



光期研究

2026年下半年 大类资产配置报告

赵复初

2026年6月28日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

1、海外宏观分析：关注美伊60天谈判窗口的执行情况

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

（1）海外：中东局势进入关键窗口期

三季度海外市场核心变量是美伊60天谈判窗口的执行情况，这直接决定地缘风险溢价的走向。若协议顺利推进，全球通胀压力阶段性缓解，为美联储政策转向预留空间。但若地缘冲突将再度升级，全球滞胀风险显著升温，全球货币信贷紧缩将进一步强化。预计三季度海外市场维持高波动特征可能性较高，核心矛盾从“地缘冲击的即时反应”转向“政策路径的重定价”，资产定价核心将围绕美元实际利率水平展开。

（2）国内：政策效果进入验证期

国内三季度聚焦前期政策加码后的落地效果验证。内需修复的持续性仍是核心关注点，房地产销售与居民消费数据将提供关键验证信号。出口端面临海外需求放缓与贸易摩擦升级的双重考验，但人民币汇率偏强运行有助于稳定跨境资本流动。货币政策方面，若经济数据不及预期，降准概率将明显上升，但降息仍受内外利差约束。

2、大类资产配置方面，三季度市场交易逻辑将从“地缘冲击博弈”逐步转向“政策路径与基本面验证”，资产定价核心将围绕美元实际利率水平展开，海外市场维持高波动特征可能性较高。国内市场，取决于内需修复与外贸出口韧性两方面，存在降息降准可能。海外配置顺序：美元>股票>黄金>债券>大宗商品，国内配置顺序：股票>货币>债券>大宗商品。

（1）股市：二季度，随着地缘局势的边际缓和，全球股市整体呈现强劲反弹态势。其中，AI基础设施投资持续扩散，半导体仍是最拥挤交易；企业盈利增长从科技股向更广泛领域延伸。交易逻辑上，市场正从“短期冲击”预期转向“长期韧性”定价，估值回调后投资价值逐步显现。展望三季度，多家机构维持乐观判断，全球经济增速预计达3.1%，但需警惕高估值与高通胀预期下容错空间收窄的风险，以及全球货币政策转向紧缩过程中的不确定性扰动，尤其是美国实际利率主导下的市场定价波动可能加剧，建议关注美国与新兴市场双主线配置。

（2）债市：美债方面，美债市场经历了剧烈重定价，收益率曲线大幅上移。通胀预期强化美国实际利率“更高更久”预判，叠加美国财政部加大长债供给，而需求端承接乏力，对美债形成利空。三季度，市场或围绕美联储“何时加息”与“几次加息”反复拉扯，美债市场或继续承压运行。国债方面，上半年整体震荡走牛，各期限收益率较年初下行，短端表现更强。一是央行持续投放流动性，资金中枢低位；二是经济弱修复延续、通胀变化温和。展望下半年，资金面合理充裕特征不变，二是经济边际转弱之后降息预期增加，预计国债收益率重心小幅下移，但考虑到经济弱修复通胀温和回升以及国债收益率绝对水平低位，整体国债收益率低位震荡格局难改。

（3）汇率，二季度，美元指数升至101上方，重返强势地位。核心驱动力来自美联储政策预期从急转为年内加息，沃什上任后释放强烈鹰派信号，推动美债收益率大幅攀升，利差优势重新吸引全球资本流入美元资产。同时，美国经济韧性凸显，AI投资热潮与大型IPO进一步强化“美国例外论”信心。展望三季度，美元有望延续偏强格局，美国经济相对优势与美联储紧缩预期仍将提供支撑。但若通胀回落或霍尔木兹海峡全面开放，实际利率上行空间可能受限，或削弱美元投资吸引力。

（4）大宗商品，地缘冲突边际缓和推动油价大幅回落，通胀预期转向缓和，但各大央行仍转向预防性加息，商品市场表现明显分化。展望三季度，市场交易逻辑从“宽松+地缘”驱动切换为“高利率+美元走强”主导，除非通胀预期出现大幅松动，商品多数短期预计延续震荡承压格局。

3、风险提示：三季度全球金融市场风险呈现“地缘不确定性+政策预期摇摆+经济数据验证”三重叠加特征。海外需警惕中东局势反复引发能源价格二次冲高、美联储政策路径超预期转向、美国经济数据超预期走弱等风险；国内需关注实体经济修复与金融市场流动性变化。建议投资者保持分散化配置，灵活调整仓位以应对高波动环境，避免单一方向过度暴露。

大类资产配置策略

图表：大类资产2026年上半年涨跌幅

权益类	二季度	一季度	债权类	二季度	一季度	美元/加元	2.04%	1.39%
MSCI 世界领先	11.41%	-3.88%	美国1年期	26.00	20.00	美元/日元	1.90%	1.33%
MSCI 世界	12.63%	-3.52%	美国2年期	28.00	32.00	美元/人民币	-1.49%	-1.56%
MSCI 发达国家	13.67%	0.97%	美国5年期	20.00	19.00	美元/离岸人民币	-1.51%	-1.04%
MSCI 新兴市场	22.13%	-0.51%	美国10年期	8.00	12.00	大宗商品	二季度	一季度
纳斯达克	22.65%	-5.98%	美国10-2yr	-20.00	-20.00	COMEX黄金	-14.66%	7.91%
标普500	12.64%	-4.63%	中国10年期	-7.94	-3.88	现货金	-12.41%	8.07%
道琼斯工业指数	11.94%	-3.58%	中美利差	-10.94	-20.88	现货银	-21.31%	4.89%
德国DAX	8.78%	-7.39%	德国10年期	-18.00	18.00	WTI期货（NYMEX）	-31.71%	76.56%
法国CAC40	7.27%	-4.08%	英国10年期	-12.40	39.51	布伦特期货（ICE）	-39.17%	94.49%
富时100	3.26%	2.47%	日本10年期	27.10	30.00	TTF天然气	-19.53%	77.31%
恒生指数	-8.54%	-3.29%	外汇	二季度	一季度	LME铜	8.29%	-0.70%
日经225	35.83%	1.44%	美元指数	1.50%	1.61%	LME铝	-8.29%	15.74%
沪深300	9.40%	-3.89%	欧元/美元	-0.84%	-2.14%	LME锡	8.14%	15.27%
上证50	2.86%	-6.76%	英镑/美元	0.11%	-1.96%	CBOT玉米	-9.83%	3.98%
中证500	14.26%	2.03%	瑞郎/美元	-1.24%	-0.98%	CBOT大豆	-3.82%	13.63%
中证1000	12.88%	0.32%	美元/澳元	0.03%	-3.33%	ICE棉花	2.37%	8.92%

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

➤ 大类资产配置方面，三季度市场交易逻辑将从“地缘冲击博弈”逐步转向“政策路径与基本面验证”，资产定价核心将围绕美元实际利率水平展开，海外市场维持高波动特征可能性较高。国内市场，取决于内需修复与外贸出口韧性两方面，存在降息降准可能。海外配置顺序：美元>股票>黄金>债券>大宗商品，国内配置顺序：股票>货币>债券>大宗商品。

目 录

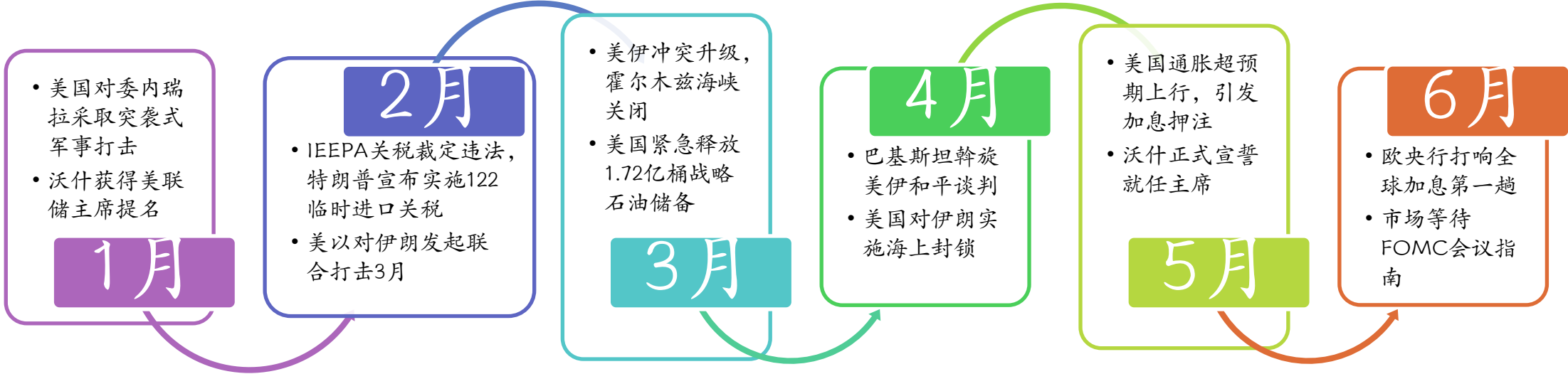
- 1、海外宏观解读与走势分析
- 2、资产表现回顾与未来展望
- 3、分析观点总结与风险提示

目 录

1、海外宏观解读与走势分析

上半年的热点事件梳理

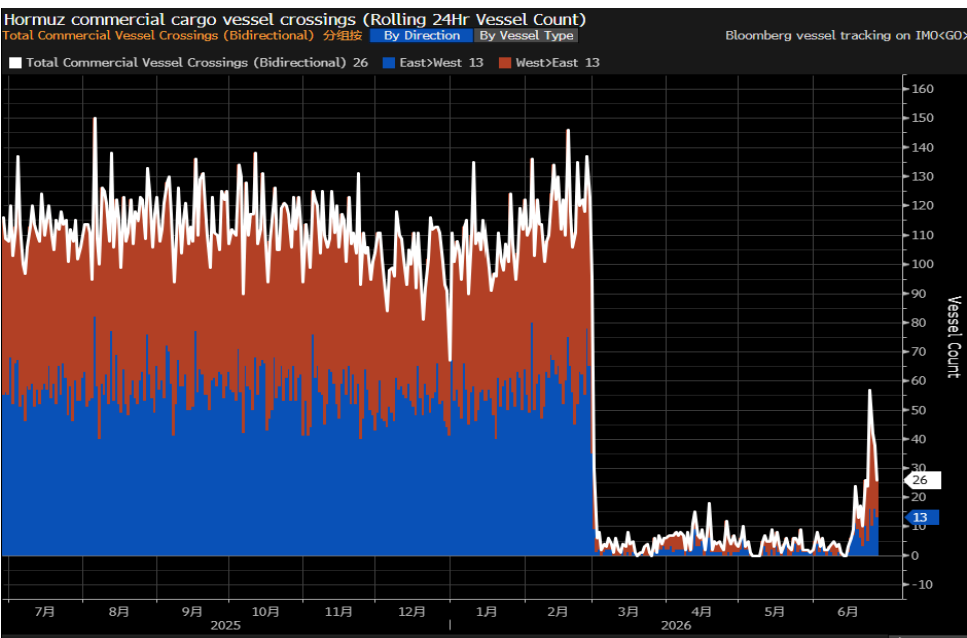
图表：市场对于特朗普强人政治风格的误判



资料来源：公开新闻整理，光大期货研究所

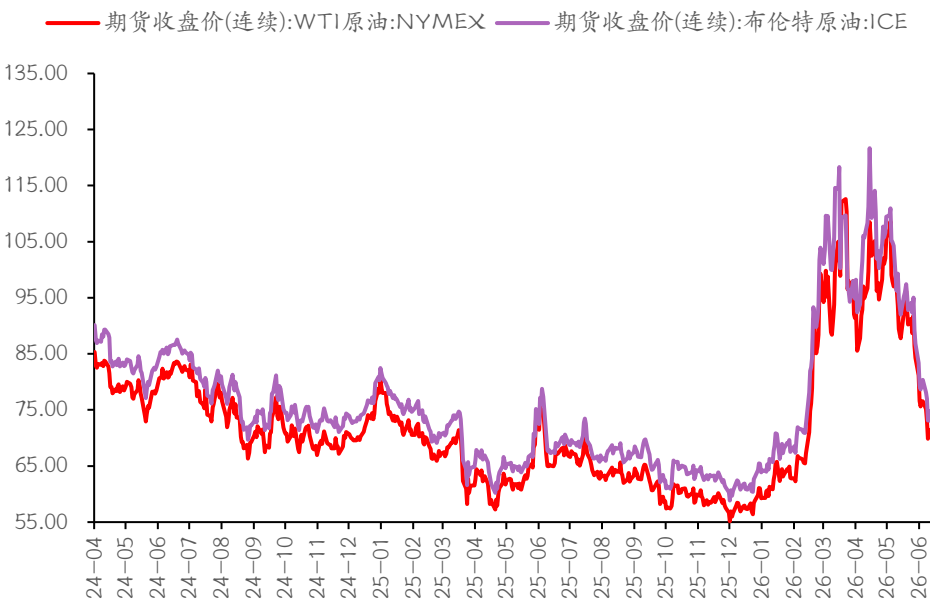
6月23日伊朗和美国达成的谅解备忘录

图表：霍尔木兹海峡航线流量一度恢复至冲突前近半数水平（艘）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：国际油价自四月局势缓和以来大幅回落（美元/桶）

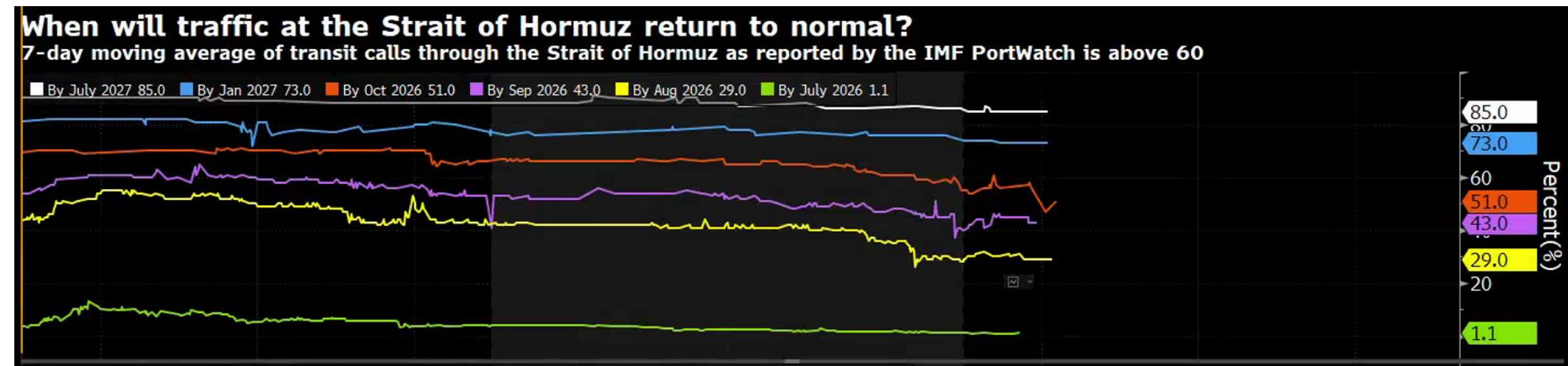


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ **美伊谅解协议存在脆弱性：**根据6月23日美伊达成的谅解备忘录，霍尔木兹海峡对商船临时开放，有效期60天且免收通行费。双方设立沟通机制处理突发事件，伊朗同意为商船通行提供安排。协议达成初期，霍尔木兹航线流量大幅跃升至冲突前半数水平。但仅维持不到一周，双方即因货轮遇袭事件发生军事摩擦，暴露双方信任基础的脆弱性。海峡能否从走向“彻底开放”，仍有待观察美伊关系的实质改善与市场信心的恢复。

霍尔木兹海峡“彻底开放”远不止军事停火

图表：商业航运与市场信心的全面恢复仍需要时间（%）

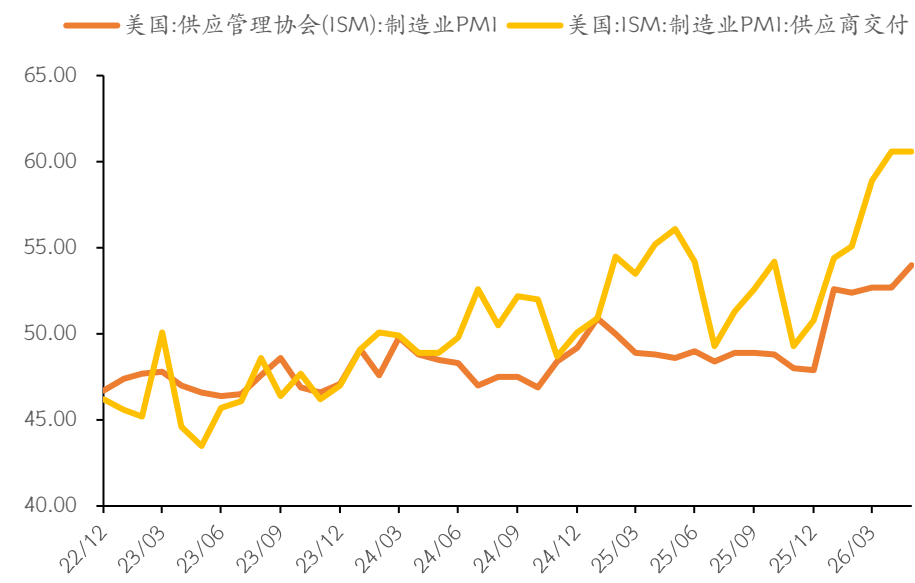


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- “彻底开放”远不止军事停火：更意味着商业航运与市场信心的全面恢复。从当前60天的“临时放行”过渡到“商业常态”，仍需跨越多重障碍：船东和保险公司尚在观望，战争险保费虽回落但通航量恢复有限；航道需彻确保持续安全保障；即便航道通畅，让滞留海湾的约500艘商船完成进出、理顺炼油厂和供应链，也需数周至数月。根据彭博预测数据显示，市场乐观预估海峡最早将在三季度完全开放。

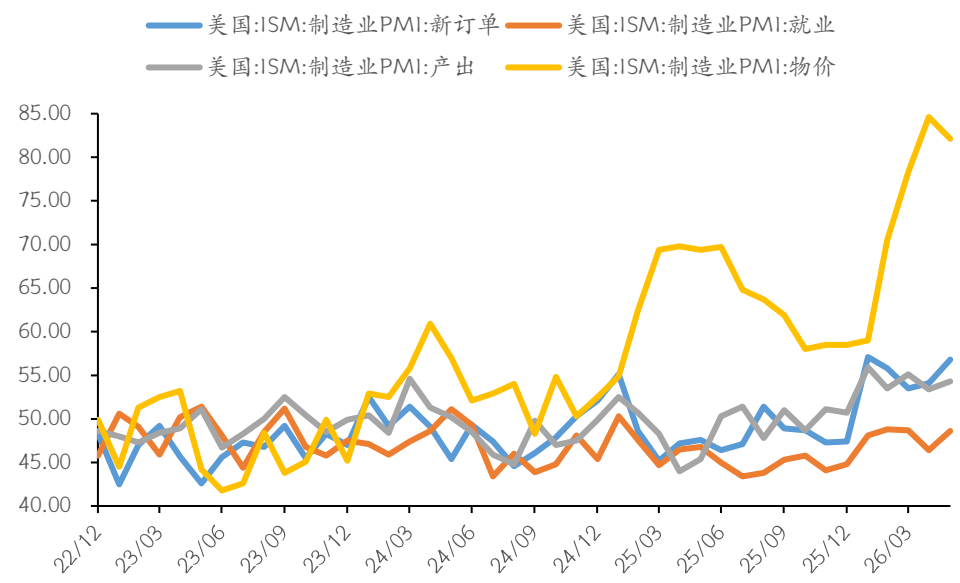
美国制造业：扩张加速与隐忧并存

图表：美国制造业二季度整体表现稳健（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：价格压力高企和就业疲软等结构性问题突显（%）

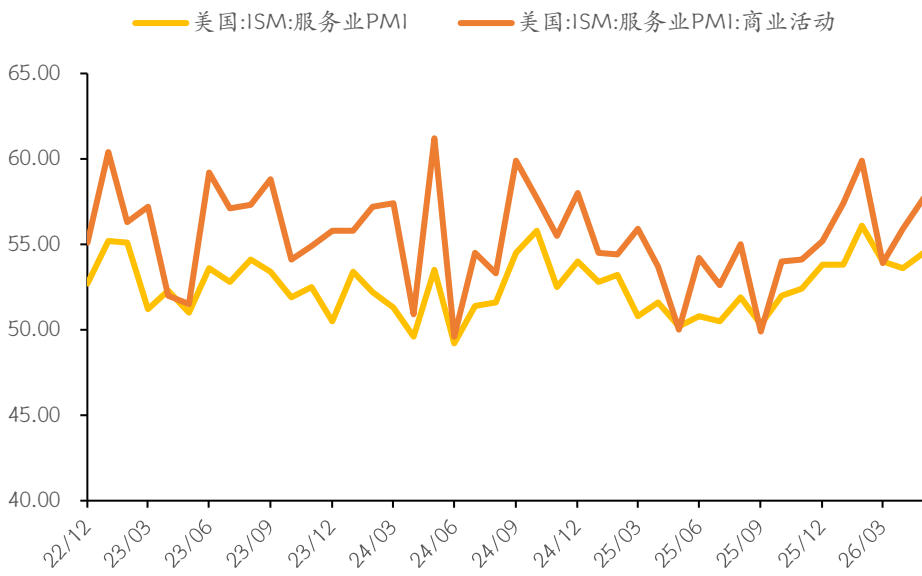


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国ISM制造业指数在2026年二季度整体表现稳健，但同时也面临价格压力高企和就业疲软等结构性问题。PMI从4月的52.7升至5月的54.0，新订单指数攀升至56.8，13个行业实现增长，复苏基础有所拓宽。但价格压力持续高企，4月价格指数飙至84.6，5月虽回落至82.1，仍处历史高位。同时就业分项指数连续低于50荣枯线，企业扩产主要依赖提高现有员工效率，而非新增招聘，对劳动力市场提振有限。

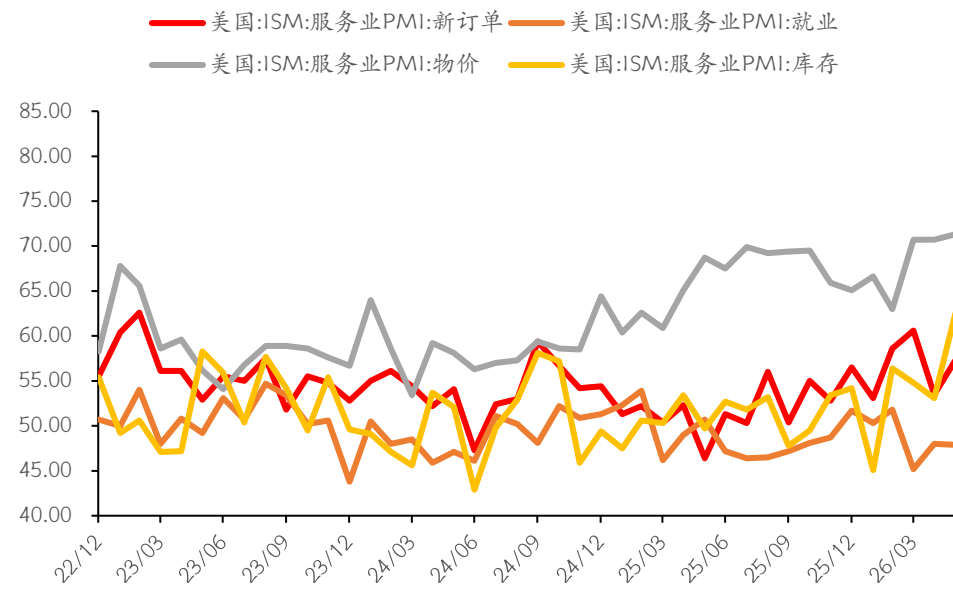
美国服务业：高价下的需求韧性支撑

图表：美国ISM服务业表现强劲（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：需求韧性支撑服务业扩张（%）

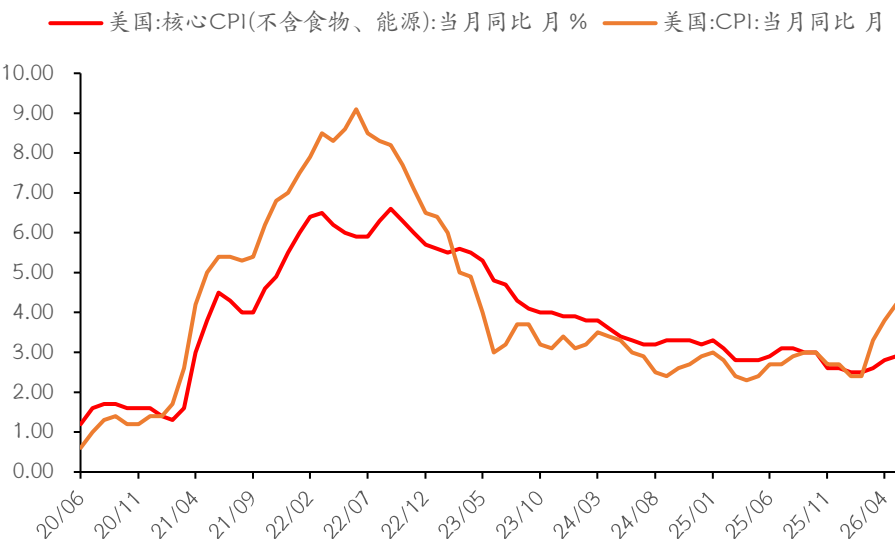


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国ISM服务业指数二季度表现强劲，连续23个月位于荣枯线上方，5月PMI升至54.5，商业活动和新订单指数分别达57.7和57.3，需求旺盛且库存大幅提升。但价格压力创近四年新高，支付价格指数升至71.3，主因能源成本与关税推高投入。就业指数连续三月萎缩（5月47.9），企业扩产依赖现有员工效率提升，而非扩大招聘，整体呈现扩张与隐忧并存态势。

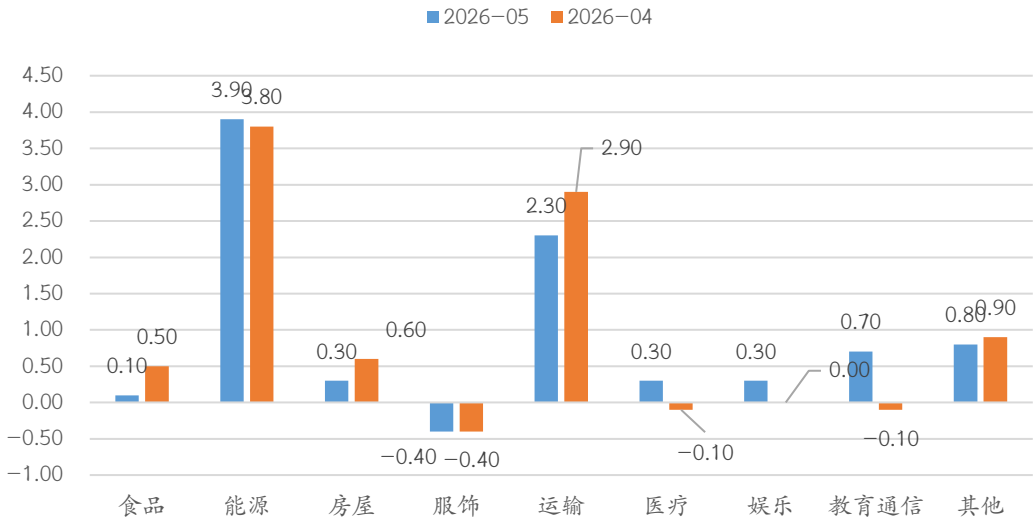
能源价格压力向核心价格传导

图表：二季度整体通胀压力显著升温（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：通胀压力向服务与住房领域扩散（%）

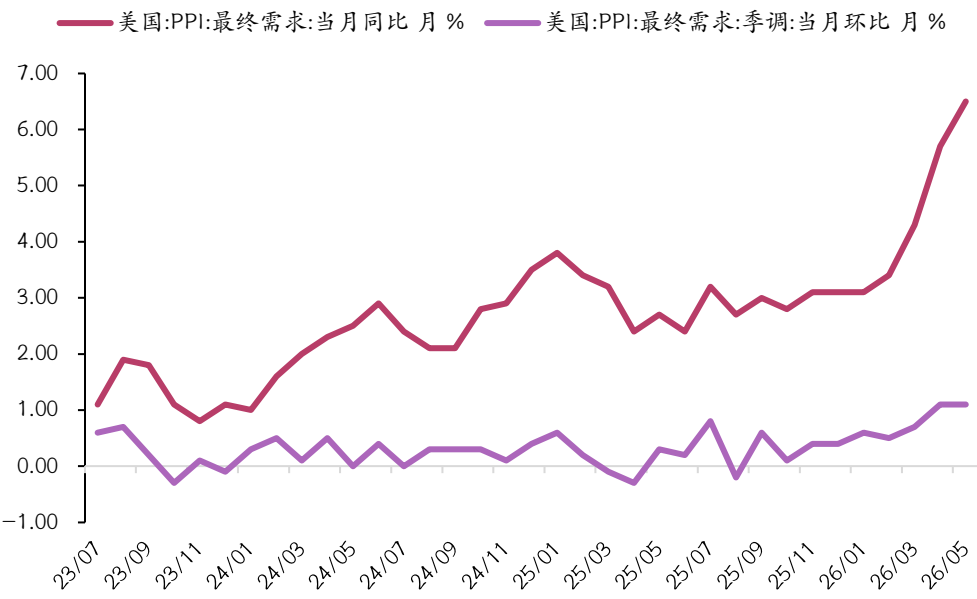


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ **警惕核心通胀粘性快速飙升：**美国CPI在2026年二季度超预期反弹，整体通胀压力显著升温。同时，整体通胀上行与核心通胀黏性并存，且两者相互强化。能源涨价直接推高整体CPI，同时通过运输成本向核心服务传导，使住房等分项回落缓慢。两者叠加令通胀回落进程受阻，美联储在“抗通胀”与“稳增长”之间的政策空间被进一步压缩，市场加息预期随之升温。

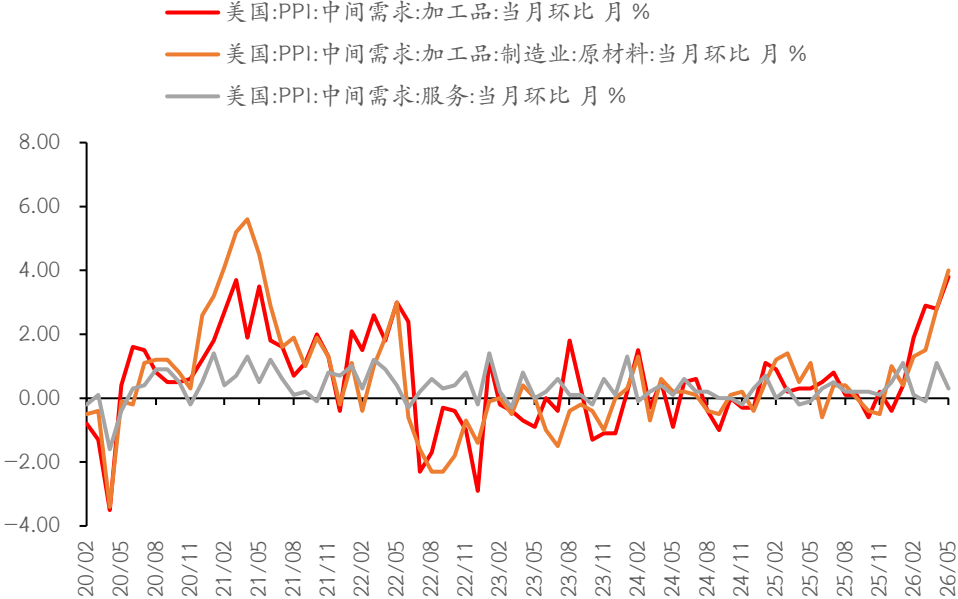
生产成本压力或随油价预期缓和

图表：美国生产端价格压力仍显著高于终端价格涨幅（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：PPI价格压力加速向消费端传导（%）

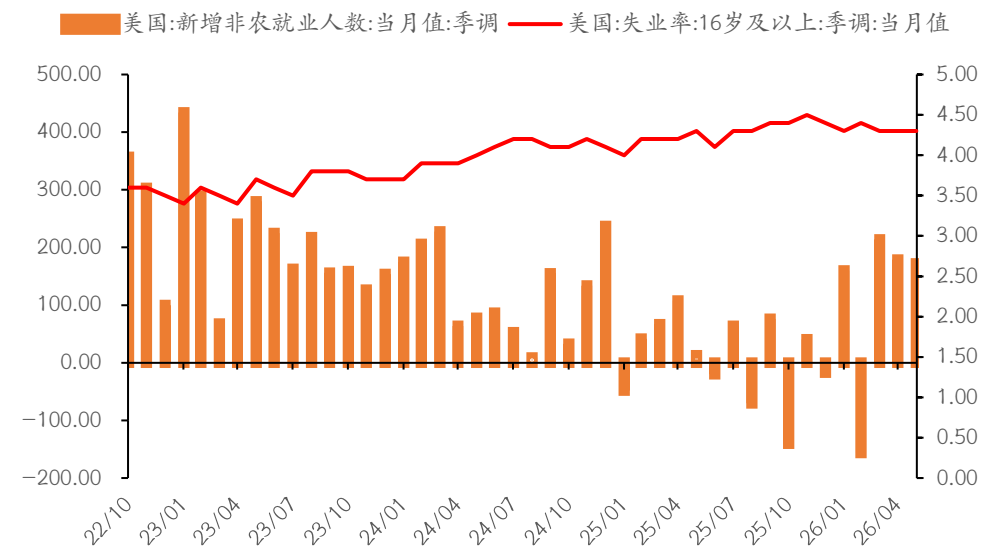


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国PPI在2026年二季度持续攀升，加剧了通胀向消费端传导的风险。能源与原材料涨价直接推高PPI，同时通过运输、包装等环节向核心商品及服务传导，使终端价格回落难度加大。上游通胀压力持续累积，正逐步挤压企业利润空间，并强化市场对“二次通胀”的担忧。但油价在二季度显著回落，价格传导虽有一定时滞，但市场普遍认为三季度制造端的成本压力或将明显缓解。

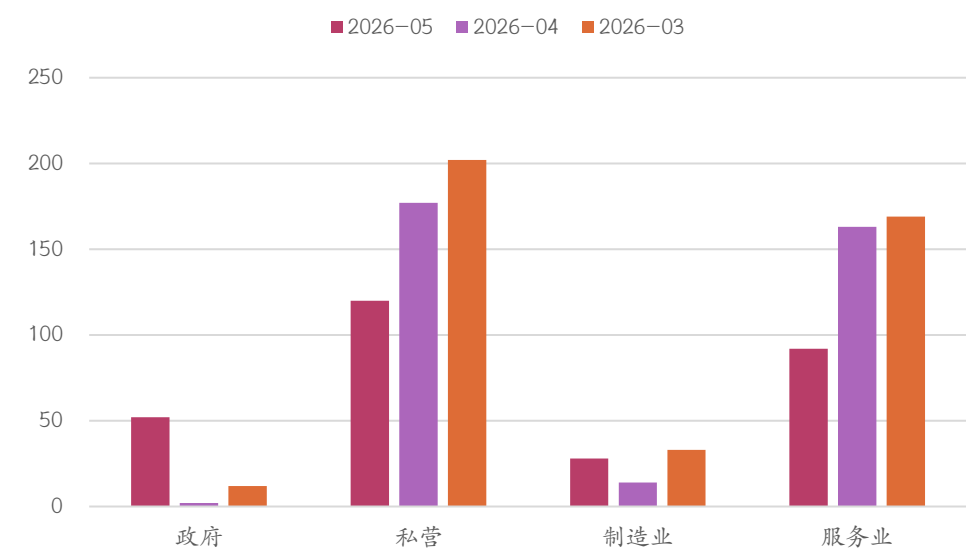
非农就业二季度整体表现稳健

图表：非农就业人口连续三个月保持高速增长（千人，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：新增就业主要集中在医疗、休闲酒店等低薪服务业（千人）

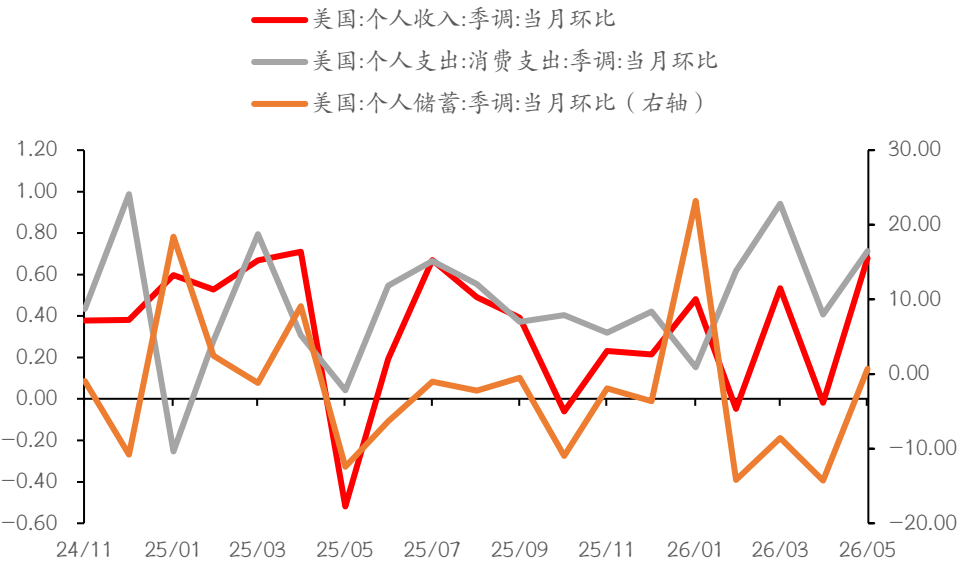


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国非农就业在2026年二季度整体表现稳健但隐忧凸显，新增就业主要集中在医疗、休闲酒店等低薪服务业，制造业与专业服务就业增长停滞。新增就业的结构性分化反映劳动力需求降温，但失业率保持低位掩盖了就业质量下滑与参与率下降的结构性问题。低薪服务业驱动就业增长，而高薪行业停滞不前，导致整体收入增速放缓，消费支撑力减弱。

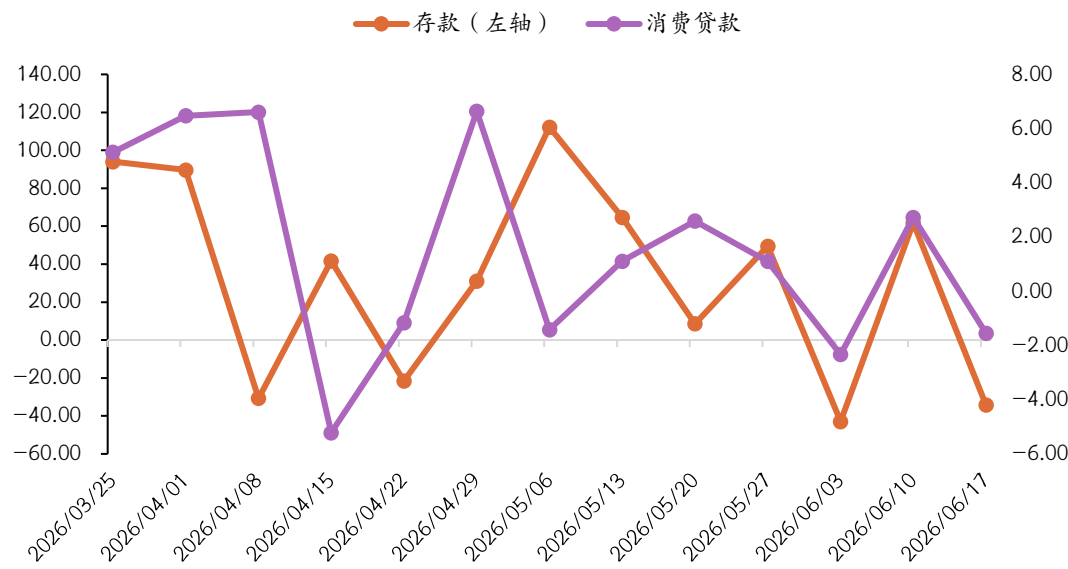
美国居民消费潜力会否重新爆发

图表：个人储蓄率处于低位（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：4月以来消费贷款扩张逐步放缓（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国居民消费与储蓄率在二季度呈现支出放缓与储蓄筑底并存的格局。消费韧性依赖储蓄消耗与信贷支撑，且两者相互强化。通胀侵蚀实际购买力，居民维持支出需动用储蓄或增加借贷，储蓄率回升缓慢反映补蓄意愿不足而被迫消耗。支出放缓与储蓄薄弱形成负循环——就业降温制约收入预期，储蓄不足限制消费弹性，消费走弱又削弱经济动力。随着地缘局势的边际缓和，居民消费会否重新爆发，值得关注。

事件关注1：122关税临时措施即将到期

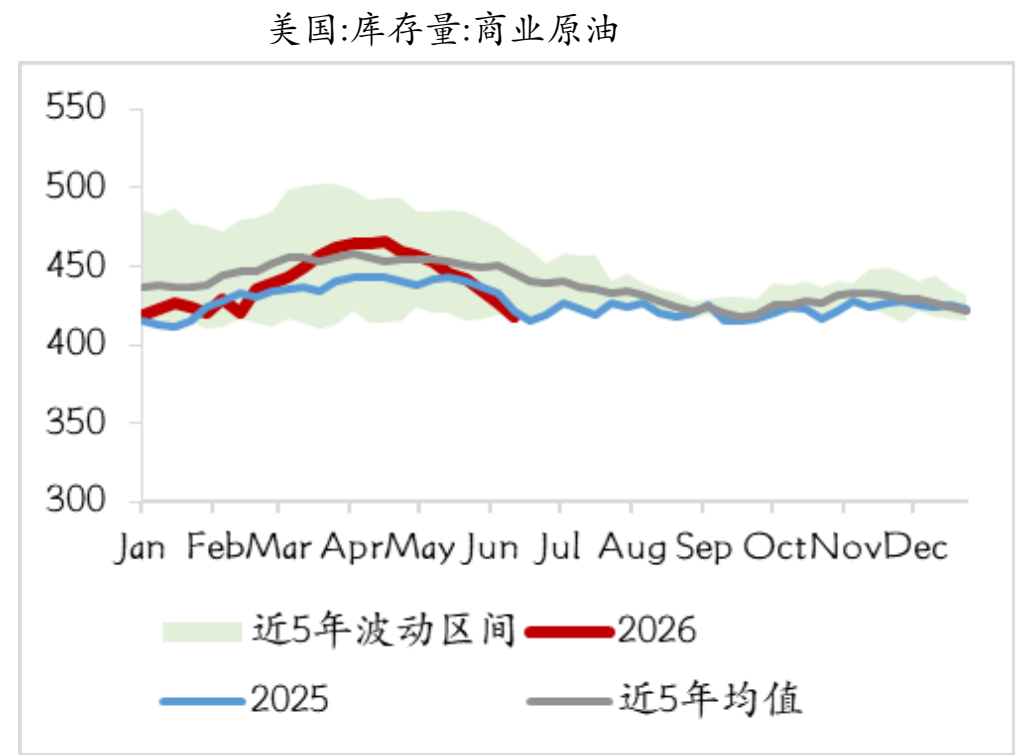
图表：特朗普122关税临时措施即将于7月24日失效（国会会否支持延长？还是依赖301/233调查将关税水平恢复至IEEPA关税水平？）

调查类别	依据条款	启动时间	调查对象/范围
制造业产能过剩调查	301条款	2026年3月	涵盖中国、欧盟、日本、韩国等16个主要贸易伙伴，聚焦制造业结构性产能过剩问题
强迫劳动相关措施调查	301条款	2026年3月	涉及60个经济体（含中国、欧盟等），针对未能有效禁止进口强迫劳动产品的不公平优势
巴西数字贸易调查	301条款	2025年启动	聚焦巴西数字服务税及数字贸易壁垒问题
中国履行第一阶段协议情况调查	301条款	2025年启动	评估中国对2020年中美第一阶段经贸协议的履约情况
商用飞机及喷气发动机	232条款	待定（预计2026年5月中旬公布）	以国家安全为由，审查进口飞机及发动机对国防工业基础的影响
多晶硅及衍生产品	232条款	待定（预计2026年7月中旬公布）	审查进口多晶硅等关键材料对能源与国防供应链的依赖风险
无人机系统及部件	232条款	待定（预计2026年7月中旬公布）	评估进口无人机对国家安全及技术领先地位的潜在威胁
风力涡轮机及部件	232条款	待定（预计2026年8月下旬公布）	审查进口风电设备对国内可再生能源制造基础的影响
个人防护装备、医疗耗材及设备	232条款	待定（预计2026年9月中旬公布）	审查进口医疗物资对公共卫生安全与应急准备的影响
机器人及工业机械	232条款	待定（预计2026年9月中旬公布）	评估进口工业机器人对制造业自动化与国防工业的影响

资料来源：公开资料，光大期货研究所

事件关注2：能源补库何时开启

图表：原油补库周期何时开启



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：终端需求边际疲软

油品类别	最新库存变化 (截至6月19日当周)	与市场预期对比	与五年均值对比
汽油	增加 210 万桶，至 2.163 亿桶	预期减少约 130 万桶	低 5%
馏分油 (含柴油/取暖油)	增加 310 万桶，至 1.061 亿桶	预期减少约 110 万桶	低 10%

资料来源：WIND，光大期货研究所

美国原油储备回补并不存在紧迫性

图表：不花一分钱增加美国石油储备？

🕒 Estimated Read Time 2 min

WASHINGTON—The U.S. Department of Energy (DOE) today issued a Request for Proposal (RFP) for an exchange of up to 40 million barrels of crude oil from the Strategic Petroleum Reserve (SPR). Today's solicitation opens competitive bidding, continuing DOE's execution of President Trump's 172-million-barrel release as part of a coordinated 400-million-barrel action by International Energy Agency (IEA) member nations' strategic reserves.

Under President Trump's leadership, DOE has advanced an unprecedented series of large-scale SPR exchange solicitations at record speed. These actions have moved critical crude oil supplies into the market to address short term supply disruptions and bolster energy security for the United States and its allies.

The crude oil will originate from the SPR's [Big Hill and Bryan Mound sites](#). This action builds on the Department's four previous solicitations that collectively awarded more than 133 million barrels across three completed exchanges. DOE's earlier exchanges demonstrated the SPR's ability to rapidly deliver crude under emergency authorities **while achieving a 26 percent premium in returned barrels**—expanding the reserve at no additional cost to American taxpayers.

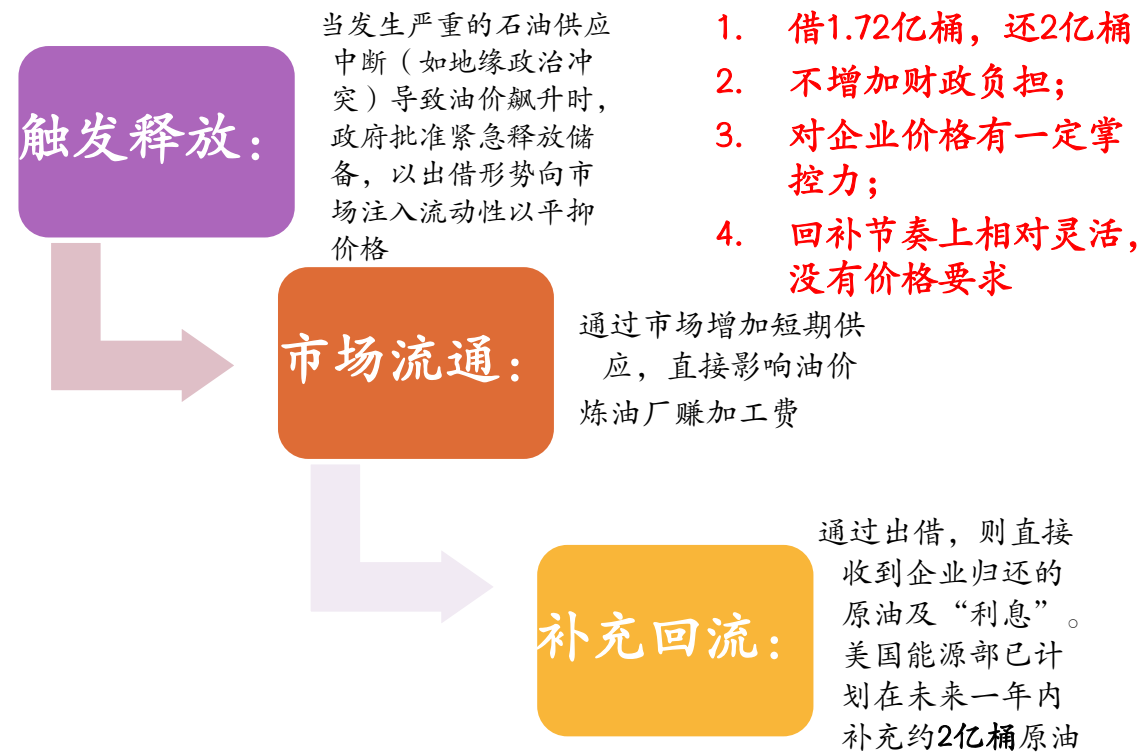
"With today's announcement, we are accelerating the President's commitment to a coordinated and strategic release that stabilizes global oil markets," said **DOE Acting Assistant Secretary for the Hydrocarbons and Geothermal Energy Office Curt Coccodrilli**. "This exchange will help move oil swiftly to refiners, ease short-term supply pressures, and ensure the Strategic Petroleum Reserve continues to grow stronger through the return of premium barrels."

Under DOE's exchange authority, participating companies will return the 40 million borrowed barrels with additional premium barrels, ensuring immediate market supply while increasing the SPR's long-term inventory.

Bids for this [solicitation](#) are due no later than 11:00 A.M. Central Time on Monday, June 15, 2026.

资料来源：美国能源部，光大期货研究所

图表：“出借”模式变相让美国重新获得“全球石油定价权”



资料来源：美国能源部，光大期货研究所

事件关注3：欧美日三大央行政策集体转向紧缩

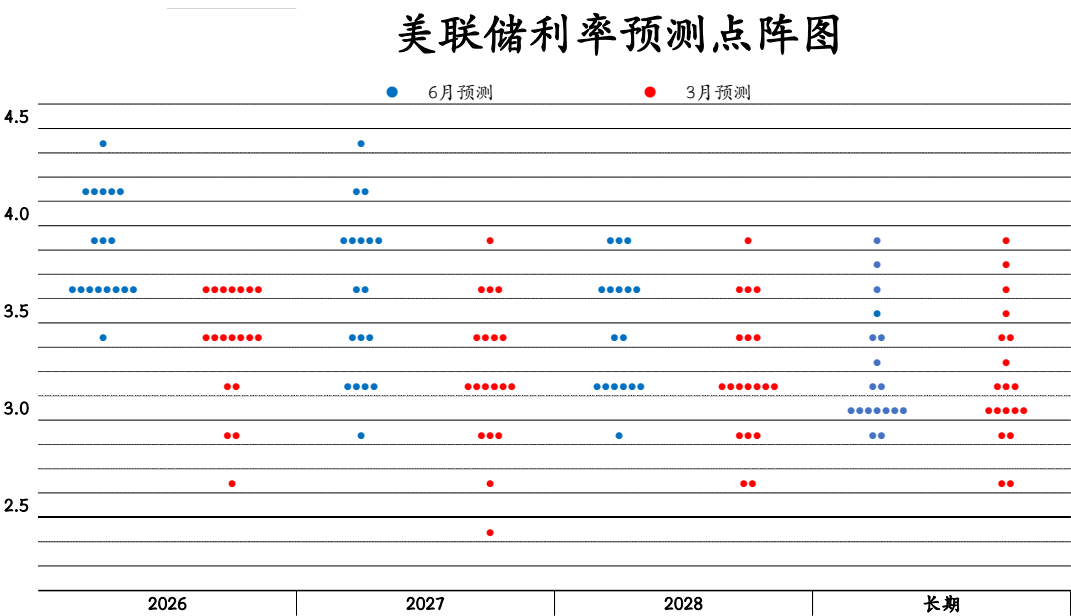
图表：欧美日三大央行政策立场呈现显著分化，未来路径仍有较大不确定性

央行	6月议息会议	通胀预测	经济增长与就业预测	政策倾向与利率路径
美联储 (Fed)	维持利率在3.50%-3.75% 不变。	大幅上调2026年PCE通胀预期至3.6%（3月预测2.7%），核心PCE至3.3%。	下调2026年GDP增速预期至2.2%；失业率预期微调至4.3%。	点阵图显示半数官员预计年内加息；新任主席沃什立场鹰派，放弃前瞻指引。
欧洲央行 (ECB)	加息25个基点，为2023年以来首次。	预计2026年整体通胀率上调为3.0%，2028年回落至2.0%目标。	因能源冲击，大幅下调2026年GDP增速预期至0.8%，呈现“滞胀”特征。	行长拉加德强调优先控制通胀，未来决策依赖数据，必要时继续加息。
日本央行 (BOJ)	加息25个基点，政策利率升至1.0%（1995年以来最高）。	认为通胀超出2%目标的风险依然存在，企业正广泛转嫁进口成本。	预计经济将温和复苏，但对高油价和海外风险保持警惕。	明确进入加息周期。鹰派委员提出“每数月加息25基点，目标中性利率2%”的路线图

资料来源：FED，ECB，BOJ，Bloomberg，光大期货研究所

通胀预期与利率终点水平上调

图表：点阵图预测利率重心大幅上移（%）



资料来源：FRED，光大期货研究所

图表：SEP大幅上调年内通胀预期与利率中位数（%）

		2026	2027	2028	长期
GDP	6月预测	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%
	3月预测	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
失业率	6月预测	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%
	3月预测	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
PCE通胀	6月预测	3.6%	2.3%	2.0%	2.0%
	3月预测	2.7%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	6月预测	3.3%	2.5%	/	/
	3月预测	2.7%	2.2%	/	/
利率中位数	6月预测	3.8%	3.6%	3.1%	3.1%
	3月预测	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%

资料来源：FRED，光大期货研究所

➤ **季度预测报告定调偏鹰：**美联储全体票委一致同意将联邦基金利率目标区间连续第四次维持在3.50%–3.75%，整体符合市场预期。尽管沃什本人未提交个人预测，但其余18位投票人员大幅上调了年内通胀预期与中性利率终点，正式确立了政策重心从“何时降息”向“是否加息”的中性偏鹰转向。对市场而言，这意味着此前持续近一年的宽松预期被彻底瓦解，下半年的资产定价逻辑核心在于美国实际利率水平变化。

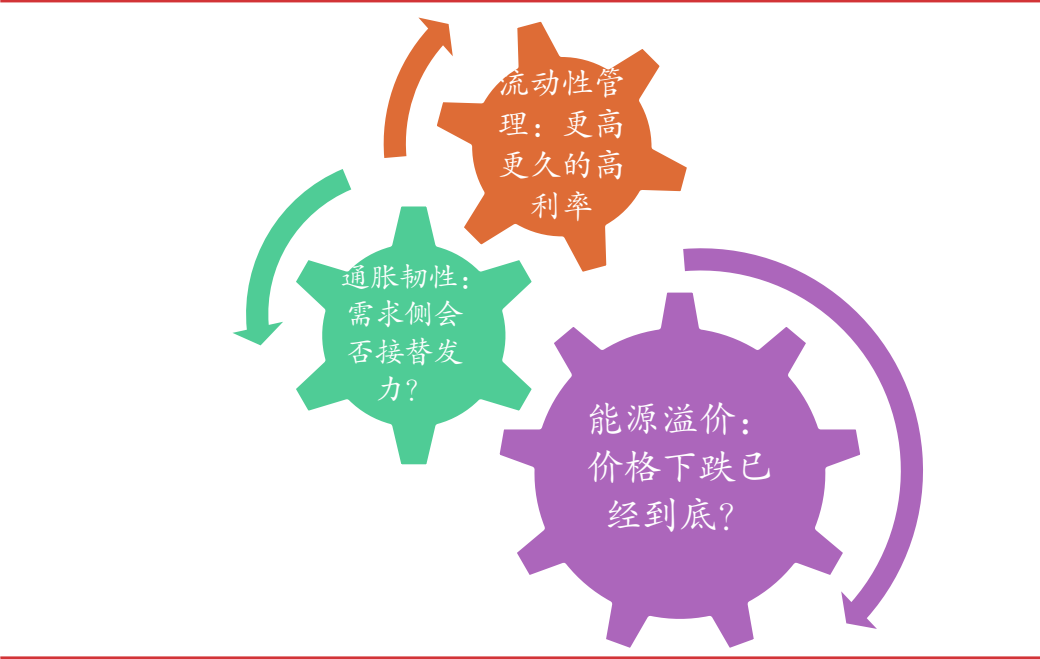
沃什的鹰派制度改革加速推进中

图表：沃什宣布加速推进政策框架重塑

政策框架重塑重点	核心职能与审查重点	预期效果与改革方向
对外沟通机制	全面审查美联储与市场沟通的方式，包括点阵图（利率预测）、经济预测摘要（SEP）、会议纪要及新闻发布会等工具的有效性。	旨在减少“噪音”和前瞻指引对市场的过度扭曲，提高沟通的灵活性与有效性。可能调整或简化点阵图的呈现形式，甚至改变例行的新闻发布会频率。
资产负债表政策	评估当前“充足准备金”框架的利弊，审查大规模债券持仓对市场信号的影响，并探讨资产负债表管理的替代方案。	可能推动资产负债表“瘦身”或结构性调整，旨在减少对市场的人为干预，让货币政策回归更常态化的操作框架。
现有数据渠道的运用与依赖	检讨美联储对传统官方统计数据的依赖，探索引入大数据、新数据来源和分析方法，以解决数据滞后问题。	旨在构建一个更实时、更精准的经济数据决策体系，提升对经济状况的洞察力和反应速度。
产业变革下的劳动生产率与就业	专门研究人工智能（AI）及其他通用技术对劳动生产率、劳动力市场结构及美联储双重使命（充分就业）的深远影响。	旨在前瞻性地理解技术变革对经济和通胀的潜在影响，为未来货币政策如何应对结构性变化提供分析基础。
通胀分析框架	重新审视新时代下推动通胀的底层因素，并对美联储稳定物价的方法论进行系统检查。	旨在优化通胀衡量指标和分析框架（但2%的通胀目标本身预计不会被调整），以更准确地理解和预测通胀走势。

资料来源：FRED，光大期货研究所

图表：短期约束与长期叙事的张力的再平衡

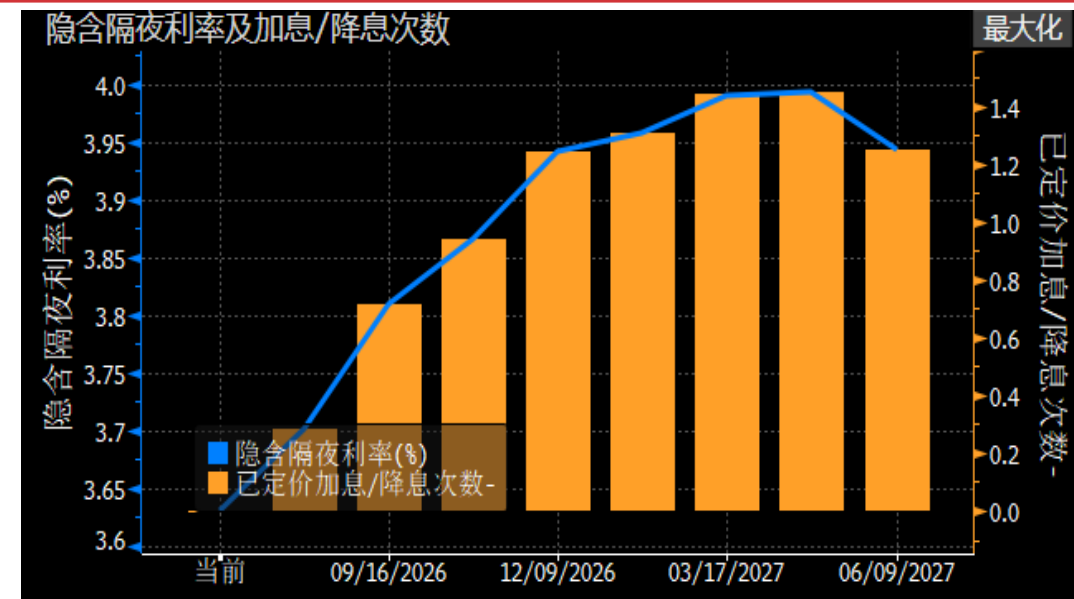


资料来源：FRED，光大期货研究所

➤ **市场沟通机制转向模糊化：**与利率决议本身相比，本次会议更引人注目的是沃什主导下对外沟通方式的剧烈转向。会后政策声明大幅缩减篇幅，并且沃什在新闻发布会上宣布加速推进政策框架重塑，成立五个特别工作组，试图以“模糊化”取代传统的“透明化”沟通模式。但市场担忧这种缺乏透明度的沟通方式反而会放大市场对于关键数据的反馈，资金面博弈或使得双向波动风险升温。

货币政策：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

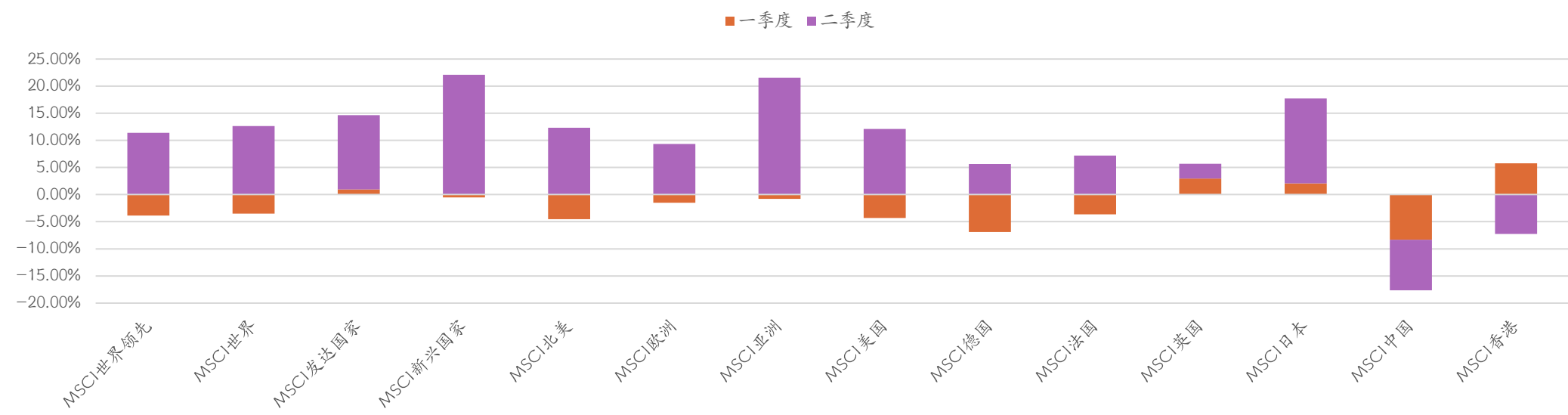
- **全球货币政策收紧预期强化：**三季度全球货币政策收紧预期显著强化，主要央行政策立场明显转鹰。美联储6月虽维持利率不变，但点阵图显示半数官员预计年内加息，通胀预期大幅上修，PCE通胀预测从2.7%上调至3.6%，市场正强化定价9月、12月可能加息。欧洲央行于6月率先重启加息25个基点，并上调今明两年通胀预期至3.0%和2.3%，市场预期7月或9月可能再次加息。
- **受高利率预期推动，美元指数走强，10年期美债收益率持续站于4.3%上方，国际投行纷纷下调黄金、原油等大宗商品价格预期。**全球流动性同步收紧预期压制风险资产表现，市场关注焦点转向各央行后续政策路径的分化与博弈。

目 录

2、资产表现回顾与未来展望

权益类：地缘冲突、政策博弈与结构性分化

图表：MSCI 全球指数涨跌幅（单位：%）

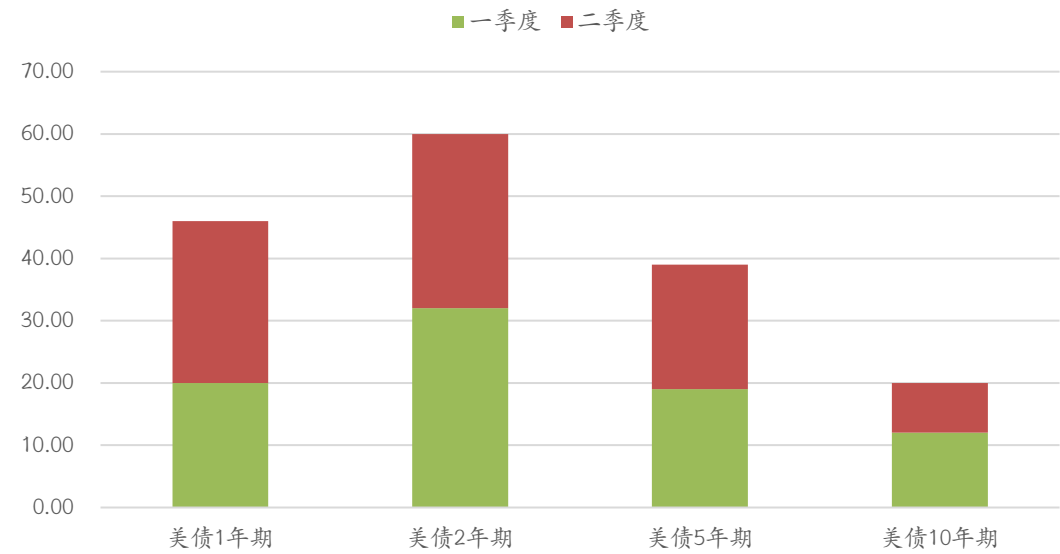


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 二季度，随着地缘局势的边际缓和，全球股市整体呈现强劲反弹态势。其中，AI基础设施投资持续扩散，半导体仍是最拥挤交易；企业盈利增长从科技股向更广泛领域延伸。交易逻辑上，市场正从“短期冲击”预期转向“长期韧性”定价，估值回调后投资价值逐步显现。
- 展望三季度，多家机构维持乐观判断，全球经济增速预计达3.1%，但需警惕高估值与高通胀预期下容错空间收窄的风险，以及全球货币政策转向紧缩过程中的不确定性扰动，尤其是美国实际利率主导下的市场定价波动可能加剧，建议关注美国与新兴市场双主线配置。

债券类：美债收益率中枢明显上行

图表：美债各期限收益率变化（单位：bp）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债十年期收益率变化（单位：bp）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债方面，美债市场经历了剧烈重定价，收益率曲线大幅上移。通胀预期强化美国实际利率“更高更久”预判，叠加美国财政部加大长债供给，而需求端承接乏力，对美债形成利空。三季度，市场或围绕美联储“何时加息”与“几次加息”反复拉扯，美债市场或继续承压运行。
- 国债方面，上半年整体震荡走牛，各期限收益率较年初下行，短端表现更强。一是央行持续投放流动性，资金中枢低位；二是经济弱修复延续、通胀变化温和。展望下半年，资金面合理充裕特征不变，二是经济边际转弱之后降息预期增加，预计国债收益率重心小幅下移，但考虑到经济弱修复通胀温和回升以及国债收益率绝对水平低位，整体国债收益率低位震荡格局难改。

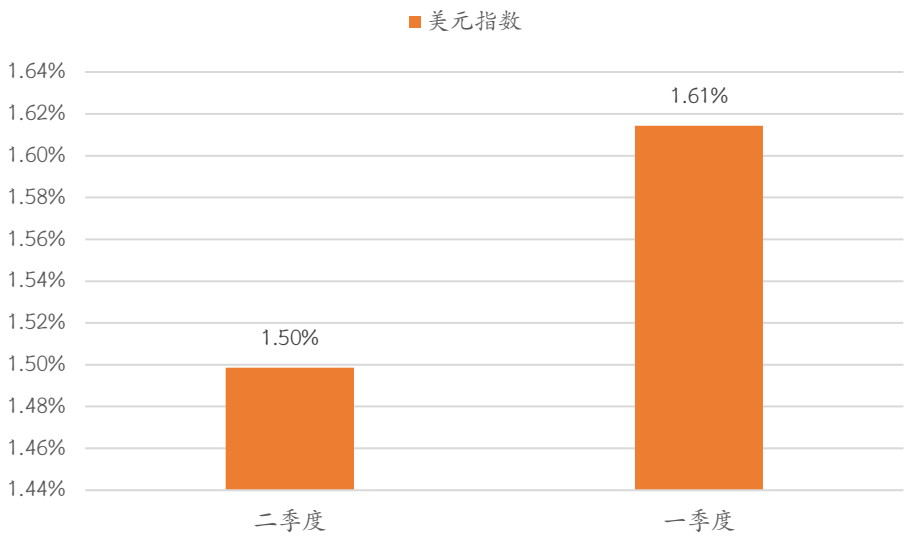
全球汇率：实际利率高位强化美元吸水效应

图表：美元指数回升至101上方（单位：点）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元指数涨跌幅（单位：%）

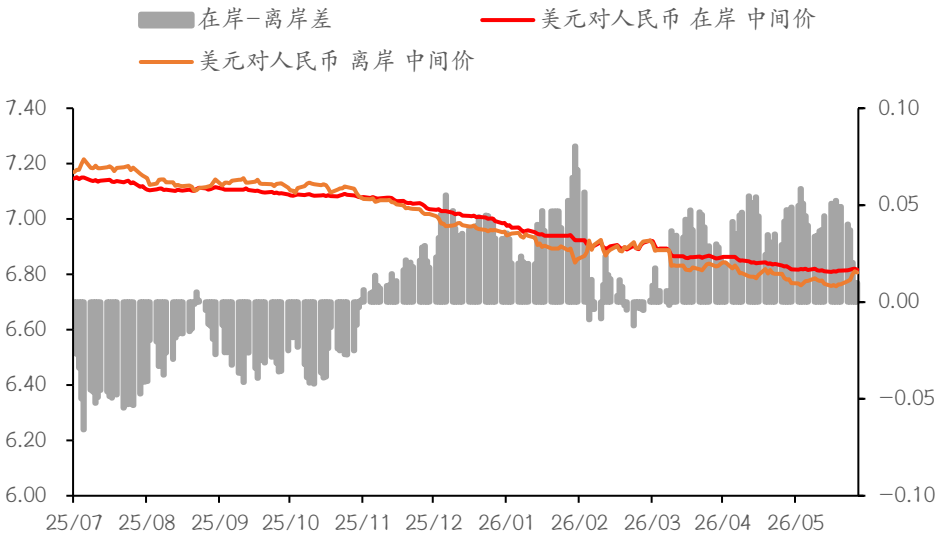


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 二季度，美元指数升至101上方，重返强势地位。核心驱动来自美联储政策预期从急转为年内加息，沃什上任后释放强烈鹰派信号，推动美债收益率大幅攀升，利差优势重新吸引全球资本流入美元资产。同时，美国经济韧性凸显，AI投资热潮与大型IPO进一步强化“美国例外论”信心。展望三季度，美元有望延续偏强格局，美国经济相对优势与美联储紧缩预期仍将提供支撑。但若通胀回落或霍尔木兹海峡全面开放，实际利率上行空间可能受限，或削弱美元投资吸引力。

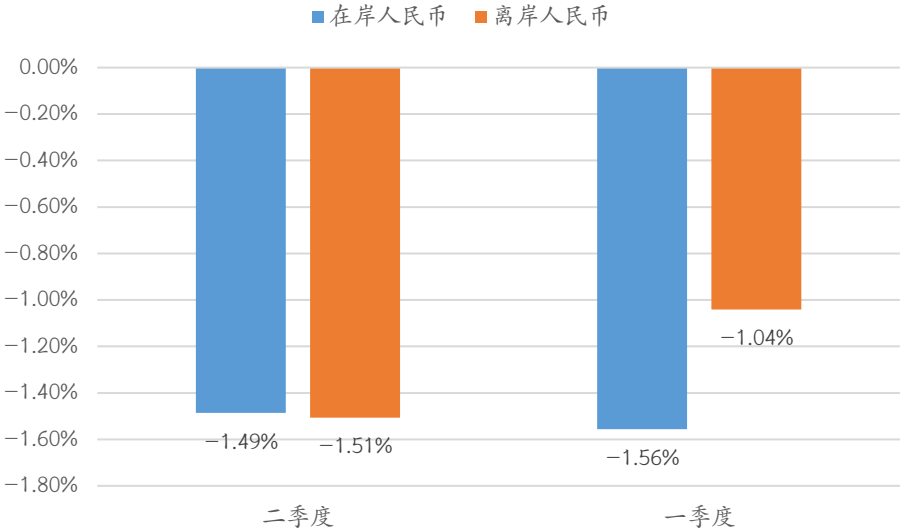
全球汇率：人民币或转向双向波动的温和升值模式

图表：人民币汇率渐进升值（单位：美元/人民币）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率变化（单位：%）

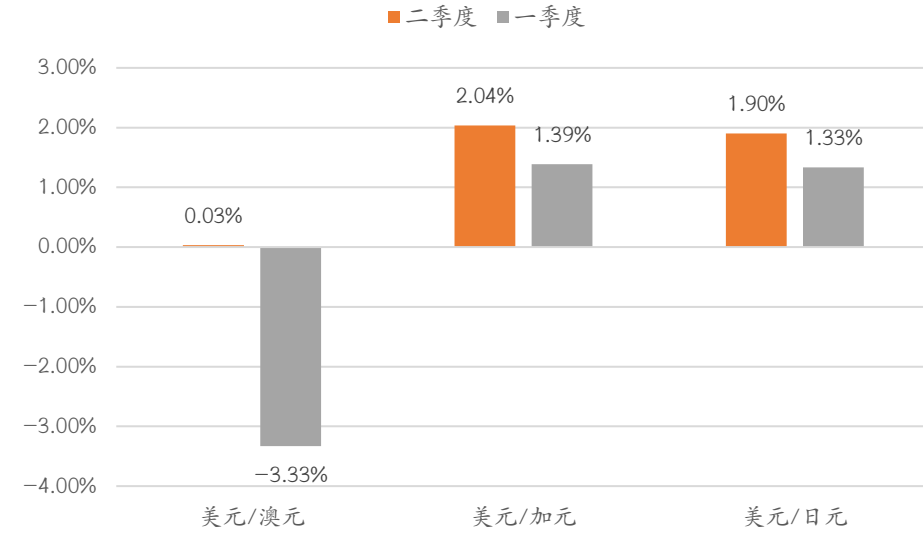
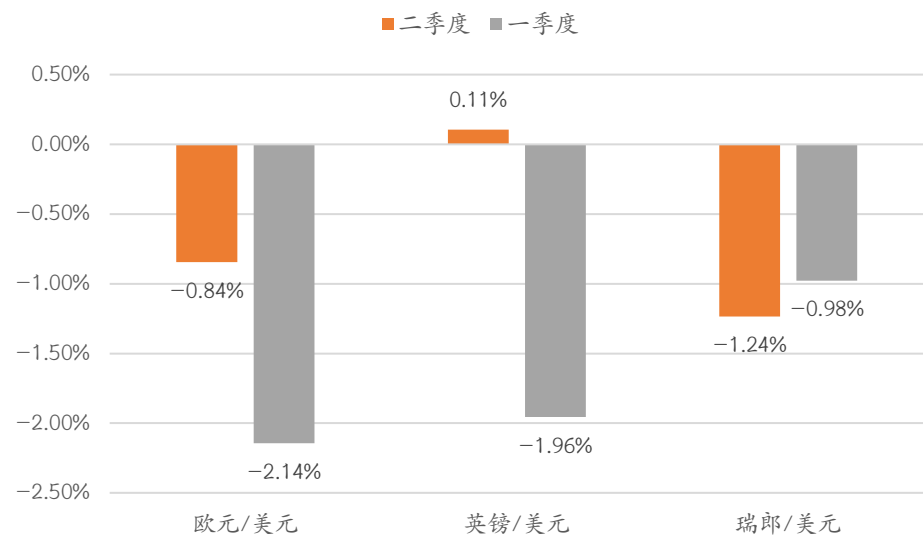


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 人民币方面，二季度整体延续强势升值格局，在岸、离岸汇率双双突破6.80关口，年初以来累计升值逾3%。出口韧性持续带来稳定的经常项目顺差，出口商结汇意愿上升及银行加速外币净兑换支撑。同时，中美经贸关系趋于平稳改善外部环境，人民币国际化推进吸引跨境资本流入。展望三季度，人民币或转向双向波动的温和升值模式，单边持续上涨概率较低。中美实际利差较大，或部分削弱人民币投资偏好。叠加海外关税不确定性，尤其是美国关税措施到期，以及欧盟、印尼等国的反倾销调查等，三季度出口对于人民币的支撑存在不确定性。

全球汇率：对美实际利差与经济预期差将影响其他主要货币表现

图表：欧元、英镑、瑞士法郎、澳元、加币、日元兑美元

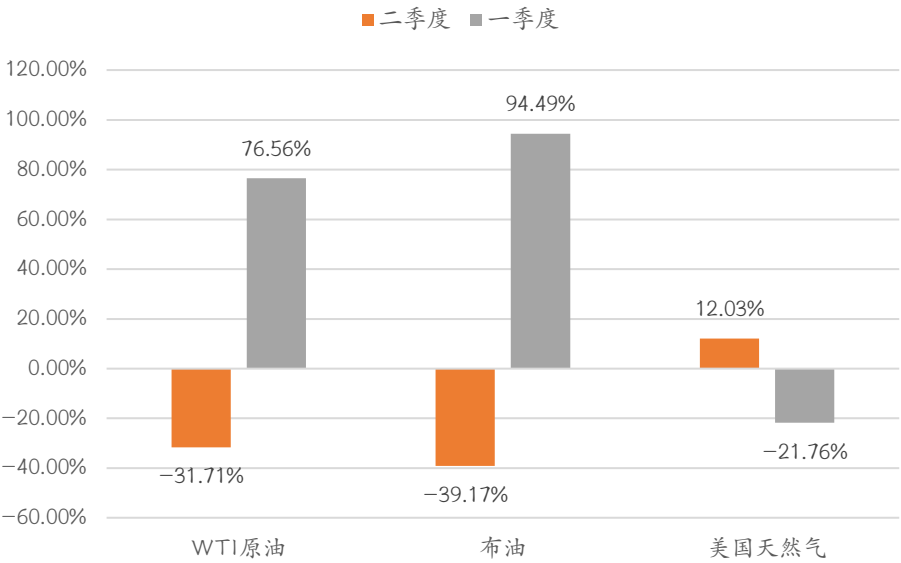


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

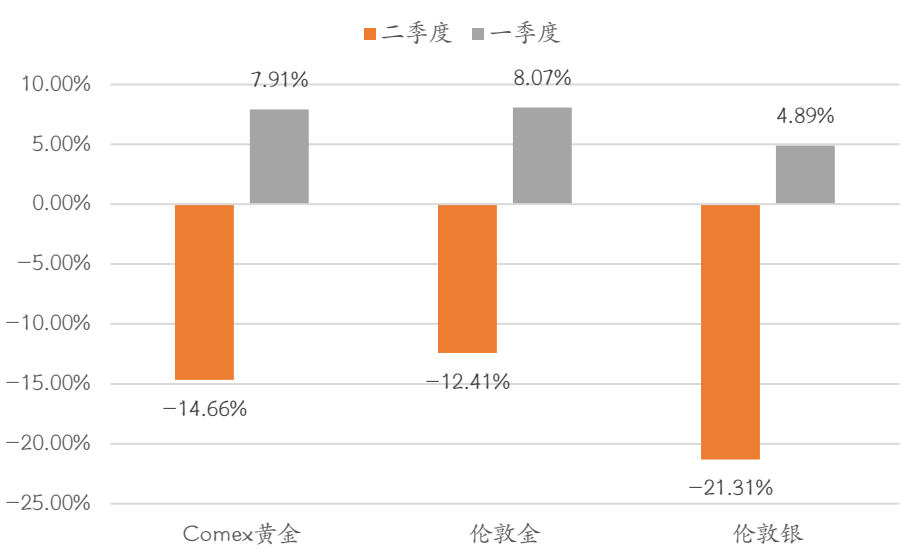
➤ 二季度，G7非美货币整体承压，其中欧元与日元贬值最为显著。欧洲央行与日本央行于6月先后加息未能挽回颓势，而美联储预期转向鹰派，使得美元重获利差优势，非美货币走强预期被持续压缩。展望三季度，预计G7非美货币延续弱势，日元受利差与财政风险压制，欧元仍受能源结构脆弱性拖累，美元在G7货币中或维持中性偏强位置。

大宗商品：地缘风险溢价边际缓和

图表：原油和天然气期货价格变化（单位：%）



图表：贵金属价格受美元实际利率高位压制（单位：%）

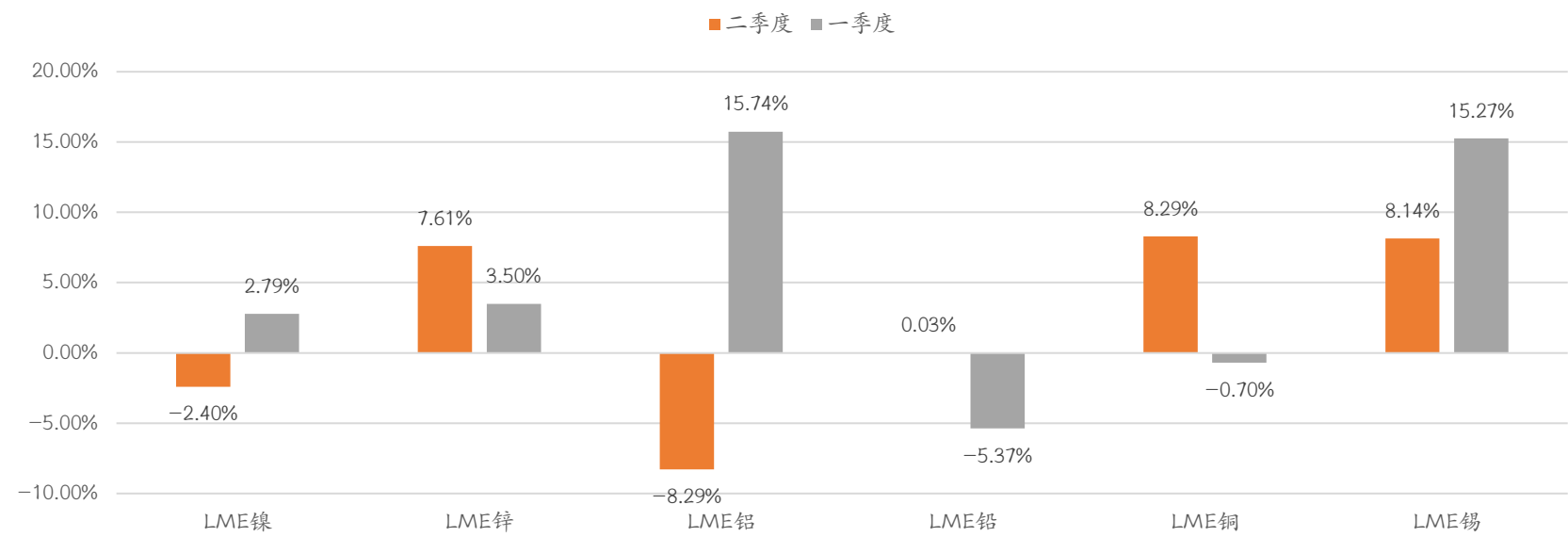


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 二季度国际原油价格持续回落，主要受美伊局势缓和及地缘风险溢价消退影响。展望三季度，美伊60天谈判窗口的执行情况是最大变数——若协议顺利推进，地缘溢价将继续消退，油价承压下行；若谈判破裂，地缘风险将重新推升油价。此外，需持续关注全球石油库存变动，短期内需求侧或延续偏弱格局，需求恢复节奏也将影响油价中枢走向。
- ▶ 二季度黄金从历史高点大幅回落，进入技术性熊市。核心驱动在于美联储政策预期从“降息”急转至“抗通胀优先”甚至年内加息，实际利率抬升直接压制无息黄金的估值。同时，黄金传统避险逻辑阶段性失灵，黄金ETF持续流出与实物需求疲弱也拖累了金价。展望三季度，市场交易逻辑从“宽松+地缘”驱动切换为“高利率+美元走强”主导，除非通胀预期出现大幅松动，金价短期预计延续震荡承压格局。

有色金属：聚焦宏观扰动与需求边际变化

图表：LME有色期货价格变化（单位：%）

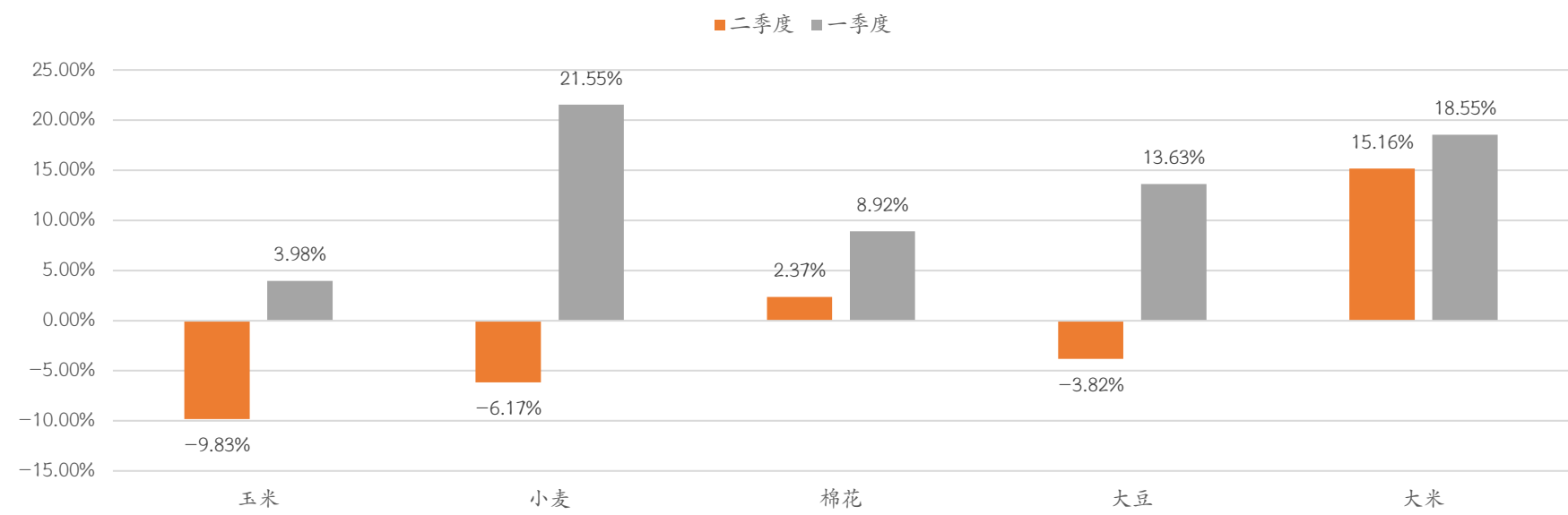


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 二季度，有色金属板块内部显著分化，金融属性与商品属性激烈博弈。铝虽受中东供给扰动，但旺季去库力度温和，高库存与宏观鹰派限制涨幅；镍价受印尼配额政策与硫磺成本支撑宽幅震荡；锂价则因供需格局改善逐步筑底。展望三季度，美联储政策与中东局势仍是核心变量。若“金融属性”压制延续，板块短期承压，但铜铝供给刚性及新能源需求将提供底部支撑，上行空间取决于需求端预期兑现。

农产品：气候交易主线或持续影响

图表：海外农产品期货价格变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 二季度，国际农产品市场呈现结构性分化特征，谷物、油籽整体震荡偏弱，油脂油料受供应收缩预期支撑走势偏强，棉花则受益于厄尔尼诺事件支撑。
- 展望三季度，气候交易主线或持续强化，厄尔尼诺对农作物的减产预期仍有发酵空间。同时需关注全球谷物丰产大格局对上行空间的压制，以及主产国关税政策博弈等变量。整体而言，油脂板块景气度相对明确，粕类及谷物预计延续低位震荡格局。

目 录

3、分析观点总结与风险提示

分析观点总结

➤ 海外：中东局势进入关键窗口期

三季度海外市场核心变量是美伊60天谈判窗口的执行情况，这直接决定地缘风险溢价的走向。若协议顺利推进，全球通胀压力阶段性缓解，为美联储政策转向预留空间。但若地缘冲突将再度升级，全球滞胀风险显著升温，全球货币信贷紧缩将进一步强化。预计三季度海外市场维持高波动特征可能性较高，核心矛盾从“地缘冲击的即时反应”转向“政策路径的重定价”，资产定价核心将围绕美元实际利率水平展开。

➤ 国内：政策效果进入验证期

国内三季度聚焦前期政策加码后的落地效果验证。内需修复的持续性仍是核心关注点，房地产销售与居民消费数据将提供关键验证信号。出口端面临海外需求放缓与贸易摩擦升级的双重考验，但人民币汇率偏强运行有助于稳定跨境资本流动。货币政策方面，若经济数据不及预期，降准概率将明显上升，但降息仍受内外利差约束。

➤ 大类资产配置方面：

三季度市场交易逻辑将从“地缘冲击博弈”逐步转向“政策路径与基本面验证”，资产定价核心将围绕美元实际利率水平展开，海外市场维持高波动特征可能性较高。国内市场，取决于内需修复与外贸出口韧性两方面，存在降息降准可能。**海外配置顺序：美元>股票>黄金>债券>大宗商品**，国内配置顺序：**股票>货币>债券>大宗商品**

➤ 风险提示：

三季度金融市场风险呈现“地缘不确定性+政策预期摇摆+经济数据验证”三重叠加特征。海外需警惕中东局势反复引发能源价格二次冲高、美联储政策路径超预期转向、美国经济数据超预期走弱等风险；国内需关注实体经济修复与金融市场流动性变化。建议投资者保持分散化配置，灵活调整仓位以应对高波动环境，避免单一方向过度暴露。

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。