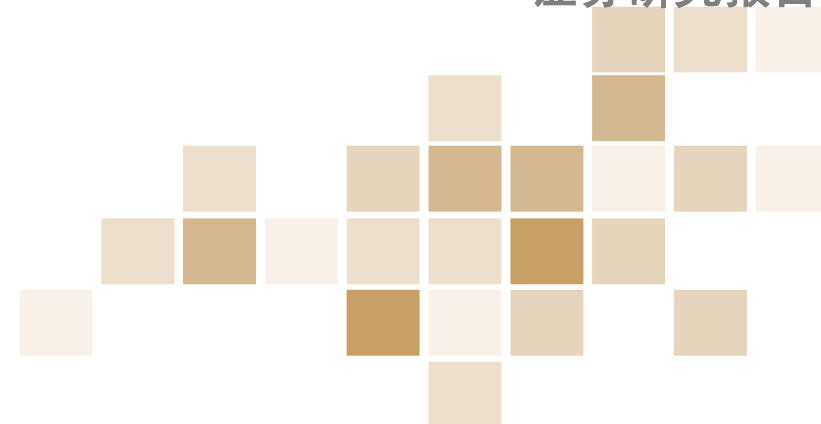




图说中国：2026年三季度

中金公司研究部

<https://research.cicc.com>

2026年7月21日



目录

- 中金研究团队介绍..... p. 2
- 宏观经济..... p. 3
- 市场策略..... p. 14
- 量化及ESG..... p. 44
- 固定收益..... p. 50
- 大宗商品..... p. 74
- 外汇研究..... p. 89

中金研究团队介绍

宏观经济

- 彭文生
- 张文朗
- 黄文静
- 张峻栋
- 周彭
- 郑宇驰
- 邓巧锋
- 黄亚东
- 段玉柱
- 肖捷文
- 于文博
- 范理
- 周奕江

市场策略

- 缪延亮
- 刘刚, CFA
- 李求索
- 李昭
- 黄凯松
- 李瑾
- 杨晓卿
- 魏冬
- 张巍瀚
- 杨萱庭
- 王牧遥
- 刘欣懿
- 张歆瑜
- 项心力
- 陈诗源
- 张典
- 郝悦宁

量化及ESG

- 刘均伟
- 周萧潇
- 胡骥聪
- 古翔
- 孙丁茜
- 潘海怡
- 郑文才
- 曹钰婕
- 李钠平
- 陈宜筠
- 高思宇
- 曹宇涵
- 韦霄娜

固定收益

- 陈健恒
- 许艳
- 韦璐璐, CFA
- 雷文澜
- 耿安琪
- 薛丰昀
- 祁亦玮
- 袁文博
- 高思平

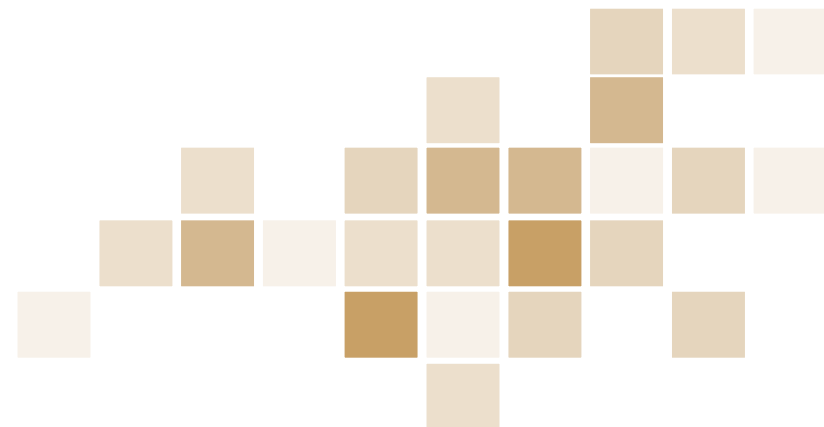
大宗商品

- 郭朝辉
- 王炙鹿
- 陈雷
- 李林惠
- 孙嘉晨
- 王聆月

外汇研究

- 李刘阳, CFA
- 施杰





宏观经济

分析员 彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001

SFC CE Ref: ARI892

分析员 张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009

SFC CE Ref: BFE988

核心观点

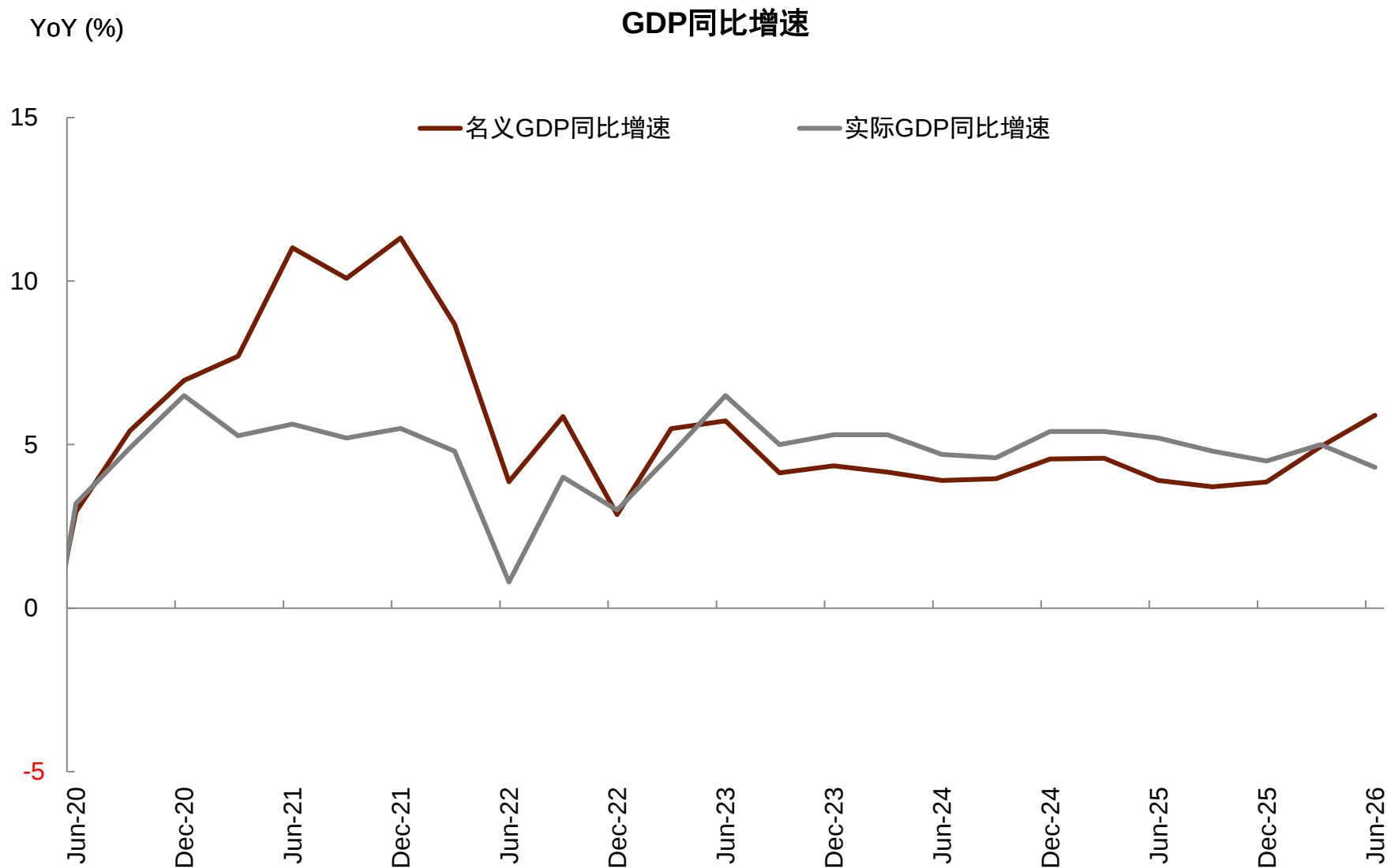
- ▶ **出口韧性仍在，但结构分化有所加大。**4-6月美元计价出口和进口同比均维持两位数增长，对欧盟、东盟和拉美出口同比增速维持在较高水平。海外AI资本开支带动下，电子类产品对出口增速的贡献较大，而受制于高油价对于需求的压制，劳动密集型产品出口偏弱。
- ▶ **内需逐步走弱。**以旧换新政策节奏带来基数扰动，5月社零增速一度降至负区间，但6月修复转正。投资增速下滑较快，基建投资受超长期特别国债与政策性金融工具投放偏慢、地方项目端开工缓慢共同拖累；上游资源品涨价对中下游制造业利润和投资意愿也有不利影响。
- ▶ **输入性因素对通胀的影响已见缓和。**国际油价上涨推动4-5月PPI同比快速上行，但涨价集中于上游能化行业。6月地缘风险缓和、国际油价下跌，PPI环比相应由涨转跌，CPI同比增速亦回落。市场对中长期通胀的预期仍偏温和，下半年物价回升或将更依赖内需修复。
- ▶ **融资需求仍然偏弱，结汇对货币增速有支撑。**4-6月政府债融资、居民和企业贷款连续同比少增，可能有部分阶段性因素影响，如小贷和个贷监管优化、企业债券和股票融资对企业贷款的替代、地方在考核机制优化下投融资更加审慎等。4-5月出口增速较高叠加涉外税收征管优化，企业结汇意愿较强，支撑M2增速总体平稳，但6月银行同业融资增加、替代存款，对M2增速拖累较大。
- ▶ **政策余力有待释放。**上半年政府债净融资同比少增1.2万亿元，政策性金融工具尚待投放，PSL连续三个月净回笼。央行一季度货币政策执行报告、二季度货币政策例会均淡化总量工具、突出结构调节。下半年财政融资和政金工具仍有余力，关注7月政治局会议表态。

重点观察

- ▶ 地缘政治形势变化；财政和货币政策的实际落地效果。

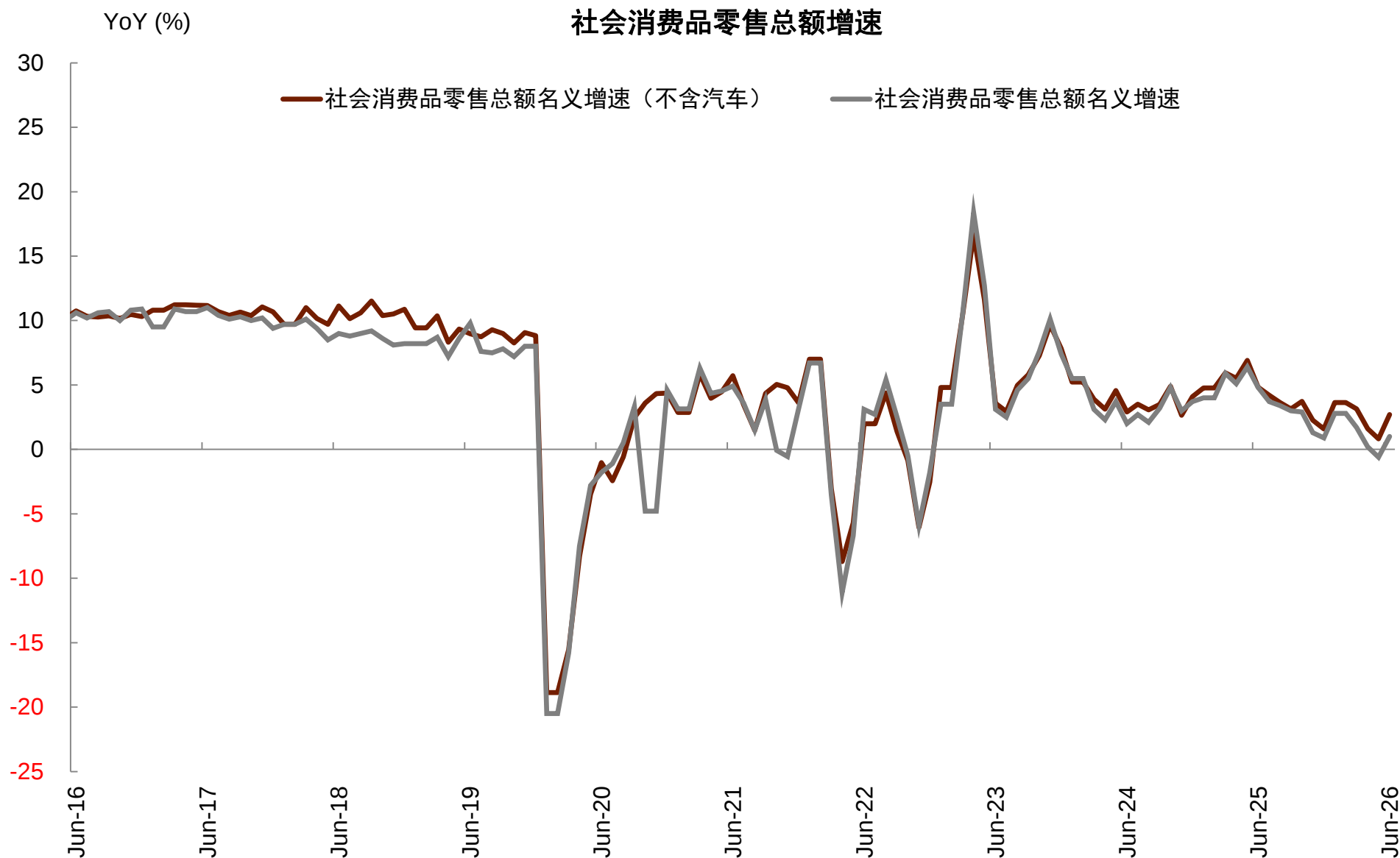
实际GDP增速回落

宏观经济



政策节奏影响消退后，6月社零增速回正

宏观经济



资料来源：Wind，中金公司研究部

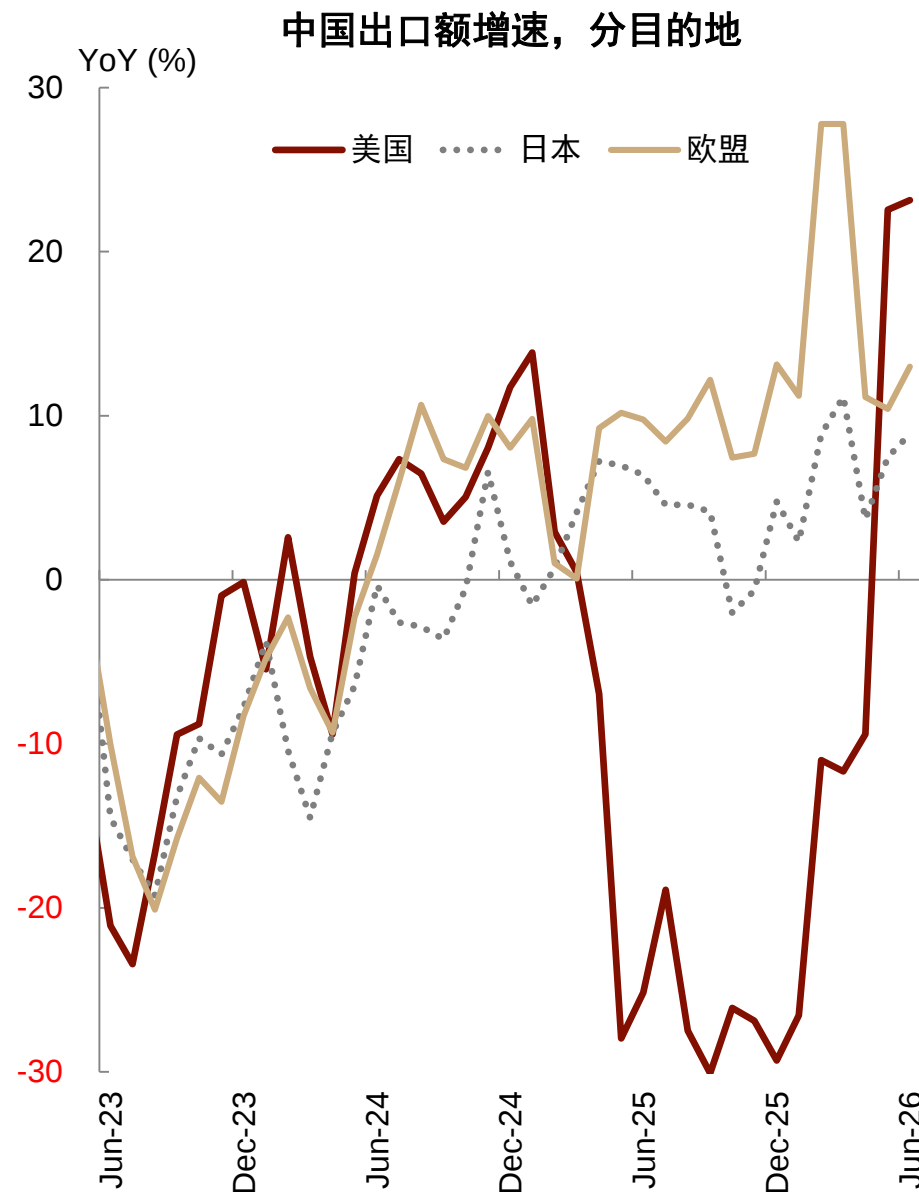
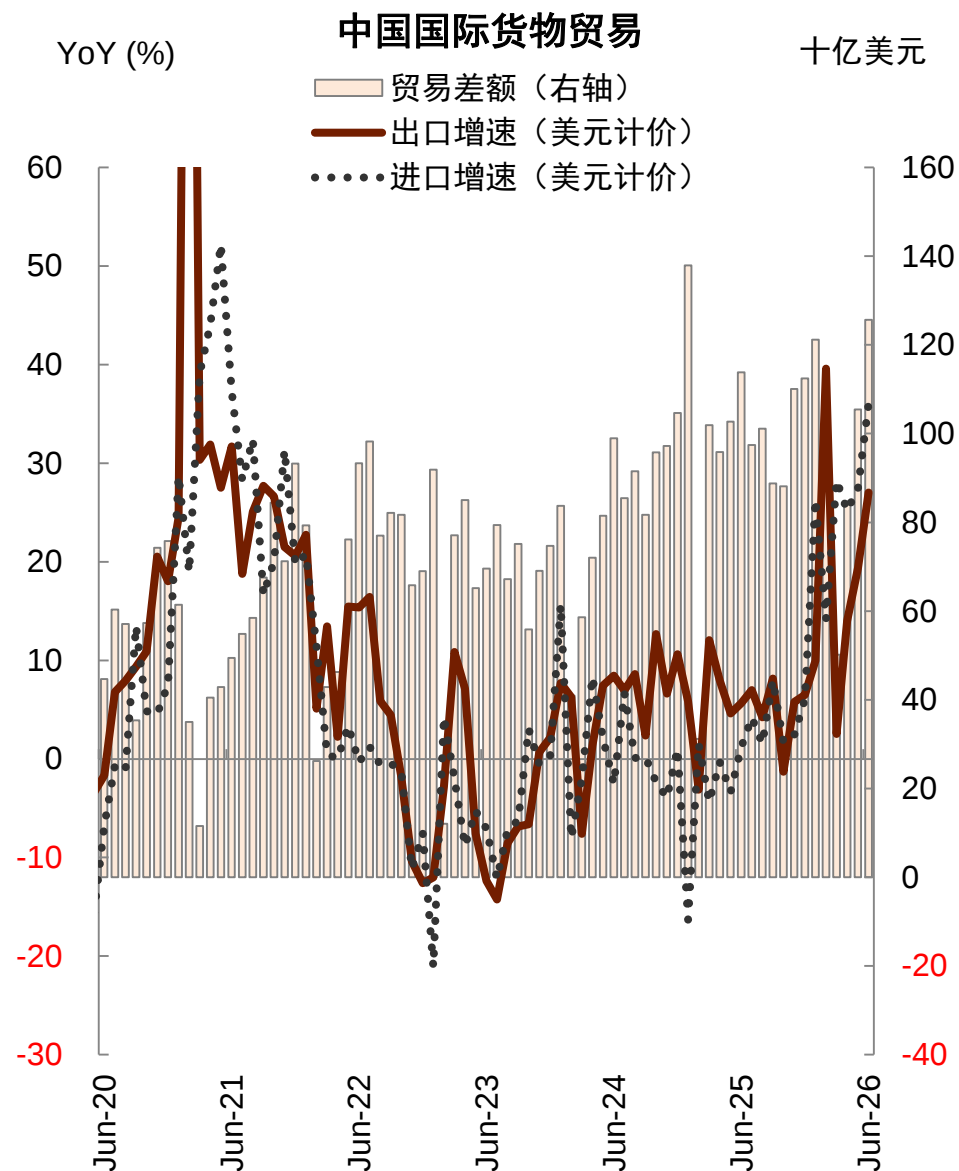
年初的投资改善未能延续

宏观经济



进出口增速持续走高

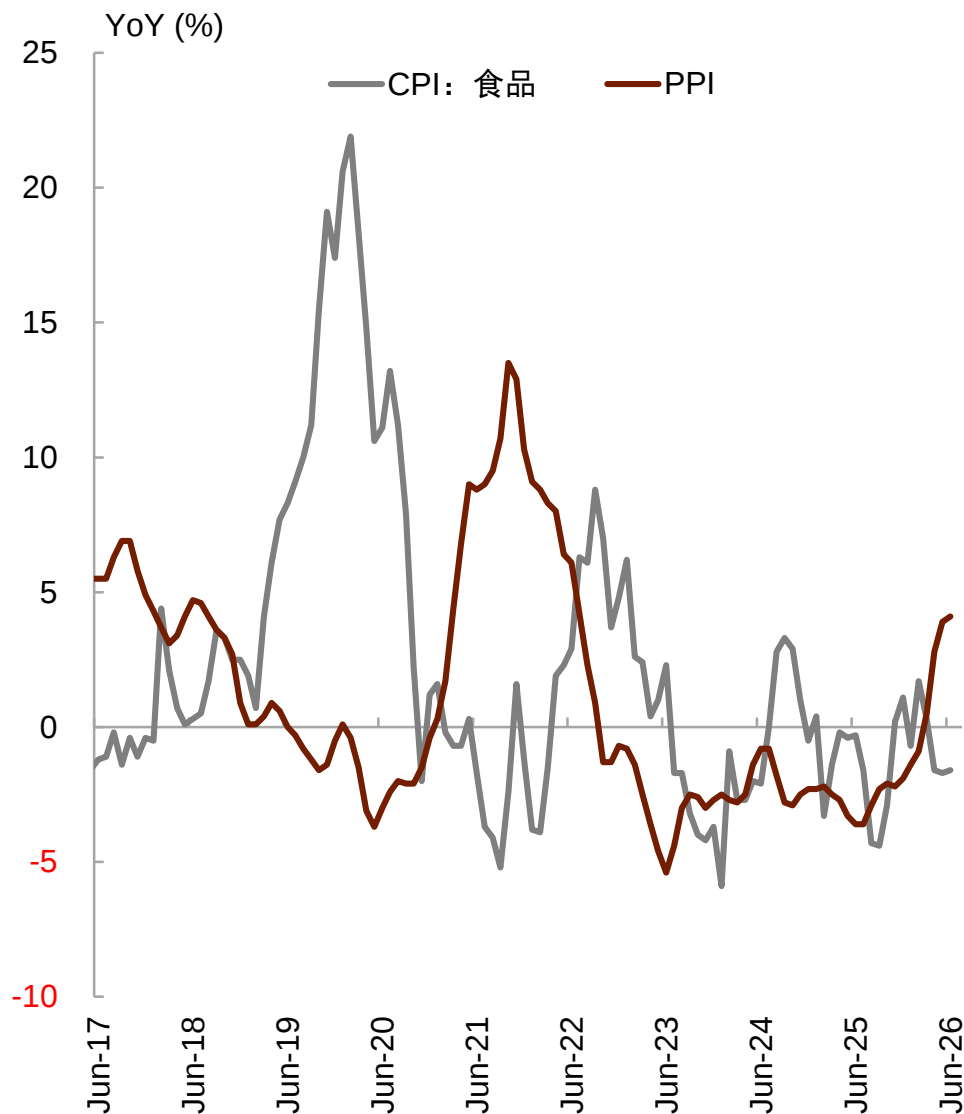
宏观经济



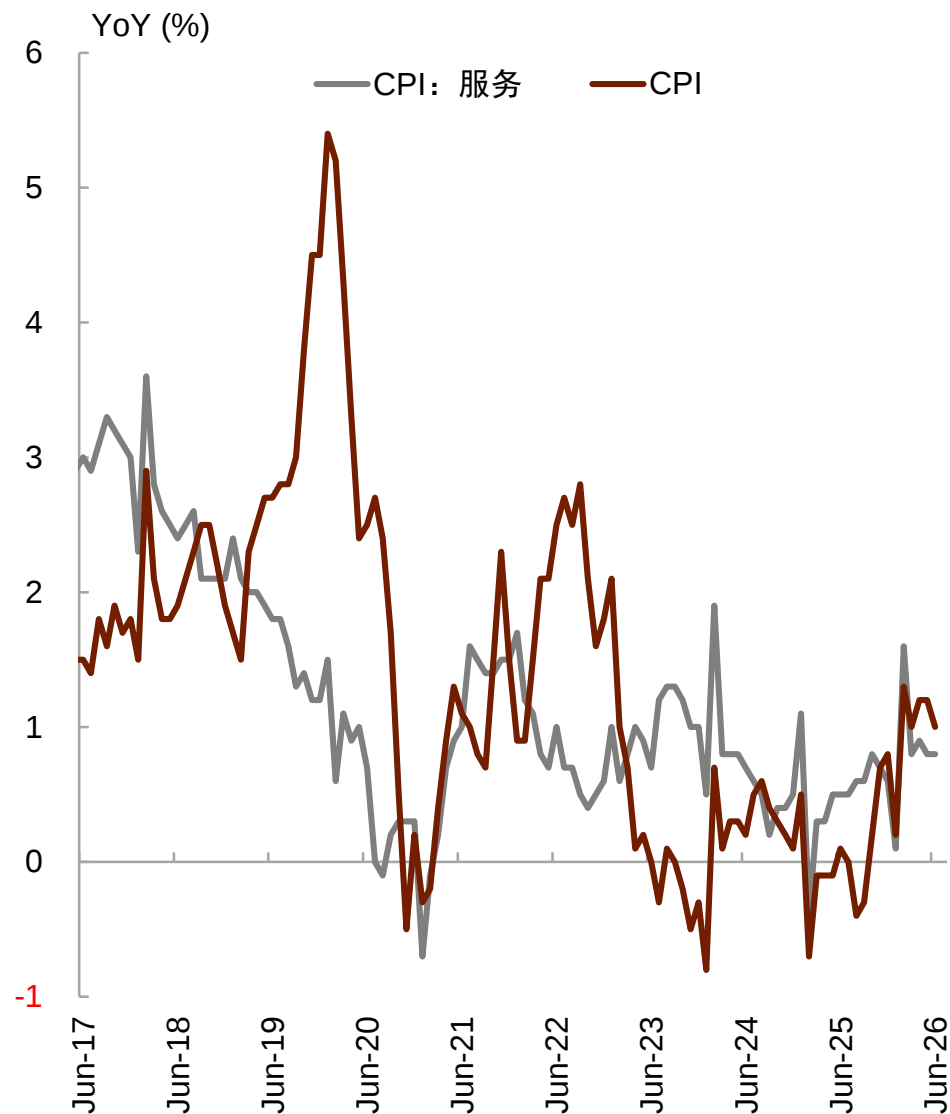
输入性因素对通胀的影响已见缓和

宏观经济

食品CPI与PPI当月同比



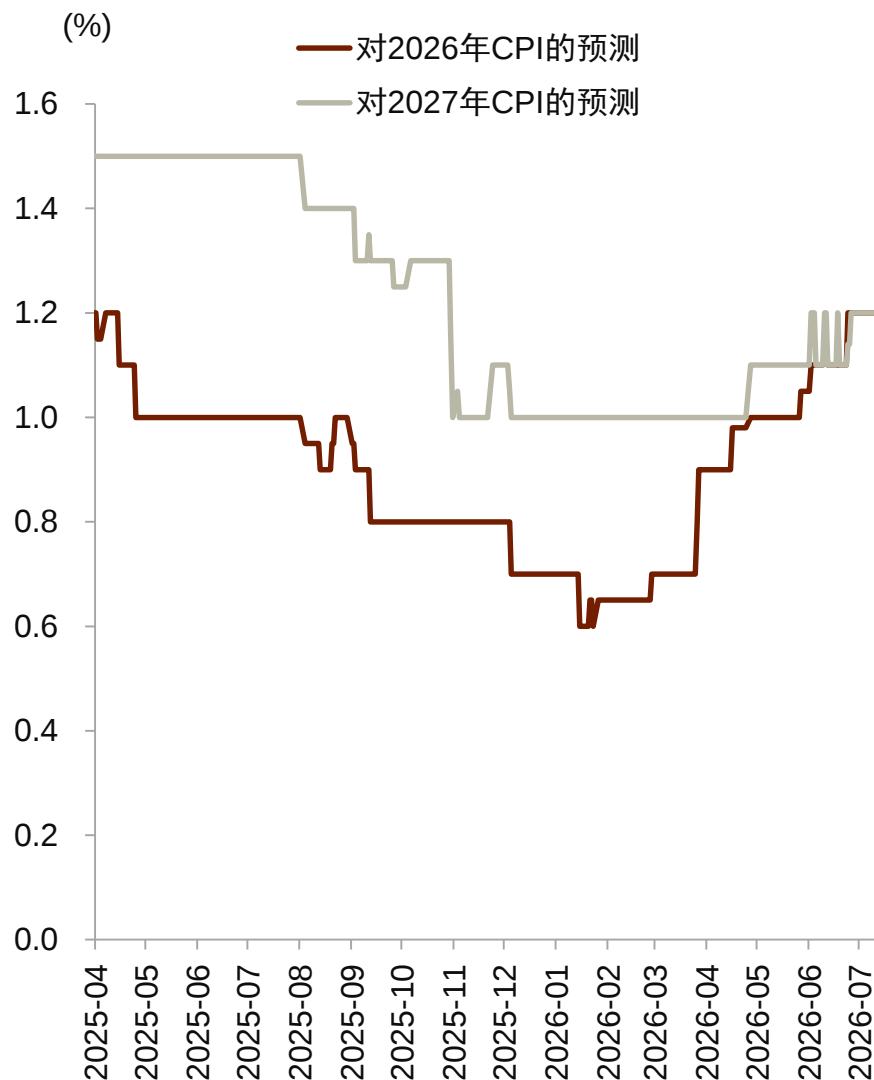
服务CPI与CPI当月同比



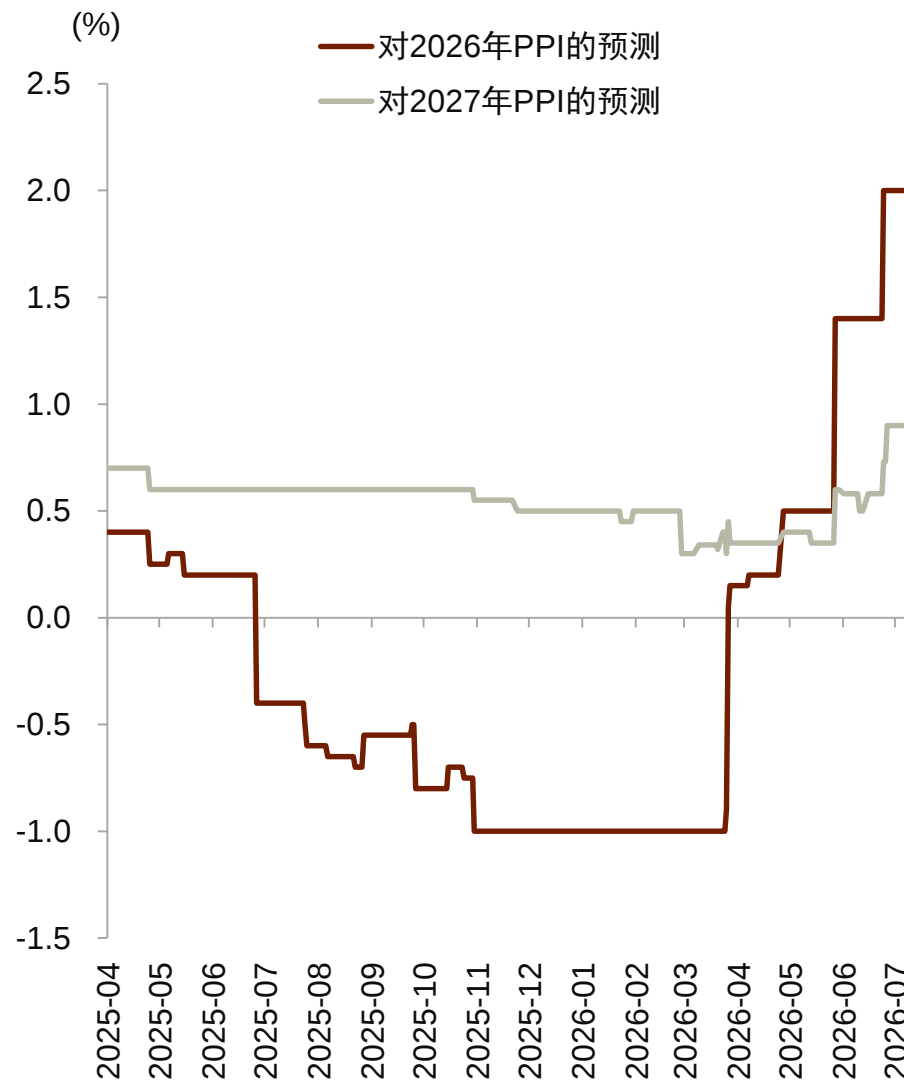
市场中长期通胀预期仍待回暖

宏观经济

Bloomberg一致预测：中国CPI

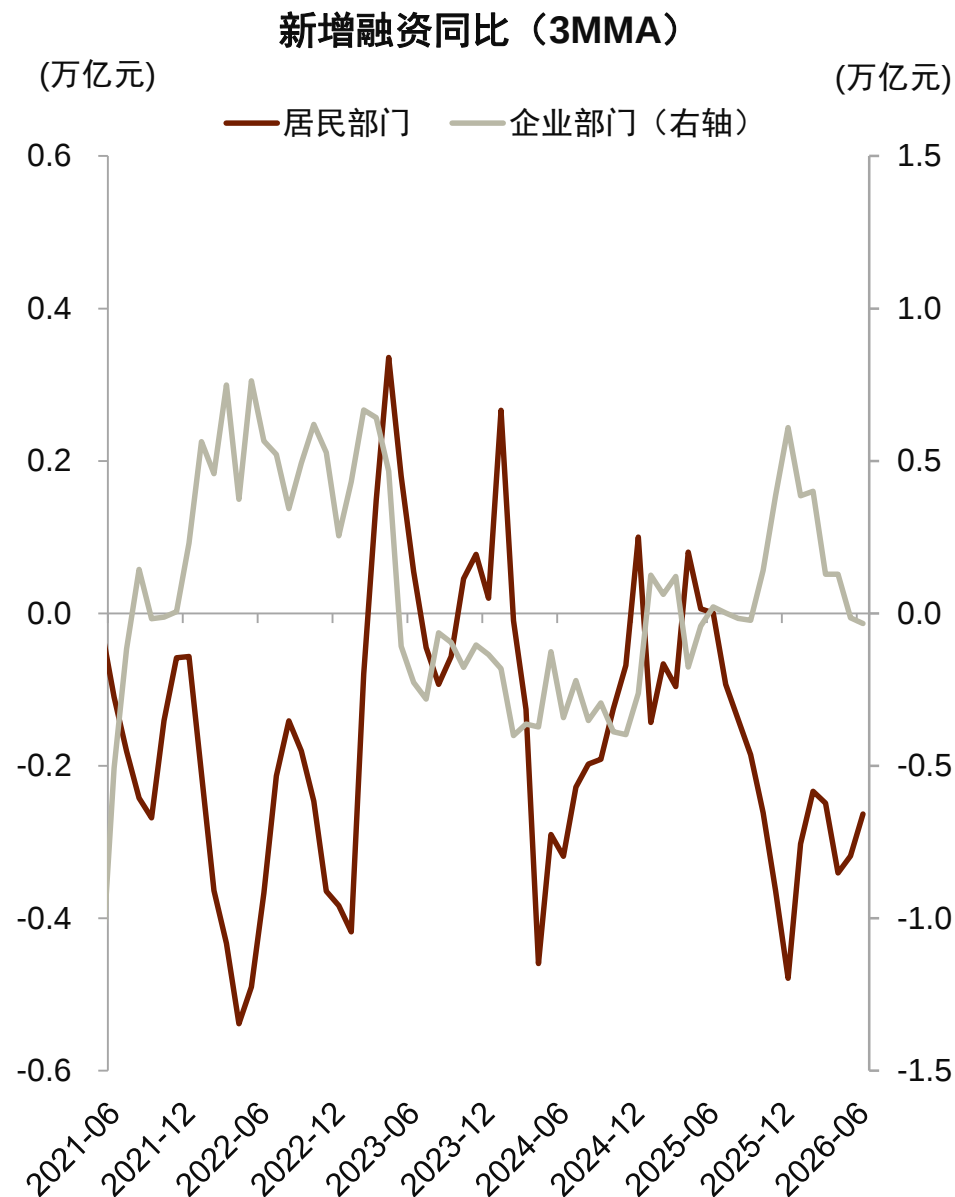
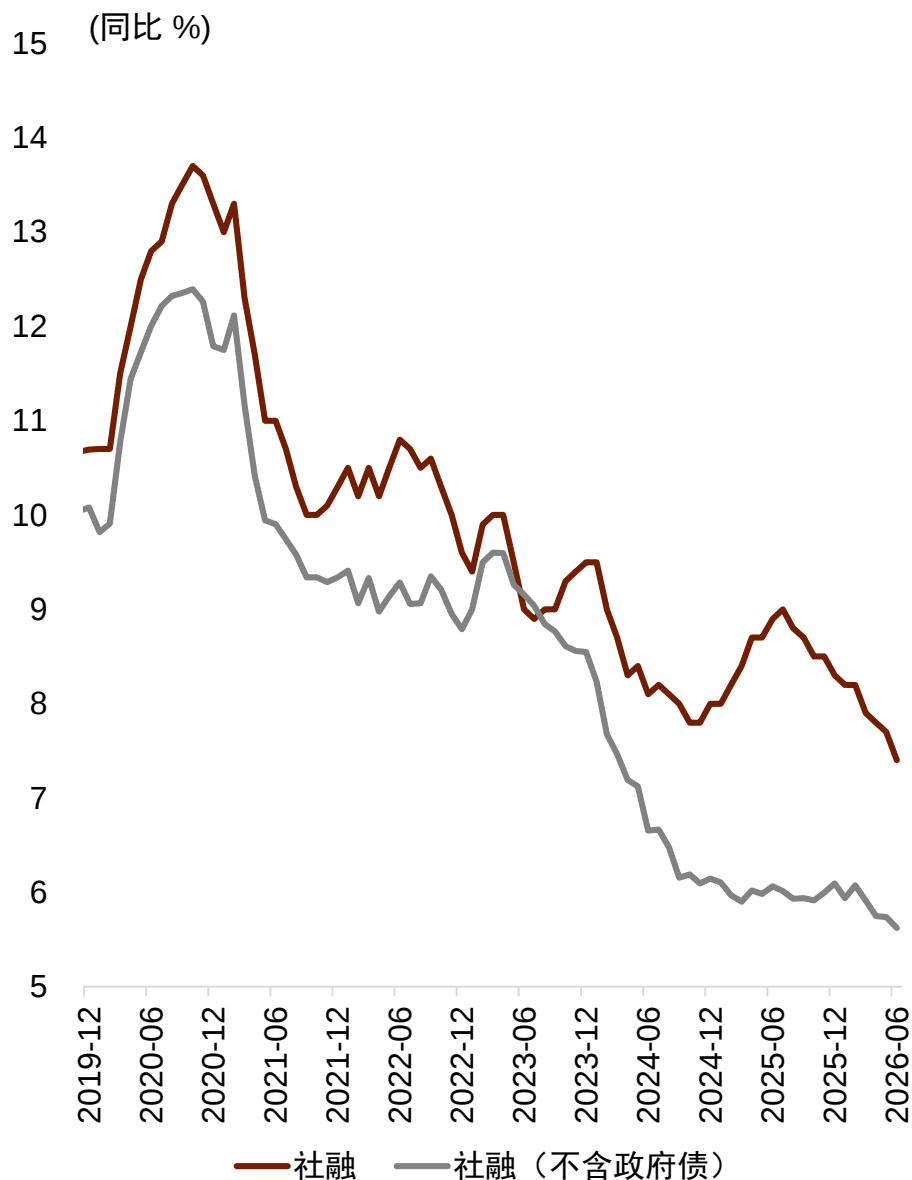


Bloomberg一致预测：中国PPI



融资需求偏弱

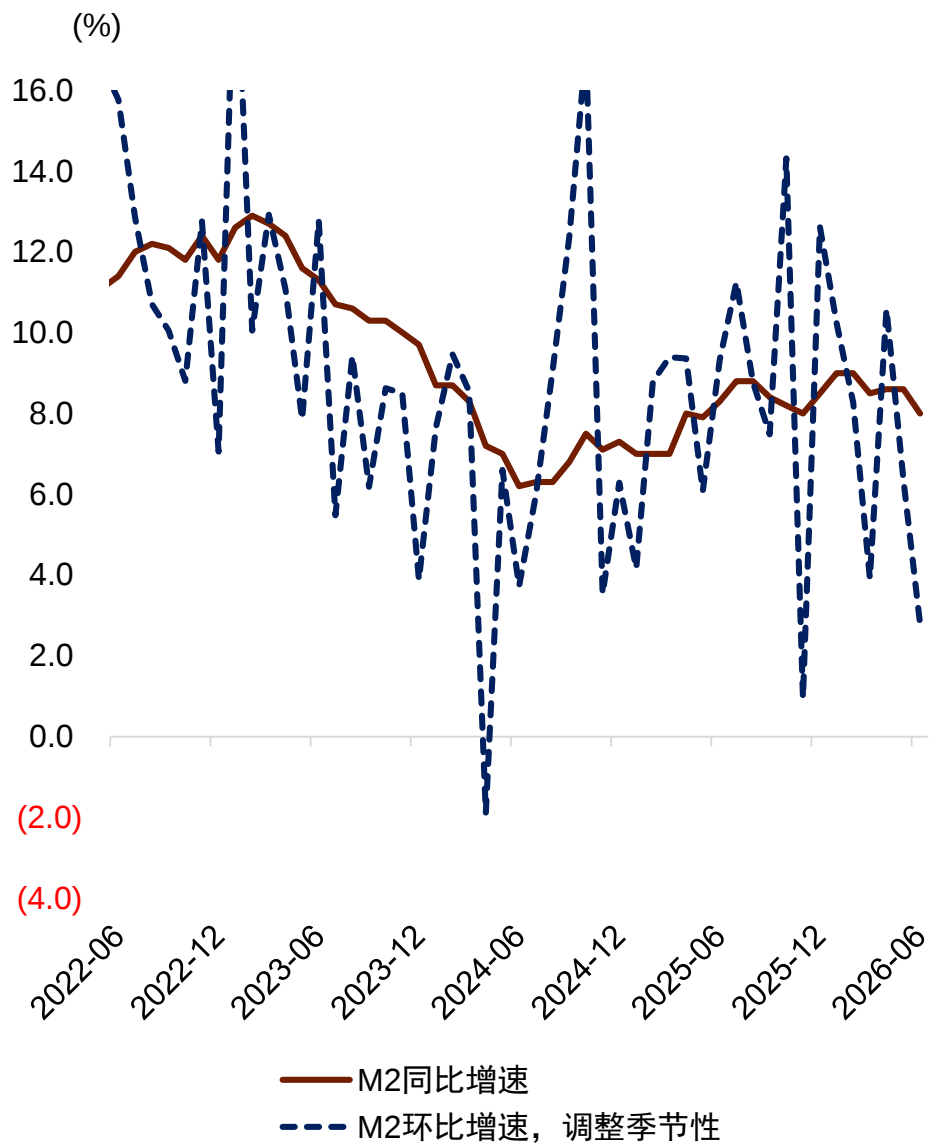
宏观经济



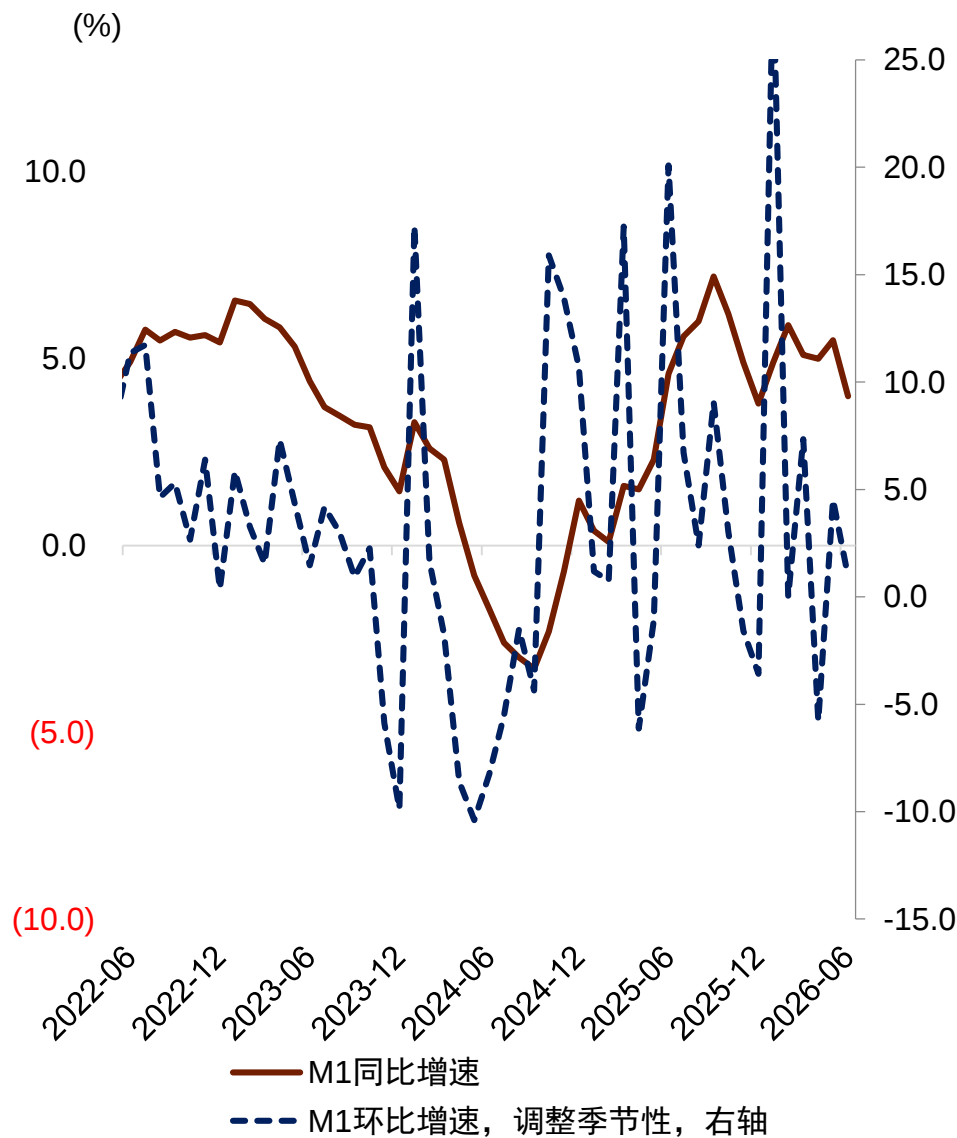
货币增速下行

宏观经济

M2同比与环比增速

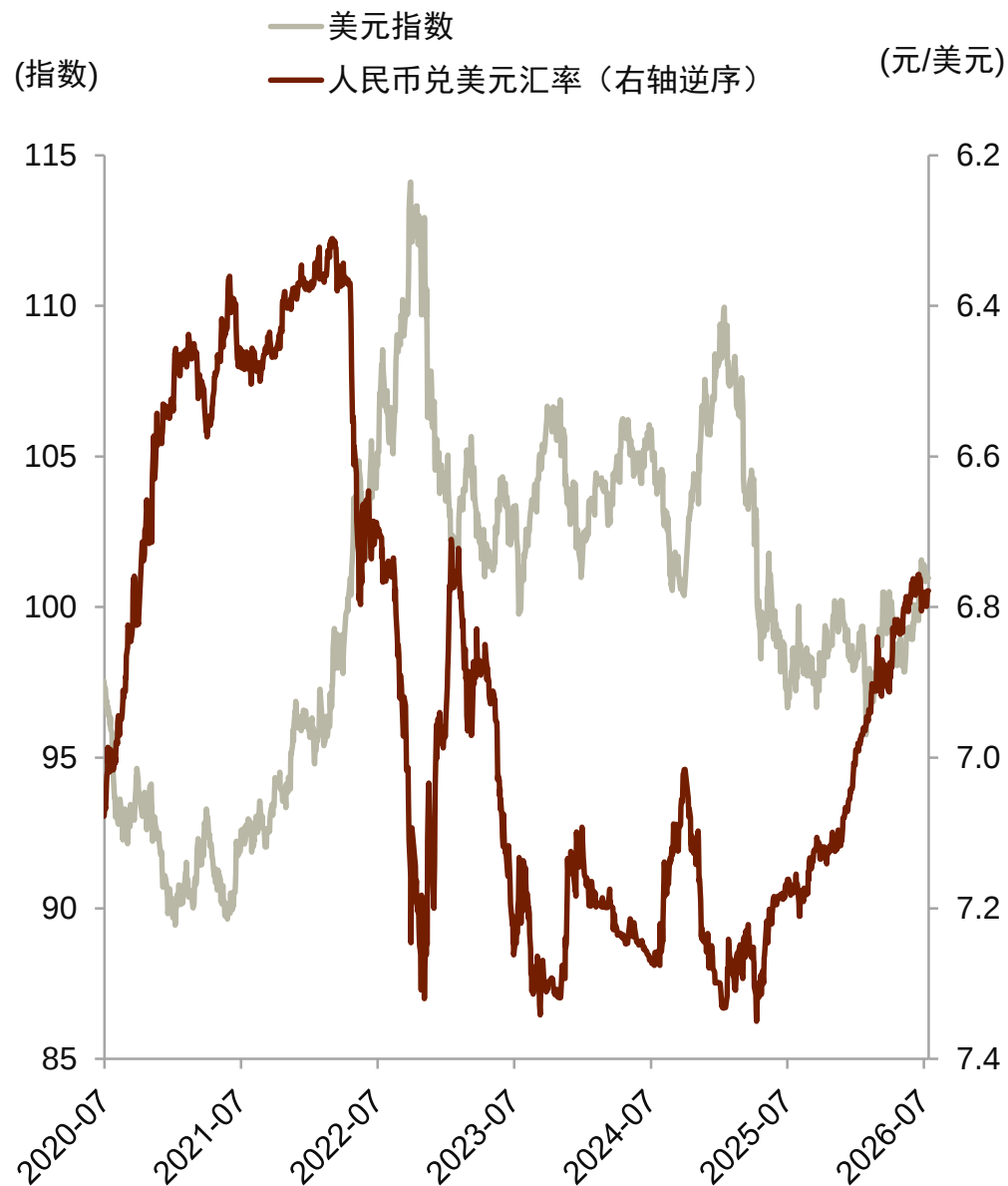
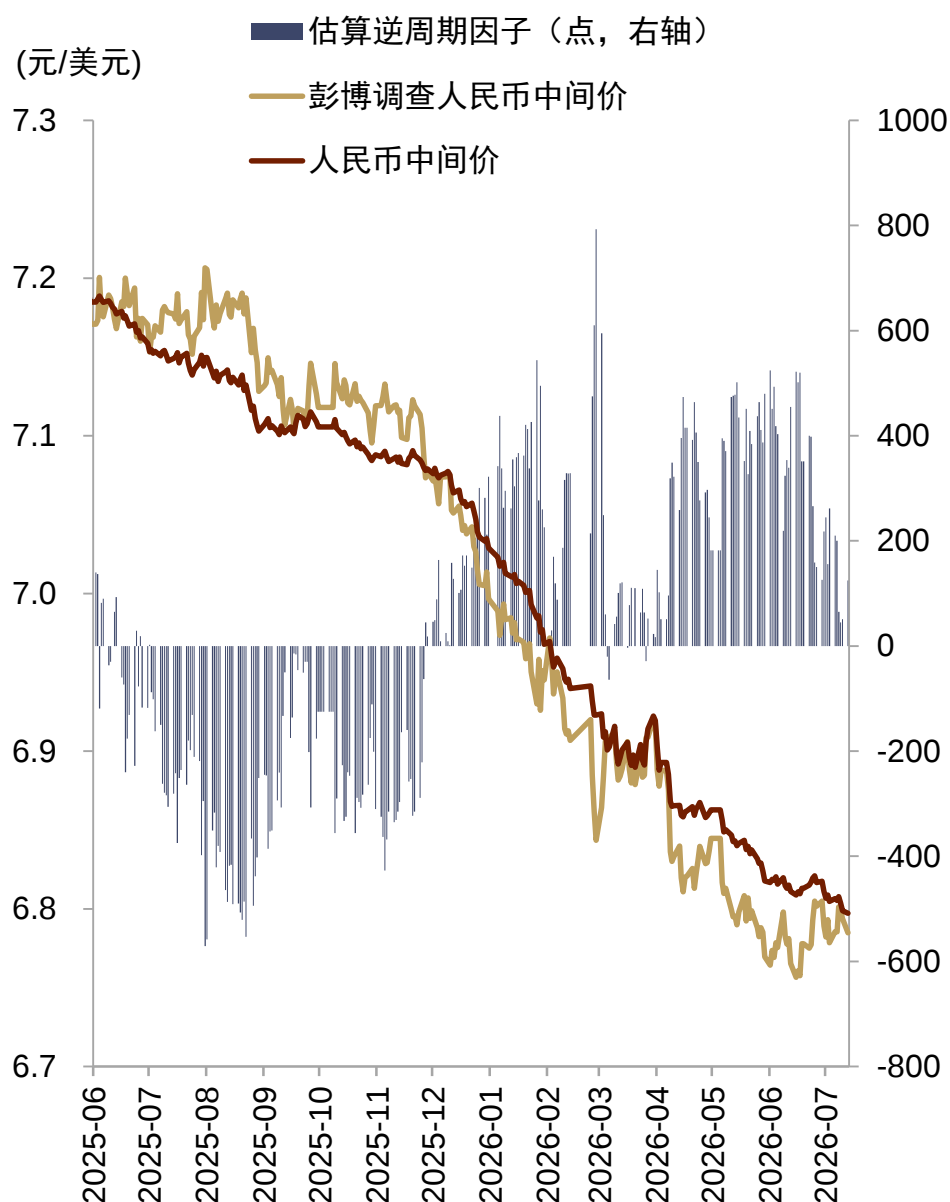


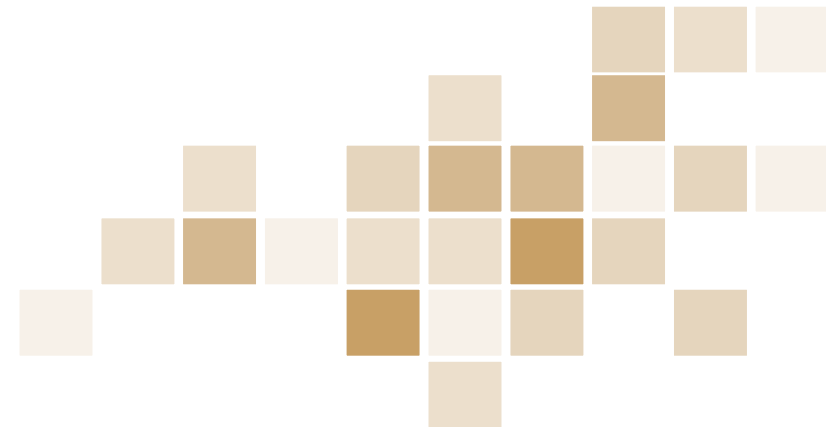
M1同比与环比增速



人民币汇率升值速度有所放缓

宏观经济





市场策略

分析员 缪延亮

SAC 执证编号: S0080525060005

SFC CE Ref: BTS724

分析员 刘刚, CFA

SAC 执证编号: S0080512030003

SFC CE Ref: AVH867

分析员 李求索

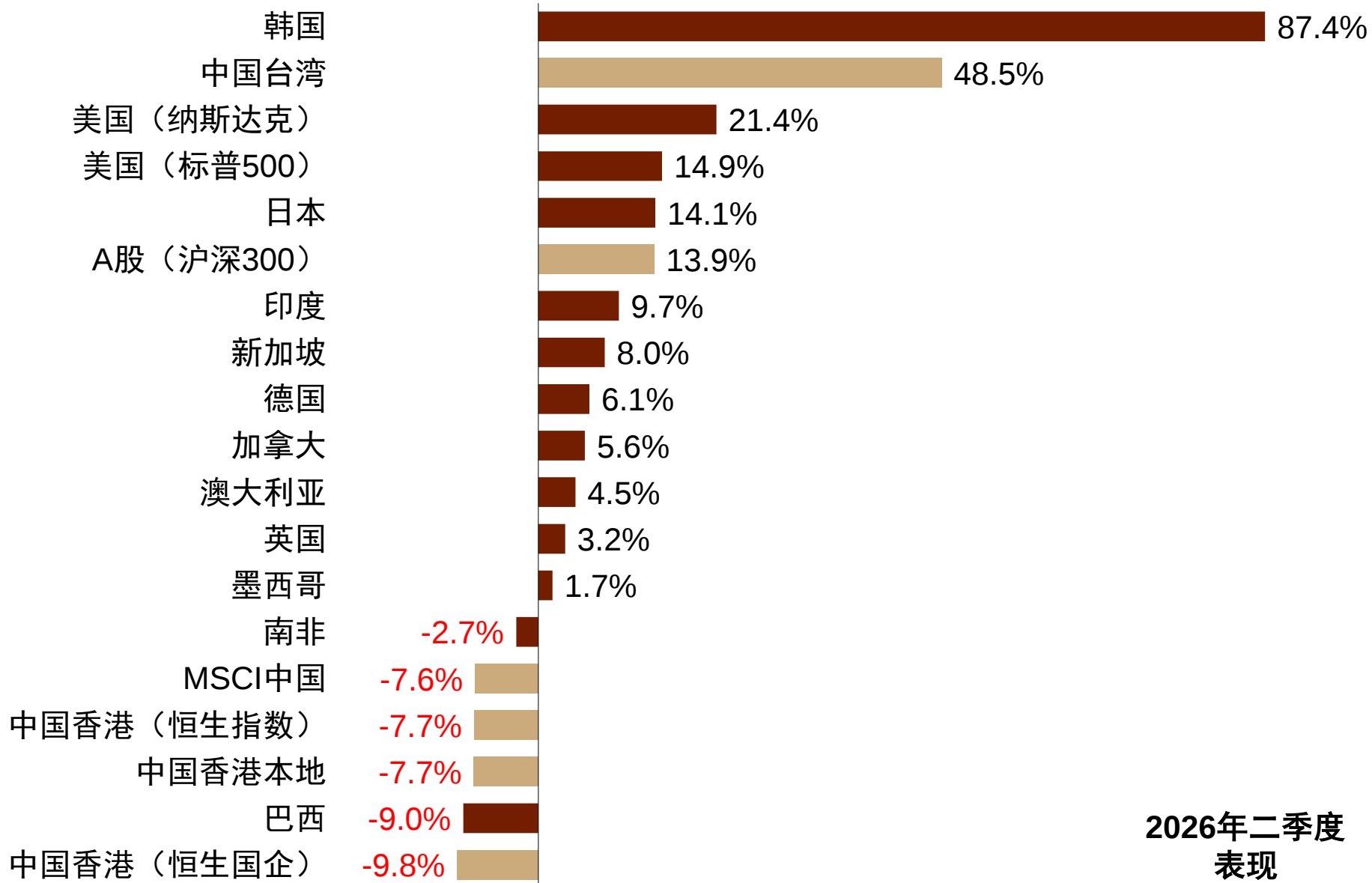
SAC 执证编号: S0080513070004

SFC CE Ref: BDO991

核心观点

- ▶ **2026年二季度我国宏观经济运行平稳。**二季度GDP同比增长4.3%，就业形势总体稳定，物价温和上涨，对外贸易增势良好，新动能快速成长。内需方面，消费动能偏弱，叠加去年以旧换新政策拉动形成的高基数影响，二季度社零增速先降后升；地产总体仍延续调整，新房数据继续承压，个别核心城市二手房成交量价有所回暖，但5月下旬以来也出现季节性降温，地产链相关领域业绩或仍构成拖累。二季度价格数据阶段性回升，中东地缘冲突推升原油等能源价格，带动工业品价格快速反弹，6月PPI同比升至4.1%，CPI温和上涨。外需方面，受全球AI资本开支强劲增长带动，二季度出口同比连续高增，分别增长14%、19.4%、27%。
- ▶ **2026年二季度A股非金融盈利同比增速可能较一季度继续抬升，或仍有望保持双位数增长。**金融领域，非银有望继续受益于较高的资本市场活跃度；非金融领域，AI科技硬件以及受益于价格上涨的工业金属、小金属、油气化工等周期行业或为亮点，内需消费与地产链业绩仍偏弱。
- ▶ **近期A股市场有所调整，中期视角我们依然看好A股市场延续震荡上行趋势。**近期市场回调主要由外部因素触发，包括海外AI负面叙事偏多、市场波动的风险情绪传染、海外地缘风险反复等，内部也存在科技板块交易拥挤度偏高的结构性问题。按风险溢价衡量，截至7月14日，沪深300的股权风险溢价重新回到历史均值上方，股息率提升至2.7%的水平，短期负面因素已得到较多释放。8月末A股市场中报将披露完毕，有望继续验证上市公司盈利修复趋势，为股价提供基本面支撑。
- ▶ **行业建议：当前市场调整或已较为充分，将重迎年内较好布局时机，短期等待外围叙事和流动性好转，可逐步布局中报景气方向，等待正向催化。**业绩披露阶段重点关注：1）中报业绩亮点领域，例如上游油气化工和部分金属、受益于AI高景气和海外需求的科技硬件和电力设备、非银金融等。2）景气成长：AI基础设施相关环节，如光通信、PCB等，以及上游相关材料，高景气状态在今年确定性仍较强，创新药在去年密集BD交易之后，今年较多公司进入临床数据验证阶段，值得自下而上关注。3）周期改善：建议综合考虑地缘局势与产能周期位置，关注供需格局改善的领域，如电网设备、石化化工和工程机械等行业；同时，地缘不确定性下油运、小金属等行业或相对受益。
- ▶ **未来的关注点：**1）国内经济数据；2）中报业绩；3）7月政治局会议；4）海外地缘局势。
- ▶ **风险提示：**外部地缘风险超预期；内需修复不及预期；海外波动风险情绪传染；全球经济增长低于预期。

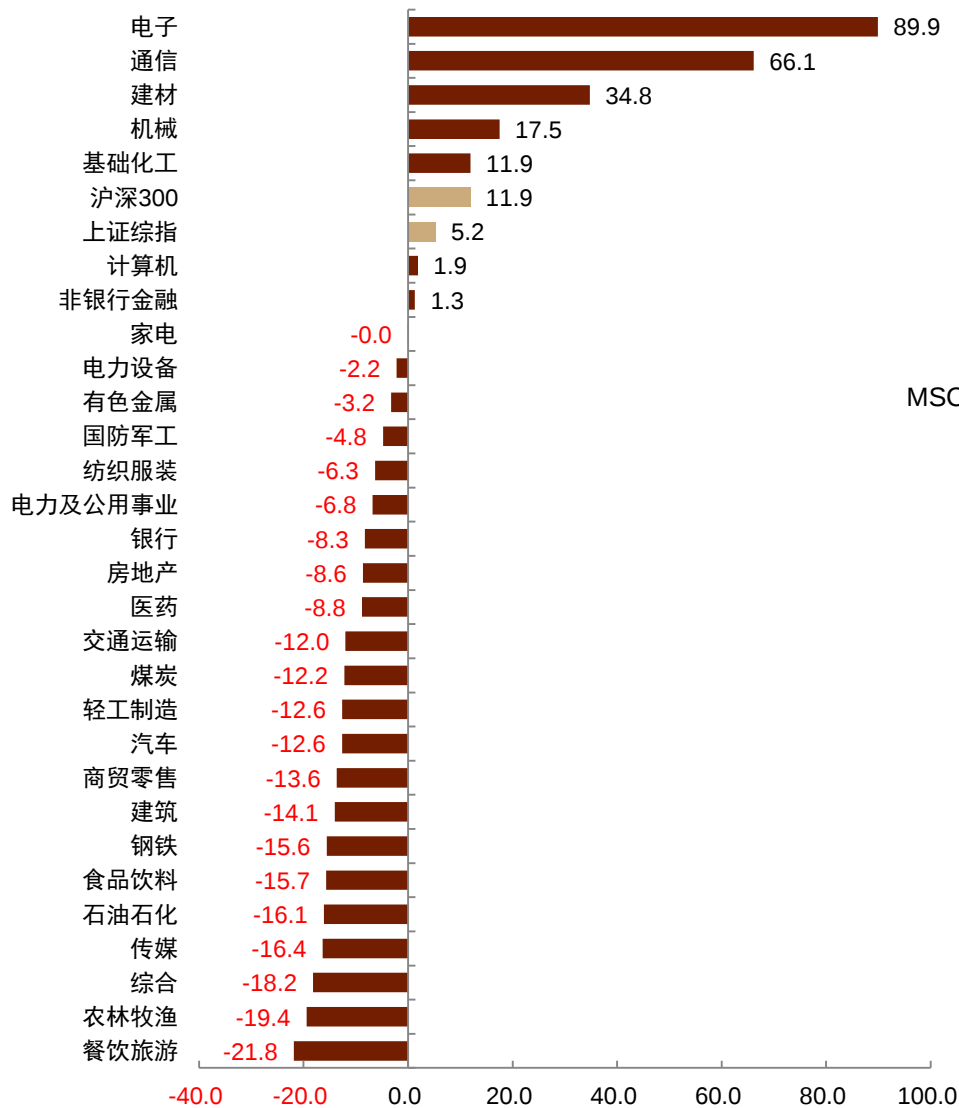
2026年二季度全球主要市场表现



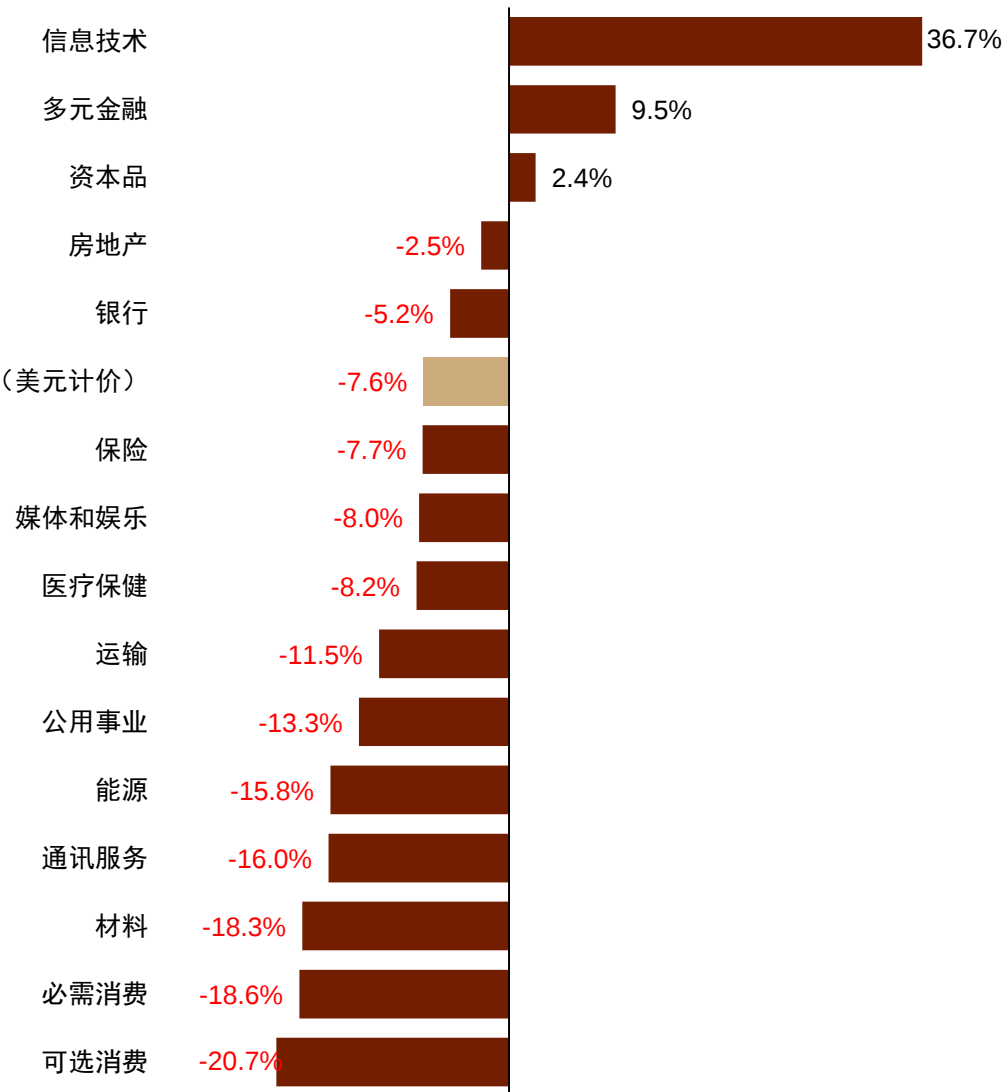
2026年二季度
表现

二季度A股电子、通信板块领涨

2026年二季度A股行业表现 (%)



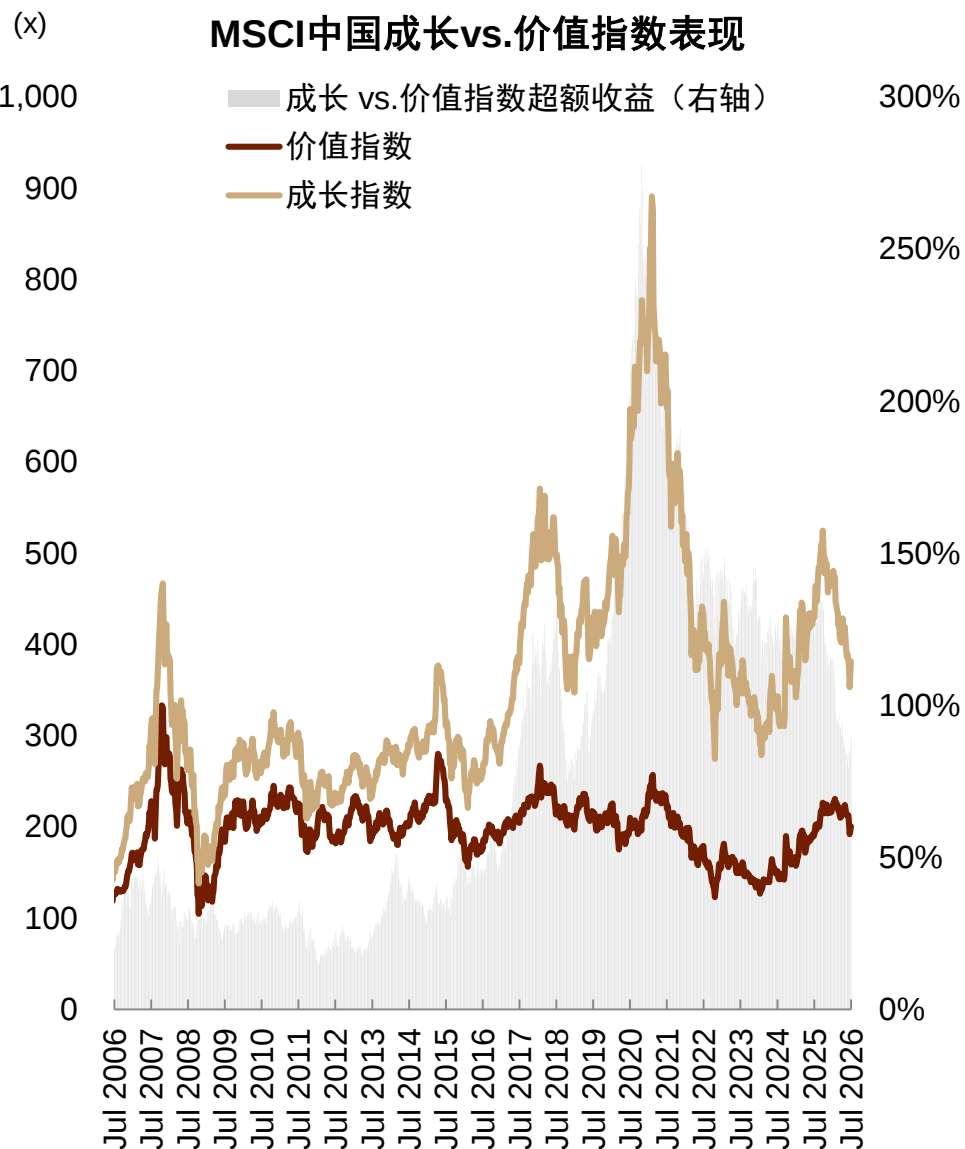
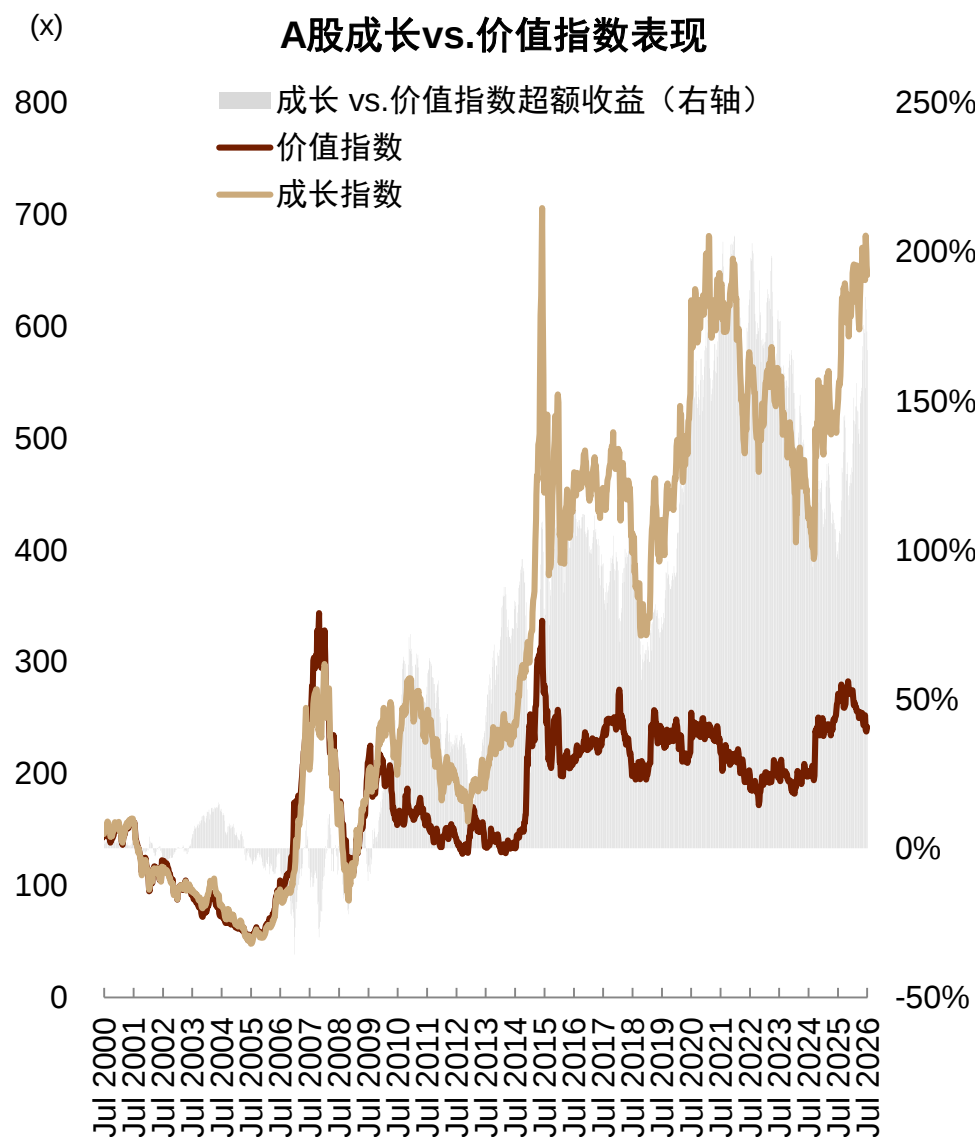
港股行业2026年二季度表现



注：数据截至2026年6月30日

资料来源：Wind, FactSet, 中金公司研究部

2026年二季度成长与价值风格表现



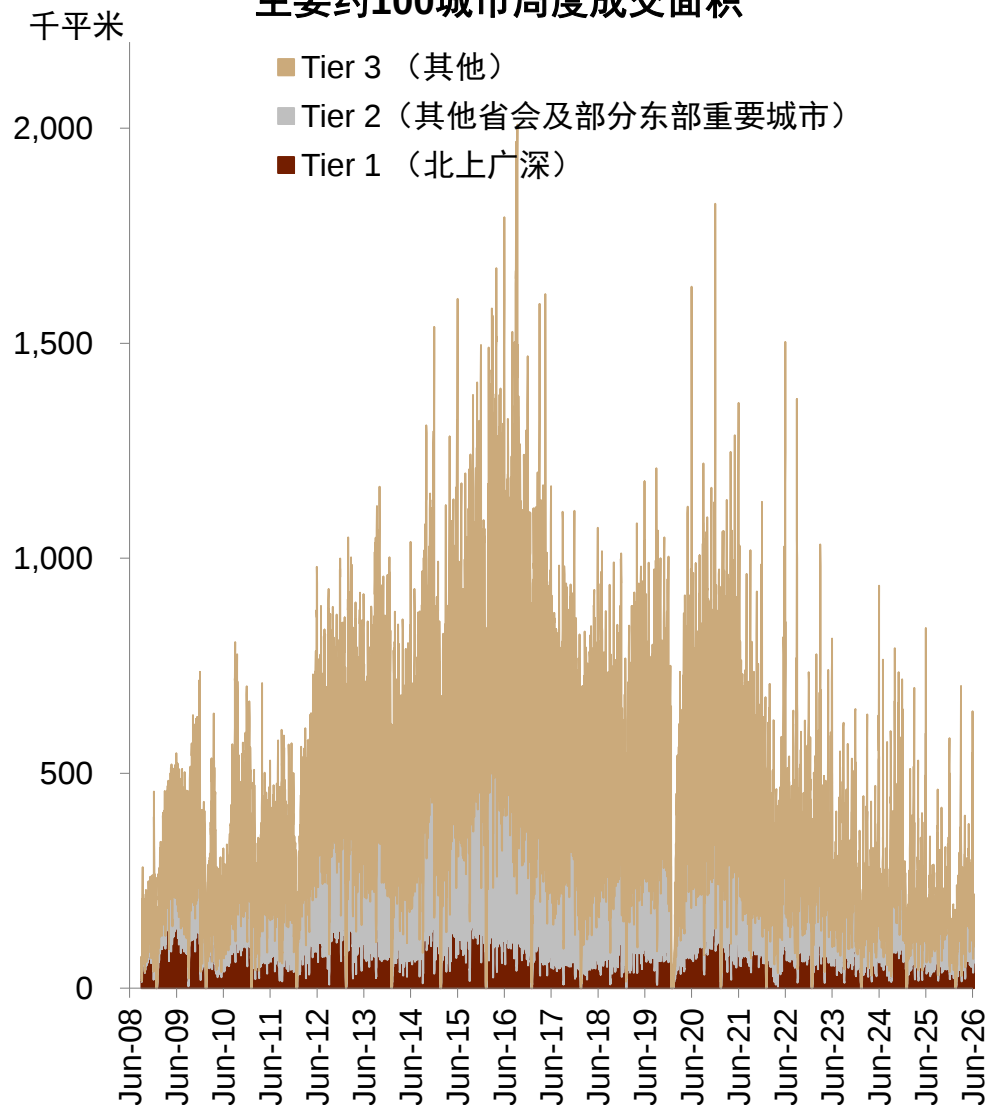
注：数据截至2026年7月15日

资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 中金公司研究部

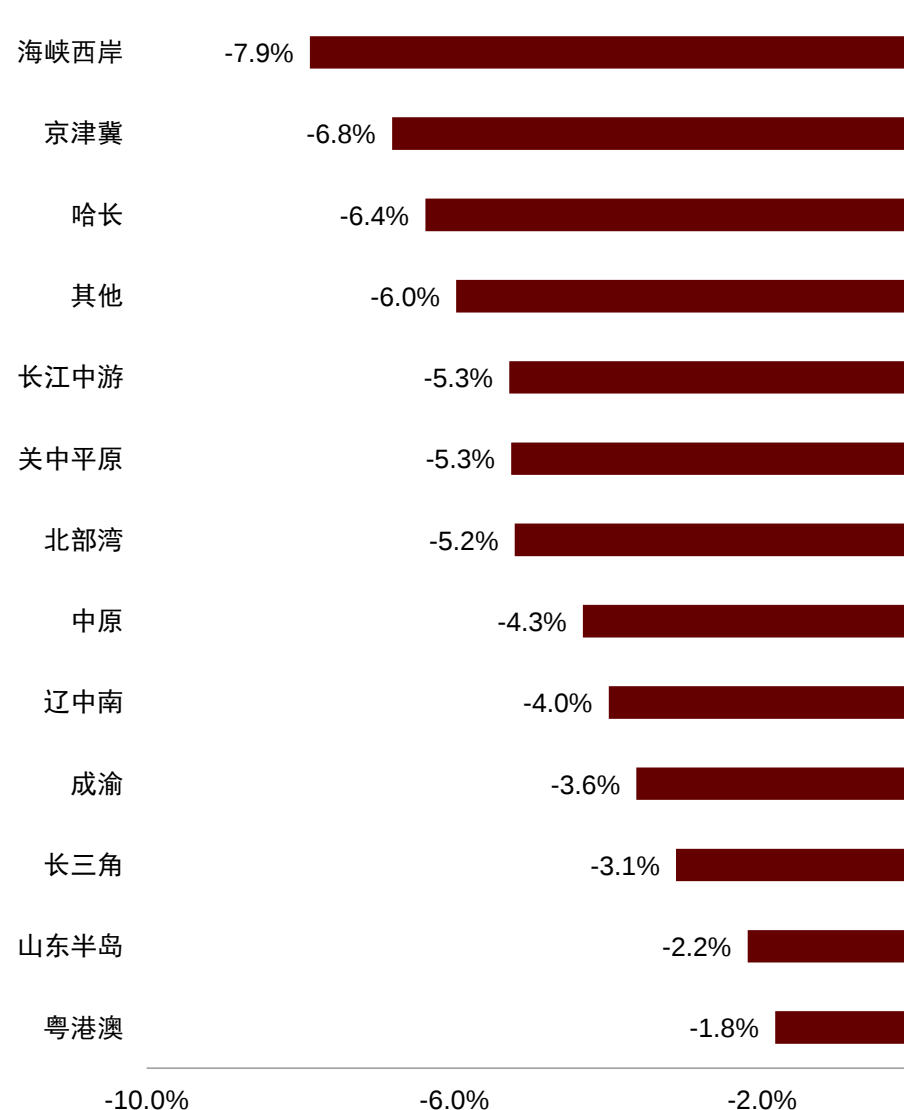
二季度地产销售情况

市场策略

主要约100城市周度成交面积

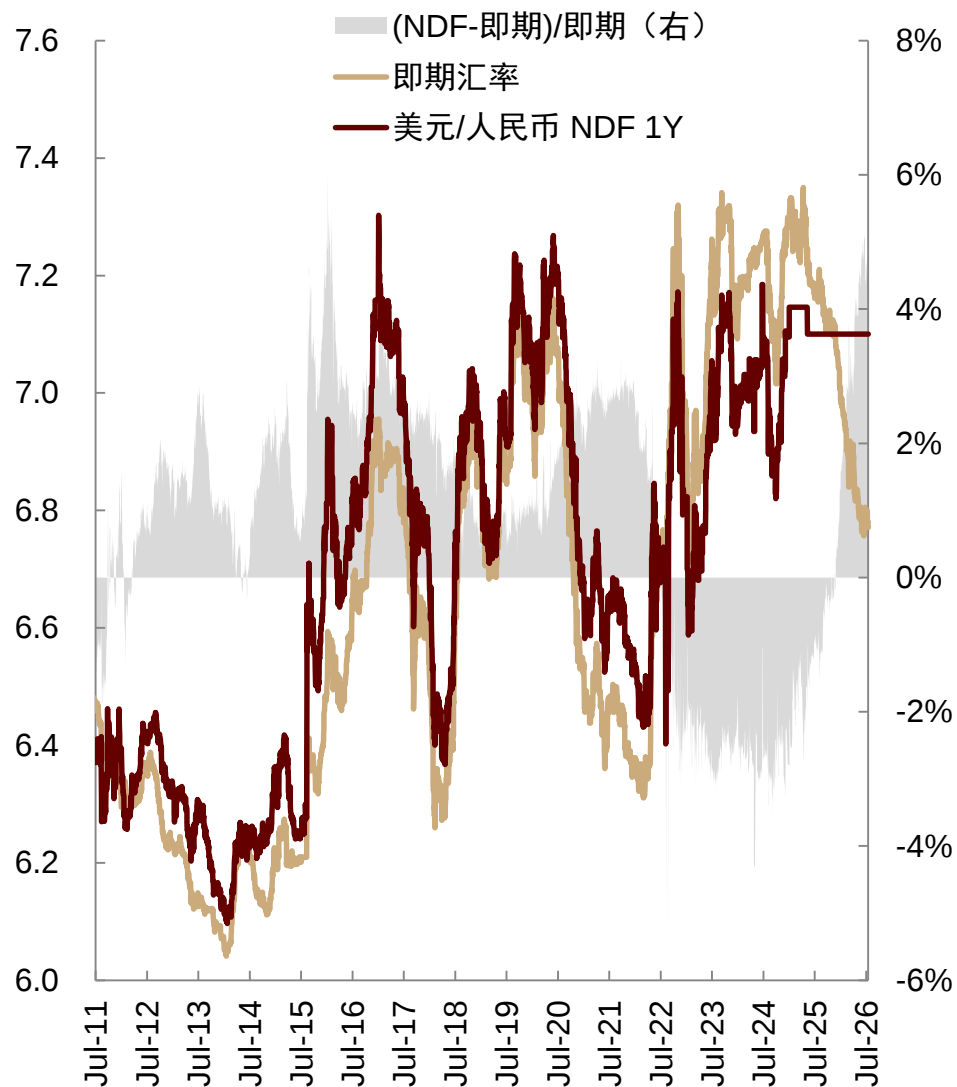


各城市群加权平均价格指数年初至今涨幅

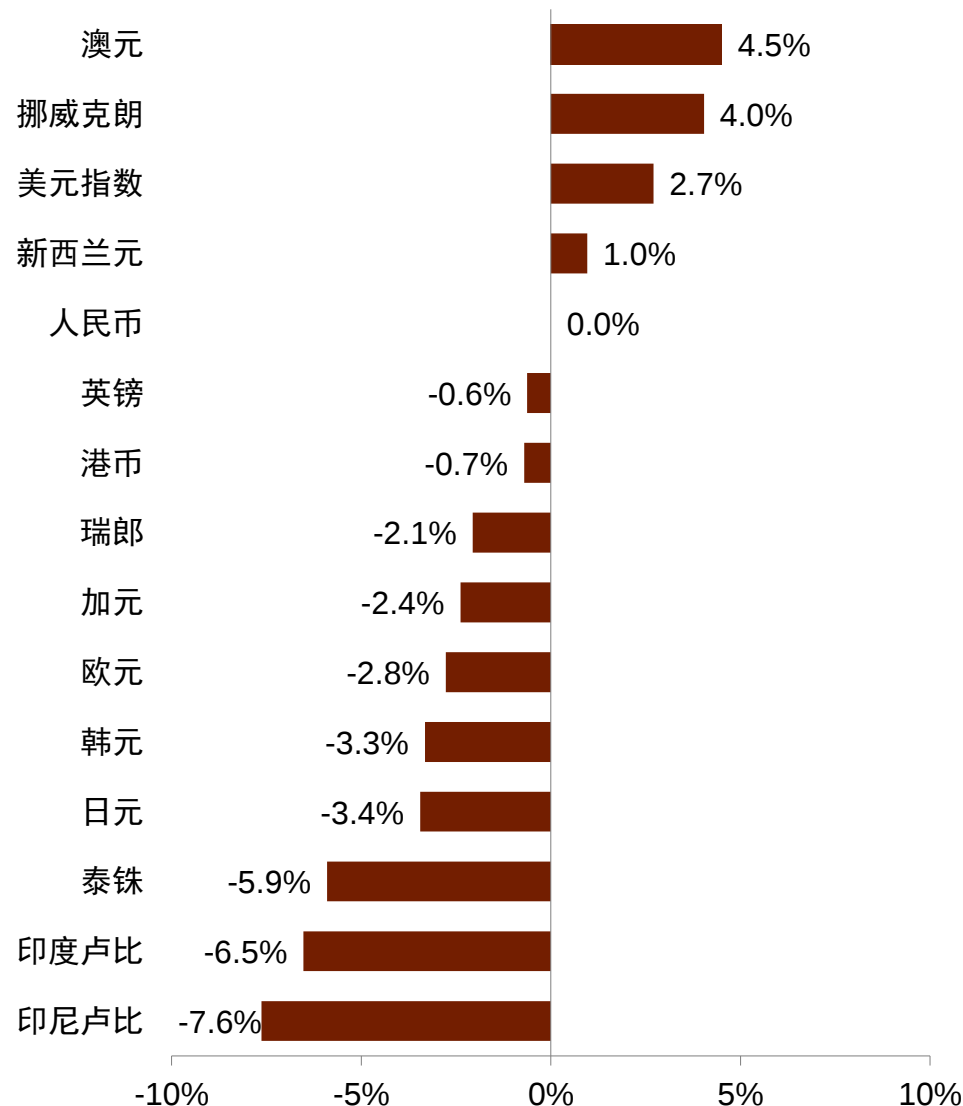


年初至今美元小幅升值，人民币汇率稳定

人民币汇率表现



2026年初以来主要货币兑美元汇率变化



注：数据截至2026年7月15日

资料来源：Wind, 中金公司研究部

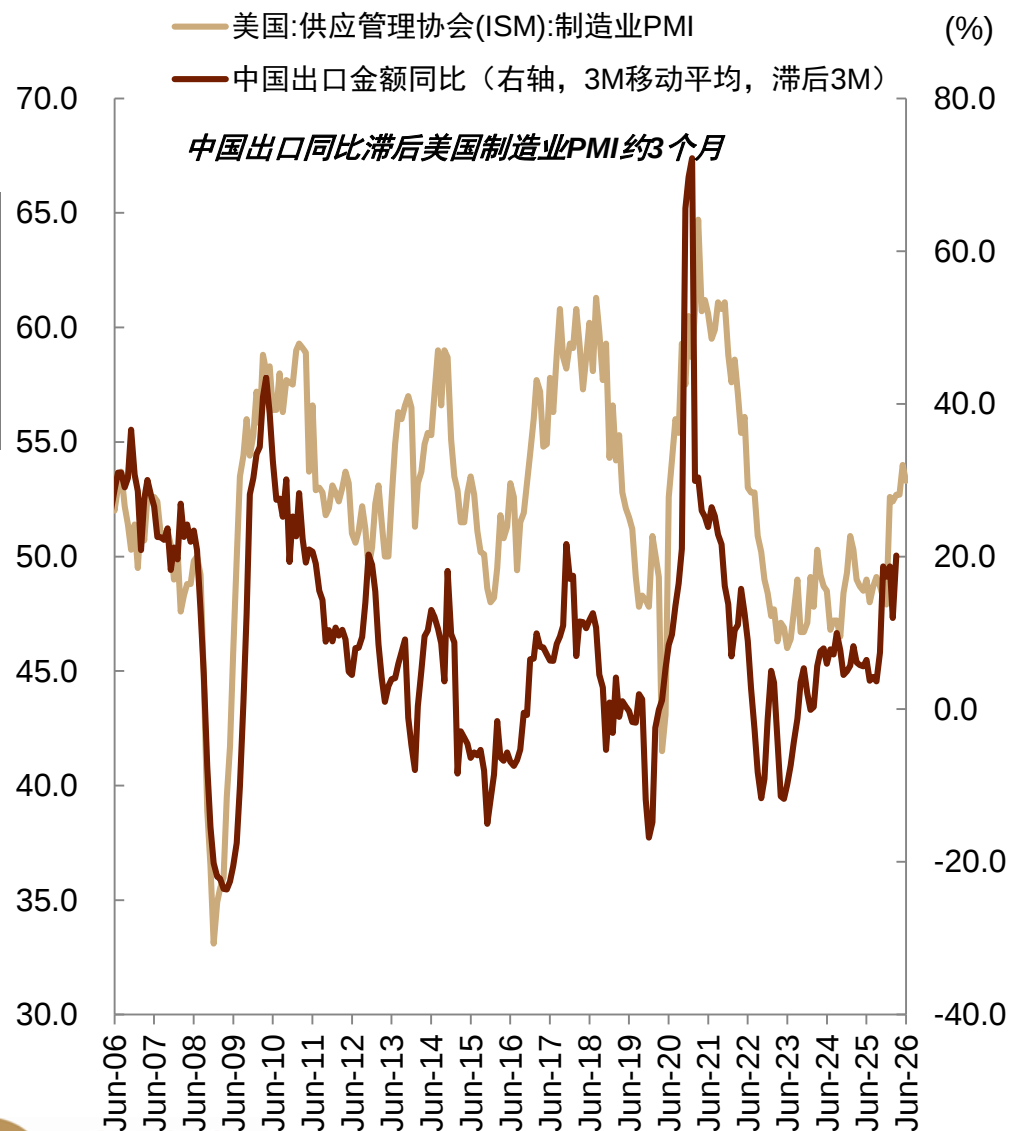
本报告版权归中国中金财富证券有限公司（中金公司）所有。除中金公司网站（www.cicc.com.cn）外，任何机构和个人不得以任何形式将本报告内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关法律责任的权利。

[返回目录](#)

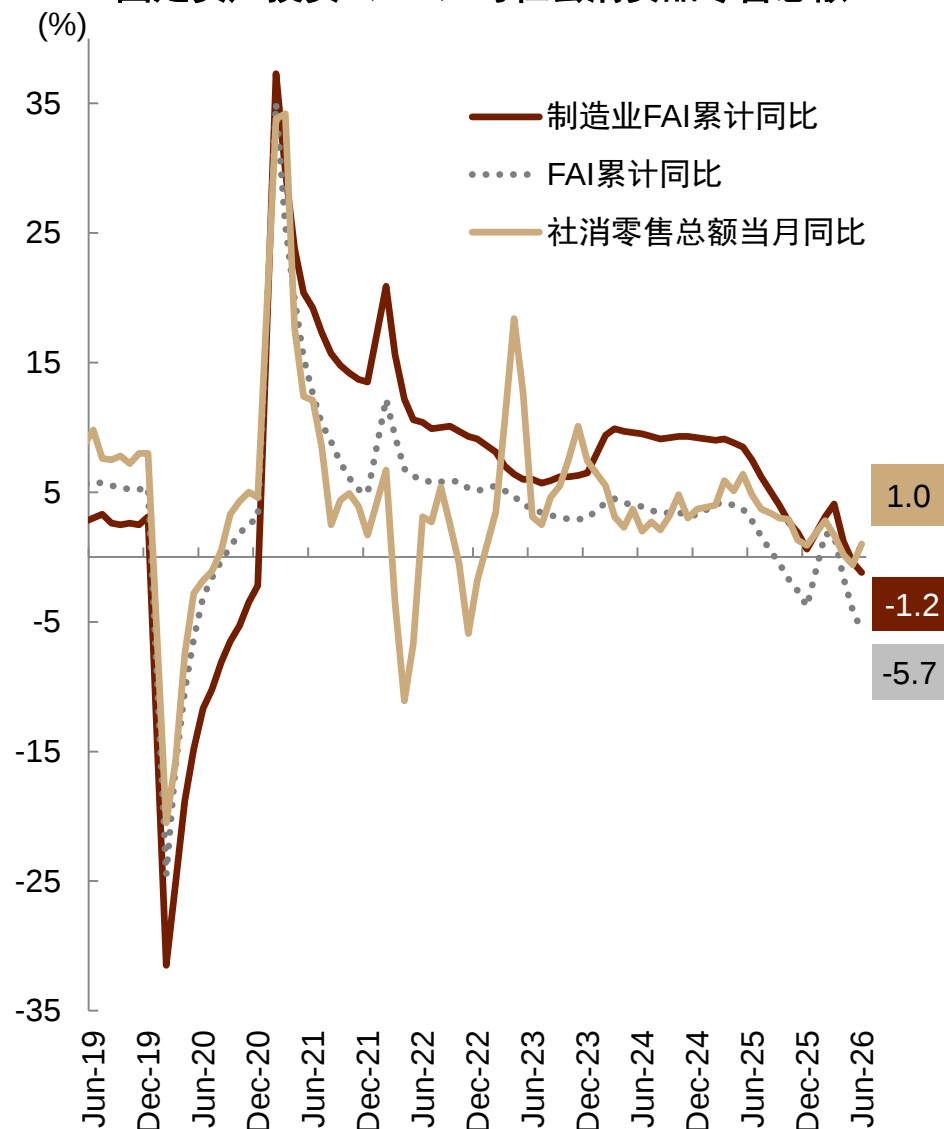
外需保持韧性，内需温和修复

市场策略

中国出口同比变动



固定资产投资（FAI）与社会消费品零售总额

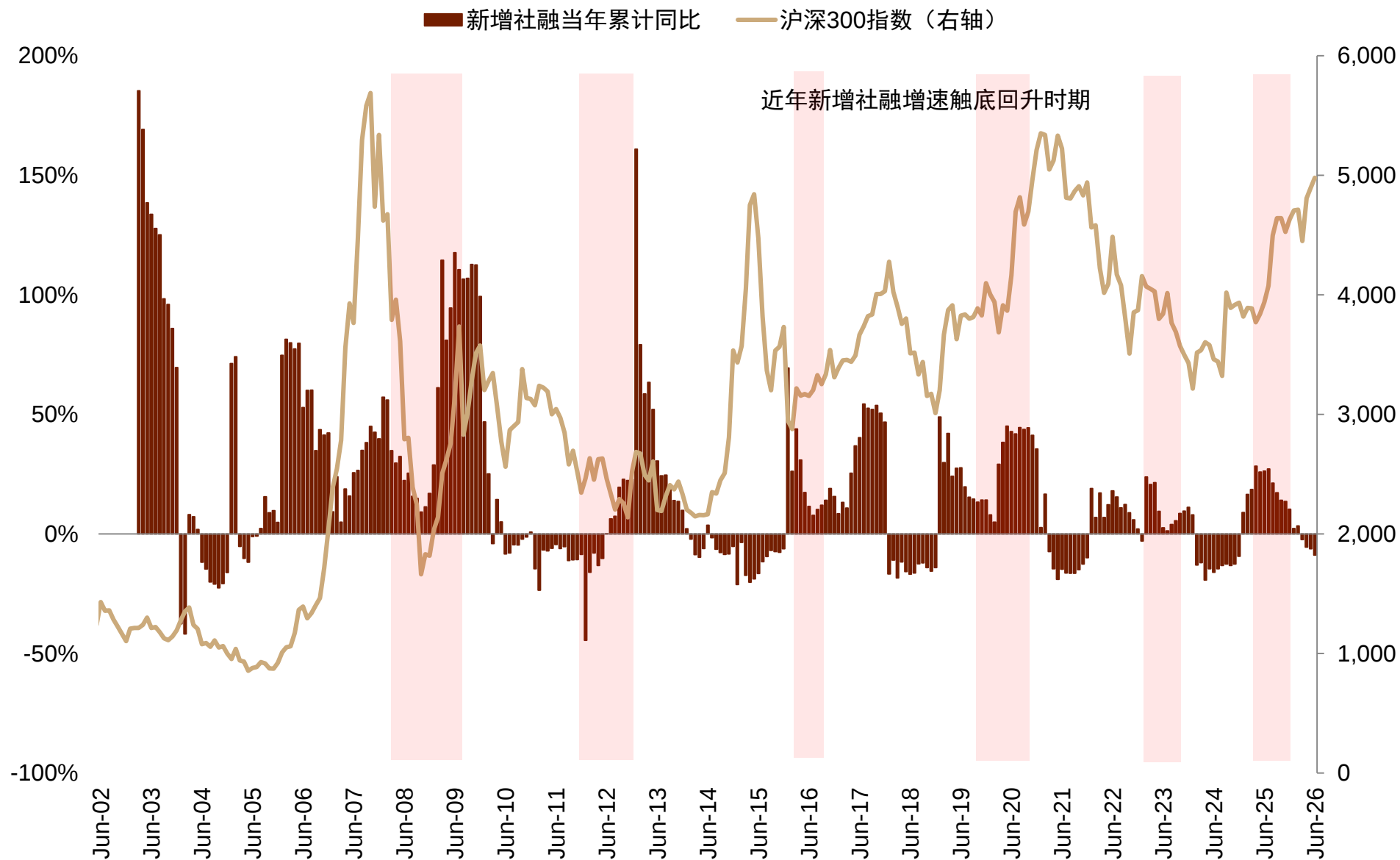


注：数据截至2026年6月30日

资料来源：Wind，中金公司研究部

二季度新增社融同比延续负增

市场策略

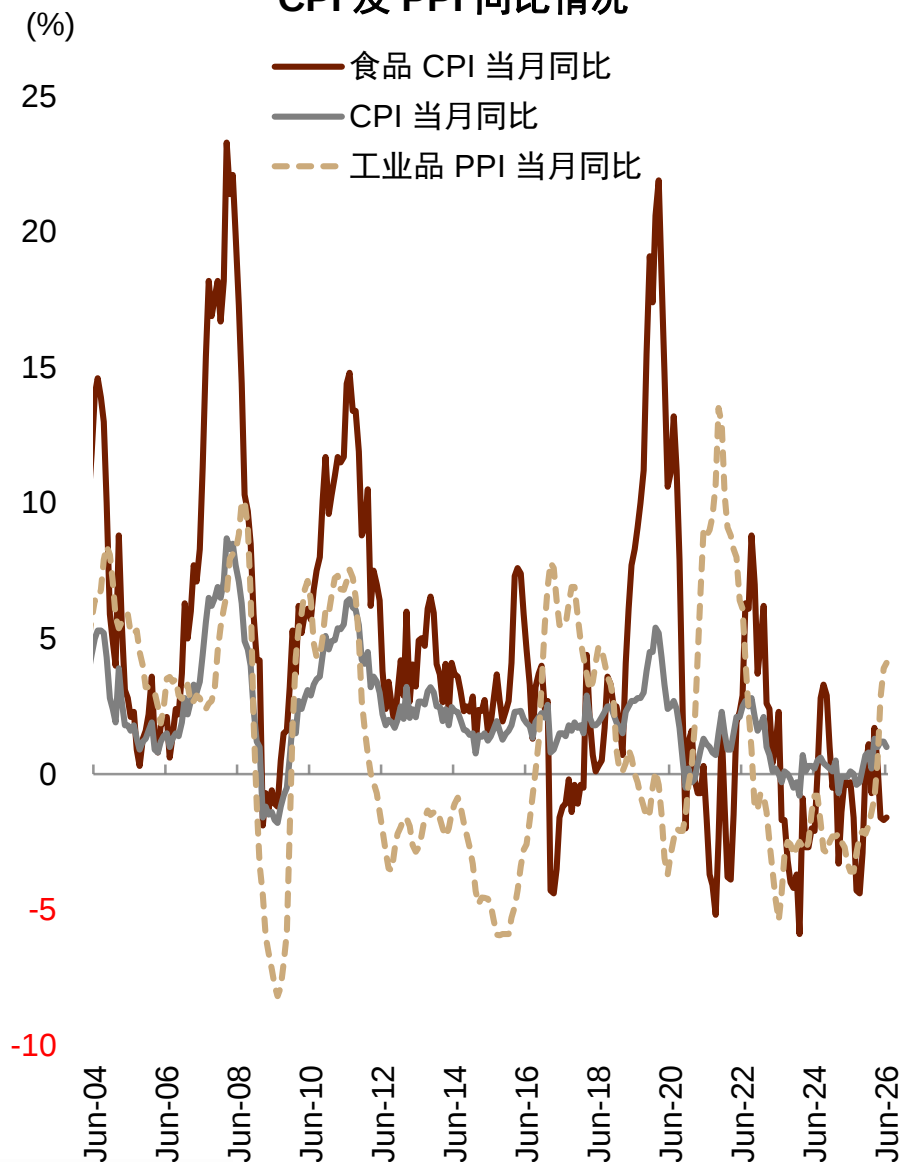


注：数据截至2026年6月30日

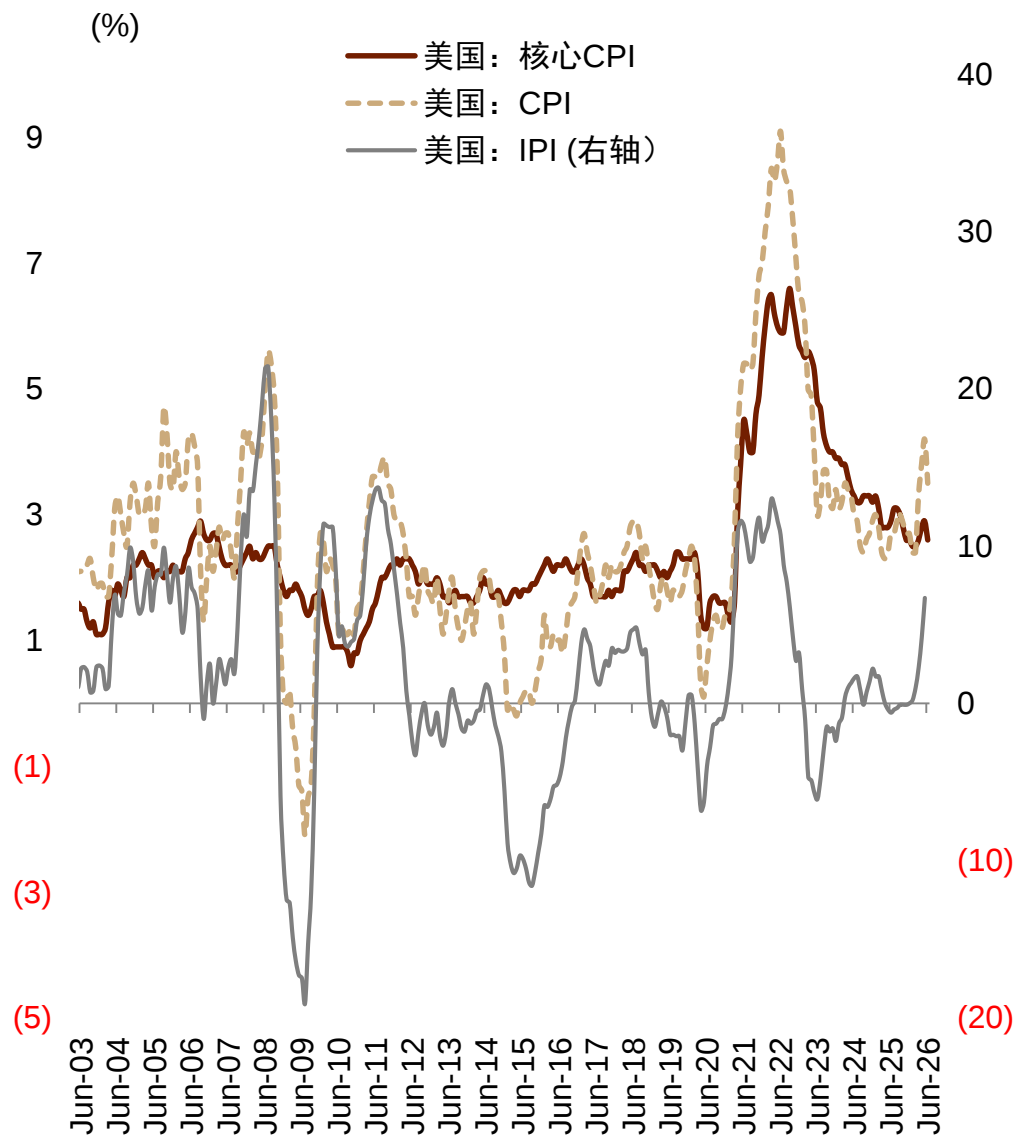
资料来源：Wind，中金公司研究部

PPI大幅转正，CPI温和上涨，海外通胀回落

CPI 及 PPI 同比情况



美国 CPI vs. 美国进口品价格同比



注：数据截至2026年6月30日

资料来源：Wind, 中金公司研究部

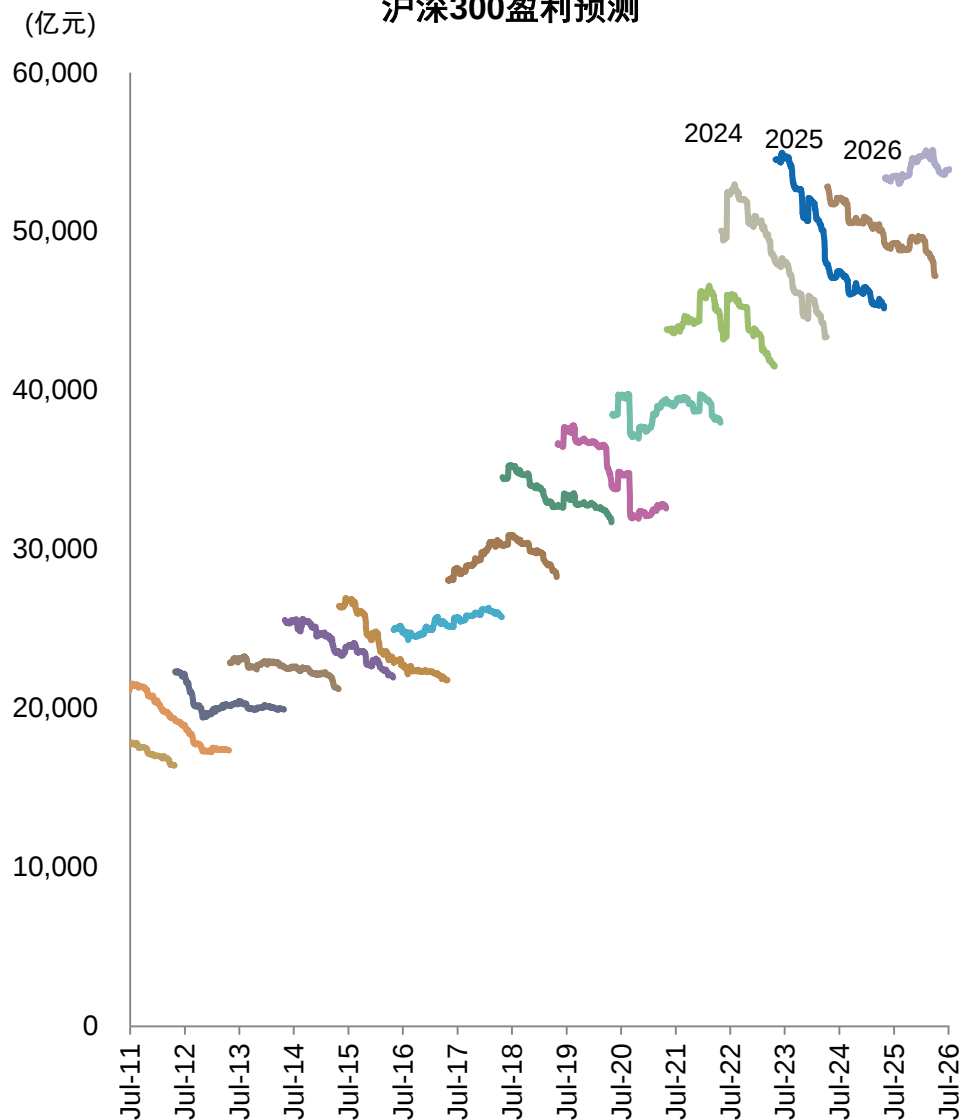
本报告版权归中国中金财富证券有限公司（中金公司）所有。除中金公司网站外，本报告仅在Wind金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关法律责任的权利。

[返回目录](#)

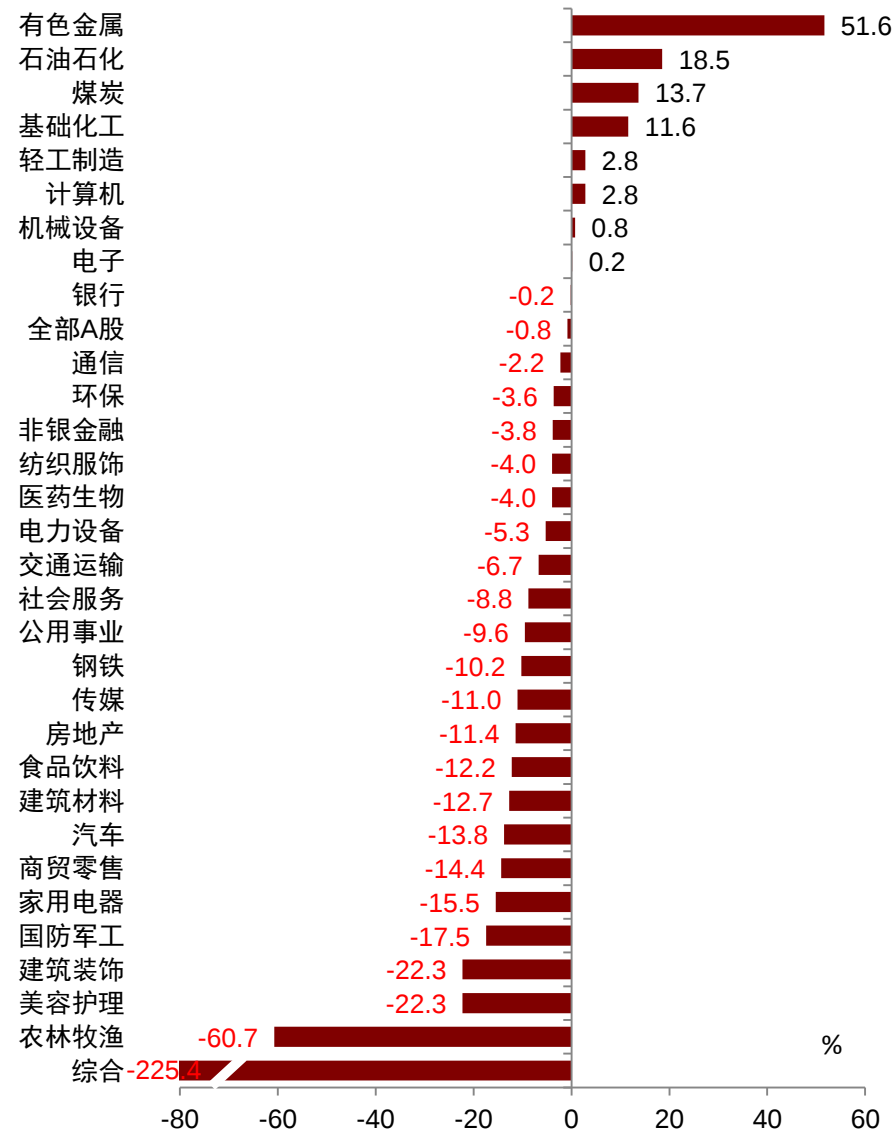
年初至今有色金属板块盈利一致预测上调最多

市场策略

沪深300盈利预测



2026年初以来盈利预测调整幅度



注：数据截至2026年7月10日

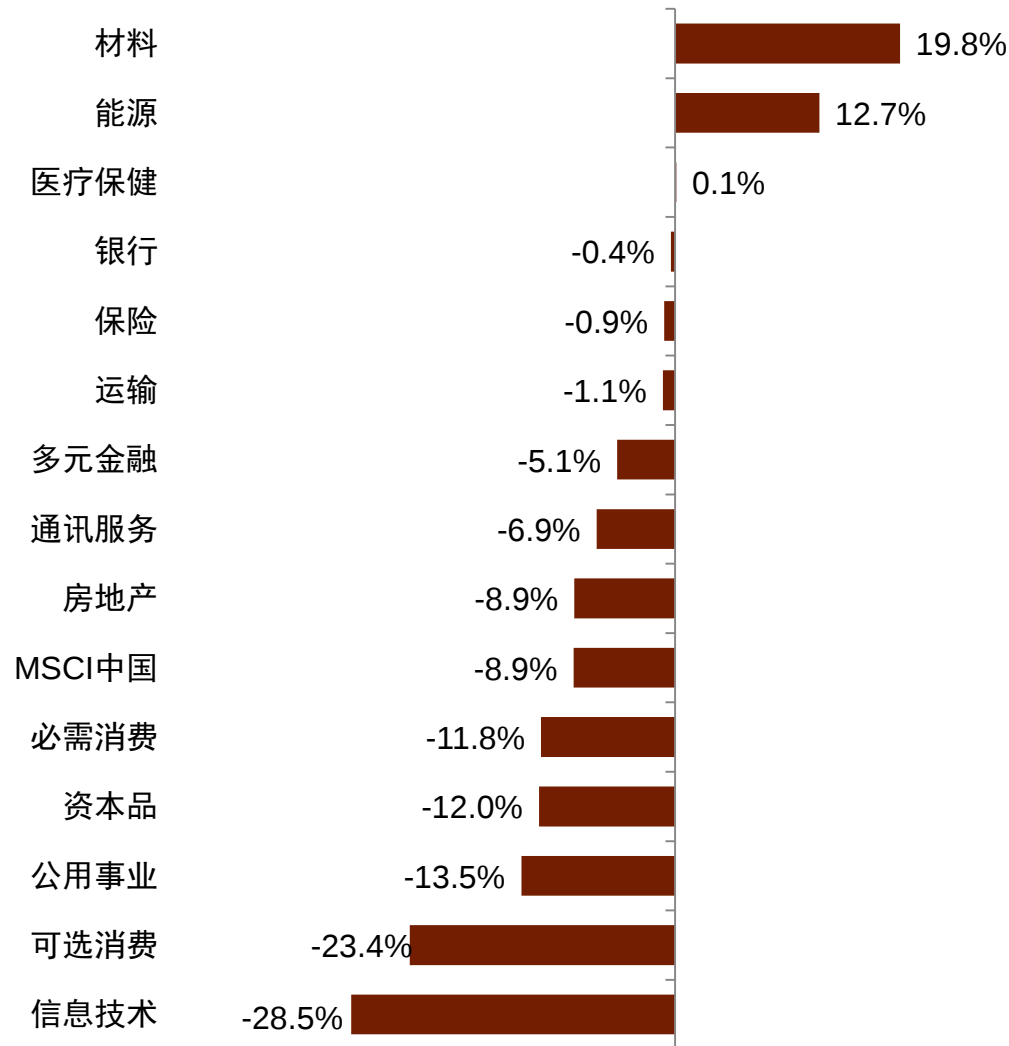
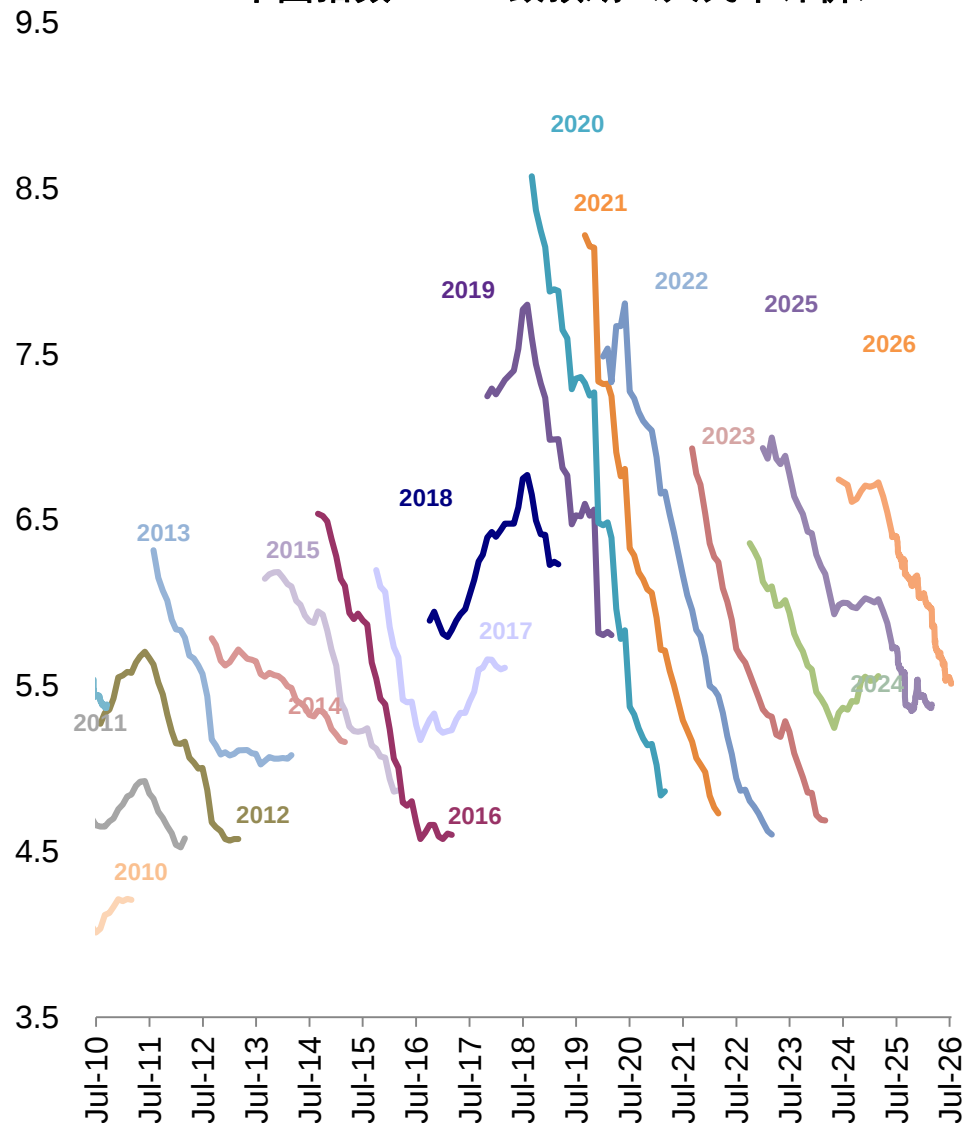
资料来源：Wind，朝阳永续，中金公司研究部

海外中资股材料行业盈利上修最多

MSCI中国指数EPS一致预期（人民币计价）

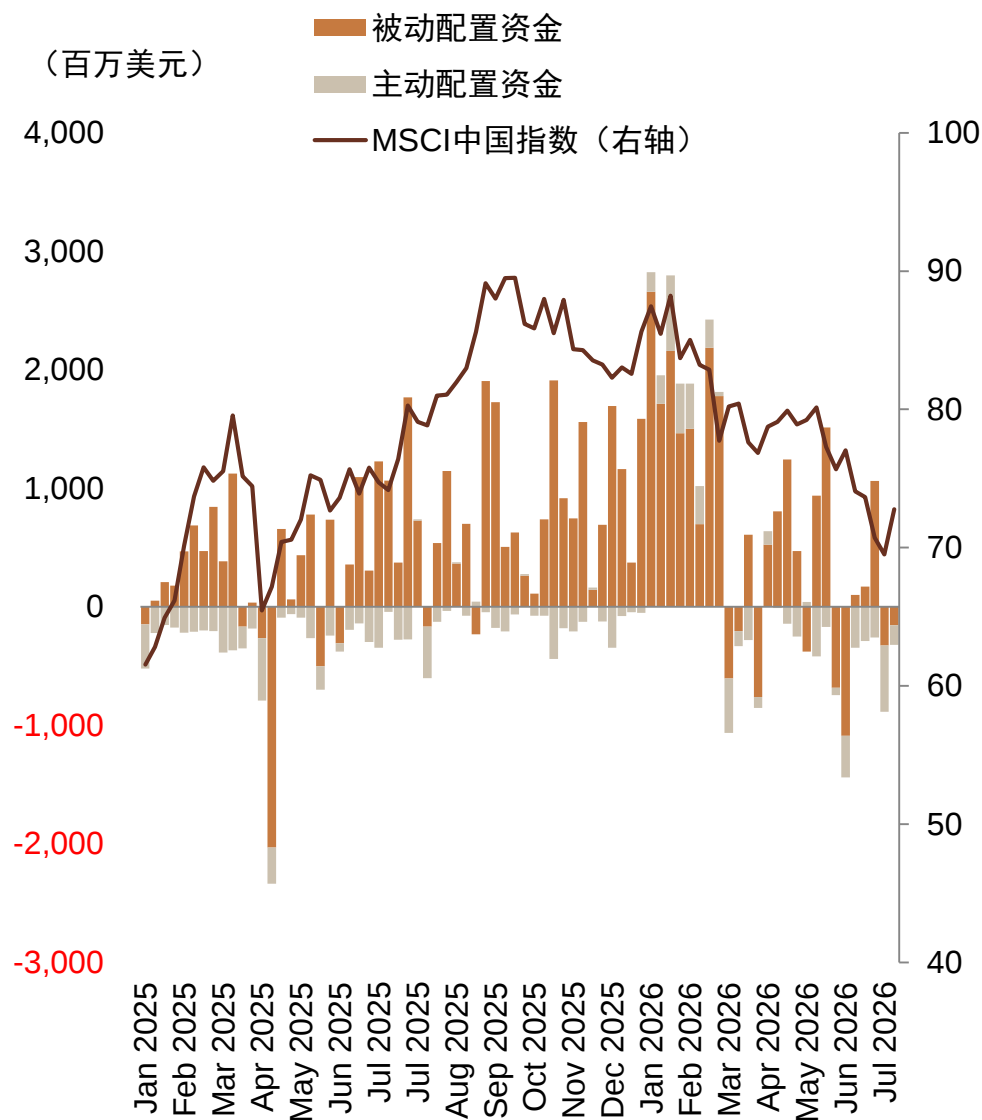
MSCI 中国2026E EPS一致预期调整幅度
（2026 YTD，人民币计价）

市场策略

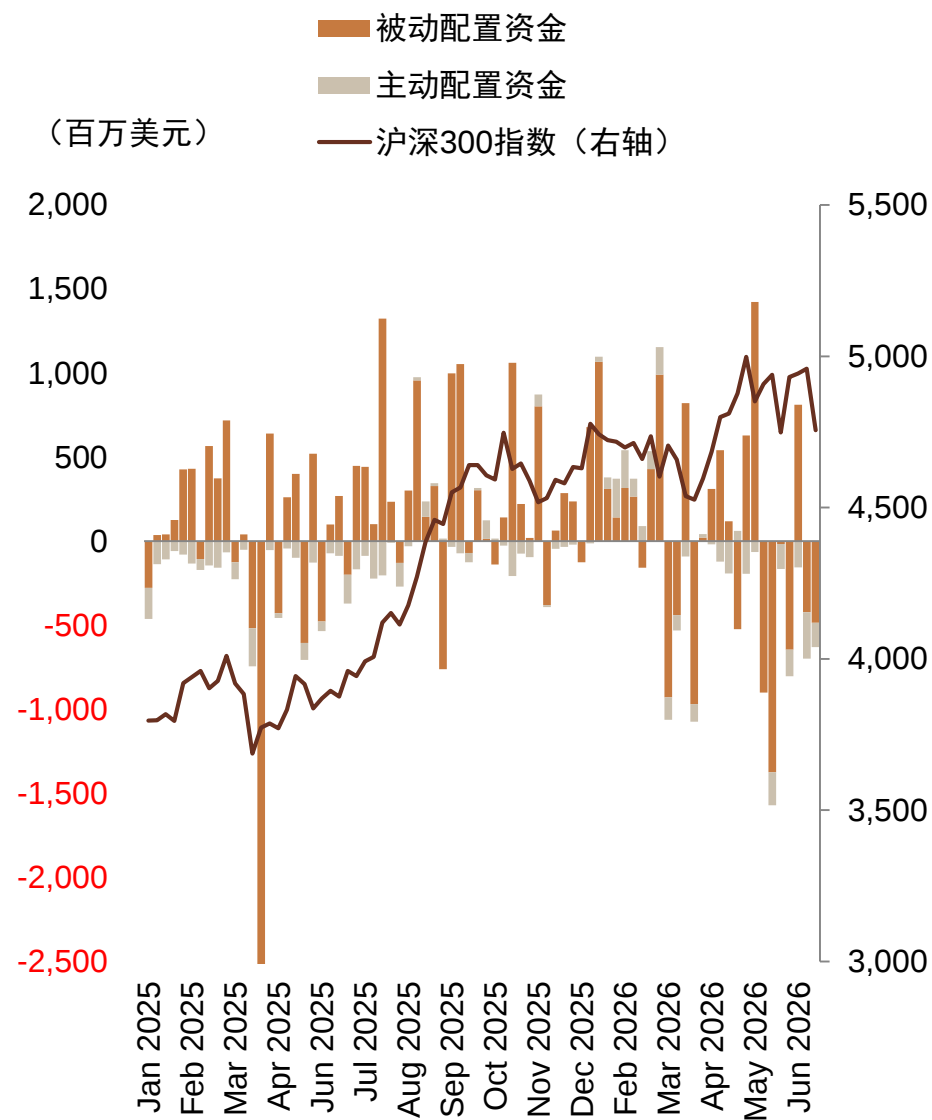


二季度EPFR追踪的外资流向情况

海外基金周度流入港股



海外基金周度流入A股



注：数据截至2026年7月8日

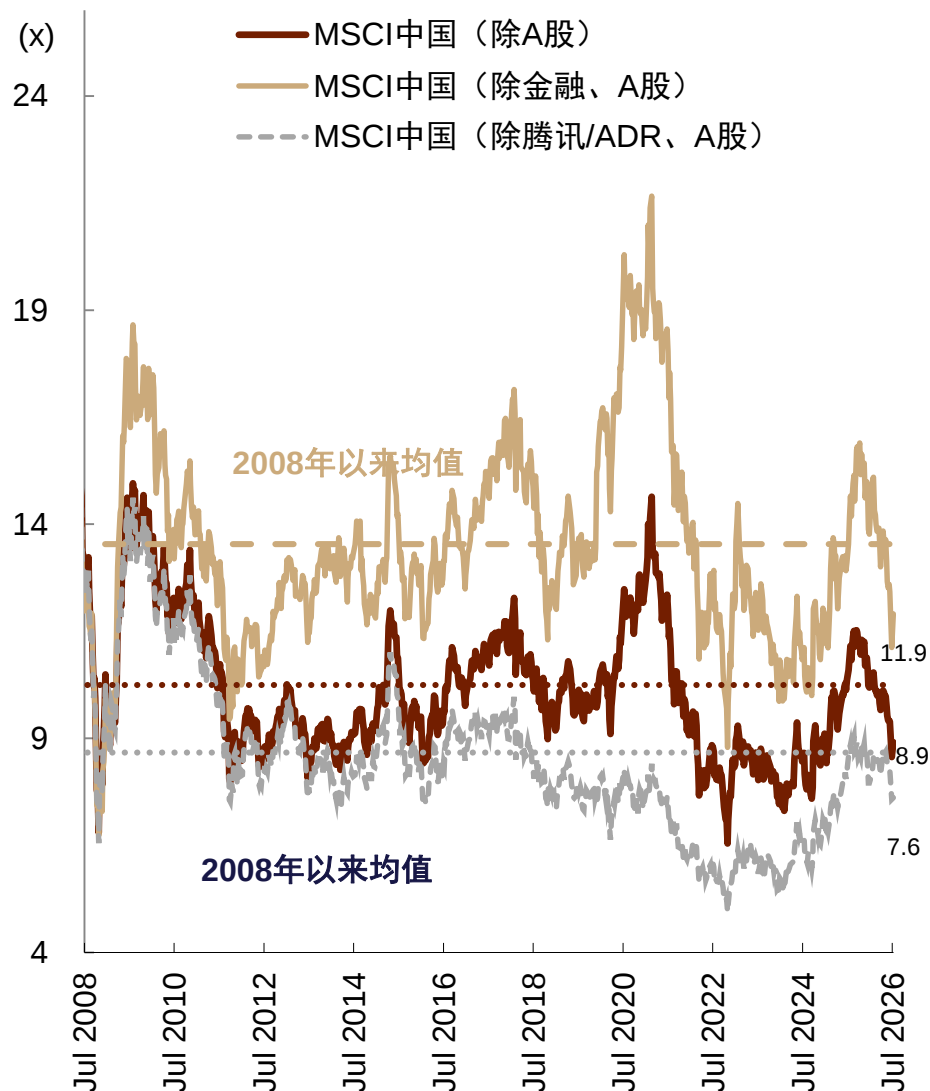
资料来源：EPFR, Wind, 中金公司研究部

二季度A股、港股估值先升后降

沪深300指数前向市盈率估值



MSCI中国指数前向12个月市盈率

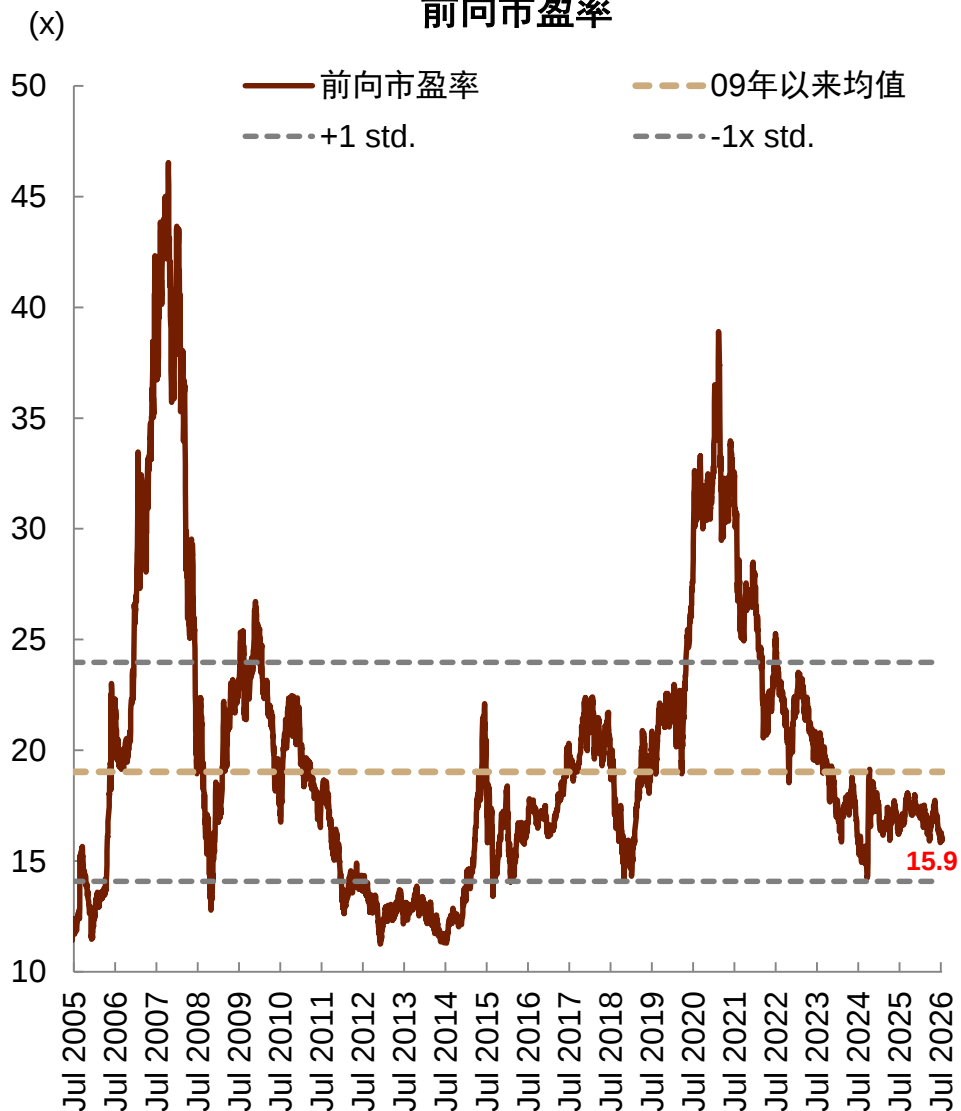


注：数据截至2026年7月13日

资料来源：FactSet、朝阳永续、中金公司研究部

外资持股集中的A股2026年二季度市场表现

外资持股比例前100的消费、医药、科技A股 前向市盈率



外资持股前50指数表现

Dec. 31, 2002 = 100

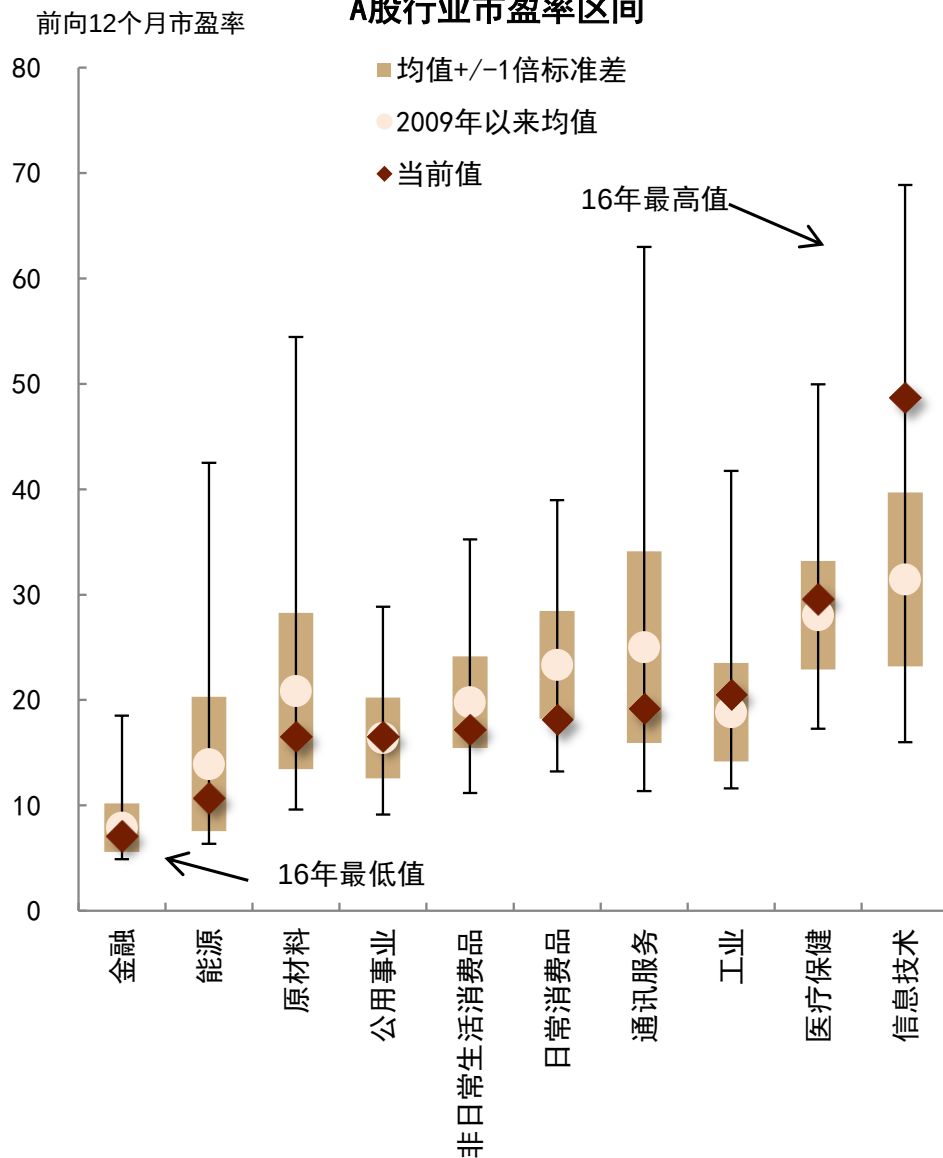


注：数据截至2026年7月13日

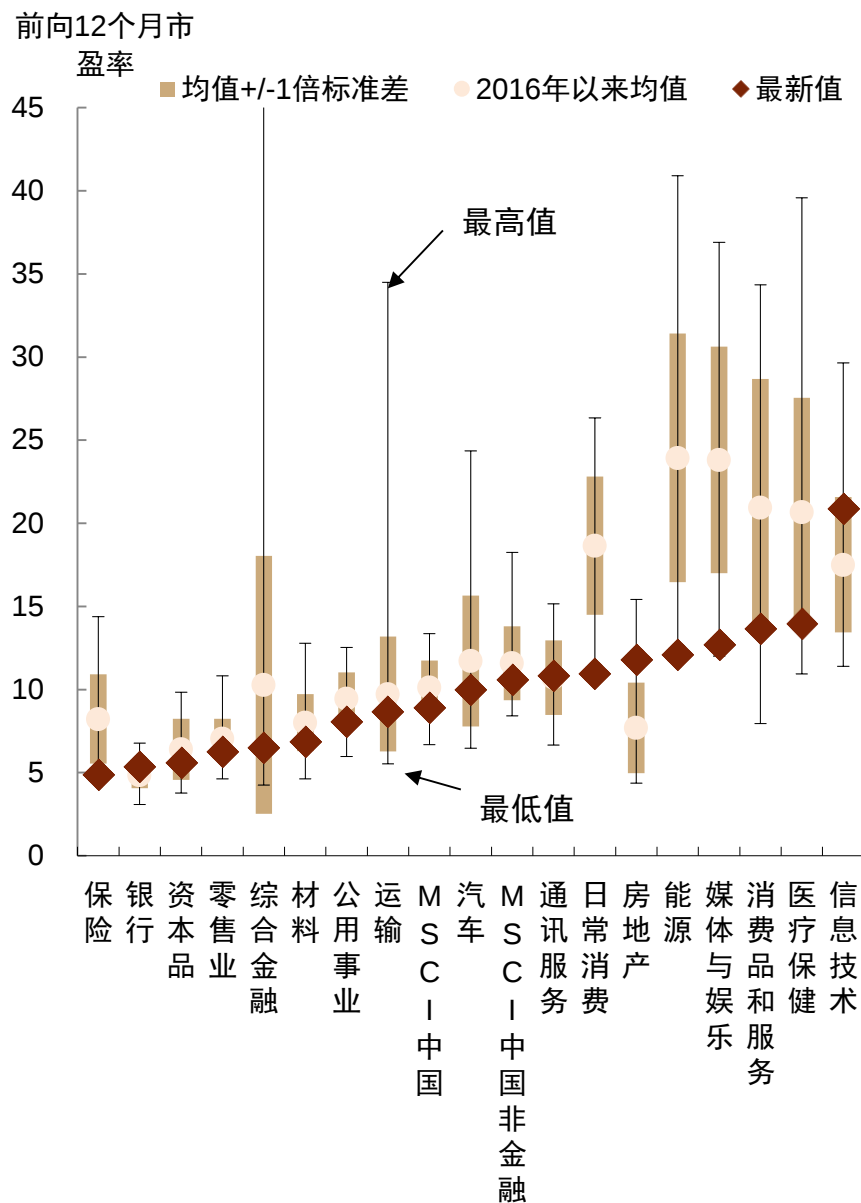
资料来源：Wind, FactSet, 中金公司研究部

行业估值分化延续

A股行业市盈率区间



MSCI中国指数行业市盈率历史区间

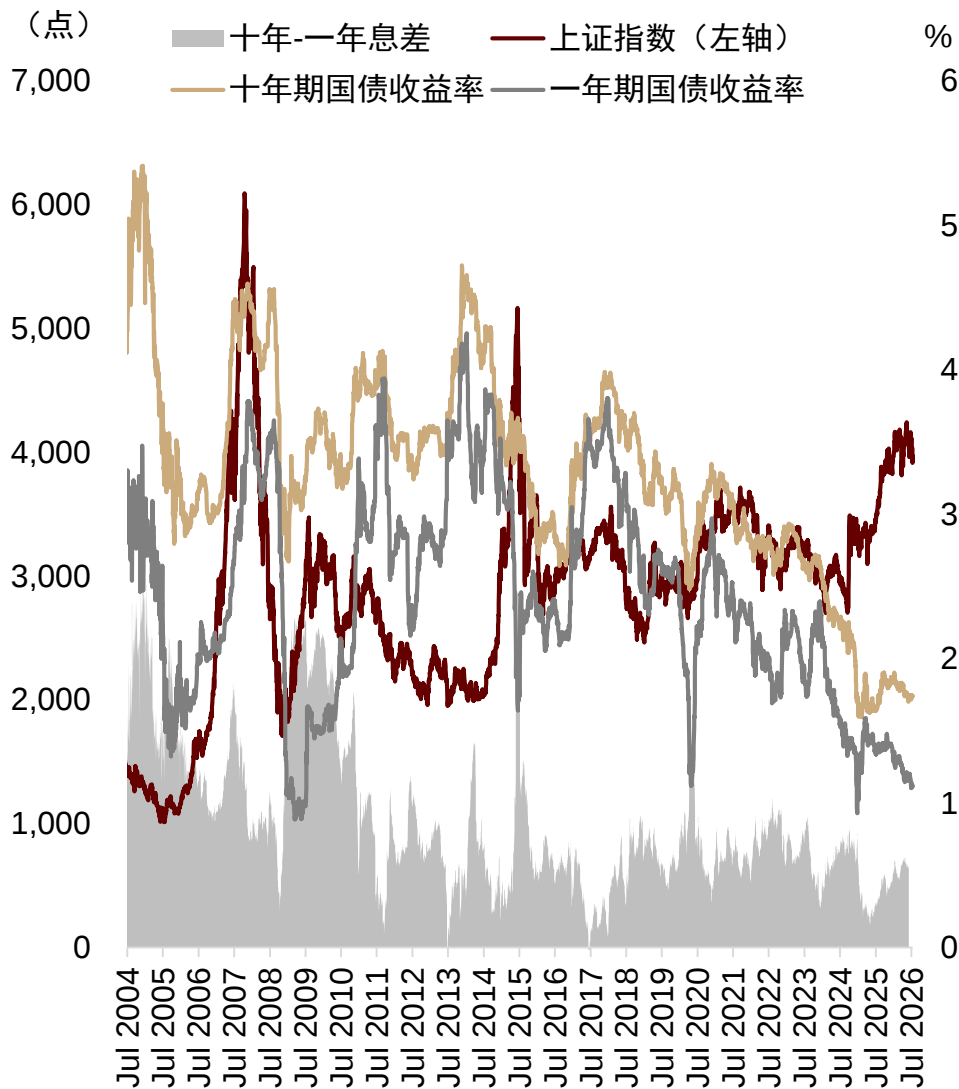


注：数据截至2026年7月13日

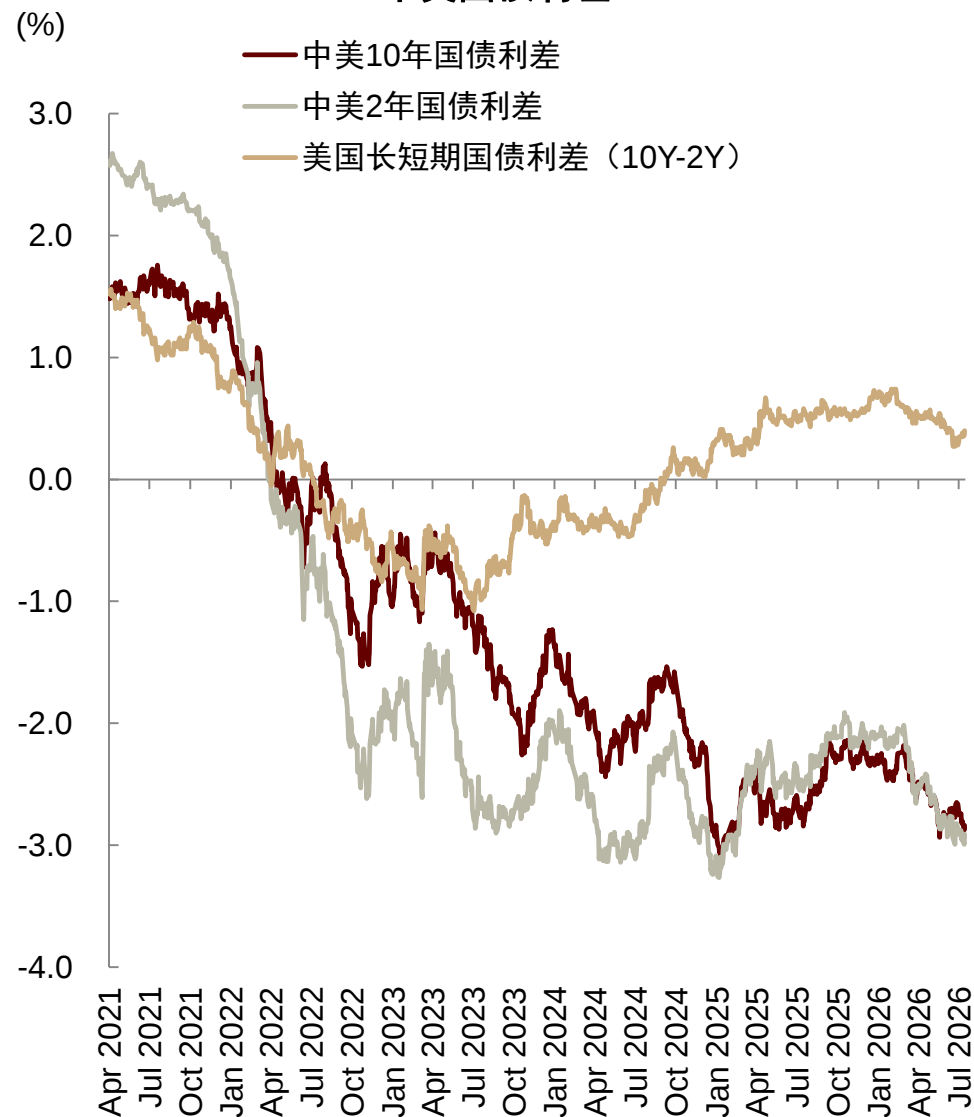
资料来源：FactSet、朝阳永续、中金公司研究部

十年期国债收益率震荡调整，中美利差走阔

上证指数与市场流动性指标



中美国债利差

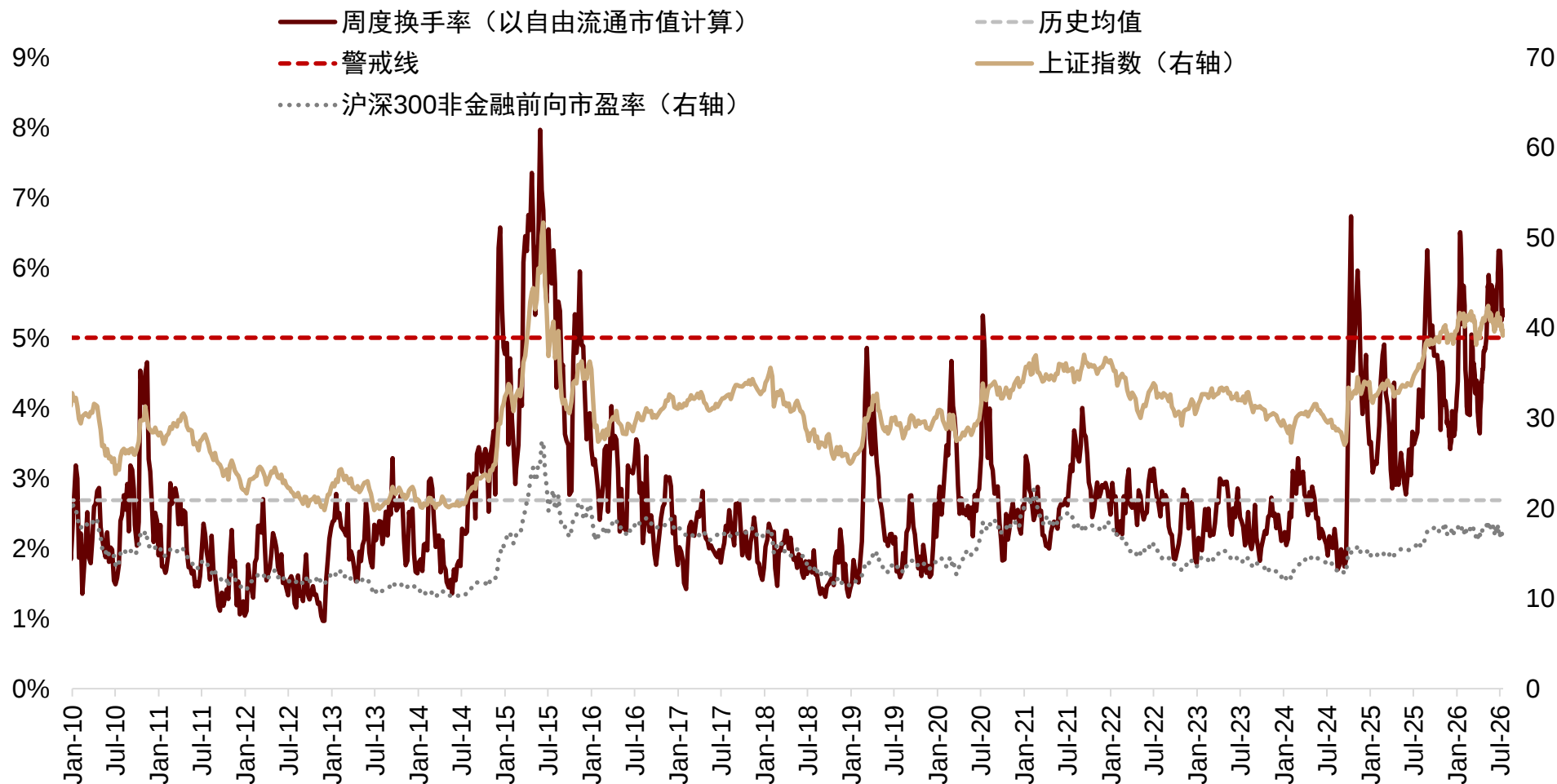


注：数据截至2026年7月15日

资料来源：Wind，中金公司研究部

2026年二季度市场换手率持续处于较高水平

市场表现、换手率、估值

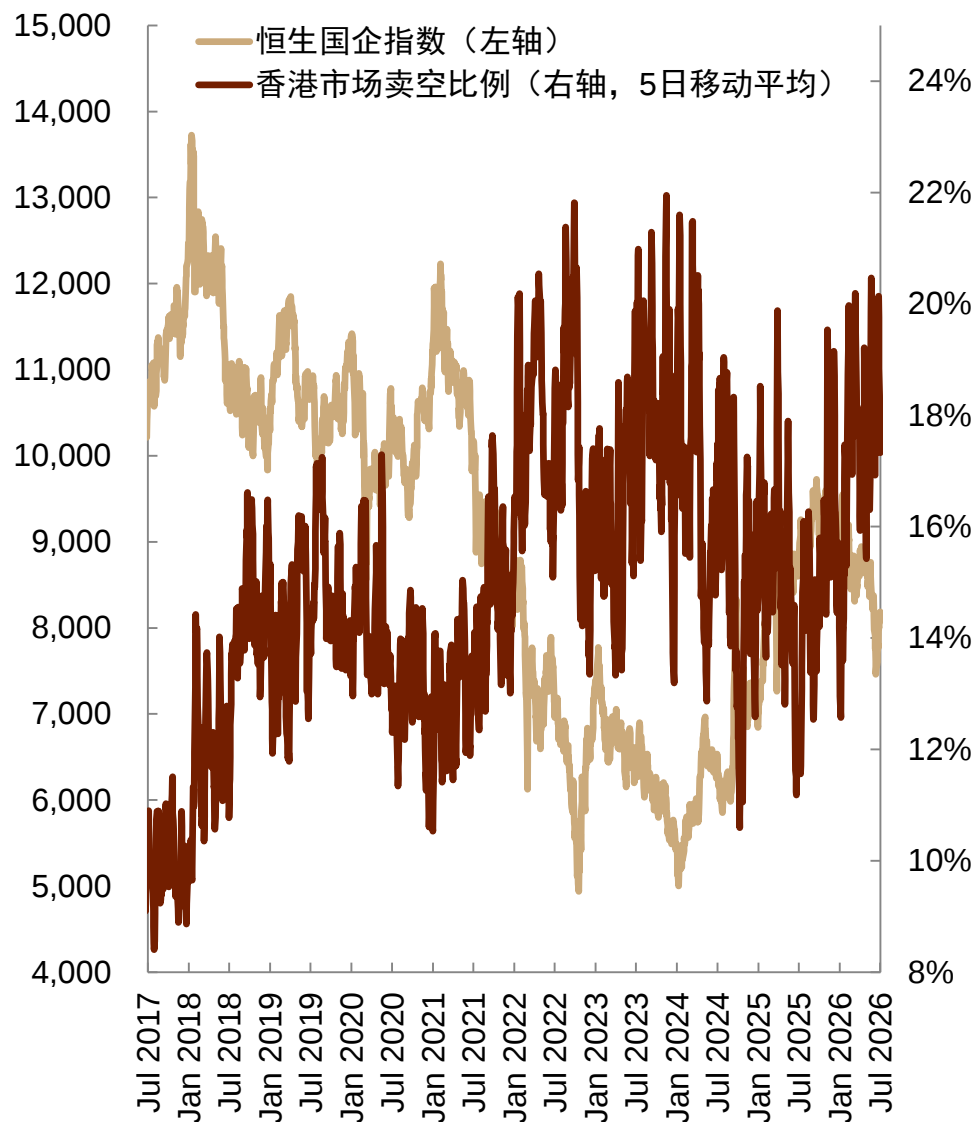


注：数据截至2026年7月15日

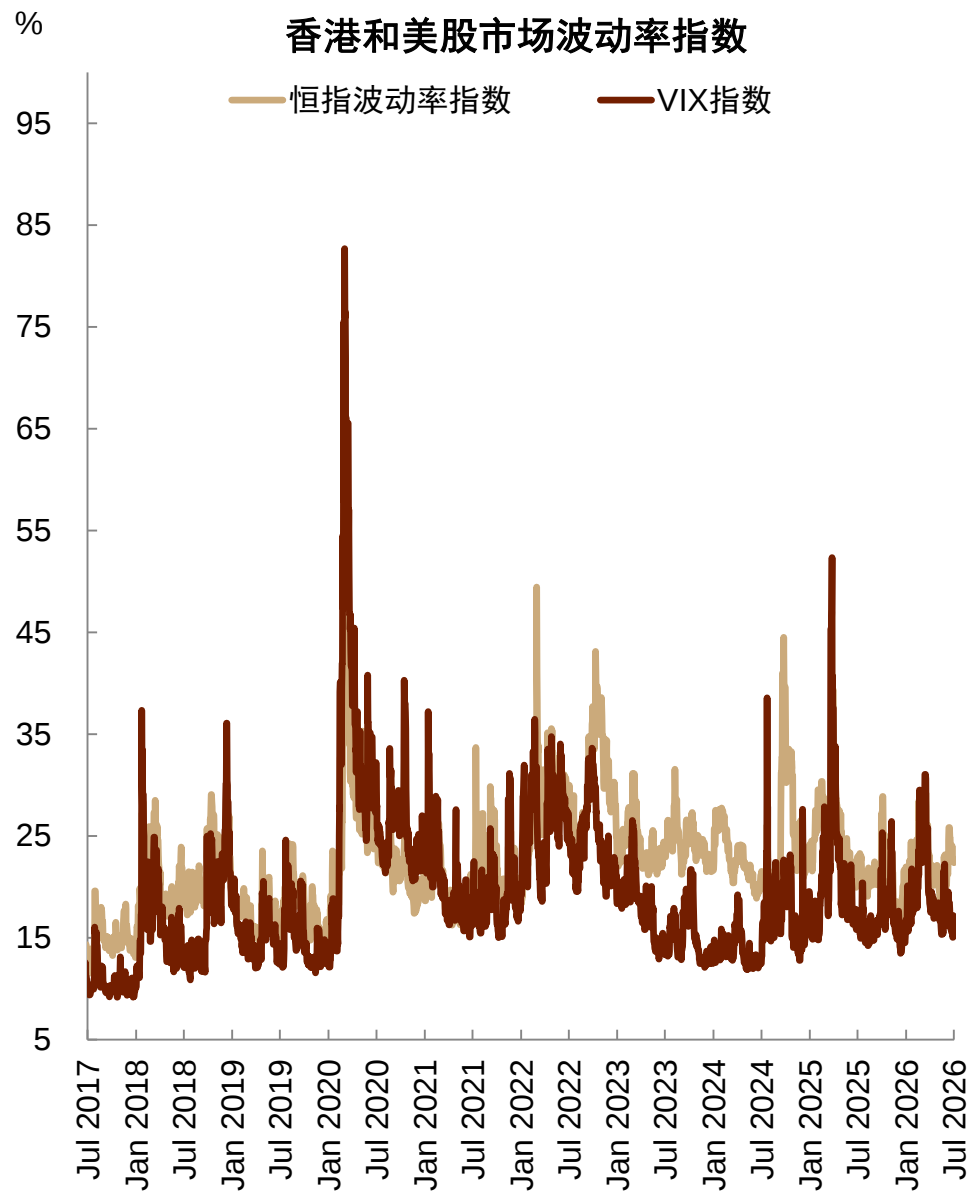
资料来源：Wind，中金公司研究部

港股市场做空比例及波动率指数

香港市场卖空比例和恒生国企指数



香港和美股市场波动率指数

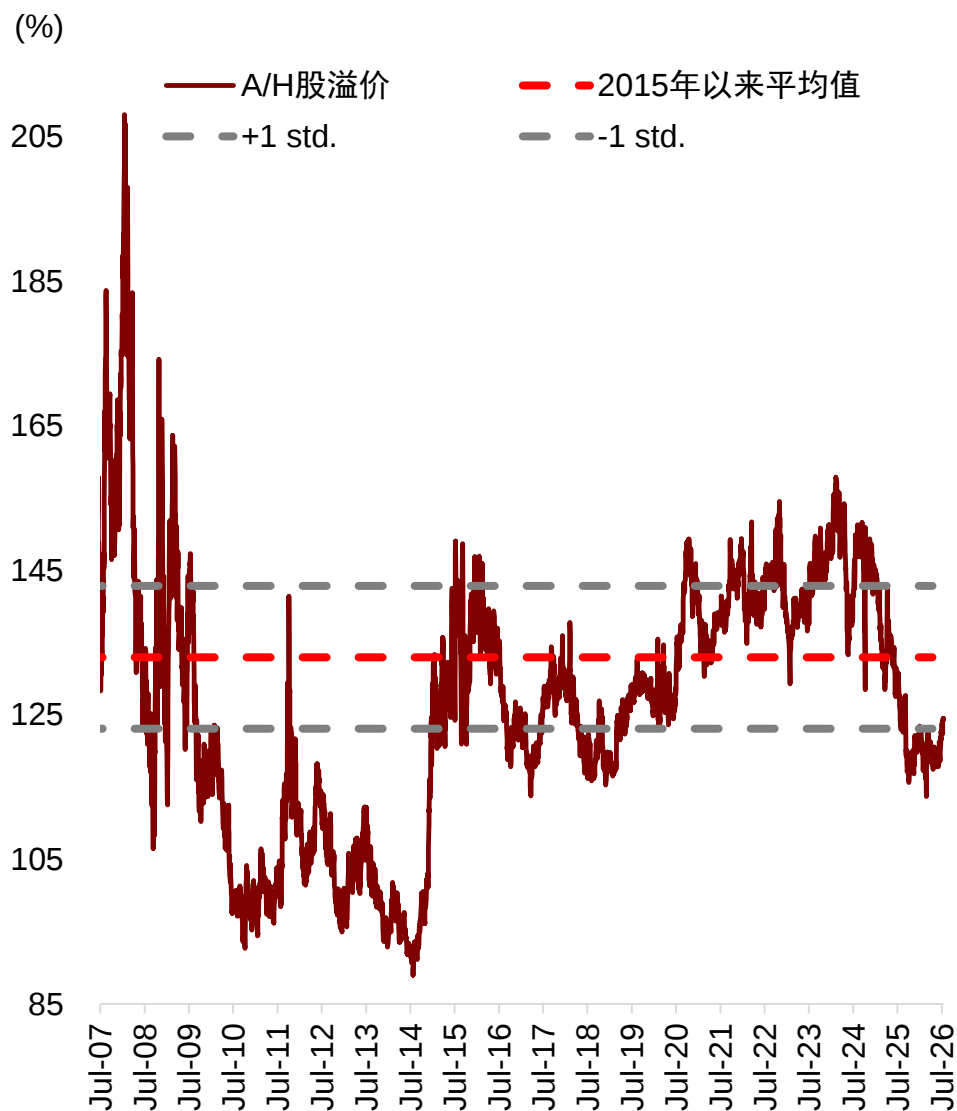


注：数据截至2026年7月15日

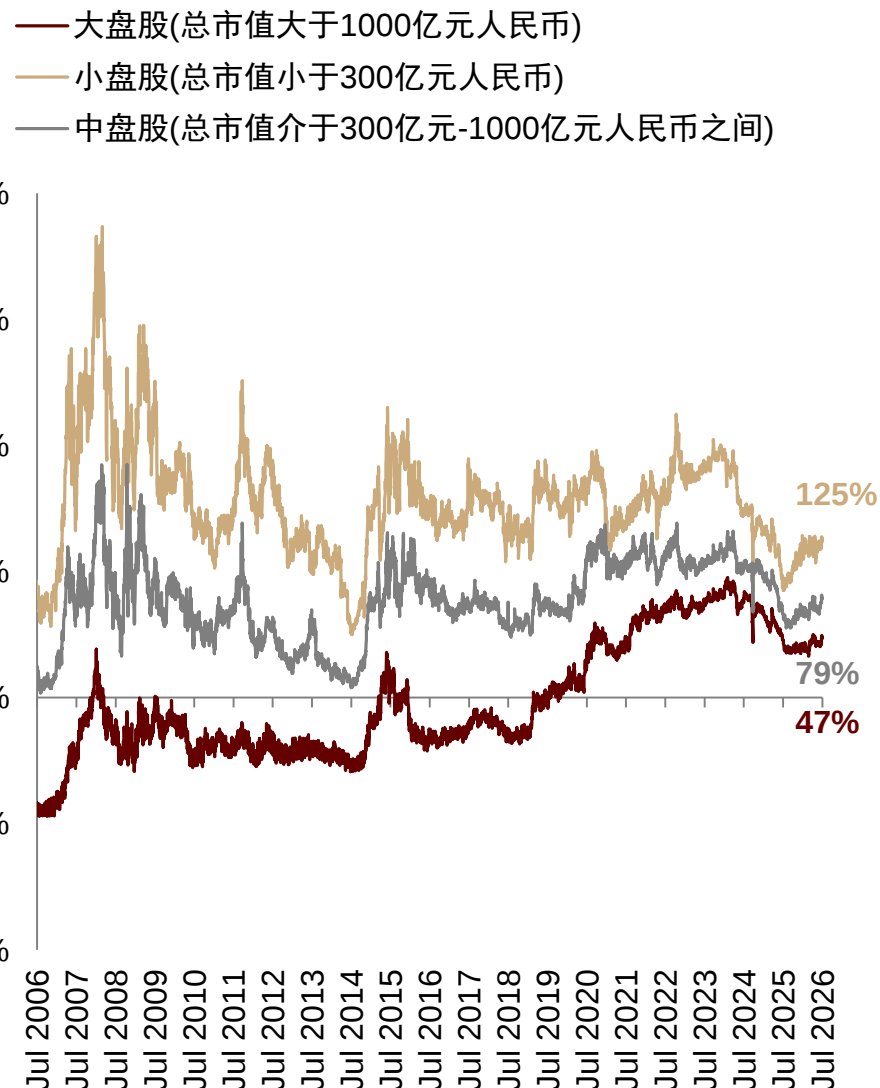
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

A/H溢价近期有所回升

A/H股整体折溢价情况



A/H股简单平均溢价：按总市值分类



注：数据截至2026年7月15日

资料来源：Wind、中金公司研究部

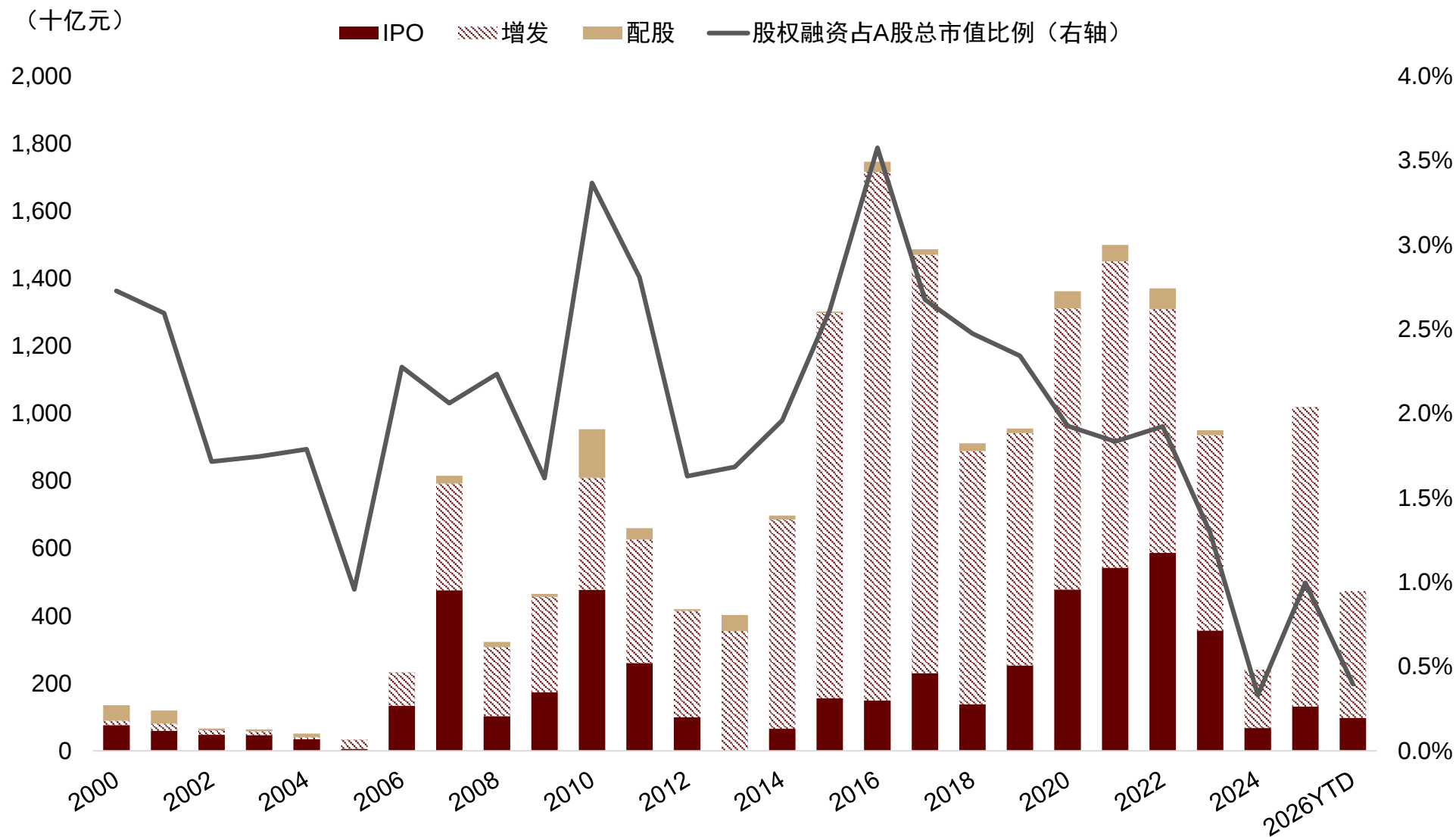
本报告版权为中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅供中金公司客户使用。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关法律责任的权利。

[返回目录](#)

A股股权融资规模情况

市场策略

A股市场股权融资规模



注：数据截至2026年7月15日

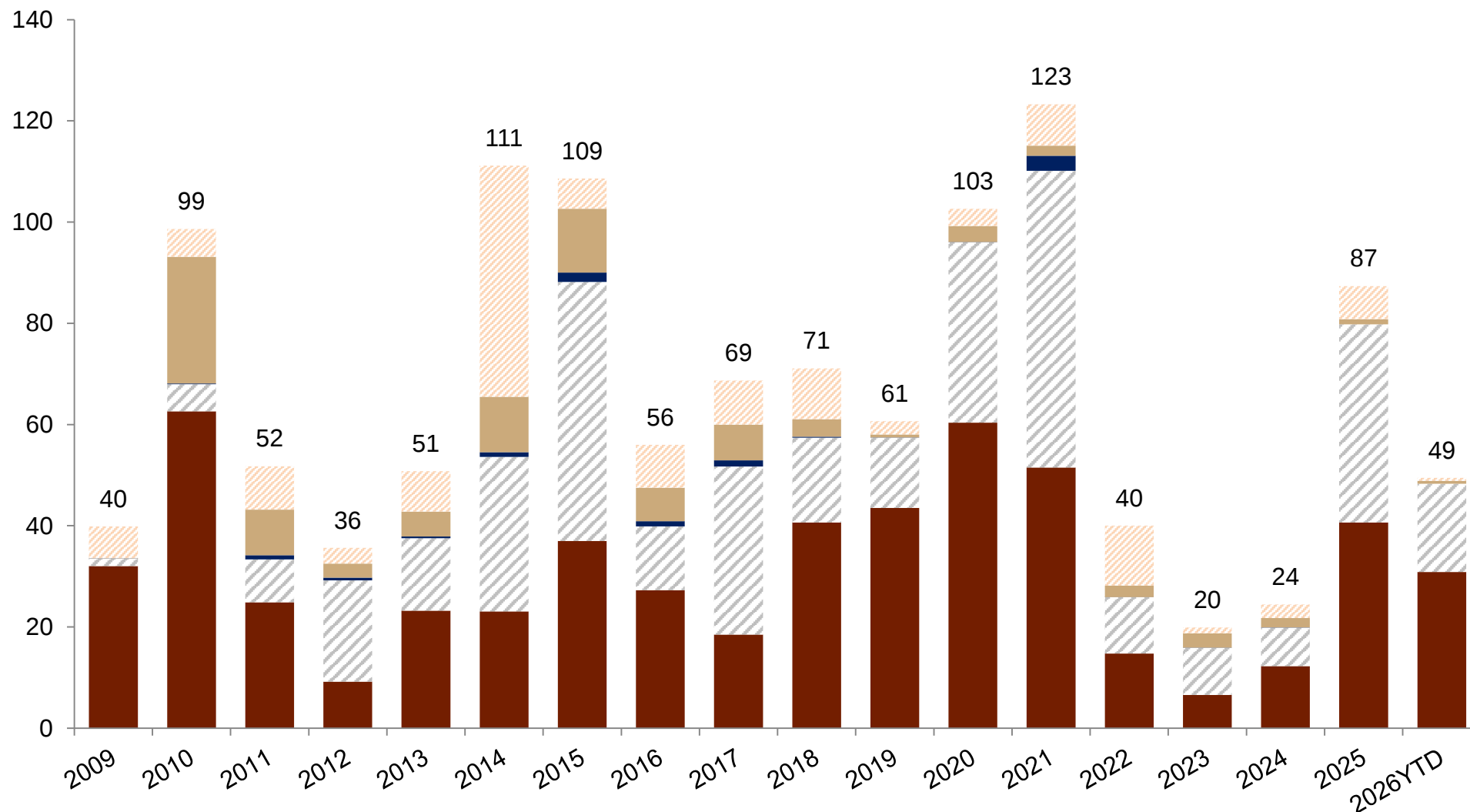
资料来源：Wind，中金公司研究部

中国香港一级市场发行情况

香港市场融资额

(十亿美元)

■ IPO ■ 配售 ■ 上市公司公开发售 ■ 供股 ■ 代价发行



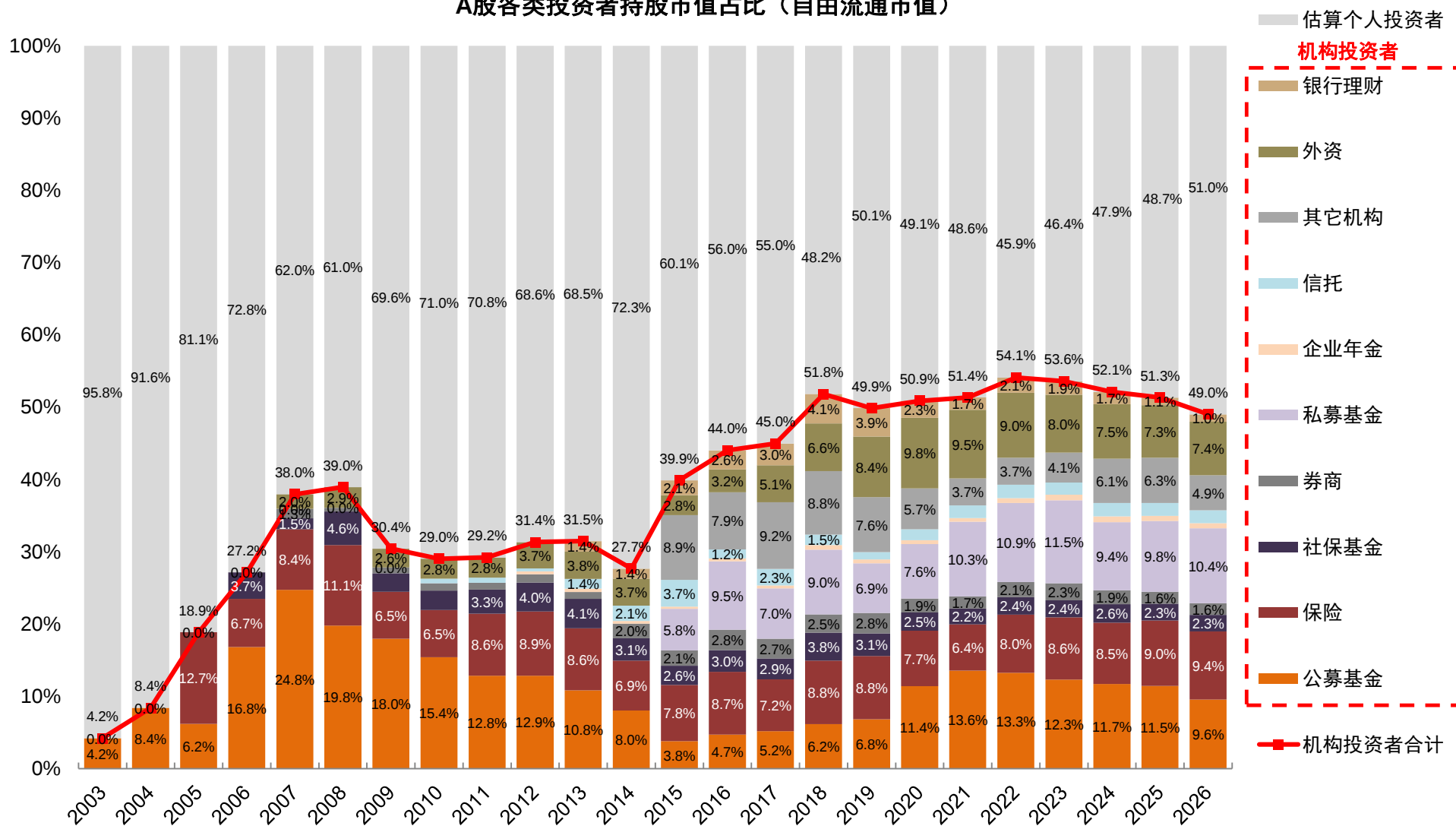
注：数据截至2025年6月30日

资料来源：Wind、中金公司研究部

A股机构投资者自由流通市值占比约一半

市场策略

A股各类投资者持股市值占比（自由流通市值）



注：数据截至2026年3月31日

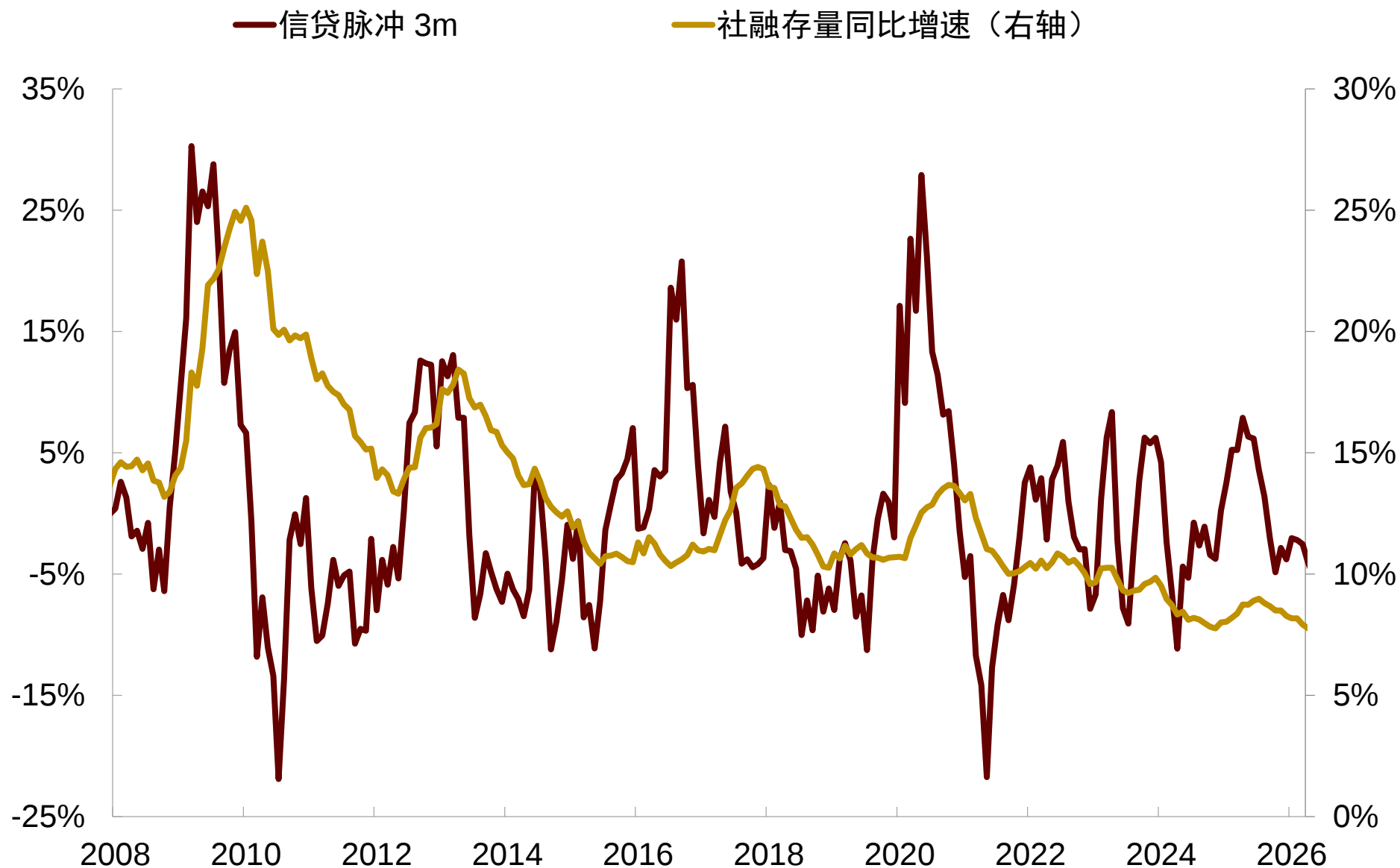
资料来源：上市公司数据，上交所，基金业协会，社保基金理事会，证券业协会，人社部，中国人民银行，证监会，Wind，中金公司研究部

中国内地是全球第二大股票市场

交易所	上市股票市值 (十亿美元)	2026E GDP (亿美元)	市值/GDP	上市公司数目	日均成交额 (百万美元)	年化换手率 (成交额/市值)	投资者平均持股月数 (12个月/换手率)
美国	76,873	32,384	237%	5,532	392,780	128%	9.4
中国内地	17,034	20,852	82%	5,211	326,693	479%	2.5
日本	8,724	4,379	199%	3,899	46,952	135%	8.9
泛欧交易所	8,328	23,035	36%	1,697	14,143	42%	28.3
港交所	5,526	450	1228%	2,748	25,438	115%	10.4
加拿大	5,003	2,507	200%	3,805	13,836	69%	17.4
印度	4,907	4,153	118%	2,993	11,839	60%	19.9
韩国	4,891	1,931	253%	2,664	23,322	119%	10.1
中国台湾	4,703	977	481%	1,089	20,824	111%	10.8
德国	2,796	5,453	51%	462	5,805	52%	23.1
瑞士	2,697	1,147	235%	209	3,615	34%	35.8
沙特阿拉伯	2,520	1,389	181%	395	1,268	13%	95.4
澳大利亚	2,124	2,124	100%	1,896	5,339	63%	19.1
南非	1,443	480	301%	262	1,667	29%	41.6

信贷脉冲是资产轮动的领先指标

市场策略



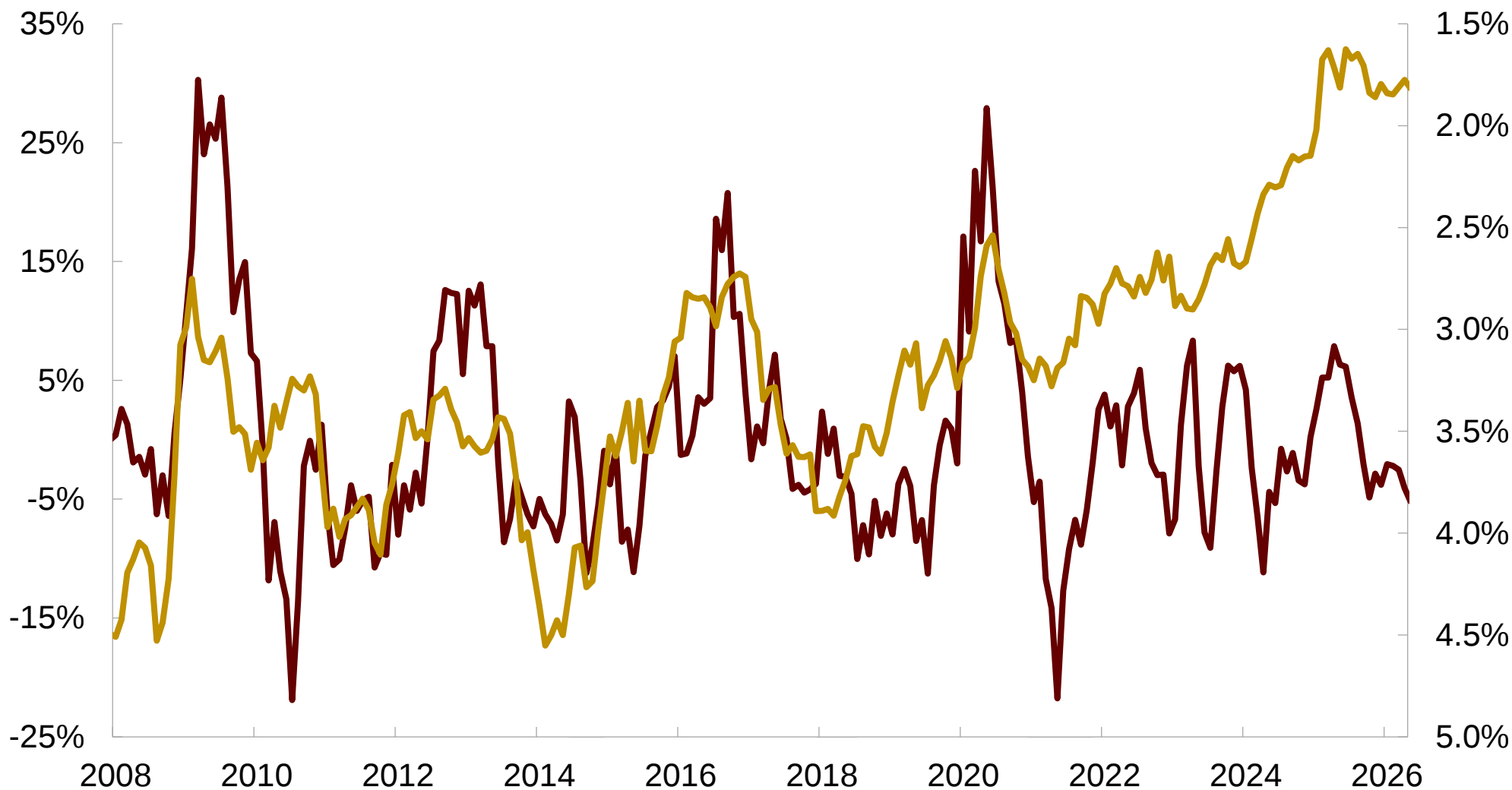
注：数据截至2026年5月31日

资料来源：Wind, Haver, 中金公司研究部

信贷脉冲滞后国债利率2个月左右

— 信贷脉冲：左移2个月

— 中国10年期国债利率 (右轴，逆序)



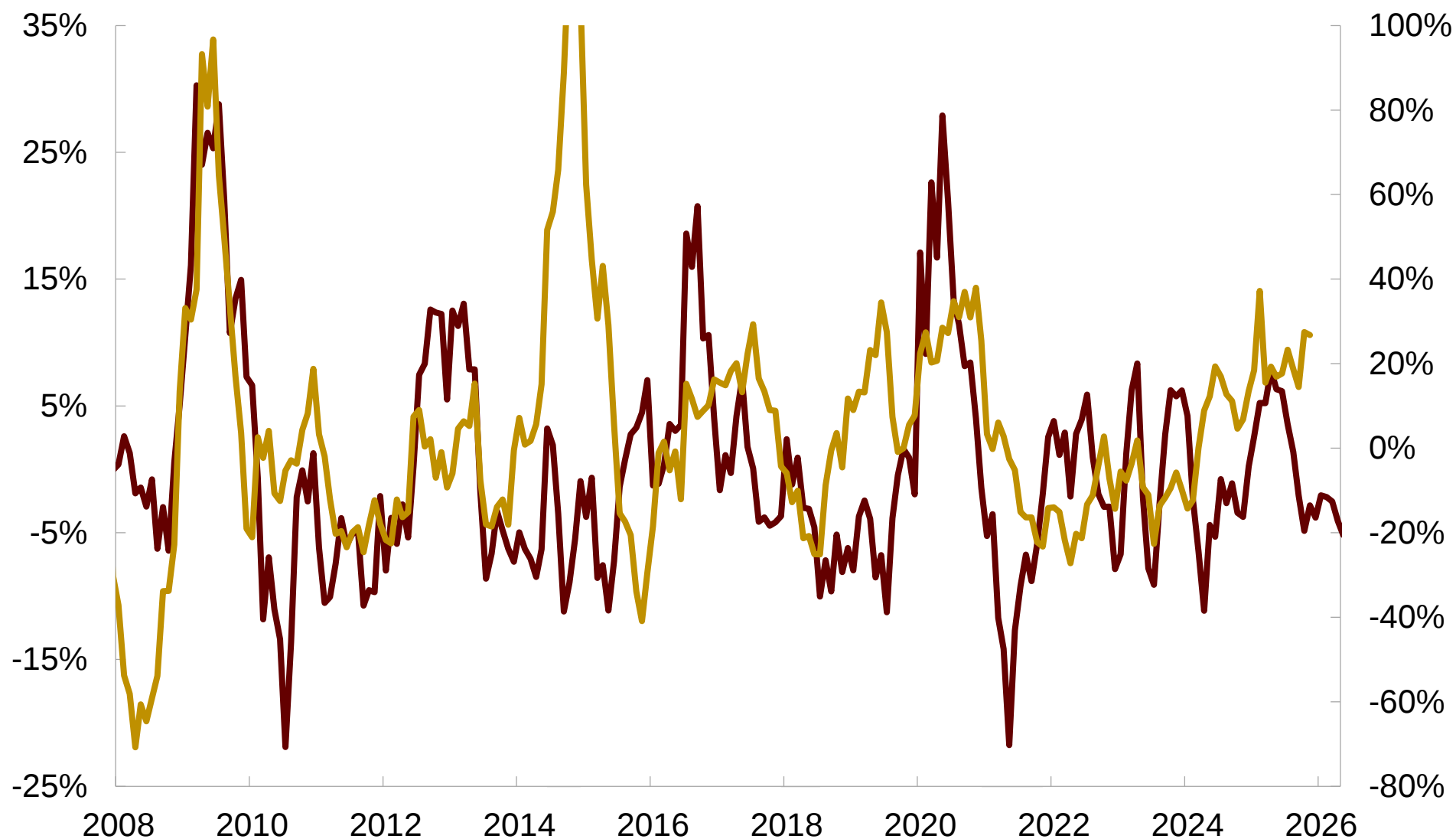
注：数据截至2026年5月31日

资料来源：Wind, Haver, 中金公司研究部

信贷脉冲领先股票市场6个月左右

— 信贷脉冲：右移6个月

— 沪深300指数同比收益率（右轴）



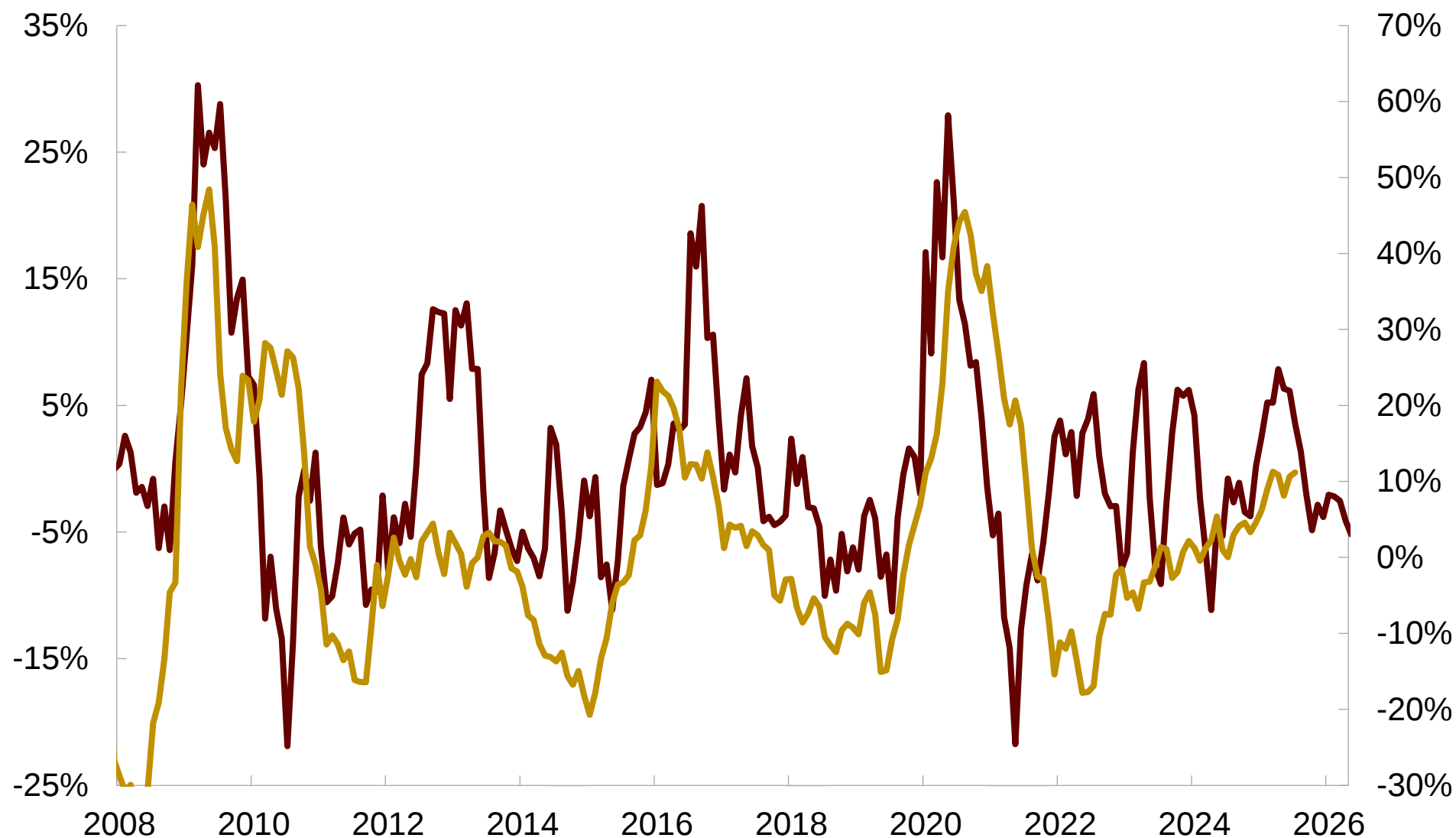
注：数据截至2026年5月31日

资料来源：Wind, Haver, 中金公司研究部

信贷脉冲领先工业金属10个月左右

—信贷脉冲：右移10个月

—CRB工业金属同比收益率（右轴）

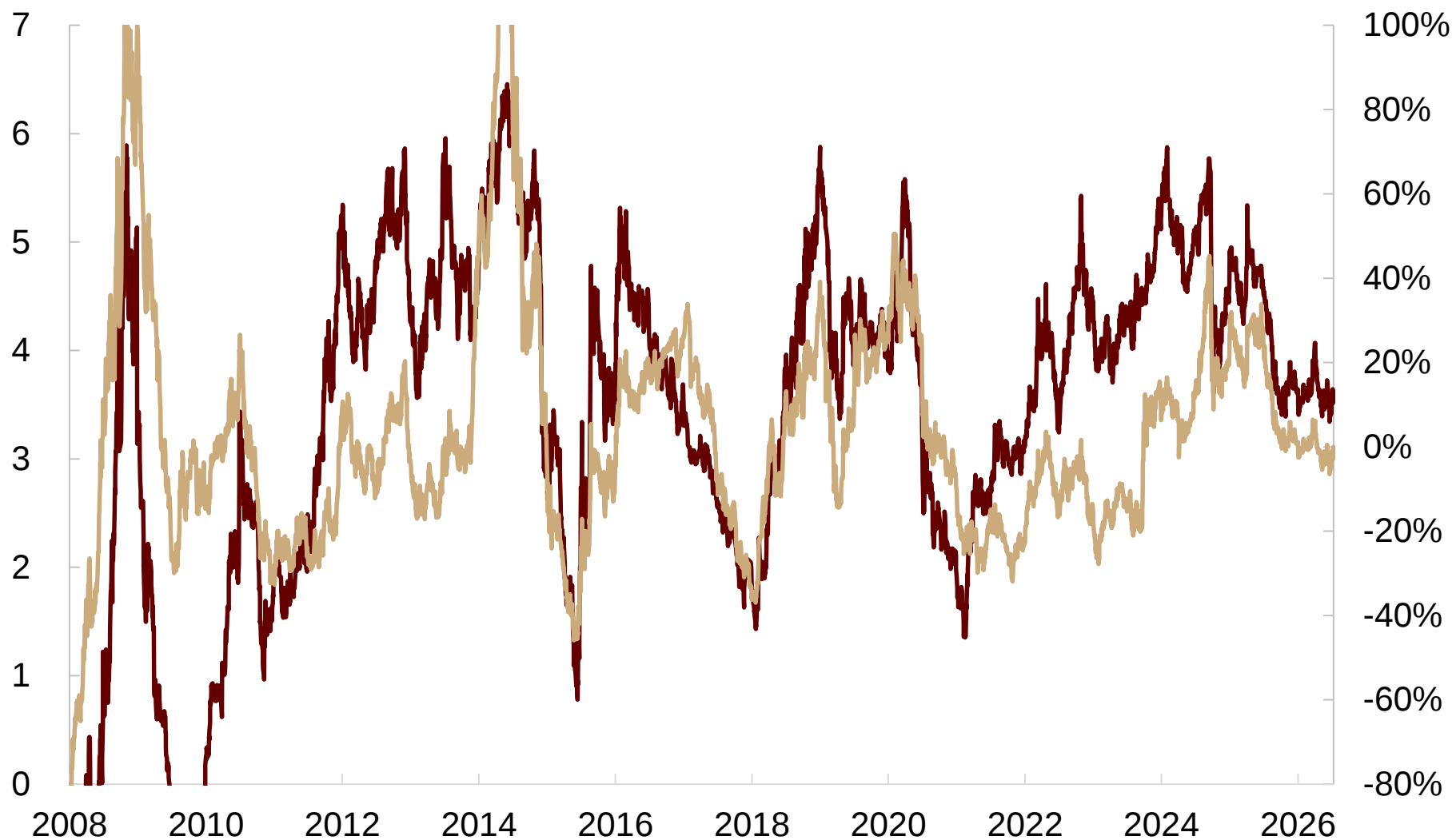


市场策略

风险溢价提示2026年股市相对债市吸引力提升

— 风险溢价：沪深300

— 未来1年股市相对债市超额收益率 (右轴)



注：数据截至2026年7月10日

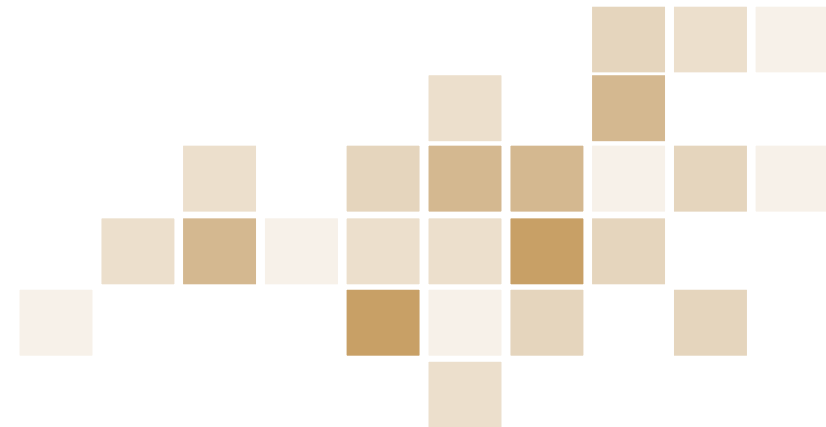
资料来源：Wind，中金公司研究部

2006-2025年大类资产历年表现排序及国际对比

Rank	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD	2006-2026	
																						Ann.	Vol.
1	A股中证500 102.5%	A股中证500 187.7%	高收益债 16.8%	A股中证500 132.4%	黄金 23.4%	原油 8.3%	港股 21.9%	NASDAQ 36.1%	可转债 56.9%	A股中证500 43.8%	原油 63.0%	港股 31.5%	利率债 9.6%	A股沪深300 39.2%	NASDAQ 36.0%	原油 46.2%	原油 19.9%	NASDAQ 49.0%	NASDAQ 33.2%	黄金 58.6%	原油 91.9%	原油 11.9%	原油 37.0%
2	A股沪深300 77.2%	A股沪深300 163.3%	利率债 14.9%	A股沪深300 98.6%	原油 17.4%	黄金 6.0%	新兴市场 17.4%	标普500 28.5%	A股沪深300 55.8%	NASDAQ 11.9%	商品综合 51.3%	新兴市场 29.2%	高收益债 7.9%	NASDAQ 38.4%	A股沪深300 29.9%	标普500 25.3%	商品综合 19.7%	标普500 30.0%	标普500 28.5%	标普500 32.5%	A股中证500 16.8%	商品综合 11.2%	A股中证500 30.4%
3	可转债 37.7%	可转债 103.1%	现金 1.5%	新兴市场 79.0%	新兴市场 55.3%	利率债 5.7%	NASDAQ 16.5%	发达股指 23.7%	A股中证500 40.5%	高收益债 11.3%	标普500 19.8%	A股沪深300 24.3%	USDNY 5.0%	标普500 33.1%	A股中证500 22.3%	商品综合 20.9%	黄金 9.8%	发达股指 28.1%	黄金 28.2%	新兴市场 28.7%	黄金 4.5%	标普500 2.1%	A股沪深300 26.5%
4	港股 29.4%	原油 44.2%	新兴市场 12.2%	原油 71.0%	NASDAQ 14.9%	现金 3.4%	发达股指 15.4%	A股中证500 18.1%	NASDAQ 17.6%	利率债 8.0%	新兴市场 18.6%	NASDAQ 21.6%	新兴市场 12.2%	发达股指 30.1%	黄金 14.4%	发达股指 19.2%	USDNY 9.2%	黄金 16.8%	港股 27.0%	港股 26.6%	A股中证500 2.1%	黄金 9.3%	可转债 20.4%
5	新兴市场 28.2%	新兴市场 36.7%	黄金 -2.2%	商品综合 60.7%	商品综合 12.0%	高收益债 2.8%	标普500 14.8%	现金 4.2%	标普500 16.6%	A股沪深300 7.2%	黄金 18.4%	发达股指 15.5%	黄金 4.2%	A股中证500 28.1%	新兴市场 17.4%	NASDAQ 19.0%	高收益债 3.8%	新兴市场 15.4%	发达股指 22.6%	A股沪深300 21.0%	现金 1.8%	A股沪深300 8.6%	港股 20.1%
6	黄金 19.3%	港股 29.9%	USDNY -6.4%	港股 52.0%	标普500 11.1%	新兴市场 12.8%	高收益债 11.2%	港股 3.4%	高收益债 12.5%	USDNY 6.1%	NASDAQ 16.6%	标普500 14.2%	NASDAQ 2.7%	可转债 25.1%	标普500 11.0%	可转债 18.5%	利率债 3.4%	高收益债 9.0%	A股沪深300 18.2%	可转债 18.7%	高收益债 0.9%	发达股指 8.2%	新兴市场 17.8%
7	发达股指 16.7%	黄金 22.4%	可转债 -32.4%	NASDAQ 45.4%	A股中证500 10.5%	标普500 -2.4%	A股沪深300 9.8%	高收益债 3.0%	利率债 11.2%	标普500 5.9%	发达股指 15.8%	原油 10.3%	现金 2.1%	原油 24.2%	发达股指 9.2%	A股中证500 17.2%	现金 1.7%	商品综合 6.2%	新兴市场 11.1%	发达股指 16.5%	利率债 0.8%	新兴市场 7.2%	NASDAQ 17.3%
8	标普500 12.0%	商品综合 9.3%	商品综合 -35.1%	可转债 42.6%	发达股指 8.5%	USDNY -4.9%	黄金 4.6%	可转债 -1.4%	发达股指 8.3%	发达股指 4.3%	港股 11.5%	商品综合 7.9%	标普500 1.1%	新兴市场 20.2%	商品综合 7.4%	高收益债 6.8%	港股 -5.1%	利率债 4.7%	利率债 8.3%	NASDAQ 16.0%	可转债 -1.1%	可转债 6.8%	黄金 16.0%
9	NASDAQ 7.2%	NASDAQ 3.5%	标普500 -41.1%	发达股指 30.9%	高收益债 6.1%	NASDAQ -5.2%	商品综合 4.2%	利率债 -2.1%	港股 8.0%	现金 3.2%	新兴市场 7.2%	黄金 3.4%	可转债 -1.2%	黄金 19.7%	可转债 5.3%	利率债 5.7%	新兴市场 -1.4%	新兴市场 -1.4%	A股中证500 7.7%	标普500 12.8%	新兴市场 -1.4%	高收益债 5.1%	商品综合 15.6%
10	商品综合 6.9%	发达股指 2.5%	NASDAQ -43.9%	黄金 28.2%	现金 3.3%	发达股指 -9.1%	可转债 4.1%	USDNY -3.0%	现金 3.9%	全球债券 1.3%	USDNY 6.8%	高收益债 2.6%	发达股指 -2.9%	商品综合 15.6%	高收益债 4.6%	现金 2.1%	可转债 -10.0%	现金 1.8%	高收益债 6.8%	商品综合 5.4%	USDNY -1.6%	商品综合 4.8%	发达股指 14.8%
11	全球债券 2.1%	全球债券 2.1%	发达股指 -44.2%	标普500 26.5%	全球债券 2.1%	可转债 -12.8%	现金 3.5%	原油 -3.2%	全球债券 2.1%	港股 0.5%	现金 3.8%	现金 2.1%	港股 -5.7%	港股 15.0%	利率债 3.1%	USDNY -2.3%	发达股指 -10.7%	USDNY 1.7%	可转债 6.1%	全球债券 2.1%	全球债券 2.1%	利率债 4.2%	标普500 14.5%
12	利率债 2.6%	现金 2.4%	港股 -51.3%	全球债券 6.9%	利率债 1.9%	商品综合 -17.0%	全球债券 3.2%	新兴市场 -5.1%	黄金 1.7%	黄金 -7.4%	高收益债 3.0%	全球债券 6.6%	商品综合 -5.8%	全球债券 6.2%	全球债券 2.4%	A股沪深300 -3.5%	标普500 -11.1%	可转债 -0.5%	现金 1.8%	高收益债 2.7%	A股沪深300 -3.7%	港股 3.7%	全球债券 5.8%
13	现金 2.0%	标普500 -1.3%	原油 -54.6%	高收益债 2.1%	港股 1.4%	新兴市场 2.1%	利率债 2.5%	A股沪深300 -5.3%	新兴市场 5.6%	新兴市场 -1.2%	利率债 1.3%	A股中证500 0.6%	新兴市场 7.2%	高收益债 7.4%	现金 1.8%	黄金 -4.1%	新兴市场 -1.4%	A股中证500 -5.9%	USDNY 1.5%	利率债 0.1%	发达股指 -4.7%	现金 3.2%	USDNY 3.4%
14	高收益债 0.0%	利率债 -1.8%	新兴市场 -58.2%	现金 1.9%	USDNY -3.0%	港股 -23.4%	原油 2.4%	全球债券 2.4%	USDNY 0.4%	商品综合 -14.5%	A股沪深300 -9.3%	可转债 -0.2%	原油 -14.9%	利率债 4.4%	港股 -6.1%	新兴市场 -4.8%	A股中证500 -18.9%	原油 -7.7%	全球债券 2.1%	现金 0.0%	港股 -5.0%	原油 1.2%	高收益债 2.9%
15	原油 -0.2%	USDNY -6.5%	A股中证500 -60.6%	USDNY -0.1%	可转债 -6.3%	A股沪深300 -24.0%	A股中证500 1.2%	商品综合 -12.4%	商品综合 -16.5%	可转债 -26.5%	可转债 -11.8%	利率债 -1.2%	A股沪深300 -23.6%	现金 2.1%	USDNY -6.5%	全球债券 2.1%	A股沪深300 -19.8%	港股 -7.9%	原油 -0.4%	USDNY -2.2%	标普500 -5.6%	全球债券 2.1%	利率债 2.7%
16	USDNY -3.2%	高收益债 -7.2%	A股沪深300 -65.6%	利率债 -1.2%	A股沪深300 -11.6%	A股中证500 -33.5%	USDNY -0.2%	黄金 -29.3%	原油 -46.9%	原油 -32.0%	A股中证500 -17.2%	USDNY -5.8%	A股中证500 -32.5%	USDNY 1.6%	原油 -26.4%	港股 -14.6%	NASDAQ -26.8%	A股沪深300 -9.1%	商品综合 -1.3%	原油 -21.9%	NASDAQ -8.2%	USDNY -0.9%	现金 2.2%

注：以人民币计价，全收益回报率，数据截至2026年7月10日

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



量化及ESG

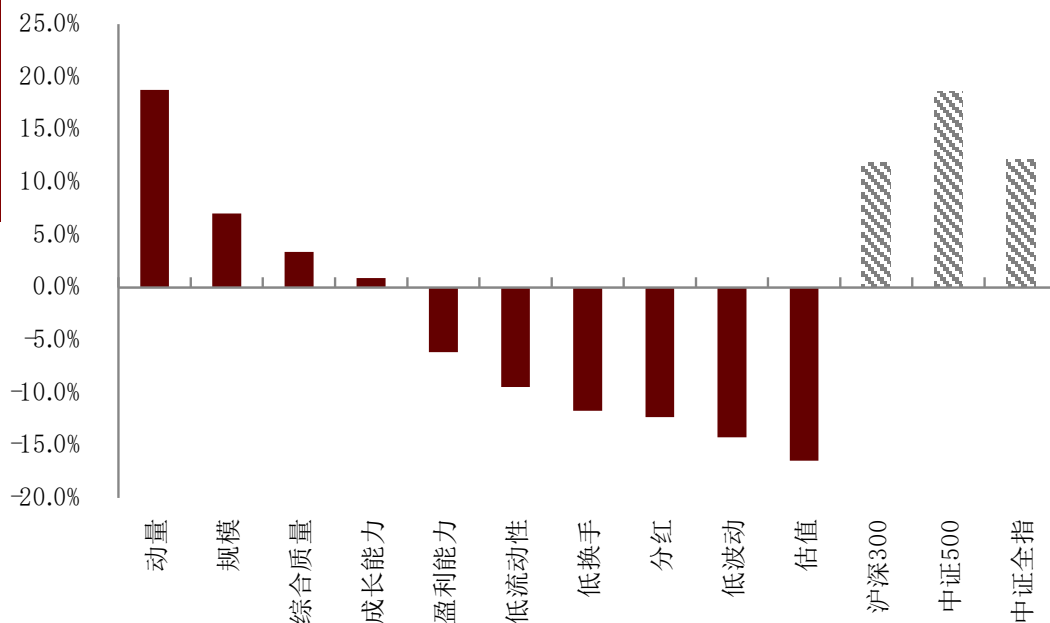
分析员 刘均伟

SAC 执证编号：S0080520120002

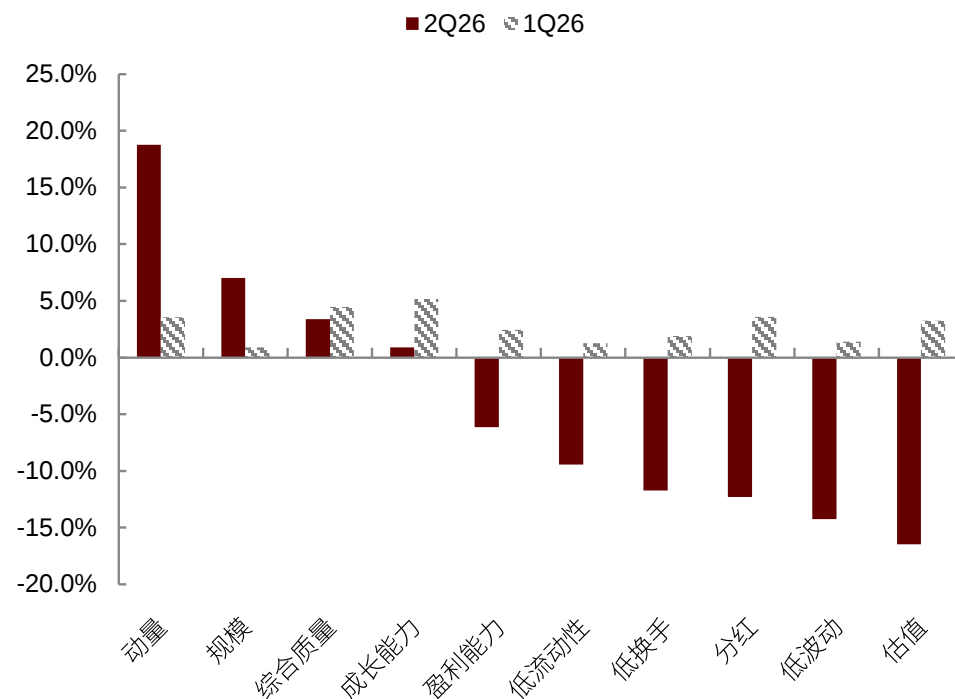
SFC CE Ref: BQR365

因子：动量因子表现较好

2Q 2026中金量化风格因子收益率



中金量化风格因子收益率对比



量化及ESG

风格：成长风格占优

2Q 2026收益率

	大	中	小
价值	-11.0%	-0.9%	-5.3%
均衡	10.4%	20.7%	16.6%
成长	17.0%	23.9%	21.9%

2026年收益率

	大	中	小
价值	-15.0%	6.5%	-4.0%
均衡	4.8%	23.1%	18.4%
成长	13.8%	31.0%	24.7%

当前P/E vs. 历史平均P/E

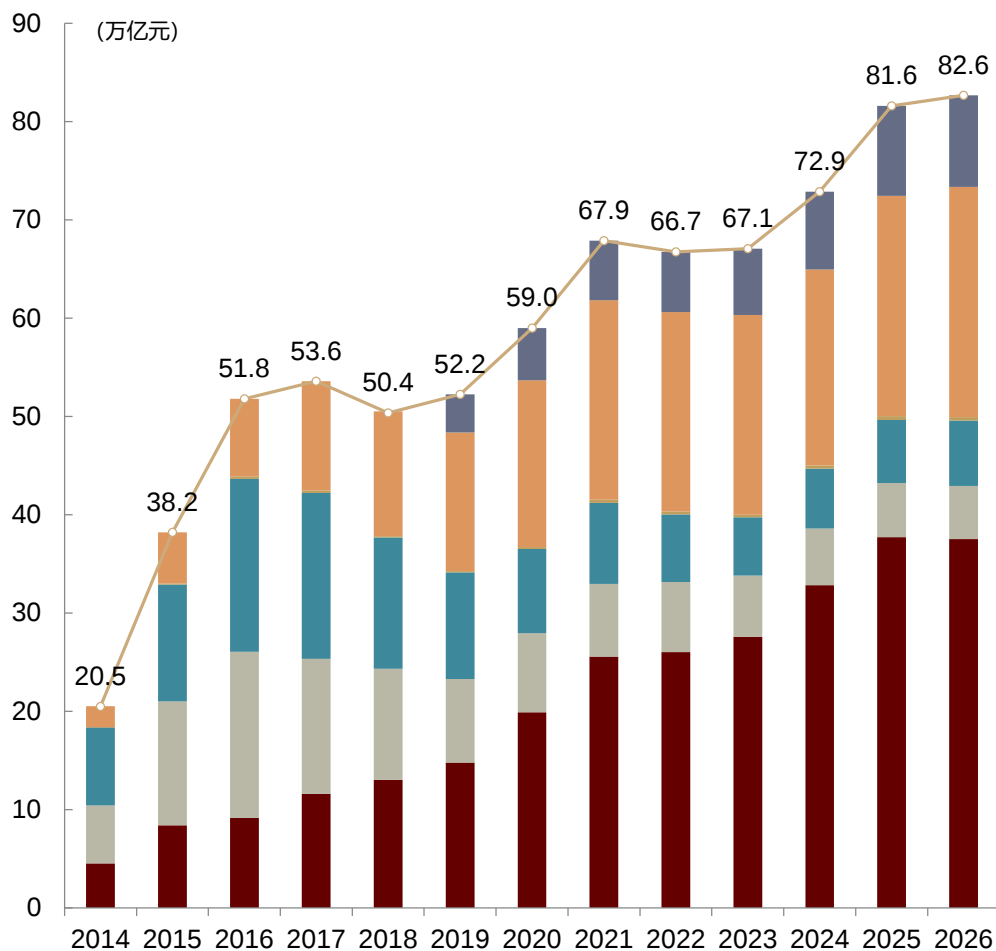
	大	中	小
价值	7.9	17.3	17.1
均衡	8.9	17.5	20.7
成长	13.5	54.3	43.7
	12.7	29.3	37.3
	24.4	38.6	36.8
	19.4	24.4	29.3

当前P/E相对历史平均P/E占比

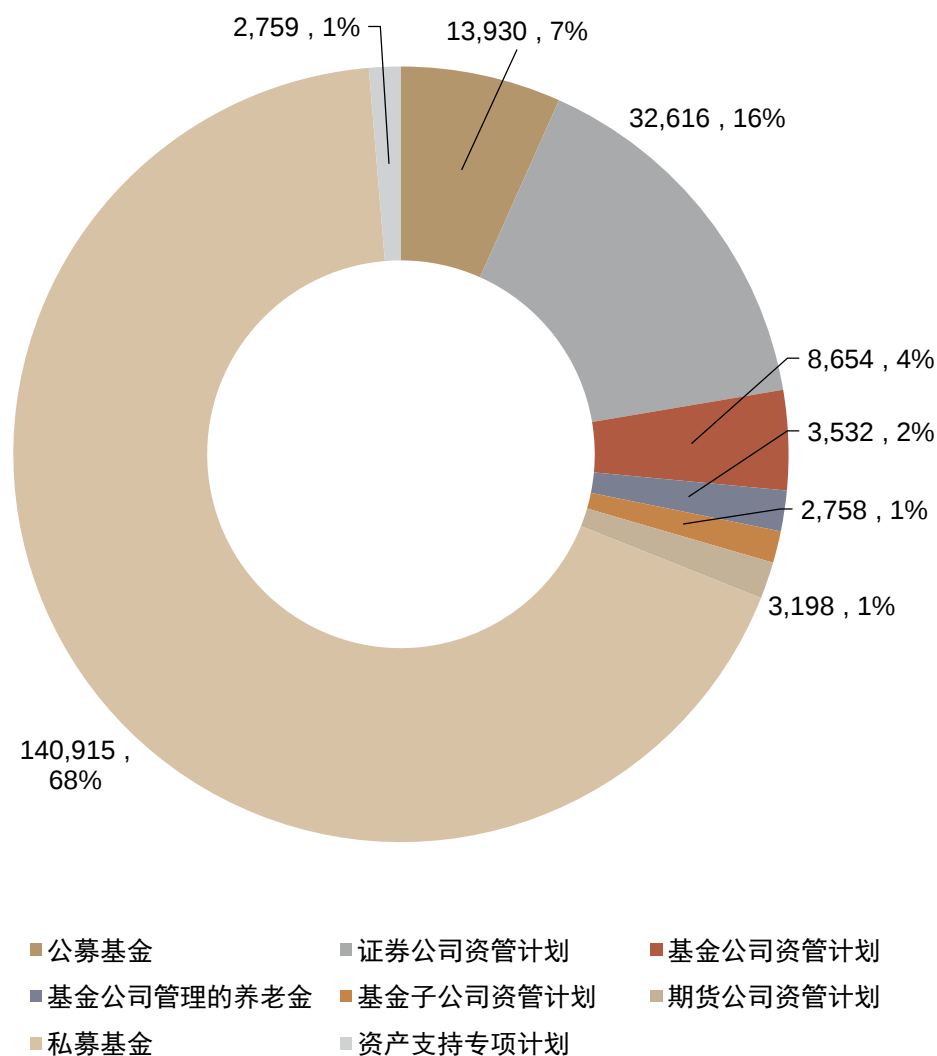
	大	中	小
价值	88%	99%	83%
均衡	107%	185%	117%
成长	125%	158%	126%

中国资产管理行业总貌

各机构资产管理业务规模



最新各类资产管理机构产品数量



量化及ESG

注：规模数据截至2026年3月31日。

1、总规模中剔除了私募基金顾问管理类产品和私募资管计划重复部分

2、养老金指基金管理公司管理的境内养老金，不含证券公司管理的养老金

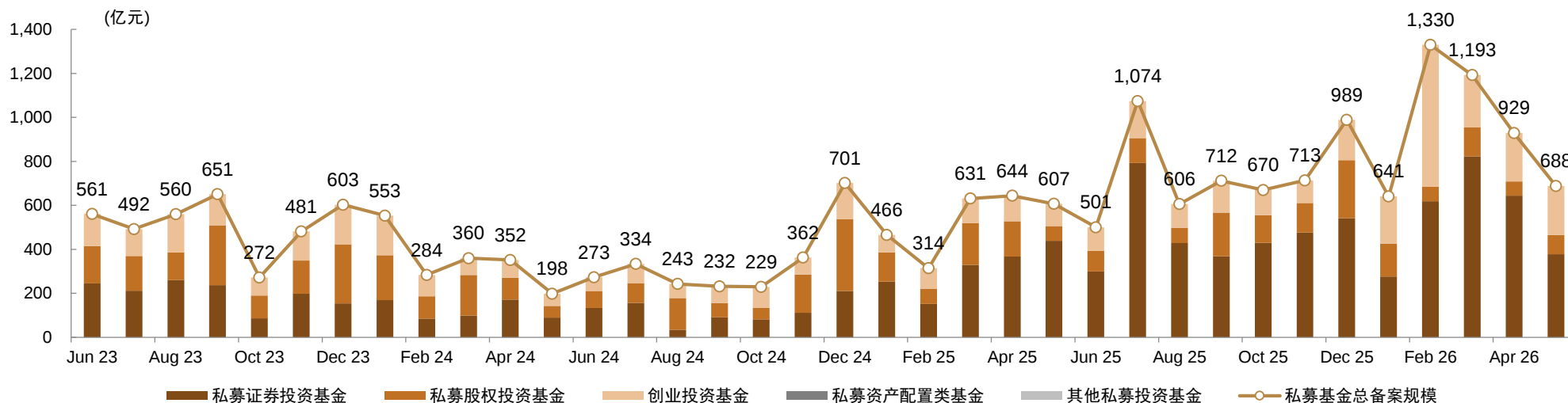
资料来源：中国证券投资基金业协会，中金公司研究部

公募基金&私募基金新发规模

公募基金新发规模



私募基金备案通过规模



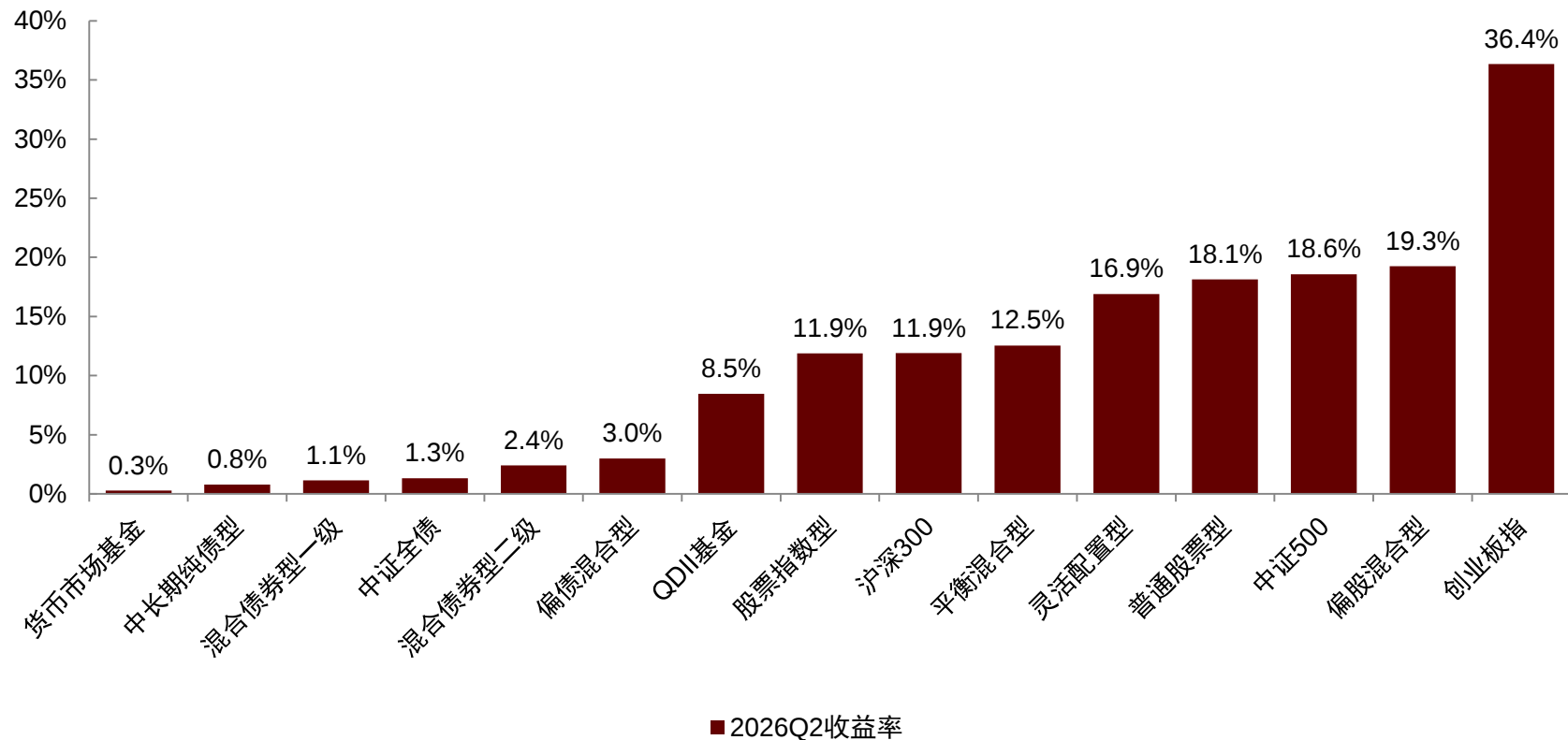
注：公募基金数据截至2026年6月30日，私募基金数据截至2026年5月31日

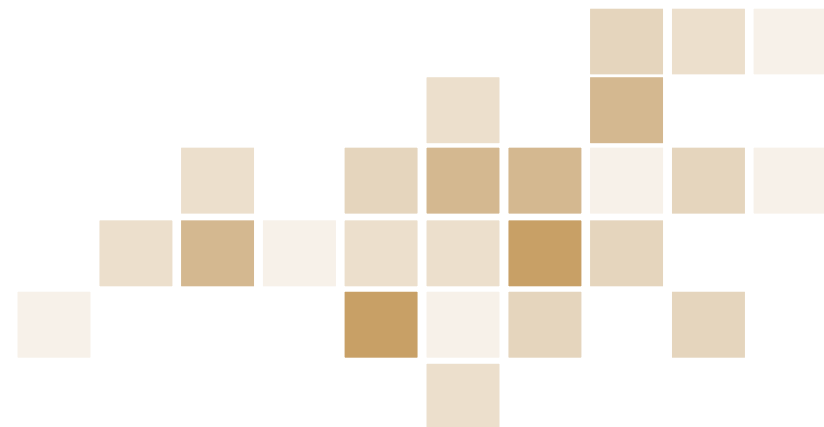
资料来源：中国证券投资基金业协会、Wind、中金公司研究部

公募基金指数业绩概览

量化及ESG

公募基金与主流宽基指数收益率





固定收益

分析员 陈健恒

SAC 执证编号: S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

分析员 许 艳

SAC 执证编号: S0080511030007 SFC CE Ref: BBP876

分析员 韦璐璐, CFA

SAC 执证编号: S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881

分析员 雷文澜

SAC执证编号: S0080518070015

核心观点

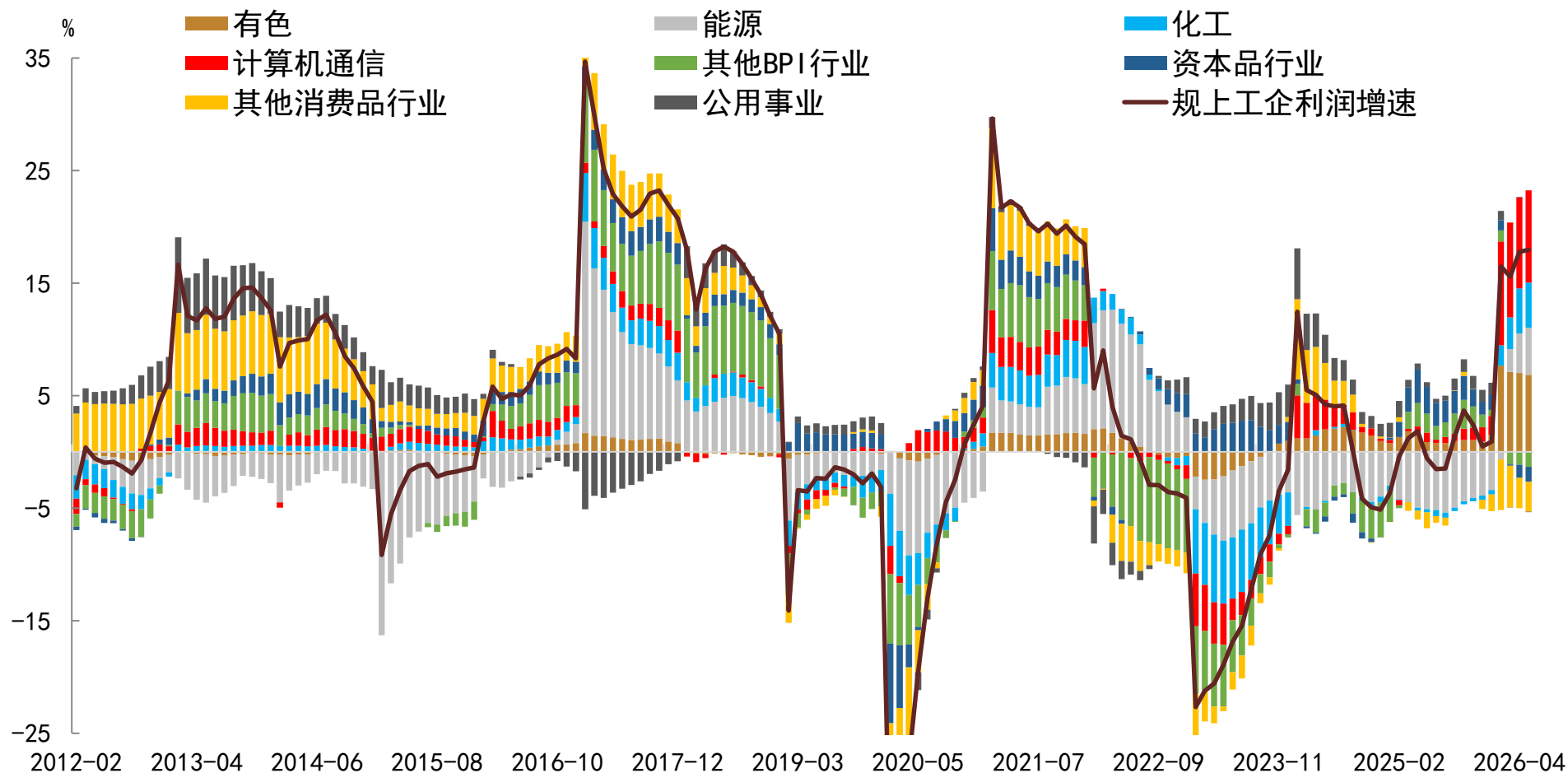
- ◆ 2026年上半年中国经济呈现结构性分化特征。利润结构层面，上游行业（有色、能化）与AI产业利润向上，中下游传统行业利润向下，体现为上游涨价对中下游的挤出效应，传导至股市表现为AI概念与传统行业的分化走势。结构性分化的特征对债市的影响可归结为来自传统行业的三重融资需求收缩：居民端融资负增长、企业端产能利用率下行、政府与金融机构端融资降温（专项债与政策性金融债发行放缓），三者先后传导，且共同指向缺资产导致利率下行的逻辑。
- ◆ 货币政策方面，受通胀见顶回落、央行汇率目标优先级较高和宏观流动性偏紧的环境影响，或有超预期放松的举措。通胀层面，油价冲高后开始回落，且上半年上游涨价向下游传导受阻的特点突出，我们预计下半年PPI与CPI呈冲高回落态势，全年阶段性高点或在6月附近。汇率方面，当前稳汇率目标利于货币政策偏松的取向，使得我国货币政策取向或与海外明显分化。叠加当前货币条件指数偏紧（汇率升值与货币增速下降为主要贡献），我们预计后续货币政策有望出现超预期放松，7天逆回购利率下行概率较高。
- ◆ 从债券供需层面来看，债券供需逻辑也同样利好利率下行：企业结汇带来流动性的持续释放，使得银行存款增速高于贷款增速形成超额流动性，当前配置型机构仍处于欠配状态。供给方面，三季度虽然边际有所抬升，但我们认为市场对于后续供给压力的认知存在偏差。综合来看，我们预计债市收益率曲线有望呈现牛市变陡特征，其中主要体现在1-10年段变陡，而10-30年段有望变平，存单利率或降至1%附近。总体来看，我们预计债券市场有望迎来超预期行情，建议投资者积极配置。
- ◆ 趋势观察
 - ▶ 企业净结汇规模的持续性。
 - ▶ 货币条件指数的走势。
 - ▶ 企业与居民杠杆的变化。
 - ▶ 央行货币政策进一步的举措。

风险提示：企业结汇趋势逆转；房地产周期见底企稳回升；财政政策大幅扩张打破供需逻辑。

2026年上半年中国经济呈现结构性分化特征

- 利润结构层面，上游行业（有色、能化）与AI产业利润向上，中下游传统行业利润向下，体现为上游涨价对中下游的挤出效应，传导至股市表现为AI概念与传统行业的分化走势。

工业企业利润拆解

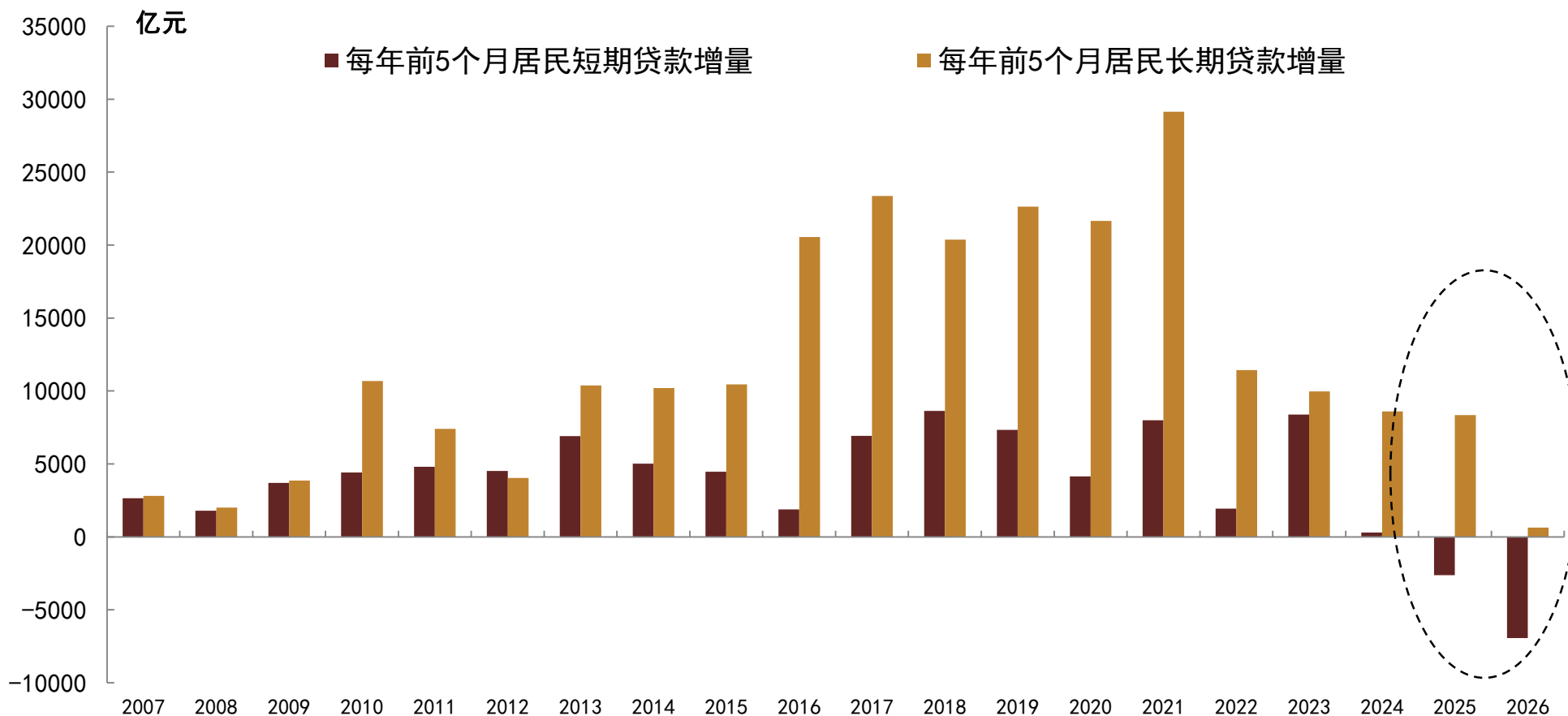


注：数据截至2026年5月
资料来源：Wind，中金公司研究部

来自传统行业的三重融资需求收缩：居民端融资负增长

- 结构性分化的特征对债市的影响可归结为来自传统行业的三重融资需求收缩：居民端融资负增长。
- 今年以来，居民融资需求持续收缩，无论是短期贷款还是长期贷款，都较为疲弱，导致居民累计贷款净增量出现负值。居民融资需求的收缩导致消费低迷以及引发银行面临相对的资产荒。

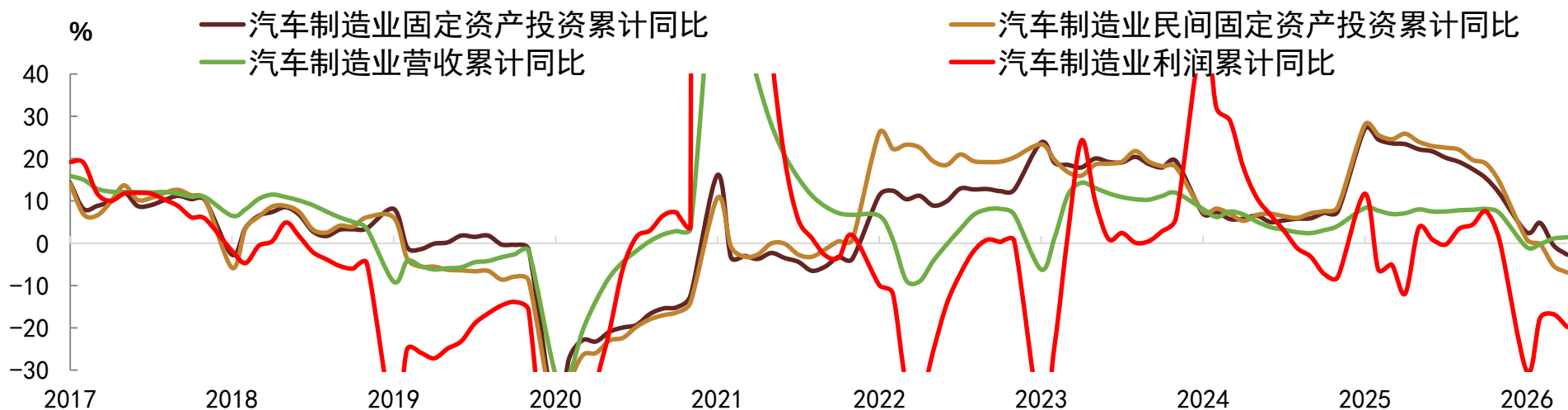
每年前5个月居民贷款增量



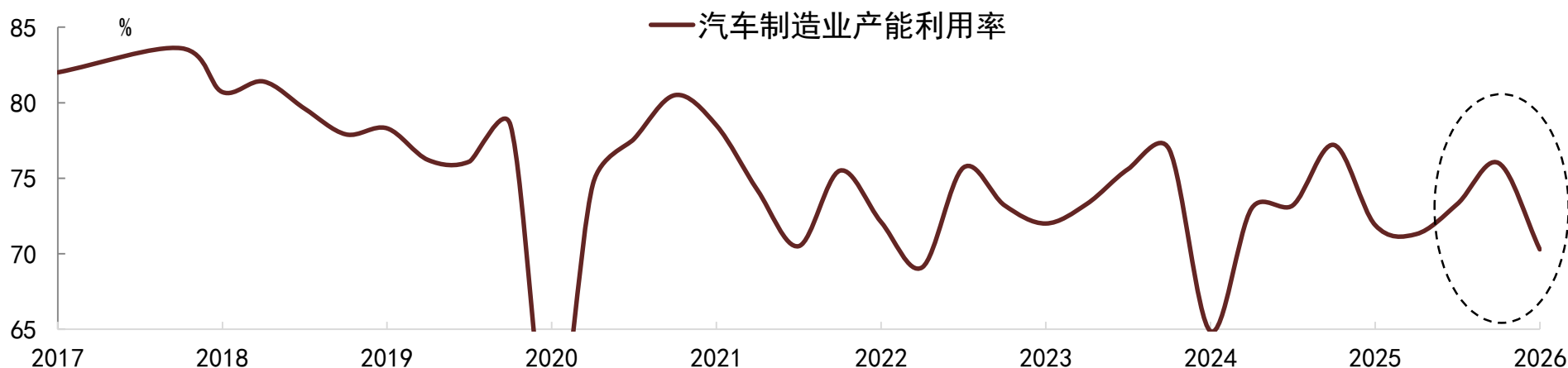
来自传统行业的三重融资需求收缩：企业端产能利用率下行

- 汽车是继地产之后的重要经济产业支柱，但随着今年汽车补贴力度减弱以及销量明显下滑，汽车行业的营收和利润也出现负增长，导致汽车行业的产能利用率下降，倒逼企业也减少投资和减少融资。今年以来，企业中长期贷款的增量也在明显回落。

汽车行业的营收、利润及投资都开始放缓



汽车行业产能利用率下滑



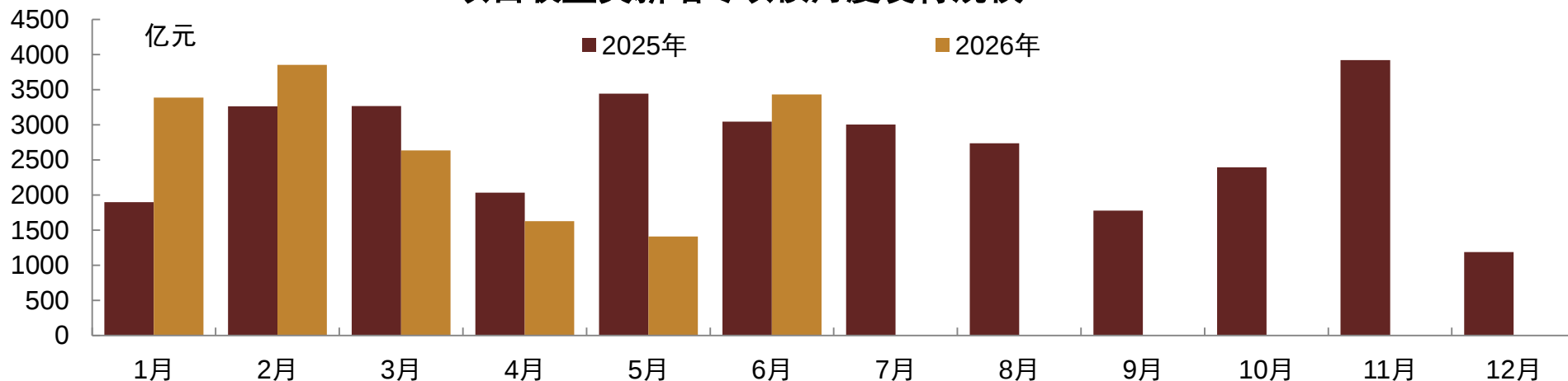
注：上图数据截至2026年5月，下图数据截至2026年一季度

资料来源：Wind，中金公司研究部

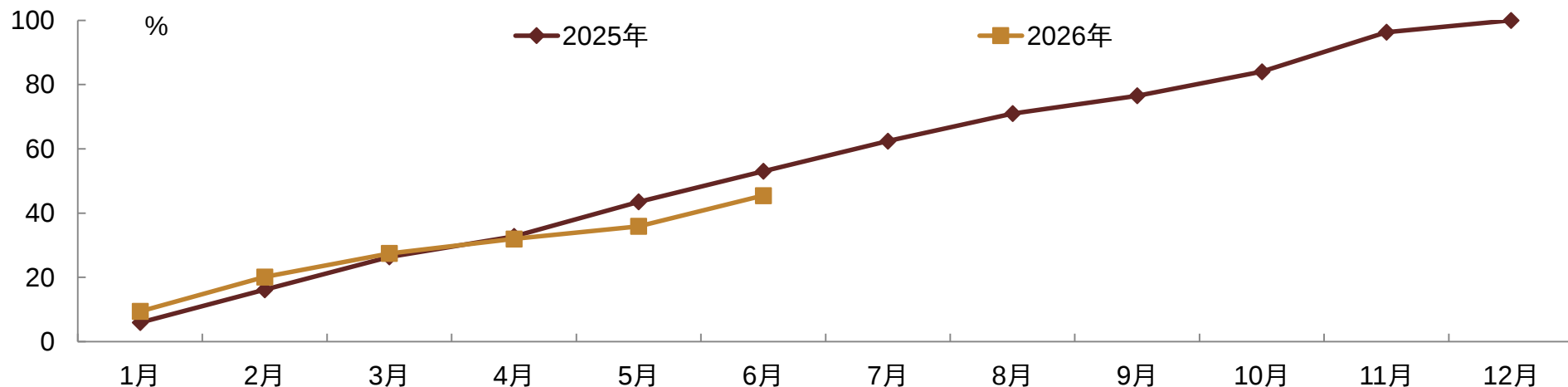
来自传统行业的三重融资需求收缩：政府端融资降温

- 今年前6个月，项目收益类新增专项债累计发行额1.6万亿元，同比回落约605亿元，累计发行进度约45.4%、亦相对慢于去年同期的53.0%，主因今年4~5月此类新增专项债发行规模明显回落，或与优质项目储备不足等因素有关。

项目收益类新增专项债月度发行规模



项目收益类新增专项债累计发行进度

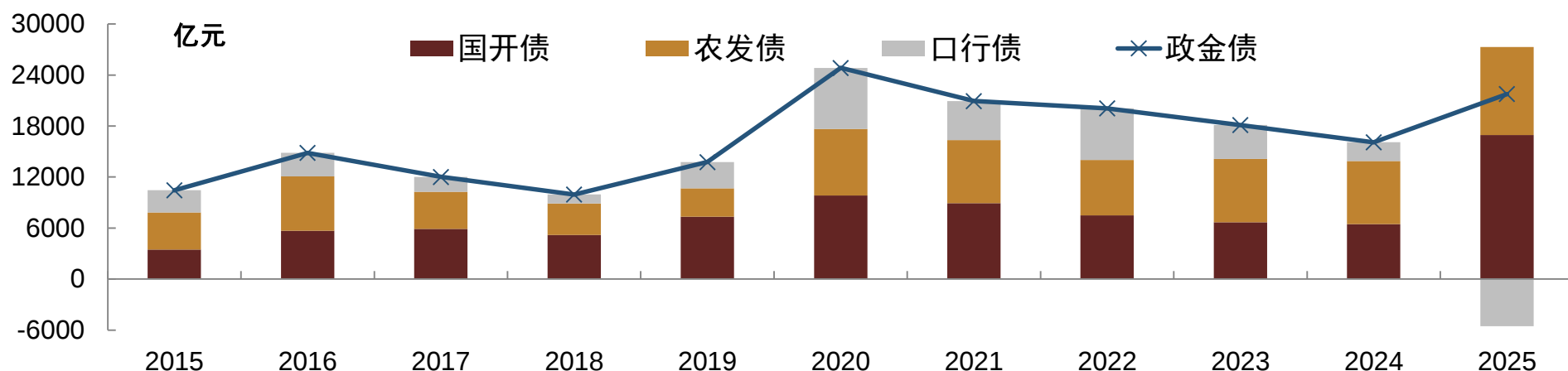


注：数据截至2026年6月
资料来源：Wind，中金公司研究部

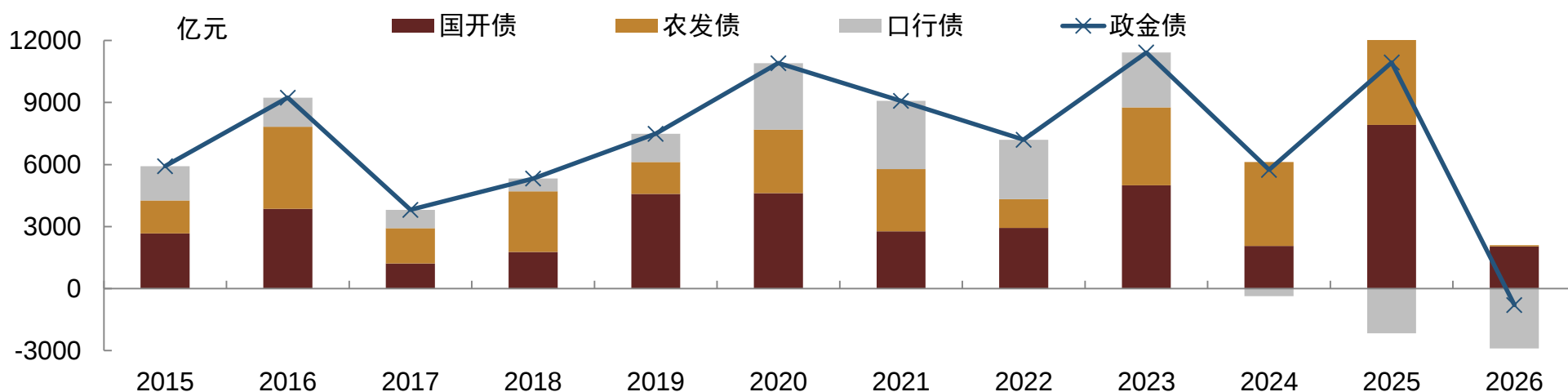
来自传统行业的三重融资需求收缩：政策性银行融资需求也在下降

- 今年前6个月，政金债累计净增量约-800亿元，为近年同期首次出现累计净增量为负的情况。政策性银行债发行量和净增量下降的背后也折射出信贷需求的下滑和不良率的上升，导致政策性银行对应的发债需求也下降。

近年来政金债年度净增量



近年前6个月政金债累计净增量



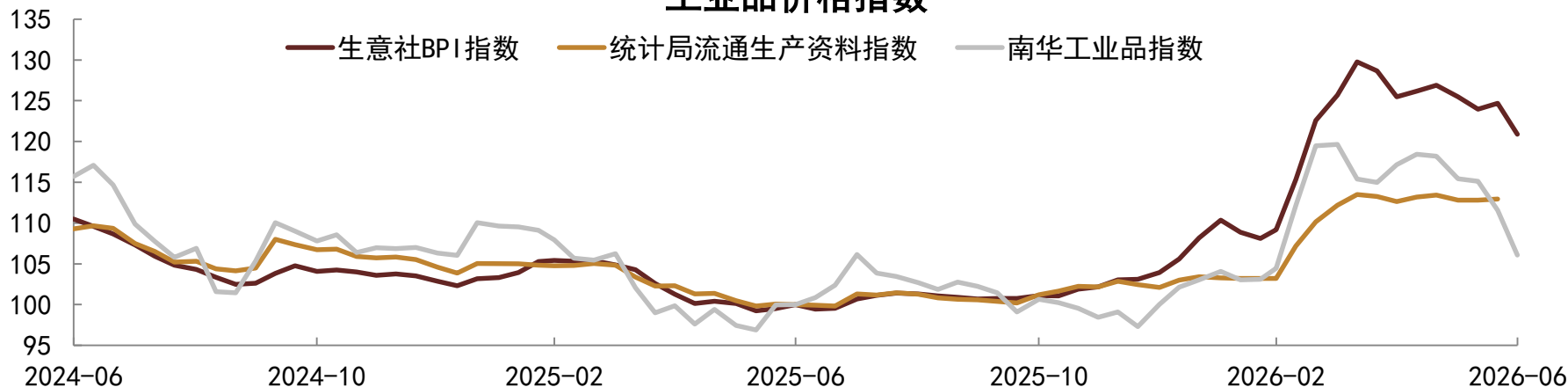
注：数据截至2026年6月

资料来源：Wind，中金公司研究部

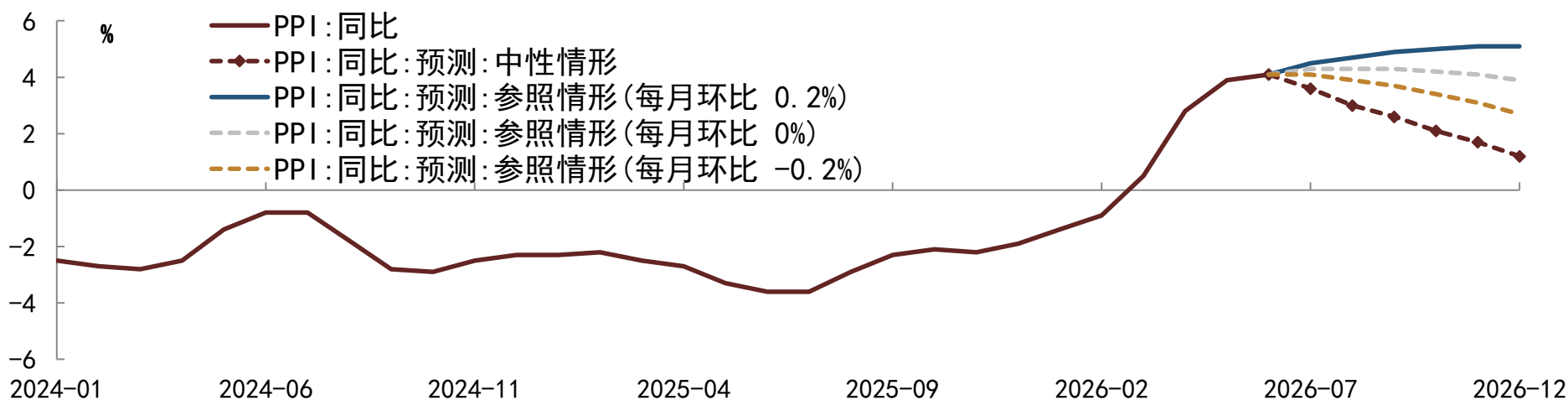
预计下半年PPI与CPI呈冲高回落态势，全年阶段性高点或在6月附近

- 通胀层面，油价冲高后开始回落，且上半年上游涨价向下游传导受阻的特点突出，我们预计下半年PPI与CPI呈冲高回落态势，全年阶段性高点或在6月附近。

工业品价格指数



PPI同比高点或在6月附近



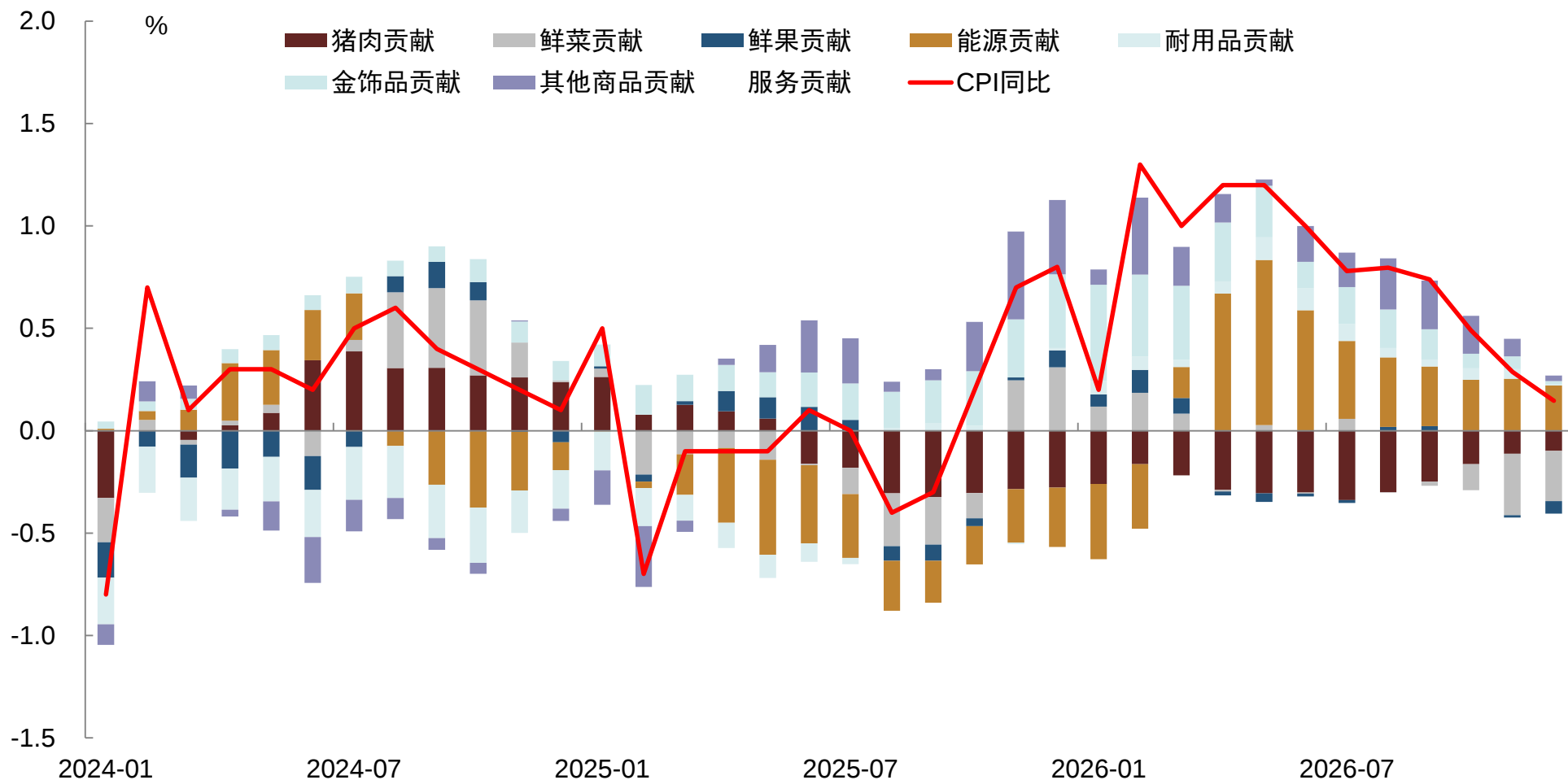
注：上图数据截至2026年6月，下图数据截至2026年6月，7-12月为预测值

资料来源：Wind，中金公司研究部

下半年CPI同比或逐步回落

- 下半年能源价格对通胀推动趋弱，黄金及铂金饰品贡献减小，加上猪肉价格反弹空间有限，核心通胀总体处于弱势，我们预计下半年CPI同比或持续下行，12月CPI同比或降至0.5%以下。

下半年CPI同比或持续下行



注：数据截至2026年6月，7-12月为预测值
资料来源：Wind，中金公司研究部

稳汇率，防止人民币过度升值逻辑下，货币政策有放松动力

- 货币政策的多目标制逻辑中，除了经济稳定以外，给与汇率稳定的参考权重也比较高。在2022-2024年，人民币贬值压力较大的时间段，为了避免人民币贬值高于7.3水平，货币政策的放松意愿较弱，甚至2025年一季度通过收紧流动性来防止汇率贬值。
- 但2025年下半年以来，随着人民币升值，这个逻辑正在发生变化。随着人民币目前已经升值到6.8下方，离2023年年初的6.7的下限位置比较近，从防止汇率过度升值的逻辑来看，反而需要货币政策进一步放松，引导货币市场利率继续下降来避免人民币过强。

美元兑人民币汇率



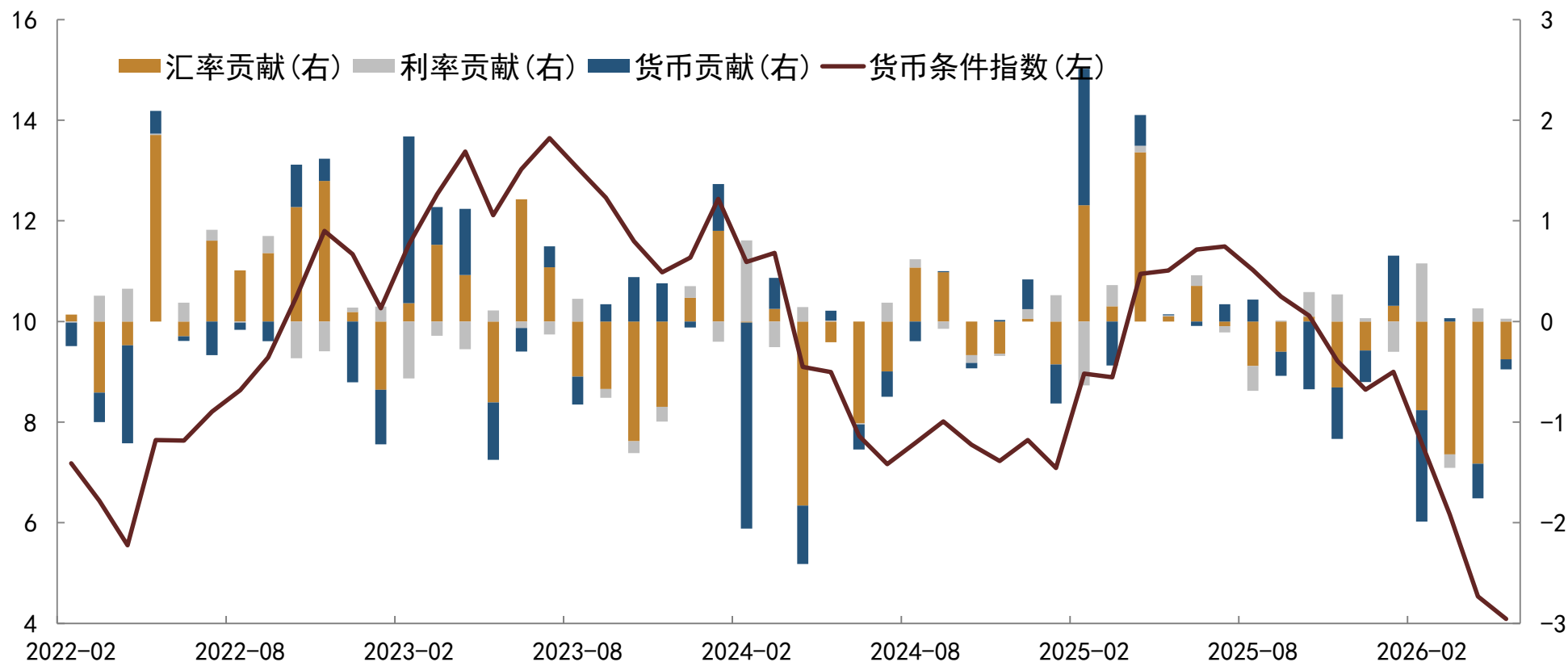
注：数据截至2026年7月10日

资料来源：Wind，中金公司研究部

货币条件指数仍偏低，需要引导利率下行来改善

- 货币条件指数2025年以来有所回落，指向货币条件有所收紧。拖累来自人民币重新升值导致汇率条件收紧，以及因为政府类债券净增量的前高后低导致社融余额增速逐步走低。而2025年债券利率不降反升也一定程度对货币条件放松不利。
- 在目前水平上，鉴于人民币汇率升值尚未结束，社融余额增速在信贷投放偏弱格局下也难有提升，因此放松货币条件的主要逻辑则是货币政策的进一步放松来引导利率下降，通过利率条件的放松来重新提振货币条件和对经济支撑。

货币条件指数及其贡献拆解

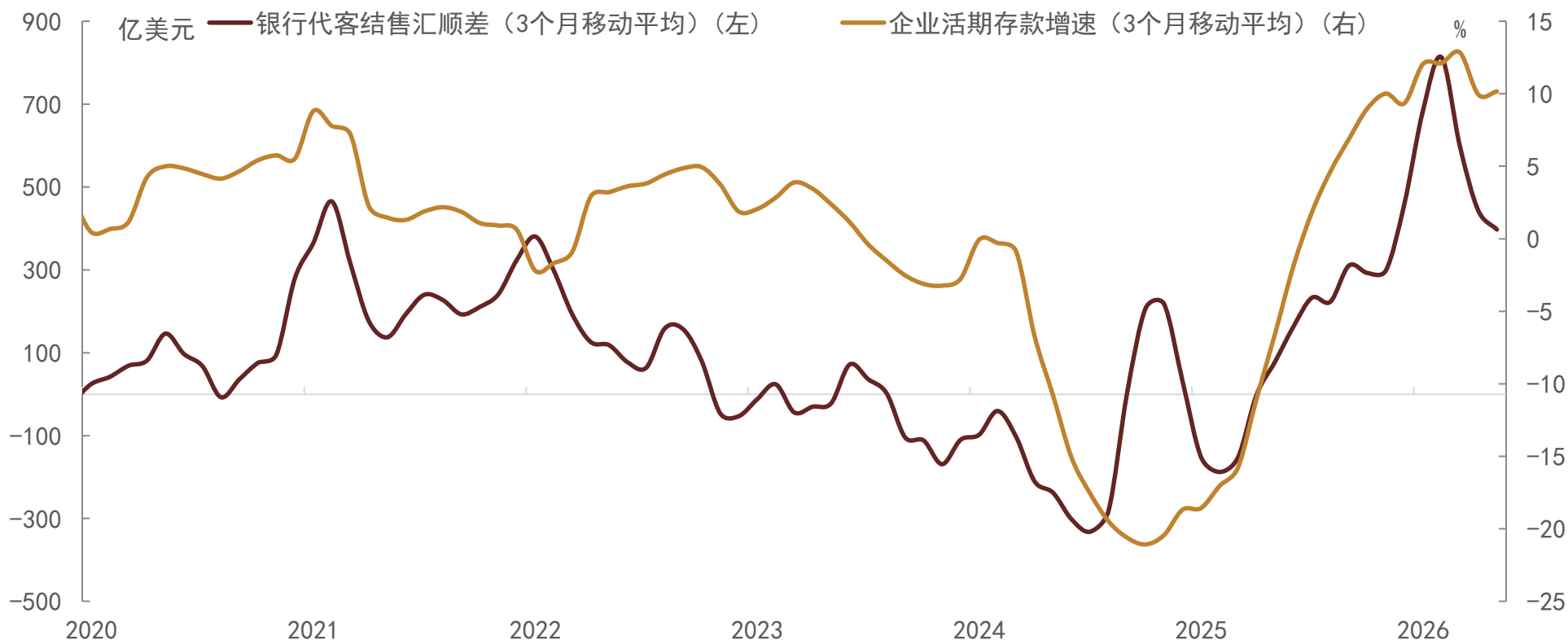


注：数据截至2026年5月
资料来源：Wind，中金公司研究部

企业结汇需求的持续恢复，带来流动性的持续释放

- 随着2025年4月份以来美元的走弱，很多企业开始将持有的美元存款结汇，转化为人民币。从数据来看，随着银行代客结售汇顺差回正，即结汇需求回升，企业的人民币存款增速也在改善，尤其是活期存款改善较为明显。
- 对于银行而言，一方面是银行存款利率下调，另一方面则是企业存款开始回升，从而有利于银行的负债稳定性和成本改善，从有利于银行增加债券配置需求。
- 企业结汇需求的持续回升是这一轮流动性宽松的本质原因。

企业存款增速及银行代客结售汇顺差

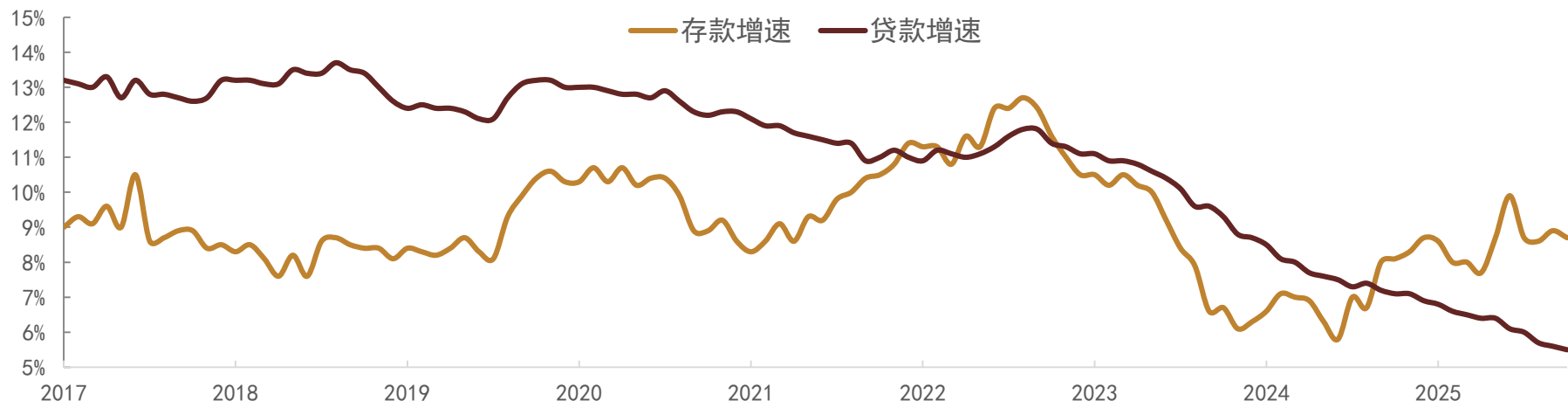


注：数据截至2026年5月
资料来源：Wind，中金公司研究部

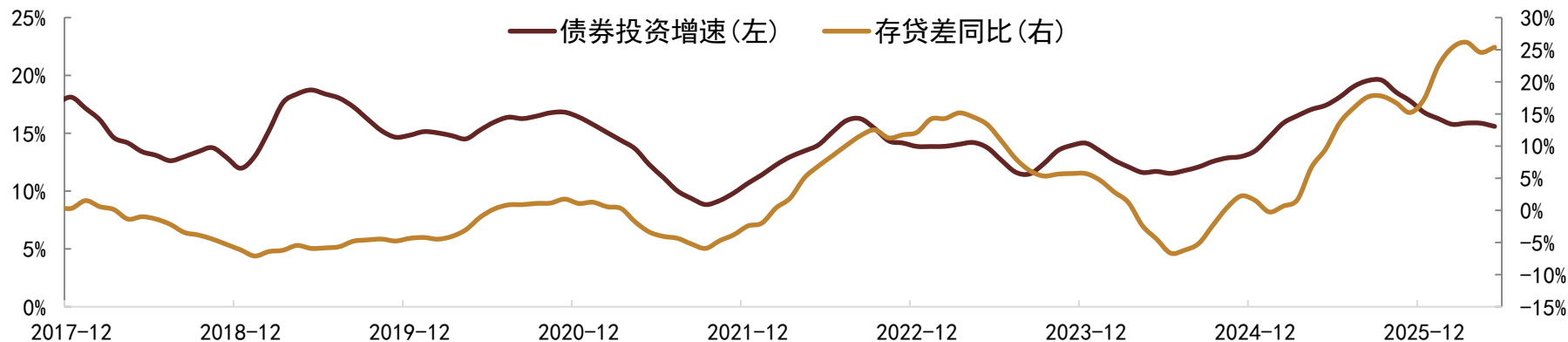
银行存款增速提升快于贷款，推升债券投资需求

- 在企业结汇需求持续释放的背景下，银行存款增速远远快于贷款增速，导致银行整体流动性较为充裕，对债券的配置需求也会因此上升。但一二季度来看，银行配置债券的增速仍落后于存贷差增速，意味着不少银行都存在着欠配的情况，我们预计三四季度因对债券的配置需求仍会更快释放。

银行存款增速提升快于贷款增速



银行存贷差规模增速提升

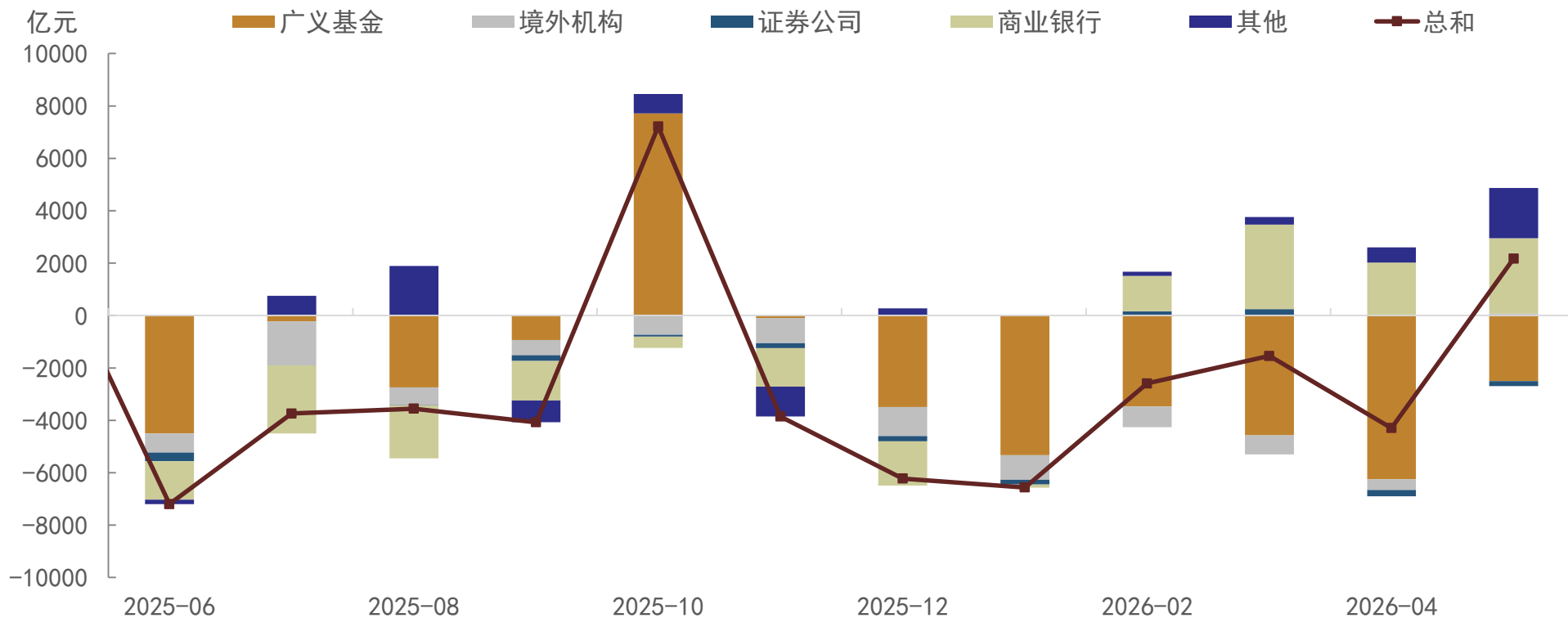


注：数据截至2026年5月
资料来源：Wind，中金公司研究部

银行停止存单融资，反而转向增持存单，显示其流动性充裕

- 随着同业存单去年以来规模持续减少，金融机构对存单的净买入量也转为负值，尤其是理财和公募基金等广义基金类机构是主要的减持方，但商业银行因为流动性充裕，反而转向了持续买入。商业银行在停止存单供给的同时，反而加速买入存单，会导致其他非银类机构面临更大的资产荒压力，与此同时也说明银行对债券配置的需求因债券供给不足尚未得到满足。
- 三季度政府债券虽然边际有所抬升，但我们预计欠配的压力有望对供给形成有效消化。

同业存单增持结构

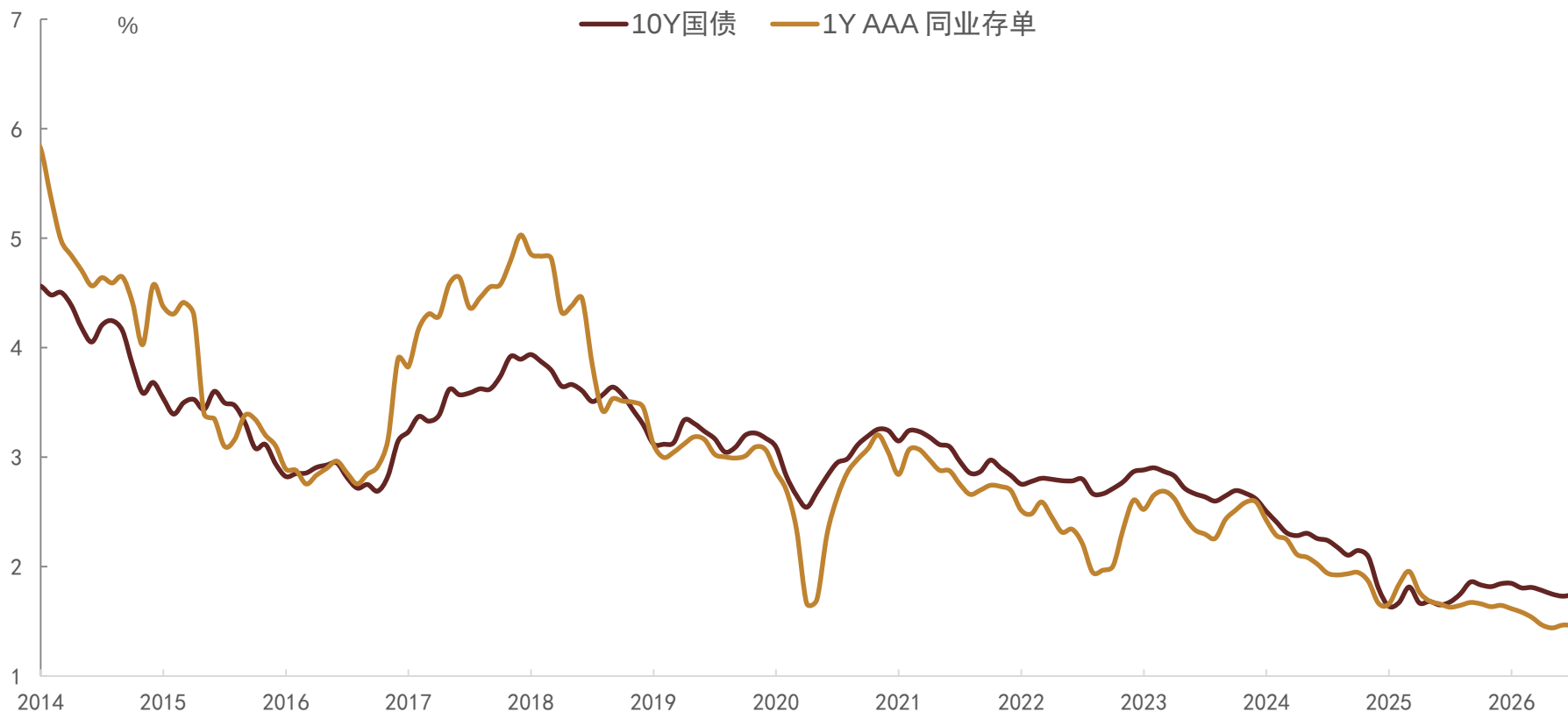


注：数据截至2026年5月
资料来源：Wind，中金公司研究部

我们预计2026年债券收益率曲线牛市变陡

- 综合来看，我们预计债市收益率曲线有望呈现牛市变陡特征，其中主要体现在1-10年段变陡，而10-30年段有望变平，存单利率或降至1%附近（与同期限存款利率对齐），10年期国债收益率降至1.5%或以下。总体来看，我们预计债券市场有望迎来超预期行情，建议投资者积极配置。

1年期存单和10年期国债收益率



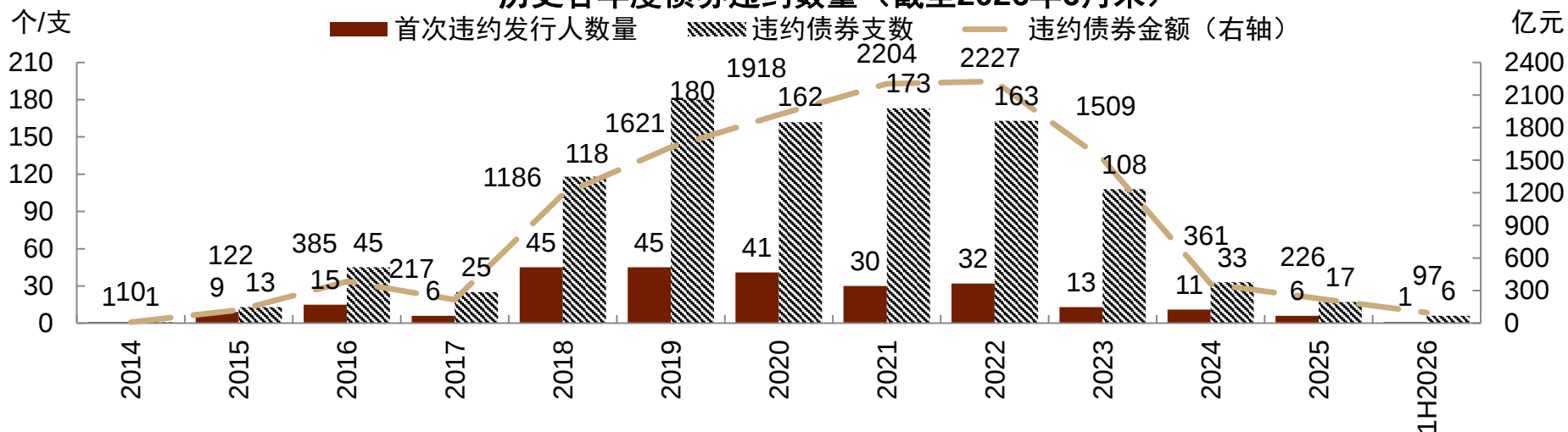
注：数据截至2026年7月10日

资料来源：Wind，中金公司研究部

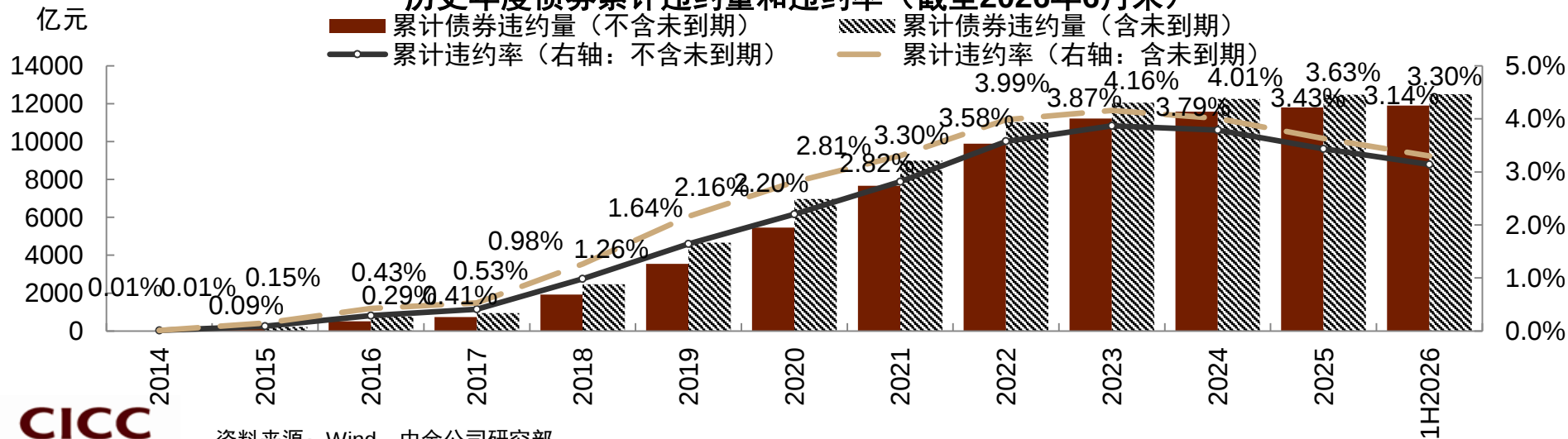
2026年二季度无新增违约发行人

2026年二季度新增违约发行人（含展期）0家，违约债券4支，金额合计80亿元，较2026年一季度的1家、2支、17亿元发行人数量下降而债券支数和金额增长。

历史各年度债券违约数量（截至2026年6月末）



历史年度债券累计违约量和违约率（截至2026年6月末）

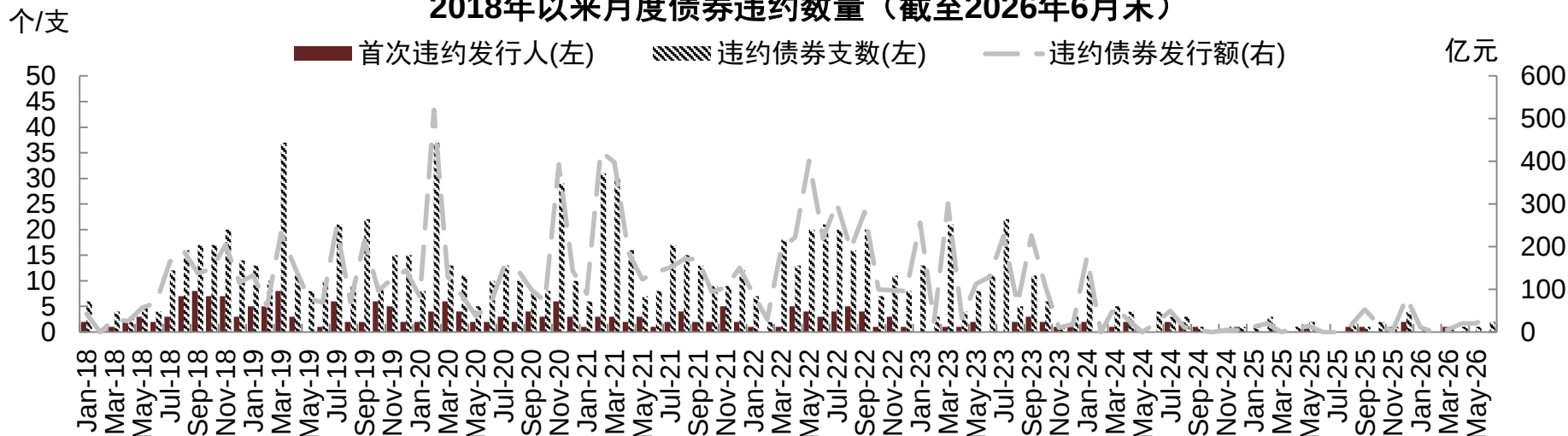


资料来源：Wind，中金公司研究部

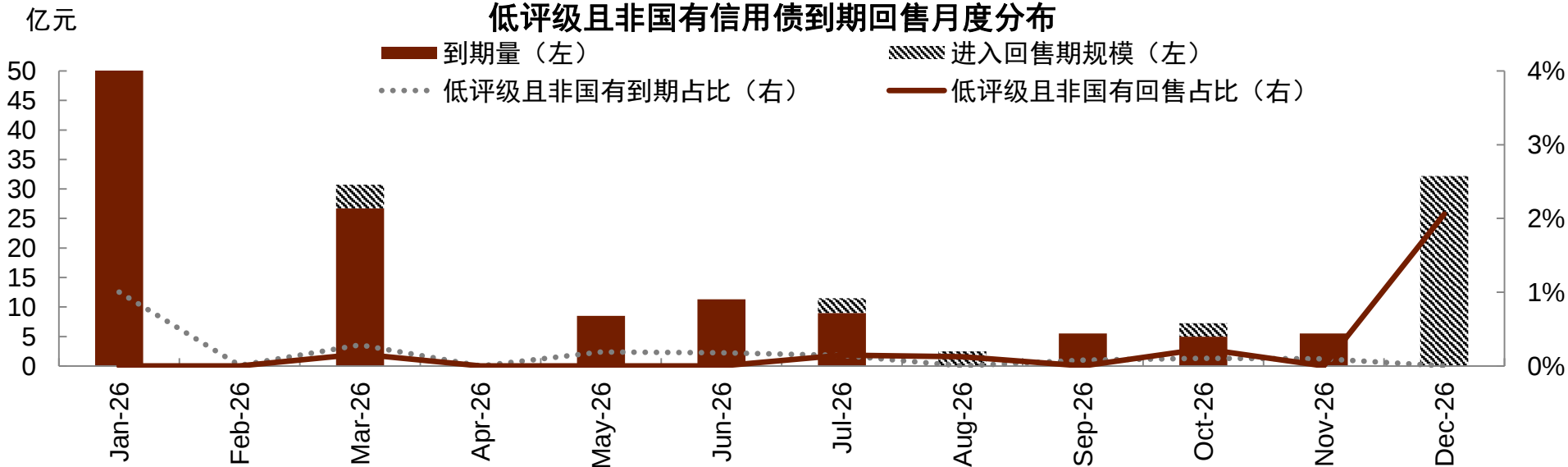
分月度看4-6月均无新增违约发行人

分月度看，2026年4-6月每月均无新增违约发行人、每月有1-2支债券新确认违约。今年以来违约持续处于低位。

2018年以来月度债券违约数量（截至2026年6月末）



低评级且非国有信用债到期回售月度分布

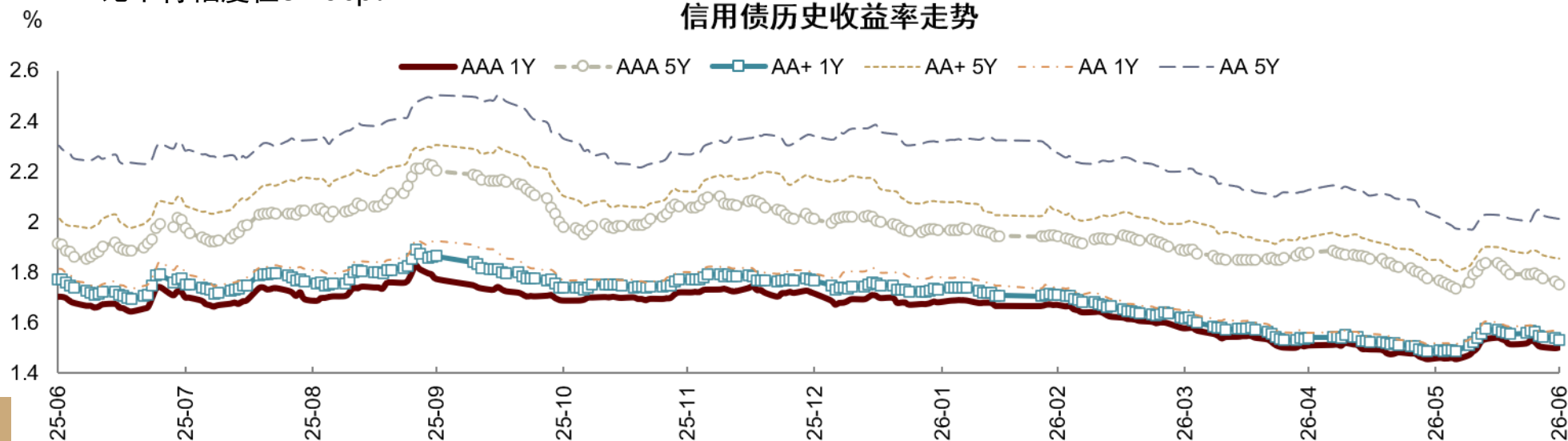


资料来源：Wind，中金公司研究部

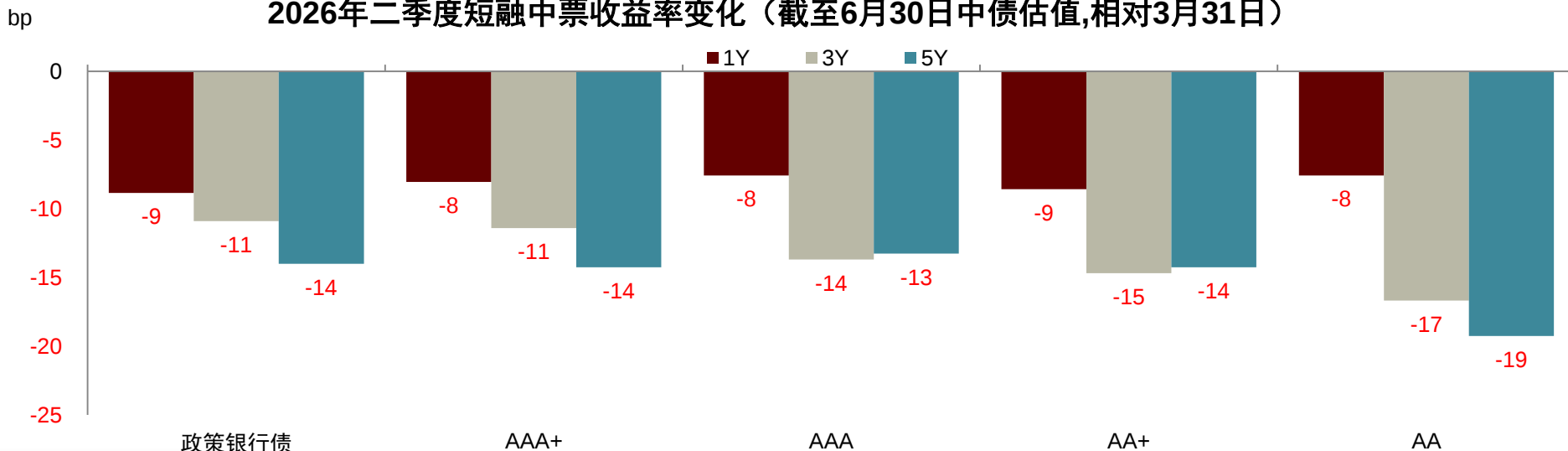
二季度信用债收益率下行为主，仅6月中旬回调

2026年二季度各评级信用债收益率下行为主，仅6月中旬受理财预防性赎回影响有所回调。二季度末与一季度末相比下行幅度在8-19bp。

信用债历史收益率走势



2026年二季度短融中票收益率变化（截至6月30日中债估值,相对3月31日）



政策银行债

AAA+

AAA

AA+

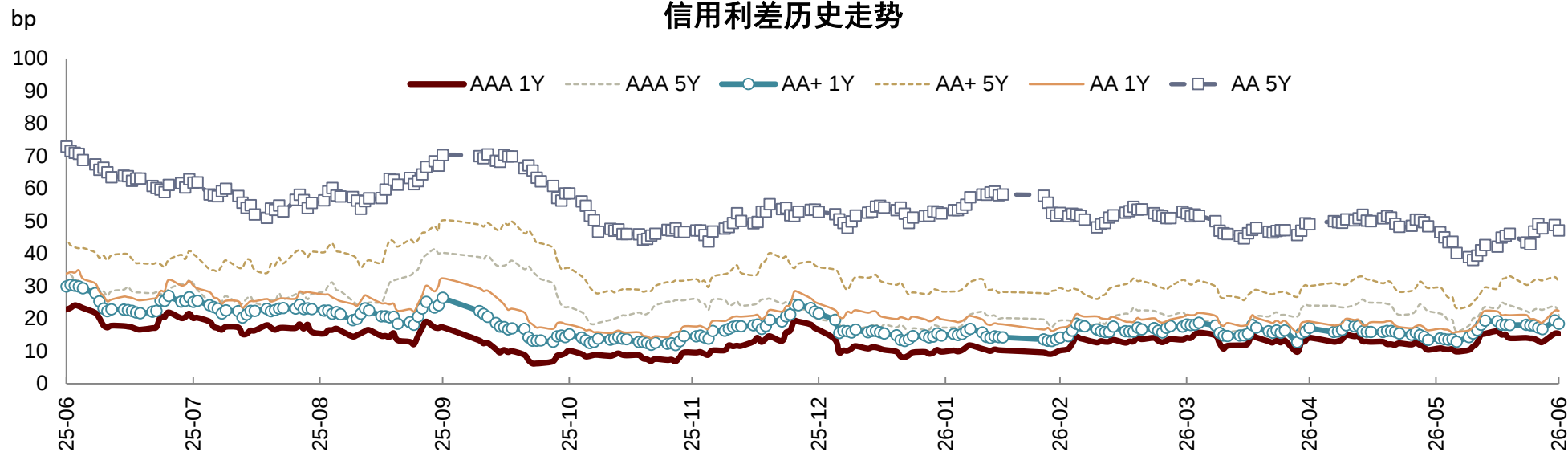
AA

资料来源：Wind，中金公司研究部

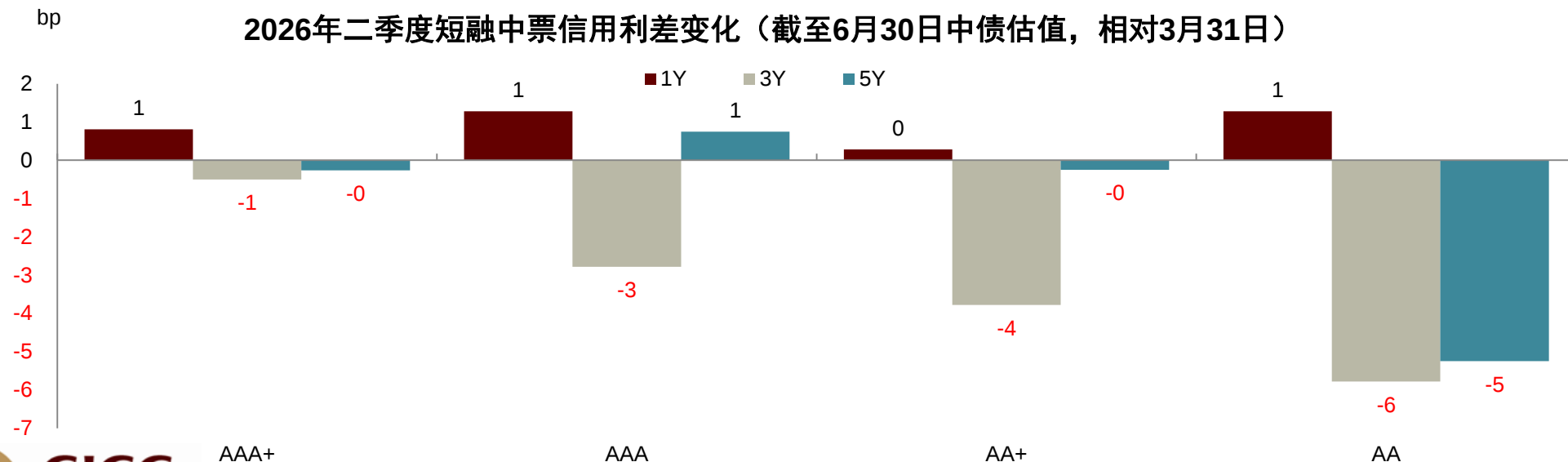
信用利差窄幅震荡，中长久期收窄为主

2026年二季度各评级中票信用债利差窄幅震荡，二季度末与一季度末相比，1Y小幅走阔0-1bp，3-5Y多数收窄0-6bp。

信用利差历史走势



2026年二季度短融中票信用利差变化（截至6月30日中债估值，相对3月31日）



AAA+

AAA

AA+

AA

资料来源：Wind，中金公司研究部

信用债收益率处在历史低位

2026年二季度，信用债收益率与利差仍处在历史低位，收益率在历史1%及以下分位数，信用利差在历史8%及以下分位数。

短融中票当前收益率与历史相比所处位置（取6月30日中债估值）

单位:%	当前水平			历史中位数			历史1/4分位数			历史3/4分位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	1.49	1.62	1.74	3.09	3.52	3.79	2.56	2.88	3.15	4.19	4.40	4.63	1%	0%	0%
AAA	1.50	1.62	1.75	3.10	3.64	3.97	2.52	2.95	3.29	4.28	4.54	4.77	1%	0%	0%
AA+	1.53	1.68	1.85	3.33	3.91	4.34	2.71	3.17	3.55	4.57	4.90	5.18	1%	0%	0%
AA	1.57	1.77	2.01	3.57	4.23	4.78	2.83	3.54	4.05	4.76	5.23	5.58	1%	0%	0%

短融中票当前信用利差与历史相比所处位置（取6月30日中债估值）

单位: BP	当前水平			历史中位数			历史1/4分位数			历史3/4分位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	14	15	20	42	34	37	30	25	28	57	46	49	6%	5%	8%
AAA	15	16	21	48	45	50	35	34	40	64	62	70	4%	2%	4%
AA+	18	22	31	72	73	85	50	53	66	91	97	112	4%	1%	3%
AA	22	31	47	96	111	134	65	82	107	120	136	159	4%	1%	2%

注：单位 %

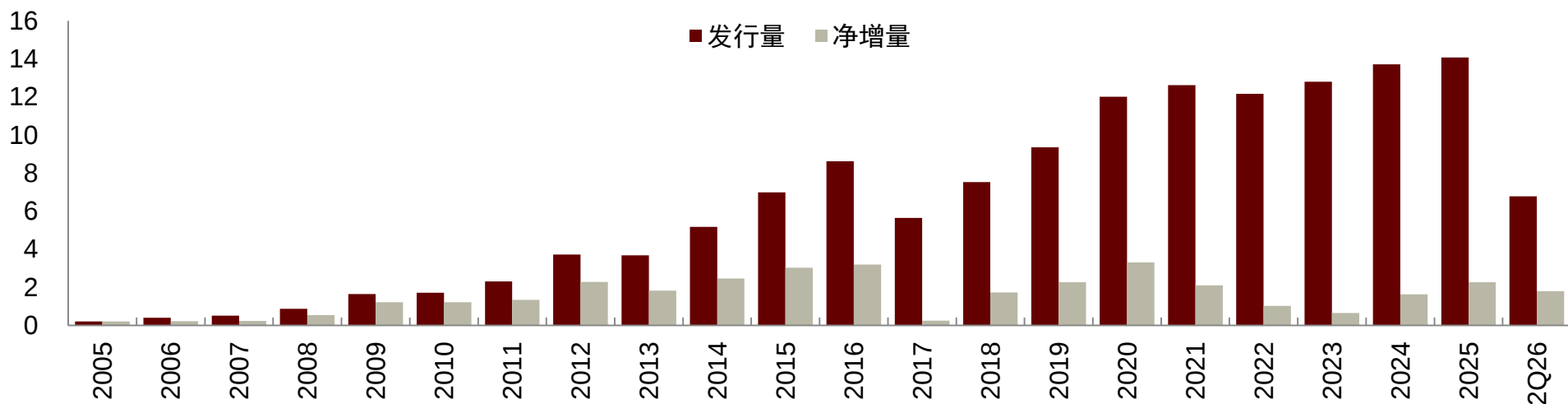
资料来源：Wind，中金公司研究部

二季度发行量同比下降、净增量同比增长

2026年二季度信用债发行量为34214亿元，同比下降2419亿元；净增量7920亿元，同比增长2317亿元。

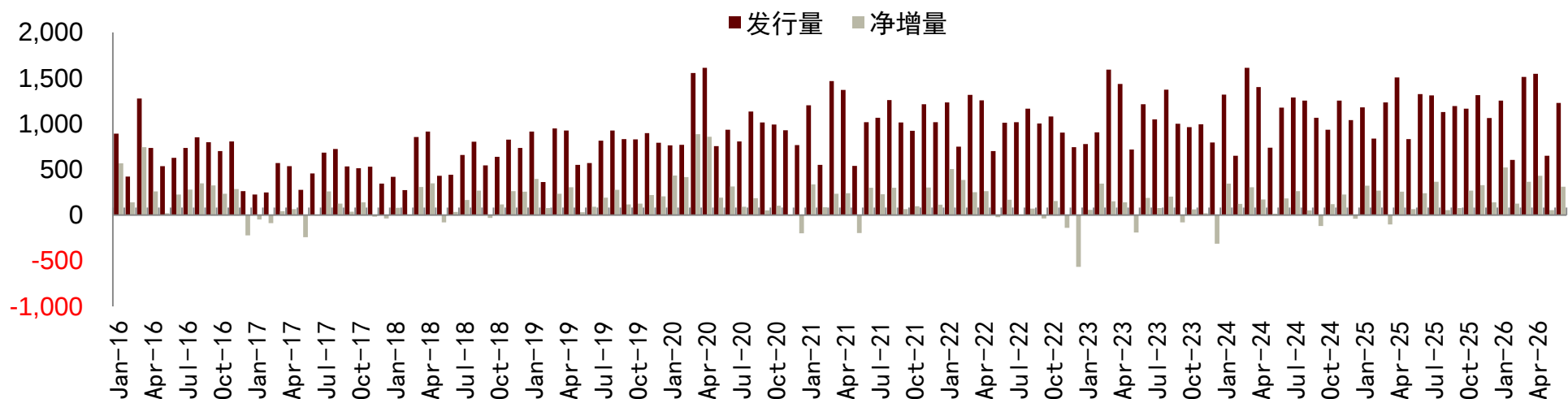
万亿元

非金融类信用债年度发行与净增



十亿元

2016年以来非金融类信用债月度发行与净增

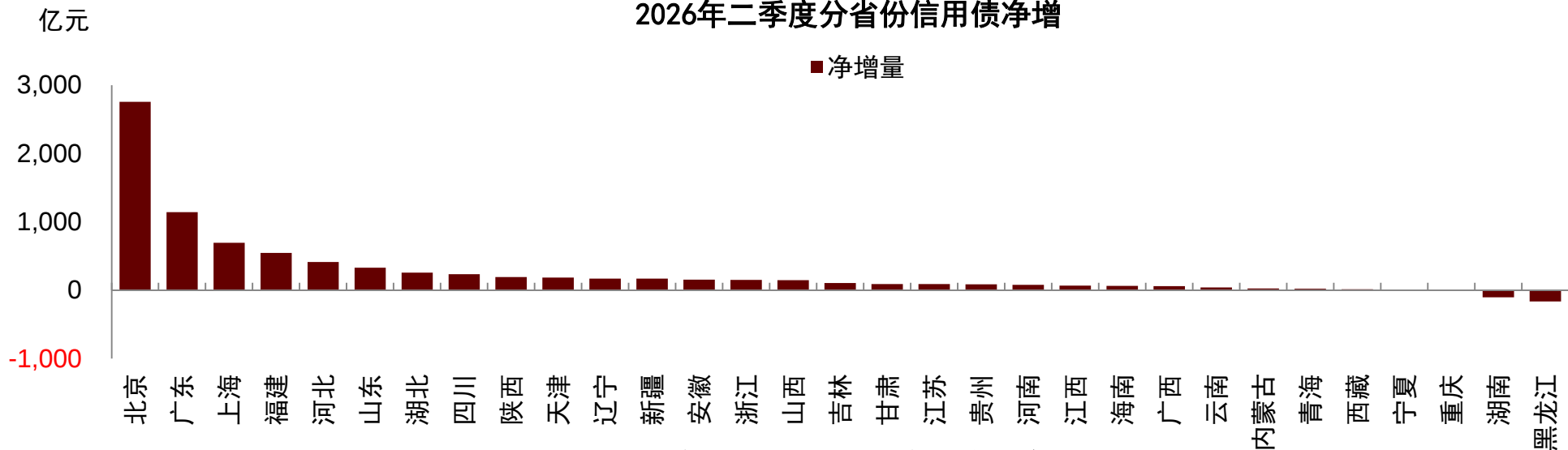


固定收益

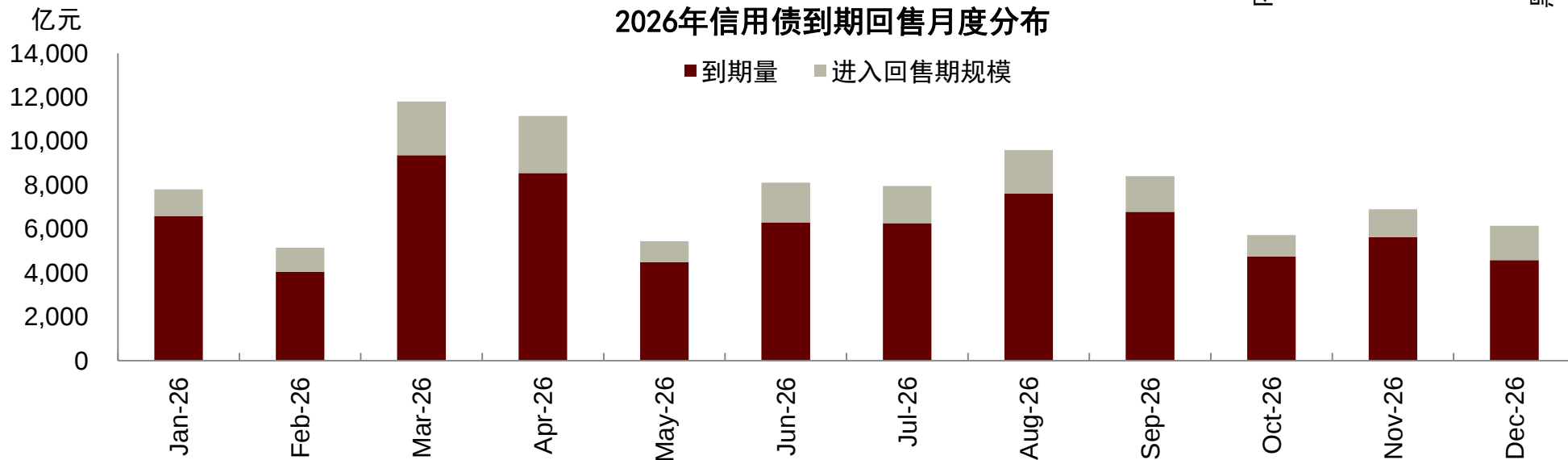
省份净融资分化，三季度到期压力下降

2026年二季度87%省份信用债净增量为正，北京净增量较大；2026年三季度到期回售量下降。

2026年二季度分省份信用债净增



2026年信用债到期回售月度分布

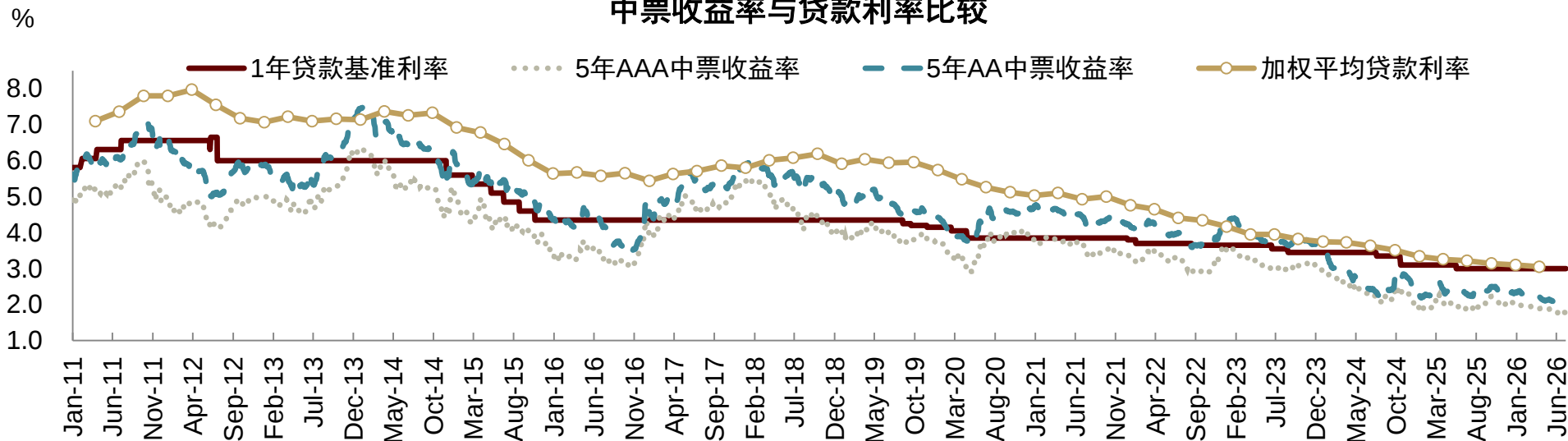


资料来源：Wind，中金公司研究部

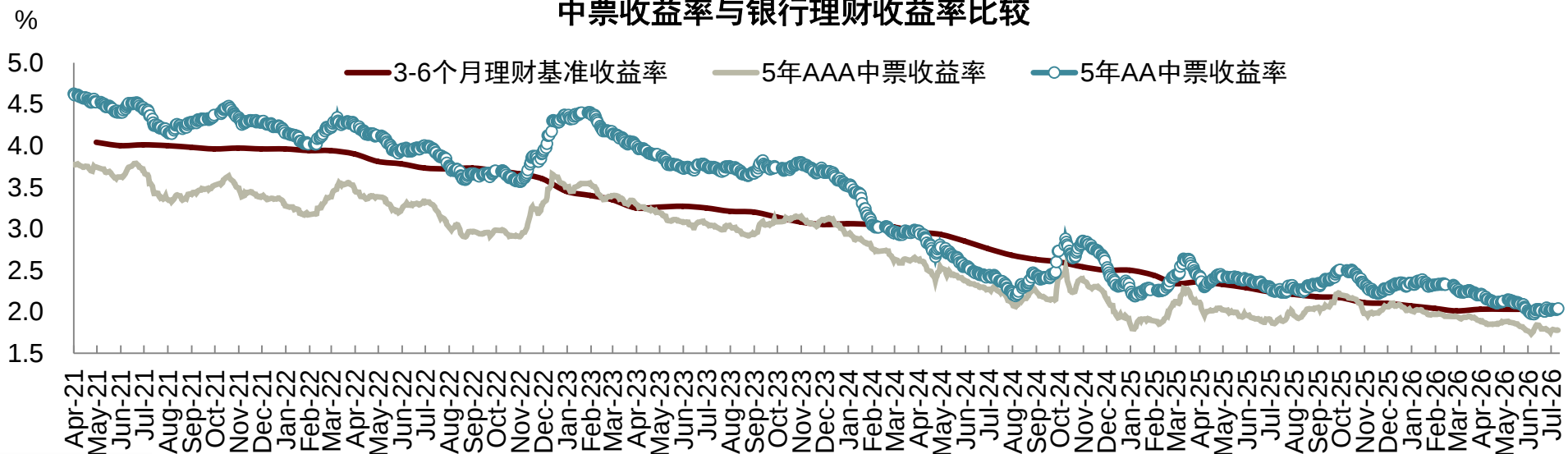
AAA中票收益率低于贷款基准利率40.8ppt，理财基准收益率小幅回升

截至7月10日，AAA中票收益率低于贷款基准利率40.8ppt；2026年二季度理财基准收益率小幅回升。

中票收益率与贷款利率比较



中票收益率与银行理财收益率比较

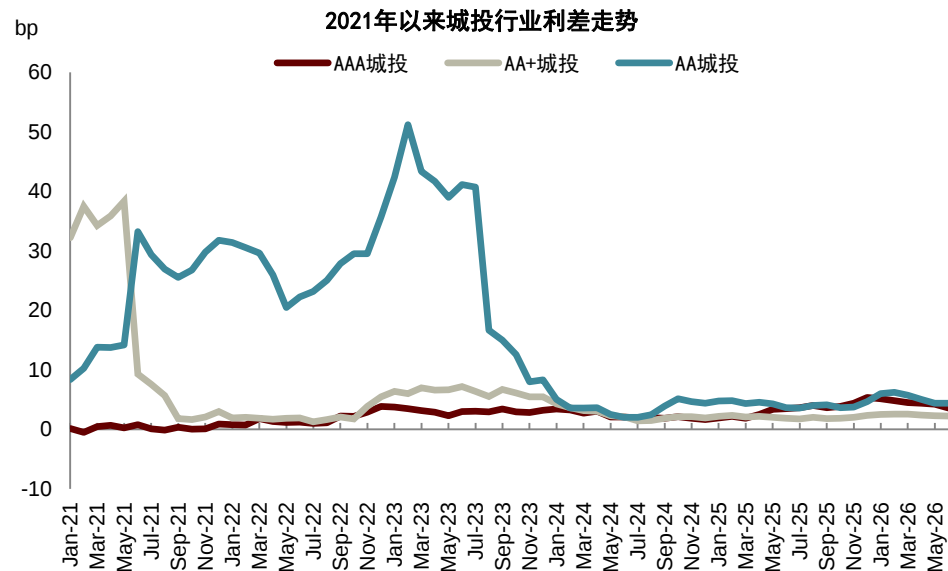
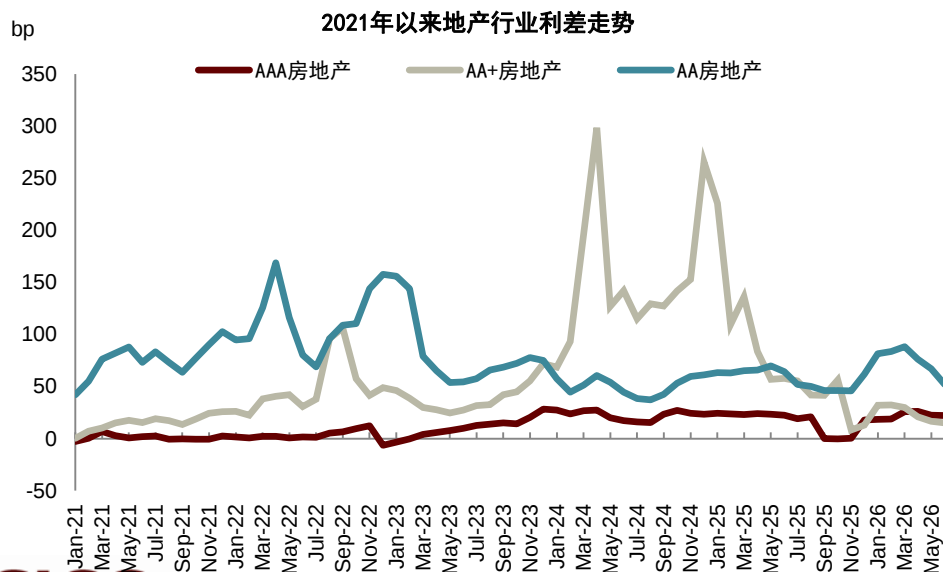
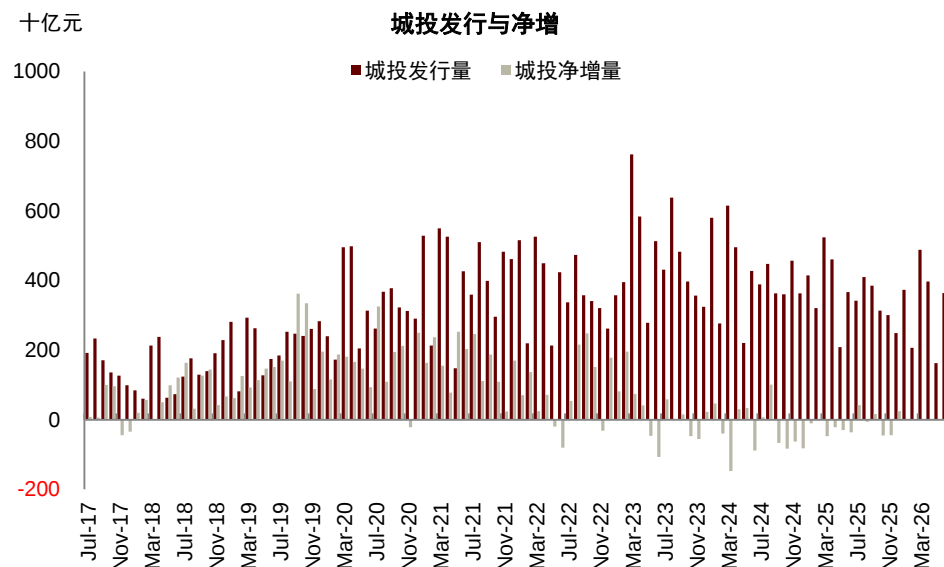
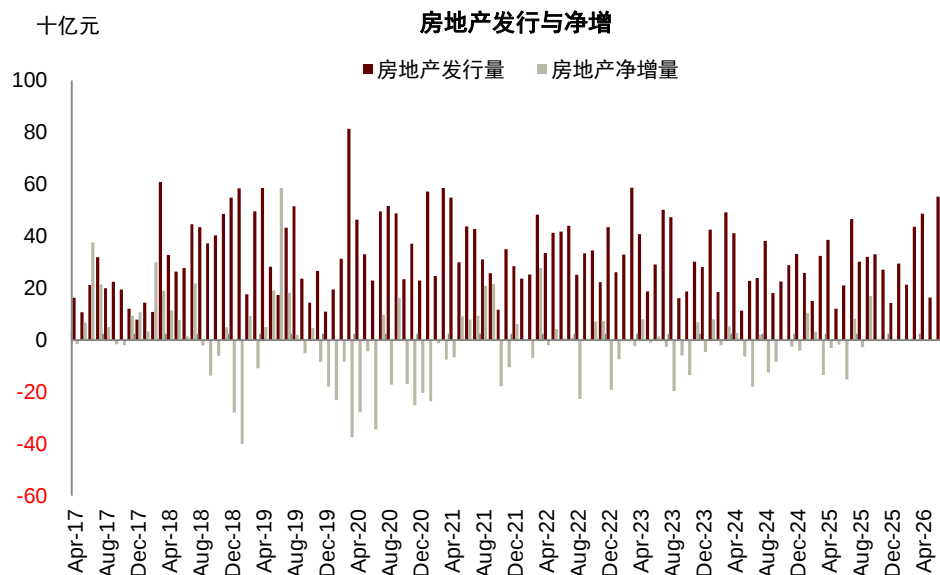


注：1年贷款基准利率2019年8月起为1年期LPR

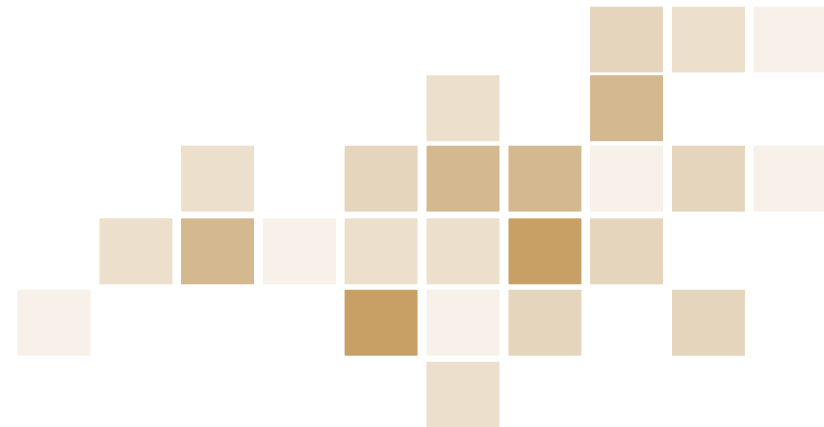
资料来源：Wind，中金公司研究部

地产净增为正、城投为负；地产利差下行

2026年二季度城投债净增量为-654亿元，地产债净增量为226亿元；地产债利差下行，城投利差不变。



资料来源：Wind，中金公司研究部



大宗商品

分析员 郭朝辉

SAC 执证编号: S0080513070006

SFC CE Ref: BBU524

核心观点

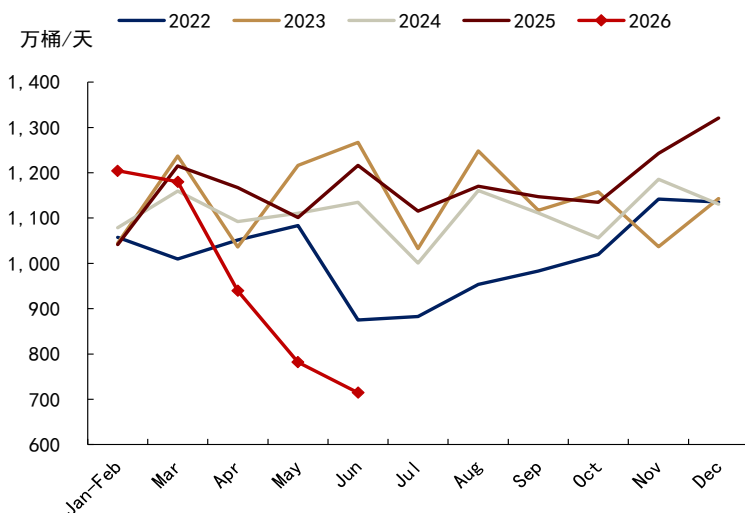
- ▶ **能源：**2Q26霍尔木兹海峡中断数月，中东原油产量受损近半，全球石油市场一致过剩预期被扭转为现货断供缺口，全球各地的石油库存和中下游产业链迎来压力测试。展望下半年，我们认为中东供应和受损需求或同步回归，再平衡并非一蹴而就，地缘冲击后的低库存烙印可能难以完全消除，将为油价提供更高的底部支撑，预计年内布伦特油价波动区间80-90美元/桶。中长期，新一轮战储建设浪潮和OPEC+产量秩序回归可能成为地缘变局后的中期烙印，或与非OPEC+石油供应的攻守之变一并成为油价中枢上移的长期支撑。
- ▶ **贵金属：**在经历了连续3年的上涨过后，COMEX黄金价格在今年以来累计回撤约8%，并在6月初下破200日均线、为2023年以来首次。伴随价格调整，上半年COMEX金价30天波动率中枢抬升至32的历史高位，超过2008年水平。年初以来，从“偏鹰”沃什的意外提名，到美伊冲突后的能源通胀反弹和海湾售金压力，为黄金市场的货币宽松、避险价值和央行购金等多重叙事带来挑战，投资需求的反身性风险意外彰显。展望下半年，三个叙事挑战的预期修正或给黄金投资需求和市场价格带来修复机会，我们认为当前黄金市场已充分定价的加息预期或存回吐压力；前期超配仓位出清后，避险价值或有望回归；海湾央行售金有望回补，全球央行购金的中长期支撑仍在。
- ▶ **有色金属：**铜：矿端紧张格局未改，铜价韧性有望延续。5月LME铜价一度接近14000美元/吨，后受美联储加息预期升温及市场风险偏好回落影响有所调整。铜精矿现货TC/RC持续下探，矿端延续紧张格局，下半年极端天气带来潜在供应扰动可能进一步限制精矿供给弹性。库存端，非美地区去库趋势较为明确，COMEX库存持续累积，全球库存结构性分化加剧。我们认为，供给约束和库存去化有望使铜价在Q3表现出较强的向上弹性。铝：供应预期反复，出口利润高位推动去库。26Q2铝价波动明显加大，市场反复交易中电解铝复产进度；6月以来铝材出口利润延续回升态势，国内铝锭社会库存持续下降。我们认为，电解铝出口有望继续拉动库存去化，铝价短期具备一定修复基础；但考虑供给侧可能持续释放边际增量，需求侧光伏阶段性拖累，铝价Q3或保持宽幅震荡。镍：政策预期扰动加剧，成本线附近震荡。镍价主要受硫磺成本支撑，价格向下空间有限；由于下半年印尼镍矿RKAB配额仍有不确定性，我们预计镍价Q3呈现成本支撑、底部震荡表现。
- ▶ **黑色金属：**黑色板块延续供需两弱格局。南方降雨及地产偏弱压制建材消费，钢材库存累积、钢厂利润收缩，减产压力有所上升；钢材出口仍具韧性，对内需疲弱形成一定对冲。原料端，铁矿石发运、到港及港口库存维持高位，供需格局趋于宽松，价格继续承压；双焦现货受供应扰动支撑，但产业链库存偏高、终端补库意愿有限，期货价格已逐步转弱。整体来看，黑色系短期仍以底部震荡、偏弱运行为主。
- ▶ **农产品：**全球农产品周期拐点初现，板块震荡上行。大豆方面，二季度旧季弱现实行情充分计价、利空逐步出清，我们预计2H26新季强预期将逐步落地兑现，有望主导美豆价格开启震荡抬升趋势。玉米方面，旧季过剩已充分定价，新季全球产量明显下滑，供需转向紧平衡，重点关注厄尔尼诺带来的高温干旱风险对7-8月玉米灌浆关键窗口影响。生猪方面，供大于求现状延续，产能去化效果有待逐步释放，预计猪价窄幅震荡，均价微涨。

风险提示

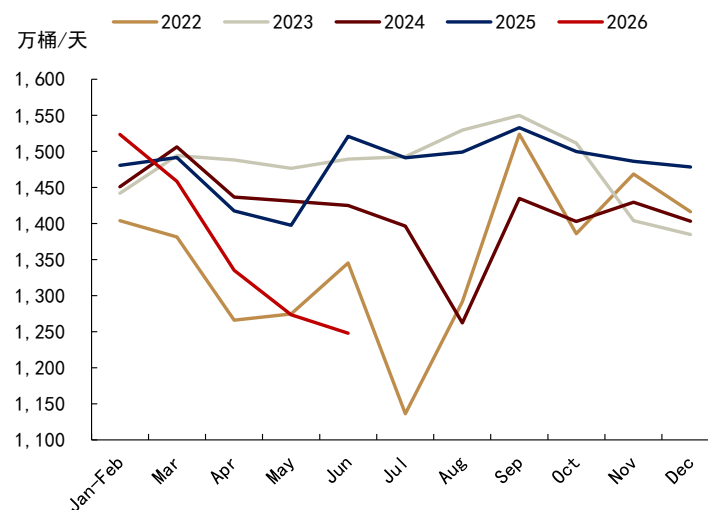
- ▶ 中东冲突进展；地缘政治或政策影响，海外资源出口与贸易的不确定性；极端天气。

石油：2026我国原油进口和加工需求双降

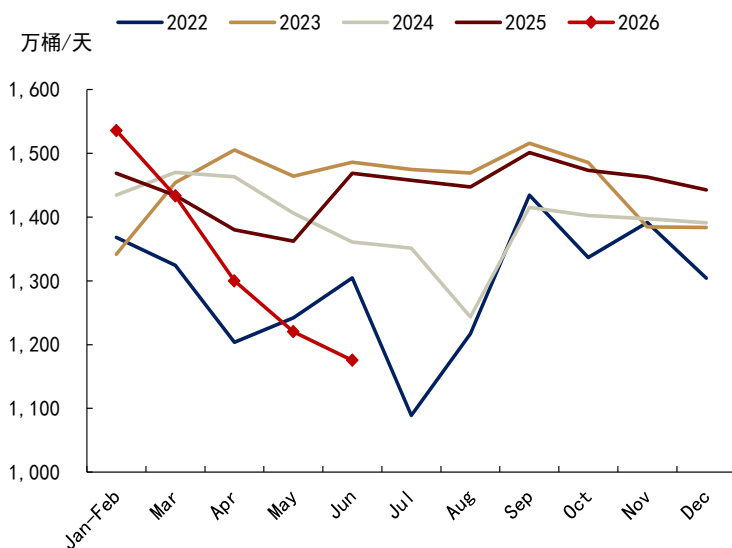
国内原油进口量



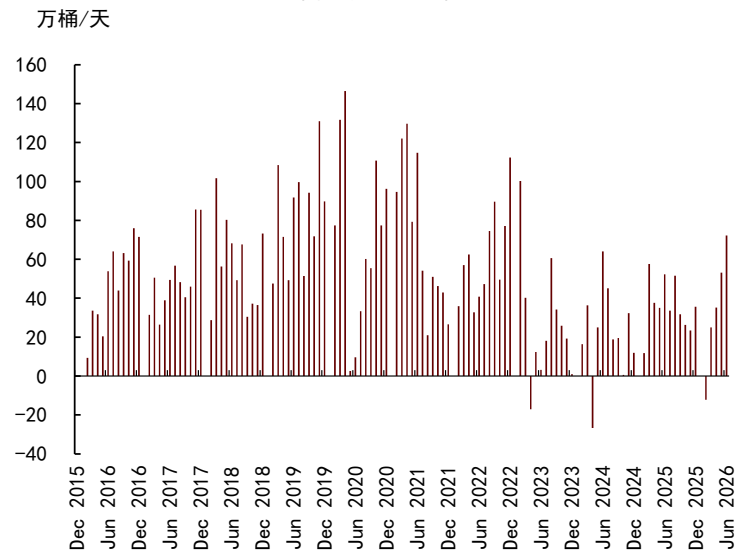
国内原油加工量



国内油品表观消费

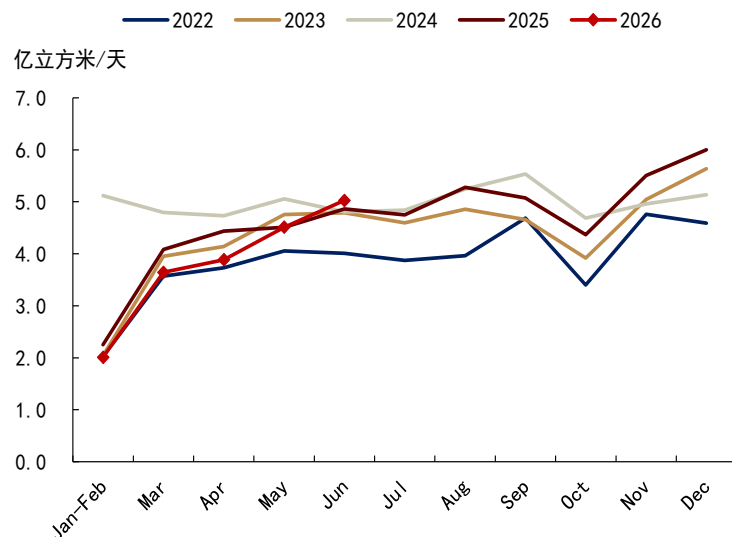


国内成品油进出口

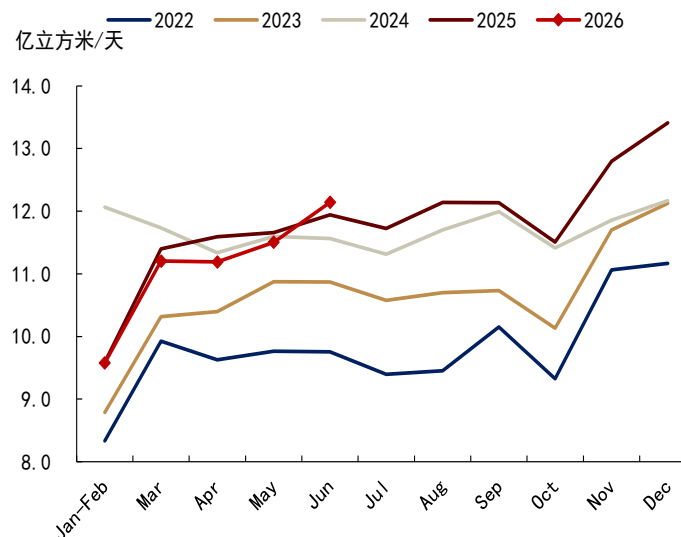


天然气：进口压力相对有限

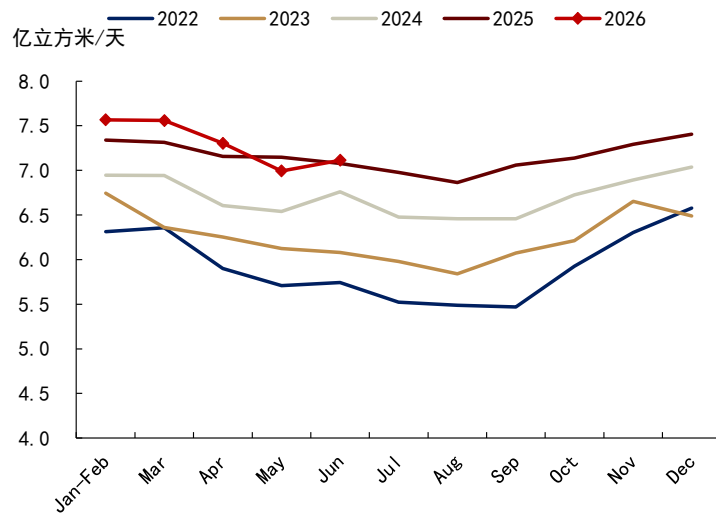
国内天然气进口



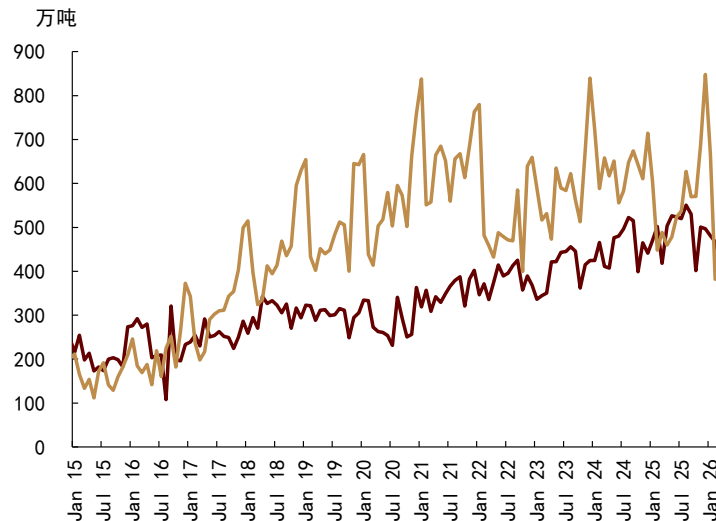
国内天然气表观消费



国内天然气产量

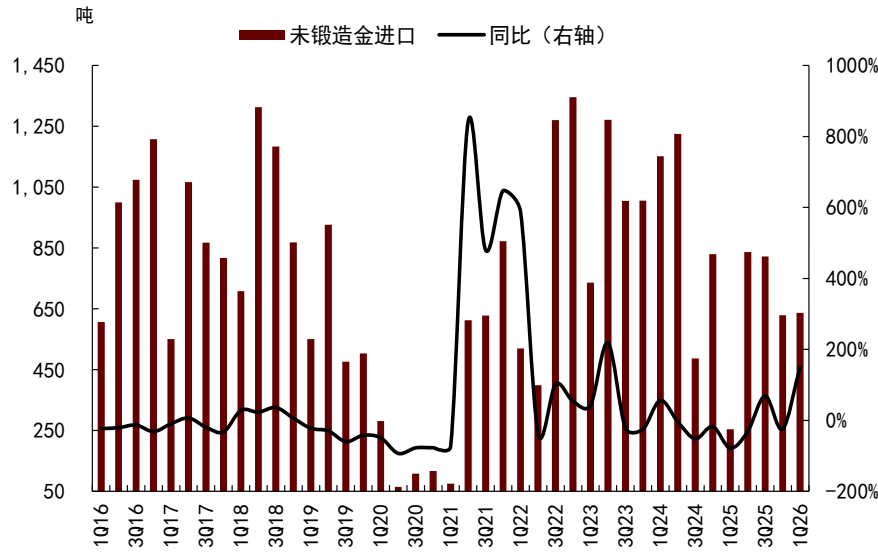


中国：进口数量：管道天然气 中国：进口数量：液化天然气

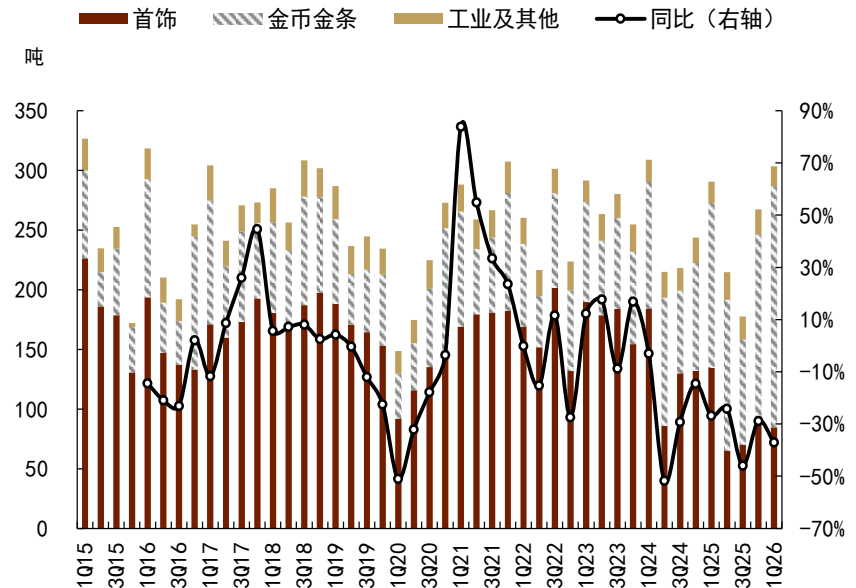


贵金属：我国央行连续20个月增持黄金储备

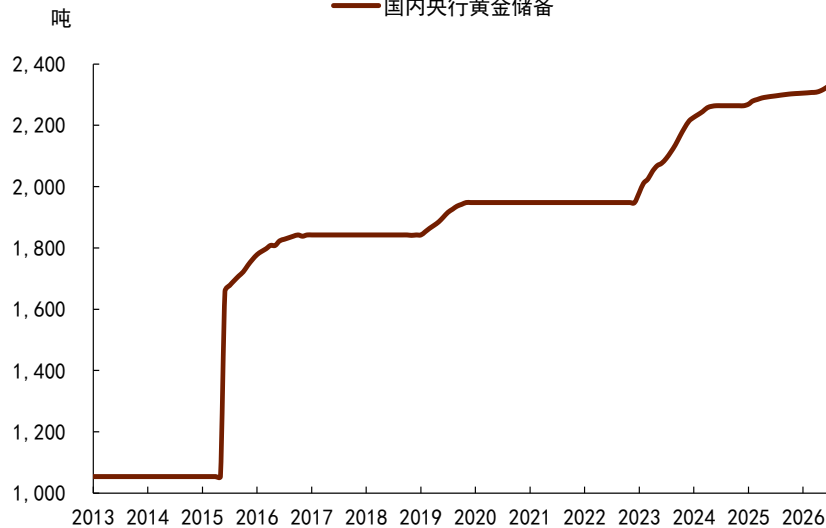
中国黄金供应



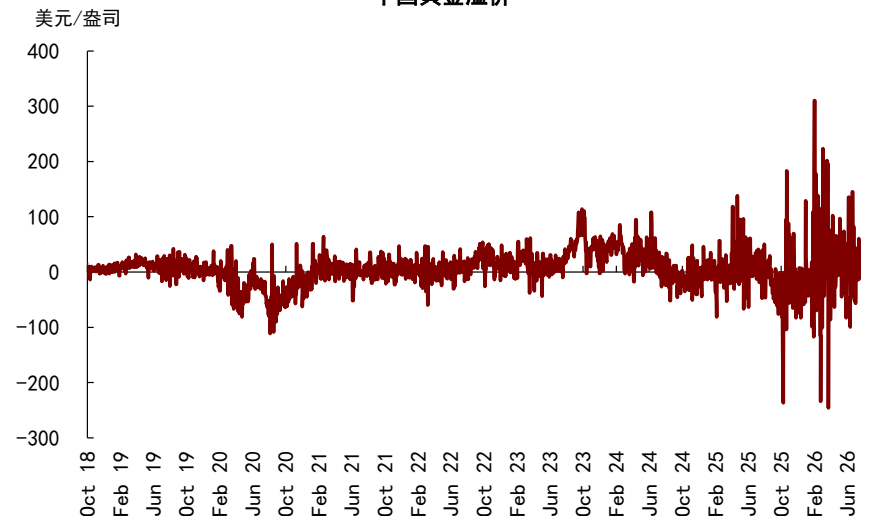
中国黄金消费



国内央行黄金储备



中国黄金溢价



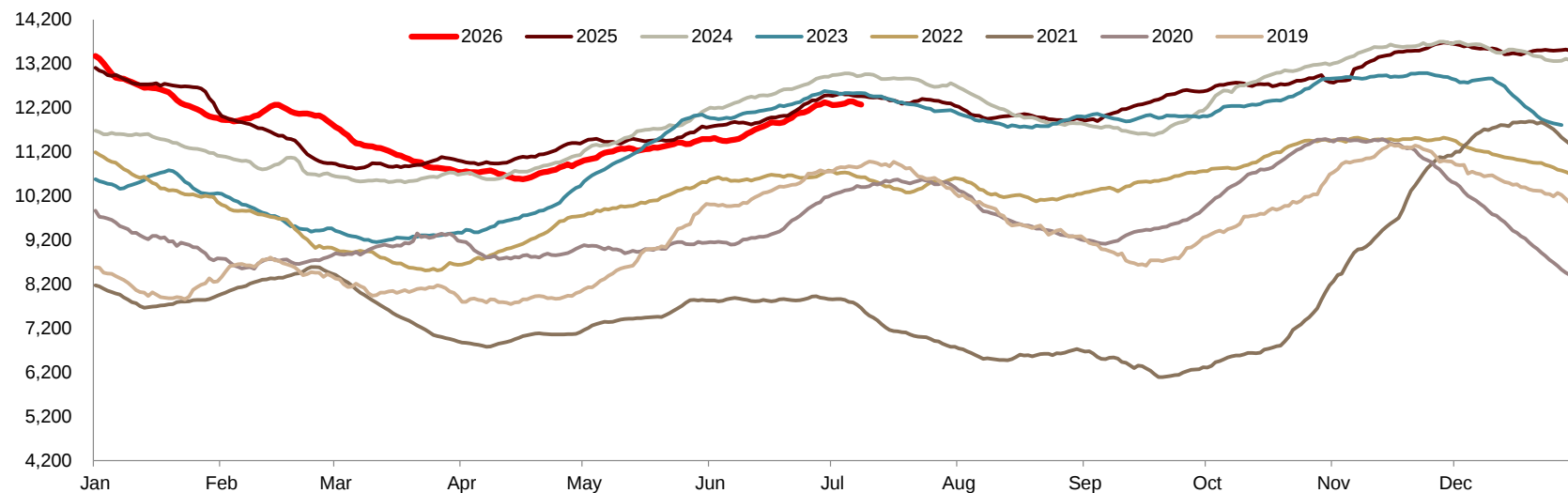
资料来源：国家统计局，中国黄金协会，Bloomberg，中金公司研究部

大宗商品

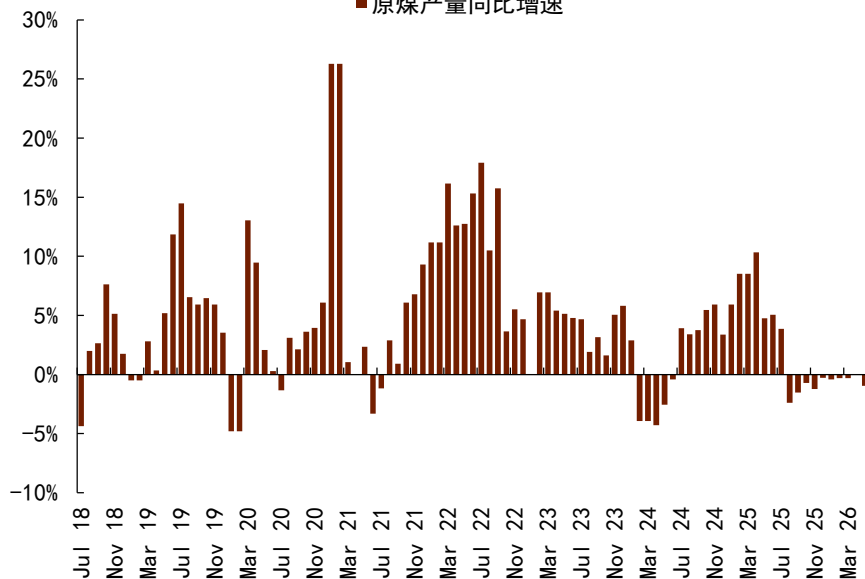
动力煤：库存偏高压制煤价，供应约束托底价格

万吨

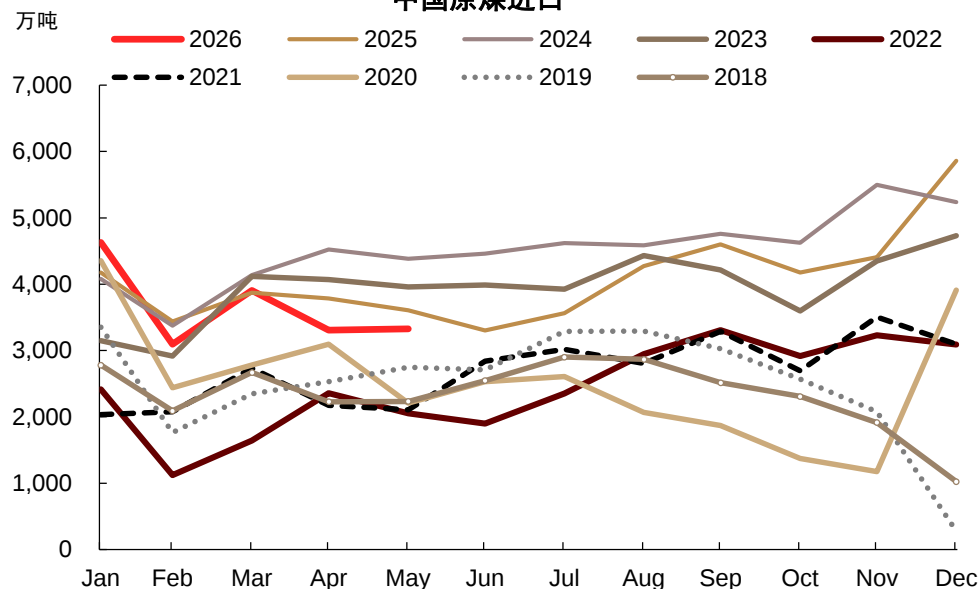
25省份煤炭库存



原煤产量同比增速

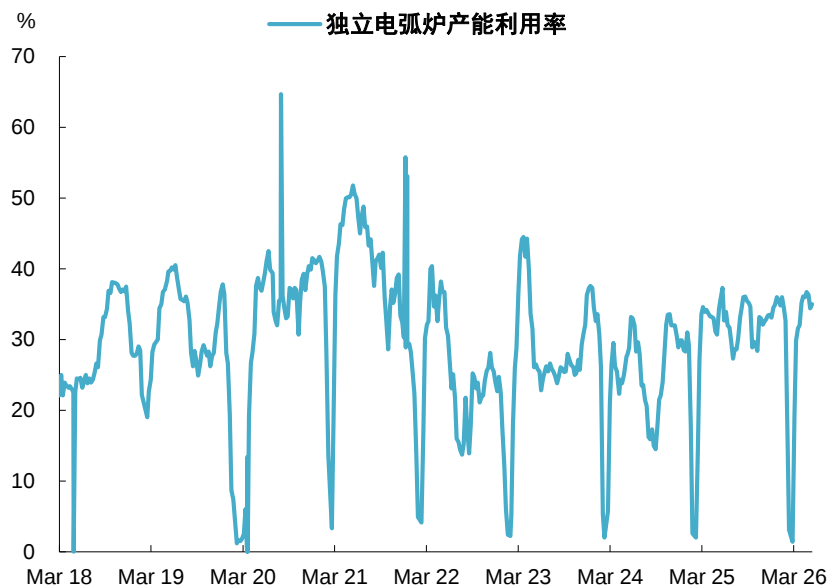
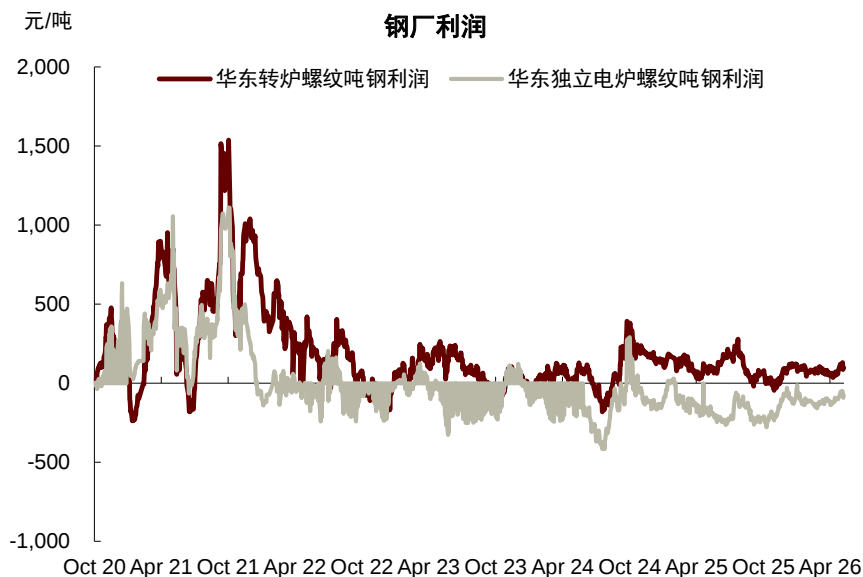
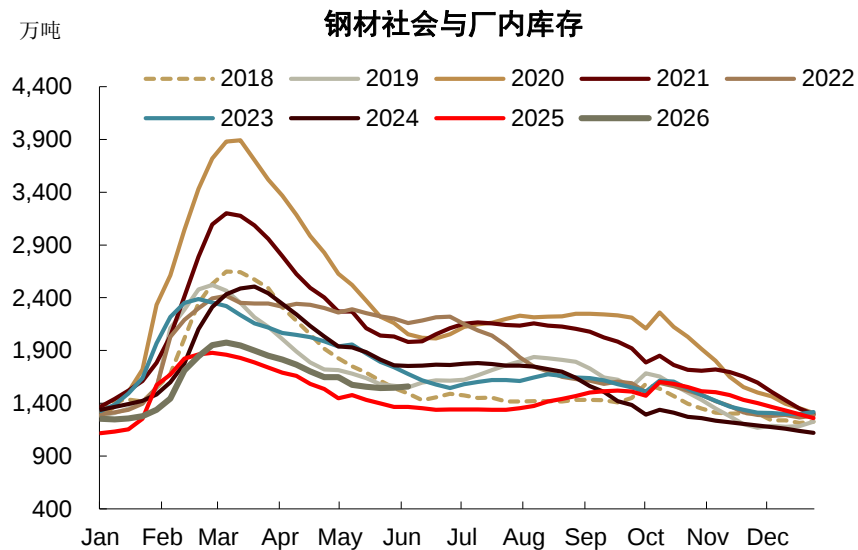
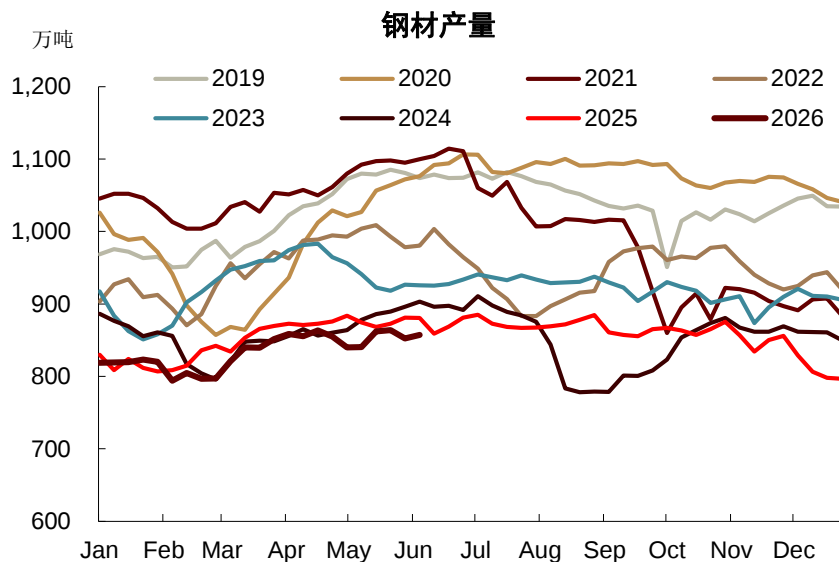


中国原煤进口

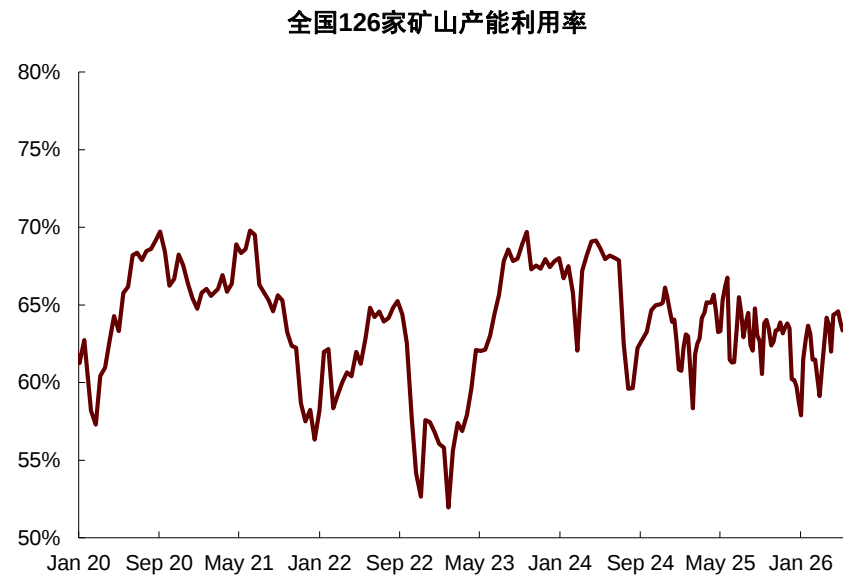
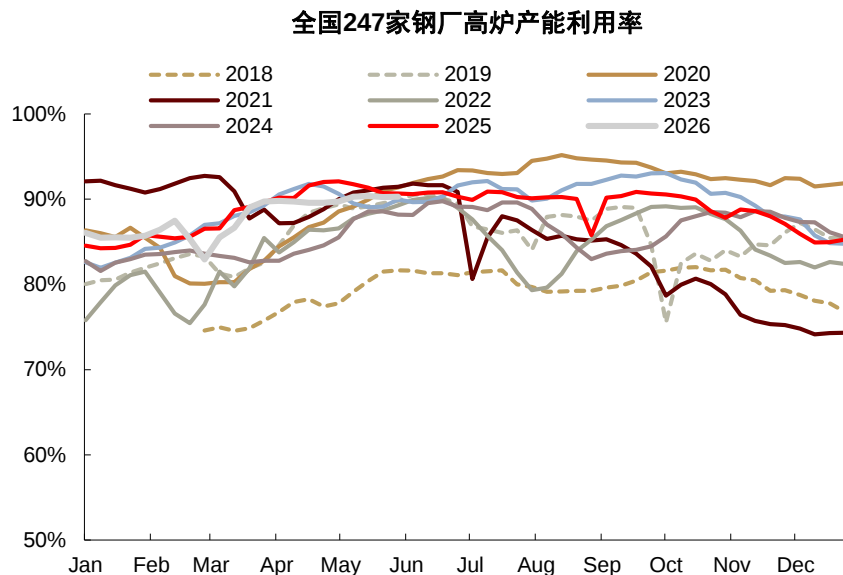
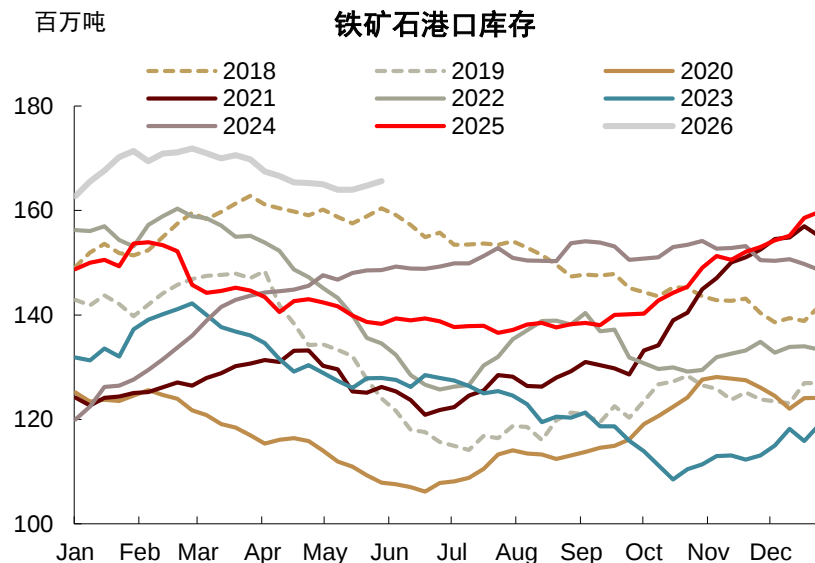
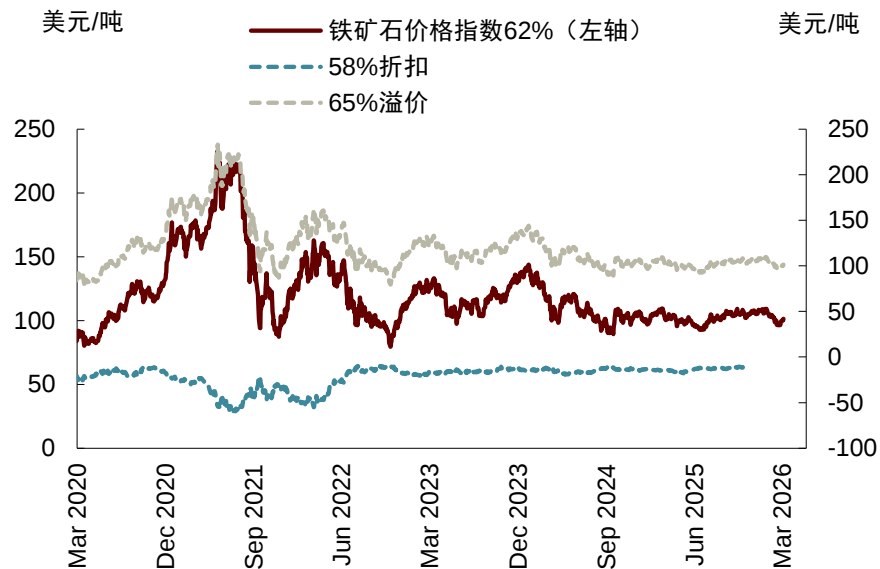


大宗商品

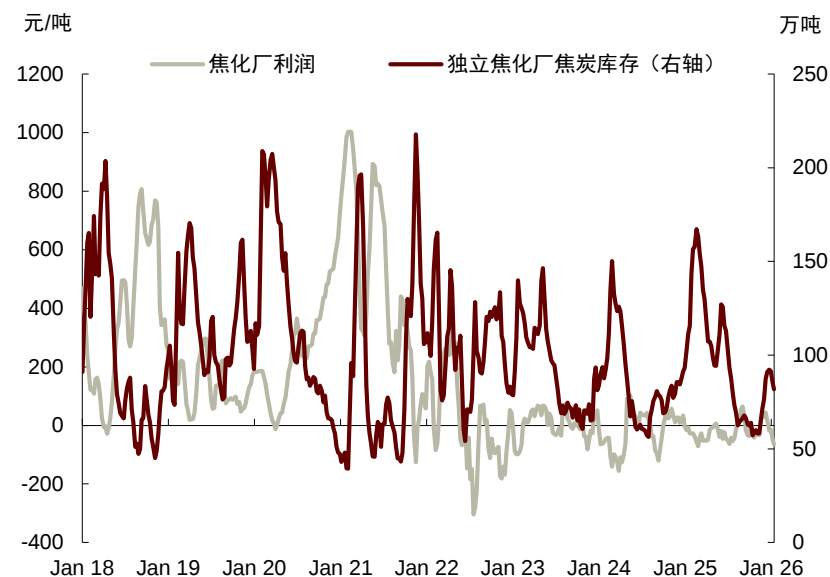
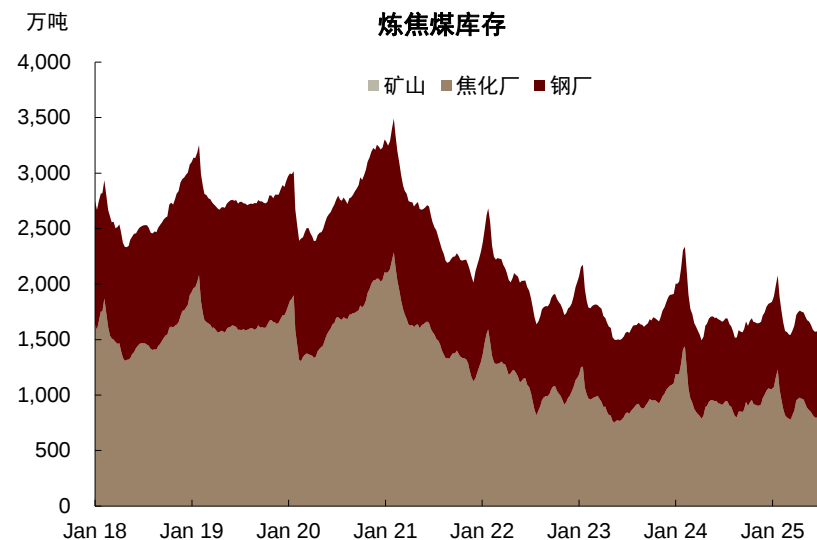
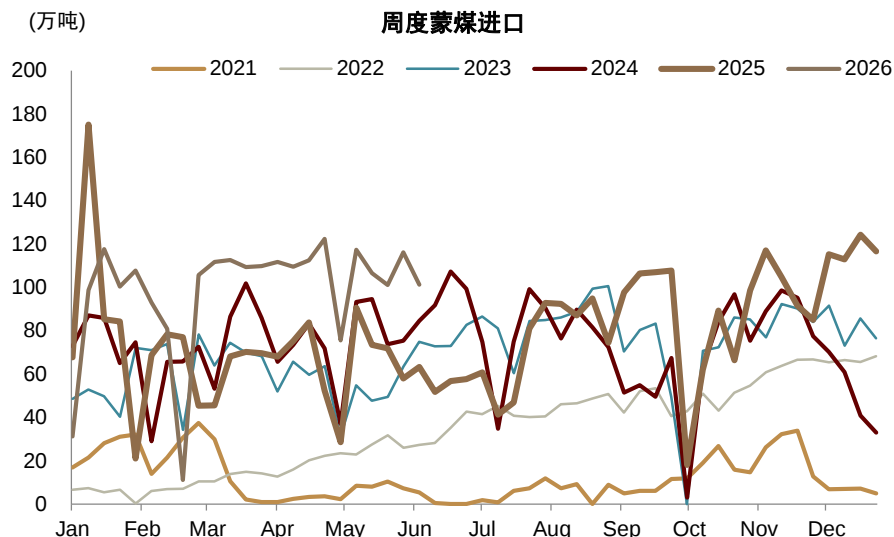
钢铁：淡季需求承压，价格底部震荡



铁矿石：库存高位，价格承压

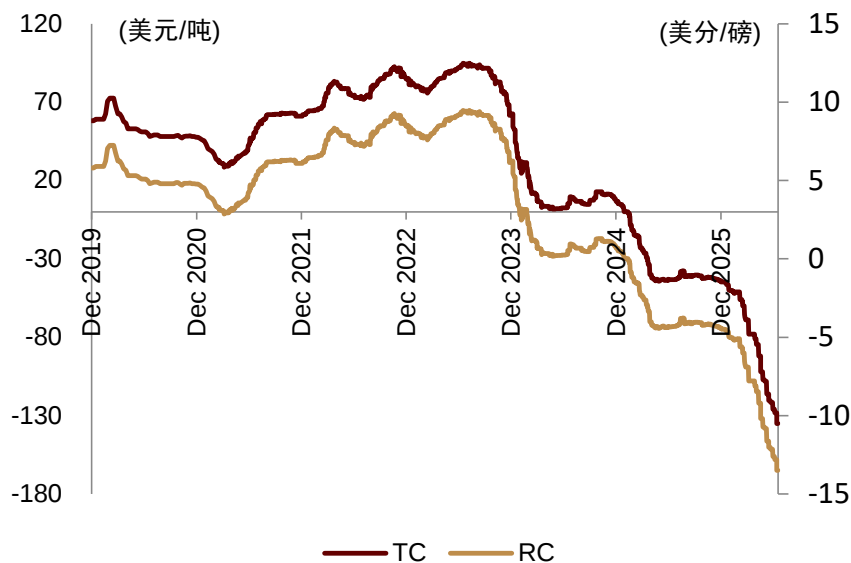
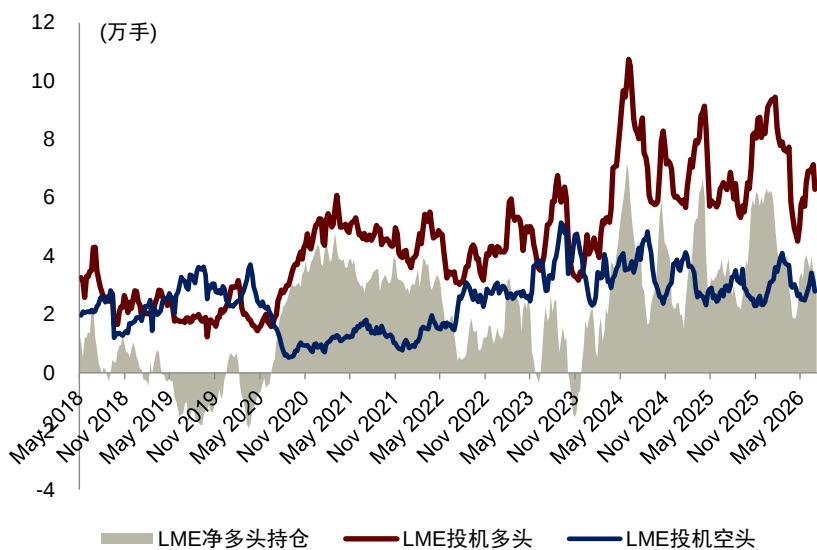
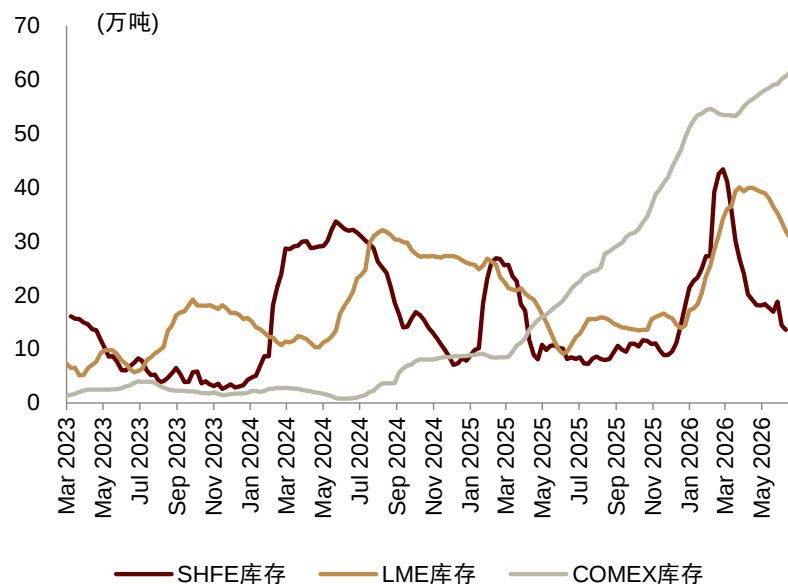
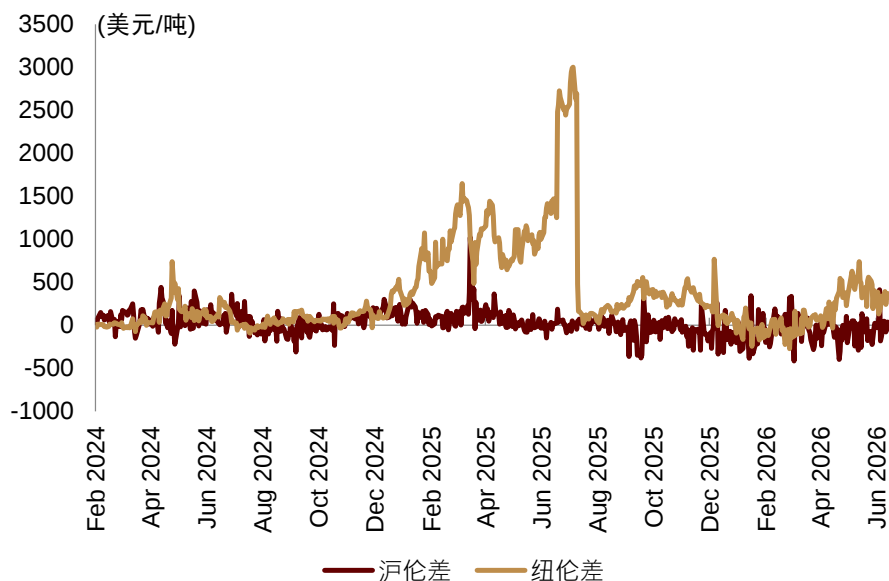


焦煤、焦炭：终端补库意愿有限，整体承压偏弱

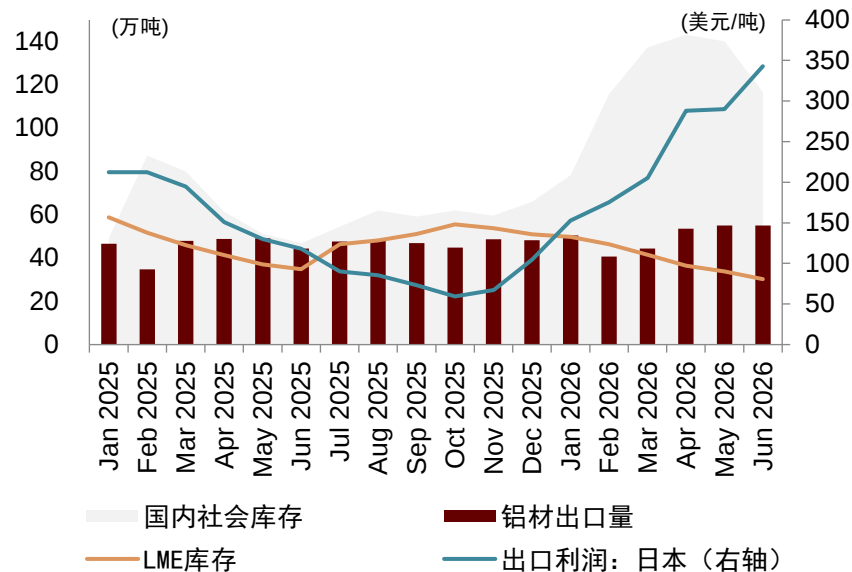
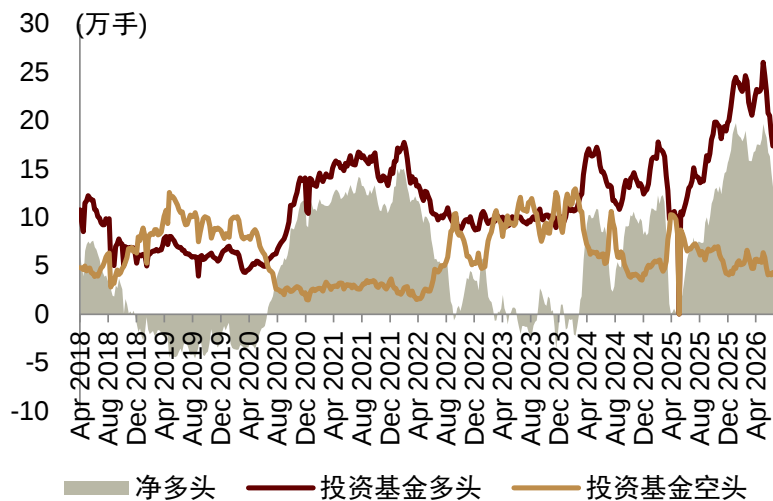
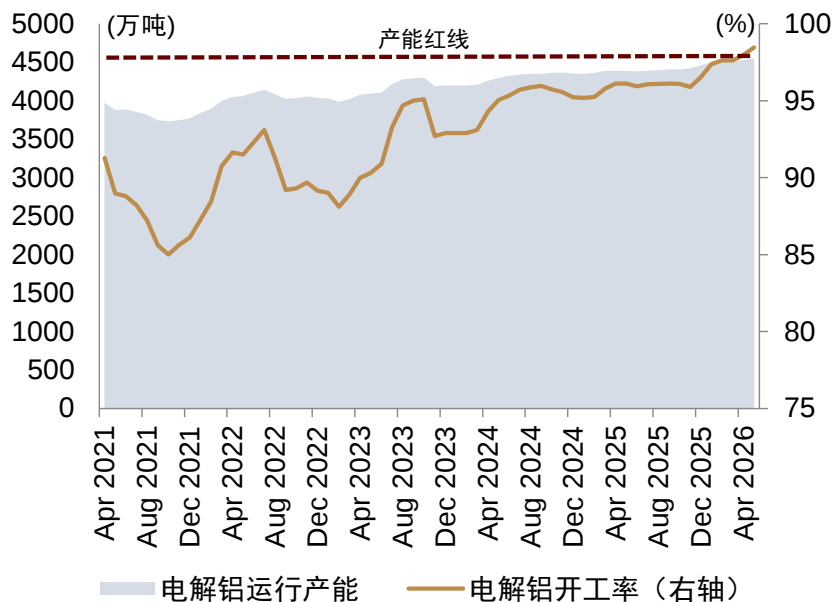


大宗商品

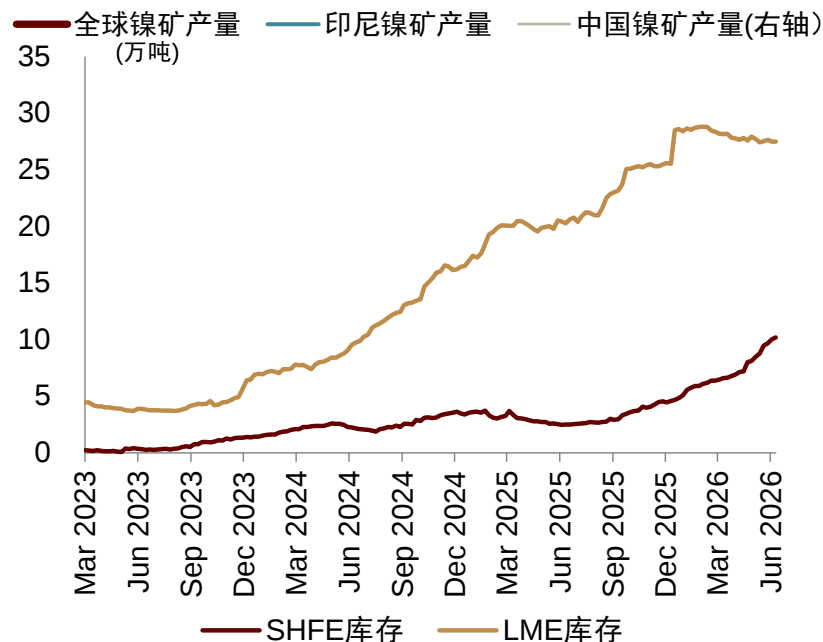
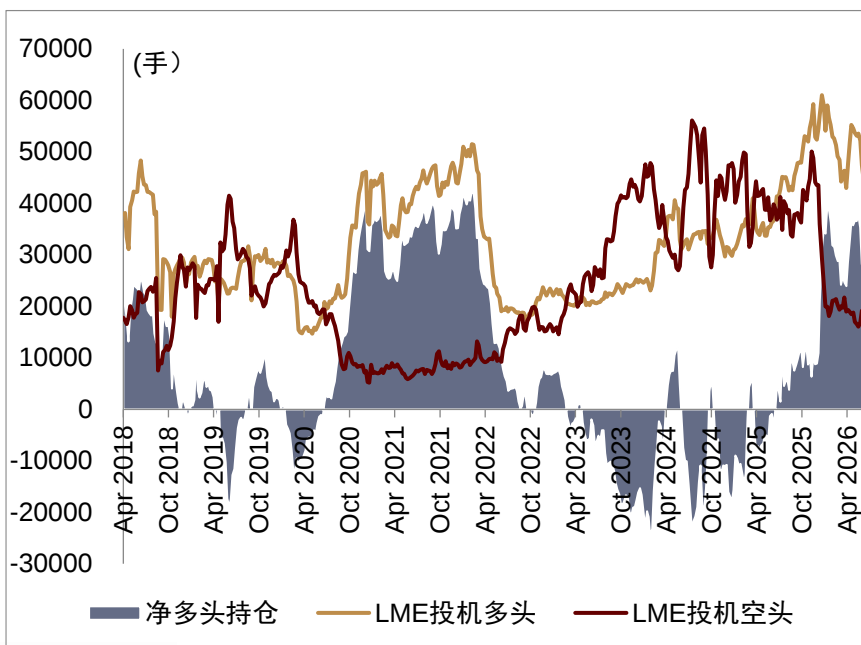
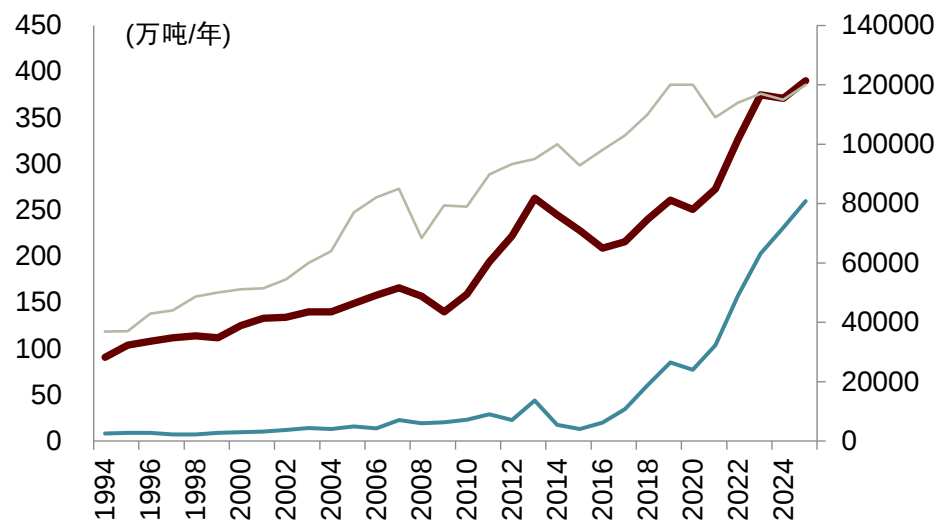
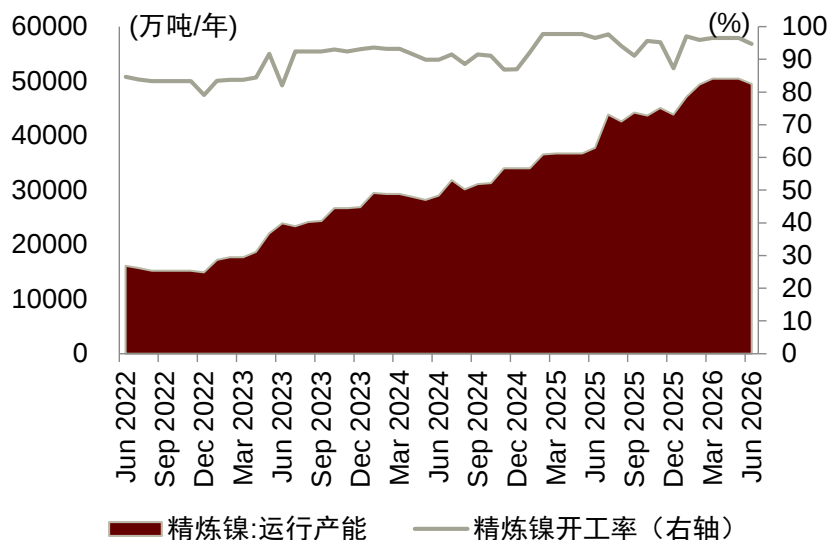
铜：矿端持续紧张，纽铜或持续溢价



铝：供应预期反复，出口利润高位推动去库



镍：政策预期扰动加剧，价格围绕成本震荡



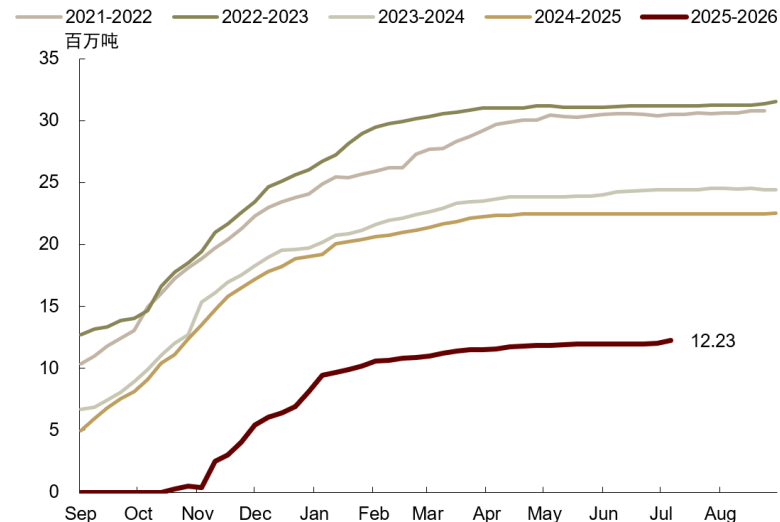
资料来源：上海有色金属网，伦敦金属交易所，上海期货交易所，Bloomberg，中金公司研究部

大豆：弱现实行情充分计价、利空逐步出清，价格中枢抬升

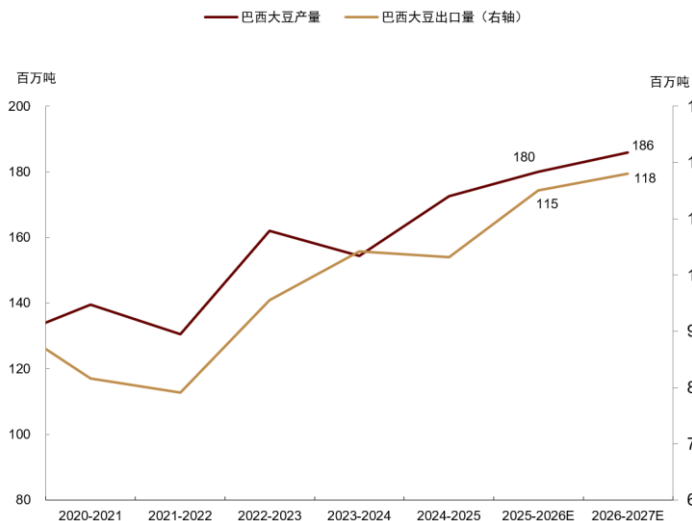
大豆与豆粕期货价格



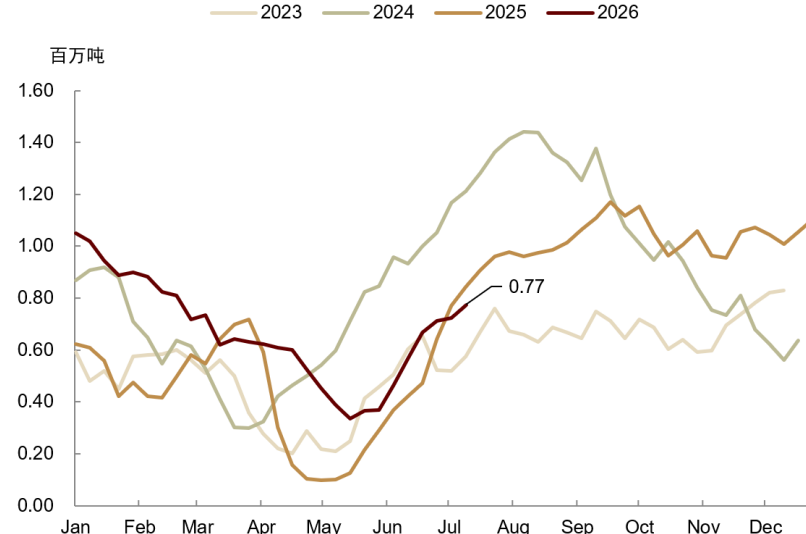
美国大豆对华出口情况



巴西大豆产量及出口



国内豆粕压榨厂库存



资料来源：Wind, USDA, 中金公司研究部

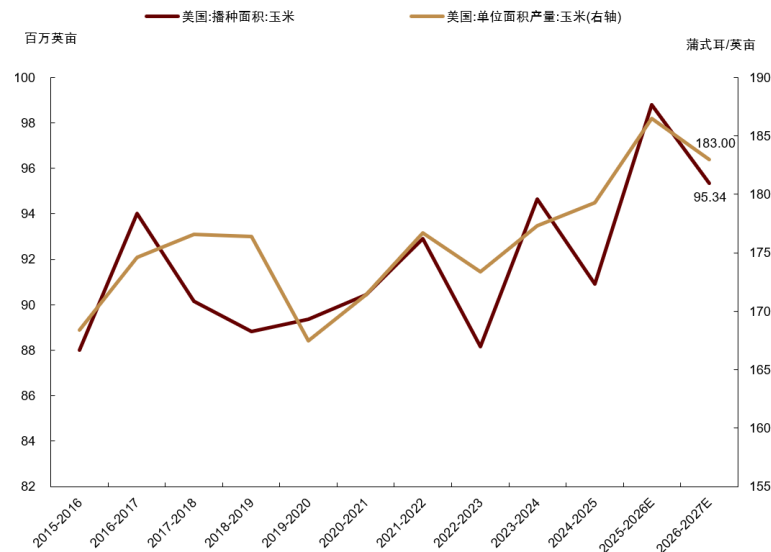
大宗商品

玉米：旧作过剩已充分定价，新季转向紧平衡，价格存在上升趋势

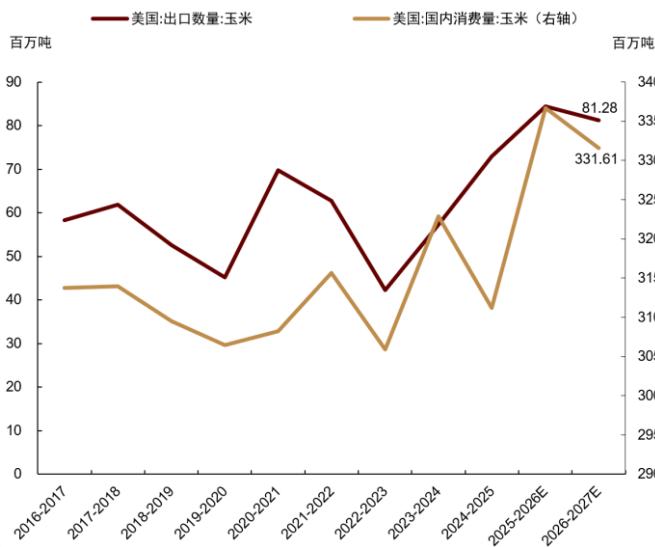
玉米期货价格



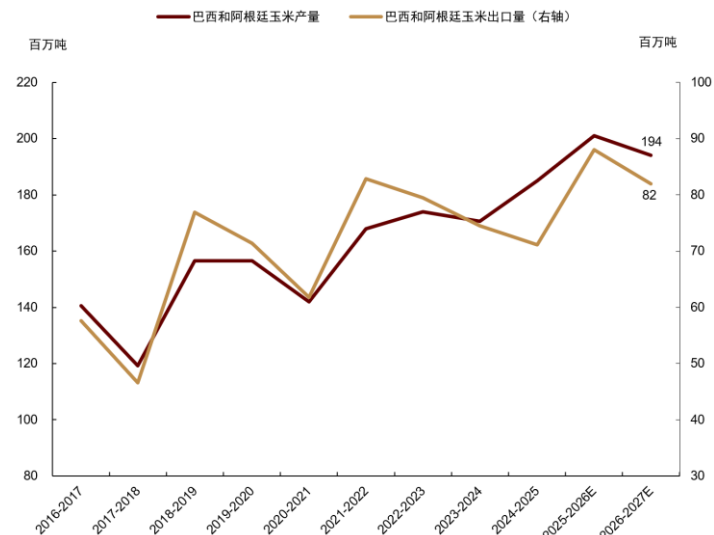
美国玉米种植面积和产量



美国玉米消费与出口



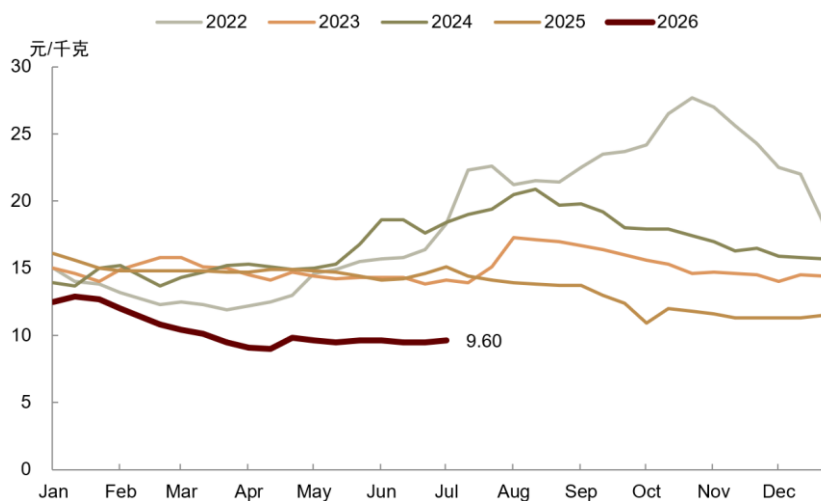
南美玉米产量和出口



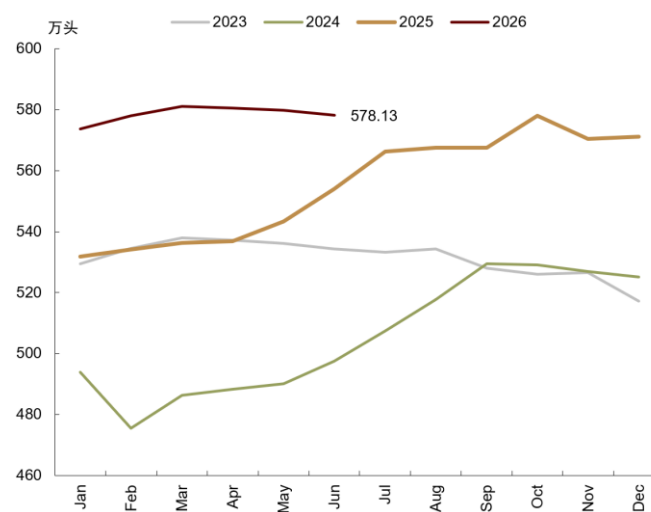
资料来源：Wind，CBOT，USDA，中金公司研究部

生猪：供大于求现状延续，产能去化效果有待显现，价格中枢微涨

生猪出栏均价

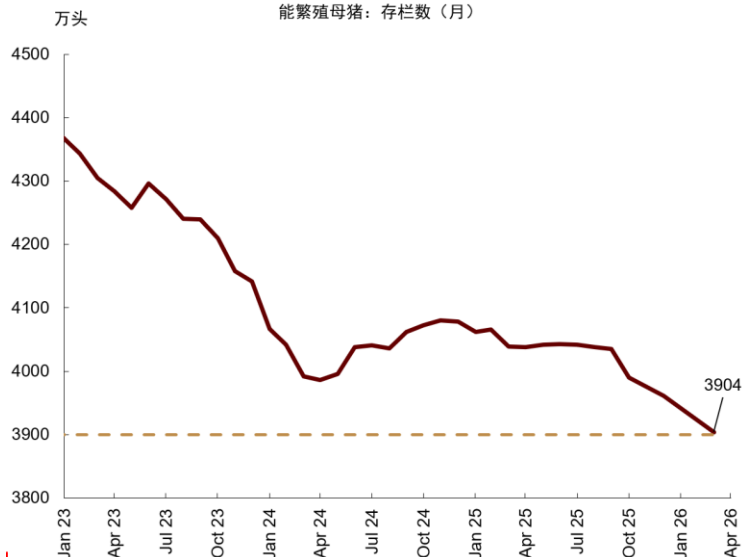


新生仔猪出生数量

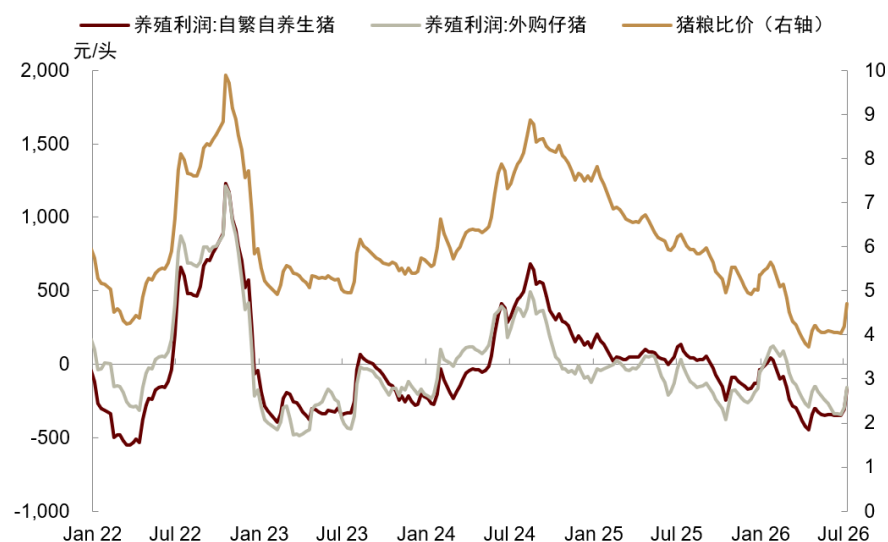


能繁殖母猪存栏数

能繁殖母猪：存栏数（月）

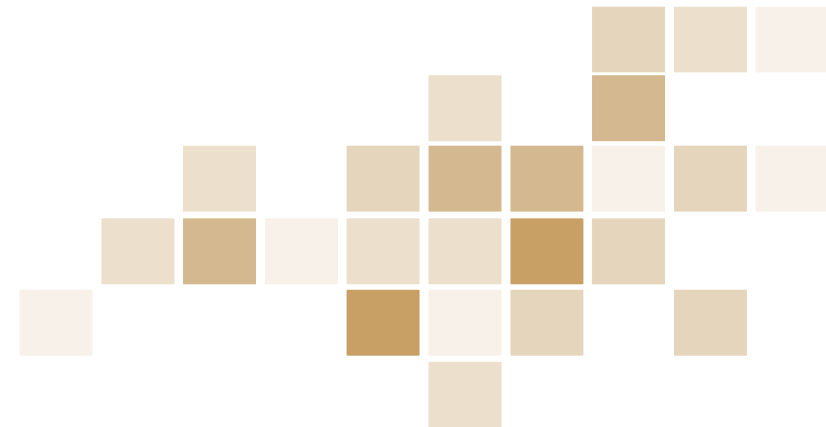


生猪养殖利润



资料来源：Wind，卓创资讯，我的钢联，中金公司研究部

大宗商品



外汇研究

分析员 李刘阳

SAC 执证编号: S0080523110005

SFC CE Ref: BSB843

核心观点

- ▶ **二季度人民币汇率展现较强韧性。** 二季度美元指数先跌后稳，6月意外冲高，但人民币汇率整体表现偏强，显示出较强的内生稳定动能。一方面，二季度能源价格先涨后落、外部扰动加剧的背景下，中国能源供应相对稳定、出口保持韧性，叠加一季度IEEPA关税裁决后中美关税环境边际改善的延续效应，供应链优势持续为汇率提供重要支撑。另一方面，二季度稳汇率政策保持定力，中间价延续升值、结汇需求稳定释放，亦有效支持了人民币汇率的表现。
- ▶ **二季度能源博弈主导外汇市场，人民币在外部冲击下跑赢非美货币。** 二季度伊朗冲突与能源价格反复成为外汇市场交易主线，油价一度冲高，全球非美货币普遍承压，美元在避险属性与通胀预期升温的双重驱动下领涨。5月中旬，受英国政局动荡、发达国家利率同步上行等外溢影响，英镑、澳元、欧元等非美货币全线走低，人民币亦一度跟随回调。然而在整个二季度，人民币跑赢多数非美货币。我们认为，这主要得益于中国具备较强的供应链优势、能源供应相对稳定，以及稳汇率政策保持定力。
- ▶ **展望三季度，我们维持看跌美元判断，人民币或保持温和偏强、双向波动。** 二季度末美元的意外走强或主要源于市场对新任美联储主席沃什沟通方式尚未适应等因素，我们认为反弹窗口的持续性有待观察。随着中长期霍尔木兹海峡逐步通航，油价或保持回落，美国通胀下行或成为下半年最可能的变化方向，美联储有望转向更为平衡的取向，当前市场对加息的定价存在修正可能，美元指数或维持震荡偏弱。三季度人民币可能面临一定季节性购汇压力，同时政策端在美元趋弱背景下或适度对冲，以避免单边升值预期。综合看，人民币所面临的内外部因素趋于平衡，整体仍将呈现有涨有跌的双向波动态势，中枢或继续温和偏强。

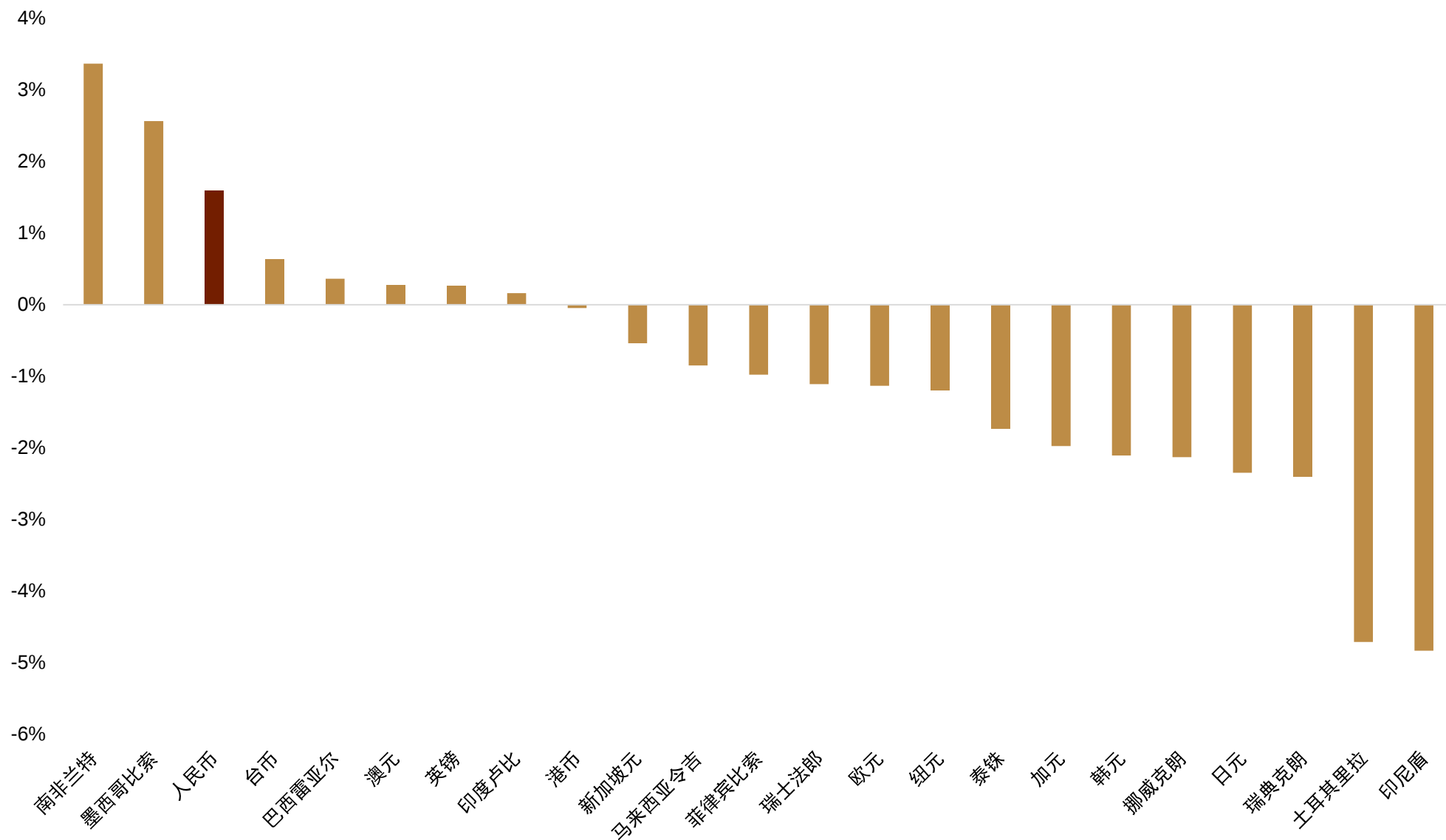
趋势观察

- ▶ 中东地缘局势略有波动，美联储政策预期偏鹰，美元继续偏强。
- ▶ 稳汇率政策保持定力，中间价温和升值，即期汇率接近实现“三价合一”。
- ▶ IEEPA关税裁决落地及AI需求升温等因素使得中国出口面临的关税环境边际改善，供应链优势继续巩固。
- ▶ 政策端或继续偏好人民币汇率的温和升值，逆周期因子的稳汇率政策发挥双向调节作用。

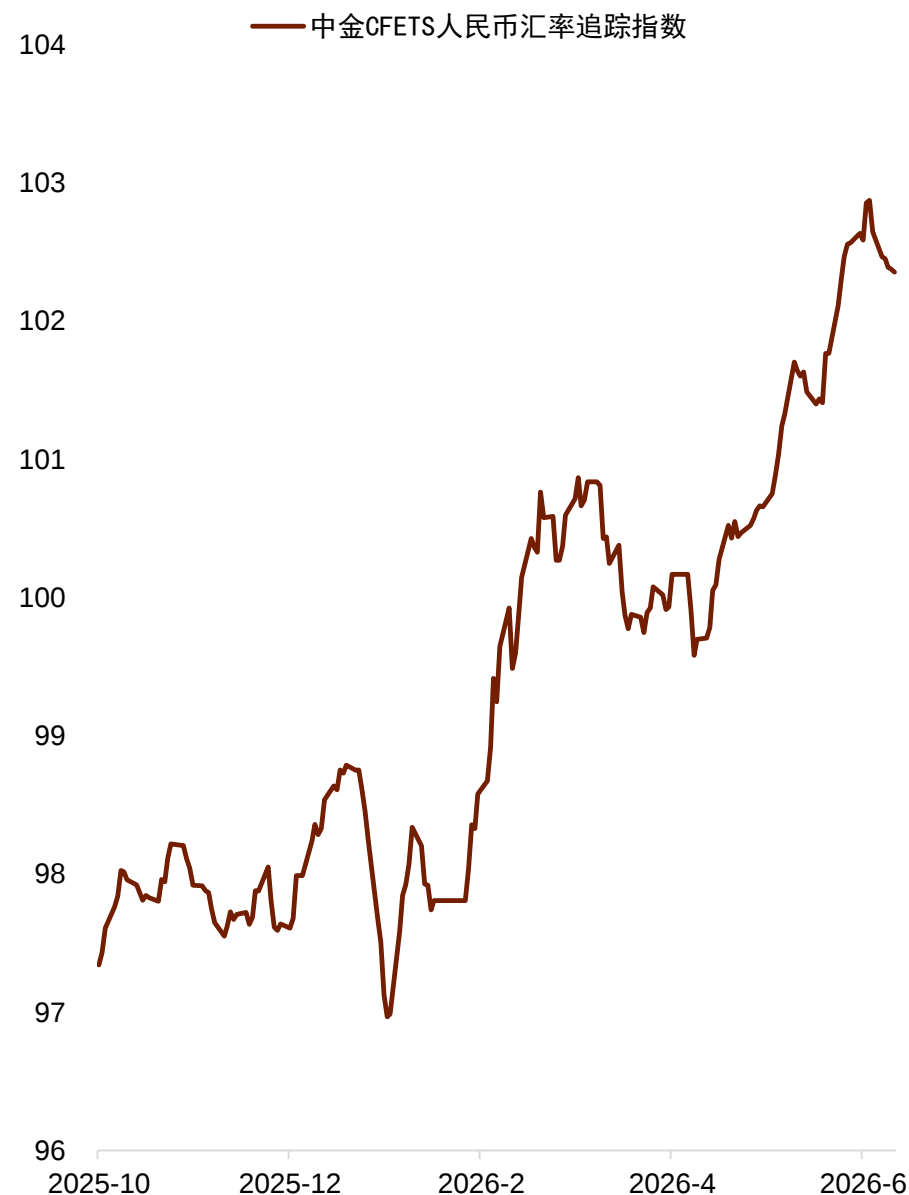
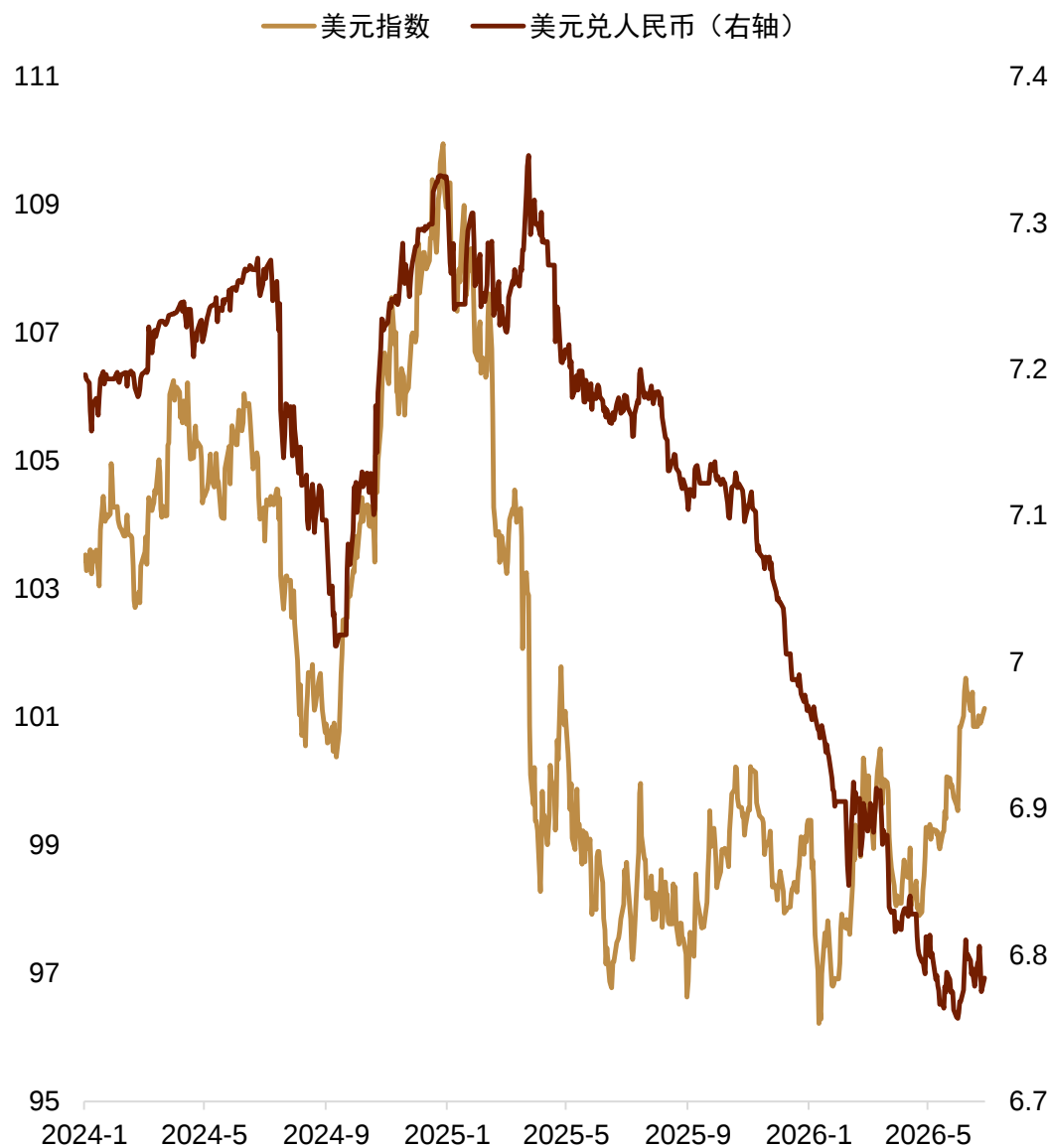
风险提示

- ▶ 中东地缘局势反复超预期；美国通胀、就业数据超预期变化；特朗普政策出台影响力较大的政策；国内稳增长政策力度超出预期。

二季度美元走强，人民币继续小幅升值，表现靠前



人民币对美元和一篮子货币均有升值

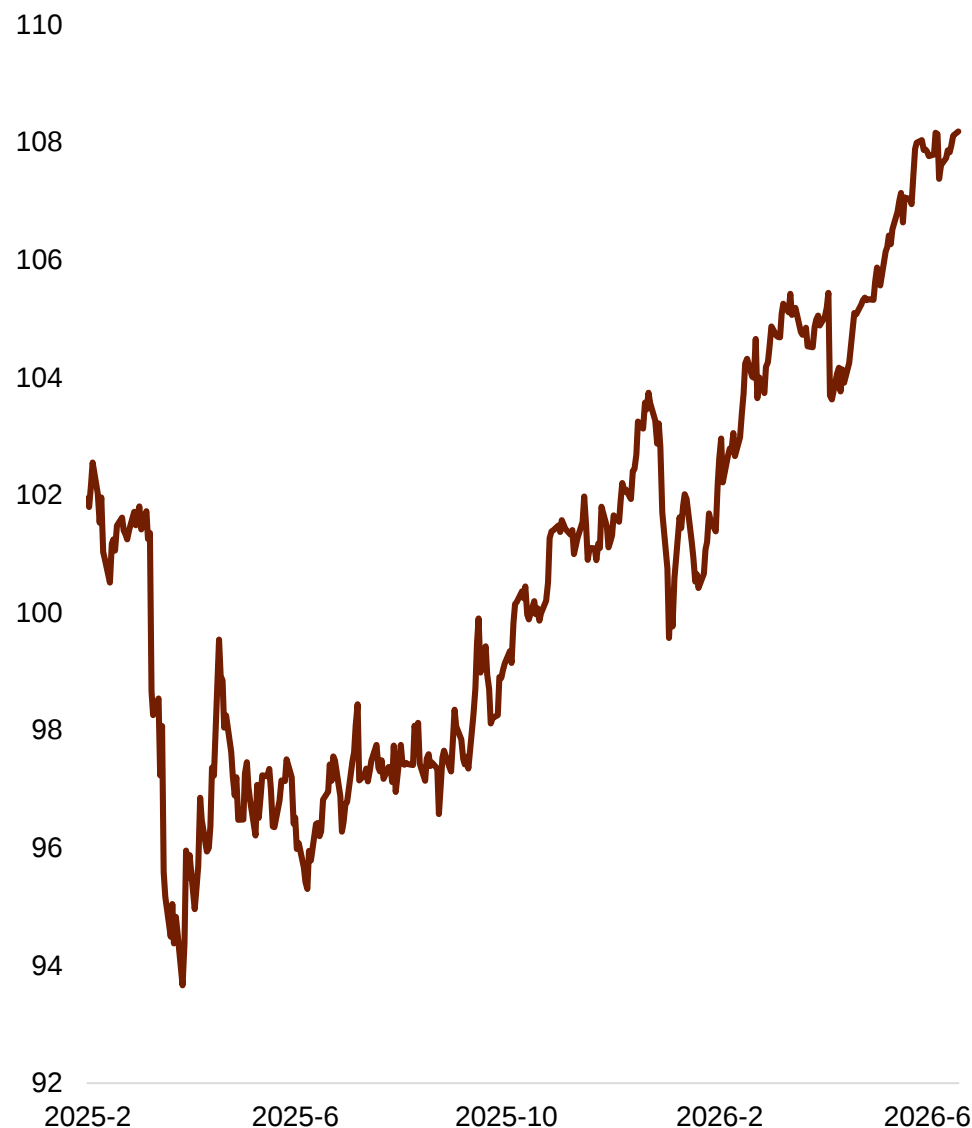
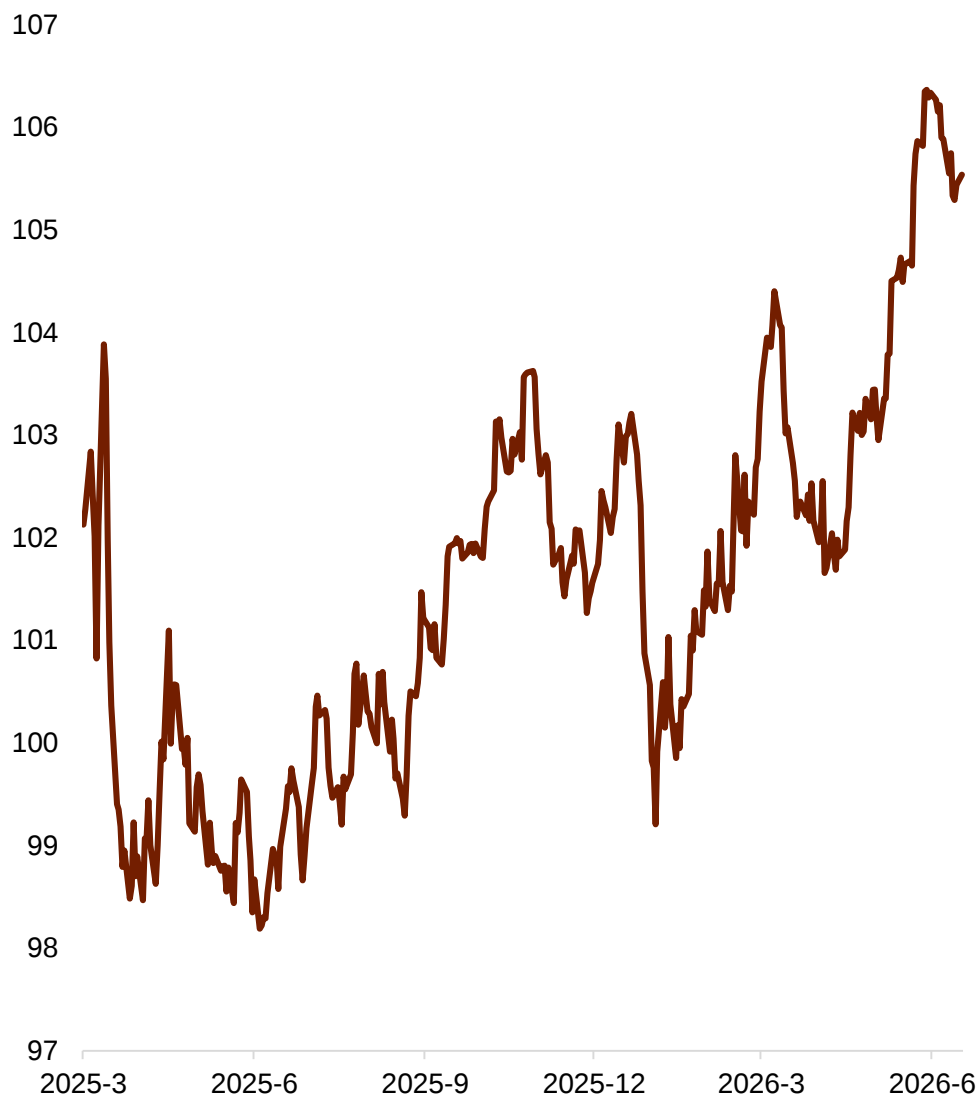


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

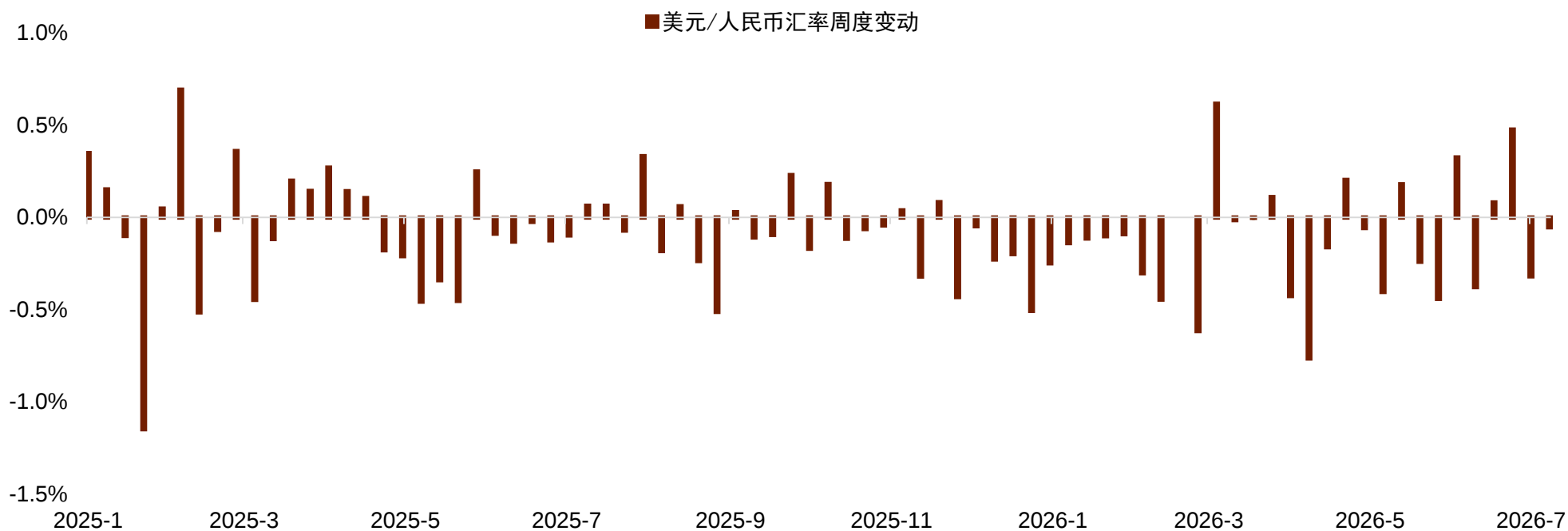
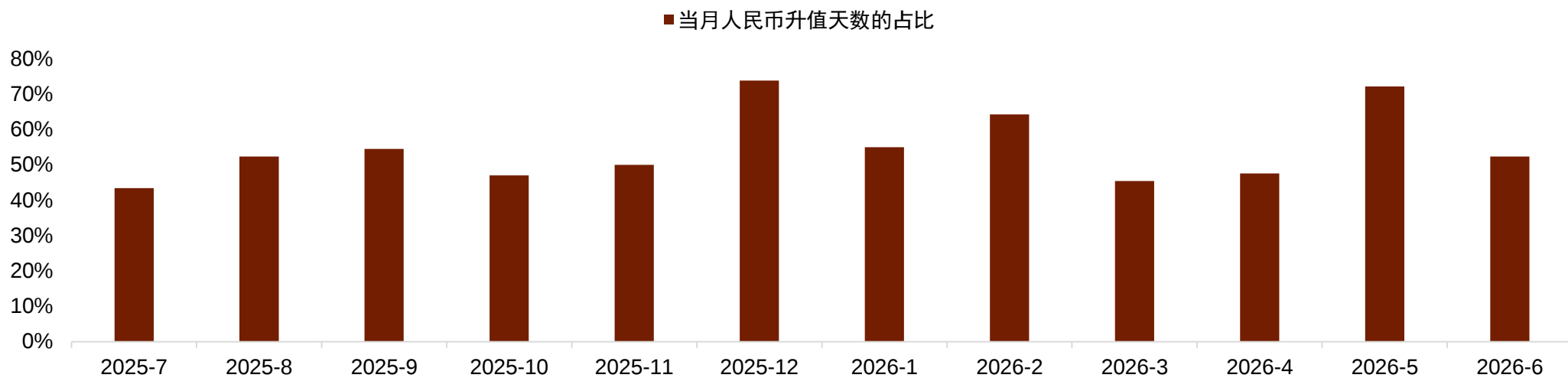
人民币相较避险货币及风险货币均有走强

人民币兑高beta货币（新西兰元、澳元、加元、英镑）几何平均

人民币兑避险货币汇率（日元、瑞士法郎）几何平均

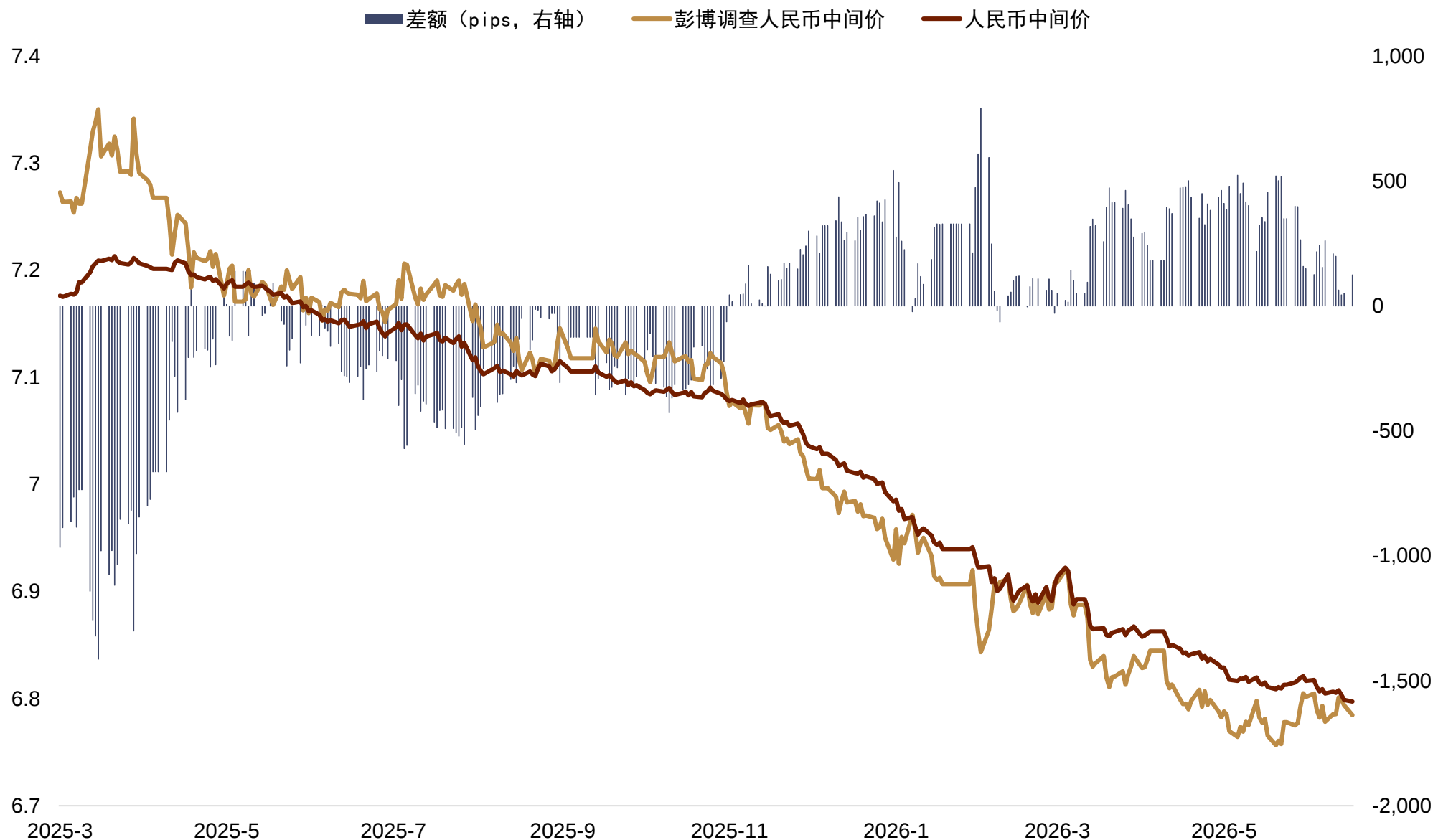


人民币升值天数在二季度表现平稳

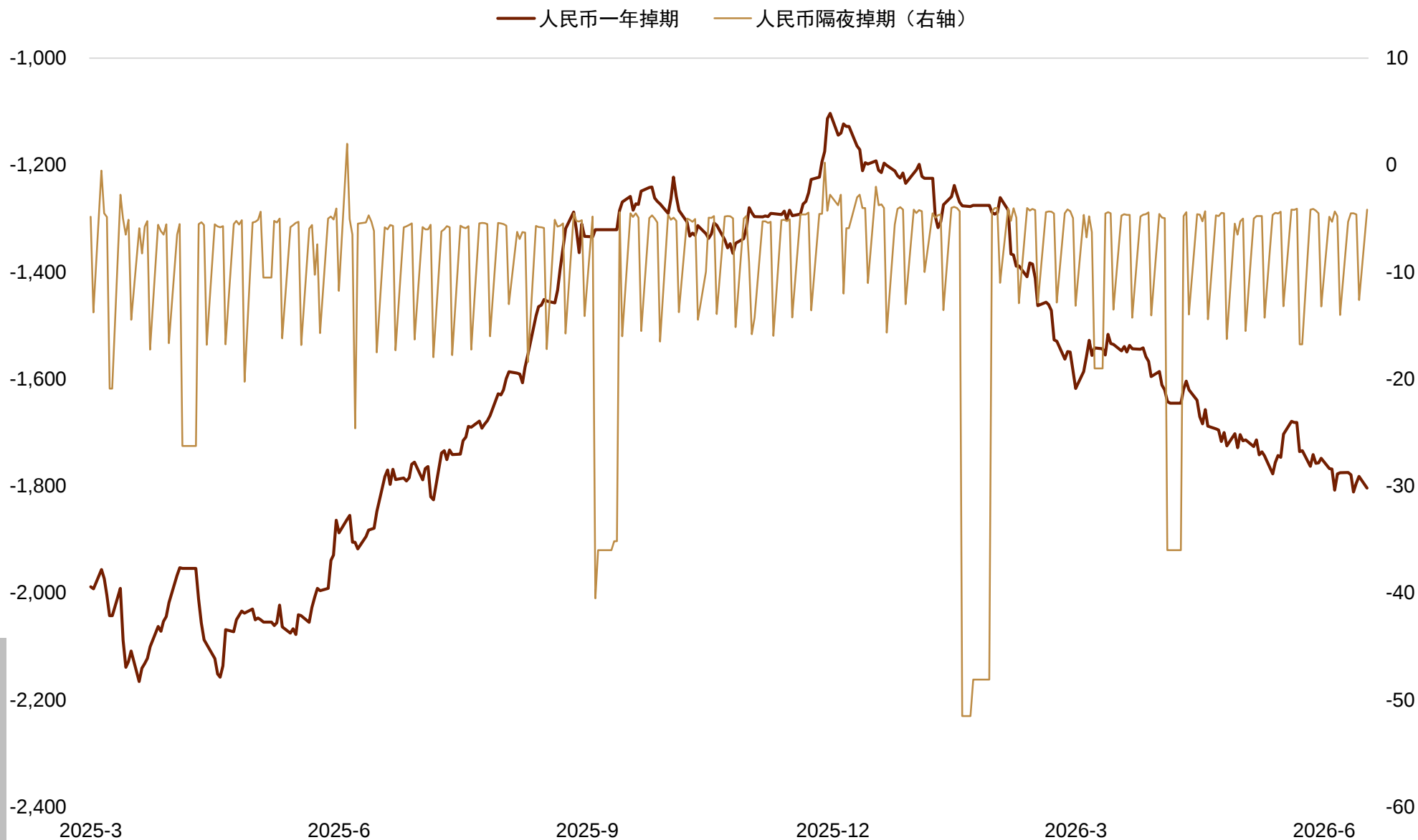


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

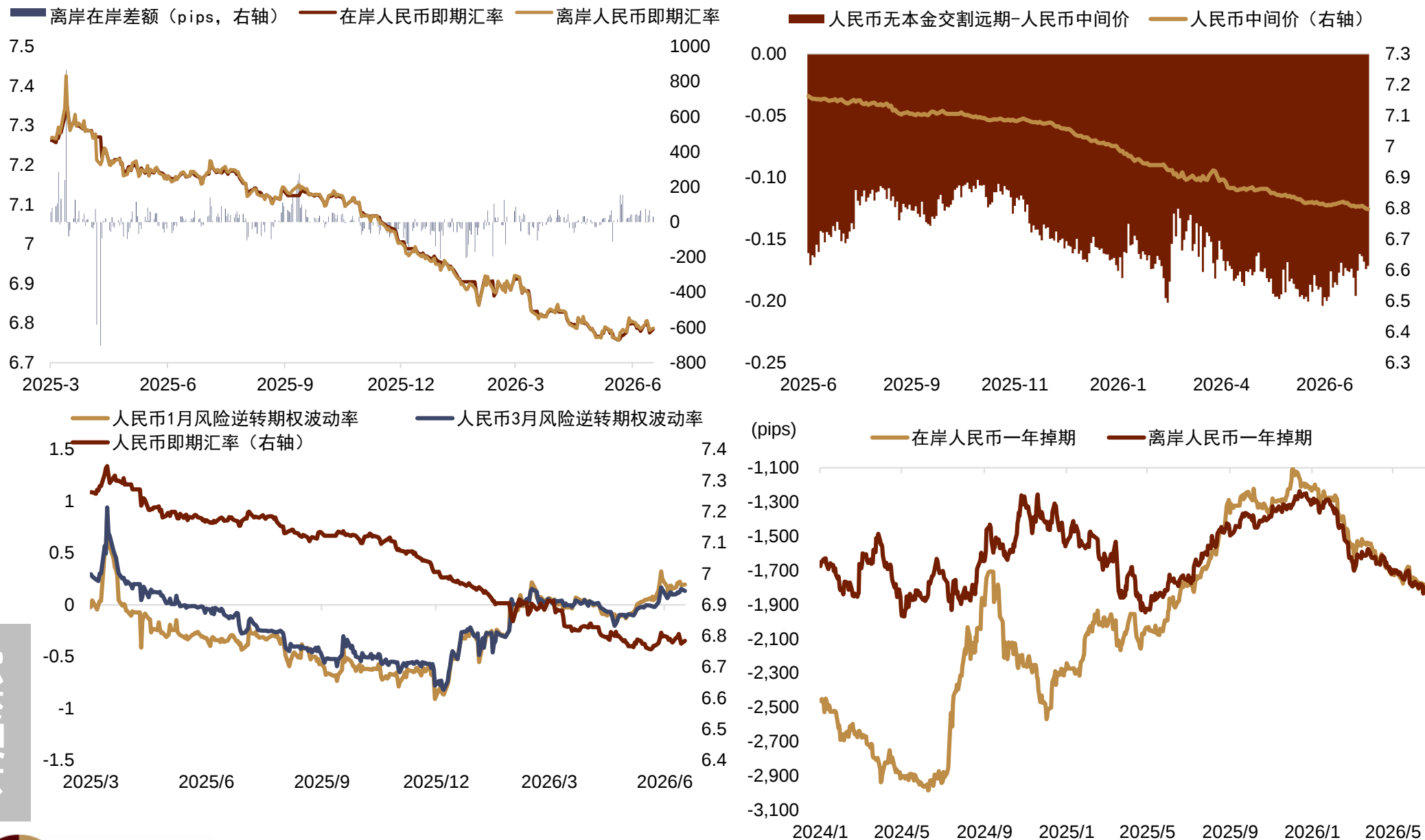
中间价保持平稳升值，整体仍弱于即期汇率



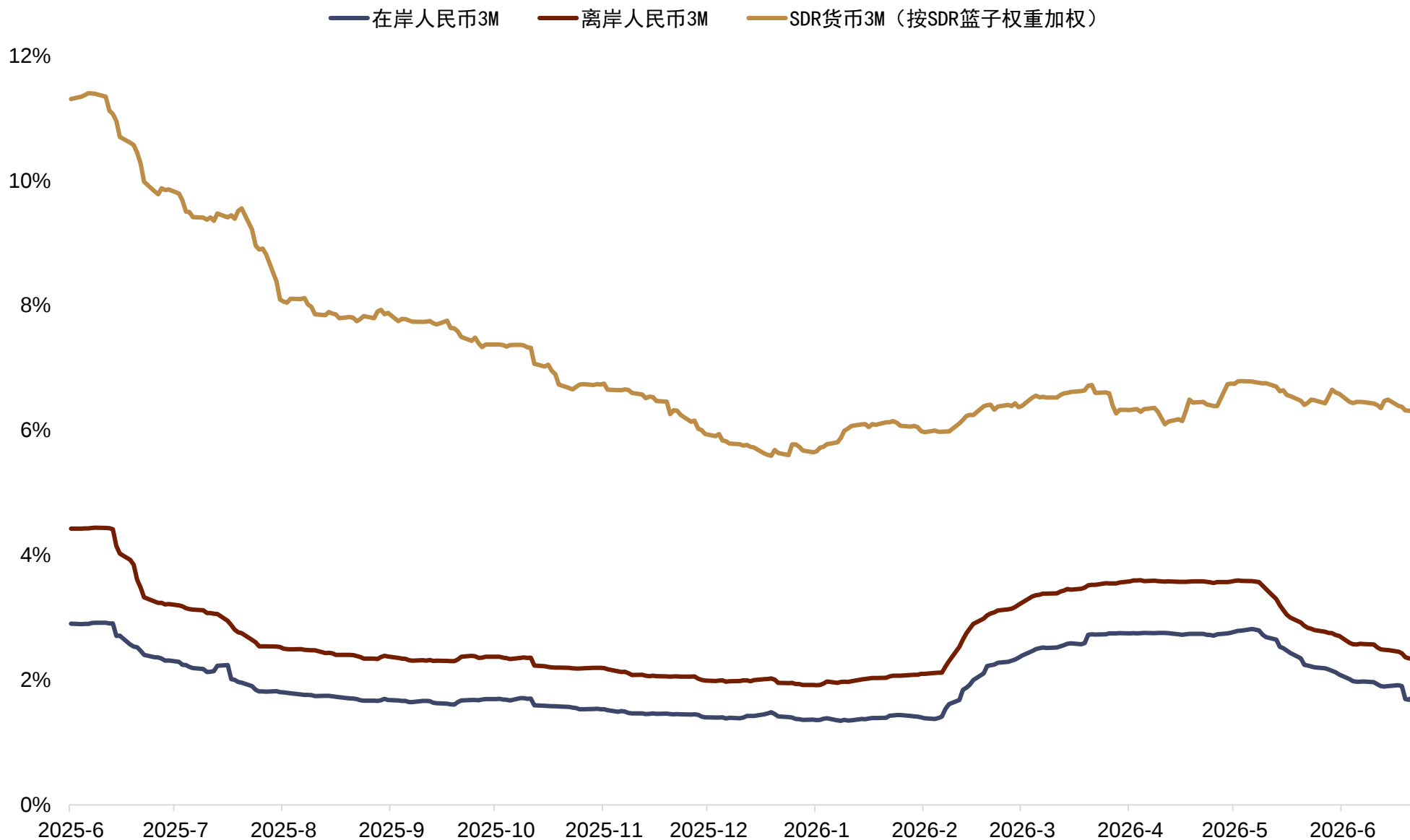
人民币掉期点继续走低



人民币汇率预期在美元连续走强的背景下小幅波动

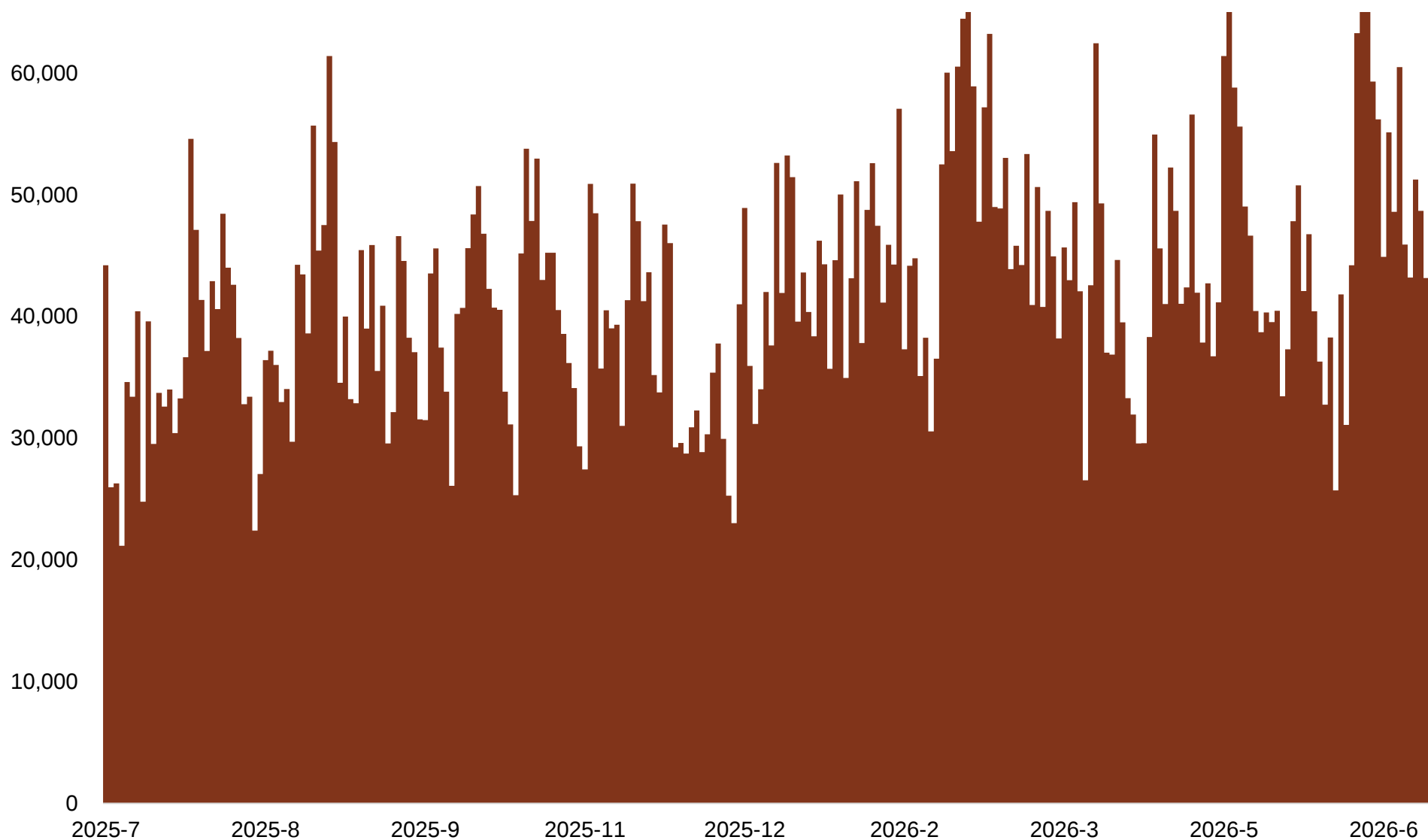


人民币汇率波动率温和走低

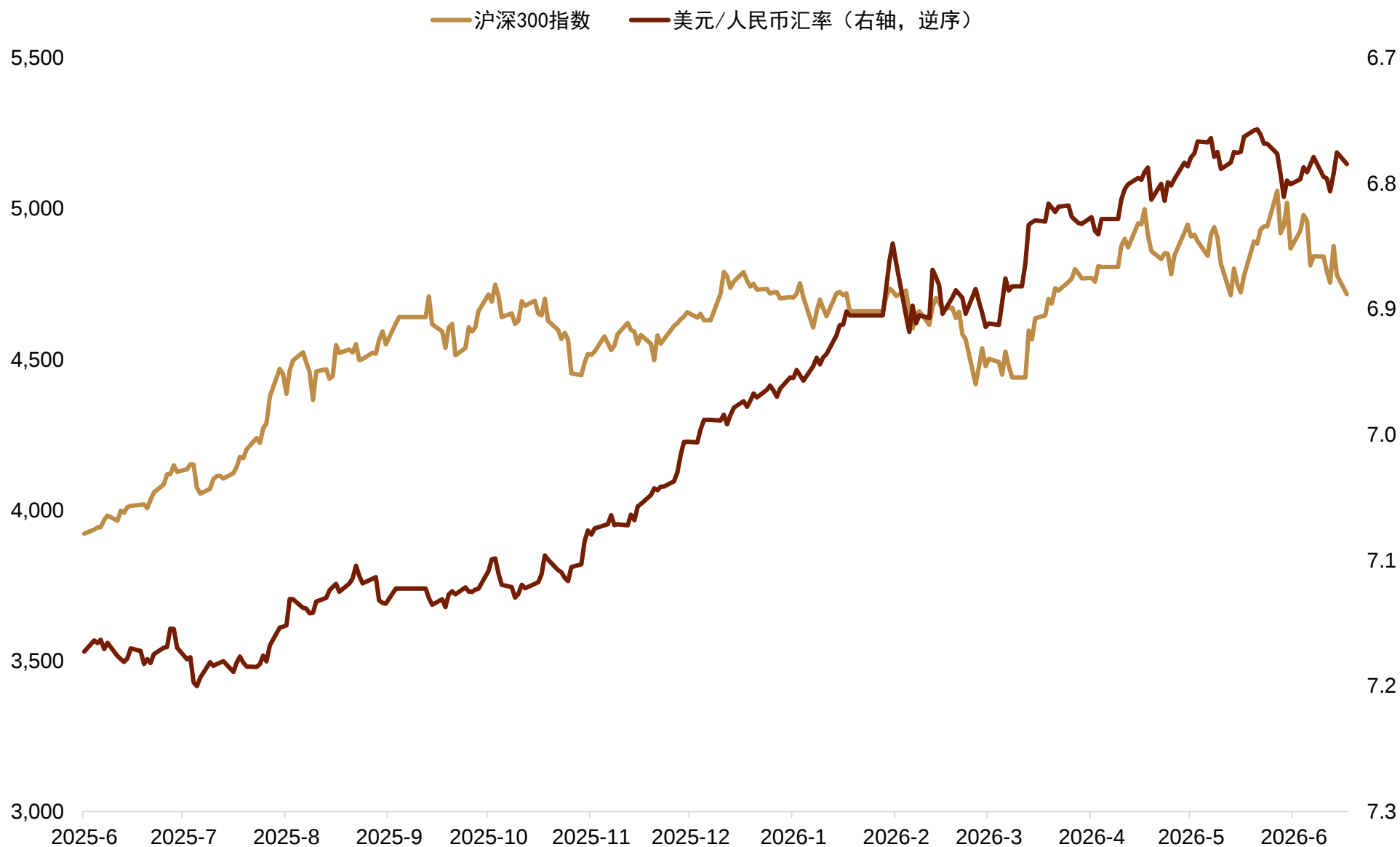


在岸外汇市场的二季度成交量先降后升

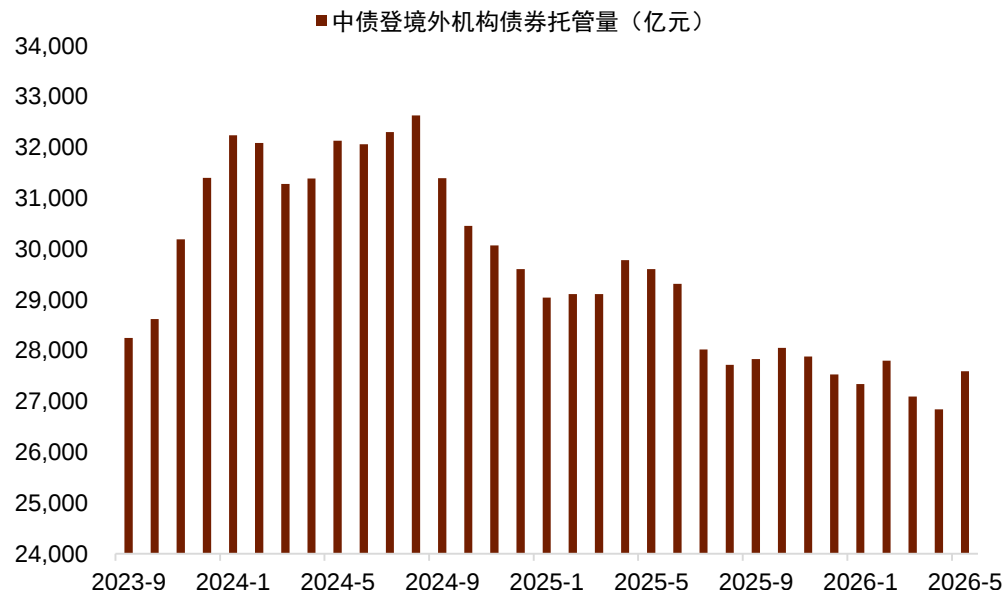
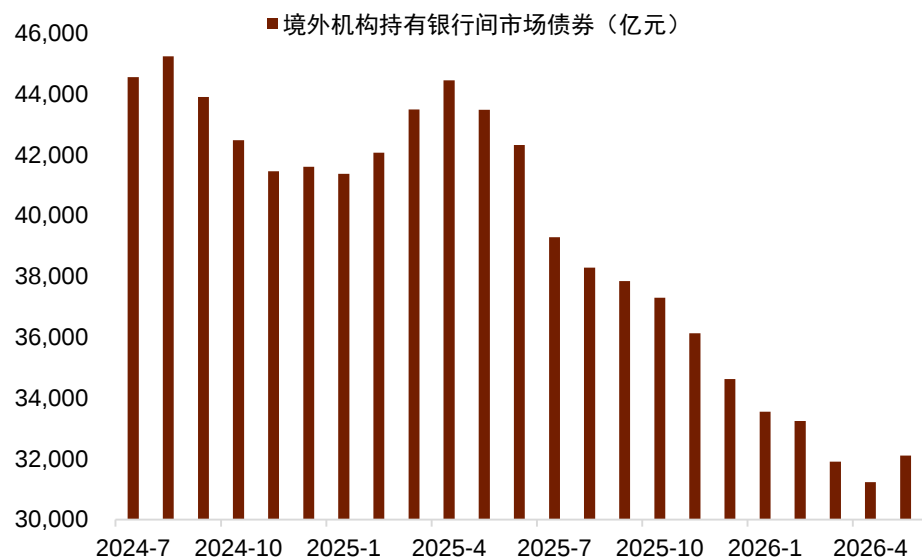
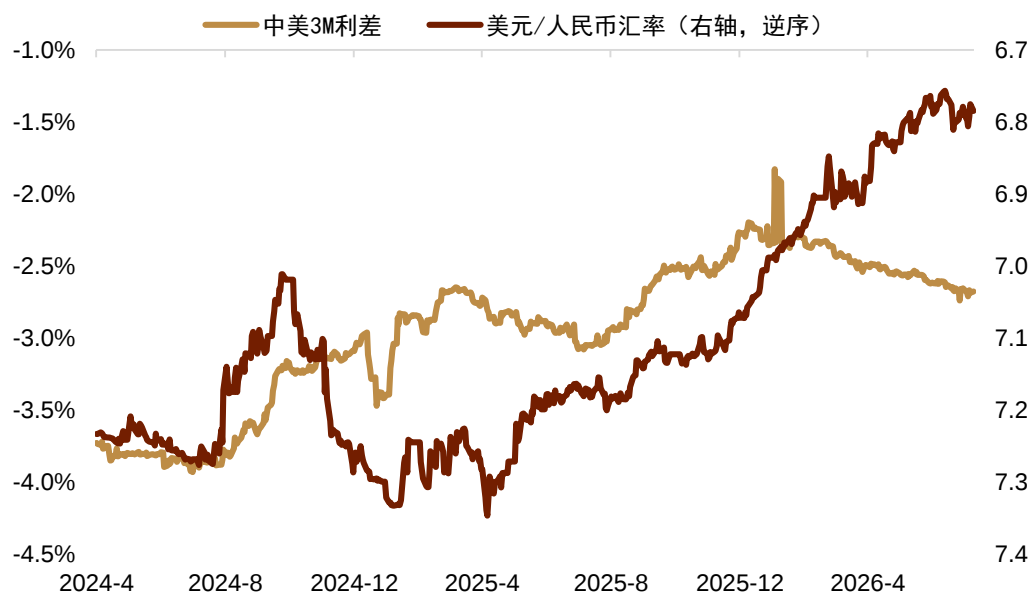
■ 在岸人民币日度成交量（百万美元）



境内风险情绪改善对人民币汇率影响温和

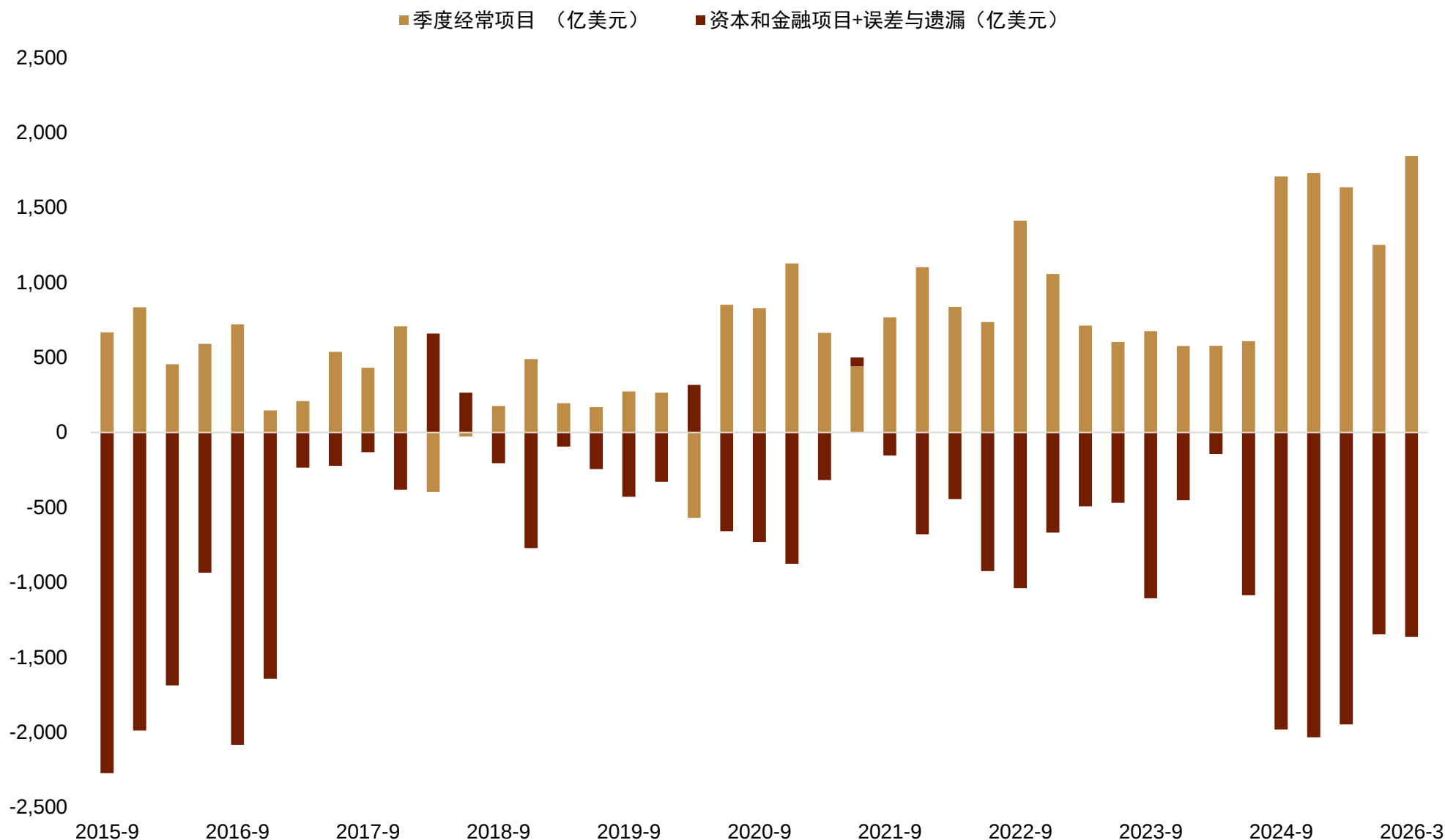


中美利差压力增加，对人民币汇率压力有限



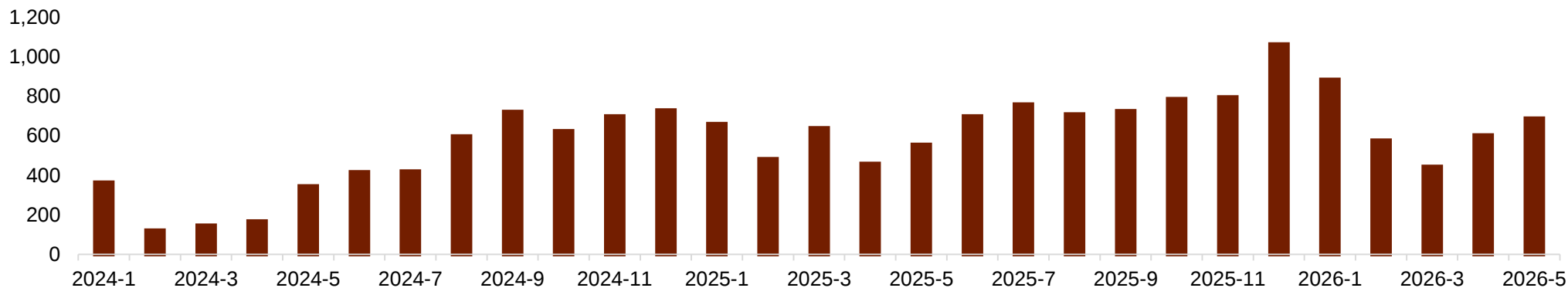
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

一季度经常项目流入规模录得历史新高水平

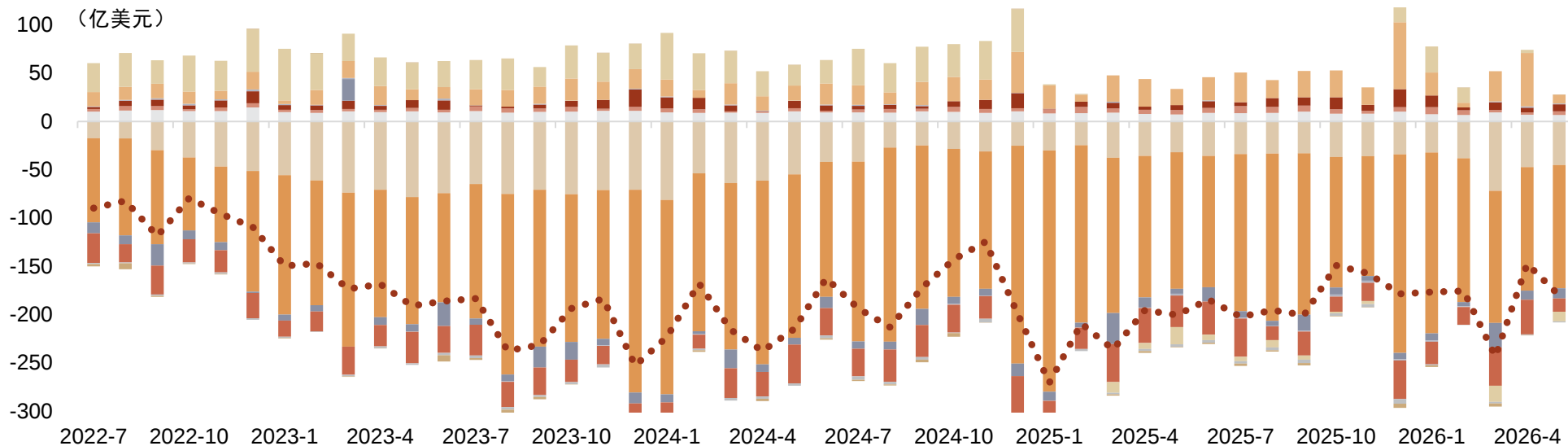


服务贸易逆差有所走高

■ 国际货物和服务贸易差额（亿美元）

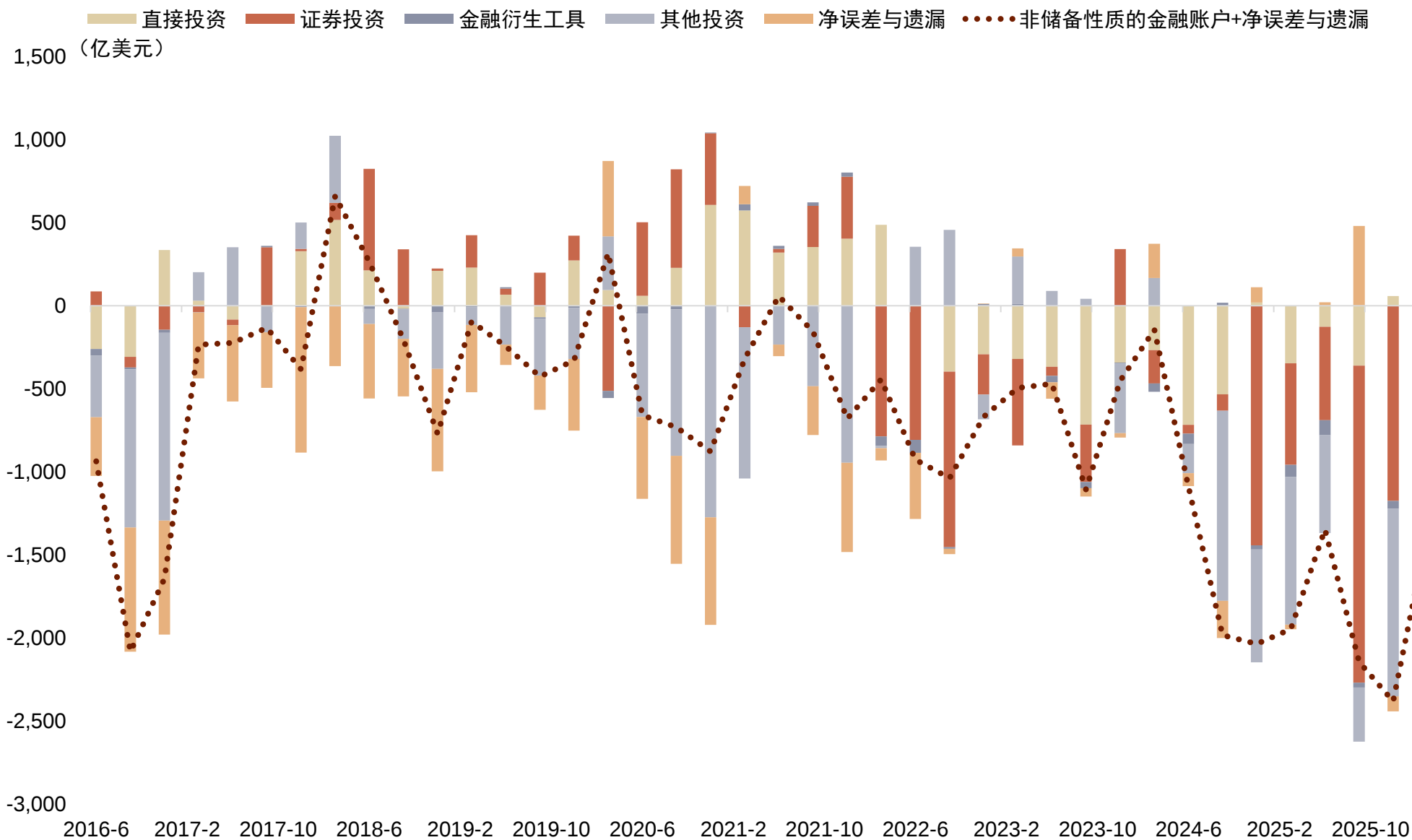


- 加工服务
- 维护和维修服务
- 运输
- 旅行
- 建筑
- 保险和养老金服务
- 金融服务
- 知识产权使用费
- 电信、计算机和信息服务
- 其他商业服务
- 个人、文化和娱乐
- 别处未提及的政府服务
- 国际服务贸易差额

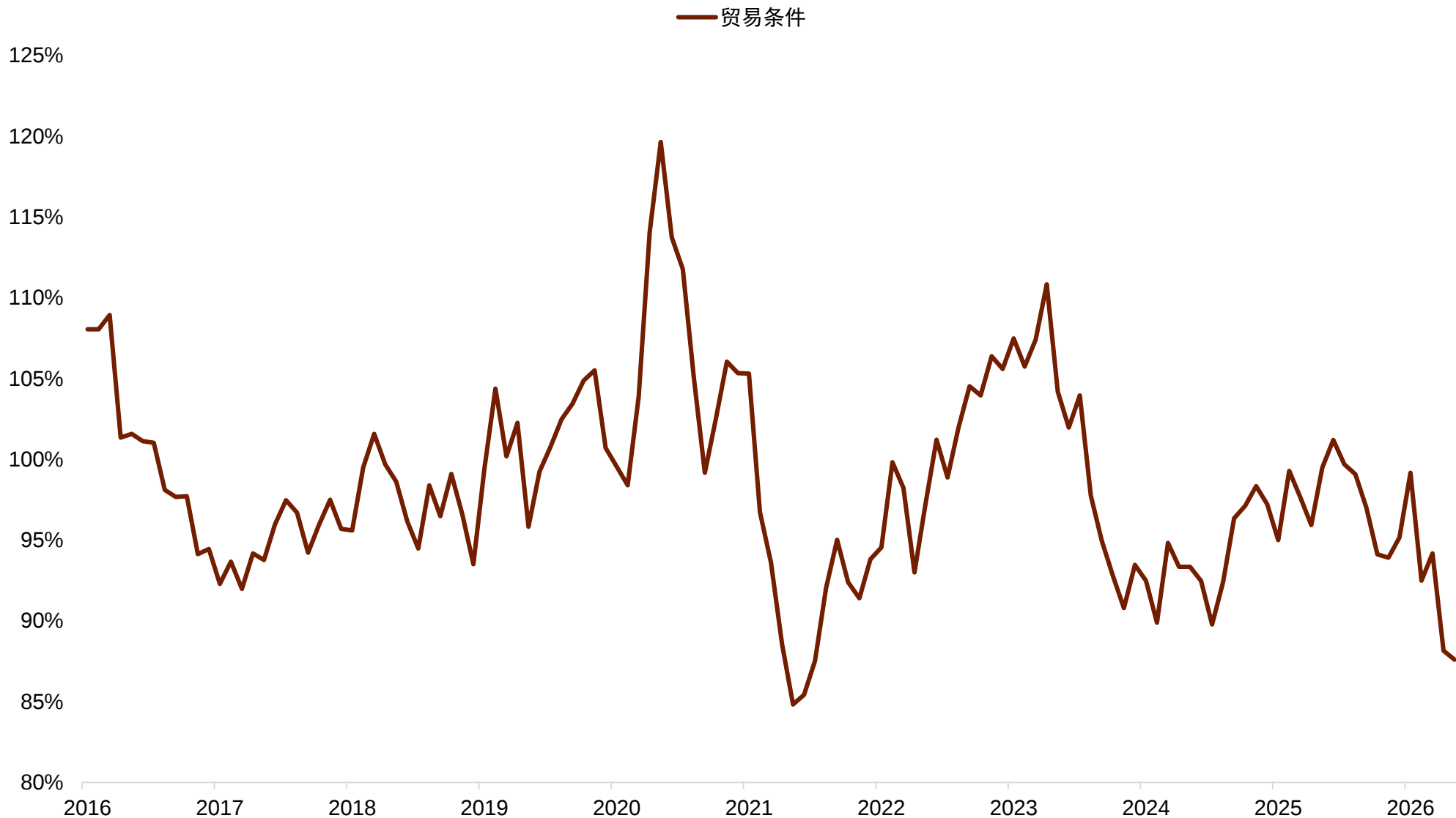


外汇研究

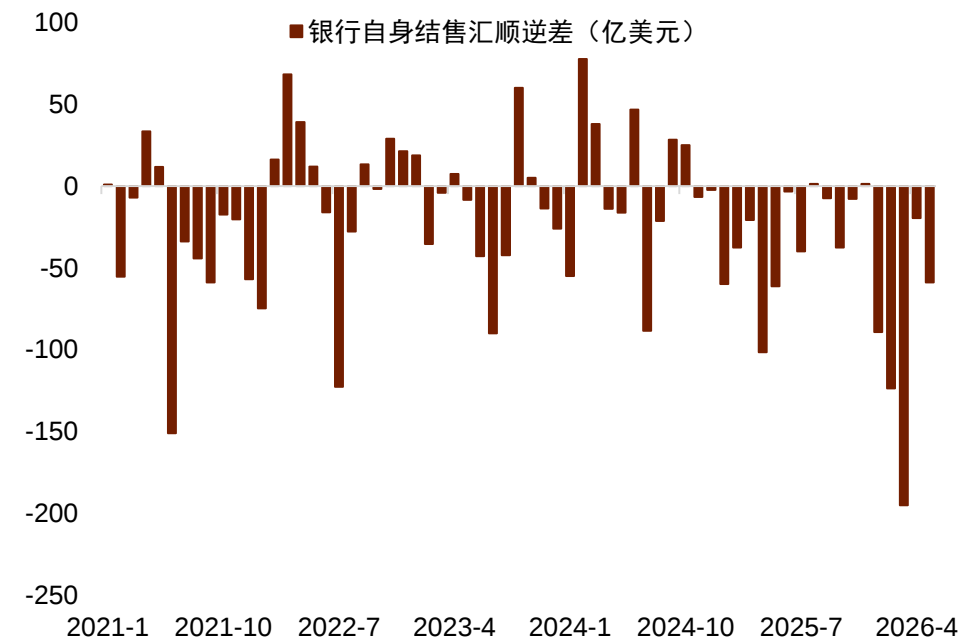
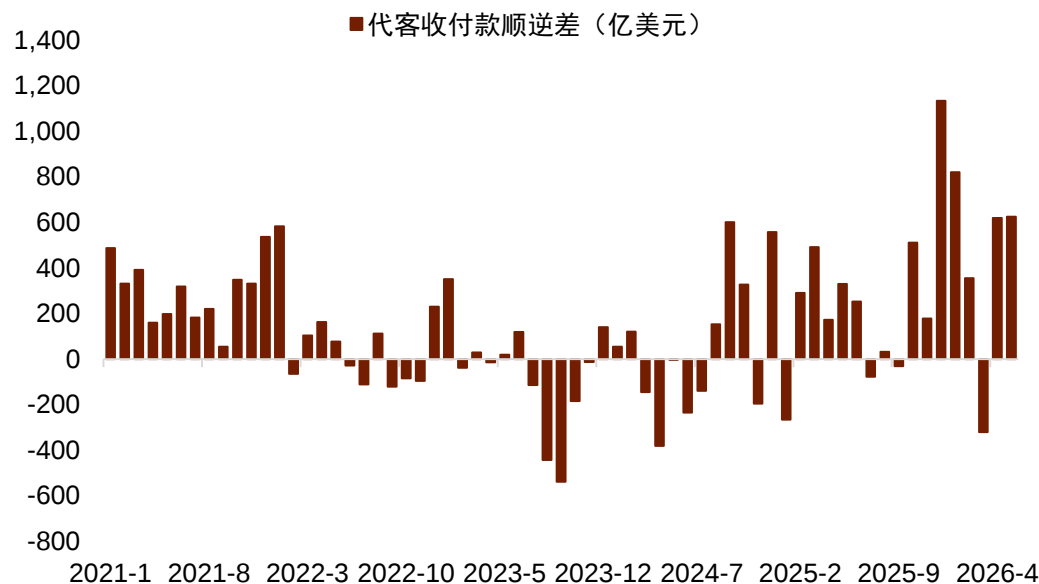
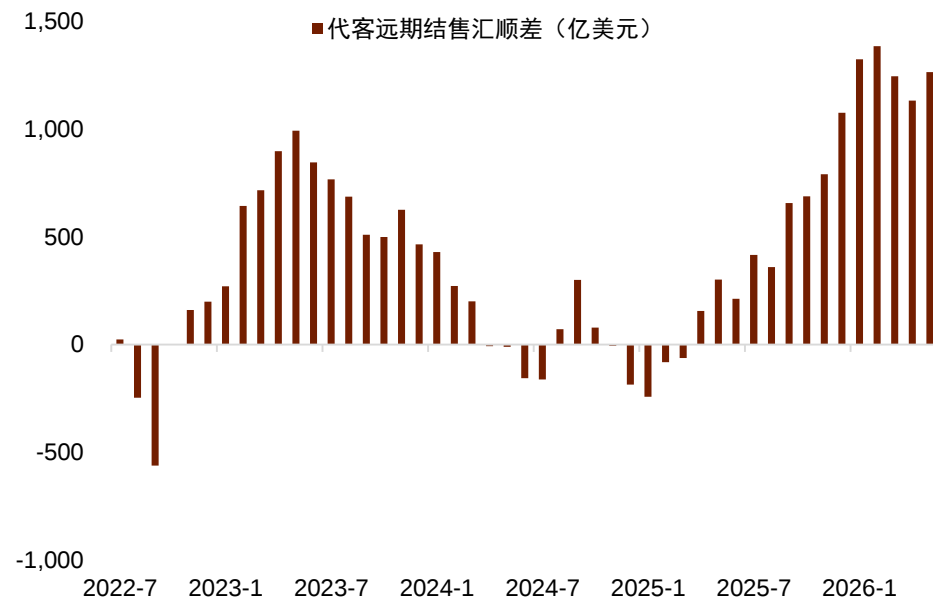
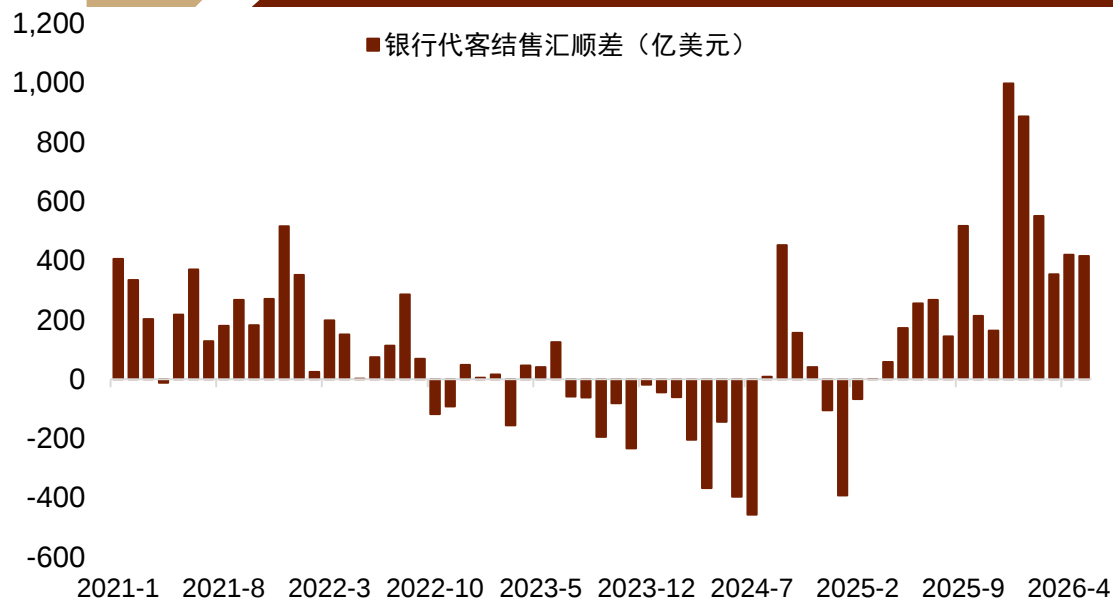
一季度金融项目逆差压力明显缓和



贸易条件继续走低

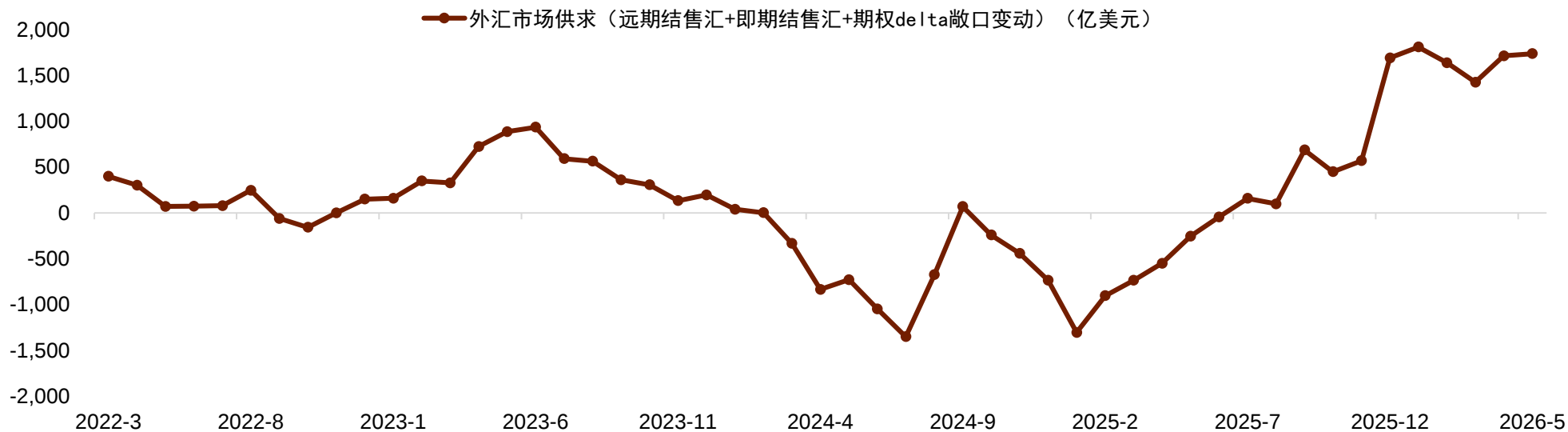
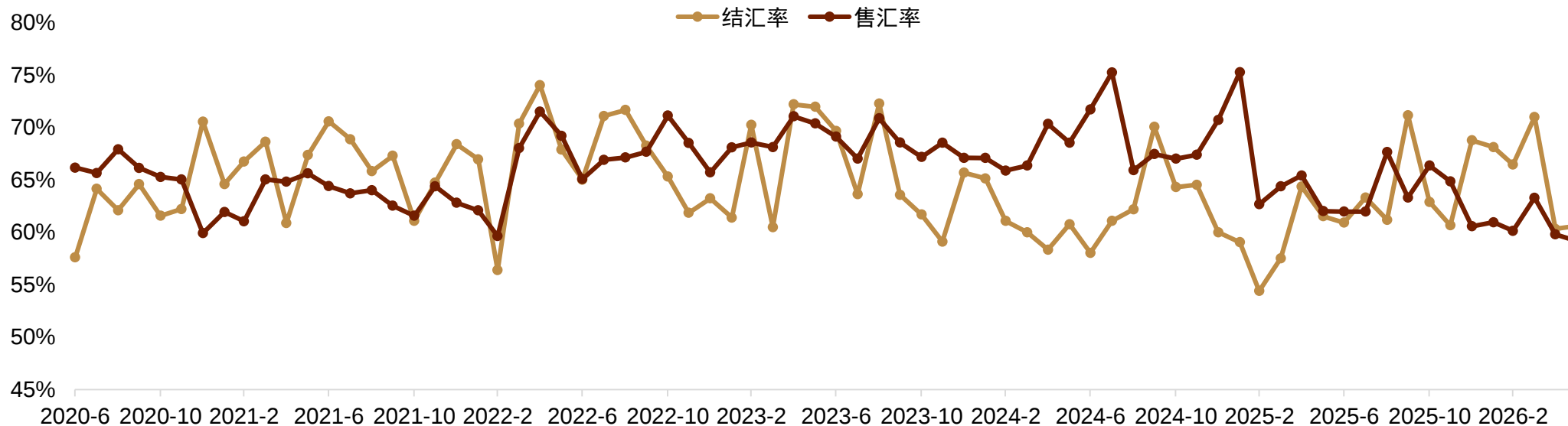


银行代客净结汇规模保持平稳

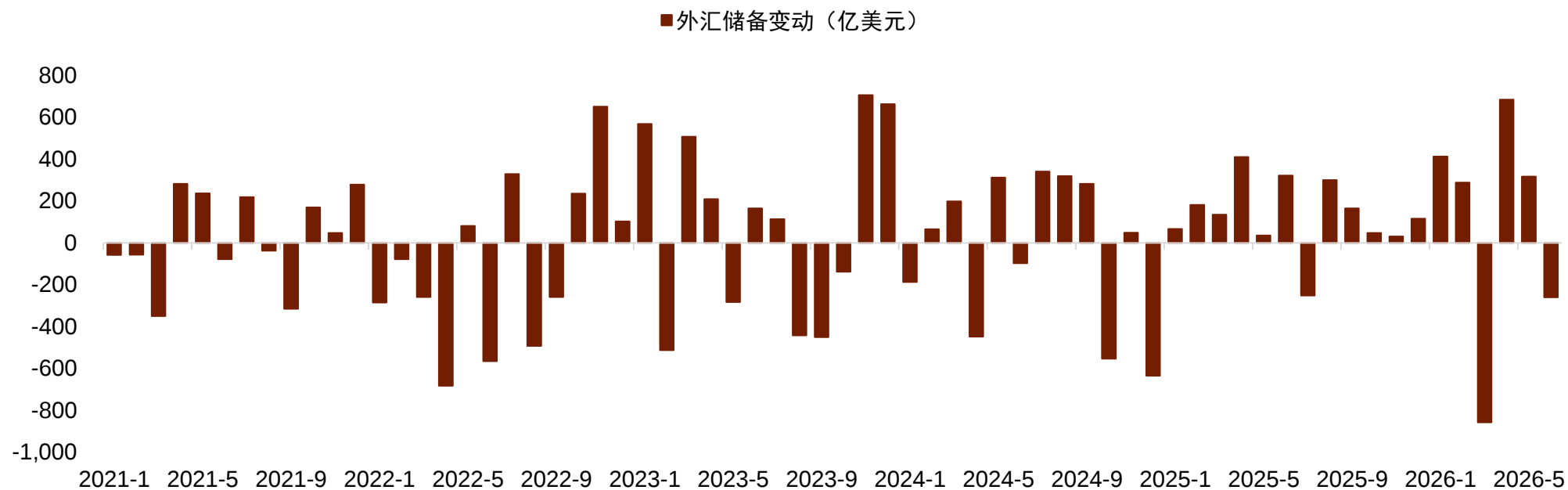
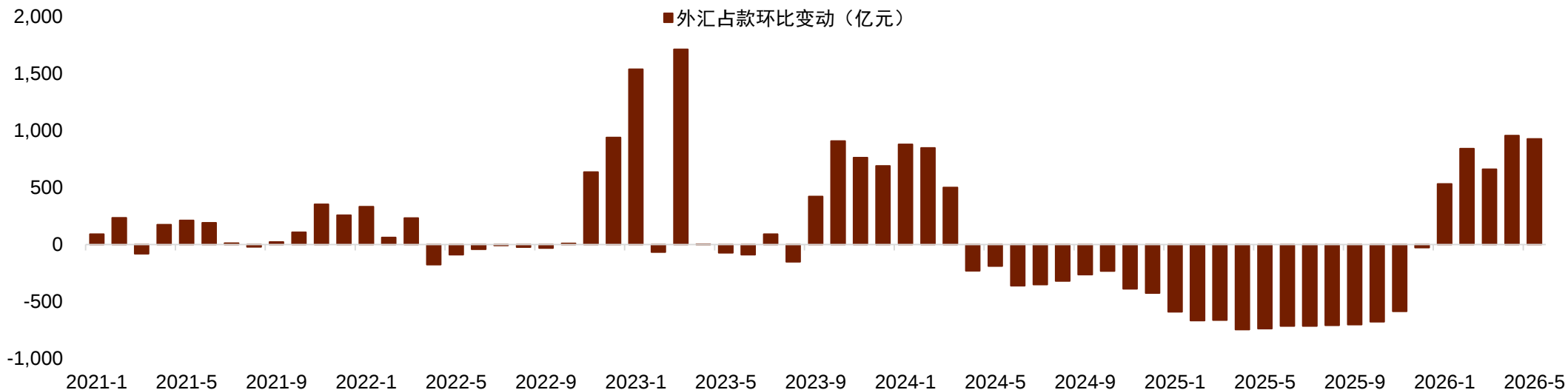


资料来源：Wind，中金公司研究部

境内外汇市场供需偏向改善

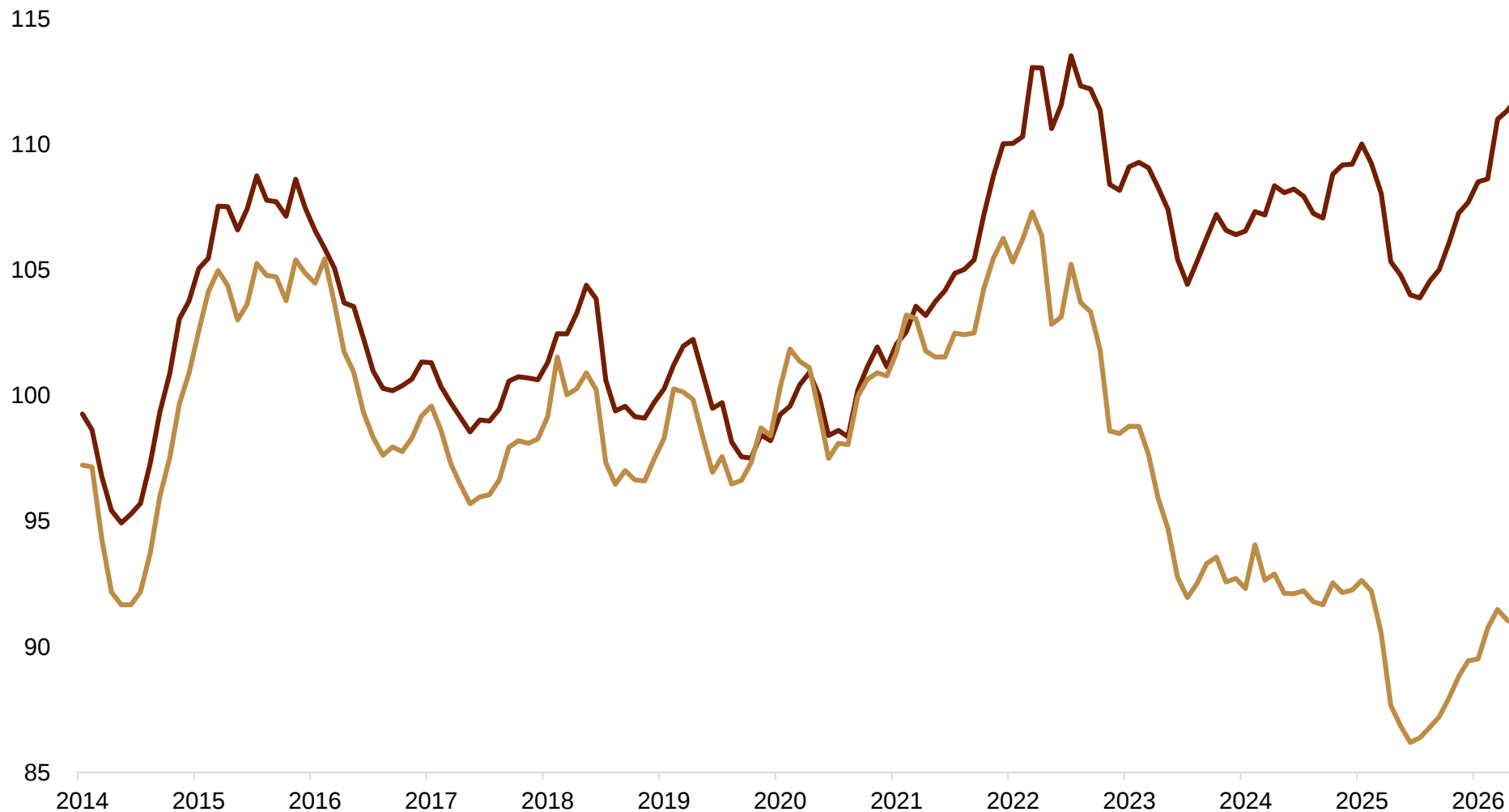


外汇占款走高，外汇储备有所增加



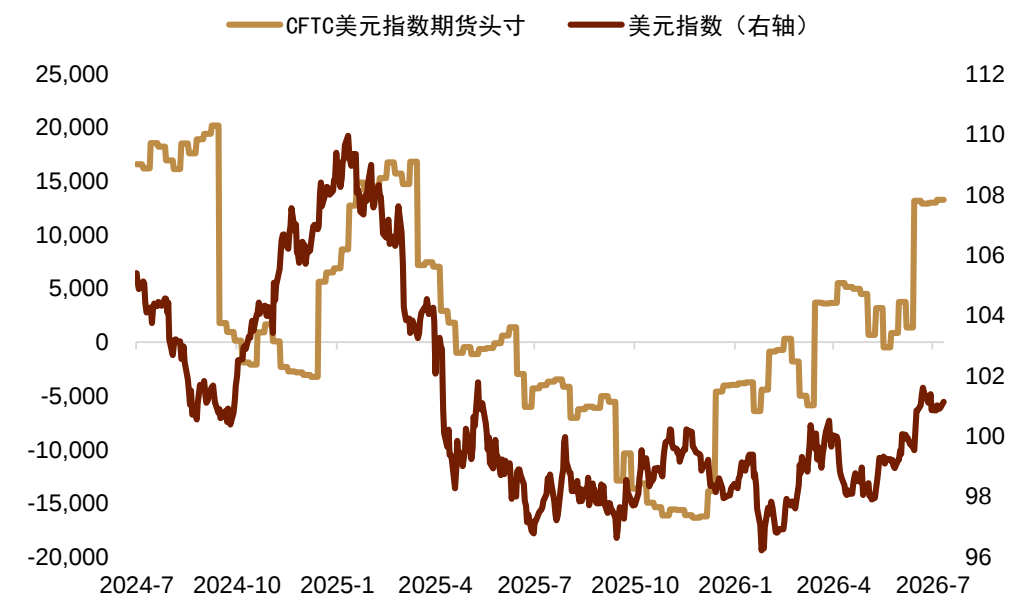
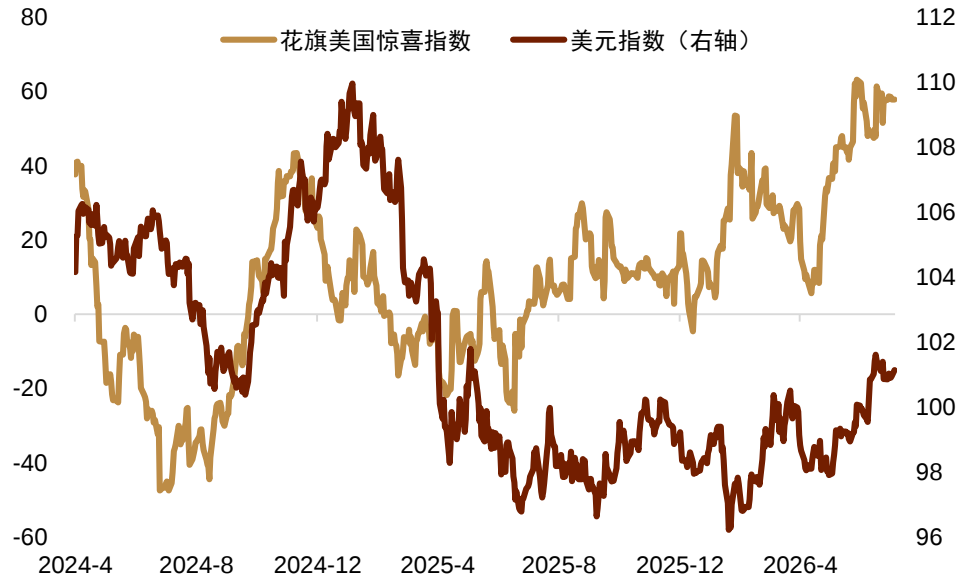
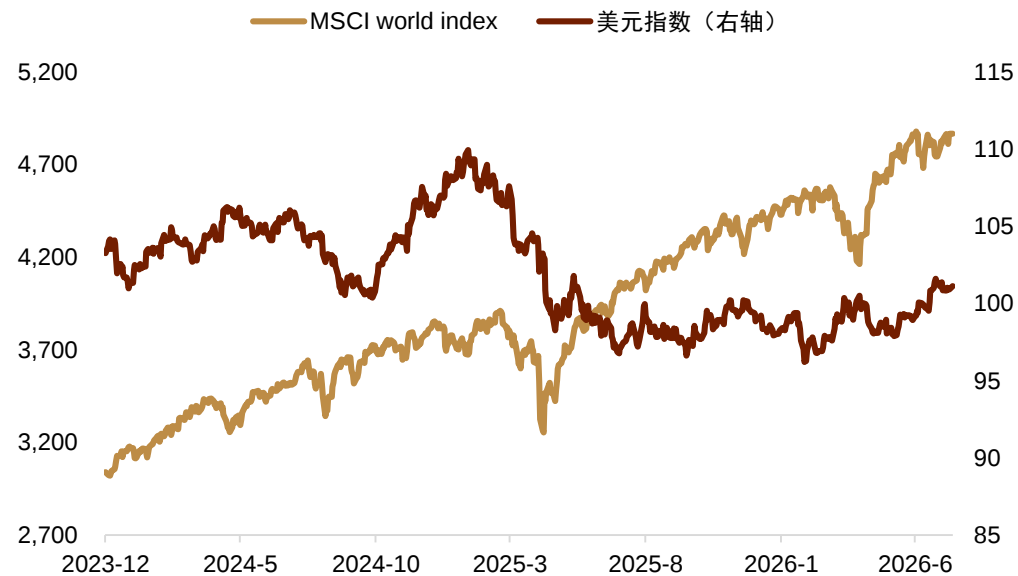
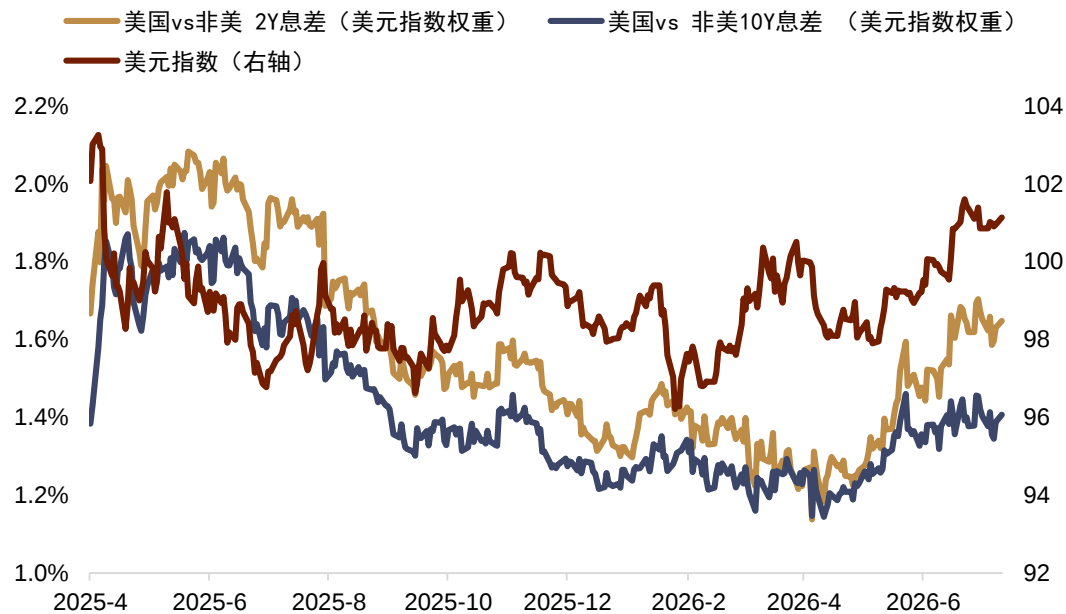
实际有效汇率小幅走低

— 名义有效汇率指数:人民币:广义 — 实际有效汇率指数:人民币:广义



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

受美联储政策预期影响，美元指数继续走高



法律声明 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第45条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第3235号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第2条31项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第17条第3款第1项及《金融商品交易法》第58条第2款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。