



A 股策略周报 20260524

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） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
mouyiling@gjzq.com.cn wuhuimin@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn

两个闸门，一种共振

基本面带来的极致分化，寻找下一个路口

近期市场高位震荡中呈现出一定的“缩圈”特征：上涨个股数量占比和上涨行业占比均是 4 月反弹以来的最低位。极致分化下，科技开始尝试从主航道往其上游和周边扩散以寻找阻力更小方向。市场的分化背后，是极致的基本面分化：

（1）从市场面看，TMT 相较于中证红利的相对收益已经超过 2026 年初的水平，同时，无论是成交额占比还是换手率，TMT 相较于中证红利的差异也已达到 2011 年以来的 99% 历史分位数水平。（2）然而，当前估值分化并不算极端，尚未达到 2025 年 Q3 的水平，距离 2025 年中和 2020 年中的历史极值仍有较大的差距，意味着 TMT 板块的盈利景气仍是分化的重要支撑，未来风格演绎核心不在于贴现率变化，而是分子端基本面的趋势以及是否扩散，这也意味着科技的扩散更应该关注基本面的传导（比如从投资链内部往上游），而非逻辑与主题轮动（例如转向其他科技主题）。另外一侧，从跨市场相关性来看，美股、MSCI 全球股指与美债收益率、油价的相关性相比于此前的正相关，重新回到了负相关的特征，通胀与货币政策的考量可能正在重新回到视野。

两个闸门，6 月见分晓

当前市场定价正在进入关键节点，后续有两个变量值得重点关注：（1）4 月美联储 FOMC 会议纪要以及以沃勒为代表的委员表态均偏鹰派，市场开始定价 2026 年美联储将加息纳入政策选项的可能性，而在沃什正式出任美联储主席后，是否将控通胀作为政策的优先事项，甚至转为加息则需要持续观测。（2）霍尔木兹海峡流量恢复较为缓慢，全球供应链压力不断攀升，并正在向制造业进行传导。5 月美国和欧洲的供应链交付时间继续延长，同时投入成本也出现了大幅上涨，尤其是欧洲的经济基本面则面临更大的压力。美联储的货币政策闸门和霍尔木兹海峡的闸门，将在 6 月形成交汇。如果后续海峡能够迎来开放，对全球顺周期资产而言，将构成较为积极的定价变化：美国 AI 投资正在向更广泛的制造业领域扩散，最近几个季度美国中小企业的资本开支开始出现底部边际修复的迹象，**全球补库周期的开启，将与科技的上游需求一起对实物资产形成共振，出现去年 4 季度 HALO 交易的概率将上升。**值得一提的是，得益于能源供给稳定和供应链优势，中国出口的相对韧性值得关注。结构上，除了科技产品保持较强表现外，以新能源相关设备为代表的资本品外需同样亮眼。另外，能源侧上，中国原油进口来源更加多元且燃料油、煤油等石油产品出口份额自 2010 年以来持续提升，这也体现出中国炼化产能在全球能源供应链中的价值。当然，另外一种可能是海峡的关闭最终也关闭了美联储货币政策的闸门，最终也会对当下景气资产形成潜在冲击。

原油：美伊冲突下，供需格局的新变化值得关注

不同于过去几年供给过剩的格局，当前原油供需正在出现新的边际变化，或将推动油价中枢上移。一方面，供给端上：过去 10 年全球油气勘探投资维持低位，大概是 2013 年高峰时期 42% 的水平；同时美伊冲突导致 OPEC 产能受损，短期可恢复的剩余产能接近于 0，而美国钻机数量近年来持续下降，这意味着后续供给的修复可能较为缓慢；另一方面，从库存的视角来看，当前全球石油库存正在加速去化，OECD 国家石油商业库存已经快要接近 2022 年 3 月的最低水平，而根据 EIA 预测，即便海峡迎来开放，但较为缓慢的供给修复可能使得石油库存需要先经历去库再进入补库，届时 OECD 石油商业库存可能将下降至 2003 年以来的最低水平。我们以石油商业库存/石油需求进行衡量，即便是按照 EIA 所预期的石油补库节奏进行测算，2027 年底该数值也仍低于历史中枢水平。与此同时，供给体系的脆弱性也可能使得全球经济体未来将倾向于持有更多的实物资产以增强自身抵御风险的能力，预计后续原油的补库周期仍具备持续性。

6 月之后，观测实物侧的共振

当前，一侧是海峡的持续关闭冲击了全球脆弱行业，现在正通过货币政策和政治因素（美国的 K 型分化下生活成本压力），向最有韧性的部门施加影响；另外一侧，是最具景气的产业正在将景气度向传统行业扩散。如果当霍尔木兹海峡重新通航，景气扩散与经济修复将是全球顺周期资产与实物资产的最强共振，新一轮 HALO 交易或在到来；如果海峡持续关闭最终导致货币政策变化，则是全球风险资产反弹的终结。6 月，权益市场将在迎来答案。我们以乐观思维作如下推荐：第一，关注宏观修复与 AI 人工智能投资往传统经济部门的扩散和价格传导两条主线：工业金属（铜、铝、锂），化工（AI 上游材料、炼化等），能源补库与其他大宗商品安全库存构建周期的受益品种（油运、干散货）。第二，能源价格中枢上移（油、煤炭、锂电、风光）；第三，产能周期见底，随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



内容目录

1、基本面带来的极致分化，寻找下一个路口	3
2、两个闸门，6月见分晓	4
3、原油：美伊冲突下，供需格局的新变化值得关注	6
4、观测两个闸门的变化，等待实物资产的宏观与产业共振时点	8
5、风险提示	9

图表目录

图表 1： 近期市场上涨个股数量占比、上涨行业数量占比均出现回落，呈现 4 月以来最大的双低特征	3
图表 2： 科技内部来看，行情也由此前的光模块、存储向更广泛的被动元件、设备等进行扩散	3
图表 3： 科技-红利的相对收益创下历史新高，但估值分化并不极端	3
图表 4： 交易热度来看，成交额占比和换手率差值均处于历史高位	3
图表 5： 最近一周权益市场与美债之间的相关性相较之前开始出现逆转	4
图表 6： 最近一周权益市场与油价之间的相关性相较之前同样出现变化，两者开始重新回到负相关	4
图表 7： 最近一段时间市场的加息预期大幅抬升	4
图表 8： 当前霍尔木兹海峡流量的恢复仍较为缓慢	4
图表 9： 5 月标普制造业 PMI 显示主要经济体供应链压力继续上升，投入成本上涨	5
图表 10： 供应链也让欧洲则面临更大的压力，产出连续下滑	5
图表 11： 在 AI 资本开支高增的背景下，最近几个季度美股中小企业的资本开支开始出现底部边际修复的迹象	5
图表 12： 倘若霍尔木兹海峡开放，原油或开始在经济中寻求中枢上移，而非系统冲击	5
图表 13： 出口结构来看，除了 AI 链延续高增外，电力设备、机械设备部分细分产品同样表现亮眼（同比%）	6
图表 14： 2025 年中国原油进口来源较为分散（万吨）	6
图表 15： 2010 年以来以燃料油、煤油为代表的石油产品中国出口占全球份额出现明显抬升（%）	6
图表 16： 中国炼油产能、炼油厂加工能力在全球处于领先地位（千桶/日）	6
图表 17： 过去十年全球原油投资明显不足，尤其是勘探投资仅为高峰时期 42% 的水平	7
图表 18： 近几年已发现的油气资源量同样趋于回落	7
图表 19： 美国原油钻机数量持续回落，正处于 2014 年以来的相对低位	7
图表 20： 由于美伊冲突导致 OPEC 部分原油产能受损，短期可恢复的剩余产能已接近于 0	7
图表 21： 根据 EIA 预测，即便海峡开放石油商业库存可能先经历一波去库，再开启补库	8
图表 22： 石油库存/消费需求处于历史最低位，而供给体系的不稳定性或将使得大家需要更高的合意库存水平	8
图表 23： 美国方面，原油出口的增加使得美国商业原油和战略储备库存正在去化	8

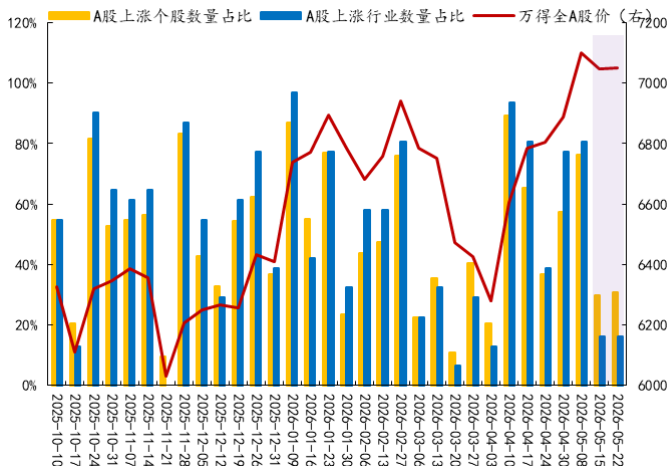


1、基本面带来的极致分化，寻找下一个路口

近期市场高位震荡中呈现出一定的“缩圈”特征：无论是上涨个股数量占比，还是上涨行业数量占比均是4月反弹以来的最低位。极致分化下，科技开始尝试从主航道往其上游和周边扩散以寻找阻力更小方向。市场分化的背后，是极致的基本面分化：（1）从市场面看，TMT指数相较于中证红利的相对收益已经超过了2026年初的水平，创历史新高。同时，无论是成交额占比还是换手率，TMT指数相较于中证红利的差异，已经达到了2011年以来的99%历史分位数水平。（2）然而，当前估值分化并不算极端，尚未达到2025年Q3的水平，距离2025年中和2020年中的历史极值仍有较大的差距，意味着TMT板块的盈利景气仍是分化的重要支撑，未来风格演绎核心不在于贴现率变化，而是分子端基本面的趋势以及是否扩散，这也意味着科技的扩散更应该关注基本面的传导（比如从投资链内部往上游），而非逻辑与主题轮动（例如转向其他科技主题）。

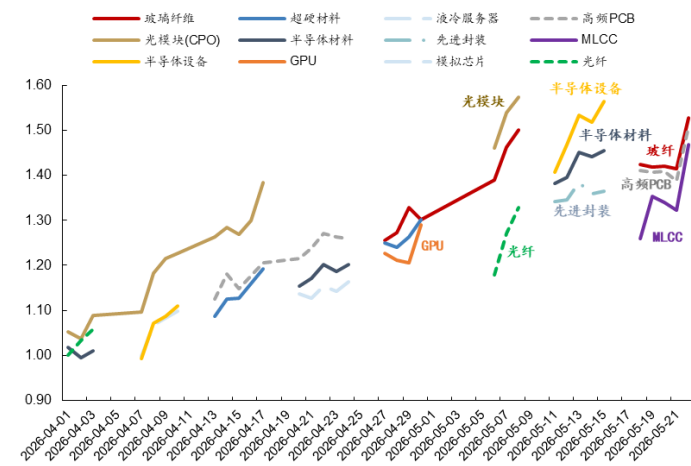
另外一侧，从跨市场相关性来看，本周美股、MSCI全球股指与美债收益率、油价的相关性相比于此前的正相关，重新回到了负相关的特征，通胀与货币政策的考量可能正在重新回到视野。

图表1：近期市场上涨个股数量占比、上涨行业数量占比均出现回落，呈现4月以来最大的双低特征



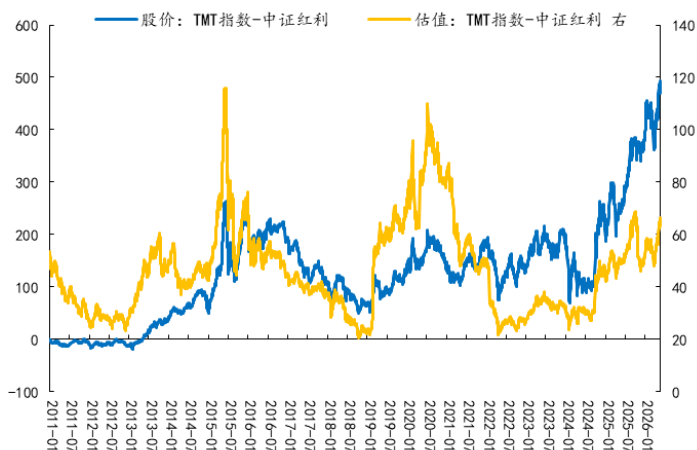
来源：wind，国金证券研究所

图表2：科技内部来看，行情也由此前的光模块、存储向更广泛的被动元件、设备等进行扩散



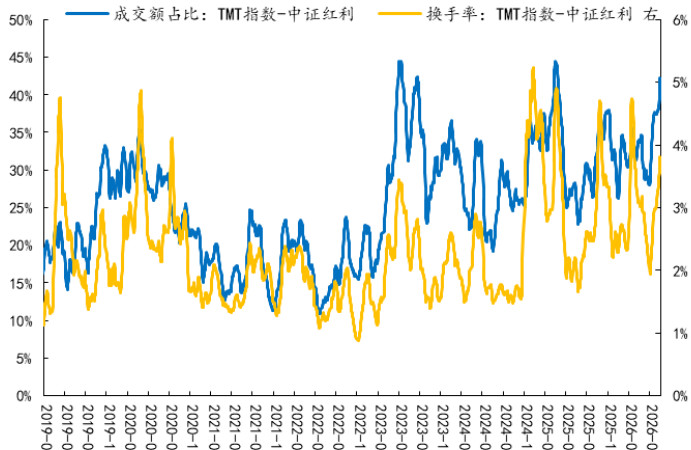
来源：wind，国金证券研究所；注：以2026年3月31日股价作为起始点1进行标准化。

图表3：科技-红利的相对收益创下历史新高，但估值分化并不极端



来源：wind，国金证券研究所；注：股价以2010年12月31日为100进行标准

图表4：交易热度来看，成交额占比和换手率差值均处于历史高位

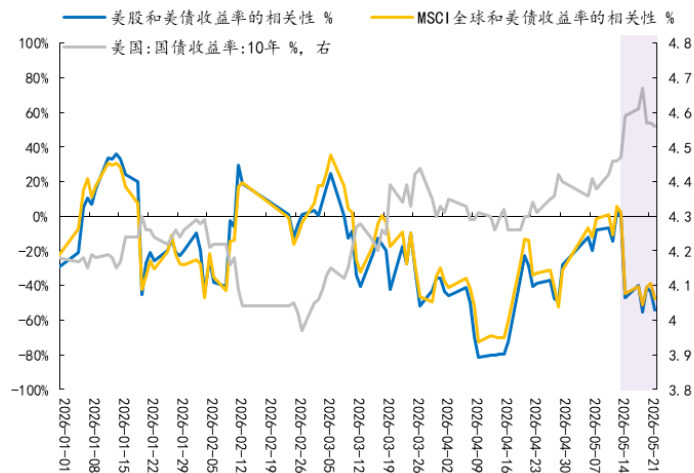


来源：wind，国金证券研究所



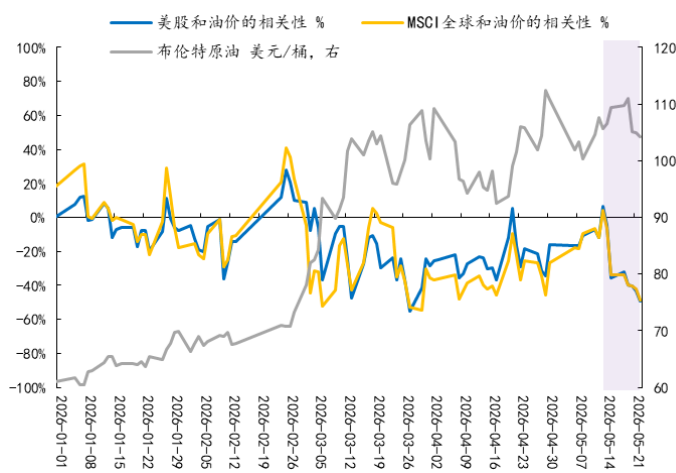
化。

图表5：最近一周权益市场与美债之间的相关性相较之前开始出现逆转



来源：wind，国金证券研究所

图表6：最近一周权益市场与油价之间的相关性相较之前同样出现变化，两者开始重新回到负相关

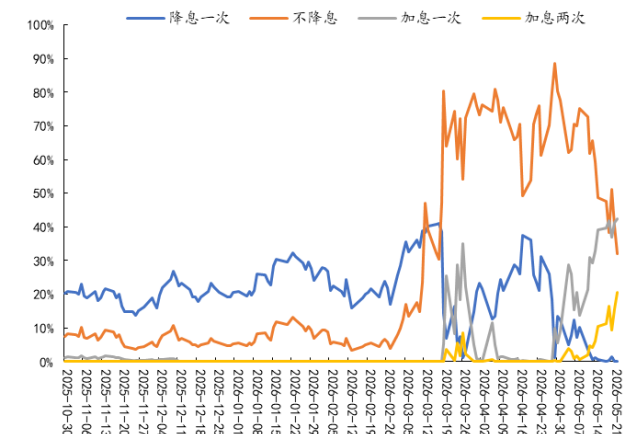


来源：wind，国金证券研究所

2、两个闸门，6月见分晓

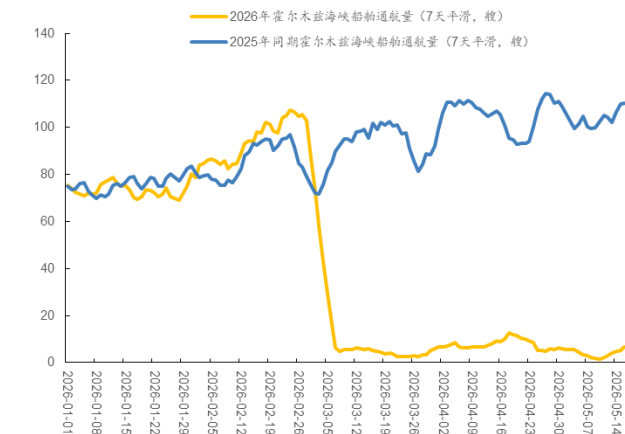
随着市场对宏观交易的敏感度上升，市场定价也开始进入关键窗口期，后续有两个变量值得重点关注：(1)4月美联储FOMC会议纪要以及以沃勒为代表的委员表态均偏鹰派，而面对上升的通胀压力，如5月标普制造业PMI的通胀分项继续攀升，市场开始评估年内美联储将加息纳入政策选项的可能性。本周沃什正式出任新任美联储主席，其是否将控通胀作为货币政策的优先事项，甚至转为加息则需要持续观测，这也将成为影响美元利率和全球风险资产定价的重要变量。(2)当前霍尔木兹海峡流量恢复较为缓慢，全球供应链压力正在不断攀升，并正在向制造业进行传导。5月美国和欧洲的供应链交付时间继续延长，同时投入成本也出现了大幅上涨，尤其是欧洲的经济基本面则面临更大的压力。

图表7：最近一段时间市场的加息预期大幅抬升



来源：CME，国金证券研究所；注：每次按照25BP计算。

图表8：当前霍尔木兹海峡流量的恢复仍较为缓慢



来源：wind，国金证券研究所



图表9：5月标普制造业PMI显示主要经济体供应链压力继续上升，投入成本上涨



来源：S&P Global，国金证券研究所

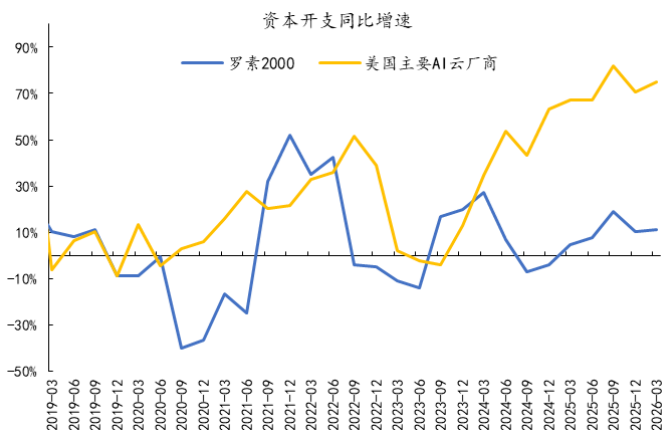
图表10：供应链也让欧洲则面临更大的压力，产出连续下滑



来源：S&P Global，国金证券研究所

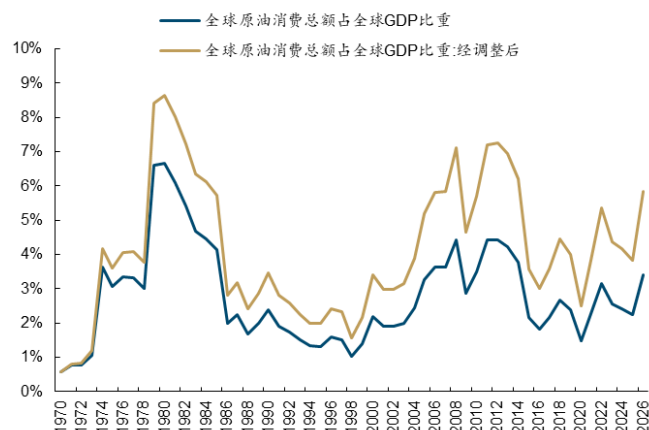
美联储的货币政策闸门和霍尔木兹海峡的闸门，将在6月形成交汇。如果后续海峡能够迎来开放，对全球顺周期资产而言，将构成较为积极的定价变化。供应链压力的缓解，不仅有助于降低成本端约束，也可能推动此前因能源短缺和物流瓶颈而被压制、甚至只能通过需求破坏来完成平衡的实际需求重新修复。目前我们可以看到美国AI投资正在向更广泛的制造业领域扩散，最近几个季度美国中小企业的资本开支开始出现底部边际修复的迹象，全球补库周期的开启，将与科技的上游需求一起对实物资产形成共振，出现去年4季度HALO交易的概率将上升。此外，对能源链相关资产而言，原油消费在经济中可能逐步回归常态，叠加补库需求的释放，原油及油运相关资产的定价环境也将更加有利。当然，另外一种可能是海峡的关闭最终也关闭了美联储货币政策的闸门，最终也会对当下景气资产形成潜在冲击。

图表11：在AI资本开支高增的背景下，最近几个季度美股中小企业的资本开支开始出现底部边际修复的迹象



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：美国主要AI云厂商包括谷歌、微软、亚马逊、Meta。

图表12：倘若霍尔木兹海峡开放，原油或开始在经济中寻求中枢上移，而非系统冲击

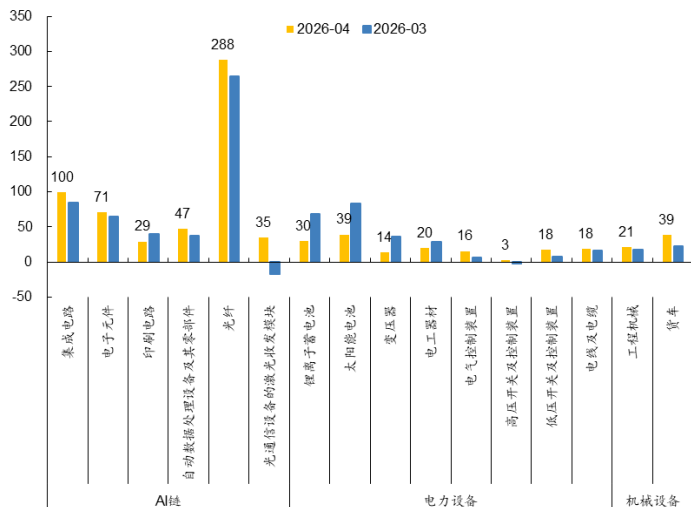


来源：wind，国金证券研究所

值得一提的是，在全球供应链压力上升的背景下，中国出口的相对韧性值得关注。得益于能源供给稳定和供应链优势，4月出口同比继续增长；结构上，除了集成电路等科技产品保持较强表现外，以新能源相关设备为代表的资本品外需同样亮眼。另外，从能源侧来看，中国原油进口来源更加多元，同时可以看到2010年以来燃料油、煤油等成品油的全球出口份额持续提升，这也体现出中国炼化产能在全球能源供应链中的价值。而后续全球能源补库周期的有望开启，对中国炼化体系的加工能力同样具备积极意义。

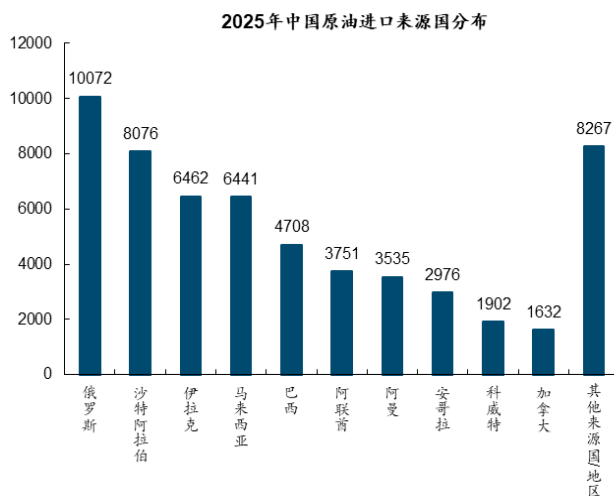


图表13：出口结构来看，除了AI链延续高增外，电力设备、机械设备部分细分产品同样表现亮眼（同比%）



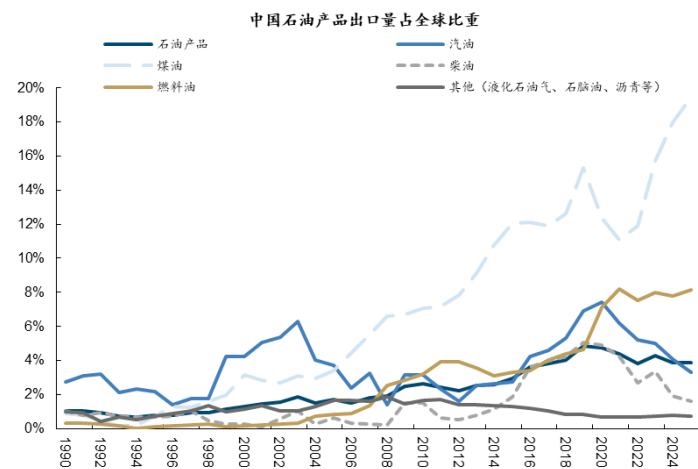
来源：Wind，国金证券研究所

图表14：2025年中国原油进口来源较为分散（万吨）



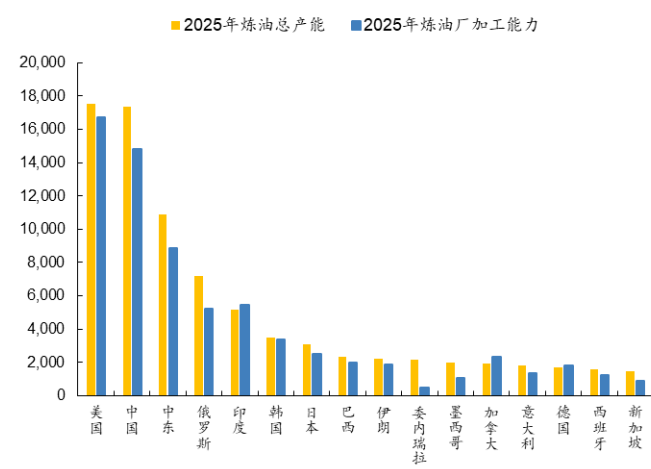
来源：海关总署，国金证券研究所

图表15：2010年以来以燃料油、煤油为代表的石油产品中国出口占全球份额出现明显抬升（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表16：中国炼油产能、炼油厂加工能力在全球处于领先地位（千桶/日）



来源：Opec，国金证券研究所

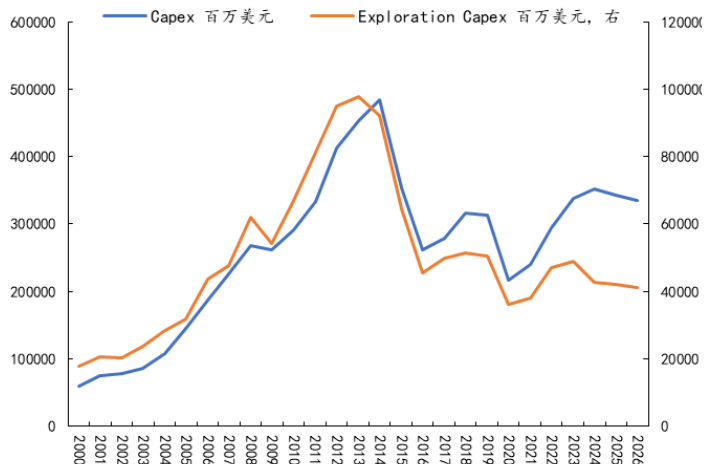
3、原油：美伊冲突下，供需格局的新变化值得关注

值得关注的是，不同于过去几年原油供给过剩的格局，美伊冲突导致原油面临产能受损风险，当前原油的供需格局开始出现一些新的边际变化，并可能推动油价中枢出现上移。

一方面，供给端上：（1）全球油气勘探投资不足、勘探井数量下降、新发现的大型常规油气资源减少。过去10年全球油气勘探投资维持低位，大概是2013年高峰时期42%的水平，这将会限制未来的供应能力。（2）从产能来看，美伊冲突导致OPEC产能受损，短期可恢复的剩余产能接近于0，而美国钻机数量近年来持续下降，目前处于相对低位。即便是霍尔木兹海峡迎来开放，产量的修复可能也会较为缓慢。

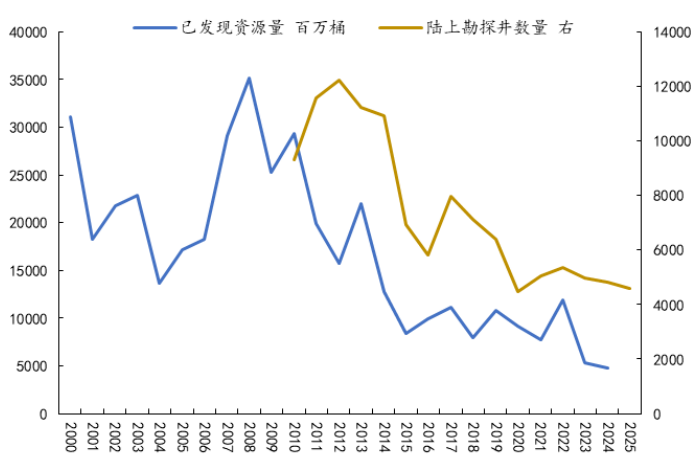


图表17：过去十年全球原油投资明显不足，尤其是勘探投资仅为高峰时期42%的水平



来源：Rystad，国金证券研究所

图表18：近几年已发现的油气资源量同样趋于回落



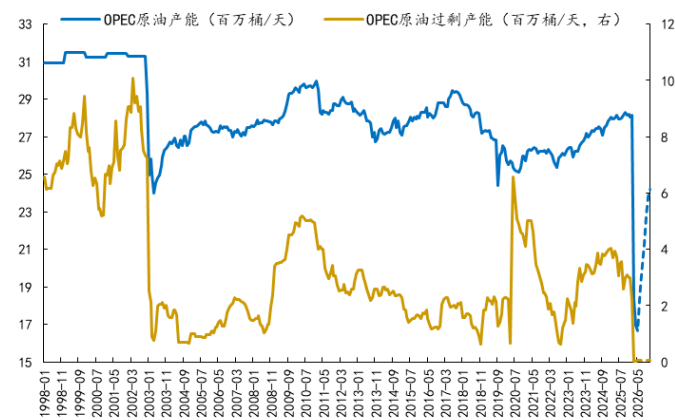
来源：Rystad，国金证券研究所

图表19：美国原油钻机数量持续回落，正处于2014年以来的相对低位



来源：wind，国金证券研究所

图表20：由于美伊冲突导致OPEC部分原油产能受损，短期可恢复的剩余产能已接近于0

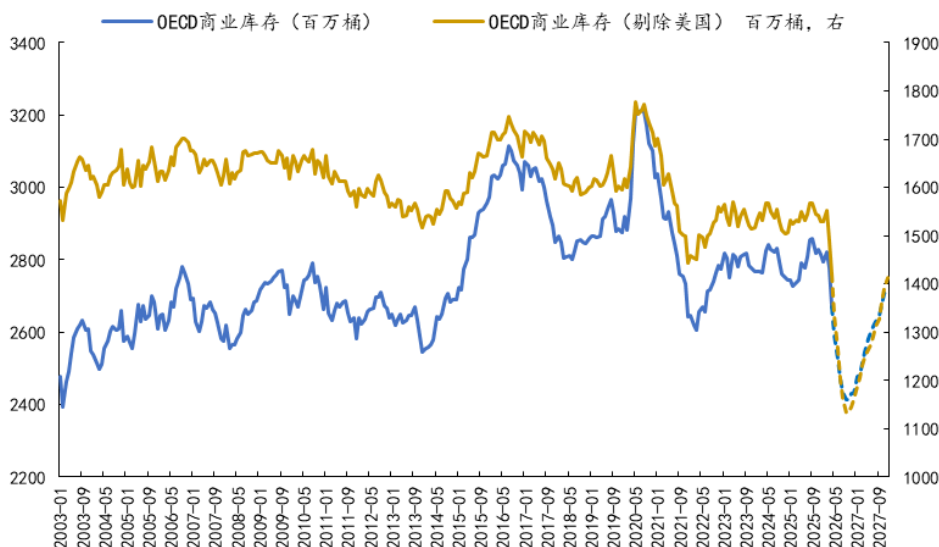


，国金证券研究所；注：图中虚线为EIA的预测数据。

另一方面，从库存的视角来看，自从4月下旬以来全球石油库存正在加速去化。当前OECD国家的石油商业库存已经快要接近2022年3月的最低水平，而根据EIA的预测，即便是6月份霍尔木兹海峡逐步迎来开放，但较为缓慢的供给修复可能使得石油库存率先经历一波去库，真正的补库可能需要等到年底。值得一提的是，届时OECD和OECD（剔除美国）的石油商业库存均下降至2003年以来的最低水平，而以石油商业库存/石油消费需求进行衡量，即便是按照EIA所预期的石油补库节奏进行测算，2027年底该数值也仍低于历史中枢水平。此外，美国方面，美国原油出口的增加也使得近期美国商业原油和战略储备库存正在去化。而随着供给端的修复，当前相较于历史相当需求水平下更低的原油库存，叠加供给体系的脆弱性使得全球经济体未来更倾向于持有更多的实物资产以增强自身抵御风险的能力，预计后续原油的补库周期仍具备持续性。

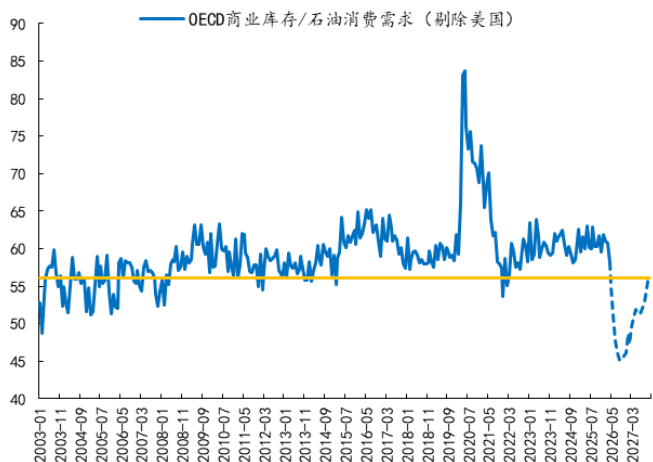


图表21: 根据EIA预测, 即便海峡开放石油商业库存可能先经历一波去库, 再开启补库



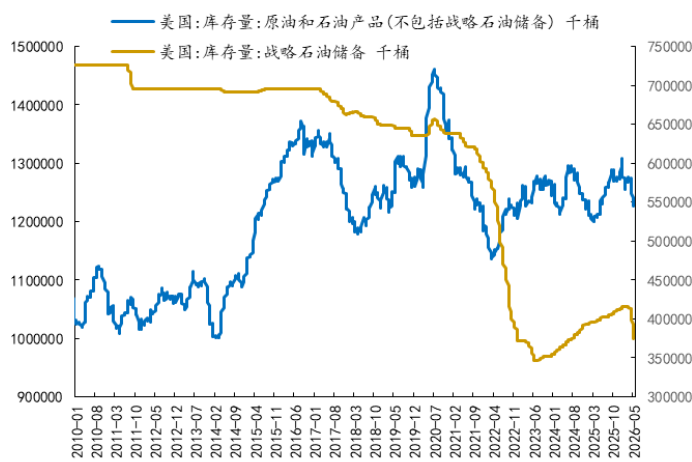
来源: EIA, 国金证券研究所; 注: 图中虚线为EIA的预测数据。

图表22: 石油库存/消费需求处于历史最低位, 而供给体系的不稳定性或将使得大家需要更高的合意库存水平



来源: EIA, 国金证券研究所; 注: 图中虚线为EIA的预测数据。

图表23: 美国方面, 原油出口的增加使得美国商业原油和战略储备库存正在去化



来源: Wind, 国金证券研究所

4、观测两个闸门的变化, 等待实物资产的宏观与产业共振时点

当前, 一侧是海峡的持续关闭冲击了全球脆弱行业, 现在正通过货币政策和政治影响, 向最有韧性的部门施加影响; 另外一侧, 是最具景气的产业正在将景气度向传统行业扩散。如果当霍尔木兹海峡重新通航, 景气扩散与经济修复将是全球顺周期资产与实物资产的最强共振; 如果海峡持续关闭最终导致货币政策变化, 则是全球风险资产反弹的终结。6月, 权益市场将在迎来答案。我们以乐观思维作如下推荐:

第宏观修复与AI人工智能投资往传统经济部门的扩散和价格传导两条主线: 工业金属(铜、铝、锂), 化工(AI上游材料、炼化等), 能源补库与其他大宗品安全库存构建周期的受益品种(油运、干散货)。

第二, 能源价格中枢上移(油、煤炭, 锂电、风光);

第三, 产能周期见底, 随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等。



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。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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