

【宏观月报】

7 月全球投资十大主线

事项

2026 年 7 月全球大类资产总体表现为：大宗商品（10.77%）>人民币（0.53%）>0%>全球股票（-0.24%）>全球债券（-0.53%）>美元（-1.26%）。

主要观点

❖ 十张图速览全球资产脉络。

1、美股科技板块内部的相关性正在瓦解。美股科技板块内部相关性正在迅速下降，范达半导体 ETF 与安硕软件 ETF 的 120 日滚动相关系数已从 2025 年的约 0.85 降至 7 月底的 0.08，而纳斯达克 100 指数与云服务商指数的 120 日滚动相关系数也降至约 0.63。尽管科技行业围绕 AI 产业链交易，但资金已开始区分芯片、软件和云平台在资本支出、定价能力及收入兑现上的差异。

2、全球风偏抬升下中国股基净流入创纪录。2026 年 7 月，全球宏观资金流向呈现“权益扩张、固收放缓”的特征，长线资金的风险偏好持续修复。从核心资产流向看，全球股票基金连续 27 个月录得净流入，单月流入规模扩大至 2048.1 亿美元（分位数处于过去十年的 99.3% 极高水平），环比大幅增加 667.9 亿美元。与此同时，资金流向固定收益资产的动能边际收敛。权益资产内部，中国股票基金单月由净流出大幅转为净流入。2026 年 7 月，中国股票基金净流入 640.3 亿美元，创过去十年来的最高水平。

3、美伊冲突以来美债收益率上升由实际利率驱动。从美伊冲突爆发至 7 月底，美国 10 年期国债收益率上升约 80 个基点，几乎全部由实际收益率约 77 个基点的涨幅推动，而盈亏平衡通胀率反而基本稳定。市场并未把油价冲击视为长期通胀失控，而是相信美联储能够压制物价，但实际融资成本持续攀升仍将对股票估值和经济增长构成压力。同时，1 年期美元通胀互换利率保持在 2.0% 附近的低位，即债券市场判定能源价格大幅上升不会转化为持续的广谱通胀。

4、全球基金经理相对多数不认为 AI 是泡沫但担心其成为尾部风险。根据 2026 年 7 月的美国银行全球基金经理调查，48% 的基金经理否认 AI 存在泡沫（43% 认为存在），但 45% 仍将 AI 泡沫列为最大尾部风险（超越二次通胀），且 48% 将 AI 云服务商资本开支列为系统性信用事件最可能来源。从 7 月份全球基金经理调查的结果看，全球基金经理基准上不认为 AI 是泡沫，但是最担心 AI 成为泡沫，同时认为脆弱的点是 AI 云服务商的资本开支。

5、沃什“鹰派暂停”下美债期限利差迅速上升。7 月 29 日 FOMC 以 9:3 投票维持利率 3.5%-3.75% 不变——但三名鹰派委员投票支持加息 25bp，这是 2016 年以来首次出现三票同向反对，鹰派裂痕远超市场预估。沃什在会后发布会承认，自上次会议以来美债收益率持续走高、市场已开始“跟随基本面而非美联储表态”交易，这被市场解读为“鹰派暂停”，即美联储不动手、让市场利率自行完成紧缩。FOMC 会议之后，2 年期美债收益率下行而 30 年期美债收益率升至 2007 年以来新高水平，印证了“让市场紧缩”的逻辑正在兑现。沃什的“不给前瞻指引+让市场定价”风格正在重构全球资产定价的锚：美联储从“路径给出者”变成“市场验证者”，利率波动被系统性放大，7 月以来美债波动率指数（MOVE）总体持续上升。

6、信用风险担忧下北美云服务商 CDS 利差走阔。7 月北美主要云服务商与美股七巨头的 CDS 利差与 OAS 利差全面走阔，反映出市场对 AI 资本开支的担忧从“股价估值”向“信用质量”蔓延。CDS 端，7 月 29 日前后多数标的触及全月峰值：微软从 42bp 走阔至 54.8bp、谷歌从 53.9bp 走阔至 64.6bp；而英伟达 CDS 从 47.6bp 升至 81.7bp，甲骨文从 170bp 走阔至 217.9bp——同期投资级公司债 CDS 仅从 51.1bp 升至 54.7bp，科技巨头的信用风险定价与投资级公司债市场显著脱钩。OAS 端同样印证：微软 OAS 从 14bp 走阔至 34.8bp，英伟达从 52bp 走阔至 83bp。风险的源头指向 AI 资本开支的信用风险压力：

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：李星宇

邮箱：lixingyu@hcyjs.com

执业编号：S0360524060001

相关研究报告

《【华创宏观】6 月全球投资十大主线》

2026-07-03

《【华创宏观】5 月全球投资十大主线》

2026-06-03

《【华创宏观】4 月全球投资十大主线》

2026-05-04

《【华创宏观】3 月全球投资十大主线》

2026-04-04

《【华创宏观】2 月全球投资十大主线》

2026-03-04

甲骨文因大规模 AI 数据中心建设导致自由现金流转负、被标普降级至 BBB- 并推动其 CDS 利差一度升至 217.9bp 创历史新高。信用市场正在用利差投票——科技巨头为 AI 融资的债务正被重新定价。

7、动量交易与 AI 交易的 30 天相关性升至 2020 年以来最高水平。美国高贝塔动量股票与人工智能主题股票之间的 30 天滚动相关系数已经达到 0.93，处于 2020 年以来的历史最高水平，反映出美股动量交易已基本等同于 AI 交易。高贝塔动量多头指数中半导体及设备行业的风险贡献度已升至历史高位，市场动量策略高度押注单一行业。这意味着，当 AI 板块反转，所有基于动量的量化策略将同时触发抛售。

8、日元跌破 163 创 38 年新低后美日联手干预。7 月日元走势经历了从“单边贬值”到“政策托底”的反转。美元兑日元汇率于 7 月 22 日跌破 163 关口最低触及 163.24，创 1986 年以来新低。然而 7 月 30 日纽约时段，日元 50 分钟内从 162.80 飙升至 157.80，单日盘中涨幅达 3.3%。日本财务省与日银大规模买入日元，而美国纽约联储在财政部指示下同步实施“汇率询价”，财长贝森特公开称日元“严重低估”。这是数十年来美日首次在汇率问题上公开联手，美方的参与暗示更深层的政策默契，即美国通过参与干预将日本抛售美债的规模与节奏纳入可控轨道。

9、KOSPI 指数 30 天历史波动率超过亚洲金融危机时期。2026 年上半年，韩国综合指数在 AI 驱动的内需芯片上涨行情中大幅走高，6 月 19 日盘中触及 9385 点历史新高，此后急转直下，至 7 月 13 日跌至 6807 点，回撤约 27%，年内 7 次触发熔断。导致本轮剧烈波动的因素是多重的——AI 资本支出可持续性担忧、外资持续流出、央行加息——但单一股票杠杆 ETF 的引入被普遍认为是放大波动幅度的重要制度性因素。KOSPI 指数 30 天历史波动率从 2025 年初的低位一路攀升，至 2026 年 7 月已突破 80，超过了 1997 年亚洲金融危机时期的历史高位。

10、人民币升值预期下逆周期因子影子变量突破 500BP。7 月在岸与离岸人民币成为年内对美元即期回报最强的亚洲货币，与大幅走弱的日元、韩元形成鲜明对比，但强势并非源于宏观基本面改善，而是出口超预期叠加人民币长期贬值预期逆转下的企业结汇逆转，2025 年以来出口结汇率总体持续回升，进一步推动人民币升值。然而，人民币的过快升值已触发央行态度转向：根据彭博调查中间价数据倒算出的逆周期因子影子变量再次突破 500BP，或体现央行防止人民币过快升值的态度。

❖ 风险提示：

美联储货币政策超预期，全球地缘风险加剧，全球贸易冲突加剧。

目 录

一、十张图速览全球资产脉络.....	5
（一）美股科技板块内部的相关性正在瓦解	5
（二）全球风偏抬升下中国股基净流入创纪录	5
（三）美伊冲突以来美债收益率上升由实际利率驱动	6
（四）全球基金经理相对多数不认为 AI 是泡沫但担心其成为尾部风险	6
（五）沃什“鹰派暂停”下美债期限利差迅速上升	7
（六）信用风险担忧下北美云服务商 CDS 利差走阔.....	7
（七）动量交易与 AI 交易的 30 天相关性升至 2020 年以来最高水平	8
（八）日元跌破 163 创 38 年新低后美日联手干预	8
（九）KOSPI 指数 30 天历史波动率超过亚洲金融危机时期.....	9
（十）人民币升值预期下逆周期因子影子变量突破 500BP.....	9
二、四个角度看资产	10
（一）从基本面角度：周度经济活动指数回落	10
（二）从预期面角度：AI 泡沫成为最大的尾部风险	11
（三）从估值面角度：美股 ERP 持续为负	12
（四）从情绪面角度：市场情绪指数回落	12
三、附录：全球及国内大类资产表现.....	14

图表目录

图表 1	安硕软件 ETF 与范达半导体 ETF	5
图表 2	北美云服务商指数与纳斯达克 100 指数	5
图表 3	2015 年以来大类资产月度资金流向堆积图	5
图表 4	2015 年以来中国股票基金月度资金流量	5
图表 5	10 年期美债利率、实际利率和通胀预期	6
图表 6	美伊冲突以来美债名义利率、实际利率变化	6
图表 7	AI 云服务商资本开支最有可能是系统风险来源	6
图表 8	相对多数基金经理不认为 AI 是泡沫	6
图表 9	美债期限利差与美债波动率指数	7
图表 10	联邦基金期货隐含加息次数	7
图表 11	北美五大云服务商的 OAS 利差走阔	7
图表 12	北美五大云服务商的 CDS 利差走阔	7
图表 13	高盛美国高贝塔动量指数与高盛美国 AI 半导体指数	8
图表 14	日元投机性期货净头寸与风险逆转期权	8
图表 15	日本央行政策利率与日央行外汇干预总额	8
图表 16	KOSPI 指数的 30 天历史波动率	9
图表 17	韩国综合指数与外资净流入	9
图表 18	人民币汇率与逆周期因子影子变量	9
图表 19	银行代客结售汇顺差与香港人民币存款余额	9
图表 20	沪深 300 指数与周度经济活动指数	10
图表 21	10 年期国债收益率与周度经济活动指数	10
图表 22	美债收益率与铜金比	10
图表 23	油价与美国油气行业高收益债回报	11
图表 24	做多全球半导体是最拥挤的交易	11
图表 25	AI 泡沫是最大的尾部风险	11
图表 26	全球股市 ERP	12
图表 27	中国股市 ERP	12
图表 28	全球股市股债收益差 (%)	12
图表 29	中国股市股债收益差 (%)	12
图表 30	7 月市场情绪指数降至 60.1	13
图表 31	市场情绪指数与沪深 300 指数	13
图表 32	10 年期国债与国开债利差	13
图表 33	10 年期国债收益率与期限利差	13
图表 34	7 月大类资产表现	14

一、十张图速览全球资产脉络

（一）美股科技板块内部的相关性正在瓦解

美股科技板块内部相关性正在迅速下降，范达半导体 ETF 与安硕软件 ETF 的 120 日滚动相关系数已从 2025 年的约 0.85 降至 7 月底的 0.08，而纳斯达克 100 指数与云服务商指数的 120 日滚动相关系数也降至约 0.63。尽管科技行业围绕 AI 产业链交易，但资金已开始区分芯片、软件和云平台在资本支出、定价能力及收入兑现上的差异。

图表 1 安硕软件 ETF 与范达半导体 ETF



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 2 北美云服务商指数与纳斯达克 100 指数

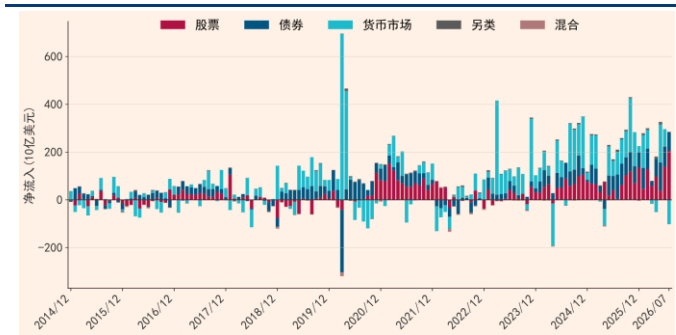


资料来源：Bloomberg，华创证券

（二）全球风偏抬升下中国股基净流入创纪录

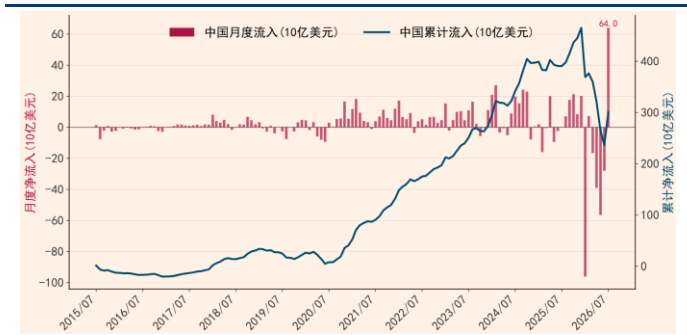
2026 年 7 月，全球宏观资金流向呈现“权益扩张、固收放缓”的特征，长线资金的风险偏好持续修复。从核心资产流向看，全球股票基金连续 27 个月录得净流入，单月流入规模扩大至 2048.1 亿美元（分位数处于过去十年的 99.3% 极高水平），环比大幅增加 667.9 亿美元。与此同时，资金流向固定收益资产的动能边际收敛。全球债券基金虽维持了连续 15 个月的净流入，但单月流入规模缩减至 773.9 亿美元（处于过去十年的 90.0% 分位数水平），环比减少 79.0 亿美元。权益资产内部，中国股票基金单月由净流出大幅转为净流入。2026 年 7 月，中国股票基金净流入 640.3 亿美元，跃升至过去十年的 99.2% 分位数水平。从边际变化看，单月流量由上月的净流出 280.4 亿美元转为净流入 640.3 亿美元，净流入规模环比大幅增加 920.7 亿美元。

图表 3 2015 年以来大类资产月度资金流向堆积图



资料来源：EPFR，华创证券；注：除特别注明外，所有流量数据均以美元（USD）计价

图表 4 2015 年以来中国股票基金月度资金流量



资料来源：EPFR，华创证券；注：除特别注明外，所有流量数据均以美元（USD）计价

（三）美伊冲突以来美债收益率上升由实际利率驱动

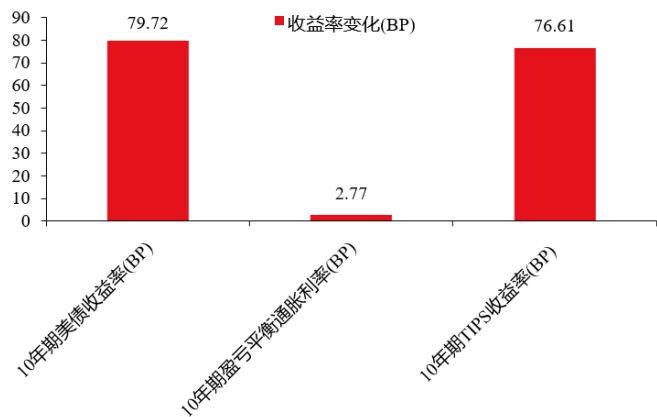
从美伊冲突爆发至 7 月底，美国 10 年期国债收益率上升约 80 个基点，几乎全部由实际收益率约 77 个基点的涨幅推动，而盈亏平衡通胀率反而基本稳定。市场并未把油价冲击视为长期通胀失控，而是相信美联储能够压制物价，但实际融资成本持续攀升仍将股票估值和经济增长构成压力。同时，1 年期美元通胀互换利率保持在 2.0%附近的低位，即债券市场判定能源价格大幅上升不会转化为持续的广谱通胀。

图表 5 10 年期美债利率、实际利率和通胀预期



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 6 美伊冲突以来美债名义利率、实际利率变化

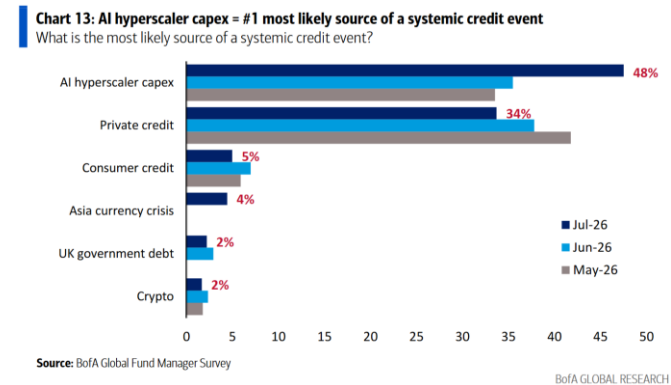


资料来源: Bloomberg, 华创证券

（四）全球基金经理相对多数不认为 AI 是泡沫但担心其成为尾部风险

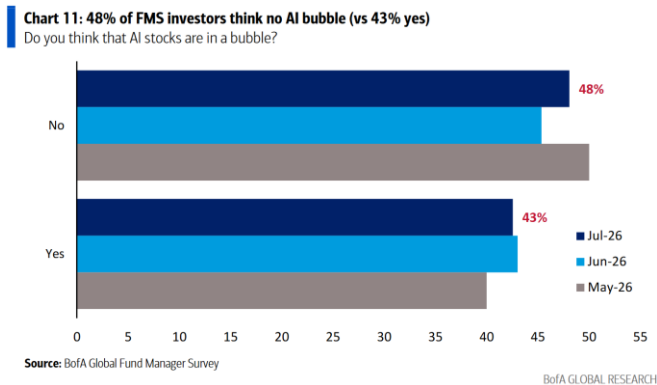
根据 2026 年 7 月的美国银行全球基金经理调查，48%的基金经理否认 AI 存在泡沫（43%认为存在），但 45%仍将 AI 泡沫列为最大尾部风险（超越二次通胀），且 48%将 AI 云服务商资本开支列为系统性信用事件最可能来源。从 7 月份全球基金经理调查的结果看，全球基金经理基准上不认为 AI 是泡沫，但是最担心 AI 成为泡沫，同时认为脆弱的点是 AI 云服务商的资本开支。

图表 7 AI 云服务商资本开支最有可能是系统风险来源



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey

图表 8 相对多数基金经理不认为 AI 是泡沫



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey

（五）沃什“鹰派暂停”下美债期限利差迅速上升

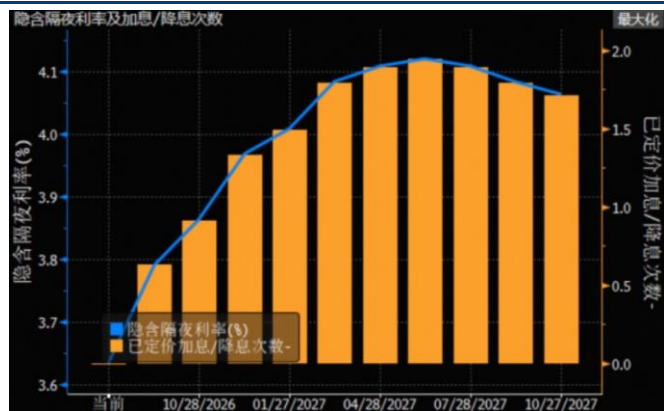
7月29日FOMC以9:3投票维持利率3.5%-3.75%不变——但三名鹰派委员投票支持加息25bp，这是2016年以来首次出现三票同向反对，鹰派裂痕远超市场预估。沃什在会后发布会承认，自上次会议以来美债收益率持续走高、市场已开始“跟随基本面而非美联储表态”交易，这被市场解读为“鹰派暂停”，即美联储不动手、让市场利率自行完成紧缩。FOMC会议之后，2年期美债收益率下行而30年期美债收益率升至2007年以来新高水平，印证了“让市场紧缩”的逻辑正在兑现。沃什的“不给前瞻指引+让市场定价”风格正在重构全球资产定价的锚：美联储从“路径给出者”变成“市场验证者”，利率波动被系统性放大，7月以来美债波动率指数（MOVE）总体持续上升。

图表 9 美债期限利差与美债波动率指数



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 10 联邦基金期货隐含加息次数



资料来源：Bloomberg，华创证券

（六）信用风险担忧下北美云服务商 CDS 利差走阔

7月北美主要云服务商与美股七巨头的CDS利差与OAS利差全面走阔，反映出市场对AI资本开支的担忧从“股价估值”向“信用质量”蔓延。CDS端，7月29日前后多数标的触及全月峰值：微软从42bp走阔至54.8bp、谷歌从53.9bp走阔至64.6bp；而英伟达CDS从47.6bp升至81.7bp，甲骨文从170bp走阔至217.9bp——同期投资级公司债CDS仅从51.1bp升至54.7bp，科技巨头的信用风险定价与投资级公司债市场显著脱钩。OAS端同样印证：微软OAS从14bp走阔至34.8bp，英伟达从52bp走阔至83bp。风险的源头指向AI资本开支的信用风险压力：甲骨文因大规模AI数据中心建设导致自由现金流转负、被标普降级至BBB-并推动其CDS利差一度升至217.9bp创历史新高。信用市场正在用利差投票——科技巨头为AI融资的债务正被重新定价。

图表 11 北美五大云服务商的 OAS 利差走阔



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 12 北美五大云服务商的 CDS 利差走阔



资料来源：Bloomberg，华创证券

（七）动量交易与 AI 交易的 30 天相关性升至 2020 年以来最高水平

美国高贝塔动量股票与人工智能主题股票之间的 30 天滚动相关系数已经达到 0.93，处于 2020 年以来的历史最高水平，反映出美股动量交易已基本等同于 AI 交易。高贝塔动量多头指数中半导体及设备行业的风险贡献度已升至历史高位，市场动量策略高度押注单一行业。这意味着，当 AI 板块反转，所有基于动量的量化策略将同时触发抛售。

图表 13 高盛美国高贝塔动量指数与高盛美国 AI 半导体指数



资料来源：Bloomberg，华创证券

（八）日元跌破 163 创 38 年新低后美日联手干预

7 月日元走势经历了从“单边贬值”到“政策托底”的反转。美元兑日元汇率于 7 月 22 日跌破 163 关口最低触及 163.24，创 1986 年以来新低，即便日本当局外汇干预规模创纪录也未能扭转趋势。日元下跌的驱动因素包括日本贸易条件恶化、国内财政担忧加剧。而日本央行名义有效汇率指数跌至历史新低，表明日元疲软是全面性的。

然而 7 月 30 日纽约时段，日元 50 分钟内从 162.80 飙升至 157.80，单日盘中涨幅达 3.3%。日本财务省与日银大规模买入日元，而美国纽约联储在财政部指示下同步实施“汇率询价”，财长贝森特公开称日元“严重低估”。这是数十年来美日首次在汇率问题上公开联手，美方的参与暗示更深层的政策默契，即日本以更快紧缩的货币政策姿态换取美国对干预的支持，而美国通过参与干预将日本抛售美债的规模与节奏纳入可控轨道。

图表 14 日元投机性期货净头寸与风险逆转期权



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 15 日本央行政策利率与日央行外汇干预总额



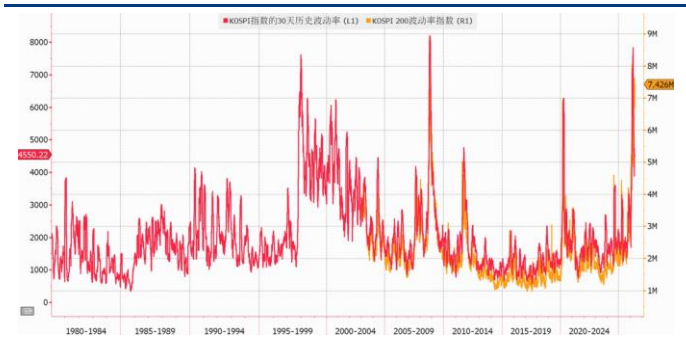
资料来源：Bloomberg，华创证券

（九）KOSPI 指数 30 天历史波动率超过亚洲金融危机时期

2026 年上半年，韩国综合指数在 AI 驱动的内存芯片上涨行情中大幅走高，6 月 19 日盘中触及 9385 点历史新高，此后急转直下，至 7 月 13 日跌至 6807 点，回撤约 27%，年内 7 次触发熔断，波动率突破 1997 年亚洲金融危机时期的历史高位。导致本轮剧烈波动的因素是多重的——AI 资本支出可持续性担忧、外资持续流出、央行加息——但单一股票杠杆 ETF 的引入被普遍认为是放大波动幅度的重要制度性因素。

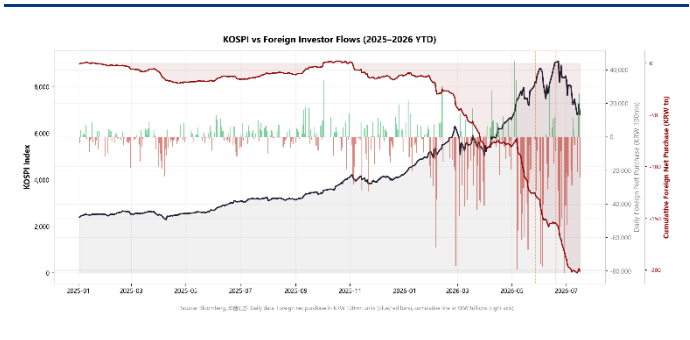
杠杆 ETF 追踪的是每日 2 倍收益，为维持恒定杠杆比率，管理人必须在每日收盘附近机械调仓——涨了加仓，跌了减仓，以恢复目标杠杆倍数。当市场持续下跌时，这形成一个自我强化的负反馈循环：股价下跌 → ETF 被迫卖出以恢复 2 倍杠杆 → 抛压进一步压低股价 → 触发更多保证金追缴 → 散户被迫平仓/强制平仓 → 更大抛压 → ETF 再次被迫卖出。KOSPI 指数 30 天历史波动率从 2025 年初的低位一路攀升，至 2026 年 7 月已突破 80，超过了 1997 年亚洲金融危机时期的历史高位。

图表 16 KOSPI 指数的 30 天历史波动率



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 17 韩国综合指数与外资净流入

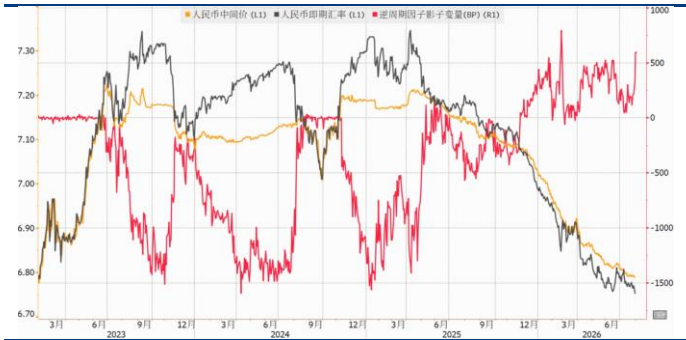


资料来源：Bloomberg，华创证券

（十）人民币升值预期下逆周期因子影子变量突破 500BP

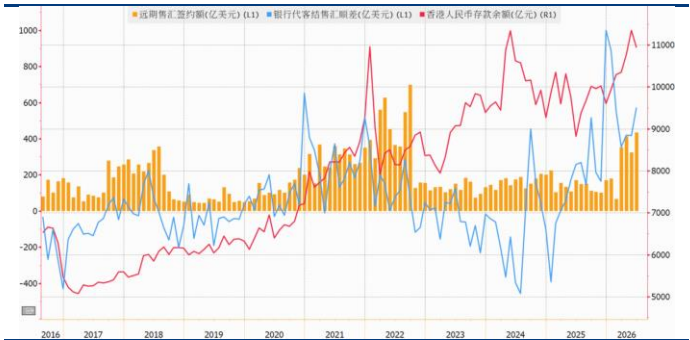
7 月在岸与离岸人民币成为年内对美元即期回报最强的亚洲货币，与大幅走弱的日元、韩元形成鲜明对比，但强势并非源于宏观基本面改善，而是出口超预期叠加人民币长期贬值预期逆转下的企业结汇逆转，2025 年以来出口结汇率总体持续回升，进一步推动人民币升值。然而，人民币的过快升值已触发央行态度转向：根据彭博调查中间价数据倒算出的逆周期因子影子变量再次突破 500BP，或体现央行防止人民币过快升值的态度。

图表 18 人民币汇率与逆周期因子影子变量



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 19 银行代客结售汇顺差与香港人民币存款余额



资料来源：Bloomberg，华创证券

二、四个角度看资产

(一) 从基本面角度：周度经济活动指数回落

华创宏观周度经济活动指数是衡量经济基本面状况的高频指数，可以通过资产价格与周度经济活动指数的走势观察股债资产价格与经济基本面的背离状况。我们对华创宏观中国周度经济活动指数的 4 周移动平均与 10 年期国债收益率以及沪深 300 指数做相关分析，发现 2020 年以来两者的相关系数分别为 0.37 和 0.20。

图表 20 沪深 300 指数与周度经济活动指数



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 10 年期国债收益率与周度经济活动指数



资料来源：Wind，华创证券

铜金比通常被认为是美债收益率的领先指标，其背后的原理是：铜具有工业属性，被广泛应用于电子电气、家电、机械、建筑等领域，铜的需求通常反映了实体经济的活跃程度；而黄金具有价值储藏功能和避险价值。铜金比可以作为市场对风险资产的偏好和对美国国债安全的感知程度的指标。

图表 22 美债收益率与铜金比



资料来源：Bloomberg，华创证券

美国油气开发企业的垃圾债相对于垃圾债整体市场的回报表现与油价走势高度一致。油价上涨不利于实体经济中的大多数行业，但有助于改善油气开发企业的财务状况，降低

该行业公司债的信用利差水平。

图表 23 油价与美国油气行业高收益债回报

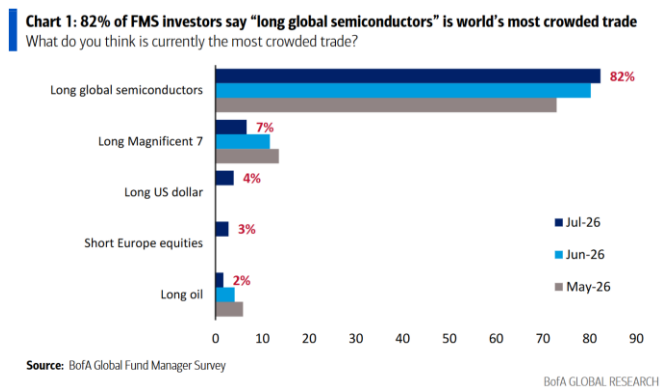


资料来源: Bloomberg, 华创证券

(二) 从预期面角度: AI 泡沫成为最大的尾部风险

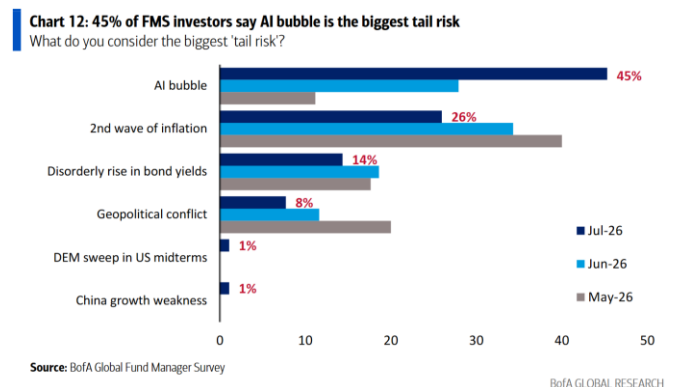
根据美银全球基金经理调查报告, AI 泡沫是最大的尾部风险。2026 年 6 月, 34% 的基金经理认为二次通胀是最大的尾部风险, 其次是 AI 泡沫 (28%), 第 3 位是债券收益率无序上升 (19%)。2026 年 7 月, 45% 的基金经理认为 AI 泡沫是最大的尾部风险, 其次是二次通胀 (26%), 第 3 位是债券收益率无序上升 (14%)。

图表 24 做多全球半导体是最拥挤的交易



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey

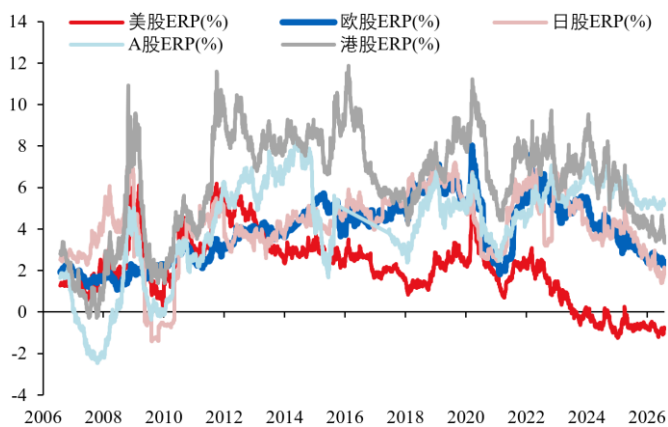
图表 25 AI 泡沫是最大的尾部风险



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey

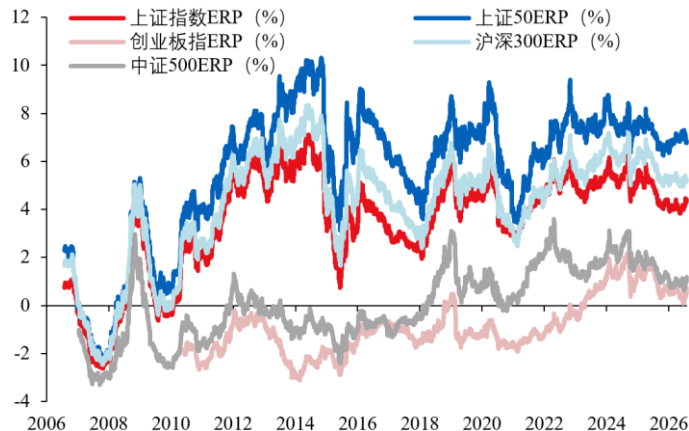
(三) 从估值面角度：美股 ERP 持续为负

图表 26 全球股市 ERP



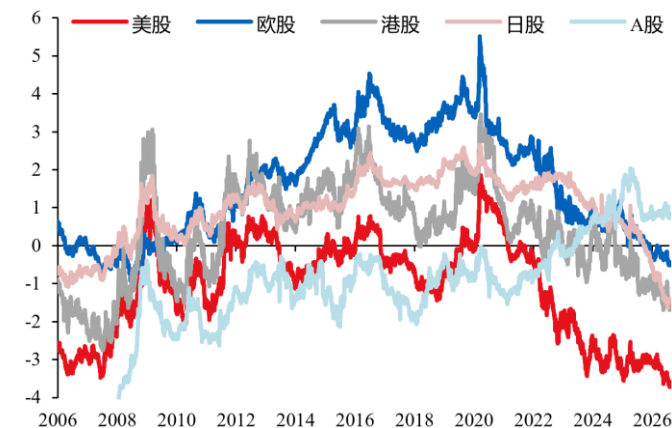
资料来源：Wind，华创证券；注：风险溢价的计算方式是 $1/PE - 10$ 年期国债利率，美股为标普 500 指数，日股为日经 225 指数，港股为恒生指数，欧股为斯托克 50 指数

图表 27 中国股市 ERP



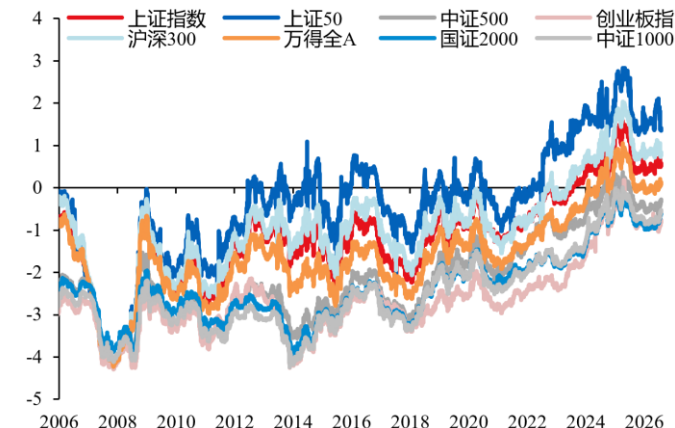
资料来源：Wind，华创证券；注：风险溢价的计算方式是 $1/PE - 10$ 年期中国国债利率

图表 28 全球股市股债收益差 (%)



资料来源：Wind，华创证券；注：股债收益差的计算方式是股息率减去 10 年期国债收益率

图表 29 中国股市股债收益差 (%)

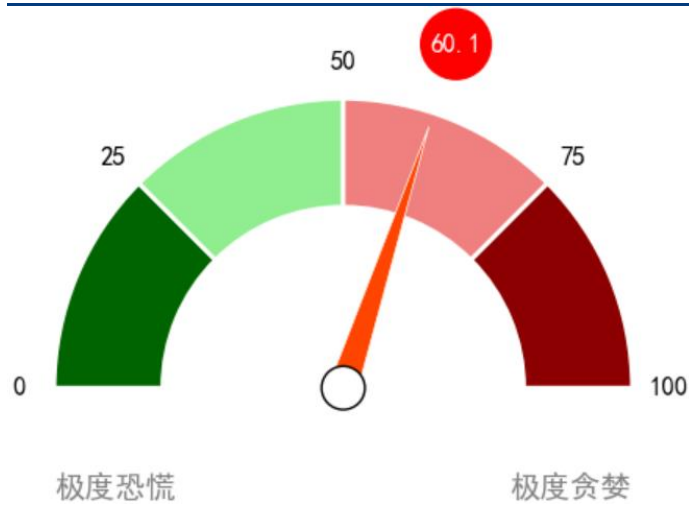


资料来源：Wind，华创证券；注：股债收益差的计算方式是股息率减去 10 年期国债收益率

(四) 从情绪面角度：市场情绪指数回落

通过五个指标合成情绪指数，包括股价动量、避险需求、看涨期权/看跌期权、低等级信用债需求、市场波动率等。其中，股价动量是沪深 300 指数与 125 个交易日移动平均之差，避险需求是沪深 300 与国债财富指数月度涨跌幅之差，看涨期权/看跌期权是上证 50ETF 看涨期权与看跌期权成交量之比，低等级信用债需求是中债 AAA 企业债与 AA 企业债收益率之差，而市场波动率采用的是上证 50ETF 期权波动率。

图表 30 7月市场情绪指数降至 60.1



资料来源：Wind，华创证券计算

图表 31 市场情绪指数与沪深 300 指数



资料来源：Wind，华创证券；注：计算日期是 2020.6.30-2026.6.30

10 年国债是无风险利率的标杆品种，我国债券市场成交最活跃的品种有两个：一个是 10 年国开债，一个是 10 年国债。两者波动趋势基本一致，但波动幅度不同，这种偏差可以反映债券市场的情绪。此外，长短端利差拉大、收益率曲线陡峭是资金套利的的基础，也是债券牛市的基础。

图表 32 10 年期国债与国开债利差



资料来源：Wind，华创证券

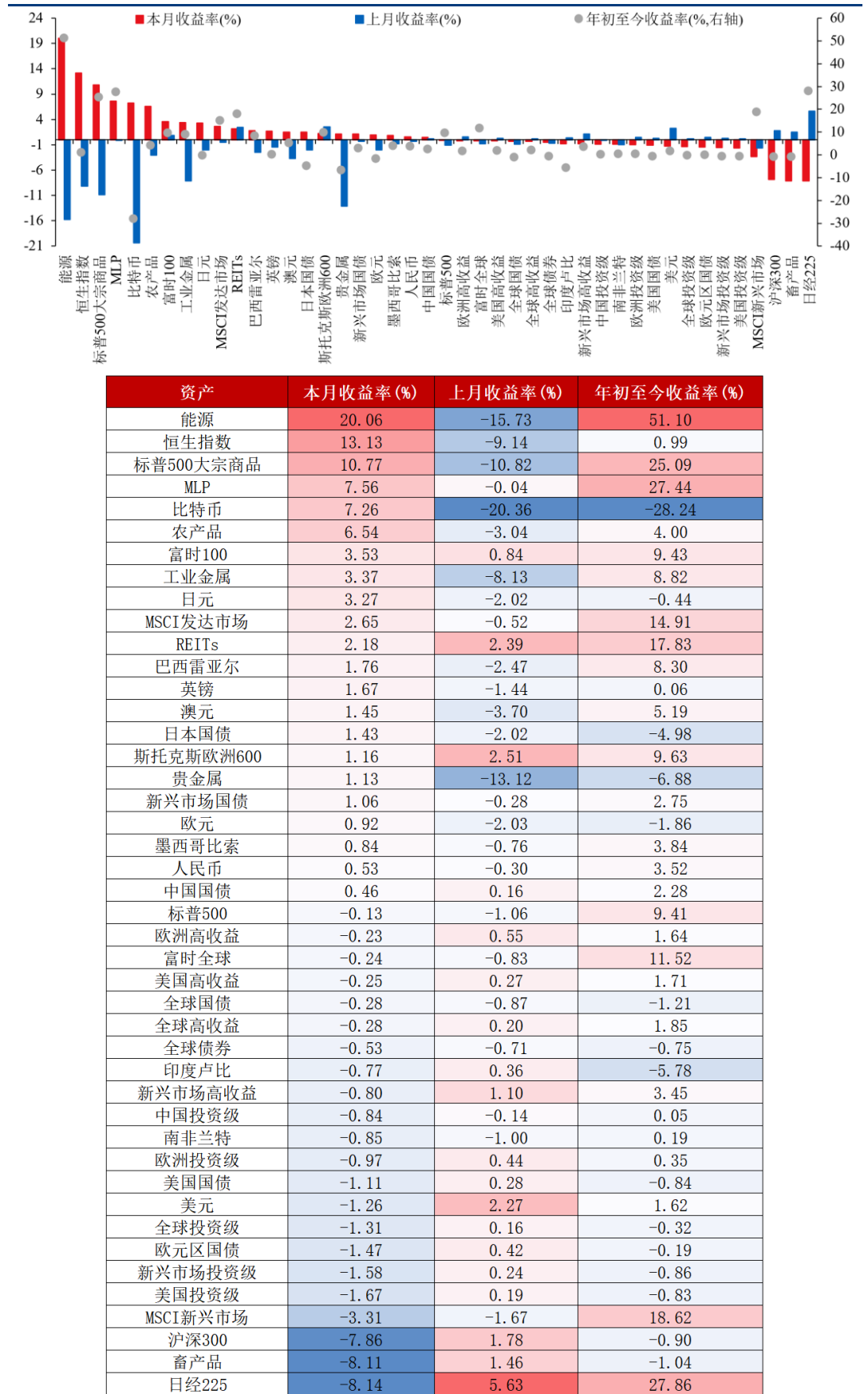
图表 33 10 年期国债收益率与期限利差

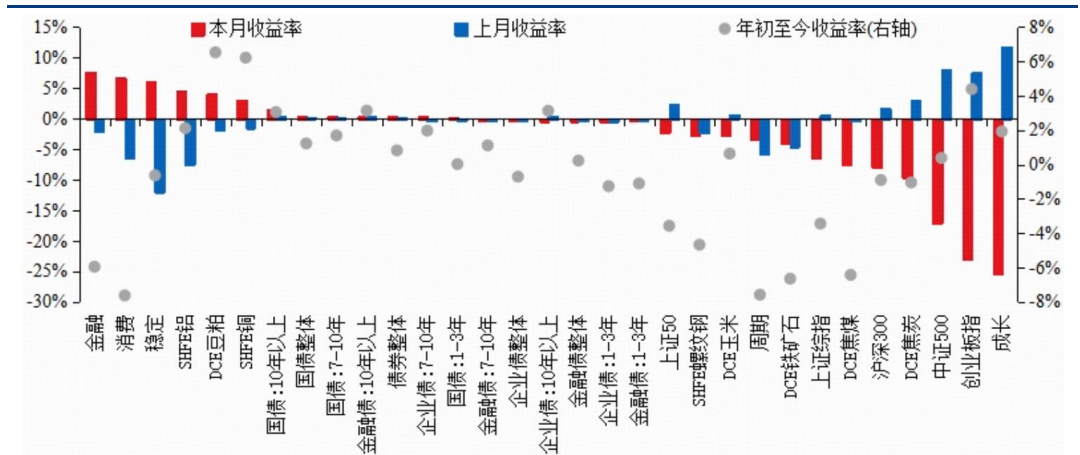


资料来源：Wind，华创证券

三、附录：全球及国内大类资产表现

图表 34 7月大类资产表现





资产	本月收益率	上月收益率	年初至今收益率
上证综指	-6.4%	0.6%	-3.4%
沪深300	-7.9%	1.8%	-0.9%
创业板指	-23.0%	7.5%	4.4%
上证50	-2.2%	2.3%	-3.6%
中证500	-17.0%	8.0%	0.4%
金融	7.6%	-2.0%	-6.0%
周期	-3.4%	-5.7%	-7.6%
消费	6.7%	-6.4%	-7.6%
成长	-25.4%	11.8%	1.9%
稳定	6.1%	-12.0%	-0.6%
债券整体	0.2%	0.0%	0.8%
国债整体	0.4%	0.0%	1.2%
国债:1-3年	0.0%	0.0%	0.0%
国债:7-10年	0.4%	0.2%	1.7%
国债:10年以上	1.4%	0.2%	3.1%
金融债整体	-0.2%	-0.1%	0.2%
金融债:1-3年	-0.3%	-0.1%	-1.1%
金融债:7-10年	-0.1%	0.0%	1.1%
金融债:10年以上	0.3%	0.2%	3.1%
企业债整体	-0.1%	-0.2%	-0.7%
企业债:1-3年	-0.2%	-0.4%	-1.3%
企业债:7-10年	0.2%	-0.1%	2.0%
企业债:10年以上	-0.2%	0.4%	3.1%
SHFE铜	3.1%	-1.5%	6.2%
SHFE铝	4.6%	-7.4%	2.1%
SHFE螺纹钢	-2.6%	-2.2%	-4.7%
DCE铁矿石	-4.0%	-4.5%	-6.6%
DCE焦煤	-7.4%	-0.4%	-6.4%
DCE焦炭	-9.6%	3.0%	-1.0%
DCE玉米	-2.7%	0.6%	0.6%
DCE豆粕	4.1%	-1.8%	6.5%

资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券; 注: 风格选取中信风格指数, 债券选取中债财富指数

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。



分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkayi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

私募销售组	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522