仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观动态

中债是否到了反转时刻

——全球大类资产周观点（110）

宏观经济

核心观点

本周探讨一个话题，十年中债利率是否要反弹？

最长期维度，产业趋势、居民资配还是股债资产演绎都在指向，2022 年以来中国正在经历经济转型，全球同步探索新旧秩序更迭。在此背景下，全球利率定价框架在重塑。**海外债券利率中枢系统性高于 2022 年之前水平，中国利率中枢系统性低于此前水平，这是一个大时代决定的方向。**

相对中期维度，中国地产对债券利率的下压正逐步缓解，**地产慢慢走出最糟糕状态，内需基本面走出低谷，利率也是。**

更短期视角，今年 2~5 月债市利率受益于一波超级流动性宽松，背后是高息存款到期之后的居民资配重置影响，对此我们之前也有专题深刻探讨过。**这一点近期正迎来逆转，预估未来债市利率上行，2~5 月的流动性债牛暂告段落。**

本周全球大类资产表现一览：

本周全球权益市场周内波动加剧，市场担忧 AI 算力过剩，尽管美股三大指数上涨，但 AI 硬件板块出现大幅回调，前期热门板块出现快速去杠杆的特征。

A 股科技股周内先涨后跌，板块轮动节奏加快，港股在美元走弱、科技板块硬件切换软件的双重驱动下，有所反弹。

美债利率全线上行，非农数据不及预期并未带动利率下行，但美元指数本周有所回落，大宗商品市场出现分化，金银铜在流动性压力缓解后，表现较好，原油则继续受供给释放的压制，继续走弱。

一、中国股市：资金再平衡，科技大幅波动。

本周中国 AH 股回顾：科技主线行情继续

周君芝
zhoujunzhi@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524020001

吴　彬
wubin@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526050001

发布日期：　2026 年 07 月 05 日

相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

A 股：本周 A 股宽幅震荡、结构分化显著，科创板块先扬后抑，板块轮动节奏加快。中信一级行业方面，多数板块收涨，医药、农林牧渔、汽车板块领涨；通信、电子、建材、电力设备及新能源、基础化工、银行板块小幅下跌。

H 股：本周港股反弹，交易逻辑围绕两条主线展开。分母端，美国非农数据大幅不及预期，推动加息预期退潮，为港股提供了阶段性估值修复窗口；分子端，Meta 跨界出售 AI 算力引发全球硬件链恐慌，导致科技板块内部出现"应用涨、硬件跌"的极端分化。

中国股市展望：良好业绩有望支撑科技板块。

A 股：科技板块走弱，主因前期获利了结、资金再平衡叠加海外负面扰动。

A 股经过快速调整，已披露中报业绩整体延续高增长，下周密集披露的业绩预计仍具韧性，将提升科技成长板块配置性价比，该赛道仍具备相对收益优势，业绩确定性强的方向值得布局。可聚焦三条中报景气线索：一是 AI 硬件上游的半导体设备、材料环节，业绩兑现确定性高；二是工业金属、化工材料等周期品，部分品种兼具 AI 需求拉动与产能约束，盈利弹性充足；三是具备出海优势的高端机械制造，出口韧性支撑业绩增长。

港股：后续关注两个验证窗口。其一，7 月 14 日美国 6 月 CPI 数据，若通胀延续放缓趋势，美联储加息退潮逻辑将进一步强化，为港股分母端提供持续支撑；其二，7 月下旬开始的港股科网股解禁潮及二季度财报季，关注互联网平台盈利是否出现拐点、AI 应用端变现逻辑能否验证。

二、中国债市：提示流动性回归常态带来的债市压力开始兑现。

本周债市回顾：本周债市围绕新工具落地以及央行跨季流动性投放展开交易。周初隔夜逆回购工具落地，国债期货创年内新高，但跨季资金面净回笼万亿，且 PMI 重回扩张区间，宽松预期纠偏，债市利率先下后上。周五 30Y 特国续发发行结果不及预期，超长端承压。本周 2Y 国债利率上行 1.5BP 至 1.25%，10Y 国债利率上行 1.1BP 至 1.73%，30Y 国债利率上行 2.3BP 至 2.24%。

债市展望：2~5 月的银行间超级流动性或回归正常态。既然 2~5 月中债定价的是流动性的超预期宽松，那么当超预期宽松因素退却，中债也应该重回基本面定价。事实上，今年中国的内需基本面并不差，市场热烈讨论的两则数据——社融和社零，前者因为高息存款到期带来的经济之外阶段性居民缩表表现，后者因为财政上半年力度不及预期所致。事实上经济内生动能不像社融社零显示的那般孱弱。

三、美股：宽基普涨、内部分化。

美股回顾：本周美股宽基指数震荡走高。标普 500 全周涨 1.8%至 7,483 点，道琼斯指数涨 2.0%至 52,900 点，

仅供内部参考，请勿外传

纳斯达克综合指数涨 2.1%至 25,833 点，恐慌指数 VIX 回落至 16.2。

节奏上先扬后分化。周一至周二科技股自上周抛售中强劲反弹，二季度以 2020 年以来最大季度涨幅收官；进入三季度后半导体连跌两日，费城半导体指数周四重挫 5.4%。周四 6 月非农大幅走软成为分水岭：加息预期降温令资金从高估值科技股向周期与防御轮动，道指逆势涨 1.14%、标普收平、纳指走低。

美股展望：关注科技企业财报和资本开支持续性。7 月中旬启动的二季度财报季成为决定后续方向的关键催化，偏保守的市场预估暗示存在上行空间。**"高盈利预期＋高仓位拥挤"的组合，使财报能否兑现、以及人工智能叙事的可持续性，成为下阶段方向的决定因素**。

后续关键指标：Meta 二季报 Capex 指引是否调整、OpenAI/Anthropic 的 ARR 和 Token 用量增速、GPU 租赁市场价格走势、谷歌财报、其他美国上市企业 ai 预算等。

四、境外利率：非农走软，加息预期降温。

本周境外利率汇率回顾：本周美债收益率整体上行、曲线走陡。收益率前半周走高，10 年期一度升至 4.48%，周四疲软的数据，加上沃什主席关于 “通胀风险已经下降” 的评论，削弱了加息紧迫性的论点。全周 2 年期升 4 个基点至 4.13%，10 年期升 12 个基点至 4.47%。

本周非美发达经济体债券收益率走势出现分化。其中英债下行约 11 个 BP 至 4.73%，德债上行约 9 个 BP 至 2.93%，日债下行约 4 个 BP 至 2.61%。

本周境外利率汇率展望：6 月非农走软与新任主席"通胀风险已回落"的表态，削弱了紧迫加息的理由。后续定价的关键在于约 7 月中公布的 6 月 CPI，若读数温和将支撑短端加息定价进一步回吐。我们维持美联储"较长时间维持不动"而非真正加息的预测。

五、大宗商品：利率重定价。

本周大宗商品回顾：

本周商品市场经历剧烈分化：上半周美联储加息预期+强美元压制全品种，下半周美国 6 月非农不及预期彻底扭转宏观叙事——贵金属从"美元绞杀"切换至"利率重定价反弹"，原油则被伊朗和谈落地+OPEC+增产预期持续压制独跌，呈现"贵金属 V 反、能源偏弱、工业金属韧性、黑色底部震荡"的四象限分化格局。

全球大宗商品展望：

黄金：非农数据不及预期改变市场对美联储政策路径的定价，黄金短期动能偏强，后续核心变量在于美国经济

仅供内部参考，请勿外传

是否持续走弱带来紧缩预期的纠偏。

原油：伊朗供给回归+OPEC+增产预期仍在定价，下行风险仍存。

铜：Q3 仍是铜关税的关键窗口期，铜矿紧缺背景下或延续偏多格局。

六、外汇：非农就业数据弱于预期，美元高位回落。

外汇回顾：本周外汇市场整体呈现“美元高位回落、非美货币多数反弹”的格局。美元指数从 101.3 附近回落至 100.87 附近，全周下跌 0.48%。G10 货币普遍修复，欧元、英镑、瑞郎、瑞典克朗和挪威克朗分别上涨 0.45%、1.15%、0.78%、0.84%和 0.90%；商品货币中，澳元上涨 0.64%，纽元上涨 1.26%，但加元小幅下跌 0.05%。人民币温和升值，在岸和离岸人民币均上涨 0.28%。**整体来看，本周市场主线从前期“美元无视美债下行继续走强”，切换为“非农不及预期，美元高位回落后的非美修复”，但美元仍未完全转弱。**

外汇展望：美元短期运行区间可能从此前 101.0—101.8 下移至 100.5—101.2。若美元无法重新站上 101，非美货币仍有进一步修复空间，欧元、英镑、澳纽和亚洲货币可能继续受益；但若美元在 100.5 附近获得支撑并重新反弹，非美货币修复可能告一段落。人民币方面，短期重点观察 USDCNH 能否稳定在 6.78 下方。若美元继续走弱，人民币有望向 6.75 附近靠拢；若美元重新站上 101，人民币可能重新回到 6.80 附近震荡。**整体而言，本周最大的变化在于非农数据不及预期，美元上行动能减弱，但尚未形成趋势性转弱信号。**

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、大类资产价格的表现 1
（一）A 股 1
（二）港股 1
（三）中债 2
（四）美股 3
（五）海外利率 3
（六）汇率 5
（七）商品 5
二、市场流动性观察 10
（一）央行流动性投放 10
（二）A 股市场流动性 10
三、宏观大事件和政策 11
四、下周主要关注 13
风险分析 14

仅供内部参考，请勿外传

图目录

图 1: 全球大类资产表现汇总 8
图 2: 本周 A 股市场表现 8
图 3: 本周 A 股风格表现 8
图 4: 本周中信 I 级行业分类 8
图 5: 本周利率表现 9
图 6: 本周期限利差 9
图 7: 商品表现 9
图 8: 外汇表现 9
图 9:海外与中国香港地区主要股指涨跌幅 9
图 10:主要经济体 10 年期国债收益率 9
图 11: 逆回购投放 VS 资金利率 10
图 12: 同业存单利率（%） 10
图 13: 同业存单发行额（亿元） 10
图 14: 股票市场成交规模及融资融券交易占比 11
图 15: 新基金发行情况 11
图 16: 螺纹钢表观消费 12
图 17: 全国水泥价格指数 12
图 18: 30 城商品房成交 7 天移动平均 12
图 19: 乘联会汽车销售数据 12
图 20: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均 13
图 21: 沿海六大电厂日耗 13

仅供内部参考，请勿外传

一、大类资产价格的表现

本周为 6 月 29 日至 7 月 3 日。

（一）A 股

本周 A 股宽幅震荡、结构分化显著，科创板块先扬后抑，板块轮动节奏加快。

周一股指震荡上行，科创综指再创新高。AI 硬件赛道抱团松动，玻纤、覆铜板、光通信板块回调；硅片、存储延续强势，北方华创、兆易创新等龙头频创新高；创新药、农业、食品饮料、非银金融等防御板块同步走强。沪指涨 1.16%，创业板指涨 0.54%，科创 50 大涨 4.61%。

周二市场震荡攀升，创业板指领涨，科创 50 再创新高。PCB、光学光电子、算力硬件、芯片产业链全线活跃，多股涨停；创新药板块陷入调整。沪指涨 0.50%报 4094.4 点，创业板指涨 2.99%，科创 50 涨 3.85%；全天成交额 3.29 万亿元，较前一日有所缩量。

周三大小指数分化明显，大金融领涨，全市场超 4300 只个股上涨。养殖业、大金融、创新药板块轮番走强；储能、PCB、算力芯片概念冲高回落。沪指涨 0.44%，创业板指跌 1.89%，科创 50 跌 2.48%；全天成交额 3.68 万亿元。

周四市场低开后弱势下探，前期热点集体退潮，半导体、算力硬件方向大幅调整。贵金属、人形机器人板块逆势拉升；存储芯片、算力硬件领跌，多只行业龙头触及跌停。沪指跌 2.03%，创业板指跌 5.71%，科创 50 跌 7.70%。

周五市场冲高回落，机器人板块掀涨停潮。贵金属延续强势，机器人概念批量涨停；科技成长板块延续弱势整理。沪指涨 0.37%，创业板指涨 0.07%，科创 50 跌 0.59%；全天成交额 3.21 万亿元。

指数层面，本周沪指累计涨 0.41%，上证 50 涨 0.84%，沪深 300 跌 0.54%，创业板指跌 4.16%，科创 50 跌 2.79%；中证 500 微涨 0.48%，中证 1000 涨 0.23%，中证 2000 涨 1.18%。

行业方面，多数板块收涨，医药、农林牧渔、汽车板块领涨；通信、电子、建材、电力设备及新能源、基础化工、银行板块小幅下跌。成交方面，本周沪深两市日均成交额约 3.4 万亿元，较上周缩量约 1000 亿元。

（二）港股

本周港股触底反弹，恒指收涨 2.99%至 23350 点，恒生中国企业指数上涨 3.20%，恒生科技指数大幅反弹

仅供内部参考，请勿外传

5.72%。指数层面看似普涨，内部结构却极度分化，恒科+5.72%背后，成分股中互联网平台与半导体硬件呈现截然相反的走势。非农走弱催化分母端修复，而 AI 算力恐慌引致科技内部分化。

本周港股市场走出"V 型"路径，周一高开 1.57%，周二受 A 股深跌拖累回吐 0.63%至周低 22685 点，周三香港假期休市，周四起在美联储加息预期退潮驱动下连续两日收涨，周五放量升至周高 23517 点后收于 23350。

核心驱动来自美国 6 月非农数据的超预期走弱。6 月新增非农仅 5.7 万人，远低于市场一致预期的 11.3 万人；此前 4月和 5月数据合计下修 7.4 万人，三个月均值降至 11.1 万人。劳动参与率从 61.8%骤降至 61.5%。数据公布后，市场对美联储年内加息预期显著降温，芝商所数据显示 9 月维持利率不变预期升至 36.1%。美联储主席沃什在欧央行论坛上亦释放偏鸽信号，分母端压力的阶段性缓解是本周港股反弹的首要驱动。

与此同时，原油价格持续回落强化了通胀缓和的预期。WTI 原油周内从 70.75 美元/桶跌至 68.69 美元/桶，布伦特从 73.57 跌至 71.56，美伊谈判推进叠加需求端走弱预期共同压制油价，降低了输入性通胀风险。美元指数周内在 100.55-101.60 区间窄幅波动，离岸人民币从 6.8008 小幅升值至 6.7851，汇率端未形成对港股的额外压力。

行业层面，分化烈度为近期罕见。医疗保健业以 14.00%的周涨幅大幅领先。一是前期超跌后估值处于历史低位，二是创新药政策预期升温带动板块情绪修复；三是前期拥挤在 AI 硬件赛道的资金在高位恐慌后急速轮动至医药等防御性被低估板块。

本周资讯科技业表现较弱，7月 2日，Meta 宣布拟跨界进军云基础设施服务，对外出售过剩 AI 算力资源，引发全球存储芯片和光通信板块恐慌性抛售。港股半导体标的大幅回撤，互联网平台企业表现较强。这一分化信号具有两面性，积极面在于市场开始重新定价 AI 产业链中"应用端 vs 硬件端"的相对价值；风险面在于，若全球 AI 资本开支预期进一步下修，硬件端的疲弱可能通过估值联动向整个科技板块传导。

（三）中债

本周债市围绕新工具落地以及央行跨季流动性投放展开交易。周初隔夜逆回购工具落地，国债期货创年内新高，但跨季资金面净回笼万亿，且 PMI 重回扩张区间，宽松预期纠偏，债市利率先下后上。后半周债市情绪随资金面回暖，但周五 30Y 特国续发发行结果不及预期，超长端承压。本周 2Y 国债利率上行 1.5BP 至 1.25%，10Y 国债利率上行 1.1BP 至 1.73%，30Y 国债利率上行 2.3BP 至 2.24%。

周一债市情绪升温，各期限品种走强。午后路透社发文，市场猜测央行隔夜逆回购操作利率为 1.25%，市场情绪走强，10Y 国债利率最低下探至 1.7075%，30Y 国债利率一度下探 2.204%，短端品种普遍下行 2-4BP，曲线走陡。

仅供内部参考，请勿外传

周二债市情绪降温，超长端表现偏弱。PMI 数据超预期，且央行公开市场净回笼，市场情绪承压。午后财政部公布三季度国债发行计划，对超长端带来扰动。

周三债市回调，中短端承压。跨季央行净回笼超万亿，月初资金面超预期偏紧，对短端和中端品种表现形成压制。

周四债市小幅回暖，中端品种表现较好。资金面边际转松，午后 A 股大幅走弱带动债市情绪升温，现券利率普遍下行，前一日调整较多的 5-7Y 品种表现较好。尾盘央行公布 6 月国债买卖净投放仅 100 亿，市场情绪转空，超长端利率快速上行翻绿。

周五债市走势分化，中短端表现较好，超长端表现偏弱。午间 30Y 特别国债续发不及预期，超长端利率普遍上行 1BP。短端在资金面边际转松的带动下表现平稳，盘后央行公布下周将开展 10000 亿元 3 个月期买断式逆回购，净投放 2000 亿元，市场情绪有所回暖，现券收益率普遍下行 0.5BP。

（四）美股

本周美股宽基指数震荡走高，标普 500 全周涨 1.8%至 7,483 点，道琼斯指数涨 2.0%至 52,900 点，纳斯达克综合指数涨 2.1%至 25,833 点，恐慌指数 VIX 回落至 16.2。

节奏上先扬后分化。周一至周二科技股自上周抛售中强劲反弹，二季度以 2020 年以来最大季度涨幅收官；进入三季度后半导体连跌两日，费城半导体指数周四重挫 5.4%。周四 6 月非农大幅走软成为分水岭：加息预期降温令资金从高估值科技股向周期与防御轮动，道指逆势涨 1.14%、标普收平、纳指走低。

周一（6/29）：美股自上周科技抛售中全线反弹，纳斯达克综合指数涨 2.07%、标普 500 涨 1.18%、道指涨 0.59%并首次收于 52,000 点上方。

周二（6/30）：二季度收官日三大指数续涨，标普涨 0.79%至 7,499 点、道指收于纪录高位。

周三（7/1）：三季度首个交易日走势分化，半导体股遭抛售、盘中一度重挫约 6%，纳斯达克综合指数跌 0.66%，标普仅跌 0.22%、道指基本持平。

周四（7/2）：本周最后一个交易日，6 月非农仅增 5.7 万、大幅低于预期且前两月遭下修、失业率降至 4.2%，本月加息概率从约 33%降至约 20%；股指先扬后被半导体抛售抹平，费城半导体指数重挫 5.4%，道指逆势涨 1.14%至 52,900 点、标普收平于 7,483 点、纳斯达克综合指数跌 0.80%，资金向周期与银行股轮动。

（五）海外利率

仅供内部参考，请勿外传

本周美债收益率整体上行、曲线走陡。收益率前半周走高，10 年期一度升至 4.48%，周四疲软的数据，加上沃什主席关于 “通胀风险已经下降” 的评论，削弱了加息紧迫性的论点。全周 2 年期升 4 个基点至 4.13%，10 年期升 12 个基点至 4.47%。

周一（6/29）：收益率窄幅企稳、各期限变化不大——2 年期约 4.11%、5 年期约 4.14%、10 年期约 4.37%、30 年期约 4.86%。

周二（6/30）：联储委员哈马克称几乎看不到当前利率抑制经济的证据、甚至可能需要加息，2 年期约 4.17%、5 年期约 4.22%、10 年期升至约 4.46%、30 年期约 4.95%。

周三（7/1）：短端小幅回落、长端基本持平，2 年期约 4.18%、10 年期约 4.48%、30 年期约 4.97%，ADP 显示 6 月私营部门就业增加 9.8 万，沃什称通胀风险已回落。

周四（7/2）：6 月非农走软，2 年期约 4.13%、10 年期约 4.47%、30 年期约 4.97%。

本周全球主要经济体债券收益率走势分化，受各国通胀数据、央行政策预期及地缘政治事件的综合影响，英债和日债 10 年期利率有所下行，而德债 10 年期利率出现回升。其中英债下行约 11 个 BP 至 4.73%，德债上行约 9 个 BP 至 2.93%，日债下行约 4 个 BP 至 2.61%。

本周英债下行约 11 个 BP 至 4.73%。英国 6 月初值 PMI 数据显示经济仍然承压，综合指数降至 49.4，连续第二个月发出收缩信号且服务业活动减弱，降低了市场对英国央行加息的可能性。同时，随着首相基尔·斯塔默宣布辞职，安迪·伯纳姆成为主要接替候选人，政治不确定性有所缓解，共同推动英国国债收益率回落。

本周德债上行约 9 个 BP 至 2.93%，为 6 月初以来首次周度上涨。本周葡萄牙辛特拉全球央行年会后市场上调了欧央行加息预期，叠加德国综合 PMI 终值上修至 49.5，收缩幅度远小于市场预期，以及美债收益率外溢，带动德国国债收益率逆势上行。

本周日债下行约 4 个 BP 至 2.61%。尽管东京核心通胀在八个月内首次加速，且日本央行行长上田和夫及鹰派委员重申加息承诺，强化了市场对日本央行继续加息的预期；但此前温和的美国通胀报告及疲弱就业数据降低了美联储加息预期，日债收益率跟随下跌。此外，本周日元干预可能引发套息平仓，卖出美债、买入日债，从而压低了日债收益率。

短期内，欧美通胀数据回落、部分央行官员鸽派言论以及地缘政治紧张局势缓解（如美伊协议），将在一定程度上降低市场对主要央行进一步加息的预期。但考虑到日本核心通胀加速且央行加息预期强化，预计债券市场收益率仍将高位震荡。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

（六）汇率

本周外汇市场整体呈现“美元高位回落、非美货币多数反弹”的格局。美元指数从 101.3 附近回落至 100.87 附近，全周下跌 0.48%。G10 货币普遍修复，欧元、英镑、瑞郎、瑞典克朗和挪威克朗分别上涨 0.45%、1.15%、0.78%、0.84%和 0.90%；商品货币中，澳元上涨 0.64%，纽元上涨 1.26%，但加元小幅下跌 0.05%。人民币温和升值，在岸和离岸人民币均上涨 0.28%。整体来看，本周市场主线从前期“美元无视美债下行继续走强”，切换为“非农不及预期，美元高位回落后的非美修复”，但美元仍未完全转弱。

美元指数本周整体呈现“前半周高位震荡、周中非农公布后快速下行、后半周低位修复”的走势。周一，美元在 101.3 附近震荡，延续前期强势但上行动能已经减弱；周二和周三，美元一度上探至 101.6 附近，仍试图维持高位震荡；周四，美元出现明显回落，从 101.4 附近快速跌至 100.6 附近，成为全周主要转折点；周五，美元在 100.6—101.0 区间反复震荡，低位支撑开始显现；整体来看，美元本周不是趋势性反转，而是高位拥挤后的阶段性回落。

人民币本周温和走强。在岸人民币收至 6.78 附近，全周上涨 0.28%；离岸人民币同样升至 6.79 附近，全周上涨 0.28%。人民币本周跟随美元回落而修复，但幅度相对温和，并未出现单边升值。当前人民币仍处于 6.78—6.80 区间附近，说明市场对人民币方向判断仍较谨慎。一方面，美元从高位回落减轻了外部压力；另一方面，美元指数仍在 100 上方，人民币进一步升值仍需要更明确的美元下行配合。短期看，USDCNH 在 6.78 附近是关键位置，若美元继续回落，人民币可能进一步测试 6.75—6.78 区间。

商品货币本周整体修复，但内部仍有分化。澳元上涨 0.64%，纽元上涨 1.26%，表现相对较强；加元小幅下跌 0.05%，表现偏弱。澳纽反弹说明在美元回落后，市场对高 Beta 货币有所回补，风险偏好较前一周有所改善。整体看，本周商品货币更多是美元回落后的被动修复，而不是由商品价格或增长预期驱动的新一轮趋势。

展望后市，美元短期运行区间可能从此前 101.0—101.8 下移至 100.5—101.2。若美元无法重新站上 101，非美货币仍有进一步修复空间，欧元、英镑、澳纽和亚洲货币可能继续受益；但若美元在 100.5 附近获得支撑并重新反弹，非美货币修复可能告一段落。人民币方面，短期重点观察 USDCNH 能否稳定在 6.78 下方。若美元继续走弱，人民币有望向 6.75 附近靠拢；若美元重新站上 101，人民币可能重新回到 6.80 附近震荡。整体而言，本周最大的变化在于非农数据不及，美元上行动能减弱，但尚未形成趋势性转弱信号。

（七）商品

黄金：终结此前连续调整态势。

本周空头前半周主导，非农后多头完胜，周线收出长下影线大阳线。短期动能方向已从"加息压制"转向"

仅供内部参考，请勿外传

数据转弱后的宽松预期重燃"。

周初（6/29）：美元指数强势、加息预期升温，黄金承压于 4040 附近窄幅震荡，当日交投区间 4012-4103 美元。

周中（6/30-7/1）：美元指数站稳 101 上方、10Y 美债收益率 4.48%，COMEX 黄金收跌至 4030.5 美元（跌 1.61%），现货一度跌破 4000 美元整数关口，市场情绪极度悲观。

周末（7/2-7/3）：周四美国 6 月非农数据公布——新增就业仅 5.7 万，远低于预期 11.3 万（前值 12.9 万），加息预期瞬间瓦解；COMEX 黄金单日飙升 2.25%至 4122 美元；周五延续涨势突破 4200 美元大关，盘中最高触及 4206.7 美元（COMEX）/4195.65 美元（现货）。

本周现货黄金收盘约 4174 美元/盎司，周涨跌约+2.09%。

铜：先抑后扬。

本周宏观情绪先空后多，铜矿紧缺的"硬底"逻辑支撑铜价最终收涨。

基本面方面，矿端 TC 深度负值。2026 年长单 TC 降至 0 美元，现货 TC 约-15.83 美元/干吨，冶炼厂利润极度承压（CSPT 决定 2026 年减产至少 10%）；LME 铜库存持续去化；全球显性库存低位。

周初（6/29-6/30）：铜价承压下滑，受强美元+美联储鹰派压制，6 月末创本月最大单日跌幅，上海现货铜跌至 101,000 元/吨附近。

周中（7/1）：伦铜延续跌势但幅度收窄，LME 铜库存减少 4,375 吨提供支撑，LME 三个月期铜报 13,366 美元。

周末（7/2-7/3）：宏观情绪随非农数据逆转，铜价反弹。

本周 LME 铜收盘 13317.36 美元/吨，周涨跌约-0.14%。

原油：短期空头趋势明显。

仅供内部参考，请勿外传

本周地缘供给恢复和 OPEC+增产预期双重打击下油价单边下跌，短期空头趋势明确。

供给方面，霍尔木兹海峡通航持续恢复。伊朗已出口超 4000 万桶原油、供给恢复加速；OPEC+可能 8 月增产 18.8 万桶/日。

需求方面，EIA 库存去化不及预期（-377.5 万 vs 预期-510 万）构成需求担忧。

周初（6/29-7/1）：美国解除海上封锁消息持续发酵，油价延续跌势，布伦特跌破 75 美元。

周中（7/2）：OPEC+消息人士称可能于周日会议上将 8 月产量配额提高 18.8 万桶/日，供给增量预期进一步施压；同时 EIA 数据显示截至 6/26 当周原油库存仅降 377.5 万桶（预期降 510 万），累库压力隐现；WTI 跌至 68.03 盘中低点。

周末（7/3）：油价低位震荡企稳，连续四周收阴。

本周 WTI 收盘 68.82 美元/桶，WTI 周涨跌约-0.59%。

国内黑色：价格寻找短期均衡点。

本周螺纹钢成本底已至（焦炭提涨），需求底未明（淡季累库），价格仍在寻找短期均衡点。

基本面方面，五大钢材品种库存连续累库（环比增加 20 万吨）；房地产数据持续走弱（30 城商品房成交面积环比下滑）；唐山高炉开工率稳定但钢坯库存上升。

成本端，焦炭企业计划本周二提涨（干熄焦提涨 55 元/湿熄焦提涨 50 元），成本支撑强化。

周初：黑色系窄幅震荡，螺纹钢在 3580-3620 区间波动；铁矿石外盘 105 美元附近。

周中：市场情绪受宏观（美国非农前观望）和基本面（螺纹钢需求环比减少 8 万吨至 252 万吨）双重压制，价格承压回落。

周末：螺纹钢价格偏弱震荡，日内成交偏淡，尾盘小幅收低。

本周螺纹钢收盘约 3570 元/吨，周涨跌约-0.8%。

仅供内部参考，请勿外传

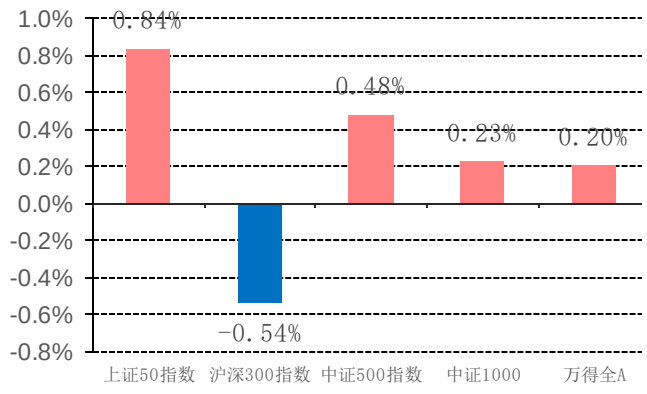
图 1: 全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅（2026.06.29—2026.07.03）

国内股票	涨跌幅	国内债券及国债期货		商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	0.41%	1年国债（BPs）	1.95	黄金	2.09%	美元指数	0.58%	标普500	1.76%
深证指数	-1.17%	5年国债（BPs）	-1.55	WTI原油	-0.59%	在岸人民币	0.00%	纳斯达克指数	2.12%
创业板指数	-4.16%	10年国债（BPs）	-0.12	LME铜现货	-0.14%	离岸人民币	0.20%	道琼斯指数	1.07%
科创50指数	-2.79%	2年国开（BPs）	-2.11	上海螺纹钢	-0.09%	欧元	0.55%	伦敦金融时报100指数	1.63%
上证50	0.84%	5年国开（BPs）	-3.02	南华工业品	-1.31%	英镑	1.17%	巴黎CAC40指数	1.47%
沪深300	-0.54%	10年国开（BPs）	-0.55	南华农产品	-0.80%	日元	0.42%	德国DAX指数	4.49%
中证500	0.48%	TS	-0.01%	南华能化品	-1.70%	瑞郎	0.83%	10年期美债（BPs）	11.00
中证1000	0.23%	TF	-0.07%	南华综合指数	-0.52%	加元	0.13%	10年期德债（BPs）	8.00
万得全A	0.20%	T	-0.14%	CRB综合指数	0.52%	澳元	0.16%	10年期日债（BPs）	16.70

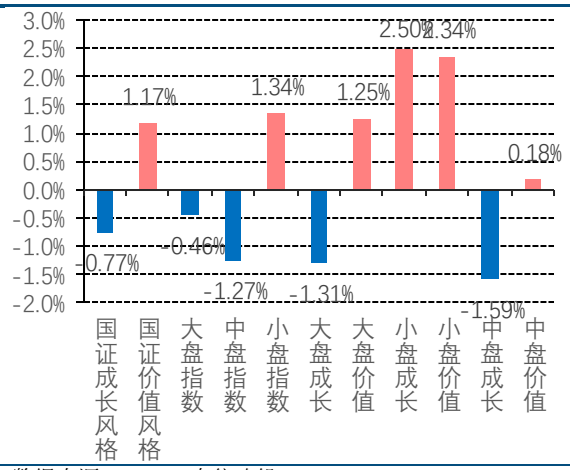
数据来源：Wind，中信建投

图 2: 本周 A 股市场表现



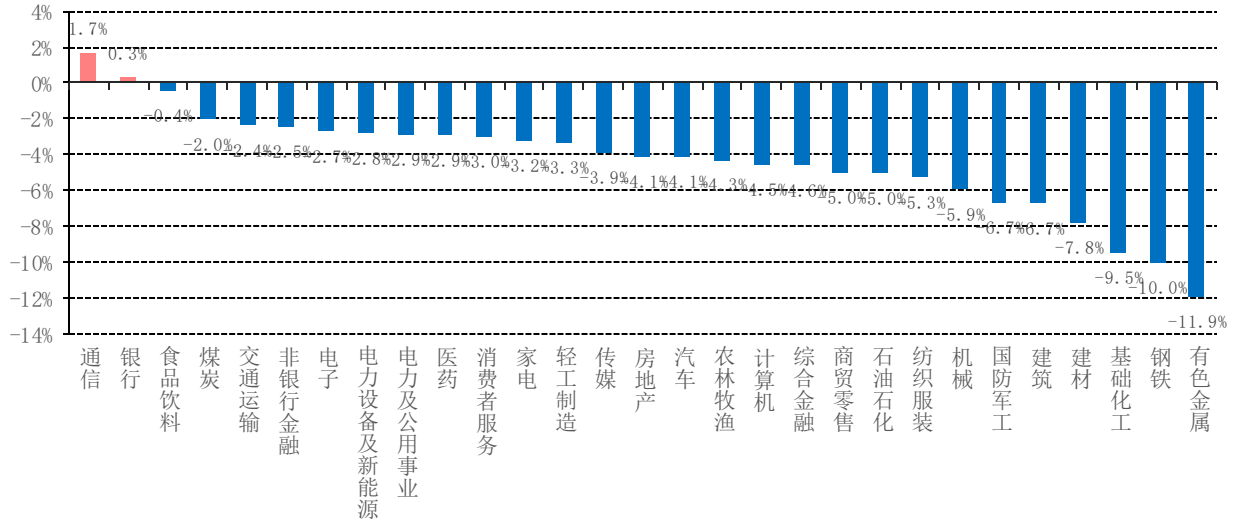
数据来源：Wind，中信建投

图 3: 本周 A 股风格表现



数据来源：Wind，中信建投

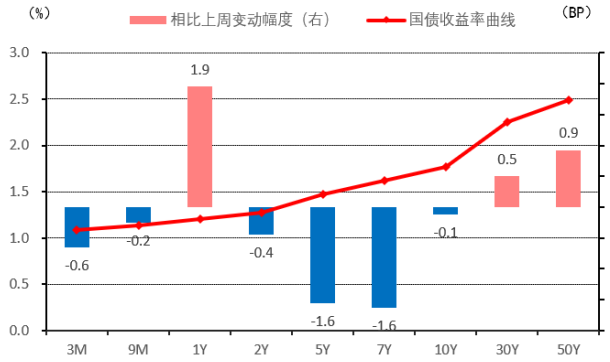
图 4: 本周中信 I 级行业分类



数据来源：Wind，中信建投

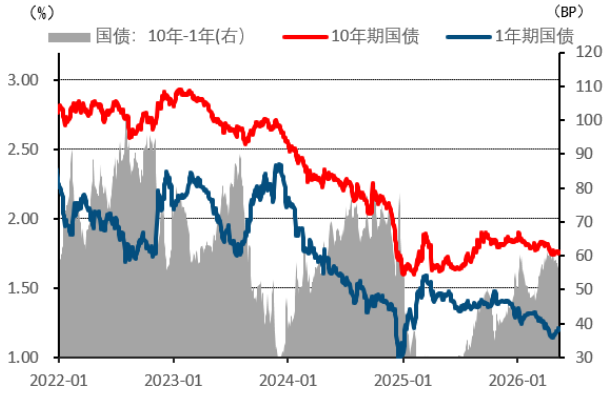
仅供内部参考，请勿外传

图 5: 本周利率表现



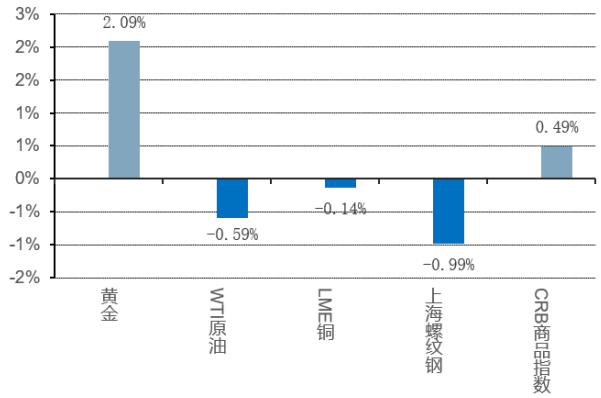
数据来源：Wind，中信建投

图 6: 本周期限利差



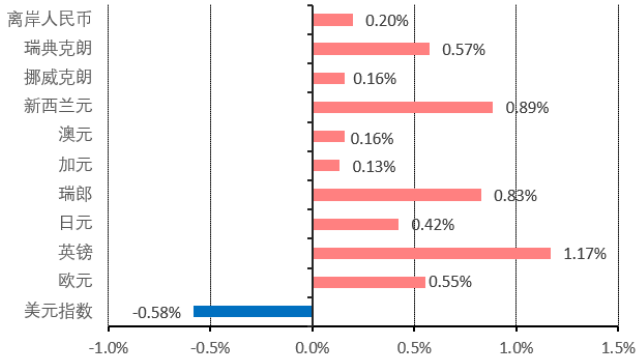
数据来源：Wind，中信建投

图 7: 商品表现



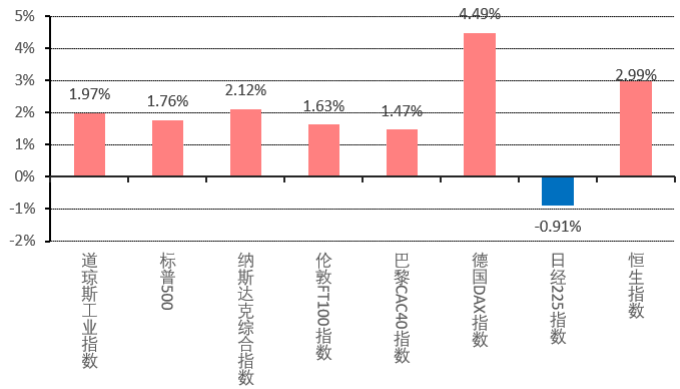
数据来源：Wind，中信建投

图 8: 外汇表现



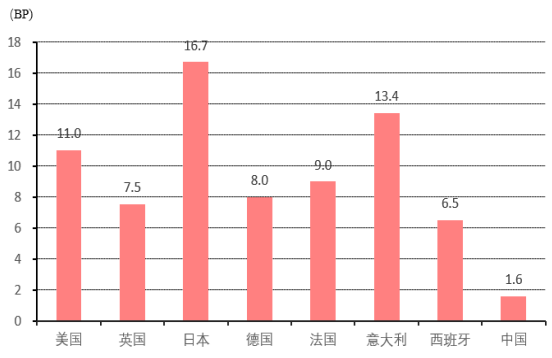
数据来源：Wind，中信建投

图 9:海外与中国香港地区主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，中信建投

图 10:主要经济体 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，中信建投

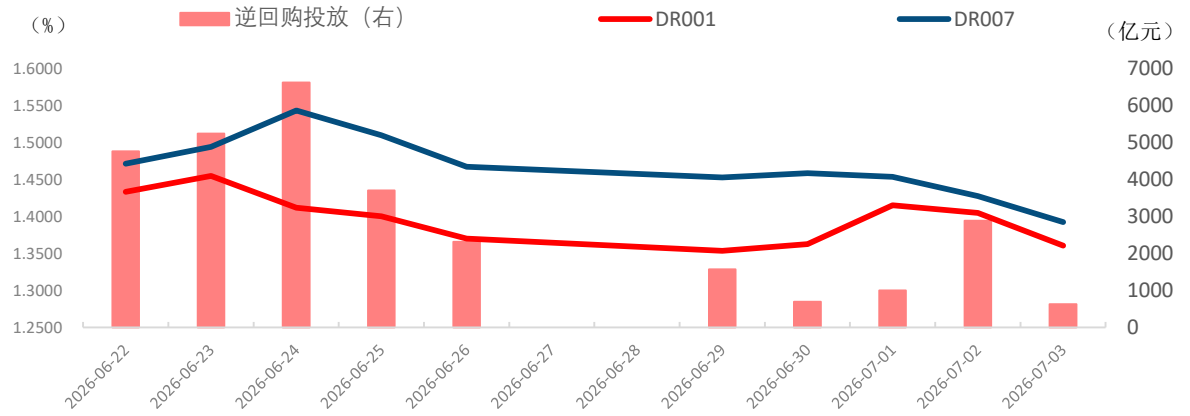
仅供内部参考，请勿外传

二、市场流动性观察

（一）央行流动性投放

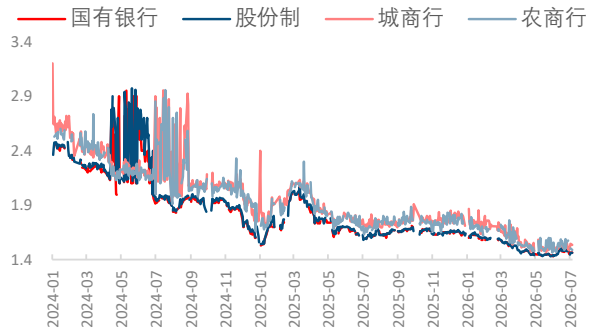
本周央行公开市场操作共有 31655 亿元 7 天逆回购到期，累计开展了 9000 亿元隔夜逆回购及 6785 亿元 7 天逆回购操作，央行本周全口径净回笼 15870 亿元。6 月央行公告公开市场国债买卖净投放 100 亿元。本周 DR007 在 1.39-1.45%之间运作，周均值较上周下行 6.01BP 至 1.44%。

图 11:逆回购投放 VS 资金利率



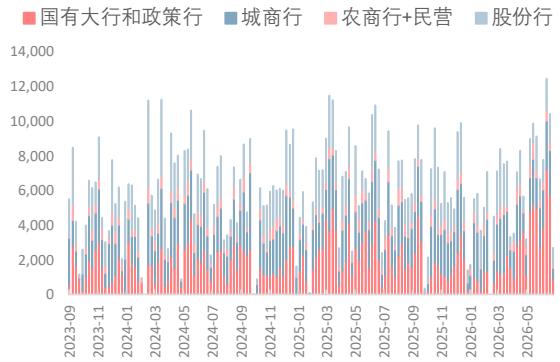
数据来源：Wind，中信建投证券

图 12: 同业存单利率（%）



数据来源：Wind，中信建投

图 13: 同业存单发行额（亿元）



数据来源：Wind，中信建投

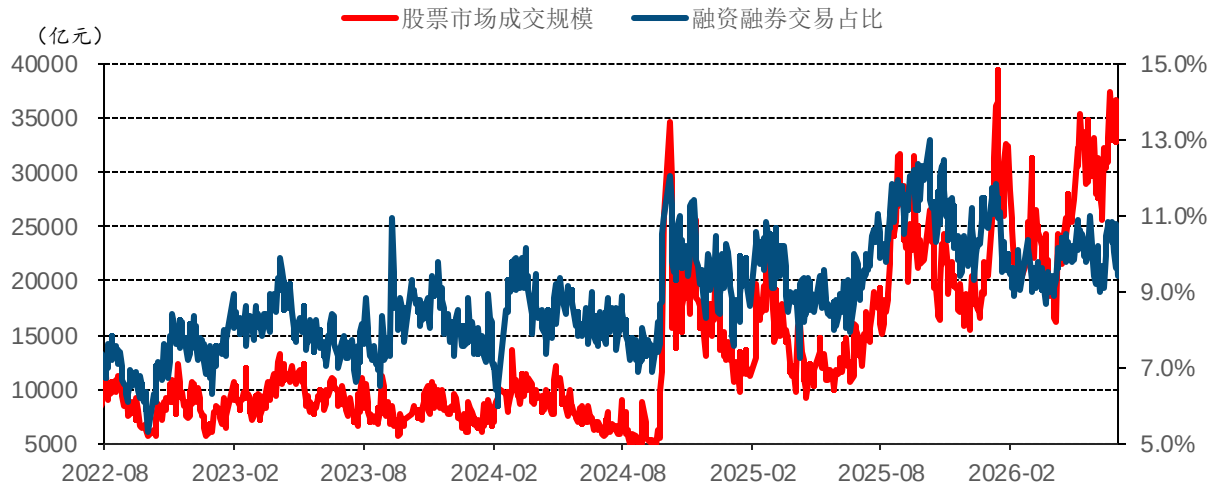
（二）A 股市场流动性

股市交易活跃度边际显著提升。本周平均日成交额为 35,247.11 亿元，较上周 31,454.99 亿元的日均成交额有所增加。

仅供内部参考，请勿外传

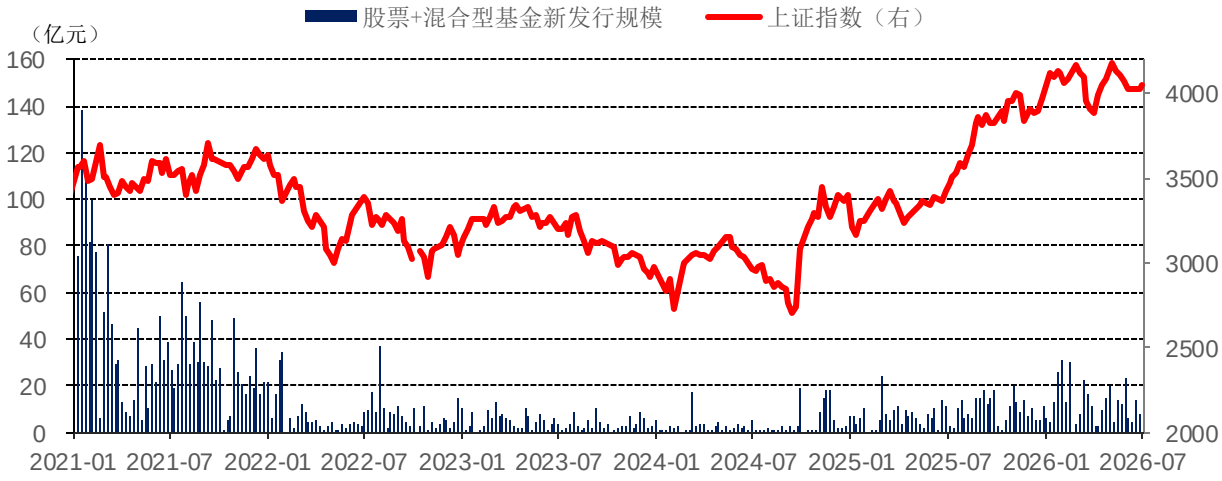
本周新发基金金额（股票+混合型）为 0.5 亿元，相较上周减少。

图 14: 股票市场成交规模及融资融券交易占比



数据来源：wind，中信建投证券

图 15: 新基金发行情况



数据来源：wind，中信建投证券

三、宏观大事件和政策

6 月第 4 周（6/22-6/28）中国港口集装箱吞吐量 721.5 万标箱，同比回升 8.12%。港口货物吞吐量 2.70 亿吨，同比下降 1.49%，**集装箱吞吐量维持较高增速**。

运价维度，**近期运价持续提升**。反映执行运价的中国出口集装箱（CCFI）美西航线运价指数 7 月 3 日报

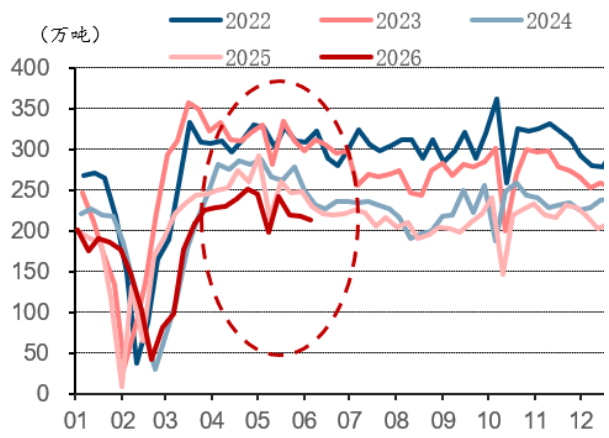
仅供内部参考，请勿外传

1482.83 点，较上期小幅提升。反映即期运价的上海港-美西基本港指数 7 月 3 日报价 6630 美元/四十英尺标准箱，持续较快上涨。CCFI 欧洲航线运价指数 7 月 3 日报 2295.11 点，较上一期同样提升。

6 月前 10 日韩国出口景气度依然维持高位。6 月前 10 日韩国出口同比增长 85.9%，较上一期持续提升（上月同期+40.3%）；6 月前 20 日半导体出口景气度维持较高水平，半导体出口同比增长 188.36%（上月同期为+202.12%），汽车及零部件出口延续负增长，yoy-0.64%（上月同期为-6.61%），降幅收窄。

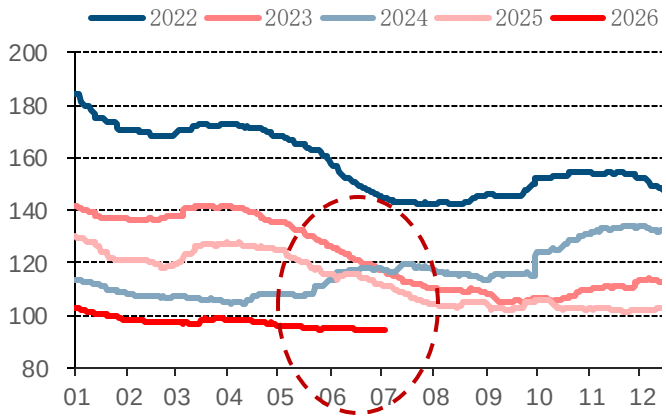
越南最新披露 6 月进口也反映出较高景气。越南 6 月进口同比+45.74%，相对上月水平（+33.54%）提升。细分行业中，电子产品（电子零件、电脑备件、手机及零部件）进口保持较高增速，6 月同比增长 80.42%，上月同期为 57.91%。

图 16: 螺纹钢表观消费



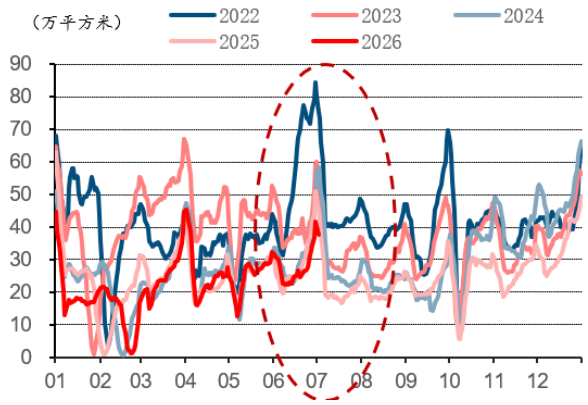
数据来源：Wind，中信建投

图 17: 全国水泥价格指数



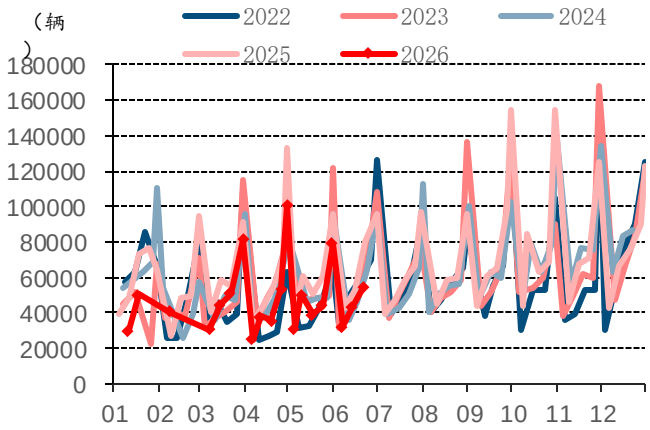
数据来源：Wind，中信建投

图 18: 30 城商品房成交 7 天移动平均



数据来源：Wind，中信建投

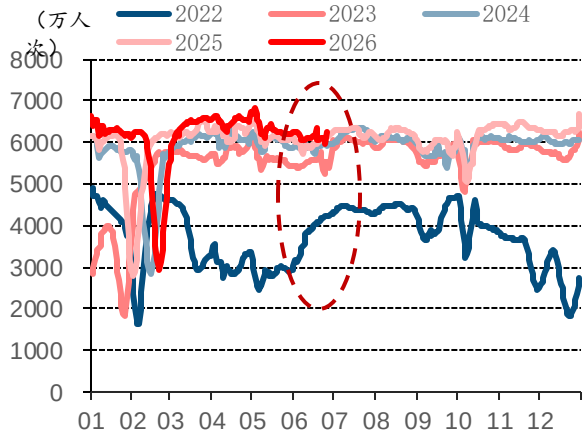
图 19: 乘联会汽车销售数据



数据来源：Wind，中信建投

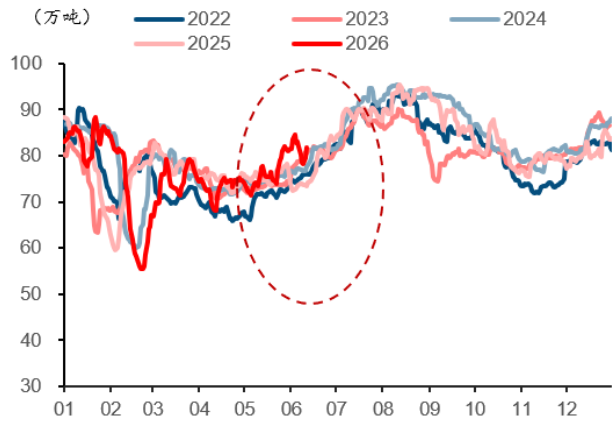
仅供内部参考，请勿外传

图 20: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均



数据来源：Wind，中信建投；注：10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州、长沙

图 21: 沿海六大电厂日耗



数据来源：iFinD，中信建投；注：沿海六大电厂集团为：浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能

四、下周主要关注

下周重点关注美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 和 FOMC 委员发言。

① 周一（7/6）：美国 6 月 ISM 非制造业 PMI。

② 周四（7/9）：FOMC 永久票委，纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。

仅供内部参考，请勿外传

风险分析

AI交易拥挤度与去杠杆风险，若资本开支回报与变现不及预期，拥挤仓位获利了结可能进一步放大波动。

美联储政策路径不确定性。新任主席沃什沟通框架生变、市场加息预期反复，若通胀黏性超预期，可能推升利率与美元、压制全球风险资产估值。

地缘政治反复风险。美伊霍尔木兹停火与通航安排仍不稳固，若冲突再起，油价与通胀尾部风险可能重新抬升。

国内地产与消费修复的持续性仍存不确定性，淡季需求与高频数据偏弱可能拖累顺周期板块表现。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

吴彬

香港中文大学（深圳）经济学硕士。

专注汇率和流动性研究。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk