



# A 股策略周报 20260614

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: 季宏坤 (执业 S1130526060001)

mouyiling@gjzq.com.cn

jihongkun@gjzq.com.cn

## 推开旧世界的门

### 两个闸门同步松动: 地缘缓和与紧缩预期降温

我们前期报告中提到的6月需要关注的两大核心变量在本周同时出现积极变化: 地缘层面, 美伊谈判取得实质性突破, 特朗普宣布取消对伊朗的打击行动, 双方有望于近期签署谅解备忘录, 霍尔木兹海峡在6月底前开放的概率明显回升; 货币政策层面, 伴随着地缘风险缓和, 市场对美联储年内加息的预期显著降温。在双重催化下, 本周五全球股市、工业金属与贵金属均迎来普遍修复。值得注意的是, 本周五的反弹并非单由信息技术主导 (A 股信息技术反而下跌), 材料与工业板块的反弹幅度同样突出。

### 若海峡逐步通航, HALO 交易的环境有望回归

若霍尔木兹海峡后续逐步恢复通航, 前期市场的两大担忧将同步解除: 一方面, 供应链断裂风险显著下降, 全球制造业 PMI 有望重新上行; 另一方面, 流动性紧张的局面将随之缓解, 美元指数大概率重回下行通道。而**美元回落+制造业 PMI 上行恰好是 2025 年 11 月至 2026 年 2 月 HALO 交易的核心宏观背景**。回顾上一轮 HALO, A 股中有色、军工、石油石化、建材、化工等板块涨幅居前, 美股中能源、材料、工业等表现突出。当前市场的新增变量不在内外需之间, 而在外需世界中 AI 与传统领域之间, 传统领域的压制因素开始缓解。在霍尔木兹海峡关闭期间, 和 AI 相关的通信和电子板块具有绝对稀缺性, 股价处在高位, 但 A 股其余半数以上的行业已跌回甚至低于美伊首次停火时 (4 月 7 日) 的位置, 与 HALO 交易强相关的有色、化工等板块虽然相较 4 月 7 日还有微弱的涨幅, 但其股价位置也要低于上一轮 HALO 交易结束时的位置, 即使能源板块, 需求担忧也比供应冲击更多主导了股价的走势。此外, 近期全球银行开始限制对冲基金对海力士、三星电子等芯片龙头的杠杆押注, 市场的部分资金可能会出现分流, 前期的动量效应本身也有减弱。我们认为, 考虑到新的边际变化更有利于传统外需领域的修复和相关资产更低的位置, 外需之间的高低切可能出现, 新一轮 HALO 交易正在开启。

### 科技重点观测: AI 投资的实际利率

美国通胀格局正呈现鲜明的结构性分化: 第一, 能源通胀受地缘扰动大幅上行; 第二, AI 相关领域 (计算机、电子产品制造) 的通胀同样显著攀升, 而剔除能源和食品的核心商品通胀回升却极为缓慢。这一分化侧面印证了市场对除 AI 外需求偏弱的担忧。更深层的是, 今年以来 AI 相关的 PPI 增速大幅跑赢 10Y 美债收益率, 这也是为什么在美债收益率上行的过程中, AI 依旧可以维持高景气的一个重要原因: **AI 相关的出厂价格涨幅高于资金的名义成本, AI 相关的企业正在享受负的实际利率, 且该实际利率在今年以来明显下行**。不过 5 月最新的 PPI 数据显示, AI 的实际利率已有所回升, 未来 AI 投资的实际利率水平可能是观测其投资斜率的领先指标。

### 海峡若打开, 两个世界中间有限的风格均衡将会出现

美伊冲突以来, 出现了全球两个世界的分野, 科技新世界进入了量价齐升的过热期; 而传统世界则是进入滞胀-衰退的时期。当下, 海峡重开的预期, 边际上更有利于传统世界的复苏预期, 而相对的价格也支撑新一轮 HALO 交易。但是, 金融资产缩圈的大方向仍然没有改变, 积极防御+结构切换仍然是重点。基于以上内容, 我们推荐如下: 第一, 具有战略资源价值、实物消耗型红利的**原油、煤炭、电力**, 以及受益于国内制造业结构转型、基本面出现改善信号的**城商行**; 第二, 受益于新兴市场传统制造业投资修复, **工业金属 (铜、铝)、炼化、其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备等**; 第三, 科技新世界中关注“胀”和二阶开支, 包括**半导体/AI 材料、半导体设备与制造等**。

### 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。



## 内容目录

1、两个闸门出现了新的变化.....	3
2、若海峡逐步通航市场可能重回 HALO 交易.....	4
3、能源、AI 相关领域、传统领域的通胀分化.....	7
4、关注新一轮 HALO 交易.....	8
5、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 霍尔木兹海峡在 6 月底之前开放的概率在本周五明显回升.....	3
图表 2: 美伊谅解备忘录的新细节概览.....	3
图表 3: 5 月以来美联储内部鹰派声音越来越多.....	4
图表 4: 本周市场预期美联储年内加息的概率明显下降.....	4
图表 5: 本周五全球主要国家的股市、贵金属、工业金属均明显反弹.....	4
图表 6: 从全球来看, 材料、信息技术、工业等板块反弹幅度较大.....	4
图表 7: 上一轮 HALO 交易伴随着美元指数大幅回落.....	5
图表 8: 今年 1 月、2 月全球制造业 PMI 明显回升也是 HALO 交易的重要背景.....	5
图表 9: 上一轮 HALO 交易, A 股有色、军工、石油石化、建材、化工等板块涨幅靠前.....	5
图表 10: 美股则能源、材料、日常消费、工业等板块涨幅靠前.....	5
图表 11: 美伊冲突以来, A 股经历了普跌到普涨再到明显分化.....	6
图表 12: 超半数以上的行业已经下跌到比美伊首次达成停火协议时更低的股价位置.....	6
图表 13: 与 HALO 资产强相关的有色、化工、石油石化的股价位置要低于上一轮 HALO 交易结束时的位置.....	6
图表 14: 今年以来, 大量杠杆资金买入海力士.....	7
图表 15: A 股的成长/价值、科技/红利的相对收益已处于历史高位.....	7
图表 16: 对于美股而言, 风格的分化同样较为极致.....	7
图表 17: 美国能源、AI 相关的通胀大幅上行, 而核心商品通胀上升较慢.....	8
图表 18: 今年以来, AI 相关的通胀大幅跑赢 10Y 美债收益率, AI 实际利率持续下降, 近期有所回升.....	8
图表 19: 2006-2007 年, 中国虽然多次加息, 但煤炭和黑色金属的 PPI 明显跑赢国债收益率.....	8
图表 20: 与之对应的是, 钢铁和煤炭在 2006-2007 年涨幅相对靠前.....	8

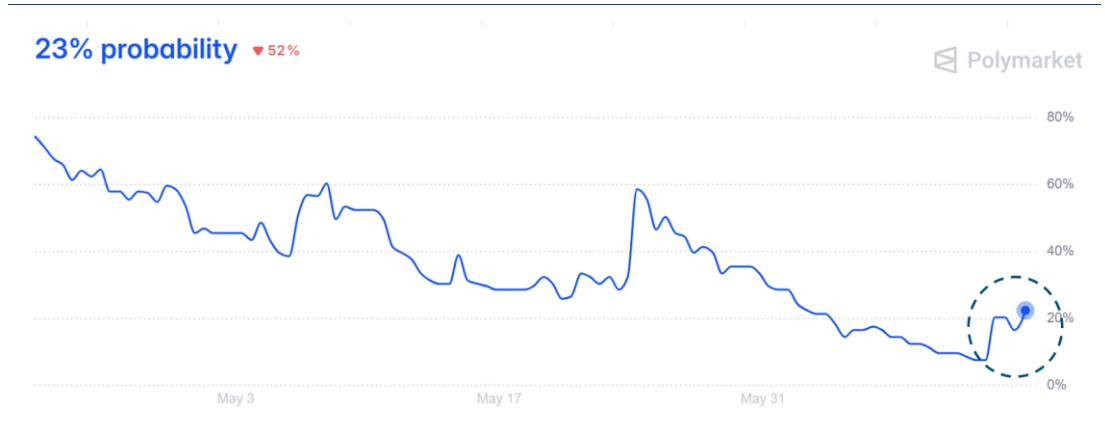


## 1、两个闸门出现了新的变化

我们在前期报告中提到，6月有两个变量值得关注：一是霍尔木兹海峡是否开放；二是美联储的货币政策预期。而这两个变量在本周都出现了边际变化：

一方面，霍尔木兹海峡开放的可能性阶段性变大。特朗普北京时间12日凌晨在社交媒体表示“取消原定于当晚针对伊朗实施的打击与轰炸行动”，并在白天白宫的活动中再次重申“已与伊朗达成一项非常强有力的谅解备忘录，可能本周末在欧洲签署”。同时12日下午，伊媒公布了伊美谅解备忘录新细节。

图表1：霍尔木兹海峡在6月底之前开放的概率在本周五明显回升



来源：Polymarket，国金证券研究所

图表2：美伊谅解备忘录的新细节概览

美伊之间14点草案谅解备忘录的新细节	
立即且永久停止所有战线上的战斗，包括黎巴嫩。	就最终协议进行60天的谈判，涵盖核问题、全面解除制裁、伊朗经济重建以及浓缩材料和浓缩活动的命运。
美国承诺不干涉伊朗内政。	伊朗承诺不生产核武器。
在30天内解除海上封锁。	在谈判期间，美国不得增加该地区兵力或实施新制裁。
美国承诺从伊朗周边地区撤军。	在60天谈判期间释放240亿美元冻结的伊朗资金，其中一半在谈判开始前可用。
在伊朗安排下，于30天内重新开放霍尔木兹海峡。	建立监督机制以执行该协议。
暂停对伊朗石油、石油化工产品及相关收入的制裁，并使伊朗金融资源完全可及。	最终协议将由联合国安理会决议批准。
美国及其盟友将提出价值至少3000亿美元的伊朗重建计划。	最终谈判将在释放伊朗冻结资金的一半、暂停伊朗石油制裁以及解除海军封锁之前不会开始。最终协议将仅针对浓缩材料和浓缩活动的命运、解除制裁以及伊朗经济重建计划。

来源：迈赫尔通讯社，国金证券研究所

另一方面，市场对于美联储货币政策紧缩的预期也有所下降。5月以来，虽然油价下行，但在美联储官员鹰派发言+就业市场韧性超预期的背景下，市场对于美联储货币政策紧缩的预期愈演愈烈。但随着本周美伊谈判的新进展，市场预期美联储维持年内利率不变的概率明显回升。

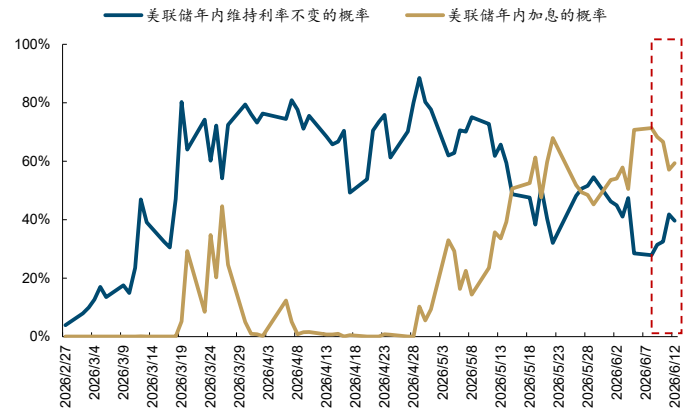


图表3: 5月以来美联储内部鹰派声音越来越多

时间	美联储官员	发言内容
5月8日	Goolsbee	就业报告看起来“相当稳定”。就业市场崩溃的证据并不多。通胀表现不佳，且趋势不利。美联储必须关注通胀形势。
5月13日	Collins	如果通胀压力迟迟无法缓解，美联储可能需要再次加息。
5月22日	Waller	如果通胀迟迟不回落，或通胀预期出现脱锚迹象，不能排除未来加息。
5月27日	Jefferson	美国经济仍较稳健，劳动力市场总体稳定，但就业风险略偏下行；关税和能源成本推升近期通胀。下一步政策尚未预先决定，将取决于数据。
5月27日	Cook	如果通胀下行不及预期，已经准备好加息。
6月2日	Hammack	如果近期的数据趋势延续（通胀维持高位甚至上行、劳动力市场保持韧性等），那么很快就需要采取政策（加息）应对通胀加剧的风险。

来源：美联储，新浪财经，财联社，国金证券研究所

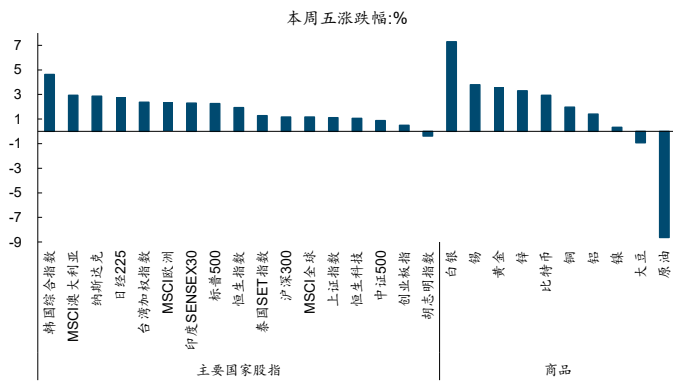
图表4: 本周市场预期美联储年内加息的概率明显下降



来源：CME，国金证券研究所

在以上的双重催化下，本周五主要国家的股市，商品中的贵金属、工业金属均迎来了明显修复。从中美日欧的行业表现来看，本次反弹的不再只有信息技术板块（A股的信息技术反而下跌），材料板块的反弹幅度甚至更大，除此以外，还有工业板块涨幅明显。

图表5: 本周五全球主要国家的股市、贵金属、工业金属均明显反弹



来源：wind，国金证券研究所。注：美国股指和商品的涨跌幅为周四+周五的涨跌幅。

图表6: 从全球来看，材料、信息技术、工业等板块反弹幅度较大

行业	本周五涨跌幅:%			
	美国	中国	欧洲	日本
能源	-2.06	0.90	-2.60	-0.13
材料	3.26	5.03	2.37	4.37
工业	3.25	1.59	1.74	0.94
信息技术	2.94	-0.47	3.34	3.22
消费	-0.47	0.71	0.74	-0.29
公用事业	0.07	1.08	0.25	-0.06
房地产	-0.12	0.34	1.78	1.43
金融	0.79	1.84	2.95	1.46

来源：wind，国金证券研究所。注：美国各行业的涨跌幅为周四+周五的涨跌幅。

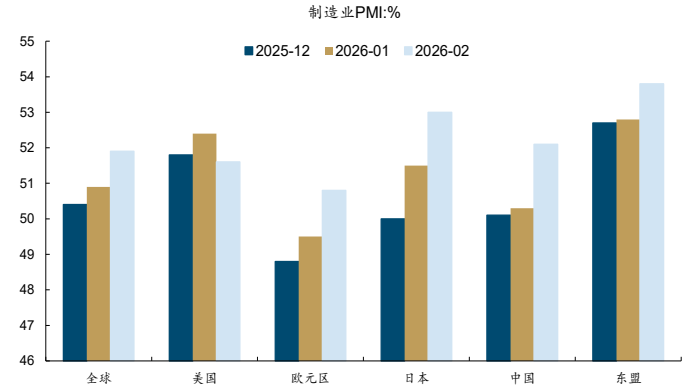
## 2、若海峡逐步通航市场可能重回 HALO 交易

对于未来而言，霍尔木兹海峡若能逐步通航，过去市场主要的两个担忧都会得到缓解：一方面，供应链断裂的问题将会缓解，全球制造业 PMI 有望进一步上行；另一方面，流动性紧张的问题也将得到缓解，美元指数有望再度回落。而美元指数回落+制造业 PMI 上行恰好是上一轮 HALO 交易（2025. 11-2026. 2）的大背景：2025. 11-2026. 1，美元指数明显回落；随后叠加 2026. 1-2026. 2 全球制造业 PMI 上行。



图表7: 上一轮 HALO 交易伴随着美元指数大幅回落

图表8: 今年1月、2月全球制造业 PMI 明显回升也是 HALO 交易的重要背景



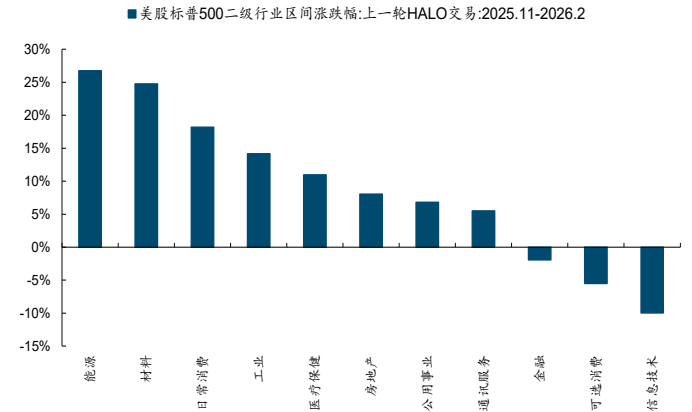
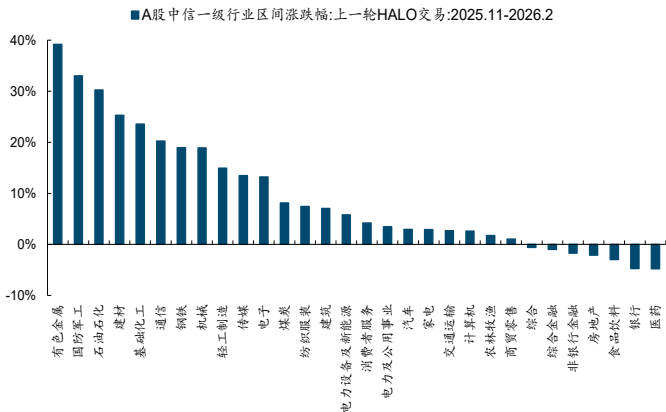
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

回顾上一轮 HALO 交易, A 股涨幅靠前的是有色、军工、石油石化、建材、化工等板块, 美股涨幅靠前的是能源、材料、日常消费、工业等板块。因此, 参考上一轮, 如果未来市场转向 HALO 交易, 无论是国内还是海外, 与材料、能源和工业相关的资产可能表现更优。

图表9: 上一轮 HALO 交易, A 股有色、军工、石油石化、建材、化工等板块涨幅靠前

图表10: 美股则能源、材料、日常消费、工业等板块涨幅靠前



来源: wind, 国金证券研究所

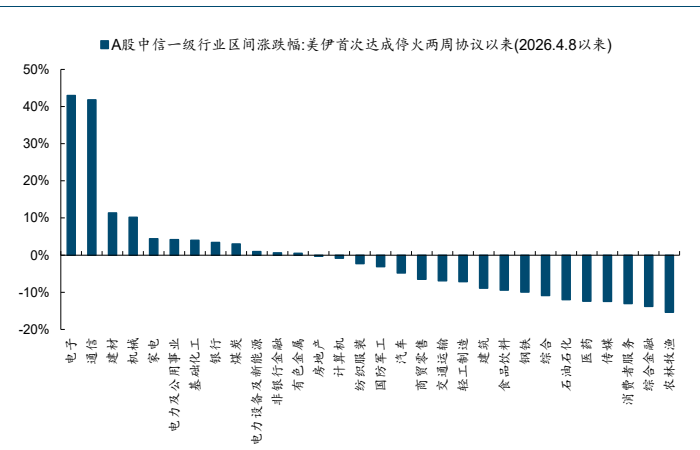
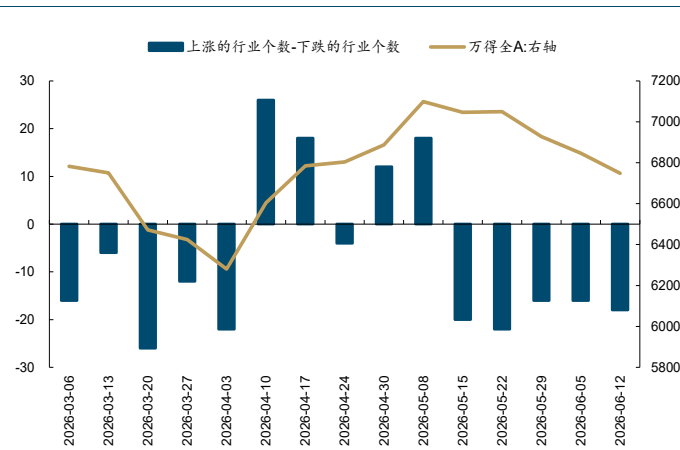
来源: wind, 国金证券研究所

与此同时, 对于 A 股而言, 当下不同资产的位置明显不同。美伊冲突以来, 市场经历了三个阶段: 多数行业集体下跌→美伊第一次停火协议, 各类资产普涨→市场整体见顶, 行业开始明显分化。在霍尔木兹海峡关闭期间, 和 AI 相关的通信和电子板块具有绝对稀缺性, 股价处在高位, 但超过半数的行业已经跌到了比美伊第一次停火协议时更低的位置。与 HALO 资产强相关的有色、煤炭、化工、公用事业等板块的涨幅也所剩无几, 即使能源板块, 需求担忧也比供应冲击更多主导了股价的走势。



图表11: 美伊冲突以来, A股经历了普跌到普涨再到明显分化

图表12: 超半数以上的行业已经下跌到比美伊首次达成停火协议时更低的股价位置

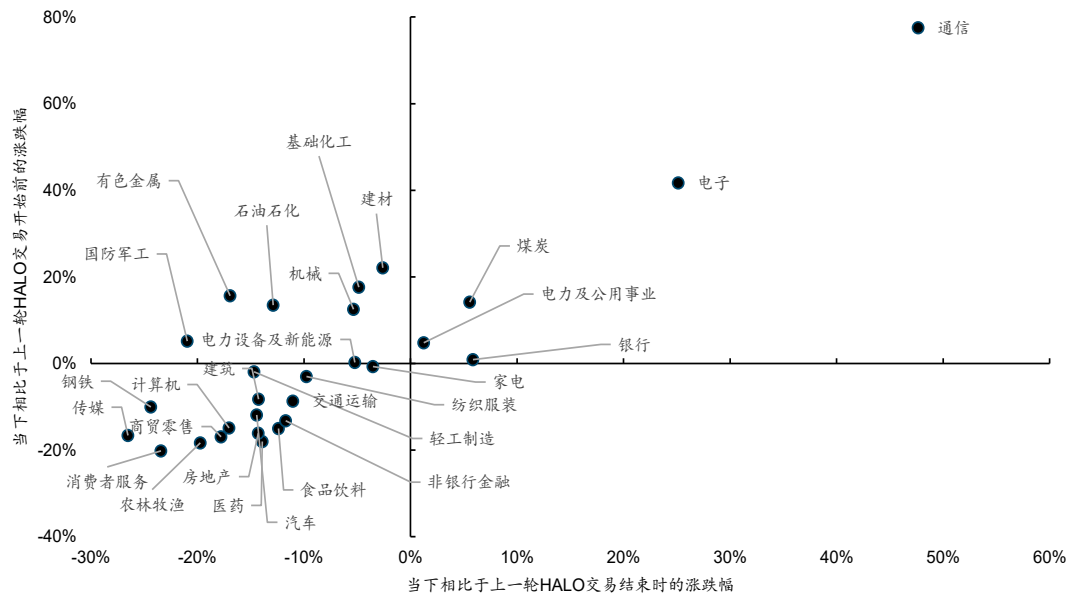


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

另一方面, 各行业自身与上一轮 HALO 交易的股价位置相比, 通信和电子的股价位置大幅高于上一轮 HALO 交易的位置, 煤炭、公用事业、银行略高于上一轮 HALO 交易的位置; 与 HALO 资产强相关的有色、石油石化、化工虽然也要高于上一轮 HALO 交易开始时的位置, 但要低于上一轮 HALO 交易结束时的位置。其余多数行业均比上一轮 HALO 交易的位置更低。

图表13: 与 HALO 资产强相关的有色、化工、石油石化的股价位置要低于上一轮 HALO 交易结束时的位置

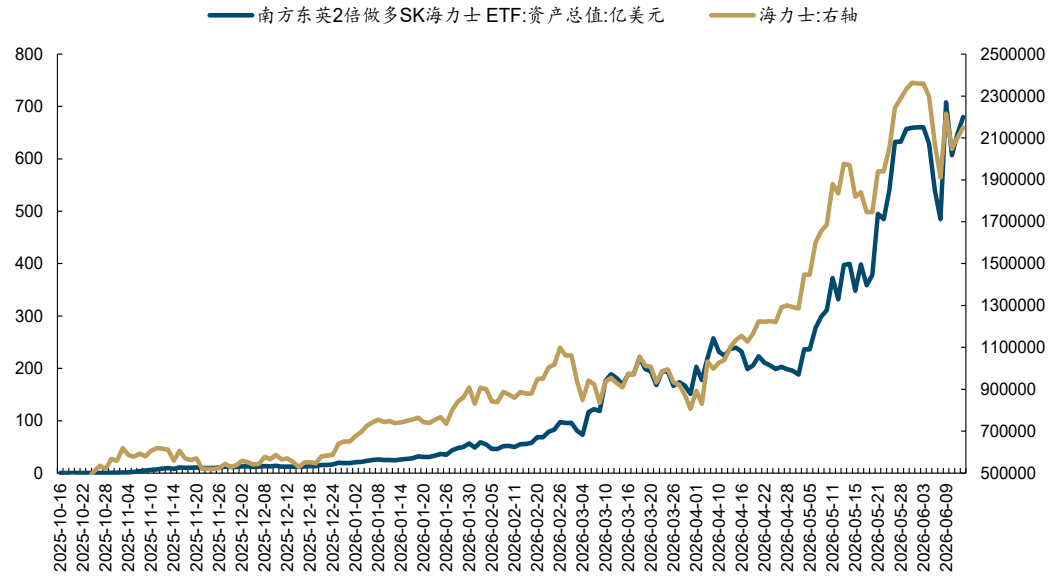


来源: wind, 国金证券研究所

除此以外还值得关注的是, 近期全球银行正在限制对冲基金对亚洲顶级芯片制造商(包括SK海力士和三星电子)的杠杆押注, 针对台积电, 银行也采取了类似措施。这意味着**市场的部分资金可能会出现分流, 前期的动量循环正在松动**。我们也看到, 无论是A股还是美股, 成长/价值、科技/红利的风格分化都已较极致。我们认为, 考虑到新的边际变化更有利于传统外需领域的修复和相关资产更低的位置, 外需之间的高低切可能出现, 新一轮 HALO 交易正在开启。



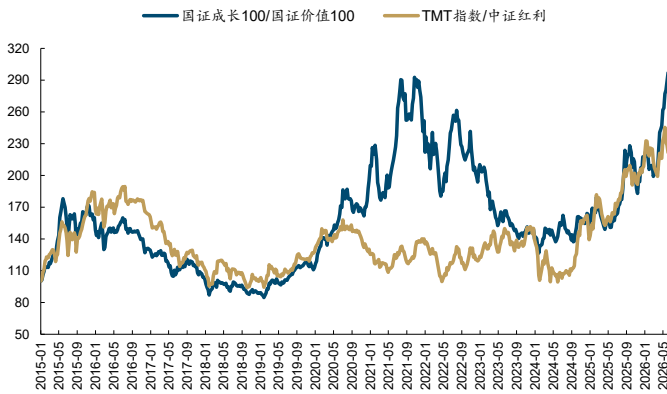
图表14: 今年以来, 大量杠杆资金买入海力士



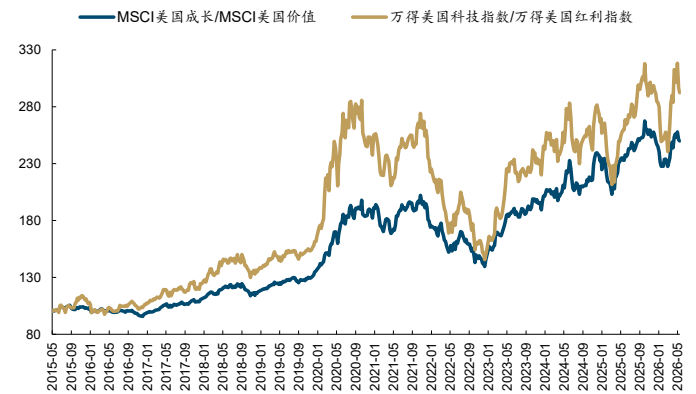
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: A 股的成长/价值、科技/红利的相对收益已处于历史高位

图表16: 对于美股而言, 风格的分化同样较为极致



来源: wind, 国金证券研究所



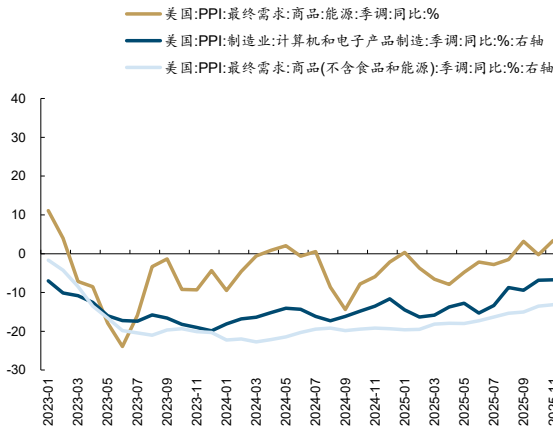
来源: wind, 国金证券研究所

### 3、能源、AI 相关领域、传统领域的通胀分化

从美国近期通胀数据的分项来看, 价格端延续明显的分化。一方面, 今年以来, 美国能源通胀和 AI 相关的通胀大幅上行, 而剔除食品和能源的通胀则回升缓慢, 这也从侧面印证了市场对于除 AI 以外的领域需求较差的担忧。另一方面, 如果用计算机和电子产品制造的 PPI 增速-10Y 美债收益率会发现, 今年以来该差值为正且大幅上升。这也是为什么即使在美债收益率上行的过程中, AI 依旧可以维持高景气的一个重要原因: AI 相关的出厂价格涨幅高于资金的名义成本, AI 相关的企业正在享受负的实际利率, 同时 AI 的实际利率今年以来明显下降。不过 5 月最新的 PPI 数据显示, 该差值已经开始有所回落, 也就意味着 AI 的实际利率有所回升, 未来 AI 投资的实际利率水平可能是观测其投资斜率的领先指标。

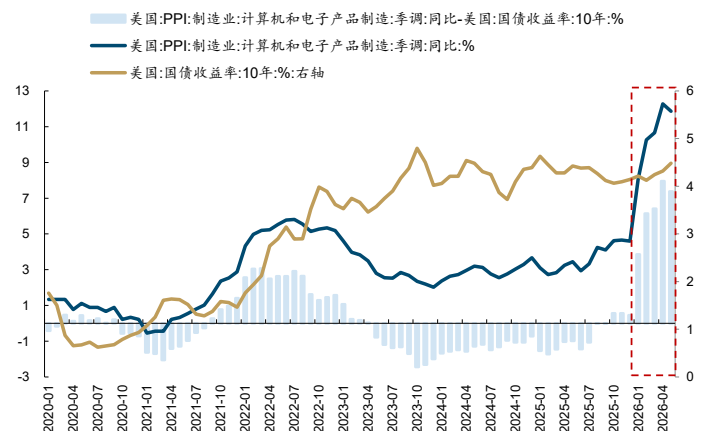


图表17: 美国能源、AI 相关的通胀大幅上行, 而核心商品通胀上升较慢



来源: wind, 国金证券研究所

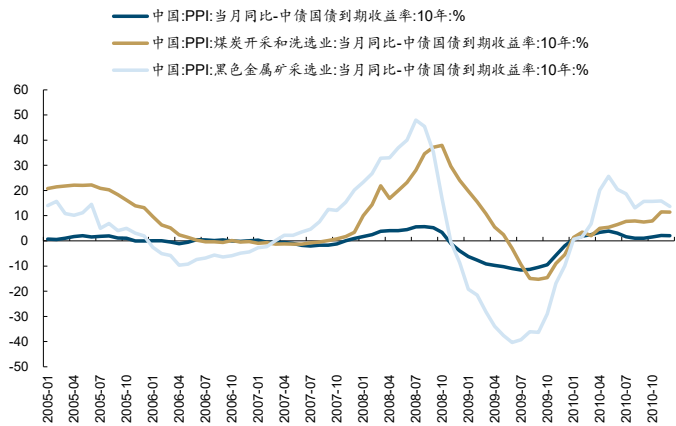
图表18: 今年以来, AI 相关的通胀大幅跑赢 10Y 美债收益率, AI 实际利率持续下降, 近期有所回升



来源: wind, 国金证券研究所

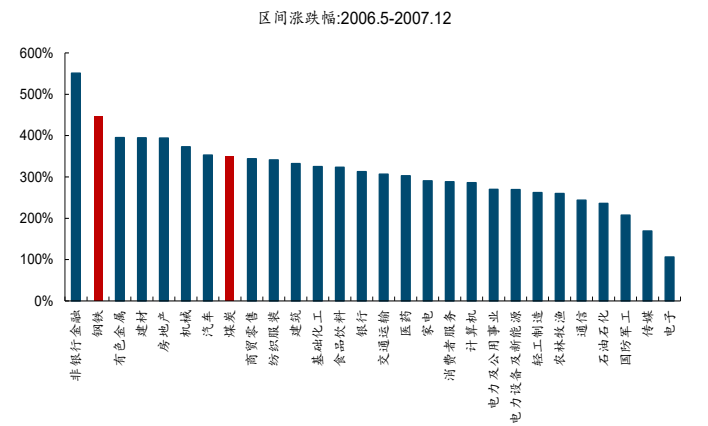
这一现象同样发生在中国的 2006-2007 年。我们以当时最典型的黑色金属和煤炭为例, 2006-2007 年中国多次加息, 利率上行, 但黑色金属和煤炭的 PPI 增速大幅跑赢了 10Y 中债。同时我们也看到, 2006.5 (2006 年第一次加息之后)-2007.12, 钢铁和煤炭的涨幅同样相对靠前。

图表19: 2006-2007 年, 中国虽然多次加息, 但煤炭和黑色金属的 PPI 明显跑赢国债收益率



来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 与之对应的是, 钢铁和煤炭在 2006-2007 年涨幅相对靠前



来源: wind, 国金证券研究所

#### 4、关注新一轮 HALO 交易

美伊冲突以来, 出现了全球两个世界的分野, 科技新世界进入了量价齐升的过热期; 而传统世界则是进入滞胀-衰退的时期。当下, 海峡重开的预期, 边际上更有利于传统世界的复苏预期, 而相对的价格也支撑新一轮 HALO 交易。但是, 金融资产缩圈的大方向仍然没有改变, 积极防御+结构切换仍然是重点。基于以上内容, 我们推荐如下:

第一, 具有战略资源价值、实物消耗型红利的原油、煤炭、电力, 以及受益于国内制造业结构转型、基本面出现改善信号的城商行;

第二, 受益于新兴市场传统制造业投资修复, 工业金属 (铜、铝)、炼化、其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备等;

第三, 科技新世界中关注“胀”和二阶开支, 包括半导体/AI 材料、半导体设备与制造等。

#### 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。



**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。

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