下载日志已记录，仅供内部参考

证 券 研 究 报 告

AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期

全球资产配置每周聚焦 (20260619-20260626)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.6.30

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

报告摘要

- **全球资本市场回顾：上周（20260619-20260626）市场风险偏好剧烈降温，全球股市普遍下跌，商品大幅回调。1）固收方面：10Y美债收益率下行至4.38%，美元指数有所走强；2）权益方面：美股、A股主流股指承压回调，恒生科技指数与韩国KOSPI重挫领跌；3）商品方面：有色与能化板块全线重挫，Comex白银暴跌超10%领跌全球，布伦特原油大跌超7%，黄金及农产品普遍收跌。**
- **热点聚焦：近期Token高频数据边际放缓引发AI beta叙事出现了一些扰动，我们跟踪token景气指标供市场参考。一方面，Token消耗在 3～5月是量价齐升，6月后价格出现松动。**根据Silicon Data统计，Token 支出指数（百万token支付成本）5 月达到2美元随后高位回落至约 1.68 美元。原因来看，从Open Router的周度下载量来看，国产大模型调用份额在5月中旬后快速上升。而价格上，国产大模型价格约为海外大模型的1/10，甚至更加便宜。因此，Token 支出指数下滑一定程度上反映用户向高价前沿模型迁移放缓、AI 需求边际转弱。**GPU租赁价格现货大幅下滑，长协价格目前稳定抬升。**从现货实际成交价看，B200从6月初的6.1$/hr，跌至近期的4.37$/hr。从长协来看，今年1～3月的长协价格明显抬升，4～5月抬升速度边际放缓。**另一方面，从模型收入和企业支付成本来看，Anthropic和Open AI 的ARR 2026Q2均继续上修，其中Open AI环比增速上升，但是Anthropic环比增速连续两个月回落。**据第三方 YipitData 基于企业支出/云用量面板的估算（非公司确认数），截至 6/14 Anthropic 运行收入约620亿美元，OpenAI 约390～400亿美元。根据Ramp AI统计，公司大模型的API支出方面，自年初以来，Anthropic一直领先于Open AI，而随着GPT模型能力提升后，Open AI在4月后开始追赶份额。**其次，企业支付AI成本方面，目前尚处于初级阶段。**根据Ramp AI统计，截止5月份，美国消耗token较高的前10%公司，平均每位员工每个月花费610美元，中位数公司花费11美元，以软件工程师的平均薪酬15980美元/月为基准。这意味着中位数公司员工AI花费成本占员工薪酬比例为0.07%，而前10%公司的员工AI成本占员工薪酬不到4%。（由于软件工程师薪酬水平较高，估算结果可能导致整体ai成本消耗比例偏低）。分公司的规模来看，小企业使用AI明显更加灵活，每位员工使用ai的成本是$21，中等规模企业是$8，大企业是$2。分公司行业来看，中位数上付费能力最强的是科技行业$66，其次是金融保险行业$36，制造业为$8。
- **全球资金流向跟踪：**过去一周，全球资金流出货币市场基金，新兴股市流出而发达股市流入；美国固收市场流入明显，上周流入111.0亿美元；中国股市流出102.2亿美元。截止到2026/6/24，外资持续流入中国股市，而内资整体流出。海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出4.8亿美元，而海外被动基金过去一周流入19.1亿。内资和外资方面，外资过去一周流入14.3亿美元，内资流出114.7亿美元。过去一周，美股资金大幅流入房地产、基建和医疗保健，而科技板块出现较大流出，中国股市资金流入科技、通信。**全球资产性价比指标：**截止到2026/6/27，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于韩国KOSPI200和法国CAC40，超过标普500和日经225，达到过去10年来的89.7%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截止到2026/6/26，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为4%、11%、11%、1%。**全球资产风险情绪指标：**美股方面，指数层面，标普500位于20日均线下方，上周认沽认购比例与上周相比下降。上周美国散户看涨比例为44.39%，环比上周上行8.36%。A股方面，期权持仓层面，截至2026/6/26，沪深300的8月到期看涨期权持仓持续改善，高位持仓情绪进一步修复。隐含波动率层面，截至2026/6/26，沪深300期权各价位隐含波动率较2026/6/18整体抬升，市场短期波动预期有所升温。期限结构方面：近期原油期货的Backwardation结构崩塌，由于近月价格的剧烈回落，近月合约对远月的溢价已转为折价（Contango 结构），显示短期供需紧张情绪逆转，市场重回宽松预期。**全球经济数据：**5月美国PMI回升，核心通胀边际走高，5月中国出口边际显著走强。**美联储加息预期：**目前市场预期美联储年内加息一次。
- **风险提示：资产价格短期波动或无法代表长期趋势；欧美经济深度衰退或超预期；特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变。**

下载日志已记录，仅供内部参考

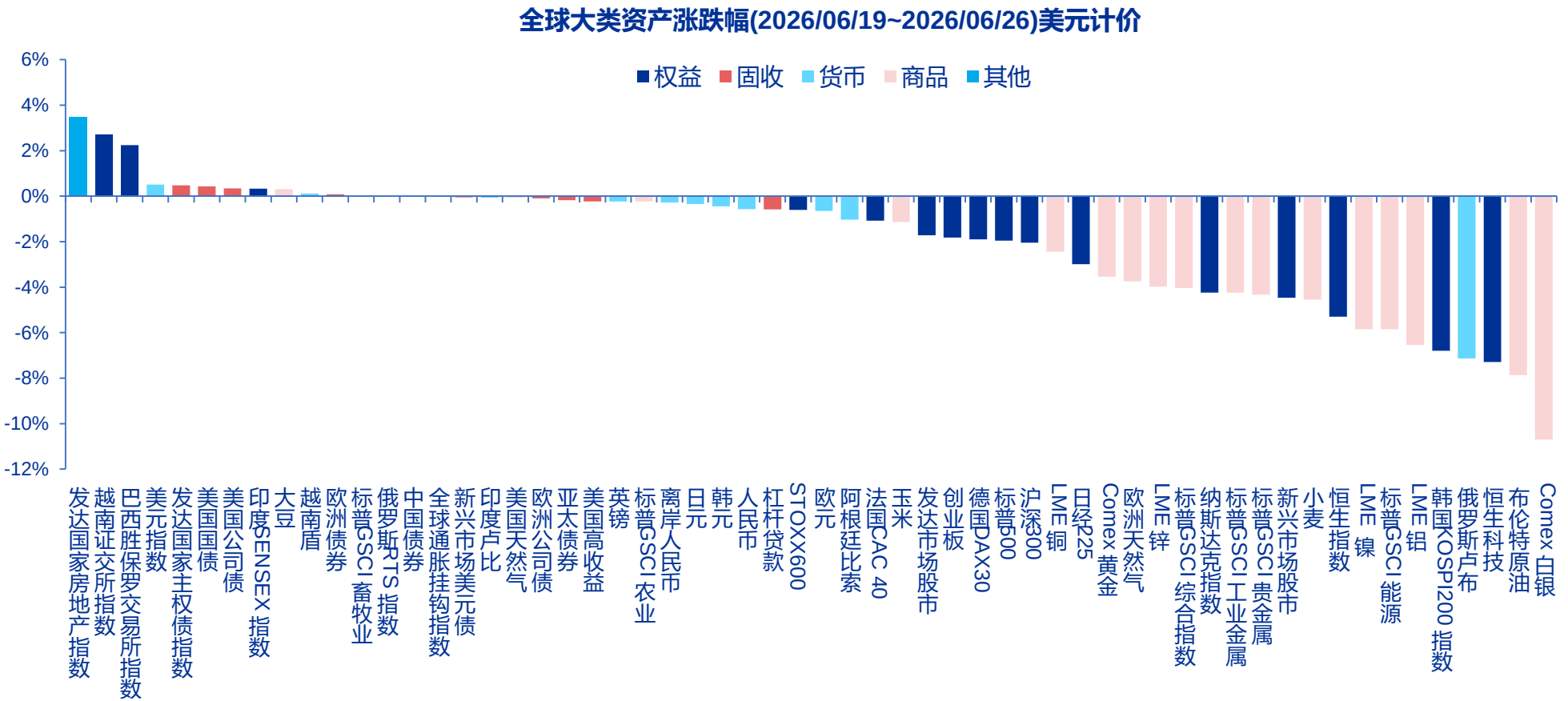
主要内容

1. **每周热点聚焦：AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期**
2. 全球资金流向：货币市场资金流出，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下行，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国核心通胀边际走高，中国进出口显著走强
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

市场回顾：上周全球股市普遍下跌，商品大幅回调

- **全球资本市场回顾：上周（20260619-20260626）市场风险偏好剧烈降温，全球股市普遍下跌，商品大幅回调。1）固收方面：10Y美债收益率下行至4.38%，美元指数有所走强；2）权益方面：美股、A股主流股指承压回调，恒生科技指数与韩国KOSPI重挫领跌；3）商品方面：有色与能化板块全线重挫，Comex白银暴跌超10%领跌全球，布伦特原油大跌超7%，黄金及农产品普遍收跌。**



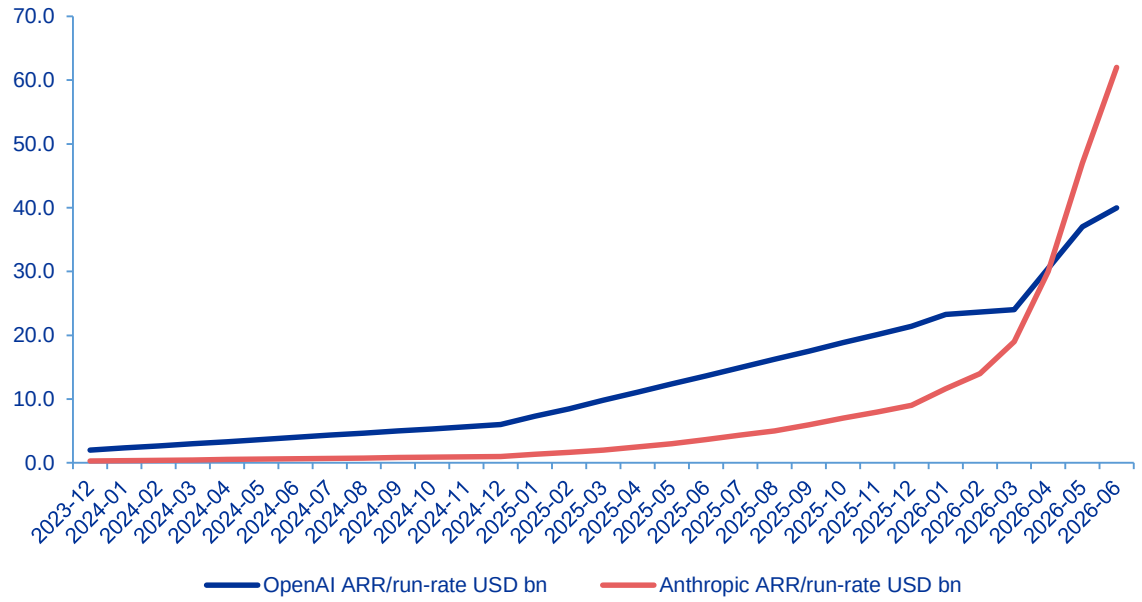
资料来源：Factset、申万宏源研究 注：图中数据为美元计价，文字中数据来源于后续表格数据

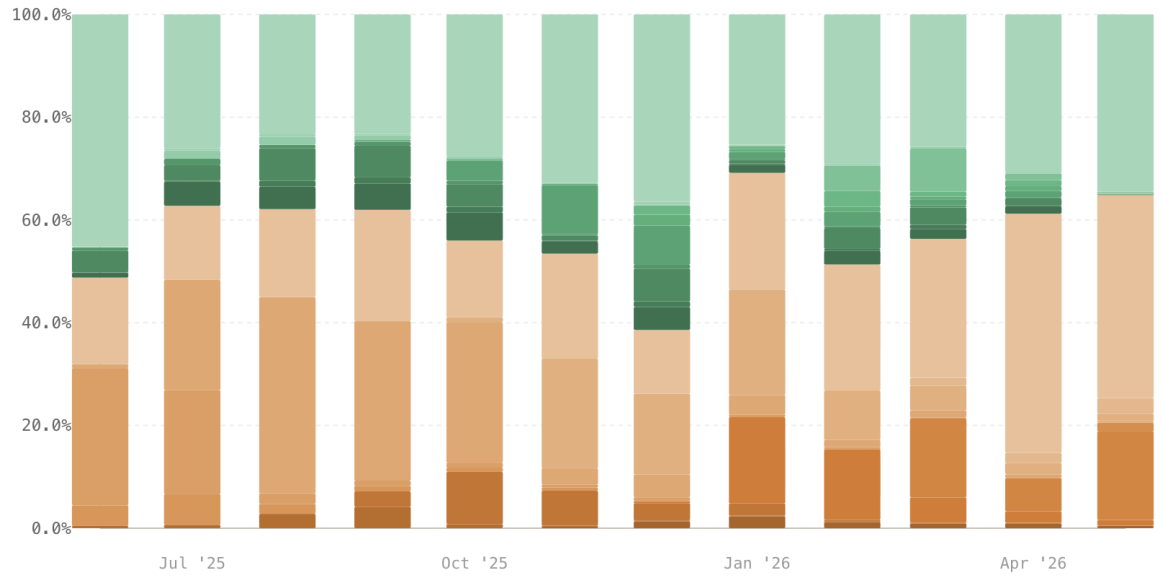
下载日志已记录，仅供内部参考

ARR预估：美国头部AI大模型的ARR仍在上修，最新Anthropic超过Open AI

- 从美国头部AI大模型的ARR来看，Anthropic和Open AI 2026Q2均继续上修，Open AI环比加速。据第三方YipitData 基于企业支出/云用量面板的估算（非公司确认数），截至2026年6月14日 Anthropic 运行收入约620亿美元，OpenAI 约390～400亿美元。
- 根据Ramp AI统计，公司大模型的API支出方面，自年初以来，Anthropic一直领先于Open AI，而随着GPT模型能力提升后，Open AI在4月后开始追赶份额。

美国头部大模型公司ARR，十亿美元



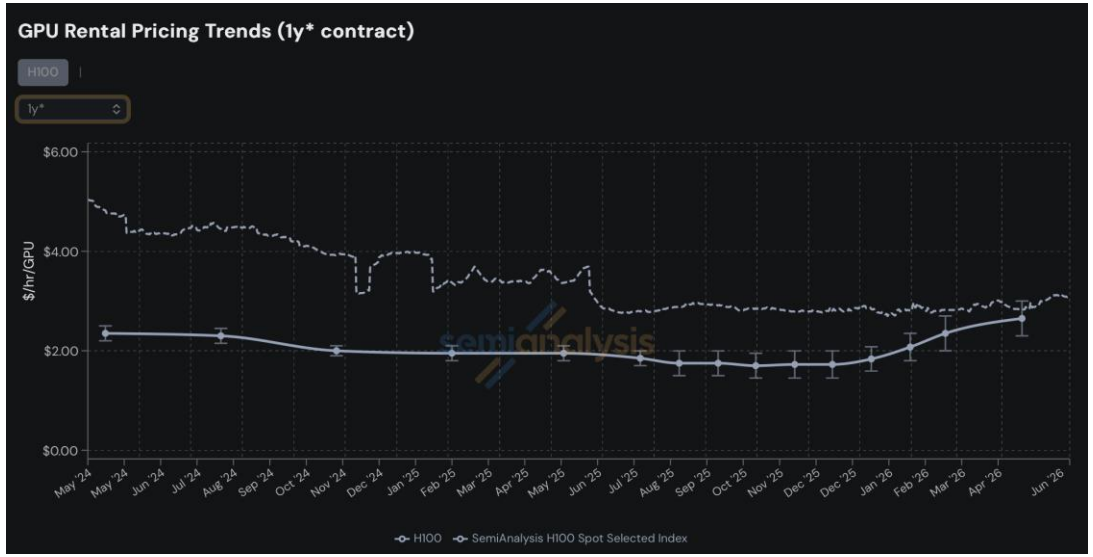


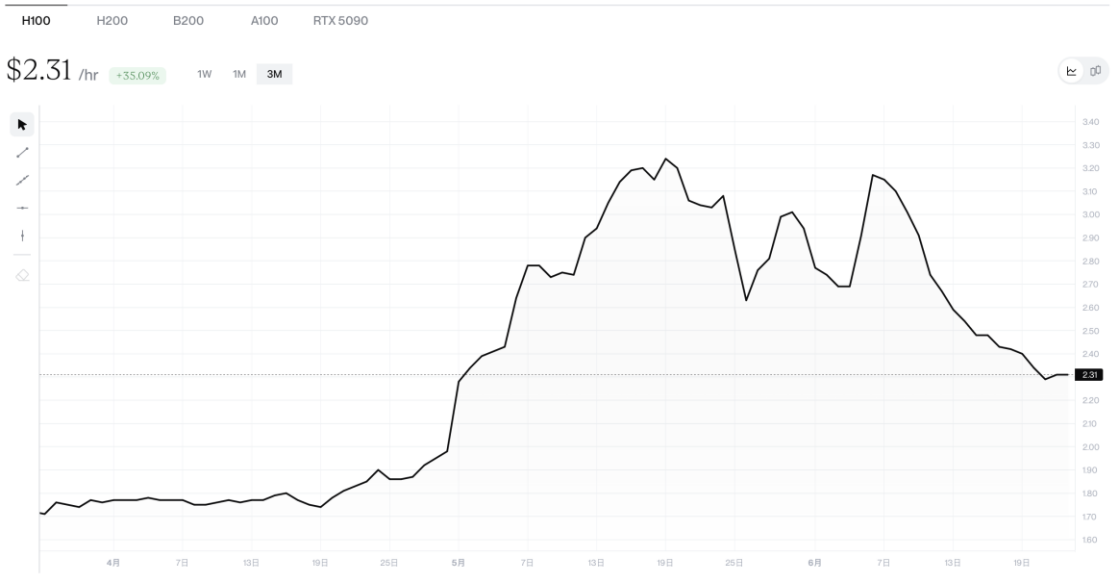
资料来源：OpenAI，Anthropic， Ramp AI，申万宏源研究；注：右图绿色为open ai模型

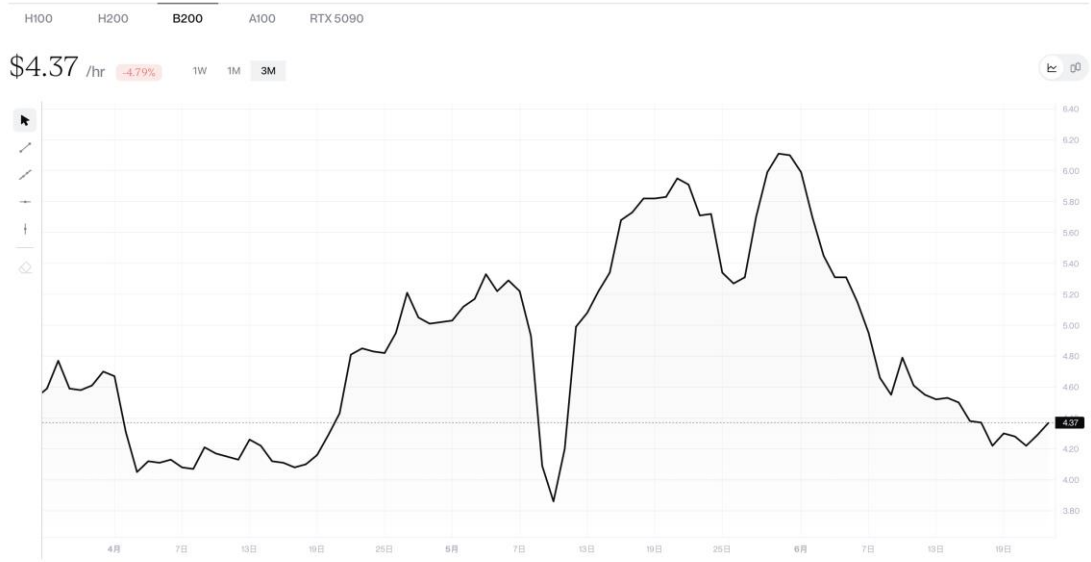
下载日志已记录，仅供内部参考

英伟达GPU租赁价格的实际现货成交价6月边际下跌，长协价格上升

- 从现货实际成交价看，6月后现货租赁价格出现明显下跌。H100从6月初的3.2$/hr，跌至近期的2.31$/hr。B200从6月的6.1$/hr，跌至近期的4.37$/hr。
- 从长协来看，今年1～3月的长协价格明显抬升，4～5月抬升速度边际放缓。





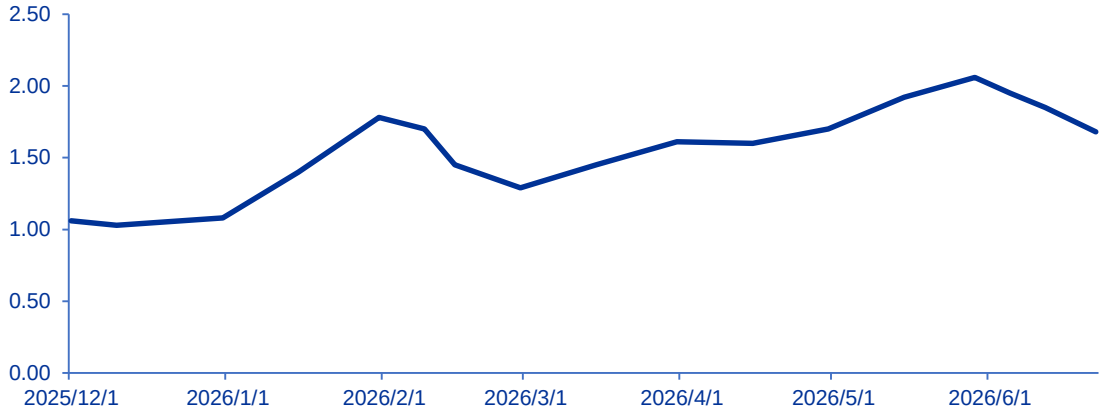


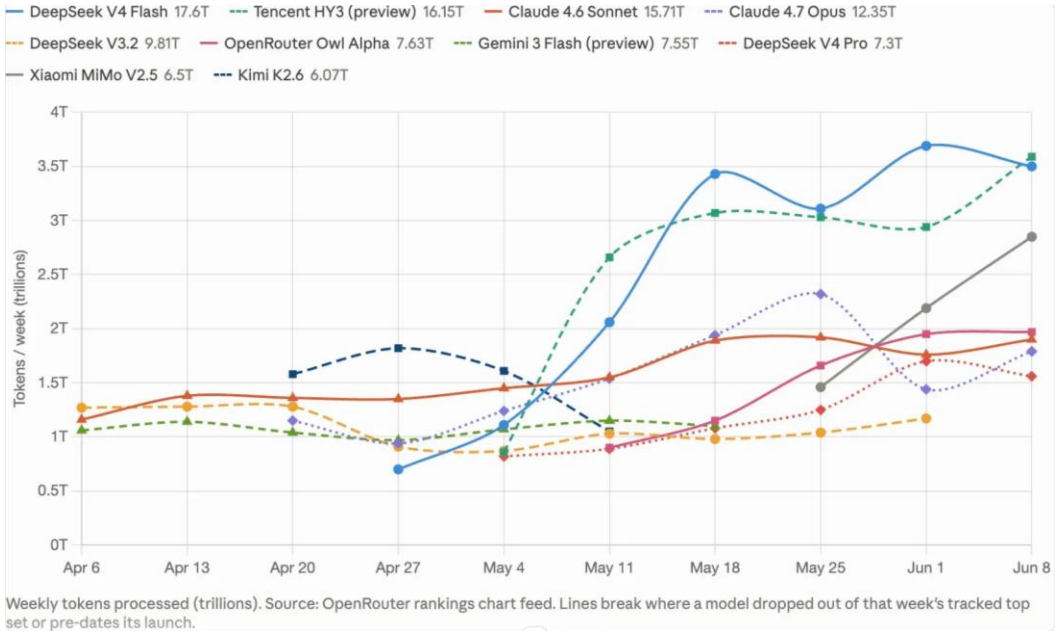
下载日志已记录，仅供内部参考

随着国产大模型的份额占比提升，Token从整体“量价齐升”到结构性“以价换量”

- 根据Silicon Data统计，Token 支出指数 5 月见顶后回落至约 1.68 美元，反映用户向高价前沿模型迁移放缓、AI 需求边际转弱，预警算力链。
- 从Open Router的周度下载量来看，国产大模型调用份额在5月中旬后快速上升。而价格上，国产大模型价格约为海外大模型的1/10，甚至更加便宜。

Silicon Data编制的Token Index-每百万Token支付价格（美元）



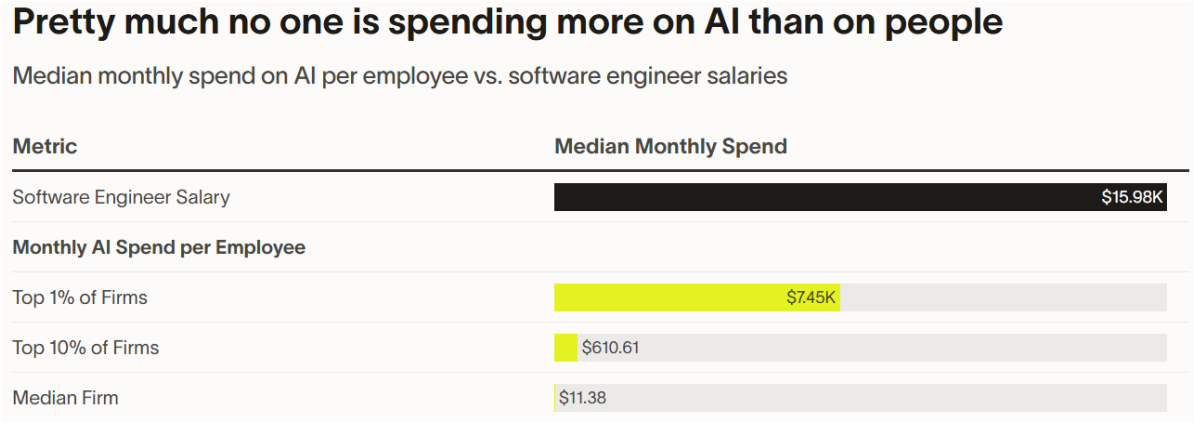


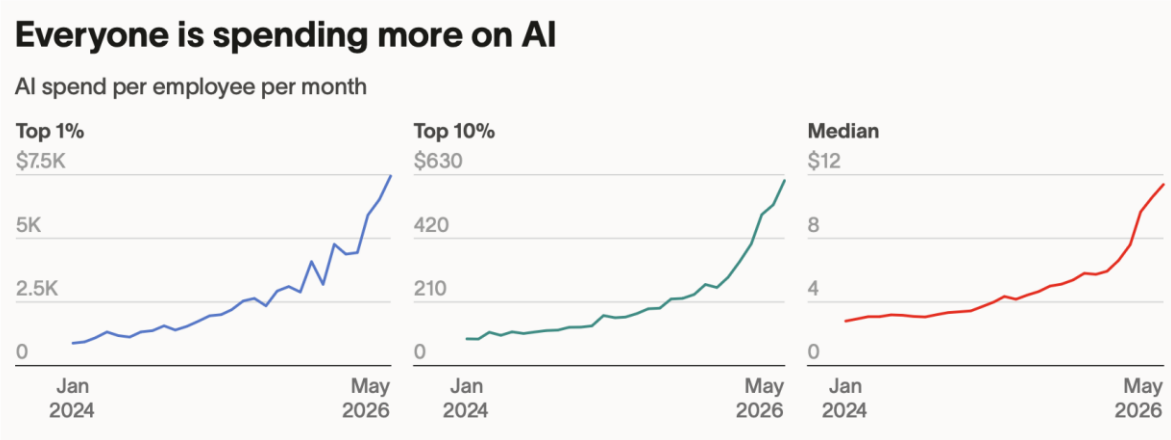
Model	Provider	Input ($/M)	Output ($/M)	Blended ($/M)	Open/Closed
GPT-5.5	OpenAI	5.00	30.00	12.500	Closed
Claude Opus 4.8	Anthropic	5.00	25.00	11.000	Closed
Claude Sonnet 4.6	Anthropic	3.00	15.00	6.600	Closed
GPT-4.1 / GPT-4o	OpenAI	2.50	10.00	4.750	Closed
o3	OpenAI	2.00	8.00	3.800	Closed
Claude Haiku	Anthropic	1.00	5.00	2.200	Closed
Qwen3.7-Max	Alibaba	1.25	3.75	2.000	Closed
Gemini 2.5 Flash	Google	0.300	2.50	0.960	Closed
Qwen3.7-Plus	Alibaba	0.320	1.28	0.608	Closed
MiniMax M3	MiniMax	0.300	1.20	0.570	Open
DeepSeek V4 Pro	DeepSeek	0.435	0.870	0.566	Open
Hunyuan AB Instruct	Tencent	.	.	.	Open
Tencent Hy3 preview	Tencent	0.063	0.210	0.107	Open

下载日志已记录，仅供内部参考

目前美国公司前10%每个员工的ai成本占员工薪酬约4%

- 根据Ramp AI统计，截止5月份，美国消耗token较高的前10%公司，平均每位员工每个月花费610美元，中位数公司花费11美元，考虑到前10%软件工程师的薪酬为15980美元/月。这意味着中位数公司员工AI花费成本占员工薪酬为0.07%，而前10%公司的员工AI成本占员工薪酬约为4%。（由于软件工程师薪酬水平较高，估算结果可能导致整体ai成本消耗比例偏低）

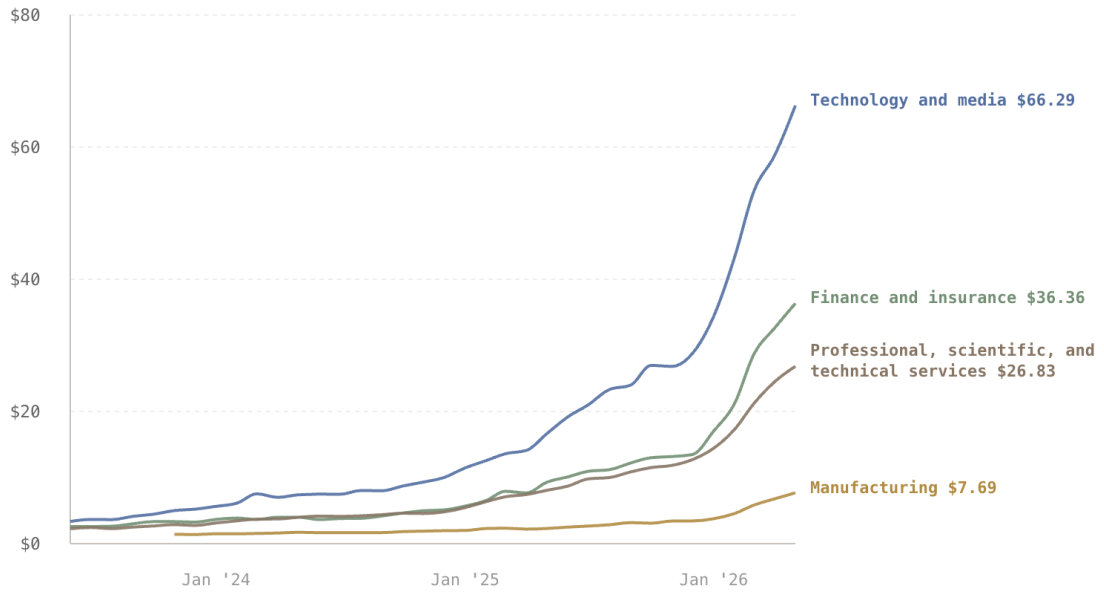


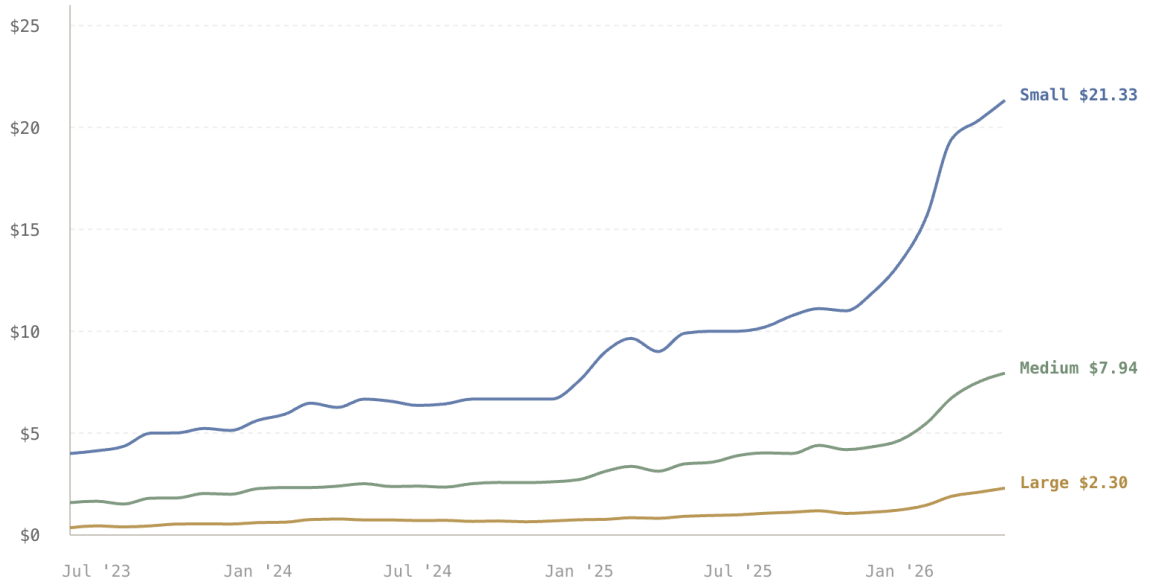


下载日志已记录，仅供内部参考

结构上来看，小企业使用ai活力明显更高

- 分公司的规模来看，小企业每位员工使用ai的成本是$21，中等规模是$8，大企业是$2。
- 分公司行业来看，中位数上付费能力最强的是科技行业$66，其次是金融保险行业$36，制造业为$8。





下载日志已记录，仅供内部参考

AI渗透率：从0>10%>50%？目前正是趋势最强的阶段

- **从AI在不同行业的渗透率来看，年初以来渗透率整体提升，主要集中在金融、专业科学服务等非科技行业。根据美国Census统计，调查显示科技行业（信息产业）的渗透率已提升至 41.90% 左右，而非科技行业如专业科学服务、金融保险、教育等领域仍在稳步提升。从渗透率的空间来看，美国各行业当前仍在加速阶段，后续观察2个方面：1）科技行业的渗透率未能继续加速的原因是什么，未来能否率先超过50%（>50%一般意味着生产力提升概率增加）；2）AI在其他科学领域、医学、统计学等渗透率的提升速度。**

AI渗透率绝对值		每个月的环比变化					
行业	2026年6月下半月AI渗透率	2026年6月	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月
信息产业	41.90%	-1.0%	-0.3%	8.6%	-7.9%	3.4%	3.3%
专业，科学和技术服务。	37.60%	-0.8%	1.3%	1.4%	-0.2%	0.9%	2.0%
教育服务	35.40%	0.8%	3.1%	-1.2%	-1.5%	3.2%	0.6%
金融与保险	34.90%	2.7%	-1.0%	3.2%	-0.7%	0.6%	0.6%
房地产租赁和租赁服务	27.6%	3.2%	-2.2%	1.4%	3.0%	-1.7%	-1.4%
公用事业	25.3%	9.4%	2.3%	1.7%	-2.2%	3.6%	-8.7%
医疗保健和社会援助	22.8%	2.2%	0.0%	-0.3%	1.3%	-0.8%	-0.4%
艺术娱乐和休闲	20.4%	1.6%	1.6%	-3.1%	3.0%	-1.2%	0.9%
行政支援、废物管理和修复服务	18.8%	0.8%	0.5%	0.5%	-0.3%	1.2%	0.7%
批发贸易	17.7%	1.2%	-0.1%	1.1%	1.1%	0.7%	0.9%
制造业	17.4%	0.8%	-1.0%	1.7%	1.9%	0.8%	0.4%
零售贸易	15.1%	0.7%	0.2%	2.5%	-0.3%	-0.8%	1.0%
建筑业	12.6%	1.4%	0.6%	0.3%	-0.2%	1.1%	0.2%
其他服务(公共管理除外)	10.9%	-0.2%	0.0%	0.3%	-0.1%	1.2%	-1.3%
运输与仓储	9.3%	2.4%	-1.3%	0.6%	1.5%	-1.5%	1.7%
住宿和餐饮	7.9%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.7%	-0.3%	-0.2%
农林牧渔	.%	S	S	-%	.%	S	S
采矿采石与油气开采	S	-4.1%	-1.8%	2.9%	0.9%	-4.9%	3.6%

资料来源：Census（美国人口普查局），申万宏源研究 注：本调查统计仅为周度调查期间使用ai的比例，不包含持续使用ai的行业token消耗量增速更高的情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

上周A股指数普遍承压，科创50逆势大涨；全球股市全线回调，日韩走弱

		最新收盘价格(2026/06/26)	期间涨跌幅(2026/06/19~2026/06/26)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP
A股+港股+转债	上证指数	4027	-1.5%	-1.6%	2.9%	1.6%	18.2%	41%
	沪深300	4868	-1.5%	-0.8%	8.1%	4.5%	21.7%	50%
	创业板指	4194	-1.4%	3.7%	27.3%	29.3%	90.1%	79%
	上证50	2907	-0.7%	-0.9%	2.5%	-4.5%	6.9%	63%
	中证1000	8601	-1.9%	0.6%	11.0%	13.1%	40.0%	65%
	科创50	2032	6.3%	11.9%	56.2%	51.0%	99.1%	28%
	恒生指数	22672	-5.2%	-10.5%	-9.1%	-12.2%	13.1%	13%
	恒生科技	4256	-7.6%	-13.3%	-10.9%	-22.6%	-5.4%	56%
	恒生中国企业指数	7461	-6.5%	-11.8%	-11.7%	-16.3%	2.5%	22%
	中证转债	497	-2.1%	-1.3%	-0.3%	0.8%	19.1%	
	北证50	1267	0.1%	1.0%	-0.4%	-13.4%	21.1%	39%
全球股指	印度SENSEX30	77100	0.4%	1.6%	4.8%	-9.3%	-1.5%	20%
	德国DAX	24671	-1.3%	-2.0%	10.6%	1.4%	23.9%	4%
	法国CAC40	8385	-0.4%	2.2%	8.9%	3.5%	14.6%	0%
	西班牙IBEX35	19425	0.4%	5.7%	15.6%	13.1%	68.4%	11%
	英国富时100	10508	1.4%	0.0%	5.4%	6.5%	29.4%	24%
	标普500	7354	-1.9%	-2.2%	15.5%	6.1%	24.5%	4%
	欧洲STOXX600(欧元)	636	0.0%	1.2%	10.5%	8.0%	26.0%	1%
	日经225	69361	-2.7%	6.7%	30.0%	36.7%	73.9%	3%
	泰国SET指数	1542	-1.9%	-1.8%	6.6%	22.5%	10.2%	18%
	韩国综合股价200	1366	-6.4%	5.2%	69.7%	131.6%	330.0%	1%
	沪深300	4868	-1.5%	-0.8%	8.1%	4.5%	21.7%	50%
	巴西IBOVESPA指数	173295	2.9%	-1.4%	-4.6%	7.7%	44.1%	62%
	胡志明指数	1872	2.6%	-0.1%	11.9%	8.2%	47.2%	9%
	恒生指数	22672	-5.2%	-10.5%	-9.1%	-12.2%	13.1%	13%
	阿根廷MERV	3123411	-5.1%	1.7%	11.8%	0.4%	23.3%	
	发达市场		-.%	-.%	.%	.%	.%	
	新兴市场	1706	-4.5%	-1.9%	18.7%	22.1%	58.2%	

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

10Y美债利率下降至4.38%，美元指数上升至101.4

			期间涨跌幅(2026/06/19~2026/06/26,BP)	近一月涨跌幅(BP)	近三月涨跌幅(BP)	近六月涨跌幅(BP)	近一年涨跌幅(BP)	百分分位数
美国债市	美国10年国债收益率	4.38%	-13	-12	-4	24	-20	93%
	10年美债实际利率	2.18%	-10	8	10	27	-6	83%
	10年美债通胀预期	2.20%	-3	-20	-14	-3	-14	60%
	2年美债收益率	4.07%	-17	6	11	61	-18	84%
	1年美债收益率	3.94%	-10	12	11	45	22	78%
	美债期限利差（10年-2年）	0.31%	4	-18	-15	-37	-2	35%
	美债期限利差（10年-3个月）	0.55%	-11	-27	-14	5	34	39%
	10年中债收益率	1.73%	-1	-1	-9	-11	6	5%
	1年中债收益率	1.13%	-4	-5	-13	-16	4	1%
	3个月中债收益率	1.09%	0	0	-9	-22	18	2%
	期限利差：国开债（10年期-1年期）	0.40%	-1	-6	-9	-5	-12	19%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.21%	2	0	3	4	-20	8%
	等级利差：5年企业债（AA-AAA）	0.25%	2	-6	-7	-15	-16	3%
	息差：1年AAA级同业存单-FR007	-0.02%	-2	-7	-2	-12	61	8%
	R007	1.51%	1	13	-3	-35	-63	12%
	R001	1.22%	-30	-9	-14	-11	-132	17%
	中美利差（10年中债利率-10年美债利率）	-2.65%	12	11	-5	-35	26	5%
	中美利差（1年中债利率-1年美债利率）	-2.81%	6	-17	-24	-61	-18	12%

			期间涨跌幅(2026/06/19~2026/06/26,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝（美元/吨）	3198.0	-5.9%	-12.0%	-3.0%	8.0%	25.4%	93%
	Comex黄金（美元/盎司）	4103.0	-2.95%	-8.5%	-10.0%	-11.8%	45.4%	53%
	LME铜（美元/吨）	13322.0	-1.95%	-1.5%	9.2%	9.5%	49.5%	90%
	ICE布油（美元/桶）	73.6	-7.86%	-20.1%	-23.4%	41.1%	29.6%	91%
	NYMEX天然气（美元/百万英热单位）	3.3	2.24%	5.4%	-2.2%	9.4%	-18.8%	18%
其他	美元指数	101.4	0.60%	2.1%	1.2%	3.4%	-6.2%	36%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	.	-.%	-.%	-.%	-.%	.%	%
	CBOE波动率	18.4	9.71%	13.0%	-40.7%	35.4%	5.8%	19%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

上周A股行业中建筑材料、电子领涨；港股制药、房地产领涨

A股行业	期间涨跌幅(2026/06/23~2026/06/27)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅(2026/06/23~2026/06/27)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
建筑材料	7.48%	99.7%	96.5%	29.2%	社会服务	-4.59%	26.0%	12.1%	93.7%
电子	3.55%	98.8%	98.6%	54.3%	食品饮料	-4.69%	8.1%	0.1%	99.7%
医药生物	-1.88%	18.2%	18.9%	96.9%	公用事业	-4.73%	35.8%	58.7%	91.3%
综合	-2.37%	99.1%	84.4%	48.2%	环保	-4.88%	43.9%	68.7%	80.6%
家用电器	-2.50%	28.6%	24.9%	93.1%	石油石化	-5.23%	52.0%	69.8%	69.2%
纺织服饰	-2.53%	37.0%	43.0%	92.5%	美容护理	-5.82%	8.3%	1.7%	97.7%
交通运输	-2.61%	38.3%	13.9%	86.4%	商贸零售	-5.89%	58.6%	13.6%	79.5%
基础化工	-3.05%	77.6%	82.6%	58.3%	传媒	-6.06%	26.3%	41.5%	94.8%
机械设备	-3.14%	83.1%	93.8%	47.7%	通信	-6.13%	99.2%	96.5%	62.7%
银行	-3.19%	26.7%	1.3%	80.1%	汽车	-6.88%	63.0%	21.3%	72.8%
建筑装饰	-3.44%	66.9%	67.7%	47.7%	计算机	-6.92%	73.0%	34.8%	95.3%
房地产	-3.86%	62.9%	33.6%	59.2%	煤炭	-7.27%	74.5%	63.8%	34.5%
国防军工	-3.99%	54.3%	56.6%	94.8%	钢铁	-7.80%	64.8%	55.3%	55.4%
农林牧渔	-4.09%	45.1%	12.2%	81.9%	电力设备	-7.90%	44.2%	79.3%	85.5%
非银金融	-4.29%	0.4%	26.3%	99.5%	有色金属	-12.53%	17.4%	86.8%	85.1%
轻工制造	-4.32%	52.8%	45.7%	75.5%					

港股行业	期间涨跌幅(2026/06/23~2026/06/27)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅(2026/06/23~2026/06/27)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
制药、生物科技与生命科学	0.98%	75.7%	43.9%	7.9%	医疗保健设备与服务	-3.19%	16.4%	15.3%	31.4%
房地产	0.86%		29.4%		银行	-3.63%	64.1%		16.6%
半导体与半导体生产设备	0.01%		99.5%		能源	-4.47%	28.1%	70.5%	37.5%
保险	0.00%	0.0%		93.7%	食品与主要用品零售	-5.24%	38.2%	23.6%	13.8%
商业和专业服务	-0.52%		75.6%		资本货物	-5.24%	73.9%	14.2%	8.4%
食品、饮料与烟草	-0.57%	9.5%	26.4%	60.3%	材料	-5.33%	74.9%	81.9%	8.2%
运输	-1.21%	19.6%	44.2%	58.9%	汽车与汽车零部件	-6.09%	73.7%		15.2%
耐用消费品与服装	-1.60%	25.8%	13.0%	30.9%	多元金融	-6.66%	0.1%		97.5%
公用事业	-2.64%	8.6%		48.0%	技术硬件与设备	-7.44%	82.7%	35.5%	5.9%
消费者服务	-2.81%	6.6%		53.2%	媒体	-7.48%	2.8%	13.9%	71.0%
电信服务	-.%	.%	.%	.%	软件与服务	-.%	.%	.%	.%
家庭与个人用品	-3.14%	0.3%	0.0%	64.9%	零售业	-11.81%	60.2%	19.5%	14.1%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 每周热点聚焦：AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期
2. **全球资金流向：货币市场资金流出，中国股市权益资金净流出**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下行，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国核心通胀边际走高，中国进出口显著走强
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

全球资金流出货币市场基金，新兴股市流出而发达股市流入；美国固收市场流入明显，上周流入111.0亿美元；中国股市流出102.2亿美元

- 过去一周，全球资金流出货币市场基金，新兴股市流出而发达欧洲股市流入；美国固收市场流入明显，上周流入111.0亿美元；中国股市流出102.2亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流出明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流出。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
全球货币市场	-255.4	1411.6	4824.8	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0	3260.0	3567.6
发达市场股市	60.7	2128.6	7012.0	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7	2096.8	2350.1
新兴市场股市	-110.6	-438.6	-1289.5	-132.8	899.3	220.2	272.0	-188.6	256.7
全球政府债券	10.5	184.0	1048.4	477.7	442.9	417.5	361.6	335.8	23.9
新兴市场债券	32.2	125.6	311.3	-0.2	351.2	278.4	192.0	6.0	-143.2
投资级企业债	29.0	228.8	580.6	205.9	509.8	517.1	116.7	200.5	218.5
高收益债券	18.6	77.9	28.8	-91.2	30.0	222.5	-26.0	119.9	68.5

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
全球货币市场	-0.2%	1.3%	3.5%	2.3%	3.7%	3.4%	1.0%
发达市场股市	0.0%	0.8%	2.7%	1.1%	1.1%	0.6%	0.5%
新兴市场股市	-0.4%	-1.5%	-4.4%	-0.5%	3.6%	0.9%	1.4%
全球政府债券	0.1%	1.0%	5.9%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
新兴市场债券	0.4%	1.8%	4.4%	0.0%	5.4%	4.7%	3.5%
投资级企业债	0.2%	1.3%	3.5%	1.2%	3.2%	3.4%	0.8%
高收益债券	0.3%	1.1%	0.4%	-1.3%	0.4%	3.3%	-0.5%

固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
发达欧洲国家	-0.9	144.1	544.5	228.2	341.0	436.6	303.3	269.0	295.8
美国	111.0	826.7	3352.7	1638.1	1509.9	1760.1	390.1	1254.3	1059.3
日本	2.3	8.0	35.3	15.8	22.0	30.7	2.2	-2.9	8.3
中国	31.9	117.2	82.3	-129.7	229.6	135.7	183.3	15.3	7.1
新兴市场	35.9	148.3	415.0	38.9	409.5	332.7	233.7	37.3	-100.8
印度	0.5	0.7	9.2	0.6	4.2	1.8	-3.1	-3.6	-7.4

固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	0.0%	0.7%	2.5%	1.0%	1.6%	2.2%	1.6%
美国	0.2%	1.4%	5.7%	2.8%	2.7%	3.3%	0.8%
日本	0.2%	0.9%	3.9%	1.8%	2.4%	3.5%	0.2%
中国	1.8%	6.9%	4.3%	-8.7%	14.8%	11.8%	19.9%
新兴市场	0.4%	1.6%	4.5%	0.4%	4.7%	4.2%	3.2%
印度	0.2%	0.3%	3.4%	0.2%	1.6%	0.7%	-1.6%

权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
发达欧洲国家	35.6	111.7	986.8	763.8	381.4	331.1	446.4	356.2	-176.9
美国	-32.8	1852.8	4801.3	1265.4	1869.1	679.9	449.8	1493.4	2481.6
日本	18.1	-19.4	401.5	357.9	104.3	-26.7	-1.7	120.2	-94.6
中国	-102.2	-457.1	-2216.2	-982.4	563.2	150.9	121.8	-166.4	309.0
新兴市场	-94.6	-367.7	-1020.7	-19.6	969.6	274.6	330.3	-145.2	300.1
印度	-1.0	-26.6	-8.9	39.4	22.2	11.7	24.1	-40.0	-24.9

权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	0.1%	0.2%	2.2%	1.7%	0.9%	0.9%	1.2%
美国	0.0%	0.9%	2.6%	0.7%	1.1%	0.4%	0.3%
日本	0.1%	-0.1%	2.3%	2.1%	0.7%	-0.2%	0.0%
中国	-0.9%	-3.9%	-17.5%	-7.4%	4.3%	1.2%	1.5%
新兴市场	-0.3%	-1.0%	-2.9%	-0.1%	3.2%	1.0%	1.5%
印度	0.0%	-1.0%	-0.8%	1.0%	0.7%	0.4%	0.8%

全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
主动型固收共同基金	0.3	1.7	-13.4	-3.6	2.9	-0.2	3.7	-10.0	-6.2
被动型固收共同基金	0.6	1.8	4.7	0.6	0.1	0.9	-0.8	-0.5	3.1
安硕中国ETF	0.0	-1.3	-7.8	-5.8	-0.5	5.6	0.9	0.7	1.6
富时三倍做空中国ETF	-0.2	-0.2	-0.9	-0.8	-1.0	0.6	0.0	2.4	2.2

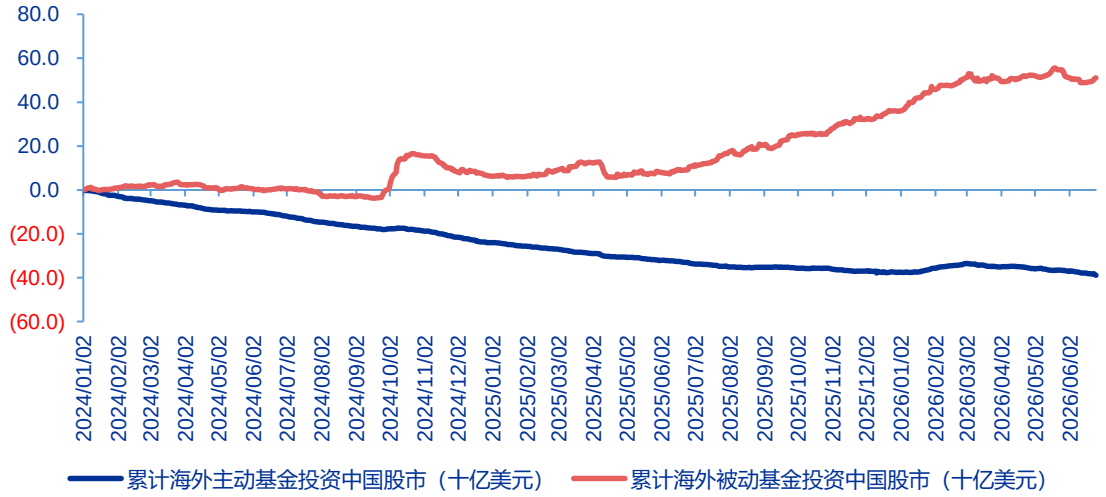
全球投资中国基金/ETF	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
主动型固收共同基金	0.1%	0.4%	-3.3%	-0.9%	0.7%	-0.1%	0.9%
被动型固收共同基金	0.9%	2.8%	7.6%	1.0%	0.1%	1.5%	-1.4%
安硕中国ETF	0.0%	-2.2%	-13.3%	-9.9%	-0.9%	9.6%	1.5%
富时三倍做空中国ETF	-20.2%	-12.4%	-73.9%	-62.6%	-82.4%	48.4%	-4.0%

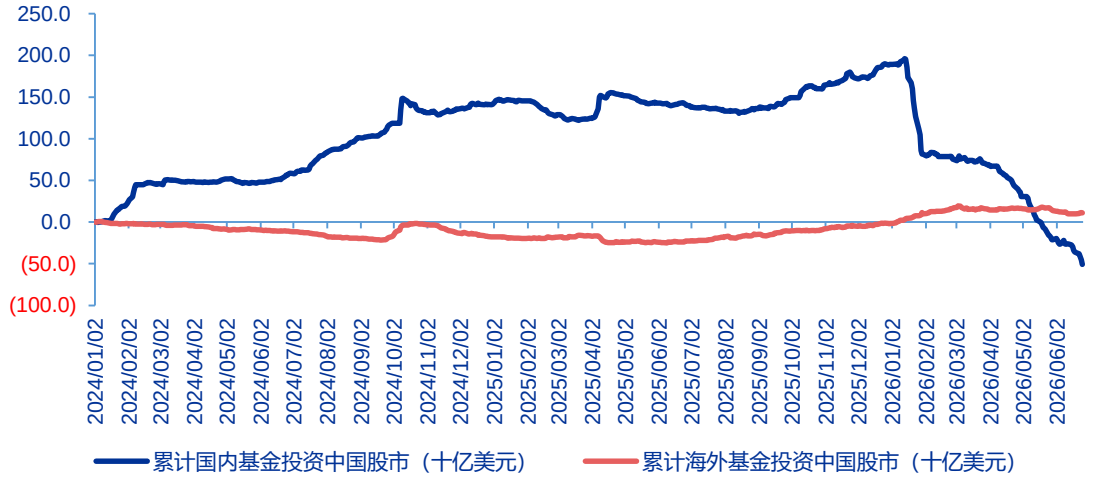
资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

下载日志已记录，仅供内部参考

过去一周，外资持续流入中国股市，而内资整体流出

- 截止到2026/06/24，外资持续流入中国股市，而内资整体流出。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出4.8亿美元，而海外被动基金过去一周流入19.1亿。
- 内资和外资方面，外资过去一周流入14.3亿美元，内资流出114.7亿美元。





资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

下载日志已记录，仅供内部参考

过去一周，美股资金大幅流入房地产、基建和医疗保健，而科技板块出现较大流出，中国股市资金流入科技、通信

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
房地产	11.9	23.9	12.3	-6.6	13.0	-2.4	2.6	-22.7	-1.7
基建	6.0	12.3	49.7	19.6	8.9	7.4	1.2	-10.4	12.3
医疗保健	3.9	5.2	-20.0	0.2	48.2	-32.2	-44.5	-38.3	-52.0
公用事业	2.4	2.0	-1.0	6.1	24.2	17.5	17.7	3.4	-9.1
消费	2.0	-16.6	-39.6	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0	32.9	-0.3
材料	-2.1	5.6	47.2	23.5	7.0	0.4	-4.0	-2.5	8.0
金融	-3.4	-2.6	-35.2	-3.0	-19.0	52.4	-82.7	27.2	103.4
通信	-6.2	-12.4	-25.2	-20.4	8.7	8.1	14.1	4.7	5.0
工业品	-9.9	60.6	184.7	81.6	43.8	50.3	2.2	-8.1	42.8
能源	-10.6	-21.5	115.1	109.1	3.9	-23.2	-40.0	-38.9	-19.5
科技	-145.8	103.1	209.2	22.0	151.1	-45.4	-54.4	91.9	63.6

全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
科技	3.5	-126.4	-207.9	125.0	245.9	40.8	63.0	-18.6	-17.5
通信	1.0	15.5	75.8	39.2	6.8	11.7	-1.0	1.7	-1.1
基建	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	0.2	-0.3	-0.1	0.1
消费	0.0	-6.2	-18.1	-6.1	2.3	26.7	-5.9	0.8	9.9
房地产	-0.6	-1.8	-0.1	3.5	-3.2	-1.0	0.2	4.0	-1.0
能源	-1.0	-0.4	19.5	31.5	2.1	9.3	0.2	3.2	-1.7
医疗保健	-1.0	-0.3	49.7	34.7	40.2	21.6	-24.1	3.1	16.3
公用事业	-1.3	3.6	11.4	5.2	0.6	0.1	-0.2	2.9	-0.1
工业品	-2.8	-11.2	56.8	65.9	11.0	7.2	-1.3	0.8	-0.3
材料	-5.0	-16.7	60.2	105.9	21.2	53.0	-1.1	4.2	0.5
金融	-.	-.	-.	.	.	.	.	.	-.

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 每周热点聚焦：AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期
2. 全球资金流向：货币市场资金流出，中国股市权益资金净流出
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下行，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国核心通胀边际走高，中国进出口显著走强
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

上证指数的PE分位数位于历史的89.7%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

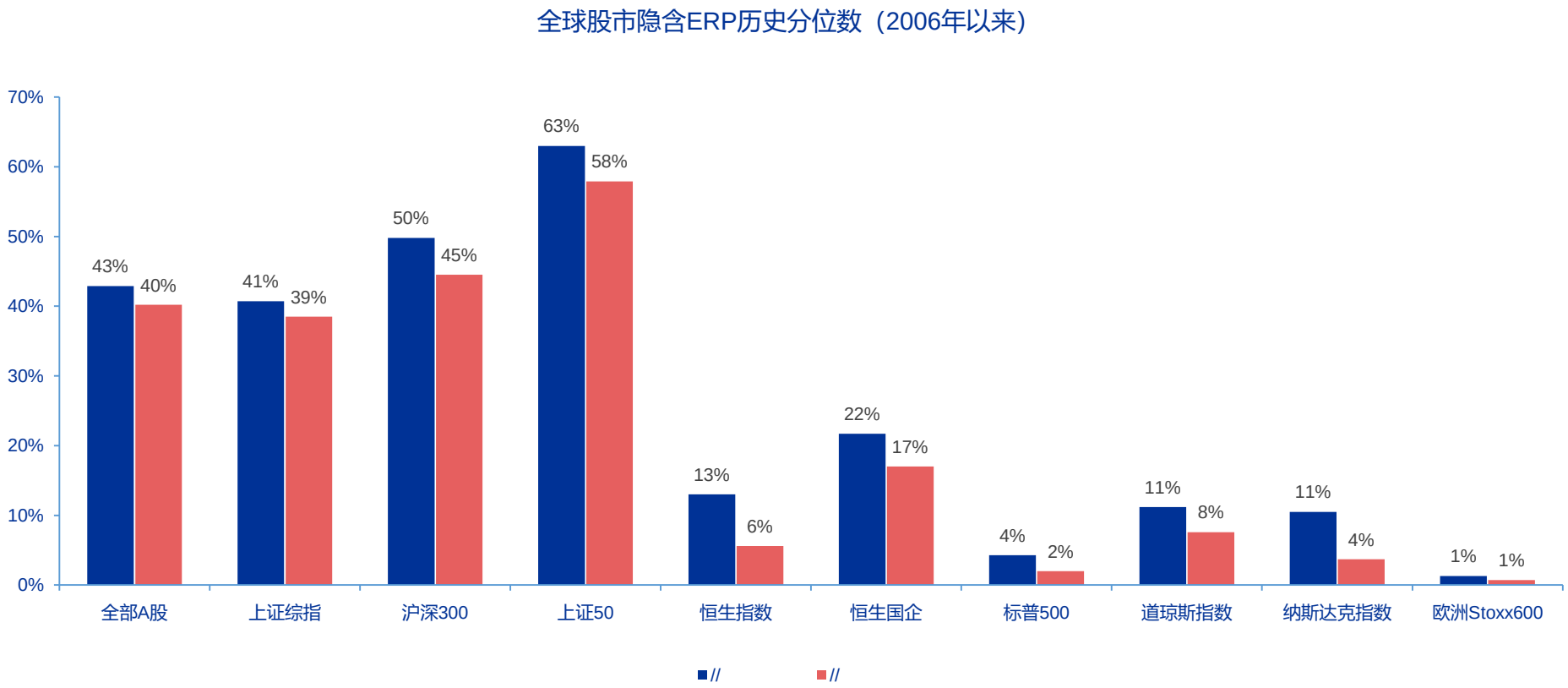
- 截止到2026/6/27，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于韩国KOSPI200和法国CAC40，超过标普500和日经225，达到过去10年来的89.7%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

市场名称	PE所处分位数	2026-06-27的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-06-27的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
韩国KOSPI200	97.7%	23.7	11.4	12.3	8.5	巴西圣保罗交易所指数	62.0%	5.3%	6.0%	12.3%	3.1%
法国CAC40	93.1%	24.1	16.6	14.7	14.4	沪深300	49.8%	5.2%	6.6%	5.6%	6.5%
上证指数	89.7%	16.9	13.8	11.9	11.0	上证指数	40.7%	4.2%	5.6%	5.5%	5.9%
标普500	85.5%	27.5	24.2	21.4	17.7	富时大马吉隆坡综合指数	38.8%	2.8%	1.4%	3.4%	2.5%
日经225	84.1%	23.5	16.5	15.2	13.8	富时100	24.2%	1.3%	1.8%	4.1%	6.2%
沪深300	81.7%	14.3	12.1	11.8	10.2	恒生国企	21.7%	6.6%	6.9%	9.0%	9.0%
德国DAX	79.1%	17.4	15.0	14.0	12.2	印度Sensex	20.4%	0.3%	0.2%	1.1%	1.5%
斯托克600	77.5%	18.6	14.5	15.1	13.7	泰国证交所100	18.0%	2.2%	2.2%	2.4%	4.0%
西班牙IBEX35	71.4%	16.4	11.0	9.0	10.8	恒生指数	13.0%	4.6%	6.2%	7.6%	7.9%
恒生指数	65.6%	11.1	9.4	9.5	9.5	西班牙IBEX35	11.0%	1.7%	4.6%	8.2%	6.5%
富时100	63.2%	17.7	15.8	14.3	11.2	越南证交所指数	9.4%	2.8%	4.0%	3.6%	3.6%
恒生国企	62.3%	9.1	8.8	8.4	8.5	标普500	4.3%	-0.7%	-0.4%	1.8%	2.9%
越南证交所指数	54.7%	13.9	11.9	15.5	15.8	德国DAX	3.7%	1.4%	2.2%	4.3%	5.4%
巴西圣保罗交易所指数	27.7%	10.3	9.6	6.6	17.3	日经225	3.3%	-0.1%	1.6%	3.7%	4.5%
印度Sensex	26.6%	21.2	21.2	24.9	23.7	斯托克600	1.3%	1.0%	2.4%	3.7%	4.6%
泰国证交所100	16.2%	15.2	14.9	19.0	14.8	韩国KOSPI200	0.9%	-0.2%	4.3%	5.2%	9.0%
富时马来西亚	.%	.	.	.	.	法国CAC	.%	-.%	.%	.%	.%

下载日志已记录，仅供内部参考

全部A股的ERP边际较上周上升，处于历史中性水平

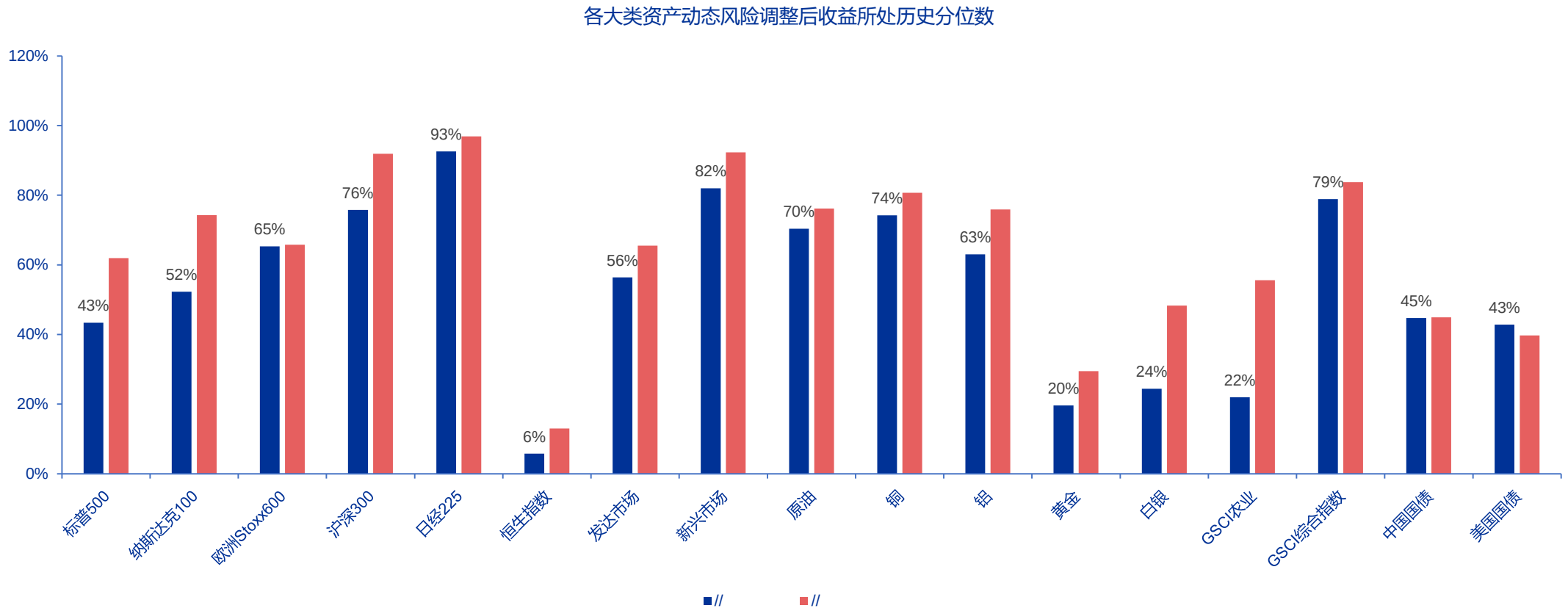
- **截止到2026/6/26，**标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为4%、11%、11%、1%。



下载日志已记录，仅供内部参考

上周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数下降

- **截止到2026/6/26，标普500的风险调整后收益所处分位数下降至43%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下降至52%。沪深300的风险调整收益分位数下降至76%。**



下载日志已记录，仅供内部参考

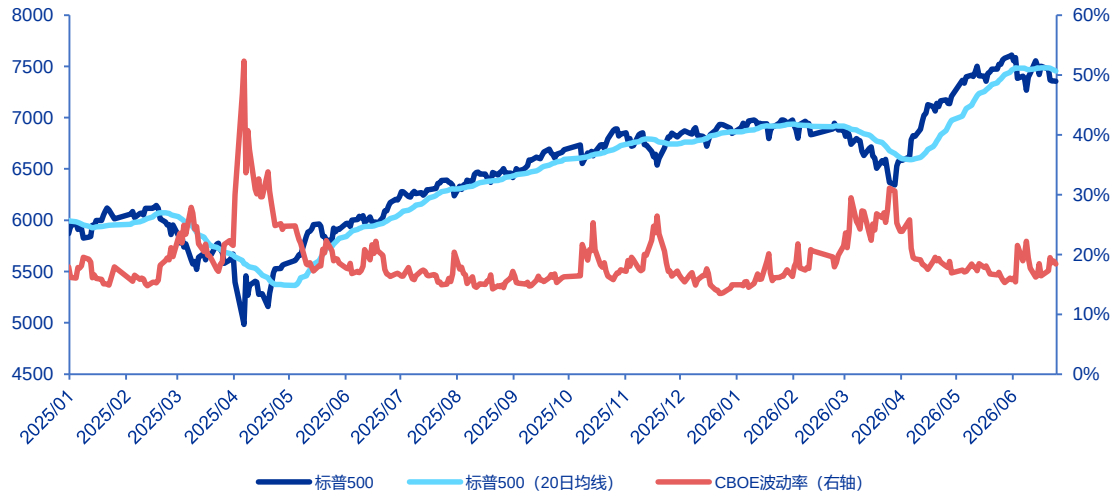
主要内容

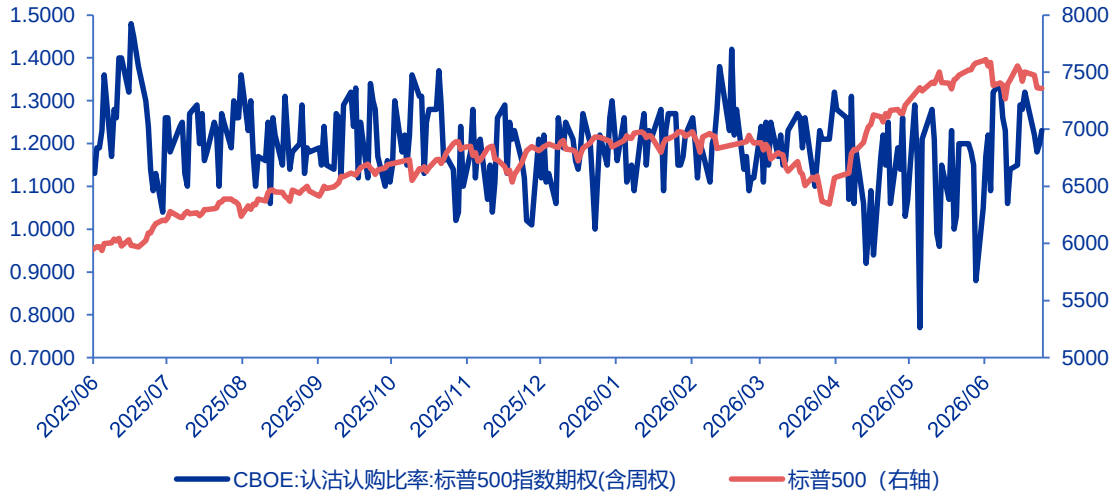
1. 每周热点聚焦：AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期
2. 全球资金流向：货币市场资金流出，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购比例下行，A股隐含波动率上行**
5. 全球经济数据：美国核心通胀边际走高，中国进出口显著走强
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

美股市场：标普500位于20日均线下方，上周认沽认购比例与上周相比下降

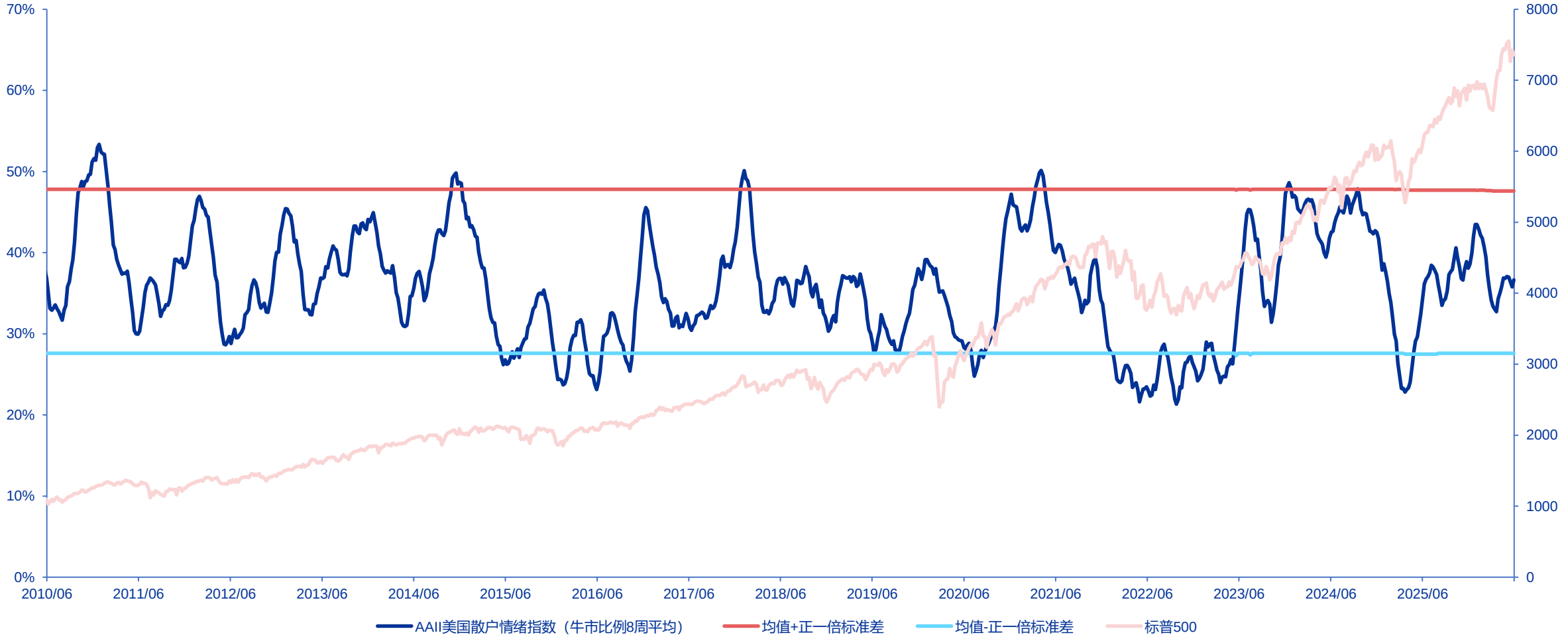
- **美股市场：标普500位于20日均线下方，上周认沽认购比例与上周相比下降。**





下载日志已记录，仅供内部参考

美股情绪指标：上周美国散户看涨比例为44.39%，环比上周上行8.36%



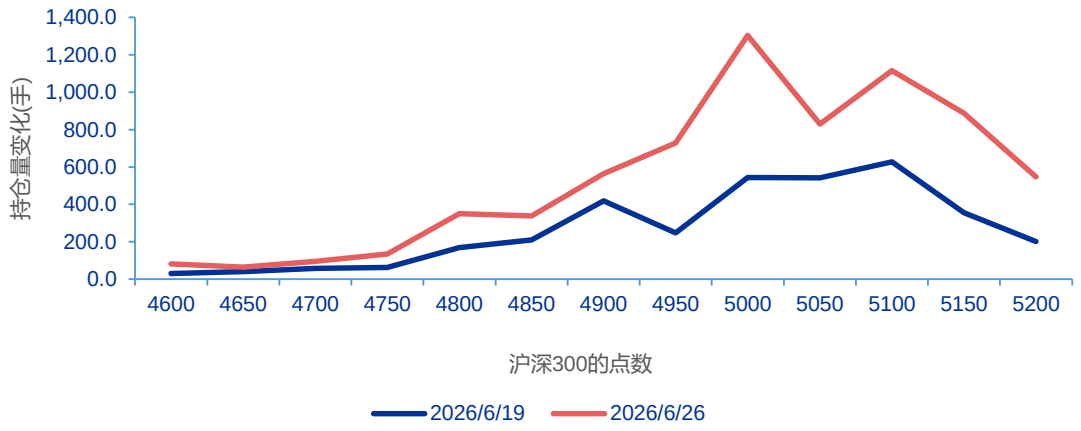
资料来源：美国个人投资者协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

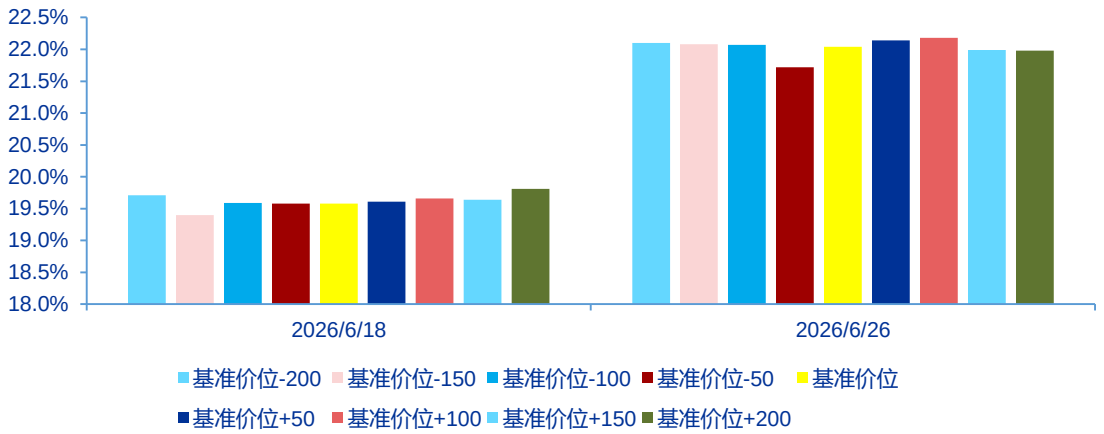
中国期权市场：沪深300隐含波动率整体抬升，高位看涨期权持仓持续改善

- **期权持仓层面**，截至2026/6/26，沪深300 8月到期看涨期权持仓持续改善，高位持仓情绪进一步修复。
- **隐含波动率层面**，截至2026/6/26，沪深300期权各价位隐含波动率较2026/6/18整体抬升，市场短期波动预期有所升温。

沪深300的8月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



沪深300期权的各价位隐含波动率



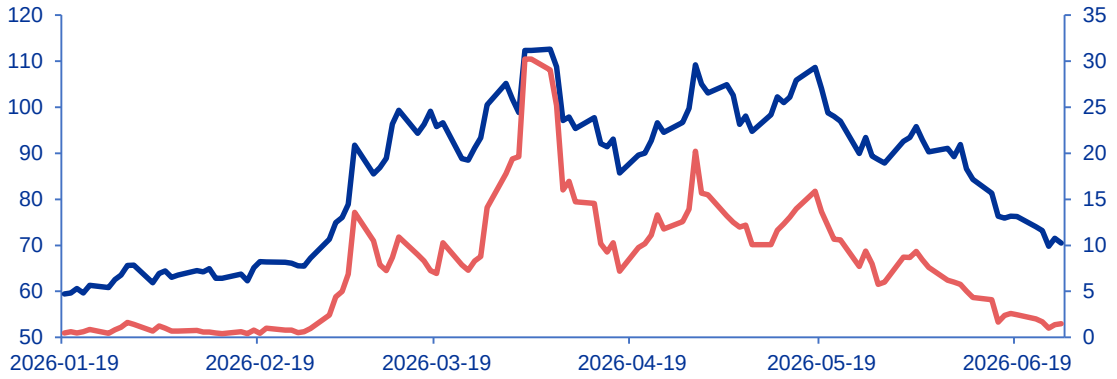
资料来源：iFind、申万宏源研究 注：选取期权为沪深300在2026年8月的看涨期权，基准价为当日沪深300收盘价向上取整

下载日志已记录，仅供内部参考

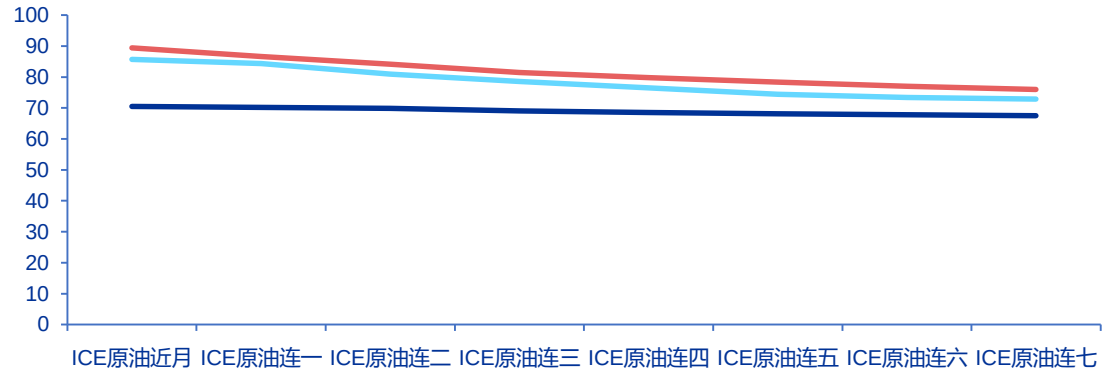
期限结构方面：原油近月升水逆转，期限结构转为贴水

- **近期原油期货的Backwardation结构崩塌，由于近月价格的剧烈回落，近月合约对远月的溢价已转为折价（Contango 结构），显示短期供需紧张情绪逆转，市场重回宽松预期。**

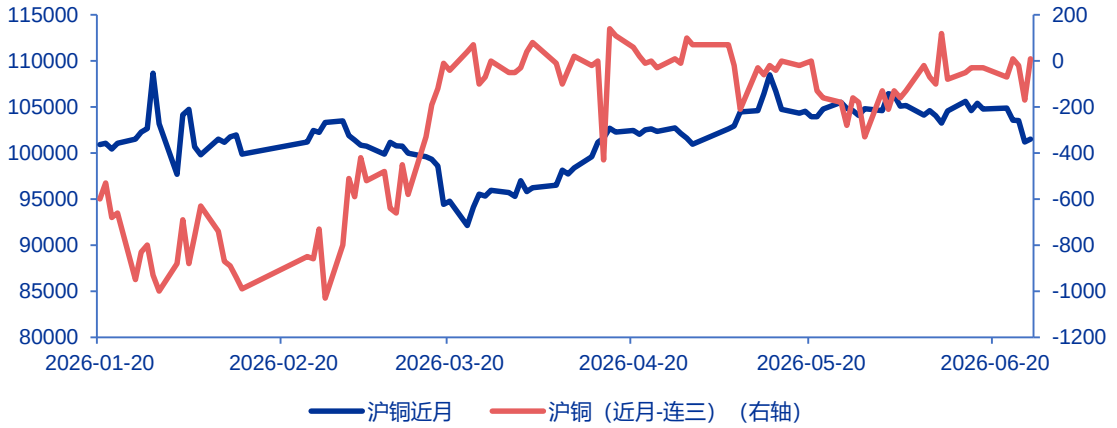
原油期限结构（美元/桶）



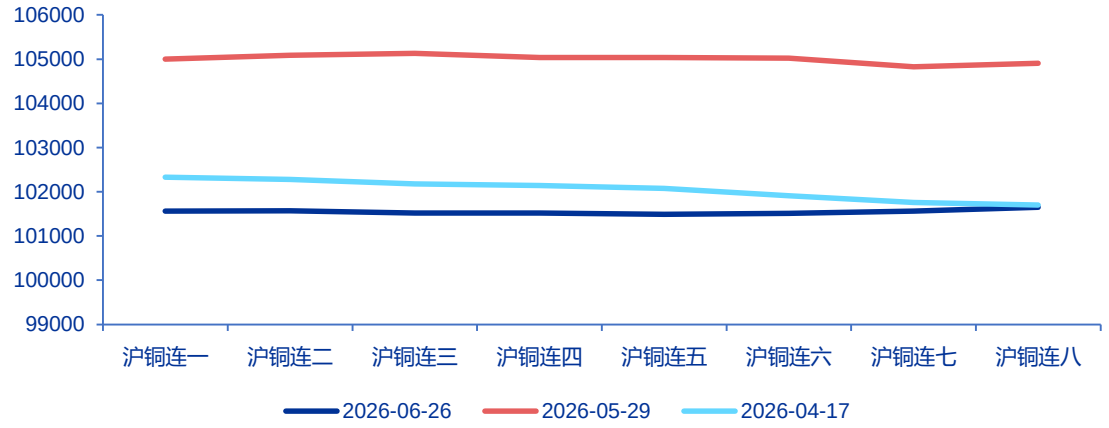
原油期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（元/吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 每周热点聚焦：AI token高频显松动，企业支付成本仍处早期
2. 全球资金流向：货币市场资金流出，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下行，A股隐含波动率上行
5. **全球经济数据：美国核心通胀边际走高，中国进出口显著走强**
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

美国经济：5月PMI回升，核心通胀边际走高

			2026-05-31	2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%			2.6			
		实际GDP折年季调环比/%			1.6			
		制造业PMI/%	54.0	52.7	52.7	52.4	52.6	
		非制造业PMI/%	54.5	53.6	54.0	56.1	53.8	
		密歇根消费者信心指数	44.8	49.8	53.3	56.6	56.4	
	通胀	CPI同比/%	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	
		核心CPI同比/%	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	
		PCE同比/%		3.8	3.5	2.9	2.9	
		核心PCE同比/%		3.3	3.2	3.0	3.1	
		PPI同比/%	6.4	5.7	4.3	3.4	3.0	
		核心PPI同比/%	4.9	4.9	3.9	3.8	3.7	
		1年通胀预期/%	4.8	4.7	3.8	3.4	4.0	
		5年通胀预期/%	3.2	3.5	3.2	3.3	3.3	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%		1.4	0.7	1.1	2.0	
		工业产能利用率/%		76.1	75.7	76.0	75.6	
		PMI——工业产出指数/%	54.3	53.4	55.1	53.5	55.9	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	172.0	179.0	214.0	-156.0	160.0	
		失业率/%	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	
		平均时薪环比/%	0.32	0.16	0.21	0.32	0.35	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%				0.4	0.0	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				0.8	1.4	
		个人实际消费支出同比/%		1.4	0.7	1.1	2.0	
		零售和食品服务销售额同比/%		4.9	4.2	4.2	3.3	
		PMI——新订单指数/%	56.8	54.1	53.5	55.8	57.1	
	地产	新房销售同比/%		-11.3	1.1		-13.4	
		成屋销售同比/%	3.2	0.5	-0.2	-0.5	-1.7	
		新房开工同比/%		4.6	12.0	-9.7	2.4	
		成屋开工同比/%		-1.5	-8.6	6.5	-4.8	
信贷与杠杆		M同比/%		.	.	.	.	
		M1同比/%		4.9	4.7	4.7	4.0	

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

下载日志已记录，仅供内部参考

中国经济：5月出口边际显著走强

		2026-05-31	2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%			5			
	GDP季调环比/%			1.3			
	工业增加值增速/%		4.1	5.7	6.3	6.3	
	制造业PMI/%	50	50.3	50.4	49	49.3	
	服务业PMI/%	50.3	49.6	50.2	49.7	49.5	
	CPI同比/%	1.2	1.2	1	1.3	0.2	
	核心CPI同比/%	1.1	1.2	1.1	1.8	0.8	
	PPI同比/%	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）		0.2	1.7	2.8		
	PMI——新订单指数/%	49.9	50.6	51.6	48.6	49.2	
	房地产销售面积增速/%		-10.2	-10.4	-13.5		
	房地产新开工面积增速/%		-22	-20.3	-23.1		
投资	固定资产投资增速/%		-1.6	1.7	1.8		
	制造业投资增速/%		1.2	4.1	3.1		
	基建投资增速/%		4.3	8.9	11.4		
	房地产投资增速/%		-13.4	-10.6	-10.7		
	服务业投资/%		-4.2	-1	-0.4		
出口	出口同比/%	19.4	14.1	2.5	39.6	10.0	
	进口同比/%	27.4	25.3	28.1	14.0	26.0	
信贷与杠杆	M2/%		8.6	8.5	9	9	
	M1/%		5	5.1	5.9	4.9	
	社会融资存量同比/%		7.8	7.9	8.2	8.2	
	新增人民币贷款/亿元		-100	29900	9000	47100	
	新增中长期人民币贷款/亿元		-7508	16453	7085	35269	
利润	工业企业利润同比/%		.	.	.		

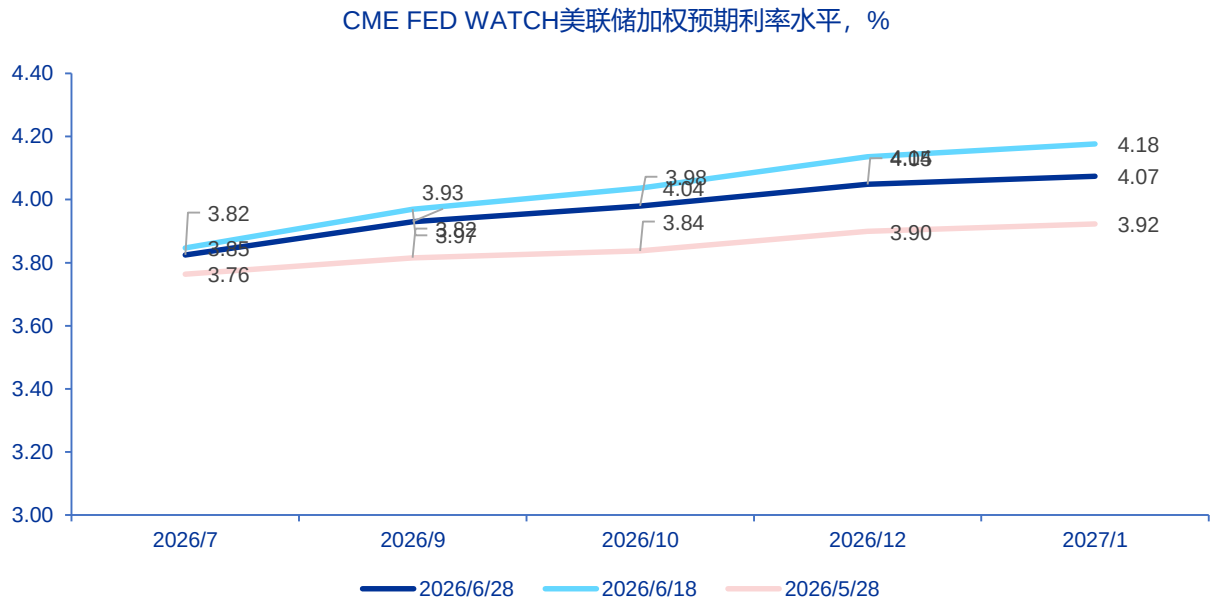
资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

下载日志已记录，仅供内部参考

美联储加息预期：目前市场预期美联储年内加息一次

目前市场预期美联储年内加息一次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	40.6%	46.8%	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	45.6%	19.4%	2.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	23.0%	41.8%	27.0%	7.4%	0.7%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	21.5%	40.5%	28.0%	8.8%	1.2%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	38.2%	29.6%	11.1%	2.1%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.4%	19.3%	38.0%	29.2%	10.9%	2.1%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.0%	2.5%	21.3%	37.0%	27.2%	10.0%	1.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.3%	4.6%	23.0%	35.9%	25.3%	9.1%	1.7%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.9%	7.2%	24.9%	34.4%	23.0%	8.0%	1.5%	0.1%
2027/10/27	0.2%	1.8%	9.6%	26.2%	32.8%	20.9%	7.1%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.3%	2.6%	11.4%	26.9%	31.5%	19.4%	6.5%	1.2%	0.1%



下载日志已记录，仅供内部参考

下周重要经济指标：中国6月官方PMI，美国非农与失业率

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/6/29	10:00	中国台湾	6月消费者信心指数(点)
	22:30	美国	6月达拉斯联储制造业企业活动指数:季调
2026/6/30	9:30	中国	6月官方非制造业PMI:商务活动(%)
	9:30	中国	6月官方制造业PMI(%)
	9:30	中国	6月官方综合PMI:产出指数(%)
	20:55	美国	6月27日红皮书商业零售销售:周同比(%)
	21:45	美国	6月芝加哥PMI
	22:00	美国	5月非农职位空缺数:季调(千个)
2026/7/1	19:30	美国	6月挑战者企业裁员:同比(%)
	20:15	美国	6月ADP就业人数:季调(人)
	20:15	美国	6月新增ADP就业人数:季调(人)
	22:00	美国	6月ISM制造业PMI
2026/7/2	20:30	美国	6月20日续请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	6月27日初请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	6月失业率:季调(%)
	20:30	美国	6月非农就业人口变动:季调(千人)
	:	美国	月劳动力参与率:季调(%)

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **1、资产价格短期波动或无法代表长期趋势**，选取解读的资产价格具有幸存者和样本偏差，且资产价格短期波动对于长期基本面趋势的指示意义不全面；
- **2、欧美经济深度衰退或超预期**，欧美经济超预期衰退导致资本市场出现恐慌，市场波动增大后导致资产价格波动难以解读；
- **3、特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变**，特朗普的后续政策方向出现重大转变。

下载日志记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志日记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志已记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com