



一、本周行情回顾

行情方面，本周 A 股呈现“沪强深弱”特征，上证指数累计上涨 2.1%，收于 3593.66 点，创年内新高（周内最高 3624 点）；深证成指上涨 0.78%，创业板指上涨 1.12%，科创 50 上涨 0.54%。成交量呈现“前高后低”态势，全周累计成交额 9.24 万亿元，创 5 个月新高；融资余额突破 1.9 万亿元（4 月以来首次），周净买入 392 亿元。市场风格从“哑铃型策略（科技 + 高股息）”向大盘成长过渡，政策驱动板块（绿电、AI）领涨。

宏观方面，美国 6 月 CPI 同比 2.7%（略超预期），市场对 7 月降息概率回落至 68%，10 年期美债收益率周涨 8BP 至 4.43%，中美利差倒挂压力仍存，但外资对中国债券配置需求（债券通日均成交 482 亿元）部分对冲汇率波动风险。美联储 7 月会议纪要显示，仅有 2 位官员支持 7 月降息，多数官员认为需审慎评估关税对通胀的影响，市场预期转向 9 月降息。

7 月 LPR 报价持稳。2025 年 7 月 25 日开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作。

中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。

国家发改委已会同财政部，向地方下达了今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。

债券方面，央行净投放，资金利率上行。收益率上行。2、全样本债基久期中位数均回落，分歧度小幅上升；50Y-30Y 国债利差走窄、20Y-30Y 国债利差小幅走阔；银行间杠杆率续降至 107.0%。

从 7 月 7 日以来的回调幅度来看，本轮中长期纯债基金指数最大回撤为 33bp，10Y 国债最大回撤为 10bp，接近 2023 年 8-9 月和 2024 年 4 月底的调整幅度；5Y 二永债最大回撤为 18bp，低于前几轮明显回撤阶段的调整幅度。

二、行业动态跟踪

大消费行业方面，本周中信股票指数食品饮料板块上涨 0.77%，家电板块上涨 0.3%，消费者服务板块上涨 3.73%，分列中信本周板块指数的第 25、26、6 名。

食品饮料板块：本周食品饮料板块上涨 0.77%，板块上涨排名前三的公司为 ST 西发上涨 9.9%，煌上煌上涨 7.4%，嘉必优上涨 7.3%。本周白酒板块上涨 1%，啤酒板块下跌 0.6%，饮料板块上涨 0.2%，食品板块上涨 0.9%。本周白酒在雅江基建的催化下出现一波行情，估值有所抬升。历史上大型基建与白酒发展存在同向关系，尤其 2008-2012 年“四万亿”期间基建投资与白酒增长趋势高度拟合。白酒景气度环比角度仍在寻底，产业或完全进入到库存周期后半段，去库或加速。短期看食品饮料板块龙头公司有补涨需要。

家电板块：本周家电板块上涨 0.3%，板块上涨排名前三的公司为海立股份上涨 25%，朗特智能上涨 13.7%，飞乐音响上涨 13.2%。本周白电板块上涨 0.1%、厨电板块上涨 1.2%、黑电板块上涨 1%、小家电板块上涨 0.6%；从 10 月 1 日开始，企业产生的投流费用被归为广告费和业务宣传费，其税前扣除额度不得超出年度营业收入的 15%，超出的部分则按规定计征企业所得税。此前已有此要求，调研反馈家电头部企业已按此执行，若强化监管有利于竞争环境改善。板块推荐关注厨电。



消费者服务板块：本周消费者服务板块上涨 3.73%，板块上涨排名前三的公司为西藏旅游上涨 61.2%，科锐国际上涨 11.8%，凯撒旅业上涨 10.9%。景区板块上涨 4.3%，旅游零售板块上涨 8.4%，酒店板块上涨 2%，餐饮板块上涨 1%，教育板块上涨 0.9%。本周海南自贸港 2025 年 12 月 18 日全岛封关进入冲刺阶段，时间确认带动旅游免税板块大涨，“一线”进口的“零关税”商品税目比例将由 21%提高至 74%，在岛内享惠主体之间可以免进口税收流通，加工增值达到 30%的可免关税销往内地。以岛内现有 8 个对外开放口岸作为“一线”口岸，对符合条件的进口货物径予放行；设置运行海口新海港、海口南港等 10 个“二线口岸”。

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数 1.97%，跑输创业板指数，跑赢沪深 300 指数。

本周市场整体持续向上突破，反内卷板块领涨。CXO、低位创新药表现相对较好，CXO 因部分标的业绩较好且海外 CXO 公司频繁上调业绩指引，整体表现强势。

后半周叠加医药政策“反内卷”演绎，前期受集采压制估值的反内卷板块开始表现，尤其是部分器械，也符合市场高低切的属性特征。

主题方面，基孔肯雅热病毒带动疫苗及部分公司表现。

2025 年 7 月，基孔肯雅热在国内外引发广泛关注。截至 7 月 23 日，佛山全市已累计公开报告基孔肯雅热确诊病例 3645 例。其中顺德区 3317 例，较前一日增长 383 例。国际方面，法国属地留尼汪岛约三分之一人口感染，印度、孟加拉国等东南亚国家疫情持续扩散，法国、意大利等欧洲国家也出现输入性病例及本土传播。世界卫生组织（WHO）警告，全球 119 个国家和地区存在病毒传播，约 550 万人面临感染风险，可能对卫生系统造成压力。

大科技行业方面，本周电子（中信一级）上涨 2.70%，消费电子指数（中信二级）上涨 0.64%，半导体指数（中信二级）上涨 4.51%。费城半导体指数上涨-1.51%，台湾半导体指数上涨-0.71%。

25Q2 谷歌实现营业收入 964.28 亿美元，同比+14%，主要因搜索、YouTube 广告、谷歌云等多项核心业务均实现同比两位数增长；实现 Non-GAAP 净利润 281.96 亿美元，同比+19%。AI 搜索进展顺利，Token 调用量实现翻倍，多模态搜索降低搜索门槛，AI 时代下谷歌的搜索大盘仍相对稳固。云业务需求持续高增，Q2 谷歌云的积压订单达到 1060 亿美元，环比+18%/同比+38%，年化收入运行率已达到 500 亿美元。为加速云服务器部署，谷歌上调 2025 全年 Capex 指引至 850 亿美元（前值 750 亿美元），且明确表示 2026 年 Capex 会继续增长。

WAIC 2025 大会在上海举办，AI 教父 Geoffrey Hinton 亲临现场，带来前沿观点与思考，为大会增添学术分量，中国政府倡议成立世界人工智能合作组织，初步考虑总部设在上海，这意味着上海有望成为全球 AI 汇集与合作的新中心，吸引全球目光。

8 月底 smic 和华虹法说会在即，一方面二季度由于抢出口，实际稼动率数据有望超指引，且由于部分成熟制程涨价，二季度晶圆厂业绩也有望超指引，另一方面二季度 smic 先进制程良率有望提升，自主可控目前整体处于相对低位，板块情绪有望持续修复。WAIC 2025 大会在上海举办，影响力与规模均创新高，为 AI 领域年度盛会，OpenAI 计划最早在 8 月初发布新版本旗舰大模型 GPT-5，并推出 mini 和 nano 版本，形成一个可同时处理文本、代码、图像与工具调用的统一系统。

大制造行业方面，本周电新（中信）涨幅 2.98%，机械（中信）涨幅 2.74%，汽车（中信）涨幅 1.23%。短期反内卷和雅江看震荡整理，包括光伏，电力设备。看好机器人重新接力，三季度关注 Gen3 定型，轻量化目前看是重点方向。国产链显著超预期。

风光储氢板块：多晶硅单位产品综合能耗标准预计提高：多晶硅材料制备技术国家工程实验室主任严大洲表示，正在推进修订多晶硅单位产品综合能耗标准，目前多晶硅单位产品综合能耗 1 级、2 级、3 级分别为≤7.5(单位:kgce/kg)、8.5 和 10.5，拟修订后对应标准为



≤5、6 和 7.5，以实现推动落后产能出清。

新能源汽车和机器人板块：Optimus 机器人的设计正在进行优化，预计将在未来 3 个月内推出新的原型机，并于明年开始生产线建设。由于量产初期涉及供应链、内部流程等多方面不确定性，产量提升可能较为缓慢，短期内（1-2 年）的产量难以准确预测。但长期来看，预计在未来 5 年（60 个月）内，Optimus 的月产量有望达到 10 万台。

Robotaxi：已在奥斯汀运营机器人出租车服务，有一定数量的车辆，正致力于扩大服务区域和车辆数量至其他地点。预计到 2025 年左右有望实现每英里 40 美分的成本潜力，现有车型成本较高（约 50 美分/英里）。

宇树发布人形机器人新品 R1，售价仅 3.99 万元起，26 个关节，整机重 25kg。

三、兴合观点

公募基金投资部孙祺（权益）观点：

本周暂无更新。

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：

整体趋势不变，指数短期看斜率趋缓，前期热点（创新药，AI 算力，雅江）短线转震荡分化，但是生命科学上游，AI 应用，国产算力、半导体等在接力补涨。继续看好科技条线。8 月军工依然是重点方向。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：

本周暂无更新。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：

本周债市整体大幅调整，TL 合约创 4 月初以来新低，30Y 国债迈向 2.0%，赎回风波下，基金加速卖出。究其原因，一是雅下水电+“反内卷”影响下，权益、商品市场持续向好，压制债市，债市持续走强逻辑出现动摇，呈现股债+商债跷跷板状态；二是近期流动性有缺口，但周内央行却持续回流资金，MLF 几乎等量续作，资金价格大幅上扬，30 年国债续发再次发飞，加重债市悲观情绪；三是债基持续净赎回，基金周内大量卖出债券。短期来看，在不考虑降准降息、央行买债的前提下，债市很难立刻反转，或更多受权益/商品市场的走势影响。

专户基金投资部赵刚（权益）观点：

本周市场持续高走触及 3600，雅江水电项目带领行情，钢铁、煤炭、有色涨幅最大，科技回调。

反内卷继续扩散，钢铁、光伏等内卷行业最先受益，反内卷是应对通缩的一种手段，核心还是需求不足，政策力度超前有望催生一波板块热潮。雅江水电站超出市场预期，相关板块个股涨幅明显，特朗普关税即将落地，但市场基本不再反应关税冲击，短期外部环境仍然不稳，之前的稳定币、创新药、固态电池、半导体、军工等热点板块仍有机会。对于中国自主可控和稳固的经贸关系仍是未来发展必经之路，长期看高层强力推动中长期资金入市考核和国企重组长期有利于市场稳定发展，国内反内卷应对海外贸易摩擦，将进一步提高自主可控和科技创新的地位，加快以新质生产力为突破口提升国际外循环地位，并将更加重视内需的拉动作用。短期上市规则的调整有利于创新药研发公司加大投入，中长期以华为、宇树、智元等为代表的硬件和以 Deepseek、阿里、腾讯等为代表的软件将带领国内科技占领产业链顶端，AI、机器人、芯片、新材料、创新药、可控核聚变等科技板块具有持续性，寻找确定性和真正的科技将是长期的目标。食品饮料、社服旅游、零售、交通等内需消费板块是未来政策发力点，在出口受困和投资不足情况下，新消费更符合新时代消费趋势。



兴合基金管理有限公司
XINGHE FUND MANAGEMENT CO., LTD.

专户基金投资部姚飞（权益）观点：

本周暂无更新。

专户基金投资部郭昱泽（权益）观点：

本周暂无更新。



兴合基金管理有限公司
XINGHE FUND MANAGEMENT CO., LTD.

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。