下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

2026年9月2日

行业：宏观

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

内需放缓外需平稳，海外约束缓和
——2026年秋季宏观策略展望

分析师：张河生　　SAC编号：S0870523100004

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

SECTION

一、2026年二季度内需拉动放缓，外需拉动平稳
二、通胀回落，间接融资需求走弱，人民币强势
三、美国通胀下行，就业稳定，美联储加息概率下降
四、大类配置展望
五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

◆ 核心观点

- ◆ 2026年二季度内需拉动放缓，外需拉动平稳。地产投资深度拖累，基建与制造业投资负增长，但是部分高技术产业投资高增长。大城市商品房销售量价有所好转，可持续性待观察，我们认为对投资端暂无正面拉动作用。商品消费走弱，服务消费相对平稳，中国限额以上企业商品零售同比负增长，仅粮油食品与纺织服装具有韧性。政府消费有望发力。我国进出口贸易累计同比高增长，进口增速更高。集成电路、汽车、自动数据处理设备等机电产品以及高新技术产品出口高增长。集成电路、自动数据处理设备与铜矿进口高增长。服务贸易保持逆差。2026年GDP二季度相较一季度而言，内需拉动放缓，外需拉动平稳。展望四季度，净出口有望保持平稳正贡献，消费与投资拉动或下滑。
- ◆ 通胀回落，间接融资需求走弱，人民币强势。我国CPI与PPI同比增速有所回落。间接融资需求走弱，直接融资需求尚可。M2-M1剪刀差收窄，单位活期化意愿降低。2026年人民币强势，央行暂未降息降准。短端利率调控机制不断完善，保持金融总量合理增长。
- ◆ 美国通胀下行，就业稳定，美联储加息概率下降。美国7月CPI同比增速继续回落，核心CPI环比增长平稳。世界杯效应衰退，美国非农7月不及预期负增长。2026年美国失业率稳中有降。2026年美国劳动参与率持续下降。2026年美国薪资同比增速下滑，劳动力市场供需平衡。GDP二季度环比增速有所走弱，但是个人消费与非住宅投资表现不错。美联储7月议息会议维持利率不变，但是部分投票支持加息。我们认为美国通胀水平回落，就业数据低于预期，美联储加息概率下降。
- ◆ 大类配置展望。2026年前8个月国内债市收益率整体下行，我们认为后续债市收益率向下空间有限，10年国债收益率或难突破1.60%。A股整体上涨但是板块分化明显，科创板与创业板涨幅明显高于全市场，上证综指、北证50等跑输市场。节奏上观察，一季度调整、二季度上涨，7月调整，8月有所修复。我们认为A股四季度行业配置遵循三个方向：1、主要配置建议关注两大方向：科技自主（半导体与人工智能算力产业链）与高端装备制造（工业母机、机器人、航空航天、储能电池）；2、周期资源品调结构：增加有色、贵金属、石油石化行业等配置；3、适量保持高股息等防御板块配置：银行、电力等。黄金价格8月有所反弹。

◆ 风险提示

- ◆ 商品消费、固定资产投资等内需较弱；外部贸易摩擦加剧；稳增长政策不及预期；中东地缘冲突不确定性强。

下载日志已记录，仅供内部参考

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、2026年二季度内需拉动放缓，外需拉动平稳

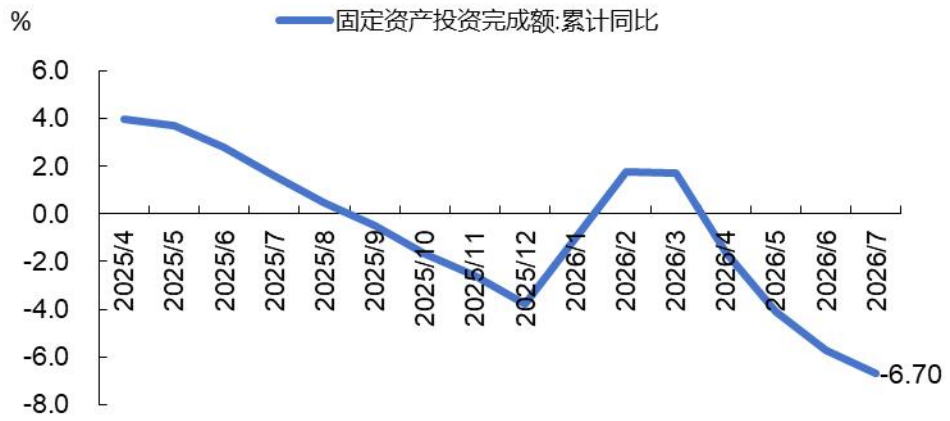
下载日志已记录，仅供内部参考

1 固投增长走弱，高技术投资有亮点

◆ **地产投资深度拖累，基建与制造业投资负增长，但是部分高技术产业投资高增长。**

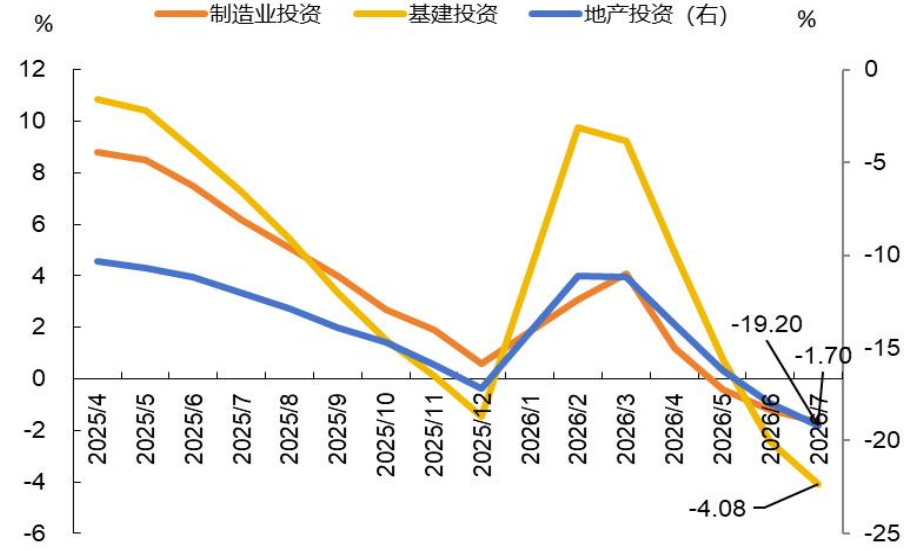
◆ 2026年1-7月固定资产投资累计同比下降6.70%，其中地产、基建与制造业投资累计同比分别下降19.20%、4.08%与1.70%；

图 固投累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 固投细分项累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

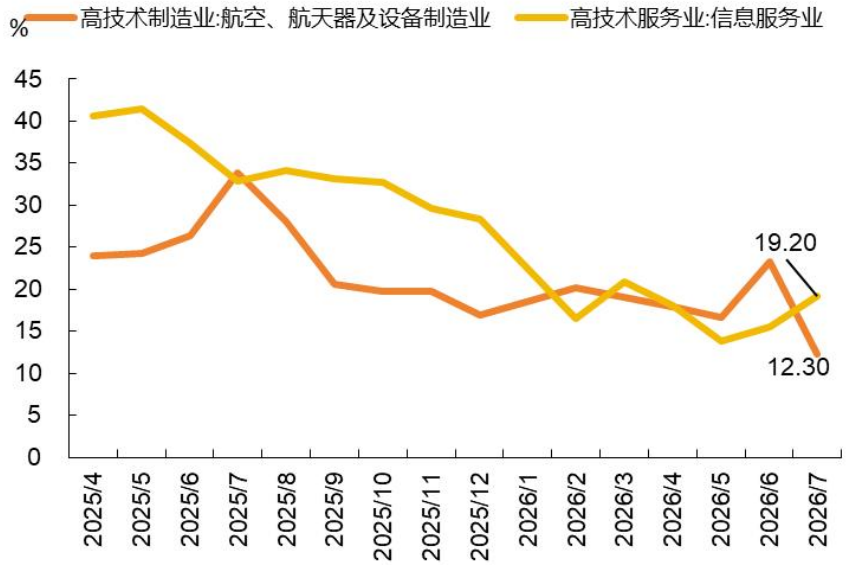
1 固投增长走弱，高技术投资有亮点

◆ **地产投资深度拖累，基建与制造业投资负增长，但是部分高技术产业投资高增长。**

◆ 2026年1-7月固定资产投资累计同比下降6.70%，其中地产、基建与制造业投资累计同比分别下降19.20%、4.08%与1.70%；

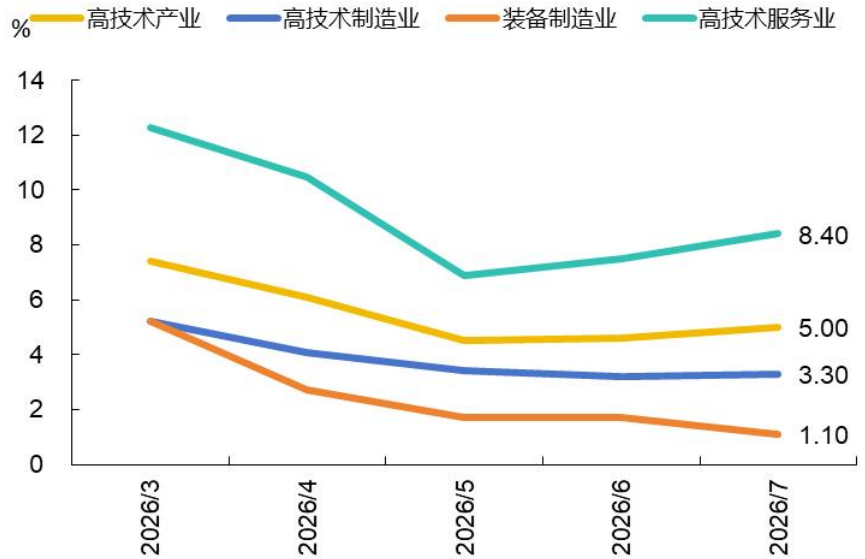
◆ 高技术产业固定资产投资在2026年1-7月累计同比增长5.00%，其中信息服务业、航空航天器及设备制造累计同比增速大于10%。

图 部分高技术固投累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 高技术产业（包含制造与服务业）与装备制造业固投累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

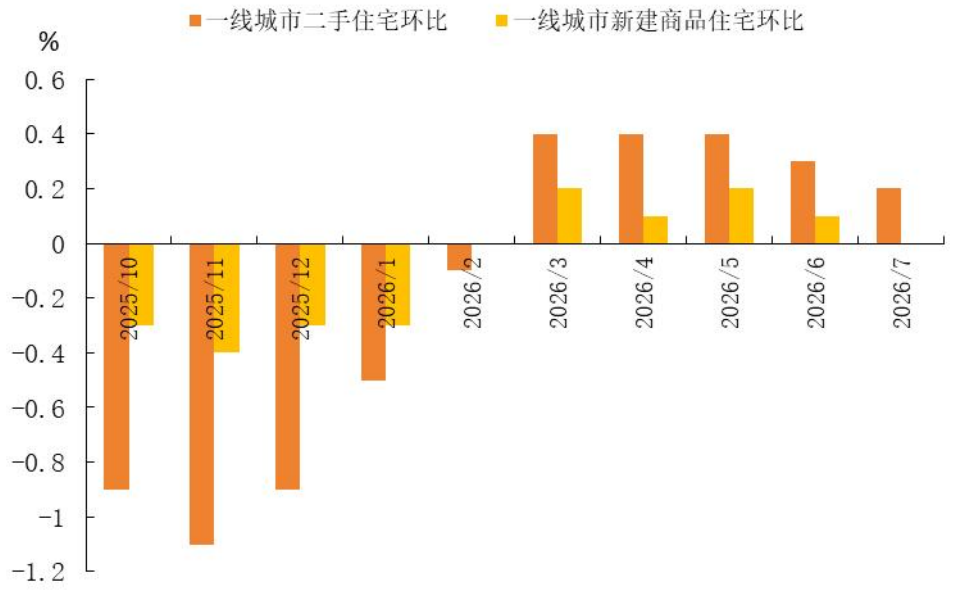
1 固投增长走弱，高技术投资有亮点

◆ 大城市商品房销售量价有所好转，可持续性待观察，我们认为对投资端暂无正面拉动作用。

◆ 一线城市新建与二手住宅房价环比增速自2026年3月份转正；

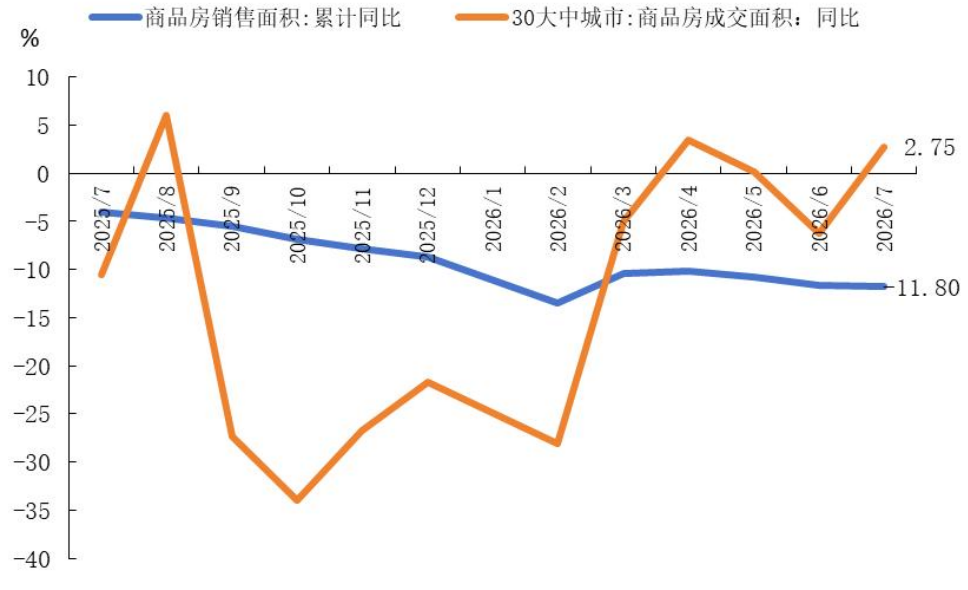
◆ 2026年1-7月全国房地产销售面积累计同比下降11.8%，30大中城市商品房成交面积7月同比增长2.75%。

图 一线城市新建与二手住宅房屋销售价格指数环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 全国商品房销售面积累计同比与30大中城市商品房成交面积单月同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 商品消费走弱，服务消费相对平稳，政府消费有望发力

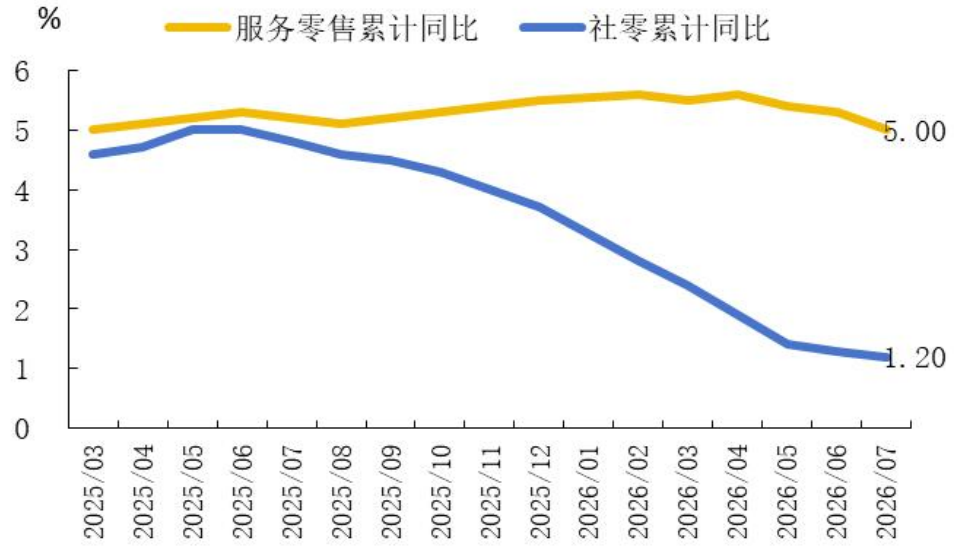
◆ **商品消费走弱，服务消费相对平稳。**

◆ 2026年1-7月社会消费品零售总额累计同比增速持续下滑至1.2%；

◆ 但是服务零售累计同比增长5.0%；

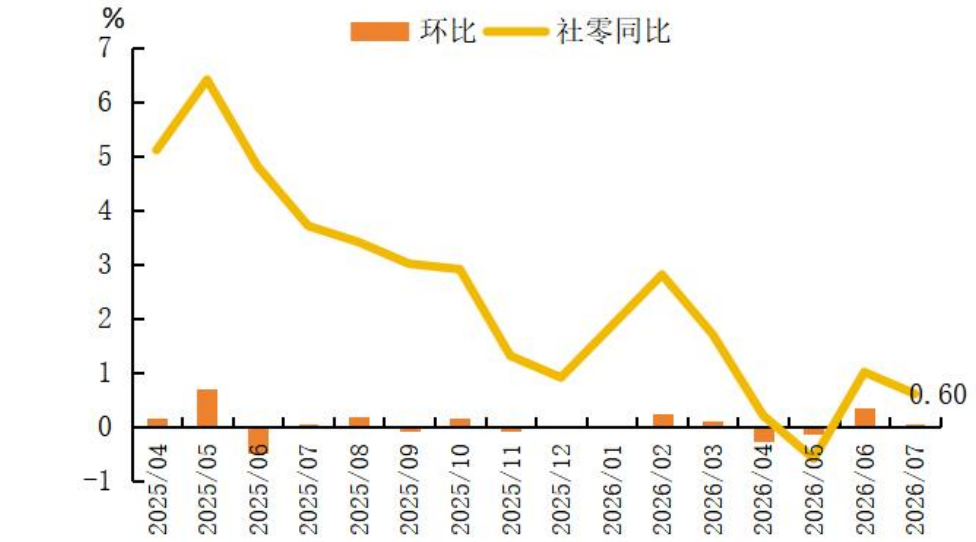
◆ 7月社会消费品零售总额同比增长0.6%，较6月下滑0.4%，其中环比增长0.1%。

图 社会消费品零售总额与服务零售累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 社会消费品零售总额单月同比与环比增速



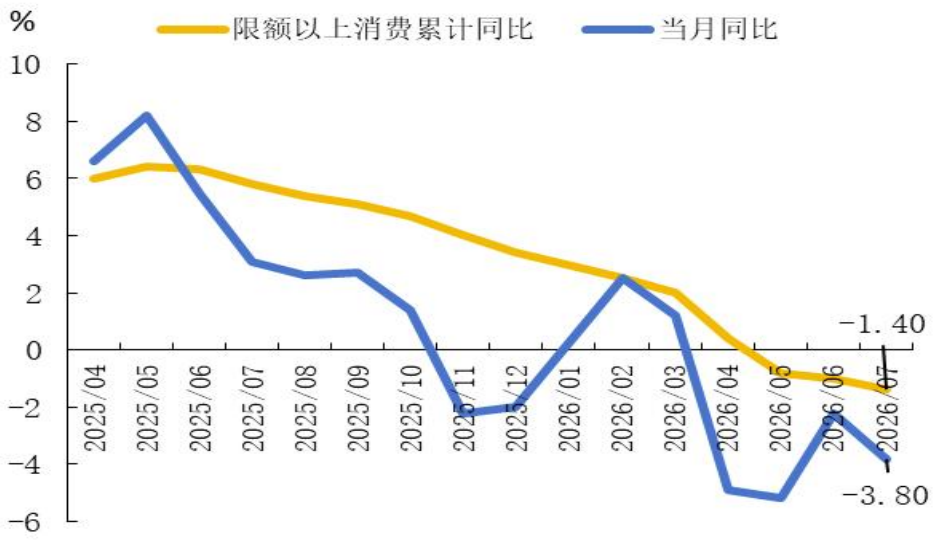
资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 商品消费走弱，服务消费相对平稳，政府消费有望发力

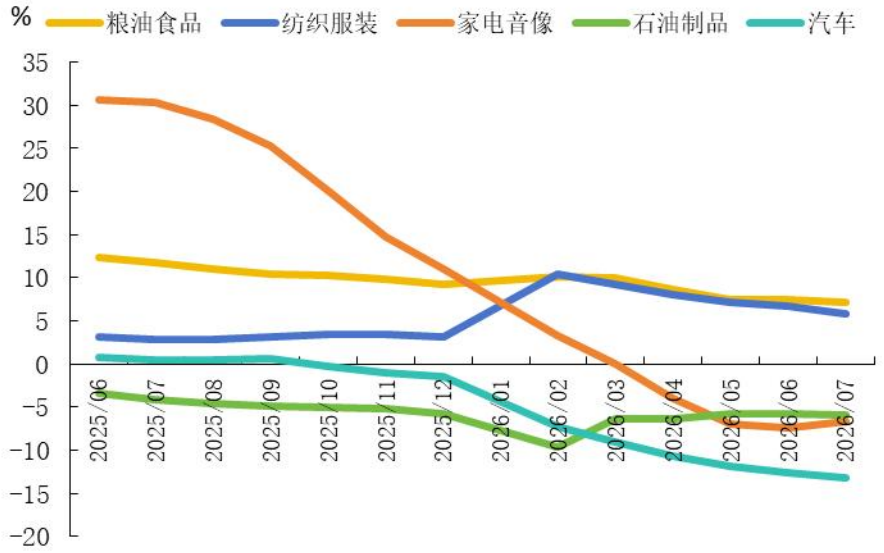
- **中国限额以上企业商品零售累计同比负增长，仅粮油食品与纺织服装具有韧性。**
  - 中国限额以上企业商品零售总额1-7月累计同比下降1.4%，单月同比下降3.8%；
  - 汽车、石油制品、家电音像等累计同比负增长；
  - 粮油食品与纺织服装保持较强韧性，维持5%以上累计同比增速。

图 中国限额以上企业商品零售总额累计同比与当月同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 中国限额以上企业商品零售总额细分项累计同比



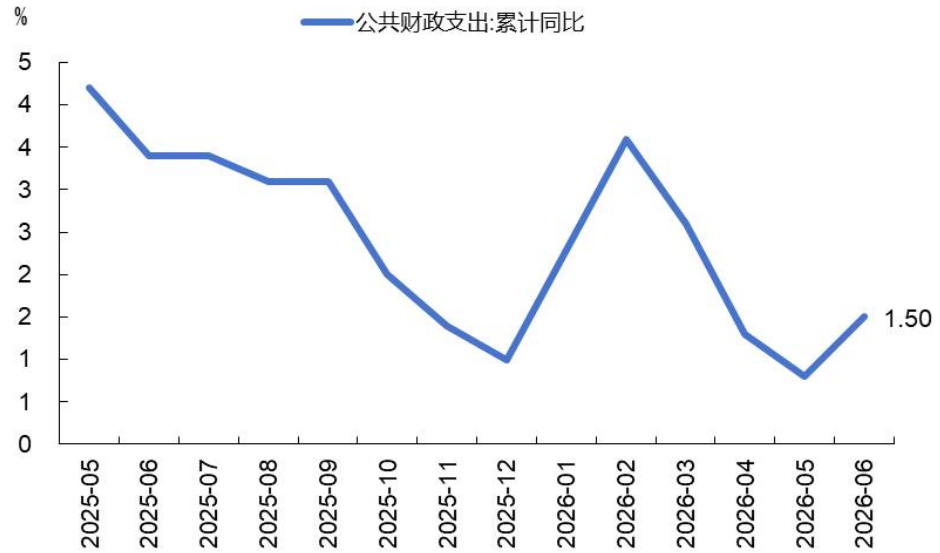
资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 商品消费走弱，服务消费相对平稳，政府消费有望发力

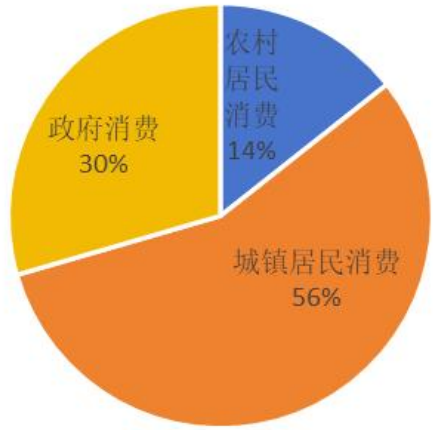
- **政府消费有望对消费提供一定支撑。**
  - 中国公共财政支出1-6月累计同比增长1.5%；
  - 根据2023-2025年数据观察，政府消费占财政支出约80%，政府消费占整体消费约30%；
  - 2026年全国一般公共财政预算支出同比增长为4.4%，将为消费增长提供支撑；

图 公共财政支出累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2024年中国政府消费在最终消费支出中占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 外贸整体高增，部分机电产品表现亮眼

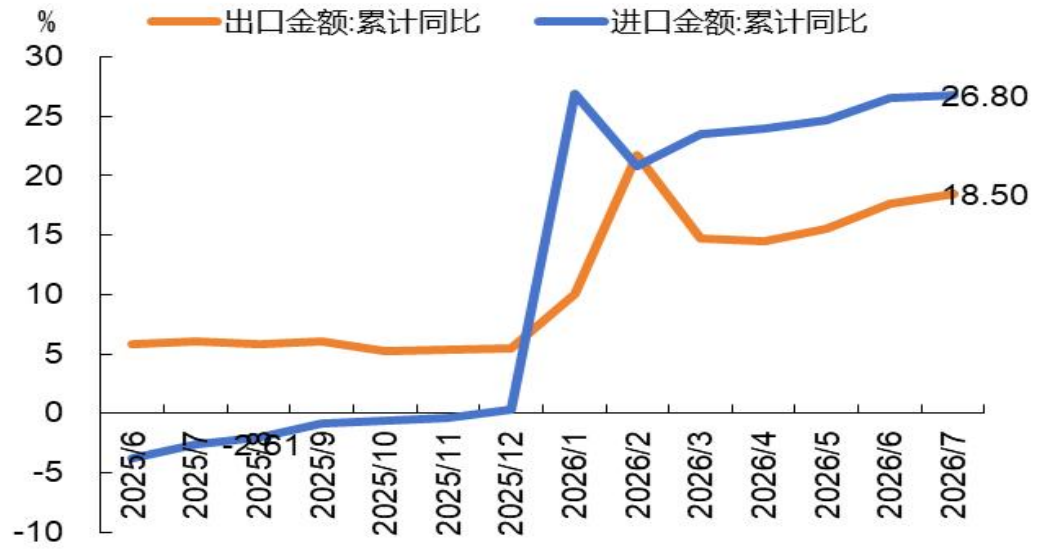
◆ **我国进出口贸易累计同比高增长，进口增速更高。**

◆ 2026年1-7月份进出口总额累计同比提升至21.8%，我们认为是外需好转以及我国全产业链的竞争优势共同导致；

◆ 美日欧制造业PMI自2026年后持续在荣枯线之上，且整体呈抬升态势；

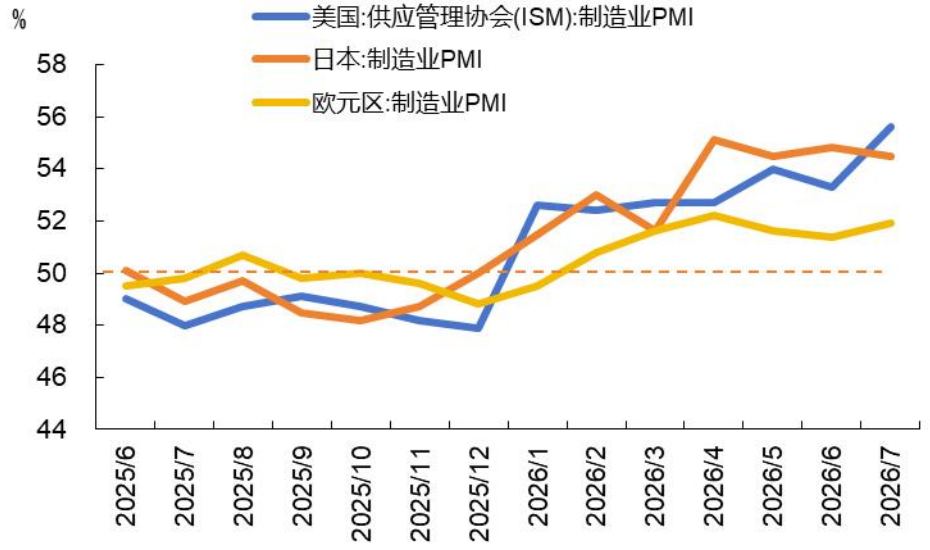
◆ 由于进口累计同比增速高于出口累计同比增速，贸易顺差1-7月累计同比多增仅65.58亿美元。

图 中国出口金额与进口金额累计同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美日欧制造业PMI



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 外贸整体高增，部分机电产品表现亮眼

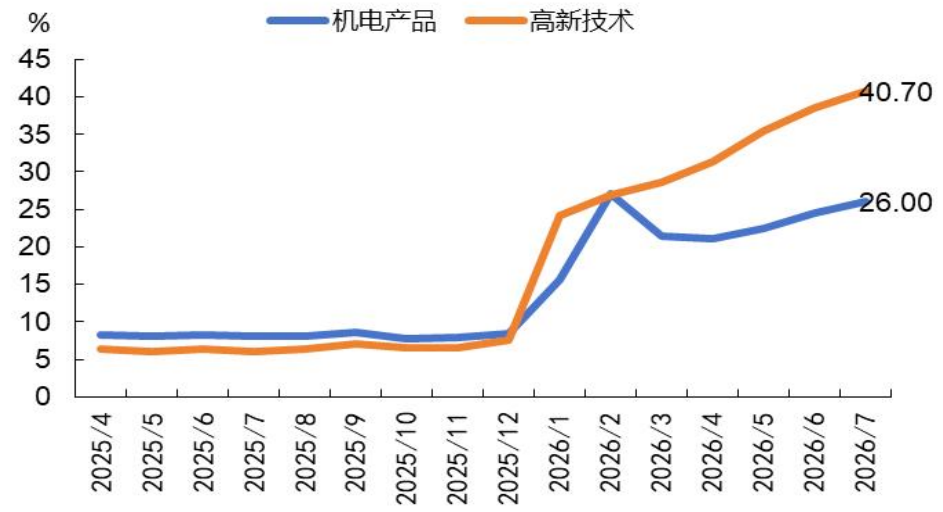
◆ **集成电路、汽车、自动数据处理设备等机电产品以及高新技术产品出口高增长。**

◆ 2026年1-7月份我国机电产品出口金额累计同比增长26.00%，高新技术产品出口金额累计同比增长40.70%；

◆ 部分机电产品如集成电路、汽车、自动数据处理设备出口金额累计同比增速维持超高速增长；

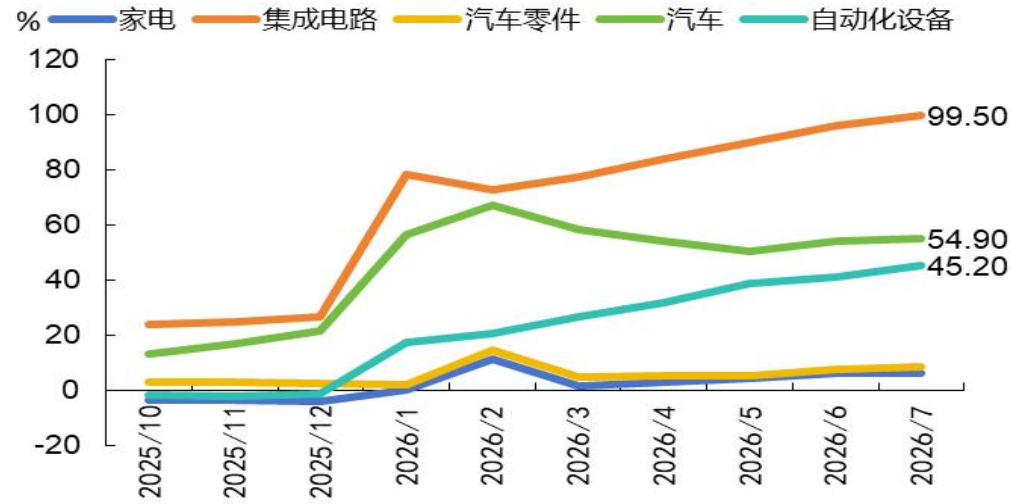
◆ 传统出口商品如纺织、服装、家具、家电、钢材等出口金额累计同比增速较低，部分甚至负增长；

图 我国机电产品与高新技术产品出口累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 部分机电产品出口累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

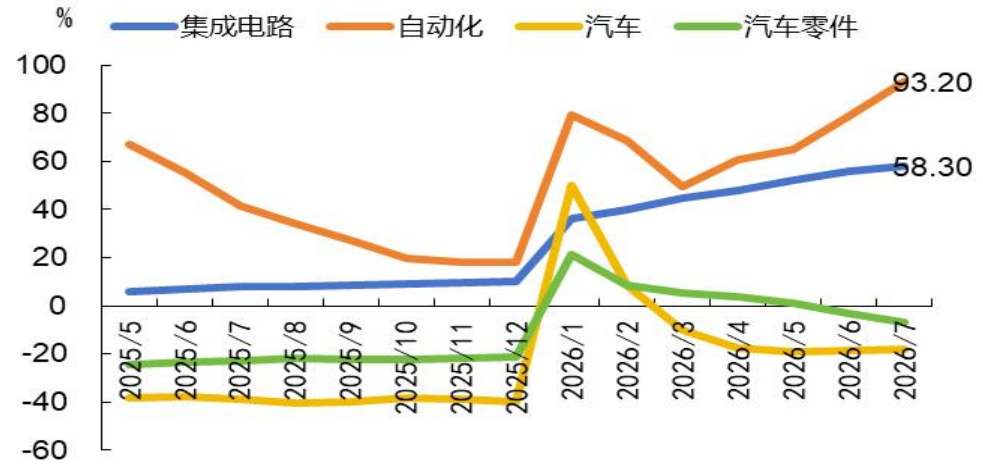
3 外贸整体高增，部分机电产品表现亮眼

◆ 集成电路、自动数据处理设备与铜矿进口高增长。

◆ 2026年1-7月份我国机电产品进口金额累计同比增长34.90%，高新技术产品进口金额累计同比增长42.60%；

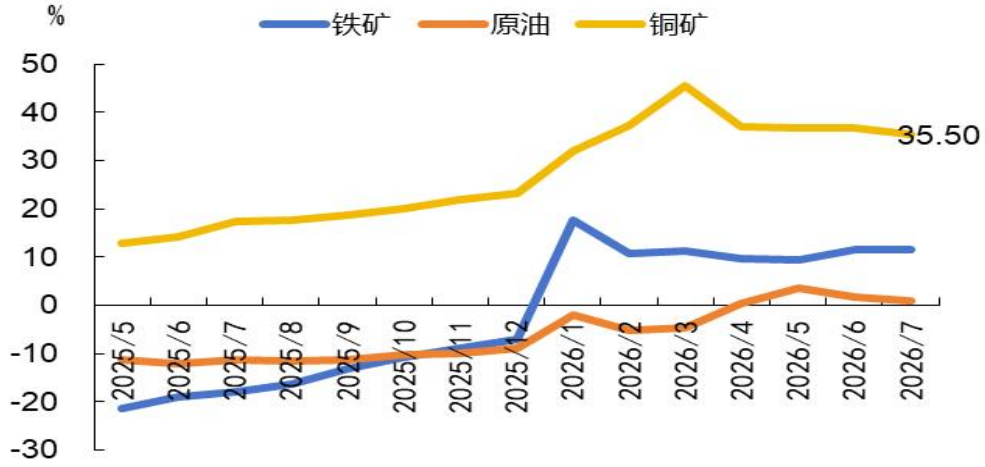
◆ 部分机电产品如集成电路、自动数据处理设备进口金额累计同比增速在50%以上，铜矿进口金额累计同比增长35.5%；

图 我国部分机电产品进口金额累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 我国部分原材料进口金额累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

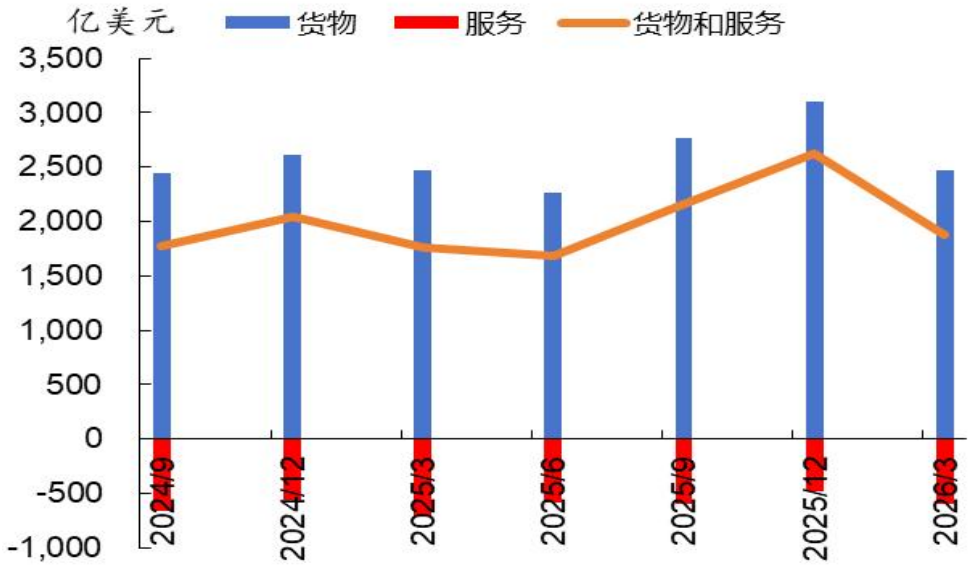
3 外贸整体高增，部分机电产品表现亮眼

◆ 服务贸易保持逆差。

◆ 我国货物贸易虽然长期顺差，但是服务贸易长期保持逆差；

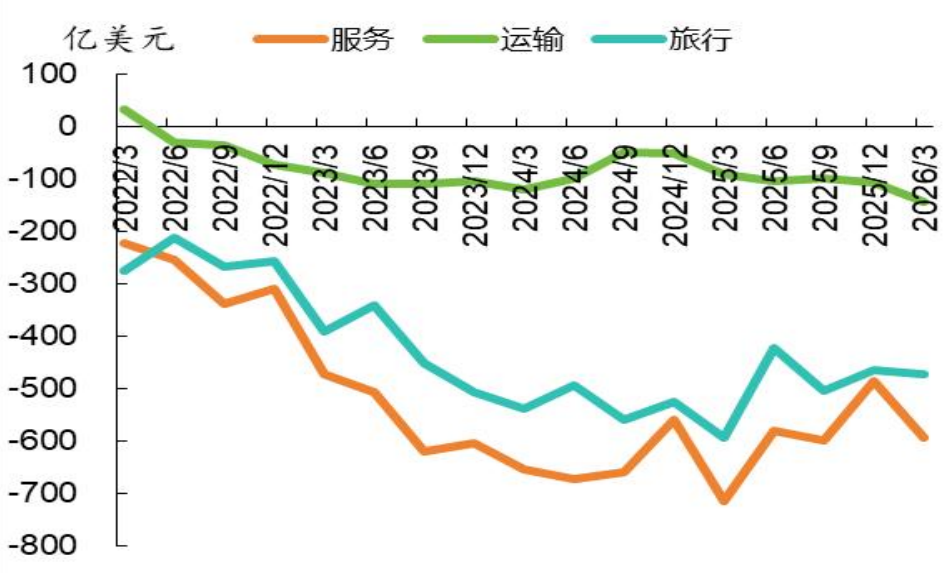
◆ 服务贸易逆差主要是运输与旅行项导致的。

图 我国经常账户货物和服务差额



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 我国经常账户服务差额及其细分



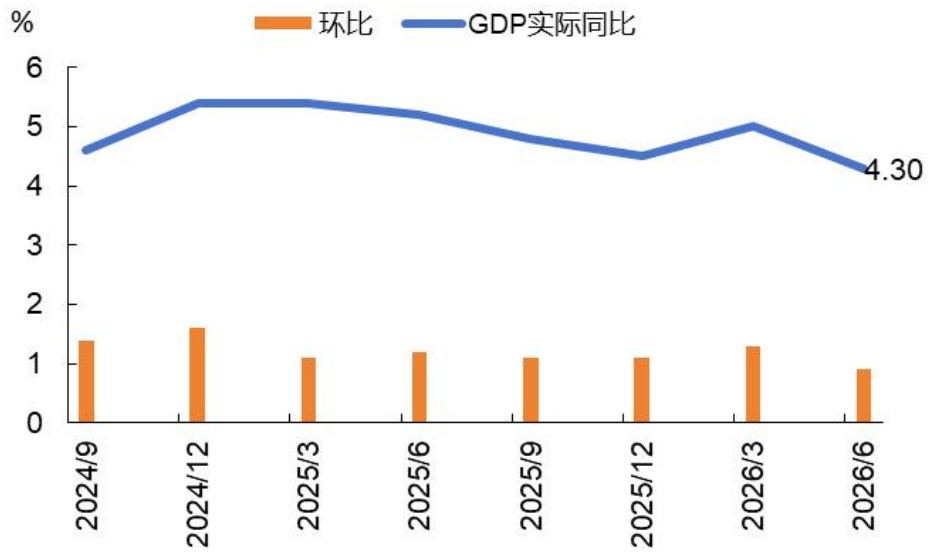
资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 2026年二季度内需拉动放缓，外需拉动平稳

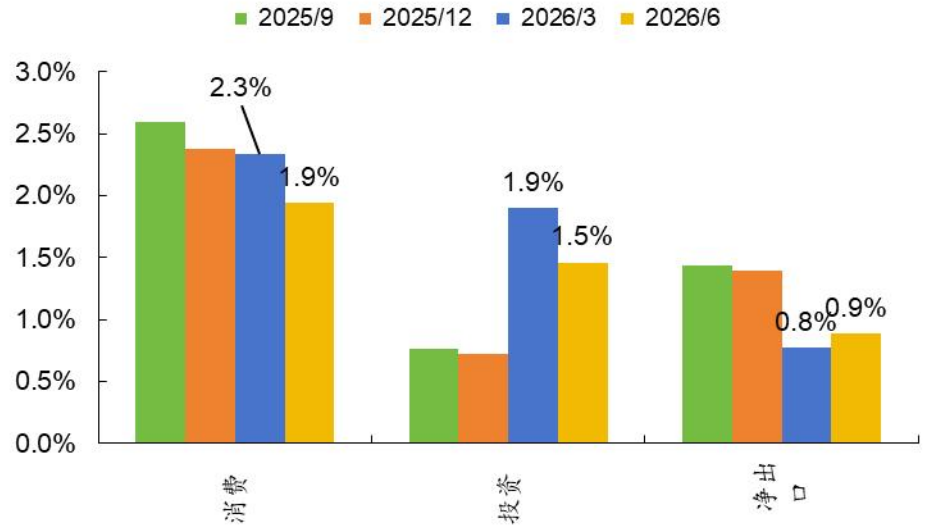
- **2026年GDP二季度相较一季度而言，内需拉动放缓，外需拉动平稳。**
  - GDP二季度同比增长4.3%，较一季度下滑0.7%，环比增长0.9%；
  - 上半年累计同比增长4.7%，全年目标4.5%-5.0%；
  - 二季度相较一季度，消费与投资对GDP拉动率均下降，净出口拉动率保持平稳。

图 GDP当季同比与环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 GDP当季同比拉动率



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 2026年二季度内需拉动放缓，外需拉动平稳

- **展望四季度，净出口有望保持平稳正贡献，消费与投资拉动或下滑。**
  - 展望2026年四季度，我们认为外贸顺差或同比继续小幅增长，但服务贸易逆差或继续收窄，净出口仍然维持正贡献；
  - 展望2026年四季度，我们认为最终消费支出与资本形成总额对GDP当季同比的拉动可能下滑，其中最终消费支出拉动率下降幅度较少，而资本形成总额拉动率降幅稍大。

下载日志已记录，仅供内部参考

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、通胀回落，间接融资需求走弱，人民币强势

下载日志已记录，仅供内部参考

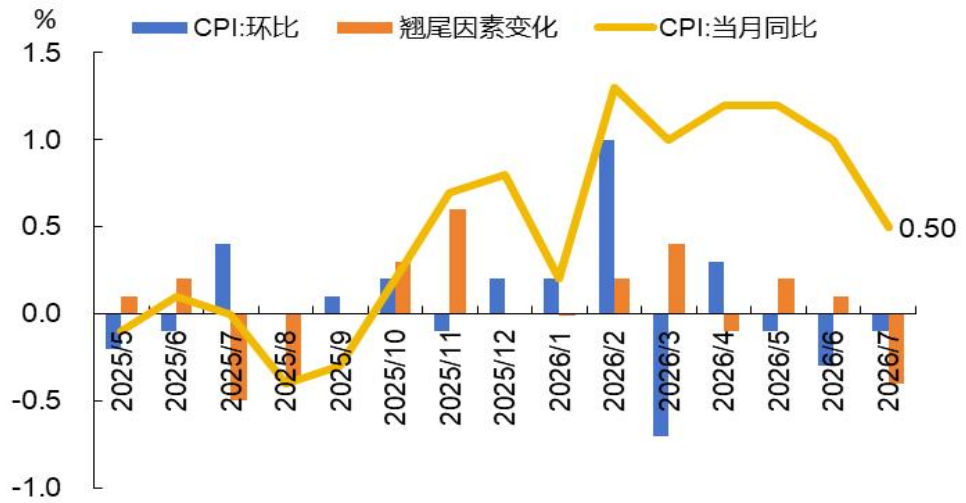
1 我国CPI与PPI同比增速有所回落

◆ **2026年我国CPI同比增速近两月回落。**

◆ 2026年7月CPI同比增速为0.5%，较上月继续回落，CPI环比下降0.1%；

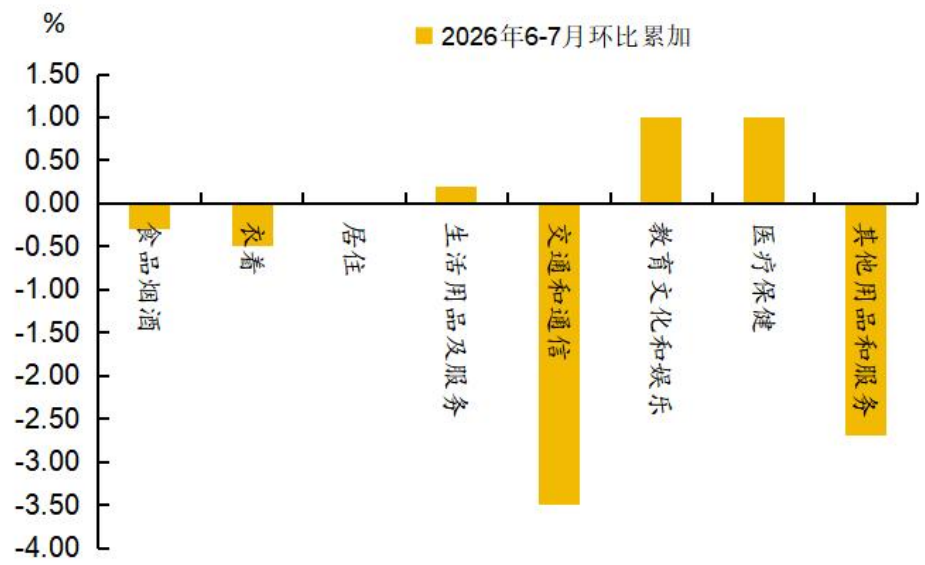
◆ 我们认为6-7月原油价格回落或带动交通出行等部分细分项CPI环比下降，CPI整体环比连续三个月负增长。

图 CPI同比与环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 CPI细分项2026年6-7月环比累加



资料来源：Wind，上海证券研究所

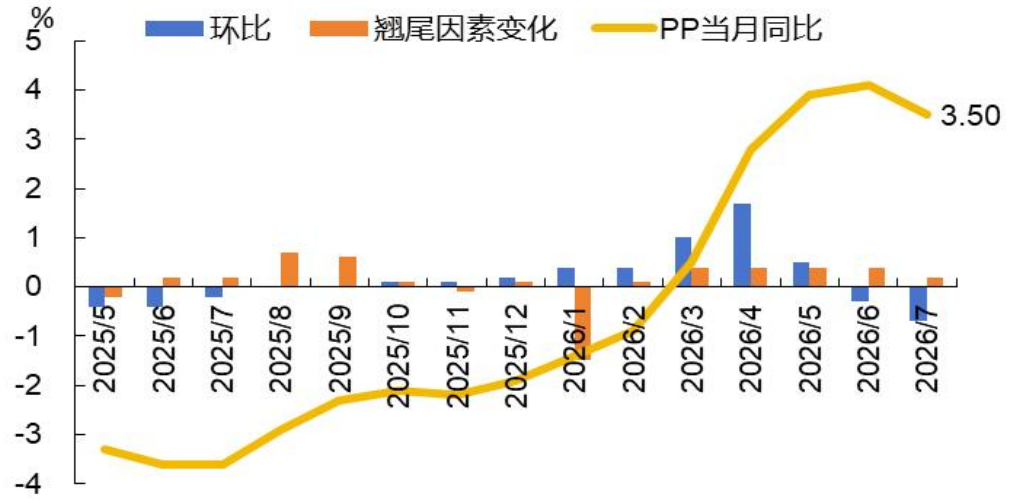
下载日志已记录，仅供内部参考

1 我国CPI与PPI同比增速有所回落

◆ **2026年我国PPI同比增速7月有所回落。**

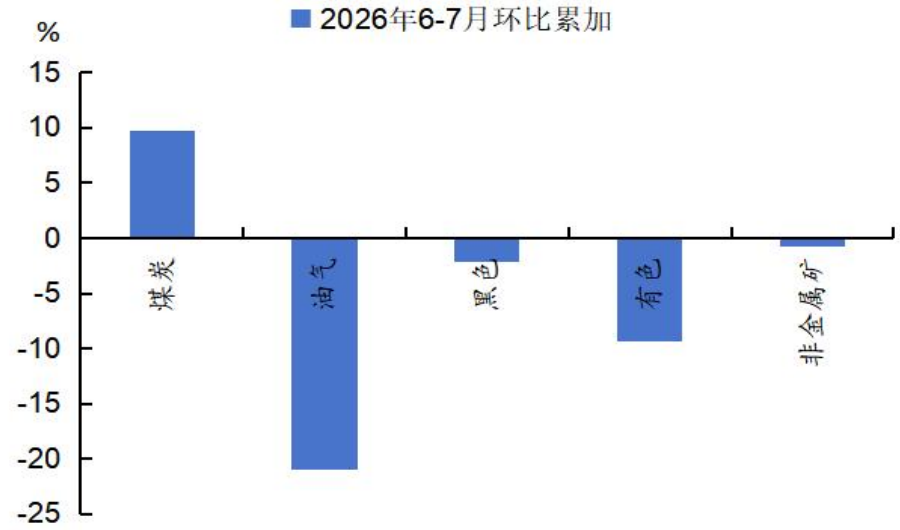
- ◆ 2026年7月PPI同比上涨3.5%，较上月回落0.6%；
- ◆ 我们认为6-7月原油价格回落或带动油气PPI环比下降，PPI整体环比连续两个月负增长。
- ◆ 生产资料尤其是采掘工业与原材料工业PPI在2026年6-7月环比跌价。

图 PPI同比与环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 PPI细分项2026年6-7月环比累加



资料来源：Wind，上海证券研究所

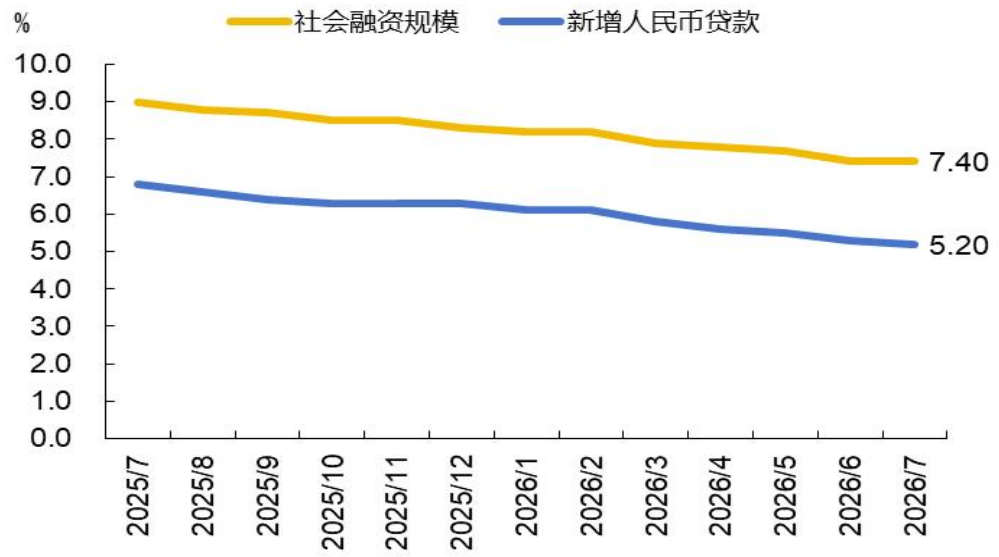
下载日志已记录，仅供内部参考

2 存款高增长且居民活期化意愿不强，间接融资需求走弱

◆ **间接融资需求走弱，直接融资需求尚可。**

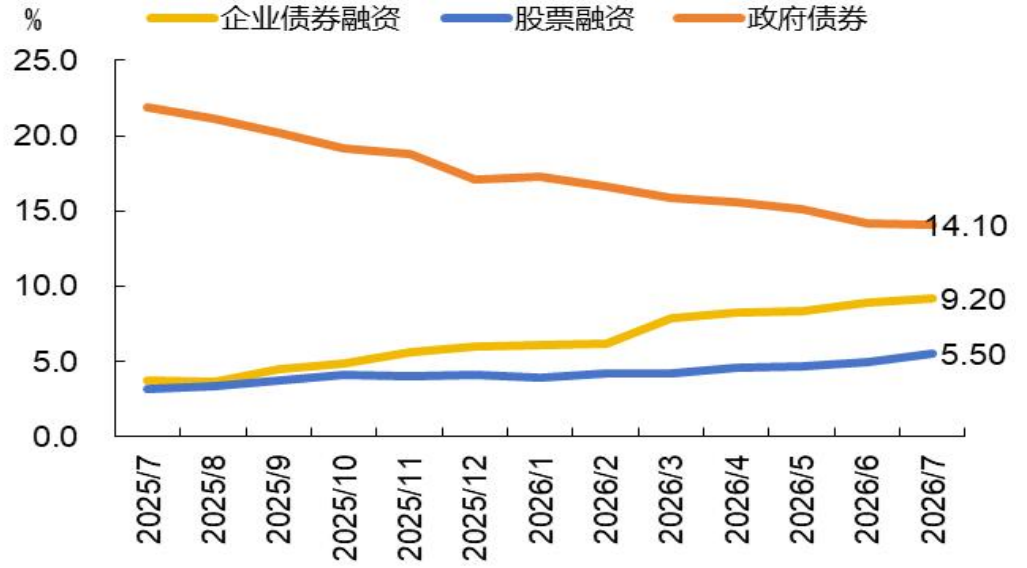
- ◆ 2026年前7个月社融与新增人民币贷款增速持续下滑；
- ◆ 截至2026年7月，政府债券同比增速虽然保持14%以上高位，但趋势也是下滑的；
- ◆ 2026年前7个月企业债券融资增速持续提升。

图 社融与新增人民币贷款存量同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 企业债券、股票融资与政府债券存量同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

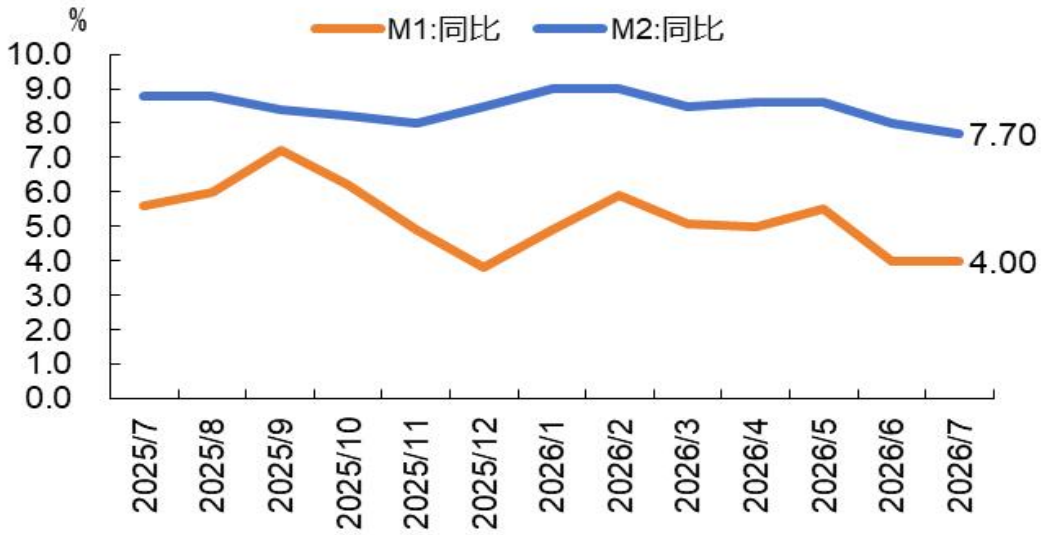
下载日志已记录，仅供内部参考

2 存款高增长且居民活期化意愿不强，间接融资需求走弱

◆ **M2-M1剪刀差收窄，单位活期化意愿降低。**

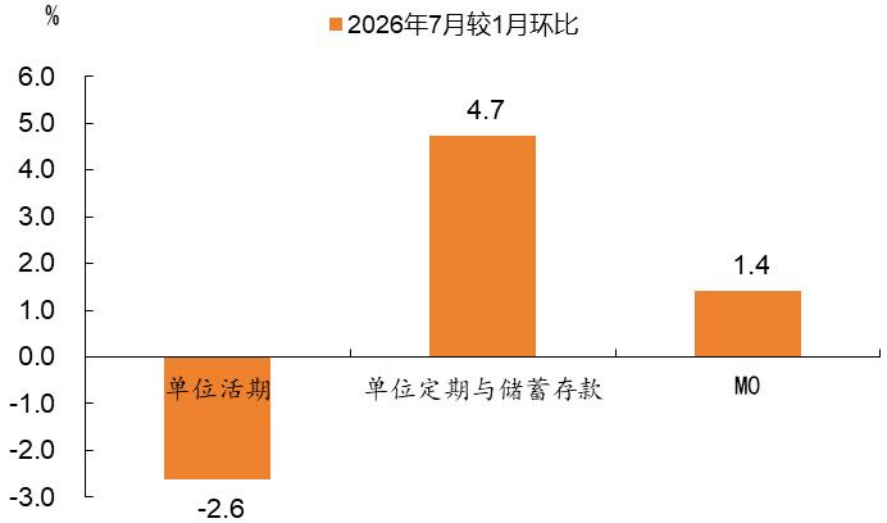
- ◆ 2026年7月M2同比增速7.7%，较1月回落1.3%，其中M2较1月环比增长2.4%；
- ◆ M1同比增速4.0%，较1月回落0.9%，M2-M1剪刀差收窄；
- ◆ 2026年7月较1月相比，单位定期与储蓄存款环比增长4.7%，单位活期环比下降2.6%。

图 M2与M1同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 M2细分项2026年7月较1月环比



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 2026年人民币强势，央行暂未降息降准

◆ **人民币在2026年保持强势。**

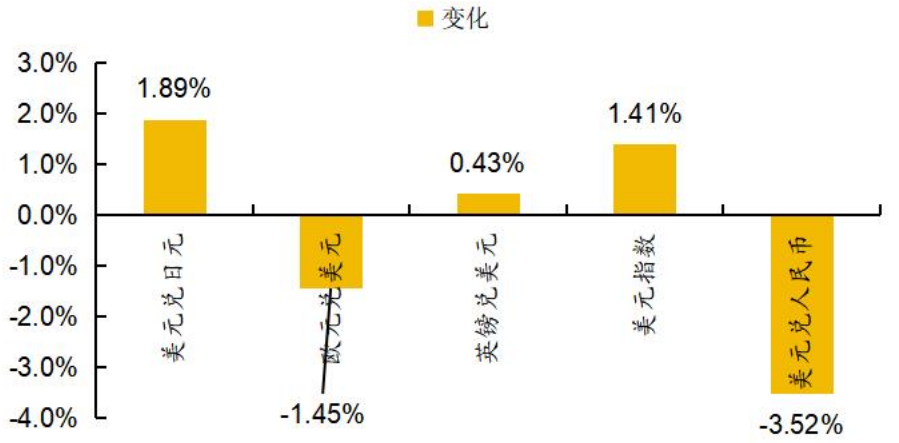
- ◆ 2026年截至8月18日，美元指数升值1.41%，美元兑人民币即期汇率下降3.52%，也即人民币兑美元升值；
- ◆ 同时期，日元、欧元均兑美元贬值，英镑兑美元升值；
- ◆ 以上主流货币中，人民币在2026年表现最为强势。

图 美元指数与美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2026年截至8月18日美元兑主要货币汇率变化幅度



资料来源：Wind，上海证券研究所

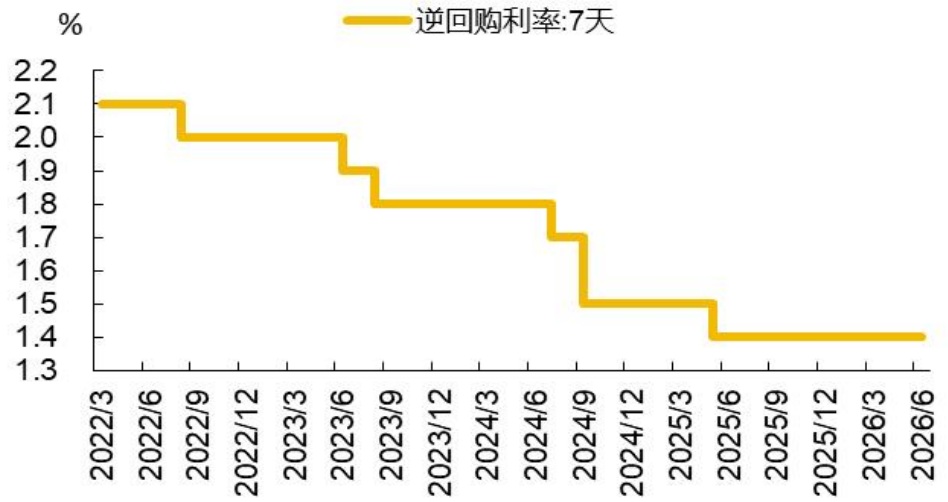
下载日志已记录，仅供内部参考

3 2026年人民币强势，央行暂未降息降准

◆ **2026年暂未启动降息降准**

- ◆ 7天逆回购利率自2025年5月以来未变，为1.4%；
- ◆ 中国加权平均存款准备金率目前为6.2%。

图 7天逆回购利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 中国加权平均存款准备金率



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 短端利率调控机制不断完善，保持金融总量合理增长

- **完善短端利率调控机制：框架更加清晰，近两年来DR001也一直运行在临时正/逆回购利率区间内。**
  - 一是明确7天期逆回购操作利率是主要政策利率，传递短端利率调控的目标水平。2024年7月，公开市场7天期逆回购操作从竞争性利率招标调整为固定利率、充分满足一级交易商需求，消除了操作利率变化的不确定性，利率水平作为短端利率定价“锚”的作用进一步增强。
  - 二是淡化中期借贷便利（MLF）等工具的政策利率属性。1年期MLF曾经作为中期政策利率。2024年明确主要政策利率后，中国人民银行将MLF从固定利率操作改为利率招标，并最终采用多重价位招标方式，MLF利率完全退出政策利率功能。
  - 三是调控的目标利率逐步转向货币市场隔夜利率。2025年起，短端利率调控目标从过去的DR007逐步转向DR001，2026年以来进一步向市场明确传递了目标利率转隔夜的信号。
  - 四是操作工具期限更为灵活。在7天期逆回购和1年期MLF的基础上，增加3个月、6个月期逆回购操作，健全短中长期搭配的基础货币投放机制，更好满足不同期限的流动性需求。
  - 五是完善利率走廊性质的辅助调控工具。2024年7月增设临时隔夜正/逆回购操作，操作利率设定为政策利率减20个基点和加50个基点，区间比超额准备金与常备借贷便利（SLF）的利率组成的利率走廊更窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 短端利率调控机制不断完善，保持金融总量合理增长

- **潘功胜行长在2026年6月的陆家嘴论坛上宣布了继续完善短端利率调控机制的两项措施。**
  - 第一项措施是优化临时正/逆回购工具的使用机制。
    - 一方面，操作利率区间更窄，从宽度70个基点收窄为政策利率加减25个基点的对称区间，既反映了货币市场短端利率运行更加平稳，也体现了央行对短端利率调控更加精准。
    - 另一方面，操作更加机制化，包括明确工具的触发条件，由此前的央行视情开展操作，改为DR001持续突破临时正/逆回购操作利率时启动；提前操作时间窗口，从此前的下午4:00-4:20优化为3:00-3:30，给金融机构留出更多应对时间，并与市场交易习惯更好衔接。
  - 第二项措施是适时增加隔夜逆回购操作品种。
    - 多年来公开市场操作主力操作品种是7天期逆回购；随着金融市场发展，操作频率也从最初的每周一次增加到每日操作。近些年，货币市场回购交易中的隔夜占比已逾 90%，隔夜融资成为机构流动性管理的重要手段，特别是在月末、税期等时点，部分机构的短期流动性需求可能只有两三天，在这些时点选用隔夜操作可以提高流动性管理效率、降低金融机构成本。
    - 中国人民银行应市场需要增加隔夜逆回购操作品种，并在今年6月末首次开展操作。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 短端利率调控机制不断完善，保持金融总量合理增长

- **下一阶段货币政策主要思路**
  - 一是保持金融总量合理增长。继续实施好适度宽松的货币政策，发挥增量政策和存量政策集成效应；把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量；把握好政策实施的力度、节奏和时机，持续营造适宜的货币金融环境；密切关注海外主要央行货币政策变化。
  - 二是充分发挥货币信贷政策导向作用。用好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对科技创新、绿色、养老、民营中小微企业、乡村振兴等重点领域的金融支持。
  - 三是把握好利率、汇率内外均衡。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制。促进社会综合融资成本低位运行。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
  - 四是加快金融市场制度建设和高水平对外开放。持续增强债券市场功能和服务实体经济能力，高质量建设债券市场“科技板”，稳慎推进柜台债券业务发展，支持更多符合条件的境外主体发行熊猫债券。
  - 五是积极稳妥防范化解金融风险。按照市场化、法治化原则，稳妥有序推进重点领域金融风险处置。

下载日志已记录，仅供内部参考

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

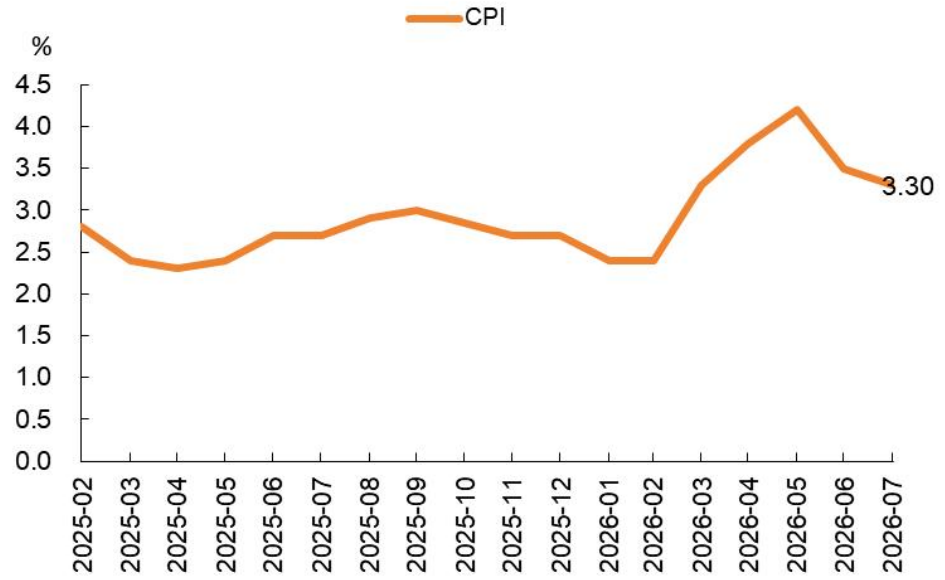
三、美国通胀下行，就业稳定，美联储加息概率下降

下载日志已记录，仅供内部参考

1 美国7月CPI同比增速继续回落，核心CPI环比增长平稳

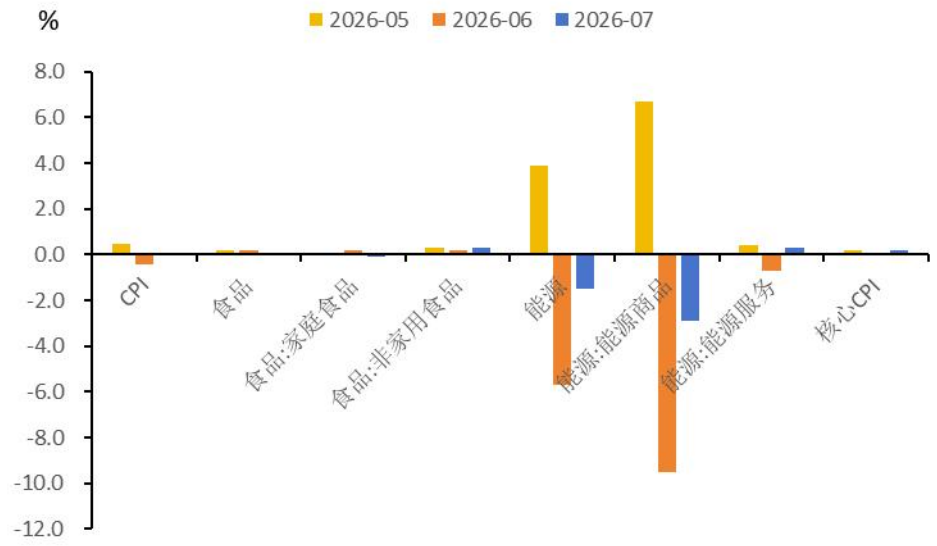
- **美国7月份CPI同比增速继续回落，美国核心CPI环比增长平稳。**
  - 2026年7月美国CPI同比增速为3.3%，连续第2个月回落，但仍高于2%的美联储目标；
  - 能源商品CPI连续两个月环比跌价；
  - 核心CPI环比增速较为平稳，在2026年1-7月平均仅0.21%。

图 美国CPI同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国CPI细分项环比



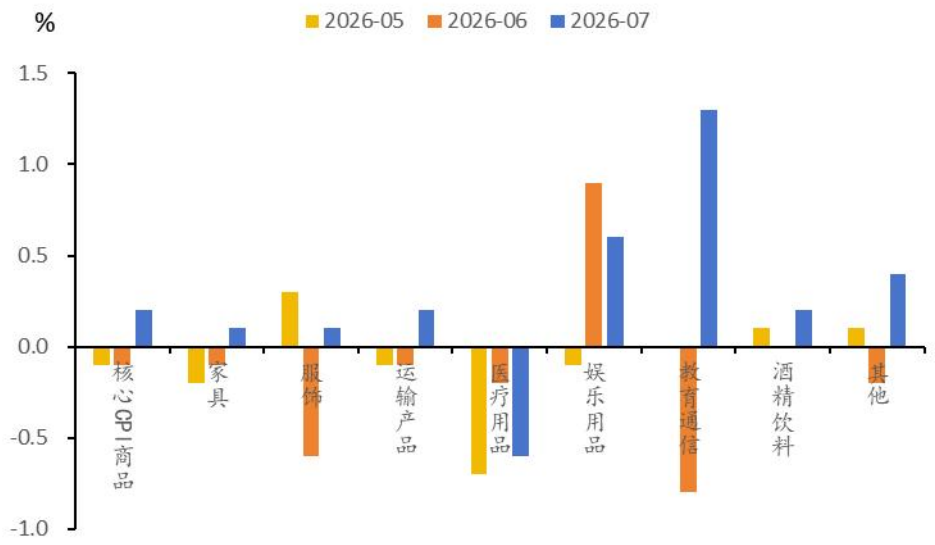
资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1 美国7月CPI同比增速继续回落，核心CPI环比增长平稳

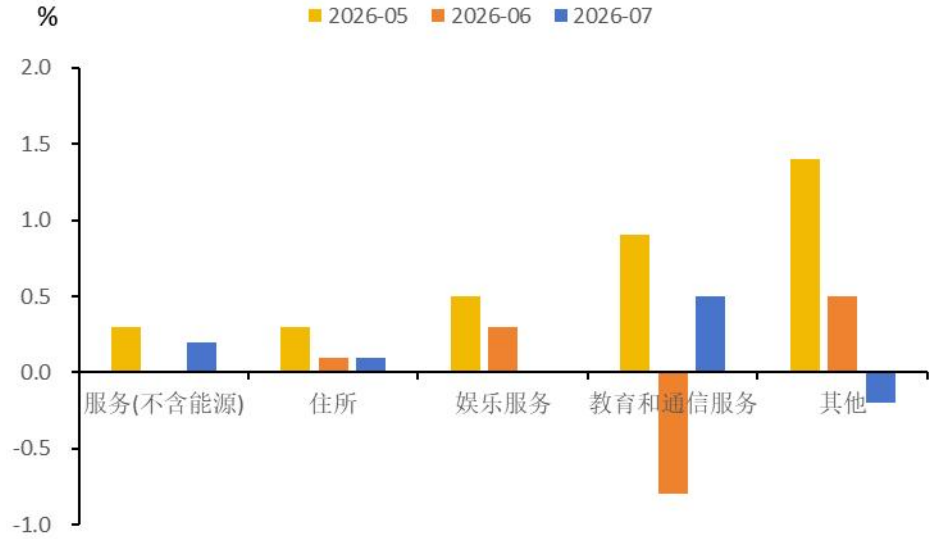
- **美国7月份CPI同比增速继续回落，美国核心CPI环比增长平稳。**
  - 核心CPI商品项接近零增长，2026年1-7月月平均环比增速为0.03%；
  - 核心CPI服务项增速可控，2026年1-7月月平均环比增速为0.27%。

图 美国核心CPI商品细分项环比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图美国核心CPI服务细分项环比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1 美国7月CPI同比增速继续回落，核心CPI环比增长平稳

- **伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡新的海上通航路线非常接近达成协议，但是霍尔木兹海峡开放仍然具有不确定性。**
  - 伊朗外交部长阿巴斯·阿拉格齐8月8日表示，谈判代表接近于商定船舶进出波斯湾使用的临时航道。
  - 伊朗塔斯尼姆通讯社8日援引伊朗伊斯兰革命卫队发言人的话报道说，重开霍尔木兹海峡与伊朗同阿曼之间的谈判无关，而是取决于美国是否完全接受伊朗的条件，并停止干涉地区谈判。

图 WTI原油期货价格



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

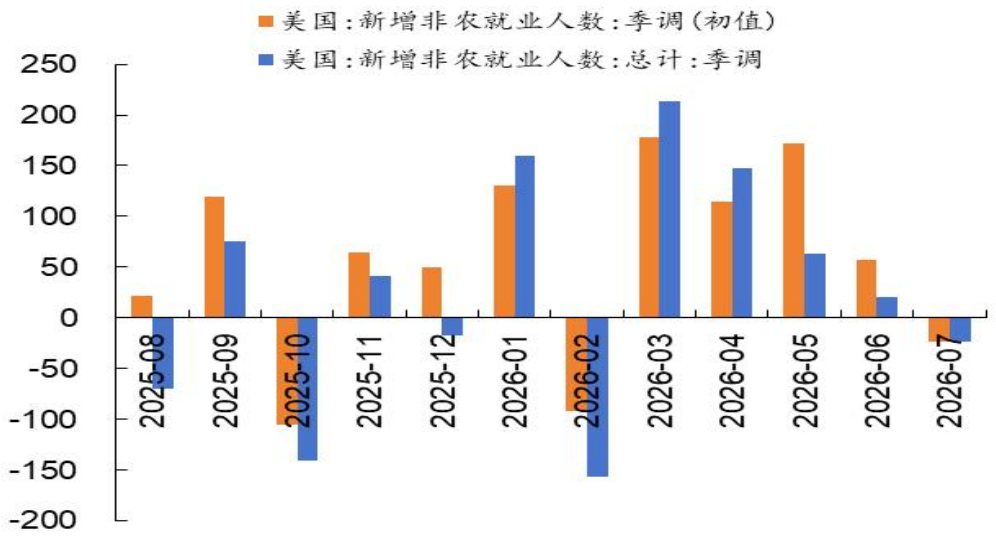
2 美国就业形势稳定，7月非农表现低于预期

◆ **世界杯效应衰退，美国非农7月不及预期负增长。**

◆ 2026年7月非农减少2.3万人，不及预期的+8万人，并且下修5、6月新增非农就业人数分别为6.3万人与2.0万，较初值17.2万与5.7万有大幅下降；

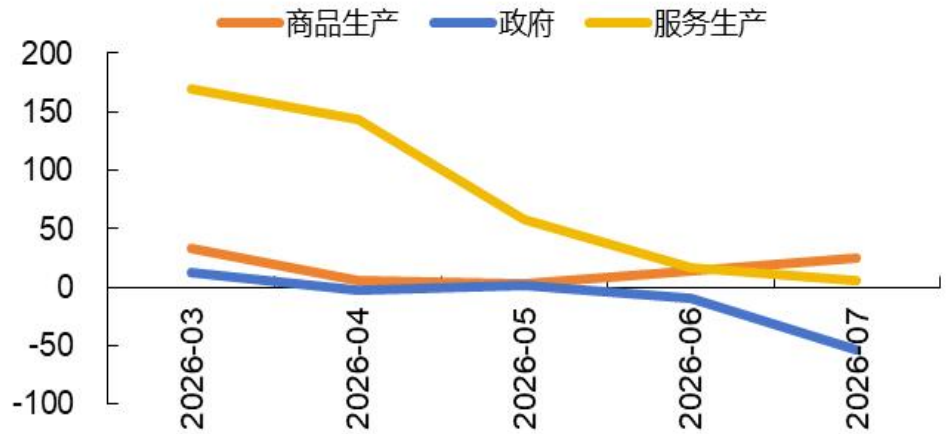
◆ 7月新增非农为负值，是因为政府部门减少5.3万人，我们认为这与世界杯在7月中下旬结束有较大关系。

图 美国非农数据（千人）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国非农细分数据（千人）



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

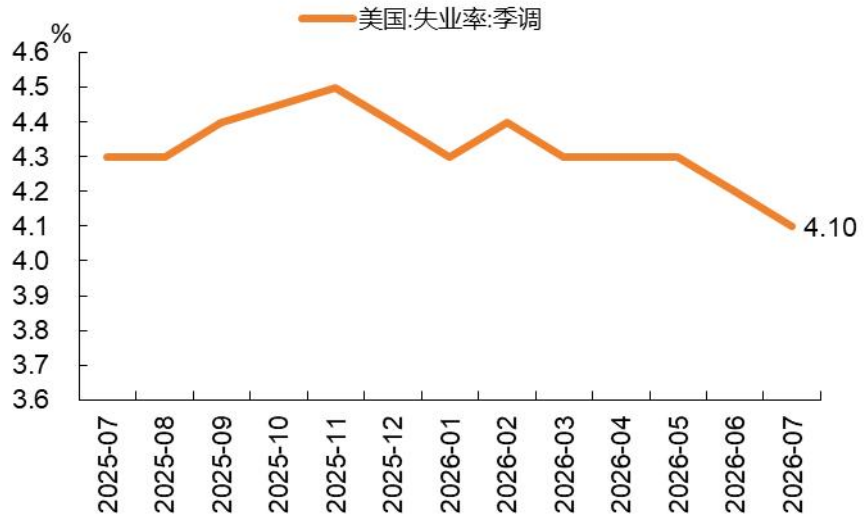
2 美国就业形势稳定，7月非农表现低于预期

◆ **2026年美国失业率稳中有降。**

◆ 2026年美国失业率稳中有降，7月为4.1%，较2025年12月的4.4%下滑0.3%；

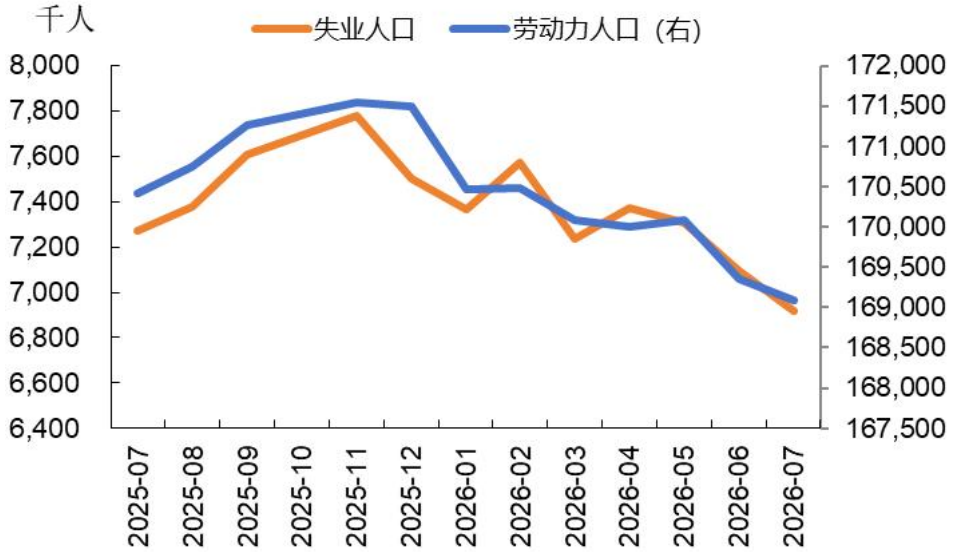
◆ 其中，7月较2025年12月比，失业人口下降7.8%，劳动力人口下降1.4%。

图 美国失业率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国失业人口与劳动力人口



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 美国就业形势稳定，7月非农表现低于预期

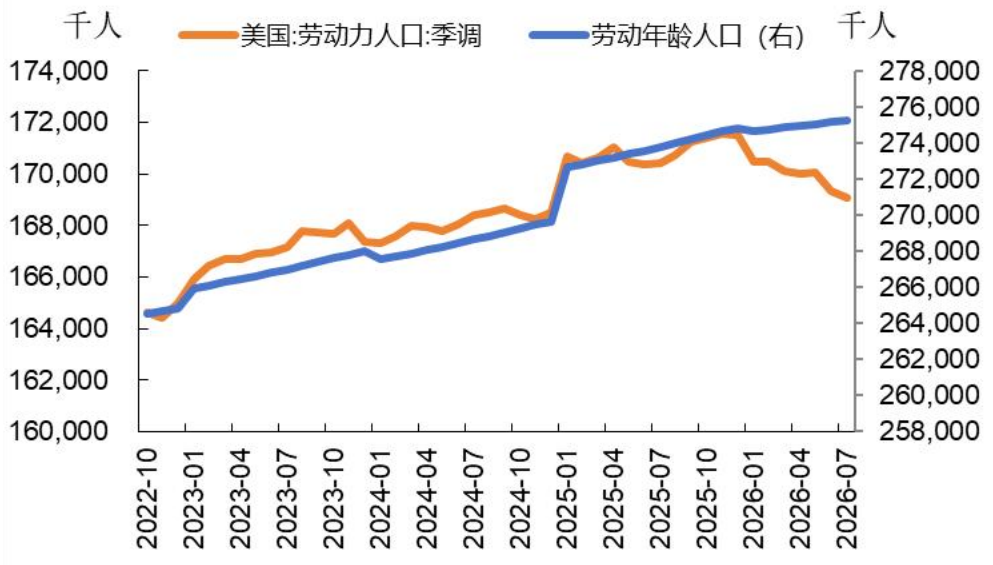
- **2026年美国劳动参与率持续下降。**
  - 2026年美国劳动参与率持续下降，7月为61.4%，较2025年12月的62.4%下滑1.0%；
  - 其中，7月较2025年12月比，劳动力人口下降1.4%，劳动年龄人口提升0.2%。

图 美国劳动参与率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国劳动力人口与劳动年龄人口



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

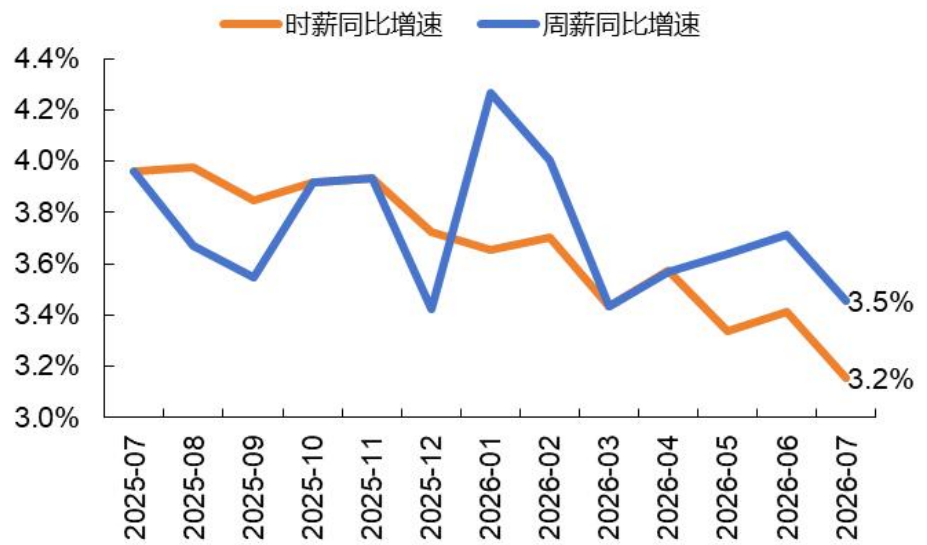
2 美国就业形势稳定，7月非农表现低于预期

◆ **2026年美国薪资同比增速下滑，劳动力市场供需平衡。**

◆ 2026年美国时薪与周薪同比增速整体下滑，不过仍然在3%以上；

◆ 2026年美国职位空缺/失业人口有所提升，目前在1以上。

图 美国时薪与周薪同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国职位空缺/失业人口



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 GDP二季度环比增速有所走弱

- **GDP二季度环比增速有所走弱，但是个人消费与非住宅投资表现不错。**
  - 美国二季度GDP环比折年率下滑，其中个人消费表现强劲，环比折年率大幅提升；
  - 二季度私人投资拉动率下降，但是非住宅投资环比折年率达到8%以上；
  - 二季度，进口环比折年率大于出口环比折年率，净出口拉动率是负的；政府支出环比折年率是负增长。

图 美国GDP环比拉动率（%）

	个人消费	私人投资	净出口	政府支出	实际GDP环比折年率
2026-06	2.12	0.53	-1.01	-0.14	1.50
2026-03	0.37	1.35	-0.37	0.74	2.10
2025-12	1.30	0.40	-0.22	-0.99	0.50
2025-09	2.34	0.03	1.62	0.38	4.40
2025-06	1.68	-2.66	4.83	-0.01	3.80
2025-03	0.42	3.79	-4.68	-0.17	-0.60
2024-12	2.61	-1.26	-0.06	0.57	1.90
2024-09	2.66	0.18	-0.41	0.92	3.30
2024-06	2.61	1.44	-1.04	0.57	3.60
2024-03	1.17	-0.29	-0.42	0.39	0.80

资料来源：Wind，上海证券研究所

图 美国GDP及其细分项环比折年率（%）

	GDP	个人消费	国内私人投资	非住宅投资	住宅投资	出口	进口	政府支出
2026-06	1.50	3.20	3.00	8.40	1.50	4.50	11.50	-0.80
2026-03	2.10	0.50	7.90	10.60	-7.80	10.90	11.80	4.40
2025-12	0.50	1.90	2.30	2.40	-1.70	-3.20	-1.00	-5.60
2025-09	4.40	3.50	0.00	3.20	-7.10	9.60	-4.40	2.20
2025-06	3.80	2.50	-13.80	7.30	-5.10	-1.80	-29.30	-0.10
2025-03	-0.60	0.60	23.30	9.50	-1.00	0.20	38.00	-1.00
2024-12	1.90	3.90	-6.80	-3.70	4.30	-0.90	-0.20	3.30
2024-09	3.30	4.00	0.90	3.50	-4.80	8.90	10.10	5.40
2024-06	3.60	3.90	8.20	2.50	-2.00	0.70	8.40	3.30
2024-03	0.80	1.70	-1.60	1.50	8.20	4.60	6.90	2.30

资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 美联储加息概率下降

- **美联储7月议息会议维持利率不变，但是部分投票支持加息。**
  - 美国东部时间7月29日下午两点，美联储发布FOMC声明，维持利率不变，同时保持充足准备金的政策，维持流动性稳定；
  - 失业率基本保持不变，经济活动持续稳健增长，而通胀相对于委员会设定的2%目标仍居高不下；
  - 关于货币政策前景，许多参与者评估，如果通胀不下降，政策紧缩可能成为必要。一些参与者评论说，目前的金融环境可能还不够严格，无法促使通胀率回落至2%。会议上支持提高联邦基金利率目标区间的少数与会者认为，这样做可能有助于避免后续阶段采取更陡峭且可能代价更高的紧缩措施；
  - 三名成员投票反对维持联邦基金利率目标区间的决定，更倾向于在本次会议上将目标区间提高25个基点。

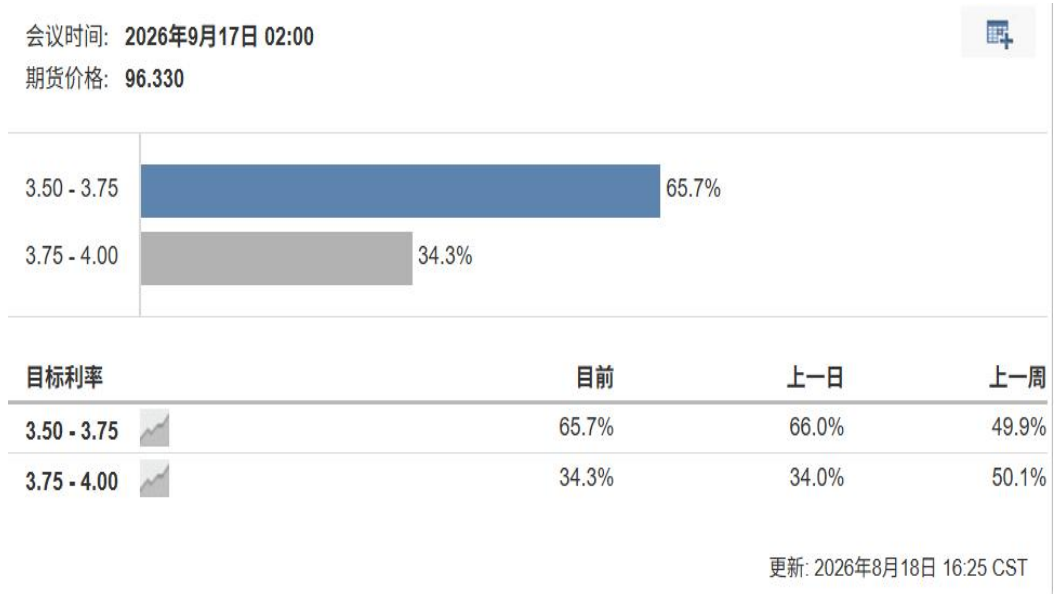
下载日志已记录，仅供内部参考

4 美联储加息概率下降

◆ **我们认为美国通胀水平回落，就业数据低于预期，美联储加息概率下降。**

- ◆ 基于30天联邦基金期货价格，截至8月18日，美联储9月加息概率为34.3%，较上一周的50.1%下降；
- ◆ 基于30天联邦基金期货价格，截至8月18日，美联储12月加息概率为68.2%，虽然较上一周的81.3%下降，但仍大于50%。

图 美联储2026年9月加息概率

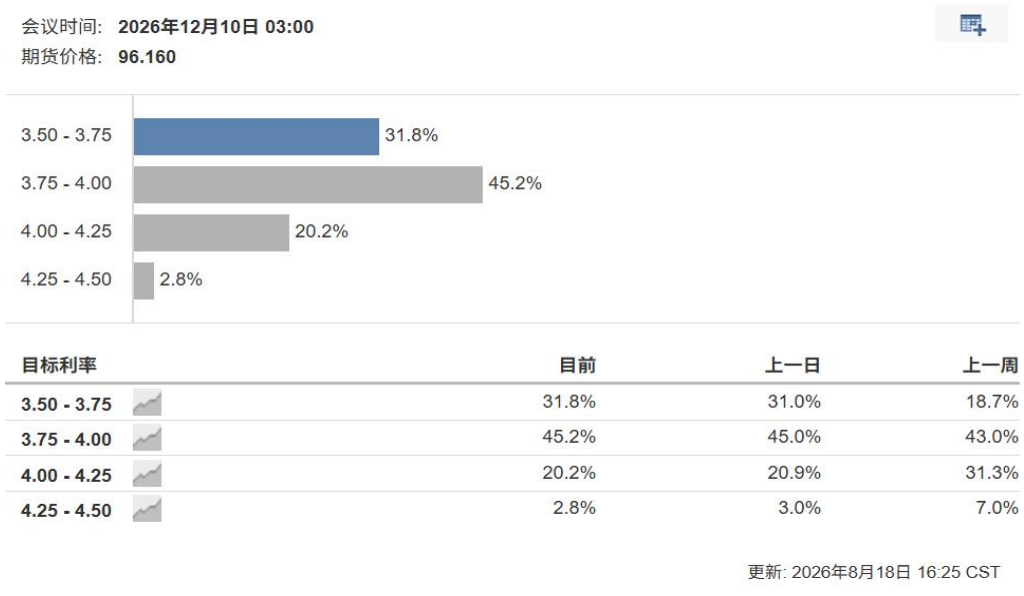


目标利率	目前	上一日	上一周
3.50 - 3.75	65.7%	66.0%	49.9%
3.75 - 4.00	34.3%	34.0%	50.1%

更新: 2026年8月18日 16:25 CST

资料来源：英为财情，上海证券研究所

图 美联储2026年12月加息概率



目标利率	目前	上一日	上一周
3.50 - 3.75	31.8%	31.0%	18.7%
3.75 - 4.00	45.2%	45.0%	43.0%
4.00 - 4.25	20.2%	20.9%	31.3%
4.25 - 4.50	2.8%	3.0%	7.0%

更新: 2026年8月18日 16:25 CST

资料来源：英为财情，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、大类配置展望

下载日志已记录，仅供内部参考

1 2026年前8个月国内债市收益率整体下行

◆ **2026年前8个月债市收益率整体下行。**

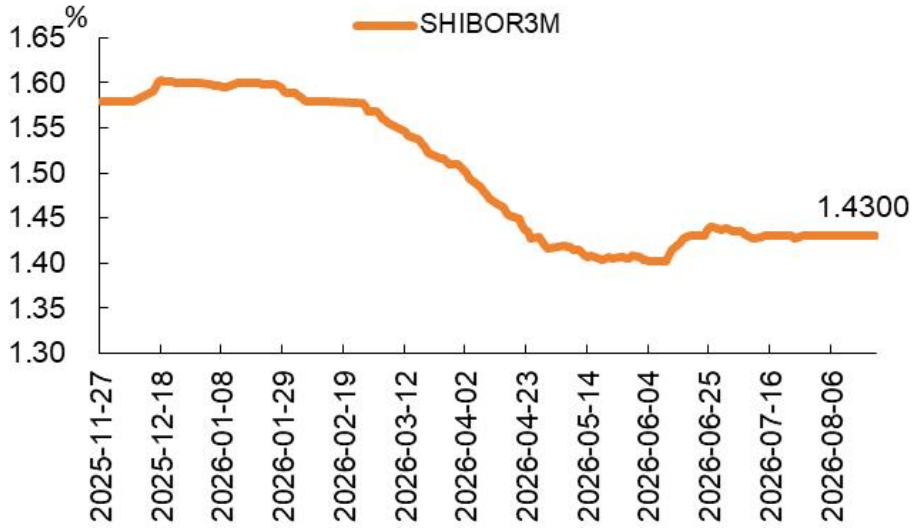
- ◆ 资金价格整体下行明显；
- ◆ 2026年4月开始社零、固投等内需数据表现走弱，降息降准预期存在；
- ◆ 我们认为后续债市收益率向下空间有限，10年国债收益率或难突破1.60%。

图 10年国债收益率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3个月期SHIBOR



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

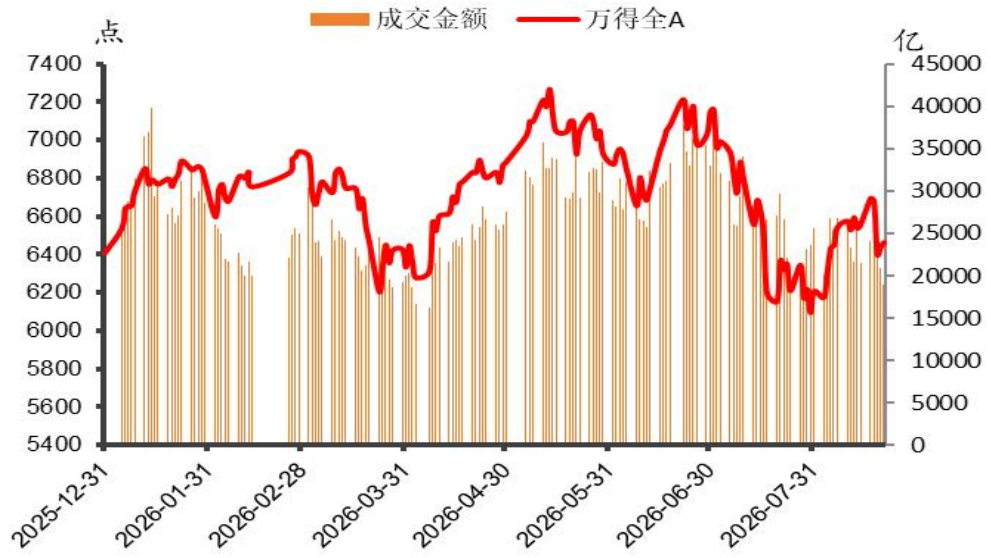
2 A股整体上涨，板块分化明显

◆ **A股整体上涨，但是板块分化明显。**

◆ 2026年截至8月21日wind全A上涨0.86%，科创板与创业板涨幅明显高于全市场，上证综指、北证50等跑输市场；

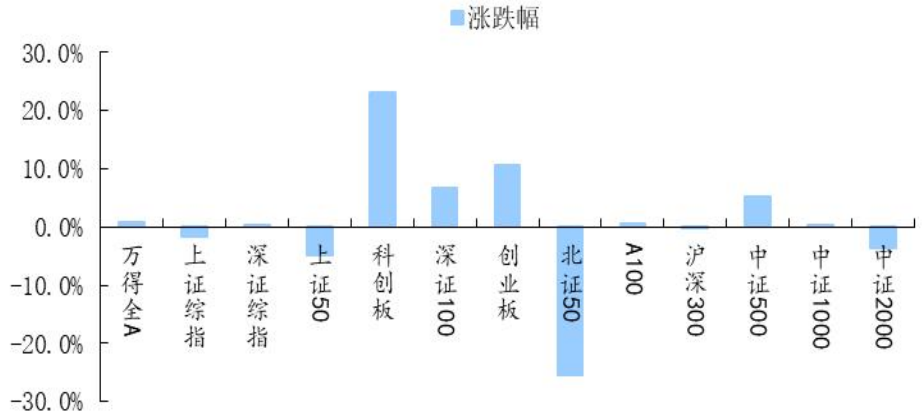
◆ 节奏上观察，一季度调整、二季度上涨，7月调整，8月有所修复。

图 wind全A与成交金额



资料来源：wind，上海证券研究所

图 各板块2026年截至8月21日涨跌幅



资料来源：wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

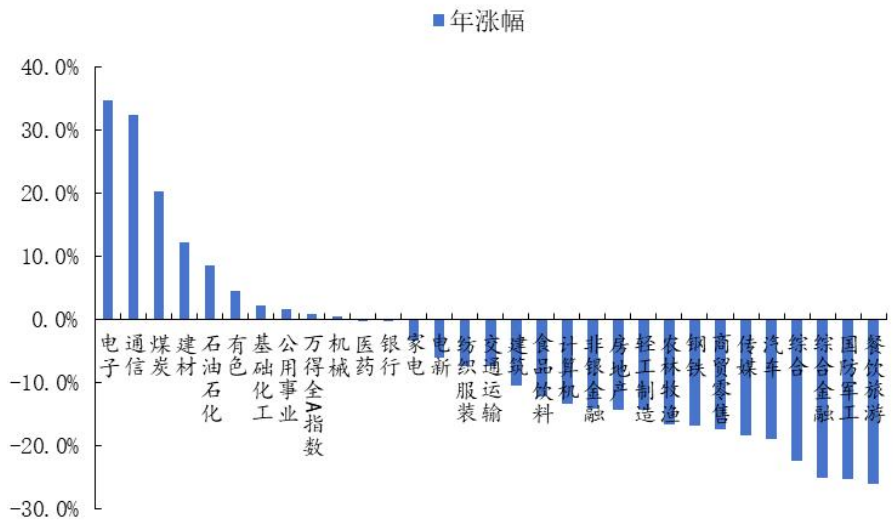
2 A股整体上涨，板块分化明显

◆ **A股整体上涨，但是板块分化明显。**

◆ 从中信一级行业表现看，仅8个行业涨幅领先全市场，21个行业下跌；

◆ 通信、电子、煤炭、建材、石油石化等行业领涨。

图 中信一级各行业2026年截至8月21日涨跌幅



资料来源：wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 A股整体上涨，板块分化明显

- **我们认为A股四季度行业配置遵循三个方向：**
  - 主要配置建议关注两大方向：
    - 科技自主与国产替代，我们建议关注以下两个产业链；
      - 半导体产业链，设计与设计工具、半导体设备、半导体材料、晶圆制造、先进封装测试等；
      - 人工智能算力产业链，芯片、存储、光通信如光模块、服务器元器件如PCB、服务器整机、智算中心AIDC、机房冷却、算力租赁与调运、AI应用等；
    - 高端装备制造，我们建议关注工业母机、机器人、航空航天、储能电池等；
  - 周期资源品调结构：增加有色、贵金属、石油石化等行业配置；
  - 适量保持高股息等防御板块：银行、电力等。

下载日志已记录，仅供内部参考

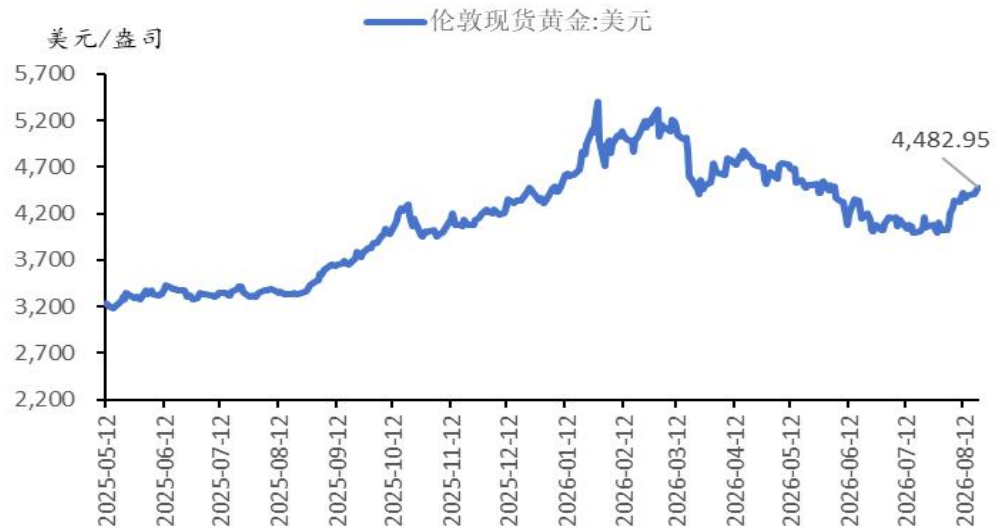
3 黄金价格8月有所反弹

◆ **黄金价格8月有所反弹。**

◆ 原油价格下跌，美国通胀水平下降；

◆ 美国7月非农表现低于预期，美联储加息概率下降；

图 伦敦金现货价格



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 上海黄金现货价格



资料来源：Wind，上海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1 市场风险提示

- **市场风险提示：**
  - 商品消费、固定资产投资等内需较弱；
  - 外部贸易摩擦加剧；
  - 稳增长政策不及预期；
  - 中东地缘冲突不确定性强。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。