

2026年06月13日

证券研究报告|策略研究|策略点评

## 短期风格回摆与中期 K 型分化

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 近期市场焦点回归通胀及流动性，本周 A 股延续调整态势，风格上有所回摆。一方面，美伊局势经历多次反转，截至周五，双方或将于本周末签署谅解备忘录。另一方面，美国经济数据方面，北京时间 6 月 5 日晚公布的美国 5 月份非农就业数据大超预期，市场加息预期大幅提升；6 月 10 日晚公布的美国 5 月通胀核心降温，加息担忧暂缓。
- ◆ 本轮 A 股牛市或已进入盈利驱动阶段，近期市场又较为关注流动性。我们从货币周期与信贷周期两个维度切入，拆解当前信用环境的所处位置，以及对 A 股的指引意义。其中，货币周期是驱动经济增长与通胀运行的重要周期性变量，信用周期则通过资金供需结果映射微观主体对实体经济的未来预期与实体部门的融资约束强度。
- ◆ 2003 年以来，每轮宽货币传导至宽信用所需时间存在一定差异。从近十年相对位置来看，货币周期领先信贷周期约 6 个月。当前货币条件指数低位震荡，或指引未来信贷或较为震荡。
- ◆ 观察到，货币周期领先 SHIBOR 3M 约 3 个月。近期货币周期低位震荡，但市场中期资金成本仍然较低，银行间市场资金仍较为充裕，或反映出当前信贷需求相对较弱，货币条件相对低位或因防止资金过于空转。
- ◆ 从结果上看，2003 年至 2015 年，货币周期与 10 年国债收益率走势较为一致，2015 至 2022 年，货币周期一度与 10 年国债收益率背离，2022 年至今，走势再度趋同。

### 作者

董忠云 分析师  
SAC 执业证书：S0640515120001  
联系电话：010-59562478  
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC 执业证书：S0640520030001  
联系电话：010-59219572  
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 分析师  
SAC 执业证书：S0640526040001  
联系电话：  
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 分析师  
SAC 执业证书：S0640525100001  
联系电话：  
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理  
SAC 执业证书：S0640124060008  
联系电话：  
邮箱：yangzm@avicsec.com

### 相关研究报告

中航策略周报：《全球科技巨头上市的市场指数表现》

中航策略周报：《市场极致分化短期或将适度回摆，中期 AI 科技成长和能源依旧主线》

中航策略周报：《利率上行不是科技牛市泡沫破灭的充分条件，产业的高景气水平是股价的关键支撑》

中航策略周报：《市场焦点或将逐步回归至通胀》

中航策略周报：《“五穷六绝”在逐渐失效》

中航策略周报：《A 股或已进入盈利驱动阶段，关注新能源板块中期机会》

股市有风险 入市需谨慎

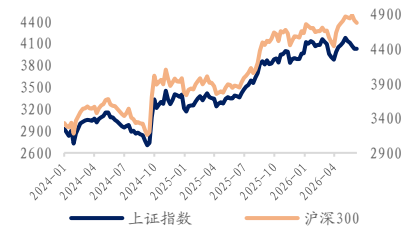
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

◆ 我们通过彭博中国信贷脉冲指数来观察信贷部门对于经济增长的带动作用。历史数据显示，信贷脉冲对制造业 PMI 具有约 6 个月的领先性，领先沪深 300 指数走势 3 个月左右。但 2022 年来，信贷脉冲指数与沪深 300 指数表现出较为明显的背离。近年来，随着经济结构向高端制造、科技创新和消费服务转型，一方面，地产基建链条对经济贡献下降，信用扩张向实体需求、企业盈利及市场风险偏好的传导效率有所减弱；另一方面，沪深 300 指数中，新经济动能占比不断提升，因此当前信贷脉冲指数对沪深 300 的领先指示作用有所失效，一定程度上或显示出当前经济结构上呈现 K 型分化的现状。

市场走势：



◆ 5 月经济数据来看，出口进一步高增，出口、通胀结构分化，或显示当前外需明显强于内需、新动能发展强于旧动能。

#### 投资建议：

◆ 往后看，短期市场风格或适度向传统旧“核心资产”回摆，市场波动或有所增加。中期看，K 型分化或将持续，AI 科技革命仍有望持续突破，能源供需错配现象或将持续，AI 科技成长及能源板块中期维度或相对占优。后续跟踪霍尔木兹海峡恢复情况以及新美联储主席动态。



本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场表现分化, 上证指数 (0.09%), 表现较强; 深证成指 (-2.29%)、沪深 300 (-0.82%)、科创 50 (-0.31%)、创业板指 (-3.22%)、中证 500 (-1.76%)、中证 1000 (-1.66%), 表现较弱。行业风格上, 金融风格表现较强, 上涨 3.29%; 成长风格表现较弱, 下跌 2.30%。分行业来看, 申万一级行业中银行、非银金融、有色金属表现较强, 分别上涨 3.46%、2.30%、1.61%; 传媒、计算机、煤炭表现较弱, 分别下跌 5.12%、4.88%、4.83%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 27890.68 亿元, 较上周减少 1594.39 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 23.50 倍, 较上周下跌 0.92%。

正文:

近期市场焦点回归通胀及流动性, 本周 A 股延续调整态势, 风格上有所回摆。一方面, 美伊局势经历多次反转, 截至周五, 双方或将于本周末签署谅解备忘录。当地时间 6 月 7 日晚, 伊朗对以色列北部发动“警告性”导弹打击。6 月 8 日, 以军称对伊朗战略防御系统实施大规模打击。但再次发生交火仅不到 24 小时内先后宣布停止对对方的袭击。当地时间 6 月 8 日, 伊朗武装力量宣布已结束本轮军事行动。随后, 以色列高级官员表示, 应美国总统特朗普要求, 暂停对伊朗的打击。但之后局势再度恶化, 当地时间 6 月 9 日, 美国总统特朗普表示, 伊朗 8 日晚在霍尔木兹海峡击落一架美军“阿帕奇”直升机, 随后美国中央司令部表示, 美军于美国东部时间 17 时开始对伊朗发动“自卫性”打击。当地时间 6 月 10 日, 伊朗伊斯兰革命卫队宣布, 对位于巴林的美军第五舰队发动无人机袭击。6 月 11 日, 伊朗对位于霍尔木兹海峡的美国船只发起打击, 霍尔木兹海峡即日起对包括油轮和商船在内的所有类型船只关闭。但当日晚些时间, 局势再度缓和, 特朗普表示, 美伊双方达成一份“非常强有力的谅解备忘录”, 可能本周末在欧洲签署, 并称美国对伊朗的海上封锁将在谅解备忘录签署后“立即”结束。6 月 12 日, 伊朗与美国的 14 点谅解备忘录草案新细节已公布, 包括美国承诺解除制裁、从伊朗周边撤军、解除海上封锁、开放霍尔木兹海峡以及解冻伊朗被冻结的资产等。美国总统特朗普 12 日在社交媒体发文称, 伊朗媒体发布的美伊协议草案与“美伊双方书面达成的协议毫无关系”, 与事实不符。

另一方面, 美国经济数据方面, 北京时间 6 月 5 日晚公布的美国 5 月份非农就业数据大超预期, 市场加息预期大幅提升; 6 月 10 日晚公布的美国 5 月通胀核心降温, 加息担忧暂缓。

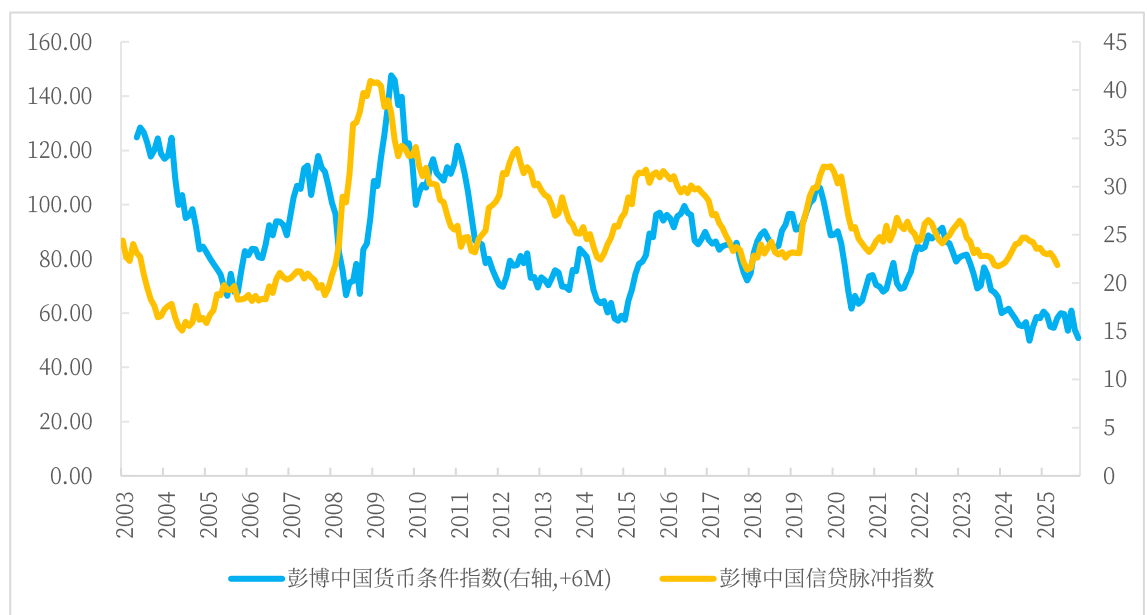
本轮 A 股牛市或已进入盈利驱动阶段, 近期市场又较为关注流动性。我们从货币周期与信贷周期两个维度切入, 拆解当前信用环境的所处位置, 以及对 A 股的指引意义。其中, 货币周期是驱动经济增长与通胀运行的重要周期性变量, 信用周期则通过资金供需结果映射微观主体对实体经济的未来预期与实体部门的融资约束强度。

我们依托彭博编制的中国货币条件指数（China Monetary Conditions Index）与彭博中国信贷脉冲指数（Bloomberg Economics China Credit Impulse），分别对国内货币周期、信用周期进行观测。

中国货币条件指数追踪中国货币政策，由三大变量加权构成：实际利率、总贷款增长、BIS实际有效汇率。指标对比前一期读数，数值走低对应货币政策偏紧缩，数值走高对应货币政策偏宽松。其中实际利率、总贷款增长衡量货币政策现状对国内需求的影响，实际有效汇率衡量货币政策现状对国外需求的影响，二者综合评估来反映中国货币政策松紧状态。

2003 年以来，每轮宽货币传导至宽信用所需时间存在一定差异。从近十年相对位置来看，货币周期领先信贷周期约 6 个月。当前货币条件指数低位震荡，指数 4 月较 3 月小幅回落至近 10 年 0.84% 百分位，近 3 年 2.85% 百分位，或指引未来信贷或较为震荡。

图1 从近十年相对位置来看，货币周期领先信贷周期约 6 个月

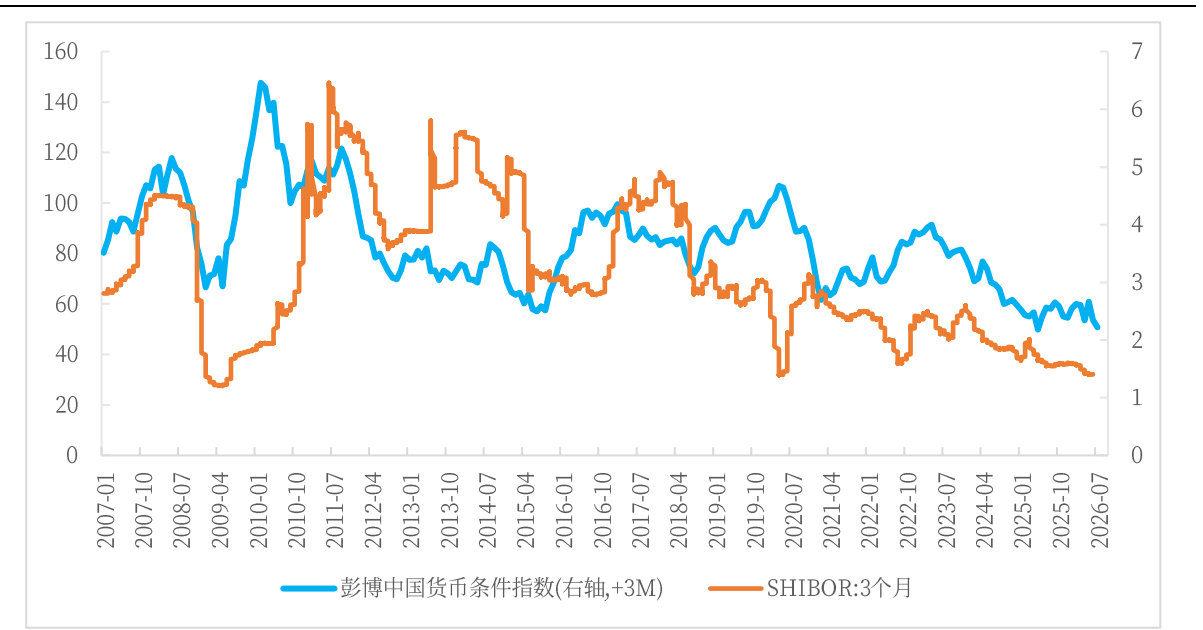


资料来源：Bloomberg, Wind, 中航证券研究所整理

观察到，货币周期领先 SHIBOR 3M 约 3 个月。SHIBOR 是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，反映人民币的借贷成本，SHIBOR 3M 即反映 3 个月期限的资金成本。近期货币周期低位震荡，但市场中期资金成本仍然较低，银行间市场资金仍较为充裕，或反映出当前信贷需求相对较弱，货币条件相对低位或因防止资金过于空转。

从结果上看，2003 年至 2015 年，货币周期与 10 年国债收益率走势较为一致，2015 至 2022 年，货币周期一度与 10 年国债收益率背离，2022 年至今，走势再度趋同。

图2 货币周期领先 SHIBOR 3M 约 3 个月



资料来源: Bloomberg, Wind, 中航证券研究所整理

图3 货币周期一度与 10 年国债收益率背离, 近期走势较为一致



资料来源: Bloomberg, Wind, 中航证券研究所整理

我们通过彭博中国信贷脉冲指数来观察信贷部门对于经济增长的带动作用。彭博中国信贷脉冲指数使用社会融资数据分项的 12 个月滚动增量占名义 GDP（四季度滚动合计）的比重来衡量，相较于社融等存量数据，可更敏锐的反映信贷对经济增长的边际拉动力。由于信用扩张往往意味着经济活动活跃和企业盈利改善，因此对权益资产表现亦或具有一定指引意义。

历史数据显示，信贷脉冲对制造业 PMI 具有约 6 个月的领先性。信贷脉冲捕捉的是新增信用投放相对经济体量的带动作用，脉冲指数抬升意味着信用扩张对实体经济的支撑力度在边际增强，企业融资环境改善、项目资金到位节奏加快，生产与投资活动回暖，传导至制造业景气度的修复。

图4 信贷脉冲指数领先制造业 PMI 6 个月左右

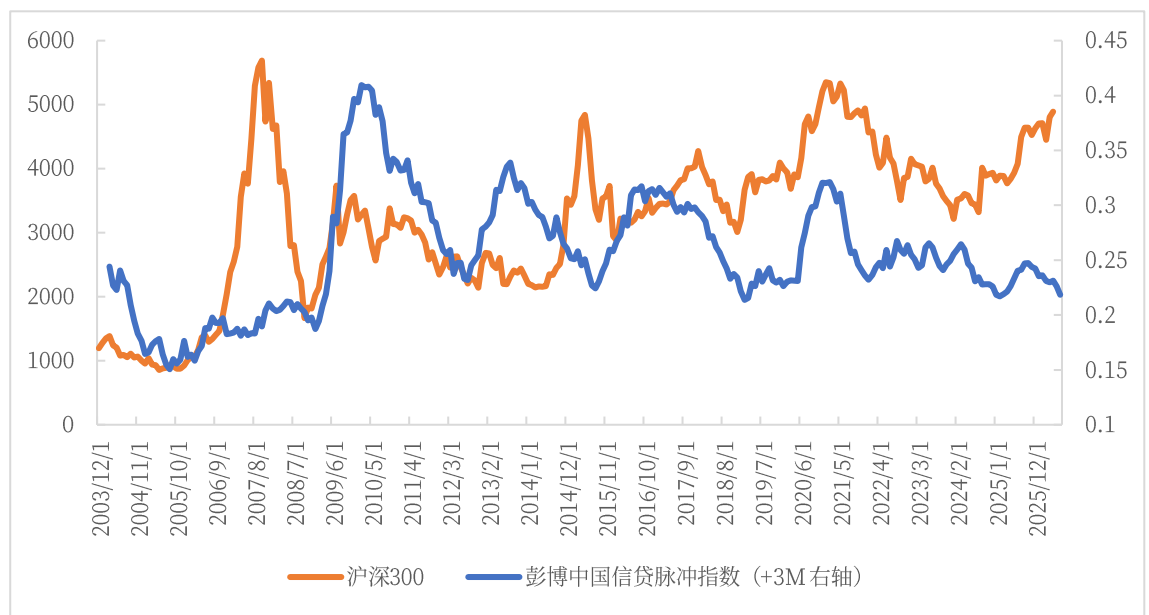


资料来源：Bloomberg，Wind，中航证券研究所整理（注：彭博中国信贷脉冲原数据截至 2026 年 4 月 30 日，制造业 PMI 6 个月移动平均数据截至 2026 年 5 月 31 日，6 个月移动平均处理后的数据变化滞后实际变化约 3 月）

如前所述，信用扩张对实体经济的支撑力度边际改善会逐步传导至制造业景气改善，而随着企业盈利修复，盈利预期和风险偏好也有望支撑市场改善。因此，我们进一步通过对比信贷脉冲指数与 A 股沪深 300 指数，来进一步观察信贷脉冲指标对 A 股潜在的指引。

历史数据显示，2008 年末以来，信贷脉冲指数领先沪深 300 指数走势 3 个月左右，信贷脉冲指数后移 3 个月数据走势与沪深 300 指数走势表现较为趋同。但 2022 年来，二者表现出较为明显的背离。由于过去房地产和基建投资在宏观经济中占比较高，对货币-信用扩张较为敏感，因此宽信用通常能够较快传导至市场对经济的预期和风险偏好改善上，对权益市场表现形成一定支撑。近年来，随着经济结构向高端制造、科技创新和消费服务转型，一方面，地产基建链条对经济贡献下降，信用扩张向实体需求、企业盈利及市场风险偏好的传导效率有所减弱；另一方面，沪深 300 指数中，新经济动能占比不断提升，因此当前信贷脉冲指数对沪深 300 的领先指示作用有所失效，一定程度上或显示出当前经济结构上呈现 K 型分化的现状。

图5 彭博中国信贷脉冲指数领先沪深 300 走势增速 3 个月左右



资料来源: Bloomberg, Wind, 中航证券研究所整理 (注: 彭博中国信贷脉冲原数据截至 2026 年 4 月 30 日, 沪深 300 月度数据截至 2026 年 5 月 31 日)

5 月经济数据来看, 出口进一步高增, 出口、通胀结构分化, 或显示当前外需明显强于内需、新动能发展强于旧动能。工业品价格上行动能有所分化, 利润向下游传导存在阻力, 下游企业需求偏弱、成本上升, 盈利空间被进一步压缩。5 月 PPI 同比涨 3.9%, 较前值上行 1.3pcts, 连续三月上行并创下 46 个月新高, 其中生产资料价格同比上涨 5.2%, 生活资料价格下降 0.8%; CPI 则同比持平 1.2%。外需方面, 以美元计, 5 月出口同比 19.4%, 较前值上行 5.3pcts, 回到近 5 年 86.44% 百分位。今年前 5 个月, 机电产品出口拉高我国整体出口 11.1 个百分点, 其中, 汽车、电工器材、船舶出口同比分别增长 45.5%、24.7% 和 22.5%, 出口产品附加值明显增高, 全球产业链嵌入度明显加深。前 5 个月, 我国电子元件、电脑零部件、光纤光缆等人工智能相关产品合计进出口 4.12 万亿元, 同比大幅增长 52.4%。

### 投资建议:

往后看, 短期市场风格或适度向传统旧“核心资产”回摆, 市场波动或有所增加。中期看, K 型分化或将持续, AI 科技革命仍有望持续突破, 能源供需错配现象或将持续, AI 科技成长及能源板块中期维度或相对占优。后续跟踪霍尔木兹海峡恢复情况以及新美联储主席动态。



风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

## 公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

## 销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637