

达摩克里斯之剑

策略周末谈（0621）

证券研究报告

2026 年 06 月 22 日

• 核心结论

1、二季度 AI+“涨价”的牛市杠杆出现失衡

过去一年半 AI 和“涨价”行情基本上是五五开。但二季度 AI 科技“抱团”有些极致：（1）电子+通信的交易拥挤加速赶顶，已突破极值（上限+1 倍极差），接近 21 年初白酒和 22 年 8 月电新的拥挤度极值。到了这个位置后，极致抱团行情往往会出现松动；（2）二季度 AI 行情“一花独放”：除了部分 AI 龙头领涨之外，PPI 链的出海龙头和 CPI 链的消费龙头行情明显偏弱。

2、传统经济并不算弱：跨境资本回流正在修复企业盈利和工人薪酬

人民币升值正在驱动跨境资本（国民财富）加速回流，相继修复国内各类要素价格（AI 硬件→PPI→CPI）。今年 1-5 月，中国出口整体维持 15%左右的高速增长，PPI 同比逐月提升，趋势上行态势明显。从财报数据上也能验证：（1）资源/材料/制造的毛利率（PPI）和股价都已明显修复；大消费行业或受实体部门“资产负债表收缩”影响，毛利率（CPI）和股价尚未修复。（2）在人力密集型的制造业中，25 年报盈利改善的行业，26 一季报支付给工人的薪酬也都明显提升。工人薪酬抬升最终也有望改善居民部门的消费能力（CPI）。

3、AI 叙事也未那么完美：资本逻辑 VS 商业模型的悖论越发凸显

我们认为，每一轮技术革命在实现大规模商业化之前，往往都会遭遇资本逻辑和商业模型的悖论：（1）前期大量资本开支会导致上游关键技术价格持续高位，以确保足够的 ROE 回报；（2）但这会拖累下游商业化应用落地进程，导致技术革命无法形成商业闭环。

复盘 2000 年科网泡沫破裂、15 年 6 月移动互联网“股灾”和 22 年 8 月新能源大跌：泡沫出清导致的市场大跌，往往能把上游关键技术价格降下来，从而加速商业化闭环。当前 AI 算力也正遭遇类似悖论，前期大量资本开支导致算力价格居高不下；而这正拖累下游 AI 应用落地进程。我们认为，当前全球 AI 叙事或也需要一次泡沫出清，有助于降低 AI 算力成本，或才能实现商业闭环。

4、流动性收紧是极致风格反转的契机：警惕美债利率持续高位

17 年周期风格极致化（股份高于 200 日均线的成分股占比 VS 上证指数明显背离，下同），18 年初“紧信用”政策带来风格反转；20 年白酒股行情极致化，21 年初美债利率明显上升 75BP 带来风格反转。当前 AI 科技风格也明显极致化，美债利率持续高位可能会成为风格的反转契机——

美伊冲突迁延日久导致美债利率高位：（1）霍尔木兹海峡通行不畅，导致高油价-高通胀-美债高利率的负向螺旋；（2）全球投资者对美债的信心减弱，

分析师



曹柳龙 S0800525010001



13817664054



caoliulong@research.xbmail.com.cn



李超 S0800525100001



18810251038



lichao@xbmail.com.cn

联系人



缪一宁



19921876895



miaoyining@research.xbmail.com.cn

也导致美债利率持续高位。

当前美伊和平协议可能加剧美债利率高位：（1）霍尔木兹海峡管理权仍在伊朗手里，即便未来 60 日海峡开放，全球主要国家可能也会加速石油补库，高油价-高通胀-美债高利率的负向螺旋未被打破；（2）美伊和平协议向世界传递出一个明确的信号，美国在中东的地缘统治力减弱，可能会加速削弱投资者对美债的信心，导致美债利率持续高位。

5、冰火转换时刻：三季度再平衡 AI+ “涨价” 的牛市杠铃

二季度市场极致抱团 AI，部分投资者将其归因于 AI 的基本面远好于传统经济，但我们认为，跨境资本（国民财富）回流正在修复传统经济，而 AI 叙事或正遭遇资本逻辑 VS 商业模型的悖论。即便美伊和平协议签署，美债利率或也将继续高位，仍然是悬于极致成长风格头顶的“达摩克里斯之剑”。我们建议，本轮牛市要改变 AI 和“涨价”顺周期对立的“二极管思维”，行业配置兼顾高波动的 AI 和高赔率的“涨价”顺周期——

（1）AI 尚未泡沫化，成长投资者需要接受 AI 算力硬件（**通信设备/半导体/存储等**）的高波动性；

（2）PPI 涨价或终将传导到 CPI，价值投资者既要把握 PPI 涨价链（**煤炭/石油/化工/新能源**），也要耐心等待下半年资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（**地产/白酒等**）。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

索引

内容目录

一、 二季度 AI+“涨价”的牛市杠铃出现失衡	4
二、 传统经济并不算弱：跨境资本回流正在修复企业盈利和工人薪酬	6
三、 AI 叙事也未那么完美：资本逻辑 VS 商业模型的悖论越发凸显	7
四、 流动性收紧是极致风格反转的契机：警惕美债利率持续高位	8
五、 冰火转换时刻：三季度再平衡 AI+“涨价”的牛市杠铃	10
六、 市场复盘及展望	11

图表目录

图 1：电子+通信的名义拥挤度，触及历史极值（上限+1 倍极差）位置后回落	4
图 2：白酒在 21H1 拥挤度演绎到极值位置（上限+1 倍极差）附近后，开始见顶回落	5
图 3：电新在 22H2 拥挤度演绎到极值位置（上限+1 倍极差）附近后，开始见顶回落	5
图 4：消费、出海、科技板块的典型个股涨跌幅（4/1-6/18）	5
图 5：民间投资下行，消费整体下滑，而高技术产业景气高增	5
图 6：资源/材料/制造等 PPI 链已经明显修复，仅大消费 CPI 链未修复	6
图 7：多数 PPI 链相关行业的 2025 年净利润扩张，26Q1 支付给工人的薪酬也提升	6
图 8：科技股泡沫出清，往往伴随着上游关键技术产品价格大幅回落和下游商业化应用快速扩张	7
图 9：国内 or 国外流动性收紧，是极致行情反转的契机	8
图 10：当前特朗普的 TACO，无法带来美债利率明显回落	9
图 11：行业配置建议关注 AI+涨价的杠铃策略	10
图 12：市场复盘	17
图 13：市场展望	18
表 1：市场回顾	12
表 2：本周估值概览	14
表 3：经济数据	15

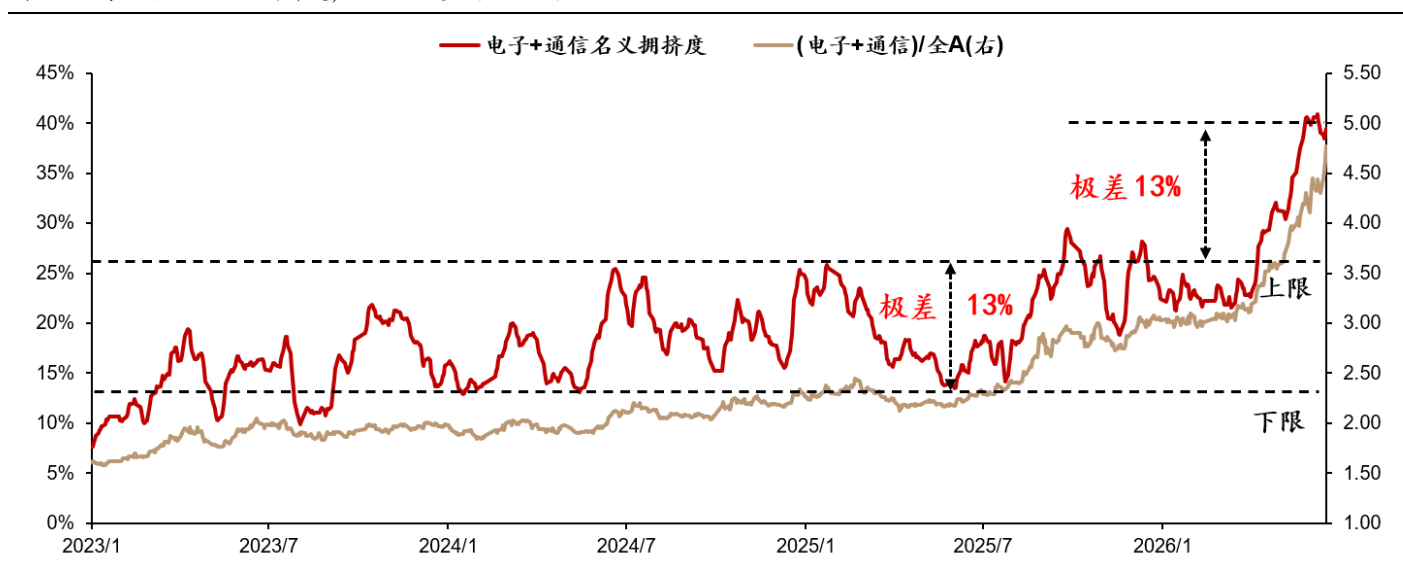
引言

二季度市场极致抱团 AI，部分投资者将其归因于 AI 景气明显高于传统经济，但我们认为这只是“AI+涨价”牛市杠铃的正常轮动。跨境资本回流正在修复传统经济，而 AI 叙事也并不完美，算力高价格正在拖累商业闭环。当前美伊和平协议或无法缓和美债高利率，全球流动性收紧依然是“达摩克里斯之剑”，三季度建议风格再平衡到“涨价”顺周期。

一、二季度AI+“涨价”的牛市杠铃出现失衡

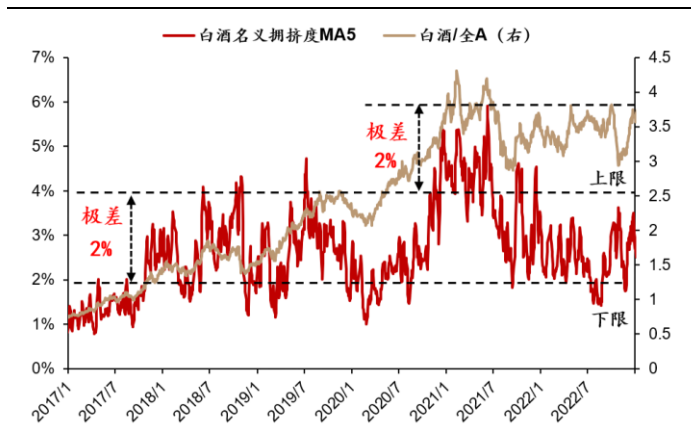
过去一年半 AI 和“涨价”行情基本上是五五开。但二季度 AI 科技“抱团”有些极致：(1) 电子+通信的交易拥挤加速赶顶，已突破历史极值（上限+1 倍极差），接近 21 年初白酒和 22 年 8 月电新的拥挤度极值。历史上到了这个位置后，极致抱团行情往往会出现松动；(2) 二季度 AI 行情“一花独放”：除了部分 AI 龙头领涨之外，PPI 链的出海龙头和 CPI 链的消费龙头的行情明显偏弱。

图 1：电子+通信的名义拥挤度，触及历史极值（上限+1 倍极差）位置后回落



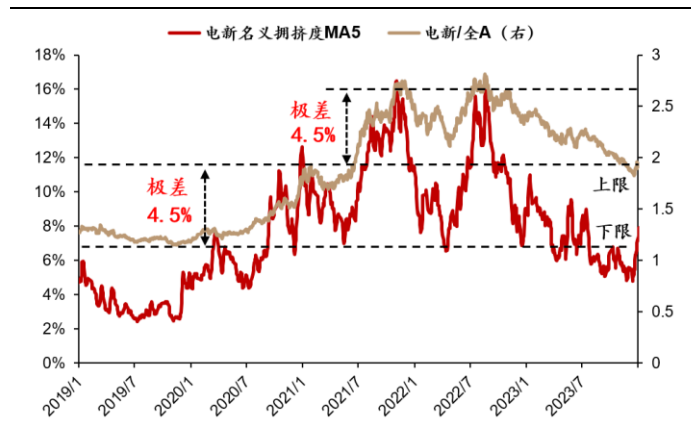
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：白酒在21H1拥挤度演绎到极值位置（上限+1倍极差）附近后，开始见顶回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

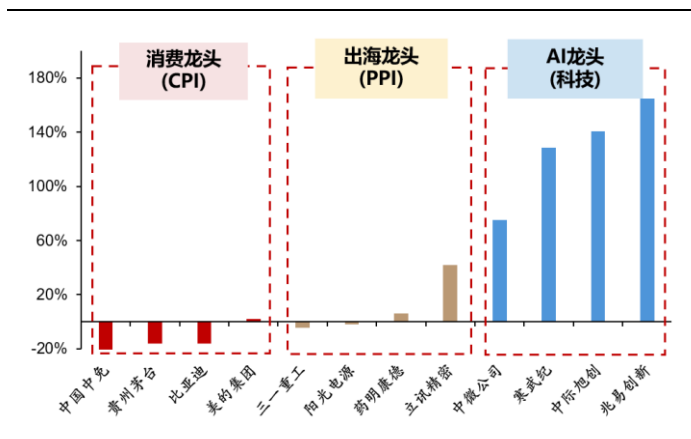
图3：电新在22H2拥挤度演绎到极值位置（上限+1倍极差）附近后，开始见顶回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

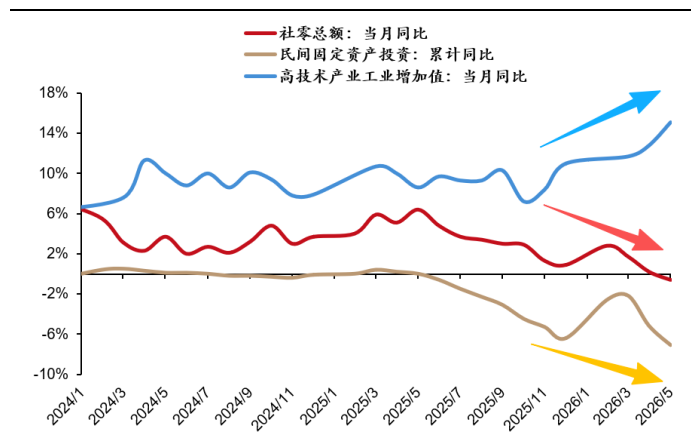
4月初以来行情极致的背后，消费和投资走弱是不争的事实，投资者等待业绩改善的耐心越来越弱。从重点指标来看，5月高技术产业增加值当月同比录得15.1%，相较4月的12.8%明显提速；相比之下，5月民间固定资产投资累计同比明显下行，仅为-7.1%，相较4月-5.2%的降幅继续扩大；5月社零总额同比罕见转负，仅录得-0.6%，自3月以来下行趋势有所加速。

图4：消费、出海、科技板块的典型个股涨跌幅（4/1-6/18）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：民间投资下行，消费整体下滑，而高技术产业景气高增

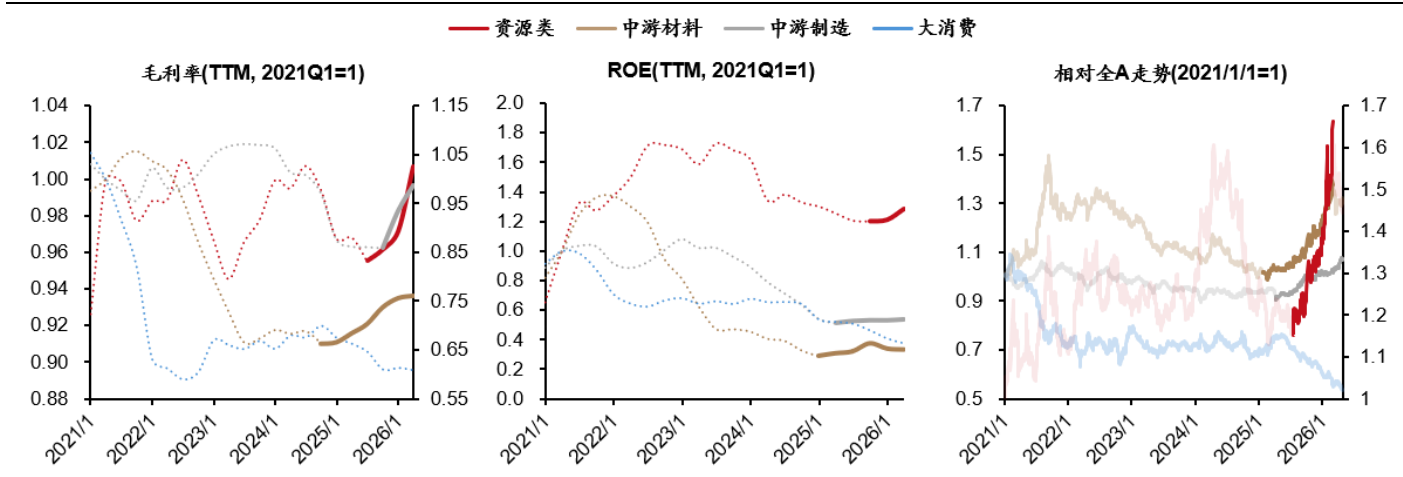


资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、传统经济并不算弱：跨境资本回流正在修复企业盈利和工人薪酬

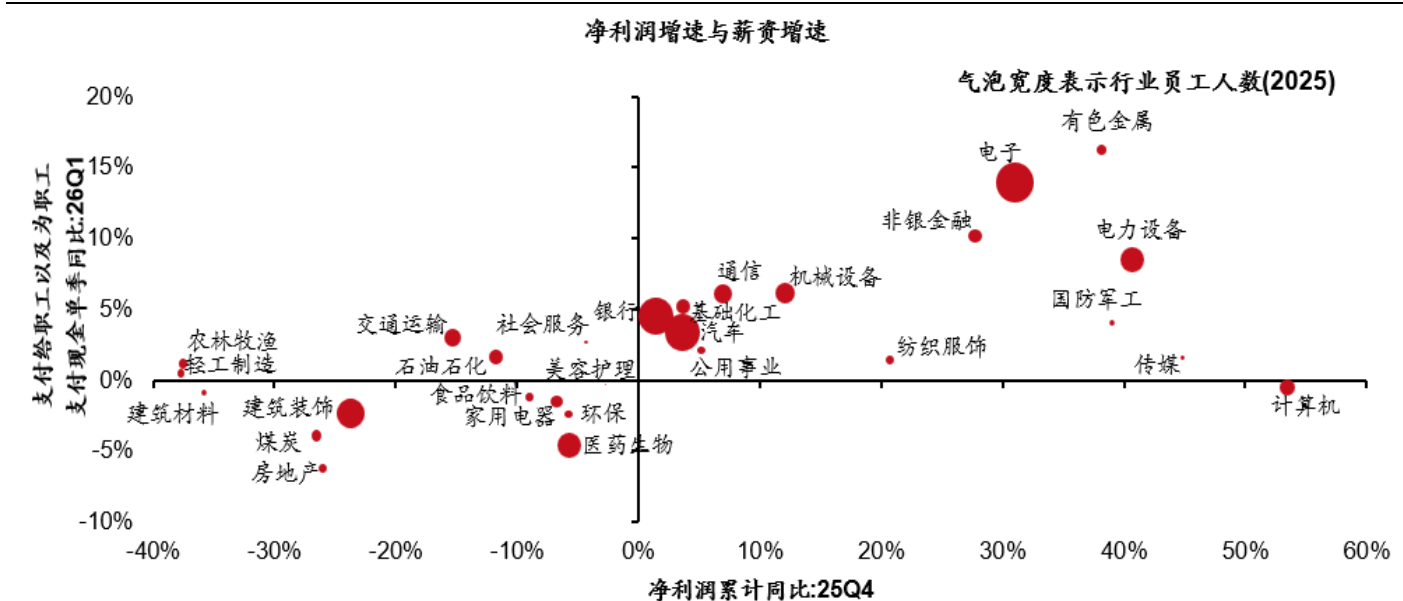
人民币升值正在驱动跨境资本（国民财富）加速回流，相继修复国内各类要素价格（AI 硬件→PPI→CPI）。今年 1-5 月，中国出口整体维持 15% 左右的高速增长，PPI 同比逐月提升，趋势上行态势明显。从财报数据上也能验证：（1）资源/材料/制造的毛利率（PPI）和股价都已明显修复；大消费行业或受实体部门“资产负债表收缩”影响，毛利率（CPI）和股价尚未修复。（2）在人力密集型的制造业中，25 年报盈利改善的行业，26 一季报支付给工人的薪酬也都明显提升。工人薪酬抬升最终也有望改善居民部门的消费能力（CPI）。

图 6：资源/材料/制造等 PPI 链已经明显修复，仅大消费 CPI 链未修复



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：多数 PPI 链相关行业的 2025 年净利润扩张，26Q1 支付给工人的薪酬也提升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、AI叙事也未那么完美：资本逻辑VS商业模型的悖论越发凸显

我们认为，每一轮技术革命在实现大规模商业化之前，往往都会遭遇资本逻辑（前期需要大量资本开支）和商业模型（商业化应用大规模推广）的悖论：（1）前期大量资本开支会导致上游关键技术价格持续高位，以确保足够的 ROE 回报；（2）但这会拖累下游商业化应用落地进程，导致技术革命无法形成商业闭环。

复盘 2000 年科网泡沫破裂、15 年 6 月移动互联网“股灾”和 22 年 8 月新能源大跌：泡沫出清导致的市场大跌，往往能把上游关键技术价格降下来，从而加速商业化闭环。当前 AI 算力也正遭遇类似悖论，前期大量资本开支导致算力成本居高不下；而这正拖累下游 AI 应用落地进程。我们认为，如果 AI 相关公司进行充分的估值出清，新资本有望以更低成本获取前者的算力资产，并据此提供更具价格竞争力的算力服务，推动应用端盈利能力改善，此时“ROE 模型”有望跑通。从经济学角度看，这一过程体现的是资本品价格重估，以及资产所有权在不同资本主体之间的重新配置。因此，我们认为，当前全球 AI 叙事或也需要一次泡沫出清，有助于降低 AI 算力成本，从而更容易实现商业闭环。

图 8：科技股泡沫出清，往往伴随着上游关键技术产品价格大幅回落和下游商业化应用快速扩张



资料来源：Wind, Bloomberg, 中国信通院，西部证券研发中心

注：光纤价格指数 1988/12=100，全球固定宽带用户数单位为每 20 万人，移动数据资费单位为十元/GB，微信 MAU 单位为亿人，碳酸锂价格为百元/吨，新能源汽车销量为万辆

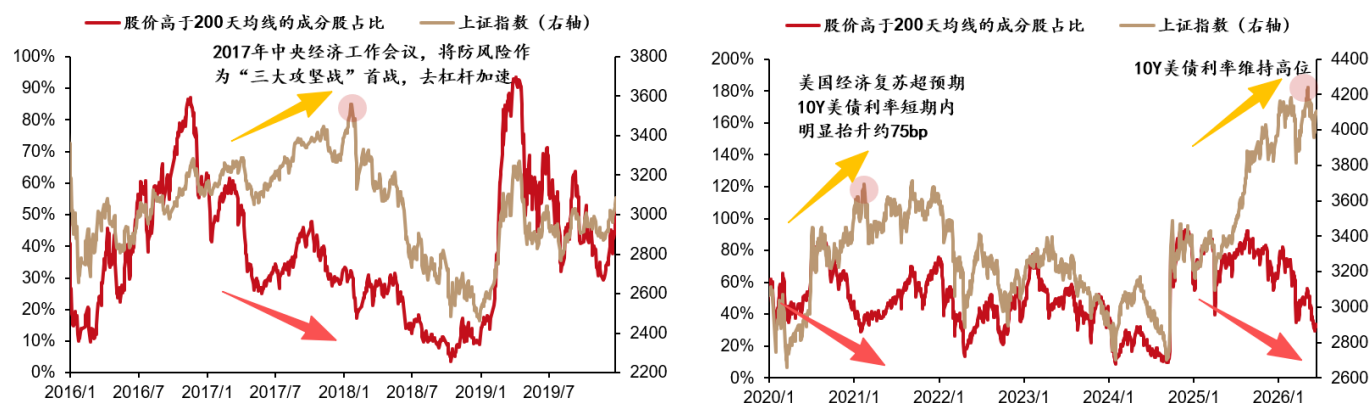
四、流动性收紧是极致风格反转的契机：警惕美债利率持续高位

2017 年周期风格极致化（股价高于 200 日均线的成分股占比 VS 上证指数明显背离，下同），2018 年初“紧信用”政策带来风格反转；2020 年白酒股行情极致化，2021Q1 美债利率明显上升 75BP 带来风格反转。当前 AI 科技风格也明显极致化，美债利率持续高位可能会成为风格的反转契机——

美伊冲突迁延日久导致美债利率高位：（1）霍尔木兹海峡通行不畅，导致高油价-高通胀-美债高利率的负向螺旋；（2）全球投资者对美债的信心减弱，也导致美债利率持续高位。

当前美伊和平协议可能加剧美债利率高位：（1）霍尔木兹海峡管理权仍在伊朗手里，即便未来 60 日海峡开放，全球主要国家可能也会加速石油补库，高油价-高通胀-美债高利率的负向螺旋未被打破；（2）美伊和平协议向世界传递出一个明确的信号，美国在中东的地缘统治力减弱，可能会加速削弱投资者对美债的信心，导致美债利率持续高位。

图 9：国内 or 国外流动性收紧，是极致行情反转的契机



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：当前特朗普的 TACO，无法带来美债利率明显回落



资料来源：西部证券研发中心

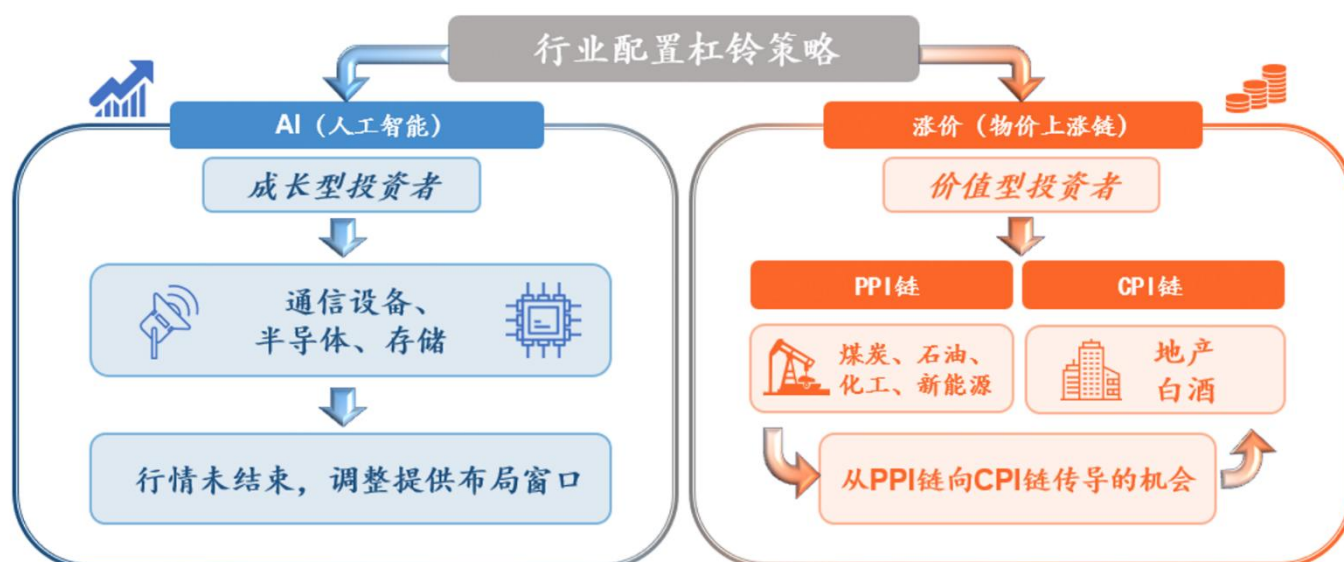
五、冰火转换时刻：三季度再平衡AI+“涨价”的牛市杠铃

二季度市场极致抱团 AI，部分投资者将其归因于 AI 的基本面远好于传统经济，但我们认为，跨境资本（国民财富）回流正在修复传统经济，而 AI 叙事或正遭遇资本逻辑 VS 商业模型的悖论。即便美伊和平协议签署，美债利率或也将继续高位，仍然是悬于极致成长风格头顶的“达摩克里斯之剑”。我们建议，本轮牛市要改变 AI 和“涨价”顺周期对立的“二极思维”，行业配置兼顾高波动的 AI 和高赔率的“涨价”顺周期——

（1）AI 尚未泡沫化，成长投资者需要接受 AI 算力硬件（**通信设备/半导体/存储等**）的高波动性；

（2）PPI 涨价或终将传导到 CPI，价值投资者既要把握 PPI 涨价链（**煤炭/石油/化工/新能源**），可能也要耐心等待下半年资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（**地产/白酒等**）。

图 11：行业配置建议关注 AI+涨价的杠铃策略



资料来源：西部证券研发中心绘制

六、市场复盘及展望

6.1 市场复盘

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

东财全 A 本周上涨 3.15%，上证指数本周上涨 1.46%，沪深 300 本周上涨 3.44%，中证 500 本周上涨 6.99%，创业板指本周上涨 11.02%，科创 50 本周上涨 14.93%。

各类市场风格中，大盘价值本周下跌 6.05%，大盘成长本周上涨 6.54%，小盘价值本周下跌 1.47%，小盘成长本周上涨 8.33%。

大类行业中，TMT 与中游制造本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 12.74%、5.04%，金融服务与服务业本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-5.68%、-3.85%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为电子、通信、建筑材料，涨跌幅分别为 17.49%、14.93%、11.72%；本周涨跌幅后三行业为煤炭、银行、石油石化，涨跌幅分别为-10.55%、-6.26%、-5.73%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 上涨 0.93%、恒生指数下跌 3.21%。

大宗商品普遍下跌，其中布油下跌 9.54%、COMEX 黄金下跌 0.26%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.73%，较上周下降 1.28BP。

表 1：市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
东财全A	-0.88%	3.15%	6.78%	0.00%	标普500	0.65%	0.93%
上证指数	0.09%	1.46%	3.06%	-3.71%	道琼斯工业指数	0.66%	0.71%
沪深300	-0.82%	3.44%	6.73%	-0.04%	恒生指数	-0.98%	-3.21%
中证500	-1.76%	6.99%	16.17%	9.40%	英国富时100	1.00%	-0.69%
创业板指	-3.22%	11.02%	32.76%	25.98%	德国DAX	-0.50%	1.59%
科创50	-0.31%	14.93%	42.20%	35.43%	日经225	-0.85%	7.62%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	1.36%	-6.05%	-11.61%	-18.38%	美元指数	100.84	1.03%
大盘成长	-1.44%	6.54%	13.17%	6.40%	美元兑人民币	6.76	0.01%
小盘价值	-1.58%	-1.47%	-1.18%	-7.95%	港元兑人民币	0.86	0.07%
小盘成长	-1.03%	8.33%	20.43%	13.65%	英镑兑人民币	8.96	-1.24%
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.76	-0.70%
周期类	-1.48%	1.24%	6.55%	-0.22%	100日元兑人民币	4.21	-0.33%
资源类	-1.32%	-2.83%	4.91%	-1.87%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	1.59%	3.37%	12.41%	5.63%	中国十年期国债收益率	1.73%	-1.28BP
中游制造	-2.48%	5.04%	9.26%	2.49%	中国一年期国债收益率	1.17%	-2.50BP
大消费	-1.43%	-2.14%	-14.69%	-21.46%	期限利差（10Y-1Y）	0.56%	1.22BP
可选消费	-2.78%	-1.13%	-11.91%	-18.68%	R007	1.47%	1.04BP
必需消费	-0.45%	-2.86%	-16.60%	-23.38%	DR007	1.46%	0.55BP
金融服务	4.35%	-5.68%	-10.70%	-17.48%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	0.89%	-3.85%	-9.24%	-16.02%	美国十年期国债收益率	4.46%	-2.00BP
TMT	-2.64%	12.74%	40.11%	33.33%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-6.76%	-9.54%
电子	-1.87%	17.49%	66.77%	60.00%	WTI原油	-6.90%	-11.03%
通信	-4.25%	14.93%	78.23%	71.45%	COMEX黄金	-2.87%	-0.26%
建筑材料	0.81%	11.72%	35.70%	28.92%	COMEX白银	-1.42%	-3.24%
石油石化	-2.29%	-5.73%	4.41%	-11.19%	LME铜	1.45%	-0.43%
银行	3.46%	-6.26%	-8.32%	-15.10%	LME铝	-1.68%	-4.22%
煤炭	-4.83%	-10.55%	8.42%	1.65%	上期所螺纹钢	0.57%	-1.32%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

从静态估值的角度看：

(1) A股总体 PE (TTM) 从上周的 23.11 倍升至本周的 23.67 倍，PB (LF) 从上周的 1.84 倍升至本周的 1.88 倍；A股非金融 PE (TTM) 从上周的 40.07 倍升至本周的 41.76 倍，PB (LF) 从上周的 2.59 倍升至本周的 2.70 倍；

(2) 创业板 PE (TTM) 从上周的 74.25 倍升至本周的 81.16 倍，PB (LF) 从上周的 4.83 倍升至本周的 5.29 倍；科创板 PE (TTM) 从上周的 182.70 倍升至本周的 207.08 倍，PB (LF) 从上周的 6.31 倍升至本周的 7.15 倍；

(3) 创业板/沪深 300 的相对 PE (TTM) 从上周的 5.18 升至本周的 5.70，相对 PB (LF) 从上周的 3.39 升至本周的 3.74；科创板/沪深 300 的相对 PE (TTM) 从上周的 12.74 升至本周的 14.54，相对 PB (LF) 从上周的 4.43 升至本周的 5.05；

(4) A股总体总市值本周上涨 2.45%；A股非金融总市值本周上涨 4.24%；

(5) A股非金融 ERP 从上周的 0.75%降至本周的 0.66%，股债收益差从上周的-0.11%降至本周的-0.17%。

从动态估值的角度看：

(1) A股总体重点公司全动态 PE 从上周的 14.47 倍升至本周的 14.70 倍；A股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 20.49 倍升至本周的 21.29 倍；

(2) 创业板重点公司全动态 PE 从上周的 30.05 升至本周的 33.01 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 72.74 倍升至本周的 81.86 倍；

(3) 创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.41 升至本周的 2.66；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 5.85 升至本周的 6.61；

(4) A股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.14%降至本周的 2.97%。

表 2：本周估值概览

西部策略估值周报简表：本周估值主要变化										
总市值较上周变化		A股总体 2.45%			A股总体剔除金融服务业 4.24%					
估值水平		PE (TTM)			PB (LF)			全动态PE		
		本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化
市场整体	A股总体	23.67	96.0%	0.57	1.88	57.1%	0.05	14.70	82.7%	0.23
	A股非金融	41.76	95.5%	1.69	2.70	75.3%	0.11	21.29	79.6%	0.80
	沪深300	14.25	82.3%	-0.10	1.42	35.4%	-0.01	12.39	78.1%	-0.06
	创业板	81.16	81.8%	6.91	5.29	74.7%	0.46	33.01	54.3%	2.96
	科创板	207.08	85.9%	24.38	7.15	88.5%	0.84	81.86	87.0%	9.11
大类板块	周期类	34.27	85.9%	0.42	2.06	67.2%	0.03	15.93	67.5%	0.03
	资源类	17.89	53.0%	-0.52	1.89	80.3%	-0.05	11.40	25.3%	-0.51
	中游材料	50.27	86.9%	1.64	2.05	60.6%	0.07	17.64	80.2%	0.66
	中游制造	51.27	97.5%	2.46	2.72	70.2%	0.13	21.97	85.2%	1.01
	大消费	50.28	98.0%	-1.10	2.22	4.5%	-0.05	18.95	53.2%	-0.63
	可选消费	102.87	98.0%	-1.18	1.95	27.8%	-0.02	17.60	89.3%	-0.43
	必需消费	36.66	52.5%	-1.08	2.47	0.5%	-0.07	20.03	17.7%	-0.78
	金融服务	7.44	35.9%	-0.45	0.74	14.6%	-0.04	6.86	38.0%	-0.45
	服务业	12.41	54.5%	-0.50	1.02	9.1%	-0.04	9.02	35.0%	-0.46
	TMT	75.95	92.4%	8.55	5.33	96.0%	0.60	41.60	94.9%	4.71
本周涨幅靠前的一级行业	电子	109.34	99.5%	15.99	8.38	100.0%	1.23	57.92	100.0%	8.26
	通信	38.43	36.4%	3.11	3.39	92.4%	0.27	28.39	72.0%	2.07
	建筑材料	130.02	100.0%	16.26	2.07	56.1%	0.26	27.16	98.9%	3.73
	机械设备	59.15	83.3%	4.88	3.74	88.9%	0.31	29.17	87.8%	2.68
	综合	-91.42	8.6%	-5.10	2.87	69.7%	0.16	57.83	92.5%	7.66
本周涨幅靠后的一级行业	农林牧渔	76.04	81.3%	-3.00	2.05	0.5%	-0.08	24.18	64.9%	-1.11
	食品饮料	20.05	13.6%	-1.19	3.27	1.5%	-0.19	16.94	14.2%	-1.08
	石油石化	13.40	0.44	-0.97	1.22	40.4%	-0.09	9.87	20.8%	-0.77
	银行	6.67	63.6%	-0.49	0.64	18.2%	-0.05	6.58	68.5%	-0.49
	煤炭	19.55	83.8%	-2.57	1.57	65.2%	-0.19	13.01	69.0%	-1.79
债市收益率	股市收益率 (A股非金融)	本周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较 (A股非金融vs10Y国债)		本周数值	历史分位数	周度环比变化	
10Y国债收益率	PE倒数	2.39%	5.1%	-0.10%	ERP		0.66%	45.5%	-0.09%	
	股息率	1.56%	54.0%	-0.08%	股债收益差		-0.17%	90.9%	-0.07%	
1.73%	全动态PE倒数	4.70%	20.7%	-0.18%	全动态ERP		2.97%	47.1%	-0.17%	

资料来源：Choice，西部证券研发中心 注：截止本周四收盘 估值单位：倍

6.2 经济数据

表 3：经济数据

数据类别	主要变化
国内宏观	5 月国内社零与固投偏弱： 5 月中国社会消费品零售总额当月同比-0.60%，低于 4 月的 0.20%； 5 月中国工业增加值当月同比 4.50%，高于 4 月的 4.10%； 5 月中国固定资产投资完成额累计同比-4.10%，低于 4 月的-1.60%。
海外宏观	5 月美国消费表现强劲： 5 月美国已开工新建私人住宅 10.70 万套，同比下降 9.17%，相比 4 月的-0.47%多减； 本周美国初请失业金人数 22.60 万人，低于上周的 23.00 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减-8.26 百万桶，低于前一周的-7.23 百万桶； 5 月英国 CPI 环比 0.20%，低于 4 月的 0.70%； 5 月英国核心 CPI 环比 0.29%，低于 4 月的 0.73%； 6 月德国 ZEW 经济景气指数 10.50，高于 5 月的-10.20； 6 月德国 ZEW 经济现状指数-81.00，低于 5 月的-77.80； 5 月美国零售和食品服务销售额(季调)同比 6.88%，高于 4 月的 4.79%。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4223.70 美元/盎司，高于上周的 4207.90 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)104.78 元/千克，高于上周的 104.66 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.98 元/千克，低于上周的 24.16 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-120.70 美元/千吨，低于上周的-119.53 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-12.15 美分/磅，低于上周的-12.13 美分/磅； 本周 LME 铜库存 35.57 万吨，低于上周的 36.41 万吨； 本周 LME 铝库存 31.55 万吨，低于上周的 31.99 万吨； 5 月原煤产量当月同比-1.70%，低于 4 月的-1.00%； 5 月煤炭销量当月同比 0.80%，低于 4 月的 4.40%； 5 月焦炭产量当月同比 1.10%，高于 4 月的 0.00%； 5 月中国:进口数量:原油:当月同比-29.00%，低于 4 月的-19.90%； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 78.00 美元/桶，低于上周的 88.63 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 76.60 美元/桶，低于上周的 84.88 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1800.00 元/吨，低于上周的 1830.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 6556.00 元/吨，高于上周的 6415.20 元/吨； 6 月上旬社会钢材库存 9.38 百万吨，低于 5 月下旬的 9.39 百万吨； 6 月上旬重点企业钢材库存 16.87 百万吨，高于 5 月下旬的 15.83 百万吨； 上周螺纹钢现货价 3387.00 元/吨，低于前一周的 3398.00 元/吨； 5 月水泥产量当月同比-8.10%，高于 4 月的-10.80%； 上周华东地区水泥平均价 412.00 元/吨，较前一周维持不变； 5 月平板玻璃产量当月同比-6.30%，高于 4 月的-7.90%； 本周南华玻璃指数 791.02 点，低于上周的 798.30 点。
必需消费	6 月上旬豆粕市场价 2827.80 元/吨，低于 5 月下旬的 2888.10 元/吨； 6 月上旬生猪市场价 9.50 元/千克，低于 5 月下旬的 9.60 元/千克； 上周生猪饲料平均价 2.67 元/千克，低于前一周的 2.70 元/千克； 5 月中西药品类零售额当月同比 4.00%，低于 4 月的 4.20%。

可选消费	5 月家用电器和音像器材类零售额当月同比-15.60%，低于 4 月的-15.10%； 5 月新能源乘用车销量 138.14 万辆，同比增长 11.90%，高于 4 月的 8.14%； 本周十大城市:商品房成交面积 84.08 万平方米，高于上周的 83.65 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 164.49 万平方米，高于上周的 159.48 万平方米； 5 月房地产开发投资完成额累计值 3.04 万亿元，同比下降 16.22%，相比 4 月的-13.56%多减； 5 月房屋新开工面积累计值 1.79 亿平方米，同比下降 22.67%，相比 4 月的-22.07%多减； 5 月房屋竣工面积累计值 1.41 亿平方米，同比下降 23.38%，相比 4 月的-24.04%少减； 5 月商品房销售面积累计值 3.13 亿平方米，同比下降 11.31%，相比 4 月的-10.63%多减； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 13.13%，低于上周的 16.92%。
服务业	5 月化妆品类零售额当月同比 2.50%，低于 4 月的 4.70%； 5 月金银珠宝类零售额当月同比-8.90%，高于 4 月的-21.30%； 5 月实物商品网上零售额累计同比 5.00%，低于 4 月的 5.70%； 5 月中国物流业景气指数(LPI):业务总量(季调)50.30%，高于 4 月的 49.70%； 5 月中国物流业景气指数(LPI):新订单(季调)50.20%，高于 4 月的 49.80%； 5 月限额以上企业餐饮收入当月同比-1.70%，低于 4 月的 0.90%； 5 月全社会用电量当月同比 6.90%，高于 4 月的 5.99%； 5 月发电量 7843.00 亿千瓦时，同比增长 6.31%，高于 4 月的 4.62%； 5 月天然气产量当月同比-2.20%，低于 4 月的 1.90%； 6 月上旬液化天然气市场价 6202.60 元/吨，高于 5 月下旬的 6118.50 元/吨。
TMT	5 月集成电路产量当月同比 22.90%，高于 4 月的 22.10%。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

美联储启动系统性改革 沃什首秀宣告“前瞻指引”时代终结：新华财经北京 6 月 18 日电（崔凯）北京时间 6 月 18 日凌晨，美联储在联邦公开市场委员会（FOMC）会议后宣布，将联邦基金利率目标区间维持在 3.50%至 3.75%不变。这是该行连续第四次暂停调整利率，决议结果符合市场普遍预期。然而，随决议同步发布的最新经济预测摘要及新任主席凯文·沃什（Kevin Warsh）的首场新闻发布会，释放出远超预期的鹰派信号与制度改革蓝图，标志着全球最重要央行的政策逻辑正经历深刻重构。

（资料来源：新华财经）

字节跳动加量采购国产芯片 互联网大厂竞速搭建算力护城河：字节跳动数据中心建设进展再添新消息，行业人士称字节跳动正与天数智芯讨论采购至少 5 万颗 AI 芯片，主要用于推理工作。据记者多方了解，本次洽谈供货芯片主要用于大模型推理负载，对应天数智芯智铠系列云端推理 GPU，训练场景使用天垓系列。若交易达成，天数智芯将成为华为和寒武纪之后，字节跳动的第三家 GPU 供应商。截至发稿，字节跳动与天数智芯方面暂未发表回应。以字节跳动为代表的互联网大厂加码自建数据中心，并非短期应急补充算力缺口，而是折射产业深层变革：AI 算力需求迎来结构性切换、企业算力自主可控战略持续升级，训推硬件分线布局与国产算力规模化替代同步进入落地周期。

（资料来源：新华财经）

6.4 未来重点关注

- 6 月 22 日中国公布至 6 月 22 日一年期贷款市场报价利率 ；
- 6 月 23 日美国公布 6 月标普全球制造业 PMI 初值 ；
- 6 月 24 日美国公布至 6 月 19 日当周 EIA 原油库存(万桶) ；
- 6 月 25 日美国公布 5 月核心 PCE 物价指数年率 ；
- 6 月 26 日美国公布 6 月密歇根大学消费者信心指数终值 ；

图 12：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 13：市场展望

下周展望					
	6.22/周一	6.23/周二	6.24/周三	6.25/周四	6.26/周五
国内经济数据	★★★ 中国至6月22日一年期贷款市场报价利率				
国内热点事件		★★★ 第十七届夏季达沃斯论坛于6月23日至25日在大连举办。		★★★ 今日有3000亿元1年期中期借贷便利（MLF）和2480亿元7天期逆回购到期。	
海外经济数据		★★★ 美国6月标普全球制造业PMI初值	★★★★ 美国至6月19日当周EIA原油库存(万桶)	★★★★ 美国5月核心PCE物价指数年率	★★★★★ 美国6月密歇根大学消费者信心指数终值
海外政治会议				★★★ 英伟达举行年度股东大会。	★★★ FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。

资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，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。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。