

策略日报（2025.07.14）：蓄势

相关研究报告

<<窄门 1>>—2025-07-11

<<周而复始>>—2025-07-10

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

<<策略日报（2025.07.09）盘涨>>—2025-07-09

<<策略日报（2025.07.08）剑指 3500>>—2025-07-08

<<策略日报（2025.07.07）震荡待涨>>—2025-07-07

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

利率债普跌。反内卷下国内定价的商品持续走强，预计股市的上涨将继续压制债市的风险偏好。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，股涨债跌或将持续。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：今日 A 股缩量震荡并未创出新高，意味着资金在该位置的分歧，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，上证指数仅剩去年 10 月 8 日这一压力未突破，牛市已来，莫要怀疑，银行为底，科技为矛，反内卷补涨，股债涨跌将持续。今日沪深两市全天成交额 1.46 万亿，较上个交易日缩量 2534 亿，各大指数整体震荡运行，与我们此前判断的慢牛行情相一致。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，这意味着指数的上行更多以震荡盘涨为主。多个指数突破震荡区间，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。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的趋势。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 7.1687, 较前一日收盘上涨 6 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。

商品市场: 文华商品指数上涨 0.3%, 底部已完成突破, 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。今日国内定价的板块继续表现强势, 建材、煤炭、铁合金领涨。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, 但底部盘整后已经有突破的迹象, 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) 6 月末社会融资规模存量为 430.22 万亿元, 同比增长 8.9%, 政府债增速较快。2) 6 月末, M2 同比增长 8.3%, 增速为 2024 年 4 月以来最快。3) 6 月末, 人民币贷款余额同比增长 7.1%, 存款余额同比增长 8.3%。4) 央行: 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。5) 中国煤炭运销协会: 加强行业自律, 整治内卷式竞争, 促进煤炭市场供需平衡。6) 海关总署: 上半年我国货物贸易进出口同比增长 2.9%。

国外: 1) 日本 20 年期国债收益率飙升至 2000 年以来的最高水平。2) 特朗普称对墨西哥、欧盟征收 30% 关税。

交易策略

债券市场: 高位宽幅震荡。

A 股市场: 多个指数突破震荡区间, 慢牛不改。6 月 23 日低点为重要强弱观察点, 可作为止损参考。

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。人民币强于大多数非美货币。

商品市场: 文华商品指数突破, 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	5
(一) 利率债	5
(二) 股市	6
(三) 外汇	11
(四) 商品	13
二、 重要政策及要闻	14
(一) 国内	14
(二) 国外	15
三、 风险提示	15

图表目录

图表 1： 7 月 14 日国债期货行情	5
图表 2： 债市关键压力位前受阻，预计震荡运行	6
图表 3： 7 月 14 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 上证指数前方压力仅剩 10 月 8 日高点	8
图表 5： 高利率并没有带来金融压力的上行	9
图表 6： 近两周美国花旗经济意外指数以更快的速度修复	9
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	10
图表 8： 前瞻指标显示 6 月份美国就业市场再次企稳	10
图表 9： 关注 7 月 1 日低点能否跌破	11
图表 10： 欧元投机性多头 2023 年底以来最高或面临回补风险	12
图表 11： 文华指数底部突破，积极做多	13

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债普跌。反内卷下国内定价的商品持续走强，预计股市的上涨将继续压制债市的风险偏好。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，股涨债跌或将持续。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 14 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		120.29	-0.22	-0.18%	10	120.29	120.30
2	TL2509	主力	120.29	-0.22	-0.18%	10	120.29	120.30
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.730	-0.085	-0.08%	2	108.725	108.730
2	T2509	主力	108.730	-0.085	-0.08%	2	108.725	108.730
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.920	-0.055	-0.05%	108	105.910	105.920
2	TF2509	主力	105.920	-0.055	-0.05%	108	105.910	105.920
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.380	-0.032	-0.03%	22	102.380	102.382
2	TS2509	主力	102.380	-0.032	-0.03%	22	102.380	102.382

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2：债市关键压力位前受阻，预计震荡运行



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：今日 A 股缩量震荡并未创出新高，意味着资金在该位置的分歧，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，上证指数仅剩去年 10 月 8 日这一压力未突破，牛市已来，莫要怀疑，银行为底，科技为矛，反内卷补涨，股债涨跌将持续。今日沪深两市全天成交额 1.46 万亿，较上个交易日缩量 2534 亿，各大指数整体震荡运行，与我们此前判断的慢牛行情相一致。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。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：贵金属、能源金属领涨市场，造纸、电机、小家电等表现亮眼，走出底部的板块越来越多，牛市已来，莫要怀疑。

热门概念：PEEK 材料概念领涨市场，机器人、有机硅等概念表现活跃。

建议：反内卷、固态电池、创新药等板块积极参与。

图表 3：7 月 14 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					
PEEK材料 3.87%	超超临界... 1.82%	中...	互联网保险 -1.24%	贵金属 2.94%	造纸 2.33%	保险 -0.76%	互联网电商 -1.19%	红利指数 0.63%	北证50 0.55%	创业300 -0.41%	深证B指 -0.45%		
			Web3.0 -1.31%			教育 -0.99%	房地产 -1.28%						
减速器 2.25%	人形机器人 1.70%	Sor...	NFT概念 -1.36%	能源金属 2.63%	电机 2.28%	证券 -1.30%	影... -1.32%	金属... -1.45%	同花顺全... 0.53%	上证... 0.36%	中小... 0.33%	创业板... -0.45%	创价值 -0.61%
			快手概念 -1.60%										
有机硅概念 1.64%	汽车热管理 1.50%	期...	信托概念 -1.87%	小家电 2.17%	电力 1.77%	文化传媒 -1.48%	游戏 -1.75%	上证... 0.27%	A股... 0.27%	深证... 深证...	创业板50 -0.64%	创成长 -0.67%	
			短剧游戏 -1.89%										
工业... 1.61%	空气... 1.55%	眼科... 1.48%	化...	塑料制品 1.98%	电网... 1.69%	通用... 1.63%	多元金融 -4.00%	上证1... 0.24%	科创... 0.23%	深... -0.21%			

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的趋势。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



数据来源: 同花顺iFind

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



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

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

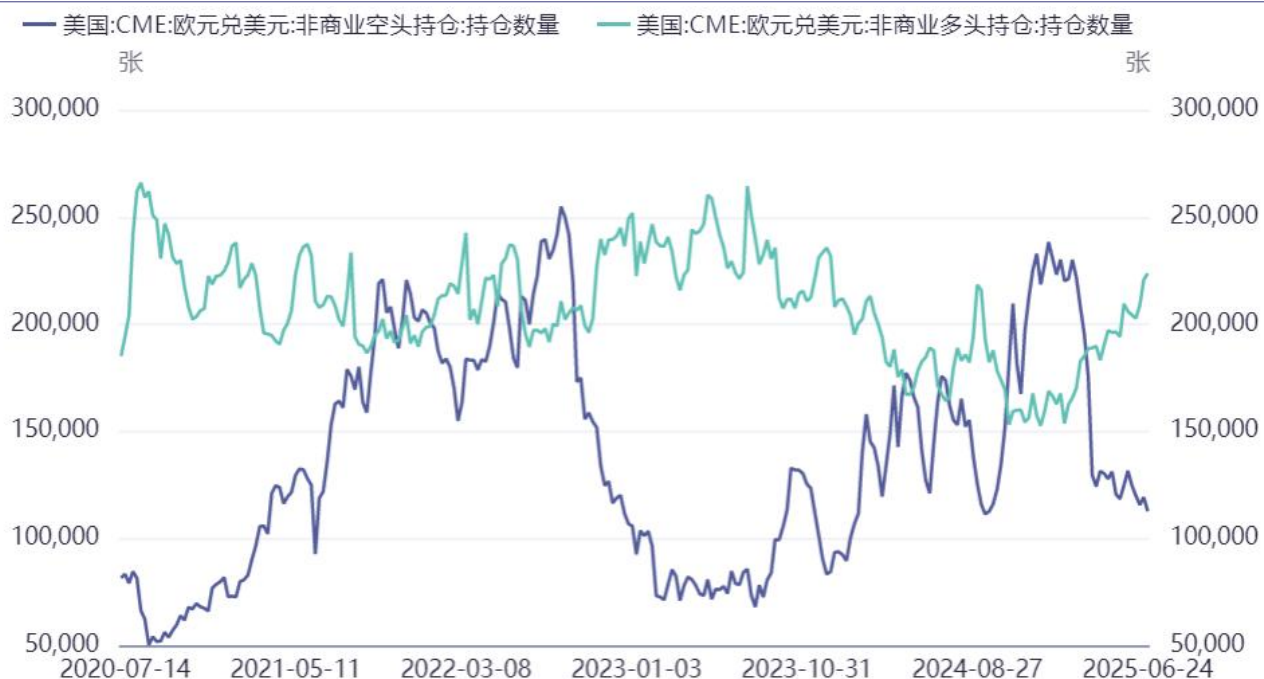
在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1687，较前一日收盘上涨 6 个基点。长期来看大结构上美元仍在空头趋势，离岸人民币在我们所说的 6 月 23 日的高点前重新回落说明了该点位阻力位的有效性，重点观察离岸人民币能否下破（人民币升值）7 月 1 日低点，若跌破或引发新一轮下行趋势。此外，特朗普对中国与美国的贸易谈判的进展表述好于欧洲和日本，人民币近期走势可能优于大多数非美货币。美元指数由于欧元和日元的占比较大，且仓位较为极端，预计美元指数下行空间有限，震荡筑底后上行的可能性较高。

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

文华商品指数上涨 0.3%，底部已完成突破，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。今日国内定价的板块继续表现强势，建材、煤炭、铁合金领涨。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，但底部盘整后已经有突破的迹象，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. **6月末社会融资规模存量为430.22万亿元，同比增长8.9%，政府债增速较快。**其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为265.22万亿元，同比增长7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.22万亿元，同比下降26.6%；委托贷款余额为11.18万亿元，同比持平；信托贷款余额为4.45万亿元，同比增长5.5%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.08万亿元，同比下降7.4%；企业债券余额为33.13万亿元，同比增长3.5%；政府债券余额为88.74万亿元，同比增长21.3%；非金融企业境内股票余额为11.89万亿元，同比增长2.9%。不难看出政府债成为社融的主要增长托底力量。
2. **6月末，M2同比增长8.3%，增速为2024年4月以来最快。**狭义货币(M1)余额113.95万亿元，同比增长4.6%。流通中货币(M0)余额13.18万亿元，同比增长12%。上半年净投放现金3633亿元。
3. **6月末，人民币贷款余额同比增长7.1%，存款余额同比增长8.3%。**人民币存款余额同比增速已连续3个月超过贷款余额增速，且贷款余额月同比增速从2023年4月起便一路下行，未有止跌趋势，而存款余额月同比增速今年开始触底反弹，显示存贷增速剪刀差扩大，贷款意愿依旧不强，信贷扩张能力受限。
4. **央行：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。**截至5月末，科技创新和技术改造贷款签约合同金额达1.74万亿元，企业随时可以提款使用；科技创新债券风险分担工具为股权投资机构发债融资提供增进支持。下一步，还将发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能，结构性货币政策工具将继续坚持聚焦重点、合理适度、有进有退的原则，在支持金融五篇大文章的基础上，突出支持科技创新、提振消费等主线，进一步提升对促进经济结构调整转型升级、新旧动能转换的效果。
5. **中国煤炭运销协会：加强行业自律，整治内卷式竞争，促进煤炭市场供需平衡。**中国煤炭运销协会近日在内蒙古鄂尔多斯组织召开五届理事会第二次（扩大）会议暨上半年煤炭经济运行分析座谈会。会议强调，当前行业内外发展环境急剧变化，

煤炭企业要充分认识煤炭供需形势错位失衡的严峻性和复杂性，严格落实电煤中长期合同制度，强化用户分级分类评估管理，完善合同失信约束性举措，推动合同约定兑现，维护电煤中长期合同制度严肃性。要守牢安全稳定底线，科学把握生产节奏，提升煤炭供给质量，加强行业自律，整治内卷式竞争，促进煤炭市场供需平衡。

6. **海关总署：上半年我国货物贸易进出口同比增长 2.9%。**据海关统计，今年上半年，我国货物贸易进出口 21.79 万亿元，同比增长 2.9%。其中，出口 13 万亿元，增长 7.2%；进口 8.79 万亿元，下降 2.7%。进入 6 月份，进出口、出口、进口同比全部实现正增长，且增速都在回升。

（二）国外

1. **日本 20 年期国债收益率飙升至 2000 年以来的最高水平。**日本超长债券收益率飙升，原因是对日本参议院选举前财政支出的担忧。日本 20 年期国债收益率上升 12 个基点，至 2.62%，为 2000 年以来的最高水平；30 年期国债收益率上升 12.5 个基点，至 3.165%；40 年期国债收益率飙升 17 个基点，至 3.495%。
2. **特朗普称对墨西哥、欧盟征收 30% 关税。**当地时间 7 月 12 日，美国总统特朗普在社交媒体平台“真实社交”上发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自 2025 年 8 月 1 日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收 30% 的关税。特朗普在信中表示，如果墨西哥在打击贩毒集团、阻止芬太尼流入方面取得实质性成效，或欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。墨西哥外交部和经济部在一份联合声明中表示，鉴于美国宣布自 8 月 1 日起对墨西哥输美产品征收 30% 的新关税，墨西哥政府认为这是“不公平待遇”，墨西哥已开始与美国进行谈判，以保护边境企业和就业。

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签约客户发布，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。