下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 06 月 21 日

A 股策略周报 20260621

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） mouyiling@gjzq.com.cn
分析师：王况炜（执业 S1130525060007） wangkuangwei@gjzq.com.cn

分化在延续，变化在酝酿

两个“闸门”开启，方向却不同

我们从 5 月底开始提示，6 月最重要的两个变量是霍尔木兹海峡是否开放和美联储货币政策预期。本周两者都从“可能变化”进入“开始兑现”：第一个闸门是霍尔木兹海峡，6 月中旬美伊签署谅解备忘录后，市场对原油供应的担忧快速缓解，布伦特原油现货和期货一度跌破 80 美元/桶，现货与期货基差也回落至 2 月底水平，这意味着实物短缺恐慌基本消退。但海峡通航恢复、保险、排雷、船东信心和海湾国家产量恢复仍需要时间，传统世界获得的是尾部风险解除，而不是需求周期已经反转。第二个闸门是美联储，6 月

longer”的路径更加清晰：2026 年底联邦基金利率预测中值上调，通胀预测上修而失业率预测下调，说明美联储看到的是“通胀更高、就业不弱”的组合。市场定价看，CME 期货隐含的年末政策利率中枢上移，降息空间被进一步压缩。

高利率还不是科技行情的阻碍，但宽松出现反而会带来风格均衡

当前的成长股——AI 并不是单纯依靠流动性扩张来支撑估值，它更类似中国 2006-2007 年的成长型周期股，在负实际利率下，有明显高于资金成本的 ROI，这使得高利率对科技新世界的压制弱于传统框架中的判断。高利率真正伤害的是更依赖融资成本、库存周期和外需弹性的传统部门，以及部分非美经济体的制造需求。从 OECD 领先指标来看，样本经济体中景气环比改善的占比已从年初的高水平快速回落，传统世界的修复还没有形成足够强的扩散。霍尔木兹海峡重新开放有利于传统世界的供给约束缓解，但实物流量恢复慢；美联储偏鹰不利于估值扩张，但实际利率为负的 AI 链条仍能用投资回报率抵消利率压力。**两者叠加后，行情进入了“科技相对优势仍在、顺周期预期转好但等待验证”的阶段。但如果利率条件重回宽松，传统部门将更具边际改善弹性，风格再均衡则会发生，这是后续观测的重点。**

美股风格均衡已经出现，中国市场的传导逻辑则有所不同

美股市场已经出现从科技向工业的行情扩散，而它的基本面支撑是：建筑业和制造业就业、薪资以及消费韧性，正在形成“AI 投资—工业景气—就业、工资上升—消费稳定—支撑 BIG7 盈利”的类稳态。而 A 股要行情扩散，所需要的宏观基本面恰好相反：不是内需韧性，而是全面的外需企稳。中国制造业承担的是供给全球的角色，部分产业当前确实受到 AI 需求、出海需求和全球资本开支的拉动，但更多产能仍然面对外需降温、价格压力、和产能利用率不足的问题。因此，A 股分化收敛的关键是非美经济体、传统制造需求能否真正改善，霍尔木兹海峡重回开放后，如果制造周期修复，中国出口行业内部再均衡会出现，相关工业周期上下游才会共振上行。以工业金属为例，其需要的是 AI 投资与南方国家双重叙事的共振，两大逻辑同时向上时，则会呈现更大弹性。

三类资产的当前排序与远期关注

市场在两个闸门后，维持了风格的延续，但未来的变盘点需要观测两个信号，美元指数走弱与全球制造业指标修复，这也是上一轮 HALO 交易的信号。当前三类主要资产看：AI 仍有产业回报率支撑，全球制造业顺周期的尾部风险开始解除，红利的流量稳定性则在当下不是主要矛盾。排序上，我们调整为：第一，AI 所在的世界已从复苏期走向过热期，受到中游扩产和下游资本开支共同拉动需求的半导体/AI 材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御；第二，霍尔木兹海峡通航缓解了全球供应链和能源冲击的尾部风险，美股工业扩散也提供了外部映射，工业金属、炼化、汽车零部件、专用设备、通用设备、其他电源设备等方向具备弹性，如果有宽松预期出现或者制造业周期修复的验证信号，将会成为主线；第三类，红利资产长期配置价值仍在，流量仍是稳定来源：能源（煤炭、石油），电力，城商行。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外货币政策预期大幅收紧，AI 资本开支不及预期。

内容目录

1、两个“闸门”开启，方向却不同 3
2、为什么闸门打开，却没有改变行情结构 5
3、美国行情扩散的启示 5
4、短期三类资产的排序：产业周期、出口出海、红利 8
5、风险提示 8

图表目录

图表 1： 美伊框架协议缓和地缘风险，但最终协议仍待后续谈判 3
图表 2： 布伦特现货油价快速跌破 80 美元，地缘风险溢价基本出清（美元） 3
图表 3： 现货基差快速回落，一度转为贴水，近月基差回落至 2 月下旬水平（美元） 3
图表 4： 霍尔木兹海峡通航恢复至单日 25 艘 4
图表 5： 业内预测霍尔木兹海峡恢复正常化还需要时间 4
图表 6： 市场对年末
图表 7： OECD 范围内，近期边际改善的国家占比下降 5
图表 8： 标普 500 工业及道琼斯工业指数均创出新高 6
图表 9： 费半创新高，但纳指还未回到前高 6
图表 10： 6 月以来，美国已经出现从科技向传统工业的行情扩散（3 月 31 日=1000） 6
图表 11： 美国建筑业就业人数占比提升，薪资相对整体私营部门提升 6
图表 12： 美国制造业就业人数占比提升，薪资相对整体私营部门提升 6
图表 13： 美国“BIG7”的收入增长高度依赖于消费的韧性 7
图表 14： 美国消费呈现出较强的韧性，多口径下的零售额同比增速连续 5 个月上行（%） 7
图表 15： 2026Q1，中国工业产能利用率已经回落至近五年低位，与 2024Q1 相同 7
图表 16： 制造业中，仅食品制造业、通用和专用设备制造业呈现产能利用率的同比、环比改善（pct） 7
图表 17： 截至 4 月，外需三大需求均相对年初的高点有所回落 8
图表 18： 2 月以来，三大外需同步走弱，分化收敛；但产品层面的分化却扩大 8

1、两个“闸门”开启，方向却不同

我们从5月底开始提示，6月有两个变量值得关注：一是霍尔木兹海峡是否开放；二是美联储货币政策预期。本周这两个变量都从“可能变化”进入到了“开始兑现”的阶段，但兑现的结果并不是股市的全面修复，而是分化更加清晰：油价和航运风险开始从极端情形回摆，相关的资产价格先于实物世界完成重估；而鹰派的美联储点阵图，使得降息交易的空间被进一步压缩，行情“扩散”的可能性也随之降低。

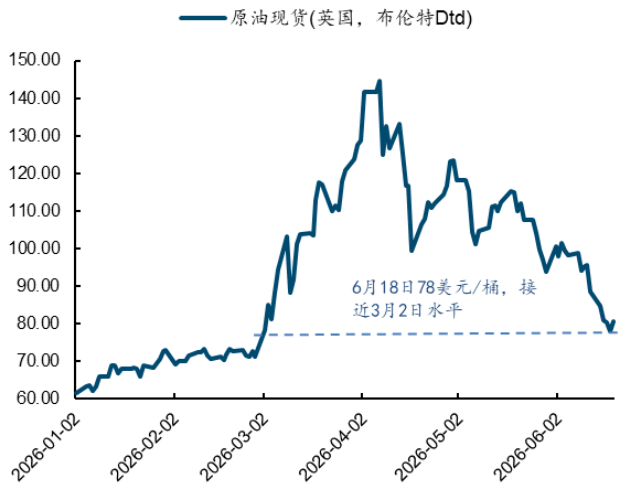
第一个闸门是霍尔木兹海峡，6月15日，美国与伊朗已远程签署谅解备忘录，霍尔木兹海峡的重新开放进入执行阶段，市场对原油供应的担忧大幅缓解，资产价格上的反应尤为迅速：布伦特原油现货和期货价格在协议消息后明显回落，6月17日布伦特原油现货、期货均跌破80美元/桶，相较5月中旬的高位分别下跌28.4%和27.2%。更值得关注的是，在现货价格还没有完全回落至美伊冲突前水平的时候，现货与期货的基差已经回落至2月底水平，**这意味着市场的实物短缺恐慌已经完全消退，但开始计入中东地缘摩擦常态化、闲置产能变薄的预期，原油长期价格中枢抬升。**

图表1：美伊框架协议缓和地缘风险，但最终协议仍待后续谈判

条款/维度	正文表述	具体内容
协议性质	第一阶段停战/谅解备忘录，而非最终全面协议	美伊围绕“结束战争谈判”达成框架性文本，后续最终协议仍需另行谈判。
停火安排	**停火延长60天**，覆盖多条战线	报道显示备忘录将停火期限延长60天，期间不得实施进攻性军事行动；**部分报道称覆盖黎巴嫩等战线。**
霍尔木兹安排	**立即/在签署后重开海峡，设置免费通航期30天**	协议内容包括重新开放霍尔木兹海峡；草案还提到伊朗同意清理水雷、保证船舶自由通航。
制裁与封锁	美国解除海上封锁，并按履约情况提供制裁减免/豁免	**美国将解除对伊朗港口/海上封锁，出台部分制裁豁免，**允许伊朗自由售卖石油；部分内容仍取决于伊朗履约。
核问题	进入60天最终谈判期，**核计划/浓缩铀/制裁为核心议题**	备忘录包含处理浓缩铀库存框架，但针对伊朗核计划的任何行动将取决于更详尽协议；60天内将举行核问题谈判。
不确定性	监督机制、收费机制和后续谈判均未完全落地	60天免费期结束后，伊朗可能与阿曼及海湾国家讨论海峡管理和收费规则。

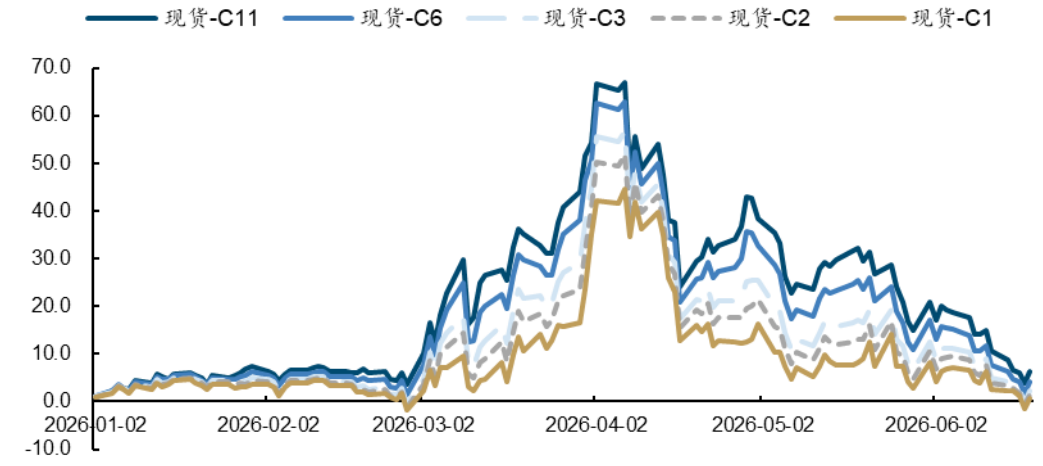
来源：新华网，贸促会，国金证券研究所

图表2：布伦特现货油价快速跌破80美元，地缘风险溢价基本出清（美元）



来源：Wind，国金证券研究所

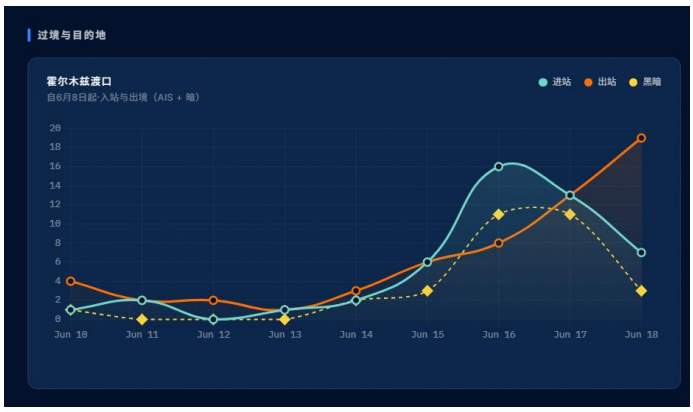
图表3：现货基差快速回落，一度转为贴水，近月基差回落至2月下旬水平（美元）



来源：wind，国金证券研究所

但金融资产的战争溢价基本消失，并不等于全球制造业和传统需求马上进入全面修复。海峡通航从冲突期间的低位恢复到 6 月 18 日约 25 艘/日，方向上已经改善，但距离战前日均约 130 艘的常态仍有明显距离；更重要的是，排雷、保险、船东信心、港口调度和海湾国家产量恢复都是未来的扰动项。**霍尔木兹海峡重新开放改变的是最极端的供给中断假设，传统世界获得了尾部风险的解除，重回需求周期向上还需时间检验，市场自然从定价上需要观测。**

图表4：霍尔木兹海峡通航恢复至单日 25 艘



来源：Windward，国金证券研究所

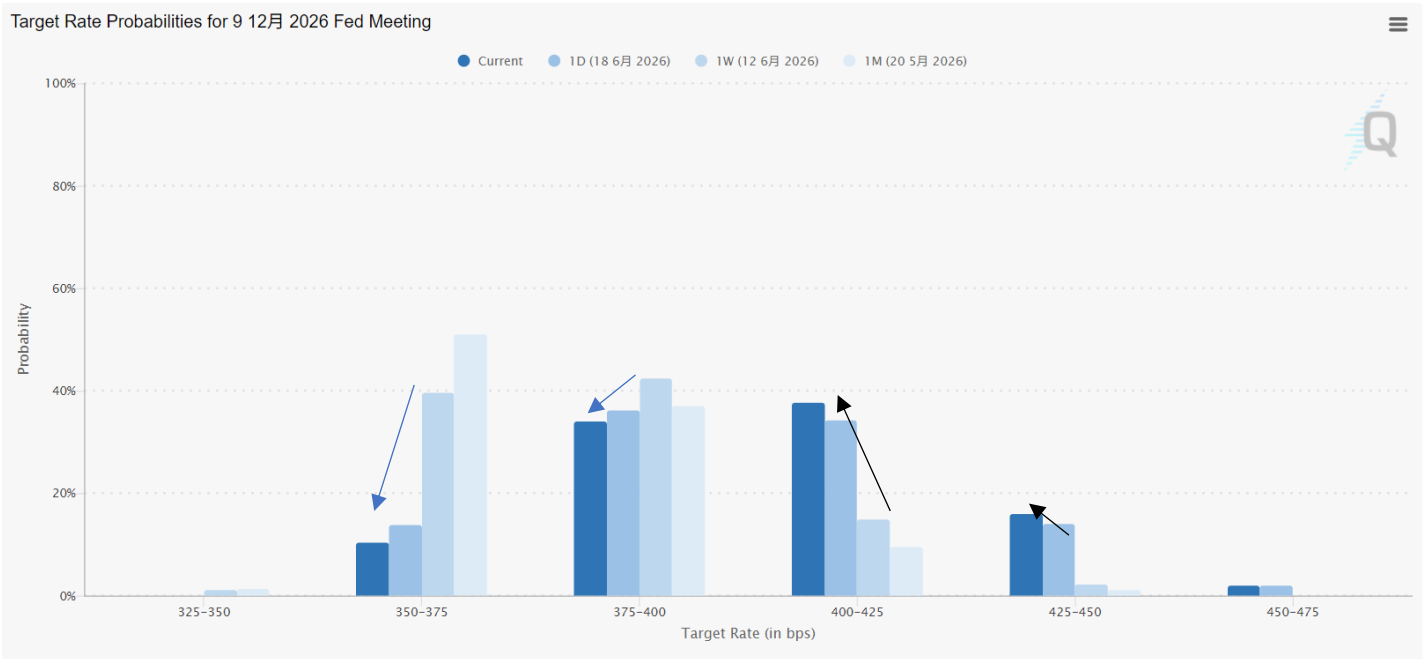
图表5：业内预测霍尔木兹海峡恢复正常化还需要时间

预测机构/新闻报道	恢复时间/判断
国际海事组织 IMO	协议后可推进滞留海员疏散和安全恢复，但实施需要时间，以确保必要安全和安保保障到位
劳埃德船舶日报	即便冲突在6月结束，全球航运完全正常化也需要延后2-4个月；恢复到2月28日前状态需要数月
航运保险/再保险精算口径	战争险等保障恢复此前定价需30-60个自然日安全观测期
AXS海运公司	6月18日25艘商船为4月中旬以来最高，但距战前仍远；航运秩序和市场信心恢复至战前需数周甚至更长时间

来源：新华社，第一财经，国金证券研究所

第二个闸门是美联储。6 月 for longer”的未来路径变得更加清晰：2026 年底联邦基金利率预测中值从 3 月的 3.4%上调至 3.8%，节奏上的“降息延迟”已经转变为了政策利率中枢上移；同时，PCE 通胀预测从 2.7%上修至 3.6%，失业率预测却从 4.4%下调至 4.3%，这意味着美联储所看到的是“通胀更高、就业不弱”的组合，而不是增长走弱倒逼宽松。对应到市场定价上，CME 期货定价显示：相较 1 周前，投资者认为年内不再有降息的可能性，且维持利率不变的概率下降，加息 2 次的概率大幅上升，加息三次的概率小幅上升。与 6 月初非农数据发布时不同的是，这一次“偏鹰”的美联储姿态和市场加息预期并没有对科技成长资产造成打击，本质在于我们上周在周保中提出的：由于产业链通胀带来的负实际利率，当产业回报率仍然高于资金成本时，高利率对科技资产的影响并不会马上显现，这类似于通胀时期的周期股。

图表6：市场对年末



来源：CME，国金证券研究所

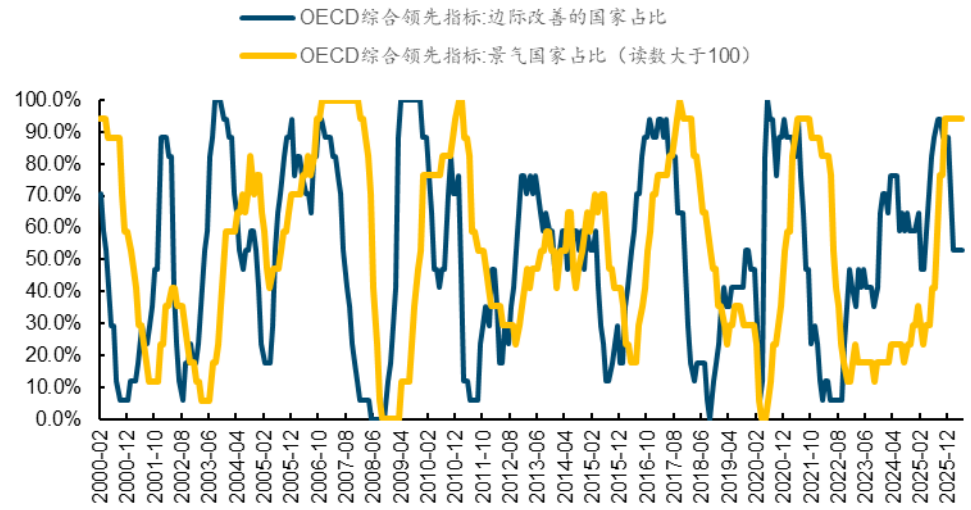
下载日志已记录，仅供内部参考

2、为什么闸门打开，却没有改变行情结构

过去市场习惯用一个相对简单的框架理解成长股：利率下降利好成长，利率上升压制成长。这个框架在多数阶段成立，因为成长股估值对远期现金流折现率更敏感。但当前环境更复杂：AI 产业链更类似 2006-2007 年的中国周期股，有持续的资本开支和产业链通胀形成支撑，只要实际利率为负，高利率对科技新世界的压制就会弱于传统框架中的经验判断。

这也是本次
本开支的 AI 链条，而是更依赖融资成本、库存周期和外需弹性的传统部门，以及部分非美经济体的制造需求。从 OECD 领先指标来看，样本经济体中景气环比改善的占比已从年初的高水平快速回落，仅剩一半，也明显低于去年底水平，这意味着传统世界的修复还没有形成足够强的扩散。而此时，美国的长端利率之所以维持在高位，一方面来自通胀预期和政策利率路径的约束，另一方面也来自 AI 资本开支单边的需求强支撑，利率在一定程度上成为“产业景气仍强”的侧面映射。**另一方面说，如果货币政策重回宽松，反而转换行情会发生，因为这时候利率敏感的传统部门会更具弹性。**

图表7：OECD 范围内，近期边际改善的国家占比下降



来源：Wind，国金证券研究所

因此，真正可能打断科技行情的扳机并不在利率本身，而在 AI 资本开支回报率。我们在中期策略《直到尽头》中提出，观察科技行情不能只看贴现率，而要看三条路标：融资环境是否能够和资本开支扩张的计划相匹配，产业链量价能否验证订单和盈利兑现，底层变量能否改善，包括 token 经济性提升和消费端的韧性。

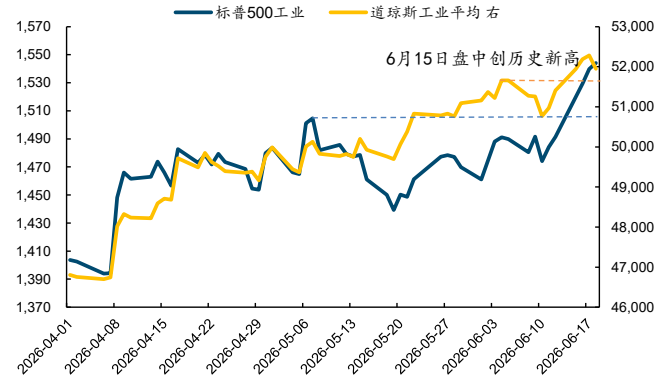
霍尔木兹海峡重新开放有利于传统世界的供给约束缓解，但实物流量恢复慢；美联储偏鹰不利于估值扩张，但 AI 链条仍能用产业回报率抵消利率压力。两者叠加后，**行情更可能进入“科技相对优势仍在、顺周期预期转好但等待验证”的阶段。等待全球制造业指标开始重新向上，或许是风格再均衡的开始**

3、美国行情扩散的启示

美股已经出现了更明显的行情扩散。近期标普 500 工业等权指数、道琼斯指数先于部分科技指数创出新高，纳斯达克和费城半导体指数则在
反映的是美国投资者更容易发觉 AI 基础设施需求向本土工业链条的扩散。

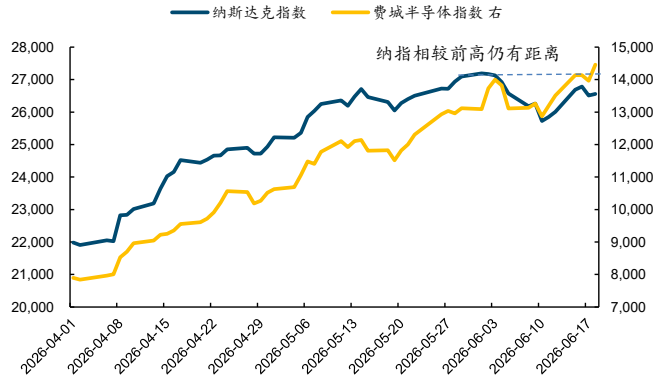
美国非农就业中的建筑业和制造业的就业、薪资，是观察 AI 产业的景气度是否穿透至传统部门的重要指标。美国建筑业就业人数处在高位，5 月较 3 月、4 月继续小幅增加，建筑业就业占非农比重从去年 11 月以来不断上升，今年以来建筑业平均时薪保持在 40 美元以上，且相对全部私营部门平均时薪比值继续上升，制造业的数据也指向同一方向。总的来看，美国的经济基本面已经具备“AI 投资—工业景气—就业、工资上升—消费稳定——支撑 BIG7 盈利”的“类稳态”特征，5 月零售数据强劲超出市场预期，剔除了食品服务、汽车经销商、加油站之后的“纯粹消费”同比增速达到 8.4%，连续 5 个月改善；从高频的周度数据来看，红皮书商业零售销售同样走高，两者从读数上来看，已回升至 2022 年加息以来最好水平。

图表8：标普500工业及道琼斯工业指数均创出新高



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：费半创新高，但纳指还未回到前高



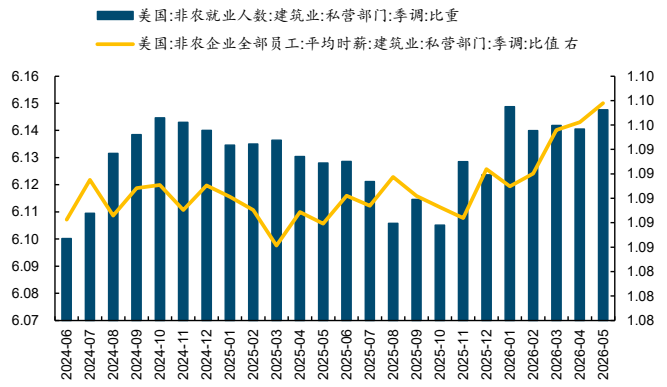
来源：Wind，国金证券研究所

图表10：6月以来，美国已经出现从科技向传统工业的行情扩散（3月31日=1000）



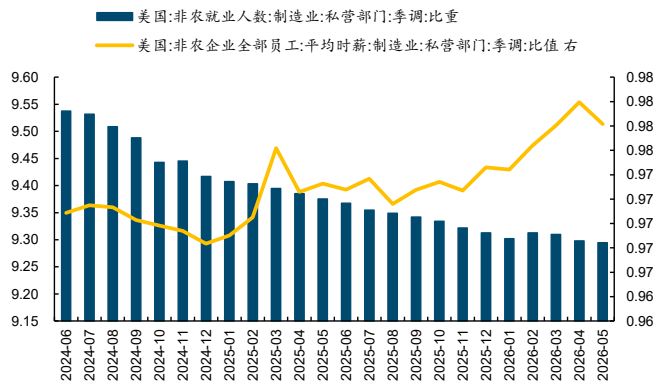
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：美国建筑业就业人数占比提升，薪资相对整体私营部门提升



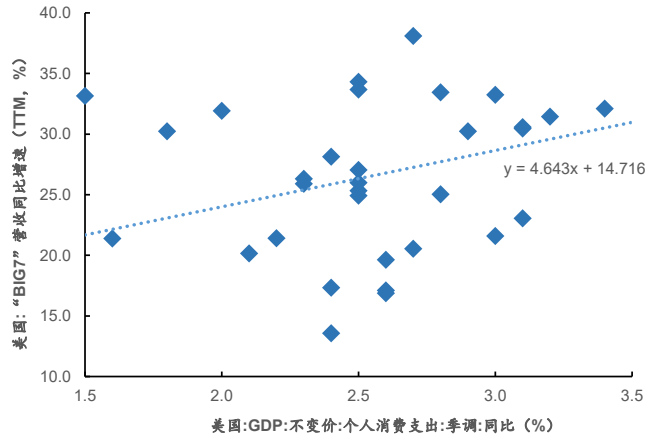
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：美国制造业就业人数占比提升，薪资相对整体私营部门提升



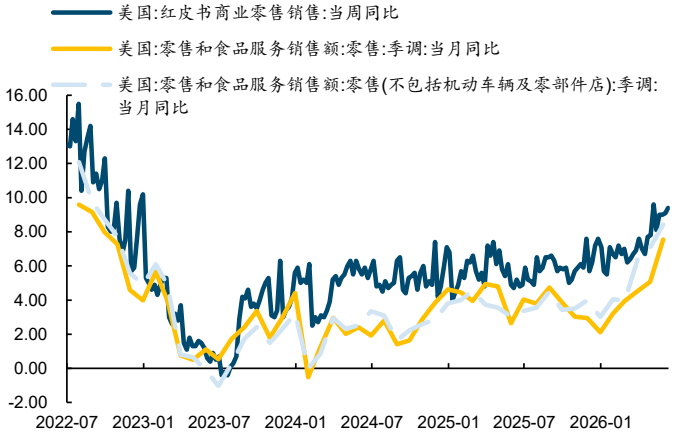
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：美国“BIG7”的收入增长高度依赖于消费的韧性



来源：Wind，国金证券研究所

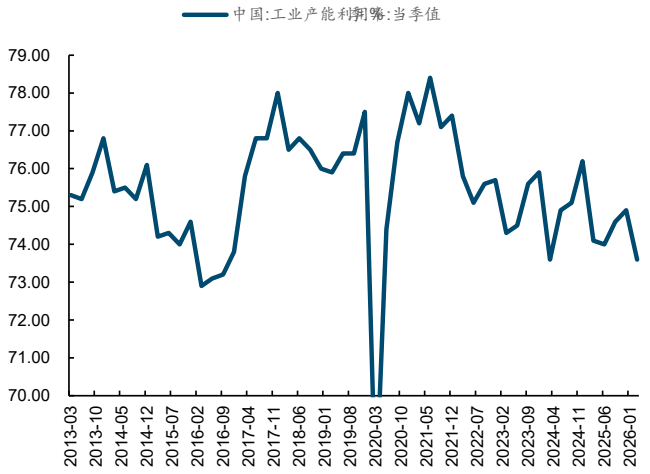
图表14：美国消费呈现出较强的韧性，多口径下的零售额同比增速连续5个月上行（%）



来源：Wind，国金证券研究所

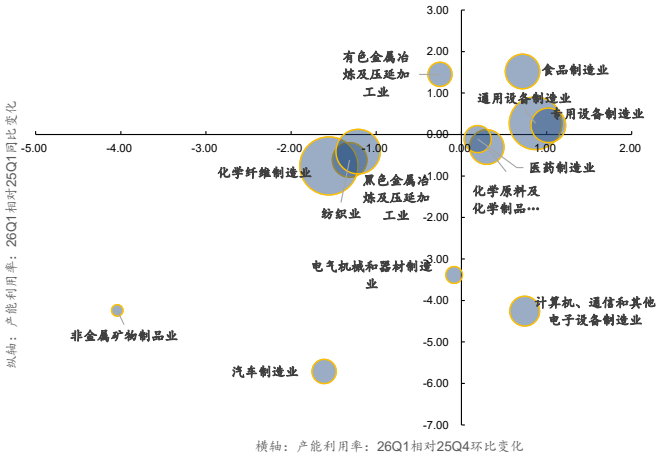
但A股要行情扩散，所需要的宏观基本面就与美国恰好相反——并不是要内需韧性，而是需要全面的外需企稳：中国制造业承担的是供给全球的角色，部分产业当前确实受到AI需求、出海需求和全球资本开支的拉动，但更多产能仍然面对外需降温、价格压力和产能利用率不足的问题。因此，A股分化收敛的关键是非美经济体、传统制造需求能否真正改善。从我们构造的出口温度计来看，年初以来外需总动能边际降温，产品层面的K型分化仍在加剧，并且制造业需求内部的分化位置已经偏高，结构上，强势品类主要集中在集成电路、二极管及晶体管、蓄电池等AI产业链相关方向。也就是说，今年以来我们所观察到的出口韧性更多来自少数高景气产品，而不是外需大类的全面修复，这还无法构成中国制造业景气收敛的需求基础，也很难催化行情向更广的领域扩散。

图表15：2026Q1，中国工业产能利用率已经回落至近五年低位，与2024Q1相同



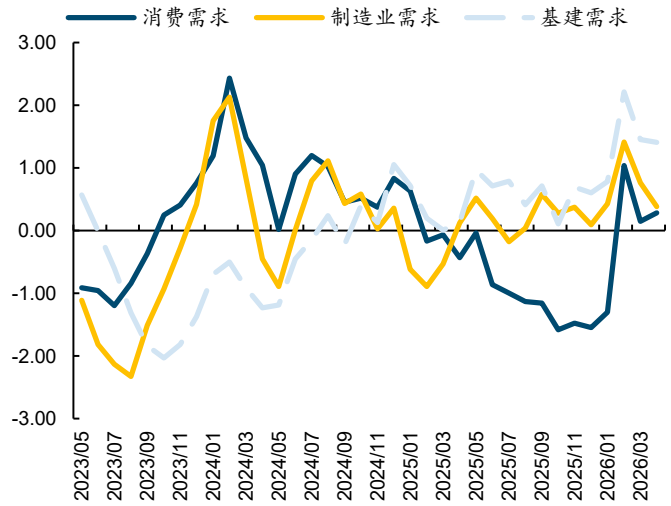
来源：Wind，国金证券研究所

图表16：制造业中，仅食品制造业、通用和专用设备制造业呈现产能利用率的同比、环比改善（pct）



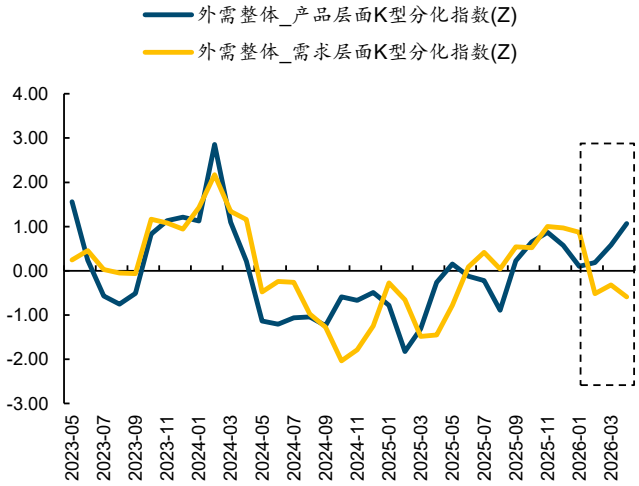
来源：Wind，国金证券研究所 注：气泡大小为2026Q1产能利用率的历史分位数

图表17：截至4月，外需三大需求均相对年初的高点有所回落



来源：Wind，国金证券研究所 注：图中为Z值标准化指数，可实现三大外需的横向、纵向可比，具体构造方法参考《出口出海：三分法全景投资框架》。

图表18：2月以来，三大外需同步走弱，分化收敛；但产品层面的分化却扩大



来源：Wind，国金证券研究所 注：产品分化构造方法为将30个三大需求主要出口产品放在一起排序，取Top9均值 – Bottom9均值，得到外需整体的产品层面K型分化。需求层面分化即三大需求最强需求与最弱需求之差。

4、短期三类资产的排序：产业周期、出口出海、红利

当前A股投资者面对的核心资产大致可以分为三类：第一类是高景气、高业绩兑现度的AI产业链资产；第二类是面向外需修复的出口出海；第三类是估值和业绩较为匹配的红利资产。两个闸门的变化没有改变这三类资产的基本属性，但改变了它们的边际定价：AI仍有产业回报率支撑，顺周期的尾部风险开始解除，红利则面临长端利率维持高位带来的性价比约束。

第一类资产仍然是需要保留的方向，但后续更强调业绩兑现而不是单纯估值扩张。科技新世界中，价格通胀是否会导致数量停滞、二阶资本开支是否能够超预期，是其应对高利率环境的重要依仗，买价格买资本开支，本身是对景气的追逐，也是一种对未来的防御，推荐受到中游扩产和下游资本开支共同拉动需求的**半导体/AI材料、半导体设备与制造。**

第二类资产的边际变化更值得重视，霍尔木兹海峡通航缓解了全球供应链和能源冲击的尾部风险，美股工业扩散也提供了外部映射；如果后续非美需求、制造业PMI、新兴市场投资和出口结构改善，A股顺周期有望从估值修复走向盈利修复，**工业金属、炼化、汽车零部件、专用设备、通用设备、其他电源设备**等方向的弹性将更依赖这些指标的验证。

第三类资产在政策利率“Higher for Longer”这一边际变化下相对受损。红利资产的长期价值仍在，但当全球长端利率维持高位，单纯依靠稳定分红的资产吸引力会阶段性下降，后续需要更多依赖实物消耗属性和基本面改善，而不是单纯依赖股息率。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。

AI资本开支不及预期：如果AI资本开支增速回落，将会带来产业链中游、上游业绩增速回落，难以支撑当前较高的估值水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究