下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年上半年宏观与市场复盘

证券研究报告

2026 年 07 月 06 日

分析师

边泉水 S0800522070002

13911826169

bianquanshui@research.xbmail.com.cn

慈薇薇 S0800523050004

13916466506

ciweiwei@research.xbmail.com.cn

相关研究

以色列大选会成为中东地缘局势关键节点吗？ —海外政策周聚焦 2026-07-05

深入推进数字中国建设，算力领域有何新部署？—“洞察中国产业政策”系列研究之二 2026-06-30

如何看待英国首相的频繁换人？ —海外政策周聚焦 2026-06-28

内需放缓，名义 GDP 加快—6 月经济数据前瞻 2026-06-28

地缘视角看关键矿产投资—内外平衡下的特朗普关键矿产安全战略 2026-06-24

• 核心结论

一、2026 年"十五五"开局之年的上半年，国内宏观经济整体呈现出非对称复苏——生产强于需求、外需强于内需、上游快于下游、新经济热于旧经济。这种非对称格局贯穿了宏观经济运行的各个维度，也成为理解上半年资产定价逻辑的核心线索。

总量层面，政府工作报告将全年增长目标设定为 4.5%—5%，为调结构、防风险留出空间。一季度 GDP 同比增长 5.0%，实现平稳开局，但二季度经济动能边际转弱。结构层面，政策、出口、投资、生产等维度均验证新质生产力成为经济新的增长亮点，而相比外需，内需显露疲软，5 月社零在疫情后首次转负，以旧换新效应边际递减，房地产进入 U 型筑底，新房与二手房、一线与三四线城市分化显著。价格层面，PPI 受中东局势影响快速上翘，5 月同比上涨 3.9%，但 CPI 运行温和，上下游传导不畅，上游采掘业利润率大幅抬升而中下游稳中有落，呈现典型的非对称格局。

二、从宏观叙事来看，上半年市场交易环境经历了深刻转变。一方面，宏观叙事切换至 AI 超级周期下的 K 型分化；另一方面，地缘冲突和能源价格对政策预期和资产定价扰动极大。资产表现上，美债利率整体上行，权益成长（以日韩半导体产业链为代表）和油气类资产领涨；黄金、港股等受流动性冲击影响表现不佳；国内利率市场定价 K 型经济，长端利率震荡下行；美元整体强势，但人民币亦走出独立升值趋势。

从节奏上看，AI 超级周期与地缘能源冲击是两条交织的主线，上半年全球宏观环境和资产表现经历了三个阶段：

第一阶段（1—2 月）：温和开局。国内经济平稳，A 股以温和姿态起步，10 年期国债收益率先上后下；1 月 30 日特朗普提名沃什出任美联储主席，鹰派预期发酵，黄金见顶，而人民币走出独立升值行情。

第二阶段（3—5 月）：地缘冲击主导。2 月底美伊冲突升级，通胀预期升温压制长久期资产，股债跷跷板失效。4-5 月美伊谈判重启，中东冲突尾部风险消除，4 月上旬美股即收复 3 月跌幅，权益资产修复，AI 科技成为全球结构性反弹主线；K 型分化经济格局成为债市支撑，资金成本走低增配利率债动力上行。

第三阶段（6 月以来）：流动性预期再校准。6 月中旬美伊签署谅解备忘录，地缘溢价大幅出清。但美联储点阵图鹰派转向，欧央行、日央行同步加息，市场主线重回宏观流动性定价，美元指数走强。叠加 5-6 月季末资金面偏紧，AI 板块微观交易结构拥挤，微观波动率回升。

风险提示：全球经济形势变化、地缘政治扰动超预期、政策落地不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 上半年宏观经济回顾：非对称复苏 4
二、 2026 年上半年宏观叙事的转变和市场特征 8
2.1 第一阶段（1—2 月）：温和开局 9
2.2 第二阶段（3—5 月）：从地缘风险溢价到通胀预期 10
2.3 第三阶段（6 月以来）：流动性预期再校准 13
三、 宏观日历 15
四、 风险提示 16

图表目录

图 1：今年上半年高技术产业和 TMT 设备制造增加值增速较快 4
图 2：今年上半年出口中机电设备等品类增速较快 4
图 3：今年上半年基建累计增速与实物工作量表征较弱 4
图 4：2021 年以来投资中新老经济增速分化 4
图 5：今年上半年经济呈现“外热内冷”分化格局 5
图 6：以旧换新效应减弱，2026 年 5 月单月社零增速转负 5
图 7：今年上半年土地成交溢价率分化 5
图 8：今年上半年一线城市二手房价格环比增速转正 5
图 9：今年上半年中国 PPI 当月同比快速上涨，CPI 涨幅更温和 6
图 10：2026 年 5 月上游利润率明显抬升，但复苏仅是结构性的 6
图 11：2025 年以来 M1-M2 当月同比剪刀差收敛 6
图 12：2025 年以来企业现金流指标反映净融资能力回暖 6
图 13：今年上半年建安投资疲弱，设备更新政策效应边际下降，A 股非金融石化资本开支累计增速转正 7
图 14：今年 4-5 月工业企业连续两个月处于主动补库阶段 7
图 15：主要大类资产上半年涨跌幅和变动 8
图 16：2026 年上半年 A 股、债市、美元与原油走势 9
图 17：2026 年 1 月黄金价格见顶回落 10
图 18：1 月银行代客结售汇顺差高达 888 亿美元，人民币走强 10
图 19：2026 年初至今布油走势 10
图 20：今年 3-4 月 30Y-10Y 期限利差一度走扩 10
图 21：4 月 13 日美股收复了 3 月以后的跌幅 11
图 22：美债利率较美伊冲突前更高，定价通胀影响 11
图 23：DR007、逆回购利率和国债到期收益率表现 11
图 24：科创 50 较万得全 A 强势 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：2025 年下半年开始存储价格上行 12
图 26：美股科技巨头 CAPEX 规模与预期（百万美元） 12
图 27：布油价格曲线回落，市场定价地缘缓和 13
图 28：今年美国新增非农就业除了 2 月以外整体较稳健 13
图 29：美欧日中国家 CPI 同比 13
图 30：美欧日中国家核心 CPI 环比 13
图 31：G7 政策利率走势 14
图 32：5 月后美元转为走强，金价调整 14
图 33：中国央行 2026 年 3 月起收紧流动性 14
图 34：5-6 月银行体系流动性趋紧 14
图 35：7 月宏观日历 16

表 1：工业企业库存周期位置（2026 年 5 月） 7
表 2：A 股 2026 年上半年领涨申万二级行业与主题轮动：AI 科技与能源 12

下载日志已记录，仅供内部参考

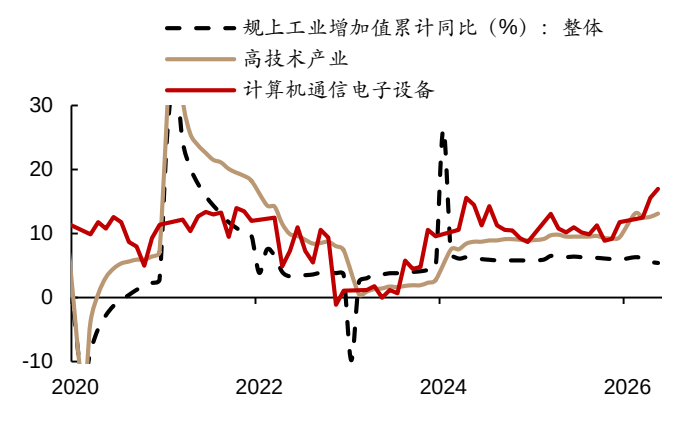
一、上半年宏观经济回顾：非对称复苏

2026 年是“十五五”开局之年，总量平稳开局，但呈现出非对称复苏——生产强于需求、外需强于内需、上游快于下游、新经济热于旧经济。这种非对称复苏，构成了理解今年中国经济运行的核心线索。

1、2026 年总量增长要求下降，转向高质量发展。今年政府工作报告对全年经济增长目标设定为 4.5%—5%，一季度中国 GDP 同比增长 5.0%，实现了平稳开局；但 Q2 以来经济动能边际转弱。**政策对科技的支持力度增强**，涉及“两重”建设、人工智能+行动、央行增加科技创新和技术改造再贷款额度、证监会宣布扩大科创板第五套标准适用范围至人工智能领域等举措。

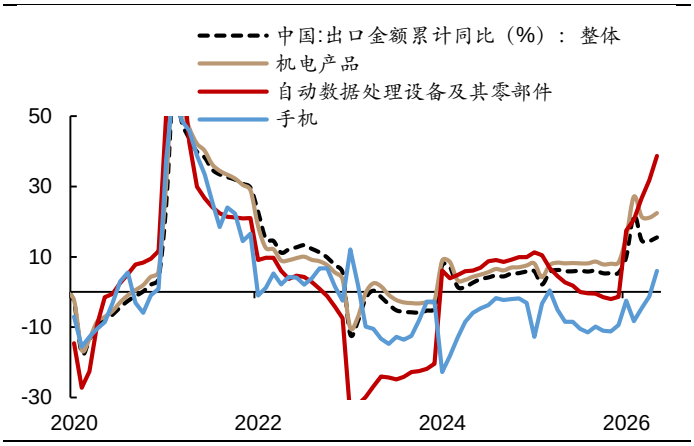
2、经济增长有赖于科技创新和制造，生产、投资、进出口等数据多维度验证新质生产力相关领域景气度强。生产端呈现出极为鲜明的分化态势，高技术产业工业增加值保持两位数增长，与整体增速走势分化。外需驱动力转至科技，AI 投资浪潮拉动机电产品、消费电子等品类出口。投资逻辑正从规模扩张向质量提升转变，高频数据反映基建实物工作量较弱，且资源在新旧经济中重新分配，高技术产业投资成为结构性亮点。

图 1：今年上半年高技术产业和 TMT 设备制造增加值增速较快



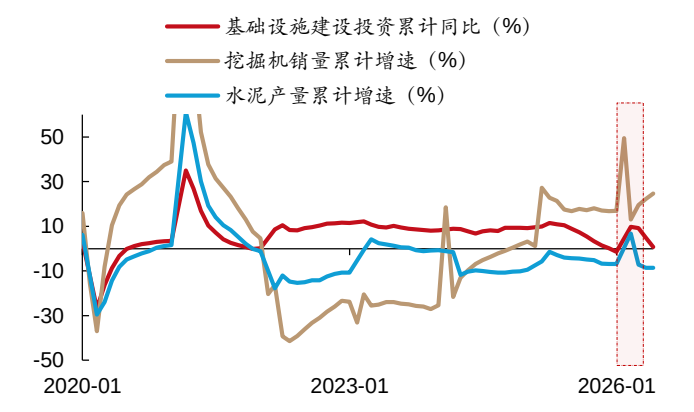
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：今年上半年出口中机电设备等品类增速较快



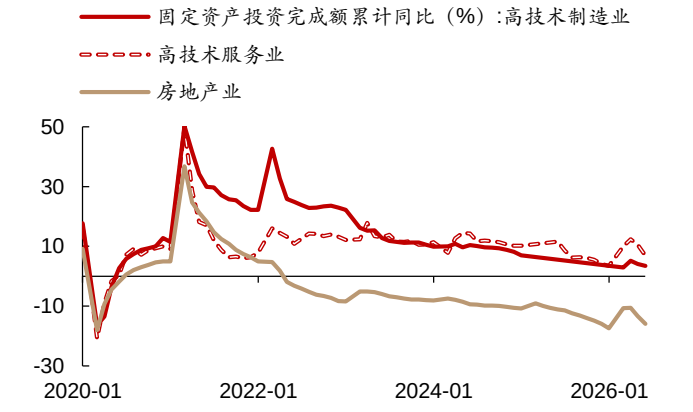
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：今年上半年基建累计增速与实物工作量表征较弱



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：2021 年以来投资中新老经济增速分化

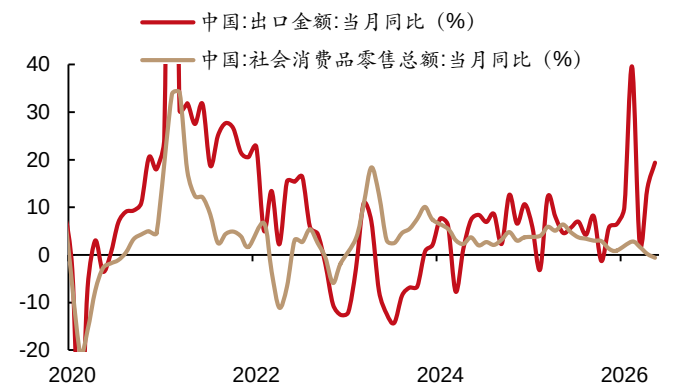


资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

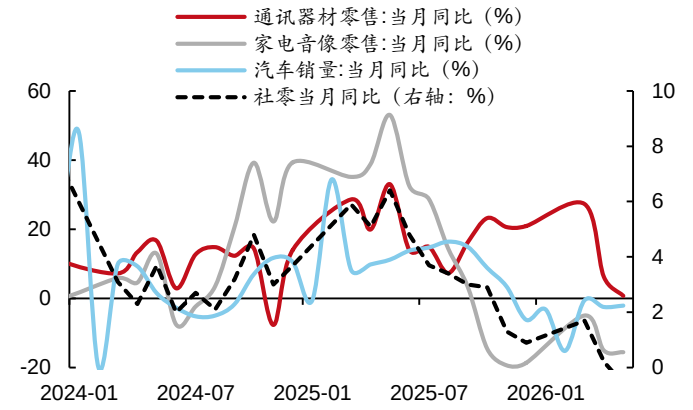
3、外需强、内需弱。外需是经济亮点之一。今年前 5 个月，我国货物贸易进出口同比增速上行至 15.3%，出口的韧性不仅体现在总量上，更体现在结构升级上。而居民整体还在去杠杆进程，5 月社零在疫情之后首次呈现负增长，以旧换新品类在基数效应下增长显著下降。房地产进入 U 型筑底，新房与二手房销售、一线城市与二三线城市之间均有结构分化。

图 5：今年上半年经济呈现“外热内冷”分化格局



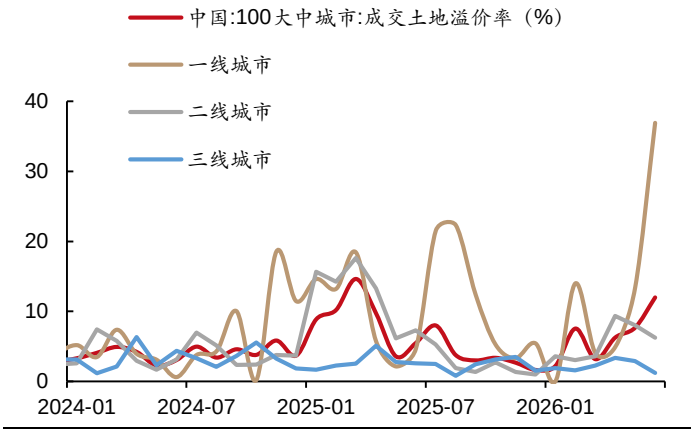
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：以旧换新效应减弱，2026 年 5 月单月社零增速转负



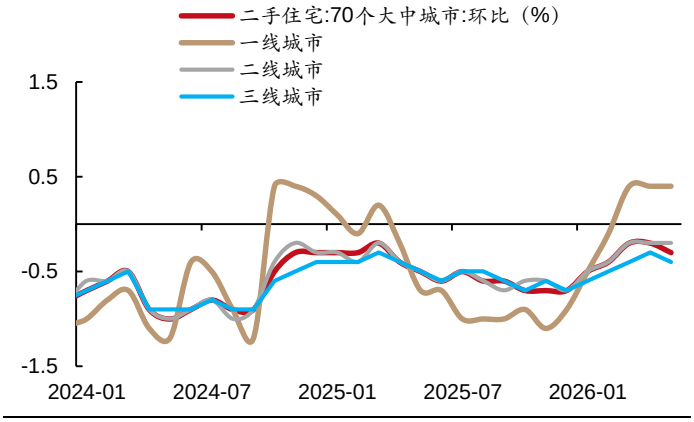
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：今年上半年土地成交溢价率分化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：今年上半年一线城市二手房价格环比增速转正

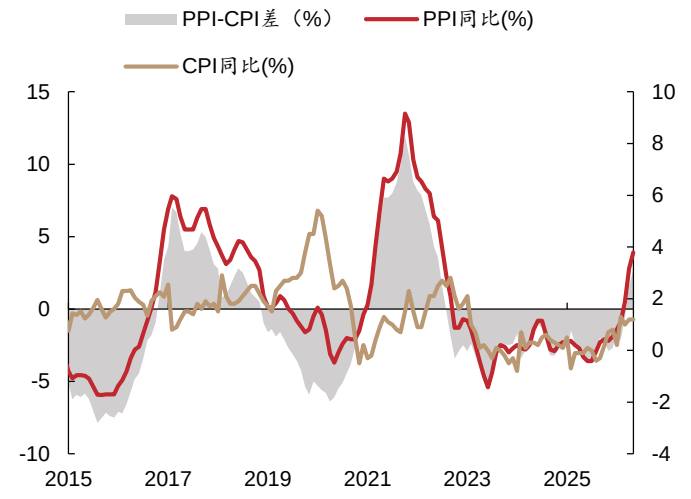


资料来源：Wind，西部证券研发中心

5、上游出现输入性通胀，但向下传导不畅，呈现出非对称的复苏态势。PPI 受中东局势影响明显上翘，5 月 PPI 同比上涨 3.9%。但下游 CPI 运行温和，今年 2-5 月 CPI 已经连续四个月处于 1%以上的水平。从工业企业利润率来看，上游采掘、中游材料板块盈利能力较去年上升，中下游整体稳中有落，也呈现出分化格局。

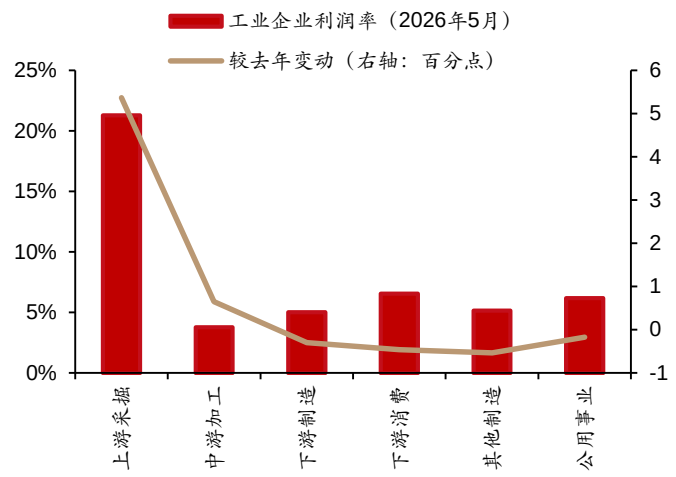
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：今年上半年中国 PPI 当月同比快速上涨，CPI 涨幅更温和



资料来源：Wind，西部证券研发中心

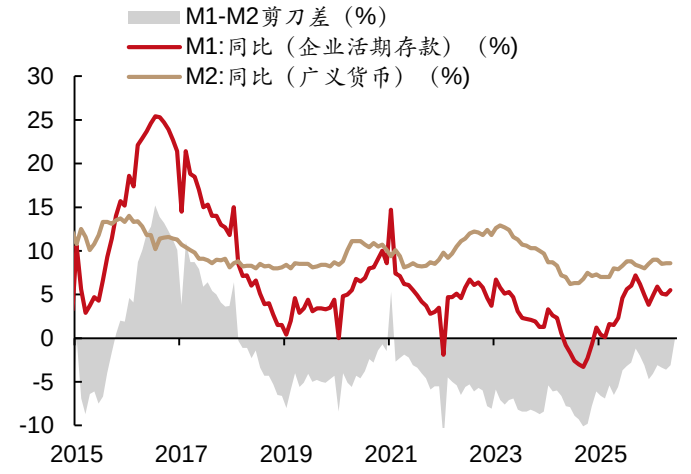
图 10：2026 年 5 月上游利润率明显抬升，但复苏仅是结构性的



资料来源：Wind，西部证券研发中心

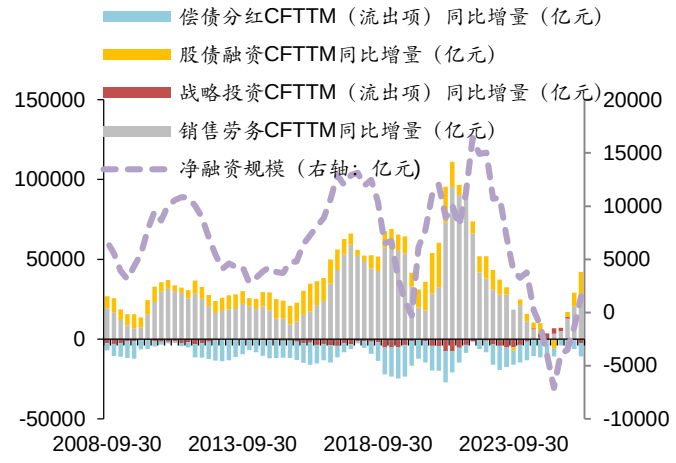
6、企业微观压力仍存，资本开支在纠结中回暖。5 月金融数据反映微观主体信贷整体仍偏弱，从但 M1-M2 剪刀差收敛以及企业现金流指标来看，企业资金活性回暖，新增融资对债务支出的覆盖能力优化，资产负债表出现修复信号。只看总量，4-5 月企业库存周期步入**主动补库**阶段，但主要补库行业集中在上游采掘和中游加工。

图 11：2025 年以来 M1-M2 当月同比剪刀差收敛



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：2025 年以来企业现金流指标反映净融资能力回暖

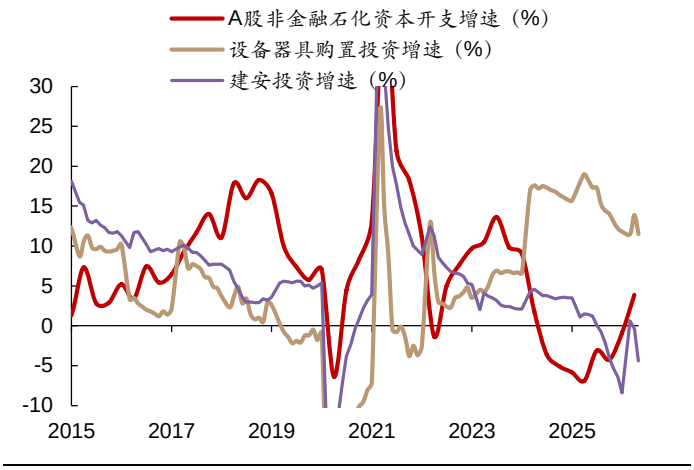


资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：净融资=股债融资-偿债分红 CFTTM

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：今年上半年建安投资疲弱，设备更新政策效应边际下降，A 股非金融石化资本开支累计增速转正



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：今年 4-5 月工业企业连续两个月处于主动补库阶段



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：工业企业库存周期位置（2026 年 5 月）

大类	行业	库存周期		营业收入累计同比（%）			库存同比(%)			库销比(%，库存增速-营收增速)			工业企业利润累计同比（%）			营销金业占比（%）		
		2026-05	2026-04	2026-05	2026-04	环比变动（百分点）	2026-05	2026-04	环比变动（百分点）	2026-05	2026-04	环比变动（百分点）	2026-05	2026-04	环比变动（百分点）	2026-05	2026-04	环比变动（百分点）
工业行业整体		主动补库	主动补库	5.5	5.2	0.3	8.8	6.7	2.1	3.3	1.5	1.8	18.8	18.2	0.6	31.0	32.4	-1.4
上游采掘	煤炭开采	被动去库	主动补库	6.7	3.7	3.0	-1.6	-0.2	-1.4	-8.3	-3.9	-4.4	33.5	21.0	12.5	45.4	47.7	-2.3
	油气开采	主动补库	被动去库	12.3	7.6	4.7	22.9	5.4	17.5	10.6	-2.2	12.8	17.2	8.1	9.1	18.1	19.7	-1.6
	黑色采矿	主动补库	被动补库	-6.8	-7.8	1.0	-2.5	-6.3	3.8	4.3	1.5	2.8	15.9	22.1	-6.2	42.6	43.9	-1.3
	有色采矿	被动补库	主动去库	36.7	36.9	-0.2	26.3	21.8	4.5	-10.4	-15.1	4.7	93.9	94.9	-1.0	28.8	29.2	-0.4
	非金属采矿	主动去库	–	-8.9	-7.0	-1.9	3.4	4.3	-0.9	12.3	11.3	1.0	15.1	31.0	-15.9	34.8	35.8	-1.0
	开采专业及辅助性活动	被动补库	–	-13.7	-13.4	-0.3	19.4	4.8	14.6	33.1	18.2	14.9	162.6	434.4	-271.8	55.2	56.8	-1.6
中游加工	木材加工	主动去库	主动去库	-15.1	-14.9	-0.2	-5.1	-4.2	-0.9	10.0	10.7	-0.7	-29.4	-22.8	-6.6	20.6	20.7	-0.1
	造纸	主动补库	被动去库	3.5	3.3	0.2	0.1	-3.3	3.4	-3.4	-6.6	3.2	23.5	18.7	4.8	29.9	31.4	-1.5
	燃料加工	主动补库	主动补库	2.8	0.0	2.8	20.3	11.8	8.5	17.5	11.8	5.7						
	化学制造	被动补库	主动补库	8.9	9.0	-0.1	11.6	7.6	4.0	2.7	-1.4	4.1	71.6	73.4	-1.8	26.6	28.0	-1.4
	化纤制造	主动补库	主动补库	0.3	0.2	0.1	4.0	-4.3	8.3	3.7	-4.5	8.2	136.9	103.0	33.9	26.8	28.4	-1.6
	橡胶塑料	主动补库	主动补库	1.6	0.9	0.7	2.2	-0.4	2.6	0.6	-1.3	1.9	-1.4	3.3	-4.7	25.4	26.8	-1.4
	黑色冶炼	主动补库	主动补库	-2.0	-2.6	0.6	12.5	10.1	2.4	14.5	12.7	1.8	-37.4	-51.5	14.1	33.4	36.3	-2.9
	有色冶炼	被动补库	被动补库	21.9	23.7	-1.8	32.7	29.4	3.3	10.8	5.7	5.1	117.1	117.8	-0.7	28.9	29.7	-0.8
	金属制品	主动补库	被动补库	1.9	1.4	0.5	8.1	6.5	1.6	6.2	5.1	1.1	-12.4	-13.8	1.4	29.3	30.8	-1.5
	非金属矿物制品	主动去库	主动去库	-10.7	-9.9	-0.8	-0.8	-0.7	-0.1	9.9	9.2	0.7	-48.9	-50.7	1.8	37.5	38.7	-1.2
下游制造	通用设备	主动补库	被动补库	4.0	3.8	0.2	6.1	3.8	2.3	2.1	0.0	2.1	-0.2	-0.6	0.4	28.2	30.3	-2.1
	专用设备	主动补库	被动补库	5.3	4.8	0.5	5.2	4.3	0.9	-0.1	-0.5	0.4	-5.5	-7.2	1.7	34.1	35.7	-1.6
	汽车制造	主动补库	主动补库	1.4	1.1	0.3	15.2	10.3	4.9	13.8	9.2	4.6	-19.8	-16.8	-3.0	30.3	31.3	-1.0
	交通设备	被动补库	主动去库	10.5	12.3	-1.8	6.5	2.7	3.8	-4.0	-9.6	5.6	5.2	7.5	-2.3	30.1	32.3	-2.2
	电气机械	被动补库	被动补库	8.4	9.0	-0.6	16.1	11.1	5.0	7.7	2.1	5.6	-13.7	-11.4	-2.3	32.9	34.4	-1.5
	TMT制造	主动补库	主动补库	17.1	15.7	1.4	10.2	10.0	0.2	-6.9	-5.7	-1.2	103.9	107.7	-3.8	36.0	37.9	-1.8
	仪器仪表	主动补库	被动补库	5.9	5.5	0.4	6.9	6.1	0.8	1.0	0.6	0.4	-4.9	-4.7	-0.2	35.3	37.9	-2.6
	设备修理	被动补库	–	13.2	13.3	-0.1	14.8	13.2	1.6	1.6	-0.1	1.7	11.1	18.9	-7.8	31.6	33.5	-1.8
下游消费	农副食品	主动去库	被动补库	3.0	4.0	-1.0	10.1	10.3	-0.2	7.1	6.3	0.8	-13.3	-11.8	-1.5	30.6	31.0	-0.3
	食品制造	被动补库	主动去库	5.5	6.5	-1.0	4.5	2.4	2.1	-1.0	-4.1	3.1	4.8	6.3	-1.5	30.0	30.3	-0.2
	酒水饮料	被动补库	主动去库	-7.2	-6.8	-0.4	4.1	3.9	0.2	11.3	10.7	0.6	-15.6	-14.3	-1.3	27.9	28.3	-0.4
	烟草制品	被动去库	被动去库	-1.8	-3.1	1.3	2.5	7.8	-5.3	4.3	10.9	-6.6	-5.3	-7.4	2.1	17.8	20.4	-2.6
	纺织	主动补库	主动补库	0.8	0.6	0.2	-0.4	-1.8	1.4	-1.2	-2.4	1.2	11.7	11.2	0.5	27.6	29.2	-1.6
	纺织服饰	主动去库	主动去库	-3.8	-3.4	-0.4	0.1	0.7	-0.6	3.9	4.1	-0.2	-11.4	-13.5	2.1	32.6	33.7	-1.1
	皮毛制品	被动补库	主动去库	-3.8	-3.1	-0.7	1.2	0.1	1.1	5.0	3.2	1.8	-18.7	-21.3	2.6	25.5	27.1	-1.6
	家具制造	被动去库	主动去库	-10.9	-10.7	-0.2	2.0	0.7	1.3	12.9	11.4	1.5	-58.4	-54.4	-4.0	34.3	34.8	-0.5
	印刷业	被动去库	主动去库	-1.8	-2.0	0.2	1.0	1.2	-0.2	2.8	3.2	-0.4	-14.7	-17.7	3.0	31.4	32.6	-1.2
	医药制造	被动补库	被动补库	-1.5	-0.2	-1.3	-3.9	-5.2	1.3	-2.4	-5.0	2.6	-1.3	-3.5	2.2	33.5	34.0	-0.5
	文娱体育用品	主动去库	被动补库	-3.1	0.0	-3.1	7.5	9.3	-1.8	10.6	9.3	1.3	-7.4	-14.2	6.8	29.9	30.8	-0.9
其他制造	其他制造	被动补库	被动补库	4.9	5.7	-0.8	15.7	3.8	11.9	10.8	-1.9	12.7	-5.6	3.8	-9.4	25.7	26.5	-0.8
公用事业	电力热水	被动补库	被动去库	0.8	0.2	0.6	-16.9	-7.2	-9.7	-17.7	-7.4	-10.3	-2.7	-1.9	-0.8	28.1	29.9	-1.8
	燃气	被动去库	被动去库	0.6	-1.1	1.7	-21.5	-14.5	-7.0	-22.1	-13.4	-8.7	9.0	5.2	3.8	29.4	29.4	-0.1
	水务	被动补库	被动补库	-3.0	-2.5	-0.5	-2.4	-4.0	1.6	0.6	-1.5	2.1	-2.4	-7.2	4.8	31.4	33.4	-2.0
	废弃资源综合利用	被动补库	被动补库	2.3	3.7	-1.4	12.7	12.3	0.4	10.4	8.6	1.8	103.4	121.2	-17.8	36.7	38.6	-1.9

资料来源：Wind，同花顺，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

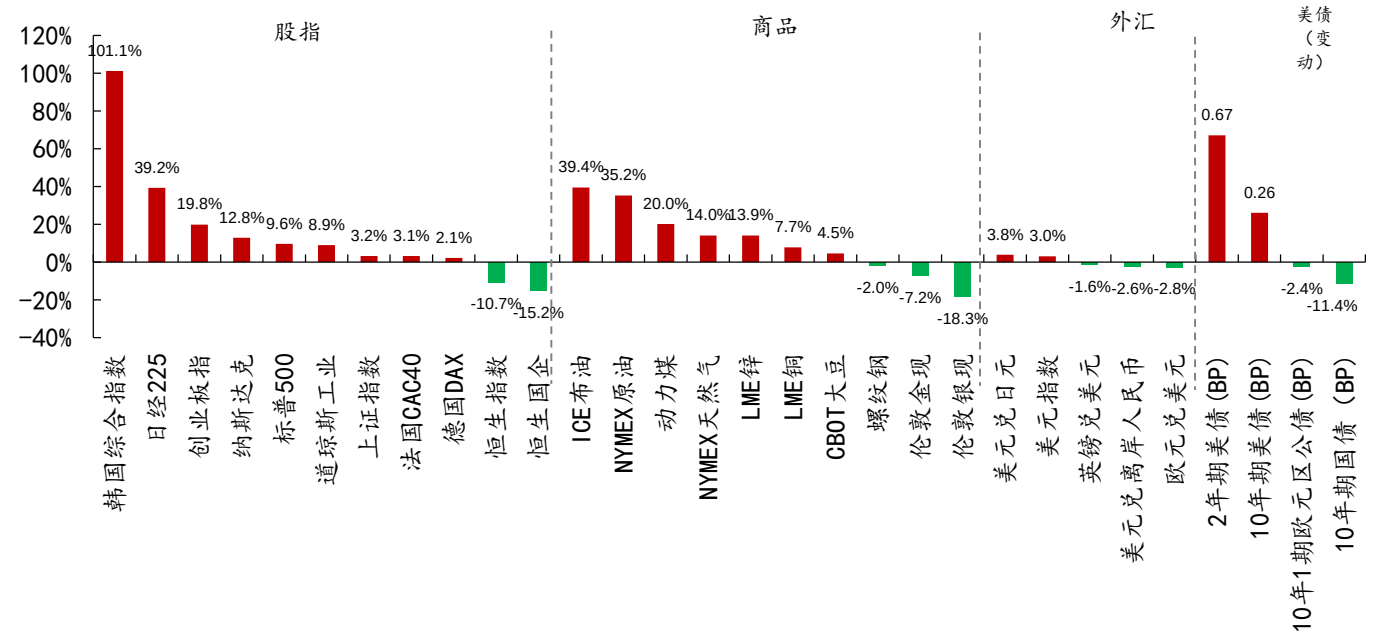
下载日志已记录，仅供内部参考

二、2026年上半年宏观叙事的转变和市场特征

今年上半年宏观交易环境和去年市场研判的也有较大区别。一方面，宏观叙事切换至 AI 超级周期下的 K 型分化，二是地缘和能源价格对政策预期和资产定价扰动较大。

从主要资产的走势来看，美债利率整体上行，表现领先的资产包括权益成长（日韩股市为代表）、油气等，而黄金、港股等资产受流动性冲击影响表现不佳；国内利率市场定价 K 型经济，长端利率震荡下行；美元整体表现强势压制非美货币，但人民币亦处于独立升值趋势。

图 15：主要大类资产上半年涨跌幅和变动



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从节奏上来看，2026 年上半年的全球宏观环境和资产轮动大致经历了三个阶段：

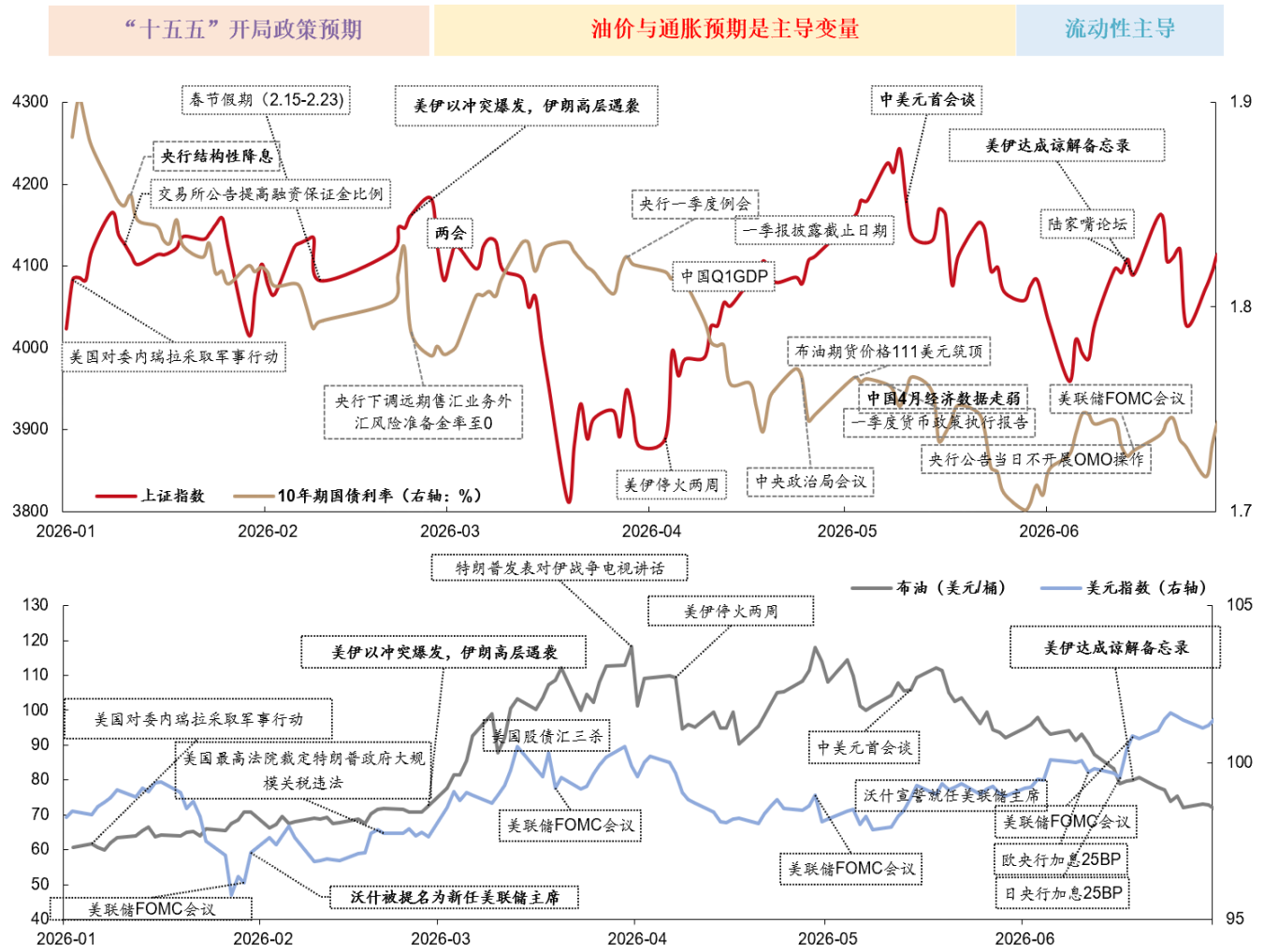
1、1-2 月宏观经济平稳，A 股延续跨年行情，10 年期国债收益率先上后下。

2、3 月地缘局势主导市场风偏，霍尔木兹海峡阶段性封锁，布伦特原油价格快速上涨压制全球股债表现。4-5 月地缘风险缓和，油价和美元回落，权益资产修复，AI 科技成为全球结构性反弹主线。债市方面，基本面边际转弱与流动性宽松共振，长端利率下行，期限利差压降。

3、6 月流动性预期再校准，行情博弈趋于复杂。6 月中旬美伊签署谅解备忘录，市场定价逻辑从地缘溢价转向流动性。全球流动性边际趋紧，央行加强流动性回笼，AI 板块交易拥挤度攀升，宏观微观流动性加大市场波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：2026 年上半年 A 股、债市、美元与原油走势



资料来源：中国政府网、外交部、上交所、新华社、央视新闻、财联社、经济参考报、中国新闻网、新浪财经、华尔街见闻、Wind、Bloomberg，西部证券研发中心

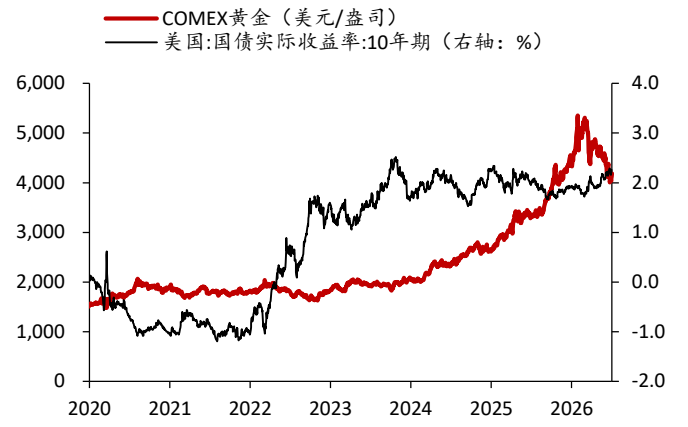
2.1 第一阶段（1—2月）：温和开局

“十五五”开局之年，A 股市场以温和姿态起步，人民币升值动能强。1 月 14 日，沪深北交易所公告提高融资保证金比例，这一举措旨在抑制杠杆资金过快流入，防范市场过热风险，A 股随后在窄幅区间内运行，等待后续经济数据和政策、会议带来的进一步指引。1 月 15 日央行宣布下调再贷款、再贴现利率，是上半年比较具有实质性的结构性宽松操作。人民币汇率年初以来表现出极强的独立升值动能，1 月银行代客结售汇顺差高达 888 亿美元，创下历史次高。

海外方面，1 月 30 日特朗普提名美联储前理事凯文·沃什出任下一任美联储主席，成为本阶段最重要的外部变量。沃什以鹰派立场著称，市场对美联储“改革预期”在年内随后发酵。对资产而言，1-2 月美元也走出了 N 字形态，在 1 月底开始走强（至 3 月底），而国际黄金则在 1 月底触及 5700 美元后步入较长的回调周期。地缘风险虽有暗流涌动，但尚未成为定价的主线索。

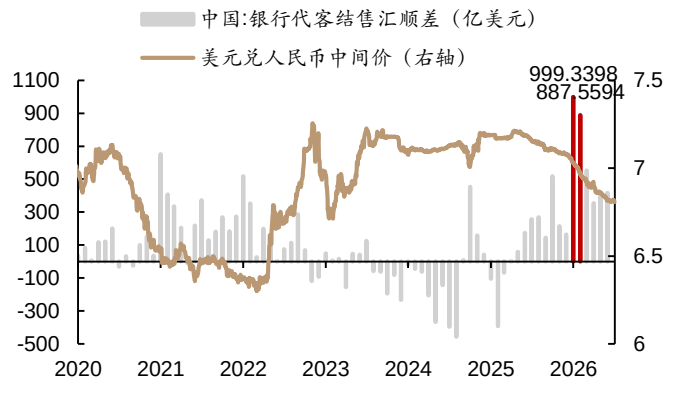
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：2026 年 1 月黄金价格见顶回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18：1 月银行代客结售汇顺差高达 888 亿美元，人民币走强



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 第二阶段（3—5月）：从地缘风险溢价到通胀预期

核心的锚点在于油价、通胀预期，这取决于中东局势边际降温的拐点（事后来看，3 月初市场低估了中东战事的长期化特征），以及霍尔木兹海峡开通的时间。

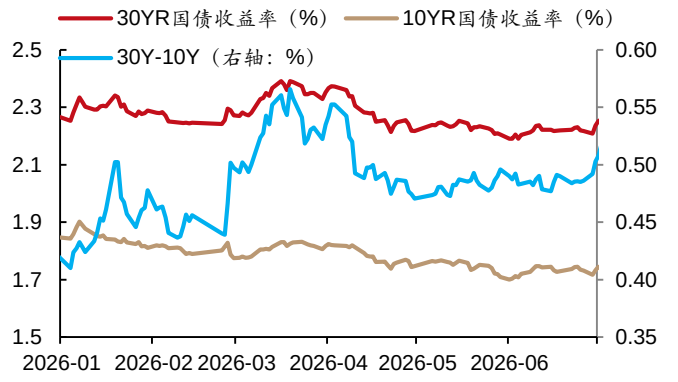
3 月地缘冲突成为绝对主导变量，核心的锚点在于霍尔木兹海峡开放的时间，长久期资产承压，股债跷跷板效应失效。ICE 布油从 2 月 26 日至 5 月 4 日累计上涨了 77.74%（最低 62 美元到最高 111 美元）。国际油价走高引致通胀预期升温，因此海外长端利率快速上行，而股市和黄金等资产则定价了宏观流动性的见顶和风险溢价的双重打击，股债相关性出现了失效。国内权益市场亦受风险偏好冲击，30Y-10Y 期限利差一度高达 55BP，叠加特朗普推迟访华，市场避险情绪升温。

图 19：2026 年初至今布油走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20：今年 3-4 月 30Y-10Y 期限利差一度走扩

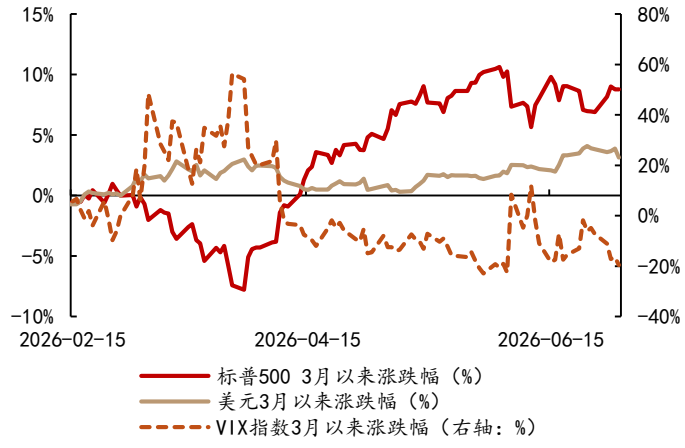


资料来源：Wind，西部证券研发中心

4 月后中东冲突尾部风险逐步消除，修复窗口期如期而至。4 月 8 日美伊外交谈判重启，而 4-5 月面对美伊“边打边谈”，市场修正对于美伊冲突会快速结束的判断。随着中东局势极端风险消除，风险资产也开始修复。4 月上旬美股就修复了 3 月以后的跌幅，美元的收益也被抹平，反映地缘溢价边际消退。而通胀预期抬升对经济和政策影响有待评估，这个时候市场对美联储政策路径的定价由“何时降息”转向“是否加息”，美债利率水平仍高于 2 月水平。

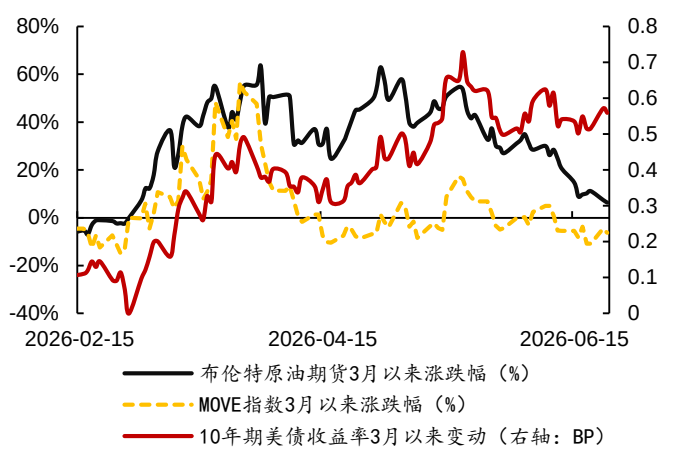
下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：4 月 13 日美股收复了 3 月以后的跌幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

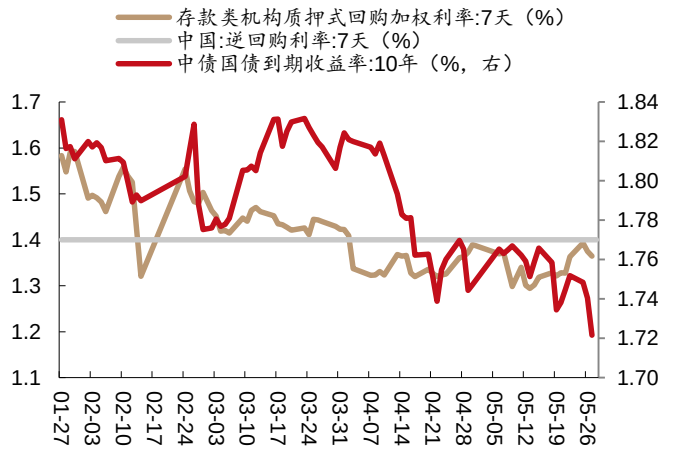
图 22：美债利率较美伊冲突前更高，定价通胀影响



资料来源：Wind，西部证券研发中心

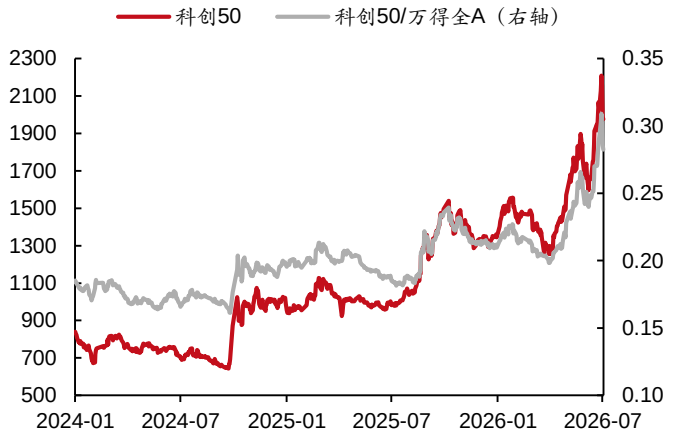
国内方面，经济数据反映中国经济呈现“外热内冷”的不均衡复苏，这种 K 型分化的经济格局也成为 A 股科技股和债市的共同支撑。4-6 月海内外科创板块超额收益显著，AI 硬件景气成为资金共识，今年 2 月 SK 海力士称 2026 年存储市场全面卖方主导，HBM 产能售罄，且 AI 驱动的存储短缺从高端 HBM 外溢到 DDR5；海外科技龙头今年 CAPEX 增速预计较 2025 年进一步提速。债市方面，DR007 明显低于 7 天逆回购利率，资金成本走低使得增配利率债的动力上行。

图 23：DR007、逆回购利率和国债到期收益率表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 24：科创 50 较万得全 A 强势

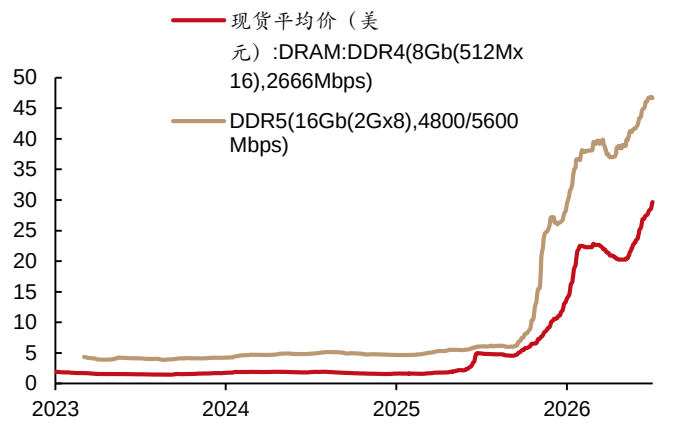


资料来源：Wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

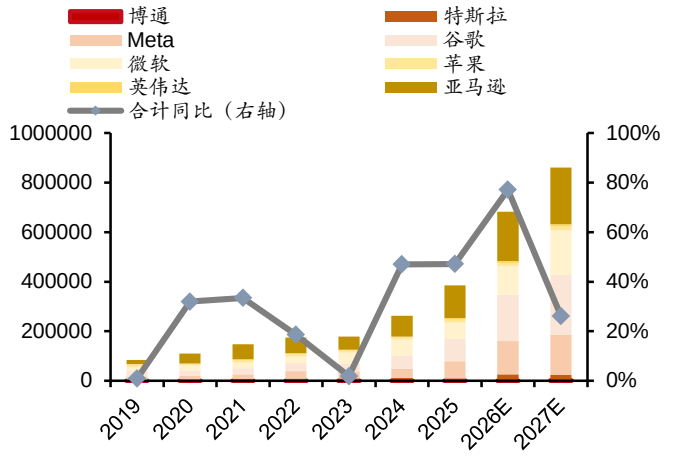
下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：2025 年下半年开始存储价格上行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 26：美股科技巨头 CAPEX 规模与预期（百万美元）



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

表 2：A 股 2026 年上半年领涨申万二级行业与主题轮动：AI 科技与能源

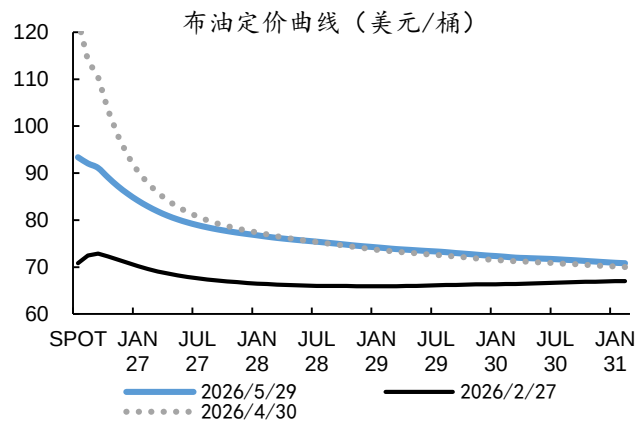
指数排行	1月		2月		3月		4月		5月		6月	
	申万二级	WIND热门主题	申万二级	WIND热门主题	申万二级	WIND热门主题	申万二级	WIND热门主题	申万二级	WIND热门主题	申万二级	WIND热门主题
1	贵金属	先进封装	小金属	培育钻石	国有大型银行II	央企银行	元件	覆铜板	元件	培育钻石	电子化学品II	半导体材料
2	广告营销	黄金珠宝	玻璃玻纤	玻璃纤维	电池	光模块(CPO)	玻璃玻纤	光模块(CPO)	玻璃玻纤	覆铜板	玻璃玻纤	HBM
3	油服工程	稀有金属精选	非金属材料II	稀土	乘用车	火电	航海装备II	锂矿	通信设备	玻璃纤维	半导体	半导体设备
4	小金属	小红书平台	综合II	稀有金属精选	调味发酵品II	锂电电解液	半导体	光电路交换机(OCS	非金属材料II	电路板	光学光电子	中芯国际产业链
5	工业金属	存储器	航海装备II	覆铜板	农商行II	央企煤炭	通信设备	超硬材料	半导体	HBM	其他电子II	工业气体
6	化学原料	拼多多合作商	冶钢原料	超硬材料	股份制银行II	光伏逆变器	电子化学品II	玻璃纤维	自动化设备	火电	小金属	半导体硅片
7	饰品	工业金属精选	元件	特高压	煤炭开采	仿制药	消费电子	GPU	电子化学品II	半导体设备	元件	覆铜板
8	半导体	锗镓锑墨	电网设备	小金属	城商行II	银行精选	能源金属	服务器	消费电子	半导体硅片	非金属材料II	先进封装
9	专业工程	模拟芯片	航运港口	电路板	电力	水电	其他电子II	光芯片	光学光电子	国家大基金	橡胶	晶圆产业
10	玻璃玻纤	TOPcon电池	照明设备II	锂矿	通信设备	光通信	环保设备II	半导体设备	电力	超硬材料	工程咨询服务II	半导体精选
11	农化制品	Kimi	环保设备II	稀土永磁	铁路公路	抗生素	自动化设备	半导体精选	其他电子II	存储器	通信设备	国家大基金
12	风电设备	油气开采	航空装备II	钙钛矿电池	基础建设	钠离子电池	照明设备II	电路板	金属新材料	先进封装	金属新材料	半导体产业
13	装修建材	虚拟人	普钢	虚拟电厂	航运港口	高送转	非金属材料II	光通信	照明设备II	半导体精选	自动化设备	OLED
14	数字媒体	小金属	电子化学品II	智能电网	化学制药	电力股精选	电池	ASIC芯片	通用设备	光通信	塑料	光刻机
15	电子化学品II	半导体设备	特钢II	TOPcon电池	白酒II	航运精选	其他电源设备II	半导体材料	光伏设备	晶圆产业	通用设备	培育钻石
16	种植业	半导体精选	其他电源设备II	中船系	食品加工	煤炭开采精选	计算机设备	高速铜连接	塑料	光模块(CPO)	医疗服务	存储器
17	游戏II	BC电池	金属新材料	火电	照明设备II	磷酸铁锂电池	塑料	存储器	其他电源设备II	GPU	军工电子II	模拟芯片
18	电网设备	汽车芯片	通用设备	光热发电	中药II	动力电池	航天装备II	培育钻石	电网设备	半导体材料	证券II	新型显示技术
19	动物保健II	化学原料精选	农化制品	锗镓锑墨	房屋建设II	干细胞	小金属	半导体产业	铁路公路	电力股精选	化学制品	IGBT
20	影视院线	稀土	能源金属	光通信	非白酒	锂矿	专用设备	锂电正极	专用设备	IGBT	计算机设备	第三代半导体

资料来源：Wind，西部证券研发中心

此外，5 月进一步看到的几个变化包括：1）布伦特原油期限溢价较 4 月高位明显回落，且期货曲线形态显示近月油价下降，市场对中期供给恢复和地缘降温有较强信心。2）5 月披露的 4 月发达国家通胀数据出现了上升，后来的数据验证核心通胀数据温和，5 月海内外核心通胀数据环比下降，中东冲突以来全球经济韧性超预期。3）中美元首会晤，确定建设性战略稳定关系，地缘不确定性有所下降。

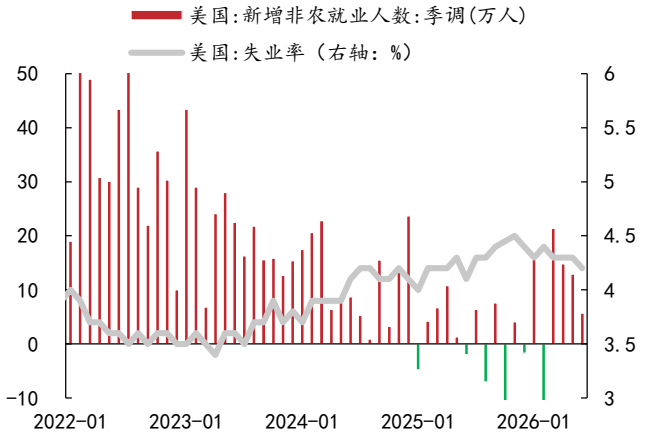
下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：布油价格曲线回落，市场定价地缘缓和



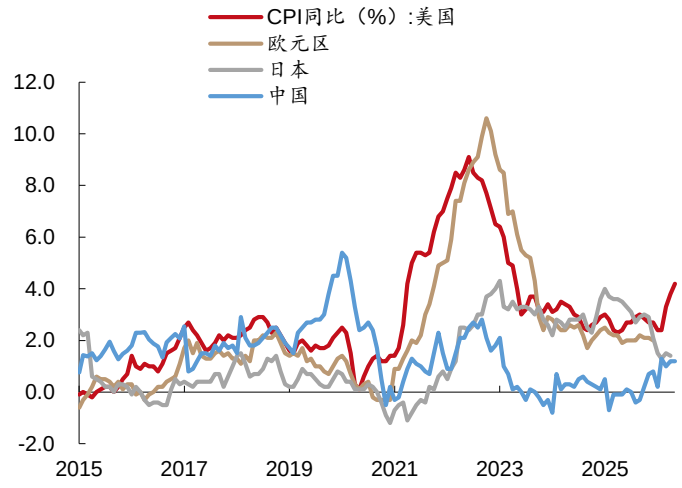
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 28：今年美国新增非农就业除了 2 月以外整体较稳健



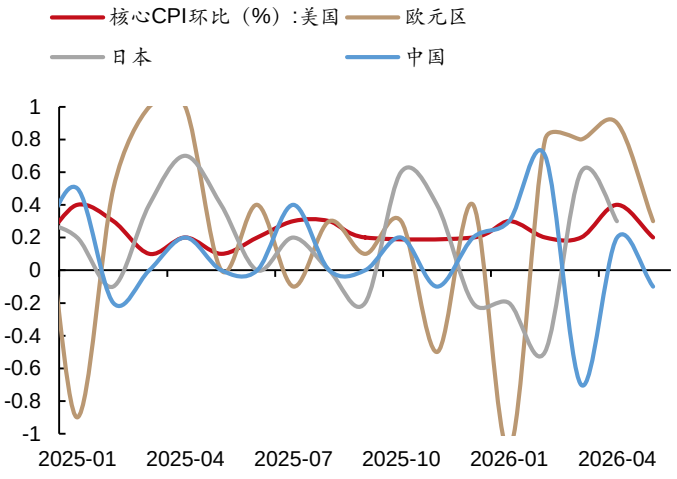
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 29：美欧日中国家 CPI 同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 30：美欧日中国家核心 CPI 环比



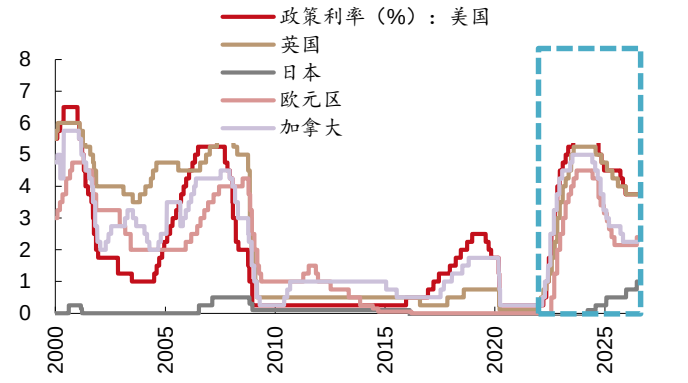
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 第三阶段（6月以来）：流动性预期再校准

6 月中旬，美伊签署谅解备忘录，霍尔木兹海峡恢复通航预期升温，地缘溢价快速出清，市场定价逻辑从地缘溢价转向流动性。6 月海外央行加息走向现实，但是市场前期对此定价已经比较充分。欧央行加息 25 个基点至 2.25%，近三年首次加息，日本央行加息 25 个基点至 1.0%。更大的边际变化还是来自美联储 6 月议息会议，虽然维持利率按兵不动，但点阵图出现了鹰派倾向的显著上移（9 名官员支持年内加息），2026 年底利率中位数上修至 3.8%。新任主席沃什在首秀中宣布放弃前瞻指引，转而设立五大改革工作组，标志着美联储决策范式从“管理市场预期”向“依赖实时数据和经济现实”的深刻转变。受此影响，美元指数走势偏强，黄金在 6 月中下旬进一步跌破 4000 美元/盎司的关键关口。

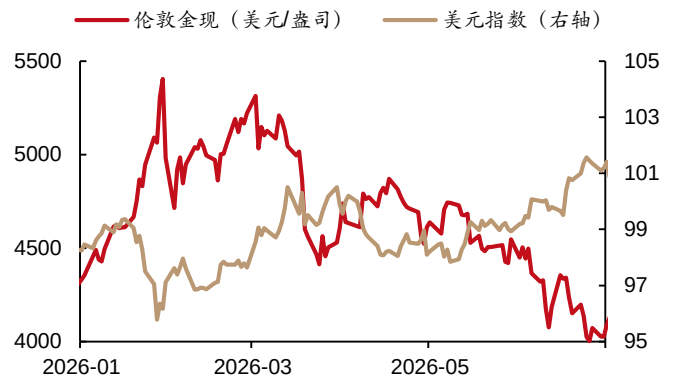
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：G7 政策利率走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

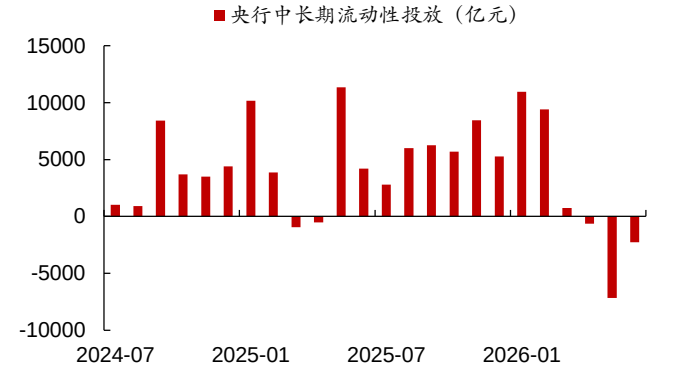
图 32：5 月后美元转为走强，金价调整



资料来源：Wind，西部证券研发中心

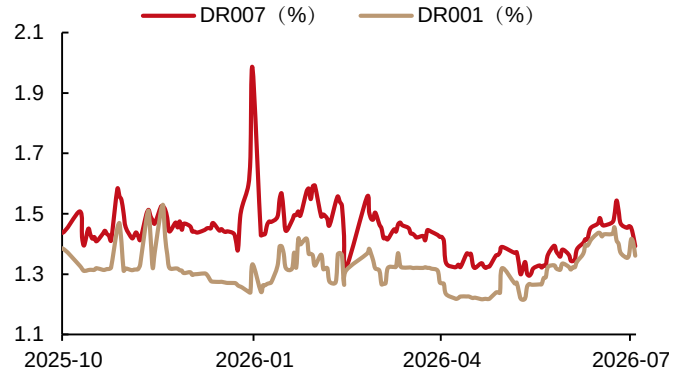
国内资金面同样经历了由松到紧的转变。自 2026 年 3 月以来，央行持续回收流动性，季末资金面整体偏紧，6 月 3 日，央行公告当日不开展 OMO 操作，年内 LPR 连续 6 个月维持不变。股市方面，SpaceX 以每股 135 美元发售 750 亿美元股票，创全球最大 IPO 纪录，国内科技微观交易结构拥挤，微观波动率回升。

图 33：中国央行 2026 年 3 月起收紧流动性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 34：5-6 月银行体系流动性趋紧



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

展望 7 月，有几个关注点：

1、**美国经济整体呈现出经济韧性，通胀粘性的特征。**美国 2 月非农就业修正后减少 15.6 万人，但随后 3-5 月就业明显修复。美国 5 月 PPI 超越 6%的门槛，而 CPI 已经达到 4.2%的水平。基于地缘局势缓和背景下，如果能确认美国通胀同比高点已经出现，下半年海外宏观定价逻辑可能回归到“金发姑娘”情景，但关税扰动、中期选举等风险事件扰动。

2、**全球货币政策正步入重数据的新周期。**海外加息预期仍然会摇摆，近期 6 月非农数据仅新增 5.7 万人，市场削减美联储加息押注。

3、**下半年中国外需保持韧性的同时，内生增长动能有望进一步改善，K 型分化格局可能会继续延续。**国内货币政策保持审慎，降准降息空间收敛，结构性工具成为主要发力点，若经济动能继续走弱政策支持有望加强。

4、**K 型分化格局是股市结构性行情（K 型向上的部分）与债市（K 型向下的部分）的共同支撑。**对于债市来说，季末扰动后资金面边际转暖，下半年利率波动幅度则相对有限。股市微观流动性来看，市场在长期科技主线和短期交易拥挤间寻求再平衡，资本开支股市短期难证伪（可能要看 2027 年的 1 月新财年的资本开支），另外短期事件包括 SK 海力士（纳斯达克 ADR）与长鑫科技（科创板已过会）前后脚 IPO。

三、宏观日历

本周关注：

中国 6 月官方储备、CPI、PPI、金融数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：7 月宏观日历



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：若无注明，日期均为北京时间

四、风险提示

1、全球经济形势变化，影响国内需求复苏。

2、地缘政治扰动超预期，导致市场预期出现变化。

3、政策落地不及预期，导致经济达成目标难度加大。



下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。