



报告日期 2026 年 06 月 21 日

为何分化更加极致？会收敛吗？

分析师：张启尧

S0190521080005

zhangqiyao@xyzq.com.cn

分析师：胡思雨

S0190521110003

husiyu@xyzq.com.cn

分析师：张倩婷

S0190521110002

zhangqianting@xyzq.com.cn

分析师：程鲁尧

S0190521120004

chengluyao@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190520070004

zhangxun@xyzq.com.cn

分析师：陈禹豪

S0190523070004

chenjuhao@xyzq.com.cn

研究助理：王子萱

wangzixuan@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】如何看待美股黑色星期五？如何影响 A 股？-2026.06.07

【兴证策略】AI 渗透率：把握行情“位置感”的关键指标-2026.05.31

【兴证策略】本土机构投资者调查报告（2026 年 5 月）-2026.05.30

投资要点：

一、如何理解近期更加极致的分化？

- 今年、尤其是 4 月以来，市场感受最深的两个字莫过于“分化”。我们跟踪的多个指标也能反映这种特征：1) 截至 6 月 18 日，全 A 年初以来涨 10.4%，而个股中位数却仅有-10.9%，4 月以来市场整体与个股中位数的表现加速背离；2) 饮食、地产、社服、煤炭等行业中，已经有 30% 以上的个股，股价回到“924”前水平；3) 衡量行业分化程度的“一级行业近一年累计收益率极差”创 2009 年以来新高。
- 近期市场对此感受更深。本周行业表现看，电子、通信继续成为最强共识。除机械、计算机、新能源之外，建材、有色、化工等上游资源品，甚至建筑、环保，都是受益于 AI 逻辑驱动的上涨。
- 如何理解近期更加极致的分化？风险偏好、海外映射并不能完全解释。我们认为核心驱动因素还是在于国内，即本周披露的经济数据、以及陆家嘴论坛中的政策表态，进一步强化了市场对于当下基本面、政策“分化”的共识：经济上，5 月国内宏观数据“K 型分化”特征更加显著；政策上，宏观审慎、聚焦科技创新的导向进一步明确。
- 在这样的背景下，近期的分化便也不难理解，本质上是资金聚焦基本面优势、政策确定性的自然选择，率先把握能看得到的确定性定价。对于这样一个新的时代、新的发展阶段，需要充分尊重、学习且适应。

二、分化会收敛吗？看看 7、80 年代的日本

- 70、80 年代的日本在经历石油危机后，“痛定思痛”开启转型，高端制造和出口成为引领日本经济的核心发动机，与当下我们经历的转型如出一辙。
- 复盘这段历史，一个核心结论是：一个时代的股市主线由这一阶段经济的核心驱动力决定。但这种转型带来的分化并非一直持续。新动能的强势，能够在后续外溢至地产、消费这些内需方向。股市也会定价这种风格的扩散。
- 因此，上述模式进一步形成闭环后，我们也终将看到市场风格从科技成长到地产消费的扩散。但我们强调，一旦科技&高端制造成为中国经济的新引擎、地产&消费成为后周期的“被拉动者”、两者关系本质上变为“一荣俱荣，一损俱损”之后，这种风格的“扩散”也很难再是系统性的“切换”。

三、如何应对当前的分化？景气仍是核心

- 无论是从一季报后一致盈利预期的变化、最新工业企业盈利数据，还是机构投资者调查来看，景气共识依然高度集中。AI 算力硬件（光通信、半导体、PCB）仍是最强共识，部分先进制造板块（AI 上游设备、电池储能、船舶）景气预期也有上修，此外就是上游资源品（很多也受到 AI 需求的拉动，例如小金属、能源金属、塑料）。
- AI 内部，光模块、光纤光缆、存储、半导体封测当前拥挤度仍在中等或偏低位置；海外映射角度，国内光纤光缆、电力电网、端侧芯片、机器人等相较海外仍有进一步补涨空间。

风险提示：经济数据波动，政策宽松低于预期，美联储降息不及预期，地缘局势升级等。

目录

一、 如何理解近期更加极致的分化？	3
二、 分化会收敛吗？看看 7、80 年代的日本	6
三、 如何应对当前的分化？景气仍是核心	8

图目录

图 1、 4 月以来，市场整体与个股中位数的表现加速背离	3
图 2、 截至 6 月 18 日，各行业中个股股价低于“924”的数量占比	3
图 3、 当前一级行业近一年累计收益率极差创 2009 年以来新高（截至 6 月 18 日）	4
图 4、 本周，市场以“AI”为核心呈现显著分化	4
图 5、 经济的“K 型分化”：AI 相关的高技术制造业、出口持续上行，消费、投资疲软（单位：%）	5
图 6、 AI 相关产品是今年国内出口的主要贡献	5
图 7、 第一次石油危机后，日本制造业占比大幅提升，并在 1993 年超越美国	6
图 8、 第一次石油危机后，日本在全球出口市场大幅抢占美国份额	6
图 9、 1975 年至 1982 年，新兴产业表现牛于大盘	7
图 10、 1975-1982 日本各行业涨跌幅	7
图 11、 制造业升级带动日本富人阶级收入规模攀升（%）	7
图 12、 1975-1990 年，东京新建公寓平均价格涨幅远高于全国平均（万日元）	7
图 13、 2026Q1 申万一级行业职工薪酬同比增速	8
图 14、 2025 年以来，新兴产业上市公司收入占当地 GDP 比重越高，房价调整幅度也越小	8
图 15、 景气因子是今年市场结构的重要“分水岭”（截至 6 月 5 日）	9
图 16、 6 月至 7 月上半月，随着中报业绩预告披露，景气投资的有效性将再度提升	9
图 17、 各工业企业行业 4 月净利润累计同比增速近五年分位数 VS 环比 Q1 变化	10
图 18、 机构投资者对于国产算力和新能源的景气预期已连续三个月上修	11
图 19、 光模块、光纤光缆、存储、半导体封测当前拥挤度仍在中等或偏低位置	11
图 20、 海外映射角度，国内光纤光缆、电力电网、端侧芯片、机器人等相较海外仍有进一步补涨空间	12

表目录

表 1、 一季报后 26E 业绩上修幅度较多的行业（截至 6 月 18 日）	10
--	----

一、如何理解近期更加极致的分化？

今年、尤其是 4 月以来，市场感受最深的两个字莫过于“分化”。我们跟踪的多个指标也能反映这种特征：**1)** 截至 6 月 18 日，全 A 年初以来涨 10.4%，而个股中位数却仅有-10.9%，4 月以来市场整体与个股中位数的表现加速背离；**2)** 餐饮、地产、社服、煤炭等行业中，已经有 30% 以上的个股，股价回到“924”前水平；**3)** 衡量行业分化程度的“一级行业近一年累计收益率极差”创 2009 年以来新高。

图1、4 月以来，市场整体与个股中位数的表现加速背离

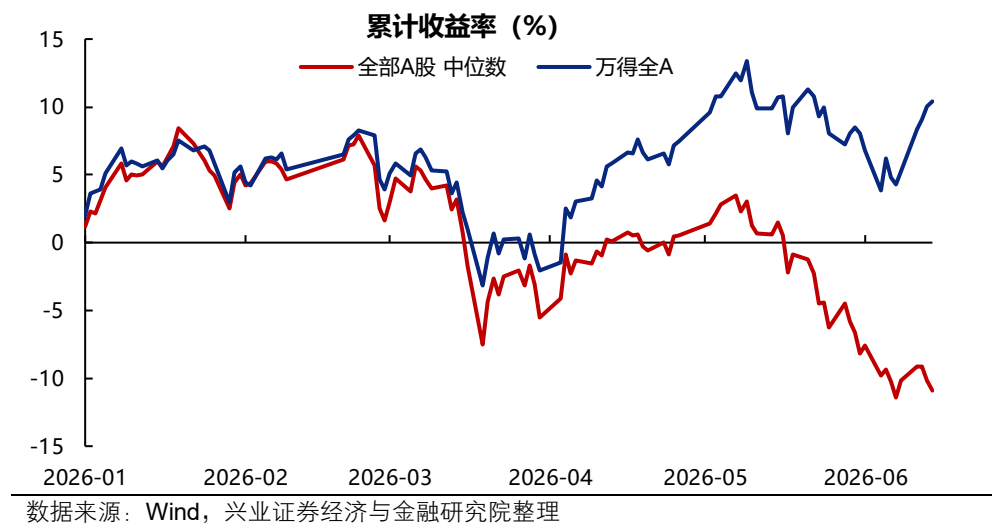


图2、截至 6 月 18 日，各行业个股股价低于“924”的数量占比

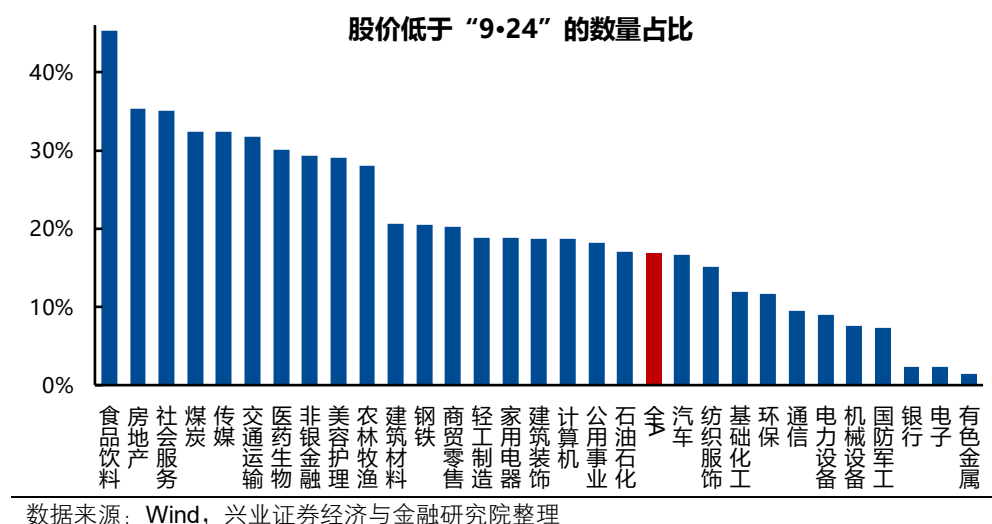
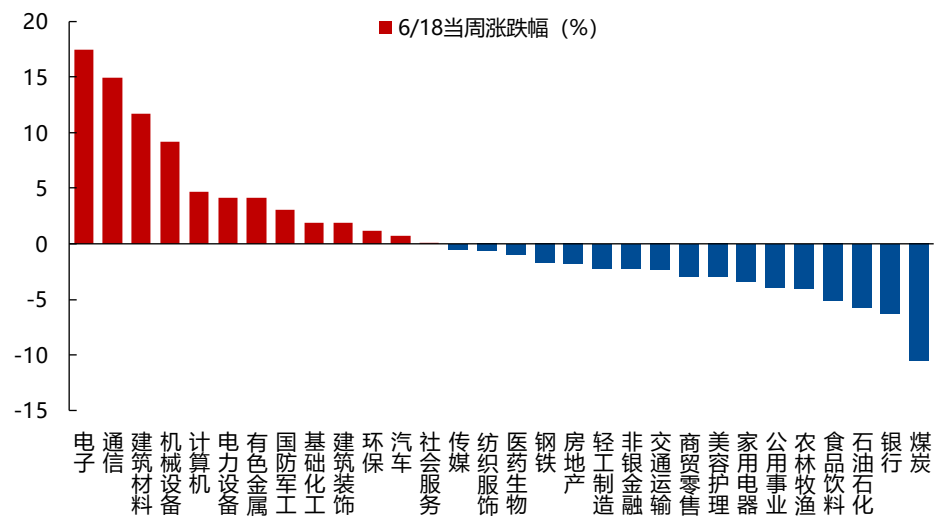


图3、当前一级行业近一年累计收益率极差创 2009 年以来新高（截至 6 月 18 日）

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

近期市场对此感受更深。本周行业表现看，电子、通信继续成为最强共识。除机械、计算机、新能源之外，建材、有色、化工等上游资源品，甚至建筑、环保，都是受益于 AI 逻辑驱动的上涨。

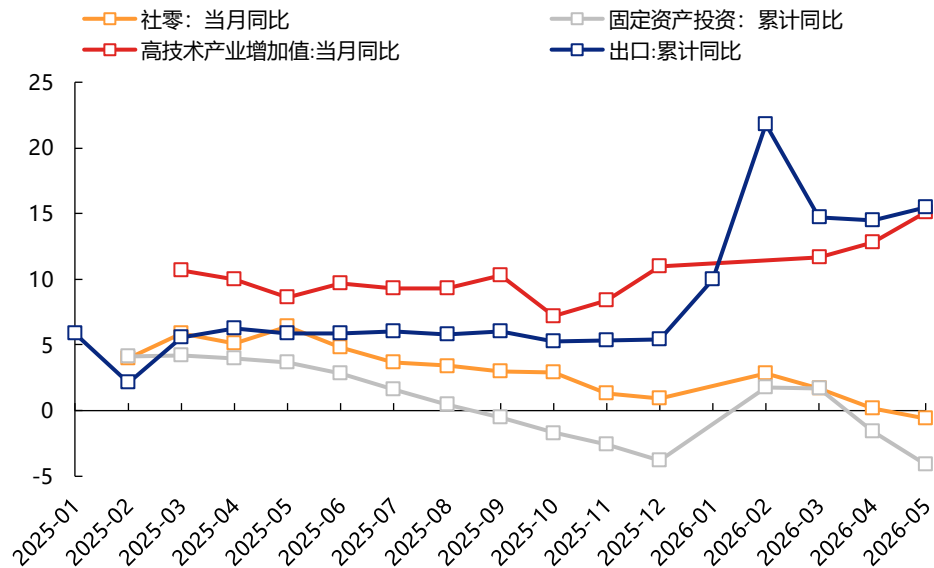
图4、本周，市场以“AI”为核心呈现显著分化

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

如何理解近期更加极致的分化？风险偏好、海外映射并不能完全解释。虽然美伊地缘缓和提升全球风险偏好，可毕竟 FOMC 会议中沃什的表态还是引发了美股科技股不小的波动。我们认为核心驱动因素还是在于国内，即本周披露的经济数据、以及陆家嘴论坛中的政策表态，进一步强化了市场对于当下基本面、政策“分化”的共识。

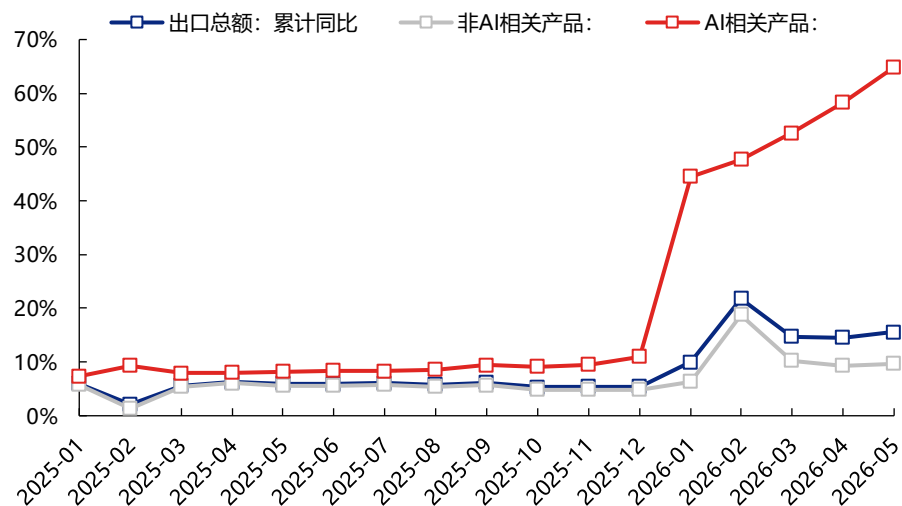
经济上，5月国内宏观数据“K型分化”特征更加显著。社零、投资增速双双转负，AI相关的高技术产业、出口增速继续向上。AI成为拉动出口的主要支撑，前5个月AI相关产品出口累计同比增速接近65%，显著高于整体的15.5%。

图5、经济的“K型分化”：AI相关的高技术制造业、出口持续上行，消费、投资疲软（单位：%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、AI相关产品是今年国内出口的主要贡献



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

政策上，宏观审慎、聚焦科技创新的导向进一步明确。本次陆家嘴论坛，市场此前较为关注的货币政策宽松未作过多提及，中长期信贷的“弱”并没有触发货币政策“松”的条件，“全部信贷要保持过去的增速是很难的，也是没有必要的”，“经济走向高质量发展时期，这一变化将成为常态，要逐步适应。”支持重点放在

了科技创新上：“主动拥抱新一轮科技革命和产业变革，持续增强资本市场制度包容性、适应性”，“扩大科创板第五套标准适用范围至人工智能领域”。

在这样的背景下，近期的分化便也不难理解，本质上是资金聚焦基本面优势、政策确定性的自然选择，率先把握能看得到的确定性定价。对于这样一个新的时代、新的发展阶段，需要充分尊重、学习且适应。

二、分化会收敛吗？看看 7、80 年代的日本

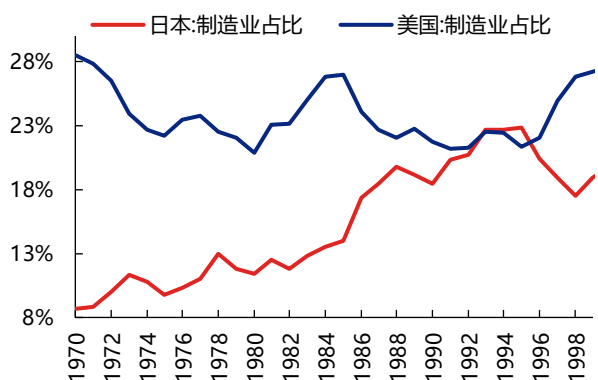
市场对当下 K 型经济、K 型行情的分歧与迷茫，根源在于，我们刚刚经历了经济增长模式的深刻转变。依赖地产基建的旧增长模式逐步退场，科技、高端制造驱动的新产业浪潮扑面而来。宏观环境、产业结构、市场格局同步发生深刻变化，旧的认知、旧的框架难免有诸多不适。

但拉长历史放眼海外，7、80 年代的日本曾走过类似的路。

之前大家复盘日本，讨论最多的是 90 年代后“失去的 30 年”。但在这之前，7、80 年代日本如何一跃成为全球第二经济体、制造业一度超越美国、经济转型驱动下日经 15 年的长牛，这段历史却鲜有研究。但却对当下极具借鉴意义：

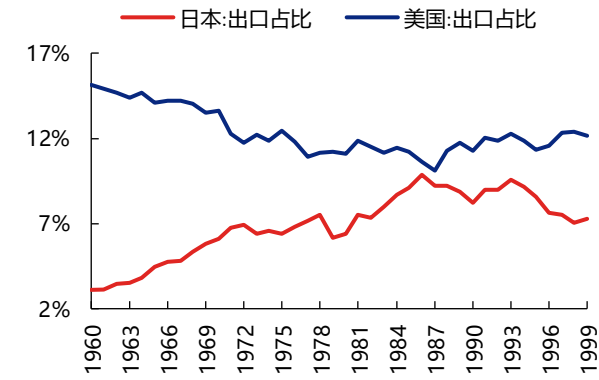
70、80 年代的日本在经历石油危机后，“痛定思痛”开启转型，高端制造和出口成为引领日本经济的核心发动机，与当下我们经历的转型如出一辙。

图7、第一次石油危机后，日本制造业占比大幅提升，并在 1993 年超越美国



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、第一次石油危机后，日本在全球出口市场大幅抢占美国份额

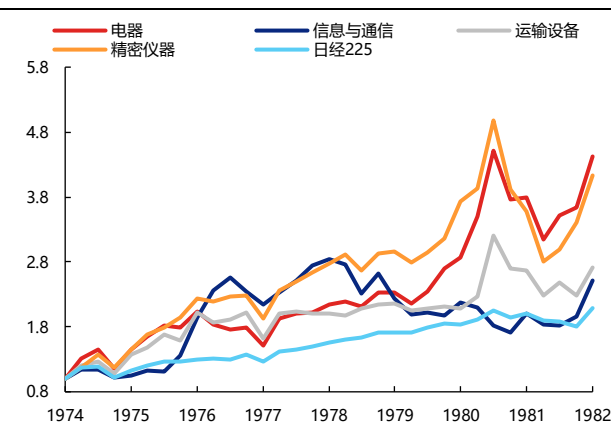


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

复盘这段历史，一个核心结论是：一个时代的股市主线由这一阶段经济的核心驱动力决定。日本在 70 年代前，核心产业是钢铁、化工等高能耗重工业。但 73 年第一次石油危机后油价大幅上涨，剧烈冲击了原有产业结构，由此日本开启向高端制造的转型之路，最终孕育了以汽车、电子、电器、精密仪器为代表的新兴产业并逐步出海走向全球。在整个 7、80 年代日本经济与股市的黄金时代，这些产业既是经济的发动机，也是牛市的核心主线。

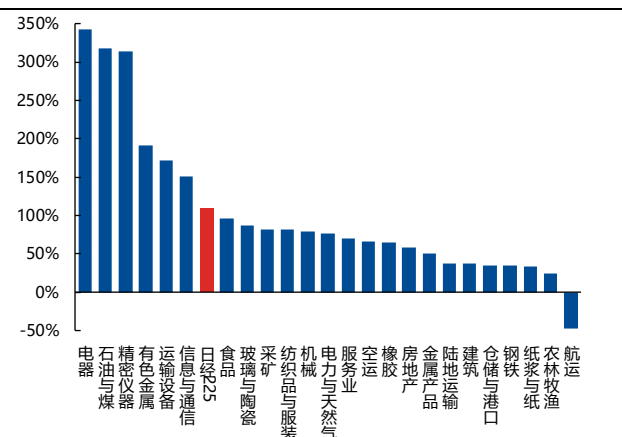
但这种转型带来的分化并非一直持续。新动能的强势，能够在后续外溢至地产、消费这些内需方向。股市也会定价这种风格的扩散。1970 年之后，日本开始遭遇少子化、城镇化率放缓的问题，此前支撑房价上涨和内需高增的人口与城镇化基础已经不在。但制造业升级催生的规模庞大的中产阶层，带来了人口集聚能力和居民购买力提升，拉动核心城市房价、服务消费&高端消费率先改善。股市同样会反应这种需求的外溢：消费、地产等内需板块虽然涨幅弱于几大核心产业，但同样也有显著上涨。

图9、1975 年至 1982 年，新兴产业表现牛于大盘



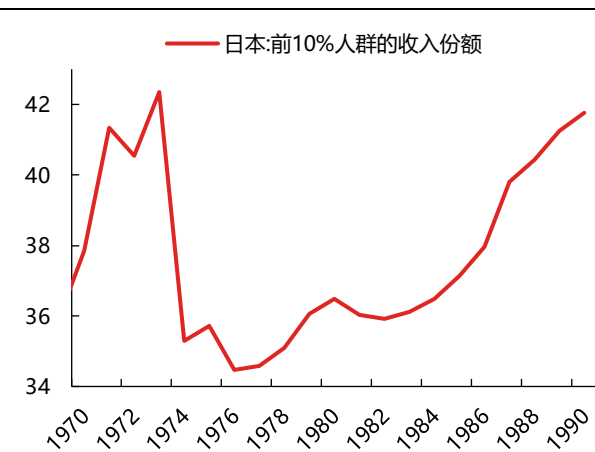
数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、1975-1982 日本各行业涨跌幅



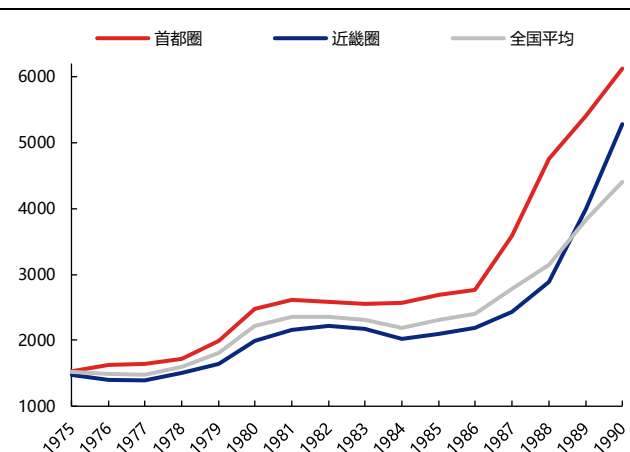
数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、制造业升级带动日本富人阶级收入规模攀升（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

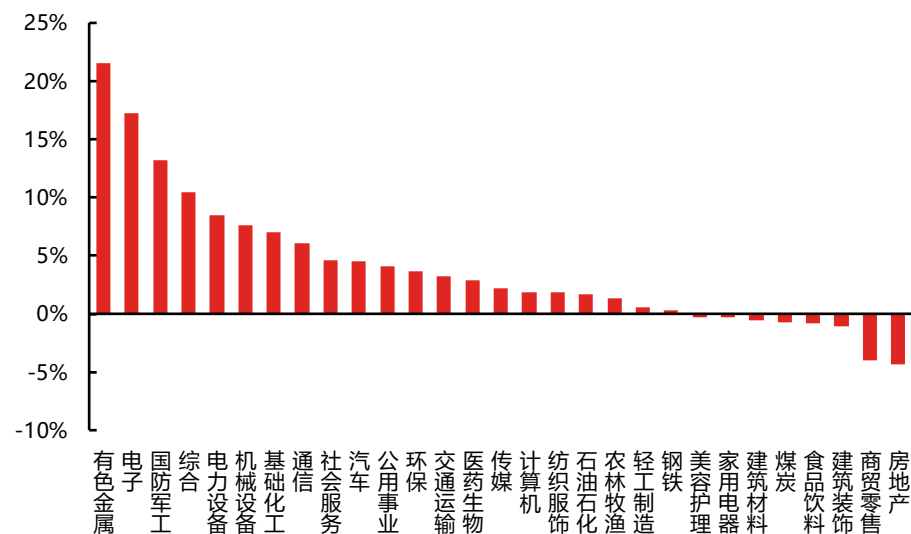
图12、1975-1990 年，东京新建公寓平均价格涨幅远高于全国平均（万日元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

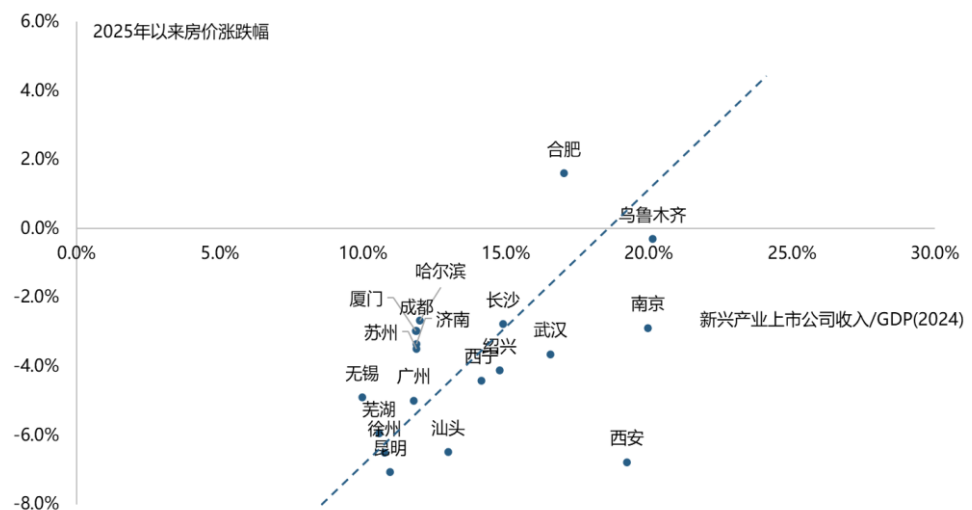
这是当时发生在日本的例子，也可能是我们后续将要、甚至正在演绎的路径。

例如，国内近几年职工薪酬增长较快的行业主要集中在中游制造尤其是先进制造方向。居民购买力的提升、财富效应的传导有望率先在这些行业发生。

图13、2026Q1 申万一级行业职工薪酬同比增速

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

再如，“含科量”已经成为影响各个城市房价的核心变量。产业结构正在影响城市基本面、吸引力与地产购买力，从而决定房价的韧性。

图14、2025 年以来，新兴产业上市公司收入占当地 GDP 比重越高，房价调整幅度也越小

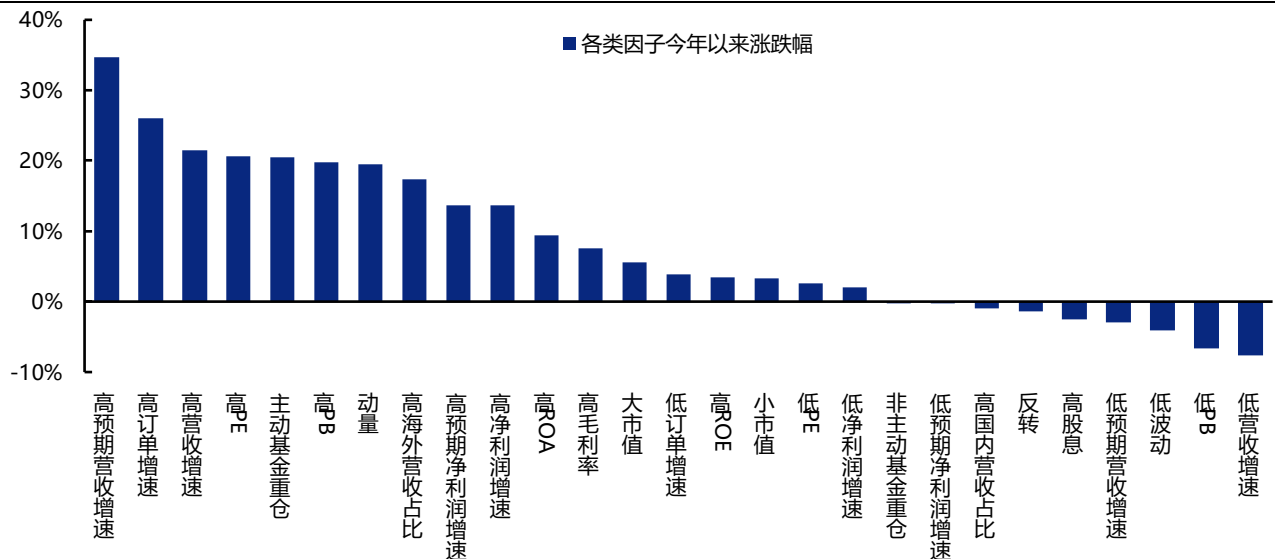
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，上述模式进一步形成闭环后，我们也终将看到市场风格从科技成长到地产消费的扩散。但我们强调，一旦科技&高端制造成为中国经济的新引擎、地产&消费成为后周期的“被拉动者”、两者关系本质上变为“一荣俱荣，一损俱损”之后，这种风格的“扩散”也很难再是系统性的“切换”。

三、如何应对当前的分化？景气仍是核心

一方面，今年全球宏观流动性的边际趋紧，正在进一步加速市场定价的主要矛盾由估值转向盈利。

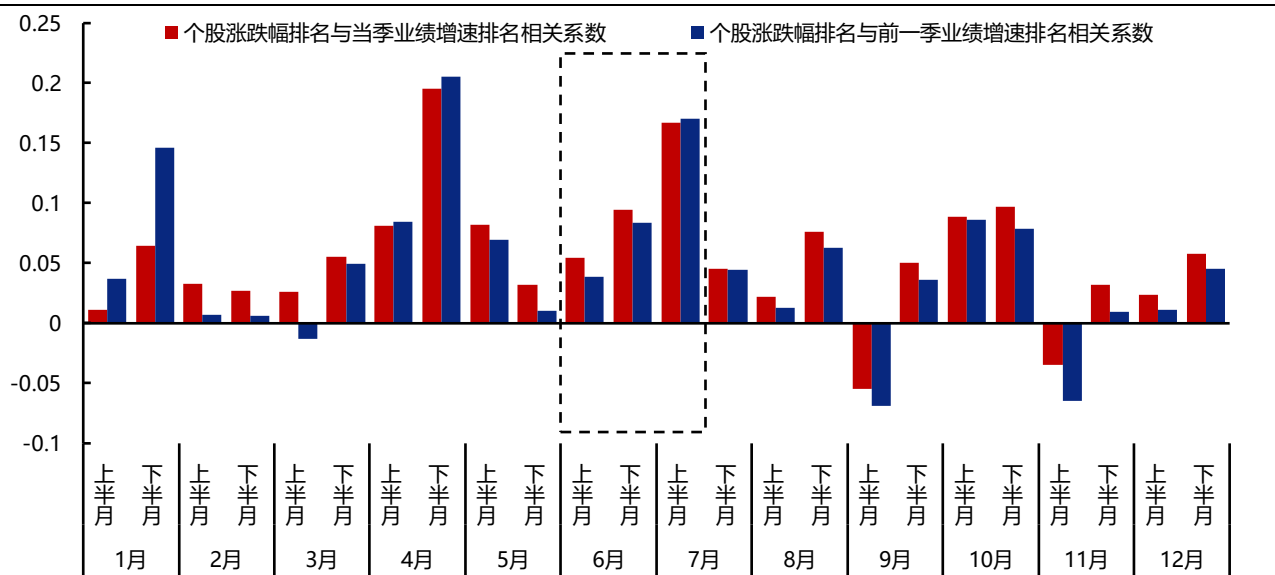
图15、景气因子是今年市场结构的重要“分水岭”（截至6月5日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

另一方面，临近7月业绩披露期、景气投资有效性提升，市场本身对业绩的重视程度也将强化。

图16、6月至7月上半月，随着中报业绩预告披露，景气投资的有效性将再度提升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图中统计区间为2018-2024年均值

上述变化也意味着，导致本轮市场分化的根源——景气，在未来一个阶段仍将是市场定价的核心。

因此，配置上，景气的相对强弱、业绩的相对变化依然是核心线索。

无论是从一季报后一致盈利预期的变化、最新工业企业盈利数据，还是机构投资者调查来看，景气共识依然高度集中。AI 算力硬件（光通信、半导体、PCB） 仍是最强共识，部分先进制造板块（AI 上游设备、电池储能、船舶） 景气预期也有上修，此外就是上游资源品（很多也受到 AI 需求的拉动，例如小金属、能源金属、塑料）。

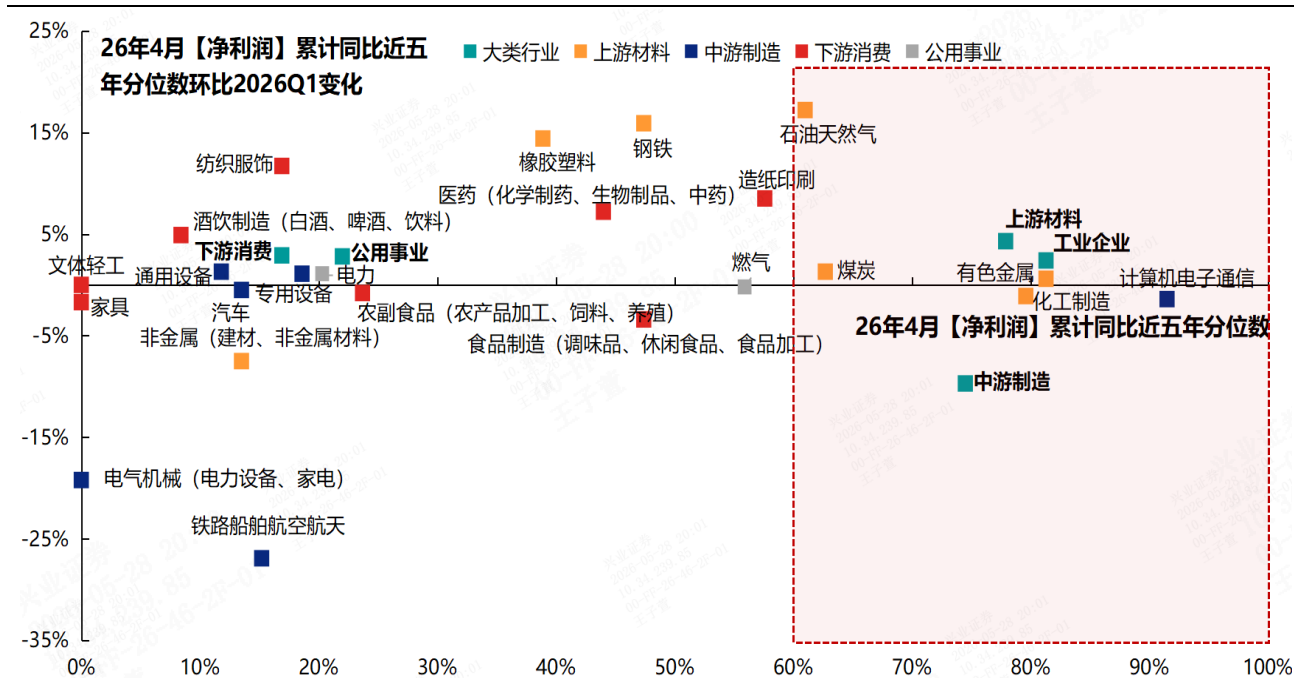
表1、一季报后 26E 业绩上修幅度较多的行业（截至 6 月 18 日）

板块	一级行业	二级行业	5 月以来 2026E 净利润上修幅度	2026 年预测净利润增速	5 月以来涨跌幅	龙一	龙二	龙三
科技	电子	半导体	15.3%	130%	35.7%	中芯国际	寒武纪	海光信息
	通信	通信设备	6.6%	123%	45.5%	中际旭创	新易盛	长飞光纤
	电子	元件	0.3%	82%	58.8%	东山精密	生益科技	胜宏科技
	电子	电子化学品 II	0.2%	59%	44.4%	国瓷材料	鼎龙股份	安集科技
先进制造	国防军工	航海装备 II	3.0%	128%	-13.9%	中国船舶	松发股份	中船防务
	机械设备	专用设备	2.0%	50%	4.9%	杰瑞股份	大族数控	英维克
	电力设备	电池	0.8%	64%	-7.5%	宁德时代	铜冠铜箔	亿纬锂能
周期	有色金属	小金属	8.0%	98%	16.7%	中钨高新	北方稀土	中国铀业
	有色金属	能源金属	7.4%	171%	-16.2%	赣锋锂业	藏格矿业	天齐锂业
	基础化工	塑料	5.3%	90%	19.2%	东材科技	上纬新材	圣泉集团
	石油石化	炼化及贸易	2.9%	39%	-18.8%	中国石油	中国石化	恒力石化
	基础化工	农化制品	2.6%	48%	-20.5%	盐湖股份	华鲁恒升	云天化
	基础化工	化学纤维	2.4%	78%	-7.5%	华峰化学	中复神鹰	新凤鸣
	煤炭	煤炭开采	1.7%	31%	-11.6%	中国神华	陕西煤业	兖矿能源
	交通运输	航运港口	1.5%	18%	-5.6%	中远海控	招商轮船	上港集团

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

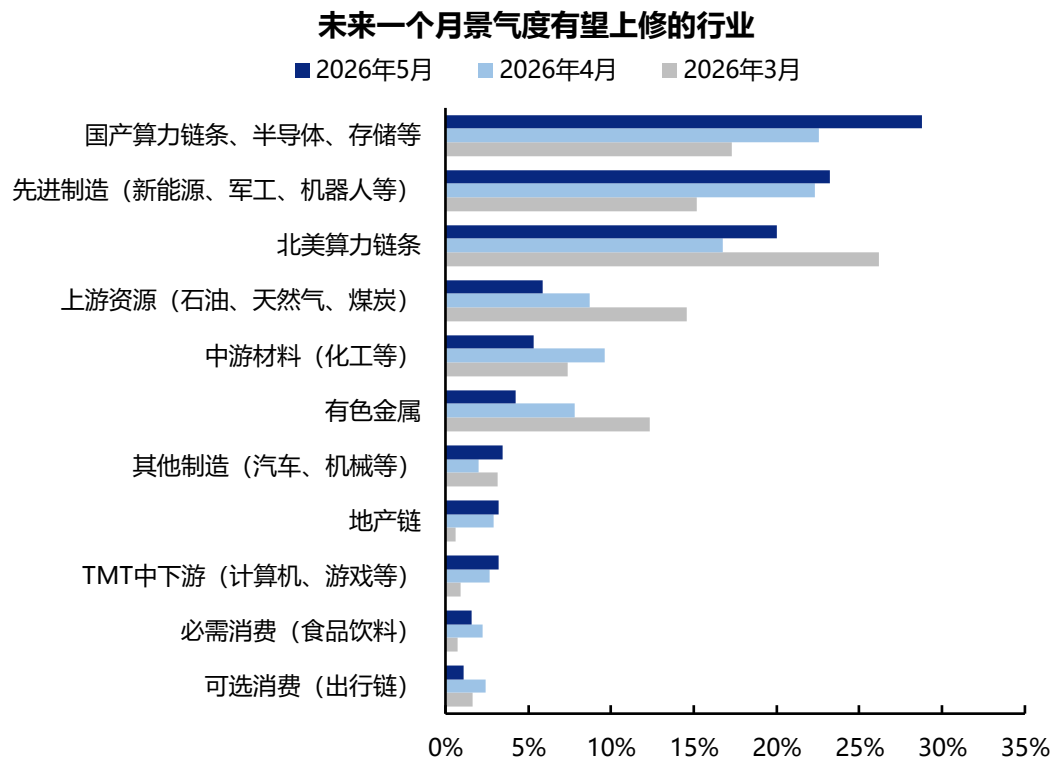
注：盈利预期来自 Wind 一致预测

图17、各工业企业行业 4 月净利润累计同比增速近五年分位数 VS 环比 Q1 变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、机构投资者对于国产算力和新能源的景气预期已连续三个月上修

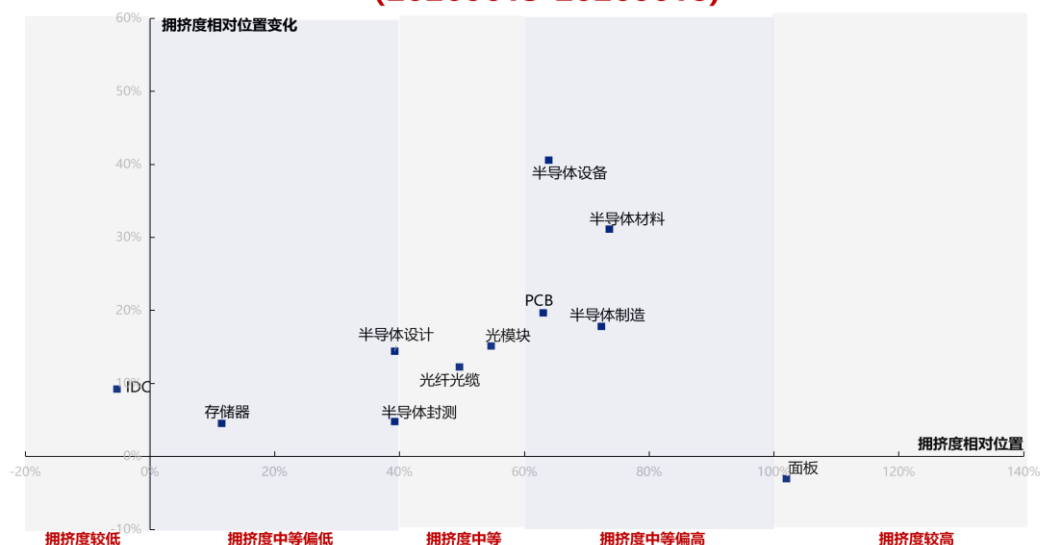


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 内部，光模块、光纤光缆、存储、半导体封测当前拥挤度仍在中等或偏低位置；海外映射角度，国内**光纤光缆、电力电网、端侧芯片、机器人**等相较海外仍有进一步补涨空间。

图19、光模块、光纤光缆、存储、半导体封测当前拥挤度仍在中等或偏低位置

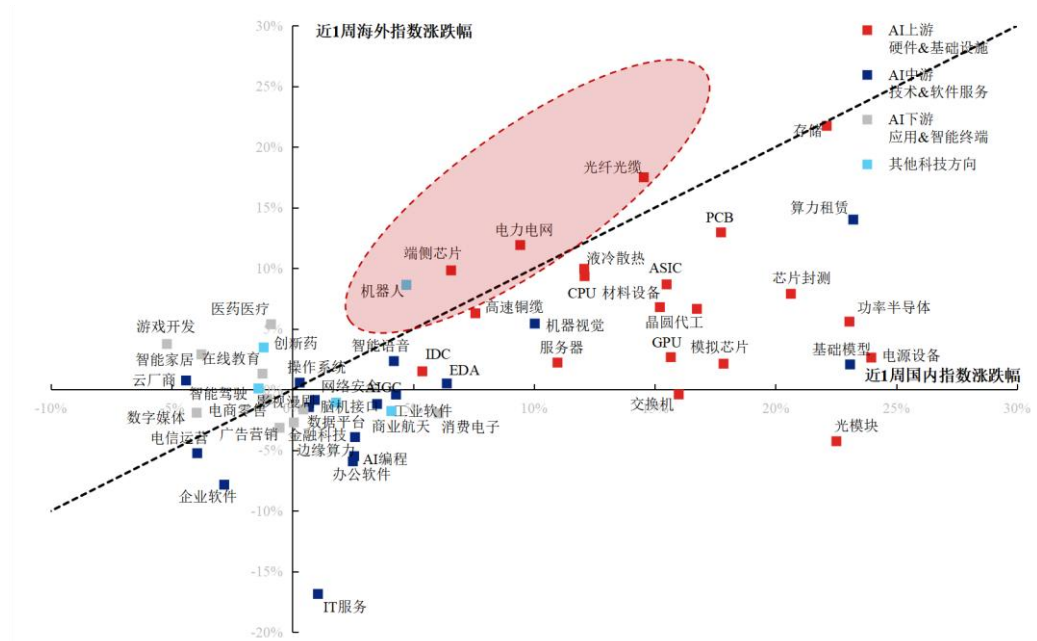
【兴证策略】AI产业链核心方向-近一周拥挤度变化及当前分布 (20260615-20260618)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、海外映射角度，国内光纤光缆、电力电网、端侧芯片、机器人等相较海外仍有进一步补涨空间

【兴证策略】全球科技投资映射周跟踪 (20260612-20260619)



数据来源：Wind，Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：经济数据波动，政策宽松低于预期，美联储降息不及预期，地缘局势升级等。

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为寒武纪(688256)、中芯国际(688981)、海光信息(688041)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

包本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所载的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所载的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，但不限美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn