



A 股策略周报 20260531

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

6 月，验牌

市场震荡期，分子端仍是关注点

本周 A 股高位震荡，前期涨幅相对落后的煤炭、电力及消费板块出现明显反弹。在本轮以 AI 资本开支为驱动的行情中，分子端的变化正是决定市场转换的核心因素，以更能体现本轮硬件行情的电子板块为例：尽管过去一个季度电子行业成交额集中度处于历史最高水平，而其净利润占比比例同样回到历史高位，对 2026Q1 全 A 利润增长的边际贡献达到 15%，市场过去的交易集中正是对于边际信息的集中反馈，因此具有合理性。展望未来，在全球金融资产扩张可能已经出现转向的背景下，市场轮动的核心在分子端不在分母端：这意味着：第一，同处科技赛道但是缺乏周期性利润增长支撑的板块，很难是切换的方向；第二，对于传统行业而言，利润改善预期仍然是低位向上的基础。本周反弹的行业看：4 月煤炭行业利润增速与利润率均在上行，近期国内重点电厂日耗出现超季节性增长；消费行业看，房地产领域《城市更新“十五五”规划》也强化了传统的“消费——地产”框架的预期抢跑。

美股消费股反弹的启示

美股消费板块本周也出现更明显反弹：即使除去 AI PC 销售等因素的百思买公司外，消费股也整体见底，但是高端消费反弹明显更为凌厉。AI 带来 K 型经济开始呈现一定消费侧影响：一方面 AI 的发展对美国劳动力市场形成压力，另一方面 AI 驱动的资本市场回报率提升有着较强的财富效应。韩国在今年股票市场出现快速上涨与重点企业薪资调整预期下，消费也开始出现了复苏，由于韩国经济体相对较小，因此 AI 带来的消费侧影响更为广泛：消费数据整体修复，但是高端专卖店消费修复更快。当 AI 成为宏观经济运行过程中重要的驱动因素时，其景气度的扩散在所难免。考虑到美国 AI 发展相对更早、权益资产在美国居民资产负债表中占比更高的因素，类似的传导在国内出现可能需要一定的时间，短期分子端的扩散可能更集中于传统制造行业。随着本轮中国新质生产力的提升，景气向部分消费领域扩散的可能性值得关注，这可能是年底切换时的重要关注点。

若海峡重开，更快的传导路径可能在传统领域

在 AI 科技巨头资本开支增长预期仍非常乐观的背景下，如果海峡通航逐步恢复正常，HALO 交易可能会逐步回归，AI 的基础设施需求+全球制造业预期的修复将会交汇，这与我们上期判断一致。同时市场对美联储加息预期这一制约因素也出现缓解，沃什更关注的截尾 PCE 同比在 4 月进一步下降，市场对美联储年内加息的预期也下降至 50% 以下。对国内来说，炼厂产能利用率已处于过去 5 年最低水平，同时以甲醇为代表的下游化工品库存同样处于历史同期低位，海峡放开后需求的重新扩张将会带来大幅修正的机会。

当尾部风险兑现，景气或难独善其身

最近几周霍尔木兹海峡通航情况并未出现实质性的好转，3 月以来美国居民部门电价和汽油零售价均出现快速上涨，如果尾部风险情境出现，将会进一步加大海外居民侧生活成本压力。工业革命时期的经验表明，在科技进步对生产关系进行调整的时期，外生冲击会放大生活成本上升的感受，甚至引发社会运动。18 世纪末轧棉机的发明引发了棉纺织对羊毛纺织活动的替代，在气候干旱及拿破仑战争的冲击下，英国小麦价格相对于工资最高上涨 1.5 倍，由此引发了工人大规模破坏机器的“卢德运动”。当尾部风险出现时，景气领域可能也难以独善其身。当前美国汽油价格相比 2025 年末低点时已上升近 60%，而美联储官员对于 AI 引发的短期通胀压力以及生活成本上升的担忧正在上升。

验牌时刻

6 月，市场将在震荡中等待验牌时刻。如果霍尔木兹海峡重开，市场将更有可能重回 HALO 交易；如果尾部风险情境出现，当前的景气领域也难以独善其身。在此我们做出推荐如下：第一，关注宏观修复与 AI 人工智能投资往传统经济部门的扩散和价格传导两条主线：工业金属（铜、铝、锂），化工（AI 上游材料、炼化等），能源补库与其他大宗商品安全库存构建周期的受益品种（油运、干散货）；第二，关注能源价格中枢上移（油、煤炭，锂电、风光）；第三，产能周期见底，随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



内容目录

市场震荡期，分子端仍是关注点.....	3
美股消费股反弹的启示.....	4
若海峡重开，更快的传导路径可能在传统领域.....	6
当尾部风险兑现，景气或难独善其身.....	7
验牌时刻.....	8
风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 本周 A 股高位震荡，上涨科技行业缩窄至通信，消费、电力、煤炭行业出现反弹.....	3
图表 2： 工业企业口径下，4 月份煤炭行业净利润增速、净利润率持续改善.....	3
图表 3： 近期重点电厂日耗煤量出现超季节性增长.....	3
图表 4： 4 月份以来，茅台酒市场售价企稳回升.....	3
图表 5： 2026 年以来，电子行业成交额集中度创历史新高，行情持续背后有利润占比上升作为支撑.....	4
图表 6： 尽管海外股票市场持续反弹，但全球金融资产/GDP 比值并未突破 2 月末的高点.....	4
图表 7： 本周美股信息技术表现仍然较强，同时消费股出现反弹.....	4
图表 8： 美股消费股内部分化特征明显，高端消费股反弹明显，低端消费股持续调整.....	4
图表 9： 2023 年以来美国企业 AI 采纳率快速走高，近期上升幅度有所加快.....	5
图表 10： 2023 年中以来美国居民可支配收入增速、时薪增速持续下行.....	5
图表 11： 低薪行业仍是当前美国新增非农就业的主要拉动力量，金融业、信息业对整体就业贡献为负.....	5
图表 12： 在股票市场快速上涨与重点企业薪资调整预期下，高端专卖店相比普通便利店零售额增速修复更快.....	5
图表 13： 美国高性能 AI 推出的时间比中国更早.....	6
图表 14： 股票资产占美国居民部门金融资产比重超过 45%，占我国居民金融资产比重约 10%.....	6
图表 15： 当前市场对 AI 科技巨头未来三年资本开支增长预期仍非常乐观.....	6
图表 16： 美国 4 月 PCE 同比增速虽有上升，但新任美联储主席沃什更关注的截尾 PCE 同比持续下行.....	7
图表 17： 市场对美联储年内加息预期有所下降.....	7
图表 18： 近期国内炼厂产能利用率迅速下降.....	7
图表 19： 以甲醇为代表的炼厂下游化工品库存量多处于历史同期低位.....	7
图表 20： 美伊谈判虽在进行，但最近几周霍尔木兹海峡通行情况并未进一步改善.....	8
图表 21： 美国居民部门汽油、电力价格自 3 月以来快速上行.....	8
图表 22： 英国卢德运动爆发前，以居民工资为参照的实际小麦价格最多上升了 1.5 倍.....	8
图表 23： 以非农时薪为参照，当前美国汽油价格相比 2025 年末低点时上升近 60%.....	8

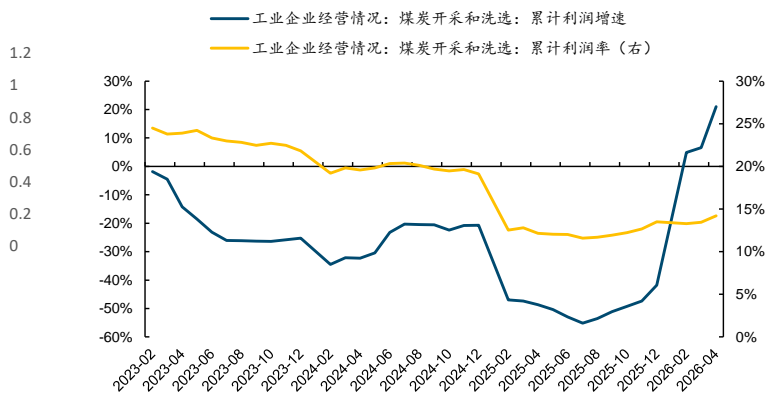
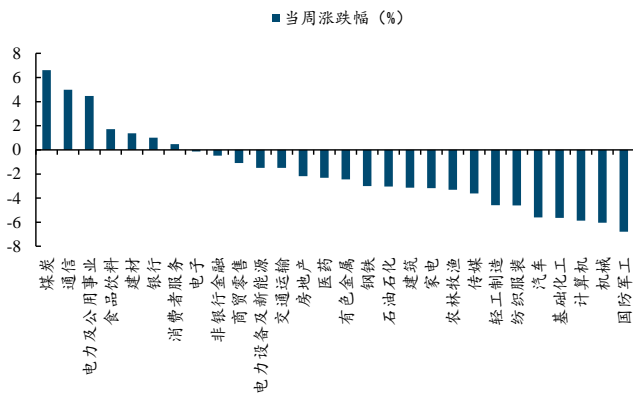


市场震荡期，分子端仍是关注点

本周 A 股维持高位震荡，后半周电子、计算机行业出现明显调整，前期强势的科技板块进一步缩圈，本周只有通信行业实现正收益；而前期涨幅相对落后的消费板块则出现了明显的反弹，煤炭、电力行业涨幅居前。从涨跌幅的行业特征来看，本周市场似乎出现了高低切换的现象。不过值得注意的是，本周非科技板块中涨幅靠前的煤炭、电力行业都出现了景气度改善的特征：4 月工业企业经营数据表明煤炭开采和洗选行业净利润增速正在快速提升，同时利润率也有改善；电力方面，国家能源局本周也确认 2025 年全国算力中心用电量占比达到 1.6%，且最近几周国内重点电厂日耗煤量出现超季节性增长。就消费板块来说，在本周四国务院发布《城市更新“十五五”规划》后，市场对传统的“消费—地产”框架预期强化后有所抢跑，此外 4 月份以来茅台酒价也出现触底回升迹。

图表1：本周 A 股高位震荡，上涨科技行业缩窄至通信，消费、电力、煤炭行业出现反弹

图表2：工业企业口径下，4 月份煤炭行业净利润增速、净利润率持续改善

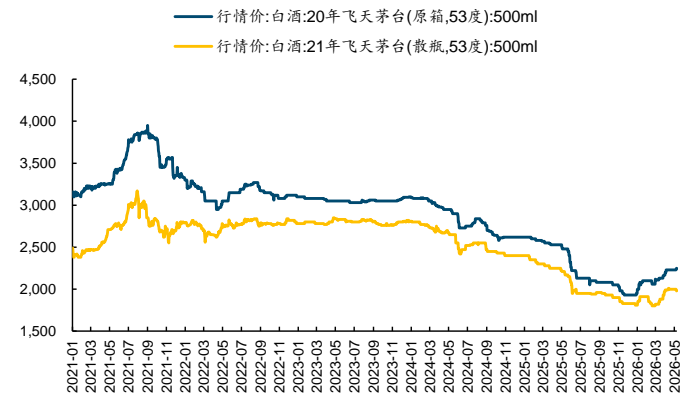
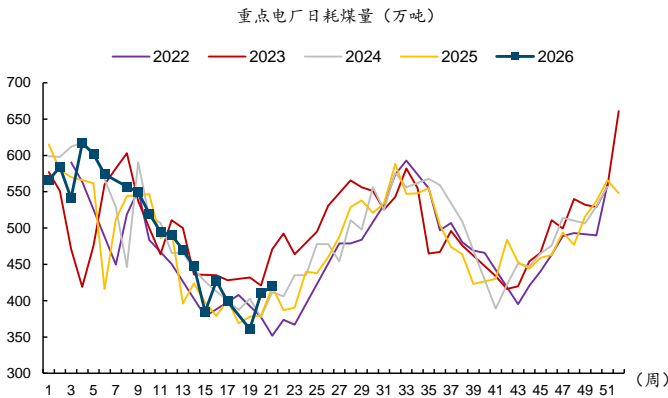


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：近期重点电厂日耗煤量出现超季节性增长

图表4：4 月份以来，茅台酒市场售价企稳回升



来源：wind，国金证券研究所

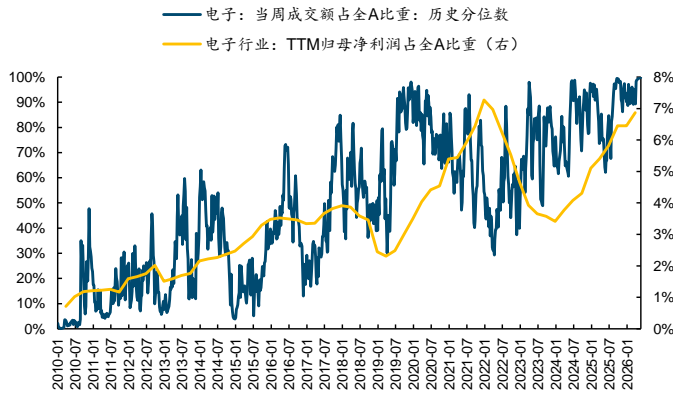
来源：wind，国金证券研究所

在本轮以 AI 资本开支为驱动的行情中，分子端的变化正是决定市场转换的核心因素。以电子行业为例，2026 年以来行业成交额占全 A 比重创历史新高且长期处于高位，在看似交易过热的环境中行情仍然可以持续，支撑因素在于电子行业利润占全部 A 股总利润的比重的持续提升。从边际贡献来看，2026Q1 相比 2025Q1 全 A 净利润增长约 1200 亿元，其中电子行业增长约 180 亿元，边际贡献占比接近 15%。

当前全球金融资产持续快速扩张的情况可能已经开始转向：尽管 4 月以来美国股票市场反弹力度较强，但由于欧洲及 A 股市场的震荡调整以及黄金、加密货币资产的持续下行，全球金融资产与 GDP 的比值在 4 月虽有修复，但并未突破 2 月末的高点。在此背景下，本轮科技股又具有明显的周期性盈利弹性特征，这对市场未来的演绎具有两点指示意义：第一，市场机会的扩散需要以分子端的变化为依据，对于传统行业而言，利润改善预期仍然是低位向上的基础；第二，在缺乏分母端驱动的环境里，科技并非是一种风格，同处科技赛道但是缺乏周期性利润增长支撑的板块，很难是切换的方向。

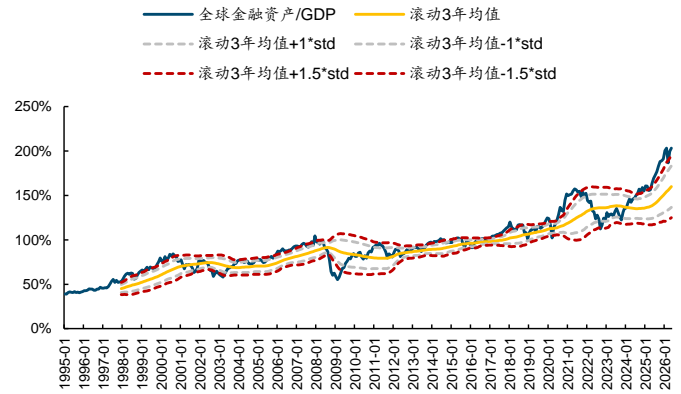


图表5: 2026 年以来, 电子行业成交额集中度创历史新高, 行情持续背后有利润占比上升作为支撑



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 尽管海外股票市场持续反弹, 但全球金融资产/GDP 比值并未突破 2 月末的高点

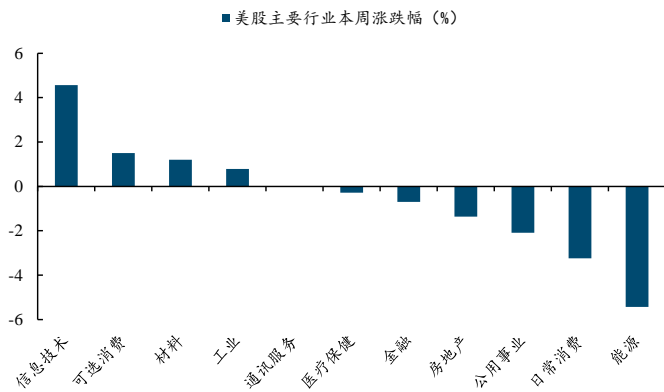


来源: Bloomberg, Macromicro, 国金证券研究所

美股消费股反弹的启示

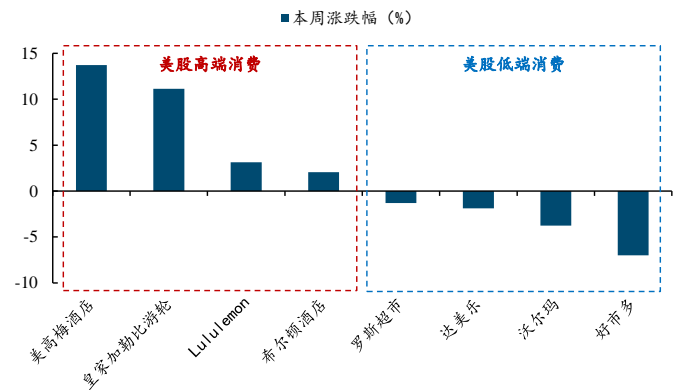
与 A 股类似的是, 本周美股消费板块出现反弹迹象, 可选消费板块本周上涨 1.5%, 仅次于信息技术板块。值得注意的是, 美股消费股的走势存在明显的分化: 高端消费表现强势, 其中美高梅酒店、皇家加勒比游轮在本周的反弹幅度超过 10%; 而低端消费股表现较差, 在 2026 年一季报公布后, 沃尔玛、好市多则出现 5% 以上的调整。

图表7: 本周美股信息技术表现仍然较强, 同时消费股出现反弹



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 美股消费股内部分化特征明显, 高端消费股反弹明显, 低端消费股持续调整

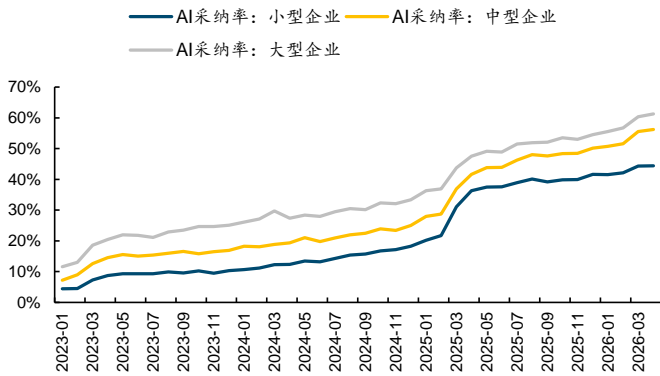


来源: wind, 国金证券研究所

当前美股消费板块内部表现的分化, 正是对 AI 带来的消费 K 型分化的映射。一方面, AI 的发展对美国劳动力市场形成压力。过去 3 年美国企业 AI 采纳率的上升伴随着人均可支配收入、平均非农时薪同比增速的趋势性下行。尽管近期美国新增非农就业人数有所回升, 但对新增就业主要来自于休闲酒店、零售、运输仓储等低薪行业; 受 AI 影响较为明显的信息业、金融业等高薪行业, 其新增非农就业人数仍在负增长。另一方面, AI 驱动的资本市场回报率提升形成了较强的财富效应。2023 至 2025 年间, 美国居民部门金融资产规模由 109 万亿美元上升至 144 万亿美元, 其中直接和间接持有股票资产规模从 40.4 万亿美元上升至 67.8 万亿美元, 对居民部门金融资产扩张贡献超过 80%。韩国在今年股票市场出现快速上涨与重点企业薪资调整预期下, 消费也开始出现了复苏, 由于韩国经济体相对较小, 因此 AI 带来的消费侧影响更为广泛: 2026 年以来消费数据整体修复, 但是高端专卖店消费修复更快。

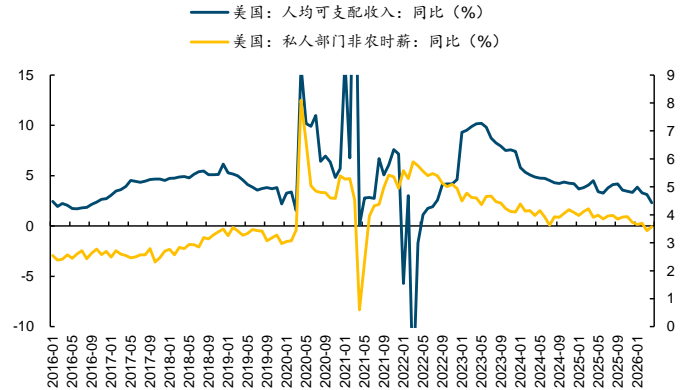


图表9：2023年以来美国企业AI采纳率快速走高，近期上升幅度有所加快



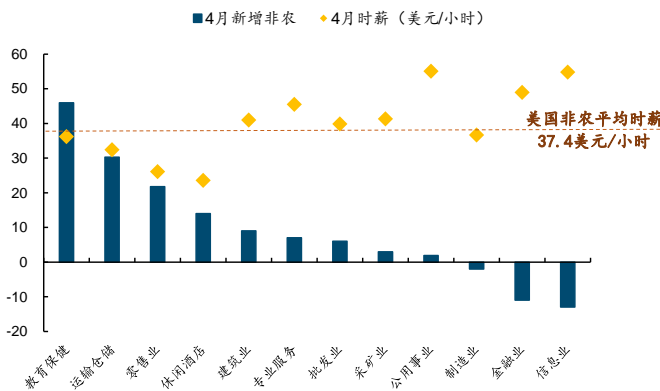
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表10：2023年中以来美国居民可支配收入增速、时薪增速持续下行



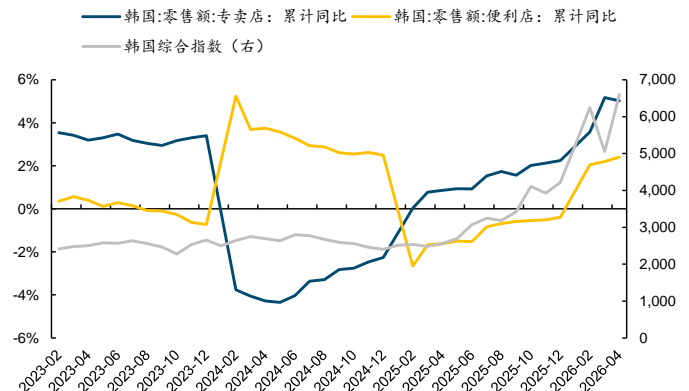
来源：wind，国金证券研究所

图表11：低薪行业仍是当前美国新增非农就业的主要拉动力量，金融业、信息业对整体就业贡献为负



来源：wind，国金证券研究所

图表12：在股票市场快速上涨与重点企业薪资调整预期下，高端专卖店相比普通便利店零售额增速修复更快

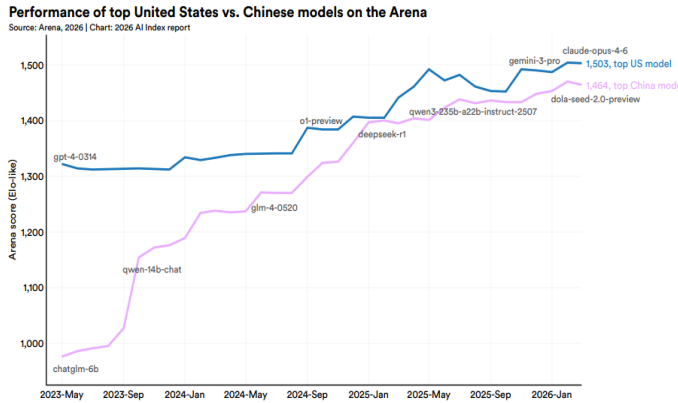


来源：wind，国金证券研究所

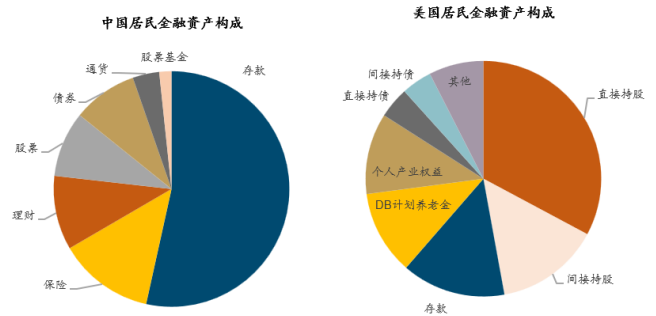
美国由AI发展逐步传导至高端消费更为受益的经验表明，当AI成为宏观经济运行过程中重要的驱动因素时，其景气度的扩散在所难免。不过，类似的传导在国内出现可能需要一定的时间：一方面，美国高性能AI推出的时间相对更早；另一方面，从两国居民资产负债表结构差异来看，股票类资产占美国居民金融资产比重超过45%，但只占我国居民金融资产的10%左右，财富效应的累积可能需要更长的时间。不过，随着本轮中国新质生产力的提升，景气向部分消费领域扩散的可能性值得关注，这可能是年底切换时的重要关注点。



图表13: 美国高性能AI推出的时间比中国更早



图表14: 股票资产占美国居民部门金融资产比重超过45%，占我国居民金融资产比重约10%



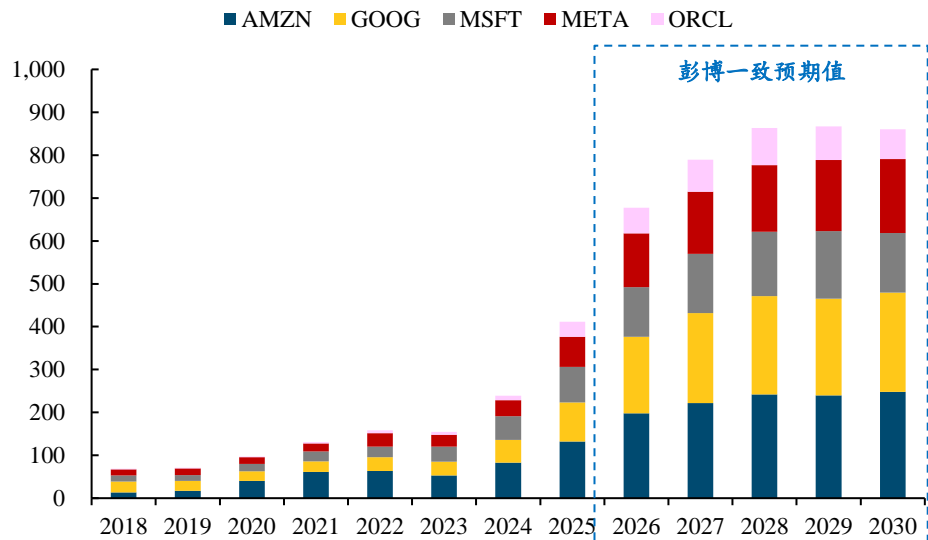
来源：斯坦福大学，国金证券研究所

来源：《中国国家资产负债表 1978-2022》，美联储，国金证券研究所

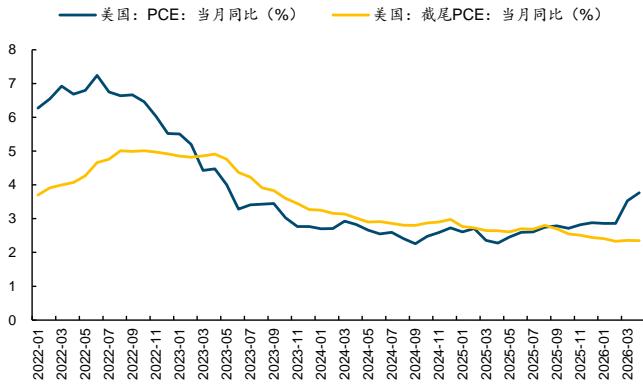
若海峡重开，更快的传导路径可能在传统领域

未来围绕霍尔木兹海峡的地缘政治演绎仍存在着高度的不确定性。在此前的报告中我们曾多次指出，如果海峡通航逐步恢复，在当前市场对AI科技巨头未来三年资本开支增长预期仍非常乐观的背景下，由AI投资向实物资产扩散的HALO交易可能会逐步回归。AI的基础设施需求与全球制造业预期的修复将会交汇，这与我们上期判断一致。此前市场对美联储加息预期是制约HALO交易的因素之一，而这一预期近期有所缓和：本周公布的美国4月PCE通胀数据虽有所上行，但新任美联储主席沃什更关注的截尾PCE同比增速反而有所回落，表明美伊冲突并未造成物价出现普遍性快速上涨，本周市场对美联储年内加息的预期再度回落至50%以下。

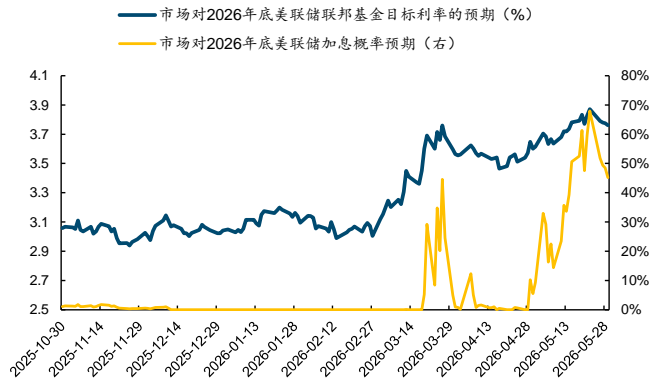
图表15: 当前市场对AI科技巨头未来三年资本开支增长预期仍非常乐观



来源：Bloomberg，国金证券研究所

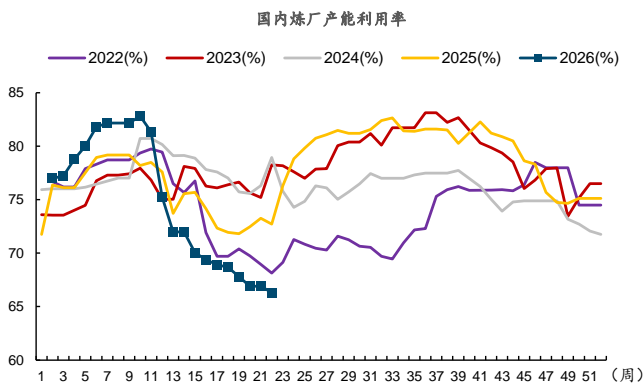

图表16: 美国4月PCE同比增速虽有上升, 但新任美联储主席沃什更关注的截尾PCE同比持续下行


来源: wind, 达拉斯联储, 国金证券研究所

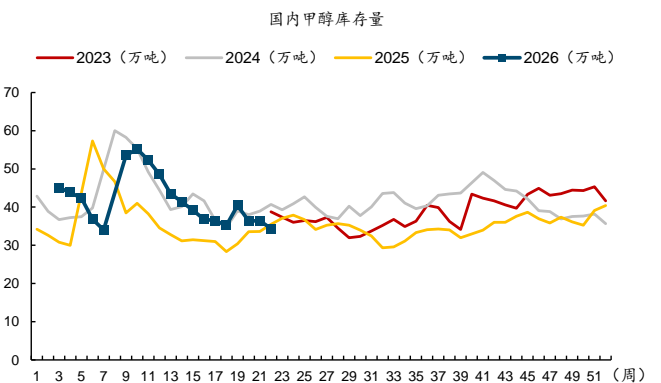
图表17: 市场对美联储年内加息预期有所下降


来源: CME, 国金证券研究所

对于国内来说, 如果霍尔木兹海峡重新开放后带来需求的回升, 那么石油石化相关产业可能存在更大的机会。3月以来, 国内炼油厂产能利用率快速下降, 目前已处于过去5年同期的最低水平。与此同时, 以石脑油等炼厂产成品为原料的下游化工企业, 其库存同样处于低位, 如国内甲醇库存量已从3月初的55.2万吨下降至当前的34.5万吨, 处于2023年以来同期最低水平。过去一个月内, 偏低的产能利用率对石油石化行业的表现形成了拖累; 而当前偏低的产能利用率叠加下游偏低的库存水平, 意味着海峡放开后需求的重新扩张将会带来大幅修正的机会。

图表18: 近期国内炼厂产能利用率迅速下降


来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 以甲醇为代表的炼厂下游化工品库存量多处于历史同期低位


来源: wind, 国金证券研究所

当尾部风险兑现, 景气或难独善其身

虽然美伊谈判在多方斡旋下仍在持续, 但霍尔木兹海峡的船只通航情况在最近几周内并没有出现实质性的改善, 当周通航船只数相比4月中旬反而有所下降。美伊冲突二次升级、霍尔木兹海峡通航情况再度恶化的尾部风险情境仍有出现的可能。当前受地缘政治冲突、数据中心建设带来的用电需求提升以及气候问题的影响, 美国居民部门正在面临能源成本快速上升的情况, 3月以来美国汽油零售价、居民住宅电价都出现了快速的上升。如果霍尔木兹海峡通航大幅受限的情况长期持续, 将会进一步加大海外居民侧生活成本压力。

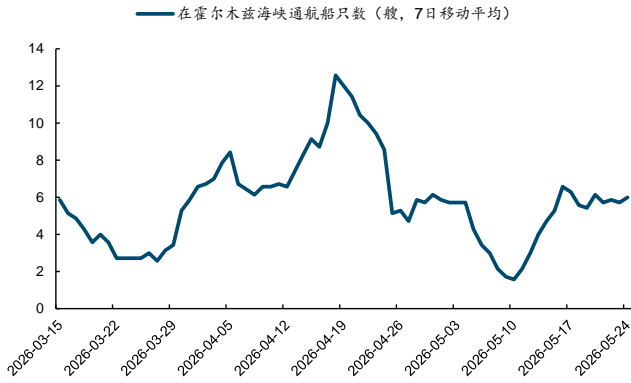
工业革命时期的经验表明, 在科技进步对生产关系进行调整的时期, 外生冲击的出现很可能会放大居民对生活成本上升的感受, 甚至可能由此引发社会运动。在18世纪末轧棉机发明后, 英国的羊毛纺织业逐步被棉纺织业取代, 生产关系调整引发结构性失业问题的出现; 与此同时, 受气候干旱以及拿破仑战争时期的“大陆封锁”政策影响, 英国粮食价格快速上涨, 以居民平均工资为参照的实际小麦价格涨幅最高达到1.5倍, 极大的增加了居民部门的生活负担。在生产关系改变与生活成本上升的共同推动下, 19世纪初期英国爆发了“卢德运动”, 1811至1816年出现了大量工人故意破坏机器的案例, 一定程度上阻碍了工业化的推进。

如果以非农时薪为参照, 当前美国汽油价格相比2025年末低点时已上升近60%。值得注意的是, 当前美联储官员对于



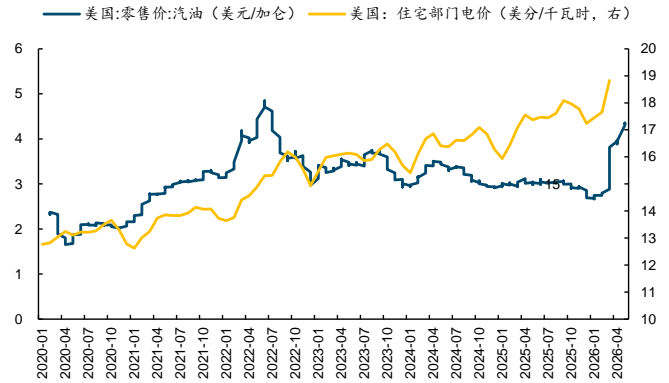
AI 引发的短期通胀压力以及生活成本上升的担忧可能正在上升。本周美联储理事库克在斯坦福大学的演讲中提出：虽然长期看 AI 可以形成对通胀下行的压力，但短期持续升温的 AI 投资需求可能会对物价形成向上冲击。尾部风险情境下，油价的进一步上涨很可能会加剧海外居民生活成本快速上行的情况。

图表20：美伊谈判虽在进行，但最近几周霍尔木兹海峡通行情况并未进一步改善



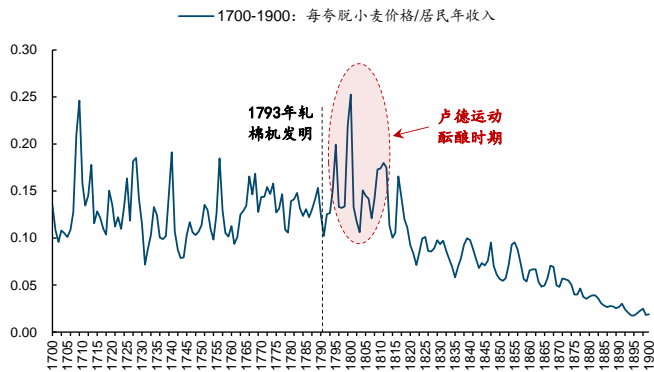
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表21：美国居民部门汽油、电力价格自3月以来快速上行



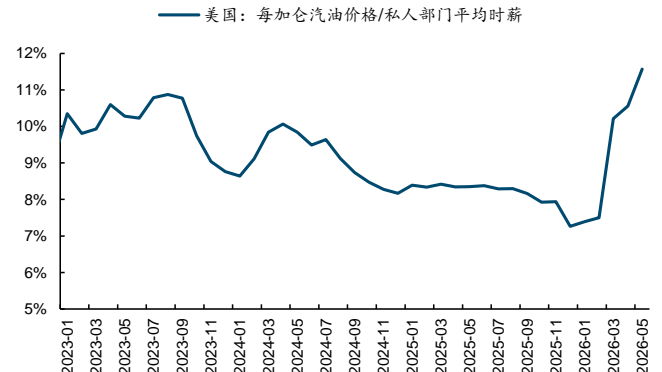
来源：wind，国金证券研究所

图表22：英国卢德运动爆发前，以居民工资为参照的实际小麦价格最多上升了1.5倍



来源：Abstract of British Historical Statistics，国金证券研究所

图表23：以非农时薪为参照，当前美国汽油价格相比2025年末低点时上升近60%



来源：wind，国金证券研究所

验牌时刻

6月，市场将在震荡中等待验牌时刻。本周市场出现高低切换的背后，关键在于低位行业出现了景气改善。在全球金融资产快速扩张可能已经开始转向、同时本轮科技股盈利与 AI 资本开支周期高度相关的背景下，分子端的变化将是决定未来市场转换的核心因素。如果霍尔木兹海峡重新通航，上游偏低的开工率与中游偏低的库存水平，意味着需求修复下以炼化为代表的传统领域可能有着较大的修复机会，市场也将重回 HALO 交易；如果冲突二次升级的尾部风险情境出现，在居民生活成本快速攀升的制约下，当前的景气领域也难以独善其身。我们的推荐如下：

第一，关注宏观修复与 AI 人工智能投资往传统经济部门的扩散和价格传导两条主线：工业金属（铜、铝、锂），化工（AI 上游材料、炼化等），能源补库与其他大宗商品安全库存构建周期的受益品种（油运、干散货）；

第二，能源价格中枢上移（油、煤炭，锂电、风光）；

第三，产能周期见底，随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等。



风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究