仅供内部参考，请勿外传！

“患得患失”or“砥砺前行”？

证券研究报告
2026 年 07 月 09 日

大类资产复盘笔记（2026Q2）

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526010002
wangshuhui@tfzq.com

相关报告

1《投资策略：黄金 4000 保卫战-港股策略周观察》 2026-07-06

2《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2026-07-06

3《投资策略：A 股策略周报-国内景气回升，美联储加息或后移》2026-07-05

大类资产回顾：全球股指多数收涨，商品冲高后加速下行

1）大类资产总览：二季度，A 股冲高回落转入震荡，5 月沪指站上 4200 点后回落，6 月宽幅震荡。中债利率回落跌破 1.8%，季末接近 1.7%，商品指数冲高回落，6 月加速下行，全球股指多数收涨。2）A 股：二季度主要宽基指数普遍收涨，6 月指数分化加剧，风格方面仅成长大幅收涨，行业方面电子、通信、建筑材料领涨。4 月算力、锂电池景气度交易走强；5 月 AI 硬件链产业催化密集，算力通胀继续发酵；6 月算力通胀继续向上游扩散，AI 链和非 AI 分化加剧。3）债券：二季度长端利率回落接近 1.7%，短端利率震荡跌至接近 1.1%，短端利率下行幅度更大，期限利差走阔，信用利差震荡回落。10 年期国债利率和存单利率剪刀差收窄。4）商品：二季度南华工业品指数震荡回落，6 月加速下行。黄金持续下行，原油冲高回落跌破 80 美元/桶。5）海外权益：二季度全球股指多数收涨，美股三大指数均收涨，欧股涨幅分化，亚太股指分化，韩国综合指数涨近 70%，恒生指数表现弱于上证指数。6）美债：短端、长端美债利率均回升，10 年期利率一度突破 4.5%，期限利差收窄，中美利差走阔。

A 股：A 股冲高回落、板块分化加剧，成交量升至高位

1）基本面：一季度开门红过后，二季度经济数据温和回落，PPI 同比大幅回升，进出口保持高增长。2）宏观流动性：3-5 月社融 TTM 同比持续回落，4 月转负。二季度货币整体宽松，6 月边际收紧。3）微观资金：二季度两市成交额回升至 3 万亿以上，成交回暖，南向资金探底回升，北向资金、ETF 成交额持续回升，两融余额回升突破 3 万亿元。4）产业：AI 硬件端产业进展加速，算力通胀继续向上游材料端扩散。

海外市场：地缘扰动缓和，加息预期回升

1）地缘政治：6/15，美伊双方确认已达成谅解备忘录，6/22，美伊正式在瑞士启动会谈。全球地缘政治威胁指数高位回落，但仍高于美伊冲突前水平，全球地缘政治风险报道占比同样高位回落，地缘政治扰动趋于钝化。特朗普正式访华，两国元首同意构建“中美建设性战略稳定关系”。2）美国经济：美国通胀降温，ZEW 通胀指数 3 月达峰后连续回落，经济景气指数、零售销售同比持续回升，财政赤字同比基本走平，赤字压力下，财政扩张受阻。6 月美联储议息会议声明删除宽松倾向措辞，沃什首秀整体表态偏鹰，加息预期回升。

风险提示：地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 大类资产回顾：全球股指多数收涨，商品冲高后加速下行 4

1.1. 大类资产总览：A 股冲高回落，中债利率回落，商品指数冲高加速下行 4

1.2. A 股市场：宽基指数涨幅分化，成长风格领涨，中盘强于大小盘，通信、电子行业领涨 5

1.3. 债券：中债收益率震荡回落，期限利差走阔，信用利差震荡回落 7

1.4. 商品市场：黄金持续下行，原油冲高回落跌破 80 美元/桶 8

1.5. 海外权益：全球股指多数收涨，韩国股指领涨 10

1.6. 美债：美债利率回升，长债利率一度突破临界值，期限利差收窄，中美利差走阔 11

2. A 股：A 股冲高回落、板块分化加剧，成交量升至高位 13

2.1. 基本面：二季度经济数据回落，但 PPI 同比高增 13

2.2. 宏观流动性：二季度资金面整体延续宽松，6 月边际收紧 13

2.3. 微观资金：成交额回升至高位，两融余额突破 3 万亿元 15

2.4. 产业：AI 硬件端产业进展加速，算力通胀继续向上游材料端扩散 17

3. 海外市场：地缘扰动缓和，加息预期回升 18

3.1. 地缘政治扰动趋于缓和 18

3.2. 美国经济：通胀降温、景气回升 18

4. 风险提示 19

图表目录

图 1：A 股、商品、债券表现 4

图 2：大类资产表现跟踪 5

图 3：A 股上半年大事记 6

图 4：主要宽基指数走势 6

图 5：中信风格指数走势 6

图 6：申万大中小盘指数走势 7

图 7：主要指数走势 7

图 8：申万一级行业表现一览 7

图 9：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄 8

图 10：信用利差震荡回落 8

图 11：大宗商品涨跌幅 9

图 12：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性 9

图 13：主要商品指数 9

图 14：主要农产品走势 9

图 15：原油及主要工业金属走势 9

图 16：原油高位回落 10

图 17：COMEX 黄金震荡回落 10

图 18：全球主要股指涨跌幅 10

图 19：标普 500 指数涨跌幅 11

仅供内部参考，请勿外传！

图 20：恒生指数行业涨跌幅 11
图 21：AH 溢价指数季末回升至 120 以上 11
图 22：vix 指数一度突破 20 11
图 23：二季度美债计算出的隐含通胀冲高回落 12
图 24：二季度美债期限利差收窄 12
图 25：二季度中美利差走阔 12
图 26：宏观热力图 13
图 27：一季度全 A ROE（TTM）小幅企稳 13
图 28：一季度全 A 归母累计同比回升 13
图 29：社融结构 14
图 30：5 月社融 TTM 同比回落 14
图 31：5 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔 14
图 32：M1-M2 剪刀差收窄 14
图 33：政策利率 14
图 34：6 月 DR007 均值边际回升 15
图 35：DR007 同期整体低于 2023-2025 年 15
图 36：新发基金情况 16
图 37：二季度南向资金探底回升 16
图 38：二季度北向资金成交额持续回升 16
图 39：两融余额回升至 3 万亿元 16
图 40：ETF 成交额二季度持续回升 16
图 41：二季度涨幅靠前的概念指数 17
图 42：全球地缘政治风险指数高位回落 18
图 43：地缘政治风险报道 18
图 44：美国零售同比回升 19
图 45：美国财政赤字走平 19
图 46：美国失业金初请人数小幅走高 19
图 47：美国经济景气指数回升，通胀指数回落 19
图 48：短期密歇根通胀预期回落 19
图 49：美国经济意外指数回升 19

仅供内部参考，请勿外传！

1. 大类资产回顾：全球股指多数收涨，商品冲高后加速下行

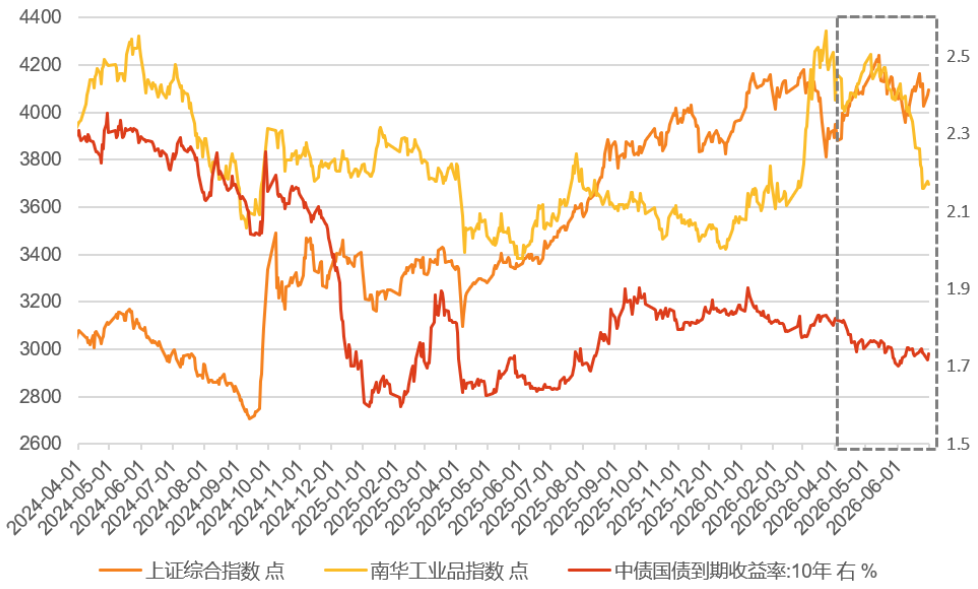
1.1. 大类资产总览：A 股冲高回落，中债利率回落，商品指数冲高加速下行

二季度，A 股冲高回落转入震荡，5 月沪指站上 4200 点后回落，6 月宽幅震荡。中债利率回落跌破 1.8%，季末接近 1.7%，商品指数冲高回落，6 月加速下行，全球股指多数收涨。

4 月 A 股持续回升，大盘表现回暖，市场情绪回升，市场对地缘扰动叙事逐步脱敏，业绩验证交易回归主线，4/14 沪指突破 4000 点，月末回归 4100 点，5 月 A 股冲高回落，五一节后市场情绪继续回升，5/11 沪指突破 4200 点，5/13-15 特朗普正式访华，利好事件落地叠加前期浮盈较多，5/21 沪指跌破 4100 点，6 月 A 股宽幅震荡，上半月沪指跌破 4000 点，下半月回升一度突破 4100 点，市场结构继续分化，创业板指优于沪指，且月内录得新高，6/30 沪指收于 4094 点，6 月收涨 0.63%，二季度收涨 5.2%。

债市方面，4 月十年期国债收益率震荡回落，依次跌破 1.8%、1.75%，5 月小幅冲高回落，维持在 1.7-1.8%区间内，月末收益率加速下行接近 1.7%，6 月收益率小幅回升，基本在 1.7-1.75%区间内，6 月收益率上行 2.4BP，二季度下行 8.4BP。商品方面，4 月美伊冲突烈度下降但陷入僵持，南华工业品指数探底回升，5 月指数震荡回落，随着美伊冲突缓和，6 月指数加速下行，6 月收跌 8.8%，二季度收跌 11.6%。二季度全球股指多数收涨，4、5 月修复回暖，6 月分化，二季度日经 225 指数、纳斯达克指数收涨 37.2%、21.4%。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图 2：大类资产表现跟踪

	资产类别	单位	2026/6/30	变化（除债券为BP外，均为%）				近期走势	2010以来			年化波动率（周）	2010以来波动率分位
				~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国：标普500		7499	1.8%	-1.1%	14.9%	9.6%		1023	7610	100%	3.94%	5.00%
	美国：纳斯达克		26214	2.4%	-2.8%	21.4%	12.8%		2092	27094	100%	7.90%	17.90%
	德国：DAX		24996	0.4%	-0.4%	10.2%	2.1%		5072	25581	99%	11.26%	34.30%
	法国：CAC40		8404	0.8%	2.7%	7.5%	3.1%		2782	8621	100%	6.06%	9.30%
	日本：日经225		70062	0.4%	5.6%	37.2%	39.2%		8160	72366	100%	24.59%	81.60%
	英国：FT100		10497	0.7%	0.8%	3.2%	5.7%		4806	10911	99%	6.62%	20.00%
	A50期货		15514	1.5%	-0.5%	9.8%	5.1%		4353	18522	96%	16.41%	65.40%
	上证综指		4094	-0.3%	0.6%	5.2%	3.2%		1950	5166	97%	14.84%	56.40%
	上证50		2989	2.1%	2.3%	5.8%	-1.4%		1407	4029	85%	17.98%	61.50%
	沪深300		4979	1.2%	1.8%	11.9%	7.5%		2087	5808	96%	19.30%	67.10%
	创业板指		4343	3.6%	7.5%	36.4%	35.6%		594	4372	100%	33.14%	77.90%
	恒生指数		22881	-2.0%	-9.1%	-7.7%	-10.7%		14687	33154	46%	15.63%	47.20%
债券	美债：2年	%	4.14	-2	16.0	35.0	73.0		0.09	5.19	88%	0.00%	0.60%
	美债：10年	%	4.44	-6	-1.0	14.0	45.0		0.52	4.98	96%	0.28%	0.80%
	德债：10年	%	2.93	-8	-11.0	-17.0	29.0		-0.85	3.70	91%	1.76%	30.80%
	法债：10年	%	3.65	-3.4	9.8	-7.6	31.5		-0.45	3.98	98%	2.06%	46.70%
	日债：10年	%	2.69	0.7	3.3	32.4	62.4		-0.30	2.78	100%	4.71%	50.50%
	英债：10年	%	4.70	-3.2	-7.6	-16.2	23.3		0.12	5.13	97%	0.76%	4.80%
	中债：1年	%	1.12	-4.5	-3.6	-10.0	-21.6		0.93	4.25	0%	0.76%	59.80%
	中债：10年	%	1.73	-1.1	2.4	-8.4	-11.4		1.60	4.72	4%	0.46%	44.70%
	国开债：10年	%	1.78	-1.3	1.2	-16.8	-22.3		1.60	5.92	3%	0.48%	52.30%
	中票：3年：AAA	%	1.62	-3.9	-1.1	-13.7	-27.1		1.61	6.30	0%	0.15%	8.30%
	城投：5年：AAA	%	1.77	-1.0	1.6	-11.0	-23.2		1.73	6.60	0%	0.10%	4.00%
外汇	美元指数		101.19	-0.2%	2.3%	1.3%	3.0%		73.03	114.16	82%	2.44%	7.40%
	欧元兑美元		1.14	0.4%	-2.0%	-1.1%	-2.8%		0.96	1.48	46%	2.05%	2.60%
	美元兑日元		162.58	0.6%	2.1%	2.4%	3.8%		75.81	162.60	100%	2.40%	4.80%
	英镑兑美元		1.33	0.4%	-1.4%	0.3%	-1.6%		1.07	1.72	42%	2.33%	3.60%
	美元兑离岸人民币		6.79	-0.1%	0.4%	-1.4%	-2.6%		6.02	7.43	56%	0.36%	15.00%
	美元兑在岸人民币		6.79	0.3%	0.2%	-1.8%	-2.9%		6.04	7.35	59%	1.47%	39.70%
商品	布伦特原油	美元/桶	73	-5.4%	-20.8%	-38.4%	19.8%		19	128	45%	3.82%	95.90%
	伦敦金	美元/盎司	4026	-2.6%	-11.4%	-12.6%	-6.5%		1049	5405	96%	1.99%	97.60%
	伦敦银	美元/盎司	59	-5.5%	-22.4%	-19.1%	-18.3%		12	118	97%	2.79%	92.10%
	LME铜	美元/吨	13349	0.3%	-1.8%	8.9%	7.2%		4328	14109	99%	0.95%	47.80%
	LME铝	美元/吨	3070	-8.6%	-18.5%	-12.8%	3.4%		1426	3878	96%	0.86%	42.80%
	铁矿石	元/吨	747	1.2%	-4.7%	-7.5%	-5.4%		284	1337	58%	1.46%	56.00%
	螺纹钢	元/吨	3088	-0.8%	-2.2%	-1.1%	-1.1%		1626	6171	19%	0.70%	29.80%
	热轧卷板	元/吨	3315	-0.4%	-2.0%	0.6%	1.4%		1691	6683	31%	0.94%	62.00%
	焦煤	元/吨	1281	2.6%	-0.4%	11.5%	14.8%		494	3847	58%	1.50%	68.00%
	焦炭	元/吨	1959	1.7%	2.9%	15.1%	15.7%		607	4402	53%	0.99%	43.20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. A 股市场：宽基指数涨幅分化，成长风格领涨，中盘强于大小盘，通信、电子行业领涨

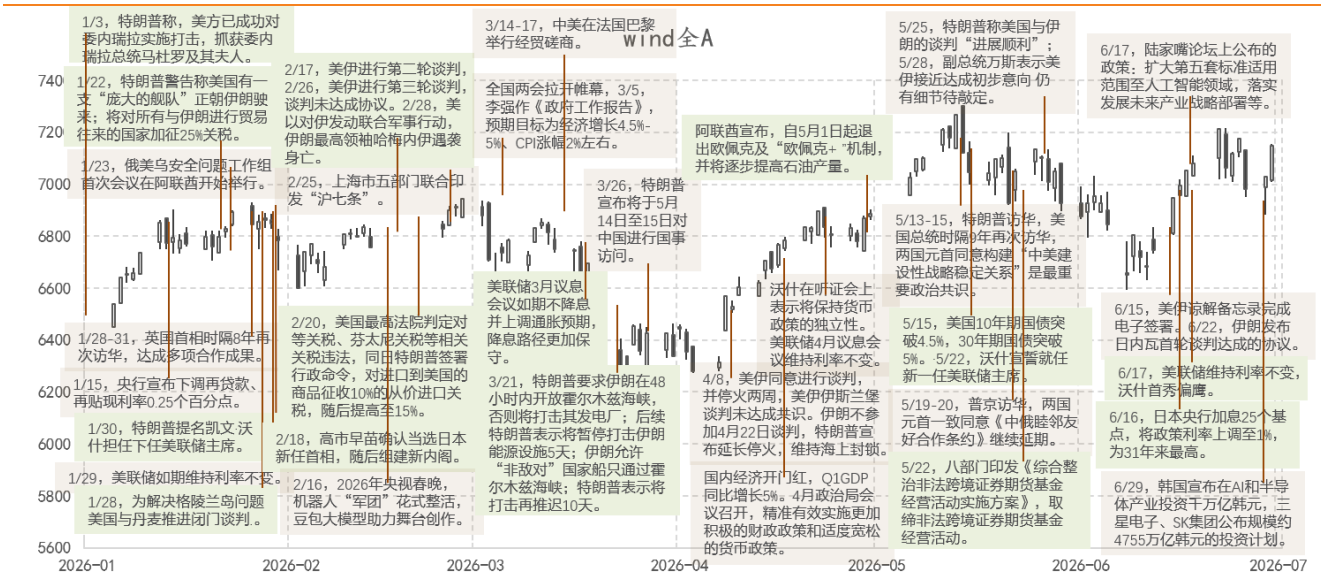
二季度主要宽基指数普遍收涨，6 月指数分化加剧，风格方面仅成长大幅收涨，行业方面电子、通信、建筑材料领涨。上证指数、沪深 300、创业板指、科创 50 分别收涨 5.2%、11.90%、36.35%、75.74%，此外微盘股指数跌 13.88%，中证红利指数收跌 12.32%。风格方面，中信五大风格中成长大幅领涨（37.25%），其余风格均收跌，消费领跌。申万中盘指数收涨 22.79%，强于大盘指数（11.03%）和小盘指数（13.78%）。行业方面，除综合外的 30 个申万一级行业中，二季度仅 6 个行业收涨，A 股结构分化加剧，电子、通信、建筑材料领涨，分别收涨 90.92%、63.84%、35.20%，石油石化、农林牧渔、钢铁领跌，分别收跌 22.20%、20.19%、18.59%。

4 月算力、锂电池景气度交易走强；5 月 AI 硬件链产业催化密集，算力通胀继续发酵；6 月算力通胀继续向上游扩散，AI 链和非 AI 分化加剧。4 月份，业绩因素定价权回归，宁德时代、中际旭创业绩大幅超预期，大幅提升板块景气度预期，并提振电池产业链、国产算力情绪；算力产业链上游涨价潮继续蔓延，建滔等覆铜板龙头发布涨价函；“中国航天日”新闻发布会上，2026 年中国航天重点任务发布；3/30 贵州茅台 8 年来首次上调零售价，市场化改革加速，而 4/30 五粮液进行会计差错更正，2025 年前三季度净利调减幅度超 70%。5 月份，A 股结构性特征明显，AI 硬件链产业催化密集，字节跳动今年将 AI 基础设施支出提高 25%至 2000 亿元，英伟达确定 Vera Rubin 量产方案，算力通胀继续发酵，上游涨价潮延续，建滔积层板年内第四次涨价，MLCC 高端产品线持续缺货；大型 IPO 加速，5/19 长江存储正式启动 IPO 辅导，5/27 长鑫科技科创板 IPO 过会；算电协同概念热度提升，《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》印发。6 月份，AI 链算力通胀继续扩散，6 月 16 日，建滔积层板再次发布新一轮产品涨价函，MLCC 缺货潮由高端产品向

仅供内部参考，请勿外传！

中低端蔓延，6 月 25 日，苹果因存储涨价压力而官宣涨价，市场逐步开始担忧 AI 产业链的利润分配，6 月 29 日，韩国公布超千万亿韩元的半导体、物理 AI 和 AI 数据中心的投资计划，此外 6 月第一批、第二批公募基金产品业绩比较基准调整启动。

图 3：A 股上半年大事记



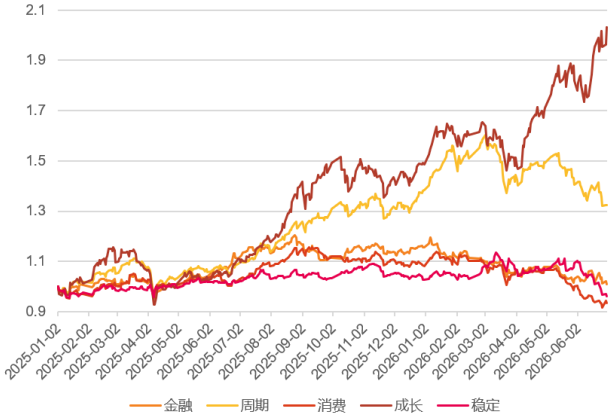
资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至 2026/6/30）

图 4：主要宽基指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 5：中信风格指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

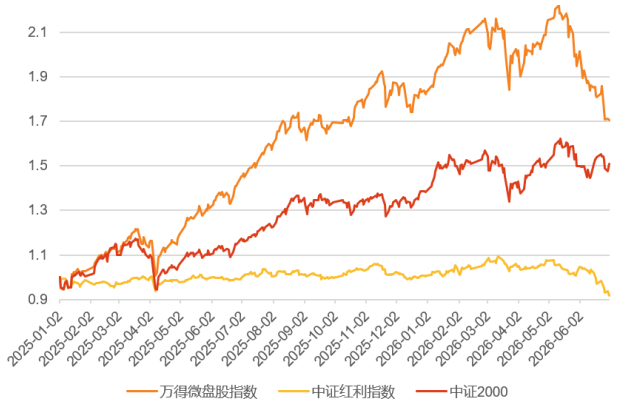
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：申万大中小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 7：主要指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 8：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	Q2涨跌幅	4月涨跌幅	5月涨跌幅	6月涨跌幅	YTD
电子	中游制造业	12,210	100.00%	14.61%	12,210	6,370	90.92%	26.79%	17.88%	60.18%	86.29%
通信	中游制造业	9,550	95.60%	7.17%	10,007	5,437	63.84%	22.23%	20.40%	30.41%	73.59%
建筑材料	上游原材料	7,844	98.20%	17.99%	8,068	5,457	35.20%	10.37%	6.18%	25.56%	46.26%
机械设备	中游制造业	2,637	97.30%	15.54%	2,662	2,072	23.41%	10.87%	4.40%	12.03%	22.60%
基础化工	上游原材料	4,766	33.90%	15.31%	5,235	4,428	1.96%	6.74%	-8.93%	-2.12%	9.00%
非银金融	金融房建	1,741	17.30%	24.48%	2,198	1,660	-0.33%	4.58%	-6.41%	-4.32%	-15.26%
家用电器	下游可选消费	8,362	3.40%	12.90%	9,534	8,304	-2.32%	6.27%	-2.70%	-6.18%	-9.25%
公用事业	支持服务	2,461	1.70%	14.13%	2,897	2,437	-6.89%	0.16%	8.26%	-6.56%	1.69%
电力设备	中游制造业	10,822	30.40%	14.97%	12,216	10,299	0.46%	8.98%	-2.20%	-6.87%	7.28%
环保	支持服务	1,983	0.80%	14.52%	2,303	1,969	-3.45%	6.88%	-4.30%	-8.42%	1.25%
银行	金融房建	3,670	0.00%	12.40%	4,189	3,670	-9.08%	-0.55%	-2.56%	-9.72%	-12.27%
国防军工	中游制造业	1,850	20.80%	25.70%	2,378	1,767	-0.48%	9.28%	-8.69%	-10.10%	-6.59%
煤炭	上游原材料	2,791	0.80%	20.65%	3,568	2,767	-13.18%	5.47%	-2.81%	-10.88%	1.43%
建筑装饰	金融房建	2,030	1.70%	16.23%	2,419	2,026	-8.89%	0.41%	-5.30%	-10.95%	-4.46%
医药生物	下游必选消费	7,255	13.90%	21.92%	8,893	6,944	-9.45%	1.03%	-7.33%	-11.27%	-10.26%
有色金属	上游原材料	8,391	6.00%	28.00%	11,180	8,050	-3.74%	7.97%	-7.06%	-12.43%	-0.22%
纺织服饰	下游必选消费	1,492	0.00%	18.24%	1,825	1,492	-10.23%	4.63%	-8.41%	-12.68%	-11.82%
房地产	金融房建	1,836	0.80%	22.41%	2,350	1,823	-9.66%	6.98%	-4.82%	-12.81%	-16.44%
计算机	支持服务	4,564	5.20%	28.58%	6,151	4,393	-5.21%	6.60%	-7.10%	-12.90%	-12.43%
交通运输	支持服务	1,947	0.00%	18.58%	2,391	1,947	-12.84%	-0.73%	-3.17%	-13.34%	-14.61%
轻工制造	下游可选消费	2,097	1.70%	21.05%	2,640	2,084	-12.61%	3.56%	-6.94%	-15.56%	-13.88%
食品饮料	下游必选消费	13,052	0.80%	25.00%	17,255	12,942	-17.32%	-1.12%	-5.43%	-16.17%	-19.52%
汽车	下游可选消费	6,555	1.70%	23.37%	8,426	6,457	-12.24%	4.39%	-4.43%	-16.44%	-17.82%
社会服务	下游可选消费	7,231	0.80%	25.03%	9,616	7,209	-13.74%	1.48%	-7.24%	-17.18%	-17.50%
美容护理	下游可选消费	3,288	2.60%	30.77%	4,612	3,193	-17.49%	1.64%	-8.86%	-18.36%	-24.86%
商贸零售	支持服务	1,710	1.70%	34.38%	2,585	1,696	-17.52%	2.03%	-6.77%	-19.38%	-29.42%
传媒	下游可选消费	666	1.70%	35.84%	1,022	656	-14.71%	2.23%	-7.43%	-19.72%	-18.75%
石油石化	上游原材料	2,322	0.00%	34.63%	3,552	2,322	-22.20%	4.57%	-15.07%	-20.06%	-10.25%
钢铁	上游原材料	2,155	1.70%	31.61%	3,145	2,151	-18.59%	1.64%	-11.57%	-21.76%	-19.01%
农林牧渔	下游必选消费	2,228	2.60%	29.41%	3,095	2,184	-20.19%	2.20%	-13.06%	-22.52%	-25.26%

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026/6/30）

1.3. 债券：中债收益率震荡回落，期限利差走阔，信用利差震荡回落

二季度长端利率回落接近 1.7%，短端利率震荡跌至接近 1.1%，短端利率下行幅度更大，期限利差走阔。4 月 10 年期国债收益率回落分别跌破 1.8%、1.75%，4 月利率下行 6.98BP，5 月初收益率小幅走高后震荡回落，下旬收益率加速回落，5 月利率下行 3.83BP，6 月收益率在 1.7-1.75%区间内窄幅震荡，6/30 收于 1.73%，6 月收益率上行 2.4BP，二季度下行 8.4BP。4 月 1 年期国债收益率回落跌破 1.2%，4 月下行 5.92BP，5 月收益率冲高回落，一度升至 1.2%以上，5 月下行 0.42BP，6 月收益率再次冲高回落，6/30 收于 1.13%，6 月下行 3.6BP，二季度下行 10BP。短端利率下行幅度大于长端利率，期限利差走阔，利率曲线趋于陡峭。

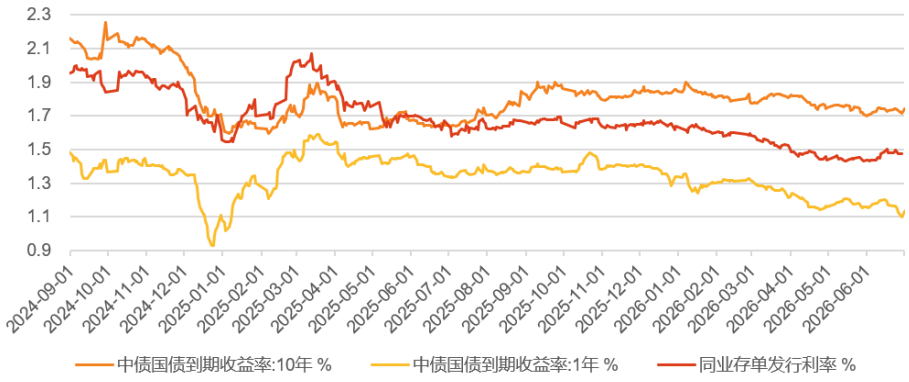
10 年期国债利率高于存单利率，两者剪刀差收窄。2025/7/2，10 年期国债收益率超过存单利率，此后此状态延续，26 年一季度存单利率下行 13.7BP，4 月存单利率震荡回落，下行 6.33BP，5 月存单利率小幅回落，下行 1BP，6 月存单利率震荡上行，上行 4.8BP，二季度回落 2.6BP，下行幅度小于 10 年期国债利率，两者剪刀差收窄。存单利率反映现实，国

仅供内部参考，请勿外传！

债利率反映预期。

信用利差震荡回落。一季度信用利差下行 3.73BP，4 月围绕 20BP 震荡，5 月、6 月信用利差在 21-27BP 区间震荡，5 月信用利差下行 0.04BP，6 月下行 1.97BP，二季度最低为 18.4BP（4/10），最高为 26.6BP（6/16），二季度下行 3.78BP。

图 9：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：信用利差震荡回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

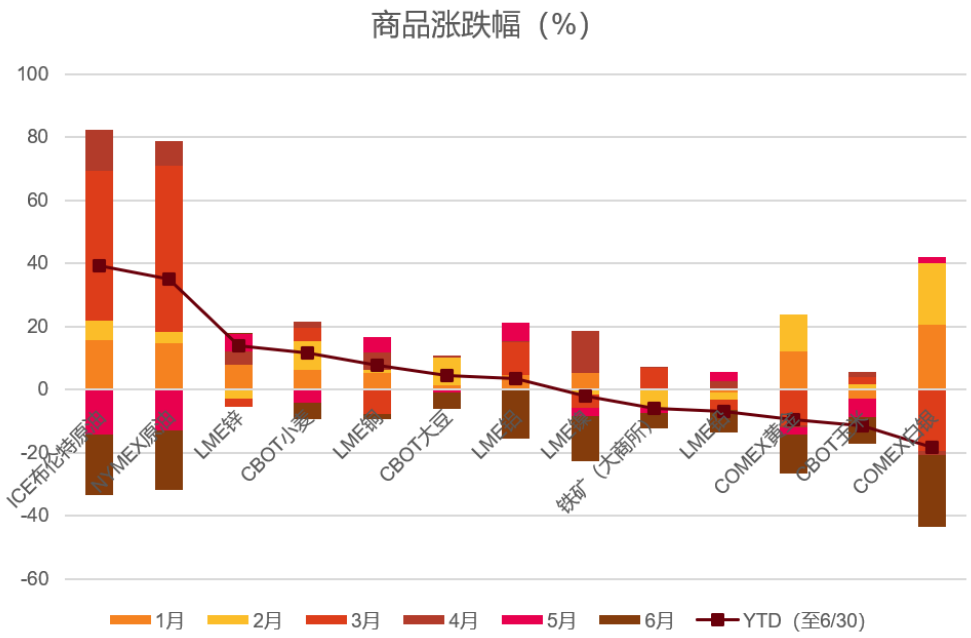
1.4. 商品市场：黄金持续下行，原油冲高回落跌破 80 美元/桶

二季度南华工业品指数震荡回落，6 月加速下行。4 月南华工业品指数宽幅震荡，月内探底回升，最低为 4003 点（4/10），5 月指数震荡回落，5/29 收于 4053，5 月跌 3.6%，6 月指数跌破 4000 点后加速回落，6 月跌 8.8%，二季度收跌 11.6%。主要大宗商品表现来看，二季度 LME 锌、LME 铜领涨，分别报 10%，8.5%，NYMEX 原油、ICE 布伦特原油领跌，分别为-24.4%、-22.6%。

黄金持续下行，原油冲高回落跌破 80 美元/桶。4 月起，美伊和缓预期提升，4/8，美伊宣布停火并开启为期两周的谈判，但美伊伊斯兰堡谈判未达成共识。5 月美联储货币政策不确定性提高，美债利率走高，5/15，沃什就任美联储首席，5/13 美国 30 年期国债拍卖中标收益率突破 5%，随后 10 年期美债利率向上突破 4.5%，4.5%的心理防线被突破。6 月美伊达成协议，加息预期回升，6/15，美伊双方达成谅解备忘录，6/21，美国和伊朗代表团在瑞士举行谈判，6/17，美联储 6 月议息会议如期不降息，沃什首秀释放偏鹰信号，黄金等国际金属加速下行。

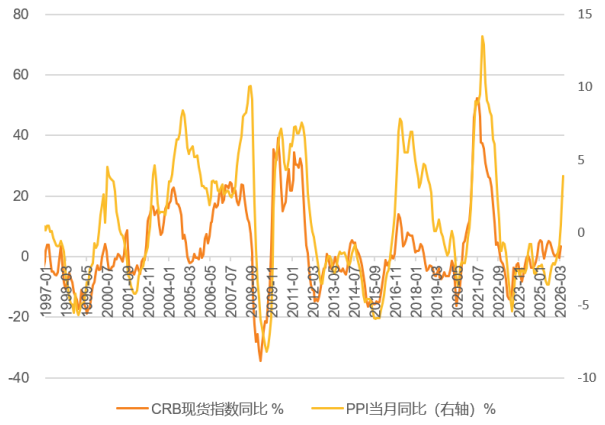
仅供内部参考，请勿外传！

图 11：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



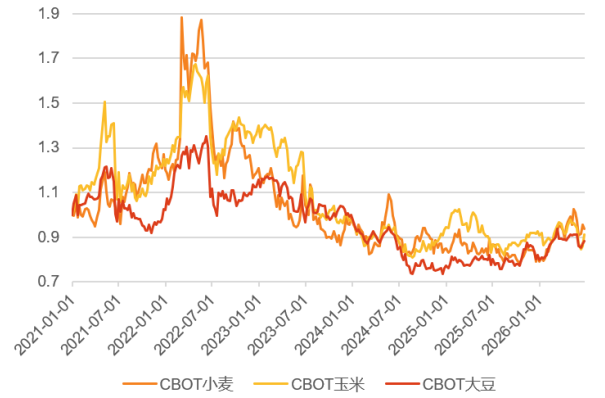
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：主要商品指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：主要农产品走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

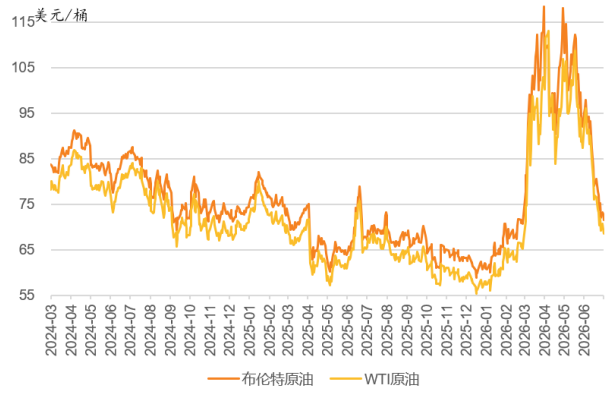
图 15：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

仅供内部参考，请勿外传！

图 16：原油高位回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：COMEX 黄金震荡回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 海外权益：全球股指多数收涨，韩国股指领涨

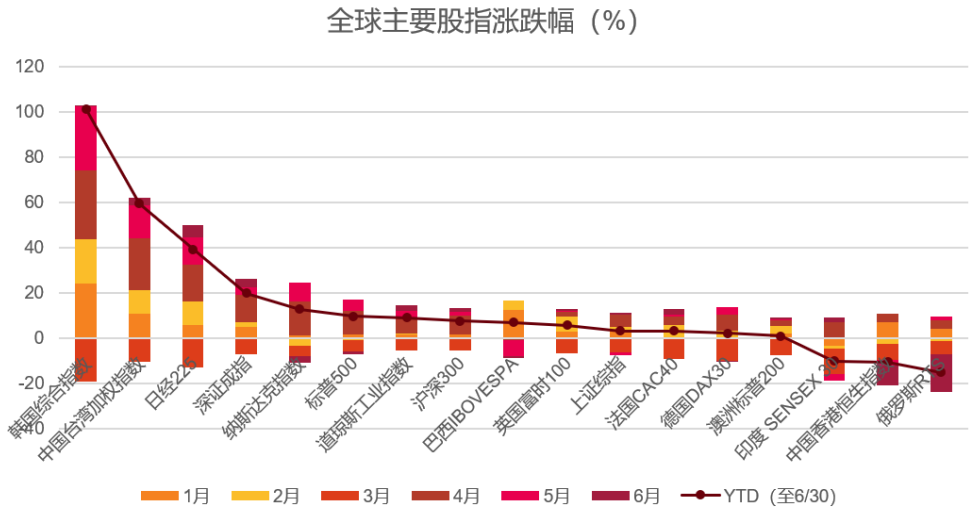
二季度全球股指多数收涨。韩国综合指数、中国台湾加权指数、日经 225 领涨，涨幅报 67.8%、45.4%、37.2%，俄罗斯 RTS 指数、巴西 IBOVESPA 指数、恒生指数领跌，报-12.2%、-8.2%、-7.7%。

美股三大指数均收涨，欧股涨幅分化。道指、标普 500 指数、纳指收涨 12.9%、14.9%、21.4%，其中道指持续走高，纳指冲高后 6 月转入震荡。欧股涨幅分化，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数收涨 3.2%、7.5%、10.2%，欧股 4 月普遍修复上涨，5-6 月分化，德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数持续走高，英国富时 100 指数窄幅震荡。

亚太股指分化，韩国综合指数涨近 70%，中国台湾加权指数涨超 45%，日经 225 指数涨近 40%，恒生指数跌 7.7%。恒生指数表现弱于上证指数，港股指数整体弱于 A 股，沪深 300 指数/恒生指数升至 20%以上， AH 溢价指数季末回升至 120 以上。

行业方面，标普 500 指数分化，二季度信息技术、工业领涨，能源领跌。恒生指数行业多数收跌，仅工业收涨，原材料、能源领跌。

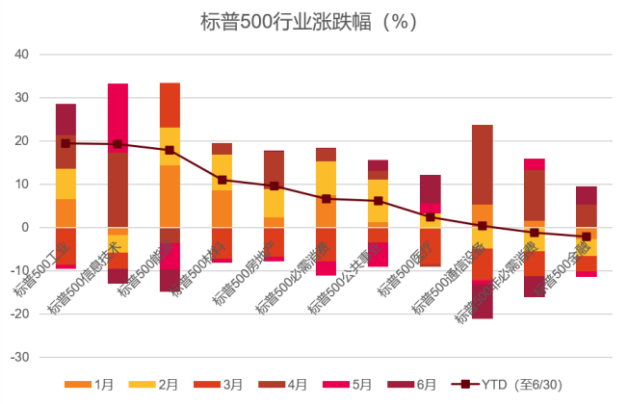
图 18：全球主要股指涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

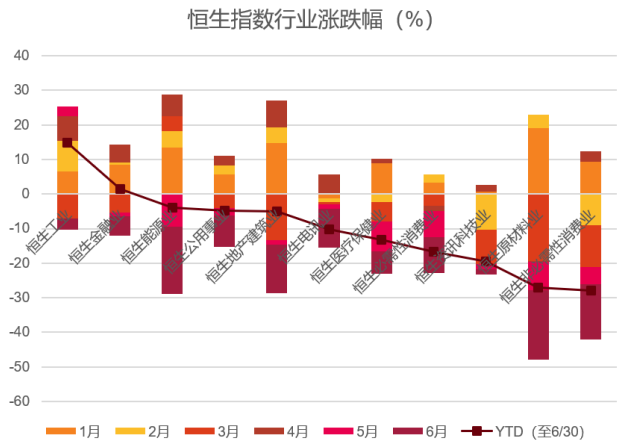
仅供内部参考，请勿外传！

图 19：标普 500 指数涨跌幅



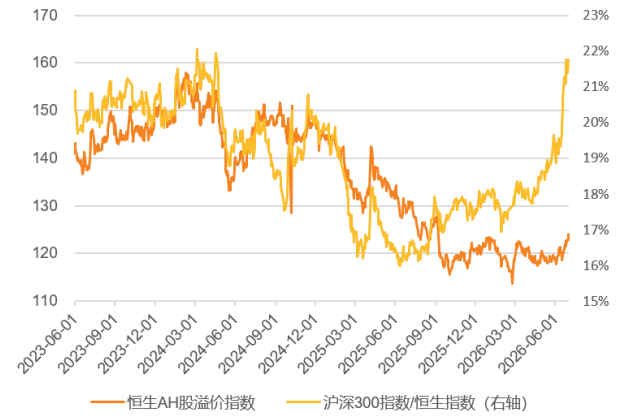
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：恒生指数行业涨跌幅



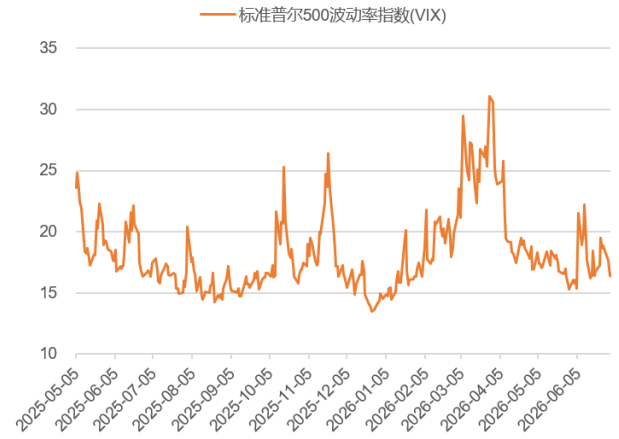
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：AH 溢价指数季末回升至 120 以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：vix 指数一度突破 20



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 美债：美债利率回升，长债利率一度突破临界值，期限利差收窄，中美利差走阔

短端、长端美债利率均回升，10 年期利率一度突破 4.5%，期限利差收窄，中美利差走阔。4 月美债利率震荡上行，10 年期美债利率最高升至 4.42%（4/29），4 月上行 9BP ，5 月继续上行冲高，10 年期美债利率 5/15 突破 4.5%的临界点，最高升至 4.67%（5/19），月末回落，5 月上行 5BP，6 月美债利率震荡回落，6/30 收于 4.44%，6 月下行 1BP，二季度上行 14BP。4 月 2 年期美债利率冲高接近 4%，4 月上行 10BP，5 月冲高突破 4%，5 月上行 10BP，6 月继续上行，最高升至 4.24%（6/22），6 月上行 16BP，二季度上行 35BP。长端利率上行幅度小于短端利率，期限利差收窄。

用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀冲高加速回落，4 月震荡回升，5 月冲高回落，6 月加速下行，6/30 收于 2.24%，下行 14BP。

中美利差走阔，中债长端利率回落，美债长端利率回升，中美利差从-248BP（3/31）走阔至-271BP（6/30）。

仅供内部参考，请勿外传！

图 23：二季度美债计算出的隐含通胀冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：二季度美债期限利差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：二季度中美利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2. A 股：A 股冲高回落、板块分化加剧，成交量升至高位

2.1. 基本面：二季度经济数据回落，但 PPI 同比高增

一季度开门红过后，二季度经济数据温和回落，PPI 同比大幅回升，进出口保持高增长。4 月、5 月制造业 PMI 小幅回落，但仍处于扩张区间，6 月 PMI 回升。通胀方面，4 月 CPI 同比小幅回升，5 月则持平，PPI 同比连续两月大幅回升，5 月升至 3.9%。4 月三大经济数据普遍回落，且均低于 Wind 预期，固投同比转负，5 月仅工业同比回升且高于 Wind 预期，固投、社消回落且低于预期，社消同比转负。4 月、5 月进出口同比实现两位数增长，且均高于 Wind 预期。

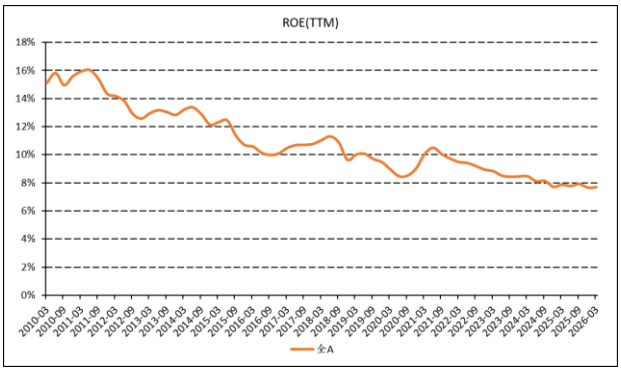
业绩方面，全 A ROE（TTM）26 年一季报小幅企稳，全 A、全 A 非金融石油石化归母净利润累计同比 26 年一季报回升，盈利复苏曙光已现。

图 26：宏观热力图

（%）		较前值	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
生产	工业增加值	0.40	4.5	4.1	5.7	6.3	6.3	5.2	5.1	5.1	5.9	4.8	5.4	6.0
需求	固定资产投资	-2.50	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-	-3.8	-2.6	0.8	1.4	1.9	2.6	3.3
	制造业	-1.60	-0.4	1.2	4.1	3.1	-	0.6	1.9	5.9	6.6	7.1	7.7	8.5
	房地产	-2.50	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	-	-17.2	-15.9	-12.5	-12.0	-11.6	-11.1	-10.7
	基建	-4.17	0.8	4.9	9.2	9.8	-	-1.5	0.1	5.4	6.3	6.6	7.7	8.3
	社会消费品零售	-0.80	-0.6	0.2	1.7	2.8	-	0.9	1.3	3.8	3.1	2.7	3.2	3.4
	出口（人民币）	4.10	13.8	9.7	-0.7	36.0	8.0	5.1	5.6	4.9	4.8	6.4	7.1	8.7
	进口（人民币）	1.00	21.5	20.5	24.3	11.2	24.0	4.9	-1.3	-0.8	3.6	0.8	5.5	0.8
（当月值，%）		较前值	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
就业	调查失业率	-	-	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2
	16—24岁人口	-	-	15.6	16.3	16.9	16.1	16.3	16.5	16.9	17.3	17.7	18.9	17.8
	25—29岁人口	-	-	7.2	7.4	7.7	7.2	6.8	6.9	7.2	7.2	7.2	7.2	6.9
	30—59岁人口	-	-	4.1	4.2	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9
景气	制造业PMI	0.30	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0	49.8	49.4	49.3
通胀	CPI同比	-	-	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0.0
	PPI同比	-	-	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3	-2.9	-3.6
信用	社融同比	-	-	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9.0
	M2同比	-	-	8.6	8.6	8.5	9.0	9.0	8.5	8.0	8.2	8.4	8.8	8.8
	M1同比	-	-	5.5	5.0	5.1	5.9	4.9	3.8	4.9	6.2	7.2	6.0	5.6

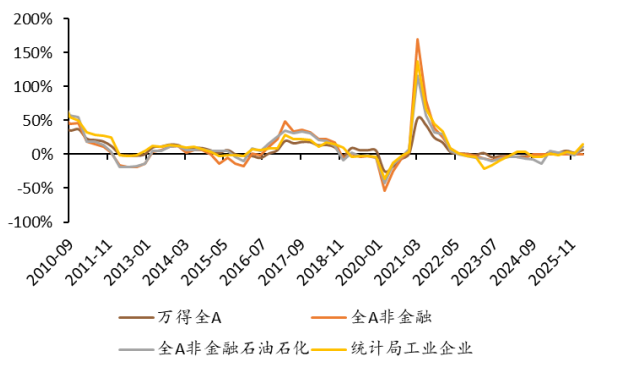
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：一季度全 A ROE（TTM）小幅企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：一季度全 A 归母累计同比回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 宏观流动性：二季度资金面整体延续宽松，6 月边际收紧

3-5 月社融 TTM 同比持续回落，4 月转负。社融 TTM 25 年回升至高位后维持在 15%左右，26 年 1-5 月连续回落，4 月转负，5 月录得-4.56%。4 月、5 月企业中长贷、居民中长贷 TTM 同比跌幅均连续走阔。社融结构中，4 月新增政府债券、新增人民币贷款同比少增收窄，5 月新增人民币贷款同比少增收窄，新增政府债券少增走阔。

二季度货币整体宽松，6 月边际收紧。25 年 11 月起 DR007 均值边际回升，26 年 1 月 DR007

仅供内部参考，请勿外传！

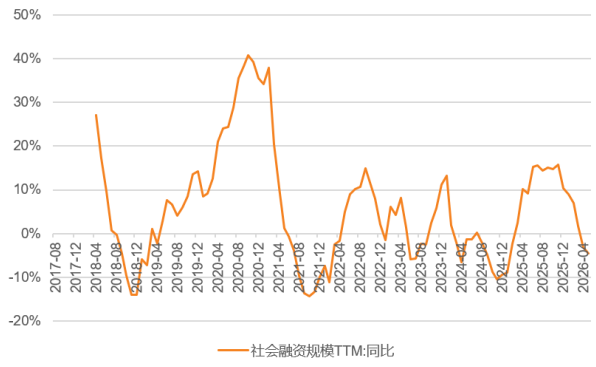
均值为 1.5051%，自 25 年 8 月来首次回升至 1.5%以上，随后则连续回落，3-5 月均值分别报 1.44%、1.35%、1.34%，6 月边际回升至 1.4376%，已高于 7 天逆回购利率（6 月为 1.4%）。

图 29：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2026年5月	同比相减（亿元）	占比	同比相减（亿元，上个月）	环比变化（亿元）	过去3个月：同比相减（亿元）	占比
总量	(2636)		(5361.0)	2725.0	(14718.0)	
新增人民币贷款	(958)	36%	(4890.0)	3932.0	(12560.0)	85%
政府债券	(2349)	89%	(688.0)	(1661.0)	(6245.0)	42%
企业债券融资	184	-7%	2180.0	(1996.0)	7179.0	-49%
表外三项	435	-17%	(2823.0)	3258.0	(5292.0)	36%
新增委托贷款	76	-3%	(281.0)	357.0	(324.0)	2%
新增信托贷款	(120)	5%	(52.0)	(68.0)	(583.0)	4%
新增未贴现银行承兑汇票	479	-18%	(2490.0)	2969.0	(4385.0)	30%
存款类金融机构资产支持证券	(139)	5%	188.0	(327.0)	(7.0)	0%
贷款核销	186	-7%	(51.0)	237.0	706.0	-5%
新增外币贷款	(17)	1%	314.0	(331.0)	1012.0	-7%
非金融企业境内股票融资	146	-6%	444.0	(298.0)	606.0	-4%
合计	(2512)		(5326.0)	5539.0	(14601.0)	
其他	(124)		(35.0)		(117.0)	

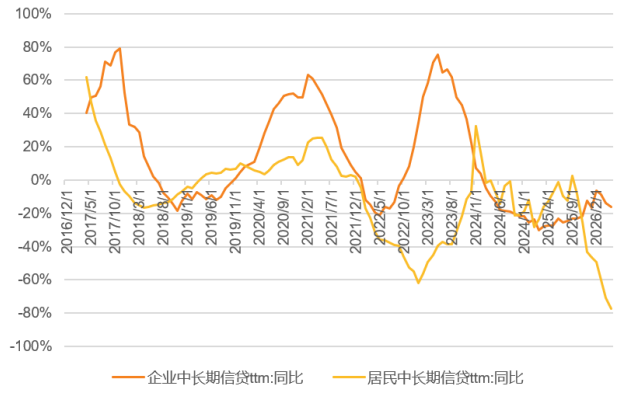
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：5 月社融 TTM 同比回落



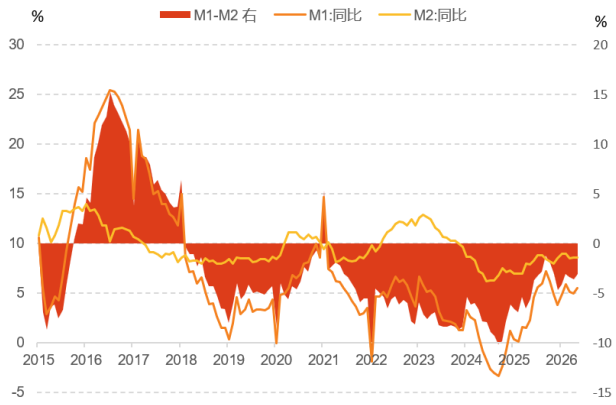
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：5 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔



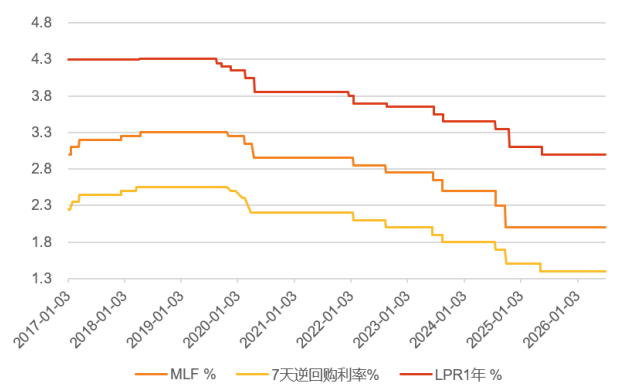
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：M1-M2 剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

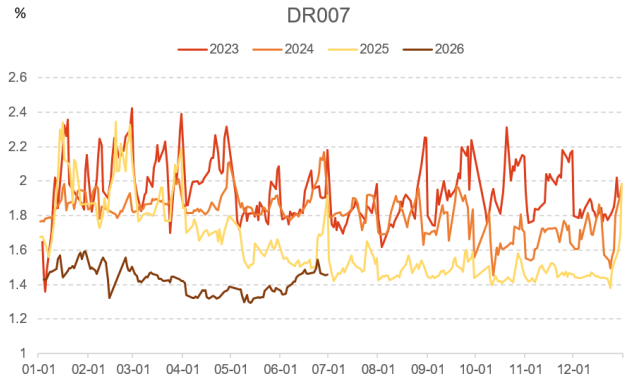
仅供内部参考，请勿外传！

图 34：6 月 DR007 均值边际回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：DR007 同期整体低于 2023-2025 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 微观资金：成交额回升至高位，两融余额突破 3 万亿元

二季度两市成交额回升至 3 万亿以上，成交回暖，南向资金探底回升，北向资金、ETF 成交额持续回升，两融余额回升突破 3 万亿元。新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，26 年 1 月至 4 月基本维持在千亿左右，5 月小幅回升，6 月继续回升至 1193 亿份。

两市成交额回升，市场量能回归，成交回暖。4 月沪深两市成交额（MA5）依次突破 2 万亿、2.5 万亿，5 月突破 3 万亿，随后维持在 3 万亿以上，6 月初回落至 3 万亿以下，下旬回归 3 万亿，最高突破 3.5 万亿，市场量能维持高位。

南向资金一度转入净流出，港股通成交净额探底回升，4-6 月港股通成交净额周度均值为 79、27、69 亿元，其中 4/18 当周成交净额最高，为 225 亿元，4/11、5/23、6/20 当周为南向资金净流出。

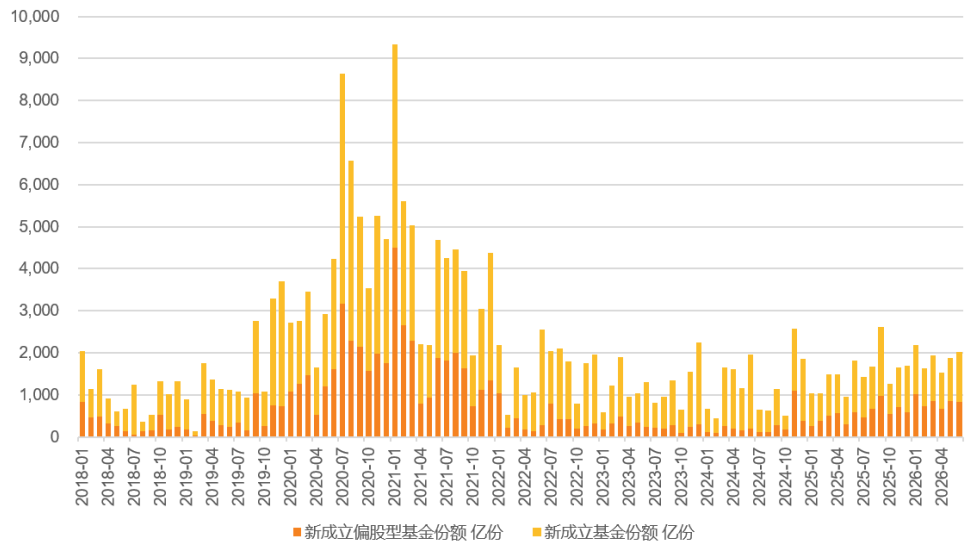
北向资金持续回升，4 月陆股通成交额（MA5）依次突破 2500 亿元、3000 亿元，5 月突破 3500 亿元，6 月突破 4000 亿元，6.30 收于 4105 亿元，陆股通成交额占比（MA5）维持在 11%-13%区间内。

融资融券余额回升突破 3 万亿，4 月两融余额依次突破 2.6、2.7 万亿元，5 月突破 2.8、2.9 万亿元，6 月突破 3 万亿元，两融余额占 A 股流通市值比重升至在 2.7%以上，截至 6/30，融资余额为 29971 亿元，融券余额为 233 亿元。

ETF 成交额持续回升。4-6 月成交额周度均值为 6195、7667、8144 亿元，6/28 当周 ETF 成交额升至 10204 亿元，为 2/8 以来新高，ETF 成交额占两市成交额比重维持在 5-6%区间内，远低于年初的高点。

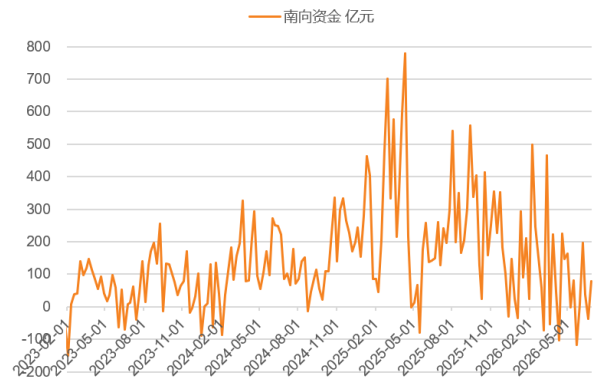
仅供内部参考，请勿外传！

图 36：新发基金情况



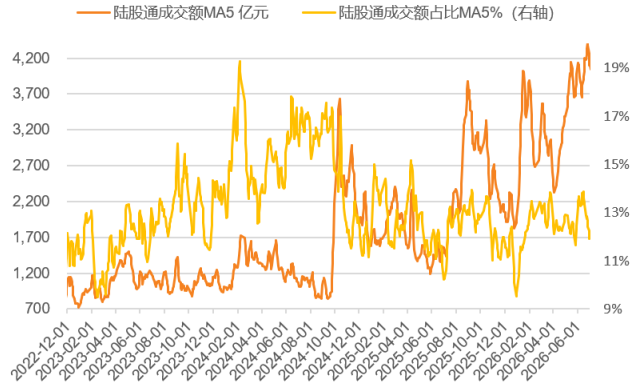
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：二季度南向资金探底回升



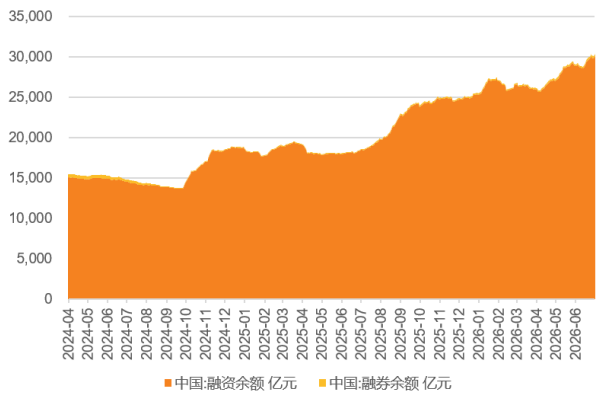
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：二季度北向资金成交额持续回升



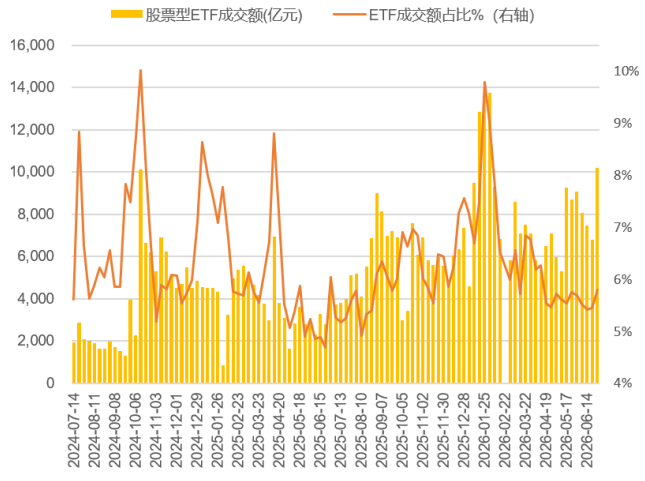
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：两融余额回升至 3 万亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：ETF 成交额二季度持续回升



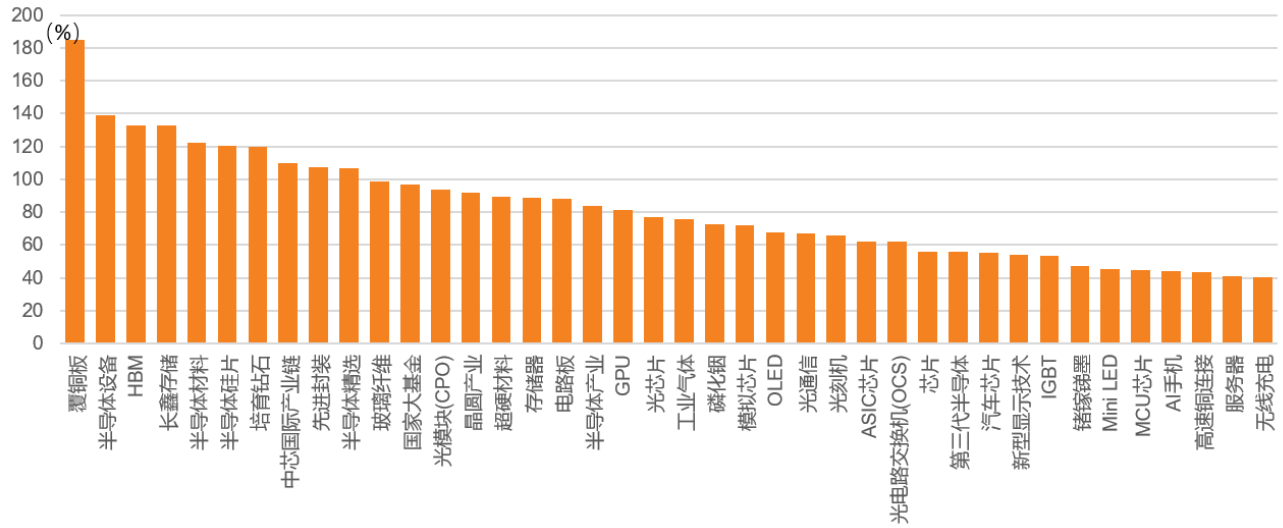
资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.4. 产业：AI 硬件端产业进展加速，算力通胀继续向上游材料端扩散

AI 硬件端产业进展加速，算力通胀继续向上游材料端扩散。6 月 16 日，建滔积层板官宣涨价 15%，今年以来 CCL 已累计调价 5 次，涨幅超 50%。MLCC 迎来新一轮涨价潮，日韩龙头村田、三星电机等率先涨价。存储涨价潮延续，DRAM、NAND 等产品供需缺口仍大。央视财经报道称，国产光纤全球爆单，G.657.A2 特种光纤价格涨幅高达 650%，此外，日本光纤龙头藤仓宣布将 DCI 光缆提价约 30%，英伟达与康宁建立长期合作伙伴关系，目标提升美国光连接产能 10 倍。华为发表韬(τ)定律，提出以“时间(τ)缩微”替代“几何缩微”作为半导体与电子系统演进的新指导原则。字节跳动今年将 AI 基础设施支出提高 25%至 2000 亿元，此前 25 年底初步规划为 1600 亿元。政策方面，6 月 17 日，陆家嘴财经论坛上，证监会主席宣布将扩大第五套标准适用范围至人工智能领域，支持量子科技、生物制造、具身智能等更多领域“硬科技”企业在科创板上市。

图 41：二季度涨幅靠前的概念指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

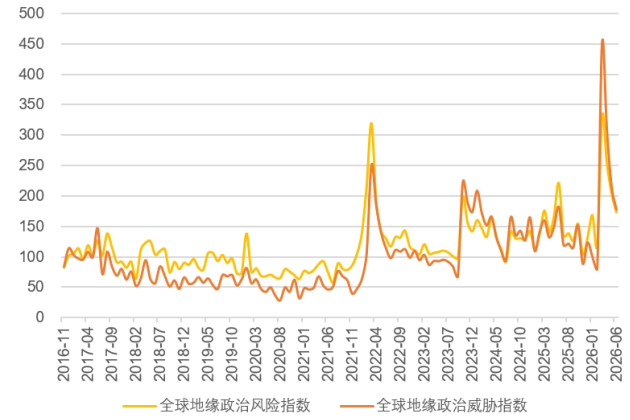
3. 海外市场：地缘扰动缓和，加息预期回升

3.1. 地缘政治扰动趋于缓和

美伊达成谅解备忘录。4/8，美伊宣布停火并开启为期两周的谈判，但美伊伊斯兰堡谈判未达成共识，4/22 美伊临时停火协议到期，美方决定延长停火期限并继续对伊朗实施海上封锁。6/15，美伊双方确认已达成谅解备忘录，6/22，美伊正式在瑞士启动会谈，首轮谈判达成 5 项要点，包括霍尔木兹海峡通航、黎巴嫩停火、解冻伊朗资产等。全球地缘政治威胁指数高位回落，但仍高于美伊冲突前水平，全球地缘政治风险报道占比同样高位回落，地缘政治扰动趋于钝化。

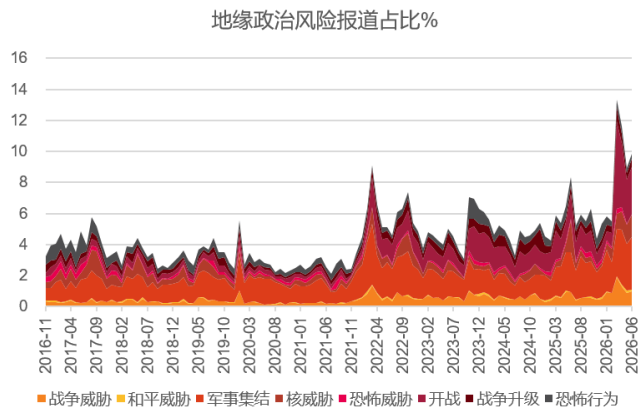
特朗普正式访华。5 月 13-15 日，特朗普正式访华，美国总统时隔 9 年再次访华，两国元首同意构建“中美建设性战略稳定关系”。中美经贸团队达成的成果包括继续落实前期共识、成立贸易和投资理事会、解决农产品市场准入问题等。

图 42：全球地缘政治风险指数高位回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：地缘政治风险报道



资料来源：Wind，天风证券研究所

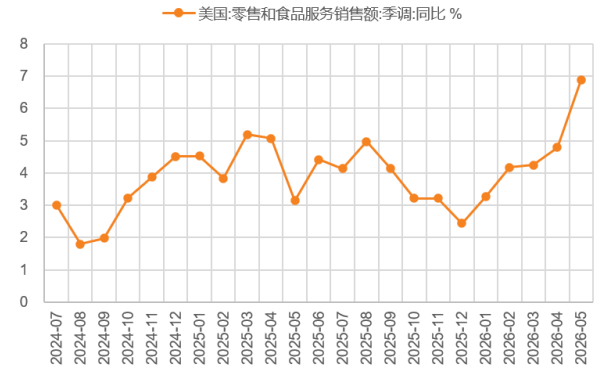
3.2. 美国经济：通胀降温、景气回升

美国通胀降温。美国零售和食品服务销售额同比自 25 年 12 月以来连续回升，5 月升至 6.88%。进行 12 个月移动平均处理后的美国财政赤字月同比基本走平，赤字压力下，财政扩张受阻。二季度美国当周初次申请失业金人数小幅走高，维持在 20 万人以上。美国经济景气指数 4 月以来连续回升。通胀方面，美国 ZEW 通胀指数 3 月达峰后连续回落，密歇根大学 1 年通胀率预期、5 年均通胀率预期 6 月均下行。

加息预期回升。4 月美联储议息会议维持利率水平不变，且声明称通胀“高企”，而沃什在听证会上表示，将保持货币政策的独立性，并建立一套新的“通胀框架”，5/15，沃什就任美联储首席，同时鲍威尔以美联储理事身份留任。6 月美联储议息会议如期维持利率不变，声明删除前瞻指引及“额外调整”等宽松倾向措辞，篇幅显著缩短，沃什首秀整体表态偏鹰，提及要调整美联储沟通框架、弱化点阵图指引权重等。

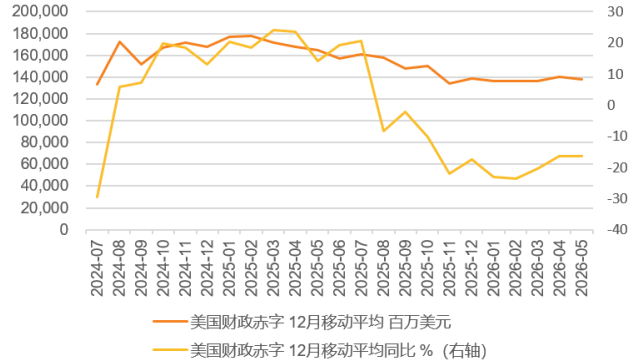
仅供内部参考，请勿外传！

图 44：美国零售同比回升



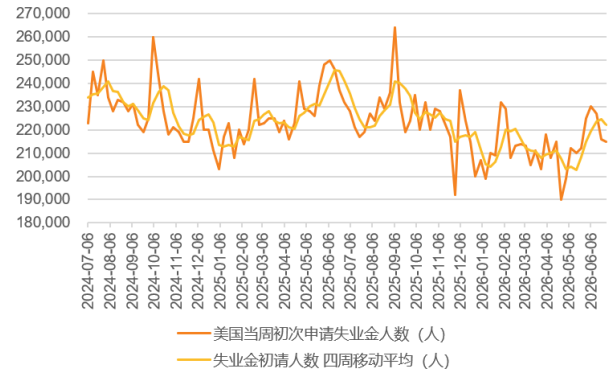
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：美国财政赤字走平



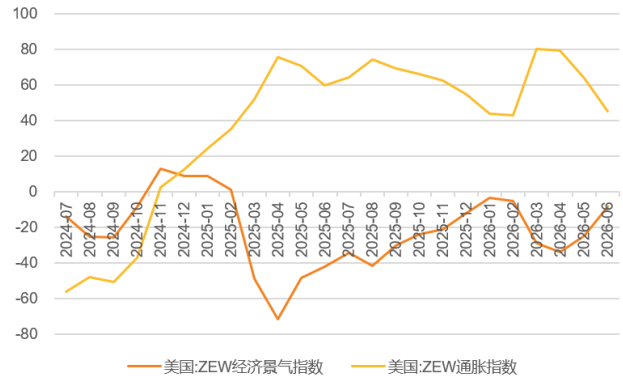
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：美国失业金初请人数小幅走高



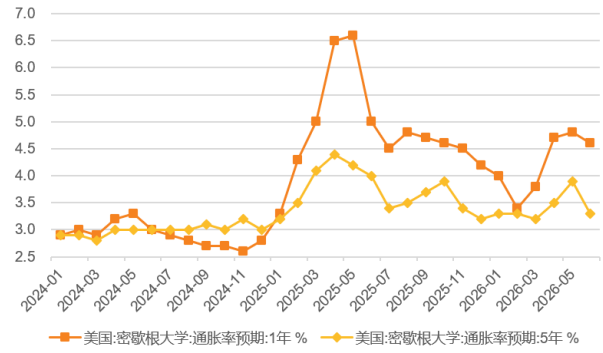
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：美国经济景气指数回升，通胀指数回落



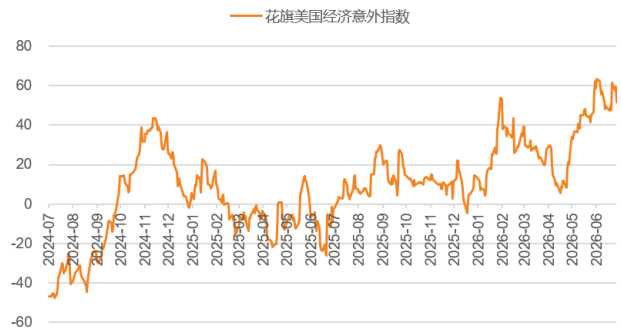
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：短期密歇根通胀预期回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：美国经济意外指数回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com