

申万宏源最新研判：

# 全年经济或呈“N型”走势 A股下半年有望迎来新一轮行情

6月10日，申万宏源在深圳召开2026资本市场夏季策略会。申万宏源认为，2026年年初以来我国经济延续修复态势，全年经济或将呈现“N型”走势，中国资产价值重估具备了更加坚实的基础，下半年债券市场将呈现波动上升的博弈行情，股市或将迎来新一轮上涨行情。从中期来看，AI产业有望延续景气，建议关注光通信、PCB、存储、储能、燃气轮机、算电协同方向。

● 本报记者 林倩



申万宏源2026资本市场夏季策略会现场。

公司供图

## 经济延续修复态势

与会人士认为，当前中国经济正呈现出名义增长改善、企业盈利回升、产业动能增强和中长期制度供给加力的共振信号，全年经济或将呈现“N型”走势。

申万宏源证券副总经理、申万宏源研究所党委书记、董事长周海晨在会上表示，“十五五”规划更加突出扩大内需、投资于人和科技创新，未来由新质生产力引领的产业升级将为中国经济增长注入强劲的创新动力，中国的超大市场规模、完整产业体系、超强政策执行力将不断强化经济的内生韧性，为资本市场长期向好发展奠定基础。

站在企业微观视角审视宏观周期，申万宏源证券首席经济学家赵伟判断，2025年三季度经济周期的“大底”已现，2026年年初以来经济延续修复态势，全年经济或将呈现“N型”走势，宏观和微观之间、微观企业之间的结构分化可能进一步加大。

从国际环境来看，赵伟认为，中东地缘风险可能是年内被市场低估的“尾部风险”，中东地缘局势对市场影响的关键，在于霍尔木兹海峡实质性封锁对全球石油供给能力的冲击，以及库存降至绝对低位之后价格波动或将显著放大。油价大幅上涨或加剧全球经济极化趋势，市场受到的影响也可能不同于过往；对中国而言，机遇与挑战同在。

油价大幅上涨带来的滞胀压力将逐步体现。赵伟表示，油价大幅上涨之下，全球经济极化更为突出，AI革命在重塑全球格

局的同时，也在加剧区域分化，放大全球“资产荒”问题。国内市场方面，他建议投资者关注非典型复苏背景下的估值修复，及债市低利率环境下的“高波动陷阱”。

## 中国资产迎来价值重估战略期

今年以来，全球资金对中国资产的关注度持续升温。在与会人士看来，基于宏观经济复苏、产业升级和制度改革形成合力，中国资产价值重估具备更加坚实的基础。

“中国经济正在经历一场从周期筑底到结构修复、从产业追赶向体系竞争、从市场扩容到制度重塑的深刻变化。”周海晨表示，站在当前时点，中国资产正迎来重新审视、重新定价、重新配置的战略期，中国资产的价值重估不再是简单依赖政策支持，更不是单一行业驱动的阶段性行情，而是来自宏观经济修复、产业结构升级和资本市场改革三大力量的同频共振。

在全球产业竞争格局深刻重塑的重要窗口期，科技和产业竞争力是国家竞争力的重要体现。周海晨认为，当前我国已形成全球少有的产业生态竞争力，我国有完整的制造业门类、强大的工程化能力和供应链组织能力，拥有41个工业大类、207个中类、666个小类，是全球唯一具备联合国产业分类中全部工业门类的国家。中国也有超大规模内需市场、海量的数据信息和快速迭代的企业创新能力。

“中国产业竞争力正在从成本优势向效率优势、技术优势、场景优势和生态优势叠加转变，这将极大推动中国资产的全方位价值重估。”周海晨进一步补充道。

中国资本市场也正从制度改革走向生态重构，助推中国资产全面价值重估。周海晨表示，近年来中国将资本市场发展放在前所未有的高度，从融资端、投资端、发行端和监管端共同推动市场生态的重塑。

## 债市将呈现波动上升的博弈行情

今年以来，股债资产风险收益表现出现分化，其中，债券资产在资金宽松、负债端充裕和债市走强等因素推动下，展现出收益稳定性优势。

申万宏源研究所债券首席分析师黄伟平表示，下半年债券市场将呈现波动上升的博弈行情，6月至12月长债利率或呈现“倒N”型走势，需注意7月下旬至9月的回调风险。

黄伟平表示，政策利率对市场的约束有限，长债的定价锚转向货币市场利率。从政策利率定价视角看，长债利率估值处于中低水平；但从资金利率定价视角看，长债利率估值仍相对合理，处于中高水平。长期来看，名义经济走势与长债利率中枢相匹配，背后反映的是资本投资回报率。2024年以来，名义经济走势在期限利差定价中的权重明显抬升，尤其是超长期利差。

展望后续，黄伟平认为，债券市场仍需关注名义经济走势的驱动力，对其影响更大的还是内需拉动情况，而非外部输入因素。

## 股市全面上涨空间尚待打开

今年以来，A股市场行情稳健，创业

板指表现亮眼，市场交投活跃，科技成长风格持续领跑。与会人士预计，2026年下半年还将迎来新一轮上涨行情。

申万宏源研究所A股投资策略首席分析师傅静涛表示，结构性上涨行情演绎已接近高位区域，全面上涨空间尚待打开，6月至7月可能是快速调整窗口。接下来，更多的结构性因素将融入大周期上行行情，从而拉长行情持续时间，预计2026年下半年还将迎来新一轮上涨行情。

“市场仍处于基本面确定性比估值弹性更重要的阶段。”傅静涛表示，结构性上涨行情逼近高位区域，业绩对估值的消化能力是生命线，景气赛道需通过业绩高增来验证其支撑估值的合理性。而提前反映拐点的板块，也需要业绩改善来验证并支撑估值。随着时间的推移，能够验证周期性改善的方向不断增多，为大周期上行和行情百花齐放奠定基础。

具体结构方向上，傅静涛认为，6月至7月可能是全球科技板块的调整阶段，AI算力业绩兑现，加上股价回调消化估值，要等待AI产业趋势进一步拓展。从中期来看，AI产业能够延续景气，业绩消化估值的板块还有创新高的机会。

他建议投资者关注光通信、PCB、存储、储能、燃气轮机、算电协同等方向。此外，国内AI产业链的后续发展以及自主可控也是新景气方向的来源，机器人和商业航天行业的一级市场热度提升正在得到验证，同时看好新消费、制造业出海、战略性资源、非银金融板块的中期机会。

中信证券海外宏观联席首席分析师李翀：

# 美联储货币政策框架迎重大调整 大类资产配置逻辑生变

● 本报记者 谭帝豪

当前，美国劳动力市场表现亮眼，就业数据大幅超出预期，美联储内部鹰派声音持续走强，政策分歧不断扩大，通胀风险备受警惕。

中信证券海外宏观联席首席分析师李翀日前在接受中国证券报记者专访时表示，综合经济基本面与内部政策倾向，美联储今年将维持现有利率水平，暂时不会启动降息。此外，美联储主席凯文·沃什推行全新货币政策思路，与前任时期形成根本性的路线分野，货币政策理念迎来深度变革，或将深刻影响全球流动性与各类金融资产走势。

## 降息按下暂停键

随着沃什正式宣誓就职美联储主席，美国货币政策迈入全新阶段。在就职典礼上，沃什的讲话释放出两大核心信号：一方面，向格林斯潘致敬，体现出对其政策理念的赞同；另一方面，明确提出美联储将坚持“以改革为导向”，并未详细阐述货币政策的具体实施路径。对此，李翀分析认为，这种表述延续了历任美联储主席任职初期的谨慎风格，也为后续政策调整预留了充足空间。

相较于就职讲话，此前的参议院听证会更能反映沃什的政策取向。作为衔接特朗普政府降息诉求与市场美联储独立性期待的核心人物，沃什在听证会上展现出巧妙的平衡策略。李翀认为，沃什公开承认特朗普对利率政策的语气，顺应了市场对宽松金融环境的诉求；与此同时，他反复强调价格稳定是美联储的核心使命，并重申维护央行独立性的重要性，以此赢得市场和美联储

内部的信任。“综合来看，美联储年内政策走向，将主要取决于美国通胀水平、经济基本面以及其他美联储票委的看法。”李翀说。

当前经济形势进一步提升了政策制定的难度。美国最新公布的5月非农就业数据大幅超出市场预期，当月新增就业17.2万人；3月、4月就业数据合计上修9.3万人，失业率更是连续三个月维持在4.3%。劳动力市场的强劲表现，进一步强化了市场对于通胀具有黏性的判断。

美联储内部的政策分歧也在持续扩大。结合4月议息会议声明，李翀表示，Hammack、Kashkari、Logan三位美联储主席均明确反对在声明中保留宽松倾向，就连此前立场偏鸽的理事Waller，近期态度也转向鹰派，足以体现各界对通胀风险的担忧不断升温。

基于上述现状，李翀预判，今年美联储将维持当前利率不变，暂不会启动降息。后续政策调整节奏，将取决于通胀回落进度与经济基本面的边际变化。

## 新旧路线分野

在明确短期利率基调之外，沃什在全面执掌美联储货币政策后推出的“降息+缩表并行”组合思路，标志着美联储政策框架与鲍威尔时期的政策框架出现根本性分野。二者的核心区别在于政策工具优先级的重新调整，这背后更是一整套货币政策理念的深刻变革。

李翀介绍，鲍威尔任职期间，美联储将利率政策与资产负债表政策放在同等位置，既多次实施量化宽松（QE）与量化紧缩

（QT），也开展多轮加息或降息操作，两大工具同步发力，共同调节市场流动性与资产价格。

而沃什推行的“降息+缩表并行”模式，意味着美联储政策框架迎来重大转向。李翀表示，在沃什的规划中，利率政策或将成为未来宏观调控的核心工具，资产负债表的扩张仅作为应对极端危机的补充手段。这一转变根植于沃什长期坚持的政策理念：他认为量化宽松会拉大贫富差距、损害低收入群体的利益，同时也是推高通胀、催生资产泡沫的重要诱因。因此，他主张建立常态化退出机制，将美联储资产负债表规模控制在仅满足货币流通需求的合理区间内。

政策框架的调整已经在市场层面引发显著反应，当前市场对美联储货币政策的预期整体偏向鹰派。李翀表示，在5月非农数据落地后，市场定价12月加息的概率超过70%，直接带动美元、美债收益率上行，黄金与美股则出现明显回调。从各类资产的具体表现来看：美元方面，沃什主张依靠稳健的货币政策与低通胀维系美元强势，反对通过货币贬值换取贸易优势；美债方面，若出现激进降息或大幅缩表，大概率会让收益率曲线进一步陡峭化，政策力度将成为关键影响变量；美股方面，宏观环境叠加AI企业亮眼财报形成支撑，但政策改革或将加剧市场波动，而金融监管放松则有望为中小企业创造发展机遇；贵金属短期则受美元走强、流动性收缩双重压制，走势承压。

## 大类资产配置研判

美联储政策转向叠加地缘冲突、油价波

动等外部因素，全球流动性环境的不确定性持续攀升。当下仅紧盯政策预期，已难以应对市场频繁波动，找准各类资产的核心配置逻辑，成为投资布局的关键。

目前全球流动性同时受地缘局势、油价走势、美联储政策预期等多重因素扰动，整体环境复杂多变。在跟踪流动性变化的同时，更需要聚焦资产自身的核心驱动因素。

美股配置层面，李翀表示，2026年一季度标普500指数盈利同比增速达28.6%，充分展现出美股企业强劲的盈利韧性，其中科技与AI板块表现尤为突出。考虑到美以伊冲突带来的不确定性，权益类资产可构建“AI硬件+科技龙头”作为底仓，同时小幅配置能源板块，实现一定的风险对冲。

美债市场方面，5月15日，10年期美债收益率突破4.5%，30年期美债收益率站上5.0%，这两大关键节点的突破反映出市场正在重新定价霍尔木兹海峡通行受阻的尾部风险。李翀认为，当前长端利率走高，不只是政策预期调整所致，还包含了市场对通胀风险、期限溢价的额外补偿。后续美债走势高度依赖中东局势：若霍尔木兹海峡通行持续受阻，美债利率或将持续上行；若局势迎来实质性缓和、油价回落，利率也具备下行空间，当前点位存在合理回调的空间和基础。

“在贵金属领域，短期内因美元走强、流动性收缩预期强化，金价缺乏趋势性上涨动力。”李翀表示，但沃什的政策转向并未改变贵金属长期配置逻辑，在美国财政和债务风险仍高的大背景下，贵金属的长期配置价值依旧凸显，短期价格波动，或是政策预期调整带来的阶段性表现。

# “世界杯经济”开场哨将响 A股公司多赛道掘金

● 本报记者 刘英杰

2026年美加墨世界杯将于北京时间6月12日凌晨在墨西哥城正式拉开帷幕。作为史上首次扩军至48队、赛程长达39天、横跨三国举办的顶级足球盛宴，本届世界杯不仅点燃了全球球迷的观赛热情，更成为A股上市公司多赛道掘金的重要舞台。Wind数据显示，万得世界杯概念指数近期呈现回暖态势，6月10日上漲0.73%。

分析人士表示，从赛事赞助到IP衍生品，从观赛消费到技术赋能，多家A股公司已率先卡位，深度参与到这场横跨三国、历时39天的“世界杯经济”角逐之中，试图从供应链到消费端的全链条上掘金。

## 赛事规模创历史之最

与往届赛事不同，2026年美加墨世界杯创下了多项历史纪录。本届世界杯首次将参赛球队从32支扩军至48支，比赛场次从64场增至104场，赛事历时39天，覆盖16座举办城市。国际足联预计，本届美加墨世界杯周期的四年总收入将达到130亿美元，较上届卡塔尔世界杯周期增长72%。本届世界杯或将成为史上最赚钱的体育赛事。其中，电视转播收入占比约44%，达39.25亿美元；门票及接待服务收入占比约34%，达30亿美元；赞助与营销收入占比约20%，达17.86亿美元。

对中国球迷而言，本届世界杯的执法阵容同样备受瞩目。其中，有三位中国裁判入选本届世界杯裁判员名单。中国裁判马宁入选主裁判名单，傅明入选视频助理裁判名单，周飞入选助理裁判名单。

本届赛事的观赛时间亦构成亮点。由于美加墨与中国存在时差，约70%的比赛集中在北京时间上午6时至11时进行，部分重要场次则安排在凌晨时段，形成了独特的“早场+夜场”观赛格局。

国信证券社会服务行业分析师曾光表示，本届赛事与往届核心差异在于：时差导致多数场次安排在北京时间凌晨3:00-9:00，形成“凌晨观赛”新场景，赛期拉长使消费脉冲更为平缓。同时，本届赛事由三国合办，球场分布在16座城市。这些变化正在重塑国内观赛消费场景与消费节奏。

## 赞助商阵营现中国品牌身影

世界杯不仅是球队的竞技场，也是品牌的角力场。记者注意到，多家A股及港股上市公司以官方赞助商或合作伙伴身份深度参与本届赛事，其参与方式和业务形态较往届更加多元。

作为2026年世界杯全球官方赞助商，海信已赞助三届世界杯、三届欧洲杯等顶级赛事。据了解，海信在4月中旬正式成为2026年世界杯VAR（视频助理裁判）显示技术官方合作伙伴，搭载海信自研的RGB三维控色液晶显示技术的系列产品将进驻本届世界杯的视频裁判中心，赋能VAR还原比赛现场细节。联想集团则以官方赞助商身份携AI技术入场，公司携手国际足联推出Football AI Pro足球AI超级智能体，将在本届世界杯上为所有参赛队伍的教练、球员和分析师服务。据悉，该智能体是一款生成式AI知识助手，可基于每场比赛的数百万个数据点，助力教练、球员与分析师进行比赛分析、战术推演与个性化决策。

在消费品牌方面，五粮液作为本届世界杯官方产品联名合作伙伴，已发布涵盖第八代联袂款、金球造型款、冠军盲盒小酒等多款联名产品，覆盖高端收藏、球迷聚会、年轻消费等多种场景。此外，多家A股公司通过产品供应、IP合作等方式参与其中。

开润股份在互动平台表示，公司作为Adidas等国际知名运动品牌的长期稳定合作伙伴，已收到客户提交的2026年世界杯相关产品订单，生产交付工作正按计划有序推进。

在文旅服务及出行领域，凯撒旅业在互动平台表示，2026年世界杯门票为FIFA官方直销模式，公司已为本届赛事做了充分准备，结合赛程场次精心设计了多款观赛旅游产品，涵盖从小组赛到决赛的各个阶段，并配套提供北美深度游、一站式签证服务等增值服务。体育旅游作为公司核心业务板块之一，公司将继续积极把握大型赛事机遇，促进业务发展。

## 观赛消费与IP衍生品受关注

随着世界杯开幕临近，券商分析师普遍认为，夜宵餐饮与酒店影音房、IP衍生品与体育营销、体育旅游等行业有望在本届世界杯期间受益。

曾光表示，预计本届世界杯对服务消费的影响将分为以下四条主线：首先，夜宵餐饮与酒店影音房将承接线下观赛场景，但受比赛场次时段分布的影响，预计消费需求将向周末集中，同时早晨时段的茶饮、咖啡店消费有望成为新亮点；其次，本届世界杯比赛场馆分布在16座城市，这将带动高客单价的跨区域出境体育旅游需求；再次，餐饮、茶饮等品牌的主题营销活动，将提升其短期品牌曝光度，并带来订单增量；最后，体育消费有望受益于赛事带来的间接情绪拉动。

IP衍生品赛道同样获得机构关注。元隆雅图已与拥有众多国际顶级足球IP资源的体育IP用品特许授权商聚星互动达成战略合作，共同开发相关IP衍生品。公司表示，为迎接2026年世界杯，双方合作开发了多款阿根廷、葡萄牙、法国、西班牙国家足球队IP衍生品、球星周边产品和足球主题文创产品，包含梅西等球星毛绒盲盒、冰箱贴等产品，目前多款产品已经上市。王府井则针对世界杯赛事消费热潮统一策划部署了专项营销方案，公司旗下多家门店设立2026国际足联世界杯官方授权商店及FanTown豪门球队授权快闪店。

天风证券研究所策略首席分析师吴开达从历史角度分析了世界杯期间市场的阶段性特征。他表示，自1994年世界杯以来，A股在世界杯窗口期确实呈现一定“跌多涨少”特征，比赛表现相对弱势的时期主要集中在赛前一周、赛事期间和赛后一周。世界杯相关主题中，观赛消费和赛事流量方向在历史上存在阶段性表现，食品饮料、酒店餐饮、数字媒体、互联网电商等方向在部分年份取得相对全A超额收益，但更偏事件交易，适合赛前布局、赛事期间观察兑现。

此外，啤酒作为观赛场景的核心消费品类，其受益逻辑较为直接。万联证券研究所大消费首席分析师陈斐表示，需求端餐饮复苏、即时零售扩容，2026年世界杯、厄尔尼诺高温等多重催化叠加将利好啤酒消费。2026年美加墨世界杯有望依托居家观赛趋势，拉动即时零售与高端产品销量增长。