

2026年6月16日

## 攻守相济，变中求进

2026年下半年A股投资策略报告

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

分析师：熊越

SAC 执业证书编号：

S0340524080001

电话：0769-22118627

邮箱：xiongyue@dgzq.com.cn

分析师：叶子沛

SAC 执业证书编号：

S0340525070001

电话：0769-22119276

邮箱：yezipei@dgzq.com.cn

### 上证指数月线走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 投资要点：

- **2026年上半年A股呈现先扬后抑再修复的三阶段走势，三大指数集体收涨。** 1-2月春季行情中科技板块领涨，上证指数走出“17连阳”，单日成交额突破3.6万亿元；3-4月初中东地缘冲突引发调整，资金转向高股息防御板块，指数触底；4月中旬起政策托底叠加盈利修复驱动反弹，截至6月12日，三大指数集体收涨。
- **2026年下半年市场环境分析：**
- **经济：**国际环境方面，2026年下半年，能源冲击下通胀影响或进一步扩散，叠加货币政策趋紧，全球增长或将继承受压；但AI投资热潮、中东局势缓和及部分国家财政刺激有望形成提振。国内方面，供需循环日益畅通、内生动力不断增强，经济将延续稳中有进态势，在高质量发展轨道上夯实向好基础。
- **资本市场：**伴随新“国九条”政策全面落地深化，中国资本市场将迈入以“功能、资金、资产”三维协同为核心的高质量发展新阶段。功能端聚焦发行改革与生态优化，提升对新质生产力的服务适配性；资金端释放三大长线资金红利，构建“长钱长投”生态；资产端推动上市公司转向“投融资并重”，强化投资者回报。三者环环相扣形成闭环，筑牢资本市场长期稳健运行的制度根基。
- **市场因素：**A股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续；整体成交持续回暖，科技主线持续获资金青睐；整体估值处于近十年极高位置，呈现结构性分化特征；机构持仓规模环比回落，汇金、社保等重要机构加大投资力度。
- **2026年下半年市场展望：攻守相济，变中求进。** 2026年上半年A股完成“先扬后抑再修复”的三阶段行情演绎，主要宽基指数悉数收红，但当前市场面临多重阶段性扰动：地缘政治博弈分歧仍存，前期领涨板块盈利兑现能否消化当前估值仍存不确定性，海外主要经济体货币政策摇摆或对相关板块估值形成压制，短线大概率进入高波动震荡反复区间。操作上需秉持“攻守相济，变中求进”的思路。“守”的层面以防御思维应对短期波动，对高估值热门赛道适度兑现浮盈，依托高股息、稳增长板块做好仓位缓冲，守住收益安全垫；“攻”的层面坚定中长期向好逻辑，国内经济稳中有进、资本市场根基稳固，盈利修复叠加增量资金入场，市场核心支撑坚实。在风格转换、高低切换的变局中需“变中求进”，锚定新质生产力、AI产业周期等主线窗口，挖掘低位盈利改善板块机会。下半年市场虽有短期反复，但中长期向上趋势未改，宜以攻守平衡思路把握结构性机会。
- **操作策略及投资主线：**
- 1) **重资产壁垒与AI共振的HALO资产主线：**AI技术革命重构产业估值逻辑，具备实体壁垒的HALO资产获得AI时代“安全溢价”；地缘政治碎片化与供应链重构背景下，能源、资源等硬资产战略价值提升；高利率环境下市场定价或转向“稳定现金流”。关注基础设施与公用事业、能源大宗商品、工业与高端制造等行业板块。
- 2) **AI产业化与国产替代双轮驱动的科技成长主线：**AI应用从训练转向大规模推理，全球算力需求持续爆发，半导体行业迎来国产替代与周期上行双重红利，AI芯片、光模块等环节维持高景气；具身智能、卫星互联网加速商业化落地，机器人核心零部件订单增长；模拟芯片、消费电子等非AI板块或存估值修复空间，关注AI算力、半导体、具身智能等。
- 3) **政策引导与长线资金增配共振的低估值高股息红利主线：**监管持续强化上市公司分红导向；地缘与经济不确定性加剧，盈利稳定的高股息资产成为资金避风港；国内无风险利率下行，高股息资产吸引力凸显，险资等长线资金持续增配，建议关注银行、煤炭、公用事业、交通运输等行业。
- **行业配置：**建议超配金融、电力设备、机械设备、基础化工、有色金属和TMT等行业，标配煤炭、建筑材料、公用事业、石油石化、建筑装饰等行业板块。
- **风险提示：**海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压；高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面；海外信用收缩引发风险外溢。

本报告的风险等级为中等风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 2026 年上半年 A 股市场回顾：指数形成先扬后抑再修复的三阶段走势，呈现结构性牛市特征.....	5
2. 2026 年下半年市场环境分析：国内经济稳中提质，资本市场向好势头不变 .....	6
2.1 2026 年下半年经济与政策展望：全球经济 K 型分化，国内经济将延续温和复苏 .....	7
2.1.1 全球 2026 年下半年经济前瞻：能源危机与 AI 爆发下的 K 型分化 .....	7
2.1.2 国内 2026 年下半年经济与政策展望：年内经济将延续温和复苏，新动能加速领跑... ..	14
2.2 2026 年下半年资本市场展望：三维协同发力，共筑高质量发展生态.....	28
2.2.1 提高市场包容性和适应性，精准服务新质生产力 .....	28
2.2.2 中长期资金入市机制不断完善，构建“长钱长投”的良性生态 .....	29
2.2.3 上市公司增持回购分红力度有望加码，增强股东获得感 .....	31
2.3 市场因素分析：业绩与估值双升，市场增量资金稳步入市.....	32
2.3.1 盈利：A 股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续.....	32
2.3.2 成交额：A 股市场整体成交持续回暖，科技主线持续获资金青睐.....	34
2.3.3 估值：A 股整体估值处于近十年极高位置，呈现结构性分化特征.....	35
2.3.4 机构持仓规模：机构持仓规模环比回落，汇金、社保等重要机构加大投资力度.....	37
3. 2026 年下半年市场展望与操作策略：攻守相济，变中求进.....	40
3.1 2026 年下半年市场展望：攻守相济，变中求进 .....	40
3.2 操作策略及行业配置：超配金融、电力设备、机械设备、基础化工、有色金属和 TMT 等行业 .....	42
4. 风险提示 .....	46

## 插图目录

图 1：上证指数上半年走势回顾.....	5
图 2：2026 年上半年各大指数涨跌幅 .....	6
图 3：2026 年上半年申万一级行业涨跌幅.....	6
图 4：主要经济体制造业 PMI 数据 .....	7
图 5：世界银行预测全球贸易量增长率 .....	7
图 6：欧美日英 CPI 同比增速.....	8
图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速.....	8
图 8：美国基准利率.....	9
图 9：欧央行基准利率.....	9
图 10：美国 PMI 指数.....	10
图 11：美国非农就业和失业率.....	10
图 12：欧元区 PMI 指数.....	11
图 13：欧元区 GDP 增长率.....	11
图 14：日本 PMI 指数.....	11
图 15：日本 GDP 增长率.....	11
图 16：美国 CPI 数据.....	12
图 17：美国 PCE 数据.....	12
图 18：欧洲 CPI 数据.....	12
图 19：日本 CPI 数据.....	12
图 20：FOMC 目标利率预测：CME FedWatch Tool.....	13
图 21：国际机构对 2026 全球 GDP 实际增长率预测 .....	14
图 22：GDP 当季同比增速 .....	16
图 23：PMI 指数.....	16
图 24：全国城镇调查失业率.....	16

图 25: CPI 和 PPI 同比增速 .....	16
图 26: 国家一般公共支出 (累计同比) .....	16
图 27: 地方政府债券累计发行额 .....	16
图 28: 短期政策利率及市场利率 .....	17
图 29: 中期政策利率及市场利率 .....	17
图 30: 1-4 月社零总额累计同比 .....	18
图 31: 服务业业务活动预期指数 .....	18
图 32: “更多消费”占比保持低位 .....	19
图 33: 居民部门杠杆率 .....	19
图 34: 房地产相关数据 .....	20
图 35: 商品房待售面积 .....	20
图 36: 制造业投资累计同比增速 .....	21
图 37: 规模以上工业企业利润累计同比增速 .....	21
图 38: 基建投资数据 .....	22
图 39: 挖掘机开工小时数 .....	22
图 40: 中国进口与出口同比增速 .....	23
图 41: 中国出口国别占比 .....	23
图 42: 猪肉价格与能繁母猪同比 .....	23
图 43: 食品与非食品价格同比增速 .....	23
图 44: 财政赤字与比率 .....	24
图 45: 宏观杠杆率 .....	24
图 46: 新增人民币中长期贷款累计值 .....	26
图 47: 社融存量同比增速 .....	26
图 48: 国际机构对中国经济增速预测 .....	26
图 49: IPO 家数及募集金额 .....	29
图 50: 退市家数 .....	29
图 51: 财产险公司各资产占资金运用余额比例 .....	30
图 52: 人身险公司各资产占资金运用余额比例 .....	30
图 53: 权益类资产占理财产品投资资产比重 .....	30
图 54: 银行理财新发规模统计 .....	30
图 55: 现金分红家数 .....	31
图 56: 上市公司股票回购增持贷款情况 (截止至 2026 年 6 月 9 日) .....	31
图 57: 申万行业净利润占比变动及 2026Q1 上市公司净利润同比增速情况 (%) .....	34
图 58: A 股日均成交额及双创板块日均成交额占比 (亿元、%) .....	34
图 59: A 股主要指数估值水平 .....	35
图 60: A 股主要指数近十年市盈率分位数 .....	35
图 61: 全球主要指数估值水平及分位数水平 .....	36
图 62: 股债比 .....	36
图 63: 申万一级行业市盈率 (倍) .....	36
图 64: 申万一级行业市盈率近十年分位数 (%) .....	37
图 65: 国内机构投资者持仓 A 股市值占比 (%) .....	37
图 66: 机构持仓市值变化 (亿元) .....	37
图 67: 各类新发行公募基金比例 (%) .....	38
图 68: 各类私募基金存量规模 (亿元) .....	38
图 69: 汇金、证金等重要机构持股市值 (亿元) .....	39
图 70: 北向资金成交额占沪深两市成交额 (%) .....	39

---

图 71：北向资金占流通 A 股市值 (%) ..... 39

## 表格目录

表 1：2026 年 1—5 月消费政策汇总 ..... 19

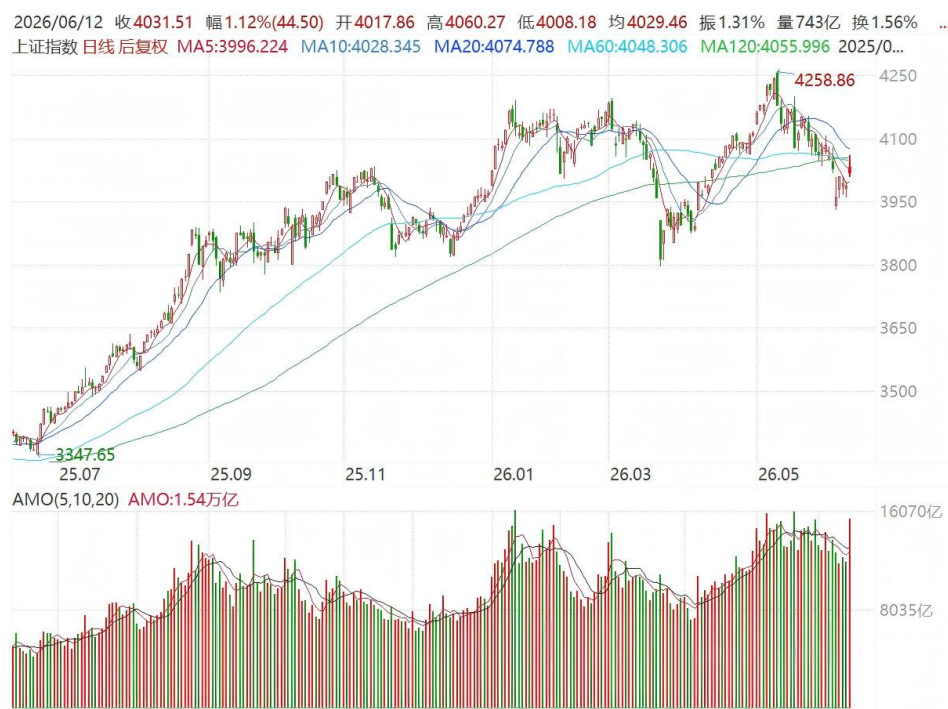
表 2：2026 年 1—5 月重大经济政策汇总..... 27

表 3：板块归母累计净利润同比增速 (%) ..... 33

## 1. 2026 年上半年 A 股市场回顾：指数形成先扬后抑再修复的三阶段走势，呈现结构性牛市特征

2026 年上半年 A 股呈现先扬后抑再修复的三阶段走势，三大指数集体收涨。1 月初至 2 月底，春季行情延续，科技板块领涨，上证指数走出“17 连阳”，单日成交额突破 3.6 万亿元，AI、半导体等科技题材全线爆发，科创 50 指数震荡上行。3 月初至 4 月初，中东地缘局势升级引发市场剧烈调整，资金从高位成长赛道转向石油、银行等高股息防御板块，各大指数集体触底，科创 50 跌至年内低位。4 月中旬起，政策托底叠加盈利修复驱动市场强势反弹，虽进入 5 月后指数走势略有反复，但截至 6 月 12 日，三大指数集体收涨，科创 50 指数涨幅超 20%。

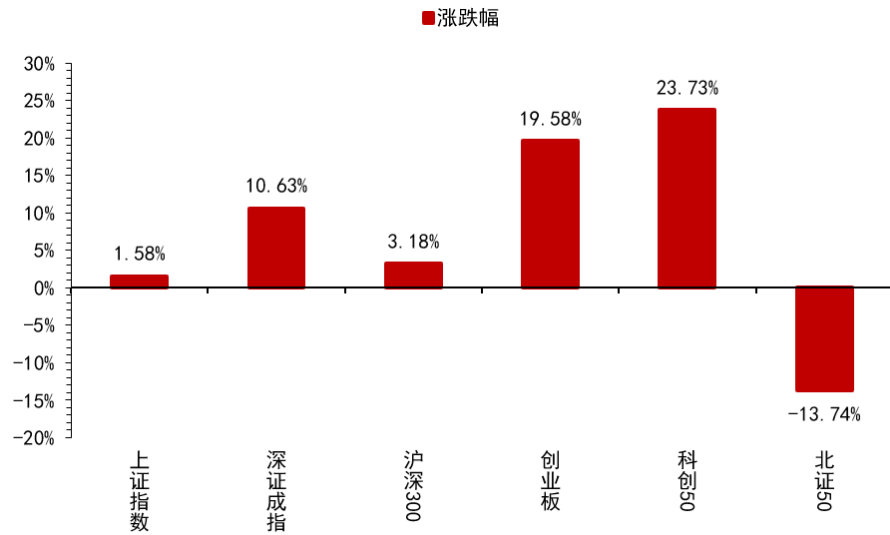
图 1：上证指数上半年走势回顾



数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 6 月 12 日）

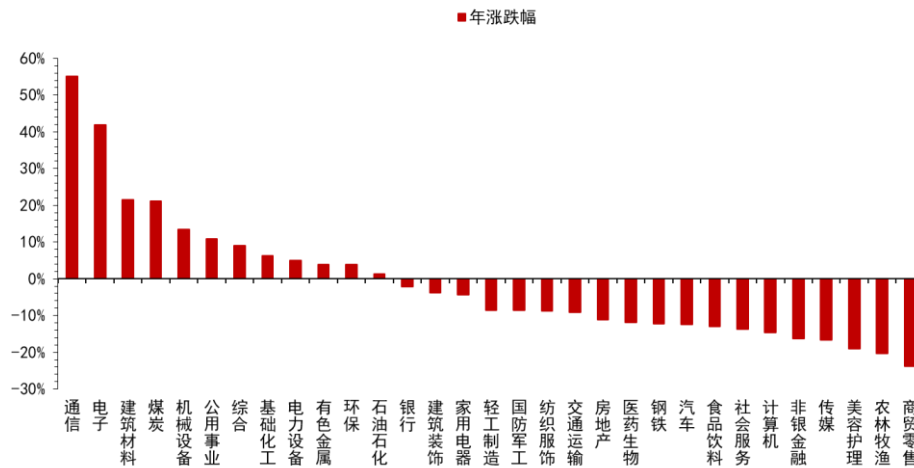
截至 2026 年 6 月 12 日，除北证 50 指数录得负收益，其他主要指数全线上涨。上证指数、深证成指、沪深 300、创业板、科创 50 分别上涨 1.58%、10.63%、3.18%、19.58%和 23.73%。北证 50 指数下跌 13.74%。行业板块涨跌互现，其中通信、电子、建筑材料、煤炭、机械设备和公用事业涨幅居前；计算机、非银金融、传媒、美容护理、农林牧渔和商贸零售则表现承压。

图 2：2026 年上半年各大指数涨跌幅



数据来源:Wind, 东莞证券研究所 (数据截至 6 月 12 日)

图 3：2026 年上半年申万一级行业涨跌幅



数据来源:Wind, 东莞证券研究所 (数据截至 6 月 12 日)

## 2. 2026 年下半年市场环境分析：国内经济稳中提质，资本市场向好势头不变

2026 年，虽外部形势更加复杂多变，国内供强需弱矛盾仍然突出，经济向好基础仍需巩固，但一季度主要宏观指标增速回升，新动能快速成长，国民经济实现良好开局。面对错综复杂的内外部环境，我们将从经济、政策、市场、资金四大维度，系统拆解 2026 年下半年市场环境的核心逻辑与运行脉络。

## 2.1 2026 年下半年经济与政策展望：全球经济 K 型分化，国内经济将延续温和复苏

### 2.1.1 全球 2026 年下半年经济前瞻：能源危机与 AI 爆发下的 K 型分化

#### (1) 2026 年上半年全球经济回顾：中东战事爆发、通胀显著反弹、货币宽松周期逆转

2026 年上半年，由于中东战事爆发推高能源成本，全球经济的核心主线已从年初的“降息预期与通胀回落”，全面转入“供给冲击→能源通胀→货币收紧→增速分化”的全新阶段。一方面，受制于高油价和高通胀，全球货币政策范式发生根本性逆转，年初的美联储降息预期已彻底转向，传统周期行业受高油价与高利率双重挤压持续承压；另一方面，全球宏观大周期已正式从下行转入 AI 驱动的周期，全球 AI 产业资本开支持续高增。这种全球经济“K 型”增长的格局，预计将在 2026 年下半年进一步延续。

**中东战事爆发引发能源危机，世界经济和贸易承压。**2026 年上半年全球经济的最核心变量是中东冲突。2026 年 2 月底爆发的中东战事，引发了自 1979 年以来最严重的全球能源供给侧中断。霍尔木兹海峡在全球原油海运量中约占 35%、LNG 运输量约占 20%，其通行受阻直接切断了全球能源的重要命脉。据世界银行统计，2026 年 3 月全球石油供应量每日减少约 1000 万桶，为有记录以来的最大幅度供应中断。布伦特原油价格一度飙升至近 120 美元/桶，虽然目前已显著回落，但世界银行 6 月最新《全球经济展望》报告显示，假如最严重的供应中断在 7 月能有所缓解，预计 2026 年布伦特原油价格平均为 94 美元/桶，比 2025 年高 36%。此外，能源价格飙升迅速传导至化肥、物流和金属等上游领域，预计今年化肥价格将大幅上涨，进一步威胁全球粮食安全。多家国际机构的报告在 2026 年上半年普遍下调了预测。联合国在 2026 年 5 月发布的最新报告中，将 2026 年全球 GDP 增速预期从年初的 2.7% 进一步下调至 2.5%，并指出这一增速明显低于疫情前水平，全球贸易增速预计将从 2025 年的 5.0% 大幅放缓至 2026 年的 2.2%。世界银行的预测为 2.5%，而 IMF 则相对乐观，预计 2026 年全球经济增长 3.3%，其乐观判断主要源于对 AI 投资热潮、宽松金融环境和部分国家财政刺激政策的乐观评估。

图 4：主要经济体制造业 PMI 数据

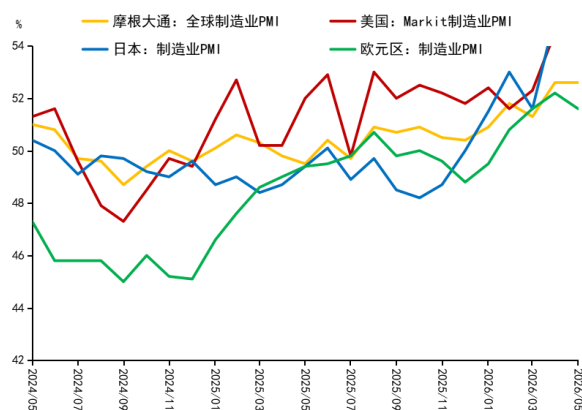
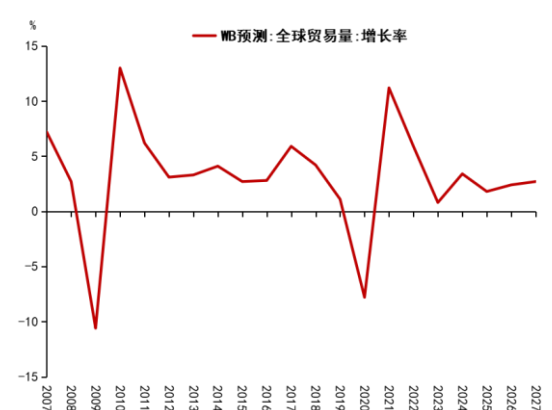


图 5：世界银行预测全球贸易量增长率

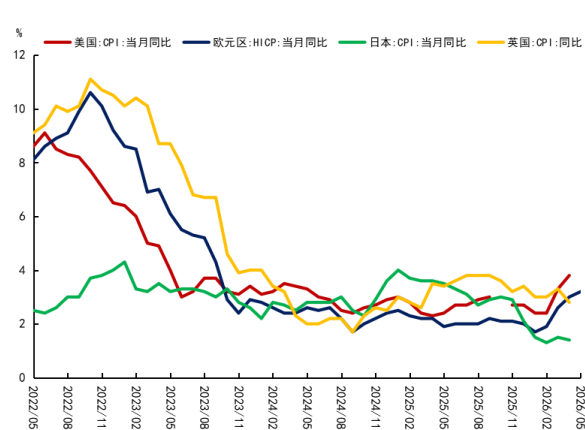


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

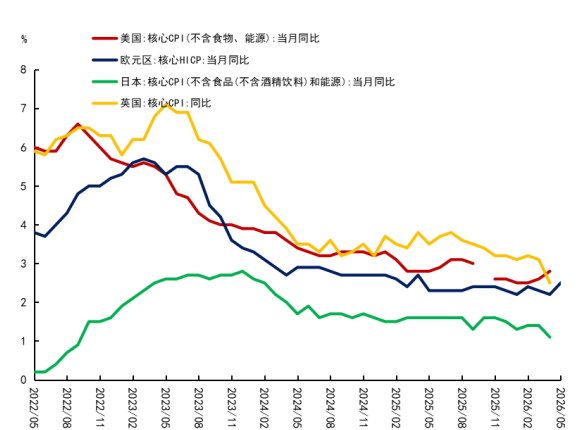
**全球通胀回落趋势逆转，能源冲击逐渐显化。**2026 年上半年，全球通胀扭转了过去三年的回落趋势，在能源价格冲击下显著反弹，呈现整体走高、分化加剧的态势。能源价格飙升直接推高总体通胀，同时，主要经济体的核心通胀表现分化，反映出各国经济结构的差异。根据 iFinD 数据，美国、欧元区和日本的 CPI 同比增速从 1 月的 2.4%、1.7%和 1.5%，分别运行至 4 月的 3.8%、3.0%和 1.4%。其中，美国方面，4 月个人消费支出价格指数（PCE）同比上涨 3.8%，创 2023 年以来新高，远高于美联储 2% 的通胀目标；核心 PCE 升至 3.3%；欧元区方面，欧盟对中东进口能源的高度依赖，使其成为此次冲击中受打击最严重的地区，欧元区 5 月调和消费者价格指数（HICP）同比增长 3.2%，较 4 月时的 3.0%进一步上升；日本 4 月核心 CPI 降至 1.4%，通胀相对温和。整体来看，2026 年上半年，全球多个国际机构均大幅上调了通胀预期。联合国在 5 月发布的年中报告中，将 2026 年全球通胀率预期从 1 月时的 3.1%大幅上修 0.8 个百分点至 3.9%，其中发展中经济体通胀率将加速至 5.2%。

图 6：欧美日英 CPI 同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

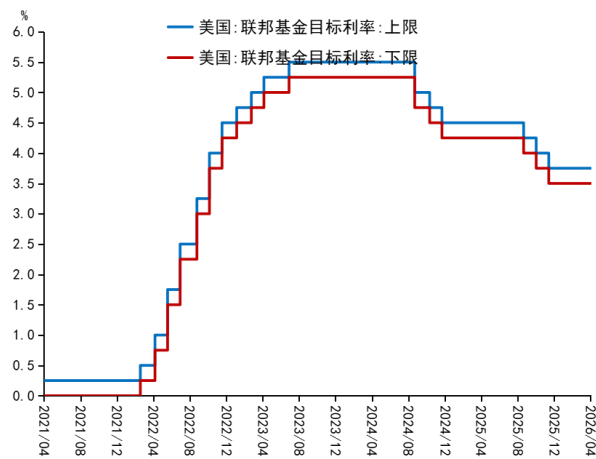
图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

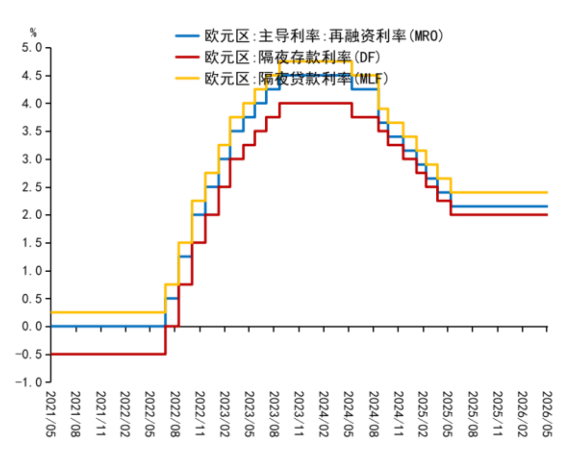
**美联储鹰派立场渐强，全球央行货币宽松环境逆转。**年初全球主要央行普遍酝酿的降息预期，但受中东局势对能源的冲击，通胀反弹预期较高，全球范围内主要央行货币政策出现明显调整。美国方面，4 月 29 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.50%至 3.75%之间不变。这是自去年 9 月重启降息后的连续第三次暂停。会议总体延续 3 月 FOMC 基调，继续释放“鹰派”信号，且越来越多的 FOMC 内部成员开始明确转向“中性立场”。欧洲方面，虽然 4 月欧洲央行维持三大关键利率不变，但市场预计欧洲央行 6 月加息几乎板上钉钉，若实施，将为 2025 年 6 月以来首次加息。此外，地缘冲突的延长也使欧洲面临更大的经济下行风险，政策两难尤为突出。日本方面，通胀相对温和，但涨价涨薪的正向循环已逐步稳固，内生通胀动能有一定韧性，日本央行仍在正常化通道中，仍可能加息。整体来看，全球主要央行试图在“管控通胀预期”与“避免不必要收紧金融条件”之间艰难平衡其货币政策。

图 8：美国基准利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：欧央行基准利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

与此同时，AI 和非 AI 领域增长分化，大国经济增长主要由 AI 撬动。虽然受到特朗普关税与中东局势紧张的影响，全球投资与贸易活动持续受阻，但 AI 领域的全球资本开支持续攀升，成为全球经济格局变动中最核心的增长变量。总的来说，当前全球正处于第五轮信息技术康波周期的衰退末期，与第六轮 AI 驱动康波周期的启动初期，可以说，每一轮技术革命都将深度重塑全球经济结构。与此同时，我们可以看到全球经济正在经历前所未有的“K 型分化”：一方面，受制于高油价和高通胀，全球货币政策范式发生根本性逆转，年初的美联储降息预期已彻底转向，传统周期行业受高油价与高利率双重挤压持续承压，例如消费者信心走弱、消费动能放缓；另一方面，全球宏观大周期已正式从下行转入 AI 驱动的周期，全球 AI 产业资本开支持续高增，AI 新经济火爆。这种全球经济“K 型”增长的格局，预计将在 2026 年下半年进一步延续。

综上所述，2026 年上半年全球经济处于增长放缓与通胀反扑并存的“类滞胀”压力之中，地区与行业间的 K 型分化进一步加剧。全球经济增速因中东战事引发的能源供给冲击而普遍低于年初预期，与此同时通胀重新抬头，迫使多国央行暂停降息甚至转向加息。此外，中东局势不确定性和美联储加息预期导致市场恐慌情绪升温，海外科技步入阶段性高波动窗口，加之美国关税政策反复、产业链供应链脱钩断链风险尚存，2026 年下半年世界经济仍然面临很多不确定性，加大我们对全球经济走势的判断难度。

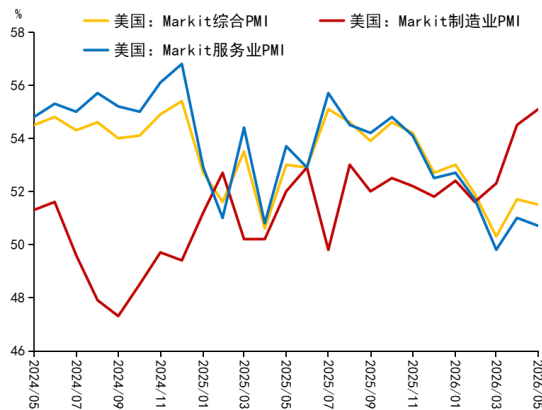
## （2）2026 年下半年全球经济与政策展望：通胀影响或进一步显现，全球经济“K 型”分化

展望 2026 年下半年，能源冲击下通胀影响或进一步扩散，叠加货币政策趋紧，全球经济增长可能进一步承压。预计美国下半年经济增长韧性犹存，但“类滞胀”风险升温，欧元区经济陷入两难，日本经济保持稳健但受制于外部供给冲击；全球通胀预计将继续反弹，传导扩散效应不容忽视；货币政策方面，美联储货币宽松周期反转，欧央行加息或板上钉钉，日本货币政策正常化推进。总之，中东局势尚不明朗，海外

主要经济体基本面和政策面不确定性上升。

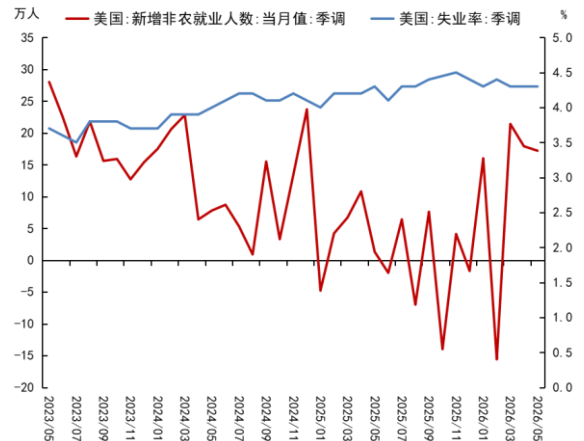
**第一，美国经济“类滞胀”风险升温，欧元区经济陷入两难。**美国方面，2026 年上半年美国经济展现出超预期的韧性，5 月制造业 PMI 升至 55.1%，创 48 个月新高，一季度美国实际 GDP 增速录得 2.0%（初值）。其中，私人固定投资（含 AI 相关的信息处理设备与软件）大涨 8.7%，较上季度提高 6.4 个百分点；而个人消费支出增速 1.6%，较上季度下降 0.3 个百分点，连续第三个季度下滑。5 月密歇根大学消费者信心指数跌至 44.8，创 1952 年有记录以来的历史最低，K 型分化持续加剧。就业数据方面，数据显示，美国 5 月非农就业人数净增加 17.2 万人，几乎是市场预期 8.5 万人的两倍；失业率则继续维持在 4.3% 的低位水平。总体来说，美国经济韧性犹存，这一表现主要受益于企业 AI 资本开支的持续扩张（尤其是微软、谷歌、亚马逊、Meta 等科技巨头在数据中心与服务器端的投资），以及《大规模税收与支出法案》退税对年初消费的短期提振。然而，通胀是美国经济面临的“最大的单一风险”，即便中东冲突告终，AI 领域的天量投资本身也在持续推升广泛通胀压力，市场对加息的担忧开始升温。综上我们判断，美国下半年经济增长韧性犹存，但“类滞胀”风险升温。

图 10：美国 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 11：美国非农就业和失业率

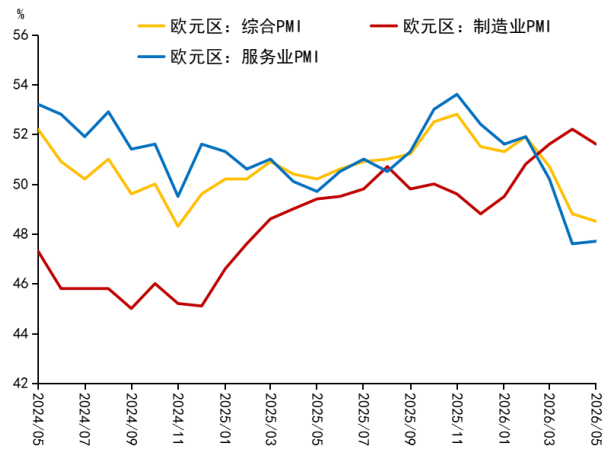


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

欧洲方面，今年以来欧洲经济呈现疲软态势。2026 年第一季度，经季节调整后欧元区 GDP 环比下滑 0.2%，创下自 2022 年以来首次单季萎缩。PMI 方面，采购经理人指数（PMI）也反映了经济活动的急剧收缩。5 月欧元区综合 PMI 降至 48.5%，创下一年半以来的新低。其中服务业受冲击最严重，PMI 降至 47.7%。欧盟对中东进口能源的高度依赖，使其成为此次冲击中受打击最严重的地区。欧盟委员会 2026 年 5 月大幅下修预测，2026 年欧盟整体经济增速从 1.4% 降至 1.1%，欧元区更是降至 0.9%。消费者信心跌至 40 个月低点。欧盟将当前局势定性为“不到五年内发生的第二次类似冲击”，意味着欧洲正在经历的并非孤立的通胀反弹，而是继 2022 年俄乌战争之后第二次直接由能源供应链中断引发的深层经济回调。经合组织 OECD 预测欧元区今年全年增速仅为 0.8%，较 2025 年的 1.4% 大幅回落，并警告“近期指标显示经济景气进一步恶化”。综上我们判断，欧洲经济正面临严峻挑战。强劲的通胀压力迫使央行考虑加息，而脆弱的经济复苏步伐又可能因此被打断。如何在后疫情时代、能源转型和

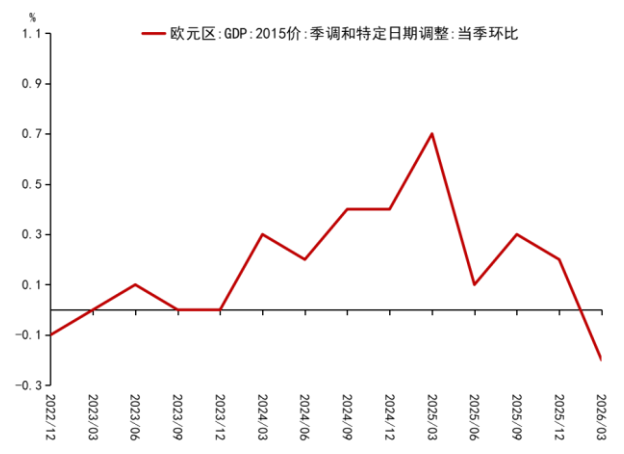
地缘政治紧张的多重背景下，平衡好“抗通胀”与“稳增长”两大目标，将是未来一段时间欧洲经济面临的核心考验。

图 12：欧元区 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

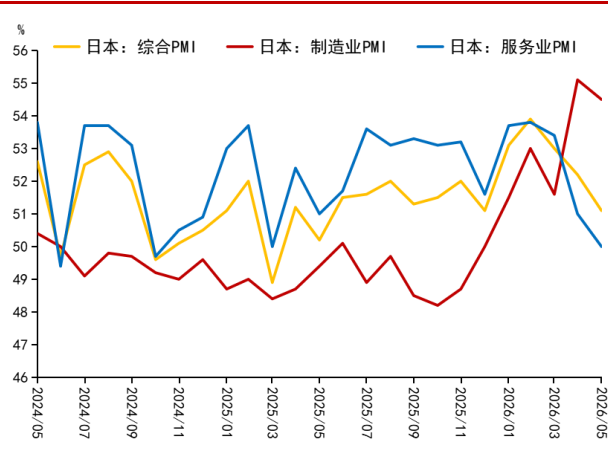
图 13：欧元区 GDP 增长率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

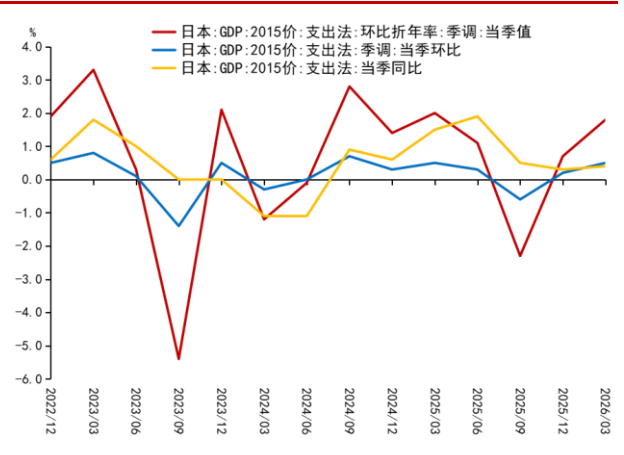
日本方面，2026 年以来，日本经济的开局表现亮眼，交出了一份超预期的成绩单。2026 年第一季度，经季节调整后，日本国内生产总值（GDP）环比折年率录得 1.8%，高于预期的 1.7% 与前值的 0.7%，经济连续两季度正增长。其中，得益于公用事业补贴以及薪资增长，占日本经济比重过半的私人消费环比增长 0.3%，扭转了此前的低迷态势；外贸方面，受益于 AI 热潮带动半导体需求，出口显著复苏，净出口贡献 0.3 个百分点增长。PMI 方面，日本 5 月综合 PMI 录得 51.5%，其中服务业 PMI 录得 50.0%，制造业 PMI 录得 54.5%，均位于荣枯线上方。我们认为，日本经济在 2026 年上半年展现出了难能可贵的韧性，内需与净出口均对增长带来支撑。不过，考虑到中东地缘冲突给国际能源价格带来的冲击在第一季度日本经济中的负面影响尚未充分显现，日本经济在第二季度，乃至今年下半年仍然存在继续下行的风险：首先，能源价格上涨和原材料短缺带来的对经济的负面拖累不容忽视；其次，日本央行很可能在不久的将来加息。这会使得日本的债务负担进一步被放大，加深经济增长的困难。

图 14：日本 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

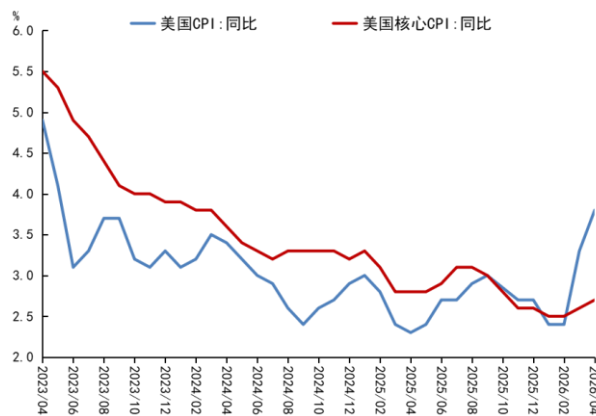
图 15：日本 GDP 增长率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

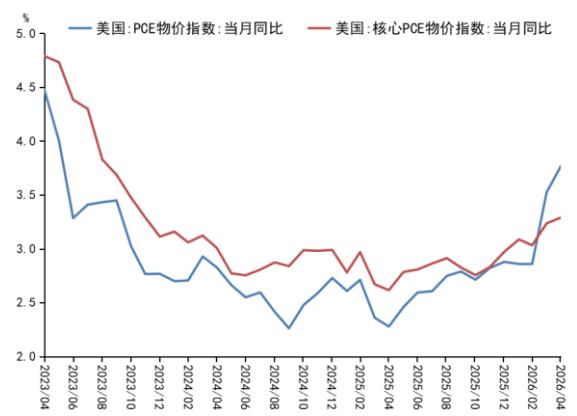
**第二，全球通胀预计将继续反弹，传导扩散效应不容忽视。**美国方面，年初至今整体通胀显著走高，美国 3 月 CPI 同比增速从 2.4% 跳升至 3.3%，能源贡献了当月 0.9% 的 CPI 环比涨幅中的四分之三，5 月 CPI 同比涨幅三年来首次升破 4%；密歇根大学消费者信心指数 4 月跌至 47.6，创 1952 年有记录以来最低；消费者对未来一年通胀预期升至 4.7%，消费信心降至历史冰点。这些数据表明，中东局势正在通过油价→通胀→预期这条核心链条传导。4 月个人消费支出价格指数 (PCE) 同比上涨 3.8%，创 2023 年以来新高，远高于美联储 2% 的通胀目标；核心 PCE 升至 3.3%。市场预计 6 月 CPI 同比涨幅可能进一步攀升至 4.3% 左右。此外，4 月美联储会议纪要显示，美联储工作人员对 2026 年的通胀预测显著高于 3 月会议，主要原因包括能源价格上涨及中东冲突引发的供应链压力。绝大多数官员承认，通胀回归 2% 目标所需时间将比预期更长，且中东地缘政治紧张局势可能对经济前景和政策路径产生重大影响。

图 16：美国 CPI 数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 17：美国 PCE 数据

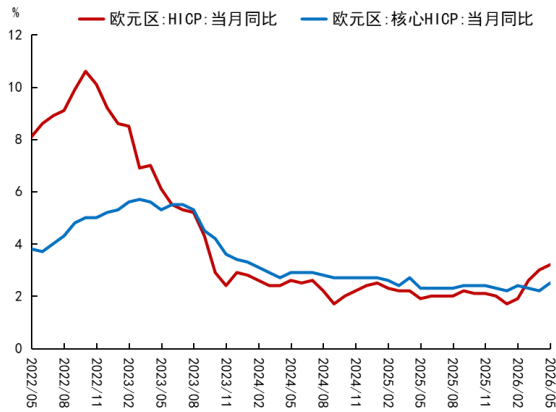


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

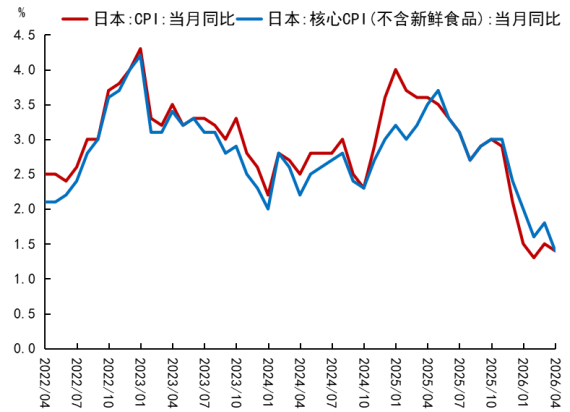
欧洲方面，通胀快速反弹。欧盟统计局最新公布的数据显示，欧元区 5 月整体 CPI 同比增速进一步攀升至 3.2%，为 2023 年秋季以来最快增速，远超欧央行 2% 的中期目标，核心通胀率也意外跳升至 2.5%，创逾一年新高。法国 5 月 CPI 同比上升 2.8%、西班牙更是达到 3.6%，均为 2024 年以来最高。剔除能源因素之后，“价格压力已经扩散到能源行业之外”，欧洲央行执行委员会成员施纳贝尔近期在公开场合传递出明确信号：“通胀预期脱锚的风险已经上升。”日本方面，日本政府公布的数据显示，日本 4 月全国整体消费者物价指数 (CPI) 同比增加 1.4%；不包括新鲜食品价格的核心 CPI 同比上升 1.4%，在主要发达经济体中通胀相对温和，但涨价涨薪的正向循环已逐步稳固，内生通胀动能有一定韧性。我们认为，基准情况下，欧美总体通胀率或将在年内高位震荡，但下半年趋势仍有待观察。若能源供应链逐步修复且需求端疲软，通胀上行动能或有所缓释；如果伊朗战争继续僵持不下，油价冲击的传导扩散效应将不容忽视，油价或沿着租金、交通服务等传导，接力能源冲击，届时全球通胀可能向 5% 甚至 6% 的方向偏离。

图 18：欧洲 CPI 数据

图 19：日本 CPI 数据



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

**第三, 美联储货币宽松周期反转, 欧央行加息或板上钉钉。**美国方面, 虽然 4 月 FOMC 议息会议继续维持政策利率不变, 但美联储内部分歧进一步加剧, 4 票反对创 1992 年 10 月以来最多。4 月议息会议纪要显示, 美联储官员对伊朗战争加剧通胀的担忧持续升温, 多数官员支持移除政策声明的宽松倾向。此外, 凯文·沃什已正式就任美联储第 17 任主席, 这位以强硬反通胀著称的新主席政策框架明确偏向缩表优先、降息靠后, 市场普遍预期其任内对通胀容忍度将更低, 甚至存在重启加息的可能。目前来说, 通胀率持续走高叠加非农就业数据持续超预期增长, 美联储年内降息叙事逐步退场, 焦点已转向“要不要加息”, 目前 CME 工具显示市场预期 12 月加息概率升至 70% 以上。但我们认为, 美联储在加息方面门槛依旧较高, 一方面考虑到美国经济的总量数据虽然存在韧性, 但结构较为脆弱, “K 形”分化不断加强, 核心通胀环比放缓也意味着短期重启加息概率较低; 此外美股流动性、美债的付息压力都是加息的重要掣肘, 因此我认为今年按兵不动或是基准情形, 美联储大概率进入“观察等待”模式, 目前霍尔木兹海峡何时全面开放以及此次输入性通胀的粘性依旧是关键变量, 盯住能源向服务业的二次传导是否发生。欧洲方面, 4 月欧洲央行维持三大关键利率不变, 但消费者的长期通胀预期已显著提高, 为防止通胀预期“脱锚”, 欧洲央行放弃了此前的降息计划, 转而准备加息。然而, 在当前经济前景疲软的情况下加息, 无疑会抑制投资和消费, 加大经济下行风险。这使得决策者面临着支持疲软经济和遏制通胀的艰难抉择。目前市场预计欧洲央行 6 月加息几乎板上钉钉, 若实施, 将为 2025 年 6 月以来首次加息。日本方面, 据日本经济新闻报道, 日本央行计划在本月 15 至 16 日召开的货币政策会议上将基准利率从 0.75% 上调至 1.0%, 并拟于 2027 年 4 月后停止缩减国债购买规模。我们认为, 当前通胀走高叠加经济温和复苏, 为央行收紧政策创造条件, 但能源价格高波动、企业盈利承压、居民实际收入缩水仍构成制约。

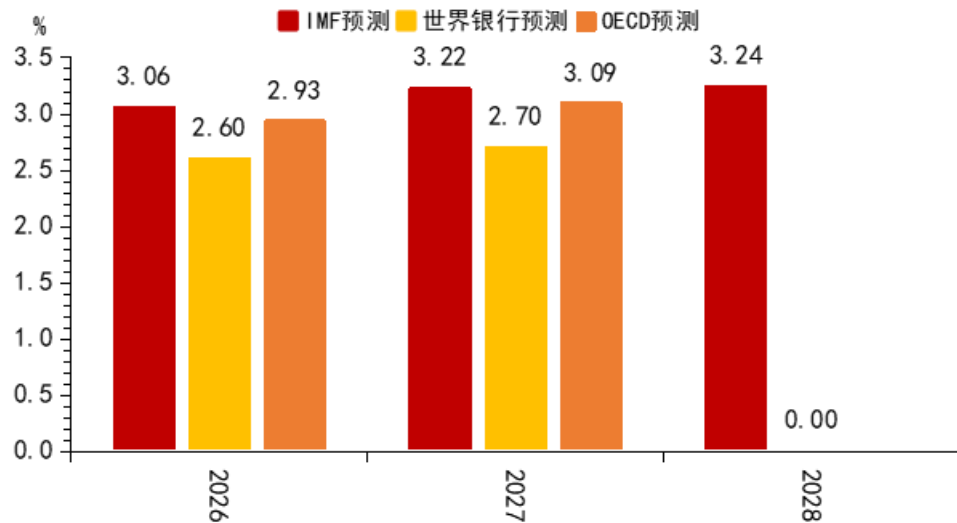
图 20: FOMC 目标利率预测: CME FedWatch Tool

会议时间	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026-07-29		1.50%	89.10%	9.50%					
2026-09-16		1.00%	60.20%	35.70%	3.10%				
2026-10-28		0.80%	47.70%	40.90%	10.00%	0.70%			
2026-12-09		0.40%	28.00%	43.70%	22.90%	4.60%	0.30%		
2027-01-27		0.40%	25.80%	42.50%	24.60%	6.00%	0.60%		
2027-03-17		0.30%	15.80%	35.90%	31.60%	13.30%	2.80%	0.30%	
2027-04-28		1.10%	16.90%	35.70%	30.70%	12.80%	2.60%	0.20%	
2027-06-09		0.90%	13.60%	31.70%	31.70%	16.50%	4.80%	0.70%	0.10%
2027-07-28	0.10%	2.30%	15.60%	31.70%	30.00%	15.20%	4.30%	0.70%	0.10%

数据来源：iFind，东莞证券研究所（数据截至 6 月 10 日）

总体来看，我们认为 2026 年下半年，全球经济的核心主线将全面转入“供给冲击→能源通胀→货币收紧→增速分化”的全新阶段。一方面，受制于高油价和高通胀，全球货币政策范式发生根本性逆转，年初的美联储降息预期已彻底转向，传统周期行业受高油价与高利率双重挤压持续承压；另一方面，全球宏观大周期已正式从下行转入 AI 驱动的周期，全球 AI 产业资本开支持续高增。这种全球经济“K 型”增长的格局，预计将在 2026 年下半年进一步延续。根据 Wind 数据，截至 5 月 31 日，IMF、世界银行和经合组织预计 2026 年全球经济同比分别增长 3.06%、2.60%和 2.93%。

图 21：国际机构对 2026 全球 GDP 实际增长率预测



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.1.2 国内 2026 年下半年经济与政策展望：年内经济将延续温和复苏，新动能加速领跑

(1) 2026 年上半年国内经济在复杂环境中顶压前行、开局良好，但供强需弱矛盾犹存，内生增长动能仍需进一步夯实与培育

2026 年上半年，“十五五”开局之年，国内经济顶住外部复杂环境压力实现良好开局，但内生增长动能仍需持续培育夯实。2026 年年初以来，更加积极有为的宏观政策靠前发力，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动生产供给增长加快，新质

生产力加速壮大，高技术制造业增加值保持两位数增长，人工智能、低空经济、商业航天等新赛道蓬勃兴起，内需总体改善但修复节奏仍有波折，就业形势保持基本稳定，经济运行实现“十五五”良好开局。2026 年一季度 GDP 同比增速为 5.0%，比上年四季度加快 0.5 个百分点，在全球主要经济体中仍位居前列，为实现全年经济增长目标打下基础。不过从近期宏观数据来看，经济回升基础尚需进一步加力巩固。首先，5 月制造业 PMI 为 50.0%，恰好站上临界点，其中制造业生产指数 51.2% 维持扩张态势，但新订单指数回落至 49.9% 的收缩区间，外需冲高放缓叠加供强需弱矛盾仍存，制造业景气水平边缘承压。其次，投资端仍偏弱，1-4 月全国固定资产投资（不含农户）同比下降 1.6%，房地产投资同比下降 13.7%，新建商品房销售额降幅扩大至 14.6%，尽管“两重”建设、设备更新和政策性金融工具形成一定对冲，但整体投资动能有待增强。另外，消费端修复尚不稳固，1-4 月社会消费品零售总额累计同比为 1.9%，较一季度有所放缓，以旧换新等政策对部分耐用消费品形成支撑但整体居民消费意愿和能力仍需进一步激活。与此同时，出口领域在不确定性中展现较强韧性，1-4 月进出口总额同比增长 14.9%，部分对冲了内需不足带来的压力。就业端方面，1-4 月全国城镇调查失业率均值 5.3%、4 月当月降至 5.2%，总体保持在合理区间。整体来看，2026 年上半年国内经济在复杂环境中顶压前行、开局良好，但供强需弱矛盾犹存，内生增长动能仍需进一步夯实与培育。

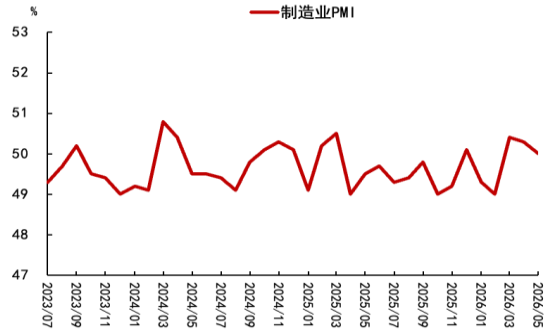
**通胀方面，CPI 由负转正，PPI 渐进修复。**CPI 已由前期负区间重回正增长轨道并呈现温和回升态势。受春节错月影响，1 月 CPI 同比仅微涨 0.2%；而 2 月春节假期较长带动消费需求集中释放，同比涨幅走阔至 1.3%、为近三年来最高；3 月季节性回落略降至 1.0%；4 月同比录得 1.2%，核心 CPI 同比回升至 1.2% 以上，服务价格修复与“以旧换新”等政策托底共同支撑物价中枢上移，但食品与能源分项仍有扰动，总需求复苏斜率尚不陡峭，整体呈“温和再通胀”而非强复苏特征。PPI 方面，在产能治理与“反内卷”政策持续显效基础上，叠加国际原油及有色金属价格上行、国内算力链条与基建需求提速，PPI 同比自 2025 年末的 -1.9% 逐月收窄，1 月 -1.4%、2 月 -0.9%，至 3 月正式由负转正，4 月继续修复录得 2.8%。但结构上，生产资料涨幅显著而生活资料仍偏弱，本轮 PPI 修复更多由本轮 PPI 修复更多由上游输入性涨价、国内产能治理及“反内卷”等政策驱动，中下游需求传导尚待进一步夯实。

图 22: GDP 当季同比增速



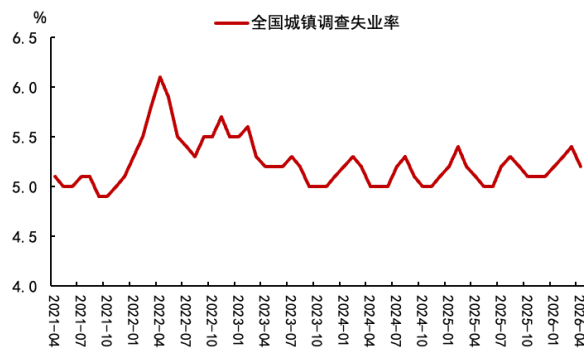
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 23: PMI 指数



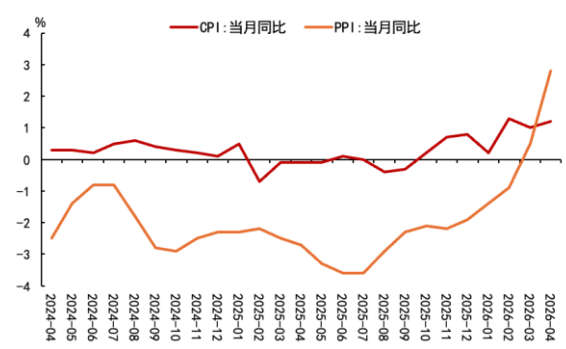
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 24: 全国城镇调查失业率



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 25: CPI 和 PPI 同比增速

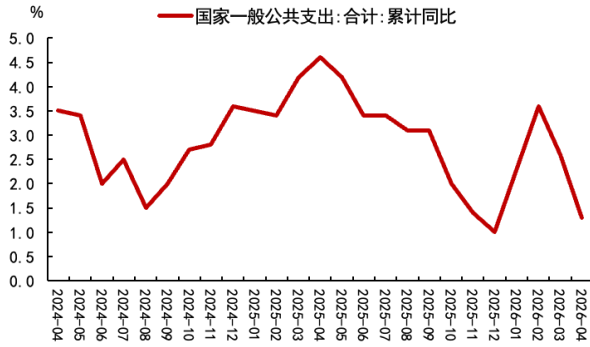


数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

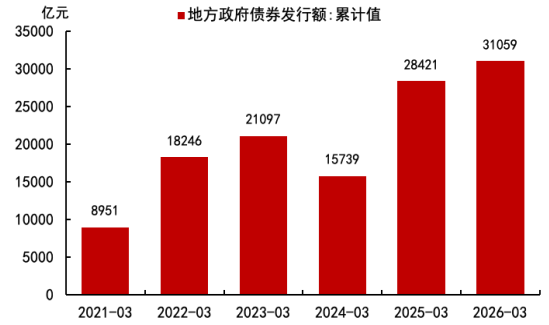
财政政策方面, 地方政府专项债券发行延续“规模扩大且节奏前置”的特点。2026 年一季度全国新增专项债发行达 11599 亿元, 同比增长 20.8%, 前 4 个月累计发行 1.33 万亿元, 进度达全年 4.4 万亿元额度的 30.2%, 较去年同期加快 3.3 个百分点。这一态势源于中央“早发行、早使用、早见效”导向, 新增额度更于 2025 年 11 月提前下达、较往年提前 1 个多月, 为重大项目抢抓窗口期提供资金支撑。超长期特别国债于 4 月 24 日正式启动发行并与专项债形成协同效应, 配套 3000 亿元注资特别国债和 8000 亿元新型政策性金融工具, 共同支撑财政扩张。一季度全国一般公共预算支出保持增长, 社保、卫健、城乡社区等民生领域支出增速领先, 反映财政政策对基建和民生的支撑持续强化。截至 4 月末, 1-4 月全国地方债发行总量逼近 3.92 万亿元, 专项债约 86%用于项目建设, 重点投向市政和产业园区基础设施、交通基建、保障性安居工程及城市更新等领域, 资金跟着项目走, 有效推动实物工作量形成和经济回升向好。

图 26: 国家一般公共预算支出 (累计同比)

图 27: 地方政府债券累计发行额



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

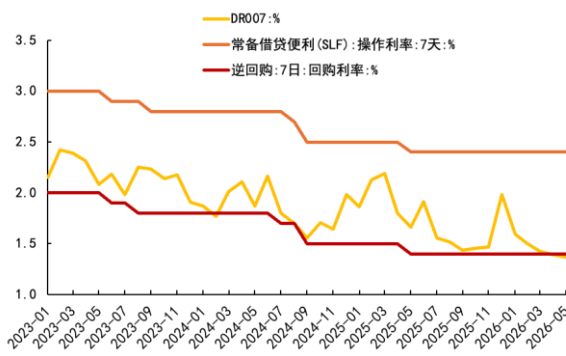


数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

### 货币政策延续适度宽松基调，灵活精准护航“十五五”开局之年经济稳定增长。

2025 年 12 月中央经济工作会议进一步明确 2026 年“要继续实施适度宽松的货币政策”，并将“促进经济稳定增长、物价合理回升”列为货币政策重要考量，标志着政策取向由总量快速放松转入相机抉择、存量增量协同发力的新阶段。2026 年上半年央行未急于推出新一轮降准降息，1 年期和 5 年期以上 LPR 连续 12 个月分别持平于 3.0% 和 3.5%。总量工具按兵不动的同时，通过精细化流动性管理维持宽松环境，1 月央行下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点至 1.25%，合并支农支小再贷款与再贴现额度并追加 5000 亿元，单设 1 万亿元民营企业再贷款，将科技创新和技术改造再贷款额度提至 1.2 万亿元，并新设服务消费与养老再贷款，引导金融资源向扩大内需、科技创新、中小微企业及消费养老等薄弱环节集聚。而全面降准降息则更讲究相机抉择，贷款定价基准连续多月保持稳定，以兼顾银行体系息差保护与实体经济融资条件的相对宽松。这一量上精准、价上低位运行的思路，实质是在前期政策效果持续释放的基础上，把发力重心从总量刺激转为提升政策传导质量与资金使用效率，通过结构性工具扩容降价来定向降低重点领域融资成本，同时以财政货币协同发力拓宽整体支撑空间。综合来看，当前货币政策在保持流动性充裕和融资条件宽松的大方向不变的前提下，正加速向精准有效新阶段过渡，更注重前瞻性与施策效能，在稳增长、防风险与中长期结构优化之间寻求动态平衡，为经济质的有效提升和量的合理增长提供稳固的货币金融环境。

图 28: 短期政策利率及市场利率



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 29: 中期政策利率及市场利率



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

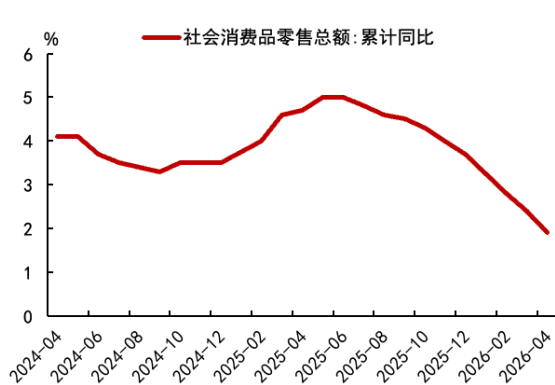
综合 2026 年上半年经济运行情况来看，我国经济在外部压力下韧劲十足，总体稳中有进，新动能加速壮大，出口韧性强劲，产业升级加快。但内需修复偏缓，地产调整余波未消，动能传导待畅，复苏均衡性待增，仍需扩内需稳预期。宏观政策积极有为、适度宽松协同发力，政策空间充裕，为稳增长提供支撑。随着“十五五”部署落地、新质生产力释放、促消费政策显效，预计 2026 年下半年经济稳中向好、结构趋优。

**(2) 2026 年下半年国内经济展望：年内经济将延续温和复苏，新动能加速领跑**

2026 年上半年中国经济“十五五”开局平稳，出口在高基数与地缘扰动下仍显韧性，成为超预期表现的核心支撑。生产端受外需与新质生产力投资带动表现亮眼，高技术制造、基建投资靠前发力。但内需内生动力不足，消费修复温和，地产投资仍处于寻底阶段，供需、宏微观“温差”犹存。展望 2026 年下半年，政策将延续积极基调，财政托底有效投资，货币保持适度宽松，重点扩内需、促消费、稳楼市，通过稳预期强信心推动经济在稳的基础上提质，具体到各细分方面：

**消费仍是 2026 年宏观政策的首要抓手，但需求端修复的斜率明显放缓，增长动能亟待进一步夯实。**在国内“供强需弱”矛盾尚未根本缓解的背景下，2026 年 1—4 月社零累计同比仅录得 1.9%，较前值回落 0.5 个百分点，4 月单月增幅收窄至 0.2%，指向内生增长动能仍偏弱、消费信心尚处修复通道。政策层面，2025 年 12 月中央经济工作会议将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为年度重点任务首位，直面需求不足核心症结，部署深入实施提振消费专项行动、制定城乡居民增收计划；2026 年政府工作报告进一步将“着力建设强大国内市场”置顶，消费一词全文出现超 30 次，从 1.3 万亿元超长期特别国债中安排 2500 亿元专项额度，并增设千亿级财政金融协同资金，推动以旧换新从“单品补贴”向场景化解决方案升级、补贴品类持续扩围至智能家居与适老产品。上述部署表明消费已从阶段性刺激工具升格为跨周期制度安排，以旧换新继续构成消费的重要支撑，但要政策红利转化为可持续的内生消费需求，关键仍在居民增收预期改善与社会保障托底做实。

图 30：1-4 月社零总额累计同比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

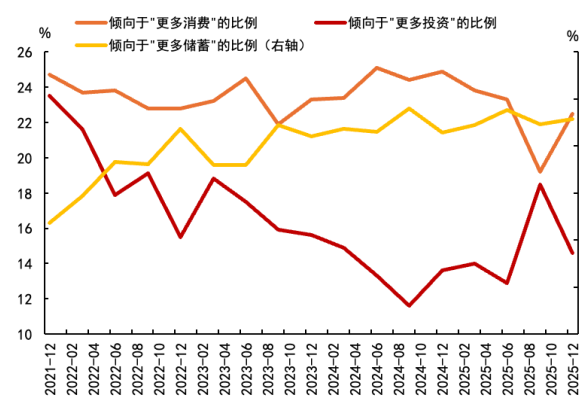
图 31：服务业业务活动预期指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

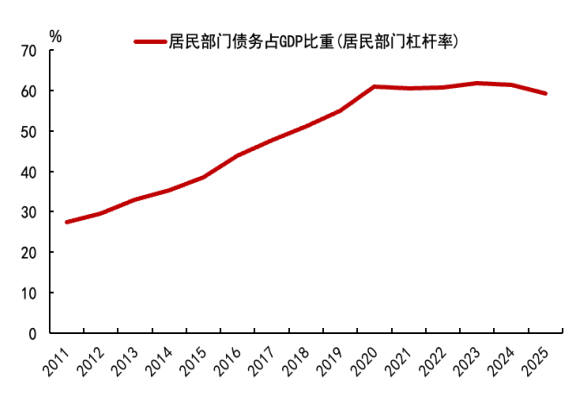
回望 2026 年上半年，我国消费市场已从政策驱动下的脉冲式修复，稳步迈入内生性增长与结构性升级并重的新阶段，成为内需企稳回升的中流砥柱。在提振消费专项行动持续显效、以旧换新政策扩围优化及离境退税“即买即退”全面落地的共同加持下，绿色智能产品与品质服务消费相得益彰，政策重心亦由单纯补贴向“投资于人与民生保障倾斜，通过强化增收减负与兜底机制，为消费能力的长期修复筑牢根基。尽管居民预防性储蓄心态犹存，但在构建强大国内市场的主线下，消费仍是政策发力的重中之重，未来的支持体系将更加系统化与制度化，有望从短期刺激转向常态化机制建设。从结构看，市场升级趋势多维展开，悦己与体验型消费借力 AI 与数字化，在智能穿戴、沉浸式文旅及健康美学领域加速渗透，服务消费持续领跑，银发经济、入境游热潮与文体旅融合不断催生新增长点。随着服务业数字化纵深推进，商品与服务消费的协同效应日益增强，为经济高质量发展注入可持续的内生新动能。

图 32：“更多消费”占比保持低位



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 33：居民部门杠杆率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

表 1：2026 年 1—5 月消费政策汇总

月份	重大政策
1 月	1 月 4 日，商务部等 9 部门发布《实施绿色消费推进行动的通知》。围绕健全绿色消费激励机制提出 7 方面 20 条具体举措，覆盖农产品、家电家装、餐饮住宿等多个领域，明确金融支持政策，优化绿色消费环境，为“十五五”时期绿色消费发展作出系统安排。
	1 月 29 日，国务院办公厅印发《加快培育服务消费新增长点工作方案》通知。对优化和扩大服务供给、培育服务消费新增长点、促进服务消费提质惠民作出系统部署，聚焦文旅、体育、养老、餐饮等重点服务消费领域，破解行业发展堵点，推动服务消费扩容升级。
2 月	2 月 2 日，商务部等 9 单位日前印发《2026“乐购新春”春节特别活动方案》。旨在繁荣节日市场、丰富群众文化生活、激发假期消费活力。
3 月	3 月 5 日，《政府工作报告》发布。将“着力建设强大国内市场”放在全年工作任务首位，明确提出实施提振消费专项行动、安排 2500 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新、设立 1000 亿元财政资金协同促内需专项资金，为全年消费政策定调核心方向。
	3 月 20 日，商务部等 6 部门发布《关于更好服务实体经济推进电子商务高质量发展的指导意见》。重点推动“人工智能+电商”融合发展，引导电商企业加强大模型技术研发应用，优化消费体验，同时赋能中小企业数字化转型，巩固线上消费基本盘。

4 月	4 月 21 日，国务院发布《关于推进服务业扩能提质的意见》。明确到 2030 年服务业总规模迈上 100 万亿元台阶的发展目标，全链条补强生产性服务业薄弱环节，重点提升养老托育、健康服务、文旅体等生活性服务业发展能级，为服务消费长期增长提供制度支撑。
5 月	5 月 12 日，商务部等 6 部门发布《关于加力优化离境退税措施扩大入境消费的通知》。优化完善离境退税全流程政策，扩大退税覆盖范围、简化办理流程，配套推出入境消费配套服务举措。

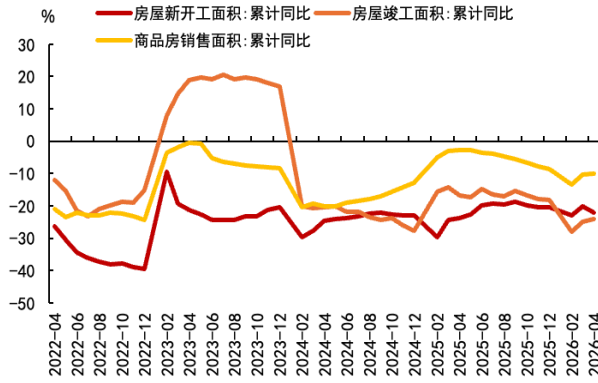
资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

**投资端方面，固定资产投资增速或保持韧性修复，制造业投资或成重要支撑。**地产投资仍处深度调整通道，整体呈低位震荡、降速尚未真正触底的格局，2026 年 1—4 月全国房地产开发投资累计同比下降 13.7%，降幅较一季度扩大约 2.5 个百分点，也较 2025 年同期进一步加深 3.4 个百分点，显示投资端惯性下行比此前市场预期更为顽固。1-4 月房屋新开工面积、房屋竣工面积以及新建商品房销售面积同比增速分别为-22.0%、-24.0%和-10.2%，其中销售面积降幅较一季度微幅收窄 0.2 个百分点，销售端边际改善信号初步显现但绝对动能仍然偏弱。4 月末商品房待售面积约为 7.78 亿平方米，同比下降 0.4%，标志着去库存取得阶段性初步成效，但绝对规模仍处于历史高位区间且压力高度集中于低能级城市，地产行业景气度整体仍处在底部徘徊而非明确反转。

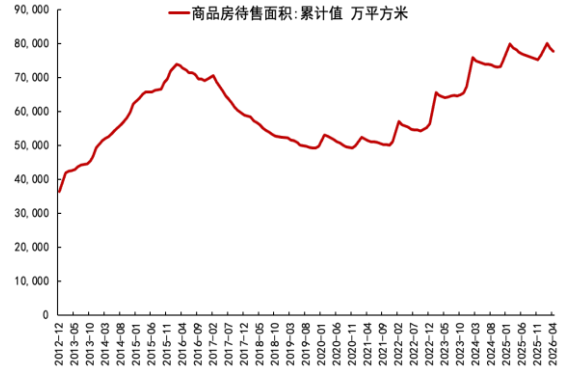
2026 年 4 月 28 日政治局会议将房地产表述从“着力稳定房地产市场”（2025 年 12 月中央经济工作会议口径）调整为“努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新”，标志着政策逻辑从“攻坚式托底”转向“托而不举、存量更新驱动”的新阶段。供给端不再单纯压降而是通过城市更新行动、城中村改造、存量商品房收购转保障房等途径以存量改造间接激活需求，同时“好房子”建设赋予供给侧品质升级新内涵，“十五五”规划进一步明确完善商品房开发融资销售等基础制度并发挥保交房白名单作用防范债务违约风险，这意味着地产投资虽仍不在短期稳增长传统引擎位置上但政策取向已从主动收缩转向稳预期下的有序筑底。此后积极信号逐步累积，待售面积出现同比转负，新房销售降幅趋于收窄，核心城市成交跌幅持续收敛，且土地端央国企围绕高能级城市补储热度回升，为销售预期和居民资产信用边际修复提供了初步支撑，然而房企到位资金仍处深幅下行通道国内贷款收缩明显开发商流动性与信用风险远未出清，行业整体走出底部注定是缓慢、非线性且伴随反复的过程，后续投资端大概率延续低位磨底态势，关键跟踪变量在于销售修复的可持续性白名单与城改资金的落地效率以及头部房企债务风险化解的实际进展。

图 34：房地产相关数据

图 35：商品房待售面积



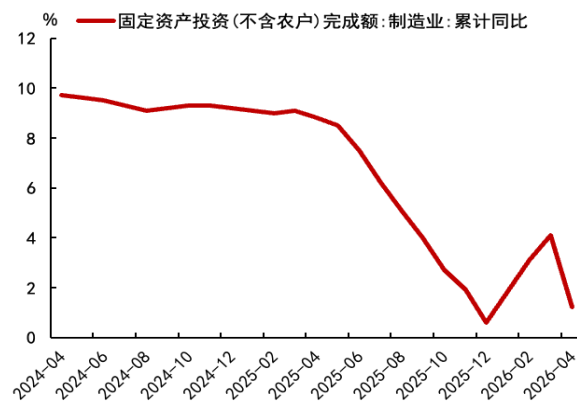
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

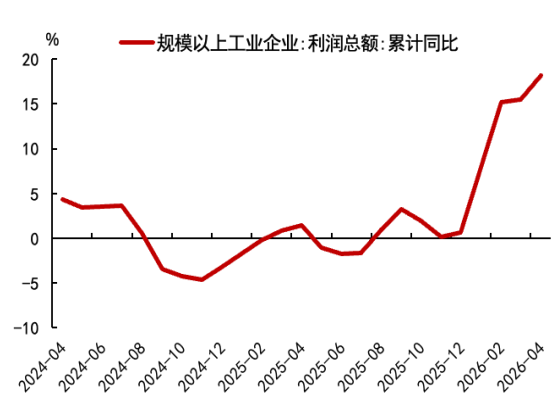
制造业投资方面，2026 年上半年制造业投资已确立温和复苏基调，转型升级步伐在政策与市场的双轮驱动下明显加快。2026 年 1—4 月累计同比增长 1.2%，较一季度回落 2.9 个百分点。在经历前期的结构调整阵痛后，投资动能逐步由“量的平稳”转向“质的跃升”，尽管面临传统需求收缩与部分领域产能过剩的压力，但整体展现出较强的抗冲击能力。下半年，虽有出口替代效应减弱及传统产业更新周期趋缓等扰动，但支撑投资的核心逻辑依然稳固。政策层面，“十五五”规划重大项目进入集中落地期，以新质生产力为核心的投资导向愈发明晰，财政与金融工具精准滴灌高技术及绿色制造领域，设备更新改造贷款贴息等政策持续释放红利，为投资提供坚实托底。市场需求端，智能化与数字化浪潮催生新一轮产能更替需求，新能源汽车、人工智能硬件及低空经济等前沿赛道成为资本聚集高地，带动上游高端装备与核心零部件环节同步扩张。值得注意的是，工业企业盈利状况已走出低谷，利润修复通道进一步夯实，企业资产负债表趋于健康，为扩大再生产提供了充裕的流动性支撑。综合来看，在内需渐进修复与产业升级刚性需求的共同作用下，2026 年下半年制造业投资将延续结构性繁荣态势，高技术制造业投资增速将继续领跑，而传统行业则聚焦于提质增效的存量优化，整体投资将在波动中向价值链高端稳步迈进，展现出由创新驱动的内生增长韧性。

图 36: 制造业投资累计同比增速



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

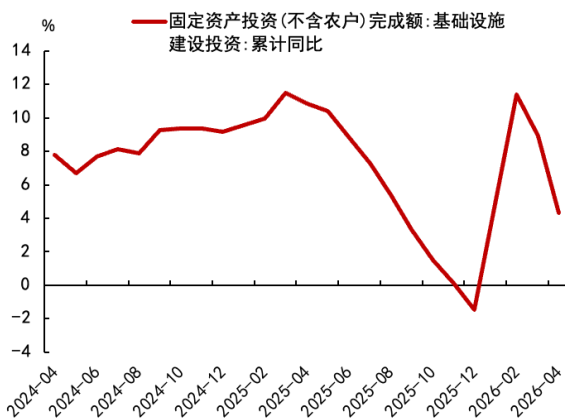
图 37: 规模以上工业企业利润累计同比增速



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

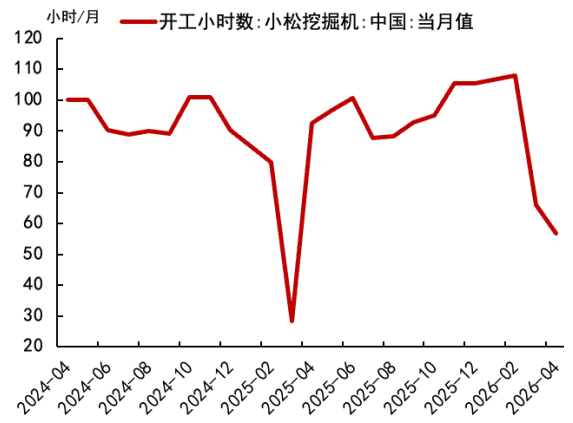
**基建投资方面，预计将延续稳中有进的发展态势。**年初以来，国家层面围绕逆周期调节重新校准发力节奏，在外部地缘风险持续扰动的背景下，基建投资承担起对冲地产投资弱势、填补总需求缺口的核心功能，一季度重大工程密集开工、“两重”建设项目清单加快下达，推动基础设施投资增速明显抬升并持续高于全部投资增速，新型政策性金融工具的扩围加码也对项目资本金瓶颈形成了有效缓解。不过进入春季之后，随着前期前置发行效应递减、新增专项债节奏阶段性放缓以及广义财政支出边际收敛，基建投资单月动能有所回落，反映出当前扩投资仍面临资金到位与实物工作量转化的时滞约束，但同时也意味着下半年政策回旋空间并未收窄。展望下半年，超长期特别国债按月均匀发行的节奏安排与“两重”“两新”资金的下达进度均已明显快于上年同期，专项债发行有望在后期提速放量，叠加中央预算内投资与新型政策性金融工具协同配套，项目落地与资金拨付的衔接效率将持续改善，基建投资作为经济“压舱石”的逆周期属性将进一步强化，预计下半年仍将维持较高强度推进，为巩固全年增长底盘和实现投资端“止跌回稳”提供坚实支撑。

图 38：基建投资数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 39：挖掘机开工小时数

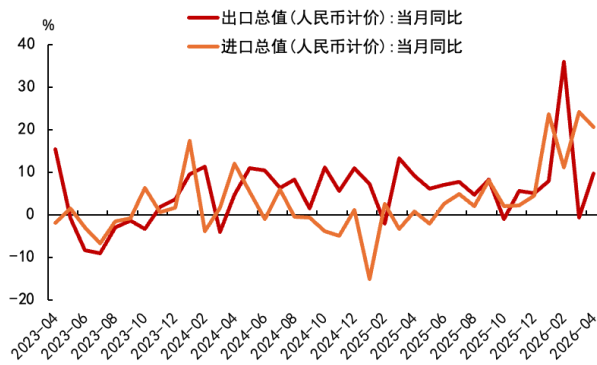


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**外贸方面，2026 年上半年出口呈现较强韧性，下半年出口将面临双重考验。**2026 年 1—5 月我国累计出口以人民币计价约 13.4 万亿元，同比增长 6.8%，虽较 2025 年同期略有放缓，但在高基数背景下仍显韧性。增长动能主要来自 AI 算力设备、储能系统及高端装备等资本品出口放量，以及企业对东南亚、中东等新兴市场的深度开拓。当前我国出口韧性的底层支撑已完成从成本优势向系统优势的跃迁，机电与高技术产品出口占比突破六成，集成电路、工业机器人、高端装备等资本品成为新增长引擎，与此同时我国对美出口占比进一步收缩，对东盟、欧盟及共建“一带一路”国家的贸易增速均保持双位数增长，供应链区域化布局使我国从终端组装者升级为亚洲制造网络的核心供给枢纽。展望 2026 年下半年，出口将面临“高基数消化+政策变数”的双重考验。美国虽因法院裁定调整关税工具，但进一步大幅升级的空间已受到法律约束，加之上半年部分订单前置的透支效应预计下半年出口增速温和放缓。不过凭借全产业链配套能力与新兴市场工业化刚需，出口失速风险可控，全年有望保持正增长。进口方面，2026 年上半年进口随内存芯片价格飙升而呈现结构性回升，但地产链偏弱仍制约增速中枢，2026 年下半年随着稳增长政策继续落地、消费复苏向纵深推进以及低基

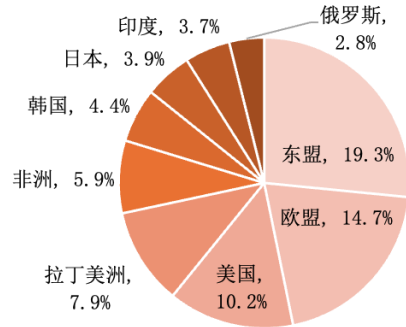
数效应释放，进口有望延续温和修复。

图 40：中国进口与出口同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 41：中国出口国别占比

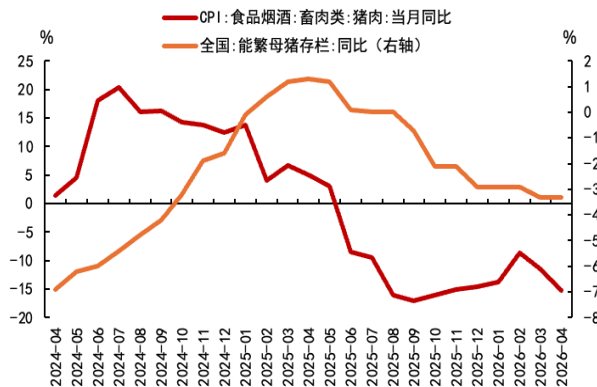


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**通胀方面，2026 年下半年物价有望延续温和再通胀态势，但修复基础仍待夯实。**

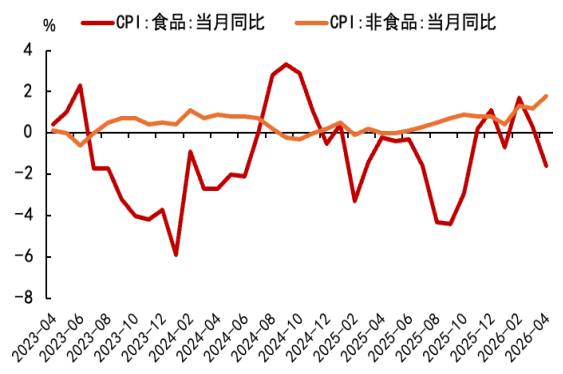
当前 CPI 已从前期低位逐步回暖，核心 CPI 稳中有升，显示下游需求边际改善，但非食品项对能源价格波动的依赖度较高，服务消费复苏斜率尚不足以支撑全面涨价，内需不足仍是核心约束。PPI 则在基数效应与上游原料价格传导下转正，但中下游行业盈利承压，价格传导不畅问题凸显，地产链需求疲软与出口不确定性继续压制工业品价格上行空间。政策层面，2026 年全年 CPI 目标维持在合理区间，为货币政策预留宽松余地，央行重申将物价温和回升作为重要考量，后续降准降息等工具仍具操作空间。CPI 方面，随着消费刺激政策加码与居民收入预期改善，服务价格或持续修复，但猪周期下行与耐用品消费疲软可能形成对冲，预计下半年 CPI 将呈现温和波动、中枢缓升的格局，难以快速触及目标上限。PPI 方面，尽管“反内卷”政策推动产能优化，但全球需求放缓与地缘政治风险可能加剧大宗商品价格震荡，叠加国内地产投资偏弱，PPI 大概率维持低位震荡，阶段性转正后仍面临反复压力。整体而言，宏观政策正处于存量消化与增量酝酿的关键期，扩内需与供给侧改革将协同发力，通过提振居民消费、优化投资结构巩固物价回升基础，但外部不确定性可能延缓政策见效节奏，需警惕油价波动与贸易环境变化对通胀预期的扰动。

图 42：猪肉价格与能繁母猪同比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 43：食品与非食品价格同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**预计下半年财政政策将维持积极基调，财政支出结构持续优化、更加多元。**2026 年政府工作报告明确延续更加积极的财政政策，强化逆周期与跨周期调节，持续加大财政支出强度。2026 年全国一般公共预算支出规模达 30.01 万亿元，较 2025 年增加 1.27 万亿元，财政资金将加快拨付落地、尽快形成实物工作量，支出重点持续聚焦惠民生、促消费、补短板、增后劲，全力提升财政资金使用效能。2026 年我国财政赤字率维持 4% 左右，赤字规模 5.89 万亿元，较上年增加 2300 亿元，赤字增量全部由中央财政承担，既贴合国内经济稳步复苏的基本面，释放稳增长积极信号，也有效统筹债务风险，增强财政可持续性，预留充足政策应对空间。为强化宏观调控力度，2026 年中央拟发行 1.3 万亿元超长期特别国债，同时新增 3000 亿元特别国债补充银行资本金，延续对重大基建、重点领域建设的资金支撑，助力二三季度基建投资平稳增长。本年度新增地方政府专项债务限额 4.4 万亿元，持续落实每年 8000 亿元专项债资金置换隐性债务的既定安排，有效补充政府性基金财力、化解地方债务压力。当前赤字、专项债、特别国债等财政工具仍预留灵活扩容空间，政策端将持续以超常规力度提振内需、激活消费，加快落地存量政策、适时推出储备政策。整体来看，2026 年新增政府债务总规模 11.89 万亿元，较 2025 年增加 2600 亿元，政府性基金预算财政发力特征凸显，全方位助力经济稳增长、促转型、防风险。

财政支出方面，2026 年 1—4 月我国广义财政支出呈现前置发力特征，累计同比增速达 0.4%，一般公共预算支出同比增长 1.3%，支出进度完成 31.6%，较过去五年均值高出 0.7 个百分点，展现出财政对经济的稳定支撑。值得注意的是，财政支出结构持续优化，教育、社保就业、卫生健康、住房保障四大民生领域支出占比提升至 41.3%，创近年新高，其中社保就业支出增速达 9%，卫生健康支出增速达 6.5%，凸显“投资于人”“服务于民生”的政策导向。面对 4 月政治局会议指出的“经济持续复苏基础仍需进一步巩固、外部不确定性增加”的复杂环境，下半年财政政策或沿着精准有效与结构优化双轨路径加力提效：一方面通过 4.4 万亿元待发专项债及 1.3 万亿元超长期特别国债额度释放，维持广义财政支出中枢稳定，重点支持重大项目建设、隐性债务置换和政府拖欠账款消化。另一方面聚焦结构化政策工具创新，包括消费升级补贴扩围、科技创新税收抵免及城市更新与新基建专项债扩容等定向发力，形成总量支撑与结构优化的政策组合，确保在经济高质量发展转型过程中有效平滑波动，为全年 5% 左右增长目标的实现提供持续性财政保障。

图 44：财政赤字与比率

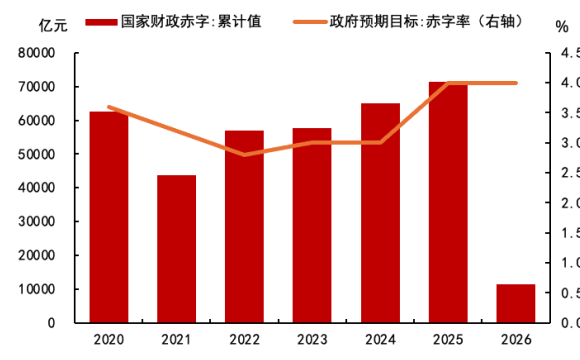
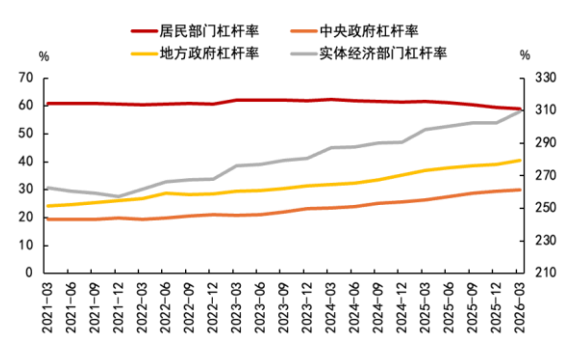


图 45：宏观杠杆率



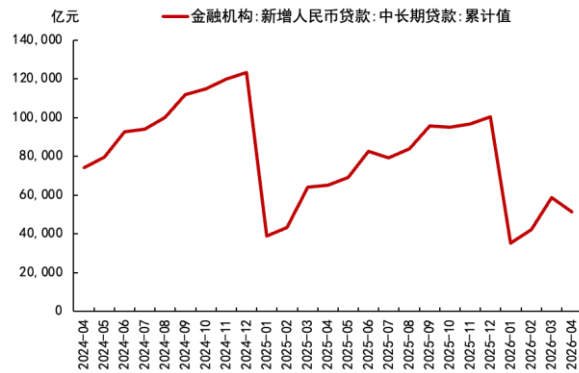
货币政策方面，将延续适度宽松基调但操作更趋精准审慎，降准、降息仍有空间但节奏将以相机抉择的方式展开。回顾政策脉络，继 2024 年 12 月中央政治局会议将货币政策基调由“稳健”调整为“适度宽松”之后，2025 年 12 月政治局会议在分析研究 2026 年经济工作时明确“继续实施适度宽松的货币政策”，确认了这一支持性立场在“十五五”开局之年的延续性，今年以来央行通过逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具持续提供多层次流动性支持，结构性货币政策工具不断扩容增效，体现了政策操作的连贯性与存量增量协同发力的一贯思路。从国内来看，当前物价形势较前期呈现温和回升迹象，但仍处于偏低区间且回升基础有待进一步夯实，同时内需修复的持续性仍需巩固，在外部环境方面地缘政治风险上升带来供给冲击与输入型通胀压力有所显现，在“把促进物价合理回升作为重要考量”的政策逻辑下，适度宽松基调的延续具备现实依据。往后看，鉴于国内需求端修复尚不均衡、名义增长对宽松货币环境的依赖仍未解除，预计货币政策将继续坚持支持性立场、以“精准有效”为核心取向，在稳增长、防风险与内外均衡间寻求动态平衡，降准降息等总量工具虽不会密集出台但仍有运用窗口，更多时候将通过灵活运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕并优化资金传导。此外，后续央行将持续倚重结构性政策工具定向发力，围绕科技创新、提振消费、中小微企业等重点领域提供精准支持，预计货币信贷将保持合理增长节奏，流动性环境仍大概率维持在相对宽松的区间，为做实内需、巩固经济回升向好势头提供适宜的金融条件。

海外市场方面，市场对美联储的宽松定价已从此前的一致降息预期全面退潮，当前主流预期正朝着“更高更久”的方向重置，全年维持利率不变甚至进一步推迟宽松至明年才具备操作可能性的看法占据上风。近段时期供给端冲击叠加美方持续推进的全球关税体系重塑，使美国通胀呈现出粘性回升而非顺利回落的态势，关税成本经由企业利润消化阶段的缓冲后正逐步向终端消费价格形成二阶传导效应，与此同时就业市场虽边际信号混杂但整体尚未释放出足以倒逼政策转向的冷却证据，两者共同强化了美联储延续“数据依赖”式观望，甚至暂停释放任何默认宽松信号的立场。在美方关税博弈仍处于与主要经济体反复拉锯的磋商阶段、通胀路径因能源与贸易政策双重不确定性而向上倾斜的背景下，美联储短期可能仍不具备降息条件，反而需要为通胀预期脱锚的风险保留政策弹性，这意味着外部利率高位的持续时间将比此前市场预期更长。在此约束下，我国货币政策的自主调控空间依然成立，但操作上将更加注重节奏与时机的拿捏，依托于内外均衡的动态平衡来相机抉择，偏向以结构性工具精准滴灌科技创新、促消费、小微民企等核心领域为主线，总量工具则留存为应对内需修复不及预期或外部金融条件突变时的后手，在保持流动性合理充裕、稳定内需预期的同时，也为防范汇率超调与跨境资本波动预留充足的政策纵深，从而在“稳增长”“调结构”与“防风险”的三重目标框架下实现宏观调控的精准施策。

总的来看，适度宽松的货币政策基调在 2026 年并未转向，只是在“十五五”开局之年叠加了更多的提质增效含义，即政策目标从单纯对冲下行压力，扩展为在稳增长、调结构、防风险、促改革之间寻找最优平衡点，预计下半年宏观政策将继续以财

政发力打底、货币精准配合的方式强化有效性，经济增长有望在 4.5%至 5%的区间内沿高质量发展轨道运行，随着内需内生动力在新消费、新产业和存量政策滞后效应的共振下逐步夯实，经济复苏的步伐将从“政策托举下的企稳”走向更具可持续性的结构性强势。

图 46：新增人民币中长期贷款累计值



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 47：社融存量同比增速

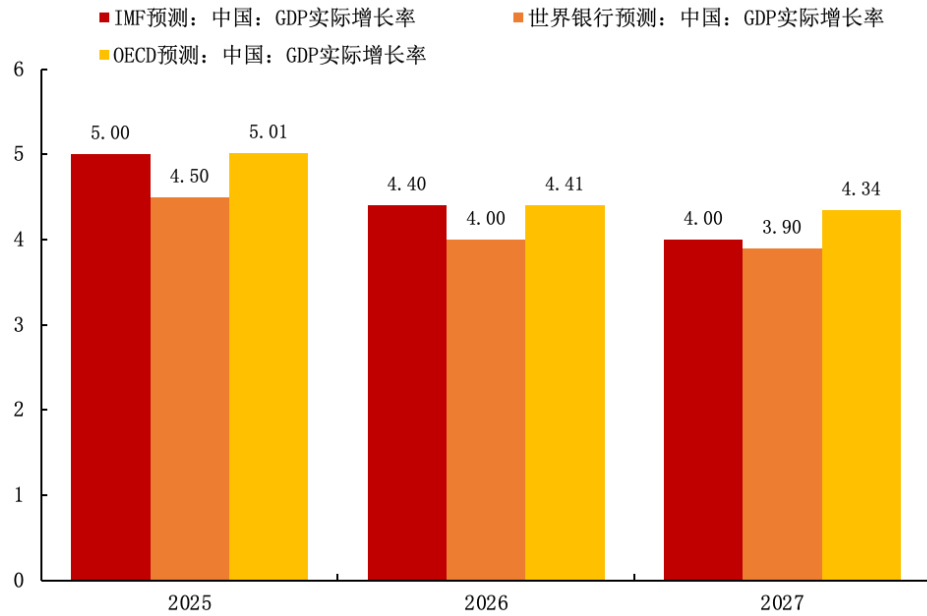


数据来源：iFind，东莞证券研究所

整体来看，外部环境方面，全球经济复苏动能趋弱，增长分化格局延续，地缘政治冲突多点频发与贸易保护主义持续抬头构成核心扰动，主要经济体关税壁垒与供应链重构策略不断推升国际经贸成本，能源市场波动加剧与通胀黏性相互交织，为经济增长前景蒙上厚重阴影。国内市场方面，2026 年下半年中国经济将在“十五五”规划纵深推进与宏观政策精准协同中巩固复苏基础，财政货币政策保持积极有为与灵活适度基调，超长期特别国债与大规模设备更新等增量政策持续转化为实物工作量，为稳增长提供坚实支撑。制造业高端化、智能化、绿色化转型提速与战略性新兴产业集群发展壮大，推动新质生产力进入全面赋能实体经济的关键阶段，成为拉动增长的核心引擎。消费端在服务消费提质扩容、居民收入预期改善及民生保障网织密加固的多重作用下渐进复苏，内需潜力稳步释放但仍需政策持续呵护。面对外部“逆风”，我国坚持“以我为主”的战略定力，通过深化重点领域改革激发市场主体活力，依托超大规模市场优势与全产业链韧性筑牢经济安全屏障。展望 2026 年下半年，随着供需循环日益畅通与内生动力不断增强，国内经济有望在更高质量、更有效率的发展轨道上进一步夯实向好基础，延续总体平稳、稳中有进的增长态势。

根据同花顺 iFind 数据，截至 5 月 26 日，IMF、世界银行以及 OECD 对我国 2026 年 GDP 同比增速的最新预测分别为 4.40%、4.00%和 4.41%，整体对我国未来经济增速维持稳步增长的预期。

图 48：国际机构对中国经济增速预测



数据来源：同花顺 iFind，东莞证券研究所

表 2：2026 年 1—5 月重大经济政策汇总

月份	重大政策
1 月	1 月 9 日，国务院常务会部署实施财政金融协同促内需一揽子政策。围绕促消费、支持民间投资推出贷款贴息、专项担保、风险分担等举措，是开年首个核心稳增长政策，为全年内需扩张奠定政策基础。
2 月	2 月 6 日，国务院常务会研究促进有效投资政策措施，创新完善政策工具，用好中央预算内投资、超长期特别国债、专项债等，在基础设施、城市更新、新兴产业等领域谋划重大项目，明确推动投资止跌回稳的核心路径。
3 月	3 月 5 日，十四届全国人大四次会议开幕，发布《政府工作报告》，明确全年经济增长目标 4.5%—5%，部署建设强大国内市场、培育新质生产力、深化改革开放等核心经济工作，是全年经济工作的总纲领。
	3 月 13 日，国务院常务会议讨论通过《国务院 2026 年重点工作分工方案》，将政府工作报告确定的重点任务分解落实，明确各部门职责，推动各项政策落地见效，保障全年经济目标执行。
4 月	4 月 24 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，明确要精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，持续扩大内需、优化供给，为二季度经济工作明确政策方向，稳定市场预期。
5 月	5 月 9 日，央行发布 2025 年第一季度中国货币政策执行报告，并指出，实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。
	5 月 21 日，国务院常务会议研究推进全国统一大市场建设有关工作，进一步破除地方保护和市场分割，完善市场基础制度规则，打通制约经济循环的关键堵点，是构建新发展格局、畅通国内大循环的核心举措。
	5 月 25 日，央行公告，为保持银行体系流动性充裕，中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

## 2.2 2026 年下半年资本市场展望：三维协同发力，共筑高质量发展生态

随着新“国九条”政策框架全面落地见效，资本市场治理体系不断完善，行业生态加快重塑与优化。同时“十五五”规划明确提出，健全投资和融资相协调的资本市场功能，优化发行上市、信息披露、并购重组、退市等基础制度，提高上市公司质量，建立健全市场内在稳定性长效机制。

作为“十五五”规划的开局之年，展望 2026 年下半年，资本市场的运行逻辑将呈现“三维协同”特征：功能端通过发行制度改革与市场生态重塑，全面提升对新质生产力的服务效能；资金端通过保险、理财、养老金三大主力资金的政策红利集中释放，构建“长钱长投”的良性生态；资产端通过分红回购制度约束与融资工具创新，推动上市公司以真金白银回报投资者。三者相互支撑、形成闭环，共同为资本市场长期健康发展筑牢坚实基础。

### 2.2.1 提高市场包容性和适应性，精准服务新质生产力

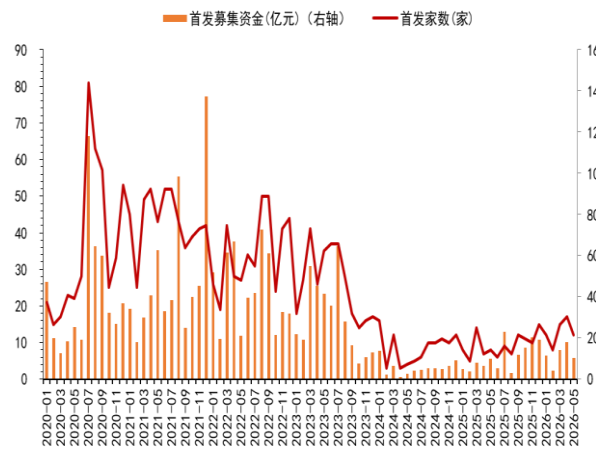
**政策支持全面创新的资本市场生态，精准服务新质生产力。**2025 年，针对科创板改革，证监会推出“1+6”政策体系，以设置科创成长层为核心抓手，配套 6 项精准支持举措，全面提升对未盈利前沿科技企业的制度包容性与适配性。同时，2026 年 4 月发布的《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》增设创业板第四套上市标准，侧重于前沿技术的引入、转化和应用，为新兴产业和未来产业领域优质创新创业企业提供更好金融服务。“两创板”在坚守各自定位的基础上，较好地实现了错位发展、优势互补。其中，科创板突出“硬科技”特色，重点服务开展关键核心技术攻关的企业，已在集成电路、生物医药等领域形成了产业集群；创业板主要服务成长型创新创业企业，培育了一批新能源、高端装备等领域标杆性企业。

**一级市场稳量提质，科技属性持续增强。**截至 2026 年 5 月 31 日，2026 年 IPO 家数和融资金额分别为 64 家和 578.57 亿元，股权融资总体规模保持平稳。随着一二级市场联动协同发展，逆周期调节机制持续发力，市场融资规模与节奏实现供需动态平衡，整体更加科学有序。在此基础上，随着支持科技创新的系列政策持续落地显效，资本市场的科创属性与科技含量有望稳步提升，更好地服务新质生产力。

**持续巩固深化常态化退市机制，执行多元化退市标准，构建进退有序、优胜劣汰的资本市场良性生态。**截至 2026 年 6 月 10 日，2026 年共有 9 家 A 股上市公司退市，退市原因主要涵盖规范型退市、交易型退市、主动型退市和其他型退市等。多元化退市格局的加速形成，标志着资本市场优胜劣汰机制进入常态化运行阶段。这不仅破解了“僵而不退”的现象，更让资本市场优化资源配置的功能得到充分释放，从整体上降低了市场的信用违约风险与估值泡沫风险。北交所首例退市案例的诞生，意味着常态化退市已不再是单一板块的试点，而是覆盖全市场的基础性制

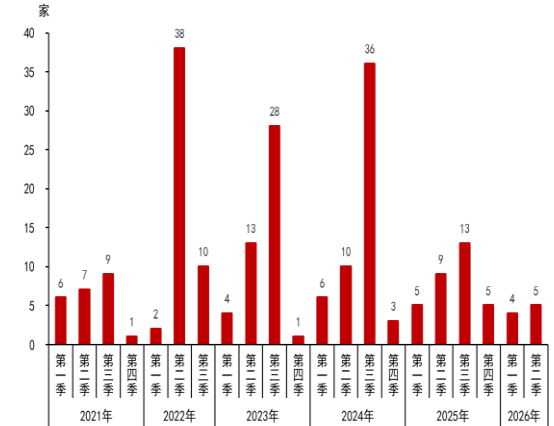
度，为构建健康可持续的资本市场生态奠定坚实基础。

图 49：IPO 家数及募集金额



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 50：退市家数



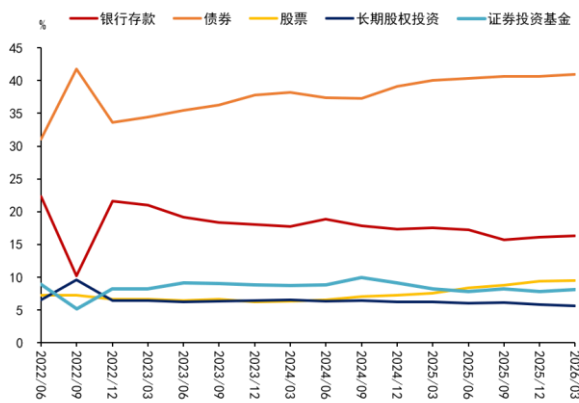
数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.2.2 中长期资金入市机制不断完善，构建“长钱长投”的良性生态

2025 年六部门联合发布《推动中长期资金入市实施方案》，着力破解“长钱短投”问题，明确三年长周期考核等量化标准，引导保险、社保、年金等长期资金加大入市力度。通过配套指数化投资等举措，从资金端、考核端、产品端协同发力，推动市场投资行为向长期化、价值化转型，夯实资本市场健康发展基础。展望 2026 年下半年，针对保险资金、银行理财、社保及养老金三大长期资金的政策红利或继续释放。政策将继续营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境，构建中长期资金“愿意来、留得住、发展得好”的市场环境。

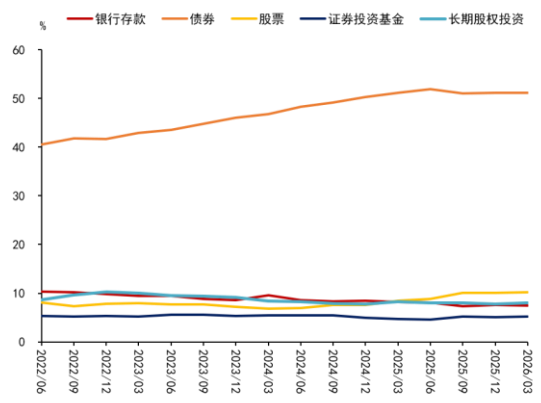
**三重政策协同发力，险资入市潜力充分释放。**首先，投资空间持续拓宽，2025 年 4 月监管将险企权益类资产配置档位简化，将部分档位偿付能力充足率对应的权益投资比例上调 5%，提升险企权益投资空间，有望提升险企权益投资弹性并助力资本市场发展。其次，资本消耗显著优化，2025 年 12 月对持仓超 3 年的沪深 300 成分股、超 2 年的科创板股票风险因子分别下调 10%，从而缓解险企偿付压力、鼓励长期投资。最后是考核机制的长期化改革，2025 年 7 月政策明确将国有险企的年度考核权重降至 30%，3—5 年周期考核权重提升至 70%；同时 2026 年全面实施的 IFRS9/17 新会计准则，允许险资将高分红股票计入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）科目，有效平滑短期股价波动对利润表的影响，强化险资长期持有高股息、稳增长资产的内在动力。截至 2026 年 3 月，财产保险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 9.46%、5.66%和 8.09%。人身保险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 10.14%、7.98%和 5.25%。其中，人身保险公司和财产保险公司投资于股票占资金运用余额比例均创历史新高。随着这一系列“空间扩容、资本减负、机制重塑”的政策组合拳落地成效，险资权益配置意愿持续升温，形成支撑 A 股市场长期稳健运行的压舱石。

图 51：财产险公司各资产占资金运用余额比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

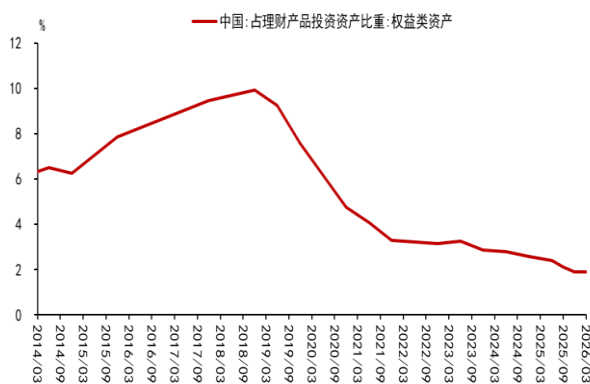
图 52：人身险公司各资产占资金运用余额比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

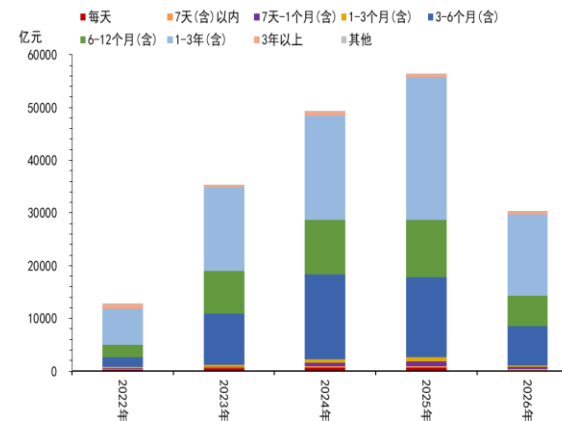
**政策红利持续释放，银行理财资金或成 A 股重要增量来源。**2025 年 1 月，六部委联合印发方案正式将银行理财子公司纳入战略投资者范畴，允许其参与上市公司定向增发，为理财资金以长期股东身份深度参与资本市场打开了大门。同时为资本市场带来更多增量资金，也将进一步提振投资者信心，推动资本市场健康持续发展。同年 3 月，证监会修改承销管理办法，将银行理财纳入 IPO 网下 A 类配售对象，彰显其专业定价与投资能力。截至 2026 年 3 月，理财产品投资资产余额为 34.13 万亿元。而权益类资产占理财产品投资资产比例仅为 1.9%，创历史新低。从产品委托期限来看，2022 年 7 月至 2026 年 6 月 1 日发行的产品中，委托期超过 3 年的仅占 1.77%，而期限在 1 年及以内的则高达 47.25%，银行理财平均存续期限较短。我们认为加大银行理财长期限产品的发行力度或将有利于培育长期资本、耐心资本。低利率环境下，银行理财资金或正摆脱对传统固收资产的单一收益依赖，加速布局权益市场，通过参与打新、定增、REITs 投资等方式，发力多资产、多策略，打造固收之外的收益新引擎。

图 53：权益类资产占理财产品投资资产比重



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 54：银行理财新发规模统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**扩大委托投资规模、推动长周期考核，基本养老保险基金为资本市场注入稳定“长钱”。**基本养老保险基金是中长期资金，其扩大委托投资规模后，有望为资本市场注入稳定的“长钱”。人力资源和社会保障部数据显示，截至 2024 年底，基本养老保险基金累计结余 8.72 万亿元，投资运营规模为 2.34 万亿元，占比 26.83%。目前

基本养老保险基金委托投资的资金占比较小，未来可以归集并委托投资的基金规模还相当庞大。持续扩大委托投资不仅能为资本市场带来数万亿元长线资金，更能充分发挥其“稳定器”作用，促进市场长期健康发展。投资比例方面，全国社保基金投资股票类资产的比例上限已调整至 40%，为增加权益配置留出了充足空间。机制方面，长周期考核体系正加速落地见效，从根源上破解“长钱短投”的错配问题。当前政策要求基本养老保险基金全面建立 3 年以上长周期考核，全国社保基金实施 5 年以上长周期考核，企业年金相关指导意见也已印发征求意见稿。2025 年以来，公募基金、国有商业保险公司的 3 年以上长周期考核机制已先后落地；同年 6 月人社部首次公布企业年金“近三年累计收益率”，标志着年金基金长周期考核进入实操阶段。长周期考核将带来三重核心效应：一是避免管理人因短期回撤被动减仓，有效熨平市场剧烈波动；二是推动资金持续流向高股息、稳健现金流资产，抬升市场整体估值中枢；三是通过积极股东行为倒逼上市公司提升治理水平与分红比例，形成“资金—治理—回报”的正向循环。

### 2.2.3 上市公司增持回购分红力度有望加码，增强股东获得感

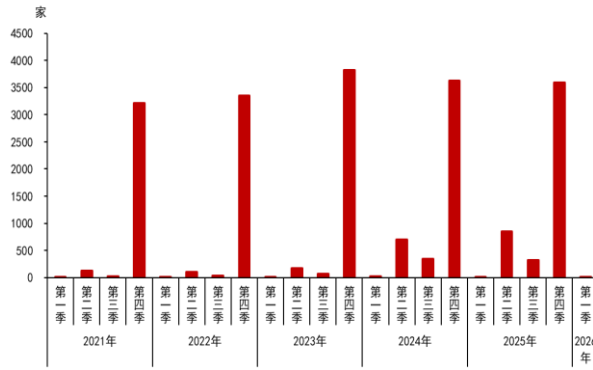
上市公司是资本市场的基石，其回报投资者的能力决定了市场的投资价值与长期吸引力。2026 年下半年，在新“国九条”政策体系持续深化与“长钱长投”生态建设的协同推动下，政策将不断推动上市公司从“重融资、轻回报”向“融资与回报并重”转变，切实增强投资者的获得感。

**首先，分红回购的制度约束显著强化，形成了明确的政策导向。**新“国九条”明确规定，对于符合现金分红条件但分红未达标的公司，监管部门不仅将限制其大股东减持，还将对其股票实施其他风险警示。同时，大力鼓励上市公司实施一年多次分红、中期分红，增强分红的稳定性、持续性和可预期性。这种制度性约束或鼓励上市公司将股东回报纳入长期战略规划，而非应对市场波动的临时举措。2026 年 3 月证监会表示，新“国九条”颁布这两年来上市公司累计分红回购 5.23 万亿元，创历史新高。2025 年年度有 3589 家上市公司宣布现金分红，较 2024 年同期减少 37 家；2026 年一季报有 9 家上市公司宣布现金分红，较 2025 年同期减少 3 家。展望 2026 年下半年，上市公司或将加大分红力度，增加分红频次。

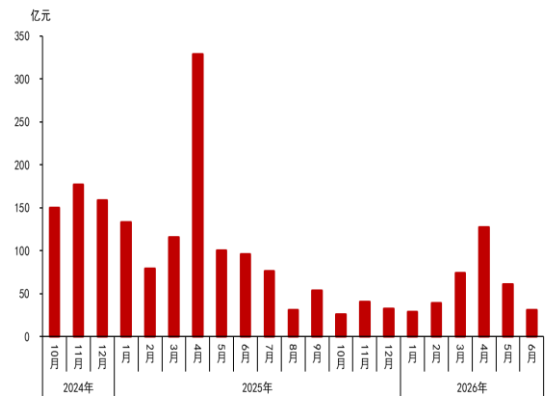
**其次，配套融资工具的创新为上市公司实施回报提供了实质性支持。**2025 年 1 月央行优化股票回购增持专项再贷款政策，将上市公司自有资金出资比例要求降至 10%，并将贷款期限延长至 3 年，减轻借款人资金压力。截至 2026 年 3 月，金融机构股票回购增持贷款已发放超 1800 亿元。展望下半年，若上市公司股价出现明显低估，股票回购增持再贷款工具将为主要股东提供低成本资金支持，使其能够主动开展回购或增持操作。这一机制将构建资本市场内生的估值修复与稳定平衡器，有效平抑恐慌性下跌，阻断负面情绪传导链条，遏制市场单边下行的负向反馈循环。

图 55：现金分红家数

图 56：上市公司股票回购增持贷款情况（截止至 2026 年 6 月 9 日）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

最后，投资者回报的强化与中长期资金的入市形成了“价值发现”与“价值实现”的良性互动。2026年3月证监会表示，2025年，各类中长期资金显著加大入市力度，社保资金、保险基金、年金基金、公募基金、券商自营合计净买入A股超过8000亿元，再加上相关资金购买权益类基金、央企上市公司回购增持等资金，中长期资金实际新增入市规模超过一万亿元。同年6月证监会表示，过去五年，基金行业股票投资规模增长41%达到13.4万亿元，持有A股流通市值占比达13.7%。而权益类公募基金规模占比目前不到30%，远低于成熟市场60%的平均水平。我们认为中长期资金的入市过程本质是价值发现：通过深度基本面研究，筛选出治理规范、盈利稳定、具备持续分红能力的优质公司，并通过长期持有给予估值溢价，让真正创造价值的企业获得资本认可。而上市公司为吸引长期资金的青睐，或会主动通过加大现金分红、实施注销式回购、提高股东回报规划透明度等方式强化投资者回报，将企业盈利转化为股东实实在在的收益，完成价值实现。

2026年作为“十五五”规划的开局之年，在新“国九条”政策体系全面落地深化的坚实基础上，中国资本市场将全面开启以“功能端、资金端、资产端”三维协同为核心的高质量发展新阶段。功能端以发行制度改革与市场生态重塑为抓手，全面提升对新质生产力的服务适配性；资金端通过保险、银行理财、养老金三大主力资金的政策红利集中释放，构建“长钱长投”的良性生态；资产端通过刚性制度约束与创新融资工具并举，推动上市公司从“重融资”向“投融资并重”转变，以真金白银回报投资者。三者环环相扣、形成闭环，共同为资本市场长期稳健运行筑牢制度根基。

## 2.3 市场因素分析：业绩与估值双升，市场增量资金稳步入市

### 2.3.1 盈利：A股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续

此前上市公司公布了2025年年报和2026年一季报数据，2025年我国经济总体稳中有进、韧性凸显，外贸出口表现亮眼，基建投资提速、地产市场边际改善，全年GDP如期实现5%左右的增长目标。不过经济运行仍存结构性压力，内需复苏偏缓、实体融资需求不足、物价走势偏弱等问题亟待化解，也对上市企业盈利形成一定拖累。全部A股上市公司2025年度归母净利润同比增速为2.05%，较2025年前三季度下降

约 3.02 个百分点，整体盈利情况有所放缓。进入 2026 年一季度，受一系列宏观举措持续落地，政策驱动内需效能持续显现以及基数效应等因素影响，A 股盈利增速回升，2026 年一季度全部 A 股归母净利润同比上涨 6.93%，增速较 2025 年全年回升 4.89 个百分点，实体经济与上市企业盈利端逐步筑底回升。

从产业链来看，上游方面，2025 年工业原材料行业内部各子行业表现呈现显著分化，钢铁和有色金属行业净利润同比大增，煤炭和石油石化净利润同比下降。2026 年一季度，受大宗商品价格上行、新能源与 AI 需求扩张、地缘冲突等因素影响，有色金属和石油石化行业净利润同比增长。而钢铁行业净利润同比增速较 2025 年由正转负，煤炭行业净利润同比增速较 2025 年降幅收窄。农林牧渔板块，2025 年盈利增速下滑，2026 年一季度，受生猪供给过剩、猪价深跌、养殖端大面积亏损影响，净利润转负，板块整体盈利状况不佳。

中游方面，2025 年及 2026 年一季度，轻工制造板块业绩持续承压，净利润保持负增长态势。2025 年和 2026 年一季度，化工行业景气度回升，净利润同比实现正增长。建筑装饰板块方面，受困于房地产持续低迷、地方财政承压和项目回款放缓等因素，2025 年和 2026 年一季度建筑装饰板块净利润同比增速为负。建筑材料板块方面，2025 年和 2026 年一季度需求延续承压，板块净利润同比增速下降。受电网投资加码、新能源装机高增、算力用电爆发及出海需求旺盛影响，电力设备行业 2025 年及 2026 年一季度整体业绩大幅回升。

下游方面，2026 年一季度房地产行业业绩亏损进一步扩大，毛利率持续走低。在“以旧换新”国家补贴政策退减和高基数下，家用电器行业整体业绩有所下滑。消费板块业绩分化较大，食品饮料、医药生物、商贸零售和社会服务业绩增速由负转正，汽车和纺织服饰业绩增速由正转负，美容护理业绩降幅同比扩大。

TMT 行业方面，2026 年一季度电子、计算机和通信板块保持正增长，传媒板块业绩增速由正转负。金融板块方面，非银金融业绩增速由正转负，银行业绩增速保持正增长。

展望 2026 年下半年，随着国内一季度经济实现良好开局、4 月中央政治局会议明确稳增长政策导向、宏观调控协同发力落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供了强有力的支撑。此外，产业升级与新质生产力加速落地，企业盈利拐点显现，流动性环境保持充裕和资本市场信心逐步修复。展望后续，经济运行有望稳中有进、持续向好，A 股盈利增速有望逐步改善、稳步抬升。

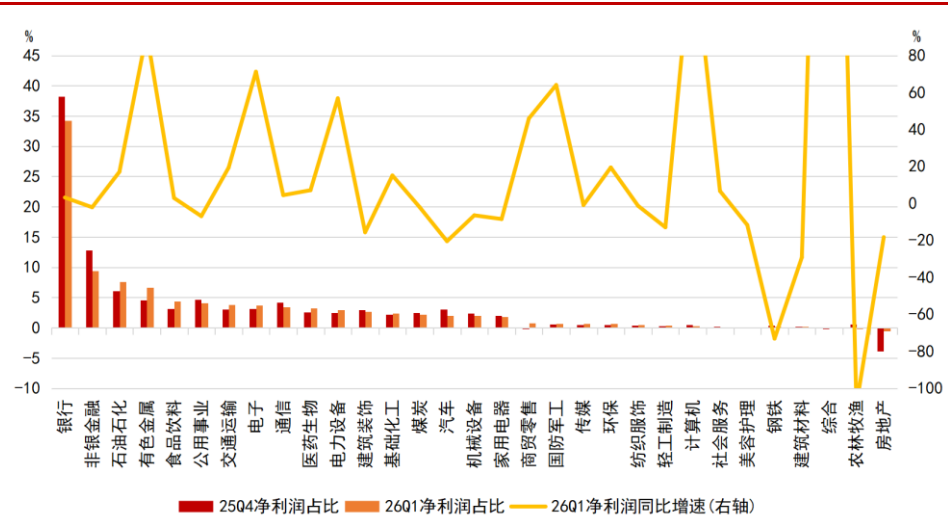
表 3：板块归母累计净利润同比增速（%）

板块	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q2	25Q3	25Q4	26Q1
全部 A 股	-4.47	-2.73	-0.18	-2.27	3.56	1.90	5.07	2.05	6.93
全部主板	-4.68	-2.44	0.54	-1.24	3.69	1.73	4.44	1.08	5.12
创业板	1.51	-1.30	-4.59	-11.20	15.65	9.01	16.58	19.72	22.39
科创板	-7.62	-23.78	-28.96	-38.90	-50.71	-12.44	11.48	26.58	196.14

北证A股 -6.12 -15.36 -11.77 -14.77 1.14 -1.68 1.27 -6.39 -8.01

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 57：申万行业净利润占比变动及 2026Q1 上市公司净利润同比增速情况（%）

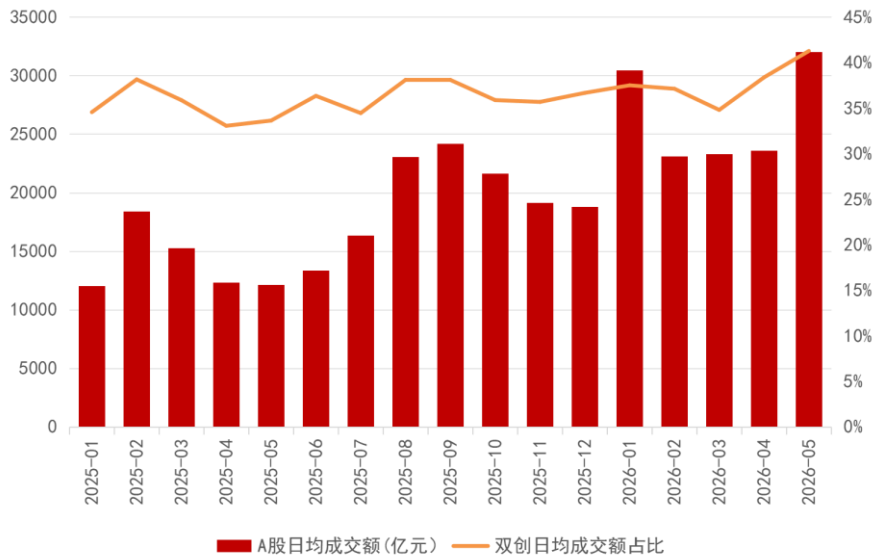


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 2.3.2 成交额：A 股市场整体成交持续回暖，科技主线持续获资金青睐

2026 年以来，A 股日均成交额呈现明显抬升趋势，尤其是 2026 年 5 月，日均成交额突破 3.2 万亿元，创下阶段性新高，显示市场整体流动性持续宽松，交投活跃度显著提升。双创板块资金占比持续走高，伴随市场整体成交扩容，双创板块日均成交额占比同步攀升，2026 年 5 月占比已突破 41%。AI 算力、半导体自主可控、高端制造等科技赛道的景气度持续上行，产业政策与业绩兑现形成共振，吸引资金向具备高成长潜力的双创板块聚集，市场上超过四成的交易资金集中流向了科创板和创业板，科技成长板块的资金吸引力大幅增强。

图 58：A 股日均成交额及双创板块日均成交额占比（亿元、%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 2.3.3 估值：A 股整体估值处于近十年极高位置，呈现结构性分化特征

从整体估值来看，根据 Wind 数据，截至 5 月 31 日，全部 A 股 PE (TTM) 为 23.93 倍，处于 10 年估值分位数的 98.67%。上证指数、深证成指、创业板指、沪深 300、科创 50 和北证 50 指数的 PE (TTM) 分别为 17.33 倍、36.57 倍、48.25 倍、14.56 倍、166.33 倍、51.53 倍，分别处于 10 年历史估值分位数的 99.18%、98.67%、58.87%、91.09%、94.32%和 64.94%。与全球主要指数的估值相比，全部 A 股对比美股三大指数、韩国综合指数估值显著折价，和欧日股指接近，国内安全边际充足、性价比突出，具备配置优势。从股债比来看，万得全 A 股债比达到 4.02，处于近 5 年分位数的 59.9% 以上，股票收益概率较高。总体来看，纵向看，A 股整体估值处于近十年极高位置，A 股指数估值呈现大盘价值偏低，科创显著偏高，结构性极致分化的特征，估值继续大幅抬升空间有限，高位震荡、盈利消化估值概率更大；横向看，安全边际充足、性价比突出。

图 59：A 股主要指数估值水平

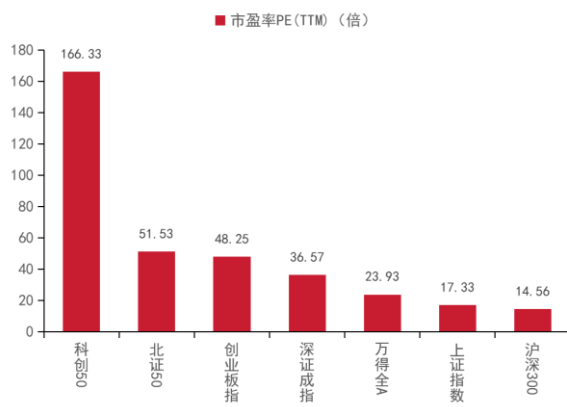
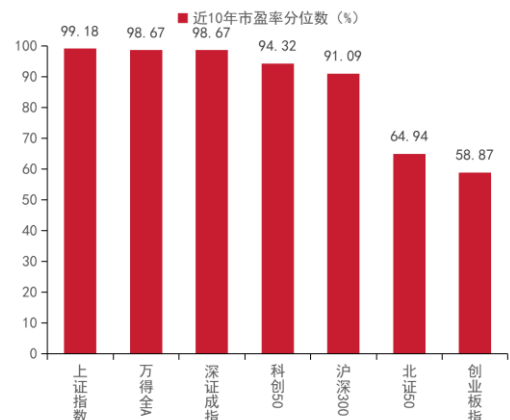


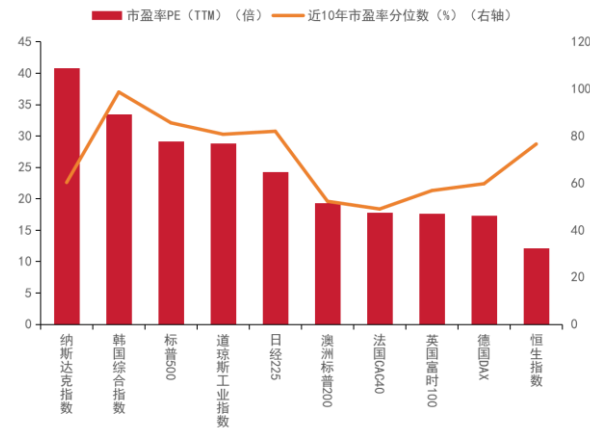
图 60：A 股主要指数近十年市盈率分位数



数据来源：Wind，东莞证券研究所

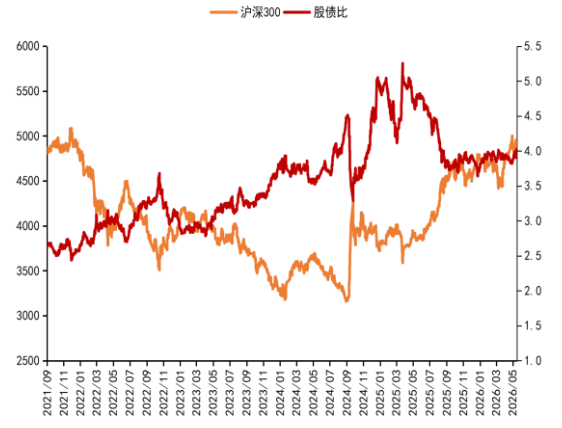
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 61：全球主要指数估值水平及分位数水平



数据来源：Wind，东莞证券研究所

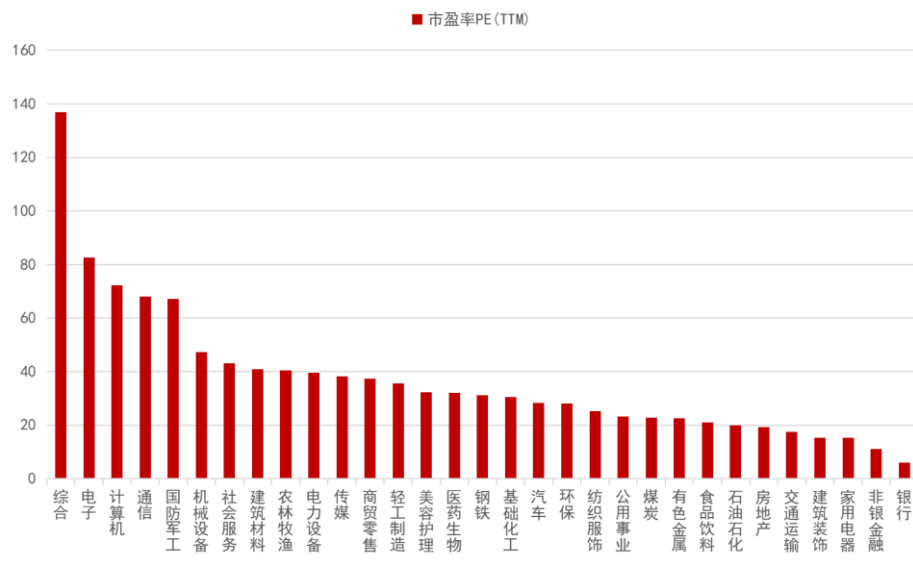
图 62：股债比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

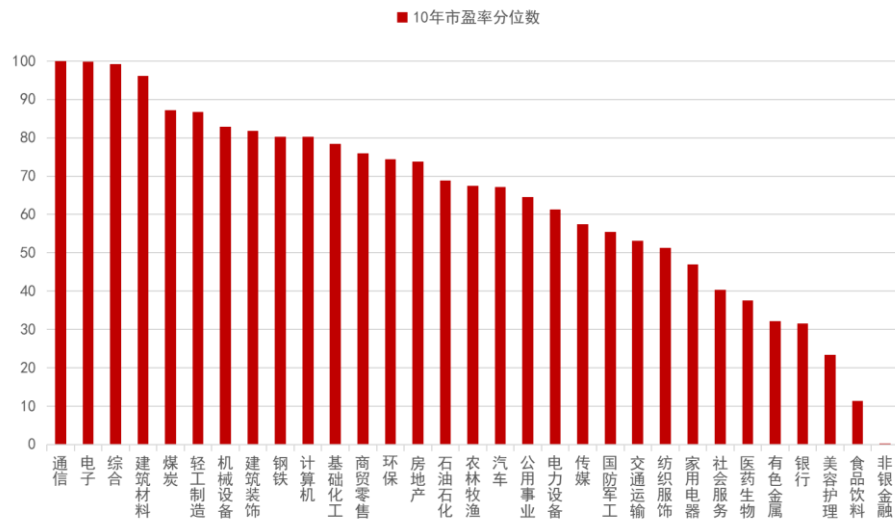
分行业来看，估值分化明显，超七成行业十年估值分位数高于 50%。截至 2026 年 5 月 31 日，通信、电子、综合和建筑材料高于历史 90%分位，煤炭、轻工制造、机械设备、建筑装饰、钢铁和计算机高于历史 80%分位，基础化工、商贸零售、环保和房地产高于历史 70%分位，石油石化、农林牧渔、汽车、公用事业和电力设备高于历史 60%分位，传媒、国防军工、交通运输和纺织服饰高于历史 50%分位，其他 8 个行业的估值处于历史 50%分位数以下，特别是非银金融、食品饮料、美容护理和银行处于历史更低的分位数位置。从估值绝对值来看，银行市盈率估值相对较低，在 10 倍以下水平，而综合、电子、计算机、通信和国防军工的估值均在 60 倍以上。与 2026 年年初估值相比，房地产和国防军工等行业板块的估值较年初大幅降低。往后看，随着中国资本市场不断开放，机构配置需求提升，加上市场信心的持续恢复，行业估值整体中枢有望稳步上移，结构性分化格局仍将延续。低估值板块具备充足修复空间，高估值成长板块则将围绕业绩表现进一步分化，优质标的有望维持估值优势。

图 63：申万一级行业市盈率（倍）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 64：申万一级行业市盈率近十年分位数（%）



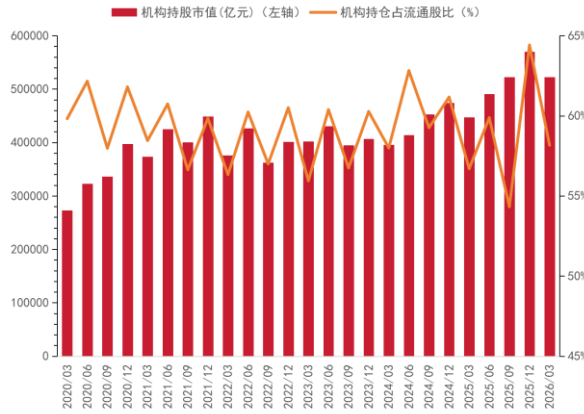
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.3.4 机构持仓规模：机构持仓规模环比回落，汇金、社保等重要机构加大投资力度

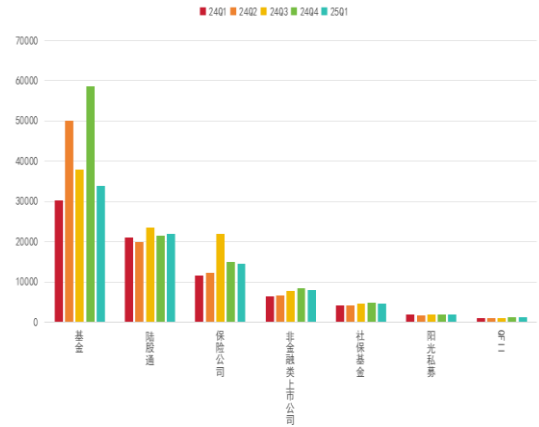
**机构持仓规模方面**，截至 2026 年一季度末，所有 A 股机构投资者持股市值达 52.27 万亿元，较 2025 年末减少 8.32%。同期万得全 A 指数下跌 1.15%。此外，A 股机构投资者持仓市值占流通股市值比例达 58.16%，较 2025 年末减少 6.25 个百分点。具体来看，机构持仓规模前五位分别是一般法人、基金、陆股通、保险公司和非金融类上市公司。其中，2026 年一季度末，一般法人机构持 A 股市值 41.65 万亿元，占据机构持仓的主导，在机构总持仓中占比达 79.68%，对比 2025 年末增加 5 个百分点。而基金持仓规模环比下滑较为明显，2026 年一季度末基金持 A 股市值为 3.78 万亿元，环比大幅回落 49.44%。

图 65：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%）

图 66：机构持仓市值变化（亿元）



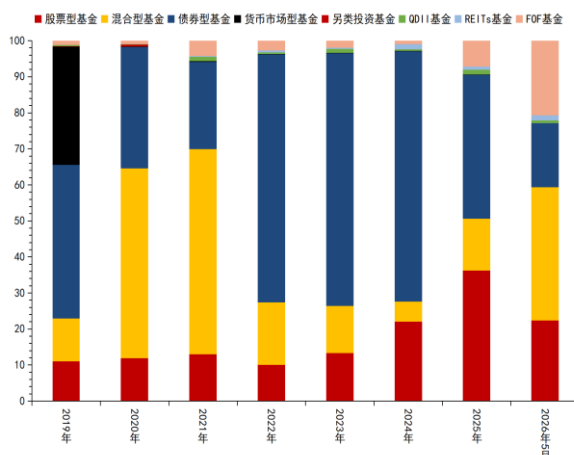
数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

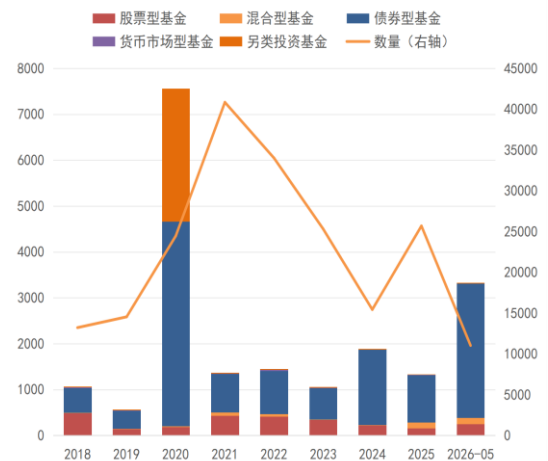
**基金发行方面，公募基金发行数量有所增加，新发混合型基金规模和数量同比大幅增长。**公募基金方面，根据同花顺 iFinD 数据，截止 2026 年 5 月 31 日，公募基金新发行基金 670 只，合计约 5065 亿份，只数较去年同期增加 114 只，份数较去年同期发行规模增加 653 亿份，公募基金发行数量和规模较 2025 年同期有所增加。从结构上看，新发股票型基金 287 只，发行份额 1132 亿份，只数较去年同期减少 43 只，份数较去年同期发行规模减小 510 亿份。新发股票型基金和债券型基金分别占新发基金比例的 22.34% 和 17.81%，占比较 2025 年同期分别下降 14.86 个百分点和 28.38 个百分点。新发混合型基金 189 只，发行份额 1874 亿份，只数较去年同期增加 102 只，份数较去年同期发行规模增加 1447 亿份。混合型基金在新发基金中占比最高，为 37%，占比较 2025 年同期大幅增加 27.33 个百分点。从存量变化来看，截止 5 月 31 日，基金累计份额达到 32.35 万亿份，较 2025 年末增加 2896 亿份。从资产净值来看，公募基金资产净值为 36.5 万亿元，较 2025 年末减少 2552 亿元。私募基金方面，根据 Wind 数据，从增量来看，截至 5 月 31 日，私募累计新发行规模达到 1336 亿元，较 2025 年同期增加 226.24 亿元，发行数量增加 710 只。

图 67: 各类新发行公募基金比例 (%)



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 68: 各类私募基金存量规模 (亿元)

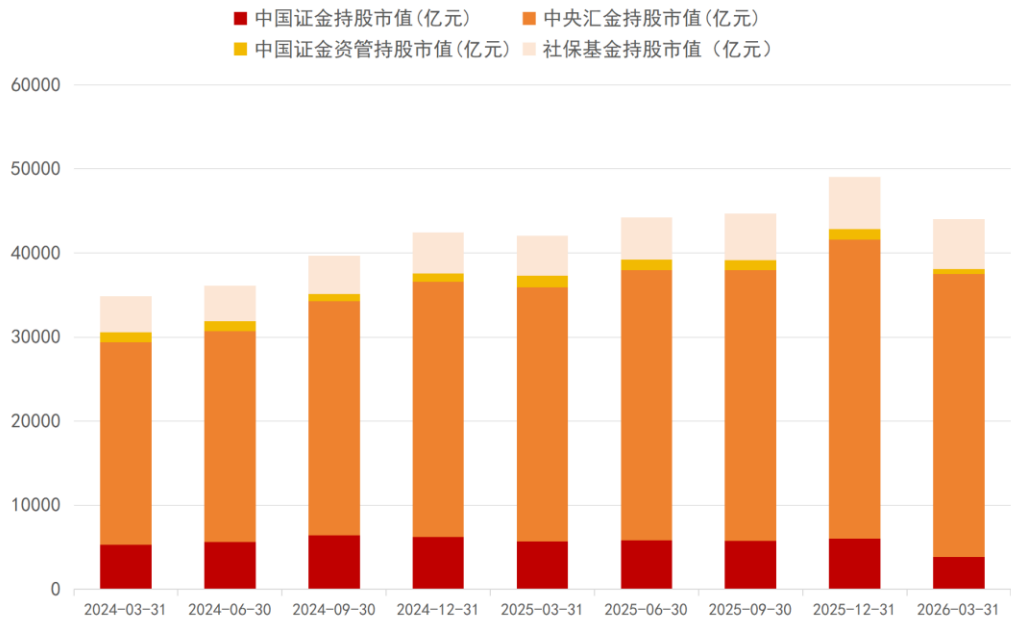


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

汇金、证金、社保等重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。截至 2026 年

一季度末，以汇金和社保为首的机构持股市值达 4.41 万亿元，较 2025 年一季度末增长 4.86%。其中中央汇金持股市值 3.02 万亿元，较 2025 年同期增长 11.59%，社保基金持股市值 5959 亿元，较 2025 年同期增长 26.1%。

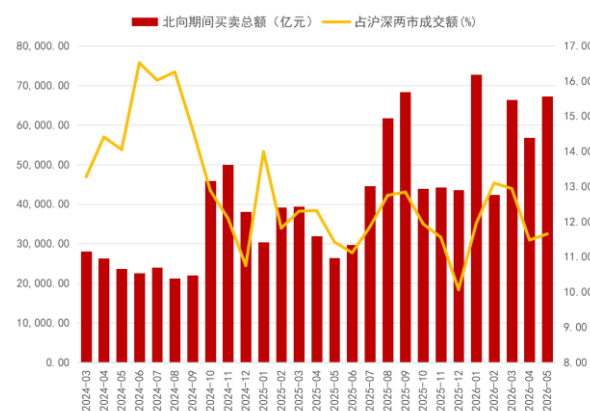
图 69：汇金、证金等重要机构持股市值（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

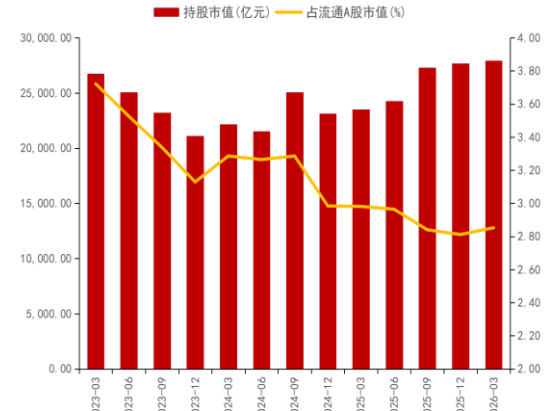
北向资金方面，北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长。自 2025 年 7 月份以来，北向资金成交额保持在月均 4 万亿元以上，占沪深两市成交额保持在 10% 以上。截至 2026 年一季度末，外资持有 A 股市值约 2.79 万亿元，约占 A 股流通市值的 2.28%。对比 2025 年末，持股市值和对 A 股流通市值的占比分别增加 255 亿元和增加 0.03 个百分点。南向资金方面，截至 5 月 31 日，今年累计净流入约 2739 亿港元。

图 70：北向资金成交额占沪深两市成交额（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 71：北向资金占流通 A 股市值（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

总体来看，受市场短期波动、部分基金调仓减持的因素影响，2026 年一季度机构持仓规模环比回落，但仍占主导地位。具体看，以汇金、证金、社保等为首的重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。公募基金发行数量整体有所提升，特别是混合型基金发行热度高涨、规模大幅扩容，有望成为市场增量资金的重要来源。北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长，海外资金配置需求仍在。往后看，随着资本市场持续对外开放，市场信心逐步修复，内外机构配置意愿提升，我们预计 2026 年下半年，A 股机构持仓结构将进一步优化，市场增量资金稳步增多，整体运行韧性不断增强。

### 3. 2026 年下半年市场展望与操作策略：攻守相济，变中求进

#### 3.1 2026 年下半年市场展望：攻守相济，变中求进

2026 年上半年主要指数收红，个股板块涨跌互现。展望 2026 年下半年：

从经济形势看，全球经济或延续“K 型”增长，国内经济稳中提质。国际环境方面，2026 年下半年，能源冲击下通胀影响或进一步扩散，叠加货币政策趋紧，全球经济增长可能进一步承压。而 AI 投资热潮、中东局势缓和以及部分国家财政刺激政策或带来提振。结构上，全球经济或延续“K 型”增长格局：一方面，受制于高油价和高通胀，全球货币政策范式发生根本性逆转，年初的美联储降息预期已彻底转向，传统周期行业受高油价与高利率双重挤压持续承压；另一方面，全球宏观大周期已正式从下行转入 AI 驱动的周期，全球 AI 产业资本开支持续高增。此外，中东局势不确定性和美联储加息预期导致市场恐慌情绪升温，海外科技步入阶段性高波动窗口，加之美国关税政策反复、产业链供应链脱钩断链风险尚存，2026 年下半年世界经济仍然面临很多不确定性。国内市场方面，2026 年下半年中国经济在“十五五”规划纵深推进与宏观政策协同发力下巩固复苏基础。财政货币政策保持积极有为、灵活适度，超长期特别国债与大规模设备更新等增量政策加速落地，为稳增长提供支撑。制造业向高端化、智能化、绿色化转型提速，战略性新兴产业壮大，新质生产力全面赋能实体经济，成为增长核心引擎。消费端在服务消费提质、居民收入预期改善及民生保障加固下渐进复苏，内需潜力稳步释放但仍需政策呵护。面对外部压力，我国坚持以我为主的战略定力，深化重点领域改革，发挥超大规模市场与全产业链韧性，筑牢经济安全屏障。展望 2026 年下半年，随着供需循环畅通与内生动力增强，经济有望在更高质量轨道上延续总体平稳、稳中有进的态势。

在资本市场方面，政策三维协同发力，共筑资本市场高质量发展生态。2026 年作为“十五五”规划的开局之年，在新“国九条”政策体系全面落地深化的坚实基础上，中国资本市场将全面开启以“功能端、资金端、资产端”三维协同为核心的高质量发展新阶段。功能端以发行制度改革与市场生态重塑为抓手，全面提升对新质生产力的服务适配性；资金端通过保险、银行理财、养老金三大主力资金的政策红利集中释放，构建“长钱长投”的良性生态；资产端通过刚性制度约束与创新融资工具并举，推动上市公司从“重融资”向“投融资并重”转变，以真金白银回报投资者。三者环环相扣、形成闭环，共同为资本市场长期稳健运行筑牢制度根基。

**从市场环境来看，A 股盈利能力持续回升，盈利预期有望延续，估值横向对比，或仍具备安全边际。**A 股盈利能力持续回升，后续盈利预期有望延续，市场整体成交持续回暖，科技主线持续获得资金青睐，整体估值处于近十年极高位置，呈现结构性分化特征，估值继续大幅抬升空间有限，但横向看，A 股安全边际充足、性价比突出。随着国内一季度经济实现良好开局、4 月中央政治局会议明确稳增长政策导向、宏观调控协同发力落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供了强有力的支撑。此外，产业升级与新质生产力加速落地，企业盈利拐点显现，流动性环境保持充裕和资本市场信心逐步修复。展望后续，经济运行有望稳中有进、持续向好，A 股盈利增速有望逐步改善、稳步抬升。

**从市场参与者来看，受市场短期波动、部分基金调仓减持的因素影响，2026 年一季度机构持仓规模环比回落，但仍占主导地位。**具体看，以汇金、证金、社保等为首的重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。公募基金发行数量整体有所提升，特别是混合型基金发行热度高涨、规模大幅扩容，有望成为市场增量资金的重要来源。北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长，海外资金配置需求仍在。往后看，随着资本市场持续对外开放，市场信心逐步修复，内外机构配置意愿提升，我们预计 2026 年下半年，A 股机构持仓结构将进一步优化，市场增量资金稳步增多，整体运行韧性不断增强。

**最后，从市场走势来看，2026 年上半年 A 股呈现先扬后抑再修复的三阶段走势，三大指数集体收涨。**1 月初至 2 月底，春季行情延续，科技板块领涨，上证指数走出“17 连阳”，单日成交额突破 3.6 万亿元，AI、半导体等科技题材全线爆发，科创 50 指数震荡上行。3 月初至 4 月初，中东地缘局势升级引发市场剧烈调整，资金从高位成长赛道转向石油、银行等高股息防御板块，各大指数集体触底，科创 50 跌至年内低位。4 月中旬起，政策托底叠加盈利修复驱动市场强势反弹，虽进入 5 月后指数走势略有反复，但截至 6 月 12 日，三大指数仍集体收涨，科创 50 指数涨超 20%。

**综合经济基本面、资本市场制度、盈利趋势与资金面等多维度梳理，对于 2026 年下半年的 A 股市场，我们的策略判断为攻守相济，变中求进。**2026 年上半年，A 股市场完成“先扬后抑再修复”的三阶段行情演绎，主要宽基指数悉数收红。但当前市场仍面临多重阶段性扰动因素：一是地缘政治博弈分歧仍存，相关不确定性尚未完全消解；二是前期领涨板块的盈利兑现进度能否匹配、消化当前估值水平，仍存在一定的不确定性；三是海外主要经济体货币政策取向摇摆，或对相关板块估值形成持续压制。综合上述因素判断，不排除短线市场或已进入高波动震荡反复区间。

因此在操作方面，注重“攻守相济”。“守”的层面，需以防御思维应对短期波动。对热门赛道适度兑现浮盈，依托高股息、稳增长相关防御板块做好仓位缓冲，把握指数前期平台的支撑韧性，平稳度过抛压释放期，守住收益安全垫。“攻”的层面，需坚定中长期向好逻辑。国内经济稳中有进，资本市场向好趋势不变，企业盈利持续修复、机构增量资金稳步入场，叠加贸易与地缘局势缓和的潜在催化，市场核心支撑依然坚实，关注市场潜在机会。在风格转换、高低切换的市场变局中，做到“变中求进”，锚定新质生产力、AI 产业周期等长期主线的布局窗口，同时顺应轮动节奏挖掘

低位盈利改善板块机会。下半年市场虽有短期反复，但中长期向上趋势未改，投资者宜以攻守平衡思路应对波动，在变局中把握结构性机会。

### 3.2 操作策略及行业配置：超配金融、电力设备、机械设备、基础化工、有色金属和 TMT 等行业

2026 年上半年 A 股呈现先扬后抑再修复的三阶段走势，截至 6 月 12 日，三大指数集体收涨。行业板块涨跌互现，其中**通信、电子、建筑材料、煤炭、机械设备和公用事业涨幅居前**；计算机、非银金融、传媒、美容护理、农林牧渔和商贸零售则表现承压。

对于 2026 年下半年的 A 股市场，我们的策略判断为攻守相济，变中求进。2026 年上半年 A 股完成“先扬后抑再修复”的三阶段行情演绎，主要宽基指数悉数收红，但当前市场面临多重阶段性扰动：地缘政治博弈分歧仍存，前期领涨板块盈利兑现能否消化当前估值仍存在不确定性，海外主要经济体货币政策摇摆或对相关板块估值形成压制，短线大概率进入高波动震荡反复区间。操作上需秉持“攻守相济，变中求进”的思路。“守”的层面以防御思维应对短期波动，对高估值热门赛道适度兑现浮盈，依托高股息、稳增长板块做好仓位缓冲，守住收益安全垫；“攻”的层面坚定中长期向好逻辑，国内经济稳中有进、资本市场根基稳固，盈利修复叠加增量资金入场，市场核心支撑坚实。在风格转换、高低切换的变局中需“变中求进”，锚定新质生产力、AI 产业周期等主线窗口，挖掘低位盈利改善板块机会。下半年市场虽有短期反复，但中长期向上趋势未改，宜以攻守平衡思路把握结构性机会。

建议可结合产业政策、行业景气、机构布局三大维度，优选重点行业与优质标的，中线布局把握市场修复机会，关注以下三条配置主线：

**(1) 重资产壁垒与 AI 共振的 HALO 资产主线：**首先，AI 技术革命重构产业估值逻辑，大模型训练与推理高度依赖电力、算力与关键金属等物理基础设施，拥有实体壁垒的 HALO 资产或获 AI 时代“安全溢价”。其次，在地缘政治碎片化与供应链重构背景下，能源、资源、核心设备等硬资产战略价值提升。最后，高利率环境中市场定价或更看重稳定即期现金流，HALO 资产依托稳健盈利与持续分红能力，或获市场关注。建议关注基础设施与公共事业、能源大宗商品、工业高端制造等行业板块。

**(2) AI 产业化与国产替代双轮驱动的科技成长主线：**首先，AI 应用从训练转向大规模推理，全球算力需求持续爆发，半导体行业迎来国产替代与周期上行双重红利，AI 芯片、HBM、光模块等环节维持高景气度。其次，具身智能、卫星互联网加速从实验室走向商业化落地，工业机器人、人形机器人核心零部件订单快速增长。最后，模拟芯片、消费电子等非 AI 科技板块或存在估值修复空间。建议关注 AI 算力、半导体、先进封装、具身智能、卫星互联网及低估值科技修复方向。

**(3) 政策引导与长线资金增配共振的低估值高股息红利主线：**首先，监管持续强化上市公司分红导向，“分红+回购”双轮驱动下股东回报机制不断完善。其次，全球地缘政治与经济不确定性加剧，盈利稳定、现金流充沛的高股息资产成为资金“避风港”，确定性溢价提升。最后，国内无风险利率持续下行，高股息资产“类债”吸

引力凸显，险资、社保等长线资金持续增配。因此，兼具低估值、高分红与盈利稳定特性的资产或将迎来估值修复机遇，建议关注银行、煤炭、公用事业与交通运输等行业。

综合来看，行业方面，我们建议**超配金融、电力设备、机械设备、基础化工、有色金属和 TMT 等行业**，标配煤炭、建筑材料、公用事业、石油石化、建筑装饰等。

### （1）金融

根据东莞证券《金融行业双周报：一季度超八成上市银行营收与净利双增，券商马太效应持续强化》报告的观点，银行方面，银行业 2025 年以及 2026 年一季度业绩披露完毕，42 家 A 股上市银行整体呈现盈利修复、息差压力缓解、结构分化的复苏态势。今年一季度，行业合计营收 1.56 万亿元、同比+7.60%，归母净利润 5809 亿元、同比+3.00%，超八成银行实现营收与净利双增，核心驱动力来自净息差压力缓解，净利息收入增速显著改善。细分板块上，国有行经营稳健，城商行增速亮眼，股份行相对较弱，部分个股承压。行业整体资产质量保持平稳，不良率维持低位、拨备储备充足，基本面稳健性得到数据验证。政策层面，央行保持流动性合理充裕，为银行经营营造良好货币环境。5 月即将发行的金融债特别国债，将补充大行核心资本，夯实行业风险底座。在业绩落地确认、高股息配置价值延续下，估值修复逻辑仍有支撑。

证券方面，今年一季度 43 家上市券商合计营收 1514.23 亿元、同比+30.9%，归母净利润 608.46 亿元、同比+16.3%，近六成券商实现营收与净利双增。业务端，经纪业务受益于市场交投活跃同比+45%，投行、资管同步回暖，而自营投资成为业绩分化核心变量，中信、广发、中金等头部券商凭借资本与投研优势实现自营高增、净利润增速普遍超 50%，部分中小券商则因自营回撤拖累整体表现。行业马太效应持续强化，前十券商贡献超七成的行业利润，中信证券单季净利润破百亿元稳居首位。近期东方证券拟收购上海证券，作为上海国资整合标杆，将推动东方证券资产规模实现新突破，补强区域网点与零售客户资源，进一步巩固头部券商的资源与牌照优势。整体看，一季度券商业绩修复验证市场复苏，并购重组加速落地，估值有待进一步修复。

保险方面，2026 年一季度 A 股五大上市险企整体盈利承压、内部分化显著，合计归母净利润同比下滑近 17%，主要受一季度权益市场波动加大、公允价值收益走弱、上年高基数三重因素压制投资端表现，拉低当期综合收益。负债端则延续强劲复苏态势，开门红叠加居民存款搬家红利，分红险转型持续深化，各家寿险新业务价值 NBV 普遍高增，银保价值化转型、个险队伍质效同步改善，保费结构与承保盈利持续优化；财险板块车险增速平淡、非车险多点发力，综合成本率稳步改善，行业长期价值底色稳固。整体来看，险企短期利润受资本市场周期扰动明显，但保单价值增长确定性持续抬升，资产端利率环境与权益修复有望后续对冲盈利压力，行业经营质量持续向好。

### （2）电力设备

根据东莞证券《锂电池产业链 2025 年和 2026Q1 业绩综述：业绩拐点确立，盈利全面修复》报告的观点，在需求旺盛与供给结构优化的双重驱动下，产业链已步入新一轮上行周期，供需紧平衡格局将延续，行业盈利修复趋势明确。固态电池产业化持续推进，将为产业链带来结构性的增量需求。建议持续关注电芯、碳酸锂、6F、VC、LFP、隔膜、铜箔等涨价弹性品种，固态电池领域优先关注先行受益的设备端和核心材料固态电解质环节，持续关注新型正负极、碳纳米管、复合集流体等迭代升级材料方向。

### （3）机械设备

根据东莞证券《机械设备行业双周报：周期回暖延续，长期逻辑明确》报告的观点，受益于周期复苏、下游需求回暖、技术升级等因素，细分领域呈结构性分化态势；工程机械方面，挖掘机提价、国内更新替换需求释放、下游结构持续优化，叠加政策持续托底，行业整体盈利能力有望持续修复；产品出海逐渐成为板块核心增长引擎，短期汇率波动不改行业长期增长逻辑。机器人方面，宇树科技等国内头部厂商加速 IPO，叠加特斯拉 Optimus Gen3 下半年进入量产，26Q2 将小批量试产供货，全球产业链发展提速。聚焦产能落地、国产替代、技术迭代等主线。机床方面，行业景气度持续提升，企业订单逐渐扩容，行业呈全面复苏态势。AI 产业链高速发展、丝杠和导轨等核心零部件供应紧张等因素将进一步驱动机床需求增加。激光设备方面，制造业 PMI 连续三个月处于荣枯线上，下游需求持续修复，拉动激光设备需求回升。相比传统设备赛道，激光设备成长性相对较高。油服设备方面，高油价环境将有效支撑全球油气行业资本开支，为油服设备行业提供坚实的需求基础。行业短期催化趋弱，中长期逻辑明确。

### （4）基础化工

根据东莞证券《基础化工行业 2025 年报及 2026 年一季报业绩综述：业绩及盈利能力均有所提升》报告的观点，在“反内卷”持续深化的背景下，部分细分板块对产品进行提价，化工行业总体利润明显提升，2026Q1 规模以上化学原料和化学制品制造业利润总额同比大增 54.5%。另外，2025 年，中国化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计完成额经历了连续多月同比下降，投资热情下降或将有助于化工行业过剩产能出清。展望未来，在当前复杂国内外形势下，基于对我国化工产业供需情况及边际变化等综合考虑，建议关注磷肥及磷化工企业。

### （5）有色金属

先进有色金属材料方面，根据东莞证券《先进有色金属材料系列报告之一：迈向“十五五”，先进基础金属材料启新程》报告的观点，先进基础材料筑牢了新材料产业的发展根基。新材料产业发展以传统基础材料的性能提升与绿色化转型为核心方向，着力攻坚高附加值、高性能产品的技术突破，为高端制造产业升级与民生领域品质提升提供关键支撑。其中，先进有色金属材料更是先进基础材料发展的核心着力点。“十五五”期间，将重点围绕轻量化、高功能化需求，突破高强高韧铝合金、高性能镁合金、钛合金等先进基础材料。此外，发展铜基电子材料、稀有金属功能材料，支撑电

子信息、新能源领域发展。未来，在科技基础设施与创新平台支撑下，先进基础材料将持续向高端化、智能化发展，为国家产业链安全与核心竞争力提升提供坚实支撑。

稀土方面，根据东莞证券《稀土行业深度报告：供给蓄力，需求破局》报告的观点，2025 年第四季度以来，稀土市场走势进一步分化，轻稀土价格高位回落后再度反弹，中重稀土价格继续回调。轻稀土因稀土精矿成本上调、下游需求预期增长以及出口管制趋严等支撑，高位震荡后再度企稳上行。中重稀土方面，因海外高价抑制需求叠加获利盘集中了结，整体价格表现承压。进入 2026 年，随着供需格局逐步优化，出口管制加码下，稀土产品价格进一步回升。展望后市，国内稀土供给侧配额增速预计放缓，需求端，人形机器人、低空经济等领域有望在今年打开稀土需求第二增长极，稀土行业供需逻辑有望进一步优化。

贵金属方面，根据东莞证券《贵金属行业深度报告：锚定货币属性提振，关注供需共振下的贵金属机遇》报告的观点，黄金正迎来金融属性的强势复归。黄金的货币、投资、避险三大金融属性由实际利率、美元指数、地缘局势等因素主导，当前黄金正迎来金融属性的强势复归。美国债务高企、财政赤字承压等冲击美元信用根基，叠加去美元化推进，美元全球支付与外汇储备占比逐步下滑，而黄金外汇储备占比提升至 2026 年 1 月的 25.94%。据世界黄金协会数据，2025 年金价 53 次刷新纪录，全球黄金 ETF 流入规模达 890 亿美元，总持仓攀至 4025 吨历史高点，2025 年全球央行净购金 297 吨，资金持续涌入推动黄金资产价值攀升。白银三大工业需求持续提振。白银凭借着独特的物理特性，成为太阳能光伏、汽车与电动汽车、数据中心与人工智能三大领域不可或缺的原材料。具体来看，太阳能光伏领域受益于全球装机容量的持续扩张与新一代电池技术的推广，中长期需求增长强劲；汽车行业向新能源汽车的转型过程推动白银需求稳步提升，电动车更高的单位银用量、电子化升级及充电基础设施建设形成对白银的三重拉动；数据中心与人工智能领域随着 AI 算力的爆发式增长、AI 硬件的普及及各国政策支持，成为白银需求的新兴增长引擎，三大需求领域共同支撑起白银在未来产业转型中的核心地位。

## (6) TMT

半导体方面，根据东莞证券《半导体行业 2025 年报&2026 年一季报业绩综述：板块景气加速上行，经营业绩同比高增》报告的观点，人工智能与国产替代双轮驱动，半导体板块 2025 年、2026 年一季度景气高企，营收、归母净利润实现同比高增，且利润端表现明显优于收入端。据 SIA，2026 年 1—3 月，全球半导体销售额合计同比增长 62.51%，国内半导体销售额合计同比增长 59.88%，显示 AI 需求驱动下行业景气度持续提升，CPU、存储、算力芯片等核心环节持续紧缺。建议关注：存储、CPU、先进封装、模拟芯片、半导体设备与材料等高景气环节。

通信方面，根据东莞证券《通信行业 2025 年报及 2026 年一季报业绩综述：算力红利全面兑现，AI 产业链业绩高增》报告的观点，通信行业 2025 年行业业绩延续高增，2026 年第一季度呈现出增收快于增利特征。细分来看，光器件及模块业绩持续实现快速增长，光纤光缆板块行业迈入量价齐升的新一轮上行周期，通信元器件及设备板块核心标的受益于 5G-A 及 AI 网络基础设施升级，交换机等需求拉动结构性复苏，运营商板块业绩阶段性承压，但算力及 AI 新兴业务等新增长点迅速发展，

整体与通信行业电信业务总量与收入规模略有回落的趋势相符。后续算力设施建设推进基调延续，部分板块大带宽、高速率等更先进产品的在手订单对业绩的正向效益有望持续释放，进一步推动板块业绩上行。在传统移动数据业务增量不增收困局的影响下，部分子板块收入略显颓势，算力相关细分领域及 5G-A/6G 建设成为拉动总体向上增长的新支柱。展望后市，2026 年通信行业将步入技术迭代与政策红利深度叠加的新阶段，“十五五”规划开局将为卫星通信、低空经济、量子通信等新质生产力方向注入强劲政策催化，基站、数据中心、智算中心及空天地一体化网络建设有望持续推进，催生新的器件、设备与服务运营需求。5G-A/6G 技术迭代加速，超级节点与通感算智融合部署将打开网络设备长期增长空间，建议关注受益于 AI 算力核心环节以及高股息标的的投资机遇。

PCB 方面，根据东莞证券《PCB 产业链 2025 年及 26Q1 业绩综述：下游需求旺盛，产业链业绩高增》报告的观点，受益于海内外科技巨头 AI 领域投入加码以及主权 AI 需求释放等因素驱动，全球 AI 服务器、交换机、光模块等算力硬件需求持续加大，带动高多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品需求大幅增加，驱动 PCB 产业链 2025 年及 26Q1 业绩快速增长。今年以来头部 AI 模型 Agent 能力提升明显，模型厂商及 CSP 的 AI 商业化进程不断加快；同时随着应用落地加速，Token 消耗量大幅增加，算力瓶颈持续凸显，Anthropic、OpenAI 等模型厂商加大算力储备力度，海外 CSP 巨头亦密集上调资本开支指引，算力硬件需求旺盛，PCB 产业链迎来黄金发展时期。英伟达 Rubin 计算平台 H2 陆续量产，叠加今年海外 CSPASIC 平台指引积极，HDI、高多层板等高端 PCB 需求将井喷，同时也将带动高端覆铜板/铜箔/电子布/钻针/设备等需求，目前产业链多个环节供应紧张，具备技术、产能、客户验证优势的公司将持续受益。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业 2026 年上半年投资策略：智控未来，自主跃升》报告的观点，建议把握 AI 及自主可控两条投资主线。一是 AI 主线，伴随着 AI 大模型快速迭代，B/C 端 AI 智能体加速渗透，推动全球 AI 算力市场持续高景气，未来 AI 产业仍将呈现高速发展态势，建议积极关注 AI 应用商业化进程，优选 AI 技术/产品驱动公司业绩加速释放或订单合同快速增长的公司。二是自主可控主线，1) 国产 AI 算力：AI 浪潮下，超节点技术成为 AI 基础设施建设新常态，建议关注算力产业链核心环节包括 AI 芯片、AI 服务器、液冷散热等具有竞争优势的供应商，其有望直接受益于国内头部厂商超节点等技术突破及生态扩张；2) 信创：基础软件领域随着全面替换节点迫近，有望迎来替换高峰期，重点关注在数据库、操作系统等环节具有竞争优势的企业。工业软件领域因其在现代制造业中的重要战略地位，近年来常成为中美科技竞争和贸易博弈的关键工具，倒逼国内工业软件加速发展，建议关注国内核心工业软件环节（CAD/CAE/EDA/PLM/MES 等）具有竞争优势的企业。

#### 4. 风险提示

- 第一，内需恢复不及预期，消费表现较弱，从而加大经济稳增长压力。
- 第二，海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压。

第三，全球主要经济体超预期加息，高利率环境使全球经济增长明显放缓，压缩国内资金面。

第四，海外信用收缩引发风险事件，可能对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn