下载日志已记录，仅供内部参考

策略季报：K 型分化，科技主线不变，注意再平衡（2026 年三季度）

主要观点：

1. 市场回顾：科技资产领跑全球，A 股呈现极致 K 型分化

2026 年上半年，全球股市风险偏好回升，韩国综合指数年内涨幅高达 99.6%，领跑全球。因地缘溢价消退，原油 6 月大跌；黄金价格受美联储鹰派预期影响震荡走低至 4000 美元/盎司附近。

A 股市场在“科技强现实”与“传统弱预期”的博弈下，呈现出极致的 K 型分化特征，本质上是新旧动能转换在资本市场的直接映射。代表新经济的科创 50 和创业板指均创历史新高；行业层面极度分化，电子、通信行业年内涨幅超 70%，领涨与领跌行业涨幅差超过 100%。

2. 经济环境：企业盈利整体修复，新旧动能剪刀差扩大

当前宏观经济呈现“生产稳、投资弱、外贸强、消费冷”的格局。1-5 月固定资产投资累计同比增速为-4.1%，社零总额同比增长 1.4%，处于低位；但出口表现强劲，5 月当月值创历史新高（同比增长 19.4%），工业增加值同比增长 4.5%，亦高于预期。盈利修复方面，1-5 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 18.8%，但复苏极不均衡：高技术制造业（电子+103.9%、有色冶炼+117.1%）利润爆发式增长，而汽车制造（-19.8%）、酒及饮料（-15.6%）等传统消费领域利润持续下滑。物价方面，PPI 显著上行至 3.9%，CPI 温和上涨 1.2%。

3. 政策环境：科技内循环加速，储架制度落地在即

宏观政策加速推动“科技内循环”与制度优化。围绕“人工智能”这一核心引擎，政策端呈现出从基础设施夯实到应用场景爆发的全链条加速态势，力求将技术优势转化为即期增长动能。工信部印发《“人工智能+信息通信”创新发展实施意见（2026—2028 年）》，商务部等联合出台《关于加快“人工智能+消费”发展的实施意见》。

金融监管层面，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上明确提出，将加快推出“储架发行”机制，允许优质企业“一次注册、多次发行”，以提升融资灵活性并平滑二级市场波动，维护市场稳定。

4. 投资策略

（1）大盘总体保持韧性，市场呈持续结构性分化

报告日期：2026-7-7

执业信息
崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明
观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20260121 策略月报：全球失序关注黄金，政策主线轮动出圈（2026 年 2 月）

20260104 策略年报：2026 年 A 股年度策略－心有猛虎，细嗅蔷薇

20251130 策略月报：震荡蓄势，来年可期（2025 年 12 月）

20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利（2025 年 11 月）

20250929 策略季报：从“先信资本”到存款活化（2025 年 4 季度）

20250831 策略月报：保持信心、耐心和敬畏心（2025 年 9 月）

20250801 策略月报：DeepSeek 时刻，持续进行中（2025 年 8 月）

20250629 策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年 3 季度策略报告）

20250602 策略月报：关税博

下载日志已记录，仅供内部参考

上证指数市净率（PB）稳固在 1.50 倍附近，具备较强的底部支撑。居民储蓄与股票市值的比例保持在历史中位数附近，表明当前市场资金面与情绪面依然保持理性。全 A 等权指数已步入技术性调整周期，个股胜率面临下降风险。

（2）市场平稳演化的路径假设与再平衡策略

在结构性分化的背景下，市场的平稳演化大概率将遵循以下三条路径，投资者应据此做好仓位与结构的再平衡：

路径一：科技主线内部的高低切换与轮动。路径二：泛 AI+板块的景气外溢与扩散。路径三：蓝筹护盘与风格再均衡。若科创板块出现较大幅度调整，以沪深 300 为代表的传统蓝筹股有望发挥“减震器”作用。

（3）科技股高估值具有合理性

当前 TMT 板块整体交易热度仍处于温和区间，高成交额与市值的稳步扩张相匹配，板块整体运行健康。在政策强力驱动与 AI 投资浪潮的共振下，科技创新类公司的高溢价水平有望延续。

中美两国均将 AI 视为核心驱动力。美联储主席沃什将 AI 定义为“美国创造力”的体现，而中国政府正通过“人工智能+”战略贯穿供需两端，全链条激活 AI 产业新动能。长远来看，科技创新不仅是未来大国博弈的主战场和经济增长的核心引擎，也必将成为资本市场最核心的价值映射。

维持年初既定配置框架，持续聚焦涵盖七大类 19 个方向的 ETF 优选池（详见图表 41）。在坚定看好高景气赛道中长期趋势的同时，鉴于相关板块在创出历史新高，波动风险加剧，建议深度挖掘科技阿尔法个股，稳健型投资者注重仓位的动态平衡。

建议三季度重点关注机器人 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、证券 ETF、黄金 ETF 及黄金股 ETF，以把握产业链扩散与避险配置的双重机遇。

风险提示：

1. **仓位管理：**建议单一品种配置不超过 10%、单一风格敞口低于 30%，以提升组合抗波动能力。

2. **核心风险因素：**国内方面，关注政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

弈无剧本，央行施策显灵活（2025 年 6 月）

20250505 策略月报：关注关键矿产资源（2025 年 5 月）

20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年 2 季度策略报告）

20250302 策略月报：AI 高山仰止？何处寻觅洼地？（2025 年 3 月）

20250220 策略月报：相信光，追逐光（2025 年 2 月）

20241230 策略年报：2025 年 A 股年度策略-柳暗花明，行则将至

20231229 策略年报：2024 年 A 股策略－向新而生，不离辎重

下载日志已记录，仅供内部参考

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

（1） 主要指数

上半年，韩国股指领涨全球。截至 6 月 26 日，受益于三星电子和 SK 海力士持续大涨，韩国综合指数年内涨幅 99.6%，6 月微跌 0.8%；日经 225 年内涨幅 37.8%，月内涨幅 4.6%；纳斯达克指数年内涨幅 8.8%，月内涨幅-6.2%；标普 500 年内涨幅 7.4%，月内涨幅-3.0%；道琼斯工业指数年内涨幅 7.9%，月内涨幅 1.7%；印度 SENSEX30、恒生指数表现最弱，年内跌幅分别为 9.5%和 11.5%。

油升金落。原油方面，ICE 布伦特原油报收 73.60 美元/桶，年内累计涨幅达 39.7%；3 月份受美以伊冲突影响，油价一度冲高至近 120 美元/桶，但随着 5 月下旬美伊达成临时停火协议并逐步落实，地缘溢价消退，6 月单月大跌 19.1%。黄金方面，伦敦金现报收 4088.87 美元/盎司，年内累计下跌 5.3%。自 1 月末金价冲高至 5600 美元/盎司附近后，受凯伦·沃什被提名为美联储主席的影响，市场对其“降息+缩表”的鹰派政策立场产生担忧；叠加油价大涨引发的流动性冲击，金价持续大幅震荡走低。此外，比特币期货报收跌破 6 万美元，年内跌幅达 34.7%，作为对流动性高度敏感的资产，比特币与黄金成为率先对美联储鹰派政策进行定价的大类品种。

A 股双创领先，K 型分化。截至 6 月 26 日，Wind 全 A 指数年内上涨 8.9%，月内涨幅 0.8%；上证指数报收 4027.26 点，年内累计上涨 1.5%，月内下跌 1.0%。创业板指年内大涨 30.9%，单月涨幅达 3.9%；科创 50 表现更为抢眼，年内飙升 51.2%，月内涨幅 16.0%。沪深 300 年内涨幅 5.1%，排名靠后；上证 50、北证 50 年内分别下跌 4.1%和 12.0%。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅（%）

证券简称	最新价	今年累计	6月	二季度	一季度
韩国综合指数	8,411.21	99.6	-0.8	66.5	19.9
ICE布油	73.60	39.7	-19.1	-22.4	79.2
日经225	69,360.88	37.8	4.6	35.8	1.4
纳斯达克指数	25,297.62	8.8	-6.2	17.2	-7.1
道琼斯工业平均	51,876.11	7.9	1.7	11.9	-3.6
巴西IBOVESPA指数	173,295.14	7.6	-0.3	-7.6	16.3
标普500	7,354.02	7.4	-3.0	12.6	-4.6
英国富时100	10,508.02	5.8	0.9	3.3	2.5
胡志明指数	1,871.91	4.9	0.5	11.8	-6.2
德国DAX	24,671.22	0.7	-1.7	8.8	-7.4
澳洲标普200	8,764.20	0.6	0.4	3.3	-2.7
伦敦金现	4,088.87	-5.3	-9.9	-12.4	8.1
印度SENSEX30	77,100.47	-9.5	3.1	7.2	-15.6
恒生指数	22,671.86	-11.5	-10.0	-8.5	-3.3

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 2 A 股主要指数涨幅（%）

证券简称	最新价	今年累计	6月	二季度	一季度
万得全A	6,980.36	8.9	0.8	10.2	-1.2
科创50	2,032.28	51.2	16.0	61.8	-6.5
创业板指	4,194.21	30.9	3.9	31.7	-0.6
中证500	8,703.57	16.6	4.1	14.3	2.0
中证1000	8,601.41	13.2	2.3	12.9	0.3
国证2000	11,088.80	11.4	1.1	10.6	0.7
中证A500	6,147.45	8.9	0.8	11.2	-2.1
沪深300	4,868.22	5.1	-0.5	9.4	-3.9
上证指数	4,027.26	1.5	-1.0	3.5	-1.9
上证50	2,906.94	-4.1	-0.5	2.9	-6.8
北证50	1,266.90	-12.0	1.8	1.5	-13.3

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）风格指数

市场风格极度分化，仅成长科技风格及相对应的高估值方向上涨。截至 6 月 26 日，中信 TMT 年内上涨 12.4%，成长风格上涨 7.5%，高市盈率与高市净率指数年内分别上涨 13.3%和 10.7%。中信中游和金融风格为第二梯队，跌幅在 1%—2%之间。周期风格、消费风格、中信上游、中信下游、红利风格等年内跌

下载日志已记录，仅供内部参考

幅均超过 6%。

图表 3 主要风格指数涨幅（%）

分类	代码	指数	6月	二季度	一季度	年内累计	2025年	对应主要申万行业
中信风格	CI005917.WI	金融风格	-1.6	-3.9	-8.7	-12.2	11.6	非银金融、银行、地产
	CI005918.WI	周期风格	-6.1	-6.8	2.3	-4.7	35.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
	CI005919.WI	消费风格	-8.4	-12.6	-3.0	-15.3	6.6	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005920.WI	成长风格	7.5	32.0	-0.4	31.5	43.9	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
	CI005921.WI	稳定风格	-11.5	-9.5	4.0	-5.8	0.0	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信产业	CI005901.WI	中信上游	-6.0	-6.5	7.0	0.1	60.2	有色、石油石化、煤炭
	CI005902.WI	中信中游	-1.1	4.1	2.5	6.7	38.3	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
	CI005903.WI	中信下游	-9.6	-13.3	-3.8	-16.5	10.7	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005904.WI	基础设施建设	-9.9	-9.2	3.9	-5.7	5.2	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
	CI005905.WI	中信TMT	12.4	51.2	-2.2	47.8	44.7	电子、计算机、通信、传媒
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	13.3	42.9	-7.1	32.7	30.9	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
	801823.SI	低市盈率指数	-5.7	-7.6	-2.6	-10.0	19.8	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
	801831.SI	高市净率指数	10.7	56.3	-2.7	52.1	31.9	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
	801833.SI	低市净率指数	-7.2	-10.3	-1.4	-11.6	8.9	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
红利风格	000922.CSI	中证红利	-8.8	-11.2	4.1	-7.6	-1.4	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
	000015.SH	红利指数-上证	-9.1	-10.7	6.7	-4.7	-5.1	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
	399324.SZ	深证红利	-6.8	-9.3	-1.6	-10.7	5.4	家电、食品饮料、有色、医药生物、计算机、机械、传媒

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（3）行业指数

行业表现极度撕裂，领涨行业（电子）与领跌行业（商贸零售）涨幅差超过 100%。截至 6 月 26 日，10 个申万一级行业年内上涨，上涨比例为 32.3%。电子、通信行业年内涨幅超 70%，建筑材料涨幅 50.4%，机械设备、综合行业年内涨幅在 10%—20%之间，基础化工、电力设备、煤炭、公用事业、环保保持个位数涨幅。传媒、食品饮料、农林牧渔、美容护理、商贸零售 5 个行业跌幅均超过 20%，银行、纺织服饰、交通运输、医药生物、轻工制造、计算机、房地产、非银金融、社会服务、汽车、钢铁 11 个行业跌幅在 10%—20%。

图表 4 申万一级行业指数涨幅（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

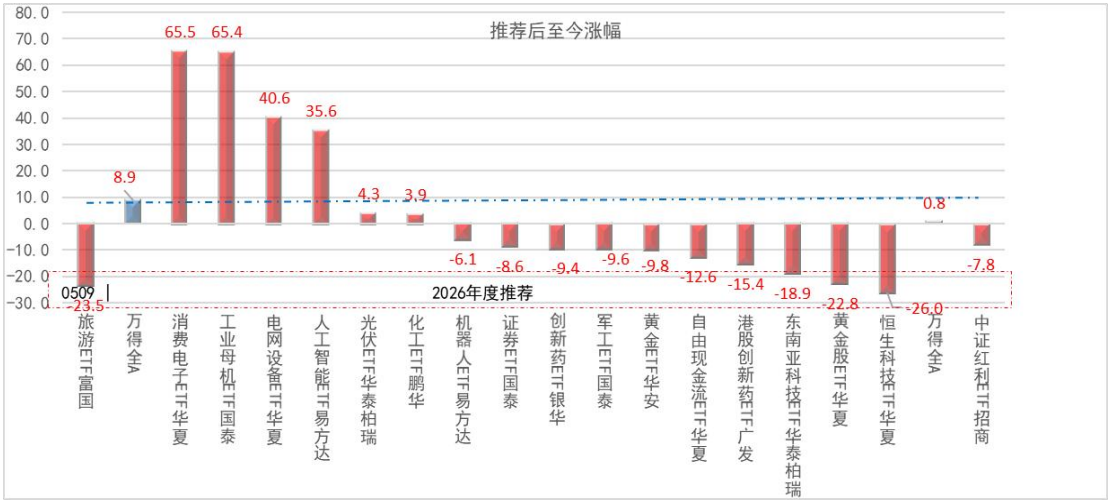
下载日志已记录，仅供内部参考

（4）推荐品种回顾

截至 6 月 26 日，累计推荐行业品种（不含宽基）6 只上涨，上涨比例 33.3%。其中，消费电子 ETF、工业母机 ETF 推荐后涨幅超 60%；电网设备 ETF、人工智能 ETF 涨幅超过 35%；光伏 ETF、机器人 ETF、化工 ETF 录得个位数涨幅。恒生科技 ETF、黄金股 ETF、东南亚科技 ETF、港股创新药 ETF、自由现金流 ETF 跌幅超过 10%，证券 ETF 年内跌幅收窄至 8.6%。

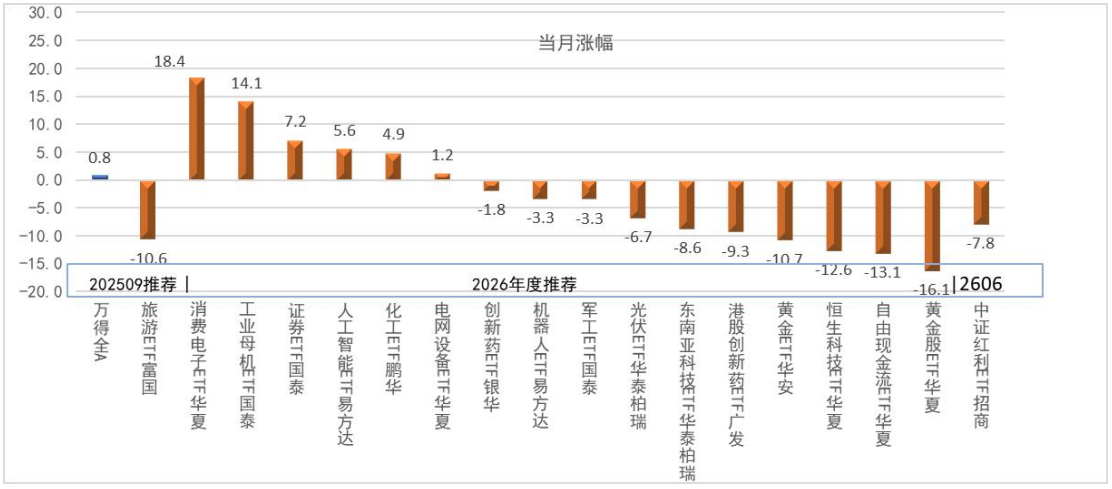
6 月当月，消费电子 ETF、工业母机 ETF 月内涨幅超过 10%，证券 ETF、人工智能 ETF 涨幅在 5%-10%之间，黄金股 ETF、自由现金流 ETF、恒生科技 ETF、黄金 ETF 等品种跌幅超过 10%。

图表 5 推荐 ETF 品种累计涨幅情况（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 （2025 年三季报首推旅游 ETF，其统计起始日为 20250901）

图表 6 推荐 ETF 品种 6 月涨幅情况（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 6 月 26 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

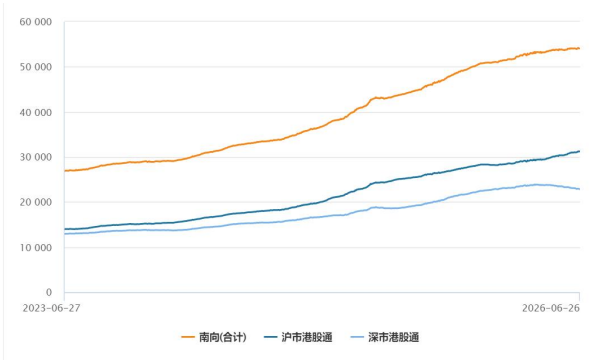
1.2 资金情况

（1）南向资金：深市港股通持续净流出，沪市港股通逆势吸金

截至 6 月 26 日，南向资金累计净流入达 54081.2 亿港元。从结构上看，沪市港股通累计净流入 31225.2 亿港元，深市港股通累计净流入 22856.0 亿港元。近期，两地资金流向呈现显著分化态势：深市港股通已连续三个月（4-6 月）遭遇净流出，单月流出规模分别为 93.6 亿、432.4 亿和 407.1 亿港元；与之形成鲜明对比的是，沪市港股通在 6 月依然维持了 315.5 亿港元的净流入。

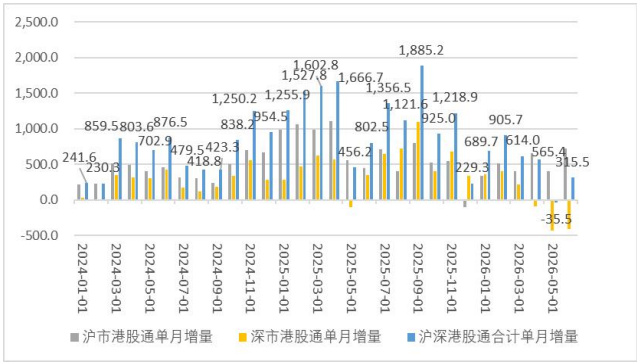
这种资金流向的分化，深刻反映了当下南向资金的风险偏好与配置逻辑。由于沪市港股通标的池的大型和中型蓝筹股权重更高，其持续吸金表明，在当前市场环境下，资金正主动规避高弹性的小盘成长股，转而寻求具备防御属性和稳健基本面的大盘蓝筹资产进行避险与布局。

图表 7 南向资金累计净流入出现分化（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 8 南向资金单月流入情况（亿港元）

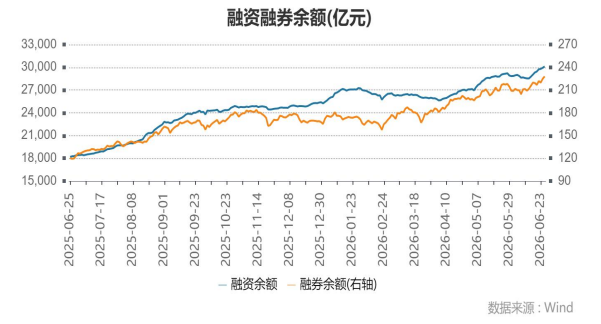


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）两融资金

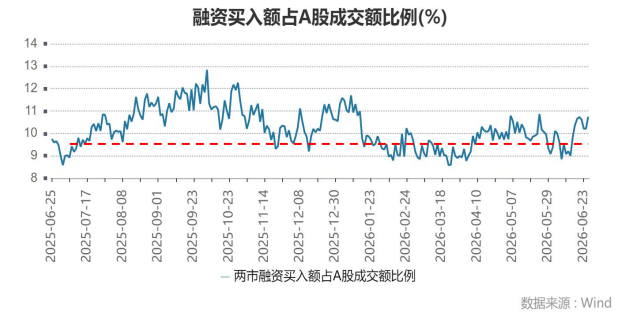
截至 6 月 25 日，融资余额 30101.61 亿元，比上年末增 4860.15 亿元，比 5 月末增 1192.25 亿元；融券余额 228.03 亿元，比上年末增 62.72 亿元，比上月末增 13.48 亿元。6 月，融资买入额占 A 股成交额日均 9.84%，低于近一年均值 10.22%，下半月融资交易情绪持续提高，6 月 25 日升至 10.75%。

图表 9 融资融券变动情况 （亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

当前经济呈现出“生产稳、投资弱、外贸强、消费冷”的分化格局。外需展现超预期韧性，但国内有效需求依然不足，终端购买力有待释放，仍需政策持续发力稳固修复基础。

1-5 月份，固定资产投资累计同比增速为-4.1%，降幅较上月进一步扩大。细分来看，制造业投资累计增速由正转负至-0.4%，低于预期值 0.1%；基础设施建设投资增速回落至 0.8%，低于预期值 2.1%；房地产投资累计增速继续下探至-16.2%，拖累效应依然明显。5 月当月，社会消费品零售总额同比下降 0.6%；出口同比大幅增长 19.4%，工业增加值同比增长 4.5%，均高于预期。5 月份，制造业 PMI 指数为 50.0%，虽较上月微降但仍维持在荣枯线上方，非制造业 PMI 升至 50.1%，重返扩张区间；CPI 保持温和上涨至 1.2%，PPI 则显著上行至 3.9%，超出预期 0.4 个百分点。金融数据方面，M1 增速加快至 5.5%，显示资金活化程度提升；社融规模存量增速稳定在 7.7%，社会融资累计新增 17.48 万亿元，高于预期值。

图表 11 宏观经济数据概览

主要经济指标	预测值		实际值		5月实际比预期
	2026-06F	2026-05F	2026-05	2026-04	
工业增加值:月累计同比(%)	5.6	--	**5.4**	5.6	*
工业增加值:当月同比(%)	--	4.4	**4.5**	4.1	0.1
固定资产投资:月累计同比(%)	-2.6	-1.7	**-4.1**	-1.6	-2.4
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	0.3	0.1	**-0.4**	1.2	-0.5
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	3.7	2.1	**0.8**	4.9	-1.3
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	-15.0	-14.6	**-16.2**	-13.7	-1.6
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	3.0	--	**1.4**	1.9	*
进口金额:月累计同比(%)	--	--	**24.5**	23.7	*
出口金额:月累计同比(%)	--	--	**15.5**	14.5	*
社会消费品零售:当月同比(%)	--	0.1	**-0.6**	0.2	-0.7
进口:当月同比(%)	--	20.2	**27.4**	25.2	7.3
出口:当月同比(%)	--	12.3	**19.4**	14.0	7.1
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	50.0	50.3	**50.0**	50.3	-0.3
中国非制造业采购经理指数:月末值	--	--	**50.1**	49.4	*
CPI:当月同比(%)	1.2	1.4	**1.2**	1.2	-0.2
PPI:当月同比(%)	4.5	3.5	**3.9**	2.8	0.4
M1:月末同比(%)	5.3	4.8	**5.5**	5.0	0.7
M2:月末同比(%)	8.0	8.6	**8.6**	8.6	0.0
人民币贷款:月末同比(%)	6.1	5.5	**5.5**	5.6	0.0
人民币贷款:月累计新增(亿元)	--	91500.0	**91100.0**	85900.0	-400.0
社会融资规模存量:月末同比(%)	7.9	7.6	**7.7**	7.8	0.1
社会融资规模:月累计新增(亿元)	--	173538.0	**174764.0**	154500.0	1226.0

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

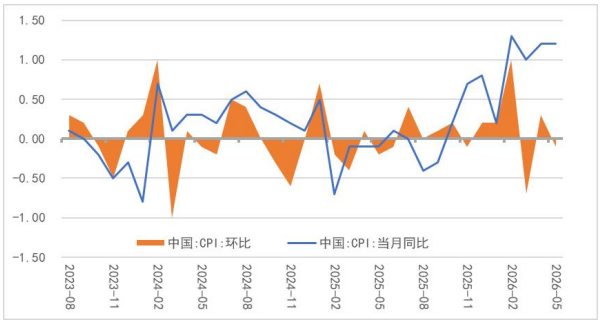
下载日志已记录，仅供内部参考

（1） CPI 与 PPI

CPI 保持温和上涨，但居住和食品烟酒类价格连续下降。2026 年 5 月份，CPI 同比上涨 1.2%，连续 8 个月增速为正；不包含食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.1%。细分项目中，交通和通信价格同比上涨 5.4%，医疗保健价格上涨 2.1%，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐价格当月涨幅在 1.2%—1.8%之间，居住类价格下降 0.2%，食品烟酒类价格下降 0.9%。

1-5 月份，CPI 累计同比上涨 1.0%，连续 5 个月增速为正；食品价格累计同比下降 0.4%，非食品价格累计上涨 1.3%，消费品价格累计上涨 1.1%，服务价格累计上涨 0.8%。

图表 12 CPI 当月同比/环比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

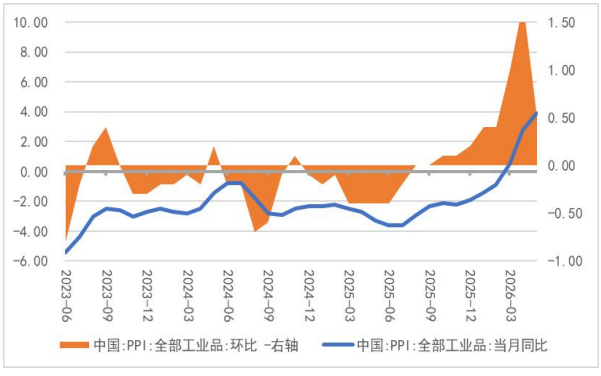
图表 13 CPI 分项：当月同比/累计同比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

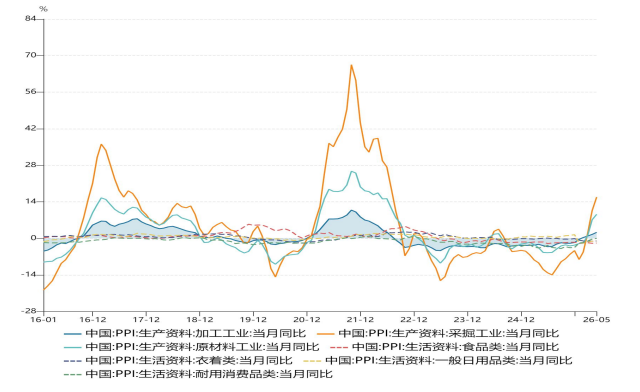
生产资料类价格上涨，生活资料价格下降。5 月份，PPI 同比上涨 3.9%，比上月涨幅扩大 1.1 个百分点；环比上涨 0.5%，环比涨幅比上月收窄 1.2 个百分点。生产资料类价格持续走高，采掘工业价格当月同比上涨 15.8%、原材料工业价格上涨 9.2%，加工工业价格同比上涨 2.3%。生活资料价格延续下降态势，食品类价格当月同比下降 1.8%，衣着类价格下降 1.0%，一般日用品价格下降 1.0%，耐用消费品价格同比持平。

图表 14 PPI 当月同比/环比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 生产端 PPI 当月同比率先转正（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

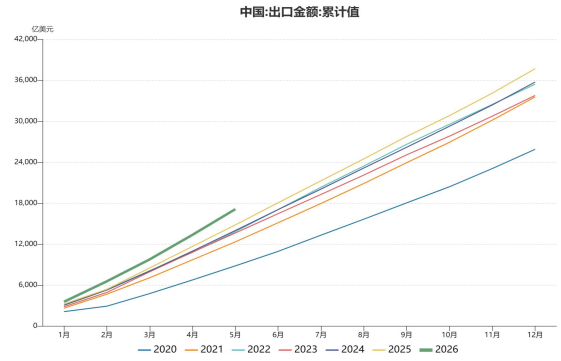
细分行业来看，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格分别大涨 33.0%和 21.6%；石油和天然气开采、黑色金属矿采选业、电气机械和器材制造业价格累计同比分别上涨 7.0%、1.7%、2.8%；**计算机、通信和其他电子设备制造业价格逆转下降态势，同比上涨 0.3%**。而食品制造业价格累计同比下降 1.8%，酒、饮料和精茶业价格下降 2.2%，医药制造业累计同比下降 4.6%，汽车制造业价格下降 2.3%，电力、热力生产和供应业价格下跌 4.0%。

（2）投资、消费、出口

出口：5 月出口值创历史新高。2026 年 1-5 月份，我国出口金额 17133.95 亿美元，同比增长 15.5%，比 1-4 月份同比增速提高 1.0 个百分点，比去年同期增速提高 9.6 个百分点。5 月，出口当月值为 3767.83 亿美元，同比增速 19.4%，比 4 月增速大幅提高 5.4 个百分点，出口金额当月值创历史新高。

我国出口产品“含科量”持续提升，高技术、高端制造产品保持较高出口增速。据《新华社》文章《从前 5 个月数据透视我国外贸脉动》指出，今年 1—5 月，我国高技术、高附加值机电产品出口达 7.58 万亿元，同比增长 18.4%，占同期出口总值的 63.6%。从细分领域来看，“新三样”产品累计同比增长 50.5%，其中电动载人汽车增长 70.7%，锂电池增长 45.4%，太阳能电池增长 26.1%。此外，**集成电路出口累计增长 90.0%，3D 打印机增长 113.7%，无人驾驶航空器增长 31.4%。**

图表 16 中国出口金额累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 5 月，当月出口创历史新高，对美出口显著增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

对美出口显著改善。按海关口径（美元），2026 年 1-5 月份，对美国出口同比增长-2.7%（前值为-10.2%）。其中，5 月当月对美出口大幅增长 35.4%。这一显著回升态势，一方面得益于去年“关税战”造成的低基数效应；另一方面，今年 5 月中美元首会晤达成重要共识，将构建“中美建设性战略稳定关系”作为两国关系新定位，为未来 3 年乃至更长时间的中美关系提供了战略指引。中美双方同意成立贸易理事会和投资理事会，妥善解决农产品市场准入关切，并在对等降税框架下推动扩大双向贸易。这些务实成果有效稳定了中美经贸预期。

对非美区域出口保持较高增速增长。对欧盟出口增长 16.4%，前值 19.0%（德国 17.3%，前值 19.6%；法国 15.3%，前值 21.0%；意大利 22.2%，前值 23.7%）；对英国出口增长 12.7%，前值 15.9%，对澳大利

下载日志已记录，仅供内部参考

亚出口增长 20.7%，前值 19.8%；对日本出口增长 7.1%，前值 6.2%；对韩国出口增长 28.5%，前值 24.7%。**对东盟国家保持两位数增速，**同比增长 20.3%，前值 19.1%（越南 23.2%，前值 22.0%；马来西亚 24.9%，前值 22.8%；泰国 28.6%，前值 25.3%；印度尼西亚 14.3%，前值 12.9%）。对拉丁美洲出口增长 9.5%，前值 10.5%（巴西 21.8%，前值 24.3%；墨西哥 0.4%，前值 0.7%；阿根廷 0.1%，前值-0.2%）；对印度出口增长 18.1%，前值 17.8%；对俄罗斯出口增长 26.4%，前值 23.1%；对非洲出口增长 25.8%，前值 28.0%。

投资：固定资产投资增速持续转负。1-5 月份，固定资产投资（不含农户）178512 亿元，同比增长-4.1%，下降幅度比上月扩大 2.5 个百分点。其中，国有控股企业投资同比增长-0.4%，年内首度转负；民间投资增长-7.1%，港澳台商投资增长-8.7%，外商投资增长-4.3%。分类别看，制造业投资同比增长-0.4%，首度转负，比上月增速下降 1.6 个百分点；基础设施建设投资增长 0.8%，比上月增速回落 4.1 个百分点。

固定资产投资同比下降的行业主要包括：医药制造业下降 9.0%，化学纤维制造业下降 14.5%，专用设备制造业下降 8.0%，食品制造业下降 6.5%，汽车制造业下降 2.7%。有色金属冶炼及压延业下降 2.3%，电力、热力、燃气及水生产供应业下降 0.1%。

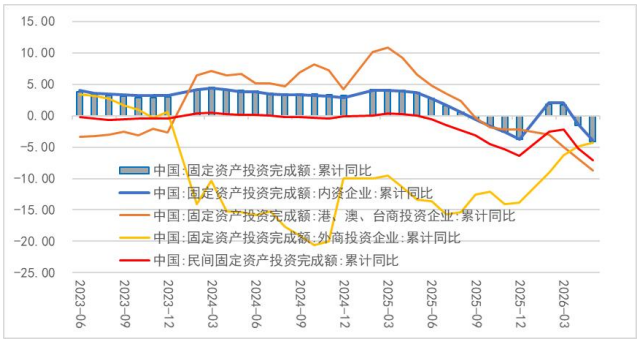
固定资产投资增长的行业主要包括：采矿业同比增长 6.2%，煤炭开采增长 4.6%，石油天然气开采增长 5.3%，黑色金属矿采选业增长 3.8%，有色金属矿采选业增长 32.6%，农副食品加工业增长 0.5%，纺织业增长 10.8%，通用设备制造业增长 2.8%，电气机械增长 1.5%，铁路、船舶、航空航天增长 23.6%，**计算机、通信和其他电子设备制造业增长 6.7%。**

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产投资分项累计增速（%）



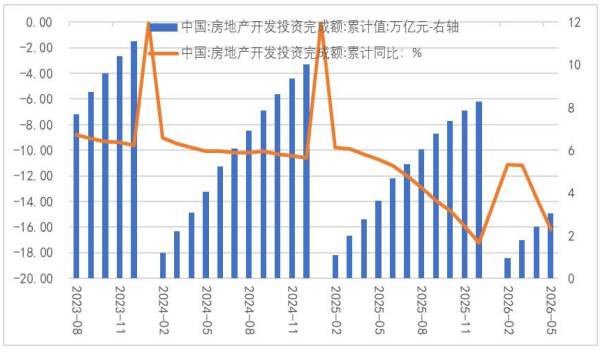
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：地产价格持续寻底，居民置业需求显著下降。5 月份，70 大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降 3.6%，环比下降 0.2%；二手住宅销售价格指数同比下降 5.9%，环比下降 0.3%，延续 2022 年以来的下降态势。

1-5 月份，全国房地产开发投资 30356 亿元，同比下降 16.2%；其中，住宅投资 23426 亿元，同比下降 15.6%。房屋新开工面积累计 1.79 亿平方米，同比下降 22.6%。商品房销售面积累计 3.13 亿平方米，同比下降 10.8%。商品房销售额累计 2.94 万亿元，同比下降 13.5%。5 月末，商品房待售面积 77182 万平方米，同比下降 0.4%；其中，待售 3 年以下面积 57152 万平方米，下降 2.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

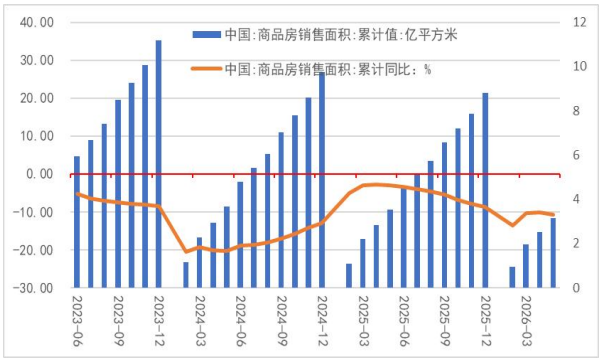
图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

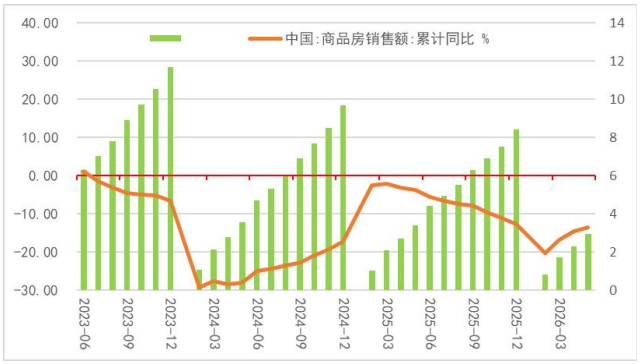
1-5 月份，房地产开发企业到位资金总额为 32756 亿元，同比下降 19.0%，各渠道资金全面承压。具体来看，国内贷款为 4875 亿元，同比降幅达 28.7%；自筹资金 11985 亿元，下降 13.0%；定金及预收款 10012 亿元，下降 16.1%；个人按揭贷款 4066 亿元，下降 28.0%。

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

消费：消费增速延续低位运行。1-5 月份，社会消费品零售总额 20.60 万亿元，同比增长 1.4%，比上月增速下降 0.5 个百分点。其中，城镇消费品零售额累计增长 1.2%，比上月增速下降 0.6 个百分点；乡村消费品零售额增长 2.6%，比上月增速下降 0.2 个百分点。全国网上商品和服务零售额 83177 亿元，同比增长 5.9%。其中，网上商品零售额 52718 亿元，增长 5.0%；网上服务零售额 30459 亿元，增长 7.6%。服务消费增速领先商品消费 2.6 个百分点，占比提升符合消费升级长期趋势。

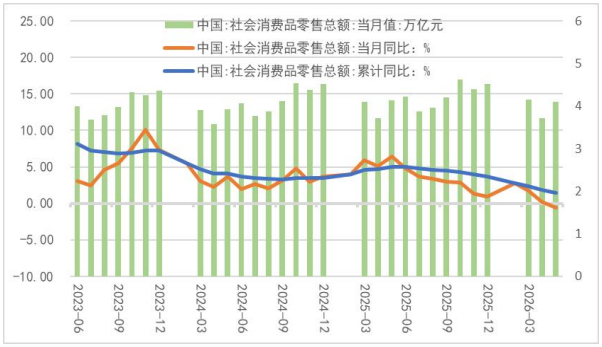
各分项情况：多项品类累计增速下降。1-5 月份，汽车销售累计 16009 亿元，同比增长 11.8%（1-4 月增速-10.6%）；家用电器和音响器材销售额同比增长-6.9%（前值-4.0%），通讯器材类增长-13.8%（前值 17.7%），体育娱乐用品类增长-2.4%（前值-0.7%），家具类增长-3.0%（前值-1.4%），金银珠宝类增长 2.8%（前值 5.4%），中西药增长 3.1%（前值 2.9%），烟酒类增长 13.4%（前值 15.2%），饮料类增长 6.0%（前值 6.0%）。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

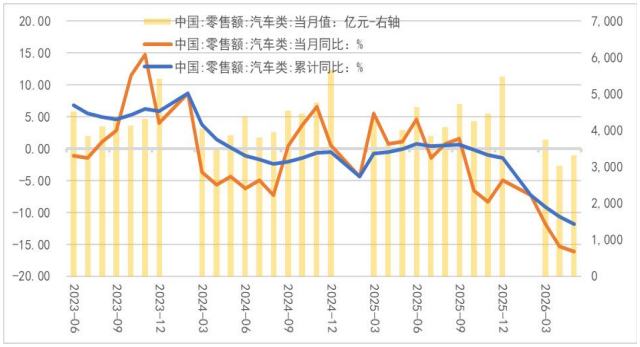
5 月当月，汽车类销售同比下降 16.1%，建筑及装潢类销售下降 13.6%，家具类销售下降 8.7%，家用电器和音响器材类销售下降 15.6%，金银珠宝类下降 8.9%；日常消费类（如粮油食品、烟酒类、化妆品类）保持韧性，维持正增长。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



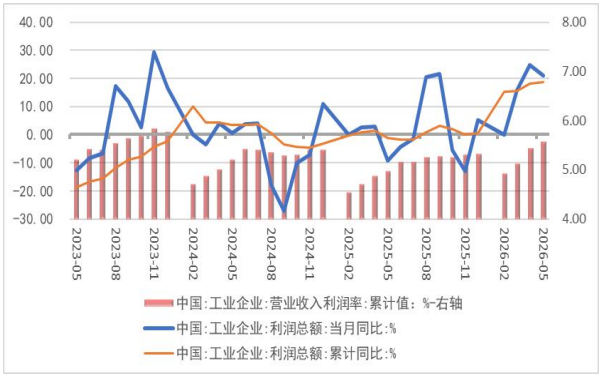
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

1—5 月份，限额以上零售业呈现显著“冷热分化”：便利店、超市零售额同比分别增长 6.8%、3.6%，专业店、百货店及品牌专卖店零售额均负增长，其中品牌专卖店以 7.6%的降幅领跌。这一态势折射消费逻辑深层重构：满足日常刚需的高频渠道（便利店、超市）抗周期韧性凸显，稳住民生消费基本盘；承载高品牌溢价的品牌专卖店遇冷，反映消费者消费倾向转向务实理性与防御性特征，秉持精打细算、节约的理念，更加追求实用价值与性价比。

（3）工业企业盈利：总体向好与行业分化并存

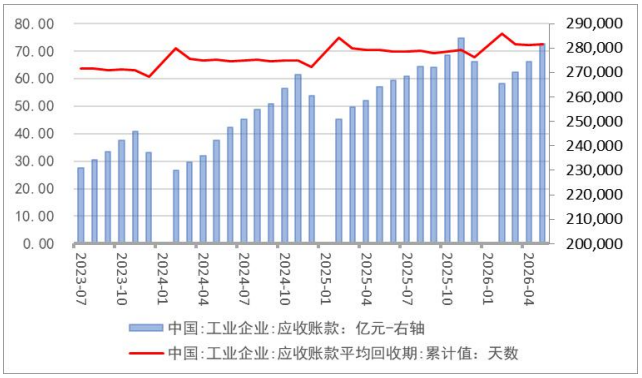
2026 年 1—5 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 31440 亿元，同比增长 18.8%，增速较 1—4 月提高 0.6 个百分点，5 月单月同比增长 21.1%，企业效益修复势头强劲。同期，营收利润率升至 5.56%，同比与环比双升，为 2024 年以来最高水平，科技创新、工业品价格回暖以及外需强劲对盈利形成了积极支撑。

图表 26 工业企业盈利触底回升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

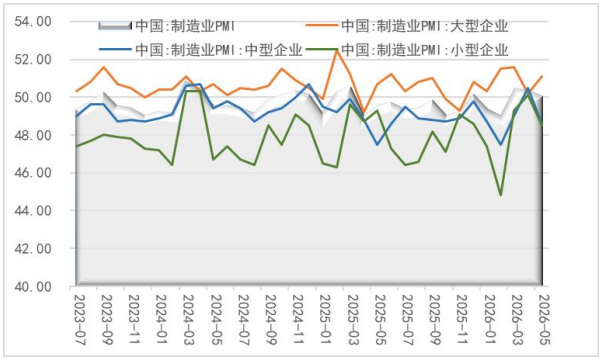
然而，盈利复苏呈现不均衡特征，截至 5 月末，应收账款余额达 28.17 万亿元（同比增长 7.7%），平均回收期延长至 72.6 天，企业资金回笼压力犹存；同时，4 月末工业企业亏损企业数量 165446 家，同比增加 979 家，反映出部分企业经营依然困难。

从行业结构看，利润分化态势显著。一方面，高技术制造与上游原材料行业迎来爆发式增长，有色金属冶炼和压延加工业（+117.1%）、计算机通信和其他电子设备制造业（+103.9%）、有色金属矿采选业（+93.9%）以及化学原料和化学制品制造业（+71.6%）表现亮眼，煤炭开采（+23.5%）、造纸和纸制品业（+23.5%）、石油和天然气开采业（+17.2%）等行业也保持较快增长。另一方面，部分中下游传统制造业及消费品行业仍面临较大经营压力，汽车制造业（-19.8%）、酒饮料和精制茶制造业（-15.6%）、电力热力燃气及水生产和供应业（-2.7%）、专用设备制造业（-5.5%）利润同比下滑，医药制造业降幅显著收窄至-1.3%（前值-3.5%）。整体来看，工业利润依然向资源品与高端制造领域集中，新旧动能转换特征明显。

（4）PMI 指数

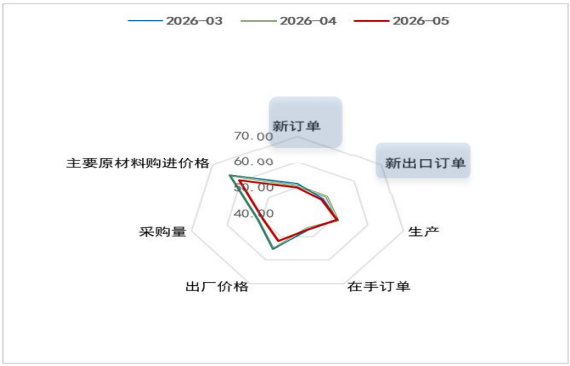
制造业 PMI：大型企业持续景气。2026 年 5 月，制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点。大型企业 PMI 为 51.1%，比上月上升 0.9 个百分点；中型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 1.9 个百分点；小型企业 PMI 为 48.5%，比上月下降 1.6 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

细分项目看，主要分项指数多数回落。新订单指数 49.9%，比上月下降 0.7 个百分点；新出口订单指数 48.6%，下降 1.7 个百分点；在手订单指数 46.8%，上升 0.6 个百分点；生产指数 51.2%，下降 0.3 个百分点；采购量指数 49.8%，下降 1.3 个百分点；主要原材料购进价格指数 60.5%，下降 3.2 个百分点；出厂价格指数 51.9%，下降 3.2 个百分点。

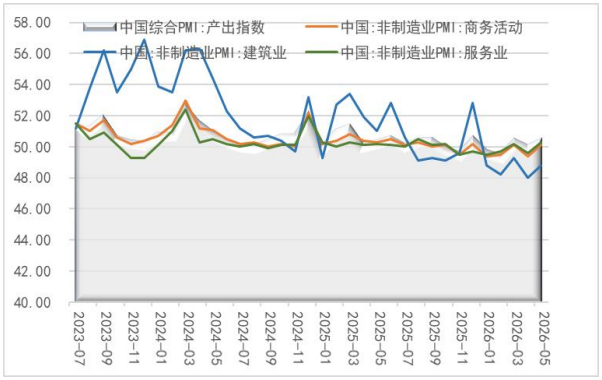
非制造业 PMI：5 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，比上月上升 0.7 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 48.8%，上升 0.8 个百分点；服务业商务活动指数为 50.3%，上升 0.7 个百分点。

分行业来看，建筑业、服务业新订单指数处于低位，与固定资产投资、消费增速偏弱态势形成数据印证。5 月份，建筑业新订单指数 43.5%，环比上升 1.9 个百分点；服务业新订单指数 45.3%，环比上升

下载日志已记录，仅供内部参考

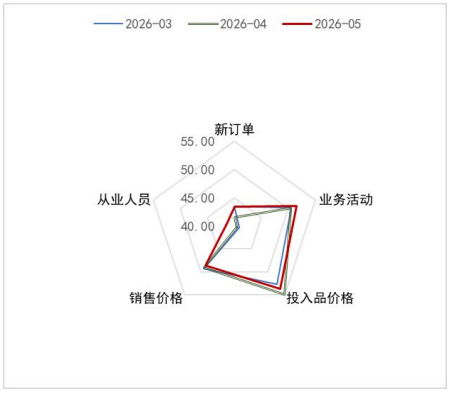
0.5 个百分点。建筑业投入品价格指数升至 53.7%，环比下降 1.2 个百分点；销售价格指数 48.6%，环比下行 0.4 个百分点；从业人员指数 41.4%，环比上升 1.8 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况（%）



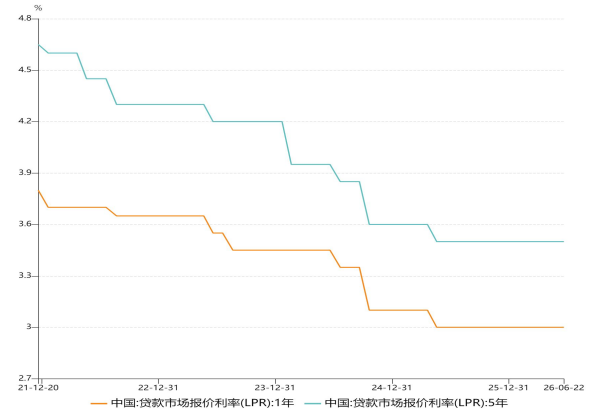
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

（1）利率

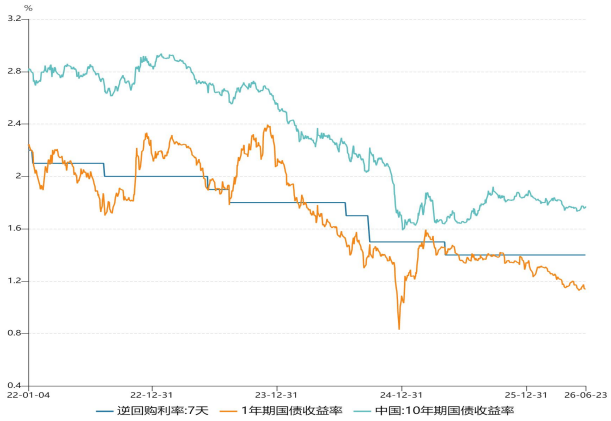
国债收益率低位小幅下降，贷款利率维持不变。6 月 26 日，1 年期国债收益率 1.11%，比上月末下降 4BP，比上年末下降 23BP；10 年期国债收益率 1.76%，比上月末下降 3BP，比上年末下降 11BP。6 月 22 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，7 天逆回购利率为 1.40%，均与上月持平。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

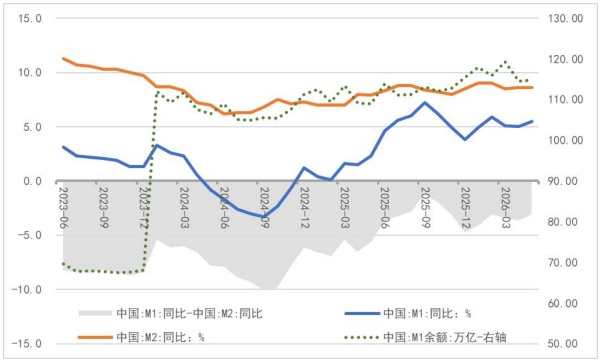
（2）货币投放

2026 年 5 月末，M2 余额 353.67 万亿元，同比增长 8.6%，与上月增速持平；M1 余额 114.89 万亿元，同比上升 5.5%，比上月增速提高 0.5 个百分点，比去年同期增速提高 3.2 个百分点；M1-M2 增速剪刀差-3.1%，比上月缩小 0.5 个百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

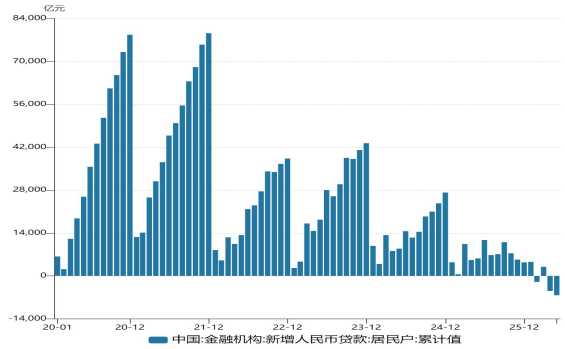
5 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 22.66 万亿元，环比增加 1769 亿元；同比上升 10.62%（去年同比上升 2.85%），反映出企业整体现金流状况较去年显著改善。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 居民户人民币贷款连续两个月负增长（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

1-5 月份，社会融资规模增量累计为 17.48 万亿元，比上年同期少 1.16 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9 万亿元，同比少增 1.38 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1153 亿元，同比多增 2116 亿元；企业债券净融资 1.67 万亿元，同比多 7577 亿元；非金融企业境内股票融资 2305 亿元，同比多 799 亿元，政府债券净融资 5.67 万亿元，同比少 6340 亿元。**整体看，企业债券及股权融资同比多增，但低于贷款少增规模。**

5 月，社会融资当月值 20264 亿元，比上年同期少增 2636 亿元。其中，政府债券当月值 12236 亿元，同比少增 2349 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 298 亿元，同比多增 146 亿元；新增人民币贷款当月值 4965 亿元，同比少增 958 亿元。金融机构口径，5 月，企事业单位中长期人民币贷款当月值-200 亿元，同比少增 3500 亿元；企事业单位短期人民币贷款当月值 1000 亿元，同比少增 100 亿元；居民户人民币中长期贷款当月值-571 亿元，同比少增 1317 亿元，居民户人民币短期贷款当月值-840 亿元，同比少增 632 亿元。**2026 年，居民户新增人民币贷款累计值首度转负，1-5 月份为-6314 亿元，反映居民处于降杠杆状态。**

（3）美国利率及其他

5 月份，受前期高油价冲击的惯性影响，美国通胀数据继续反弹。当月 CPI 同比上涨 4.2%，增速较上月提高 0.4 个百分点；核心 CPI 同比升至 2.9%，较上月提高 0.1 个百分点。

伴随通胀预期的升温，美债收益率延续上行态势。截至 6 月 22 日，10 年期美债收益率升至 4.51%，较上月末上行 6BP，较上年末上行 33BP；2 年期美债收益率升至 4.24%，较上月末上行 26BP，较上年末上行 77BP。与此同时，美联储维持联邦基金目标利率在 3.50%—3.75%区间不变。

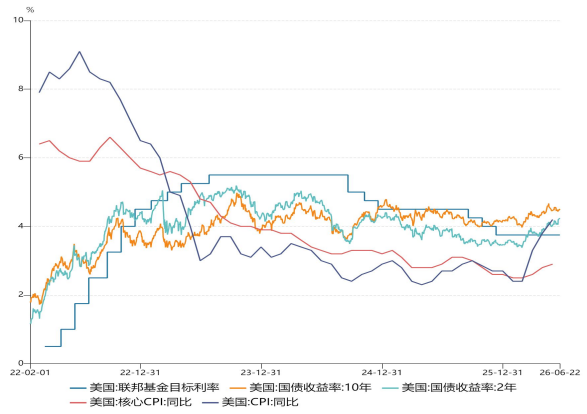
不过，随着美伊双方就停战谅解备忘录达成一致，并于 6 月 19 日在瑞士正式签署该协议，霍尔木兹海峡通行逐步恢复，原油供应紧张局势有效缓解。受此影响，6 月下旬布伦特原油价格回落至 75 美元/桶

下载日志已记录，仅供内部参考

下方，6 月以来累计跌幅接近 20%。

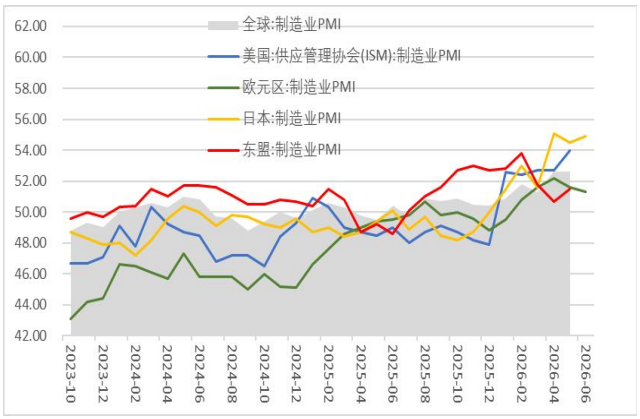
全球制造业 PMI 维持扩张态势。2026 年 5 月份，全球制造业 PMI 为 52.6%，连续 10 个月处于景气区间；东盟国家 PMI 为 51.5%，较上月上升 0.8 个百分点。美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 54.0%，上升 1.3 个百分点。6 月份，日本制造业 PMI 为 54.9%，较上月上升 0.4 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 51.3%，下降 0.3 个百分点。

图表 36 美联邦基金利率/美国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

■ **沃什首秀：鹰派预期下的鸽派底色与 AI 宏观定调**

6 月 17 日，新任美联储主席凯文·沃什在就任后首次 FOMC 会后新闻发布会上发言。其声明从鲍威尔时代的 314 词缩至 132 词，发言虽短但信息密度极高，清晰释放出至少三大关键政策取向。

第一，重塑工作方式：告别“前瞻指引”，让数据主导决策。

沃什彻底摒弃了“前瞻性指引”的传统，明确主张让数据本身发声。为此，他宣布在五个核心领域设立特别工作组，对现行做法进行全面审视：沟通机制（含改革点阵图 SEP）、资产负债表（重审“充足准备金”机制）、数据来源与依赖、转型期的生产率与就业（考察 AI 等通用技术的影响），以及通胀框架（从第一性原理重新研究驱动因素）。这一变革意味着，投资者不应再期待美联储通过“信息剧透”来预判政策路径，而应建立独立的数据跟踪与分析体系。

第二，坚守物价稳定：市场定价偏鹰，实际政策或隐含鸽派意味。

“物价稳定（Price Stability）”是沃什反复强调的核心承诺，其关注重心在于价格压力是否引发二阶、三阶传导，而非单一品类短期波动。受此表态影响，SEP 将 2026 年利率中值从 3.4%上调至 3.8%，9/19 位官员预计年内加息，市场鹰派定价升温。

但剥离情绪后，政策实质或更偏鸽派。其一，沃什高度关注的达拉斯联储截尾均值 PCE（剔除下尾 24%、上尾 31%，保留中间 45%）对能源等极端波动具有过滤效应。4 月该指标同比 2.3%，较 3 月的 2.4%进一步回落，在油价攀升背景下仍保持温和。其二，沃什本人未提交利率预测点，导致点阵图出现 9-9 罕

下载日志已记录，仅供内部参考

见平局，传递了淡化前瞻指引的意图。

此外，6 月下旬布伦特油价已回落至 75 美元下方，中东地缘缓和及霍尔木兹海峡航运恢复缓解了供给紧张，输入型通胀风险下降。能源成本下行红利将在下半年传导至产业链，拉低核心通胀。因此，尽管市场交易加息预期，我们维持下半年利率不变的判断，与摩根大通一致。

第三，宏观定调 AI：重塑“美国创造力”。

本次问答环节中最值得关注的亮点，是沃什以大篇幅谈及人工智能（AI）。他将 AI 定义为“美国创造力（American ingenuity）”，并认为是其成年以来对经济最重要的变化之一。他确认 AI 与数据中心建设已明确体现在 GDP 需求侧，将 AI 从单纯的科技主题拔高至宏观变量的战略高度。

其传达的核心逻辑链是：AI 发展是美国保持全球优势的必选项，且 AI 正作为最新一代通用技术，切实驱动着美国经济增长与生产率的提高。对于这种由“强劲生产率驱动的增长”，美联储的态度是“拥抱而非惧怕”。

2.3 政策环境分析：人工智能全链条加速落地，深化改革强化创新制度保障

进入 6 月，宏观政策主线聚焦于科技创新的实质性突破与制度红利的持续释放。一方面，围绕“人工智能”这一核心引擎，政策端呈现出从基础设施夯实到应用场景爆发的全链条加速态势，力求将技术优势转化为即期增长动能；另一方面，通过深化国资国企改革与优化资本市场准入机制，进一步理顺生产关系，为培育新质生产力提供坚实的体制保障与金融“活水”。

第一，“人工智能+”贯穿供需两端，全链条激活产业新动能。

在强化底座与资本赋能方面，政策着力打通技术与资金的堵点。工信部印发《“人工智能+信息通信”创新发展实施意见（2026—2028 年）》，明确网络与算力深度融合的发展路径，为 AI 大规模应用筑牢技术地基；国家发展改革委推进“六张网”建设，强调新型基础设施的协同布局。与此同时，资本市场改革精准发力，上交所发布科创板第五套上市标准审核指引，将适用范围扩大至人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域，证监会亦表态积极支持优质人工智能大模型企业上市。这一系列举措标志着硬科技企业迎来了更畅通的直接融资通道，资本供给的强化将直接反哺技术研发。

在加速落地与场景拓展方面，政策导向坚持“供需双侧发力”。商务部等八部门联合出台《关于加快“人工智能+消费”发展的实施意见》，提出 17 项具体举措推动 AI 进入消费全场景，旨在通过丰富终端产品与服务满足人民美好生活需要，以消费升级牵引产业升级。工信部印发的《促进平台经济大中小企业协同发展行动方案》则引导平台企业加强通用大模型及智能体布局，推动新技术向实体经济渗透。这种从底层算力到终端消费、从大企业引领到中小企业协同的闭环构建，标志着人工智能正从“概念验证”迈向“规模化实效”。

第二，深化改革优化资源配置，国企担当引领高质量发展。

新一轮改革方案正式落地，系统擘画行动蓝图。随着《关于进一步深化国资国企改革的方案（2026—2029 年）》近期下发，改革迈入纵深推进阶段。5 月以来，从中央到地方政策传导迅速高效：中国电气装

下载日志已记录，仅供内部参考

备集团等部分央企率先召开深化改革专题会议，河南、湖北、山东等地省委常委会密集研究部署，结合自身资源禀赋拿出了各具特色的“施工图”。

从各地部署口径来看，本轮改革进一步厘清了不同层级国资的战略边界：央企需聚焦服务国家战略，在关系国家安全和命脉的关键领域发挥“压舱石”作用，承担全国性战略性重组任务，推动国有资本向国家安全与命脉领域、公共服务与应急领域、战略性新兴产业集中；地方国资则需紧密贴合本地产业基础和资源禀赋，走差异化改革路径。这种统一框架下的差异化部署，意在通过优化国有经济布局、提升国有资本整体配置效率，推动科技创新与产业创新深度融合，加快培育新质生产力，构建自主可控、安全高效的现代化产业体系。

完善多层次资本市场，增强对新质生产力的包容性。 监管层明确提出要主动拥抱新一轮科技革命，持续深化“两创板”改革，加大对新型消费和现代服务业的支持力度。通过制度型开放与市场化改革的双轮驱动，政策端正在构建一个更能适应未来产业特征的金融生态体系，确保金融资源高效配置至科技创新的关键环节。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心解读	主要内容
6月1日，《关于进一步深化国资国企改革的方案（2026—2029年）》下发	国企改革聚焦国家战略产业	从各地公开的会议信息和部署口径来看，本轮改革在保持“深化提升”总体方向的基础上，突出强调了聚焦主责主业优化布局、推进专业化整合与战略性重组、完善中国特色现代企业制度、加快培育新质生产力等重点任务。
6月10日，工业和信息化部印发《“人工智能+信息通信”创新发展实施意见（2026—2028年）》	人工智能+通信	结合人工智能与信息通信发展基础和演进趋势，重点从高价值场景、典型应用、支撑底座等方面提出未来三年发展目标。
6月16日，郑栅洁主任主持召开民营企业座谈会，围绕系统推进“六张网”建设听取意见建议	“六张网”建设	会议指出，国家部署推进“六张网”建设，兼顾传统基础设施补短板与新型基础设施布局，既是深入挖掘内需潜力的有力抓手，也是加快建设现代化产业体系的重要支撑。
6月17日，上交所发布人工智能大模型企业适用科创板第五套上市标准审核指引	人工智能上市标准	明确扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用科创板第五套上市标准。
6月18日，商务部等8部门发表关于加快“人工智能+消费”发展的实施意见	人工智能消费端落地	围绕提升人工智能+商品消费、扩大人工智能+服务消费等五方面，提出17项具体举措，促进人工智能进千家万户、进千商万店，更好满足人民美好生活需要。
6月18日，工业和信息化部等七部门印发《促进平台经济大中小企业协同发展行动方案（2026—2028年）》	人工智能+平台经济	文中提及，引导平台企业加强通用大模型、行业大模型和智能体等人工智能领域创新布局，加快推进高端芯片、下一代操作系统、下一代智能终端等重点前沿领域技术和产品研发突破，推动新技术新产品验证应用推广。
6月17日，证监会主席吴清在2026陆家嘴论坛上做主题演讲《进一步健全投融资相协调的资本市场功能 更好服务新质生产力和经济高质量发展》	主动拥抱新一轮科技革命和产业变革	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。持续深化“两创板”改革。近期，科创板方面将抓紧推出2项改革措施。一是扩大第五套标准适用范围至人工智能领域，积极支持优质人工智能大模型企业上市。二是落实发展未来产业战略部署，支持量子科技、生物制造、具身智能等更多领域“硬科技”企业在科创板上市。有序推进深化创业板改革，加大对新型消费和现代服务业的支持力度，更好服务成长型创新创业企业发展。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

■ **储架制度：助力优质企业发展，平滑二级市场波动**

吴清主席在 2026 陆家嘴论坛上发表《进一步健全投融资相协调的资本市场功能 更好服务新质生产力和经济高质量发展》主题演讲时指出，监管部门将抓紧修订《上市公司证券发行注册管理办法》等制度规

下载日志已记录，仅供内部参考

则，加快推出储架发行等机制，以进一步提升融资的灵活性和便利度。

储架发行制度（Shelf Registration System）的核心定义是“一次注册，多次发行”。从字面理解，“储”代表预先注册、留存额度，即企业提前将未来一段时间计划发行的证券总额度在监管部门完成审批；“架”则代表待售状态、随时可取，形象地将资本市场比作超市，将已获批的额度比作摆放在货架上的商品，等待合适时机被“摘取”发行。

具体而言，该制度允许符合条件的发行人在获得一次性注册后，于规定有效期内（如三年）根据资金需求和市场情况灵活分次发行，无需重复经历漫长审批。该制度最早源于美国，是支撑美股市场长牛走势的核心机制之一，已被英国、加拿大、日本等许多发达国家和发展中国家广泛采用目前已被众多发达国家广泛采用，目前在我国已进入了加速推进、即将落地的关键阶段。

在准入门槛上，储架发行主要面向经营稳健、信披成熟、无违约记录的“成熟层”优质企业，以及契合国家战略、有持续资金需求的科技创新型企业。这一制度的落地，将从多个维度为优质企业与资本市场带来深远的积极效应。

在提升融资灵活性与降低成本方面，储架发行将融资节奏的自主权真正交还给企业。企业可以根据自身的研发进展、产能扩张等“脉冲式”资金需求，以及有利的市场窗口灵活择机发行。这不仅大幅减少了重复申报所耗费的时间成本与中介机构费用，还能帮助企业抓住最佳市场时机，锁定更优的定价或利率。

在提高资金使用效率方面，创新企业的资金投入往往具有阶段性特征。储架发行允许企业“按需取用”，使资金募集节奏与实际业务需求精准匹配，有效避免了因一次性过度募资造成的资金阶段性闲置，以及由此滋生的盲目扩张或违规挪用等乱象。

在维护二级市场平稳运行方面，超大规模的一次性集中融资往往会对市场资金面和股价造成短期剧烈冲击。储架发行通过“小步快跑”的分批募资模式，有效减小了单次发行的规模，缓解了巨量融资对市场的“抽血效应”。更为巧妙的是，这种机制为企业提供了跨周期的资本运作空间：当市场处于低位时，企业可以充分利用储架发行募集到的资金置换自有资金，进而在低位回购公司股票。这一举措不仅为二级市场提供了宝贵的流动性支撑，还能有效对冲下行压力、稳定股价，从而在维持一、二级市场动态平衡的同时，涵养更加理性、长期的投资文化。

在优化资本结构与助力企业战略发展方面，企业可以在股价相对高位时分批发行股票，从而减少对每股收益的稀释，优化整体资本结构。同时，该制度增强了上市公司围绕产业整合进行连续、系列并购的能力，有助于引导资本更顺畅地流向符合国家战略导向的新兴产业和重点领域，支持企业实现长期的战略布局与产业生态构建。

综上所述，**储架制度的实施将形成一套立体的正向反馈机制：**

├── 直接效果：快速募资 → 经营资金有保障

├── 间接效果：资金置换 → 自有资金回购 → 股价支撑

└── 预期效果：融资能力背书 → 市场信心稳定

下载日志已记录，仅供内部参考

三、投资策略

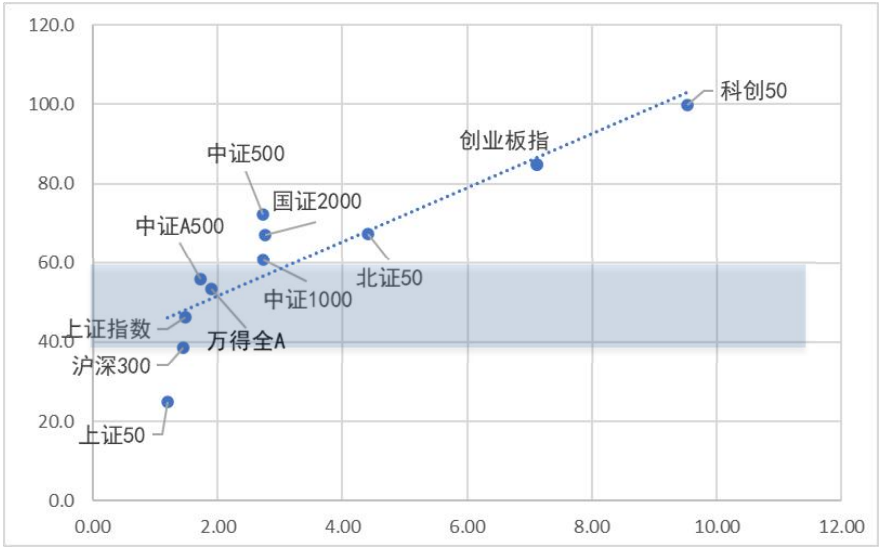
3.1 大盘判断

当前 A 股主要宽基指数估值呈现显著的结构性分化，成长风格溢价持续扩大，而大盘蓝筹则处于中位数偏下水位。科创 50 指数以 9.53 倍市净率、99.7%的历史分位值领跑全市场，PB 水平突破上市以来新高；创业板指亦以 7.11 倍市净率、84.8%分位值紧随其后，反映出资金对科技成长赛道的极度追捧。相比之下，代表传统经济核心的宽基指数估值仍处低位，上证 50 市净率仅 1.19 倍、分位值 24.8%，沪深 300 为 1.45 倍、分位值 38.7%，显示市场对顺周期与价值型资产的定价趋于审慎。中证 500、中证 1000 等中盘指数估值居中，分位值分别位于 72.3%和 60.9%，体现出市场对中游制造与细分行业龙头已进行了一定程度的合理定价。

整体而言，宽基指数的估值分布已从 2025 年的“普涨”转向 2026 年的“分化”，成长与价值的估值剪刀差持续拉大。当前市场风险偏好高度集中于科技主线，而传统板块受制于盈利修复节奏缓慢，估值位于历史中低水位区间。

尽管内部结构分化剧烈，但全市场整体估值中枢依然保持在合理区间。截至 6 月 26 日，Wind 全 A 市净率为 1.89 倍，处于 2010 年以来的 53.5%分位值水平，较年初及上月末基本持平。与此同时，代表传统经济核心的上证指数市净率今年以来始终在 1.50 倍附近窄幅震荡（当前 1.48 倍，对应 46.2%历史分位值）。这进一步凸显了当前 A 股市场“整体平稳、结构分化”的显著特征。

图表 39 主要指数 PB（横轴：倍数）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴：%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

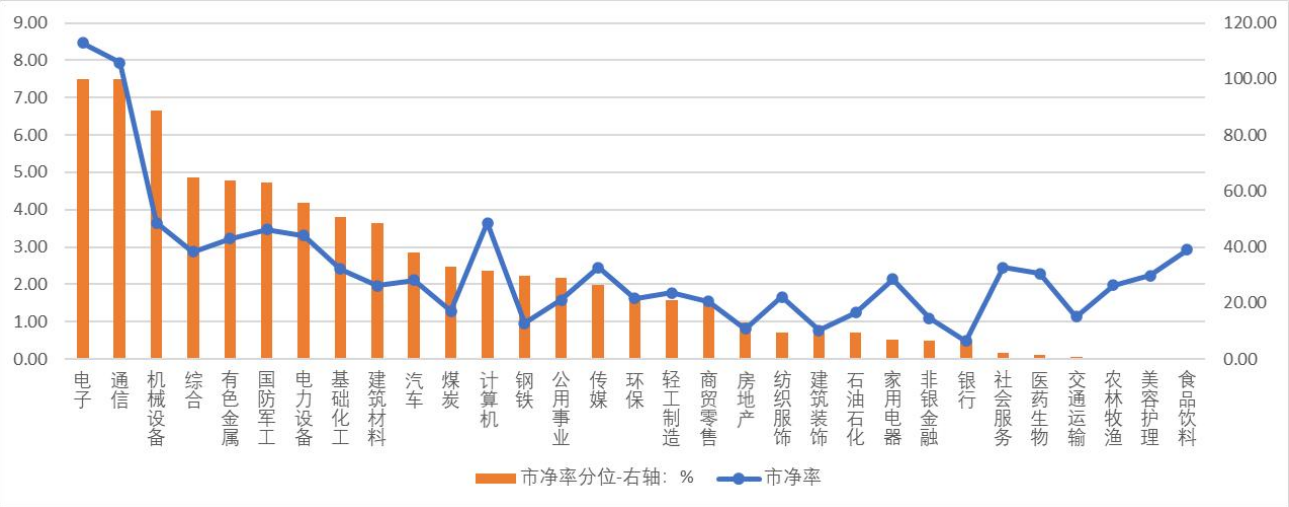
行业层面，资金偏好与基本面预期的错位，推动行业估值走向极端分化。一方面，以电子、通信、机械设备为代表的科技成长板块占据了估值金字塔的顶端。其中，电子（市净率 8.47 倍，2010 年以来分

下载日志已记录，仅供内部参考

位值 99.97%）与通信（市净率 7.93 倍，分位值 99.85%），今年二季度以来持续突破估值的历史天花板，机械设备也处于 88.58%的高水位。这一现象主要得益于产业周期的共振：人工智能算力需求的爆发式增长直接利好通信与电子板块，叠加国产替代逻辑深化及新质生产力政策催化，市场给予了高景气赛道极高的溢价，资金的高度抱团进一步推升了估值水位。

另一方面，美容护理、农林牧渔、交通运输、医药生物及大金融等行业则处于历史估值的底部区域。数据显示，美容护理、食品饮料、农林牧渔的市净率分位数已跌至 0%附近的极值，银行和非银金融也长期维持在 6%左右的低位，即便是核心资产医药生物，分位数也仅为 1.50%。这部分板块主要受累于宏观需求复苏偏弱及行业内卷：大金融与地产链受宏观经济增速换挡及房地产调整影响，市场对资产质量及业务增长持保守态度；而消费与医药则经历了长期的去泡沫过程，加之居民消费意愿修复缓慢、长期人口因素压制及行业短期扰动，在缺乏增量资金关注的情况下陷入了“低估值陷阱”。

图表 40 申万一级行业估值分位极度分化



资料来源：WIND、金圆统一证券研究 （统计区间 2010/1/1 至 2026/6/26）

3.2 行业配置

展望后市，A 股市场将延续“稳指数、调结构”的运行态势。建议投资者顺应产业趋势，采取“哑铃型”配置策略，并在动态变化中把握再平衡的契机。

（1）大盘总体保持韧性，市场呈持续结构性分化

上证指数市净率（PB）稳固在 1.50 倍附近，具备较强的底部支撑；同时，居民储蓄与股票市值的比例保持在历史中位数附近，表明当前市场资金面与情绪面依然保持理性，整体下行风险可控。然而，受行业业绩复苏节奏与成长前景差异的影响，市场结构性分化特征显著。全 A 等权指数已步入技术性调整周期，个股整体胜率下降，普涨行情难以再现。

（2）市场平稳演化的路径假设与再平衡策略

下载日志已记录，仅供内部参考

在结构性分化的背景下，市场的平稳演化大概率将遵循以下三条路径，投资者应据此做好仓位与结构的再平衡：

路径一：科技主线内部的高低切换与轮动。若科技股整体保持强势，资金将在板块内部进行细分行业的有序切换。例如，从前期涨幅较大的芯片、光模块等核心算力环节，逐步向相对低位的玻璃基板、上游材料等方向扩散，以此保证科技板块整体的强势地位与赚钱效应。

路径二：泛 AI+板块的景气外溢与扩散。若科技板块整体出现阶段性调整，资金有望向泛 AI+领域寻找避风港，以维持科技主线热度。这包括受益于 AI 赋能的新材料、金属、能源，物理 AI 的机器人零部件、创新药等方向，乃至受益于资本市场活跃度提升与直接融资功能强化的证券板块，形成新的结构性支撑。

路径三：蓝筹护盘与风格再均衡。若科创板块出现较大幅度调整，以沪深 300 为代表的传统蓝筹股有望发挥“减震器”作用。这些板块前期调整充分，当前估值已具备较高安全边际，在市场风险偏好回落时，将吸引防御性资金流入，起到托底护盘的效果。

总结：面对上述三种可能的演化路径，投资者不应盲目追高或恐慌杀跌，而应注重持仓的“再平衡”。在科技内部轮动时高抛低吸，在泛 AI+扩散时提前布局，在蓝筹护盘时坚守价值，从而在结构性行情中实现稳健收益。

（3）应对复杂风险的核心策略

面对复杂多变的风险因素，我们持续坚持两大应对策略以增强组合的抗脆弱性：

第一，构建多元化资产配置以平滑波动。 坚定维持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构，既捕捉成长弹性，又夯实防御底座。同时，严格贯彻大类资产配置与动态择时原则，充分利用 ETF 工具高效、透明的特性，优化风险收益比，平滑投资曲线。

第二，秉持价值投资的风控哲学，保持充裕的现金储备。效法巴菲特式的逆向思维与底线思维，在不确定性加剧的市场环境中，将现金视为一种具备极高“看涨期权”价值的战略资产。通过保留充足的流动性，不仅能有效抵御极端行情的冲击，更能掌握应对市场非理性波动的主动权，在优质资产价格错杀时从容布局。

2026 年度战略投资方向：紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，重点布局六大战略赛道：一是新兴产业（新能源、新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是传统产业升级（有色、机械、化工）；四是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）；五是政策支持型成长领域（国防军工、创新药、高端医疗器械、文旅消费）；六是区域战略高地（成渝、海南、福建）。

战术配置方向：年度报告聚焦 ETF 投资视角，从资产配置、宏观政策、行业景气、产业周期与估值水平等维度，提炼各细分方向的核心投资逻辑，建议 2026 年重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大类 19 个方向的 ETF。

具体包括：沪深 300ETF、上证 50ETF；东南亚科技 ETF、黄金 ETF；人工智能 ETF、恒生科技指数 ETF、

下载日志已记录，仅供内部参考

消费电子 ETF；机器人 ETF、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机 ETF、化工 ETF、黄金股 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、旅游 ETF、证券 ETF、自由现金流 ETF。

ETF 配置上，建议三季度重点关注机器人 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、证券 ETF、黄金 ETF 及黄金股 ETF，以把握产业链扩散与避险配置的双重机遇。

3.3 专题论述

（1）重点推荐方向跟踪

图表 41 2026 年度策略重点关注方向

类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF华泰柏瑞	000300.SH	沪深300	022699.OF,006131.OF,460300.OF,022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF华夏	000016.SH	上证50	005733.OF,022959.OF,001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF华泰柏瑞	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF,020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF华安	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF,022653.OF,000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF易方达	930713.CSI	CS人工智	012733.OF,012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技ETF华夏	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF,013403.OF,013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF华夏	980030.CNI	消费电子	018300.OF,018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF,020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF华泰柏瑞	931151.CSI	光伏产业	012680.OF,012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF华夏	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF,025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF国泰	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF国泰	931866.CSI	中证机床	017472.OF,017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF鹏华	000813.CSI	细分化工	022792.OF,014942.OF,014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF华夏	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF,021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF广发	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF,019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF银华	931152.CSI	CS创新药	012782.OF,012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF富国	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF国泰	399975.SZ	证券公司	012362.OF,022509.OF,012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF华夏	980092.CNI	自由现金流	023918.OF,023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2026 年 1 月 4 日推荐）

■ **黄金：金价依然具备上升空间**

自 2026 年 1 月底凯文·沃什被提名为美联储主席以来，其主张的“缩表+降息”政策组合迅速在市场上发酵。受美元流动性收紧预期的主导，黄金市场率先作出反应，伦敦金价格在年初急剧拉升至约 5600 美元/盎司的历史高位后显著回撤。至 6 月末，至下探至 4000 美元/盎司附近震荡整固。当前价格与我们模型测算的金价中枢基本相当，长期看金价依然具备上升空间。

根据我们构建的基于中美两国 M2 的数量模型测算，保守假设情景下，至 2026 年 5 月，测算的黄金价值中枢在 4000 美元附近，至 2026 年底在 4300 美元附近；乐观假设下 2026 年底在 4900 美元附近。

■ **证券：受益于中国金融结构变化**

在 6 月 17 日举行的 2026 陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜发表《中国金融结构的变迁和金融市场现代化》主题演讲，指出**“从一个较长的时间区间看，中国金融结构的变迁，从根本上反映了经济结构的深度调整和经济增长动能的新旧转换，金融体系与产业结构转型升级的动态适配，以及金融供给侧**

下载日志已记录，仅供内部参考

结构性改革的持续深化，是长期性、趋势性的变化”。这一深刻的金融结构变迁，为证券板块带来长期的业务增量空间。

从融资结构的历史性跨越来看，金融供给侧改革的持续深化推动了直接融资占比的显著提升。2025年，社会融资规模增量中股票与债券融资合计占比（47%）首次超越贷款（45%）；从存量维度审视，直接融资在社会融资规模存量中的占比也已攀升至1/3左右，标志着我国金融资源配置方式正发生根本性转变。

从资金投向与经济动能转换的角度来看，证券板块已成为承接经济结构转型与科技创新红利的核心载体。随着金融资源加速向科技创新领域聚集，2025年A股科创板、创业板及北交所合计市值上涨近50%，加上沪深主板中的科技板块，科技创新对A股总市值增长的直接贡献度超过60%。同时，A股上市的“专精特新”企业突破2000家，优质科技企业的不断壮大不仅丰富了市场投资标的，更显著提升了资本市场的内在价值。

总体而言，证券板块的受益逻辑根植于金融供给侧改革与经济结构变迁的长期趋势之中。资本市场作为直接融资的主阵地，不仅迎来了融资规模的持续扩张，更实现了底层资产结构的“科技化”升级。这种金融体系与产业结构的动态适配，为证券板块的长期高质量发展奠定了坚实基础。

（2）2026年上半年A股市场复盘：K型分化

截至2026年6月16日，中美权益市场在年内均呈现出“K型分化”特征。全球资金风险偏好高度收敛于AI产业链（信息技术）与上游资源能源（能源及新材料）两大主线，而传统消费、金融及地产板块则面临估值压缩与增长乏力的双重压制。

图表42 2026年以来，中美两国股市行业表现均呈K型分化

中国 Wind一级行业	区间涨跌幅（2026年初至20260616）	区间涨跌幅（2025年度）单位：%	美国 Wind一级行业	区间涨跌幅（2026年初至20260616）	区间涨跌幅（2025年度）单位：%
信息技术	44.12	47.18	Wind美国能源	25.68	10.46
材料	11.93	57.67	Wind美国工业	24.83	19.30
公用事业	9.70	2.24	Wind美国信息技术	22.33	22.25
能源	9.01	8.58	Wind美国材料	17.94	34.93
工业	2.29	30.03	Wind美国公用事业	15.30	25.87
金融	-8.58	12.15	Wind美国房地产	11.31	2.51
房地产	-12.09	2.76	Wind美国日常消费	10.25	6.20
可选消费	-12.66	17.74	Wind美国通讯服务	9.25	36.76
医疗保健	-12.88	13.47	Wind美国金融	2.36	20.00
通讯服务	-13.17	22.29	Wind美国医疗保健	-0.56	15.48
日常消费	-15.54	-1.89	Wind美国可选消费	-3.28	6.24

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

具体来看，中国市场在延续2025年强势的基础上，科技与制造属性进一步强化，行业涨跌幅极差扩大至60个百分点（信息技术+44.12%vs日常消费-15.54%）；美国市场则在通胀预期与AI产业浪潮的双重驱动下，维持了工业、能源与信息技术的共振高景。此外，受三星电子与SK海力士等半导体巨头市值

下载日志已记录，仅供内部参考

扩张的强力拉动，韩国股市表现尤为亮眼，领跑全球主要股指。

■ **A 股 K 型分化解读之一：消费者“预期－收入”剪刀差的启示**

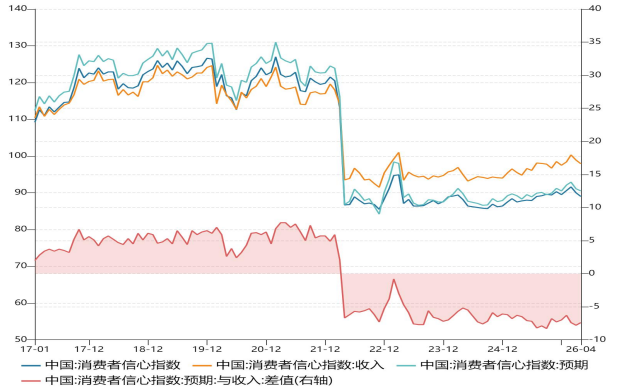
当前 A 股市场正处于“科技强现实”与“传统弱预期”并存的博弈阶段，行业表现的 K 型分化本质上是基本面分化的直接映射。以信息技术、材料为代表的成长板块经营业绩确立了强劲的反转态势，2026 年一季度归母净利润同比增速分别跃升至 69.2%和 66.5%，较 2025 年（32.3%和 34.4%）进一步加速。与之形成鲜明对比的是，传统行业仍在磨底，终端需求疲软导致消费板块利润持续承压。2026 年一季度，日常消费和可选消费板块归母净利润同比增速分别为-15.4%和-14.2%（2025 年度为-21.0%和-6.1%），房地产利润延续下滑，通讯服务利润增速亦转负（-7.4%）。这种新旧动能的盈利剪刀差，构成了市场结构性行情的核心驱动力。

图表 43 信息技术、材料行业业绩领先



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 44 中国消费者信心指数持续低位徘徊



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

从宏观周期视角审视，中国消费者信心指数自 2022 年 4 月起出现显著的结构性断崖。在此之前，消费者信心指数长期维持在 100 点以上的景气区间；此后则跌破荣枯线，持续在 90 点附近低位运行。截至 2026 年 4 月，该指数读数为 89.0 点。结构上呈现出明显的背离特征：收入分项指数修复相对较好，达 97.9 点，而预期分项指数仅为 90.5 点，两者形成了显著落差。

“预期－收入”分项指数的剪刀差，清晰地刻画了近十年居民消费心态的变迁轨迹。2017 年至 2022 年 3 月期间，该差值（收入减预期）均值达 5.17 点，折射出当时居民前瞻预期向好、消费升级动能强劲的扩张型特征。然而，2022 年 4 月成为关键分水岭，该差值转为负值并持续下探，至 2026 年 4 月已跌至-7.40（期间均值下探至-6.38 点）。这一数据的根本性逆转，标志着居民消费模式正由“扩张升级型”向“防御型”与“理性化”逐步过渡。

微观层面，消费者预期转弱深刻重塑了居民部门的资产负债表行为。数据显示，尽管当前收入指数已修复至 95-100 区间（2026 年 2 月甚至触及 100.3 点），但预期指数仍被压制在 90 点附近的低位。这表明居民的预防性储蓄动机占据主导地位，即便当期现金流尚可，出于对未来不确定性的担忧，居民仍倾向于通过主动削减开支或提前偿还负债来修复财务安全感。这一“主动缩表”趋势在信贷数据上得到了印证：

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年前 5 个月，居民户新增人民币贷款累计为-6314 亿元，创下近 20 年来首次信贷负增长的纪录；同期，社会消费品零售总额同比增速也显著收窄至 1.4%。

这种消费心态与行为的演化，导致大消费板块自 2022 年以来经历了持续的估值与业绩双重调整。过去基于“永续高增长”假设的估值体系逐步瓦解（如白酒或保健药品的持续提价），市场不再给予传统消费股高溢价，**其定价逻辑正从“成长股”向“公用事业/红利股”切换。在“预期－收入”剪刀差尚未回正之前，市盈率扩张缺乏宏观基础，此时往往需要足够高的股息率才能吸引资金的阶段性关注。**

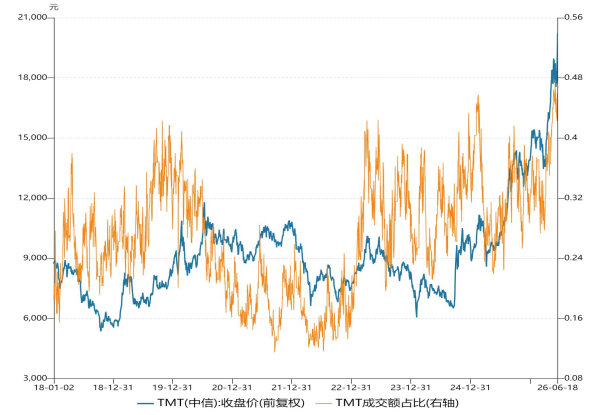
因此，当前消费板块整体仍属于防御性配置范畴。策略上，建议投资者优先关注具备产业增量的新型科技消费领域，其次关注具备红利属性或极致性价比的细分龙头，静待消费者信心指标的实质性拐点。

■ **A 股 K 型分化解读之二：科技交易是否过热？**

在 A 股 K 型分化的市场格局下，科技板块凭借高成长属性持续吸引资金，估值溢价不断扩张。针对当前 TMT 成交占比持续突破传统“魔咒比例”的现象，我们需要重新审视交易拥挤度的衡量标准，将当前的应对策略建立在更为科学的评估体系之上。

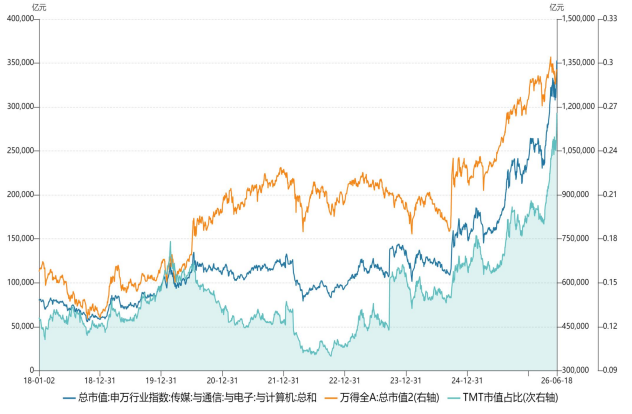
传统经验中的“TMT 成交额魔咒”认为，当 TMT 板块成交额占全 A 股比例达到 40%时，往往会面临短期获利回吐压力及阶段性回调。历史数据也印证了这一规律，如 2025 年 2 月、2024 年 12 月、2023 年 6 月、2023 年 4 月及 2020 年 2 月等节点，TMT 成交占比突破 40%后均出现了快速回落或中期调整。然而，随着市场环境的演变，这一历史阈值已被显著突破：例如，2026 年 5 月 11 日至 6 月 18 日，TMT 成交占比已连续 34 个交易日超过 40%，并在 6 月 18 日达到 45.9%。

图表 45 TMT 成交额占比持续突破“魔咒比例”



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 46 TMT2025 年以来市值及市值占比快速增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

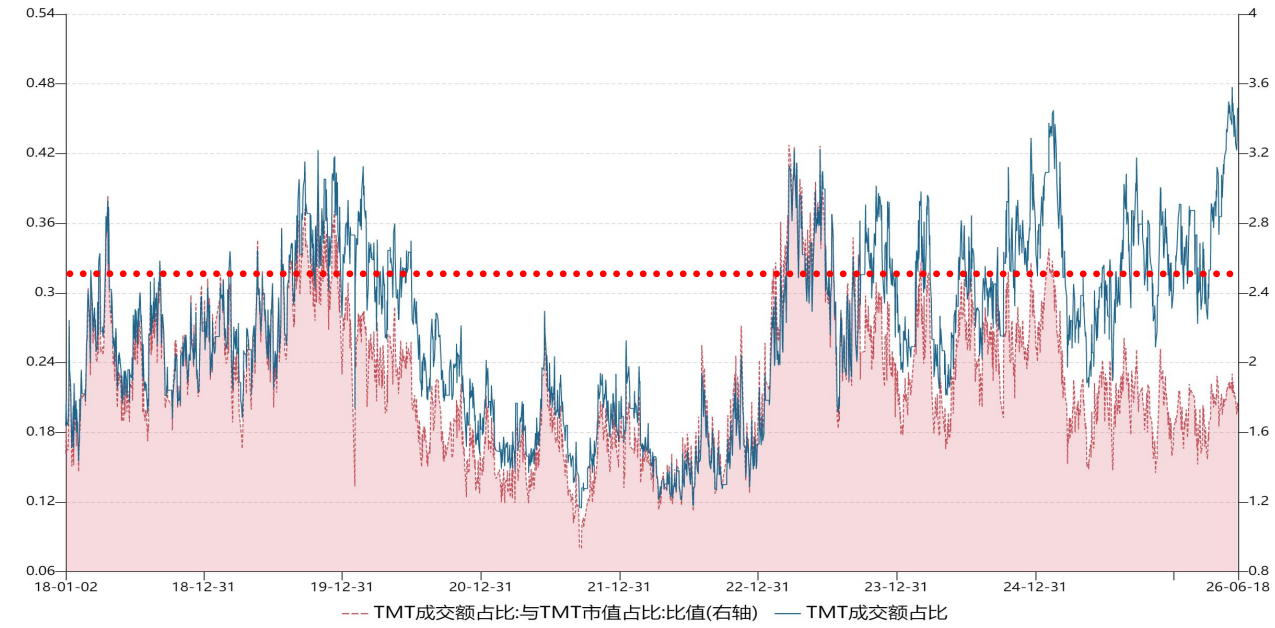
打破历史阈值的核心逻辑，在于 TMT 板块总市值的同步大幅扩容。2025 年初至 2026 年 6 月 18 日，TMT 总市值从 15.93 万亿元增长 122%至 35.30 万亿元，远超万得全 A 同期 34%的增速，TMT 市值占比提升了 10 个百分点至 26.6%。资金的高流入有相应的容量扩张作为支撑，因此不能简单将高成交额等同于极端过热。

下载日志已记录，仅供内部参考

为此，我们构建了“TMT 市场热度”指标（TMT 成交额占比/TMT 市值占比），以衡量单位市值所承载的交易活跃度。当该比值大于 1 时表明交易偏热，结合历史统计，可将 2.5 作为 TMT 热度警戒阈值（即 2018 年以来的 90%分位值）。回顾 2025 年 2 月（热度值 2.65）、2023 年 6 月（热度值 2.97）和 2023 年 4 月（热度值 3.23），板块均在触及该阈值后出现调整走势。

基于这一标准化视角重新评估当前市场，TMT 板块并未处于显著非理性的“沸腾”状态。截至 2026 年 6 月 18 日，尽管 TMT 成交占比高达 45.9%，但由于市值基数的大幅扩张，其市场热度值仅为 1.73，处于历史 36.4%的分位水平，远未达到此前几次大调整时的拥挤程度。这表明当前的资金活跃度更多是伴随板块体量扩容的自然结果，而非纯粹存量博弈下的过度投机。

图表 47 TMT 市场热度（TMT 成交额占比 / TMT 市值占比）并未处于“沸腾状态”



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

综上所述，尽管部分细分赛道略显拥挤，但当前 TMT 板块整体交易热度仍处于温和区间，高成交额与市值的稳步扩张相匹配，板块整体运行健康。在政策强力驱动与 AI 投资浪潮的共振下，科技创新类公司的高溢价水平有望延续。从产业演进来看，AI 基建正处于加速期，并持续向上游零部件及材料端传导；同时，下游 AI 应用已步入落地关键期，这为板块的稳健表现提供了坚实的内在逻辑支撑。

在政策与战略层面，中美两国均将 AI 视为核心驱动力。美联储主席沃什将 AI 定义为“美国创造力”的体现，而中国政府正通过“人工智能+”战略贯穿供需两端，全链条激活产业新动能。长远来看，科技创新不仅是未来大国博弈的主战场和经济增长的核心引擎，也必将成为资本市场最核心的价值映射。

■ **A 股 K 型分化解读之三：全 A 等权指数和平均股价指数的技术解盘**

在宽基指数估值极致分化的背景下，我们引入通达信全 A 等权指数（880008）与平均股价指数

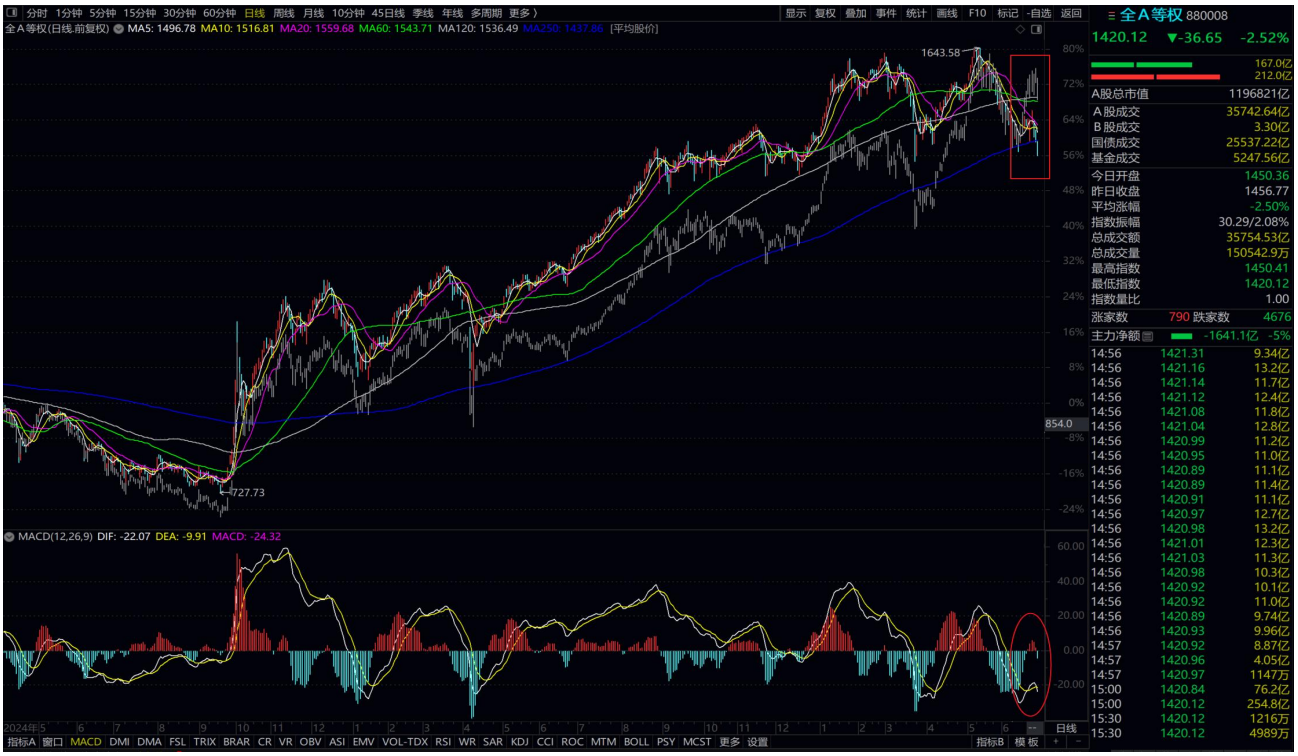
下载日志已记录，仅供内部参考

（880003）作为观测市场广度与结构特征的“双重标尺”，以清晰刻画市场的真实温度与资金偏好。

全 A 等权指数衡量上涨概率与赚钱效应。该指数赋予全市场数千只 A 股完全相等的初始权重，彻底规避了少数大盘权重股的“绑架”效应。它本质上反映了全市场个股涨跌幅的平均水平，即市场“上涨的概率”与真实广度。当其显著上涨时，意味着绝大多数股票上涨，呈现“普涨”格局，赚钱效应极佳；反之则表明市场整体承压，个股普跌风险加剧。在双指数联动中，若该指数涨幅显著大于平均股价指数，表明低价股、中小盘股表现活跃，市场呈现“百花齐放”的普涨格局。

平均股价指数透视市场结构与高价股定价。该指数侧重于价格维度，使得高价股在波动中天然具备更高的权重。因此，它更多体现市场的结构性特征及高价龙头股（通常为机构抱团的白马股或热门赛道核心资产）的表现。当该指数持续走高时，往往暗示资金正向高价核心资产集中。在双指数联动中，若该指数涨幅大于全 A 等权指数，说明高价股与大盘蓝筹正在拉升，而多数中小盘股表现平平甚至下跌，这标志着典型的“二八分化”，资金高度抱团核心资产，普通投资者易陷入“赚指数不赚钱”的困境。

图表 48 全 A 等权指数与平均股价指数走势开始背离



资料来源：通达信、金圆统一证券研究

从同向共振到极致分化：资金扬弃下的 K 型走势。2024 年 9 月至 2026 年 5 月期间，全 A 等权指数与平均股价指数整体呈现同步震荡上行态势，标志着市场风险偏好持续抬升与整体估值中枢的稳步上移。然而，进入 2026 年 6 月后，两大指数走势出现显著背离，精准映射出存量资金在极致分化行情下的“扬弃”选择。

下载日志已记录，仅供内部参考

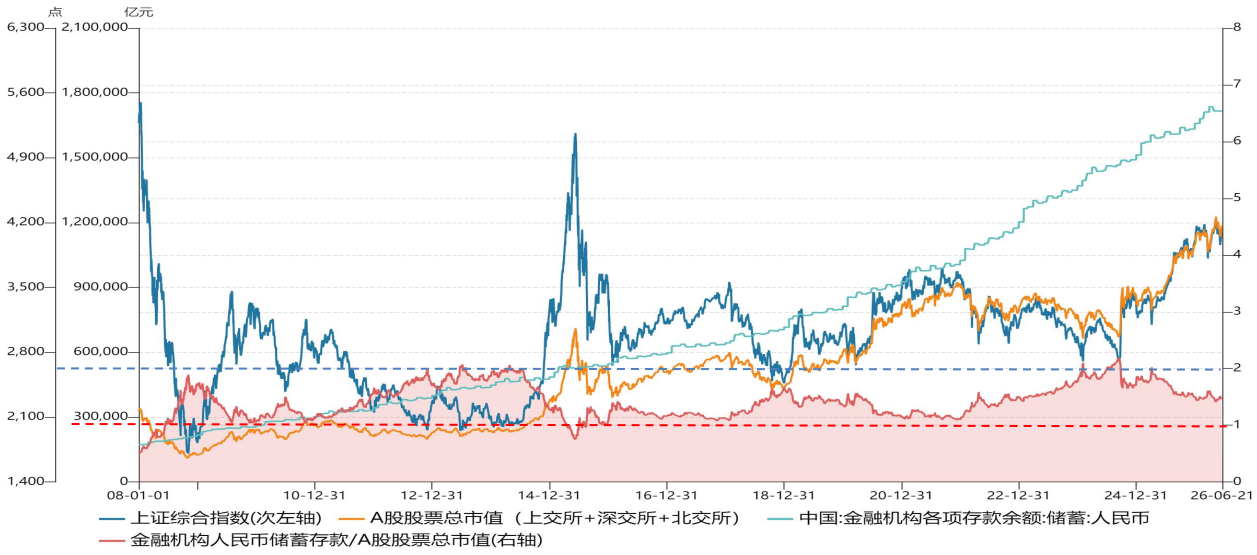
全 A 等权指数（代表中小盘/广度）确立中期调整趋势。自 5 月下旬起至 6 月末，该指数接连失守 60 日、120 日及 250 日（年线）均线，且 MACD 指标的 DEA 值下穿 0 轴，技术性弱势确立。这表明更多的中小市值及中低价个股资金关注度持续下降，在流动性收缩与估值回归的双重挤压下，市场赚钱效应显著降温，“边缘化”风险正加速兑现。6 月 1 日至 6 月 26 日区间跌幅前 100 名个股，平均跌幅 38%，平均总市值 89.9 亿元，平均股价 19.70 元。

平均股价指数（代表高价股/结构）维持强势上行通道。相比之下，该指数依然稳守所有中长期均线之上，保持完好的上行通道。这印证了市场资金并未全面离场，而是集中抱团于高价蓝筹与核心赛道龙头，最终导致市场呈现出极致的“二八”分化格局。6 月 1 日至 6 月 26 日区间涨幅前 100 名个股，平均涨幅 80%，平均股价 155.04 元，平均总市值 528.6 亿元。

（3）2026 年上半年权益市场复盘：储蓄－市值比视角下的增量资金蓄水池

基于“储蓄－市值”比值的资产配置视角，当前居民风险偏好仍处于理性区间，庞大的储蓄存款有望持续转化为 A 股市场的源头活水。我们将安全性资产（储蓄存款）与风险资产（A 股总市值）的比值作为观测居民风险偏好的核心锚点。回溯 2010 年以来的历史数据，该指标与市场走势呈现显著的负相关特征，其波动区间主要集中在 1.0 至 2.0 之间，具备较强的前瞻指示意义：

图表 49 储蓄存款余额/沪深 A 股股票总市值 比例处于中位数水平，相对



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

底部信号（比值>2.0）：当比值触及或超过 2.0 时，往往对应市场的极度悲观时刻。例如 2014 年 4 月（上证 2000 点附近，比值 2.06）2024 年 2 月及 9 月（上证 2700 点附近，比值分别达 2.10 和 2.19），随后均迎来了持续性的上涨行情。

下载日志已记录，仅供内部参考

顶部信号（比值≈1.0）：当比值回落至 1.0-1.10 区间时，通常意味着市场情绪亢奋，风险积聚。如 2018 年 1 月（上证 3550 点，比值 1.07）和 2021 年 12 月（上证 3675 点，比值 1.10），此后市场均经历了较长时间的调整。

截至 2026 年 6 月 18 日，“居民储蓄/A 股总市值”比值为 1.45。该数值虽较去年末的 1.50 略有回落，但仍高于 1.42 的历史中位数，且距离 1.0 至 1.10 的历史高位警戒线尚有 25%至 30%的下行空间。这表明，即便近期科技股表现活跃，中国居民整体对权益资产的配置比例依然温和。与此同时，2022 年至 2025 年间，我国居民储蓄存款余额年均增速超 12%，至 2026 年 5 月已突破 171 万亿元大关（同比增长 7.5%）。庞大的场外储蓄资金仍处于观望状态，构成股市充裕的增量资金蓄水池。

风险提示：国内方面，关注政策落地效果、科技创新进展及经济复苏节奏风险；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或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决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起6个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准20%以上；
		增持	股价相对强于基准10%—20%以上；
		持有	股价相对基准波动±10%以内；

下载日志已记录，仅供内部参考

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼
深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801
上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元
北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室