

科技调整时，其他资产表现如何？

大类资产复盘笔记（202607）

大类资产回顾：全球股指分化，日韩股指回撤、原油回升

1) 大类资产总览：7 月 A 股持续走弱，沪指一度跌破 3800 点，中债利率月末回落，商品指数震荡冲高，全球股指涨跌不一。2) A 股：7 月主要宽基指数普跌，科创 50 跌超 25%，风格方面成长领跌，大盘风格强于中小盘，行业方面煤炭、石油石化、银行领涨，电子、通信领跌。5 月 AI 硬件链产业催化密集，算力通胀继续发酵；6 月算力通胀继续向上游扩散，AI 链和非 AI 分化加剧；7 月 AI 链集体调整，风格再平衡加速。3) 债券：7 月长端利率窄幅震荡，月末回落，短端利率回升一度突破 1.15%，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄，信用利差回升。4) 商品：7 月南华工业品指数小幅冲高，月末回落。原油回升，布伦特原油一度回升至 100 美元/桶。黄金窄幅震荡。5) 海外权益：7 月全球股指分化加剧，美股三大指数涨跌不一，欧股集体收涨，亚太股指分化，日韩股指回撤，韩国综指跌超 20%，恒生指数表现强于上证指数。6) 美债：短端、长端美债利率均回升，10 年期利率再次突破 4.5%，并随后突破 4.6%、4.7%，期限利差收窄，中美利差走阔。

A 股：AI 链带动 A 股调整，ETF 成交放量，两融余额下台阶

1) 基本面：6 月经济数据温和回升，PPI 同比回升报 4.1%，社消、工业同比回升且高于预期，社消同比转正，进出口同比继续实现两位数增长。2) 宏观流动性：6 月社融回落，新增政府债券、新增人民币贷款同比少增走阔。货币边际转松，6 月 DR007 均值边际回升至 1.4% 以上（1.44%），7 月均值为 1.4181%，边际回落但仍高于 7 天逆回购利率。3) 微观资金：7 月两市成交额持续回落，ETF 成交额大幅回升，接近 1 月高点，南向资金回升，北向资金高位回落，两融余额回落跌破 2.7 万亿，降杠杆效应明显。

风险提示：地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

证券研究报告

2026 年 08 月 06 日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526010002
wangshuhui@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：又到迎难而上时-政策与大类资产配置月观察》 2026-08-04
- 2 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2026-08-03
- 3 《投资策略：A 股策略周报-政治局会议定调“加大逆周期调节力度”》 2026-08-02

内容目录

1. 大类资产回顾：全球股指分化，日韩股指回撤、原油回升	4
1.1. 大类资产总览：A 股持续回落，中债利率月末下行，商品指数震荡走高，全球股指分化	4
1.2. A 股市场：宽基指数普跌，成长风格领跌，大盘强于中小盘，煤炭、石油石化、银行领涨	5
1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行，期限利差收窄，信用利差回升	8
1.4. 商品市场：商品指数小幅走高，原油回升，黄金窄幅震荡	9
1.5. 海外权益：全球股指分化，日韩股指回撤	10
1.6. 美债：美债利率回升，期限利差走阔，中美利差走阔	12
2. A 股：AI 链带动 A 股调整，ETF 成交放量，两融余额下台阶	14
2.1. 基本面：经济数据温和回升，进出口保持高增	14
2.2. 宏观流动性：资金面小幅转松	14
2.3. 微观资金：成交额下台阶，两融余额回落、ETF 成交放量	16
3. 风险提示	17

图表目录

图 1：A 股、商品、债券表现	4
图 2：大类资产表现跟踪	5
图 3：A 股上半年大事记	6
图 4：A 股下半年大事记	6
图 5：主要宽基指数走势	7
图 6：中信风格指数走势	7
图 7：申万大中小盘指数走势	7
图 8：主要指数走势	7
图 9：申万一级行业表现一览	8
图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄	8
图 11：信用利差上行	9
图 12：大宗商品涨跌幅	9
图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性	10
图 14：主要商品指数	10
图 15：主要农产品走势	10
图 16：原油及主要工业金属走势	10
图 17：原油 7 月下旬回升	10
图 18：COMEX 黄金窄幅震荡	10
图 19：全球主要股指涨跌幅	11
图 20：标普 500 指数涨跌幅	11
图 21：恒生指数行业涨跌幅	11
图 22：AH 溢价指数	12
图 23：vix 指数	12

图 24：7 月美债计算出的隐含通胀回升	12
图 25：7 月美债期限利差走阔	13
图 26：7 月中美利差走阔	13
图 27：宏观热力图	14
图 28：一季度全 A ROE（TTM）小幅企稳	14
图 29：一季度全 A 归母累计同比回升	14
图 30：社融结构	15
图 31：6 月社融 TTM 同比回落	15
图 32：6 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔	15
图 33：M1-M2 剪刀差走阔	15
图 34：政策利率	15
图 35：DR007 均值边际回落	16
图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年	16
图 37：新发基金情况	16
图 38：7 月南向资金回升	17
图 39：7 月北向资金成交额高位回落	17
图 40：两融余额回落跌破 2.7 万亿	17
图 41：ETF 成交额 7 月放量	17

1. 大类资产回顾：全球股指分化，日韩股指回撤、原油回升

1.1. 大类资产总览：A 股持续回落，中债利率月末下行，商品指数震荡走高，全球股指分化

7 月 A 股持续走弱，沪指一度跌破 3800 点，中债利率月末回落，商品指数震荡冲高，全球股指涨跌不一。7 月 A 股持续下行，AI 链杀跌带动大盘走弱，主线拥挤度回落，风格再平衡加速，沪指陆续跌破 4000 点、3900 点，一度跌破 3800 点，最低跌至 3764 点，月末小幅回升收复 3800 点，7/31 收于 3832，7 月沪指收跌 6.4%。债市方面，十年期国债收益率窄幅震荡，围绕 1.73% 震荡，月末收益率下行，7/31 收于 1.7141%，7 月收益率下行 1.89BP。商品方面，南华工业品指数冲高回落，最高至 3892 点（7/24），7 月收涨 1.64%。全球股指分化，恒生指数收涨 13.1%，日经 225 指数收跌 8.1%。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：大类资产表现跟踪

资产类别		单位	2026/7/31	变化（除债券为BP外，均为%）				近期走势	2010以来			年化波动率 （周）	2010以来 波动率分位
				~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国：标普500		7490	1.0%	-0.1%	3.6%	9.4%		1023	7610	99%	18.38%	78.50%
	美国：纳斯达克		25374	1.6%	-3.2%	1.0%	9.2%		2092	27094	99%	26.54%	84.80%
	德国：DAX		25629	2.1%	2.5%	5.5%	4.7%		5072	25818	100%	6.76%	12.30%
	法国：CAC40		8510	1.6%	1.3%	4.9%	4.4%		2782	8621	100%	9.05%	23.60%
	日本：日经225		64362	-0.4%	-8.1%	8.1%	27.9%		8160	72366	99%	46.86%	97.50%
	英国：FT100		10868	1.2%	3.5%	4.9%	9.4%		4806	10911	100%	6.93%	22.60%
	A50期货		14806	-0.7%	-3.8%	-2.5%	1.2%		4318	18372	92%	24.86%	83.80%
	上证综指		3832	0.5%	-6.4%	-6.8%	-3.4%		1950	5166	93%	15.29%	58.30%
	上证50		2923	-1.1%	-2.2%	-2.1%	-3.6%		1407	4029	79%	7.45%	12.80%
	沪深300		4588	-1.3%	-7.9%	-4.6%	-0.9%		2087	5808	85%	26.97%	85.70%
债券	创业板指		3344	-3.9%	-23.0%	-9.1%	4.4%		594	4372	95%	76.34%	98.90%
	恒生指数		25884	3.7%	13.1%	0.4%	1.0%		14687	33154	76%	12.09%	28.00%
	美债：2年	%	4.28	-5	14.0	40.0	87.0		0.09	5.19	90%	0.85%	12.90%
	美债：10年	%	4.75	6	31.0	36.0	76.0		0.52	4.98	100%	1.01%	25.60%
	德债：10年	%	3.21	-3	28.0	321.0	57.0		-0.85	3.70	95%	1.19%	17.60%
	法债：10年	%	3.95	-2.2	30.2	25.6	61.7		-0.45	4.02	100%	1.12%	21.70%
	日债：10年	%	2.80	-1.4	11.1	29.4	73.5		-0.30	2.87	100%	4.71%	50.50%
	英债：10年	%	5.01	-2.0	26.3	8.1	53.9		0.12	5.13	100%	0.76%	4.80%
	中债：1年	%	1.15	0.7	2.4	-1.6	-19.1		0.93	4.25	1%	0.76%	59.80%
	中债：10年	%	1.71	-1.4	-1.9	-3.3	-13.3		1.60	4.72	3%	0.46%	44.70%
外汇	国开债：10年	%	1.78	-0.7	-0.2	-6.2	-22.5		1.60	5.92	3%	0.48%	52.30%
	中票：3年：AAA	%	1.68	2.4	6.0	-4.0	-21.1		1.61	6.30	1%	0.15%	8.30%
	城投：5年：AAA	%	1.79	0.8	1.2	-7.5	-22.1		1.73	6.60	1%	0.10%	4.00%
	美元指数		99.78	-1.7%	-1.4%	1.6%	1.5%		73.03	114.16	77%	5.88%	51.60%
	欧元兑美元		1.15	1.4%	0.9%	-1.6%	-1.8%		0.96	1.48	49%	5.21%	31.00%
	美元兑日元		157.49	-3.9%	-3.1%	0.3%	0.5%		75.81	163.87	97%	16.72%	94.30%
	英镑兑美元		1.35	1.2%	1.7%	-0.7%	0.1%		1.07	1.72	50%	6.46%	44.80%
	美元兑离岸人民币		6.75	-0.3%	-0.6%	-1.2%	-3.2%		6.02	7.43	53%	2.05%	42.70%
	美元兑在岸人民币		6.75	-0.3%	-0.6%	-1.3%	-3.5%		6.04	7.35	55%	0.98%	24.60%
	商品	布伦特原油	美元/桶	90	-6.9%	23.6%	-16.7%	48.1%		19	128	70%	5.66%
伦敦金		美元/盎司	4027	-1.0%	0.0%	-13.2%	-6.5%		1049	5405	96%	1.64%	94.90%
伦敦银		美元/盎司	58	-1.0%	-1.8%	-21.1%	-19.8%		12	118	96%	1.63%	68.50%
LME铜		美元/吨	13836	1.3%	3.6%	7.1%	11.1%		4328	14109	100%	0.92%	45.50%
LME铝		美元/吨	3217	0.3%	4.8%	-10.3%	8.4%		1426	3878	97%	0.79%	36.30%
铁矿石		元/吨	716	-4.0%	-4.1%	-10.1%	-9.3%		284	1337	52%	1.46%	56.00%
螺纹钢		元/吨	3004	-2.3%	-2.7%	-6.5%	-3.8%		1626	6171	15%	0.70%	29.80%
热轧卷板		元/吨	3220	-2.1%	-2.9%	-6.0%	-1.5%		1691	6683	23%	0.94%	62.00%
焦煤		元/吨	1181	-8.1%	-7.8%	-8.2%	5.9%		494	3847	41%	1.50%	68.00%
焦炭		元/吨	1767	-4.0%	-9.8%	-4.0%	4.4%		607	4402	40%	0.99%	43.20%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

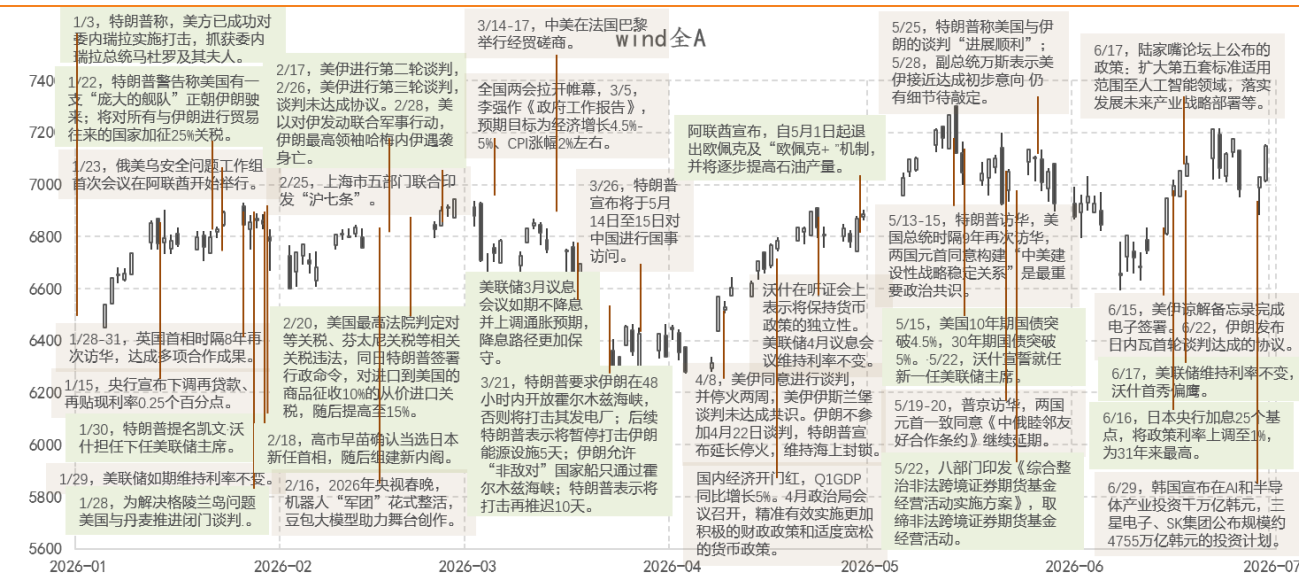
1.2. A股市场: 宽基指数普跌, 成长风格领跌, 大盘强于中小盘, 煤炭、石油石化、银行领涨

7月主要宽基指数普跌, 科创50跌超25%, 风格方面成长领跌, 大盘风格强于中小盘, 行业方面煤炭、石油石化、银行领涨, 电子、通信领跌。上证指数、沪深300、创业板指、科创50分别收跌6.4%、7.86%、23%、25.9%, 此外微盘股指数收涨1.46%, 中证红利指数收涨10.89%。风格方面, 中信五大风格中成长大幅领跌(25.44%), 金融、消费、稳定均收涨。申万大盘指数收跌10.94%, 强于中盘指数(-17.8%)和小盘指数(-18.07%)。行业方面, 除综合外的30个申万一级行业中, 7月份14个行业收涨, 煤炭、石油石化、银行领涨, 分别收涨14.29%、12.63%、11.57%, 电子、通信领跌, 分别收跌34.72%、31.9%。

5月AI硬件链产业催化密集, 算力通胀继续发酵; 6月算力通胀继续向上游扩散, AI链和非AI分化加剧; 7月AI链集体调整, 风格再平衡加速。5月份, A股结构性特征明显, AI硬件链产业催化密集, 字节跳动今年将AI基础设施支出提高25%至2000亿元, 英伟达确定Vera Rubin量产方案, 算力通胀继续发酵, 上游涨价潮延续, 建滔积层板年内第四次涨价, MLCC高端产品线持续缺货; 大型IPO加速, 5/19长江存储正式启动IPO辅导, 5/27长鑫科技科创板IPO过会; 算电协同概念热度提升, 《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》印发。6月份, AI链算力通胀继续扩散, 6月16日, 建滔积层板再次发布新一轮产品涨价函, MLCC缺货潮由高端产品向中低端蔓延, 6月25日, 苹果因存储涨价压力而官宣涨价, 市场逐步开始担忧AI产业链的利润分配, 6月29日, 韩国公布超千万亿韩元的半导体、物理AI和AI数据中心的投资计划, 此外6月第一批、第二批公募基金产品业绩比较基准调整启动。7月份, AI链叙事发生转折, 7月1日, Meta制定云基础设施业务计划, 向外部客户出售AI算力; 7月韩国芯片股杠杆产品大跌, 短期内形成踩踏效应, 加速韩国股市去杠杆; 7月27日, 长鑫科技登陆科创板, 上市首日估值区间较为合理; 监

管方面，7月20日，证监会主席在证券营业部调研并主持召开投资者座谈会，并启动基金自购、上市公司增持等救市组合拳；商业航天方面，7月10日，长征十号乙运载火箭实现一子级可控回收。

图 3：A 股上半年大事记



资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至2026/6/30）

图 4：A 股下半年大事记



资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至2026/7/31）

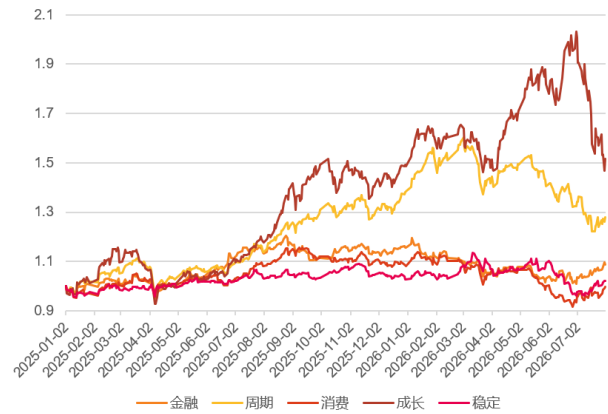
策略报告 | 投资策略专题

图 5：主要宽基指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以2025/1/2为基期，进行归一化处理）

图 6：中信风格指数走势



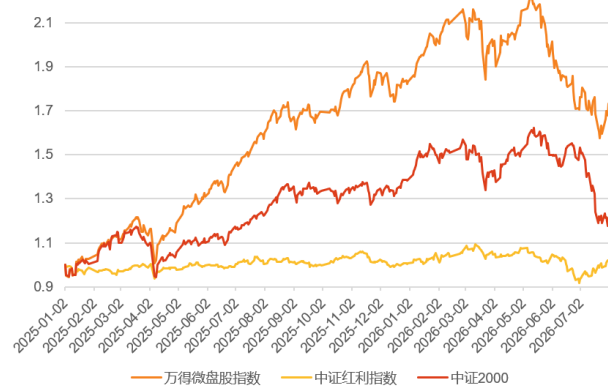
资料来源：Wind，天风证券研究所（以2025/1/2为基期，进行归一化处理）

图 7：申万大中小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以2025/1/2为基期，进行归一化处理）

图 8：主要指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以2025/1/2为基期，进行归一化处理）

图 9：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	Q1涨跌幅	Q2涨跌幅	6月涨跌幅	7月涨跌幅	YTD
电子	中游制造业	7,971	55.00%	36.94%	12,210	6,370	-2.43%	90.92%	60.18%	-34.72%	21.61%
通信	中游制造业	6,504	44.20%	37.66%	10,007	5,437	5.95%	63.84%	30.41%	-31.90%	18.22%
煤炭	上游原材料	3,190	57.90%	21.77%	3,568	2,767	16.83%	-13.18%	-10.88%	14.29%	15.92%
建筑材料	上游原材料	5,656	12.30%	31.83%	8,068	5,457	8.18%	35.20%	25.56%	-27.90%	5.46%
公用事业	支持服务	2,507	30.40%	16.76%	2,897	2,412	9.21%	-6.89%	-6.56%	1.86%	3.58%
石油石化	上游原材料	2,615	29.70%	34.63%	3,552	2,322	15.36%	-22.20%	-20.06%	12.63%	1.08%
银行	金融基建	4,094	94.20%	12.40%	4,189	3,670	-3.51%	-9.08%	-9.72%	11.57%	-2.12%
机械设备	中游制造业	2,055	1.40%	25.46%	2,662	1,985	-0.66%	23.41%	12.03%	-22.06%	-4.35%
家用电器	下游可选消费	8,768	36.90%	12.90%	9,534	8,304	-7.10%	-2.32%	-6.18%	4.87%	-4.83%
基础化工	上游原材料	4,113	5.00%	24.24%	5,235	3,966	6.91%	1.96%	-2.12%	-13.70%	-5.93%
医药生物	下游可选消费	7,583	26.80%	21.92%	8,893	6,944	-0.90%	-9.45%	-11.27%	4.52%	-6.21%
环保	支持服务	1,830	7.20%	24.08%	2,303	1,748	4.87%	-3.45%	-8.42%	-7.71%	-6.35%
有色金属	上游原材料	7,852	8.60%	35.49%	11,180	7,213	3.66%	-3.74%	-12.43%	-6.42%	-6.62%
交通运输	支持服务	2,097	28.20%	18.58%	2,391	1,947	-2.03%	-12.84%	-13.34%	7.69%	-8.04%
电力设备	中游制造业	9,125	5.70%	28.76%	12,216	8,702	6.78%	0.46%	-6.87%	-15.68%	-9.55%
建筑装饰	金融基建	1,912	7.20%	23.35%	2,419	1,854	4.86%	-8.89%	-10.95%	-5.82%	-10.02%
食品饮料	下游可选消费	14,533	31.10%	25.00%	17,255	12,942	-2.66%	-17.32%	-16.17%	11.34%	-10.39%
纺织服装	下游可选消费	1,480	7.90%	24.34%	1,825	1,381	-1.77%	-10.23%	-12.68%	-0.84%	-12.56%
非银金融	金融基建	1,791	42.70%	24.48%	2,198	1,660	-14.98%	-0.33%	-4.32%	2.88%	-12.82%
计算机	支持服务	4,424	11.50%	31.99%	6,151	4,184	-7.61%	-5.21%	-12.90%	-3.06%	-15.11%
传媒	下游可选消费	687	23.10%	40.44%	1,022	609	-4.74%	-14.71%	-19.72%	3.09%	-16.24%
钢铁	上游原材料	2,225	18.80%	34.31%	3,145	2,066	-0.51%	-18.59%	-21.76%	3.27%	-16.36%
房地产	金融基建	1,829	7.90%	25.88%	2,350	1,742	-7.51%	-9.66%	-12.81%	-0.36%	-16.74%
美容护理	下游可选消费	3,575	28.90%	30.77%	4,612	3,193	-8.93%	-17.49%	-18.36%	8.75%	-18.29%
轻工制造	下游可选消费	1,985	7.20%	28.16%	2,640	1,897	-1.46%	-12.61%	-15.56%	-5.34%	-18.48%
汽车	下游可选消费	6,470	9.40%	26.86%	8,426	6,163	-6.36%	-12.24%	-16.44%	-1.30%	-18.89%
农林牧渔	下游可选消费	2,416	28.20%	29.41%	3,095	2,184	-6.36%	-20.19%	-22.52%	8.45%	-18.95%
社会服务	下游可选消费	7,092	11.50%	32.77%	9,616	6,465	-4.36%	-13.74%	-17.18%	-1.92%	-19.09%
国防军工	中游制造业	1,579	5.00%	36.23%	2,378	1,517	-6.14%	-0.48%	-10.10%	-14.68%	-20.30%
商贸零售	支持服务	1,809	22.40%	35.52%	2,585	1,667	-14.43%	-17.52%	-19.38%	5.79%	-25.84%

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026/7/31）

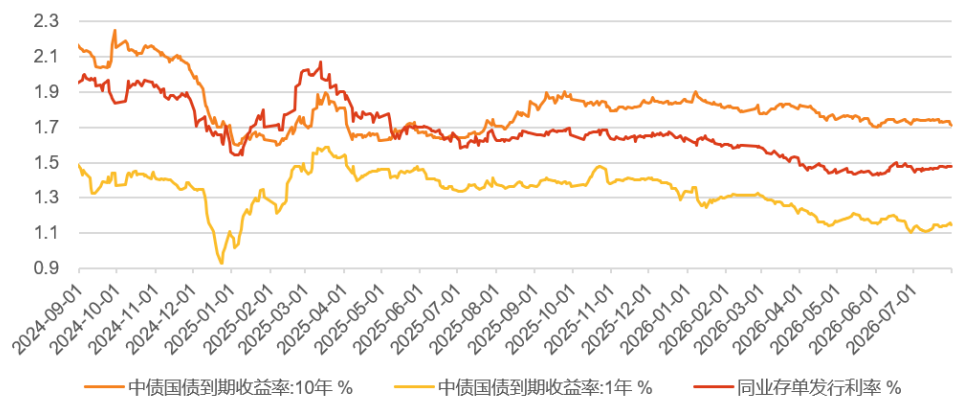
1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行，期限利差收窄，信用利差回升

7 月长端利率窄幅震荡，月末回落，短端利率回升一度突破 1.15%，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄。10 年期国债收益率在 1.73%附近震荡，下旬收益率回落，7/31 收于 1.7141%，7 月利率下行 1.89BP。1 年期国债收益率上行，一度升至 1.15%以上，7/31 收于 1.146%，7 月上行 2.43BP。短端利率上行，长端利率下行，期限利差收窄，利率曲线趋于平缓。

10 年期国债利率高于存单利率，两者剪刀差收窄。2025/7/2，10 年期国债收益率超过存单利率，此后此状态延续，7 月存单利率小幅回升，上行 0.25BP，10 年期国债利率下行，两者剪刀差收窄。存单利率反映现实，国债利率反映预期。

信用利差回升。二季度信用利差下行 3.78BP，4 月围绕 20BP 震荡，5 月、6 月信用利差在 21-27BP 区间震荡，7 月信用利差小幅回升，7 月上行 1.87BP。

图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：信用利差上行



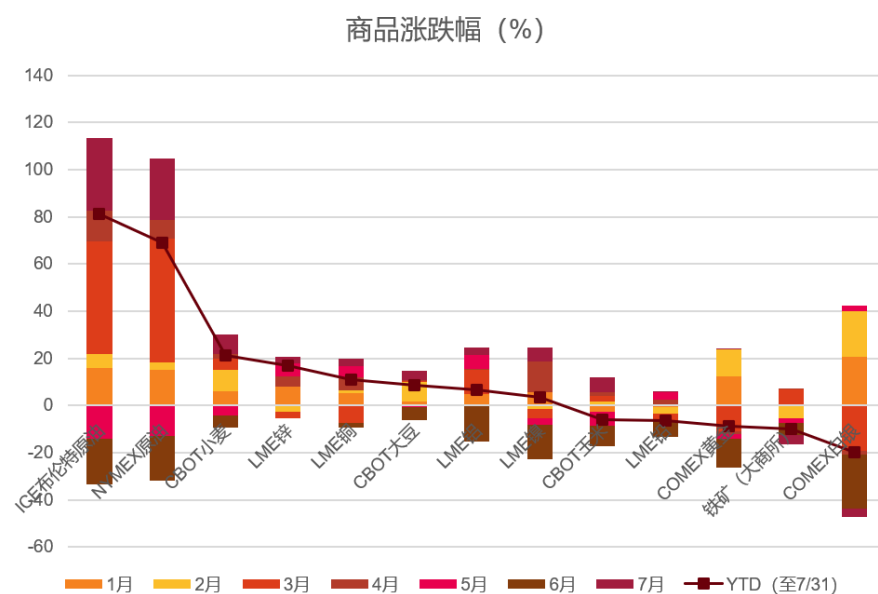
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 商品市场：商品指数小幅走高，原油回升，黄金窄幅震荡

7月南华工业品指数小幅冲高，月末回落。7月南华工业品指数震荡回升，最高升至3892点（7/24），7/31收于3757点，7月涨1.6%。主要大宗商品表现来看，7月ICE布伦特原油、NYMEX原油领涨，分别报31%、25.98%，大商所铁矿、COMEX白银领跌，分别为-4.28%、-3.58%。

原油回升，黄金窄幅震荡。美伊冲突一度升级，美国连续13天对伊朗发动军事打击，7月24日，特朗普暂停打击伊朗，打破美军连续对伊发动空袭的局面，国际油价回升，布伦特原油一度回升至100美元/桶。7月FOMC会议如期维持利率不变，会议整体中性偏鹰，内部分歧加剧，3名委员主张本次上调利率25bp，7月COMEX黄金基本在4000-4100美元/盎司区间震荡，底部逐渐夯实。

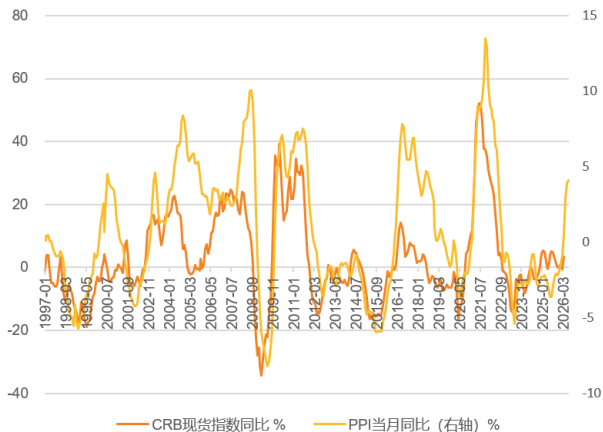
图 12：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

策略报告 | 投资策略专题

图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：主要商品指数



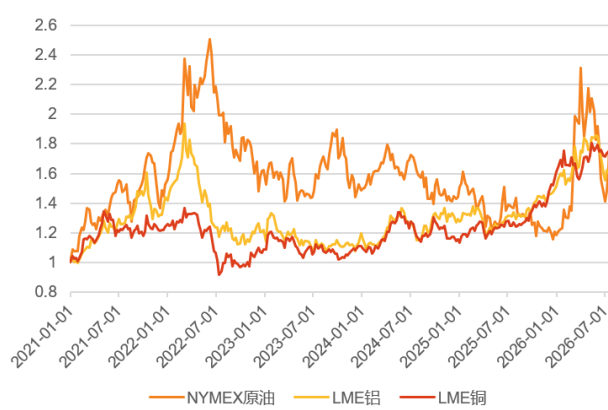
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：主要农产品走势



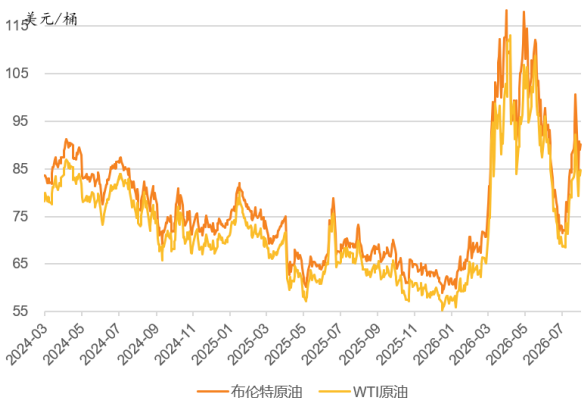
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 16：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 17：原油 7 月下旬回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：COMEX 黄金窄幅震荡



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 海外权益：全球股指分化，日韩股指回撤

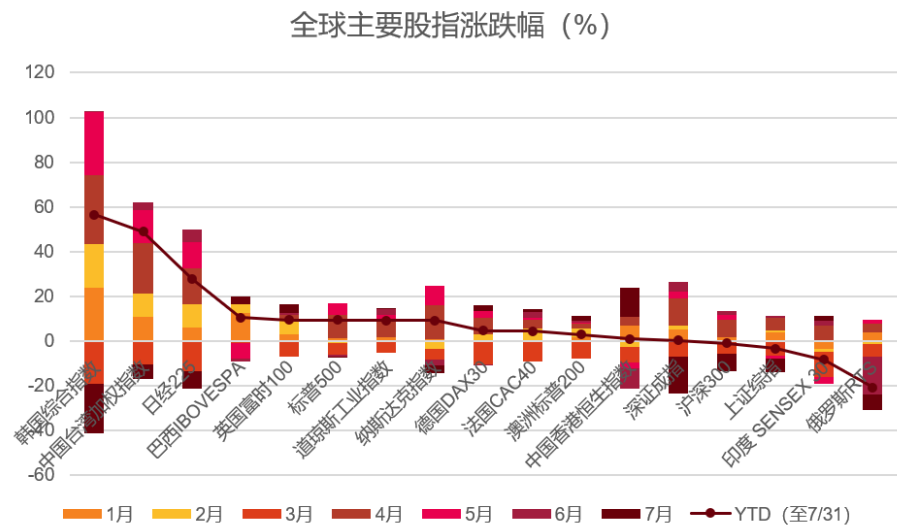
7 月全球股指分化加剧。7 月恒生指数领涨，涨幅报 13.13%，韩国综合指数、日经 225 指数、中国台湾加权指数领跌，报 -22.19%、-8.14%、-6.52%。

美股三大指数涨跌不一，欧股集体收涨。道指收涨 0.32%，标普 500 指数、纳指收跌 0.13%、3.2%，美股三大指数分化，纳指高位震荡回落。欧股集体收涨，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数收涨 3.53%、1.26%、2.53%，德国 DAX 指数震荡冲高，法国 CAC40 指数、英国富时 100 指数持续上行。

亚太股指分化，韩国综合指数跌超 20%，日经 225 指数、中国台湾加权指数跌超 5%，恒生指数收涨 13%。恒生指数表现强于上证指数，港股指数整体强于 A 股，沪深 300 指数/恒生指数月末跌至 17% 左右，7 月 AH 溢价指数稳定在 120 以上。

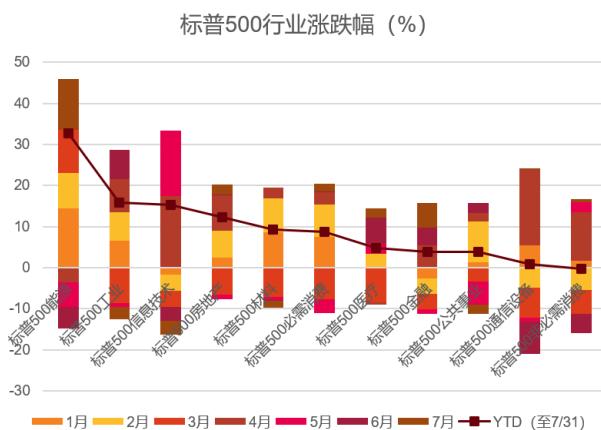
行业方面，标普 500 指数分化，7 月能源、金融领涨，信息技术、工业领跌。恒生指数行业多数收涨，非必需消费、原材料、能源领涨，工业收跌。

图 19：全球主要股指涨跌幅



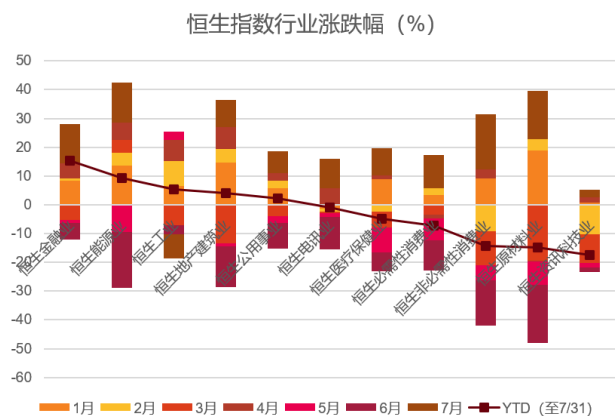
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：标普 500 指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：恒生指数行业涨跌幅



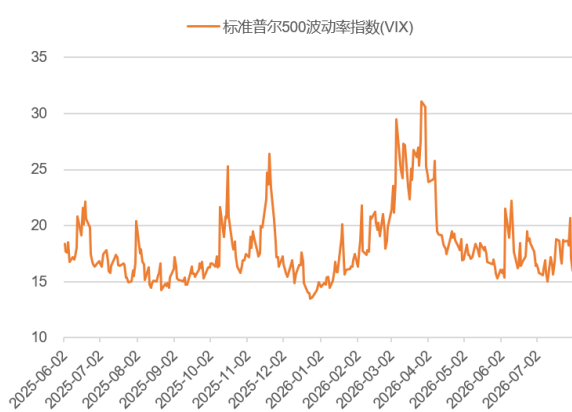
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：AH 溢价指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：vix 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 美债：美债利率回升，期限利差走阔，中美利差走阔

短端、长端美债利率均回升，10 年期利率再次突破 4.5%，期限利差收窄，中美利差走阔。7 月美债利率震荡上行，10 年期美债利率 7/7 突破 4.5% 的临界点，随后继续走高，突破 4.6%、4.7%，7/31 收于 4.75%，7 月上行 31BP，2 年期美债利率冲高，最高为 4.37%（7/23），7/31 收于 4.28%，7 月上行 14BP。长端利率上行幅度大于短端利率，期限利差走阔。

用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀震荡回升，7/31 收于 2.28%，上行 4BP。

中美利差走阔，中债长端利率回落，美债长端利率回升，中美利差从 -271BP（6/30）走阔至 -304BP（7/31）。

图 24：7 月美债计算出的隐含通胀回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：7 月美债期限利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：7 月中美利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. A 股：AI 链带动 A 股调整，ETF 成交放量，两融余额下台阶

2.1. 基本面：经济数据温和回升，进出口保持高增

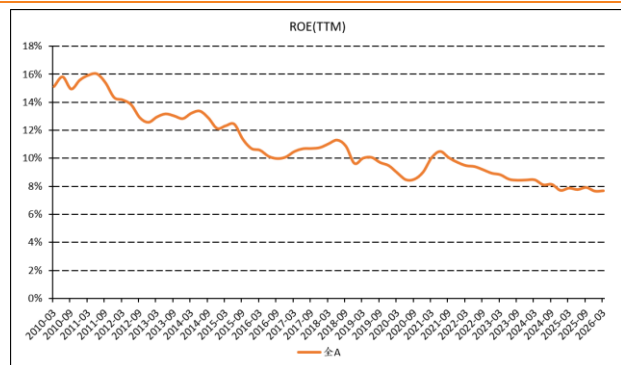
6 月经济数据温和回升，进出口保持高增长。6 月制造业 PMI 小幅回升，但 7 月大幅季节性回落。通胀方面，6 月 CPI 同比小幅回落，PPI 同比回升报 4.1%。6 月三大经济数据分化，固投同比回落且低于 Wind 预期，社消、工业同比回升且高于预期，社消同比转正。6 月进出口同比继续实现两位数增长，且均高于 Wind 预期。业绩方面，全 A ROE (TTM) 26 年一季报小幅企稳，全 A、全 A 非金融石油石化归母净利润累计同比 26 年一季报回升，盈利复苏曙光已现。

图 27：宏观热力图

(%)		较前值	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
生产	工业增加值	0.80	5.3	4.5	4.1	5.7	6.3	6.3	5.7	5.1	5.1	5.9	4.8	5.4
	固定资产投资	-1.60	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-	-3.8	0.3	0.8	1.4	1.9	2.6
	制造业	-0.80	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1	-	0.6	5.5	5.9	6.6	7.1	7.7
	房地产	-1.80	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	-	-17.2	-13.2	-12.5	-12.0	-11.6	-11.1
	基建	-3.16	-2.4	0.8	4.9	9.2	9.8	-	-1.5	4.7	5.4	6.3	6.6	7.7
需求	社会消费品零售	1.60	1.0	-0.6	0.2	1.7	2.8	-	0.9	2.1	3.8	3.1	2.7	3.2
	出口 (人民币)	7.10	20.8	13.7	9.7	-0.7	36.0	8.0	8.0	5.6	4.9	4.8	6.4	7.1
	进口 (人民币)	7.90	29.4	21.5	20.5	24.3	11.4	24.3	3.0	-1.3	-0.8	3.6	0.8	5.5
(当月值，%)		较前值	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08
就业	调查失业率	-	-	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3
	16—24 岁人口	-	-	14.9	15.6	16.3	16.9	16.1	16.3	16.5	16.9	17.3	17.7	18.9
	25—29 岁人口	-	-	7.1	7.2	7.4	7.7	7.2	6.8	6.9	7.2	7.2	7.2	7.2
	30—59 岁人口	-	-	4.0	4.1	4.2	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9
景气	制造业 PMI	-1.10	49.2	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0	49.8	49.4
通胀	CPI 同比	-	-	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4
	PPI 同比	-	-	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3	-2.9
	社融同比	-	-	7.4	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8
信用	M2 同比	-	-	8.0	8.6	8.6	8.5	9.0	9.0	8.5	8.0	8.2	8.4	8.8
	M1 同比	-	-	4.0	5.5	5.0	5.1	5.9	4.9	3.8	4.9	6.2	7.2	6.0

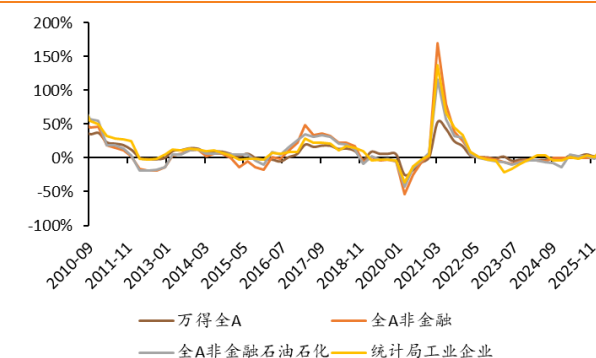
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：一季度全 A ROE (TTM) 小幅企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：一季度全 A 归母累计同比回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 宏观流动性：资金面小幅转松

6 月社融回落。社融 TTM 同比 25 年回升至高位后维持在 15% 左右，26 年 1-6 月连续回落，4 月转负，6 月跌至 -9.27%。6 月企业中长贷、居民中长贷 TTM 同比跌幅均走阔。社融结构中，6 月新增政府债券、新增人民币贷款同比少增走阔。

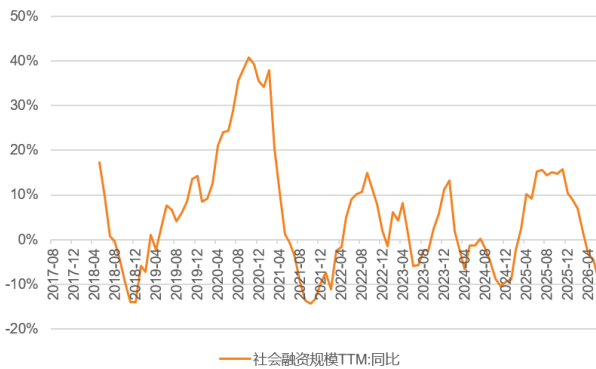
货币边际转松。25 年 11 月起 DR007 均值边际回升，26 年 1 月 DR007 均值为 1.5051%，自 25 年 8 月来首次回升至 1.5% 以上，随后则连续回落，3-5 月均值分别报 1.44%、1.35%、1.34%，6 月边际回升至 1.4% 以上 (1.44%)，7 月均值为 1.4181%，边际回落但仍高于 7 天逆回购利率 (7 月为 1.4%)。

图 30：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2026年6月	同比相减 (亿元)	占比	同比相减 (亿 元, 上个月)	环比变化 (亿元)	过去3个月：同 比相减 (亿元)	占比
总量	(8606)		(2607.0)	(5999.0)	(16574.0)	
新增人民币贷款	(5950)	69%	(958.0)	(4992.0)	(11798.0)	71%
政府债券	(5825)	68%	(2349.0)	(3476.0)	(8862.0)	53%
企业债券融资	1590	-18%	184.0	1406.0	3954.0	-24%
表外三项	140	-2%	435.0	(295.0)	(2248.0)	14%
新增委托贷款	643	-7%	76.0	567.0	438.0	-3%
新增信托贷款	(1319)	15%	(120.0)	(1199.0)	(1491.0)	9%
新增未贴现银行承兑汇票	816	-9%	479.0	337.0	(1195.0)	7%
存款类金融机构资产支持证券	433	-5%	(139.0)	572.0	482.0	-3%
贷款核销	710	-8%	186.0	524.0	845.0	-5%
新增外币贷款	130	-2%	(17.0)	147.0	427.0	-3%
非金融企业境内股票融资	425	-5%	146.0	279.0	1015.0	-6%
合计	(8347)		(2512.0)	(11834.0)	(16185.0)	
其他	(259)		(95.0)		(389.0)	

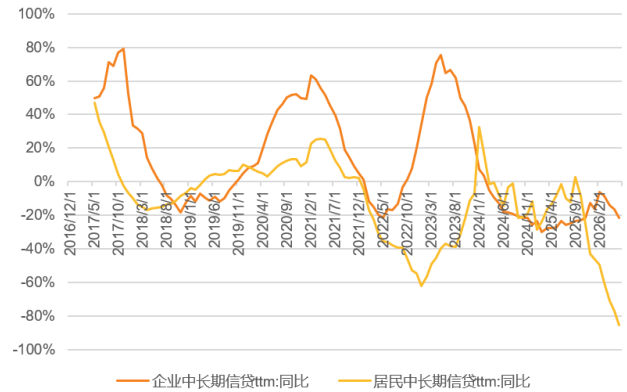
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：6 月社融 TTM 同比回落



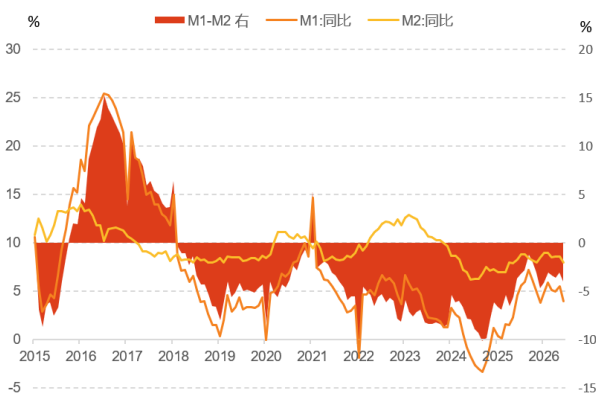
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：6 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔



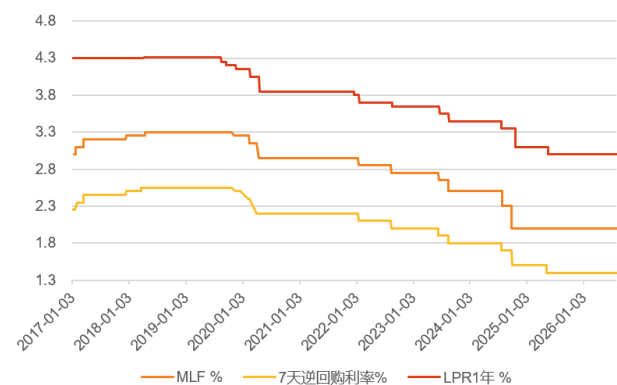
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：M1-M2 剪刀差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：政策利率



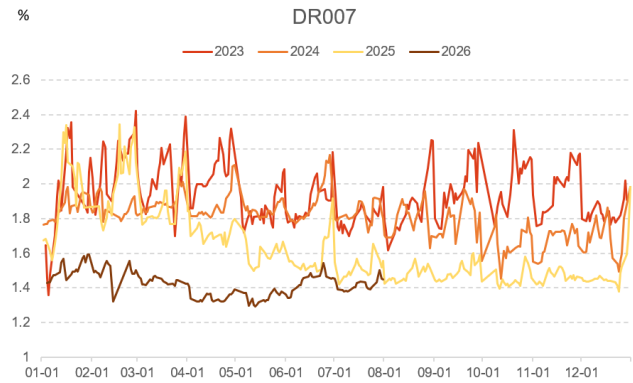
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：DR007 均值边际回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 微观资金：成交额下台阶，两融余额回落、ETF 成交放量

7 月两市成交额持续回落，ETF 成交额大幅回升，南向资金回升，北向资金高位回落，两融余额回落跌破 2.7 万亿。新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，26 年 1 月至 6 月基本维持在千亿左右，6 月回落至 757 亿份。

两市成交额持续回落，沪深两市成交额（MA5）陆续跌破 3 万亿、2.5 万亿，7/31 收于 2.26 万亿，市场量能回落。

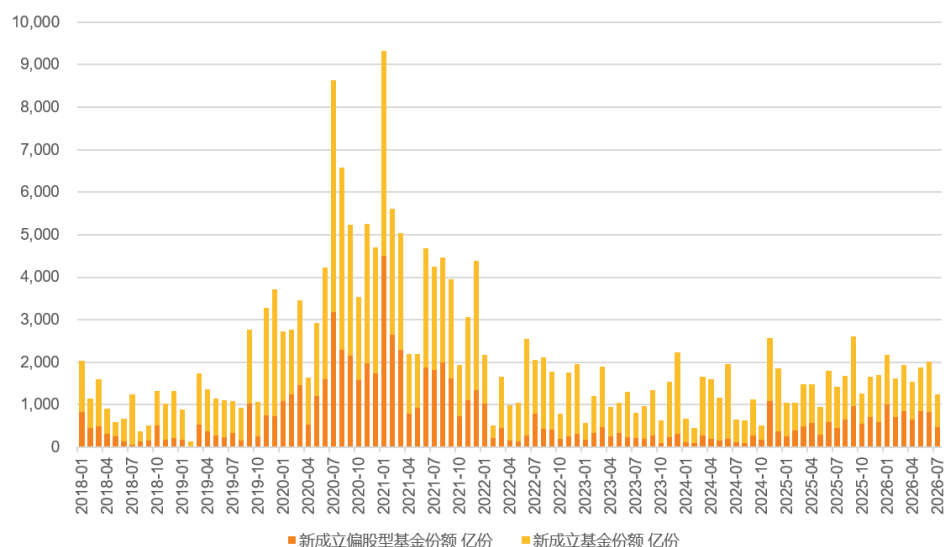
港股通成交净额回升，7 月港股通成交净额周度均值为 167 亿元，而 5 月和 6 月为 27、69 亿元，7/11 当周成交净额为 339 亿元，为 2/14 以来新高。

北向资金高位震荡，月末回落，7 月陆股通成交额（MA5）最高为 4104 亿元（7/2），下旬跌破 4000 亿元，最低为 2982 亿元（7/29），陆股通成交额占比（MA5）回升突破 14%。

融资融券余额回落跌破 2.7 万亿，7 月两融余额陆续跌破 3 万亿、2.9 万亿、2.8 万亿、2.7 万亿，两融余额占 A 股流通市值比重小幅回落至 2.6% 左右，降杠杆效应明显，截至 7/31，融资余额为 25891 亿元，融券余额为 222 亿元。

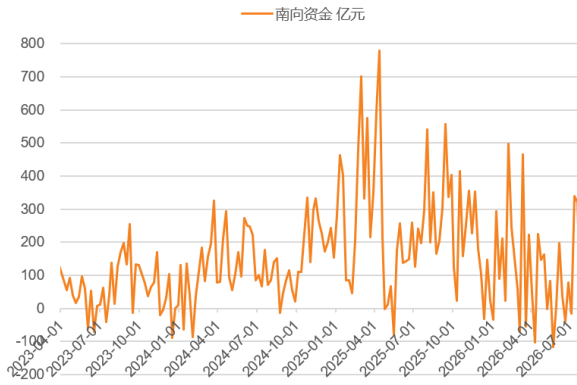
ETF 成交额大幅回升。7 月成交额周度均值为 10856 亿元，6 月则为 8144 亿元，7/19 当周 ETF 成交额升至 11466 亿元，为 2/1 以来新高，7 月 ETF 成交额占两市成交额比重最高升至 9.2%（7/26）当周，接近年初的高点（1/25 当周为 9.8%）。

图 37：新发基金情况



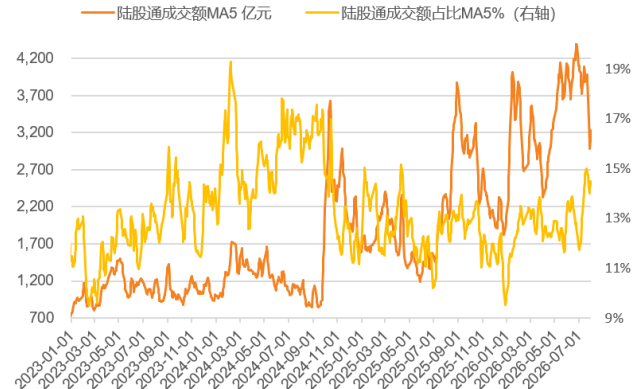
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：7 月南向资金回升



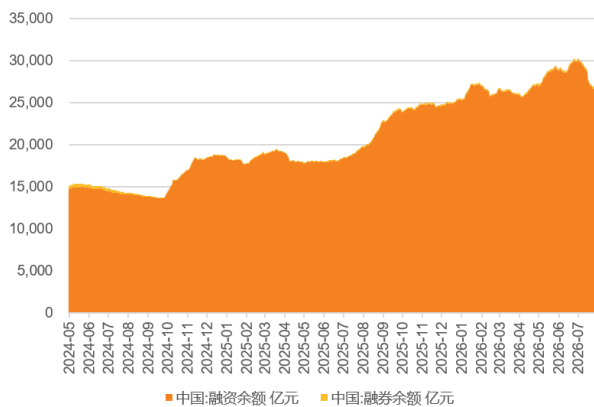
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：7 月北向资金成交额高位回落



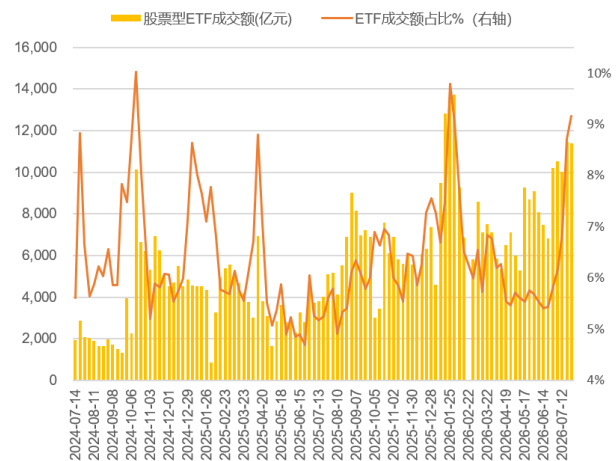
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：两融余额回落跌破 2.7 万亿



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：ETF 成交额 7 月放量



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 风险提示

地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com