

波动明显放大，分化或仍将延续



——2026年7月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2026年7月5日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国劳动力市场边际降温，流动性扰动将边际减弱

➤ 美国劳动力市场边际降温，通胀抬升

- ◆ 美国6月劳动力市场降温，低于预期。前两月新增就业合计下修7.4万人。失业率改善主因更多人退出劳动力市场而非就业形势改善。
- ◆ 5月美国CPI同比抬升，不过能源涨价并未广泛扩散至核心商品与服务领域，当前通胀尚未引发“二次通胀”风险，后续有望随着油价回落而回落。

➤ 流动性扰动将边际减弱

- ◆ 美联储将减少前瞻指引，缩表落地难度较大。不过鹰派点阵图的冲击已被逐步消化，当前市场计价年内或在10月加息一次。6月非农数据降温，为美联储提供了等待观望的时间。当前油价回落、通胀未现二次反弹，流动性扰动有望边际减弱。

国内宏观

经济修复放缓，结构分化加大

➤ 财政支出力度回落，投资、消费修复放缓

- ◆ 广义财政支出增速延续回落，对投资支撑减弱。
- ◆ 消费则受居民就业收入预期、补贴退坡、基数偏高等因素影响，增长放缓。

➤ 结构分化延续

- ◆ 一方面，由于高技术产业需求强劲，推动外需韧性仍然偏强，而内需修复偏弱，内外需进一步分化。
- ◆ 另一方面，高技术产业延续高速增长，对经济增长的带动作用进一步加大，传统产业、内需为主的产业修复偏弱的分化也在延续。
- ◆ 短期内政策在结构上仍然相对侧重于高技术、科技创新产业发展，在收入、消费领域有待观察后续是否出台增量政策。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 波动显著放大，分化或仍将延续：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费继续回落，外需、高技术产业偏强； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，但市场风格分化、波动明显放大； ◆ 政策面：外需及高技术产业向好，广义财政支出有所放缓； ◆ 外部环境：外部地缘及油价扰动减弱，但海外科技股也普遍波动放大。 <p>➤ 分化仍在延续，科技板块依旧是主线，但是波动明显加大：从最新财报情况来看，AI硬件领域景气度持续走高，超预期状况较为普遍，从业绩指引来看，目前仍处于供不应求阶段，景气度向好的趋势仍然较为明朗。周期板块受美联储加息预期压制，空间相对有限；大消费板块受基本面影响或仍未筑底企稳；市场赚钱效应集中于科技方向或虹吸市场内资金。整体来看，市场分化趋势或难以逆转，科技仍是当下主线，但是由于科技市场持续上行，后续风险也在逐渐积累，待出现调整布局为宜，追高则需谨慎。</p>	<p>相对乐观</p>
行业/风格	<p>➤ 高景气、高股息双轮动：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 根据风险偏好选择不同宽基指数。当前市场风险可控，建议主要关注中证500、中证1000、双创等宽基指数。 ◆ 高景气、高股息双轮动：目前可主要聚焦两条主线，一方面是业绩、景气度向好的方向，建议关注AI、通信算力、半导体、电力电网等，市场波动上升，可继续持有或等待调整后的加仓机会；另一方面，从中长期性价比以及对冲波动视角来看，处于相对低位的高股息方向尽管近期表现偏弱，但仍有持有价值，建议关注各类红利策略，对冲组合波动。整体来看市场分化近期或将延续，重点关注科技主线，并耐心配置高股息对冲波动。 	<p>高景气等待布局机会 高股息对冲波动</p>
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 高景气：追求高弹性，短期波动明显加大。 ◆ 高股息：追求相对稳健，对波动控制要求偏高，处于相对低位，风险较低，但需要一些耐心。 	<p>市场风格分化 依据风险偏好布局</p>

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	相对乐观	相对乐观
港股	中性	中性
利率债	中性	中性
信用债	中性	中性
可转债	中性	中性
美股	相对乐观	中性
美债	相对乐观	中性
美元	相对谨慎	相对谨慎
日股	中性	中性
黄金	相对乐观	中性
原油	相对谨慎	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：非货币类资产市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。对于货币类资产，观点仅对应仓位调整的方向。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：风险资产延续回暖

2026年6月大类资产表现特征回顾：

- **6月，A股上涨，港股回落，海外市场震荡，债市震荡，油价下跌，美元指数走强。**
- **A股上涨。**6月A股延续结构性行情，全球AI产业变革、陆家嘴论坛政策持续加持、海外AI资本支出持续外溢三重逻辑共振驱动科技板块持续走强；但传统板块受制于经济“K型”复苏，叠加科技赛道形成强大的资金“虹吸”效应，表现普遍承压。
- **港股回落。**港股6月延续弱势，盈利端，互联网与汽车等权重股业绩预期集中下修；结构上，恒生指数与恒生科技中AI硬件含量极低，在全球AI算力硬件主导的行情中明显处于劣势。
- **海外市场震荡。**5月下旬市场开始发酵美联储转向加息的担忧，叠加市场对AI盈利兑现能力的重新审视，美股震荡回落。日本半导体设备受益于AI资本开支周期，同时油价回落缓解进口成本压力，日股持续上行。
- **债市震荡。**前期市场借宽松流动性加杠杆布局长债，6月央行持续回笼流动性，叠加半年缴税、债券缴款、银行季末考核同步抽离资金，流动性压力陡增，带动长久期债券收益率上行。
- **黄金走弱。**市场降息预期逆转，同时美元同步上行，抬升黄金持有机会成本，叠加避险溢价回落，资金集中撤离。
- **油价显著下跌。**美伊谈判释放积极信号，市场预期霍尔木兹海峡有望重新开放，前期累积的地缘风险溢价继续回吐。
- **美元指数走强。**美联储议息释放鹰派信号，近半数官员预判年内加息，降息预期彻底逆转；同时美国就业与PMI数据持续偏强，凸显经济相对非美更强的韧性，共同推升美元指数。

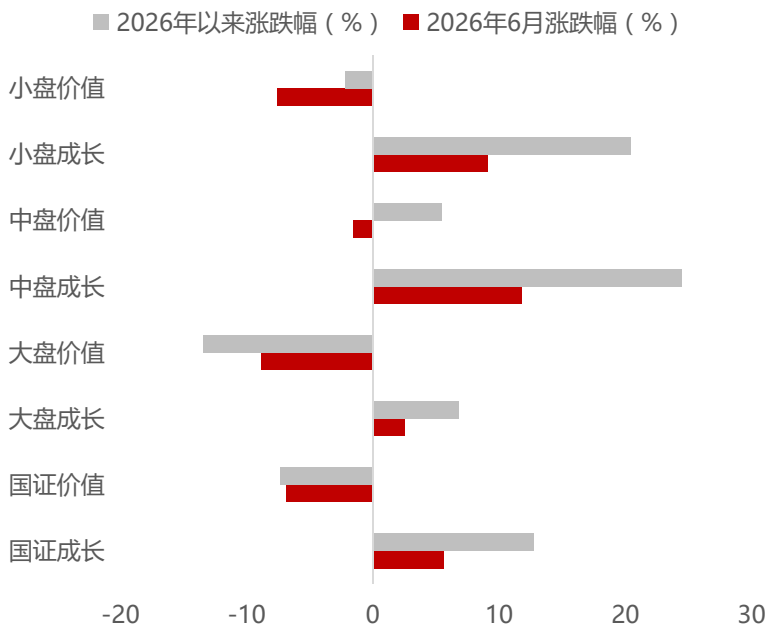
资产类别		区间涨跌幅		
		2026年6月	2026年5月	2026年以来
A股	同花顺全A	3.22	0.57	11.27
	上证指数	0.63	-1.06	3.26
	沪深300	1.78	1.76	7.06
	中证500	8.04	0.12	21.08
	中证1000	4.77	0.32	15.96
	创业板指	7.55	9.81	33.91
港股	恒生指数	-9.14	-2.30	-11.50
	恒生中国企业指数	-10.30	-2.95	-15.94
	恒生科技指数	-8.44	0.27	-19.83
海外股市	标普500	-1.06	5.15	8.75
	纳斯达克指数	-2.81	8.36	11.93
	德国DAX	-0.43	3.34	2.06
	日经225	5.63	11.88	39.18
	英国富时100	0.84	0.29	5.60
	法国CAC40	2.70	0.84	2.89
债券	中债总财富指数	0.16	0.52	2.02
	中债信用债指数	0.17	0.33	1.70
	中证转债指数	0.17	-2.46	2.53
商品	南华商品指数	-9.48	-3.57	2.16
	ICE布油	-19.97	-19.40	18.90
	COMEX黄金	-11.90	-1.57	-8.06
汇率	美元指数	2.30	0.87	3.21
	美元兑人民币	0.25	-0.95	-2.93

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部
注：数据截至2026年6月30日，单位：%

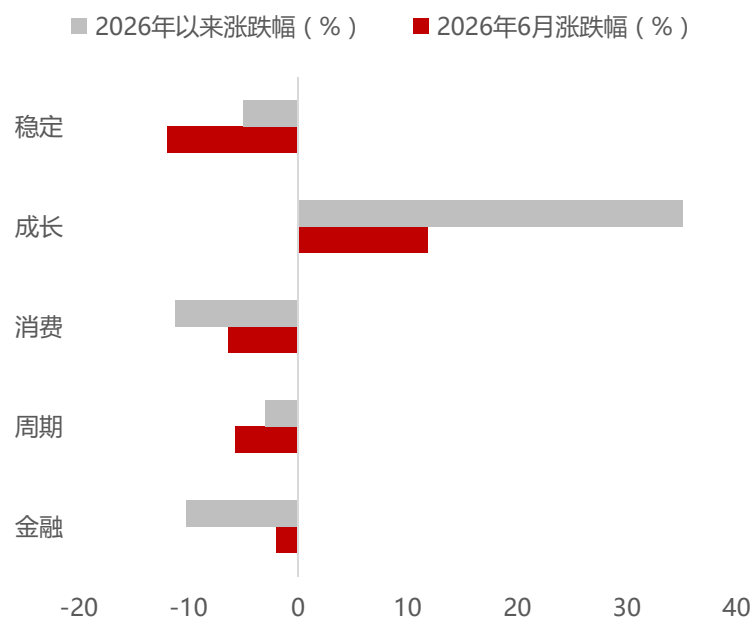
A股行业风格回顾：成长表现优异

- 6月中盘成长表现最好，成长风格独涨。5月宏观数据显示AI相关产业与出口增速向上，而社零、投资增速转弱，经济“K型”复苏格局进一步确认；政策端支持聚焦科技创新，资金加速向AI产业链集中，电子、通信等板块大幅领跑，其他板块均表现不佳，风险偏好回升后市场抛弃低弹性防御资产，稳定风格领跌。
- 行业方面，6月电子、建材、通信领涨，煤炭、电力、商贸零售领跌。AI产业需求扩散，电子、建材、通信受益于光模块及半导体景气延续；煤炭随油价高位回落而回落；同时厂商产能转向 HBM，车规芯片供给趋紧、涨价预期抬升，汽车板块调整明显。

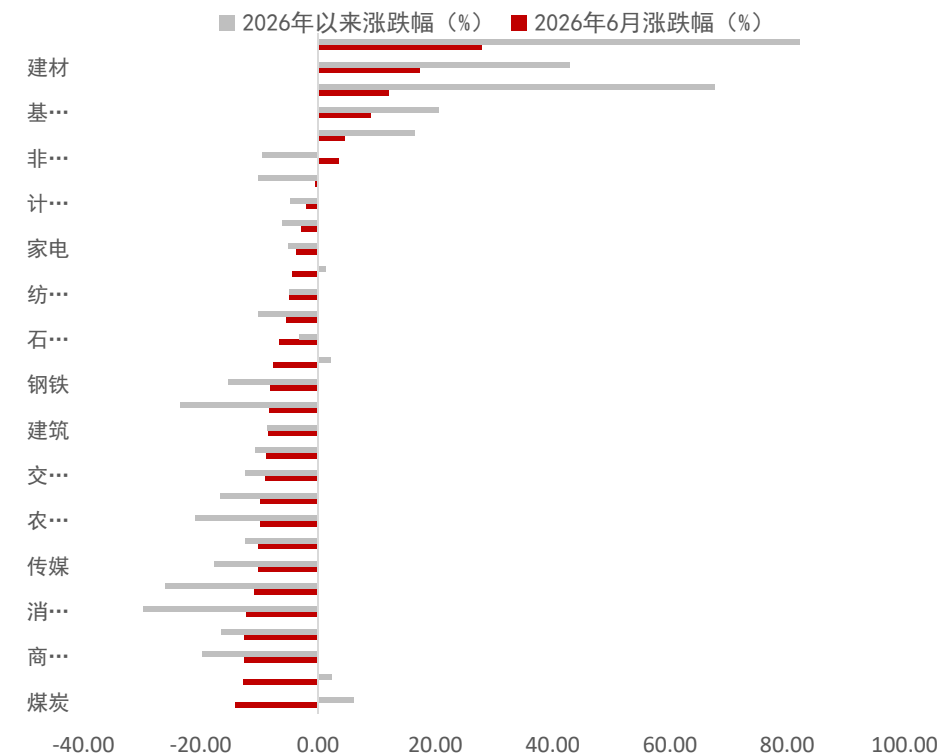
6月中盘成长风格表现最好 (%)



6月成长上涨 (%)



6月电子、建材、通信领涨 (%)



内容目录

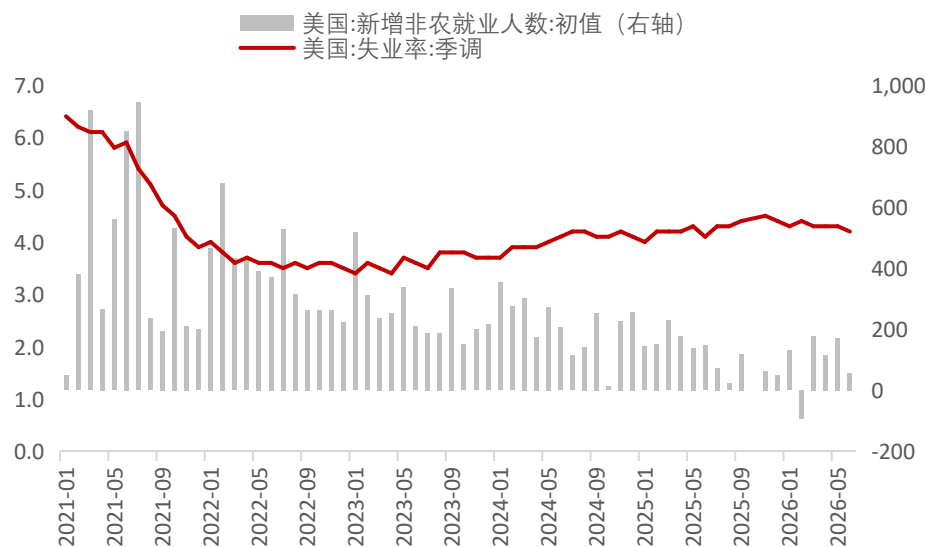
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



美国劳动力市场有所降温，通胀抬升

- **美国6月劳动力市场有所降温。**6月美国非农就业仅增5.7万人，远低于市场预期的11.5万。4月与5月新增就业合计下修7.4万人。6月失业率虽从4.3%小幅回落至4.2%，但改善主因是83.2万人退出劳动力市场而非就业形势改善，劳动参与率环比下滑0.3个百分点至61.5%。5月就业增量主要来自休闲酒店业与政府部门，受美加墨世界杯提前招聘拉动，6月相关分项随赛事效应消退而明显回落。
- **美国通胀抬升，但通胀高点已过。**5月美国CPI同比上涨4.2%，创2023年4月以来新高，符合市场预期。通胀上行的核心推手是能源价格，贡献了整体CPI环比涨幅的近六成。不过能源涨价并未广泛扩散至核心商品与服务领域，核心商品环比甚至转负，住房价格环比降温，其他服务价格涨跌不一。总体来看，当前通胀尚未引发“二次通胀”风险，后续有望随着油价回落而回落。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



美国通胀显著提升 (%)



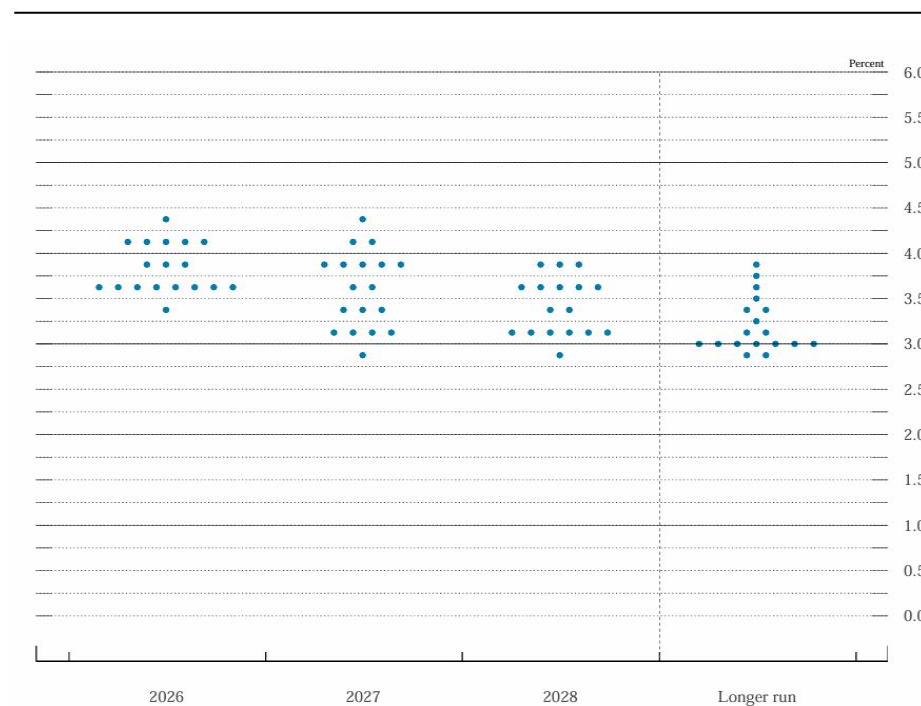
政策路径待观察，流动性扰动将边际减弱

- 美联储减少前瞻指引，缩表落地难度较大。**6月18日，美联储维持利率不变，符合预期，但点阵图偏鹰。主席沃什称前瞻指引已不适用，美联储需要关注当下正在发生什么；美联储将更侧重前瞻性数据，减少对就业等滞后指标的依赖。此次声明特别强调要维持银行系统充裕的准备金安排，暗示短期内不太可能推进缩表，今年缩表落地难度较大。
- 流动性扰动后续将边际减弱。**发布会后，市场迅速定价紧缩交易。不过，点阵图的冲击已被逐步消化，当前市场计价年内或在10月加息一次。6月非农数据降温，为美联储提供了等待观望的时间。加息能否落地取决于后续通胀是否持续超预期；当前油价回落、通胀未现二次反弹，流动性扰动有望边际减弱。

联邦目标利率期货显示美联储可能10月开始加息，年内加息1次

FOMC会议公布的点阵图显示

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROE								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	82.4%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	46.8%	45.6%	7.6%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	45.9%	18.6%	2.2%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	23.5%	42.2%	26.6%	7.0%	0.6%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	38.4%	29.8%	11.0%	2.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	34.5%	31.5%	14.7%	3.7%
2027/4/28	0.0%	0.0%	10.1%	28.2%	32.5%	20.2%	7.3%	1.5%
2027/6/9	0.0%	0.0%	4.9%	18.8%	30.3%	26.6%	14.0%	4.5%
2027/7/28	0.0%	0.0%	4.3%	17.3%	29.0%	27.0%	15.4%	5.6%
2027/9/15	0.0%	1.3%	8.2%	20.8%	28.4%	23.5%	12.4%	4.3%
2027/10/27	0.2%	2.3%	10.1%	21.9%	27.6%	21.8%	11.2%	3.8%
2027/12/8	0.4%	3.1%	11.2%	22.5%	27.1%	20.8%	10.5%	3.5%



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：经济K型分化还在延续

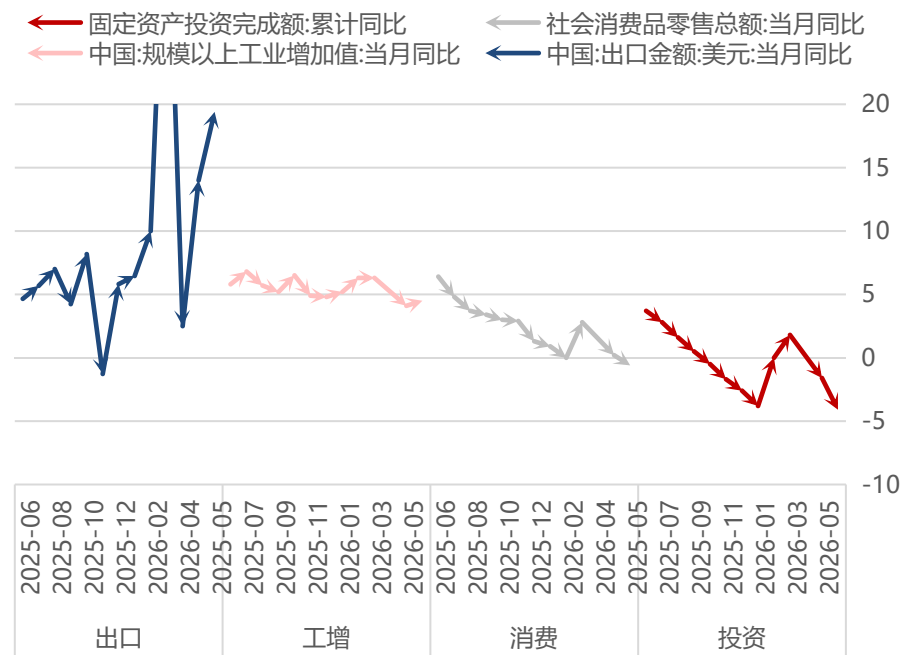
- 5月K型分化还在延续，外需强劲，内需、传统行业压力有所上升。
- 需求：消费增速继续回落，主要受到基数偏高、补贴退坡、居民就业及收入预期修复较慢等因素影响。
- 投资：外需、高技术产业增长偏强，投资端发力必要性减弱，财政支出增速有所放缓，固定资产投资增速继续回落。
- 生产：外需仍然强劲，对生产形成支撑。

国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资(含电力)	社零	出口(人民币)
2026年5月	4.5	4.4	-16.20	-0.40	0.8	-0.60	13.80
2026年4月	4.1	4.3	-13.70	1.20	4.3	0.20	9.80
2026年3月	5.7	5	-11.20	4.10	8.9	1.70	-0.70
2026年2月	6.3	5.2	-11.10	3.10	11.4	2.80	19.20
2025年12月	5.2	5	-17.20	0.60	-1.5	0.90	5.20
2025年11月	4.8	4.2	-15.90	1.90	0.1	1.30	5.70
2025年10月	4.9	4.6	-14.70	2.70	1.5	2.90	-0.80
2025年9月	6.5	5.6	-13.90	4.00	3.3	3.00	8.40
2025年8月	5.2	5.6	-12.90	5.10	5.4	3.40	4.80
2025年7月	5.7	5.8	-12.00	6.20	7.3	3.70	8.00
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

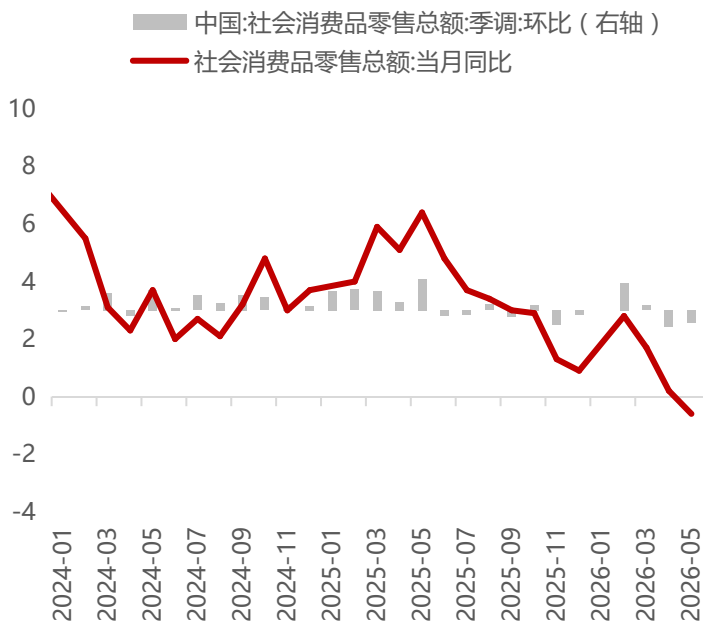
主要经济指标增速 (%)



需求端：消费修复放缓，出口高位回落

- 5月消费增速回落至-0.6%（前值0.2%）。**受补贴力度有所减弱影响，以及基数偏高影响，家电家具、汽车等耐用品消费需求进一步回落；黄金价格下跌亦对金银珠宝类消费形成冲击，可选消费普遍走弱。不过后续基数回落，消费下旬压力有望减弱。
- 出口再度反弹。**5月出口（美元计价）同比增速19.4%（前值14%），出口增速再度超预期上行，主要受高技术产业出口带动，相关产品价格大幅上涨，集成电路、汽车等产业对出口贡献较为明显。

5月社零增速回落（%）



5月可选消费普遍消费走弱（%）

	2026年5月份同比	2026年5月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	1.90	-2.2
饮料类	6.10	2.5
烟酒类	4.80	-6.9
服装鞋帽针纺织品类	3.80	0.2
日用品类	1.60	-1.9
中西医药品类	4.00	-0.2
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	15.60	-0.5
家具类	-8.70	1.7
建筑及装潢材料类	13.60	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	2.50	-2.2
金银珠宝类	-8.90	12.4
文化办公用品类	-1.50	5.4
通讯器材类	0.70	-5.5
石油及制品类	-3.20	3.3
汽车类	16.10	-0.8

5月出口继续反弹（%）

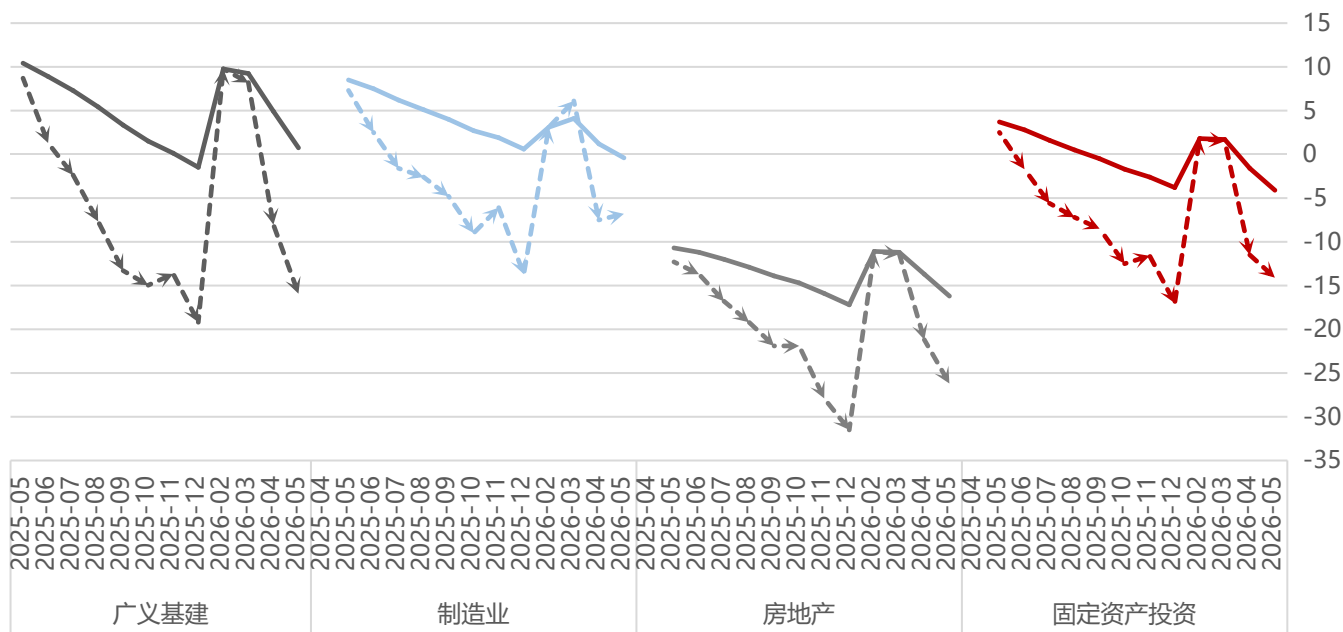


投资&生产端：投资、生产回落

- **1-5月固定资产投资增速回落。**1-5月固定资产投资累计增速-4.1%，前值-1.6%。从结构来看，由于广义财政支出增速回落，基建投资进一步回落，制造业投资仍然偏弱，地产则继续低位下行。
- **5月工业增加值小幅回升。**5月受出口走强影响，工业增加值小幅回升至4.5%（前值4.1%）。短期内中东地缘因素缓和、油价快速回落后，外需订单或仍然偏强，预计工增仍有支撑。

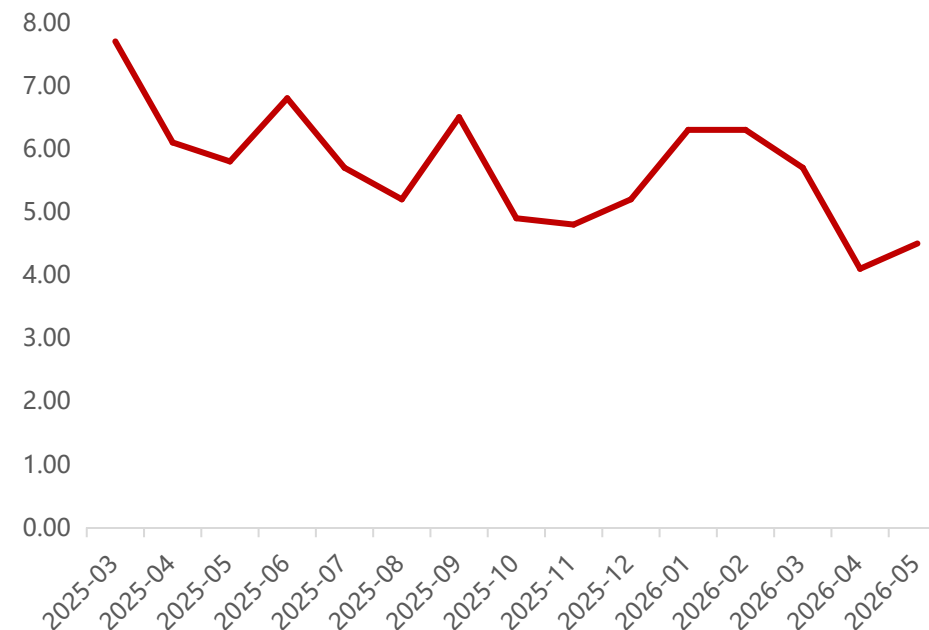
1-5月投资增速回落 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



5月工增回升 (%)

中国:规模以上工业增加值:当月同比

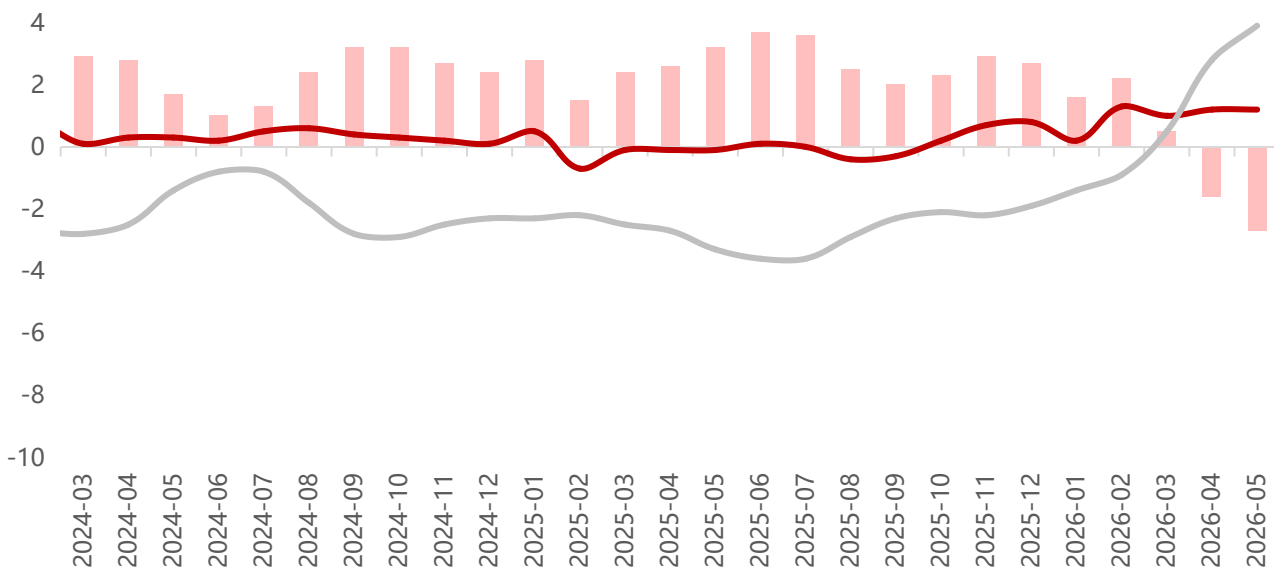


通胀前景：中上游涨价，后续有望快速回落

- 5月CPI走平、PPI大幅上涨。5月CPI同比为1.2%，持平前值（1.2%），由于需求偏弱，价格暂未向终端有效传导。PPI同比进一步升至3.9%（前值2.8%），主因原油价格大幅上涨带动，但6月份开始油价大幅回落，目前已基本回落至美伊战争前水平，后续PPI预计将快速回落。
- 上游原材料价格上涨为主，价格传导仍然不顺畅。从结构上来看，价格尚未向CPI有效传导，CPI-PPI剪刀差明显转负，中下游企业盈利压力上升。但6月以来油价快速回落，成本通胀压力有望显著缓解。

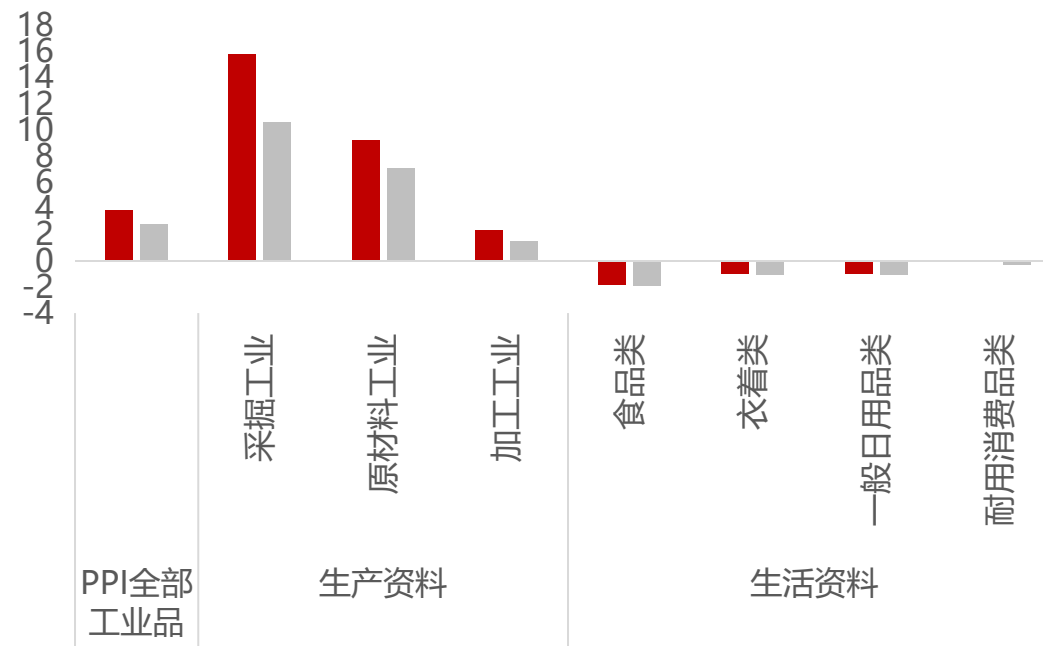
CPI、PPI回升 (%)

CPI-PPI剪刀差 CPI：当月同比 PPI：当月同比



中上游价格修复明显好于下游 (%)

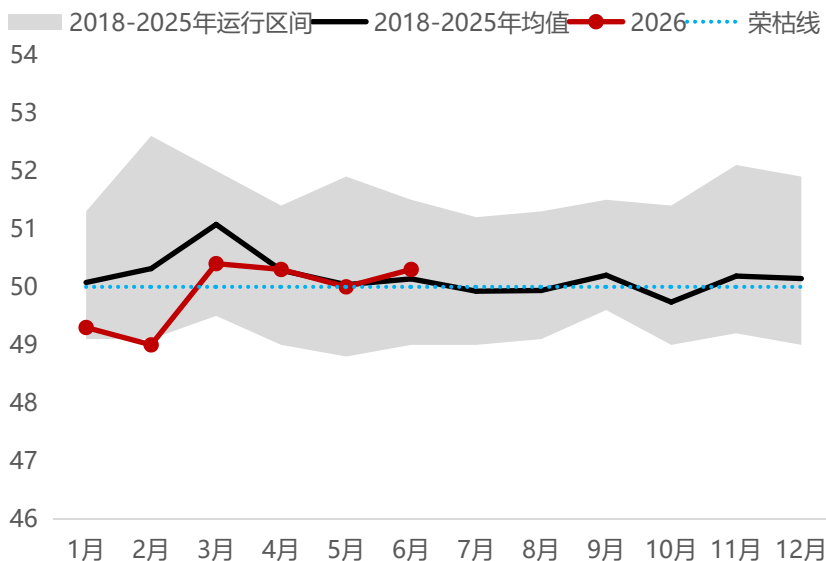
2026-05 2026-04



PMI：制造业景气度回落，服务业景气度回升

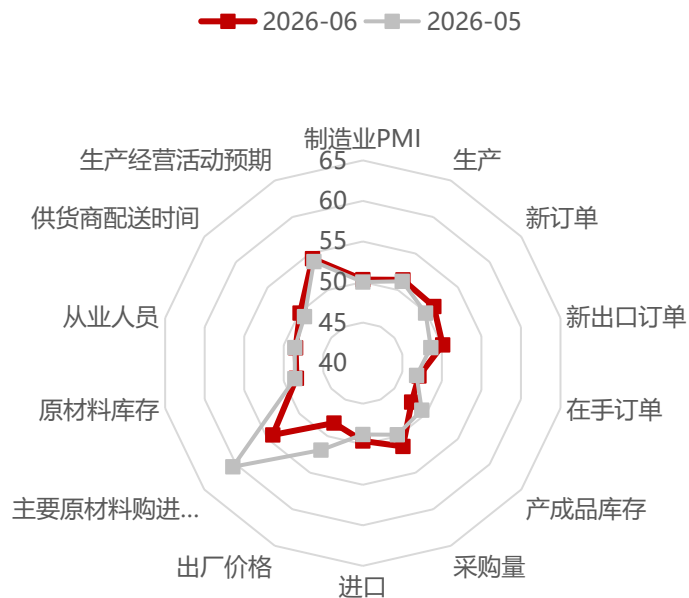
- **制造业PMI回升，出口订单改善。**6月制造业PMI为50.3，较前值（50）回升，外部油价快速回落推动需求改善，新出口订单（+1.5）回升明显；价格指标回落，原材料价格回落幅度大于出厂价格，制造业景气度回升幅度好于季节性。
- **服务业PMI小幅回升。**服务业PMI6月回升至50.4（前值50.3），受假期因素带动，服务业景气度回升，不过整体仍然弱于往年同期水平，居民端服务消费仍然有待政策支持。

制造业PMI

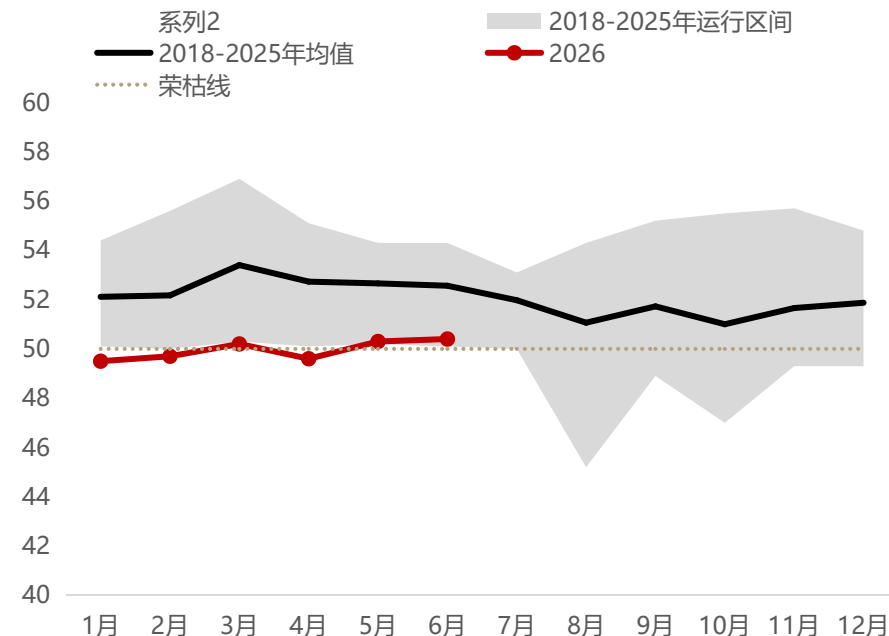


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年11-12月特殊时期显著异常值

生产、订单回升，价格指标大幅上行



服务业PMI



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



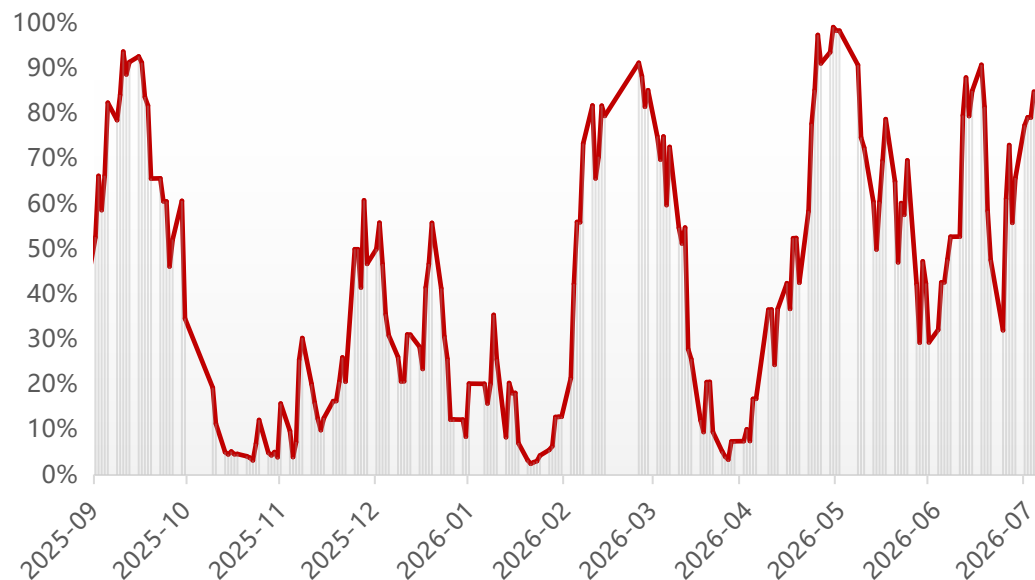
A股交易结构：轮动速度上升，行业收益差持续提升

2026年6月，A股行业轮动速度上升，行业间收益差有所上升

- ✓ 行业轮动：科技拥挤度持续提升，资金尝试在不同风格及产业链不同环节（半导体材料、算力硬件、AI应用等细分领域）之间轮番切换。
- ✓ 行业收益分布差：5月宏观数据显示AI相关产业与出口增速向上，而社零、投资增速转弱，经济“K型”复苏格局进一步确认；政策端支持聚焦科技创新，资金加速向AI产业链集中，电子、通信等板块大幅领跑，传统消费与周期板块承压。

行业轮动速度快速上升

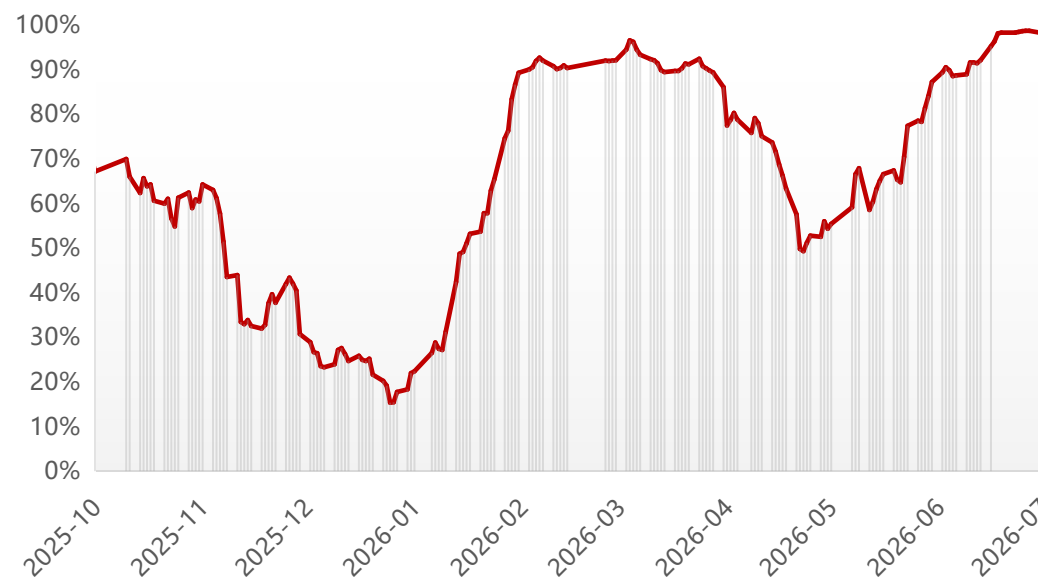
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异持续上升

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

市场风险偏好：维持高位

- **上证红利股债性价比有所回升：**6月国债收益率维持窄幅震荡，同时随着红利股调整，其股息率被动升高，因此红利股债性价比有所提升，为2.97（前值2.77），略高于3年滚动均值减1倍标准差水平左右（2.67）。
- **A股风险溢价率维持低位，市场风险偏好维持高位：**截至6月30日，沪深风险溢价率为2.43（前值2.39），目前回落至5年滚动均值的水平附近（2.48），市场整体风险偏好维持高位。

上证红利股债性价比明显回升



风险溢价率维持低位



注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

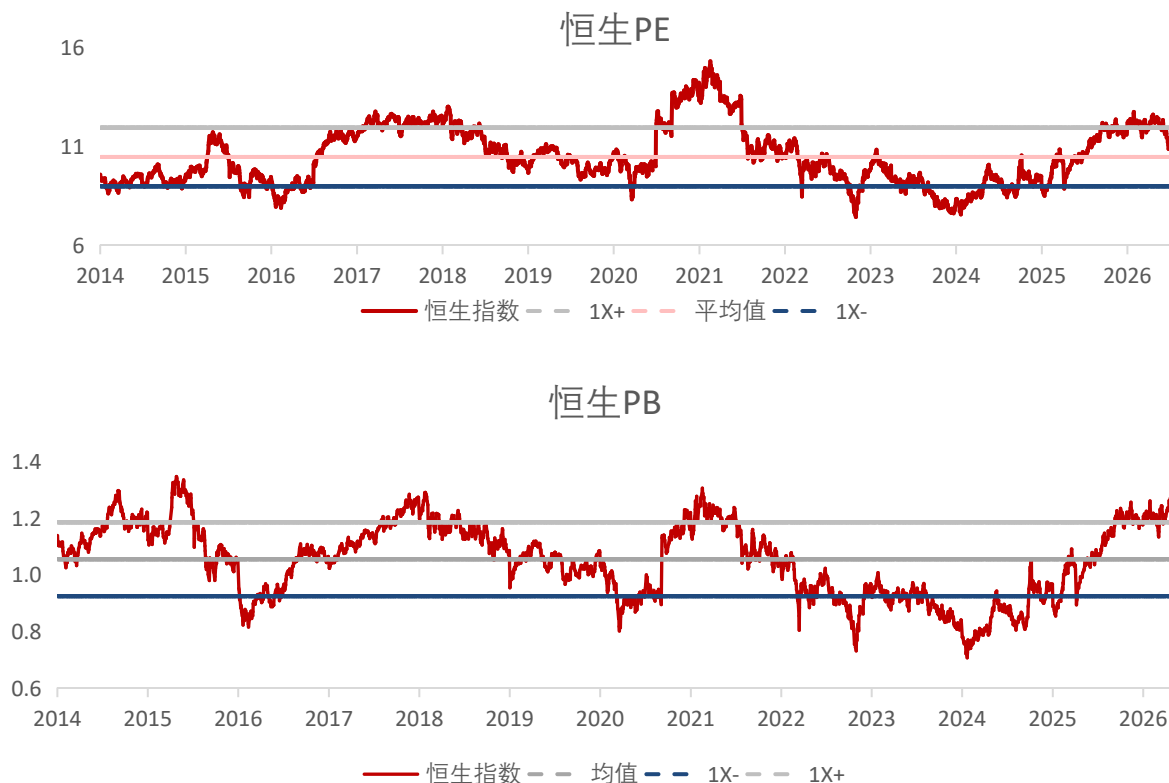
港股：AH股溢价率小幅上行，估值有所回落

- 6月AH股溢价率小幅上行：6月AH股溢价率小幅上行，A股科技板块在AI行情驱动下显著跑赢港股，而港股受美联储加息预期升温压制表现相对滞后。
- 港股估值整体回落至均值以上的水平附近：港股6月延续弱势，互联网与汽车等权重股业绩预期集中下修，恒生指数PE及PB估值随之持续回落至均值以上的水平。

AH股溢价率维持低位



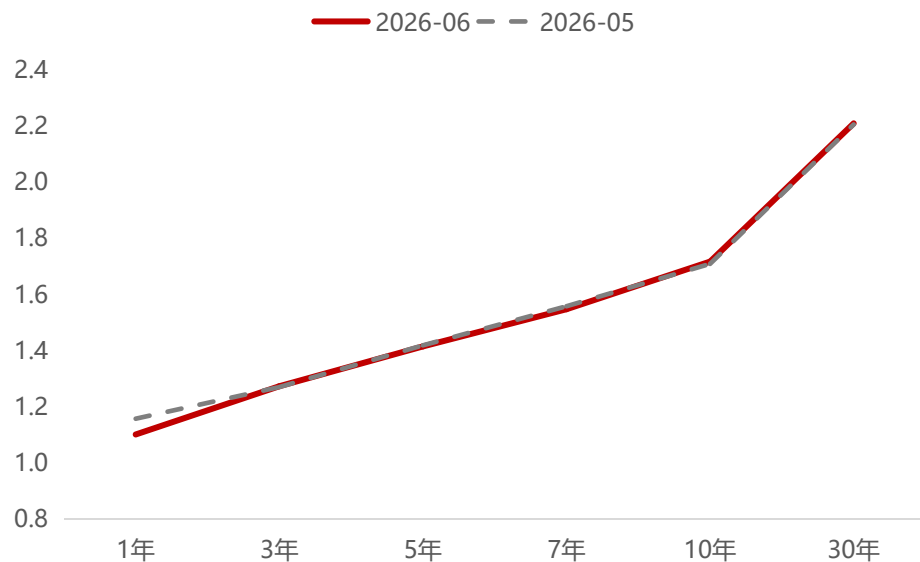
港股估值有所回落



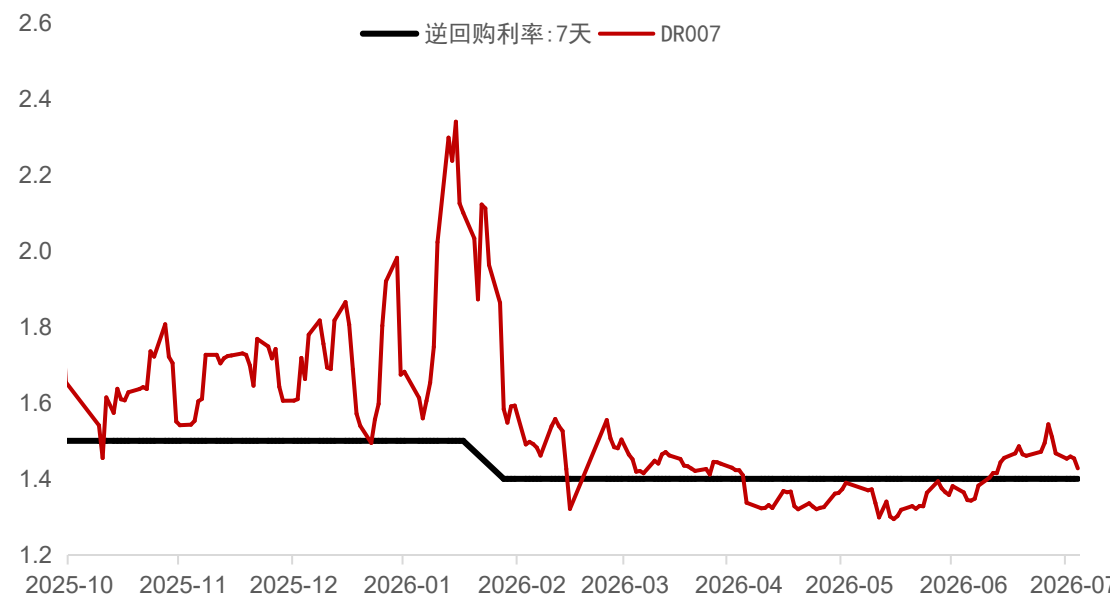
债市回顾：资金收紧，收益率上行

- **6月债市震荡。**2026年6月17日陆家嘴论坛调整利率走廊宽度，七天逆回购操作利率的上限大幅下调25bp，向市场传递出央行无意容忍资金面大幅收紧的明确信号。不过后续央行持续回笼流动性，叠加临近月底和季末，资金价格居高不下，一定程度上压制了债市交投情绪。流动性压力增加带动长久期债券收益率上行。6月城投债跌幅较大，主因前期市场对部分城投主体的信用风险定价尚不充分，2026年以来监管层持续整治评级虚高，年中跟踪评级窗口带来密集的评级下调和终止潮，城投类主体受影响明显。
- **债市或延续窄幅震荡。**1.70%下方受到央行流动性调节的刚性约束，下行空间有限；而上行突破1.75%同样面临制约——消费与地产尚未完全企稳，叠加“资产荒”背景下机构配置力量持续承接，利率反弹空间受限。操作层面，交易盘可在收益率靠近1.75%以上时小仓位博弈，接近1.71%附近分批止盈；短久期（3年及以内）信用债和利率债仍可逢低配置。

国债收益率曲线整体维持不变 (%)



6月资金面边际收紧 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



全球化配置

谨慎

相对谨慎

中性

相对乐观

乐观



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	<p>港股有望企稳，仍需耐心观察</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 港股当前由于结构性问题，相对A股、美股、日韩等市场硬科技相关企业占比较少，因而仍然缺乏持续走强的动力。 ▶ 在近期调整压力释放后，或将迎来阶段性企稳，不过中期能否持续改善仍需观察。 ▶ 短期仍偏震荡，观点中性。 	<p>中性</p>
美股	<p>7月美股有望修复</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 美联储鹰派点阵图引发的提前加息预期已被市场充分定价，美国6月非农数据降温，若6月通胀不超预期，短期美联储加息预期有望继续收敛，流动性扰动有望边际减弱。 ▶ 7月财报季的季节性效应往往为美股提供额外支撑，即将披露的业绩有望助推市场上行。 ▶ 美股近期震荡后，有望开启修复行情。 	<p>相对乐观</p>
美债	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 美国6月非农数据降温，若6月通胀数据不超预期，短期美联储加息预期有望继续收敛。 ▶ 当前美债收益率维持在4.5%左右的高位，票息收益具有吸引力。 ▶ 不过长期，美国财政赤字问题构成美债的结构性利空，期限溢价或维持高位，制约美债的修复空间。 ▶ 美债有望受益于加息预期降温而进入阶段性修复通道。 	<p>相对乐观</p>
美元	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 欧洲相对更受益于原油价格的回落，欧美经济差有望收窄，从而削弱美元的上行动能。 ▶ 美国6月非农数据降温，若6月通胀不超预期，短期美联储加息预期有望继续收敛。 ▶ 长期来看，美国财政部未来数年需大量发债以弥补巨额财政赤字，美元信用走弱亦构成压制。 ▶ 美元指数近两个月持续上行，已至区间高点，后续大概率将持续走弱。 	<p>相对谨慎</p>
日股	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 日本股市的科技股权重高度集中于半导体和存储产业链，一旦这些核心标的财报不及预期，对整个指数的拖累将远大于美股。7月日股波动率预计高于美股。 	<p>中性</p>

资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	<p>债市“钱多”的逻辑并未逆转</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 10年期国债收益率1.70%下方受到央行流动性调节的刚性约束，下行空间有限。 ➢ 消费与地产尚未完全企稳，叠加“资产荒”背景下机构配置力量持续承接，利率反弹空间受限。 ➢ 央行对流动性呵护意图未变，长久期利率债或延续窄幅波动。 	中性
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 当前长久期信用债的期限利差已压缩至历史低位，继续拉长久期的增厚收益空间有限，票息策略的性价比持续下降；但在资产荒格局未改的背景下，流动性较好的短端品种仍可继续配置。 ➢ 城投债方面，政策不确定性上升，化债支持渐近尾声，城投主体分化或将加剧。 ➢ 观点中性，短久期高评级信用债仍可继续配置。 	中性
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 可转债余额持续回落，而“固收+”产品规模持续突破，需求支撑可转债估值。 ➢ 不过可转债估值处于历史极高分位，随着中报业绩披露期来临，波动将持续。 ➢ 可转债观点中性。 	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美国6月非农数据降温，若6月通胀不超预期，短期美联储加息预期有望继续收敛，此前由加息预期驱动的美元走强与黄金走弱的交易格局有望阶段性逆转。 ➢ 中长期来看，全球去美元化趋势、各国储备多元化及央行购金需求持续构成支撑。 ➢ 7月黄金相对乐观，中长期维持看好。 	相对乐观
	原油	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 供给端，随着霍尔木兹海峡开始恢复通航，原油市场正从“地缘驱动”转向“供需再平衡”。 ➢ 随着中东产量逐步回升与海峡运力边际改善，原油市场或逐步回归至美伊冲突爆发前的供给过剩格局，油价中枢有望进一步下移。 ➢ 整体来看，原油或重回美伊冲突前的供给过剩，不过回落最快的阶段已经过去。 	相对谨慎

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 波动显著放大，分化或仍将延续：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费继续回落，外需、高技术产业偏强； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，但市场风格分化、波动明显放大； ◆ 政策面：外需及高技术产业向好，广义财政支出有所放缓； ◆ 外部环境：外部地缘及油价扰动减弱，但海外科技股也普遍波动放大。 <p>➤ 分化仍在延续，科技板块依旧是主线，但是波动明显加大：从最新财报情况来看，AI硬件领域景气度持续走高，超预期状况较为普遍，从业绩指引来看，目前仍处于供不应求阶段，景气度向好的趋势仍然较为明朗。周期板块受美联储加息预期压制，空间相对有限；大消费板块受基本面影响或仍未筑底企稳；市场赚钱效应集中于科技方向或虹吸市场内资金。整体来看，市场分化趋势或难以逆转，科技仍是当下主线，但是由于科技市场持续上行，后续风险也在逐渐积累，待出现调整布局为宜，追高则需谨慎。</p>	<p>相对乐观</p>
行业/风格	<p>➤ 高景气、高股息双轮动：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 根据风险偏好选择不同宽基指数。当前市场风险可控，建议主要关注中证500、中证1000、双创等宽基指数。 ◆ 高景气、高股息双轮动：目前可主要聚焦两条主线，一方面是业绩、景气度向好的方向，建议关注AI、通信算力、半导体、电力电网等，市场波动上升，可继续持有或等待调整后的加仓机会；另一方面，从中长期性价比以及对冲波动视角来看，处于相对低位的高股息方向尽管近期表现偏弱，但仍有持有价值，建议关注各类红利策略，对冲组合波动。整体来看市场分化近期或将延续，重点关注科技主线，并耐心配置高股息对冲波动。 	<p>高景气等待布局机会 高股息对冲波动</p>
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 高景气：追求高弹性，短期波动明显加大。 ◆ 高股息：追求相对稳健，对波动控制要求偏高，处于相对低位，风险较低，但需要一些耐心。 	<p>市场风格分化 依据风险偏好布局</p>

宏观多资产组合

本组合以中等风险偏好视角，通过国内股、债、黄金、货币类ETF进行组合构建。
组合调仓依据为资产配置月报观点以及不定期重大事件点评报告观点。

- 截至7月3日，近两年的收益率为33.55%，基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的收益率22.63%，夏普比率为1.92。
- 预计将保持偏科技风格，若科技方向持续调整，7月中上旬可小幅加仓，后续8月份开始预计将明显降低科技持仓。

国内宏观多资产配置组合表现



国内宏观多资产配置超额收益表现

考察区间	区间收益率		年化波动率		最大回撤		夏普比率		卡玛比率	
	宏观对冲	40%中证800 指数+60%中 债总财富指数	宏观对冲	40%中证800 指数+60%中 债总财富指数	宏观对冲	40%中证800 指数+60%中 债总财富指数	宏观对冲	40%中证800 指数+60%中 债总财富指数	宏观对冲	40%中证800 指数+60%中 债总财富指数
近1周	-1.29%	-1.50%	10.39%	13.71%	-1.40%	-1.50%	-6.1540	-5.4048	-44.7530	-48.4000
近2周	-1.22%	-0.67%	9.96%	13.47%	-1.71%	-1.61%	-3.4494	-1.4468	-19.2486	-11.1911
近1月	-0.64%	-0.04%	10.04%	11.18%	-1.91%	-1.89%	-0.8854	-0.1755	-3.8702	-0.2444
近2月	-0.07%	0.24%	8.48%	9.34%	-2.51%	-2.66%	-0.2295	-0.0053	-0.1779	0.5446
近3月	3.38%	4.47%	7.95%	8.71%	-2.51%	-2.66%	1.5236	1.8978	5.4327	6.7711
近6月	3.65%	3.40%	9.20%	7.89%	-5.31%	-3.62%	0.6570	0.7011	1.4203	1.9433
今年以来	4.47%	4.24%	9.23%	7.94%	-5.31%	-3.62%	0.8316	0.9067	1.7268	2.4031
近1年	11.25%	11.69%	7.33%	6.95%	-5.31%	-3.62%	1.3297	1.4660	2.1178	3.2297
近2年	33.55%	22.63%	7.31%	7.85%	-5.31%	-4.22%	1.9246	1.1774	2.9304	2.5442

全球多元资产平衡组合

本组合以中等风险偏好视角，通过全球股市（美股或日股）、A股、国债、黄金、货币类ETF进行组合构建。旨在通过多资产配置，满足投资者跨国多元资产配置的需求，调仓依据为资产配置月报观点以及不定期点评报告观点。

- 截至7月3日，近两年的收益率为25.78%，基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的收益率22.63%，夏普比率为1.72。
- 7月将上调美股权重以及黄金权重，减少债券的配置比例。

全球多元资产平衡配置组合表现



全球多元资产平衡配置超额收益表现

考察区间	区间收益率		年化波动率		最大回撤		夏普比率		卡玛比率	
	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数
近1周	0.08%	-1.50%	2.66%	13.71%	-0.18%	-1.50%	0.8727	-5.4048	21.4162	-48.4000
近2周	-0.83%	-0.67%	4.07%	13.47%	-1.17%	-1.61%	-5.8842	-1.4468	-19.0970	-11.1911
近1月	-2.16%	-0.04%	7.43%	11.18%	-2.90%	-1.89%	-3.5484	-0.1755	-8.5704	-0.2444
近2月	-1.15%	0.24%	6.46%	9.34%	-2.90%	-2.66%	-1.3058	-0.0053	-2.3920	0.5446
近3月	2.27%	4.47%	6.15%	8.71%	-2.90%	-2.66%	1.2467	1.8978	3.1626	6.7711
近6月	1.49%	3.40%	8.53%	7.89%	-6.73%	-3.62%	0.1851	0.7011	0.4575	1.9433
今年以来	1.74%	4.24%	8.50%	7.94%	-6.73%	-3.62%	0.2437	0.9067	0.5307	2.4031
近1年	9.15%	11.69%	6.68%	6.95%	-6.73%	-3.62%	1.1448	1.4660	1.3593	3.2297
近2年	25.78%	22.63%	6.21%	7.85%	-6.73%	-4.22%	1.7152	1.1774	1.8055	2.5442

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期；
- 本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES