

光期研究 见微知著

大类资产配置周报

赵复初

2026年7月5日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：关注美国服务业表现与关税调查动态

(赵复初，期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469)

1. 海外宏观：美国经济数据边际转弱，紧缩交易情绪缓解

(1)**制造业生产积极性与需求边际下滑**：受益于AI相关投资和国防开支，价格压力因能源成本回落而有所缓解，制造业仍连续第六个月处于扩张区间。但新订单指数与生产指数双双放缓，并且供应商交付指数也显著下降，这通常反映交货速度加快、需求疲软、订单减少的共振信号。此外，出口订单也跌破荣枯线，表明海外需求也有转弱迹象。总的来说，连续扩张背后的制造业需求与生产积极性确实出现边际下滑，需要持续观察。

(2)**劳动力市场趋势性降温有待观察**：6月非农“爆冷”并非美国经济全面走弱的信号，而是一个关键服务行业在宏观与结构性因素叠加下的“预期修正”。赛事带来的期望越高，现实与期望的落差越大，数据上的“爆冷”感就越强烈。后续需重点关注：7月休闲酒店业是否出现回补性招聘，以及国际游客流量是否边际改善——这两个变量将决定本次“爆冷”是单月噪音，还是趋势性降温的开端。

(3)**美元流动性边际转松**：本周非农数据虽延后加息时点，但美联储沃什背景下的“加息周期未完”格局未改。短端实际利差因加息概率下降而收窄，抑制了套息资金流入动力；但长端利率因供给压力和经济韧性维持高位，吸引配置型外资。短期跨市资金获利了结，流动性边际转松，市场正从“预期交易”转向“数据验证”，而非单向流入美国。

2. 大类资产表现：美国经济与就业数据出现边际放缓迹象，市场押注美联储加息时点后移，缓和短期宏观压力，提振市场风险偏好。股市受AI科技股估值重构影响，波动较大；美债收益率与美元指数小幅走弱；原油延续偏弱震荡，贵金属板块边际反弹；国内商品市场表现分化

(1)债市方面，本周美债市场核心驱动因素是美联储政策不确定性的重定价。6月非农大幅不及预期，叠加制造业PMI边际转弱，削弱了近端加息压力，但长端受通胀担忧和国债供给压力支撑，收益率下行有限，最终全周呈现长端领涨的“熊陡”格局，10年期收益率收于4.487%附近。短期看，市场将高度依赖数据，对每一个经济指标变得异常敏感，后续关注7月FOMC会议及沃什国会证词，市场对加息路径的博弈可能反复。国内方面，本周债市整体偏空运行，两大因素形成压制。国内PMI数据好于市场预期，削弱宽松政策预期，压制债券估值。同时跨季后资金仅小幅修复，央行持续回笼流动性，资金利率维持高位，缺少宽松支撑。叠加后续政府债供给压力，市场做多意愿偏弱，各期限收益率震荡上行，债市保持弱势震荡格局。短期债市仍然围绕资金面波动和经济数据的变化窄幅波动，但整体震荡格局持续。

(2)汇率方面，本周美元先扬后抑，核心驱动在于经济数据边际转弱。美国6月ISM制造业PMI指向需求端边际转弱，叠加6月非农大幅低于市场预期，削弱了美联储加息落地的紧迫性，美元因此承压回落，全周转为收跌。短期看，由于加息预期松动且经济动能放缓，美元或延续弱势震荡。后续关键变量在于7月FOMC会议声明及沃什国会证词，市场对政策路径的博弈将持续，以及实际利差对于资金的吸引能力，美元波动可能加大。

(3)股指方面，海外股市的核心驱动力在于AI投资逻辑的内部重构，市场关注点正从“算力稀缺性”转向“资本回报压力”。Meta等科技巨头大幅增加资本开支导致自由现金流承压，并开始转售算力资源，动摇了硬件需求无限增长的预期，进而引发科技板块剧烈波动，资金出现明显轮动。短期看，在资金情绪边际转松背景下，市场将延续“高低切换”格局，即将到来的财报季将成为关键验证点，市场将借此判断企业盈利能否支撑当前估值。

(4)原油方面，本周国际原油的核心驱动因素是地缘溢价快速消退叠加供应恢复预期，市场交易逻辑从近端供应短缺转向远期供应过剩担忧，油价基本回吐此前冲突期间全部涨幅。短期看，中东产量修复与OPEC+增产预期及浮仓集中释放持续施压，而夏季消费旺季及各国补库需求构成一定底部支撑，油价或维持弱势震荡。后续关注地缘局势反复风险及OPEC+产量政策。贵金属方面，本周国际黄金的核心驱动因素是经济数据走弱引发的加息预期回落。美国6月ISM制造业PMI边际走弱，叠加6月非农就业市场显著降温，削弱了美联储加息紧迫性。美元与美债收益率同步回落，推动黄金大幅反弹，全周收复周初跌幅。短期看，加息预期松动叠加经济动能放缓为黄金提供支撑，但上方空间受限于地缘风险阶段性缓释及通胀黏性制约，金价或维持偏强震荡。关键变量在于7月FOMC会议及后续经济数据，若经济进一步走弱，黄金有望继续上行。

3. 下周关注重点：

国内关注6月通胀数据变化；海外关注美国服务业表现与关税调查动态

大类资产配置

图表：大类资产价格变化

资料来源：Bloomberg, iFinD, 光大期货研究所

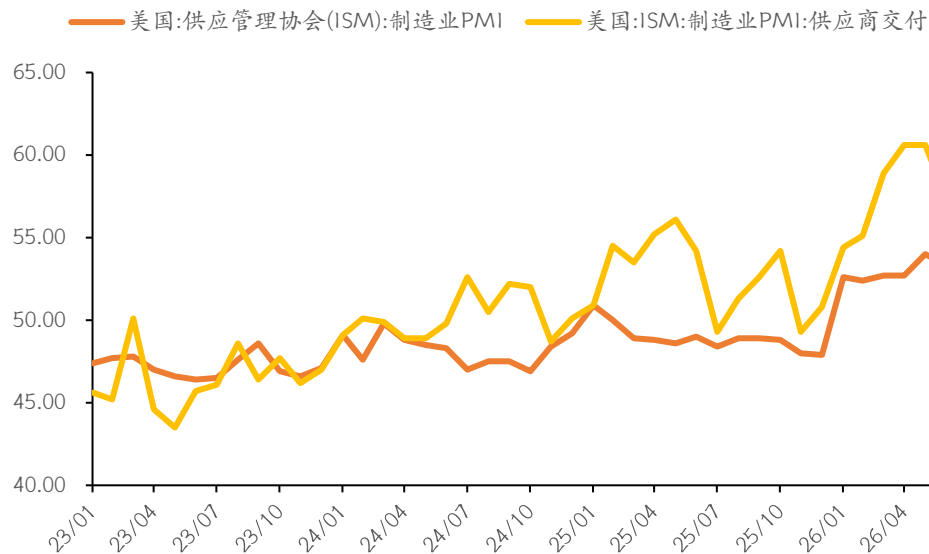
备注：本期周度数据统计周期为6月29日-7月3日，月度数据统计周期为6月1日-7月3日

目录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件

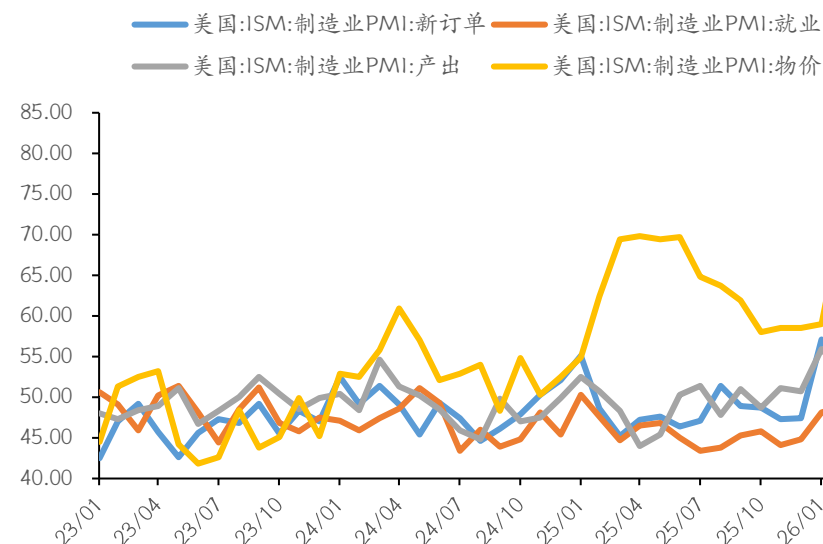
1.1 美国制造业表现喜忧参半

图表：供应商交货压力边际下滑（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：投入成本压力有所缓解（%）

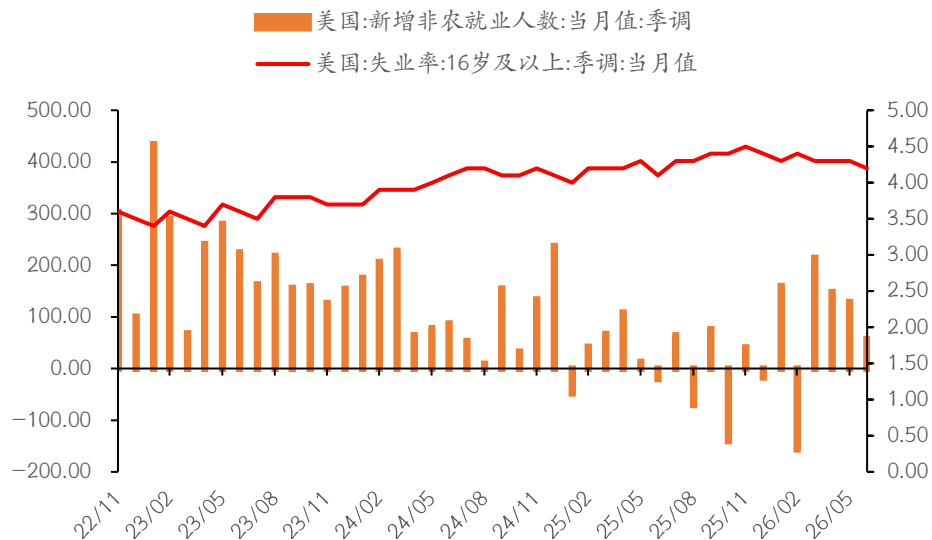


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ **制造业生产积极性与需求边际下滑：**受益于AI相关投资和国防开支，价格压力因能源成本回落而有所缓解，制造业仍连续第六个月处于扩张区间。但新订单指数与生产指数双双放缓，并且供应商交付指数也显著下降，这通常反映交货速度加快、需求疲软、订单减少的共振信号。此外，出口订单也跌破荣枯线，表明海外需求也有转弱迹象。总的来说，连续扩张背后的制造业需求与生产积极性确实出现边际下滑，需要持续观察。

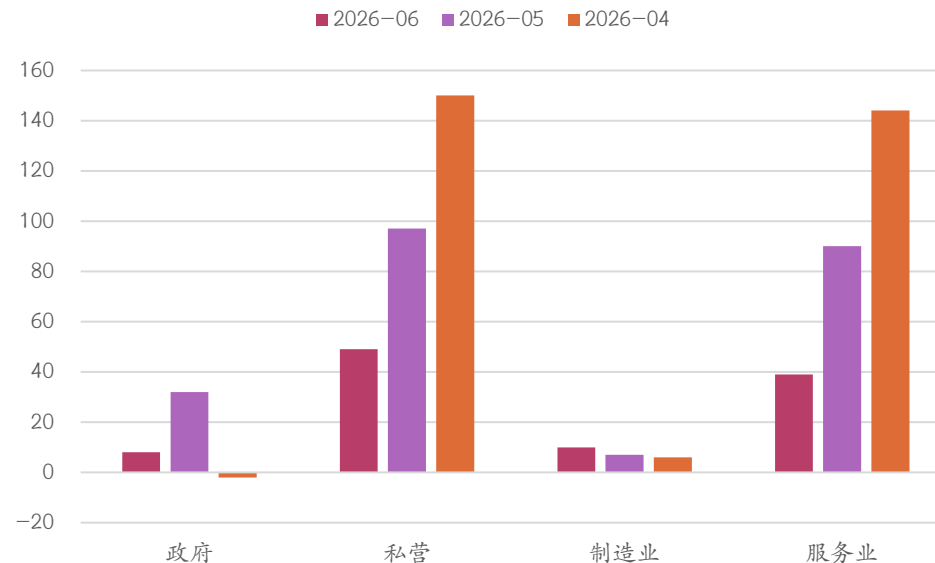
1.2 服务业“预期修正”拖累非农数据

图表：美国6月非农就业人数仅增加5.7万人（%，千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：服务行业在宏观与结构性因素叠加下的“预期修正”（千人）

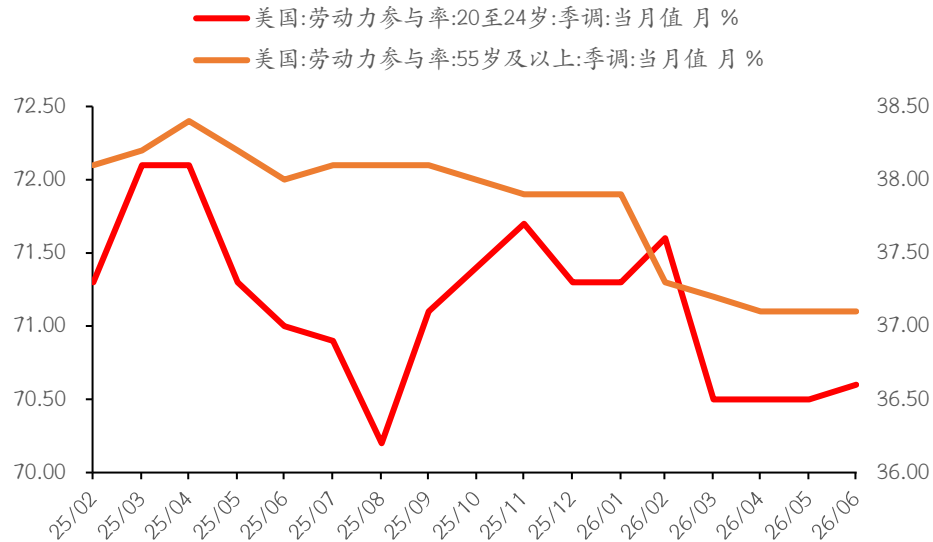


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 6月非农新增就业仅5.7万人，不到预期（11.3万人）的一半，前两月数据合计下修7.4万人，失业率微降至4.2%。专业与商业服务、医疗保健表现亮眼，新增3.6万个岗位，是当月就业增长的最大来源之一。拖累就业数据的核心单一来源是休闲和酒店业，该行业就业减少6.1万人，创2020年以来最大单月降幅。劳工统计局将原因归结为“季节性招聘弱于往常”，这更多服务行业在宏观与结构性因素叠加下的“预期修正”，而非趋势性走弱。

1.3 趋势性疲软结论言之尚早

图表：低龄段劳动参与率小幅改善（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：薪资增速保持刚性（%）

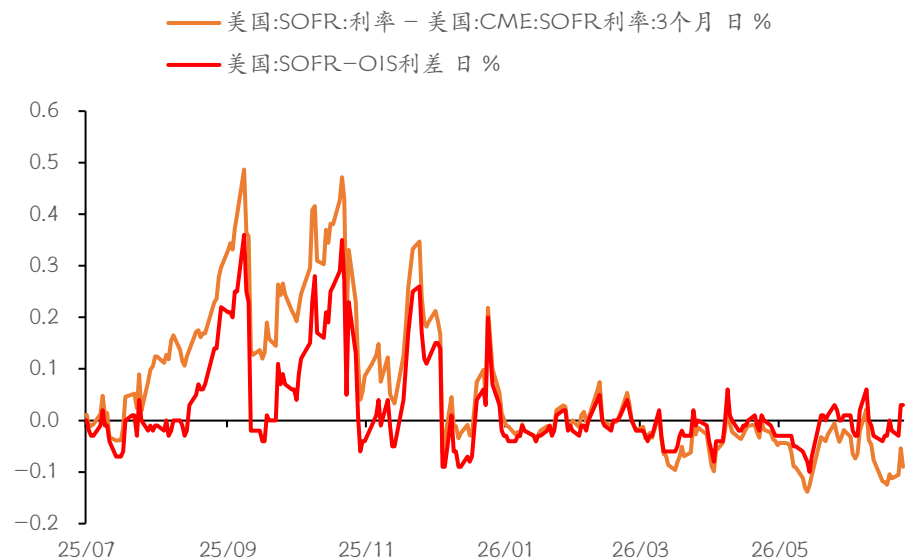


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 6月劳动参与率从5月的61.8%降至61.5%，环比下降0.3个百分点，为近五年来最低水平。当月共有约72万至83万民众退出劳动力市场，就业总人口环比减少50.7万人。另外，调查显示找工作的周期有所拉长，但20-24岁的低龄人群参与率度有所回升，也在一定程度上维持了薪资增速的刚性。6月私营非农平均时薪环比上涨0.3%（至37.64美元），同比增速维持在3.5%，均符合市场预期。薪资未明显回落，对服务通胀形成持续支撑，使美联储面临“就业降温”与“通胀粘性”的双重博弈。

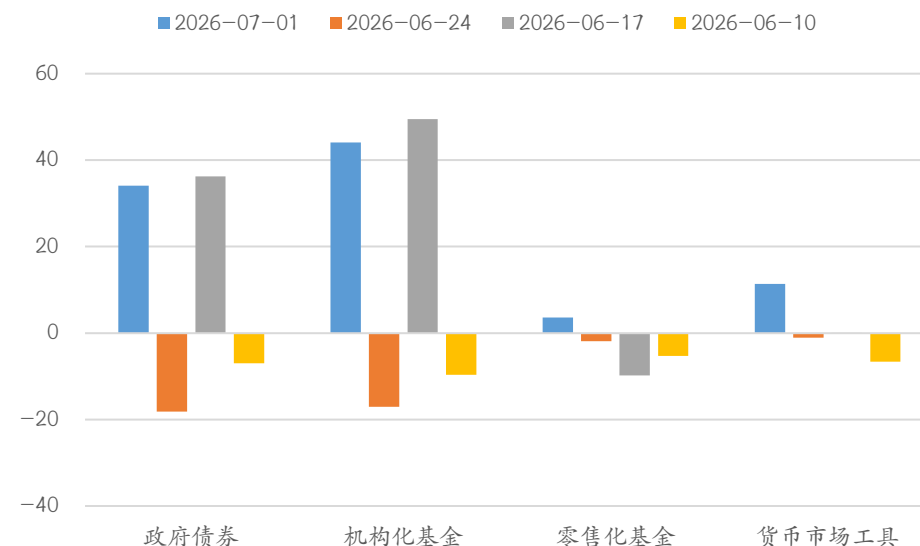
1.4 沃什背景下的“紧缩”格局未改

图表：美元流动性维持宽松表现（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：跨市套利资金边际减量（十亿美元）

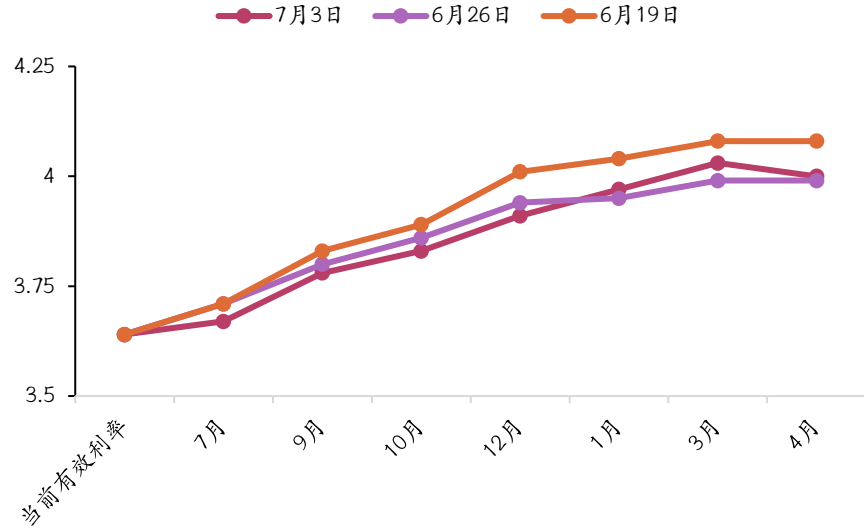


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **美元流动性边际转松：**本周非农数据虽延后加息时点，但美联储沃什背景下的“加息周期未完”格局未改。短端实际利差因加息概率下降而收窄，抑制了套息资金流入动力；但长端利率因供给压力和经济韧性维持高位，吸引配置型外资。短期跨市资金获利了结，流动性边际转松，市场正从“预期交易”转向“数据验证”，而非单向流入美国。

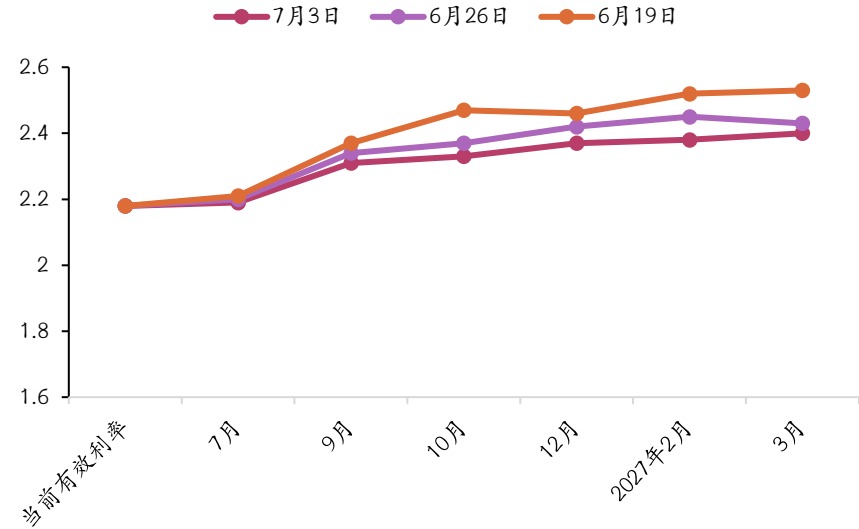
1.5 欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

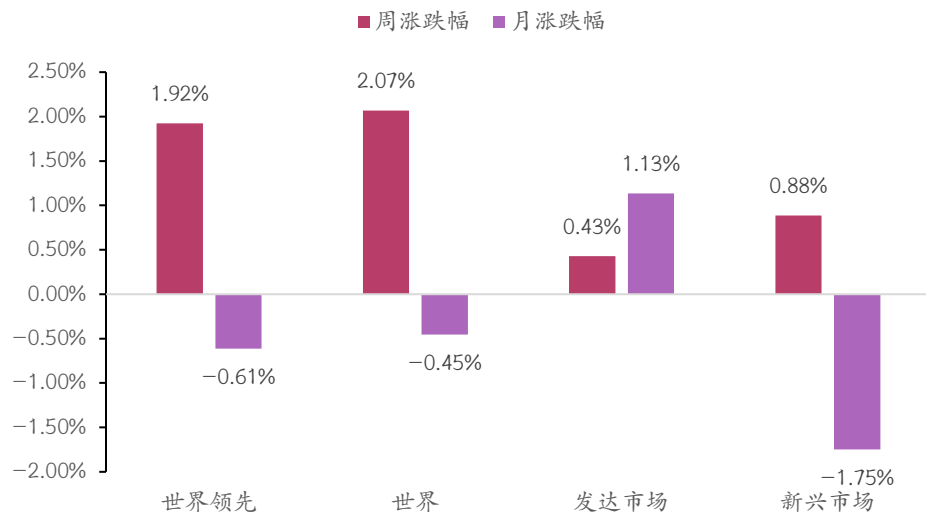


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 市场对美联储与欧央行利率路径的预期呈现分化。美联储方面，6月非农大幅走弱（新增5.7万人）叠加劳动参与率下滑，市场将首次加息预期从9月推迟至12月或2027年初。但薪资增速维持3.5%高位，叠加沃什“通胀优先”立场，年内政策拐点需待后续通胀数据验证。欧央行方面，经济基本面弱于美国，但官员对通胀谨慎且工资压力未消，市场预期夏末（7月或9月）或继续采取预防性加息行动。后续关键变量为7月中旬沃什国会证词，市场正从“预期交易”转向“数据验证”。

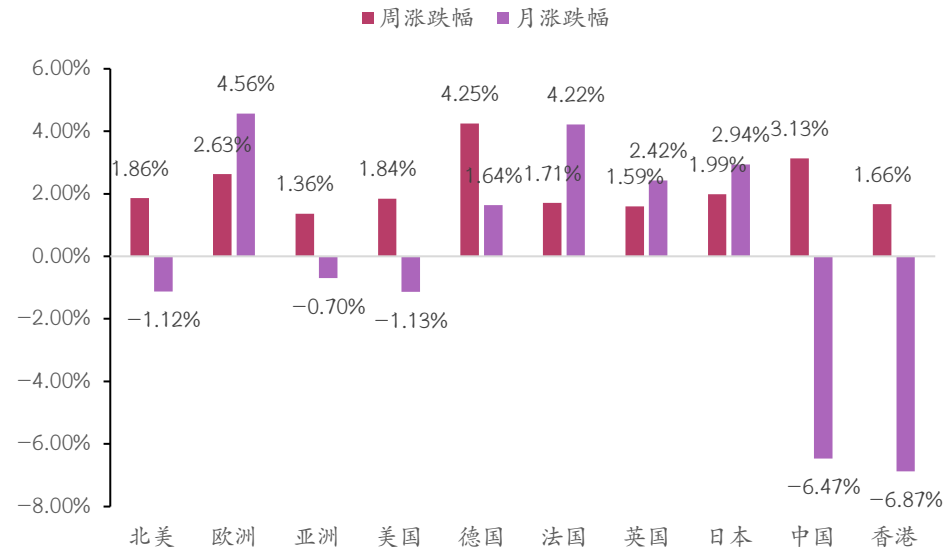
2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

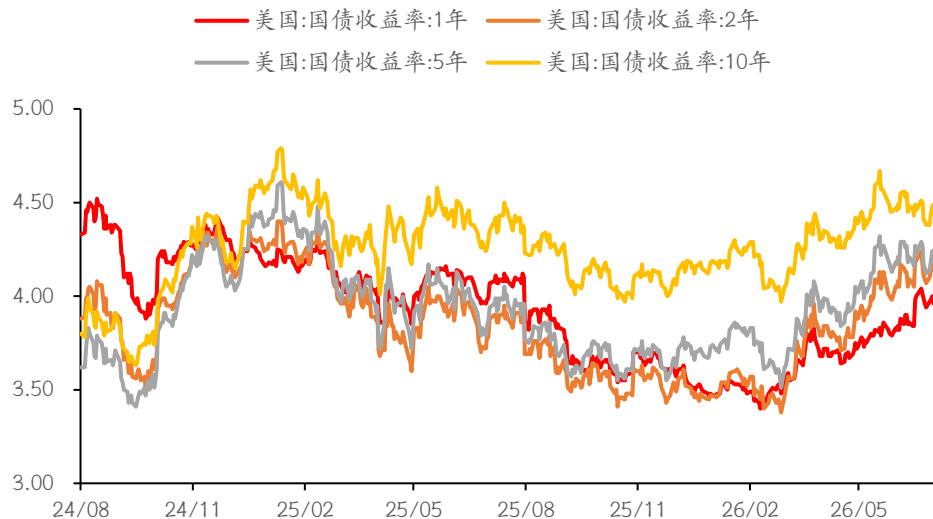
- 本周海外股市的核心驱动力在于AI投资逻辑的内部重构，市场关注点正从“算力稀缺性”转向“资本回报压力”。Meta等科技巨头大幅增加资本开支导致自由现金流承压，并开始转售算力资源，动摇了硬件需求无限增长的预期，进而引发科技板块剧烈波动，资金出现明显轮动。短期看，在资金情绪边际转松背景下，市场将延续“高低切换”格局，即将到来的财报季将成为关键验证点，市场将借此判断企业盈利能否支撑当前估值。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为1.92%和2.07%，MSCI发达国家指数为0.43%，MSCI新兴市场指数为0.88%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。

详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

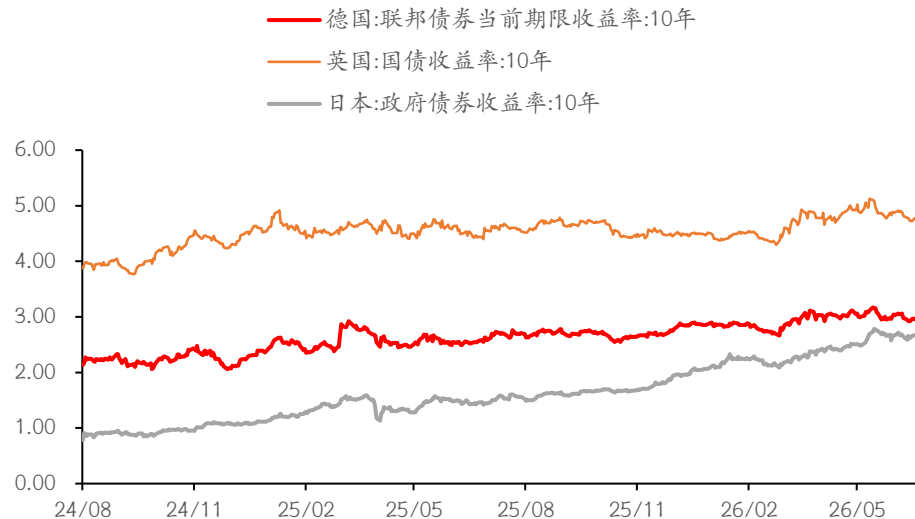
2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

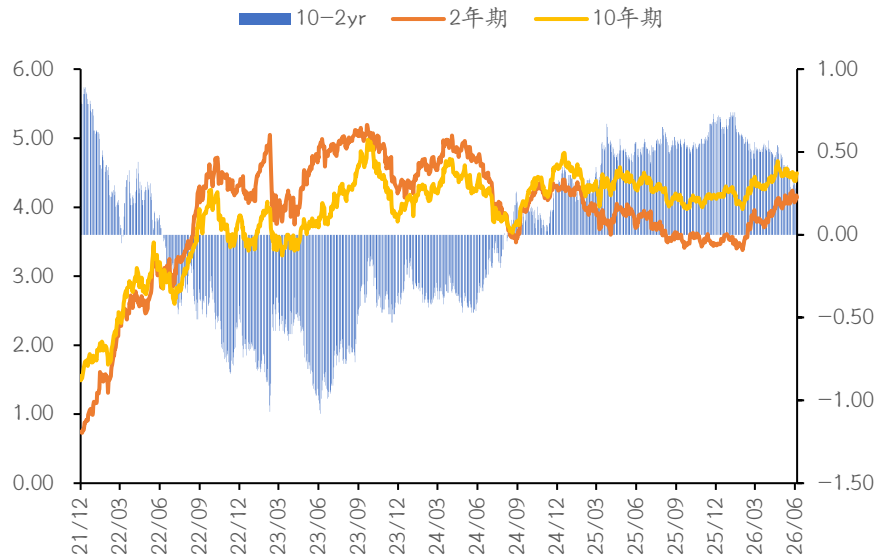


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债方面，本周美债市场核心驱动因素是美联储政策不确定性的重定价。6月非农大幅不及预期，叠加制造业PMI边际转弱，削弱了近端加息压力，但长端受通胀担忧和国债供给压力支撑，收益率下行有限，最终全周呈现长端领涨的“熊陡”格局，10年期收益率收于4.487%附近。短期看，市场将高度依赖数据，对每一个经济指标变得异常敏感，后续关注7月FOMC会议及沃什国会证词，市场对加息路径的博弈可能反复。

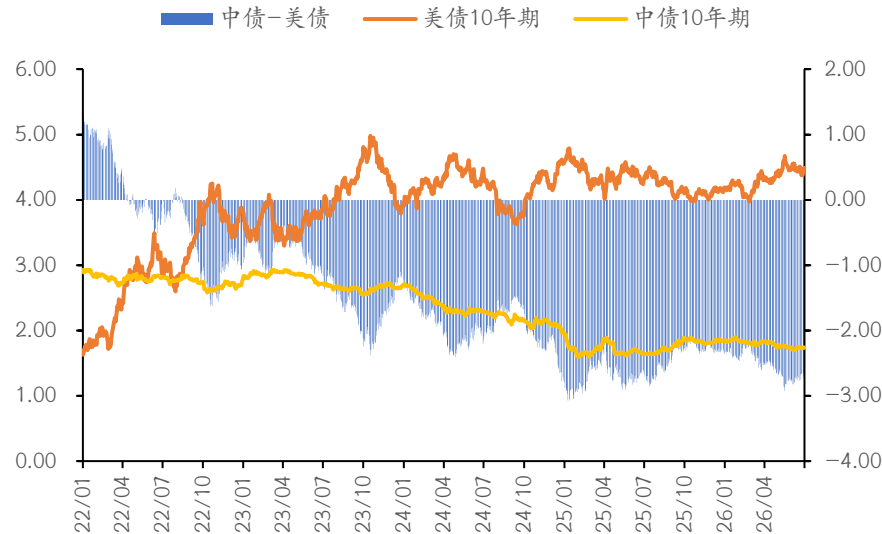
2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

国内方面，本周债市整体偏空运行，两大因素形成压制。国内PMI数据好于市场预期，削弱宽松政策预期，压制债券估值。同时跨季后资金仅小幅修复，央行持续回笼流动性，资金利率维持高位，缺少宽松支撑。叠加后续政府债供给压力，市场做多意愿偏弱，各期限收益率震荡上行，债市保持弱势震荡格局。短期债市仍然围绕资金面波动和经济数据的变化窄幅波动，但整体震荡格局持续。

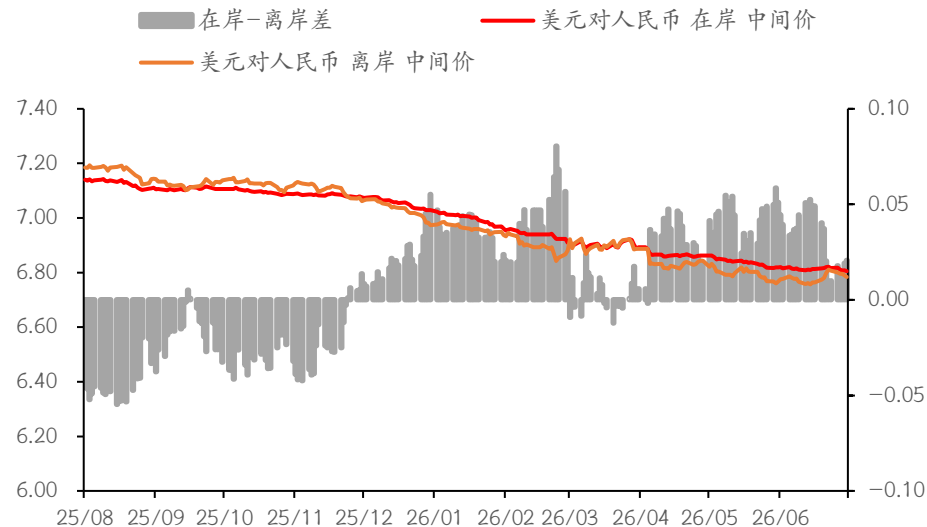
2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

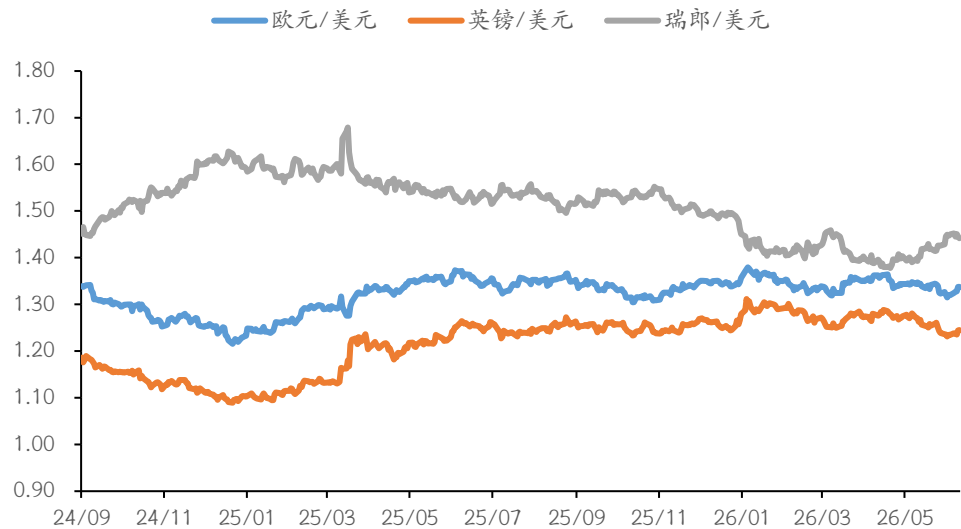


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，本周美元先扬后抑，核心驱动在于经济数据边际转弱。美国6月ISM制造业PMI指向需求端边际转弱，叠加6月非农大幅低于市场预期，削弱了美联储加息落地的紧迫性，美元因此承压回落，全周转为收跌。短期看，由于加息预期松动且经济动能放缓，美元或延续弱势震荡。后续关键变量在于7月FOMC会议声明及沃什国会证词，市场对政策路径的博弈将持续，以及实际利差对于资金的吸引能力，美元波动可能加大。美元指数下跌0.48%，报100.8657。在岸、离岸人民币表现偏强，美元兑人民币报收6.8047（前一周为6.8166），离岸人民币报收6.7841（一周前为6.8067）。

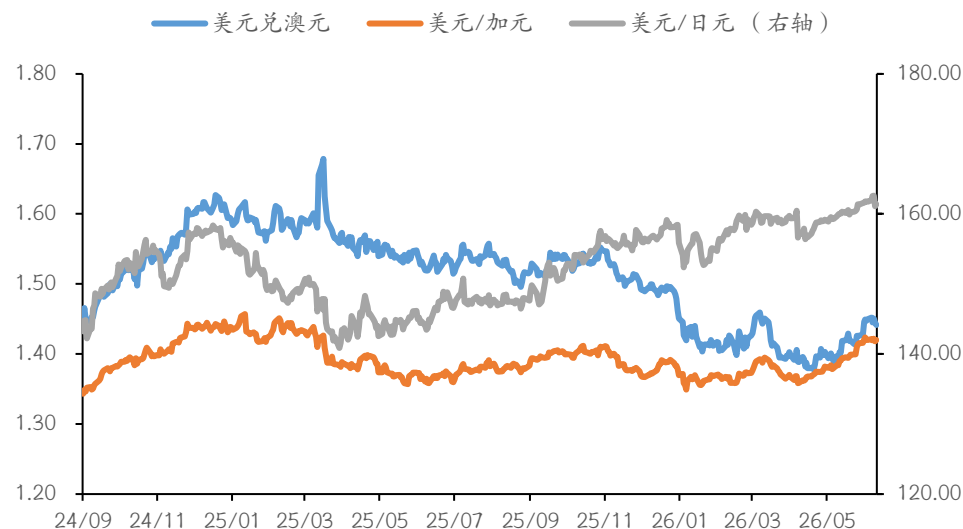
2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

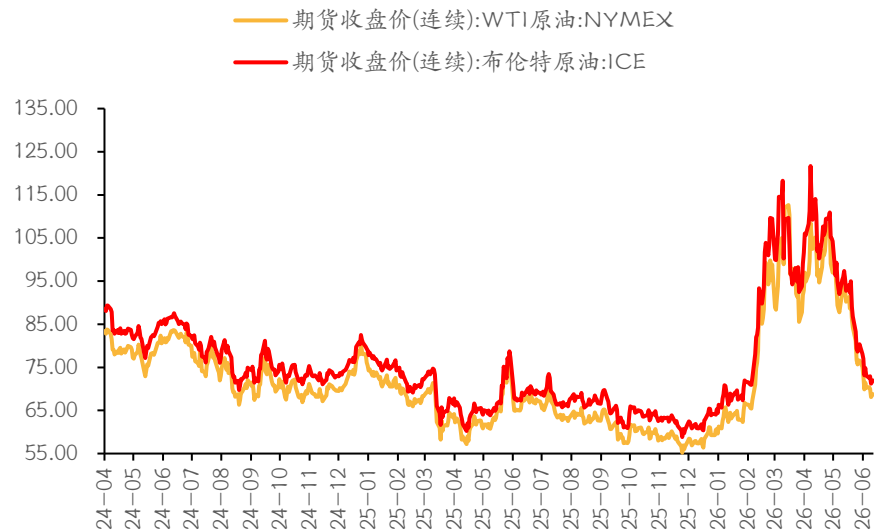


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

► 非美货币小幅反弹，欧元涨0.41%，英镑涨1.36%，瑞郎涨0.85%，澳元涨0.57%，加元涨0%，日元涨0.23%。

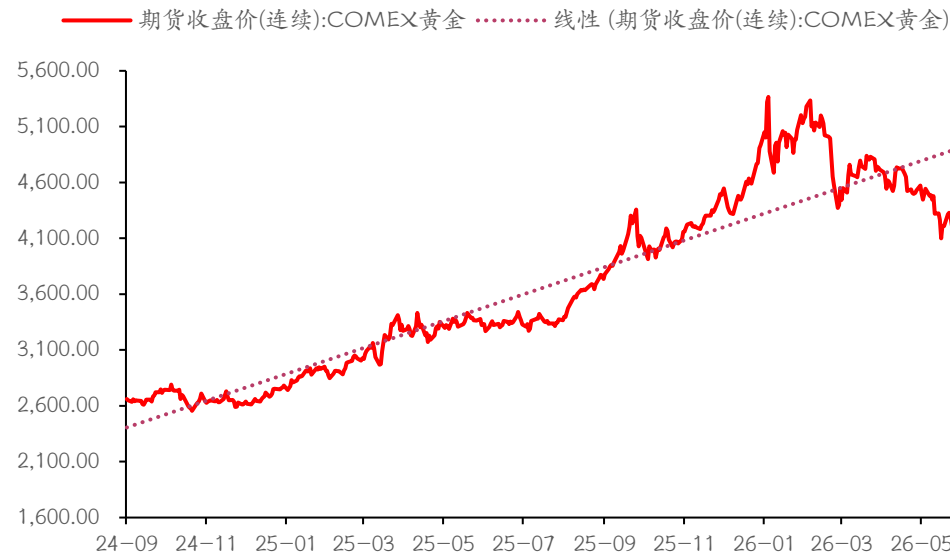
2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）

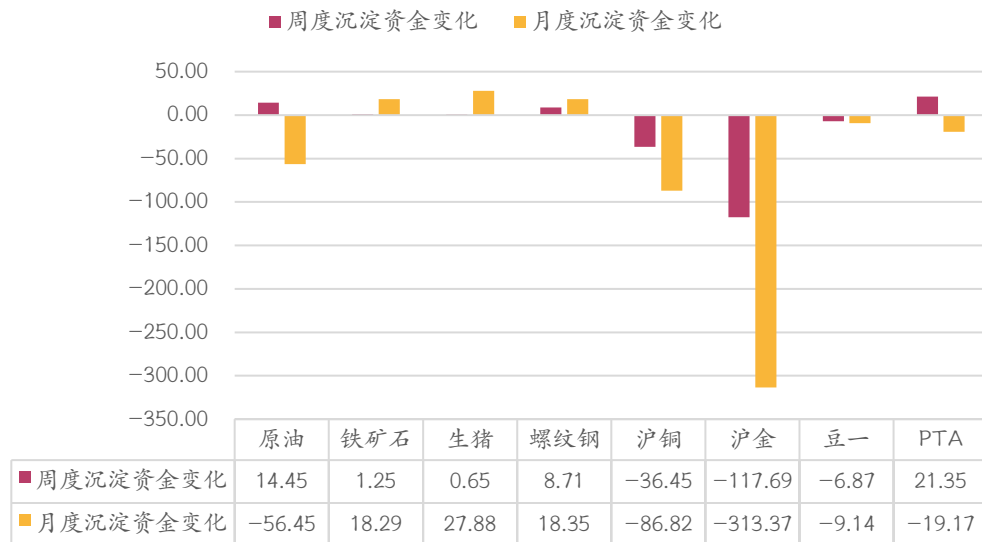


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 原油方面，本周国际原油的核心驱动因素是地缘溢价快速消退叠加供应恢复预期，市场交易逻辑从近端供应短缺转向远期供应过剩担忧，油价基本回吐此前冲突期间全部涨幅。短期看，中东产量修复与OPEC+增产预期及浮仓集中释放持续施压，而夏季消费旺季及各国补库需求构成一定底部支撑，油价或维持弱势震荡。后续关注地缘局势反复风险及OPEC+产量政策。WTI和布伦特原油周内分别变动-2.08%和-1.56%。
- 贵金属方面，本周国际黄金的核心驱动因素是经济数据走弱引发的加息预期回落。美国6月ISM制造业PMI边际走弱，叠加6月非农就业市场显著降温，削弱了美联储加息紧迫性。美元与美债收益率同步回落，推动黄金大幅反弹，全周收复周初跌幅。短期看，加息预期松动叠加经济动能放缓为黄金提供支撑，但上方空间受限于地缘风险阶段性缓释及通胀黏性制约，金价或维持偏强震荡。关键变量在于7月FOMC会议及后续经济数据，若经济进一步走弱，黄金有望继续上行。Comex黄金收于4174.6美元/盎司，较上周上涨4.83%。

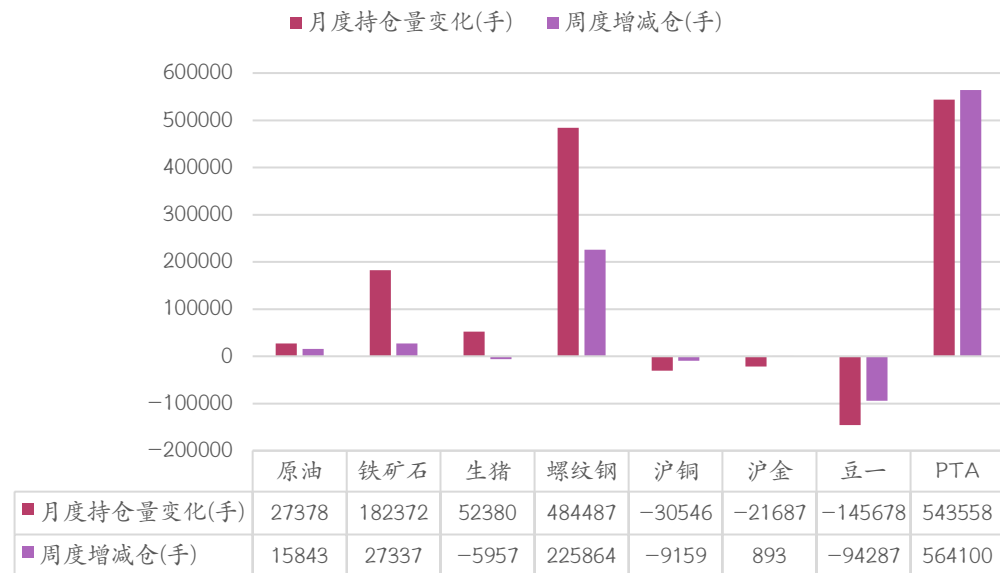
2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

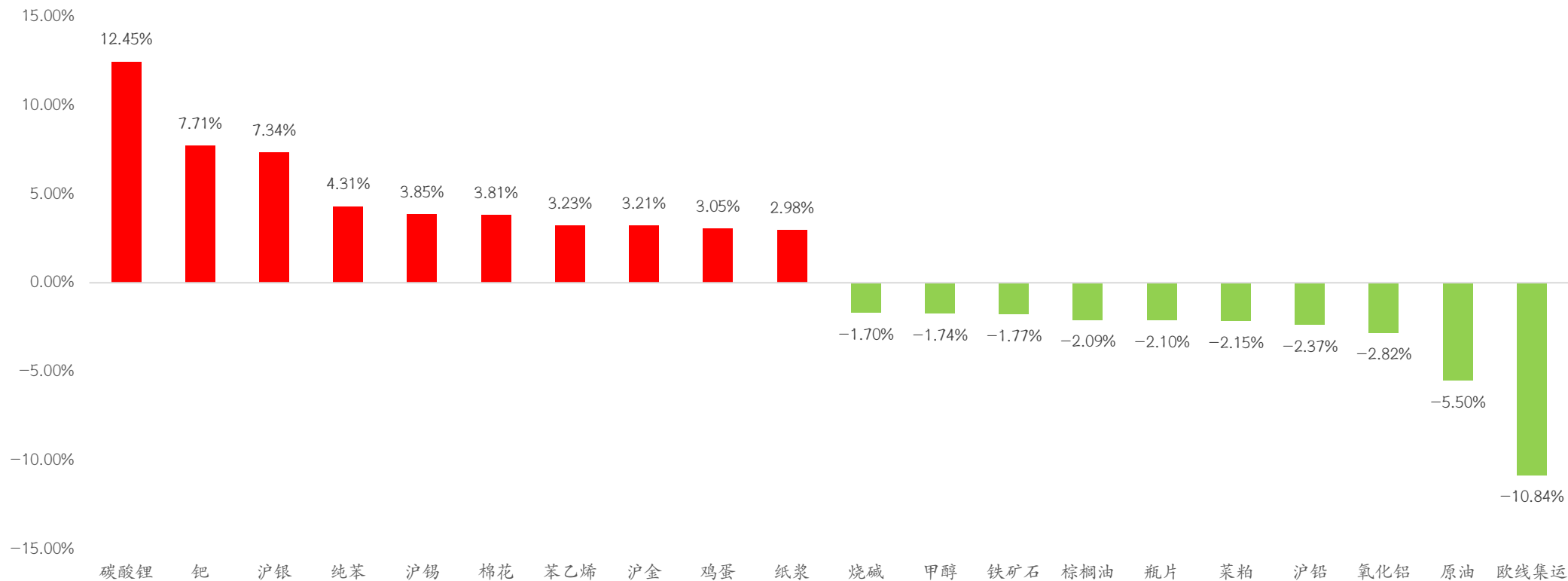


资料来源：Ifind，光大期货研究所

- 本周商品期货市场资金净流入47.87亿元。本周国内商品市场整体由宏观情绪主导，各板块因基本面差异走势分化。贵金属与有色板块在宏观压力缓和下多数反弹，但铜铝受淡季需求制约反弹力度有限；钢材库存持续累积，表需虽环比小幅回升但淡季未改，钢价震荡寻底；铁矿石受高库存及海外发运增加压制，煤焦因供应扰动相对抗跌；中东地缘溢价消退叠加供应恢复预期，原油回落拖累下游化工品；碳酸锂受去库支撑反弹，油脂则因供应宽松预期走弱。整体看，市场进入宏观数据验证期，板块间强弱分化格局短期或延续。

2.4 大宗商品

图表：周度涨跌幅各前十品种（单位：%）



资料来源：Iifind，光大期货研究所

3.1 下周重点：国内关注6月通胀数据变化；海外关注美国服务业表现与关税调查动态

6 星期一	<ol style="list-style-type: none">1、中国央行将开展10000亿元买断式逆回购操作2、美国6月ISM非制造业指数（前值54.5,预期54.2）3、韩国国会启动制度整改讨论：重点调查单一股票杠杆ETF监管问题（计划）
7 星期二	<ol style="list-style-type: none">1、美国贸易代表办公室举行听证会，审议对60个经济体加征关税（计划）
8 星期三	
9 星期四	<ol style="list-style-type: none">1、美联储公布货币政策会议纪要2、中国6月CPI同比（前值1.2%）；PPI同比（前值1.9%）3、中国6月社融、信贷、货币供应数据（待定）
10 星期五	

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。