

● 证券研究报告 ●

# 美债利率逼近4.7%，后市如何演绎？

## 全球资产配置每周聚焦 (20260717-20260724)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005  
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.7.26

# 报告摘要

- **全球资本市场回顾:** 本周 (20260717-20260724) 全球资本市场风险偏好波动剧烈, 大类资产走势显著分化。1) 固收与汇率: 10Y美债收益率上行至4.69%, 美元指数小幅震荡上行, 全球固收资产普遍承压。2) 权益方面: 全球股市表现极度分化, 国内沪深300及恒生指数强势反弹, 而越南、印度及美股科技股则表现落后。3) 商品方面: 大宗商品全面走强, 布伦特原油与欧洲天然气大幅领涨。
- **热点聚焦:** 近一周, 美债市场出现显著波动, 10年期美债利率大幅上行至4.69%, 30年期美债利率升至5.16%, 双双触及年内高位。值得注意的是, 本轮上行的主要驱动力并非长端, 而是短端利率——3个月美债利率单周上行11个基点, 10Y-3M期限利差上行3个基点, 呈现出典型的“熊平”特征。这一现象背后的核心逻辑, 需要从两个维度加以审视。第一重驱动力来自劳动力市场的超预期韧性。美国6月失业率边际下行之后, 本周初次申请失业金人数大幅回落, 进一步验证了就业市场的强劲远超此前市场预期。在通胀尚未明确回归2%目标的背景下, 劳动力供需偏紧意味着薪资增长压力难以消解, 进而支撑服务类通胀的粘性, 这使得市场不得不重新定价美联储的政策路径。第二重驱动力来自地缘冲突引发的能源供给冲击。美伊冲突重启后, 原油期货价格大幅攀升, 且呈现出典型的事件驱动型逼仓特征——近端价格急剧上行, 远期曲线陷入极端贴水结构。油价的飙升直接推升了通胀预期, 也进一步强化了市场对美联储维持鹰派立场的担忧。截至7月24日, 市场已定价美联储年内将再加息两次。上述两重因素叠加, 构成了本轮利率上行的完整逻辑链条。但若将视野拉长至下半年, 影响美债走势的结构性因素同样不容忽视。展望2026年, 期限溢价预计仍将趋于上行。其一, 美国经济基本面维持高位, 尚未出现显著下行趋势; 其二, 美联储缩表进程已基本完成阶段性目标, 但是逆回购这一“流动性蓄水池”已接近枯竭, 与此同时财政部TGA账户处于历史高位; 其三, 供需格局方面, 美国财政部二季度发债预案显著超出市场预期 (1890亿美元 vs 2月份预期的1090亿美元), 净增1220亿美元的借款需求将进一步加剧中长期债券的供给压力。展望下半年, 综合以上因素, 10年期美债收益率的核心波动区间预计介于4.3%至4.9%之间, 整体风险偏向上行。通胀预期与油价的联动仍是短期最核心的变量, 地缘冲突的走向将直接决定通胀路径和美联储的降息时点。分情况来看, 乐观情景需看到中东地缘风险缓和带动油价降温, 同时劳动力市场走弱证据充分, 或者AI产业投资遭遇较大波折, 驱动美联储转向降息周期, 在此情形下10年期美债收益率或向区间下轨4.2%回落。悲观情景则需警惕美伊冲突延续推升油价、AI投资热潮与赤字扩张形成财政风险共振, 10年期美债收益率也可能向区间上轨5%等更高水平突破。
- **美债利率上行突破对大类资产影响几何?** 在资产配置层面, 美债利率的变动对不同资产类别的影响存在结构性差异。回顾历史经验, 长端利率上行阶段美股未必系统性下跌——关键在于上行背后的逻辑是基本面改善还是货币政策收紧。若基本面向上预期支撑利率上行, 对股市基本面反而构成利好; 但当前呈现的是“熊平”特征 (短端上行快于长端), 这对股市的潜在冲击更大。2018年和2022年的经验表明, 在利率曲线熊平阶段, 尤其是期限利差接近零时, 市场对经济衰退的担忧会显著升温, 股市下行压力随之增大。当前收益率曲线再度收窄, 核心症结在于能源供给冲击下市场对货币政策收紧的担忧重新抬头。未来曲线能否重新走阔, 取决于两点: 一是短端预期变化仍锚定于美伊局势及霍尔木兹海峡的通航情况; 二是美国实际经济增长能否由AI等产业趋势或财政扩张驱动而实现趋势性走强。黄金方面, 短期维持弱势格局。美债实际利率维持高位对全球流动性形成挤压, 与此同时, 央行购金这一前期支撑金价的核心逻辑也面临挑战。美伊冲突后油价飙升, 典型的高能源进口依赖国如土耳其已被迫出售黄金储备以维持外汇储备, 印度、俄罗斯等国亦面临类似压力。黄金短期承压格局的扭转, 需密切关注霍尔木兹海峡是否会解封, 以及美伊冲突是否会进一步升级至曼德海峡封锁等关键变量。未来一段时间, 市场的核心观察窗口将集中于地缘局势演变、通胀数据以及劳动力市场的边际变化。日元方面, 伴随着美联储加息预期走强的是近期日元汇率的持续走弱, 美元兑日元已经上行至接近164的高位, 同时10年期美日利差从2025年以来大幅下行。从2025年初以来, 日元净空头仓位持续上行, 目前再次接近历史新高 (历史分位数99%)。警惕日元汇率持续走低后的反弹风险, 关注下周美联储、日央行议息会议。
- **全球资金流向跟踪:** 过去一周, 全球资金流出货币市场基金, 新兴股市与发达股市均获得流入; 固收基金方面, 美国债市流入明显, 本周流入110.0亿美元; 权益基金方面, 中国股市流入217.6亿美元。截止到2026/7/22, 外资与内资均持续流入中国股市。海外资金主动和被动方面, 海外主动基金过去一周流出0.2亿美元, 而海外被动基金过去一周流入1.5亿美元。内资和外资方面, 外资过去一周流入1.4亿美元, 内资流入208.1亿美元。美股资金大幅流入金融、能源和医疗保健, 而工业品板块出现较大流出, 中国股市资金流入科技、医疗保健和金融。全球资产性价比指标: 截止到2026/7/24, 市盈率分位数角度看, 上证指数的估值分位数低于法国CAC40、韩国KOSPI200、标普500和德国DAX, 超过斯托克600和沪深300, 达到过去10年来的78.6%。ERP角度上来看, 巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高, 从股债性价比的角度来说, 中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截止到2026/7/24, 标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、10%、14%、0.2%。全球资产风险情绪指标: 美股方面, 指数层面, 标普500位于20日均线下方, 本周认沽认购比例与上周相比下降。本周美国散户看涨比例为29.59%, 环比上周下行15.32%。A股方面, 期权持仓层面, 截至2026/7/24, 沪深300 8月到看涨期权持仓持续改善, 高位持仓情绪进一步修复。隐含波动率层面, 截至2026/7/24, 沪深300期权各价位隐含波动率较2026/7/17整体回落, 市场短期波动预期有所降温。期限结构方面: 本周大宗商品期限结构呈现极致的Backwardation形态。受强烈的现货偏紧预期与短期需求驱动, 原油与沪铜的近端溢价不仅维持高位, 且远期曲线进一步陡峭化, 显示市场交易资金对短期结构性紧缺的担忧达到高位。全球经济数据: 美国领取失业金人数回落, 加息预期升至两次; 二季度中国经济呈结构性分化, 工业景气有所回升, 但GDP增速回落, 信贷修复尚在初期, 居民端仍偏弱。
- **风险提示:** 资产价格短期波动或无法代表长期趋势; 欧美经济深度衰退或超预期; 特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变。

## 主要内容

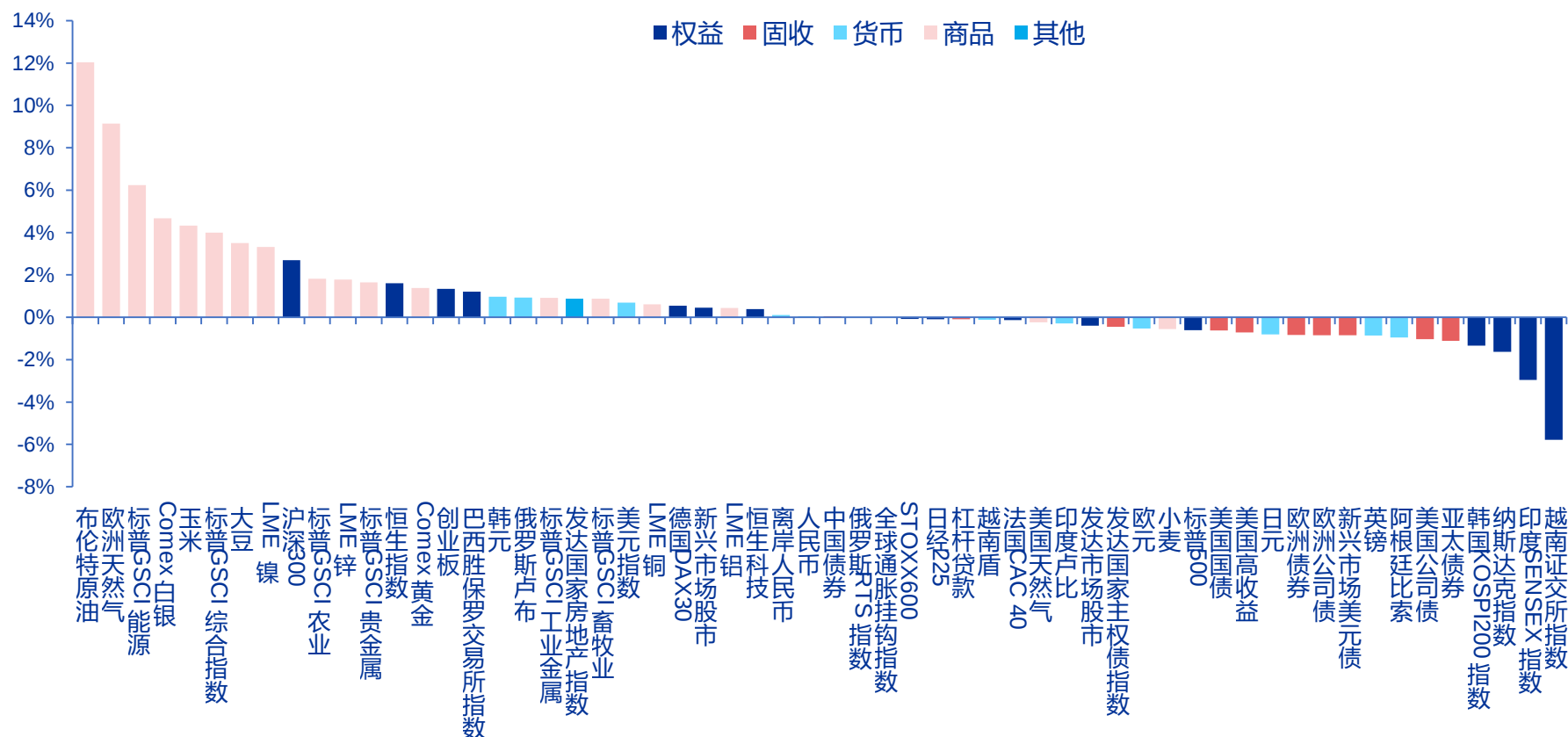
---

1. **每周热点聚焦：美债利率逼近4.7%，大类资产后市如何演绎？**
2. 全球资金流向：全球资金流出美股市场，边际流入中国市场
3. 资产估值指标：韩股估值分位回落至90%，A股ERP处中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下行
5. 全球经济数据：美国领取失业金人数回落，加息预期升至两次
6. 风险提示

## 市场回顾：本周能化与贵金属领涨，国内权益逆势反弹，新兴市场继续调整

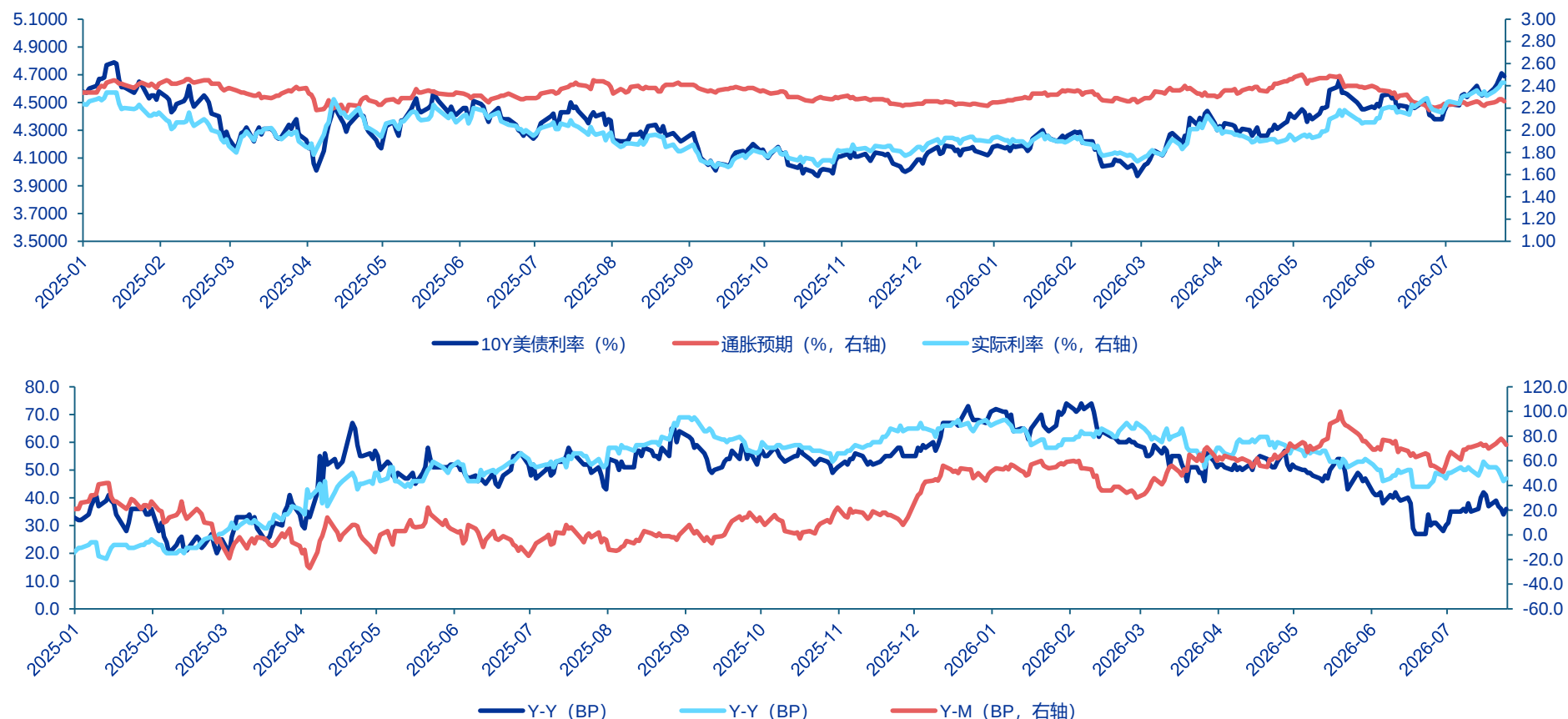
- 全球资本市场回顾：本周 (20260717-20260724)全球资本市场风险偏好波动剧烈，大类资产走势显著分化。1) 固收与汇率：10Y美债收益率上行至4.69%，美元指数小幅震荡上行，全球固收资产普遍承压。2) 权益方面：全球股市表现极度分化，国内沪深300及恒生指数强势反弹，而越南、印度及美股科技股则表现落后。3) 商品方面：大宗商品全面走强，布伦特原油与欧洲天然气大幅领涨，白银等贵金属及农产品亦录得显著涨幅。

全球大类资产涨跌幅(2026/07/17~2026/07/24)美元计价



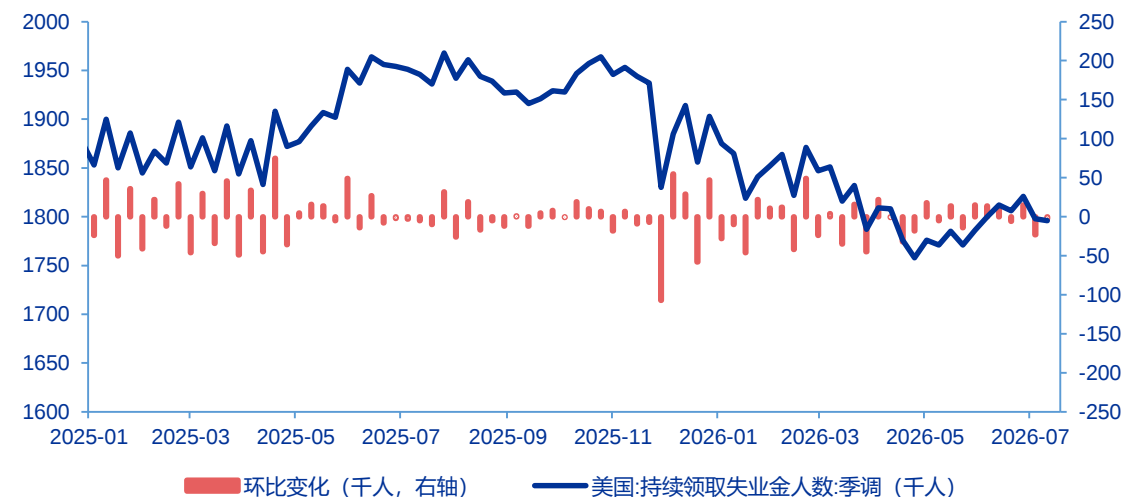
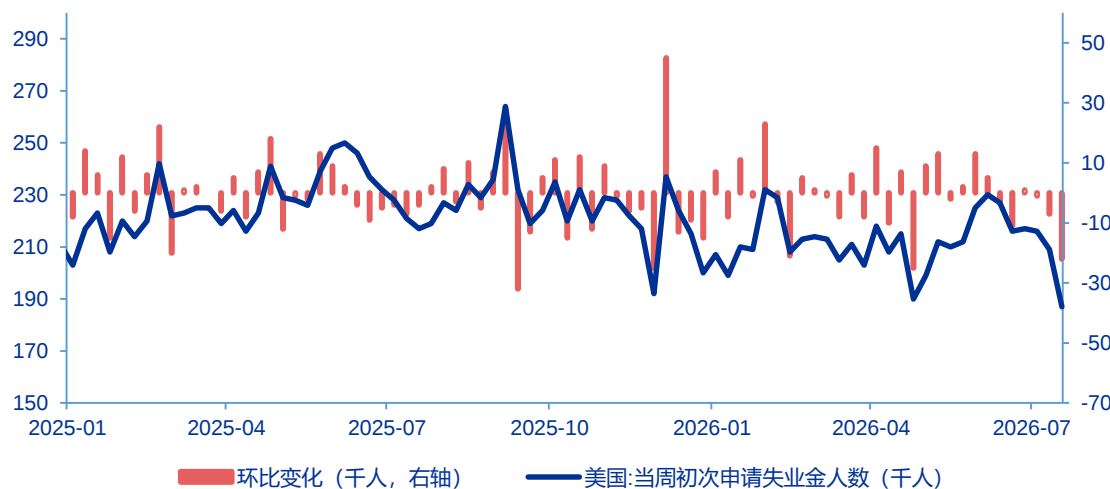
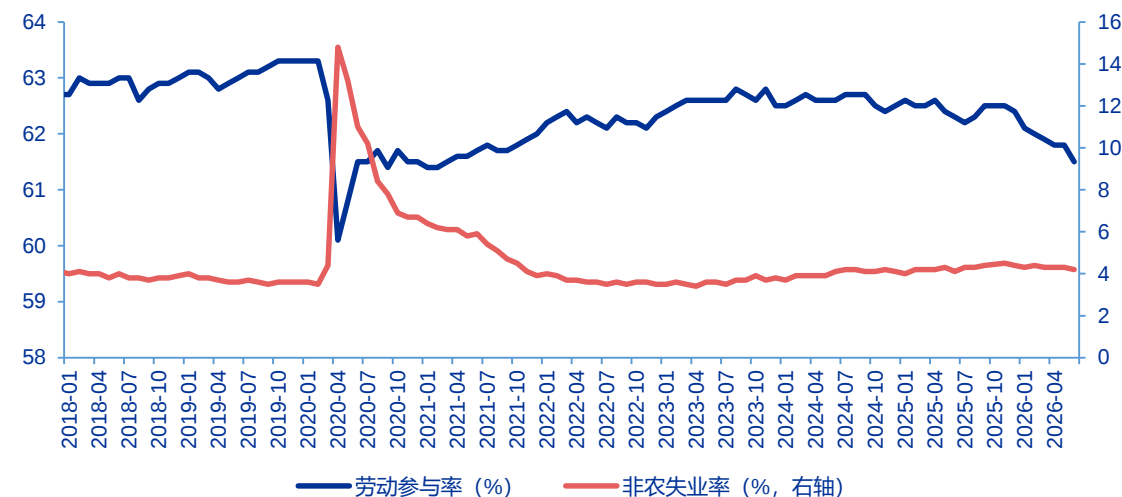
# 近一周，短端利率带动10Y美债利率大幅上行

- 近一周，10Y美债利率大幅上行至4.69%，30Y美债利率上行至5.16%，均上升至年内高位。其中3M美债利率上行11BP，10Y-3M美债期限利差上行3BP，而实际利率上行12BP，通胀预期上行2BP，显示本轮上行主要来源于短端利率与与实际利率上行推动，核心原因是美伊冲突反复下大幅上行的油价与美国经济韧性。



# 短端利率上行归因之一：劳动力市场韧性远超出市场预期

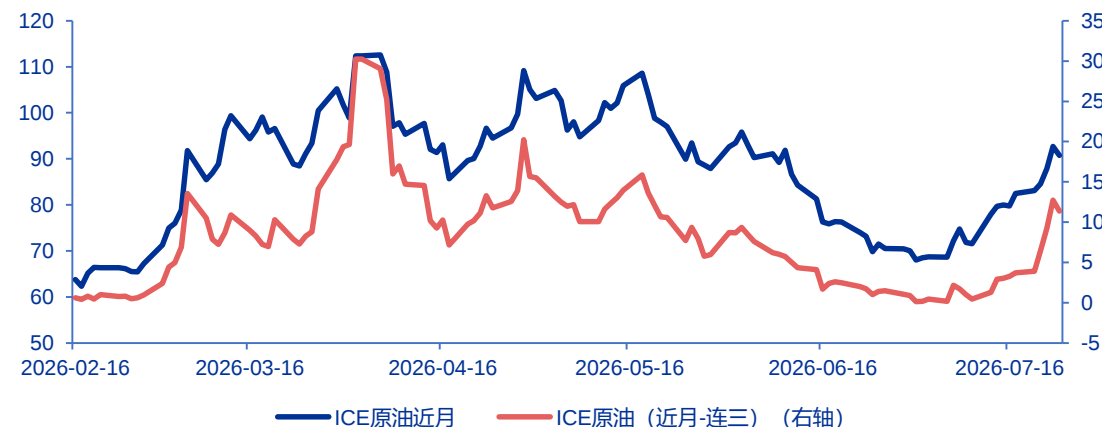
- 美国6月失业率边际下行的背景下，本周美国初次申请失业金人数大幅回落或验证美国劳动力市场韧性远超出市场预期。



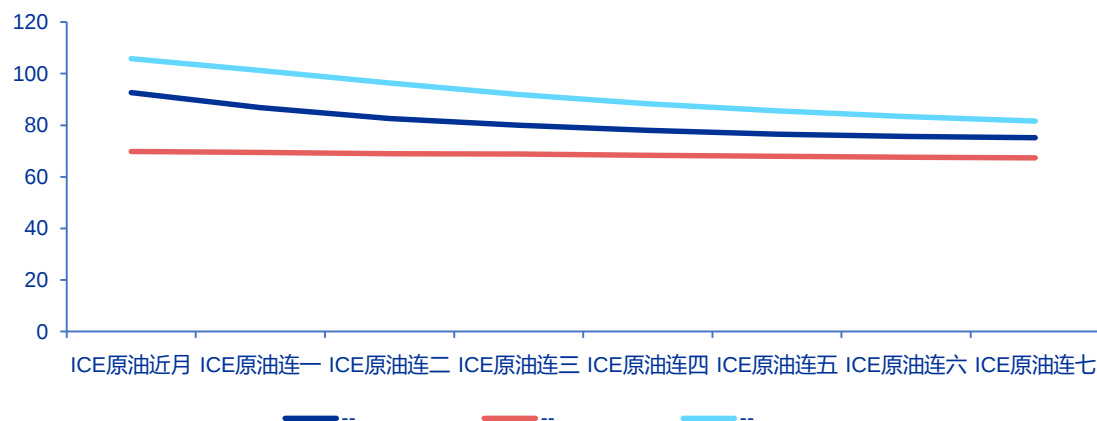
# 短端利率上行归因之二：油价大幅上升也抬升了美联储鹰派概率

- 美伊冲突重启，油价大幅上升，原油期货呈现明显事件扰动的逼仓特征（近端价格大幅上行，期限结构呈现极端的期货贴水结构），也加剧市场对于美联储鹰派的预期。
- 截至2026年7月24日，市场定价美联储年内加息2次。

原油期限结构（美元/桶）



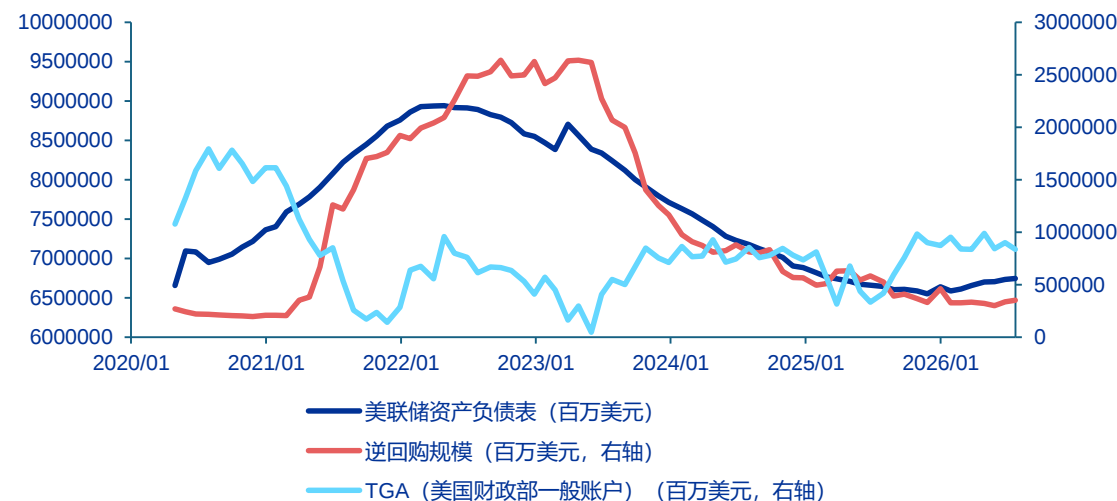
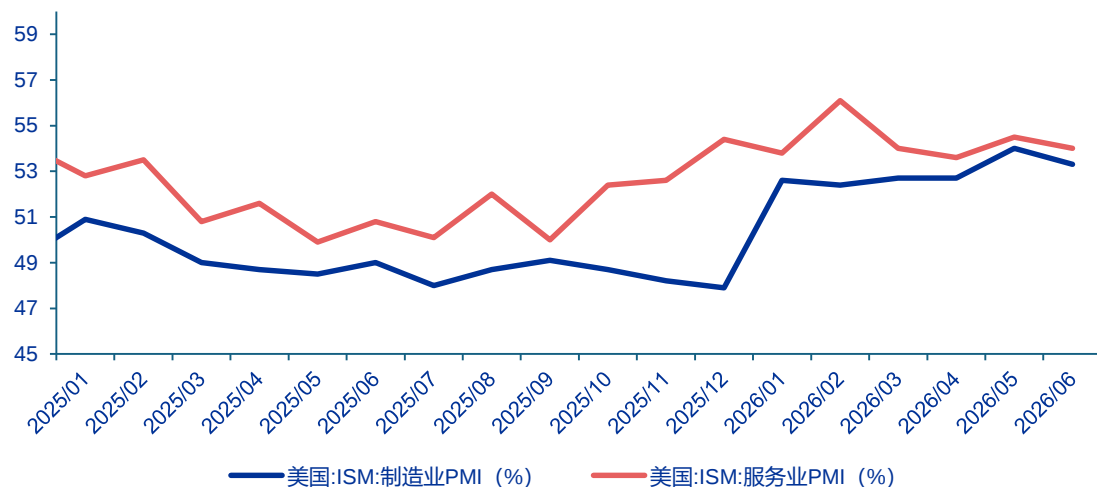
原油期限结构（美元/桶）



| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE                                          | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2026/7/29                                             | 0.0%    | 68.5%   | 31.5%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |         |
| 2026/9/16                                             | 0.0%    | 21.2%   | 57.0%   | 21.8%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2026/10/28                                            | 0.0%    | 14.6%   | 45.9%   | 32.7%   | 6.7%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2026/12/9                                             | 0.0%    | 8.9%    | 33.7%   | 37.9%   | 16.9%   | 2.6%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2027/1/27                                             | 0.0%    | 7.0%    | 28.3%   | 37.0%   | 21.5%   | 5.8%    | 0.6%    | 0.0%    |
| 2027/3/17                                             | 0.0%    | 5.1%    | 22.5%   | 34.6%   | 25.7%   | 10.0%   | 2.0%    | 0.2%    |
| 2027/4/28                                             | 0.0%    | 4.5%    | 20.4%   | 33.2%   | 26.7%   | 11.9%   | 2.9%    | 0.4%    |
| 2027/6/9                                              | 0.0%    | 4.4%    | 20.0%   | 32.9%   | 26.9%   | 12.2%   | 3.1%    | 0.4%    |
| 2027/7/28                                             | 0.1%    | 4.9%    | 20.5%   | 32.7%   | 26.4%   | 11.9%   | 3.1%    | 0.4%    |
| 2027/9/15                                             | 0.8%    | 7.1%    | 22.2%   | 31.8%   | 24.4%   | 10.7%   | 2.7%    | 0.4%    |
| 2027/10/27                                            | 1.3%    | 8.3%    | 22.9%   | 31.2%   | 23.3%   | 10.0%   | 2.5%    | 0.3%    |
| 2027/12/8                                             | 1.3%    | 8.1%    | 22.6%   | 31.0%   | 23.5%   | 10.4%   | 2.7%    | 0.4%    |

# 期限溢价来看，2026年下半年美债期限溢价仍将维持高位

- 期限溢价来看，2026年下半年美债期限溢价仍将维持高位
- 1) AI对劳动力市场替代进程较为缓慢，目前美国经济维持韧性，经济尚没有大幅下行趋势。
- 2) 金融流动性：缩表进程已基本完成阶段性目标，美联储总资产规模基本稳定，而逆回购规模在经历了断崖式下降后，“流动性蓄水池”已基本枯竭，货币市场的冗余流动性已基本消失，但是TGA处于历史高位，反映了财政部的大规模现金积累。预计短期来看，流动性环境相对较紧；中长期则需密切关注财政部的债务发行节奏和现金管理策略。

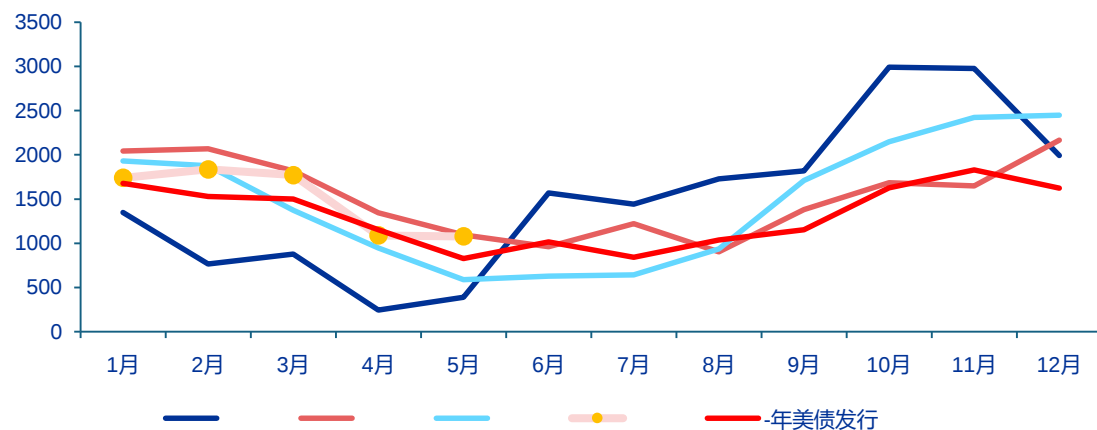


# 期限溢价来看，2026年下半年美债期限溢价仍将维持高位

- **3) 美债供需格局方面**，5月美国财政部二季度发债预案显著超预期（目前的1890亿美元VS2月份预计1090亿美元）主要原因是预计净现金流较低，部分被高于预期的季度初现金余额抵消。**季节性**上来看，下半年美债发行规模将边际上升，或对美债期限溢价带来支撑。

| Sources and Uses Reconciliation Table |                   |                |                      |                   |                 |                        |                             |                       |
|---------------------------------------|-------------------|----------------|----------------------|-------------------|-----------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------|
| Quarter                               | Announcement Date | Financing Need | Financing            |                   |                 | Change in Cash Balance | End-Of-Quarter Cash Balance | Memo SOMA Redemptions |
|                                       |                   | (1)            | Marketable Borrowing | All Other Sources | Total           |                        |                             |                       |
|                                       |                   | (2)            | (3)                  | (4) = (2) + (3)   | (5) = (4) - (1) | (6)                    | (7)                         |                       |
| Jan - Mar 2026                        | February 2, 2026  | 530            | 574                  | (67)              | 507             | (23)                   | 850                         | 0                     |
|                                       | Actual            | 493            | 577                  | (64)              | 513             | 20                     | 893                         | 0                     |
|                                       | Revisions         | (37)           | -3                   | 3                 | 6               | 43                     | 43                          | 0                     |
| Apr - Jun 2026                        | February 2, 2026  | 8              | 109                  | (51)              | 58              | 50                     | 900                         | 0                     |
|                                       | May 4, 2026       | 123            | 189                  | (59)              | 130             | 7                      | 900                         | 0                     |
|                                       | Revisions         | 114            | 79                   | (8)               | 71              | (43)                   | 0                           | 0                     |
| Jul - Sep 2026                        | May 4, 2026       | 557            | 671                  | (64)              | 607             | 50                     | 950                         | 0                     |

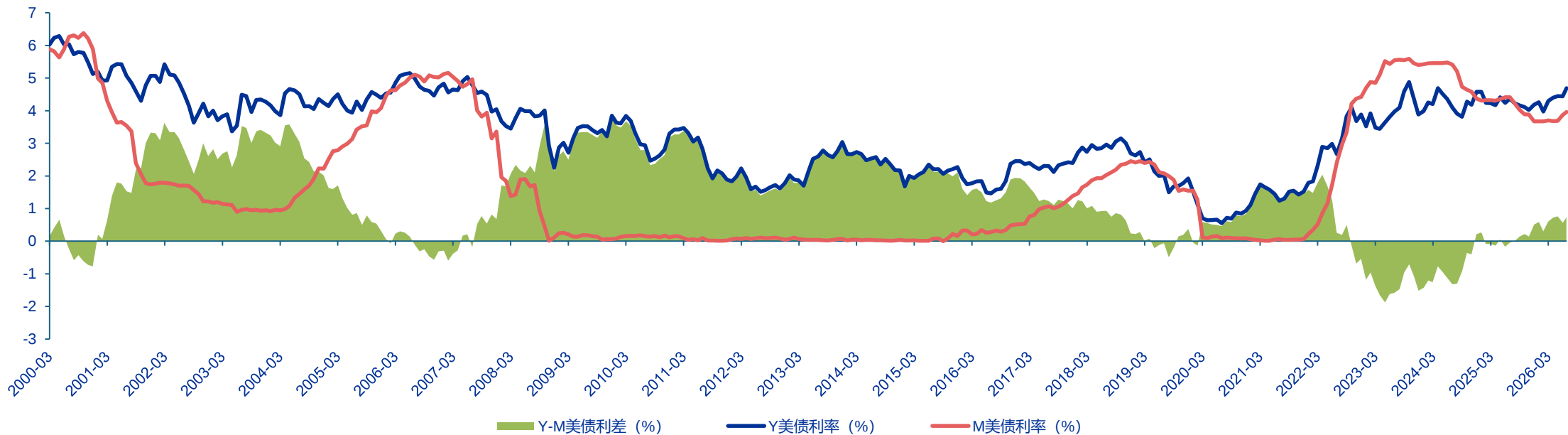
美债发行额（滚动6个月，亿美元）



|        | 2-Year | 3-Year | 5-Year | 7-Year | 10-Year | 20-Year | 30-Year | FRN |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-----|
| Feb-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 42      | 16      | 25      | 28  |
| Mar-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 39      | 13      | 22      | 28  |
| Apr-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 39      | 13      | 22      | 30  |
| May-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 42      | 16      | 25      | 28  |
| Jun-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 39      | 13      | 22      | 28  |
| Jul-26 | 69     | 58     | 70     | 44     | 39      | 13      | 22      | 30  |

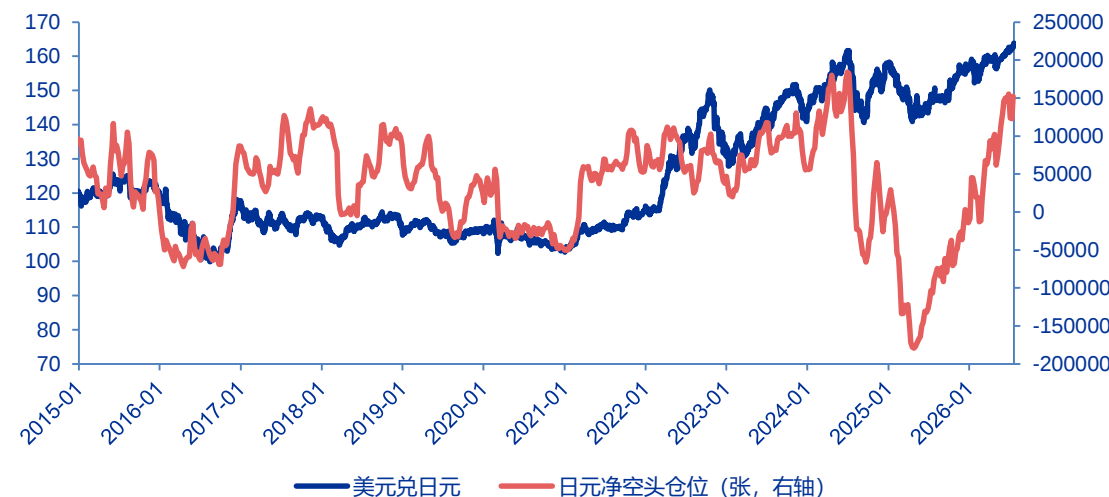
# 展望下半年，10年期美债收益率的核心波动区间或介于4.3%至4.9%之间

- **展望下半年，10年期美债收益率的核心波动区间或介于4.3%至4.9%之间。**通胀预期与油价联动是短期最核心的变量，地缘冲突引发的能源价格飙升直接推高通胀，提高了降息的门槛，削弱了市场对美联储快速降息的预期。短期密切关注美伊局势边际变化对于油价、通胀预期与美债利率的影响。中期来看，美国经济的韧性、美联储资产负债表中期难以进一步扩张的预期以及美债财政赤字维持高位对美债利率仍带来支撑。
- **分情况来看，乐观情景**需看到中东地缘风险缓和带动油价降温，同时劳动力市场走弱证据充分，或者AI产业投资遭遇较大波折，驱动美联储转向降息周期，在此情形下10年期美债收益率或向区间下轨4.2%回落。**悲观情景**则需警惕美伊冲突延续推升油价、AI投资热潮与赤字扩张形成财政风险共振，10年期美债收益率也可能向区间上轨5%等更高水平突破。



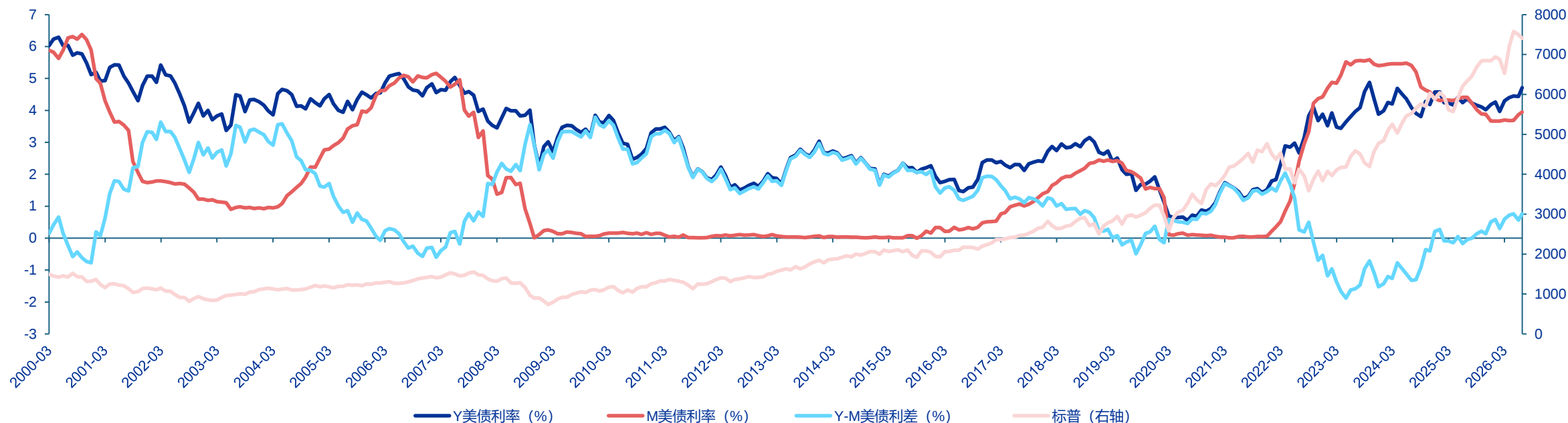
# 警惕日元汇率持续走低后的反弹风险，关注下周美联储、日央行议息会议

- 伴随着美联储加息预期走强的是近期日元汇率的持续走弱，美元兑日元已经上行至接近164的高位，同时10年期美日利差从2025年以来大幅下行。
- 从2025年初以来，日元净空头仓位持续上行，目前再次接近历史新高（历史分位数99%）。
- 警惕日元汇率持续走低后的反弹风险，关注下周美联储、日央行议息会议。



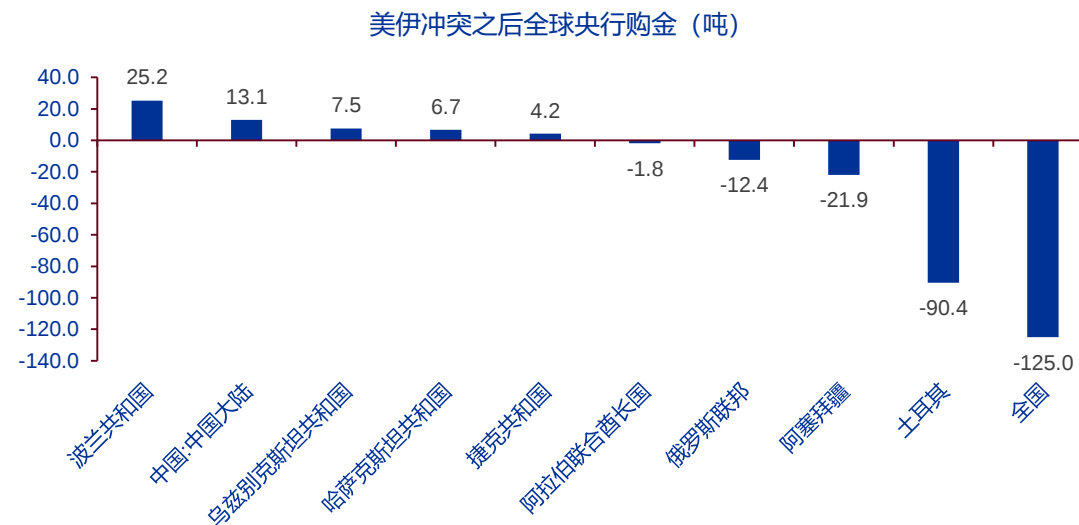
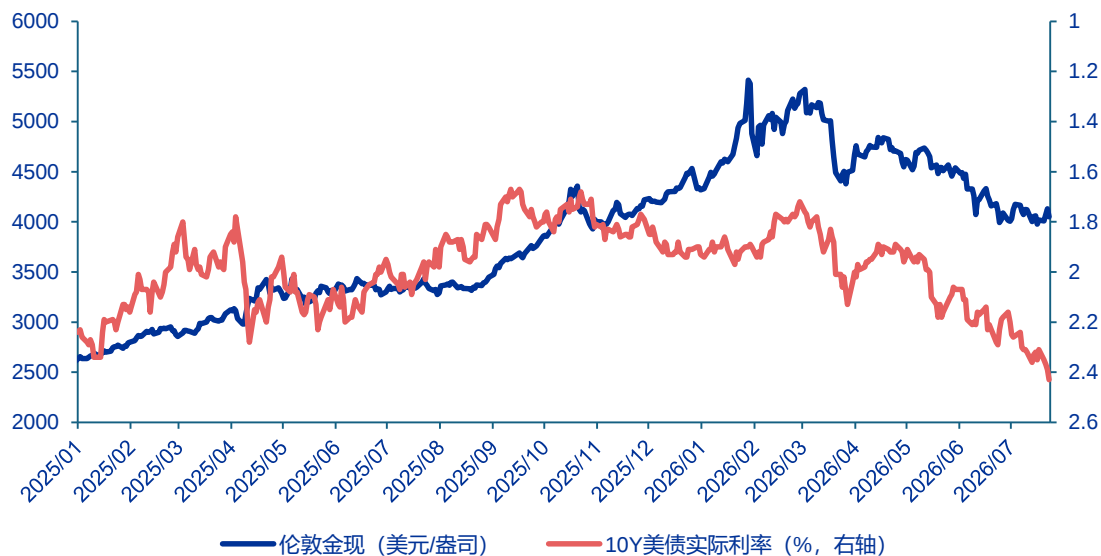
# 美股：继续关注美债短端预期，美债熊平阶段市场下跌压力更大

- 回顾历史，美债长端利率上行阶段股市未必趋势性下跌，原因在于基本面向上预期有助于支撑股市基本面，而短端利率上行则对市场潜在冲击更大。因此，美债熊陡情况下美股未必趋势性转弱，而熊平的利率曲线下股市下跌压力相对更大。比如2018年和2022年均出现了美债利率上行且熊平的阶段，股票市场下行压力增大的阶段，尤其当期限利差接近0附近，市场对于经济衰退的担忧或再度升温。
- 当前美债利率曲线再度收窄，核心在于能源供给冲击下市场对于货币政策收紧预期再度升温，从而给市场带来压力。未来收益率曲线能否重新走阔，核心关注两点：1) 短端预期变化仍锚定于美伊局势以及海峡的开通情况。2) 中期美国实际经济增长能否受AI等产业趋势或财政扩张而驱动趋势性走强。



# 黄金：短期维持弱势，后续关注美伊冲突进展

- **美债实际利率维持高位，挤兑全球流动性，同时央行购金逻辑受到一定挑战：**美伊冲突后，油价大幅上行，而典型的高能源进口依赖国——土耳其被迫出售黄金储备来维持外汇储备，其他国家（印度、俄罗斯等）也是如此。**金价短期维持弱势。**
- **后续关注点是：1) 霍尔木兹海峡是否会解封；2) 美伊冲突是否会进一步升级到曼德海峡封锁。**



## 主要内容

---

1. 每周热点聚焦：美债利率逼近4.7%，大类资产后市如何演绎？
2. **全球资金流向：全球资金流出美股市场，边际流入中国市场**
3. 资产估值指标：韩股估值分位回落至90%，A股ERP处中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下行
5. 全球经济数据：美国领取失业金人数回落，加息预期升至两次
6. 风险提示

# 本周A股蓝筹强劲反弹，小盘仍处调整；全球股指分化加剧，欧股反弹新兴承压

|          |                | 最新收盘价格<br>(2026/07/24) | 期间涨跌幅<br>(2026/07/17~2<br>026/07/24) | 近一月涨跌幅 | 近三月涨跌幅 | 近六月涨跌幅 | 年初以来涨跌幅 | ERP |
|----------|----------------|------------------------|--------------------------------------|--------|--------|--------|---------|-----|
| A股+港股+转债 | 上证指数           | 3814                   | 1.33%                                | -7.2%  | -6.5%  | -7.8%  | 11.9%   | 48% |
|          | 沪深300          | 4649                   | 2.7%                                 | -5.9%  | -2.5%  | -1.1%  | 16.3%   | 49% |
|          | 创业板指           | 3481                   | 1.5%                                 | -18.1% | -5.1%  | 3.9%   | 57.8%   | 84% |
|          | 上证50           | 2956                   | 4.6%                                 | 0.4%   | 0.4%   | -2.5%  | 8.7%    | 47% |
|          | 中证1000         | 6996                   | -2.4%                                | -20.4% | -15.8% | -17.4% | 13.8%   | 83% |
|          | 科创50           | 1787                   | 4.2%                                 | -10.2% | 22.9%  | 15.0%  | 75.1%   | 31% |
|          | 恒生指数           | 24963                  | 1.6%                                 | 6.6%   | -3.9%  | -6.7%  | 24.6%   | 3%  |
|          | 恒生科技           | 4630                   | 0.1%                                 | 3.4%   | -5.6%  | -20.2% | 2.9%    | 24% |
|          | 恒生中国企业指数       | 8271                   | 1.7%                                 | 6.5%   | -5.7%  | -9.7%  | 13.6%   | 13% |
|          | 中证转债           | 495                    | 0.4%                                 | -1.9%  | -3.7%  | -7.4%  | 18.5%   |     |
|          | 北证50           | 1032                   | -4.1%                                | -20.4% | -24.7% | -35.1% | -1.4%   | 43% |
| 全球股指     | 印度SENSEX30     | 76060                  | -2.7%                                | -1.2%  | -0.8%  | -6.7%  | -2.8%   | 16% |
|          | 德国DAX          | 25099                  | 1.1%                                 | 1.4%   | 4.0%   | 0.8%   | 26.1%   | 1%  |
|          | 法国CAC40        | 8372                   | 0.4%                                 | -0.2%  | 2.6%   | 2.8%   | 14.5%   | 0%  |
|          | 西班牙IBEX35      | 19585                  | 1.9%                                 | 1.0%   | 10.7%  | 11.6%  | 69.8%   | 9%  |
|          | 英国富时100        | 10736                  | 1.3%                                 | 2.6%   | 3.4%   | 5.8%   | 32.2%   | 23% |
|          | 标普500          | 7412                   | -0.6%                                | 0.7%   | 3.4%   | 7.2%   | 25.5%   | 1%  |
|          | 欧洲STOXX600(欧元) | 645                    | 0.5%                                 | 1.5%   | 5.5%   | 5.9%   | 27.7%   | 0%  |
|          | 日经225          | 64611                  | 0.7%                                 | -6.6%  | 8.2%   | 20.0%  | 62.0%   | 4%  |
|          | 泰国SET指数        | 1644                   | 0.3%                                 | 6.2%   | 12.9%  | 25.1%  | 17.4%   | 6%  |
|          | 韩国综合股价200      | 1056                   | -2.3%                                | -22.9% | 8.6%   | 45.1%  | 232.1%  | 3%  |
|          | 沪深300          | 4649                   | 2.7%                                 | -5.9%  | -2.5%  | -1.1%  | 16.3%   | 49% |
|          | 巴西IBOVESPA指数   | 174042                 | 0.2%                                 | 2.1%   | -8.8%  | -2.7%  | 44.7%   | 52% |
|          | 胡志明指数          | 1686                   | -5.7%                                | -10.2% | -9.0%  | -9.9%  | 32.6%   | 17% |
|          | 恒生指数           | 24963                  | 1.6%                                 | 6.6%   | -3.9%  | -6.7%  | 24.6%   | 3%  |
|          | 阿根廷MERV        | 3283854                | 2.6%                                 | 5.6%   | 15.6%  | 6.2%   | 29.6%   |     |
|          | 发达市场           |                        | -.%                                  | .%     | .%     | .%     | .%      |     |
|          | 新兴市场           | 1628                   | 0.5%                                 | -5.9%  | 1.1%   | 8.5%   | 51.0%   |     |

# 10Y美债利率大幅上涨至4.69%，美元指数上涨至101.5，油价大涨

|      |                       |         | 期间涨跌幅<br>(2026/07/17~2<br>026/07/24,BP) | 近一月涨跌幅<br>(BP) | 近三月涨跌幅<br>(BP) | 近六月涨跌幅<br>(BP) | 近一年涨跌幅<br>(BP) | 百分位数      |
|------|-----------------------|---------|-----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------|
| 美国债市 | 美国10年国债收益率            | 4.69%   | 14                                      | 28             | 38             | 47             | 11             | 99%       |
|      | 10年美债实际利率             | 2.43%   | 12                                      | 20             | 54             | 53             | 19             | 99%       |
|      | 10年美债通胀预期             | 2.26%   | 2                                       | 8              | -16            | -6             | -8             | 69%       |
|      | 2年美债收益率               | 4.33%   | 15                                      | 22             | 55             | 77             | 8              | 90%       |
|      | 1年美债收益率               | 4.14%   | 13                                      | 15             | 47             | 62             | 53             | 82%       |
|      | 美债期限利差（10年-2年）        | 0.36%   | -1                                      | 6              | -17            | -30            | 3              | 37%       |
|      | 美债期限利差（10年-3个月）       | 0.73%   | 3                                       | 17             | 11             | 18             | 52             | 45%       |
|      | 10年中债收益率              | 1.73%   | -1                                      | -2             | -3             | -10            | 5              | 5%        |
|      | 1年中债收益率               | 1.14%   | -1                                      | -3             | 0              | -16            | 5              | 1%        |
|      | 3个月中债收益率              | 1.10%   | -1                                      | 1              | -1             | -26            | 19             | 3%        |
|      | 期限利差：国开债（10年期-1年期）    | 0.38%   | -1                                      | -2             | -12            | -2             | -15            | 17%       |
|      | 信用利差：5年AAA企业债-5年国开债   | 0.18%   | -1                                      | -2             | 1              | 4              | -23            | 4%        |
|      | 等级利差：5年企业债（AA-AAA）    | 0.24%   | 3                                       | 0              | -5             | -13            | -17            | 3%        |
|      | 息差：1年AAA级同业存单-FR007   | 0.07%   | 4                                       | 15             | 0              | 11             | 69             | 15%       |
|      | R007                  | 1.40%   | -2                                      | -19            | 2              | -16            | -75            | 8%        |
|      | R001                  | 0.95%   | -9                                      | -54            | 9              | -60            | -160           | 9%        |
|      | 中美利差（10年中债利率-10年美债利率） | -2.96%  | -15                                     | -30            | -41            | -57            | -6             | 0%        |
|      | 中美利差（1年中债利率-1年美债利率）   | -3.00%  | -14                                     | -18            | -47            | -78            | -48            | 9%        |
|      |                       |         | 期间涨跌幅<br>(2026/07/17~2<br>026/07/24)    | 近一月涨跌幅         | 近三月涨跌幅         | 近六月涨跌幅         | 年初以来涨跌幅        | 动态风险调整后收益 |
| 大宗商品 | LME铝（美元/吨）            | 3165.0  | 0.0%                                    | 1.4%           | -11.9%         | -0.1%          | 24.1%          | 93%       |
|      | Comex黄金（美元/盎司）        | 4055.7  | 0.81%                                   | 1.2%           | -15.1%         | -20.3%         | 43.8%          | 53%       |
|      | LME铜（美元/吨）            | 13611.5 | 0.62%                                   | 4.0%           | 2.3%           | 3.8%           | 52.8%          | 90%       |
|      | ICE布油（美元/桶）           | 92.8    | 5.17%                                   | 31.9%          | 1.4%           | 71.4%          | 71.6%          | 91%       |
|      | NYMEX天然气（美元/百万英热单位）   | 2.9     | -0.27%                                  | -10.8%         | 3.1%           | -25.7%         | -28.1%         | 18%       |
| 其他   | 美元指数                  | 101.5   | 0.70%                                   | -0.1%          | 3.0%           | 4.1%           | -6.1%          | 36%       |
|      | 美元兑人民币                | 7.3     | 0.00%                                   | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | -0.6%          |           |
|      | 欧元兑美元                 | .       | -.%                                     | .%             | -.%            | -.%            | .%             | %         |
|      | CBOE波动率               | 18.6    | -1.01%                                  | -0.3%          | -0.7%          | 15.5%          | 6.8%           | 19%       |

# 本周A股行业中有色金属、石油石化领涨；港股半导体、商业与专业服务领涨

| A股行业 | 期间涨跌幅<br>(2026/07/20~2<br>026/07/24) | PE所处历史分位<br>数 | 动态风险调整后收<br>益所处分位数 | ERP所处分位数 | A股行业 | 期间涨跌幅<br>(2026/07/20~2<br>026/07/24) | PE所处历史分位<br>数 | 动态风险调整后收<br>益所处分位数 | ERP所处分位数 |
|------|--------------------------------------|---------------|--------------------|----------|------|--------------------------------------|---------------|--------------------|----------|
| 有色金属 | 4.89%                                | 13.5%         | 76.3%              | 88.2%    | 电子   | -0.69%                               | 93.6%         | 88.1%              | 65.3%    |
| 石油石化 | 4.84%                                | 60.0%         | 73.3%              | 63.7%    | 汽车   | -1.05%                               | 58.2%         | 11.2%              | 76.5%    |
| 煤炭   | 3.27%                                | 75.2%         | 69.6%              | 33.6%    | 建筑装饰 | -1.25%                               | 56.7%         | 24.5%              | 58.9%    |
| 电力设备 | 2.71%                                | 24.1%         | 56.9%              | 88.7%    | 机械设备 | -1.96%                               | 75.8%         | 61.5%              | 62.7%    |
| 公用事业 | 2.15%                                | 45.6%         | 55.1%              | 87.1%    | 医药生物 | -2.03%                               | 25.7%         | 13.7%              | 92.4%    |
| 银行   | 2.07%                                | 36.0%         | 14.3%              | 71.8%    | 美容护理 | -2.06%                               | 11.4%         | 1.4%               | 97.3%    |
| 非银金融 | 1.73%                                | 1.5%          | 20.4%              | 98.9%    | 商贸零售 | -2.06%                               | 56.8%         | 8.8%               | 80.2%    |
| 交通运输 | 1.60%                                | 40.5%         | 9.1%               | 84.1%    | 轻工制造 | -2.22%                               | 39.1%         | 19.2%              | 83.4%    |
| 国防军工 | 1.40%                                | 34.6%         | 33.3%              | 99.0%    | 农林牧渔 | -2.25%                               | 47.0%         | 10.4%              | 81.0%    |
| 食品饮料 | 1.33%                                | 11.3%         | 2.3%               | 98.3%    | 社会服务 | -2.58%                               | 21.2%         | 3.2%               | 94.3%    |
| 钢铁   | 1.30%                                | 64.6%         | 33.9%              | 55.7%    | 房地产  | -3.31%                               | 64.8%         | 10.4%              | 52.4%    |
| 环保   | 0.90%                                | 39.3%         | 36.9%              | 89.9%    | 纺织服饰 | -4.20%                               | 23.1%         | 19.1%              | 94.0%    |
| 计算机  | 0.14%                                | 68.7%         | 22.2%              | 96.9%    | 传媒   | -5.37%                               | 21.6%         | 30.1%              | 96.9%    |
| 通信   | -0.05%                               | 89.2%         | 91.7%              | 74.2%    | 建筑材料 | -7.12%                               | 82.3%         | 57.2%              | 41.6%    |
| 基础化工 | -0.28%                               | 57.5%         | 52.1%              | 69.6%    | 综合   | -8.09%                               | 92.7%         | 63.3%              | 60.6%    |
| 家用电器 | -0.52%                               | 31.9%         | 19.8%              | 92.3%    |      |                                      |               |                    |          |

| 港股行业         | 期间涨跌幅<br>(2026/07/20~2<br>026/07/24) | PE所处历史分位<br>数 | 动态风险调整后收<br>益所处分位数 | ERP所处分位数 | 港股行业      | 期间涨跌幅<br>(2026/07/20~2<br>026/07/24) | PE所处历史分位<br>数 | 动态风险调整后收<br>益所处分位数 | ERP所处分位数 |
|--------------|--------------------------------------|---------------|--------------------|----------|-----------|--------------------------------------|---------------|--------------------|----------|
| 半导体与半导体生产设备  | 8.70%                                |               | 91.6%              |          | 家庭与个人用品   | 1.31%                                | 1.7%          | 1.4%               | 34.2%    |
| 商业和专业服务      | 6.39%                                |               | 72.7%              |          | 保险        | 0.00%                                | 0.0%          |                    | 89.9%    |
| 资本货物         | 4.85%                                | 87.7%         | 20.3%              | 2.7%     | 消费者服务     | -0.02%                               | 9.1%          | 10.4%              | 44.4%    |
| 能源           | 4.60%                                | 42.6%         | 77.7%              | 23.9%    | 汽车与汽车零部件  | -0.24%                               | 79.3%         | 3.5%               | 8.6%     |
| 技术硬件与设备      | 4.22%                                | 68.2%         | 23.1%              | 7.8%     | 房地产       | -0.42%                               |               | 36.6%              |          |
| 银行           | 4.13%                                | 77.6%         | 72.4%              | 8.5%     | 食品与主要用品零售 | -0.52%                               | 45.1%         | 26.4%              | 10.1%    |
| 多元金融         | 4.00%                                | 1.6%          | 42.1%              | 86.1%    | 医疗保健设备与服务 | -1.15%                               | 20.3%         |                    | 15.5%    |
| 制药、生物科技与生命科学 | 3.34%                                | 81.6%         | 36.1%              | 1.8%     | 耐用消费品与服装  | -1.36%                               | 29.3%         |                    | 21.8%    |
| 运输           | 3.25%                                | 26.5%         |                    | 42.1%    | 食品、饮料与烟草  | -1.61%                               | 12.0%         | 20.0%              | 46.2%    |
| 材料           | 2.96%                                | 65.8%         |                    | 14.1%    | 媒体        | -2.18%                               | 4.8%          | 9.7%               | 66.2%    |
| 公用事业         | .%                                   | .%            | .%                 | .%       | 零售业       | -.%                                  | .%            | .%                 | .%       |
| 电信服务         | 1.96%                                | 33.6%         | 18.9%              | 8.7%     | 软件与服务     | -3.67%                               | 6.5%          | 13.3%              | 27.4%    |

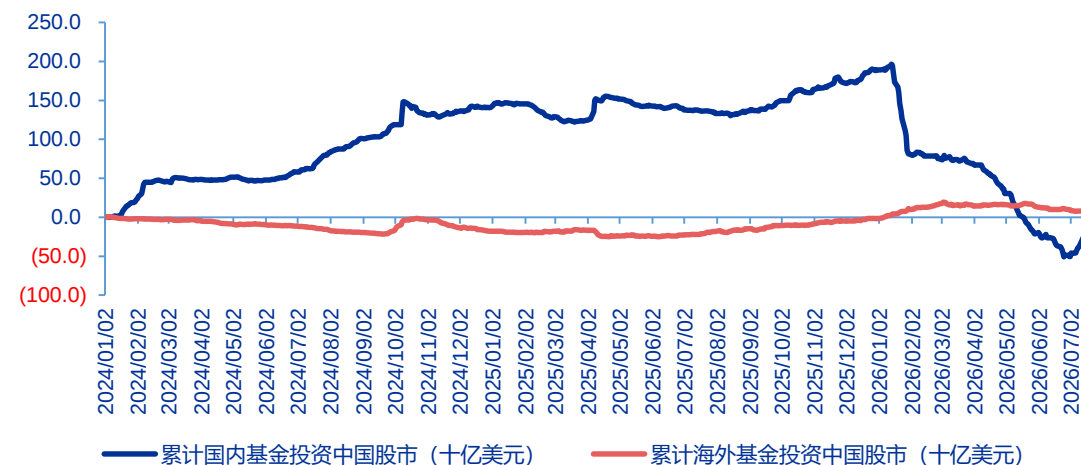
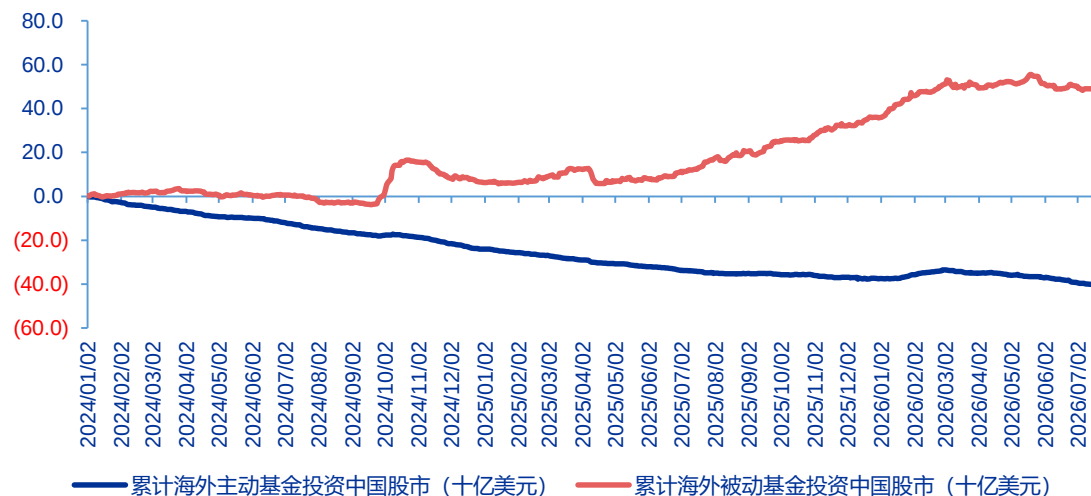
# 全球资金流出货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入110.0亿美元；权益基金方面，中国股市流入217.6亿美元

- 过去一周，全球资金流出货币市场基金，新兴股市与发达股市均获得流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入110.0亿美元；权益基金方面，中国股市流入217.6亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流入明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流入。

| 大类资产类别基金(亿美元)     |        |        |        |         |        |        |        |        |        | 大类资产类别基金     |       |        |         |        |        |         |        |  |  |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--|--|
|                   | 近一周流入  | 近一个月流入 | 年初以来   | 2026Q2  | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |              | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来    | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4  | 2025Q3 |  |  |
| 全球货币市场            | -338.6 | -844.7 | 4235.5 | 1314.4  | 3510.5 | 3907.4 | 3451.4 | 1010.0 | 3260.0 | 全球货币市场       | -0.3% | -0.7%  | 3.0%    | 1.2%   | 2.3%   | 3.7%    | 3.4%   |  |  |
| 发达市场股市            | 8.8    | 692.1  | 7643.4 | 4187.5  | 2824.5 | 2617.2 | 1266.2 | 1073.7 | 2096.8 | 发达市场股市       | 0.0%  | 0.2%   | 2.9%    | 1.6%   | 1.1%   | 1.1%    | 0.6%   |  |  |
| 新兴市场股市            | 296.0  | 544.7  | -634.2 | -1156.7 | -132.8 | 899.3  | 220.2  | 272.0  | -188.6 | 新兴市场股市       | 1.0%  | 1.9%   | -2.2%   | -3.9%  | -0.5%  | 3.6%    | 0.9%   |  |  |
| 全球政府债券            | 61.7   | 285.3  | 1323.2 | 570.8   | 477.7  | 442.9  | 417.5  | 361.6  | 335.8  | 全球政府债券       | 0.3%  | 1.5%   | 7.4%    | 3.2%   | 2.7%   | 2.6%    | 2.5%   |  |  |
| 新兴市场债券            | 8.7    | 64.4   | 343.5  | 311.5   | -0.2   | 351.2  | 278.4  | 192.0  | 6.0    | 新兴市场债券       | 0.1%  | 0.9%   | 4.9%    | 4.4%   | 0.0%   | 5.4%    | 4.7%   |  |  |
| 投资级企业债            | 6.8    | 174.6  | 726.2  | 374.7   | 205.9  | 509.8  | 517.1  | 116.7  | 200.5  | 投资级企业债       | 0.0%  | 1.0%   | 4.3%    | 2.2%   | 1.2%   | 3.2%    | 3.4%   |  |  |
| 高收益债券             | 4.0    | 73.8   | 84.0   | 119.9   | -91.2  | 30.0   | 222.5  | -26.0  | 119.9  | 高收益债券        | 0.1%  | 1.0%   | 1.2%    | 1.7%   | -1.3%  | 0.4%    | 3.3%   |  |  |
| 固收类基金，分国家/地区(亿美元) |        |        |        |         |        |        |        |        |        | 固收类基金，分国家/地区 |       |        |         |        |        |         |        |  |  |
|                   | 近一周流入  | 近一个月流入 | 年初以来   | 2026Q2  | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |              | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来    | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4  | 2025Q3 |  |  |
| 发达欧洲国家            | 14.9   | 157.8  | 703.2  | 316.4   | 228.2  | 341.0  | 436.6  | 303.3  | 269.0  | 发达欧洲国家       | 0.1%  | 0.7%   | 3.2%    | 1.5%   | 1.0%   | 1.6%    | 2.2%   |  |  |
| 美国                | 110.0  | 801.8  | 4043.4 | 1714.5  | 1638.1 | 1509.9 | 1760.1 | 390.1  | 1254.3 | 美国           | 0.2%  | 1.3%   | 6.9%    | 2.9%   | 2.8%   | 2.7%    | 3.3%   |  |  |
| 日本                | 1.0    | 15.1   | 48.1   | 19.5    | 15.8   | 22.0   | 30.7   | 2.2    | -2.9   | 日本           | 0.1%  | 1.6%   | 5.3%    | 2.1%   | 1.8%   | 2.4%    | 3.5%   |  |  |
| 中国                | 2.3    | 59.2   | 109.6  | 212.0   | -129.7 | 229.6  | 135.7  | 183.3  | 15.3   | 中国           | 0.1%  | 3.4%   | 5.9%    | 13.0%  | 8.7%   | 14.8%   | 11.8%  |  |  |
| 新兴市场              | 12.3   | 86.2   | 465.3  | 376.1   | 38.9   | 409.5  | 332.7  | 233.7  | 37.3   | 新兴市场         | 0.1%  | 0.9%   | 5.0%    | 4.1%   | 0.4%   | 4.7%    | 4.2%   |  |  |
| 印度                | 0.5    | 1.1    | 9.7    | 8.6     | 0.6    | 4.2    | 1.8    | -3.1   | -3.6   | 印度           | 0.2%  | 0.4%   | 3.6%    | 3.2%   | 0.2%   | 1.6%    | 0.7%   |  |  |
| 权益类基金，分国家/地区(亿美元) |        |        |        |         |        |        |        |        |        | 权益类基金，分国家/地区 |       |        |         |        |        |         |        |  |  |
|                   | 近一周流入  | 近一个月流入 | 年初以来   | 2026Q2  | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |              | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来    | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4  | 2025Q3 |  |  |
| 发达欧洲国家            | 9.3    | 120.8  | 1072.0 | 223.1   | 763.8  | 381.4  | 331.1  | 446.4  | 356.2  | 发达欧洲国家       | 0.0%  | 0.3%   | 2.4%    | 0.5%   | 1.7%   | 0.9%    | 0.9%   |  |  |
| 美国                | -49.7  | 293.6  | 5127.7 | 3535.9  | 1265.4 | 1869.1 | 679.9  | 449.8  | 1493.4 | 美国           | 0.0%  | 0.1%   | 2.8%    | 1.9%   | 0.7%   | 1.1%    | 0.4%   |  |  |
| 日本                | 22.0   | 118.0  | 501.5  | 43.6    | 357.9  | 104.3  | -26.7  | -1.7   | 120.2  | 日本           | 0.1%  | 0.6%   | 2.9%    | 0.2%   | 2.1%   | 0.7%    | -0.2%  |  |  |
| 中国                | 217.6  | 309.5  | 1804.5 | 1233.8  | 982.4  | 563.2  | 150.9  | 121.8  | -166.4 | 中国           | 1.9%  | 2.7%   | -13.9%  | -10.1% | -7.4%  | 4.3%    | 1.2%   |  |  |
| 新兴市场              | 302.7  | 608.6  | -317.6 | 1001.1  | 19.6   | 969.6  | 274.6  | 330.3  | -145.2 | 新兴市场         | 0.8%  | 1.7%   | -0.9%   | -2.8%  | -0.1%  | 3.2%    | 1.0%   |  |  |
| 印度                | 1.8    | -8.3   | -16.1  | -48.2   | 39.4   | 22.2   | 11.7   | 24.1   | -40.0  | 印度           | 0.1%  | -0.3%  | -1.0%   | -1.8%  | 1.0%   | 0.7%    | 0.4%   |  |  |
| 全球投资中国基金/ETF(亿美元) |        |        |        |         |        |        |        |        |        | 海外投资中国基金类别   |       |        |         |        |        |         |        |  |  |
|                   | 近一周流入  | 近一个月流入 | 年初以来   | 2026Q2  | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |              | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来    | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4  | 2025Q3 |  |  |
| 主动型固收共同基金         | -0.1   | 0.4    | -13.4  | -9.8    | -3.6   | 2.9    | -0.2   | 3.7    | -10.0  | 主动型固收共同基金    | 0.0%  | 0.1%   | -3.3%   | -2.4%  | -0.9%  | 0.7%    | -0.1%  |  |  |
| 被动型固收共同基金         | 0.4    | 1.3    | 5.4    | 0.6     | 0.1    | 0.1    | 0.9    | -0.8   | -0.5   | 被动型固收共同基金    | 0.6%  | 2.0%   | 8.6%    | 6.5%   | 1.0%   | 0.1%    | 1.5%   |  |  |
| 安硕中国ETF           | 0.0    | -0.9   | -8.7   | -2.0    | -5.8   | -0.5   | 5.6    | 0.9    | 0.7    | 安硕中国ETF      | 0.0%  | -1.6%  | -14.4%  | -3.2%  | -9.6%  | -0.8%   | 9.2%   |  |  |
| 富时三倍做空中国ETF       | 0.1    | -0.1   | -1.0   | -0.5    | -0.8   | -1.0   | 0.6    | -0.3   | 2.4    | 富时三倍做空中国ETF  | 12.3% | -14.4% | -105.8% | -45.9% | -77.3% | -102.2% | 60.7%  |  |  |

# 过去一周，外资与内资均持续流入中国股市

- 截止到2026/07/22，外资与内资均持续流入中国股市。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出0.2亿美元，而海外被动基金过去一周流入1.5亿美元。
- 内资和外资方面，外资过去一周流入1.4亿美元，内资流入208.1亿美元。



# 过去一周，美股资金大幅流入金融、能源和医疗保健，而工业品板块出现较大流出，中国股市资金流入科技、医疗保健和金融

| 美国权益基金行业资金流向(亿美元)   | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来  | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |
|---------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 金融                  | 2.4   | 40.1   | 8.4   | -32.2  | -3.0   | -19.0  | 52.4   | -82.7  | 27.2   |
| 能源                  | 2.1   | -33.1  | 92.6  | 6.0    | 109.1  | 3.9    | -23.2  | -40.0  | -38.9  |
| 医疗保健                | 0.4   | 22.5   | -1.3  | -20.2  | 0.2    | 48.2   | -32.2  | -44.5  | -38.3  |
| 通信                  | 0.3   | 3.9    | -22.9 | -4.9   | -20.4  | 8.7    | 8.1    | 14.1   | 4.7    |
| 房地产                 | 0.3   | 13.7   | 14.1  | 18.9   | -6.6   | 13.0   | -2.4   | 2.6    | -22.7  |
| 基建                  | -0.8  | 9.0    | 52.7  | 30.0   | 19.6   | 8.9    | 7.4    | 1.2    | -10.4  |
| 消费                  | -1.4  | -1.7   | -43.3 | -32.7  | -7.0   | -21.8  | -13.5  | -3.0   | 32.9   |
| 公用事业                | -1.7  | 6.2    | 2.8   | -7.1   | 6.1    | 24.2   | 17.5   | 17.7   | 3.4    |
| 材料                  | -1.9  | -6.9   | 42.4  | 23.7   | 23.5   | 7.0    | 0.4    | -4.0   | -2.5   |
| 科技                  | -5.0  | -16.4  | 338.5 | 187.2  | 22.0   | 151.1  | -45.4  | -54.4  | 91.9   |
| 工业品                 | -6.3  | -7.6   | 186.9 | 103.1  | 81.6   | 43.8   | 50.3   | 2.2    | -8.1   |
| 全球中国权益基金行业资金流向(亿美元) | 近一周流入 | 近一个月流入 | 年初以来  | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4 | 2025Q3 | 2025Q2 | 2025Q1 |
| 科技                  | 39.7  | 213.3  | 1.9   | -332.9 | 125.0  | 245.9  | 40.8   | 63.0   | -18.6  |
| 医疗保健                | 7.5   | 17.7   | 68.4  | 15.0   | 34.7   | 40.2   | 21.6   | -24.1  | 3.1    |
| 金融                  | 7.4   | 18.4   | 18.8  | -32.9  | 23.6   | 30.7   | 99.3   | 1.0    | 16.2   |
| 公用事业                | 3.6   | 2.3    | 14.9  | 6.2    | 5.2    | 0.6    | 0.1    | -0.2   | 2.9    |
| 房地产                 | 0.1   | -0.2   | 0.2   | -3.6   | 3.5    | -3.2   | -1.0   | 0.2    | 4.0    |
| 基建                  | 0.0   | 0.0    | -0.3  | 0.0    | -0.3   | -0.4   | 0.2    | -0.3   | -0.1   |
| 材料                  | 0.0   | -11.4  | 53.8  | -45.8  | 105.9  | 21.2   | 53.0   | -1.1   | 4.2    |
| 能源                  | -0.1  | 0.9    | 21.4  | -12.0  | 31.5   | 2.1    | 9.3    | 0.2    | 3.2    |
| 工业品                 | -0.2  | -1.9   | 57.7  | -9.0   | 65.9   | 11.0   | 7.2    | -1.3   | 0.8    |
| 消费                  | -0.6  | -2.0   | -20.1 | -12.1  | -6.1   | 2.3    | 26.7   | -5.9   | 0.8    |
| 通信                  | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -      | -      | -      |

## 主要内容

---

1. 每周热点聚焦：美债利率逼近4.7%，大类资产后市如何演绎？
2. 全球资金流向：全球资金流出美股市场，边际流入中国市场
3. **资产估值指标：韩股估值分位回落至90%，A股ERP处中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下行
5. 全球经济数据：美国领取失业金人数回落，加息预期升至两次
6. 风险提示

## 韩国市场估值分位数回落至90%，上证指数的PE分位数位于历史的82.2%

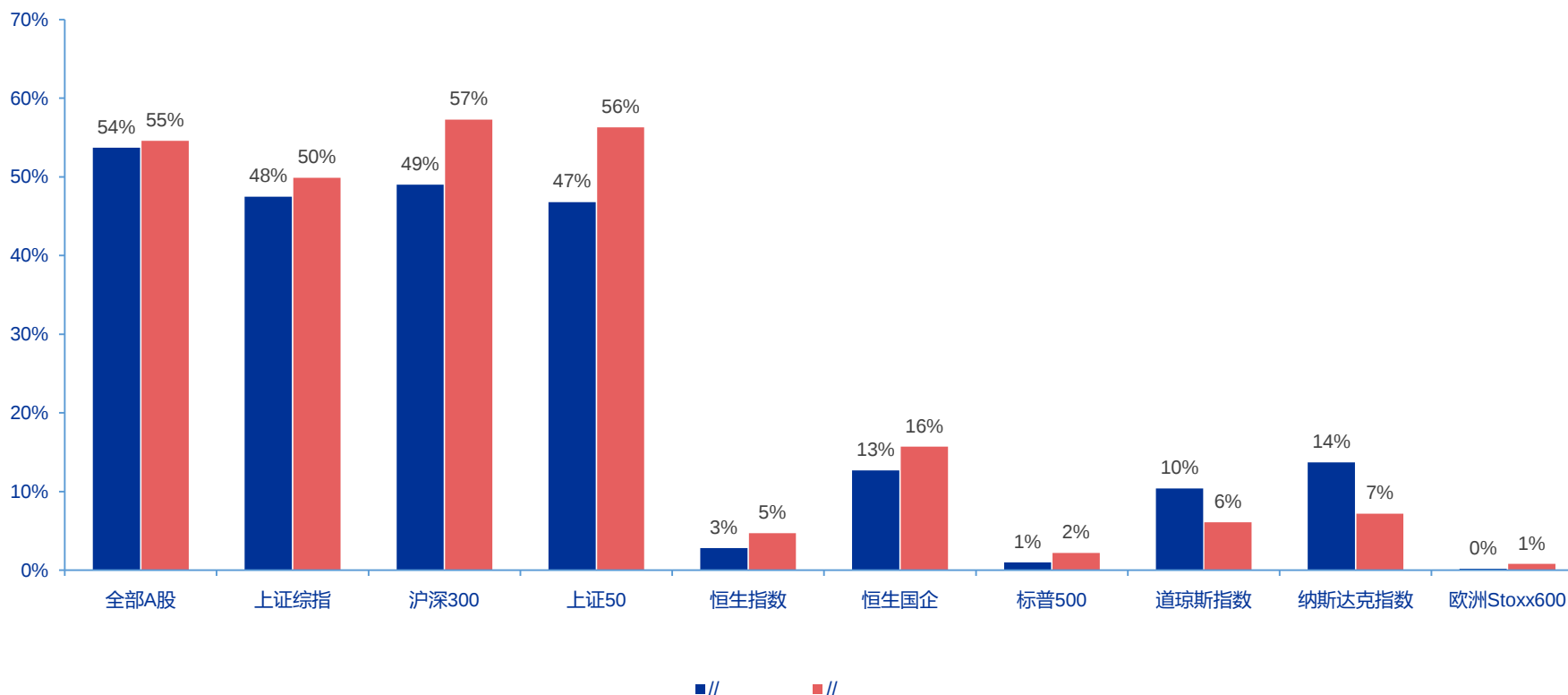
- 截止到2026/7/24，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于法国CAC40、韩国KOSPI200、标普500和沪深300，超过德国DAX和斯托克600，达到过去10年来的82.2%。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

| 市场名称       | PE所处分位数 | 2026-07-24的PE | 2025年4月PE | 2022年4月PE | 2018年12月PE | 市场名称        | ERP所处分位数 | 2026-07-24的ERP | 2025年4月ERP | 2022年4月ERP | 2018年12月ERP |
|------------|---------|---------------|-----------|-----------|------------|-------------|----------|----------------|------------|------------|-------------|
| 法国CAC40    | 92.5%   | 23.8          | 16.6      | 14.7      | 14.4       | 巴西圣保罗交易所指数  | 51.6%    | 4.8%           | 6.0%       | 12.3%      | 3.1%        |
| 韩国KOSPI200 | 89.9%   | 19.9          | 11.4      | 12.3      | 8.5        | 沪深300       | 49.0%    | 5.2%           | 6.6%       | 5.6%       | 6.5%        |
| 标普500      | 84.0%   | 27.3          | 24.2      | 21.4      | 17.7       | 上证指数        | 47.5%    | 4.4%           | 5.6%       | 5.5%       | 5.9%        |
| 沪深300      | 82.3%   | 14.4          | 12.1      | 11.8      | 10.2       | 富时100       | 22.8%    | 1.1%           | 1.8%       | 4.1%       | 6.2%        |
| 上证指数       | 82.2%   | 16.4          | 13.8      | 11.9      | 11.0       | 富时大马吉隆坡综合指数 | 20.7%    | 2.4%           | 1.4%       | 3.4%       | 2.5%        |
| 德国DAX      | 78.7%   | 17.4          | 15.0      | 14.0      | 12.2       | 越南证交所指数     | 17.0%    | 3.3%           | 4.0%       | 3.6%       | 3.6%        |
| 斯托克600     | 77.5%   | 18.7          | 14.5      | 15.1      | 13.7       | 印度Sensex    | 16.1%    | 0.2%           | 0.2%       | 1.1%       | 1.5%        |
| 恒生指数       | 76.6%   | 12.0          | 9.4       | 9.5       | 9.5        | 恒生国企        | 12.7%    | 5.4%           | 6.9%       | 9.0%       | 9.0%        |
| 恒生国企       | 75.2%   | 9.9           | 8.8       | 8.4       | 8.5        | 西班牙IBEX35   | 9.3%     | 1.5%           | 4.6%       | 8.2%       | 6.5%        |
| 西班牙IBEX35  | 70.1%   | 16.2          | 11.0      | 9.0       | 10.8       | 泰国证交所100    | 5.7%     | 1.5%           | 2.2%       | 2.4%       | 4.0%        |
| 日经225      | 68.6%   | 21.8          | 16.5      | 15.2      | 13.8       | 日经225       | 3.8%     | -0.1%          | 1.6%       | 3.7%       | 4.5%        |
| 富时100      | 59.9%   | 17.1          | 15.8      | 14.3      | 11.2       | 恒生指数        | 2.8%     | 3.7%           | 6.2%       | 7.6%       | 7.9%        |
| 越南证交所指数    | 33.0%   | 12.5          | 11.9      | 15.5      | 15.8       | 恒生指数        | 2.8%     | 3.7%           | 6.2%       | 7.6%       | 7.9%        |
| 泰国证交所100   | 30.4%   | 16.2          | 14.9      | 19.0      | 14.8       | 标普500       | 1.0%     | -1.0%          | -0.4%      | 1.8%       | 2.9%        |
| 巴西圣保罗交易所指数 | 28.9%   | 10.5          | 9.6       | 6.6       | 17.3       | 德国DAX       | 0.8%     | 1.1%           | 2.2%       | 4.3%       | 5.4%        |
| 印度Sensex   | 21.1%   | 20.5          | 21.2      | 24.9      | 23.7       | 斯托克600      | 0.2%     | 0.7%           | 2.4%       | 3.7%       | 4.6%        |
| 富时马来西亚     | .%      | .             | .         | .         | .          | 法国CAC       | .%       | -.%            | .%         | .%         | .%          |

# 全部A股的ERP边际较上周下行，处于历史中性水平

- 全部A股的ERP分位数本周录得54%，上周为55%。
- 截止到2026/7/24，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、10%、14%、0.2%。

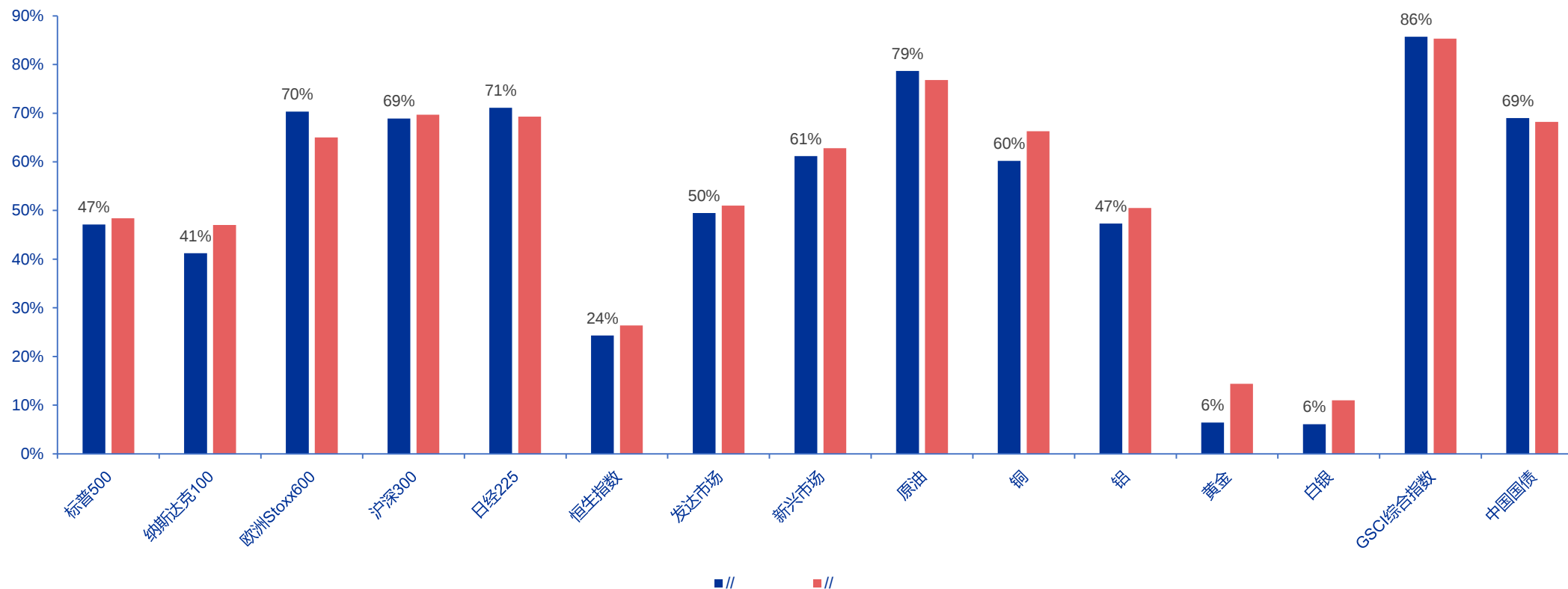
全球股市隐含ERP历史分位数（2006年以来）



## 本周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数下降

- 截止到2026/7/24，标普500的风险调整后收益所处分位数下降至47%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下降至41%。沪深300的风险调整收益分位数下降至69%。

各大类资产动态风险调整后收益所处历史分位数



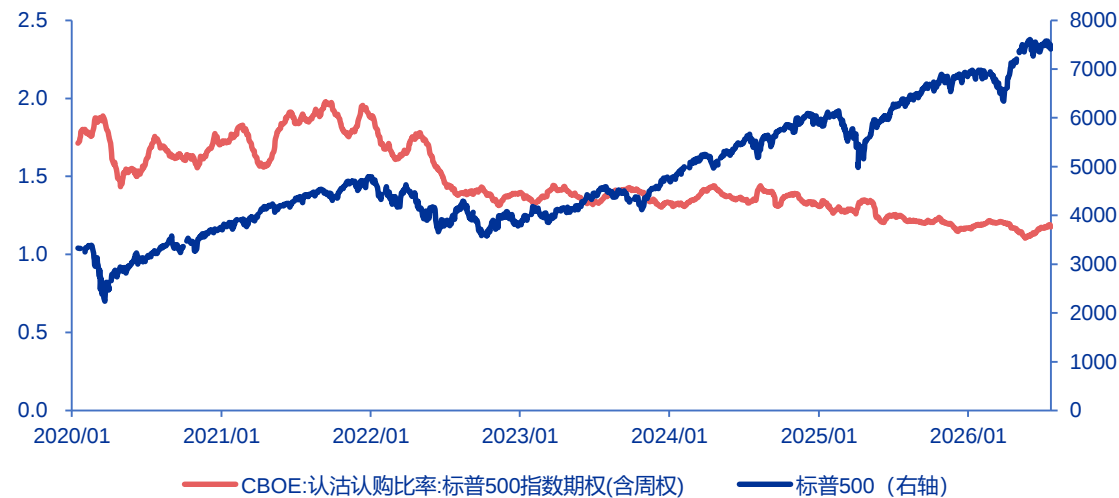
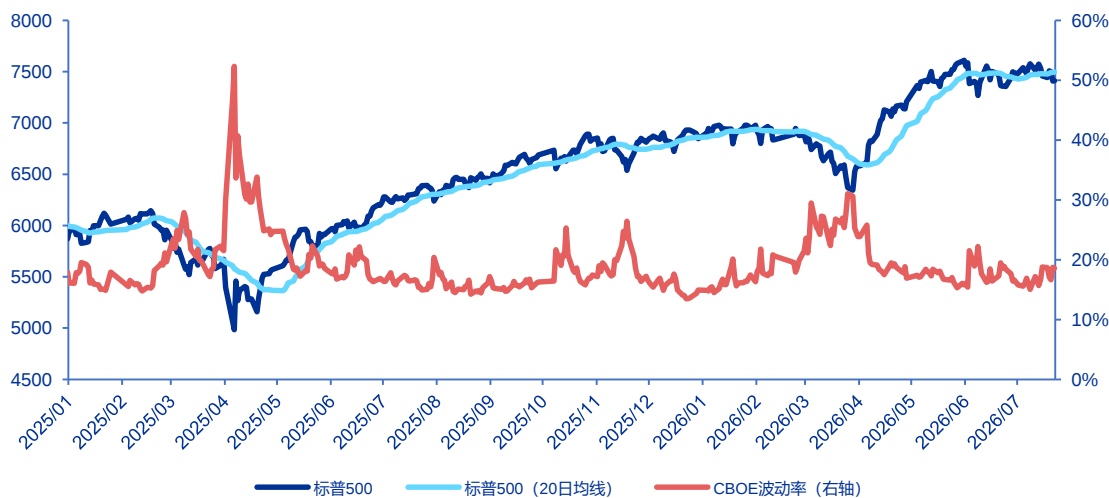
## 主要内容

---

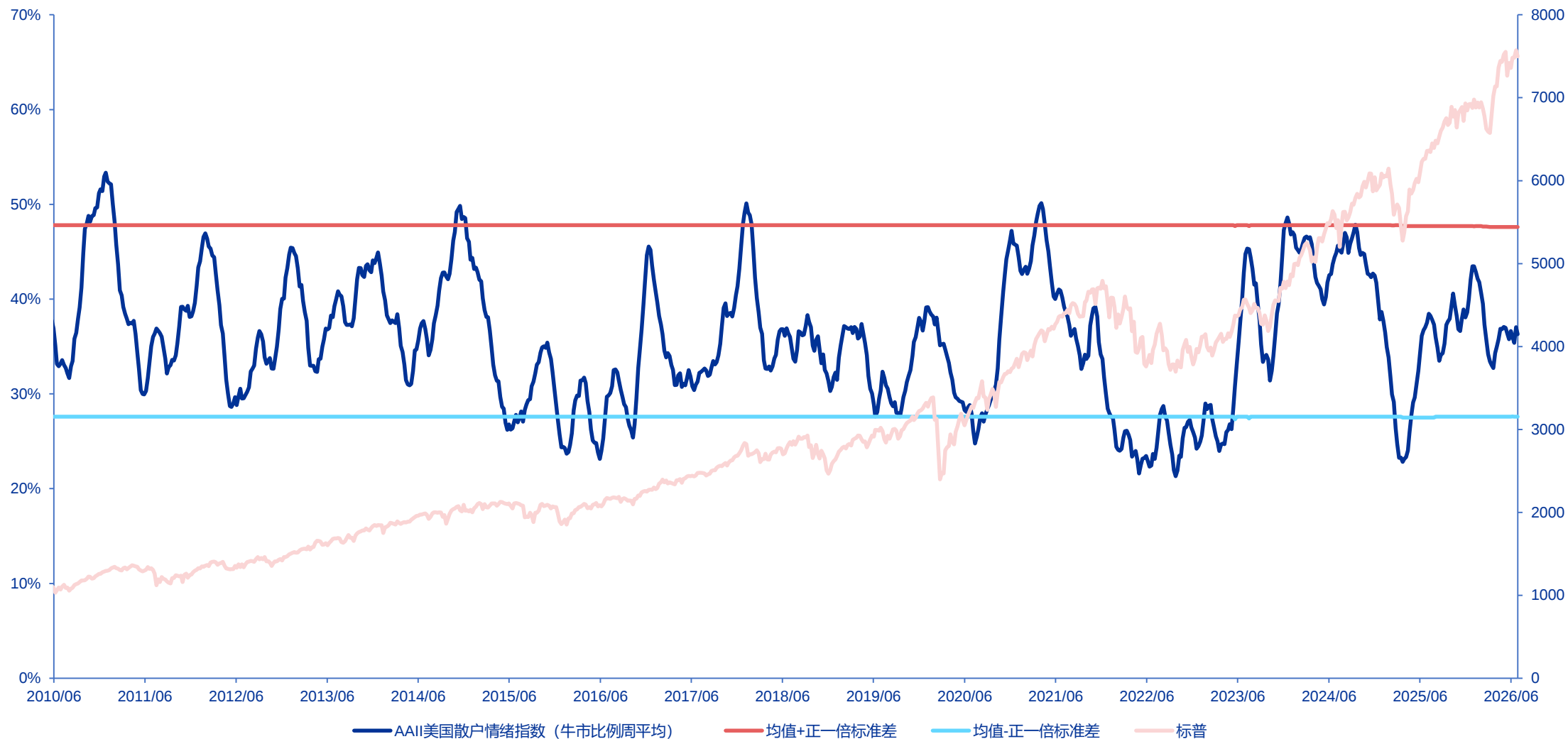
1. 每周热点聚焦：美债利率逼近4.7%，大类资产后市如何演绎？
2. 全球资金流向：全球资金流出美股市场，边际流入中国市场
3. 资产估值指标：韩股估值分位回落至90%，A股ERP处中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下行**
5. 全球经济数据：美国领取失业金人数回落，加息预期升至两次
6. 风险提示

# 美股市场：标普500位于20日均线下方，本周认沽认购比例与上周相比下降

- 美股市场：标普500位于20日均线下方，本周认沽认购比例与上周相比下降。



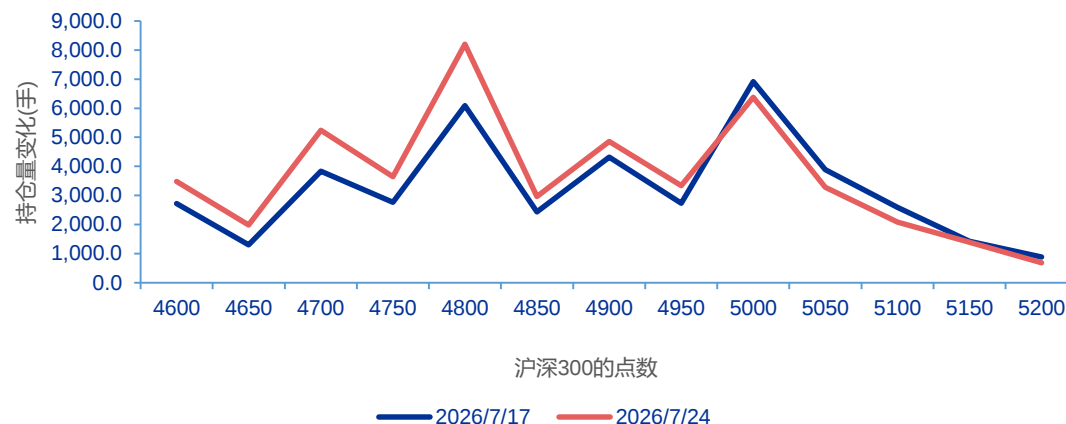
# 美股情绪指标：本周美国散户看涨比例为29.59%，环比上周下行15.32%



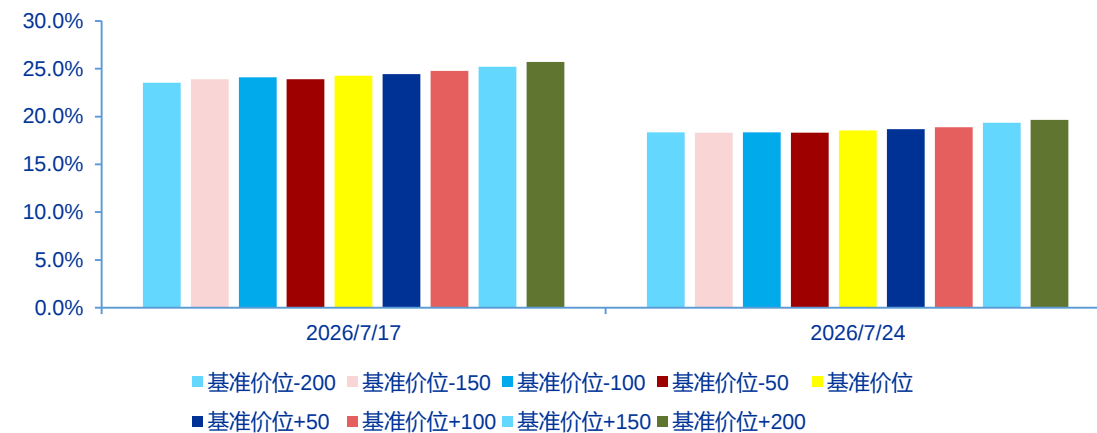
# 中国期权市场：沪深300隐含波动率整体回落，高位看涨期权持仓持续改善

- **期权持仓层面**，截至2026/7/24，沪深300 8月到期看涨期权持仓持续改善，高位持仓情绪进一步修复。
- **隐含波动率层面**，截至2026/7/24，沪深300期权各价位隐含波动率较2026/7/17整体回落，市场短期波动预期有所降温。

沪深300的8月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



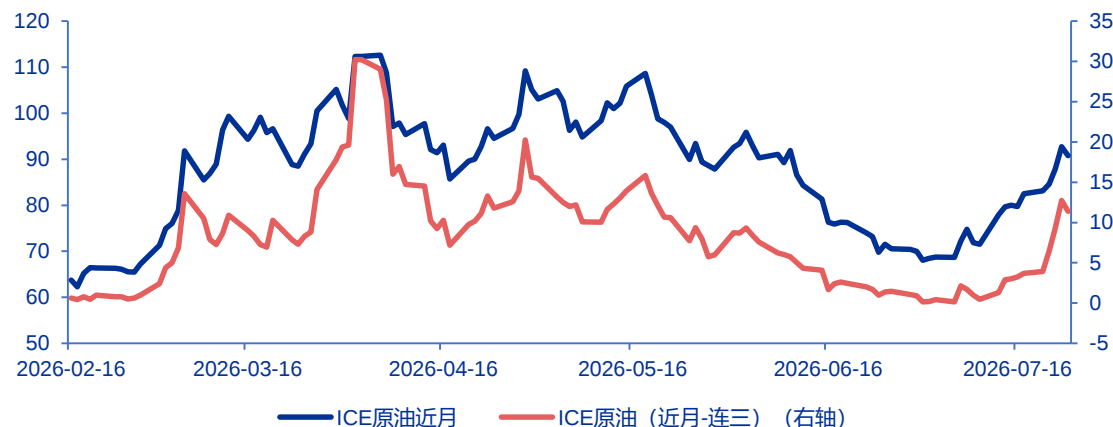
沪深300期权的各价位隐含波动率



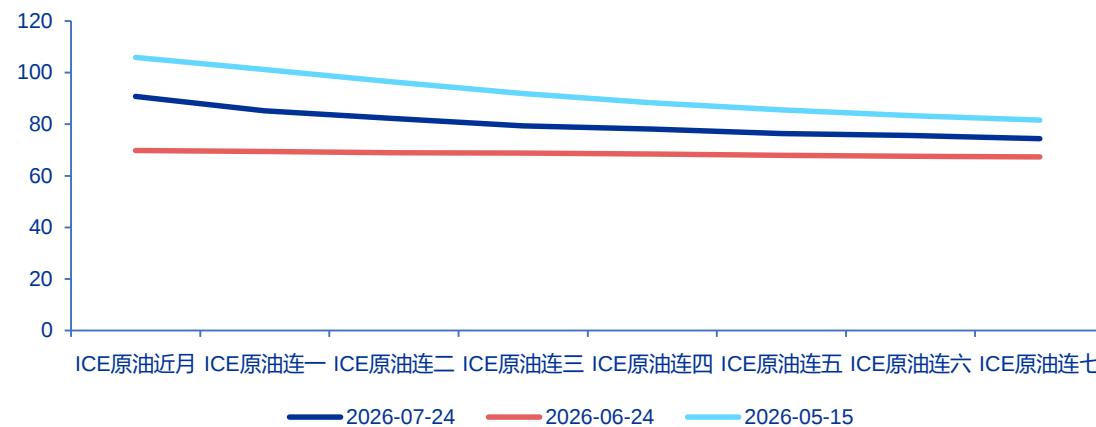
# 期限结构方面：原油与沪铜近月升水极度陡峭，凸显现货偏紧格局

- 本周大宗商品期限结构呈现极致的Backwardation形态。受强烈的现货偏紧预期与短期需求驱动，原油与沪铜的近端溢价不仅维持高位，且远期曲线进一步陡峭化，显示市场交易资金对短期结构性紧缺的担忧达到高位。

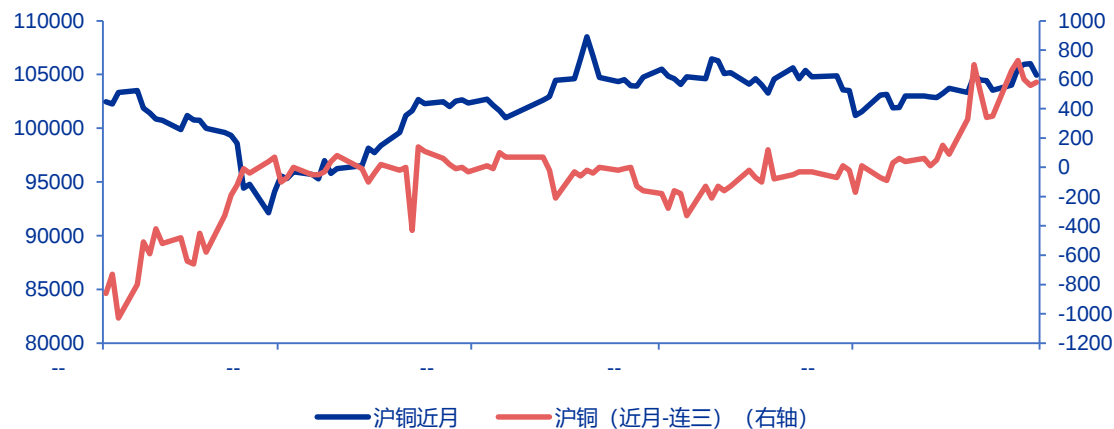
原油期限结构 (美元/桶)



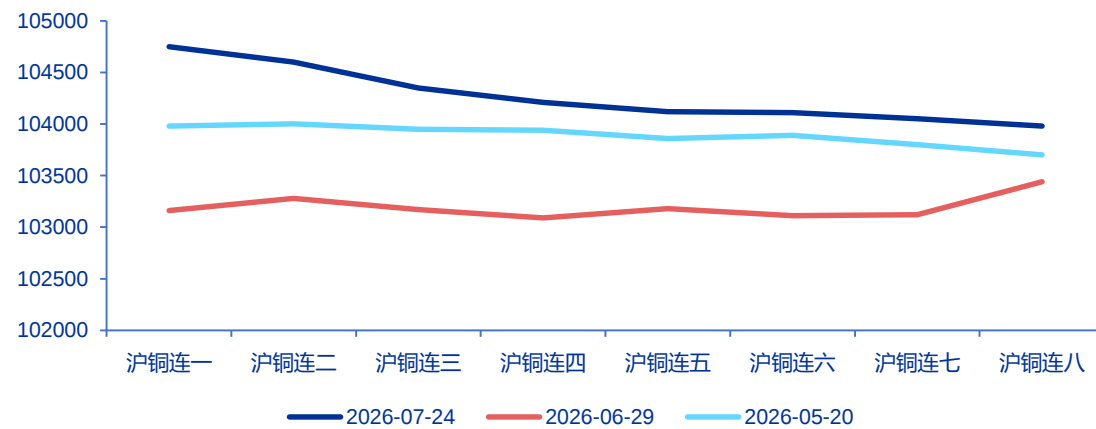
原油期限结构 (美元/桶)



沪铜期限结构 (美元/桶)



沪铜期限结构 (元/吨)



## 主要内容

---

1. 每周热点聚焦：美债利率逼近4.7%，大类资产后市如何演绎？
2. 全球资金流向：全球资金流出美股市场，边际流入中国市场
3. 资产估值指标：韩股估值分位回落至90%，A股ERP处中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下行
5. **全球经济数据：美国领取失业金人数回落，加息预期升至两次**
6. 风险提示

# 美国经济：6月核心通胀边际走低，生产与新订单景气回落

|          |       |                | 2026-06-30 | 2026-05-31 | 2026-04-30 | 2026-03-31 | 2026-02-28 | 线性图 |
|----------|-------|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----|
| 经济指标     | 经济景气度 | 实际GDP折年同比/%    |            |            |            | 2.7        |            |     |
|          |       | 实际GDP折年季调环比/%  |            |            |            | 2.1        |            |     |
|          |       | 制造业PMI/%       | 53.3       | 54.0       | 52.7       | 52.7       | 52.4       |     |
|          |       | 非制造业PMI/%      | 54.0       | 54.5       | 53.6       | 54.0       | 56.1       |     |
|          |       | 密歇根消费者信心指数     | 49.5       | 44.8       | 49.8       | 53.3       | 56.6       |     |
|          | 通胀    | CPI同比/%        | 3.5        | 4.2        | 3.8        | 3.3        | 2.4        |     |
|          |       | 核心CPI同比/%      | 2.6        | 2.9        | 2.8        | 2.6        | 2.5        |     |
|          |       | PCE同比/%        |            | 4.1        | 3.8        | 3.5        | 2.9        |     |
|          |       | 核心PCE同比/%      |            | 3.4        | 3.3        | 3.3        | 3.0        |     |
|          |       | PPI同比/%        | 5.5        | 6.0        | 5.7        | 4.3        | 3.4        |     |
|          |       | 核心PPI同比/%      | 4.7        | 4.6        | 4.9        | 3.9        | 3.8        |     |
|          |       | 1年通胀预期/%       | 4.6        | 4.8        | 4.7        | 3.8        | 3.4        |     |
| 5年通胀预期/% | 3.2   | 3.9            | 3.5        | 3.2        | 3.3        |            |            |     |
| 供给       | 生产    | 制造业工业生产指数同比/%  | 1.2        | 1.5        | 1.3        | 0.5        | 0.8        |     |
|          |       | 工业产能利用率/%      | 76.1       | 76.1       | 76.1       | 75.5       | 75.8       |     |
|          |       | PMI——工业产出指数/%  | 52.2       | 54.3       | 53.4       | 55.1       | 53.5       |     |
|          | 劳动力市场 | 新增非农就业人数/千人    | 57.0       | 129.0      | 148.0      | 214.0      | -156.0     |     |
|          |       | 失业率/%          | 4.2        | 4.3        | 4.3        | 4.3        | 4.4        |     |
|          |       | 平均时薪环比/%       | 0.35       | 0.27       | 0.16       | 0.21       | 0.32       |     |
|          | 库存    | 美国:库存总额:季调环比/% |            | 0.3        |            | 1.0        | 0.4        |     |
| 需求       | 消费    | 个人实际可支配收入同比/%  |            |            |            | 0.0        | 0.8        |     |
|          |       | 个人实际消费支出同比/%   | 1.2        | 1.5        | 1.3        | 0.5        | 0.8        |     |
|          |       | 零售和食品服务销售额同比/% | 6.7        | 7.3        | 5.1        | 4.2        | 4.2        |     |
|          |       | PMI——新订单指数/%   | 56.0       | 56.8       | 54.1       | 53.5       | 55.8       |     |
|          | 地产    | 新房销售同比/%       | -5.6       | -0.6       | -7.8       |            | -1.7       |     |
|          |       | 成屋销售同比/%       | 2.8        | 3.7        | 0.5        | -0.2       | -0.5       |     |
|          |       | 新房开工同比/%       | 3.5        | -7.0       | 1.0        | 13.1       | -9.7       |     |
|          |       | 成屋开工同比/%       | -1.8       | -0.4       | -1.5       | -8.6       | 6.5        |     |
| 信贷与杠杆    |       | M同比/%          |            |            |            |            |            |     |
|          |       | M1同比/%         |            | 5.9        | 4.9        | 4.7        | 4.7        |     |

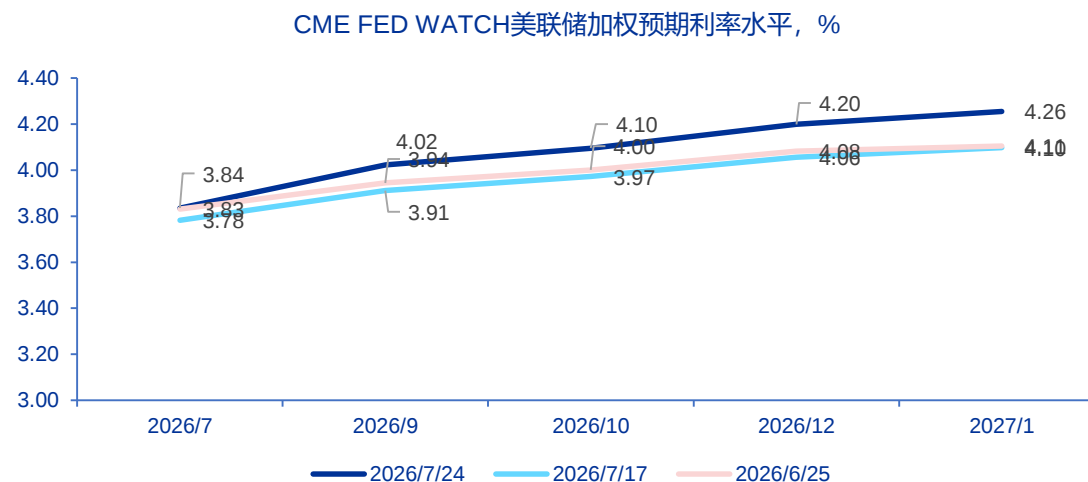
# 中国经济：二季度GDP回落至4.3%，工业生产维持韧性，内需延续弱势

|            |                   | 2026-06-30 | 2026-05-31 | 2026-04-30 | 2026-03-31 | 2026-02-28 | 线性图                                                                                   |
|------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济和通胀景气度指标 | 实际GDP当季同比/%       | 4.3        |            |            | 5          |            |    |
|            | GDP季调环比/%         | 0.9        |            |            | 1.3        |            |    |
|            | 工业增加值增速/%         | 5.3        | 4.5        | 4.1        | 5.7        | 6.3        |    |
|            | 制造业PMI/%          | 50.3       | 50         | 50.3       | 50.4       | 49         |    |
|            | 服务业PMI/%          | 50.4       | 50.3       | 49.6       | 50.2       | 49.7       |    |
|            | CPI同比/%           | 1          | 1.2        | 1.2        | 1          | 1.3        |    |
|            | 核心CPI同比/%         | 1          | 1.1        | 1.2        | 1.1        | 1.8        |    |
|            | PPI同比/%           | 4.1        | 3.9        | 2.8        | 0.5        | -0.9       |    |
| 消费         | 社会消费品零售总额增速（%，当期） | 1          | -0.6       | 0.2        | 1.7        | 2.8        |    |
|            | PMI——新订单指数/%      | 51.2       | 49.9       | 50.6       | 51.6       | 48.6       |    |
|            | 房地产销售面积增速/%       | -11.6      | -10.8      | -10.2      | -10.4      | -13.5      |    |
|            | 房地产新开工面积增速/%      | -23.4      | -22.6      | -22        | -20.3      | -23.1      |    |
| 投资         | 固定资产投资增速/%        | -5.7       | -4.1       | -1.6       | 1.7        | 1.8        |    |
|            | 制造业投资增速/%         | -1.2       | -0.4       | 1.2        | 4.1        | 3.1        |    |
|            | 基建投资增速/%          | -2.4       | 0.8        | 4.9        | 9.2        | 9.8        |    |
|            | 房地产投资增速/%         | -18        | -15.9      | -13.4      | -10.6      | -10.7      |    |
|            | 服务业投资/%           | -8.4       | -6.8       | -4.2       | -1         | -0.4       |    |
| 出口         | 出口同比/%            | 27.0       | 19.3       | 14.0       | 2.5        | 39.6       |   |
|            | 进口同比/%            | 36.0       | 27.4       | 25.2       | 28.3       | 14.3       |  |
| 信贷与杠杆      | M2/%              | 8          | 8.6        | 8.6        | 8.5        | 9          |  |
|            | M1/%              | 4          | 5.5        | 5          | 5.1        | 5.9        |  |
|            | 社会融资存量同比/%        | 7.4        | 7.7        | 7.8        | 7.9        | 8.2        |  |
|            | 新增人民币贷款/亿元        | 16100      | 5200       | -100       | 29900      | 9000       |  |
|            | 新增中长期人民币贷款/亿元     | 7184       | -771       | -7508      | 16453      | 7085       |  |
| 利润         | 工业企业利润同比/%        |            |            |            |            |            |  |

# 美联储加息预期：目前市场预期美联储年内加息2次

## ■ 目前市场预期美联储年内加息2次

|              | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325                                               | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 65.8%   | 34.2%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |         |
| 2026/9/16    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 17.8%   | 57.3%   | 25.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2026/10/28   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 12.3%   | 45.0%   | 35.0%   | 7.7%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2026/12/9    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 7.2%    | 31.5%   | 39.1%   | 19.0%   | 3.2%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2027/1/27    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 5.7%    | 26.5%   | 37.5%   | 23.2%   | 6.5%    | 0.7%    | 0.0%    |
| 2027/3/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 4.2%    | 20.8%   | 34.5%   | 27.1%   | 11.0%   | 2.2%    | 0.2%    |
| 2027/4/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 3.6%    | 18.7%   | 32.8%   | 28.0%   | 13.1%   | 3.4%    | 0.4%    |
| 2027/6/9     | 0.0%                                                  | 0.0%    | 3.5%    | 18.3%   | 32.5%   | 28.1%   | 13.4%   | 3.6%    | 0.5%    |
| 2027/7/28    | 0.0%                                                  | 0.1%    | 3.9%    | 18.7%   | 32.4%   | 27.8%   | 13.2%   | 3.5%    | 0.5%    |
| 2027/9/15    | 0.0%                                                  | 0.6%    | 5.8%    | 20.4%   | 31.8%   | 25.9%   | 11.9%   | 3.1%    | 0.4%    |
| 2027/10/27   | 0.1%                                                  | 1.0%    | 7.1%    | 21.5%   | 31.2%   | 24.6%   | 11.1%   | 2.9%    | 0.4%    |
| 2027/12/8    | 0.2%                                                  | 1.7%    | 8.7%    | 22.5%   | 30.5%   | 23.2%   | 10.2%   | 2.6%    | 0.4%    |



# 下周重要经济指标：美联储议息决议与美国PCE，中国7月官方PMI

| 日期        | 时间    | 国家/地区 | 指标名称                            |
|-----------|-------|-------|---------------------------------|
| 2026/7/27 | 9:30  | 中国    | 6月工业企业利润:累计同比(%)                |
| 2026/7/30 | 2:00  | 美国    | 联邦基金目标利率(%)                     |
|           | 20:30 | 美国    | 7月18日续请失业金人数:季调(人)              |
|           | 20:30 | 美国    | 7月25日初请失业金人数:季调(人)              |
|           | 20:30 | 美国    | 第二季度实际GDP:季调:环比折年率(初值)(%)       |
|           | 20:30 | 美国    | 6月个人消费支出:季调(十亿美元)               |
|           | 20:30 | 美国    | 6月核心PCE物价指数:环比(%)               |
|           | 20:30 | 美国    | 6月PCE物价指数:同比(%)                 |
|           | 20:30 | 美国    | 6月PCE物价指数:环比(%)                 |
|           | 20:30 | 美国    | 6月核心PCE物价指数:同比(%)               |
|           | 20:30 | 美国    | 6月个人支出:季调:折年数(十亿美元)             |
|           | 20:30 | 美国    | 6月个人收入:季调:折年数(十亿美元)             |
|           | 20:30 | 美国    | 6月实际个人消费支出:季调(十亿美元)             |
|           | 23:30 | 美国    | 7月25日周度经济指数                     |
| 2026/7/31 | 9:30  | 中国    | 7月官方非制造业PMI:商务活动(%)             |
|           | 9:30  | 中国    | 7月官方制造业PMI(%)                   |
|           | 9:30  | 中国    | 7月官方综合PMI:产出指数(%)               |
|           | 17:00 | 中国    | 6月服务贸易差额:当月值(亿美元)               |
|           | 21:45 | 美国    | 7月芝加哥PMI                        |
|           | 22:00 | 美国    | 7月密歇根大学消费者现况指数(终值)(1966年2季=100) |
|           | 22:00 | 美国    | 7月密歇根大学5年期通胀率预期(终值)(%)          |

## 风险提示

- **1、资产价格短期波动或无法代表长期趋势**，选取解读的资产价格具有幸存者和样本偏差，且资产价格短期波动对于长期基本面趋势的指示意义不全面；
- **2、欧美经济深度衰退或超预期**，欧美经济超预期衰退导致资本市场出现恐慌，市场波动增大后导致资产价格波动难以解读；
- **3、特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变**，特朗普的后续政策方向出现重大转变。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                      |
|--------|-----|---------------|----------------------|
| 华东团队   | 茅炯  | 021-33388488  | maojiong@swyhsc.com  |
| 华北团队   | 肖霞  | 15724767486   | xiaoxia@swyhsc.com   |
| 华南团队   | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swyhsc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123   | panyeming@swyhsc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817   | zhuxiaoyi@swyhsc.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                         |
|------------------|-------------------------|
| 买入（Buy）          | ：相对强于市场表现20%以上；         |
| 增持（Outperform）   | ：相对强于市场表现5%～20%；        |
| 中性（Neutral）      | ：相对市场表现在 - 5%～+ 5%之间波动； |
| 减持（Underperform） | ：相对弱于市场表现5%以下。          |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 看好（Overweight）  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性（Neutral）     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡（Underweight） | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧  
jinqj@swsresearch.com

王胜  
wangsheng@swsresearch.com

冯晓宇  
fengxy2@swsresearch.com

林遵东  
linzd@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号