下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2026年6月30日

美联储紧缩担忧缓和

—大类资产配置月报第60期：2026年7月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com
分析师：刘 超 SAC执业证书号：S0010520090001 联系方式：liuchao@hazq.com
分析师：陈 博 SAC执业证书号：S0010525070002 联系方式：chenbo@hazq.com

核心结论：市场对美联储紧缩担忧缓和，推动风险资产资产价格修复

大类	项目	本期：2026-06-26至2026-7-31 投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	上期：2026-5-29至2026-6-26 指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡	→	海外科技公司业绩超预期、国内科技股即将迎来业绩预告持续验证高景气支撑下，产业趋势和逻辑仍然清晰确定。	4068.57-->4027.26	-1.02%
	创业板指	震荡上行	→		4037.95-->4194.21	3.87%
	成长(风格.中信)	震荡上行	→	内需尚待提振，消费、金融板块缺乏基本面向上催化，依旧超配产业趋势明确的成长风格。继续向产业链上中游算力及配套设备环节集中和增加仓位，中期涨势仍然确定，电子交易持续过热、通信性价比更佳。	10688.78-->11491.05	7.51%
	周期(风格.中信)	震荡	→		6143.16-->5769.46	-6.08%
	金融(风格.中信)	震荡下行	→		8196.97-->8062.31	-1.64%
	消费(风格.中信)	震荡下行	→		9850.91-->9023	-8.40%
	NASDAQ指数	震荡上行	→	美伊局势缓和后原油价格回落，通胀预期降温。且沃什发布会表态缩表推迟至年底再议，紧缩担忧缓解，相对利好美股。	26972.62-->25297.62	-6.21%
	DSJ平均指数	震荡上行	→		51032.46-->51876.11	1.65%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	央行维护“量”合理充裕，引导利率水平小幅回升，期限利差有望扩大。	1.158-->1.129	-3BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	→		1.709-->1.731	2BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	→	通胀预期有所降温，但经济数据维持韧性，长端利率或继续上行。	3.98-->4.07	9BP
	10Y美债收益率（%）	震荡上行	→		4.45-->4.38	-7BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡下行	→	7月国际大宗品价格扰动因素增多，如美伊地缘政治冲突反复、美联储政策路径调整等。但总体看，原油全球范围内供给依然大于需求、建议低配，铜因AI产业发展带动需求、建议标配，美联储年内有望维持利率不变、可标配黄金。	87.36-->69.23	-20.75%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	→		6.365-->6.142	-3.51%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡	↑		4542.4-->4078.7	-10.21%
	南华工业品指数	震荡下行	↓↓	美伊冲突缓解后，上游能源、有色金属等原材料价格回落，成本下行拖累价格。需求端缺乏明确支撑，同时出台增量政策概率较小。考虑到当前投资端尚未见明显拐点，低配工业品、螺纹钢和玻璃，标配天气因素可能扰动供应的农产品。	4053.1-->3680.95	-9.18%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓↓		1048.48-->1026.9	-2.06%
	南华农产品指数	震荡	→		1073.18-->1057.31	-1.48%
	南华玻璃指数	震荡下行	→		854.92-->782.93	-8.42%
汇率	美元指数	震荡上行	→	市场对美联储独立性的信心修复，支撑美元偏强运行，人民币升值趋缓。	98.93-->101.36	2.46%
	美元兑人民币	震荡	→		6.77-->6.8	0.46%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

配置建议：超配美股、美元，低配美债和大宗商品

1. 美联储表态偏鹰，但短期内不会落地实质性举措
2. 国内政策延续宽松基调，出台增量政策概率不高
3. 经济动能韧性回落，结构惯性依旧

本期：2026-6-26至2026-7-31			大类	项目	本期：2026-6-26至2026-7-31		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
			国内股指	上证指数		√	
				创业板指	√		
	√			成长(风格.中信)	√		
				周期(风格.中信)		√	
				金融(风格.中信)			√
				消费(风格.中信)			√
√			美股股指	NASDAQ指数	√		
				DJI平均指数	√		
	√		国债	1Y国债到期收益率（%）		√	
				10Y国债到期收益率（%）		√	
		√	美债	2Y美债收益率（%）		√	
				10Y美债收益率（%）			√
		√	国际大宗商品	布伦特原油（美元/桶）			√
				COMEX铜（美元/磅）		√	
				COMEX黄金（美元/盎司）		√	
		√	国内大宗商品	南华工业品指数			√
				南华螺纹钢指数			√
				南华农产品指数		√	
				南华玻璃指数			√
√			汇率	美元指数	√		
				美元兑人民币		√	

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

下载日志已记录，仅供内部参考

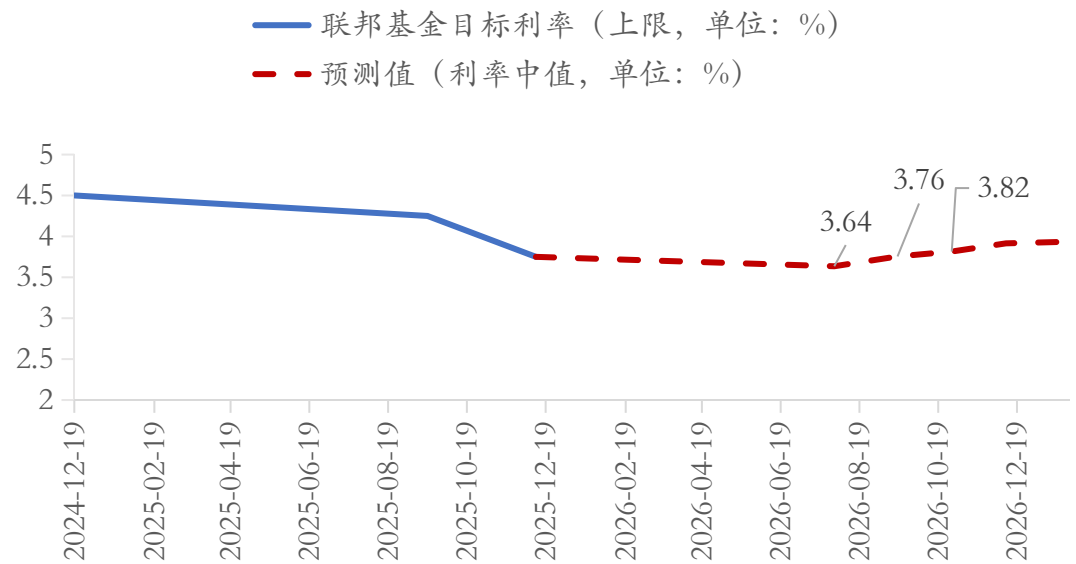
目录

1 配置逻辑：美联储紧缩担忧缓和
2 权益：扰动增多，围绕高景气布局
3 利率：长端上行概率增加
4 大宗：美伊冲突缓解，价格回落
5 汇率：美元偏强，人民币升值趋缓

沃什首秀表态偏“鸽”，美联储紧缩担忧边际缓和

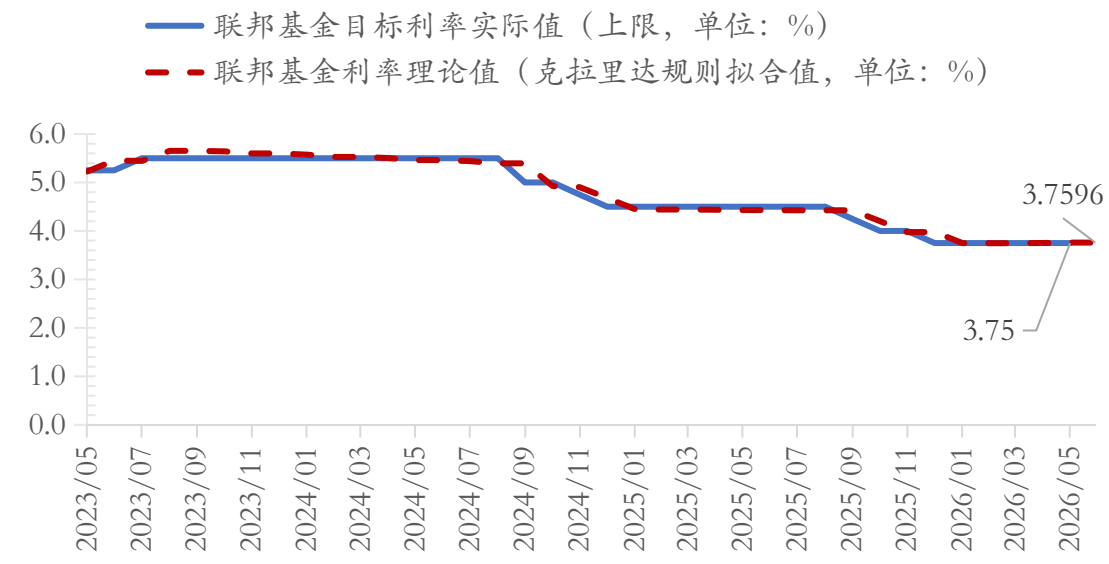
- **6月美联储议息会议后，沃什发布会表态偏鸽，市场对美联储紧缩担忧边际缓和。**6月FOMC会议维持利率不变，符合预期。会议声明整体基调偏鹰，删除此前关于前瞻指引和宽松倾向的措辞，并上调通胀预测，显示美联储对通胀风险仍保持警惕。但沃什在新闻发布会的部分表态释放出一定偏鸽信号：①提出成立涵盖资产负债表、通胀框架等领域的五大专项工作组，并在年底前后形成阶段性结论，意味着短期内启动缩表可能性较低；②未就后续政策利率调整方向作出明确指引，也未提交个人点阵图预测，一定程度上淡化了会议声明传递的鹰派信号；③强调关注通胀整体趋势，防止局部价格波动向更广泛领域扩散，保留了更多政策灵活性。此外，美国财政部长贝森特近日接受采访时表示后续存在连续降息的可能性。因此，市场对美联储紧缩担忧有所缓和。

美联储利率观测器显示市场押注美联储或于四季度加息



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：6月29日。

克拉里达规则下，理论利率指向无需常规降息



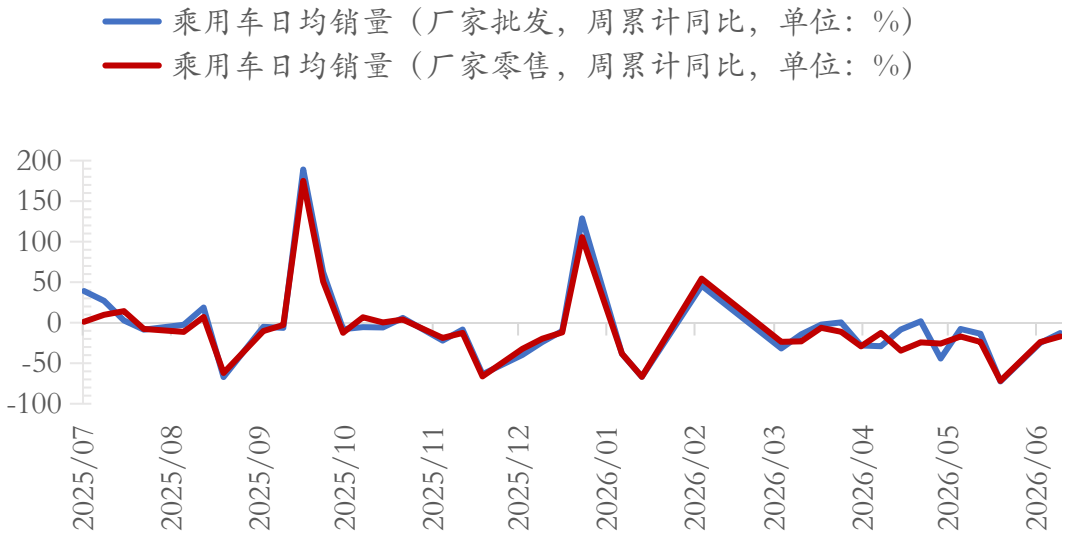
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

经济惯性延续，内需等待修复

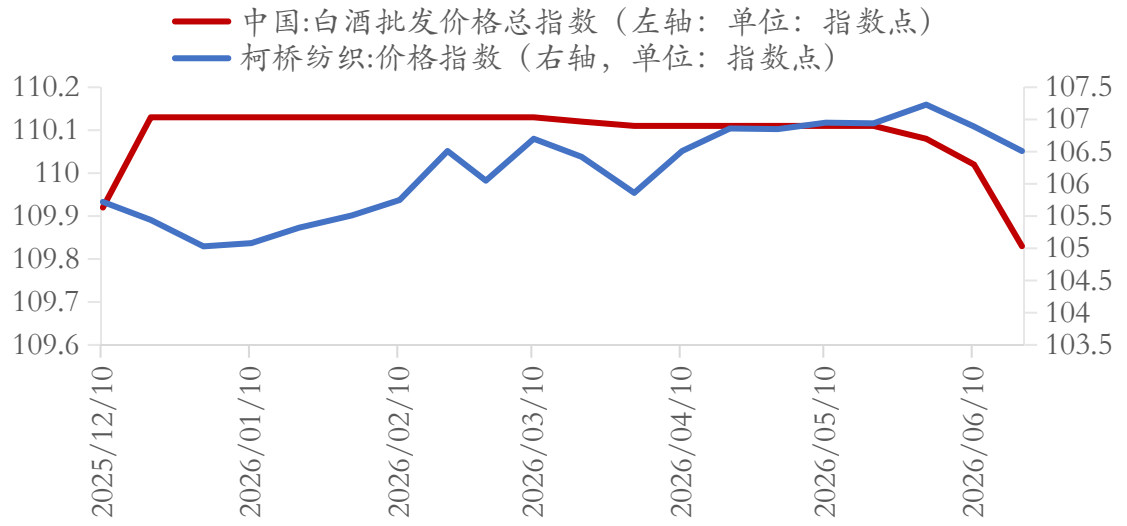
- **经济基本面延续分化，外需维持景气但内需继续疲弱。**6月宏观高频数据整体延续5月趋势，经济基本面延续分化，外需维持较高景气，消费与投资等内需在上月偏弱基础上继续下行，同时价格改善态势或在年中结束。预计6月社零同比-0.5%左右，出口+13%，固投累计同比-1.2%，其中制造业累计同比+1.5%、基建增速+3.3%、地产增速-16.8%；6月CPI同比+1%、PPI同比+3.1%。
- **消费端未见有效改善迹象。**6月前3周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.77万辆和4.35万辆，同比分别下降14.04%和23.27%，以汽车为代表的耐用品消费偏弱，零售下滑幅度依旧快于批发。商品价格变动不大，全国白酒批发价格指数为109.9，略微低于5月110.1，柯桥纺织指数为106.5较5月水平有所回落。可选服务类消费偏弱，6月电影票房周均收入比5月大幅下降。总的看，当前消费内生动能依然不强，有待政策端发力托底。

乘用车销量同比仍弱，零售增速低于批发



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

柯桥纺织指数下滑，白酒价格持续下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 配置逻辑：美联储紧缩担忧缓和
2 权益：扰动增多，围绕高景气布局
3 利率：长端上行概率增加
4 大宗：美伊冲突缓解，价格回落
5 汇率：美元偏强，人民币升值趋缓

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 国内权益：高景气VS多扰动，坚定抱团

- **国内权益：高景气VS多扰动，坚定抱团。**我们在7月策略月报《高景气VS多扰动，坚定抱团》（2026-06/28）中指出，7月可能面临如美伊反复、美科技股估值担忧、大型IPO上市等短期扰动，但海外科技公司业绩超预期、国内科技股即将迎来业绩预告持续验证高景气支撑下，产业趋势和逻辑仍然清晰确定，事件冲击下的调整反而是入局良机。配置上，继续强化AI产业链。一方面继续向产业链上中游算力及配套设备环节集中和增加仓位，中期涨势仍然确定，电子交易持续过热、通信性价比更佳。二方面产业链上扩散方向也可关注，包括机械设备、机器人等。
- 从因子分析看，当前内需尚待提振，消费、金融板块缺乏基本面向上催化，依旧超配产业趋势明确的成长风格。

当前经济修复动能偏弱、内需提振不足，消费、金融板块缺乏基本面向上催化

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动（1Y国债）	-0.01	0.07	0.13	0.10	0.11	0.03	-0.07
长短利差变动（10Y-1Y国债）	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
短端利率变动（2Y美债）	0.12	-0.38	-0.98	-0.72	-0.27	-0.53	-0.19
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.12	-0.04	-0.14	-0.29	-0.28	-0.02	-0.01
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
社融同比差值变动	-0.10	0.18	0.43	0.17	0.33	0.27	0.16
新发基金规模（自然对数）	6.98	0.82	0.83	-1.77	0.10	-0.40	-0.77
合计		0.66	0.27	-2.53	-0.01	-0.66	-0.87

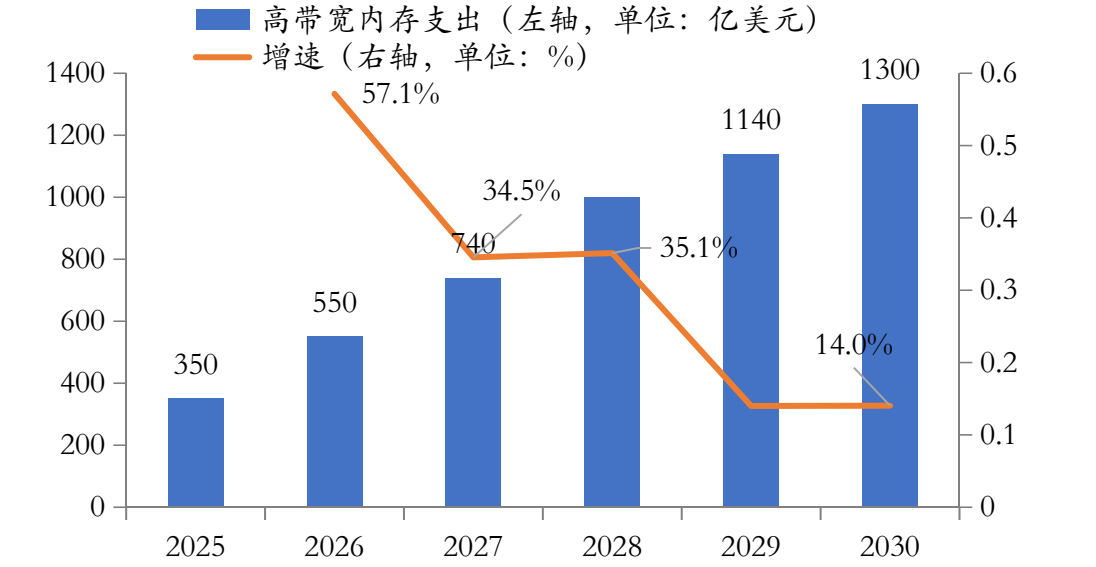
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 国内权益（1）：AI产业链尤其是上中游硬件依旧是最好方向

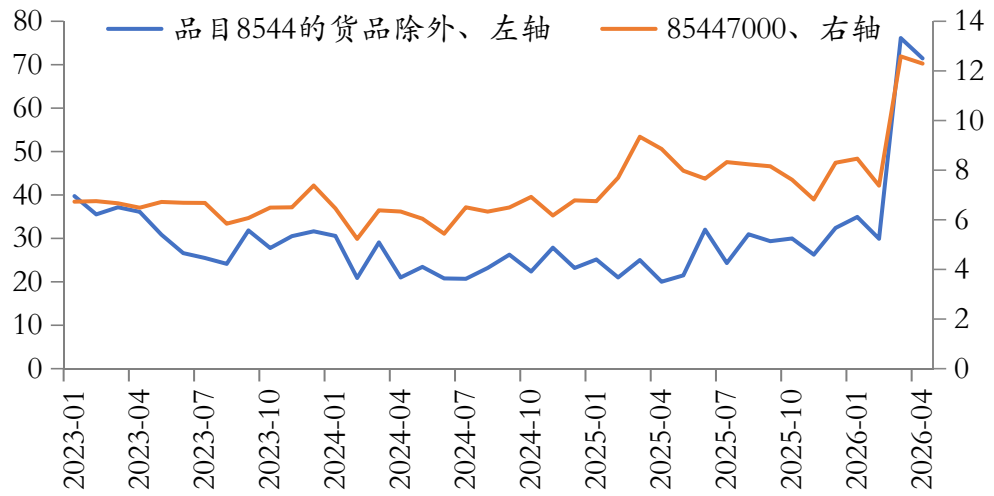
- **主线一：主攻AI上中游算力硬件。**本轮AI第二阶段行情持续发酵，历史规律显示算力链上涨时间、空间优势突出；电子中长期逻辑不变，但当前交易拥挤、换手偏高，通信低换手性价比更佳。重点配置光模块、CPO、液冷、存储、半导体设备、储能、IDC等算力配套。
- **主线二：布局AI扩散受益赛道（机械、机器人、游戏、软件）。**机械叠加工程机械复苏+机器人/航天/液冷多重题材；机器人、游戏、软件作为算力下游，承接板块资金外溢，具备补涨潜力。

未来2年高带宽存储市场规模或将维持30%以上的高增水平



资料来源：Factset、SK海力士、Bloomberg等，华安证券研究所。

光纤、光纤束及光缆平均价格



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为美元/KG。

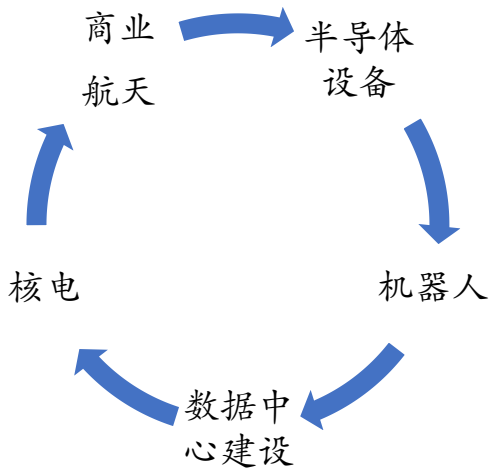
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 国内权益（2）：关注AI产业链上可能迎接估值扩散的方向

- **半导体设备、机器人等主题行情均能带动机械设备板块。**机械设备板块中包含众多热门主题型概念的细分领域，如商业航天中的航天复合材料成型设备、高精度数控机床等，自动化设备细分则包含机器人上游零部件环节，如滚柱丝杠制造、减速器、关节伺服器以及传感器等关键环节，专用设备细分中则包含有半导体制造的晶圆制造工艺设备、封装测试设备等公司。近半年以来，商业航天、半导体、机器人等主题出现轮动行情时均能映射至机械设备板块。

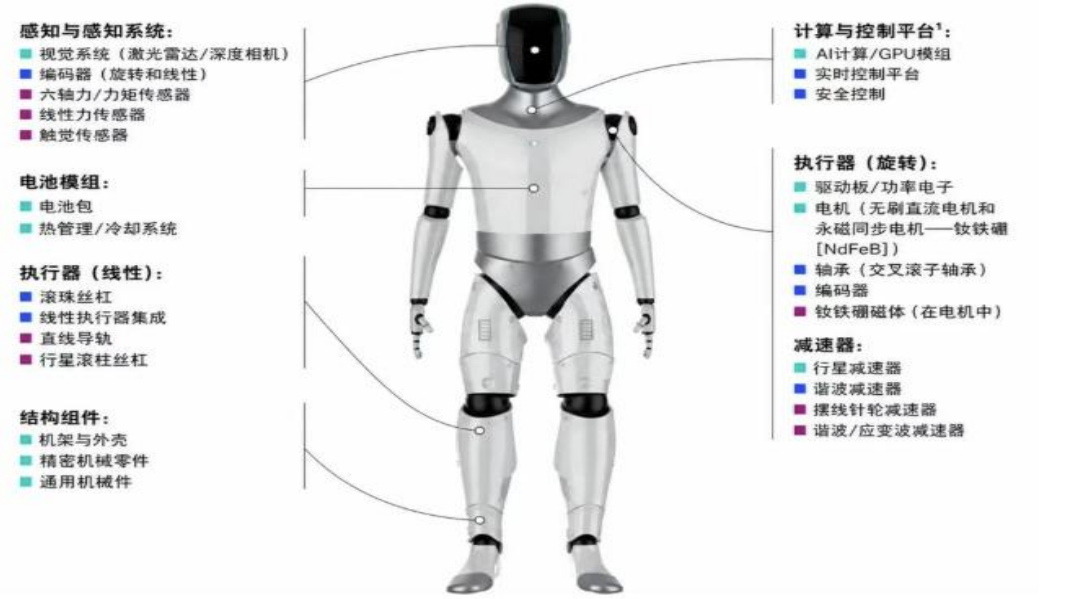
- **聚焦有望跟随整机放量而出现业绩增长的上游核心零部件环节。**根据麦肯锡拆解，人形机器人的核心硬件栈横跨五个领域：执行器（占40%—60%）、传感与感知系统（10%—20%）、计算与控制平台（10%—15%）、结构件（5%—10%）以及电池模块（5%—10%），五个领域合计占单机总成本的 85% 至 90%。

机械设备板块中包含较多主题概念



资料来源：华安证券研究所整理。

关注机器人上游价值量最高的核心零部件环节



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 美股：对美联储紧缩担忧缓解，流动性预期改善

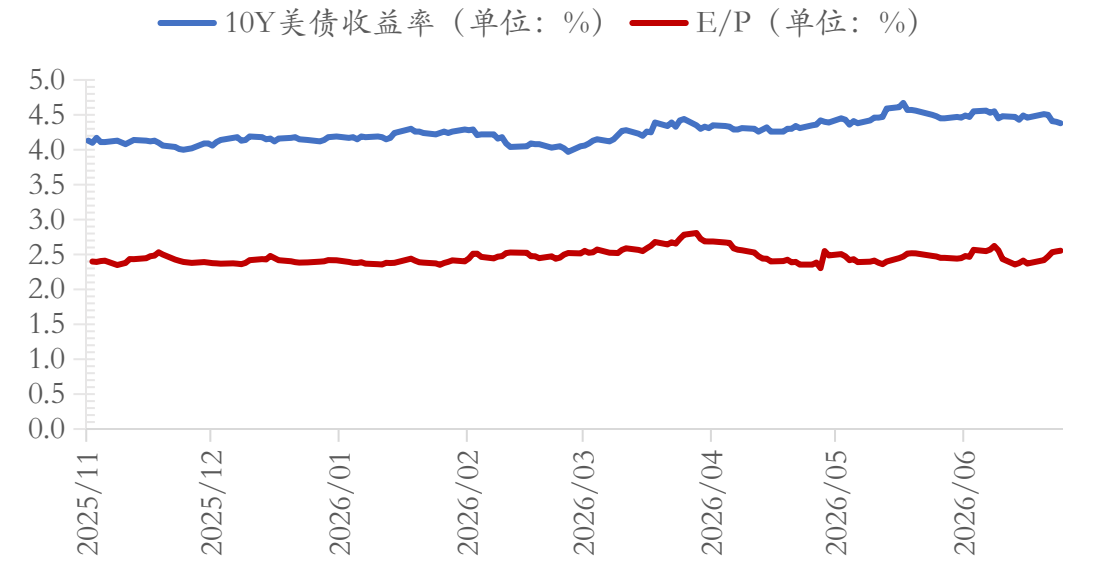
- **对美联储紧缩担忧缓解，流动性预期改善。**一方面，5月美国核心PCE并未超预期上行，随着美伊停战协议后国际油价显著下降，后续通胀继续回落概率增大，美联储进一步加息的必要性降低。另一方面，6月议息会议声明中强调维持“充足准备金”操作框架，这意味着美联储推进缩表关键在于通过降低银行准备金需求、提升银行承接国债的能力，而降低准备金需放松部分与流动性和资本占用相关的监管约束。考虑到沃什设立的资产负债表专项工作组预计将在年底前后形成阶段性结论，此后监管调整仍需经历征求意见、规则制定和过渡期等流程，因此，短期内缩表大概率不会启动。在流动性预期改善、美国经济和企业盈利仍具韧性的背景下，维持对美股超配的建议。

因子分析显示仍需警惕当前通胀水平的潜在影响

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	**0.12**	-0.12	0.02
长短利差变动（10Y-2Y美债）	**-0.12**	-0.03	-0.05
失业率（季调）变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	**0.60**	1.97	0.03
美国PPI环比	**1.10**	-6.60	-2.34
合计		**-4.79**	**-2.33**

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口小幅缩窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

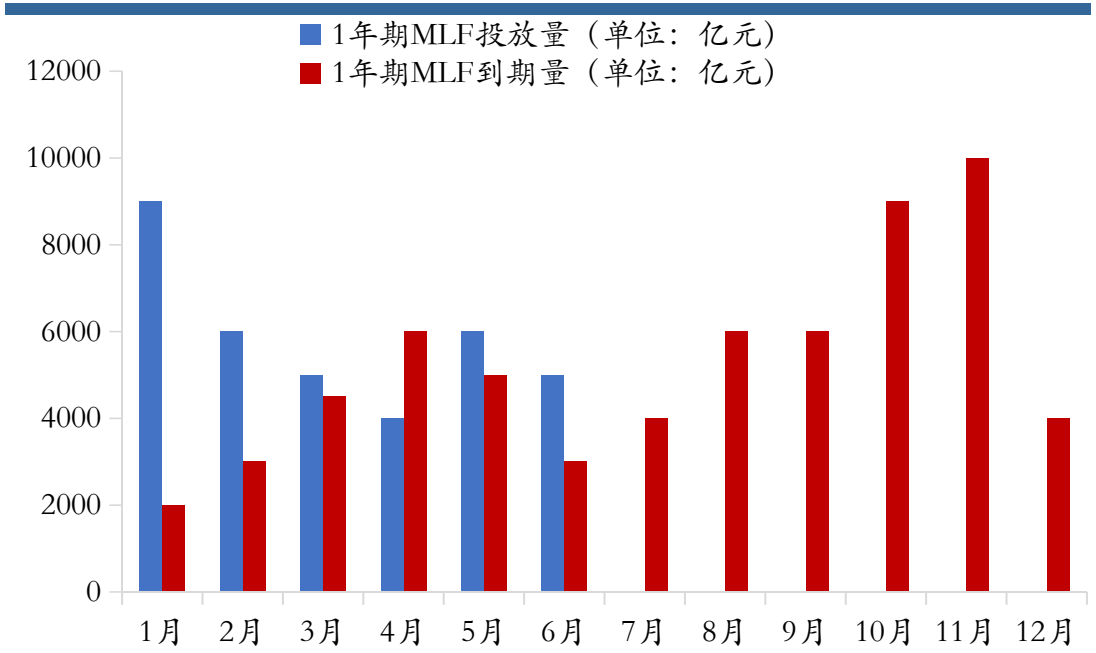
1 配置逻辑：美联储紧缩担忧缓和
2 权益：扰动增多，围绕高景气布局
3 利率：长端上行概率增加
4 大宗：美伊冲突缓解，价格回落
5 汇率：美元偏强，人民币升值趋缓

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 国内债券：央行维护“量”合理充裕，引导利率水平小幅回升

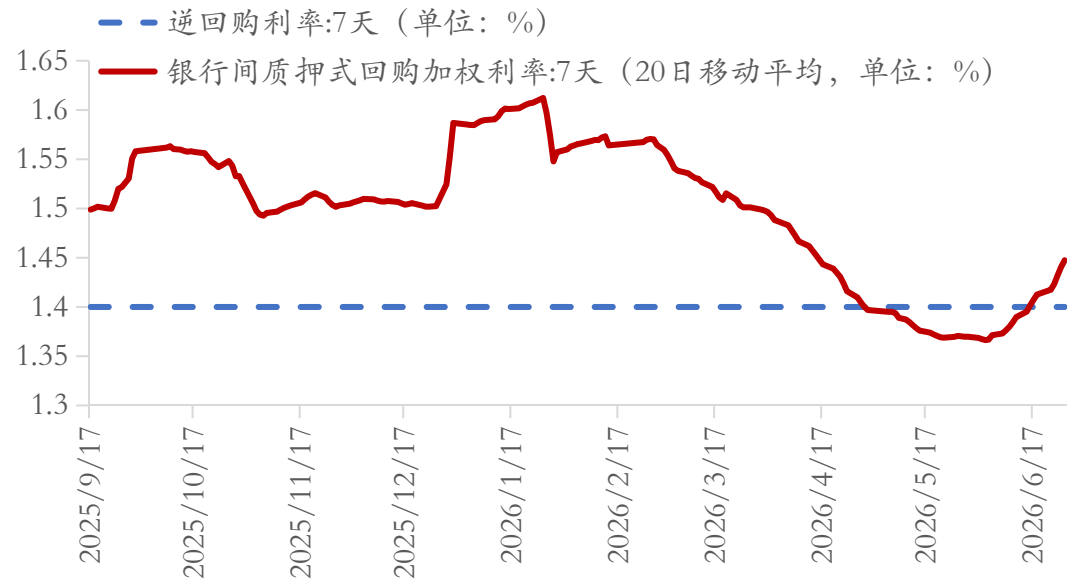
- **央行维护“量”合理充裕，引导利率水平小幅回升。**6月，1年期、5年期LPR均与上月持平，符合市场预期。5月以来，为了配合特别国债等发行，央行加大流动性投放力度，注重维护“量”的合理充裕，但在一季度货币政策执行报告以及陆家嘴论坛上，积极引导 DR007 等利率水平小幅回升。短期来看，央行总量层面宽松概率不大：①尽管进入二季度后宏观经济数据有所放缓，但尚未出现失速风险，宽松迫切性不高。②3月以来因国际油价上涨，PPI 快速上行，央行在一季度货币政策执行报告中提示输入性通胀风险，宽松货币政策面临外部掣肘。③商业银行净息差下行至1.4%的新低，一般贷款利率已经处于低位。

6月1年期MLF超额续作，央行投放流动性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007在央行引导下回升至7天逆回购利率上方



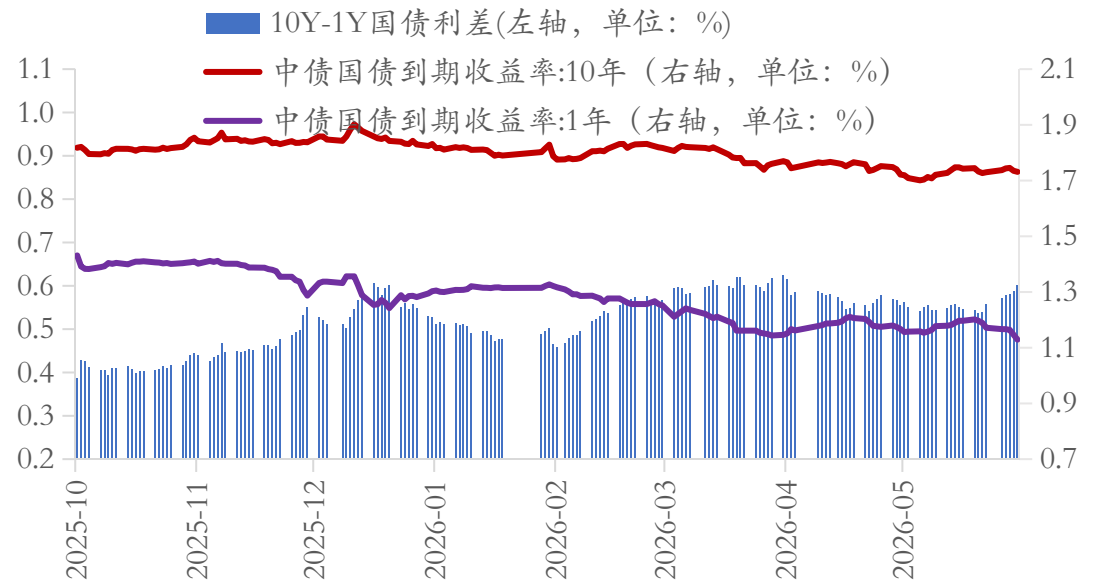
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 国内债券：期限利差有望小幅扩大

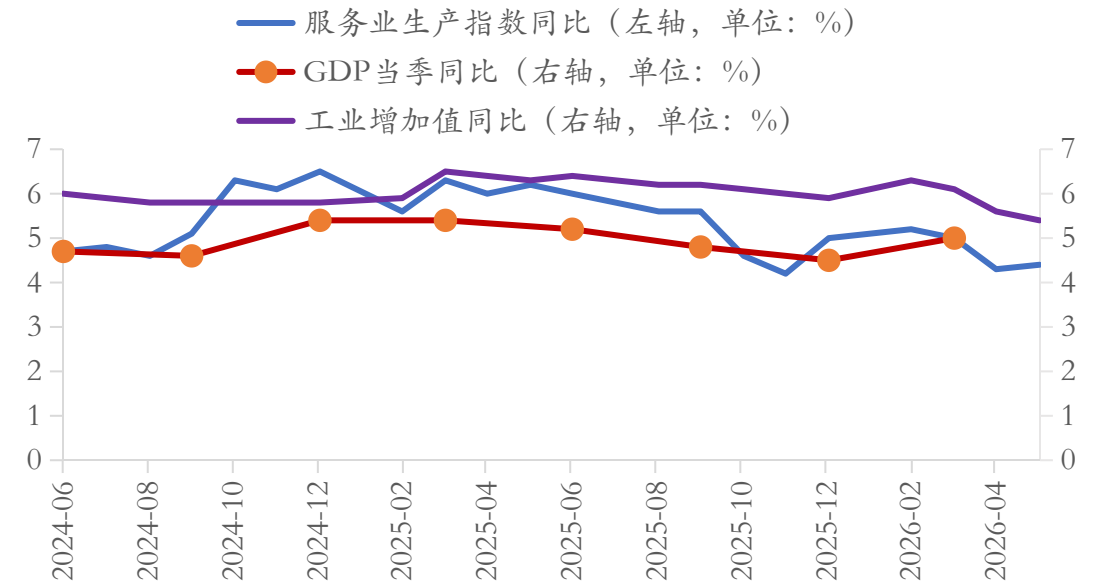
- **央行注重利率引导，在维护“量”充裕的情况下，期限利差有望扩大。**尽管央行维持“量”合理充裕推动利率维持在偏低水平，但与此同时，央行注重引导利率回升至合意水平。受此影响，充裕流动性主要反映在短端利率下行上。国内价格水平继续回升，5月PPI同比较4月大幅上行，中长期来看，名义价格水平中枢回升，对长端利率上行构成较强支撑，预计期限利差有望继续扩大。

6月国债利率期限利差小幅扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

5月宏观经济数据边际走弱



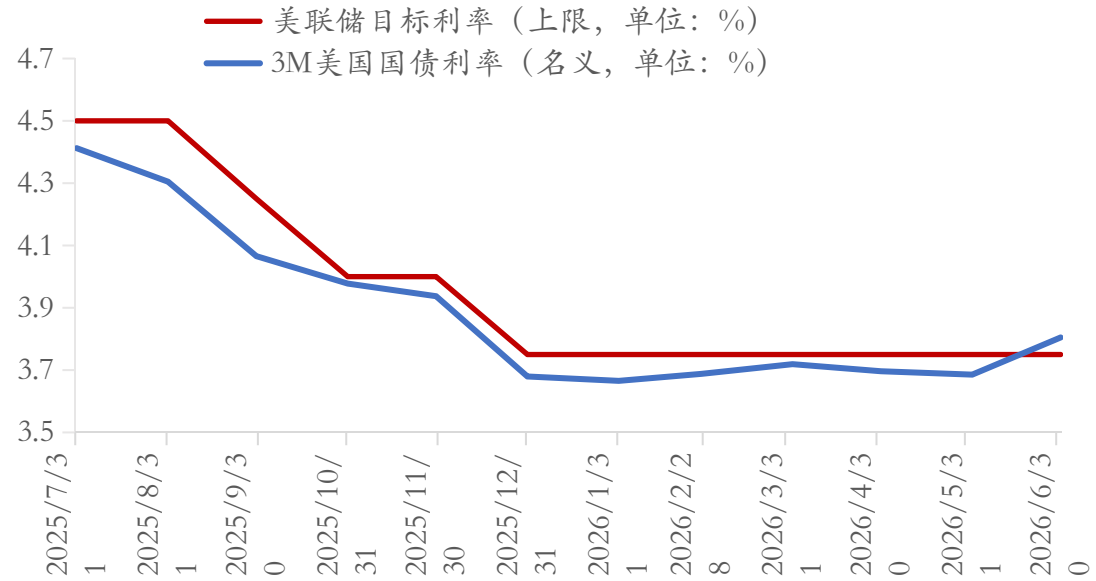
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）短暂回升

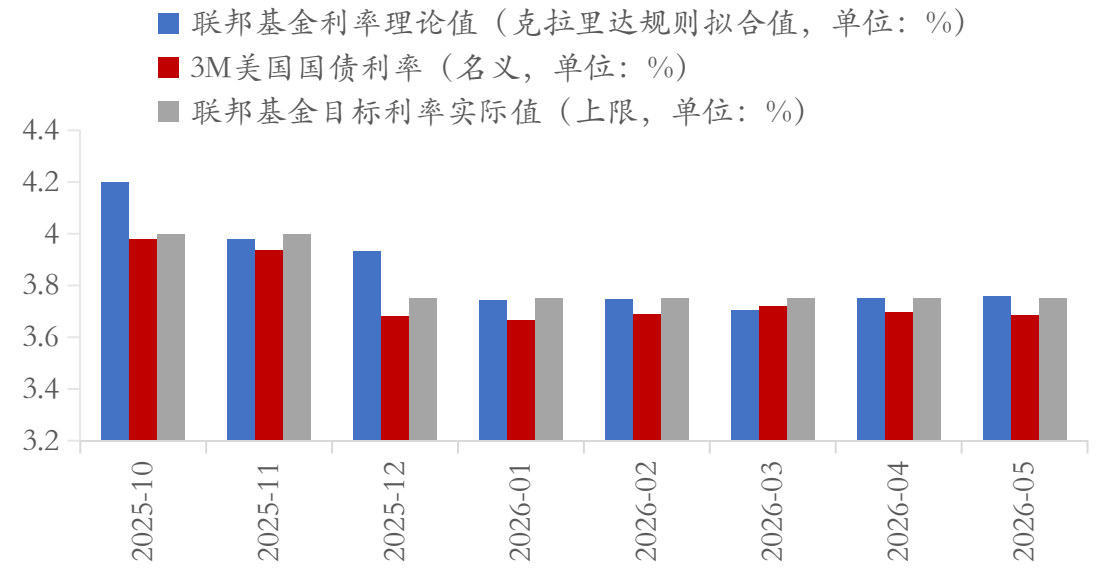
- **美联储短期内不会推动实质性紧缩举措落地，但经济仍存韧性的情况下，美债利率偏上行。**根据伯南克三因素框架判断，7月美债利率或延续上行，长端上升概率更大。①市场押注美联储存在加息可能，短期实际利率小幅回升，但后续回落概率更大。②经济数据维持韧性，长端利率或继续上行。③原油价格中枢回落，通胀预期小幅收窄。
- **美债：短期实际利率（3M名义）短暂回升。**市场押注美联储存在加息可能，短期实际利率小幅回升。但美联储年内大概率维持利率不变，后续回落概率更大。

市场押注美联储加息可能，短期利率上破目标利率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

实际利率与理论利率趋近，市场利率有望最终回落



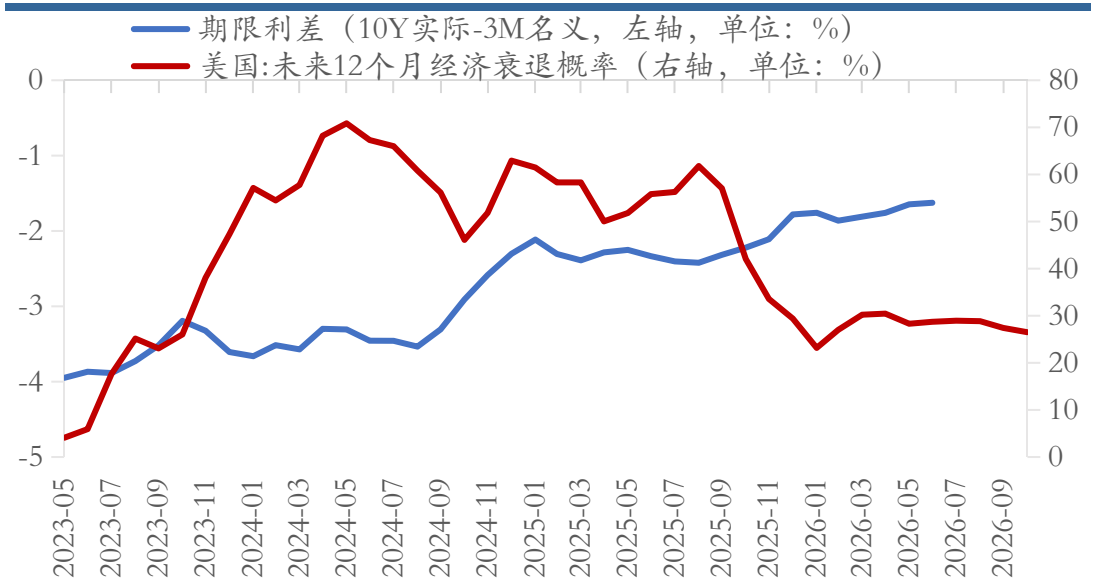
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.2 美债：经济韧性推升长端利率

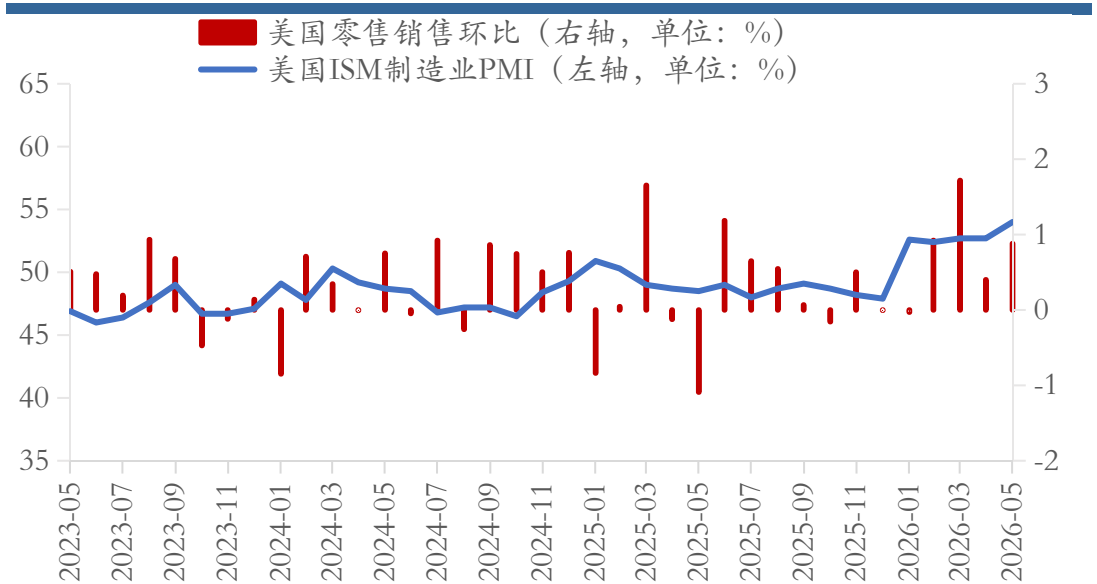
- **美债：经济韧性推升长端利率。**5月美国ISM-PMI继续上行至54.0%，零售销售额环比上涨0.88%。美国经济分析局预计未来12个月衰退概率维持低位，美国经济整体保持韧性，推动长端利率上行。中长期看，沃什启动缩表对于长端利率亦有上行推力。

美国衰退概率维持不变对期限利差影响有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值。

美国PMI与零售数据偏强



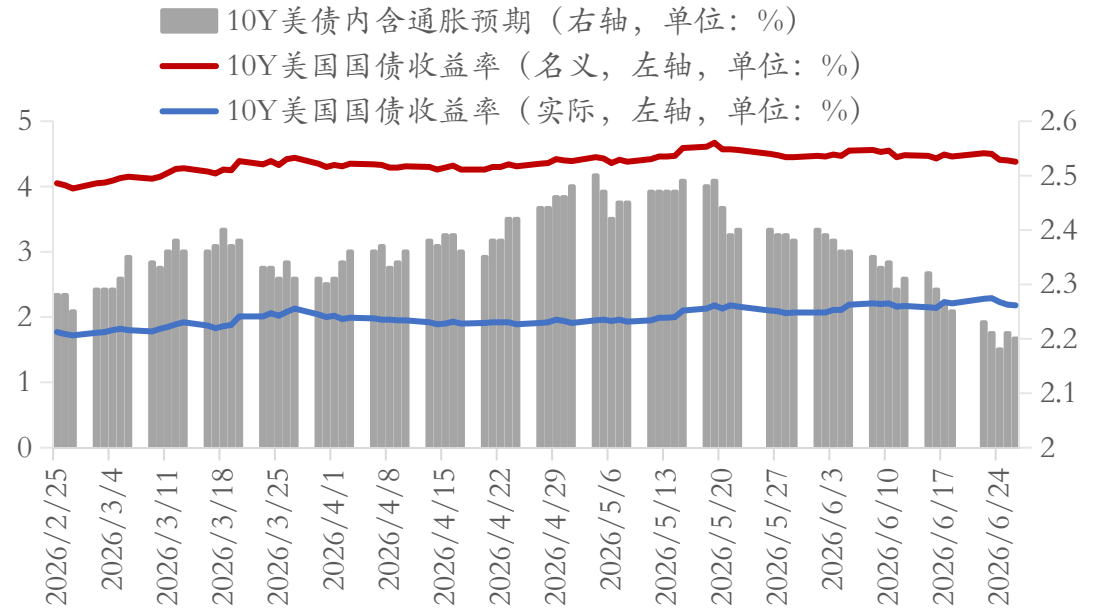
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.3 美债：油价中枢回落，通胀预期收窄

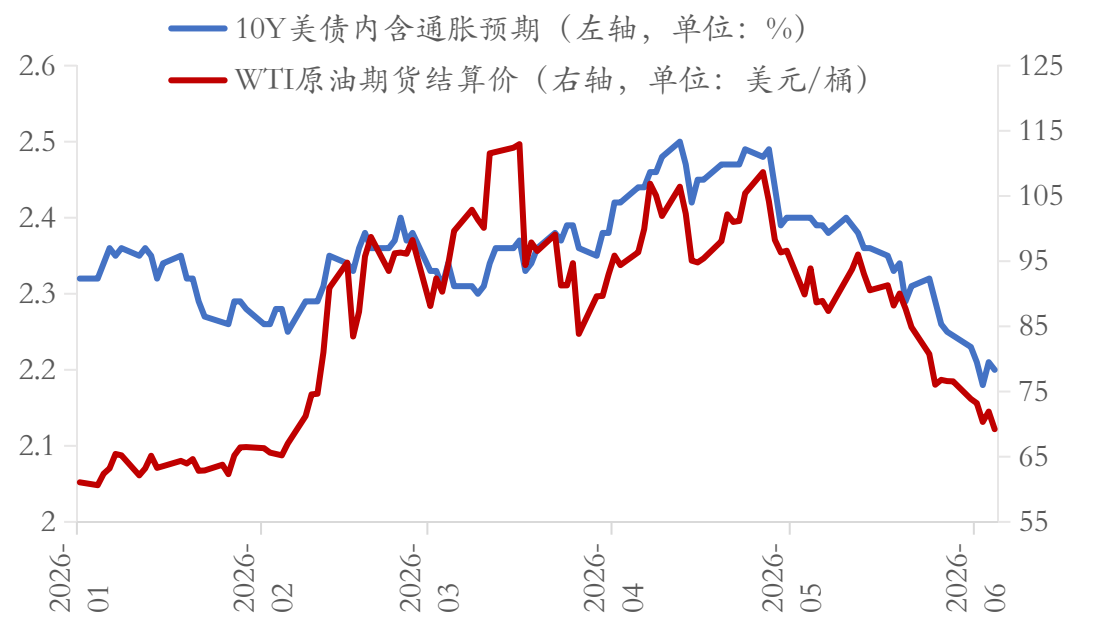
- **美债：油价中枢回落，通胀预期收窄。**当前10Y内含通胀预期下跌至2.2%附近。随着美伊达成阶段性谅解备忘录，霍尔木兹海峡航运秩序基本恢复，原油价格中枢逐步回落，带动通胀预期收窄。6月克利夫兰联储5年通胀预期为2.54%，较上月小幅回落0.05个百分点。

内含通胀预期明显回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

油价与内含通胀预期回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 配置逻辑：美联储紧缩担忧缓和
2 权益：扰动增多，围绕高景气布局
3 利率：长端上行概率增加
4 大宗：美伊冲突缓解，价格回落
5 汇率：美元偏强，人民币升值趋缓

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 国际大宗：美伊冲突缓解，价格回落

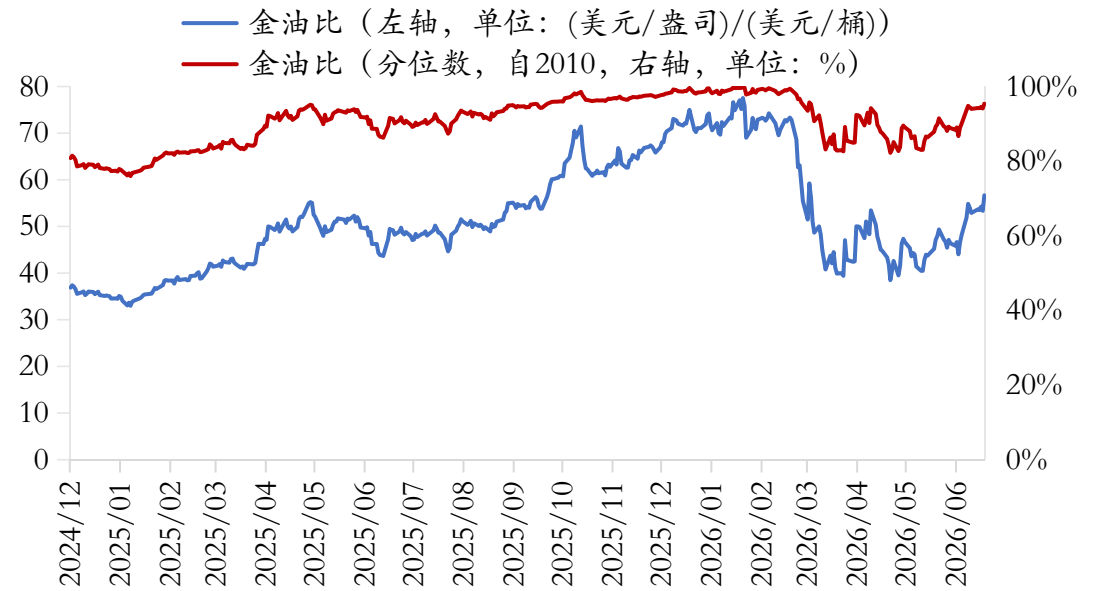
- **美伊冲突缓解，价格回落。**美伊签署谅解备忘录后，伊朗宣布霍尔木兹海峡开放60天、暂停收取通航费用，推动大宗商品价格明显回落。同时，美伊达成谅解备忘录、市场对美联储独立性信心修复支撑美元走强，在标价效应下，对大宗商品价格形成强抑制。7月国际大宗品价格扰动因素增多，如美伊地缘政治冲突反复、美联储政策路径调整等。但总体看，原油全球范围内供给依然大于需求、建议低配，铜因AI产业发展带动需求、建议标配，美联储年内有望维持利率不变、可标配黄金。

黄金、原油净多头流出压力较大

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动（2Y美债）	0.12	0.32	0.01	-0.61
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.12	-0.09	-0.10	-0.02
美债长期平均实际利率	-0.07	0.22	0.07	-0.41
库存/ETF持仓量变动		-2.30	-0.77	-0.41
净多头持仓		-3.66	0.00	-3.02
合计		-5.52	-0.79	-4.46

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比小幅回升



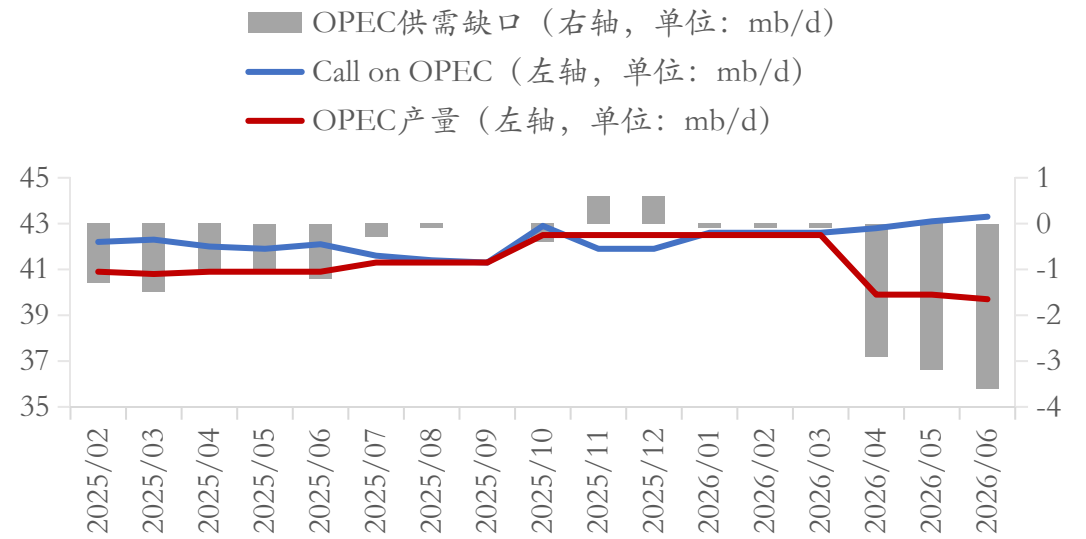
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 原油：美伊冲突或有反复，但最终和谈概率较大

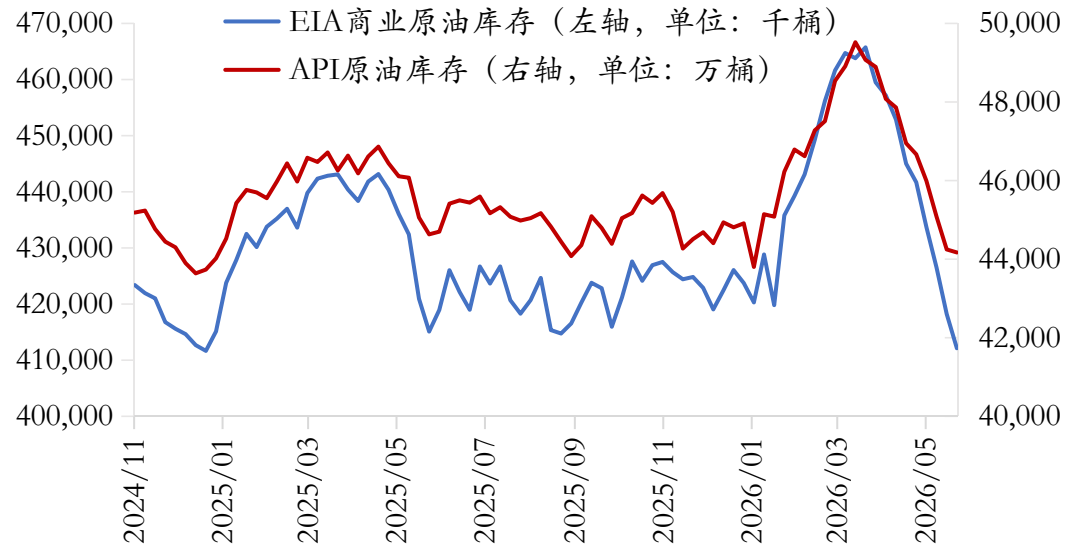
- **原油：美伊冲突或有反复，但最终和谈概率较大。**美伊签署谅解备忘录后，伊朗宣布霍尔木兹海峡开放60天、暂停收取通航费用，但地缘政治风险并未完全解除，目前已经出现反复迹象。一方面，伊朗革命卫队提出通航报备、通行费相关要求，与美方自由通行的诉求相违背，6月26-27日美军对伊朗发起空袭，伊朗革命卫队海军则打击了美军在该地区的驻扎点作为回应。另一方面，以黎停火协议也面临扰动，若冲突升级，市场对于此前达成谅解备忘录以及后续和平谈判的乐观预期可能再次面临波折。但双方军事行动均保持克制，无意爆发全面对抗，预计原油价格中枢将持续震荡下移。

OPEC+预计维持去库趋势



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

6月原油库存持续回落



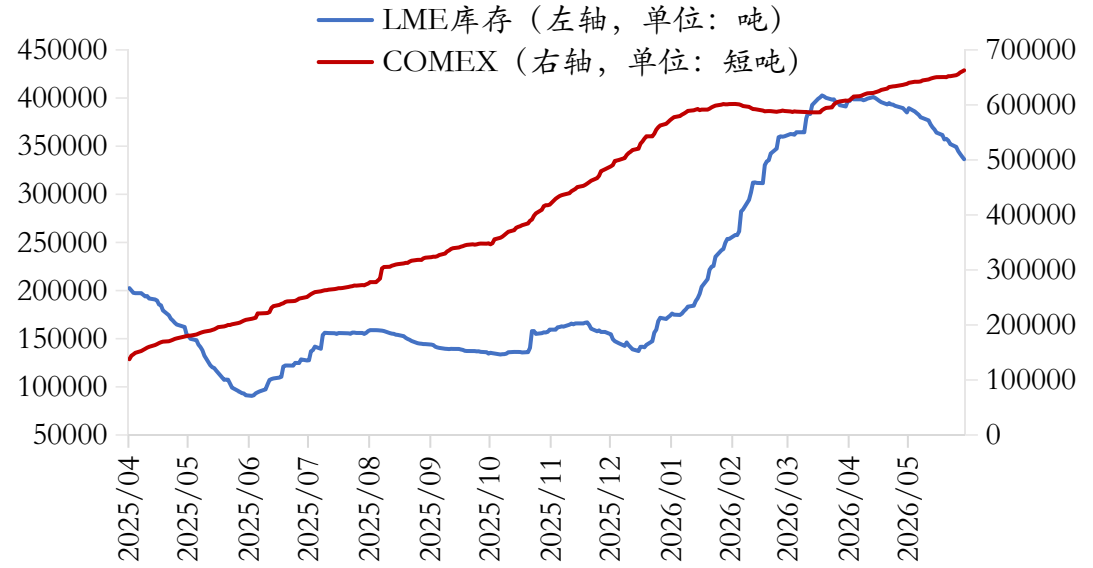
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 铜：中长期产业发展需求托底价格，关注美国精炼铜关税政策

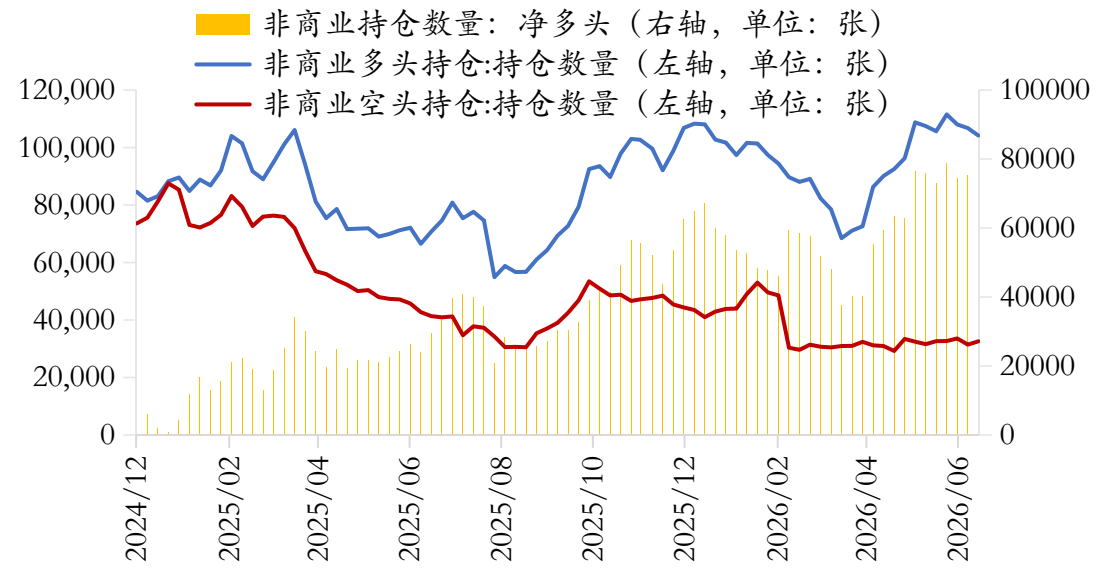
- **铜：中长期产业发展需求托底价格。**宏观层面，美国通胀回落、美联储紧缩预期降温，海外流动性压力边际缓解，对铜价形成阶段性支撑。基本面方面，全球铜矿供给偏紧、市场库存处于低位，新能源、储能、算力基建及电网建设等中长期产业需求持续托底铜价。但近期，苹果官方指出，AI数据中心的快速扩张导致对内存和存储器的需求出现超常规激增,基础零部件价格压力陡增，以至于开始向下游传导，对此苹果宣布正式上调Mac、iPad及部分家居设备价格，调价幅度普遍在15%-25%之间。由于当前下游应用暂时仍未出现清晰或较强的盈利能力，对AI产业链持续扩张的前景仍存担忧。综合来看，7月铜价或整体维持震荡态势，关注特朗普政府对铜关税的政策举措。

COMEX铜库存与LME铜库存走势分化显现



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜多头净持仓增长放缓



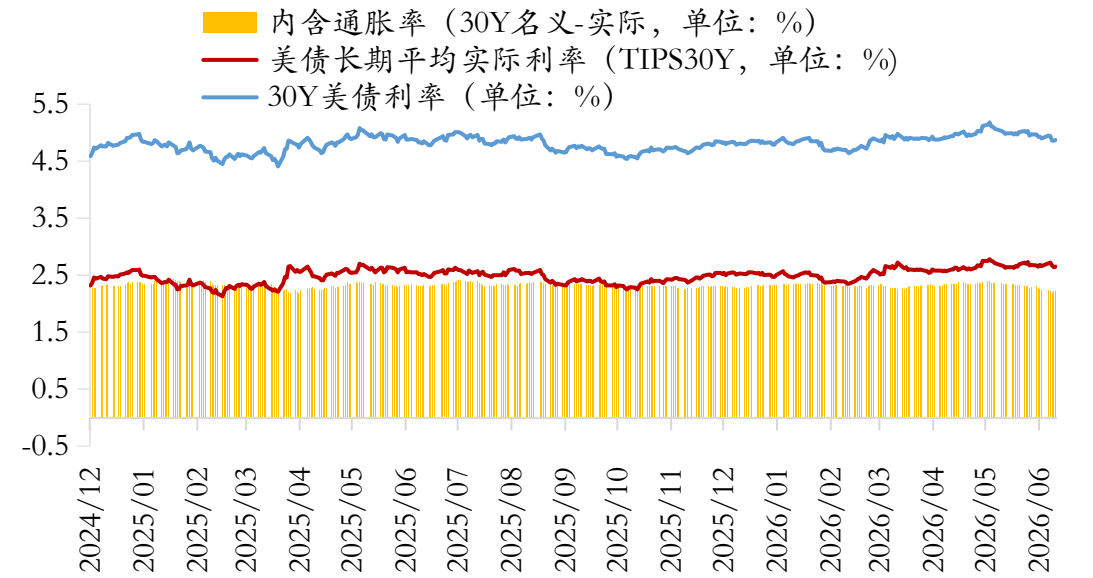
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 黄金：加息预期有所消退，金价有望企稳

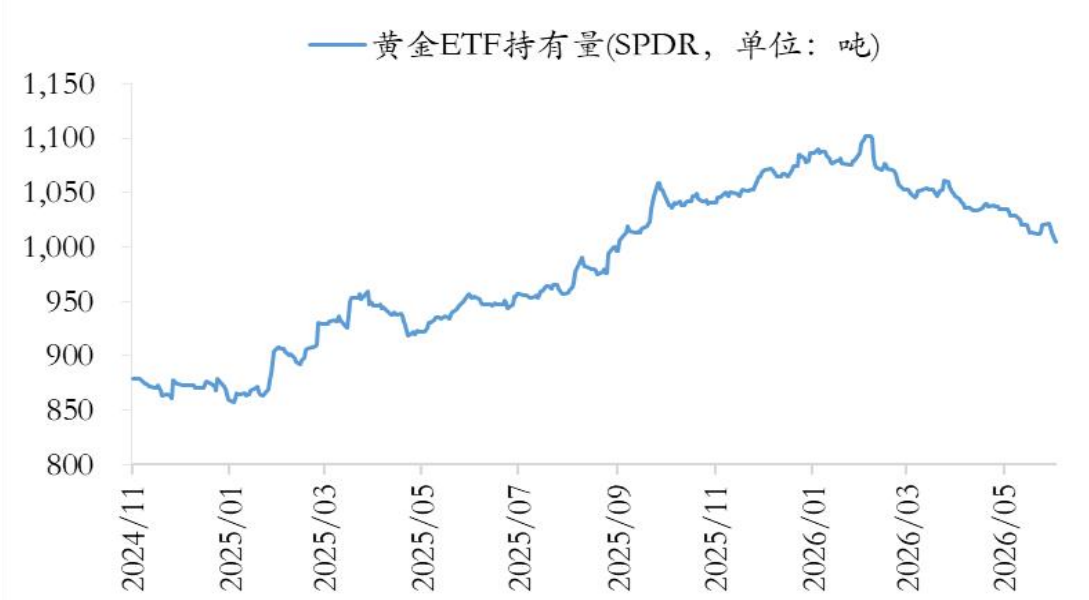
- **黄金：加息预期有所消退，金价有望企稳。**5月美国核心PCE并未超预期上行，随着美伊停战协议后国际油价显著下降，后续通胀继续回落概率增大，数据公布后CME Fed Watch显示7月FOMC会议加息概率降至30%以下，较此前约40%的水平明显回落。同时，美国财政部长贝森特在接受美国媒体采访时表示后续存在连续降息的可能性。受此影响，金价或在7月阶段性企稳。

美债实际利率基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量延续下行态势



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 国内大宗：成本下行拖累价格，内需尚待政策提振

- **成本下行拖累价格，内需尚待政策提振。**一方面，美伊冲突缓解后，上游能源、有色金属等原材料价格回落，成本下行拖累价格。另一方面，需求端缺乏明确支撑。同时梳理2013年以来7月中央政治局会议，政策明显加码年份主要表现为上半年GDP增速目标低于全年GDP增速目标（2020年、2022年、2024年），或出现中美经贸摩擦加剧等外部因素（2018年），预计7月中央政治局会议有望延续宽松基调，注重年初已出台政策的落实，出台增量政策概率较小。考虑到当前投资端尚未见明显拐点，低配工业品、螺纹钢和玻璃，标配天气因素可能扰动供应的农产品。

螺纹钢价格走强仍有赖于基建投资实物工作量

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	-0.01	0.04	-0.03	0.04	-0.01
长短利差（10Y-1Y国债）	0.00	-0.01	0.01	-0.01	-0.01
M2同比差值变动	-0.10	-0.03	0.01	0.07	-0.24
基建投资累计同比变动	-4.17	-3.82	-4.77	-0.53	-9.13
新开工面积前12个月移动平均同比	-20.11	1.10	0.87	-0.73	5.38
竣工面积前12个月移动平均同比	-19.80	-4.46	-4.97	-0.98	2.76
销售面积前12个月移动平均同比	-12.44	4.12	1.16	1.82	1.28
合计		-3.06	-7.72	-0.32	**0.04**

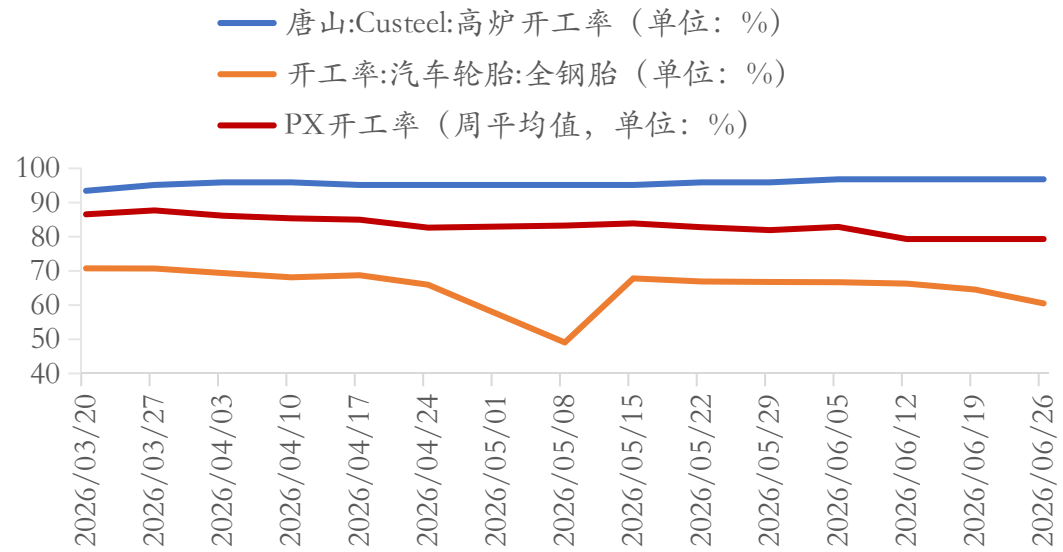
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 南华工业品指数：成本端下行拖累，仅外需提供一定支撑

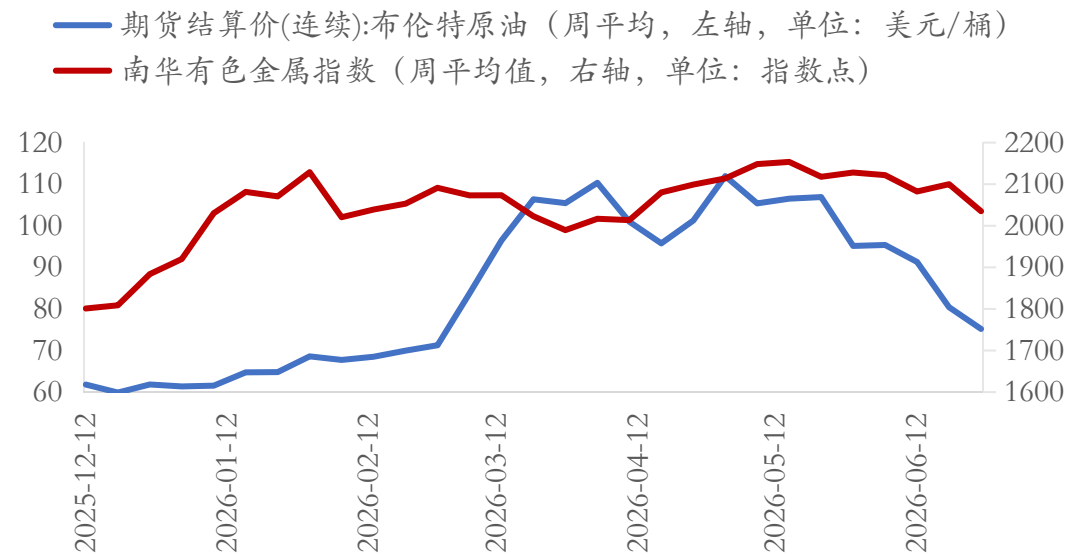
- **南华工业品指数：成本端下行拖累，仅外需提供一定支撑。**内需尚待提振，典型工业品开工率分化，唐山高炉开工率维持在97%左右高位，比5月上涨1%，汽车全钢胎开工率比5月的62.6%上升至64.5%，但PX开工率从5月的83%下降至79%。油价、有色金属价格大幅回落，输入性通胀压力降温，上游成本端对价格存在下行压力。6月周均集装箱吞吐量为676万标准箱，环比较上月基本持平，仅外需提供一定支撑。预计7月工业品价格延续震荡走弱态势。

唐山高炉开工率维持高位，钢胎、PX开工率下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

6月原油和有色金属价格回落



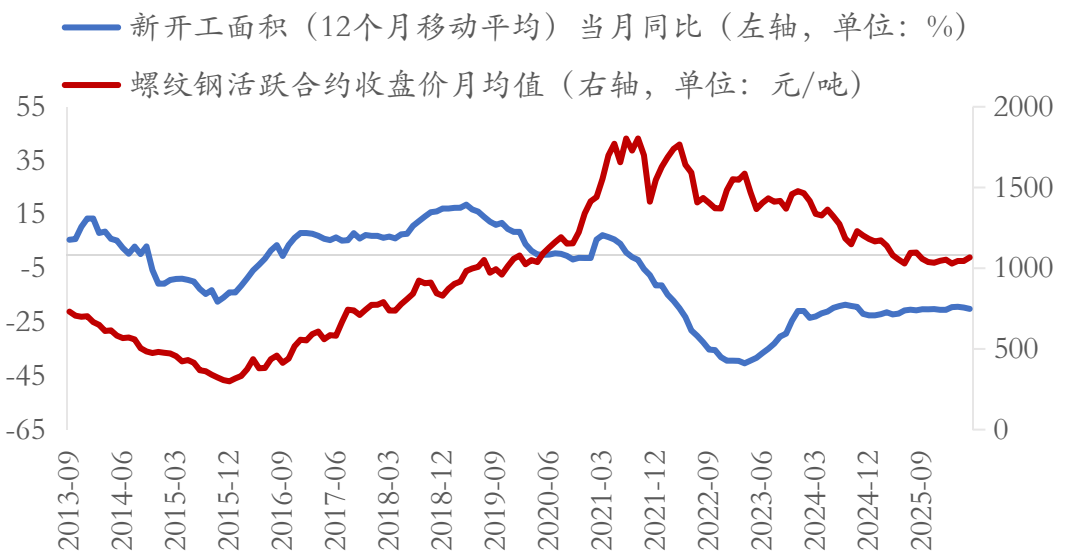
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 南华螺纹钢指数：投资端持续回落，价格缺乏强支撑

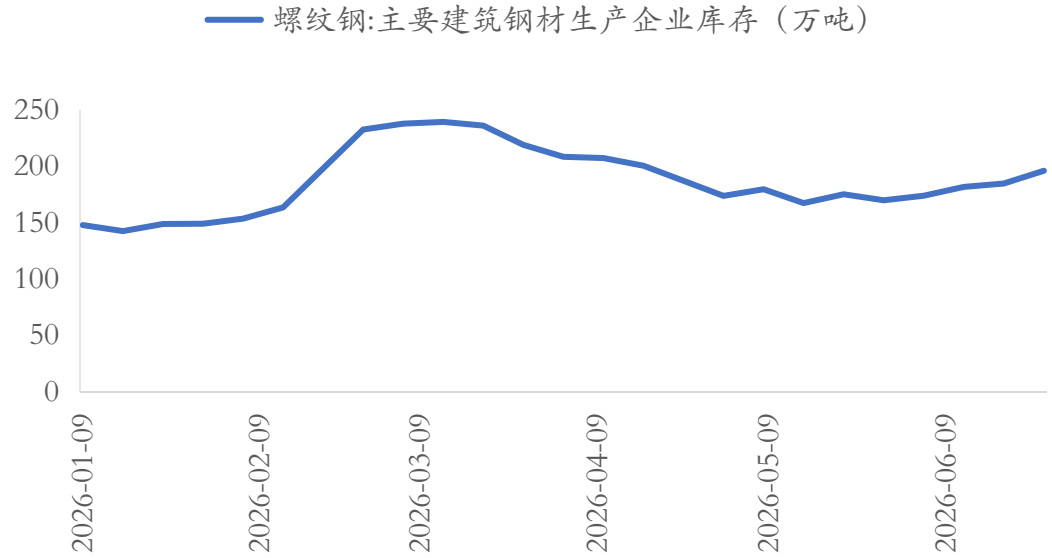
- **南华螺纹钢指数：投资端持续回落，价格缺乏强支撑。**6月钢材预估日产量276万吨/天左右，较上月略有增长。但今年二季度，投资端下滑态势较为明显，地产、基建终端需求同步走弱，天气因素对开工形成一定扰动。同时，煤炭涨价带来的成本支撑逻辑逐步减弱，原料端对钢价的托底作用大幅弱化，螺纹钢缺少上行催化。预计7月延续震荡偏弱走势。

新开工降幅边际变化有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

螺纹钢库存略微上升



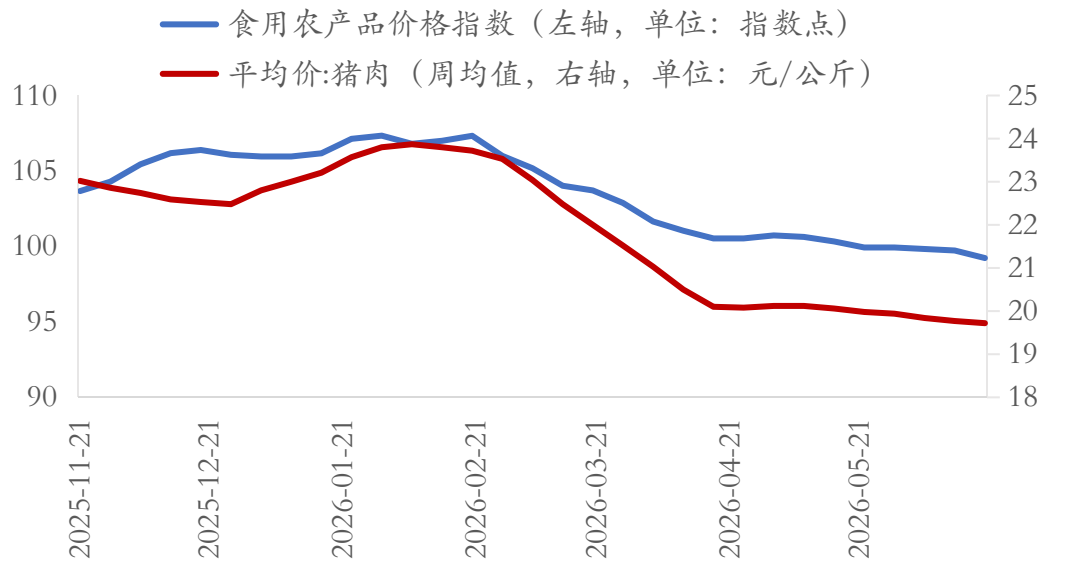
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 南华农产品指数：关注天气等因素对供给侧的影响

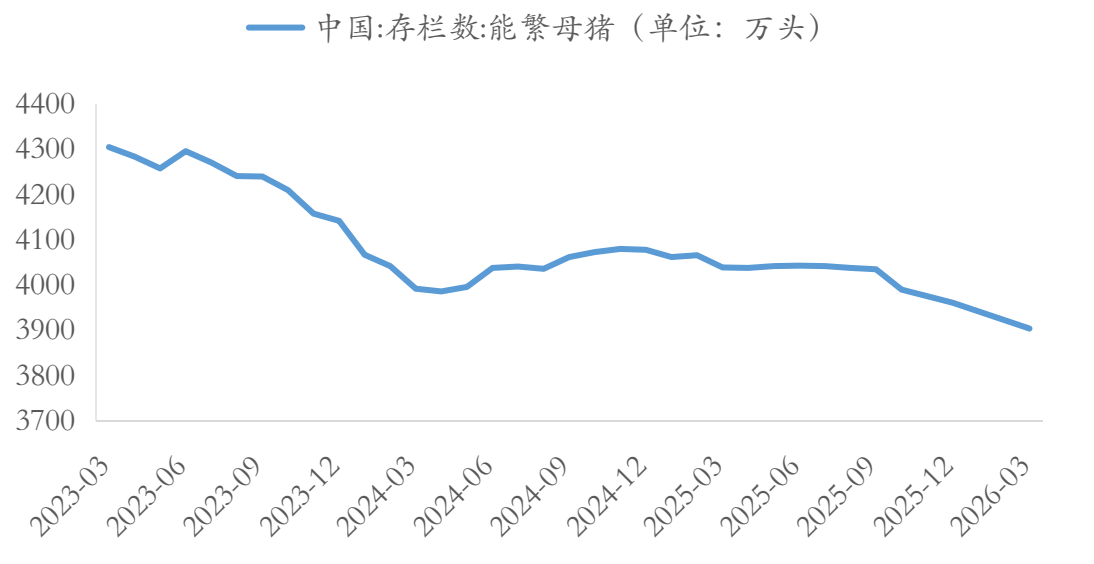
- **南华农产品指数：关注天气等因素对供给侧的影响。**猪肉价格持续走低，6月前三周猪肉平均价19.78元/公斤，环比上月均值下降0.23元/公斤，同比降幅较上月基本持平。整体食用农产品价格小幅承压，终端消费复苏力度偏弱。气候层面，6月厄尔尼诺事件已正式形成，海温持续攀升，夏秋季极端高温、干旱、洪涝等灾害发生概率显著走高，农产品或面临潜在供给扰动风险，中长期为农产品价格提供底部支撑。同时，生猪等产能延续去化，也为价格提供一定支撑。

猪肉与食用农产品价格企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量延续去化



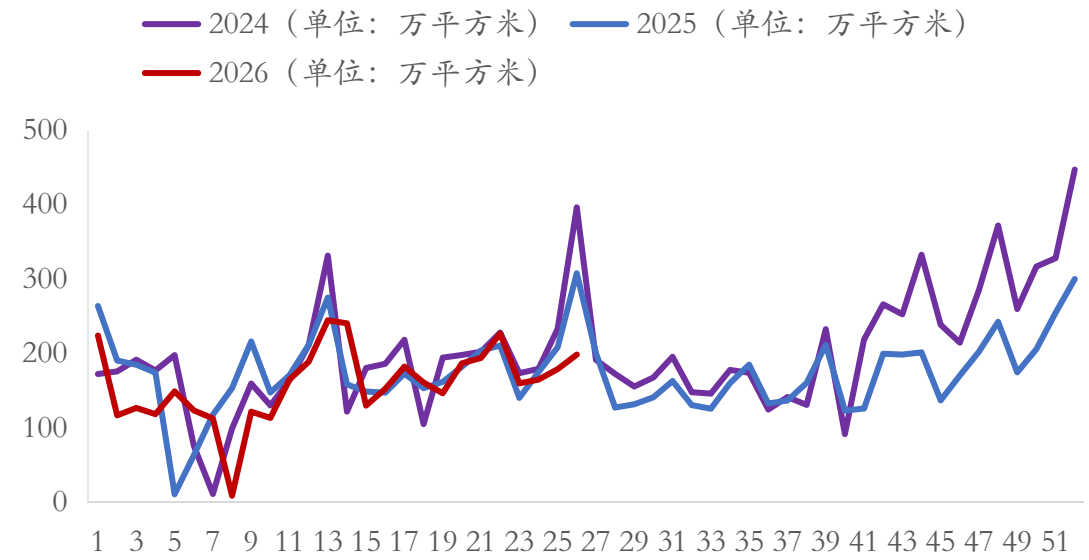
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 南华玻璃指数：进入销售淡季地产景气度回落

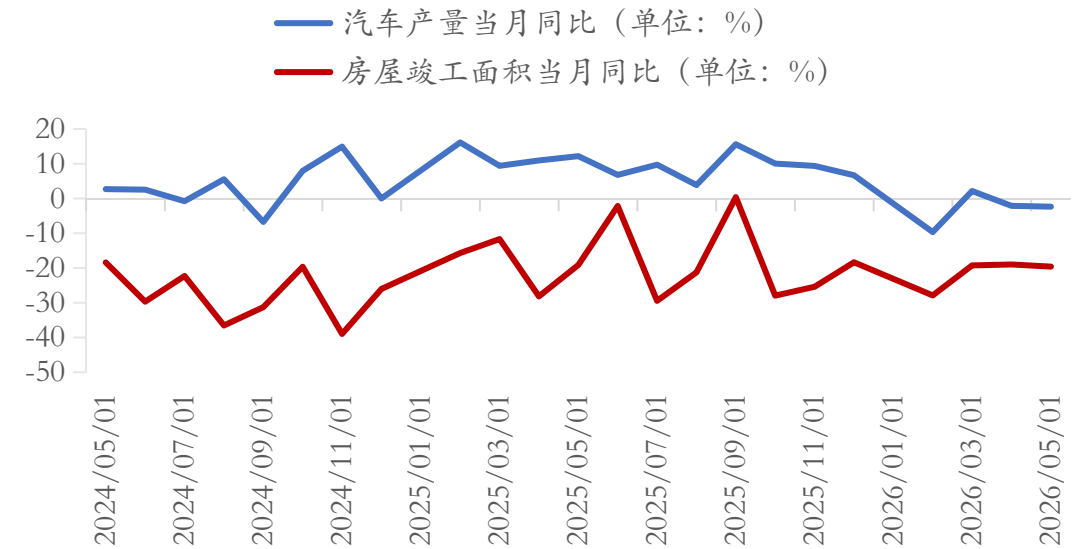
- **南华玻璃指数：进入销售淡季地产景气度回落。**6月，30个大中城市周平均新房销售面积同比下降3.82%，降幅较上月扩大。我们认为，地产景气度从一线向二三线扩散难度较大，进入年中成交淡季，房地产景气度恐延续低迷。①2025年末2026年初，一线城市二手房价环比快速改善、由负转正，或主要源自于2025年以来跌幅较深后的修复，二三线城市新房价格环比变化不大，环比仍在继续下行。②从30个大中型城市（wind口径）新房销售面积来看，2026年与前两年基本持平，若剔除一线城市销售同比涨幅，则二三线销售依然偏弱。③2020年之前一线城市房地产景气度向二三线城市扩散存在一定时滞（如2015Q1、2020Q2、2021Q1等需要3-6个月），主要是当时限购政策导致全国房地产市场分割。但2023年以来限购政策逐步优化取消，22个热点城市中仅一线城市保留核心区限购、其余城市全面放开，全国房地产市场分割减弱、转向统一市场，导致景气从一线城市向二三线扩散时滞大幅减弱（如2024Q4一二三线城市地产景气度快速修复）。因此，玻璃价格依旧承压。

6月30城商品房成交持续走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。

汽车产量同比增速小幅下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

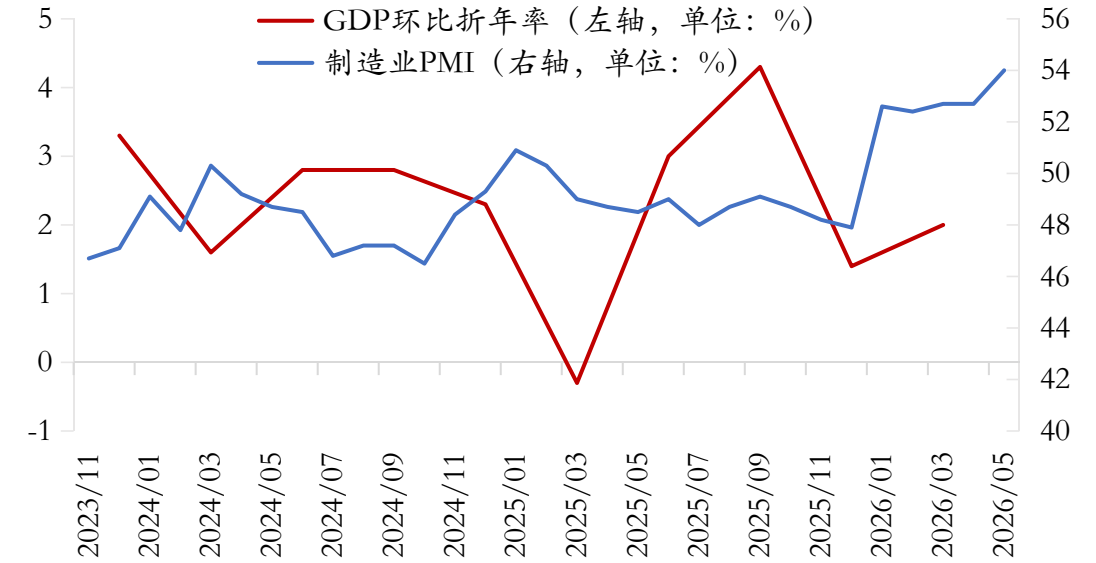
1 配置逻辑：美联储紧缩担忧缓和
2 权益：扰动增多，围绕高景气布局
3 利率：长端上行概率增加
4 大宗：美伊冲突缓解，价格回落
5 汇率：美元偏强，人民币升值趋缓

下载日志已记录，仅供内部参考

5.1 美元指数：美联储信用持续修复支撑美元偏强运行

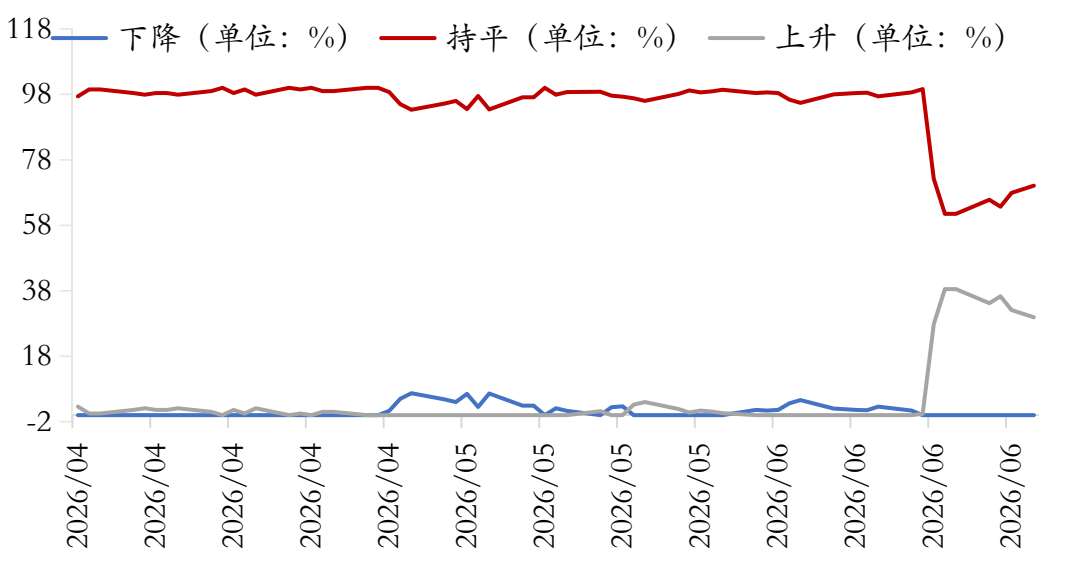
- **美联储信用持续修复支撑美元偏强运行。**美国经济增长和就业仍具韧性，5月非农就业新增人数远超预期。同时，特朗普与财政部长贝森特近期公开表示支持新任美联储主席沃什独立履职，市场对美联储政策独立性的担忧有所缓解，美联储信用持续修复，对美元形成支撑。此外，6月下旬美国财政部长贝森特强调美元的主导地位至关重要，在乌克兰局势结束后俄罗斯将希望恢复美元体系，也对美元构成支撑。因此，预计美元指数保持偏强运行。

美国制造业PMI小幅抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

市场倾向于押注7月FOMC目标利率持平



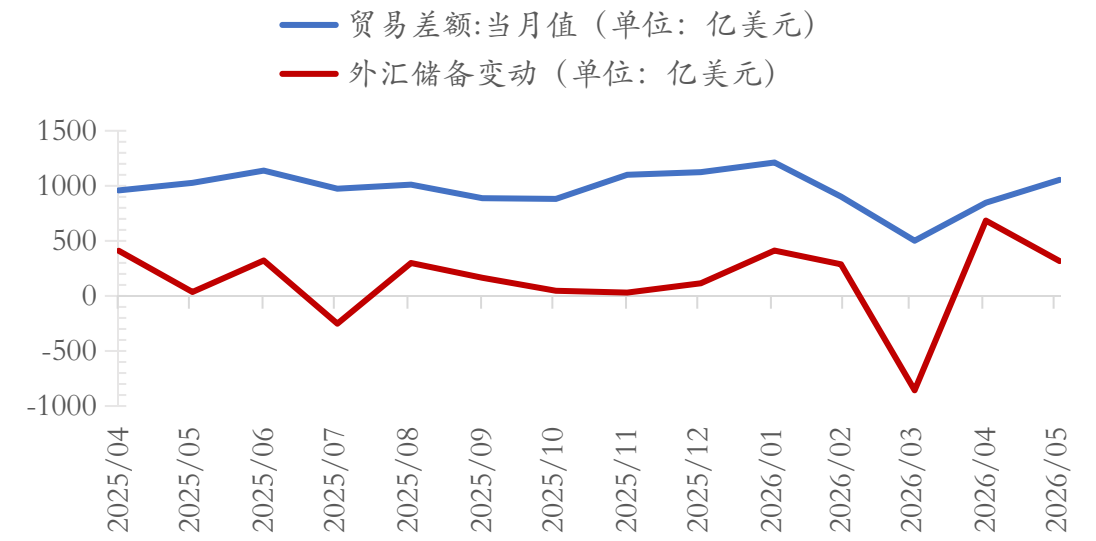
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 人民币：美元偏强，人民币升值趋缓

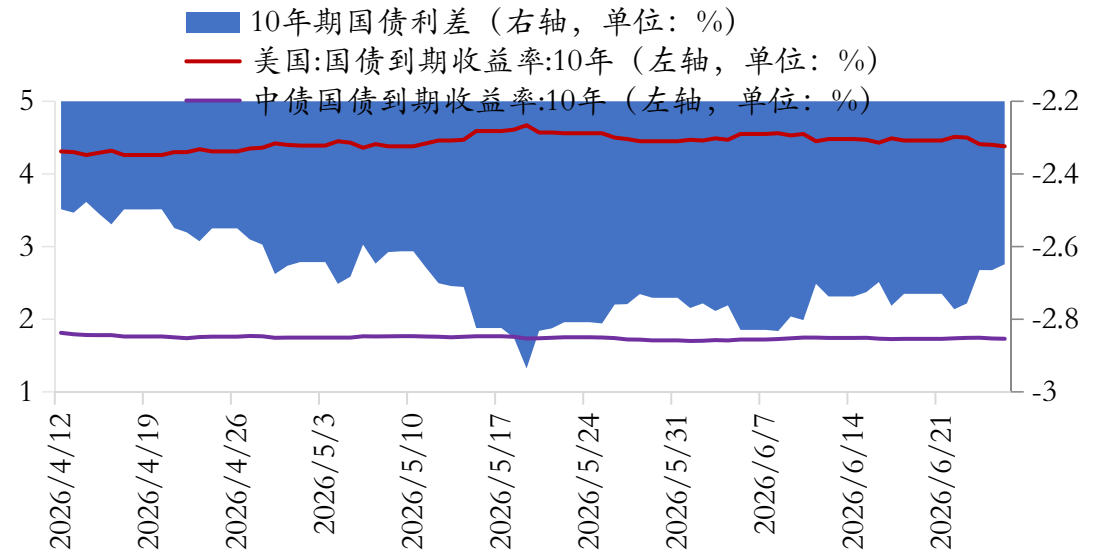
- **美元偏强，人民币升值趋缓。**随着美伊局势阶段性缓和、国际原油价格明显回落，中长期通胀预期有所降温带动美债利率小幅下行，中美利差“倒挂”幅度小幅收窄但仍维持偏高水平。但在美元继续偏强运行的背景下，人民币汇率升值趋势将有所放缓。

5月外汇储备净流入略有回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”小幅收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

华安策略



感谢关注！

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。