

小宽松，中缓和，大分化

——2026年中期宏观经济与政策展望

2026/06/02

姓名：汪浩（分析师）
证书编号：S0880521120002

姓名：韩朝辉（分析师）
证书编号：S0880523110001

姓名：李俊（分析师）
证书编号：S0880525040063

姓名：应镓娴（分析师）
证书编号：S0880525040060

姓名：李林芷（分析师）
证书编号：S0880525040087

姓名：王宇晴（分析师）
证书编号：S0880525040119

姓名：侯欢（分析师）
证书编号：S0880525040074

姓名：张剑宇（分析师）
证书编号：S0880526040001

姓名：邵睿思（研究助理）
证书编号：S0880125070011



投资要点

01

小宽松：预计美国、中国均将迎来政策有限宽松周期。美股市场在地缘利好定价边际减弱、美联储宽松预期持续压制，以及30年期美债利率释放流动性危险信号下，短期或有流动性冲击，沃什政策图景下年内仍有降息可能，则美债震荡、美股向上、黄金可期。中国经济实际动能前高后低，短期稳增长诉求提升，关注“六张网”建设、城市更新等落地，稳增长而后促转型。

02

中缓和：中美建设性战略稳定关系开启新篇章，中美将迎来一个至少中等程度、中等期限的缓和期。我们通过政治与外交维度、经贸与供应链维度、舆论与情感维度三个方面量化构建中美友好度指数（SUFI），发现中美关系改善利好人民币权益资产，微盘股更加敏感，成长和周期类行业利好驱动更明显，机制在于风险偏好提升、盈利预期改善和外资持仓配置。

03

大分化：中国“K”型经济下的通胀修复呈现非对称特征。中国经济“K”型分化体现在新旧动能分化、生产需求分化、收入群体分化，叠加通胀非对称修复，企业盈利上游强、中下游弱。预计2026年中国PPI走势“先上后稳”，CPI修复将受制约。通胀的非对称修复利好周期和上游资源品类，而纯消费、中下游制造业估值承压；国债利率短期震荡，后续易下难上。

04

风险提示：中东地缘风险可能持续时间超预期，再度推高油价并扰动全球供应链；美国中期选举压力下，警惕两党为争取选票，对华表态强硬；美联储降息节奏可能低于预期，美债利率上行，带来持续流动性冲击；国内稳经济政策力度或落地效果可能偏弱，难以有效提振消费和投资信心；资本市场过度拥抱人工智能等赛道，警惕过度拥挤交易导致的微观结构恶化。

目录 / CONTENTS

01 海外宏观：从流动性冲击到货币再宽松

02 中国宏观：从短期稳增长到长期促转型

03 中缓和：中美建设性战略稳定关系与投资机遇

04 大分化：中国“K”型经济下的通胀修复之路

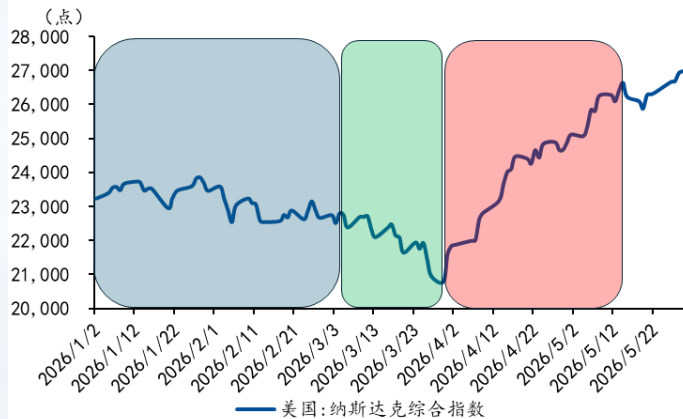
01

海外宏观：从流动性冲击到 货币再宽松

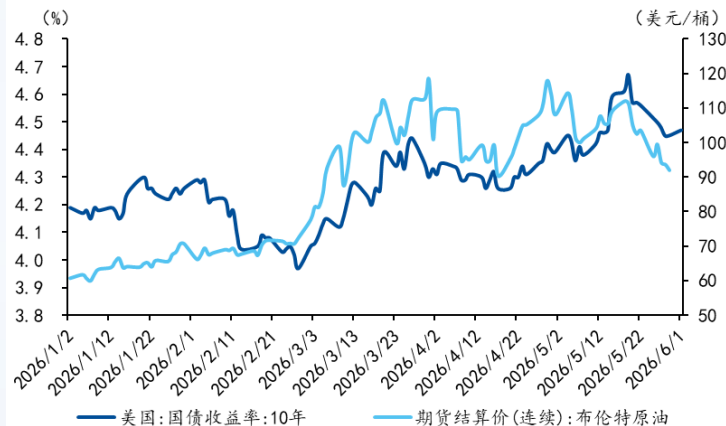
1.1 2026年初以来美股市场经历了三个阶段

- 2026年初以来，美股市场大概经历了三个阶段：
- 第一阶段是年初至2月28日美伊冲突之前，美股整体维持横盘震荡态势。纳指略微下跌了2.44%，波动很小，主要是人工智能产业趋势仍然较强，但大幅资本开支引发泡沫担忧，此外，美联储面对不温不火的就业和通胀数据，整体政策预期变化不大。
- 第二阶段是美伊冲突之后至3月底，美股经历下行冲击。纳指下行8.59%，主要是美伊冲突导致油价上涨，通胀预期上行，“滞胀”交易主导、同时美联储重“胀”不重“滞”，从而美联储降息预期逆转，美债利率上行冲击美股。

2026年初以来美股市场已经历三个阶段



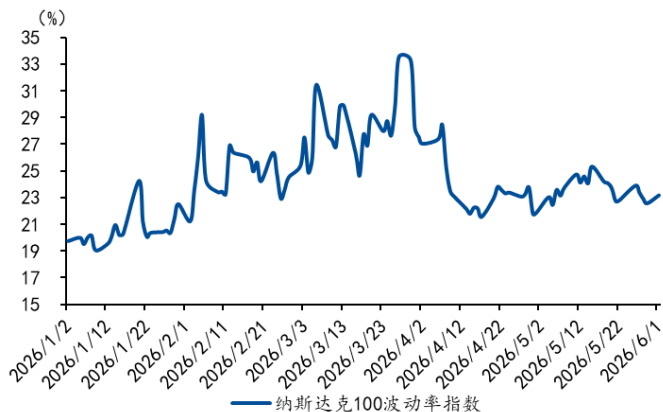
2026年2月底美伊冲突后10年期美债利率与油价密切相关



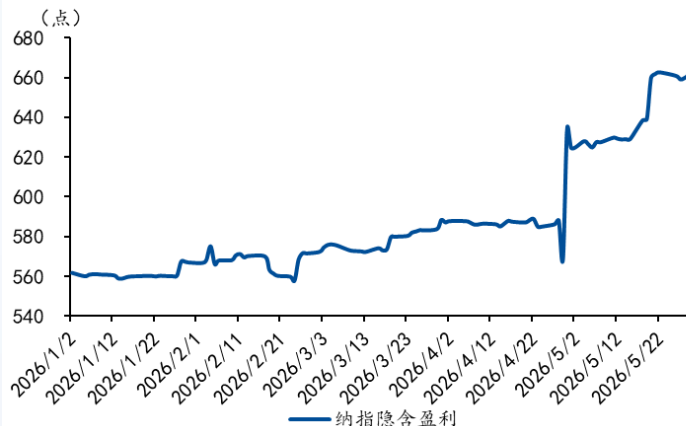
1.1 2026年初以来美股市场经历了三个阶段

- 2026年初以来，美股市场大概经历了三个阶段：
- 第三阶段是4月初至5月中旬，美股经历快速修复。纳指从2026年3月30日至5月14日，涨幅达到28.09%，纳斯达克指数点位创出历史新高。此阶段主要有三方面利好，一是地缘形势利好，美伊冲突缓和，TACO交易不断上演；二是流动性利好，伴随着地缘缓和，油价冲高回落，加息预期退潮，10年期美债利率下降，从而带来流动性利好；三是4月中下旬美股财报季，科技巨头如谷歌、微软、英伟达等财报超预期，带来AI科技产业趋势叙事进一步增强。
- 当前进入第四阶段，短期美股波动性可能会增加。5月15日之后纳指动荡后再向上，我们认为短期仍面临波动风险。

纳指100波动率（科技恐慌指数）自4月初开始下降



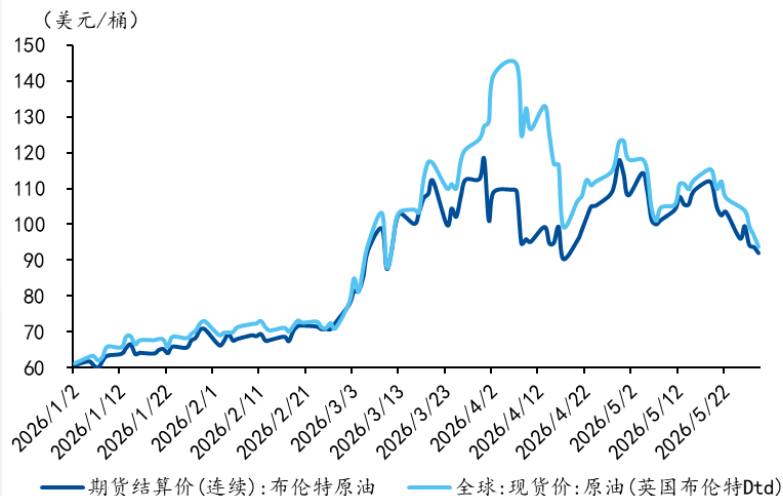
AI产业趋势下纳指隐含盈利明显上升



1.2 流动性冲击下美股可能进入短期波动期

- 2026年美股在经历了2月底美伊冲突开始和4月初美伊冲突缓和的两次拐点之后，我们提示可能已进入新的波动期，即本年度第三次拐点已经到来。主要有三方面原因：
- 第一，地缘利好定价边际减弱，即使后续冲突结束，油价下行也很有限。一是霍尔木兹海峡即使物理封锁解除，心理封锁仍在；二是供应链与设施被破坏，修复较慢；三是全球库存低位回补需求，预计未来 1-2 年会有持续额外需求；四是OPEC+国家倾向于高油价，不太可能大幅增产。油价预计维持在中高水平，当前布伦特原油期现货价差收敛，一定程度已经反映了地缘缓和下的油价预期。预计即使地缘形势进一步缓和，油价可能仍维持在90美元/桶以上水平。

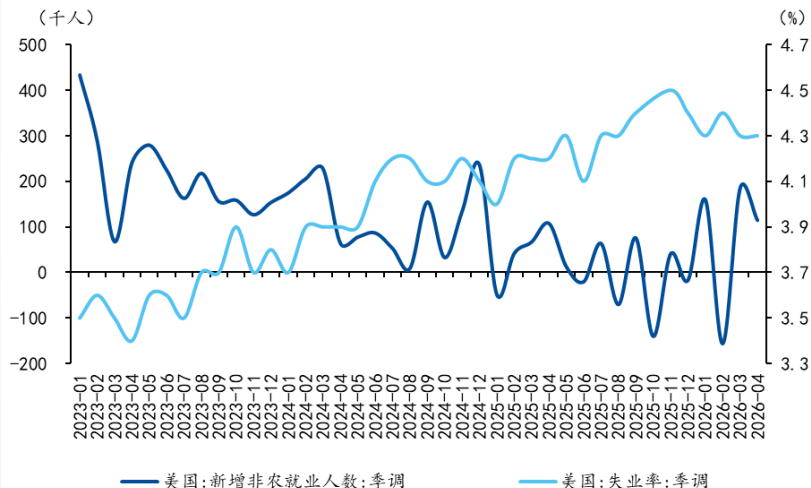
当前布伦特原油期现货价差收敛，一定程度反映冲突缓和后的油价中枢



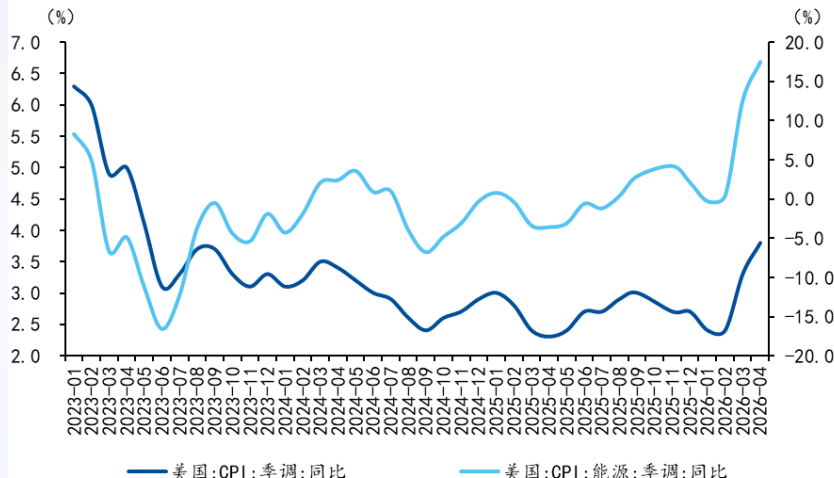
1.2 流动性冲击下美股可能进入短期波动期

- 二是美国就业韧性、通胀上行，压制美联储降息预期。从近期美国就业数据来看，就业有所反弹，主要是“美股-消费-服务业就业-经济-美股”的正向循环。此外，美国通胀超预期上行，2026年4月美国CPI同比3.8%，高于市场预期3.7%，主要是能源CPI同比大幅上升至17.5%。后续伴随着关税和油价传导持续，通胀大概率维持相对上行态势。

2026年3月之后美国就业有所改善



能源价格驱动下美国通胀明显上行



1.2 流动性冲击下美股可能进入短期波动期

- 就业韧性、通胀上行，进一步压制美联储降息预期，美国联邦基金利率期货市场显示(2026.6.2)，近期交易的结果是2026年可能不降息，甚至在2027年3月加息一次。当然，利率期货交易的结果波动性很大，随时存在反转的可能。

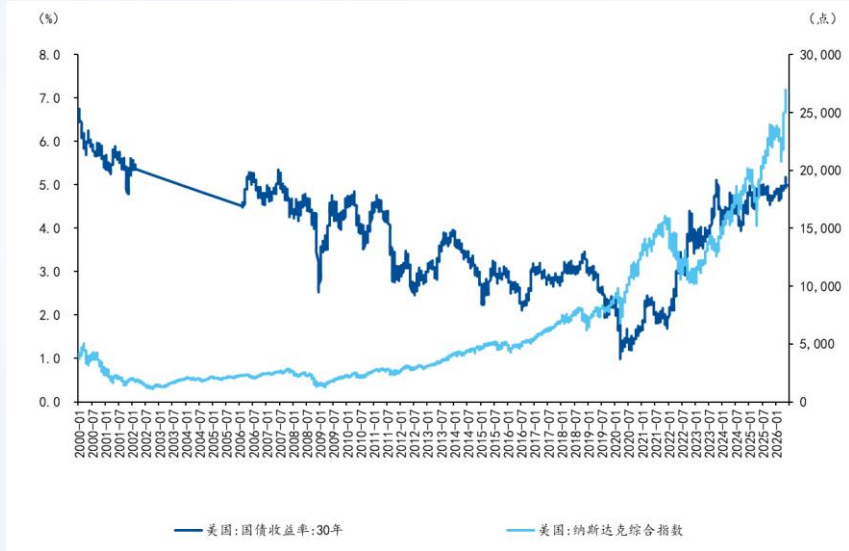
美国联邦基金利率期货市场反映的美联储利率预期 (2026.6.2)

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	1.6%	98.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	1.4%	90.2%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.2%	75.6%	21.8%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	1.0%	63.3%	30.8%	4.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.7%	47.5%	39.0%	11.4%	1.4%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.6%	41.6%	40.1%	14.9%	2.6%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.5%	29.6%	40.5%	22.2%	6.2%	0.9%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.4%	26.5%	39.3%	24.2%	7.9%	1.5%	0.2%
2027/6/9	0.0%	2.4%	27.5%	38.2%	22.9%	7.4%	1.4%	0.2%
2027/7/28	0.0%	2.2%	25.5%	37.3%	24.1%	8.6%	1.9%	0.2%
2027/9/15	0.5%	6.8%	27.8%	34.8%	21.1%	7.3%	1.6%	0.2%
2027/10/27	0.4%	6.5%	27.1%	34.5%	21.6%	7.8%	1.7%	0.3%
2027/12/8	1.3%	9.3%	28.1%	32.8%	19.7%	7.0%	1.5%	0.2%

1.2 流动性冲击下美股可能进入短期波动期

- 三是30年期美债利率一度站上5%以上，释放危险信号，流动性开始明显承压。美债利率的上行，会导致流动性承压，一方面无风险利率上行，在分母端压估值；另一方面长期过高的融资成本会导致实体经济受到抑制，分子端盈利也受影响。历史上来看，30年期美债利率上破5%是重要的心理底线，往往释放流动性压力的危险信号，比如2000-2002年、2006年4月-8月，美股均承压；2007年5月-7月，美股虽然短期平稳，但随即在2007年10月迎来“次贷危机”，美股暴跌；2023年10月和2025年5月，也曾短暂性触及5%以上，导致美股短期承压。在美联储释放宽松信号前，美债利率仍有进一步上行可能，警惕流动性压力对美股的冲击。

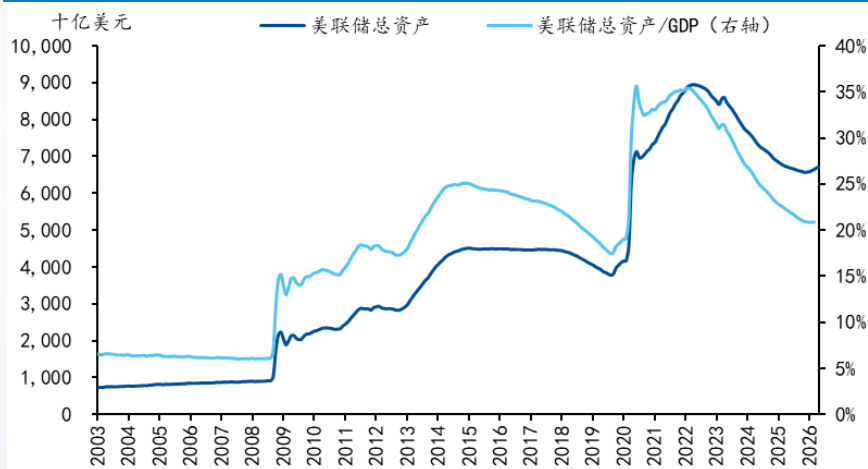
历史上来看，30年期美债利率上破5%往往释放流动性压力信号



1.3 市场需等待新的宽松预期

- 综合以上来看，我们认为在地缘利好定价边际减弱、美联储宽松预期持续压制，以及30年期美债利率释放流动性危险信号的情况下，美股或迎来一段时间的波动期，后续等待新美联储主席沃什的政策表态。
- 沃什的政策图景：“缩表+降息”，但是我们认为年内缩表的可能性不大。假设中长期美联储将总资产/GDP压降到2009年或2019年左右的水平，则对应1-2万亿美元空间。但是年内流动性需求、中期选举压力等，缩表的可能性不大。
- 但是仍存降息可能性。沃什认为AI是强通缩力量，AI生产率繁荣带来中性利率下降，采用截尾均值PCE，均指向降息选项。

中长期美联储缩表的规模可能在1-2万亿美元



当前美国国会格局与共和党中期选举压力

议院	总席位	共和党	民主党	其他/空缺	控制权归属	过去10次中期选举（1986-2022年）执政党平均席位净损失
参议院	100席	53席	45席	2席（独立派议员，通常与民主党投票立场一致）	共和党	3席
众议院	435席	220席	212席	3席空缺	共和党	21席

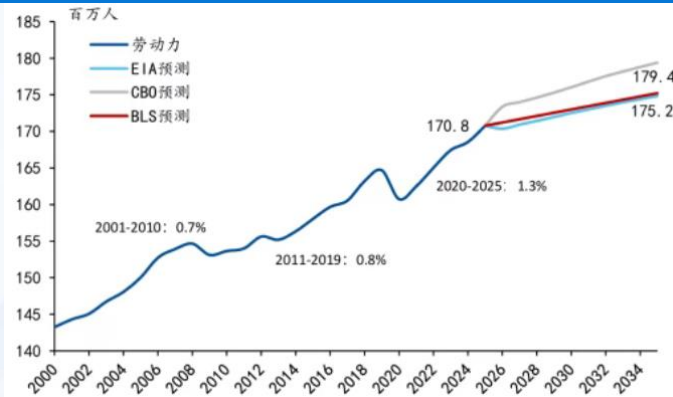
1.4 美国中长期“弱就业、强增长”，有限宽松具有可行性

- 美国经济整体韧性较强，消费和私人非住宅投资是主要贡献。美股财富效应下的服务消费，以及人工智能产业趋势下的投资高增，构成美国经济的双支柱。
- 但是中长期美国就业可能依然偏弱。主流机构（EIA、CBO、BLS）预测未来10年劳动力年均增长率仅为0.3-0.5%，远低于2001-2019年的0.7-0.8%、以及2020-2025年的1.3%。主要是由于人工智能替代、特朗普移民监管、高利率环境压制等因素。
- 美联储有限宽松具有可行性，预计年内或有1-2次降息。美联储的三大目标是最大化就业、稳定物价和维持适度长期利率平稳。只要就业和通胀不产生过度偏颇，美联储有自主裁量权选择矛盾的主要方面，叠加沃什表态，年内有限降息1-2次的概率较大。

美国经济整体韧性较强，消费和私人非住宅投资是主要贡献

GDP环比折年贡献率 (%)	2026-03	2025-12	2025-09	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03
GDP	1.60	0.50	4.40	3.80	-0.60	1.90	3.30	3.60	0.80
个人消费支出	0.95	1.30	2.34	1.68	0.42	2.61	2.66	2.61	1.17
国内私人投资总额	1.19	0.40	0.03	-2.66	3.79	-1.26	0.18	1.44	-0.29
私人非住宅投资	1.35	0.33	0.44	0.98	1.24	-0.51	0.48	0.35	0.22
私人住宅投资	-0.24	-0.06	-0.29	-0.21	-0.04	0.17	-0.20	-0.08	0.32
私人存货变化	0.08	0.14	-0.12	-3.44	2.58	-0.91	-0.11	1.17	-0.83
商品和服务净出口	-1.25	-0.22	1.62	4.83	-4.68	-0.06	-0.41	-1.04	-0.42
商品和服务出口	1.34	-0.35	1.00	-0.20	0.02	-0.10	0.95	0.08	0.49
商品和服务进口	-2.59	0.13	0.62	5.03	-4.70	0.03	-1.36	-1.11	-0.91
政府消费支出和投资总额	0.73	-0.99	0.38	-0.01	-0.17	0.57	0.92	0.57	0.39

主流机构预测未来十年美国劳动力增长明显放缓



请参阅附注免责声明

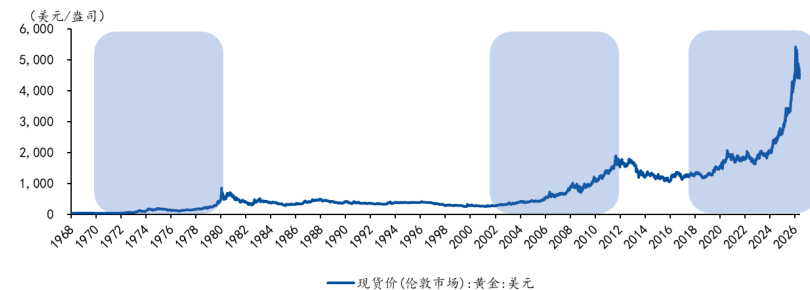
1.5 有限宽松预期下，美债震荡、美股向上、黄金可期

- 10年期美债利率短期高位，预计随着降息预期释放，可能会相对下行，并且随着降息结束再度回升。短期之内，由于通胀掣肘，美联储降息预期将被持续压制，美债利率或仍有上行风险。后续随着降息预期重启，10年期美债利率中枢仍将略有下行，并且在预防式降息停止后，美债利率相对上行，主要来自经济基本面改善带来的实际利率上行。
- 美股短期波动后或仍有支撑。一方面美联储降息进一步压降无风险利率，在分母端对美股有所支撑；另一方面，降息之后对经济的托举，也会在分子端对企业盈利有进一步支撑。短期美股或受流动性冲击，后续等待新的宽松预期。
- 黄金价格短期受流动性压制，但中长期配置价值仍在。短期受地缘风险和降息预期扰动，金价或有阶段性震荡，但是去美元化叙事、降息周期和地缘动荡等仍在，后续黄金价格仍有支撑。复盘来看，每一轮黄金牛市大概持续10年左右（如1970-1980年、2001-2011年），本轮黄金牛市开始于2018年，对标历史来看，或意味着本轮黄金牛市仍将继续。

纳指市盈率处于2000年以来的下30%分位数



本轮黄金牛市未完待续



GUOTAI HAITONG SECURITIES

02

中国宏观：从短期稳增长到 长期促转型

2.1 2026年4月中国经济修复节奏有所放缓

- 2026年4月我国经济修复节奏有所放缓，生产、消费、投资三大领域均有走弱。工业生产增速回落，服务业景气降温，内需疲软成为主要制约；社零同比增速下滑，必需消费韧性减弱、可选与地产链消费承压。固定资产投资当月同比由正转负，制造业、基建、地产三大分项同步下行，地产仍是核心拖累，基建受财政与化债压力制约，制造业呈现新兴产业高增、传统行业下滑的显著分化。

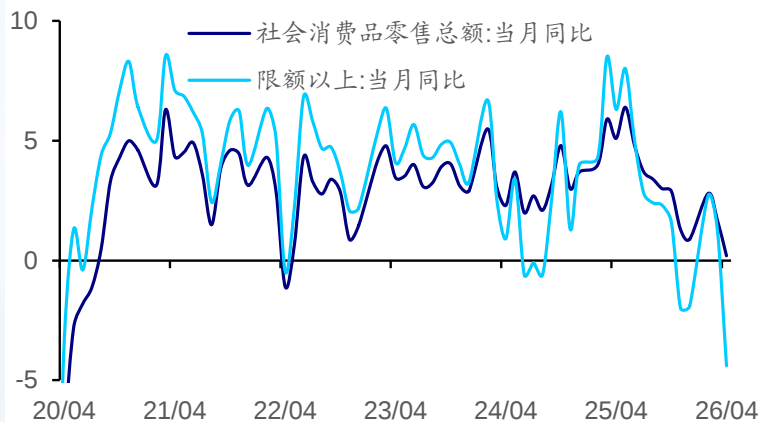
2026年4月中国经济修复节奏明显放缓

当月/当季: %	当月增速											
	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04
GDP:同比	/	5.0	/	4.5	/	/	4.8	/	/	5.2	/	/
工业增加值:同比	4.1	5.7	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1
工业增加值:环比	0.1	0.3	0.8	0.5	0.5	0.2	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	0.2
服务业生产指数:同比	4.3	5.0	5.2	5.0	4.2	4.6	5.6	5.6	5.8	6.0	6.2	6.0
全国城镇调查失业率	5.2	5.4	5.3	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1
固定资产投资:同比	-8.0	1.6	1.8	-16.0	-11.1	-11.2	-6.8	-6.3	-5.2	0.5	2.9	3.6
房地产:同比	-20.1	-11.3	-11.1	-36.5	-29.9	-23.1	-21.2	-19.4	-17.2	-12.9	-12.0	-11.3
制造业:同比	-4.3	4.9	3.1	-10.5	-4.5	-6.7	-1.9	-1.3	-0.3	5.1	7.8	8.2
基建(不含电力):同比	-4.9	7.2	11.4	4.8	-11.9	-12.1	-8.0	-6.4	-1.9	5.3	9.2	9.6
商品房销售面积:同比	-10.3	-8.0	-13.5	-16.6	-17.9	-19.6	-11.9	-11.0	-8.4	-6.6	-4.6	-2.9
销售额:同比	-8.0	-13.9	-20.2	-24.2	-26.1	-25.1	-12.4	-14.8	-14.1	-11.5	-7.1	-7.1
房地产新开工面积:同比	-27.1	-17.1	-23.1	-19.3	-27.7	-29.3	-15.0	-19.8	-15.2	-9.5	-18.7	-22.3
施工面积:同比	-48.9	-17.7	-11.7	-47.1	-41.6	-7.1	-16.4	-28.6	-16.4	4.8	248.2	-26.9
竣工面积:同比	-19.0	-19.3	-27.9	-18.4	-25.4	-27.9	0.4	-21.3	-29.4	-2.2	-19.1	-28.2
社零(名义):同比	0.2	1.7	2.8	0.9	1.3	2.9	3.0	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1
城镇:同比	-0.1	1.5	2.7	0.7	1.0	2.7	2.9	3.2	3.6	4.8	6.5	5.2
乡村:同比	2.1	2.7	3.2	1.7	2.8	4.1	4.0	4.6	3.9	4.5	5.4	4.7
商品零售:同比	-0.1	1.5	2.5	0.7	1.0	2.8	3.3	3.6	4.0	5.3	6.5	5.1
餐饮收入:同比	2.2	2.9	4.8	2.2	3.2	3.8	0.9	2.1	1.1	0.9	5.9	5.2

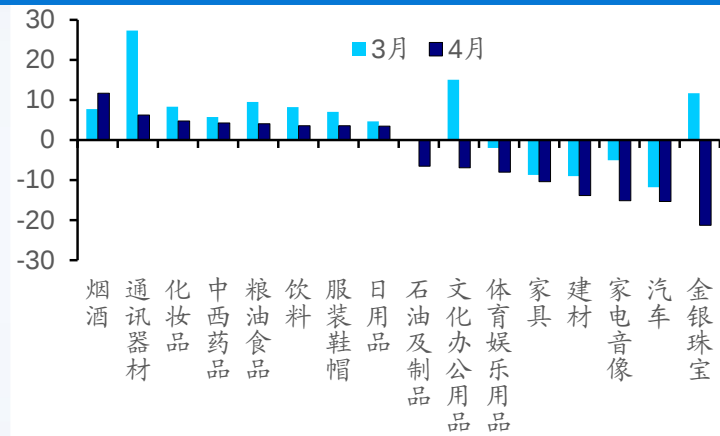
2.1 消费端：居民消费意愿需提振

- 消费需求释放节奏放缓。2026年4月社会消费品零售总额同比增长0.2%，限额以上增速为-4.4%，分别较3月回落1.5和5.7个百分点。当前终端内需面临阶段性失速压力，是居民端“收入预期-风险偏好-消费意愿”负反馈循环的集中显现。在当前促消费政策（如以旧换新、消费券）已经逐步铺开的背景下，社零仍相对低迷，意味着单靠微调式刺激已很难拉动居民的消费意愿，提振内需的重心迫切需要转向直接改善居民就业和收入、扩大财富效应。

近月社会消费品零售总额当月同比明显下滑



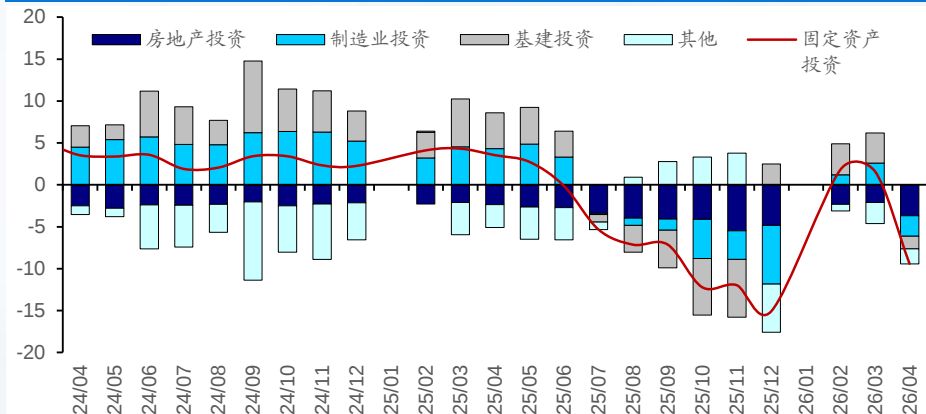
可选消费表现弱于必选消费 (2026年)



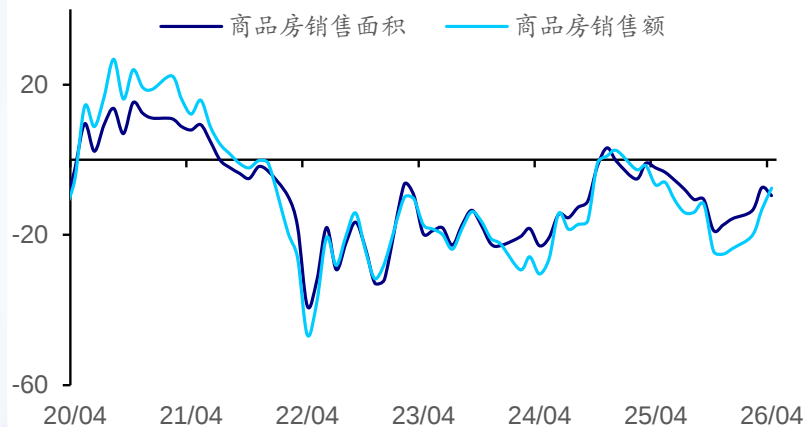
2.1 投资端：亟待政策托底

- 制造业、基建、地产投资均有所回落。4月制造业、广义基建、地产投资增速分别为-4.4%、-3.1%和-20.1%，增速分别回落9.2、10.2和8.8个百分点。先前作为中流砥柱的基建投资与制造业投资在4月未能形成有效支撑，而房地产投资跌幅加深，其引发的负向反馈已蔓延至相关制造业与民间投资信心。当前仅靠高技术产业链的局部繁荣可能已无法对冲传统实体经济的下滑，宏观政策亟需加大逆周期调节力度，以切断投资端共振下行的路径。
- 地产需求端量跌价稳。地产生产端指标仍全线收缩，整体开发建设活动依旧低迷。

地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献（%）



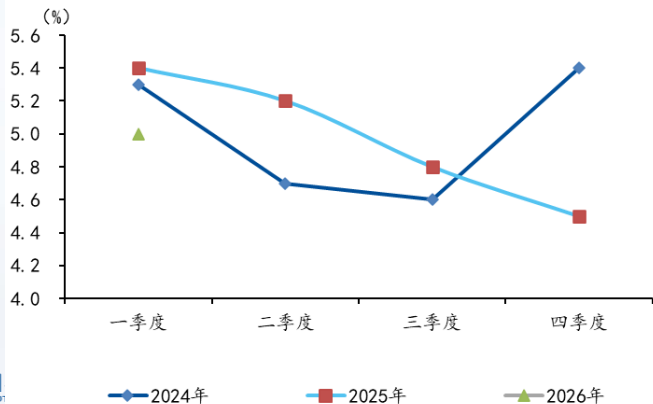
商品房销售额和销售面积当月同比（%）



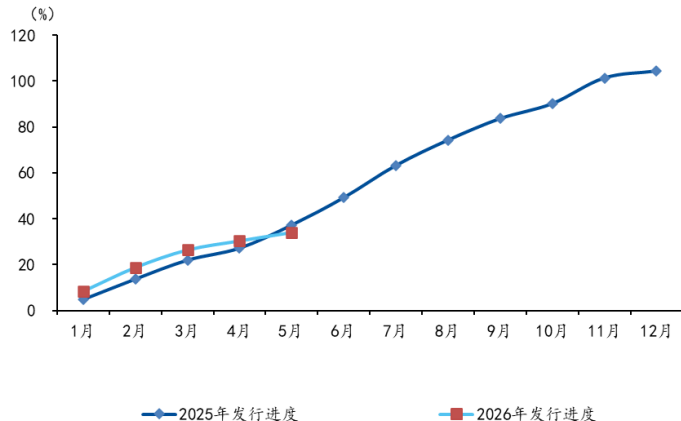
2.2 短期稳增长诉求提升，政策落地可期

- 预计2026年实际经济动能前高后低，短期经济放缓背景下稳增长诉求提升，预计将迎来新一轮政策发力与落地。但政策强刺激可能性不大，因为2026年经济增速整体换挡，GDP增速目标4.5%-5%，相较于2025年5%左右要求降低。
 - 经济节奏只有前高后低，才能有利于经济转型与改革。2026年政府工作报告重点工作任务第一条“着力建设强大国内市场。坚持内需主导，统筹促消费和扩投资，拓展内需增长新空间，更好发挥我国超大规模市场优势”；第二条“加紧培育壮大新动能。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，因地制宜发展新质生产力，建设现代化产业体系”。与2025年排序类似，与2024年存在很大不同，2024年四季度急于托经济。
 - 政策层面，2026年一季度专项债发行比2025年更快，政策靠前发力。但二季度后有放缓趋势，需要再度提速和落地。

政府工作报告重点工作任务定调影响全年经济节奏

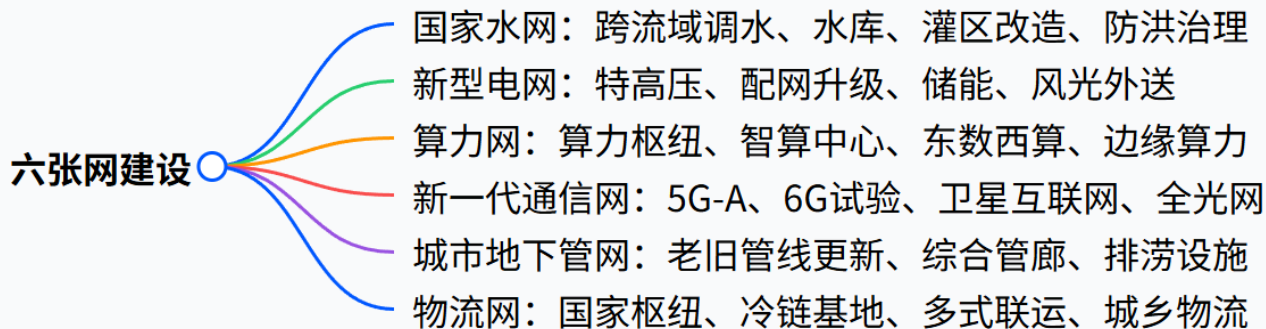


2026年一季度专项债发行快于2025年，二季度放缓



2.3 4月底政治局会议定调“六张网”建设

- 2026年4月28日中共中央政治局召开会议，提出加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。推动条件成熟的重大工程项目开工。
- 2026年5月22日，国家发改委官宣，我国将抓紧出台水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网“六张网”的相关规划和实施方案，进一步统筹“六张网”建设内容，明确各领域投资重点，将目标任务分解到年度，明确时间和进度安排。同时，加大力度推进重大项目建设，形成更多实物工作量。
- 根据国家发展改革委初步估算，2026年仅“六张网”及相关重点领域建设的投资规模就超过7万亿元。



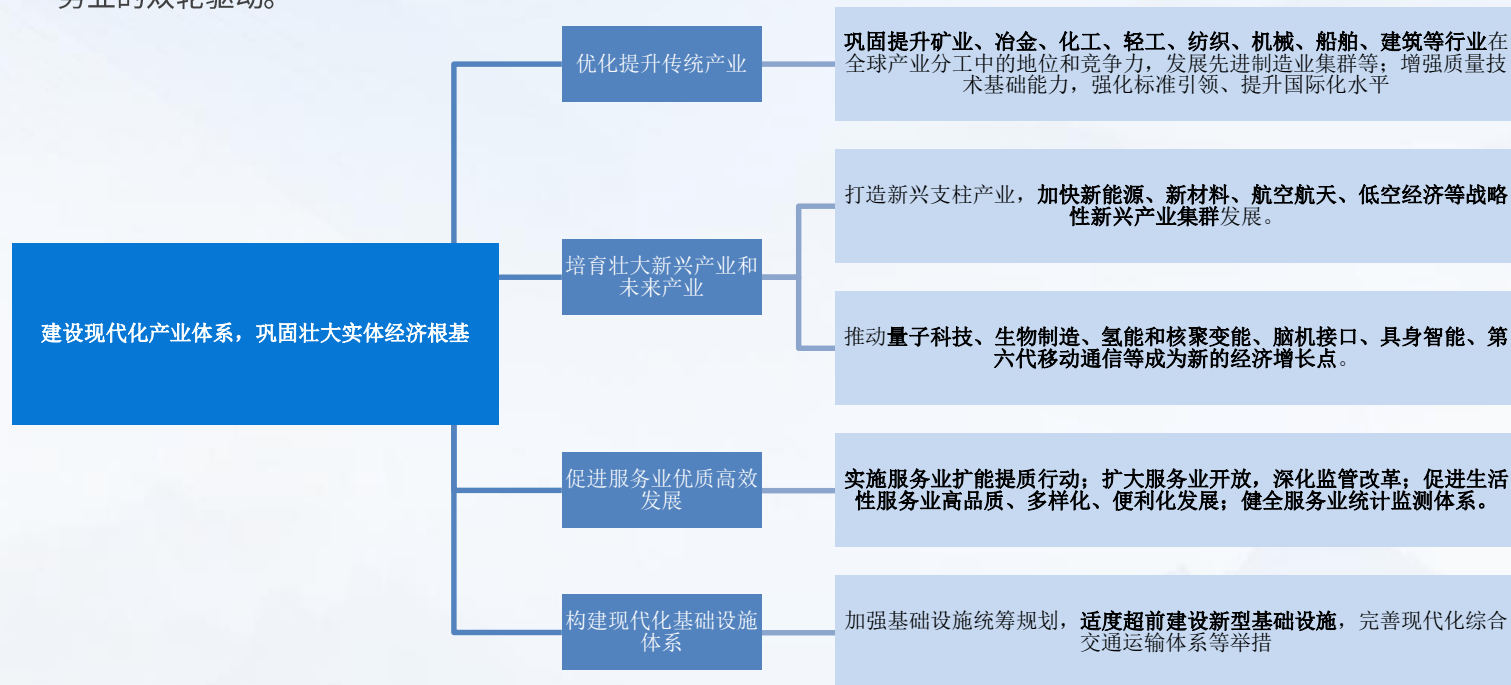
2.4 城市更新“十五五”规划出台，城市更新进入加速期

- 2026年5月28日，国务院印发了《城市更新“十五五”规划》，明确了“十五五”时期城市更新工作的目标指标、重点任务、重大工程和政策举措。《城市更新“十五五”规划》作为我国城市更新领域首部国家级专项规划，明确我国城市发展已转向提质增效的阶段，划定未来五年清晰的发展蓝图。规划设定两阶段目标，到2030年城市更新取得重要进展，到2035年基本建成现代化人民城市。



2.5 短期稳增长，中长期目标仍在促转型

- “十五五”规划中长期目标在于建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基。现代产业体系的构建强调先进制造业与优质服务业的双轮驱动。



03

中缓和：中美建设性战略稳定 关系与投资机会

3.1 2026中美元首会晤开启中美关系新篇章

- 2026年5月13-15日，应国家主席习近平邀请，美国总统特朗普对中国进行国事访问，这是美国总统时隔九年再次访华。上一次美国总统访华是2017年11月8日-10日的特朗普总统访华，两次访华之间中美元首（包括与拜登总统、特朗普总统）主要通过视频会晤、电话通话或国际会议期间会晤（如与拜登的巴厘岛会晤、旧金山会晤、利马会晤，与特朗普的釜山会晤）等形式沟通，无正式国事访问，所以本次特朗普正式访华引起高度关注。总结来看，其表现出五大亮点：
- 一是特朗普访华的时间比原先预期得更长，并且伴随着中美釜山经贸磋商在先，双方比预期的会谈更为深入。2026年11月，美国将进行中期选举，当前伴随着伊朗冲突、通胀上行等问题，特朗普、共和党在中期选举中的压力很大，所以其访华行程被一部分人看做是为了中期选举造势的行为，特朗普原计划于3月底访华，在美国联合以色列对伊朗开战之后，其访华行程推迟，随后，白宫方面宣布，他将于5月14日至15日对中国进行访问，“旋风式”行程增加了“作秀”的质疑。而最终将原来两天延长到三天，意味着双方会谈有更多的议题和空间。此外，在5月12日-13日，中美双方在韩国釜山举行了一轮高级别经贸磋商，也为特朗普访华深入谈判提供了铺垫和筹备。所以整体议程比原先预计更长，市场也在重新定价更高的期待。

3.1 2026中美元首会晤开启中美关系新篇章

- 二是本次特朗普访华携带的企业家团体科技含量“爆表”，将进一步强化中美科技合作与经贸交流。2017年特朗普访华企业高管团29人，主要集中在能源和工业领域，总共19人，占到高管团的65.5%，科技领域仅有4人；而本次特朗普访华企业高管团17人中，主要以科技和金融为主，二者合计12人，占比63.2%，整体行业结构发生巨大变化。这也反映了全球经济的结构变迁以及中美经贸关系的导向转变。2017年特朗普访华的本质是让中国“下订单”，即扩大从美进口；而2026年访华更多在管控分歧，加强合作交流，随着全球科技周期的推进，中美科技和金融合作或将进一步深化。

2017与2026年特朗普访华高管团人员与行业对比

2017年特朗普访华高管团 (29人)		2026年特朗普访华高管团 (17人)	
行业	人员	行业	人员
能源 (11人, 最大板块)	Jack Fusco — Cheniere Energy (切尼尔能源) CEO Langtry Meyer — Texas LNG (德州液化天然气) 创始人 / CEO Paul Koenig — Viroment (污水处理 / 能源) CEO Keith Meyer — Alaska Pipeline (阿拉斯加管道) 总裁 Frederick Jones — Delfin Midstream (LNG) 董事长 / CEO Luka Erceg — Drylet (废水 / 生物能源) CEO Vance Hum — I.M. Systems (环境监测) 总裁 / CEO Kevin Smith — SolarReserve (光热发电) CEO Paul Doherty — Digit Group (智慧城市 / 能源基建) 总裁 / CEO José Gutiérrez — Westinghouse (西屋电气 / 核电) CEO Daniel Revers — Arc Light Capital (能源基建投资) 合伙人	科技 / 半导体 / AI (6人, 第一大板块)	Tim Cook — Apple (苹果) CEO Elon Musk — Tesla (特斯拉) CEO Jensen Huang — NVIDIA (英伟达) 创始人 / CEO Cristiano Amon — Qualcomm (高通) CEO Sanjay Mehrotra — Micron (美光) CEO Dina Powell McCormick — Meta (元) 全球事务总裁
工业 / 制造 / 材料 (8人)	Kevin McAllister — Boeing (波音商用飞机) 总裁 / CEO Andrew Liveris — DowDuPont (陶氏杜邦) 董事长 John Rice — GE (通用电气全球成长) 总裁 / CEO Shane Tedjarati — Honeywell (霍尼韦尔高增长区) 总裁 Seifi Ghasemi — Air Products (空气化工) CEO Mitch Snyder — Bell Helicopter (贝尔直升机) 总裁 / CEO John Garrison — Terex (特雷克斯工程设备) CEO James Umpleby — Caterpillar (卡特彼勒) CEO	金融 / 资管 / 支付 (6人)	Larry Fink — BlackRock (贝莱德) CEO Stephen Schwarzman — Blackstone (黑石) CEO David Solomon — Goldman Sachs (高盛) CEO Jane Fraser — Citi (花旗) CEO Ryan McInerney — Visa (维萨) CEO Michael Miebach — Mastercard (万事达卡) CEO
科技 / 半导体 / 软件 (4人)	Steve Mollenkopf — Qualcomm (高通) CEO Nick Lisi — SAS (赛仕软件) 执行副总裁 江志成 — Thermo Fisher (赛默飞) 中国区总裁 Gianluca Pettiti — Thermo Fisher (赛默飞) 总裁	航空 / 制造 (2人)	Kelly Ortborg — Boeing (波音) CEO Larry Culp — GE Aerospace (通用电气航空) CEO
农业 / 食品 (3人)	Jim Miller — 美国大豆出口协会主席 Li Zhao — Stine Seed (大豆种业) 中国代表 Donald Chen — Archer Daniels Midland (粮油巨头) 代表	农业 (1人)	Brian Sikes — Cargill (嘉吉) CEO
金融 / 保险/贸易 (3人)	Lloyd Blankfein — Goldman Sachs (高盛) CEO Theodore Walker — Partner Re (再保险) CEO David Messer — Freeport Commodities (大宗商品贸易) CEO	高端制造 / 精密科技 (2人)	Jim Anderson — Coherent (高意 / 激光) CEO Jacob Thaysen — Illumina (因美纳 / 基因测序) CEO

3.1 2026中美元首会晤开启中美关系新篇章

- 三是本次特朗普访华期间未立即公布中美签约数量和规模，预计可为后续经贸提供更大弹性空间。2017年特朗普访华，在第二天（11月9日）的签约仪式上即宣布两国企业共签署合作项目34个，金额达2535亿美元，涉及能源、航空、农业、金融等领域，当时中美两国经贸合作的签约总额，创下了中美经贸合作史上的纪录，也刷新了世界经贸合作史上的新纪录；但2026年本次特朗普访华，并无官方报道的“签约仪式”或“签署大单”，只举办了工商界座谈和企业家会面。
 - ✓ 一是2017年所签署订单，后续由于中美政经领域博弈等因素，很多并未完全落地，所以在本次会谈中可能更多在于释放订单意向，而非签署确定性规模的订单；
 - ✓ 二是签署大额采购订单，可能会让中国在大国博弈中重新陷入被动地位，引起“以订单换妥协”等争议。所以本次未公开明确的订单数量和规模，可以为未来的博弈提供更大的空间。
- 四是在中国台湾问题上，中国进一步强调台湾问题重要性，本次在中方发布的会谈通稿中，未提及特朗普的相关表态。2026年5月14日，习近平主席在同特朗普总统会谈中指出，台湾问题是中美关系中最重要的问题，处理好了，两国关系就能保持总体稳定，处理不好，两国就会碰撞甚至冲突，将整个中美关系推向十分危险的境地。在国际地缘政治风险多发的时期，中国在进一步强调台湾问题的重要性，但是与2017年不同的是，上次会谈明确指出，美国政府坚持奉行一个中国政策，而本次会谈通稿中，未明确提及特朗普在台湾问题上的表态。后续仍需警惕美国在台湾问题或其他地缘问题上的干扰和施压。

3.1 2026中美元首会晤开启中美关系新篇章

- 五是过去十年，中美关系发生翻天覆地的变化，当前开启“中美建设性战略稳定关系”的中美关系新定位。在本次特朗普访华期间，习近平总书记提出将构建“中美建设性战略稳定关系”作为中美关系新定位，将为未来3年乃至更长时间的中美关系提供战略指引，得到特朗普总统的高度赞同，双方将从过去十年竞争为主的框架逐渐转向务实合作、管控分歧。当前全新的“中美建设性战略稳定关系”定位，实质是对过去十年左右中美关系的修正与升级，其最核心的是强调稳定，包括合作为主的积极稳定、竞争有度的良性稳定、分歧可控的常态稳定、和平可期的持久稳定。我们认为四个“稳定”从时空维度强调构建可持续的、良性的中美竞合关系，关键是分歧可控、竞合有序。中长期来看，中美博弈延续不可避免，但通过理性沟通和框架机制构建，可避免分歧失控和“修昔底德陷阱”，从而形成对双方均有益的“建设性”关系。

中美关系 时间线	1972. 02	1979. 01	1982. 08	1997. 09	2001. 12	2011. 01	2017. 11	2017. 12	2022. 10	2025. 04	2026. 05
核心事件	尼克松访华，发表《中美联合公报》（“上海公报”）	中美正式建交，发表《中美建交公报》	发表《八一七公报》，限制美国对台军售	国家主席江泽民访美，发表《中美联合声明》，提出“中美建设性战略伙伴关系”	中国加入WTO，多边合作深化	国家主席胡锦涛访美，发表《中美联合声明》，提出“相互尊重、互利共赢的合作伙伴关系”	特朗普访华，提出坚持一中原则+三大公报，推进新型大国关系，统筹安全、人文、多边事务	特朗普政府《国家安全战略报告》首次将中国定位唯一长期战略竞争对手	拜登政府《国家安全战略报告》，将中国定位为“唯一既有重塑国际秩序意图，又在经济、外交、军事及科技领域具备相关能力的战略竞争者”	美国对全球加征“对等关税”，中美关税一度升至125%	特朗普访华，中美双方同意构建“中美建设性战略稳定关系”的新定位
经贸关系	民间贸易恢复	官方经贸往来全面开启	双边贸易、投资稳步发展	双边贸易、投资平稳提升	中美贸易进入高速增长期	中美贸易维持高速增长	进行大规模签约，协商优化贸易结构	中美经贸摩擦开始	中美贸易、科技、地缘等摩擦不断	中美经贸摩擦一度进入失控地步	同意成立贸易理事会和投资理事会，解决彼此农产品市场准入的关切，在对等降税框架下推动扩大双向贸易等

资料来源：Wind、国泰海通证券研究

3.2 逻辑而言，中美关系缓和利好人民币汇率和人民币资产

- 2026年中美两国均处于关键时期，美国中期选举，中国“十五五”开局之年，双方均有动机管控分歧、谋求合作。2026年后续至少还有三次中美领导人会晤，秋季中国领导人访美、11月APEC会议、12月G20峰会。整体来看，2026年中美关系处于不断的缓和期，但是中美长期博弈仍在且有不不确定性。所以我们认为中美将迎来一个至少中等程度、中等期限的缓和期。
- 从逻辑上来说，中美关系缓和对于人民币汇率和人民币资产会有驱动，一方面中美关系缓和有助于稳定出口企业信心，从而对于出口端和人民币汇率端有一定提振；另一方面，通过促出口进一步稳经济，叠加人民币汇率升值预期，人民币资产吸引力进一步提升，从而对中国资本市场也会形成相应利好。

2017年以来中美关系变化深刻影响中国对美出口、人民币兑美元汇率



3.3 量化构建中美关系友好度指数（SUFI）

- 我们从政治与外交维度、经贸与供应链维度、舆论与情感维度三个方面构建中美友好度指数（Sino-US Friendship Index, 简称SUFI）。其中，政治与外交维度是中美双边关系的核心驱动，决定市场长期预期；经贸与供应链维度是双边关系的基本面验证，直接影响企业盈利；舆论与情感维度是双边关系的预期领先指标，反映市场情绪变化。每个维度我们分别选取四个指标，对其赋予权重，按月度频率进行打分，一共12个指标根据实际情况和我们的规则，打分区间均在[-10, 10]之内，然后通过相应权重进行加权平均计算，将月度综合分乘以10，映射到区间[-100,100]，即得到我们的中美关系友好度指数（SUFI）。

中美关系友好度 指数（SUFI）= 3 个维度12个指标 加权平均*100	一、政治与外交维度（权重40%）			
	分项指标	数据来源	打分规则（-10~+10）	权重
	高层互动	外交部/新华社	元首通话/会晤+10；外长会谈+5；无互动0；制裁/召见-5；军机抵近/军演-10	15.00%
	经贸/技术政策	海关/商务部	关税下调/豁免+8；新增管制-8；谈判启动+4；谈判破裂-4	12.00%
	地缘敏感事件	官媒/GDELT	涉台/涉港/南海冲突-10；军演升级-8；口头强硬-3；表态缓和+3	8.00%
	人文交流	文旅部	航班/签证恢复+5；学术/文旅断流-5	5.00%
	二、经贸与供应链维度（权重30%）			
	分项指标	数据来源	打分规则（-10~+10）	权重
	对美出口增速	海关总署（月度）	>+10% +10；0~+10% +5；-5%~0 0；<-5% -5；<-15% -10	12.00%
	对美进口增速	海关总署	>+10% +6；0~+10% +3；负增长0	6.00%
	跨境投资	商务部/BEA	美对华投资+5；中对美投资+3；双向撤资-8	6.00%
	供应链热度	波罗的海/集装箱运价	美线运价回升+4；港口拥堵缓解+2；运价暴跌-6	6.00%
	三、舆情与情感维度（权重30%）			
	分项指标	数据来源	打分规则（-10~+10）	权重
	官媒基调	人民日报/新华社	友好合作+8；中性0；强硬批评-8	10.00%
	英文媒体情感	GDELT/NewsAPI	对华正面占比>60% +7；40%~60% 0；<40% -7	8.00%
	国会提案	美国国会	友好法案+5；制裁法案-10	7.00%
	民众好感度	皮尤/民调	好感度环比+5pct +5；-5pct -5	5.00%

3.3 量化构建中美关系友好度指数（SUFI）

- 通过计算2017年以来中美关系友好度指数（SUFI），发现其可以更精确地衡量中美关系的冷暖变化，尤其对重要节点的反映非常敏感。SUFI指数很好地衡量了历次中美经贸谈判的缓和与破裂、中美元首会晤和中美高层官员互访的谈判成果、以及整体市场对中美关系的评价和预期等，从而对中美关系冷暖和关键拐点有重要指示作用。

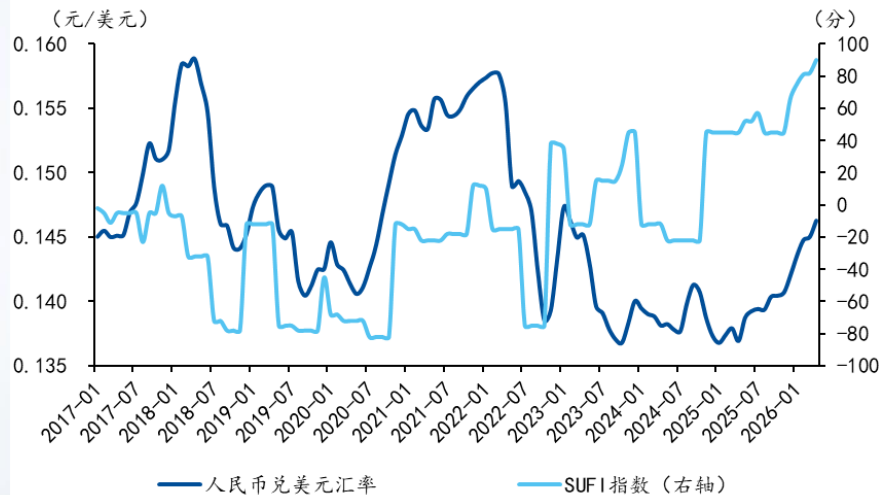
2017年以来SUFI指数很好地衡量了中美关系冷暖的重要节点变化



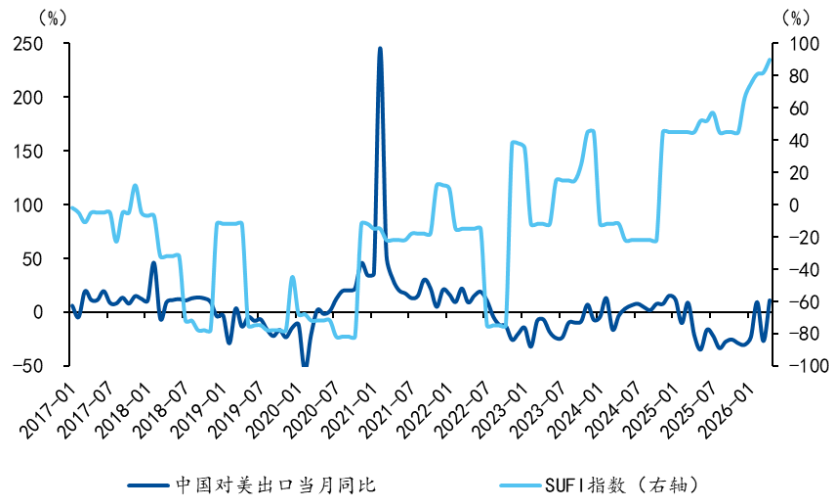
3.4 中美友好度与人民币汇率、对美出口只存在阶段相关性

- 从图形走势来看，人民币汇率、对美出口与SUFII指数大致正相关，但是相关性检验不支持其相关关系。以2017年1月-2026年4月为数据区间，人民币兑美元汇率与SUFII指数相关系数为-0.17， p 值=0.07，不太显著；对美出口同比与SUFII指数相关系数为-0.12， p 值=0.20，不显著。均未通过相关性的显著性检验。

人民币兑美元汇率与SUFII指数的关系



中国对美出口与SUFII指数的关系

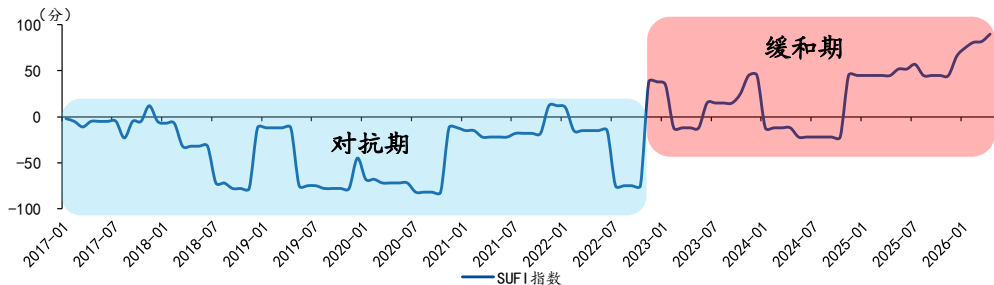
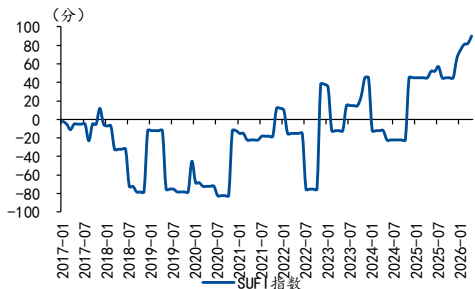


3.4 中美友好度与人民币汇率、对美出口只存在阶段相关性

- 如果以2022年11月中美元首巴厘岛会晤为界，可将中美关系分为对抗期（2017.1-2022.10）和缓和期（2022.11-2026.04），则可看到在对抗期SUF I与人民币汇率、出口显著正相关，中美关系是核心驱动因素；而在缓和期，SUF I则从“强驱动”变成“弱影响”，中国出口、人民币汇率更多由实际经济需求、产业链供应链、货币政策等因素主导。

全周期与分阶段SUF I指数与人民币汇率、中国出口相关系数表

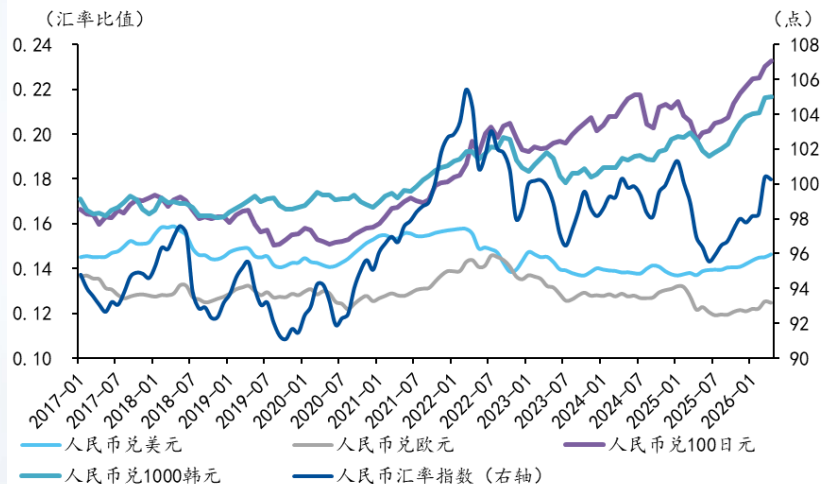
一、全样本周期相关系数矩阵（2017.01-2026.04）				二、阶段1：对抗期相关系数矩阵（2017.01-2022.10）				三、阶段2：缓和期相关系数矩阵（2022.11-2026.04）			
	SUF I指数	p值	显著性		SUF I指数	p值	显著性		SUF I指数	p值	显著性
人民币兑美元汇率	-0.17	0.072	弱显著	人民币兑美元汇率	0.65	0.000	高度显著	人民币兑美元汇率	0.16	0.307	不显著
人民币汇率指数	0.42	0.000	高度显著	人民币汇率指数	0.36	0.003	显著	人民币汇率指数	-0.24	0.122	不显著
中国对美出口当月同比	-0.12	0.200	不显著	中国对美出口当月同比	0.29	0.017	显著	中国对美出口当月同比	-0.26	0.099	弱显著
中国出口当月同比	0.04	0.689	不显著	中国出口当月同比	0.29	0.014	显著	中国出口当月同比	0.22	0.163	不显著



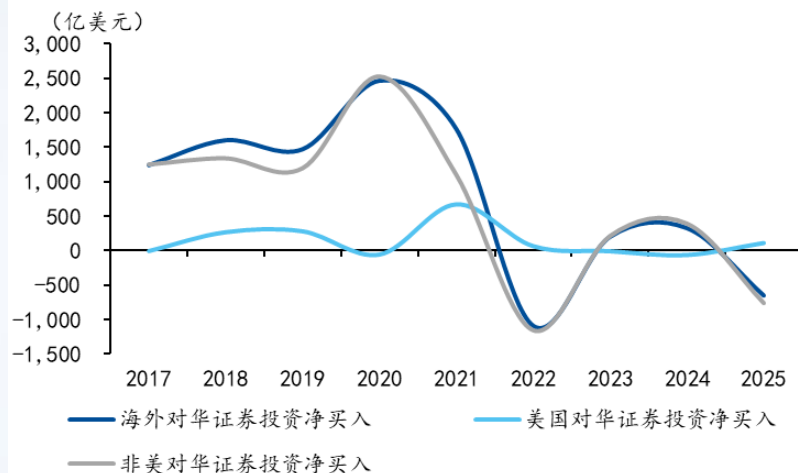
3.5 中美友好度改善会显著提升中国对非美资本的吸引力

- SUF1指数在长期中与人民币汇率指数显著正相关，但与人民币兑美元汇率相关性低，说明中美关系改善会显著增加中国对非美资本的吸引力。由于2022年之后美国加息导致高利率，相对影响了中国对美国资本的吸引力，人民币对美元走弱，但对非美货币保持强势，中国对非美资本的吸引力提升。2023、2024年非美资本持续流入，2025年海外对华证券投资净买入下降，主要是债券市场减持净流出约1008亿美元，而股票市场净流入358亿美元。

2022年之后人民币兑韩元、日元等非美货币保持强势



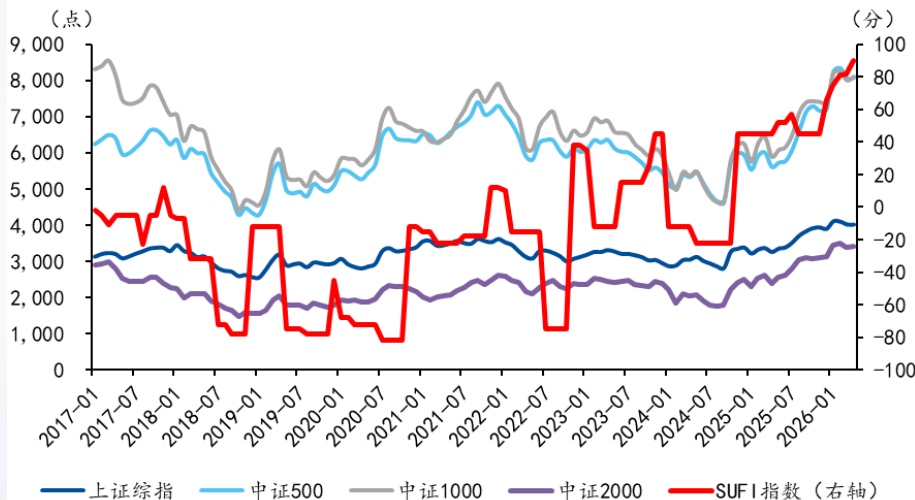
2022年之后美国对华证券投资下降，非美对华证券投资上升



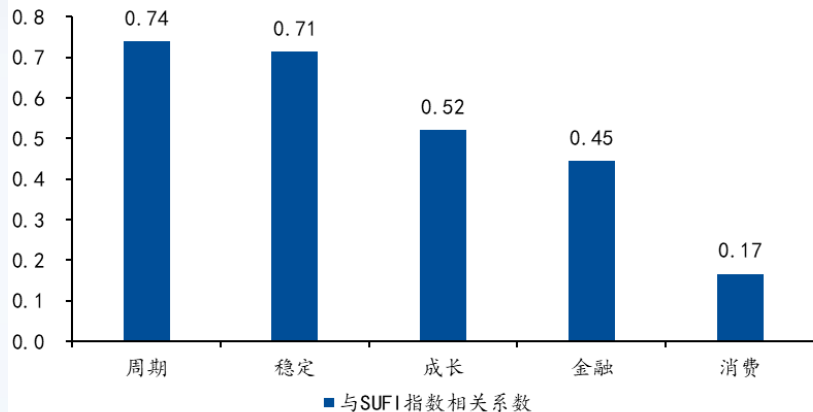
3.6 中美关系友好度提升利好人民币权益资产

- 中美友好度指数（SUFI）与A股主要股指高度正相关，尤其是与微盘股相关性极高。SUFI指数与上证综指、中证500、中证1000、中证2000的相关系数分别为0.61、0.50、0.41、0.71，并且都高度显著。而且以中证2000为代表的微盘股最敏感。
- 从风格上来说，SUFI指数呈现偏周期+偏稳定、中等成长、弱金融+弱消费的特征。SUFI指数与中信风格指数的相关性排序：周期 $\approx$ 稳定 >> 成长 > 金融 >> 消费。

SUFI指数与A股主要股指高度正相关



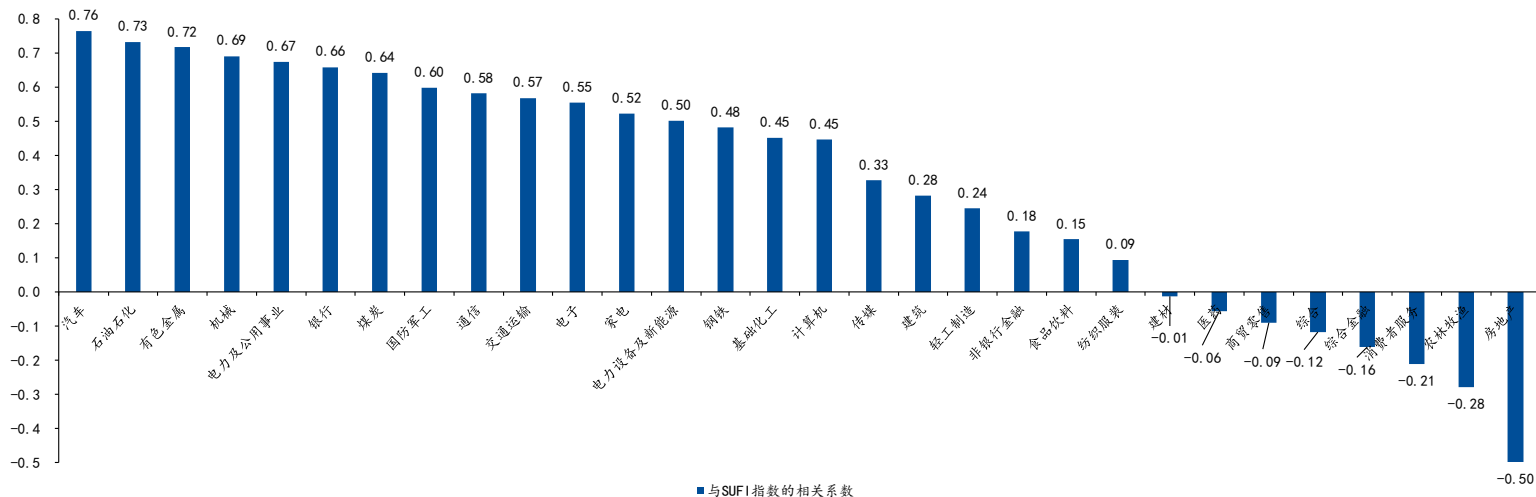
SUFI指数与中信风格指数的相关性



3.6 中美关系友好度提升利好人民币权益资产

- 按中信一级行业指数与SUF1指数相关系数排序来看，比较受益于中美关系持续缓和的行业包括汽车、石油石化、有色金属、机械、电力与公用事业、银行、煤炭、国防军工、通信、交通运输、电子、家电、电力设备及新能源，主要集中在成长和周期类。一是中美关系改善有助于提升风险偏好，风险溢价回落，宏观流动性宽松；二是成长（被科技制裁）和周期（被外需压制）预期反转，产业链供应链畅通，成本和盈利预期改善；三是外资流入增加，主要持仓成长（科技、制造）和周期（资源）。

中信一级行业指数与SUF1指数相关系数排序



周期：石油石化、有色金属、煤炭、交通运输、钢铁、基础化工、建筑、建材

稳定：电力与公用事业、综合、农林牧渔

成长：汽车、机械、国防军工、通信、电子、电力设备及新能源、计算机、传媒

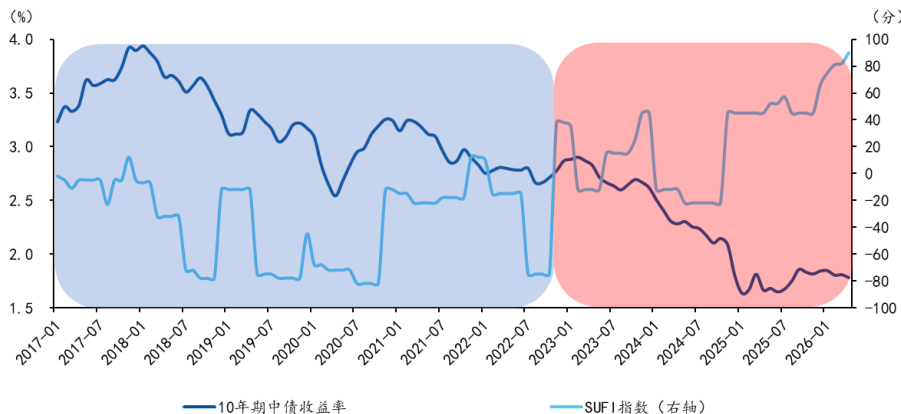
金融：银行、非银行金融、综合金融、房地产

消费：家电、轻工制造、食品饮料、纺织服装、医药、商贸零售、消费者服务

3.7 中美关系友好度变化对债市影响被持续弱化

- 逻辑上来说，中美关系改善会带来风险偏好回升，避险需求下降，资金从债券流出，债券价格下跌、利率上升，所以SUFI指数应该与中债利率正相关。但是SUFI指数与10年期中债利率的相关性分析显示，全周期（2017.01-2026.04）下，二者显著负相关；如果将其拆分成两段，则在阶段1（2017.01-2022.10），二者显著正相关，符合逻辑推断，但是在阶段2，二者显著负相关，从而将全周期拉入负相关的境地。阶段2之所以出现负相关，我们认为主要是2023年之后出现阶段性内需疲弱、经济动能不足，降准降息带动货币宽松，“资产荒”增加长债吸引力等，从而SUFI指数对中债影响被持续弱化。
- 中美关系对中国债市影响被持续弱化，并非核心定价因素，当前中债市场走势关键在于经济基本面、货币政策和资金配置。

SUFI指数与10年期中债利率关系呈现阶段性变化特征



全周期与分阶段SUFI指数与10年期中债利率相关性分析

样本区间	样本数量	皮尔逊相关系数	双尾检验 p 值	显著性结论
全样本 2017.01-2026.04	112	-0.5651	0.000	显著负相关($p < 0.001$)
阶段 1 2017.01-2022.10	70	0.2608	0.029	显著正相关($p < 0.05$)
阶段 2 2022.11-2026.04	42	-0.5411	0.000	显著负相关($p < 0.001$)

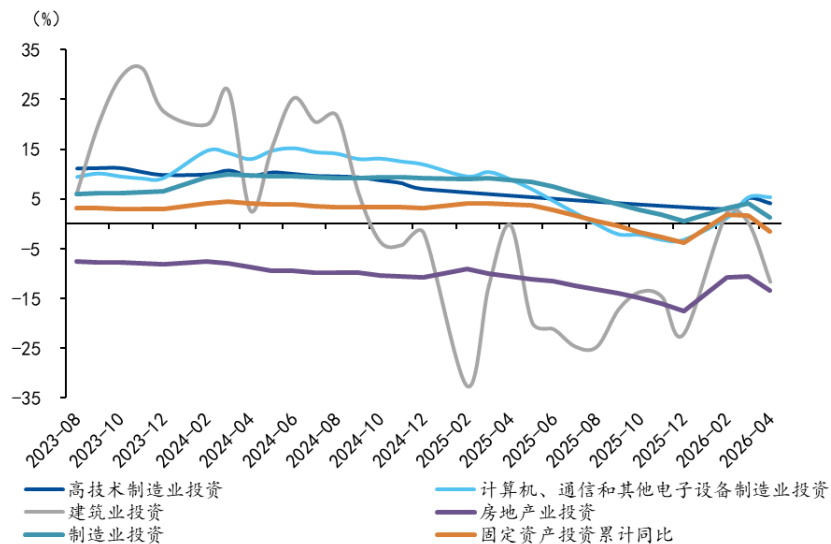
04

大分化：中国“K”型经济下的 通胀修复之路

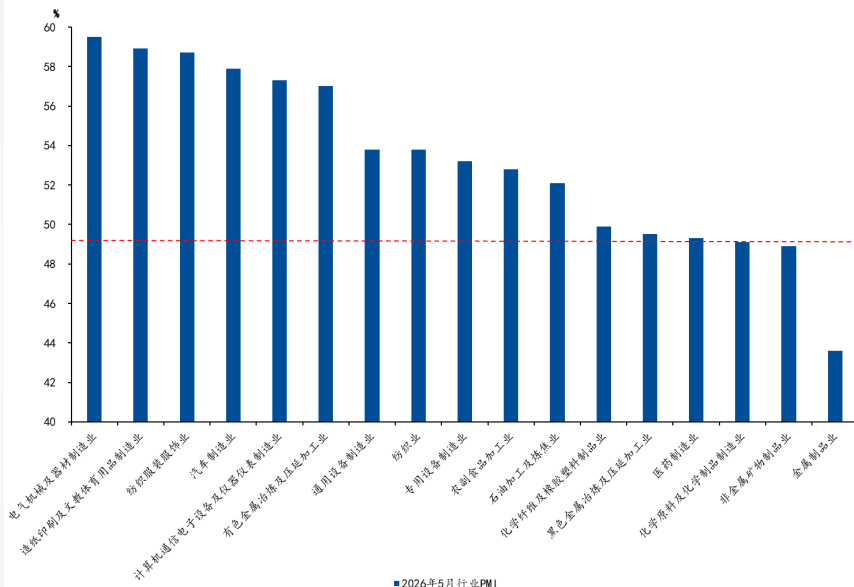
4.1 中国经济K型分化之一：新旧动能分化

- 从固定资产投资累计同比增速来看，地产建筑链条投资增速中枢大幅下行，高技术制造业、电子信息制造业等新兴产业韧性相对较强，而且2026年以来新老经济投资增速中枢呈现反向背离趋势，地产建筑链条下滑，新兴产业投资加速。
- 从行业景气度来看，电气机械、汽车、计算机通信电子等景气度均较高，而金属非金属制品、化学制品、黑色等景气度较低。

2026年以来新旧动能产业投资增速趋势出现反向背离



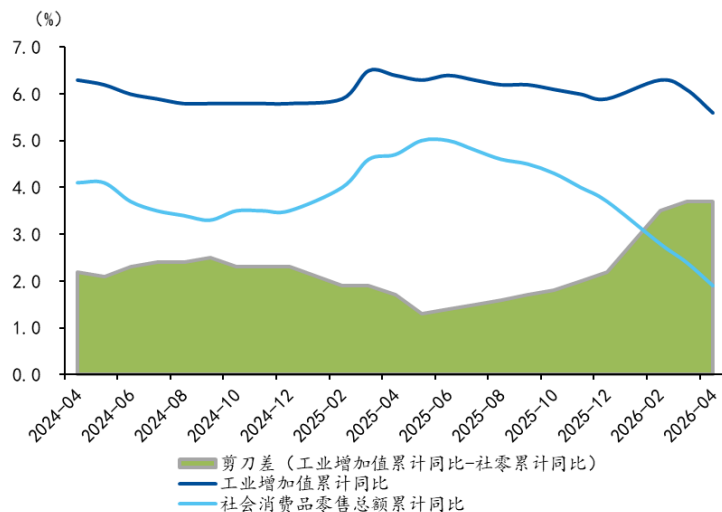
从行业景气度看新旧经济动能分化



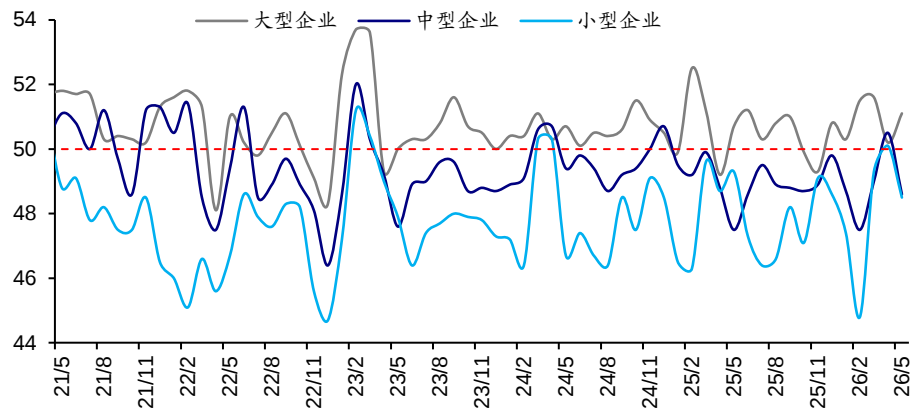
4.1 中国经济K型分化之二：生产需求分化

- 生产端增速大于需求端增速，剪刀差有扩大趋势，供需不平衡加剧。中国生产端韧性较强，近两年规模以上工业企业工业增加值累计同比始终保持在6%左右，而2025年6月之后社零增速开始下滑，供求剪刀差扩大，不平衡有所加剧。
- 大型企业景气度始终高于中小企业，而且短期差距拉大。按企业类型来看，2021年以来，大型企业景气度基本上在荣枯线以上，而中小企业位于荣枯线以下，并且当前再次出现大型企业与中小企业景气度分化、差距拉大的现象。

生产增速大于需求增速，剪刀差不断扩大



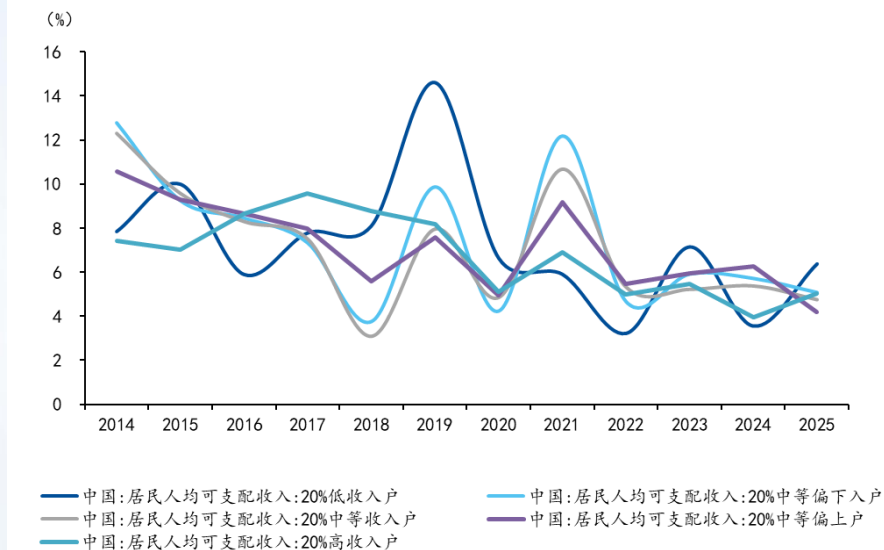
大中小型企业制造业PMI指数反映景气分化



4.1 中国经济K型分化之三：收入群体分化

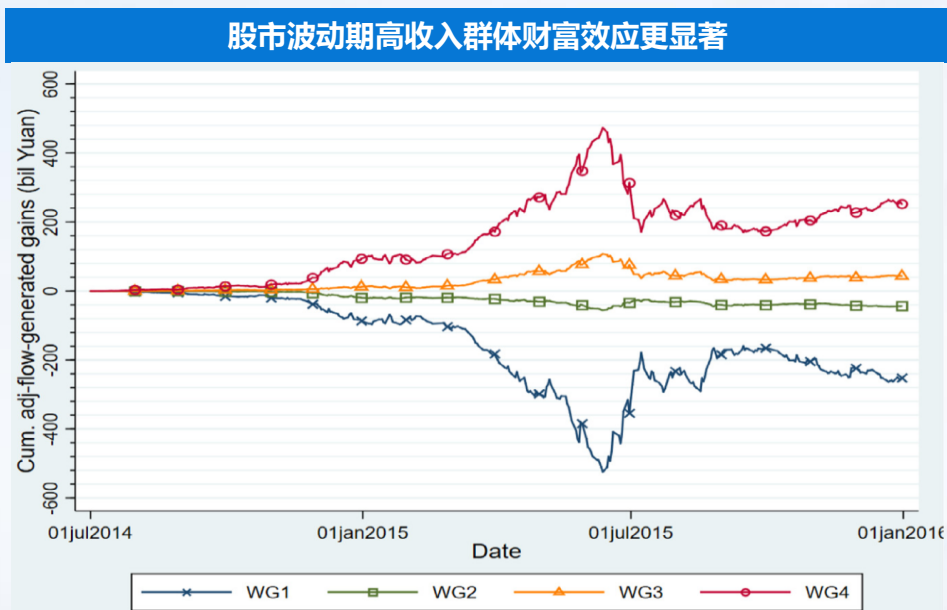
- 长期来看，较高收入等级群体可支配收入增速更低，但近年中等收入群体收入增速相对偏低。从2013-2025年，低、中下、中等、中上、高收入群体收入平均增速为7.2%、7.4%、7.0%、7.1%和6.7%，全面脱贫和收入调节政策发挥作用；但2025年中等、中上收入群体增速偏低，分化显现，政策托底和资本市场财富效应分别对于收入两端群体促进作用更明显。

不同收入等级群体可支配收入增速有所差异



4.1 中国经济K型分化之三：收入群体分化

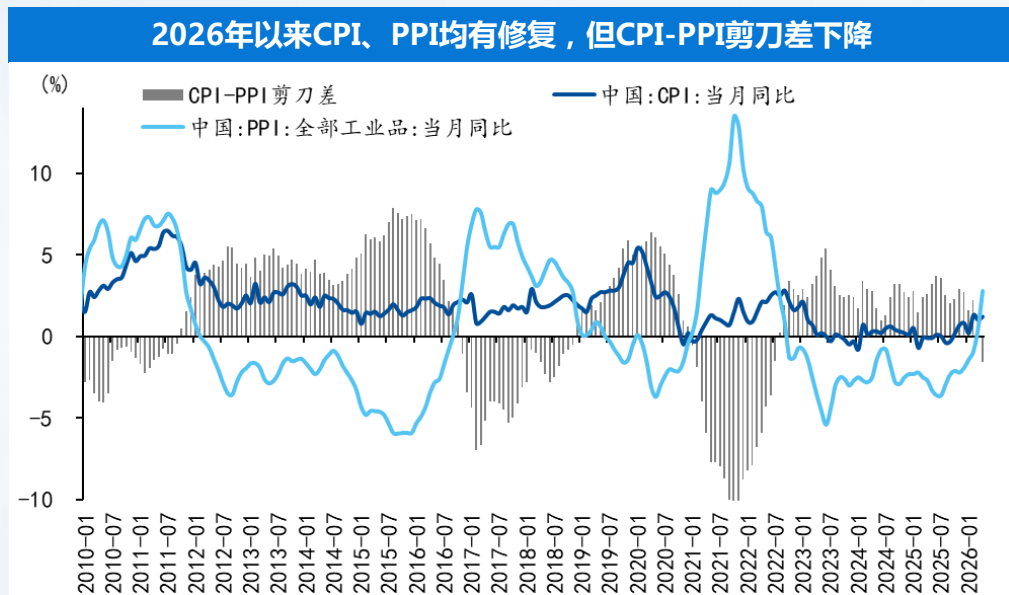
- 股市泡沫和波动期高收入群体财富效应更显著，主要是由于投资能力、信息优势、规模优势、风险承受能力、交易行为理性度，这些效应会在股市的泡沫和波动期被放大。



资料来源：来自安砾等论文 *Wealth Redistribution in Bubbles and Crashes*（2022年发表于JME），其研究了2014.07-2015.12中国股市波动时期不同群体的收益情况，根据账户规模将约3900万个人账户分为0-50万元（WG1）、50万元-300万元（WG2）、300万元-1000万元（WG3）、1000万元以上（WG4）四个群体，初始账户数量占比分别为84.9%、12.6%、1.9%和0.5%，初始持仓占比分别为28.9%、28.5%、16.1%、26.5%。

4.2 通胀修复，但PPI端修复速度快于CPI端

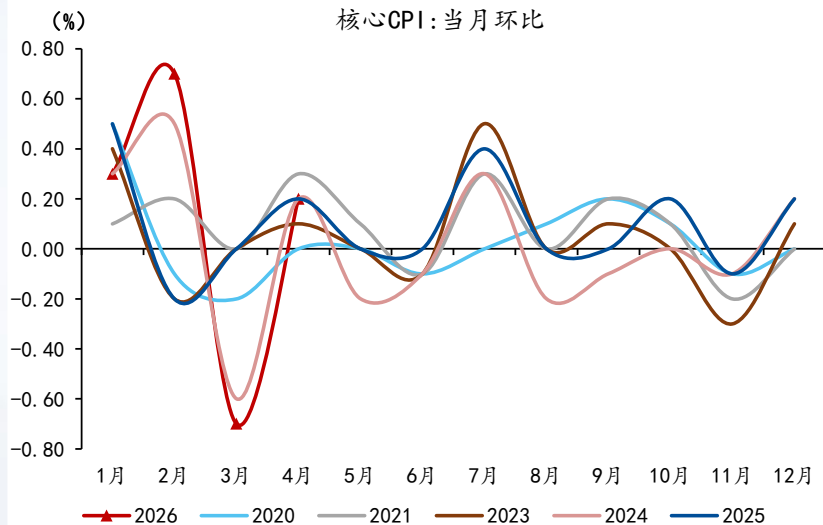
- 2026年以来CPI、PPI均有修复，但PPI端修复速度快于CPI端，CPI-PPI剪刀差下降。CPI同比增速从2026年1月的0.2%上升至4月的1.2%，同期PPI增速从-1.4%升至2.8%，CPI-PPI剪刀差从1.6%降至-1.6%。



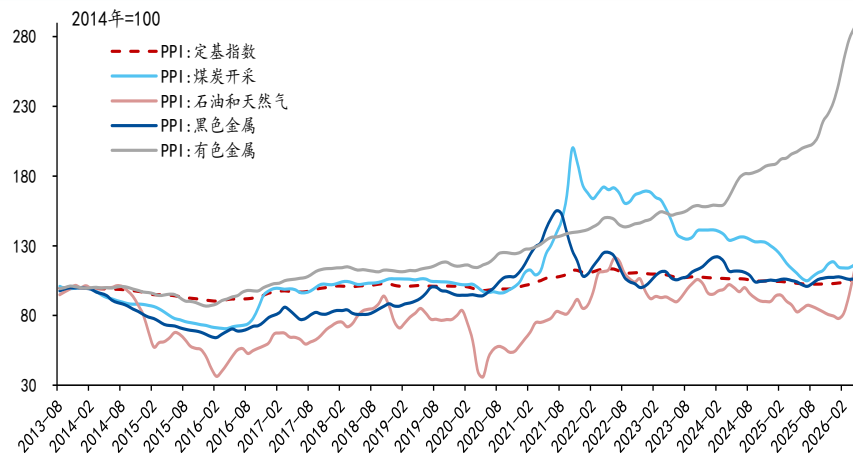
4.2 通胀修复，但PPI端修复速度快于CPI端

- CPI的修复主要来自于油价推动，核心CPI环比基本持平季节性。剔除油价之后，CPI通胀不明显。
- PPI的修复来自油价推动和全球产业需求共振。一方面，中东地缘风险推升油价；另一方面，有色金属价格大幅上升，反映全球产业需求共振。

2026年以来核心CPI环比基本持平季节性



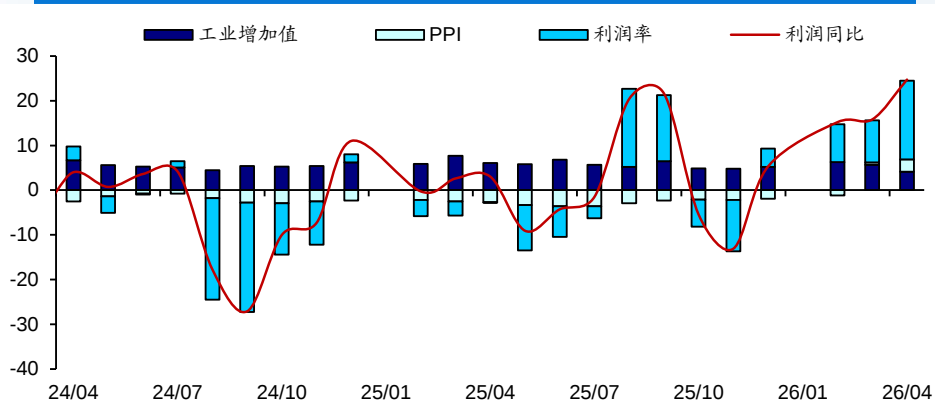
2026年以来PPI修复来自油价推动和全球产业需求共振



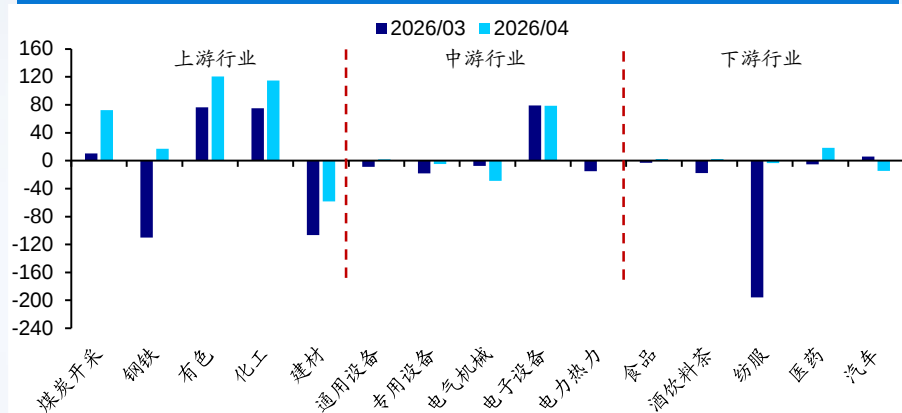
4.3 需求和价格分化驱动企业盈利分化

- 工业企业利润改善的核心驱动力已从前期的单一因素修复转向“量、价、利”的全面共振。量稳、价升，同时利润率提升，虽然上上涨价下单位成本小幅提升，但前期降本增效政策效果持续释放、单位费用压降，带动利润率边际改善。
- 不同行业盈利分化非常明显，上游强势领涨、中游电子一枝独秀、下游整体偏弱。上游受益于PPI上行利润显著提升，中游分化、下游偏弱，价格传导尚不充分。

驱动工业企业利润的因素拆解：量、价、利润率（%）



分行业利润当月同比增速（%）



4.4 预计2026年PPI走势“先上后稳”，全年中枢2%左右

- 短期内（2026Q2-Q3初），预计PPI进一步上行，主要有四重因素支撑：一是石油和石化链涨价，导致输入型通胀延续；二是海外经济韧性和全球AI、新能源产业趋势等，导致国际定价大宗商品价格仍有驱动，如铜、铝等有色品种；三是国内短期稳增长，叠加厄尔尼诺导致的南涝北旱、高温天气，动力煤等国内大宗商品价格企稳回升；四是2025年同期低基数。
- 下半年（2026Q3末-Q4），PPI或整体相对企稳：一是预计海外油价基本企稳；二是国内经济短期脉冲后，年末稳增长诉求下降；三是2025年同比基数逐步抬升。但是国内反内卷、产能治理等或仍对价格端有托底。PPI相对企稳，难以大幅下行。
- 预计2026Q2-Q3初，PPI同比高点接近4%左右；下半年重回2%-3%区间。全年中枢预计在2%左右，主要拖累在一季度。

短期有色、黑色商品价格均有进一步上行动力



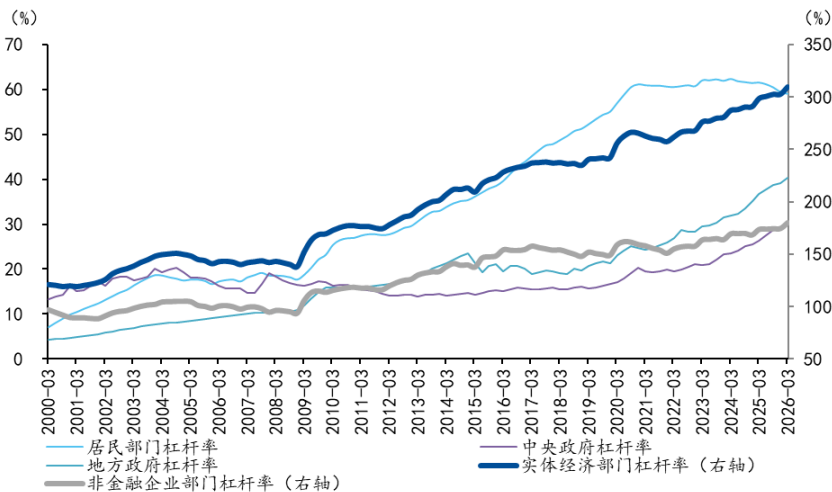
2025年7月后反内卷对重点领域价格提振明显



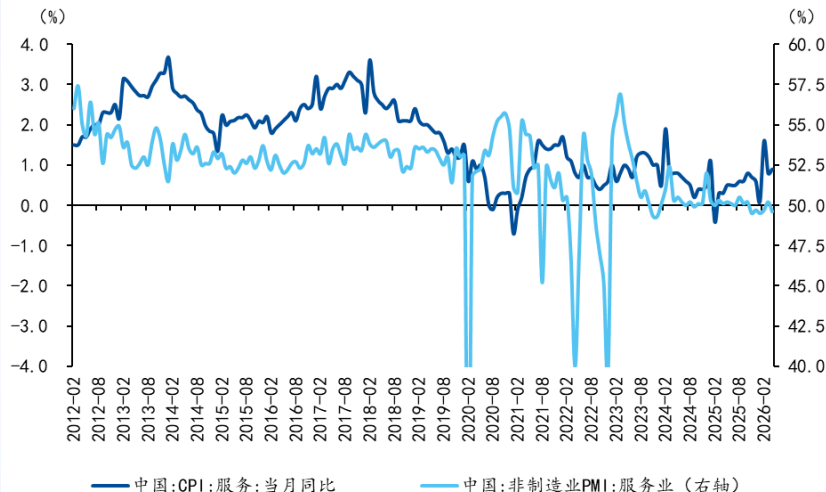
4.5 CPI修复的利好驱动与疑虑

- CPI修复的利好驱动来自于PPI向CPI的传导、宏观加杠杆、政策扩内需、服务消费回暖、低基数效应等。但是这些驱动效果可能都比较有限，PPI成本提升，下游未必能有效提价传导成本；宏观加杠杆主要在企业和政府部门，居民部门在去杠杆；促消费政策边际效应递减；服务消费受制于消费后周期属性；等。

宏观加杠杆主要是在企业和政府部门，居民部门在去杠杆



服务消费受制于消费后周期属性



4.5 历史上PPI向CPI传导规律：需求强时传导强，需求弱时传导弱

- 2000年以来，典型的油价上涨期包括5轮：2002.02-2006.07、2007.01-2008.07、2009.02-2011.04、2016.01-2018.10、2020.04-2022.06。观察发现，2012年之前PPI向CPI的传导效应较强，但是2012年之后传导效应大幅减弱。我们认为主要是2012年之前的3轮传导都伴随着强劲的需求（内需+外需），而2012年之后的2轮均伴随着需求较弱、产能过剩，整体的传导效应大打折扣，从CPI传导的PPI弹性来看（传导效应的最大化口径），也发现传导呈现大幅走弱态势。

2012年之前PPI向CPI传导效应较强，之后传导效应大幅减弱



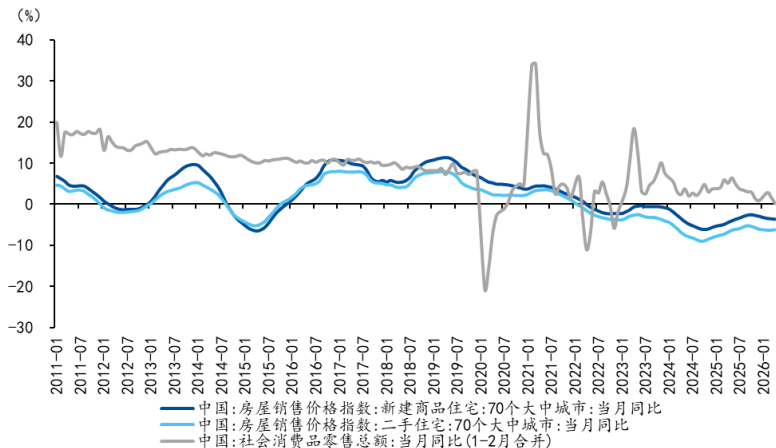
量化油价上涨期PPI对CPI的传导效应

阶段	PPI上升最大幅度% (PPI从期内最低点向后攀升至期内最高点)	CPI上升最大幅度% (CPI从期内最低点向后攀升至期内最高点)	CPI上升的PPI弹性 (CPI上升的最大幅度/PPI上升的最大幅度)
2002.02-2006.07	12.6	5.3	0.421
2007.01-2008.07	7.6	8.7	1.140
2009.02-2011.04	15.5	5.4	0.347
2016.01-2018.10	13.1	2.9	0.221
2020.04-2022.06	17.2	2.5	0.145

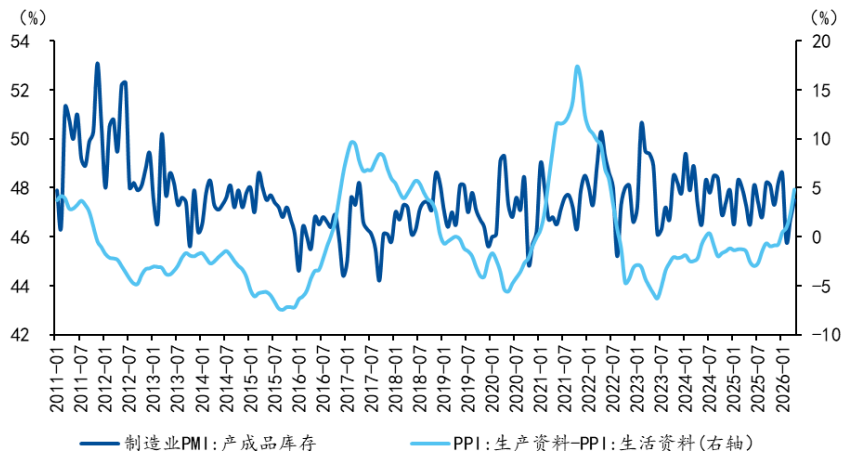
4.5 当前CPI修复面临的三重制约

- 当前PPI向CPI的传导面临三重核心制约：一是经济和收入的K型分化；二是房地产财富效应下行的拖累，消费的后周期属性制约逆周期调节；三是产能过剩压制价格。
- 预计供需不平衡制约下2026年CPI整体上升幅度有限，中枢大概率位于1%-2%之间。本轮油价上涨始于2025年12月，当时PPI同比-1.9%，如果按照PPI最高升至4%左右，并采用上一轮CPI上升的PPI弹性系数0.145，则参考2025年12月CPI同比0.8%、2026年1月最低CPI同比0.2%，预计2026年内CPI的中枢大概在1%-2%之间。

房地产市场财富效应下行持续制约消费需求



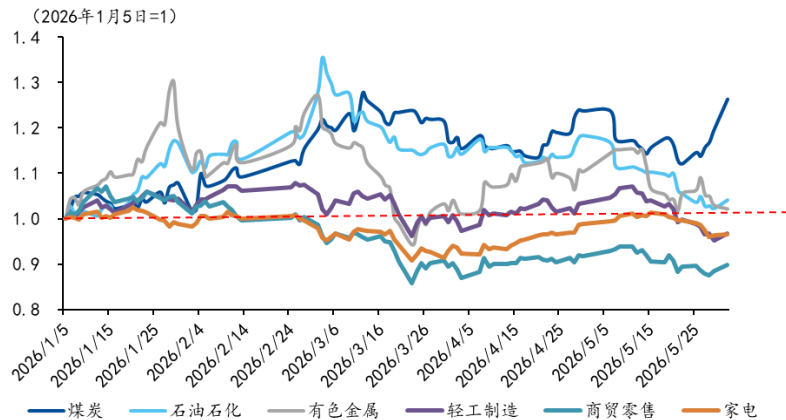
产能过剩压制价格从生产端向市场端传导



4.6 通胀非对称修复下的经济与投资影响

- 上游PPI先修复，下游CPI极度缓慢跟进，通胀表现出非对称修复特征。整体利上游、压下游；利少数行业，弱整体需求。
 - 经济影响：（1）缓解通缩风险，稳定宏观预期；（2）改善上游工业企业盈利，压制中下游企业盈利；（3）通胀预期上行，压制居民实际购买力，但减轻实际债务压力；（4）短期货币政策宽松必要性下降。
 - 投资影响：（1）周期类、上游资源品阶段性占优，利好能源、有色、化工、矿产等，而纯消费、中下游制造业估值承压，传统轻工、零售、普通制造、地产后周期等受损；（2）CPI弱修复，货币政策宽松预期下降，国债利率短期维持震荡，如果中长期“成本推动型通胀”无法转化为“需求拉动型通胀”，国债利率易下难上。

周期类、上游资源品表现优于纯消费、中小游制造业



预计10年期中债利率短期震荡，后续易下难上



05 / 风险提示

5.1 风险提示

- 中东地缘风险可能持续时间超预期，美伊矛盾激化导致油运长期受阻，再度推高油价并扰动全球供应链；
- 美国中期选举压力下，警惕两党为争取选票，对华表态强硬，影响中美关系缓和；
- 美联储降息节奏可能低于预期，美债利率上行，带来持续流动性冲击；
- 国内稳经济政策力度或落地效果可能偏弱，难以有效提振消费和投资信心，影响经济节奏；
- 资本市场过度拥抱人工智能等赛道，警惕过度拥挤交易导致的微观结构恶化。

免责声明

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
 邮编：200011
 电话：（021）38676666
 E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所宏观团队

