仅供内部参考，请勿外传！

东海证券
DONGHAI SECURITIES

奋楫致新

2026年中期宏观经济及资产配置展望

证券分析师：刘思佳 执业证书编号：S0630516080002
证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001
证券分析师：李嘉豪 执业证书编号：S0630525100001
联系方式：liusj@longone.com.cn

2026年07月09日

仅供内部参考，请勿外传！

CONTENTS

一、奋楫致新：国内新旧动能转换提速

二、价格修复不均衡，政策空间仍存

三、美国经济及中期选举展望

四、大类资产配置建议

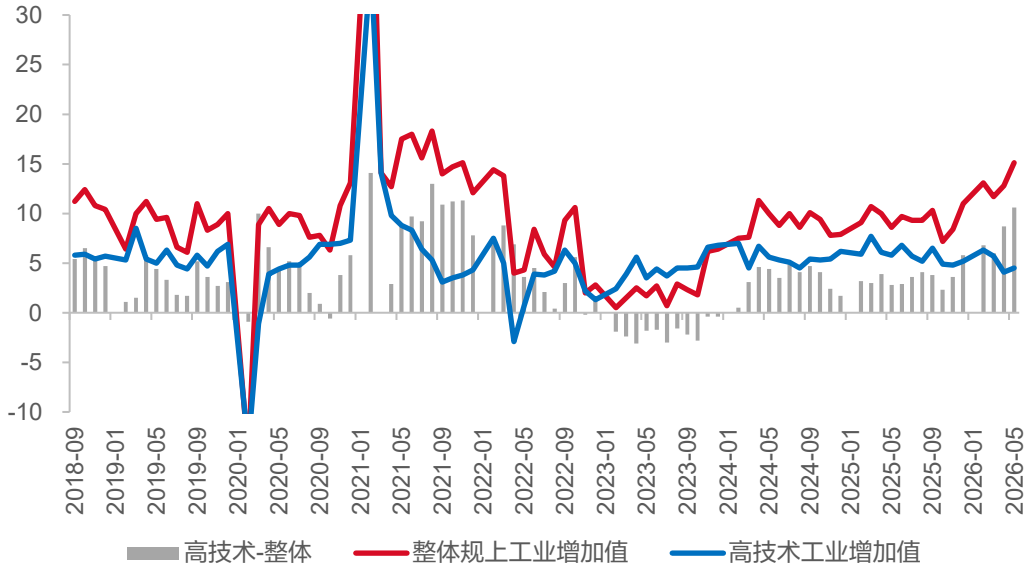
五、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

经济新动能提速，高技术制造业向好

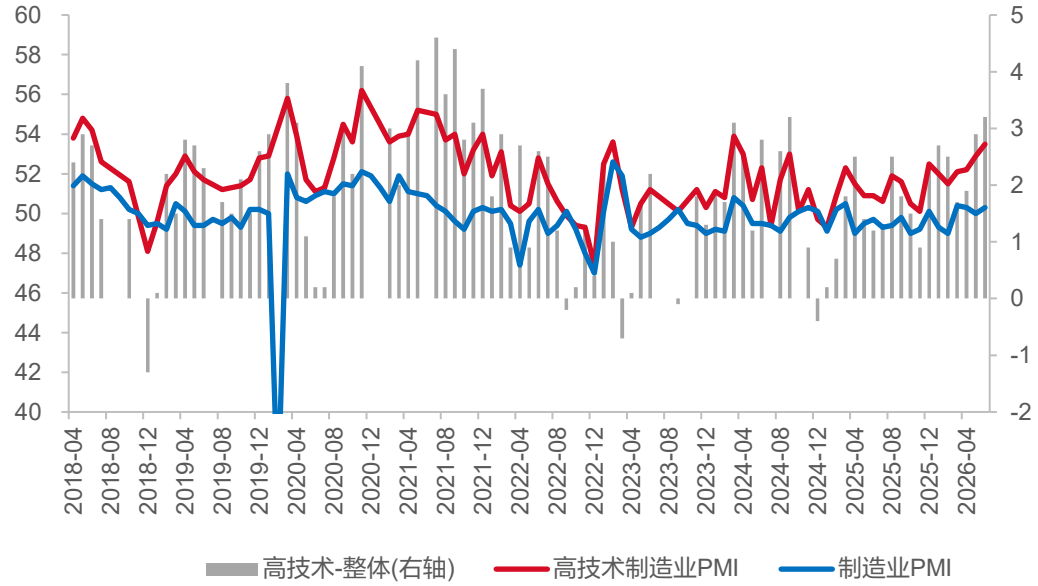
- 在全球AI投资兴盛的推动下，国内新旧动能转换提速。5月高技术工业增加值同比15.1%，高于整体工业增加值增速10.6pct，两者之差较2025年月均值高出7.1pct。5月高技术制造业PMI53.5%，高于整体制造业PMI3.2pct，两者之差较2025年月均值高出1.7pct。

高技术工业增加值带动明显，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

高技术制造业PMI明显高于整体，%，%



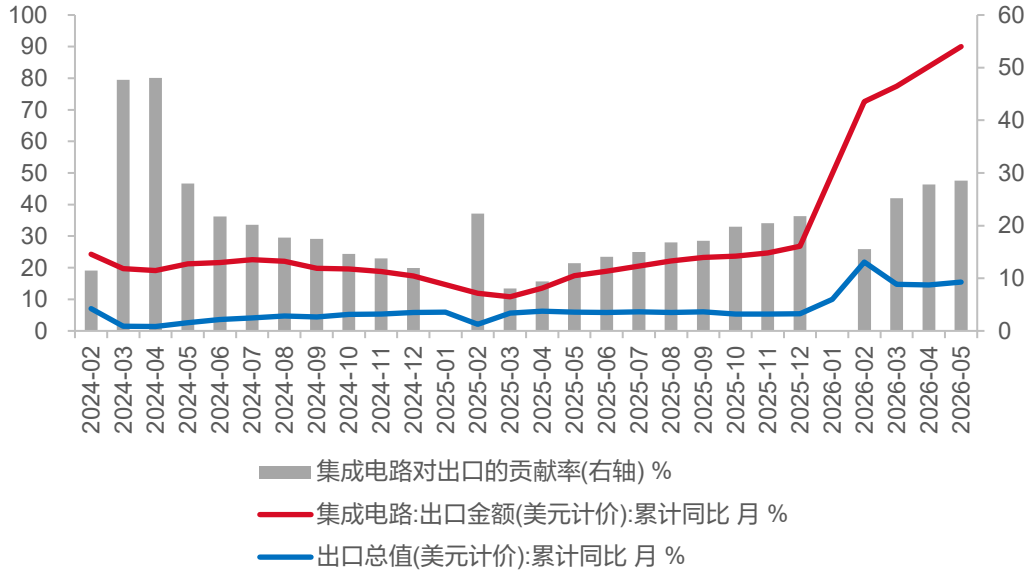
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

新动能带动出口，国内资本开支扩张

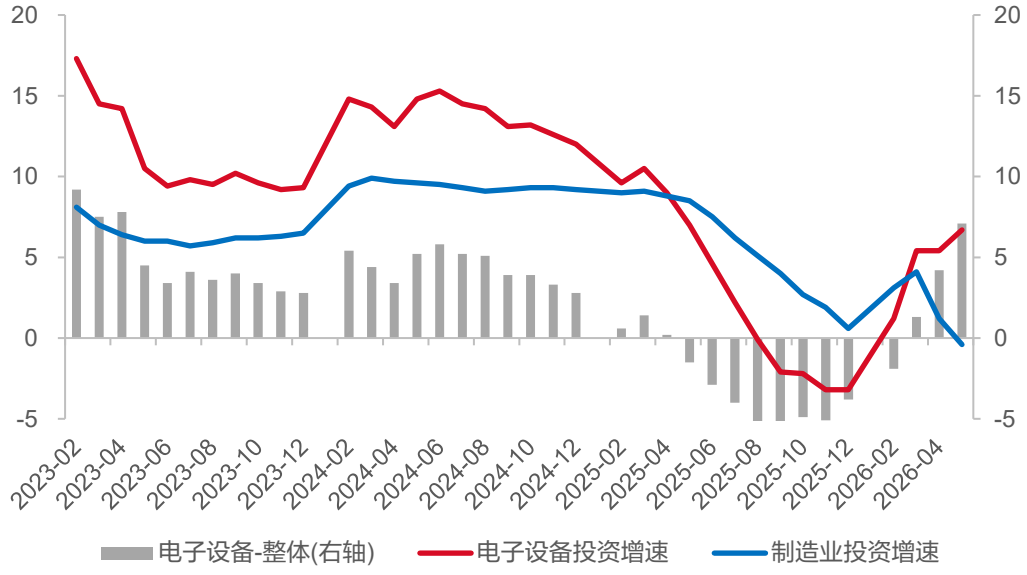
- AI对出口的贡献率提升。2026年1-5月集成电路出口金额累计同比90.0%，对整体出口增速的贡献率达到28.56%。
- 国内与AI相关的资本开支也在快速扩张，与其他制造业形成较大分化。2026年1-5月，电子设备制造投资累计同比6.7%，较整体制造业投资增速高出7.1pct。

集成电路对出口的带动明显，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

电子设备投资增速明显高于整体制造业，%



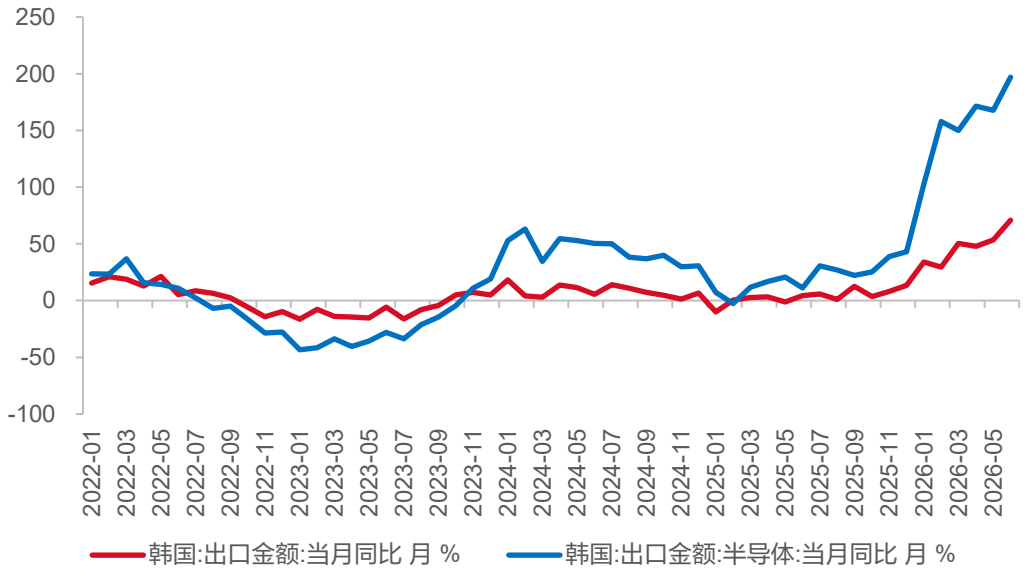
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

AI投资的海外需求共振

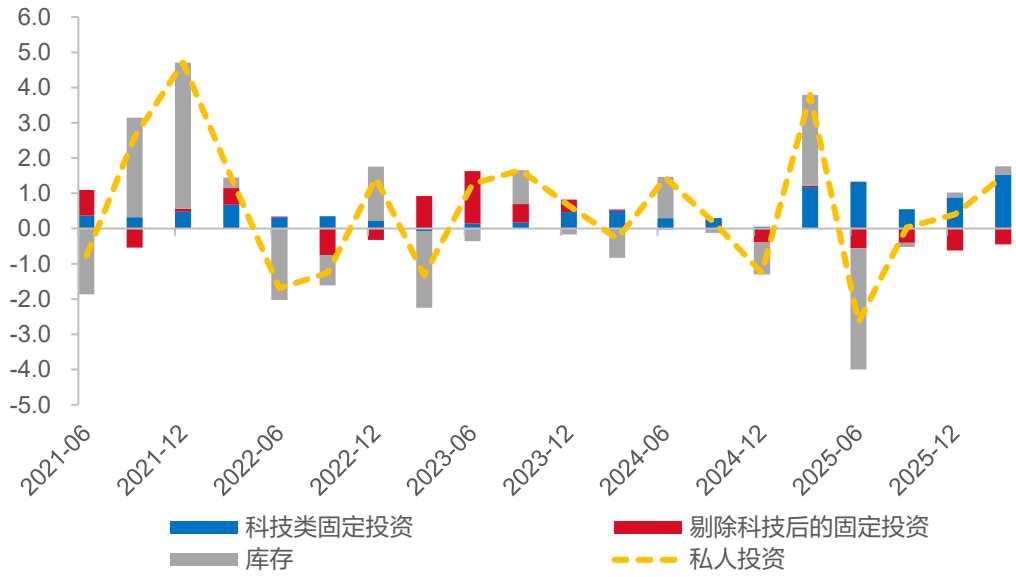
- 韩国半导体受益，出口大幅增加。2026H1韩国半导体出口1932亿美元，累计增速160.8%，对出口增速贡献率超过70%。
- 科技投资支撑美国私人投资及美国经济。2026Q1美国科技类固定投资对GDP环比的拉动达到1.5个百分点，剔除科技后的固定投资对GDP环比反而形成拖累。

韩国半导体出口高增，%



资料来源：韩国海关总署， 东海证券研究所

美国科技投资对私人投资的贡献度明显提升，%



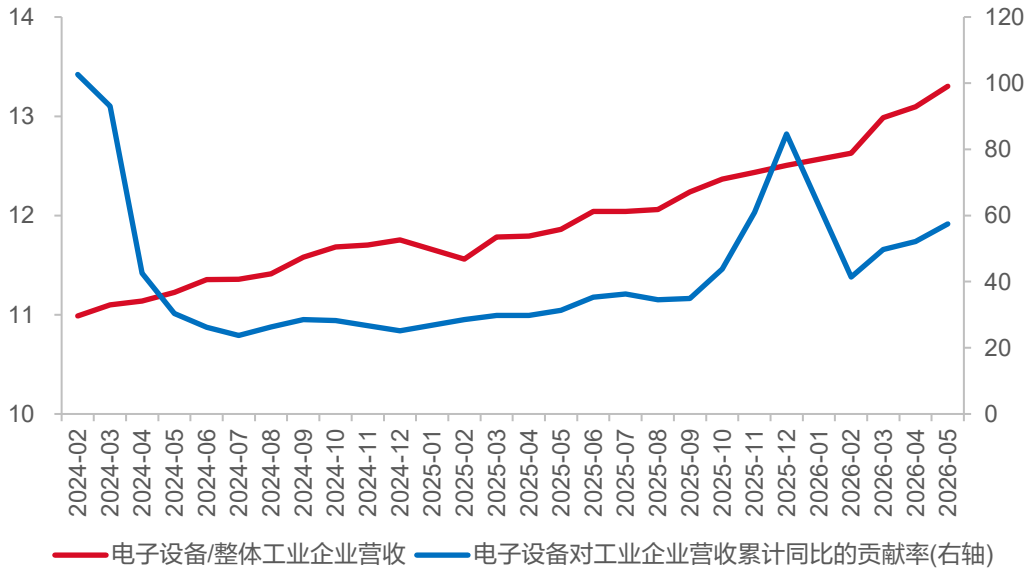
资料来源：BEA， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

新动能业绩得到兑现

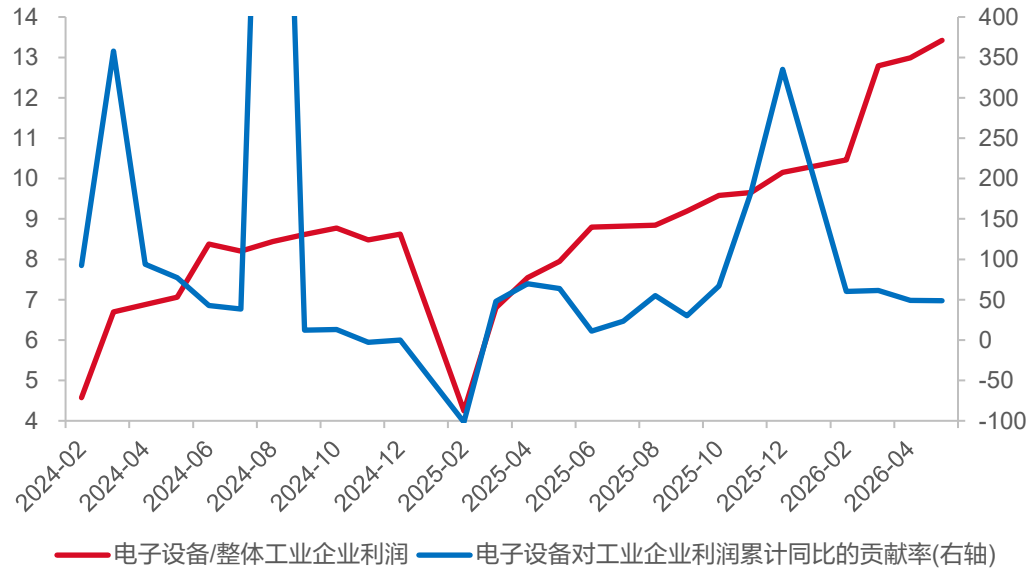
- 电子设备行业营收以及利润双增。2026年1-5月，电子设备营收以及利润占整体工业企业的比重分别升至13.3%和13.4%，分别较2025年全年提升0.8pct和3.3pct；对整体工业企业营收增速以及利润增速的贡献率分别为57.4%和48.6%。

电子设备营收占比及对增速的贡献提升，%，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

电子设备利润占比及对增速的贡献率在高位，%，%



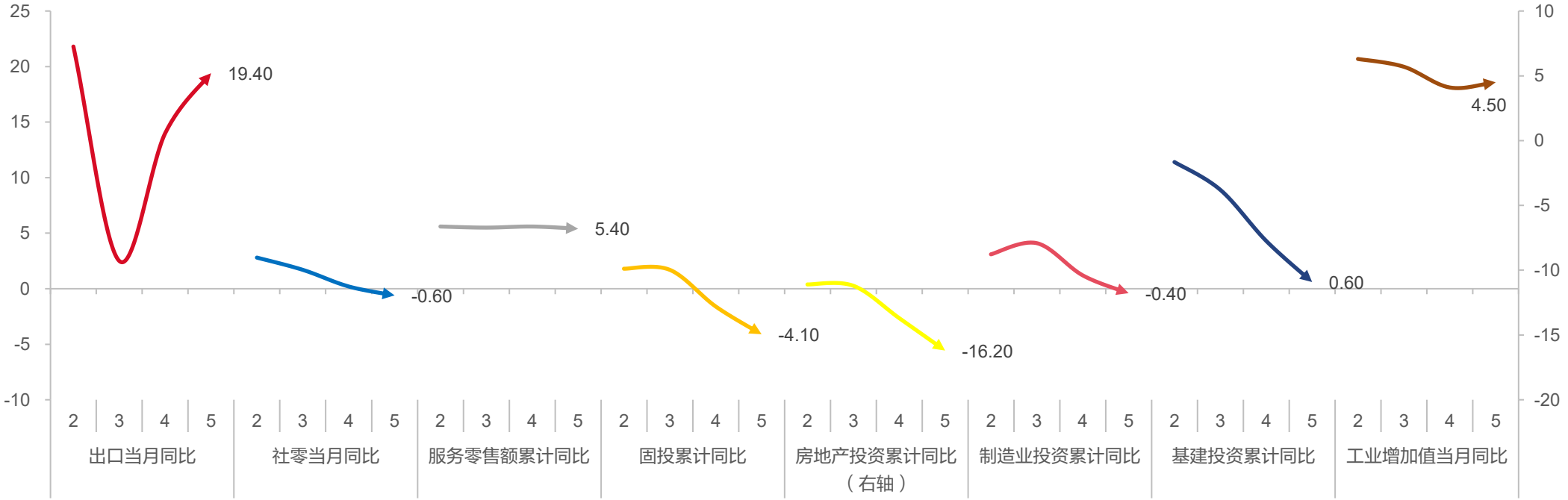
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

新旧动能分化映射到国内经济数据中

- 国内供需分化。工业增加值增速明显高于固定资产投资以及社零增速。
- 内外需分化。出口增速虽有波动，但总体保持较高的韧性。
- 产业景气度分化。工业增加值、制造业投资、工业企业利润等结构中，都折射出行业景气度的分化。

2026年1-5月国内主要经济数据，%



资料来源：国家统计局，海关总署， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

高端制造已成为出口增长的最大贡献项

- 高端制造已成为出口增长的最大贡献项。以对出口增速的贡献率来衡量，2026年1-5月，AI相关的集成电路以及自动数据处理设备、新能源汽车相关的汽车出口是整体出口增速增长的最大贡献项。
- 劳动密集型产品对出口多有拖累。

高端制造已成为出口增长的最大贡献项，%

	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
集成电路	28.56	21.77	11.96	10.85	0.07	4.85	16.61	132.51	7.95	3.53
自动数据处理设备及其零部件	13.40	-1.51	9.40	29.29	-10.32	5.78	50.21	-50.40	6.15	12.59
汽车(包括底盘)	10.70	12.89	8.00	-25.07	13.72	2.44	0.44	3.81	0.71	1.54
船舶	2.27	6.01	8.03	-3.60	-0.04	0.59	-3.44	-10.76	0.44	0.28
家用电器	0.76	-1.99	6.26	-1.38	-7.06	4.25	73.09	0.00	0.00	0.00
成品油	0.59	-1.83	-3.28	-0.01	8.48	0.90	-14.29	18.97	4.74	3.64
塑料制品	1.61	-0.76	2.68	4.23	4.71	1.79	40.85	37.91	2.10	1.87
服装及衣着附件	-0.41	-4.09	0.00	9.83	2.74	4.29	-15.46	-49.00	0.19	-0.37
钢材	-1.24	-0.54	-0.47	7.25	7.83	4.75	-9.16	-53.50	2.73	0.02
灯具、照明装置及其零件	-0.67	-2.69	-0.03	2.32	-1.75	1.53	5.20	22.29	0.70	-0.87
玩具	-0.76	-2.60	-0.36	4.71	1.19	1.65	2.60	47.33	0.51	3.35
肥料	0.28	2.59	-0.58	0.98	-0.11	0.64	-0.67	1.50	0.43	-0.27
粮食	-0.02	0.20	-0.17	0.06	0.05	-0.03	-0.43	1.76	0.11	0.15
鞋靴	-0.79	-2.73	-1.25	4.98	5.15	1.63	-13.56	6.24	-0.56	0.58
纺织纱线、织物及其制品	0.44	0.32	3.79	8.13	1.47	-1.13	37.18	8.61	4.18	2.85

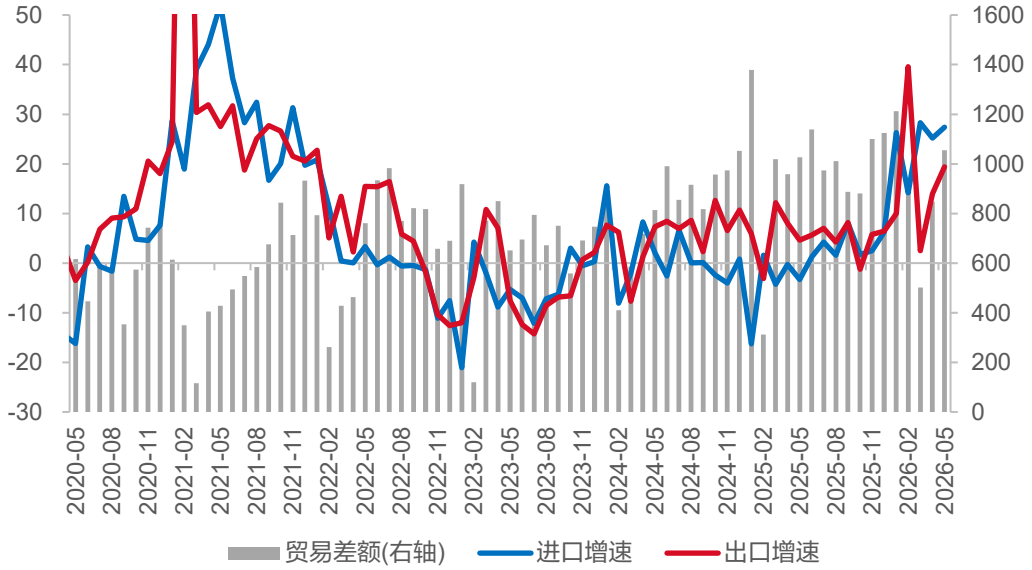
资料来源：海关总署， 东海证券研究所 2026年为1-5月累计数据

仅供内部参考，请勿外传！

进口同样受AI影响高增，顺差增速放缓

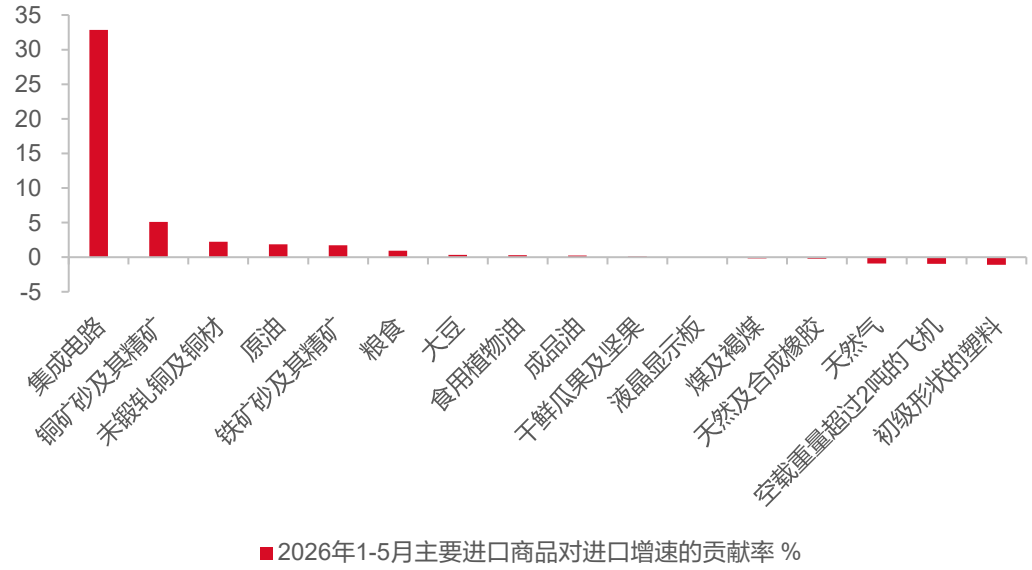
- 进口高增。今年以来，进口也同样受AI影响高增，叠加低基数的影响下，增速反而高于出口。2026年1-5月进口累计同比24.5%，高于出口9.0pct。
- 顺差规模维持高位，但增速回落。2026年1-5月累计顺差规模4517亿美元，仍位于历史次高位，但增速降至-3.81%。

进口增速也同步回升，贸易差额并未明显扩大，%，亿美元



资料来源：海关总署， 东海证券研究所

主要商品对进口增速的贡献率，%



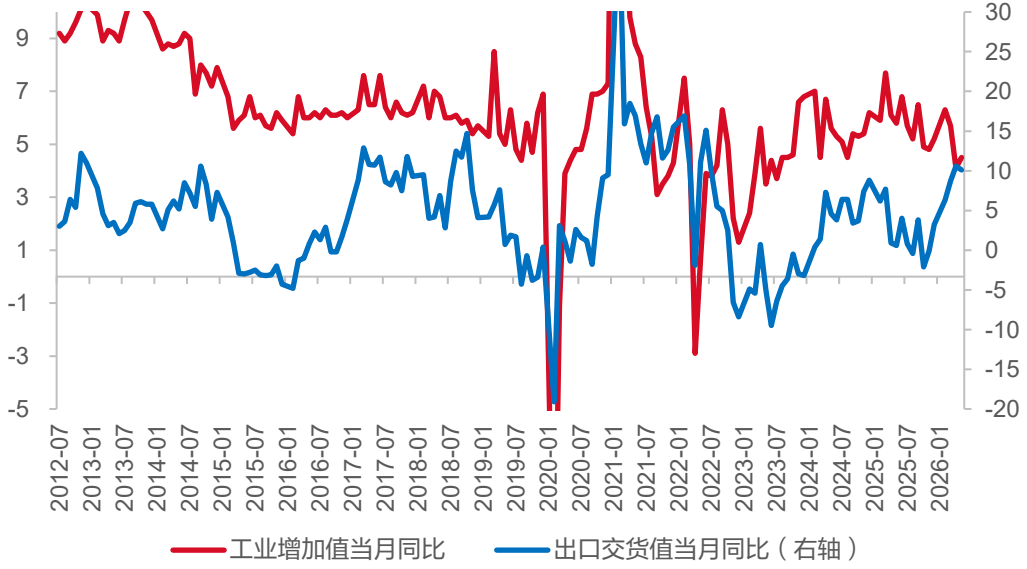
资料来源：海关总署， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

出口带动生产保持稳定

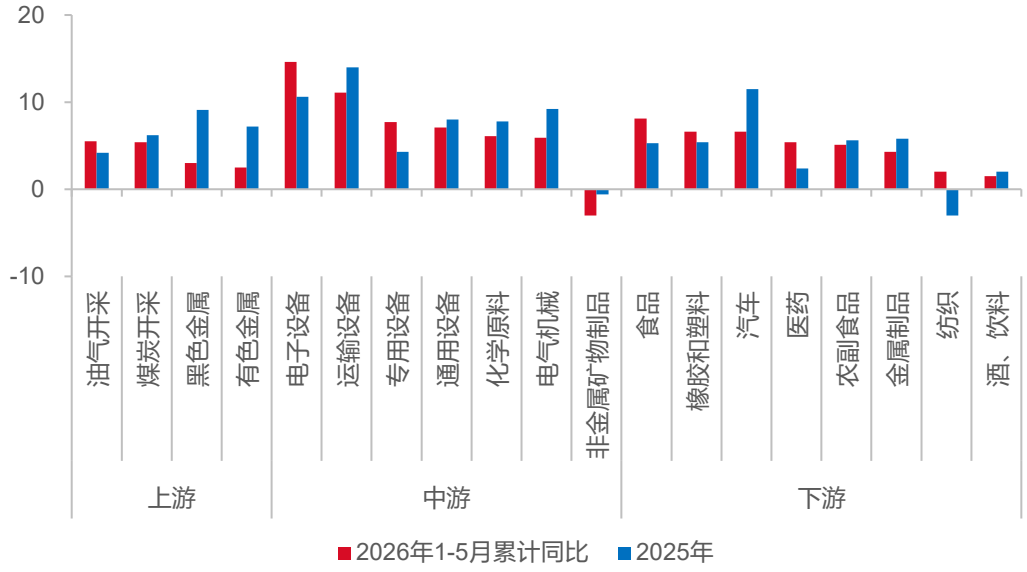
- 出口带动工业生产维持稳定。2026年1-5月工业增加值累计同比5.4%，去年全年为5.9%。出口交货值累计同比8.3%。
- 中游装备制造生产增速领先。尤其是AI带动下电子设备增加值1-5月累计同比14.6%，在主要行业中居首。

工业增加值与出口交货值当月同比，%，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

各行业工业增加值累计同比，%



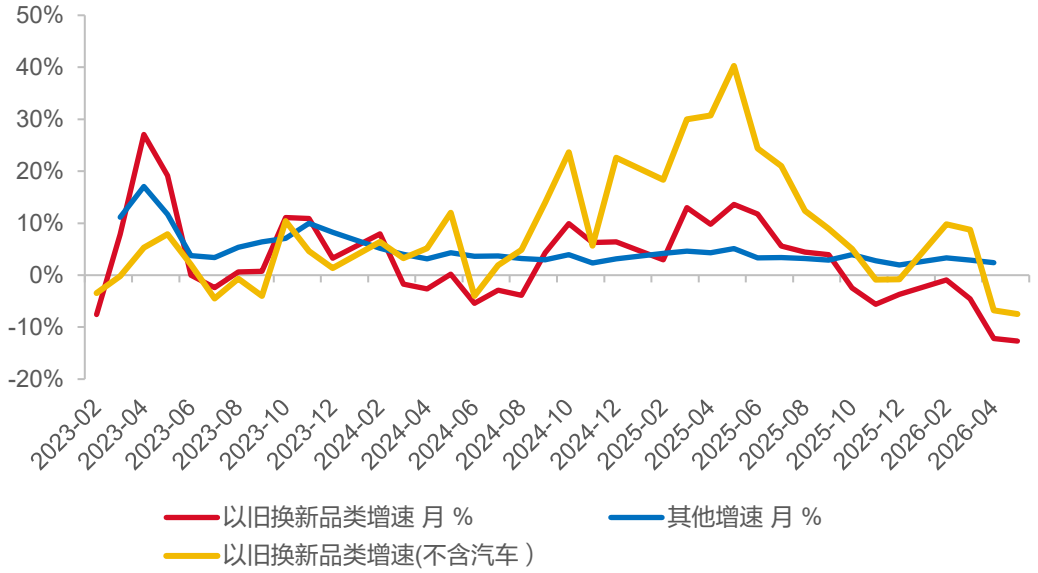
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

消费：社零结构中以旧换新品类的拖累较多

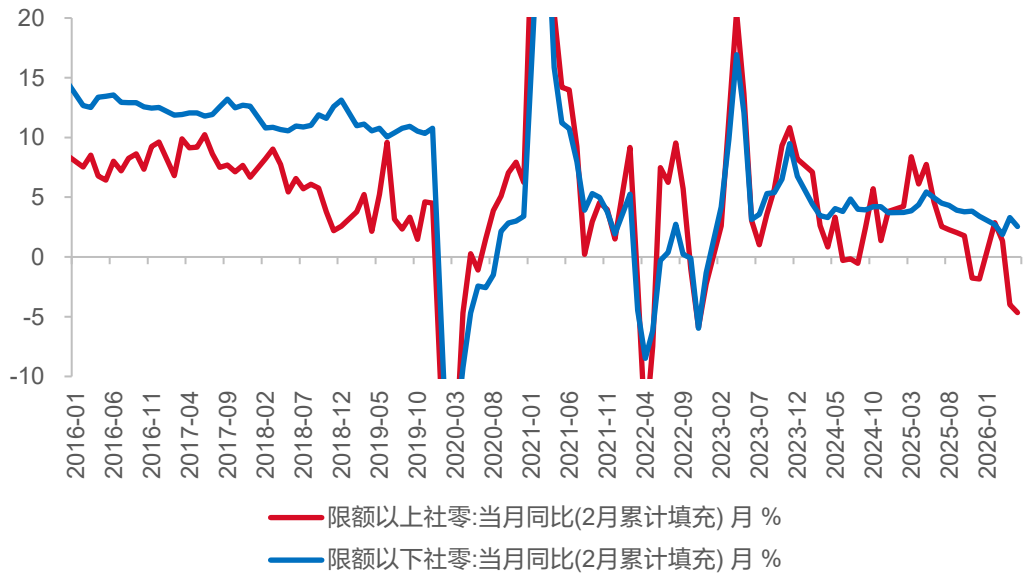
- 以旧换新品类的高基数压力较大。国补一方面可能推动了前置消费，另一方面从基数上也对今年的实物商品零售增速形成了压力。2026年5月，我们测算的包含/不包含汽车的以旧换新零售品类增速分别为-12.7%和-7.5%，剔除后社零的增速为1.7%。
- 限额以上消费与限额以下消费的明显分化。以旧换新品类通常金额相对较高，使限上限下消费的分化加大。

以旧换新品类的基数抬升压力上升，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

限额上下社零分化，%



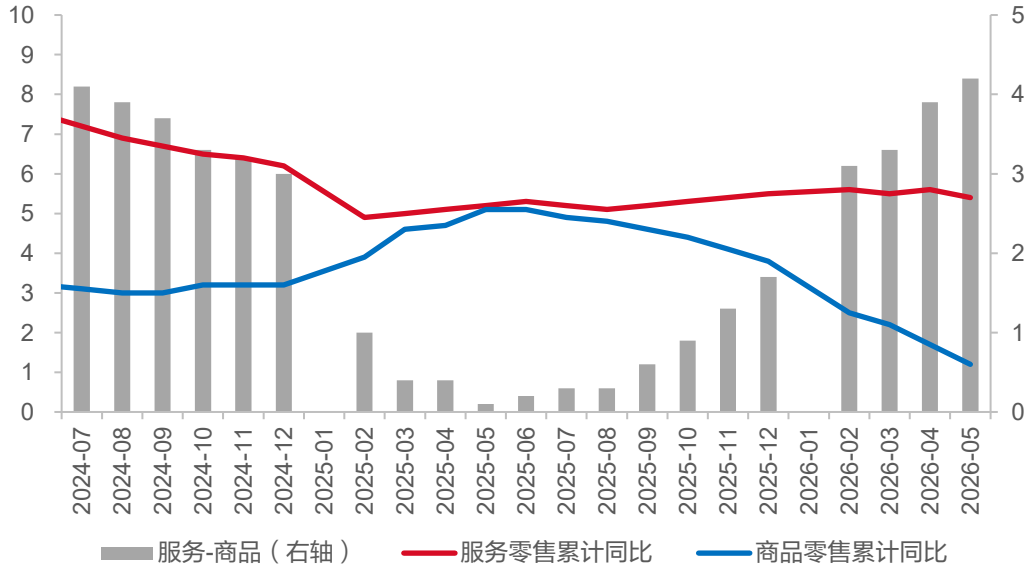
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

社零缺少服务消费统计，无法反映整体消费情况

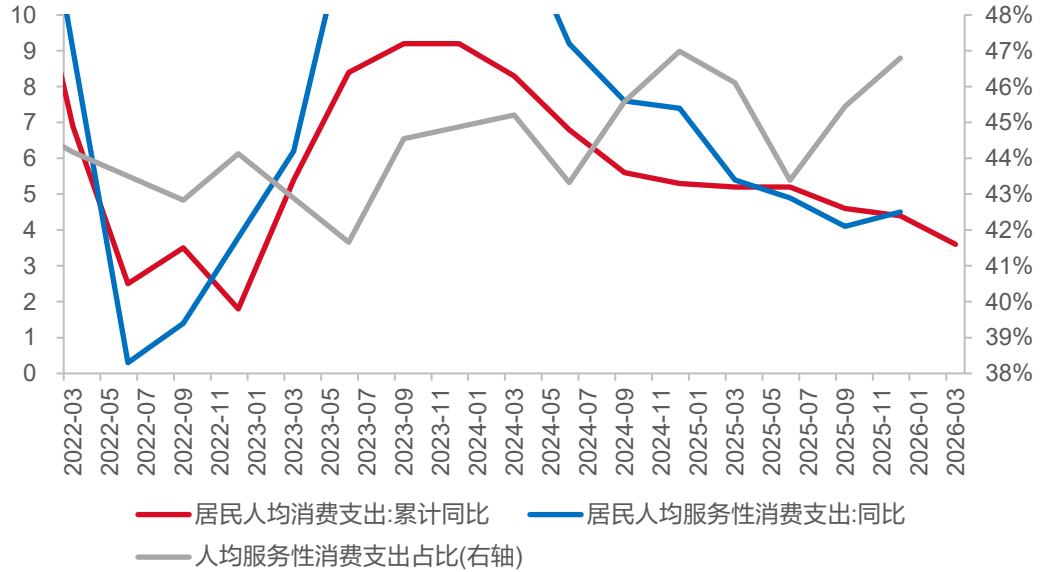
- 社零不包含除餐饮服务以外的其他服务消费，最终消费支出中服务消费的统计口径更大。
- 服务零售额相对稳定。统计局自2023年7月开始公布月度服务零售额累计增速，截至2026年5月，年内累计同比5.4%，明显高于商品零售增速。
- 新的月度数据能更好的跟踪消费实际情况。2026年5月首次公布社会消费商品和服务零售总额，1-5月累计同比2.8%。

服务零售增速明显高于商品零售增速，%，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

人均服务消费支出占比接近50%



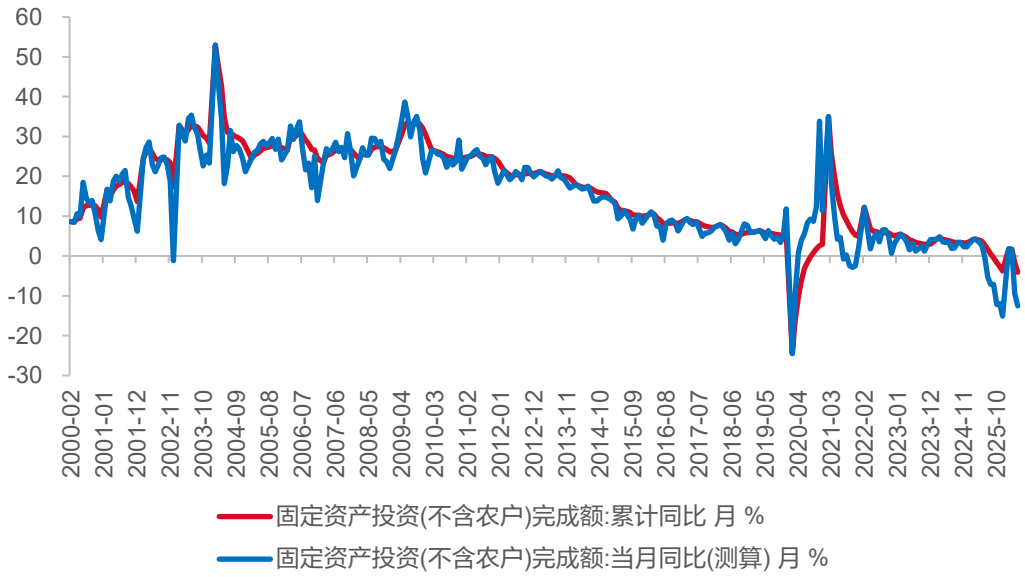
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

投资：关注下半年止跌回稳的可能性

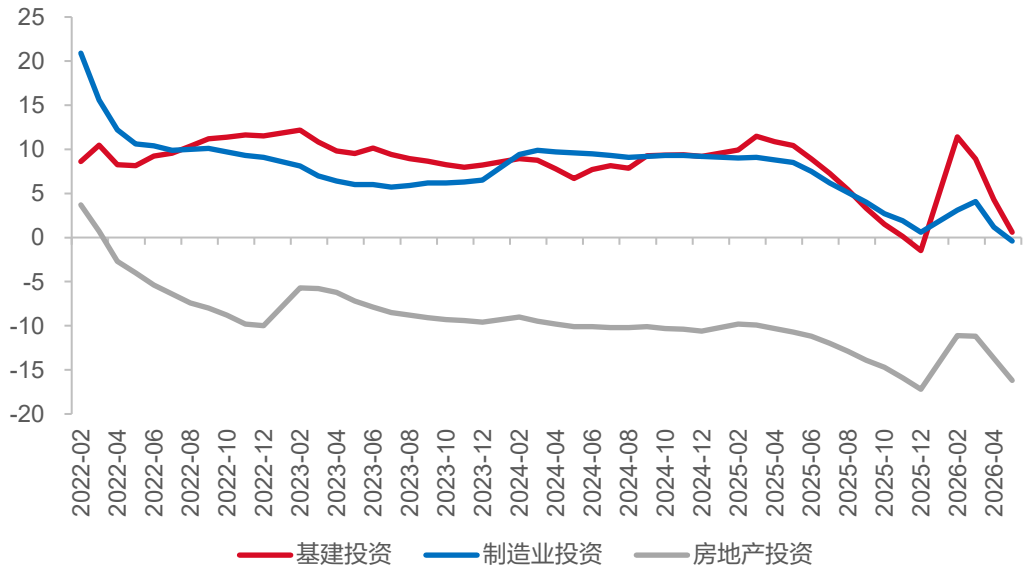
- 固投增速一季度回升，主要受益于财政的靠前发力和去年四季度下达的资金叠加效应。包括去年年底2200亿元两重清单的提前下达，去年四季度的2000亿元专项债限额提升用于经济大省建设，以及今年一季度的专项债放量。
- Q2出现明显回落。三大主要分项，4月、5月隐含的当月增速均出现明显回落。
- 关注下半年投资止跌回稳的可能性。下半年财政节奏可能会追赶进度、资金方面仍有支持，美伊冲突缓和改善制造业资本开支扩张的信心。

固投增速一季度回暖后再次回落，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

固投三大分项累计增速均有下行压力，%



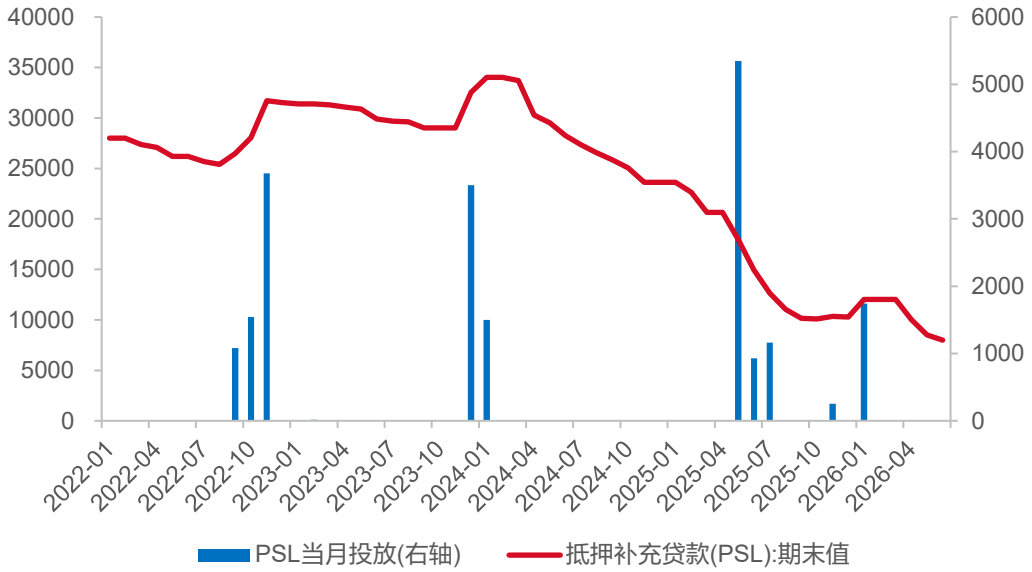
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

基建：下半年压力或逐步缓解

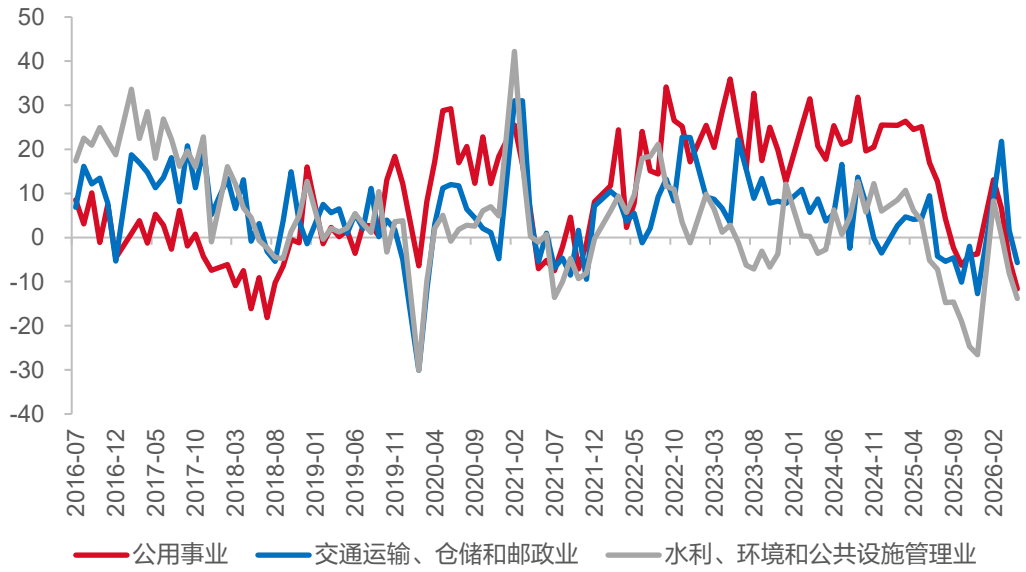
- 高基数压力。三大分项中邮政仓储仍有支撑，但电力、水利受到的高基数影响明显。
- 资金压力。一是上半年新增专项债中用于化债的比例较高，二是一般公共预算支出，截至5月基建相关累计增速-6.35%。
- 重点投资方向：4月政治局会议强调“六张网”建设。年内投资7万亿元，“十五五”期间总投资20万亿元。
- 展望下半年，资金到位提速，以及基数压力缓解后，基建增速或有一定回升。

年内政策性金融工具尚未投放，亿元，亿元



资料来源：央行， 东海证券研究所

基建分项增速回落，%



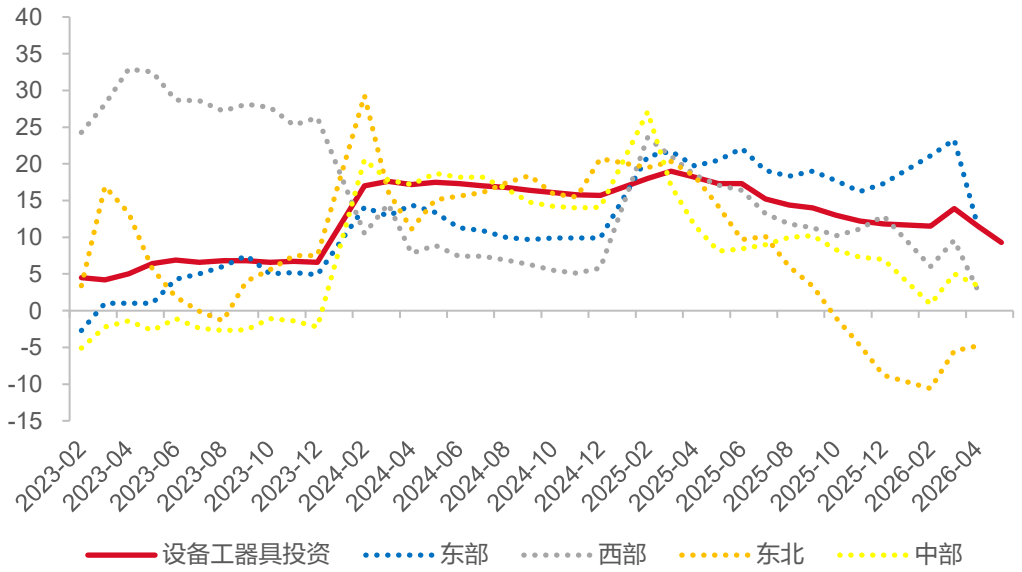
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

制造业投资：行业分化格局明显，设备更新支撑

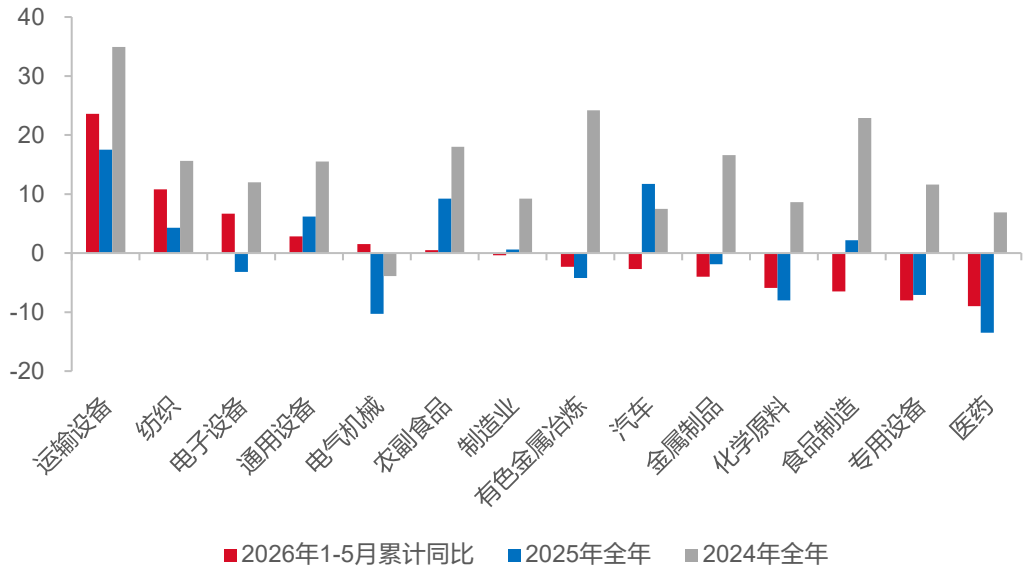
- 设备更新仍有一定支撑。1-5月，设备工器具购置投资同比增长9.3%，占全部投资的比重为17.5%，比上年同期提高2.2个百分点。地区来看，东部仍维持相对高位，可能与AI等高技术产业较为集中有关，同时地方财政空间也相对充足。
- 行业分化格局。主要中下游制造业1-5月投资累计同比负增长。PPI价格抬升主要集中在中上游原材料，没有带来整体利润的抬升，中下游企业资本开支扩张的动力不足。

设备工器具投资累计同比，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

制造业投资行业分化明显，%



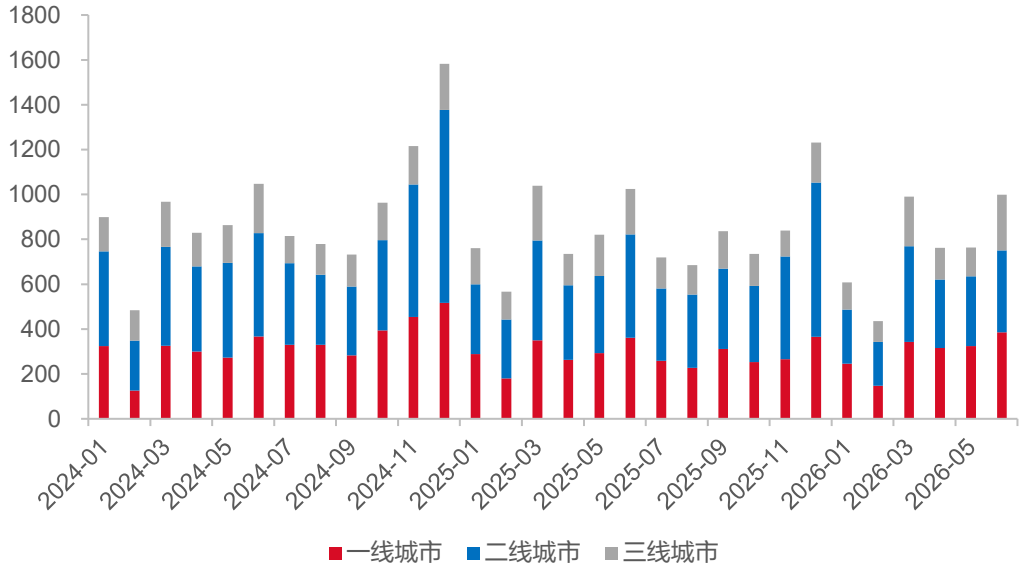
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

房地产可能仍处磨底阶段

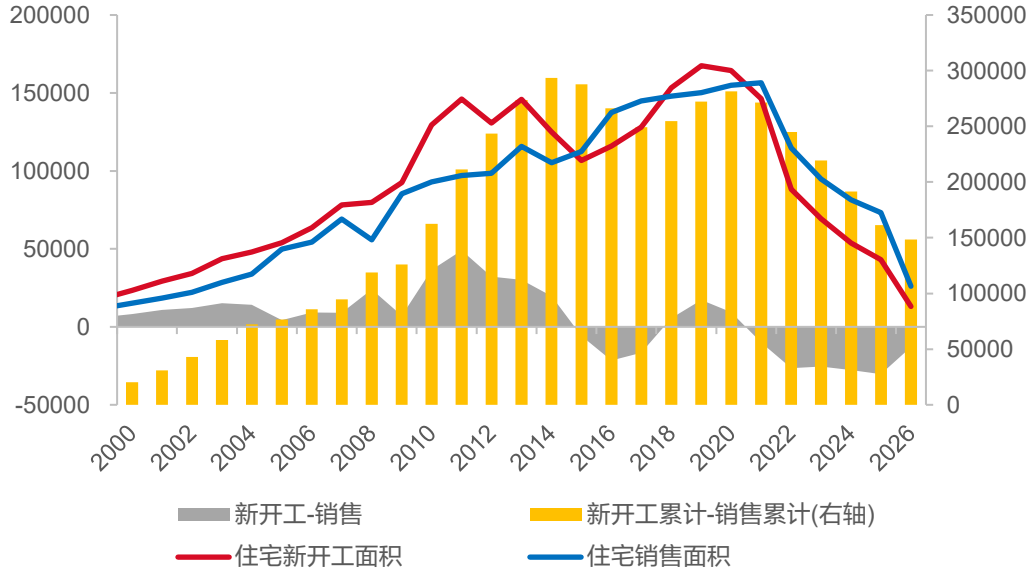
- 核心城市销售改善。30城来看，一线城市1-6月累计同比1.51%；二三线城市仍有压力，1-6月累计同比分别为-14.49%、-9.65%。统计局口径下新房销售1-5月累计同比为-10.8%。
- 库存去化持续。虽然销售端回落，但供给回落更为明显，被动推动库存去化。
- 地产销售年内可能仍处磨底阶段，但进一步下行的空间可能相对有限，地产投资则相对滞后。

一二三线城市新房销售面积，万平方米



资料来源：同花顺， 东海证券研究所

库存持续去化，万平方米，万平方米



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所
2026年为1-5月数据

仅供内部参考，请勿外传！

CONTENTS

一、奋楫致新：国内新旧动能转换提速

二、价格修复不均衡，政策空间仍存

三、美国经济及中期选举展望

四、大类资产配置建议

五、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

价格水平修复但不均衡

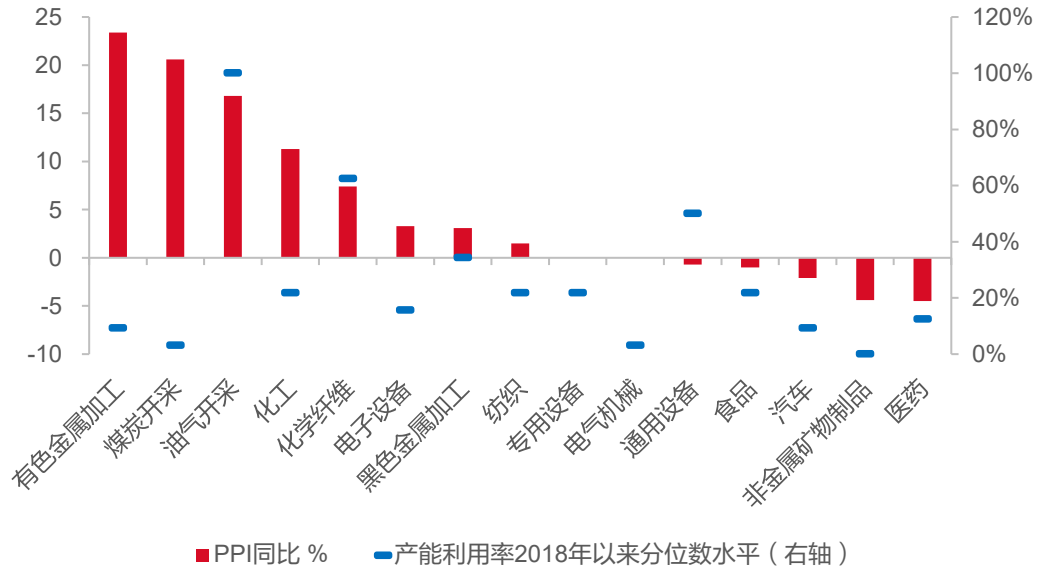
- 美伊冲突推动油价上涨，短期拉高了PPI上升的斜率，也推动PPI同比转正的节奏提前。3月-5月PPI环比分别升至1.0%、1.7%、0.5%。3月PPI同比回升至0.5%，结束了连续41个月的负增长。
- 生产资料的价格涨幅明显高于生活资料。价格水平的修复主要集中于原油产业链、有色等中上游。
- 年内PPI环比高点已过，同比高点可能出现在四季度。

生产资料涨幅明显高于生活资料，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

原材料行业价格水平位于相对高位，%，%



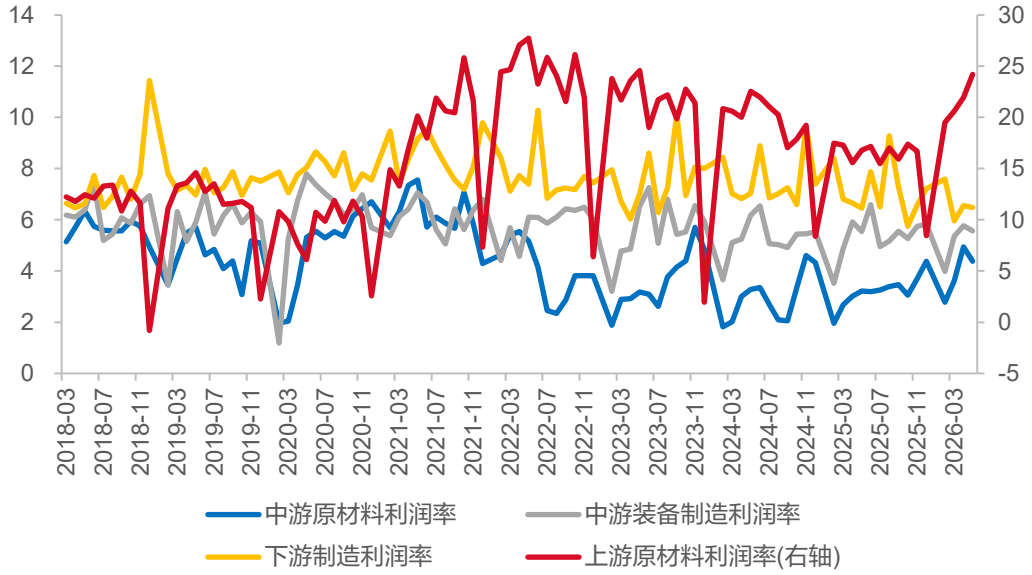
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

不均衡也映射在工业企业利润的分配体系中

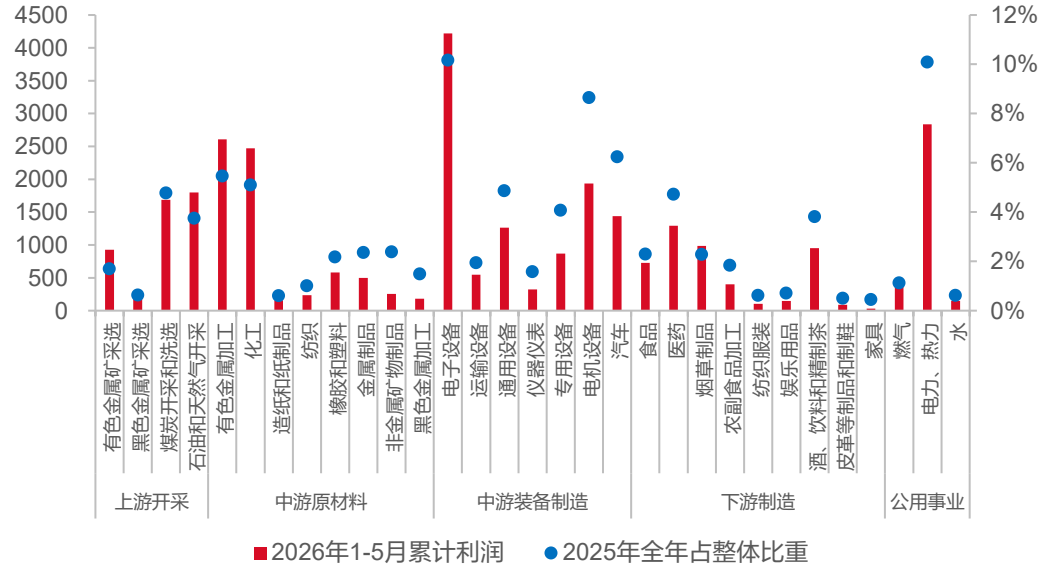
- 价格水平修复的不均衡，也映射在工业企业利润的分配体系中。在总量高增的背景下，背后分化的格局依然明显，原油、煤炭、有色代表的上游，以及AI需求带动下的电子设备制造利润高增，但中下游其他行业累计同比多数为负。
- 价格推升下，上游利润率的回升明显。
- 非均衡的表现，是利润高增以及价格回升持续性背后的隐忧。

上游原材料利润率明显回升，%，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

利润主要集中在中上游，亿元，%



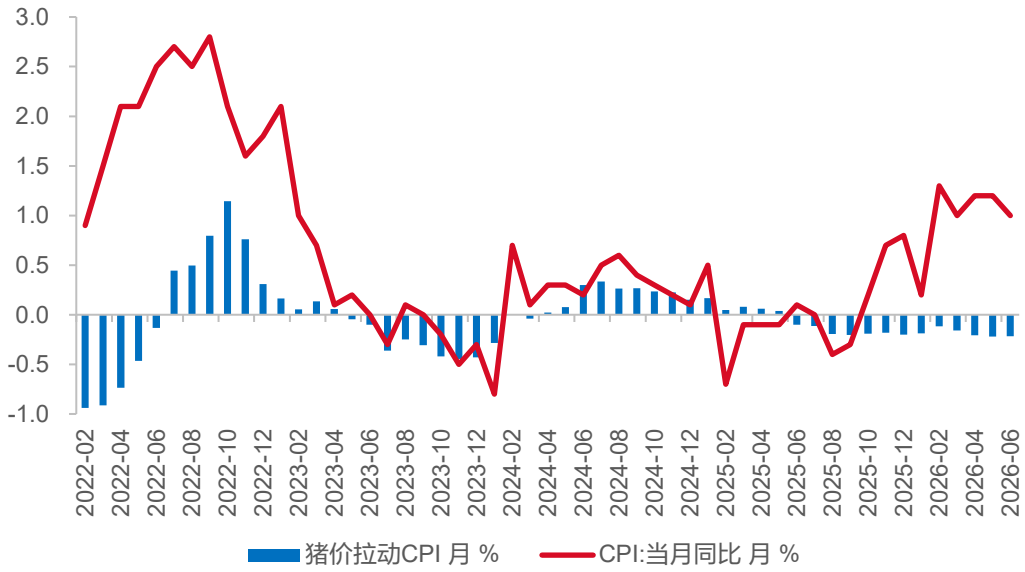
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

居民通胀或延续温和回升

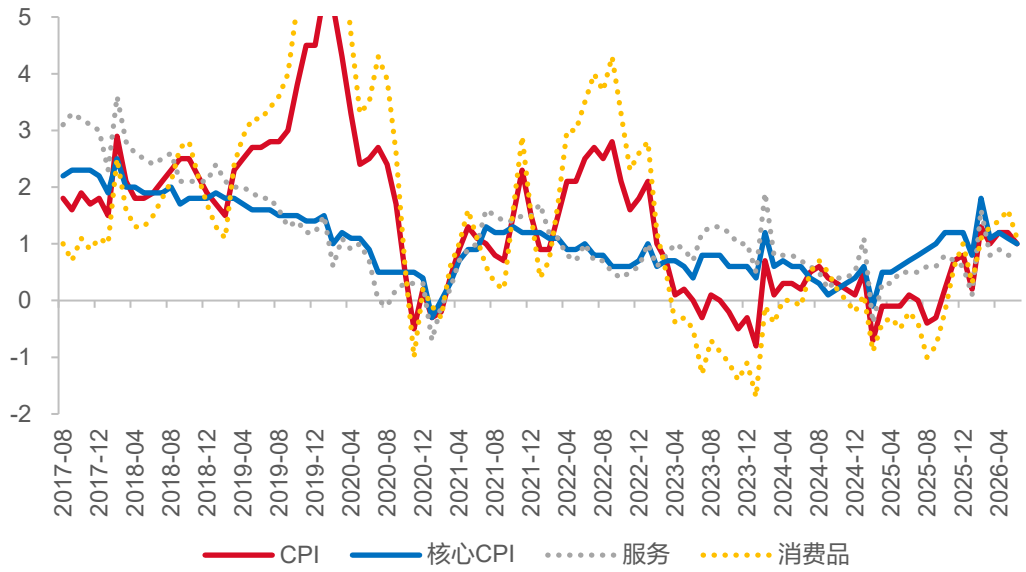
- 猪价压低通胀。年内至今，除了2月猪价对CPI的拖累出现短暂收窄外，整体降幅是趋势性扩大的，这在一定程度上也压低了通胀。不过猪价本就处于周期底部，叠加能繁母猪的持续去化，后续拖累有望减轻。
- 高油价有传导，但后续贡献或回落。3月、4月交通工具用燃料环比分别为10.0%和11.5%，但5月、6月环比已转负。
- 居民通胀总体或保持温和上升。服务消费保持稳定，PPI向CPI的传导偏滞后且温和。

猪价压低通胀，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

CPI、核心CPI当月同比，%



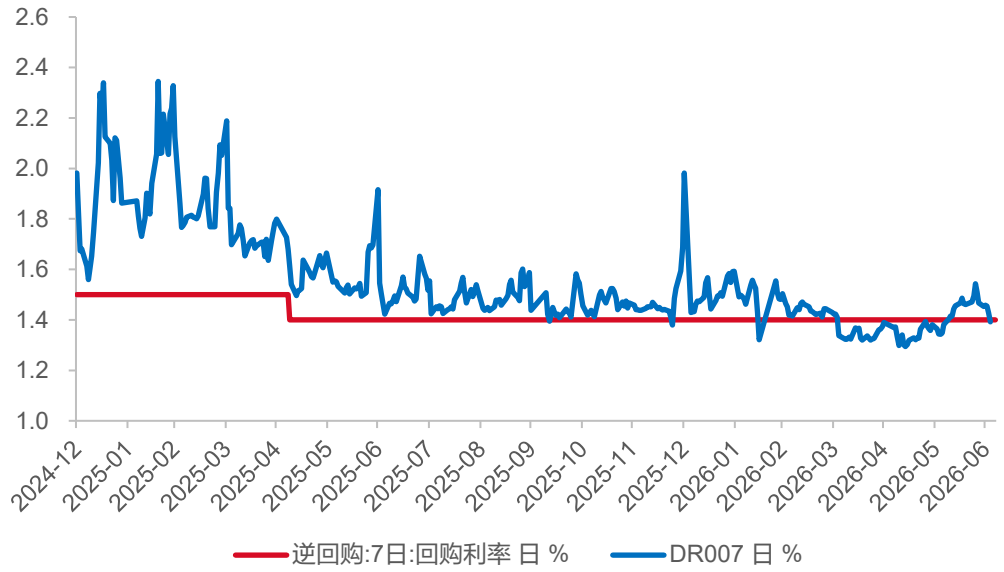
资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

货币政策：通胀不构成约束，呵护流动性稳定为主

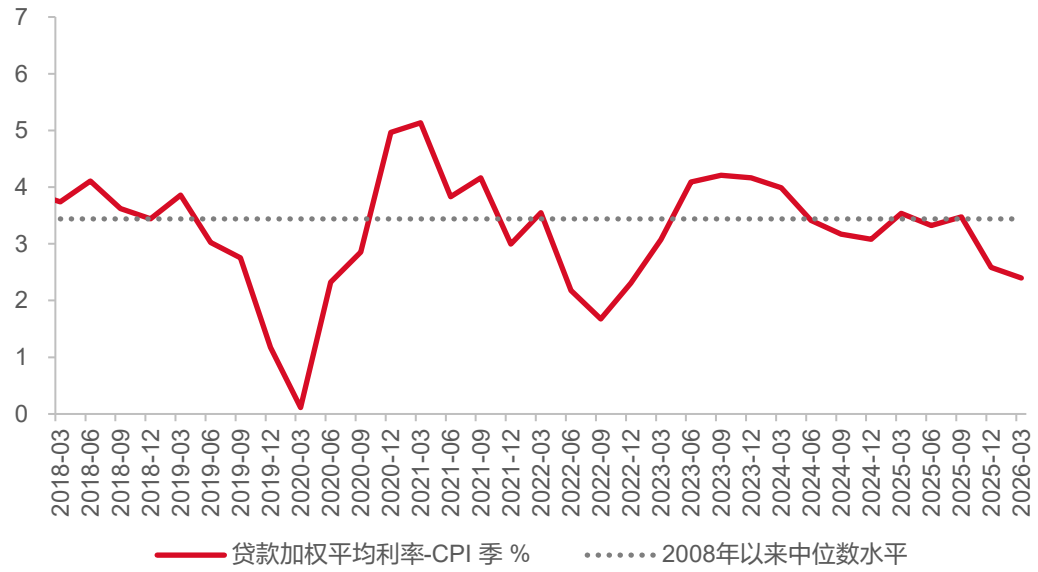
- 通胀难以对货币政策形成约束。价格回升的趋势下，实际利率已有所下行。Q1贷款加权平均利率-CPI已降至2.4%，低于2008年以来的中位数水平。
- 呵护流动性稳定。1-6月，MLF累计净投放1.15万亿元，买断式逆回购缩量1.10万亿元，国债买卖操作净投放3000亿元。DR007始终围绕7天期逆回购利率波动。

DR007始终在7天期逆回购利率附近波动，%



资料来源：央行， 东海证券研究所

价格回升下实际利率水平已有所下降，%



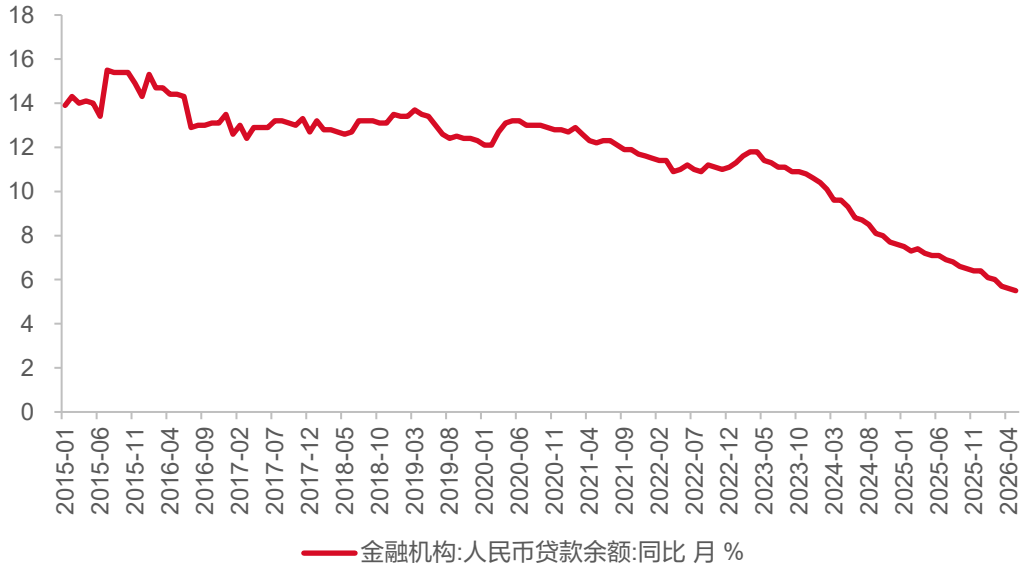
资料来源：央行，国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

货币政策：降准降息仍在工具箱内

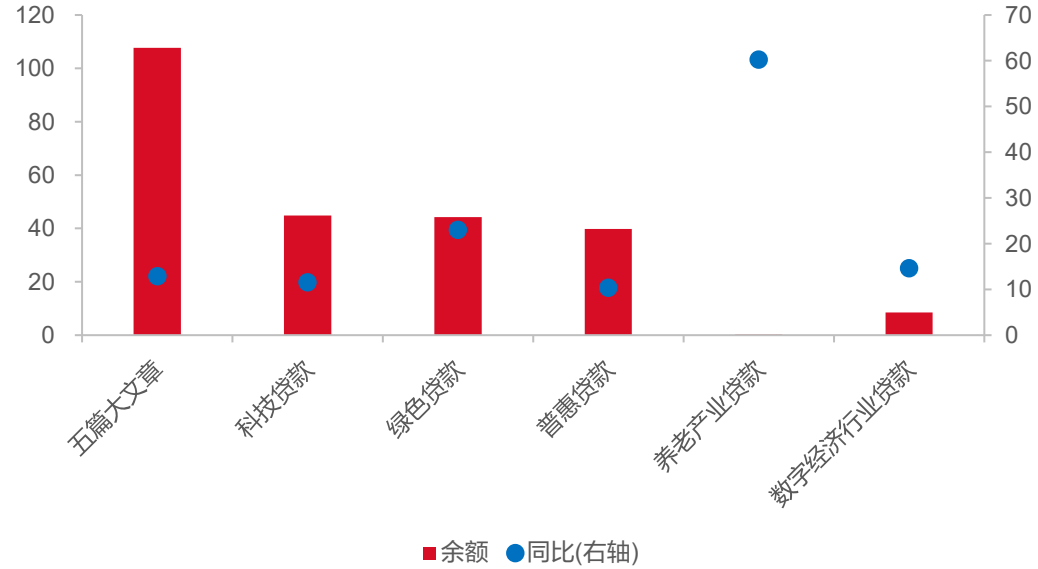
- 聚焦信贷结构优化。截至2025年年底，“五篇大文章”贷款余额合计107.7万亿元，同比12.8%，主要分项增速也均明显高于整体贷款余额增速（6.4%）。
- 降准降息始终在工具箱内，外需超预期回落或是触发条件。

新旧动能切换，贷款余额增速持续下行，%



资料来源：央行， 东海证券研究所

五篇大文章信贷规模及增速，万亿元，%



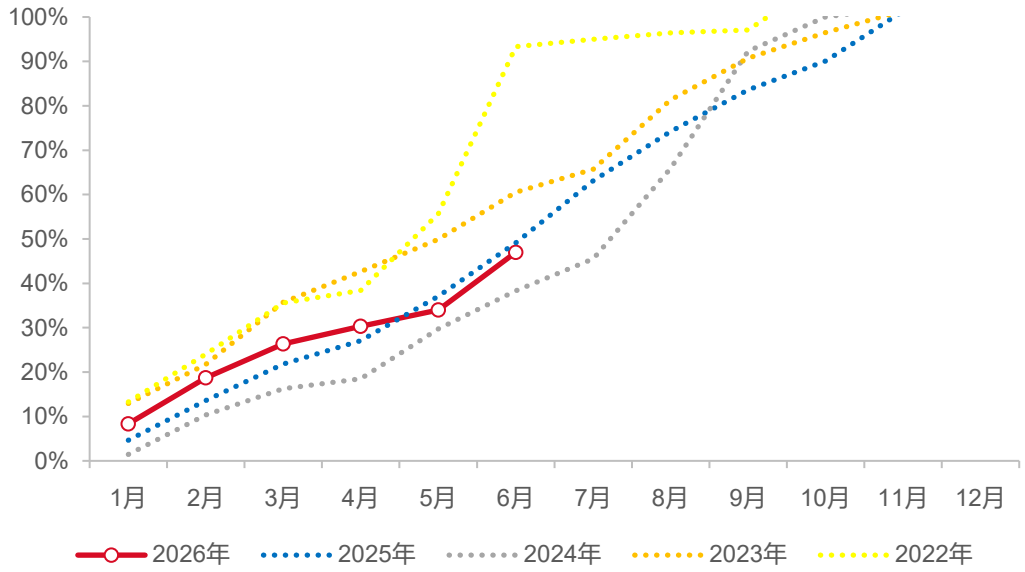
资料来源：央行， 东海证券研究所
2025年年底数据

仅供内部参考，请勿外传！

财政政策：下半年有望提速

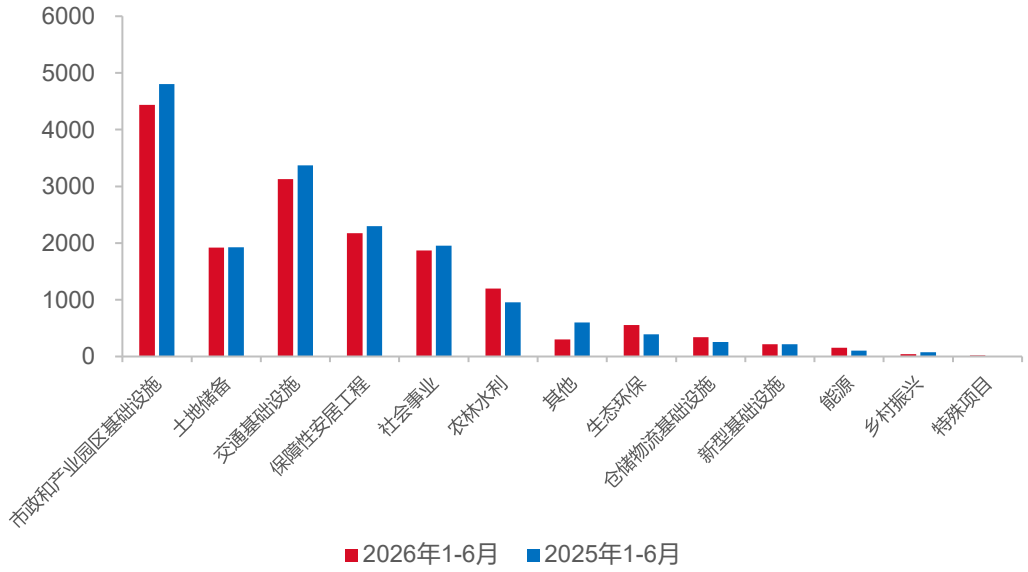
- 上半年财政节奏先快后慢。Q1财政节奏前置，但4月、5月专项债发行节奏明显放缓（年内超长期特别国债开启发行）。同时，用于普通收益项目的新增专项债也明显低于去年同期。
- 下半年财政进度有望提速。6月专项债发行已有提速，一般在9月底之前年内额度基本发行完毕；8000亿元政策性金融工具待发；7月3日，年内2000亿元设备更新支持资金已下达完毕；7月6日，年内“两重”项目清单已下达完毕，第三批1935亿元超长期特别国债资金已安排（至此全年8000亿元均已安排）。

新增专项债发行节奏偏慢，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

普通收益项目的新增专项债主要用途，亿元



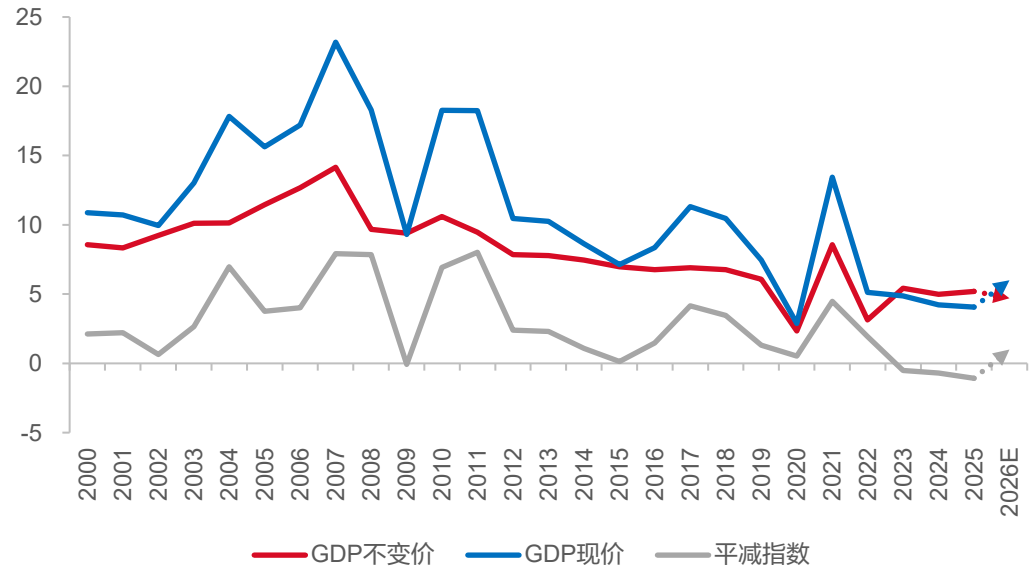
资料来源：企业预警通，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

预计2026年下半年GDP增速或有回升

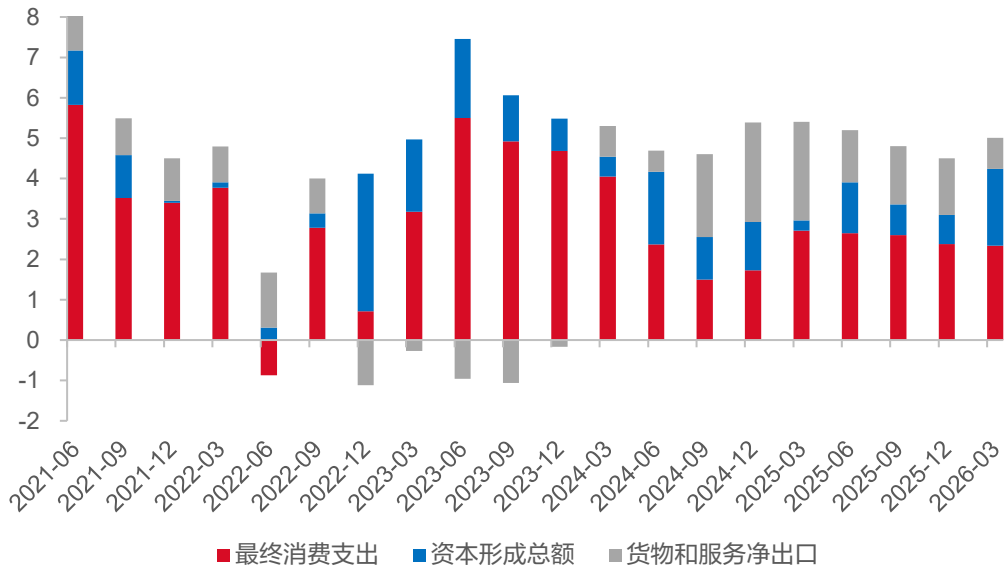
- 考虑到Q2消费以及投资增速的回落，我们预计单季度GDP增速或回落至4.5%左右。下半年基数压力逐步减轻，财政力度逐步加速，出口仍维持较强韧性，Q3、Q4GDP增速或有所回升，全年预计GDP实际增速4.7%左右。
- 平减指数可能继续收窄，预计全年名义GDP增速或回升至6%左右。

实际GDP与名义GDP增速，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

三大需求对GDP增速的拉动，%



资料来源：国家统计局， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

CONTENTS

一、奋楫致新：国内新旧动能转换提速

二、价格修复不均衡，政策空间仍存

三、美国经济及中期选举展望

四、大类资产配置建议

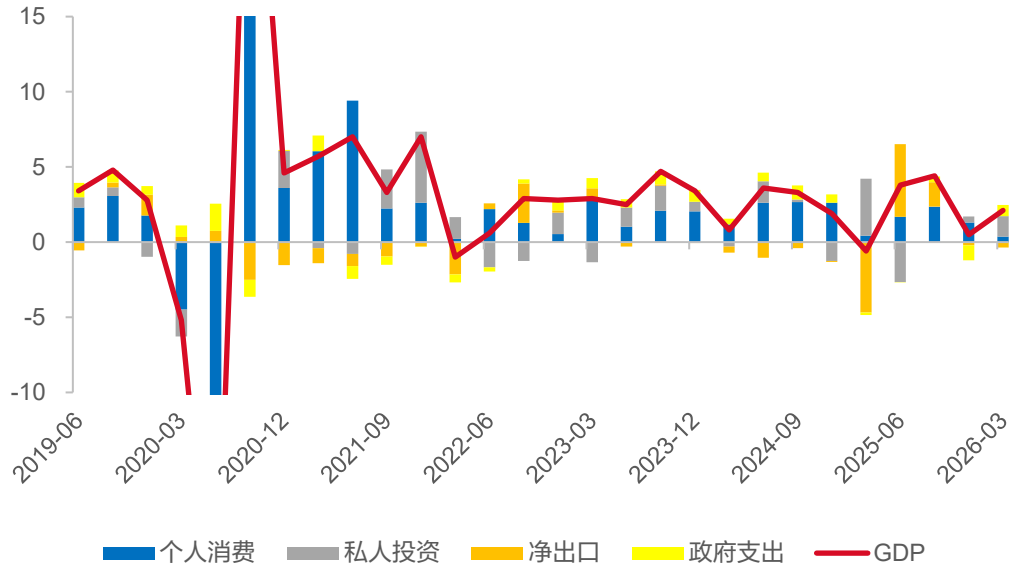
五、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

美国经济同样存在K型分化

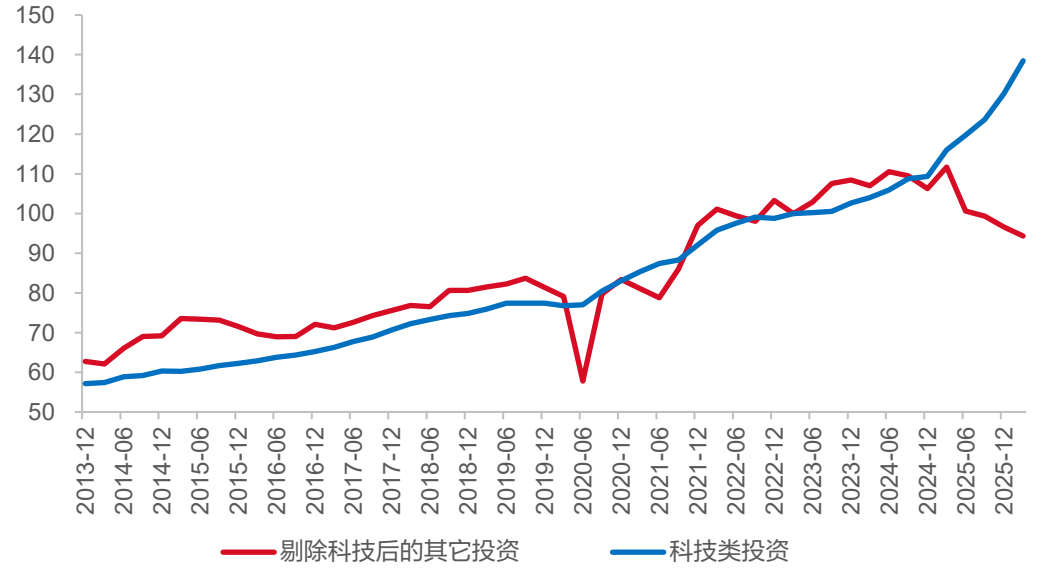
- **K型分化。**AI科技投资表现亮眼，但美国国内“消费与投资”以及“传统投资与科技投资”的K型分化也同样明显。
- **私人投资支撑。**美国2026Q1私人投资环比年率由前值2.3%上升至7.9%，对GDP的拉动由前值0.4pct上升至1.4pct，成为经济的主要支撑项。其中科技类投资贡献1.5pct，而非科技类投资则拖累GDP下降0.5pct。

私人投资对GDP的贡献率维持高位，%



资料来源：BEA，东海证券研究所

投资内部也存在明显分化，科技明显占优



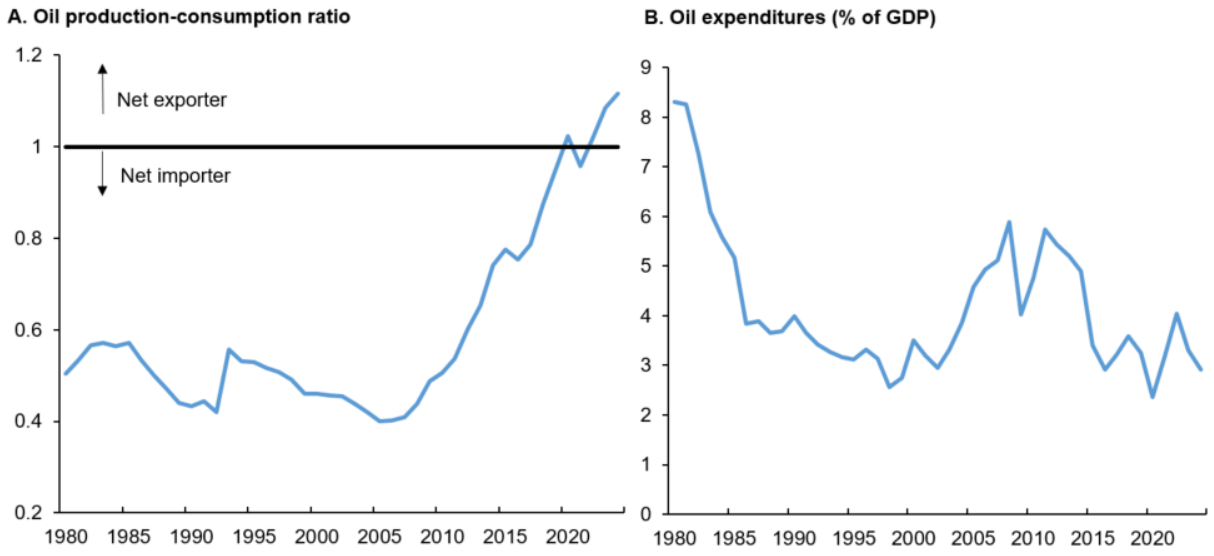
资料来源：Wind，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国经济：高油价的冲击或相对有限

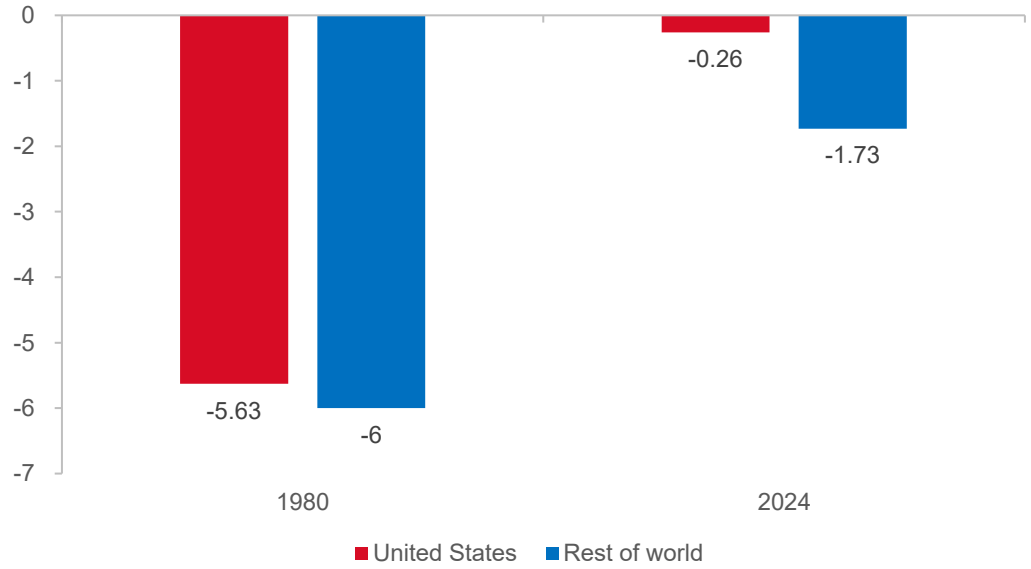
- **美伊冲突导致的石油供应中断对美国经济的冲击可能相对有限。**根据达拉斯联储的研究，美国实际GDP增长对这一冲击的反应仅为1980年应有的1/20。美联储6月FOMC会议的SEP预测将2026年GDP增速预期小幅下调0.2pct至2.2%。

1980-2024年期间美国原油市场的结构变化



资料来源：达拉斯联储， 东海证券研究所

15%的原油供给冲断对美国以及剩余经济体的冲击，%



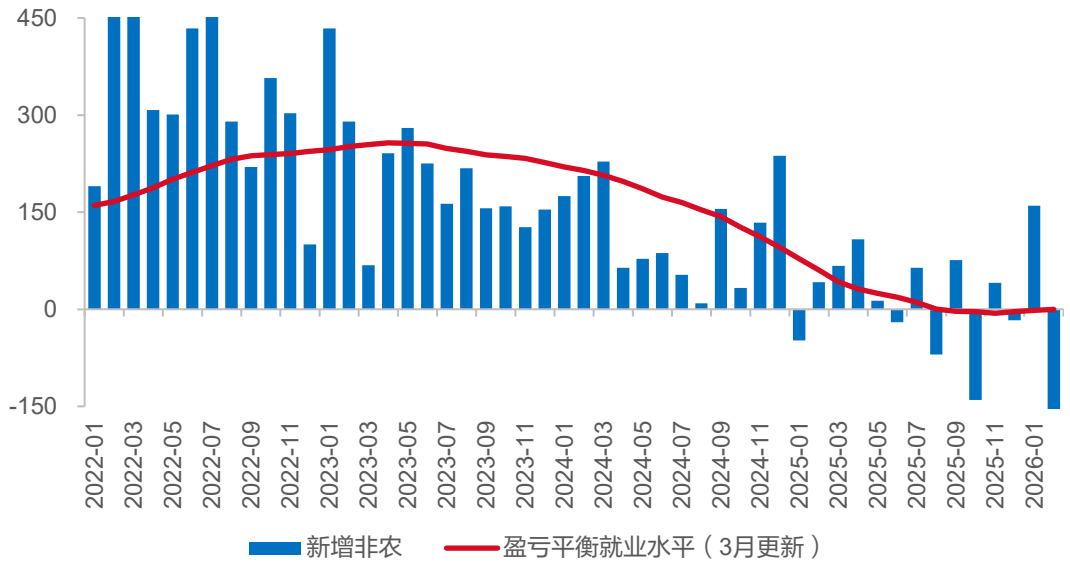
资料来源：达拉斯联储， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国就业：从盈亏平衡就业水平来看，劳动力市场压力不大

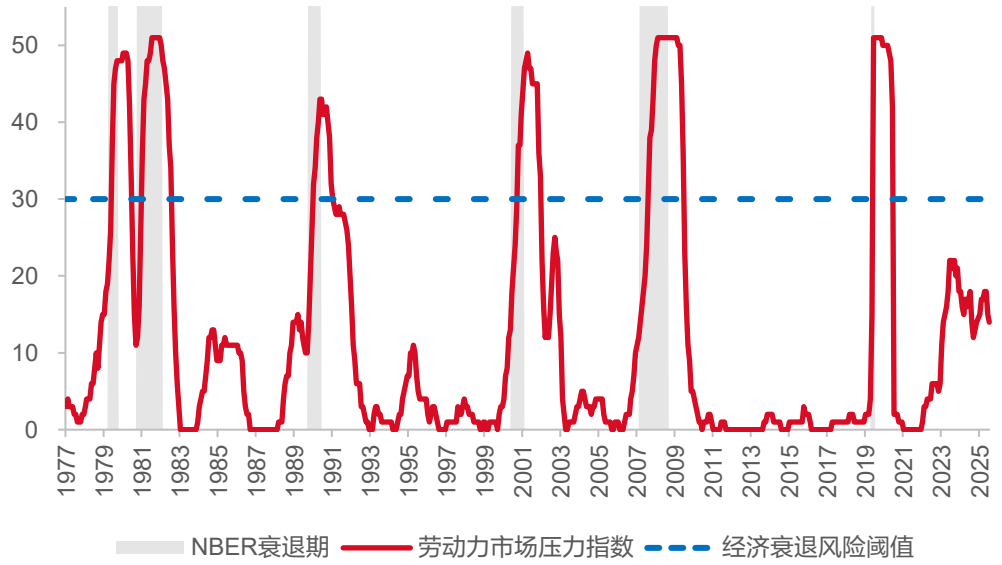
- 根据达拉斯联储的模型，将更新后的净非法移民估算纳入完整模型，允许劳动力参与率随时间变化，使盈亏平衡增长明显低于此前估计。当前盈亏平衡就业水平可能接近0。
- 基于美国51个州数据编制的劳动力压力指数年内也趋于下行。

当前盈亏平衡就业水平可能接近0，千人



资料来源：BLS，达拉斯联储， 东海证券研究所

劳动力压力市场压力指数回落



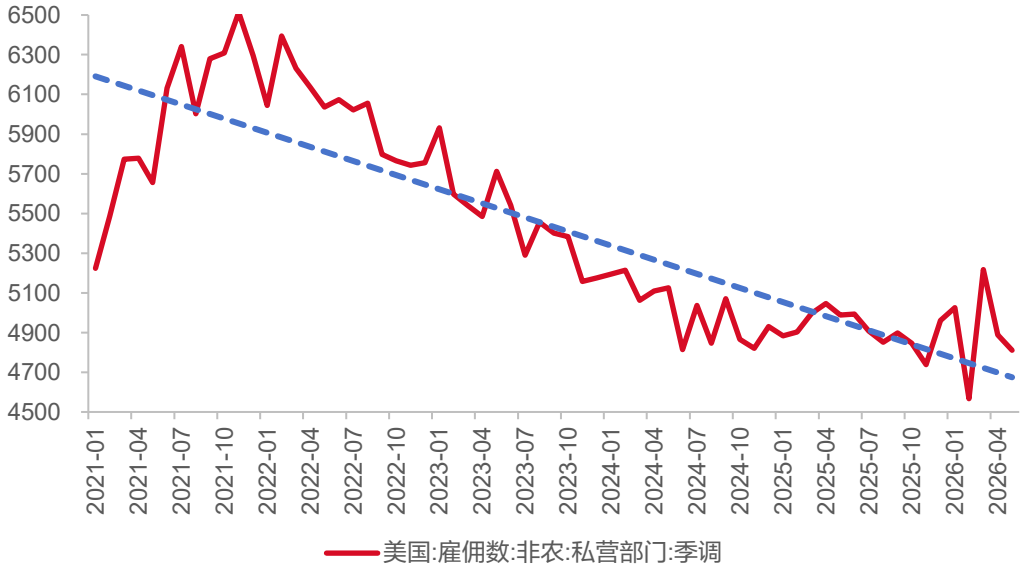
资料来源：纽约联储， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国就业：失业率维持平衡的门槛不高

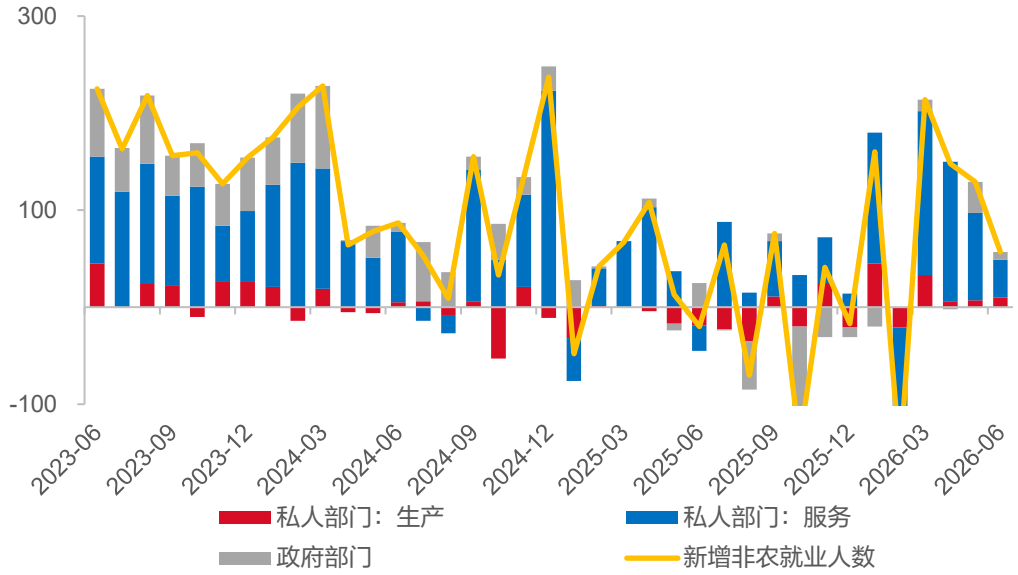
- 私营部门雇佣数尚未扭转下滑趋势。
- 世界杯也未能带动服务部门就业持续扩张，其影响本就偏短期，合并5-6月住宿和餐饮来看，新增就业反而是减少的。
- **总的来看，美国劳动力市场供需同步回落的情况下，失业率维持平衡的门槛不高，至少从当前来看，美联储的双重目标更侧重于通胀。**

美国非农私营部分的雇佣数仍在趋势下滑，千人



资料来源：BLS， 东海证券研究所

世界杯也未能推动服务部门新增就业扩张，千人



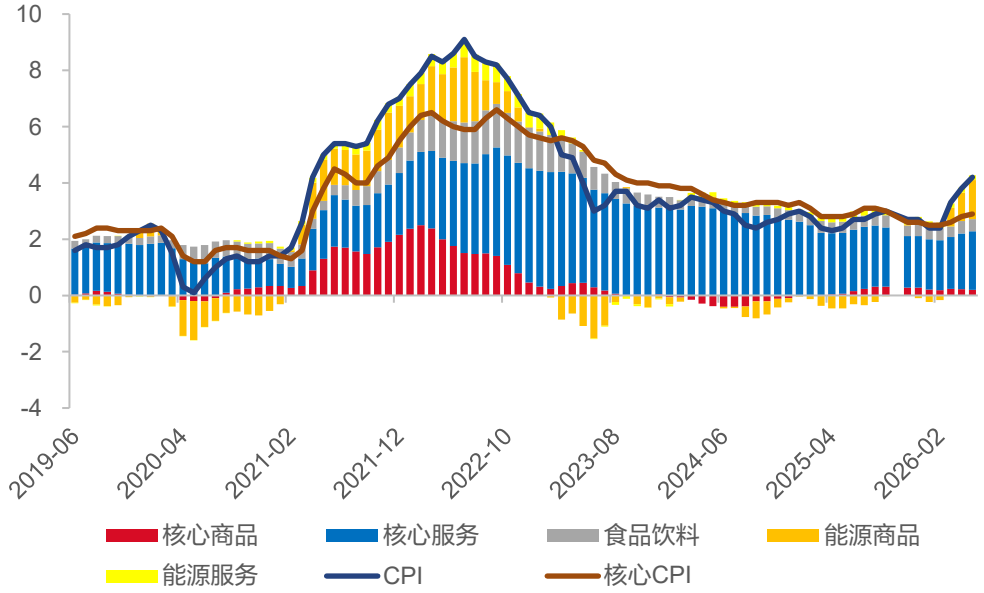
资料来源：BLS， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国通胀：同比可能先上后下，但年内难回2%的目标水平

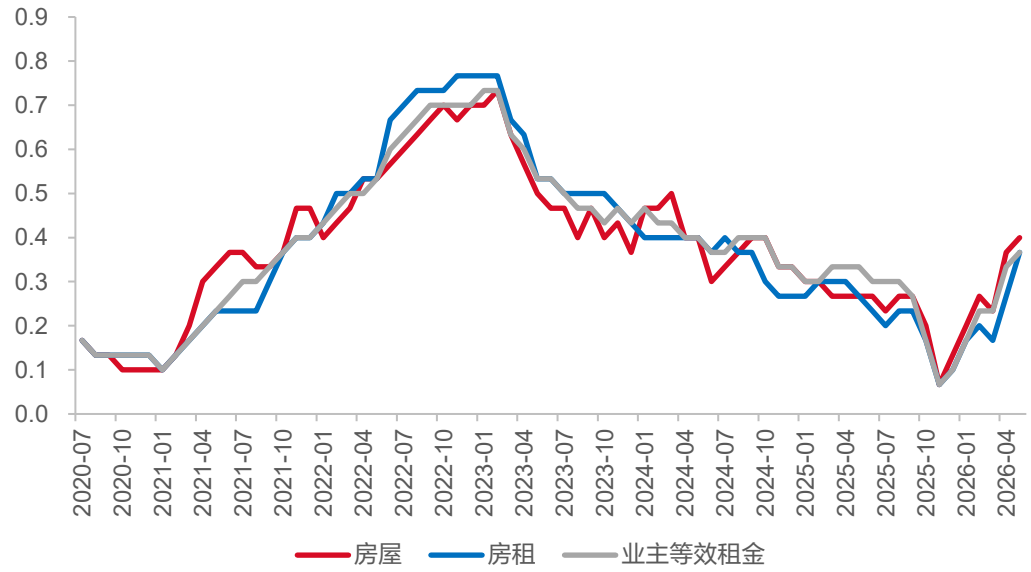
- **能源**：原油价格虽已脱离高位，但后续战略储备有回补的需求支撑，且美伊局势不排除有短暂反复的可能，从而扰动原油供给，价格中枢相对去年可能仍然维持相对偏高水平。**核心商品/关税**：冲击已结束，但走高的基数会对2026年通胀形成一定向下压力。**住房市场**：年内降息预期可能落空，预计房市价格或在2026年维持底部震荡。**核心服务**：通胀预期未明显抬头，薪资端上涨相对平稳，且价格端的上行本身也会对需求形成影响，大幅上行的风险不大。
- **整体来看，能源价格的上行未在美国通胀中扩散，环比高点已过，同比可能先上后下，但难以回到2%的目标水平。**

关税影响基本结束，能源价格带动CPI上涨，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

技术性原因导致房屋价格短暂抬升，%



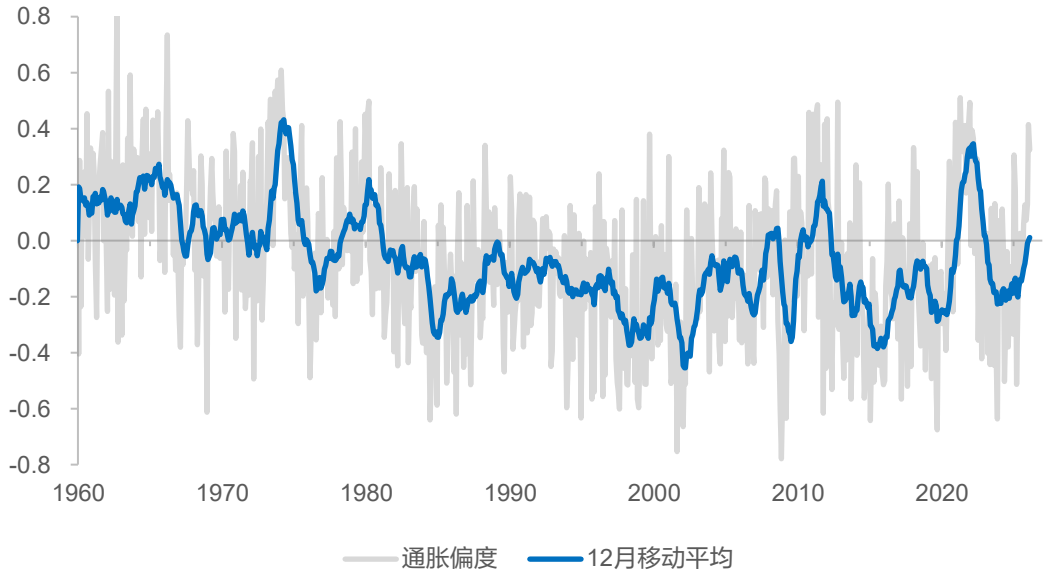
资料来源：BLS，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

新任美联储主席更看重的通胀指标：截尾均值通胀

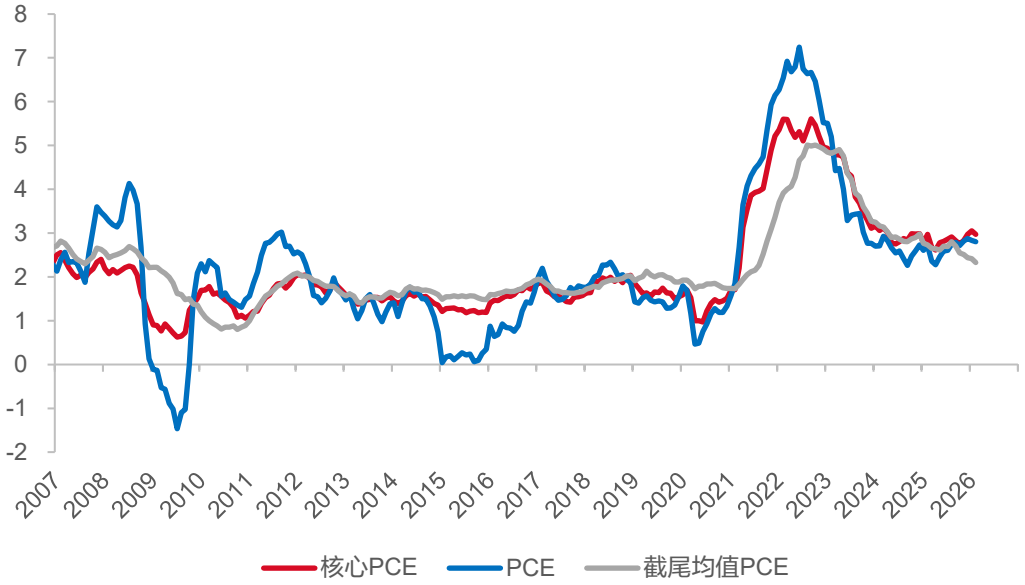
- 凯文·沃什在美联储主席提名听证会提到“截尾均值通胀”。
- 优点：1.剔除一次性价格冲击，数据的高稳定性可以令美联储保持货币政策的定力。2.在美国市场重环比变化的情况下，截尾均值通胀能够提供更强的趋势性。
- 缺点：通胀偏度的回正或令截尾均值通胀低估价格水平。

通胀偏度在2025年下半年滞后显著上移，%



资料来源：达拉斯联储， 东海证券研究所

截尾均值PCE在2025年下半年开始明显偏离核心PCE下移，%



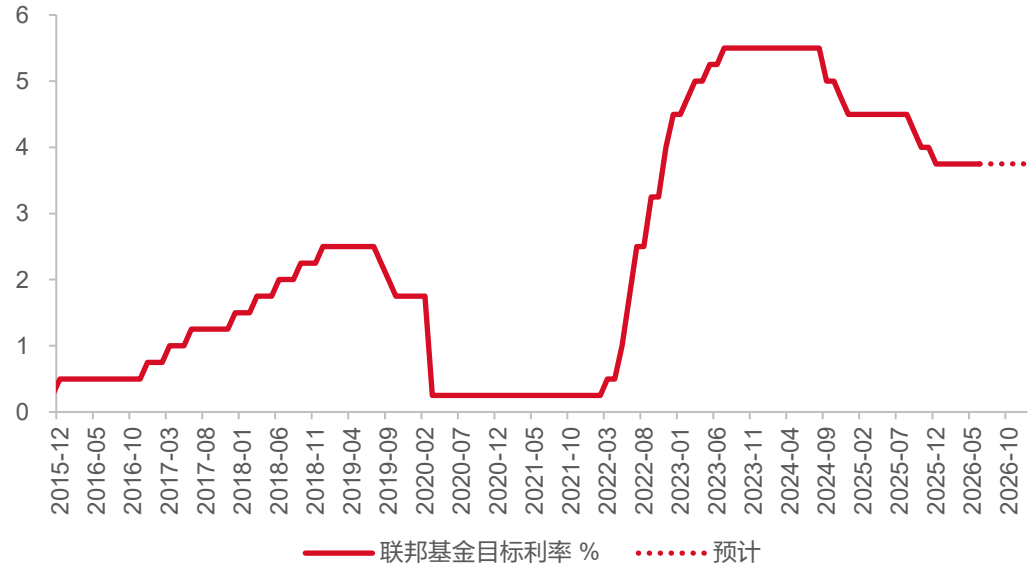
资料来源：达拉斯联储， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美联储年内或按兵不动，等待新的框架日渐清晰后

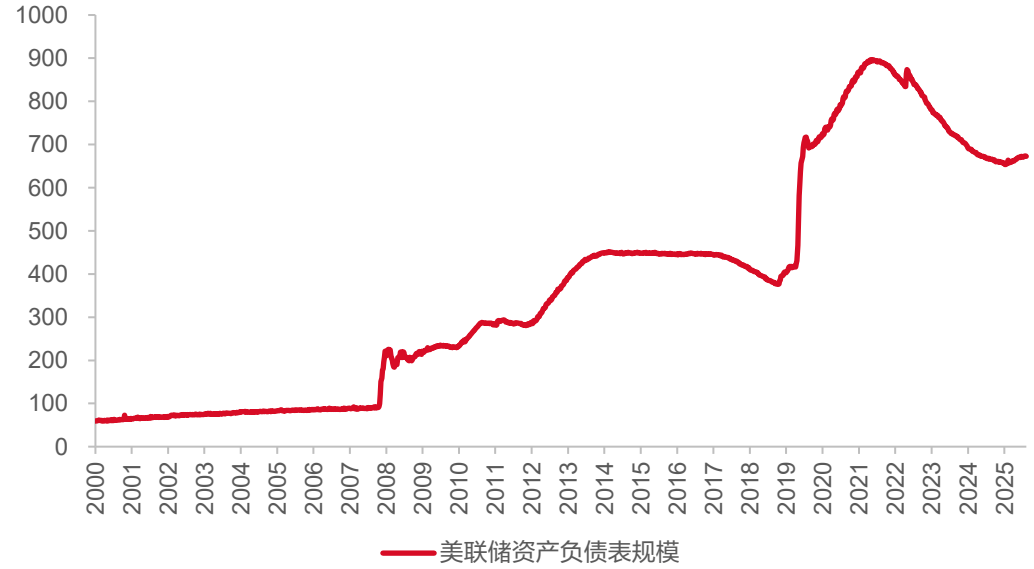
- 除了截尾均值通胀外，凯文·沃什还主张不再提供前瞻指引、回归数据依赖、放弃点阵图、缩减FOMC会议的频率，推动系统性改革，重塑央行沟通的新范式。为此，成立五个工作小组，涵盖沟通机制、资产负债表、数据使用、生产率与就业、通胀框架，今年年底前完成研究工作。
- 美国通胀大概率高位回落，但仍高于2%，同时劳动力市场偏稳健的情况下，年内加息以及降息的必要性及紧迫性均不强。更多的行动，或要等到五个工作小组完成研究工作、美联储新的框架日渐清晰后。而缩表在年内开启的可能性也不高。

美联储年内按兵不动的概率较大，%



资料来源：FED，东海证券研究所

渐进式缩表可能至少要等到2027年，百亿美元



资料来源：FED，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国2026年中期选举前瞻：参议院

- **2026年中期选举推演：目前共和党以53席对47席（含2名与民主党结盟的独立议员）。参议院选举（35位改席）,民主党有13位改席，共和党22位改席，其中有3个摇摆州改席：**

  （1）**缅因州（2024年大选民主党州）**

  现任议员：苏珊·柯林斯（共和党）

  潜在候选人：格雷厄姆·普拉特纳（民主党）

  （2）**密歇根州（2024年大选共和党州）**

  现任议员：加里·彼得斯（民主党，已宣布退休）

  潜在候选人：迈克·罗杰斯（共和党）

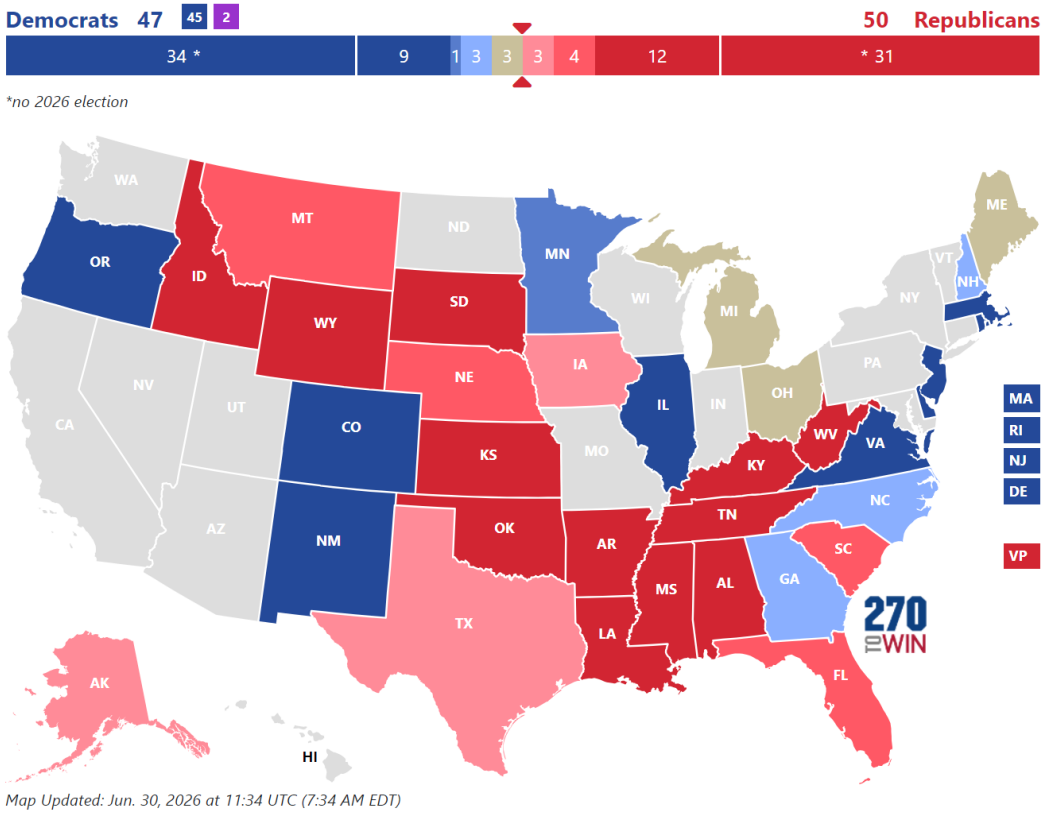
  （3）**俄亥俄州（2024年大选共和党州）**

  现任议员：乔恩·赫斯特德（共和党，现任州长）

  潜在候选人：谢罗德·布朗（民主党）

- **<u>综合来看，民主党想赢得参议院控制权掌握不仅要获得3个摇摆州席位，还需反转其他1个共和党州席位，难度较大</u>。据Kalashi截至7月18日的预测，共和党守住参议院的概率为56%。**

摇摆州的反转不足以为民主党掌握控制权



资料来源：270 to Win，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国2026年中期选举前瞻：众议院

- **2026年中期选举推演：众议院选举（全部435位改席）,目前民主党有212个席位，共和党有219个席位，4个摇摆席位。**
- 根据270 to Win网站调查显示的结果来看：

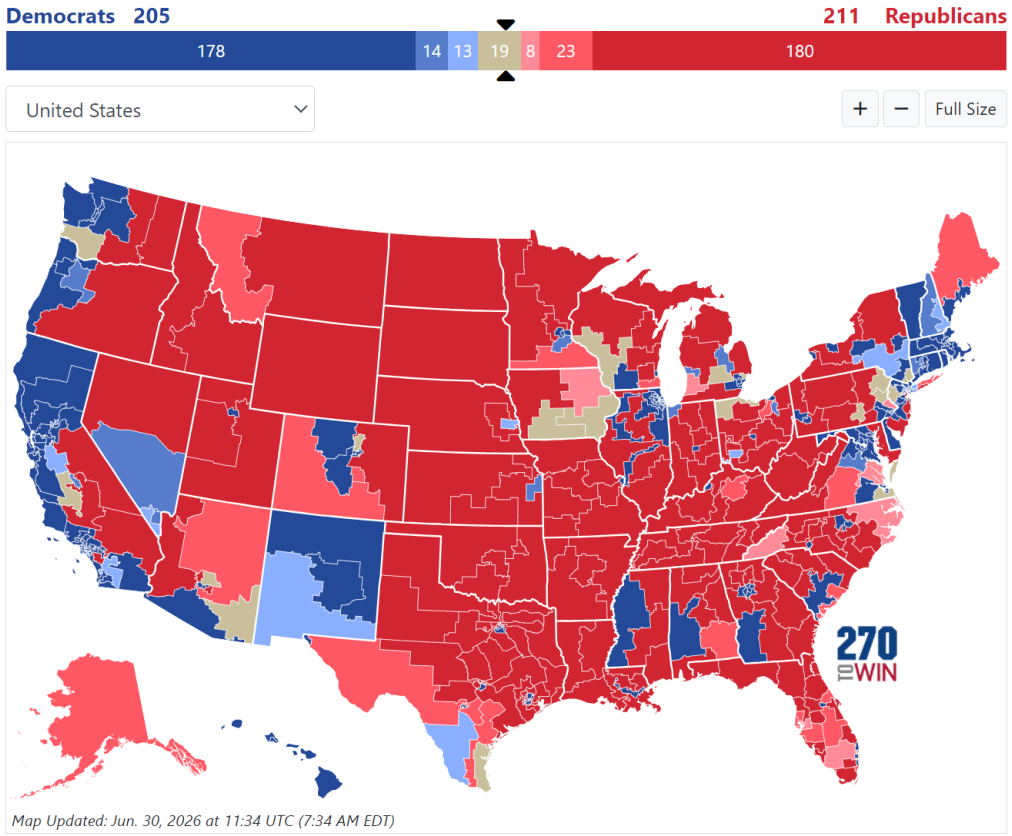
（1）**民主党**：安全且有较强倾向性席位有205位（安全席：178；倾向席：27），较当前席位减少7位。

（2）**共和党**：安全且有较强倾向性席位有211位（安全席：180；倾向席：31），较当前席位减少8位。

（3）**摇摆席位**有19位，其中大部分聚集在共和党支持州内，包括：宾夕法尼亚州（3位），艾奥瓦州（2位），密歇根州（2位），亚利桑那州（2位），弗吉尼亚州（1位），德克萨斯州（1位），威斯康星州（1位），俄亥俄州（1位）。

- **综合来看，相对于参议院而言，民主党更有机会翻转众议院的控制权。据Kalashi截至7月18日的预测，民主党控制众议院院的概率为82%。**

2026年中期选举，民主党更有机会拿下众议院



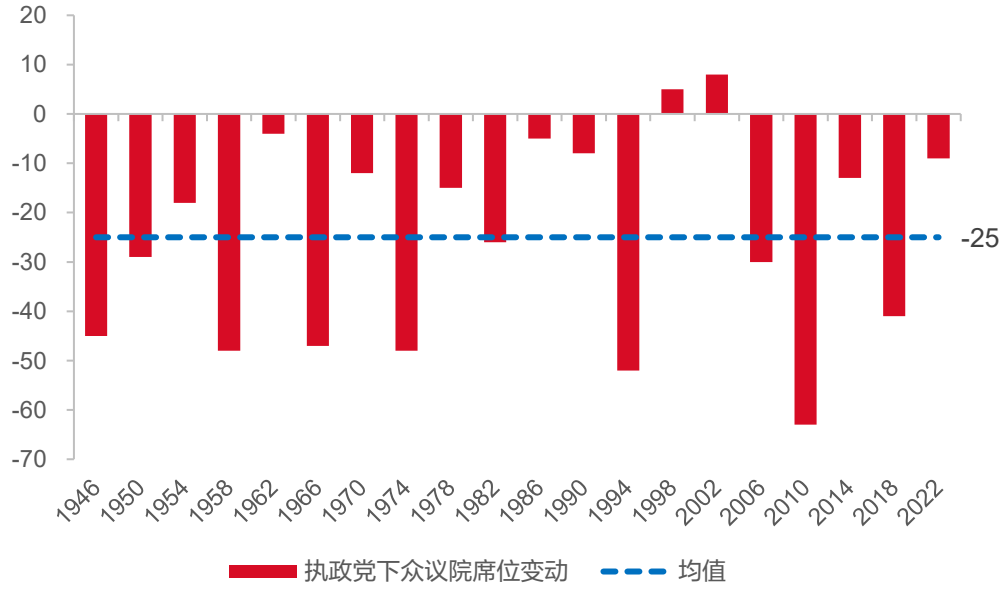
资料来源：270 to Win，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美国2026年中期选举前瞻：或形成国会分裂局面

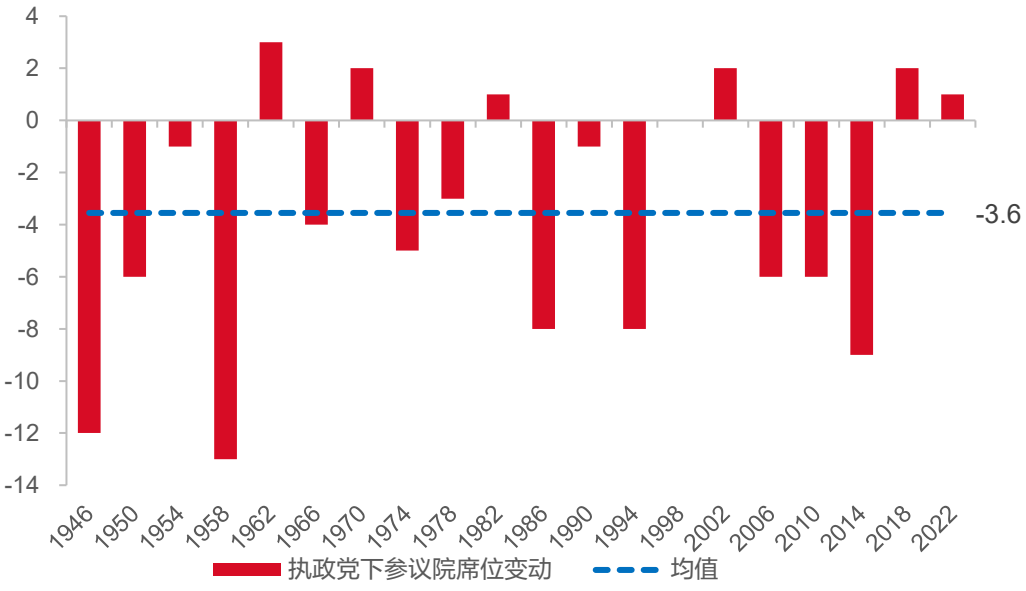
- **二战结束后历届中期选举复盘**：自二战结束后，美国共进行20次中期选举。对于历届执政党而言，**众议院平均席位丢失为25位（全部435位改选，占比5.7%），参议院平均席位丢失为3.6位（35位改选，占比10.3%）。**
- **总的来看，共和党可能会丢失众议院控制权，形成国会分裂的局面，加大特朗普后续政策的推行难度，同时也会提升政府停摆的风险。**

历届中期选举，执政党下众议院席位变动，位



资料来源：UCSB，东海证券研究所

历届中期选举，执政党下参议院席位变动，位



资料来源：UCSB，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

CONTENTS

一、奋楫致新：国内新旧动能转换提速

二、价格修复不均衡，政策空间仍存

三、美国经济及中期选举展望

四、大类资产配置建议

五、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

2026年1-6月全球主要资产表现回顾：

- **权益方面**，虽有美伊冲突扰动，但科技巨头资本开支扩张，AI叙事仍是全球股市主线，科技相关指数普遍表现较好；韩国股市受益于存储巨头业绩大幅增长预期影响而领涨。
- **商品方面**，油价中枢仍高于美伊冲突发生前。美元信用担忧缓解，黄金价格整体趋于回落。铜价受益于下游需求仍强，震荡上行。
- **外汇方面**，市场逐步消减美联储降息预期，转而定价美联储年内加息，美元指数震荡上行。非美货币中，欧元及日元趋于贬值，尤其是日元多次面临160关口考验，但人民币受益于基本面以及高顺差影响，进入稳步升值通道。
- **债市方面**，通胀上行以及加息预期推升美债收益率上行；日本通胀压力以及日元贬值压力下，日央行加息推动日债收益率大幅攀升；国内中债整体区间波动，Q2受消费、投资等数据走弱影响，宽松预期有所上升。

全球主要资产价格表现，%，BP

	1-6月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
韩国综合	101%	0%	28%	31%	-19%	20%	24%
科创50	64%	26%	11%	25%	-16%	-1%	12%
创业板	36%	8%	10%	15%	-4%	-1%	4%
深证成指	20%	4%	3%	12%	-7%	2%	5%
纳指	13%	-3%	8%	15%	-5%	-3%	1%
标普500	10%	-1%	5%	10%	-5%	-1%	1%
道指	9%	3%	3%	7%	-5%	0%	2%
沪深300	8%	2%	2%	8%	-6%	0%	2%
伦敦100	6%	1%	0%	2%	-7%	7%	3%
上证综指	3%	1%	-1%	6%	-7%	1%	4%
法国CAC40	3%	3%	1%	4%	-9%	6%	0%
德国DAX	2%	0%	3%	7%	-10%	3%	0%
恒生	-11%	-9%	-2%	4%	-7%	-3%	7%
恒生科技	-19%	-8%	0%	5%	-9%	-10%	4%
原油	22%	-20%	-17%	4%	51%	2%	15%
铜	7%	-2%	5%	5%	-7%	2%	5%
铝	4%	-15%	6%	1%	9%	0%	5%
黄金	-7%	-12%	-1%	-1%	-11%	8%	13%
白银	-17%	-22%	2%	-1%	-20%	11%	20%
美元指数	2.9%	2.3%	0.9%	-1.8%	2.3%	0.5%	-1.2%
人民币	2.9%	-0.2%	1.0%	1.1%	-0.8%	1.3%	0.6%
欧元	-2.7%	-2.1%	-0.6%	1.9%	-2.5%	-0.3%	1.0%
日元	-3.7%	-2.1%	-1.7%	1.5%	-2.0%	-0.9%	1.3%
2Y美债	67.0	16.0	10.0	9.0	41.0	-14.0	5.0
10Y日债	59.9	1.9	14.2	15.8	24.3	-12.9	16.6
10Y美债	26.0	-1.0	5.0	10.0	33.0	-29.0	8.0
10Y中债	-11.4	2.4	-3.8	-7.0	4.2	-3.6	-3.6
1Y中债	-21.6	-3.6	-0.4	-5.9	-9.6	1.7	-3.7

资料来源：Wind，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2026年至今A股各行业表现：

申万一级行业涨跌幅，%

申万一级行业	PE分位数	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
电子	99.12	62.78	47.88	18.52	7.25	-36.54	16.04	36.05	73.77	-42.37	13.47	-12.70	71.97	18.56	42.78	-0.74	-41.38
通信	97.41	49.46	84.75	28.82	25.75	-15.60	3.05	-8.33	19.96	-31.32	-3.05	-15.95	72.69	41.00	34.71	-24.83	-28.50
建筑材料	96.23	25.50	22.13	-5.91	-22.64	-26.13	4.46	23.74	51.03	-30.30	6.05	0.03	26.85	42.95	-8.36	4.32	-32.71
机械设备	81.03	13.25	41.69	5.04	3.31	-20.74	14.83	31.06	23.92	-35.11	-10.19	-16.84	46.77	41.87	9.60	-5.57	-36.28
综合	97.50	10.61	43.55	3.22	-12.23	10.57	13.81	13.05	26.13	-39.30	-21.47	-12.89	71.18	45.60	12.36	-3.08	-27.11
煤炭	75.34	9.77	-5.27	4.41	4.12	10.95	39.60	7.05	10.89	-32.73	12.86	0.08	-9.49	25.67	-42.66	-4.78	-27.32
基础化工	70.02	1.07	33.29	-5.09	-14.69	-19.08	37.19	34.98	24.22	-31.72	-3.81	-7.13	55.01	27.39	6.54	0.28	-31.06
公用事业	40.85	0.10	1.03	10.23	-1.16	-16.36	31.38	0.98	5.12	-29.72	-7.05	-17.69	22.90	55.68	10.78	5.69	-22.72
环保	46.85	-0.78	16.89	1.86	-7.04	-22.84	20.64	-1.48	0.50	-45.62	-2.60	-14.39	42.87	27.20	55.43	2.36	-26.16
电力设备	42.06	-4.06	41.83	3.08	-26.19	-25.43	47.86	94.71	24.37	-34.95	-8.46	-17.18	60.47	31.55	32.23	-18.68	-42.53
有色金属	17.49	-6.26	94.73	3.19	-8.70	-20.31	40.47	34.77	24.27	-41.04	15.39	-6.17	15.38	38.39	-29.64	13.64	-41.81
石油石化	49.40	-6.72	11.71	6.17	4.32	-13.93	20.25	6.72	11.13	-25.26	-4.68	-3.72	5.30	22.06	3.52	1.65	-25.87
建筑装饰	66.11	-7.56	6.70	5.57	-5.37	-10.96	16.39	-7.92	-2.12	-29.27	-6.26	-0.44	14.08	83.31	-12.27	18.54	-32.03
银行	30.18	-8.09	7.00	34.39	-7.89	-10.47	-4.58	-3.25	22.93	-14.67	13.28	-4.93	-1.36	63.18	-9.19	14.48	-4.85
家用电器	38.31	-8.73	9.14	25.44	3.77	-20.95	-19.54	31.08	56.99	-31.40	43.03	-1.87	42.73	21.28	39.33	15.84	-24.76
医药生物	28.20	-9.20	11.94	-14.33	-7.05	-20.34	-5.73	51.10	36.85	-27.67	3.56	-13.46	56.68	16.02	36.56	8.47	-30.89
国防军工	53.03	-10.76	34.30	7.08	-6.79	-25.30	11.17	57.98	27.19	-31.04	-16.65	-18.58	28.50	53.89	33.35	-5.66	-33.09
纺织服饰	42.93	-11.04	13.18	-5.32	0.34	-14.66	3.39	-7.08	7.09	-34.33	-23.85	-13.56	89.17	33.27	8.16	-10.15	-25.52
交通运输	41.68	-12.73	1.13	13.01	-15.63	-3.41	2.57	0.24	17.28	-30.17	6.53	-22.60	32.56	64.76	5.27	-4.23	-32.72
计算机	71.39	-14.35	18.24	4.42	8.97	-25.47	1.37	9.75	48.04	-24.53	-11.26	-30.32	100.29	40.31	66.95	-4.52	-34.46
非银金融	1.17	-14.89	10.06	30.17	-2.67	-21.34	-17.55	6.11	45.51	-25.37	17.30	-14.69	-16.90	121.16	-4.80	28.10	-31.92
轻工制造	51.83	-15.86	20.07	-6.01	-7.25	-20.04	11.65	15.76	19.27	-36.62	-12.62	-14.36	89.86	28.83	21.48	-2.57	-30.85
房地产	72.14	-16.46	1.84	-2.15	-26.39	-11.17	-11.89	-10.85	22.75	-28.79	0.80	-17.69	44.85	65.28	-11.94	31.73	-22.00
汽车	66.94	-17.58	24.25	16.34	3.29	-20.13	17.20	45.85	14.60	-34.34	-0.52	-9.53	46.90	38.43	12.62	5.01	-34.34
食品饮料	9.13	-18.89	-9.69	-8.03	-14.94	-15.12	-6.01	84.97	72.87	-21.95	53.85	7.43	26.58	16.03	-7.36	-0.74	-10.37
社会服务	25.66	-18.95	9.71	-5.11	-22.01	-2.23	-10.27	99.38	27.92	-10.61	-4.17	-21.19	78.45	37.24	19.47	5.24	-24.25
传媒	29.81	-19.46	27.17	2.23	16.80	-26.07	-0.47	7.86	21.20	-39.58	-23.10	-32.39	76.74	17.53	107.02	-5.39	-22.36
钢铁	66.82	-20.30	26.55	0.16	-8.18	-23.78	34.06	4.90	-2.09	-29.62	19.74	-8.13	1.80	78.34	-17.27	-4.78	-28.24
农林牧渔	50.82	-22.56	17.79	-11.58	-13.13	-11.43	-4.93	18.29	45.45	-22.44	-12.62	-8.58	66.77	16.27	17.29	-5.05	-31.18
美容护理	13.14	-23.99	0.39	-10.34	-32.03	-6.74	0.13	57.94	26.31	-22.79	-4.37	-10.38	42.26	-4.03	21.34	25.24	-23.86
商贸零售	62.04	-30.09	8.21	13.69	-31.30	-7.08	-4.60	-0.22	8.80	-32.70	-13.60	-13.47	45.51	32.82	13.22	-11.83	-33.30

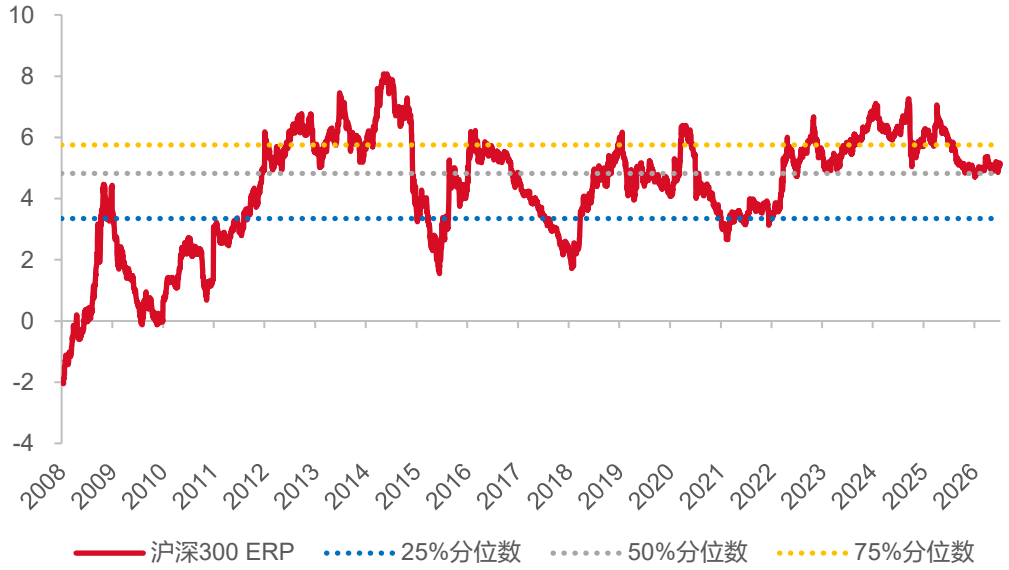
资料来源：Wind， 东海证券研究所，数据截止时间2026/7/8，PE分位数为2011年以来

仅供内部参考，请勿外传！

A股：业绩可验证的科技+景气度改善有持续性的顺周期+低估值

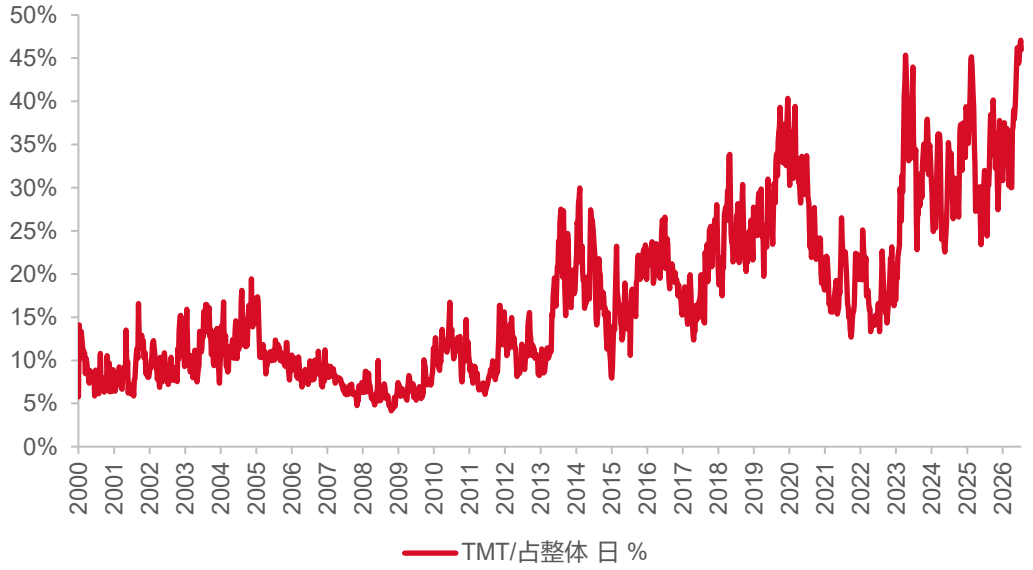
- **科技主线不变，聚焦业绩验证能力。**国内新旧动能转换，AI全球共振，聚焦科技聚焦新质生产力，不过部分板块交易集中度已至历史高位，板块内部的轮动也会加快，业绩支撑更为重要，关注具备业绩验证能力的高景气板块。
- **关注景气度改善具备持续性的顺周期板块。**GDP平减指数即将转正，名义GDP增速有望继续上行，价格回升推动行业景气度改善是主线，但下半年或应更加注重改善的持续性。
- **适当均衡配置。**海外波动加大，情绪上易传导至A股，建议适当增加均衡配置，关注低估值板块的修复弹性。

沪深300ERP



资料来源：Wind， 东海证券研究所

TMT占整体A股成交金额占比，%



资料来源：Wind， 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

国内债市：维持震荡波动

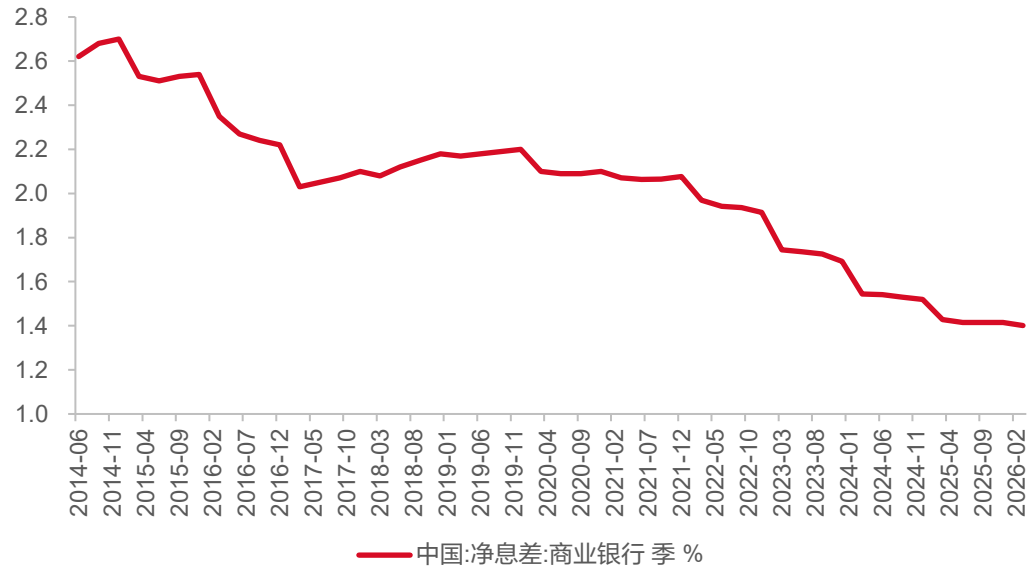
- 经济增速虽然总体放缓，内需也存在压力，但外需在全球AI投资的带动下具备较强韧性。在此背景下，明显的宽松信号可能较难落地，资金面以及政府债发行节奏可能仍然是债市主要定价因素，年内可能继续维持震荡走势。预计2026年下半年短期流动性的变化或成为驱动债市的主要力量，整体震荡的格局可能延续。

十年期国债到期收益率，%



资料来源：Wind， 东海证券研究所

商业银行净息差，%



资料来源： 国家金融监督管理总局, 东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美元指数下半年或维持区间震荡

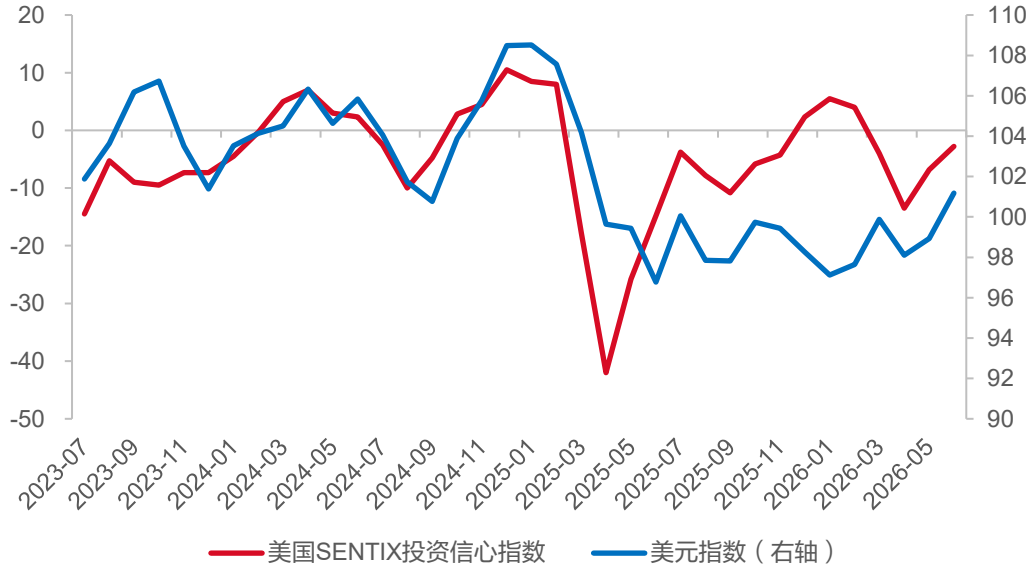
- **基本面仍有韧性。**私人投资带动下美国基本面仍有韧性，消费也并未显著走弱，基本面不支持美元单边贬值。
- **中期选举的不确定性。**可能使美元先因避险而推高，此后因财政扩张受阻或债务上限问题而回落。
- **存在被动升值可能。**能源价格回落，欧洲加息可能难以持续，叠加基本面弱于美国，美欧利差可能走阔，欧元走弱被动推升美元指数。
- **总的来看，美元指数下半年或维持区间震荡。**

美元重新锚定美德2年期利差，%



资料来源： FED，德央行，东海证券研究所

美国Sentix投资信心指数回升



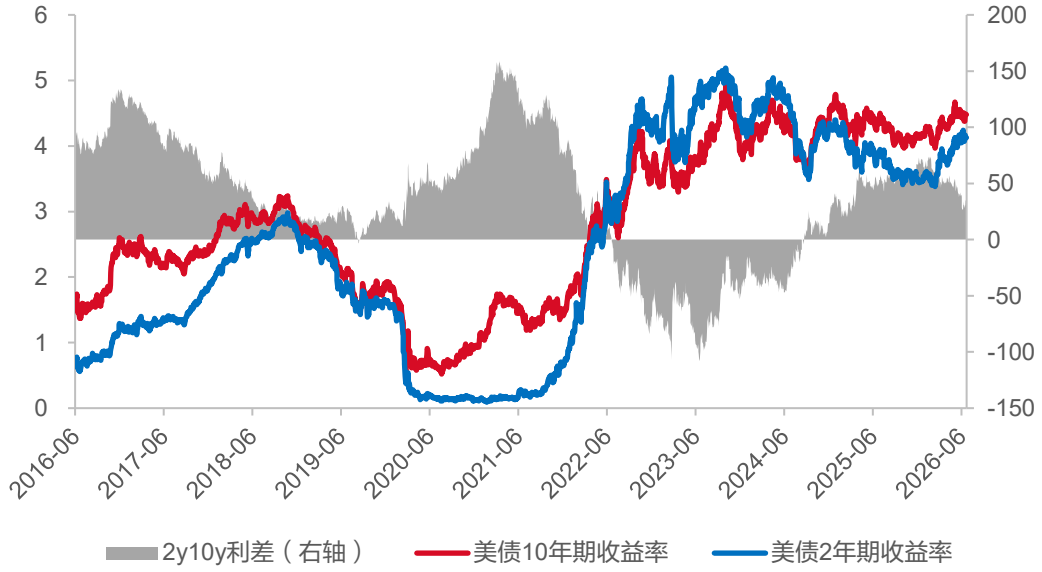
资料来源： Sentix，FED ，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美债长短端收益曲线可能从扁平走向陡峭

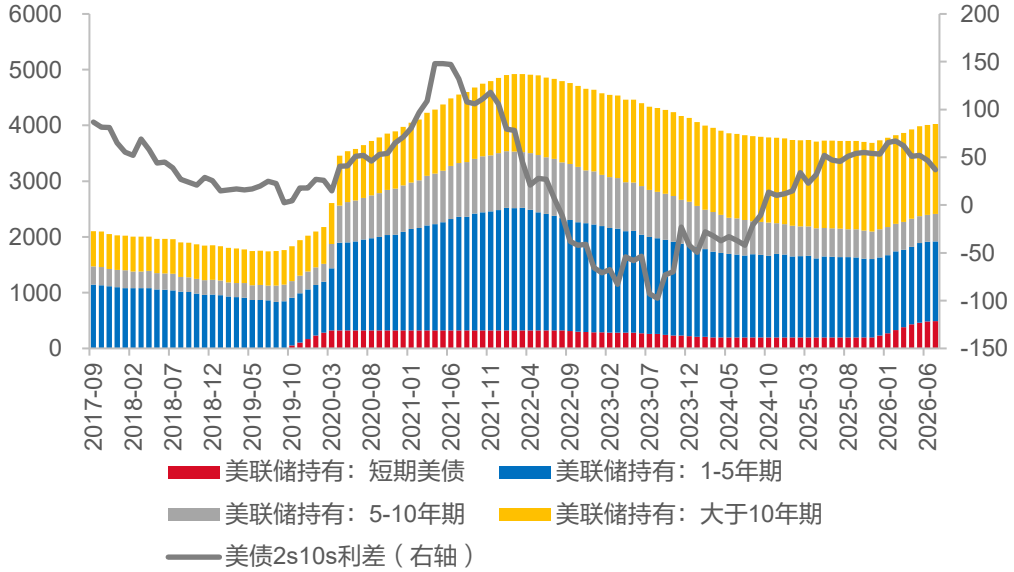
- 2026H1，美债2Y10Y利差已经明显收窄，收益率曲线呈现扁平化。核心因素是上半年从降息预期转为了加息预期。
- 就业稳定，通胀压力放缓的组合，美联储主席沃什的重要改革措施大概率明年才会逐步落地，市场目前计价的年内加息预期仍有可能被消减，短端利率或趋于下行。但长端利率或受财政压力以及期限溢价主导回归等影响而维持相对高位。**整体收益率曲线可能从扁平化走向陡峭化。**

2026H1美债收益率曲线趋于扁平化，%，bp



资料来源：同花顺，东海证券研究所

美联储缩短国债久期，十亿美元



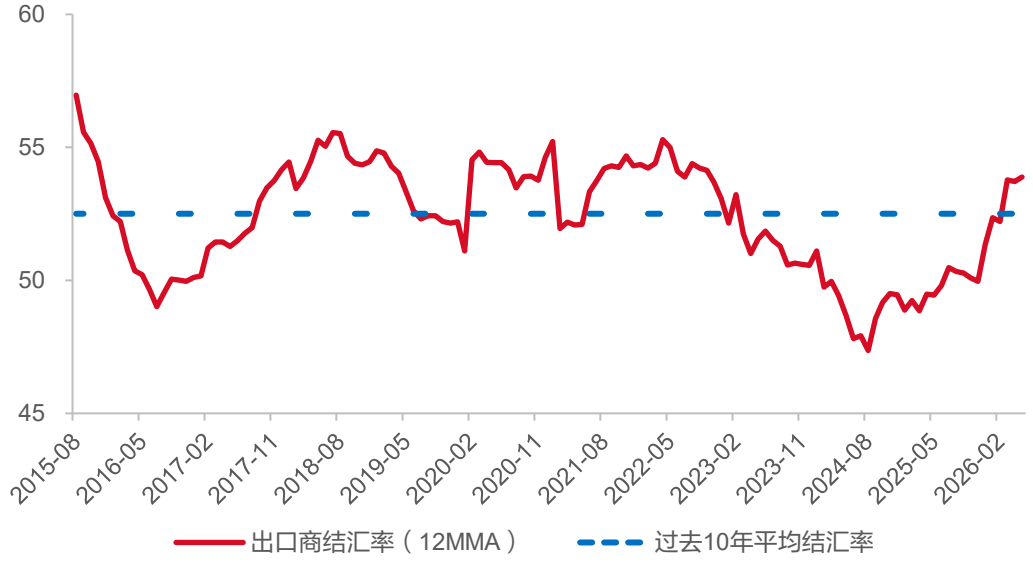
资料来源：FED，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

人民币汇率或继续稳步升值

- **出口仍有支撑。**虽然今年以来出口商结汇率中枢上行，但出口顺差绝对水平仍处于历史高位，待结汇规模可能仍有支撑。
- **人民币资产价值提升优势。**上半年美元走强，欧元、日元等非美货币贬值，人民币却走出独立性行情，是基本面上的映射。中美作为AI发展浪潮下的领军人，相对于其他经济体更具备比较优势；美伊冲突下，更加体现了国内供应链稳定及能源安全的优势。
- 美元指数上有顶下有底的区间波动，仍有可能形成阶段性扰动，不过总的来看，人民币或继续稳步升值。

出口商结汇率中枢有所上行，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

美元指数与人民币汇率



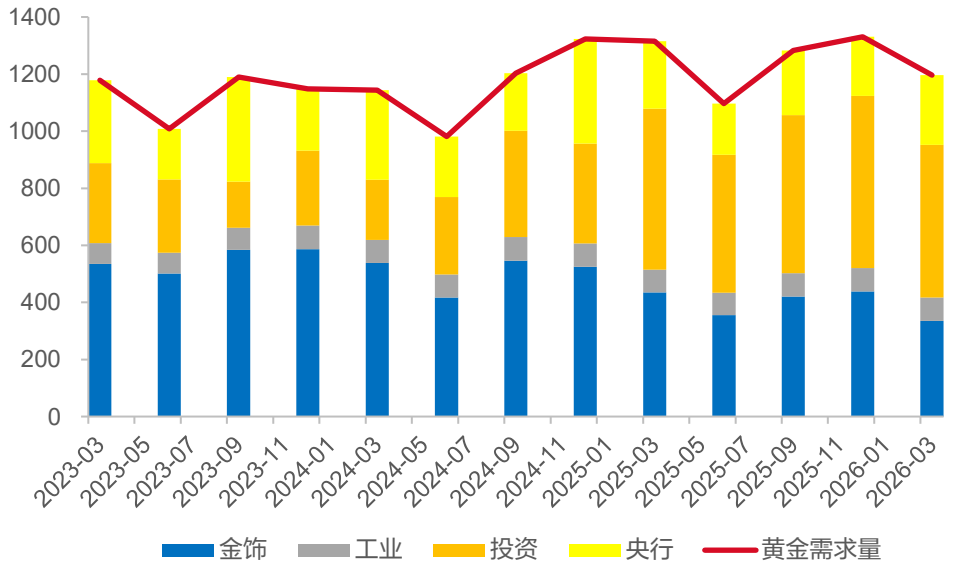
资料来源：同花顺，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金：短期再冲高有压力，长期仍有配置价值

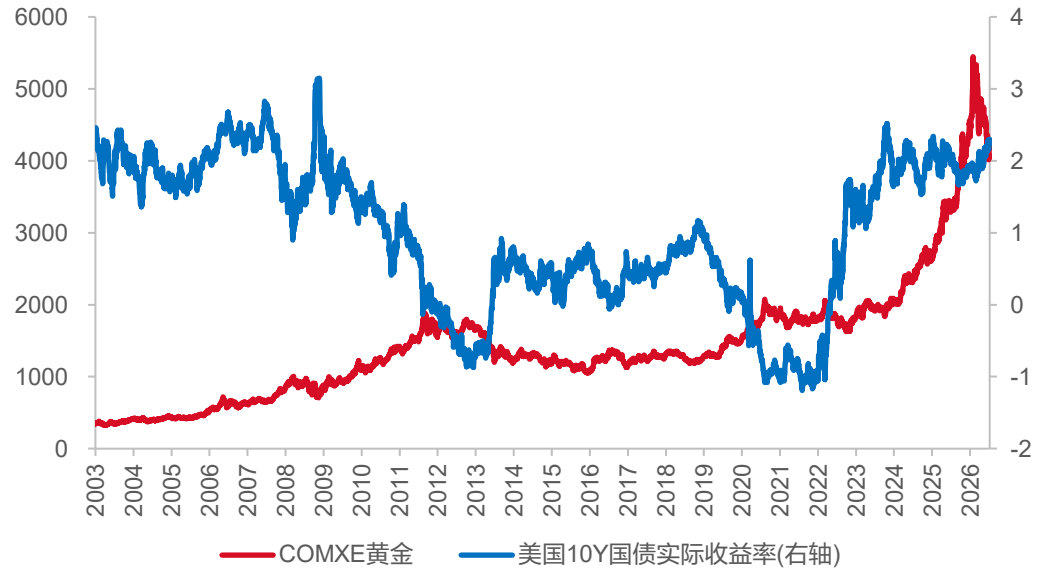
- **实际利率以及美联储加息预期短期可能对金价形成压力。**1月末以来黄金价格从历史高位回落调整，可能是传统定价框架的阶段性回归，至少短期来看对金价形成压制。
- **央行的购金需求仍在。**截至2026年6月，中国央行连续20个月增持黄金。
- **中期选举对黄金的影响。**选举前的政治博弈可能推动避险情绪利好黄金；若形成分裂国会，可能会形成美元短期的阶段性回流，利空黄金；但长期来看，财务上限、债务扩张等问题仍利好黄金。

全球黄金需求量，吨



资料来源：Wind，东海证券研究所

美债实际收益率与黄金价格，美元/盎司，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

CONTENTS

一、奋楫致新：国内新旧动能转换提速

二、价格修复不均衡，政策空间仍存

三、美国经济及中期选举展望

四、大类资产配置建议

五、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- **国内房地产投资下行风险。**房地产在中国GDP中的占比虽然逐年下降，但若外需出现风险，内需压力加大的情况下，房地产风险可能会更加凸显，进而导致居民信心下降，影响内需修复进程。
- **中东地缘政治局势风险超预期。**霍尔木兹海峡通航若存在反复，可能再次推高油价。高油价压力下，可能抬升美国通胀压力，使美联储不得不开启加息，收紧美元流动性。
- **美国中期选举的不确定性。**中期选举前政治博弈加剧，特朗普支持率若走低或促使其加大行政干预、施压美联储独立性；地缘风险也可能上升，政策不确定性外溢。
- **全球AI投资过热的风险。**当前全球AI领域资本开支大幅扩张，若出现新的技术迭代或是下游应用付费端不及预期，可能引发相关资产估值大幅回调，前期交易集中度过高易发生系统性风险，美国私募信贷也会暴露风险，进而冲击金融体系稳定。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8621）20333275

手机： 18221956989

传真：（8621）50585608

邮编： 200125

仅供内部参考，请勿外传！

东海证券
DONGHAI SECURITIES

Thanks For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同

东海证券　东海研究

www.longone.com.cn　400-8888-588