

2026 年 06 月 07 日

AI 科技抱团：高切低与泡沫论

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@sdicsc.com.cn

邹卓青 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524060001

zouzq2@sdicsc.com.cn

黄玮宗 分析师

SAC 执业证书编号：S1450525070002

huangwz1@sdicsc.com.cn

相关报告

2026 与 2021:再均衡的宿命	2026-03-29
最关键问题: 类比 2021 年初	2026-03-25
还是类比 2022 年初?	
“躲”可以理解，但不至于	2026-03-22
“跑”	
“一边倒”行不通	2026-03-15
永立潮头，东方不败——基	2026-03-13
于实战检验的 A 股“抓主线”	
投资方法论	

本周上证指数跌 1.00%，沪深 300 跌 1.54%，创业板指跌 1.98%，恒生指数跌 0.88%。价值风格表现强于成长风格，小盘股涨幅居前。本周全 A 日均交易额 29414 亿，环比上周有所下降。此前阶段，我们在 3 月下旬坚定认为市场大跌不是牛转熊，而是转入宽幅震荡，更重要的是 2026 年类比 2021 年实现从“茅指数”到“宁组合”调结构，以 AI 供需缺口（涨价）+出海新能源为代表的“新宁组合”将引领市场，而因石油中枢上移导致美元不弱使得资源品当中商品属性增强，而金融属性较强的品种类比 2021 年“茅指数”将再也回不去高位。

大盘指数层面，我们正在密切关注接下来两周超级央行周全球流动性逻辑是否进一步收紧。目前看，5 月美国非农数据远超预期，与 ADP 就业的温和回升共同印证美国劳动力市场的深层韧性，然新增就业主要依赖政府、休闲酒店和教育保健等少数部门，6 月 17 日美联储议息会议我们维持不降息也不加息的预判。总结而言：当前各类基于风险偏好和流动性的忧虑更多是把 A 股作为纯粹流动性牛市，我们依然认为只要有分子端基本面支撑就不怕休整，要意识到拉长来看，市场中枢正在被一步步抬升。随着 2026Q1 科技+出海盈利占比（剔除金融）进一步上升到 45%，按照“30%-60%”定律中主导性板块盈利占比突破 50%引发盈利向上周期，我们预计 2026 年 H2 进一步形成新一轮盈利向上周期的概率大幅增强，对应是当前 A 股底色已经从流动性牛市转入基于新旧动能转换的基本面牛。

值得重视的是当前随着二季度以 AI 科技为核心的“新宁组合”和创业板指数快速上涨，与其他板块分化来到较为极致水平，“物极必反”这点倒也不用否认也无法回避。事实上，在此前周报中，我们就提出：值得注意的是由于抱团进一步加剧，当前 AI 科技对其他板块虹吸作用在明显增强，5 月开始在科技板块加速上涨过程中，红利风格和消费风格大幅下跌，说明大量非科技领域资金正在涌入科技领域，其中存在绝对收益群体正在利用这个窗口期进行布局，自 5 月下旬以来月甚至存在其他成长板块，如医药、新能源、军工等资金也遭到科技虹吸。产业趋势没有结束之前，由于板块间估值分化导致的筹码拥挤问题，在交易层面实战中往往通过“A 股高切低指数”见顶回落来实现再均衡。我们在近期观测到当前 A 股高切低指数已经触及上沿，意味着阶段性高切低发生概率正在不断提升。进一步，从 A 股高切低指标的历史复盘来看，2016 年至今一共 8 轮典型的高切低行情，高位板块（一级行业）在切换过程中平均的下跌幅度是-12.8%，但当科技链作为高位板块时，切换后的跌幅明显大于其他类型的高切低行情，历史上科技行业切换过程的平均跌幅是-16.1%。当然，需要强调的是当前 AI 科技正在经历是左侧阶段性高切低，而非第一个顶部明确。在此前专题《灰色决度：科技的卖点》中，我们提出：产业趋势股最终结束，往往呈现双顶格局。事实上，左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶在实战过程中容易产生混淆，重要区别在于：阶段性高切低虽然时有伴随产业分歧，但回顾看往往与产业逻辑受损无关，多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（黑天鹅）与低位板块出现政策和基本面催化相关。这也意味着在产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观灰犀牛和行业竞争格局崩坏这两个拦路虎之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上。对于目前处于高位 AI 科技板块，我们认为本轮抱团眼下都不会轻易结束，核心在于年内 AI 资本开支放缓的迹象（2027 年需要再评估），其高位持续在未来半年难以验伪，目前在宏观灰犀牛并未明确且行业竞争格局并未崩塌情况下，综合第一个顶部各类特征进行观察，当前 AI 科技定价大浪潮的第一个顶部大概率还未到来，其核心大主线定位并未随着股价高涨或者高位波动而受到动摇。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期，历史测算不代表未来。

目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	4
2. 内部因素：5 月经济数据整体环比走弱，成本端冲击开始显现	16
3. 外部因素：美国经济温和增长，PMI 与非农数据双超预期，通胀依然存在风险.....	20
3.1. 贸易关税卷土重来，美联储褐皮书揭示美国经济温和分化的扩张态势.....	20
3.2. 美国 5 月 ISM PMI 双双超预期，新订单指数大幅走高	21
3.3. 美国 5 月非农新增就业大超预期，降息预期进一步走弱.....	23

目 录

图 1. 本周美股普跌、港股涨跌不一（%）	5
图 2. 本周新股指数占优	5
图 3. 主要指数涨跌幅一览	5
图 4. 本周涨幅居前的细分板块	5
图 5. 本周万得全 A 日均成交额回落	6
图 6. 南向资金年初以来流入速度小幅增加	6
图 7. 1 月以来南向资金流入方向.....	6
图 8. 1 月以来南向资金流出方向.....	6
图 9. 港股互联网获得大幅净流出	7
图 10. A 股高切低指数目前上升到区间高点附近，或意味着高低分化的拐点即将到来	7
图 11. A 股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理.....	8
图 12. 市场的下跌和调整不仅没有改变主线清晰的格局，反而抱团更为紧密	8
图 13. 目前科技领域正在吸走其他风格的流动性，而这是之前几轮没有的特征	9
图 14. 费城半导体指数代表的美股科技股集体下跌，A 股难免受到一定波及.....	9
图 15. 非农数据公布后美元指数快速走强，美债实际利率同步攀升	9
图 16. 在当前“强美元+高利率”的组合下，“油强金弱”的格局或将延续	10
图 17. 近年来油价的大幅上涨并不暗示需求的复苏，而是流动性收紧的担忧	11
图 18. 2026 年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设.....	11
图 19. 金油比-美元-通胀的历史走势复盘	11
图 20. 30 年美债破 5%，10 年期美债和日债利率也同步飙升.....	12
图 21. 3m10s 利差收窄.....	12
图 22. 近一周中美利差走阔	13
图 23. 美债收益率走高	13
图 24. 本周美元指数走高	13
图 25. 本周黄金走弱	14
图 26. 本周原油价格回升（美元/桶）	15
图 27. 本周铜价震荡走高	15
图 28. 5 月制造业 PMI 及其各分项情况（%）	17
图 29. 5 月不同制造业企业规模 PMI（%）	17
图 30. 5 月非制造业 PMI 回落（%）	17
图 31. 4 月工业企业利润累计同比（%）	18
图 32. 4 月工企存货及利润率同比（%）	18
图 33. 4 月工企营收与利润累计同比（%）	18
图 34. 高频数据跟踪	18
图 35. 4 月主要宏观数据情况.....	19
图 36. 美联储褐皮书的经济评述	21

图 37. 美国 4 月制造业 PMI 保持扩张区间	22
图 38. 美国 4 月 PMI 物价指数暴涨	23
图 39. 美国 4 月非农就业数据意外超预期	24
图 40. 美国 4 月失业率持平预期	24
图 41. 美国 4 月 ADP 就业数据超预期	25
图 42. 美国 4 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比	25
图 43. CME 预期美国利率概率 (6 月 5 日更新)	26

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股指数普跌。纳指累跌 4.68%，标普 500 累跌 2.59%，道指累跌 0.32%。盘面上，多数板块录得下跌，其中非日常生活消费品、原材料、信息技术、通讯业务、公用事业及工业板块分别下跌 5.03%、4.48%、4.39%、3.48%、0.79% 和 0.17%；上涨的板块有能源、日常消费品、房地产、医疗保健和金融，涨幅分别为 1.99%、1.05%、1.25%、0.79% 和 0.75%。总体来看，本周市场表现较弱，下跌板块占据多数。

消息面上，本周美股市场经历了显著的调整压力。一、5 月非农就业数据意外强劲，新增就业 17.2 万人，远高于市场预期的 8.5 万人，过去三个月就业增长创两年多来最强表现，同时 3 月和 4 月数据也被上修，令美联储年内降息幻想破灭，市场已完全计价 12 月加息 25 个基点、加息概率升至 63%。二、博通财报尽管 AI 半导体营收达 108 亿美元，但营收 221.9 亿美元略低于预期，公司维持 2027 财年千亿美元 AI 营收目标不变，未进行上调，令此前已将芯片股推至高位的市场预期落空，股价两日累计跌近 19%，并引发了 AI 芯片板块的猛烈抛售。三、中东局势方面，美伊冲突再度升温，油价一度突破 96 美元/桶，叠加通胀担忧引发股债齐跌。特朗普政府新关税政策也对超过 45 个经济体加征最高 12.5% 的关税，进一步加剧了市场对全球贸易秩序的担忧。

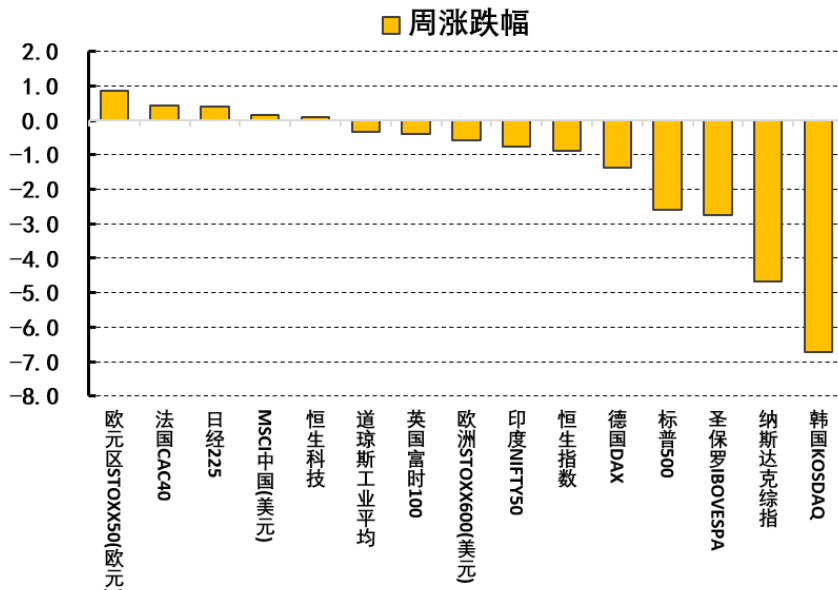
在多重利空叠加的背景下，市场呈现资金防御性轮动特征：能源、日常消费品及房地产等防守型板块逆势录得涨幅，而此前涨幅较大的信息技术、通讯服务及非日常消费品板块遭遇集中抛售。在强劲就业数据推高加息预期与 AI 产业链估值高企的双重压力下，成长股的抄底策略已阶段性失效。展望后市，美联储的利率路径仍将是市场定价的核心变量，6 月 FOMC 会议即将召开，期间可能围绕加息预期出现剧烈博弈；同时，AI 产业链的业绩兑现能力将受到更严格审视，估值性价比的下沉或成为新的主线逻辑，高估值标的的波动风险仍在加剧。

本周主要港股指数涨跌不一。恒生指数累跌 0.88%，恒生科技指数累涨 0.09%。本周港股仅有金融业和综合企业录得上涨，涨幅分别为 0.05% 和 0.73%；其余板块均录得下跌。下跌板块中，医疗保健业跌幅最大，全周下跌 5.71%；工业下跌 2.66%，公用事业下跌 2.57%，必需性消费下跌 2.41%，原材料业下跌 1.99%，地产建筑业下跌 1.85%，资讯科技业下跌 1.17%，电讯业下跌 0.63%，能源业下跌 0.45%，非必需性消费下跌 0.09%。总体来看，仅金融业与综合企业微涨，多数板块表现疲弱，医疗保健业与工业板块跌幅居前。

本周驱动港走势的消息面因素主要有：一、AI 与芯片股热度退潮，博通财报略逊预期，引发亚太 AI 半导体板块集中获利了结，中芯国际单日急挫逾 7%，港股科技股普遍承压。二、医疗保健板块遭遇三重利空：流动性持续向 AI 主题集中导致板块资金失血，美国众议院拟将生物科技纳入《COINS 法案》限制跨境许可。三、SpaceX 以 1.75 万亿美元超高估值推进 IPO，大规模抽走全球市场流动性。四、美国非农强劲强化 12 月加息预期，叠加中东局势升温油价逼近 96 美元，观望情绪浓厚压制风险偏好。

本周仅金融和综合企业微涨，医疗保健和工业板块跌幅最深，表面是恒指季检扰动所致，根源在于流动性分层：资金持续向 AI 主线集中，非主线板块不断失血出现估值压缩。展望后市，6 月 FOMC 会议前的加息预期博弈仍将主导情绪，AI 产业链估值能否企稳是关键变数。在市场整体偏弱但科技指数仍有韧性的背景下，资金或继续在防御性板块与低位价值股间轮动。

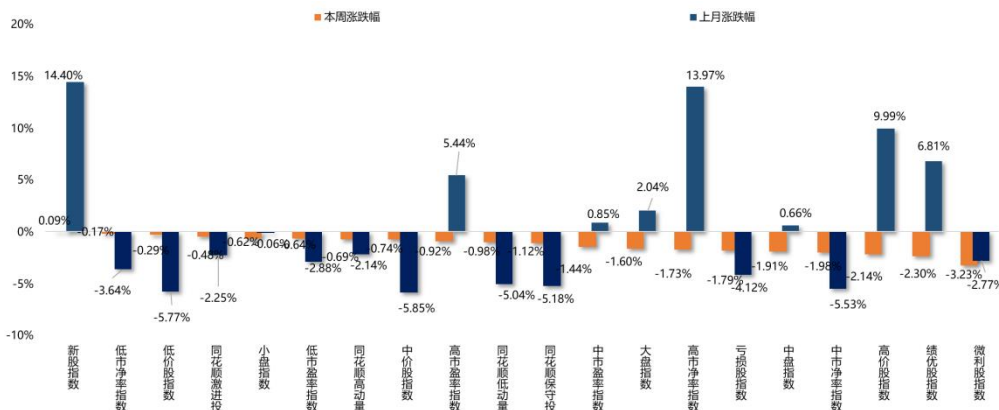
图1. 本周美股普跌、港股涨跌不一 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

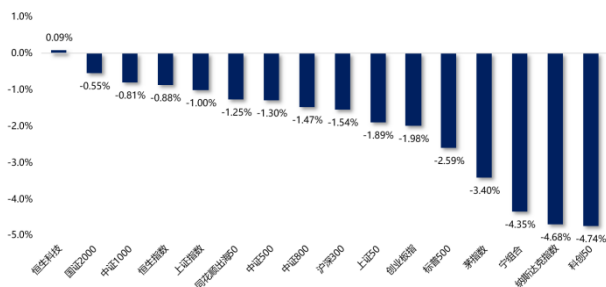
第一, 本周上证指数跌 1.00%, 沪深 300 跌 1.54%, 中证 500 跌 1.30%, 创业板指跌 1.98%, 恒生指数跌 0.88%。价值风格表现强于成长风格, 小盘股涨幅居前, 行业方面光刻机和太赫兹行业领涨。本周全 A 日均交易额 29414 亿, 环比上周有所下降。

图2. 本周新股指数占优



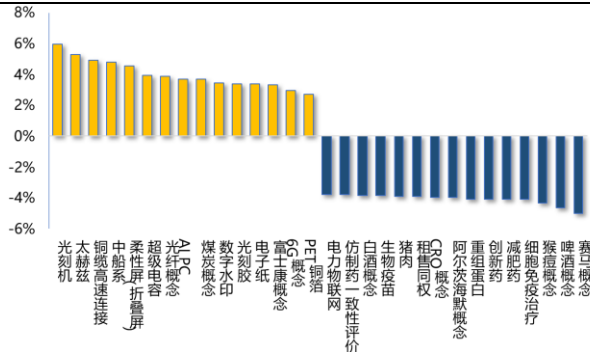
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3. 主要指数涨跌幅一览



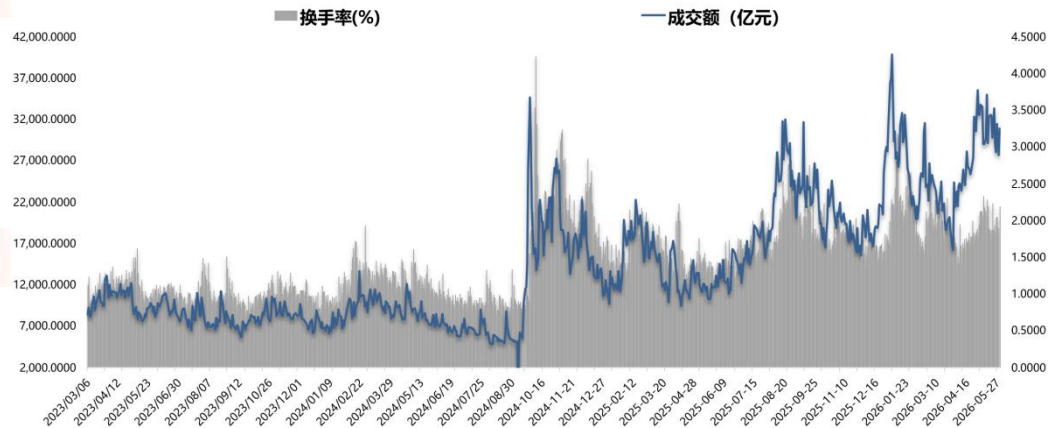
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图4. 本周涨幅居前的细分板块



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图5.本周万得全 A 日均成交额回落



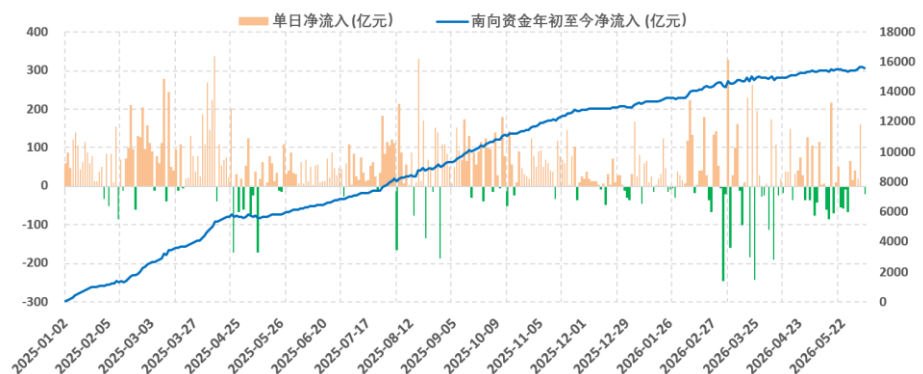
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 6 月 5 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 15630 亿元，今年以来净流入达到 2631 亿元，上周净流入 158.02 亿元。从结构上看，1 月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米、美团-W、阿里巴巴、快手-W）、金融股（建设银行、工商银行、中国银行）等。从净流出方面来看，主要集中在金融服务（香港交易所）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、中国宏桥、洛阳钼业、江西铜业股份、五矿资源、赣锋锂业）、通信（长飞光纤光缆）。而南向资金流入流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

分母端来看，受制于日央行加息和美联储放鹰等等因素，南向资金从去年 11 月开始流入速度大幅度放缓，同时亚洲其他市场如日本和韩国的强势表现，也导致港股市场流动性受到压制。

分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

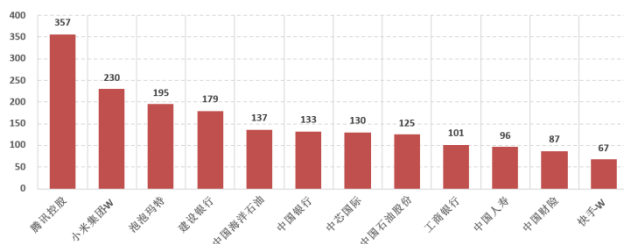
图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图7.1 月以来南向资金流入方向

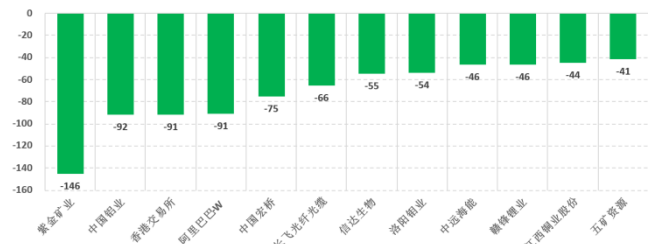
1月至今南向资金净流入额(亿元)



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图8.1 月以来南向资金流出方向

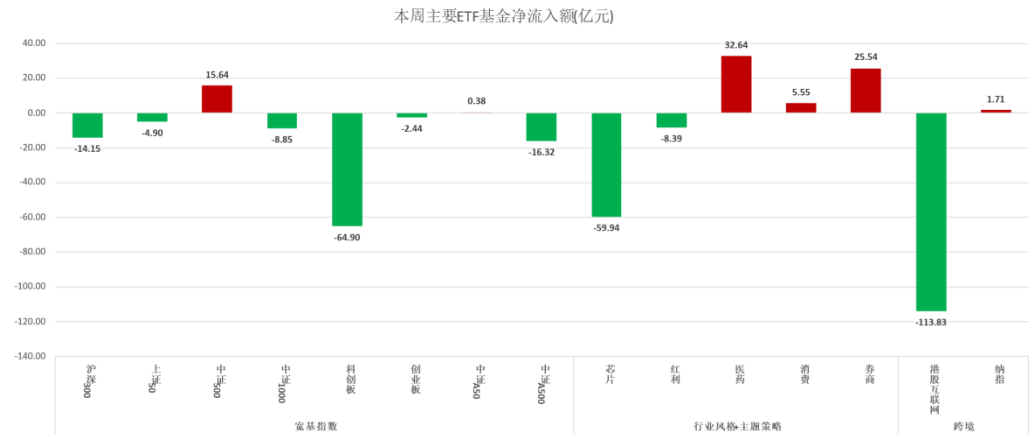
1月至今南向资金净流出额(亿元)



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

ETF 资金方面：本周 ETF 资金整体呈净流出趋势，其中科创板净流出 64.90 亿元，中证 A500、沪深 300、中证 1000、上证 50 分别净流出 16.32、14.15、8.85、4.90 亿元。主题 ETF 方面，芯片 ETF、红利 ETF 净流出 59.94、8.39 亿元，医药 ETF、券商 ETF、消费 ETF 净流入 32.64、25.54、5.55 亿元。港股互联网净流出 113.83 亿元，纳指净流入 1.71 亿元。

图9.港股互联网获得大幅净流出

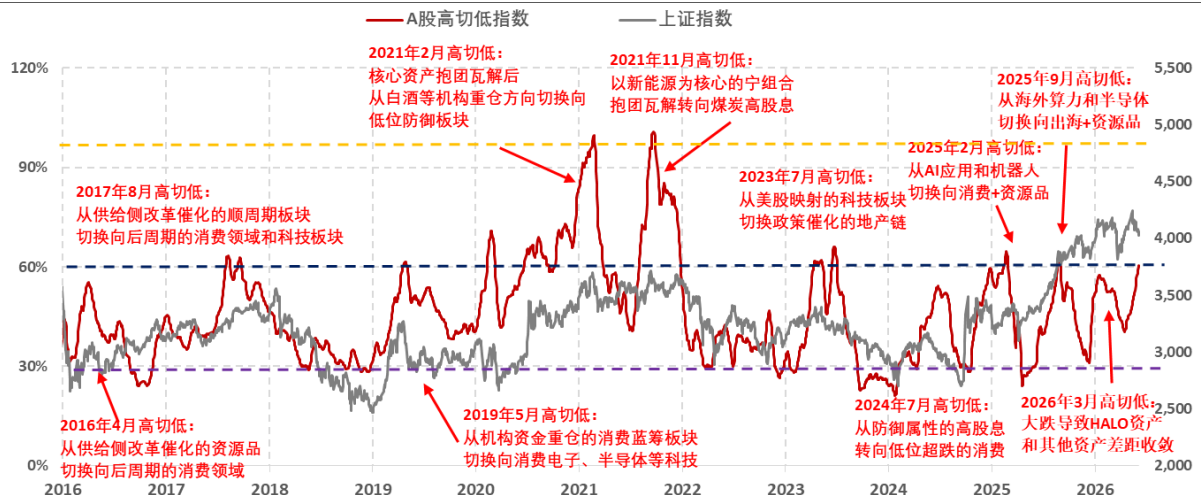


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第三，本周由于外部因素扰动和资金兑现需求，高位科技板块的波动放大，在此，我们强调基于产业趋势和基本面逻辑对于 AI 供需缺口（即“新宁组合”）的看好，但面对稀缺的高景气度和拥挤度上升导致的高波动，我们设计了一套指标来进行跟踪和刻画。我们认为，从我们的指标来看，自 5 月份以来的 AI 硬件板块的上涨行情和此前几轮上涨有明显区别：

第一个区别是，本轮 AI 硬件的上涨推动高切低指数来到区间顶点。从我们判断市场结构切换的高切低指数来看，本轮高低分化行情的起点是 4 月 7 日美伊停火，从高低分化程度来看 6 月 5 日该指数已经达到 60% 的高位，也是近三年高低分化行情的顶部位置。换言之，泛 AI 领域作为本轮的高位板块可能已经来到了高切低的重要节点，这种高低分化的极端水平，会使得本次科技板块的上涨和调整与此前并不一样。从 A 股高切低指标的历史复盘来看，2016 年至今一共 8 轮典型的高切低行情，高位板块（一级行业）在切换过程中平均的下跌幅度是 -12.8%，但当科技链作为高位板块时，切换后的跌幅明显大于其他类型的高切低行情，历史上科技行业切换过程的平均跌幅是 -16.1%。

图10.A 股高切低指数目前上升到区间高点附近，或意味着高低分化的拐点即将到来



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

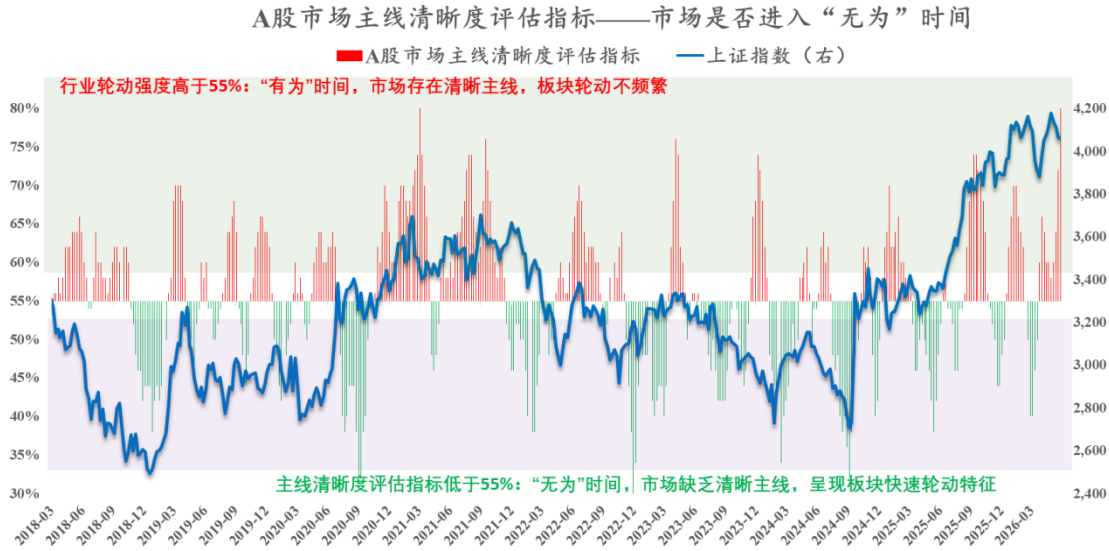
图11.A 股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理

轮次	高位板块	切换后平均跌幅	低位板块	切换后平均涨幅	行情背景
① 2017年8月（持续约3个月）	煤炭、钢铁、有色金属、石油石化	-8.2%	通信、电子、食品饮料、家用电器	13.5%	供给侧改革顺周期→后周期消费+科技
② 2021年2月（持续约2个月）	食品饮料、医药生物、电力设备、美容护理	-12.4%	钢铁、煤炭、公用事业	10.0%	机构抱团核心资产→红利价值风格
③ 2021年11月（持续约3个月）	电力设备、国防军工、计算机、有色金属	-20.1%	煤炭、非银金融、公用事业、建筑材料	12.8%	宁组合抱团瓦解→消费+高股息防御
④ 2023年7月（持续约2个月）	通信、电子、传媒、计算机	-17.1%	煤炭、房地产、石油石化、建筑材料	8.9%	美股映射科技TMT→政策催化地产链
⑤ 2024年7月（持续约1个月）	银行、有色金属、煤炭、公用事业	-5.8%	医药生物、商贸零售、社会服务	7.4%	防御高股息→低位超跌消费/社服/医药
⑥ 2025年2月（持续约2个月）	计算机、传媒、电子、通信	-12.5%	国防军工、钢铁、煤炭、机械设备	6.8%	DeepSeek链情绪驱动→“反内卷”顺周期资源品
⑦ 2025年10月（持续约2个月）	电子、有色金属、计算机、通信	-14.8%	煤炭、石油石化、公用事业、银行	6.2%	海外算力/AI链→顺周期资源品+红利
⑧ 2026年3月（持续约1个月）	有色金属、钢铁、化工、建筑材料	-11.4%	通信、银行、煤炭、公用事业	7.9%	HALO资产下跌→防御资产和高景气资产

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二个区别是，市场的下跌和调整不仅没有改变主线清晰的格局，反而抱团更为紧密。一般而言，我们的主线清晰度评估指标和大盘指数的共振比较明显，往往在大盘上涨阶段容易出现清晰的主线，而下跌过程中往往是高速轮动主线混乱的。但5月以来，尽管市场整体波动放大，但主线依然清晰，甚至在5月底至今的调整过程中，主线清晰度不降反升。这意味着在大盘下跌的情况下，主线并非是“风险资产”而是类似于“避险资产”，这种资产属性的畸变，也是和此前几轮行情不同的。

图12.市场的下跌和调整不仅没有改变主线清晰的格局，反而抱团更为紧密



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第三个区别是，本轮 AI 硬件板块的上涨并没有带动其他领域的赚钱效应，反而是在不断吸收其他风格的流动性。我们观察科技风格与红利、消费风格的相对走势关系，可以观察到，从 2024 年至今，科技板块的涨幅虽然明显更高，但涨跌的方向基本和红利、消费一致，这是抱团行情的第一阶段，也就是主线形成赚钱效应带动市场上涨，这个阶段 AI 走的是扩散；而从 2026 年 5 月开始，我们观察到科技板块上涨对其他板块形成了汲取效应，尤其是红利、消费等价值风格出现了明显的资金流出，其他成长板块，如软件、新能源、军工等也表现较弱，甚至小微盘股也出现了持续走弱的迹象，这是抱团行情的第二阶段，也就是主线需要的资金量越来越大，最终走向了资金集中缩圈和对其他板块的不断汲取。同样的规律，在 2021 年 1 月的消费板块身上也有类似的体现，当消费板块不再能带动其他板块共振上涨（类似 2019 年和 2020 年的大多数时候），距离资金集中流入的拐点也已经不远。

图13.目前科技领域正在吸走其他风格的流动性，而这是之前几轮没有的特征



第四，本周五由于美国非农数据强劲强化了加息预期的叙事，以及本周早起英伟达 Vera Rubin 存储用量减半的消息，分别在分母端和分子端冲击了美股科技股，导致纳指大跌 4%，费城半导体指数也单日大跌 10%，同步出现变化的还有突破 5% 的 30 年美债利率、大幅上升美债实际利率和美元指数（突破 100 点的关键点位）、以及黄金的大跌。海外市场的下跌对于 A 股科技板块的映射效应是不可忽视的，本质上讲，本轮 A 股科技硬件的行情是建立在美国 AI 资本开支和产业叙事的基础上的，无论是光通信、PCB、存储、MLCC 等等概念，都离不开美股映射的逻辑支撑。

图14.费城半导体指数代表的美股科技股集体下跌，A 股难免受到一定波及



图15.非农数据公布后美元指数快速走强，美债实际利率同步攀升



第七，我们还想强调一下油价对于大类资产配置的重要影响，也是我们在年度策略中提出的一个较为差异化的观点：**2026 年不合作全年弱美元假设**。在过去较长的一段时间，油价和美元指数呈现负相关，主要原因是两个：第一，历史上，美国是全球最大的原油净进口国。当油价暴涨时导致其经常账户赤字（贸易逆差）急剧恶化。贸易逆差的扩大，必然导致美元汇率承压走弱。第二，全球原油以美元定价。单纯从数学角度看，当美元主动贬值时，对于非美国国家而言，会刺激全球的真实需求，从而推高油价，反之亦然。

而当前上述逻辑发生的根本性变化，得益于页岩油技术的成熟，2019 年前后美国正式从“原油净进口国”跨越成为“原油净出口国”。现在当全球油价暴涨时，美国成为最大获利者之一。高油价带来的巨额石油出口利润回流美国本土，不仅修复了美国的贸易逆差，还带来了美元买盘（贸易条件改善），直接在基本面上推升了美元指数。同时，高油价逼迫美联储维持高利率，叠加美元的避险效应。我们认为 2026 年美元并不会如市场此前预期一般明显走弱。

进一步观察“金油比”的历史变化趋势，可以更清楚的观察到大类资产定价逻辑的转变：过去三十年，金油比多数时候主要作为经济周期的“领先指标”，反映的是需求强弱（原油主导）；而当下，随着原油供应走向过剩和全球需求下滑，该比例的上升背后反映的是更多是“美元信用危机”和“财政可持续性”的定价逻辑（黄金主导）。但在某些极端情况下，原油又会重新主导“金油比”，例如在“金油比”单边上涨三年之后，实质上该指标已经逼近 2020 年“负油价”创造的历史高点，处于较为极致的水平。主要原因是油价的持续低迷叠加黄金价格在持续透支弱美元的叙事，而美伊冲突的爆发同时扭转了上述两条逻辑，一是让低波的油价拥有了向上的弹性，二是抬升了长期通胀预期并逆转了弱美元周期的叙事，这让金油比从历史高点快速回落。

图16.在当前“强美元+高利率”的组合下，“油强金弱”的格局或将延续

美元+利率的组合	对应宏观环境	油价表现	金价表现	美债利率	权益市场	核心逻辑与跨市场传导机制
强美元 + 高利率	① 美国经济“一枝独秀”	稳步上涨	承压回落	高位震荡或温和上行	美股牛市（科技强）；港A股承压资金外流	美国基本面强于全球，吸引资本回流；高利率大幅增加黄金持有成本；美股分子端（盈利）强劲覆盖了分母端（高息）压力；但强美元与高美债利率差会导致外资撤离大中华区，港A股面临剧烈的汇率贬值与流动性紧缩双杀。
	② 供给冲击引发恶性通胀和流动性危机	供给端驱动下的暴涨	遭遇无差别抛售（先跌后涨）	信用利差上升导致利率被动抬高	全球股债双杀，港A股同步承压	极端危机下“现金为王”，美元成为唯一避风港；高通胀或流动性枯竭逼迫利率高企；机构面临Margin Call被迫抛售黄金等高流动性资产套现；全球风险资产估值崩塌。
强美元 + 低利率	③ 全球衰退共振下的“美元避风港”	需求崩塌下的大幅下跌	避险属性主导下的大涨	快速下行（避险资金涌入）	美股杀盈利（防御性占优）；港A股随全球普跌	美联储因经济衰退降息（低利率），但非美地区（如欧洲或新兴市场）经济更糟，比烂逻辑下资金依然抱团美元；实体需求破坏导致油价崩盘；美股因盈利预期下调而大跌；港A股难以获得外资增量配置。
	④ 美国“预防性降息”+ 非美经济疲软	区间宽幅震荡	稳步上涨	陡峭化下行（短期降幅大）	美股科技成长狂欢；港A股受制于汇率，表现分化	美国经济软着陆并提前释放流动性，直接拔高美股科技股估值；但由于非美央行降息更猛或经济更弱支撑了强美元，港A股依然面临外资配置意愿不足的尴尬，仅能依靠国内自身政策博弈结构性行情。
弱美元 + 高利率	⑤ 非美央行“追赶式加息”/ 美国财政信用受损	高位震荡	突破性飙升	期限溢价飙升，长端维持高位	美股杀估值；港A股红利/资源等价值股占优	欧洲或日本等央行加息幅度超过美国，导致美元相对走弱；同时若市场担忧美国主权债务危机（财政赤字失控），长端美债利率将因风险溢价而居高不下；此时黄金作为脱离法币体系的硬通货将爆发；高贴现率压制美股，而港A股的低估值高股息资产具备防御优势。
	⑥ 全球同步繁荣与通胀复苏	单边强劲大涨	抗通胀属性凸显，震荡走高	随通胀与强劲增长预期上行	全球顺周期大涨，港A股等新兴市场弹性极大	全球经济共振复苏，资金风险偏好极高，大规模离开美国本土去追逐新兴市场的高收益（压低成本）；实体需求火爆推升油价与利率；这是适合A股和港股核心资产（顺周期、大消费、互联网）大幅上涨环境。
弱美元 + 低利率	⑦ 危机后的全球大放水（QE）/ 复苏初期	触底大幅反弹	流动性驱动大涨（法币贬值逻辑）	维持低位或温和抬升	全球流动性牛市，港A股大幅度上涨	美联储实施零利率或量化宽松，极度廉价的美元流动性泛滥全球；弱美元直接解除非美资产的汇率与外资流出约束，港股与A股迎来估值与流动性的双击，此时所有风险资产均呈现普涨格局。
	⑧ 美国经济“硬着陆”且非美具备相对韧性	因全球总需求预期下调而走弱	避险与降息双重驱动，大幅上涨	暴跌/收益率曲线倒挂解除	美股暴跌；港A股短暂时冲击后走出独立行情	美国本土爆发严重衰退，美联储被迫紧急大幅降息，美元信用与汇率同时崩塌，如果此时中国经济具备内生增长韧性，全球资本将发生罕见的“大挪移”，从美股撤出并大规模配置大中华区资产避险，此时港A股将完全脱离美股走势。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图17.近年来油价的大幅上涨并不暗示需求的复苏，而是流动性收紧的担忧



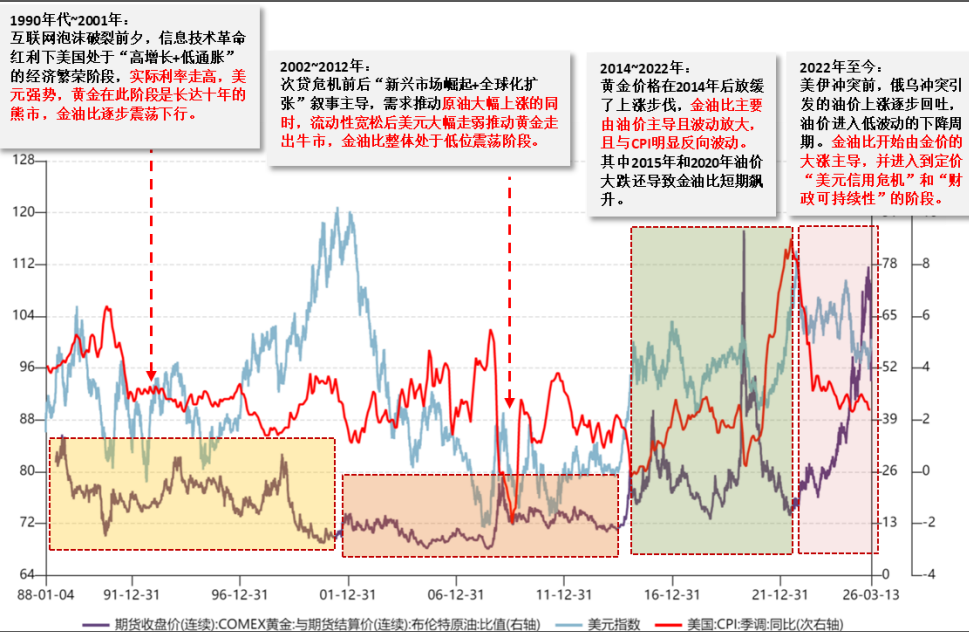
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图18.2026年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设



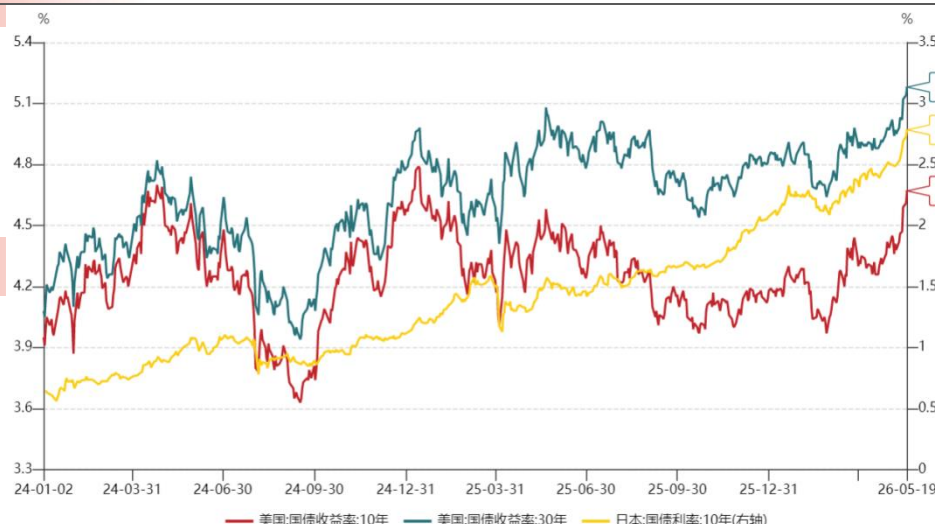
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图19.金油比-美元-通胀的历史走势复盘



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图20.30 年美债破 5%，10 年期美债和日债利率也同步飙升

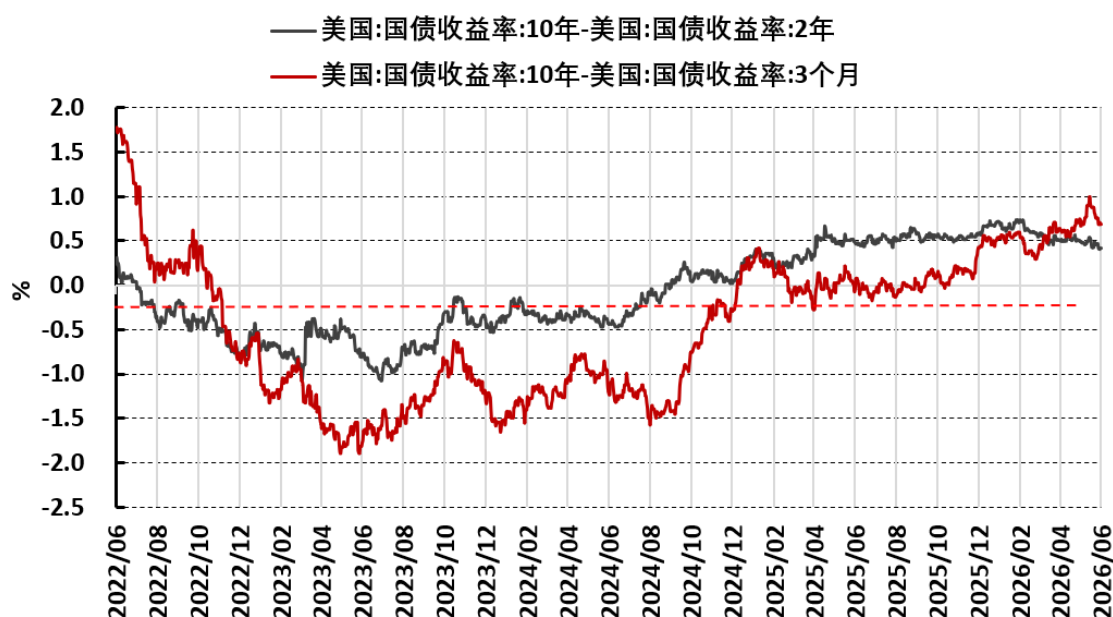


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

美国 3 个月国债收益率报收 3.78%，前值 3.69%；10 年期国债收益率报收 4.47%，上周前值 4.45%。本周美债市场的主要驱动力可归结为：一、5 月非农就业数据远超预期，新增就业 17.2 万人，远高于预期的 8.5 万人，3 月和 4 月数据双双上修，过去三个月就业增幅创两年多最强，数据公布后美国国债遭遇全线抛售，10 年期收益率当日拉升逾 4 个基点，期货市场预计美联储 12 月加息概率从前值 48%升至 65%；二、沃什就任美联储主席后债市提前对其“价松量紧”政策框架进行重定价，10 年期收益率早在 5 月中旬即已突破 4.5%，市场已实质完成对加息预期的重新消化；三、海外投资者单月狂抛 1384 亿美元美债，30 年期国债标售中标利率站上 5%，财政赤字与债务供给压力叠加，投资者正要求更高的期限溢价作为风险补偿。此外，中东局势反复扰动与油价高位运行也对通胀预期形成持续支撑。

从收益率变动来看，短端 3 个月国债收益率的上行幅度略大于 10 年期长端，反映出市场对美联储近期政策收紧预期的重新定价更为集中。当前通胀黏性与就业韧性构成利率中枢难以回落的核心约束，而沃什上任后美联储政策框架的不确定性仍在发酵。展望后市，6 月 FOMC 会议声明措辞是否删除降息倾向、年内加息路径的博弈将持续主导收益率波动，长端利率上行的趋势性压力尚未解除。

图21.3m10s 利差收窄



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图22.近一周中美利差走阔



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图23.美债收益率走高

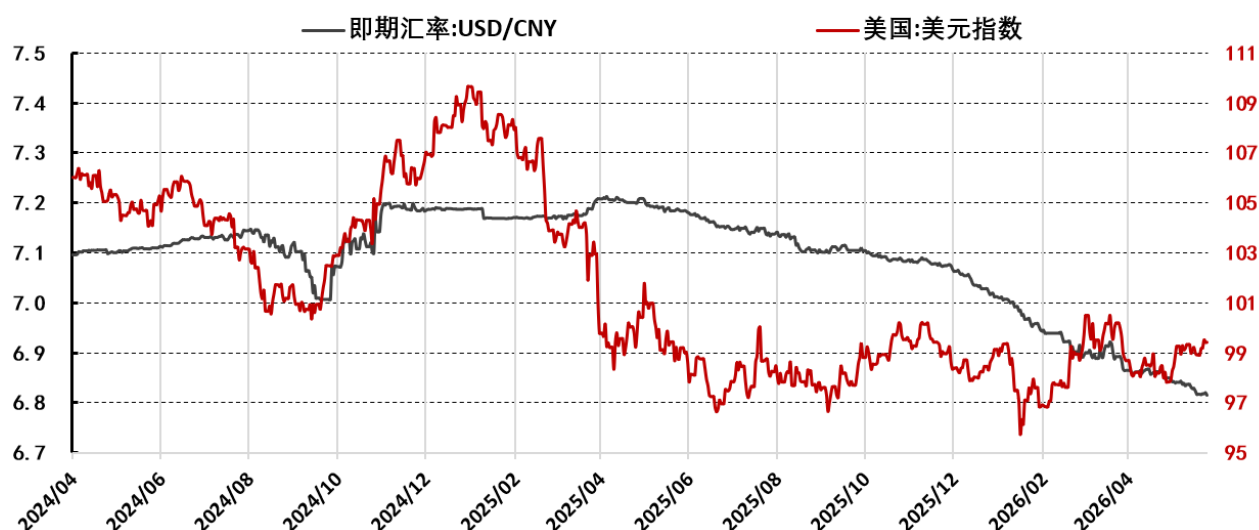


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

本周美元指数报收 99.43，上周前值 98.93。美元主要受以下消息面因素驱动：一、周五公布的 5 月非农就业数据新增 17.2 万人，远超市场预期的 8.5 万人，前两月累计上修 9.3 万人，过去三个月就业增幅创两年多最强，数据发布后市场迅速重定价加息概率。二、中东地缘局势剧烈升级，美伊军事对抗加剧，伊朗革命卫队对科威特美军基地实施导弹打击，美方对伊朗格什姆岛发动报复性袭击，双方和平谈判陷入僵局。三、美国经济数据持续展现韧性，4 月 JOLTS 职位空缺升至近两年最高，5 月 ISM 制造业 PMI 升至 54.0 创 2022 年 5 月以来新高，叠加美联储官员密集释放鹰派信号，沃勒建议删除政策声明中的“宽松倾向”明确为未来加息打开大门，市场对“更高更久”利率环境形成新的共识。

美元受强非农与地缘避险双轮驱动站上关键位置，但当前区域为前期技术压力位，年内数次突破未果。6 月 FOMC 会议声明措辞是核心变数，若沃什上任后引导预期转鹰将提供进一步支撑，但欧洲央行与日本央行也面临加息压力，全球利差趋同可能限制美元单边上涨空间。

图24.本周美元指数走高



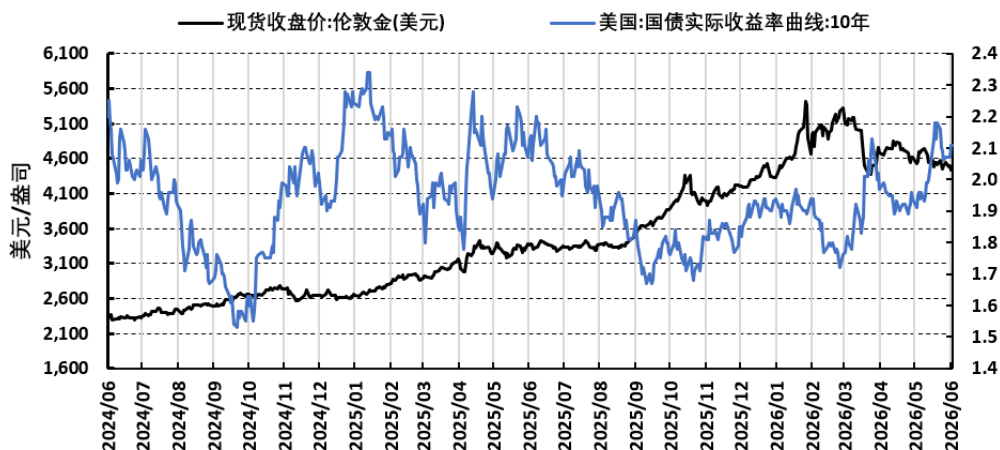
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

伦敦金现最新价格 4474.51 美元/盎司，上周前值 4495.83 美元/盎司，COMEX 黄金期货最新价格为 4502.40 美元/盎司，上周前值 4527.30 美元/盎司。本周黄金主要驱动因素：一、5

月非农就业数据远超预期，新增 17.2 万人几乎为市场预估 8.5 万人的两倍，前两月数据同步上修，近三个月就业增量创两年多最佳表现。二、中东地缘冲突路径传导发生关键变化，美伊围绕停火协议谈判缺乏实质性进展，伊朗革命卫队向美军舰发射警告射击，真主党持续无视停火协议，局势反复拉锯。三、全球黄金 ETF 资金流向出现明显逆转，据世界黄金协会的最新报告，5 月全球实物黄金 ETF 转为净流出 20 亿美元，为近期资金流向的显著逆转，其中亚洲和北美分别流出 12 亿和 11 亿美元，中国为流出主力，市场资金大量涌向以科技股为代表的风险资产。四、美联储官员密集释放鹰派信号，达拉斯联储主席洛根公开表示“今年晚些时候可能需要更高的利率以完全恢复价格稳定”，堪萨斯城联储主席施密德称通胀仍是最大风险，叠加沃什任下美联储或停止发布利率前瞻指引，市场对“更高更久”的利率环境形成系统性预期。

从价格表现来看，黄金对非农和美联储货币政策的敏感度已远超地缘避险逻辑，成为当前市场的核心定价变量。油价逼近 96 美元后通胀预期上行与利率维持高位持续形成双重压制，沃什治下美联储政策框架的不确定性尚未消散。展望后市，6 月中旬 FOMC 会议声明措辞将是重要拐点，若加息预期进一步坐实，金价或面临更深调整；而霍尔木兹海峡航运一旦恢复、油价压力实质性回落，将为黄金带来关键的喘息窗口。

图25. 本周黄金走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本周 WTI 报收 92.93 美元/桶，上周前值 87.87 美元/桶。IPE 布油本周收盘价 95.35 美元/桶，上周前值 91.99 美元/桶。本周油价的核心驱动如下：一、中东地缘冲突持续发酵，霍尔木兹海峡因美以与伊朗对峙至今仍未恢复正常通航；二、全球原油库存正以创纪录速度消耗，四大国际组织（IEA、IMF、世界银行和 WTO）5 月 29 日联合发布声明警告，若海峡无法恢复通航，北半球夏季用能高峰前全球库存将持续快速下降，将面临能源短缺风险；三、美国 5 月非农就业人数增加 17.2 万，远超预期的 8.5 万，前两月数据被上修合计 9.3 万，强劲就业数据从推升油价；四、美国战略石油储备持续下降，EIA 数据显示商业原油库存同步处于低位，与此同时美国对超过 45 个经济体加征最高 12.5% 的关税，进一步加剧市场对全球供应链紧张的担忧。

从价格表现来看，中东地缘事件对油价的冲击已出现“边际递减”现象，此后多空因素的复杂交织使得油价进入高位震荡阶段。产油国增产与中国的需求收缩为油价提供了下行对冲，但美伊谈判的持续反复又随时可能引发地缘溢价的重新定价。展望后市，霍尔木兹海峡通航何时实质性恢复将是本轮能源危机的核心转折点，在此之前油价偏强格局难改，但需要警惕局势缓和后地缘溢价的快速出清风险。

图26. 本周原油价格回升（美元/桶）



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

LME 铜本周报收 13932.00 美元/吨，上周报收 13701.50 美元/吨。推动 LME 铜本周走势的消息面原因：一、美国商务部须在 6 月 30 日前向总统提交最新的铜市场评估报告，并就是否对精炼铜征收进口关税给出建议，市场普遍预期美国将从 2027 年起分阶段征收 15% 关税。二、铜精矿供应持续紧张，加工费 TC 跌至 -108.5 美元/干吨的历史极低位，凸显矿端资源的极度紧缺，嘉能可哈萨克斯坦 Kazzinc 冶炼厂爆炸事故、赞比亚莫帕尼冶炼厂计划性停产且 IRH 拒绝出口铜精矿、印尼格拉斯伯格和刚果（金）卡莫阿-卡库拉两大主力矿山复产慢于预期，共同加剧原料短缺。

当前铜价在高位震荡运行，COMEX 市场因关税预期正在为未来的不确定性支付显著溢价，美国以外市场可用库存持续被抽空的结构性矛盾仍是中期最强的支撑力量。6 月底关税评估报告的最终结论将是最大变数：若关税落地预期进一步坐实，则抢铜动力将提前透支、铜价面临回调风险，但美国以外供给收缩的速度或超过预期、全球供需缺口进一步扩大，仍将使铜价具备高位运行的韧性。在 6 月 FOMC 会议结果尘埃落定、地缘局势进一步明朗之前，铜价大概率维持高位区间波动，结构性供应收紧的中期逻辑未变。

图27. 本周铜价震荡走高



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

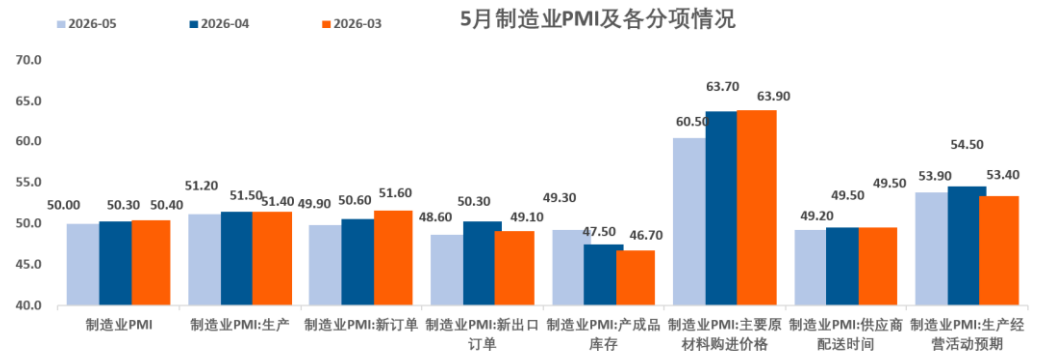
2. 内部因素：5 月经济数据整体环比走弱，成本端冲击开始显现

近期公布了 5 月 PMI 数据和 1-4 月工业企业利润数据。PMI 方面，5 月制造业 PMI 为 50.0%，较上月回落 0.3 个百分点，恰落在荣枯线上。供需两端同步放缓，新订单指数重返收缩区间，“供强需弱”格局延续。从企业规模看，大型企业 PMI 回升至 51.1%，而中、小型企业同步跌入收缩区间，景气分化再度显现，但新动能持续发力——高技术制造业和装备制造业成为制造业中最具韧性的支撑力量。非制造业商务活动指数回升至 50.1%，土木工程建筑业保持在 52% 以上高景气区间，基建托底作用延续。工业企业利润方面，1-4 月规模以上工业企业利润总额同比增长 18.2%，营收同比增长 5.2%，利润率升至 5.43%，为 2023 年以来同期最高水平，企业盈利能力持续改善。但利润高增长的主要驱动逻辑已发生结构性切换——4 月 PPI 同比回升至 2.8%，价格端贡献大幅走扩，而工业增加值同比回落，量端贡献明显收窄。存货端产成品存货名义抬升更多来自 PPI 上行带来的价格因素而非真实补库，企业经营压力尚未根本缓解。整体看，经济呈现利润修复加速与景气扩张放缓并存的复杂格局，利润端“价升量缩”特征凸显，景气端“新旧动能分化”特征持续加深，后续关注价格驱动能否转化为更广泛的需求改善及中小企业景气修复的持续性。具体而言：

- PMI 方面，5 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，较前月回落 0.3 个百分点，恰落临界点，制造业景气水平边际回落但总体保持稳定。从分类指数看，供需两端同步放缓但生产端韧性偏强——生产指数为 51.2%，仍高于临界点，制造业企业生产活动继续扩张；新订单指数回落 0.7 个百分点至 49.9%，重返收缩区间，市场需求景气水平有所回落，“供强需弱”格局延续。若后续订单增长未能跟进，生产端扩张动能或逐步放缓。从企业规模看，景气分化再度凸显——大型企业 PMI 为 51.1%，较上月上升 0.9 个百分点，持续处于扩张区间；中、小型企业 PMI 分别为 48.6% 和 48.5%，较上月分别下降 1.9 个和 1.6 个百分点，同步跌入收缩区间。这与 4 月中、小型企业 PMI 近年来首次同步站上荣枯线的结构改善形成明显反差，反映出中小企业对需求放缓更为敏感，内需波动对中小企业的冲击更大，其生产经营仍面临订单不足、成本压力和经营预期偏弱等约束。行业结构方面，新旧动能分化进一步加深：高技术制造业 PMI 环比上升 0.7 个百分点至 52.9%，连续 16 个月运行在扩张区间，创 2024 年 10 月以来新高；装备制造业 PMI 环比上升 0.3 个百分点至 52.1%，连续 3 个月上升，创 2023 年 4 月以来新高。与之形成鲜明对比的是，消费品行业 PMI 环比下降 1.0 个百分点至 49.7%，重回收缩区间。非制造业方面，5 月商务活动指数回升 0.7 个百分点至 50.1%，重回扩张区间。分行业看，服务业 PMI 回升至 50.3%，主要受“五一”假期消费需求集中释放带动，铁路运输、景区服务、餐饮等行业景气均有回升；建筑业 PMI 回升 0.8 个百分点至 48.8%，但房屋建筑业仍偏弱，土木工程建筑业商务活动指数持续维持在 52% 以上高景气区间，城市更新和“六张网”建设等政策支撑下，基建投资继续发挥托底作用。服务业业务活动预期指数继续保持在 55% 以上较高景气区间，显示多数服务业企业对未来市场仍持积极预期。综合 PMI 产出指数为 50.5%，较上月上升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体保持稳定，经济总体产出仍处扩张区间。
- 工业企业利润数据方面，1-4 月全国规模以上工业企业利润总额累计同比增长 18.2%，较 1-3 月加快 2.7 个百分点，增速创 2024 年以来新高；4 月单月利润同比大幅跳升至 24.7%，较 3 月扩大 8.9 个百分点；营业收入累计同比增长 5.2%，较前值边际回升 0.2 个百分点，收入端保持稳定；营业收入利润率累计值为 5.43%，同比提高 0.60 个百分点，为 2023 年以来同期最高水平，企业盈利能力持续改善。从利润构成的“量、价、率”三要素看，4 月 PPI 同比进一步回升至 2.8%，营收利润率对利润增速的拉动大幅扩大至 17.6 个百分点；但工业增加值同比回落至 4.1%，对利润增速的拉动由 6.7 个百分点明显收窄至 5.1 个百分点，盈利动能已从“量价共振”切换为“价升量缩”的价格单轮驱动格局。4 月末产成品存货同比增速从 3 月末的 5.2% 回升至 6.7%，但剔除价格因素后实际存货同比反而从 4.68% 回落至 3.79%。这意味着名义库存抬升更多源于 PPI 上行带来的估值效应，而非企业实际生产备货意愿的增强。这与 1-3 月“产成品去库、原材料补库”的主动补库结构形成鲜明对比——彼时企业基于涨价预期主动囤积原材料，而当前企业在价格持续上行后仍保持谨慎的生产性备货。利润结构的分化特征依然突出，并且演化为更清晰的“K 型复苏”格局：一端是高技术制造业和原材料制造业利润高增——1-4 月高技术制造业利润、有色金属冶炼利润、化学原料、计算机通信电子均实现同比高增。另一端是下游

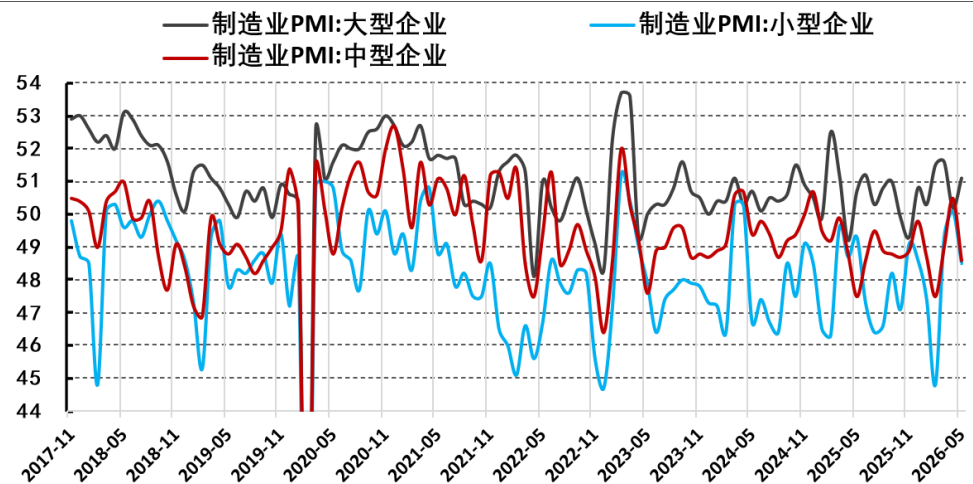
消费及地产链深度承压——汽车制造业利润同比下降 16.8%，电气机械下降 11.4%，非金属矿物制品下降 50.7%，黑色金属冶炼下降 51.5%。汽车、电气机械等行业不仅利润承压，同时仍面临中间品涨价推高成本的剪刀差压力。若后续终端需求回暖力度不足以消化上游累积的供给，当前以预期驱动的原材料补库可能在下个季度转化为新的库存积压和减值压力。

图28.5 月制造业 PMI 及其各分项情况 (%)



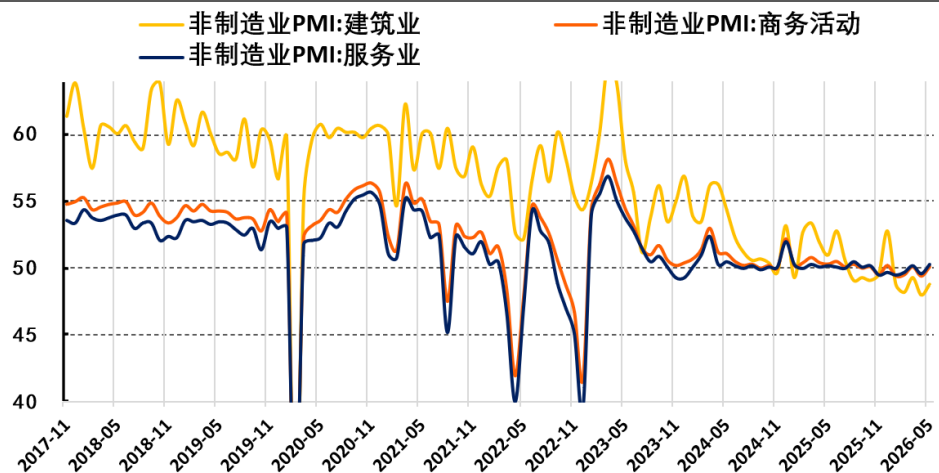
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图29.5 月不同制造业企业规模 PMI (%)



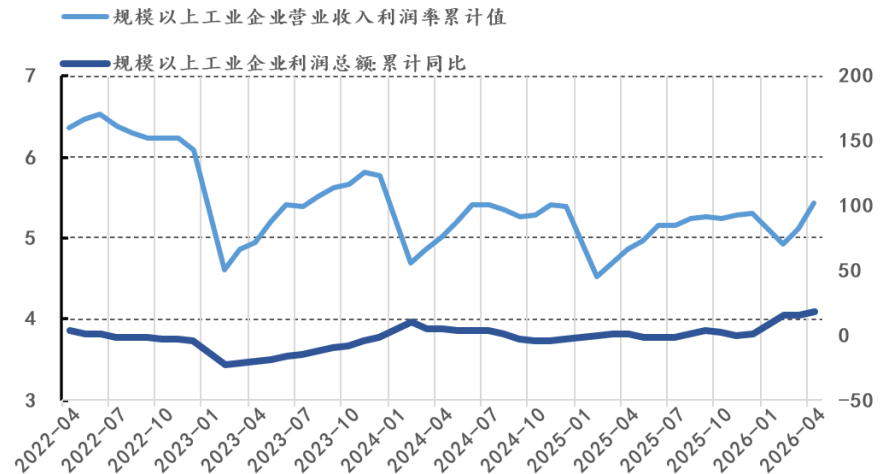
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图30.5 月非制造业 PMI 回落 (%)



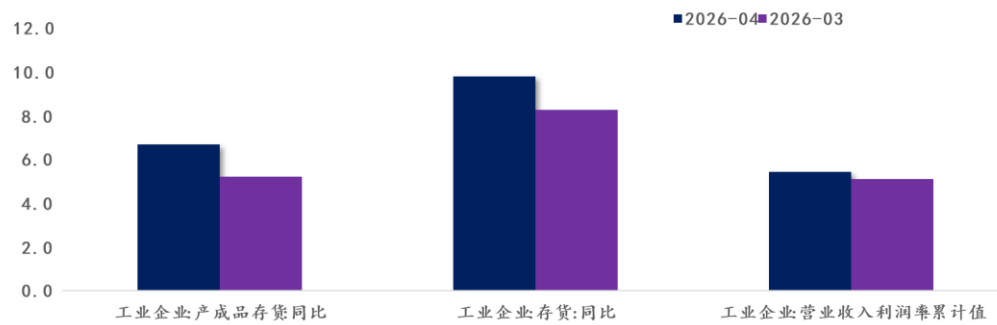
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图31.4 月工业企业利润累计同比 (%)



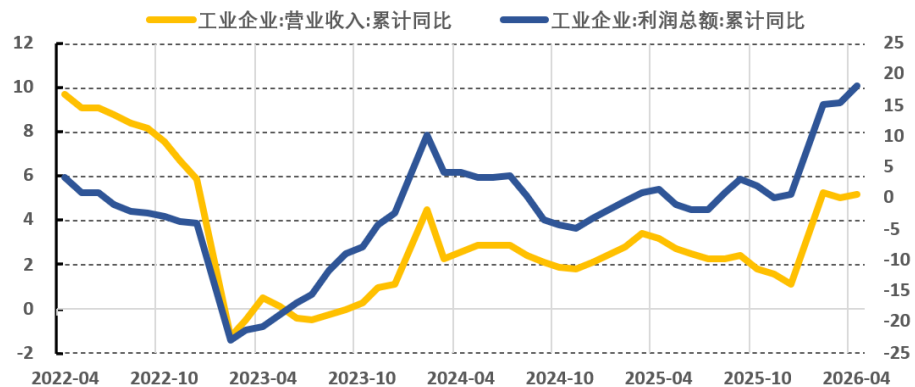
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图32.4 月工企存货及利润率同比 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图33.4 月工企营收与利润累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图34.高频数据跟踪



高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2026/6/5	日度	116		4.62%	-0.20%
煤炭行业	煤炭库存	2026/6/5	日度	691	万吨	4.70%	0.14%
石化化工行业	地炼开工率	2026/6/4	周度	51.09	%	10.85%	-0.43%
	涤纶长丝开工率	2026/6/4	周度	78.78	%	-11.89%	-0.58%
	焦化企业开工率	2021/12/31	周度	66.99	%	-20.61%	0.66%
	高炉开工率(247家)	2026/6/5	周度	83.94	%	-0.08%	-0.24%
钢铁行业	生铁日均产量	2026/5/31	旬度	181.90	万吨/天	-4.91%	-3.19%
	粗钢日均产量	2026/5/31	旬度	200.60	万吨/天	-4.07%	-4.29%
	钢材日均产量	2026/5/31	旬度	207.10	万吨/天	-4.87%	3.19%
	建筑钢材品种库存	2026/6/5	周度	224.54	万吨	-1.34%	1.86%
	高炉炼铁产能利用率	2026/6/5	周度	90.35	%	-1.18%	-0.12%
汽车行业	全钢胎开工率	2026/6/5	周度	66.70	%	8.92%	-0.10%
	半钢胎开工率	2026/6/5	周度	70.86	%	-9.13%	-3.60%
	乘用车销量	2026/5/31	周度	79414	辆/日	-40.46%	79.92%
房地产	30大城市商品房成交面积	2026/6/5	日度	36.30	万平方米	41.60%	34.47%
	一线	2026/6/5	日度	16.13	万平方米	82.87%	56.36%
	二线	2026/6/5	日度	12.07	万平方米	-3.74%	8.01%
	三线	2026/6/5	日度	8.10	万平方米	89.44%	47.15%
基建	石油沥青开工率	2026/6/3	周度	13.30	%	-56.25%	-16.88%
	水泥发运率	2026/6/5	周度	41.91	%	1.55%	-0.47%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/6/5	周度	1411.60		26.31%	3.28%
	波罗的海干散货指数	2026/6/5	日度	2981		82.55%	-1.84%
商品价格	猪肉	2026/6/6	日度	14.64	元/公斤	-23.63%	-0.88%
	农产品批发价格指数	2026/6/5	日度	113.50		0.05%	0.39%
	蔬菜	2026/6/5	日度	4.28	元/公斤	-0.93%	2.39%
	布伦特原油	2026/6/5	日度	93.09	美元/桶	43.52%	1.13%
	螺纹钢	2026/6/5	日度	3160.00	元/吨	5.97%	0.10%
	南华工业品指数	2026/6/5	日度	4058.53		18.28%	0.13%
	南华农业品指数	2026/6/5	日度	1060.17		0.15%	-1.21%
	玻璃	2026/6/5	日度	1018.00	元/吨	2.52%	-2.96%
	LME铜	2026/6/5	日度	13731.00	美元/吨	41.94%	0.85%

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图35.4 月主要宏观数据情况

	单位	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026Q1	2026-04
CPI	同比(%)		4.50			5.00			-
GDP	环比(%)		1.20			1.30			-
CPI	同比(%)	0.20	0.70	0.80	0.20	1.30	1.00	0.90	1.20
	环比(%)	0.20	-0.10	0.20	0.20	1.00	-0.70	-	0.30
PPI	同比(%)	-2.10	-2.20	-1.90	-1.40	-0.90	0.50	-0.60	2.80
	环比(%)	0.10	0.10	0.20	0.40	0.40	1.00	1.00	1.70
PMI	指数	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	-	50.30
工业增加值	同比(%)	4.90	4.80	5.20	6.30		5.70	6.10	4.10
M1期末值	同比(%)	6.20	4.90	3.80	4.90	5.90	5.10	5.10	5.00
M2期末值	同比(%)	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.50	8.60
失业率	调查失业率(%)	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.40	5.30	5.20
社会消费品零售总额	同比(%)	2.90	1.30	0.90	-	-	1.70	2.40	0.20
全国固定资产投资	累计同比(%)	-1.70	-2.60	-3.80	1.80		1.70		-1.60
全国居民人均可支配收入	累计同比(%)		5.00			4.00			-
房地产开发投资	累计同比(%)	-14.70	-15.90	-17.20	-11.10		-11.20	-11.20	-13.70
农业增加值	累计同比(%)		-			3.70			-
服务业增加值	累计同比(%)		5.40			5.20			-
基础设施投资	累计同比(%)	1.51	0.13	-1.48	-	11.40	8.90	8.90	4.30
制造业投资	累计同比(%)	2.70	1.90	0.60	-	3.10	4.10	3.10	1.20
社融期末存量	同比(%)	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.90	7.80
进口总值	同比(%)	1.37	2.04	5.72	25.70	13.80	27.80	19.60	25.30
出口总值	同比(%)	-1.27	5.82	6.46	10.00	39.60	2.50	11.90	14.10

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

3. 外部因素：美国经济温和增长，PMI 与非农数据双超预期，通胀依然存在风险

3.1. 贸易关税卷土重来，美联储褐皮书揭示美国经济温和分化的扩张态势

美国时间 6 月 2 日，美国贸易代表办公室依据《1974 年贸易法》第 301 条款，认定 60 个经济体未能实施并有效执行禁止进口强迫劳动产品的措施，提出了分级加征关税的拟议方案。按照差别化税率安排，对 14 个已实施禁令但执行不力的经济体加征 10% 的额外关税，适用对象包括加拿大、欧盟、墨西哥、英国、印尼、马来西亚及中国台湾地区等；对其余 46 个未实施禁令的经济体则加征 12.5% 的更高关税，覆盖中国内地、中国香港、印度、日本、韩国、越南、巴西、瑞士、俄罗斯等主要贸易伙伴。该提案豁免了 232 关税涵盖的钢铝铜产品、牛肉等部分农产品、药品、医疗设备、稀土和关键化学品等品类，同时拟为纺织品设立低税率进口通道。这一关税行动是在 2026 年 2 月美国最高法院裁定 IEEPA 关税违宪、随后 5 月国际贸易法院又判定 122 条款全球统一关税无效的背景下推出的，旨在以 301 条款为工具重构特朗普政府的关税壁垒。方案设置了公众意见征询期，要求在 7 月 6 日前提交书面意见，7 月 7 日举行公开听证会，最终措施最快或于 7 月下旬随 122 条款关税到期后落地生效。此外，USTR 同日还就 16 个贸易伙伴的过剩产能问题另行启动了 301 调查。

根据最新公布的《褐皮书》，2026 年 5 月美国经济活动整体呈现略有至温和的扩张，但各辖区与行业间的分化进一步加剧。在 12 个联邦储备辖区中，有 10 个报告经济活动略有至温和增长，1 个报告轻微下降，1 个报告持平，增长广度较上期有所收窄。消费支出延续辖区与收入阶层双分化态势：高收入家庭韧性较强，而中低收入家庭因物价承受力下降明显压缩非必要开支，零售商观察到客流减少、信用卡使用增加以及向二手车和混动车型的替代。制造业成为增长亮点，9 个辖区报告适度至强劲增长，主要受数据中心建设、国防需求和 AI 相关投资驱动。劳动力市场总体呈现“低聘低解雇”的稳定格局，11 个辖区就业基本不变，仅 1 个辖区适度增长；雇主招聘趋于谨慎，主要填补留下的空缺，工资涨幅温和但生活成本调整需求增多。价格压力整体呈适度至强劲上涨，几乎所有辖区均提及中东冲突推高能源及航运成本，导致肥料、包装、食品等广泛输入价格上涨，企业转嫁能力因行业而异，消费类企业尤为谨慎。住宅房地产受高利率和高油价影响，多数辖区销售下滑或增长乏力；商业地产中数据中心相关建设需求强劲，写字楼与工业物业表现不一。农业受燃料与肥料成本挤压，整体状况持平或恶化；能源活动在地缘冲击下仍谨慎扩张。整体来看，经济呈现结构性分化：面向政府和 AI 产业链的领域保持强劲，而依赖消费者支出的行业则明显承压。

当前美国经济呈现“温和但分化”的扩张态势，制造业受 AI、数据中心和国防需求驱动表现强劲，但中低收入家庭消费承压，住宅地产与农业疲软，能源与运输成本已广泛推升物价。在此背景下，美国提出的 301 条款分级关税方案，旨在替代此前被判违宪的 IEEPA 关税和 122 条款全球关税，预计最快 7 月下旬落地。若关税最终实施，将直接推升进口中间品和消费品价格，进一步加剧褐皮书已指出的输入成本压力。制造业可能面临成本挤压，而消费类企业转嫁能力有限，或导致利润率收缩、非必需消费进一步走弱。贸易伙伴的报复风险将增加出口不确定性。叠加就业强劲下美联储加息预期升温，美国经济下半年或从“温和扩张”转向“成本推动型滞胀”压力，企业投资与招聘意愿可能更趋谨慎。需密切关注 7 月听证会后的政策调整以及各国反制措施。

图36.美联储褐皮书的经济评述

辖区	经济活动	就业情况	物价情况	关键行业表现
波士顿	略有扩张	基本不变	温和上涨（投入成本温和，产出小幅上升）	制造业略有增长，非金融服务收入略有上升；消费者支出（不含汽车）略有上升，汽车销售温和增长；，建筑活动略有上升。 住宅销售和租赁略有软化。
纽约	略有增长	略有增长	温和上涨（售价涨幅至温和区间高端，投入成本强劲上涨）	制造业和分销活动强劲增长，服务业温和下降；消费者支出温和增长，零售稳健；住宅市场温和回升，商业地产强劲（办公室租赁近历史高位），建筑业温和增长。
费城	略有下降	略有下降	温和上涨	制造业温和增长（后半期持平），非制造业温和下降；旅游活动温和增长。 零售和汽车销售温和下降，住宅销售温和下降，非住宅建筑略有下降。
克利夫兰	温和增长	温和增长	强劲上涨（非劳动力成本压力强劲，售价强劲上涨）	制造业需求强劲（数据中心驱动）；住宅销售回升，数据中心驱动商业建筑需求；非金融服务需求强劲（网络安全、法律等）。 零售商受高燃料成本抑制。
里士满	温和增长	基本不变	温和上涨	制造业温和增长（数据中心、国防相关），但投入成本担忧；消费者支出温和增长（大件销售下降）；港口货运量混合，空班航行增加；住宅和商业地产不变；金融及非金融服务温和增长。
亚特兰大	温和增长	持平至略降	温和上涨	零售温和增长，旅游活动放缓；住宅房地产整体下降（销售略有改善），商业地产持平；交通运输和制造业温和增长；能源需求温和增长；社区服务需求增加。
芝加哥	略有增长	略有增长	快速上涨	制造业需求温和增长，消费者支出略有增长；非住宅建筑略有增长（数据中心、政府项目），住宅建设略有下降；商业地产略有增长；农业收入预期不变。
圣路易斯	略有增长	基本不变	强劲上涨	消费者支出稳定；非金融服务温和增长。 住宅和商业房地产表现混合；银行业不变。 农业状况略有下降；制造业活动略有下降（能源、国防相关较强）。
明尼阿波利斯	温和增长	略有增长	急剧上涨（尤其投入成本）	服务和制造业温和增长，建筑业温和增长。 消费者支出持平，旅游持平，能源持平；少数族裔企业表现混合。 农业仍疲软。
堪萨斯城	略有增长	基本稳定	温和上涨	制造业略有增长（航空航天强劲）；住宅建筑成本上升，住房库存增加但租金温和增长。 银行业贷款需求基本不变；能源勘探基本不变；农业作物与畜牧业分化。 非必需消费略有下降。
达拉斯	温和增长	基本持平	价格上涨压力增加（燃料、运输驱动）	制造业加快增长（机械制造领先）；非金融服务增长（专业服务）；商业地产上升（公寓吸收增加，工业稳健）；能源活动略有上升；农业投入成本上升但作物价格上升。 零售减弱，住宅销售下降。
旧金山	基本稳定	基本不变	温和上涨	制造业有所增强。 零售持平，消费者和商业服务需求不变；商业地产不变；金融服务业稳定。 农业和资源相关行业略有减弱；住宅房地产继续小幅降温。

资料来源：FED，国投证券证券研究所

3.2. 美国 5 月 ISM PMI 双双超预期，新订单指数大幅走高

5 月美国制造业 PMI 录得 54.0，高于预期的 53.0，高于前值 52.7。从分项看，产出指数小幅走高，录得 54.3，前值 53.4；新订单指数为 56.8，前值 54.1；新出口订单指数回升至 50.6，前值 47.9；物价指数回落但仍高企，下降 2.5 至 82.1。

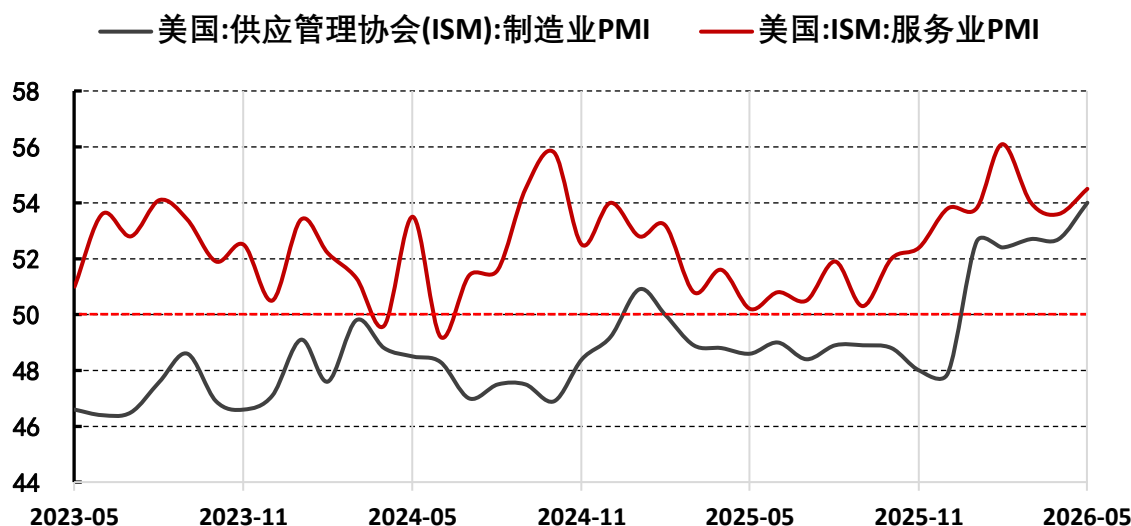
根据 ISM 制造业商业调查委员会主席的表态，五月份美国制造业活动仍处于扩张区间且增速较上月加快。新订单和生产指数的增长均比上月提速，供应商交付指数保持不变，而就业和库存指数虽有所改善但仍处于收缩状态。需求方面，新订单、订单积压和新出口订单均呈扩张态势；客户库存指数继续处于“过低”区间，且收缩速度放缓，这通常被视为未来生产的积极信号。产出端，生产指数连续第七个月扩张，就业指数回升 2.2 个百分点但仍未摆脱收缩，调查中 50% 的企业表示维持现有人员规模是常态，另有 50% 正在招聘。投入指标大多按月改善：供应商交付指数保持在 65.7%，为 2022 年 5 月以来最高水平；库存指数收缩放缓，价格指数下降 2.5 个百分点，进口指数加速扩张。当月评论中，正面评价占 25%，负面占 69%，正负情绪比约为 1 比 2.7；42% 的评论提及伊朗战争，18% 涉及关税，57% 的企业将价格波动列为面临的问题。从整体制造业经济看，5 月份制造业 GDP 中仅有 2% 的行业处于收缩，较 4 月份的 19% 大幅收窄，而处于强力收缩的行业 GDP 占比同样为 2%，与上月持平，这一指标是衡量制造业疲软程度的有效标尺。六大制造业 5 月份均实现扩张，依次为计算机与电子产品、机械、运输设备、石油与煤炭产品、化学产品以及食品、饮料和烟草制品。五月份所有指数均朝着持续增长的方向发展。

5月美国服务业PMI指数录得54.5，高于预期的53.8，前值53.6。分项来看，商业活动指数上升至57.7，前值55.9。新订单指数大幅上升3.8至57.3。就业指数依旧处在负区间，录得47.9，前值48.0。价格指数小幅上升至71.3。

根据ISM服务业调查委员会主席的表态，5月份服务业PMI物价指数攀升至71.3%，为2022年8月以来最高，报告中提及石油相关产品价格上涨，而这一动态在4月份报告中尚未出现。供应商交付指数虽较上月回落1.6个百分点至55.2，表明交付放缓有所缓解，但仍比12个月平均水平高出2.1个百分点。商业活动指数达到自2024年10月以来的次高水平，新订单和供应商交付指数也均处于同期第三高位。然而，就业指数跌至2025年9月以来的第二低点，较12个月均值低0.5个百分点；受访者频繁反映公司已实施招聘冻结或未填补空缺职位，不过多数行业当月就业人数环比持平。报告新订单环比增长的受访者，最常将其归因于季节性因素。价格方面，报告已连续第三个月没有列出任何商品价格下跌，铝、铜、柴油、汽油、软件许可和运输价格连续数月上涨。库存指数创下与2010年5月持平的历史新高，较4月大幅增长9.4个百分点，但库存情绪指数仅比12个月均值高出0.2个百分点，且环比仅微升0.1个百分点，这表明受访者对成本上升背景下企业活动将保持强劲抱有信心，当前库存增加并不令人担忧。

5月美国PMI显示制造业与服务业需求同步回暖，制造业新出口订单重返扩张、客户库存持续偏低，预示补库周期有望支撑后续生产。但增长质量面临成本与就业的双重压力：服务业价格升至近三年高位，成本推动型通胀正由商品向服务扩散，且多月无商品降价，黏性突出。就业市场明显分化，制造业就业虽有改善仍处收缩，服务业就业逆势走低，企业普遍冻结招聘或自然减员，折射高成本下用人极为审慎，可能侵蚀消费韧性。服务业一边积累创纪录库存，一边信心大致平稳，短期内或可维持商业活动强度，但若终端需求因价格传导而松动，库存将迅速转为压力。展望后续，经济料延续温和扩张，科技制造等提供结构性缓冲，但伊朗局势、关税走向以及通胀对政策空间的挤压构成主要下行风险。

图37.美国4月制造业PMI保持扩张区间



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图38.美国 4 月 PMI 物价指数暴涨

制造业				服务业			
	2026-03	2026-04	2026-05		2026-03	2026-04	2026-05
制造业PMI	52.7	52.7	54.0	服务业PMI	54.0	53.6	54.5
新订单	53.5	54.1	56.8	新订单	60.6	53.5	57.3
产出	55.1	53.4	54.3	商业活动	53.9	55.9	57.7
就业	48.7	46.4	48.6	就业	45.2	48.0	47.9
供应商交付	58.9	60.6	60.6	供应商交付	56.2	56.8	55.2
自由库存	47.1	49.0	49.9	库存	54.8	53.1	62.5
客户库存	40.1	39.1	42.7	库存景气	54.3	55.1	55.2
物价	78.3	84.6	82.1	物价	70.7	70.7	71.3
订单库存	54.4	51.4	52.2	订单库存	53.6	53.0	51.3
新出口订单	49.9	47.9	50.6	新出口订单	50.7	52.1	50.0
进口	52.6	50.3	53.0	进口	56.2	56.8	55.2

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3.3. 美国 5 月非农新增就业大超预期，降息预期进一步走弱

5 月美国非农新增就业 17.2 万人，远超预期的 8 万人，前值为 17.9 万人。失业率 4.3% 维持不变，符合预期。劳动参与率 61.7%，持平前值。平均每小时工资同比增长 3.4%，持平预期，环比增长 0.3%，高于前值 0.2%，持平预期。

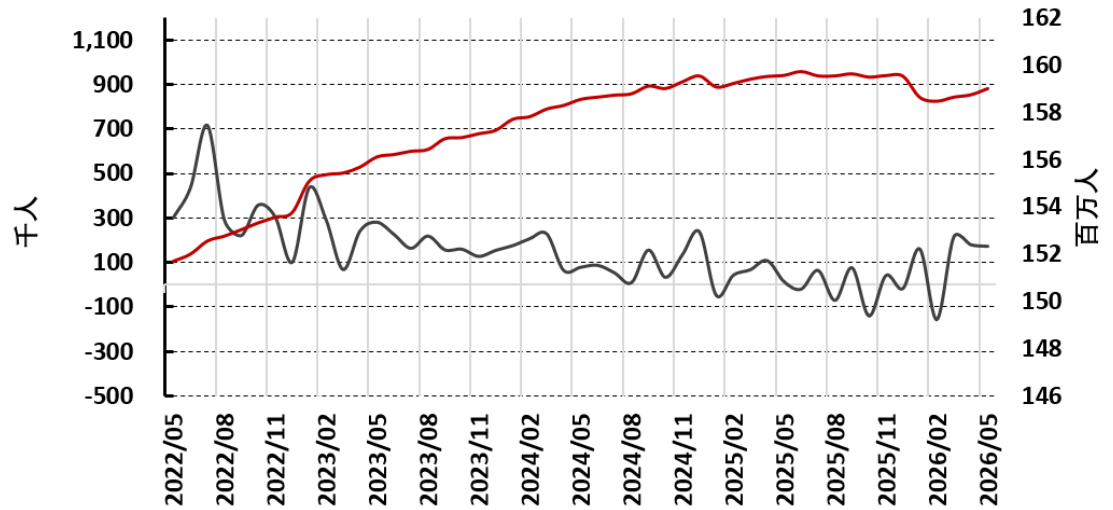
从细分行业来看，商品制造就业人数增加 2.8 万人，其中制造业增加了 0.7 万人，建筑业增加 1.7 万人，矿产行业增加了 0.4 万人。服务就业增加了 9.2 万人，主要贡献来自于 x 休闲和酒店、教育和保健服务两个行业，分别增加了 7.0 万人和 4.0 万人。政府就业新增人数增长了 5.2 万人，主要来自地方政府增加 5.5 万人。

此外，5 月 ADP 就业人数增加 12.2 万人，高于前值 10.9 万人。细分来看，商品生产部门就业新增 0.8 万人，其中制造业增加 0.3 万人，建筑业新增 0.8 万人，采矿业裁减 0.3 万人。服务业就业整体增加 11.4 万人，主要来源于教育和保健服务增加了 5.7 万人。

5 月美国非农数据远超预期，与 ADP 就业的温和回升共同印证了劳动力市场的深层韧性，然新增就业主要依赖政府、休闲酒店和教育保健等少数部门。值得注意的是，制造业就业增量有限，而建筑业在非农和 ADP 中均表现稳健，反映出基建和住房领域的结构性需求。展望未来，就业市场或将进入“增速放缓但不失温”的新阶段。美联储大概率维持高利率更长时间，降息预期需进一步后推。不过，劳动参与率停滞在 61.7% 表明供给侧修复已近瓶颈，后续若需求降温，失业率可能被动上升。短期看，服务业的刚性用人需求仍会支撑就业，但休闲酒店业的快速扩张难以持续。真正的拐点取决于财政扩张退坡后，私营部门能否接棒成为增长主力。

图39.美国 4 月非农就业数据意外超预期

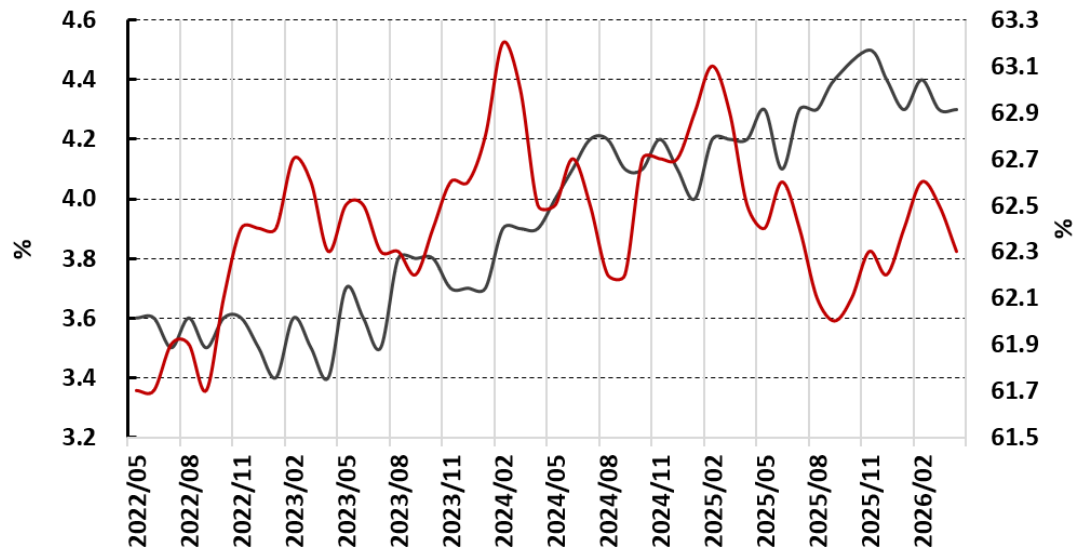
——美国:新增非农就业人数:当月值:季调 ————美国:非农就业人数:总计:季调:初值:百万人



资料来源: iFind, 国投证券研究所

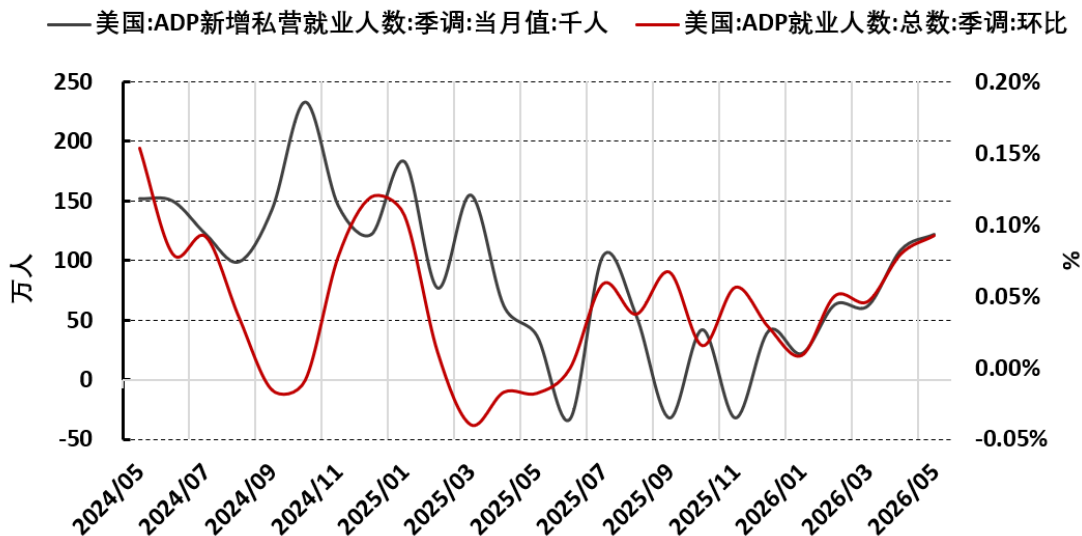
图40.美国 4 月失业率持平预期

——美国:失业率:季调 ————美国:劳动力参与率:16岁及以上:当月值



资料来源: iFind, 国投证券研究所

图41.美国 4 月 ADP 就业数据超预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图42.美国 4 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比

	新增非农就业数据 (万人)			新增ADP就业数据 (万人)		
	2026-05	2026-04	2026-03	2026-05	2026-04	2026-03
总计	17.2	17.9	21.4	12.2	10.9	6.2
商品端	2.8	1.4	3.3	0.8	1.5	3.0
制造业	0.7	0.0	1.5	0.3	0.2	-1.1
建筑业	1.7	0.9	1.5	0.8	1.0	3.0
采矿业	0.4	0.5	0.3	-0.3	0.3	1.1
服务端	9.2	16.3	16.9	11.4	9.4	3.2
金融活动	-2.2	-0.6	-1.7	0.7	0.9	0.4
运输仓储业	-0.3	6.2	3.2	3.6	2.5	-5.8
专业和商业服务	0.6	2.2	2.8	1.1	-0.8	0.1
休闲和酒店	7.0	3.0	4.4	0.8	0.4	0.7
教育和保健服务	4.0	5.4	9.5	5.7	6.1	5.8
信息业	-0.2	-0.8	0.1	-0.9	0.4	1.6
其他服务	0.3	0.9	-1.4	0.4	-0.1	0.4
政府	5.2	0.2	1.2	/	/	/
联邦政府	0.1	-0.6	-0.7	/	/	/
州政府	-0.4	0.2	-0.4	/	/	/
地方政府	5.5	0.6	2.3	/	/	/

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图43.CME 预期美国利率概率（6月5日更新）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/6/17	0.0%	0.0%	3.8%	96.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/7/29	0.0%	0.0%	3.3%	84.3%	12.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	2.3%	60.0%	34.0%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	1.9%	48.5%	39.2%	9.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	1.1%	30.1%	42.8%	21.3%	4.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.9%	24.2%	40.2%	25.8%	7.8%	1.1%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.6%	17.4%	35.6%	30.0%	13.0%	3.1%	0.4%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.5%	14.9%	32.8%	30.8%	15.6%	4.5%	0.8%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	32.1%	30.9%	16.1%	5.0%	0.9%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.5%	14.2%	31.9%	30.9%	16.3%	5.1%	1.0%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.1%	2.2%	16.4%	31.8%	29.1%	14.9%	4.6%	0.9%	0.1%
2027/10/27	0.0%	0.1%	2.7%	16.9%	31.7%	28.6%	14.5%	4.5%	0.8%	0.1%
2027/12/8	0.1%	2.2%	13.8%	28.5%	29.3%	17.6%	6.7%	1.6%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，国投证券证券研究所

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034