

大涨之后，科技板块还有多少空间？

——中信建投策略周思考 20260621

核心观点

市场短期强劲反弹行情，但反弹完成后 A 股或将进入震荡期。继续看好 AI 算力作为本轮牛市中长期核心主线的后续表现。陆家嘴金融论坛等国内政策红利有望继续推动双创板块上涨，预计创业板和科创板将继续保持强势。而估值高企和交易结构可能成为后续科技主线阶段性切换的主要原因。重点关注：AI 算力、工业金属、石化、机械、新能源等，逢低布局；银行、非银、公用事业、煤炭等。

陆家嘴论坛的政策信号与市场影响

本次论坛一行一局一会三大金融监管部门同向发力，政策方向高度统一，全面锚定科技强国与新质生产力主线，形成流动性托底、制度改革赋能、金融资源倾斜的多维政策组合拳，科技成长主线确定性进一步强化。结合历年论坛后市场表现复盘来看：当前国内宏观基本面强劲修复，A 股整体处于牛市周期，叠加本届论坛积极政策信号，后市大盘上行概率较大。双创板块，尤其是科创板，有望持续跑出显著超额收益。高研发、具备产业落地能力的前沿硬科技标的是资金核心配置方向。

美联储主席沃什首秀带来了什么？

沃什“首秀”的重心在于政策改革，结合沃什对宏观经济数据有效性的判断，贸然加息缺乏制度与理论支撑。展望后市，预计紧货币预期在 7 月 FOMC 会议前仍有延续空间，鹰派情绪尚需时日消化。但伴随五大工作组改革框架的逐步明晰，以及短期支撑经济韧性的周期性因素边际弱化，当前过度定价的加息预期有望在基本面验证与政策锚点重建过程中得到逐步修正。总体而言，市场在 9 月前加息担忧浓重，市场不确定性上升，9 月以后加息担忧或逐步修正，年内加息可能性仍然偏低。

如何看待科技板块的向上空间和市场结构的加速恶化？

在全球 AI 算力产业蓬勃发展，泛 AI 行业 and 传统产业景气分化加剧的当下，我们继续看好 AI 算力作为本轮牛市中长期核心主线的后续表现。从短期来看，陆家嘴金融论坛等国内政策红利有望继续推动双创板块上涨，美联储加息预期也未阻挡全球科技股上行，预计创业板和科创板将继续保持强势。而估值高企和交易结构可能成为后续科技主线阶段性切换的主要原因。我们认为大涨后当前创业板指在主要宽基指数中仍具有最佳性价比，拥有 10%-12.5% 的估值优势，距离过去市净率阶段高点也仍有 32.3% 的空间。科创 50 短期表现更多源自海外映射（费城半导体指数、韩国综指）、“两存”上市预期和中报业绩期待。因此，科创 50 短期有望继续表现强势，但需警惕海外半导体板块大跌，或相关催化事件兑现的影响。

行业配置思路：1）短期继续围绕 AI 算力产业链，重点关注产业链内部高景气细分方向的挖掘，重点关注：光通信、MLCC、稀土永磁、电子布、存储、CPU、PCB/CCL 等。2）中期把握国际油价下行和全球需求复苏带来的产业机会，包括有色价格修复和制造业成本下行等，重点关注：工业金属、石化、机械、新能源等。3）择机低位布局红利板块，短期市场行情分化或进一步加剧，如果银行、非银、公用事业、煤炭等板块继续下跌，其配置性价比优势将逐步凸显，可逢低布局，逐步加仓。

风险提示：政策落地不及预期；中东地缘局势恶化风险；美股波动超预期。

投资策略

夏凡捷

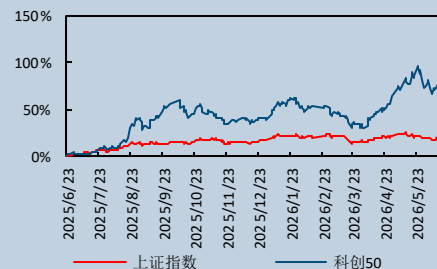
xiafanjie@csc.com.cn

021-68821600

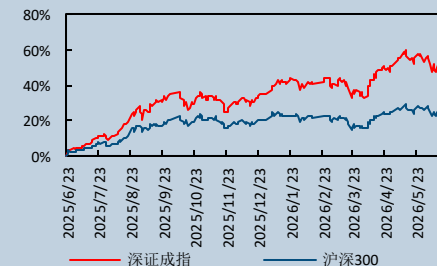
SAC 编号:S1440521120005

发布日期： 2026 年 06 月 21 日

上证指数走势图



深证成指走势图



目录

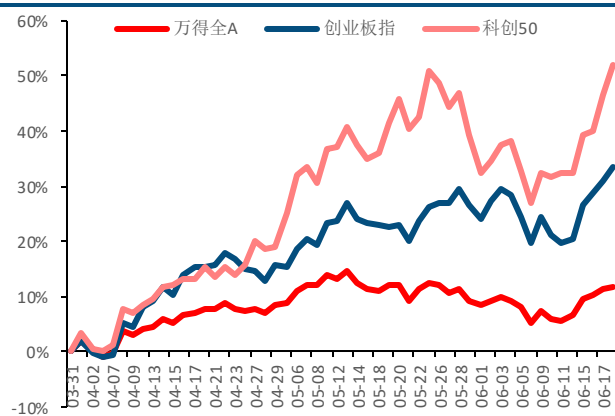
一、	A 股如期反弹，全球科技股共振上行	1
二、	陆家嘴论坛的政策信号与市场影响	2
	本次陆家嘴论坛解读：制度红利密集释放，科技主线全面确立	2
	历史复盘：论坛后双创胜率占优，宏观和市场环境决定 A 股表现	3
三、	美联储主席沃什首秀带来了什么？	5
	沃什“首秀”制造加息恐慌	5
	加息预期上升，但并不紧迫	7
四、	如何看待科技板块的向上空间和市场结构的加速恶化？	9
	科技板块的向上空间几何？	9
	从市场结构恶化看行业主线风格切换	11
	总结：科技主线怎么看？	13
	风险分析	15

一、A 股如期反弹，全球科技股共振上行

在上周的策略周报《震荡寻机，预期校准》中，我们指出“市场短期有望迎来反弹，但向上空间有限，震荡格局或将延续”，本周 A 股如期反弹，三大指数全线收涨，创业板指以 11.02% 的涨幅领跑，深证成指上涨 7.13%，上证指数相对稳健上涨 1.46%。市场成交活跃，全周成交额合计约 15.8 万亿元。

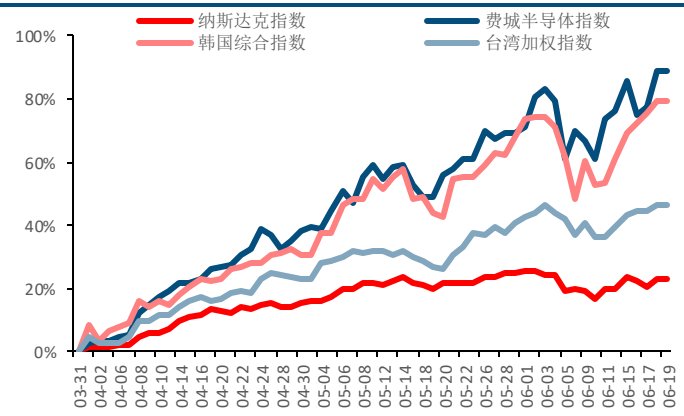
市场上涨的核心驱动力来自内外因素共振。内部方面，AI 算力产业持续高景气，央行在陆家嘴论坛释放多项政策利好，包括持续深化“两创板”改革、推出主动 ETF 等，提振市场信心。外部方面，美伊达成和平协议、霍尔木兹海峡即将重新开放，中东地缘政治风险显著缓解，全球风险偏好大幅回升，带动亚太股市集体走强，全球科技股共振上行。

图 1:A 股如期反弹，双创领涨



数据来源：Wind，中信建投证券

图 2: 全球科技股共振上行



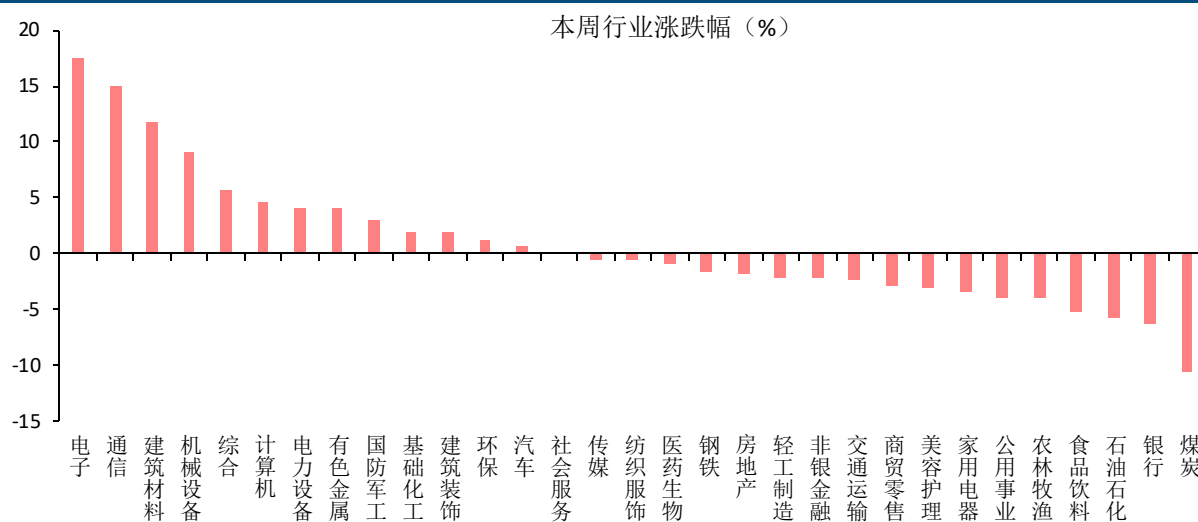
数据来源：Wind，中信建投证券

展望后市，我们维持上周策略周思考中的判断：市场短期展开反弹行情，但反弹完成后，由于 A 股估值整体偏高、结构分化明显和美联储等外部不确定性影响，增量资金观望情绪或仍然浓厚，限制市场上行空间，预计 A 股后市将进入震荡期。（详见《震荡寻机，预期校准》）

从市场结构来看，本周市场“科技主导、成长占优”的特征显著，全周四个交易日创业板指、创业板 50、科创 50 和科创综指涨幅分别达到 11.02%、10.95%、14.93% 和 13.24%，均创下或接近新高。与此同时，中证红利、红利低波、国证价值等指数单周分别下跌 5.89%、5.61% 和 3.80%。煤炭、银行、石油石化、食品饮料等行业领跌市场，市场行情分化进一步加剧。大涨之后，科技板块的极限在哪里？成为了很多投资者关心的问题。

本周的策略周思考，我们聚焦三大问题：1）陆家嘴论坛的政策信号与市场影响；2）美联储主席沃什首秀带来了什么？3）如何看待科技板块的向上空间和市场结构的加速恶化？

图 3: 市场结构加剧分化



数据来源: Wind, 中信建投证券

二、陆家嘴论坛的政策信号与市场影响

本次陆家嘴论坛解读：制度红利密集释放，科技主线全面确立

6月17日，2026年陆家嘴论坛在上海开幕，央行行长潘功胜本次发言围绕流动性稳定、人民币汇率、金融开放、科创赋能等维度提出六项增量举措，为资本市场尤其是科技板块提供充裕、稳定的货币金融环境，筑牢市场上行流动性底座。

图 4: 陆家嘴论坛央行行长潘功胜发言要点

01.完善短端利率调控机制

优化隔夜正/逆回购工具，将操作利率区间收窄至50个基点；增加隔夜逆回购操作品种，匹配银行短期流动性需求。

政策目标：推动货币政策框架向价格型转型，增强短端利率调控的精准有效性。

02.创设境外央行回购工具

允许境外央行、国际金融组织及主权财富基金，以中国国债等高等级债券开展回购交易，获取人民币流动性支持。

政策目标：便利境外机构人民币流动性管理与资产配置，稳步助推人民币国际化进程。

03.离岸人民币外汇交易试点

授权6家试点银行在上海自贸区开展离岸人民币外汇交易业务，打通在岸与离岸市场的交易通道，丰富市场参与主体。

政策目标：促进在岸离岸市场融合发展，助力上海打造全球人民币资产配置中心。

04.非银流动性支持审慎工具

在特定情景下通过互换方式向非银机构提供紧急流动性，机制设计严守市场化原则，兼顾防范道德风险与责任分担。

政策目标：守住金融稳定底线，维护市场平稳运行。

05.出台上海离岸金融行动方案

健全离岸金融制度体系，稳妥推进自贸离岸债、离岸贸易金融、离岸资产管理等业务创新，构建完整的离岸金融生态。

政策目标：支持上海率先构建与国际金融中心定位相匹配的离岸金融业务体系，提升全球资源配置能力。

06.银行间市场数据报告库挂牌

集中收集银行间市场交易、托管、结算等全链条数据，提升对金融市场的穿透监测能力。

政策目标：完善金融市场监管基础设施，为科学监管、风险预警和市场高质量发展提供数据支撑。

数据来源: 中国人民银行, 中信建投证券

证监会主席吴清的发言则为全年资本市场监管与发展锚定总基调，系统梳理了新“国九条”及“1+N”政策体系落地两年多来的阶段性成效，同时释放多项具有实质增量的政策导向。

值得重点关注的是，发言中“科技”相关关键词高频出现，所透露的两大核心政策，清晰勾勒出“**对前沿硬科技包容创新、对市场炒作行为严打出清**”的二元监管新框架：一是**扩容科创板第五套上市标准**，拓宽未盈利、高研发投入的前沿硬科技企业上市通道，覆盖更多未来产业优质标的，补齐科创企业早期融资短板；二是**常态化打击纯概念炒作、炒小炒差、虚假题材套利行为**，坚决剥离无基本面、无技术壁垒、无产能落地的纯炒作行情，引导市场资金聚焦硬核科技实体标的。

表 1: 陆家嘴论坛证监会主席吴清发言要点

发言要点	具体内容
新“国九条”与“1+N”政策体系全面落地	1. “稳”：壮大长期资金，社保、保险等持有 A 股流通市值增长 85%，净买入约 1.3 万亿元。 2. “严”：从严监管，两年多查办案件 1358 件，罚没款 353 亿元。 3. “优”：培育优质上市公司，分红回购规模为同期股权融资的 3 倍多。 4. “新”：服务新质生产力，科技板块市值占比超三成，千亿市值公司中科技企业占 45%。
主动拥抱新一轮科技革命和产业变革	1. 深化“两创板”改革，扩容科创板第五套上市标准：支持硬科技企业上市。 2. 优化融资并购：推出储架发行机制，提升再融资便利度。 3. 培育耐心资本：引导养老金、保险资金加大股权投资。 4. 丰富投资产品：推出主动 ETF，开展商业不动产 REITs 试点。 5. 强化监管：严查蹭热点、炒题材等违法行为。
积极参与全球金融治理与开放合作	1. 优化外资投资制度：推动 QFII 参与国债期货，支持香港推出人民币国债期货。 2. 扩大外资展业空间：支持外资新设独资/合资机构，扩大基金投顾试点。 3. 规范跨境投融资：支持合规活动，严打跨境违法违规行。
更好助力增强上海国际金融中心竞争力	1. 上海改革先行先试：股债融资、并购重组、机构发展、离岸金融等重大对外开放举措优先在上海落地，打造金融创新“试验田”。 2. 多地建设科技金融标杆：支持上海浦东、北京海淀、广东深圳、江苏苏州、浙江杭州打造首批资本市场科技金融实践样本。

资料来源：证监会，中信建投证券

此外，金融监管总局局长丁向群同步表态，明确推动银行、保险等金融资源重点向新兴产业、未来产业集聚，强化科技企业中长期信贷支持。本次论坛实现一行一局一会三大金融监管部门同向发力，政策方向高度统一，全面锚定科技强国与新质生产力主线，形成流动性托底、制度改革赋能、金融资源倾斜的多维政策组合拳，科技成长主线确定性进一步强化。

历史复盘：论坛后双创胜率占优，宏观和市场环境决定 A 股表现

我们完整复盘 2020-2025 年陆家嘴金融论坛核心内容、宏观市场环境及会后 1 个月 A 股核心指数表现，统一标注历年央行、证监会主要领导阵容，锚定政策表态、宏观周期、市场表现三大核心变量，总结历史行情规律，为 2026 年后市演绎提供有效参照。

表 2: 2020-2025 年陆家嘴论坛发言要点及市场表现复盘表

年份	双监管领导	核心表态	宏观/市场环境	上证指数	科创 50	创业板指
2020	易纲/易会满	加快构建“双循环”新格局；坚持“建制度、不干预、零容忍”；明确不搞大水漫灌、赤字货币化和负利率；要求风险应对走在市场曲线前面。	疫情后政策强刺激，市场牛市初期，经济修复上行	+9.48%	+11.79%	+17.60%
2021	易纲/易会满	稳货币防通胀，完善科创板制度，支持硬科技，抑制题材爆炒，警示押注房价永远上涨的风险	经济高位景气，全面科技牛市，上证中枢 4200 点高位震荡	-1.87%	+10.96%	+6.29%
2023	潘功胜/易会满	适度宽松托底经济，扩大资本市场对外开放，修复市场信心；重点支持绿色金融和科技创新	经济弱复苏，市场存量震荡	-0.04%	-2.67%	+1.85%
2024	潘功胜/吴清	壮大“耐心资本”以支持科技创新；提升上市公司投资价值	地产产业链持续拖累，结构性行情，科创底部反转	-1.58%	-0.98%	-4.74%
2025	潘功胜/吴清	科创板设置“科创成长层”；持续完善科创融资制度，保持流动性平稳，推动社保、险资等长期资本参与私募股权投资	经济稳步回升，震荡上行慢牛，科技主线持续强化	+4.34%	+4.61%	+11.08%

资料来源：Choice，中信建投证券（注：2022 年末举行会议；表中市场表现为会议后 1 个月各指数涨跌幅）

从市场复盘可以看出：**第一，双创指数行情胜率显著占优。**历年论坛政策偏暖环境下，会后 1 个月内科创 50、创业板指涨幅全部高于上证综指；市场上行周期中，科创 50 弹性最强，成长赛道对资本市场改革、科创扶持政策敏感度最高。**第二，宏观景气度和市场环境是决定行情的核心变量。**若宏观经济处于修复/上行区间，市场环境处于牛市中，叠加论坛高层积极表态，政策催化能够放大市场上涨幅度；若宏观走弱、内需承压、市场走熊，即便监管释放维稳信号，也难以扭转中期下行趋势。**第三，监管政策分化带来结构性分化。**当监管同时提出“支持硬科技+打击题材炒作”时（例如 2021 年），市场资金会主动向具备真实研发、业绩兑现的双创龙头集中，科创 50 超额收益会进一步放大。

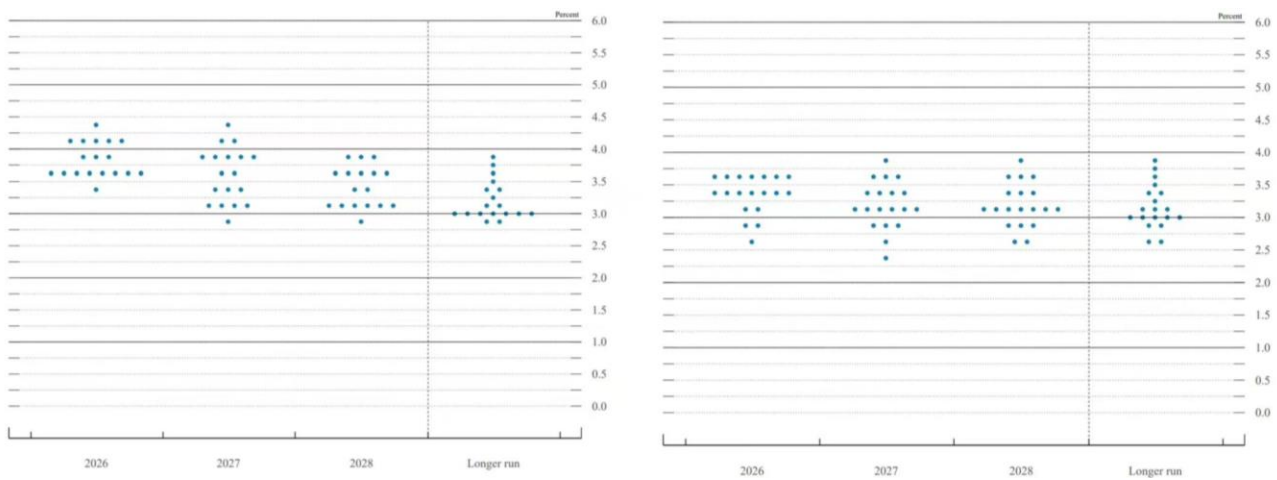
本次陆家嘴论坛召开当日，创业板指和科创 50 大幅收涨，市场第一时间定价政策利好，成长板块风险偏好显著提升。从历史可比环境来看，2026 年当前市场环境与 2021 年高度相似：宏观经济景气度持续走强，大盘处于阶段高位震荡区间，市场核心叙事同样围绕硬科技、新质生产力展开，政策层面对科创企业融资支持力度持续加码。**当前国内宏观基本面强劲修复，A 股整体处于牛市周期，叠加本届论坛一行一局一会统一释放积极政策信号，后市大盘上行概率较大。**双创板块，尤其是科创板，有望持续跑出显著超额收益。高研发、具备产业落地能力的前沿硬科技标的是资金核心配置方向。

三、美联储主席沃什首秀带来了什么？

沃什“首秀”制造加息恐慌

美联储主席沃什在政策声明、发布会与点阵图中释放超预期的鹰派信号。本次 FOMC 政策声明相较 4 月份全文大幅精简，所有关于前瞻指引和宽松倾向的措辞均被删除，不再提及对经济和货币政策的前景展望，仅保留对美国经济运行分析、货币政策行动以及货币政策目标等内容。本次议息会议中，美联储决定将联邦基金利率稳定在 3.5%-3.75% 的目标范围内，连续第四次维持利率不变，符合预期。点阵图超预期鹰派，一半 FOMC 委员支持今年加息至少 1 次，2026 年联邦基金利率预期中值由 3.4% 升至 3.8%，但沃什并未提供自己的点阵图与利率预测。

图 5：美联储 6 月和 3 月关于未来政策利率路径的点阵图



数据来源：美联储，中信建投证券

决议及发布会后，市场风险偏好略有下降。美股方面，在声明及发布会后，美股跌幅扩大，最终道琼斯指数收跌 0.98%，纳斯达克指数收跌 1.34%；美债方面，2 年期、10 年期美债收益率分别上行 15bp、6bp，至 4.2%、4.49%，长短端期限溢价进一步压缩；美元方面，发布会后上行幅度扩大，目前稳定在 100 以上；黄金则录得一定幅度下跌，收盘低于 4300 美元/盎司。

美联储在此次会议下调 2026 年 GDP 增速预测，2027 年预测保持不变；下调 2026 年失业率预测，2027-2028 预测则保持不变；上调 2026-2027 年 PCE、核心 PCE 预测，2028 年预测变化较少；预测数据显示美联储认为美国经济增长或将略有放缓，失业率维持低位，通胀风险则上升较多。**利率预测结果显示 2026 年可能有至少一次加息。**

图 6: 2026 年 6 月美联储官员经济预测 (SEP)

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6	1.7-2.5
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4	3.8-4.5
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.3	2.5	2.1		3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4	
March projection	2.7	2.2	2.0		2.5-2.8	2.0-2.4	2.0		2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9	2.9-3.9
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

数据来源：美联储，中信建投证券

沃什本次与前几任主席不同，其就职后首次公开发言便是 FOMC 会议。沃什的风格与过往美联储主席就职后的首次讲话差异较大，并未强调保持美联储政策的连续性，同时并未急于做出大幅改变，仅强调进行充分论证后的可能改革。

表 3: 美联储前三任主席就职后首次公开发言明确表达政策连续性

主席	就职后首次 公开发言时间	主要内容
伯南克	2006.02.15	1. 美国经济维持高景气扩张态势，然而通胀反弹压力持续累积；美联储 2005 年全年累计完成八轮加息操作，并于 2006 年 1 月把政策利率抬升至 4.5%； 2. 美联储紧缩举措成效显著，后续政策操作将以最新经济数据为核心依据，美联储需要对通胀和经济增长的风险进行不间断的权衡评估； 3. 将保持前主席格林斯潘时期的政策连续性，继续采用深入分析多项经济指标、结合经济模型与审慎判断的科学决策方法。
耶伦	2014.02.11	1. 2013 年下半年美国经济复苏动能持续强化，就业市场持续回暖，通胀整体处于低位，市场预期美国经济与就业市场将维持温和扩张态势； 2. 强调美联储的货币政策将保持高度的连续性，继续致力于实现最大化就业和物价稳定（双重使命）。持续落地金融监管改革、强化日常监管，以增强金融体系的韧性； 3. 美联储将继续按部就班地缩减资产购买规模（Taper），且在相当长一段时间内，宽松货币环境依旧适配当下经济现状。
鲍威尔	2018.02.27	1. 对前任主席耶伦的贡献表示感谢，并指出在她任期内美国经济持续走强。强调两人共同确保了领导层的平稳过渡，并承诺将保持货币政策的连续性； 2. 再度明确恪守国会授予的双重调控职责，以最大化就业、稳定物价为核心导向，并重申需强化政策透明化与问责约束； 3. 认为 2017 年美国经济恢复较好，预计进一步渐进式提升利率水平是实现双重目标的最佳途径。

资料来源：美联储，中信建投证券

加息预期上升，但并不紧迫

尽管市场加息预期明显上升，但我们从沃什“首秀”释放的政策信号进行解读，认为加息并非沃什首选政策工具。首先，沃什弱化了对利率的关注，更加**强调政策改革**。沃什任命了 5 个领域的工作组，分别负责美联储的沟通、美联储的资产负债表、对现有数据源的使用和依赖、转型时代的生产力和就业及美联储的通胀框架。（1）沟通方面，美联储不会过度干预或评价金融市场的反应，不需要市场猜测美联储的政策利率预期，并进行定价校准。（2）数据来源方面，美联储将利用新技术、参考更多实时的数据，趋势数据的重要性要强于单次数据。（3）对于通胀框架的改革，更多是关于“需要参考更广泛的数据、需要把通胀结构拆的更细”，而不是修改 2% 通胀目标。

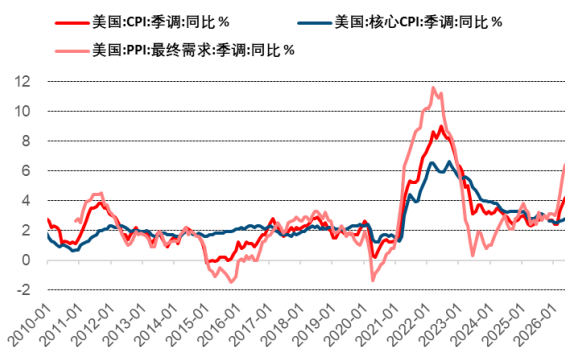
表 4: 美联储 6 月决议内容相较 4 月改变明显

声明要点	4 月会议表述	6 月会议表述
美国经济	近期各项指标显示，经济活动正稳步扩张。	尽管中东冲突等因素导致不确定性加剧，但经济活动仍保持稳健增长。生产率增长和资本投资强劲。
就业与通胀	平均而言，新增就业岗位数量仍然较低，近几个月来失业率变化不大。通胀水平较高，部分原因是近期全球能源价格上涨。	就业增长与劳动力增长保持同步，失业率变化不大。通胀率仍高于委员会 2% 的目标，部分原因是供应冲击推高了包括能源在内的某些行业的价格。
货币政策目标	委员会力求实现充分就业，并在长期内将通货膨胀率维持在 2% 的目标水平。 中东局势的发展加剧了经济前景的不确定性。委员会密切关注其双重使命所面临的风险。	委员会将致力于实现价格稳定。
货币政策行动	为实现其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 3.5% 至 3.75% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间进行进一步调整的幅度及时机时，委员会将仔细评估最新数据、不断变化的经济前景以及风险平衡。	委员会决定维持联邦基金利率目标区间在 3.5% 至 3.75% 不变，以支持美联储的双重使命。委员会重申了其在银行体系中保持充足储备的政策。

资料来源：美联储，中信建投证券

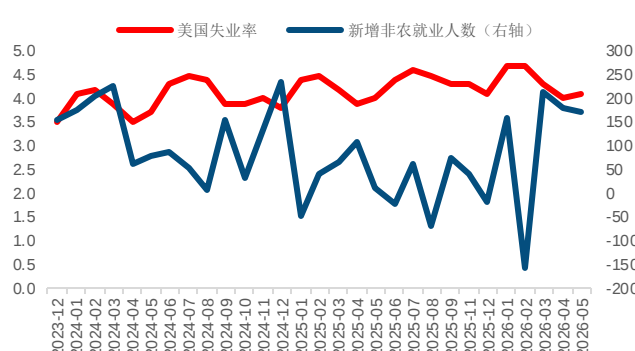
美国经济数据韧性较强，但以加息调控宏观经济并不具备紧迫性。上周公布的非农就业数据展现强劲韧性，本周公布的 5 月通胀数据亦表现偏强。美国 5 月 CPI 同比 4.2%，核心 CPI 同比 2.8%，PPI 同比 6.4%，整体基本符合市场此前预期。新增非农就业已连续三个月稳定在 17 万至 22 万人的区间，同时企业招聘需求改善，劳动力市场供需格局边际修复。5 月 CPI 上行基本完全由油价上涨驱动，核心 CPI 环比仅增长 0.2%，不及市场预期。与此同时，居民传统消费与地产需求维持弱势，缺乏支撑核心通胀持续走高的动力，后续 CPI 难现超预期走强，通胀风险可能消退。沃什在发布会上指出，**传统宏观经济数据存在明显滞后性，仅能反映过去的经济表现，而非未来趋势的先行指标。**另一方面，美伊局势“高压但可控”，市场预期倾向谈判解决、尚未演化为失控局面，国际油价近期明显回落，这在很大程度上缓解了输入性通胀的尾部风险，减轻了美联储通过极端手段抑制通胀的紧迫性。

图 7: 美国 2026 年通胀表现偏强



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: 美国失业率和新增非农就业近三个月企稳



数据来源: iFinD, 中信建投证券

另外，加息面临政治和经济的双重现实约束。政治层面，特朗普在沃什“首秀”后公开表示“加息很不寻常，会拖累经济增长”。尽管美联储强调独立性，但在中期选举周期内，加息的政治阻力不容低估。

经济层面，美国经济 K 型复苏分化态势或将进一步放大。2026 年一季度美国 GDP 环比折年率（滚动四季平均）录得 2.58%，结构上 AI 相关投资对 GDP 的拉动贡献率大幅抬升至 1.08%，较 2024 年末的 0.27% 上行 0.81 个百分点；居民消费贡献率则由 2.31% 回落至 1.6%，两者分化显著，其余分项贡献基本保持平稳。加息将进一步压制服务消费，并冲击耐用品、地产等利率敏感板块；而 AI 投资受短期利率上行冲击有限，导致后续经济 K 型割裂格局或将持续加剧。

图 9: 联邦基金目标利率市场预期（截至 6/20 日）

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
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	61.5%	38.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.0%	0.0%	26.3%	51.7%	22.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	47.2%	27.3%	3.9%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	33.9%	37.6%	16.0%	2.0%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	29.9%	37.0%	19.7%	4.4%	0.3%
3/17/2027	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	26.2%	35.7%	22.8%	7.1%	1.1%
4/28/2027	0.0%	0.0%	0.6%	8.7%	27.0%	34.6%	21.4%	6.6%	1.0%
6/9/2027	0.0%	0.0%	0.6%	8.7%	26.8%	34.5%	21.5%	6.7%	1.0%
7/28/2027	0.0%	0.2%	2.9%	13.9%	29.1%	30.8%	17.3%	5.1%	0.7%
9/15/2027	0.0%	0.5%	4.1%	15.5%	29.2%	29.4%	16.0%	4.6%	0.7%
10/27/2027	0.1%	1.0%	5.6%	17.4%	29.3%	27.6%	14.4%	4.1%	0.6%
12/8/2027	0.2%	1.5%	6.9%	18.6%	29.1%	26.2%	13.3%	3.7%	0.5%

数据来源: CME, 中信建投证券

因此，我们认为本次 FOMC 超预期鹰派的信号首先来自点阵图，而后是沃什在发布会上未给出预期指引，使得市场对点阵图的鹰派信号线性外推，加息预期不断强化。同时，沃什“首秀”的重心在于政策改革，结合沃什对宏观经济数据有效性的判断，贸然加息缺乏制度与理论支撑。展望后市，预计紧货币预期在 7 月 FOMC 会议前仍有延续空间，鹰派情绪尚需时日消化。但伴随五大工作组改革框架的逐步明晰，以及短期支撑经济韧性的

周期性因素边际弱化，当前过度定价的加息预期有望在基本面验证与政策锚点重建过程中得到逐步修正。总体而言，市场在 9 月前加息担忧浓重，市场不确定性上升，9 月以后加息担忧或逐步修正，年内加息可能性仍然偏低。

四、如何看待科技板块的向上空间和市场结构的加速恶化？

科技板块的向上空间几何？

在 3 月 22 日的策略周思考《重思考，再布局》中，我们分析了各主要宽基指数的估值的业绩增速预期，明确指出“创业板指的估值-业绩匹配度最好，性价比较高”。在 4 月 19 日的策略周思考《创业板新高后，还有多少空间？》中，我们进一步指出“创业板指在盈利增长、估值、产业结构上的优势逐渐凸显，当下新高只是开始”。随着二季度即将结束，此前表现强劲，不断新高的科技板块，特别是创业板指、科创 50 处于什么样的位置？向上空间几何？我们再次对其估值等指标进行分析。

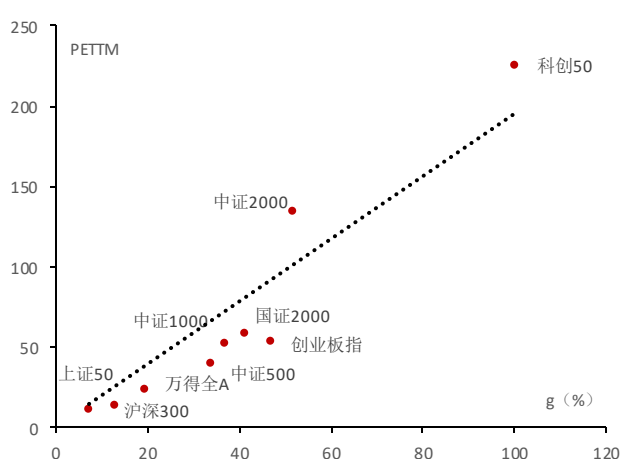
图 10: 各主要宽基指数估值和历史分位数情况

	科创50	创业板指	上证50	沪深300	万得全A	中证500	中证1000	国证2000	中证2000
PE(TTM)	225.46	53.54	11.22	14.64	24.08	40.50	52.68	59.16	134.29
最近四年分位(%)	100.00	97.01	75.85	98.35	98.25	100.00	96.90	83.80	63.08
最近八年分位(%)	100.00	69.95	74.12	90.77	98.56	100.00	94.74	91.75	63.08
PB	9.43	7.18	1.20	1.48	1.93	2.70	2.79	2.83	2.93
最近四年分位(%)	100.00	100.00	39.68	87.41	96.28	100.00	98.35	91.23	86.77
最近八年分位(%)	99.87	80.36	36.26	65.10	80.10	100.00	88.51	95.62	86.77

数据来源: Wind, 中信建投证券

注: 统计截至 6 月 18 日

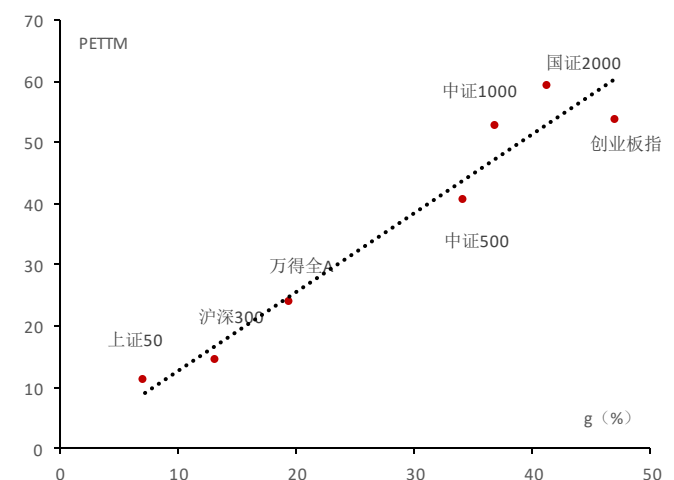
图 11: PE-G 视角, 科创 50 和中证 2000 明显偏贵



数据来源: Wind, 中信建投证券

注: g 为未来两年万得一致预期增速

图 12: PE-G 视角, 创业板指和中证 500 性价比较高



数据来源: Wind, 中信建投证券

注: g 为未来两年万得一致预期增速

从 PE、PB、PE-G 等指标来看，科创 50 的估值无论是从市盈率和市净率的绝对水平（相较其他指数）和历史百分位来看均处于最高估值水平，而以 PE-G 视角来看，在主要宽基指数中，科创 50 的估值同样偏贵。不过科创 50 的市盈率主要在这周出现飙升，一周前（6 月 12 日）科创 50 市盈率（TTM）仅 158 倍，考虑到科创 50 未来 2 年 100% 的业绩增长预期，约 160 倍的估值可以理解，值得注意的是，这 158 倍的估值水平也基本是科创 50 近 3 年 80% 分位和近 5 年 90% 分位水平。不过，当前科创 50 市盈率和市净率已经升至 225 倍和 9.43 倍，短期表现更多源自海外映射（费城半导体指数、韩国综指）、“两存”上市预期和中报业绩期待。因此，**科创 50 短期有望继续表现强势，但需警惕海外半导体板块大跌，或相关催化事件兑现的影响。**

创业板指的市盈率和市净率估值同样在近期大幅上升，分别升至 53.54 和 7.18，为近 4 年 97% 和 100% 分位水平，不过其近 8 年分位水平分别为 70% 和 80%，与其他科技成长或中小盘指数相比仍然处于偏低水平。以 PE-G 视角来看，由于创业板指较高的业绩增长预期（未来 2 年 47%），创业板指的性价比在众多宽基指数中依然处于最好水平，与各宽基指数相比仍有 12.5% 的估值优势。

市净率框架有助于我们从另一个角度观察创业板的向上空间。近期创业板指的市净率大幅攀升至 7.18，正在接近创业板指历史市净率的 90% 分位 7.9 和近年来市净率的高位极值 9.5，目前创业板指距离这两个市净率水平还有 10.0% 和 32.3% 的空间。（科创板则由于历史较短和当前市净率过高而难以采用市净率框架测算向上空间。）

图 13: 创业板指市净率变化



数据来源：Wind，中信建投证券

需要注意的是，以上讨论均基于短期视角，即假设企业盈利和净资产等基本面指标没有发生改变。从长期看，双创板块企业盈利高速增长，有望带动双创指数迎来长牛行情。不过这并不在本章节科技板块短期空间的讨论范围内。

从市场结构恶化看行业主线风格切换

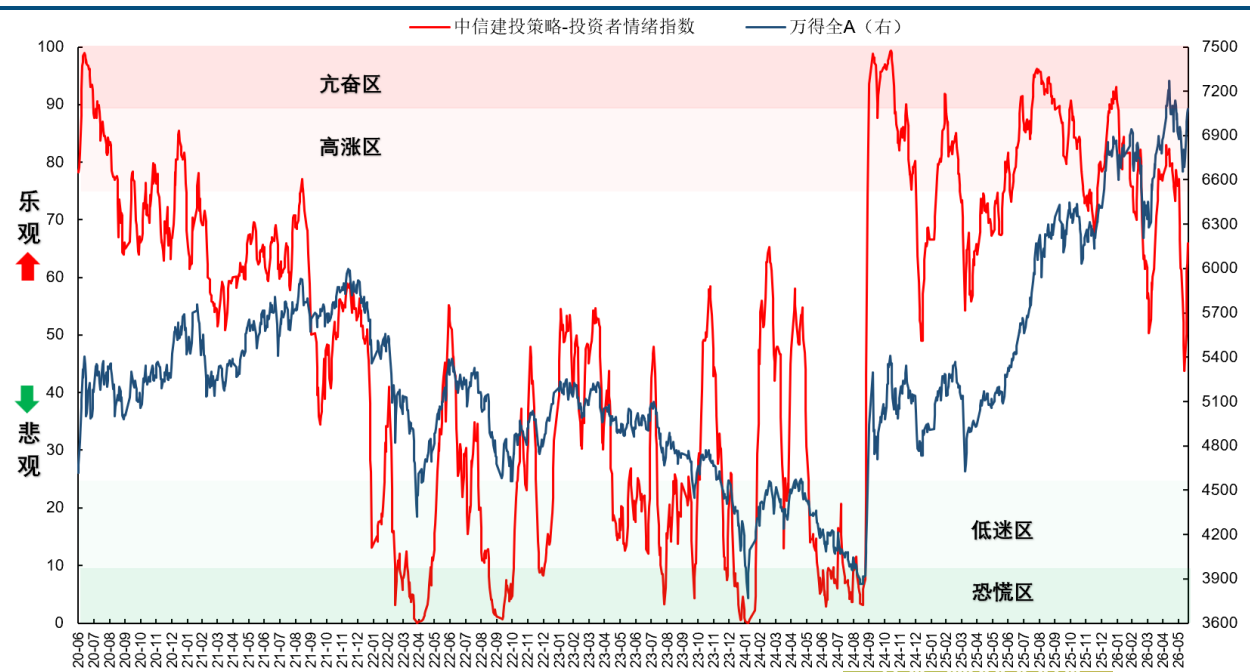
在前两周的策略周思考《短期再平衡与中期切换》中，我们曾提出市场中期主线切换的三大条件，并分析为何中期主线难以切换。这三大条件分别是：

- 1) 从**基本面维度**，泛 AI 行业与其他行业的基本面分化尚未收敛；
- 2) 从**估值维度**，AI 算力产业链核心公司 PEG 显著低于历史牛市主线高切低切换阈值；
- 3) 从**交易结构维度**，交易结构恶化导致的中期切换需达到极度恶化状态，当前尚未触及。

目前，泛 AI 行业与传统行业的基本面分化仍在加剧，这是 AI 算力主线持续强势的关键原因，同时也影响了两者的估值分化和交易结构的恶化。上文已对当前科技板块的估值情况和短期上行空间进行了分析。交易结构层面，最近两个交易日电子、通信（科技）和银行、煤炭（红利）的分化表现引发了市场关注，我们同样需要通过一些关键指标对当前市场结构恶化情况进行分析。

我们构建并持续跟踪的投资者情绪指数的部分分项指标对于观察近期市场结构的恶化效果较好。从情绪指数整体来看，本周市场情绪大幅回升，万得全 A 也连续上涨。然而，反映市场中长期强弱势水平的超 60MA 指标（60 周均线上方强势股占比）和反映短期强弱势水平的超买超卖指标（超买与超卖个股占比之差）近日都有明显下跌。

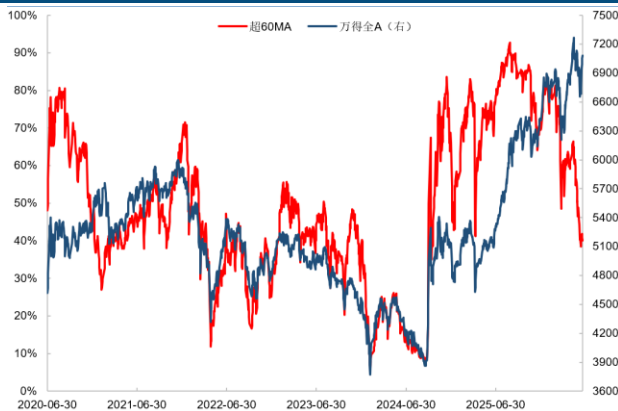
图 14: 本周投资者情绪指数大幅回升



数据来源：Wind，中信建投证券

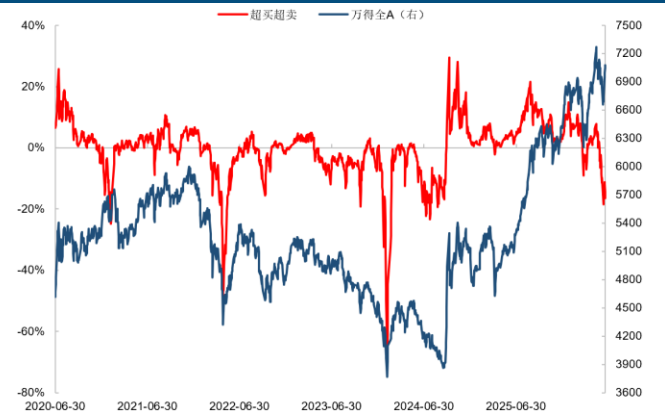
其中，超 60MA 指标已经连续两个交易日下跌，再次回落至 40% 附近水平，反映市场已有 60% 的个股走势趋弱（低于 60 周均线下方）；超买超卖指标则已连续三个交易日下跌，周五降至 -16.5%，这反映出市场短期仅少部分个股表现强势，更多个股呈现超卖特征。

图 15: 超 60MA 指标已连续两个交易日下跌



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 16: 超买超卖指标已连续三个交易日下跌

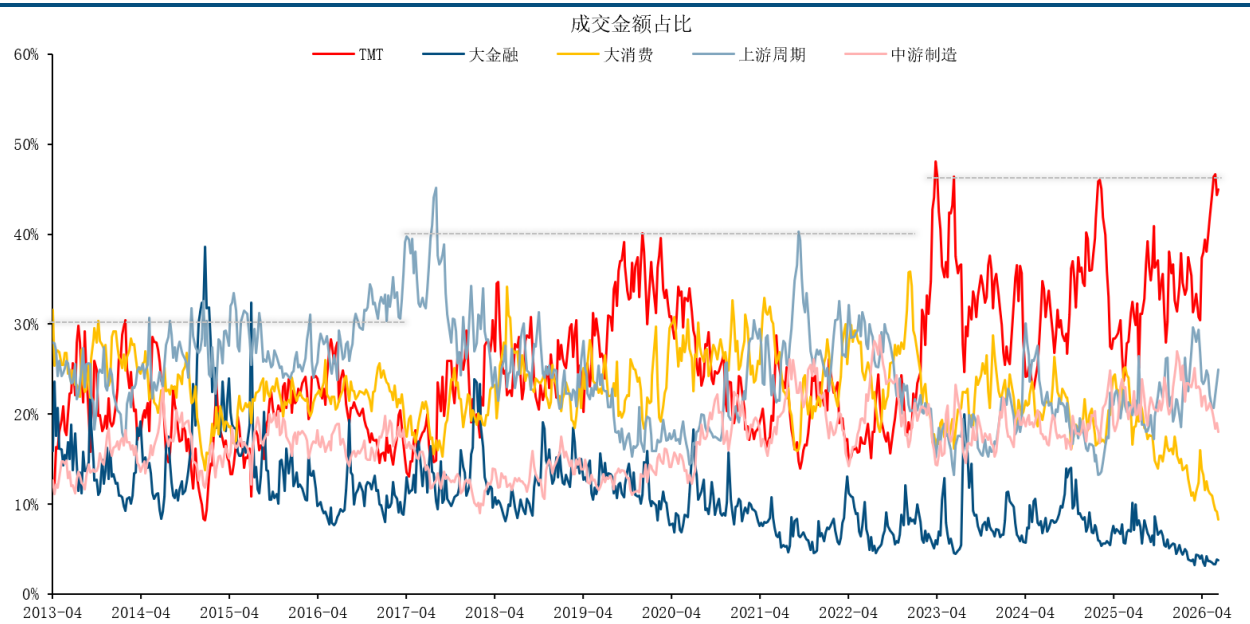


数据来源: Wind, 中信建投证券

当前市场结构恶化体现为全 A 指数回升伴随超 60MA 和超买超卖两大指标双双下跌。从历史上看，全 A 指数高位震荡上行+融资买入占比回暖（10%以上）+超 60MA 降至 40%（及以下）+超买超卖降至 -15%（及以下），这一情形和 2021 年 1 月中旬（如 1 月 13 日）较为相像，当时茅指数持续强势，而小微盘连续下跌，市场结构恶化。市场结构分化一直持续到 2021 年 2 月 10 日茅指数见顶，随后迎来风格切换行情。建议后续继续关注情绪指数各分项指标，跟踪市场结构恶化情况。（历史参考：2021 年 2 月 5 日超 60MA 最低跌至 27%，同日超买超卖跌至 -25%的阶段低点。）

另外，TMT 行业的交易拥挤也同样值得持续跟踪，本周 TMT 行业成交金额占比从上周的 44%略微回升至 45%，接近 46%的警戒线水平，这反映出当前 TMT 的交易拥挤度尚未明显回落，如果交易结构恶化仍需注意短期风格再平衡压力。

图 17: 成交金额占比近两周有所回落，略低于预警线



数据来源: Wind, 中信建投证券

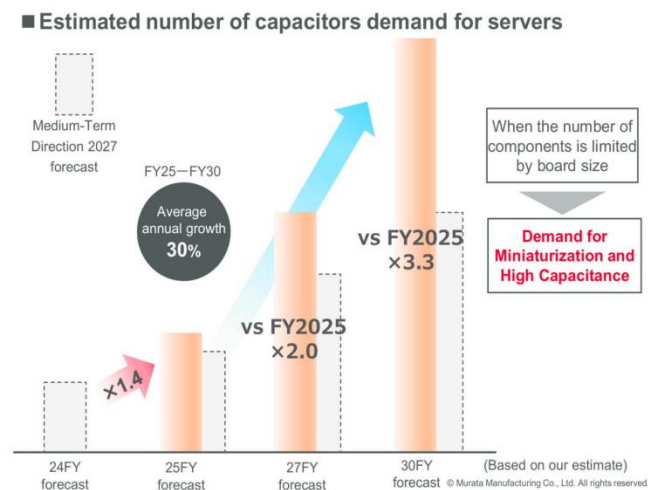
总结：科技主线怎么看？

总的来说，在全球 AI 算力产业蓬勃发展，泛 AI 行业传统产业景气分化加剧的当下，我们继续看好 AI 算力作为本轮牛市中长期核心主线的后续表现。从短期来看，陆家嘴金融论坛等国内政策红利有望继续推动双创板块上涨，美联储加息预期也未阻挡全球科技股上行，预计创业板和科创板将继续保持强势。而估值高企和交易结构可能成为后续科技主线阶段性切换的主要原因。我们认为大涨后当前创业板指在主要宽基指数中仍具有最佳性价比，拥有 10%-12.5% 的估值优势，距离过去市净率阶段高点也仍有 32.3% 的空间。科创 50 短期表现更多源自海外映射（费城半导体指数、韩国综指）、“两存”上市预期和中报业绩期待。因此，科创 50 短期有望继续表现强势，但需警惕海外半导体板块大跌，或相关催化事件兑现的影响。

行业配置思路：

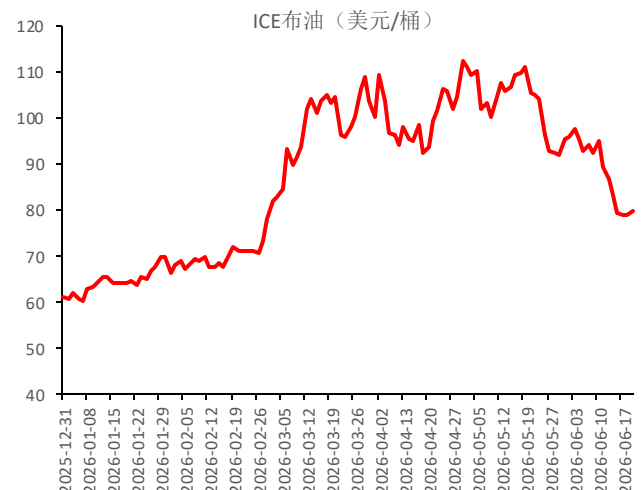
- 1) 短期继续围绕 AI 算力产业链，重点关注产业链内部高景气细分方向的挖掘，重点关注：光通信、MLCC、稀土永磁、电子布、存储、CPU、PCB/CCL 等。
- 2) 中期把握国际油价下行和全球需求复苏带来的产业机会，包括有色价格修复和制造业成本下行等，重点关注：工业金属、石化、机械、新能源等。
- 3) 择机低位布局红利板块，短期市场行情分化可能进一步加剧，如果银行、非银、公用事业、煤炭等红利板块继续下跌，其配置性价比优势将逐步凸显，可逢低布局，逐步加仓。

图 18: 村田预计 2027 服务器需求有望相比 2025 年翻倍



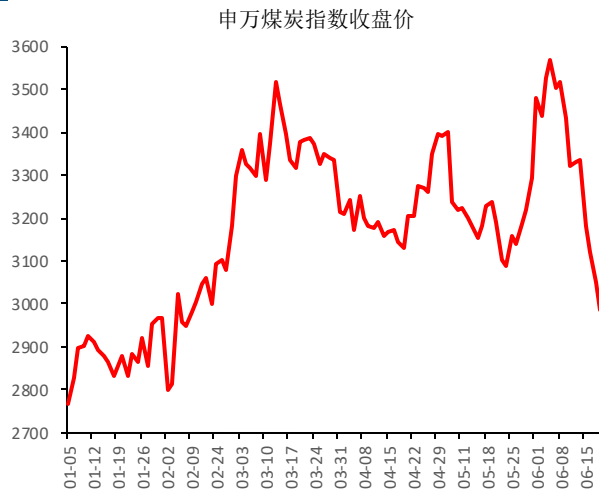
数据来源：村田公告，中信建投证券

图 19: 国际油价近期大幅回落



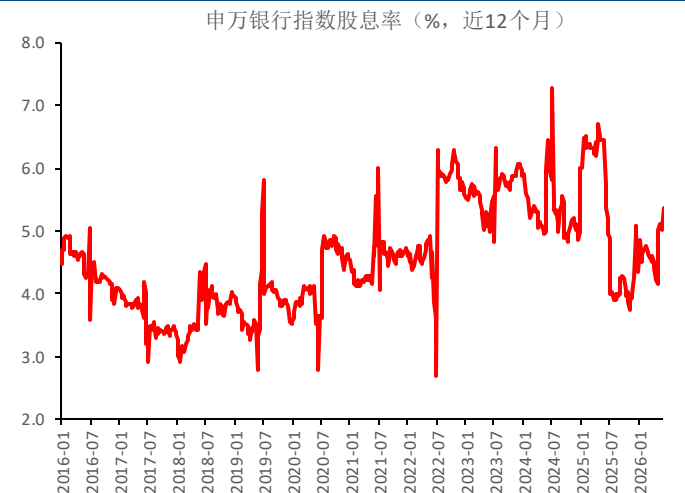
数据来源：Wind，中信建投证券

图 20: 申万煤炭指数已经降至 2 月上旬水平



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 21: 银行股息率已经升至近期高位水平



数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中东地缘局势恶化风险。警惕美伊冲突进一步升级，国际油价中枢上行，增加全球通胀压力，制约国内外央行货币宽松空间，若通胀恶性演绎，可能对经济总需求造成拖累，加剧全球经济衰退风险，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

分析师介绍

夏凡捷

投资策略团队资深策略分析师，本硕毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和资产配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk