下载日志已记录，仅供内部参考

AI-还是 AI+？

——宏观与大类资产周报

定期报告

频率：每周

国内方面，1）制造业 PMI 重回荣枯线以上；预计 6 月 PPI 环比转负，约在-0.2%左右，预计 PPI 当月同比或在 4.0%左右。2）7 月政治局会议大概率不会政策加码：首先，上半年累计增速或在 4.75%左右，明显高于目标区间下沿；此外，出口依旧超预期。Q3 有望加速落实存量政策，但暂时难以扭转内需偏弱格局。

资产方面，AI-还是 AI+？本周非 AI 资产表现积极，主因美国 6 月弱非农及沃什表态令加息预期降温，Q3 加息概率较低。但欧日已加息，美联储无法在中选期降息，非 AI 资产作为降息期权资产，若不行权则难有持续表现。当前 AI 景气仍强，中美出口亮点集中于 AI，6 月高频数据及韩国出口均印证。历史规律下 Q2-Q3 极少切换，预计 Q3 将随加息预期波动，呈现“AI+”与“AI-”交替。

- **1、国内方面：**1）国内经济：制造业 PMI 重回荣枯线以上，供需同步改善、需求拉动特征突出；此外，6 月制造业 PMI 原材料购进价格、出厂价格指数明显回落（分别录得 54.2、48.2），依据出厂价格指数和 PPI 环比关系，预计 6 月 PPI 环比转负，约在-0.2%左右，预计 PPI 当月同比或在 4.0%左右。2）7 月政治局会议大概率不会政策加码：首先，上半年累计增速或在 4.75%左右，明显高于目标区间下沿；此外，出口依旧超预期。Q3 有望加速落实存量政策，但暂时难以扭转内需偏弱格局。

- **2、海外方面：**1）6 月美国非农就业人数新增 5.7 万人，前值 12.9 万人；失业率录得 4.2%，前值 4.3%，主因是劳动参与率持续回落。2）多平台数据显示美方主导的南线正在分流大量船舶，通过霍尔木兹海峡的油轮量已明显恢复。

- **3、资产方面：**AI-还是 AI+？本周非 AI 资产相对 AI 资产更为积极，与美联储加息预期降温有关。无疑，美国 6 月弱非农、低失业率的组合，以及沃什对通胀压力缓解的肯定表明 Q3 加息概率不高，透过修订核心 PCE 口径也可看出美国确无加息意愿，对于非 AI 资产而言算是好消息。但欧日已经加息，在守住跨境资金护城河诉求下，美联储无法在中选密集期实施降息，多数非 AI 资产为美联储深度虚值降息期权资产，美联储不行使降息期权，该类资产就难有持续表现。当前美国经济增量主要来自 AI，中国出口亮点亦然，从中国 6 月出口高频数据以及韩国出口情况看，AI 行业动能仍然强劲。此外，历史上国内权益资产极少在 Q2-Q3 出现风格切换，因此，Q3 大概率会随着美联储加息预期降温与升温波动呈现出“AI+”与“AI-”的交替。

货币流动性跟踪（6 月 29 日——7 月 3 日）

R007 及 DR007 利率快速回落至政策利率附近，资金面偏紧的顶峰已过

- **流动性复盘：**

前半周，央行落地隔夜逆回购操作助力银行体系实现均衡跨月，但由于恰逢季末考核时点，叠加 1.27 万亿大额 7 天逆回购到期，整个资金面依然偏紧，R007 依然维持在 1.50%上方区间；后半周，随着季末因素消除，大行逐步恢

相关报告

1、《PPI 同比增速接近年内高位——2026 年 6 月宏观经济预测报告》2026-07-04
2、《恰到好处的就业数据——2026 年 6 月美国就业数据分析》2026-07-03
3、《量价再平衡———2026 年 6 月 PMI 点评》2026-06-30

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

复融出量，市场趋于宽松，资金价格中枢逐步下移。整体来看，央行通过新设隔夜逆回购工具以及灵活开展 7 天逆回购，有效平抑了资金面波动，实现平稳跨季。其中，DR007 在 7 月 3 日重新回落至政策利率下方，录得 1.3924%。往后看，7 月 3 日盘后央行公告 3M 买断式逆回购将净投放 2000 亿，这也是 3 月起首度加量续作，释放了一个重要信号：前期流动性偏松局面已基本扭转——DR001 和 DR007 均已回升至政策利率 1.4%附近，同业存单收益率同步上行，继续缩量回笼的必要性下降，叠加 7 月面临多重资金缺口，加量续作旨在提前"补水"对冲，货币政策延续支持性立场的信号明确。公开市场操作方面，公开市场共有 31655 亿元逆回购到期（包括隔夜逆回购），央行累计开展了 9000 亿元隔夜逆回购及 6785 亿元 7 天期逆回购操作，全周实现净回笼 15870 亿元。往后看，下周（7 月 6 日—7 月 10 日）共有 6785 亿元 7 天期逆回购及 8000 亿元 3M 买断式逆回购到期。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.44%、1.38%、1.49%、1.44%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-1.38、-3.48、-3.87、-6.01bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 64505.83 亿元，较上周减少 767.46 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 1614.5 亿元，国债净融资 1688.3 亿元，合计净融资约 3302.80 亿元，（6.29-7.3）政府债净缴款合计为 2939.59 亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（7 月 6 日-7 月 10 日），政府债预计净缴款规模降至 1266.94 亿左右。

- **同业存单：**

一级市场，截至 7 月 3 日，长短端同业存单利率中枢集体下行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.42%、1.47%、1.46%、1.48%、1.50%，较上周分别变动-2.31、-1.35、-3.42、-3.07、-4.03bp；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 4.28bp 至 1.4020%，3 个月 AAA 同业存单下行 2.43bp 至 1.4131%，9 个月 AAA 同业存单下行 2.12bp，一年 AAA 同业存单下行 1.89bp。

大类资产表现跟踪（6 月 29 日——7 月 3 日）

- **权益：**

1）A 股市场：表现分化，上证指数和中小板小幅上涨，创业板指明显回落。

2）港股市场：三大指数同步反弹，整体表现明显强于 A 股。

3）海外股市：海外股市多数上涨，欧美市场表现较强。

- 债券：

1）国内：国债收益率小幅上行，资金利率明显回落。

2）海外：海外长端利率普遍上行，10 年美债收益率明显反弹。

- 大宗：黄金上涨，原油表现分化，有色金属整体分化偏弱。

- 外汇：美元指数回落，离岸人民币对美元小幅升值。

- **风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 宏观周观点（7 月 5 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（6 月 29 日-7 月 3 日）.....5
三、 大类资产总体回顾（6 月 29 日-7 月 3 日）.....7

图表目录

图 1: 交易所利率走势.....6
图 2: 资金价格走势.....6
图 3: 1 年期同业存单发行利率.....6
图 4: AAA 中债同业存单二级收益率.....6
图 5: AAA 同业存单期限利差.....6
图 6: 国股转贴票据利率走势.....6
图 7: A 股主要市场指数变化幅度.....9
图 8: 全球股票市场走势.....9
图 9: 国内债市信用利差和期限利差.....9
图 10: 货币净投放量变化（公开市场操作）.....9
图 11: 美债期限利差.....9
图 12: 中美利差变化趋势.....9
图 13: 南华指数的变化幅度.....10
图 14: 黄金价格与美元指数.....10
图 15: 人民币兑主要货币汇率波动.....10
图 16: 美元兑人民币.....10
表 1: 大类资产表现（上周、上周、月初至今、年初至今）.....8



下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观周观点（7 月 5 日）

1、国内方面：1）国内经济：制造业 PMI 重回荣枯线以上，供需同步改善、需求拉动特征突出；此外，6 月制造业 PMI 原材料购进价格、出厂价格指数明显回落（分别录得 54.2、48.2），依据出厂价格指数和 PPI 环比关系，预计 6 月 PPI 环比转负，约在-0.2%左右，预计 PPI 当月同比或在 4.0%左右。2）7 月政治局会议大概率不会政策加码：首先，上半年累计增速或在 4.75%左右，明显高于目标区间下沿；此外，出口依旧超预期。Q3 有望加速落实存量政策，但暂时难以扭转内需偏弱格局。

2、海外方面：1）6 月美国非农就业人数新增 5.7 万人，前值 12.9 万人；失业率录得 4.2%，前值 4.3%，主因是劳动参与率持续回落。2）多平台数据显示美方主导的南线正在分流大量船舶，通过霍尔木兹海峡的油轮量已明显恢复。

3、资产方面：AI-还是 AI+？本周非 AI 资产相对 AI 资产更为积极，与美联储加息预期降温有关。无疑，美国 6 月弱非农、低失业率的组合，以及沃什对通胀压力缓解的肯定表明 Q3 加息概率不高，透过修订核心 PCE 口径也可看出美国确无加息意愿，对于非 AI 资产而言算是好消息。但欧日已经加息，在守住跨境资金护城河诉求下，美联储无法在中选密集期实施降息，多数非 AI 资产为美联储深度虚值降息期权资产，美联储不行使降息期权，该类资产就难有持续表现。当前美国经济增量主要来自 AI，中国出口亮点亦然，从中国 6 月出口高频数据以及韩国出口情况看，AI 行业动能仍然强劲。此外，历史上国内权益资产极少在 Q2-Q3 出现风格切换，因此，Q3 大概率会随着美联储加息预期降温与升温波动呈现出“AI+”与“AI-”的交替。

国内：

1. 6 月 30 日，国家统计局公布的数据显示，中国 6 月官方制造业 PMI 50.3，比上月升 0.3 个点，而非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.2 和 50.6，均升 0.1 个点。制造业 PMI 重回线上，主要由新订单项贡献，其中，需求相对供给走强，外需相对内需更强，需求端库存压力减弱，利润向中下游行业倾斜。

2. 7 月 2 日，央行公布 6 月各项工具流动性投放情况，MLF 净投放 2000 亿元，PSL 净回笼 500 亿元，7 天期逆回购净投放 5826 亿元，公开市场国债买卖净投放 100 亿元。央行选择减少国债净买入，在整体宽松政策加力、隔夜流动性支持创新的背景下，体现了其稳定流动性投放的政策意图。

海外：

1. 7 月 1 日，欧盟统计局公布 6 月欧元区 CPI 初值，整体 CPI 同比 2.8%（5 月 3.2%）、核心 CPI 同比 2.2%（5 月 2.3%），两项数据均低于市场预期，欧洲高通胀持续降温。能源、食品、工业品涨价幅度同步收窄。

2. 7 月 2 日，美国劳工统计局公布数据显示，6 月非农就业新增 5.7 万人，远低于市场预期的 11 万人，为近 4 个月以来最低水平。非农就业数据低于预期，主要受休闲和酒店业新增就业人数较前月大幅回落的拖累，这一变化或源于世界杯期间游客增量不及预期，叠加赛事扰动与国内汽油价格仍处高位对常规国内游客产生的挤出效应。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、货币流动性跟踪周报（6 月 29 日-7 月 3 日）

R007 及 DR007 利率快速回落至政策利率附近，资金面偏紧的顶峰已过

流动性复盘

前半周，央行落地隔夜逆回购操作助力银行体系实现均衡跨月，但由于恰逢季末考核时点，叠加 1.27 万亿大额 7 天逆回购到期，整个资金面依然偏紧，R007 依然维持在 1.50%上方区间；后半周，随着季末因素消除，大行逐步恢复融出量，市场趋于宽松，资金价格中枢逐步下移。整体来看，央行通过新设隔夜逆回购工具以及灵活开展 7 天逆回购，有效平抑了资金面波动，实现平稳跨季。其中，DR007 在 7 月 3 日重新回落至政策利率下方，录得 1.3924%。往后看，7 月 3 日盘后央行公告 3M 买断式逆回购将净投放 2000 亿，这也是 3 月起首度加量续作，释放了一个重要信号：前期流动性偏松局面已基本扭转——DR001 和 DR007 均已回升至政策利率 1.4%附近，同业存单收益率同步上行，继续缩量回笼的必要性下降，叠加 7 月面临多重资金缺口，加量续作旨在提前"补水"对冲，货币政策延续支持性立场的信号明确。

公开市场操作方面，公开市场共有 31655 亿元逆回购到期（包括隔夜逆回购），央行累计开展了 9000 亿元隔夜逆回购及 6785 亿元 7 天期逆回购操作，全周实现净回笼 15870 亿元。往后看，下周（7 月 6 日—7 月 10 日）共有 6785 亿元 7 天期逆回购及 8000 亿元 3M 买断式逆回购到期。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.44%、1.38%、1.49%、1.44%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-1.38、-3.48、-3.87、-6.01bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 64505.83 亿元，较上周减少了 767.46 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 1614.5 亿元，国债净融资 1688.3 亿元，合计净融资约 3302.80 亿元，（6.29-7.3）政府债净缴款合计为 2939.59 亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（7 月 6 日-7 月 10 日），政府债预计净缴款规模降至 1266.94 亿左右。

同业存单：

一级市场，截至 7 月 3 日，长短端同业存单利率中枢集体下行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.42%、1.47%、1.46%、1.48%、1.50%，较上周分别变动-2.31、-1.35、-3.42、-3.07、-4.03bp。

二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 4.28bp 至 1.4020%，3 个月 AAA 同业存单下行 2.43bp 至 1.4131%，9 个月 AAA 同业存单下行 2.12bp，一年 AAA 同业存单下行 1.89bp。

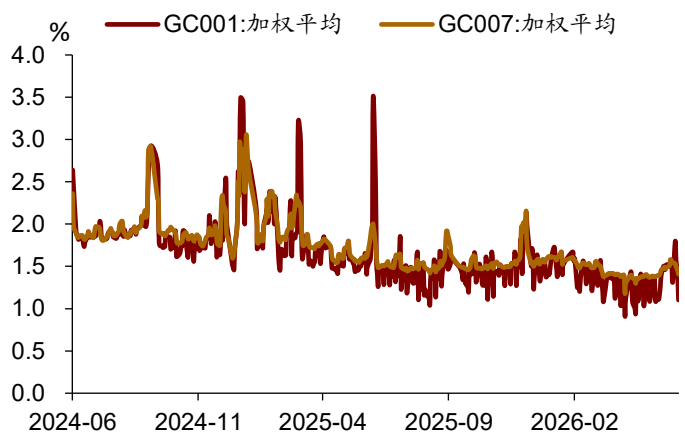
汇率变动：

上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币集体回升，截至 7 月 3 日收盘价，分别录得 6.7831、6.8047，与 6 月 26 日相比，人民币离岸价调

下载日志已记录，仅供内部参考

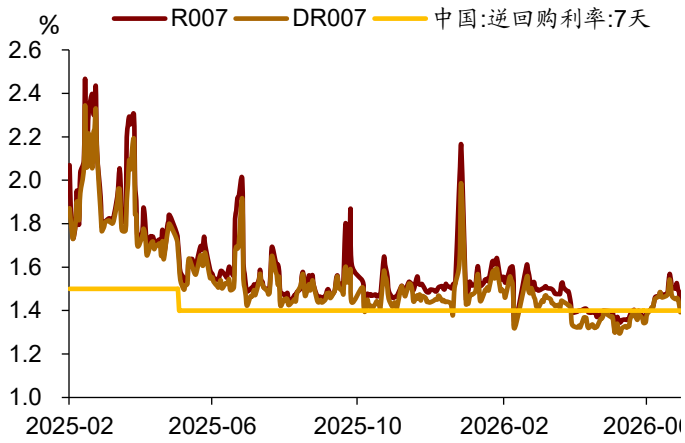
升 226 个基点，中间价调升 119 个基点。

图 1：交易所利率走势



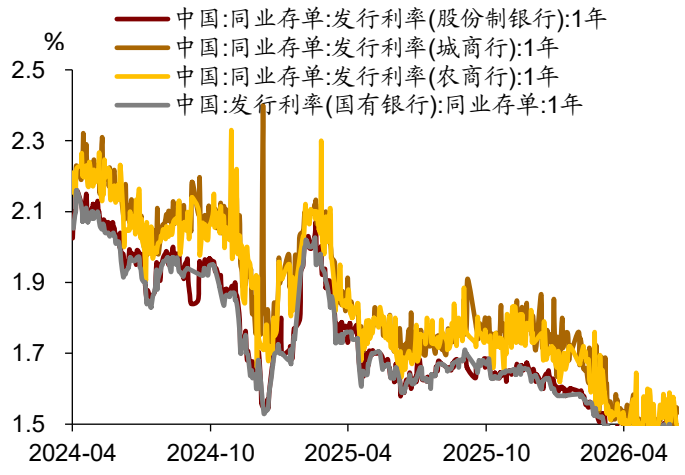
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



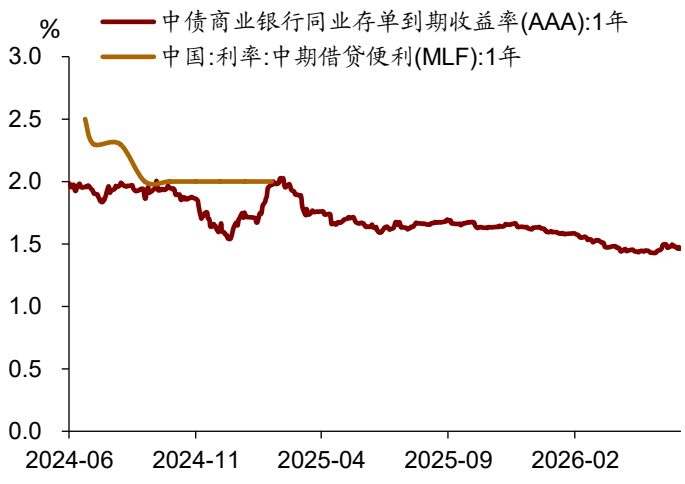
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



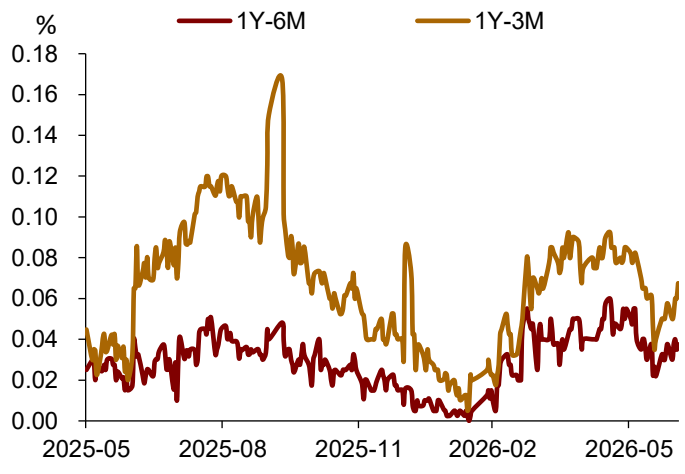
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



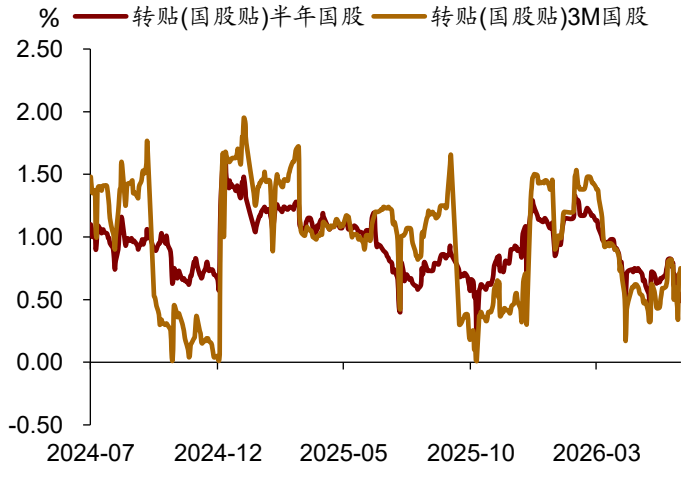
资料来源：Wind，招商证券

图 5：AAA 同业存单期限利差



资料来源：Wind，招商证券

图 6：国股转贴票据利率走势



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、 大类资产总体回顾（6 月 29 日-7 月 3 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数表现分化，上证指数和中小板小幅上涨，创业板指明显回落。

2）港股市场：三大指数同步反弹，整体表现明显强于 A 股。

3）海外股市：海外股市多数上涨，欧美市场表现较强。

- 债券：

1）国内：国债收益率小幅上行，资金利率明显回落。

2）海外：海外长端利率普遍上行，10 年美债收益率明显反弹。

- 大宗：黄金上涨，原油表现分化，有色金属整体分化偏弱。
- 外汇：美元指数回落，离岸人民币对美元小幅升值。

下载日志已记录，仅供内部参考

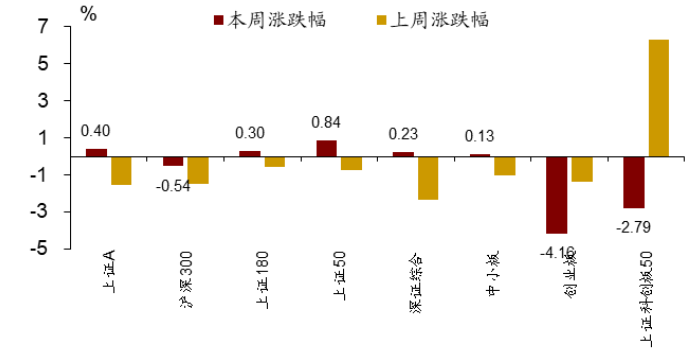
表 1：大类资产表现（上周、上周、月初至今、年初至今）

	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	4043.64	0.41%	-1.55%	-1.24%	1.88%
		深证成指	15597.51	-1.17%	-1.55%	-3.75%	15.32%
		中小板指数	9474.98	0.13%	-1.03%	-2.22%	14.66%
		创业板指数	4019.93	-4.16%	-1.37%	-7.43%	25.50%
		沪深300	4842.17	-0.54%	-1.48%	-2.76%	4.58%
	港股	恒生指数	23350.03	2.99%	-5.24%	2.05%	-8.90%
		恒生中国企业指数	7699.76	3.20%	-6.46%	1.87%	-13.62%
	美股及其它	道琼斯工业	52900.07	1.97%	0.60%	1.11%	10.06%
		标准普尔500	7483.24	1.76%	-1.95%	-0.21%	9.32%
		纳斯达克综指	25832.67	2.12%	-4.60%	-1.45%	11.15%
		欧元区STOXX50	6412.68	3.07%	-1.14%	-0.88%	-1.36%
		伦敦富时100	10679.03	1.63%	1.40%	1.73%	7.53%
		巴黎CAC40	8508.07	1.47%	-0.43%	1.24%	4.40%
		法兰克福DAX	25779.31	4.49%	-1.26%	3.13%	5.26%
		日经225	69744.07	0.55%	-2.65%	-1.90%	36.54%
		韩国综指	8088.34	-3.84%	-7.08%	-4.58%	91.93%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.14%	1.00BP	-4.25BP	1.75BP	-19.80BP
		国债收益率:10Y	1.75%	1.49BP	0.15BP	1.33BP	-10.10BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.61%	0.49BP	4.40BP	-0.42BP	9.70BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.37%	-0.50BP	1.93BP	-1.25BP	2.43BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.39%	0.94BP	3.20BP	1.18BP	2.56BP
		SHIBOR:1周	1.40%	-7.10BP	0.50BP	-2.10BP	-51.90BP
		DR007	1.39%	-7.48BP	0.66BP	-3.09BP	-55.43BP
	海外	10Y美国国债收益率	4.49%	11.00BP	-8.00BP	5.00BP	31.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	35BP	4.00BP	4.00BP	5.00BP	-36.00BP
		10Y法国国债收益率	3.73%	9.00BP	-10.70BP	6.20BP	14.80BP
		10Y德国国债收益率	3.02%	8.00BP	-11.00BP	8.00BP	8.00BP
		10Y意大利国债收益率	3.72%	13.40BP	-12.50BP	9.80BP	18.20BP
		10Y国债中美利差	-275BP	-10.04BP	8.15BP	-4.20BP	-41.63BP
		2Y国债中美利差	-289BP	-6.91BP	12.25BP	0.04BP	-78.34BP
大宗商品	国内	原油	445.33	-5.51%	-7.47%	-4.21%	2.87%
		沪金	913.01	3.21%	-5.80%	3.42%	-6.82%
		螺纹钢	3065.00	-0.84%	-1.37%	-0.62%	-1.98%
		沪铜	102971.49	1.40%	-3.13%	-0.29%	4.74%
		沪铝	22868.14	-0.60%	-4.27%	1.23%	-0.36%
		谷物	473.71	-0.46%	-0.47%	-0.56%	2.54%
	全球	布伦特原油	72.12	0.18%	-10.65%	-1.10%	18.52%
		COMEX黄金	4174.60	0.85%	-3.43%	2.37%	-4.89%
		LME铜	13342.00	-0.45%	-2.11%	-0.87%	6.28%
		LME铝	3086.00	-3.45%	-6.58%	-1.46%	2.56%
		CBOT大豆	1147.75	-0.74%	1.18%	0.35%	9.57%
外汇		美元兑人民币(离岸)	6.79	-0.28%	0.34%	-0.08%	-2.72%
		欧元兑人民币	7.76	0.26%	-0.98%	-0.08%	-5.76%
		美元指数	100.87	-0.48%	0.60%	-0.30%	2.64%
		美元兑欧元	0.87	-0.34%	0.53%	-0.22%	2.56%

资料来源：Wind，招商证券

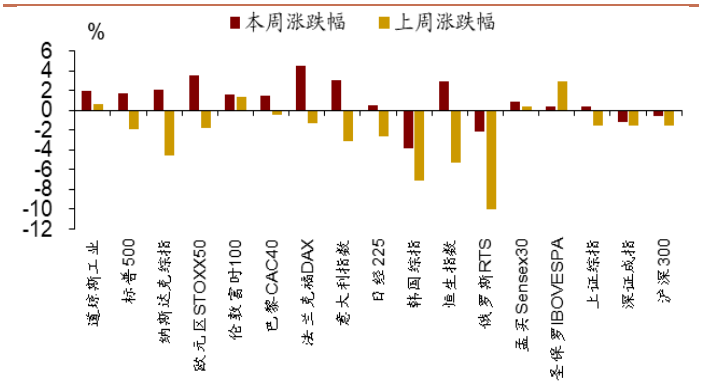
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市场指数变化幅度



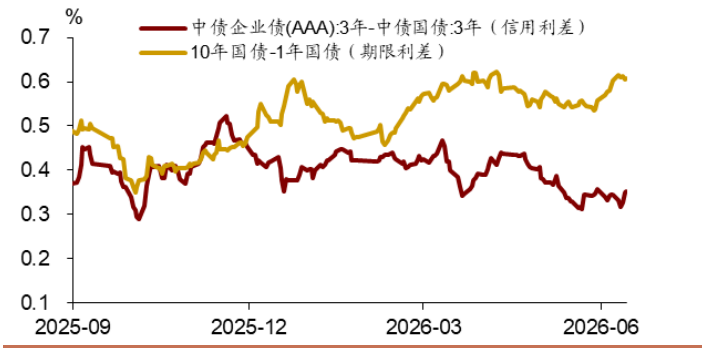
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



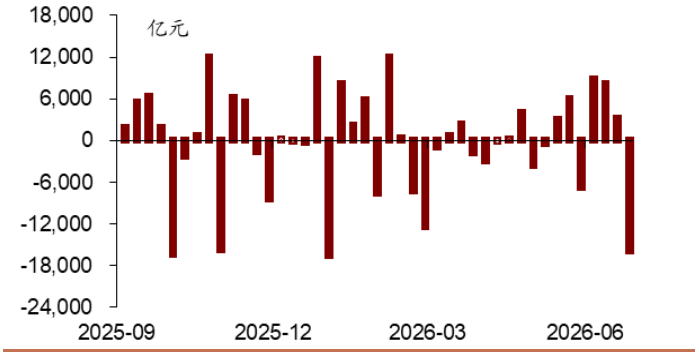
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



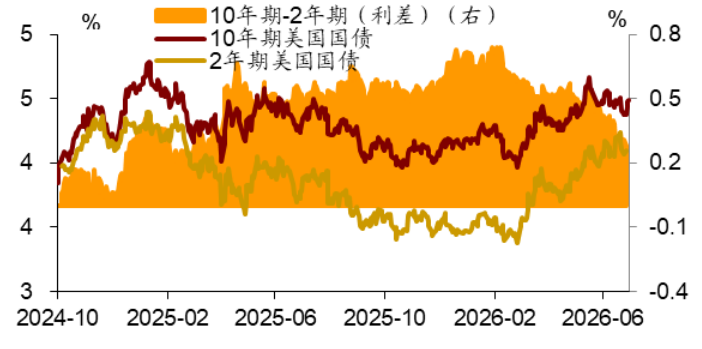
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



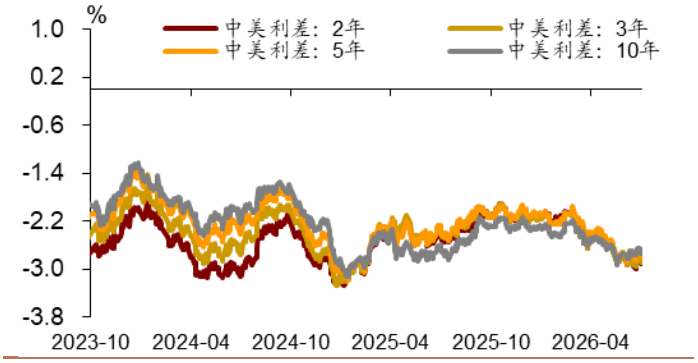
资料来源：Wind、招商证券

图 11：美债期限利差



资料来源：Wind、招商证券

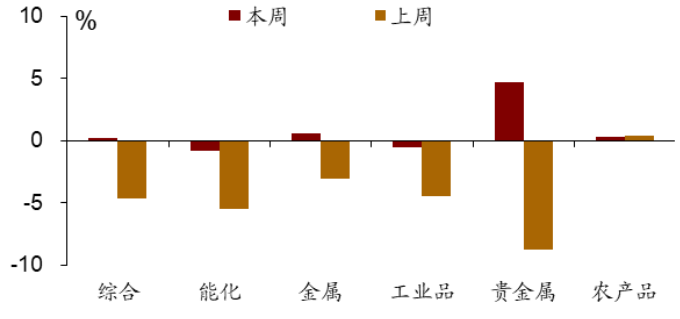
图 12：中美利差变化趋势



资料来源：Wind、招商证券

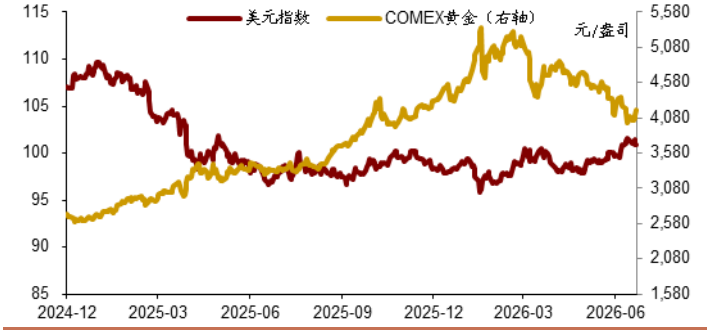
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：南华指数的变化幅度



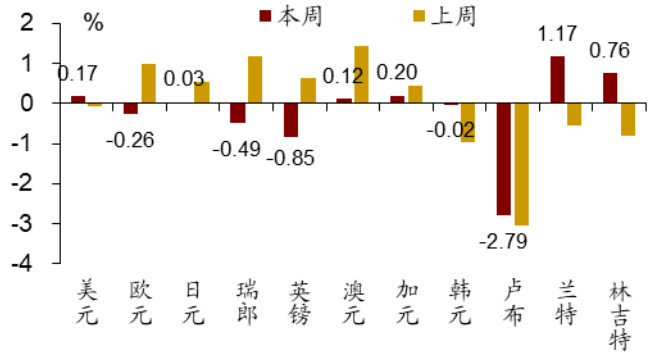
资料来源：Wind、招商证券

图 14：黄金价格与美元指数



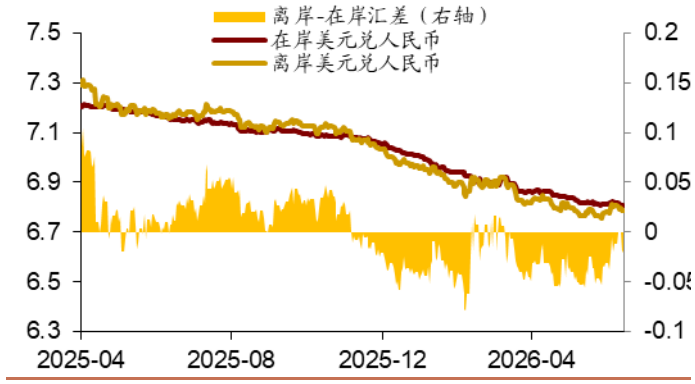
资料来源：Wind、招商证券

图 15：人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：Wind、招商证券

图 16：美元兑人民币



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。