

多资产周报

美债收益率持续冲高

核心观点

美债收益率持续冲高。7月中旬以来，10年期美债收益率从4.40%升至4.68%，30年期触及5.16%，为2007年6月以来最高。四重因素推升了美债利率：第一，财政赤字。美国年赤字约2万亿美元，利息支出超1万亿美元，维持债务滚动每年需向市场净投放约1万亿国债。近期三大传统买家同步收缩，美联储每月缩表数百亿，中日因地缘因素减持或停增，商业银行受SLR等资本约束。第二，沃什改革。联储取消双重使命和前瞻性指引后，市场失去了运行十年的利率定价锚。交易者曾习惯依赖点阵图和FOMC措辞锚定远期利率路径，如今只能索要更高风险溢价来补偿政策规则的不确定性。第三，AI资本开支。AI capex同时扮演增长故事和融资故事两个角色，与财政赤字竞争同一池储蓄。第四，油价反弹。美伊冲突升级、霍尔木兹海峡封锁推动布伦特原油回升至85美元/桶，抹平6月协议以来全部跌幅。油价推升通胀预期，若叠加核心通胀重新升温，加息叙事将被重新点燃。但美债冲高的同时，风险资产看似免疫，纳指横盘偏弱，铜价在14000美元上方，黄金逆势走强。我们认为，利率冲击并非没有脱钩，而是在按脆弱程度分层传导。第一层已经崩了：韩国股市自高点跌28%，触发8次熔断，融资盘大面积爆仓；AI信用债遭受重创。只是利率冲击尚未蔓延到最坚固的资产。往后看，基准情景是利率高位震荡。5%的10年期对养老金和保险资金已有配置吸引力，提供利率软顶，但这个均衡脆弱。一旦信用传导受损，全面risk-off将被触发。上行风险下，若FOMC意外加息、油价破百或三季度发债超预期，10年期突破5.5%，纳指可能跌15%至20%，铜油跟跌，黄金初期下跌后或成唯一避风港。

多资产图景：

整体收益方面，本周（7月11日至7月18日），权益方面，沪深300下跌5.27%，恒生指数上涨1.61%，标普500下跌1.56%；债券方面，中债10年上涨0.07BP，美债10年下跌1BP；汇率方面，美元指数下跌0.2%，离岸人民币升值0.06%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢上涨0.78%，伦敦金现下跌2.54%，伦敦银现下跌6.84%，LME铜下跌0.27%，LME铝下跌0.07%，WTI原油上涨15.52%。

资产比价方面，本周金银比数值为72.27，较上周上升3.19；铜油比数值为162.13，较上周下降25.65；铜螺比数值为33.18，较上周下降0.38；金铜比数值为0.3，较上周下降0.01；股债性价比数值为4.22，较上周上升0.31；AH股溢价数值为124.02，较上周下降0.49。

库存方面，最新一周原油库存为43467万吨，较上周下降56万吨；螺纹钢库存为499万吨，较上周下降5万吨；阴极铜库存为79909吨，较上周下降20362吨；电解铝库存为96万吨，较上周下降5万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓31641张，较上周下降280张，空头持仓18468张，较上周下降184张；黄金ETF规模3211万盎司，较上周下降11万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

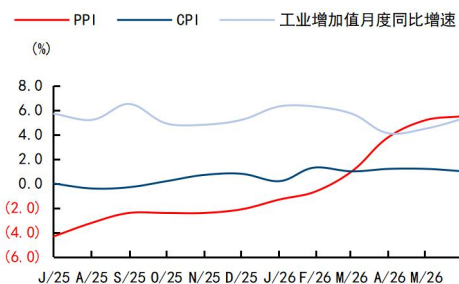
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-5.70
社零总额当月同比	1.00
出口当月同比	27.00
M2	8.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《多资产周报-全球科技股的变局》——2026-07-19
- 《宏观经济周报-降息不仅是短期刺激手段》——2026-07-18
- 《多资产周报-韩股杠杆资金退潮》——2026-07-12
- 《宏观经济周报-核心CPI走弱打开降息窗口》——2026-07-11
- 《多资产周报-黄金价格小幅回升》——2026-07-05

内容目录

周度观察：美债收益率持续冲高	4
多资产图景	4
1、整体收益率	4
2、资产比价	5
3、库存	6
4、资金行为	7
风险提示	8

图表目录

图1：大类资产整体（债券类为BP，其余为%）	5
图2：伦敦现货黄金白银比价	5
图3：LME 铜与 WTI 原油比价	5
图4：沪铜与螺纹钢比价	6
图5：伦敦现货黄金与 LME 铜比价	6
图6：沪深 300 与 10 年国债比价	6
图7：A 股与 H 股比价	6
图8：美国原油库存	7
图9：电解铝库存	7
图10：上海阴极铜库存	7
图11：螺纹钢库存	7
图12：美元多空持仓	7
图13：黄金 ETF 规模变化	7

周度观察：美债收益率持续冲高

7月中旬以来，10年期美债收益率从4.40%升至4.68%，30年期触及5.16%，为2007年6月以来最高。短端同样承压，5年期自4月以来累计上行51bp至4.43%，曲线陡峭化态势明确。四重因素推升了美债利率：

第一，财政赤字。美国年赤字约2万亿美元，利息支出超1万亿美元，维持债务滚动每年需向市场净投放约1万亿国债。近期三大传统买家同步收缩，美联储每月缩表数百亿，中日因地缘因素减持或停增，商业银行受SLR等资本约束。第二，沃什改革。联储取消双重使命和前瞻性指引后，市场失去了运行十年的利率定价锚。交易者曾习惯依赖点阵图和FOMC措辞锚定远期利率路径，如今只能索要更长期限溢价来补偿政策规则的不确定性。第三，AI资本开支。AI capex同时扮演增长故事和融资故事两个角色，与财政赤字竞争同一池储蓄。第四，油价反弹。美伊冲突升级、霍尔木兹海峡封锁推动布伦特原油回升至85美元/桶，抹平6月协议以来全部跌幅。油价推升通胀预期，若叠加核心通胀重新升温，加息叙事将被重新点燃。

但美债冲高的同时，风险资产看似免疫，纳指横盘偏弱，铜价在14000美元上方，黄金逆势走强。我们认为，利率冲击并非没有脱钩，而是在按脆弱程度分层传导。第一层已经崩了：韩国股市自高点跌28%，触发8次熔断，融资盘大面积爆仓；AI信用债遭受重创。只是利率冲击尚未蔓延到最坚固的资产。

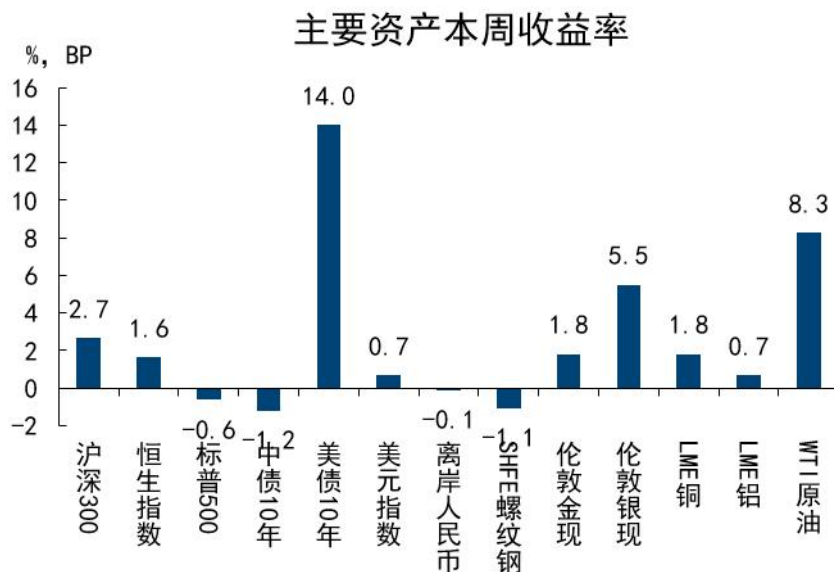
往后看，基准情景是利率高位震荡。5%的10年期对养老金和保险资金已有配置吸引力，提供利率软顶，但这个均衡脆弱。一旦信用传导受损，全面risk-off将被触发。上行风险下，若FOMC意外加息、油价破百或三季度发债超预期，10年期突破5.5%，纳指可能跌15%至20%，铜油跟跌，黄金初期下跌后或成唯一避风港。

多资产图景

1、整体收益率

本周（7月18日至7月25日），权益方面，沪深300上涨2.66%，恒生指数上涨1.64%，标普500下跌0.62%；债券方面，中债10年下跌1.22BP，美债10年上涨14.01BP；汇率方面，美元指数上涨0.7%，离岸人民币升值0.1%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢下跌1.08%，伦敦金现上涨1.81%，伦敦银现上涨5.49%，LME铜上涨1.83%，LME铝上涨0.67%，WTI原油上涨8.27%。

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）

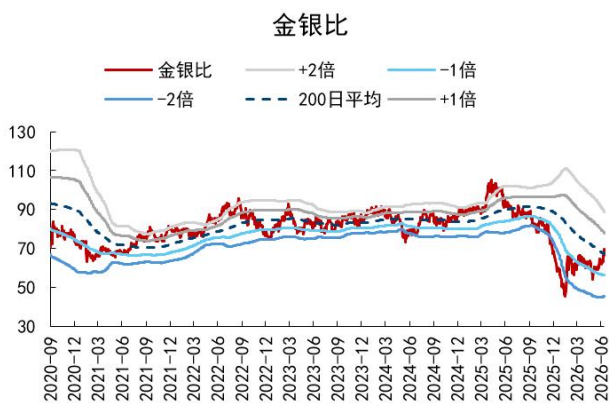


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

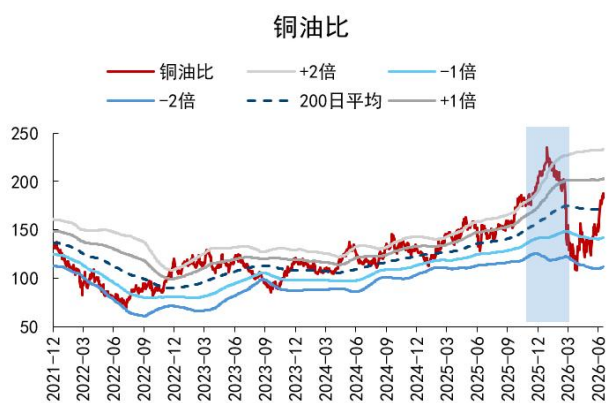
本周金银比数值为 69.74, 较上周下降 2.53; 铜油比数值为 152.47, 较上周下降 9.66; 铜螺比数值为 33.96, 较上周上升 0.79; 金铜比数值为 0.3, 较上周下降 0.01; 股债性价比数值为 4.08, 较上周下降 0.15; AH 股溢价数值为 122.98, 较上周下降 1.04。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



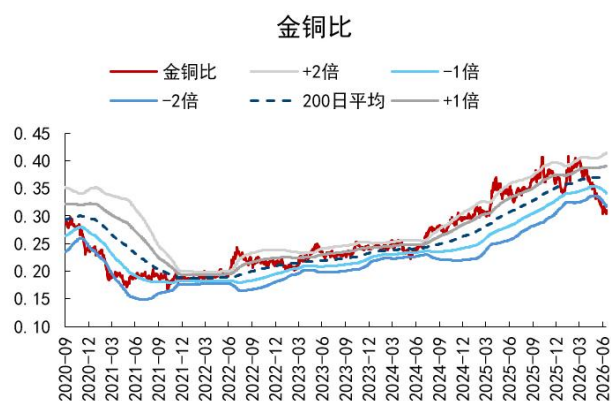
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 沪铜与螺纹钢比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价



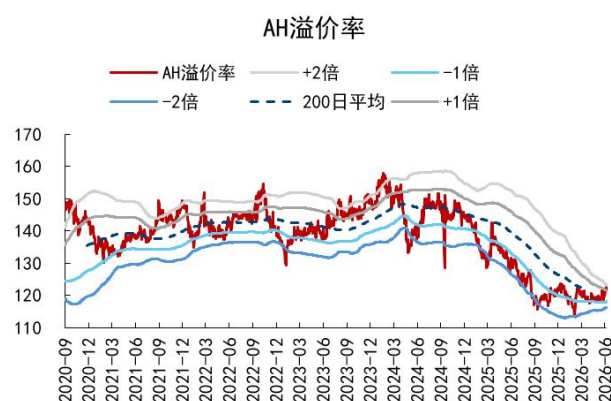
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深 300 与 10 年国债比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: A 股与 H 股比价

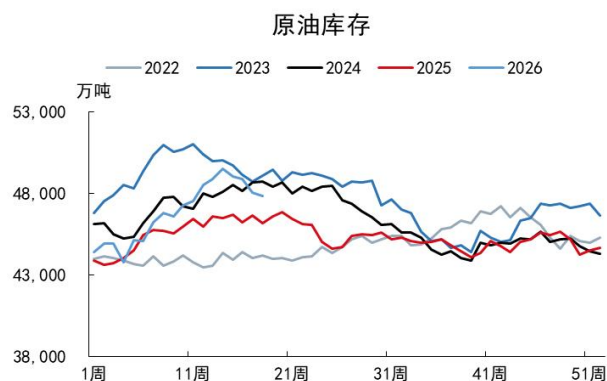


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

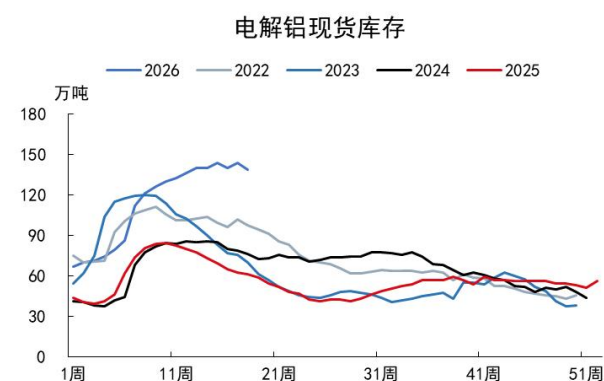
最新一周原油库存为 43736 万吨，较上周下降 269 万吨；螺纹钢库存为 505 万吨，较上周下降 6 万吨；阴极铜库存为 69610 吨，较上周下降 10299 吨；电解铝库存为 93 万吨，较上周下降 2 万吨。

图8: 美国原油库存



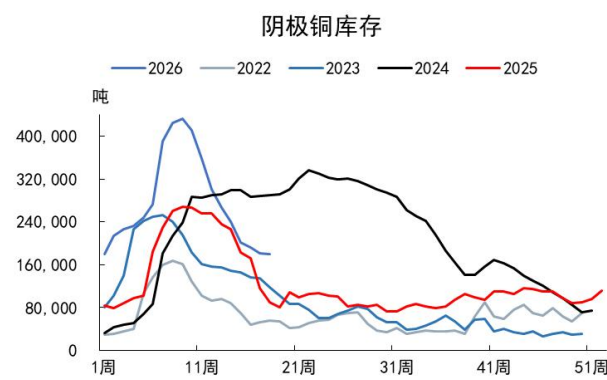
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



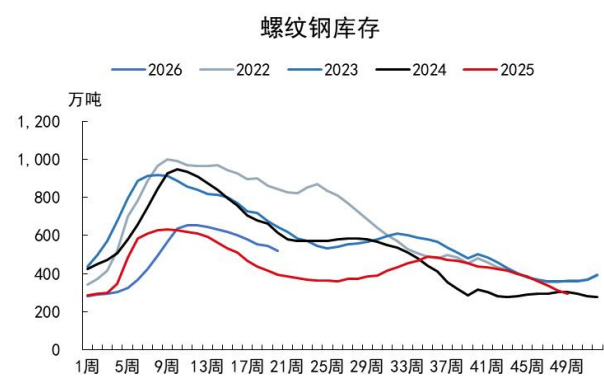
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海阴极铜库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 螺纹钢库存

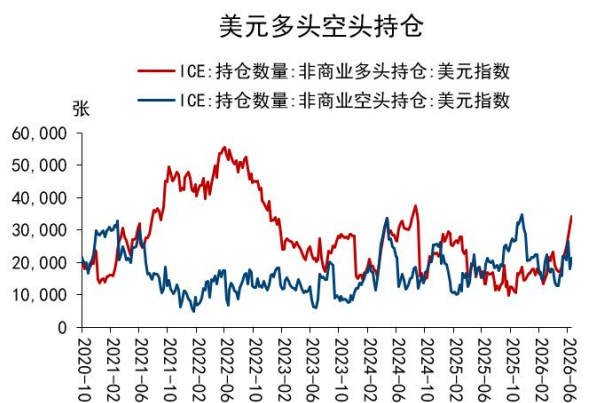


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

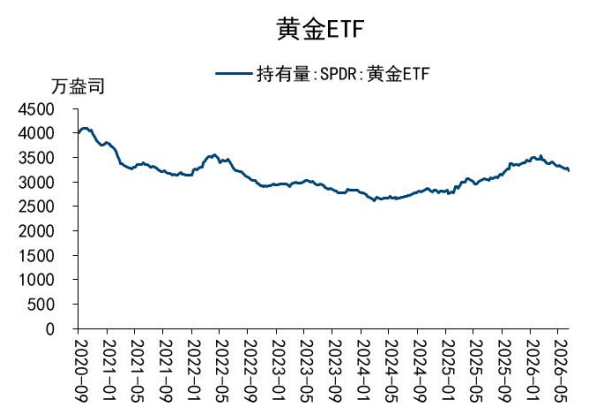
最新一周美元多头持仓 33270 张，较上周上升 1629 张，空头持仓 17656 张，较上周下降 812 张；黄金 ETF 规模 3244 万盎司，较上周上升 33 万盎司。

图12: 美元多空持仓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 黄金 ETF 规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032