



# 向新求质，驭势而行

## —— 2026 年 A 股中期投资展望

分析师：杨超 分析师：王雪莹 分析师：吴佳文

研究助理：袁世麟



## 向新求质，驭势而行

### —— 2026年A股中期投资展望

2026年06月18日

#### 核心观点

- **2026年以来行情复盘：**A股走势一波三折，整体呈现“科技领涨、指数震荡抬升”的结构性行情格局，科创50、创业板指涨幅领先。小盘和成长风格相对占优。通信、电子、建筑材料行业领涨，金融、消费板块表现偏弱。
- **投资环境：**（1）海外视角：能源安全、关键矿产、战略通道和供应链韧性成为大国竞争核心抓手，地缘风险常态化将持续影响全球通胀中枢、风险溢价和资产定价逻辑。沃什上任美联储后货币政策框架或更加重视长期通胀和金融条件，若就业与消费边际走弱，进一步加息并非基准情景。美国中期选举将强化财政、贸易、能源和国家安全议题的政策短期化倾向，高债务约束与贸易保护升温并存。（2）国内视角：“用好用足宏观政策”的基调下，政策有望聚焦精准滴灌，持续优化财政支出结构，进一步强化民生保障，财政资源更有效地投向项目端，“六张网”有望作为重要抓手。适度宽松的货币政策基调延续，总量端全面降息降准仍需等待，重点聚焦结构性货币政策工具。国内经济修复依然延续需求偏弱、结构分化、节奏波动的格局。消费修复偏缓，服务消费强于商品消费的结构性格局有望延续；重点领域投资有望持续增长，高新制造领跑；出口维持高景气；PPI整体维持高位运行，PPI-CPI正向剪刀差持续。
- **大势研判：**（1）下半年聚焦景气度兑现：行情驱动力将由前期估值修复逐步切换至业绩兑现。展望下半年，盈利增速将延续上行趋势，重点关注内部结构性拉动。PPI相对高位运行态势下，上中游板块有望更多受益，AI链高景气持续将是企业利润的结构性亮点。（2）资金面：流动性整体充裕形成支撑，居民存款搬家、权益类基金仓位、外资走势为关键变量，中长期资金入市趋势不变，资金偏好结构性特征明显。（3）市场情绪：年初以来市场成交呈现出总量放量、结构分化的运行特点。本轮交易集中度抬升并非单纯由短期情绪驱动，而是在产业景气分化的环境下，依托AI、算力核心赛道的产业升级与发展红利，资金正持续向高景气方向聚集，重点关注后续产业景气与业绩兑现能力。
- **风格判断：**（1）大小盘风格将趋于均衡，逐步向大盘及中盘龙头倾斜。随着剩余流动性边际收敛，大盘资产具备相对收益优势。机构资产配置重心回归业绩确定性标的，叠加产业资源向优质企业集中，大盘蓝筹与行业龙头相对受益。（2）成长风格大概率相对占优，价值风格以防御打底、阶段性轮动为主。业绩趋势支撑成长表现更强，叠加政策持续落地，资源向科技、高端制造等成长赛道倾斜。考虑到外部不确定性扰动持续，价值板块存在阶段性修复机会。
- **投资机会：**（1）AI“基建”：海外AI资本开支扩张与国内新型基础设施投资共振，算力、通信、电力等底层设施加速建设，产业链景气有望由核心硬件向基础设施和能源方向扩散。（2）周期与制造：输入型通胀抬升价格中枢，反内卷改善供给格局，叠加新型基建和制造业出海需求修复，部分资源品与周期制造板块有望迎来修复。（3）红利板块存阶段性修复机会，为资金阶段性轮动与配置再均衡的重要方向，关注有业绩改善预期、分红稳定可持续的领域。
- **风险提示：**外部不确定性加大的风险；内部政策与经济韧性不牢固的风险；市场情绪与资金流向短期调整的风险。

#### 分析师

##### 杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

##### 王雪莹

☎：010-80927721

✉：wangxueying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060003

##### 吴佳文

✉：wujiawen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526040002

##### 研究助理：袁世麟

✉：yuanshilin\_yj@chinastock.com.cn

#### 相关研究

2026-05-19, 金融板块怎么看：是否偏离了β属性？

2026-05-15, 恒生科技“掉队”拆解：困兽还是潜龙？

2026-05-13, 创业板还有多少上行的空间？——创新高背后的逻辑

2026-05-04, 五一假期期间哪些事件值得关注？

2026-05-03, 财报会说话：A股基本面全景扫描

2026-05-01, 黑金之殇：高油价冲击下行业生存法则与投资映射

2026-04-28, 解码4月中央政治局会议精神：风向往哪吹？

2026-04-23, 公募基金2026Q1持仓有哪些看点？

2026-03-22, 国际金价接连下跌，避险资产为何“失灵”？

2026-03-19, 不转松的美联储，降息越来越远？——3月

；资金“避风港”效应？——美伊冲突下港

股流动性重构解析

2026-03-14, 稳中求进，向“新”求“质”——“十五五”规划纲要解读

2026-03-07, 掘金未来——“十五五”之六大未来产业图谱及选股框架

# 目录

## Catalog

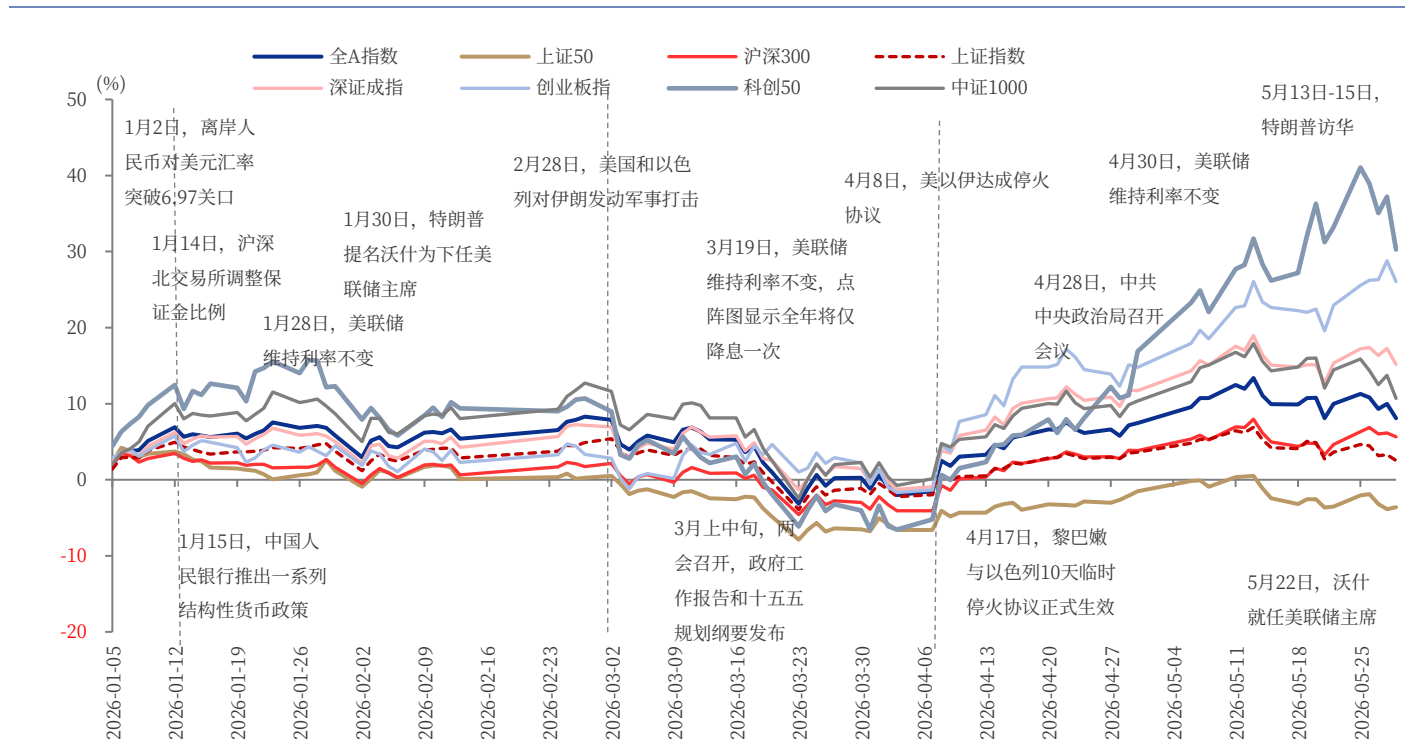
<b>一、 2026 年上半年 A 股市场行情复盘 .....</b>	<b>3</b>
(一) 大盘行情 .....	3
(二) 风格切换 .....	4
(三) 行业轮动 .....	4
<b>二、 2026 年下半年投资环境分析 .....</b>	<b>8</b>
(一) 外部变量交织：秩序重构，宏观波动中枢抬升 .....	8
(二) 内部格局优化：向新求质，结构性势能积聚 .....	15
<b>三、 A 股市场大势研判 .....</b>	<b>22</b>
(一) 下半年聚焦景气度兑现 .....	22
(二) 资金面仍有支撑，关注结构性特征 .....	25
(三) 交易集中度释放了哪些信号？ .....	33
<b>四、 下半年风格判断 .....</b>	<b>36</b>
(一) 大盘 VS 小盘 .....	36
(二) 成长 VS 价值 .....	37
<b>五、 下半年主线判断 .....</b>	<b>39</b>
(一) 主线一：AI “基建” .....	39
(二) 主线二：周期与制造 .....	44
(三) 关注点：红利板块阶段性修复机会 .....	50
<b>六、 风险提示 .....</b>	<b>54</b>

# 一、2026 年上半年 A 股市场行情复盘

## (一) 大盘行情

2026 年以来, A 股走势一波三折, 结构性行情突出。截至 2026 年 5 月底, 全 A 指数上涨 8.07%, 科创 50、创业板指涨幅领先, 分别上涨 30.29%、26.06%, 深证成指、中证 1000、沪深 300、上证指数分别上涨 15.16%、10.71%、5.66%、2.51%, 仅上证 50 下跌 3.63%。

图1: 2026 年以来宽基指数累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

具体来看, 2026 年以来走势可以分为四个阶段。第一阶段 (2026/1/1 至 2026/1/12), A 股震荡向上。月初商业航天等题材密集催化, 人民币汇率升值为市场风险偏好回暖创造条件, 险资、两融等流动性加持助力市场向上, A 股实现 2026 年开门红。

第二阶段 (2026/1/13 至 2026/2/27), A 股市场区间震荡。1 月中旬, 沪深北交易所上调保证金比例, 防止市场大起大落, 传递监管降温信号, 市场回归慢牛逻辑, 前期热门题材回调。1 月下旬, 板块轮动速度加快, 月底沃什被提名为下任美联储主席, 国际贵金属价格下调再度引发行情震 2 月外部不确定性扰动下, 大宗商品价格波动拖累投资者情绪, 叠加节前交投趋于谨慎, 市场震荡整理。春节节后, 市场风险偏好回升, A 股在马年首个交易日收获“开门红”。2 月底, 美国和以色列对伊朗发动军事打击, 市场避险情绪升温, 引发 A 股震荡回调。

第三阶段 (2026/3/2 至 2026/4/3), 外部冲突扰动下 A 股市场震荡回调。随着美伊冲突持续拉锯, 霍尔木兹海峡紧张局势加剧, 市场避险情绪升温, 前期热门板块受到获利盘兑现压力。国际油价风险溢价上升带动通胀预期上行, 美联储降息预期压缩, 全球流动性阶段性收紧, 主要权益市场普遍调整。3 月下旬, 市场消化外部冲击后趋于平稳, 叠加一季报预告陆续披露, 为市场构筑阶段性底部提供支撑。

第四阶段 (2026/4/7 至 2026/5/31), 外部扰动减退, A 股市场转入景气驱动的结构性情行。美伊地缘冲突边际缓和, 国际油价自高位震荡回落, 外部流动性压力得以阶段性释放。随着一季报正

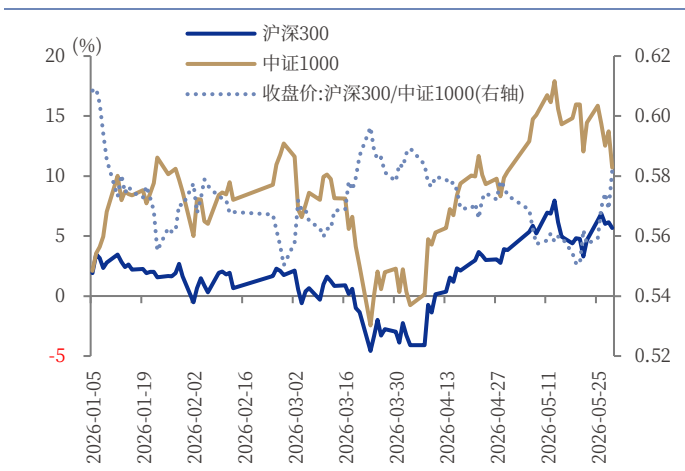
式收官，全 A 盈利增速回暖，市场核心逻辑从估值修复切换至业绩兑现，AI 算力、高端装备等景气赛道获得资金集中增配。市场整体呈现“科技领涨、指数震荡抬升”的结构性行情格局。

## （二）风格切换

从大小盘来看，2026 年以来，大小盘风格切换较为频繁，小盘相对占优。截至 5 月底，中证 1000 较上年末上涨 10.71%，沪深 300 上涨 5.66%。结合前文所述，第一阶段(2026/1/1 至 2026/1/12)，商业航天等新兴产业题材密集爆发，叠加人民币汇率升值带动风险偏好显著回暖，小盘成长股弹性释放，风格明显偏向小盘。这一阶段沪深 300 累计上涨 3.46%，中证 1000 上涨 10.03%。第二阶段（2026/1/13 至 2026/2/27），监管传递降温信号促使市场回归慢牛逻辑，市场风格趋于均衡，小盘仍相对占优。沪深 300 累计下跌 1.65%，中证 1000 上涨 2.44%。第三阶段(2026/3/2 至 2026/4/3)，美伊冲突持续升级导致国际油价飙升，美联储降息预期压缩引发全球流动性收紧，市场避险情绪急剧升温，资金从小盘股加速流出，大盘股防御属性凸显。这一阶段沪深 300 累计下跌 5.73%，中证 1000 下跌 11.96%。第四阶段（2026/4/7 至 2026/5/31），在外部地缘扰动缓和、内部盈利改善验证的背景下，大小盘风格进入均衡轮动期，兼具景气与弹性的中证 1000 小幅跑赢沪深 300。这一阶段沪深 300 累计上涨 10.16%，中证 1000 上涨 11.57%。

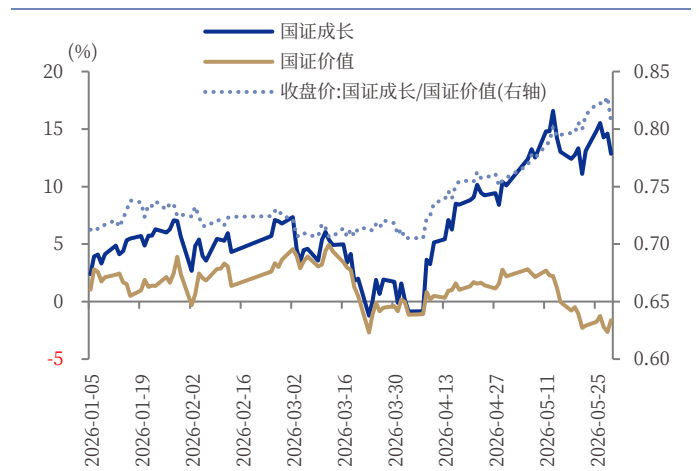
从成长价值来看，年初至今成长风格相对价值风格占优，截至 5 月底，国证价值较上年末下跌 1.61%，而国证成长上涨 12.86%。结合前文所述的四阶段行情，第一阶段，高弹性资产率先受益，成长风格小幅领先。第二阶段，监管出手传递降温信号，价值板块展现一定韧性，成长风格维持微弱优势。第三阶段，美伊冲突扰动下，高估值成长股遭遇冲击，价值风格防御属性显现。第四阶段，随着外部扰动减退，年报和一季报披露收官，市场逻辑回归产业景气验证，具备业绩确定性的科技成长赛道获资金增配，成长风格显著占优于价值风格。

图2：2026 年以来大盘&小盘指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2026 年以来成长&价值指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）行业轮动

截至 2026 年 5 月底，31 个一级行业中，有 12 个行业收盘价较上年末上涨。其中通信、电子、建筑材料行业领涨，涨幅超 20%，煤炭、公用事业、综合、机械设备、电力设备行业次之，涨幅均超 10%，而商贸零售、农林牧渔、非银金融、美容护理、钢铁等行业跌幅靠前。

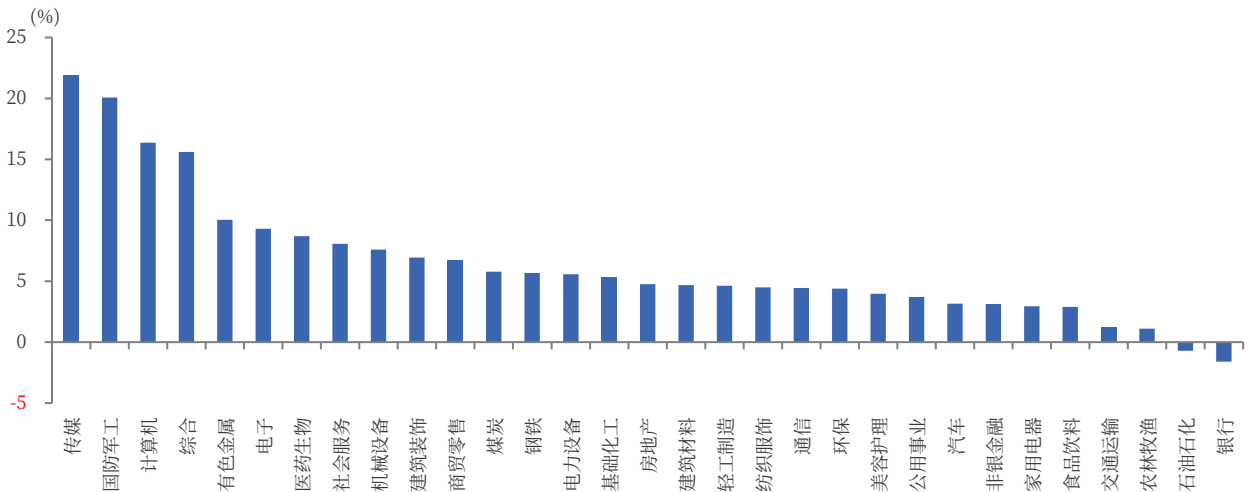
表1：2026 年以来一级行业月度涨跌幅（截至 5 月底，%）

序号	行业	1月	2月	3月	4月	5月	年初以来
1	通信	6.81	0.23	-1.02	22.23	20.40	● 55.93
2	电子	10.51	2.09	-13.51	26.79	17.88	● 45.84
3	建筑材料	13.31	8.15	-11.72	10.37	6.18	● 26.78
4	煤炭	7.86	7.13	1.11	5.47	-2.81	● 19.75
5	公用事业	3.19	4.54	1.25	0.16	8.26	● 18.42
6	综合	9.97	18.40	-12.70	11.24	-7.40	● 17.10
7	机械设备	6.32	7.27	-12.89	10.87	4.40	● 14.98
8	电力设备	4.05	5.30	-2.54	8.98	-2.20	● 13.80
9	环保	5.94	7.73	-8.10	6.88	-4.30	● 7.26
10	有色金属	22.59	2.14	-17.21	7.97	-7.06	● 4.01
11	基础化工	12.72	5.73	-10.30	6.74	-8.93	● 3.93
12	石油石化	16.31	2.44	-3.17	4.57	-15.07	● 2.45
13	建筑装饰	6.44	3.45	-4.76	0.41	-5.30	● -0.29
14	家用电器	-0.97	1.02	-7.13	6.27	-2.70	● -3.93
15	轻工制造	5.07	2.76	-8.73	3.56	-6.94	● -5.03
16	房地产	4.30	-0.08	-11.25	6.98	-4.82	● -5.82
17	交通运输	-0.38	4.12	-5.54	-0.73	-3.17	● -5.82
18	纺织服装	5.93	-0.04	-7.23	4.63	-8.41	● -5.87
19	国防军工	4.09	7.27	-15.94	9.28	-8.69	● -6.35
20	银行	-6.65	-0.55	3.93	-0.55	-2.56	● -6.50
21	汽车	0.26	2.69	-9.05	4.39	-4.43	● -6.59
22	医药生物	3.14	-0.18	-3.74	1.03	-7.33	● -7.22
23	计算机	6.94	1.56	-14.93	6.60	-7.10	● -8.50
24	食品饮料	0.10	0.13	-2.89	-1.12	-5.43	● -8.97
25	传媒	17.94	-4.95	-15.02	2.23	-7.43	● -9.85
26	社会服务	5.93	0.91	-10.52	1.48	-7.24	● -9.97
27	钢铁	7.07	10.02	-15.55	1.64	-11.57	● -10.58
28	美容护理	0.44	2.75	-11.75	1.64	-8.86	● -15.64
29	非银金融	-0.53	-3.33	-11.58	4.58	-6.41	● -16.78
30	农林牧渔	-0.15	-0.14	-6.09	2.20	-13.06	● -16.80
31	商贸零售	0.53	-3.54	-11.76	2.03	-6.77	● -18.61

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从市场行情阶段看，第一阶段（2026/1/1 至 2026/1/12）除银行和石油石化外，其余行业均录得正收益。商业航天与 AI 应用端等科技题材密集爆发，市场风险偏好显著回暖，传媒、国防军工、计算机等板块领涨全场，分别上涨 21.93%、20.07%、16.36%。

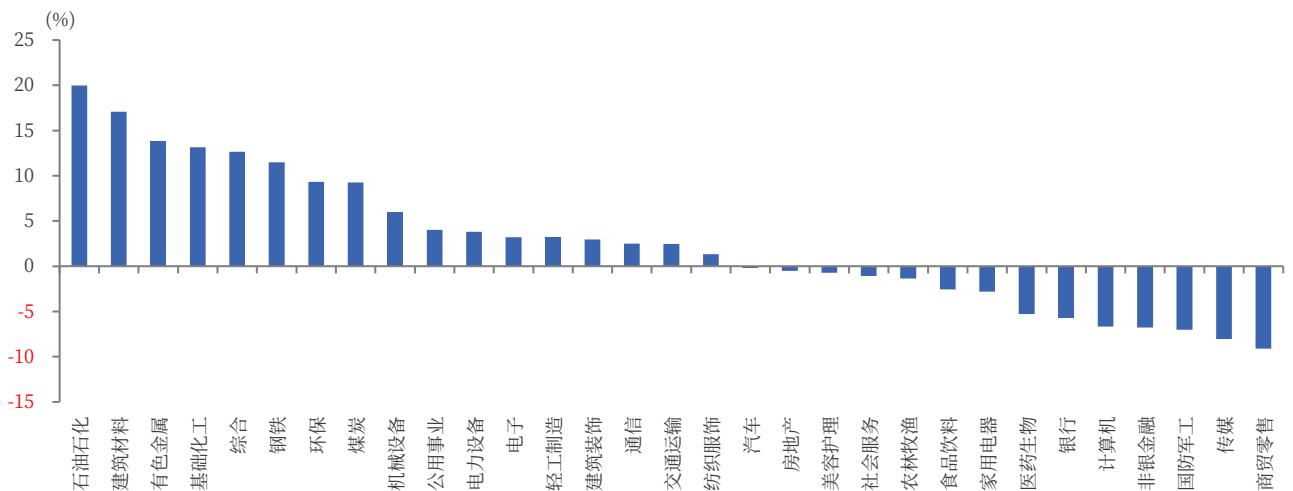
图4：一级行业涨跌幅(2026/1/1 至 2026/1/12)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

第二阶段（2026/1/13 至 2026/2/27），市场风格出现显著分化，顺周期资源品领涨，而此前热门的成长行业，以及金融、消费板块普遍承压。全球大宗商品受供给约束影响，下游需求韧性较强，资源品涨价逻辑兑现，石油石化、建筑材料、有色金属及基础化工等行业涨幅靠前，钢铁、煤炭等周期链条同步上行。与此同时，资金从前期热门板块撤离，商贸零售、传媒、国防军工跌幅居前，医药生物、家用电器、食品饮料等消费行业与金融板块亦表现疲软，呈现回调态势。

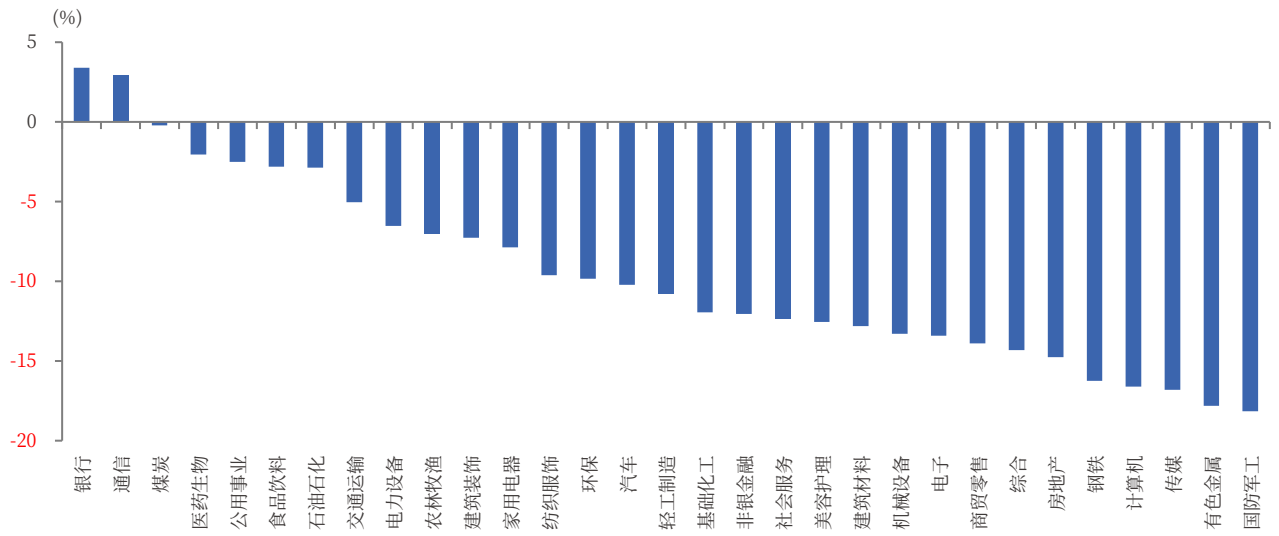
图5：一级行业涨跌幅（2026/1/13 至 2026/2/27）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

第三阶段（2026/3/2 至 2026/4/3），受美伊冲突升级引发全球避险情绪急剧升温影响，市场呈现显著的防御性特征，绝大多数行业录得负收益。具备高股息、低波动、现金流稳定特征的防御板块展现出韧性，其中，银行凭借绝对避险属性逆势上涨 3.40%，通信板块同步录得 2.91%的正收益。在地缘冲突推升再通胀交易、全球避险情绪持续升温下，国防军工、有色金属、传媒、计算机、钢铁行业跌幅靠前。

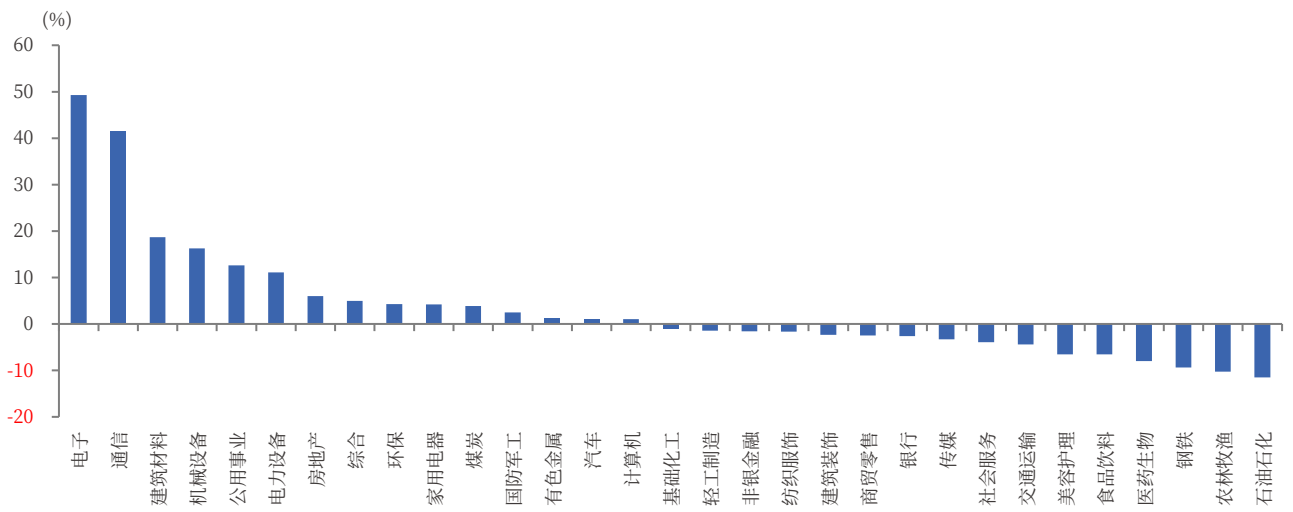
图6：一级行业涨跌幅（2026/3/2 至 2026/4/3）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

第四阶段（2026/4/7 至 2026/5/31），地缘冲突影响逐步消化，市场逻辑回归产业景气验证，硬科技与高端制造主线引领反弹，而部分消费与资源品板块延续调整。电子、通信、建筑材料、机械设备等受益于 AI 算力需求爆发，成为本轮修复的核心力量。与此同时，市场风险偏好回暖但仍显分化，石油石化因地缘避险溢价减退、油价高位震荡回落，跌幅领先，农林牧渔、钢铁等行情回调。

图7：一级行业涨跌幅（2026/4/7 至 2026/5/31）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 二、2026 年下半年投资环境分析

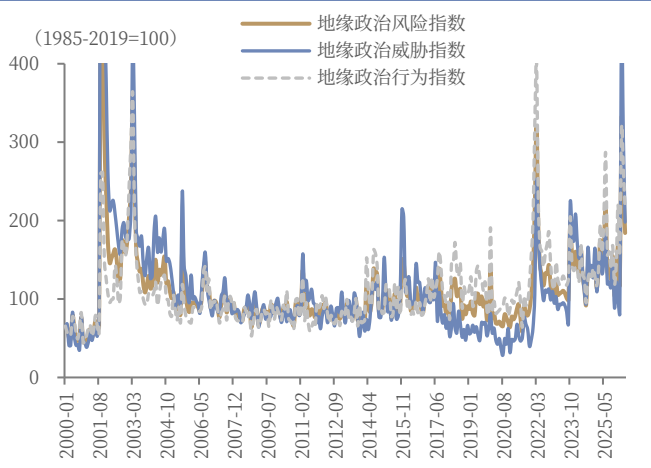
### （一）外部变量交织：秩序重构，宏观波动中枢抬升

#### 1. 全球秩序重构与地缘风险常态化

海外变量的第一层扰动来自地缘风险常态化。过去市场更多将地缘冲突视为阶段性风险事件，但近年来全球政治经济格局正在发生深刻变化。无论是俄乌冲突长期化、巴以冲突反复升级，还是美国围绕委内瑞拉、格陵兰、古巴和伊朗等方向持续加大政策力度，其背后均反映出全球秩序正由全球化时代的效率优先转向安全优先。全球地缘政治风险指数显示，2022 年俄乌冲突爆发后，战争威胁指数一度接近 4%，达到近二十年来最高水平；2023 年以来战争升级指数持续运行于历史均值上方，表明全球地缘风险已从阶段性冲击逐步演变为长期变量。

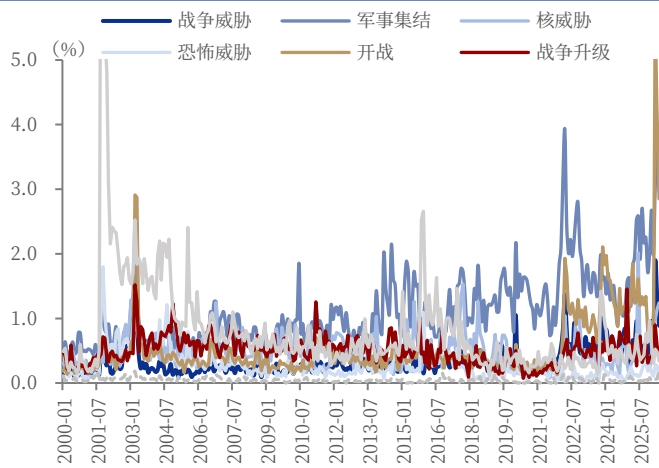
从历史经验看，当全球公共品供给能力下降而新的国际秩序尚未形成时，地缘冲突往往进入高发阶段。当前全球环境更接近“金德伯格陷阱”所描述的状态：美国仍是全球最重要的规则制定者，但维护全球秩序的意愿明显下降，而新的全球治理体系尚未建立。在此背景下，区域冲突、战略资源争夺以及供应链重构不断增多，地缘政治对全球经济运行的影响明显增强。对于资本市场而言，地缘风险不再只是短期避险逻辑，而正在成为影响通胀中枢、风险溢价和资产定价的重要背景变量。

图8：全球地缘政治风险指数处于高波动区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

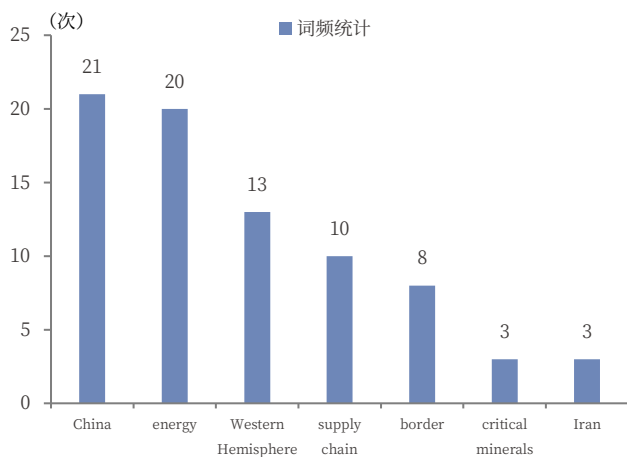
图9：战争与军事威胁成为长期扰动因素



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

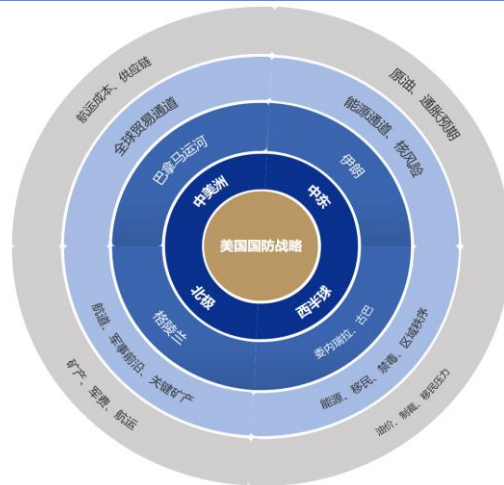
如果将委内瑞拉、格陵兰、古巴和伊朗等事件放在同一框架下观察，可以发现其背后均体现出美国国家安全战略重心的变化。2025 年以来，美国国家安全战略和国防战略文件反复强调边境安全、关键矿产、能源安全、供应链韧性和西半球战略地位，国家安全的内涵已由传统军事安全扩展至产业链、资源和科技竞争领域。从区域布局看，美国战略关注点正在向西半球和关键战略通道回归。一方面，委内瑞拉和古巴涉及能源供应、移民管理以及加勒比地区安全；另一方面，格陵兰则关系到北极航道、关键矿产和未来战略纵深。与此同时，中东仍然是美国全球战略体系中最重要能源枢纽之一，伊朗问题始终与霍尔木兹海峡安全、原油供应稳定以及美元能源体系紧密相关。表面上看，这些事件分布于不同区域，但本质上均服务于美国保障战略资源、关键通道和全球影响力的长期目标。对于全球经济而言，这意味着地缘竞争正在从传统军事领域向资源、能源、科技和供应链领域扩散，未来国际政治与国际经济之间的联系将更加紧密。

图10: 美国国家安全战略强调西半球、供应链与关键资源安全



资料来源: The White House, 中国银河证券研究院

图11: 美国国防战略提出西半球关键地形控制



资料来源: U.S. Department of War, 中国银河证券研究院

近年来，美国围绕关键矿产和战略资源的政策力度明显加强。美国地质调查局数据显示，美国在稀土、石墨、镓、锗等多个关键矿产领域仍高度依赖进口，其中部分矿产进口依赖度接近 100%。随着新能源、人工智能和高端制造产业快速发展，关键矿产已经由传统工业原料演变为影响产业竞争力和国家安全的重要资源。在这一背景下，美国持续推进关键矿产供应链重构，通过友岸外包、近岸外包以及双边合作等方式强化资源保障能力。格陵兰丰富的稀土资源、拉美地区的锂和铜资源以及中东能源供应的重要性均明显上升。未来全球资源竞争不仅体现为商品价格波动，更体现为产业链控制权和战略资源获取能力的竞争。与此同时，战略通道的重要性也在上升。从霍尔木兹海峡、红海航线到巴拿马运河和北极航道，全球贸易和能源运输高度依赖少数关键节点。一旦局势出现扰动，其影响往往迅速向能源价格、航运成本和全球供应链传导。因此，资源安全和战略通道正在成为未来全球地缘博弈的重要主线。

表2: 美国进口依赖超过 80%的关键矿产

产品	2025 年净进口依存度 (%)	2021-2024 年主要进口来源地
各类形态砷	100	中国、马来西亚、摩洛哥
石棉	100	巴西
铍	100	中国、德国
萤石	100	墨西哥、越南、中国、南非
镓	100	加拿大、日本、中国、德国
天然石墨	100	中国、加拿大、莫桑比克、墨西哥
铟	100	韩国、日本、中国、加拿大
锰	100	加蓬、南非、马来西亚、澳大利亚
天然片云母	100	中国、越南、巴西、印度
铌 (钶)	100	巴西、加拿大
铷	100	中国、德国、俄罗斯
钪	100	日本、中国
锆	100	墨西哥、德国、中国
钽	100	中国、澳大利亚、德国、印度尼西亚
海绵钛金属	100	日本、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦
钇	100	中国、德国、奥地利
宝石	99	印度、以色列、比利时、南非

氙气	98	无数据
熔融氧化铝磨料	>95	中国、加拿大、巴西、奥地利
霞石正长岩	>95	加拿大
氮气	93	无数据
铋	92	中国、韩国、德国
钾盐	92	加拿大、俄罗斯、以色列
金属锑及氧化锑	91	中国、比利时、泰国、印度
铂	89	南非、比利时、德国、意大利
钛精矿	88	南非、加拿大、马达加斯加、莫桑比克
规格石材	85	巴西、意大利、中国、印度
天然及合成氧化铁颜料	84	中国、德国、巴西、加拿大
工业用金刚石原石	81	印度、南非、俄罗斯、博茨瓦纳
泥炭	80	加拿大

资料来源：USGS，中国银河证券研究院

表3：美国进口依存度大于 50%小于 80%的关键矿产

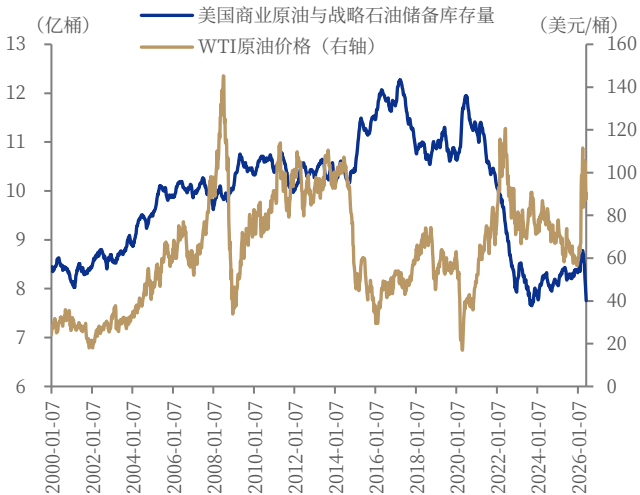
产品	2025 年净进口依存度 (%)	2021-2024 年主要进口来源地
各类形态铬	79	南非、哈萨克斯坦、芬兰、加拿大
钴	79	挪威、芬兰、加拿大、日本
银	77	墨西哥、加拿大、智利、土耳其
精炼锡	77	秘鲁、玻利维亚、印度尼西亚、巴西
铌	75	智利、加拿大、德国、波兰
重晶石	75	印度、中国、摩洛哥、墨西哥
铝土矿	75	牙买加、土耳其、圭亚那、澳大利亚
金属镁	>75	以色列、加拿大、土耳其、捷克
碳化硅磨料	74	中国、巴西
精炼锌	73	加拿大、墨西哥、秘鲁、韩国
氧化铝	71	巴西、牙买加、澳大利亚、加拿大
工业用石榴石	71	南非、澳大利亚、中国、印度
稀土化合物及稀土金属	67	中国、马来西亚、爱沙尼亚、日本
铝	60	加拿大、阿联酋、巴林、中国
镁化合物	59	中国、巴西、加拿大、以色列
精炼铜	57	智利、加拿大、秘鲁、墨西哥
钯	57	南非、俄罗斯、比利时、加拿大
氟气	52	无数据
锆	>50	比利时、中国、加拿大、德国
锂	>50	智利、阿根廷
硒	>50	菲律宾、墨西哥、智利、波兰
金属硅及硅铁	>50	巴西、加拿大、俄罗斯、马来西亚
钨	>50	中国、德国、玻利维亚、越南

资料来源：USGS，中国银河证券研究院

从宏观层面看，地缘冲突最直接的影响仍然体现在能源价格和通胀预期。近年来无论是俄乌冲突、红海危机还是美伊关系紧张，均伴随着油价风险溢价的阶段性上升。当前全球原油库存水平仍明显低于疫情前均值，美国战略石油储备规模较 2020 年高点下降超过 40%，商业原油库存也处于历史偏低水平，全球能源体系缓冲能力明显弱于上一轮周期。在低库存环境下，油价对于地缘事件的敏感度显著提升。即便 OPEC+持续推进增产计划，全球能源供给弹性也难以完全抵消地缘风险带来的冲击。对于美国而言，油价波动不仅影响居民消费和企业成本，更直接影响通胀预期和货币政策空间。过去两年美国通胀反复的重要原因之一，正是能源价格始终未能回到疫情前的低位区间。

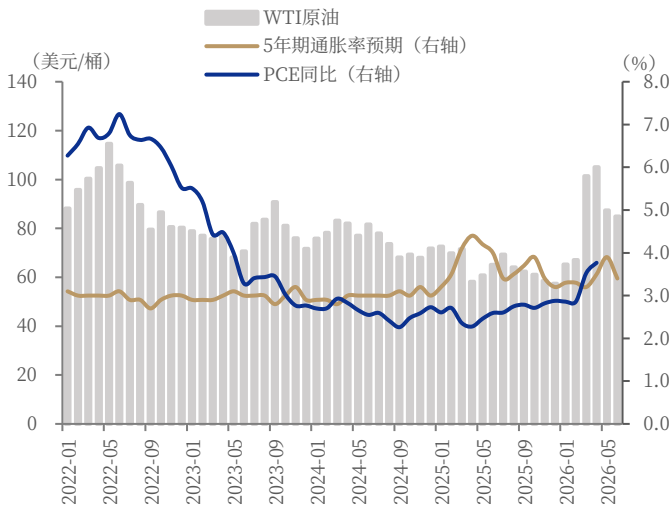
展望下半年，虽然美伊关系正处于新一轮谈判和协议窗口期，市场对于冲突降温存在一定预期，但从美国国家安全战略的长期布局来看，中东、西半球以及关键资源地区的重要性并未下降。能源安全、战略通道控制和关键资源竞争仍将是美国对外政策的重要抓手。我们认为，即便局部冲突阶段性缓和，也难以改变地缘风险常态化的趋势。未来全球或将长期处于战略竞争与局部摩擦并存的状态，区域性热战、代理人冲突以及供应链博弈仍可能反复出现，地缘政治将持续成为影响全球通胀、流动性和资产定价的重要外部变量。

图12：美国战略石油储备仍处低位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：地缘风险通过油价传导至美国通胀预期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

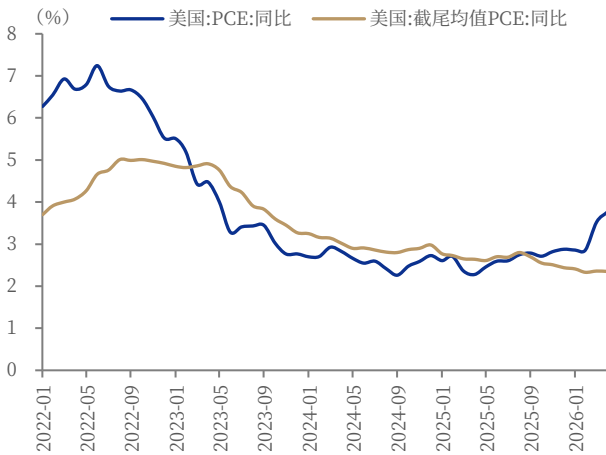
## 2. 沃什框架下的美联储政策再平衡

地缘风险的常态化使美国通胀回落路径更加曲折，也使美联储政策判断更加复杂。2026年5月，沃什正式接替鲍威尔出任美联储主席，标志着美国货币政策进入新的阶段。从历史经验看，美联储主席更替往往伴随着政策框架和沟通机制的调整。伯南克时期以量化宽松和前瞻指引为代表，耶伦时期更加关注就业目标，而鲍威尔时期则经历了疫情期间的极度宽松以及2022年以来最激进的加息周期。随着沃什上任，市场开始重新评估未来货币政策框架的变。与鲍威尔相比，沃什更加关注长期通胀趋势和货币政策规则，对过度依赖短期数据和前瞻指引持相对谨慎态度。从其过往公开表态来看，沃什多次强调应关注能够反映长期趋势的通胀指标，并认为货币政策需要避免对短期价格波动作出过度反应。同时，其对于美联储资产负债表扩张持相对保守立场，更倾向于通过缩表和利率工具共同管理金融条件。对于市场而言，沃什时代并不意味着货币政策立即转向宽松，但意味着未来美联储可能更加重视长期趋势而非单月数据波动，这也为市场重新评估降息路径提供了新的视角。

过去两年，美国货币政策始终围绕通胀展开。虽然整体通胀水平较2022年高点明显回落，但核心PCE仍持续高于美联储2%的长期目标，使市场对于降息时点始终存在分歧。截至2026年上半年，美国核心PCE同比仍在3%以上，而整体PCE同比也明显高于疫情前水平，表面上看通胀压力

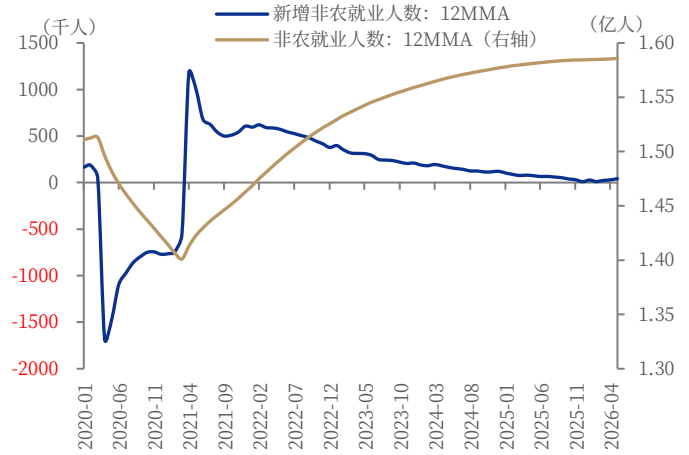
尚未完全消除。然而，如果采用沃什更为认可的截尾均值 PCE 观察，美国长期通胀趋势已经出现明显改善。与核心 PCE 相比，截尾均值 PCE 剔除了极端波动项目，更能够反映居民消费价格的长期变化趋势。过去一年以来，截尾均值 PCE 持续低于核心 PCE，两者之间的差距一度接近 1 个百分点。这意味着当前部分通胀压力主要来自能源、食品以及个别服务项目的扰动，而非全面性的需求过热。若未来美联储在政策评估中更加重视截尾均值 PCE 等长期指标，则意味着其对于油价反弹、关税冲击等短期价格因素的容忍度可能有所提高，货币政策对于增长放缓的关注度也有望提升。

图14: 截尾均值 PCE 明显低于核心 PCE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

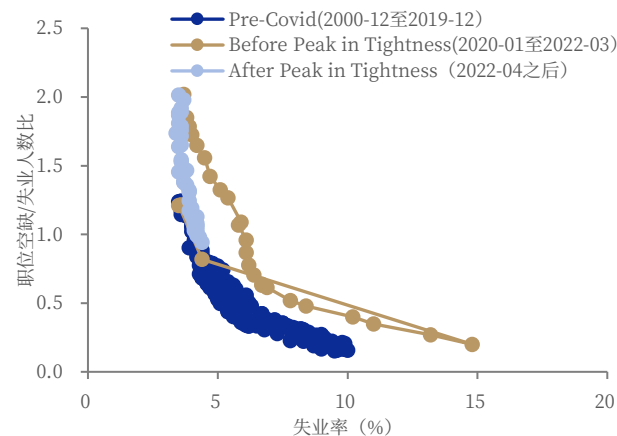
图15: 新增就业已明显低于疫情后高峰



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

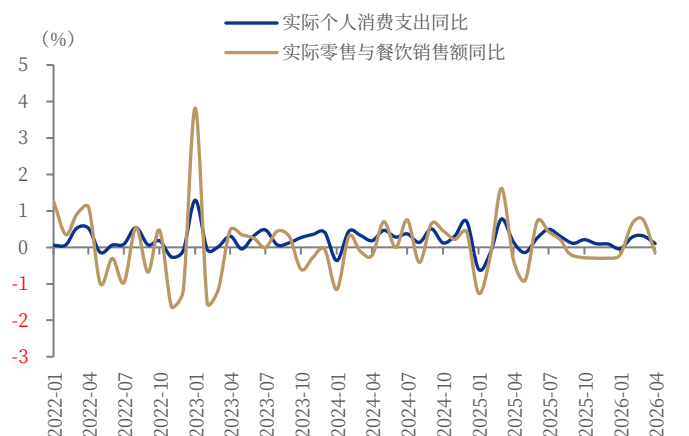
虽然美国就业市场整体仍保持韧性，但经济内部已经出现明显分化。从新增就业来看，疫情后就业快速修复阶段已经结束。过去一年非农新增就业持续回落，12 个月移动平均新增就业人数明显低于 2022 年至 2023 年的高峰水平，反映劳动力需求正在逐步降温。与此同时，职位空缺数量持续下降，而失业率则缓慢回升，劳动力市场正在向供需更加平衡的状态回归。更值得关注的是消费端的变化。居民消费一直是支撑美国经济的重要力量，但近年来高利率环境对消费的抑制作用正在逐步显现。实际零售销售增速持续放缓，居民超额储蓄逐渐消耗殆尽，信用卡违约率和消费贷款压力有所上升。特别是在高利率和高房贷成本背景下，居民可支配收入增长逐步放缓，消费扩张动能较疫情后初期明显减弱。因此，美国经济正在呈现出“强就业、弱新增”“低失业率、弱消费”的特征。表面上看，就业市场依然稳健，但从新增就业、职位空缺以及消费数据来看，经济边际放缓迹象已经较为明显。未来若消费进一步降温，企业盈利和投资也可能受到影响，从而推动经济增速继续回落。

图16: 劳动力市场持续降温但尚未失速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 美国实际消费增速低位震荡



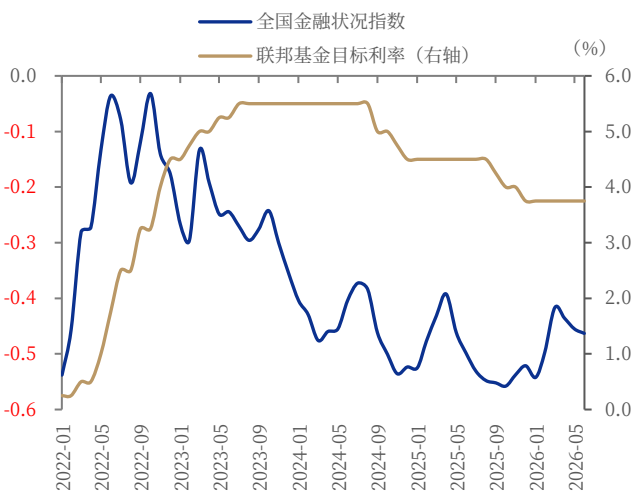
资料来源:

虽然市场普遍关注联邦基金利率是否继续维持高位，但对于经济活动而言，真正发挥作用的是整体金融条件。过去一年，美联储政策利率基本维持稳定，但金融环境并未出现明显放松。芝加哥联储全国金融条件指数显示，美国金融条件仍处于历史偏紧区间。从传导机制看，较高的融资成本正在逐步影响企业投资和居民消费决策。企业债券融资利率明显高于疫情前水平，中小企业贷款标准持续收紧，房地产按揭利率维持高位运行，居民部门杠杆扩张意愿明显下降。与此同时，随着通胀逐步回落，实际利率水平被动抬升，使货币政策对于经济的约束力度实际上仍在增强。换言之，即便美联储不进一步加息，当前金融环境本身已经具有较强的紧缩特征。

2026 年以来，市场对于美联储政策路径的判断经历了剧烈调整。年初市场普遍预期美联储将开启新一轮降息周期，联邦基金利率期货一度反映年内两次以上降息预期。但随着美国通胀数据反复、国际油价回升以及部分就业数据超预期，市场开始重新评估政策前景，降息预期明显收缩，部分时点甚至开始交易进一步加息的可能性。然而，从经济基本面来看，当前美国经济并未出现需要进一步收紧货币政策的条件。新增就业持续回落、职位空缺下降、居民消费边际放缓以及金融条件维持偏紧，均意味着需求侧压力正在逐步积累。与此同时，本轮通胀反复更多受到能源价格、地缘冲突以及关税因素影响，属于典型的供给侧扰动，而非需求过热所致。因此，市场将短期通胀反弹简单线性外推为长期通胀失控，存在一定程度的过度定价。

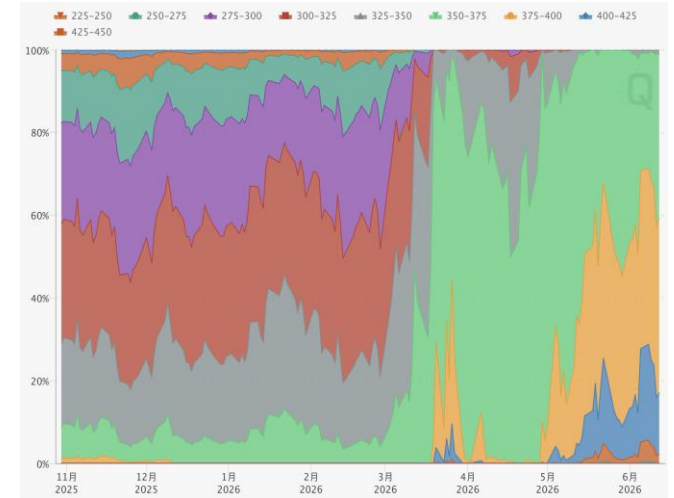
更重要的是，随着沃什上任，美联储未来对于通胀的观察框架可能发生变化。如果截尾均值 PCE 等长期通胀指标的重要性上升，则货币政策对于油价和个别商品价格波动的敏感度可能下降，从而提高对短期通胀扰动的容忍度。展望下半年，我们认为进一步加息并非基准情景。下半年美联储更可能维持“高位观察、相机抉择”的政策思路，总体来看，利率维持不变概率较大。

图18: 金融条件并未明显放松



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 市场定价在降息与加息之间反复摇摆

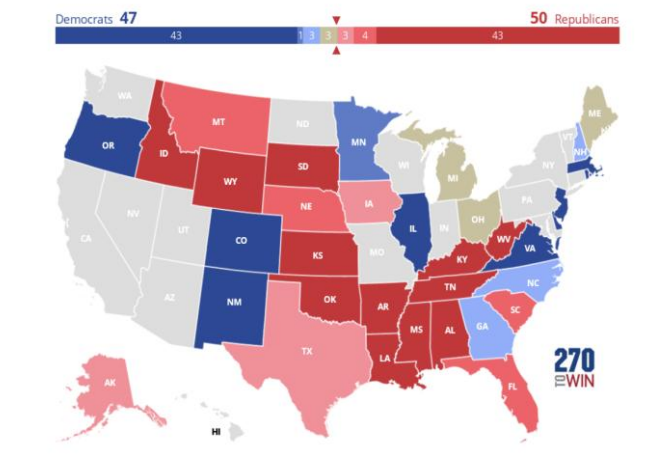


资料来源: CME, 中国银河证券研究院

### 3. 美国中期选举导致的政策短期化

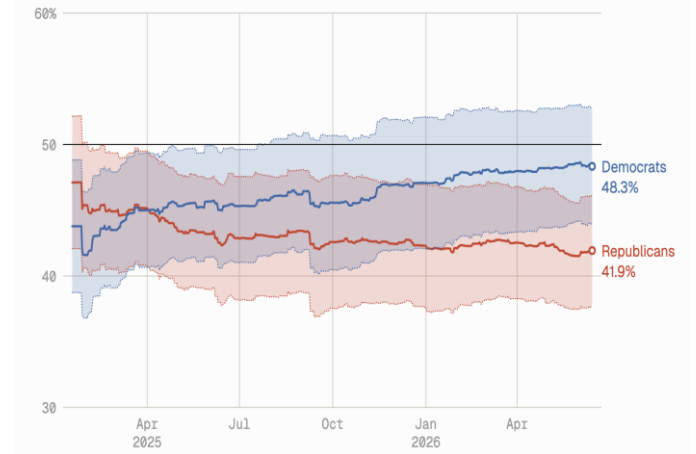
继地缘冲突和美联储政策之后，美国中期选举将成为下半年第三个重要海外变量。2026 年 11 月，美国将举行中期选举，届时众议院全部 435 个席位以及参议院 35 个席位将进行改选。当前共和党同时控制白宫和国会两院，但参众两院优势均较为有限，部分摇摆州和关键选区竞争依然激烈。从近期通用国会选票调查结果来看，民主党支持率约为 48.3%，共和党支持率约为 41.9%，民主党领先约 6 个百分点，反映出共和党在中期选举前面临的压力有所上升。需要指出的是，通用国会选票反映的是全国选民整体倾向，并不直接对应最终席位结果。由于美国众议院采取分选区选举制度，选区划分、摇摆州结构以及选民分布差异均可能导致全国得票率与最终席位分布出现偏离。因此，当前数据更重要的意义不是简单预测选举结果，而是提示两党竞争仍处于高度胶着状态，未来数月美国政策表态可能更容易受到选票因素影响。

图20：2026 年将有 35 个参议院席位进行改选



资料来源：270towin, 中国银河证券研究院

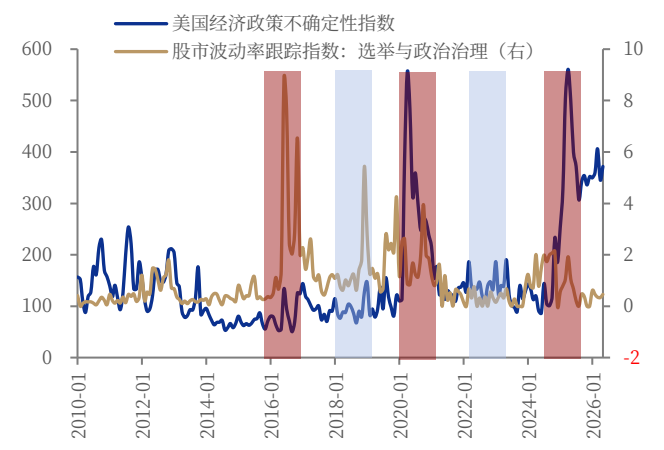
图21：民主党在通用国会选票中阶段性领先



资料来源：Silver Bulletin, 中国银河证券研究院

随着选举临近，财政刺激、减税安排、产业补贴和贸易政策调整均可能成为两党争取选民支持的重要工具。美国经济政策不确定性指数显示，**历次总统选举和中期选举前后，政策不确定性均出现不同程度抬升。**从分类指数来看，财政支出、税收、贸易政策、能源政策以及国家安全等领域的不确定性均处于近年来相对较高水平。**其中，税收、国家安全和金融监管相关议题升温尤为明显，这也意味着，本轮中期选举的政策扰动不再局限于传统财政议题。**过去选举主要围绕财政支出、社会福利以及税收改革展开，而当前则叠加了全球产业链重构、关键矿产竞争、能源安全和科技产业竞争等因素。关税政策调整、关键矿产供应链建设、能源开发和科技产业扶持均兼具经济政策与国家安全双重属性。**由此看，中期选举带来的影响不只是政治层面的席位变化，更在于政策不确定性上升对企业投资、盈利预期和市场风险偏好的影响。**

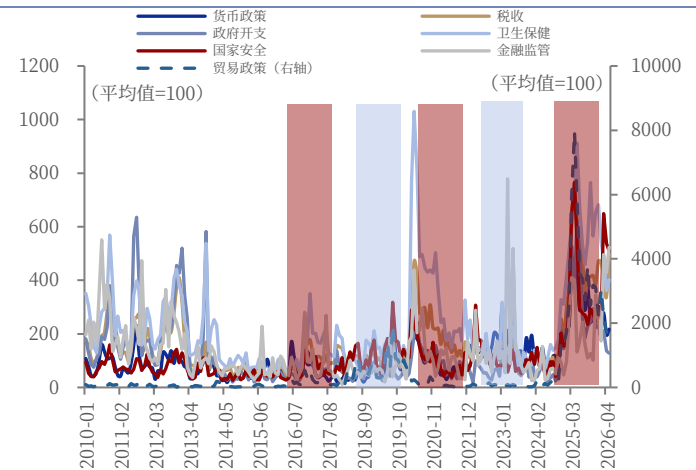
图22：美国大选和中期选举前后政策和股市不确定性通常上升



资料来源：

注：红色框选时间为总统大选年，蓝色框为中期选举年

图23：财政和安全等政策极化将强化选举扰动



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

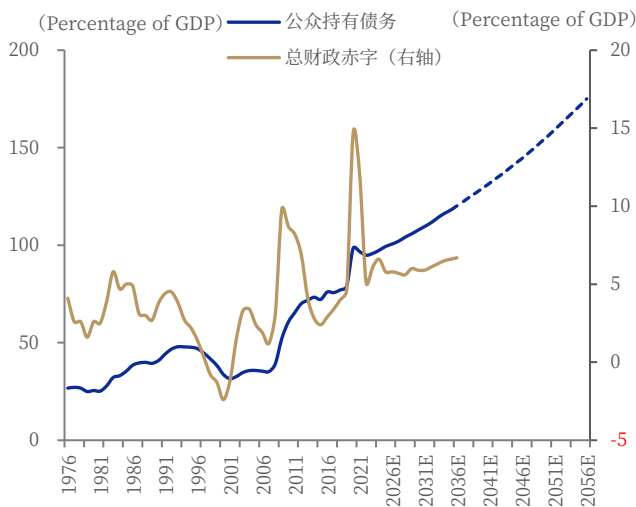
注：红色框选时间为总统大选年，蓝色框为中期选举年

在政策不确定性上升的背景下，**财政政策仍是市场最需要关注的变量之一。**过去几年，美国财政扩张力度显著加大。疫情以来，大规模财政刺激、产业补贴以及利息支出上升共同推动联邦债务规模快速攀升。截至 2026 年，美国公众持有联邦债务规模已经超过 GDP 的 100%，处于二战结束以来最高水平。**根据美国国会预算办公室预测，未来十年美国债务占 GDP 比重仍将继续上升，长期财政可持续性面临挑战。**高债务环境使中期选举前的财政政策更加矛盾。一方面，选举临近使财政端仍存在稳增长和支持就业的诉求，减税、补贴以及基础设施投资等政策仍具有推进动力；另一方面，债务规模持续扩张和利息支出不断增加正在压缩财政空间，使美国政府难以像疫情期间那样实

施超大规模财政刺激。这种矛盾最终会传导至美债市场，即财政赤字长期化意味着美债供给压力持续存在，随着债务规模扩大和融资需求增加，美国长期国债供给将维持高位，从而抬升长期利率中枢并推高期限溢价。因此，即便未来美联储仍存在降息空间，美国长期利率回落幅度也可能受到财政约束限制。

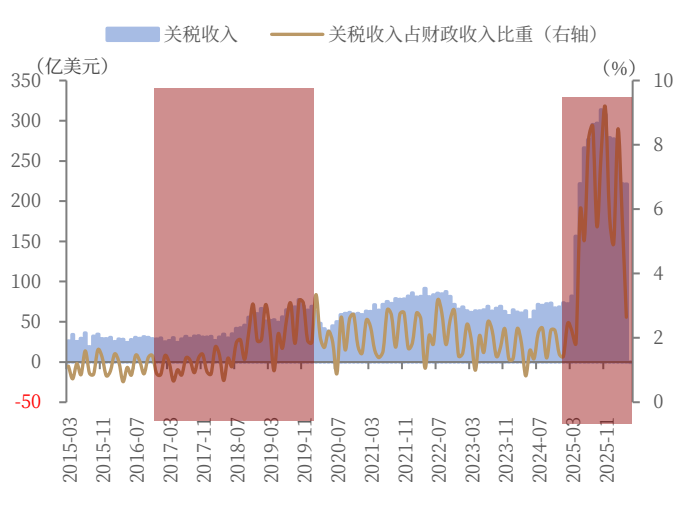
如果说财政政策体现的是选举周期下的内部约束，那么贸易政策则体现出美国政策短期化对外部环境的影响。近年来，美国贸易政策逐步从传统经济工具转向兼具产业政策和国家安全功能的综合工具。特别是在关键制造业回流、供应链重构以及大国竞争背景下，关税政策、产业补贴和供应链安全议题的重要性明显提升。贸易政策之所以容易在选举窗口升温，根源在于其具有较强的选票动员功能。制造业回流、关键产业保护以及供应链安全等议题均与就业和产业竞争力直接相关，容易成为两党争取选民支持的重要工具。对于全球市场而言，美国贸易政策变化仍是需要重点关注的重要外部变量。贸易保护主义如果进一步增强，可能通过进口成本上升、供应链效率下降以及全球贸易摩擦加剧等渠道，对全球通胀和经济增长形成新的扰动。

图24：高债务约束削弱财政政策空间



资料来源：CBO，中国银河证券研究院

图25：贸易政策成为选举工具



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：红色框为特朗普执政时期

展望下半年，中期选举未必改变美国经济运行的基本趋势，但将放大政策不确定性，并强化财政扩张、贸易保护、能源安全和对外强硬等政策倾向。放在海外变量整体框架下，地缘冲突抬升通胀尾部风险，美联储在增长与通胀之间摇摆，而中期选举则会进一步推高政策短期化和风险偏好波动，成为下半年全球资产定价的重要扰动因素。

## （二）内部格局优化：向新求质，结构性势能积聚

### 1. 从“五年规划”到 2026：向新求质

从“十五五”中长期顶层规划锚定五年发展航向，到年度政府工作报告锚定全年工作目标，再到4月中央政治局会议立足一季度经济实景部署工作举措，今年以来，政策自上而下、从纲领到细则，形成系统性部署，映射出稳中求进、向新求质的主线逻辑。

作为三个“关键五年”中承前启后的阶段，“十五五”时期既要巩固“十四五”开局成果，又要为“十六五”冲刺收官筑牢根基，直接关系到2035年远景目标的实现。“十五五”规划纲要立足承前启后的定位，作出系统性部署。一是以推动高质量发展为主题，在“十五五”时期经济社会发展主要目标中，首要目标即为“高质量发展取得显著成效”。二是突出科技创新的战略地位。与“十四五”规划相比，“十五五”规划在经济社会发展主要目标中，增加“科技自立自强水平大幅提高”一项。三是强调持续扩大内需。规划强调“内需拉动经济增长主动力作用持续增强”，指出

坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动。**四是注重民生导向。**纲要在必须遵循的原则方面指出坚持人民至上，同时，在主要目标、指标、重大任务、重大工程中均突出了发展的民生导向。**五是突出低碳要求。**“十五五”是加快经济社会发展全面绿色转型的关键期，也是实现碳达峰目标的决胜期。“十五五”规划纲要体现能源低碳转型的鲜明导向，强调以碳达峰碳中和为牵引，以健全生态文明制度体系为保障，协同推进降碳、减污、扩绿、增长。**此外，资本市场改革也是“十五五”时期的一大重点。**“十五五”规划纲要围绕资本市场发展作出多维度部署，将“促进楼市股市健康发展”纳入“夯实居民消费基础”重点任务，强调建立增强内在稳定性长效机制，助力金融强国建设的功能落地，推进资本市场高水平制度型开放。

其中，“十五五”规划围绕建设现代化产业体系、巩固壮大实体经济根基，锚定智能化、绿色化、融合化发展方向，立足构建以先进制造业为骨干的产业架构、保持制造业合理比重、统筹推进制造强国等多强国建设展开系统部署。一方面推动重点产业提质升级，围绕钢铁、石化、船舶、装备、轻工等传统行业，补齐产业链短板、提升全链条自主可控能力；另一方面梯次培育产业梯队，做强新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、机器人、生物医药、高端装备、航空航天等战略性新兴产业集群，着力打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人等新兴支柱产业，前瞻布局量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、6G等未来产业，打造新质生产力增长极；同时，推动生产性服务业向专业化高端延伸、生活性服务业提质扩容，深化先进制造业与现代服务业融合发展，并统筹布局综合交通、新型能源、新型算力等现代化基础设施，夯实产业发展硬件底座，形成传统产业固本、新兴产业提质、未来产业破局、服务业赋能、基础设施托底的全链条现代化产业格局。

图26：“十五五”规划纲要中现代化产业体系建设涉及的相关产业



资料来源：新华网，中国政府网，中国银河证券研究院

落实到2026年，作为“十五五”开局首年，两会政府工作报告承接纲要顶层设计，将五年长远目标拆解为全年经济指标与政策工具，完成从“五年纲领”到“一年施工图”的转化。一是锚定“十五五”开局。政府工作报告整体注重做好衔接，一方面介绍了“十五五”时期主要目标和重大任务，另一方面也将“十五五”安排体现在今年的重点任务中，确保“十五五”良好开局。二是改革创新地位突出。报告重点部署加紧培育壮大新动能、加快高水平科技自立自强，提出创新性举措，同时布局重点领域多项改革。三是坚持民生导向。政府工作报告在2026年财政政策表述中指出，更

加注重支持提振消费、投资于人、保障民生等方面，工作任务突出更大力度保障和改善民生，坚持民生为大。**四是更加务实、可操作。**报告将经济增速目标由点调整为区间，2026年经济增速目标为4.5-5.0%，并在实际工作中努力争取更好结果。同时，设立一系列务实可操作的政策举措，如设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金、提高民生补助标准等。

图27：2026年政府工作报告提出的重点工作任务及相关产业

一是着力建设强大国内市场	可选消费、消费服务、互联网平台与本地生活等； 新基建与城市更新、水利与市政、保障房与旧改相关建材	六是扎实推进乡村全面振兴	农林牧渔、农村改革等
二是加紧培育壮大新动能	传统产业高端化、智能化、绿色化改造、新兴和未来产业扩张； 服务业；智能经济（人工智能+）	七是推进新型城镇化和区域协调发展	城市更新与县域经济、城市互联互通、海洋产业
三是加快高水平科技自立自强	关键核心技术攻关（自主可控主题）；科技与产业深度融合	八是更大力度保障和改善民生	教育、医疗保健、育儿、食品安全等
四是持续深化重点领域改革	统一大市场（反内卷）、财税金融改革（中长期资金入市、并购重组）、经营主体活力（央国企改革）	九是加快推动全面绿色转型	未来能源、新型电化学材料、环保治理与监测等
五是进一步扩大高水平对外开放	自主开放、外贸出海等	十是加强重点领域风险防范化解和安全能力建设	房地产、地方化债、金融及安全等

资料来源：新华网，中国政府网，中国银河证券研究院

作为“十五五”开局之年的关键季度部署会议，4月中央政治局会议立足一季度经济良好开局，进一步明确全年经济工作方向、政策基调与重点任务，巩固经济持续稳中向好基础，努力实现“十五五”良好开局。会议调整以往“加大逆周期和跨周期调节力度”的表述，相比于2025年4月中央政治局会议提及“加紧实施更加积极有为的宏观政策”和2025年中央经济工作会议“实施更加积极有为的宏观政策”，本次会议强调“用好用足宏观政策”，指出“精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，不是政策退场，而是定向滴灌开始。

一是“六网”作为新抓手，即加强水网、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项目开工。这意味着未来的财政资金、专项债及政策性金融工具会沿着“六网”精准滴灌，项目化、工程化特征突出。二是培育发展新动能，会议指出，全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理，其中强调“全面实施”，而去年4月会议用的是“加快实施”，中央经济工作会议调整为“深化拓展‘人工智能+’，完善人工智能治理”。从加快实施到深化拓展再到全面实施，这是一条清晰的产业政策抬升曲线。三是持续聚焦消费，“扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。深入实施服务业扩能提质行动”。和过去几次会议比较，消费政策进一步强调优化供给，从耐用品向服务消费倾斜。根据国务院印发的《关于推进服务业扩能提质的意见》，我国服务业消费要迈上100万亿新台阶，还有20亿增长空间，覆盖文旅、医疗、养老、教育、家政、生产性服务等，投资主线也从以往的以旧换新为代表的耐用品刺激逐步过渡到优质服务供给和品牌消费升级。

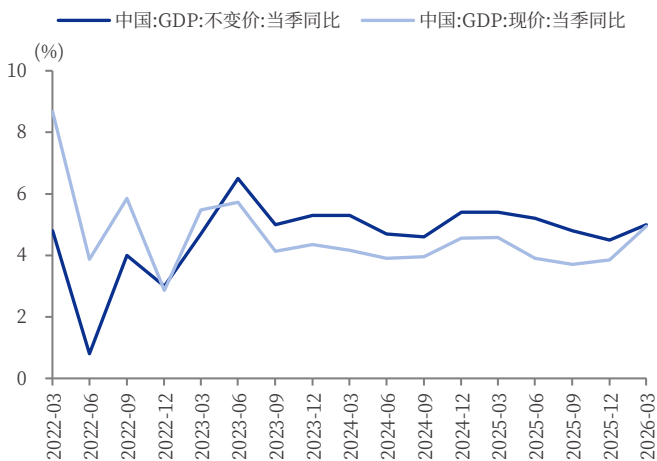
展望下半年，**财政政策方面**，“精准有效实施更加积极的财政政策”这一基调下，政策有望聚焦精准滴灌，持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线，进一步强化民生保障，同时财政资源进一步向实物工作量倾斜、更有效地投向项目端。此前3月6日，十四届全国人大四次会议经济主题记者会表示，今年“六张网”与重点领域投资将超过7万亿元。**货币政策方面**，适度宽松的货币政策基调延续，调控思路更加强调“灵活”，下半年总量端全面降息降准仍需等待，重点聚焦用好结构性货币政策工具，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。**产业政策**有望衔接中长期战略与年度部署，以扩大内需为战略牵引，深入挖掘内需潜力，聚焦人工智能+

数字经济等领域提速新质生产力培育与核心技术攻关，推进传统产业优化提升，规范行业无序竞争，推动绿色转型落地见效，同时，统筹产业提质与风险防控，有序化解重点领域风险。

### 2.经济结构性修复，通胀格局持续

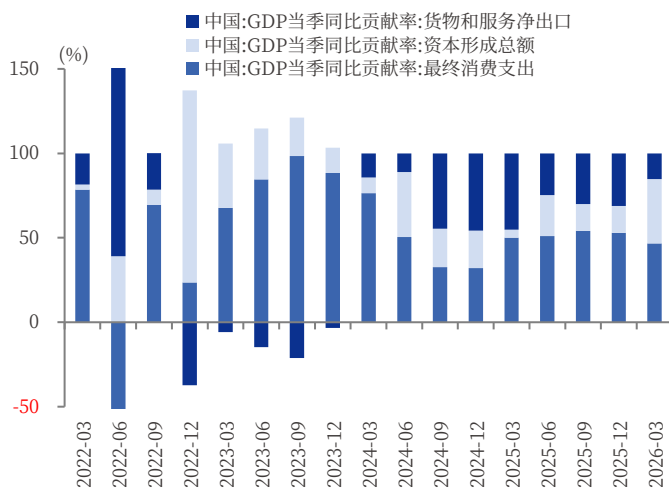
一季度，国内经济实现良好开局。实际 GDP 同比增长 5.0%，比上年四季度加快 0.5 个百分点，增速处于全年 4.5%-5% 增长目标区间上沿。物价回升推动名义增速快速上行，名义 GDP 同比增长 4.94%，比上年四季度加快 1.09 个百分点。内需的贡献率达到 84.7%，其中，资本形成总额对 GDP 的贡献率提升至 38%，拉动 GDP 增长 1.9 个百分点。

图28：中国 GDP 当季同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

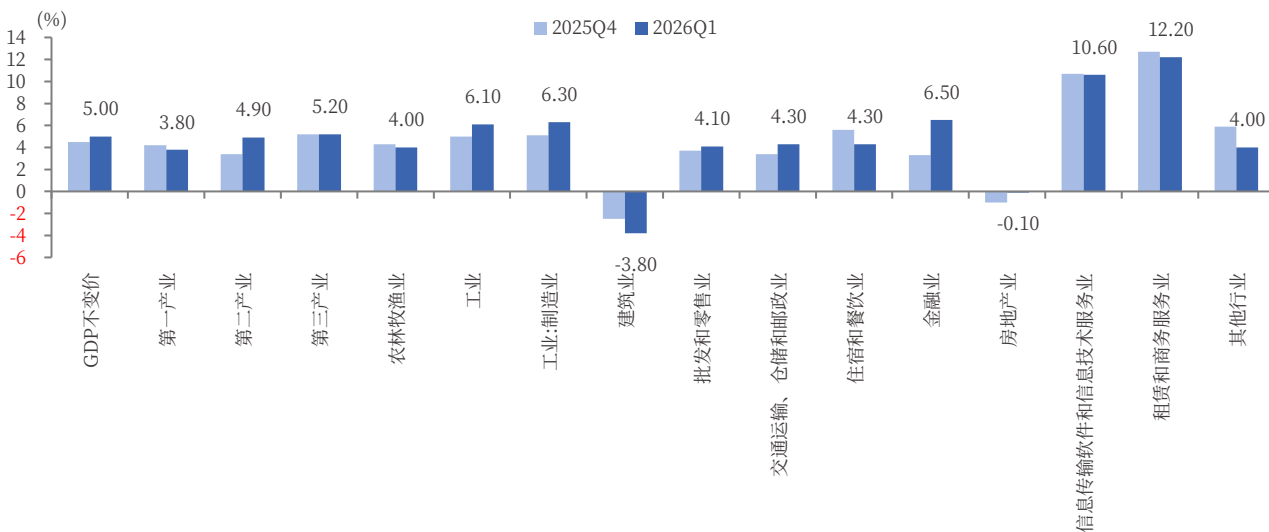
图29：中国三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

产业上，一季度呈现三产领跑、二产提速的格局。第三产业增长 5.2%，增速领跑三大产业，其中，租赁和商务服务业，信息传输、软件和信息技术服务业等增速超 10%。第二产业增长 4.9%，比上年四季度加快 1.5 个百分点，工业增加值增速达 6.1%，其中，结构优化亮点突出，装备制造业增长 8.9%、高技术制造业增长 12.5%，3D 打印设备、锂离子电池、工业机器人等新质生产力领域产量高速增长，新动能快速发展。第一产业增长 3.8%，畜牧业总体平稳。

图30：中国 GDP 分项累计同比增速

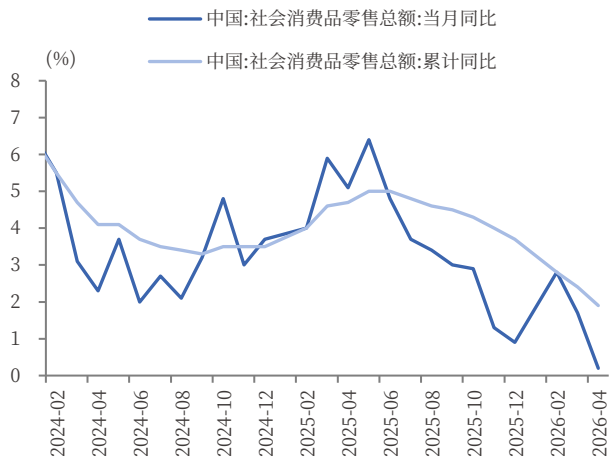


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**国内经济修复依然延续需求偏弱、结构分化、节奏波动的格局。**消费修复偏缓，2026 年 1-4 月，中国社会消费品零售总额同比增长 1.9%，较一季度的 2.4% 进一步放缓；4 月单月同比小幅增长

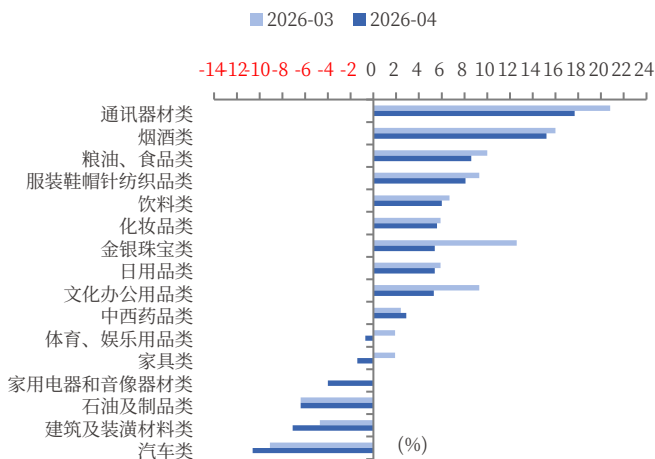
0.2%，增速明显降温。按消费类型看，服务相关消费仍好于商品消费，1-4月商品零售增长1.7%，餐饮收入增长3.8%；4月商品零售同比下降0.1%，餐饮收入增长2.2%。1-4月，通讯器材类累计增长17.7%，仍是表现较强的方向，但较前值有所回落，必选消费类表现相对稳健，汽车类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类等持续承压。下半年，基数走低效应下，社零增速有望温和修复，但居民收入预期偏弱、就业压力仍存、叠加以旧换新政策红利边际减退，消费整体弹性仍将受限，服务消费强于商品消费的结构性格局有望延续。

图31：中国社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

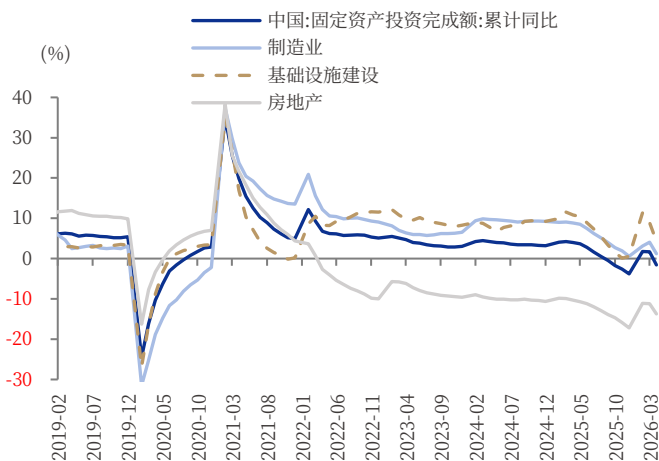
图32：中国限额以上单位商品零售额累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

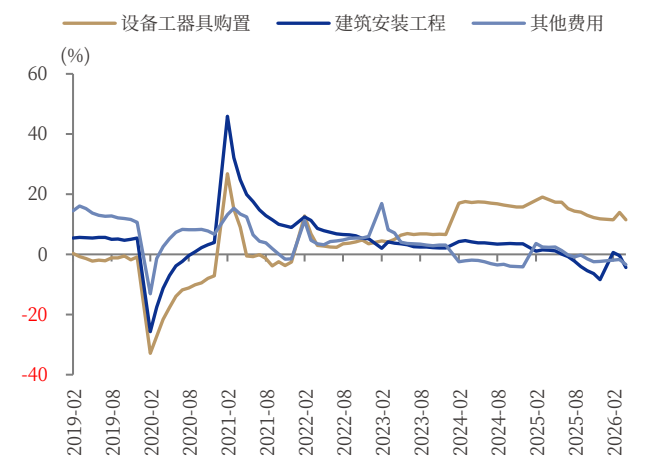
重点领域投资有望持续增长。1-4月，全国固定资产投资同比下降1.6%，较前值明显走弱。分领域来看，基建投资、制造业投资、房地产开发投资增速均较前值下行，其中，1-4月，基础设施投资同比增长4.3%，制造业投资增长1.2%，增长势头放缓，房地产开发投资下降13.7%，仍是核心拖累项。下半年，伴随“六网”建设和“十五五”重大项目逐步落地，项目储备与实物工作量释放，基建投资增速具备支撑。制造业投资方面，设备工器具购置投资增速放缓但仍维持较高水平，与算力需求相关的行业设备购置投资明显增加，高技术产业增速高于制造业整体，其中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，信息服务业投资等实现较快增长，在产业政策引导、转型升级需求的支撑下，高新制造领跑格局有望延续。房地产投资预计仍将处于磨底态势。

图33：固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：按构成看固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

具体来看房地产市场，（1）2026年以来销售端依然承压，但跌幅出现收窄迹象。2026年1-4月，全国新建商品房销售面积同比下降10.2%，较前值收窄0.2个百分点；新建商品房销售额下降

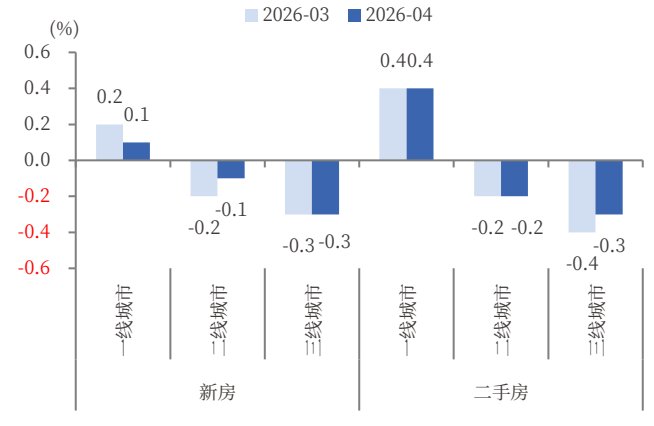
14.6%，较前值收窄 2.1 个百分点。（2）价格端仍处于调整阶段，一线城市率先回暖。环比来看，4 月一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二、三线城市环比降幅收窄或与上月相同。同比来看，新房方面，一线城市降幅收窄、二线降幅持平、三线城市降幅则有所扩大；二手房方面，一、二、三线同比降幅均收窄。（3）投资端延续寻底态势，开工意愿持续偏弱。1-4 月份，房屋新开工面积同比下降 22%，施工面积同比下降 12.1%，竣工面积同比下降 24%。随着政策持续托底、聚焦存量盘活与城市更新，房地产对于经济的拖累效应有望边际下降。

图35：中国房地产销售面积、销售额累计同比增速



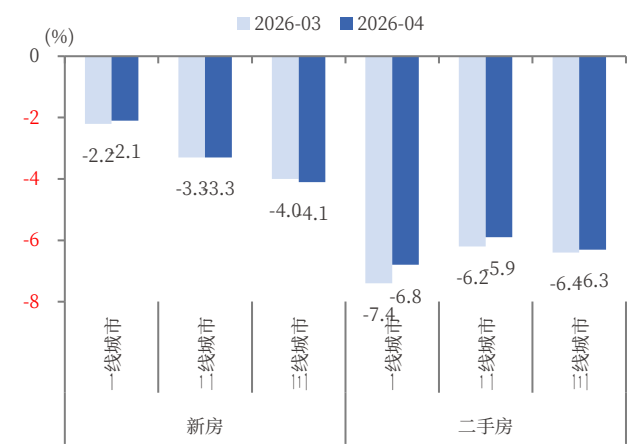
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：中国房屋销售价格指数环比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：中国房屋销售价格指数同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

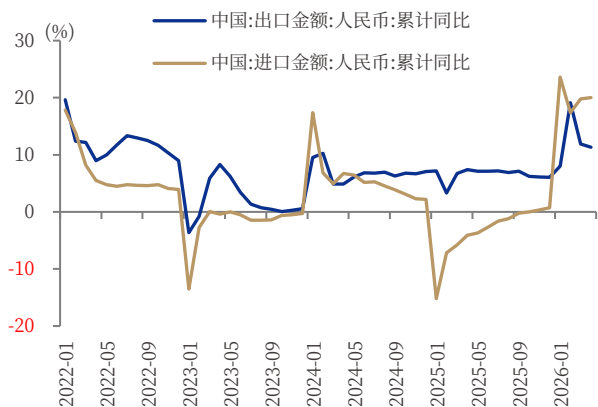
图38：中国房屋新开工、施工、竣工累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

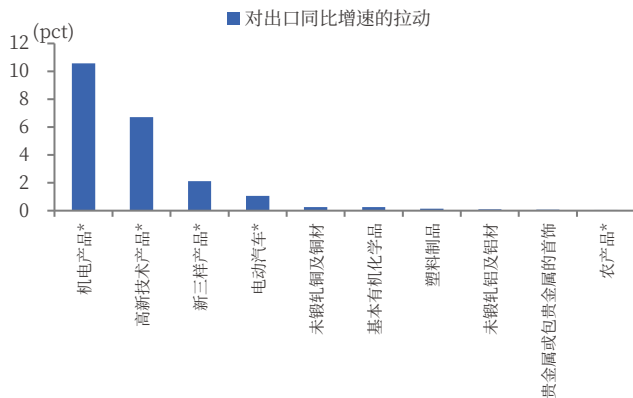
我国出口整体韧性超预期。1-4 月，我国人民币计价出口总额 9.33 万亿元，同比增长 11.3%。结构特征突出，1-4 月，机电产品累计出口 5.92 万亿元、同比增长 17.6%、拉动出口增长 10.58 个百分点，集成电路、算力设备、新能源汽车、锂电池等高附加值产品依托全球 AI 资本开支与能源转型需求高速放量，成为拉动出口的重要动力。多元化市场格局持续优化，1-4 月，我国与东盟贸易增长 15.7%，与欧盟贸易增长 13.2%，对美贸易同比下跌但跌幅收窄，同期，对共建“一带一路”国家合计进出口增长 13.5%。下半年出口有望维持高景气。综合来看，一是我国高技术、高附加值产品出口高景气持续，叠加 AI 产业趋势与能源转型提速下，结构性增长将为出口提供强劲动能；二是全球地缘不确定性扰动下，中国完备的产业链供应链韧性凸显，支撑出口景气延续；三是我国坚定不移扩大高水平对外开放，外贸市场多元化持续推进，为出口增长注入支撑动力。

图39：中国出口金额、进口金额同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：2026年前4月主要商品对出口增速的拉动

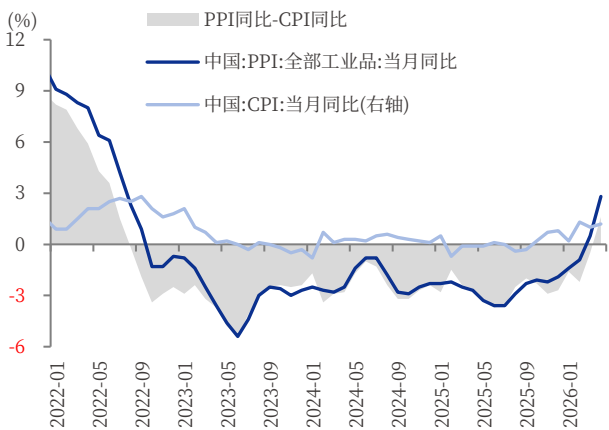


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：带\*品类统计范围交叉，图中仅显示拉动作用居前的主要商品

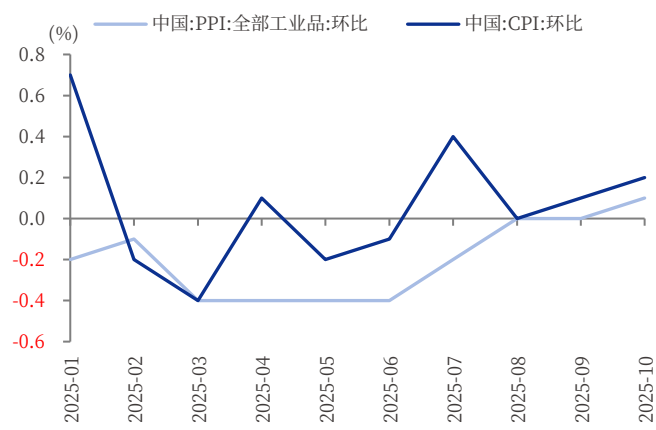
本轮PPI反弹由输入性通胀主导，地缘因素影响下国际原油价格偏高中枢震荡，国内“反内卷”政策持续推进下供给优化，叠加AI相关产业的高景气，有望带动PPI下半年整体维持高位运行。但受制于国内中下游产能过剩、地产周期调整、居民终端需求偏弱，上游原材料成本向下传导受到约束，PPI向CPI的涨价传导空间受限。在服务消费需求持续、“稳定生猪等农产品价格”政策支撑下，CPI有望维持温和回升。PPI-CPI正时剪刀差

图41：中国PPI、CPI同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：中国PPI、CPI环比增速



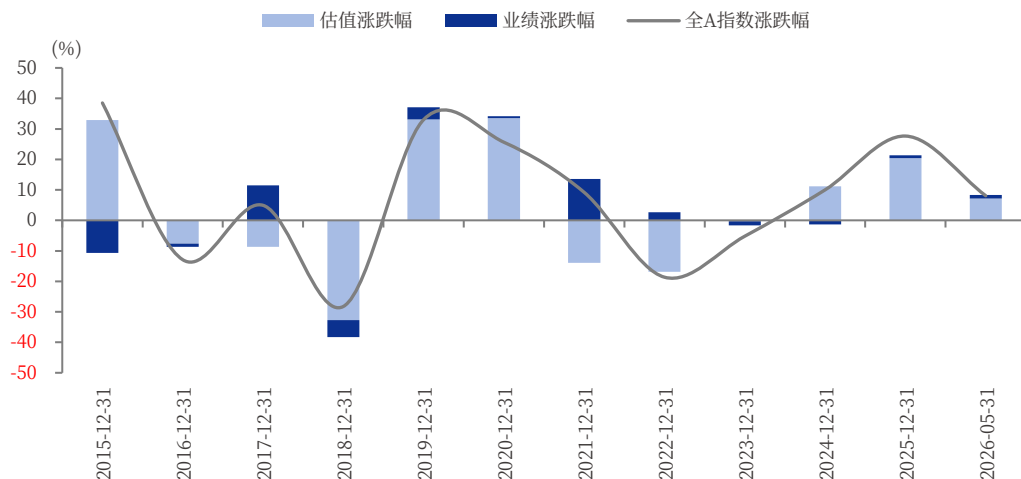
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、A 股市场大势研判

#### (一) 下半年聚焦景气度兑现

2026 年以来，截至 5 月底，全 A 指数累计上涨 8.07%，行情由估值上行与基本面改善共同支撑，估值上行 7.19%，仍是主要拉动力量，盈利实现 1.14%正增长，自 2025 年由拖累项转为正向贡献，且 2026 年以来正向拉动效应提升，A 股市场逐步迈入基本面验证阶段。

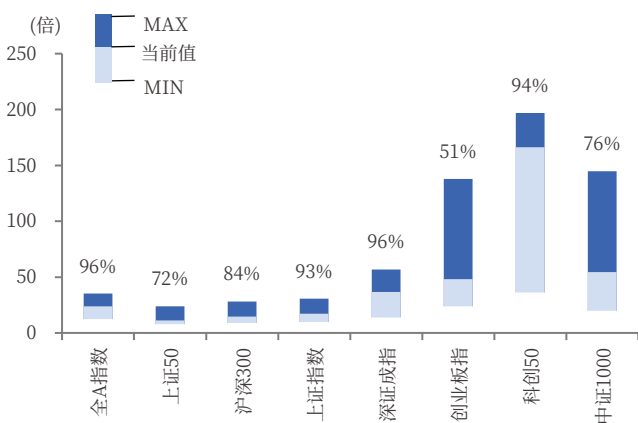
图43: 全 A 指数涨跌幅拆解



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

经历前期的估值修复后，截至 5 月底，全 A 指数 PE(TTM)估值为 23.93 倍，处于 2010 年以来 96%分位数，处于历史较高水平；全 A 指数 PB(L) 处于历史中位水平。全 A 股债利差为 2.4704%，位于 3 年滚动均值 (3.2989%) -1.53 倍标准差附近，处于 2010 年以来 42.91%分位数水平。纵向对比 A 股自身，估值已处于历史中高位水平，但横向对标全球主流权益市场，A 股估值绝对值依然处于中等偏低水平。

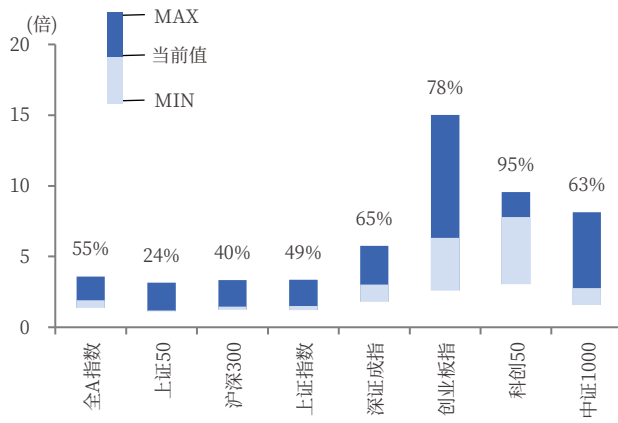
图44: 主要宽基指数市盈率估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

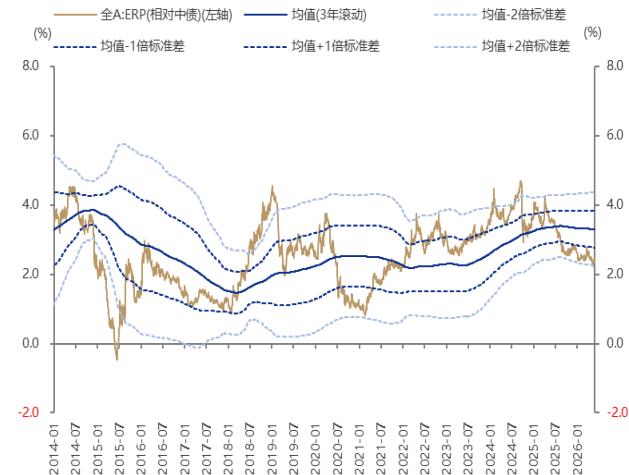
注: 标签为 2010 年以来的分位数, 数据截至 2026 年 5 月底, 下同

图45: 主要宽基指数市净率估值及分位数



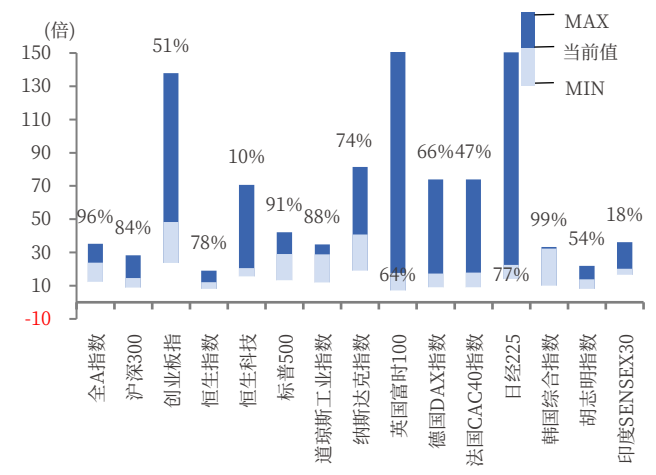
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 全A指数相对10年期国债收益率的风险溢价率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

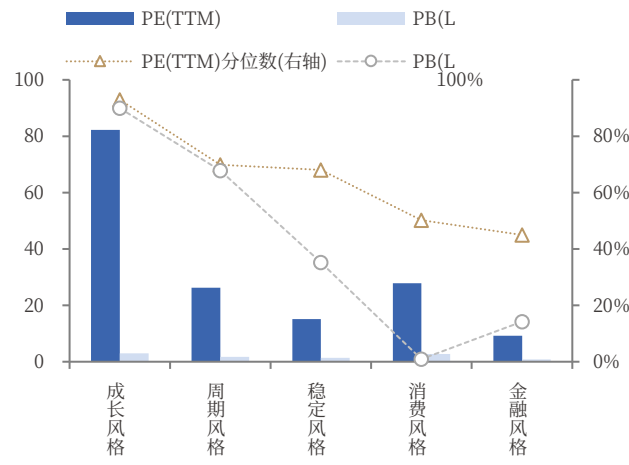
图47: 全球主要权益市场 PE 估值对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

市场内部估值结构分化进一步加剧。科技成长板块依托产业预期催化与资金热度驱动，估值分位数整体偏高，考虑到产业趋势突破与业绩高景气特征，后续关注盈利兑现水平对估值的消化。而金融板块与部分消费行业估值处于历史较低水平，具备估值安全垫。

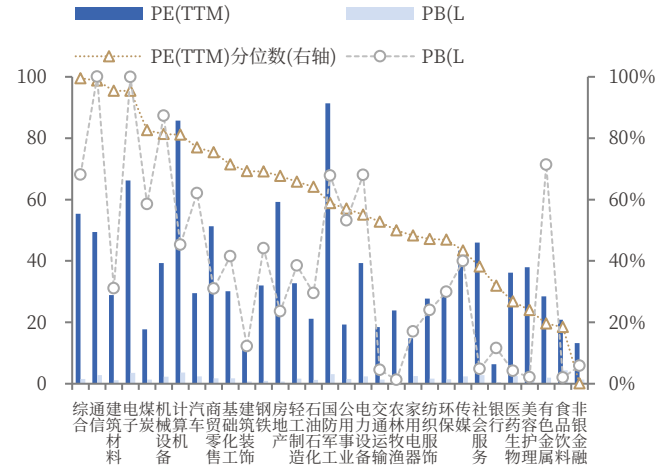
图48: 五大风格指数估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 分位数指标为 2010 年以来的分位数, 数据截至 2026 年 5 月底, 下同

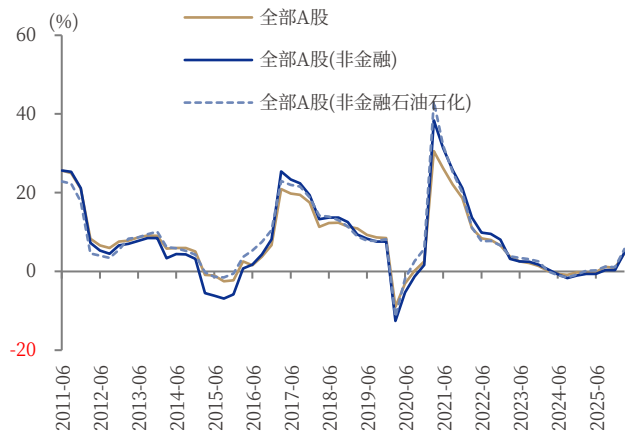
图49: 一级行业指数估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

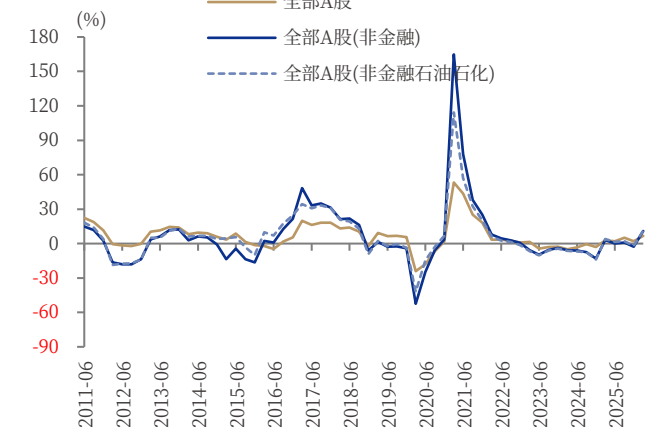
**展望下半年，行情驱动力将由前期估值修复逐步切换至景气兑现。**从一季度来看，全A非金融盈利水平回升，核心盈利能力逐步修复。2026年一季度，全A/全A非金融/非金融石油石化营收同比增速分别为4.69%、4.81%、5.69%，较上年全年分别+3.76pct、+4.44pct、+4.64pct；全A/全A非金融/非金融石油石化归母净利润同比增速分别为6.76%、10.98%、11.26%，较上年全年分别+4.79pct、+13.72pct、+13.16pct。

图50: A股营业收入累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: A股归母净利润累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高景气集中在 TMT 板块、中游制造与上游资源板块。2026 年一季度，TMT 板块、中游制造板块归母净利润同比增速分别为 31.46%、24.10%，增速较上年全年+9.17pct、+1.71pct。上游资源板块一季度业绩显著改善，归母净利润同比增速为 37.40%，扭转了上年全年的负增长态势。相比之下，金融板块业绩持续正增长但增速有所回落，地产链、可选消费板块盈利降幅收窄，必需消费板块降幅扩大。

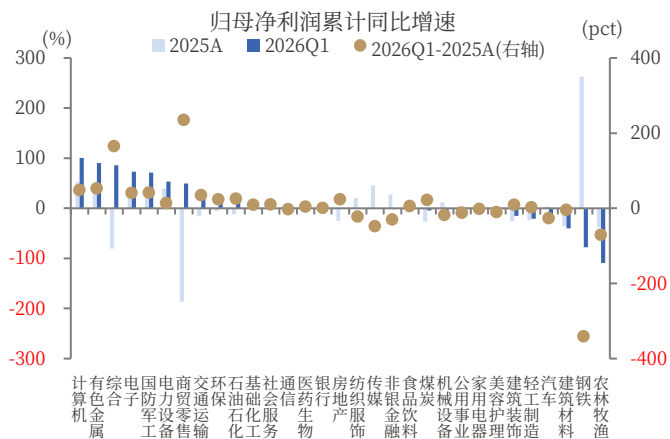
表4: 大类板块营收累计同比增速、归母净利润累计同比增速

板块	营业收入累计同比增速 (%)					归母净利润累计同比增速 (%)				
	2025Q3	2025A	2026Q1	2026Q1-2025A	2024年以来走势	2025Q3	2025A	2026Q1	2026Q1-2025A	2024年以来走势
上游资源	-3.61	-0.97	8.64	9.61		-4.75	-0.38	37.40	37.78	
中游制造	6.85	8.00	16.72	8.72		16.68	22.39	24.10	1.71	
地产链	-6.37	-8.15	-7.77	0.38		-21.88	-298.69	-27.43	271.26	
必需消费	0.63	-0.74	-0.73	0.01		-3.09	-14.25	-19.27	-5.02	
可选消费	5.50	4.80	4.90	0.11		1.57	-10.16	-7.37	2.79	
金融	4.85	3.54	3.27	-0.28		9.52	6.80	2.21	-4.59	
TMT	11.83	12.29	15.95	3.65		23.32	22.30	31.46	9.17	
基础设施	0.40	1.02	2.78	1.75		2.10	-1.41	9.07	10.48	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

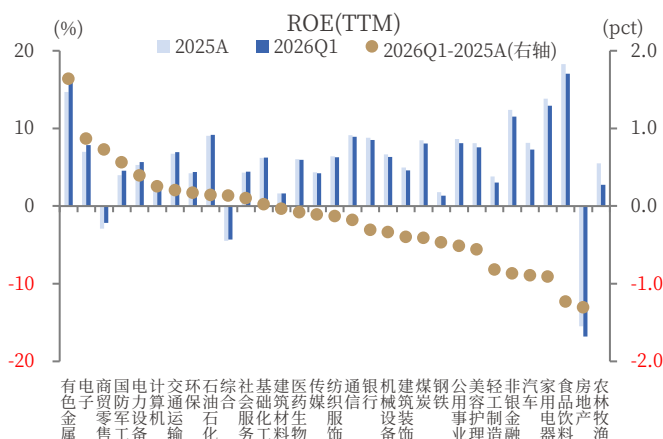
一级行业方面，2026 年一季度，计算机（100.56%）、有色金属（90.61%）、电子（72.89%）、国防军工（70.90%）、电力设备（53.37%）等行业归母净利润同比增速居前；从 2026 年一季度归母净利润同比增速较 2025 年全年的边际变化来看，商贸零售（+235.47pct）、有色金属（+52.81pct）、计算机（+48.66pct）、国防军工（+42.32pct）、电子（+41.17pct）、交通运输（+35.03pct）改善明显。

图52：一级行业归母净利润累计同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图53：一级行业 ROE (TTM)

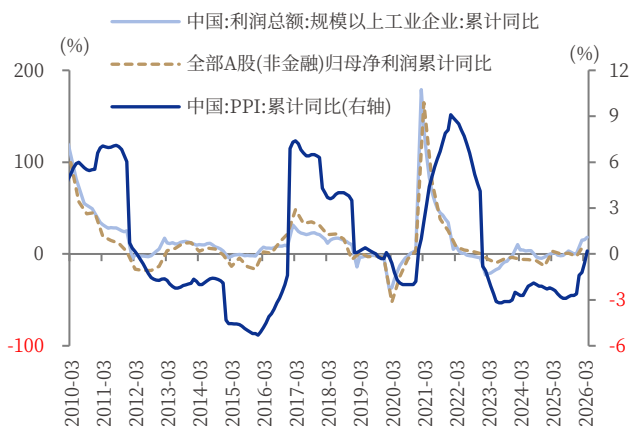


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

4月规上工业利润数据进一步延续并印证一季报盈利格局。2026年1-4月，规模以上工业企业利润总额同比增长18.2%，前值15.5%，其中4月单月利润同比增长24.7%，盈利增速向上。其中，有色、化工、石油等上游资源品与中游加工业盈利改善，电子设备等科技与高端制造板块呈现高景气，而部分传统加工与消费品制造行业仍然承压。展望下半年，PPI相对高位运行态势下，工业企业利润增速具备支撑，上中游板块有望更多受益，AI链高景气持续将是企业利润的结构性亮点。

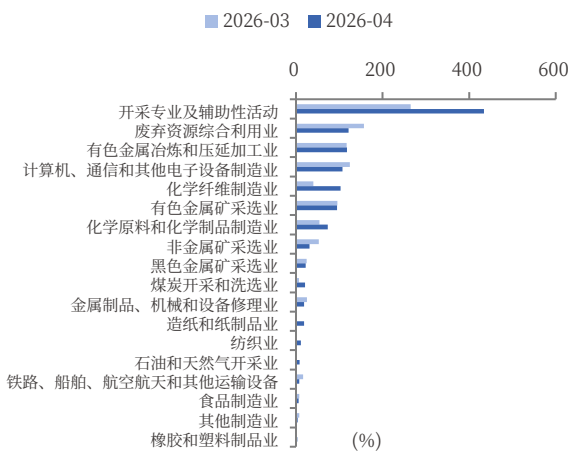
映射至A股层面，展望下半年，盈利增速将延续上行趋势，重点关注内部结构性拉动，建议围绕盈利线索深挖景气持续上行的细分领域。

图54：PPI、工业企业利润与A股盈利累计同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图55：1-4月规模以上工业企业利润同比增速靠前的细分领域



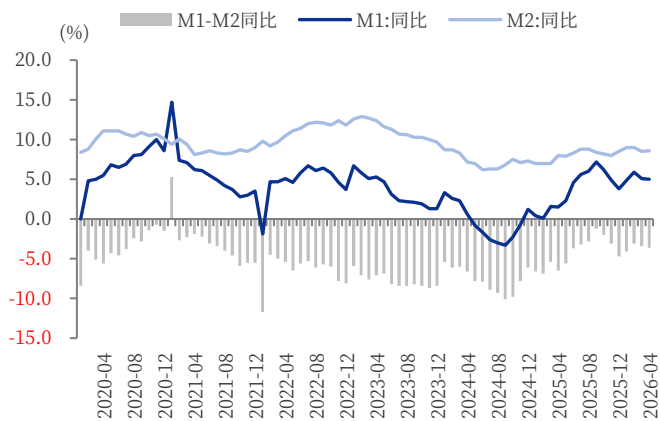
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）资金面仍有支撑，关注结构性特征

宏观流动性整体有望保持充裕。政策基调来看，货币政策延续适度宽松。4月中央政治局会议指出要精准有效实施适度宽松的货币政策，增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕，一季度央行货币政策执行报告延续这一表述。目前适度宽松货币政策持续显效，一方面，截至4月末，社融规模存量、M1、M2分别同比增长7.8%、5.0%、8.6%，M1-M2剪刀差为-3.6%，相比2025年显著收窄，体现资金活化程度提高；另一方面，利率低位运行，截至5月末，政策利率维持在1.4%的历史低位，1年期、5年期LPR分别为3%、3.5%，DR007自年初以来小幅波动下行至1.34%，10年期国债收益率下行至1.71%。但同时，4月政治局会议与央行一季度货币政策执行报

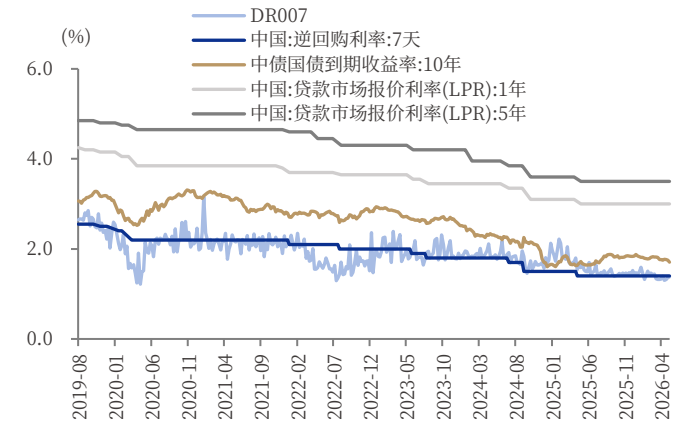
告中均未再提及“降准降息”，或考虑到地缘政治、供给冲击和输入型通胀三大外部风险，从央行各项工具流动性投放情况来看，5月净投放-3809亿元，不及去年同期，且自3月以来净投放连续为负，市场对货币政策总量宽松的预期逐渐产生边际变化。整体上，结合我国经济稳中向好的基础仍待巩固，扩大内需的战略基点不变，以及美联储降息预期减弱、输入型通胀压力显现等外部影响，我们认为2026年宏观流动性整体或保持稳定，仍能为资金面提供支撑。

图56: M1、M2剪刀差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图57: 利率环境



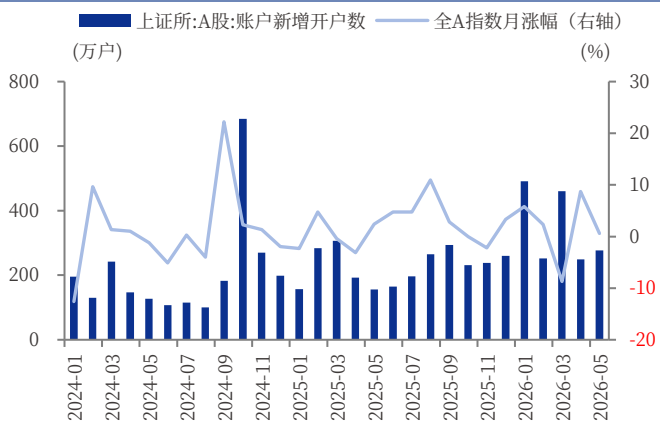
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 1. 个人投资者

2026年至今，个人投资者加速入场趋势延续，波动加大。2026年1-5月，上交所A股月均新增开户数345.94万户，增量较去年同期增长1月、3月新增开户数均超过400万户，其中1月创2024年10月以来的次高，为491.58万户。与2025年相比，个人投资者脉冲式入场的特征更明显，资金面与市场涨跌呈现非线性共振，但整体热度仍不减。

杠杆资金方面，两融余额持续创新高，反映市场交投情绪升温。截至2026年5月31日，两融余额已突破2.9万亿元，较上年末增长14.63%，整体走势与全市场高度相关。监管方面于1月将融资保证金比例由80%上调至100%，杠杆率从1.25倍降低至1倍，体现对潜在的市场过热风险的防范，有利于引导市场交易长期理性发展。同时，两融余额占A股流通市值、成交额分别为2.78%、9.37%，仍处于历史中枢水平，低于2015年峰值。我们认为目前市场行情仍处于慢牛的总体逻辑之中，结合市场情绪、监管导向与目前杠杆水平来看，预计两融余额有望保持平稳增长，同时，杠杆资金对市场结构性波动的放大效应也值得关注。

图58: 上交所A股新开户数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图59: 两融余额走势



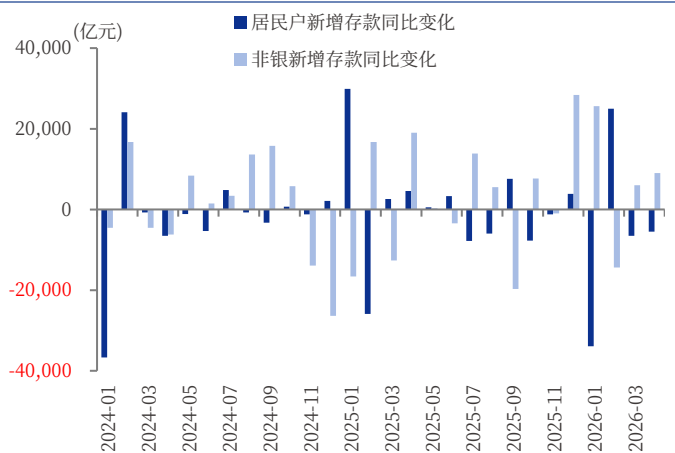
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

居民存款搬家持续演绎，仍有望为市场带来潜在增量资金。2025年以来，规模较大的中长期定期存款到期重定价，市场迎来居民资产再配置机遇，资管产品规模快速增长。根据央行在2025年四

季度货币政策执行报告的披露，2025 年资管产品源于住户和企业等实体部门的资金余额为 56.3 万亿元，同比增长 9.7%，比 2023 年末高 7.9pct，比同期住户和企业存款增速高 2.4pct。2026 年 1-4 月，居民存款累计同比少增 2.09 万亿元，而非银存款累计同比多增 2.62 万亿元，显示存款搬家仍在继续。展望 2026 年，我国低利率环境延续，1 年期定期存款挂牌利率已降至 0.95%，预计存款脱媒趋势仍将演绎。

在资产配置选择上，虽然银行理财仍为目前居民偏好的主要投资渠道，但 2024 年以来，居民对基金信托、股票的投资意愿分别提升至 27.5%、18%。考虑到本轮存款搬家规模与趋势，并结合历史上居民储蓄占全 A 总市值的比重来看，居民后续通过多种渠道入市的潜力仍可期。进一步看，不同群体的资产再配置规模、需求与偏好存在差异，高净值人群或为居民资金入市主要力量，2025 年以来私募基金和私募资管规模增速的明显提升一定程度体现上述差异。节奏方面，一季度部分存款再配置需求迎来相对集中释放，后续居民入市可能在市场震荡上行中的整理阶段与赚钱效应明显时脉冲式推进。

图60：居民户和非银行业金融机构人民币存款增量变化



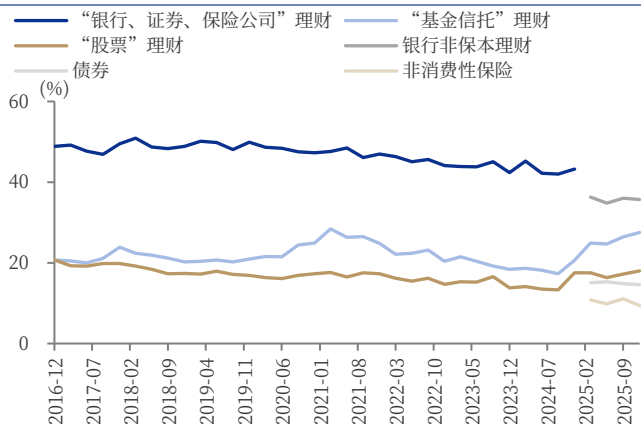
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图61：居民储蓄与全 A 总市值的比值仍处在相对高位



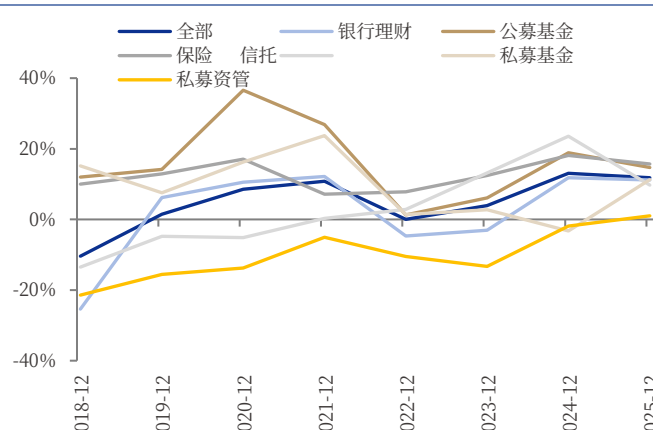
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图62：各类投资渠道占居民投资意愿比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图63：资管市场规模增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：信托产品规模数据截至 2025 年 6 月 30 日。

## 2. 机构投资者

公募基金方面，主被动权益类基金发行规模有所分化，主动型提速明显。2026 年 1-5 月，权益类基金合计发行 2383.29 亿份，较去年同期增长 41.05%。其中，主动权益类基金发行 1625.69 亿份，较去年同期增长 287.43%，而被动型基金发行 757.60 亿份，较去年同期下降 40.35%。从基金

净值来看，2026 年以来权益类基金净值在波动中降低，主要受到被动型基金拖累。截至 5 月末，主被动权益类基金净值规模合计 8.36 万亿元，较年初下降 11.44%，其中，主动权益类基金净值规模 4.08 万亿元，较年初增长 2.86%，被动权益类基金净值规模 4.28 万亿元，较年初下降 21.79%。

图64：权益类基金发行份额

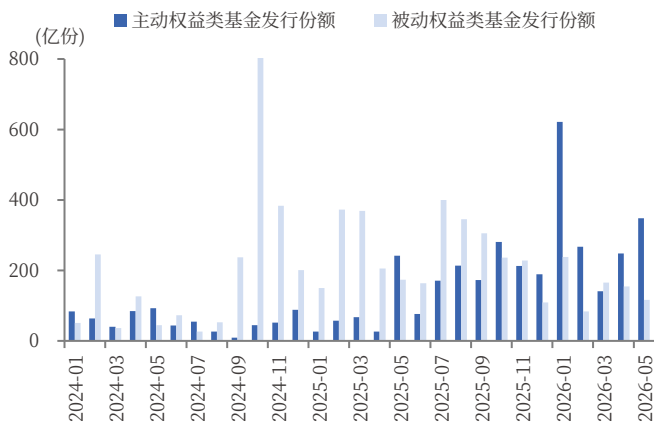
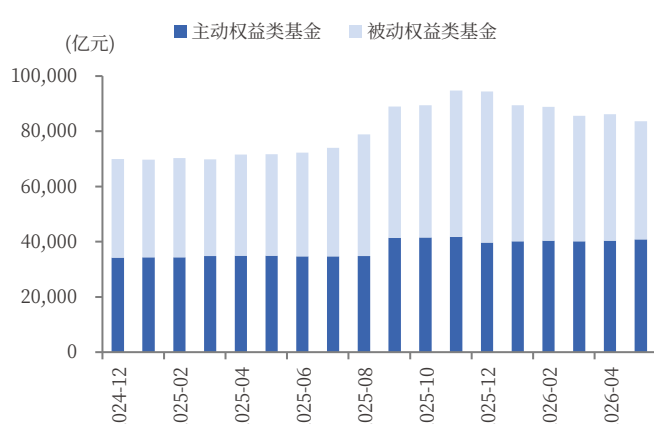


图65：权益类基金资产净值变化



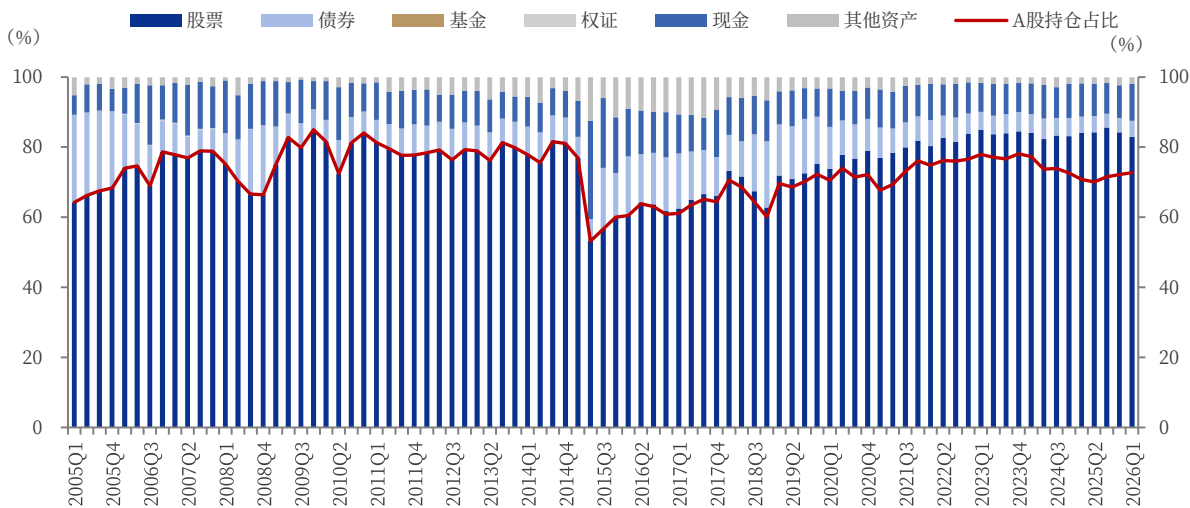
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公募基金发行与净值变化体现市场结构性行情中，投资者更倾向于通过主动管理获取α收益，同时，年初以来宽基指数 ET

主动型基金：从持仓情况来看，截至 2026 年一季度，主动权益类基金持有 A 股市值 2.93 万亿元，较上年末增加 0.02 万亿元，增长 0.78%。同时，对 A 股配置在主动型基金资产配置中占比持续提升，2026 年一季度较上年末提升 0.57pct 至 72.76%，反映公募机构对 A 股配置热度不断升温。2025 年初，监管明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%，若以 2025 年末持股规模计算，对应 2026 年增量资金超过 7000 亿元。

图66：主动偏股型基金资产配置比例



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

被动型基金：年初以来宽基 ET

全市场股票型 ET

变动为-1.45 万亿元。时间节奏上看，赎回集中出现在 1 月，5 月次之，期间分别申赎净流出 7800.97 亿元、3098.95 亿元。产品结构上看，宽基指数大规模赎回导致在股票型 ET

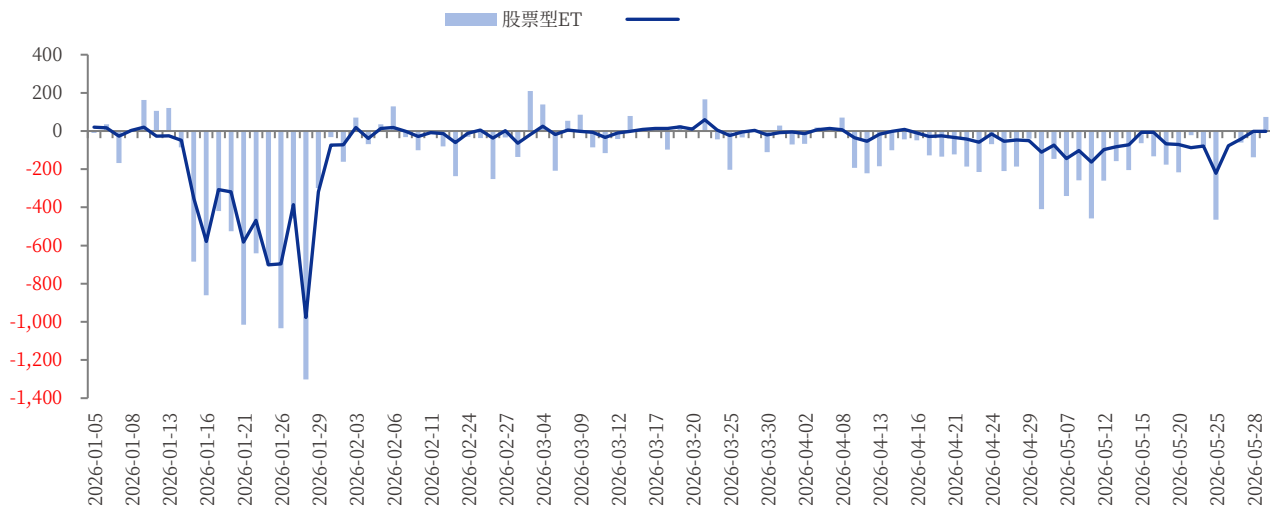
主题指数、行业指数占比提升。5 月末，宽基指数 ET

占股票型 ET

规模占比分别较年初提升 16.49pct、4.22pct，分别达到 37.96%、11.34%。1-5 月主题指数 ET 中，科技、医药主题 ET 特征。

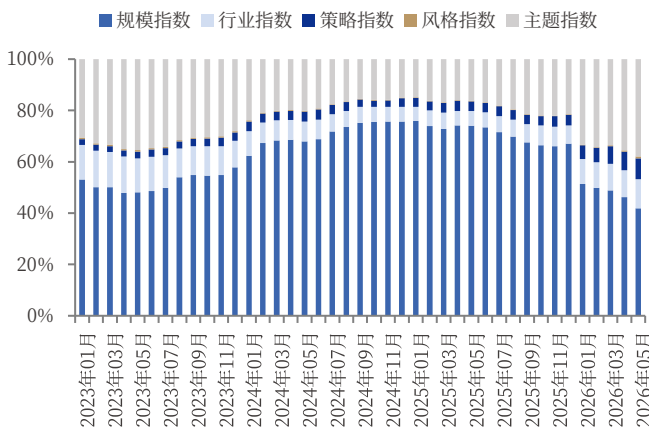
展望下半年，被动资金再流入的空间打开，且近期 ET 金进一步大规模压降的空间不大。目前，股票型 ET 至 6 月 15 日，当月申赎净流出规模 32.54 亿元，较前期显著收敛。

图67：2026 年初以来股票型 ET

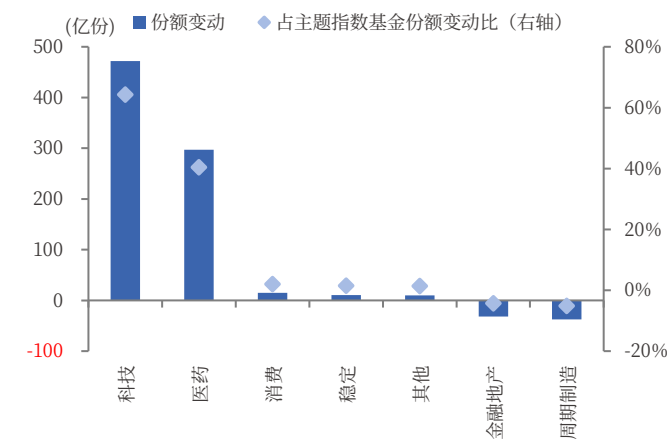


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图68：各类股票型 ET



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

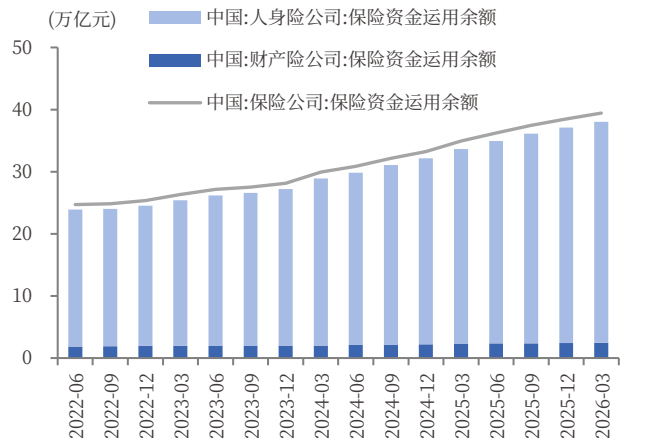


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

险资方面，权益类资产配置比例稳中有升。保险公司资金运用余额规模持续扩张，截至 2026 年一季度达到 39.44 万亿元，同比增长 12.9%。其中，财产险、人身险公司资金运用于股票的规模分别为 2337.59 亿元、3.60 万亿元，分别同比增长 26%、27%，均高于全部资金运用余额增速，股票投资占比分别为 9.46%、10.14%，分别较年初小幅提升 0.07pct、0.02pct。除股票外，将证券投资基金和长期股权投资也包含在内的广义权益投资资金运用口径来看，财产险、人身险公司权益投资占比分别为 23.21%、23.37%，分别较年初提升 0.28pct、0.34pct。

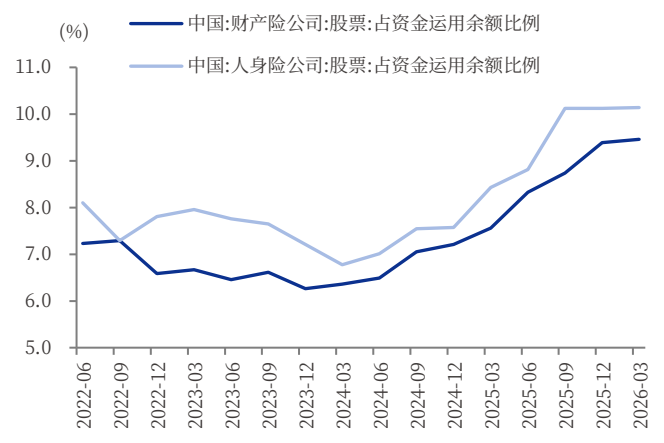
险资权益资产配置未来提升空间仍足。根据 2025 年 4 月 8 日金融监管总局发布的《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，保险公司权益类资产账面余额占比最高提升至 50%。按广义口径计算，截至 2026 年 4 月末，财产险、人身险公司权益类投资余额占上季度末资产总额的比例分别为 17.37%、22.25%，综合偿付能力充足率分别为 242.6%、170.7%，根据监管要求，对应的权益类投资占总资产比例上限均为 30%，相比之下仍有增配空间。

图70：保险资金运用余额变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

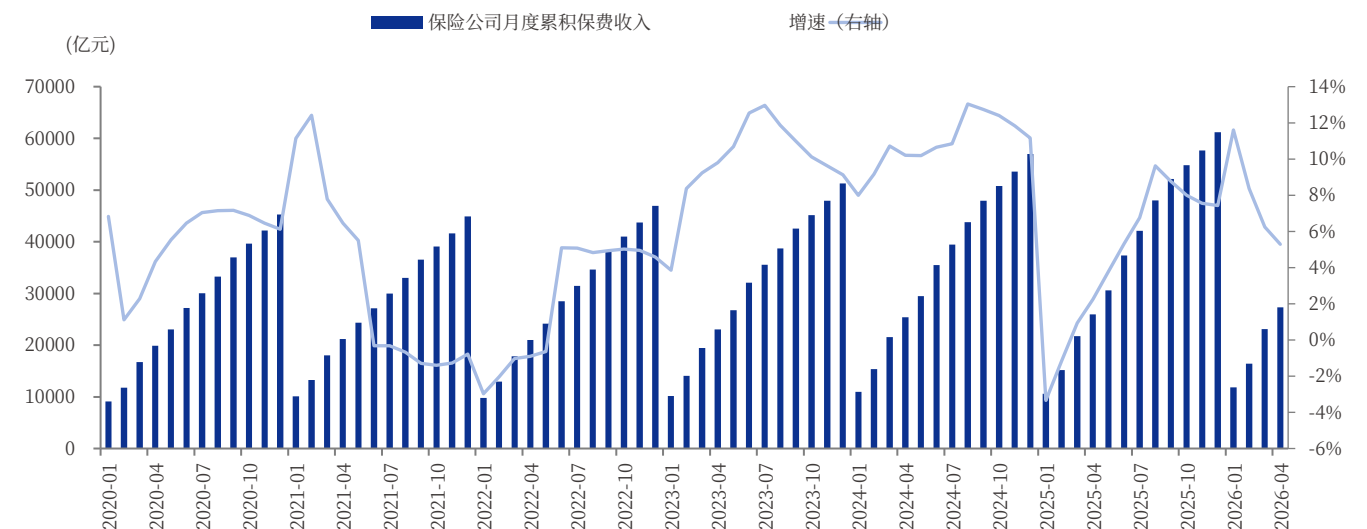
图71：股票占保险公司资金运用余额比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

作为中长期资金的代表之一，险资入市趋势不变，长线增量有望稳步落地。从资金来源看，2025 年初《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提出的力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股。2026 年 1-4 月保险公司保费收入累计达到 2.73 万亿元，同比增长 5.3%，增速高于去年同期，持续为险资入市提供相对稳定的增量现金流。从监管制度来看，2025 年以来，促进中长期资金入市政策频出，针对险资发布了包括提高权益资产配置比例上限、扩大长投试点范围、调整偿付能力监管规则、调降股票投资风险因子、完善长周期考核机制等措施。险资入市制度化安排不断完善，在低利率环境与优质资产荒延续的背景下，险资增配权益资产为大势所趋。根据中国银行保险资产管理业协会公布的 2026 年保险机构资产配置展望调查结果，大部分保险机构有意愿增配股票资产，且计划小幅增配 A 股。

图72：保险公司保费月度累积保费收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表5：保险资管机构和保险公司各类资产配置计划（公司占比）

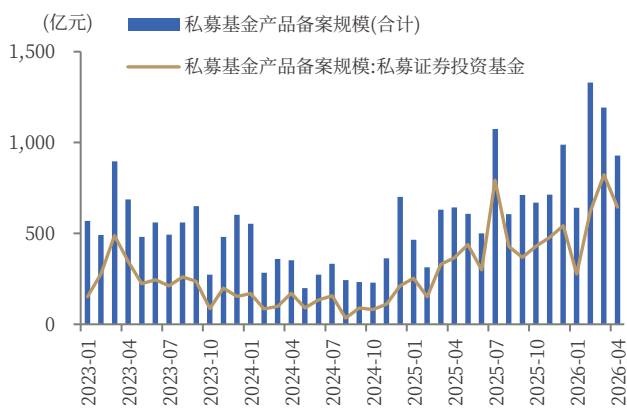
配置调整计划	保险资管机构					保险公司				
	银行存款	债券	股票	证券投资基金	其他	银行存款	债券	股票	证券投资基金	其他
大幅增加（20%以上）	0.00%	0.00%	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	3.30%	2.20%	1.10%
较大幅增加（10%-20%）	0.00%	0.00%	5.41%	8.11%	0.00%	2.20%	3.30%	1.10%	0.00%	0.00%
适度增加（5%-10%）	0.00%	13.51%	24.32%	8.11%	10.81%	0.00%	12.09%	26.37%	26.37%	8.79%
微幅增加（0-5%）	2.70%	21.62%	40.54%	27.03%	8.11%	1.10%	10.99%	36.26%	25.27%	18.68%
基本不变	62.16%	48.65%	27.03%	56.76%	51.35%	68.13%	42.86%	30.77%	36.26%	41.76%
微幅减少（0-5%）	24.32%	10.81%	0.00%	0.00%	24.32%	19.78%	20.88%	1.10%	7.69%	20.88%
适度减少（5%-10%）	2.70%	5.41%	0.00%	0.00%	5.41%	3.30%	7.69%	1.10%	1.10%	5.49%
较大幅减少（10%-20%）	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.30%	0.00%	0.00%	1.10%	2.20%
大幅减少（20%以上）	5.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	1.10%	0.00%	0.00%	1.10%

资料来源：中国银行保险资产管理协会，中国银河证券研究院

私募基金方面，产品备案数量与规模加速增长。2026年1-4月，新备案私募基金产品数量7850只，较上年同期增加2896只；新备案私募基金产品规模4092.21亿元，与上年同期相比接近翻倍。其中，私募证券投资基金产品备案通过数量5427只，较上年同期增加1862只，私募证券投资基金备案规模2362.85亿元，较上年同期增长114%，增幅均进一步提升。截至2026年4月末，存续私募证券投资基金8.27万只，较上年末增加2315只，存续规模7.85万亿元，较上年末增加7659亿元，增长13%。

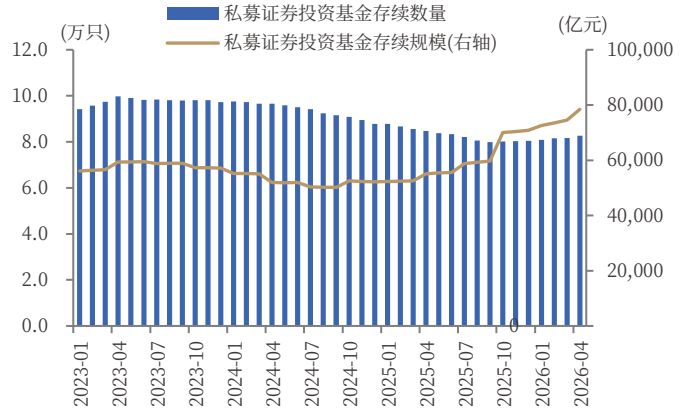
全年来看，私募基金规模有望有序持续扩容。居民存款搬家趋势延续，其中高净值人群权益资产配置能力与意愿更强，有望成为私募基金增量资金的重要来源。AI大模型快速发展助力量化投资策略优化迭代，技术红利有望持续释放，同时，高景气板块的赚钱效应仍存，有望共同推动私募基金继续活跃。监管与风控强化也为私募基金行业规范发展创造良好的环境。6月5日国务院办公厅发布《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，强调扶优限劣相关要求的落实，未来将完善私募基金领域“N+X”规则体系，加强分级分类监管、穿透式监管，提升监管效能，并加大对符合国家战略、合规运行的私募基金的支持力度。未来，私募基金在面临扩容机遇的同时将更强调合规募集、穿透披露、托管与风险处置闭环。

图73：2023年以来私募基金产品新备案规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图74：2023年以来私募基金管理规模变化



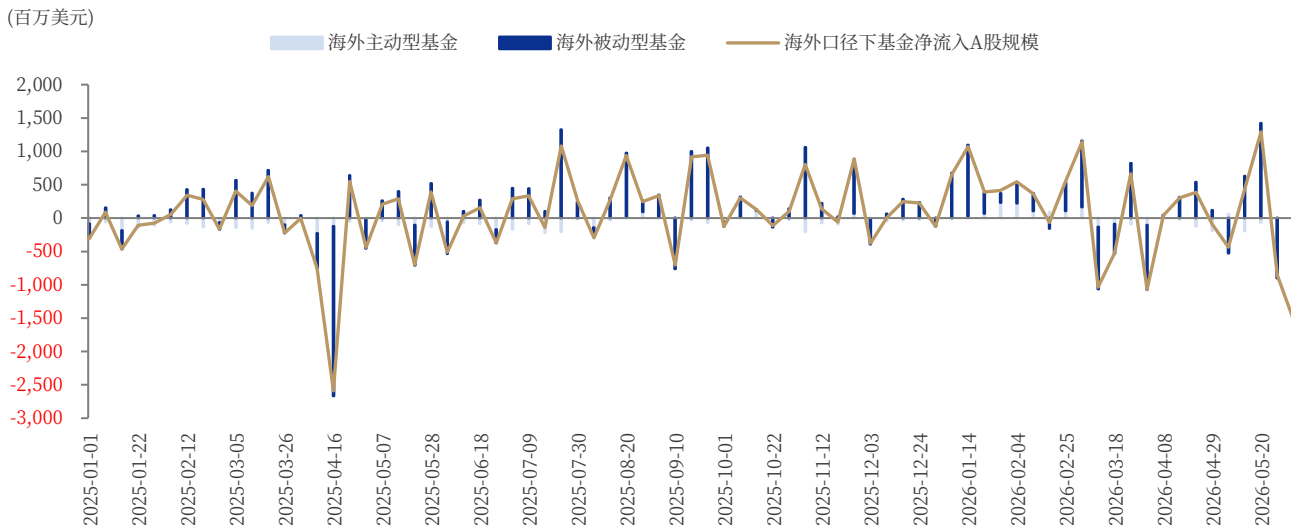
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3. 外资

外资流入A股趋势延续，波动加大。根据EP规模累计约3.83亿美元，与去年同期的-24.11亿美元相比，呈现显著修复。但与2025年相比，外资流入的短期波动性更明显，6月初外资单周（2026.05.27-2026.06.03）净流出15.27亿美元，为2025年4月关税战爆发以来的次高净流出规模；2026年至今单周净流入/流出规模超过10亿美元

的频率已明显高于 2025 年全年。从行业分布来看，科技行业受青睐突出，高景气的 AI 产业链相关行业对外资吸引力仍强。

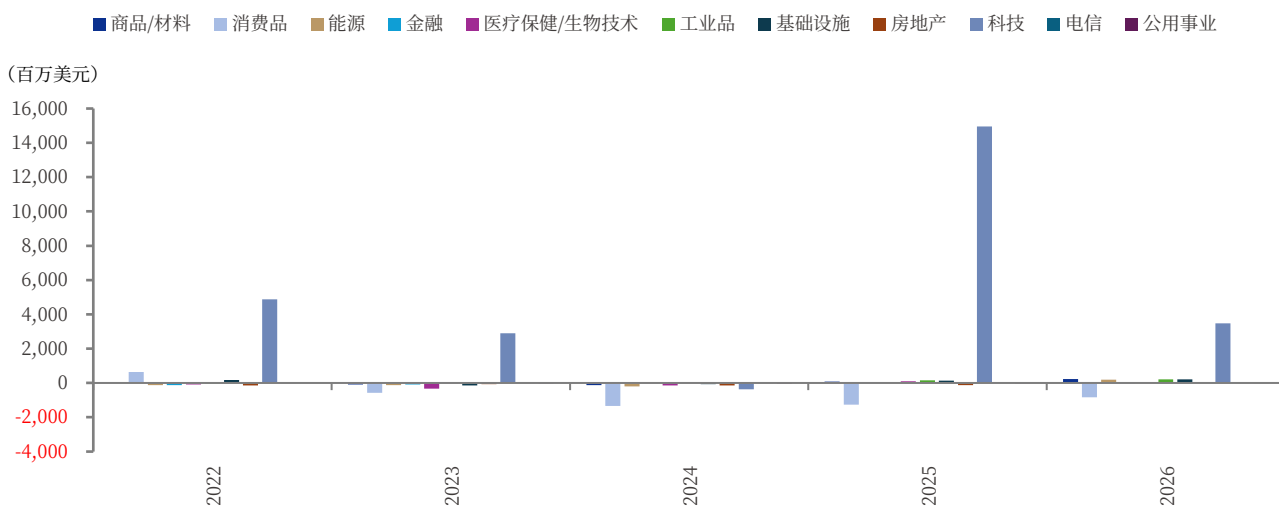
图75: 外资净流入 A 股规模



资料来源: EP

注: 截至 2026 年 6 月 3 日

图76: 外资流向 A 股市场年度聚焦统计



资料来源: EP

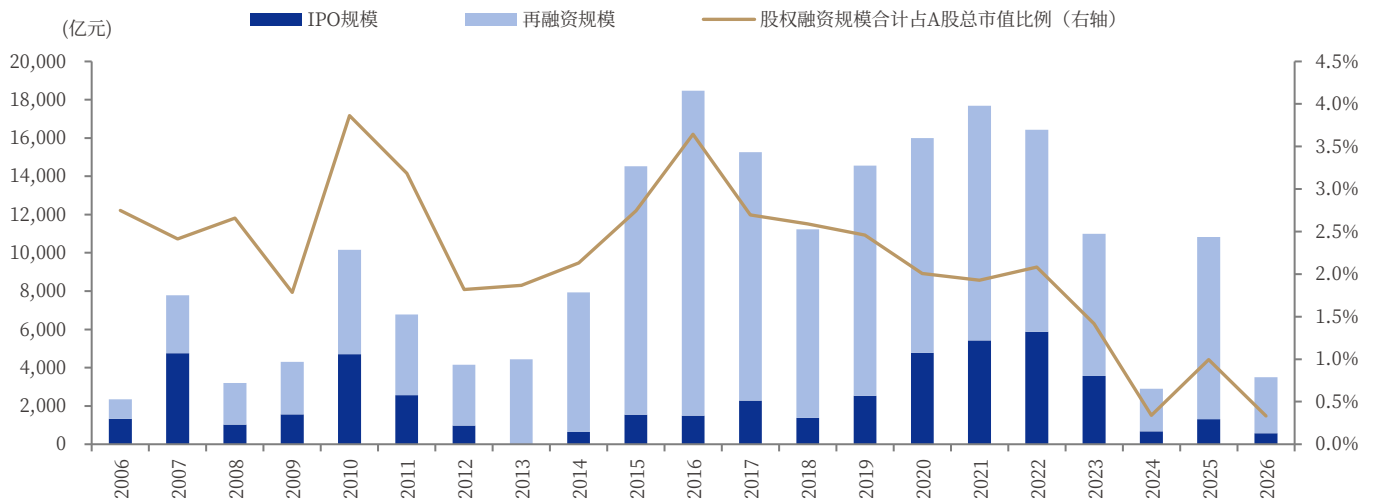
注: 截至 2026 年 6 月 3 日

展望 2026 年下半年，外资净流入可期但节奏或有反复，将继续强化结构性行情。宏观环境层面，上半年人民币处于温和升值通道，下半年汇率水平有望保持韧性；产业发展层面，硬科技产业链高景气延续，业绩预期向好，有望持续吸引外资流入；估值层面，A 股估值水平相对全球市场性价比仍存；政策层面，资本市场制度型开放不断深化，为外资流入创造更加便利的条件。但同时，地缘冲突、美国通胀压力、美国 11 月中期选举、全球主要经济体关税政策不确定性等风险因素仍存，或将影响外资流入节奏、放大波动。

#### 4. 资金需求侧

关注大额募资 IPO 对市场流动性的短期抽水效应，但整体韧性仍存。近两年，IPO 发行审核向新质生产力倾斜，优质科创企业密集过会。2025 年 2 月，证监会出台《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，明确支持优质科技型企业发行上市；2026 年 4 月，证监会再出台《关于深化创业板改革，更好服务新质生产力发展的意见》，提出积极支持优质未盈利创新企业和新型消费、现代服务业等领域优质创新企业在创业板发行上市。截至 6 月 15 日，今年已有 58 家企业 IPO 审核通过。目前已过会但暂未发行上市的公司中，有 7 家预计募资金额超过 20 亿元，且多为科技板块公司；其中 1 家达到 295 亿元，IPO 规模位于 A 股历史前列。若年内多家大额 IPO 上市，短期内或对流动性形成一定冲击，尤其是科技相关板块。纵观历史，A 股市场已显著扩容，当前股权融资规模占全 A 总市值的比例处于低位，预计大型 IPO 带来的流动性压力整体可控。

图77：A 股股权融资规模及占全市场总市值比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：数据截至 2026 年 5 月 31 日

表6：募资资金规模超过 20 亿元的 IPO 审核过会暂未发行公司（截至 2026 年 6 月 15 日）

公司名称	省份	城市	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(亿元)	交易所
长鑫科技集团股份有限公司	安徽省	合肥市	2026/5/27	科创板	668808.86	295.00	上海
粤芯半导体技术股份有限公司	广东省	广州市	2026/6/15	创业板	78853.05	75.00	深圳
上海燧原科技股份有限公司	上海	上海市	2026/6/15	科创板	4303.52	60.00	上海
宇树科技股份有限公司	浙江省	杭州市	2026/6/1	科创板	4044.64	42.02	上海
深圳嘉立创科技集团股份有限公司	广东省	深圳市	2026/5/12	主板	6200.00	42.00	深圳
天博智能科技(山东)股份有限公司	山东省	济宁市	2026/6/12	主板	3000.00	20.57	上海
哈尔滨思睿睿智能医疗设备股份有限公司	黑龙江省	哈尔滨市	2023/6/1	科创板	5000.00	20.29	上海

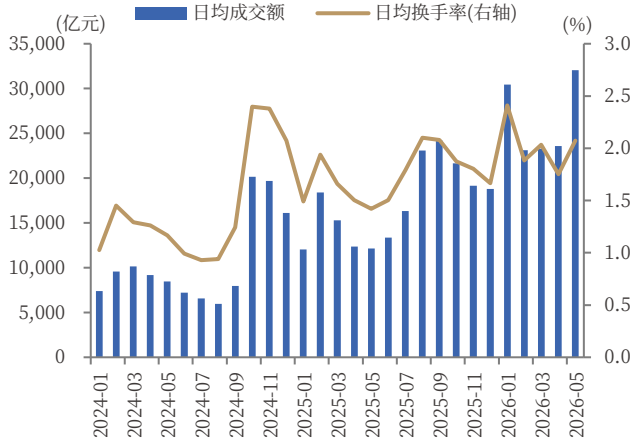
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综上所述，我们认为 2026 年下半年流动性有望保持整体充裕，资金面仍有韧性，公募、私募基金及外资机构资金流入可期，个人投资者直接入市或呈现脉冲式特点。资金偏好结构性特征明显，整体上科技成长板块吸引力更强，同时，险资对优质红利资产仍有配置需求。

### （三）交易集中度释放了哪些信号？

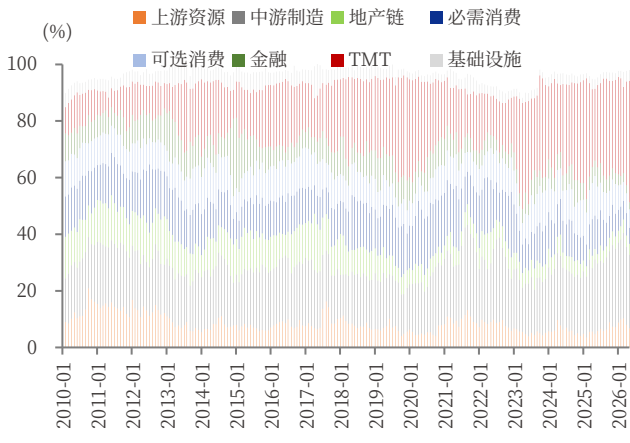
A 股市场交投活跃度维持较高水平，市场成交规模持续扩容，交易氛围整体活跃。同时，交易格局呈现鲜明的结构性特征，AI、算力、半导体等科技成长赛道形成明显资金虹吸效应，电子、通信、电力设备等行业成交占比抬升，TMT 板块成交占比向上突破 40%，中游制造板块交易占比也处于较高水平，而金融、地产、传统消费等板块交易活跃度持续偏弱。

图78：全 A 日均成交额与换手率（月度统计）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图79：主要板块月度成交额占全 A 比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

市场成交向头部个股与高景气行业集中的态势进一步凸显。成交额前 5% 个股的成交占比已接近高位，市场交易向头部标的集中的趋势持续强化，显示出资金行为的结构性分化。但复盘历史，交易集中度并非“见顶即下跌”，后续既可能伴随指数震荡调整，也可能在产业趋势支撑下持续高位运行，如 2021 年新能源赛道主导的结构性行情。

从本轮来看，高成交个股归母净利润累计同比增速上行，且显著高于全 A 整体水平，业绩增速差走阔，反映出本轮交易集中度抬升并非单纯由情绪驱动，而是在产业景气分化的环境下，资金正持续向景气度更高、业绩兑现能力更强的标的聚集。相比来看，过往几轮中，多数情况下，在交易集中度触及高点时，高成交个股盈利增速并未呈现出明确的向上趋势，且对应盈利增速未明显高于全 A 指数，2015 年大盘高位回落，资金才逐步向业绩确定性方向聚集。

图80：成交额前 5% 个股成交占比合计



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图81：成交额前 5% 个股归母净利润累计同比增速

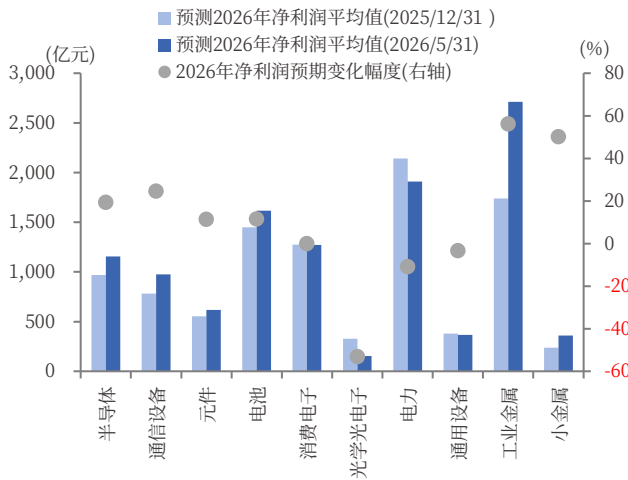


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这一轮高成交个股集中在电子、电力设备、通信等成长行业，半导体、通信设备、元件、电池等细分领域标的居多。从盈利预期来看，截至 2026 年 5 月末，成交额前 5% 个股集中分布的赛道的盈利预测普遍较上年年末上调，行业景气预期持续上修；二级行业中工业金属、小金属、通信设备、半导体等净利润预期上调幅度显著；进一步来看三级细分赛道，数字芯片设计盈利预期上调幅度领

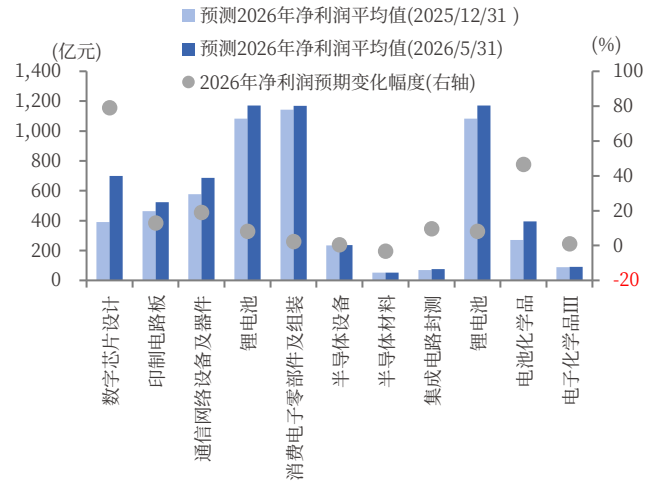
先，电池化学品、通信网络设备及器件、印制电路板、集成电路封测、锂电池等板块盈利预测同步上修，仅少部分细分盈利预期小幅下调，成长板块盈利端共振修复成为资金集中交易的支撑。

图82：成交额前 5% 个股分布集中的二级行业净利润预期变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

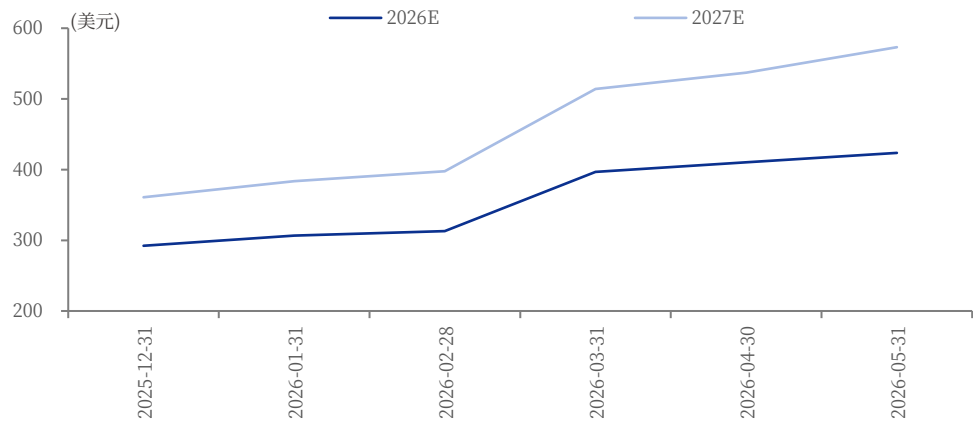
图83：成交额前 5% 个股分布集中的三级行业净利润预期变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

同时，在这一轮景气背后，是全球 AI、算力产业链远期需求预期的集中映射，核心驱动来自全链条中长期景气中枢持续上修。以费城半导体指数作为全球半导体产业链核心观测锚，机构对指数成分股盈利一致预期连续上调，印证这一景气预期驱动逻辑。市场定价围绕远期算力需求扩张、行业景气周期拉长的前瞻判断展开，盈利预测持续上修充分反映市场对 AI 中长期景气度的定价。

图84：费城半导体指数主要每股收益预测



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

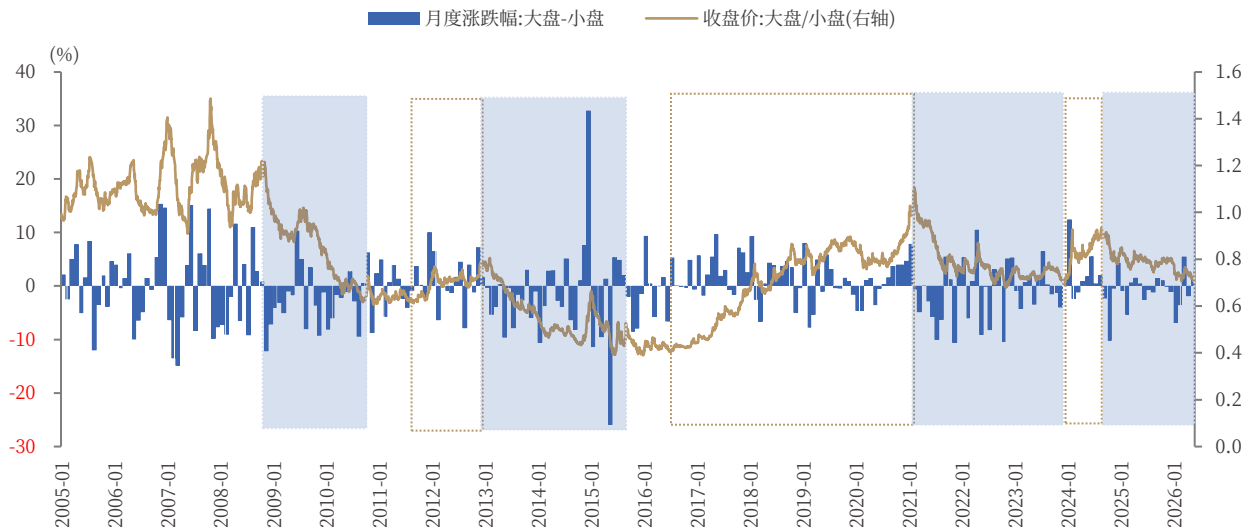
总体来看，上半年市场呈现出总量放量、结构分化的运行特点。展望下半年，市场整体交易格局大概率延续结构性特征，短期需关注情绪过热后的波动放大，板块轮动节奏也会有所加快；但从中期视角分析，本轮市场高活跃度并非单纯由短期情绪驱动，而是依托 AI、算力核心赛道的产业升级与发展红利，后续产业景气与业绩兑现能力将成为个股、板块行情的关键要素，资金也将持续聚焦景气确定性强、业绩落地能力突出的优质标的。

## 四、下半年风格判断

### （一）大盘 VS 小盘

研究大小盘风格转换时，选取沪深 300 全收益、中证 1000 全收益作为研究标的。2024 年 9 月以来，小盘风格整体占优，其中也存在阶段性风格转换。

图85：大小盘风格转换阶段

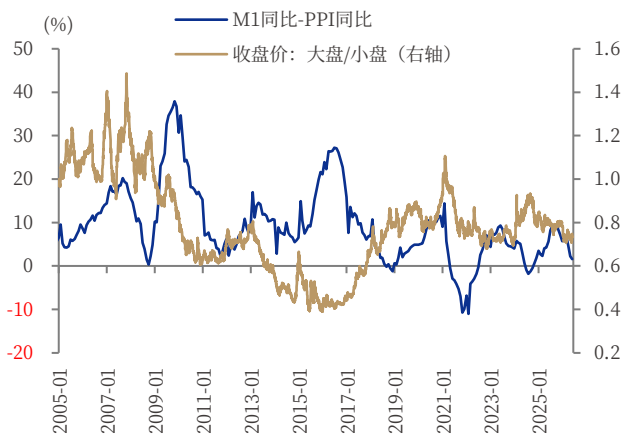


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从宏观流动性来看，剩余流动性指标与资本市场的关联性较强。M1 同比和 PPI 同比之间的差值与大小盘风格转换具有一定的相关性。当剩余流动性指标上升时，小盘风格相对占优；当剩余流动性指标下降时，大盘相对占优。但也存在例外，比如 2009 年底剩余流动性下降，处于小盘股占优的周期中，大盘股并未显现明显优势。

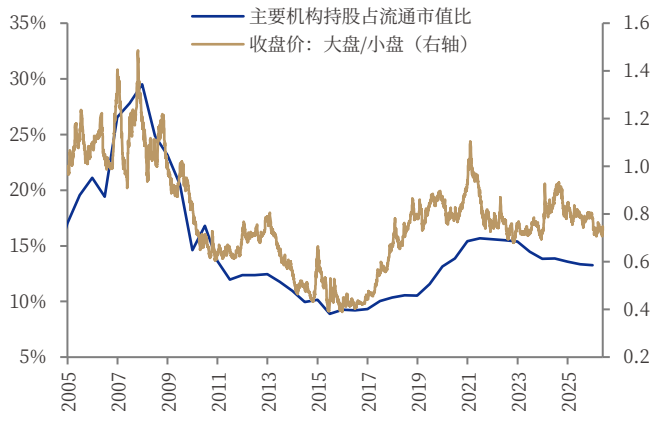
从股市流动性来看，大小盘风格转换与股市资金面关联性较强。在机构资金加速流入时期，大盘风格占优的可能性更大，而在个人投资者情绪较高时期，小盘风格表现较好。相比个人投资者来说，机构投资者倾向于选择市值规模较大、业绩和分红相对稳定的蓝筹股。机构增量资金的流入，相对利好大盘风格。

图86：大小盘风格转换与剩余流动性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图87：大小盘风格转换与主要机构持股市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其中，公募基金作为机构投资者的典型代表，其持股市值占比与大小盘风格占优的相关性较强。

同时，外资的持股偏好也影响着 A 股的市场风格。外资加速流入时期，大盘风格相对占优，而在外资流入放缓或大幅流出时期，小盘风格表现较好。如图所示，外资持股占流通 A 股市值比例与大盘/小盘收盘价比值之间呈现正相关关系。

图88: 大小盘风格转换与公募基金持股市值占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图89: 大小盘风格转换与外资持股市值占比



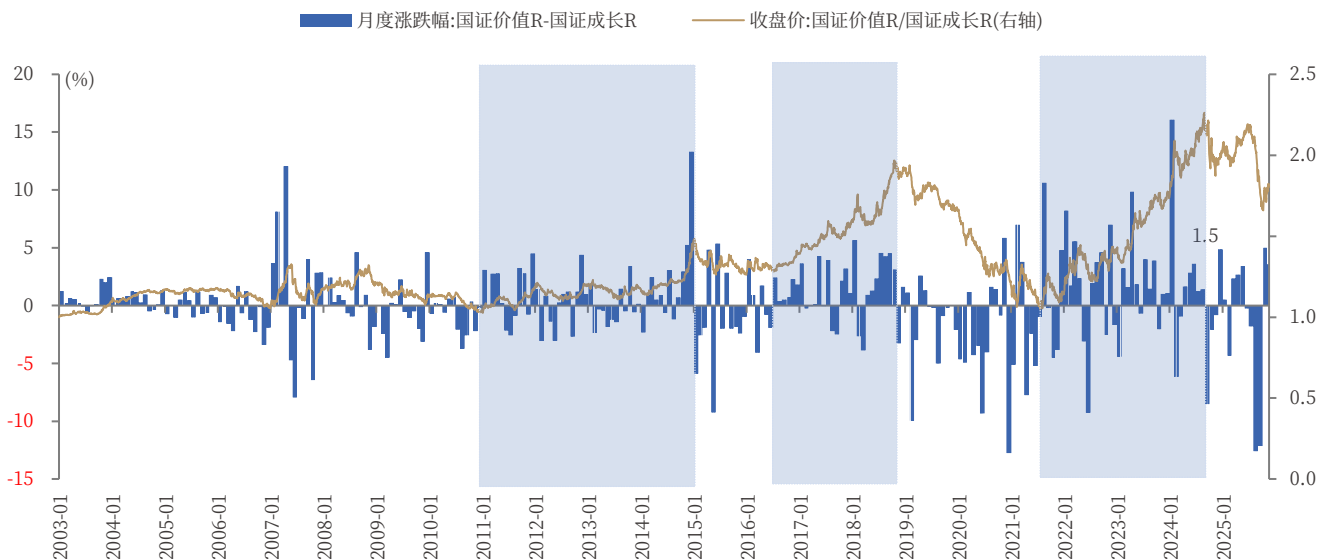
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

展望 2026 年下半年，A 股市场风格有望趋于均衡，逐步向大盘及中盘龙头倾斜。随着剩余流动性边际收敛，大盘资产更能适应当前宏观流动性环境，具备相对收益优势。与此同时，机构资金配置重心回归业绩确定性标的，叠加监管引导市场价值投资、产业资源向优质企业集中，大盘蓝筹与行业龙头相对受益。

## (二) 成长 VS 价值

选取国证成长 R (CN2370.CNI)、国证价值 R (CN2371.CNI) 研究成长价值风格转换。

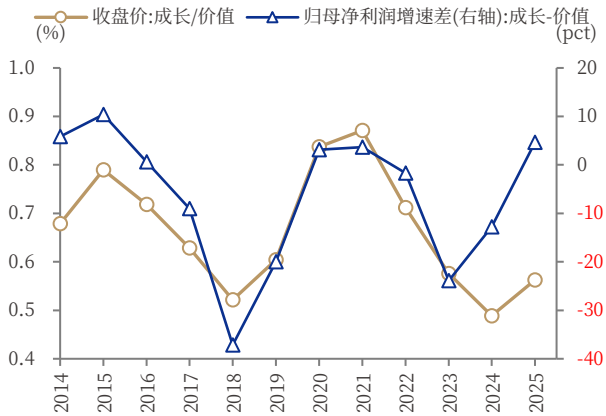
图90: 2003 年以来成长价值风格转换



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

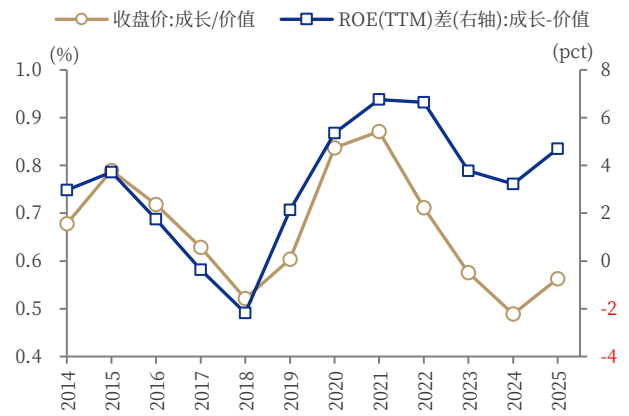
成长价值的业绩走势与风格转换具备较强关联。当成长-价值的归母净利润增速差、净资产收益率差走高时，成长风格占优可能性增大；当净资产收益率差走低时，价值风格占优可能性增大。业绩的差异对风格轮动的指导意义重在趋势，而不是绝对值。历史上成长股表现较好的时候，往往是其业绩表现较好的时期。

图91: 成长价值风格转换与归母净利润增速差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

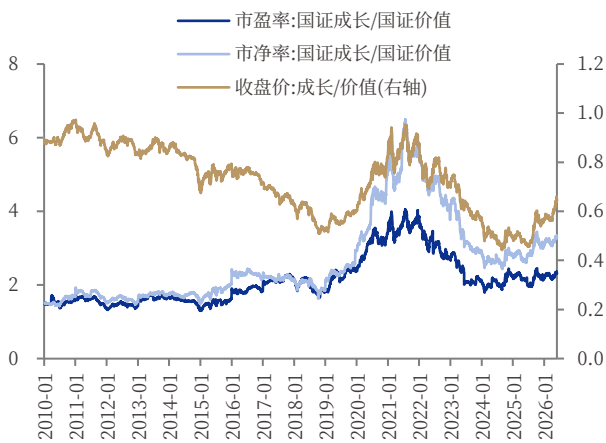
图92: 成长价值风格转换与净资产收益率差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

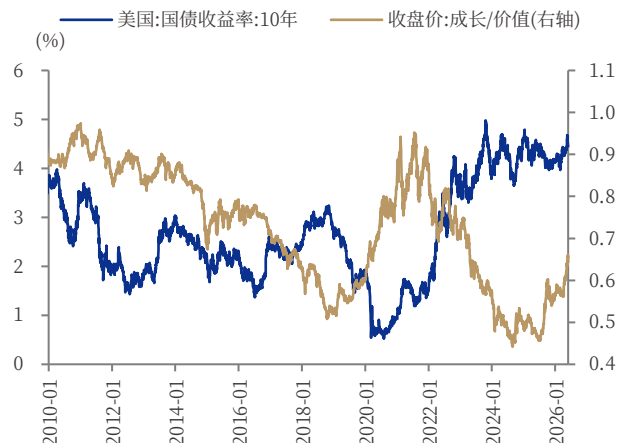
同时，关注美债收益率走势对成长价值风格转换的影响。由于美元在国际货币体系中的霸权地位，美联储货币政策对全球都会产生重大影响，全球股票更多以美债利率为锚进行现金流贴现。对于 A 股而言，美联储政策影响美债利率、美元走势，不仅影响股票估值，还会影响流入 A 股的外资资金量。大级别风格轮动和美债收益率相关性较为明显，主要原因是成长股的估值对于分母端的利率水平更加敏感。

图93: 成长价值风格转换与市盈率估值、市净率估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图94: 成长价值风格转换与美债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

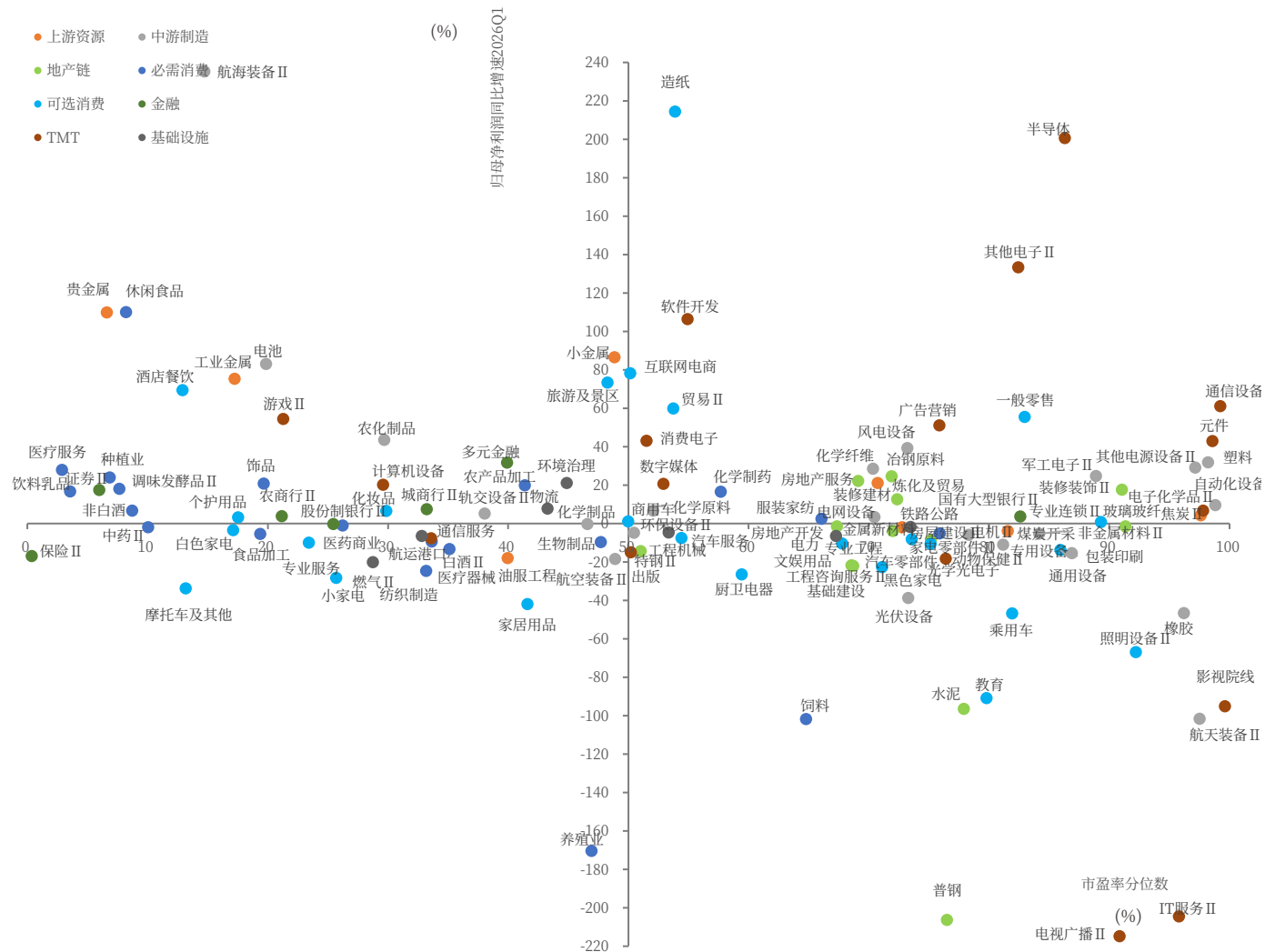
此外，产业政策对经济结构调整、资源配置导向以及企业发展预期产生深远影响，进而在资本市场中映射为相关行业的崛起与繁荣。A 股历年领涨行业与当时的产业相关政策存在紧密联系，而风格转换与行业轮转是紧密相关的。

展望 2026 年下半年，成长风格大概率相对占优，价值风格以防御打底、阶段性轮动为主。从基本面来看，硬核成长赛道景气延续，成长与价值板块的业绩差值持续，业绩趋势支撑成长表现更强，资金偏好具备景气特征与收益弹性的成长资产。叠加新质生产力、科技自立自强等产业政策持续落地，资源向科技、高端制造等成长赛道倾斜，进一步巩固成长主线地位。美债收益率预计仍将维持高位震荡，短期难以快速回落。考虑到外部环境不确定性扰动持续、部分成长板块拥挤度高位，价值板块依托稳健优势发挥对冲作用，存在阶段性修复机会。

## 五、下半年主线判断

进入下半年，行情驱动力有望由前期估值修复逐步切换至景气兑现，叠加当前资金交易相对集中的状态下，市场板块轮动节奏或将加速。重点关注以下板块：（1）AI“基建”：海外AI资本开支扩张与国内新型基础设施投资共振，算力、通信、电力等底层设施加速建设，产业链景气有望由核心硬件向基础设施和能源方向扩散。（2）周期与制造：输入型通胀抬升价格中枢，反内卷改善供给格局，叠加新型基建和制造业出海需求修复，部分资源品与周期制造板块有望迎来修复。（3）红利板块存阶段性修复机会，为资金阶段性轮动与配置再均衡的重要方向，关注有业绩改善预期、分红稳定可持续的领域。

图95：二级行业市盈率分位数与归母净利润同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：数据截至5月底，部分行业未显示完全，市盈率分位数为自2010年以来

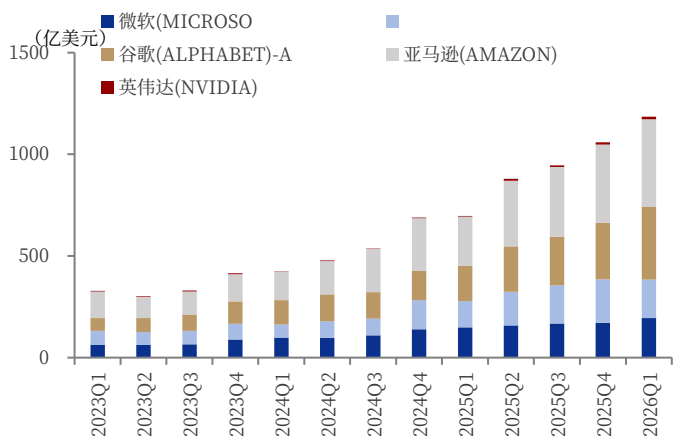
### （一）主线一：AI“基建”

2026年下半年，AI仍是科技创新主线中确定性较高的方向。海外科技巨头资本开支仍维持高位，国内“人工智能+”“东数西算”和“六张网”建设持续推进，AI投资逻辑正在相关的“算力需求、基础设施、材料设备和绿电能源保障”的主题板块内部持续发酵。

2025年以来AI产业的核心驱动力正在由技术突破转向资本开支扩张。微软、谷歌、Meta、亚

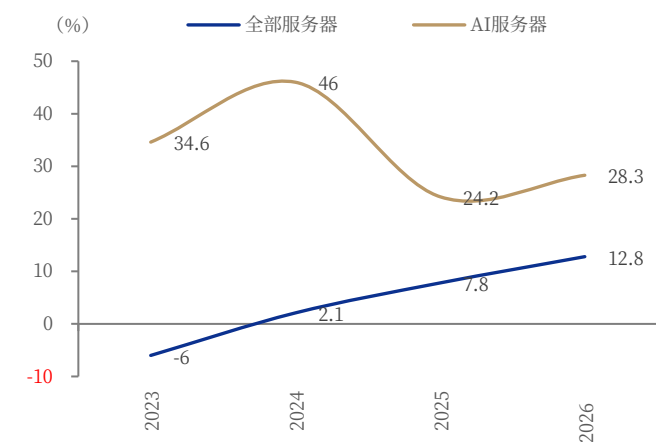
亚马逊和英伟达等海外科技巨头持续提高资本开支规模，2025 年五家公司资本开支合计已超过 3000 亿美元，较 2023 年同比增加 160%，其中相当部分投向 AI 服务器、数据中心、网络互联和电力保障体系。其中，AI 服务器是本轮算力投资周期最直接的承载载体。根据 Trend 全球服务器出货量同比增长 12.8%，其中 AI 服务器出货量同比增长超过 28%，明显高于整体服务器市场增速，说明 AI 仍是服务器行业主要增量来源。结构上，2023 年至 2024 年需求主要来自大模型训练，对应高端 GPU 服务器和超算集群；2025 年以来，随着 Agent、多模态模型和企业级 AI 应用落地，推理侧算力需求开始释放。相比训练任务，推理需求具有持续性和规模化特征，意味着未来 AI 服务器需求将更多由用户数量和应用规模驱动。

图96：美国科技巨头资本开支持续扩张



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图97：全球 AI 服务器出货量持续增长



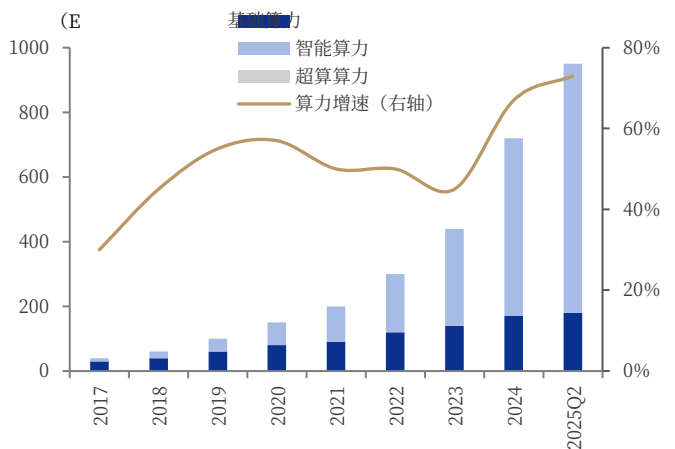
资料来源：Trend

国内智能算力建设也进入加速阶段。中国信通院数据显示，截至 2025 年 6 月，我国总算力规模达到 962E

升。“东数西算”“人工智能+”行动以及全国一体化算力网络建设持续推进，使算力资源供给、跨区域调度和产业应用之间联系更加紧密。从“六张网”框架看，算力网是 AI 基础设施建设的核心载体，也是连接需求与基建的重要桥梁。

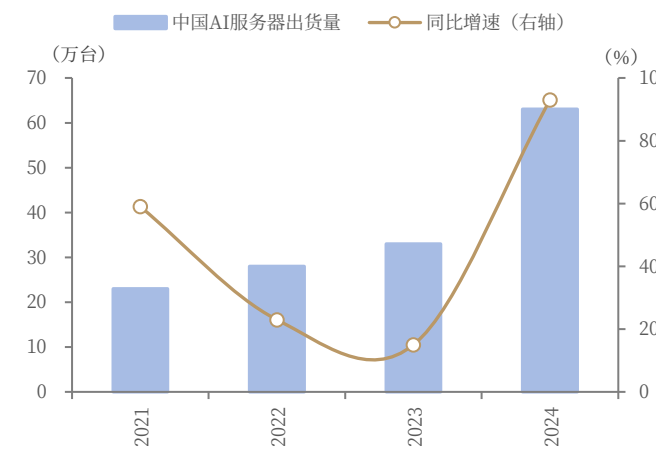
总体来看，算力需求仍是本轮 AI 基础设施周期的起点。海外科技巨头资本开支维持高位、AI 服务器出货量持续提升、国内智能算力建设不断提速，推理需求则打开了更长周期的算力消耗空间。AI 需求侧尚未见顶，而是正在从训练主导进入训练与推理并重的新阶段，并将继续推动数据中心和通信网络建设。

图98：中国算力总规模持续提升



资料来源：中国信通院, 中国银河证券研究院

图99：国内 AI 服务器出货量大幅提升



资料来源：中国信通院, 中国银河证券研究院

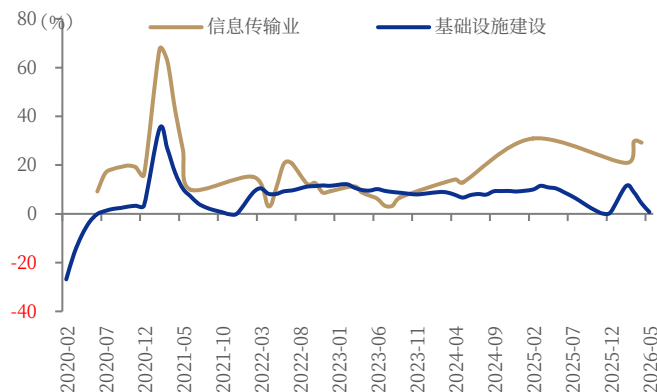
如果说算力需求决定 AI 产业发展方向，那么基础设施建设决定 AI 产业落地速度。训练大模型和部署推理服务不仅需要服务器承载，也需要数据中心、网络互联、数据传输和电力系统共同支撑。海外方面，AI 相关产业已进入资本开支驱动阶段；国内方面，AI 基建正式纳入新型基础设施建设重要组成部分。与传统基建不同，AI 基础设施不仅承担扩大有效投资功能，更承担科技竞争、产业升级和国家安全等多重任务。“六张网”中，算力网、新一代通信网和新型电网与人工智能产业联系最为紧密。算力网对应 AI 服务器、智算中心、IDC 和算力调度；新一代通信网对应光模块、交换机、光纤光缆、CPO 和高速连接；新型电网则对应数据中心用电、电网设备、储能和绿电供应。

图100：“六张网”成为 AI 基建落地的重要政策载体



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

图101：基础设施建设中信息传输业固定资产投资跑赢整体投资

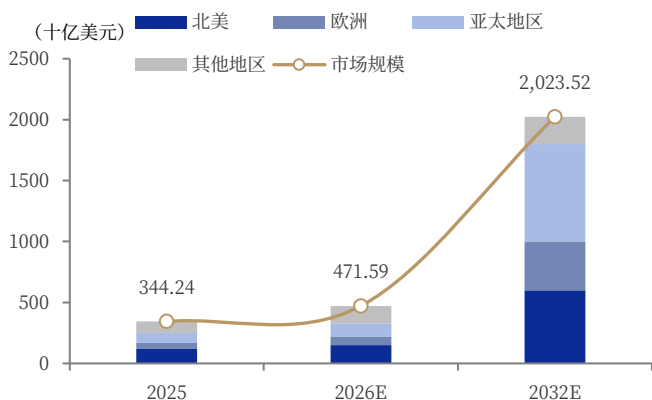


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在算力需求持续增长背景下，数据中心建设成为最直接的受益方向之一。MarketsandMarkets 测算，全球 AI 数据中心市场规模有望从 2025 年的 3442 亿美元增长至 2032 年的 20235 亿美元，年均复合增速超过 28%。与传统云计算中心相比，AI 数据中心对电力供应、散热能力、网络带宽和机柜密度提出更高要求，大规模智算中心建设正在成为全球科技企业资本开支的重要投向。国内“东数西算”和国家级算力枢纽建设的持续推进，说明数据中心已升级为人工智能时代的重要生产资料。

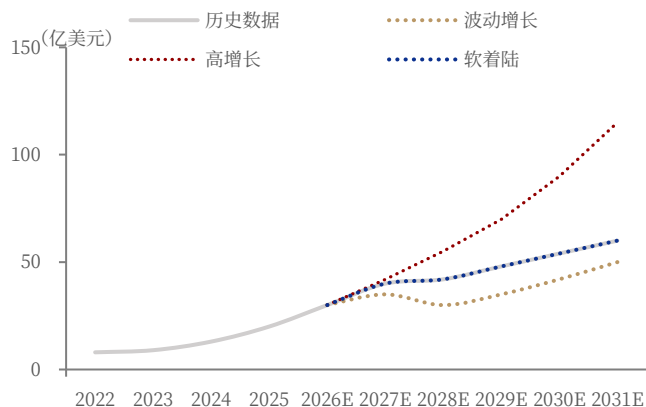
数据中心扩容同步带动网络互联需求提升。AI 集群需要数万甚至数十万张 GPU 协同工作，网络效率已成为决定算力利用率的重要因素。数据中心网络市场和数据中心互联市场预计维持两位数增长，全球光模块市场在 AI 集群驱动下快速扩容，800G 光模块逐步成为主流，1.6T 产品进入导入期。总体来看，基建正在从算力网扩展至新一代通信网，产业链景气由服务器向 IDC、交换机、光模块、高速连接和数据中心互联等方向传导。

图102：AI 算力集群扩张带动数据中心市场规模提升



资料来源：MarketsandMarkets，中国银河证券研究院

图103：在 AI 集群驱动下光模块市场规模持续扩大



资料来源：LightCounting，中国银河证券研究院

随着算力需求持续增长，AI 产业链景气正在进一步向材料和设备环节扩散。与传统消费电子周期不同，本轮半导体投资周期的核心驱动力来自 AI 服务器和数据中心建设。消费电子需求通常具

有较强周期性，而 AI 基础设施建设具有资本开支周期长、投资强度高和产业链拉动广等特点。因此，本轮产业扩张不仅推动 GPU 需求增长，也同步带动存储芯片、先进封装、半导体设备和电子材料及其基材进入新的景气周期。

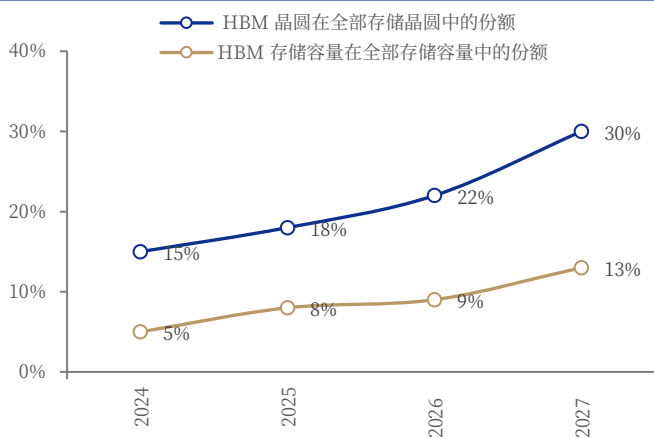
HBM 是当前 AI 产业链中最重要的增量方向之一。随着大模型参数规模提升和推理需求快速增长，GPU 对数据吞吐能力要求持续提高，高带宽存储器已经成为 AI 服务器不可或缺的核心组件。

Trend

2026 年 HBM 需求增长。与传统 DRAM 相比，HBM 附加值更高、供给门槛更高，已经从单纯存储产品转变为 AI 算力体系的重要组成部分。

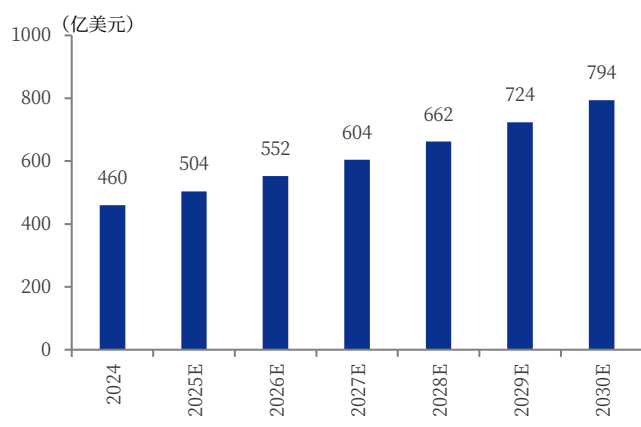
先进封装的重要性同步提升。AI 服务器采用 GPU 与 HBM 协同架构，需要通过 CoWoS、2.5D 和 3D 封装实现高速互联。Yole 预计，到 2030 年全球先进封装市场规模将达到约 794 亿美元。过去市场更多关注先进制程，而当前先进封装已成为与先进制程同等重要的核心竞争领域。封装能力正在成为影响 AI 芯片供给的重要变量。

图104: HBM 需求受 AI 服务器升级驱动持续扩张



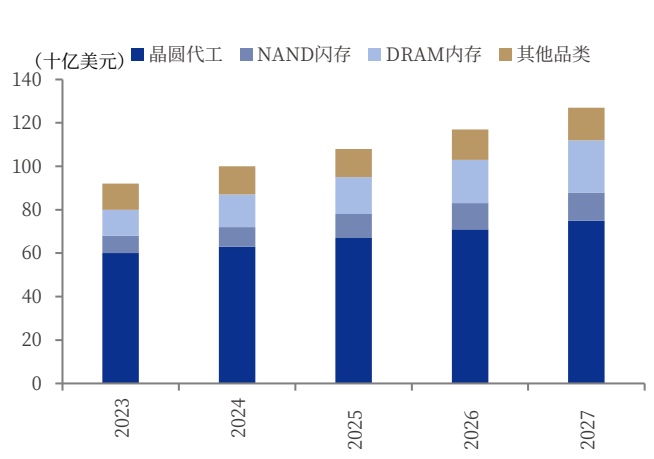
资料来源: Trend

图105: 全球先进封装市场规模进入高速增长阶段



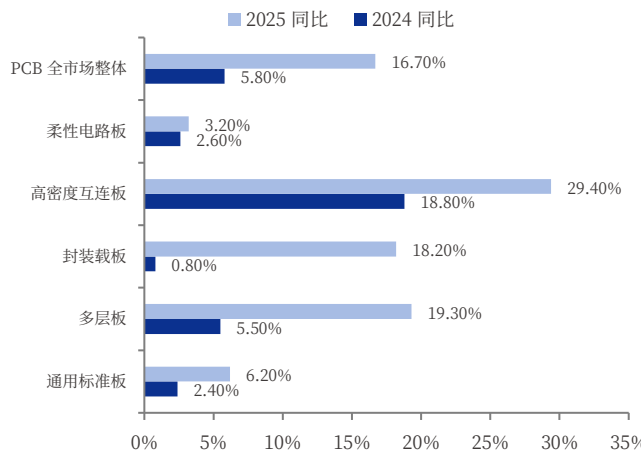
需求增长进一步传导至制造设备和电子材料及其基材。SEMI 预计，全球晶圆厂设备投资规模将由 2024 年的约 1040 亿美元增长至 2027 年的约 1520 亿美元，AI 芯片、HBM 和先进封装产能建设是重要驱动力。同时，AI 服务器和高速交换机也带动 PCB、高速覆铜板、先进基板等需求提升。Prismark 预计，服务器和数据存储 PCB 市场将由 2024 年的 109 亿美元增长至 2029 年的 189 亿美元，年均复合增速约 11.6%。由此看，AI 投资已经由服务器和数据中心逐步扩散至 HBM、先进封装、半导体设备、电子材料及其基材等制造端。

图106: AI 扩产驱动全球晶圆厂设备投资持续增长



资料来源: SEMI, 中国银河证券研究院

图107: AI 服务器推动高端 PCB 进入新增长周期

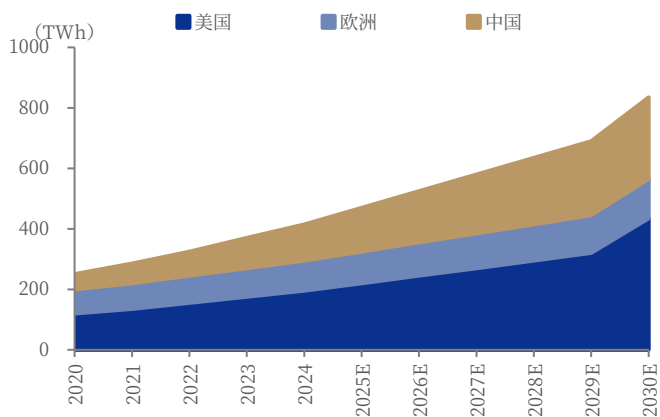


资料来源: Prismark, 中国银河证券研究院

如果说过去两年市场关注 AI 产业的焦点集中在 GPU、HBM 和先进封装等硬件环节，那么未来几年产业发展的核心约束可能逐步从芯片转向能源。算力本质上是一种能源密集型资源，随着模型参数规模提升、推理需求增长和数据中心集群化发展，电力正成为影响 AI 基础设施扩张速度的重要变量。全球 AI 产业正在经历从“缺芯片”向“缺电力”的转变。

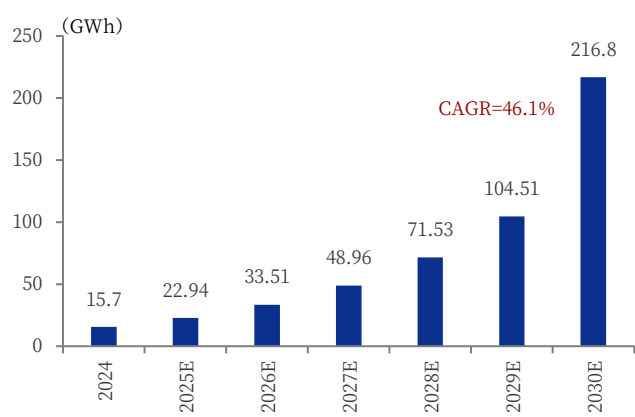
国际能源署预计，到 2030 年全球数据中心用电需求将达到约 945TWh，较 2024 年接近翻倍，占全球总用电量比重接近 3%，其中人工智能相关负荷将成为主要增量来源。过去数据中心用电主要来自云计算和互联网业务，而当前 AI 训练和推理任务对计算资源需求快速增长，数据中心正在成为全球增长最快的用电场景之一。面对电力约束，微软、谷歌、Meta 和亚马逊等科技巨头均加大可再生能源采购，并围绕核电、天然气发电和储能系统布局，目标是提前锁定未来能源供给能力。

图108：全球数据中心用电量快速增长



资料来源：IEA，中国银河证券研究院

图109：AI 数据中心储能需求快速扩张

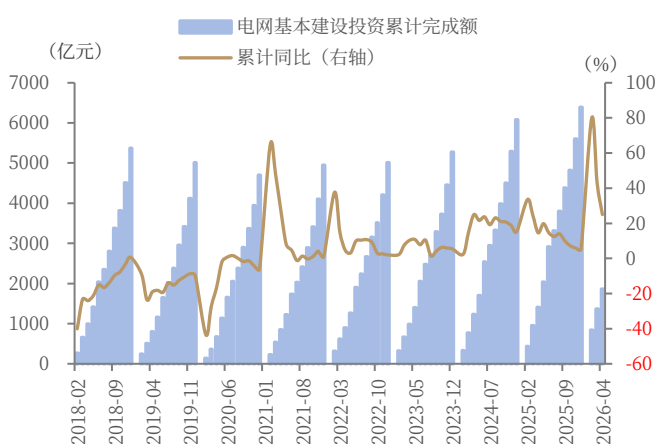


资料来源：Prismark，中国银河证券研究院

国内也在推进算力建设与能源体系协同。“东数西算”的重要逻辑之一，是利用西部新能源资源和低成本承接大规模训练任务，同时通过算力调度服务东部应用需求。近年来我国电网工程投资保持高位运行，国家电网预计“十五五”期间固定资产投资规模约 4 万亿元；若考虑南方电网和地方电网，全国电网投资规模有望超过 5 万亿元。

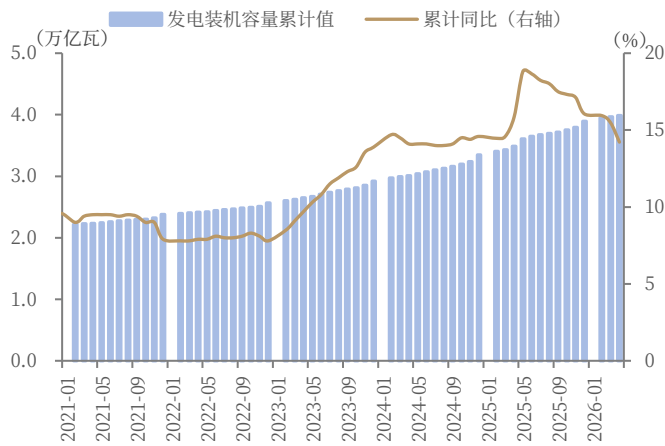
新能源装机和储能建设同样是算电协同的重要支撑。我国风电、光伏装机持续高增，全国发电装机容量不断刷新历史高位。从“六张网”框架看，新型电网是连接数字经济和能源体系的重要纽带，与算力网、新一代通信网共同构成 AI 时代核心基础设施。其中，新型电网建设重点包括特高压输电、配电网升级、新能源消纳和电力数字化，既服务能源转型，也服务数据中心和智算中心扩容。因此，AI 产业受益范围也应覆盖电力设备、储能、特高压、液冷和绿电运营等方向。

图110：中国电网投资保持高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图111：中国发电装机容量持续高增



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

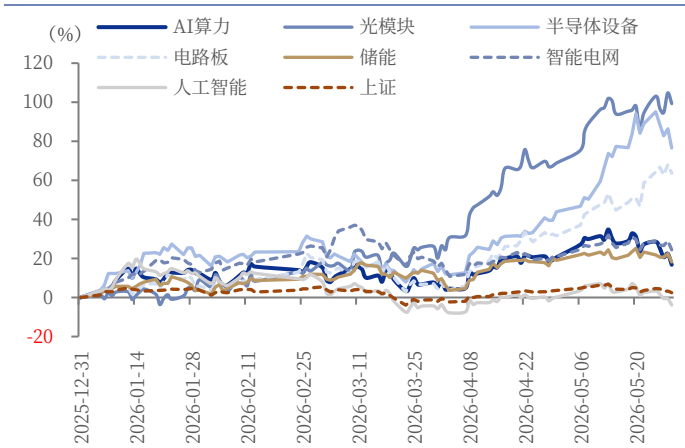
从市场表现看，2026年以来AI产业链主题表现有所分化。截至5月29日，光模块、电路板、半导体设备累计收益率分别达到99.28%、76.55%和63.65%，显著跑赢上证指数2.51%的同期涨幅；智能电网、储能和AI算力分别上涨24.51%、18.18%和16.74%。相比之下，人工智能主题指数年内下跌3.88%，反映市场已经从“泛AI概念”交易转向更重视订单兑现和产业链景气的细分方向。

盈利预期层面，AI产业链核心环节仍具备较高增长弹性。2026年归母净利润同比增速来看，光模块预计增长182.00%，电路板预计增长116.45%，AI算力预计增长95.42%，半导体设备预计增长66.71%，人工智能预计增长48.28%，均显著高于上证指数18.07%的整体水平。储能和智能电网预计分别增长43.71%和31.54%，虽然增速低于光模块、PCB等高弹性环节，但仍体现出算电协同和新型电力系统建设带来的景气支撑。

估值层面，光模块、电路板、AI算力和半导体设备市盈率估值分位数分别达到99.96%、99.31%、97.19%和91.45%，已经处于2010年以来高位。人工智能估值分位数为82.69%，与上证指数81.98%的估值分位接近，但其年内表现偏弱，反映泛AI方向估值消化压力仍然存在。相比之下，储能估值分位数仅33.42%，但2026年盈利增速预计仍有43.71%，在AI电力约束和新型储能需求提升背景下，具备相对更好的估值性价比；智能电网估值分位数为70.30%，盈利增速为31.54%，也具备算电协同扩散下的中长期配置价值。

总体来看，AI产业链已经从普涨式主题行情进入分化阶段，市场定价逻辑正由概念驱动逐步转向业绩驱动。结合产业趋势、盈利预期和估值水平，建议重点关注四条主线：一是受益于算力网和新一代通信网建设的光模块、交换机、光纤光缆及数据中心互联等基础设施方向；二是受益于AI硬件升级、自主可控和国产替代趋势的HBM产业链、先进封装、半导体设备、电子材料及其基材如PCB和覆铜板等制造方向；三是受益于算电协同和新型电力系统建设的特高压、电网设备、储能、液冷及电力数字化等绿电能源方向；四是受益于全球AI资本开支扩张和推理需求增长的AI服务器、IDC、智算中心等算力承载方向。

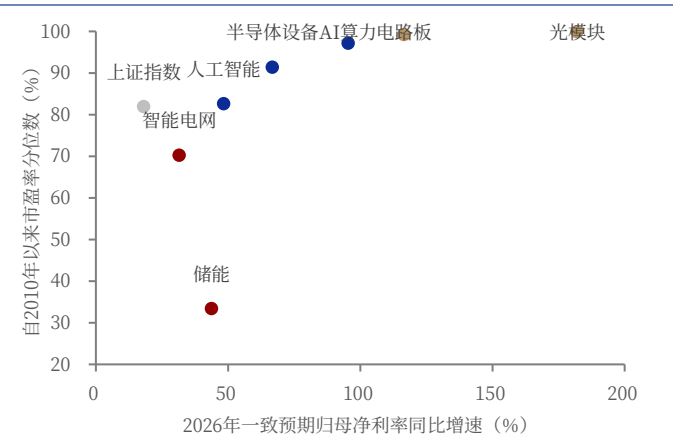
图112：AI基建相关主题指数累计收益率（基期为2025/12/31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：累计收益率截至时间为2026年5月29日

图113：AI基建相关主题指数未来归母净利润增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：市盈率截至时间为2026年5月29日

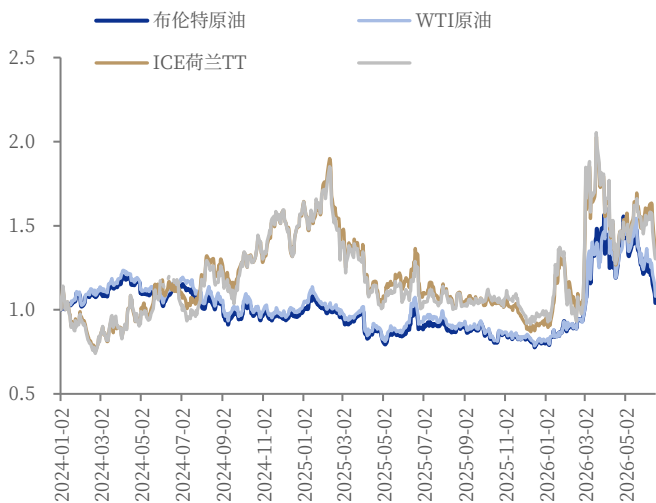
## （二）主线二：周期与制造

当前全球周期制造正处于由传统需求周期向“成本驱动、政策供给约束和外需资本开支扩张”三重因素共同作用的新阶段。一方面，地缘冲突与能源体系重构推动输入型通胀维持韧性，海外能源、工业金属和化工品价格通过贸易与PPI渠道向国内传导；另一方面，国内供给侧政策强化叠加行业自律推进，周期制造进入反内卷驱动的结构调整阶段；与此同时，全球电力投资与AI基础设施建设持续扩张，制造业外需呈现结构性上行。由此看，周期制造的逻辑已转向“海外成本抬升、

国内供给收缩和全球基建出海”共同驱动下的系统性重估。

海外输入型通胀是本轮周期制造修复的第一重驱动。2026 年以来，全球能源价格出现阶段性抬升，原油和天然气价格中枢均较 2024 年以来的底部区间明显上移。能源价格走强直接抬升运输、电力和工业生产成本，从价格指数表现看，同期大宗商品类价格指数均明显修复，国内 PPI 同比也由前期低位向上转正，反映外部成本抬升正在逐步改变国内工业品价格环境。

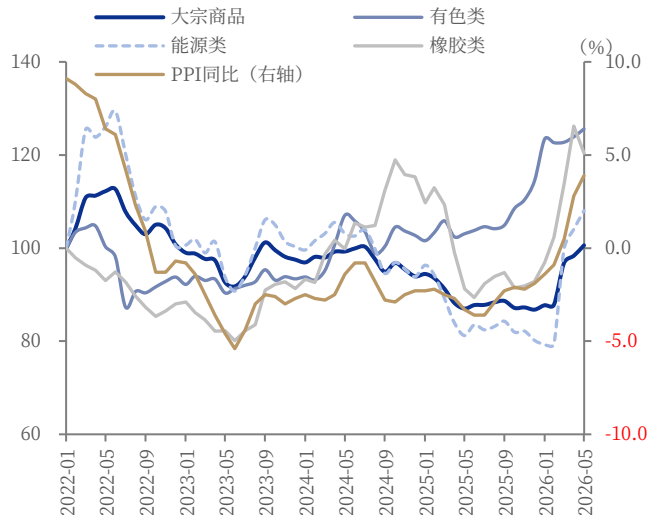
图114：全球能源价格中枢重新抬升



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：令 2024 年 1 月 1 日结算价为 1

图115：海外输入型通胀向国内传导



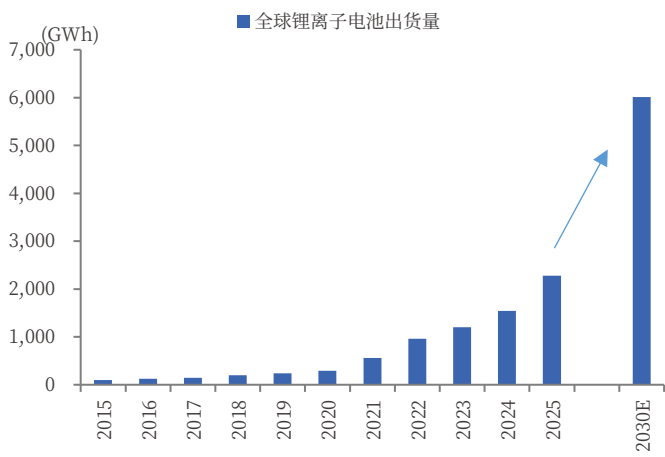
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：令 2022 年 1 月 1 日价格指数为 100

在这一传导链条中，随着全球电力系统扩张、储能需求提升和新能源设备出海推进，资源品板块建议同步关注能源金属、关键小金属和铜铝等传统工业金属，三类方向受益于利润修复、关键资源重估和全球基础设施需求改善。

能源金属和小金属是输入型通胀链条中的弹性方向。其与新能源车、储能、电池材料、风电设备及高端制造链条相关，价格弹性更强，也更容易受到供需预期和产业景气变化影响。站在 2026 年下半年视角，随着全球电力系统扩张、储能需求提升和新能源设备出海推进，叠加地缘冲突加速能源转型，能源金属和关键小金属景气度具备持续性。

图116：全球锂离子电池总体出货量持续增长



资料来源：EVTank, 中国银河证券研究院

图117：碳酸锂价格上行



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

铜和铝是重要的工业金属变量。铜价在 2025 年以来持续上行，LME 铜库存整体处于下行区间。与过去主要受地产和传统工业周期影响不同，当前铜需求更多受到电网数据中心建设、新

能源装机和通信基础设施扩张的共同拉动，呈现出“电力、通信和算力”的复合需求特征。铝同样受到全球电气化进程和电网扩张支撑，价格上行与库存低位相互印证，反映输电体系、轻量化和新能源基础设施建设对铝需求形成持续拉动。铜铝价格的修复亦随矿产资源供给约束加剧，资源端长期产能释放有限，也意味着全球电力资本开支扩张正在通过基础金属向中游制造成本传导。

图118: 铜价上行与库存下行共振



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

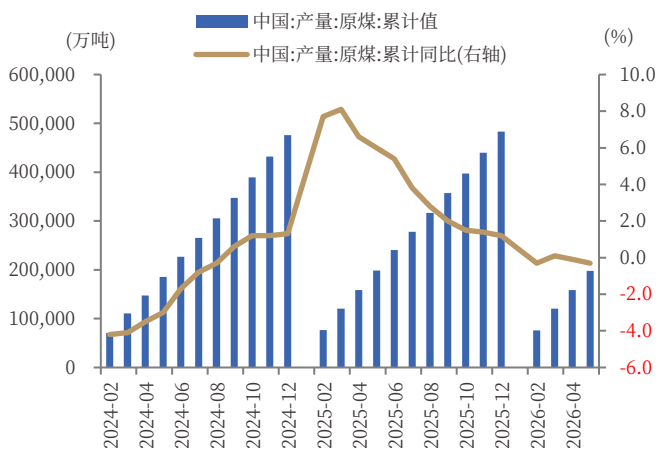
图119: 电气化驱动下铝的供需结构性收紧



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

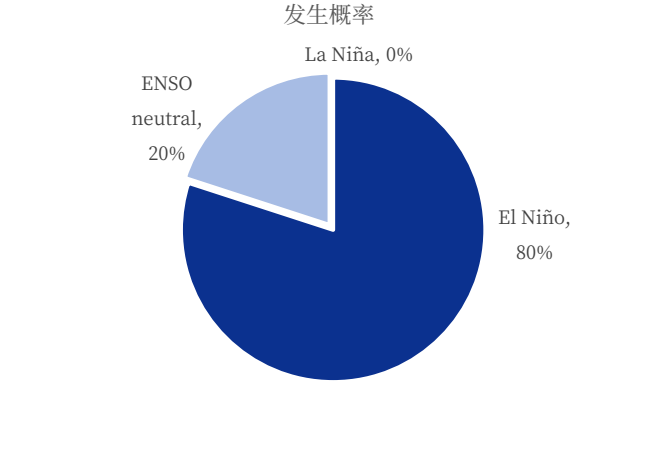
能源方面，一方面，在地缘冲突频发、全球能源格局重塑的背景下，国家能源安全战略权重持续抬升，供给端约束刚性凸显，国内煤矿安全监管趋严、反内卷严查超产持续出清隐性产能，叠加印尼等主要进口来源国的出口管制，构成供给端弹性约束；另一方面，厄尔尼诺气候事件的传导效应将持续兑现，夏季大范围极端高温推升工业及居民制冷用电需求，火电兜底保供需求抬升，极端气候扰动有望成为旺季煤价的重要催化。供需紧平衡格局进一步强化煤炭板块修复空间。石油石化板块具备能源安全配置价值，后续行情仍需跟踪地缘局势边际变化下的油价走势。

图120: 1-5月原煤产量同比小幅下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图121: 2026年6月至8月出现厄尔尼诺事件的可能性为80%



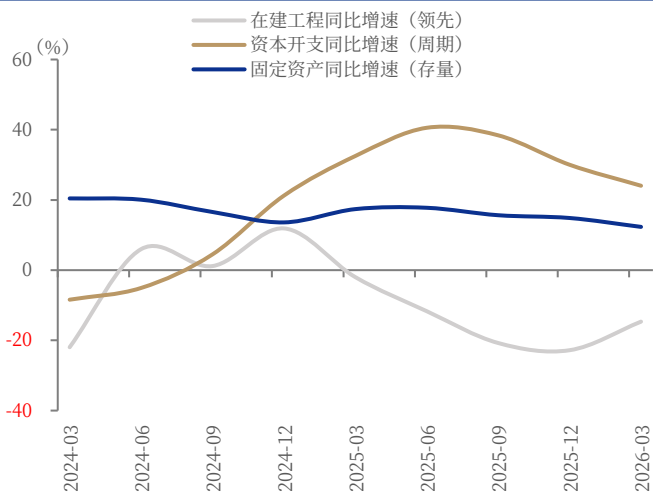
资料来源: WMO, 中国银河证券研究院

化工行业则是输入型通胀向国内制造业传导的中枢环节。其上游成本高度依赖原油和天然气，PX、PTA、烯烃、塑料、橡胶等产品价格与油价具有较强联动关系。2026年以来原油价格上行，带动部分化工品价格中枢修复，能源价格向化工产业链的成本传导已经较为明显。在外生成本抬升的基础上，国内反内卷政策和行业自律构成基础化工修复的第二重驱动。2024年以来，政策层面对“内卷式竞争”和低成本重复建设的约束持续强化，重点行业从单纯扩大产能逐步转向优化供给结构、提升竞争秩序和改善盈利能力。对于基础化工而言，过去几年部分品种经历了扩产过快、价格下行和盈利压缩，行业已经具备供给侧调整的内生基础。

从资本开支看，基础化工行业供给端正在由“增量扩张”转向“存量消化”。在建工程同比增速作为新增产能意愿的领先指标，2025年以来持续处于负增长区间，2026年一季度仍为-14.66%，说明新增项目扩张意愿明显降温；固定资产同比增速则由2024年一季度的20.44%回落至2026年一季度的12.33%，表明存量产能仍在释放，但新增供给压力已边际缓和。资本开支同比增速也从2025年中高位回落至2026年一季度的24.04%，显示行业并非全面收缩，而是进入“新增投资放缓、存量产能消化、结构性投入延续”的分化阶段。

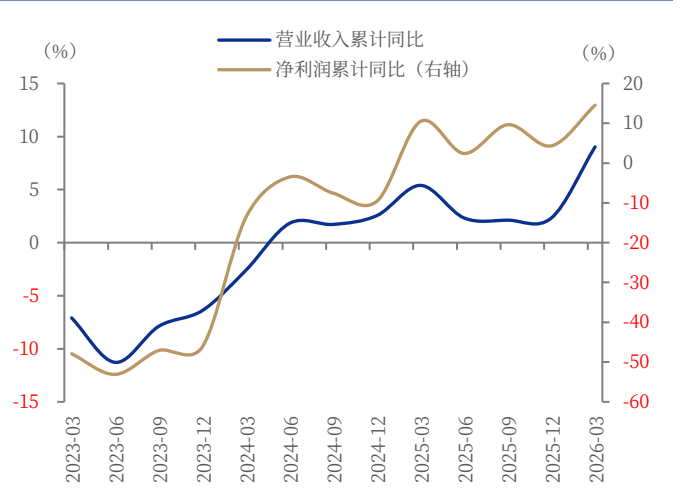
盈利层面，基础化工行业营业收入累计同比由2023年的负增长逐步改善至2026年一季度的9.03%，净利润累计同比则由2023年二季度-53.10%的深度负增长修复至2026年一季度的14.55%。这说明行业盈利已经从深度压缩阶段进入正增长区间，价格修复、供给约束和成本传导正在逐步向利润端体现。

图122：基础化工行业扩产意愿有所降温



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

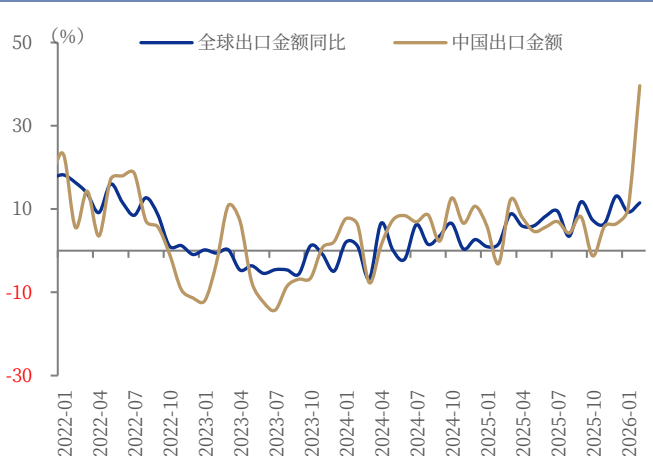
图123：基础化工行业盈利触底回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

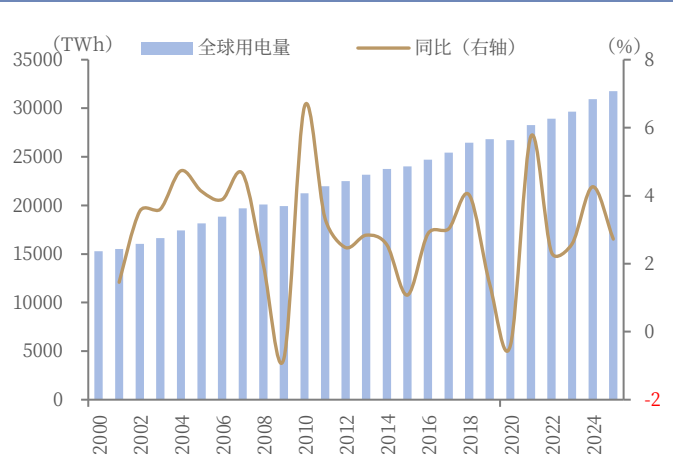
全球制造业出海是周期制造的第三重驱动，其本质是全球贸易修复、全球电力需求加速和新型基础设施投资扩张共同带来的外需改善。从全球贸易数据看，2025年以来全球出口金额同比整体处于修复区间，2026年1月、2月分别增长9.29%和11.49%；同期中国出口金额同比也明显改善，2026年1月、2月分别增长10.00%和39.62%，外需环境正在从低位回升。与上一轮出口周期不同，本轮外需修复并非单纯由消费品补库推动，而是更多来自电力系统、AI基础设施、能源转型和海外基建投资扩张，对资本品和高端装备的拉动更强。

图124：全球贸易需求修复直接反映外需景气



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图125：全球电力需求正在加速



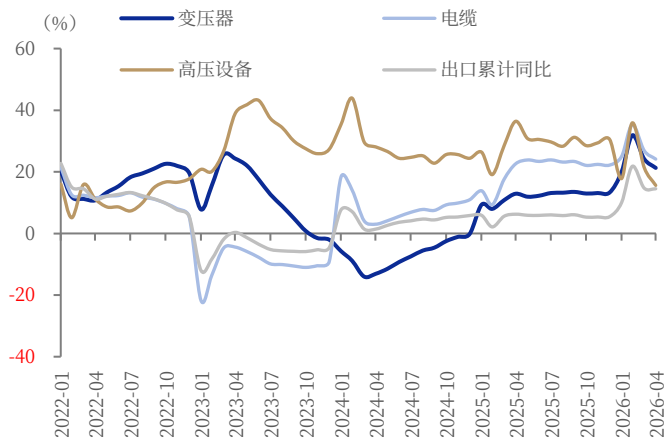
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从全球电力需求来看，2024年全球用电量达到30930.23TWh，同比增长4.26%，2025年进一

步升至 31772.35TWh，同比增长 2.72%，维持在历史高位。AI 数据中心用电、工业电气化、新能源并网以及欧美老旧电网改造共同推动电力系统进入新一轮扩容周期。电力需求增长先带动铜铝等资源品约束，再传导至变压器、电缆、高压设备、电网设备和工程机械等制造环节，最终形成“中国制造出海”的产业链机会。

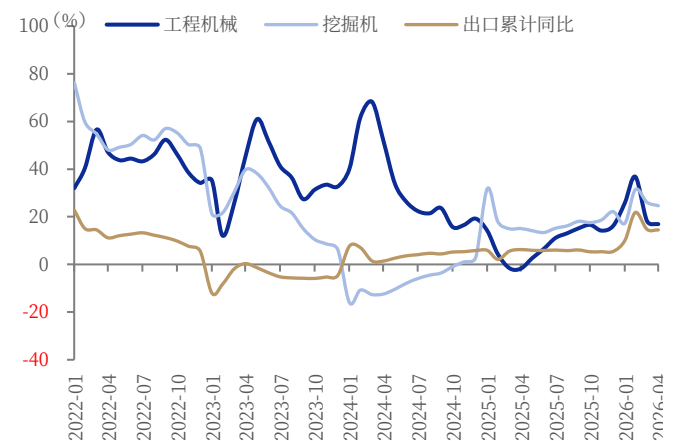
从出口结构看，电力设备已经成为制造业出海最具确定性的方向之一。2026 年 4 月，变压器、电缆、高压设备出口累计同比分别增长 21.27%、24.13%和 15.60%，均高于同期出口整体 14.50%的增速；2026 年 2 月上述三项增速更分别达到 31.85%、35.29%和 35.90%，明显受益于海外电网升级和电力系统改造需求。工程机械出口也延续修复，2026 年 4 月工程机械、挖掘机出口累计同比分别增长 16.92%和 24.62%，高于整体出口增速，反映海外基建、矿业投资和能源项目建设对资本品需求仍有支撑。

图126: 电力设备出口高增带动中国制造出海



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

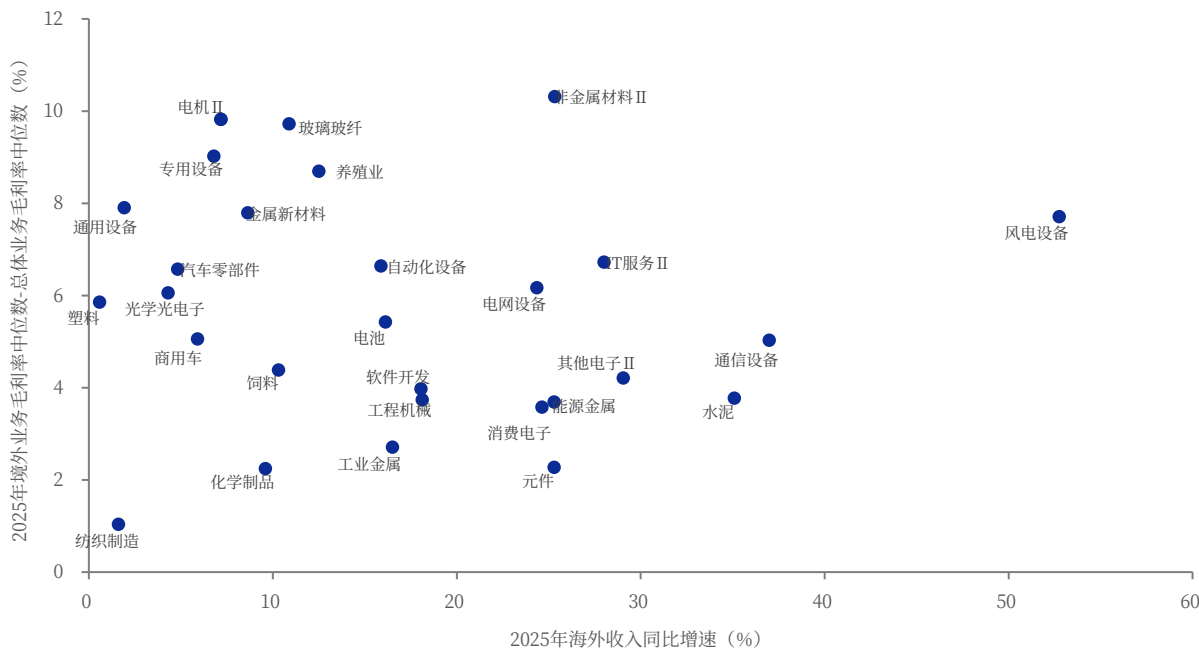
图127: 海外基建与矿业周期带动工程机械与资本品出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究

二级行业海外收入数据进一步验证了盈利质量提升的出海逻辑。2025 年，风电设备、通信设备、电网设备、工程机械海外收入同比分别增长 52.75%、36.99%、24.36%和 18.12%，同时境外业务毛利率中位数均高于总体业务毛利率，分别高出 7.71、5.03、6.17 和 3.74 个百分点。工业金属、能源金属、非金属材料、金属新材料、玻璃纤维等周期材料行业也呈现海外收入正增长且境外毛利率更优的特征，说明中国制造出海并非单纯低价扩张，而是在部分高端装备、能源设备和材料环节体现出盈利优势。

图128：二级行业视角下中国出海质量对比

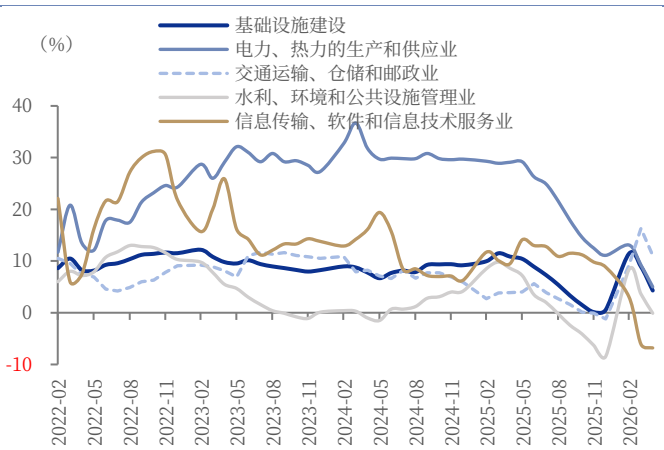


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

“六张网”建设则为周期制造提供了国内需求映射。2026年4月，基础设施建设投资累计同比增长4.30%，电力、热力生产和供应业投资增长5.00%，交通运输、仓储和邮政业投资增长11.10%；

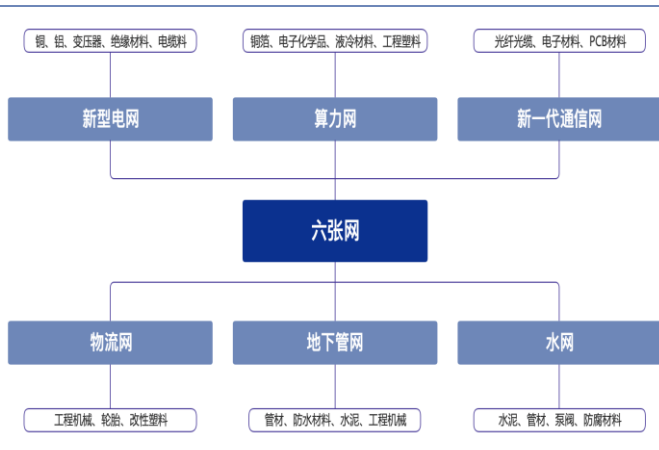
虽然信息传输、软件和信息技术服务业短期增速有所回落，但从2025年以来的趋势看，新型基础设施投资仍是周期品需求的重要支撑。从需求映射看，新型电网对应铜、铝、钢铁等资源品和电网设备；算力网和新一代通信网对应光纤光缆、铜缆、PCB、液冷材料和通信设备；物流网、地下管网和水网则对应工程机械、建材、钢材、水泥、管材和防水材料等传统周期品。由此看，周期制造已经不是单纯的旧经济修复，而是嵌入全球电力资本开支、国内“六张网”建设和高端制造出海中的结构性机会。

图129：“六张网”相关固定资产累计投资增速对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图130：六网建设对应周期品需求映射



资料来源：新华网, 中国银河证券研究院

总体来看，周期制造正在经历由输入型通胀、供给侧反内卷和全球基建出海共同驱动的系统性重估。配置上建议关注三条主线：第一，输入型通胀和资源约束方向，重点关注受益全球电力投资和AI算力基础设施扩张的能源金属、小金属、工业金属等，受益能源安全、供给刚性约束与极端天气用电需求的煤炭板块；第二，基础化工底部修复方向，重点关注同时具备原油成本传导和供给侧反内卷逻辑的化工品种；第三，高端装备出海方向，重点关注电网设备、通信设备、工程机械、风

电设备等海外收入增速较高且境外业务毛利率优于总体业务毛利率的行业。

### （三）关注点：红利板块阶段性修复机会

从宏观环境来看，国内经济稳中向好的基础还需巩固，低利率环境将延续，资产荒问题仍突出，红利资产的底层逻辑依然成立。目前我国内需仍待进一步修复，部分企业仍面临较大的经营压力，预计社会融资成本仍将保持整体宽松，为经济回暖创造良好的金融环境。截至 2026 年 5 月末，10 年期国债收益率为 1.71%，预计下半年仍将呈现 1.6%-1.9% 区间震荡行情；4 月末，全市场固收类理财产品近 1 月、近 3 月、近 6 月年化收益率分别为 3.44%、2.37%、2.44%。与此同时，中证红利指数股息率为 5.13%，2026 年年初至今始终保持在 4.4% 以上，与 10 年期国债收益率相比仍有 2-3pct 的溢价，也跑赢理财等固收产品。对于险资等中长期资金来说，面对资产荒压力，高股息的红利资产属于优质稀缺资产，仍为资产配置的重要抓手。此外，海外方面，目前地缘冲突有所缓和，美联储加息预期收敛，但中美利差仍处于 2023 年以来的较高水平，且下半年还面临美国中期选举扰动，全球经贸政策不确定性风险仍存，在此环境下，红利板块仍有一定的防御属性。

图131：国债收益率与中证红利股息率

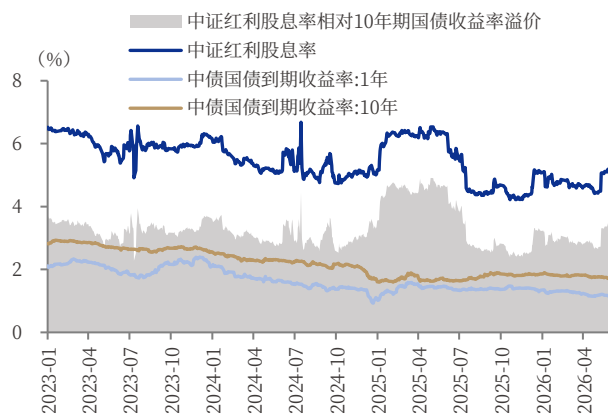
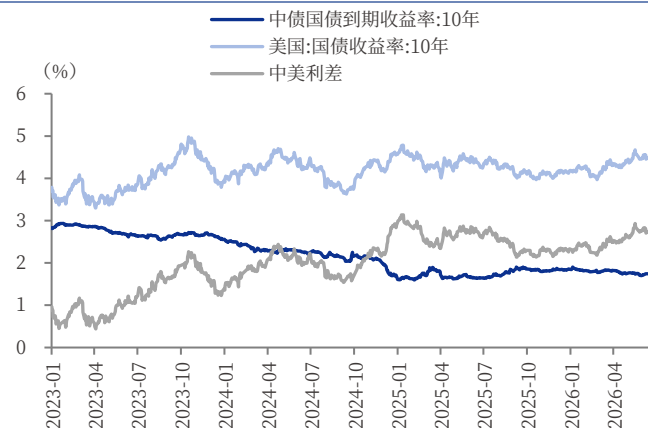


图132：中美 10 年期国债利差

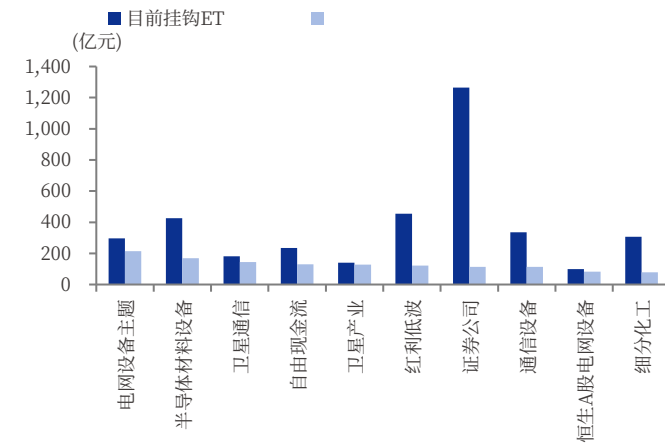
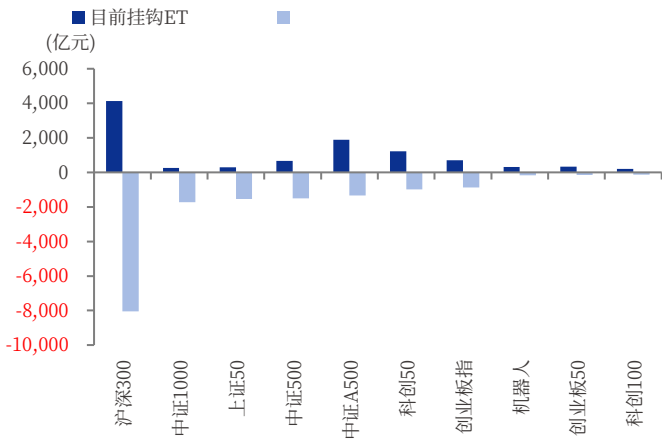


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究

从市场风格来看，成长主线有望继续占优，但在市场结构性行情显著，科技成长板块交易拥挤度相对较高的情况下，红利板块成为资金阶段性轮动与配置再均衡的重要方向。ET 年初以来股票型 ET 挂钩 ET 市场申赎净流入指数 ET

图133：今年以来指数挂钩股票型 ET



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

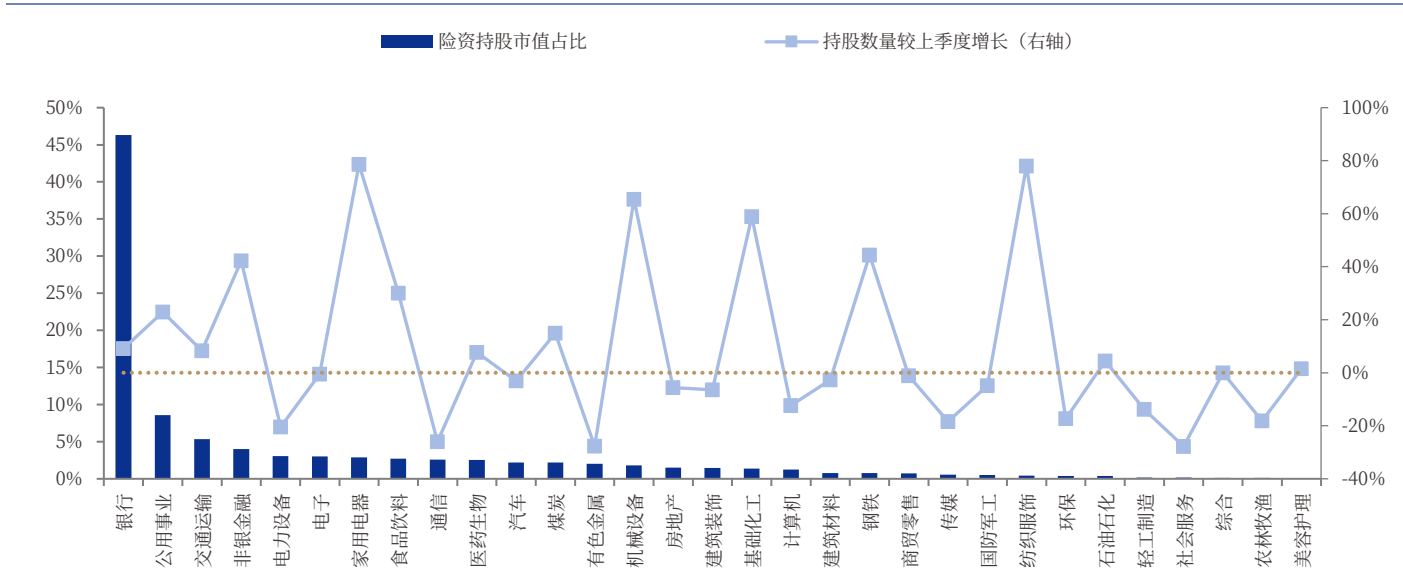
注：数据截至 2026 年 5 月 31 日

资料来源：Wind, 中国银河证券研究

注：数据截至 2026 年 5 月 31 日

中长期资金入市趋势下，红利板块仍有资金面支撑。以险资为代表的中长期资金仍为红利板块的重要力量。截至 2026Q1，险资对家电、纺服、食品饮料、公用事业、煤炭、交运、银行等红利属性突出的板块加仓明显，其中，对家电、煤炭、食品饮料持股市值占比提升较多，分别较上季度提升 2.13pct、0.73pct、0.72pct。2026 年，新保险合同会计准则全面落地，对 OCI 账户股票配置需求有望继续提升。截至 2026 年 3 月末，上市险企 OCI 权益资产占全部金融投资的比例较年初上升 0.35pct 至 6.92%。

图135: 2026Q1 险资持仓结构及持股数量变化

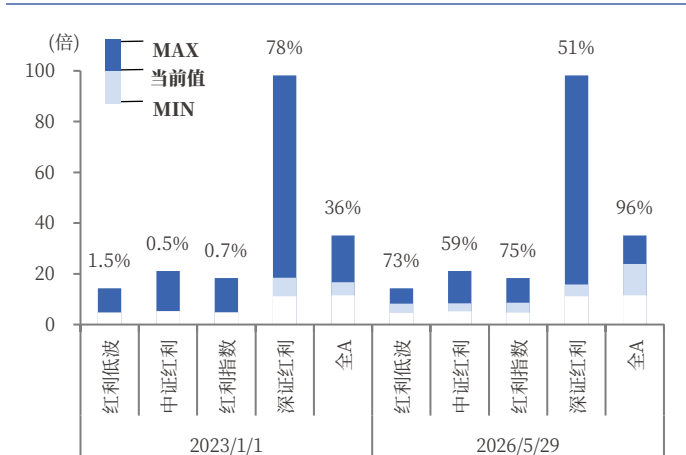


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：银行、非银金融行业剔除控股股东的影响

展望后续，相比估值，业绩对红利板块的催化将更加突出。一方面，经历 2023-2025 年的上涨，红利板块估值整体已有所抬升，单纯的估值修复对红利板块定价效应边际减弱，相比之下，在盈利能力的驱动作用将增强。另一方面，红利板块公司多属于传统行业，整体基本面复苏动能弱于成长板块，且盈利分化较为明显，后续估值抬升空间存在差异。

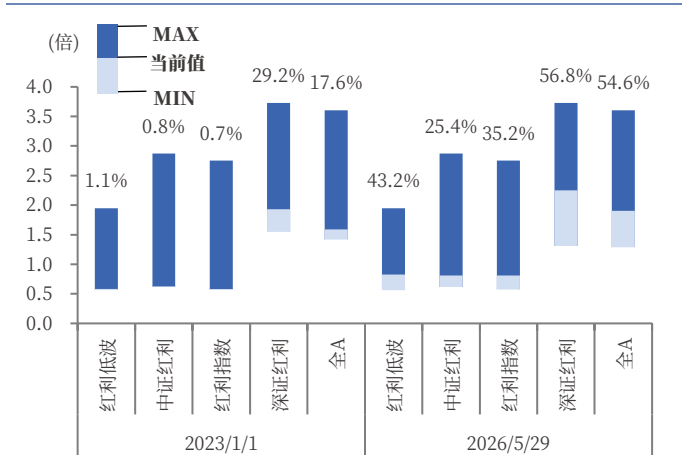
图136: 主要红利指数 PE 估值及分位数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：数据标签为 2010 年以来估值分位数

图137: 主要红利指数 PB 估值及分位数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究

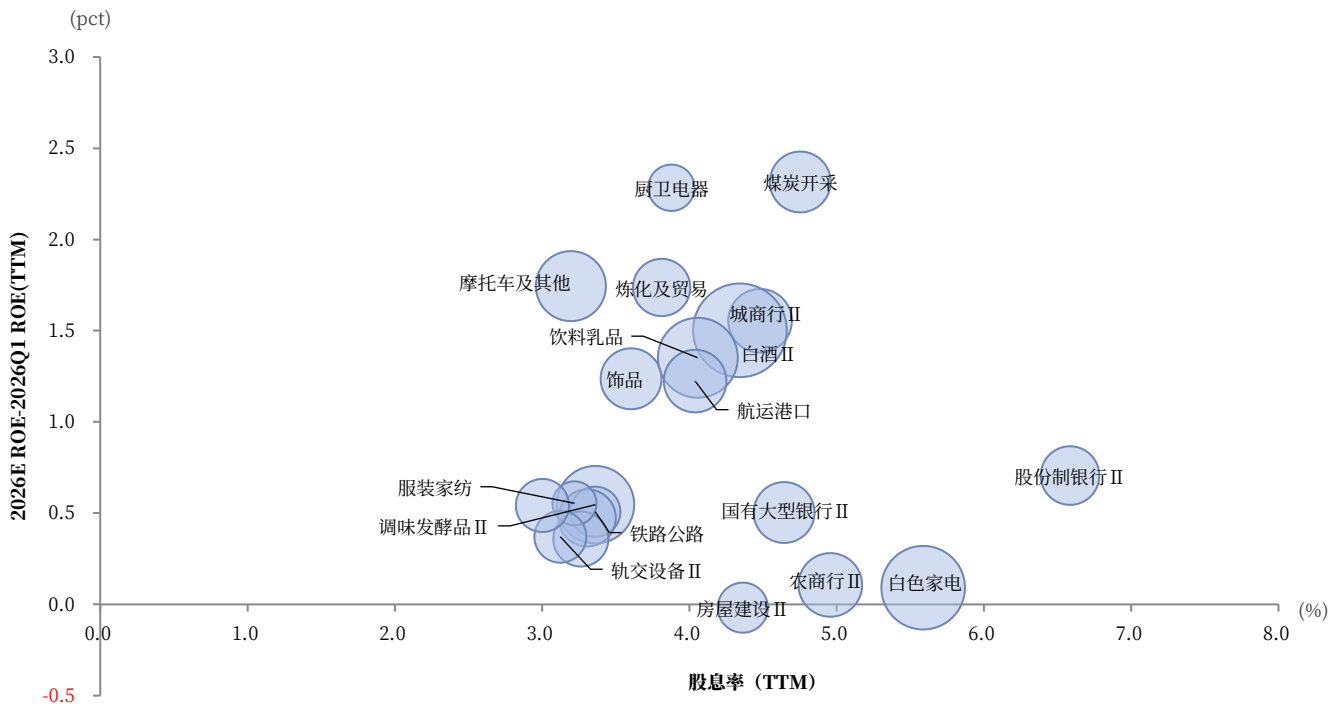
注：数据标签为 2010 年以来估值分位数

因此，我们建议关注红利板块中具有业绩改善预期的领域。我们以 SW 二级行业为基准，梳理

了各行业的业绩表现、股息率、估值水平等。截至 2026 年 5 月 31 日，共有 22 个二级行业股息率高于 3%，多数行业 2026 年 Wind 一致预期 ROE 较 2026Q1 有所提升，其中，煤炭开采、厨卫电器、炼化及贸易、摩托车及其他、国有大型银行 ROE 预期改善幅度相对较高。从红利角度来看，ROE 体现分红的厚度和可持续性，此外，自由现金流体现企业真实的分红能力和质量，在部分行业盈利状况呈现出进入周期修复阶段的当下，自由现金流因子可为红利策略提供收益弹性补充。基于前文 22 个高股息行业，我们进一步关注其中非金融地产板块行业的自由现金流收益率。其中，14 个行业近五年自由现金流收益率均为正，饰品、轨交设备、炼化及贸易、厨卫电器、航运港口行业 2025 年自由现金流收益率较高，均在 4.8% 以上。

综合来看，建议关注银行、煤炭、交运、家电这些具有业绩改善预期、分红稳定可持续且能力强的红利资产。

图138：股息率高于3%的SW二级行业业绩改善预期与股息率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：数据截至 2026 年 5 月 31 日；气泡面积表示该行业 2026Q1 ROE (TTM)，面积越大 ROE 越高

表7：SW 二级行业中股息率高于 3% 的行业涨跌幅、估值、股息率、业绩情况

二级行业	年初以来涨跌幅 (%)	PE 估值分位数 (%，2010 年以来)	PB 估值分位数 (%，2010 年以来)	股息率 (%，TTM)	2026Q1 ROE (%，TTM)	2026E ROE (%)	2026Q1 归母净利润同比 (%)	2026E 归母净利润同比 (%)	2025 年自由现金流收益率 (%)
股份制银行 II	-9.77	27.11	3.86	6.58	7.96	8.66	-0.26	0.54	-
白色家电	-1.74	18.25	1.02	5.59	15.97	16.06	-3.56	6.12	-
农商行 II	-4.12	21.19	14.74	4.96	9.34	9.44	3.78	4.67	-
煤炭开采	30.44	82.85	67.02	4.75	8.56	10.87	-3.93	30.52	3.53
国有大型银行 II	-4.17	87.92	29.17	4.64	8.57	9.07	3.63	1.64	-
城商行 II	2.85	35.38	11.53	4.48	9.34	10.89	7.35	7.59	-
房屋建设 II	-8.35	75.18	0.18	4.36	5.86	5.84	-8.65	-1.27	-
白酒 II	-16.11	35.82	17.88	4.34	19.98	21.48	-1.75	11.52	3.68
饮料乳品	-14.20	3.80	2.78	4.06	14.62	15.98	16.59	20.06	2.25
航运港口	4.67	34.94	38.51	4.04	9.07	10.29	-6.72	14.98	4.87
厨卫电器	-20.13	62.00	0.53	3.88	5.03	7.32	-26.60	37.26	5.16
炼化及贸易	-2.67	68.85	18.00	3.81	7.61	9.34	21.00	36.60	5.52
饰品	-15.28	20.95	26.44	3.60	8.59	9.83	20.81	28.86	12.41
调味发酵品 II	-5.39	8.16	17.80	3.36	13.76	14.30	17.74	15.90	2.59
铁路公路	-6.12	76.11	1.91	3.36	5.87	6.38	-1.78	9.03	3.23
中药 II	-12.42	10.70	0.13	3.31	7.55	8.03	-2.12	9.55	2.02
保险 II	-22.95	0.40	7.92	3.30	17.50	14.40	-16.98	2.59	-
食品加工	-11.31	20.64	1.73	3.26	7.06	7.42	-4.12	19.68	-
服装家纺	-3.55	67.20	28.35	3.22	4.54	5.10	2.32	18.20	3.62
摩托车及其他	-14.16	14.04	40.51	3.20	11.26	13.01	-28.64	16.12	3.86
轨交设备 II	-10.23	40.49	13.23	3.12	6.28	6.65	4.97	10.45	7.17
出版	-6.53	53.45	28.64	3.00	6.56	7.10	-14.97	6.52	2.07

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：市场行情、股息率数据截至 2026 年 5 月 31 日；金融地产板块及近五年自由现金流出现过负值的行业 2025 年自由现金流收益率指标用“-”表示

## 六、风险提示

---

### 1. 外部不确定性加大的风险

美国经济数据波动、通胀压力传导、中期选举以及地缘风险等因素可能对市场情绪产生阶段性扰动。

### 2. 内部政策与经济韧性不牢固的风险

尽管国内经济基本面稳健，但消费内生动能仍需提振，地产止跌企稳的基础尚不牢固。政策层面或将影响市场预期，需关注后续政策定调以及落实力度。

### 3. 市场情绪与资金流向短期调整的风险

部分行业经历年初以来上涨后估值水平较高，处于交易拥挤状态，市场情绪与资金流向可能面临短期调整。

## 图表目录

图 1: 2026 年以来宽基指数累计涨跌幅.....	3
图 2: 2026 年以来大盘&小盘指数累计涨跌幅.....	4
图 3: 2026 年以来成长&价值指数累计涨跌幅.....	4
图 4: 一级行业涨跌幅(2026/1/1 至 2026/1/12).....	6
图 5: 一级行业涨跌幅 (2026/1/13 至 2026/2/27).....	6
图 6: 一级行业涨跌幅 (2026/3/2 至 2026/4/3).....	7
图 7: 一级行业涨跌幅 (2026/4/7 至 2026/5/31).....	7
图 8: 全球地缘政治风险指数处于高波动区间.....	8
图 9: 战争与军事威胁成为长期扰动因素.....	8
图 10: 美国国家安全战略强调西半球、供应链与关键资源安全.....	9
图 11: 美国国防战略提出西半球关键地形控制.....	9
图 12: 美国战略石油储备仍处低位.....	11
图 13: 地缘风险通过油价传导至美国通胀预期.....	11
图 14: 截尾均值 PCE 明显低于核心 PCE.....	12
图 15: 新增就业已明显低于疫情后高峰.....	12
图 16: 劳动力市场持续降温但尚未失速.....	12
图 17: 美国实际消费增速低位震荡.....	12
图 18: 金融条件并未明显放松.....	13
图 19: 市场定价在降息与加息之间反复摇摆.....	13
图 20: 2026 年将有 35 个参议院席位进行改选.....	14
图 21: 民主党在通用国会选票中阶段性领先.....	14
图 22: 美国大选和中期选举前后政策和股市不确定性通常上升.....	14
图 23: 财政和安全等政策极化将强化选举扰动.....	14
图 24: 高债务约束削弱财政政策空间.....	15
图 25: 贸易政策成为选举工具.....	15
图 26: “十五五”规划纲要中现代化产业体系建设涉及的相关产业.....	16
图 27: 2026 年政府工作报告提出的重点工作任务及相关产业.....	17
图 28: 中国 GDP 当季同比增速.....	18
图 29: 中国三大需求对 GDP 增长的贡献率.....	18
图 30: 中国 GDP 分项累计同比增速.....	18
图 31: 中国社会消费品零售总额同比增速.....	19
图 32: 中国限额以上单位商品零售额累计同比增速.....	19

图 33: 固定资产投资完成额累计同比 .....	19
图 34: 按构成看固定资产投资完成额累计同比 .....	19
图 35: 中国房地产销售面积、销售额累计同比增速 .....	20
图 36: 中国房屋销售价格指数环比增速 .....	20
图 37: 中国房屋销售价格指数同比增速 .....	20
图 38: 中国房屋新开工、施工、竣工累计同比增速 .....	20
图 39: 中国出口金额、进口金额同比增速 .....	21
图 40: 2026 年前 4 月主要商品对出口增速的拉动 .....	21
图 41: 中国 PPI、CPI 同比增速 .....	21
图 42: 中国 PPI、CPI 环比增速 .....	21
图 43: 全 A 指数涨跌幅拆解 .....	22
图 44: 主要宽基指数市盈率估值及分位数 .....	22
图 45: 主要宽基指数市净率估值及分位数 .....	22
图 46: 全 A 指数相对 10 年期国债收益率的风险溢价率 .....	23
图 47: 全球主要权益市场 PE 估值对比 .....	23
图 48: 五大风格指数估值及分位数 .....	23
图 49: 一级行业指数估值及分位数 .....	23
图 50: A 股营业收入累计同比增速 .....	24
图 51: A 股归母净利润累计同比增速 .....	24
图 52: 一级行业归母净利润累计同比增速 .....	25
图 53: 一级行业 ROE (TTM) .....	25
图 54: PPI、工业企业利润与 A 股盈利累计同比增速 .....	25
图 55: 1-4 月规模以上工业企业利润同比增速靠前的细分领域 .....	25
图 56: M1、M2 剪刀差 .....	26
图 57: 利率环境 .....	26
图 58: 上交所 A 股新开户数 .....	26
图 59: 两融余额走势 .....	26
图 60: 居民户和非银行业金融机构人民币存款增量变化 .....	27
图 61: 居民储蓄与全 A 总市值的比值仍处在相对高位 .....	27
图 62: 各类投资渠道占居民投资意愿比重 .....	27
图 63: 资管市场规模增速 .....	27
图 64: 权益类基金发行份额 .....	28
图 65: 权益类基金资产净值变化 .....	28
图 66: 主动偏股型基金资产配置比例 .....	28
图 67: 2026 年初以来股票型 ET	
图 68: 各类股票型 ET	
图 69: 2026 年初至今各类主题指数 ET	

图 70: 保险资金运用余额变化.....	30
图 71: 股票占保险公司资金运用余额比例 .....	30
图 72: 保险公司保费月度累积保费收入及增速 .....	30
图 73: 2023 年以来私募基金产品新备案规模 .....	31
图 74: 2023 年以来私募基金管理规模变化 .....	31
图 75: 外资净流入 A 股规模 .....	32
图 76: 外资流向 A 股市场年度聚焦统计 .....	32
图 77: A 股股权融资规模及占全市场总市值比例 .....	33
图 78: 全 A 日均成交额与换手率（月度统计） .....	34
图 79: 主要板块月度成交额占全 A 比重.....	34
图 80: 成交额前 5% 个股成交占比合计 .....	34
图 81: 成交额前 5% 个股归母净利润累计同比增速 .....	34
图 82: 成交额前 5% 个股分布集中的二级行业净利润预期变化 .....	35
图 83: 成交额前 5% 个股分布集中的三级行业净利润预期变化 .....	35
图 84: 费城半导体指数主要每股收益预测 .....	35
图 85: 大小盘风格转换阶段.....	36
图 86: 大小盘风格转换与剩余流动性 .....	36
图 87: 大小盘风格转换与主要机构持股市值占比 .....	36
图 88: 大小盘风格转换与公募基金持股市值占比 .....	37
图 89: 大小盘风格转换与外资持股市值占比 .....	37
图 90: 2003 年以来成长价值风格转换 .....	37
图 91: 成长价值风格转换与归母净利润增速差值 .....	38
图 92: 成长价值风格转换与净资产收益率差值 .....	38
图 93: 成长价值风格转换与市盈率估值、市净率估值 .....	38
图 94: 成长价值风格转换与美债收益率 .....	38
图 95: 二级行业市盈率分位数与归母净利润同比 .....	39
图 96: 美国科技巨头资本开支持续扩张 .....	40
图 97: 全球 AI 服务器出货量持续增长.....	40
图 98: 中国算力总规模持续提升.....	40
图 99: 国内 AI 服务器出货量大幅提升.....	40
图 100: “六张网”成为 AI 基建落地的重要政策载体 .....	41
图 101: 基础设施建设中信息传输业固定资产投资跑赢整体投资 .....	41
图 102: AI 算力集群扩张带动数据中心市场规模提升 .....	41
图 103: 在 AI 集群驱动下光模块市场规模持续扩大 .....	41
图 104: HBM 需求受 AI 服务器升级驱动持续扩张 .....	42
图 105: 全球先进封装市场规模进入高增长阶段 .....	42
图 106: AI 扩产驱动全球晶圆厂设备投资持续增长 .....	42

图 107: AI 服务器推动高端 PCB 进入新增长周期 .....	42
图 108: 全球数据中心用电量快速增长 .....	43
图 109: AI 数据中心储能需求快速扩张 .....	43
图 110: 中国电网投资保持高位 .....	43
图 111: 中国发电装机容量持续高增 .....	43
图 112: AI 基建相关主题指数累计收益率（基期为 2025/12/31） .....	44
图 113: AI 基建相关主题指数未来归母净利润增速 .....	44
图 114: 全球能源价格中枢重新抬升 .....	45
图 115: 海外输入型通胀向国内传导 .....	45
图 116: 全球锂离子电池总体出货量持续增长 .....	45
图 117: 碳酸锂价格上行 .....	45
图 118: 铜价上行与库存下行共振 .....	46
图 119: 电气化驱动下铝的供需结构性收紧 .....	46
图 120: 1-5 月原煤产量同比小幅下降 .....	46
图 121: 2026 年 6 至 8 月出现厄尔尼诺事件的可能性为 80% .....	46
图 122: 基础化工行业扩产意愿有所降温 .....	47
图 123: 基础化工行业盈利触底回升 .....	47
图 124: 全球贸易需求修复直接反映外需景气 .....	47
图 125: 全球电力需求正在加速 .....	47
图 126: 电力设备出口高增带动中国制造出海 .....	48
图 127: 海外基建与矿业周期带动工程机械与资本品出口 .....	48
图 128: 二级行业视角下中国出海质量对比 .....	49
图 129: “六张网” 相关固定资产累计投资增速对比 .....	49
图 130: 六网建设对应周期品需求映射 .....	49
图 131: 国债收益率与中证红利股息率 .....	50
图 132: 中美 10 年期国债利差 .....	50
图 133: 今年以来指数挂钩股票型 ET	
图 134: 今年以来指数挂钩股票型 ET	
图 135: 2026Q1 险资持仓结构及持股数量变化 .....	51
图 136: 主要红利指数 PE 估值及分位数 .....	51
图 137: 主要红利指数 PB 估值及分位数 .....	51
图 138: 股息率高于 3% 的 SW 二级行业业绩改善预期与股息率 .....	52
表 1: 2026 年以来一级行业月度涨跌幅（截至 5 月底，%） .....	5
表 2: 美国进口依赖超过 80% 的关键矿产 .....	9
表 3: 美国进口依存度大于 50% 小于 80% 的关键矿产 .....	10

表 4: 大类板块营收累计同比增速、归母净利润累计同比增速 .....	24
表 5: 保险资管机构和保险公司各类资产配置计划（公司占比） .....	31
表 6: 募资资金规模超过 20 亿元的 IPO 审核过会暂未发行公司（截至 2026 年 6 月 15 日） .....	33
表 7: SW 二级行业中股息率高于 3% 的行业涨跌幅、估值、股息率、业绩情况 .....	53

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院策略首席分析师。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

王雪莹，中国银河研究院策略分析师。吴佳文，中国银河研究院策略分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn