下载日志已记录，仅供内部参考

7 月资产配置月报

从地缘缓和到政策再定价

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号：S0120523070007
邮箱：tansy@tebon.com.cn

投资要点：

- 6 月中东局势缓和与科技行情延续是市场的两条主线逻辑，我们认为即便中东局势后续有所反复，最差的情况也已经过去，对于能源价格带来的通胀担忧趋于缓和，7 月份更需要关注美联储的货币政策信号。当前市场对于美联储的解读或过度，我们倾向于认为市场的加息预期会有所收敛，时间点关注 7 月中旬沃什在国会进行的半年度货币政策证词以及 7 月末的 FOMC 会议。

- **7 月资产配置展望：**

- **美债：或迎来良好配置时机。**当前市场对美联储的鹰派解读更多停留在预期上，现实的紧缩最终并不一定会落地，沃什的上台更多是增加了不确定性、降低了政策路径的透明度，而非实际的鹰派。随着霍尔木兹海峡的情况出现实质性改善，目前利率处于高位的美债反而可能迎来更好的配置机会。

- **美元指数：或维持强势震荡。**目前市场预期仍在定价美联储鹰派，市场预期已经从降息转为 9 月加息，预期的修正可能需要等到 7 月中沃什的半年度货币政策证词，以及 7 月末的 FOMC 会议，在这之前，从利差的角度来看仍然支持美元强势。从经济数据来看，只要美国经济数据不明显走弱，预计美元难以下跌。我们判断 7 月美元指数整体维持强势震荡。

- **商品：油价回落的背景下短期或进入巩固震荡。**能源方面，在“中东局势最差的情况已经过去”的假设下，7 月油价和化工品向上空间不大，可能维持区间震荡。有色金属短期更多需要关注 AI 产业链的行情和美联储的货币政策，前者在 7 月或波动加剧，后者的节点在 7 月中旬，以铜为代表的有色在 7 月或缺乏较好的向上预期。黑色商品仍然缺乏驱动力。农产品方面，油价回落的背景下，农产品的情绪也受到拖累，但仍然可以关注对厄尔尼诺更为敏感的棕榈油、白糖等品种的机会。

- **黄金：短期或继续维持偏弱震荡，但目前的位置已经值得关注。**本月油价回落也未带动金价回升，我们认为主因在于对美国紧缩的预期升温+通胀预期回落，导致实际利率并未回落，进而压制金价。从资金层面也能够得到印证，SPDR 和 iShares 的黄金持仓量均在回落。我们认为黄金目前缺乏增量驱动，短期或继续偏弱震荡。但在美元信用长期弱化的背景下，央行购金大概率持续，黄金的长期逻辑仍存，在

下载日志已记录，仅供内部参考

经历了 1 月以来的风险释放后，我们认为目前金价已经到了值得关注的位置，7 月关注 3900 美元/盎司附近的支撑位。

- **美股：选择方向前的关键窗口期。**6 月的宽幅震荡过后，7 月美股可能会面临选择方向的关键窗口期，建议关注 7 月开始的美股财报披露、经济数据以及月末的 FOMC 会议。市场目前对美股二季度财报的预期较为乐观，美光科技的财报也印证了 AI 基建板块的盈利韧性，因此我们倾向于 7 月美股震荡之后继续向上，但仍然需要关注谷歌、微软、亚马逊等云厂商的资本回报率是否会引发市场担忧。如果后续出现震荡幅度不断收窄、方向不明的走势，也可以考虑做多波动率来规避单边押注的风险。

- **港股：恒生科技或迎来阶段性的估值修复。**从基本面来看，港股目前的压制因素仍未消除。一是成份公司盈利预期有待改善，包括消费的修复情况，互联网广告、内容业务有待回暖，关注互联网平台 AI 资本开支是否开始转化为利润，以及本地生活业务何时进入修复阶段。二是目前外部流动性环境对港股的影响仍在，需要等待紧缩预期的逆转。不过，当前恒生科技的估值已经具备一定的性价比，周线已经到达前期支撑位附近，情绪释放已经较为充分，预计 7 月或迎来估值的阶段性修复。

- **A 股：科技仍是主线，但可能阶段性的转为防御。**目前全球的科技板块高度联动，呈现“一荣俱荣、一损俱损”的特征，预计 A 股科技主线行情将沿三条脉络持续深化：一是算力核心硬件赛道，以 AI 芯片、半导体代工、光模块为代表，是云厂资本开支扩张的直接受益环节。二是产业链涨价品种，以存储芯片、电子元器件为代表。AI 资本开支的全产业链需求拉动，有望带动具备大宗属性的电子品类供需格局改善，价格进入上行通道。三是国产算力赛道，由 AI 产业需求爆发与自主可控战略共同驱动，是兼具产业趋势与安全逻辑的独立成长线。但市场极致分化下，预计 7 月的波动也会有所加大，可能会阶段性的转为防御主线。

- **风险提示：**海外通胀反弹超预期；全球经济景气不及预期；地缘政治局势超预期

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 宏观因子 5
2. 资产配置 7
3. 风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美国新增非农和失业率 5
图 2：美国 CPI 同比增速 5
图 3：CME 模型显示市场预期 9 月加息 6
图 4：霍尔木兹海峡通航数量回升 6
图 5：美债利率走势 7
图 6：美元指数走势 7
图 7：原油价格走势图 8
图 8：全球央行黄金净购买量（吨） 8
图 9：标普 500 和纳斯达克走势 9
图 10：恒生科技估值目前具备一定的性价比 9

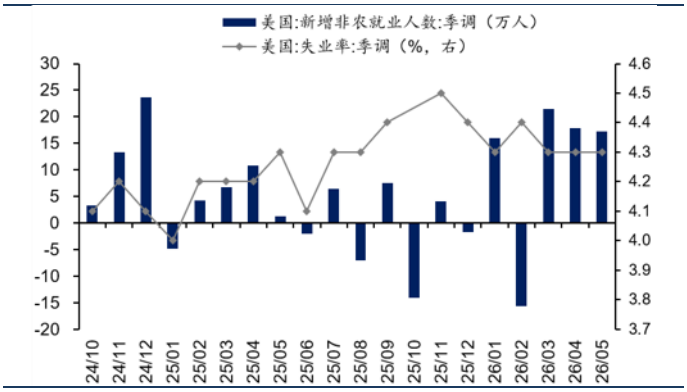
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 宏观因子

海外方面，中东局势缓和，我们认为后续即使有所反复，最差的情况也已经过去，对于能源价格带来的通胀担忧趋于缓和。货币政策方面，市场对于美联储的解读或过度，我们倾向于认为市场的加息预期会有所收敛，时间点关注 7 月末的 FOMC 会议。

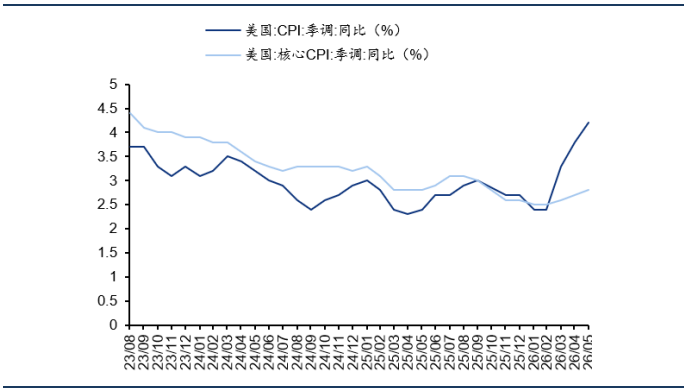
经济方面，非农和通胀并未加剧滞胀担忧，但市场波动仍加大。就业市场显示韧性，市场波动加大，美国 5 月非农就业增加 17.2 万人，远超预期值 8.8 万，失业率 4.3%持平上月。非农数据公布后，市场波动率飙升，美债利率大幅上行，美股下挫，当晚纳指跌超 4%，费城半导体指数跌超 10%。非农数据的超预期本身并不罕见，即便本次数据不及预期，在通胀抬升的背景下市场预期可能会向着“滞胀”这个更为棘手的情形转变，我们认为，本次市场的波动更多还是源于市场预期到了变盘的临界值，此时任何相关变动的影响都容易被放大，非农超预期只不过是触发波动的第一根导火索。核心通胀温和，通胀担忧并未加剧，美国 5 月 CPI 同比升至 4.2%，环比上涨 0.5%，均符合市场预期。核心 CPI 同比升至 2.9%，符合市场预期；环比上涨 0.2%，低于预期值 0.3%。本次数据总量偏热、核心温和，显示能源冲击尚未向更广泛的消费领域全面扩散。整体来看对市场预期的影响有限。

图 1：美国新增非农和失业率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：美国 CPI 同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

货币政策方面，沃什首秀表态模糊，6 月会议点阵图偏鹰，但我们认为市场预期可能过度，后续或有所逆转。本次会议美联储立场转为偏鹰。第一，从点阵图的投票分布来看，18 名官员中，9 人预计今年至少会加息一次，其中有 6 人预计将出现多次加息，仅有 1 名官员预计今年会降息，点阵图整体上移，体现出了明显的鹰派倾向。第二，在会议声明中，不再重申充分就业和 2%的通胀率目标的双重使命，而是在申明末尾增加表述“委员会将致力于实现价格稳定”，与沃什“通胀优先”的政策思路相符。对就业的表述发生变化，6 月声明表述为“就业增长与劳动力规模扩张保持同步”，相较于 4 月声明“就业增长保持低位”更积极。

沃什首秀意图重塑沟通框架，本人缺席点阵图，声明篇幅缩减，发布会缺乏有用信息。本次会议最大的看点在于沃什开始着手改革美联储多年来与市场形成的沟通框架，一是点阵图的调整，本次 19 名官员中，只有 18 名提交了 2026 年和 2027 年的点阵图预测，沃什本人缺席。沃什身先士卒不再提交点阵图预测是市场有所预期的，但超出市场预期的是，只有 17 人提交了 2028 年点阵图预测，或意味着已经有官员开始用行动支持沃什的沟通制度改革。二是会议声明大幅缩减，取消公布票委具体投票情况，删除了暗示进一步降息的措辞。三是宣布成立五个特别工作组，目的是从根本上改变美联储的运作方式。四是沃什在发布会上的讲话较为模糊，缺乏有用信息，多次将话题引向工作组。我们认为这可能是沃什有意为之，从记者会的讲话中直接改变与市场的沟通方式，不过多的提供前瞻信息。

下载日志已记录，仅供内部参考

目前市场已经预期今年加息，我们认为市场可能解读过度，后续预期或回归常态。当前 CME 模型显示市场已经将加息预期提前到了今年 9 月，降息交易路径的概率继续降低。但需要注意的是，沃什首次会议偏鹰也可能是为了向市场显示美联储的独立性，并不意味着会采取实质性的紧缩措施，沟通方式的改变也为美联储提供了更加灵活的政策空间。如今油价已经显著回落，后续美联储有充足的理由释放鸽派信号，届时市场预期或有所逆转，关注 7 月中旬沃什在国会进行的半年度货币政策证词，以及 7 月末美联储会议的情况。

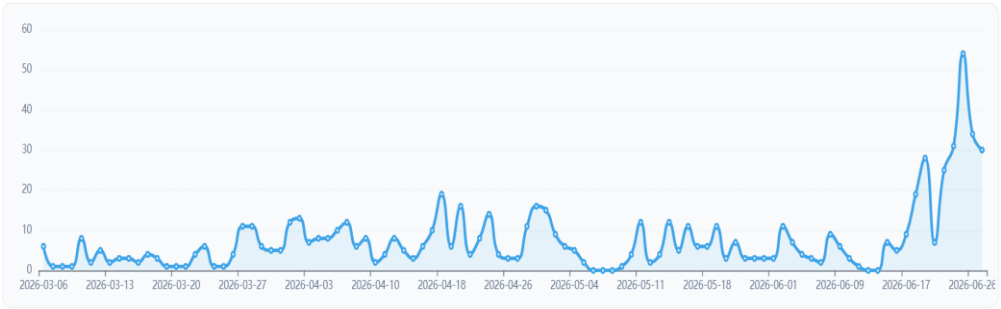
图 3：CME 模型显示市场预期 9 月加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.5%	30.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	46.9%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.9%	45.5%	20.0%	2.7%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	41.3%	27.8%	8.0%	0.8%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	27.4%	37.6%	22.3%	6.0%	0.6%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	18.2%	33.2%	28.9%	13.0%	2.9%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	16.3%	31.3%	29.5%	15.1%	4.2%	0.6%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.8%	6.3%	20.1%	30.8%	25.9%	12.4%	3.3%	0.5%
2027/7/28	0.0%	0.1%	1.4%	7.9%	21.2%	30.3%	24.4%	11.4%	3.0%	0.4%
2027/9/15	0.0%	0.3%	2.3%	9.8%	22.5%	29.4%	22.5%	10.2%	2.6%	0.4%
2027/10/27	0.0%	0.5%	3.3%	11.5%	23.5%	28.5%	20.8%	9.1%	2.3%	0.3%
2027/12/8	0.1%	0.8%	4.2%	12.8%	24.0%	27.7%	19.6%	8.4%	2.1%	0.3%

资料来源：CME Group，德邦研究所
注释：截止时间 2026 年 6 月 29 日

地缘方面，中东局势缓和，油价显著回落，我们认为后续即便仍有反复，最差的情况也已经过去。6 月中东局势缓和，美伊签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，美国同意在停火协议延长 60 天的期间内，给予伊朗石油出口豁免；伊朗将逐步开放霍尔木兹海峡，美国则将解除对伊朗港口的封锁。市场预期扭转，油价大幅回落，目前布伦特原油期货和 WTI 原油期货均已回到 75 美元/桶下方。霍尔木兹海峡的情况也出现实质性好转，据新华社报道，标普全球能源公司发布报告说，截止 2026 年 6 月 25 日，本月霍尔木兹海峡的船舶日均通航量已恢复至冲突前水平的约 57%。

图 4：霍尔木兹海峡通航数量回升



资料来源：金十数据，德邦研究所

国内方面，经济继续结构分化，流动性环境保持合理充裕，政策方面推动传统基建向新型融合基建系统性转型。

经济方面，5 月国内经济数据延续此前的分化特征。生产端维持韧性，5 月工

下载日志已记录，仅供内部参考

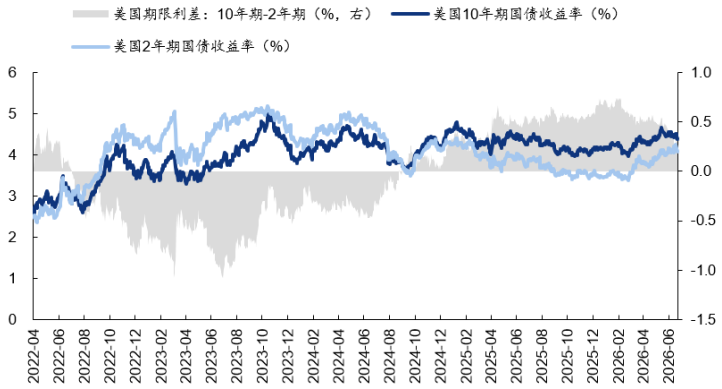
业增加值同比增长 4.5%，较上月加快 0.4pct；以固定资产投资为代表的内需表现相对较弱，1-5 月份，全国固定资产投资同比下降 4.1%；外需保持强劲，5 月出口增长 13.8%；价格方面，PPI 同比上涨 3.9%，涨幅比上月扩大 1.1 个百分点；CPI 同比上涨 1.2%，涨幅与上月持平。

政策方面，“六张网”预计成为中长期政策主线。“六张网”是“十五五”时期基建投资的核心新投向：涵盖水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网六大领域，覆盖能源、数字、城市生命线、商贸流通等全要素范畴，标志着我国基建投资正从传统“铁公基”向新型融合基建系统性转型。传统铁路、公路、机场等基建历经多年高强度投入后边际效益逐步递减，“六张网”更侧重数字基建与功能型基建，兼具短期扩大有效投资、稳定经济增长，与长期支撑新质生产力发展的双重价值。

2. 资产配置

美债：或迎来良好配置时机。当前市场对美联储的鹰派解读更多停留在预期上，现实的紧缩最终并不一定会落地，沃什的上台更多是增加了不确定性、降低了政策路径的透明度，而非实际的鹰派。随着霍尔木兹海峡的情况出现实质性改善，目前利率处于高位的美债反而可能迎来更好的配置机会。

图 5：美债利率走势

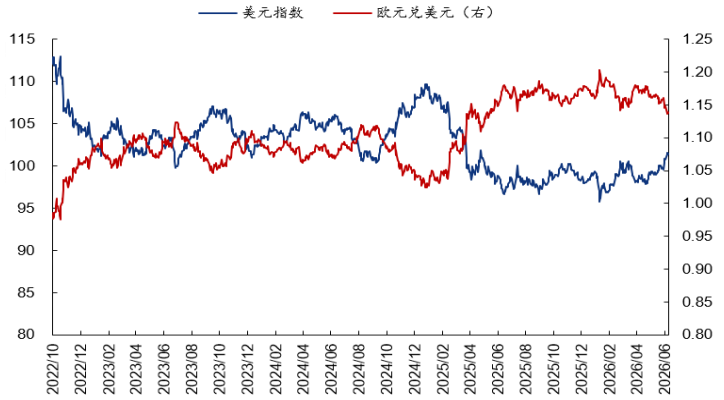


资料来源：Wind，德邦研究所
注释：截止时间 2026 年 6 月 29 日

美元指数：或维持强势震荡。目前市场预期仍在定价美联储鹰派，市场预期已经从降息转为 9 月加息，预期的修正可能需要等到 7 月中沃什的半年度货币政策证词，以及 7 月末的 FOMC 会议，在这之前，从利差的角度来看仍然支持美元强势。从经济数据来看，只要美国经济数据不明显走弱，预计美元难以下跌。我们判断 7 月美元指数整体维持强势震荡。

图 6：美元指数走势

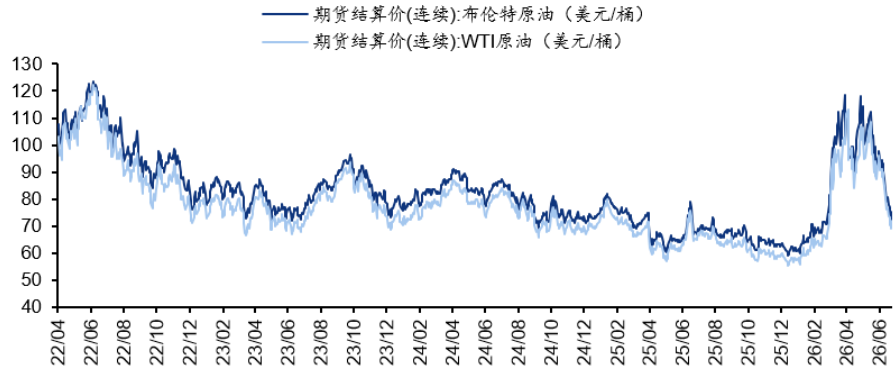
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，德邦研究所

商品：油价回落的背景下短期或进入巩固震荡。能源方面，在“中东局势最差的情况已经过去”的假设下，7 月油价和化工品向上空间不大，可能维持区间震荡。有色金属短期更多需要关注 AI 产业链的行情和美联储的货币政策，前者在 7 月或波动加剧，后者的节点在 7 月中旬，以铜为代表的有色在 7 月或缺乏较好的向上预期。黑色商品仍然缺乏驱动力。农产品方面，油价回落的背景下，农产品的情绪也受到拖累，但仍然可以关注对厄尔尼诺更为敏感的棕榈油、白糖等品种的机会。

图 7：原油价格走势图

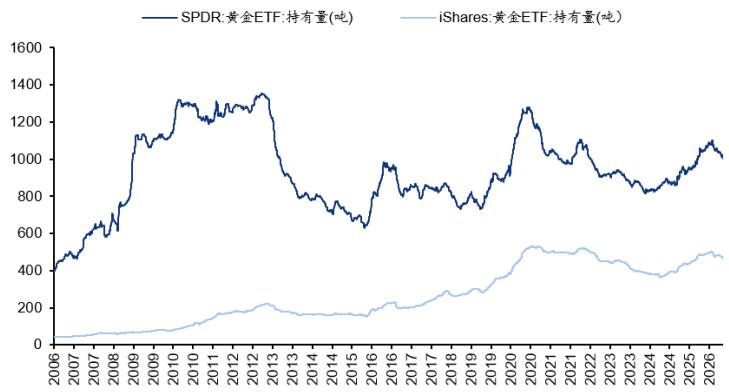


资料来源：Wind，德邦研究所

黄金：短期或继续维持偏弱震荡，但目前的位置已经值得关注。本月油价回落也未带动金价回升，我们认为主因在于对美国紧缩的预期升温+通胀预期回落，导致实际利率并未回落，进而压制金价。从资金层面也能够得到印证，SPDR 和 iShares 的黄金持仓量均在回落。我们认为黄金目前缺乏增量驱动，短期或继续偏弱震荡。但在美元信用长期弱化的背景下，央行购金大概率持续，黄金的长期逻辑仍存，在经历了 1 月以来的风险释放后，我们认为目前金价已经到了值得关注的位置，7 月关注 3900 美元/盎司附近的支撑位。

图 8：全球央行黄金净购买量（吨）

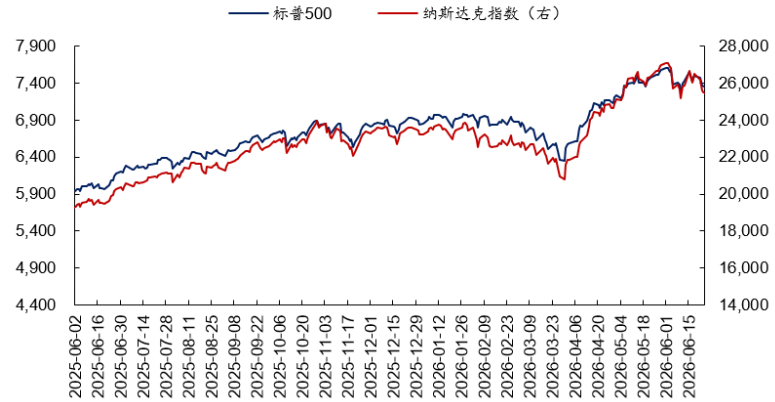
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，德邦研究所

美股：选择方向前的关键窗口期。6 月的宽幅震荡过后，7 月美股可能会面临选择方向的关键窗口期，建议关注 7 月开始的美股财报披露、经济数据以及月末的 FOMC 会议。市场目前对美股二季度财报的预期较为乐观，美光科技的财报也印证了 AI 基建板块的盈利韧性，因此我们倾向于 7 月美股震荡之后继续向上，但仍然需要关注谷歌、微软、亚马逊等云厂商的资本回报率是否会引发市场担忧。如果后续出现震荡幅度不断收窄、方向不明的走势，也可以考虑做多波动率来规避单边押注的风险。

图 9：标普 500 和纳斯达克走势



资料来源：Wind，德邦研究所

港股：恒生科技或迎来阶段性的估值修复。从基本面来看，港股目前的压制因素仍未消除。一是成份公司盈利预期有待改善，包括消费的修复情况，互联网广告、内容业务有待回暖，关注互联网平台 AI 资本开支是否开始转化为利润，以及本地生活业务何时进入修复阶段。二是目前外部流动性环境对港股的影响仍在，需要等待紧缩预期的逆转。不过，当前恒生科技的估值已经具备一定的性价比，周线已经到达前期支撑位附近，情绪释放已经较为充分，预计 7 月或迎来估值的阶段性修复。

图 10：恒生科技估值目前具备一定的性价比

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，德邦研究所

A 股：科技仍是主线，但可能阶段性的转为防御。目前全球的科技板块高度联动，呈现“一荣俱荣、一损俱损”的特征，预计 A 股科技主线行情将沿三条脉络持续深化：一是算力核心硬件赛道，以 AI 芯片、半导体代工、光模块为代表，是云厂资本开支扩张的直接受益环节。二是产业链涨价品种，以存储芯片、电子元器件为代表。AI 资本开支的全产业链需求拉动，有望带动具备大宗属性的电子品类供需格局改善，价格进入上行通道。三是国产算力赛道，由 AI 产业需求爆发与自主可控战略共同驱动，是兼具产业趋势与安全逻辑的独立成长线。但市场极致分化下，预计 7 月的波动也会有所加大，可能会阶段性的转为防御主线。

3. 风险提示

1）海外通胀反弹超预期。一旦美欧通胀在未来几个月出现超预期反弹，不仅可能造成美欧央行收紧流动性，还会给权益市场估值端带来冲击。

2）地缘政治局势超预期。如果伊朗等地区局势再度发酵，将引发全球避险情绪升温，带动市场剧烈波动。

3）美联储紧缩超预期。若美联储货币政策路径或较市场预期更偏紧，美债利率与美元指数或维持高位，全球流动性环境趋紧，进而对全球权益资产估值、中美风险偏好及成长板块表现形成阶段性压制。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，北京大学经济学博士，CFA、CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。