统计局数据显示，6 月，全国城镇不包含在校生的 16-24 岁劳动力失业率为 14.5%，较上月下降 0.4 个百分点；全国城镇不包含在校生的 25-29 岁劳动力失业率为 6.7%，较上月下降 0.3 个百分点；全国城镇不包含在校生的 30-59 岁劳动力失业率为 4.0%，较上月上升 0.1 个百分点。其中，全国城镇不包含在校生的 16-24 岁、25-29 岁劳动力失业率已连续 4 个月下降。

国家统计局公布了 31 个省份 2025 年上半年居民人均可支配收入情况。分省份来看，共有 11 个省份上半年居民人均可支配收入超过了 2 万元，其中，北京和上海超过了 4.5 万元，上海居民人均可支配收入达 46805 元，位居第一。

国家统计局公布 6 月 70 城房价数据，各线城市房价环比下降，同比降幅整体继续收窄。新房价格环比上涨城市有 14 个，其中上海、长沙环比涨 0.4% 领跑；二手房价格只有西宁环比上涨。国家统计局副局长盛来运表示，房地产筑底需要一个过程，需下更大力度推动房地产市场止跌回稳。

英伟达确认，将恢复 H20 芯片在中国的销售，并宣布推出面向中国市场的全新且完全兼容的 GPU。英伟达创始人兼 CEO 黄仁勋表示，美国政府已向英伟达保证将授予许可证，并且英伟达希望尽快启动交付。黄仁勋还宣布将推出专为计算机图形、数字孪生和人工智能设计的新显卡 RTX Pro。有消息称腾讯、字节跳动申请采购英伟达 H20 芯片，但两家公司均未回应。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周有所分化，螺纹钢和线材开工率环比分别变动-0.70和+0.58个百分点；建材社会库存回升，较前一周回升8.67万吨。7月16日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周有所分化，其中，华南地区开工率较前一周上升，东北地区开工率较前一周下降。

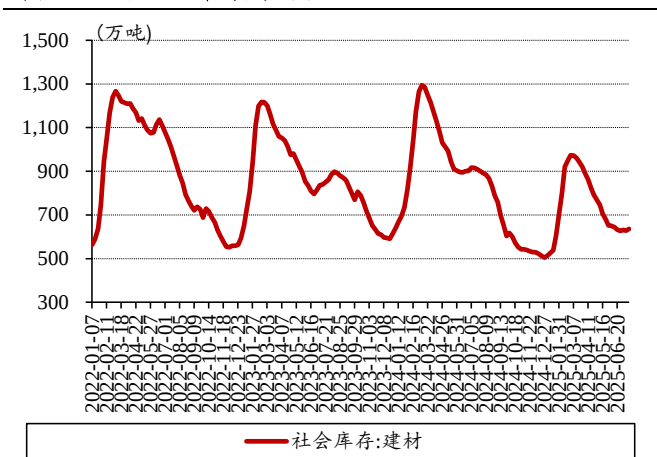
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	42.93	(0.70)	0.94
	线材：主要钢厂开工率（%）	46.53	0.58	(1.72)
石油沥青装置	开工率:华北地区	13.80	0.00	(24.40)
	开工率:华南地区	36.00	0.50	11.80
	开工率:东北地区	20.50	(0.50)	1.60
	开工率:西北地区	37.90	0.00	17.00

资料来源：万得，中银证券

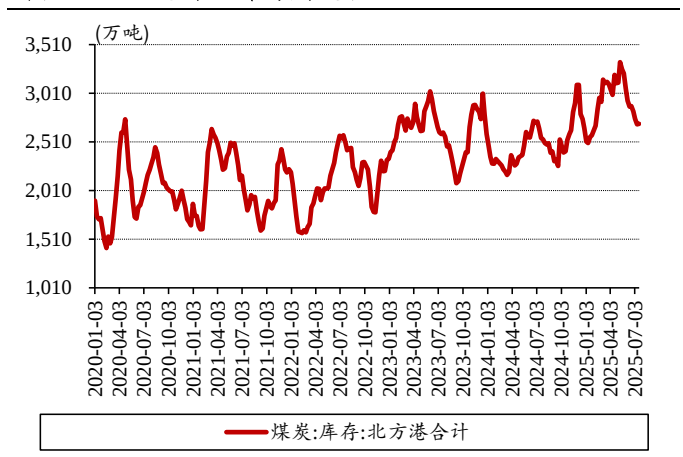
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-0.34%。原油库存方面，7月11日当周，美国 API 原油库存上升，本周环比上升 83.90 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



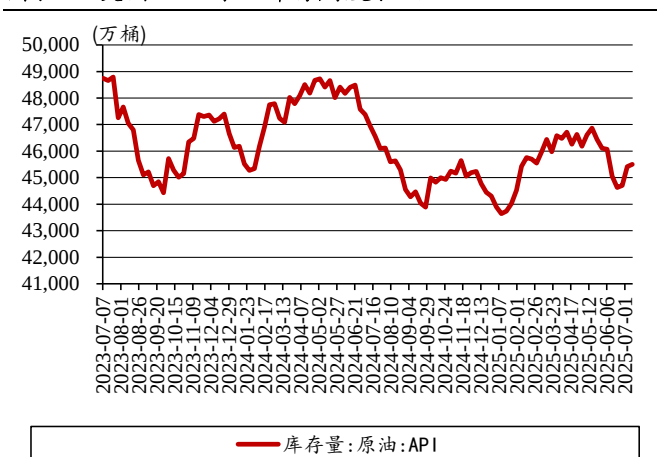
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



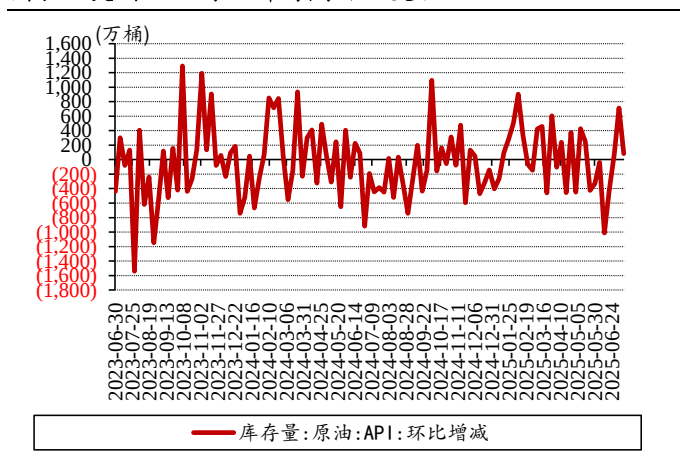
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



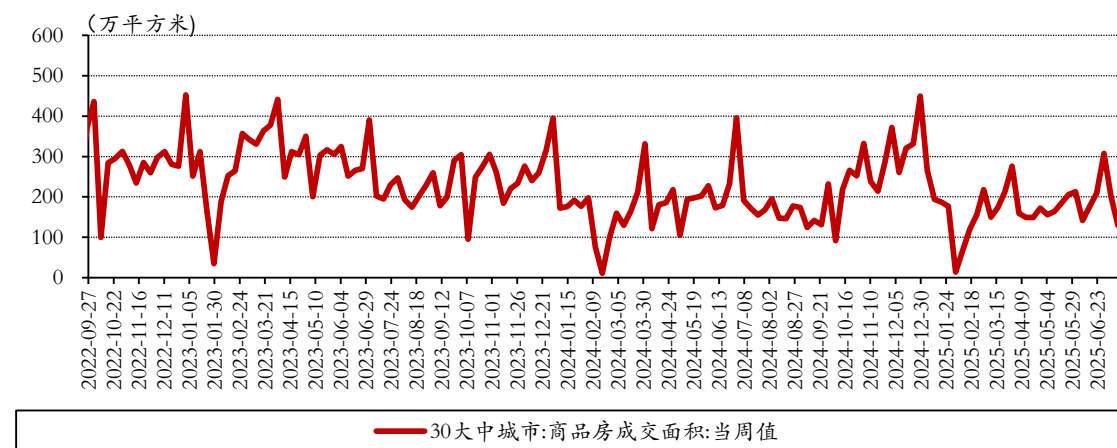
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

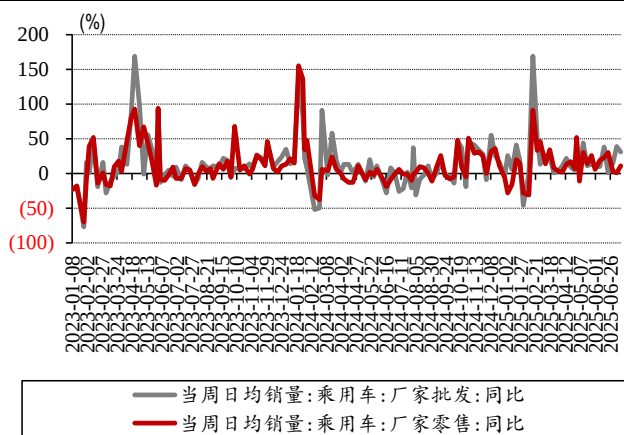


资料来源：万得，中银证券

商品房成交延续环比回落。7月13日当周，30大中城市商品房成交面积环比延续下降，单周成交面积环比变动-72.72万平方米。本周中央城市工作会议召开，会议继续强调“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”，年内地产行业主体预期有望温和回暖。

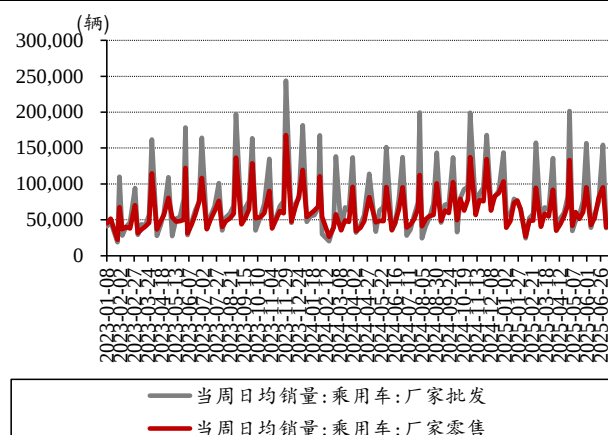
汽车方面，7月13日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为31%和11%。消费或仍是扩大内需的重要抓手，维持看好在“以旧换新”、“国补”等政策支持下，汽车销量保持较好增速的可能性。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周市场指数表现较好

本周市场指数表现较好，领涨的指数包括创业板指(3.17%)、中小板指(2.26%)、深证成指(2.04%)，仅上证红利指数有所下跌，周跌幅为 1.02%。行业方面，领涨的行业有通信(7.02%)、医药(3.91%)、汽车(3.22%)，领跌的行业有房地产(-2.08%)、传媒(-1.58%)、非银行金融(-1.02%)。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	3.17	通信	7.02	生物疫苗指数	4.92
中小板指	2.26	医药	3.91	云计算指数	4.70
深证成指	2.04	汽车	3.22	上海本地重组指数	3.87
上证 380	0.56	非银行金融	(1.02)	互联网金融指数	(2.34)
上证 50	0.28	传媒	(1.58)	高送转概念指数	(2.39)
上证红利	(1.02)	房地产	(2.08)	粤港澳大湾区指数	(2.52)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

据证券日报，中国资本市场与外资机构正形成深度互动的“双向奔赴”新格局。国际资本对中国资产的配置热情持续升温，多家外资机构近期密集发声看好中国市场前景。全球投资管理公司景顺发布的第十三份年度《景顺全球主权资产管理研究》显示，在受访者的首选新兴市场投资重点中，59%的受访者将中国列为高度或中度优先市场，位列第二。大多数受访者（59%）预计未来五年将增加对中国资产的配置。

中国结算披露 2024 年统计年报显示，全年共新增投资者 1274.28 万，同比增逾 5%，其中新增自然人投资者 1272.24 万，这意味着 2024 年月均有超百万投资者新入市。此外，根据上交所公布的今年上半年开户数据，截至今年 6 月底，可推测 A 股股民已超 2.4 亿。

《中共中央关于加强新时代审判工作的意见》指出，依法严惩操纵市场、内幕交易、非法集资、贷款诈骗、洗钱等金融领域违法犯罪，加强金融领域非法中介乱象协同治理。完善数字货币、移动支付、互联网金融、跨境金融资产交易等新兴领域金融纠纷审理规则。对侵犯各种所有制经济产权和合法利益的行为实行同责同罪同罚，防止和纠正利用行政、刑事手段干预经济纠纷。强化对垄断和不正当竞争行为的规制。

韩国投资者正加速配置中国资产。据韩国预托结算院数据显示，截至 7 月 15 日，今年以来韩国投资者对港股 A 股累计交易额超过 54 亿美元，中国仅次于美国市场为韩国股民第二大海外投资目的地，并追捧宁德时代及泡泡玛特等。

7 月以来，上市公司纷纷发布上半年业绩预告，整体表现亮眼。数据显示，业绩预告喜的上市公司比例超过 57%，与上年同期相比，发布业绩预告的上市公司预计净利润总和增幅近七成，钢铁和交通运输两大行业业绩迎来拐点。

人工智能 | 英伟达创始人兼 CEO 黄仁勋出席第三届链博会开幕式并致辞。他表示，中国的开源 AI 是推动全球进步的催化剂，让各国和各行业都有机会参与这一 AI 革命。AI 的下一波浪潮将是机器人系统，它具备推理与执行能力，并且能够理解物理世界，在未来十年中，工厂将由软件和 AI 驱动，协调人机协作的机器人团队，生产由 AI 所主导的智能产品。

汽车制造 | 欧盟中国商会汽车工作组与欧委会谢夫乔维奇内阁及欧洲议会国际贸易委员会主席朗格举行会晤，就中欧汽车产业合作深入交流。欧盟中国商会汽车工作组表达了对全球贸易紧张局势可能对欧盟政策走向产生“外溢效应”的担忧，特别是欧盟是否会在压力下从“去风险”转向“脱钩”、中国产品被视为“绕道出口”而面临限制、以及潜在的欧美贸易摩擦对欧洲市场稳定的冲击等。

绿色金融 | 央行、金融监管总局、证监会印发《绿色金融支持项目目录（2025 年版）》，统一适用于各类绿色金融产品，沪深北交易所上市及股票发行、新三板挂牌及股票发行业务暂不适用。

债券：十年期国债收益率周五收于 1.67%

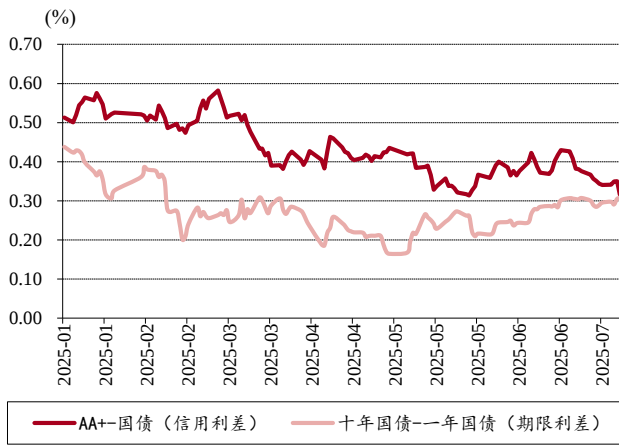
十年期国债收益率周五收于 1.67%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.72%，较上周五下行 1BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.32%，信用利差下行 3BP 至 0.31%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

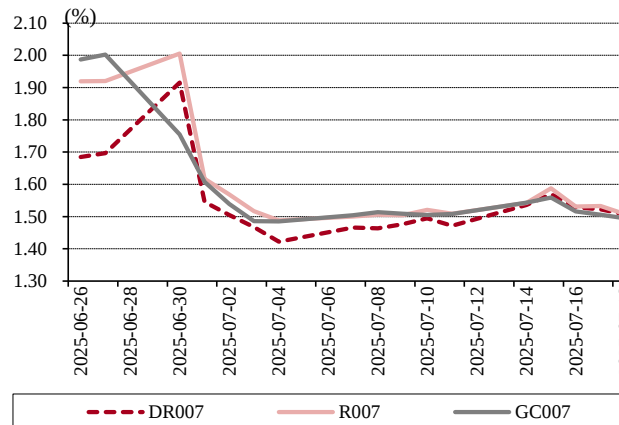
本周央行在公开市场净投放 13011 亿元。本周五 DR007 收于 1.5067%，R007 收于 1.5072%，GC007 收于 1.4950%，分别较上周变动-3BP、-4BP 和-5BP，货币市场重要利率均有下滑。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

气候债券倡议组织报告显示，香港 2024 年发行的绿色、社会 and 可持续发展债券以及可持续发展挂钩债券（统称 GSS+）总规模超过 431 亿美元，同比增长 43.2%，占亚洲国际 GSS+ 债券市场的 45%

中国外汇交易中心披露，截至 2025 年 6 月末，共 64 家机构提供 168 只债券篮子报价，主题涵盖利率债、科创债、绿债、央企科创信用债等，为境内外投资者提供了多样化的组合交易工具。

大宗商品：本周商品期货指数上涨 1.84%

本周商品期货指数上涨 1.84%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料(3.22%)、能源(2.30%)、煤焦钢矿 (2.28%)、贵金属 (0.86%)、化工 (0.52%)、谷物 (0.36%)、非金属建材 (0.13%)，仅有色金属指数有所下滑，跌幅为 2.38%。

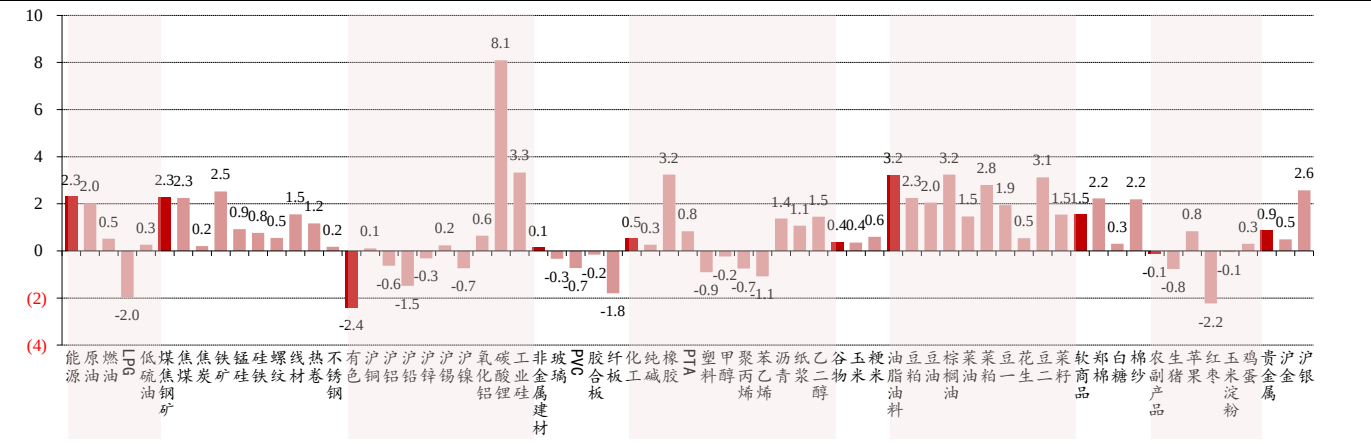
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有碳酸锂 (8.09%)、工业硅 (3.33%)、橡胶 (3.24%)，跌幅靠前的则有红枣 (-2.23%)、LPG (-1.97%)、纤板 (-1.80%)。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.84%	能源 +2.30%	煤焦钢矿 +2.28%
有色金属 -2.38%	非金属建材 +0.13%	化工 +0.52%
谷物 +0.36%	油脂油料 +3.22%	贵金属 +0.86%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

欧佩克发布最新月报，将 2025 年全球原油需求增速预期维持在 129 万桶/日，并将 2026 年全球原油需求增速预期维持在 128 万桶/日。

欧佩克秘书长海瑟姆·阿尔盖斯表示，欧佩克及其盟友正在增加石油产量，并预计第三季度将出现“非常强劲”的需求，未来几个月供需平衡将趋于紧张。

世界黄金协会调查显示，全球央行对黄金需求持续增长，更多央行转向用本币从本地金矿直接购金。在接受调查的 36 家央行中，19 家已开始从国内手工和小规模矿商购买黄金，另有 4 家正考虑效仿。去年调查中，57 家央行中约 14 家采取类似做法，显示这一趋势正在加速。

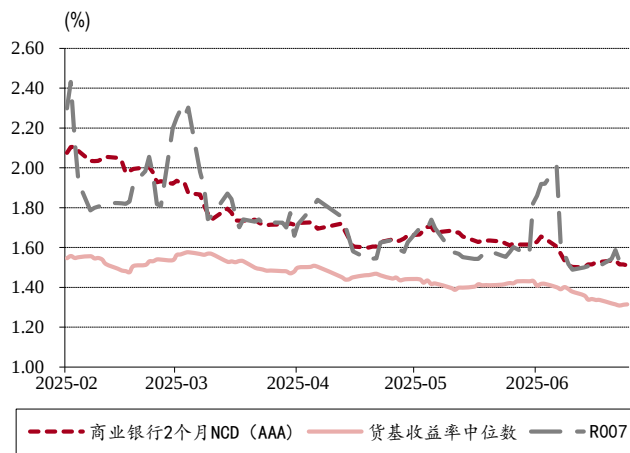
广期所通知，自 7 月 21 日交易时起，非期货公司会员或者客户在多晶硅期货各合约上单日开仓量不得超过 10000 手，在工业硅期货 SI2509 合约上单日开仓量不得超过 5000 手；工业硅期货 SI2509 合约的日内平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一；多晶硅期货 PS2508 合约的交易手续费标准调整为成交金额的万分之二，日内平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二；多晶硅期货 PS2509 合约的交易手续费标准调整为成交金额的万分之二，日内平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二；多晶硅期货 PS2509 合约的交易手续费标准调整为成交金额的万分之二，日内平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二。

郑商所：自 7 月 16 日夜盘交易时起，烧碱期货 2509 合约的日内平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

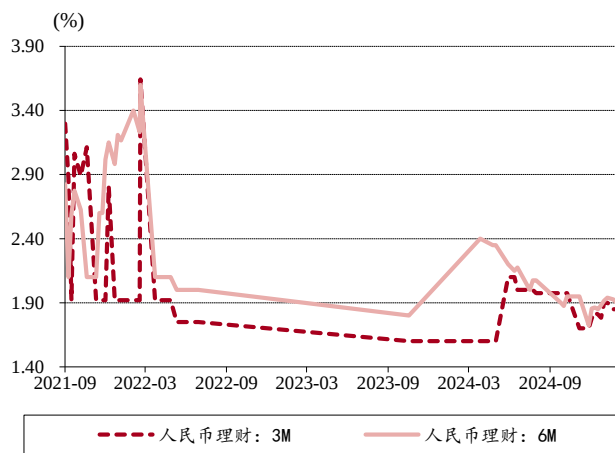
本周余额宝 7 天年化收益率周五收于 1.07%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP，收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.31%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

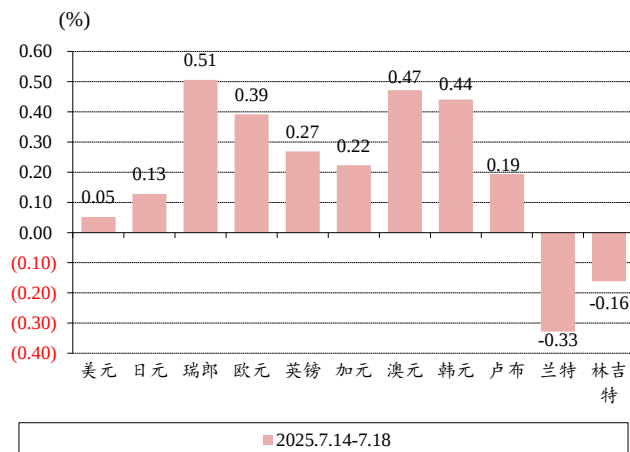


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

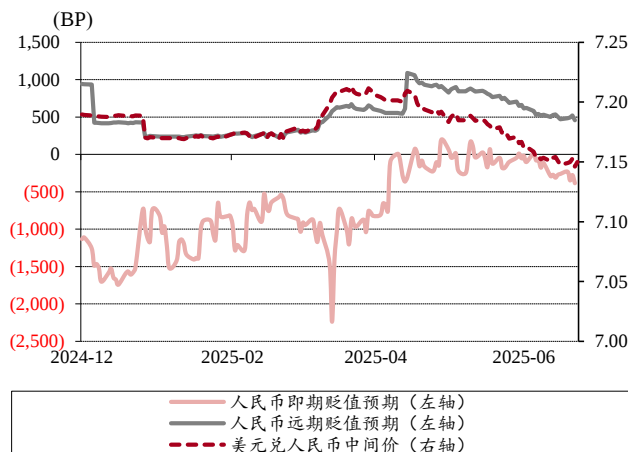
人民币兑美元中间价本周下行 14BP，至 7.1498。本周人民币对以下货币升值：瑞郎(0.51%)、澳元(0.47%)、韩元(0.44%)、欧元(0.39%)、英镑(0.27%)、加元(0.22%)、卢布(0.19%)、日元(0.13%)、美元(0.05%)；对以下货币贬值：林吉特(-0.16%)、兰特(-0.33%)。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

华夏基金（香港）宣布成立两只代币化货币市场基金：华夏美元数字货币基金、华夏人民币数字货币基金，分别以美元和人民币计价。值得关注的是，华夏人民币数字货币基金是全球首只人民币代币化基金。代币化基金以区块链数字代币形式存在，在链上可实时验证，其申赎除了传统银行、券商、三方机构等渠道外，也可在合规虚拟资产交易平台上进行。

美国银行 7 月全球基金经理调查显示，做空美元是当前最拥挤的交易，约 34% 的受访者持这一观点。这是该调查历史上做空美元首次取代做多黄金，成为最拥挤的交易。

港股：唯一下跌的行业板块为地产建筑业

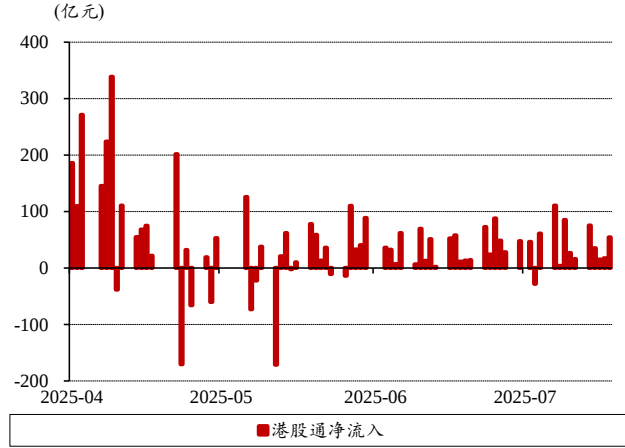
行业方面，本周领涨的有医疗保健业（12.17%）、非必需性消费（6.14%）、原材料业（3.70%），唯一下跌的行业板块为地产建筑业，跌幅 0.40%。本周南下资金总量 196.22 亿元。

图表 23. 恒指走势



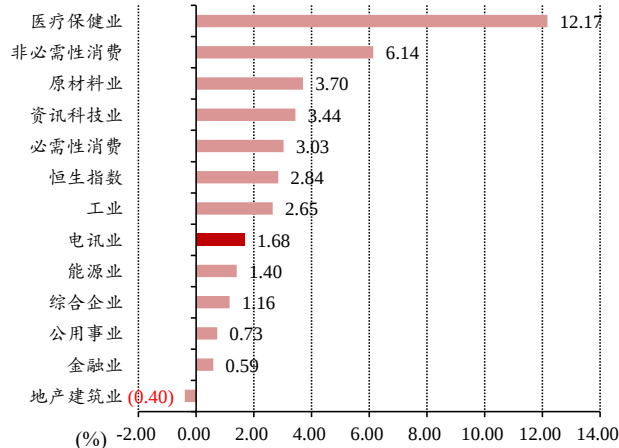
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



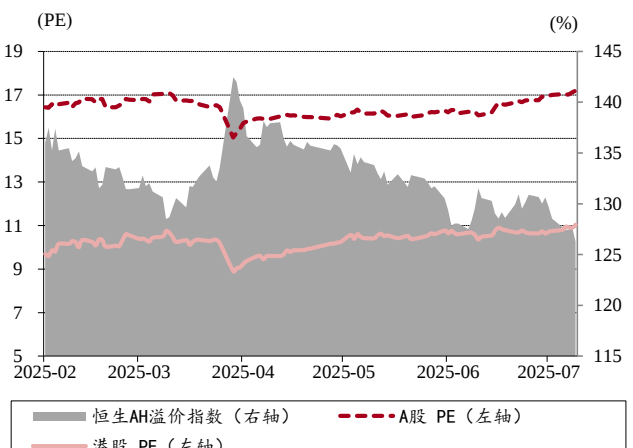
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美国国会众议院以 308 票赞成、122 票反对的结果通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》(Genius Act)，旨在对加密货币监管进行重大立法改革。该法案将提交美国总统特朗普，预计将由特朗普签署成为法律。此外，众议院还以 294 票赞成、134 票反对的结果通过了第二项范围更广的加密货币市场结构法案《清晰法案》(Clarity Act)，该法案将提交参议院审议，该提案旨在为数字资产建立一个更广泛、更有利于行业的监管框架。

美国总统特朗普敦促俄罗斯达成停火协议，否则征收 100% 的二级关税。与此同时，特朗普表示，美方将就关税问题与各国展开磋商，并且对包括欧洲在内的贸易谈判持开放立场。欧盟方面也将前来与美方讨论贸易问题。特朗普还称，目前美方已达成一些贸易协议。近日，特朗普先后致信 20 多个国家领导人，称将从 8 月 1 日起对这些国家征收新关税。他还宣布，从 8 月 1 日起对所有进口到美国的铜征收 50% 的关税。

美国总统特朗普表示，他与印尼总统普拉博沃会谈后，双方达成一项重要协议。根据这项“具有里程碑意义的协议”，印尼“首次向美国开放整个市场”。他补充说，作为协议的一部分，印尼承诺购买价值 150 亿美元的美国能源、价值 45 亿美元的美国农产品以及 50 架波音飞机。美国将对所有进口的印度尼西亚商品征收 19% 的关税，而美国对印尼的出口将享受免关税和非关税壁垒待遇。特朗普上周公布的征税函称，8 月 1 日起印尼将被征收 32% 的关税。

美国总统特朗普周二将在宾夕法尼亚州宣布关于 700 亿美元用于人工智能（AI）和能源领域的投资计划，贝莱德等公司的高管将亲临现场。

美国总统特朗普表示，药品关税可能将于月底推出，芯片关税时间表和药品类似，但不那么复杂；正在研究 5-6 项贸易协议，8 月 1 日前可能达成 2-3 项贸易协议，将很快发布对较小国家的关税信函，可能对所有小国家征收约 10% 的统一关税。将有 150 个国家收到关税支付通知。正与印度谈判，双方接近达成协议。

美国总统特朗普表示，美国可能会按照此前致信内容来执行对日本的关税税率，并可能很快与印度达成贸易协定。特朗普日前致信日本领导人，称将从 8 月 1 日起对从日本进口商品征收 25% 的关税。

由于美国关税政策导致日本对美汽车出口额锐减，6 月日本对美出口额连续第三个月同比下降。日本财务省公布的数据显示，6 月日本对美汽车出口额同比下降 26.7%。受此影响，当月日本对美国出口额同比下降 11.4% 至 1.71 万亿日元，连续 3 个月同比下降，且降幅呈现扩大之势。

美国总统特朗普在谈及美联储主席鲍威尔时表示，目前没有计划采取任何行动，也没有起草解雇信件。特朗普称，他“大概率不会解雇鲍威尔，除非证明存在欺诈行为”。他还称，白宫经济顾问凯文·哈塞特是其考虑担任美联储职位的人选。而此前一天，特朗普也称财政部长贝森特是美联储主席人选。美国总统特朗普再次表示，希望美联储主席鲍威尔辞职。美国白宫经济顾问哈塞特称，若有正当理由，特朗普有权解雇美联储主席鲍威尔。他还指责美联储对其华盛顿总部翻修工程超支“负有重大责任”。不过，摩根士丹利最新分析认为，由于 FOMC 内部动态和制度惯性，更换美联储主席短期内难以显著改变美国货币政策航向。

美国财长贝森特首次明确表示，下一任美联储主席的遴选程序已正式启动。贝森特还呼吁鲍威尔应在卸任美联储主席后辞去理事职务，以免对市场构成困扰。

美国 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，为 2 月以来最高。6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%。

美国 6 月 PPI 环比持平，5 月数据上修为增长 0.3%。这是自去年 9 月以来最温和的年度涨幅，同比上升 2.3%。剔除食品、能源和贸易服务后的核心 PPI 同样持平，同比上涨 2.5%，创下 2023 年底以来最小增幅。

美国上周初请失业金人数减少 7000 人至 22.1 万人，连续第五周下降，降至 4 月中旬以来的最低水平，显示就业市场具有韧性。

美国 6 月零售销售环比增长 0.6%，前值为下降 0.9%。美国零售销售在各领域全面反弹，13 个零售类别中有 10 个实现增长，主要受汽车销售带动，汽车销售在连续两个月下滑后回升。

欧盟委员会负责贸易和经济安全等事务的委员谢夫乔维奇表示，如果美欧贸易谈判失败，欧盟准备对价值 720 亿欧元（约合 840 亿美元）的美国进口商品征收额外反制关税。同时积极寻求与印度等亚太国家深化贸易合作，并计划与其他受美国关税冲击的国家协调行动。

加拿大总理卡尼表示，目前“没有太多证据”表明美国愿意在不加征部分关税的情况下达成协议。他认为，大多数国家可能不得不接受美国对其商品征收的一定程度的基准关税。卡尼还透露，预计未来几周与美国的谈判将“加紧”。

伊朗议会发表声明表示，美国把谈判当作“欺骗伊朗”、包庇以色列突袭伊朗的“工具”，除非美方满足伊朗提出的先决条件，否则伊朗不会恢复与美国的核谈判。该声明没有阐述伊方“先决条件”的具体内容。

欧盟委员会公布了 2028 至 2034 年新预算提案，总额达 2 万亿欧元，较目前 1.21 万亿欧元预算实现显著增长。该预算案将重点放在国防建设、经济竞争力提升及农业补贴改革三大领域。该预算案的大部分资金来自欧盟成员国政府，不过欧盟委员会提出了几种筹集更多资金的方案，包括对在欧年净营业额超过 1 亿欧元的公司征收新税，该提议已遭到多个成员国质疑。

英国 6 月 CPI 年率从 5 月的 3.4% 上升至 3.6%。通胀率远高于英国央行 2% 的目标，可能会降低英国央行降息的可能性。

人工智能公司 MiniMax（上海稀宇科技）已秘密提交在港 IPO 申请。MiniMax 最近的估值约为 40 亿美元，其目标是尽快在今年上市。

下周大类资产配置建议

上半年经济数据实现较好收官。上半年实际GDP累计同比增长5.3% 其中一季度当季同比增长5.4% 二季度当季同比增长 5.2%，给全年实现 5.0%的增速目标打下较好的基础；从累计同比增速看，1-6 月工业增加值累计同比增长 6.4%，社零累计同比增长 5.0%，固定资产投资累计同比增长 2.8%，生产端依然保持强劲增长，是拉动经济的主要动力之一，同时内需增速也出现上行趋势，与生产端的强劲增长相呼应。从 6 月数据分项看，制造业工业增加值和固定资产投资均保持较强的增长趋势，新质生产力仍是未来一段时间内我国经济增长主要内生动力，此外“抢出口”也对 6 月工业增加值产生阶段性上行拉动，但仍有三方面因素对 6 月经济数据造成负面扰动：一是天气因素对固定资产投资产生的负面影响，二是部分地区“国补”阶段性暂停对社零消费产生的影响，三是房地产市场筑底转型仍需时间。

下半年外需不确定性较大，内需释放较依赖财政政策加力提效。下半年对外需影响最大的就是美国关税政策的不确定性，目前来看，美国关税或在 8 月 1 日落地，且目前已公布的对部分国家的关税税率仍在较高水平，美国关税或将对全球经济和贸易产生负面影响。

7 月 14 日至 15 日，中央城市工作会议在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。“城市更新”或是未来城市工作的重要内容。会议定调了我国城镇化“正从快速增长长期转向稳定发展期”，城镇化发展正转向“提质增效为主的阶段”。我国城市发展方式和理念也需进一步向“集约高效”和“以人为本”转变，2025 年 4 月政治局会议指出，要“加大实施城市更新行动”，5 月中办、国办印发关于持续推进城市更新行动的意见，我们认为，相比于增量扩容，未来城镇化工作推进将更加注重存量“城市更新”。

我们维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.7.20)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	密切关注 7 月政治局会议	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371