下载日志已记录，仅供内部参考

财信证券 CHASING SECURITIES

证券研究报告

策略深度

拥抱大科技，风格再平衡

2026 年下半年市场策略报告

2026 年 07 月 07 日

涨跌幅比较



资料来源：财汇，财信证券

%	1M	3M	12M
上证指数	-0.9%	2.6%	14.9%
沪深 300	-0.5%	7.9%	20.9%

袁闯 分析师
执业证书编号：S0530520010002
yuanchuang@hnchasing.com

黄红卫 分析师
执业证书编号：S0530519010001
huanghongwei@hnchasing.com

相关报告

投资要点：

- **预计下半年 A 股震荡上行行情仍将延续。**一是 A 股市场从之前“融资市”逐步变成“投资市”，有望改变此前“牛短熊长”状态，本轮行情持续时间有望超过前五轮牛市平均持续时间（873.4 天）；二是目前 A 股整体估值仍相对合理，万得全 A 指数的风险溢价率（股息率标准）为+0.06%，距离-2 倍标准差（-0.36%）尚有一定距离，暂未触及“顶部”指标，难言本轮行情结束；三是流动性仍有支撑，2026 年到期的定期存款规模超过 50 万亿元，主动权益基金指数突破前高后，有望迎来发行提速，为 A 股市场震荡上行提供流动性支撑；四是 AI 产业维持高景气度。从行情节奏来看，我们预计 7 月至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段；在中报影响消退、我国领导人将于今秋对美国进行国事访问、美国中期选举临近的背景下，8 月下旬至 10 月底，市场指数可能迎来再次做多的有利窗口期。

- **AI 产业维持高景气，仍是市场核心主线。**AI 板块市场集中度高，不意味抱团一定会瓦解，产业趋势是决定 AI 板块及科技指数走势的关键。参考科网泡沫时期，当前纳指并未出现指数加速赶顶段，行情演绎进度或为科网泡沫时期的 66.65%。近期海外科技巨头更多转向信贷市场融资以支撑资本开支，流动性对科技股行情影响程度将增加。参考科网泡沫时期，加息并不意味着泡沫马上破灭，尤其是在加息早期相对安全。目前美联储尚未进入加息阶段，预计 AI 科技股行情仍有演绎的空间。业绩是当下 AI 科技股走势的关键变量，参照科网泡沫时期，行情延续要求景气度呈现加速状态。2026 年北美四大云厂商年度资本支出合计超 6500 亿美元，AI 基础设施需求仍处于爆发阶段，业绩端仍有支撑。但市场阶段性风格平衡难以避免，目前申万一级行业“半年涨跌幅前三位的平均值”减“半年涨跌幅后三位的平均值”接近+3 倍标准差水平，存在一定风格再平衡的动力。部分抱团双创板块的资金可能在博弈 7 月中上旬的中报预告、国内存储科技巨头上市等两大利好。7 月中下旬观察是否出现利好兑现逻辑，届时可能会对 AI 科技风格产生一定影响。

- **美元信用重塑下，大宗商品走势阶段性承压，关注农产品机会。**美联储新任主席沃什的政策或将重塑美元信用，同时“石油美元”基础可能出现边际强化，5 月份以来，美元指数从最低 97.62 点大幅上行至最高 101.80 点，同期大宗商品整体走势相对承压，伦敦金现一度跌破 4000 美元/盎司。短期来看，美元信用重塑的预期将对大宗商品走势产生持续负面影响，后续要观察沃什的实际操作，如果沃什并未推进激进的紧缩政策，叠加美联储加息预期回落时，以黄金为代表的大宗商品仍存在一定的波段性操作机会，但趋势性上涨机会可能难以复现。农产品方面，1990 年以来 11 次厄尔尼诺事件中，天然橡胶和白糖的价格弹性显著高于其他品种。

- **投资建议：**后续 A 股将在风格再平衡中延续震荡上行态势，重点把握 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期，以高景气为盾，以大科技为矛，攻守兼备，适度平衡资产配置：**（1）AI 硬件龙头**，例如光模块、PCB、存储的核心标的，受益扩产的半导体设备及材料；**（2）涨价线的核心标的**，例如有色金属、化工、部分农产品；**（3）“泛科技”方向**，例如 AI 应用、创新药、国防军工、人形机器人；**（4）高股息方向**，银行、煤炭、交通运输、公用事业等高股息板块近期下跌较多，可逐步低吸，预计趋势性机会将在第四季度。

- **风险提示：**海外经济需求走弱风险；中国高频经济数据偏弱风险；政策力度不及预期风险；美伊冲突加剧风险；贸易摩擦风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 市场概况：A 股震荡上行趋势将延续 5
1.1 市场逻辑：AI 产业发展逻辑正从“讲故事”走向“看报表” 5
1.2 大势研判：多重利好支撑，预计 A 股震荡上行行情将延续 7
1.3 科技板块是否已出现泡沫？海外科技巨头资本开支仍在提速，见顶仍言之过早 14
1.4 市场节奏：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期 17
1.5 风格研判：4-9 月为业绩驱动的景气度投资 18
1.6 政策动向：短期出台大规模增量政策概率不大 21
1.7 大宗商品：美元信用重塑下走势承压，关注农产品机会 22
1.8 本章小结：预计 2026 年下半年 A 股震荡上行行情仍将延续 25
2 全球：全球经济仍有韧性，美联储加息预期有望压缩 26
2.1 全球形势：资本市场及实体经济均呈现 K 型分化 26
2.2 海外经济：全球经济短期仍有韧性 28
2.3 海外通胀：预计美国 CPI 同比增速有望在 5 月见顶 30
2.4 海外流动性：2026 年内美联储加息预期存在一定修正空间 31
2.5 本章小结：AI 资本开支将支撑美国经济韧性 33
3 中国：政策前置发力效果淡化，经济数据仍有改善空间 33
3.1 经济概况：新旧动能明显分化，PMI 重返扩张区间 33
3.2 投资端：地产拖累较大，固定资产投资降幅扩大 34
3.3 消费端：补贴退坡影响商品消费，关注服务消费方向 37
3.4 出口端：预计我国出口端仍有一定韧性 38
3.5 流动性：信贷需求仍偏弱，债券托底社融数据 39
3.6 本章小结：预计全年 GDP 运行在 4.5%-5%区间 40
4 市场策略：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期 40
4.1 配置框架：国内经济逐步复苏，仍可持有股票资产 40
4.2 投资建议：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期 41
5 风险提示 41

图表目录

图 1：2022 年 11 月底 ChatGPT 推出迄今，全球主要指数涨跌幅（%） 5
图 2：2026 年初迄今，全球主要股指的涨跌幅（%） 5
图 3：2026 年初迄今，美国、日本、中国 10 年期国债收益率走势（%） 5
图 4：34 家生成式 AI 领域最受关注的初创公司的年化收入走势 6
图 5：生成式 AI 领域的头部效应非常明显 6
图 6：Anthropic 年化收入呈现加速追赶态势 7
图 7：香港市场的大模型企业的股价表现亮眼（港元/股） 7
图 8：A 股市场从之前“融资市”逐步变成“投资市”（亿元） 8
图 9：万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及-2 倍标准差时，将对应 A 股市场的顶部区间位置 8
图 10：2020-2023 年居民部门积累了较多定期存款（亿元） 9
图 11：2021 年迄今，国内无风险利率下滑幅度较大（%） 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12： 主动权益基金指数突破前高后，往往会迎来发行提速 9
图 13： 2026 年迄今，市场风格分化明显加剧 10
图 14： 2026 年迄今，A 股行业分化较为明显 11
图 15： TMT 四个行业的成交额及占比（亿元、%） 11
图 16： 电子及通信两个行业的成交额及占比（亿元、%） 11
图 17： 从行业涨跌幅来看，市场分化程度已经接近“临界值” 12
图 18： 从行业涨跌幅来看，市场分化程度处于 20090618 以来的历史 98.30%分位 12
图 19： 市场担心 GPU 租赁价格持续回落风险 13
图 20： Kalshi 的交易员目前对英伟达 AI 芯片的租赁价格，能否重新向上突破 5 月份的高点持悲观态度 13
图 21： 中国日均词元（Token）调用量（万亿） 14
图 22： ChatGPT 发布后、Netscape 1.0 发布后的纳斯达克指数走势对比 14
图 23： 上一轮科网泡沫时期，美联储利率与纳斯达克指数走势的对比 15
图 24： 科网泡沫时期，微软规模净利润增速与股价走势对比 15
图 25： 海外科技巨头的折旧方法及年限 17
图 26： 海外 AI 大厂经营现金流被用于资本支出的情况 17
图 27： 5 月底至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段，市场仍将围绕高景气方向演绎 18
图 28： A 股市场的日历效应及规律总结 19
图 29： 规上工业企业利润增速与 A 股归母净利润增速具有较强相关性 20
图 30： 2026 年 1-5 月份规上工业企业利润总额累计同比增长（%） 20
图 31： 分申万一级行业统计，万得一致预测 2026 年净利润增长率的中位数（%） ... 20
图 32： 2022 年起，黄金价格开始脱离“10 年期美债实际收益率”框架并独立走强 25
图 33： SWIFT 国际支付中，使用美元的份额占比情况（%） 25
图 34： 美股指数分化加剧，科技七巨头领跑 27
图 35： 美国人群的收入及财富分化加剧，向 1%人群集中 27
图 36： 美国经济主体分化加剧 27
图 37： 美国投资增速分化加剧 27
图 38： 美国不同行业的增加值同比增速（%） 28
图 39： 全球经济仍在边际回升的通道 28
图 40： G7、美国、日本 OECD 综合领先指标走势 28
图 41： 美国密歇根大学的消费者信心/预期/现状指数走势 29
图 42： 美国个人储蓄存款总额季调折年数（十亿美元） 29
图 43： 美国大型科技公司的资本开支情况预测（亿美元） 30
图 44： 剔除信息处理设备和软件后，美国 GDP 实际增长率情况（%） 30
图 45： Sentix 投资信心指数走势 30
图 46： 美国未来 12 个月经济衰退概率（%） 30
图 47： 美国 CPI 环比季调走势（%） 31
图 48： 美国 CPI 各个分项的拉动率（百分点） 31
图 49： 2026 年 6 月份，美联储点阵图预测 32
图 50： 美国就业数据表现情况 33
图 51： 美国工资-通胀螺旋指数走势 33
图 52： 中国制造业 PMI 及 PMI 新订单指数走势（%） 34
图 53： 万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速（%） 34

下载日志已记录，仅供内部参考

图 54: 固定资产投资完成额增速走势 34
图 55: 固定资产投资完成额增速的贡献拆解 34
图 56: 中国商品房销售面积及增速（万平方米、%） 35
图 57: 中国房地产开发投资完成额累计值及增速（亿元、%） 35
图 58: 中国建筑业 PMI 走势 36
图 59: 固定资产投资增速与政府债券同比具备一定相关性 36
图 60: 设备工器具购置/固定资产投资完成额比值走势 37
图 61: 固定资产投资完成额设备工器具购置累计同比走势 37
图 62: 中国社会消费品零售总额增速 37
图 63: 中国核心 CPI 走势 37
图 64: 美国贸易政策不确定性指数 38
图 65: 2026 年 1-5 月份，中国出口增速明显好于此前市场预期 38
图 66: 出口对中国 GDP 当季同比的拉动 39
图 67: 中国当月出口金额及增速（亿美元、%） 39
图 68: 社融与 M2 剪刀差走势 40
图 69: M1 与 M2 剪刀差走势 40
图 70: 中国 PMI 及中国 PPI 全部工业品当月同比的走势 41

表 1: 2026 年第一季度，AI 产业链环节的业绩表现情况 6
表 2: 2026 年截至 6 月 18 日的指数涨跌幅（%） 10
表 3: 海外科技巨头的资本开支指引 15
表 4: 海外科技巨头的云业务及 AI 业务亮点及增速 16
表 5: 海外科技巨头的债务融资成本情况 17
表 6: “十五五”时期经济社会发展主要指标 21
表 7: 复盘历史，大宗商品价格的传导顺序 22
表 8: 1990 年以来发生的 11 次厄尔尼诺事件对农产品的影响分析 23
表 9: 不同农产品品种厄尔尼诺气候敏感度分析 23

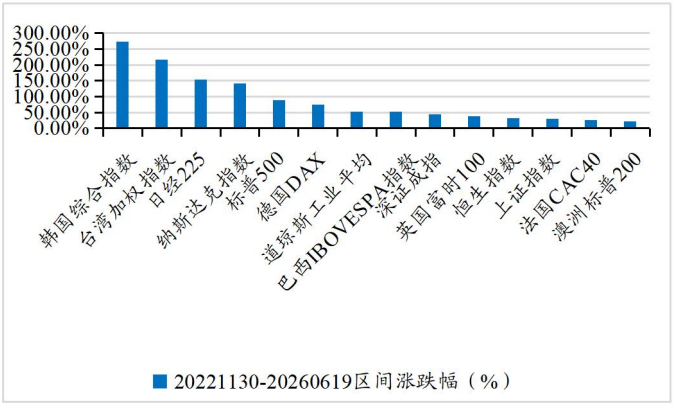
下载日志已记录，仅供内部参考

1 市场概况：A 股震荡上行趋势将延续

1.1 市场逻辑：AI 产业发展逻辑正从“讲故事”走向“看报表”

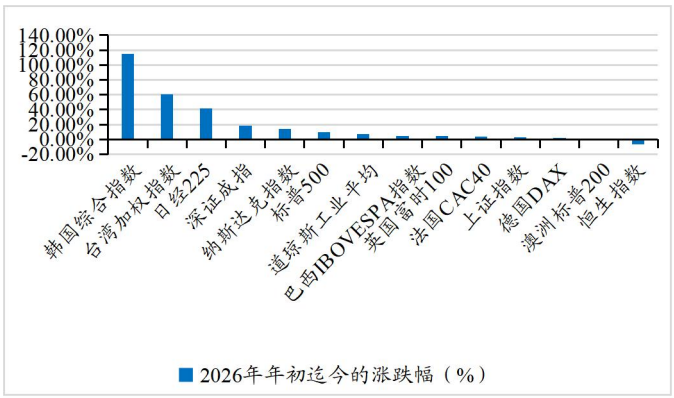
AI 产业发展逻辑正从“讲故事”走向“看报表”。从 2022 年 11 月 ChatGPT 推出迄今，全球经济及股市呈现明显的 AI 驱动特征，日本、韩国、中国台湾、美国等股市指数基于芯片及半导体领域的传统优势，占据全球 AI 产业链的利润最丰厚环节，成为本轮 AI 牛市的核心受益方。2026 年迄今，全球资本市场逐步告别 2023-2025 年间以“流动性溢价+估值驱动+概念炒作”为主导的阶段，开始进入以“盈利兑现+AI 硬件占优”为特征的新周期，市场去伪存真，AI 产业发展逻辑正从“讲故事”走向“看报表”。AI 产业链分化加剧，“Halo 交易”一度盛行，韩国及中国台湾指数大幅领跑其他市场，传统行业较为集中的恒指甚至录得跌幅。业绩差异、流动性边际收紧是 AI 硬件与软件走势分化的重要原因。

图 1：2022 年 11 月底 ChatGPT 推出迄今，全球主要指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind 资讯（数据截至 20260619），财信证券

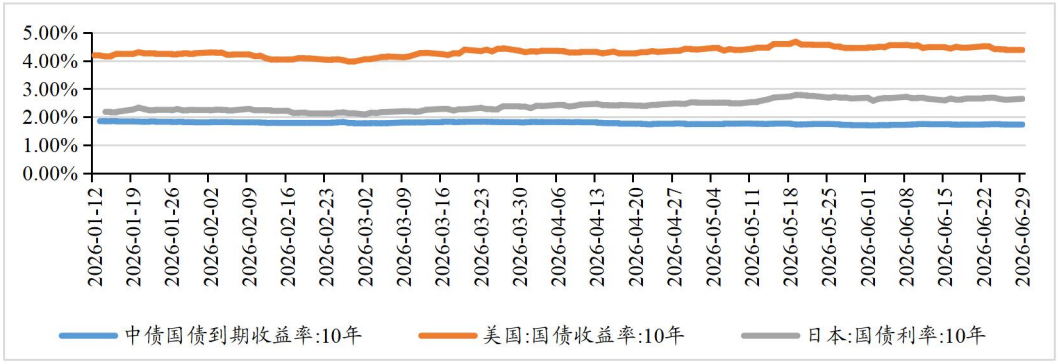
图 2：2026 年初迄今，全球主要股指的涨跌幅（%）



资料来源：Wind 资讯（数据截至 20260619），财信证券

（1）2026 年上半年，流动性存在边际收紧预期。美伊冲突一度引发国际油价高企，海外部分经济体通胀明显回升。以美联储为例，从 2026 年年初的降息预期转向近期的加息预期。宏观流动性边际收紧，加速了市场从估值驱动向业绩驱动的转变，缺乏业绩及现金流支撑的高估值公司受到冲击，资金转向拥抱业绩确定性更高的 AI 硬件环节。

图 3：2026 年初迄今，美国、日本、中国 10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）业绩占优是硬件方向持续领涨的核心原因：根据新浪财经报道，AI 产业链 2026 年一季报明显分化。硬件端出现“量价齐升”态势，光模块、AI 服务器、GPU 芯片的营收高速增长，涨价逻辑下，净利润增速快于营收，毛利率持续提升，现金流充沛；软件端则呈现“增收不增利”困境，价格战较为激烈，商业化落地较慢、盈利模式尚未完全跑通，业绩指标明显落后于硬件端，部分环节利润甚至负增长，毛利率回落，现金流指标不佳。

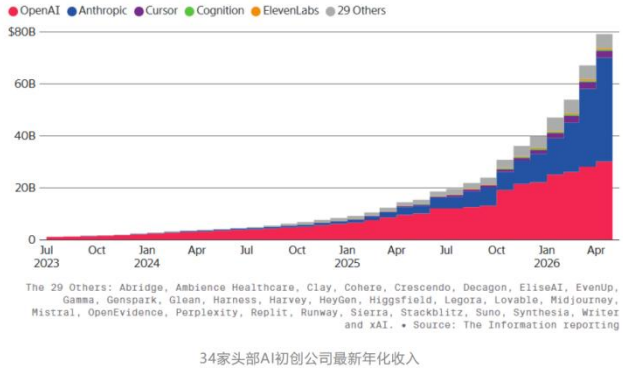
表 1：2026 年第一季度，AI 产业链环节的业绩表现情况

细分领域	营收同比增速	净利润同比增速	经营现金流/净利润	毛利率变化
AI 应用	15%	-8%	0.42	-6.3pct
AI 软件/ SaaS	28%	12%	0.65	-4.1pct
光模块	65%	71%	1.28	+2.5pct
AI 服务器	78%	82%	1.12	+1.8pct
GPU 芯片	92%	105%	1.35	+3.2pct

资料来源：新浪财经，财信证券

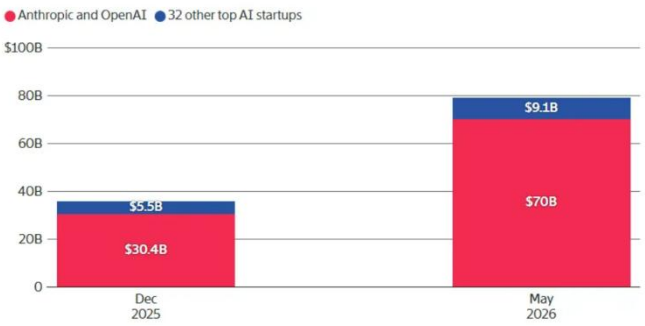
（3）大模型企业上市有望缓解“业绩分化程度”。美国科技媒体 The Information 的生成式 AI 数据库显示，包括 Anthropic 和 OpenAI 在内的 34 家头部 AI 初创公司，其销售 AI 应用或模型访问权限的年化收入合计已逼近 800 亿美元。但头部效应非常明显，Anthropic 和 OpenAI 两家公司目前占据了这 800 亿美元年化收入的约 89%，比半年前又高出 4.5 个百分点。与 AI 硬件公司大多已经上市不同，AI 软件的龙头公司尚未上市，资本市场的 AI 软件及 AI 应用标的并不纯粹，商业模式仍然有待完善，导致 AI 软件与 AI 硬件的业绩分化加大。

图 4：34 家生成式 AI 领域最受关注的初创公司的年化收入走势



资料来源：腾讯科技、The Information

图 5：生成式 AI 领域的头部效应非常明显



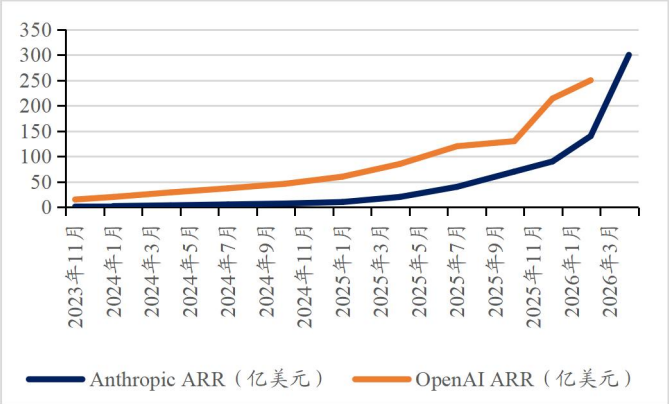
资料来源：腾讯科技、The Information

日前，全球生成式人工智能领军企业 OpenAI 宣布，已向美国证券交易委员会（SEC）秘密递交 IPO 申请，目前其估值超 8500 亿美元，正筹备最快于今年第四季度完成上市；此前 Anthropic 已宣布秘密提交 IPO 申请，其估值已跃升至 9650 亿美元。中国 AI 大模型“六小虎”的初创企业中的智谱、MiniMax 相继在港交所挂牌上市，上市后股价表现较为亮眼。目前 A 股市场仍缺乏与上述知名企业比肩的大模型企业。随着科创板第五套标

下载日志已记录，仅供内部参考

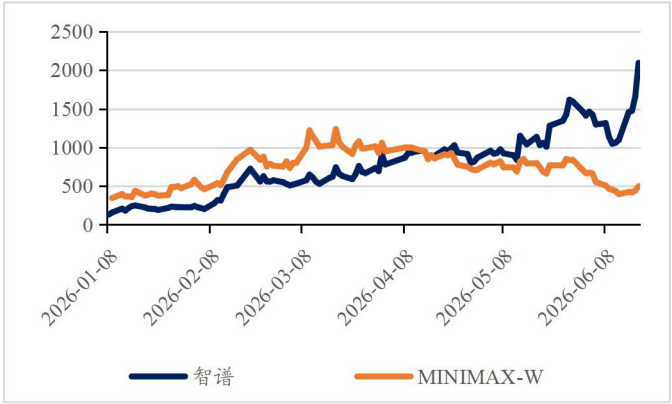
准适用范围将扩大至人工智能大模型行业，预计将吸引 AI 大模型“六小虎”上市或回流 A 股。随着大模型龙头企业上市，AI 硬件和软件的分化程度有望收敛。

图 6：Anthropic 年化收入呈现加速追赶态势



资料来源：智东西，财信证券

图 7：香港市场的大模型企业的股价表现亮眼（港元/股）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

1.2 大势研判：多重利好支撑，预计 A 股震荡上行行情将延续

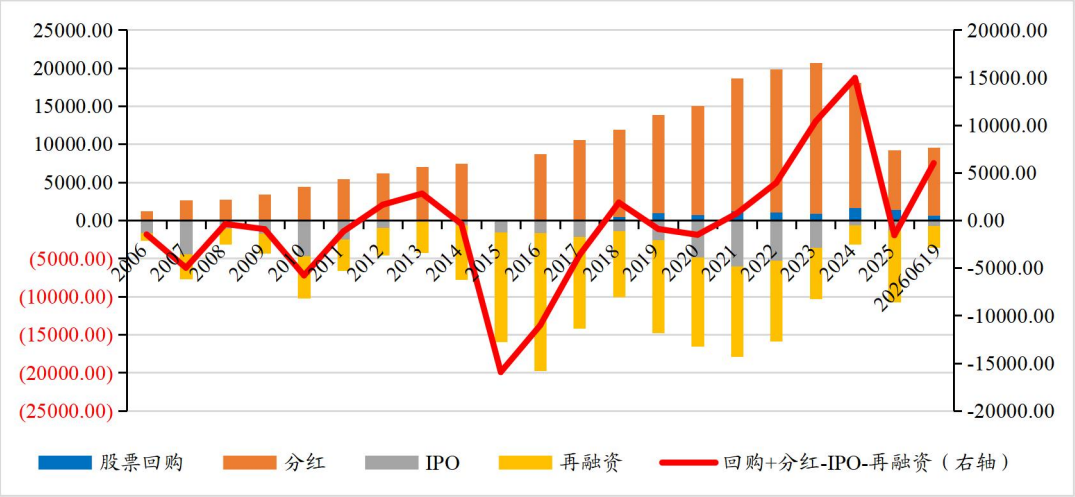
在多重利好共同支撑下，我们预计 2026 年 A 股震荡上行行情仍将延续：

（1）从“牛市”演绎节奏来看，本轮行情持续时间（643 天）及高度（83.23%），仍明显低于前五轮牛市平均持续时间（873.4 天）及高度（232.79%），预计本轮行情仍有一定持续性；

（2）A 股市场从之前“融资市”逐步变成“投资市”。2022 年之前，A 股绝大部分时间内，融资规模（IPO+再融资）要超过股东回报（分红+股票回购），投资者更倾向于短期投机而非长期投资，市场呈现“牛短熊长”特征；2022 年开始，A 股股东回报开始超过融资规模，尤其是 2024 年新“国九条”从严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度三个方面建立对上市公司全方位的严监管体制，重塑了资本市场投资生态。从 2024 年“924”行情迄今，市场整体呈现“投资市”、“分红市”的特征，有效改善了投资者体验，筑牢了本轮行情坚实根基，本轮行情持续时间有望超过前五轮牛市平均持续时间（873.4 天）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：A 股市场从之前“融资市”逐步变成“投资市”（亿元）

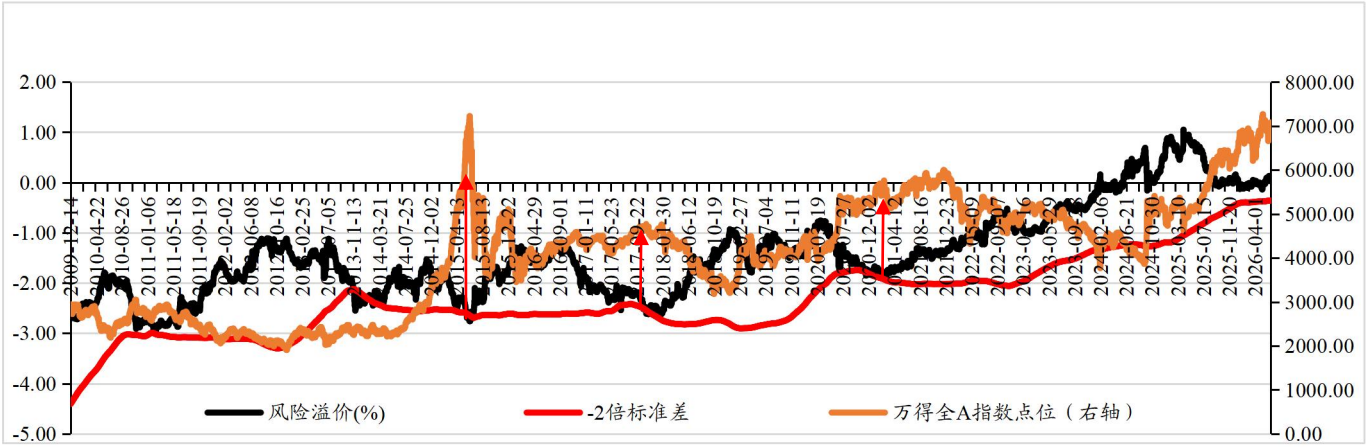


资料来源：Wind 资讯，财信证券

（3）从市场估值来看，截至 2026 年 6 月 21 日，万得全 A 市净率估值 1.93 倍，处于近十年来历史 66.45%分位，估值小幅高于历史中枢，仍处于相对合理水平；

（4）从“牛市”顶部指标来看，当万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及-2 倍标准差时，大概率将对应 A 股市场的顶部区间位置。截至 2026 年 6 月 18 日，万得全 A 指数的风险溢价率（股息率标准）为+0.06%，距离-2 倍标准差-0.36%尚有一定距离，暂未触及“顶部”指标，仍难言本轮行情结束。

图 9：万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及-2 倍标准差时，将对应 A 股市场的顶部区间位置

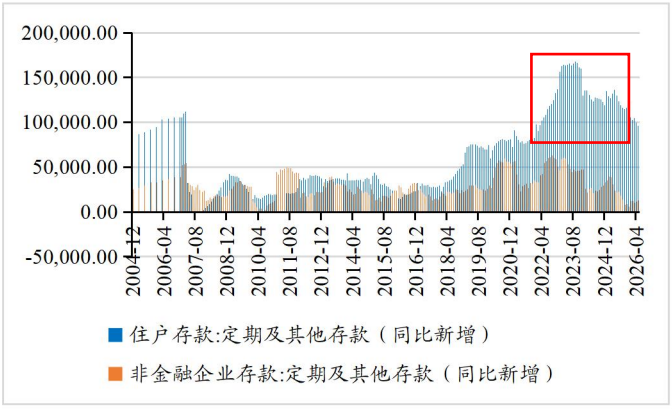


资料来源：Wind 资讯（本图风险溢价（股息率标准）采用“万得全 A 指数股息率 - 中证 10 年期国债收益率”来衡量；平均值及标准差计算均采用回溯 2 年的数据；时间截至 2026 年 6 月 18 日），财信证券

（5）2026 年居民定期存款大量到期，部分将流向权益市场。2020-2023 年，由于居民预防性储蓄增加、A 股波动加大等因素，居民部门积累了大量年利率在 3%以上，甚至 4%-5%的定期存款和大额存单。1 月 15 日，中国人民银行相关负责人在新闻发布会上表示，2026 年将有规模较大的三年期及五年期等长期存款到期重新定价。根据中国基金报，多家机构预测，2026 年到期存款规模超过 50 万亿元。鉴于当前消费意愿仍相对偏弱以及房地产需求相对有限，预计上述到期资金有部分将流向投资领域，部分银行存款“搬家”对“固收+”产品、权益市场形成支撑。

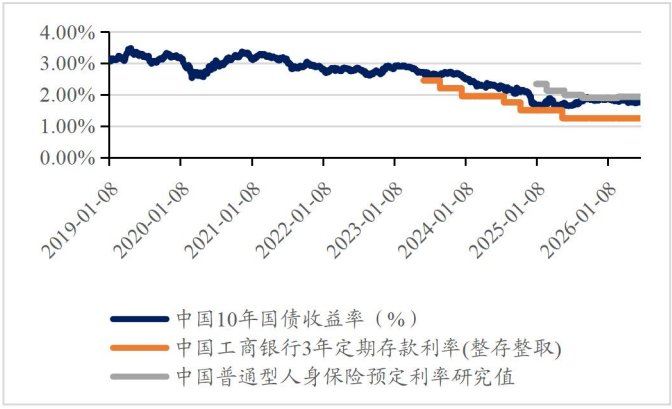
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：2020-2023 年居民部门积累了较多定期存款(亿元）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

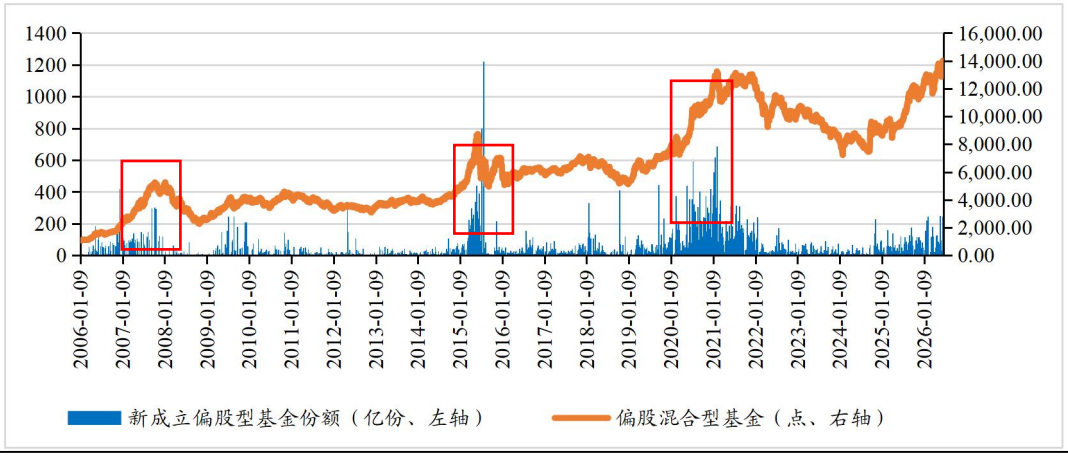
图 11：2021 年迄今，国内无风险利率下滑幅度较大（%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

主动权益基金指数突破前高后，往往会迎来发行提速。由于基民等投资者存在持有成本的锚定效应以及追涨倾向，当主动型基金指数突破前高时，往往会迎来发行提速，场外资金往往倾向于大量入场。截至 2026 年 6 月 22 日，Wind 偏股混合型基金指数最高上行至 14005.73 点，已经突破 2021 年 13231.44 点的高点，参照历史，后续主动型基金有望迎来发行提速，为 A 股市场震荡上行提供流动性支撑。

图 12：主动权益基金指数突破前高后，往往会迎来发行提速

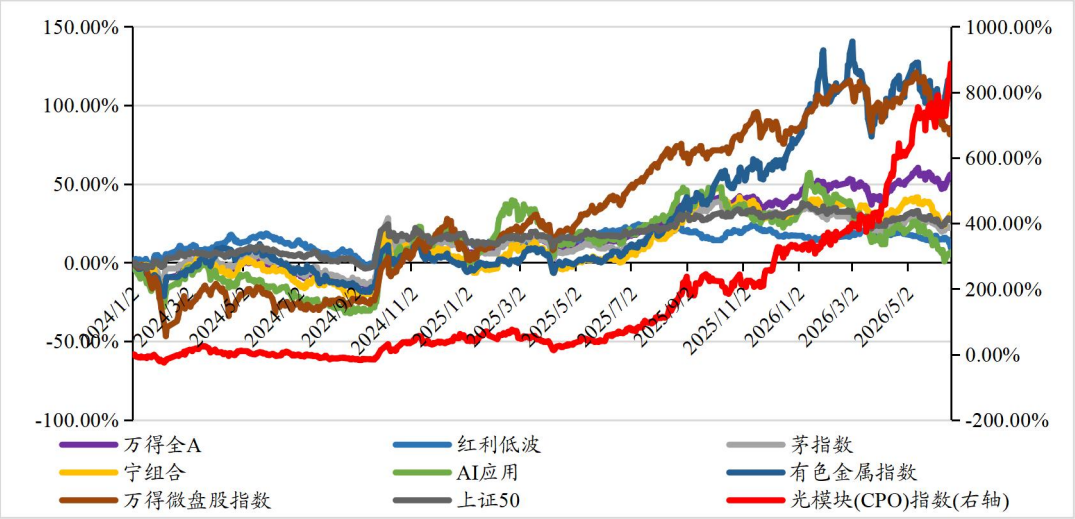


资料来源：Wind 资讯，财信证券

（6）从本轮行情动力来看，2026 年随着“双宽松”政策基调延续、居民储蓄资产持续入市、“反内卷”改善业绩、新一轮科技革命势头延续，本轮“牛市”的根基依旧牢固。2025 年上证指数全年上涨 18.41%，2026 年大盘指数上行将受到业绩增速的牵引以及逆周期调节的约束，预计 2026 年指数上行幅度或不及 2025 年，将更加考验择时及基本面研究能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：2026 年迄今，市场风格分化明显加剧



资料来源：Wind 资讯，财信证券

2026 年市场风格分化明显加剧。2026 年年初至 6 月 18 日，代表全市场的万得全 A 指数上涨 10.44%，其中光模块（CPO）指数、有色金属分别上涨 133.42%、21.95%，AI 硬件及涨价线仍是市场双主线；红利低波、万得微盘股指数分别下跌 6.65%、1.79%，红利策略及微盘股策略出现阶段性失效；茅指数、宁组合涨跌幅分别为-6.40%、0.08%，消费及新能源方向总体表现一般。虽然 2026 年市场整体上涨，但主要由少数科技权重股、科技板块所带动，市场分化明显加剧。

表 2：2026 年截至 6 月 18 日的指数涨跌幅（%）

指数	万得全 A	红利低波	茅指数	宁组合	光模块(CPO)指数	AI 应用	有色金属指数	万得微盘股指数	上证 50
指数涨跌幅（%）	10.44%	-6.65%	-6.40%	0.08%	133.42%	-17.92%	21.95%	-1.79%	-3.38%

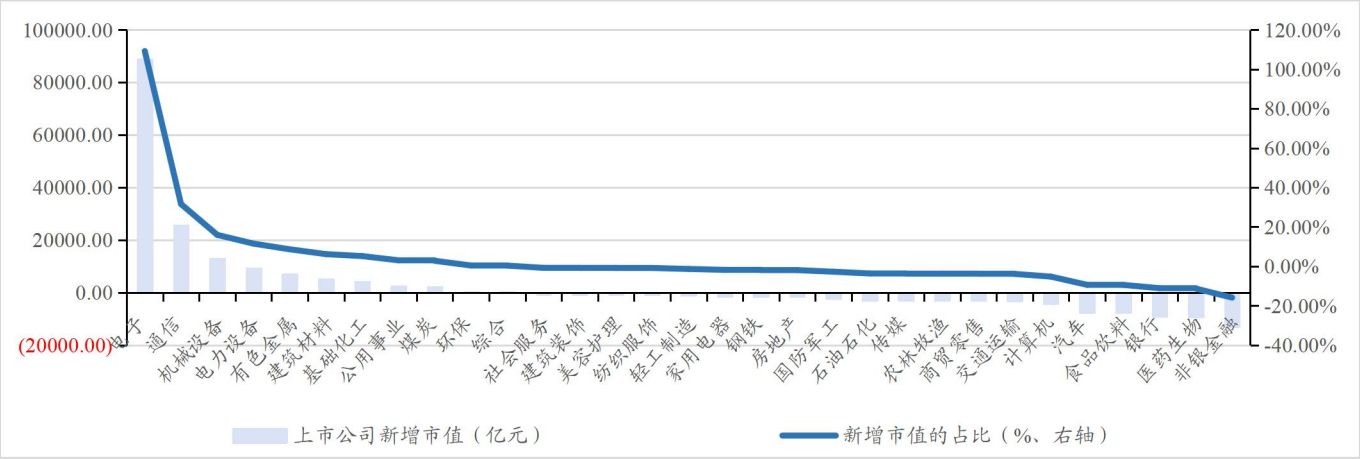
资料来源：Wind 资讯，财信证券

（1）从个股贡献权重来看，龙头效应显著。2026 年截至 6 月 19 日，剔除 2026 年新上市公司后，全部 A 股市场新增市值合计 81319.25 亿元，其中市值贡献前十三的个股均为科技股，均分布在电子、通信两个行业；市值贡献前十三的个股的新增市值合计 41316.80 亿元，占同期 A 股市场新增市值的 50.81%，其余 5448 只个股合计仅贡献 49.19%；

（2）从行业贡献权重来看，电子、通信行业贡献较大。2026 年截至 6 月 19 日，剔除 2026 年新上市公司后，电子、通信、机械设备、电力设备、有色金属行业新增市值分别为 88797.55 亿元、25674.19 亿元、12949.11 亿元、9339.28 亿元、6999.48 亿元，分别占同期全部 A 股市场新增市值（81319.25 亿元）的 109.20%、31.57%、15.92%、11.48%、8.61%。剔除电子行业外，其他所有行业新增市值合计为负，行业分化较为明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

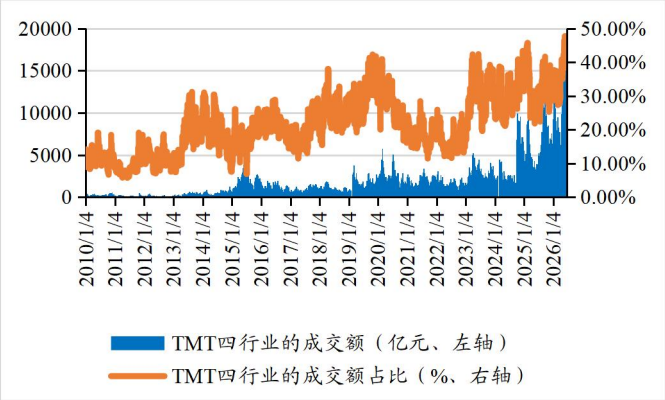
图 14：2026 年迄今，A 股行业分化较为明显



资料来源：Wind 资讯，财信证券

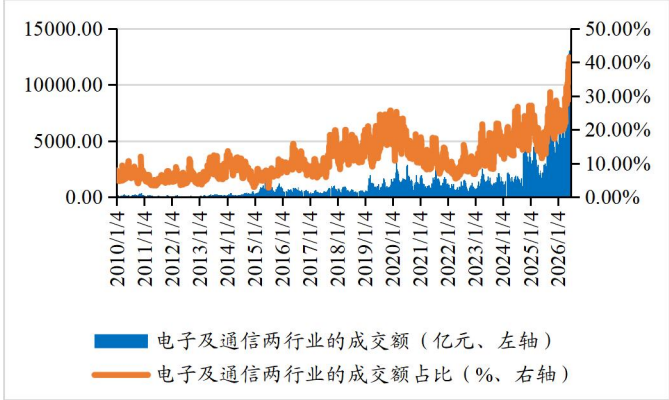
（3）TMT 板块交易拥挤度较高，尤其是 AI 硬件方向。我们用行业成交额占全市场比例来衡量交易拥挤度。2026 年初至 6 月 18 日，TMT 四个行业（电子、通信、计算机、传媒）占全市场成交额的比例为 45.93%，处于 2011 年以来的历史 99.80%分位；其中电子、通信等两个行业的成交额占全市场比例为 40.45%，处于 2011 年以来的历史 99.90%分位。场内资金追捧 AI 科技方向，尤其是 AI 硬件方向的交易拥挤度较高，并对市场其他方向产生了一定挤压效应。

图 15：TMT 四个行业的成交额及占比（亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 16：电子及通信两个行业的成交额及占比（亿元、%）

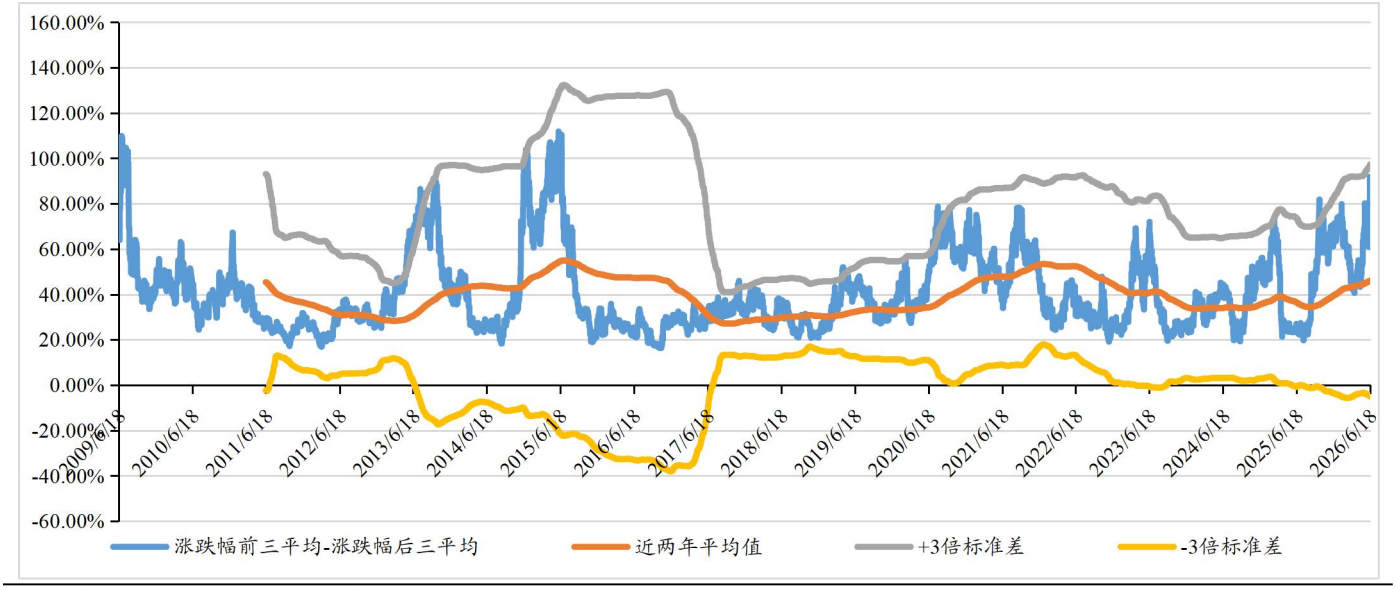


资料来源：Wind 资讯，财信证券

（4）行业涨跌幅分化已经较为明显，后续存在较强风格再平衡的动力。由于电子、通信、机械设备等少数行业贡献了 2026 年以来 A 股市场的主要涨幅。我们用申万一级行业“半年涨跌幅前三位的平均值”减“半年涨跌幅后三位的平均值”来衡量行业分化程度。从历史来看，如果该值接近+3 倍标准差时，说明短期行业涨幅已经高度分化，后续该值大概率将回落，行业分化程度将走向收敛。截至 2026 年 6 月 18 日，该值为 91.81%，说明过去半年，表现前三的申万一级行业相对后三行业平均取得 91.81 个点的超额收益，该值已经超过+2 倍标准差水平（80.17%），快接近+3 倍标准差水平（97.22%），处于 2009 年 6 月 18 日以来的历史 98.30%分位，行业涨跌幅分化已经较为明显，后续存在一定风格再平衡的动力。

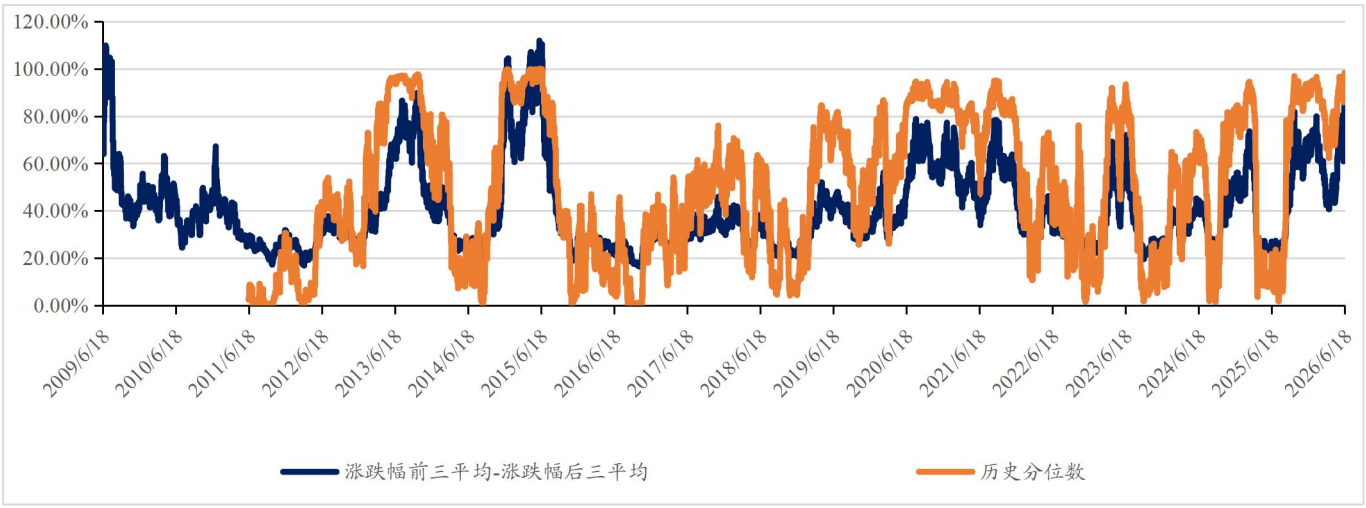
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：从行业涨跌幅来看，市场分化程度已经接近“临界值”



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 18：从行业涨跌幅来看，市场分化程度处于 20090618 以来的历史 98.30%分位



资料来源：Wind 资讯，财信证券

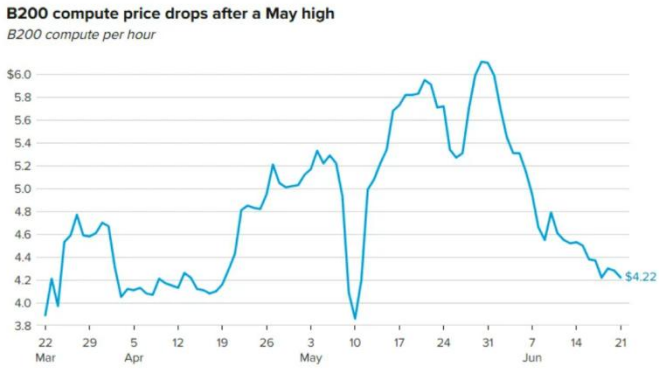
2026 年端午节后，全球 AI 硬件股走势集体承压。从资产联动来看，端午节（6 月 19 日）后，日本、韩国、中国台湾、A 股、美国纳指中的与 AI 硬件方向相关的板块走势集体承压。我们认为，交易高度拥挤、风格明显分化后的收敛是 AI 硬件板块回落的主要原因；Token（词元）价格、GPU 租赁价格下降是产业层面扰动；韩国股市去杠杆、美联储加息预期为流动性层面扰动。

（1）产业层面扰动。一是担心 Token 降价引发商业模式风险。根据上海证券报报道，今年以来一路走高的 Token（词元）价格迎来反转。进入 6 月，全球多家大模型厂商开始重新调整 Token 价格。此外，市场开始担心谷歌 Token 降价风险。根据和讯网，谷歌风投创始人公开表示，若谷歌将 Gemini API 的 Token 价格降低 80%，OpenAI 和

下载日志已记录，仅供内部参考

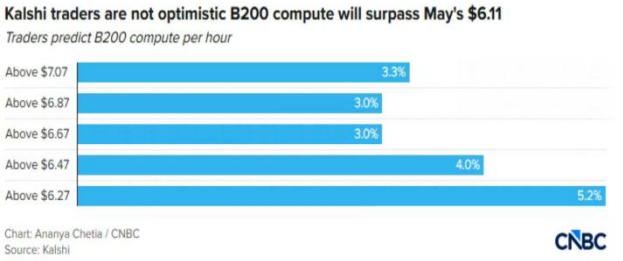
Anthropic 的商业模式将面临崩溃。市场担忧此举可能引发导致行业利润归零的价格战。**二是担心 GPU 租赁价格持续回落风险。**根据提供主流硬件实时 GPU 算力价格数据的 Ornn 显示，5 月 30 日，B200 每小时租赁价格攀升至 6.11 美元，创下过去三个月来的最高水平。但自这天开始，B200 的每小时租赁价格持续走低，截至 6 月 21 日已降至 4.22 美元。此外，Kalshi 的交易员目前对英伟达 AI 芯片的租赁价格，能否重新向上突破 5 月份的高点持悲观态度。市场从 Token、GPU 租赁降价出发，担心 AI 产业趋势的景气度难以持续。

图 19：市场担心 GPU 租赁价格持续回落风险



资料来源：财联社

图 20：Kalshi 的交易员目前对英伟达 AI 芯片的租赁价格，能否重新向上突破 5 月份的高点持悲观态度



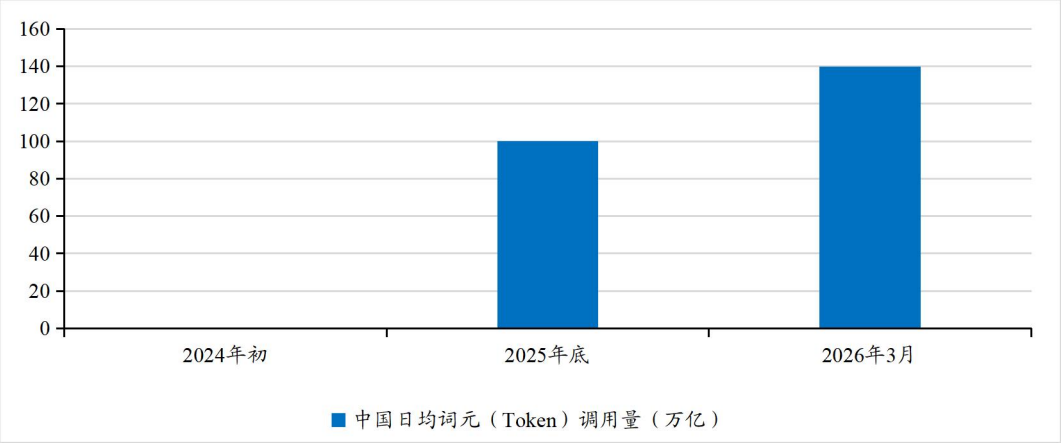
资料来源：财联社

（2）流动性层面扰动。韩国的三星电子和 SK 海力士是 AI 硬件的全球龙头，韩国监管部门 6 月 22 日表示，正考虑推出相应措施，限制追踪三星电子和 SK 海力士的杠杆型交易型开放式指数基金（ETF）剧烈波动可能带来的风险。此外，6 月份美联储议息会议释放了鹰派信号，加息预期升温也不利于科技股估值。

我们认为，当前仍无明显迹象证明 AI 产业趋势走弱风险。而 Token、GPU 租赁降价则是有利于下游应用端走出成熟商业模式，短期表现为利空，但长期是产业健康发展需要经历的一个环节。在国内外科技巨头的业绩真空期，AI 科技股走势容易受情绪及流动性影响，等国内外科技巨头披露半年度业绩报告或者预告时，仍会重回产业及业绩基本面驱动的逻辑。相比海外日本、韩国、美国纳指、中国台湾指数等 AI 科技指数近期偏高位震荡而言，A 股的双创板块指数近期再创新高，部分抱团双创板块的资金可能是在博弈 7 月中上旬的中报预告、国内存储科技巨头上市等两大利好。7 月中下旬观察是否出现利好兑现逻辑，届时可能会对 AI 科技风格产生一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：中国日均词元（Token）调用量（万亿）



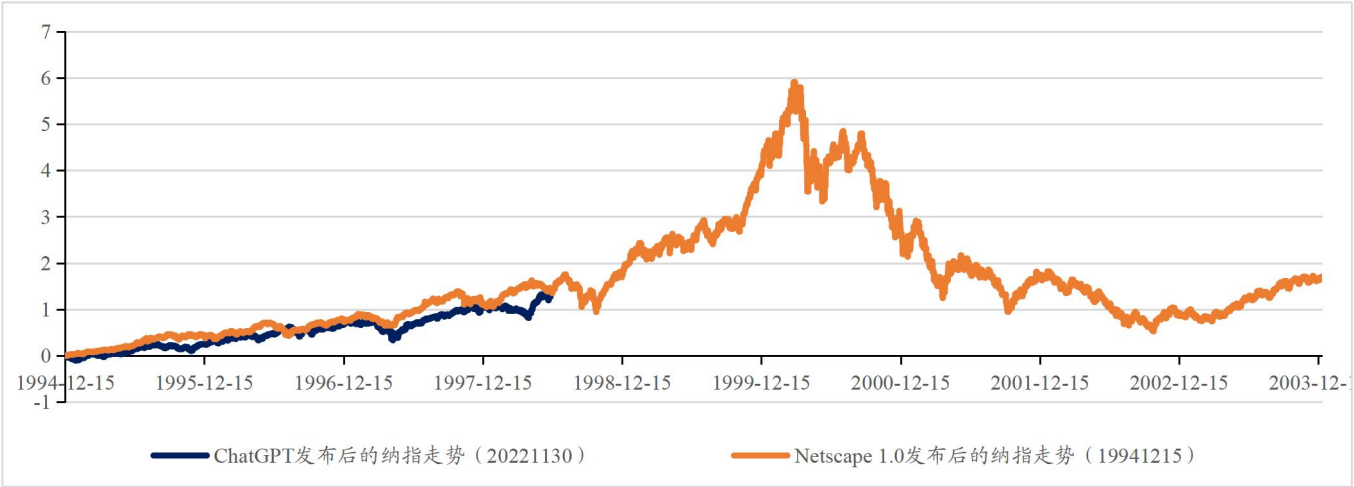
资料来源：中国政府网，财信证券

1.3 科技板块是否已出现泡沫？海外科技巨头资本开支仍在提速，见顶仍言之过早

目前 AI 板块的市场集中度过高，并不意味着 AI 板块一定会瓦解，产业趋势才是决定 AI 板块及科技指数走势的关键：

（1）从资本市场演绎进程来看，历史泡沫持续时间通常会很久。通常，市场普遍认为上一轮科网泡沫行情开始于 1995 年 8 月 9 日网络浏览器开发公司 Netscape 的 IPO。如果我们将 Netscape 1.0 发布后（19941215）与 ChatGPT 发布后（20221130）的纳斯达克指数叠加，二者走势具有一定相关性。参考科网泡沫时期，当前纳斯达克指数走势并非异常夸张，也未出现指数的加速赶顶段，测算行情演绎进度或为科网泡沫时期的 66.65%。

图 22：ChatGPT 发布后、Netscape 1.0 发布后的纳斯达克指数走势对比



资料来源：Wind 资讯（涨跌幅已经归一化处理），财信证券

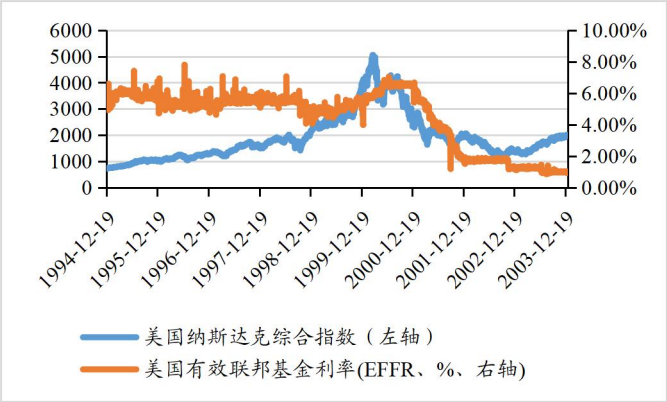
（2）从利率来看，加息并不意味着泡沫马上破灭，尤其是加息早期相对安全。在科网泡沫时期，美联储利率整体处于较高水平。而且从 1999 年 6 月至 2000 年 5 月，美联

下载日志已记录，仅供内部参考

储出于对经济过热和通胀风险的担忧，曾连续加息 6 次，将联邦基金目标利率从 4.75%提升至 6.5%。但即使在连续加息的背景下，纳斯达克指数也并没有立马掉头向下。市场出于对互联网公司盈利的乐观预期，在加息的早期，纳斯达克指数仍持续大涨，直到 2000 年 3 月 10 日，纳指大幅上行至历史峰值 5132.52 点。目前从人工智能行情的流动性环境来看，美联储尚未进入加息阶段，预计对科技股走势的影响仍相对可控。

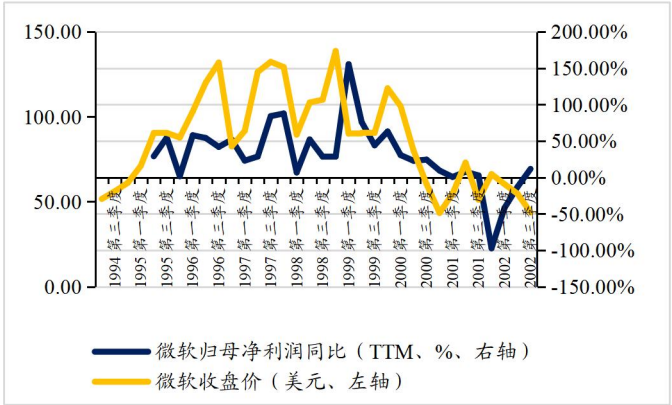
（3）海外科技巨头的业绩拐点与股价高点，具有较强对应性。参照上一轮科网泡沫时期，市场较为看重海外科技巨头的业绩增速，行情延续性要求景气度呈现加速状态。当业绩增速掉头向下时，股价也更容易迎来见顶，例如微软在科网泡沫时期便是如此。

图 23：上一轮科网泡沫时期，美联储利率与纳斯达克指数走势的对比



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 24：科网泡沫时期，微软规模净利润增速与股价走势对比



资料来源：Wind 资讯及 ifind（注释：微软股价为季末数据），财信证券

海外科技巨头资本开支仍在提速。从 AI 业务发展逻辑来看，北美四大云厂商的资本开支将转化为英伟达等硬件厂商的利润，因此海外科技巨头的资本开支指引可作为硬件厂商业绩的前瞻指标。2026 年一季度海外科技龙头资本开支仍处于上行通道，谷歌单季资本开支约 357 亿美元，同比增长 108%，主要用于服务器、数据中心和网络设备投入，同时上调全年资本开支至 1800-1900 亿美元；微软给出 2026 年全年约 1900 亿美元的 AI 基建计划；亚马逊维持此前接近 2000 亿美元的资本开支计划；Meta 全年指引上调至 1250-1450 亿美元。四大巨头年度资本支出合计超 6500 亿美元，印证全球 AI 基础设施需求正处于爆发阶段，供需格局依旧偏紧。

表 3：海外科技巨头的资本开支指引

公司	2026 年一季度资本开支	全年资本开支指引
谷歌	支出 357 亿美元，同比增长 108%、环比增长 28%	上调至 1800－1900 亿美元
微软	支出 319 亿美元，同比增长 30%	约 1900 亿美元
亚马逊	支出 432 亿美元，同比增长 78%、环比增长 13%	约 2000 亿美元
Meta	支出 198 亿美元，同比增长 45%	上调至 1250－1450 亿美元

资料来源：界面新闻（截至 2026 年一季报），财信证券

海外科技巨头的云业务较快增长。根据界面新闻报道，在 AI 投入规模持续扩张的背景下，四大厂商云业务均实现了较快增长，谷歌云 2026 年一季度营收超 200 亿美元，同比增长 63%，显示企业级 AI 解决方案商业化兑现路径逐步清晰；微软 Azure 单季营收同

下载日志已记录，仅供内部参考

比增加 40%、亚马逊 AWS 单季营收同比增加 28%，三大云继续受益于 AI 驱动的上云与算力需求。Meta 则通过 AI 深度整合广告推荐与内容生成系统，本季广告收入同比增长 33%，核心驱动正是 AI 带来的转化率提升与广告单价的上涨。

表 4：海外科技巨头的云业务及 AI 业务亮点及增速

公司	云/AI 业务亮点	云/AI 业务增速
谷歌	谷歌云营收超 200 亿美元，主要由企业级 AI 领域需求驱动，订单积压量翻倍至 4620 亿美元	谷歌云业务同比增长 63%
微软	AI 业务年化收入超 370 亿美元，同比增长 123%；微软云营收持续增长，达到 545 亿美元，智能云业务作为微软云业务的核心板块，其营收增长至 347 亿美元	智能云收入同比增长 30%，其中 Azure 等云服务收入同比增长 40%
亚马逊	AWS 业务快速增长，营收达 376 亿美元，创下 3 年来最快增速；AWS 的 AI 业务年化收入超过 150 亿美元；自研芯片年化营收突破 200 亿美元	AWS 收入同比增长 28%
Meta	受 AI 驱动广告精准度持续提升，广告收入为 550 亿美元，同比增长 33%，广告展示总数增长 19%，平均每条广告价格同比增长 12%	——

资料来源：界面新闻（截至 2026 年一季报），财信证券

需要关注海外科技巨头 AI 高资本开支的持续性。如果高额 AI 资本开支无法对应营业收入增长，其折旧费用将是拖累后续海外科技巨头业绩的关键。根据上游新闻，科技公司大规模采购英伟达芯片和服务器以扩充算力，这些计算设备通常只有 2 至 3 年产品周期。但海外科技巨头近期将折旧周期延长。“大空头”Michael Burry 发文表示，科技巨头通过延长资产的“有效使用寿命”来低估折旧，从而人为地抬高收益。他估计从 2026 年到 2028 年，大型科技公司将因低估折旧而虚增 1760 亿美元的利润。后续密切关注海外科技巨头的资本开支及折旧情况，这可能带来美国投资端的脆弱性。

海外科技巨头将更多转向信贷市场融资。根据阿波罗全球管理公司，截至去年年底，海外 AI 大厂约 60%的经营现金流被用于资本支出，如今这个比例或已接近 70%。科技巨头们将更多转向信贷市场，根据三菱日联金融集团估计，科技和人工智能公司去年的投资级债券发行总额为 2450 亿美元，这一数字与之前十年累计的 2980 亿美元已相差不远。随着海外科技巨头更多转向信贷市场融资，将一定程度增加其经营脆弱性，预计美债市场与科技巨头股价表现的联动性将增加，科技巨头融资成本可能成为其股价走势的先行指标。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：海外科技巨头的折旧方法及年限

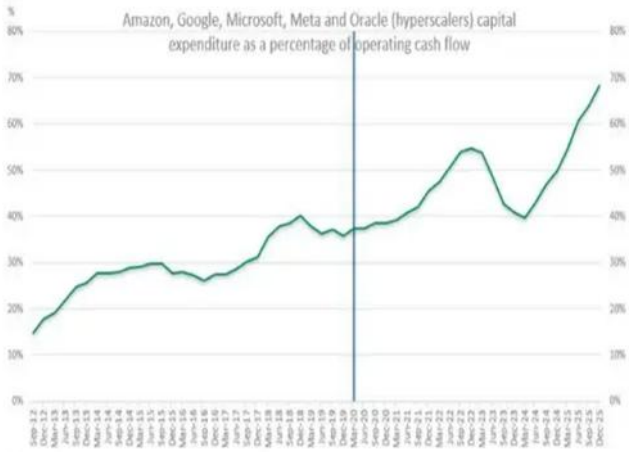
Network/Compute Depreciation Useful Life (Years)

Company	2020	2021	2022	2023	2024	2025
META	3	4	4½	4½	4½	5½
GOOG	3	4	4	6	6	6
ORCL	5	5	5	5	6	6
MSFT	3	4	6	6	6	6
AMZN	4	4	5	5	6	5

Source: Company SEC Filings
(科技巨头每年关于服务器和网络设备的预计使用寿命)

资料来源：新浪财经、智通财经网

图 26：海外 AI 大厂经营现金流被用于资本支出的情况



资料来源：财联社、蓝鲸财经

甲骨文与 Meta 的债券融资成本相对较高。我们用主体存续债券聚合未来现金流计算内涵收益率来衡量海外五大 AI 与云计算龙头的债务融资成本，截至 2026 年 6 月 24 日，根据 Wind 资讯，甲骨文、亚马逊、谷歌、微软、Meta 的债券融资成本分别为 5.31%、4.54%、4.61%、3.29%、5.63%，甲骨文与 Meta 的债券融资成本相对较高，后续关注其债券融资的持续性，二者走势可能受债券市场影响更大。

表 5：海外科技巨头的债务融资成本情况

项目	甲骨文（Oracle）	亚马逊（Amazon）	Alphabet（谷歌）	微软（Microsoft）	Meta
境外债务(USD)	1235.1 亿元	1321.38 亿元	994.08 亿元	541.61 亿元	841.2 亿元
未来 12 个月兑付高峰	32.84 亿（2026 年 07 月）	40.49 亿（2027 年 05 月）	25.82 亿（2026 年 08 月）	43.05 亿（2026 年 08 月）	17.1 亿（2026 年 11 月）
债券平均票面	4.74%	3.91%	2.84%	3.39%	4.97%
债券融资成本	5.31%	4.54%	4.61%	3.29%	5.63%
债券久期	9.1	9.23	10.07	11.44	10.33

资料来源：Wind 资讯（截至 2026 年 6 月 24 日；单位：USD），财信证券

1.4 市场节奏：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期

2024 年“924 行情”迄今，震荡行情一般在 3-6 个月。从经典技术形态来看，通常趋势性行情结束后，一般会进入震荡行情。且市场通常是“先宽幅震荡”、“后窄幅震荡”形态。在震荡调整区间，通常市场波动幅度以及成交金额都会越来越小，多空力量逐步均衡，直到市场变盘再次走出趋势性行情。但从 2024 年“924 行情”以来，市场震荡调整形态出现改变，表现为“先窄幅震荡、后宽幅震荡”走势，市场波动幅度会越来越大，当市场下跌幅度超过一定区间时，主要沪深 300ETF 基金通常出现大幅放量，指数开始企稳反弹。例如从 2024 年 10 月至 2025 年 4 月初，市场震荡调整约 6 个月，市场波动幅度逐步加大，2025 年 4 月初“对等关税”冲击后，主要沪深 300ETF 放量，市场阶段性见底后，再次走出趋势性行情；从 2025 年 8 月底至 2025 年 12 月中下旬，市场震荡调整约 4 个月，2025 年 12 月 17 日主要沪深 300ETF 放量，市场阶段性见底后，正式开

下载日志已记录，仅供内部参考

启“春季躁动”行情，指数迎来趋势性机会；从 2026 年 1 月至 3 月底，市场调整近 3 个月，美伊冲突爆发后加速了市场见底，随着后续美伊和谈消息发酵、叠加特朗普访华，3 月底后市场再次迎来趋势性机会。整体来看，“924 行情”迄今，震荡行情一般在 3-6 个月。

图 27：5 月底至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段，市场仍将围绕高景气方向演绎



资料来源：Wind 资讯（20260101 至 20260625），财信证券

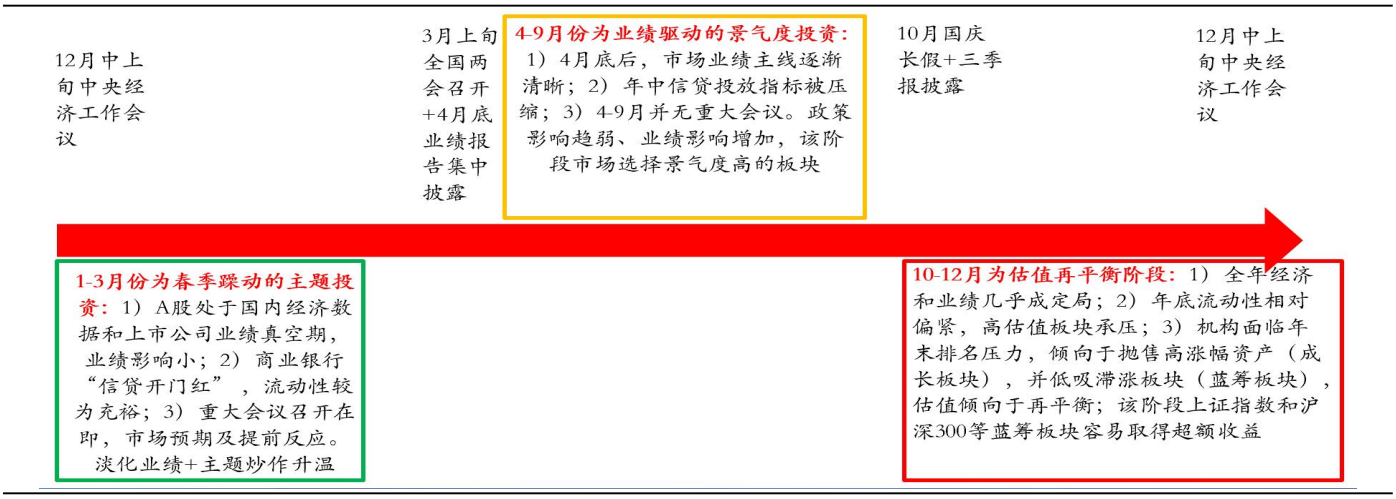
7 月至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段。从指数形态来看，随着特朗普访华利好兑现、叠加科技方向交易拥挤、美联储加息预期升温，5 月中下旬市场因为部分风险因素释放而出现健康调整；从全年节奏来看，我们预计 7 月至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段，市场仍将围绕高景气方向演绎，在 AI 硬件及半导体行情后，可关注 AI 应用、国防军工、生物医药、人形机器人等“泛科技”方向；8 月下旬至 10 月底，市场指数可能迎来再次做多的有利窗口期，届时 AI 硬件等主线或是带领指数再次上攻的方向：一是海外科技巨头中报在 7 月中旬至 8 月底陆续披露，届时 AI 科技方向定价逻辑将重回基本面及业绩驱动逻辑。如果海外科技巨头中报表现继续超预期，预计 AI 科技方向仍大概率重新走强；二是美国中期选举临近下，美以伊局势大概率降温，不排除美联储加息预期压缩的可能性；三是我国领导人将于今秋对美国进行国事访问，有利于提振市场情绪。11-12 月份市场可能再次迎来横盘整理，风格方面，随着机构年底排名临近，前期涨幅较大的高景气方向将迎来止盈，部分滞涨的高股息方向有望迎来补涨。

1.5 风格研判：4-9 月为业绩驱动的景气度投资

从日历效应来看，第三季度高景气方向表现更优，市场将更看重业绩方向。A 股市场存在明显日历效应，通常 4-9 月份将是业绩驱动的景气度投资阶段，原因在于：一是 4 月底后，随着第一季度经济数据公布、上市公司的年报及一季报披露完毕，市场全年的业绩主线方向逐步清晰，资金更容易在高景气方向达成共识。二是随着年初信贷指标大量投放，通常会挤压年中的信贷指标，年中的流动性状况一般不及春节之后，使得流动性逻辑让位业绩逻辑。三是在 4 月至 9 月，国内重大经济工作会议不多。因此与 1-3 月份由政策、流动性、市场情绪驱动的春季躁动行情不同，4-9 月份政策对市场的影响有所降低，但业绩端对市场走势的影响增加。第三季度市场风格将更倾向有业绩支撑的高景气方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：A 股市场的日历效应及规律总结



资料来源：Wind 资讯，财信证券

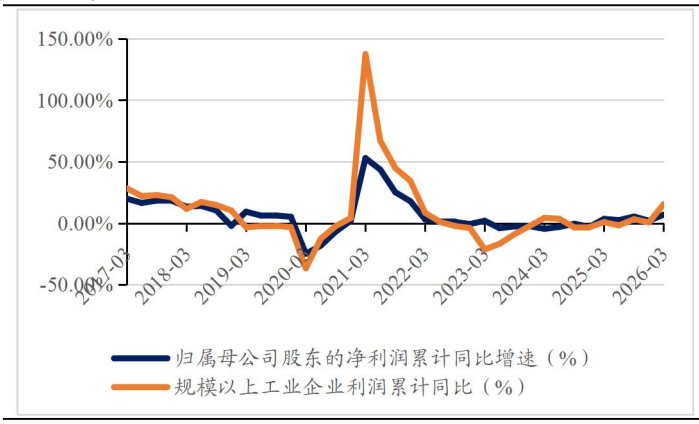
（2）规上工业企业利润增速与 A 股归母净利润增速具有较强相关性。从历史来看，规上工业企业利润增速、A 股归母净利润增速呈现同涨同跌趋势。但规上工业企业利润增速为月度披露，披露时间要早于季度披露的 A 股归母净利润增速。因此规上工业企业利润增速可作为 A 股归母净利润增速的有效前瞻指标。2026 年 1-5 月规上工业企业利润增速呈现科技线及涨价线双轮驱动的特征：

一是电子行业支撑作用明显。1-5 月份，规模以上装备制造业利润同比增长 14.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 5.2 个百分点。全球人工智能技术变革带来高端算力芯片和存储芯片需求爆发，推动电子行业利润高速增长，1-5 月份，电子行业利润增长 103.9%，对全部规模以上工业企业利润增长的贡献率达 43.1%，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。

二是原材料制造业利润快速增长。1-5 月份，规模以上原材料制造业利润同比增长 83.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 10.2 个百分点。从行业看，受新能源、人工智能等新兴产业需求增加带动，铜、铝等产品价格维持在较高水平，推动有色行业利润增长 117.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 5.3 个百分点；在石油产业链条相关产品价格上涨推动下，石油加工行业同比扭亏为盈，化工行业利润增长 71.6%。

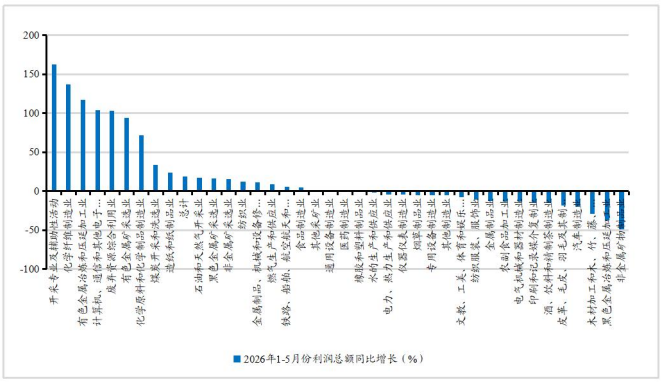
下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：规上工业企业利润增速与 A 股归母净利润增速具有较强相关性



资料来源：Wind 资讯，财信证券

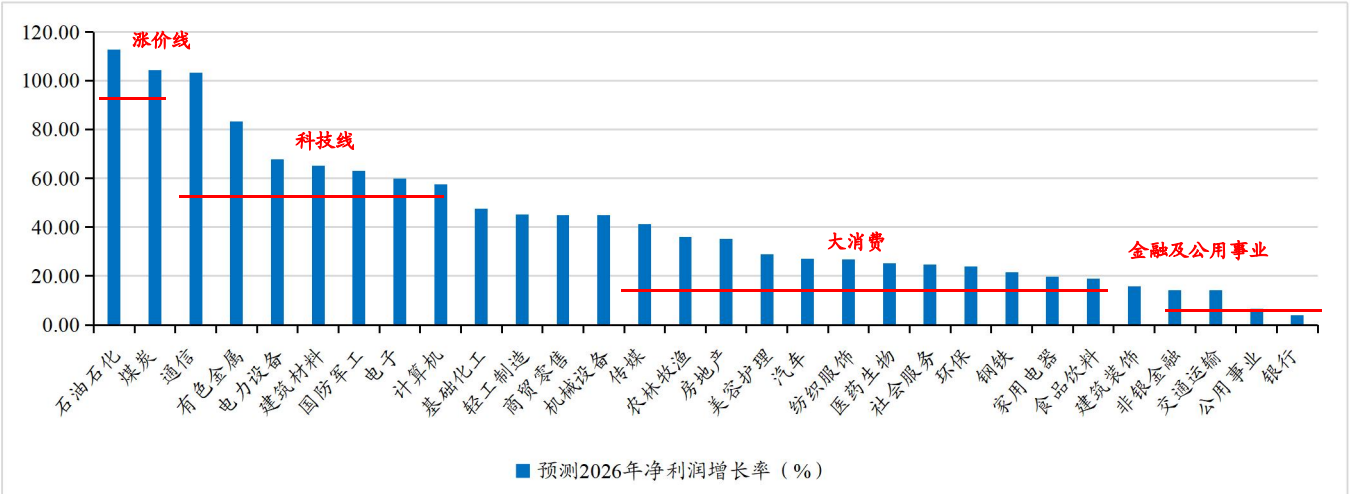
图 30：2026 年 1-5 月份规上工业企业利润总额累计同比增长（%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

（3）从业绩预测来看，2026 年涨价线、科技线的业绩增速潜力靠前。截至 2026 年 6 月 25 日，在 A 股 5529 家上市公司中，仅统计有 2026-2027 年 Wind 一致预测净利润及收入数据的 2763 家上市公司，用于定性表征 A 股上市公司 2026 年-2027 年的业绩预期。根据申万一级行业分类，从 2026 年预测净利润增速中位数的排名来看，依次为：涨价方向（石油石化、煤炭、有色金属、建筑材料、基础化工）＞科技及自主可控方向（通信、电力设备、国防军工、电子、计算机）＞大消费（传媒、美容护理、汽车、社会服务、家用电器、食品饮料）＞金融及公用事业（银行、交运、环保、公用事业）等。从业绩预测来看，2026 年市场高成长板块主要集中在受益于涨价的部分原材料板块、AI 产业趋势驱动的科技方向。

图 31：分申万一级行业统计，万得一致预测 2026 年净利润增长率的中位数（%）



资料来源：Wind 资讯（截至 2026 年 6 月 25 日，在 A 股 5529 家上市公司中，仅统计有 2026-2027 年 Wind 一致预测净利润及收入数据的 2763 家上市公司，用于定性表征 A 股上市公司 2026 年-2027 年的业绩预期；考虑到不完全统计，且通常有 Wind 一致预测数据的公司，业绩通常较好，再考虑到市场一致预测业绩数据偏乐观，因此上表数据仅可做定性分析，用作定量分析的误差可能偏大），财信证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1.6 政策动向：短期出台大规模增量政策概率不大

4 月份中共中央政治局会议坚持稳中求进工作总基调：会议强调“要用好用足宏观政策”，我们判断近期政策着力点还是更好地发挥存量政策的效力，短期出台大规模增量政策概率不大。会议延续“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”提法，但新增“精准有效”表述，其中“精准”侧重“结构调整”，预计财政政策将向“提振消费、投资于人及保障民生领域”倾斜，货币政策强调“优化创新结构性货币政策工具”；“有效”意在突出“政策的质效”，既要提高财政资金使用效益，又要畅通货币政策传导机制。但央行在《2026 年第一季度中国货币政策执行报告》中密切关注外部输入型通胀影响，并未提及“降准降息”，而是继续强调“把握好政策实施的力度、节奏和时机”，“灵活运用多种货币政策工具”，后续降准降息预期有所压缩。

扩内需及“反内卷”重要性提升：扩内需方面，政治局会议提出要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费升级，预计服务消费有望成为扩大内需的重要抓手，服务消费补贴及优惠政策有望逐步落地。“反内卷”方面，会议延续了 2026 年《政府工作报告》“深入整治‘内卷式’竞争”提法，预计 2026 年“反内卷”力度仍将延续。在今年 PPI 提前转正、部分上游产业供需结构出现变化等情况下，预计“反内卷”将逐步向中下游行业、服务业等民生、就业相关产业拓展，同时将更加注重政策措施的法治化与市场化。

重视安全保障目标及资本市场信心：安全保障方面，政治局会议强调“系统应对外部冲击挑战，提高能源资源安全保障水平，以高质量发展的确定性应对各种不确定性”，在外部冲突升级的背景下，能源资源安全保障工作被提到新的高度。“十五五”粮食生产及能源生产能力分别由“十四五”时期的 6.5 亿吨（折算 1.3 万亿斤）、46 亿吨标准煤提升至 1.45 万亿斤、58 亿吨标准煤。资本市场方面，会议鲜明提出“稳定和增强资本市场信心”，对资本市场保持积极呵护态度。在延续财政货币政策“双宽松”基调下，预计 2026 年 A 股市场大概率延续震荡上行态势。

表 6：“十五五”时期经济社会发展主要指标

	指标		2025 年	2030 年	年均/累计	属性
经济发展	1、国内生产总值（GDP）增长（%）		5	——	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2、全员劳动生产率增长（%）		6.1	——	高于 GDP 增长	预期性
	3、常住人口城镇化率（%）		67.9	71	——	预期性
创新驱动	4、全社会研发经费投入增长率（%）		9.1	——	＞7	预期性
	5、每万人口高价值发明专利拥有量（件）		16	＞22	——	预期性
	6、数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）		10.5（2024）	12.5	——	预期性
民生福祉	7、城镇调查失业率（%）		5.2	——	＜5.5	预期性
	8、居民人均可支配收入增长（%）		5	——	与 GDP 增长同步	预期性
	9、劳动年龄人口平均受教育年限（年）		11.3	11.7	——	约束性
	10、每千人口拥有医护人员数	执业医师数（人）	3.1	3.7	——	预期性
		注册护士数（人）	4.3	5.1	——	
	11、养老机构护理型床位占比（%）		68	73	——	预期性

下载日志已记录，仅供内部参考

	12、3 岁以下婴幼儿入托率提高（百分点）	——	——	累计 6	预期性
	13、人均预期寿命（岁）	79.25	80	——	预期性
	14、单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）	累计 17.7	——	累计 17	约束性
	15、非化石能源占能源消费总量比重（%）	21.7	25	——	约束性
绿色低碳	16、地级及以上城市细颗粒物（PM2.5）浓度（微克/立方米）	28	＜27	——	约束性
	17、优良水体比例（%）	80	85	——	约束性
	18、森林覆盖率（%）	25.1（2024）	25.8	——	约束性
安全保障	19、粮食综合生产能力（万亿斤）	1.39	1.45 左右	——	约束性
	20、能源综合生产能力（亿吨标准煤）	51.3	58	——	约束性

资料来源：中国政府网、财信证券

1.7 大宗商品：美元信用重塑下走势承压，关注农产品机会

大宗商品涨价延续从贵金属、到工业金属、再到能源及农产品的顺序。回顾近 20 年以来的大宗商品涨价周期，在经济周期及货币信用周期共同作用下，大宗商品涨价延续从贵金属、到工业金属、再到能源及农产品的顺序；其中，黄金涨价平稳、持续性强，其他大宗商品爆发力强、但持续性差；在原油、农产品轮动完毕后，通常进入大宗商品的下跌期。本轮大宗商品行情已经持续数年，后续主要关注农产品价格的补涨机会。目前贵金属、工业金属、能源品及化工品均曾实现上涨，但农产品价格尚未明显表现。参照历史，随着能源及化工（化肥）等推高生产成本，叠加天气及养殖周期相关扰动，农产品价格可能出现涨价，是当前赔率及胜率较高的大宗商品方向。

表 7：复盘历史，大宗商品价格的传导顺序

	期货收盘价（连续）:COMEX 黄金	期货收盘价（连续）:COMEX 迷你白银	现货结算价:LME 铜	现货结算价:LME 铝	期货结算价（连续）：布伦特原油	CRB 现货指数:食品	CRB 现货指数:家畜
2026	35.10%	120.83%	31.09%	19.09%	-6.35%	-10.54%	-5.02%
2025	44.71%	41.99%	8.73%	8.81%	-14.62%	1.08%	12.91%
2024	22.57%	20.84%	7.89%	7.53%	-2.81%	-3.54%	-13.10%
2023	8.02%	7.88%	-3.63%	-16.78%	-17.04%	-4.14%	-9.53%
2022	0.04%	-13.37%	-5.59%	9.02%	39.61%	21.89%	16.49%
2021	1.34%	21.53%	50.75%	45.52%	64.17%	41.97%	55.91%
2020	27.35%	27.75%	3.02%	-4.86%	-32.65%	-4.19%	-4.73%
2019	9.78%	3.00%	-8.02%	-15.12%	-10.50%	-1.29%	-5.77%
2018	0.98%	-7.84%	5.79%	7.18%	30.98%	-1.78%	-9.08%
2017	0.65%	-0.48%	26.80%	22.67%	21.28%	0.22%	2.39%
2016	7.75%	9.30%	-11.50%	-3.36%	-15.80%	-3.87%	-5.65%
2015	-8.54%	-17.95%	-19.93%	-11.05%	-46.11%	-13.67%	-24.37%
2014	-10.12%	-19.59%	-6.28%	1.18%	-8.51%	3.29%	5.29%
2013	-15.55%	-23.45%	-7.84%	-8.55%	-2.65%	-8.38%	0.80%
2012	6.19%	-12.08%	-9.83%	-15.77%	0.68%	-8.78%	-1.63%
2011	28.06%	31.64%	16.69%	10.18%	38.06%	27.27%	29.53%
2010	25.88%		44.98%	29.56%	28.18%	22.32%	32.60%

下载日志已记录，仅供内部参考

2009	11.87%	-25.14%	-34.99%	-36.39%	-17.06%	-22.44%
2008	24.99%	-2.46%	-2.37%	35.60%	19.45%	6.65%
2007	15.38%	5.68%	3.07%	9.90%	21.67%	22.57%
2006	35.77%	82.33%	34.78%	19.66%	2.29%	-1.10%
2005	8.69%	29.52%	11.14%	45.24%	-8.27%	-5.55%
2004	12.59%	32.35%	9.86%	33.59%	13.28%	10.74%
2003	17.15%			13.75%	12.44%	22.62%
2002	14.54%			0.68%	3.38%	-3.11%
2001	-2.81%			-12.85%	13.63%	12.92%
2000	-0.02%			58.24%	-3.92%	0.26%

资料来源：Wind 资讯（①上表中的 2026 年涨跌幅数据仅统计至 1 月 27 日，代表性有限，请谨慎参考；②先计算上述品种的年平均价，然后除以上一年平均价，计算年平均价的同比涨跌幅），财信证券

农产品中可关注天然橡胶。国家气候中心预测，2026 年 5 月将进入厄尔尼诺状态，并在夏秋季形成一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件。复盘 1990 年以来发生的 11 次厄尔尼诺事件来看，影响存在明显滞后，气候异常从海温变化传导至降雨、单产、收割和库存修正需要时间，因此价格往往在事件形成后数月甚至次年才集中反映。从价格表现来看，各农产品品种对厄尔尼诺事件的敏感度存在显著差异。1990 年以来 11 次厄尔尼诺事件中，天然橡胶在达峰后一年上涨概率达 90.9%，白糖、棉花、大豆和玉米均为 54.5%。从达峰后一年的价格表现来看，天然橡胶、白糖、棉花、玉米、大豆的涨跌幅中位数分别为+23%、+4%、-2%、-2%、0%，显示天然橡胶和白糖在厄尔尼诺事件后的价格弹性显著高于其他品种。

表 8：1990 年以来发生的 11 次厄尔尼诺事件对农产品的影响分析

品种	11 次厄尔尼诺事件中：事件开始至达峰期间价格上涨次数	事件开始至达峰涨跌幅中值	11 次厄尔尼诺事件中：达峰后一年价格上涨次数	达峰后一年涨跌幅中值
天然橡胶	6	-1%	10	23%
白糖	7	8%	6	4%
棉花	4	-5%	6	-2%
玉米	4	-1%	6	-2%
大豆	5	-2%	6	0%

资料来源：Wind、美国国家海洋和大气管理局（NOAA）气候预测中心、财信证券

表 9：不同农产品品种厄尔尼诺气候敏感度分析

品种	主产区	厄尔尼诺气候敏感度	价格弹性
天然橡胶	泰国、印度尼西亚、科特迪瓦、越南	★★★★★	★★★★★
白糖	巴西、印度、泰国、中国	★★★★	★★★
棉花	中国、印度、巴西、美国	★★★★	★★★
玉米	美国、中国、巴西、阿根廷	★★	★★
大豆	巴西、美国、阿根廷	★★	★★

资料来源：联合国粮食及农业组织、财信证券

下载日志已记录，仅供内部参考

美元信用重塑下，美元指数走强，大宗商品集体承压。大宗商品作为实物资产，天然具备保值属性，是对冲美元信用弱化以及法币发行泛滥的利器。与以往大宗商品涨价不同，美元信用弱化是此前大宗商品涨价的核心支撑。俄乌冲突后，美国冻结俄罗斯外汇储备，成为削弱美元信用的直接导火索。2022 年起，黄金价格开始脱离“10 年期美债实际收益率”框架并独立走强，则是美元货币信用弱化的直接体现。此外，大宗商品通常以美元计价，2026 年美元流动性如果边际收紧，预计大宗商品价格将有所承压。

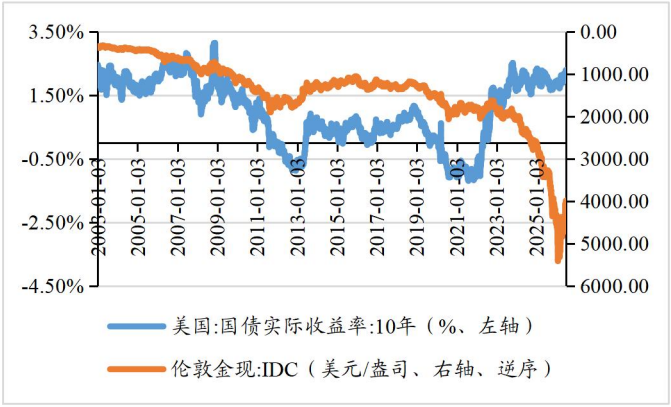
一是沃什政策或将重塑美元信用。沃什在批评美联储长期宽松政策基础上提出“实用的货币主义”理论，该理论核心是通过激进的量化紧缩（QT）来缩减美联储庞大的资产负债表，直接回收过剩的流动性，以此压制通胀预期。当通胀被实质性控制后，降低名义利率就不会引发通胀反弹，从而为降息创造了安全空间。沃什的主要政策主张为“收缩美联储职能、降息、缩表”，最终目的为重塑美联储公信力，而美元信用削弱、美联储资产负债表扩张正是本轮贵金属等大宗商品持续走强的重要助推力，如果沃什推进缩表等政策，预计将对大宗商品走势产生影响。

二是“石油美元”基础或边际强化。美伊和谈后，美财长贝森特近日表示，伊朗解冻资金将受到严密监管，强制用于购买美国农产品。他强调将通过石油贸易重塑美元霸权。此外，他还披露委内瑞拉也正逐步重返美元结算系统，并预测在冲突结束后，俄罗斯也将重返美元体系。如果美国将俄罗斯、伊朗、委内瑞拉的石油重新纳入美元体系，预计“石油美元”基础或边际强化，短期对重塑美元信用有一定帮助，夯实了美元底层资产根基。但鉴于地缘政治冲突的复杂性，对于上述三国是否纳入美元体系，还需密切观察。

短期看，沃什推行的缩表政策、“石油美元”基础边际强化等政策预期将推动美元信用重塑，有利于美元指数走强。5 月份以来，美元指数从最低 97.62 点大幅上行最高 101.80 点，同期大宗商品整体走势相对承压，伦敦金现一度跌破 4000 美元/盎司。由于重塑美元信用逻辑在短期仍无法证伪，将对大宗商品走势产生持续负面影响。后续观察沃什的实际操作，如果沃什并未推进激进的紧缩政策，叠加美联储加息预期再次压缩时，届时以黄金为代表的大宗商品仍存在一定的波段性操作机会，但趋势性上涨机会可能难以复现。

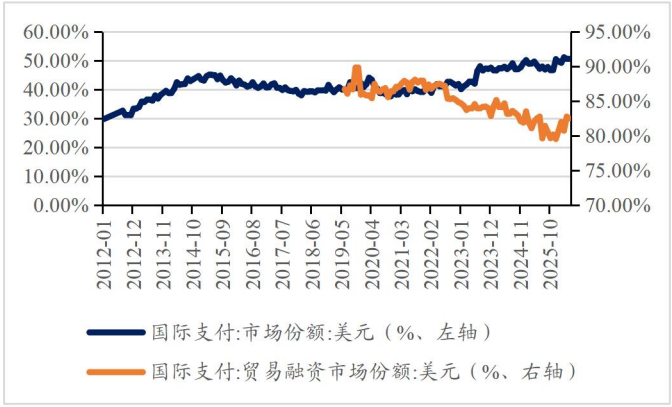
下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：2022 年起，黄金价格开始脱离“10 年期美债实际收益率”框架并独立走强



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 33：SWIFT 国际支付中，使用美元的份额占比情况（%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

1.8 本章小结：预计 2026 年下半年 A 股震荡上行行情仍将延续

（1）预计 2026 年下半年 A 股震荡上行行情仍将延续。一是 A 股市场从之前“融资市”逐步变成“投资市”，有望改变“牛短熊长”状态，本轮行情持续时间有望超过前五轮牛市平均持续时间（873.4 天）；二是目前 A 股整体估值仍相对合理，万得全 A 指数的风险溢价率（股息率标准）为+0.06%，距离-2 倍标准差（-0.36%）尚有一定距离，暂未触及“顶部”指标，难言本轮行情结束；三是流动性仍有支撑，2026 年到期存款规模超过 50 万亿元，主动权益基金指数突破前高后，有望迎来发行提速，为 A 股市场震荡上行提供流动性支撑；四是 AI 产业维持高景气度，涨价的原材料板块、AI 产业趋势驱动的科技方向均具备较强业绩支撑。

（2）AI 产业仍维持高景气。AI 板块市场集中度高，不意味抱团一定会瓦解，产业趋势是决定 AI 板块及科技指数走势的关键。参考科网泡沫时期，当前纳指并未出现指数加速赶顶段，行情演绎进度或为科网泡沫时期的 66.65%。近期海外科技巨头更多转向信贷市场融资以支撑资本开支，流动性对科技股行情影响程度将增加。参考科网泡沫时期，加息并不意味着泡沫马上破灭，尤其是加息早期相对安全。目前美联储尚未进入加息阶段，预计对 AI 科技股走势仍相对可控。业绩仍是当下 AI 科技股走势的关键变量，参照科网泡沫时期，行情延续要求景气度呈现加速状态。2026 年北美四大云厂商年度资本支出合计超 6500 亿美元，AI 基础设施需求仍处于爆发阶段。

（3）阶段性风格平衡难以避免。2026 年迄今，AI 产业发展逻辑正从“讲故事”走向“看报表”，业绩差异、流动性边际收紧是 AI 硬件与市场其他方向走势分化的重要原因。电子、通信、机械设备等少数行业贡献了 2026 年以来 A 股市场的主要涨幅。我们用申万一级行业“半年涨跌幅前三位的平均值”减“半年涨跌幅后三位的平均值”来衡量行业分化程度。从历史来看，如果该值接近+3 倍标准差时，说明短期行业涨幅已经高度分化，后续该值大概率将回落，行业分化程度将走向收敛。截至 2026 年 6 月 18 日，该值为 91.81%，快接近+3 倍标准差水平（97.22%），行业涨跌幅分化已经较为明显，后续存在较强风格再平衡的动力，部分抱团双创板块的资金可能是在博弈 7 月中上旬的中报

下载日志已记录，仅供内部参考

预告、国内存储科技巨头上市等两大利好，7 月中下旬观察是否出现利好兑现逻辑，届时可能会对 AI 科技风格产生一定影响。

（4）关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期。全年节奏来看，我们预计 5 月底至 8 月中旬指数可能进入震荡整理阶段，市场仍将围绕高景气方向演绎，在 AI 硬件及半导体行情后，可关注 AI 应用、国防军工、生物医药、人形机器人等“泛科技”方向；8 月下旬至 10 月底，市场指数可能迎来再次做多的有利窗口期，届时 AI 硬件等主线或是带领指数再次上攻的方向：一是海外科技巨头中报在 7 月中旬至 8 月底陆续披露，届时 AI 科技方向定价逻辑将重回基本面及业绩驱动逻辑。如果海外科技巨头中报表现继续超预期，预计 AI 科技方向仍大概率重新走强；二是美国中期选举临近下，美以伊局势大概率降温，不排除美联储加息预期压缩的可能性；三是我国领导人将于今秋对美国进行国事访问，有利于提振市场情绪。11-12 月份市场可能再次迎来横盘整理，风格方面，随着机构年底排名临近，前期涨幅较大的高景气方向将迎来止盈，部分滞涨的高股息方向有望迎来补涨。

（5）4-9 月为业绩驱动的景气度投资阶段。从日历效应来看，第三季度市场风格将更倾向有业绩支撑的高景气方向。从前瞻指标看，2026 年 1-5 月规上工业企业利润增速呈现科技线及涨价线等双轮驱动的特征；从业绩预测来看，2026 年市场高成长板块主要集中在受益于涨价的部分原材料板块、AI 产业趋势驱动的科技方向。在 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期，可重点把握科技线及涨价线机会。

（6）美元信用重塑下，大宗商品走势承压，关注农产品机会。沃什推行的缩表政策、“石油美元”基础或边际强化等政策预期将推动美元信用重塑，有利于美元指数走强。5 月份以来，美元指数从最低 97.62 点大幅上行最高 101.80 点，同期大宗商品整体走势相对承压，伦敦金现一度跌破 4000 美元/盎司。短期来看，重塑美元信用逻辑在短期仍无法证伪，将对大宗商品走势产生持续负面影响。后续观察沃什的实际操作，如果沃什并未推进激进的紧缩政策，叠加美联储加息预期再次压缩时，届时以黄金为代表的大宗商品仍存在一定的波段性操作机会，但趋势性上涨机会可能难以复现。回顾 1990 年以来 11 次厄尔尼诺事件中，天然橡胶和白糖的价格弹性显著高于其他品种。

2 全球：全球经济仍有韧性，美联储加息预期有望压缩

2.1 全球形势：资本市场及实体经济均呈现 K 型分化

美国经济及实体经济呈现 K 型分化。从 2022 年 11 月 ChatGPT 推出迄今，美国经济及股市呈现明显的 K 型分化特征。资本市场方面，在 AI 产业趋势驱动下，美国科技七巨头指数大幅跑赢，但衡量美国小型股的罗素 2000 指数涨幅明显落后，市场逐步向头部科技公司集中；AI 产业趋势与资本市场深度互动，加剧了美国人群的收入与财富分化，预计美国财富及收入将继续向美国前 1%人群集中。

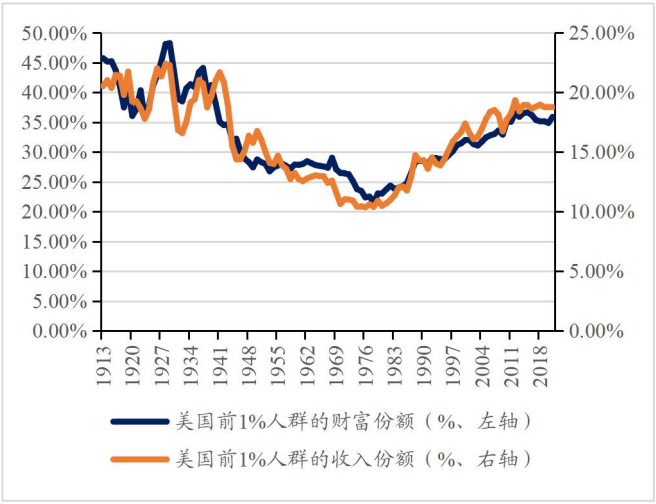
下载日志已记录，仅供内部参考

图 34：美股指数分化加剧，科技七巨头领跑



资料来源：Wind 资讯（涨跌幅已经归一化处理），财信证券

图 35：美国人群的收入及财富分化加剧，向 1%人群集中

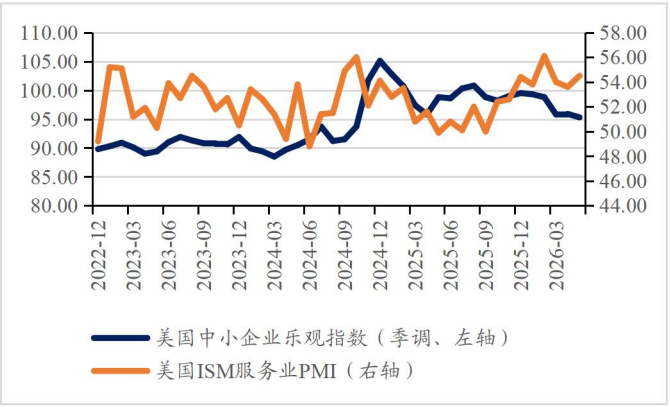


资料来源：Wind 资讯，财信证券

（1）从企业主体来看，美国 ISM PMI 侧重大型跨国公司，美国 ISM 服务业 PMI 又包含科技等服务行业。2025 年 9 月份以来，美国 ISM 服务业 PMI 持续处于荣枯线上方，并且呈现震荡上行态势，表明大型科技企业延续高景气态势。但 2025 年 8 月份以来，尤其是受美伊冲突以来的燃料价格大幅上涨、通胀压力持续、供应链中断影响，美国中小企业乐观指数趋势性走低，与美国 ISM 服务业 PMI 走势明显背离、企业主体分化加剧。

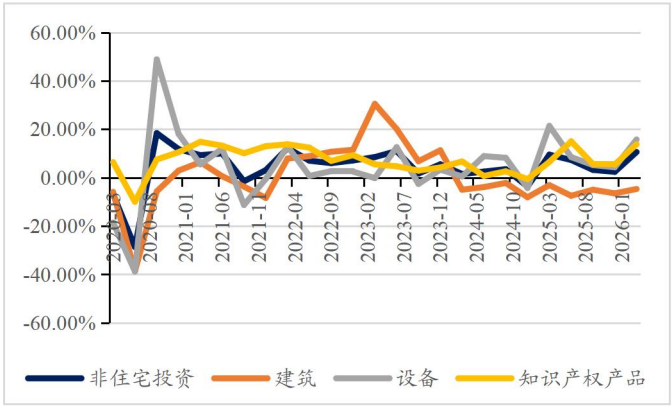
（2）从投资来看，美国非住宅投资的环比折年率而言，2025 年第二季度迄今，与 AI 产业相关性高的设备、知识产权产品延续高增长势头，2026 年第一季度分别增长 15.80%、13.80%；但与传统行业相关性高的建筑投资持续负增长，2026 年第一季度下滑 4.70%。

图 36：美国经济主体分化加剧



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 37：美国投资增速分化加剧

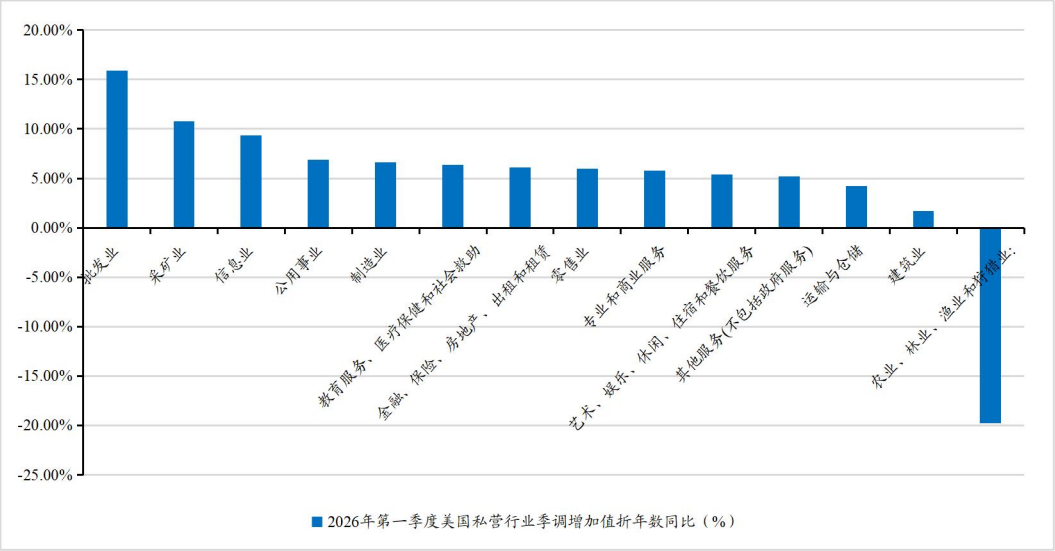


资料来源：Wind 资讯（增速为美国非住宅投资的环比折年率），财信证券

（3）不同行业分化加剧。从各行业 2026 年第一季度美国私营行业季调增加值折年数同比来看，信息业同比增长 9.38%，也大幅高于制造业 6.63%、建筑业 1.67%等传统行业，美国各行业间增速分化加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：美国不同行业的增加值同比增速（%）



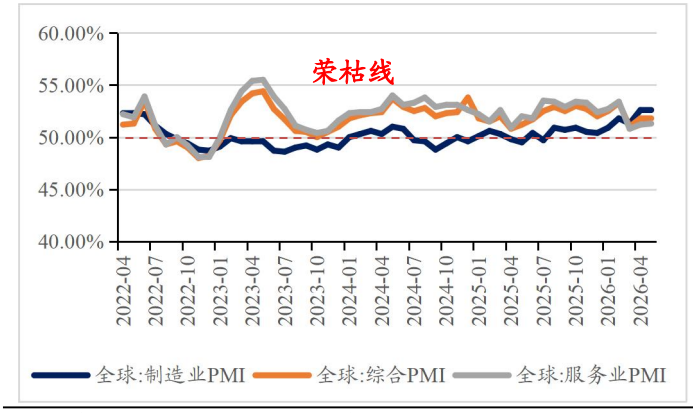
资料来源：Wind 资讯，财信证券

在 AI 产业投资浪潮、富人群体消费的韧性共同加持下，美国经济及资本市场均有一定韧性，但资本市场与经济均呈现明显“K 型分化”特征，后续 AI 产业发展趋势将对全球经济及资本市场产生显著影响。同时海外科技巨头也将通过资本市场融资，将 AI 产业趋势与金融环境深刻绑定，一定程度上增加了资本市场的波动性与脆弱性。

2.2 海外经济：全球经济短期仍有韧性

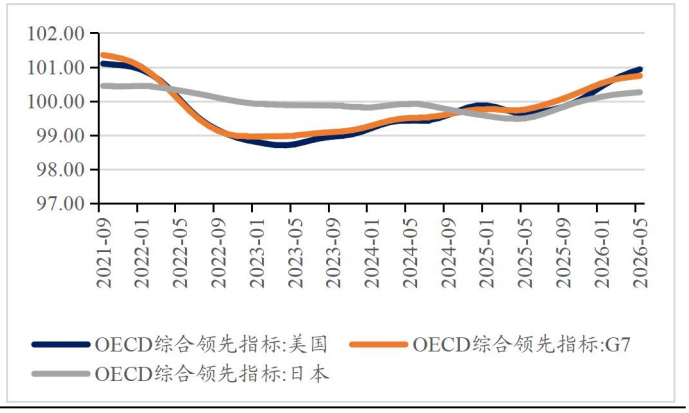
全球经济短期仍有韧性。随着 AI 基建投资继续加码、美伊冲突逐步降温、资本市场与实体经济正向循环运转，全球经济延续复苏势头。2026 年 5 月份全球制造业 PMI 为 52.60%，与上个月持平，OECD 综合领先指标（G7、美国）持续回升，显示近期全球经济仍有韧性。

图 39：全球经济仍在边际回升的通道



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 40：G7、美国、日本 OECD 综合领先指标走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

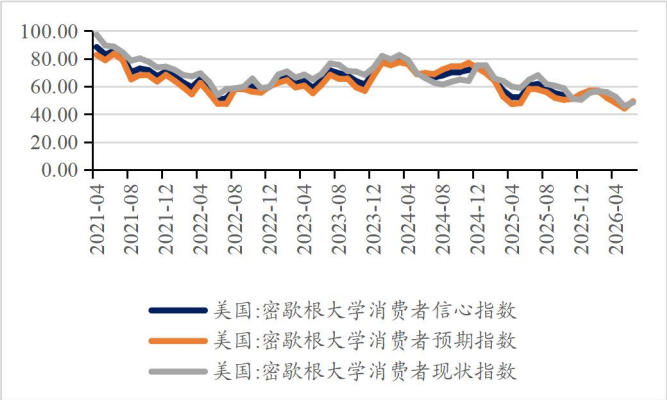
一、消费端，后续美国消费存在边际走弱风险。消费约占美国 GDP 七成左右：**①从消费意愿来看**，随着美伊和谈推进、国际油价震荡回落，美国 6 月份密歇根大学消费者信心指数为 49.50 点，较 5 月份提升 4.7 个点，但整体仍处于较低位置，反映美国居民边

下载日志已记录，仅供内部参考

际消费意愿仍待改善。**②从消费能力来看**，截至 2026 年 5 月，美国个人储蓄存款总额季调折年数为 7041.96 亿美元，已经显著低于 2019 年 12 月（10200.87 亿美元）水平，美国居民超额储蓄明显下降，将制约消费能力。**③从财富效应来看，**2026 年 4 月初迄今，在美伊冲突降温、AI 硬件涨价下，美股持续走强并再创历史新高，强化了美国居民财富效应。但 6 月份以来美股波动明显加大，赚钱效应明显弱化。在三者叠加影响下，后续美国消费存在边际走弱风险。

后续观察减税的相关影响。2026 年，随着美国《大而美法案（One Big Beautiful Bill Act）》相关减税条款逐步落地，美国或将迎来“史上最大退税季”。多家税务机构与研究机构预测，美国纳税人整体退税规模可能达到 1000 亿至 1500 亿美元，可能对消费有一定提振效果。

图 41：美国密歇根大学的消费者信心/预期/现状指数走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 42：美国个人储蓄存款总额季调折年数（十亿美元）



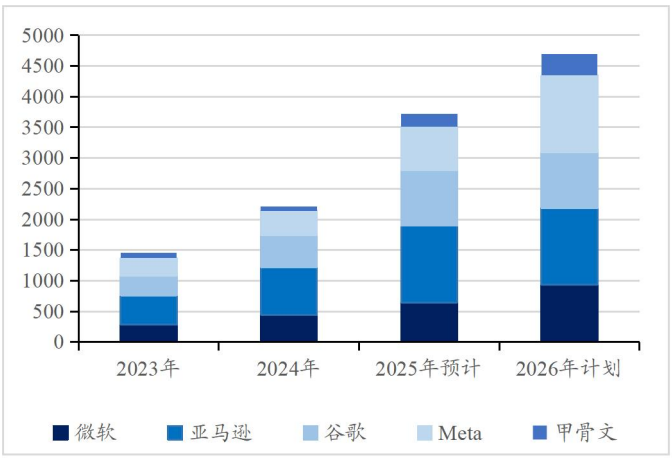
资料来源：wind 资讯，财信证券

二、投资端，关注海外 AI 高资本开支的持续性

AI 资本开支总额占美国 GDP 比例较高。AI 产业趋势驱动下，美国人工智能相关投资（尤其是软件、计算和数据基础设施领域）节节攀升，已经成为驱动美国 GDP 增长的重要动力。我们根据《财经》杂志预计，2025 年微软、亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文等美国五大科技公司（下同）的资本支出总额约为 3718 亿美元，同比增速超过 60%。以 2025 年美国 GDP 现价 30.76 万亿美元测算，美国五大科技公司的资本支出总额占美国 GDP 比例约为 1.21%。《财经》杂志根据美国五大科技公司在财报电话会披露的 2026 年资本支出进展，预计这五家科技公司 2026 年资本支出增速至少超过 26%，AI 资本开支已经成为美国投资端的重要支撑。

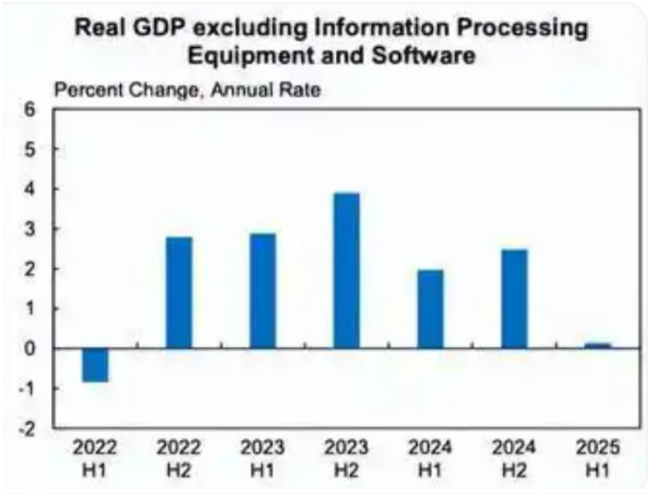
下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：美国大型科技公司的资本开支情况预测（亿美元）



资料来源：财经（吴俊宇；注释，保守计算 2026 年亚马逊、谷歌资本支出仅维持在 2025 年的规模），财信证券

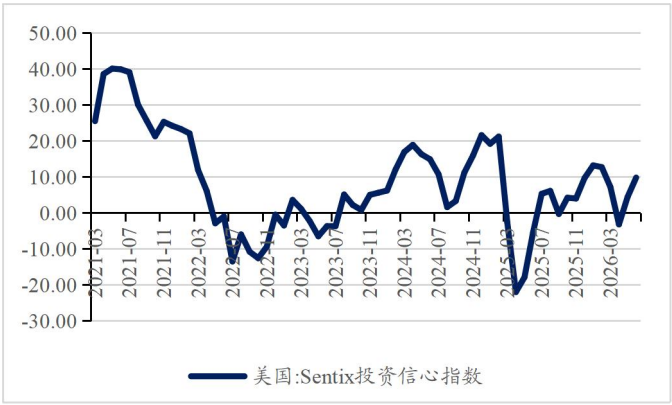
图 44：剔除信息处理设备和软件后，美国 GDP 实际增长率情况（%）



资料来源：新浪财经

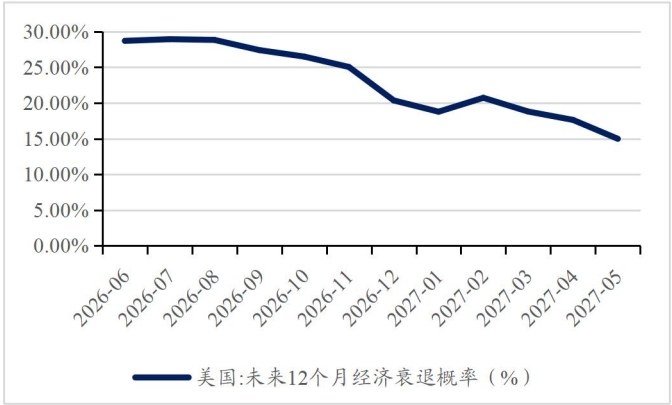
美国 Sentix 投资信心指数底部回升。在美伊冲突爆发及美债收益率走高的背景下，3-4 月份美国 Sentix 投资信心指数明显回落，4 月份已经回落至-3.20 点。但 5 月份以来，在美伊逐步和谈及霍尔木兹海峡逐步解封的背景下，国际油价已经大幅回落至美伊冲突爆发前水平，美国 Sentix 投资信心指数底部回升，6 月份已经回升至 9.80 点，目前市场预测美国未来 12 个月经济衰退概率已经处于较低水平。

图 45：Sentix 投资信心指数走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 46：美国未来 12 个月经济衰退概率（%）



资料来源：wind 资讯，财信证券

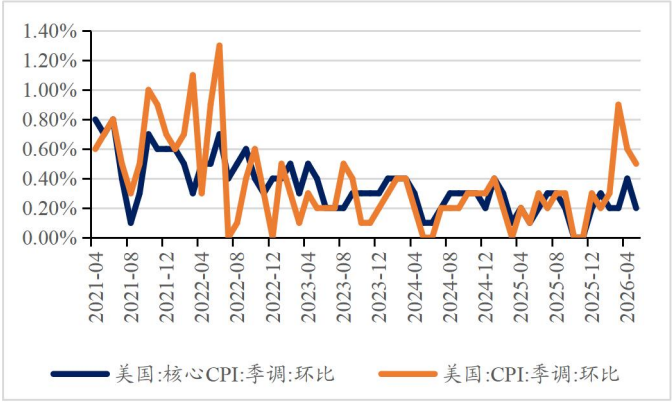
基准假设下，由于 AI 投资延续高景气、美伊和谈进程逐步推进、国际油价震荡回落，当前美国经济仍有韧性。6 月份美联储将美国 2026 年至 2028 年 GDP 增速预期中值调整为 2.2%、2.3%、2.2%，3 月预期分别为 2.4%、2.3%、2.1%，其中 2026 年 GDP 预期小幅下调，但对 2028 年 GDP 预期有所上调。

2.3 海外通胀：预计美国 CPI 同比增速有望在 5 月见顶

下载日志已记录，仅供内部参考

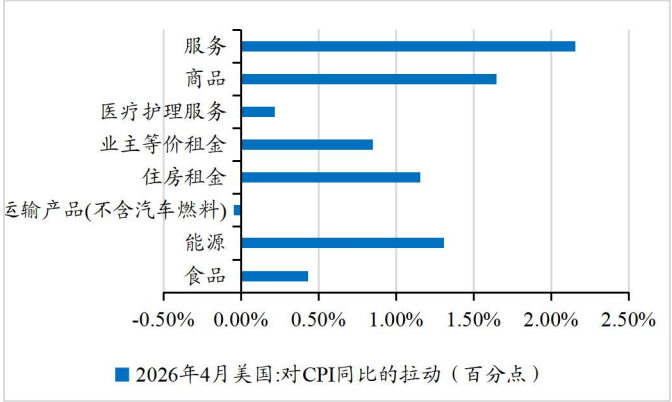
油价推升美国通胀，但核心 CPI 环比仍相对温和。根据美国劳工统计局，美国 5 月 CPI 同比上涨 4.2%，为 2023 年 4 月以来最大涨幅，较 4 月加快 0.4 个百分点。5 月美国 CPI 环比上涨 0.5%，较 4 月回落 0.1 个百分点。本轮美国通胀上行主要由能源价格上涨推动，能源价格环比大涨 3.9%，同比涨幅达 23.5%；食品价格环比仅上涨 0.2%，霍尔木兹海峡航运受限已推高化肥价格，但尚未显著传导至食品价格。在剔除波动较大的食品和能源价格后，5 月美国核心 CPI 同比上涨 2.9%，4 月为 2.8%，环比上涨 0.2%，低于预期的 0.3%，较 4 月 0.4%小幅回落。后续国际油价对美国 CPI 走势影响较大，近期国际油价因停火协议预期有所回落，如果美伊和谈顺利、霍尔木兹海峡解封，乐观预计下 CPI 同比增速有望在 5 月见顶。但如果中东局势再度恶化，油价再次回升仍可能对美国 CPI 造成影响。

图 47：美国 CPI 环比季调走势（%）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 48：美国 CPI 各个分项的拉动率（百分点）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

2.4 海外流动性：2026 年内美联储加息预期存在一定修正空间

一、美联储维持高利率不变，年内加息预期升温

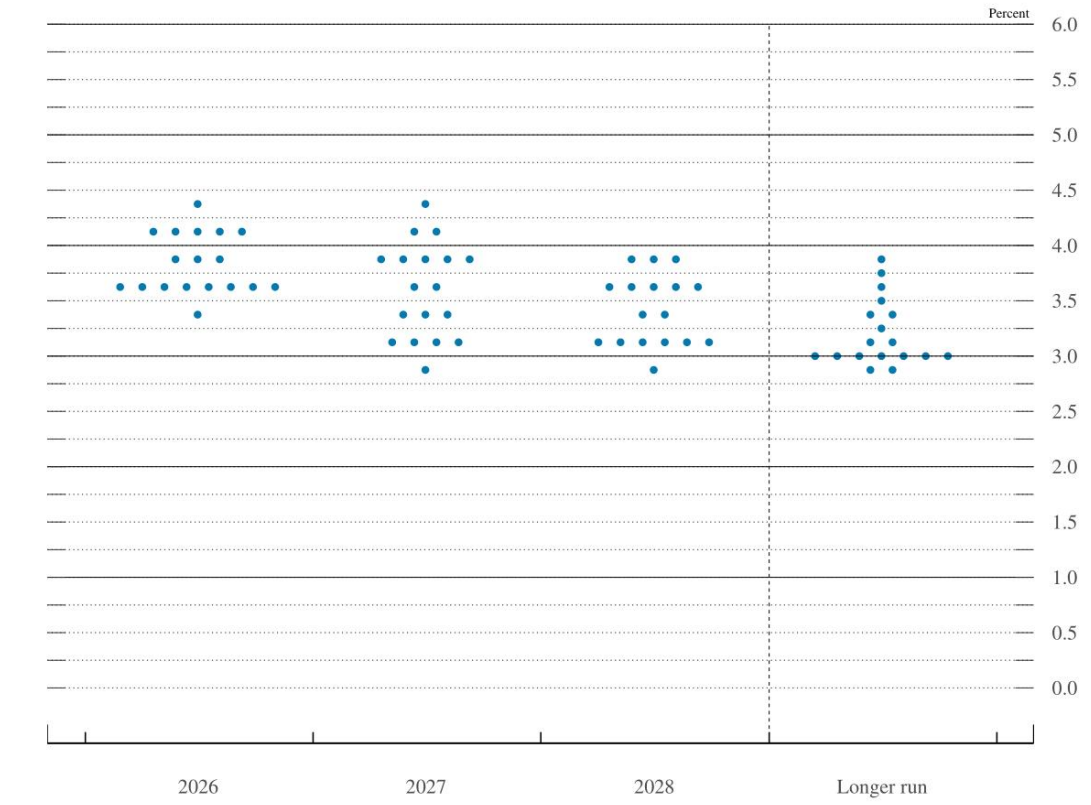
6 月份日本、欧央行同步加息，一度对全球市场流动性产生影响。美联储 6 月货币政策会议将联邦基金隔夜拆借利率维持在 3.5%-3.75%区间，符合市场预期。在货币政策文本层面，沃什完成重要调整，新版政策声明篇幅更短、措辞简化，剔除过往冗余表述，彻底取消传统前瞻性指引。他解释，僵化的前瞻性指引会束缚政策制定者，当经济数据发生变动时易造成政策误判，当前宏观环境已不再适配该工具。随会议同步发布的经济预测摘要（SEP）点阵图释放“偏鹰”信号，18 位提交利率预测的官员中，9 人预计 2026 年底利率将高于当前区间，全年存在一次加息操作，利率中值预测上调至 3.8%，较 3 月预测值 3.4%抬升 40 个基点。但沃什本人并未提交 2026 至后续年份利率路径预测。CME 美联储观察工具数据显示，决议发布后，市场交易主体定价 10 月加息概率升至 60.7%，此前市场原本押注加息推迟至 12 月。

本次会议最大亮点为沃什推出系统性美联储运营改革，宣布组建五大专项工作组，覆盖美联储核心职能板块，包括货币政策沟通机制、资产负债表管理、宏观数据来源与数据依赖体系、生产力与就业市场研究、通胀政策框架与人工智能等新技术对货币政策

下载日志已记录，仅供内部参考

的影响。沃什表示，各工作组将围绕美联储稳定物价、保障就业核心使命开展深度复盘，后续将披露详细工作规划，推动美联储决策更贴合未来经济环境。本次会议体现出沃什改革“更精准的通胀锚、更克制的沟通、更精简的职能边界”的倾向，虽然美联储保持了政策灵活性，但预计短期市场波动或将明显放大。

图 49：2026 年 6 月份，美联储点阵图预测



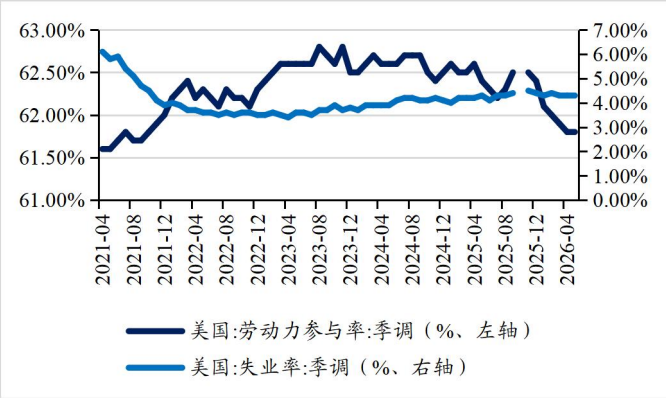
资料来源：美联储

二、美国 5 月非农数据大超市场预期

美国 5 月非农就业人口经季节调整后增加 17.2 万人，远高于市场调查的 8 万人预期，较上修后的 4 月 17.9 万人小幅回落。失业率维持在 4.3%，符合预期。就业增长行业分布较为广泛。休闲酒店业新增 7 万个岗位，居各行业之首，远高于过去一年 1.4 万的月均水平，部分与世界杯相关用工需求有关；地方政府新增 5.5 万；医疗保健业新增 3.5 万；社会救助业新增 1.2 万。平均时薪环比上涨 0.3%，同比上涨 3.4%，均符合市场预期。前值修正同样偏强：4 月数据上修 6.4 万，3 月数据上修至 2.4 万。3-5 月份美国非农数据强劲，叠加美联储主席换届带来不确定性，近期美联储加息预期有所升温，短期对科技成长股估值形成压制。但 5 月份“强非农”主要受夏季“世界杯”效应推动，后续如果赛事落幕，相关招聘需求可能回落，还需观察非农就业数据的持续性。

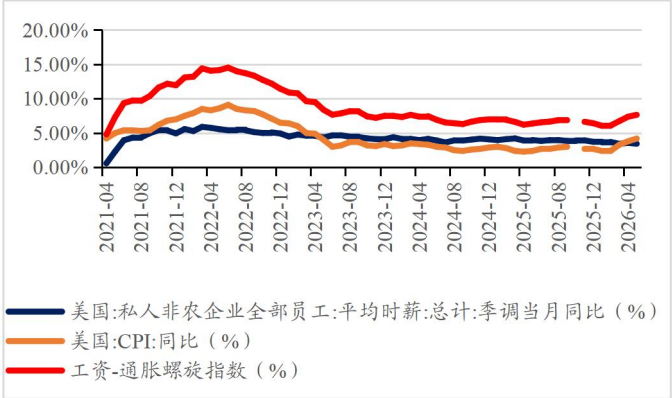
下载日志已记录，仅供内部参考

图 50：美国就业数据表现情况



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 5 月；因美国政府停摆，2025 年 10 月数据出现中断），财信证券

图 51：美国工资-通胀螺旋指数走势



资料来源：wind 资讯（工资-通胀螺旋指数采用美国私人非农企业全部员工平均时薪单月同比+美国 CPI 单月同比来计算；截至 2026 年 5 月；因美国政府停摆，2025 年 10 月数据出现中断），财信证券

从美联储就业及物价双重目标来看，美国就业市场整体处在周期性复苏中，对货币政策的影响相对有限，后续决定美联储政策走势的关键变量是通胀水平。随着美伊局势整体走向降温趋势，油价年内高点大概率已经出现，美国 CPI 同比读数达峰的概率较大。鉴于目前市场已经基本定价 2026 年加息的可能性，市场当前定价的加息预期可能过于激进，未来如果通胀数据如期回落，2026 年年内加息预期存在一定修正空间。

2.5 本章小结：AI 资本开支将支撑美国经济韧性

当前全球资本市场及实体经济均呈现明显 K 型分化。随着 AI 基建投资加码、美伊冲突降温、国际油价震荡回落，近期全球经济延续复苏势头。2025 年美国五大科技公司的资本支出总额占美国 GDP 比例约为 1.21%，预计这五家科技公司 2026 年资本支出增速至少超过 26%，AI 资本开支将支撑美国经济韧性。从通胀来看，随着国际油价回落，预计美国 CPI 同比增速有望在 5 月见顶；从就业来看，5 月份“强非农”主要受夏季“世界杯”效应推动，后续如果赛事落幕，相关招聘需求可能回落。目前市场已经基本定价 2026 年加息的可能性，定价过于激进，预计 2026 年年内加息预期存在一定修正空间。

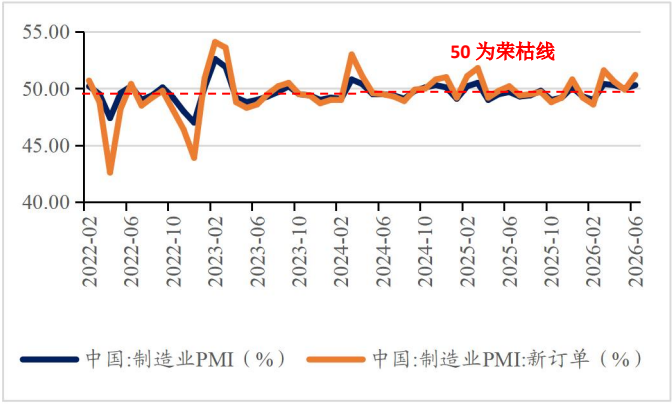
3 中国：政策前置发力效果淡化，经济数据仍有改善空间

3.1 经济概况：新旧动能明显分化，PMI 重返扩张区间

PMI 重返扩张区间，高技术行业表现较佳。随着天气和季节性扰动消退，6 月份制造业 PMI 为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间。分项来看，产需两端同步扩张，生产指数为 51.4%，比上月上升 0.2 个百分点；新订单指数为 51.2%，比上月上升 1.3 个百分点。分行业看，新旧动能延续分化，高技术制造业 PMI 为 53.5%，比上月上升 0.6 个百分点；高耗能行业 PMI 为 47.1%，与上月持平。最新万得一致预测的 2026 年 Q2 至 Q4 的单季 GDP 增速分别为 4.51%、4.70%、4.79%，季度增速较为平稳，预计全年运行在 4.5%-5%区间。

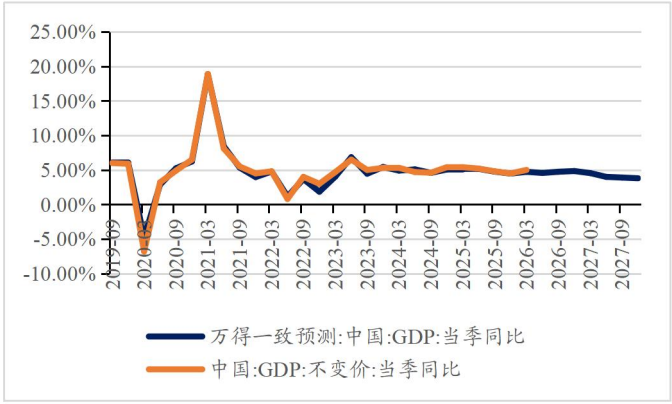
下载日志已记录，仅供内部参考

图 52：中国制造业 PMI 及 PMI 新订单指数走势（%）



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 53：万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速（%）

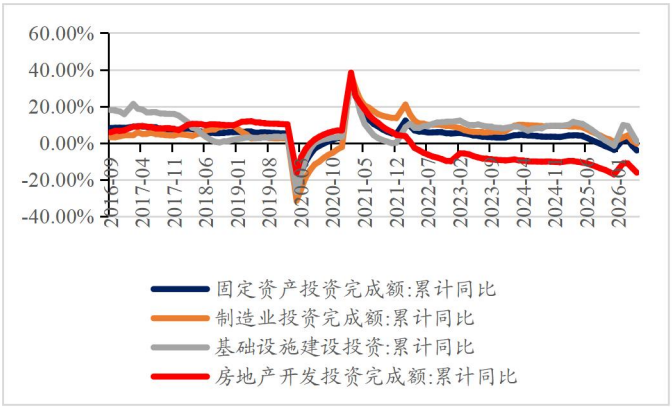


资料来源：wind 资讯（预测值至 2027 年 12 月），财信证券

3.2 投资端：地产拖累较大，固定资产投资降幅扩大

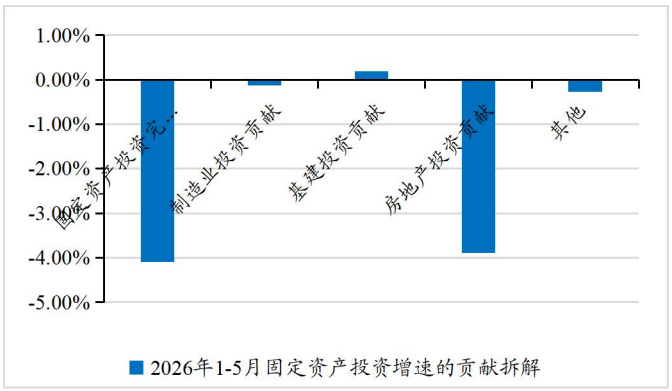
固定资产投资降幅扩大。在房地产延续低迷、多地汛期制约开工、此前政策前置发力效果消退、能源价格高企等多重因素影响下，2026 年 1-5 月份固定资产投资同比下滑 4.10%，降幅较 1-4 月份扩大 2.50 个百分点。从贡献来看，我们粗略拆解 2026 年 1-5 月份固定资产投资名义同比（-4.10%）构成，其中制造业投资约拖累 0.13 个百分点，基建投资约贡献 0.19 个百分点，地产投资约拖累 3.89 个百分点，**地产投资仍是固定资产投资的主要拖累项**。具体来看：

图 54：固定资产投资完成额增速走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 55：固定资产投资完成额增速的贡献拆解



资料来源：wind 资讯，财信证券

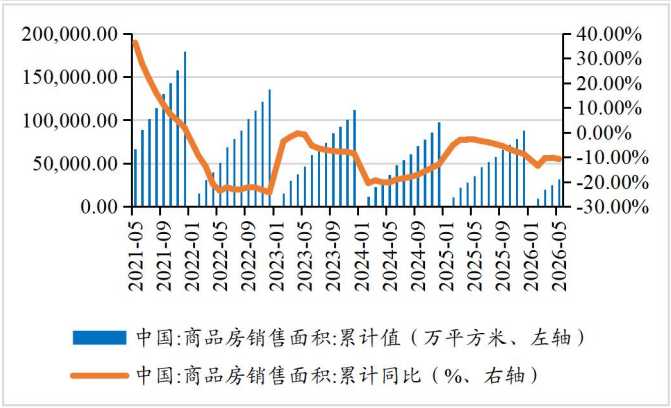
一、地产趋势性复苏仍需观察

根据财联社报道，5 月全国累计出台 47 条房地产相关政策，叠加城市更新“十五五”规划落地，宽松类政策占比超八成，公积金提额、租房与装修提取放宽、多地推进住房“以旧换新”成为主流。在政策持续落地推动下，5 月份全国房价延续复苏态势。一线房价作为全国楼市的风向标，5 月份一线城市二手住宅环比上涨 0.4%，涨幅与上月持平。其中，北京、上海、广州和深圳环比分别上涨 0.1%、0.6%、0.1%和 0.6%。目前房价企稳回升仍有一定政策因素推动，后续观察二手房价回升的持续性。2026 年政府工作报告

下载日志已记录，仅供内部参考

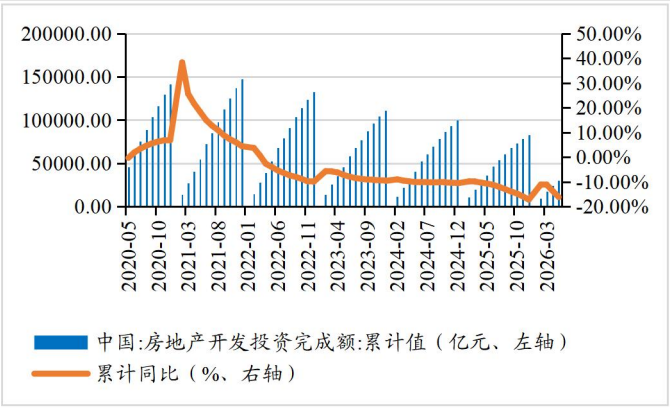
指出“着力稳定房地产市场；探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等”，表述较 2025 年更加温和。在基准情形下，我们维持 2026 年房地产市场低位运行的判断，趋势性复苏仍需等待。

图 56：中国商品房销售面积及增速（万平方米、%）



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 57：中国房地产开发投资完成额累计值及增速（亿元、%）



资料来源：wind 资讯，财信证券

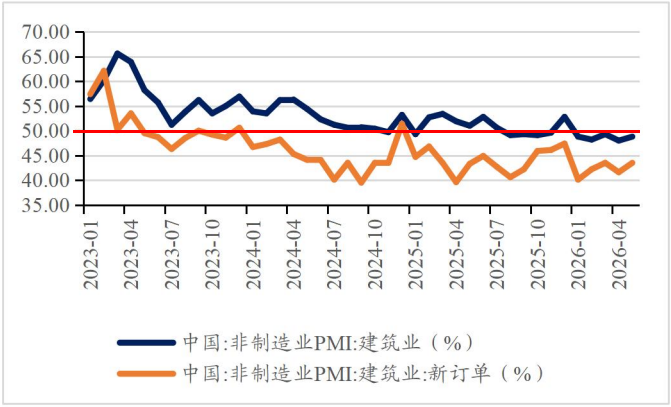
预计 2026 年第三季度房地产投资对经济拖累作用将小幅缓解。通常，房地产销售增速领先于房地产投资 3 个月左右。2026 年 1-5 月，全国新建商品房销售面积、销售额累计同比分别为-10.80%、-13.50%，降幅分别较 2026 年 1-4 月（-10.20%、-14.60%）走扩 0.6 个百分点、缩窄 1.1 个百分点。从“销售-投资”领先 3 个月关系来看，预计 2026 年第三季度房地产投资对经济拖累作用将小幅缓解。

二、政策前置发力效果淡化，基建投资增速回落

在高基数效应、政策靠前发力效应消退、财政与地方化债压力等共同影响下，2026 年 1-5 月基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.6%，增速较 1-4 月份下降 3.7 个百分点。2021 年以来的多数年份均呈现政策靠前发力的特征，2021 年、2023 年、2025 年的基建投资增速均呈现明显“前高后低”走势。在政策靠前发力的年份，通常一季度基建投资增速能在 10%以上，随后呈现逐步回落态势。2026 年是“十五五”规划开局之年，此前地方政府新增债务提前批额度加快下达，为各地重大项目建设预留充足准备时间，政策靠前发力支持稳增长。今年 4-5 月份后的基建投资增速回落，符合政策靠前发力的特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 58：中国建筑业 PMI 走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 59：固定资产投资增速与政府债券同比具备一定相关性



资料来源：wind 资讯，财信证券

预计 2026 年下半年基建投资增速回落幅度将逐步收窄。2026 年《政府工作报告》继续实施更加积极的财政政策，提出“今年财政支出继续保持相当规模，要持续用力优化支出结构，更加注重支持提振消费、投资于人、保障民生等方面，提高财政资金使用效益”。预计今年财政支持在规模上保持“必要”而不是进一步扩大，更为强调支出结构及支出方向的合理性及有效性。在更加积极的财政政策下，预计今年基建投资对固定资产投资仍有一定支撑。但从方向来看，更加强调“提振消费、投资于人、保障民生”，将对财政资金形成分流效应。

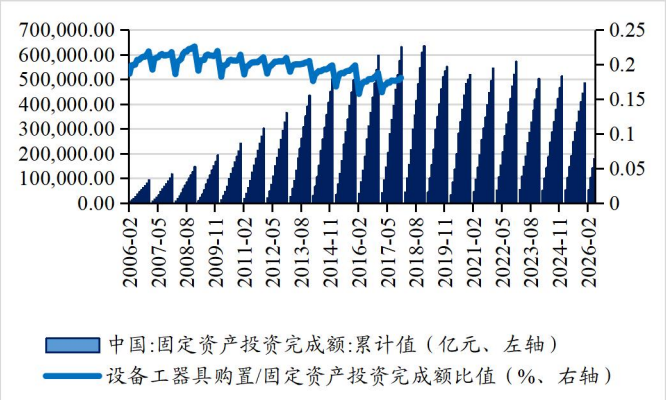
参考历史政策前置发力的年份，预计 2026 年年内基建投资增速大概率呈现回落态势。但考虑到 2025 年 6 月份往后，基建投资的高基数效应开始消退，我们预计 2026 年下半年基建投资增速回落幅度将逐步收窄，全年实现正增长的概率较大。

三、制造业投资同比 2021 年以来首次转负

制造业投资同比 2021 年以来首次转负。2026 年 1-5 月份制造业投资同比下降 0.4%，较 1-4 月份（1.2%）回落 1.6 个百分点，累计同比自 2021 年以来首次转负。其中“两新”政策持续发力显效，设备购置投资较快增长。1-5 月份，设备工器具购置投资同比增长 9.3%，拉动全部投资增长 1.4 个百分点；占全部投资的比重为 17.5%，比上年同期提高 2.2 个百分点。整体来看，目前制造业投资仍有较大的政策助力因素，如考虑到目前制造业盈利预期指数较低、产能利用率低位、资产负债率高企、叠加此前国际油价一度走高，制造业企业内生进行资本开支的意愿不足，将一定程度对冲政策刺激效果。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：设备工器具购置/固定资产投资完成额比值走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 61：固定资产投资完成额设备工器具购置累计同比走势

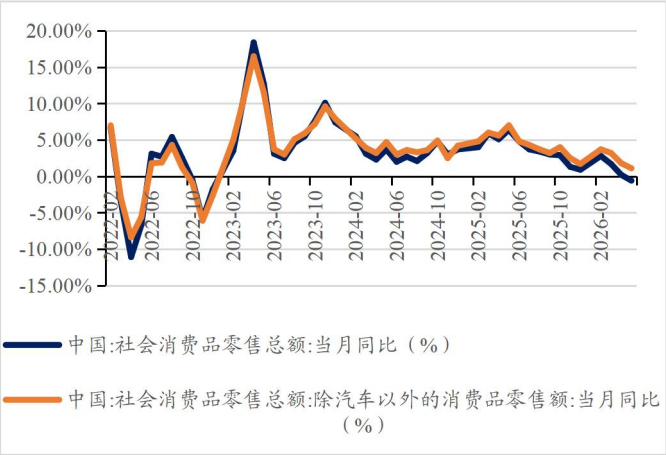


资料来源：wind 资讯，财信证券

3.3 消费端：补贴退坡影响商品消费，关注服务消费方向

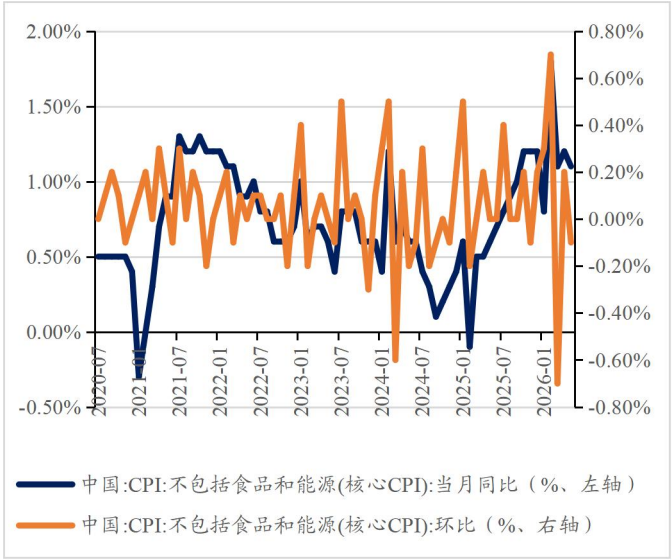
5 月单月社零同比下降 0.6%。受以旧换新政策退坡、去年“618”促销活动前置、居民消费信心不足等因素影响，2026 年 1-5 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 1.4%，除汽车以外的消费品零售额累计同比增长 2.7%；5 月单月同比下降 0.6%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 1.1%。根据国家发改委，2026 年消费品以旧换新第三批专项国补总额 625 亿元，将于 6 月 30 日前全部下发至全国各省市县，预计对第三季度耐用品消费有一定提振效果。但全年从补贴规模来看，2026 年中央财政安排“国补”资金规模为 2500 亿元，较 2025 年 3000 亿元“国补”资金规模有所下降，预计对商品类消费有一定影响。

图 62：中国社会消费品零售总额增速



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 63：中国核心 CPI 走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

服务消费潜力持续释放。2026 年 1-5 月份服务零售额同比增长 5.4%，增速比上年同期加快 0.2 个百分点，其中旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额均实现两位数增

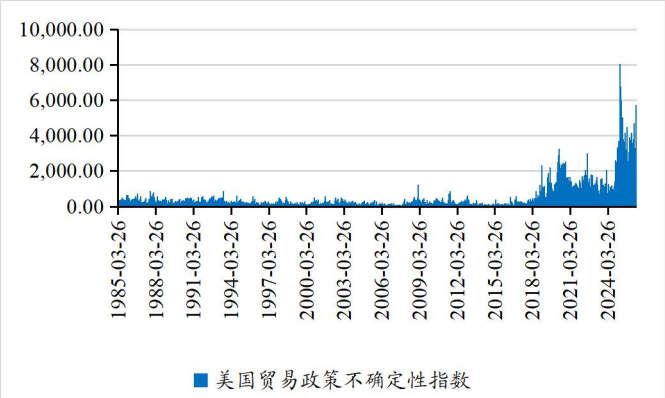
下载日志已记录，仅供内部参考

长，增速明显高于服务零售额增速。未来服务消费有望成为扩大内需的重要抓手。2018年Q3至2022年Q3，中国服务消费占居民消费支出比重平均值为52.35%，较美国服务消费占居民消费支出比重平均值67.12%低14.77个百分点。从国际经验看，当人均GDP达到1.5万美元左右时，服务消费将占据居民消费支出的主导地位。2025年我国人均GDP已达13953美元，快接近1.5万元美元的临界值，预计服务消费将迎来较快发展时期，尤其是我国占比较低的文化娱乐、金融保险等服务消费领域。2026年《政府工作报告》强调“实施服务消费提质惠民行动”、“释放文旅、赛事、康养等领域消费潜力”，我们认为服务消费补贴及优惠政策有望逐步落地，可关注文旅、出行、电影、养老等服务消费方向。

3.4 出口端：预计我国出口端仍有一定韧性

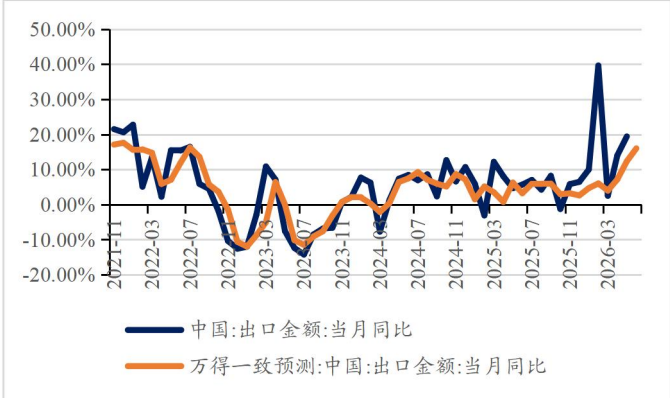
预计2026年中美贸易环境相对平稳。5月14日，中美两国元首举行会晤，宣布中美经贸团队达成了总体平衡积极的成果。主要有以下几方面：一是双方继续落实好前期磋商成果，并就有关关税安排形成积极共识。二是双方同意成立贸易理事会和投资理事会，讨论双方贸易投资领域各自关切。双方将通过贸易理事会讨论有关产品降税等问题，原则同意对同等规模的各自关注产品降税。三是双方将解决或实质性推动解决部分农产品非关税壁垒和市场准入问题。美方将积极推动解决中方在乳制品和水产品自动扣留、介质盆景输美、山东禽流感无疫区认定等方面的长期关切。中方也将积极推动解决美方牛肉设施注册、部分州禽肉输华等关切。四是双方同意通过一定范围产品的相互降税等安排，推动扩大包括农产品在内等领域的双向贸易。五是双方就中方向美方采购飞机以及美方保障飞机发动机、零部件对华供应等达成有关安排，同意继续推进相关领域合作。整体而言，随着美国中期选举临近、近期中美两国元首密切会晤、叠加美国关税法理基础仍存在重大不确定性下，预计2026年中美贸易环境相对平稳，对出口企业预期的扰动将逐步消退。

图64：美国贸易政策不确定性指数



资料来源：wind资讯，财信证券

图65：2026年1-5月份，中国出口增速明显好于此前市场预期



资料来源：wind资讯，财信证券

5月出口延续高增。根据海关总署，以美元计价，5月我国出口同比增长19.4%，较上月的14.1%大幅回升5.3个百分点。进口同比增长27.4%，较上月的25.3%回升2.1个百分点。5月份出口增速大幅回升，主要受三方面因素推动：一是去年低基数效应。2025

下载日志已记录，仅供内部参考

年 5 月出口增速仅为+4.65%，处于近 5 年同期次低水平。二是全球制造业景气度持续维持在荣枯线以上。5 月标普环球摩根大通全球制造业 PMI 环比持平于 52.6%，连续 10 个月位于扩张区间。三是 AI 产业需求景气，带动我国集成电路等高新技术产品出口高增，对 5 月出口形成支撑。

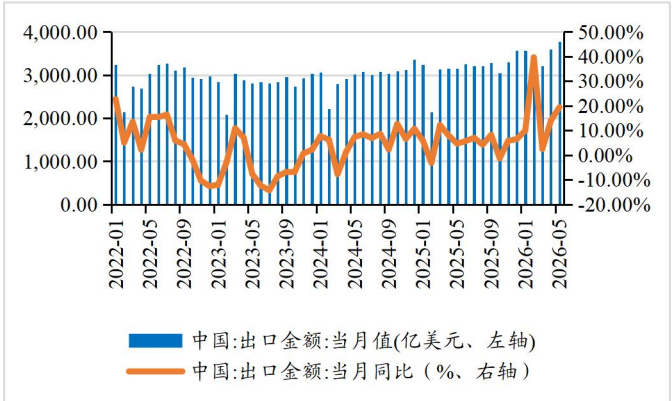
整体来看，即使剔除季节性因素及政策性因素影响，我国出口仍体现出较强的韧性，背后是我国出口产品持续升级、出口竞争力提升、出口市场多元化等多重因素推动。展望后续，在 AI 产业高景气、中美关税摩擦逐步降温、我国出口产品竞争力提升下，预计我国出口仍将保持韧性。

图 66：出口对中国 GDP 当季同比的拉动



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 67：中国当月出口金额及增速（亿美元、%）



资料来源：wind 资讯，财信证券

3.5 流动性：信贷需求仍偏弱，债券托底社融数据

信贷需求仍偏弱，债券托底社融数据。5 月社融存量同比增长 7.7%，前值 7.8%。5 月新增社融 2.0 万亿元，同比少增 0.26 万亿元。其中，5 月政府债券新增 1.22 万亿元，同比少增 0.24 亿元，是本月新增社融的主要支撑力量，但力度较去年同期偏弱，预计后续超长期特别国债等加速投放有望一定程度对冲信贷下行所带来的压力。其次，社融口径人民币贷款新增 0.5 万亿元，同比少增 0.09 万亿元。

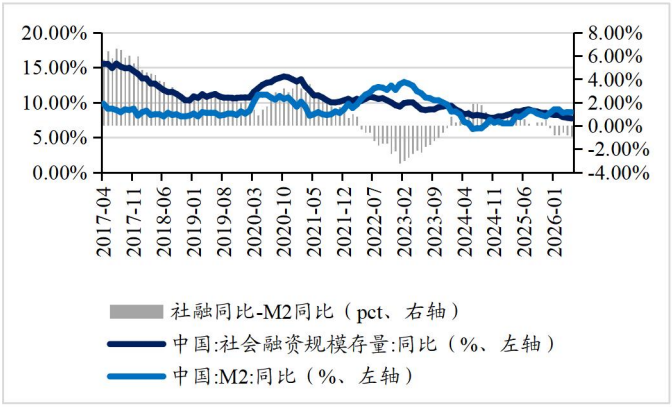
分结构来看，**一是居民信贷持续承压。**5 月居民贷款负增 1412 亿元，同比减少 1952 亿元。其中，居民短期贷款负增 840 亿元，同比多减 632 亿元，居民中长期贷款负增 571 亿元，同比减少 1317 亿元。**二是企业中长期贷款增长乏力，票据冲量效果明显。**5 月企业贷款新增 6400 亿元，同比多增 1100 亿元。其中，票据融资新增 5570 亿元，同比多增 4824 亿元，增幅较 4 月进一步扩大。企业融资偏好向债券倾斜，5 月企业债券新增 1715 亿元，同比多增 219 亿元。**三是资金活化程度边际改善。**5 月份 M1 同比增速为 5.5%，较上月回升 0.5 个百分点，M2-M1 剪刀差小幅收窄，资金活化程度边际改善。

5 月金融数据反映出信贷需求仍然偏弱，社融同比增速小幅放缓，居民及企业中长贷双双表现疲软，新增社融主要靠政府债券支撑，社融结构仍待优化。M2-M1 剪刀差小幅

下载日志已记录，仅供内部参考

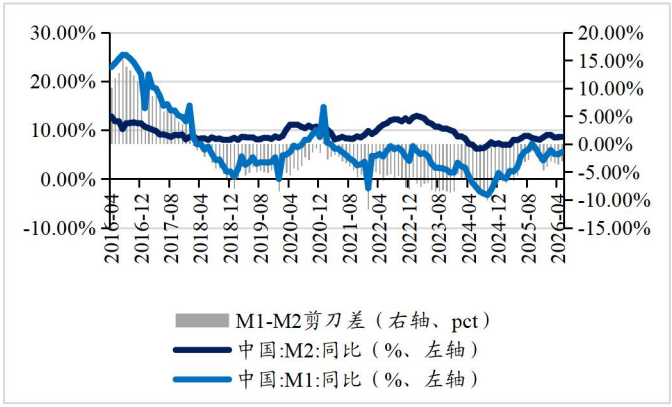
收窄，资金活化程度边际改善。展望后市，短期降准降息这类总量型宽松政策落地的概率较低，央行或继续通过公开市场操作“微调”市场流动性，但流动性宽松总基调不改。

图 68：社融与 M2 剪刀差走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 69：M1 与 M2 剪刀差走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

3.6 本章小结：预计全年 GDP 运行在 4.5%-5%区间

随着政策前置发力效果淡化，近期部分经济数据仍待改善、新旧动能明显分化，预计全年 GDP 运行在 4.5%-5%区间。**一是固定资产投资降幅扩大。**随着房地产延续低迷、多地汛期制约开工、此前政策前置发力效果消退、能源价格一度高企等多重因素影响，2026 年 1-5 月份固定资产投资同比下滑 4.10%，降幅较 1-4 月份扩大 2.50 个百分点，房地产投资是主要拖累项。**二是补贴退坡影响商品消费。**受以旧换新政策退坡、去年“618”促销活动前置、居民消费信心不足等因素影响，2026 年 1-5 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 1.4%，5 月单月同比下降 0.6%。**三是出口延续高增。**在低基数效应、全球经济仍具韧性、AI 产业需求景气带动下，以美元计价，5 月我国出口同比增长 19.4%，较上月的 14.1%大幅回升 5.3 个百分点。**四是流动性宽松总基调不变。**5 月新增社融主要靠政府债券支撑，社融结构仍待优化，短期虽然降准降息等总量型宽松政策落地的概率较低，但流动性仍维持宽松总基调。在部分经济数据仍待改善背景下，预计金融、消费、地产等顺周期方向短期仍有一定压力，顺周期风格还需要等待。观察第四季度是否会出台增量政策。如果第四季度推出增量政策、叠加年底机构因排名动力而调仓，第四季度市场存在短期切换至顺周期风格的可能性，尤其是在 11 月底前后。

4 市场策略：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期

4.1 配置框架：国内经济逐步复苏，仍可持有股票资产

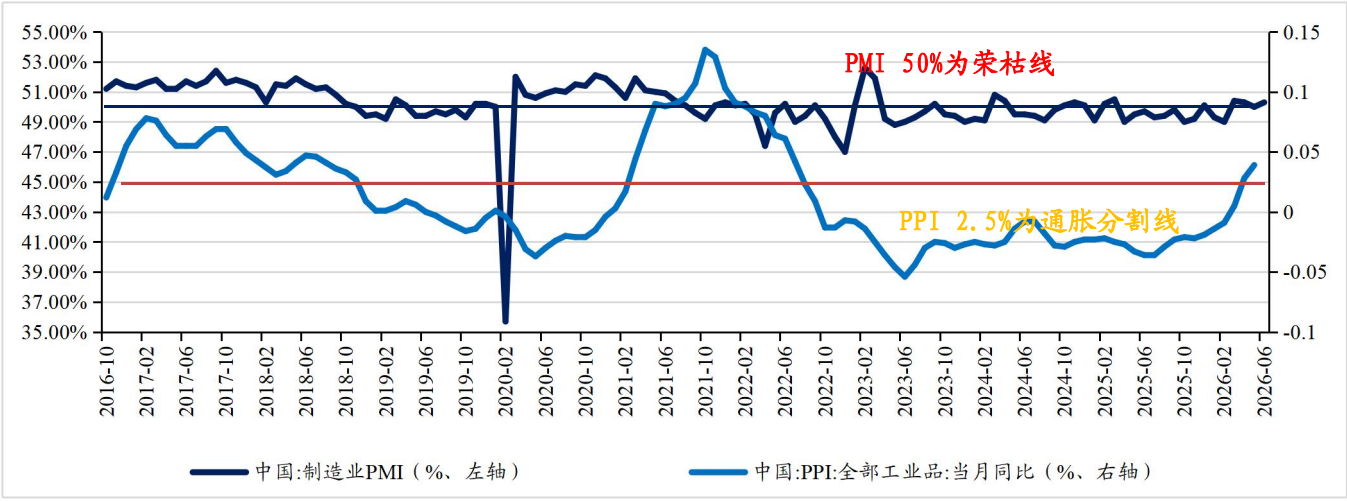
根据美林时钟资产配置框架，我们选取 PMI 作为衡量中国经济走势的指标，同时选取 PPI（全部工业品）作为衡量中国通货膨胀水平的指标。**我们定义以 PMI 在 50%为经济增长、回落的分割线；以 PPI 在+2.5%为高通胀、低通胀的分割线，据此来划分中国的美林时钟投资阶段。**随着季节性及天气扰动因素消退，6 月份制造业 PMI 为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间，但趋势仍待巩固；受国际原油等价格大幅上涨

下载日志已记录，仅供内部参考

以及国内“反内卷”政策影响，PPI 同比由 4 月份上涨 2.8%转为 5 月份上涨 3.9%，但主要由成本端推动，需求端改善幅度仍不明显。

展望第三季度，随着政策前置发力效果淡化、叠加美伊冲突缓解、国际油价下行至偏低位置，预计中国 PMI 仍将在荣枯线附近摆动，但 PPI 同比可能有所回落，PPI 对货币政策制约因素将缓解，中国将处于向复苏（经济逐步企稳+通胀低位）逐步过渡的阶段。**根据美林时钟资产配置框架，仍可持有股票资产。**

图 70：中国 PMI 及中国 PPI 全部工业品当月同比的走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

4.2 投资建议：关注 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期

后续 A 股将在风格再平衡中延续震荡上行态势，下半年重点把握 8 月下旬至 10 月底的做多窗口期，届时关注科技线及涨价线机会；进入 11 月后，随着此前高景气方向投资有收益兑现的需求，市场整体风格将转向防守，预计价值风格和高股息方向将迎来配置的机会：

（1）AI 硬件的龙头标的，例如光模块、PCB、存储的核心标的，受益扩产逻辑的半导体设备及材料；

（2）涨价线的核心标的，例如有色金属、化工、部分农产品；

（3）“泛科技”方向，例如 AI 应用、创新药、国防军工、人形机器人等；

（4）防守的高股息方向，例如银行、煤炭、交通运输、公用事业，近期下跌较多，可逐步低吸，预计趋势性机会将在第四季度。

5 风险提示

海外经济需求走弱风险；中国高频经济数据偏弱风险；政策力度不及预期风险；美伊冲突加剧风险；贸易摩擦风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com　　邮编：410005
电话：0731-84403360　　传真：0731-84403438
地址：湖南省长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 层