

策略日报（2025.07.15）：牛回头

相关研究报告

<<窄门 1>>--2025-07-11

<<周而复始>>--2025-07-10

<<策略日报（2025.07.14）蓄势>>--2025-07-14

<<策略日报（2025.07.11）上涨确立>>--2025-07-011

<<策略日报（2025.07.10）上证 50 突破>>--2025-07-10

<<策略日报（2025.07.09）盘涨>>--2025-07-09

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525050001

大类资产跟踪

利率债普涨。今日债涨股跌，10 年期国债期货指数在半年线位置企稳，短期来看预计债市近期将震荡运行，直至股市再次走强压制债市的风险偏好。中期来看，三季度贸易战有望尘埃落定，叠加反内卷带来的通胀止跌的期待，股涨债跌后续将持续。但整体来看，基本面的疲弱仍将使得债市底部较为坚实，预计债市后续将高位宽幅震荡运行。后续展望：股市大盘突破，债市预计高位宽幅震荡。

股票市场：上证指数放量收阴，但各大指数皆已突破震荡区间，打破了去年 10 月以来高点越来越低的形态，千金难买牛回头，短线 3420 附近支持力度较强，可作为指数强弱的参考，今日创业板领涨市场，上证 50 和红利指数今日表现不佳，期权波动率持续低位运行，说明了当前市场板块轮动慢牛的交易风格，牛市已来，莫要怀疑，银行为底，科技为矛，反内卷、创新药困境反转，固态电池产业革命，多个题材的带动下个股突破大底甚至创出历史新高的层出不穷，每一次牛回头都是投资者积极参与的时刻。此次上涨的成交量和波动率与去年 9 月底的行情不可同日而语，意味着指数的上行更多以震荡盘涨为主。多个指数突已破震荡区间，但期权波动率仍处于低位，成交量在温和放大，这与去年 9 月底的成交量和波动率齐升的走势并不一致。考虑到成交量的温和放量、波动率低位震荡，短期预计仍以进二退一来演绎行情。中期来看，是否会构成趋势性下跌仍可参考我们此前提出的三个观察点来进行判断：一是油价的高点也是地缘风险消退和指数止稳的起点，因此 6 月 23 日上涨的低点可作为强弱的观察指标，在低点未跌破的情况下可积极对待，若跌破则需小心指数再次趋势转弱的可能。二是成交量能否持续且温和放量，这是指数能否形成牛市的重要基础。三是人民币汇率能否持续升值，最少要保证不大幅贬值。目前离岸人民币正处于关键的技术压力位，6 月 23 日人民币汇率的高点也是重要观察指标（7 月 9 日接近高点后已重新回落，证明了该指标的有效性）。**指数企稳后，个股可积极参与，主线有三：**一是政策上反内卷逐步进入落实阶段，相关板块如光伏、生猪、玻璃等皆走出底部的迹象明显，目前板块仍处于历史低位，可积极参与。二是产业方面有重大转折的板块，如固态电池、创新药等。三是高股息板块，其中煤炭板块受益于反内卷，而在没有全球衰退背景下油价较难跌破 40 美元，也为能源类高股息提供足够的支撑，银行保险等类债券板块受益于保险资金、公募基金业绩目标改变的资金流入。**美股：**美国例外论的叙事可能回归，贸易谈判有望在三季度尘埃落定，美股和美元震荡上涨为主。地缘风险消退后，原油价格和美债利率同步上行的风险也随之大幅降低。下半年美国减税和监管放松将逐步提上日程，将成为支撑美股盈利和上涨预期的主要来源。此外，随着欧盟和美国贸易谈判逐渐进入尾声，日本参议院选举将于 7 月结束，贸易扰动极有可能在三季度结束，并形成美股走强的另一推动力。目前看，美国的货币收紧程度并无法使得美债利率曲线倒挂，也意味着当前的利率并不能对美国的经济产出形成压力，因此美国虽

然利率在各大主要经济体中处于高位,但金融压力指数仍处于历史低位的宽松水平。随着利率的降低和金融压力指数的宽松,在关税担忧过去后,美国基本面数据重新走强。近两周美国花旗经济意外指数的修复速度比其余主要经济体更快,目前美国职位空缺数在高于疫情前峰值的位置企稳,且前瞻性的初请失业金人数上呈现走低趋势。这表明可就业市场的韧性也使得市场对美国经济衰退的风险大幅降低。但如果下半年财政宽松遇上降息,则美债利率可能并不像特朗普所想的下行使得借债成本降低,反而长端利率会在预期通胀和财务困境的背景下加速上行,此时美股的调整或才能顺利开始。

外汇市场: 在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1729,较前一日收盘上涨 59 个基点。长期来看大结构上美元仍在空头趋势,离岸人民币在我们所说的 6 月 23 日的高点前重新回落说明了该点位阻力位的有效性,重点观察离岸人民币能否下破(人民币升值)7 月 1 日低点,若跌破或引发新一轮下行趋势。美元指数由于欧元和日元的占比较大,且仓位较为极端,预计美元指数下行空间有限,震荡筑底后上行的可能性较高。

商品市场: 文华商品指数下跌-0.25%,但指数底部已完成突破,回调并未破支撑,操作上依旧以逢低做多为主。我们此前两周持续强调多个国内定价的品种历史低位,没有做空性价比,建议根据反内卷题材看好止损的背景下做多为主,目前看相关题材的上涨趋势远未结束,投资者仍需以做多为主。今日板块普遍调整,贵金属和谷物领涨市场,前期涨幅过快过大的板块有所调整,但未跌破上涨趋势。目前原油及相关品种波动率从高位大幅下行,地缘政治难以预测,预计后续震荡为主,建议未参与的投资者观望为主,管控风险为上。从技术面来看,文华商品技术面大结构压力明显,但底部盘整后已经突破,随着反内卷会议和供给端控量稳价的消息不断传出,做多的趋势性力量正在累积。

重要政策及要闻

国内: 1) H2O 重新销售产品或以库存为主 B 系列新款特供芯片预期年内面市。2) 第十一批国家组织药品集采工作启动,已完成拟采购品种遴选。3) 央行开展 14000 亿元买断式逆回购操作,为连续第 2 个月加量续做。4) 上半年 GDP 同比增长 5.3%,规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%,社会消费品零售总额同比增长 4.8%。

国外: 1) 欧盟称无意在 8 月 1 日前采取任何贸易反制措施。2) 摩根大通美国国债客户调查显示净多头占比降至六周以来最低。3) 鲍威尔要求美央行监察长审查美联储总部大楼翻新工程。

交易策略

债券市场：短线企稳，中期高位宽幅震荡。

A股市场：多个指数突破震荡区间，慢牛不改。短线 3420 点是上证指数重要支撑，中期趋势上 6 月 23 日低点为重要趋势观察点。

美股市场：震荡上行，下跌需等待利率的再次上行。

外汇市场：非美货币短期或将承压。

商品市场：文化商品指数突破，反内卷相关商品做多为主。

风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发

目录

一、 大类资产跟踪	6
(一) 利率债	6
(二) 股市	7
(三) 外汇	12
(四) 商品	14
二、 重要政策及要闻	15
(一) 国内	15
(二) 国外	16
三、 风险提示	16

图表目录

图表 1: 7 月 15 日国债期货行情	6
图表 2: 10 年期国债指数半年线企稳，短期转为震荡	7
图表 3: 7 月 15 日指数、行业、概念表现	8
图表 4: 上证指数前方压力仅剩 10 月 8 日高点	9
图表 5: 高利率并没有带来金融压力的上行	10
图表 6: 近两周美国花旗经济意外指数以更快的速度修复	10
图表 7: 美国职位空缺数在高于疫情前峰值的位置不再下行	11
图表 8: 前瞻指标显示 6 月份美国就业市场再次企稳	11
图表 9: 关注 7 月 1 日低点能否跌破	12
图表 10: 欧元投机性多头 2023 年底以来最高或面临回补风险	13
图表 11: 文华指数底部突破，积极做多	14

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债普涨。今日债涨股跌，10年期国债期货指数在半年线位置企稳，短期来看预计债市近期将震荡运行，直至股市再次走强压制债市的风险偏好。中期来看，三季度贸易战有望尘埃落定，叠加反内卷带来的通胀止跌的期待，股涨债跌后续将持续。但整体来看，基本面的疲弱仍将使得债市底部较为坚实，预计债市后续将高位宽幅震荡运行。后续展望：股市大盘突破，债市预计高位宽幅震荡。

图表 1：7 月 15 日国债期货行情

30年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TL9999		120.76	+0.56	+0.47%	14	120.76	120.77
2	TL2509	主力	120.76	+0.56	+0.47%	14	120.76	120.77
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.890	+0.195	+0.18%	2	108.885	108.890
2	T2509	主力	108.890	+0.195	+0.18%	2	108.885	108.890
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		106.025	+0.140	+0.13%	15	106.025	106.030
2	TF2509	主力	106.025	+0.140	+0.13%	15	106.025	106.030
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.418	+0.040	+0.04%	11	102.416	102.418
2	TS2509	主力	102.418	+0.040	+0.04%	11	102.416	102.418

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2：10 年期国债指数半年线企稳，短期转为震荡



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：上证指数放量收阴，但各大指数皆已突破震荡区间，打破了去年 10 月以来高点越来越低的形态，千金难买牛回头，短线 3420 附近支持力度较强，可作为指数强弱的参考，今日创业板领涨市场，上证 50 和红利指数今日表现不佳，期权波动率持续低位运行，说明了当前市场板块轮动慢牛的交易风格，牛市已来，莫要怀疑，银行为底，科技为矛，反内卷、创新药困境反转，固态电池产业革命，多个题材的带动下个股突破大底甚至创出历史新高的层出不穷，每一次牛回头都是投资者积极参与的时刻。此次上涨的成交量和波动率与去年 9 月底的行情不可同日而语，意味着指数的上行更多以震荡盘涨为主。多个指数突已破震荡区间，但期权波动率仍处于低位，成交量在温和放大，这与去年 9 月底的成交量和波动率齐升的走势并不一致。考虑到成交量的温和放量、波动率低位震荡，短期预计仍以进二退一来演绎行情。中期来看，是否会构成趋势性下跌仍可参考我们此前提出的三个观察点来进行判断：一是油价的高点也是地缘风险消退和指数止稳的起点，因此 6 月 23 日上涨的低点可作为强弱弱的观察指标，在低点未跌破的情况下可积极对待，若跌破则需小心指数再次趋势转弱的可能。二是成交能否持续且温和放量，这是指数能否形成牛市的重要基础。三是人民币汇率能否持续升值，最少要保证不大幅贬值。目前离岸人民币正处于关键的技术压力位，6 月 23 日人民

币汇率的高点也是重要观察指标(7月9日接近高点后已重新回落,证明了该指标的有效性)。指数企稳后,个股可积极参与,主线有三:一是政策上反内卷逐步进入落实阶段,相关板块如光伏、生猪、玻璃等皆走出底部的迹象明显,目前板块仍处于历史低位,可积极参与。二是产业方面有重大转折的板块,如固态电池、创新药等。三是高股息板块,其中煤炭板块受益于反内卷,而在没有全球衰退背景下油价较难跌破40美元,也为能源类高股息提供足够的支撑,银行保险等类债券板块受益于保险资金、公募基金业绩目标改变的资金流入。

行业板块: 软件板块领涨市场, IT服务, 元件, 软件开发涨超1%。消息面上英伟达H20解禁刺激了板块发酵。白酒、电力、光伏、煤炭领跌。

热门概念: AI、ERP概念领涨市场。有机硅、煤炭、草甘膦领跌。

建议: 银行、反内卷、固态电池、创新药等板块积极参与。

图表3: 7月15日指数、行业、概念表现

同花顺概念					同花顺行业					国内重要指数				
中国AI...	ERP概念	共封装...	F5G概念	英伟达...	IT服务	元件	软件开发	通信设备	游戏	创业板...	创业板指	创业300	创成长	深证100
3.91%	3.35%	2.39%	2.25%	2.02%	1.19%	1.17%	1.16%	0.96%	0.93%	2.13%	1.73%	1.21%	0.97%	0.80%
华为盘古	液冷服...	同花顺...	AI PC	财税数...	通信服务	其他电...	汽车整车	其他电子	教育	深证300	中小100	深证成指	创业板综	中小300
1.92%	1.90%	1.85%	1.72%	1.65%	0.78%	0.53%	0.20%	0.15%	0.02%	0.71%	0.67%	0.56%	0.46%	0.44%
草甘膦	有机硅...	光热发电	超超临...	赛马概念	饮料制造	化学纤维	种植业...	白酒	光伏设备	上证50	上证收益	A股指数	上证指数	深证B指
-2.14%	-2.15%	-2.21%	-2.21%	-2.24%	-1.83%	-1.89%	-1.99%	-2.01%	-2.02%	-0.38%	-0.40%	-0.42%	-0.42%	-0.46%
煤炭概念	农村电商	POE胶膜	硅能源	低辐射...	农化制品	能源金属	油气开...	电力	煤炭开...	上证380	同花顺...	红利指数	北证50	B股指数
-2.36%	-2.37%	-2.39%	-2.85%	-3.55%	-2.05%	-2.16%	-2.32%	-2.77%	-2.95%	-0.53%	-0.78%	-1.15%	-1.15%	-1.34%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表 4：上证指数前方压力仅剩 10 月 8 日高点



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：美国例外论的叙事可能回归，贸易谈判有望在三季度尘埃落定，美股和美元震荡上涨为主。地缘风险消退后，原油价格和美债利率同步上行的风险也随之大幅降低。下半年美国减税和监管放松将逐步提上日程，将成为支撑美股盈利和上涨预期的主要来源。此外，随着欧盟和美国贸易谈判逐渐进入尾声，日本参议院选举将于 7 月结束，贸易扰动极有可能在三季度结束，并形成美股走强的另一推动力。目前看，美国的货币收紧程度并无法使得美债利率曲线倒挂，也意味着当前的利率并不能对美国的经济产出形成压力，因此美国虽然利率在各大主要经济体中处于高位，但金融压力指数仍处于历史低位的宽松水平。随着利率的降低和金融压力指数的宽松，在关税担忧过去后，美国基本面数据重新走强。近两周美国花旗经济意外指数的修复速度比其余主要经济体更快，目前美国职位空缺数在高于疫情前峰值的位置企稳，且前瞻性的初请失业金人数上呈现走低趋势。这表明可就业市场的韧性也使得市场对美国经济衰退的风险大幅降低。但如果下半年财政宽松遇上降息，则美债利率可能并不像特朗普所想的下行使得借债成本降低，反而长端利率会在预期通胀和财务困境的背景下加速上行，此时美股的调整或才能顺利开展。

后续市场研判：投机情绪回归，美股预计将挑战新高。

图表 5：高利率并没有带来金融压力的上行



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 6：近两周美国花旗经济意外指数以更快的速度修复



图表 7: 美国职位空缺数在高于疫情前峰值的位置不再下行

美国:职位空缺数:非农部门:当月值

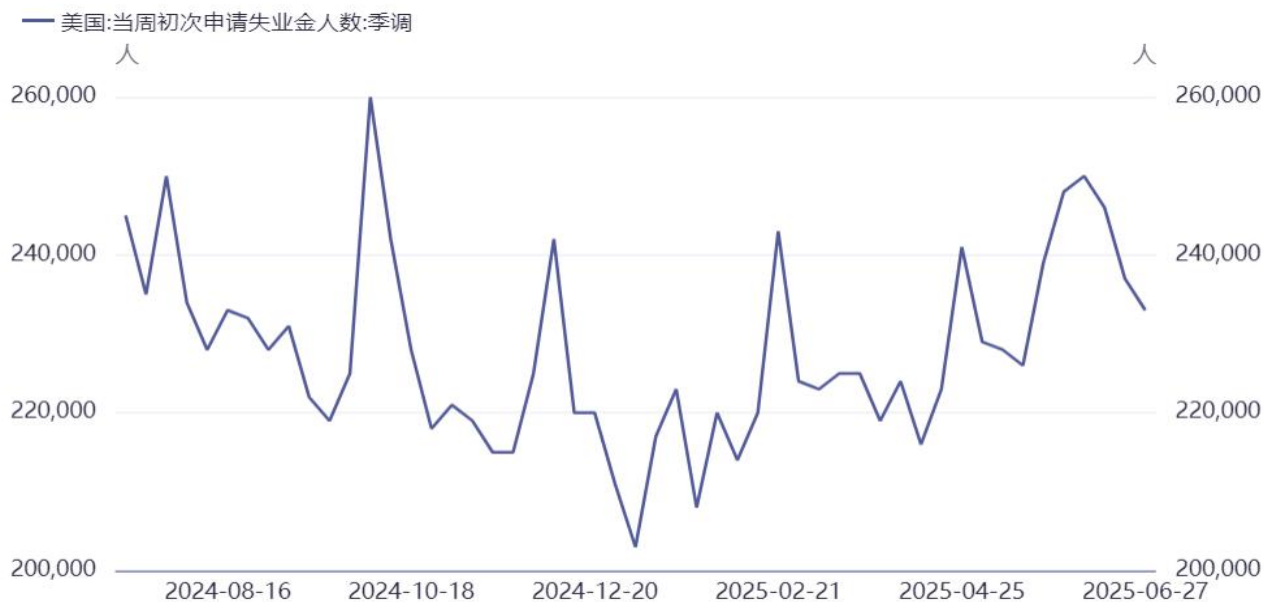


数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表 8: 前瞻指标显示 6 月份美国就业市场再次企稳

美国:当周初次申请失业金人数:季调



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

(三) 外汇

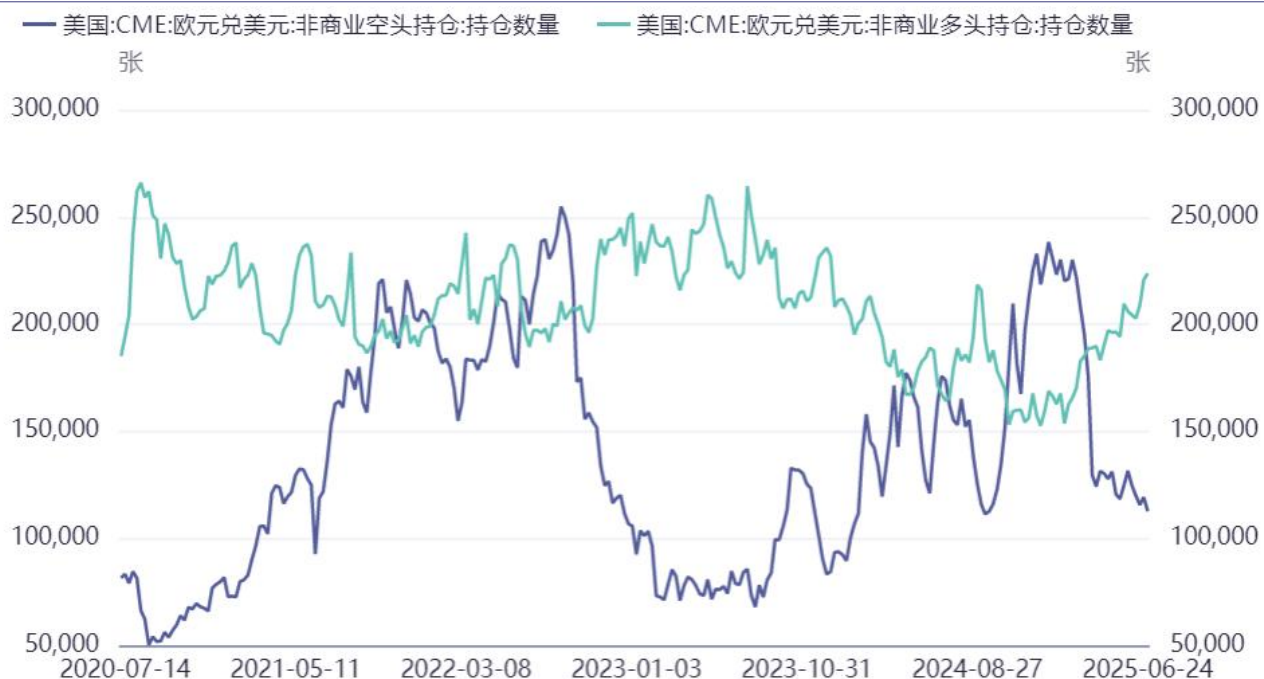
在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1729，较前一日收盘上涨 59 个基点。长期来看大结构上美元仍在空头趋势，离岸人民币在我们所说的 6 月 23 日的高点前重新回落说明了该点位阻力位的有效性，重点观察离岸人民币能否下破（人民币升值）7 月 1 日低点，若跌破或引发新一轮下行趋势。此外，特朗普对中国与美国的贸易谈判的进展表述好于欧洲和日本，人民币近期走势可能优于大多数非美货币。美元指数由于欧元和日元的占比较大，且仓位较为极端，预计美元指数下行空间有限，震荡筑底后上行的可能性较高。

图表 9：关注 7 月 1 日低点能否跌破



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表 10：欧元投机性多头 2023 年底以来最高或面临回补风险



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数下跌-0.25%，但指数底部已完成突破，回调并未破支撑，操作上依旧以逢低做多为主。我们此前两周持续强调多个国内定价的品种历史低位，没有做空性价比，建议根据反内卷题材看好止损的背景下做多为主，目前看相关题材的上涨趋势远未结束，投资者仍需以做多为主。今日板块普遍调整，贵金属和谷物领涨市场，前期涨幅过快过大的板块有所调整，但未跌破上涨趋势。目前原油及相关品种波动率从高位大幅下行，地缘政治难以预测，预计后续震荡为主，建议未参与的投资者观望为主，管控风险为上。从技术面来看，文华商品技术面大结构压力明显，但底部盘整后已经突破，随着反内卷会议和供给端控量稳价的消息不断传出，做多的趋势性力量正在累积。

图表 11：文华指数底部突破，积极做多



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

二、重要政策及要闻

(一) 国内

1. **H20 重新销售产品或以库存为主 B 系列新款特供芯片预期年内面市。**今日，英伟达官方微信公众号发布文章显示，英伟达正在提交重新销售 H20 GPU 的申请，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。财联社记者多方采访获悉，本次将销售的 H20 以库存为主，不会影响新款特供芯片 B 系列的供应。对此，财联社记者已向英伟达方面发送采访提纲，但截至发稿尚未收到回应。此外，多位产业链人士向财联社记者预计，特供 B 系列芯片或将于今年内面市。
2. **第十一批国家组织药品集采工作启动，已完成拟采购品种遴选。**本次集采保护行业创新积极性，排除了通过谈判新进入医保且仍在协议期内的品种。增加了市场规模条件，规定 2024 年各省份医药集中采购平台采购金额小于 1 亿元的品种不纳入采购范围。根据临床使用特点，采纳相关部门及专家意见，部分重点管理的抗菌药、不良反应多的药物等，暂不纳入本次集采范围。
3. **央行开展 14000 亿元买断式逆回购操作，为连续第 2 个月加量续做。**为保持银行体系流动性充裕，中国人民银行 7 月 15 日开展 14000 亿元买断式逆回购操作，为连续第 2 个月加量续做。公告显示，中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展买断式逆回购操作，其中 3 个月（91 天）期限为 8000 亿元、6 个月（182 天）期限为 6000 亿元。业内人士介绍，7 月共有 12000 亿元买断式逆回购到期，此次开展 14000 亿元买断式逆回购操作，实现 2000 亿元买断式逆回购净投放。6 月中国人民银行曾开展两次买断式逆回购操作，实现 2000 亿元买断式逆回购净投放，7 月继续加量续做。
4. **上半年 GDP 同比增长 5.3%，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，社会消费品零售总额同比增长 4.8%。**国家统计局公布今年上半年经济数据：GDP 方面，上半年国内生产总值 660536 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值 31172 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 239050 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 390314 亿元，增长 5.5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%。工业增加值方面，6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%。从环比看，6 月份，规

模以上工业增加值比上月增长 0.50%。1—6 月份,规模以上工业增加值同比增长 6.4%。社会消费品零售总额方面,6 月份,社会消费品零售总额 42287 亿元,同比增长 4.8%。其中,除汽车以外的消费品零售额 37649 亿元,增长 4.8%。1—6 月份,社会消费品零售总额 245458 亿元,同比增长 5.0%。其中,除汽车以外的消费品零售额 221990 亿元,增长 5.5%。此外,房地产板块弱势依旧,1—6 月份,全国房地产开发投资 46658 亿元,同比下降 11.2%;其中,住宅投资 35770 亿元,下降 10.4%。1—6 月份,新建商品房销售面积 45851 万平方米,同比下降 3.5%;其中住宅销售面积下降 3.7%。

(二) 国外

1. **欧盟称无意在 8 月 1 日前采取任何贸易反制措施。**当地时间 15 日,欧盟发言人称,欧盟无意在 8 月 1 日前采取任何贸易反制措施。美国总统特朗普 12 日宣布,将自 8 月 1 日起对从欧盟进口的商品征收 30%关税。欧盟委员会主席冯德莱恩 13 日表示,欧盟将对美关税反制措施暂停期限延长至 8 月初。
2. **摩根大通美国国债客户调查显示净多头占比降至六周以来最低。**摩根大通截至 7 月 14 日当周的国债客户调查显示,多头占比减少 5 个百分点,转为中性,空头占比保持不变。所有客户调查显示,净多头比例创下 6 月 2 日以来的新低。
3. **鲍威尔要求美央行监察长审查美联储总部大楼翻新工程。**在特朗普政府官员加大对美联储运作方式的批评力度之际,美联储主席鲍威尔已要求美国央行监察长审查美联储总部大楼翻新工程所涉及的成本。一位知情人士透露称,这项请求是在周末向美联储监察长迈克尔·霍洛维茨提出的。此前,白宫管理和预算办公室主任沃特上周致信鲍威尔,信中写道,特朗普对这项 25 亿美元项目的成本超支“极为担忧”。美联储在发布在其网站上的材料中描述了对马里纳·埃克尔斯大楼及其邻近房产进行全面修复所面临的挑战。

三、 风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。