

2026年06月20日

证券研究报告|策略研究|策略点评

中东局势缓和下全球通胀或回落，科技最大外部风险或解除

报告摘要

核心观点：

- ◆ 美伊双方总统已签署备忘录，中东局势或将正式走向长期缓和，海峡有望逐步恢复通航，尾部风险或已解除。
- ◆ 6月，欧元区、日本等全球多个经济体开启加息。6月美联储虽连续第四次按兵不动，符合市场预期，但点阵图偏鹰。新主席沃什首秀比市场预期更加鹰派，控制通胀成为沃什首要目标，市场预期已经计入9月加息。同时，沃什或将引领美联储沟通模式改革，其首秀中大幅删减决议篇幅，并删除“前瞻指引”。
- ◆ 我们尝试使用普林格周期来为经济周期的划分和资产配置判断。回顾自2008年以来三个指标变化，直至2021年4月，指标变化组合均可很好的配置至普林格周期各阶段定义。但自2021年5月起至今，共有三段指标变化组合无法匹配至普林格6个阶段的定义。我们理解这背后或是因2021年前后为房地产大周期拐点，新旧动能转型下，中国经济迎来新周期，政府宏观调控也随着调整。逻辑上，市场预期跟随政府调控手段、目标以及其引发经济指标的变化而改变，因此资产表现应更倾向于下一个经济周期阶段表现的规律。我们将此前两段不符合定义的过渡期阶段划分至这两阶段之后的普林格周期阶段。复盘结果来看，我们划分后的普林格周期6个阶段中，股、债、商三个大类资产的平均表现，与逻辑中经济规律中的表现较为一致。
- ◆ 2025年5月至今，领先指标M2上行，同步指标工业增加值回落，滞后指标PPI上行，再次不符合普林格周期6阶段的定义。实际上，当前经济背景为K型分化，经济增长指标中，部分指标改善，部分指标处于底部区间。同时，内部反内卷政策叠加外部输入式通

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：《短期风格回摆与中期K型分化》

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》

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



胀共同推动通胀整体率先上行，但结构上同样显示分化。因此，我们认为当前经济 K 型分化下，新经济动能或已进入第三阶段，繁荣期，可超配相关板块股票；而旧经济动能尚处于第一阶段，稳增长政策期，可等待其基本面发生积极信号后再配置。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，中东局势或将正式走向长期缓和，海峡有望逐步恢复通航，尾部风险或已解除，短期市场风险偏好或延续修复。中期看，K 型分化或将持续，建议关注 AI 科技影响及上游相关基建的投资机会。



本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场整体上涨, 上证指数 (1.46%)、深证成指 (7.13%)、沪深 300 (3.44%)、科创 50 (14.93%)、创业板指 (11.02%)、中证 500 (6.99%)、中证 1000 (6.93%), 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 11.02%; 金融风格表现较弱, 下跌 4.08%。分行业来看, 申万一级行业中电子、通信、建筑材料表现较强, 分别上涨 17.49%、14.93%、11.72%; 煤炭、银行、石油石化表现较弱, 分别下跌 10.55%、6.26%、5.73%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 31457.12 亿元, 较上周增加 3566.43 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 24.12 倍, 较上周上涨 2.65%。

正文:

美伊双方总统已签署备忘录, 中东局势或将正式走向长期缓和, 海峡有望逐步恢复通航, 尾部风险或已解除。据央视新闻, 伊朗外交部发言人巴加埃当地时间 6 月 18 日表示, 目前伊朗与美国的谅解备忘录文本已最终正式敲定, 双方已经签署。巴加埃还表示, 伊朗与美国的谅解备忘录决定以数字方式签署。当两国总统签署谅解备忘录后, 违反该文件的代价将更高。巴加埃称, 截至目前, 伊朗谈判团队前往瑞士的计划仍然有效, 但备忘录以数字方式签署, 瑞士不会举行正式签署仪式。另一方面, 美国白宫官员证实, 特朗普已签署美国与伊朗的谅解备忘录。

6 月, 欧元区、日本等全球多个经济体开启加息。欧洲中央银行 6 月 11 日召开货币政策会议, 决定将欧元区三大关键利率均上调 25 个基点, 这是欧洲央行自 2023 年 9 月以来首次加息。亚太方面, 6 月 16 日, 日本央行加息重回 1% 利率时代, 达自 1995 年以来的最高利率水平, 并将从明年 4 月起暂停缩减购债, 以稳定债市。

6 月美联储虽连续第四次按兵不动, 符合市场预期, 但点阵图偏鹰。新主席沃什首秀比市场预期更加鹰派, 控制通胀成为沃什首要目标, 市场预期已经计入 9 月加息。同时, 沃什或将引领美联储沟通模式改革, 其首秀中大幅删减决议篇幅, 并删除“前瞻指引”。本次声明文本仅有 130 个单词, 远低于 4 月的 340 个单词。最新发布的利率点阵图偏鹰, 沃什本人反对提供利率指引, 其余 18 位美联储官员预计到 2026 年底将加息 25BP, 此前 3 月预期为降息 25BP。相对鸽派的线索则是, 联邦公开市场委员会重申将继续维持银行体系中充裕的准备金水平, 或暗示美联储不会立即缩表。截至当地时间 6 月 17 日, 据 CME 美联储观察工具, 7 月加息 25BP 的概率由一周前的 10.4% 上升至 27.8%。9 月加息概率已过半, 达 62.2%, 较一周前的 36.6% 大幅上行。年内加息概率已达 84.8%, 较一周前的 66.6% 上行。

图1 美联储利率路径预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	72.2%	27.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	37.8%	49.0%	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	28.6%	46.2%	21.9%	3.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	15.1%	37.9%	33.4%	12.0%	1.5%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	12.9%	34.5%	34.1%	15.2%	3.1%	0.2%
2027/3/17	0.0%	0.0%	10.7%	30.9%	34.1%	18.4%	5.1%	0.7%
2027/4/28	0.0%	0.0%	10.6%	30.6%	34.1%	18.6%	5.3%	0.8%
2027/6/9	0.0%	0.9%	12.3%	30.9%	32.7%	17.4%	4.9%	0.7%
2027/7/28	0.1%	2.4%	14.8%	31.2%	30.7%	15.8%	4.3%	0.6%
2027/9/15	0.4%	3.9%	16.8%	31.1%	28.9%	14.4%	3.9%	0.5%
2027/10/27	1.0%	6.0%	19.1%	30.8%	26.6%	12.7%	3.4%	0.5%
2027/12/8	0.9%	5.8%	18.5%	30.3%	26.8%	13.3%	3.7%	0.6%

资料来源：CME，中航证券研究所整理（注：截至当地时间 6 月 17 日 09:33）

我们尝试使用普林格周期来为经济周期的划分和资产配置判断。普林格周期是对美林时钟的升级。美林时钟根据经济增长和通胀两个维度将经济周期划分为 4 个阶段，但对政策的逆周期调节反映不足。普林格周期进一步纳入领先指标，观测逆周期政策对经济周期的影响，并通过领先、同步、滞后三类指标三者方向的组合变化将经济周期划分为六个阶段。

本次为首次尝试，尽可能将模型简单化，为后续研究建立基础。领先指标、同步指标、滞后指标分别选用 M2 同比、工业增加值同比、PPI 同比的月度频率数据，并对其进行 HP 滤波平滑处理，将得到的趋势项做一阶差分以观察上升和下降变化，结合领先指标、同步指标、滞后指标呈现出的中期趋势和拐点，观察它们所指示的经济周期位置，进而划分出普林格周期六阶段。

阶段 1：稳增长政策期，领先指标 M2 上升、同步指标工业增加值下降、滞后指标 PPI 下降。

阶段 2：复苏期，领先指标 M2 上升、同步指标工业增加值上升、滞后指标 PPI 下降。

阶段 3：繁荣期，领先指标 M2 上升、同步指标工业增加值上升、滞后指标 PPI 上升。

阶段 4：过热期，领先指标 M2 下降、同步指标工业增加值上升、滞后指标 PPI 上升。

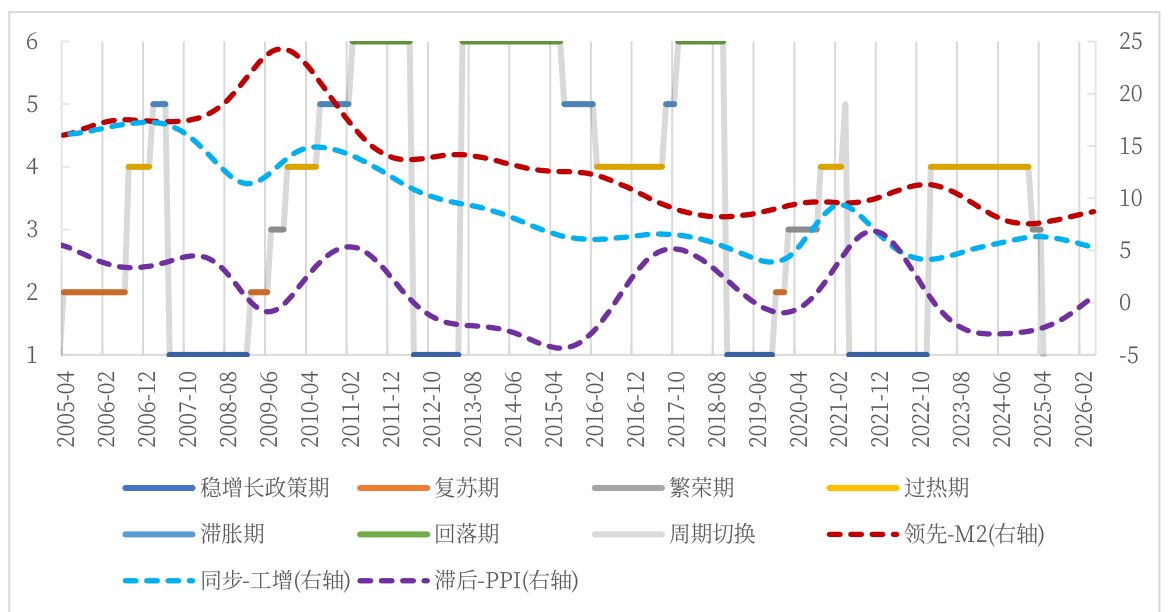
阶段 5：滞胀期，领先指标 M2 下降、同步指标工业增加值下降、滞后指标 PPI 上升。

阶段 6：回落期，领先指标 M2 下降、同步指标工业增加值下降、滞后指标 PPI 下降。

回顾自 2008 年以来三个指标变化，直至 2021 年 4 月，指标变化组合均可很好的配置至普林格周期各阶段定义。但自 2021 年 5 月起至今，共有三段指标变化组合无法匹配至普林格 6 个阶段的定义，分别为，2021 年 5 月至 2021 年 11 月、2023 年 1 月至 2024 年 4 月和 2025 年 5 月至今。我们理解这背后或是因 2021 年前后为房地产大周期拐点，新旧动能转型

下，中国经济迎来新周期，政府宏观调控也随着调整。一方面，政府逆周期调控相对更加温和、审慎，杜绝“大水漫灌”，也因此，近几年部分经济状态持续时间更长；另一方面，随着经济转型，近几年我们也看到部分经济指标口径也在调整，如 M1，以更匹配新周期下的经济规律。这导致我们划分的阶段中，出现部分不符合定义的阶段。但拉长时间看，这些阶段或为普林格周期中一个阶段切换至下一个阶段的过渡期，因此我们将 2021 年 5 月至 2021 年 11 月、2023 年 1 月至 2024 年 4 月划分至这两阶段之后的普林格周期阶段，如图 2。逻辑上，市场预期跟随政府调控手段、目标以及其引发经济指标的变化而改变，因此资产表现也应更倾向于下一个经济周期阶段表现的规律。

图2 中国普林格周期（单位：阶段，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：领先指标、同步指标、滞后指标均为经过 HP 滤波处理后走势，左轴数字代表对应阶段）

表1 普林格周期各阶段大类资产表现 (%)

周期阶段	起始	结束	沪深300全收益指数	中债-国债总指数	南华工业品收益率指数	持续月份
阶段1	2008年1月1日	2009年1月31日	-59.96	15.39	-33.83	13
阶段2	2009年2月1日	2009年6月30日	198.13	0.03	104.74	5
阶段3	2009年7月1日	2009年10月30日	12.28	-6.51	56.95	4
阶段4	2009年11月1日	2010年6月30日	-31.05	9.89	-8.29	8
阶段5	2010年7月1日	2011年2月28日	45.63	-4.34	48.95	8
阶段6	2011年3月1日	2012年5月30日	-14.33	7.40	-18.28	15
阶段1	2012年6月1日	2013年5月30日	2.17	3.21	-8.55	12
阶段6	2013年6月1日	2015年6月30日	34.24	3.35	-15.16	25
阶段5	2015年7月1日	2016年2月29日	-48.88	10.97	-12.02	8
阶段4	2016年3月1日	2017年7月30日	23.82	-0.72	41.01	17
阶段5	2017年8月1日	2017年10月30日	35.73	-5.27	-16.10	3
阶段6	2017年11月1日	2018年10月30日	-21.18	6.61	13.82	12
阶段1	2018年11月1日	2019年10月30日	27.19	4.80	2.44	12
阶段2	2019年11月1日	2020年1月31日	13.49	13.36	12.93	3
阶段3	2020年2月1日	2020年9月30日	26.32	0.87	-8.13	8
阶段4	2020年10月1日	2021年3月28日	22.82	2.51	72.82	6
阶段5	2021年4月1日	2021年4月30日	20.63	7.11	118.88	1
阶段1	2021年5月1日	2022年12月31日	-13.79	4.55	17.42	20
阶段4	2023年1月1日	2025年1月31日	2.19	7.22	-0.38	25
阶段3	2025年2月1日	2025年4月30日	-4.38	0.86	-35.32	3
-	2025年5月1日	2026年5月30日	32.07	2.06	15.84	13

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：为各阶段数据便于对比，表中大类资产收益率为年化收益；）

统计 2008 年以来，我们划分后普林格周期 6 个阶段中，股、债、商三个大类资产的平均表现，与逻辑中经济规律中的表现较为一致。阶段 1，稳增长政策期，政策逆周期调节，货币政策宽松，但经济增长和通胀尚未恢复，此时市场往往仍较为悲观，利率下行，仅债券表现为正。阶段 2，复苏期，逆周期调节政策效果开始显现，经济开始恢复增长，但通胀尚未恢复，此时股票、商品表现占优。阶段 3，繁荣期，经济增长带动通胀恢复，股票表现最佳。阶段 4，过热期，政策逆周期调节，货币政策收紧，但尚未影响经济增长和通胀，此时商品表现最佳。阶段 5，滞涨期，政策影响提现至经济增长降速上，但通胀依旧提升，该阶段依旧商品表现最佳。阶段 6，回落期，政策传导进一步影响至通胀，市场预期转为悲观，债券表现最好。

表2 普林格周期各阶段大类资产表现 (%)

	沪深300全收益指数	中债-国债总指数	南华工业品收益率指数	阶段占优大类资产
阶段1	-11.10	6.99	-5.63	债
阶段2	105.81	6.69	58.83	股、商品
阶段3	11.40	-1.59	4.50	股
阶段4	4.45	4.73	26.29	商品
阶段5	13.28	2.12	34.93	商品
阶段6	-0.42	5.79	-6.54	债

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：表中数据为各阶段大类资产年化收益算术平均）

2025年5月至今，领先指标 M2 上行，同步指标工业增加值回落，滞后指标 PPI 上行，不符合普林格周期 6 阶段的定义。实际上，当前经济背景为 K 型分化，经济增长指标中，部分指标改善，部分指标处于底部区间。同时，内部反内卷政策叠加外部输入式通胀共同推动通胀整体率先上行，但结构上同样显示分化。因此，我们认为当前经济 K 型分化下，新经济动能或已进入第三阶段，繁荣期，可超配相关板块股票；而旧经济动能尚处于第一阶段，稳增长政策期，可等待其基本面发生积极信号后再配置。

投资建议：

往后看，中东局势或将正式走向长期缓和，海峡有望逐步恢复通航，尾部风险或已解除，短期市场风险偏好或延续修复。中期看，K 型分化或将持续，建议关注 AI 科技影响及上游相关基建的投资机会。

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