仅供内部参考，请勿外传

前途是光明的，道路是曲折的

策略周末谈（0628）

证券研究报告

2026 年 06 月 28 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

13817664054

caoliulong@research.xbmail.com.cn

徐嘉奇 S0800525030002

13207572120

xujiaqi@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

19921876895

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

科技拥挤度冲高后，内部博弈情绪开始加重

交易拥挤是市场比较担心的问题，但拥挤度的顶往往只能右侧观察。在 26.6.22《达摩克里斯之剑》中，我们提出了一个可能的经验规律：触及拥挤度经验上限+1 倍极差后，波动很可能出现加剧。本周调整，拥挤交易初步出现解体迹象。

一般来说，年中可能是资金考虑“再平衡”的经验窗口

回测经验显示：相比于传统的月末，6 月和 12 月末是机构考虑换仓的重要时点。往往在 5-6 月跑赢的行业，在 7 月可能面临“再平衡”的调仓压力。

中国“碳基”并不是真的差，只是增量资金相对克制的结果

“碳基和硅基”的分歧在全球市场上都有体现，但 A 股的分歧显得尤其大。

事实上，市场过度反应了国内的“碳基”板块的弱势预期。求是网发文提出“加快修复居民资产负债表”，一线城市房价也在企稳，乐观信号正在渐次出现。

这种换仓操作并非“碳基”基本面的问题，而是部分源于增量资金的克制。近两年公募新发基金规模低于以往，券商新开户和新注册私募数量也更克制。这导致部分资金为追逐景气可能选择被动抛售“碳基”资金，形成了板块之间的跷跷板。

前途是光明的，道路是曲折的

人们常常高估未来两年的变化，低估未来十年的变化。当前仍是康波萧条期向复苏期过渡的阶段，而非康波繁荣期。市场的劳动生产率提高，但全要素生产率并未提高。这和 90 年代后期不同，反而更像 80 年代早期的特征。

因此，即便长期看 AI 能够带来生产力的大幅改善，在短期依赖 AI 解决全要素生产率的大周期难题也不太现实。相比于 99 年的繁荣阶段而言，本轮经济系统和金融系统的脆弱性更高。因而不应寄希望于市场走出类似 99 年的联储一边加息美股一边大涨的行情，对于渐渐走近的加息周期，我们需要更谨慎。

配置建议：前途是光明的，道路是曲折的

我们一方面需要意识到，科技具备改变远期生产条件的潜力，也要意识到其当前无法带来全要素回报率提升的困局。建议逐步兑现科技硬件中的浮盈，开始陆续布局低位“碳基”资产——

（1）AI 高利润率外溢驱动的核心硬件涨价（存储/光模块/半导体设备/电子布等）；

（2）PPI 涨价或终将传导到 CPI，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。

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

引言 4
一、 触发拥挤度关键位置后，市场波动加大 4
二、 一般来说，年中是资金考虑“再平衡”的窗口 6
三、 “碳基”不是真的差，只是增量资金相对克制的结果 7
四、 AI 暂时不具备引领大周期的力量 9
五、 前途是光明的，道路是曲折的 11
六、 市场复盘及展望 12
七、 风险提示 20

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）位置后市场波动开始加剧.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：过去 5 年的经验：6 月底和 12 月底后，往往出现阶段性的“再平衡” 6
图 5：过去 5 年经验：6 月底和 12 月底后，此前的强势行业在一个月内跑输此前弱势行业 2%以上 6
图 6：过去 10 年的经验：6 月底后往往出现阶段性的“再平衡” 6
图 7：过去 10 年经验：6 月底后，此前的强势行业在一个月内跑输此前弱势行业 1%以上....6
图 8：相比其他市场，A 股消费和科技的“此消彼长”更明显 7
图 9：海外消费信心指数陆续边际转差 7
图 10：一线城市地产价格环比已经出现明显改善 7
图 11：近两年公募基金的发行相对克制 8
图 12：居民新开户水平也并不高 8
图 13：新备案私募的数量增长缓慢 8
图 14：散户参与度也并没有很高 8
图 15：这一轮 AI 带动了劳动生产率却没有带动全要素生产率 9
图 16：90 年代后期则是劳动生产率和全要素生产率一起上升 9
图 17：本轮更像 80 年代初期，同样是劳动生产率回升，但全要素生产率不上升 9
图 18：第三轮康波萧条期始于一次股市大跌，终于罗斯福的紧缩政策带来的罗斯福衰退....10
图 19：第四轮康波萧条期始于石油危机，终于沃尔克时刻带来的衰退 10
图 20：本轮加息周期可能就预示着康波萧条期的终结 10
图 21：行业配置建议关注 AI+涨价的杠铃策略 11
图 22：市场复盘 18

仅供内部参考，请勿外传

图 23：市场展望 19

表 1：市场回顾 13
表 2：本周估值概览 15
表 3：经济数据 16

仅供内部参考，请勿外传

引言

在外部利空不再增多的背景下，市场波动反而开始加剧。一方面，科技触及拥挤度关键位置后，市场博弈情绪加重，波动增加在所难免，另一方面年中配置的“再平衡”也具备一定季节效应。

技术进步提振劳动生产率却不改善全要素回报率，繁荣只是巨量资本开支带来的表观结果。打江山易而守江山难，当前阶段慢慢兑现浮盈，转向“再平衡”或是更明智的选择。

一、触发拥挤度关键位置后，市场波动加大

拥挤的科技行情迎来了一次比较大的调整。交易拥挤一直是市场比较担心的问题，但实操中拥挤度的顶往往只能右侧观察。在 26.6.22《达摩克利斯之剑》中，我们提出了一个经验规律：即便是如 21 年的极致报团行情，在拥挤度冲高至上限+1 倍极差的位置后也出现了明显回调，当前位置可能就是 TMT 拥挤度的高点。上周的行情得到了充分验证。

图 1：电子+通信的名义拥挤度，触及历史极值（上限+1 倍极差）位置后市场波动开始加剧

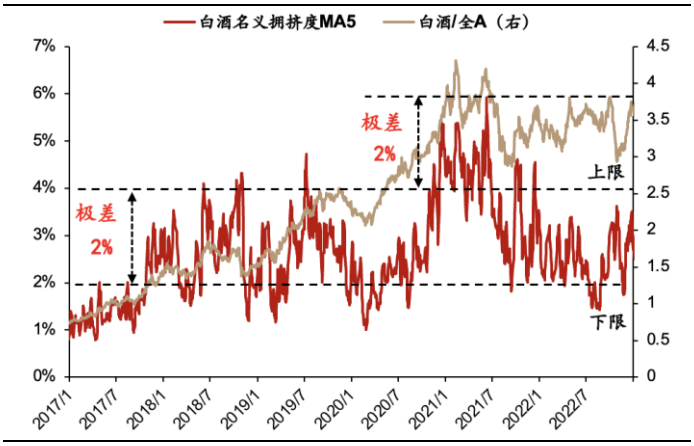


资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：极差指过去几年中拥挤度的正常运行区间，对电子&通信而言，在 2023 年 AI 行情启动后运行的下限在 13%附近，上限在 26%附近，因而极差是 13%，后同

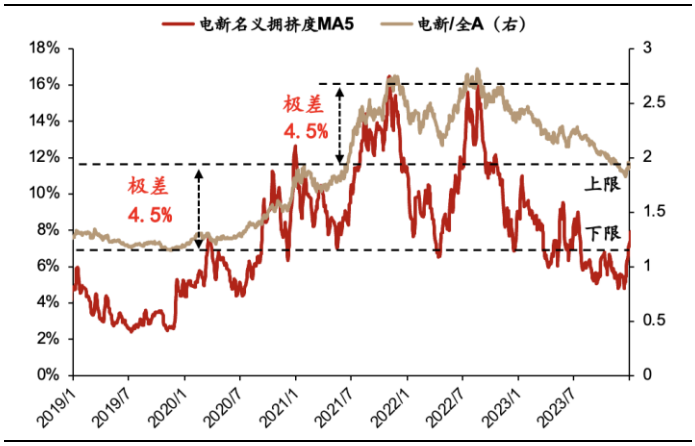
仅供内部参考，请勿外传

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



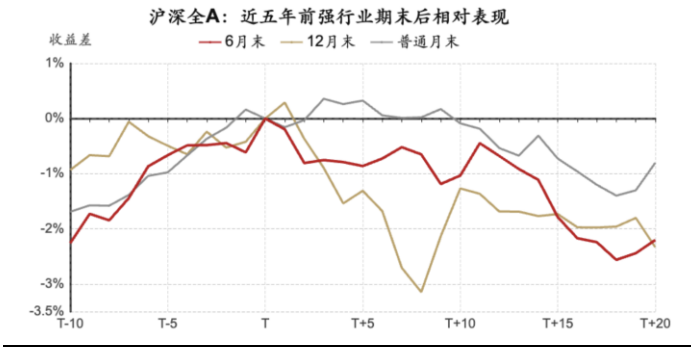
资料来源：Wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

二、一般来说，年中是资金考虑“再平衡”的窗口

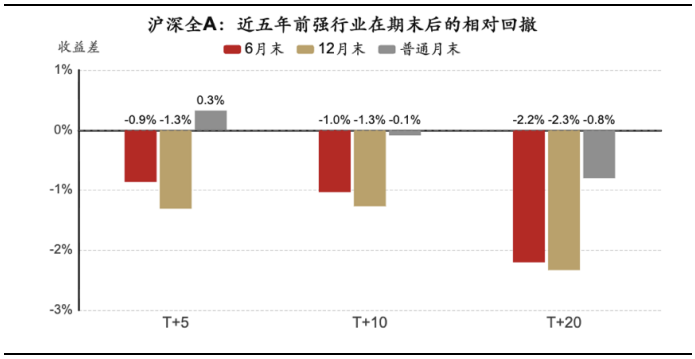
除了拥挤度的位置外，时间上恰逢年中可能也是抱团资金出现分歧的原因之一。回测经验显示：相比于传统的月末，6 月和 12 月末，本身就是机构考虑换仓的重要时点。过去 5 年的经验显示：在 6/30 和 12/31 前表现强势行业大概率在此后相对跑输一个月左右，体现为市场结构短期的“再平衡”。

图 4：过去 5 年的经验：6 月底和 12 月底后，往往出现阶段性的“再平衡”



资料来源：Wind，西部证券研发中心

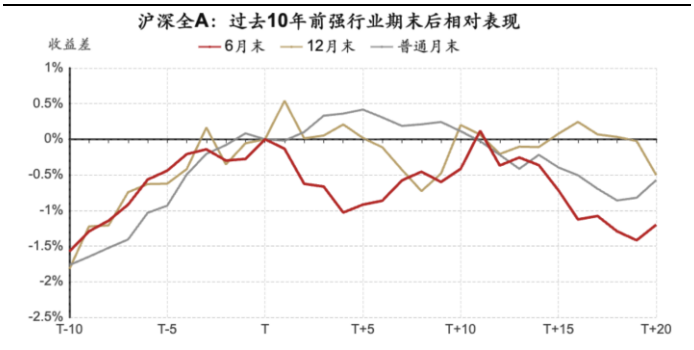
图 5：过去 5 年经验：6 月底和 12 月底后，此前的强势行业在一个月内跑输此前弱势行业 2%以上



资料来源：Wind，西部证券研发中心

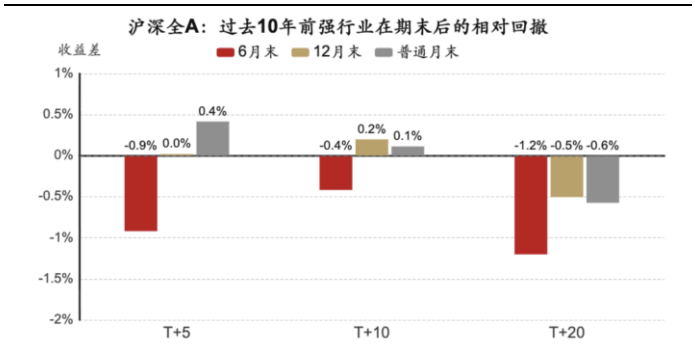
如果观察窗口放大到近 10 年，那么年底的经验规律会失效，但 6 月末的效果仍然比较显著。说明相比于年初而言，7 月出现“再平衡”的概率相对更大。

图 6：过去 10 年的经验：6 月底后往往出现阶段性的“再平衡”



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：过去 10 年经验：6 月底后，此前的强势行业在一个月内跑输此前弱势行业 1%以上



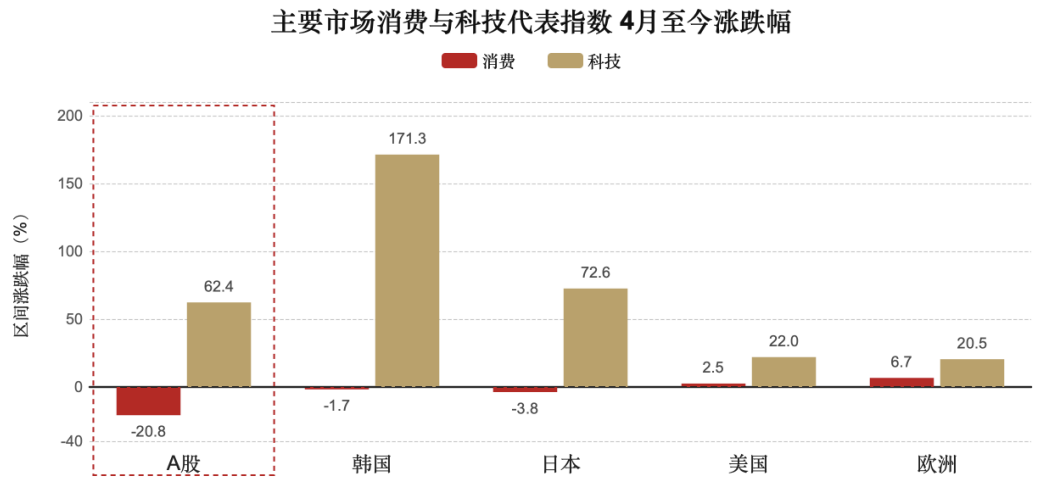
资料来源：Wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

三、“碳基”不是真的差，只是增量资金相对克制的结果

类似的“碳基”和“硅基”的分歧在全球市场上都有体现，但 A 股的分歧显得尤其大。从二季度看，在其他市场中科技板块也明显跑赢消费板块。A 股的特殊之处在于：海外市场的“碳基”板块只是被遗忘（收益在 0 附近），而 A 股的“碳基”则是成为了“硅基”的资金来源，呈现典型的“此消彼长”的特征。

图 8：相比其他市场，A 股消费和科技的“此消彼长”更明显

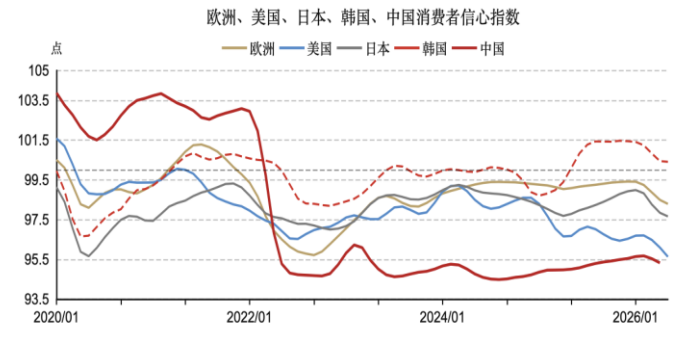


资料来源： FRED / Nasdaq Global Indexes，Wind，西部证券研发中心

注：美、日、韩、欧使用 Nasdaq Large/Mid Cap 地区行业指数，A 股使用中证行业指数，均按起始收盘/最新收盘计算

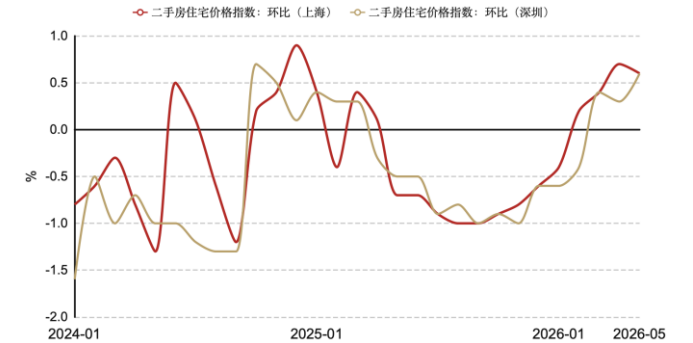
事实上，市场过度反应了国内的“碳基”板块的弱势预期。26.6.18 求是网发文《以更大力度提振消费》，提出“要加快修复居民资产负债表，着力稳定房地产市场，促进资本市场健康稳定发展，防止资产价格下跌对消费信心的负向螺旋，增强广大城乡居民的消费预期和底气。”同时，5 月上海、深圳房地产高频数据同样显示地产正在逐步企稳。从全球比较来看，国内虽然消费信心指数的绝对值仍低，但向上的趋势没变，相比而言欧洲、美国的消费信心反而出现更大程度的边际下行。

图 9：海外消费信心指数陆续边际转差



资料来源：Ifind，OECD，西部证券研发中心

图 10：一线城市地产价格环比已经出现明显改善



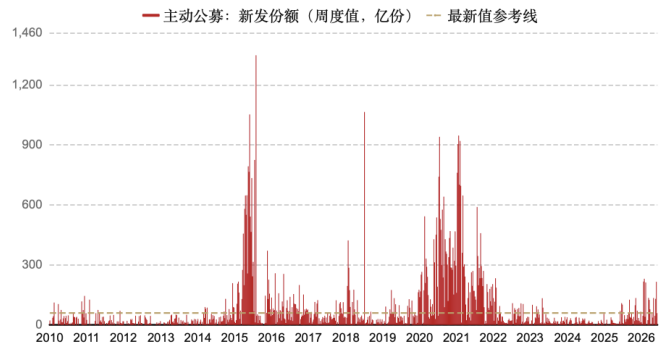
资料来源：Wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

这种“卖碳基，买硅基”的换仓操作部分源于 A 股增量资金的克制。AI 赛道的景气向上是不争的事实，但相比于历史的几次景气推动的科技牛市，这一轮市场的增量资金体现得相对克制——近两年公募新发基金规模远低于从前，券商新开户和新注册私募数量也低于从前。这导致部分资金为追逐景气可能不得不选择被动抛售“碳基”资金，这才形成了“碳基”和“硅基”板块之间的跷跷板。

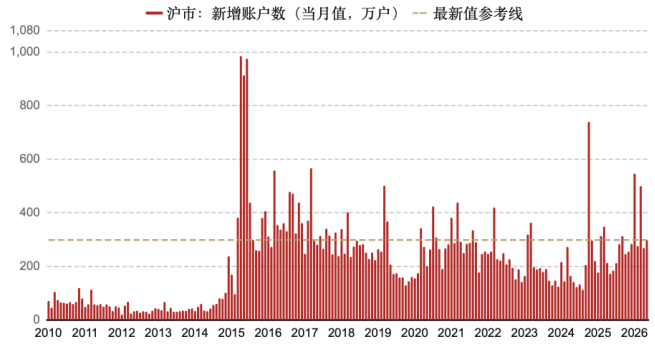
增量资金克制的只是增速而非方向，伴随着增量资金的缓慢流入，A 股传统板块的“不合理低估”的状况将逐渐改善。

图 11：近两年公募基金的发行相对克制



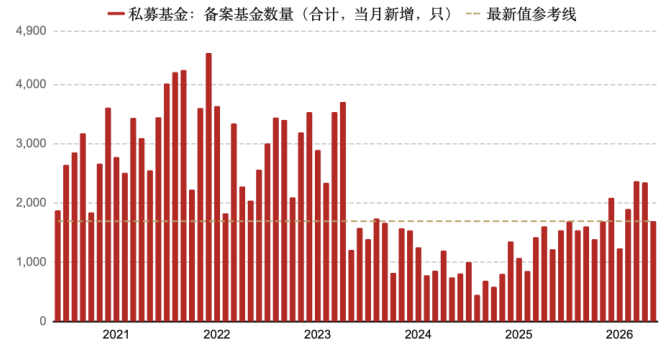
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：居民新开户水平也并不高



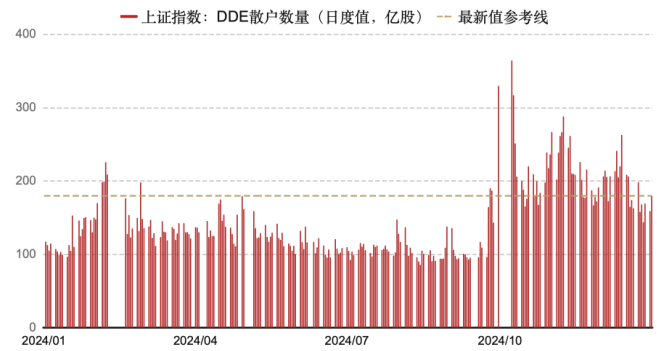
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：新备案私募的数量增长缓慢



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：散户参与度也并没有很高



资料来源：Ifind，西部证券研发中心

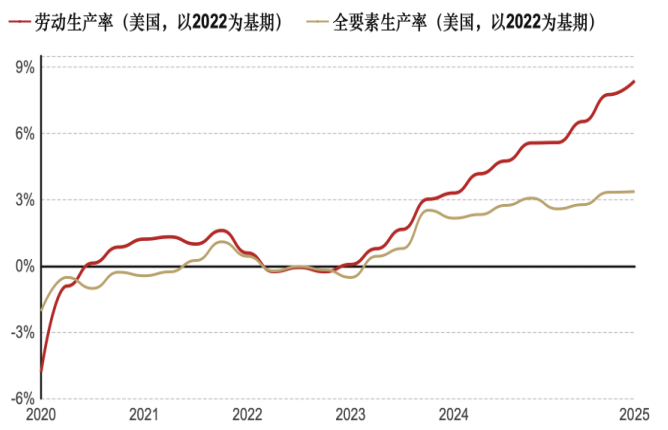
注：DDE 散户数为 Ifind 基于交易数据推算的散户数量指标，不代表实际散户数，仅提供数据方向参考

仅供内部参考，请勿外传

四、AI暂时不具备引领大周期的力量

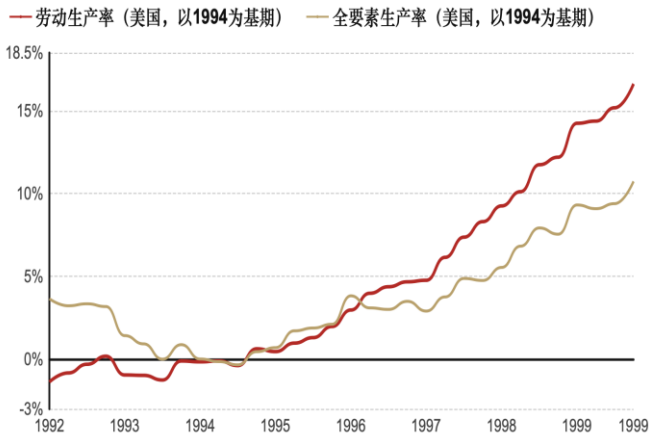
Bill Gates 写过“人们常常高估未来两年的变化，低估未来十年的变化”，这一点不仅适用于 90 年代后期的互联网，更适用于当前阶段的 AI。我们此前在报告中多次提到：当前仍是康波萧条期向复苏期过渡的阶段，而非康波繁荣期。一个典型的特征是：市场的劳动生产率有所提高，但全要素生产率却并未提高。这一点和 90 年代后期的劳动生产率和全要素生产率共振上升的特征不同，反而更像 80 年代早期的特征。

图 15：这一轮 AI 带动了劳动生产率却没有带动全要素生产率



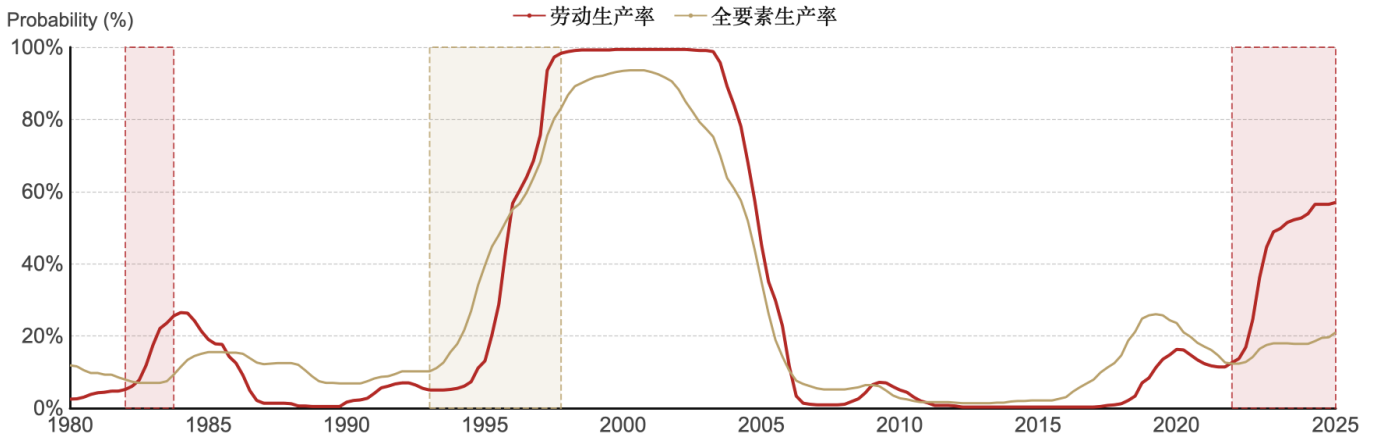
资料来源：旧金山联储，西部证券研发中心

图 16：90 年代后期则是劳动生产率和全要素生产率一起上升



资料来源：旧金山联储，西部证券研发中心

图 17：本轮更像 80 年代初期，同样是劳动生产率回升，但全要素生产率不上升



资料来源：旧金山联储，西部证券研发中心

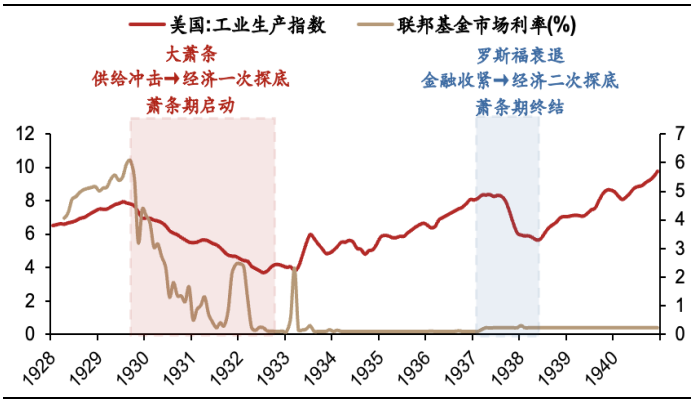
因此，即便长期看 AI 能够带来生产力的大幅改善，在短期依赖 AI 解决全要素生产率的大周期难题也不太现实。我们在 26.5.25《康波萧条与 AI 爆发：美国“低就业繁荣”还能走多远？》中提到：康波萧条期中存在 1-2 轮资本开支周期，目前的 AI 更像是一次依赖资本投入的资本开支周期，更多的是带动表观增长，深层的全要素生产率的问题无法解决。

仅供内部参考，请勿外传

而长期的国家债务问题以及与之牵连的更多矛盾（例如地缘摩擦），更多和全要素生产率挂钩，在资本开支周期转头向下后，很可能会重新暴露在资产定价上。

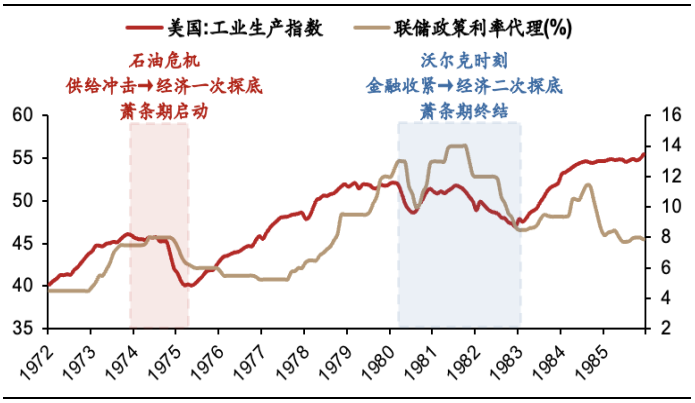
在 26.5.25《康波萧条与 AI 爆发：美国“低就业繁荣”还能走多远？》中我们提到：康波萧条期往往始于一轮外部黑天鹅事件的冲击，而终于一次金融条件的收紧。**相比于 99 年的繁荣阶段而言，本轮经济系统和金融系统的脆弱性更高。因而不应寄希望于市场走出类似 99 年的联储一边加息美股一边大涨的行情，反而需要更谨慎。**

图 18：第三轮康波萧条期始于一次股市大跌，终于罗斯福的紧缩政策带来的罗斯福衰退



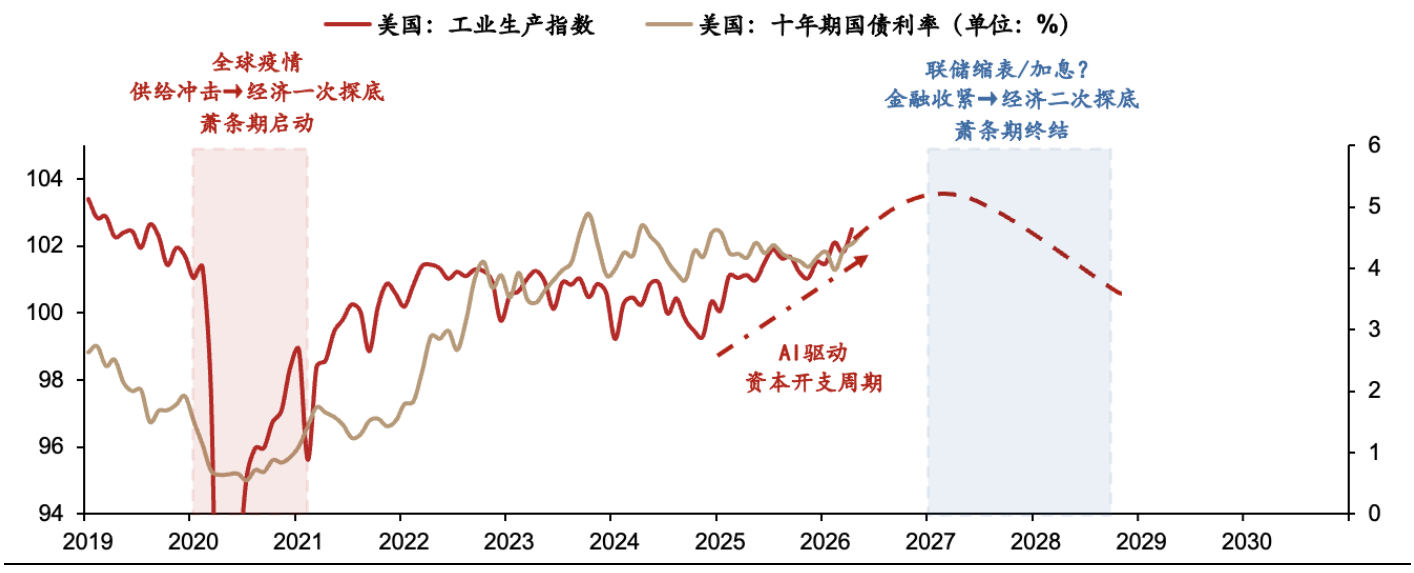
资料来源：Wind ，西部证券研发中心

图 19：第四轮康波萧条期始于石油危机，终于沃尔克时刻带来的衰退



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20：本轮加息周期可能就预示着康波萧条期的终结



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：目前 FedWatch 数据显示市场预期 2026 年 12 月加息，因此图中按 2026 年底见顶绘制。图中虚线仅为示意，不代表笔者实际预测

仅供内部参考，请勿外传

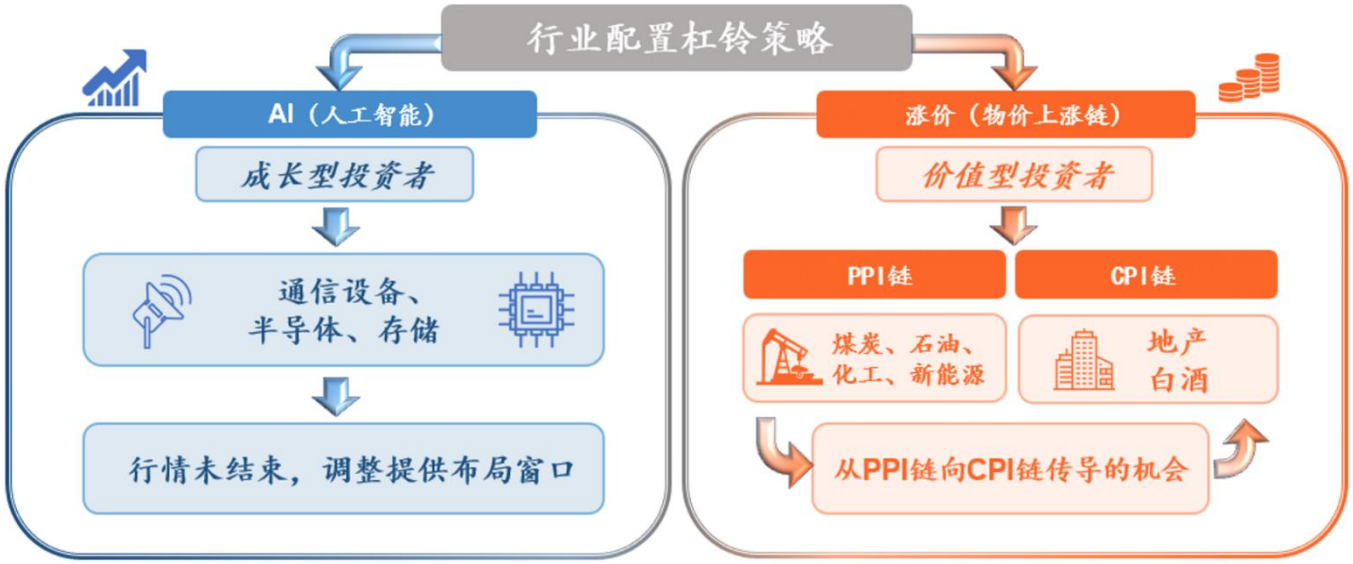
五、前途是光明的，道路是曲折的

前途是光明的，道路是曲折的。我们一方面需要意识到，科技具备改变远期生产条件的潜力，也要意识到其当前无法带来全要素回报率提升的困局。伴随拥挤度和估值的逐渐走高，市场逐渐进入博弈的深水区，“再平衡”的倾向正在渐渐明朗。建议逐渐兑现科技板块的浮盈，开始陆续布局低位“碳基”资产——

（1）AI 的高利润率外溢驱动的核心硬件涨价（**存储/光模块/半导体设备/电子布**等）；

（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 21：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

仅供内部参考，请勿外传

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 本周下跌 1.75%，上证指数本周下跌 1.55%，沪深 300 本周下跌 1.48%，中证 500 本周上涨 0.35%，创业板指本周下跌 1.37%，科创 50 本周上涨 6.32%。

各类市场风格中，大盘价值本周下跌 2.80%，大盘成长本周下跌 3.41%，小盘价值本周下跌 2.82%，小盘成长本周下跌 1.65%。

大类行业中，中游材料与 TMT 本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 2.09%、1.35%，资源类与可选消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-7.49%、-6.03%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为建筑材料、电子、非银金融，涨跌幅分别为 10.87%、5.39%、2.26%；本周涨跌幅后三行业为有色金属、汽车、美容护理，涨跌幅分别为-8.44%、-7.74%、-7.08%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 下跌 1.95%、恒生指数下跌 5.24%。

大宗商品普遍下跌，其中布油下跌 8.06%、COMEX 黄金下跌 3.37%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.73%，较上周下降 0.61BP。

仅供内部参考，请勿外传

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	3.15%	-1.75%	4.91%	0.00%	标普500	0.93%	-1.95%
上证指数	1.46%	-1.55%	1.47%	-3.44%	道琼斯工业指数	0.71%	0.60%
沪深300	3.44%	-1.48%	5.15%	0.23%	恒生指数	-3.21%	-5.24%
中证500	6.99%	0.35%	16.58%	11.67%	英国富时100	-1.04%	1.40%
创业板指	11.02%	-1.37%	30.94%	26.03%	德国DAX	1.42%	-1.26%
科创50	14.93%	6.32%	51.19%	46.28%	日经225	7.92%	-2.65%
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	-6.05%	-2.80%	-14.09%	-19.00%	美元指数	101.37	0.61%
大盘成长	6.54%	-3.41%	9.31%	4.40%	美元兑人民币	6.80	0.35%
小盘价值	-1.47%	-2.82%	-3.97%	-8.88%	港元兑人民币	0.87	0.31%
小盘成长	8.33%	-1.65%	18.45%	13.53%	英镑兑人民币	8.98	0.29%
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	7.77	0.05%
周期类	1.24%	-3.93%	2.37%	-2.55%	100日元兑人民币	4.21	0.43%
资源类	-2.83%	-7.49%	-2.95%	-7.86%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	3.37%	2.09%	14.75%	9.84%	中国十年期国债收益率	1.73%	-0.61BP
中游制造	5.04%	-4.05%	4.84%	-0.08%	中国一年期国债收益率	1.13%	-3.75BP
大消费	-2.14%	-3.99%	-18.10%	-23.01%	期限利差（10Y-1Y）	0.60%	3.14BP
可选消费	-1.13%	-6.03%	-17.22%	-22.13%	R007	1.51%	2.96BP
必需消费	-2.86%	-2.52%	-18.70%	-23.61%	DR007	1.47%	-0.41BP
金融服务	-5.68%	-0.33%	-11.00%	-15.91%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	-3.85%	-2.09%	-11.14%	-16.05%	美国十年期国债收益率	4.38%	-13.00BP
TMT	12.74%	1.35%	41.99%	37.08%	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	-8.53%	-8.06%
建筑材料	11.72%	10.87%	50.44%	45.53%	WTI原油	-9.83%	-7.40%
电子	17.49%	5.39%	75.76%	70.85%	COMEX黄金	-1.55%	-3.37%
非银金融	-2.22%	2.26%	-16.27%	-21.18%	COMEX白银	-4.51%	-10.79%
美容护理	-3.00%	-7.08%	-27.03%	-31.94%	LME铜	-0.92%	-1.95%
汽车	0.68%	-7.74%	-18.69%	-23.60%	LME铝	-4.11%	-5.87%
有色金属	4.10%	-8.44%	-0.93%	-5.85%	上期所螺纹钢	-1.32%	-1.31%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

从静态估值的角度看：

（1）A 股总体 PE（TTM）从上周的 23.67 倍降至本周的 23.24 倍，PB（LF）从上周的 1.88 倍降至本周的 1.85 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 41.76 倍降至本周的 40.88 倍，PB（LF）从上周的 2.70 倍降至本周的 2.66 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 81.16 倍降至本周的 79.34 倍，PB（LF）从上周的 5.29 倍降至本周的 5.18 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 207.08 倍升至本周的 214.12 倍，PB（LF）从上周的 7.15 倍升至本周的 7.39 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 5.70 降至本周的 5.69，相对 PB（LF）从上周的 3.74 降至本周的 3.73；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 14.54 升至本周的 15.36，相对 PB（LF）从上周的 5.05 升至本周的 5.32；

（4）A 股总体总市值本周下跌 1.83%；A 股非金融总市值本周下跌 2.12%；

（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 14.70 倍降至本周的 14.48 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 21.29 倍降至本周的 20.93 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 33.01 降至本周的 32.21 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 81.86 倍升至本周的 86.49 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.66 降至本周的 2.65；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 6.61 升至本周的 7.13；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 2.97%升至本周的 3.05%。

仅供内部参考，请勿外传

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	-1.83%		A股总体剔除金融服务业	-2.12%				
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	23.24	95.5%	-0.43	1.85	54.5%	-0.03	14.48	78.6%	-0.22
	A股非金融	40.88	92.9%	-0.89	2.66	71.2%	-0.05	20.93	76.1%	-0.36
	沪深300	13.94	76.3%	-0.31	1.39	31.3%	-0.03	12.13	74.6%	-0.26
	创业板	79.34	80.3%	-1.82	5.18	71.7%	-0.12	32.21	51.2%	-0.79
	科创板	214.12	92.3%	7.04	7.39	92.3%	0.24	86.49	93.5%	4.63
大类板块	周期类	32.92	84.3%	-1.35	1.99	62.1%	-0.07	15.37	60.9%	-0.56
	资源类	16.55	46.0%	-1.34	1.76	73.2%	-0.13	10.48	17.2%	-0.92
	中游材料	51.32	87.4%	1.05	2.09	64.6%	0.05	18.54	84.7%	0.89
	中游制造	49.20	96.0%	-2.08	2.62	64.1%	-0.11	21.30	81.7%	-0.67
	大消费	48.27	97.0%	-2.01	2.15	2.0%	-0.07	18.41	46.1%	-0.55
	可选消费	96.67	98.0%	-6.20	1.84	15.7%	-0.11	16.49	82.7%	-1.10
	必需消费	35.74	48.0%	-0.92	2.43	0.5%	-0.04	19.91	17.2%	-0.12
	金融服务	7.41	34.8%	-0.02	0.74	14.1%	0.00	6.82	37.5%	-0.03
	服务业	12.15	51.5%	-0.26	1.00	5.6%	-0.02	8.89	33.5%	-0.13
	TMT	76.97	92.9%	1.02	5.40	96.0%	0.07	42.10	95.4%	0.50
本周涨幅靠前的一级行业	建筑材料	145.41	100.0%	15.39	2.33	72.7%	0.26	31.42	98.9%	4.26
	电子	114.62	99.5%	5.27	8.78	100.0%	0.40	60.31	100.0%	2.38
	非银金融	10.16	1.0%	0.25	1.22	6.1%	0.03	8.01	1.0%	0.21
	基础化工	41.08	62.6%	0.33	2.55	52.5%	0.02	16.61	49.7%	0.34
	医药生物	41.26	56.6%	-0.45	2.48	2.0%	-0.02	25.49	16.7%	0.47
本周涨幅靠后的一级行业	商贸零售	-30.28	-	1.87	1.50	3.5%	-0.09	17.80	20.3%	-0.99
	钢铁	68.08	85.4%	-4.60	0.93	25.8%	-0.06	11.06	32.9%	-0.60
	美容护理	30.90	0.13	-2.43	2.25	0.5%	-0.18	19.86	8.6%	-1.71
	汽车	28.22	64.6%	-2.50	2.02	26.3%	-0.18	15.93	63.4%	-1.50
	有色金属	21.04	21.7%	-2.09	3.40	77.3%	-0.32	11.43	3.0%	-1.25
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	2.45%	7.6%	0.05%	ERP	0.71%	47.5%	0.05%		
	股息率	1.57%	54.5%	0.01%	股债收益差	-0.16%	90.9%	0.01%		
1.73%	全动态PE倒数	4.78%	24.2%	0.08%	全动态ERP	3.05%	44.0%	0.08%		

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

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

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 月工业企业利润同比延续高增：** 5 月中国地方政府债券专项债券发行额 54.79 百亿元，同比增长 5.47%，高于 4 月的-4.99%； 5 月中国工业企业利润同比 18.80%，高于 4 月的 18.20%。
海外宏观	**5 月美国核心 PCE 基本符合预期：** 6 月美国制造业 PMI(季调)55.70%，高于 5 月的 55.10%； 5 月美国 PCE 同比 4.07%，高于 4 月的 3.80%； 5 月美国核心 PCE 同比 3.41%，高于 4 月的 3.32%； 5 月美国新建住房销售折年数(季调)58.00 万套，同比下降 6.75%，相比 4 月的-10.70%少减； 5 月美国个人消费支出折年数(季调)22.06 万亿美元，同比增长 6.29%，高于 4 月的 5.58%； 5 月美国人均可支配收入折年数(季调)6.90 万美元，同比增长 3.80%，高于 4 月的 2.37%； 5 月美国耐用品新增订单 32.86 百亿美元，同比下降 4.39%，相比 4 月的 19.19%转负； 上周美国初申请失业金人数 21.50 万人，低于前一周的 22.70 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减-6.09 百万桶，高于前一周的-8.26 百万桶； 6 月欧元区制造业 PMI51.30%，低于 5 月的 51.60%； 6 月德国制造业 PMI50.00%，低于 5 月的 50.10%； 6 月法国制造业 PMI50.70%，高于 5 月的 49.70%； 6 月英国制造业 PMI53.10%，低于 5 月的 53.90%； 6 月德国 IFO 商业景气指数(季调)85.60%，高于 5 月的 85.00%； 5 月日本核心 CPI 环比 0.50%，高于 4 月的 0.30%； 5 月日本 CPI 环比 0.50%，高于 4 月的 0.30%。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4078.70 美元/盎司，低于上周的 4223.70 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)101.56 元/千克，低于上周的 104.78 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.00 元/千克，低于上周的 23.98 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-125.10 美元/千吨，低于上周的-120.70 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-12.60 美分/磅，低于上周的-12.15 美分/磅； 本周 LME 铜库存 33.65 万吨，低于上周的 35.22 万吨； 本周 LME 铝库存 30.67 万吨，低于上周的 31.53 万吨； 5 月焦炭表观消费量 4219.50 万吨，同比增长 1.19%，高于 4 月的-0.74%； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 70.97 美元/桶，低于上周的 80.68 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 69.23 美元/桶，低于上周的 76.56 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1800.00 元/吨，较上周维持不变； 本周华东地区 PTA 市场均价 6068.75 元/吨，低于上周的 6556.00 元/吨； 本周高炉开工率 84.43%，高于上周的 84.27%； 本周主要钢厂开工率 41.33%，高于上周的 40.97%； 6 月中旬社会钢材库存 9.34 百万吨，低于 6 月上旬的 9.38 百万吨； 6 月中旬重点企业钢材库存 17.90 百万吨，高于 6 月上旬的 16.87 百万吨； 上周螺纹钢现货价 3384.00 元/吨，低于前一周的 3387.00 元/吨； 本周华东地区水泥平均价 409.00 元/吨，较上周维持不变； 本周南华玻璃指数 782.93 点，低于上周的 791.02 点。

仅供内部参考，请勿外传

必需消费	6 月中旬豆粕市场价 2829.60 元/吨，高于 6 月上旬的 2827.80 元/吨； 6 月中旬生猪市场价 9.50 元/千克，较 6 月上旬维持不变 5 月饲料产量当月同比-0.10%，低于 4 月的 2.60%； 上周生猪饲料平均价 2.68 元/千克，高于前一周的 2.67 元/千克； 5 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 91.15%，低于 4 月的 92.90%。
可选消费	5 月空调产量当月同比-3.30%，高于 4 月的-4.70%； 5 月家用洗衣机产量当月同比 8.50%，高于 4 月的 5.30%； 5 月家用电冰箱当月同比 13.80%，低于 4 月的 19.30%； 本周十大城市:商品房成交面积 83.57 万平方米，低于上周的 84.08 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 178.56 万平方米，高于上周的 164.49 万平方米； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 5.43%，低于上周的 12.71%。
服务业	5 月民航客运量 0.59 亿人，同比下降 7.14%，相比 4 月的 0.44%转负； 5 月民航正班客座率 85.60%，低于 4 月的 86.10%； 5 月机场旅客吞吐量 6.32 亿人次，同比增长 2.45%，低于 4 月的 4.92%； 6 月中旬液化天然气市场价 6347.60 元/吨，高于 6 月上旬的 6202.60 元/吨。
TMT	6 月液晶电视面板价格 65.00 美元/片，较 5 月维持不变； 5 月移动通信基站设备产量当月同比-10.60%，高于 4 月的-19.00%； 5 月光缆产量当月同比-12.00%，高于 4 月的-15.50%。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

隔夜逆回购月底“首秀”短端利率调控再添新工具：中国人民银行 6 月 25 日公告，将在 6 月 29 日、6 月 30 日公开市场操作中增加隔夜逆回购操作品种，隔夜逆回购操作采用固定利率、数量招标。这是中国人民银行行长潘功胜在 2026 陆家嘴论坛上宣布的增量政策的具体落地。潘功胜表示，进一步丰富公开市场操作工具箱，适时增加隔夜逆回购操作品种，更好地匹配银行体系短期的流动性需求。与欧洲央行等类似，目前我国央行公开市场主力操作品种是 7 天期逆回购。7 天期逆回购操作有效维护了短端利率平稳。强化隔夜利率调控，更符合我国银行间市场的交易结构。

（资料来源：新华财经）

2026 年一季度我国经常账户保持顺差 3 月末对外净资产超 4 万亿美元：国家外汇管理局公布的 2026 年 3 月末我国国际投资头寸表显示，2026 年 3 月末，我国对外金融资产 119757 亿美元，对外负债 79696 亿美元，对外净资产 40060 亿美元。国家外汇管理局公布的 2026 年一季度我国国际收支平衡表数据显示，2026 年一季度，我国经常账户顺差 12836 亿元，其中，货物贸易顺差 17220 亿元，服务贸易逆差 4136 亿元，初次收入逆差 514 亿元，二次收入顺差 267 亿元。资本和金融账户逆差 13102 亿元。

（资料来源：新华财经）

仅供内部参考，请勿外传

6.4 未来重点关注

6 月 29 日欧洲公布欧元区 6 月经济景气指数；

6 月 30 日中国公布 6 月官方制造业 PMI，美国公布 5 月 JOLTs 职位空缺；

7 月 1 日中国公布 6 月非官方制造业 PMI，美国公布 6 月 ADP 就业、标普全球制造业 PMI 及 ISM 制造业 PMI；

7 月 2 日美国公布 6 月非农就业和失业率。

图 22：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

图 23：市场展望



资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

七、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，技术进展出现超预期突破，产业政策变化风险等。

仅供内部参考，请勿外传

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。