

海外周报 20260706

上半年海外市场交易主线与下半年核心分歧——海外周报 20260706

2026 年 07 月 06 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《6 月社零或仍旧承压但降幅有望收窄》

2026-07-05

《7 月模型节奏研判，双向波动持续加剧》

2026-07-05

■ **核心观点：**2026 年上半年，海外市场对美国经济和货币政策预期的交易经历了软着陆/降息→滞胀/应对式加息→扩张/加息周期三个阶段。展望 2026 年下半年，核心分歧仍然在于美国经济的底色和美联储加息预期能否落地。我们认为，**美联储在 2026 年重新加息的难度较大，2027 年能否重启加息仍存在较大的不确定性。**往后看，三季度海外宏观流动性有望逐步改善，加息预期将逐步落空。就大类资产策略而言，**FICC 交易需关注海外宏观流动性的变化，科技股则需要重点关注 7 月二季报。**美债方面，预计 10Y 美债收益率在 4.2%-4.8% 宽幅震荡；美股方面，风险与机遇均集中在 7-8 月公布的二季报中；黄金方面，更可能重演 2025 年 5-8 月的震荡剧本，短期缺乏新的单边催化，后续重点关注 9 月是否有新的美元信用风险兑现。

■ **大类资产：**上周，整体稳健的经济数据在前半周强化了美国经济韧性，叠加 AI 交易降温引发芯片等硬件科技股抛售，全球资金轮动加快，非美股指跑赢美股，贵金属上涨，债券下跌。2026 年上半年，全球大类资产表现为风险资产领涨、商品分化特征。股票方面，在 AI 投资主线推动下，权益资产显著跑赢其他资产，在日、韩等亚太股市的领涨下，MSCI 新兴市场涨幅居前。商品方面，原油受地缘冲突支撑大涨，黄金在年初的脉冲式上涨后，在全球加息预期和实际利率收紧的影响下大跌。

■ **海外经济：**彭博美国经济意外指数保持震荡；欧元区彭博经济意外指数则大幅上修，自 2 月以来重回正区间。上周四公布的 6 月美国新增非农就业大幅逊于预期，逆转了 5 月非农就业数据的“火热”。数据发布后，年内加息预期降温，但幅度不大。总体来看，6 月非农就业延续高波动、低质量特征，因此不宜线性外推，但也缓解了此前市场对于“美国经济数据超预期→美联储加息的预期迟迟不能被证伪”的担忧。

■ **上半年海外市场交易主线：**2026 年上半年，在美国经济韧性、美伊冲突、AI 产业提振美国增长预期的带动下，海外市场对美国经济和货币政策的交易经历了软着陆/降息→滞胀/应对式加息→扩张/加息周期三个阶段。1-2 月，美国经济延续软着陆和降息预期；美伊冲突爆发后，3-4 月，“滞胀”交易升温，市场转向美联储应对式加息预期；5-6 月，AI 产业繁荣和经济数据的强劲对美国增长预期的强化，市场交易主线走向美国经济扩张和加息周期的重启。

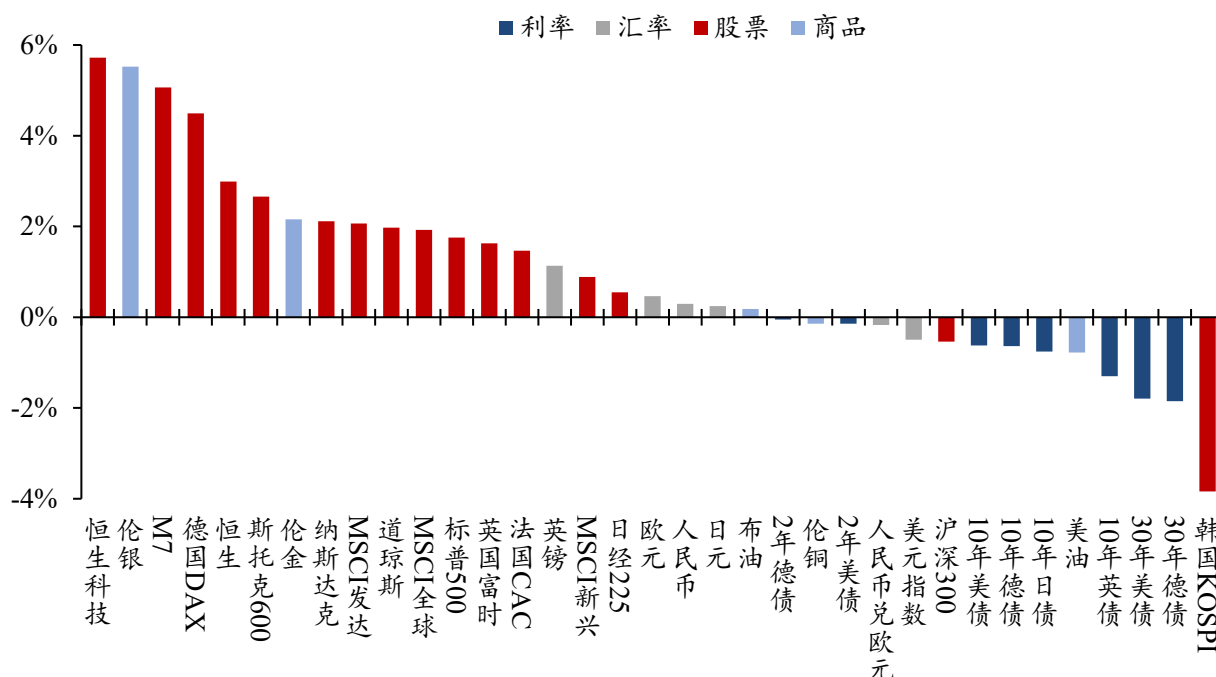
■ **下半年海外市场展望与策略：**2026 年下半年市场的核心分歧仍然在于，美国经济到底如何？美联储年内是否能加息？我们认为，**美联储在 2026 年加息的难度较大，2027 年能否重启加息则存在较大的不确定性，**因美国经济仍然 K 型分化、近期增长改善是否来自内生动能的修复仍待论证，且加息面临来自特朗普的政治压力和 AI、中选等对美国增长的不确定性影响。往后看，**预期三季度海外宏观流动性有望逐步改善，加息预期将逐步落空。**首先，8-9 月公布的经济数据将成为验证美国经济过热持续性的窗口；其次，大美丽法案、关税退税等上半年的宽财政脉冲逐步结束，前期支撑需求的外生力量边际减弱；最后，3 月以来美联储紧货币预期持续维持高位，通过金融条件收紧抑制下半年经济需求。**就大类资产策略而言，FICC 交易需关注海外宏观流动性的上述变化，科技股则需要重点关注 7 月二季报。**美债方面，预计 10 年期美债收益率在 4.2%-4.8% 宽幅震荡；美股方面，风险与机遇均集中在 7-8 月公布的二季报中；黄金方面，更可能重演 2025 年 5-8 月的震荡剧本，短期缺乏新的单边催化，后续重点关注 9 月是否有新的美元信用风险兑现。

■ **风险提示：**中东局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

1. 大类资产

上周（6月29日至7月5日），尽管重要的6月非农数据走弱，但好于预期的职位空缺、维持稳健的ISM制造业PMI等数据仍然在前半周强化了美国经济韧性，叠加AI交易降温引发芯片等硬件科技股抛售，全球资金轮动加快，非美股指跑赢美股，贵金属上涨，债券下跌。前半周，在偏强的就业数据和制造业PMI等景气数据的支撑下，美国经济韧性带动美股板块轮动进一步加速，加之美联储主席沃什在欧央行年会上释放偏鸽派信号，周期股表现一度领先大盘。期间，前两周遭遇抛售的M7和半导体等AI相关股票强势反弹。后半周，Meta出售过剩算力的消息引发市场对算力过剩的担忧，引发全球AI硬件股大跌，费城半导体指数连续两日大跌超5%，韩国KOSPI指数连续两日巨幅振荡。全周来看，全球主要股指上涨，资金轮动明显，恒生科技、M7、德国DAX领涨，韩国KOSPI指数领跌，连续第二周下跌；在沃什偏鸽派发言和弱于预期的非农数据后，金、银上涨，全周分别收涨2.16%、5.52%；与此同时，在整体仍有韧性的经济数据支撑下，全球国债普遍下跌。

图1：上周（6月29日至7月5日）大类资产回报率

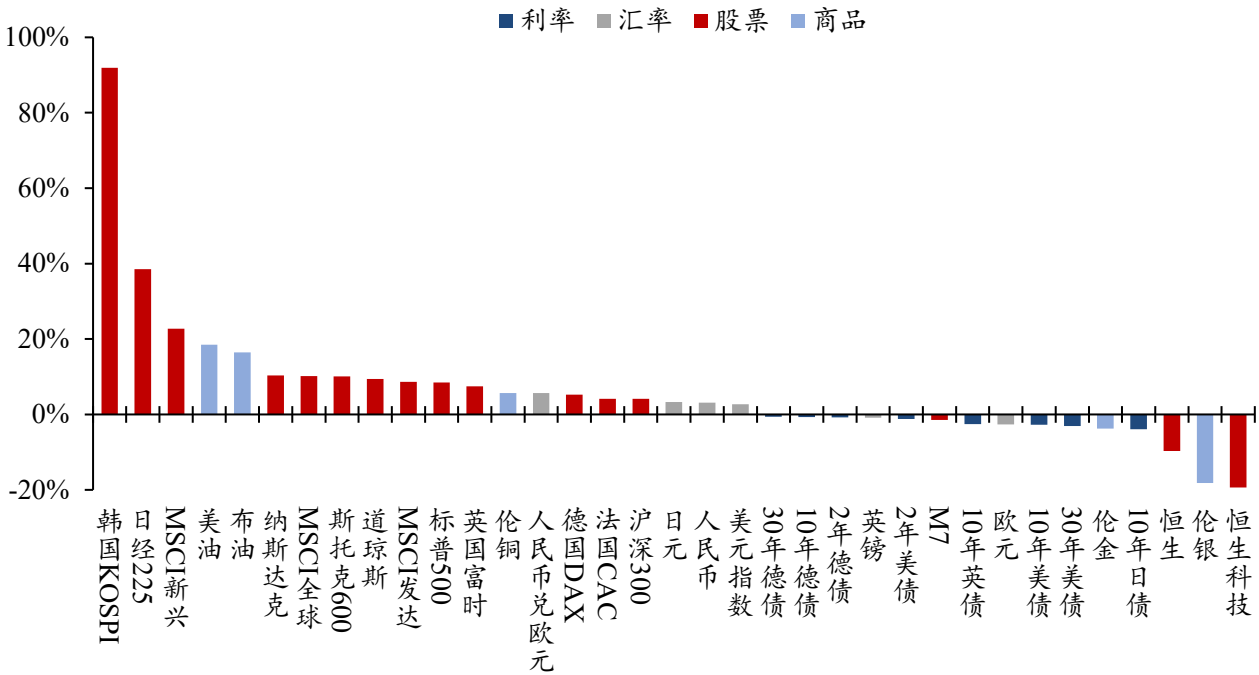


数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

2026年上半年，全球大类资产表现为风险资产领涨、商品分化特征。股票方面，在AI投资主线推动下，权益资产显著跑赢其他资产，在日、韩等亚太股市的领涨下，MSCI新兴市场涨幅居前，跑赢美国与欧洲股指。汇率方面，能源冲击下，美元指数与人民币走强、欧元偏弱。商品方面，原油受地缘冲突支撑大涨，黄金在年初的脉冲式上涨后，在全球加息预期和实际利率收紧的影响下大跌。债券方面，全球主要国债普遍承压，长久期债券表现更弱。整体来看，上半年资产定价的核心矛盾可概括为“AI驱动的风险资

产上涨”与“能源冲击和高利率环境下 FICC 承压”并存，股债明显分化，权益市场内部也呈现出 AI 科技、日韩股市领先，传统避险资产和长久期利率资产落后的格局。

图2：2026 年上半年大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

2. 海外经济

上周公布的美国经济数据喜忧参半,前半周公布的5月职位空缺好于预期、6月ISM制造业PMI保持在周期高点附近;周四公布的6月非农就业“爆冷”,且前值下修,逆转了5月非农就业的“火热”。综合来看,彭博美国经济意外指数保持震荡;欧元区彭博经济意外指数则在好于预期的西班牙工业产值、欧元区失业率和景气指数的提振下大幅上修,自2月以来重回正区间。

图3: 美国、欧元区经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

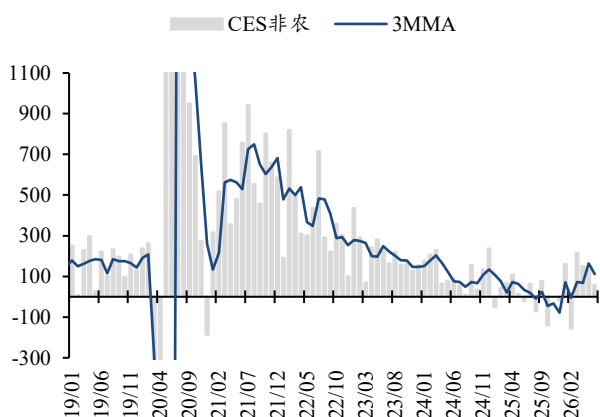
图4: 美国增长、通胀意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

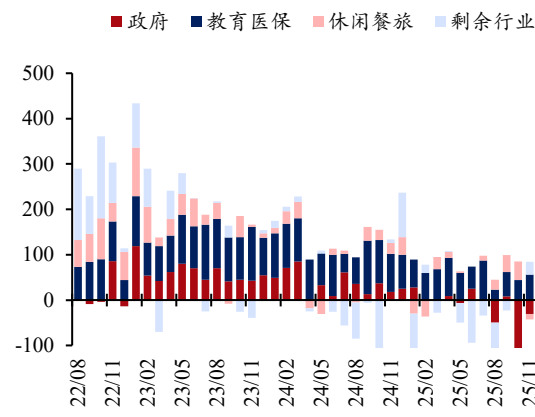
上周四公布的6月美国新增非农就业仅5.7万,预期11.3万,前两个月合计下修7.4万人,3个月均值也从修正前的18.8万人降至11.1万人,逆转了5月非农就业数据的“火热”;失业率意外回落至4.19%,前值和预期4.30%。数据发布后,年内加息预期降温,但幅度不大。

图5: 美国当月新增就业人数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图6: 美国新增就业行业分布



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

企业端,新增非农就业的走低主要受餐饮酒店、地方政府非教育部门的负增长拖累,二者彻底回吐了5月“世界杯脉冲”叙事,新增就业结构再度重回教育&医保行业主导;居民端,失业率的走低主要来自劳动供给的意外减少,其中25-54岁群体劳动参与率下

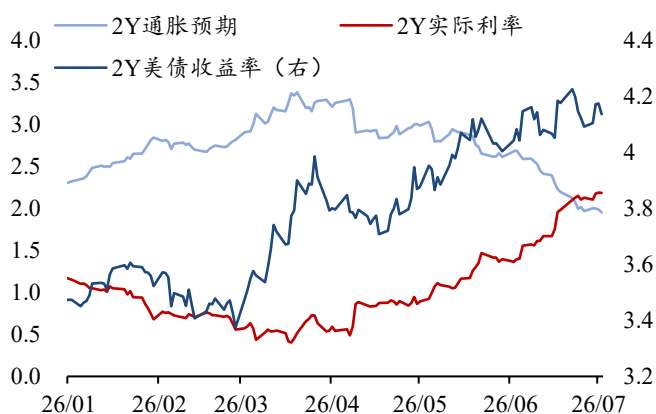
行幅度最大。这两个数据的“异常”可能与数据质量有关——6月非农问卷反馈率录得2024年10月以来的新低（详见报告《6月非农：极低的反馈率&存疑的数据质量——2026年6月美国非农就业数据点评》）。总体来看，6月非农就业仍延续了高波动、低质量特征，因此不宜线性外推；就策略而言，6月非农缓解了此前市场对于“美国经济数据超预期→美联储加息的预期迟迟不能被证伪”的担忧，但同样因担忧数据质量及后续被上修的风险，市场反应较为克制。

3. 2026 上半年海外市场交易主线与下半年展望

2026 年上半年，在美国经济韧性、美伊冲突、AI 产业提振美国增长预期的带动下，**海外市场对美国经济的交易经历了软着陆→滞胀→扩张三个鲜明的阶段**，对美联储的政策利率预期也持续修正，依次体现为**降息→应对式加息→加息周期三个阶段**。

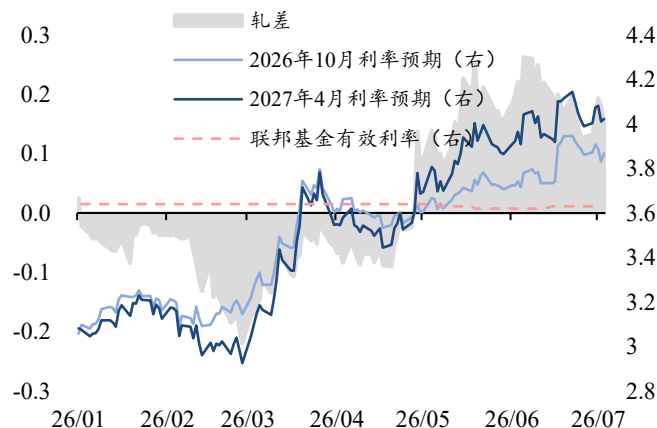
以 2 年美债利率的驱动因素来看，年初 1-2 月，美债收益率隐含的实际利率小幅下行、通胀预期小幅上行，美国经济延续软着陆；美伊冲突爆发后，3-4 月，短期通胀预期迅速走高，推动 2 年期美债收益率快速上涨，实际利率则延续下行，对应“滞胀”交易的升温；而 5-6 月，美伊局势的缓和带动油价和短期通胀预期向下，实际利率则持续、大幅攀升，带动 2 年期美债收益率上行至 4.2% 附近，其背后是 AI 产业繁荣和经济数据的强劲对美国增长预期的强化，市场交易主线再度走向美国经济扩张。

图7：2 年期美债收益率、实际利率与通胀预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图8：2026 年 10 月和 2027 年 4 月联邦基金期货隐含政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

海外市场对美国经济基本面预期的转变体现在对美联储降息/加息预期的变化上。我们以联邦基金期货隐含的 2026 年 10 月和 2027 年 4 月政策利率预期进行对比，可以发现，自 3 月以来，期货交易员对美联储降息预期持续收窄/加息预期持续升温，但其背后的宏观逻辑并不完全相同。1-2 月，美国经济延续软着陆，市场预期美联储将延续降息周期，对截至 2027 年 4 月的累计降息预期最高达到 4 次；3-4 月，在美伊冲突和油价上涨的冲击下，对通胀上行风险的担忧令政策利率预期持续上升，近端降息预期在 3 月下旬开始转为加息，而利率曲线的远端（2027 年 4 月）在 4 月大多数时期仍然定价降息周期，因此，这一时期市场预期的是美联储将进行“应对式加息”，即短期加息以应对通胀风险，中期仍将降息。

而进入 5-6 月，市场对近端、远端的加息预期均持续走强，且加息预期的上涨更多体现在远端，对 2027 年的加息预期显著强化，表现为 2027 年 4 月政策利率预期反超 2026 年 10 月政策利率预期，即市场预期美联储将因美国经济的扩张而重启一轮加息周期。这一加息预期的逻辑与 3-4 月截然不同，其背后是 2026Q2 以来美国增长预期的强

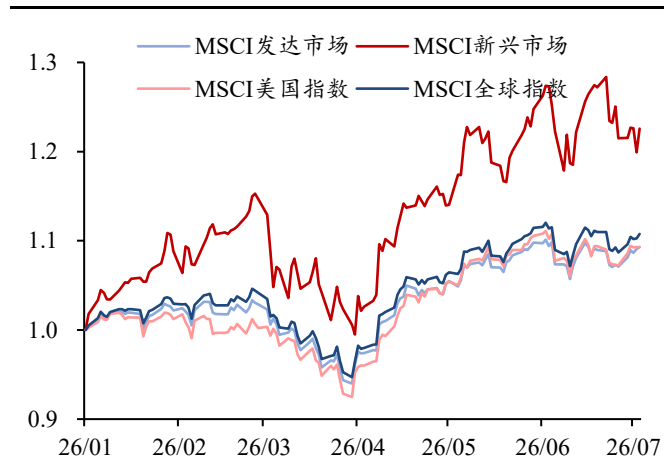
化。其中，4月30日公布的26Q1美国GDP数据结构显示，AI相关固定资产投资对美国增长的驱动效应显著增强，5月14日公布的4月零售销售、6月5日公布的5月非农均大幅超预期、6月18日美联储FOMC释放超预期鹰派信号，均推动了加息预期的强化。6月下旬以来，随着沃什在欧央行年会释放偏鸽派信号、6月非农数据逊于预期，加息预期略有回落，流动性的改善也带动全球股市的资金轮动加速，标普等权重指数创下历史新高。

图9：标普500、罗素2000与标普500等权重指数相对表现



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：MSCI主要市场指数表现（2025/12/31=100）



数据来源：彭博、东吴证券研究所

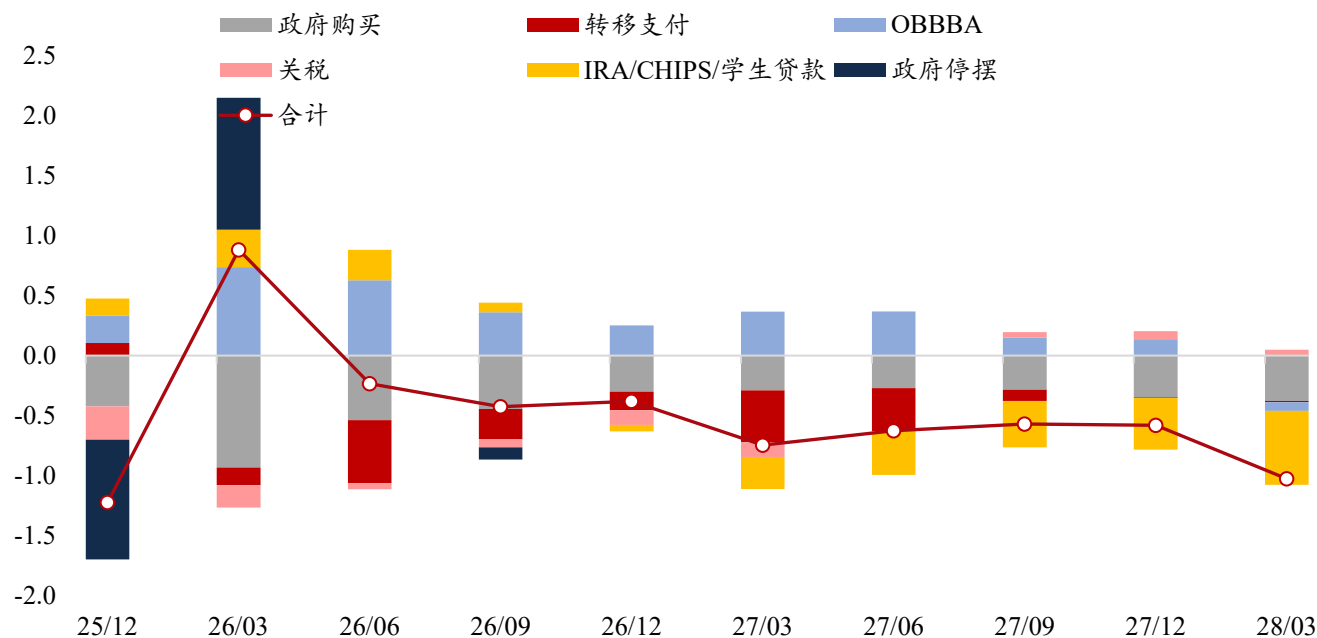
展望2026年下半年，随着美伊冲突逐渐不再是主要矛盾，当前市场的焦点和核心分歧仍然在于，美国经济到底如何？美联储年内是否能加息？具体来说，上半年美国经济增长动能是来自内生性的周期，还是外生性的脉冲？美国经济的K型分化将如何演绎，美国经济现状能否支撑美联储加息？以及，美联储加息是否面临政治压力？

我们认为，美联储在2026年重新加息的难度较大，2027年能否重启加息，则存在较大的不确定性。首先，美国经济仍然呈现K型分化，近期增长的改善更多受益于上半年的财政脉冲、世界杯等一次性外力助推，而难以确定性证明是内生动能的全面修复或新一轮周期的切换；并且，更具有产业趋势性意义的AI投资也并未带来经济的全面扩张，反而进一步加剧美国投资结构的分化。其次，特朗普对美联储的政治压力仍将持续。在美国经济本身并不具备加息条件、且中期选举临近的背景下，特朗普不会在美联储主席任命上再次“犯错”，沃什若推动加息，将面临更大的政治约束。最后，加息本身也面临诸多不确定性：美伊局势可能带来滞胀风险，中期选举可能带来紧财政风险，而AI产业趋势又会深刻影响美国经济结构和美联储货币政策路径。在这些因素共同作用下，美联储很难形成稳定、持续的加息逻辑。

相应往后看，我们预期三季度海外宏观流动性有望逐步改善，加息预期将逐步落空。首先，8月初公布的7月非农、9月上旬公布的8月CPI，将成为验证美国经济阶段性过热是否主要由世界杯扰动造成的关键窗口。其次，《大美丽法案》、关税退税等上半年的宽财政脉冲也将逐步结束，前期支撑需求的外生力量边际减弱。最后，3月以来美联储

紧货币预期持续维持高位、难以降温，通过金融条件收紧抑制下半年经济需求，这一过程可能重演 2024-2025 年的剧本：先是加息预期升温压制国内需求和风险偏好，随后随着经济数据回落，加息交易逐步落空，宏观流动性重新改善。

图11：美国财政脉冲及分项贡献



数据来源：Hutchins Center、东吴证券研究所；单位%，分项代表财政收支各项目对美国 GDP 增长的净贡献，2026Q2 及以后为预测值

在大类资产策略上，FICC 交易需关注海外宏观流动性的上述变化，科技股则需要重点关注 7 月二季报。美债方面，我们维持 10 年期美债收益率在 4.2%-4.8% 宽幅震荡的判断，因反复的油价、K 型的增长与通胀结构、以及分歧较大的美联储，都意味着下半年美债利率难以形成单边趋势；美股方面，风险与机遇均集中在 7-8 月公布的二季报中，核心变量取决于盈利超预期的幅度；黄金方面，更可能重演 2025 年 5-8 月的震荡剧本，短期缺乏新的单边催化，后续重点关注 9 月是否会有新的美元信用风险兑现。

4. 风险提示

中东局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>