

结构重塑，向新而行

——2026 年中期宏观投资策略报告

2026 年 07 月 10 日

- **核心观点：未来经济结构有望持续优化，出口、新经济为下半年重要拉动。**新动能对经济增长的贡献持续上行，但新经济对内需的传导仍需时间消化，短期“旧经济”仍将压制经济表现。出口高景气有望持续，新能源产业的出口优势贡献度继续抬升，出口为下半年经济的重要拉动项。随着中东局势降温，广义财政资金逐步落地，固定资产投资有望边际修复，三、四季度经济增速有望边际上行。名义 GDP 预期年内增速逐步抬升，油价走高的影响集中在二季度显现。
- **固定资产投资内部结构分化继续深化。**地产、建筑等传统产业正向科技、绿色、数字化等新动能领域系统性切换，新动能的扩张部分对冲了传统动能的收缩。地产投资持续承压，部分一线和重点城市出现价格拐点，二手房价格或正在筑底。居民收入增速趋缓，地产加杠杆意愿较低，地产投资跌幅有望缓慢收窄，但仍将延续负增。基建“六张网”建设有望提速，新型基础设施建设拉动增长，传统基建维持托底功能，财政资金陆续到位将给基建带来支撑，基建下半年仍将发挥压舱石的作用。新兴产业持续高速扩张，为制造业增长重要抓手，制造业增长有望保持韧性，外需仍是重要支撑。高油价影响下，中下游相关行业盈利或受到负面冲击。
- **出口拉动作用超预期，贸易结构稳步升级，进口受益出口增长共振上行，价格拉动作用预期边际减弱。**下半年我国出口预期仍将由结构性因素驱动，我国 AI 产业快速发展，出口有望保持增长，以“新三样”为代表的产品出口有望维持高景气。海外通胀压力下，我国商品出口性价比凸显，但未来仍面临欧美关税政策变动的风险。我国推动出口结构多边化布局，非美市场出口预期保持增长。我国 AI 产业链相关产品进口有望受出口景气带动，新能源产品生产离不开上游资源产品进口，需求仍有支撑。黄金、原油价格回落，价格的拉动作用预期减弱。
- **消费预期保持温和修复的态势，居民加杠杆意愿不足。**政策层面持续聚焦扩内需、稳就业、促消费，下半年消费修复节奏相对平缓。我国居民消费信心修复进程整体偏慢，给消费带来一定抑制。耐用品消费仍面临消费补贴退坡和透支效应拖累，四季度高基数影响加大，增速或持续承压。服务消费受政策提振和消费升级，上行空间相对更大，但上行斜率预期偏缓。
- **CPI 温和修复，内需偏弱制约修复上限，输入性通胀带动**

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：18621750958
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

分析师：于天旭
执业证书编号：S0270522110001
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

丰富政策工具箱，推动人民币国际化
经济增速放缓，结构分化持续
输入性通胀走强，内生动能边际改善

PPI 上行。CPI 受能源等成本推动，预期温和上行，但消费需求持续偏弱，房地产投资仍处磨底阶段，地产相关消费也相对承压，生产强于需求均压制了产品价格。下半年随油价回落，PPI 上行动能预期减弱，上下游分化压力持续。PPI 向 CPI 的传导机制受阻，上游高景气仍将持续。

- **中东冲突带来经济、通胀压力，海外货币政策趋紧。**欧洲能源压力边际缓解，内生动能仍弱。美国方面，经济、就业保持韧性，K 型分化特征显著。AI 资本开支提升成为经济重要支柱，传统部门增长偏弱。油价推升美国 CPI，通胀粘性仍强。通胀是后续政策走势的关键变量，加息路径或存在重新修正的可能，年内或仍保持政策利率不变。美伊冲突暂缓但影响持续，核问题、海峡运输等存在反复博弈的可能。
- **政策保持宽松助力稳经济，聚焦结构性改革。**财政定调保持积极，注重提质增效，财政支出逐步转向“投资于人”，民生类支出拉动作用加强。下半年预期推动已有工具加速落地，协同支撑实体经济，下半年政策仍保有空间。货币政策仍将保持适度宽松，操作更加注重精准性和结构性。对于信贷规模的“追求”将进一步放松，股、债直接融资逐步提升。下半年降息概率较低，政策重心转向结构性工具精准发力，政策将呵护流动性合理充裕，流动性管理更加精准。
- **大类资产配置：**
 - 1) **股票：**新旧经济分化与结构性行情相互印证，通胀非对称修复影响下，企业利润分化。建议关注：一是 AI 高速发展，行业景气有望持续，算力基础设施增长仍有较大空间；二是资源品中受益于供给偏紧和需求增长的品种，如有色、稀有金属、煤炭电力、化工等行业。
 - 2) **债券：**资金面预期保持宽松，短端利率有望维持低位运行，曲线陡峭化格局延续。传统经济持续表现偏弱，超长债和长债可逢调整配置。城投债可关注中长久期高等级、流动性好的品种。产业债可关注上游资源品、高技术产业龙头企业。
 - 3) **大宗商品：**原油价格中枢回落，但整体预期维持高位震荡。黄金短期仍受制于美联储加息路径，中长期配置逻辑不变。铜供需格局持续偏紧，定位由传统周期品向新基建核心材料跃迁，铜的战略资产属性增强。但需关注宏观政策变动、价格高位带来波动风险。
 - 4) **汇率：**美元指数运行中枢预期偏稳健，人民币仍处升值通道。
- **风险因素：**地缘政治冲突升级超预期，海外政策超预期转鹰，全球经济增长不及预期，AI 产业景气超预期下行。

正文目录

1 经济新旧动能切换，结构分化进一步深化.....	5
1.1 投资：内部分化，新旧动能切换.....	5
1.1.1 地产：政策积极推进，核心城市筑底信号初现.....	5
1.1.2 基建：“六张网”建设有望提速，发挥压舱石作用.....	6
1.1.3 制造业：AI赋能高端制造，油价冲击中下游相关行业盈利.....	7
1.2 出口拉动作用超预期，贸易结构稳步升级.....	8
1.3 消费结构分化，服务好于商品.....	9
2 输入性通胀上行，通胀非对称修复.....	11
2.1 CPI：温和修复，内需偏弱制约修复上限.....	11
2.2 PPI：油价驱动上行提速，上下游剪刀差扩大.....	12
3 海外：中东冲突带来经济、通胀压力，货币政策趋紧.....	13
3.1 美国：AI为经济重要驱动，通胀压力下政策收紧压力加大.....	13
3.1.1 经济、就业保持韧性，K型分化特征显著.....	13
3.1.2 通胀预期保持粘性，美联储政策边际趋紧.....	14
3.2 欧洲：能源压力边际缓解，内生动能仍弱.....	15
3.3 日本：6月开启加息，输入性通胀压力加大.....	16
3.4 全球秩序重构期，地缘政治博弈持续.....	17
4 政策保持宽松助力稳经济，聚焦结构性改革.....	18
4.1 财政政策：推进多工具落地，财政依然“留有余地”.....	18
4.2 货币政策：适度宽松，操作更加精准灵活.....	20
5 大类资产配置.....	21
5.1 股票市场：结构性行情持续，产业趋势驱动仍强.....	21
5.2 债券市场：资产荒格局持续，细化挖掘品种.....	23
5.2.1 利率债：旧经济驱动债市行情，关注阶段波动风险.....	23
5.2.2 信用债：信用利差压缩，品种间表现分化.....	23
5.3 大宗商品：原油高位震荡，黄金战略布局.....	24
5.4 汇率：人民币汇率保持强势，美元指数韧性持续.....	25
6 风险提示.....	26

图表目录

图表 1：新开工持续偏弱，影响施工增速（%）.....	5
图表 2：地产库存保持去化（%）.....	5
图表 3：居民加杠杆意愿较低（%）.....	6
图表 4：一线城市二手住宅租金回报率有所修复（%）.....	6
图表 5：基建二季度增速放缓（%）.....	7
图表 6：基建各分项增速均下滑（%）.....	7
图表 7：出口保持高增，给制造业带来支撑（%）.....	7
图表 8：企业产成品存货上行（%）.....	7
图表 9：韩国出口受半导体等带动持续攀升.....	8
图表 10：我国对非洲、东盟出口增速维持高位（%）.....	8
图表 11：进口价格指数涨幅高于出口价格指数.....	9
图表 12：出口集装箱运价指数持续走高.....	9

图表 13:	消费增速逐步放缓 (%)	10
图表 14:	石油、黄金相关消费与价格高度相关 (%)	10
图表 15:	居民存款逐步回落 (%，万亿元)	10
图表 16:	居民消费信心有待修复	10
图表 17:	食品项价格负增，非食品项中枢抬升 (%)	11
图表 18:	油价上行拉升相关价格 (%)	11
图表 19:	上游行业利润修复速度明显快于下游 (%)	12
图表 20:	企业库存同比受价格驱动上行 (%)	12
图表 21:	PPI-CPI 剪刀差持续走扩 (%)	13
图表 22:	M1 同比窄幅震荡，上行趋势放缓 (%)	13
图表 23:	金融、信息等受 AI 影响就业回落 (千人)	14
图表 24:	计算机及相关产品出货额同比领跑 (%)	14
图表 25:	联邦基金目标利率今年保持不变 (%)	15
图表 26:	美国通胀持续走高 (%)	15
图表 27:	欧洲部分国家 CPI 边际回落 (%)	16
图表 28:	OECD 综合领先指标高位逐步回落 (%)	16
图表 29:	日本 5 月 PPI 快速攀升 (%)	17
图表 30:	制造业生产放缓，半导体出口回升 (%)	17
图表 31:	海外经济政策不确定性指数高位回落	18
图表 32:	地缘政治影响金油比上涨	18
图表 33:	财政支出方向分化 (%)	18
图表 34:	财政支出放缓，财政收入拉升 (%)	18
图表 35:	税收收入抬升对财政收入拉动加强 (%)	19
图表 36:	证券交易印花税同比大幅攀升 (%)	19
图表 37:	企业债券同比持续攀升，社融结构变动 (%)	20
图表 38:	5 月资金利率处于低位 (%)	20
图表 39:	今年以来股票市场结构化行情显著，7 月首周风格出现一定均衡 (%)	22
图表 40:	上证指数 PE 震荡上行	23
图表 41:	流动性高位边际回落，关注资金改善 (%)	23
图表 42:	股债风险溢价处于低位	23
图表 43:	国债期限利差走扩 (%)	23
图表 44:	中票信用利差窄幅震荡 (%)	24
图表 45:	城投债利率震荡下行 (%)	24
图表 46:	黄金价格高位持续回落 (美元/金衡盎司)	25
图表 47:	铜价高位震荡 (美元/磅)	25
图表 48:	美元指数强势，人民币仍处升值通道	25
图表 49:	中美长债利差走势 (%)	25

1 经济新旧动能切换，结构分化进一步深化

上半年为全年经济运行夯实基础，结构持续分化。生产整体保持平稳，出口增速保持强势，财政节奏前置给经济形成较强拉动，但国内需求相对偏弱，房地产投资仍处筑底阶段。原油价格上行给产业链带来一定压力，上游企业利润表现好于下游。国内外需求、上下游企业盈利、居民消费均表现分化。二季度或是经济扰动较大的阶段，预期为年内增速低点。

1.1 投资：内部分化，新旧动能切换

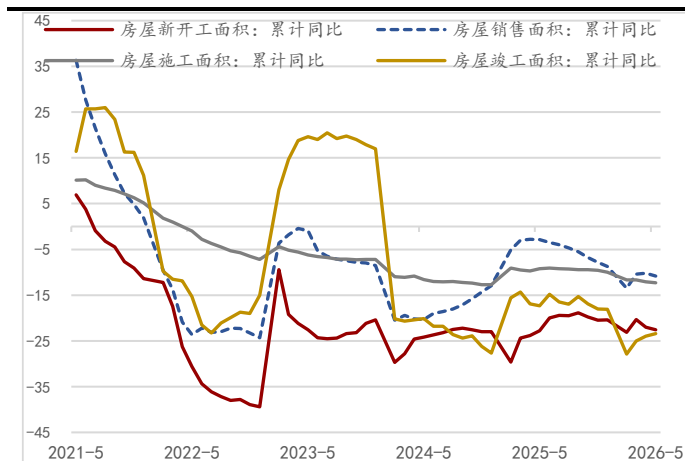
固定资产投资内部结构分化继续深化。2026年5月，固定资产投资累计同比由上月的-1.6%下滑至-4.1%，地产仍为固定资产投资主要拖累项，基建、制造业投资在二季度边际走弱，高技术产业维持较高景气。投资内部增长动能呈现K型分化，地产、建筑等传统产业正向科技、绿色、数字化等新动能领域系统性切换，新动能的扩张部分对冲了传统动能的收缩。

1.1.1 地产：政策积极推进，核心城市筑底信号初现

地产投资和销售依然承压，新开工偏弱传导至施工、竣工。2026年5月，房地产投资累计同比增速由上月的-13.7%再度下滑至-16.2%，跌幅再度加深。房屋新开工面积累计同比增速回落0.6个百分点至-22.6%，房屋施工面积累计同比由-12.1%下降为-12.3%，竣工增速由-24%上行为-23.4%。商品房销售面积累计同比由-10.2%下降为-10.8%，而商品房销售额由-14.6%上行为-13.5%。

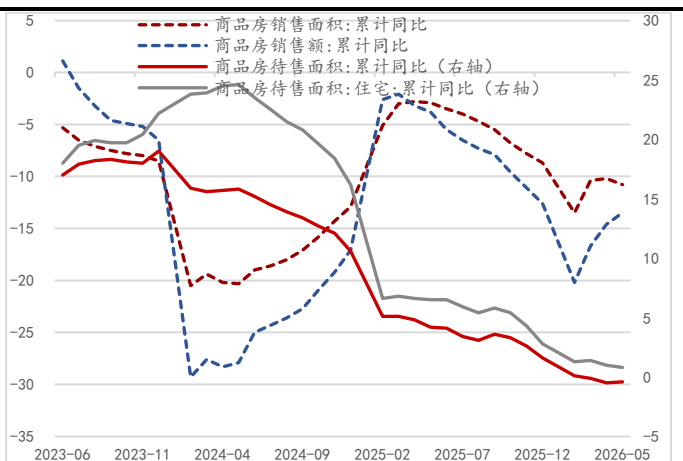
“控增量”政策导向下，地产去库进程持续推进。房地产待售面积同比持续回落，住宅库存去化边际提速。当前地产政策依然注重维稳和防风险，2026年3月我国自然资源部、国家林草局在38号文提出“年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积”。未来新增住房面积将受到政策、房企资金等多重约束。

图表1：新开工持续偏弱，影响施工增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：地产库存保持去化（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

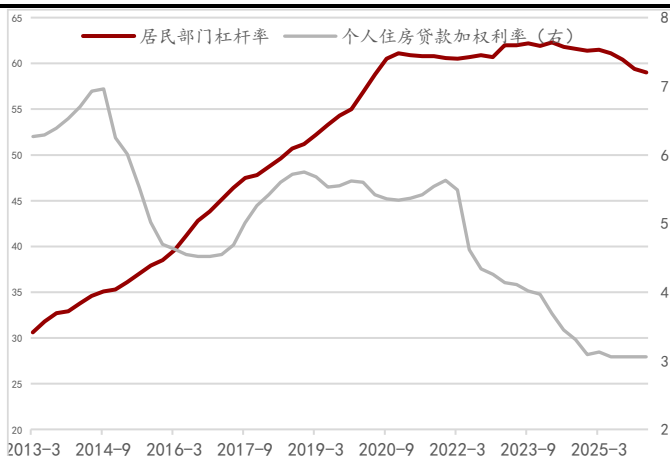
部分一线和重点城市出现价格拐点，二手房价格或正在筑底。今年以来因城施策政策积极推进，上海、深圳等城市陆续放松限购和公积金贷款政策，上海等城市二手房销售热度明显提高。三四线城市地产销售依然承压，价格跌幅较前期收敛。刚需和改善性需求为主要支撑，居民住房更多回归居住、改善和保守配置需求。但二手房成交多

为存量资产置换、负债结构调整等，有助于拉动住房资产流动性，对增量信用创造不及新房。

居民收入增速趋缓，地产加杠杆意愿较低。2026年一季度全国居民人均可支配收入名义、实际增速分别为4.9%、4.0%，收入预期尚未明显改善，中长期贷款仍然偏弱，加杠杆意愿较低。一线城市价格出现回暖信号，但价格反弹信号仍有待进一步确认，未来城市房价分化的趋势仍将持续，中小城市房价短期仍将承压。二手房交易对居民扩表的带动能力相对弱于新房，地产的信用创造能力下降。

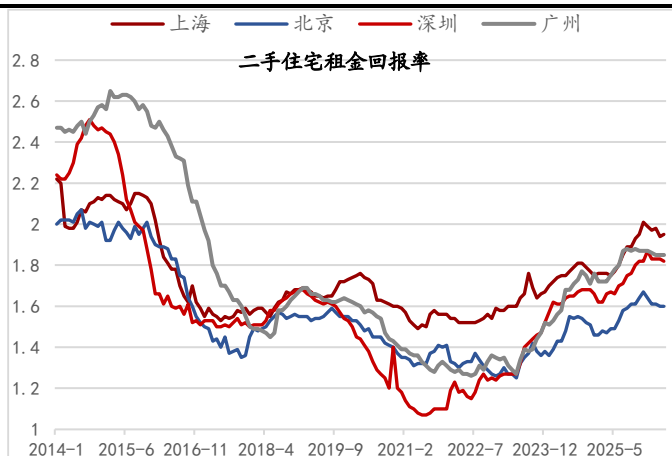
地产投资跌幅有望缓慢收窄，但仍将延续负增。下半年地产投资仍将是主要拖累项，去库存进程仍将持续。房企资金来源依然偏紧，拿地意愿保持谨慎，部分一、二线城市的优质地块为拿地主要方向，地产新开工增速面临多重约束，预期增速延续低位。未来地产供给将注重盘活存量、城市更新和核心区域再开发，去库存背景下，地产增量相对受限。

图表3: 居民加杠杆意愿较低 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 一线城市二手住宅租金回报率有所修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.2 基建: “六张网”建设有望提速, 发挥压舱石作用

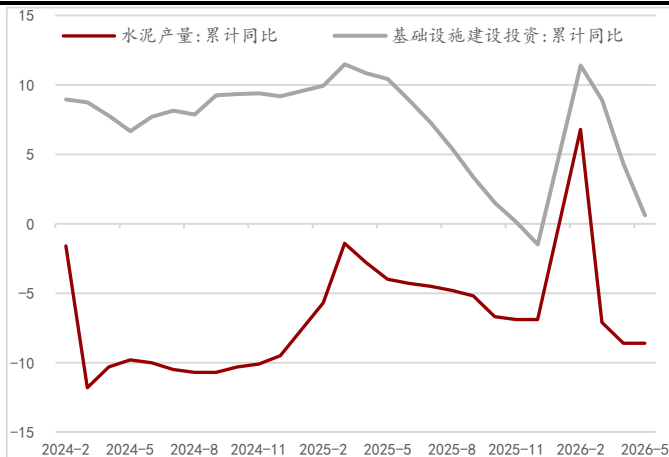
基建增速冲高回落, 财政投放节奏为主要扰动。财政政策靠前发力, 带动项目开工节奏靠前, 给基建带来阶段性强支撑, 2026年一季度末基建累计同比增速达到8.9%。4月, 前期政策脉冲效应边际回落, 项目建设节奏有所放缓, 5月累计同比回落至0.6%。5月, 建筑安装工程同比由-4.4%再度下跌为-6.6%, 投资项目不足、地产投资偏弱的背景下, 建安工程持续承压。

基建“六张网”规划为未来扩内需重要资本开支主线。4月底中共中央政治局会议提及部署加快“六张网”建设, 具体包括水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网。5月国家发改委提出我国将抓紧出台“六张网”相关的规划和实施方案, 2026年“六张网”及相关重点领域建设的投资规模超过7万亿元。预期后续将出台相关规划和具体实施方案, 统筹用好各类政府资金和新型政策性金融工具等提供要素保障。

新型基础设施建设拉动增长, 传统基建维持托底支撑。金陆续到位将给基建带来支撑。交通、水利等项目建设将稳步推进, 起到重要托底作用。AI基建处于高速发展阶段, 具身智能和低空经济发展将依赖算力网、新一代通信网等的建设, 对基建拉

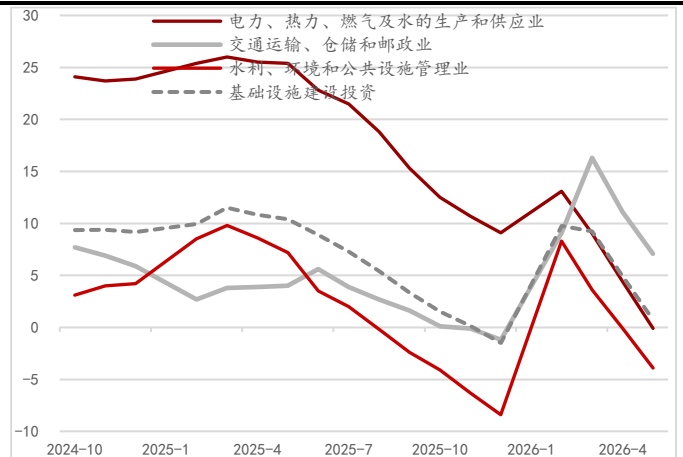
动作用有望逐步提升。下半年随着超长期特别国债、政策性金融工具资金陆续到位，将对基建投资形成有力支撑，基建下半年仍将发挥压舱石的作用。

图表5: 基建二季度增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 基建各分项增速均下滑 (%)



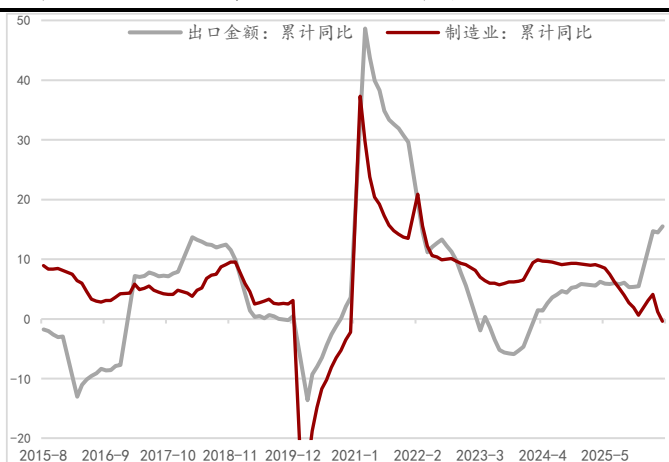
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.3制造业: AI 赋能高端制造, 油价冲击中下游相关行业盈利

出口韧性支撑制造业表现, 高油价带来一定负面冲击。2026年一季度制造业累计同比增速为4.1%, 财政资金投放节奏也给制造业带来一定拉动。1-5月制造业累计同比由1.2%下行至-0.4%, 油价飙升给二季度工业生产和企业盈利带来一定冲击, 财政资金投放放缓也带来一定影响。设备工器具购置同比增速由11.5%回落为9.3%, 大规模设备更新政策仍是投资重要拉动。

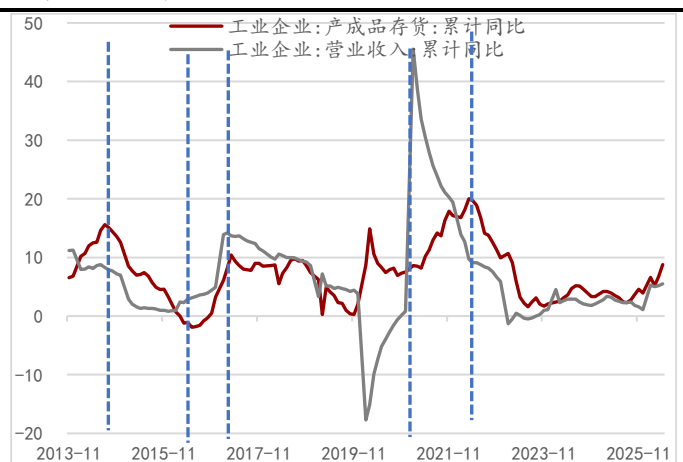
新兴产业持续高速扩张, 为制造业增长重要抓手。制造业内部传统和新兴行业表现分化, 高技术产业累计同比增速由6.1%回落至4.5%。新兴产业在政策扶持, 出口需求保持旺盛, 自身科技不断发展进步的推动下, 持续领跑制造业整体。

图表7: 出口保持高增, 给制造业带来支撑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 企业产成品存货上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业增长有望保持韧性, 外需仍是重要支撑。我国制造业内部行业分化仍将持续, 新兴产业预期保持领跑, 高端装备出口有望延续强势, 传统制造业投资扩张意愿相对谨慎。海外通胀压力较大, 凸显了我国制造业的性价比优势, 出口仍将保持强韧性。内需偏弱仍将给部分行业带来一定拖累, “反内卷”政策将抑制部分行业的盲目扩张。高油价对企业生产的负面影响在二季度已经显现, 对企业盈利影响相对滞后, 压力或

在三季度显现。企业盈利仍将呈现上游强、中下游弱的特征。

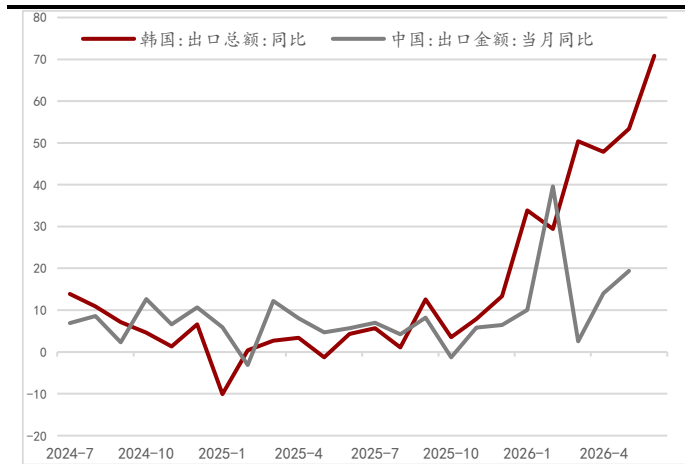
AI产业链、高端制造等有望持续为制造业增长赋能。当下AI驱动了新一轮科技革命，这一科技周期仍处于发展初期，资本开支被大幅拉升，尚未进入全面提升社会效率阶段，未来仍有较大增长空间。AI下游应用有待进一步落地，生产端智能化和服务端平台化有利于为传统企业降本增效。我国对科技的投入持续加大，政策定向扶持力度加强，新兴产业保持高速增长，制造业产业转型升级持续推进，有助于带动信息技术、现代服务业等相关行业扩张。

1.2 出口拉动作用超预期，贸易结构稳步升级

出口保持强韧性，贸易顺差维持高位。在全球经济放缓和外部不确定性提升的压力下，我国前5个月出口累计增速达到15.5%，对经济起到较强拉动作用。5月，贸易差额为1054亿美元，同比小幅正增。韩国6月出口同比攀升至70.9%，主要受半导体和存储设备拉动，存储设备价格上涨贡献较大，AI周期驱动下出口强势。

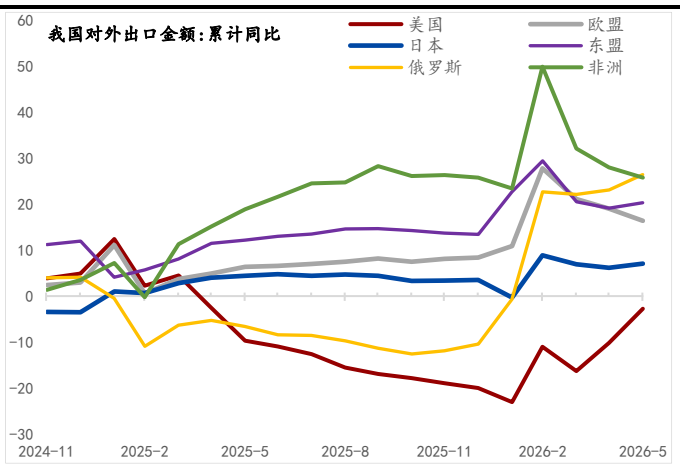
制造业出口优势持续，结构逐步优化，市场更加多元化。东盟、非洲等地区出口增速保持高位，新兴市场成为出口重要的增量来源。对美国出口受到关税政策不确定性、地缘政治冲突、长期战略布局多方面因素影响，占比逐渐下降，对美出口规模依然较大，上半年增速跌幅逐步收敛。从具体行业来看，新能源汽车、锂电池、光伏等为代表的“新三样”出口依然保持较快增长。原油价格高企，新能源产品的渗透率有望进一步提升。但政策方面也带来一定扰动，2026年4月1日起，光伏退税政策取消，此前相关产品存在一定“抢出口”现象。AI相关产品为出口重要增长分项，我国集成电路、自动数据处理设备增速大幅上行。在高油价冲击下，海外部分相关行业生产受到影响，我国中游设备、化工品制造业出口受到一定拖累。

图表9：韩国出口受半导体等带动持续攀升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

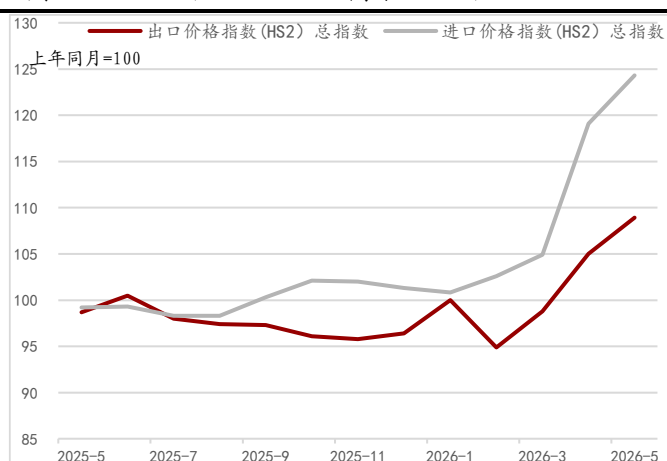
图表10：我国对非洲、东盟出口增速维持高位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

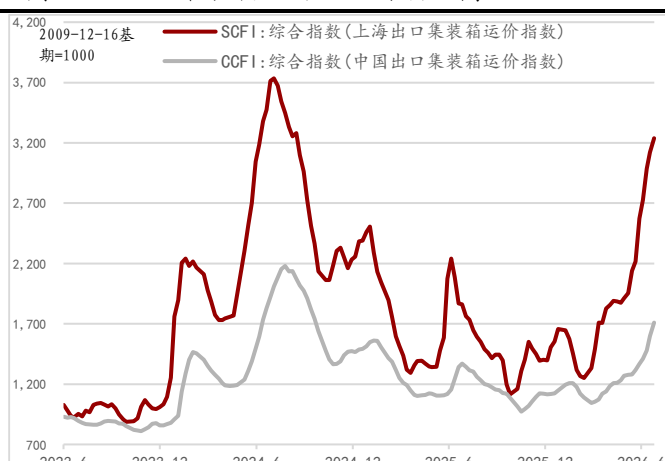
进口需求改善，呈现“量弱价强”的特征。今年前5个月，我国以美元计价进口累计同比增长24.5%，增速攀升至近几年高位，并高于出口增速。资源品依然是我国进口主要来源，黄金进口增速显著上行，原油价格走高也带动进口增速上行，但主要为价格拉动，高油价对实际需求造成一定抑制。高端芯片、AI产业链相关产品进口需求持续增长，主要受出口链条驱动，其中加工贸易和保税物流拉动作用较大，自动数据处理设备及其零件、存储部件价格上涨也起到重要拉动作用，进口数量相对弱于价格上行。

图表11: 进口价格指数涨幅高于出口价格指数



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 出口集装箱运价指数持续走高



资料来源: Wind, 万联证券研究所

下半年我国出口预期仍将由结构性因素驱动,增速边际放缓但仍具韧性。AI周期支撑下,对全球贸易拉动作用在逐步上升,我国AI产业快速发展,出口有望保持增长。以“新三样”为代表的产品出口有望维持高景气,新经济相关产品出口结构为重要支撑。高技术产业出口增长占比预期稳步增长,出口产品附加值逐步抬升。全球供应链重塑的背景下,我国供应链完整度、安全性相对较高。海外通胀压力下,我国商品出口性价比凸显,但未来仍面临欧美关税政策变动的风险。

我国多元化布局贸易关系,主动应对不确定性。我国正逐步加强巩固产业链优势,推动出口结构多边化布局,深化对外贸易开放制度改革,加强我国经济应对外部环境变化的抗冲击力。我国5月1日起取消对非洲53个建交国家的关税,有望带动相关市场出口上行。东盟、非洲等将成为我国重要出口区域,非美市场出口预期保持增长。

进口受益出口增长共振上行,价格拉动作用预期边际减弱。我国AI产业链相关产品进口有望受出口景气带动,需求短期仍有支撑;新能源产品生产离不开上游资源品进口。随着黄金价格由高位震荡下行,未来进口价格的同比拉动作用预期逐步减弱。原油价格高位回落,价格对原油产业链进口拉动将弱化,但另一方面,价格回落对进口量的压制作用也将随之减轻。

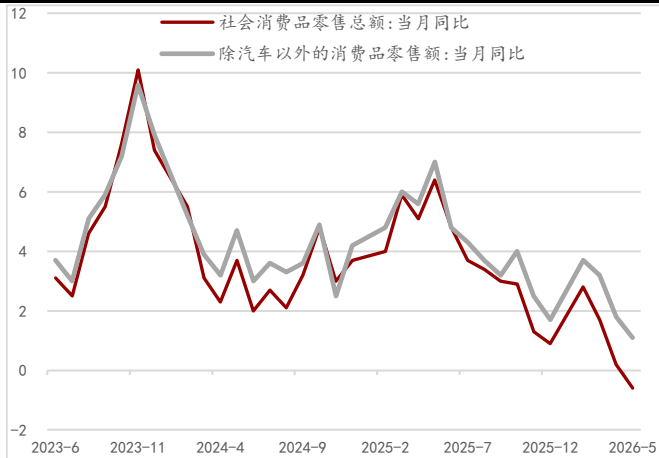
1.3 消费结构分化,服务好于商品

消费增速逐步放缓,服务消费增速高于商品零售。5月我国社会消费品零售总额同比由0.2%降至-0.6%,除汽车以外的消费品零售额同比由1.8%降至1.1%。商品零售5月增速为-0.7%,餐饮收入同比为0.6%,服务消费增速高于商品零售。虽然新经济走强但对内需传导相对有限。

耐用品消费增速放缓,黄金、原油价格走高给消费带来一定挤出效应。汽车、家电、建材等耐用品消费增速明显放缓,消费补贴相关耐用品前期存在一定透支效应,地产下游消费整体放缓。消费电子涨价,以及消费补贴阶段性退坡,给通讯器材和文化办公用品等消费带来一定约束。金银珠宝类消费增速放缓,黄金价格走高也部分抑制了相关消费。春节、春假、清明节、五一等假期有助于带动出行、旅游等服务业消费,但假期出行的提振作用不及油价上行带来的干扰,输入性通胀给居民消费带来一定

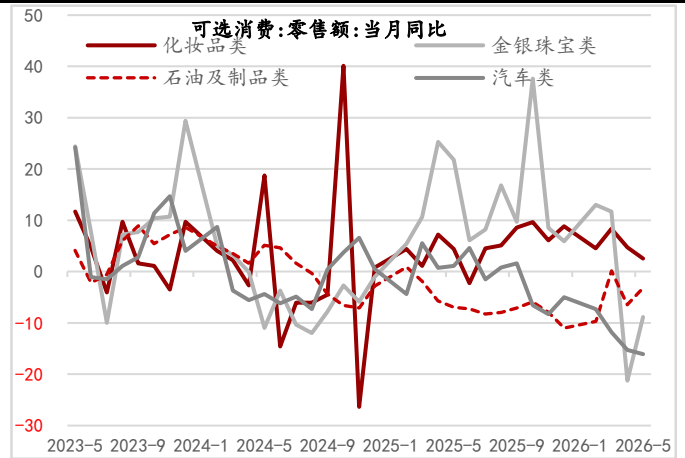
挤出效应。

图表13: 消费增速逐步放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: 石油、黄金相关消费与价格高度相关 (%)

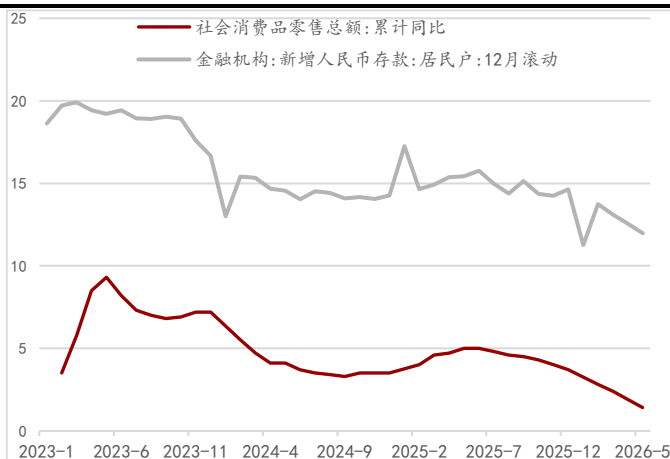


资料来源: Wind, 万联证券研究所

下半年消费预期保持温和修复的态势,居民加杠杆意愿不足。政策层面持续聚焦扩内需、稳就业、促消费,下半年消费修复节奏相对平缓。我国居民消费信心修复进程整体偏慢,对于AI对就业替代的担忧下,收入未来仍面临不确定性,对居民消费倾向和购房意愿形成一定抑制作用,但当下国内AI对就业的替代作用尚未显现。从储蓄来看,我国新增人民币存款持续回落,但并不意味着这部分资金将用于消费,低利率环境下,居民资产多元化配置需求增长,货基、理财、保险、股票等产品形成一定分流。

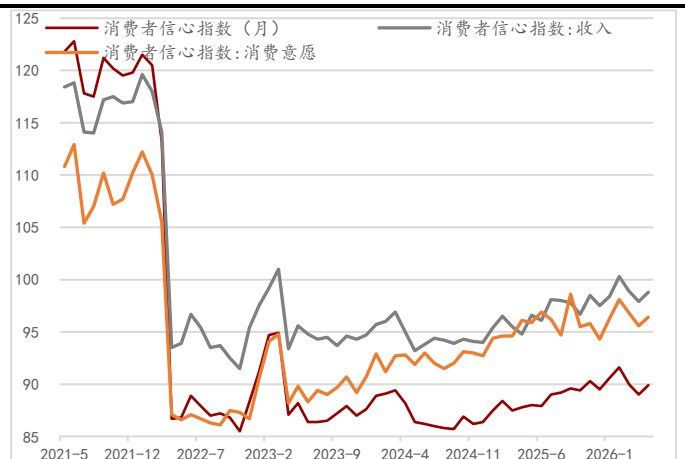
不同行业消费表现分化。政策扶持服务业消费增长和消费升级,服务业消费场景有望进一步扩张,上行空间相对更大,但居民消费信心尚未修复,上行斜率预期偏缓。四季度耐用品消费在高基数效应下,增速或进一步回落。黄金随着价格高位回落,未来金银珠宝类消费有望边际修复。

图表15: 居民存款逐步回落 (% , 万亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民消费信心有待修复



资料来源: Wind, 万联证券研究所

未来经济结构有望持续优化,出口、新经济为下半年重要拉动。新动能对经济增长的贡献持续上行,但新经济对内需的传导仍需时间消化,短期“旧经济”仍将压制经济表现。出口高景气有望持续,新能源产业的出口优势贡献度继续抬升,出口为下半年

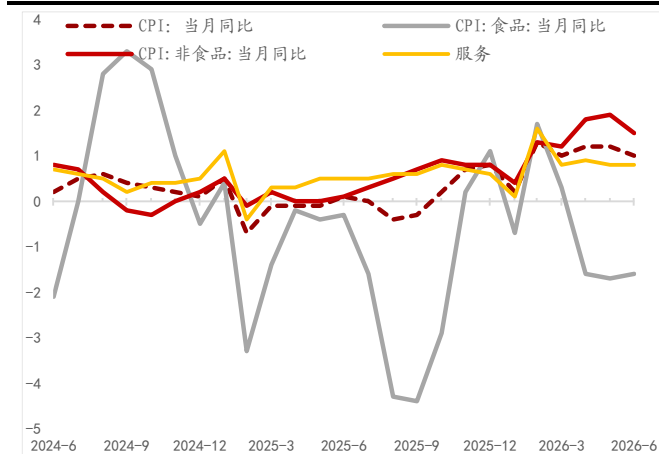
经济的重要拉动项。随着中东局势降温，广义财政资金逐步落地，固定资产投资有望边际修复，三、四季度经济增速有望边际上行。名义GDP预期年内增速逐步抬升，油价走高的影响集中在二季度显现。

2 输入性通胀上行，通胀非对称修复

2.1 CPI：温和修复，内需偏弱制约修复上限

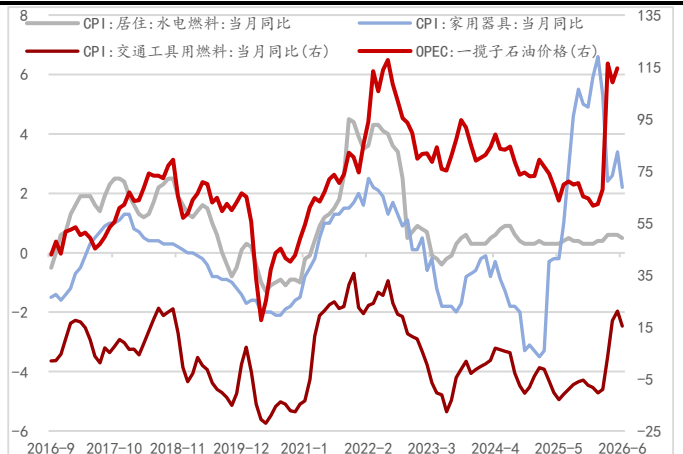
价格呈现温和回升的态势，成本推动特征明显。2026年6月CPI同比增速由上月的1.2%回落为1.0%，核心CPI继续小幅回落0.1个百分点至1.0%，食品项和非食品项同比增速分别为-1.6%、1.5%。食品CPI受猪周期尾部效应和蔬菜价格季节性影响，上半年存在一定拖累作用。国际油价上涨带动输入型通胀上行，能源是CPI回升的主要贡献项。当前通胀为“成本推动型”通胀，而非“需求拉动型”通胀，生活用品及服务、教育、娱乐、医疗、居住等价格保持平稳。

图表17：食品项价格负增，非食品项中枢抬升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：油价上行拉升相关价格（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

CPI年内预期温和上行，但修复受到多重制约。我国消费需求持续偏弱，房地产投资仍处磨底阶段，地产相关消费也相对承压，生产强于需求也压制了产品价格。居民就业和收入预期尚未修复，内需对CPI的拉动相对较弱。原油价格高位短期快速拉升了PPI、CPI，但随着原油价格中枢回落，原油拉动作用将边际走弱。随着政策对服务业消费的支持逐步落地，服务消费的场景逐步扩张，未来仍有较大的增长空间，但短期对CPI拉动有限。下半年随翘尾因素减弱，CPI同比或在年末有所回落，全年呈先升后稳态势。

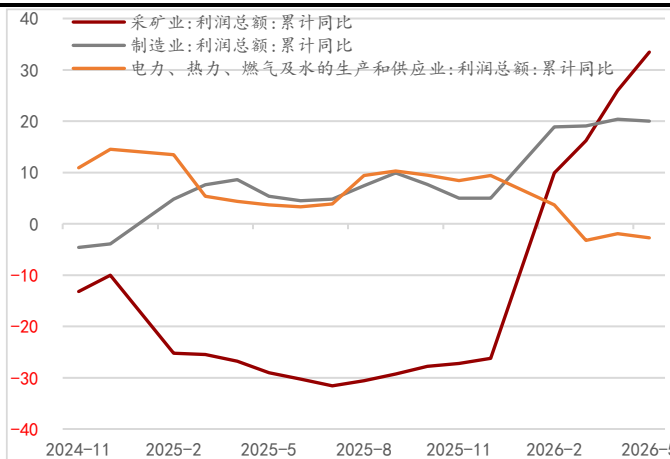
食品项受猪周期和天气扰动，年内拉动作用有限。能繁母猪存栏量持续下降，去化开始加速，生猪养殖企业亏损积累了产能出清的动力。但冻品库存和出栏体重仍处高位，压制了猪价反弹的空间。生猪养殖规模化的大趋势下，集团企业仍在抢占市场份额，主动去产能意愿并不强。本轮猪周期时间延长，波动缩窄，年内猪价反弹对CPI拉动效果有限。今年夏季和秋季的厄尔尼诺现象将导致南方多雨，可能会带来鲜菜、水果等生产和运输成本提升。

2.2 PPI：油价驱动上行提速，上下游剪刀差扩大

输入型通胀带动PPI阶段性走高，上下游产业价格分化明显。2026年3月，PPI受国际油价大幅上行影响，修复速度明显加快，6月同比增速拉升至4.1%。其中，采掘工业同比大幅拉升至16.5%，加工工业缓步上行至3.0%，原材料-加工工业剪刀差走扩。从行业来看，煤炭开采和洗选业持续上行，能化产业链价格同比上行速度较快，但随油价高位回落，6月大幅下行；有色金属采选和加工制造业增速保持高位，输入型通胀特征显著；而黑色金属、非金属矿采选和加工业增速仍处低位，受到房地产新开工、施工偏弱影响。算力需求驱动下，电子元器件及新动能领域价格维持偏强走势。“反内卷”政策持续落地，过剩产能有序出清，有助于产能过剩行业的价格下行压力得到缓解。

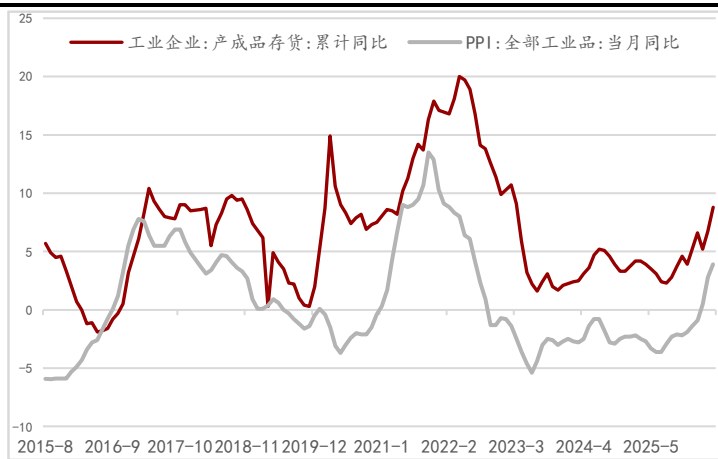
从企业利润来看，价格的上行已经逐步传导至盈利端，采矿业利润总额同比修复速度领跑。制造业利润修复增速放缓，上游原材料价格抬升压力下，给中下游制造业带来一定成本冲击。

图表19：上游行业利润修复速度明显快于下游（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表20：企业库存同比受价格驱动上行（%）

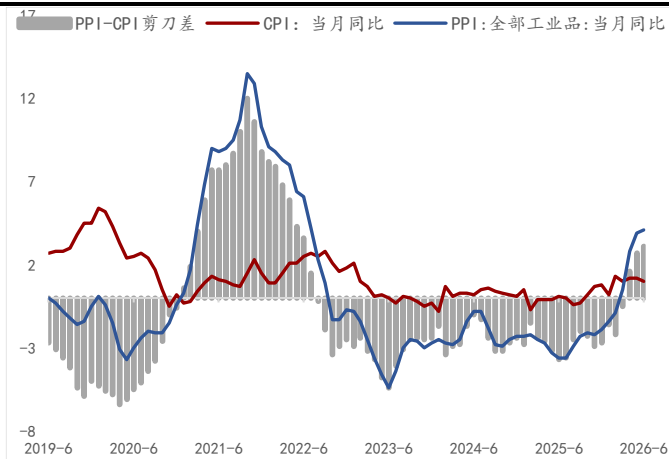


资料来源：Wind，万联证券研究所

下半年PPI上行动能预期减弱，上下游分化压力持续。随着美伊冲突的边际缓和，油价从高位逐步回落，但协议基础依然脆弱，霍尔木兹海峡重启到流动恢复至正常水平仍需时日，预期油价中枢将下一个台阶，PPI的上行动能有所减弱。PPI全年中枢预期抬升至2%以上，油价上行影响主要在二、三季度显现。上游资源品价格仍将维持高位，石油石化、煤炭、有色金属开采与冶炼等上游行业受益于大宗商品价格上涨，利润持续较好。地产仍处底部阶段，钢材、水泥等商品需求受到影响，价格预期持续偏弱。中游制造业面临原材料成本上升与终端需求偏弱的双重挤压，盈利空间或边际收窄，部分细分行业有望通过产品升级、出口结构优化等方式部分对冲成本压力，但整体利润率仍将承压。下游消费制造业压力相对较小，虽然面临原材料成本上行的传导，但食品饮料、纺织服装、轻工家居等下游消费品行业由需求端的压制，产品提价空间有限，利润率有所压缩。

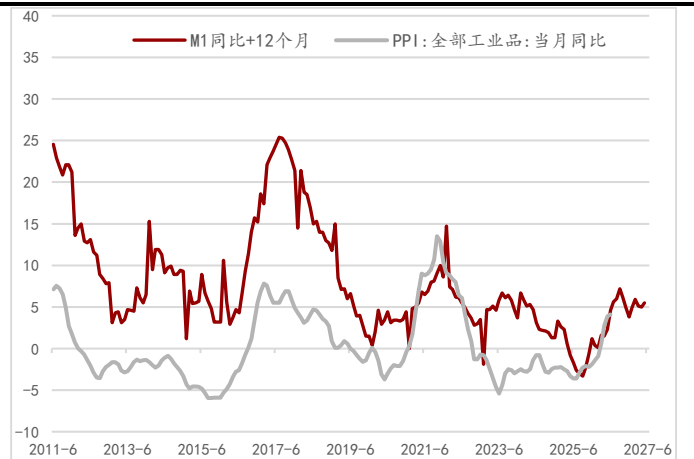
PPI向CPI的传导机制受阻，上游高景气仍将持续。在需求偏弱的背景下，涨价扩散受到掣肘，PPI、CPI剪刀差难以收敛。产业链利润向上游集中的格局有望持续至三季度末。

图表21: PPI-CPI剪刀差持续走扩 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: M1同比窄幅震荡, 上行趋势放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 海外: 中东冲突带来经济、通胀压力, 货币政策趋紧

2026年上半年全球经济延续分化格局, 但分化维度更为立体复杂。美国AI驱动了科技繁荣, 但通胀压力下中低收入群体压力加大; 欧洲在能源冲击下通胀压力上行, 并且面临增长乏力的困境; 新兴市场在美元偏强环境下, 被动承受资本流出的压力, 但部分大宗商品出口国受益于高油价, 给经济带来支撑。

3.1 美国: AI 为经济重要驱动, 通胀压力下政策收紧压力加大

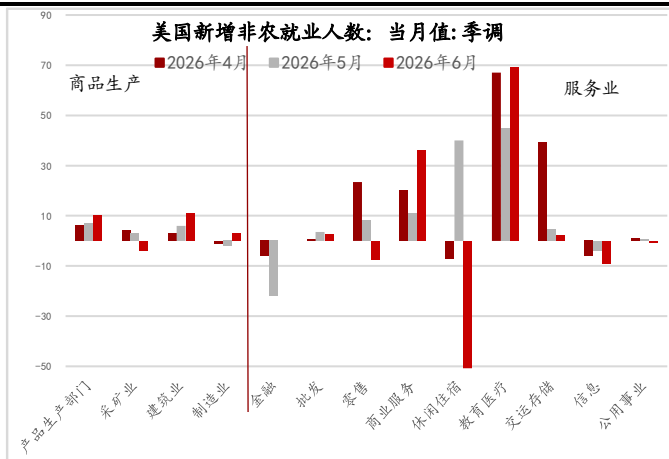
3.1.1 经济、就业保持韧性, K 型分化特征显著

劳动力市场保持韧性, 但脆弱性上行。美国6月失业率由4.3%回落为4.2%, 劳动参与率由61.8%回落为61.5%, 失业率回落主要由于劳动力退出影响, 而非就业增加拉动。非农就业月新增人数5.7万人, 不及市场预期, 并下修4月和5月就业人数。虽然失业率处于低位, 但结构隐忧显现。教育医疗、商业服务为新增就业主要拉动, 与AI相关的信息技术、金融行业等就业连续3个月负增。当前AI对劳动力的替代尚处于初期, 企业多以压降新增岗位供给为主, 在裁员过程依然相对审慎。

AI资本开支提升成为经济重要支柱, 传统部门增长偏弱。AI产业引领了本次科技繁荣, 大型科技企业资本开支快速提升, 数据中心、AI算力基础设施投资保持高增速, 融资需求增加, 成为经济重要拉动项。而利率持续高位影响下, 地产行业表现相对弱势。

消费整体无忧, 但居民消费呈K型分化。美国消费保持增长, 受地产行业影响, 家具消费增速持续负增, 汽车消费在5月再度好转。但不同消费群体收支差异正逐步扩大, 高收入家庭消费仍具韧性, 中低收入家庭在持续的高通胀侵蚀下, 实际购买力明显下降, 能源、食品、租金三大刚性支出占收入比持续走高。股市财富效应持续向高收入阶层集中, 消费分层现象加剧。

图表23: 金融、信息等受AI影响就业回落(千人)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 计算机及相关产品出货额同比领跑(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

短期AI对就业冲击的结构效应大于总量效应,中期来看替代岗位或向更多行业扩散,但也将带来新的就业机会。从当前就业数据来看,给就业造成结构性扰动,但不会构成全局性替代。从行业来看,金融与法律、企业管理、信息产业、办公与行政类岗位容易被AI替代,目前AI创造的新岗位相对有限。未来随着行业发展,劳动力市场也会随之发生再配置,不会断崖式替代。年内就业韧性有望持续,名义工资增速保持增长,支撑了通胀粘性,年内就业导致美联储转向降息的可能性较低。

美国经济年内仍将保持增长,AI资本开支景气度有望持续。美国作为消费大国,年内就业韧性下,居民消费仍有支撑,AI行业高速发展有望持续带动资本开支增加。虽然经济分化的压力增加,但美国经济总量层面仍具韧性,全年GDP增速有望维持在2.0%-2.5%区间。

3.1.2 通胀预期保持粘性,美联储政策边际趋紧

油价推升美国CPI,通胀粘性仍强。5月美国CPI同比由3.8%上行至4.2%,通胀压力再度抬升,但环比增速放缓,通胀二次传导的担忧下降。居民薪资增速放缓,制约了“工资-通胀”的螺旋效应。油价已经边际走弱,叠加基数效应抬升,5月CPI同比或为阶段性高点。

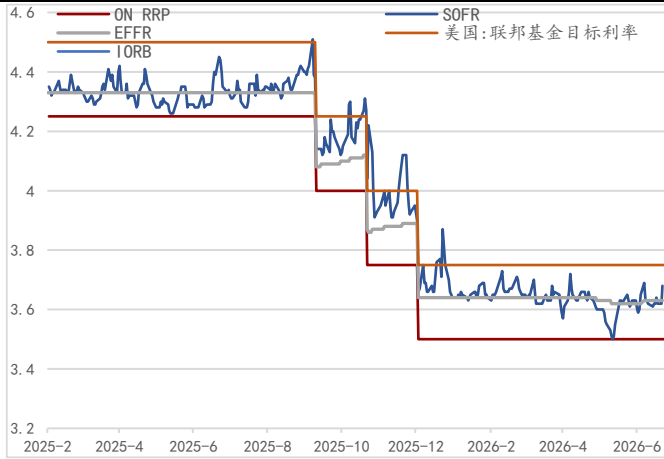
利率指引走向“模糊化”,点阵图释放鹰派信号。6月FOMC会议将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%之间不变,6月点阵图众数显示预期全年利率保持不变。18位委员有8位支持年内利率保持不变,占比最高;但支持加息人数有9人,对加息频率存在一定分歧,其中,3位支持年内加息1次,5位支持年内加息2次,1位支持加息3次,沃什未给出预测。会议声明大幅缩短,前瞻指引被取消。

美联储改革逐步推进,成立五大工作组。沃什担任美联储主席后,任命了货币政策领域的五个工作组,具体内容包括沟通、资产负债表、数据来源、生产力和就业、通胀框架等。预期沃什将渐进式推进改革,精简央行与市场沟通机制、减少前瞻指引频率、构建适配科创发展的货币政策框架等,强调依赖数据,恢复货币政策的真实弹性,为降息和缩表铺垫制度基础。沃什执政下美联储将保持政策独立性,将基于数据而非政策妥协来决定加息和降息节奏。

通胀是后续政策走势的关键变量,加息路径或存在重新修正的可能。6月FOMC会议上修了全年通胀预期,当前通胀粘性较强,流动性偏紧,降息和缩表操作面临一定难度。但当时尚未考虑到美伊签订谅解备忘录,美伊局势降温提速,未来虽然存在一定变动

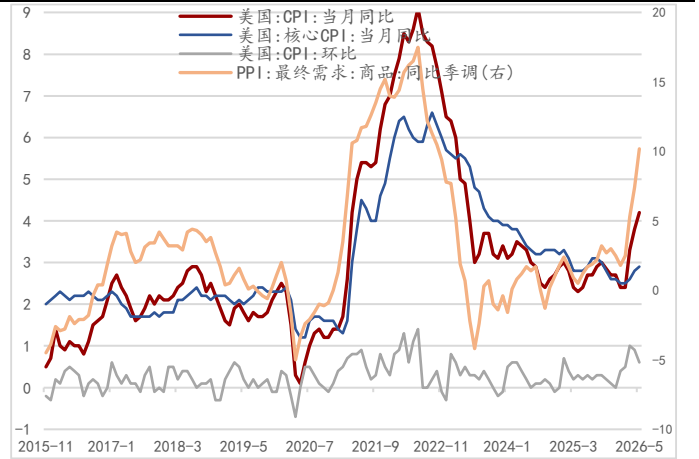
风险，但整体美伊冲突将步入缓和的通道当中，油价预期已经走过年内高点，通胀走势或部分被高估。如果后续通胀数据回落，美联储加息预期存在一定修正的空间，并且美联储政策改革也增加了政策的不确定性。

图表25: 联邦基金目标利率今年保持不变 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26: 美国通胀持续走高 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

CPI预期阶段性峰值已过，地缘局势进展为重要扰动项。原油价格已由高点回落，预期CPI在5月为年内高点，但油价中枢依然偏高，地缘局势存在反复的可能性，供应链仍存在一定不确定性，并且能源价格上涨可能向核心服务扩散。另一方面，AI投资热潮拉动了资本开支和数据中心建设，相关通胀仍处上行期。油价驱动下，美国CPI同比全年预期平均在3%以上。后续如果地缘局势进一步恶化，CPI仍存在上行压力。

预期美联储年内政策利率保持不变。2026年下半年降息概率较小，虽然6月非农就业数据走弱，但并不能触发降息交易。随着油价高位回落，通胀或由阶段性高点下行，如果通胀压力进一步被验证为短期阶段性的，年内加息的概率较低。

美债利率预期维持高位震荡，关注期限溢价变动。美债长债已经与政策利率偏离，通胀粘性带来实际利率的抬升，美国财政宽松带来的供给压力，未来美债回落仍面临外部利率约束，强势格局有望延续。

3.2 欧洲：能源压力边际缓解，内生动能仍弱

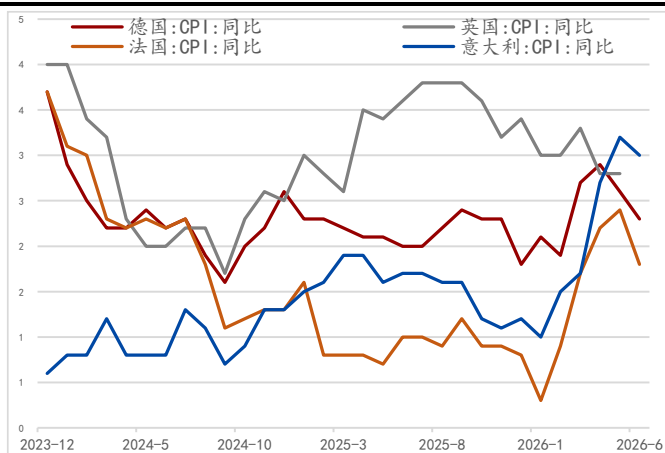
通胀压力下，欧央行6月如期加息。欧央行6月11日宣布将存款机制利率由2%上调至2.25%，为2023年9月以来首次加息，本次会议将欧元区2026年经济增长预期下调。能源价格推动通胀率走高，欧元持续疲弱，欧央行承压加息。但经济增长疲弱，过度紧缩或将加剧衰退风险。

欧洲经济承压修复，内需依然偏弱。2026年上半年，能源价格冲击较年初有所缓解，但复苏基础仍不牢固。欧元区GDP增速预期维持在0.5%至1.0%的低增速区间，德国制造业仍处收缩区间，法国财政压力持续存在。高通胀侵蚀居民实际购买力，企业信贷需求低迷，财政整合压力限制了政策空间。欧洲部分地区夏季受高温天气影响较大，施工和旅游受到一定冲击，将给经济造成一定拖累。国防开支在北约框架下明显提升，军工和相关基础设施投资形成新的需求增长点。能源、电网改造等领域保持较高景气。

欧洲央行预期保持渐进式宽松路径，通胀压力随油价下行减轻。经济承压背景下，欧

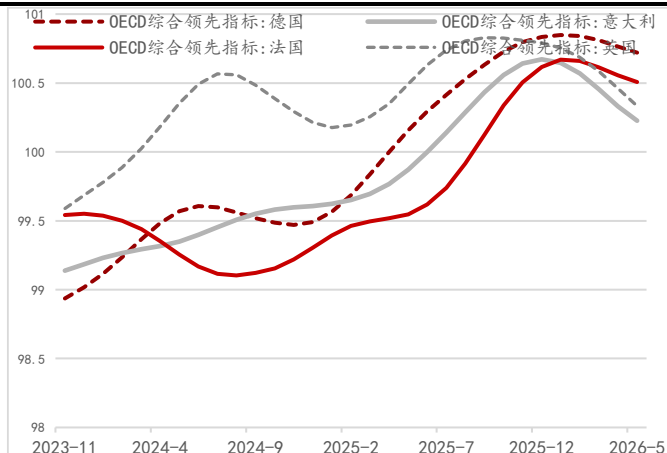
央行仍有降息动力，但当前油价驱动的通胀压力下，政策宽松仍在通胀和增长之间寻求平衡。年内欧央行降息的概率被压降，欧元汇率在美元走强环境下承压。弱欧元有助于提振欧洲出口竞争力，但同时也加大了进口通胀压力，形成一定对冲效应。中美关系进入阶段性缓和期，全球贸易摩擦局部降温，有助于欧洲出口环境的改善，但欧盟针对性开启对我国贸易制裁，整体出口动能仍然有限。

图表27: 欧洲部分国家CPI边际回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: OECD综合领先指标高位逐步回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

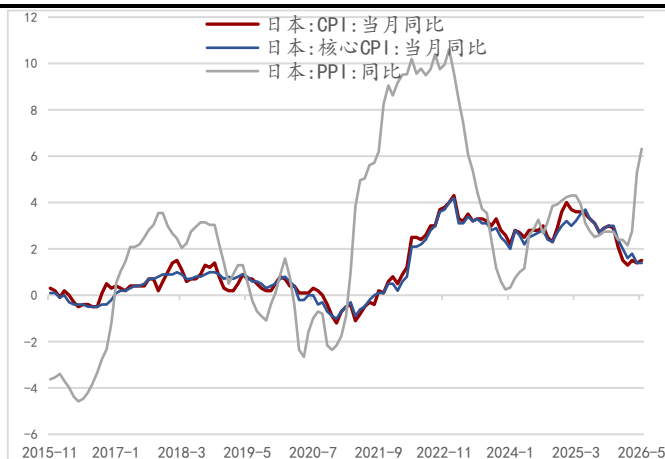
3.3 日本: 6月开启加息, 输入性通胀压力加大

输入型通胀快速拉升, 通胀、日元贬值压力持续加大。5月日本PPI快速攀升至6.3%, 日本为原油进口依赖国, 原油涨价带来的拉动作用显著。并且日元贬值压力持续加大, 进口成本大幅增加。2026年日本春斗初次统计显示工资涨幅超过5%, 工资螺旋通胀的风险在累积。

日本央行6月如期被动加息, 缩表进程相对偏鸽。日本央行自2025年12月加息以来, 在2026年6月再度加息, 政策利率上调25个bp至1.0%, 推升至近几年来高位, 无担保隔夜拆借利率(TONA)维持在1.0%左右, 将互补存款便利利率上调至1.0%, 基准利率上调至1.25%。“工资-物价”带来的通胀上行风险在增加, 政策利率将确保“不会落后于曲线”, 日元持续疲弱, 央行在多方面考量下被动加息, 表述上为后续加息保留了空间。日本央行明确2027年一季度前, 将维持每季度减少约2000亿日元的月度购买量。将从2027年4月起暂停缩减购债规模, 将日本国债每月购买量固定在2万亿日元左右。利率政策收紧的压力下, 数量型政策偏鸽, 有助于避免对债市形成额外冲击。

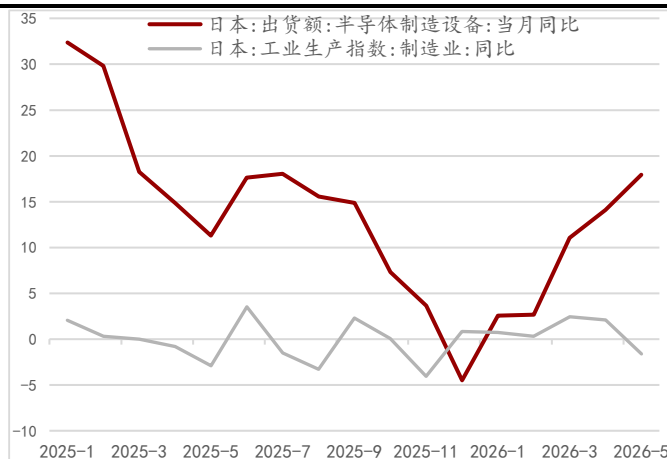
经济有望延续缓步修复, 通胀压力预期随油价暂缓。随着油价高位回落, 日本输入性通胀压力有望边际减轻, 但油价中枢上行, 通胀预期较前期位置有所抬升。AI发展浪潮下, 日本半导体设备出口同比持续上行, 价格上涨带来一定拉动, 制造业生产预期整体保持平稳, 经济有望延续温和修复。

图表29: 日本5月PPI快速攀升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 制造业生产放缓, 半导体出口回升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

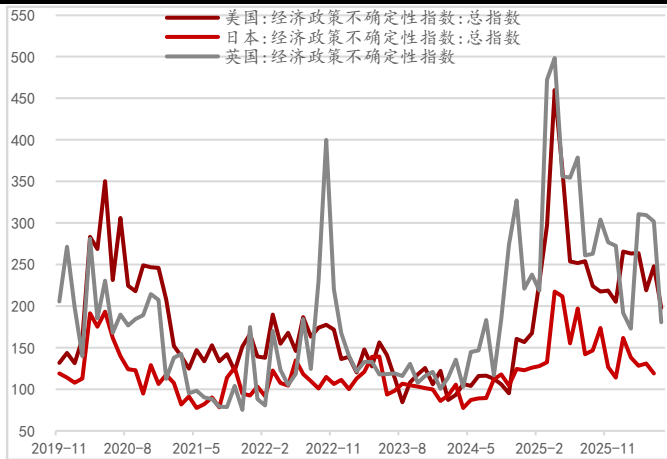
3.4 全球秩序重构期, 地缘政治博弈持续

地缘政治影响面逐步扩散, 全球秩序处于重构期。俄乌冲突、巴以冲突、美伊冲突的地缘政治风险事件发展来看, 地缘政治博弈仍将持续, 地缘政治事件影响正由军事逐步扩散至供应链、产业、安全、通胀、资金等领域。全球供应链正处于重塑阶段, 供应链价格优势不再处于首要位置, 供应链安全、可控将是未来地缘政治博弈的重点。安全领域相关的军事支出、能源等将保持扩张。随之带来的通胀压力增加, 资源品、产成品供需承压。通胀上行推动利率走高, 金融市场流动性波动加强, 并且金融脆弱性提升。

美伊冲突暂缓但影响持续。2026年6月中下旬, 美伊签订谅解备忘录后, 短期冲突阶段性缓解, 霍尔木兹海峡将重新开放, 约60天后进入后续谈判期。美伊冲突对全球市场的扰动边际缓和, 油价由高位显著回落, 能源进口依赖国的通胀压力将随之降低, 央行大幅加息的尾部风险下降。但备忘录通常属于法律约束力较弱的政治承诺, 霍尔木兹海峡运力不确定性仍存, 供给冲击短期将持续存在。后续仍需关注霍尔木兹海峡通航时间和伊朗原油出口恢复情况, 协议能否超越60天停火窗口并过渡至长期共识为重要因素。国际原子能机构(IAEA)与伊朗核和谈判能否达成, 以及以色列等军事力量对抗能否持续降温是后续协议达成的重要变量。从中长期来看, 中东局势将进入新的秩序平衡阶段, 核问题、海峡运输等将在反复博弈中被约束在多方承受范围之内, 油价中枢或维持在相对较高的位置。

中美关系进入阶段性缓和期。2026年5月13至15日, 美国总统特朗普访华, 双方提出在对等降税框架下推动扩大双向贸易, 经贸成果总体平衡积极。我国领导人将在秋季访美, 双方预期都将管控冲突, 维护元首外交后的活动氛围。未来中美关系将长期处于合作与竞争并存的状态, 美国仍在筹备新的关税措施, 关税摩擦可能长期存在。我国与多边国家开展贸易往来, 为新兴市场提供了相对稳定的外部环境, 但地缘政治碎片化趋势意味着供应链重塑仍将持续, 新兴市场在全球产业链中的位置继续重新洗牌。

图表31: 海外经济政策不确定性指数高位回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32: 地缘政治影响金油比上涨



资料来源: Wind, 万联证券研究所

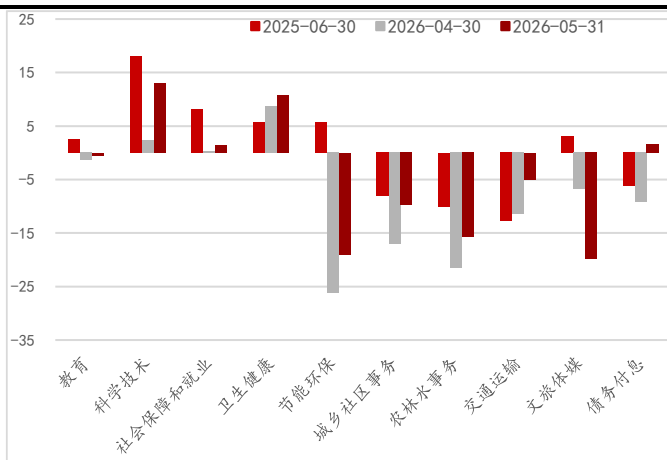
4 政策保持宽松助力稳经济，聚焦结构性改革

4.1 财政政策：推进多工具落地，财政依然“留有余地”

上半年财政资金投放前高后低，资金支持力度仍强。1-2月财政支出高增，拉动基建快速上行，4月以来，财政支出和基建增速均持续负增，项目资金出现阶段性压力，5月公共财政支出同比由-3.2%回升至-1.6%。国家发改委提出，推动今年7550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债于6月底前基本发行完毕，8000亿元新型政策性金融工具资金加快投放，将给后续项目建设带来资金支撑。

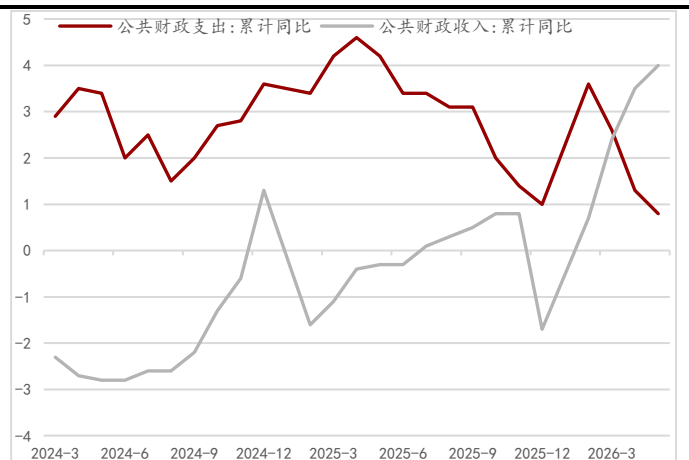
财政支出逐步转向“投资于人”，民生类支出拉动作用加强。财政支出中，城乡社区建设、交通运输等基建类支出形成一定拖累；社保就业、卫生健康、教育等民生类支出为主要拉动，其中，发放育儿补贴、财政对基本医疗保险补助等增加较多；科学技术类支出增长显著，国家对产业发展支持力度较大，财政支出更加注重投资效率的提升。

图表33: 财政支出方向分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34: 财政支出放缓，财政收入拉升 (%)

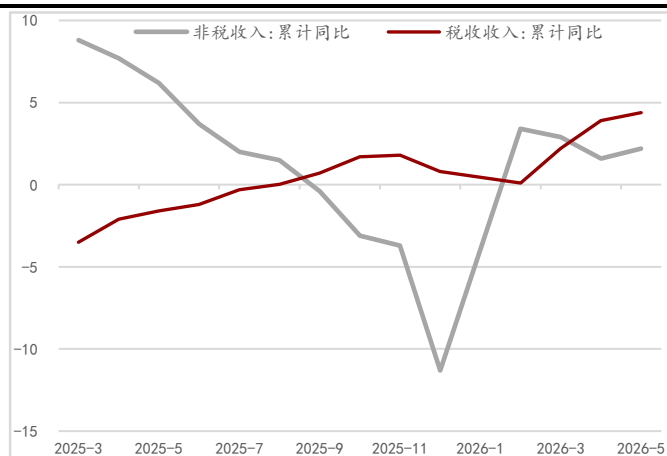


资料来源: Wind, 万联证券研究所

股票牛市带动个人所得税增长，土地出让收入持续承压。5月广义财政收入累计同比由3.5%继续上行至4%，财政收入同比保持增长，拉动分项有所分化。今年以来政府性

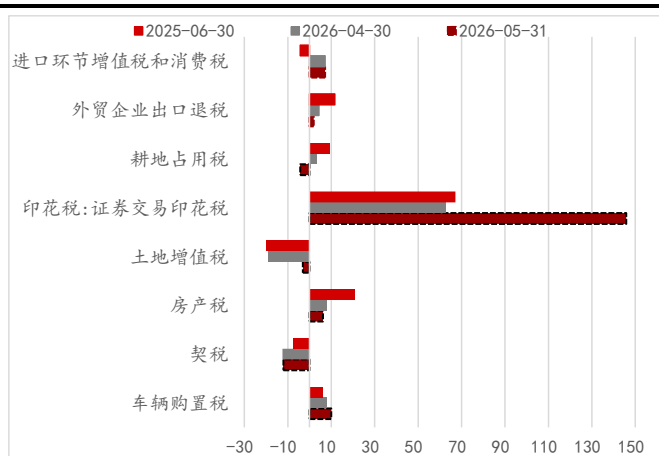
基金收入降幅仍在扩大，房地产去库存周期下，多地政府控制供地节奏，土地市场持续承压。非税收入走势震荡，税收收入持续增长，为今年财政收入主要支撑。从具体分项来看，在股票牛市带动下，证券交易印花税同比大幅增长，为税收收入重要拉动项。

图表35: 税收收入抬升对财政收入拉动加强 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表36: 证券交易印花税同比大幅攀升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

财政定调保持积极，注重提质增效。2026年财政目标赤字率维持在4%，全年安排发行超长期特别国债规模1.3万亿元，特别国债3000亿元，地方政府专项债4.4万亿元，新增专项债增量规模较2025年收窄，财政赤字、特别国债、专项债规模同比2025年小幅增加，但政策边际宽松幅度小于2025年，财政宽松力度边际收敛。政策将着力扩内需，通过稳就业、促消费等来提振居民消费信心和企业投资活力，更加注重提质增效。从资金具体安排来看，特别国债3000亿元用于支持国有大型商业银行补充资本。安排用于消费品以旧换新的超长期特别国债规模为2500亿元，同比缩量500亿元，1000亿元财政金融协同促内需专项资金支持扩大内需；2000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新；拟安排中央预算内投资7550亿元、超长期特别国债8000亿元用于“两重”建设。发行新型政策性金融工具8000亿元，同比增加3000亿元，带动更多社会资本参与投资。

推动已有工具加速落地，协同支撑实体经济。近年来，财政资金相机抉择特征更加明显，4月财政投放边际放缓，但不会持续收紧，财政资金整体保持充裕，地方债发行高峰即将到来，政策将推动已发行的超长期特别国债、政策性金融工具等加速落地，重点支持“六张网”新型基础设施、保障性住房建设、城市更新等领域，将形成较强的实物工作量和投资乘数效应。但基建项目依然承压，政府投资项目审核、标准趋严，地方政府面临化债和规范招商引资等约束，中央对地方的转移支付力度仍将维持较高水平。

政策仍将注重维稳经济，下半年仍保有空间。经济结构持续分化、外部环境不确定性较大的背景下，财政政策仍为稳增长和防风险预留了政策空间。2026年全年经济增长目标设定在4.5%-5%，通过财政精准发力来对冲经济下行风险。支出结构上将继续加大对养老、医疗、教育的投入，稳定居民对基本公共服务的预期；新型基础设施建设是财政支出扩张的核心抓手，是长期战略布局下的重点方向；对地方政府存量债务风险的化解仍是财政工作的重要任务，通过债务置换、再融资债券等工具，平滑地方政府偿债压力，防止债务风险向金融系统蔓延。

4.2 货币政策：适度宽松，操作更加精准灵活

货币政策仍将保持适度宽松，操作更加注重精准性和结构性。央行政策工具箱逐渐丰富，对于结构型工具的选择更加多样化，对于“五大篇章”的定向支持更加精准有效。总量型工具使用更加谨慎，避免大水漫灌带来的资金空转和资产泡沫风险，政策以直接融资占比提升和资金面合理均衡为操作重心。

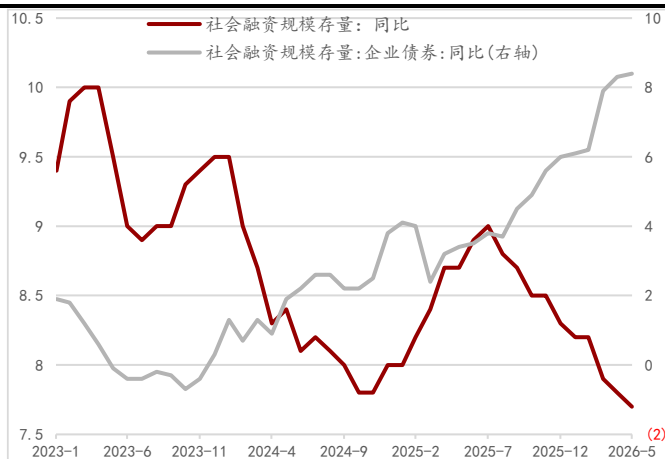
对于信贷规模的“追求”将进一步放松，股、债直接融资逐步提升。央行政策框架逐步转变，从追求信贷规模扩张转向优化社融结构，支持实体经济融资需求而非推高金融体系杠杆。5月，居民、企业中长期贷款同比持续少增，地产对信贷的拉动作用边际减弱。企业债券融资规模继续较快增长，绿色债券、科技债、数字经济主题债等创新品种扩容。新兴产业和未来产业正逐渐成为经济重要支柱，高技术产业对于融资渠道的多元化需求提升，市场利率处于低位，股权、债券等直接融资性价比提高。

央行着力维护利率走廊有效性，呵护短端利率在政策利率附近平稳运行。我国1-5月资金整体呈现宽松态势，DR007、DR001均在政策利率下方低位运行，市场流动性充裕，短端债券收益率持续处于低位。5月底资金利率边际抬升，6月以来资金面出现明显收敛迹象，DR001、R001中枢持续上行，阶段性高于7天逆回购政策利率，政府债发行提速，季末财政缴税导致流动性边际收紧。

优化利率管理框架，短端利率调控逐步完善。2026年6月17日，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛提及一系列即将出台的政策举措，将临时隔夜正/逆回购工具操作利率调整为7天期逆回购利率 ± 25 bp，利率走廊区间由70bp收窄为50bp，市场利率以DR001为观测指标，根据交易商需求启动。政策利率对市场的锚定能力有望进一步加强，资金面预期更加稳定。

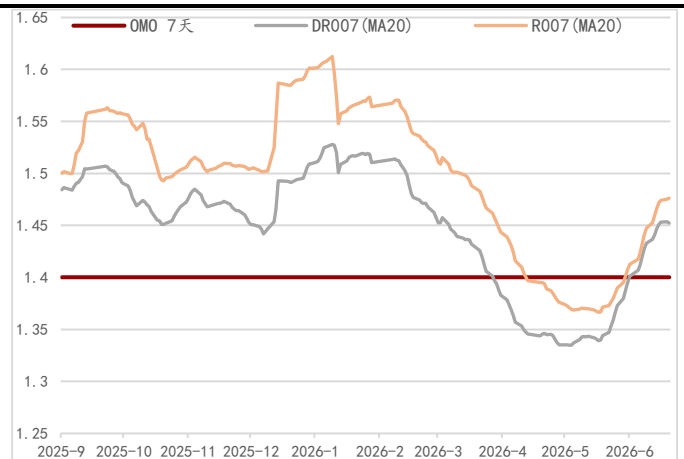
隔夜逆回购落地，短端利率调控体系更加高频、精准。陆家嘴论坛提及拟推出隔夜逆回购操作品种，政策落地加快。6月29日，中国人民银行以固定利率、数量招标方式开展1575亿元7天期逆回购操作，同时首次开展3000亿元隔夜逆回购操作。隔夜逆回购期限更短，操作更加灵活，可以在跨月、跨季等时点精准补充流动性，随资金压力消退后迅速自然到期，平滑短期波动的同时，避免了资金淤积的问题。2024年推出的临时隔夜正、逆回购工具主要起到利率走廊上下限和尾部流动性支持功能，当市场利率偏离政策利率合意水平时，为金融机构提供流动性兜底或吸收多余流动性。本次隔夜逆回购工具更接近央行主动开展的公开市场操作。

图表37：企业债券同比持续攀升，社融结构变动（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表38：5月资金利率处于低位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

金融市场对外开放提速，人民币国际化稳步推进。2026年6月17日，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛提出，创设境外央行类机构回购工具（FIMA RMB Repo），允许合格境外机构将持有的高等级人民币债券（中国国债、央行票据、政策性金融债等）以质押回购的方式换取人民币流动性。在期限上包括7天、1个月、3个月，适配了不同期限的流动性管理需求。此工具的设立有助于降低机构外汇风险管理成本，在市场波动时期，可以缓解境外机构被动减持的压力。各国央行的合作进一步加深，有助于推动人民币的储备货币属性提升。中国人民银行提出，在上海自贸区开展离岸人民币外汇交易试点，有助于打开在岸与离岸市场之间的通道，改善定价权分散的问题，是数字货币国际化的重要路径。对外开放基础设施方面，六部门联合出台《上海国际金融中心发展离岸金融行动方案》，从七个维度提出重点举措，在浦东新区开展离岸人民币外汇交易试点、FT账户升级、数字化应用场景扩张、离岸金融业务扩容等，上海离岸金融开放程度进一步提升。

预计全年信贷延续降速态势，社融结构持续切换，直接融资占比提升。随经济结构从房地产、基建等传统重资产行业为主，向轻资产、科技型、服务业加快转型，整体资金密集程度降低，实体经济对信贷的依赖度下降。社融结构正随之逐步演化，直接融资占比将逐步提升，以银行贷款为主体的间接融资占比将持续下降，为新旧动能顺利切换创造有利的制度和融资环境。信贷结构方面，房地产开发贷款仍将承压，居民住房贷款压力依然较大，科技创新、绿色贷款有望保持增长，基础设施领域中长期贷款受益于专项债配套融资需求保持稳定。

下半年降息概率较低，政策重心转向结构性工具精准发力。出口保持韧性，下半年经济动能仍强，6月美联储政策表态偏鹰，支持加息的人数较多，但我们预期美联储下半年保持利率不变的概率较大，美国国债利率处于高位，中美利差倒挂程度仍深，降息的可能性被压降。货币政策通过结构性工具（科技创新再贷款、碳减排支持工具、普惠小微支持工具等）定向引导信贷流向战略性重点领域，提升货币政策的传导精准性。

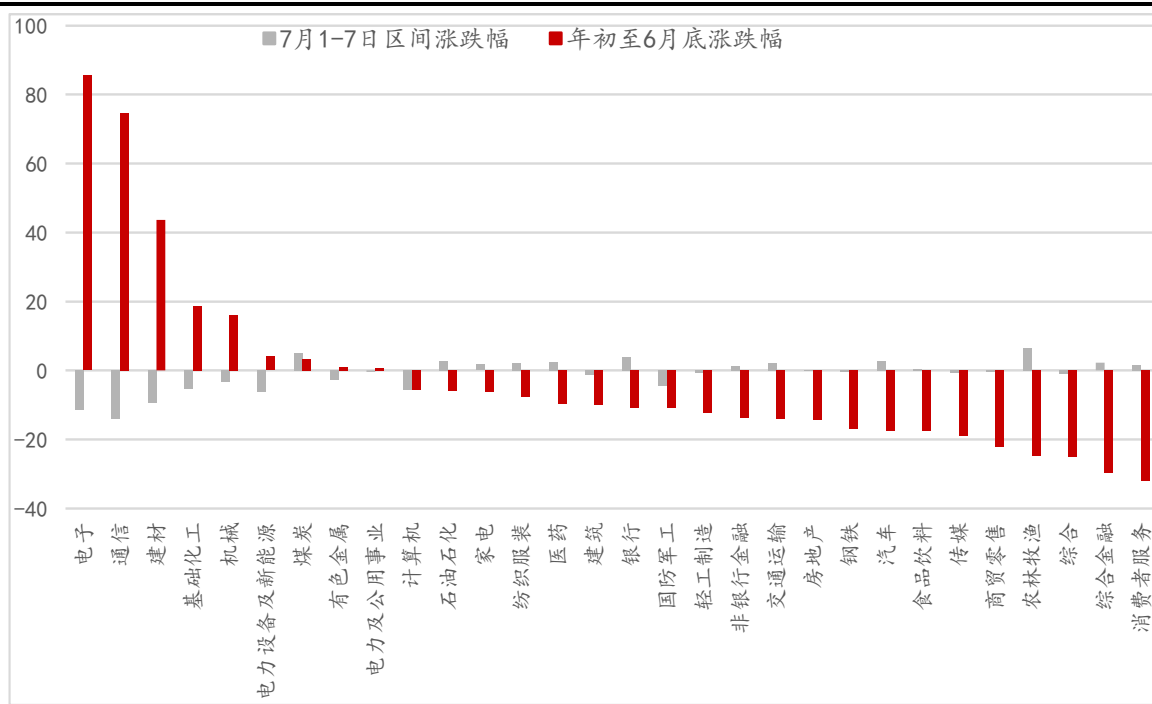
呵护流动性合理充裕，流动性管理更加精准。央行将以维护合理充裕的流动性环境为目标，根据政府债发行节奏和季末等时点性扰动适时开展公开市场操作，灵活运用逆回购、买断式逆回购、MLF等工具。预计下半年资金面整体处于紧平衡状态，资金利率围绕政策利率小幅波动，不存在大幅收紧的基础，但难以回到4月的宽松状态。

5 大类资产配置

5.1 股票市场：结构性行情持续，产业趋势驱动仍强

A股上半年结构化行情显著，交易拥挤度提升。年初以来，A股主要宽幅指数多数上涨，成长风格领跑，地产、传统消费等板块表现偏弱。中国新旧动能转换、AI产业链发展和中东冲突在供需缺口扩大和利润兑现的驱动下，是今年上半年宏观驱动权益市场的主线，AI和石化产业链涨幅靠前。

图表39: 今年以来股票市场结构化行情显著, 7月首周风格出现一定均衡(%)



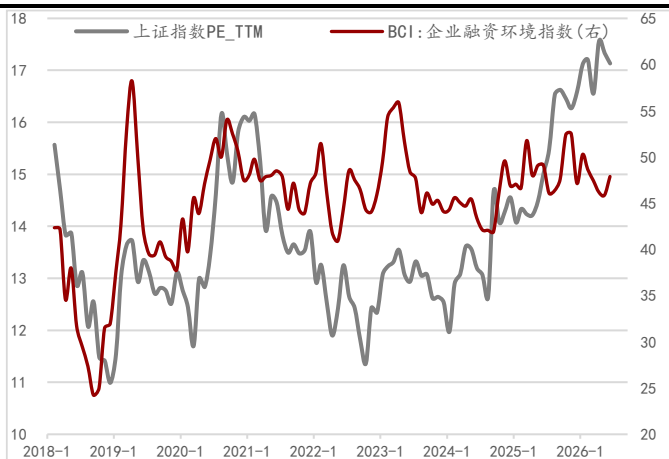
资料来源: Wind, 万联证券研究所

新旧经济分化与结构性行情相互印证, 短期难以逆转, 企业利润分化。从基本面来看, 全球科技产业链共振, AI投资持续加速, 经济K型走势的格局仍将持续, 市场风格仍将侧重成长, 科技创新领域仍将高度受到市场关注。通胀非对称修复影响下, 上游能源、化工、有色等资源品阶段性占优, 中下游零售、地产后周期、传统轻工等相对承压。

增量资金入市, 市场流动性逐步改善。地产金融属性持续下降, 居民资产配置正逐步由地产转向金融资产。随着定期存款陆续到期, 低风险资产收益率被压降, 居民资金在低风险金融资产中重新分配, 在存款利率、理财收益率、货币型基金和保险理财产品等流动, 其中部分资金流入股票市场, 但整体风险偏好依然谨慎。

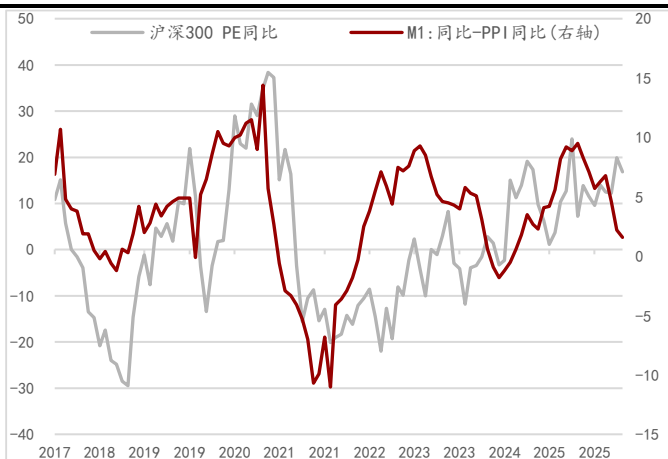
行业方面, 建议关注: 1) AI高速发展, 行业景气有望持续, 算力基础设施增长仍有较大空间。2) 资源品中受益于供给偏紧和需求增长的品种: 新动能扩张将带动上游原材料需求, 可以关注有色、稀有金属、煤炭电力、化工等行业; 全球资源品贸易限制升级, 供应链安全为长期战略重心, 铜等战略资源品供给仍面临强约束。仍需关注市场资金过度拥挤在AI等热门赛道带来的阶段性波动风险, 以及油价回落对上游板块的潜在冲击, 配置上建议攻守兼备。

图表40: 上证指数PE震荡上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表41: 流动性高位边际回落, 关注资金改善 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.2 债券市场: 资产荒格局持续, 细化挖掘品种

5.2.1 利率债: 旧经济驱动债市行情, 关注阶段波动风险

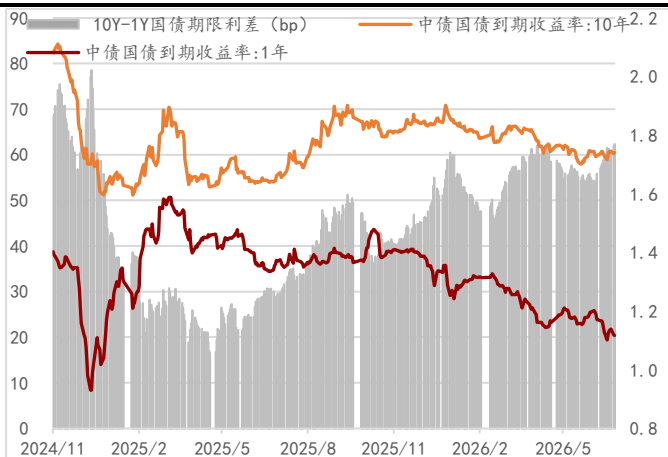
利率中枢回落, 短端震荡下行。年初以来资金面持续宽松, 短债在流动性宽松的背景下持续处于低位, 国债期限利差震荡走扩。资产荒的格局持续, 出现结构性供需错配, 短端需求旺盛, 超长端需求较好。

图表42: 股债风险溢价处于低位



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表43: 国债期限利差走扩 (%)



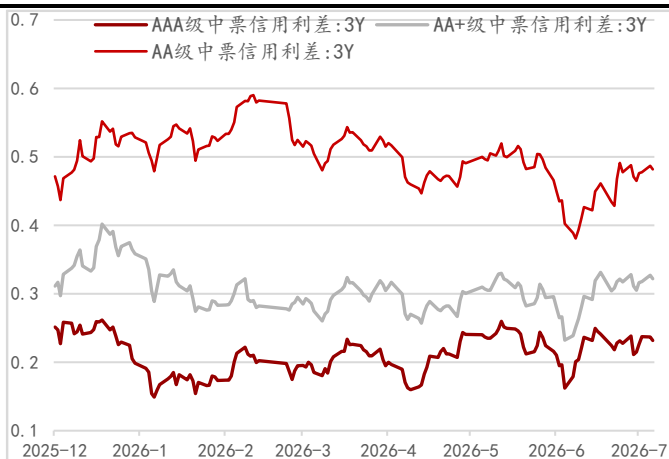
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资金主导短端行情, 宽松格局有望延续。下半年资金面仍将保持宽松, 但预期较上半年边际收敛, 隔夜逆回购、买断式逆回购等工具将平滑资金波动, 利率走廊收窄, 政策利率锚定效应有望持续强化, 短端利率有望维持低位运行, 曲线陡峭化格局延续。传统经济持续表现偏弱, 超长债和长债可逢调整配置。

5.2.2 信用债: 信用利差压缩, 品种间表现分化

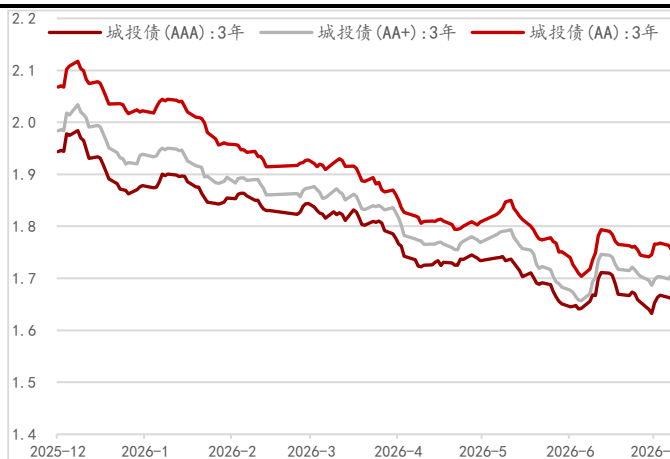
利差震荡压缩, 信用债行情整体表现较好。上半年资金面持续宽松, 中短端配置需求旺盛。4月理财规模显著回升, 配置需求下, 久期有所拉长, 4月底资金面略有收敛, 信用债长端有所调整, 5月信用债震荡走强。

图表44: 中票信用利差窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表45: 城投债利率震荡下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

城投债风险整体可控, 产业债优选行业配置。化债背景下, 城投债利差风险较小, 不同地区分化仍将持续, 中短久期利差持续压缩, 性价比降低, 中长久期可关注高等级、流动性好的品种。产业债中, 上游资源品、高技术产业龙头企业信用债相对具备配置价值, 电子、新能源等受益于需求增长, 盈利有望延续增长, 关注中高等级央国企, 高景气行业龙头民企的短久期投资机会。

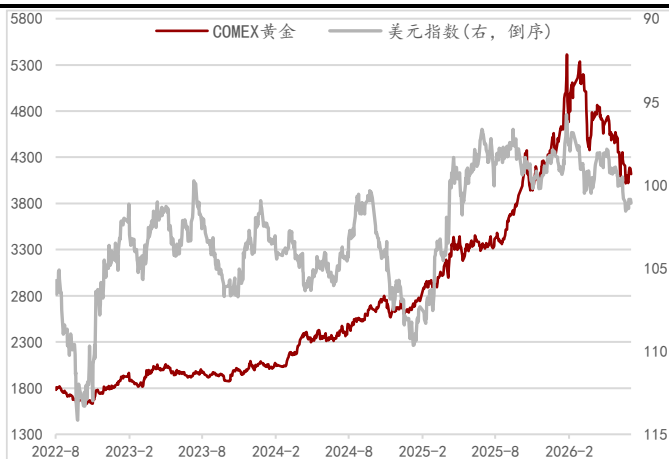
5.3 大宗商品: 原油高位震荡, 黄金战略布局

原油价格中枢回落, 但整体预期维持高位震荡。原油价格受地缘政治因素影响, 价格预期维持高位。当前原油库存持续下降, 并且霍尔木兹海峡恢复通行后, 供给冲击短期将持续存在。从替代航线方案来看, 伊朗的贾斯克石油码头仍处于停运状态, 伊拉克杰伊汉港管道仍需维修, 其他替代出口路线的可用容量有限。短期油价过高对需求产生一定抑制, 但下行亦有较强支撑, 预计维持高位震荡格局。

黄金短期仍受制于美联储加息路径, 中长期配置逻辑不变。2026年一季度黄金价格走高后持续回调, 3月美伊冲突急剧升级, 全球通胀预期再起, 流动性从黄金退潮, 黄金从避险资产切换为高流动性套现资产。土耳其央行减持黄金储备主要是用于流动性应急管理, 而非国家主权资产配置层面的战略性减持。美元保持强势, 美联储由降息转向加息预期的压力下, 黄金价格短期承压。从长期来看, 黄金底层配置逻辑并未改变。随着流动性挤兑影响消退, 黄金的抗通胀和避险属性将重新发挥作用。当前全球产业链布局更加注重安全, 地缘政治不确定性长期存在, 去美元化的趋势仍将持续, 全球央行仍处于增加黄金储备的趋势当中, 黄金配置时点仍需等待。

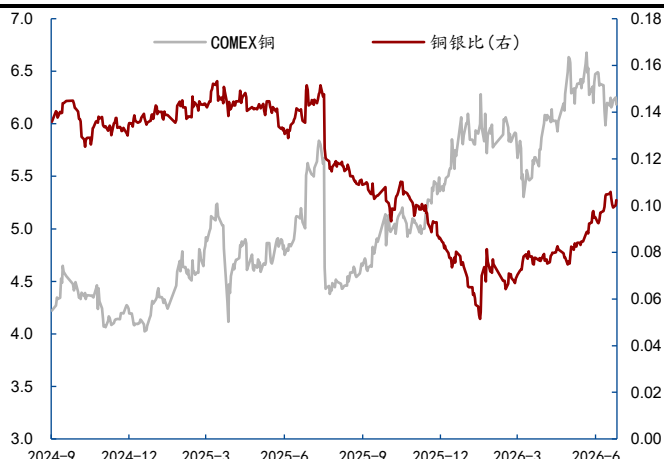
铜供需格局持续偏紧, 宏观政策变动、价格高位带来波动风险。地缘政治和新能源、AI技术设施建设需求驱动下, 铜的定位由传统周期品向新基建核心材料跃迁, 铜的战略资产属性增强。全球主要矿山面临铜精矿品位下滑, 环保约束趋严等影响, 中长期供需格局偏紧。铜价对利率敏感度较高, 美联储6月FOMC会议后, 美元走强, 流动性趋紧的担忧下风险资产价格普遍承压。铜近期多头交易攀升至高点, 交易相对拥挤, 市场政策变动、情绪转向容易触发价格调整。

图表46: 黄金价格高位持续回落 (美元/金衡盎司)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表47: 铜价高位震荡 (美元/磅)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.4 汇率: 人民币汇率保持强势, 美元指数韧性持续

美元指数运行中枢预期偏稳健。在美联储政策偏紧, 美国经济相对韧性的共同支撑下, 美元指数整体维持偏强格局。欧洲经济承压, 欧元整体偏弱弱势也支撑了美元表现。中东地缘冲突带来的避险需求在阶段性加剧后, 逐步缓和, 美元作为储备货币的根本地位未受动摇, 年内预期走势依然偏强。

人民币仍处升值通道, 政策稳步推进人民币国际化进程。我国出口保持强势, 结汇需求较大, 供应链较为完整, 经济增长保持平稳, 给人民币汇率带来了有力支撑。中美利差仍处高位, 当前利差压力依然较大, 人民币升值空间将受到压缩。随着美国通胀高位回落, 加息预期走弱, 利差压力有望随之减轻。如果美联储政策变动超预期, 央行将通过逆周期因子等工具主动引导汇率预期, 整体波动相对可控。政策稳步推进高水平对外开放, 上海自贸区开展离岸人民币外汇交易试点, 人民币国际化进程将稳步推进。

图表48: 美元指数强势, 人民币仍处升值通道



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表49: 中美长债利差走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 风险提示

地缘政治冲突升级超预期，海外政策超预期转鹰，全球经济增长不及预期，AI产业景气超预期下行。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场