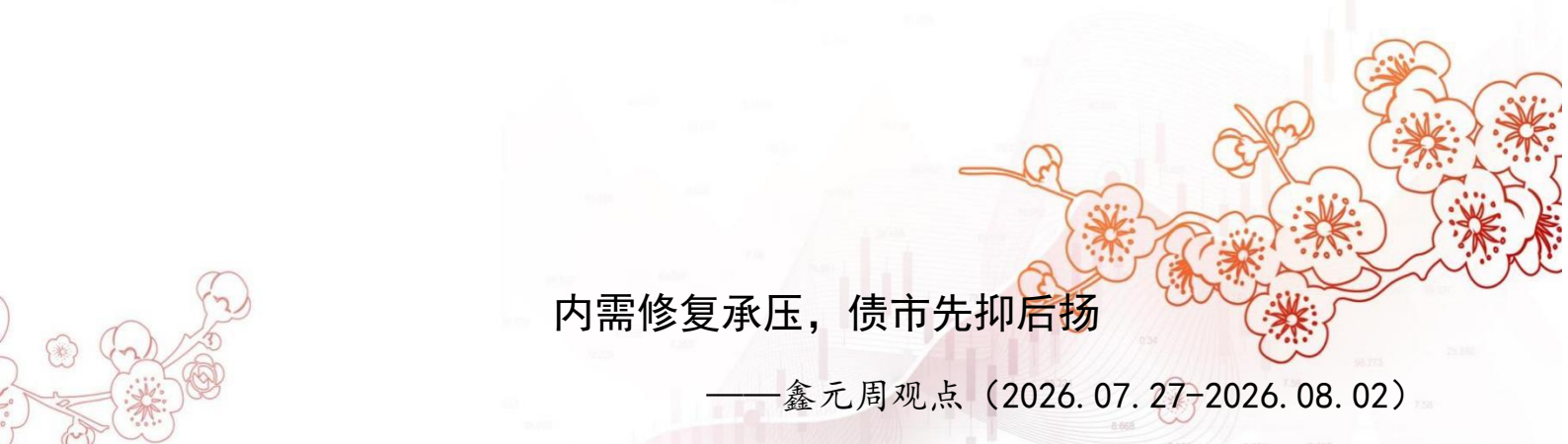




内需修复承压，债市先抑后扬

——鑫元周观点（2026.07.27-2026.08.02）

一、核心观点

宏观层面，7月政治局会议将下半年政策落点由延续存量工具推进至“存量提效与增量储备并举”，财政端要求加快支出和债券资金使用，货币端强调流动性充裕、低融资成本及财政金融协同。7月制造业PMI由50.3%降至49.2%，新订单指数跌至48.5%，但装备制造业和高技术制造业PMI仍为51.4%和53.3%，总量需求转弱与新产业扩张并存。海外方面，美联储以9比3维持3.50%—3.75%，霍尔木兹海峡冲突虽暂获外交缓冲，油价与通胀尾部风险仍未消失；美日联合干预日元与日本央行偏鹰表态抬高套息交易波动，海外股债仍面临利率、能源和汇率扰动。

权益市场方面，上周A股延续高波动与结构再平衡，各宽基指数涨跌分化，上证指数和中证1000分别上涨0.47%和1.14%，万得全A基本持平，而科创50、创业板指和沪深300分别下跌8.46%、3.93%和1.31%。行业层面，资金由前期拥挤的科技硬件板块流向低位消费与应用方向，传媒、社会服务和商贸零售涨幅居前，通信、电子和机械设备调整较深。我们认为，这并不意味着科技主线趋势性终结，而是前期快速上涨后的筹码出清和结构切换。政治局会议释放逆周期调节、扩大内需和推进“人工智能+”等积极信号，对风险偏好形成托底；同时，海外云厂商收入增长和资本开支指引进一步验证AI需求仍具韧性，为科技板块反弹提供基本面支撑。经过7月深度调整，科创50和部分AI硬件个股的空头力量已得到较充分释放，市场短期具备超跌修复条件。但从估值看，科创50、电子和通信仍处于较高历史分位，且融资买入额占成交额比例由8.41%降至8.25%，显示杠杆资金追涨意愿有所减弱。因此，后续市场或呈现宽基震荡抬升、硬科技高波动修复的特征，操作上宜重点关注调整充分、产业需求未被证伪的算力、光模块、PCB及国产存储设备材料，同时谨慎追高AI应用等短期事件催化方向。

固定收益市场方面，上周债市总体呈现“先弱后强、10年期领涨、收益率曲线结构分化”的格局。7月27日至28日，受月末资金预期、公开市场到期及止盈盘影响，债市偏弱震荡，10年和30年期国债活跃券收益率一度升至1.7245%和2.1955%附近；上周中以后，央

行加大短期流动性呵护力度，年中政策定调未出现明显超预期刺激，配置力量重新入场，长端收益率逐步回落。上周五公布的7月制造业PMI为49.2%，较6月的50.3%明显回落至荣枯线下，进一步强化了基本面修复仍不稳固的判断，10年期品种表现相对占优。全周来看，截至7月31日，中债1年、10年和30年期国债收益率分别为1.1460%、1.7141%和2.1876%，较7月24日分别上行约0.71bp、下行约1.41bp和上行约0.06bp；10Y-1Y利差约56.81bp，较上周末收窄约2.12bp，30Y-10Y利差约47.35bp，反而走阔约1.47bp，显示行情主要集中在10年附近，超长端并未同步走强。海外方面，美联储维持联邦基金利率目标区间在3.50%—3.75%不变，但有三名委员支持加息25bp，偏鹰分歧抬升了海外利率与汇率波动风险，对国内债市仅形成边际牵制。整体而言，上周债市由跨月流动性担忧主导的弱势，转向基本面偏弱与政策预期落地后的修复，结构上体现为10年期优于短端和超长端。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中共中央政治局7月30日召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究持之以恒推进全面从严治党若干重大问题。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调，要实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给。宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作。兜牢基层“三保”底线。综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策。

中国人民银行8月1日召开2026年下半年工作会议。会议强调，继续实施好适度宽松的货币政策。综合运用并适时调整货币政策工具，保持流动性充裕，引导金融机构增强信贷投放均衡性，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。规范信贷市场经营行为，促进降低融资中间费用，保持社会综合融资成本低位运行。继续做好利率政策执行和监督。坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，强化预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。持续评估完善货币政策框架。

中共中央政治局会议强调，扎实推进“六张网”规划建设。深入实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理体系。积极推动前沿技术突破和未来产业发展，着力打造新兴支柱产业，持续推动传统产业改造升级。继续综合整治“内卷式”竞争。

要切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场，实施好一揽子化债方案，扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质。深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心。

中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，就下一阶段中美双方保持经贸关系稳定、拓展务实合作、妥善解决彼此关切，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流。中方就近期美对华经贸限制措施表达严正关切。

个人贷款新规今起实施，六大行集体公示综合融资成本上限。其中，工行、农行、中行、建行个人消费贷款（不含信用卡贷款）、个人经营贷款年化利率上限均为 6%，邮储银行、交行则分别为 12%。六大行住房贷款利率上限均保持一致，其中 5 年期以上房贷年化利率上限为 5 年期以上 LPR+0.5%。

商务部部长王文涛与英国商贸大臣雷诺兹举行视频通话，就中英经贸关系交换意见。王文涛表示，中方高度关注英钢国有化问题，敦促英方遵守相关国际规则，切实履行中英投资保护协定有关义务，审慎稳妥解决此事，为在英中资企业营造良好营商环境。

美国联邦通讯委员会以国家安全为由，宣布禁止进口人形机器人和电力逆变器。另外，美国防部将部分中国科研机构列入制裁清单。外交部发言人毛宁表示，中方将采取必要措施，坚定维护中国企业及科研机构的正当合法权益。

就美国将外国电力逆变器和先进机器人列入“覆盖清单”，商务部回应表示，此举实质上歧视性对待和打压中国企业和产品。中方敦促美方立即撤销有关措施，停止错误做法。如果美方一意孤行，中方将坚决予以反制，维护自身正当权益。

财政部、税务总局发布公告明确，煤炭、矿山、油气、建材、电力等行业企业的部分主要生产经营用地免征城镇土地使用税优惠政策将取消。同时，上述企业中具有公益性、安全保障性质以及重大基础设施用地的免税政策将予以保留。

受季节性因素等影响，我国 7 月制造业 PMI 回落至收缩区间，装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.4% 和 53.3%，明显高于制造业总体。

（二）海外宏观

伊朗“波斯湾海峡管理局”发布声明称，由于美军在相关海域持续采取侵略性行动，目前霍尔木兹海峡已无法正常通行。美军中央司令部对此表示，伊朗政府再次声称已关闭霍尔木兹海峡，这是不实的消息。美国官员表示，特朗普总统已下令对伊朗发动新一轮攻击，目

标是迫使其投降，行动最早可能于本周末开始，并将持续数天。

美东时间 8 月 1 日晚，美国总统特朗普在社交平台发文：美国已经严阵以待，准备对伊朗伊斯兰共和国采取行动，此次动用的军事威慑力量与规模，为二战以来所罕见。尽管如此，伊朗以及其他中东国家刚刚请求我方暂缓发动袭击，双方已初步达成协议框架。相关内容包括：伊朗立即、全面、彻底开放霍尔木兹海峡，并终止核威胁。基于上述请求，为全世界长远利益，同时也为保障伊朗能够存续、实现繁荣发展，我同意取消打击行动，前提是各方能够迅速达成正式协议。以色列对此表示认同，与我共同作出此项表态。

近期，日元和韩元大幅贬值引发市场高度关注，美日韩三国被曝正通过货币政策信号与外汇市场干预共同稳定亚洲货币。韩国央行此前加息以缓解通胀和金融稳定压力，日本当局则被认为大规模卖出美元、买入日元，美国财政部长贝森特随后被拍到一张写有“待办事项：买入 50 亿至 100 亿美元日元”的手写便签，纽约联储也被曝已向银行询价并代表美国财政部买入日元。多家权威媒体据此判断，美国已从口头支持升级为直接参与日元干预。机构普遍认为，联合干预能够显著提高对日元空头的威慑力，短期内有助于压制无序贬值，但能否推动日元持续升值，最终仍取决于日本央行后续加息、美债收益率变化以及能源价格等基本因素。

美国总统特朗普表示，美联储主席沃什很出色，但他必须处理委员会的问题。相信沃什会做正确的事。关于利率，特朗普表示，利率应该更低，美国应拥有全球最低的利率。

美联储 7 月 FOMC 会议决定，将联邦基金利率目标区间维持在 3.5%至 3.75%之间不变，为年内连续第五次“按兵不动”。投票结果显示，美联储内部鹰派分歧明显加大，9 名票委赞成维持利率不变，3 人反对，主张加息 25 个基点。美联储主席沃什在新闻发布会释放中性偏鹰基调，明确 2%通胀目标维持不变，拒绝抬高通胀容忍度，强调通胀回落是长期过程，单次利好通胀数据不足以确认下行趋势，保留后续进一步加息选项。美联储推进沟通框架改革，弱化前瞻性指引，利率决策高度依赖后续经济数据，9 月议息会议成为重要观察节点。决议公布后全球金融市场剧烈震荡，美债收益率触底回升，美股全线收跌，黄金冲高回落。

消息称，美联储主席沃什正考虑削减联邦公开市场委员会（FOMC）每年定期议息会议次数，将打破 1981 年以来沿用至今的“每年八次、约每六周一次”惯例，新的会议安排或将在 9 月中旬下次议息会议前敲定。此举若落地，将成为美联储数十年来运作方式最重大的变革之一，重塑美联储调控经济方式。

韩国金融监管部门在股市连续大跌后加码稳定市场措施，拟限制散户参与个股杠杆

ETF，包括设定持有杠杆 ETF 占其投资组合的比例上限，提高交易成本。韩国还将参考香港灵活杠杆制度等海外经验，推动建立紧急市场干预的法律依据。监管部门还将以最高警戒级别实施全天候市场监控。韩国财长具润哲对于在未经审慎考量下就推出单一股票杠杆 ETF 表示歉意。青瓦台政策室室长金容范表示，当前无需启动股市平准基金“救市”。

日本央行维持基准利率在 1% 不变，审议委员高田对利率决定表示异议，提议加息 25 个基点。日央行上调 2026 财年 GDP 增长预期，同时下调核心 CPI 预期。日本央行行长植田和男称将视情况继续加息，若金融环境过度宽松可能加快升息步伐，汇率对通胀的影响比以往更大。

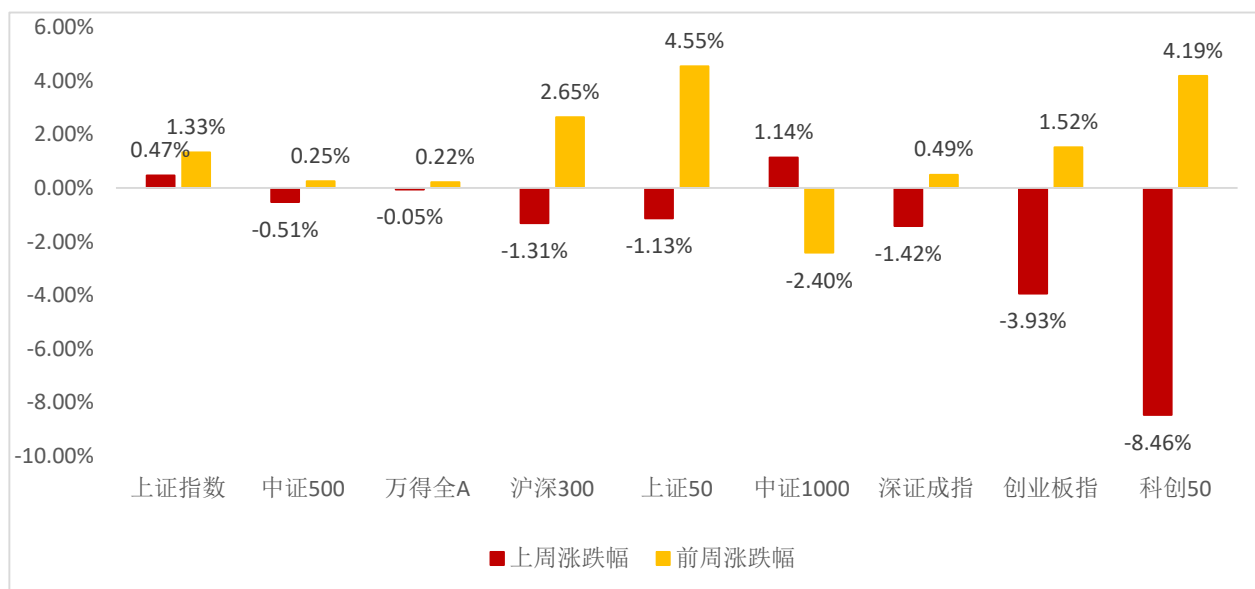
知情人士透露，OpenAI 或将推迟至明年启动上市。此前公司原本希望抢在 Anthropic 之前完成 IPO。在 Anthropic 递交 IPO 申请一周后，OpenAI 也提交上市备案文件，但并未锁定时间表，称“上市时机尚早”，理由是“不少战略目标，作为非上市公司推进更加便利”。

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 股各宽基指数多数下跌。上周海外市场扰动持续，国内市场结构调整，各宽基指数多数下跌，科创 50 跌幅最为明显，下跌 8.46%，创业板指下跌 3.93%，沪深 300 下跌

1.31%，万得全A下跌0.05%，中证1000上涨1.14%，上证指数上涨0.47%。行业层面，资金由拥挤板块持续流向前期超跌板块，**传媒、社会服务、商贸零售**涨幅居前；而**通信、电子、机械设备**等跌幅居前，结构继续剧烈调整。

2、权益市场估值

图：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

	2026/7/31	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	16.4	↑0.05	53.3	↑0.64	87.8%	90.0%	86.8%
深证成指	32.7	↓0.48	78.0	↓2.11	87.7%	90.9%	88.1%
上证50	11.7	↓0.02	58.9	↓0.44	85.5%	84.3%	79.5%
沪深300	14.4	0.00	67.3	↑0.05	87.0%	86.5%	82.3%
中证500	35.2	↓0.45	66.0	↓0.43	77.9%	93.8%	91.8%
中证1000	42.2	↑0.04	58.1	↑0.11	58.1%	77.5%	73.5%
创业板指	42.2	↓2.25	38.6	↓6.53	37.0%	47.9%	50.1%
科创50	196.1	↓21.68	97.9	↓0.62	97.9%	97.9%	97.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周A股市场申万一级行业PE（TTM）

	2026/7/31	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)	39.5	↑1.65	52.63%	↑2.08	52.6%	64.7%	61.8%
基础化工(申万)	27.8	↑0.61	56.97%	↑2.90	57.0%	78.5%	71.8%
钢铁(申万)	29.5	↑1.28	63.68%	↑1.54	63.7%	85.3%	80.7%
有色金属(申万)	20.2	↑0.60	19.48%	↑2.48	19.5%	31.2%	40.9%
电子(申万)	71.0	↓6.75	89.78%	↓6.53	89.8%	94.3%	92.5%
家用电器(申万)	15.1	↑0.70	47.92%	↑15.60	47.9%	54.6%	60.0%
食品饮料(申万)	20.8	↑1.11	18.62%	↑5.75	18.6%	11.8%	15.5%
纺织服饰(申万)	23.5	↑1.41	37.61%	↑11.75	37.6%	47.1%	43.5%
轻工制造(申万)	29.8	↑1.31	51.86%	↑5.16	51.9%	78.8%	72.1%
医药生物(申万)	32.5	↑0.87	31.09%	↑3.13	31.1%	49.7%	52.0%
公用事业(申万)	21.4	↑0.31	56.63%	↑1.82	56.6%	63.7%	61.9%
交通运输(申万)	17.0	↑0.68	48.60%	↑8.33	48.6%	60.1%	66.2%
房地产(申万)	19.3	↑0.92	70.99%	↑2.05	71.0%	78.5%	71.8%
商贸零售(申万)	34.6	↑2.69	65.45%	↑9.13	65.5%	73.6%	65.3%
社会服务(申万)	38.6	↑3.52	25.52%	↑2.83	25.5%	34.4%	17.5%
综合(申万)	84.6	↑2.50	94.06%	↑0.81	94.1%	96.6%	95.5%
建筑材料(申万)	33.5	↑0.62	82.93%	↑0.94	82.9%	95.2%	93.6%
建筑装饰(申万)	13.0	↑0.39	68.81%	↑1.70	68.8%	91.0%	91.1%
电力设备(申万)	31.6	↑0.54	28.61%	↑2.79	28.6%	45.7%	40.0%
国防军工(申万)	57.3	↑1.01	26.99%	↑3.67	27.0%	37.6%	41.1%
计算机(申万)	67.4	↑3.64	70.30%	↑5.22	70.3%	67.5%	58.5%
传媒(申万)	35.9	↑4.05	34.78%	↑10.10	34.8%	52.3%	45.2%

通信(申万)	51.9	↓6.06	83.16%	↓4.01	83.2%	94.7%	93.1%
银行(申万)	6.3	↑0.17	47.32%	↑6.66	47.3%	55.1%	69.0%
非银金融(申万)	11.6	↑0.13	2.19%	↑0.49	2.2%	2.6%	3.4%
汽车(申万)	25.0	↑1.26	58.17%	↑7.45	58.2%	39.7%	20.8%
机械设备(申万)	39.9	↓0.17	69.70%	↓0.22	69.7%	92.3%	91.5%
煤炭(申万)	20.7	↑0.27	77.49%	↑0.39	77.5%	96.0%	94.8%
石油石化(申万)	19.6	↑0.40	60.78%	↑2.57	60.8%	82.9%	84.9%
环保(申万)	24.7	↑0.72	51.26%	↑3.19	51.3%	82.0%	83.0%
美容护理(申万)	31.2	↑2.35	24.39%	↑10.30	24.4%	23.2%	15.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值多数下行，各行业估值多数上行。科创 50 估值下行最为明显。从行业板块看，上周传媒、计算机、社会服务估值上行最多，通信、电子、机械设备下行最多。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

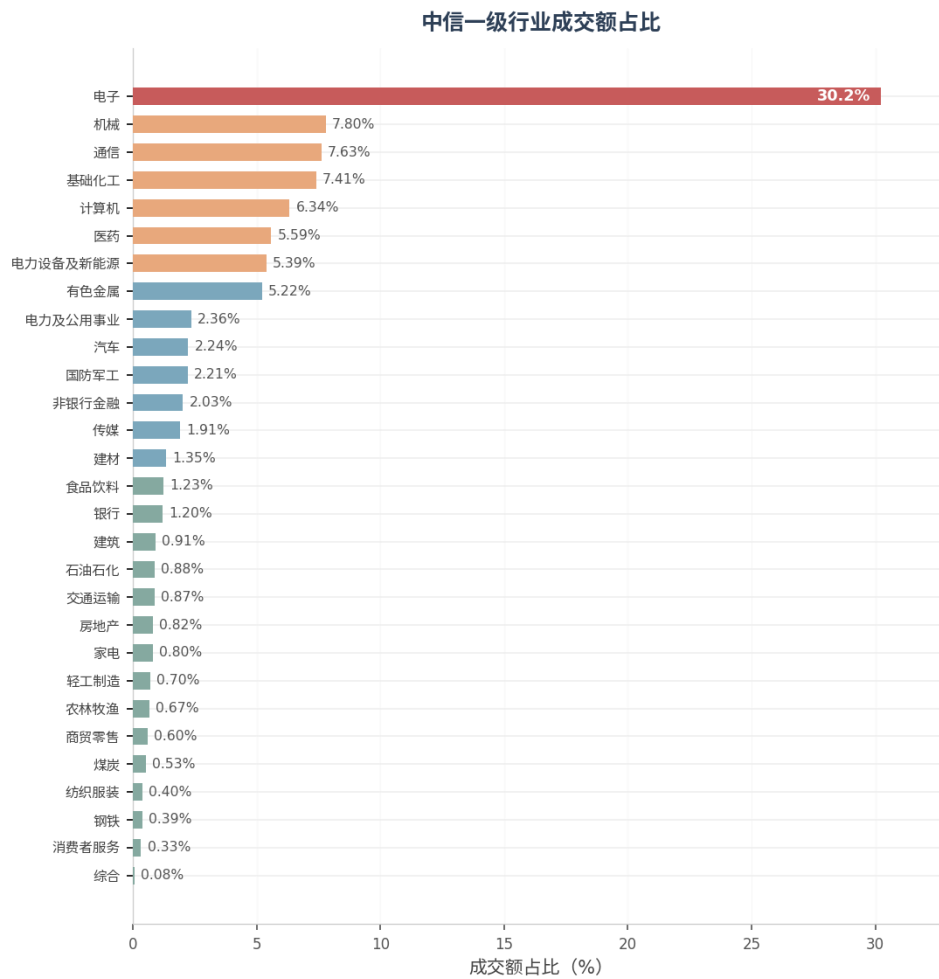
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



数据来源：Wind、鑫元基金

近一周万得全 A 指数震荡调整，累计下跌 3.99%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，上周内日均成交额约 2.15 万亿元。截至 2026 年 7 月 30 日，万得全 A 收于 6097.70 点，近一年累计上涨 9.53%。

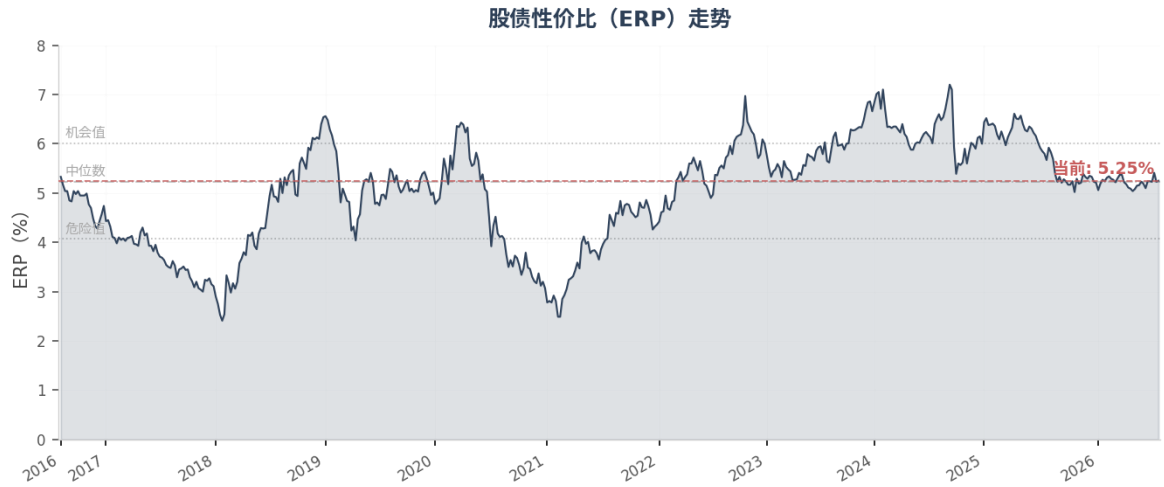
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以 30.22% 的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。机械（7.80%）、通信（7.63%）、基础化工（7.41%）和计算机（6.34%）分列二至五位，成交额分布呈现明显的头部集中特征。

图：股债性价比（ERP）走势



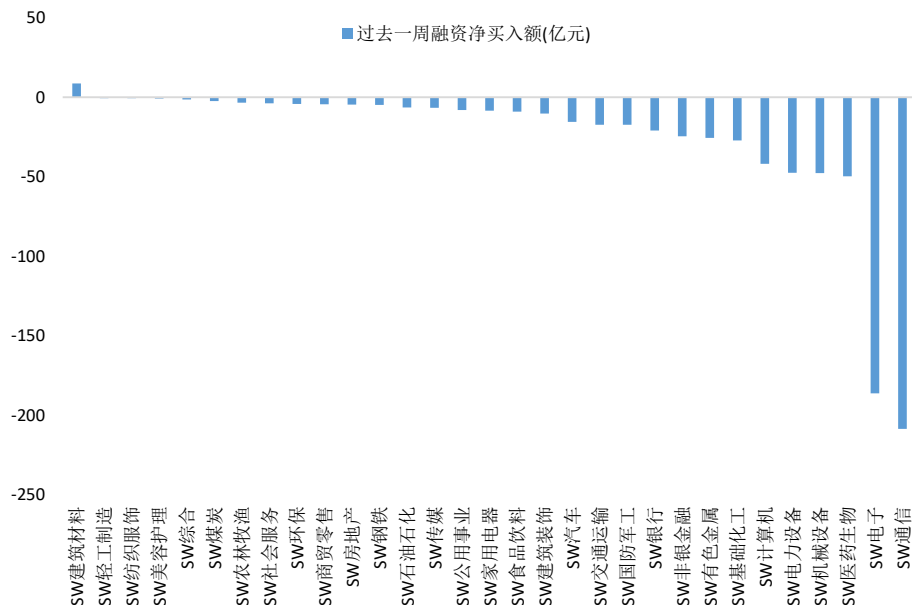
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 5.25%，处于 2016 年以来 52.65%的分位水平，与中位数（5.23%）基本持平，权益资产相对于债券资产的性价比处于均衡水平。从走势来看，ERP 自 2016 年以来围绕中位数宽幅震荡，近一周受权益市场调整影响由 5.23%小幅上行至 5.25%。

4、权益市场资金

7 月 31 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 8.25%，7 月 24 日为 8.41%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 7 月 31 日，上周融资净卖出入的前三行业为通信、电子、医药生物。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

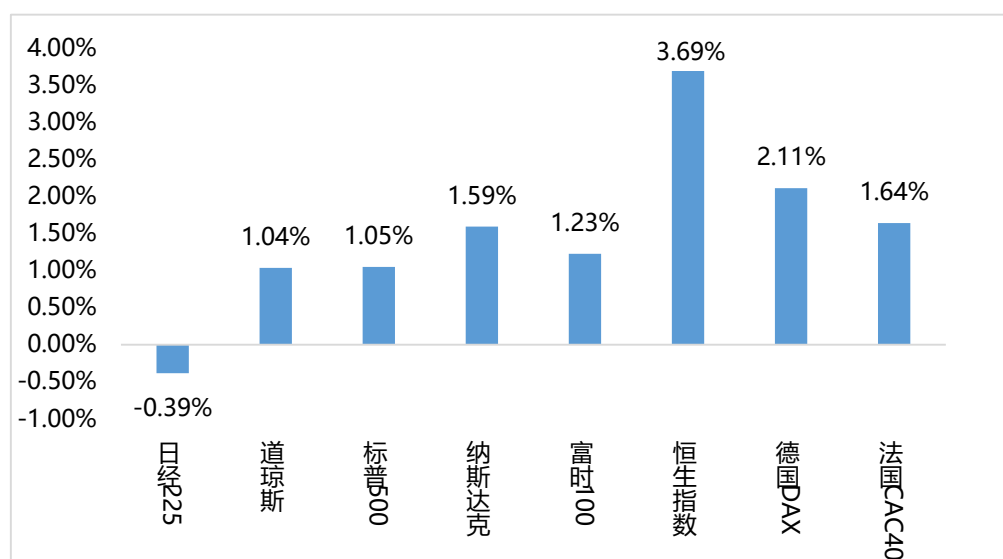


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周全球主要权益市场走势明显分化。美股三大指数集体收涨，道琼斯、标普 500、纳斯达克分别上涨 1.04%、1.05%、1.59%；欧洲股市全线走强，英国富时 100 涨 1.23%、德国 DAX 大涨 2.11%、法国 CAC40 上涨 1.64%；亚洲市场涨跌不一，日经 225 小幅下跌 0.39%，恒生指数大幅反弹 3.69%。

图：上周海外主要指数涨跌

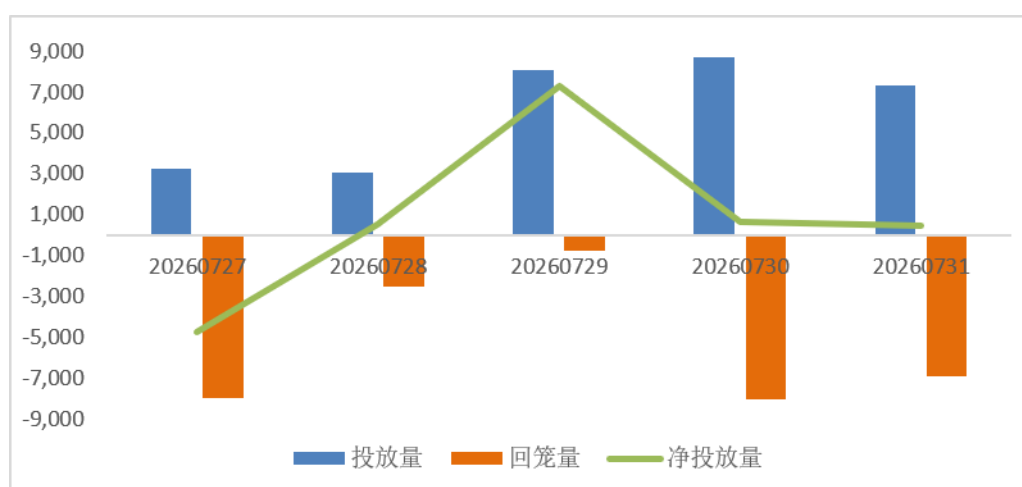


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 30420 亿元逆回购操作，因有 22205 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 4215 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 3130 亿元，地方政府债计划发行 1818 亿元，整体净缴

款-373 亿元。

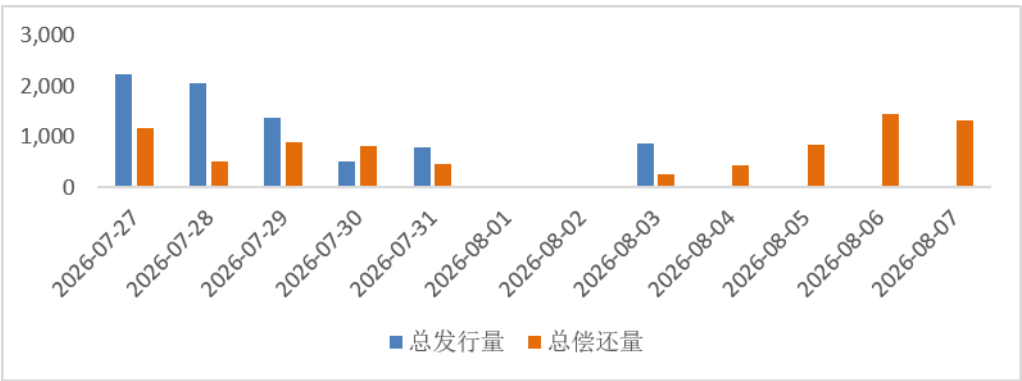
图：8 月 3-8 月 7 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 3 日		8 月 4 日		8 月 5 日		8 月 6 日		8 月 7 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	189	0	560	730	210	0	516	2400	344
到期	0	500	1023	97	450	195	300	12	0	0
缴款	0	0	0	189	0	560	730	210	0	516
净缴款	-500		-931		-85		628		516	

同业存单发行：本周（8 月 3-7 日）存单到期 4336 亿元，较前一周的 3857 亿元略有提升。

图：同业存单到期与发行

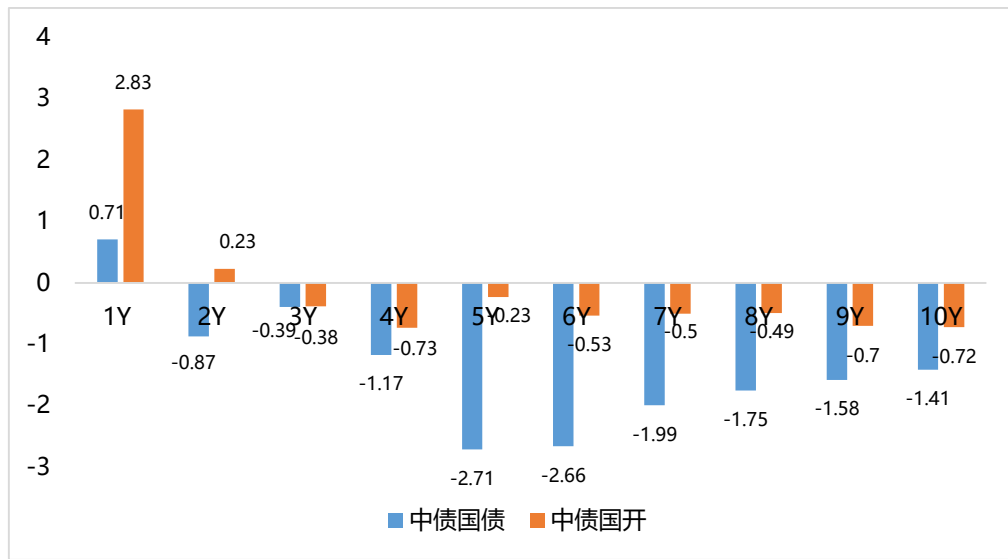


回购市场：上周跨月，资金面先收敛后转为均衡。具体而言，上周初受月末时点扰动，流动性边际收敛：大行净融出规模由前一周的 3.3 万亿元快速回落至上周五的 2.1 万亿元，带动资金价格连续上行；上周二 R001 较前一周上行 10BP 至 1.50%，R007 上行 7BP 至 1.47%。上周三起，央行连续开展 6000 亿元隔夜逆回购操作，有效补充了短期流动性，大行净融出逐步修复，资金面由紧转稳。至上周五，R001 收于 1.47%，R007 收于 1.46%，整体回归均衡水平。

票据利率：上周票据利率整体横盘。全周买方需求旺盛，但供给较为稀缺，市场整体交投清淡，各期限利率稳定在 0.5% 的水平。

（三）债券市场

图：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：中债国债期限利差（2026 年 8 月 2 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	13.26	13.24	30.31	25.17
环比	-1.10	-2.32	1.30	-6.75
年初以来	-7.72	2.17	14.79	-5.23
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	24.03	15.41	19.01	45.59
2016 年以来分位数	23.59%	33.27%	92.36%	23.74%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2026 年 8 月 2 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	8.71	15.3	17.77	21.44	23.02
环比	-3.05	2.31	2.78	2.41	1.44
年初以来	-23.63	-19.93	-19.49	-12.2	-22.1
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	41.49	33.82	36.24	40.41	41.83
2016 年以来分位数	0.76%	5.26%	7.45%	7.79%	9.53%

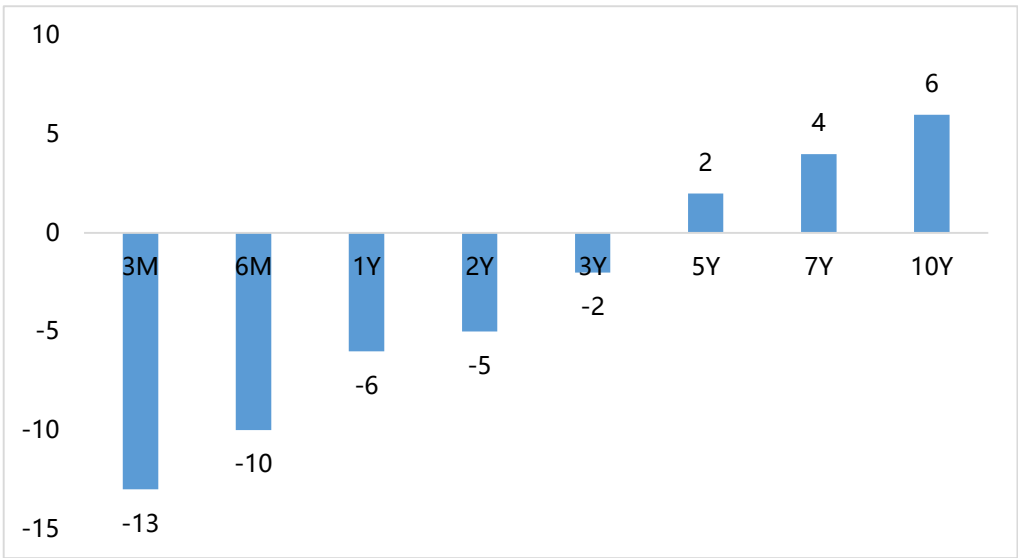
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.71BP 至 1.1460，3 年期下行 0.39BP 至 1.2786，5 年期下行 2.71BP 至 1.4110，10 年期下行 1.41BP

至 1.7141。

短期限高等级票据信用利差涨跌不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.05BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.31BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.78BP。

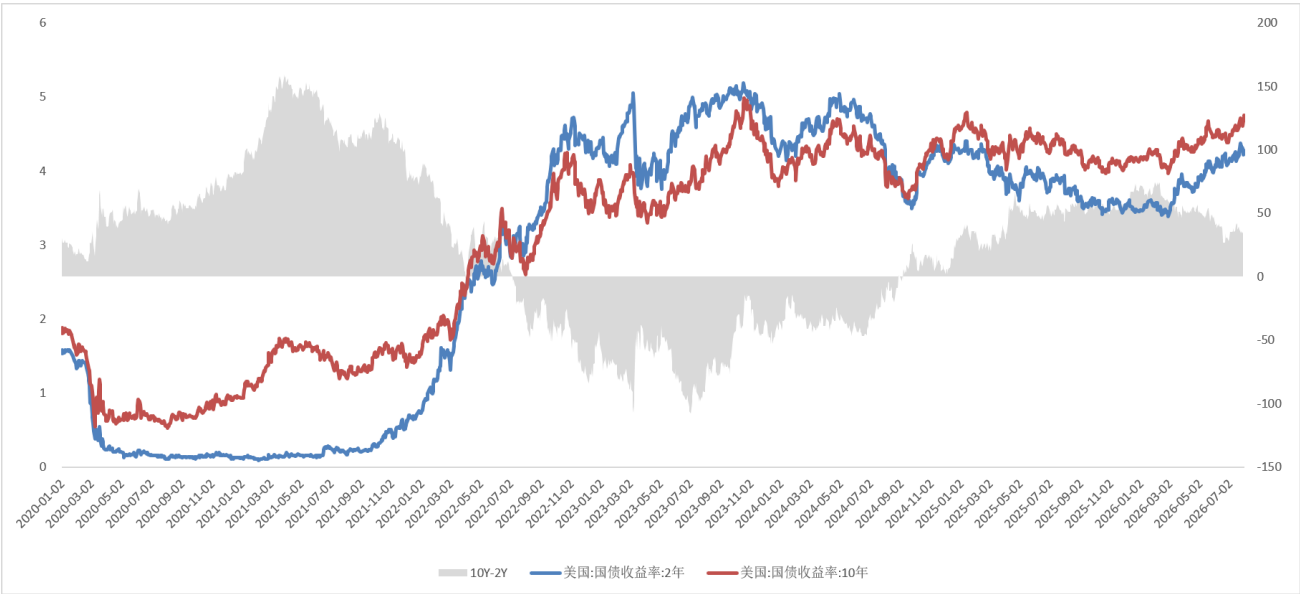
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率下跌 6BP，3 年期美债收益率下跌 2BP，10 年期美债收益率上涨 6BP。

图：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

上周美元指数小幅下行，在岸和离岸人民币汇率均有所升值。上周美元指数下跌 1.66%；人民币兑美元中间价升值 0.07%，即期汇率升值 0.40%，离岸人民币汇率升值 0.28%。

表：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	99.7849	6.7894	6.7476	6.7528
对照日期	101.4647	6.7939	6.7744	6.7716
涨跌	-1.66%	0.07%	0.40%	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

宏观方面，7月政治局会议将下半年政策落点由延续存量工具推进至“存量提效与增量储备并举”，财政端要求加快支出和债券资金使用，货币端强调流动性充裕、低融资成本及财政金融协同。7月制造业 PMI 由 50.3%降至 49.2%，新订单指数跌至 48.5%，但装备制造业和高技术制造业 PMI 仍为 51.4%和 53.3%，总量需求转弱与新产业扩张并存。海外方面，美联储以 9 比 3 维持 3.50%—3.75%，霍尔木兹海峡冲突虽暂获外交缓冲，油价与通胀尾部风险仍未消失；美日联合干预日元与日本央行偏鹰表态抬高套息交易波动，海外股债仍面临利率、能源和汇率扰动。

国内方面，政治局会议再次提出“加大逆周期调节力度”并要求及时谋划增量政策，边际变化不在于立即推出大规模刺激，而在于财政支出、债券资金及“两重”“两新”项目更快形成实物工作量，再由结构性货币工具降低融资成本，修复政府投资、设备更新和服务消费的现金流。7月制造业 PMI 下降 1.1 个百分点至 49.2%，生产指数由 51.4%降至 49.9%，新订单指数由 51.2%降至 48.5%，说明季节因素之外，需求不足已开始约束生产；高技术制造业仍处于 53.3%的较高扩张区间，政策支持与产业景气分化将继续强化结构行情。

国际方面，美联储连续第五次将联邦基金利率维持在 3.50%—3.75%，但 9 比 3 的票型中三名委员要求加息 25 个基点。沃什坚持 2%通胀目标，并认为一次温和物价回落不足以确认趋势，叠加中东能源冲击，市场将更加依赖就业、核心通胀和油价逐项定价；前瞻指引弱化

也会把政策不确定性转化为期限溢价，长端美债和高估值成长股的波动可能高于政策利率本身。特朗普暂缓新一轮对伊打击，降低了短期极端供给中断概率，但协议仍以全面开放霍尔木兹海峡和消除核威胁为条件，能源风险溢价难以完全退出。日本央行以 8 比 1 维持利率在 1%，一名委员主张升至 1.25%，美日随后联合买入日元；干预能够迫使拥挤空头回补，却无法长期替代利差收窄。若日本央行继续加息或美国长端利率回落，日元升值可能触发套息交易去杠杆，并向全球股票、信用债和商品传导。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，全球市场已由“担忧 AI 投入缺乏回报”逐步转向验证“资本开支—云收入—现金流”闭环。美联储 7 月会议维持政策利率在 3.50%—3.75% 不变，意外加息的尾部风险暂时消除，但鹰派分歧有所扩大，10 年期美债收益率升至约 4.75%，长端实际利率仍是全球成长资产估值修复的主要约束。与此同时，海外科技巨头财报进一步确认 AI 需求仍具韧性，Google Cloud、Azure 和 AWS 收入分别增长约 82%、43% 和 37%，云业务订单储备继续扩张，微软、亚马逊、谷歌及 Meta 等企业 2026 年资本开支预计向 7000 亿—7500 亿美元靠拢，表明 CSP 军备竞赛尚未明显降温。不过，各公司自由现金流表现分化，市场定价将更加关注 AI 投入能否转化为持续收入和利润，而不再仅以资本开支规模作为利好依据。国内方面，7 月 30 日政治局会议释放了加大逆周期调节、加快财政支出和债券资金使用、扩大内需以及深入实施“人工智能+”等积极信号，对市场风险偏好形成托底，但增量政策更多体现为方向性部署，尚未形成超预期的强刺激。上周 A 股延续高波动和结构再平衡，各宽基指数涨跌不一，其中科创 50、创业板指和沪深 300 分别下跌 8.46%、3.93% 和 1.31%，万得全 A 微跌 0.05%，上证指数和中证 1000 则分别上涨 0.47% 和 1.14%。行业层面，资金继续由前期拥挤的科技硬件板块向低位方向轮动，传媒、社会服务和商贸零售涨幅居前，通信、电子和机械设备调整较深，反映当前市场并非科技主线彻底转弱，而是经历前期快速上涨后的筹码出清与结构再平衡。从估值看，科创 50 市盈率虽随市场调整明显下降，但仍处于历史较高分位，电子、通信等板块估值压力尚未完全消化；传媒、计算机等低位应用方向估值回升较快，其持续性仍需订单、付费和盈利数据验证。从资金面看，7 月 31 日融资买入额占 A 股成交额的比例由 7 月 24 日的 8.41% 降至 8.25%，表明杠杆资金追涨意愿有所下降，通信、电子和医药生物等行业融资资金流出较为明显。总体而言，宽基指数的系统性下行风险已有所缓解，科技硬件在经历大幅回撤后也具备超跌修复基础，叠加海外 CSP 收入增长和资本开支指引未被证伪，市场反弹预计仍可延续，但节奏上更可能表现为宽基震荡抬升、硬科技高波动修复。操作上不

宜简单追涨，可重点关注调整较充分、产业需求仍有支撑的算力、光模块、PCB、服务器结构件及国产存储设备材料，同时观察 AI 应用能否由事件和估值驱动进一步过渡至订单、ARR 和付费增长驱动；若 10 年期美债收益率快速逼近 4.8%—5.0%，或 A 股科技反弹缺乏成交量配合，则需适当降低对反弹高度和持续时间的预期。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市预计仍以窄幅震荡、略偏强运行为主，基本面偏弱与货币政策呵护将继续提供支撑，但当前收益率已处于低位，继续下行需要新增催化。市场将重点关注 7 月民间制造业景气指标及进出口数据，若内外需均延续回落，10 年期收益率仍有下探空间；若出口韧性较强、稳增长政策加快落地，风险偏好修复可能限制债市涨幅。年中政策定调后，交易逻辑将由预期博弈转向政策执行效果，政府债发行使用、扩大内需、房地产和化债举措的推进节奏仍是中期核心变量。

其次，跨月后的资金回笼与海外风险仍需关注。央行已预告 8 月 3 日开展 3000 亿元隔夜逆回购，但上周投放的 7 天期逆回购和隔夜工具将陆续到期，资金价格能否快速回落取决于央行续作力度、月初财政收支及机构融出恢复情况。若 DR007 继续围绕政策利率平稳运行，短端调整空间有限；若公开市场操作明显缩量，杠杆策略可能阶段性承压。海外方面，美联储会议出现三张加息反对票，本周美国就业数据、油价及中东局势将影响美债和美元走势。综合基本面、流动性与供给因素，本周 10 年期国债收益率可重点观察 1.69%—1.74% 区间，30 年期国债关注 2.16%—2.23% 区间；10 年期已连续跑赢，收益率快速下破 1.70% 时不宜追涨，政策、供给或资金扰动带来的回升更适合分批配置。

策略方面，建议维持中性略积极久期，以票息为底仓并适度参与波段。组合底仓可继续配置 1—3 年高评级信用债、同业存单及中短久期利率债，但跨月工具到期较集中，杠杆水平宜保持适中并预留流动性。5—10 年利率债仍是主要交易品种，10 年期国债收益率回升至 1.73%—1.74% 附近可逐步增加仓位，靠近 1.69%—1.70% 则宜兑现部分收益。30 年期品种本周未能跟随 10 年期走强，30Y-10Y 利差重新走阔，若收益率回升至 2.21%—2.23% 可小仓位参与期限利差修复，若下探 2.17%—2.18% 则不宜追高。曲线策略上，可适度保留 10 年期多头，同时以短端票息和 30 年期轻仓构建哑铃，但需防范中段交易过度拥挤。信用债方面，当前绝对收益与利差保护仍有限，建议坚持高等级、强流动性和分散配置，避免过度信用下沉；对于政策与海外事件带来的波动，可通过国债期货动态对冲组合久期。

整体而言，上周债市在月末流动性扰动后重新走强，7 月 PMI 回落与央行短期流动性呵

护支撑 10 年期品种领先，但短端和超长端表现相对一般，曲线结构明显分化。本周基本面数据、公开市场续作、政府债供给和海外利率将共同决定波动方向。操作上建议坚持“票息打底、逢调整配置、不追低收益率”，控制杠杆和回撤，并把握 10 年期回调后的交易机会。

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。