

后海峡时刻的思考

证券分析师：张冬冬

E-Mail: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-Mail: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

美伊现阶段达成核心诉求的默契在于稳油价与停止战争

历时近四个月的美伊冲突迎来了第一次阶段性缓和点，期间内两类受益资产在往后协议谈判的过程中仍有投资机会：一是油价快速回落低位后的化工产业链，二是 AI 在加息和美元两端明确后的再次击球点。将备忘录与联合声明综合起来看，目前的条件伊朗得以逐步恢复经济，美国将会遏制通胀势头。

加息定价已经过度

超预期的非农和较高的 CPI 数据引发了加息定价，但市场愈是定价加息，美联储愈是可能按兵不动。认为美联储将按兵不动的理由有以下几点：一是超预期的非农数据证明了劳动力市场的回暖，U/V（职位空缺/失业人数）1 年来首次升至 1 上方指向劳动力市场重新转向紧缺，但工资增速目前仍在低位，从就业市场来看，美联储没有降息的基础也没有加息的紧迫性。二是通胀仍主要由供给因素主导，超级核心通胀（排除能源、食品、租金）环比增长依旧趋弱，随着美伊冲突缓和，未来供给因素对通胀的影响将从正面转向负面，领先商品通胀约 2 个月的供应链压力指数已经拐头下行，指向未来商品通胀有望放缓。三是市场超前定价加息已经大幅抬升了实际利率，未来几个月需求或将减弱，经济数据不及预期的可能性将大幅提高。这与美联储 2023-2024 年所经历的情况类似，在利率数次冲高后，通胀掉期率先回落，随后花旗经济意外指数转弱，市场对紧缩定价消退，美联储则保持利率不变了较长时间。结合这三点来看，未来几个月最可能的情形是：通胀数据逐步回落，经济数据重新转弱，劳动力市场有韧性但未见过热迹象。这种情形下，美联储按兵不动仍是最优解。

AI 景气度依旧上行，耐心等待“击球点”

AI 景气度将保持上行，不要放弃每一次市场波动带来的长期机会。AI 的长期行情未结束有一下两点支撑：一是 AI 板块整体未见“泡沫”，盈利不断超预期增长使得估值得以被消化。从标普信息技术板块的前瞻市盈率仅 20 倍附近，处于近 3 年的低位区间，对于以高成长高科技为主的板块而言估值并不高。二是市场担忧上游科技巨头的资本开支问题将使得未来盈利不及预期，但最被担忧的“差学生”甲骨文的市价已大幅下行，未来随着利率走势的进一步走低，担忧或将进一步缓解。整体来看，当前市场大幅波动的背后更多是过度拥挤行情的映射，待拥挤度得以释放后，AI 的行情仍将持续，投资者可耐心等待“击球点”的到来。

两个“击球点”可供参考：

一是在美股波动率 VIX 指数在 30 以上时买入，过度拥挤的行情在去杠杆的过程中往往伴随着波动率的放大，而 VIX 指数达到 30 以上时证明市场已经较为恐慌，此时买入胜率和赔率皆较高。

二是观察美元指数在 104-107 区间是否有筑顶回落的迹象，若有则代表紧缩预期步入尾声，是买入的信号。

若两者同时发生，胜率和赔率将进一步增加。

风险提示

1. 美伊冲突再起；2. 美国财政刺激超预期；3. 中美贸易战加剧。

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、 美伊的协议历程 | 4 |
| (一) 谅解备忘录 | 4 |
| (二) 过程的反复 | 6 |
| 二、 静待紧缩预期后的“击球点” | 8 |
| (一) 加息定价已经过度 | 8 |
| (二) AI 景气度依旧上行，耐心等待“击球点” | 10 |
| 三、 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 卡塔尔与巴基斯坦在社交平台上发布的联合声明 | 7 |
| 图表 2: 美联储按兵不动逻辑导图 | 8 |
| 图表 3: 近 1 个月加息预期快速升温 | 9 |
| 图表 4: 劳动力市场复苏但工资增速仍在低位 | 9 |
| 图表 5: 供给因素占据通胀主导 | 9 |
| 图表 6: 5 月供应链压力指数已经下行 | 9 |
| 图表 7: 超级核心通胀增长趋弱 | 9 |
| 图表 8: 通胀掉期已经下行, 未来经济数据预计放缓 | 9 |
| 图表 9: 标普信息技术板块盈利增速预期快速上行 | 10 |
| 图表 10: 标普信息技术板块前瞻 PE3 年低位 | 10 |
| 图表 11: 2026 年资本开支增速远超过去 | 11 |
| 图表 12: 甲骨文的违约定价已经下行 | 11 |
| 图表 13: VIX30 以上时买入胜率和赔率较高 | 11 |
| 图表 14: 104-107 是美元指数技术压力区间 | 11 |

一、 美伊的协议历程

历时近四个月的美伊冲突迎来了第一次阶段性缓和点，期间内两类受益资产在往后协议谈判的过程中仍有投资机会：一是油价快速回落低位后的化工产业链，二是AI在加息和美元两端明确后的再次击球点。

(一) 谅解备忘录

央视新闻报道，北京时间6月18日凌晨，据美国官员证实，美国总统特朗普和伊朗总统佩泽希齐扬已签署了美伊谅解备忘录。

在第一份备忘录中的1、4、5、10和11条是谈判继续的先决条件，其中1是战争的全面停止，包含了以色列、黎巴嫩等国家；4、5、10是海峡放开和原油出口，这三点的核心是油价；11是美国冻结的部分伊朗资产恢复可用。

以下是部分（中英文对照，备忘录在国际法中一般不具备法律效力，因此第14条是最终协议将通过联合国安理会一份具有约束力的决议予以批准）：

《美利坚合众国与伊朗伊斯兰共和国之间的伊斯兰堡谅解备忘录》

(Islamabad Memorandum of Understanding between the United States of America and the Islamic Republic of Iran)

1、伊朗、美国及其在本次战争中的盟友，通过签署本谅解备忘录，宣布在包括黎巴嫩在内的所有战线立即并永久停止军事行动，并承诺今后不再相互发动任何战争或军事行动，不再相互使用或威胁使用武力，并保障黎巴嫩的领土完整与主权。最终协议将确认永久性结束所有战线战争，尤其是黎巴嫩，以及本条所涉其他内容。

The United States of America and the Islamic Republic of Iran and their allies in the current war, by signing this M.O.U., declare the immediate and permanent termination of military operations on all fronts, including in Lebanon, and undertake from now on not to initiate any war or any military operation against each other, and to refrain from the threat or use of force against each other, and ensuring the territorial integrity and sovereignty of Lebanon. The final deal will confirm the permanent termination of the war on all fronts, including in Lebanon, and other provisions of this paragraph.

4、在签署谅解备忘录后，美国将立即开始解除其对伊朗的海上封锁及任何干扰或阻碍，并在 30 天内全面结束海上封锁。美国还承诺在最终协议达成后 30 天内，从伊朗周边区域撤出其军事力量。

Immediately upon the signing of this M.O.U., the United States of America will begin the removal of its naval blockade and any disturbances or impediments against the Islamic Republic of Iran, and will fully end the naval blockade within 30 days. The United States of America further undertakes to remove its forces from the proximity of the Islamic Republic of Iran within 30 days after the final deal.

5、签署本谅解备忘录后，伊朗伊斯兰共和国将尽最大努力制定相关安排，允许商船在仅限 60 天的时间内，免费且安全地从波斯湾通行至阿曼海（反之亦然）。商船通行将立即开始。考虑到伊朗需要消除相关技术与军事障碍以及进行排雷等必要工作，将在 30 天内恢复正常通行。伊朗伊斯兰共和国将与阿曼苏丹国进行对话，以按照适用的国际法和霍尔木兹海峡沿岸国家的主权权利，与其他波斯湾沿岸国家共同讨论定义霍尔木兹海峡未来管理和海事服务的事宜。

Upon the signing of this M.O.U., the Islamic Republic of Iran will make arrangements using its best efforts for the safe passage of commercial vessels with no charge for 60 days only from the Persian Gulf to the Sea of Oman and vice versa. The traffic of commercial vessels will immediately start, and considering the need for removing the technical and military obstacles and de-mining by the Islamic Republic of Iran, will be instated within 30 days. The Islamic Republic of Iran will conduct dialogue with the Sultanate of Oman to define the future administration and maritime services in the Strait of Hormuz, in discussion with other Persian Gulf littoral states in line with the applicable international law and the sovereign rights of coastal states of the Strait of Hormuz.

10、美国承诺，在签署本谅解备忘录后立即为伊朗原油、石化产品及其衍生品出口，以及银行交易、保险、运输等在内的所有相关服务提供由财政部签发的豁免，直至制裁终止。

The United States of America undertakes that immediately upon the signing of this M.O.U. and until the termination of sanctions, U.S. Department of Treasury will issue waivers for the export of Iranian crude oil, petroleum products, and derivatives, and all associated services, including banking transactions, insurances, transportation, etc.

11、美国承诺，通过执行本谅解备忘录，使伊朗所有受限制或被冻结的资金和资产完全恢复可使用状态。美国与伊朗将在谈判过程中，就这些资金解冻的具体程序达成一致。

The United States of America undertakes to make fully available for use the frozen or restricted funds and assets of the Islamic Republic of Iran (phased, performance-based; funds usable per Iran's central bank designation, with necessary licenses issued).

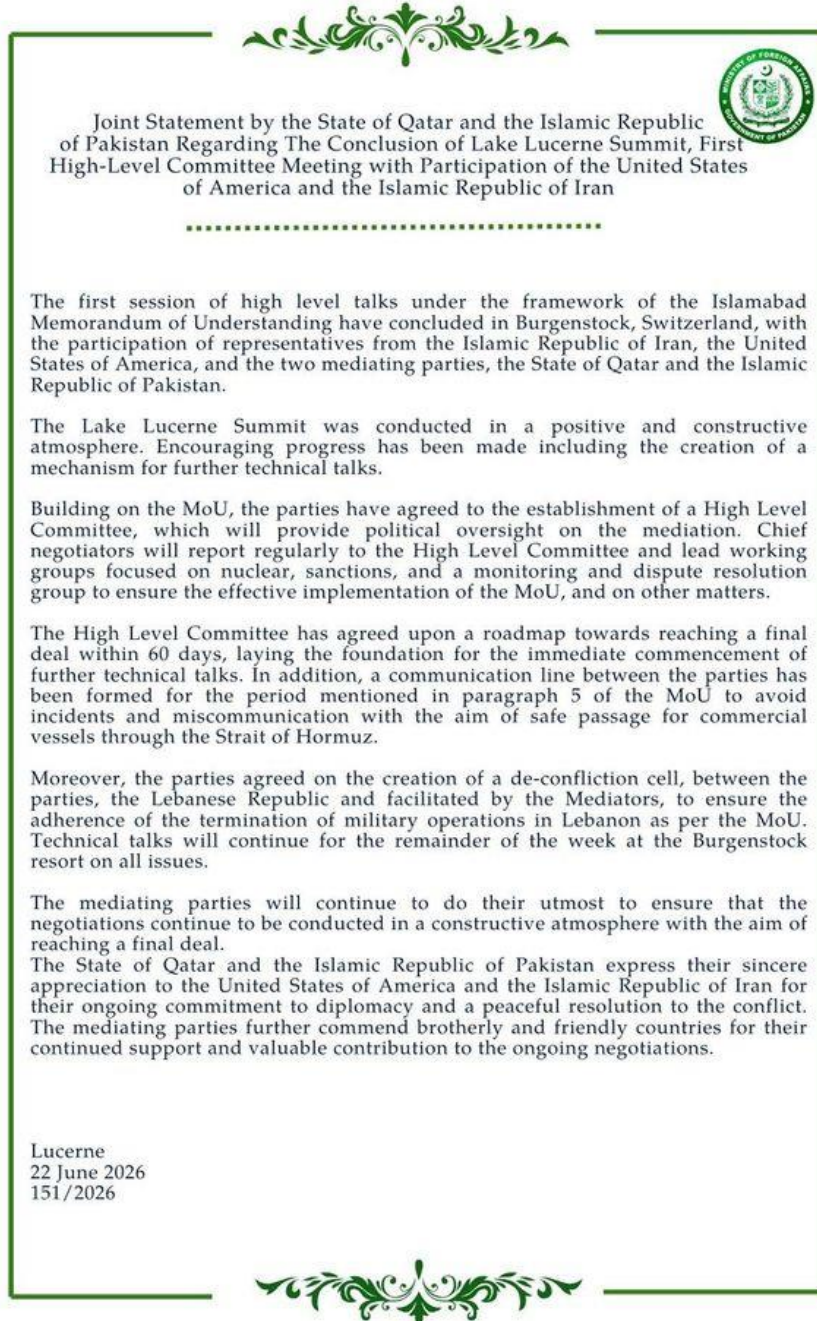
(二) 过程的反复

而就在备忘录刚刚生成，瑞士谈判之前，以色列再次空袭黎巴嫩南部，因此就与备忘录先决条件中的第 1 点形成了冲突，美伊协议一度陷入僵局，在卡塔尔和巴基斯坦整个周末的努力下才发表了联合声明。

联合声明中第一部分点出的分别是核问题、伊朗制裁以及对备忘录的监督机制；第二部分再次强调了备忘录中的第 5 点，也就是海峽放开的重要性；第三部分是设立冲突降级小组，黎巴嫩等地缘冲突不会剥离于谈判外。

将备忘录与联合声明综合起来看，无论最终协议结果如何，现阶段双方达成核心诉求的默契在于稳油价与停止战争，至于资产冻结及其他条件都属于附属品，未来 60 天内的谈判也许仍会反复，但目前的条件伊朗得以逐步恢复经济，美国将会遏制通胀势头。

图表1: 卡塔尔与巴基斯坦在社交平台上发布的联合声明



资料来源: X, 太平洋证券整理

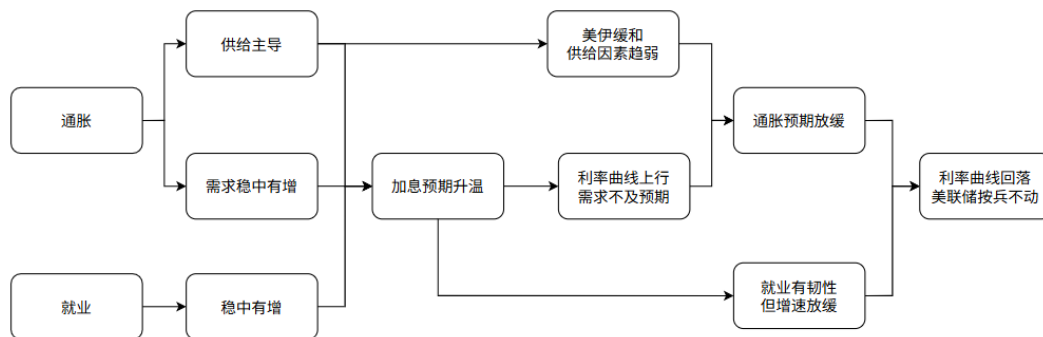
二、 静待紧缩预期后的“击球点”

市场已对加息预期过度定价，但过度拥挤的科技行情已使得市场波动进一步放大。AI 行情并未结束，耐心等待波动率放大后紧缩预期冲高回落的“击球点”。

(一) 加息定价已经过度

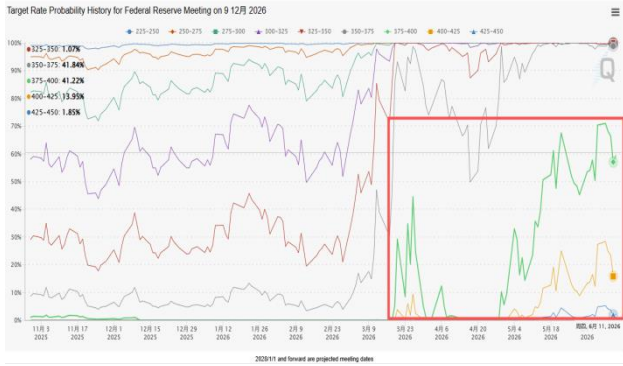
超预期的非农和较高的 CPI 数据引发了加息定价，但市场愈是定价加息，美联储愈是可能按兵不动。认为美联储将按兵不动的理由有以下几点：一是超预期的非农数据证明了劳动力市场的回暖，U/V（职位空缺/失业人数）1 年来首次升至 1 上方指向劳动力市场重新转向紧缺，但工资增速目前仍在低位，从就业市场来看，美联储没有降息的基础也没有加息的紧迫性。二是通胀仍主要由供给因素主导，超级核心通胀（排除能源、食品、租金）环比增长依旧趋弱，随着美伊冲突缓和，未来供给因素对通胀的影响将从正面转向负面，领先商品通胀约 2 个月的供应链压力指数已经拐头下行，指向未来商品通胀有望放缓。三是市场超前定价加息已经大幅抬升了实际利率，未来几个月需求或将减弱，经济数据不及预期的可能性将大幅提高。这与美联储 2023-2024 年所经历的情况类似，在利率数次冲高后，通胀掉期率先回落，随后花旗经济意外指数转弱，市场对紧缩定价消退，美联储则保持利率不变了较长时间。结合这三点来看，未来几个月最可能的情形是：通胀数据逐步回落，经济数据重新转弱，劳动力市场有韧性但未见过热迹象。这种情形下，美联储按兵不动仍是最优解。

图表2：美联储按兵不动逻辑导图



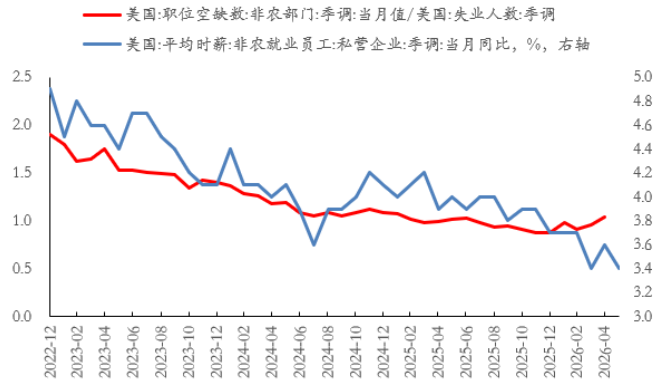
资料来源：太平洋证券整理

图表3: 近1个月加息预期快速升温



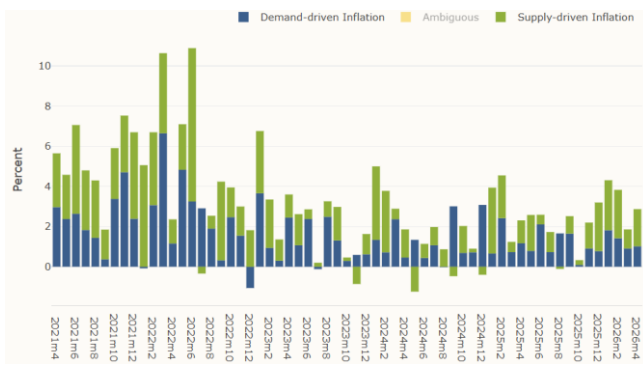
资料来源: CME, 太平洋证券整理

图表4: 劳动力市场复苏但工资增速仍在低位



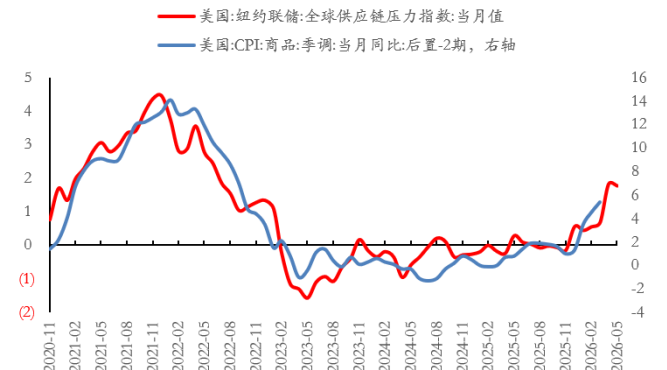
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表5: 供给因素占据通胀主导



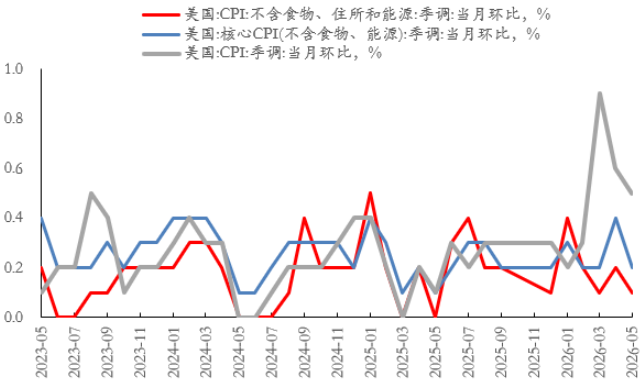
资料来源: 旧金山联储, 太平洋证券整理

图表6: 5月供应链压力指数已经下行



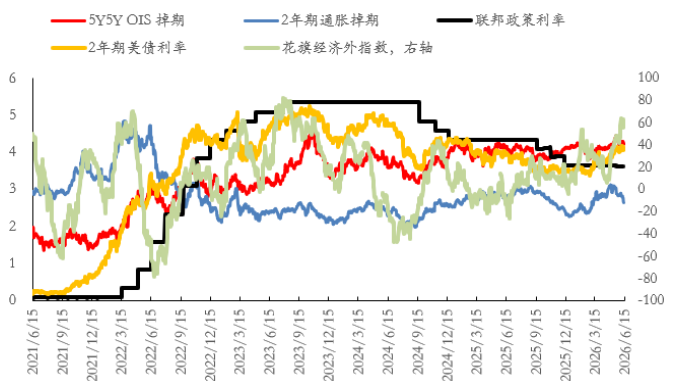
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表7: 超级核心通胀增长趋弱



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表8: 通胀掉期已经下行, 未来经济数据预计放缓



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

(二)AI 景气度依旧上行，耐心等待“击球点”

AI 景气度将保持上行，不要放弃每一次市场波动带来的长期机会。AI 的长期行情未结束有以下两点支撑：一是 AI 板块整体未见“泡沫”，盈利不断超预期增长使得估值得以被消化。从标普信息技术板块的前瞻市盈率仅 20 倍附近，处于近 3 年的低位区间，对于以高成长高科技为主的板块而言估值并不高。二是市场担忧上游科技巨头的资本开支问题将使得未来盈利不及预期，但最被担忧的“差学生”甲骨文的市场违约定价已大幅下行，未来随着利率走势的进一步走低，担忧或将进一步缓解。整体来看，当前市场大幅波动的背后更多是过度拥挤行情的映射，待拥挤度得以释放后，AI 的行情仍将持续，投资者可耐心等待“击球点”的到来。

两个“击球点”可供参考：

一是在美股波动率 VIX 指数在 30 以上时买入，过度拥挤的行情在去杠杆的过程中往往伴随着波动率的放大，而 VIX 指数达到 30 以上时证明市场已经较为恐慌，此时买入胜率和赔率皆较高。

二是观察美元指数在 104-107 区间是否有筑顶回落的迹象，若有则代表紧缩预期步入尾声，是买入的信号。

若两者同时发生，胜率和赔率将进一步增加。

图表9：标普信息技术板块盈利增速预期快速上行



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表10：标普信息技术板块前瞻 PE3 年低位



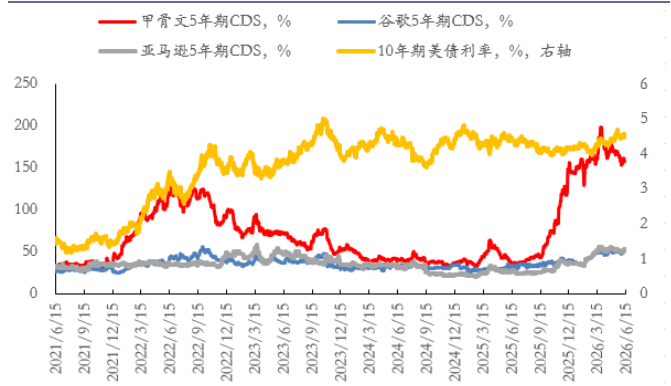
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表11：2026年资本开支增速远超过去



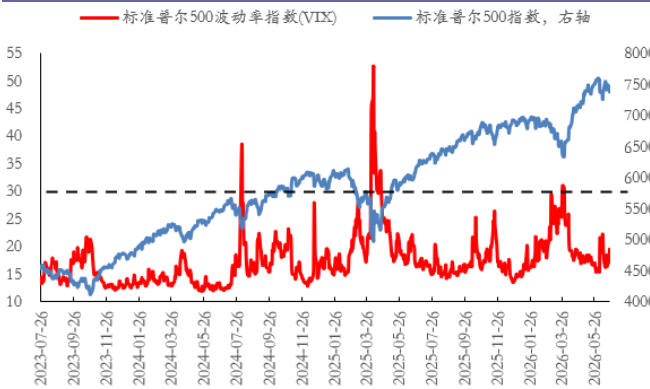
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表12：甲骨文的违约定价已经下行



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表13：VIX30以上时买入胜率和赔率较高



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：104-107是美元指数技术压力区间



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

三、风险提示

1. 美伊冲突再起；
2. 美国财政刺激超预期；
3. 中美贸易战加剧。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。