

K 型分化延续，宽松底色不变

【核心观点】

2026 年年初以来，无论是全球还是中国的宏观经济格局均呈现出 K 型分化的格局。上半年最大的变化来自于美伊冲突的爆发，“世界油阀”霍尔木兹海峡长期无法正常通航，使得原油价格持续位于高位，PPI 价格出现明显回升，全球再次面临成本推升型通胀压力。而 AI 产业链景气度持续强化，人工智能相关资本开支持续强劲，几乎成为经济增长唯一亮点，全球经济分化进一步加剧，宏观的不确定性成为了年内的核心主线。

国内宏观方面：2026 年作为十五五开局之年，国内经济实现开门红，一季度 GDP 回暖，经济转向量增价稳，整体呈现 K 型分化。美伊冲突推升油价带动 PPI 扭转通缩，企业盈利、财政收入逐步改善。AI 算力新产业高景气、出口走强，地产等传统动能仅刚需弱修复，居民加杠杆意愿不足。

下半年经济维持 L 型平稳，分化进一步加深。国内通胀中枢抬升，AI 产业链持续支撑内外需。货币政策无收紧基础，但全面宽松意愿低，以结构性工具定向支持，财政侧重科创、民生，整体呈现外需、新动能更强的格局。

海外宏观方面：上半年美伊冲突推高油价，输入性通胀抬头，美联储新任主席释放鹰派信号，欧日同步加息，全球流动性边际收紧。美国贸易保护预期升温，全球经济 K 型分化，美国 AI 投资托底增长，欧、日韩高能耗经济体承压。

下半年地缘冲突长期化、美国中期选举推升关税与财政政策不确定性，全球紧缩周期延续，美联储降息门槛抬高，但是否年内完成加息仍存疑，AI 产业持续造成各国经济景气分化。

国债期货下半年展望：上半年在资金面推动之下债市整体超预期上行，下半年，基本面方面国内外经济呈 K 型分化，AI 带动外需与科技产业高景气，内需修复乏力、信贷未见拐点。美伊冲突长期化但油价高点已现，物价传导不畅，PPI 或年终触顶，货币维持宽松。央行完善利率调控，设隔夜利率上限，平抑资金波动，利好债市中短端。债市核心驱动切换为基本面+政策预期，中长期偏多；短端利率难大幅下行，回调时可布局长债期货多单。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76
号

霍柔安

电话：010-84555194

邮箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

目录

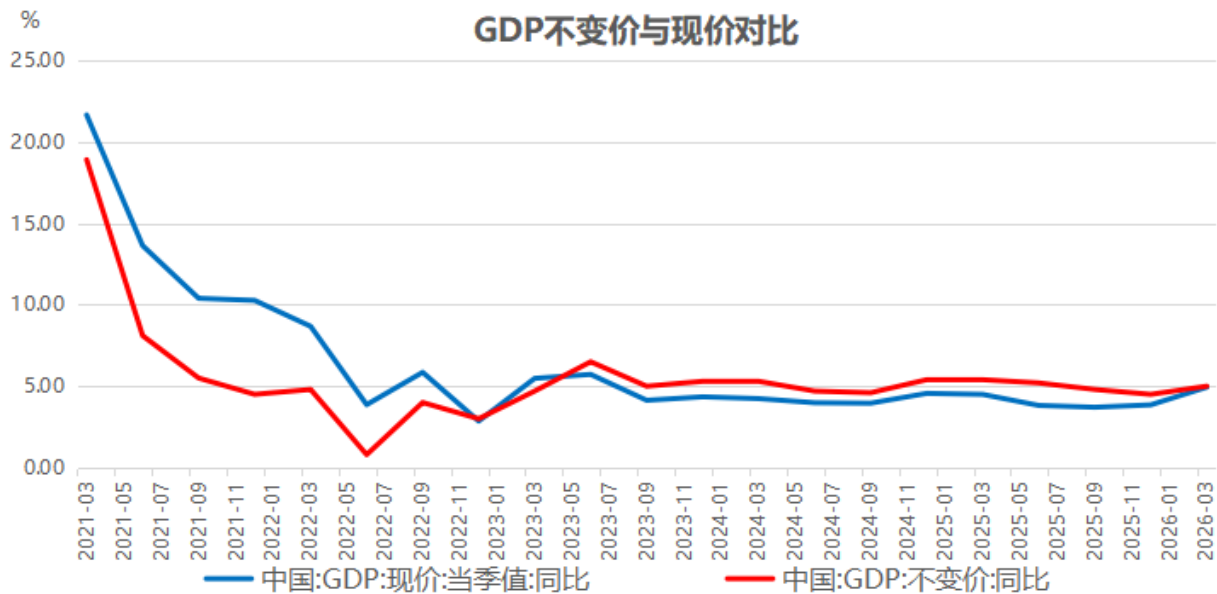
一、 国内宏观：总量平稳，分化加深.....	2
1.1 通胀回升：再通胀推动经济内生修复正反馈.....	4
1.2 经济结构转型：AI 产业链高景气对冲传统动能下行压力	8
1.3 政策端：财政盘活存量为主，货币维持结构性宽松	10
二、 海外宏观：不确定性仍存，货币环境趋紧	13
2.1 多重不确定性：地缘+中期选举共振.....	14
2.2 流动性边际收紧：年内无需过度担忧.....	16
三、 国债期货：基本面主导下中期仍偏乐观.....	17
3.1 资金面：整体维持中性平衡宽松格局.....	19
3.2 后期展望：中长期走势偏乐观，短端择机布局长期合约	20
免责声明	21
联系我们	22

2026 年年初以来，无论是全球还是中国的宏观经济格局均呈现出 K 型分化的格局。上半年最大的变化来自于美伊冲突的爆发，“世界油阀”霍尔木兹海峡长期无法正常通航，使得原油价格持续位于高位，PPI 价格出现明显回升，全球再次面临成本推升型通胀压力。全球通胀预期的变化令全球流动性由此前的极度宽松逐渐向中性偏紧靠拢，部分主要国家央行降息按下暂停键。而 AI 产业链景气度持续强化，人工智能相关资本开支持续强劲，几乎成为经济增长唯一亮点，全球经济分化进一步加剧，宏观的不确定性成为了年内的核心主线。

一、国内宏观：总量平稳，分化加深

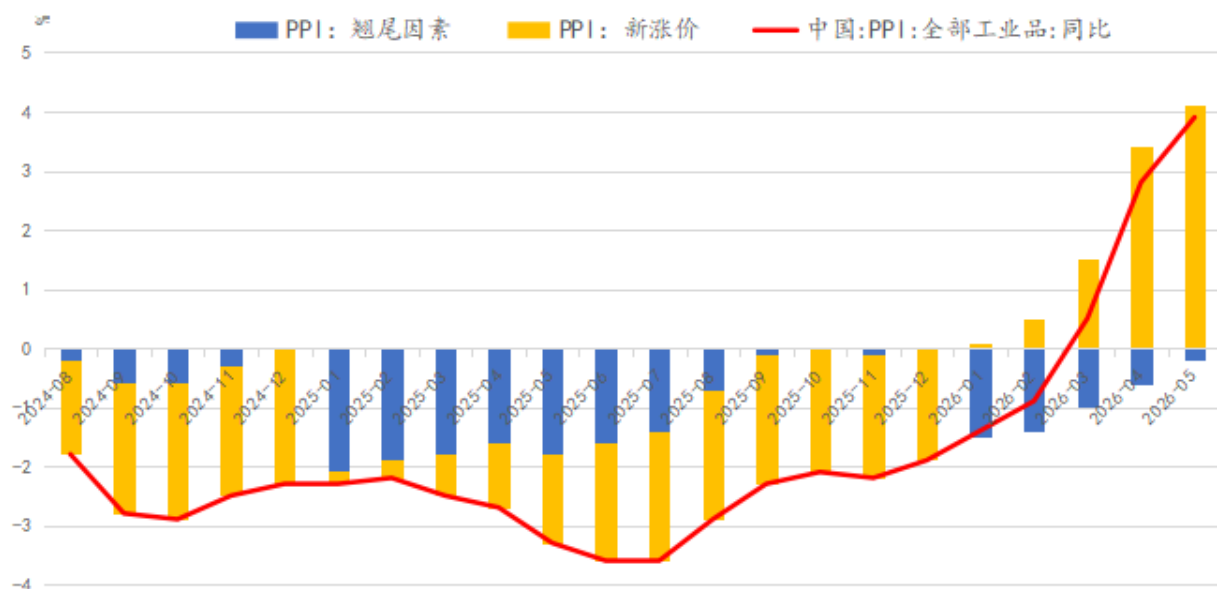
2026 年作为“十五五”的开局之年，整体实现良好开局，一季度 GDP 同比触及年度目标上限，经济复苏从“以价换量”过渡到“量增价稳”的转变，但与此同时复苏结构性短板相对突出，形成清晰的 K 型撕裂特征，总体来看上半年国内经济走出非对称修复的 K 型分化格局。回顾上半年的宏观经济，中东变局对原材料价格以及供应链脆弱性的扰动贯穿始终，中国短期生产和需求增长的节奏受到影响，但是也对新旧经济动能的转换形成了推动作用。一方面，从 GDP 角度来看，一季度名义 GDP 当季同比增速回升至 4.94%，为 2023 年下半年以来的新高，且基本持平于实际 GDP 同比，近年来 PPI 同比持续为负的趋势已接近扭转。虽然当前物价指数的回升更多是由于能源冲击的影响，但是上半年能源和食品行业外的名义增长、企业利润、财政收入总体呈逐季稳步回升的态势，经济内生循环出现好转迹象。但另一方面，国内经济转型成效持续兑现，新旧赛道市场表现出现明显分化。其一，新质动能引领作用持续强化。海内外同步加码 AI 算力基础设施投资，叠加顶层“人工智能+”系列政策落地托底，计算机、电子制造及配套设备需求持续回暖，新经济对经济增长的贡献度大幅抬升，相关品类出口规模稳步走高，增长核心引擎地位进一步夯实；其二，传统旧动能维持温和修复态势。财政预算赤字率与去年持平，财政托底力度保持稳定，但政策增量空间边际收窄；地产行业去杠杆周期步入收尾阶段，居民资产负债表缓慢修复。不过楼市成交高度依赖低价刚需房源，一线及核心城市 300 万以内刚需盘成交占比居高不下，直观反映居民主动加杠杆的意愿依旧偏弱。

图表 1. GDP 不变价与现价对比



数据来源: Choice、国元期货

图表 2. PPI 新涨价及翘尾因素变化

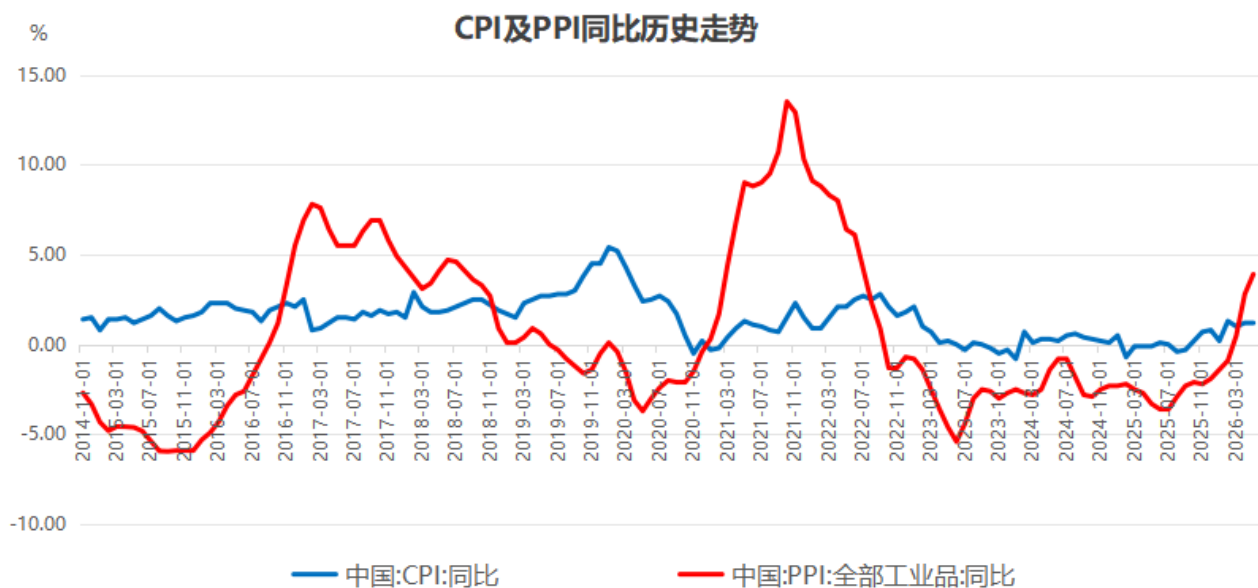


数据来源: Choice、国元期货

站在年中节点，下半年经济仍将延续整体平稳的态势，GDP 将呈现“L”型格局的观点保持不变，但是 K 型分化将进一步深化，经济运行将围绕通胀回升和经济结构转型两条宏观交易主线两大核心主线展开。通胀回升主线，虽然下半年输入性通胀因素强度预计将逐渐消退，但目前中国已经确定性走出了近 4 年的低通胀阴霾，通胀中枢显著抬升。下半年除输入性因素之外，“反内卷”产业政策延续、出口保持韧性、政治局会议中提及的“稳定生猪等农产品价格”等政策对于物价水平均有一定支撑作用，进而驱动内生正反馈循环。在提振企业、

政府和居民部门收入的同时，降低实际利率，进一步改善内需，进而带动价格继续回升。经济结构转型主线，全球制造业周期回升，AI 算力基础设施扩张正在成为本轮制造业和贸易修复的重要产业主线，同时支撑着内需和外需，预计将对下半年国内投资回升提供重要的结构性支撑，高景气叠加政策托底，预计相关产业将保持较高增速。从政策角度来看，来自供给端的影响使得 PPI 的回升要强于 CPI，消费端实际利率走高，这种局面货币政策难以解决，因此下半年虽然货币政策不具备收紧的条件，但是全面宽松的紧迫性暂时不高，政策发力时点可能后置，并更优先地通过结构性工具进行精准滴灌。而财政政策在外需强劲的局面下，大举加码或者倾斜到消费的必要性有所降低，强调“加力提效”，其方向是“投资于物和投资于人相结合”，这意味着财政支出将更加注重结构优化，在支持传统基建补短板的同时，加大对科技创新、民生保障等领域的投入，从而进一步加速新旧动能的转化及分化。总结起来看，下半年中国经济预计延续外需强于内需、新动能强于传统动能、政策定向托底的特征。

图表 3. PPI 同比回升斜率大于 CPI



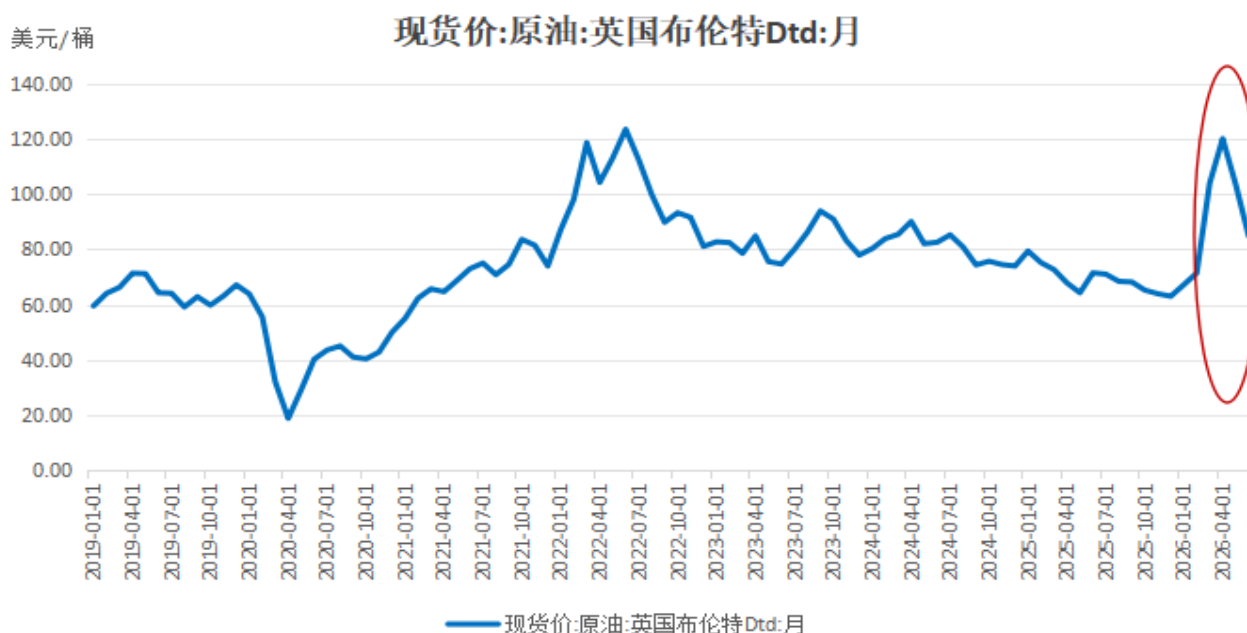
数据来源：Choice、国元期货

1.1 通胀回升：再通胀推动经济内生修复正反馈

在过去的四年中，物价水平的低迷是宏观经济关注的重点，持续的通缩使国内经济难以跳出双螺旋下行的模式，物价的低迷持续压制企业营收利润、财政税源与居民收入，叠加资产价格走弱持续侵蚀居民、企业资产负债表，经济增长高度依赖财政外力托底。但今年年初以来，情况有所改变，在地缘能源溢价以及设备资本开支扩张共同作用下，PPI 回正，通缩复

训迎来拐点，市场迎来再通胀。但市场对于本轮再通胀能否形成可持续内生修复存在分歧，核心矛盾集中于美伊地缘冲突带来的输入性涨价持续性、PPI 向 CPI 传导梗阻两大问题。

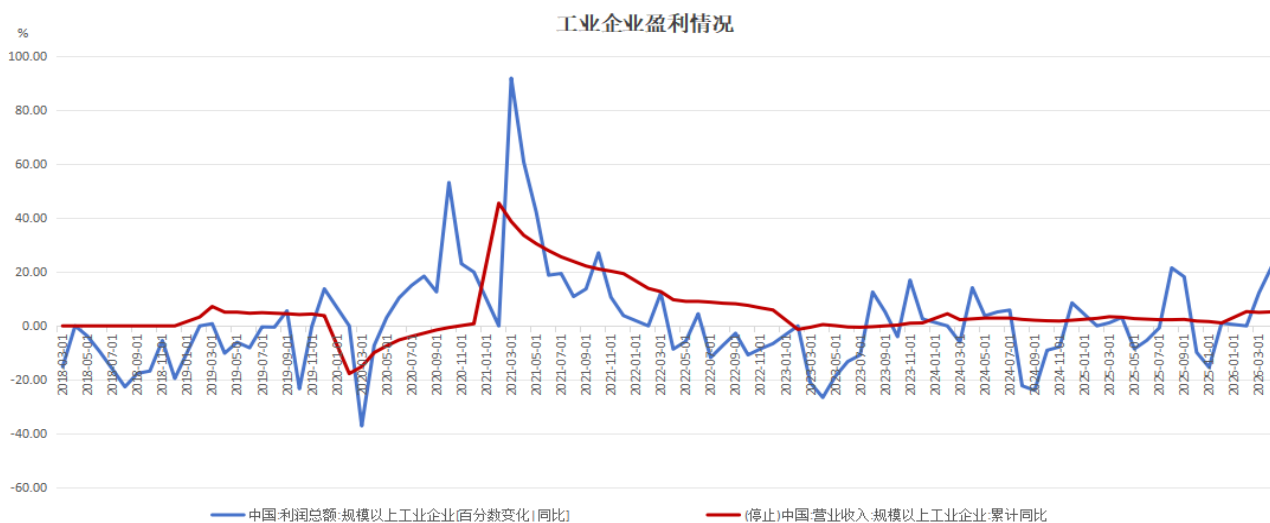
图表 4. 美伊冲突带动地缘能源溢价



数据来源: Choice、国元期货

对于下半年通胀的修复情况，从整体来看，中国已经确定性走出了近 4 年的低通胀阴霾，通胀中枢将显著抬升，但预计将从低通胀转向结构性修复，而不是全面再通胀。上半年油价因供给端冲击超预期走高，猪价则因产能去化缓慢持续低迷。猪价及油价的错位以及 PPI 向 CPI 传到不畅等问题，使得 PPI 及 CPI 的修复呈现不对称的态势。下半年从驱动逻辑上看，美伊协议谈判虽然已经进入第二阶段，但是关于霍尔木兹海峡收费、核谈判等问题依然存在很大争议。此外，即使霍尔木兹海峡在 7 月能够恢复通航，原油运输疏通、油田复产与设施修缮均需耗费漫长周期，这意味着油价短期内无法回落至冲突前水平，因此油价同比增速预计仍处于高位区间。此外，“十五五”开局之年基建及产业投资持续加码，AI 等新质生产力产业链加速扩容，配合“反内卷”政策下的产能调控与中上游企业利润改善，4 月政治局会议提及的“稳定生猪等农产品价格”，内需端价格动能有所增强。展望 2026 年下半年，物价整体呈现 CPI 温和回升、PPI 快速上行的格局。

图表 5. 工业企业利润 2026 年以来逐步改善



数据来源: Choice、国元期货

但分行业来看,新旧动能转换背景下,再通胀的形式存在明显的结构性割裂,不同行业的价格与盈利表现预计出现一定分化。本轮涨价以成本推动为主,在经济与产业景气呈现“K型分化”的背景下,产业链顺价能力自上而下逐级衰减,AI、高端制造、新能源、电力设备等新质生产力相关产业链,在政策支持、技术升级与资本开支扩张带动下,需求韧性相对较强,支撑铜、铝等有色金属需求,原油、有色等上游行业议价能力强、盈利修复快,预计将主导未来上游价格中枢的抬升。而传统地产链及部分中游周期制造行业仍面临产能偏高、需求修复偏慢等压力,地产链偏弱使黑色系缺乏持续向上的需求基础,其价格弹性和盈利修复力度可能弱于典型补库存周期。

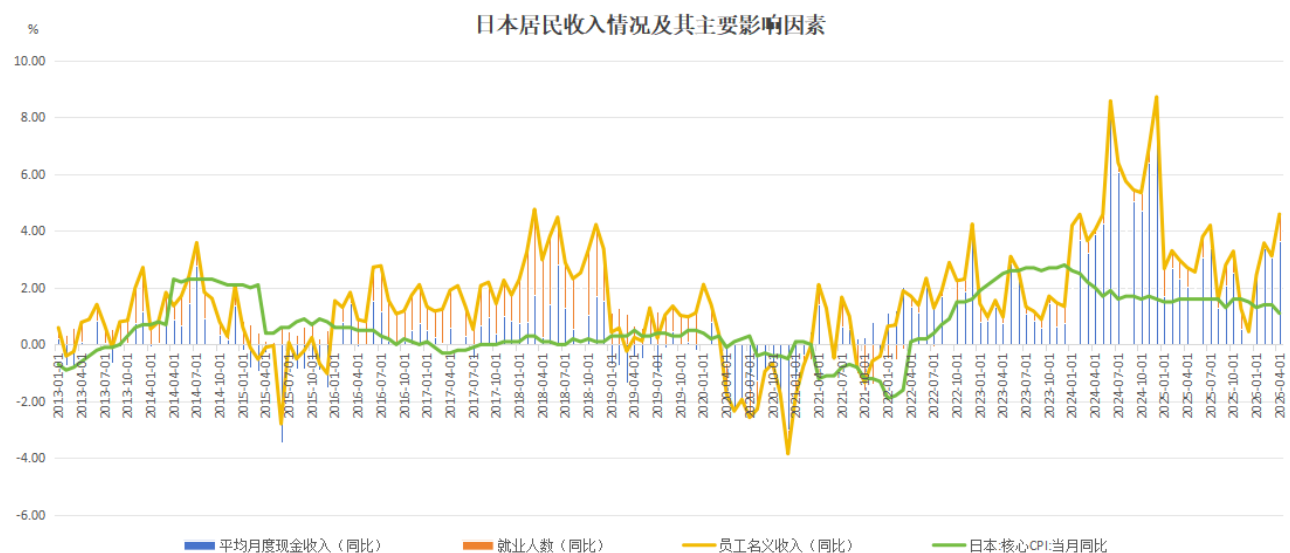
图表 6. 景气度分化,大宗商品价格分化



数据来源: Choice、国元期货

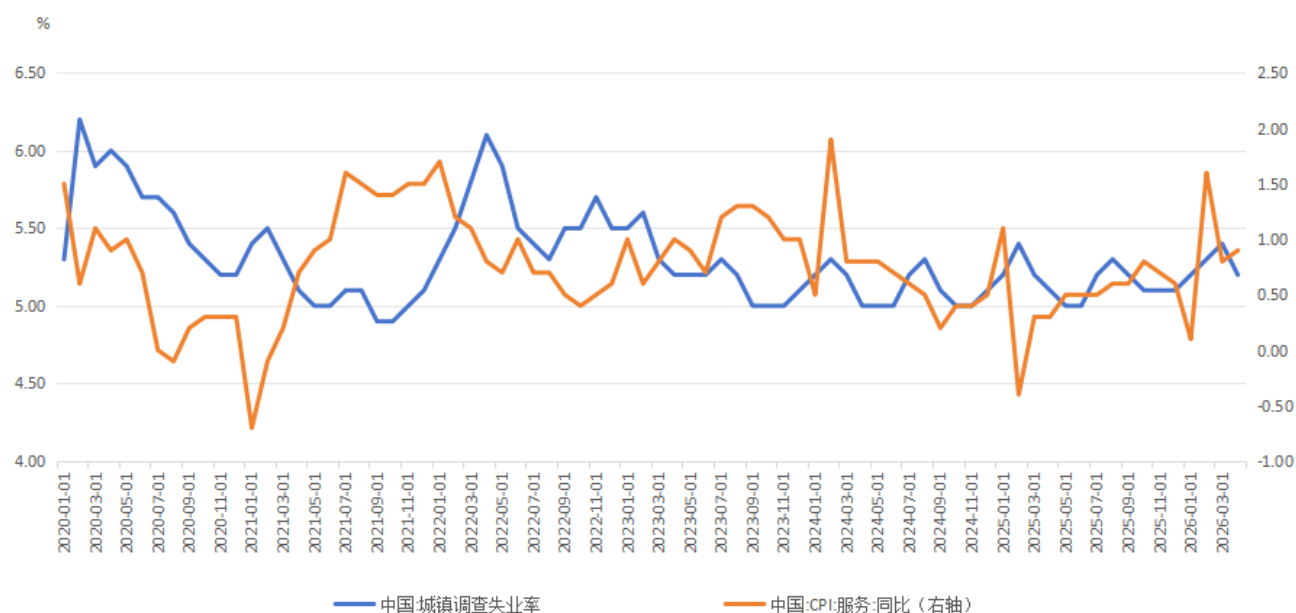
而下半年的再通胀是否能够成功助力内生动能的企稳，关键还是需要关注居民就业和收入是否提升。根据上半年的 GDP 来看，中国经济转型已经处于进程之中，新质生产力的贡献度超过传统经济，但若借鉴日本 2022 年后输入性通胀带来的“工资-通胀螺旋”经验来看，当前经济转型带来的就业缺口还需要弥补。根据前文的内容可以看出，当前的输入性通胀主要由供给端主导，下游尤其是内需方面缺乏需求承接，名义利率的下行以及 PPI 的走高，使得科技与外需实际利率下行甚至转负，进入再通胀区间，而 CPI 反应偏弱反而使消费端实际利率走高，形成“类滞胀”的效果，因此上游物价的上行难以直接向投资及消费等实际行为传导。日本的输入性通胀向国内工资传导的前提条件是婴儿潮一代永久退出劳动力，劳动市场供需格局逆转，企业招工刚性抬升，输入型通胀才完成“原油涨价→工业品 PPI→企业成本→居民工资→终端 CPI”完整传导链条，形成可持续良性通胀循环。反之，若劳动力供给充裕、过剩低薪劳动者持续稀释用工议价权，单纯大宗商品涨价只会压缩企业利润、抑制居民实际收入，演变为“成本推升、需求走弱”类滞胀格局，这也是 2022 年前三十年日本多次输入通胀均快速消退的核心根源。而当前国内不存在人口结构性自发收紧的条件，则需要配合以足够的政策对冲和就业与产能出清基本面，比如相关财政政策定向托底就业，吸纳传统行业富余劳动力，收紧低端劳动力供给弹性，逐步提升居民薪资议价能力，地产及居民资产负债修复配套政策等，以为良性通胀均衡创造条件。

图表 7. 日本居民收入主要驱动因素逐渐由劳动参与度转向名义工资



数据来源：Choice、国元期货

图表 8. 关注居民就业和收入情况是否出现明显提升

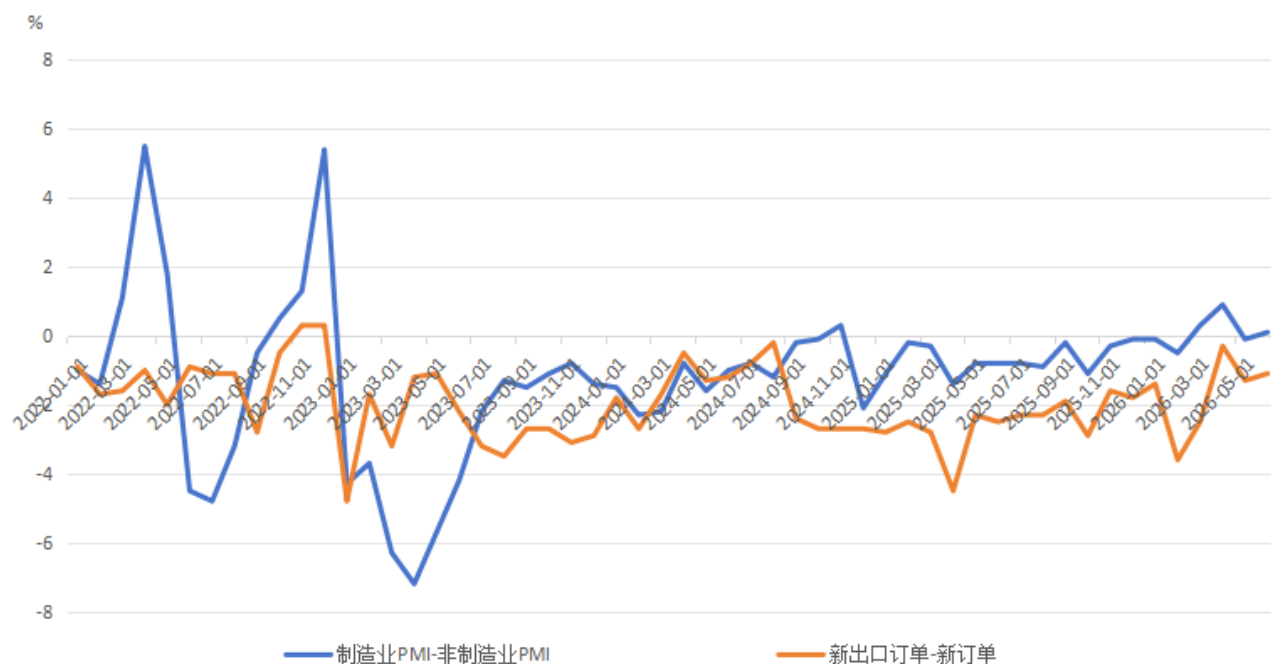


数据来源: Choice、国元期货

1.2 经济结构转型: AI 产业链高景气对冲传统动能下行压力

2025 年新质生产力经济总量已超越地产传统产业链, 年初 PMI 数据印证分化加剧, 制造业与非制造业 PMI 差值、新出口订单与内需订单差值均创 2023 年以来新高, 传统地产链修复偏温和, 而以 AI 为核心的高端制造持续高景气, 将成为下半年稳定经济增长的核心支撑力。

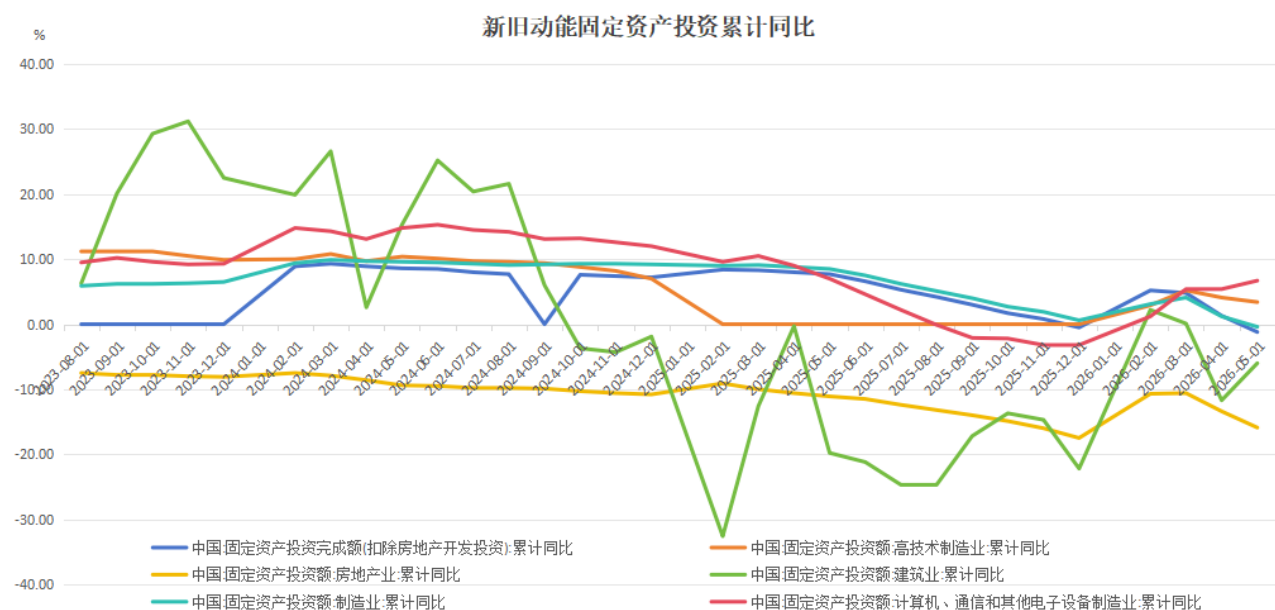
图表 9. 年初制造业与非制造业、外需与内需差值均创新高



数据来源: Choice、国元期货

从外需维度看，美伊冲突后 K 型分化加剧正成为世界经济新常态，有 AI 及资源的经济体会表现出相对韧性，全球步入制造业上行周期的同时也步入设备资本开支周期，叠加 AI 算力资本投入的增加，持续打开我国高端制造出口空间。美伊冲突抬升日韩、东南亚制造业能源成本，我国供应链与能源韧性优势凸显，化工、光伏、电力机械设备出口份额持续提升。中美关系阶段性缓和进一步修复全球贸易预期，海外云厂商大规模加码智算、服务器、光模块采购，存储器、集成电路、机电设备成为进出口核心增量，AI 硬件出口成为外需韧性的核心抓手。本轮制造业复苏区别于传统地产驱动周期，由全球算力基建实物资本开支主导，具备更长持续性。

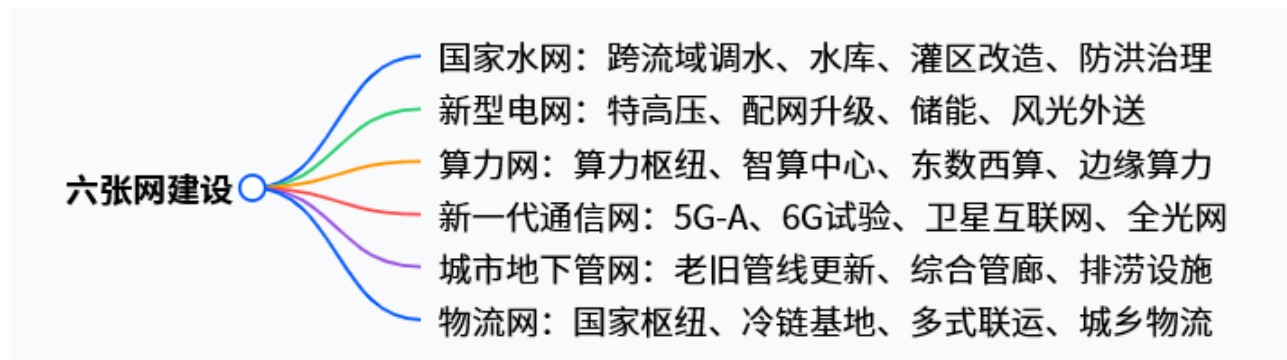
图表 10. 2026 年以来新旧动能产业投资增速趋势出现反向背离



数据来源：Choice、国元期货

从内需维度看，主要来自于政策端的支撑，内需端政策持续加码算力基础设施建设，形成稳定投资增量。4月政治局会议将算力网纳入“六张网”重大工程，与水网、电网并列作为国家级新型基建，全年广义财政维持高赤字，专项、特别国债资金持续向智算中心、新一代通信、新型电网倾斜，算力配套的有色金属、精密制造、工程设备需求同步释放。政策层面形成完整支撑体系，“人工智能+”系列专项行动落地，《AI+制造》《工业互联网融合方案》等政策持续推动 AI 向工业、能源、医疗渗透，下半年政策重心转向技术转化与场景落地，持续释放产业资本开支需求。尽管地产市场仅呈现刚需主导的温和“小阳春”，居民加杠杆意愿偏弱、地产投资修复滞后，但 AI 产业链、新型基建能够对冲传统行业投资下行，成为下半年固定资产回升的关键支柱。

图表 11. “六张网”建设方向会有政策倾斜，成为关键支柱



数据来源：公开资料整理、国元期货

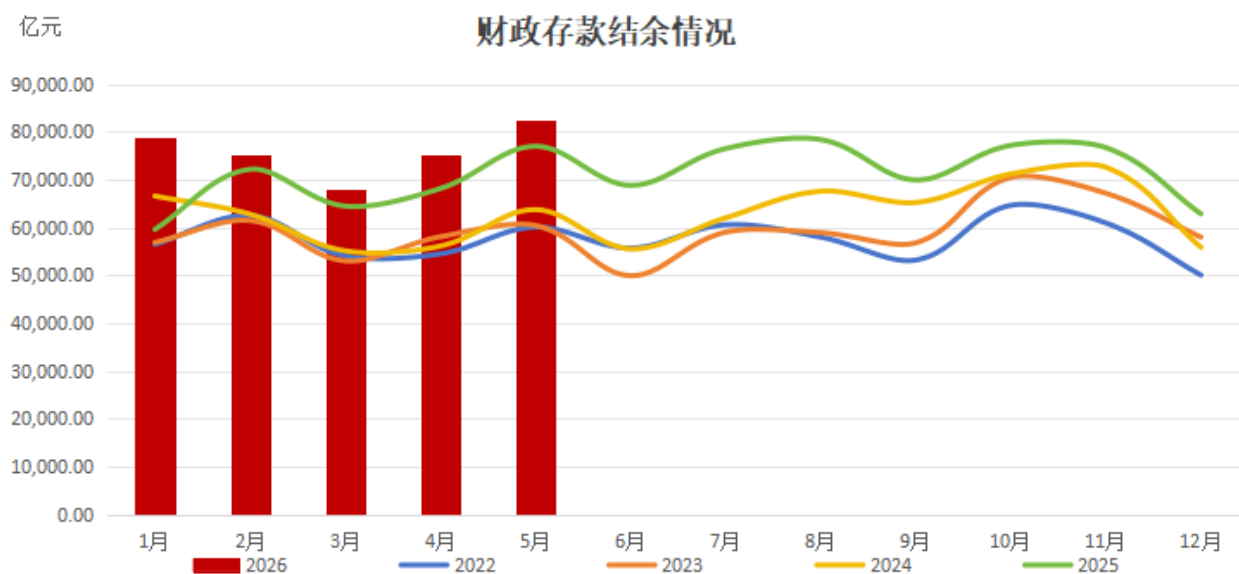
从政策角度来看，宏观流动性与产业政策形成协同托底。货币政策维持适度宽松，虽年内降息概率偏低，但 PPI 回升压低实际利率，制造业融资环境持续改善，财政兼顾“投资于物、投资于人”，千亿专项资金、8000 亿政策性金融工具重点投向科创与算力基建。产业政策同步整治传统行业无序内卷，优化供需格局，同时依托 AI 产业培育六大新兴支柱产业，推动产业链自主可控，对冲外部科技博弈风险。因此，下半年全球制造业上行周期延续、国内 AI 政策持续落地，算力全产业链景气具备强确定性。这条主线将同步拉动出口、新型基建、制造业投资三大板块，对冲地产链修复乏力的拖累，推动经济结构性向好。短期经济仍维持 K 型分化，但 AI 新质生产力带来的资本开支扩张，能够持续释放内需潜力，带动设备更新、高端制造形成长期增长动能，是全年经济最确定的增长支撑。2026 年预计国内经济 k 型分化格局将持续深化，新旧动能增速、景气度差距拉大。

1.3 政策端：财政盘活存量为主，货币维持结构性宽松

财政政策方面，2026 上半年伴随着一季度经济的“开门红”，财政发力整体前置，力度显著大于去年，进入二季度则有所减缓，4-5 月份地方政府专项债发行量同比下降近五成，支出节奏阶段性放缓，整体呈现前高后低的投放节奏。二季度总量发力的回落主要是受到基本面出现好转迹象的情况影响，根据四月底政治局会议的表述，2026 年我国经济起步有力，主要指标好于预期，宏观政策更加强调精准有效，可见政策开始专项补结构性短板，比如促进消费、重大项目开工等。对于下半年财政政策的规划，从总量来看，财政政策余量较为充足，预计三季度起加速释放，4.4 万亿专项债、8000 亿新型政策性金融工具的投放进度是核心观察指标，为经济形成政策托底。但增量政策方面，目前来看必要性不高，预计将优先以盘活存量为主。当前存量政策的落地进度偏慢，且 8000 亿新型政策性金融工具也尚未落地，对信贷的提振有待进一步落实。资金分配方面预计将严格遵循“投资于人+投资于物”的指导，既推进“两重”工程、六张网、城市更新等基建投资，也持续加码科创、民生保障投入，兼顾传

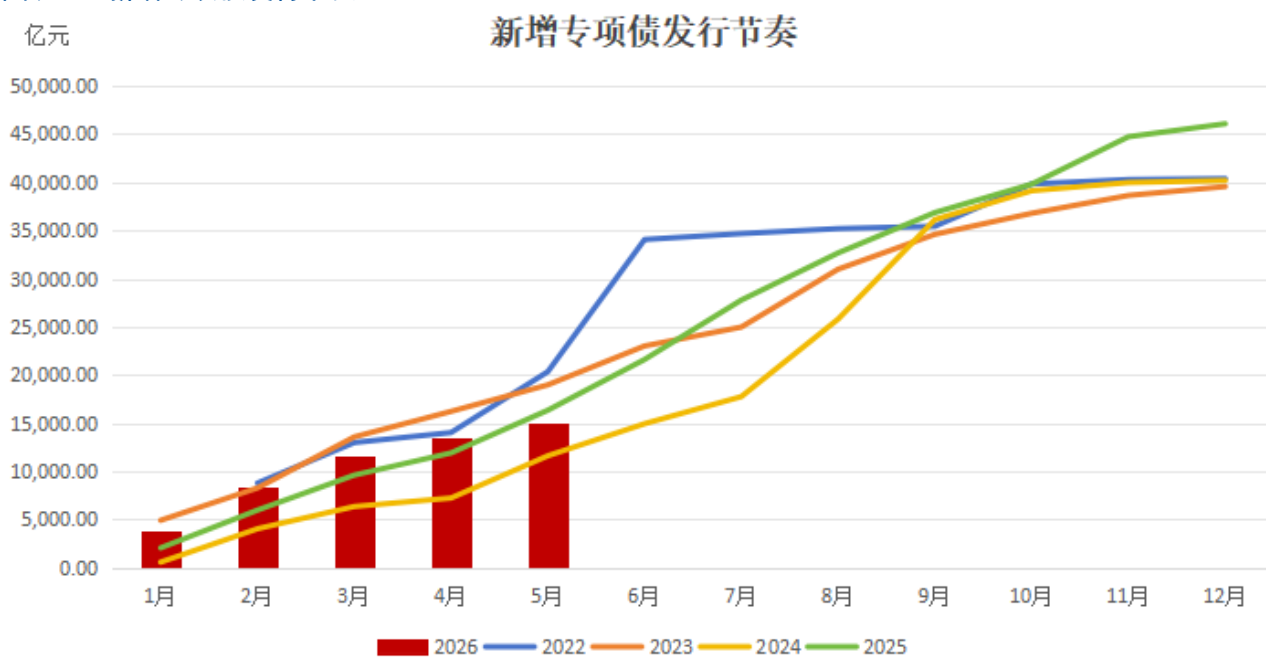
统短板补齐与新质生产力培育。整体政策导向强调精准高效，加速财政资金转化为实物工作量，对冲内需修复不均衡的压力。

图表 12. 当前财政存款余量充足



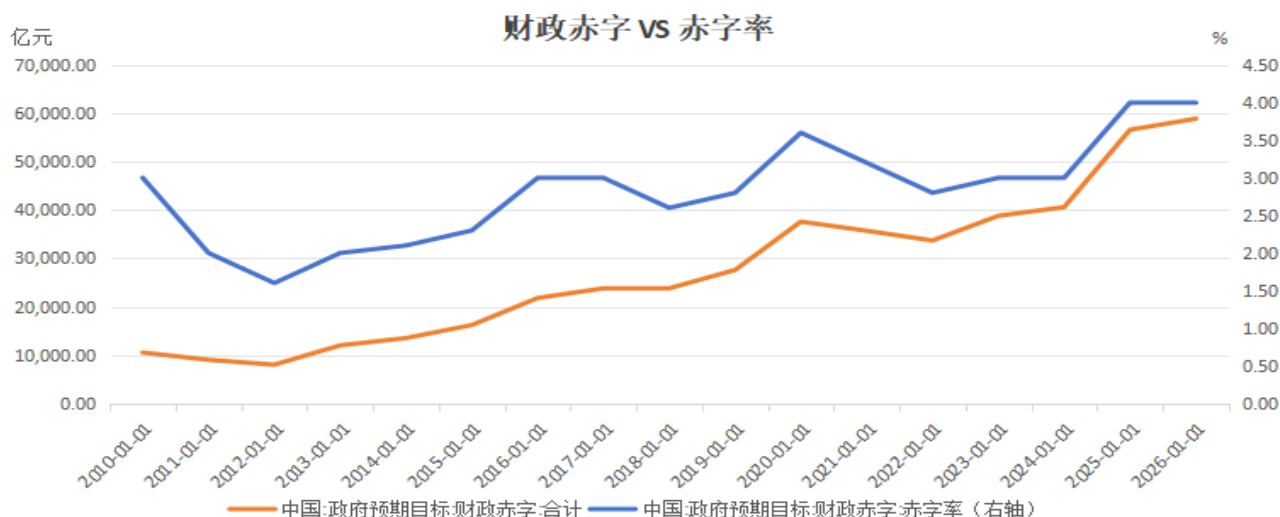
数据来源：Choice、国元期货

图表 13. 新增专项债发行节奏



数据来源：Choice、国元期货

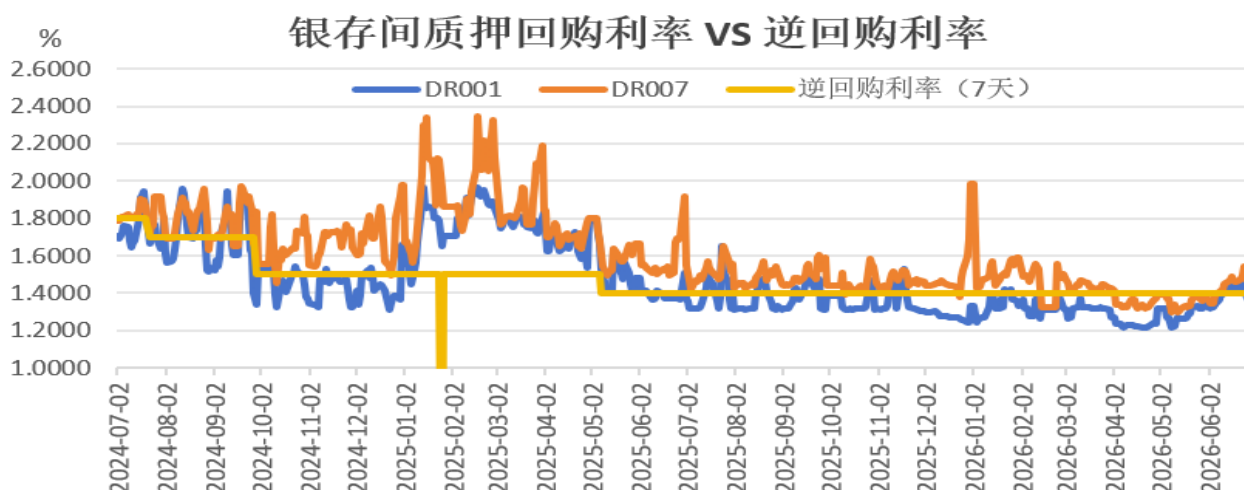
图表 14. 财政赤字维持较高支出强度



数据来源：Choice、国元期货

货币政策方面，下半年预计维持适度宽松，暂不具备收紧基础，但是降准降息这一类总量宽松政策可能受到制约。当前银行净息差偏低，且 DR007 资金利率一度跌下 1.4%，连续两个月低于政策利率。输入性通胀的压力带来实际利率的回落，以上因素均在一定程度上制约了总量利率的进一步降低。在当前经济结构转型的大背景下，旧动能的低迷主要是由于受到需求疲软的拖累，总量政策的放松虽然会对旧动能形成支撑但是拉动作用有限，因此结构性货币政策工具会更符合当前的宏观经济。根据 2026 年的《政府工作报告》对货币政策工具表示，“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，类似结构性货币政策工具、国债买卖等新货币工具可能是后续主要政策工具，对重点领域给予定向资金支持，比如受输入性通胀冲击较大的行业。此外，随着宏观经济企稳，当前人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，对货币政策的掣肘出现明显缓解，算是当前一个关键的积极变化，为后续如果需要调整利率和准备金率创造了更灵活的空间。

图表 15. 二季度以来，资金利率持续低于政策利率



数据来源：Choice、国元期货

图表 16. 人民币汇率在合理均衡水平保持稳定



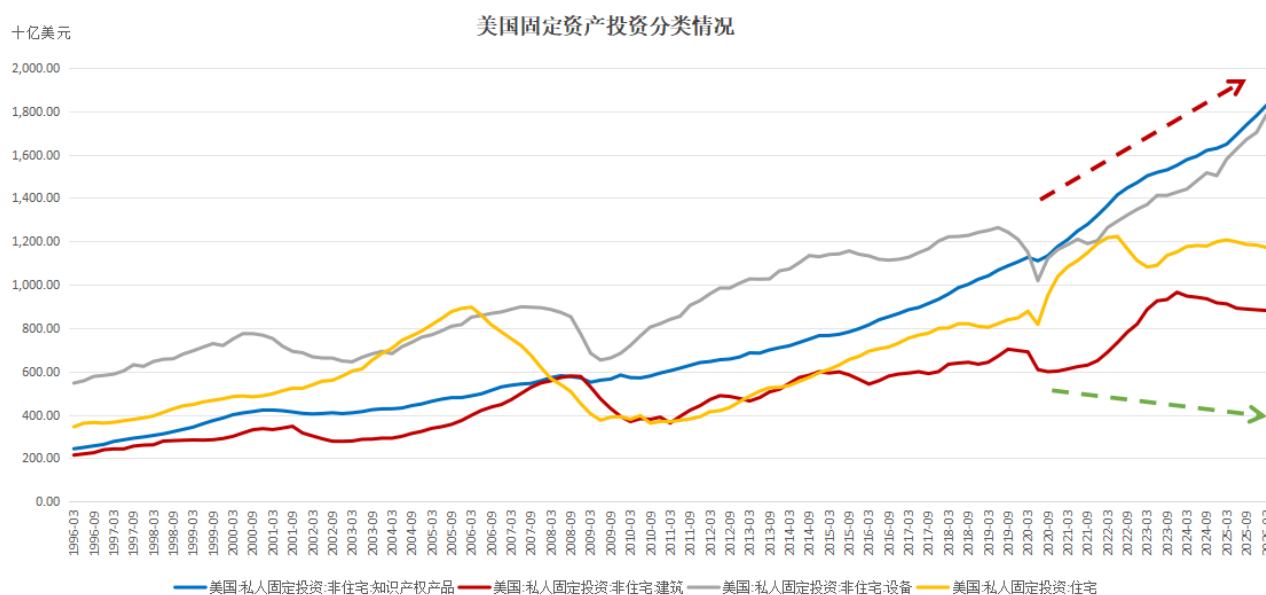
数据来源: Choice、国元期货

二、海外宏观：不确定性仍存，货币环境趋紧

2026 年上半年海外宏观环境由多重外部变量交织扰动，中东地缘冲突持续发酵，霍尔木兹海峡原油流通受限推升全球原油中枢，输入性通胀持续影响各国物价水平，美联储新任主席沃什上任后释放鹰派信号，欧、日央行同步启动加息进程，全球货币政策集体边际收紧，流动性宽松周期逐步落幕。与此同时美国贸易保护预期升温，下半年关税风险可能卷土重来，关税议题反复扰动全球供应链，经济层面呈现典型 K 型分化，美国依靠 AI 资本开支维持韧性，欧洲、日韩等高能源依赖经济体增长持续承压。

站在年中节点，下半年海外宏观运行将锚定两大核心主线，一是全球多重不确定性集中释放，美伊地缘冲突呈现长期化趋势，步入第二轮谈判阶段但仍有部分条件无法谈拢，关税风险仍有可能卷土重来，特朗普面临中期选举的大考，可能带来关于财政与关税政策的变动，全球供应链博弈加剧，不确定性增强。二是全球流动性进入边际收紧长周期，沃什治下美联储降息门槛大幅抬升，欧日持续跟进紧缩，美债利率高位震荡预计将，但与此同时 AI 浪潮对投资和企业利润的拉动促使全球经济呈现 K 型分化格局。

图表 17. 美国投资端 K 型分化明显



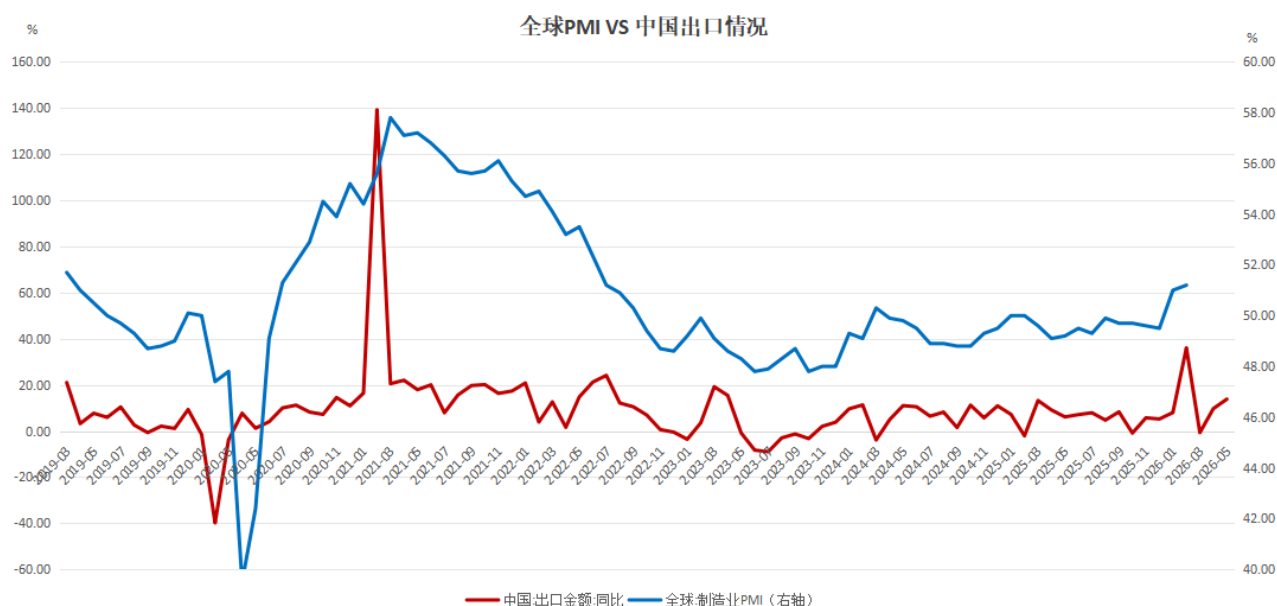
数据来源：Choice、国元期货

2.1 多重不确定性：地缘+中期选举共振

下半年全球宏观经济整体建立在不确定性仍存的大背景下。首先是地缘维度，美伊冲突当前已具备明显的长期化特征，霍尔木兹海峡承载全球两成原油供给，一旦航道持续封锁，全球原油供给缺口最高可达 10%，油价冲高将形成滞胀压力。虽然对比日韩 60%原油依赖度，我国油气进口渠道更多元、能源结构以煤炭为主，直接冲击相对有限，但亚洲制造业普遍抬升的能源成本会抬升区域供应链价格。美伊冲突后续变化的局势与油价息息相关，而油价不同方向的变化，对中国宏观层面影响也各有不同。第一种情况，若伊朗局势久拖不决，导致油价继续冲高并维持高位较长时间，迫使美债利率走高，不仅影响美股定价和企业投资，也会影响中国外需，导致短期增长压力，或最终推动中国政策在内需上发力，也可能可以逐渐聚焦中国避险和内需。短期拖累我国化工、交运加工出口，中下游制造企业利润将被成本挤压。但中长期可能会倒逼全球能源转型，彼时国内光伏、储能、电力设备等“新三样”高端制造相对优势可能会进一步凸显。第二种情况则是油价回落，低油价相对更有利于美国内需修复，也带动中国周期与出口。如果油价回落，那么美债利率压力至少可以缓解，美联储年内加息的预期有所修正，美国内需如地产消费等也可以有温和改善，但与此同时中国外需也不会遇到太大挑战，反而会促使国内政策依然继续重点聚焦在科技领域而无需他顾。此时，科技趋势或依然延续并伴随因为估值的波动，但周期甚至广义外需方向可以逐渐关注，被美债利率持续压制的成长股也会有估值修复。目前来看，中期朝第二种情况演变的可能性更大

一点,美伊谈判当前已经进入第二阶段,目前尚未达成协议一致但已经建立完善的沟通渠道,原油价格最高点预计已经出现,但年内油价中枢易上难下,大概率维持高位震荡。

图表 18. 2022 年后中国出口与全球经济脱钩



数据来源: Choice、国元期货

油价维持高位震荡可能会使得美国滞胀压力加剧,而中期选举的临近将成为下半年美国政策不确定性的放大器,两党博弈将使得财政、监管、住房、关税、民生政策都更多服务于选举叙事,而非形成稳定的经济修复路径,目前来看大概率会形成两院分治的格局。选举周期下贸易保护政策成为核心筹码,尽管今年以来市场对关税风险已经脱敏,但是我下半年关税风险仍有可能卷土重来,目前看美国政府预计将使用 301、232 关税替代,与 IEEPA 和 122 关税不同的是,新版 301 关税被裁定非法概率较低,但考虑到中期选举临近以及国内通胀压力,大幅上调关税的概率相对低。中美关系或在年内维持稳定,“建设性战略稳定关系”有望贯穿特朗普任期,叠加 AI 产业链持续拉动美国资本开支,预计 K 型分化的格局仍将成为全球经济发展的趋势,大概率国内仍将集中资源于 AI、高端制造等新质生产力赛道,促使新产业成长估值修复空间进一步打开。

图表 19. 特朗普面临中期选举压力

当前美国国会格局与共和党中期选举压力						
议院	总席位	共和党	民主党	其他/空缺	控制权归属	过去10次中期选举 (1986-2022年) 执政党平均席位净损失
参议院	100席	53席	45席	2席 (独立派议员, 通常与民主党投票立场一致)	共和党	3席
众议院	435席	220席	212席	3席空缺	共和党	21席

数据来源: Choice、国元期货

图表 20. 中美关系年内预计保持稳定，“建设性战略稳定关系”

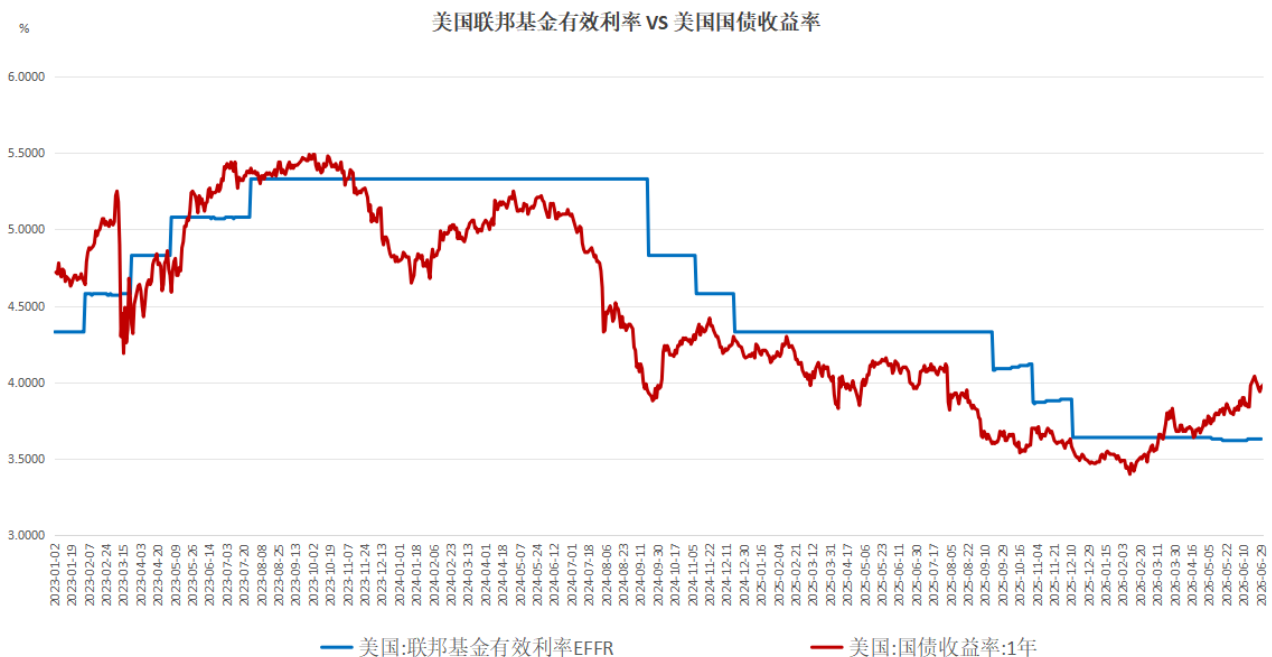
中美关系时间线	1972.02	1979.01	1982.08	1997.09	2001.12	2011.01	2017.11	2017.12	2022.1	2025.04	2026.05
核心事件	尼克松访华，发表《中美联合公报》（“上海公报”）	中美正式建交，发表《中美建交公报》	发表《八一七公报》，限制美国对台军售	国家主席江泽民访美，发表《中美联合声明》，提出“中美建设性战略伙伴关系”	中国加入WTO，多边合作深化	国家主席胡锦涛访美，发表《中美联合声明》，提出“相互尊重、合作共赢的合作伙伴关系”	特朗普访华，提出坚持一中原则+三大公报，推进新型大国关系	特朗普政府《国家安全战略报告》，首次将中国定位为“长期战略竞争对手”	拜登政府《国家安全战略报告》，将中国定位为“唯一既有重塑国际秩序意图，又在经济、外交、军事、科技领域具备相关能力的战略竞争者”	美国对全球加征“对等关税”，中美关税一度升至125%	特朗普访华，中美双方同意构建“中美建设性战略稳定关系”的新定位
经贸关系	民间贸易恢复	官方经贸往来全面开启	双边贸易、投资稳步发展	双边贸易、投资平稳提升	中美贸易进入高速增长期	中美贸易维持高速增长	进行大规模签约，协商优化贸易结构	中美经贸摩擦开始	中美贸易、科技、地缘等摩擦不断	中美经贸摩擦一度进入失控地步	同意成立贸易理事会和投资理事会，解决彼此农产品市场准入的关切，在对等降税框架下推动扩大双向贸易等

数据来源：Choice、国元期货

2.2 流动性边际收紧：年内无需过度担忧

沃什上任之后的第一次议息会议极具鹰派色彩，年初市场预计美联储今年会降息两次，但是本次会议后市场开始预期美联储加息。以沃什上任为标志性节点，全球流动性正式步入边际收紧周期，6月欧央行会议已加息25BP，日本央行考虑6月加息，并可能今年晚些时候再次加息，美联储沟通框架全面转向抗通胀优先，弱化前瞻指引，半数委员预判年内至少加息一次。K型经济下，利率是财政的约束。根据目前的全球宏观经济形势来看，如果想要继续降息，需要满足三个条件，其一就是美伊局势显著缓和，并且在未来2-3个月之内原油价格回落至80美元/桶下方，降低市场对未来通胀的担忧。其二就是美国就业率出现明显偏弱。其三就是美股大幅调整，表明当前经济对金融市场稳定性形成影响。换言之，只要通胀保持高位。目前来看，下半年无论美伊局势升级与否，原油价格中枢难以大幅回落，增长端仍有支撑，AI资本开支、数据中心、电力设施和制造业投资仍是主要增量，就业市场也尚未出现衰退式恶化，因而经济快速失速的概率不高。下半年美国经济更可能是“软着陆偏滞胀化”，即增长仍有底、通胀仍有粘性，利率和美元难以快速下行。美元中枢偏强带来人民币阶段性波动压力，但我国高额贸易顺差与持续结汇行为形成缓冲，汇率大幅贬值风险可控。但目前来看，我们并不赞同年内海外流动性会趋势性收紧的说法，当前美国中期选举临近，美伊双方已构建顺畅的沟通渠道，市场逐渐对地缘风险脱敏，因此如无意外情况发生，油价很难构成二重冲击，下半年全球通胀更多可能是存在粘性，而非继续升温，“缩表”等紧缩政策的推进预计偏慢，年内可能难以落地，若监管法案落地将释放银行信贷空间，也可以一定程度缓和全球流动性压力。且观察联邦基金有效率与国债收益率走势，可发现近期沃什计划废除点阵图指引，基准利率与国债收益率走势出现分歧，因此后续主要关注沃什的表态。

图表 21. 后续主要关注沃什发言，当前国债收益率与基准利率关联度下降



数据来源: Choice, 国元期货

三、国债期货：基本面主导下中期仍偏乐观

2026 年上半年债市整体超预期走牛，核心驱动贯穿宽松资金面与偏弱信用周期，但长短端节奏、定价矛盾持续切换。年初市场三重悲观预期压制债市，股市持续走强抬升风险偏好、政府债供给与机构赎回带来供需压力、大宗商品涨价引发通胀担忧，超长债跌幅尤为明显。1 月 8 日后多重政策与资金利好落地，债市开启修复，央行接连调降结构性工具利率、超额续作降息 MLF，叠加股市阶段性降温，叠加财政支出放缓、居民信贷持续低迷带来的信用下行大背景，短端率先走强，市场普遍采取买短卖长、依靠杠杆的操作策略。春节后美伊冲突推高油价，通胀担忧主导长债定价，券商借贷行为进一步打压超长债，3 月下旬 30Y-10Y 期限利差冲高至 55BP，远超历史合理区间，市场过度定价通胀风险，超长债赔率凸显。3 月底至 6 月初进入第二阶段长债主行情，4 月起工业、消费、投资数据全面走弱，PMI 等指标走弱印证基本面疲软，叠加权益、黄金同步调整促使资金增配长债；即便 4 月油价二次冲高、资金边际收紧引发短期债市震荡，且 4 月 PPI 数据一度冲击长债，但物价上行仅为供给冲击、向下传导不畅，信用走弱仍是核心支撑，5 月 MLF 利率再度下调推动长端利率持续下探，久期策略成为收益核心。6 月初行情进入第三阶段，债市多头情绪过热，央行连续暂停 OMO 投放、买断式逆回购缩量续作，资金面收紧引发长端收益率小幅回升，不过资产荒、融资需求疲软的底

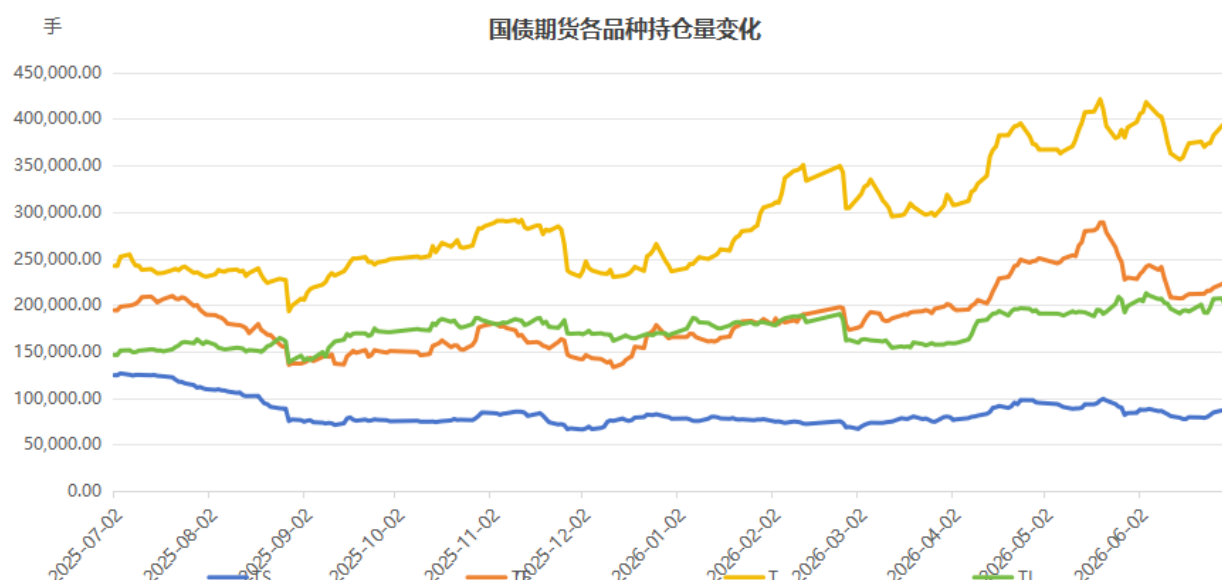
层逻辑未变，此次调整仅为节奏扰动，并未扭转债市中期向好趋势。下半月开始，虽然临近季末资金面收紧，但央行公开市场操作放量，收紧利率走廊并退出隔夜逆回购工具，以降低资金面波动，体现出对资金面的呵护，而海外方面虽然沃什上任后第一次议息会议释放鹰派信号，但随后市场对加息的过度反应开始出现修正，债市再度上行至箱体上沿位置。

图表 22. 30 年期国债上半年在资金面推动下超预期走牛



数据来源：Choice，国元期货

图表 23. 2026 年以来国债期货持仓量明显上升



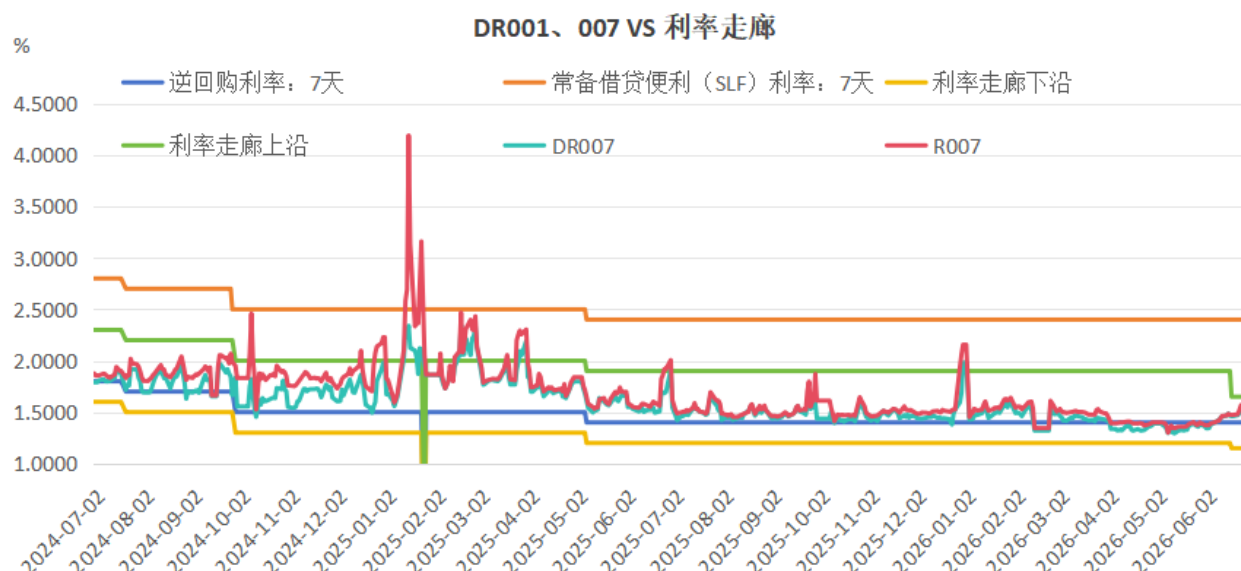
数据来源：Choice，国元期货

3.1 资金面：整体维持中性平衡宽松格局

2026 年下半年市场流动性整体维持中性平衡宽松的格局，虽难以复刻二季度 4 月的超宽松行情，但预计 DR001、DR007 等货币市场利率长期稳定在低位区间，私人部门融资持续收缩、政府债供给未显著增量，资金充裕格局难以根本性逆转。回顾二季度，受海外地缘冲突、内需偏弱、人民币持续结汇带来被动货币投放多重因素叠加，央行主动维持资金过剩，DR001 长期低于政策利率，但 6 月起地缘风险缓和、油价回落，央行主动收敛冗余流动性，DR001 抬升至 1.4% 上方，短端现券负 Carry 矛盾凸显，2 年期国债期货上行空间快速收窄。

央行调控来看，货币政策下半年为托底经济而实施全面宽松的概率偏低，下半年虽然仍然存在降准降息可能性但其契机更多来源于外部风险、权益市场大幅波动或是配套利率市场化改革落地。6 月底央行先后调整利率走廊，首次开展隔夜逆回购，季末、缴税节点央行放量投放 MLF，可见当前政策层面依然维持着对资金面呵护的态度。但开展隔夜逆回购选择不公布资金价格的情况也侧面说明央行不希望此举被解读为降息信号，后续预计央行会灵活运用国债买卖、买断式逆回购调节市场资金，若出现利率过快下行则通过回笼资金、预期引导适度约束，但整体以呵护流动性为主。

图表 24. 后期预计货币市场利率长期稳定在低位区间



数据来源：Choice，国元期货

下半年资金面扰动主要来自专项债、政策性工具集中投放带来阶段性资金分流，叠加机构季末止盈兑现行为，流动性会出现脉冲式收敛，三季度政策性金融工具集中落地、专项债提速投放会带来短期资金分流，叠加历年三季度机构止盈兑现、季末缴税等季节性因素，流

动性边际收敛，引发利率阶段性调整，但仅为短期节奏波动，但实体融资长期低迷、资产荒底层逻辑不变，收紧均为阶段性，不改变中期均衡基调。

3.2 后期展望：中长期走势偏乐观，短端择机布局长期合约

当前国内乃至全球经济呈现明显 K 型分化的特征，外需存在较强支撑，AI 资本开支的支撑之下科技行业景气度较高，而内需方面当前还未出现显著修复。而国内方面，信贷数据尚未看到明显拐点，货币供给强于实体融资。输入性通胀方面，美伊战争出现长期化趋势但是油价高点预计已经出现，且当前美伊双方已构建相对完善沟通机制，有缓和迹象，且上下游价格传导不算顺畅，表现分化，PPI 年终触顶概率上升，货币政策预计仍将延续支持性立场。陆家嘴金融论坛上，央行表示收紧利率走廊并推出隔夜回购工具，以完善短期利率调控机制，实现资金价格区间管理，有助于降低资金面波动，同时对 10 年期国债波动区间形成软约束，整体对债市有一定支撑作用，隔夜利率拥有 1.65% 的上限，但影响主要集中于中短端，长端影响较小。展望后市，资金面不再是驱动国债期货单边大涨的核心逻辑，市场行情将由“流动性驱动”切换为基本面与政策预期双驱动，中长期来看，债市走势依旧偏乐观。短期来看，隔夜资金利率重回 1.3% 下方的概率不大，且会受到监管关注，因此中短端斜率预计相对平坦，盘面调整较大时择机布局 T 和 TL 合约多单的性价比相对更高。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
（即磐基商务楼 1502-1503 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555221