

2026年06月27日

证券研究报告|策略研究|策略点评

K 型分化或延续

报告摘要

核心观点：

- ◆ 美伊和谈面，自6月21日美伊在瑞士进行了签署谅解备忘录以来的首度谈判后，目前谅解备忘录中涉及的霍尔木兹海峡商船通航以及伊朗原油产品获准销售等内容有推进。本月霍尔木兹海峡的船舶日均通航量已恢复至冲突前水平的约57%。这符合我们近期的观点，即中东局势或将正式走向长期缓和，海峡有望逐步恢复通航，相关尾部风险或已解除。
- ◆ 另一方面，近期市场高度关注美联储后续动作。高油价带动下，美国5月PCE同比增长4.1%，创2023年4月以来新高。但美联储新主席沃什更关注的截尾均值PCE，6月数据显示通胀压力并不高。截尾均值PCE趋势上整体回落，与PCE、传统核心PCE差异较明显。虽然市场目前仍预期9月份将加息，但未来美联储若以此为标准，或难以触发加息。
- ◆ 由于美股科技股是本轮全球AI科技牛市状态的重要参考指标之一。我们尝试刻画美国货币、金融条件状态，以及其对美股，尤其是纳指，有何指引，从而辅助判断当前全球AI科技牛市状态。
- ◆ 我们构建的美国货币条件指数MCI显示近期美国货币条件较为宽松，5月MCI为32.20%，位于五年历史百分位的15.25%。观测美国货币条件传导至金融市场的情况。我们构建的美国货币条件指数MCI领先金融条件NFCI拐点，自2021年以来，约领先3-6个月。
- ◆ 美国金融条件进一步传导至实体经济。2001年以来，芝加哥联储全国金融状况指数NFCI与美国制造业PMI走势较为相符，部分时

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：《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》

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》

股市有风险 入市需谨慎

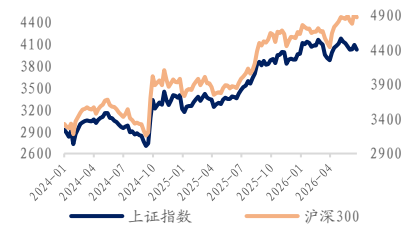
中航证券研究所发布 证券研究报告

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

间具有一定领先性。再观察金融条件与美股的关系，可以发现，NFCI 与标普 500 指数同比和纳指同比变化呈现较强的周期一致性，可以起到辅助印证美股 AI 科技牛市的状态。2022 年底以来，NFCI 持续回落，当前美国金融条件较为宽松，尚未形成系统性收紧压力，纳指同比亦维持较高增速，反映科技板块盈利预期与市场风险偏好仍具有一定支撑。

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。中期看，板块 K 型分化或将持续，建议关注 AI 科技硬件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, 本周市场表现分化, 科创 50 (6.32%)、中证 500 (0.35%), 表现较强; 上证指数 (-1.55%)、深证成指 (-1.55%)、沪深 300 (-1.48%)、创业板指 (-1.37%)、中证 1000 (-1.93%), 表现较弱。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 0.07%; 周期风格表现较弱, 下跌 4.67%。分行业来看, 申万一级行业中建筑材料、电子、非银金融表现较强, 分别上涨 10.87%、5.39%、2.26%; 有色金属、汽车、美容护理表现较弱, 分别下跌 8.44%、7.74%、7.08%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 35458.80 亿元, 较上周增加 4001.71 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 23.72 倍, 较上周下跌 1.65%。

正文:

美伊和谈方面, 自 6 月 21 日美伊在瑞士进行了签署谅解备忘录以来的首度谈判后, 目前谅解备忘录中涉及的霍尔木兹海峡商船通航以及伊朗原油产品获准销售等内容有推进。自美国财政部长贝森特 22 日宣布, 发布一份为期 60 天的放松对伊朗石油制裁的许可后, 国际油价呈现出明显下降。在 24 日, 纽约原油期货价一度跌破 70 美元关口, 为伊朗战事爆发以来首次。标普全球能源公司 25 日发布报告说, 24 日共有 78 艘船舶通过霍尔木兹海峡, 创下伊朗战事爆发以来单日最高通航纪录。本月霍尔木兹海峡的船舶日均通航量已恢复至冲突前水平的约 57%。这符合我们近期的观点, 即中东局势或将正式走向长期缓和, 海峡有望逐步恢复通航, 相关尾部风险或已解除。

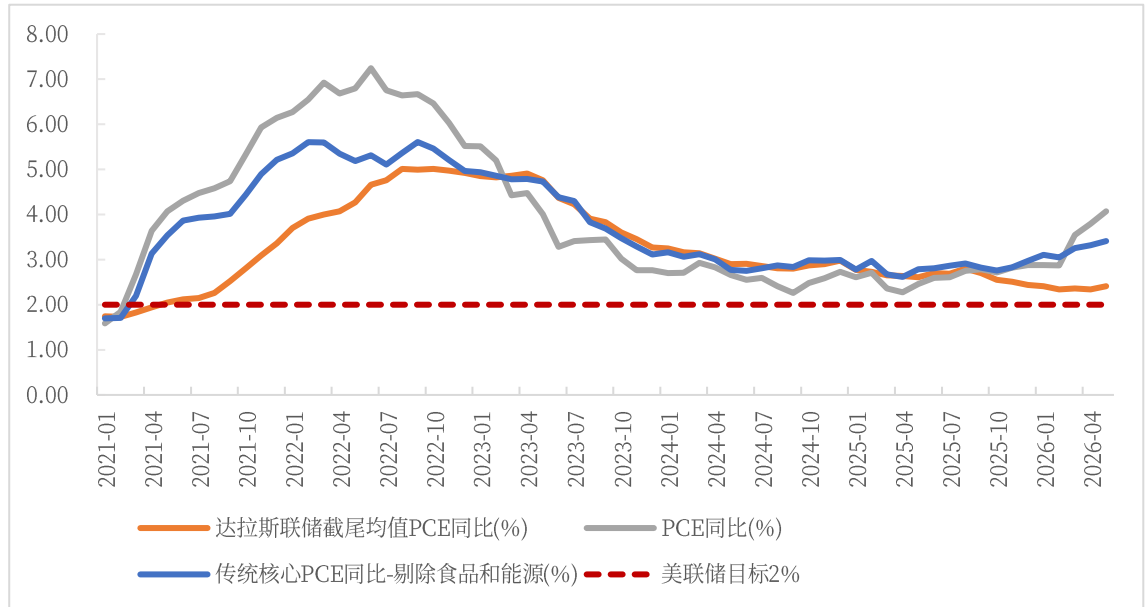
另一方面, 近期市场高度关注美联储后续动作。高油价带动下, 美国 5 月 PCE 同比增长 4.1%, 创 2023 年 4 月以来新高。传统通胀指标受到上游油价上涨推升, 当前中东局势或已正式走向长期缓和, 霍尔木兹海峡重开, 通胀压力或将见顶。6 月 25 日公布的美国 5 月 PCE 同比上涨 4.1%, 高于 4 月的 3.8%, 为 2023 年 4 月以来最高水平。剔除食品和能源价格后的 5 月核心 PCE 价格指数同比上涨 3.4%, 环比由 0.2% 加速至 0.3%。

但美联储新主席沃什更关注的截尾均值 PCE, 6 月数据显示通胀压力并不高。今年 4 月的参议院确认听证会上, 沃什提出要调整通胀衡量指标, 相比传统核心个人消费支出价格指数 (PCE), 他更倾向于使用“截尾均值 PCE (trimmed mean PCE)”。达拉斯联储将 178 个 PCE 分项按从降幅最大到涨幅最大升序排序, 下尾部剔除 24%、上尾部剔除 31%, 计算得到截尾均值 PCE。达拉斯联储认为截尾均值 PCE 能够拟合出更真实的核心 PCE, 优于传统经过剔除食品和能源的核心 PCE 指标。

截尾均值 PCE 趋势上整体回落, 与 PCE、传统核心 PCE 差异较明显。经过达拉斯联储截尾均值处理过的 5 月 PCE 同比仅为 2.41%, 远低于 PCE 和传统核心 PCE, 距离美联储的目标 2% 较近。虽然截尾均值 PCE 较 4 月边际上升 0.07pct, 但较 2025 年 8 月的阶段性高点下降 0.39pct。而 PCE、传统核心 PCE 均较 2025 年 8 月的阶段性高点进一步上升,

分别增加 1.33pcts 和 0.50pct。或显示当前的利率水平下，通胀仍然较为可控。截至当地时间 6 月 25 日，据 CME 美联储观察工具，7 月不加息的概率为 69.00%，较一周前下降 7.50pcts，9 月不加息的概率为 36.60%，较一周前下降 5.50pcts。虽然市场目前仍预期 9 月份将加息，但未来美联储若以此为标准，或难以触发加息。

图1 达拉斯联储截尾均值 PCE (单位: %)



资料来源: Federal Reserve Bank of Dallas, 中航证券研究所整理

图2 美联储利率路径预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	69.0%	31.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	36.6%	48.8%	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%	46.3%	21.8%	3.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	18.3%	39.9%	30.7%	9.9%	1.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	35.9%	32.4%	13.7%	2.7%	0.2%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	14.2%	34.8%	32.6%	14.7%	3.3%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.5%	14.8%	34.8%	32.0%	14.3%	3.2%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.1%	2.7%	18.0%	34.3%	29.2%	12.6%	2.8%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.4%	4.4%	19.8%	33.8%	27.4%	11.5%	2.5%	0.2%
2027/9/15	0.1%	0.9%	6.4%	21.6%	32.9%	25.3%	10.3%	2.2%	0.2%
2027/10/27	0.2%	1.7%	8.7%	23.3%	31.8%	23.1%	9.1%	1.9%	0.2%
2027/12/8	0.2%	1.6%	8.3%	22.5%	31.3%	23.5%	9.9%	2.3%	0.3%

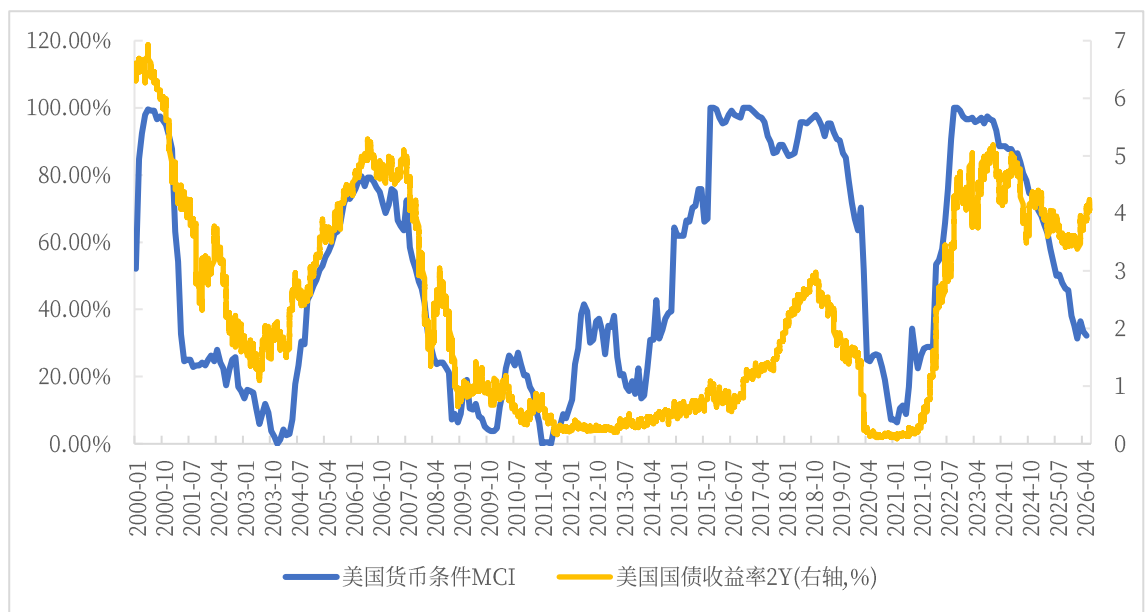
资料来源: CME, 中航证券研究所整理 (注: 截至当地时间 6 月 25 日 08:14)

由于美股科技股是本轮全球 AI 科技牛市状态的重要参考指标之一。我们尝试刻画美国货币、金融条件状态，以及其对美股，尤其是纳指，有何指引，从而辅助判断当前全球 AI 科技牛市状态。

我们构建的美国货币条件指数 MCI 显示近期美国货币条件较为宽松，5 月 MCI 为 32.20%，位于五年历史百分位的 15.25%。加拿大央行定义货币条件指数 MCI 为短期利率和多边汇率的加权平均，其中短期利率使用 90 天商业票据利率，多边汇率使用 G10 贸易加权汇率，汇率项权重为利率项的 1/3。参考加拿大央行的方法构建美国货币条件指数 MCI，利率项使用美国有效联邦基金利率 EFFR 5 年历史百分位，反映美联储存款准备金账户资金拆借的价格中枢，权重为 0.75；汇率项使用美元实际有效汇率 5 年历史百分位，权重为 0.25。MCI 上升指向货币环境紧缩，下降指向货币环境宽松。

美国货币条件与 2 年期美国国债收益率走势较为一致，其中 2011 年至 2016 年走势相关性下降，或受到美联储量化宽松政策影响。

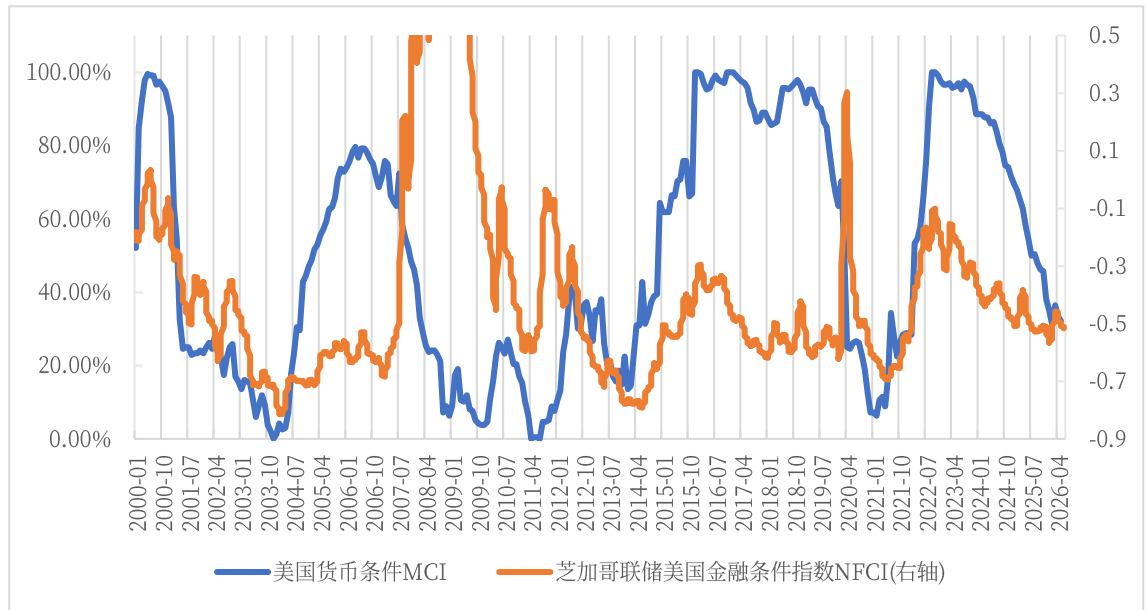
图3 美国货币条件与 2 年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

观测美国货币条件传导至金融市场的情况。我们构建的美国货币条件指数 MCI 领先金融条件 NFCI 拐点，自 2021 年以来，约领先 3-6 个月。芝加哥联储的美国全国金融状况指数 NFCI 以周度频率度量美国货币市场、债券市场和股票市场、传统银行体系与影子银行体系的金融环境松紧状况。NFCI 指数为正值表示金融条件较历史平均水平更趋紧，负值表示金融条件较历史平均水平宽松。该指标由 105 项金融活动指标加权构成，主要包括风险、信用、杠杆三部分，风险类指标赋予正权重，信用和杠杆类指标赋予负权重。

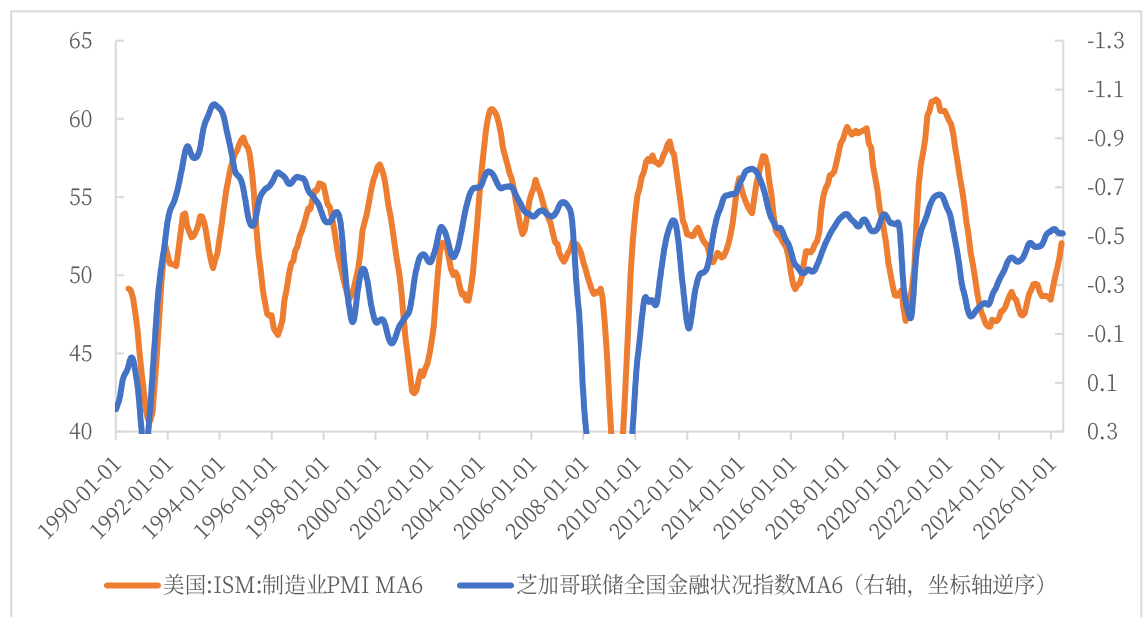
图4 美国货币条件领先金融条件拐点（单位：%）



资料来源：Wind，Federal Reserve Bank of Chicago，中航证券研究所整理

美国金融条件进一步传导至实体经济。2001年以来，芝加哥联储全国金融状况指数 NFCI 与美国制造业 PMI 走势较为相符，部分时间具有一定领先性。再观察金融条件与美股的关系，可以发现，NFCI 与标普 500 指数同比和纳指同比变化呈现较强的周期一致性，可以起到辅助印证美股 AI 科技牛市的状态。2022 年底以来，NFCI 持续回落，当前美国金融条件较为宽松，尚未形成系统性收紧压力，纳指同比亦维持较高增速，反映科技板块盈利预期与市场风险偏好仍具有一定支撑。

图5 芝加哥联储金融状况指数与美国制造业 PMI 走势



资料来源：美国芝加哥联邦储备银行，Wind，中航证券研究所整理（注：图中芝加哥联储全球金融状况指数为 6 个月移动平均，右轴坐标轴逆序展示；PMI 数据为 6 个月移动平均数据）

图6 芝加哥联储全国金融状况指数与标普 500 指数同比走势



资料来源：美国芝加哥联邦储备银行，Wind，中航证券研究所整理（注：图中标普 500 同比变化为指数日收盘价同比变化数据，右轴坐标轴逆序展示）

图7 芝加哥联储全国金融状况指数与纳斯达克指数同比走势



资料来源：美国芝加哥联邦储备银行，Wind，中航证券研究所整理（注：图中纳斯达克指数同比变化为指数日收盘价同比变化数据，右轴坐标轴逆序展示）

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。中期看，板块 K 型分化或将持续，建议关注 AI 科技硬件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士或其他渠道。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