新经济定上限，传统经济定下限

——宏观周观点 20260705

报告发布日期 2026 年 07 月 05 日

证券分析师
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
本轮美元反弹的动能和前景：——海外札记 20260629 2026-07-04
韩国：出生人口回暖，科技上涨并非主因：科技经济学系列之三 2026-07-04
以色列选举难改鹰派军事政策 2026-07-03

研究结论

- **周观点：新经济定上限，传统经济定下限**

1）此前导致 K 型分化加剧的分子端与分母端的因素“近忧缓解”，但“远虑未消”，三季度传统经济走势可能成为决定市场方向的关键变量。宏观上引发市场风格再平衡的催化来自于两个方面：从分子端来看，6 月中采 PMI 小幅改善，重回扩张区间，使市场对自 4 月份以来经济基本面下滑的担忧有所缓解；从分母端来看，美国非农就业数据远低于预期，市场对美联储下半年加息预期有所回摆。

2）从分子端来看，三季度新兴经济的高景气大概率将延续，而传统经济实质性改善的证据并不充分。一方面，下半年中美关税税率降低叠加美国补库需求，中国对美出口大概率回升，而美伊战事缓和也将提振对中东地区出口，新兴经济高景气有望延续；另一方面，6 月 PMI 数据显示内需边际改善部分源于油价回落对企业成本端压制的减轻，而从最新的 5 月工业企业利润数据来看，利润改善的集中度仍然较高，新经济尚未显现出向传统经济的扩散。

3）从分母端来看，美元指数可能是更重要的因素，强美元将继续对全球流动性产生不利影响。近期美元走强并非源于加息预期，而是美国基本面的相对韧性。一个证据是本周沃什在央行行长年会声称“通胀风险已经下降”后，美元指数并没有显著波动；6 月低于预期的非农就业数据对美元的影响反而更大。考虑到美国劳动参与率下降以及失业率低于预期，当前断定美国就业市场走弱还为时过早，除非下半年能看到更多信号，否则强美元的特征短期内难以改变，对全球流动性将产生不利影响。

4）总的来说，在市场对新经济高景气将延续的预期已经较为充分的情况下，后续市场的边际变化取决于“木桶的短板”——传统经济的表现，即新兴经济定上限、传统经济定下限。7 月政治局会议对经济结构性特征的表述以及下一阶段的政策部署将成为关键，而财政支出节奏能否边际加快则是核心跟踪指标。

- **一周高频数据一览**

1）实体：消费延续分化，服务端票房同比平稳，商品端轻纺城成交增速下滑，地产成交降幅扩大；美伊冲突烈度见顶，地缘风险边际好转，运价走势分化，油运进一步回落、干散货重返前期高位，同比涨幅仍处历史高位；工业生产投资整体平稳，上游开工率持稳，轮胎开工同比降幅收窄。

2）物价：能源价格延续下行，部分石化产业链产品反而触底反弹；农产品整体平稳；电子行业价格高位回落，费城半导体指数走弱；黑色系内需主导商品价格同比增幅收窄。

3）货币金融：汇率端，霍尔木兹未实质开放，能源供给对中美汇率支撑仍存，其中人民币续升值，美元指数小幅回落；利率端，央行通过 MLF 超额续作与隔夜逆回购呵护银行间跨季流动性，银行间利率下行；国债收益率小幅上行，期限利差微幅走阔。

- **下周重点关注**

5 月经济数据；美联储议息会；陆家嘴论坛。

风险提示

- 美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

目 录

一、周观点：新经济定上限，传统经济定下限 4

二、一周高频数据概览 5

2.1 实体经济 5
2.2 物价 5
2.3 货币金融 6

三、下周重点关注 7

风险提示 7



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：工业企业利润集中度明显提高.....4
图 2：实体经济高频数据一览.....5
图 3：物价高频数据一览.....6
图 4：货币金融高频数据一览.....7
图 5：下周重点数据和事件.....7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

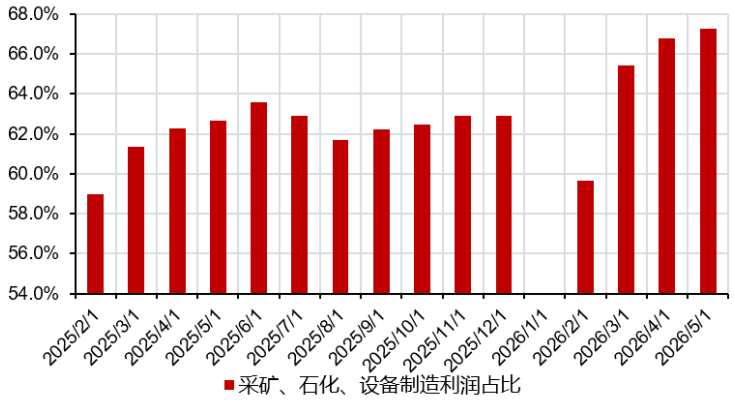
仅供内部参考，请勿外传！

一、周观点：新经济定上限，传统经济定下限

本周在全球科技股普遍调整的背景下，国内权益风格出现再平衡。宏观上的催化来自于两个方面：从分子端来看，6 月中采 PMI 小幅改善，重回扩张区间，使市场对自 4 月份以来经济基本面下滑的担忧有所缓解；从分母端来看，美国非农就业数据远低于预期，市场对美联储下半年加息预期有所回摆。**我们认为，此前导致 K 型分化加剧的分子端与分母端的因素“近忧缓解”，但“远虑未消”，三季度传统经济走势可能成为决定市场方向的关键变量。**

从分子端来看，三季度新经济的高景气大概率将延续，而传统经济实质性改善的证据并不充分。一方面，下半年中美关税税率降低叠加美国补库需求，中国对美出口大概率回升，而美伊战事缓和也将提振对中东地区出口，新经济高景气有望延续；另一方面，6 月 PMI 数据显示内需边际改善部分源于油价回落对企业成本端压制的减轻，而从最新的 5 月工业企业利润数据来看，利润改善的集中度仍然较高，新经济尚未显现出向传统经济的扩散。

图 1：工业企业利润集中度明显提高



数据来源：Wind，东方证券研究所

从分母端来看，美元指数可能是更重要的因素，强美元将继续对全球流动性产生不利影响。近期美元走强并非源于加息预期，而是美国基本面的相对韧性（详见我们前期周报《美元不弱的“两阶段论”》）。一个证据是本周沃什在央行行长年会声称“通胀风险已经下降”后，美元指数并没有显著波动；而 6 月低于预期的非农就业数据对美元的影响更大。考虑到美国劳动参与率下降以及失业率低于预期，当前断定美国就业市场走弱还为时过早，除非下半年能看到更多信号，否则强美元的特征短期内难以改变，这对全球流动性将产生不利影响。

总的来说，在市场对新经济高景气将延续的预期已经较为充分的情况下，后续市场的边际变化取决于“木桶的短板”——传统经济的表现，即新经济定上限、传统经济定下限。7 月政治局会议对经济结构性特征的表述以及下一阶段的政策部署将成为关键，而财政支出节奏能否边际加快则是核心跟踪指标。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

二、一周高频数据概览

2.1 实体经济

过去一周高频主要看点在于：

- ✓ 消费维持分化。服务端，票房同比维持稳定；商品端，轻纺城成交量同比增速下滑；地产端，30 大中城市商品房成交面积同比降幅扩大。
- ✓ 美伊冲突烈度见顶，地缘风险边际好转的背景下，大宗商品运价周环比走势分化，其中原油和成品油运价进一步回落；干散货则重返 2-3 周前高位。不过需注意，从同比角度来看，目前价格涨幅仍处在历史高位，说明当下能源运输压力仍较大。
- ✓ 工业生产和投资需求维持稳定。上游高炉、螺纹钢、沥青、水泥等开工率整体保持平稳。其中较为值得注意的是，全钢胎、半钢胎开工率同比降幅开始收窄，行业运行压力有所好转。

图 2：实体经济高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-26	07-03	06-12	06-19	06-26	07-03
消费	当周日均销量:乘用车:厂家零售（辆）	6%		32595	43726	54157	
	当周日均销量:乘用车:厂家批发（辆）	-18%		29154	50288	63336	
	中国:成交量:中国轻纺城:7DM（万米）	-2%	-8%	768		648	601
	当日电影票房:全国:7DM（万元）	-10%	-35%	4478	6186	6141	6501
	11城地铁客运量:7DM（万人次）	1%	0%	6342	6350	6485	6530
投资	中国:开工率:石油沥青装置	16%	16%	12%	14%	16%	16%
	中国:运转率:磨机:当周值	4%	4%	42%	42%	42%	41%
	中国:发运率:水泥:当周值	41%	41%	42%	42%	41%	41%
贸易	波罗的海干散货指数(BDI)	63%	89%	2729	2722	2524	2717
	成品油运输指数(BCTI)	92%	92%	1363	1307	1298	1023
	原油运输指数(BDTI)	87%	95%	1950	2092	1914	1856
	港口货物吞吐量（万吨）	2%	8%	673	668	685	722
	港口集装箱吞吐量（万标准箱）	-1%	-1%	25871	26621	26219	27028
生产	高炉开工率	0%	1%	84%	84%	84%	84%
	螺纹钢开工率	-1%	-2%	42%	42%	41%	41%
	线材开工率	1%	2%	45%	45%	47%	48%
	纯碱开工率	-3%	-3%	78%	81%	79%	78%
	光伏经理人指数	5%	7%	114%	116%	107%	112%
	钢胎开工率	-5%	0%	66%	65%	61%	63%
	半钢胎开工率	-15%	-5%	71%	69%	63%	66%
地产	30大中城市:商品房成交面积（万平方米）	-14%	-18%	161	173	218	243
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市（万平方米）	-9%	-17%	52	51	61	73
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市（万平方米）	-11%	-23%	70	84	119	130
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市（万平方米）	-30%	-1%	39	38	38	41
	二手房成交面积：13城合计（万平方米）	2%	6%	37	33	36	34
	二手房成交面积：一线均值（万平方米）	2%	7%	4.9	4.6	4.4	4.8
	二手房成交面积：二线均值（万平方米）	4%	11%	2.9	2.4	2.9	2.5
	二手房成交面积：三线均值（万平方米）	-12%	-10%	0.8	0.9	1.0	0.8

数据来源：Wind，东方证券研究所（春节假期部分数据未更新）

2.2 物价

物价高频主要呈现以下特征：

- ✓ **地缘冲突影响边际弱化，能源价格延续下行态势，部分上游化工品价格则触底企稳、逆势回升。**伴随美伊冲突冲突烈度逐步回落，原油、煤炭等能源品类价格同比、环比均继续走低；但 PVC、聚丙烯、沥青等石化产业链产品价格同比、环比均反弹，走势与 6 月中旬形成明显反向，或说明地缘风险缓对需求抑制有所减弱。
- ✓ 农产品价格整体运行平稳。其中，猪肉价格基本稳定；鸡蛋价格同环比均进一步上涨。
- ✓ 电子等高景气行业商品价格高位回落，其中费城半导体指数同环比均下滑。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

✓ 黑色系铁矿石、螺纹钢等内需主导型商品价格同比增幅收窄。

图 3：物价高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-26	07-03	06-12	06-19	06-26	07-03
农产品	期货收盘价(活跃合约):白砂糖（元/吨）	-10%	-8%	5315	5320	5219	5307
	期货收盘价(活跃合约):菜籽粕（元/吨）	-10%	-13%	2259	2286	2305	2257
	期货收盘价(活跃合约):豆粕（元/吨）	2%	0%	9874	9685	9660	9644
	期货收盘价(活跃合约):黄大豆1号（元/吨）	16%	14%	4744	4705	4818	4736
	期货收盘价(活跃合约):黄玉米（元/吨）	-2%	-2%	2351	2329	2323	2305
	期货收盘价(活跃合约):鸡蛋（元/吨）	22%	28%	4252	4514	4324	4555
	期货收盘价(活跃合约):棉花（元/吨）	14%	18%	15765	16010	15705	16290
	期货收盘价(活跃合约):苹果（元/吨）	-1%	-1%	7698	7618	7660	7706
	期货收盘价(活跃合约):油菜籽（元/吨）	19%	18%	5920	5833	5902	6000
	期货收盘价(活跃合约):棕榈油（元/吨）	11%	7%	9321	9301	9315	9104
能源	OPEC:一揽子原油价格（美元/桶）	11%	-1%	92	83	75	69
	期货结算价(连续):WTI原油（美元/桶）	6%	3%	85	77	69	69
	期货结算价(连续):布伦特原油（美元/桶）	6%	5%	87	81	72	72
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤（元/吨）	35%	30%	863	863	835	809
	期货结算价(连续):焦煤（元/吨）	50%	45%	1187	1204	1199	1182
	期货结算价 欧盟排放配额（欧元/吨二氧化碳当量）	14%	12%	76	80	79	80
化工	期货收盘价(活跃合约):PVC（元/吨）	-10%	-9%	4741	4616	4388	4453
	期货收盘价(活跃合约):甲醇（元/吨）	1%	-2%	3010	2566	2430	2377
	期货收盘价(活跃合约):精对苯二甲酸(PTA)（元/吨）	14%	14%	6352	5868	5458	5420
	期货收盘价(活跃合约):聚丙烯（元/吨）	0%	3%	8596	7647	7143	7275
	期货收盘价(活跃合约):沥青（元/吨）	5%	7%	4456	3943	3753	3851
	期货收盘价(活跃合约):燃料油（元/吨）	-1%	-2%	3608	3087	2975	2928
	期货收盘价(活跃合约):天然橡胶（元/吨）	18%	20%	17565	17785	16530	16755
	期货收盘价(活跃合约):线型低密度聚乙烯(LLDPE)（元/吨）	-6%	-6%	7902	7206	6852	6861
黑色	期货收盘价(活跃合约):铁矿石（元/吨）	5%	1%	766	746	741	737
	期货收盘价(活跃合约):螺纹钢（元/吨）	4%	0%	3173	3134	3091	3065
有色	伦敦现货白银:以美元计价（美元/盎司）	60%	69%	67	65	58	62
	伦敦现货黄金:以美元计价（美元/盎司）	23%	25%	4186	4151	4072	4164
	期货官方价:LME3个月铝（美元/吨）	23%	18%	3531	3398	3174	3086
	期货官方价:LME3个月镍（美元/吨）	10%	6%	17820	17750	16720	16320
	期货官方价:LME3个月铅（美元/吨）	-6%	-9%	1955	1968	1908	1889
	期货官方价:LME3个月铜（美元/吨）	35%	33%	13650	13595	13308	13342
	期货官方价:LME3个月锡（美元/吨）	51%	54%	53450	53125	50450	52005
	期货官方价:LME3个月锌（美元/吨）	26%	28%	3560	3588	3446	3531
电子	费城半导体指数:周（点）	138%	124%	13371	14342	13204	12626
	DXI指数:周（点）	941%	942%	794139	823383	851152	862587
食品	平均批发价:猪肉（元/公斤）	-29%	-28%	15	15	14	15
	山东蔬菜批发价格指数:总指数	-10%	-12%	106	98	97	98
纺服	澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（美分/公斤）	71%	69%	1385	1405	1342	1342
服务	海南旅游消费价格指数						
	人均票房价格：7DM（（元/人））	-5%	-9%	36	38	36	36

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 货币金融

从货币金融高频数据来看：

- 汇率方面：虽然油价从前期高位显著回落，但霍尔木兹海峡仍未实质性开放，全球生产供应仍可能面临压力，能源供给优势对人民币和美元汇率的支撑暂未完全消退，其中人民币进一步升值；美元指数仅小幅回落。
- 利率方面：此前央行收紧资金面的影响开始减弱，央行通过 MLF 超额续作与隔夜逆回购呵护跨季流动性，银行间利率周环比下降 0.09 个个百分点至 1.42%；

  国债收益率小幅上行，其中 1 年期和 10 年期国债分别上升 0.01 和 0.02 个百分点，期限利差微幅走阔。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

图 4：货币金融高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-26	07-03	06-12	06-19	06-26	07-03
债券市场	10年国债利率	0.1%	0.1%	1.74%	1.73%	1.73%	1.75%
	1年国债利率	-0.2%	-0.2%	1.20%	1.17%	1.13%	1.14%
	期限利差	0.3%	0.3%	0.55%	0.56%	0.60%	0.61%
货币市场	DR007	-0.4%	-0.1%	1.46%	1.47%	1.51%	1.42%
	R007	-0.3%	-0.1%	1.45%	1.46%	1.39%	1.42%
外汇市场	中间价:美元兑人民币	-4.8%	-4.9%	681.09%	6.81	6.82	6.80
	中间价:欧元兑人民币	-7.4%	-8.1%	785.76%	7.82	7.74	7.76
	中间价:100日元兑人民币	-14.7%	-15.6%	424.19%	4.23	4.21	4.21
	美元指数	4.2%	3.9%	99.80	100.75	101.36	100.87

数据来源：Wind，东方证券研究所

三、下周重点关注

下周将发布海内外关键经济数据等。

图 5：下周重点数据和事件

财经日历（7.6-7.12）	
周四（7.9）	
重要数据	中国通胀数据
重要事件	欧元区财长举行会议与货币政策纪要

数据来源：Wind，华尔街见闻，东方证券研究所

风险提示

美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。战场局势存在高度不确定性，资产价格的变化也并非单向，可能随着形势的发展呈现“折返跑”的特点。无论冲突最终走向何种情形，相关资产价格的波动率都将放大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。