

核心观点

分析师 徐陈翼

SAC 证书编号：S0160523030003

xucy@ctsec.com

分析师 王亦奕

SAC 证书编号：S0160522030002

wangyy01@ctsec.com

分析师 张洲驰

SAC 证书编号：S0160524070004

zhangzc@ctsec.com

相关报告

1. 《103 家上市国企密集实施分红——瞭望国资系列 16》 2026-06-10
2. 《三问现金流回调：谁拖累？为什么？性价比？》 2026-06-09
3. 《【财通策略】国内 ETF 流出放缓，全球资金青睐货币》 2026-06-08

- ❖ **引言：**美联储加息可能多大？抛开油价冲击，中美通胀当前多大？指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何？
- ❖ **海外宏观研判：短期加息可能有限，关注中期再通胀 Meme 交易**
 - 1) **利率决策：**当前美国的利率-核心通胀-实际经济增速处于 2010 年来高位，在-1~0%，历史加息一般都在-2%以下。结合联储之前表态和沃什倾向，短期加息概率低，可从容观望。**即流动性冲击仅在于中期预期调整（通胀+沃什）。**
 - 2) **中期再通胀 Meme 交易可能：**历史通胀高位回落 3-4 年，伴随景气回升可能启动再通胀，即抛开美伊冲突，下半年本身就有长期通胀担忧。
 - 3) **当前再通胀验证：**景气走强验证后续再通胀可能；核心 CPI 并未抬升，显示强景气目前未传导到通胀侧。**CPI 后利率回落验证通胀压力有限。**
 - 4) **风险偏好：**长期美伊+中美均改善；TACO 指数低位，特朗普压力不大。
- ❖ **国内宏观研究：PPI 看，新质制造重回通胀轨道**
 - 1) **整体：**同比 3.9%，3.3%由油价相关贡献。环比低于 3-4 月，显著回落。
 - 2) **剔除油价：**以电气机械+TMT 代表的新质制造，同比环比都走高，自身同比已超 2%，对整体同比贡献和近 0.6%，示意已重回通胀轨道。
- ❖ **资金专题研究：指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何？**
 - 1) **权重结构：**沪深 300、中证 A500 等宽基大盘，科技提升约 1%。
 - 2) **ETF 资金影响：**测算科技/制造净流入 120/20 亿元，消费/医药/周期/金融净流出 20-40 亿元。
- ❖ **对应配置方向：压舱石自由现金流 HALO+中小盘科技&出海 PLUS**
 - 1) **压舱石自由现金流 HALO 打底，攻守兼备+交易难度低：【真金加速度】**组合包括航空运输、安防设备、快递、纺织化学制品、固废治理等行业。
 - 2) **中小盘科技&出海 PLUS 增强：**主题端，Space X 上市窗口期，相关产业链依然是主线，把握商业航天、太空光伏&算力。景气端，一方面挖掘“光”的扩散，包括 PCB 设备&耗材、被动元件材料、先进封装、液冷等，另一方面关注其他出海链回补，包括工程机械、造船、创新药等。
- ❖ **风险提示：**全球地缘&衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

内容目录

1 美联储加息可能多大?	3
2 中国通胀：新质制造重回通胀轨道.....	7
3 指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何?	8
4 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 历史加息时的利率水平	3
图 2: 沃什态度与市场预期	4
图 3: 美国存在再通胀风险	4
图 4: 再通胀验证-景气	5
图 5: 再通胀验证-美国 CPI	5
图 6: Trump TACO or GAMBLE 指数	6
图 7: 中国 PPI: 核心制造重回通胀轨道	7
图 8: 指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何?	8

1 美联储加息可能多大？

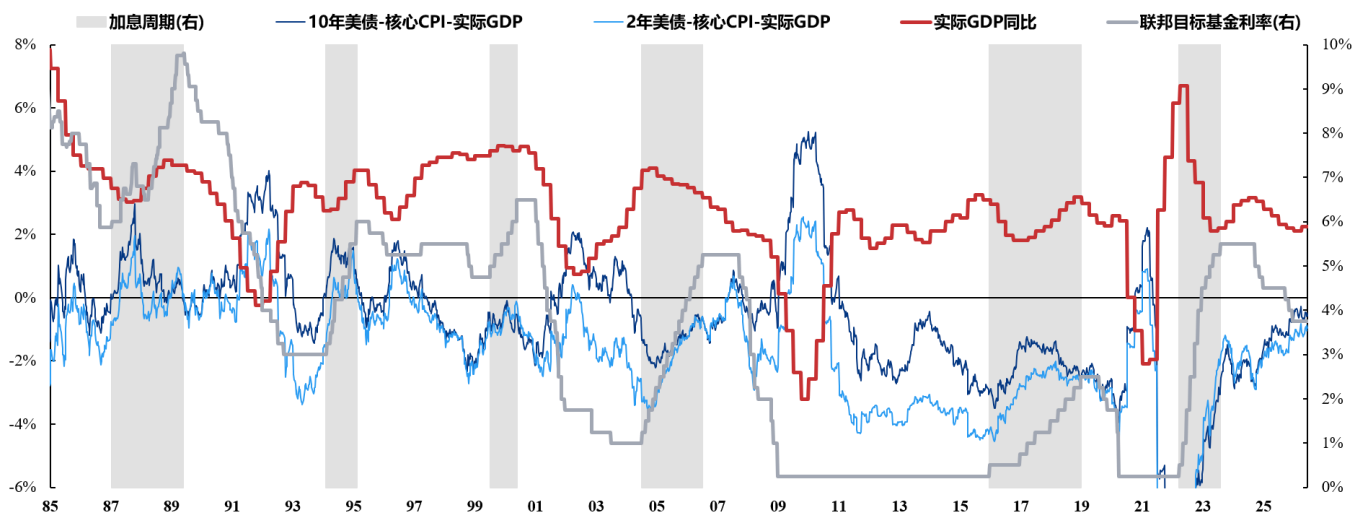
历史加息经验看：实际利率远低于实际 GDP 增速，即利率处于宽松状态，加息可能才较大。

2000 年前，加息前利率-核心通胀-实际 GDP 增速往往在-2%左右水平，2000 年后，加息前利率-核心通胀-实际 GDP 增速往往在-4%左右水平。

当前无论 2 年美债还是 10 年美债，利率-核心通胀-实际 GDP 增速在-1~0%水平，在 2010 年后处于偏高水平，在核心通胀未抬升之下，加息动力不明显。

结合之前鲍威尔表态（示意美联储中性观点），认为当前利率中位偏高，进一步验证上述实际利率对加减息周期的指引。

图1: 历史加息时的利率水平



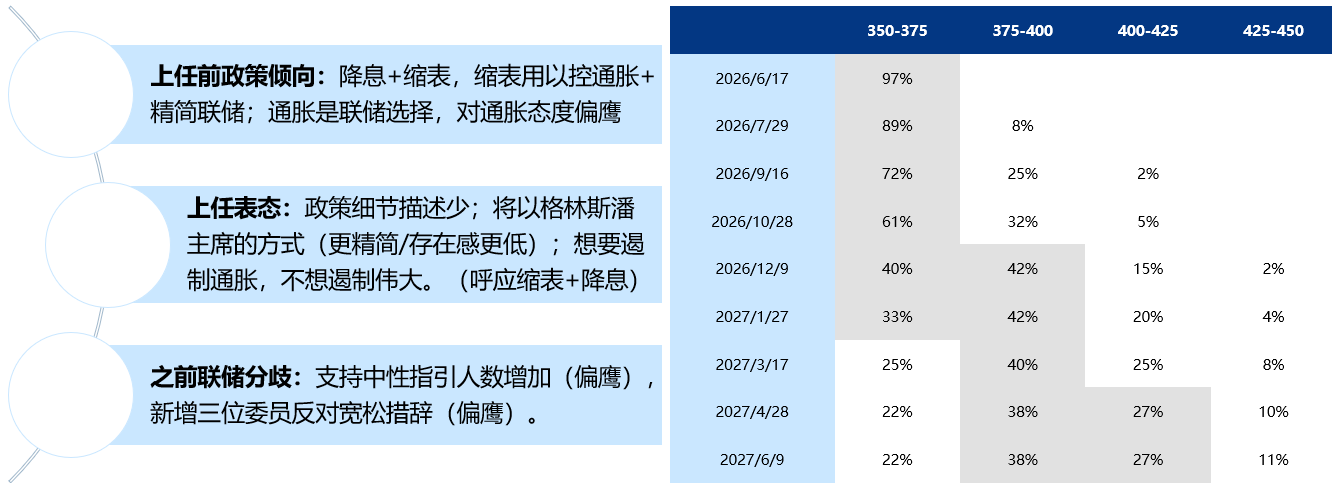
数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

联储政策倾向看：沃什的上任表态看，政策细节暴露有限，政策倾向仍偏向之前降息+缩表思路；其他理事看 5 月会议较之前更鹰。

综合历史经验+联储政策倾向看，短期货币政策可能仍偏观望，可以先观察沃什对美联储政策细节的倾向。

市场预期看，短期加息预期有限，但年底加息预期抬升。

图2: 沃什态度与市场预期



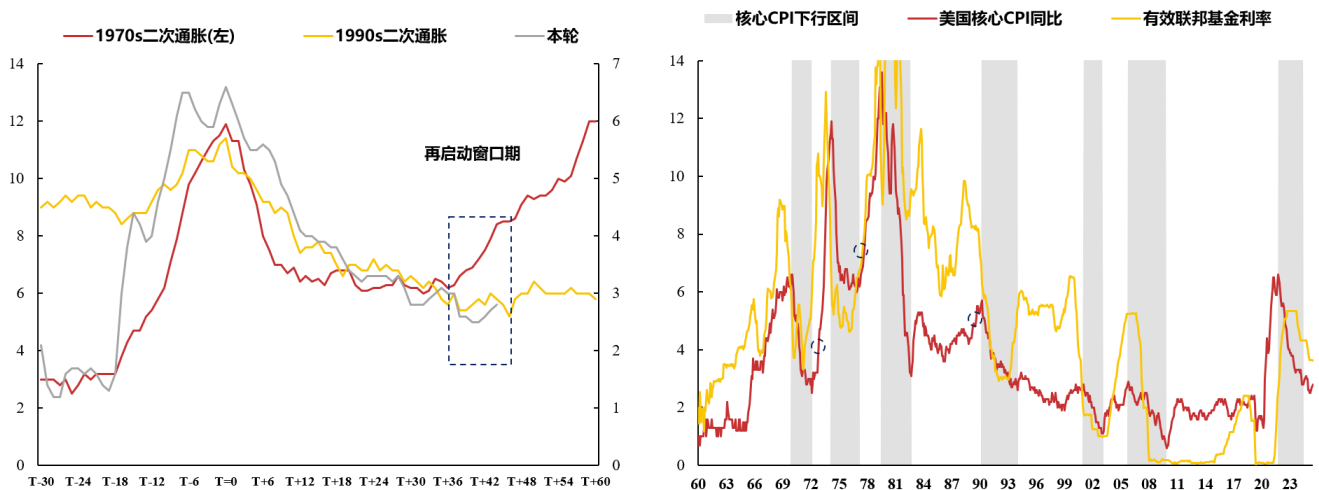
数据来源: Wind, 美联储, 华尔街见闻, Fed Watch, 财通证券研究所

虽然美联储加息落地较远, 但市场可能对通胀做 Meme 交易。

通胀的中期视角: 美国通胀除了面临美伊冲突带来的油价上涨压力, 同时还面临景气回升带来的再通胀压力。

历史经验: CPI 冲高回落后, 下行周期在 3 年左右, 类似 1970/1975 年, 下行未至之前相对低位就开始二次通胀。当前验证: 非农和 PMI 都显示景气周期已在重新向上, 可能推升长期通胀。因此, 后续即使美伊冲突缓和, 油价回落, 长期通胀韧性仍在, 成为市场交易 meme 可能。

图3: 美国存在再通胀风险

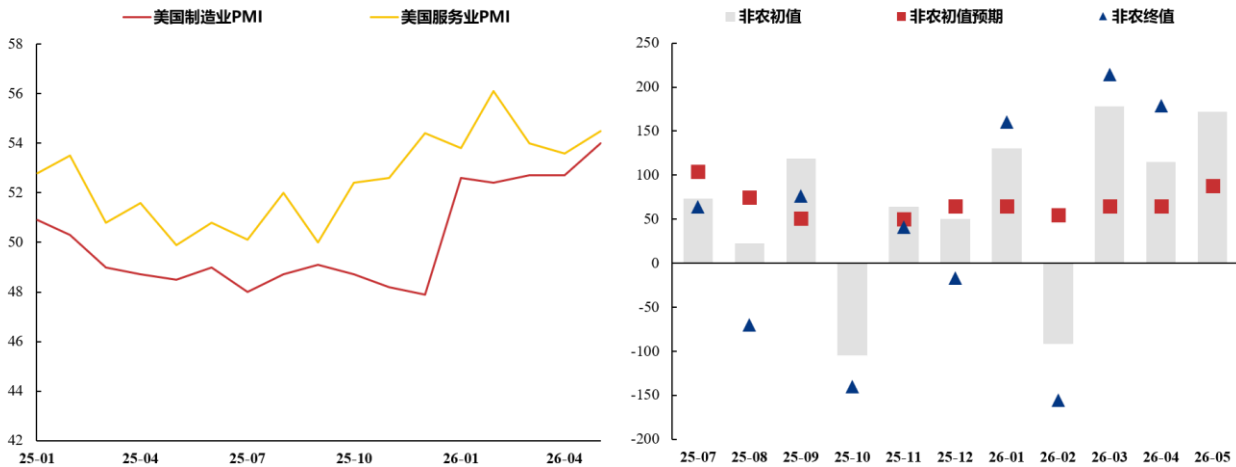


数据来源: Wind, iFind, 财通证券研究所; 左图 T=0 为通胀同比高点, T 为月数; 右图蓝圈为三次石油危机时间。

再通胀验证-景气：验证偏强，但更多是预期调整。

今年以来，无论 PMI 还是就业看，美国景气都在走强。之前非农也再度超预期，继续验证分子端，但同时引发市场对分母端担忧。

图4: 再通胀验证-景气



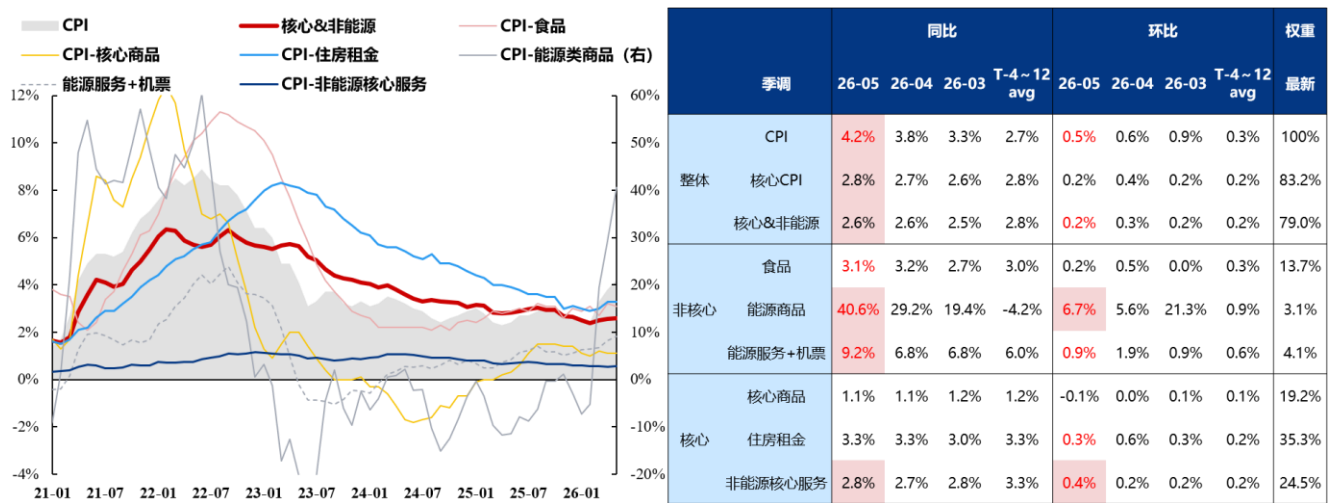
数据来源：Wind, iFind, 财通证券研究所

再通胀验证-CPI：虽然走强，但长期韧性并未验证。

5月美国 CPI/核心 CPI 同比达 4.2%/2.8%。细分看，通胀主要由能源相关贡献；剔除非核心和能源服务&机票后，无论同比还是环比都不算太高；核心项看，仅非能源核心服务抬升，但同比和环比都只是在区间上沿，而非显著高位。因此综合看长期通胀抬升未被明确验证。

同时结合利率看，CPI 出炉后利率反而下降，反映 5 月 CPI 给市场压力有限。

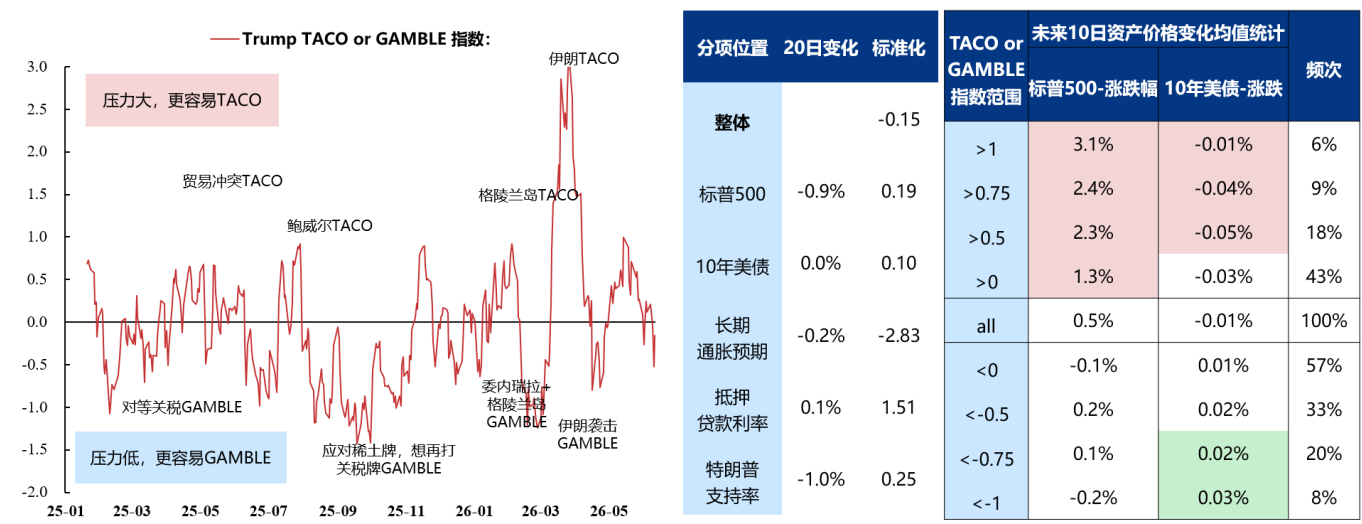
图5: 再通胀验证-美国 CPI



数据来源：Wind, iFind, 财通证券研究所；表格红色背景为比上月高，红色字体为比之前均值高

风险偏好-短期：当前特朗普压力指数延续回落，主要源于利率和通胀预期显著回落，当前数据已低于0。后续看联储新主席沃什表态和通胀情况。

图6: Trump TACO or GAMBLE 指数



数据来源：Wind, iFinD, rasmussen, 财通证券研究所

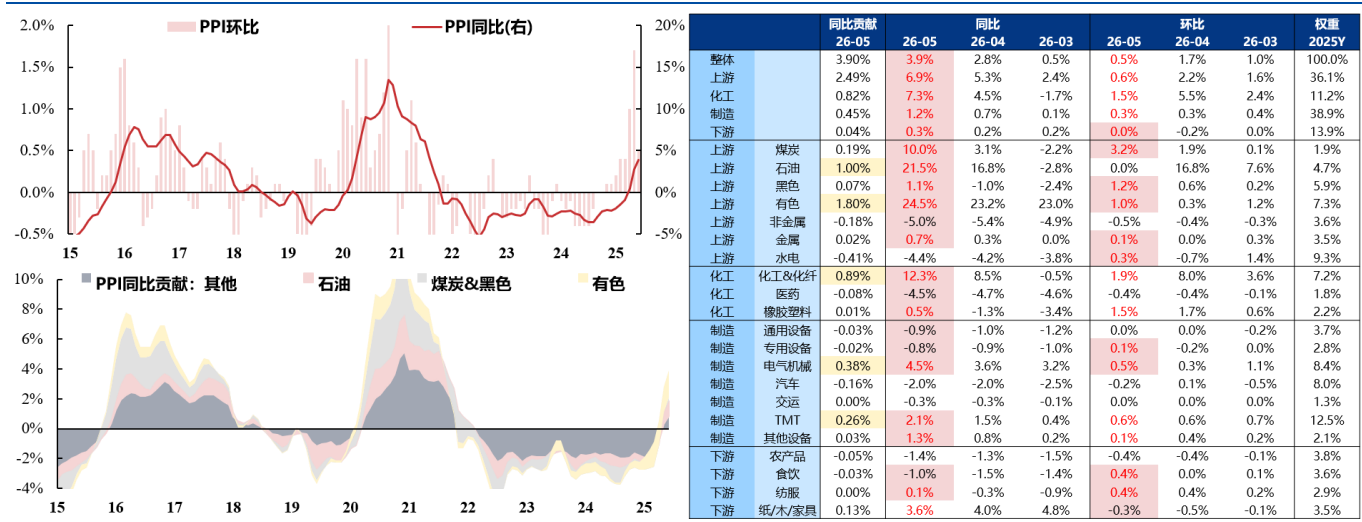
2 中国通胀：新质制造重回通胀轨道

中国 PPI：油价是驱动主因，但电气和 TMT 已进入通胀轨道

上游板块看，油价上涨下，石油、煤炭同比环比均抬升，化工和化纤同比也快速升至高位。另外之前铜价抬升下有色同比也在高位。上游+化工对 PPI 同比贡献 3.3%（总共 3.9%）。

制造和下游看，虽然非受油价影响，但受长期向上趋势支撑。其中电气机械、TMT 等无论整体贡献、自身同比环比都走高，两项对同比贡献和近 0.6%，也显示制造已进入通胀轨道。

图7：中国 PPI：核心制造重回通胀轨道



数据来源：Wind, iFind, 财通证券研究所；PPI 权重基于上一年营收占比估算；表格红色背景为比上月高，红色字体为大于 0

3 指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何？

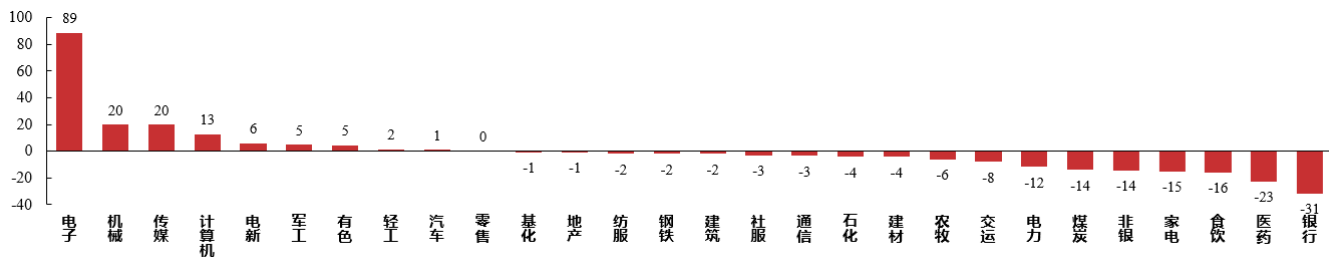
本次指数调样影响看：之前涨幅更高的科技和高端制造在沪深 300、中证 A500 等宽基大盘指数权重提升，其他被动下降。

结合 ETF 规模看：预计给 TMT 板块带去近 120 亿元的资金净流入，给高端制造板块带去 20 亿元资金净流入，而对于消费、医药、周期、金融等板块，可能会有 20-40 亿元的资金净流出。

图8: 指数标的调整，带动的 ETF 资金流动几何？

板块权重	总资金 亿元	沪深300 ETF规模5533亿元			中证A500 ETF规模2196亿元			中证500 ETF规模1147亿元			上证50 ETF规模728亿元			中证1000 ETF规模427亿元		
		原先	之后	差值	原先	之后	差值	原先	之后	差值	原先	之后	差值	原先	之后	差值
科技	118.2	32.4%	33.6%	1.2%	34.3%	35.1%	0.8%	34.4%	35.9%	1.5%	21.2%	26.1%	4.9%	36.1%	32.3%	-3.8%
高端制造	20.4	18.3%	18.8%	0.5%	22.1%	22.1%	0.0%	25.3%	24.3%	-1.0%	11.2%	10.5%	-0.7%	25.9%	28.4%	2.5%
消费	-39.2	9.8%	9.3%	-0.5%	8.2%	8.1%	-0.1%	4.5%	4.4%	-0.1%	12.9%	11.4%	-1.5%	5.3%	5.6%	0.3%
医药	-22.6	4.1%	3.6%	-0.5%	5.1%	5.1%	0.0%	6.1%	6.9%	0.8%	4.9%	4.6%	-0.2%	7.0%	6.8%	-0.3%
上游周期	-27.4	14.0%	14.1%	0.1%	17.4%	17.2%	-0.3%	22.4%	21.3%	-1.1%	17.0%	14.7%	-2.3%	20.9%	21.4%	0.5%
金融地产	-48.5	21.4%	20.6%	-0.8%	12.8%	12.5%	-0.3%	7.1%	7.0%	-0.1%	32.9%	32.7%	-0.2%	4.7%	5.5%	0.8%

■ 指数调仓带动的ETF资金流动(亿元)



数据来源：Wind, iFind, 财通证券研究所

4 风险提示

全球地缘风险：美伊冲突存在延续风险，进而影响全球油价和供应链等。

全球经济衰退风险：高油价压制全球景气，硬着陆衰退的风险增加，进而影响中国景气。

海外金融风险超预期：美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期，同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。

历史经验失效：本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。



信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。