下载日志已记录，仅供内部参考

关税扰动有限，A 股风险可控

20260727 多资产配置周报

报告发布日期 2026 年 07 月 27 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
海外延续扰动，配置维持均衡：20260720 多资产配置周报 2026-07-20

相关报告
美伊释放缓和预期，风险溢价短期回落：20260615 多资产配置周报 2026-06-17

研究结论

- 近一周（2026 年 7 月 20 日—7 月 26 日，下同），原油反弹，权益走势分化，商品/贵金属小幅反弹；中债/美债震荡。
- **预期层面：关税扰动有限，通胀风险缓和。美韩共振下跌，A 股相对平稳。**美国新一轮关税对国内出口的实质影响相对有限，中东短期冲突烈度有所回落，叠加美国 6 月 CPI 低于预期，海外通胀上行风险缓和。区别于美韩主要指数出于自身的流动性和交易结构压力共振下跌， A 股调整更多来自热门方向微观交易结构压力而非系统性风险，整体相对平稳。7 月以来我们周报/月报提示配置暂且均衡，当前维持观点不变：K 型扰动下权益延续均衡配置，短期关注宽基指数的修复机会；能化 ETF 可少量配置作为阶段对冲工具。
  - ✓ 美国关税扰动对国内经济影响有限。近一周美国依据“强迫劳动”301 调查结果，对包括中国、日本、韩国、欧盟成员国等 60 个国家和地区实施新一轮关税，税率介于 10%至 12.5%之间。但此次加税更接近 122 临时关税到期后的替代安排，而非新一轮针对中国的关税战。若考虑豁免情形，中国商品加权平均关税税率上行约 5.8 个百分点，整体影响仍处可控区间，后续即便“产能过剩”相关 301 调查落地，预计总税率也难以突破此前中美经贸磋商安排的约束，中美经贸摩擦边际降温的大趋势尚未被破坏。对国内资产而言，关税扰动不宜简单理解为出口主线被证伪，下半年对美出口仍可能是国内增长和权益市场的重要线索，但中欧经贸摩擦升温风险需要重视，近年来中国对欧盟贸易顺差扩大，后续若摩擦升级，可能反过来催化国内新一轮内需政策出台，短期尚不宜过早交易传统内需趋势性修复。
  - ✓ 中东冲突升级有限，通胀上行风险缓和。美伊双方在中期选举前主动升级为大规模战争的意愿有限，短期冲突烈度或已见顶。但海峡通航恢复仍需时间，油价仍有阶段性支撑，但油价冲击向核心通胀持续扩散的风险已明显下降。美国 6 月 CPI 大幅低于预期，名义 CPI 同比由 4.2%降至 3.5%，环比为 2020 年 4 月以来首次负增，剔除能源后名义通胀已回落至约 2.5%，说明油价冲击向核心通胀扩散的风险明显下降。能化 ETF 仍可作为阶段对冲配置，但加息预期进一步上修的基础已经削弱，后续关键在于 7 月 FOMC 政策信号。
  - ✓ 美韩共振下跌，A 股相对平稳。近一周美韩等海外指数因为自身流动性和交易结构压力共振下跌，但 A 股相对平稳。美国方面，美债 10 年期利率创年内新高，不仅来自地缘扰动，也更多反映期限溢价上行和债务前景担忧；韩国市场急跌更多来自散户承接外资卖盘后的杠杆和拥挤交易集中释放。相比之下，A 股调整更多来自热门方向微观交易结构恶化，而非国内经济现实或预期的系统性走弱。国内经济对 AI 资本开支依赖程度低于美国，互联网巨头资本开支强度也明显低于美国，因此美国式债务和融资压力在国内并不突出。随着前期热门方向风险释放，A 股不宜悲观，可关注宽基指数的修复机会。
- **交易层面：A 股风险可控。**从资产的收益因子看，中债短期趋势较强，中债短期趋势较强，黄金/商品出现短期趋势，A 股/美股/美债短期震荡。从资产的情绪看，黄金中期不确定性上行，A 股/美股/中债/美债/商品中期不确定性平稳。

风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、多资产周表现：原油反弹，风险资产走势分化 4

二、预期层面：关税扰动有限，通胀风险缓和 5

（一）美国关税扰动对国内经济影响有限 5
（二）中东冲突升级有限，通胀上行风险缓和 5
（三）美韩共振下跌，A 股相对平稳 6

三、交易层面：A 股风险可控 7

（一）风险资产短期震荡 7
（二）A 股风险可控 8

风险提示 9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美国对华关税理论有效税率变化.....5
图 2：近年来中欧贸易顺差显著扩大.....5
图 3： CPI 同比增速主要由能源和核心服务分项拉动（%）.....6
图 4： 6 月 CPI 环比负增（%）.....6
图 5：A 股短期震荡.....7
图 6：美股短期震荡.....7
图 7：黄金出现短期趋势.....7
图 8：商品出现短期趋势.....7
图 9：中债短期趋势较强.....7
图 10：美债短期震荡.....7
图 11：商品中期不确定性平稳.....8
图 12：黄金中期不确定性上行.....8
图 13：中债中期不确定性平稳.....8
图 14：A 股中期不确定性平稳.....8
图 15：美股中期不确定性平稳.....9
图 16：美债中期不确定性平稳.....9

表 1：全球大类资产表现周跟踪.....4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、多资产周表现：原油反弹，风险资产走势分化

近一周（2026 年 7 月 20 日—7 月 26 日，下同），原油反弹，权益走势分化，商品/贵金属小幅反弹；中债/美债震荡。

表 1：全球大类资产表现周跟踪

大类资产		资产标的	涨跌幅		周涨跌幅所处历史分位点		
			过去 1 周	年初至今	过去 1 年	过去 3 年	过去 5 年
权益	A 股	上证综指	1.33%	-3.90%	71.15%	76.62%	76.08%
		沪深 300	2.65%	0.42%	88.46%	91.56%	92.16%
		中证 A500	2.26%	1.08%	84.62%	87.66%	88.24%
		中证 500	0.25%	0.90%	44.23%	52.60%	55.29%
		中证 1000	-2.40%	-7.89%	23.08%	22.73%	21.18%
		国证 2000	-2.93%	-9.60%	15.38%	17.53%	15.69%
		中证 2000	-4.07%	-14.00%	13.46%	11.04%	10.59%
		北证 50	-4.15%	-28.37%	17.31%	14.94%	12.44%
		创业板	1.52%	8.67%	57.69%	62.99%	67.84%
		科创 50	4.19%	32.96%	69.23%	83.12%	86.67%
	港股	恒生指数	1.63%	-2.60%	75.00%	70.13%	70.98%
		恒生科技	0.14%	-16.07%	55.77%	52.60%	55.69%
	发达市场	标普 500	-0.61%	8.28%	28.85%	29.22%	33.33%
		纳斯达克 100	-1.62%	11.40%	25.00%	22.73%	26.67%
		英国富时 100	1.28%	8.10%	73.08%	77.27%	75.69%
		欧元区斯托克 50	0.75%	8.77%	61.54%	60.39%	60.78%
		德国 DAX30	1.08%	2.49%	76.92%	65.58%	66.27%
		法国 CAC40	0.40%	2.73%	51.92%	55.84%	53.73%
		意大利富时 MIB	-0.15%	15.26%	38.46%	37.66%	37.25%
		西班牙 IBEX35	1.92%	13.16%	73.08%	75.32%	76.86%
		日经 225	0.73%	28.35%	57.69%	57.79%	60.00%
债券	利率债	1-3 年国债	0.02%	1.05%	32.69%	33.12%	31.37%
		5-7 年国债	-0.03%	1.10%	34.62%	35.06%	29.02%
		10 年以上国债	0.75%	2.61%	94.23%	83.12%	87.84%
	信用债	1-3 年高等级信用债	0.03%	1.55%	38.46%	38.31%	34.51%
		5-7 年高等级信用债	0.08%	3.08%	51.92%	46.10%	42.75%
	可转债	中证转债指数	0.39%	0.59%	51.92%	59.09%	58.82%
	境外债	2Y 美债期货	-0.27%	-1.67%	9.62%	11.04%	15.69%
		10Y 美债期货	-0.86%	-3.27%	5.77%	11.69%	17.25%
商品	贵金属	Comex 黄金	0.92%	-8.35%	53.85%	55.84%	60.78%
		境内 Au9999	1.47%	-9.36%	61.54%	70.13%	74.90%
	有色	上期所有色金属指数	1.35%	5.71%	75.00%	75.32%	72.55%
		伦敦铜	0.64%	8.92%	55.77%	57.79%	58.82%
		上期所铝	0.04%	-0.44%	50.00%	47.40%	46.67%
	原油	布伦特原油	10.60%	84.77%	92.31%	96.75%	96.86%
外汇	人民币	美元兑人民币汇率	-0.04%	-3.07%	61.54%	47.40%	43.53%
	美元	美元指数	0.70%	3.25%	82.69%	81.17%	80.39%
	欧元	欧元兑美元汇率	-0.56%	-3.18%	23.08%	26.62%	28.24%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

	日元	美元兑日元汇率	0.89%	4.58%	82.69%	76.62%	72.94%
宏观	新兴市场指数		0.46%	15.93%	48.08%	53.90%	57.25%
	美国花旗经济意外指数		数值：57.1		93.39%	92.73%	92.82%
	全球经济意外指数		数值：40.1		100.00%	100.0%	97.44%

数据来源：Wind，东方证券研究

二、预期层面：关税扰动有限，通胀风险缓和

近一周可能在预期层面影响资产价格走势的宏观事件如下：

（一）美国关税扰动对国内经济影响有限

美国新一轮关税对国内出口的实质影响相对有限。近一周美国依据“强迫劳动”301 调查结果，对包括中国、日本、韩国、欧盟成员国等 60 个国家和地区实施新一轮关税，税率介于 10%至 12.5%之间。但此次加税更接近 122 临时关税到期后的替代安排，而非新一轮针对中国的关税战；若考虑豁免情形，中国商品加权平均关税税率上行约 5.8 个百分点，整体影响仍处可控区间。后续即便“产能过剩”相关 301 调查落地，预计总税率也难以突破此前中美经贸磋商安排的约束，因此中美经贸摩擦边际降温的大趋势尚未被破坏。

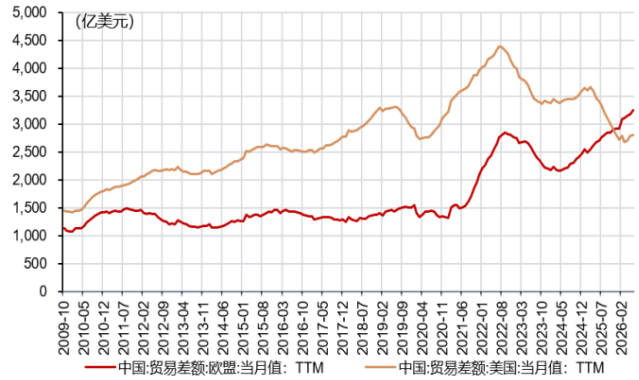
对国内资产而言，关税扰动不宜简单理解为出口主线被证伪。下半年对美出口仍可能是国内增长和权益市场的重要线索，但中欧经贸摩擦升温风险需要重视，近年来中国对欧盟贸易顺差扩大，后续若摩擦升级，可能反过来催化国内新一轮内需政策出台。7 月政治局会议可能在促进经济再平衡、扩大内需方面释放更多部署，但从政策部署到形成实物工作量存在时滞，内需真正改善可能要到三季度末至四季度初。短期仍以政策预期和风险偏好修复为主，尚不宜过早交易传统内需趋势性修复。

图 1：美国对华关税理论有效税率变化



数据来源： Wind，东方证券研究

图 2：近年来中欧贸易顺差显著扩大



数据来源： Wind，东方证券研究

（二）中东冲突升级有限，通胀上行风险缓和

短期能源通胀风险仍在，但上侧风险有限。美伊双方在中期选举前主动升级为大规模战争的意愿有限，短期冲突烈度已见顶；但海峡通航恢复仍需时间，叠加全球原油库存低位，只要供给扰动

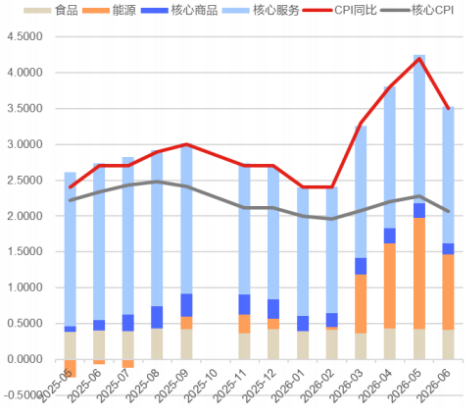
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

持续，油价仍有阶段性支撑。后续若高油价持续抑制全球经济增长，也可能触发衰退交易，使油价从高位回落。

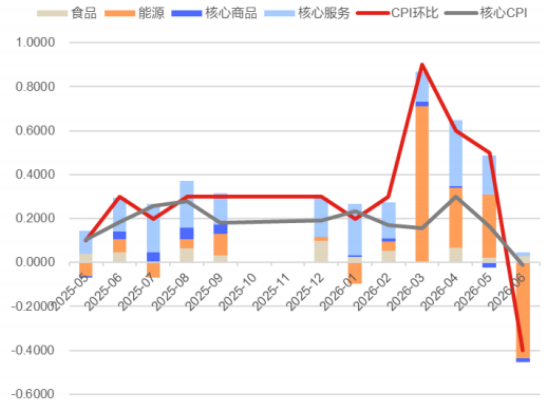
油价冲击向核心通胀持续扩散的风险已明显下降，预计核心通胀低位震荡。美国 6 月 CPI 大幅低于预期，名义 CPI 同比由 4.2%降至 3.5%，环比为 2020 年 4 月以来首次负增；核心 CPI 同比由 2.9%降至 2.6%，核心商品和核心服务均显示疲弱。虽然能源分项仍对名义通胀形成支撑，但剔除能源后，名义通胀已回落至约 2.5%，说明油价冲击向核心通胀扩散的风险明显下降。资产上，能化 ETF 仍可作为阶段性扰动对冲，黄金和有色波动可能放大，但加息预期进一步上修的基础已经削弱，后续关键在于 7 月 FOMC 政策信号。

图 3： CPI 同比增速主要由能源和核心服务分项拉动（%）



数据来源：Wind，东方证券研究

图 4： 6 月 CPI 环比负增（%）



数据来源：Wind，东方证券研究

（三）美韩共振下跌，A 股相对平稳

近一周美韩主要指数共振下跌，但 A 股相对平稳，背后反映的是海外资产自身的流动性和交易结构压力。美国方面，美债 10 年期利率创年内新高，不仅来自地缘扰动，也更多反映期限溢价上行和债务前景担忧；同时，美国互联网大厂自由现金流转负、AI 资本开支仍依赖外源融资，信用利差走阔，使市场对美国经济过度依赖 AI 资本开支的问题更加敏感。韩国方面，市场急跌更多来自散户承接外资卖盘后的杠杆和拥挤交易集中释放，短期第一轮被动去杠杆或已发生，但中期高杠杆、高拥挤度和美元流动性收紧约束仍可能带来高波动。

相比之下，A 股调整更多来自热门方向微观交易结构恶化，而非国内经济现实或预期的系统性走弱。国内经济对 AI 资本开支依赖程度低于美国，互联网巨头资本开支强度也明显低于美国，因此美国式债务和融资压力在国内并不突出。随着前期热门方向风险释放，A 股不宜悲观，后续反弹节奏可先宽基后行业；行业层面可关注 AI 上游原料、业绩确定性较强的成长方向、券商，以及能源、农业等周期供给侧涨价预期方向。中债仍可保留组合对冲功能。

（四）小结

关税扰动有限，通胀风险缓和。美韩共振下跌，A 股相对平稳。美国新一轮关税对国内出口的实质影响相对有限，中东短期冲突烈度有所回落，叠加美国 6 月 CPI 低于预期，海外通胀上行风险缓和。区别于美韩主要指数出于自身的流动性和交易结构压力共振下跌， A 股调整更多来自热门方向微观交易结构压力而非系统性风险，整体相对平稳。7 月以来我们周报/月报提示配置暂且均

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

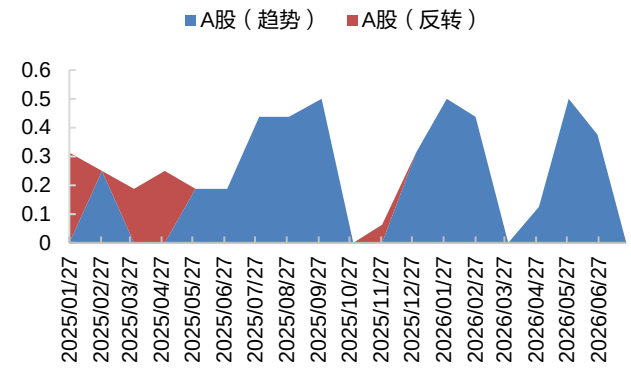
衡，当前维持观点不变：K 型扰动下权益延续均衡配置，短期关注宽基指数的修复机会；能化 ETF 可少量配置作为阶段对冲工具。

三、交易层面：A 股风险可控

（一）风险资产短期震荡

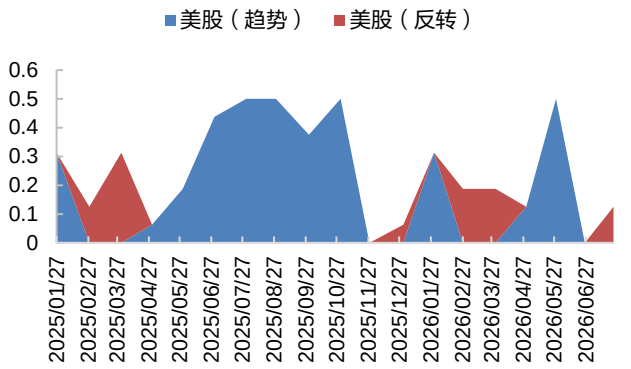
从大类资产的收益因子看，中债短期趋势较强，黄金/商品出现短期趋势，A 股/美股/美债短期震荡。

图 5：A 股短期震荡



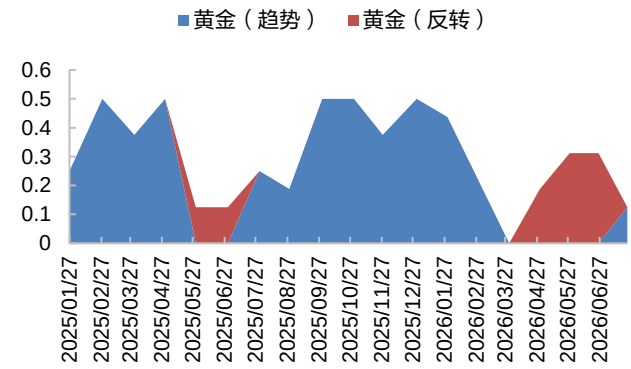
数据来源：Wind，东方证券研究

图 6：美股短期震荡



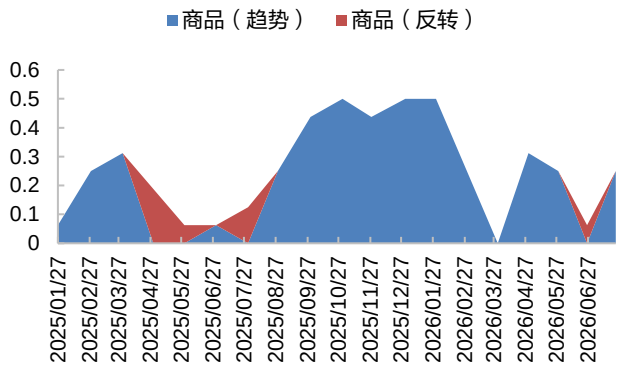
数据来源：Wind，东方证券研究

图 7：黄金出现短期趋势



数据来源：Wind，东方证券研究

图 8：商品出现短期趋势



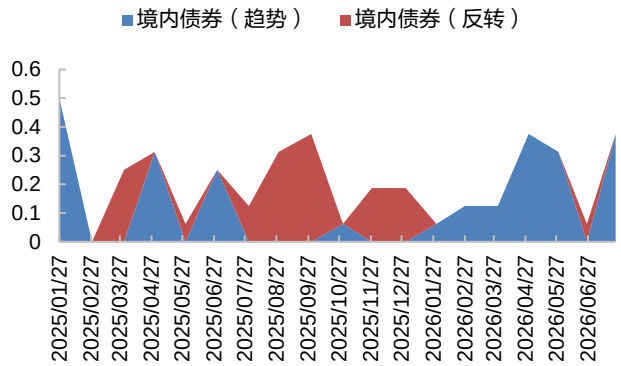
数据来源：Wind，东方证券研究

图 9：中债短期趋势较强

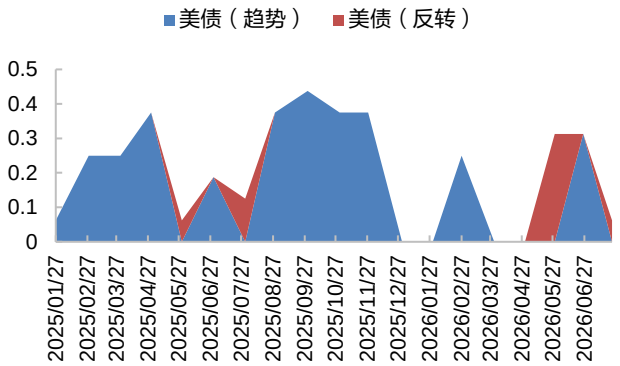
图 10：美债短期震荡

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind，东方证券研究



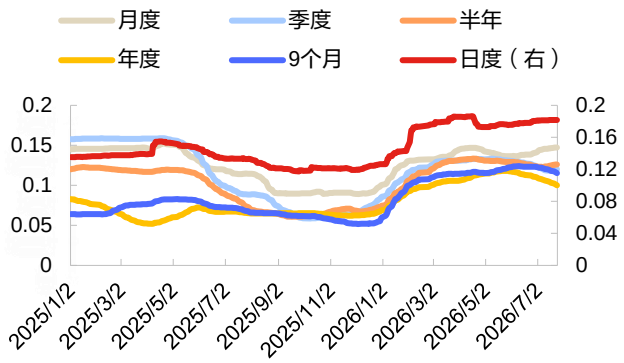
数据来源：Wind，东方证券研究

（二）A 股风险可控

我们认为从资产波动可观察到交易情绪的变化。波动率的特点在于其多数时候是渐变的，与回撤不同，这一点类似情绪的渐变过程。但波动通常衡量的是情绪大小，而非情绪的方向。近一周各类资产日波动（短期情绪）和滚动持有不同期限的波动（中期不确定性）变化如下：

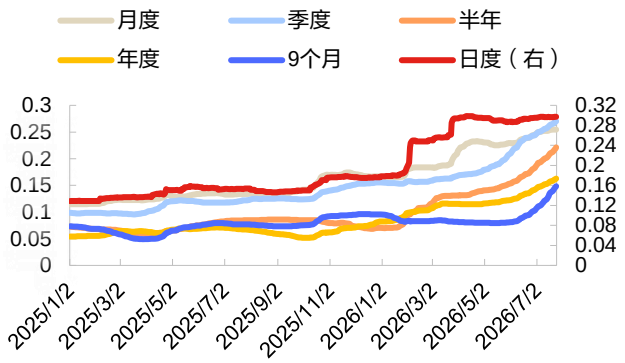
黄金中期不确定性上行，A 股/美股/中债/美债/商品中期不确定性平稳。

图 11：商品中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究；样本选取上期所有色金属指数

图 12：黄金中期不确定性上行



数据来源：Wind，东方证券研究

图 13：中债中期不确定性平稳

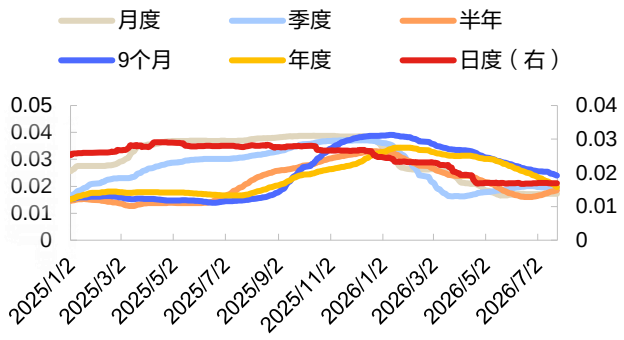
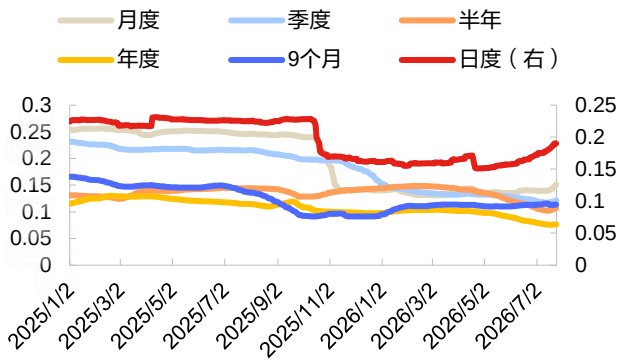


图 14：A 股中期不确定性平稳



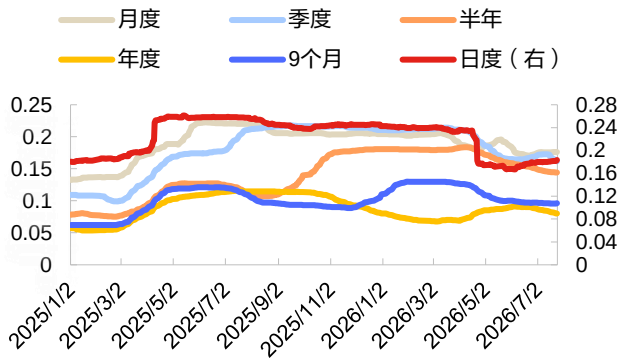
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Wind，东方证券研究

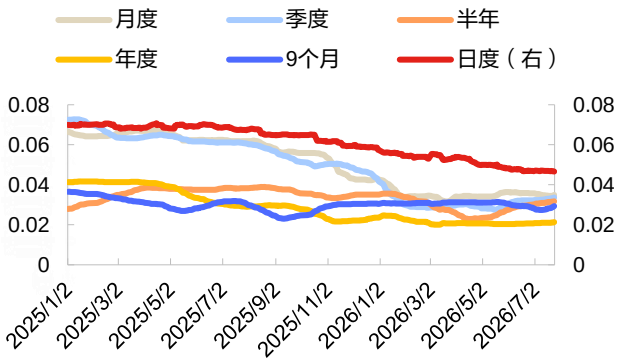
数据来源：Wind，东方证券研究

图 15：美股中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究

图 16：美债中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。