

联储紧缩预期收敛 科技板块波动加剧

——鑫元周观点（2026.06.29-2026.07.03）

一、核心观点

宏观方面，6月以来“六张网”等重大基建项目推进节奏明显加快，新增专项债发行显著提速，叠加外需延续较强韧性，共同推动6月官方制造业PMI产需两端同步修复，景气度时隔数月重返扩张区间。展望三季度，政府债券后续发行有望提速赶进，财政资金拨付与支出节奏也将随之加快，重大项目实物工作量或进入集中落地期，对经济运行形成阶段性支撑。政策层面，7月中央政治局会议对宏观政策的定调大概率偏中性，强刺激政策出台概率有限。但从中长期视角审视，若剔除财政发力对内需的阶段性托底效应，经济内生性修复动能仍显疲弱，经济结构转型过程中的新旧动能分化仍在加剧，宏观经济长期向好的基础尚不稳固。海外方面，美国6月新增非农就业显著不及预期，市场对美联储进一步加息的预期明显收敛，美元指数与美债收益率同步回落，美债实际利率对黄金的压制边际缓解。但6月非农数据在调查质量与统计口径上存在一定瑕疵，据此断言美国就业市场已实质性降温仍为时尚早。

权益市场方面，上周全球权益市场延续高波动、强轮动、快切换特征，A股表现为典型的“冲高—急跌—修复”倒V型节奏，指数层面表面平稳、结构层面剧烈再平衡。这主要由于Meta拟向外部客户出售AI算力和模型访问权限以及苹果因内存价格上行被迫提价引发了市场担忧，AI主线的分子逻辑开始从此前的“景气加速”切换到“景气仍强，但供给与成本约束进入平衡阶段”。短期市场大概率仍处于高波动区间，中报业绩验证期临近，资金将继续向业绩兑现更确定、受上游成本和供给瓶颈影响更小的方向迁移。操作上仍坚持不追高、不杀跌、重视逆向配置。

固收市场方面，当前债市仍处于“弱现实支撑、资金扰动下降、低利率约束增强”的组合中。基本面层面，实体融资需求尚未出现趋势性修复，内需改善斜率仍然有限，对债市仍有支撑；资金层面，央行通过隔夜逆回购和买断式逆回购稳定市场预期，资金利率持续大幅上行并冲击债市的概率不高；估值层面，10年国债在1.70%附近缺乏进一步突破动力，回到1.75%附近则配置盘承接意愿会重新提升。30年国债在2.20%附近追涨性价比下降，若因供给扰动或止盈压力上行至2.25%—2.30%区间，则可重新关注波段参与机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院印发《美丽中国建设“十五五”规划》。到2030年，生态环境质量全面改善，美丽中国建设取得新的重大进展。《规划》明确深入打好蓝天碧水净土保卫战、全面实施固体废物和新污染物治理行动等7方面重点任务，提出大气污染防治提升、水生态环境治理与保护修复、海洋生态环境保护修复、新污染物协同治理等重大工程。

6月官方制造业PMI超预期改善，读数重回扩张区间。2026年6月，官方制造业PMI录得50.3%，较上月回升0.3个百分点，重返荣枯线上方，高于市场预期的50.1%；非制造业商务活动指数录得50.2%，环比微升0.1个百分点，连续两个月小幅上行。制造业产需两端同步进入扩张区间，但小型企业PMI仍处收缩区间、从业人员指数继续走弱、原材料库存持续去化，表明经济修复的基础尚不牢固，结构性分化依然显著。

车船税政策调整，取消对节能汽车减半征收车船税政策。财政部、税务总局、工信部联合发布公告，自2027年1月1日起，取消对节能汽车减半征收车船税政策，取消对纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车免征车船税政策。此次政策调整不区分存量和增量，纳税人拥有上述类型车辆，均需按规定缴纳车船税。纯电动乘用车、燃料电池乘用车不属于车船税法规定的征税范围，不受此次政策调整影响。

（二）海外宏观

美国6月新增非农数据显著不及预期。美国劳工统计局数据显示，美国6月非农就业新增5.7万人，远低于市场预期的11万人，为近4个月以来最低水平；4月和5月数据累计下修7.4万人，6月失业率意外降至4.2%，为2025年6月以来最低水平，数据公布后，交易员完全定价美联储加息将推迟至今年12月份。

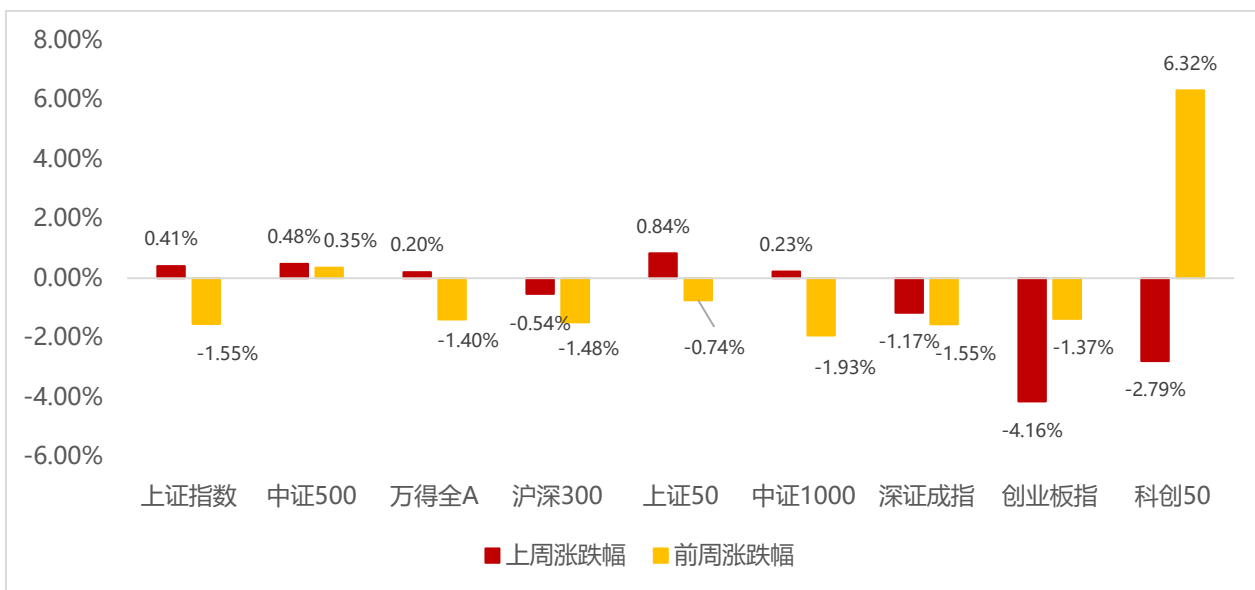
Meta拟出租剩余算力引发全球科技板块大幅调整。一则Meta拟下场“卖算力”的消息，被市场广泛解读为算力过剩，引发全球AI交易重挫，但多位业内人士认为该消息属于误读，Meta出售算力不是AI资本支出的结束，而是意味着AI基建商业模式成熟。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周A股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数涨跌不一。上证 50 上涨 0.84%，中证 500 上涨 0.48%，上证指数上涨 0.41%，中证 1000 上涨 0.23%，万得全 A 上涨 0.20%；科创 50 下跌 2.79%，深证成指下跌 1.17%，创业板指下跌 4.16%，沪深 300 下跌 0.54%；从行业板块看，上周**医药生物、美容护理、汽车**领涨，**通信、建筑材料、电子**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/7/3	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
上证指数	16.9	↑	0.06	58.1	↑	0.35	94.2%	95.3%	93.8%
深证成指	37.2	↓	0.21	86.4	↓	0.46	97.3%	99.2%	99.0%
上证 50	11.1	↑	0.03	51.2	↑	0.47	74.0%	72.2%	63.7%
沪深 300	14.3	↓	0.02	66.7	↓	0.32	86.3%	85.9%	81.5%
中证 500	40.9	↑	0.15	72.9	↑	0.02	84.3%	99.7%	99.6%
中证 1000	51.7	↑	0.25	73.8	↑	0.19	73.8%	93.9%	92.1%
创业板指	51.2	↓	1.80	57.1	↓	4.82	54.8%	64.3%	63.8%
科创 50	231.7	↓	7.51	99.6	↓	0.38	99.6%	99.6%	99.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

数据来源：Wind、鑫元基金

	2026/7/3	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	38.3	↑	2.38	51.25%	↑	2.18	51.3%	62.9%	60.5%
基础化工(申万)	31.9	↓	0.38	75.30%	↓	1.84	75.3%	92.4%	90.0%
钢铁(申万)	29.0	↑	0.58	62.87%	↑	0.46	62.9%	84.4%	79.5%
有色金属(申万)	21.9	↑	0.39	22.96%	↑	1.19	23.0%	36.9%	48.3%
电子(申万)	96.9	↓	3.39	99.10%	↓	0.34	99.1%	99.7%	99.5%
家用电器(申万)	14.8	↑	0.51	41.00%	↑	11.38	41.0%	46.4%	50.5%

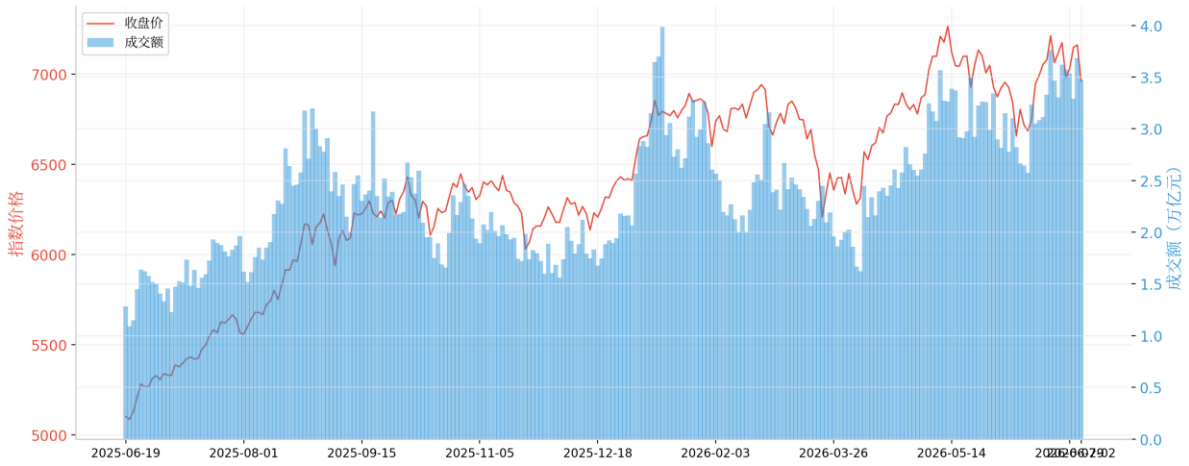
食品饮料(申万)	18.9	↑	0.38	10.64%	↑	1.08	10.6%	1.9%	2.5%
纺织服饰(申万)	25.1	↑	1.35	48.82%	↑	9.32	48.8%	61.6%	56.2%
轻工制造(申万)	32.1	↓	0.10	60.81%	↓	0.17	60.8%	92.3%	89.9%
医药生物(申万)	32.7	↑	3.16	31.43%	↑	9.83	31.4%	50.5%	52.4%
公用事业(申万)	20.7	↑	0.69	52.71%	↑	9.30	52.7%	59.4%	57.5%
交通运输(申万)	16.3	↑	0.17	40.21%	↑	1.88	40.2%	47.2%	55.9%
房地产(申万)	19.5	↑	2.33	71.60%	↑	4.65	71.6%	79.0%	72.3%
商贸零售(申万)	33.7	↑	1.50	62.36%	↑	4.85	62.4%	70.5%	61.1%
社会服务(申万)	39.9	↑	0.42	27.86%	↑	0.84	27.9%	35.6%	17.2%
综合(申万)	98.6	↓	31.75	97.55%	↓	1.39	97.6%	97.2%	96.3%
建筑材料(申万)	45.2	↓	2.11	99.32%	↓	0.31	99.3%	99.8%	99.7%
建筑装饰(申万)	13.9	↓	0.78	72.41%	↓	1.23	72.4%	95.3%	95.0%
电力设备(申万)	35.8	↓	0.19	43.40%	↓	0.55	43.4%	63.6%	53.7%
国防军工(申万)	68.4	↑	3.42	52.90%	↑	7.97	52.9%	70.7%	67.5%
计算机(申万)	68.0	↑	1.43	70.98%	↑	2.03	71.0%	68.3%	59.4%
传媒(申万)	34.8	↑	0.70	30.29%	↑	1.41	30.3%	46.9%	38.6%
通信(申万)	67.9	↓	6.78	97.80%	↓	1.18	97.8%	98.8%	98.4%
银行(申万)	5.7	↓	0.02	29.99%	↓	0.12	30.0%	30.9%	40.7%
非银金融(申万)	11.6	↑	0.46	1.86%	↑	1.19	1.9%	2.0%	2.7%
汽车(申万)	26.5	↑	1.89	64.83%	↑	8.68	64.8%	48.6%	32.2%
机械设备(申万)	50.3	↑	1.32	79.44%	↑	0.87	79.4%	99.9%	99.8%
煤炭(申万)	18.9	↓	1.09	75.62%	↓	1.17	75.6%	94.5%	92.7%
石油石化(申万)	18.2	↑	0.16	51.10%	↑	1.08	51.1%	75.0%	76.5%
环保(申万)	27.1	↑	0.57	55.87%	↑	1.20	55.9%	88.8%	88.6%
美容护理(申万)	30.0	↑	2.05	19.96%	↑	9.57	20.0%	19.6%	11.1%

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周国防军工、医药生物、农林牧渔估值上行最多，通信、电子、建筑材料下行最多。当前电子、通信、建筑材料板块估值处于历史较高水平；非银金融、食品饮料、有色金属板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

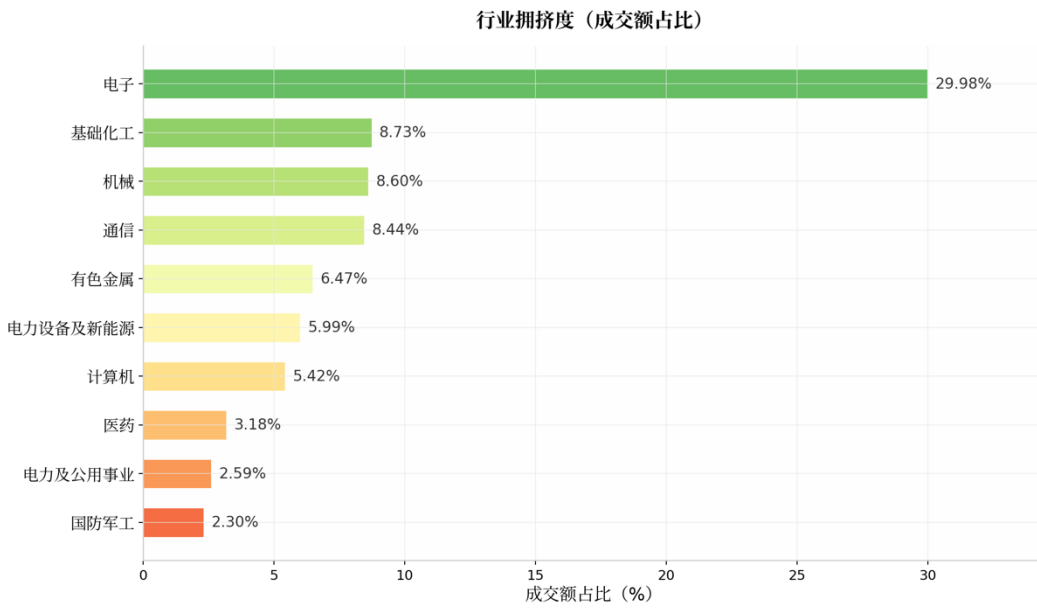
图：全市场成交金额

万得全A(881001.WI) 价格指数与成交额



数据来源: Wind

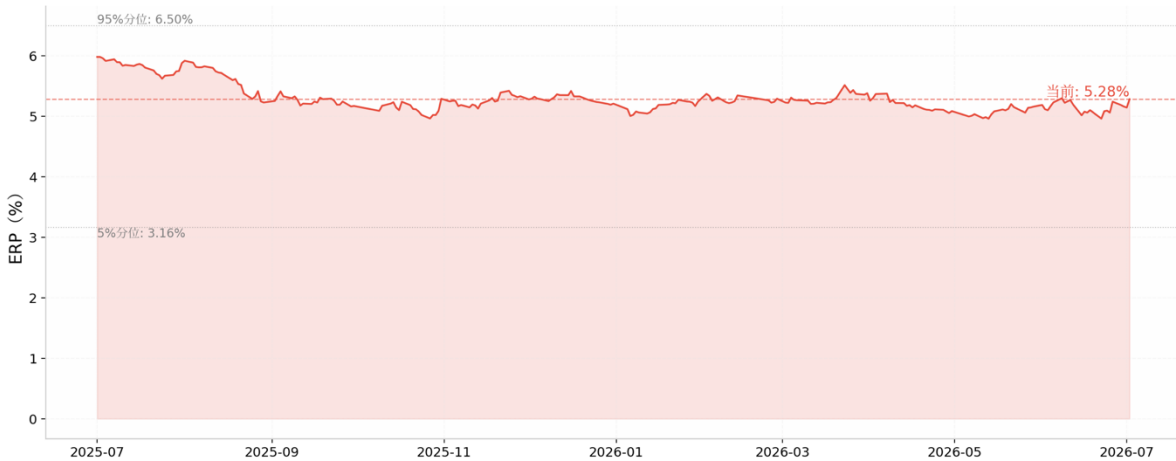
图: 行业拥挤度分位数



数据来源: Wind

图: 股债性价比: 沪深 300 与 10 年期国债

股债性价比（ERP）走势



数据来源：Wind

上周量化模型的信号为"中性偏多"。从全A换手率的角度看，上周市场放量微涨。从行业拥挤度的角度，电子、基础化工、机械的拥挤度较高。

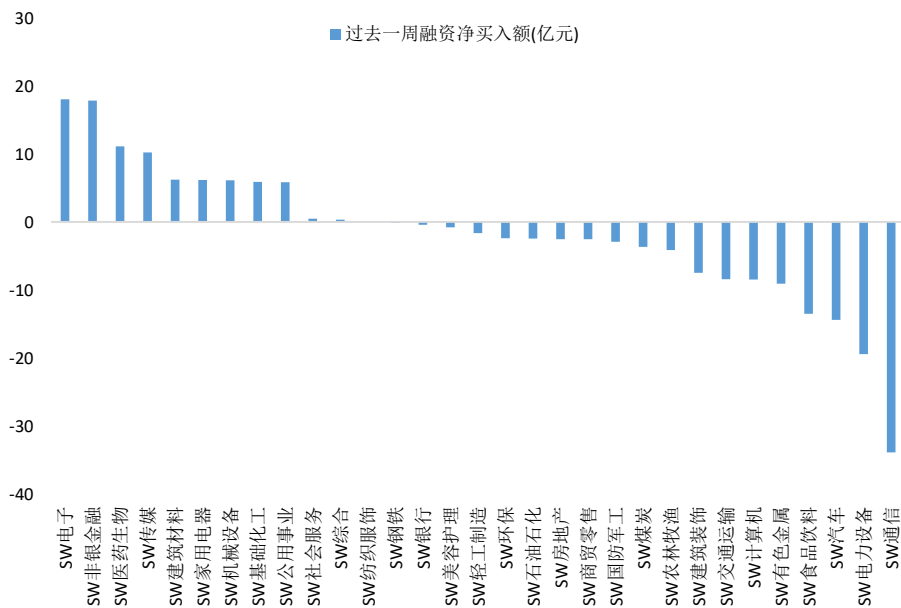
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.28%，ERP 处于 2016 年以来 52.32%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

7月3日，两融资金占比为 4.49%，6月26日为 9.93%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。

截至7月3日，上周融资净买入的前三行业为电子、非银金融、医药生物。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

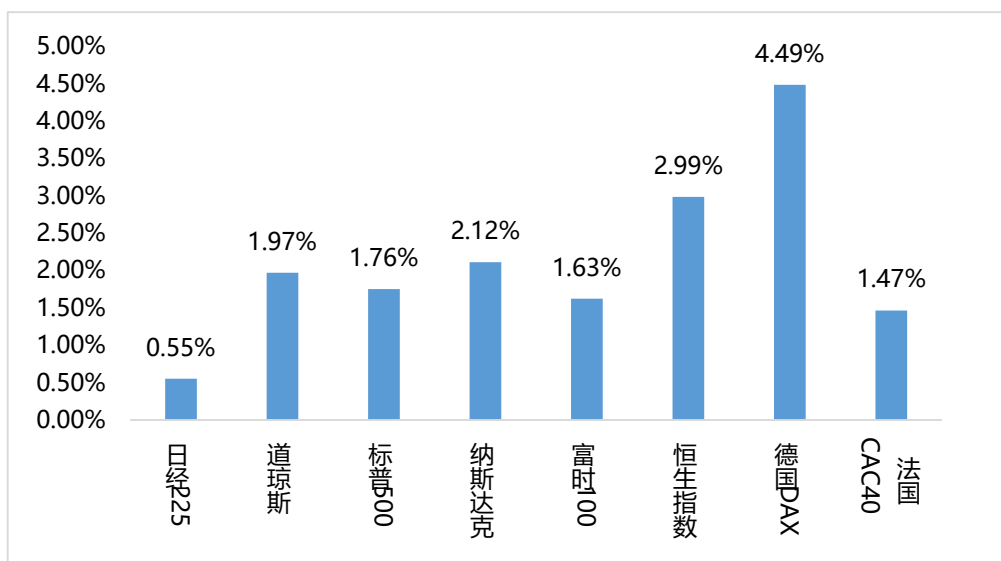


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨 1.97%，标普 500 上涨 1.76%，纳指上涨 2.12%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.63%，德国上涨 4.49%，法国上涨 1.47%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.55%，恒生指数上涨 2.99%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

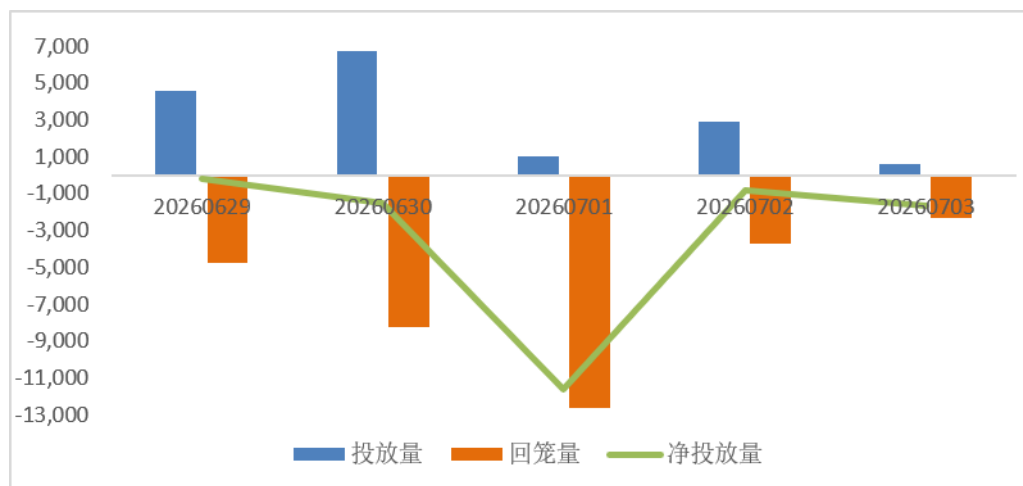


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 15785 亿元逆回购操作，因有 31655 亿元逆回购到期，整体上实现净回笼 15870 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3500 亿元，地方政府债计划发行 1154 亿元，整体净缴款 1240 亿元。

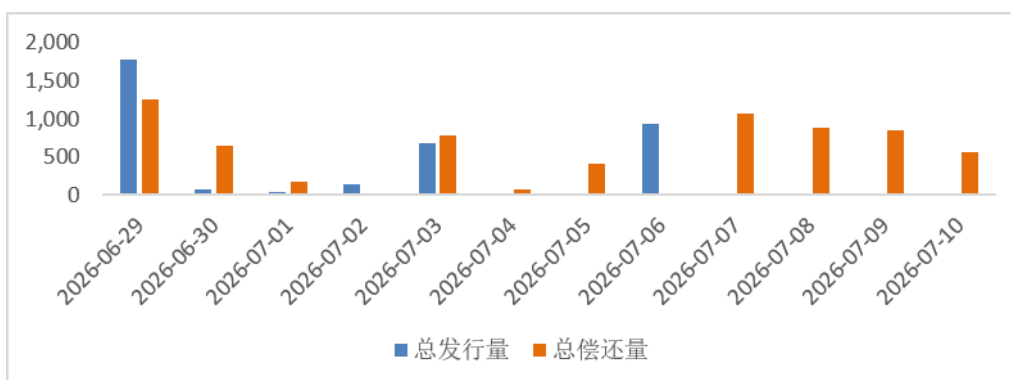
图：7月6-7月10日政府债发行缴款

单位：亿元

	7月6日		7月7日		7月8日		7月9日		7月10日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	527	900	0	0	530	2600	97
到期	0	29	0	138	400	29	300	231	390	0
缴款	800	0	0	0	0	527	900	0	0	530
净缴款	771		-138		98		369		140	

同业存单发行：本周（7月6-10日）存单到期 3856 亿元，较前一周的 2868 亿元有所提升，不过仍处于历史相对低位。

图：同业存单到期与发行

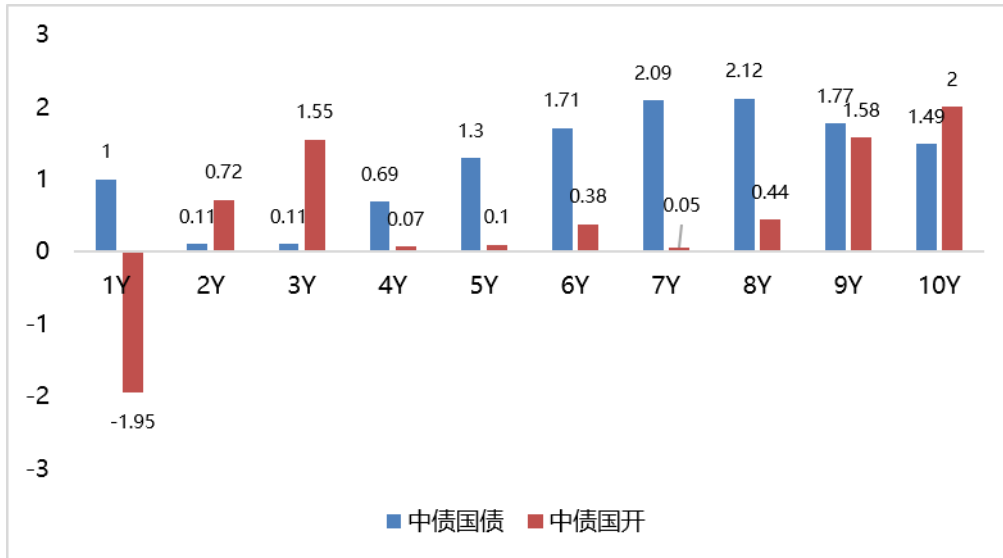


回购市场：上周资金面顺利跨越季末时点，整体呈现“先紧后松”的运行特征。上周初，为应对跨季流动性需求，央行及时启用隔夜逆回购工具，两日累计投放资金 9000 亿元，并与 7 天期逆回购操作形成配合，有效平抑了季末资金波动。与此同时，国有大行净融出规模维持在 3.5 万亿元以上的高位，充沛的市场供给确保了跨季时点资金面的平稳收官。跨季后的首个交易日，随着央行净回笼资金超万亿元，市场并未出现以往季初资金面自发转松的惯例，DR001 反而上行 5.3bp 至 1.42%。然而，随着上周后半周回笼压力逐渐消化，资金利率企稳回落，截至上周五，R001 与 R007 分别收于 1.39%和 1.42%。

票据利率：上周票据利率呈现先下后震荡的走势。月末主要大行降价收票，利率快速下行；月初供需力量均衡，利率自低位小幅反弹后下行；上周五大行抬价收票，利率小幅回暖。

(三) 债券市场

图 9：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 4：中债国债期限利差（2026 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	15.09	15.79	29.83	32.38
环比	-0.89	1.19	0.19	10.27
年初以来	-5.89	4.72	14.31	1.98
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	24.10	15.41	18.93	45.71
2016 年以来分位数	26.44%	53.18%	91.70%	32.65%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 5：中债中短期票据信用利差（2026 年 7 月 5 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	15.37	16.38	17.5	21.49	23.74
环比	2.57	-1.17	-0.57	0.61	1.01
年初以来	-16.97	-18.85	-19.76	-12.15	-21.38
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	41.71	33.97	36.39	40.57	41.97
2016 年以来分位数	7.05%	6.44%	5.98%	7.28%	10.25%

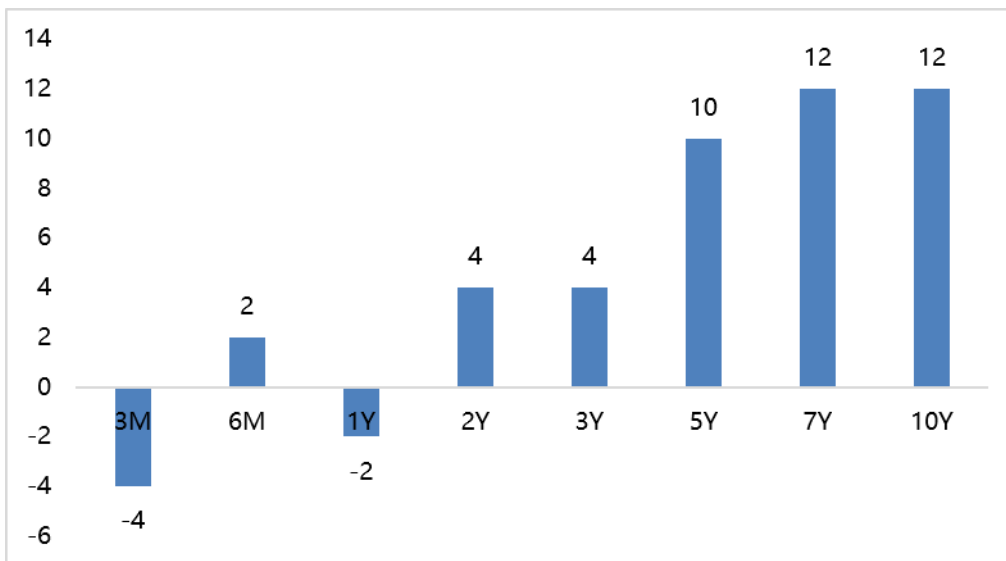
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1BP 至 1.1392，3 年期上行 1.55BP 至 1.2901，5 年期上行 1.3BP 至 1.448，10 年期上行 1.49BP 至 1.7463。

长期限高等级票据信用利差短期先走阔后收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.57BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.17BP；中债 3 年期

AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.57BP。

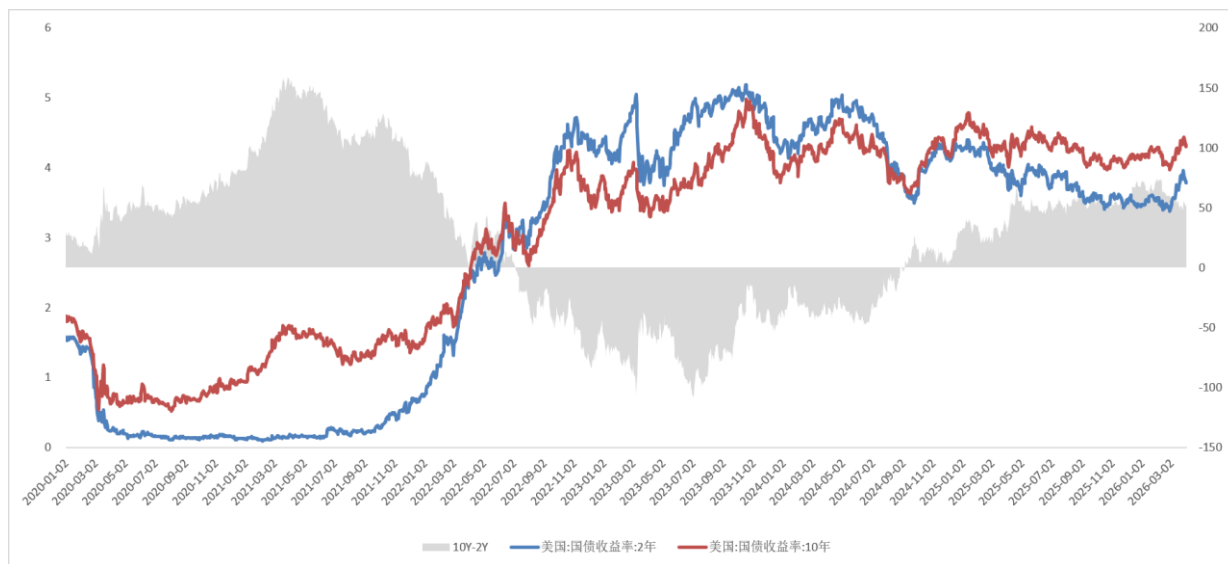
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率整体上行。1 年期美债收益率下跌 2BP，3 年期美债收益率上涨 4BP，10 年期美债收益率上涨 12BP。

图 11：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.48%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.17%，即期汇率升值 0.28%，离岸人民币汇率升值 0.28%。

表 6：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	100.8749	6.8047	6.7804	6.7858
对照日期	101.3565	6.8166	6.7997	6.8048
涨跌	-0.48%	0.17%	0.28%	0.28%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

6月以来“六张网”等重大基建项目推进节奏明显加快，新增专项债发行显著提速，叠加外需延续较强韧性，共同推动6月官方制造业PMI回升0.3个百分点至50.3%，时隔一个月重返扩张区间。从分项数据看，产需两端同步改善构成本月景气修复的核心支撑：生产指数上行0.2个百分点至51.4%，连续四个月处于扩张区间；新订单指数大幅回升1.3个百分点至51.2%，其中新出口订单指数跳升1.5个百分点至50.1%，外需回暖对总需求的拉动尤为突出。展望三季度，上半年政府债券发行进度整体偏慢，后续发行有望提速赶进，财政资金拨付与支出节奏也将随之加快，重大项目实物工作量或进入集中落地期，对经济运行形成阶段性托底支撑。政策层面，7月中央政治局会议对宏观政策的定调大概率偏中性，强刺激政策出台概率有限。但从中长期视角审视，若剔除财政发力对内需的阶段性托底效应，经济内生性修复动能仍显疲弱，经济结构转型过程中的新旧动能分化仍在加剧，宏观经济长期向好的基础尚不稳固。海外方面，美国6月新增非农就业仅5.7万人，大幅低于市场预期的11.5万人，前月数据亦下修至12.9万人；失业率意外回落至4.2%，但主要受劳动参与率骤降至除疫情外近50年最低水平的拖累，而非就业实质性改善。数据公布后，市场对美联储进一步加息的预期明显收敛，据芝商所美联储观察工具，7月加息概率从前一日的三分之一降至六分之一，美元指数回落至97.7附近，10年期美债收益率下行至4.37%一线，美债实际利率对黄金的压制边际缓解。但6月非农数据在调查质量与统计口径上存在一定瑕疵，当月问卷反馈率创2024年10月以来新低，据此断言美国就业市场已实质性降温仍为时尚早。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，美国6月非农新增就业仅5.7万人，显著低于预期的11.3万人和前值17.2万人，私营部门新增4.9万人，失业率4.2%低于前值4.3%，反映美国经济更接近“软着陆、无

强复苏”而非再度过热。这一下降的非农数据压低了 7 月进一步加息的紧迫性，但并未关闭年内继续收紧的可能，因此美国国债收益率全周仍从 2 年期 4.07% 升至 4.14%、10 年期 4.38% 升至 4.49%、30 年期 4.87% 升至 4.98%，体现出“非农弱、但利率中枢并未趋势性下行”的现实约束。本周判断上，市场大概率仍处于高波动区间，中报业绩验证期临近，资金将继续向业绩兑现更确定、受上游成本和供给瓶颈影响更小的方向迁移。在 AI 主线内部，短期更看好 CCL 与电子特种布方向的反弹机会：一方面，覆铜板已完成年内第五轮调价，普通 FR4 年初以来涨幅已超过五成，最高调涨达 40%，电子布 7 月再迎大幅涨价；另一方面，这一链条受存储涨价和光芯片瓶颈的直接冲击较小，盈利弹性反而在景气上修中持续释放。操作上仍坚持不追高、不杀跌、重视逆向配置。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市大概率延续区间震荡格局，核心变量将从“跨季资金能否平稳”切换为“月初资金能否重新转松、买断式逆回购加量续作能否稳定长期资金预期”。随着半年末考核结束，短端资金利率通常具备季节性回落基础；同时，央行 7 月 6 日将开展 10000 亿元 3 个月期买断式逆回购操作，对 7 月资金面形成一定支撑。如果后续 7 天期逆回购继续保持适度投放，DR001 和 DR007 大概率围绕政策利率附近波动，资金面对债市的扰动将明显弱于 6 月下旬。

其次，隔夜逆回购工具的落地仍应理解为“波动率下降交易”，而不是“降息交易”。该工具有助于提高央行对短期流动性缺口的响应速度，使短端资金利率运行更加平稳，但并不意味着资金价格会重新回到 4 月至 5 月的极度宽松状态。因此，本周债市若继续走强，更多可能来自资金预期修复、配置盘补仓和权益市场风险偏好下降，而不是货币政策价格工具的直接兑现。10 年国债若重新逼近 1.70%—1.72% 区间，仍建议警惕止盈盘和情绪扰动；若回到 1.75% 附近，则配置和交易资金的参与性价比会重新提升。

策略方面，建议维持中性略积极，但较上周更加强调久期纪律和波段思维。组合层面，可继续以 1-3 年高评级信用债、存单和中短久期利率债作为底仓，通过票息和适度杠杆获取稳健收益，但不宜在低利率阶段过度拉长久期。长端利率债仍以区间操作为主，10 年期国债在 1.75% 附近可逐步增加交易性仓位，靠近 1.70% 则以止盈和降低久期为主。超长端方面，30 年国债期限利差仍处相对偏高位置，中期仍有压缩机会，但上周走势已经反映出供给扰动和交易拥挤对超长端的影响，建议小仓位、逢调整参与，不宜在收益率快速下行后继续追多。

整体而言，6 月 29 日至 7 月 3 日债市走势说明，央行短端流动性管理工具落地可以稳定

资金预期，但并不足以推动收益率脱离当前区间单边下行。后续操作上，应继续坚持“区间震荡、逢调整配置、逢低位止盈”的思路，在收益率快速下行时控制久期，在资金扰动、供给冲击或止盈压力带来收益率上行时寻找配置窗口。中期看，弱现实、资产荒和广谱利率下行仍对债市有利，但低利率阶段安全边际有限，组合管理应更加重视流动性、杠杆约束和净值回撤控制。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。