下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 06 月 14 日

# 将军不下马

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

本周上证指数涨 0.09%，沪深 300 跌 0.82%，中证 500 跌 1.76%，创业板指跌 3.22%，恒生指数跌 0.98%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前，本周全 A 日均交易额 27840 亿，环比上周有所下降。事实上，在此前周报中，我们提出：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。在近期我们观测到当前 A 股高切低指数已经触及常规区间上沿（60%），意味着阶段性高切低发生概率正在不断提升。本周行情也基本符合该指标的判断，科技领域迎来回调，此前低位的银行、建材、有色、化工等板块反弹。需要强调的是当前 AI 科技正在经历是左侧阶段性高切低，基于产业浪潮股最终结束 M 顶视角下第一个顶部大概率还未到来（详见《灰色决度：科技的卖点》；《科技的卖点：第一个顶》）。

大盘层面，两大事件边际影响值得关注：1、美伊军事冲突接近达成和平协议；2、6 月 16-17 日沃什首次美联储议息会议以及对应国内 6 月 17 日-18 日陆家嘴论坛。总体而言，可以看到，受美伊谈判重大进展影响，本周黄金反弹，美债利率、油价和美元指数同步下跌，且对于美联储年内加息预期形成明显降温，布油现货跌破 90 美元，这是 3 月 5 日以来首次，对应本周四和周五全球股市上涨，呈现典型“去滞胀交易”，A 股市场受此利好推动有望维持震荡上行。

1、对于前者，显然对风险偏好回升是有利的。截至 6 月 13 日巴基斯坦总理夏巴兹·谢里夫称，美伊已经形成“最终、双方同意的文本”，伊朗外长阿拉格齐则表示协议“从未如此接近”。相较于 4 月初和 5 月底两轮传闻“非常接近”达成协议，市场预期本轮双方达成协议可能性最大，此前最多是“原则框架达成、等待批准”，这次已经出现最终文本、潜在签署时间和签署地点。我们认为目前签署和平协议是否等于形成持久和平尚待观察，但毫无疑问霍尔木兹海峡恢复开放愈发明确且叠加近期油价回落，市场紧绷的神经又松了一口气。

2、对于后者，目前是否二次通胀与步入加息预期存在反复，短期难以押注。美联储关注的核心通胀将进入关键观察期，住房通胀的滞后效应有望在下半年逐渐消退，但劳动力市场依旧偏紧可能支撑其他服务价格。5 月 CPI 数据几乎全部由能源供需，能源价格若维持高位，整体 CPI 同比或继续承压，但环比增速的放缓预示着通胀正在降温，且通胀并未恶性像核心 CPI 扩散，叠加 6 月密歇根通胀预期小幅回落，我们预计 6 月会议将维持利率不变，但年内降息空间极为有限。

结构层面，目前 A 股高切低指数阶段性见顶回落，同时低位板块存在“去滞胀交易”的催化，两个低位方向值得关注：1、油价长期处于高位这种“市场最担忧的情景”概率明显下降，这对于有色（尤其是黄金）这类长期受到实际利率压制的品种构成利好；2、由于油价快速回落，战争期间受到高油价成本冲击的品种，都可能受益（航空机场、化工以及出海中游制造）。当然，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（含监管）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。值得注意的是在“茅指数”和“宁组合”抱团真正瓦解的时候，A 股高切低指数高达 90%以上，抱团与分化情况比当前更加严重，综合宏观灰犀牛并不明确以及 AI 资本开支高位难以验伪，本轮 AI 科技抱团眼下都不会轻易结束，当前 AI 科技正在经历右侧阶段性高切低，而非第一个顶部明确，其核心大主线定位并未随着股价高涨而受到动摇。

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。

## 相关报告

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

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

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 ..... 18
3. 外部因素：美国 5 月核心 CPI/PPI 保持韧性，成屋销售意外回升 ..... 23
3.1. 美国 5 月 CPI 符合预期，核心通胀保持韧性 ..... 23
3.2. 美国 5 月 PPI 超预期新高，能源与服务成本双双推高 PPI ..... 25
3.3. 5 月成屋销售大幅回升，成屋售价同比继续增长 ..... 26

## 图表目录

图 1. 本周美股普涨、港股普跌（%） ..... 5
图 2. 本周低市盈率指数占优 ..... 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 日均成交额回升 ..... 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. 沪深 300 获得大幅净流入 ..... 7
图 10. A 股高切低指数目前上升到区间高点附近，且已经出现拐头向下的迹象 ..... 7
图 11. 本周开始高切低行情已经徐徐展开 ..... 8
图 12. A 股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理 ..... 8
图 13. 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 14. 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 15. 美伊再度迎来缓和窗口，风险偏好有望修复 ..... 10
图 16. 目前布油现货价格跌破 90 美元，是 3 月 5 日以来的最低水平 ..... 10
图 17. 外媒对于美伊谈判的观点汇总 ..... 11
图 18. 不同美元与利率的情景组合对大类资产的影响分析 ..... 12
图 19. 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 ..... 12
图 20. 2026 年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设 ..... 12
图 21. 金油比-美元-通胀的历史走势复盘 ..... 13
图 22. 30 年美债破 5%，10 年期美债和日债利率也同步飙升 ..... 13
图 23. 3m10s 利差收窄 ..... 14
图 24. 近一周中美利差走阔 ..... 14
图 25. 长端美债收益率回落 ..... 14
图 26. 本周美元指数走高 ..... 15
图 27. 本周黄金走弱 ..... 15
图 28. 本周原油价格回落（美元/桶） ..... 16
图 29. 本周铜价震荡走高 ..... 17
图 30. 5 月 CPI 及各分项当月同比变化 ..... 19
图 31. 5 月 CPI 及各分项当月同比变化 ..... 19
图 32. 5 月 PPI 同比维持上涨 ..... 20
图 33. 5 月 PPI 分项情况（%） ..... 20
图 34. 5 月进出口同比变化 ..... 20
图 35. 5 月不同商品出口增速情况（%） ..... 21
图 36. 5 月中国对全球主要经济体出口增速（%） ..... 21

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 37. 高频数据跟踪 ..... 21
图 38. 5 月主要宏观数据情况 ..... 22
图 39. 美国 5 月 CPI 符合预期 ..... 23
图 40. 美国 5 月能源类商品大幅走高 ..... 24
图 41. 美国 6 月消费者信心小幅回升 ..... 24
图 42. 美国 6 月密歇根大学通胀预期小幅回落（）% ..... 25
图 43. CME 降息预测（6 月 13 日更新） ..... 25
图 44. 美国 5 月 PPI 超预期 ..... 26
图 45. 美国 5 月成屋销售回暖（万套） ..... 27
图 46. 美国 5 月成屋库存依旧高企（万套） ..... 27
图 47. 美国 5 月成屋售价同比走高（美元） ..... 28

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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涨。纳指累涨0.70%，标普500累涨0.65%，道指累涨0.66%。盘面上多数板块录得上涨，其中工业、原材料、日常消费品、金融、房地产、信息技术、非日常生活消费品、医疗保健、公用事业、能源板块分别上涨5.10%、3.14%、2.87%、2.49%、1.96%、1.90%、1.27%、1.00%、0.57%和0.17%；仅通讯业务板块下跌，跌幅为1.57%。总体来看，本周市场表现较强，上涨板块占据绝对多数，工业板块涨幅居前。

本周推动美股走势的消息面因素主要包括以下几个方面：一、美国5月CPI及PPI通胀数据呈现"整体上行、核心温和"特征，CPI同比4.2%、PPI同比6.5%均高于前值，但剔除油价后的核心CPI表现均弱于预期，核心PPI环比0.4%也低于预期，市场解读为油价对核心价格的传导仍相对有限。二、特朗普于6月11日宣布取消原定对伊朗的打击行动，美伊接近达成重开霍尔木兹海峡的临时协议，甚至可能于本周末在日内瓦签署潜在和平协议，这一止战预期推动市场风险偏好大幅回暖。三、SpaceX于6月12日完成历史性IPO，上市首日收涨19%、市值突破2.1万亿美元。

**本周美股板块表现呈现"科技承压、周期回暖"的鲜明轮动特征。从资金流向看，市场并非全面撤离，而是从估值过高的科技股转向工业、原材料等实体经济板块，这是一次健康的仓位再平衡，而非系统性风险释放。展望后市，美伊局势能否达成实质协议仍是关键变量：若和平协议落地，油价有望继续回落，通胀压力边际缓解，但美联储政策立场仍偏鹰派，年内降息概率极低。预计市场将延续指数窄幅震荡、板块加速分化格局，防御性板块和周期性板块的配置价值仍将优于高估值的科技成长股。**

本周主要港股指数普跌。恒生指数累跌0.98%，恒生科技指数累跌3.75%。本周港股金融业板块以3.39%的涨幅领涨，必需性消费板块上涨2.60%。下跌板块方面，工业跌幅居前，周跌幅为2.64%；资讯科技业下跌2.07%，非必需性消费下跌1.79%，公用事业下跌1.23%，电讯业下跌1.10%，综合企业下跌1.03%，原材料业下跌0.46%，医疗保健业下跌0.21%，地产建筑业下跌0.13%。总体来看，本周港股多数板块录得下跌，仅金融业和必需性消费实现上涨，其中金融业表现突出，而工业和资讯科技业调整明显。

本周驱动港股板块分化的消息面因素主要有：一、中东局势大幅反复，6月11日伊朗武装部队宣布关闭霍尔木兹海峡，美军随即对伊实施打击，谈判一度实质停滞，油价应声涨超2%，特朗普放话将"非常猛烈"打击伊朗，地缘避险情绪急剧升温；次日却又传出美伊接近达成协议，最快数日内签署，特朗普政府官员称成功率升至85%，油价回吐涨幅，局势反复加大了市场波动。二、内地监管收紧，6月11日北京市监局约谈淘宝、京东、拼多多、抖音、小红书五大电商平台，通报内卷式竞争典型问题，拖累恒生科技指数一度跌破4600点创8个月新低。

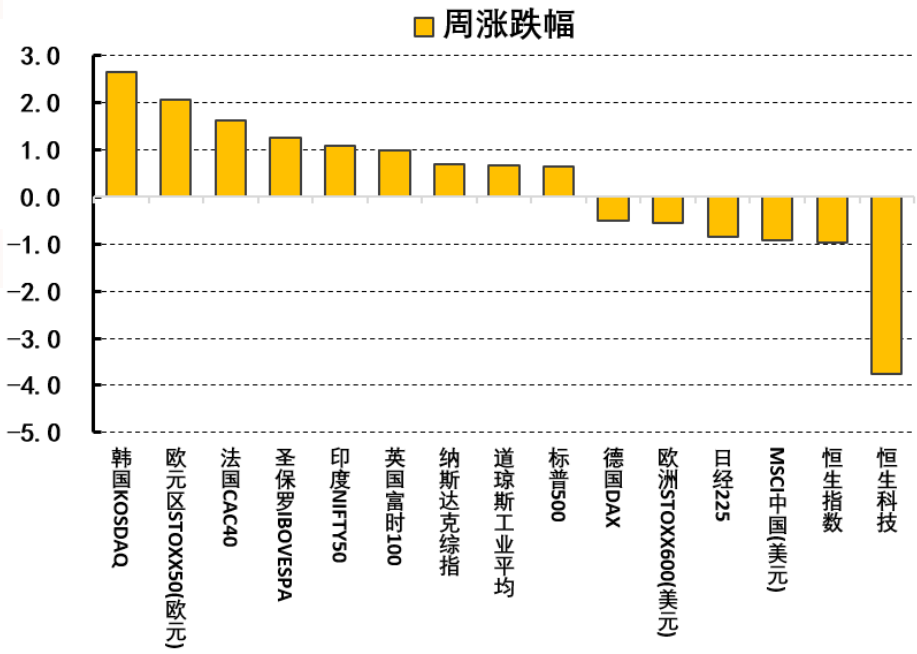
**恒指连跌五周，市场已计入较多悲观预期。从结构看，资讯科技业的大幅回调反映了AI主题资金退潮的压力，而工业板块的深度调整则映射出市场对全球经济动能放缓的担忧。展望后市，港股能否企稳取决于三个变量：中东局势是否真正走向缓和、国内稳增长政策能否加码对冲外需走弱、以及估值已处历史低位的科技股能否吸引南向资金回流。**

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



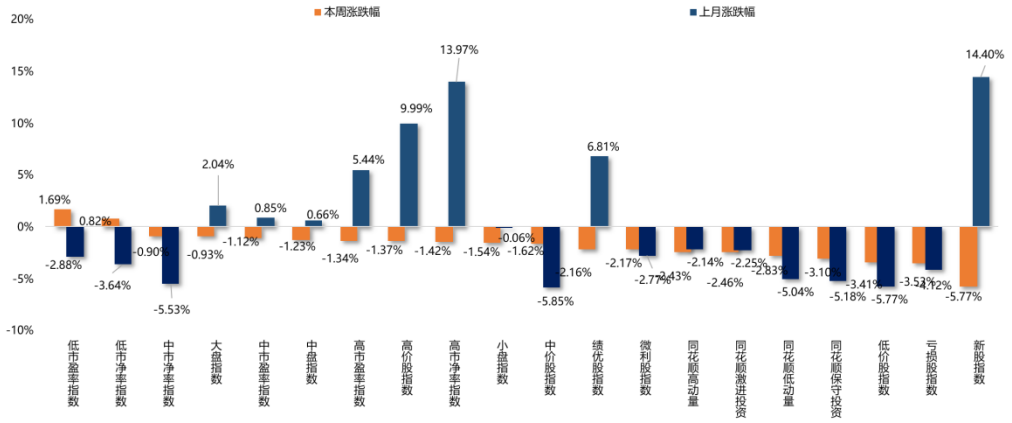
图1. 本周美股普涨、港股普跌（%）




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

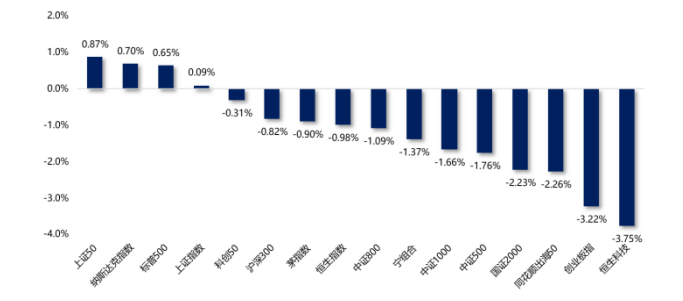
第一，本周上证指数涨 0.09%，沪深 300 跌 0.82%，中证 500 跌 1.76%，创业板指跌 3.22%，恒生指数跌 0.98%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前，行业方面中芯国际概念和氟化工概念行业领涨。本周全 A 日均交易额 27840 亿，环比上周有所下降。

图2.本周低市盈率指数占优



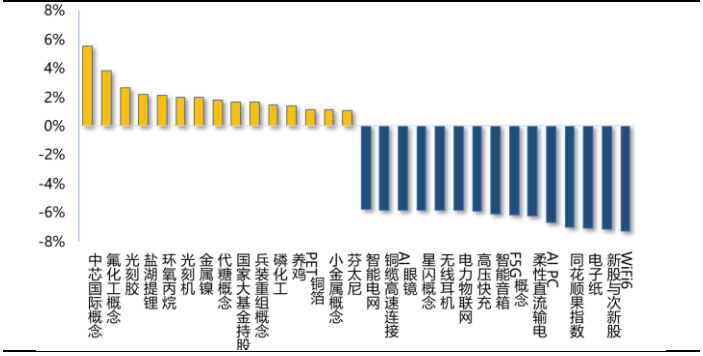

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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

下载日志已记录，仅供内部参考



图5.本周万得全 A 日均成交额回升



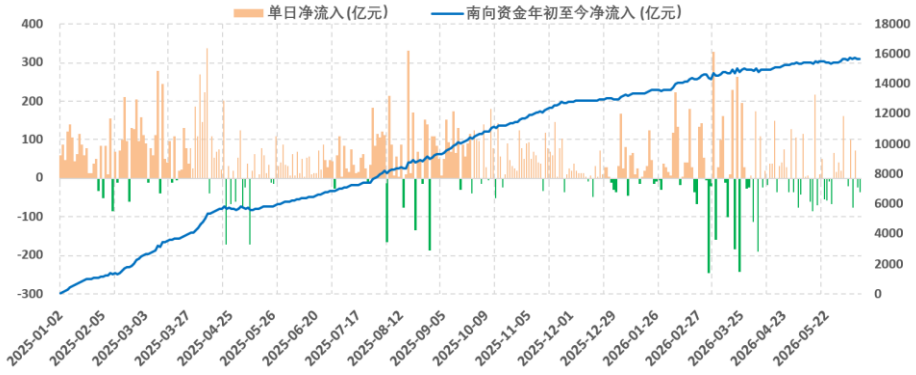

*资料来源：Wind、国投证券证券研究所*

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 6 月 12 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 15667 亿元，今年以来净流入达到 2668 亿元，上周净流入 37.05 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，主要在集中在金融服务（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。**

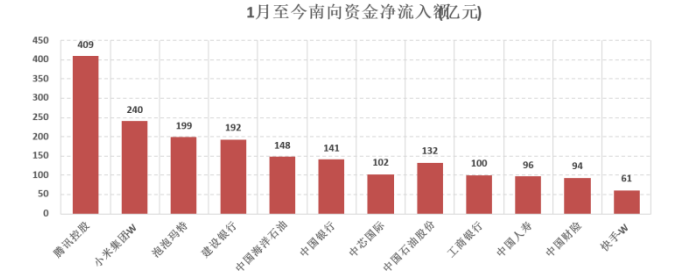
**分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。**

图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



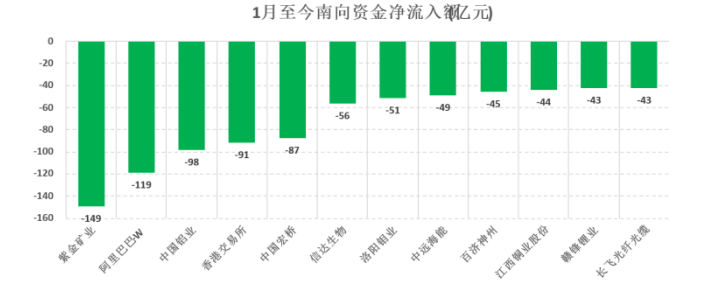

*资料来源：Wind、国投证券证券研究所*

图7.1 月以来南向资金流入方向




*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




*资料来源：Wind、国投证券证券研究所*

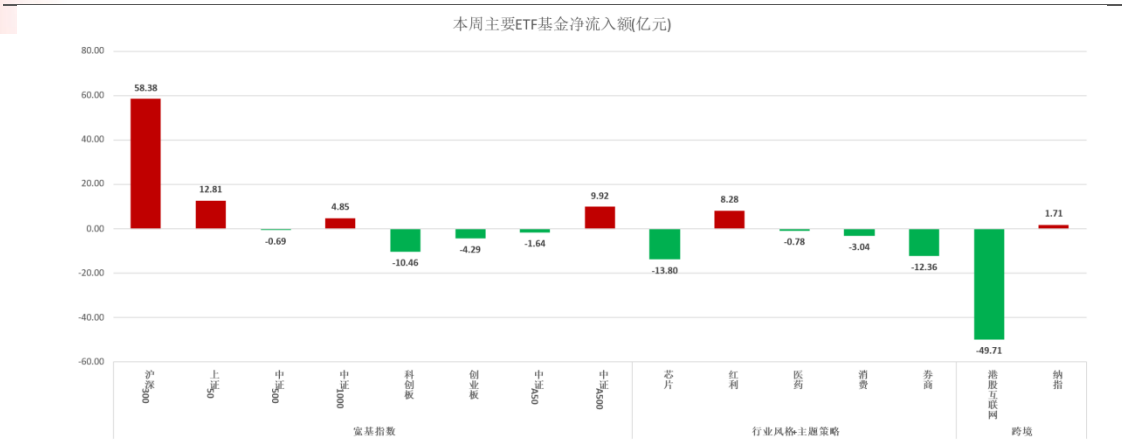
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



ETF 资金方面：本周 ETF 资金出现分化，宽基指数整体呈现净流入趋势，其中沪深 300、上证 50、中证 1000、中证 A500 净流入 58.38、12.81、9.92、4.85 亿元，科创板、创业板、中证 A50、中证 500 分别净流出 10.46、4.29、1.64、0.69 亿元。主题 ETF 方面，芯片 ETF、券商 ETF、消费 ETF、医药 ETF 净流出 13.80、12.36、3.04、0.78 亿元，红利 ETF 净流入 8.28 亿元。港股互联网净流出 49.71 亿元，纳指净流入 1.71 亿元。

图9.沪深 300 获得大幅净流入

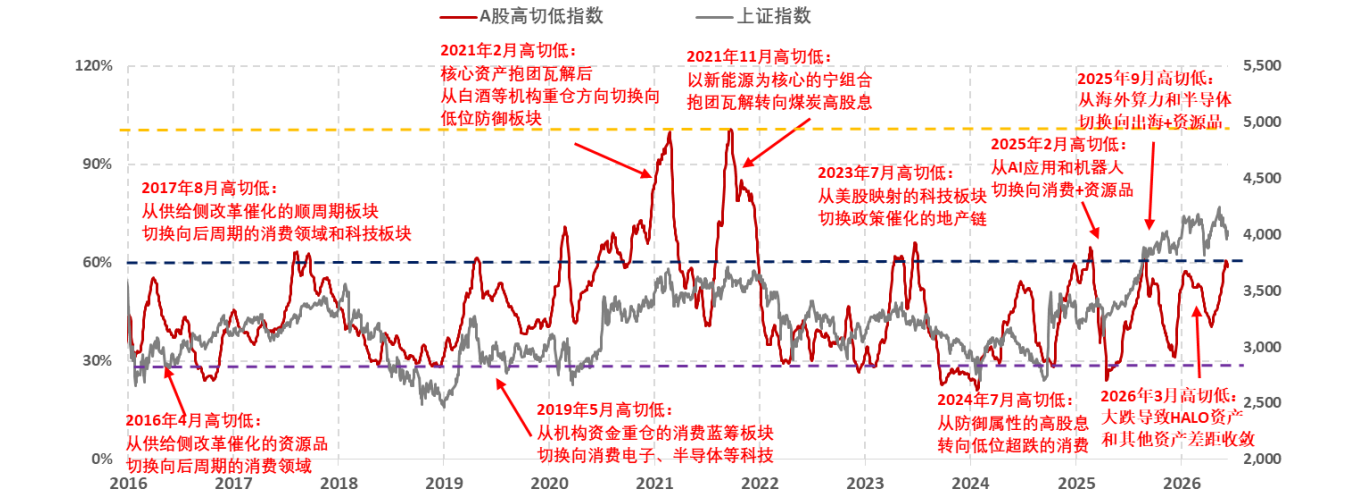



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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，且已经出现拐头向下的迹象

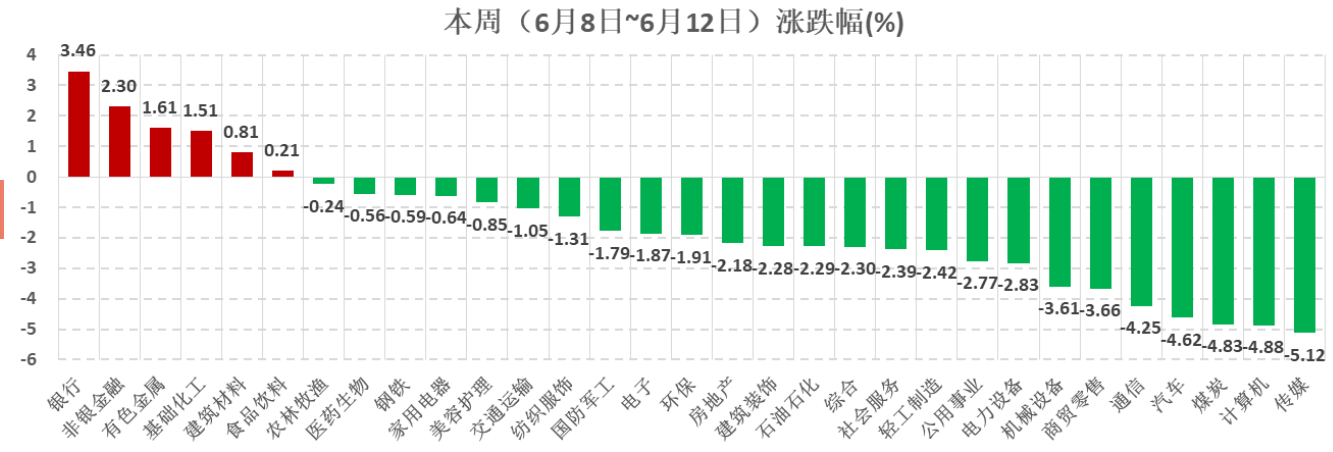



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图11.本周开始高切低行情已经徐徐展开




资料来源：Wind、国投证券证券研究所

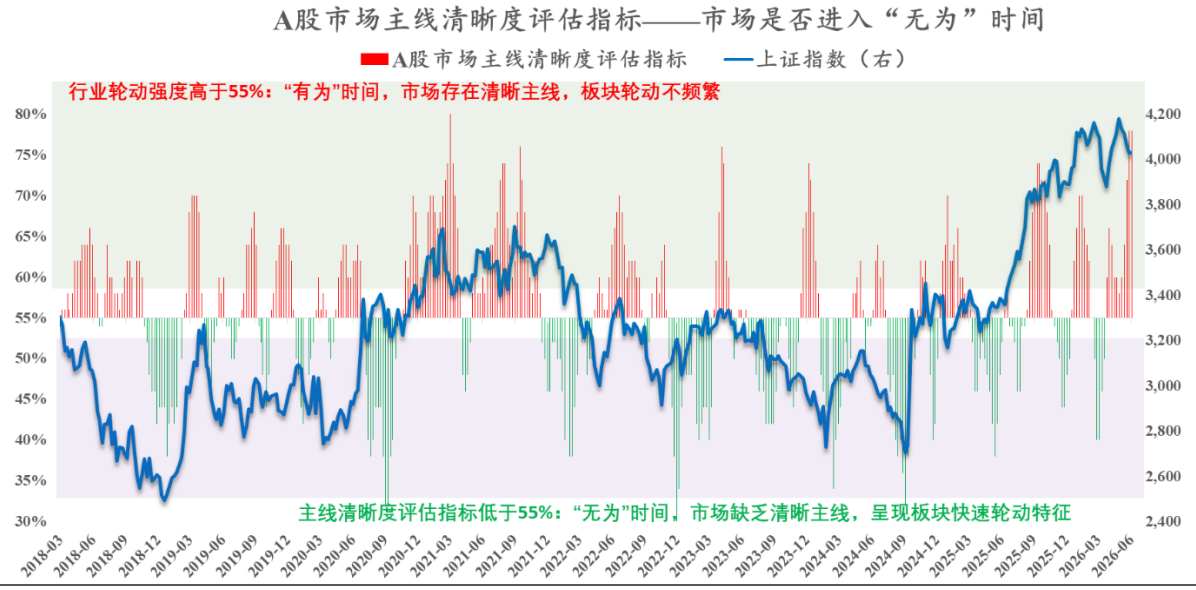
图12.A股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理

| 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13.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

下载日志已记录，仅供内部参考



**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14.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




*资料来源：Wind、国投证券证券研究所*

第四，截至 6 月 13 日，美伊谈判取得重大进展，巴基斯坦总理夏巴兹·谢里夫称，美伊已经形成“最终、双方同意的文本”，伊朗外长阿拉格齐则表示协议“从未如此接近”，但同时强调文本仍可能修改。这意味着中介方和美方认为文本已经完成，伊朗则保留最后调整与国内批准空间。据路透社报道，潜在签署时间被指向 6 月 14 日前后，形式可能是日内瓦签署，也可能远程签署，但目前没有美伊双方共同发布的正式时间表。

我们认为，相较于 4 月初和 5 月底两轮“非常接近”达成协议的事件，本轮双方达成协议的可能性最大，此前最多是“原则框架达成、等待批准”，这次已经出现了最终文本、潜在签署时间和签署地点。但签出谅解备忘录不等于形成持久和平。真正的风险点将是：签完以后美伊是不是在执行两份完全不同的协议。

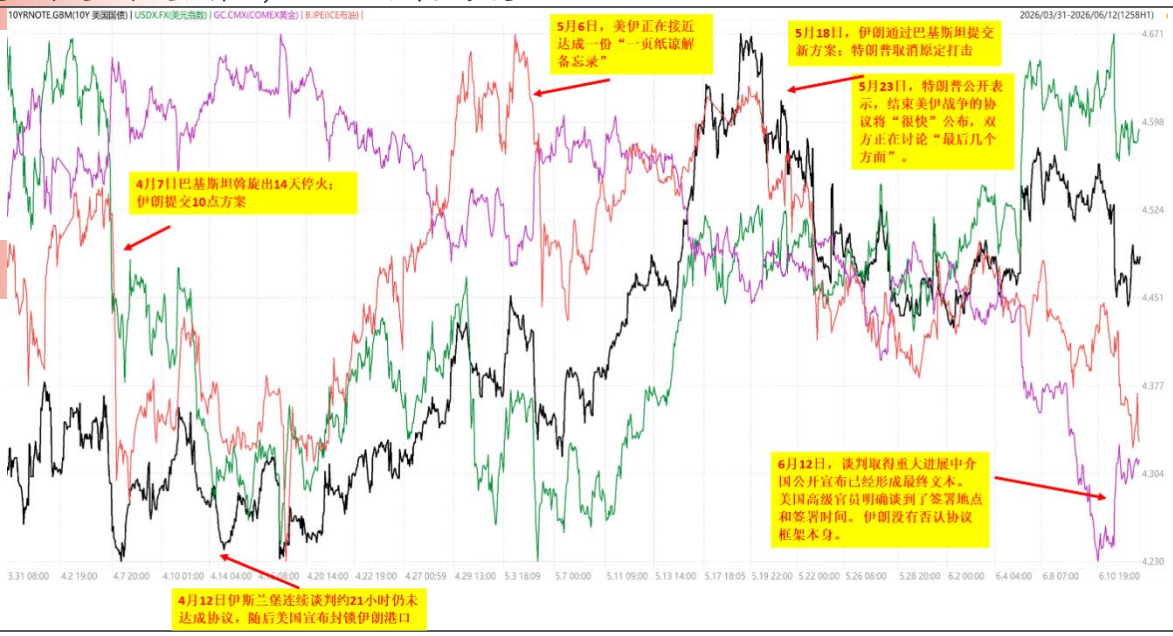
但从短期来看，对于大类资产的整体影响可以概括为，黄金反弹，但美债利率、油价和美元指数同步下跌，且对于美联储年内的加息预期形成明显降温（5 月美国 CPI 未出现通胀扩散，且战争取得积极进展），市场对于 6 月 17 日议息会议的担忧也会有所缓解。

布油现货目前已经跌破 90 美元，这是 3 月 5 日以来首次，本周四和周五全球股市上涨、油价和美债收益率下跌，已经呈现典型的“去滞胀交易”。不能说美国的滞胀风险已经完全消除，但油价长期处于高位这种“市场最担忧的情景”概率明显下降，这对于贵金属这类长期受到实际利率压制的品种构成利好。

下载日志已记录，仅供内部参考

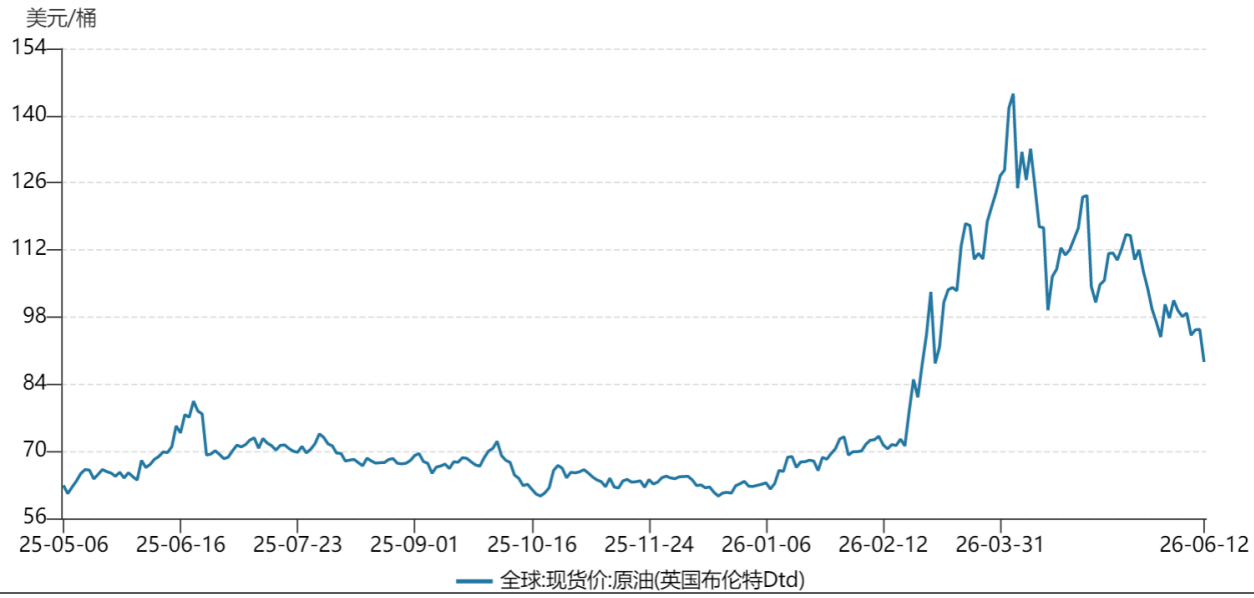


图15.美伊再度迎来缓和窗口，风险偏好有望修复




资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图16.目前布油现货价格跌破 90 美元，是 3 月 5 日以来的最低水平




资料来源：Wind、国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图17.外媒对于美伊谈判的观点汇总

| 外媒判断 | | |
|---|---|---|
| 来源 | 核心判断 | 关注焦点 |
| 路透 | 协议可能明显偏向伊朗；美国短期主要收获是霍尔木兹恢复通航与油价回落。 | 核计划、导弹、地区代理人等核心问题大多被推迟处理。 |
| 华尔街日报 | 签署不是终点，真正难点在执行。 | 伊朗内部裂痕深、革命卫队态度，以及“先履约还是先付款”的执行顺序。 |
| 卫报 | 谈判进展真实，但信息与表态高度混乱。 | 特朗普表态反复，各方叙事不一致，市场对协议稳定性存疑。 |
| 经济学人 | 即便达成框架，也难以形成长期稳定安排。 | 美伊在核能力、地区影响力与安全承诺上仍缺乏可持续均衡。 |
| 美联社 / 金融时报 | 文本突破显著，但“文本达成”不等于“正式生效”。 | 签署程序、军事摩擦、以色列立场以及后续执行条件。 |
| **智库判断** | | |
| 来源 | 核心判断 | 关注焦点 |
| CSIS | 当前MOU更像“为了恢复谈判而进行的谈判”。 | 高浓缩铀如何处置、霍尔木兹控制权、冻结资产释放顺序、核查机制。 |
| 大西洋理事会 | 这不是完整deal，只是一个高层次框架。 | 60天内能否继续推进核协议，以及美国与盟友能否保持统一压力。 |
| 军控协会 | 真正的核协议仍然相距甚远。 | 高浓缩铀、浓缩权利、暂停年限、国际核查安排仍有重大分歧。 |
| CSIS（海湾视角） | 海湾国家一方面希望停火，另一方面又担心被伊朗持续绑架海峡安全。 | 能源设施、航运安全、反无人机与海上防务投入、对美安全依赖。 |

*资料来源：Wind、国投证券证券研究所*

第五，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 年不适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。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



图18.不同美元与利率的情景组合对大类资产的影响分析

| 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；高利率极大增加黄金持有成本；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差会导致外资抽离大中华区，港A股面临剧烈的汇率贬值与流动性紧缩双杀。 |
| | ②供给侧冲击引发恶性滞胀和流动性危机 | 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（短端降幅大） | 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β收益（压低美元）；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19.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20.2026 年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设

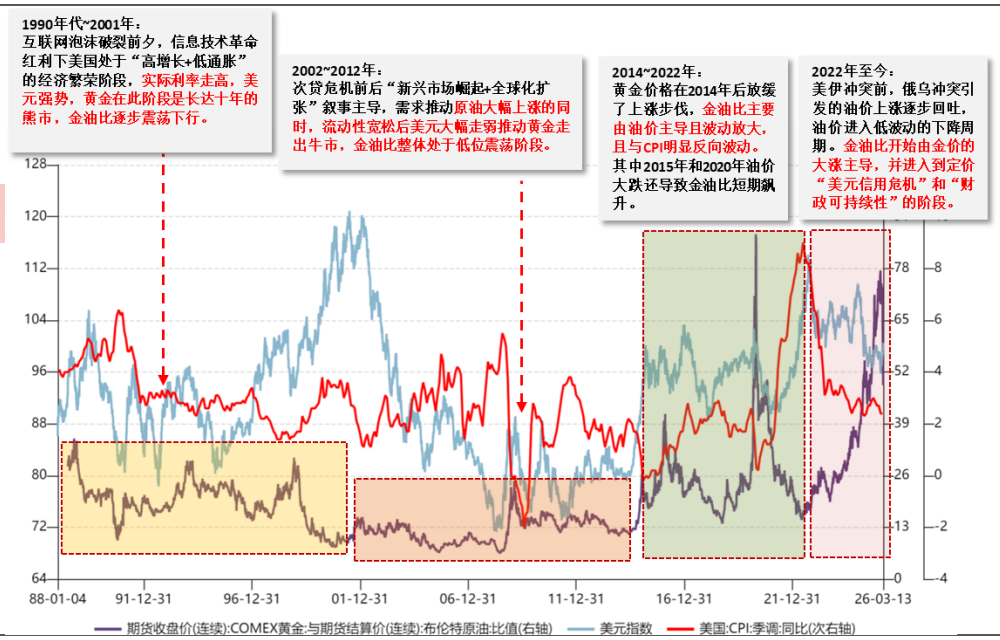



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图21.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22.30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3.78%；10年期国债收益率报收4.48%，上周前值4.55%。一、5月CPI核心环比低于预期提振降息希望，对货币政策最敏感的2年期美债收益率由4.13%降至4.11%；二、中东局势大幅摇摆，6月11日特朗普宣布取消对伊空袭计划，称与伊朗谈判已提升至最高领导层并获批准，和平谈判进入最终文件协调阶段、最早可于欧洲签约，美伊协议预期急速升温刺激美债收益率全线剧烈下挫。三、美国财政部本周标售逾1500亿美元国债与票据，供给集中释放加剧长端供需失衡，30年期再破5%凸显期限溢价压力。

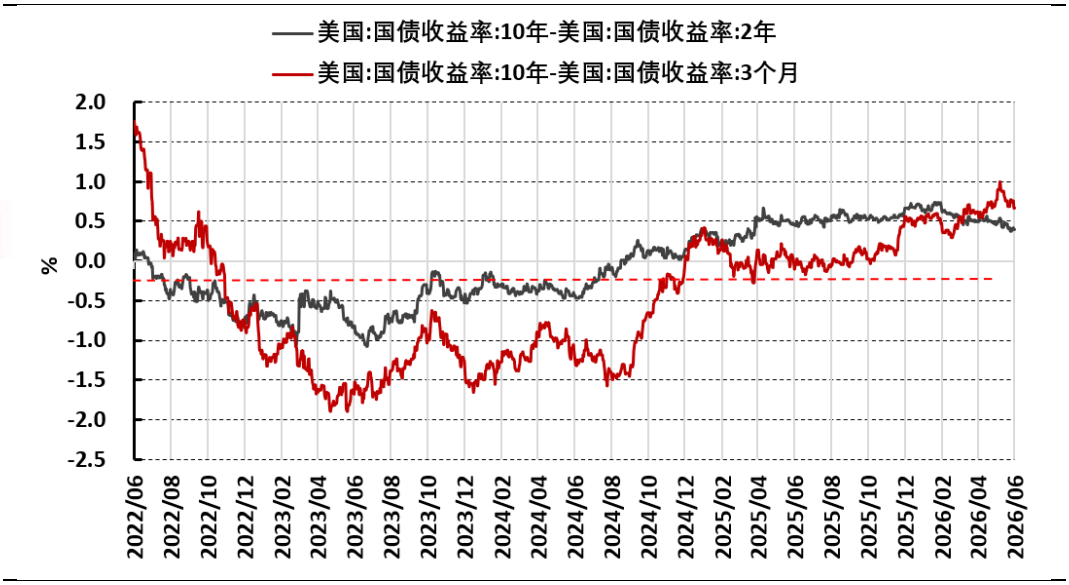
**本周10年期美债收益率下降，本质是加息定价硬约束与地缘情绪释压的拉锯结果。3个月期收益率持稳于3.78%，短端对政策预期高度敏感但加息仍处定价初期，长端则更多受地缘溢价消退驱动，期限利差略有收窄。展望后市，10年期收益率中枢大概率维持区间震荡，上行天花板取决于加息预期兑现节奏，下行地板则由高油价带来的通胀刚性支撑。下周后沃什主持上任首场FOMC会议，其政策立场表态将是关键拐点。长端利率真正趋势下行，仍需等待美伊协议实质性落地和油价持续回落。**

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

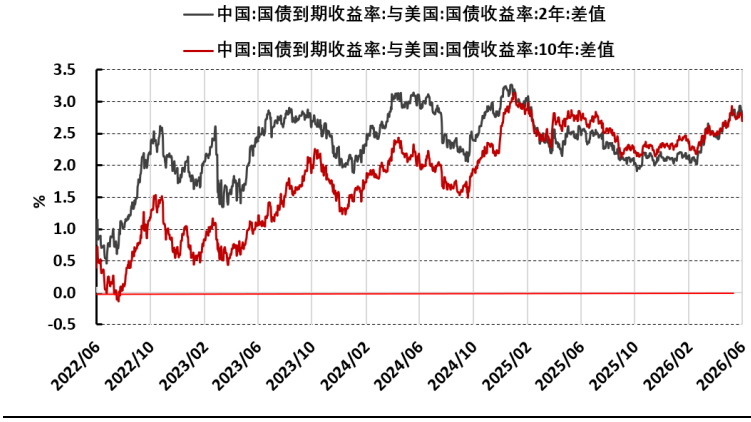


图23.3m10s 利差收窄




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图24.近一周中美利差走阔




资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图25.长端美债收益率回落




资料来源：Wind、国投证券证券研究所

本周美元指数报收 99.80，上周前值 100.08。一、中东局势出现戏剧性转折，特朗普于 6 月 11 日突然宣布取消原定当晚对伊朗的空袭行动，称美伊已敲定协议框架，和平谈判提升至最高领导层级别、最早可于日内瓦签约，市场迅速削减地缘风险溢价，美元遭遇逾一个月来最大单日跌幅，VIX 恐慌指数暴跌推动风险偏好回暖，避险资金加速撤离美元。二、美国 5 月 CPI 同比 4.2%完全符合预期，PPI 虽超预期但核心 PPI 增速放缓至 4.9%、低于预期，通胀数据整体"中规中矩"，并未为美联储进一步加息提供额外紧迫性。三、欧洲央行于 6 月 11 日如期加息 25 个基点至 2.25%，虽然加息幅度已被市场充分预期，但美欧货币政策利差的边际收窄仍对美元形成压制。四、SpaceX 完成历史性 IPO 进一步推升全球风险偏好，资金涌入股票等风险资产，作为避险资产的美元承压走弱。

**本周美元指数从前期地缘冲突带来的避险溢价中大幅回撤，本质是战争风险定价从"升级"迅速切换为"缓和"的过程。CPI 符合预期未能推动加息预期进一步走强，而欧央行加息收窄利差则削弱了美元相对于欧元的利率优势。展望后市，美伊协议的最终落地情况将是关键变量，当前伊朗方面仍以冻结资金解冻等条件对协议真实性提出质疑，局势仍存反复风险。此外，下周沃什主持上任后首场 FOMC 会议，其政策立场表态将成为影响汇市走向的另一关键时间节点。**

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



图26. 本周美元指数走高

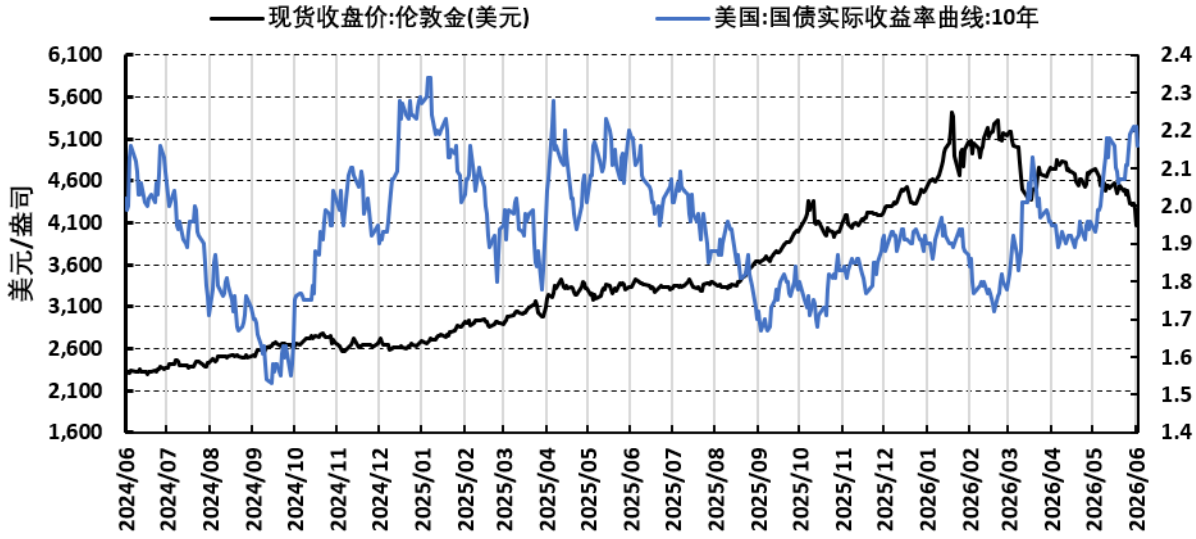



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

伦敦金现最新价格 4218.97 美元/盎司，上周前值 4328.92 美元/盎司，COMEX 黄金期货最新价格为 4239.90 美元/盎司，上周前值 4353.90 美元/盎司。一、6 月 11 日晚间，特朗普突然宣布取消原定对伊朗的空袭计划，称美伊已达成协议框架、最快可于日内瓦签署，伊朗方面随即否认，称被冻结资金解冻等关键问题仍未解决，最新事态同时被伊朗军方拦截油轮等行动进一步复杂化，地缘溢价快速消退后又存反复，加剧了金价的大幅宽幅震荡。二、欧洲央行 6 月 11 日如预期加息 25 个基点至 2.25%，市场预期 7 月将再加 25 个基点，全球央行形成紧缩共振，黄金持有成本持续高企。三、美元指数虽小幅回落，但加息预期支撑其维持在 100 附近高位，对以美元计价的黄金形成持续性压制。四、SPDR 黄金 ETF 持仓量降至 1013.64 吨，期权市场出现大量看跌押注，有交易员买入 2028 年到期执行价 240 美元的深度看跌期权，押注金价未来两年再跌 40%。

**全球加息预期升温正在重塑黄金的核心定价逻辑，金出现了罕见的"越乱越跌"局面。随着金价跌破 200 日均线，大量技术性止损盘被触发，而全球央行紧缩共振导致持有黄金的机会成本高企，黄金 ETF 已连续三个月录得净流出。展望后市，下周沃什首次主持的 FOMC 会议的表态将是关键拐点。短期若美伊出现实质性协议落地，油价回落或带动通胀预期边际改善，但若无协议确认，地缘反复与加息定价的拉锯恐将延续。**

图27. 本周黄金走弱




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

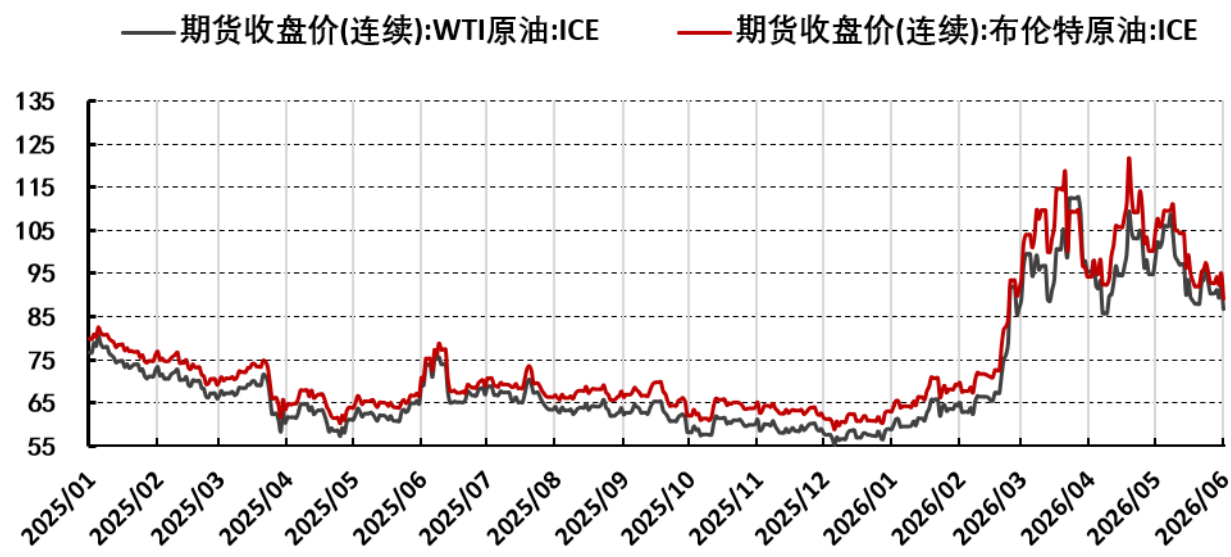
下载日志已记录，仅供内部参考



本周 WTI 报收 84.30 美元/桶，上周前值 90.30 美元/桶。IPE 布油本周收盘价 86.80 美元/桶，上周前值 92.78 美元/桶。一、美国总统特朗普 6 月 11 日突然宣布取消原定对伊朗的空袭计划，市场押注美伊最快于周日签署谅解备忘录，核心内容涉及重启霍尔木兹海峡航运、解除美国对伊朗的海上封锁及放松经济制裁，美方官员透露短期内签署备忘录的成功率约 80%至 85%，伊朗外长阿拉格齐也表示备忘录可能在几天内签署；二、供需基本面加速转弱，OPEC+于 6 月 7 日召开会议，决定将 7 月产量配额再增加 18.8 万桶/日，尽管分析师指出在当前霍尔木兹海峡实际关闭的背景下这一增量"几乎毫无意义"；三、OPEC 当月月度报告连续第二个月下调 2026 年全球石油需求增长预测，从此前的 117 万桶/日大幅下修至 97 万桶/日。

**本周油价的核心叙事是“地缘溢价出清+宏观需求阴影”的同步施压。美伊和解前景令此前计入数月战争风险的大量多头寸被迫平仓，而 OPEC 连续下调需求预期叠加全球主要经济体进口萎缩，供需预期已从供给恐慌转向需求担忧。展望后市，即便霍尔木兹海峡重新开放，低库存的现实约束并不会消失，库欣库存逼近 2000 万桶临界值、全球库存每日以超 600 万桶速度下降的结构性矛盾，决定了油价下行空间有限。短期油价大概率围绕 85 美元中枢反复拉锯，协议签署落地后或有进一步探底。真正的向上弹性取决于谈判落地后实物供应恢复节奏能否匹配即将到来的夏季需求高峰，若恢复不及预期，油价随时可能再度走高。**

图28.本周原油价格回落（美元/桶）




*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

LME 铜本周报收 13698.00 美元/吨，上周报收 13519.50 美元/吨。一、6 月 11 日晚间特朗普宣布取消原定对伊朗的空袭计划，称美伊已达成协议框架、文件进入最后定稿阶段、最快可于本周末在欧洲签署，市场风险偏好急速回暖，有色金属整体向上修。二、供应端约束持续强化，南美 Los Pelambres 铜矿道路封锁进入第六天、该矿年产量约 35 万吨，赞比亚 Nchanga 冶炼厂启动 60 天停产检修，铜精矿现货 TC 进一步跌至-115 美元/吨的深度负值区间，矿端供应紧缺格局未见缓解。三、全球库存结构性失衡加剧，LME 库存下降至约 36.7 万吨，而 COMEX 库存持续攀升至历史新高，美国关税预期驱动套利资金持续将全球铜资源虹吸至美国，非美地区供应趋紧形成价格支撑。

**LME 铜盘中一度受美伊军事冲突升级拖累跌至三周低点，但和平预期升温后迅速反弹。当前铜市场正处于“宏观逆风”与“微观强支撑”的拉锯阶段：一方面，美联储加息预期仍在定价过程中，市场等待 6 月 18 日沃什主持的首场 FOMC 会议给出更明确的政策信号；另一方面，TC 负值深度扩大、矿山持续扰动、全球精铜去库延续等基本面因素提供坚实底部。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图29. 本周铜价震荡走高




*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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 CPI、PPI 和出口数据。CPI 方面，5 月 CPI 同比上涨 1.2%、环比下降 0.1%，核心 CPI 稳定在 1.1%，呈现“能源与服务拖累环比、低基数与 AI 消费品支撑同比、猪肉下行制约涨幅”的分化格局，内需修复节奏温和但结构性亮点显现。PPI 方面，5 月 PPI 同比上涨 3.9%创近年新高、环比涨幅收窄至 0.5%，上行动能正经历从外部输入主导向内部结构发力的深刻切换——国际油价斜率放缓使石油相关行业环比转跌，而 AI 算力需求拉动有色金属、计算机、电气机械等行业价格全面上行，叠加迎峰度夏季节性需求，内部产业升级正成为 PPI 的核心引擎。出口方面，5 月出口同比增长 19.4%至 3767.8 亿美元、创单月历史新高，超预期增长的核心驱动力来自全球 AI 产业链高景气——集成电路与自动数据处理设备两项合计拉动出口增速 9.4 个百分点、贡献过半增量，对美出口在低基数与关税缓和下反弹 35.4%，与韩国、越南等制造业经济体出口共振，印证本轮出口强势植根于全球 AI 资本开支周期的结构性力量。整体看，价格端工业品从外部输入转向内部升级驱动，需求端出口从传统制造转向 AI 密集型输出，利润端“价升量缩”特征在 PPI 与出口之间形成微妙呼应，后续关注 AI 相关涨价能否向更广泛的中下游传导以及猪肉价格何时触底回升。具体而言：

- CPI 方面，5 月 CPI 同比下降 0.1%，环比下降 0.1%，主要受汽油价格由涨转跌和出行服务季节性回落等因素影响。从环比看，受国际油价传导影响，国内汽油价格下降 0.3%，带动能源价格下降 0.1%，对 CPI 环比的影响为下拉 0.01 个百分点。受“五一”节后出行季节性回落影响，服务价格下降 0.1%，对 CPI 环比的影响为下拉 0.03 个百分点。其中，交通工具租赁和飞机票价格分别由上月上涨 8.6%和 29.2%转为下降 6.8%和 6.3%，合计影响 CPI 环比下降约 0.04 个百分点。夏装换季上新带动服装价格上涨 0.6%，AI 相关需求旺盛带动移动电话机和平板电脑价格分别上涨 1.6%和 1.1%。食品价格下降 0.4%，降幅比上月收窄 1.2 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.07 个百分点。食品中，应季蔬菜大量上市，鲜菜价格下降 3.6%，影响 CPI 环比下降约 0.06 个百分点；猪肉供应充足，价格下降 1.6%，降幅比上月收窄 4.1 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.03 个百分点；阶段性供给偏紧叠加夏季高温产蛋率下降、端午节前集中备货等因素影响，鸡蛋价格上涨 6.1%，影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点。环比转降并不意味着内需走弱，其本质是能源端油价高增斜率放缓后价格效应由正转负，叠加假期脉冲消退后服务价格的正常回归，而 AI 电子产品涨价，则构成了需求侧结构性向好的积极信号。

  从同比看，全国 CPI 上涨 1.2%，涨幅与上月相同，扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.1%。其中，工业消费品价格上涨 3.9%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 1.18 个百分点。工业消费品中，受上年同期对比基数较低影响，汽油价格涨幅继续扩大至 23.5%，黄金饰品价格涨幅继续回落至 39.0%；家用器具和服装价格分别上涨 3.4%和 1.5%，合计影响 CPI 同比上涨约 0.12 个百分点。服务价格上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.40 个百分点。食品价格下降 1.7%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.30 个百分点。食品中，猪肉价格下降 16.1%，影响 CPI 同比下降约 0.31 个百分点；鲜果价格下降 2.2%，影响 CPI 同比下降约 0.04 个百分点；鸡蛋、羊肉、牛肉、禽肉类、水产品和鲜菜价格均有上涨，涨幅在 0.6%—8.4%之间，合计影响 CPI 同比上涨约 0.13 个百分点。汽油的低基数效应与 AI 相关电子消费品的结构性涨价提供了正向贡献，但猪肉价格下行周期仍在延续，服务业涨价趋缓，两股力量形成拉锯。核心 CPI 维持在 1.1%的温和区间，表明内需修复节奏平稳，尚未形成显著的通胀压力。
- PPI 方面，5 月 PPI 同比上涨 3.9%，环比上涨 0.5%，同比涨幅较上月扩大 1.1 个百分点，环比涨幅较上月回落 1.2 个百分点，PPI 同比延续高涨，上行动能正在经历从外部主导向内部接力的切换。从驱动力拆解，一方面，前期驱动 PPI 大幅走高的国际原油价格上涨斜率出现明显放缓，输入性涨价引擎边际降温。5 月布伦特原油均价虽仍维持高位，但月内呈前高后低走势，油价上涨斜率的放缓直接体现在上游 PPI 环比由涨转跌。石油和天然气开采业价格环比下降 1.8%，精炼石油产品制造价格下降 0.3%，化学原料和化学制品制造业价格虽仍上涨 2.0%，但涨幅比上月大幅回落 6.3 个百分点。外部输入性驱动力减弱。另一方面，与外部引擎边际降温形成鲜明对比的是，内部结构性因素的边际走强正成为 PPI 上行的核心引擎。算力需求快速增长，带动有色金属、电气机械和计算机相关行业价格全面上行。有色金属矿采选业同比上涨 36.5%，有色金属冶炼和压延加

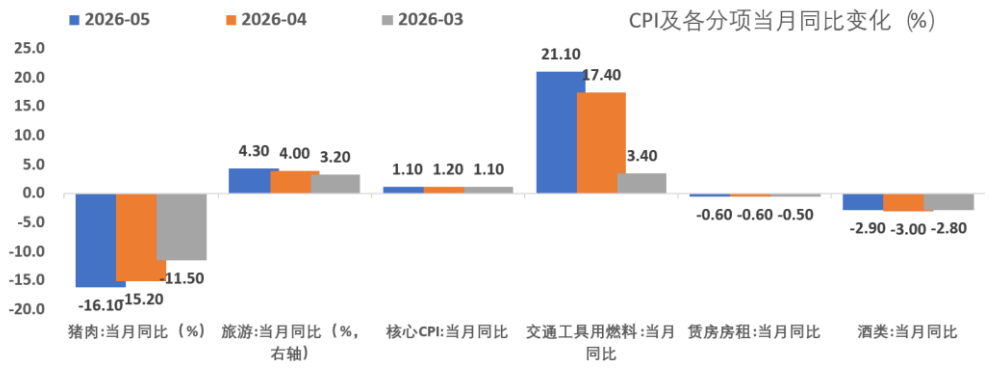
下载日志已记录，仅供内部参考



工业同比上涨 24.0%，合计影响 PPI 同比上涨约 2.05 个百分点。AI 算力需求加速落地带动更高附加值环节涨价：光纤制造价格、集成电路封装测试系列价格、外存储设备及部件价格均环比上涨，有色金属冶炼和压延加工业中锡冶炼、铜冶炼价格分别环比上涨 4.8%和 3.1%。季节性需求增加进一步助推，“迎峰度夏”备煤和非电用煤需求叠加，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 3.2%，同比上涨 10.0%。外部能源动力让位于内部产业升级需求的结构性切换，正在重塑 PPI 上行的根本逻辑——由成本推动的单引擎驱动，正演变为“AI 需求拉动+产业升级支撑+季节性需求共振”的三引擎格局。

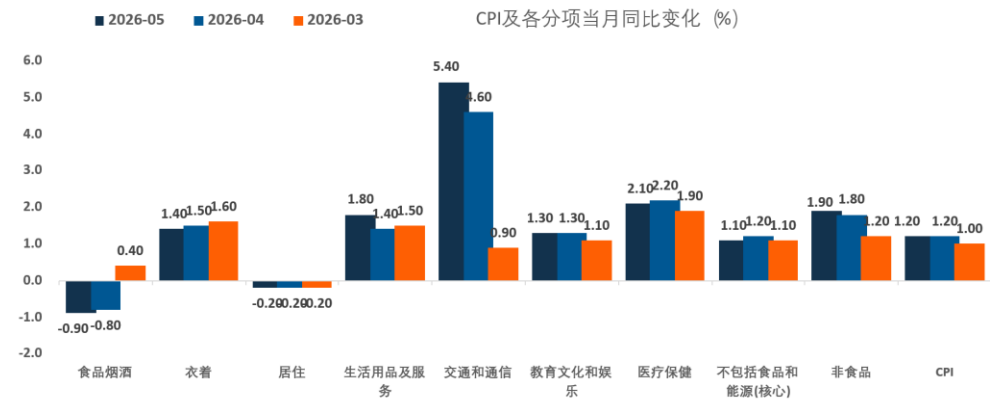
- 出口数据方面，5 月出口以美元计同比增长 19.4%，较 4 月的 14.1%进一步攀升，超出路透预期 15%，单月出口额达 3767.8 亿美元，创单月历史新高。出口高增的首要驱动力来自全球 AI 产业链的持续高景气，AI 相关产品和汽车贡献了主要的出口增长。集成电路出口金额同比暴增 110.9%（数量仅增 2.1%，涨价效应显著），在整体出口额中的占比达 9.4%，为第一大类出口商品；自动数据处理设备及其零部件出口额达同比增长 66.1%，创 2010 年以来最快增速。上述两类商品出口高增对整体出口增速的拉动达到 9.4 个百分点，贡献了当月整体出口增速的逾一半，较上月多拉动 3 个百分点。高新技术产品出口增长 50.9%，汽车出口额增长 39%，手机出口增长 44.3%。区域维度同样释放积极信号：对美出口延续反弹态势，同比增长 35.4%，增速较上月提高 24.1 个百分点，关税缓和与去年同期低基数是核心驱动力；对东盟、韩国出口分别增长 24.3%、42.1%，中国香港转口贸易维持高增，韩国半导体和计算机出口与我国相关出口高度共振，印证了 AI 产业链在东亚区域内的深度协同效应。值得关注的是，在 AI 投资热潮持续升温的背景下，韩国（半导体出口同比增长 169.4%）、越南（电子及计算机零部件累计出口增长 46.2%）等制造业经济体出口同步高增，表明本轮中国出口改善并非孤立现象，而是全球 AI 基础设施资本开支周期共振驱动下结构性力量的结果。

图30.5 月 CPI 及各分项当月同比变化




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图31.5 月 CPI 及各分项当月同比变化

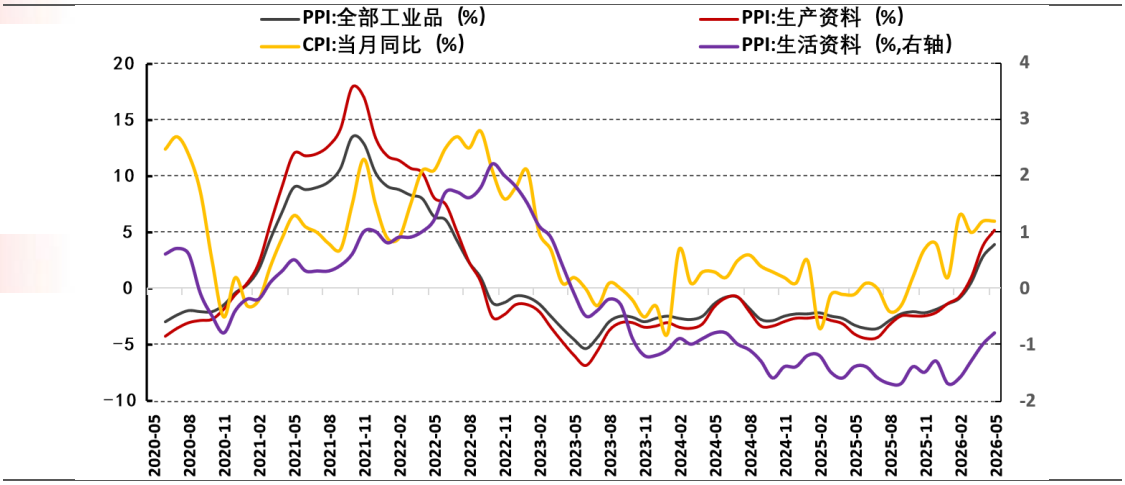



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

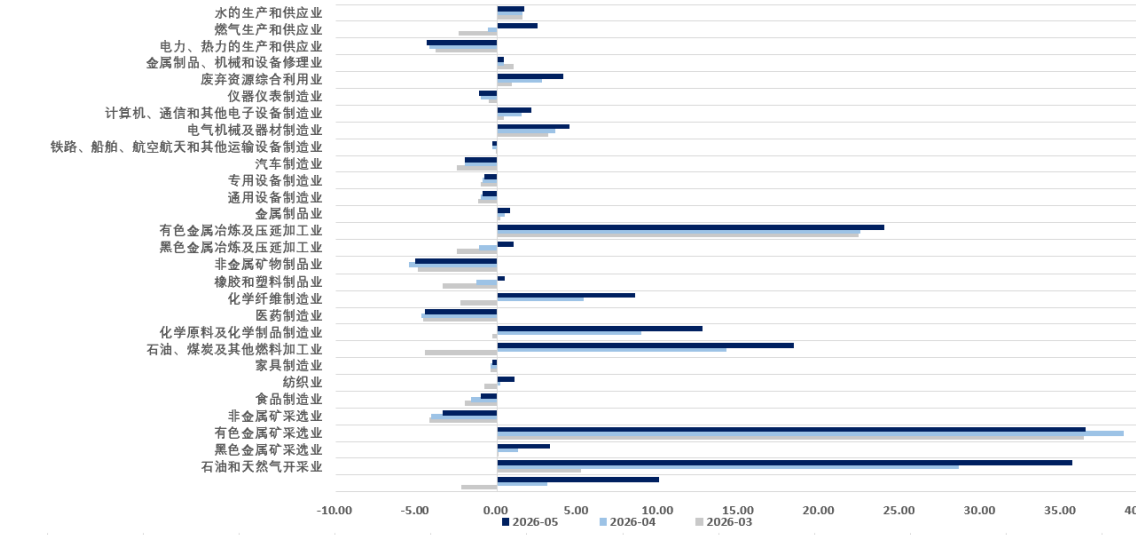


图32.5 月 PPI 同比维持上涨



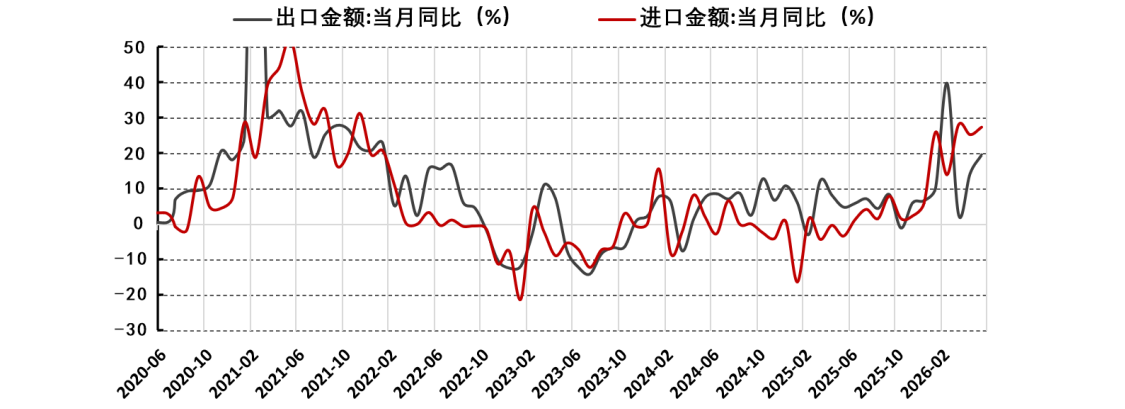

*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

图33.5 月 PPI 分项情况（%）




*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

图34.5 月进出口同比变化



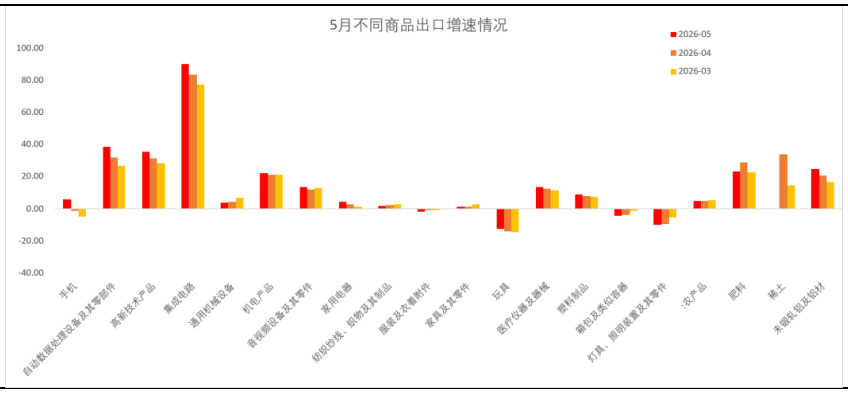

*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

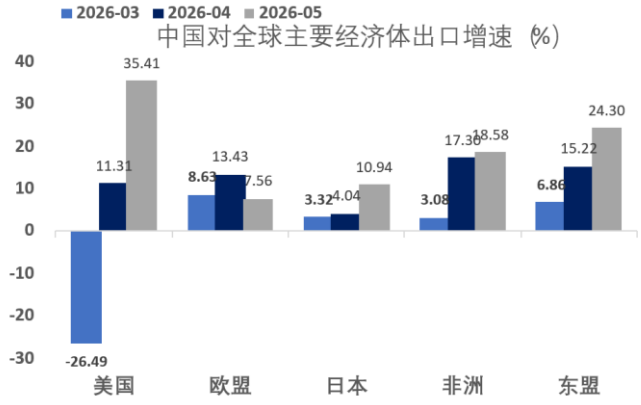


图35.5 月不同商品出口增速情况（%）




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图36.5 月中国对全球主要经济体出口增速（%）




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图37.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 | 2026/6/12 | 日度 | 115 | | 3.19% | -0.01% |
| 煤炭行业 | 煤炭库存 | 2026/6/12 | 日度 | 650 | 万吨 | 3.67% | 0.00% |
| 石油化工行业 | 地炼开工率 | 2026/6/11 | 周度 | 48.61 | % | 3.23% | -4.85% |
| | 涤纶长丝开工率 | 2026/6/11 | 周度 | 74.23 | % | -17.66% | -5.78% |
| | 焦化企业开工率 | 2021/12/31 | 周度 | 66.99 | % | -20.61% | 0.66% |
| 钢铁行业 | 高炉开工率(247家) | 2026/6/12 | 周度 | 84.25 | % | 0.83% | 0.37% |
| | 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 | 2026/6/12 | 周度 | 228.71 | 万吨 | 3.10% | 3.72% |
| | 高炉炼铁产能利用率 | 2026/6/12 | 周度 | 90.24 | % | -0.44% | 0.06% |
| 汽车行业 | 全钢胎开工率 | 2026/6/12 | 周度 | 66.29 | % | 1.24% | -0.61% |
| | 半钢胎开工率 | 2026/6/12 | 周度 | 71.02 | % | -9.29% | 0.23% |
| | 乘用车销量 | 2026/6/7 | 周度 | 32595 | 辆/日 | -21.76% | -58.96% |
| 房地产 | 30大城市商品房成交面积 | 2026/6/11 | 日度 | 33.08 | 万平方米 | 5.49% | 14.99% |
| | 一线 | 2026/6/11 | 日度 | 19.90 | 万平方米 | 89.13% | 64.56% |
| | 二线 | 2026/6/11 | 日度 | 8.68 | 万平方米 | -43.51% | -17.14% |
| | 三线 | 2026/6/11 | 日度 | 4.50 | 万平方米 | -17.67% | -27.39% |
| 基建 | 石油沥青开工率 | 2026/6/10 | 周度 | 11.90 | % | -62.22% | -10.53% |
| | 水泥发运率 | 2026/6/12 | 周度 | 41.55 | % | 1.47% | -0.86% |
| 出口 | 中国出口集装箱运价指数 | 2026/6/12 | 周度 | 1480.11 | | 28.15% | 4.85% |
| | 波罗的海干散货指数 | 2026/6/12 | 日度 | 2729 | | 38.67% | 0.00% |
| 商品价格 | 猪肉 | 2026/6/12 | 日度 | 14.56 | 元/公斤 | -24.36% | 0.90% |
| | 农产品批发价格指数 | 2026/6/12 | 日度 | 113.53 | | 0.32% | 0.27% |
| | 蔬菜 | 2026/6/12 | 日度 | 4.30 | 元/公斤 | -0.46% | 0.47% |
| | 布伦特原油 | 2026/6/12 | 日度 | 87.33 | 美元/桶 | 25.17% | -6.19% |
| | 螺纹钢 | 2026/6/12 | 日度 | 3173.00 | 元/吨 | 7.16% | 0.41% |
| | 南华工业品指数 | 2026/6/12 | 日度 | 4002.74 | | 14.10% | -1.37% |
| | 南华农业品指数 | 2026/6/12 | 日度 | 1063.32 | | -0.62% | 0.30% |
| | 玻璃 | 2026/6/12 | 日度 | 989.00 | 元/吨 | 1.02% | -2.85% |
| | LME铜 | 2026/6/12 | 日度 | 13603.00 | 美元/吨 | 39.80% | -0.93% |

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



图38.5月主要宏观数据情况

| 指标名称 | 单位 | 2025-11 | 2025-12 | 2026-01 | 2026-02 | 2026-03 | 2026Q1 | 2026-04 | 2026-05 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| GDP | 同比(%) | 4.50 | | 5.00 | | | | - | - |
| | 环比(%) | 1.20 | | 1.30 | | | | - | - |
| CPI | 同比(%) | 0.70 | 0.80 | 0.20 | 1.30 | 1.00 | 0.90 | 1.20 | 1.20 |
| | 环比(%) | -0.10 | 0.20 | 0.20 | 1.00 | -0.70 | - | 0.30 | -0.10 |
| PPI | 同比(%) | -2.20 | -1.90 | -1.40 | -0.90 | 0.50 | -0.60 | 2.80 | 3.90 |
| | 环比(%) | 0.10 | 0.20 | 0.40 | 0.40 | 1.00 | 1.00 | 1.70 | 0.50 |
| PMI | 指数 | 49.20 | 50.10 | 49.30 | 49.00 | 50.40 | - | 50.30 | 50.00 |
| 工业增加值 | 同比(%) | 4.80 | 5.20 | 6.30 | | 5.70 | 6.10 | 4.10 | - |
| M1期末值 | 同比(%) | 4.90 | 3.80 | 4.90 | 5.90 | 5.10 | 5.10 | 5.00 | 5.50 |
| M2期末值 | 同比(%) | 8.00 | 8.50 | 9.00 | 9.00 | 8.50 | 8.50 | 8.60 | 8.60 |
| 失业率 | 调查失业率(%) | 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(%) | 1.30 | 0.90 | - | - | 1.70 | 2.40 | 0.20 | - |
| 全国固定资产投资 | 累计同比(%) | -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(%) | -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(%) | 0.13 | -1.48 | - | 11.40 | 8.90 | 8.90 | 4.30 | - |
| 制造业投资 | 累计同比(%) | 1.90 | 0.60 | - | 3.10 | 4.10 | 3.10 | 1.20 | - |
| 社融期末存量 | 同比(%) | 8.50 | 8.30 | 8.20 | 8.20 | 7.90 | 7.90 | 7.80 | 7.70 |
| 进口总值 | 同比(%) | 2.04 | 5.72 | 25.70 | 13.80 | 27.80 | 19.60 | 25.30 | 27.40 |
| 出口总值 | 同比(%) | 5.82 | 6.46 | 10.00 | 39.60 | 2.50 | 11.90 | 14.10 | 19.40 |

*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 3.外部因素：美国5月核心CPI/PPI保持韧性，成屋销售意外回升

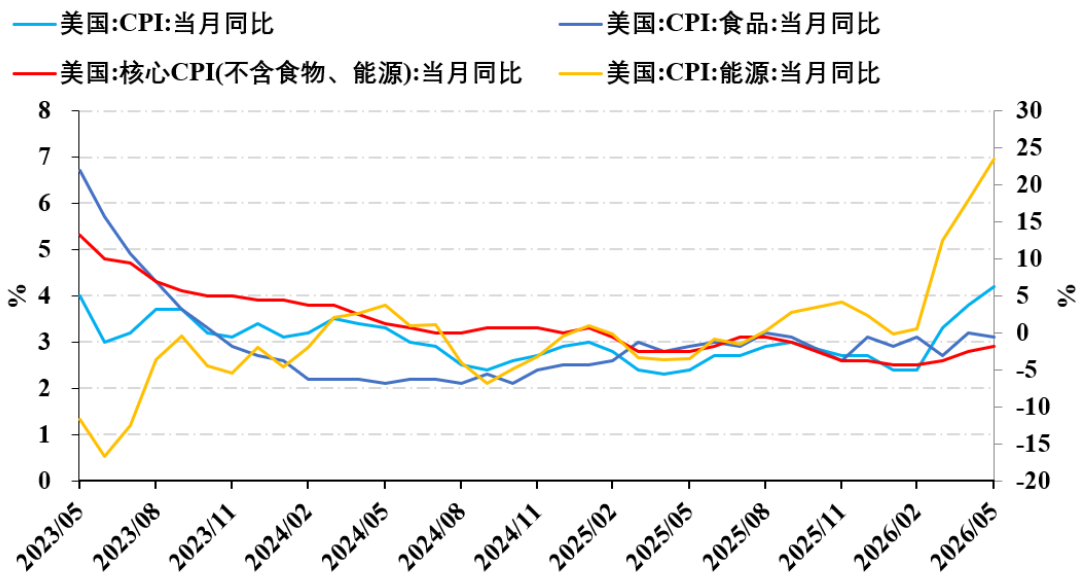
## 3.1.美国5月CPI符合预期，核心通胀保持韧性

5月美国CPI同比增长4.2%，符合预期，高于前值3.8%。环比增长0.5%，持平预期，低于前值0.6%。核心CPI同比增长2.9%，符合预期，高于前值2.8%，环比增长0.2%，低于预期0.3%，低于前值0.4%。

从具体指标来看，5月核心服务端通胀占CPI同比的48.7%，其中住房通胀占CPI同比的28.5%，远低于前值。5月份食品价格同比增长3.1%，前值3.2%。能源价格同比增长23.0%，前值为17.5%。不包括食物和能源的商品同比增长1.1%，前值为1.1%。不包括能源的核心服务价格同比增3.4%，前值3.3%。单项变动来看，发动机燃料上升最大，同比较前期增长约0.1pct。单项贡献度增量来看，发动机燃料提供最大正向贡献，同比较前期贡献度上涨1.7pct。值得注意的是，本次核心服务的上行主要来自于住所价格上升。

**5月CPI数据几乎全部由能源供需，能源价格若维持高位，整体CPI同比或继续承压，但环比增速的放缓预示着需求正在降温。美联储更关注的核心通胀将进入关键观察期，住房通胀的滞后效应有望在下半年逐渐消退，但劳动力市场依旧偏紧可能支撑其他服务价格。6月密歇根通胀预期小幅回落，叠加通胀并未恶性像核心CPI扩散，预计6月会议将维持利率不变，但年内降息空间有限。若后续核心服务环比持续低于0.2%，通胀回落路径才可能确认，否则市场仍需警惕二次通胀风险。**

图39.美国5月CPI符合预期

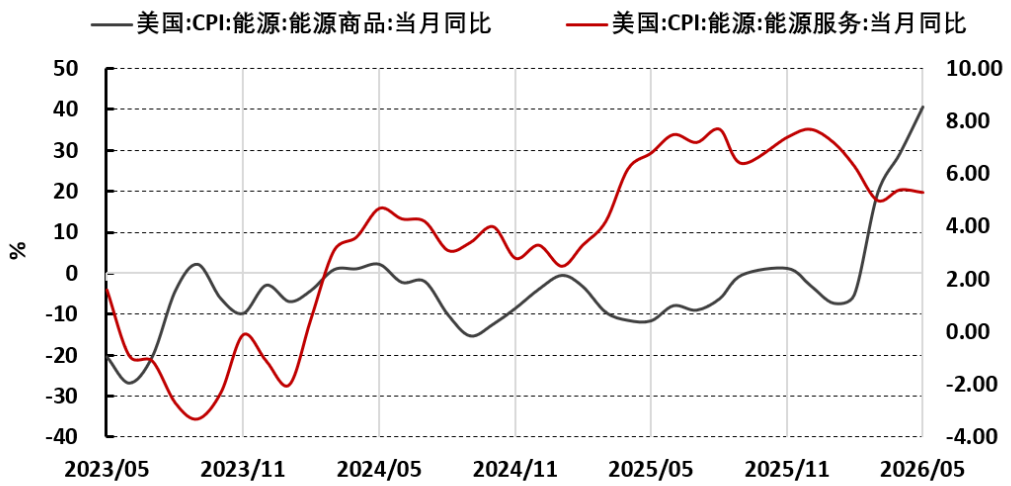



*资料来源：iFind，国投证券证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考

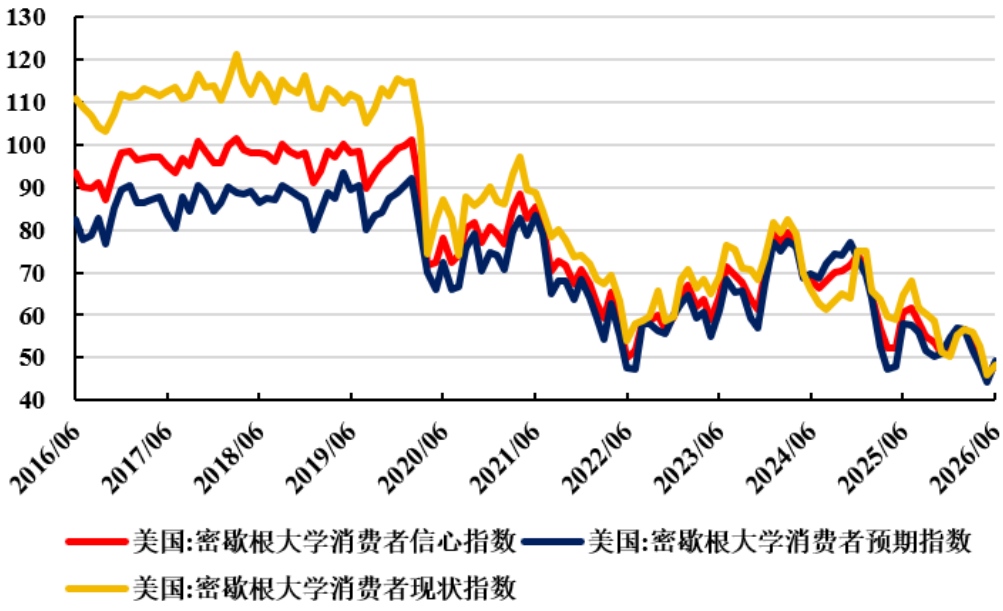


图40.美国5月能源类商品大幅走高




*资料来源：iFind，国投证券证券研究所*

图41.美国6月消费者信心小幅回升



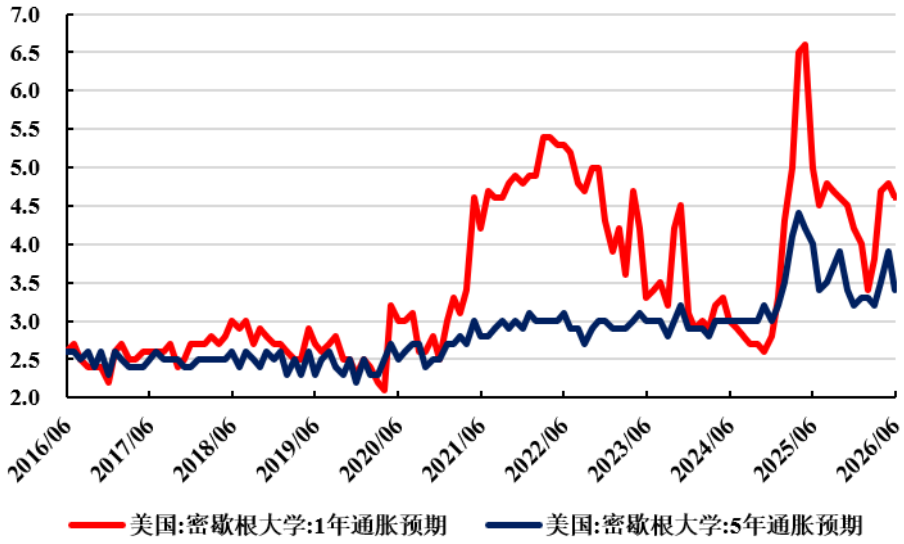

*资料来源：iFind，国投证券证券研究所*

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



图42.美国6月密歇根大学通胀预期小幅回落（）%




*资料来源：iFind，国投证券证券研究所*

图43.CME降息预测（6月13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 |
| 2026/6/17 | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 98.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/7/29 | 0.0% | 0.0% | 1.3% | 92.4% | 6.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/9/16 | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 70.8% | 26.7% | 1.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/10/28 | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 61.5% | 32.6% | 4.9% | 0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/12/9 | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 42.3% | 41.8% | 13.7% | 1.7% | 0.1% | 0.0% |
| 2027/1/27 | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 31.7% | 41.9% | 20.8% | 4.7% | 0.5% | 0.0% |
| 2027/3/17 | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 24.0% | 39.4% | 25.9% | 8.6% | 1.5% | 0.1% |
| 2027/4/28 | 0.0% | 0.2% | 13.0% | 32.3% | 32.2% | 16.7% | 4.8% | 0.8% | 0.1% |
| 2027/6/9 | 0.0% | 0.1% | 5.4% | 20.8% | 32.2% | 25.9% | 11.9% | 3.2% | 0.5% |
| 2027/7/28 | 0.0% | 0.1% | 5.2% | 20.4% | 32.0% | 26.1% | 12.2% | 3.4% | 0.5% |
| 2027/9/15 | 0.0% | 0.6% | 6.7% | 21.5% | 31.4% | 24.8% | 11.4% | 3.1% | 0.5% |
| 2027/10/27 | 0.0% | 0.8% | 7.3% | 22.0% | 31.1% | 24.2% | 11.0% | 3.0% | 0.5% |
| 2027/12/8 | 0.1% | 1.5% | 8.9% | 23.0% | 30.4% | 22.7% | 10.1% | 2.7% | 0.4% |

*资料来源：CME，国投证券证券研究所*

## 3.2. 美国5月PPI超预期新高，能源与服务成本双双推高PPI

美国5月PPI同比增长6.5%，超过前值5.7%和预期6.4%，环比增长1.1%，高于预期0.7%和前值1.0%。核心PPI同比增长4.9%，低于前值5.2%和预期5.4%，环比增长0.4%，高于前值1.0%和预期0.5%。

分项来看，5月商品端PPI环比上行2.8%，前值1.9%，其中最终需求食品价格环比增长0.6%，前值0.2%，最终需求能源价格增长10.7%，前值7.5%。除去食品和能源的核心商品PPI环比

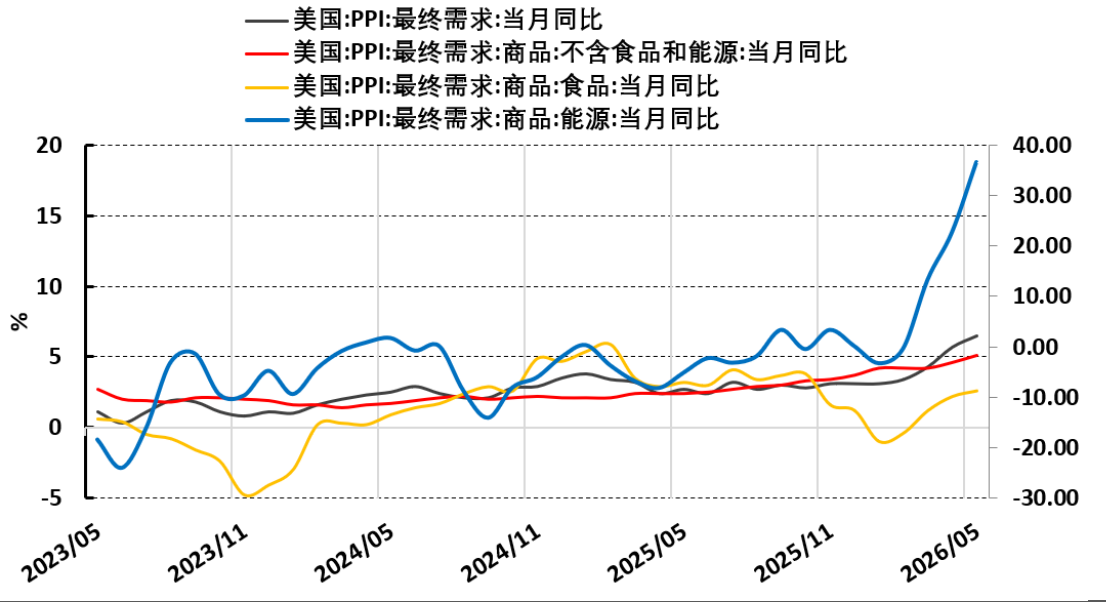
下载日志已记录，仅供内部参考



提高 0.8%，前值 0.7%。5 月最终需求商品价格的上涨中，有一半以上可归因于汽油指数上涨 23.4%。柴油、喷气燃料、塑料树脂及材料、工业化学品、天然气凝析液价格也有所上涨。相比之下，猪肉指数下跌 10.1%。居民用电以及卫生纸制品价格也出现下降。服务端方面，5 月服务端 PPI 环比上升 0.3%，前值 0.7%，其中贸易分项环比-1.1%，前值 1.3%，交通仓储服务环比 2.6%，前值 3.8%，其他服务本次 0.7%，前值 0.1%。5 月最终需求服务指数的上涨中，超过 40%可归因于投资组合管理价格上涨 4.8%。公路货运、证券经纪与交易及投资建议及相关服务、化学品及相关产品批发、食品批发、航空客运服务等指数也有所上涨。相比之下，机械设备批发利润率下降 1.9%。燃料与润滑油零售以及居民房地产贷款(部分)指数也走低。

**5 月整体 PPI 同比飙升至 6.5%远超预期，主因汽油价格暴涨 23.4%带动能源分项环比大涨 10.7%；但核心 PPI 同比反而回落至 4.9%，服务端贸易利润率连续下滑，投资组合管理等金融相关价格成为主要推手，暗示生产端的价格传导并不均匀。展望未来，能源若维持高位将使整体 PPI 在短期内易上难下，但批发零售环节提价能力减弱可能抑制部分终端通胀。美联储需警惕"商品通胀反复+金融条件宽松"的组合，降息门槛已被进一步抬高；若后续核心服务分项环比未能稳定在 0.3%以下，维持紧缩仍将是基准情形。**

图44.美国 5 月 PPI 超预期




*资料来源：Wind，国投证券证券研究所*

## 3.3.5 月成屋销售大幅回升，成屋售价同比继续增长

根据美国全国房地产经纪人协会(NAR)公布的数据，5 月美国成屋销售总数年化约 417 万户，高于前值 404 万户。环比方面，5 月成屋销售环比增长 3.2%，前值为增长 0.7%。同比方面，5 月的成屋销售增长 3.2%，前值为 0.5%。5 月最新的成屋售价中位数同比上涨 1.32%至 42.9 万美元，是连续第 35 个月同比上涨。

5 月成屋库存继续回升，截至 5 月底有 155 万户待售房屋，环比上行 3.3%，同比增长 0.6%，仍远低于 2019 年 6 月新冠疫情爆发前的 190 万户。按目前的销售速度，库销比约 4.5 个月，但这并未能有效缓解整体市场的供需失衡。25%的房屋售出高于挂牌价，低于去年的 28%，但一个月前的 21%有所上升。5 月首次购房人的占比仅为 35%，高于前值 33%，历史上首次购房者一般占市场的 40%左右。在美国长端国债大幅震荡走高的背景下，本周 30 年期固定利率抵押贷款维持在 6.52%高位。

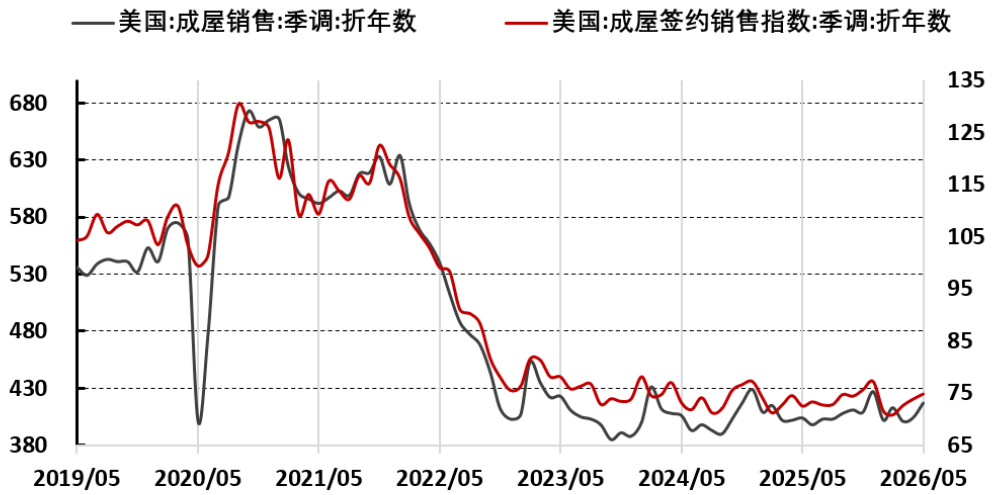
**5 月美国成屋销售结束此前连续下滑态势，释放出市场企稳信号。但反弹力度温和，仍远低于疫情前水平。库存供给依然偏紧，售价中位数连续第 35 个月同比上涨，且 25%的房屋以高于挂牌价成交，表明买方竞争压力未实质缓解。展望后市，成屋销售或进入弱复苏通道，利**

下载日志已记录，仅供内部参考



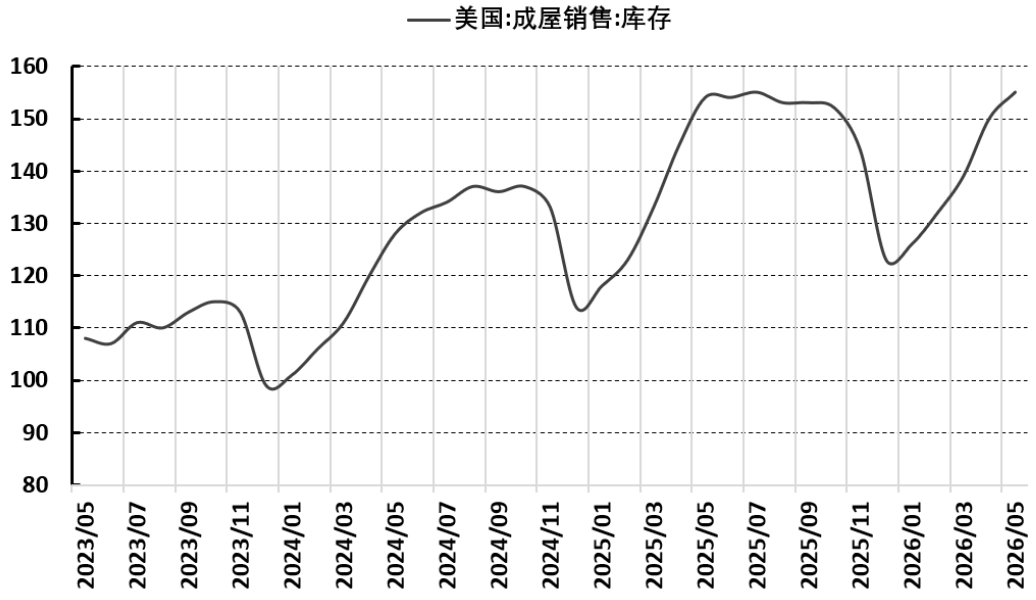
率高位震荡抑制购买力，但库存绝对低位和房价刚性为市场提供底部支撑。预计未来数月销售环比小幅正增长，但同比转正趋势能否延续，取决于利率能否回落至 6%以下以及更多房源释放。供需失衡短期难解，房价仍将保持微涨态势。

图45.美国 5 月成屋销售回暖（万套）




资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图46.美国 5 月成屋库存依旧高企（万套）

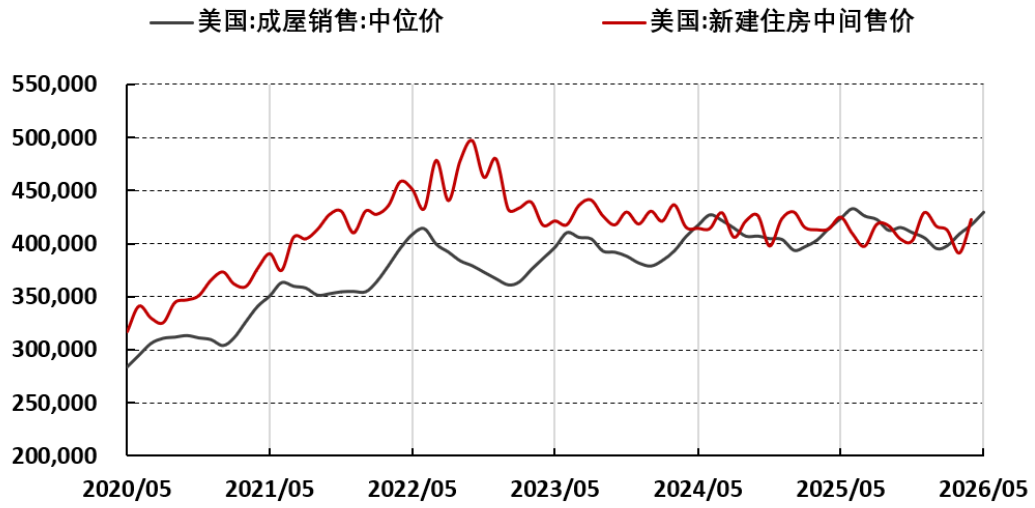



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图47.美国5月成屋售价同比走高（美元）




*资料来源：WIND，国投证券证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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。

## 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。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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