

# 基本面与资金面支撑利率下行，权益市场调整提供景气加仓机会

——鑫元周观点（2026.05.25-2026.05.29）

## 一、核心观点

**宏观方面**，国内方面，5月制造业PMI为50.0%，前值50.3%；非制造业PMI为50.3%，前值49.4%；综合PMI产出指数为50.4%，前值50.2%。5月PMI主要靠AI新质生产力拉动，消费和传统行业是拖累，K型分化明显，呈现生产强、外需下降、内需疲软、价格高位放缓等特征。4月工业企业盈利增速较3月的15.8%进一步上行至24.7%，价格指标改善带动企业盈利进一步修复，且通胀水平回升具有更高弹性，但AI链条以外的中下游企业盈利边际走弱，显示成本端压力的影响加剧。海外方面，美伊局势来回拉扯，特朗普在当地时间上周五表示，他将很快决定是否批准一项延长与伊朗停火期限的拟议协议，但上周五两小时的战情室会议后白宫未作任何声明，成为华盛顿对与德黑兰达成协议前景的最新矛盾信号。

**权益市场方面**，上周A股市场整体高位震荡，主要宽基指数多数回调，上证指数下跌1.08%，科创50下跌2.20%，中证500下跌2.53%，市场波动明显放大，短期呈现高位情绪消化和风格分化特征。从外部环境看，美伊谈判取得实质性进展，霍尔木兹海峡分阶段开放预期升温，带动WTI和布伦特原油价格大幅回落，通胀预期压力明显缓解，美债收益率高位回落，海外流动性边际改善。国内方面，10年期中债收益率继续下行，人民币汇率走强，境内流动性充裕格局未变，分母端暂未出现新的紧缩信号。结构上，电子、通信等科技成长方向前期拥挤度较高，短期出现一定回调，但两融资金仍持续流入电子、通信、机械设备等景气板块，显示增量资金仍围绕科技主线配置。展望后续，COMPUTEX 2026与NVIDIA GTC Taipei即将开幕，Vera Rubin架构、NIX芯片、光互联/CPO、CPU产业链、液冷、电源等方向有望迎来新的产业催化。总体来看，当前市场并非趋势逆转，而是主线内部的高位震荡和筹码消化，流动性环境边际改善叠加AI产业景气持续验证，短期策略可维持中性偏积极，继续聚焦科技主线及景气扩散方向，回避缺乏分子景气支撑的低位板块。

**固收市场方面**，上周债市在央行连续净投放和配置力量推动下整体走强，但收益率下行至低位后止盈压力有所显现。上周初，MLF超预期续作并净投放1000亿元，叠加调降利率传闻，资金面转松，做多情绪升温；但央行随后将隔夜价格稳定在1.30%上方，市场视为合意

区间，现券陷入窄幅波动。周中，信贷投放疲软导致资金淤积，传银行指导加大利率债配置，机构欠配压力集中释放，中短端与超长端同步走强，30 年国债活跃券快速下破 2.21%关口。上周下半周，跨月资金趋紧，央行小幅净回笼，但交易盘无视短期扰动合力做多，30 年国债触及 2.2005%新低后情绪迷茫。全周看，收益率曲线整体下行，基金、银行及保险为主要买盘，但临近前低后，市场心态谨慎，进一步下破仍需更强催化。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-3bp、-4bp、-2bp 收于 2.21%、1.71%、1.16%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 2bp、-3bp 收于 50bp、55bp。总体来看，债券市场正处于“弱现实、宽货币、欠配压力”共同构筑的顺风期，虽短期面临政策博弈与低位止盈的扰动，但趋势反转的信号尚未出现。应保持积极心态，在波动中寻找配置机会，以时间换空间，稳健获取收益。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

中央组织部有关负责同志出席国家金融监管总局领导干部会议，宣布中央决定：丁向群同志任国家金融监督管理总局党委书记。公开资料显示，丁向群的工作经历覆盖国有大行、大型保险集团、政策性银行、地方政府，履历贯穿国内金融体系多个核心板块。此次履新前，丁向群担任中国人民保险集团党委书记、董事长。

我国首个国家层面城市更新发展规划出炉。国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确“十五五”时期城市更新主要指标，包括城镇危旧房改造数量为 50 万套/间、新开工改造城镇老旧小区 11.5 万个、城中村改造 4000 个、城市地下管网改造长度 36.5 万公里等。规划部署培育壮大城市发展新动能等 6 方面重点任务，提出健全城市更新实施机制等 7 方面政策举措。

香港金管局就内地投资者投资账户新增三项监管措施。其中要求，关闭使用可疑或伪造文件开立的投资账户，并倒查至 2023 年 1 月；关闭零结余不动投资账户；新开立投资账户需签署资金合法来源声明。新增监管措施只适用投资账户，适用对象是个人客户，并不适用于公司客户与机构客户。

商务部 5 月 28 日召开例行新闻发布会。对于中美关税谈判进展的提问，商务部新闻发言人何亚东表示，关税一直是中美经贸关系中的关键问题之一。在两国元首战略引领下，中美经贸团队围绕关税问题深入沟通，就有关双边关税做出安排。希望美方信守承诺，为双方拓展经贸合作创造积极条件。同时，双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降

税框架安排，规模各为 300 亿美元或更多。双方经贸团队将保持密切沟通，商定具体安排并尽快推动实施。

国家统计局公布数据显示，1-4 月，全国规模以上工业企业利润 2.44 万亿元，同比增长 18.2%。从行业看，半导体相关产业快速发展，带动电子专用材料制造、光纤制造、光电子器件制造行业利润分别增长 601.7%、347.6%、51%。4 月当月，全国规模以上工业企业利润增长 24.7%。

A 股系列指数样本定期调整方案公布，自 6 月 12 日收市后生效。其中，沪深 300 指数调入华工科技、江波龙等 19 只个股；中证 500 指数调入源杰科技、德明利等 50 只个股；深证成指调入光库科技、易点天下等 25 只个股，创业板指调入香农芯创、鼎泰高科等 10 只个股；科创 50 指数调入华虹公司、源杰科技、摩尔线程、沐曦股份。本次样本调整后，信息技术、通信服务与工业等行业样本数量及权重普遍上升，A 系列指数较传统宽基指数行业配比更加均衡。

## （二）海外宏观

美国总统特朗普重申对伊立场并称将“作出最终决定”。特朗普表示，伊朗必须同意永远不拥有核武器。霍尔木兹海峡必须立即双向开放，免收通行费。美国海军对霍尔木兹海峡的封锁即将解除。伊朗浓缩铀材料将被挖出销毁。特朗普表示，美伊已就伊朗核问题和霍尔木兹海峡通行以外的次要事项达成一致。伊朗外交部称，伊美交流仍在继续，尚未达成最终共识。据《纽约时报》报道，特朗普在白宫战情室同其助手们的会议持续约两个小时，但并未就与伊朗的协议作出“最终决定”。

几内亚计划在 6 月公布铝土矿出口管制方案，这一消息再次搅动全球铝产业链。作为全球最大铝土矿出口国，几内亚供应量占全球三分之一以上，其政策变化迅速传导至市场，氧化铝期货周中连续上涨，多家有色企业股价同步走强。几内亚矿业部长据悉已确认，政府准备对铝土矿出口实施数量控制，目标是“控制出口量、稳定价格”。市场普遍预计，2026 年几内亚铝土矿出口总量可能被限制在约 1.5 亿吨，低于 2025 年的 1.83 亿吨。

美国 4 月 PCE 物价指数同比上涨 3.8%，为 2023 年 5 月以来最高水平；核心 PCE 物价指数上涨 3.3%，创 2023 年 11 月以来新高，伊朗战争推动能源价格走高是主要推手；实际消费支出环比仅增长 0.1%。美国一季度实际 GDP 增速被下修至 1.6%，低于市场预期值 2%。消费疲软、通胀加剧叠加经济增速被下修，美国经济滞胀风险信号愈发明显。

美国上周初请失业金人数增加 5000 人，达到 21.5 万人，高于市场预期，为 4 月中旬以

来的最高水平。前一周续请失业金人数升至 178.6 万人，高于市场预期。

美联储理事库克表示，若劳动力市场恶化，将准备好降息；若通胀回落未能如期显现，准备加息；人工智能或可增强金融稳定，人工智能对网络安全的影响尚不明确；未来几个月利率应维持不变。

欧盟正试图通过重启《芯片法案》来重新振兴其半导体产业，这需要在 2035 年前实现 1200 亿欧元的公私合营投资。

欧盟消息人士称，欧盟各国政府批准了一项立法，取消对许多美国商品征收的进口关税。此举旨在避免美国总统特朗普威胁要对欧盟汽车和其他产品征收更高关税。

欧洲央行发布金融稳定报告指出，中东战事对欧元区金融稳定前景构成严峻挑战，而美国贸易政策的不确定性进一步加剧了全球金融风险。欧洲央行副行长德金多斯表示，当前的能源供应冲击将导致通胀上行与经济增长下行双重风险。

欧洲央行执委施纳贝尔表示，即使伊朗和平谈判取得进展，也应在 6 月加息，因为美伊冲突的持续时间已经远超预期，且高企的能源价格正蔓延至更广泛的经济领域。欧洲央行首席经济学家连恩透露，可能将在 6 月上调通胀预测。

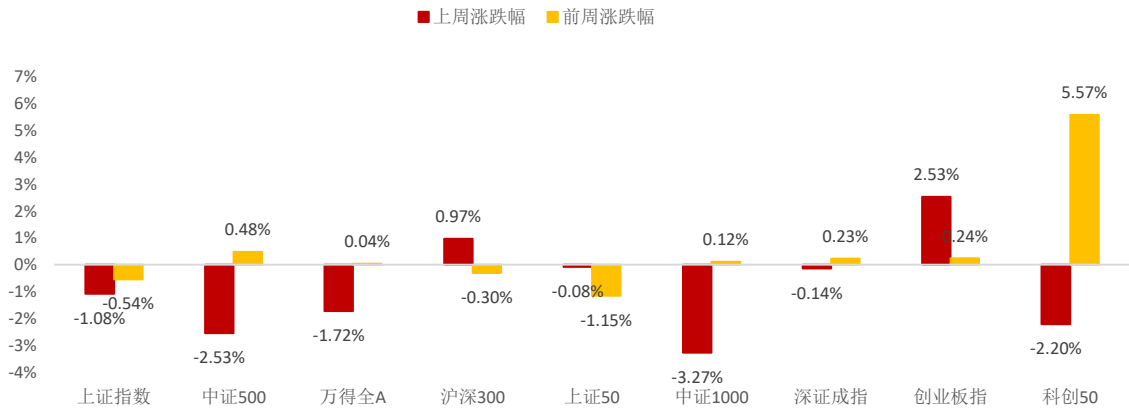
韩国央行维持基准利率在 2.50% 不变，为连续第八次按兵不动。本次利率决议中，有 2 名官员支持加息 25 个基点。韩国央行大幅上调今年通胀预期 0.5 个百分点至 2.7%，并将经济增长预期上调 0.6 个百分点至 2.6%。

### 三、市场回顾

#### （一）权益市场

##### 1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数涨跌不一。创业板上涨 2.53%，沪深 300 上涨 0.97%。中证 1000 下跌 3.27%，中证 500 下跌 2.53，科创 50 下跌 2.20%。从行业板块看，上周**煤炭、公用事业、通信**领涨，**计算机、国防军工、基础化工**领跌。

## 2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/5/29	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	17.3	↓ 0.13	60.6	↓ 0.28	96.8%	98.9%	98.6%
深证成指	36.6	↓ 0.08	85.6	↓ 0.25	96.9%	99.2%	99.0%
上证 50	11.2	↑ 0.01	52.8	↑ 0.07	76.4%	75.2%	67.6%
沪深 300	14.6	↑ 0.07	69.5	↑ 0.73	90.2%	90.0%	86.8%
中证 500	36.8	↓ 0.56	68.2	↓ 0.88	80.1%	97.0%	96.1%
中证 1000	54.5	↓ 1.41	75.8	↓ 0.95	75.8%	96.6%	95.5%
创业板指	48.3	↑ 0.88	50.5	↑ 0.80	48.2%	58.6%	61.7%
科创 50	166.3	↓ 1.54	94.3	↓ 1.15	94.3%	94.3%	94.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2026/5/29	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	40.5	↓ 1.36	53.51%	↓ 2.43	53.5%	65.5%	61.7%
基础化工(申万)	30.5	↓ 1.91	70.14%	↓ 7.42	70.1%	89.4%	86.0%
钢铁(申万)	31.2	↓ 0.98	66.44%	↓ 2.01	66.4%	87.0%	82.9%
有色金属(申万)	22.5	↓ 0.64	24.31%	↓ 1.37	24.3%	39.2%	51.1%
电子(申万)	82.5	↓ 0.18	98.66%	↓ 0.15	98.7%	99.7%	99.7%
家用电器(申万)	15.2	↓ 0.57	50.27%	↓ 6.53	50.3%	57.3%	62.9%
食品饮料(申万)	21.1	↑ 0.34	20.45%	↑ 3.06	20.5%	13.9%	18.3%

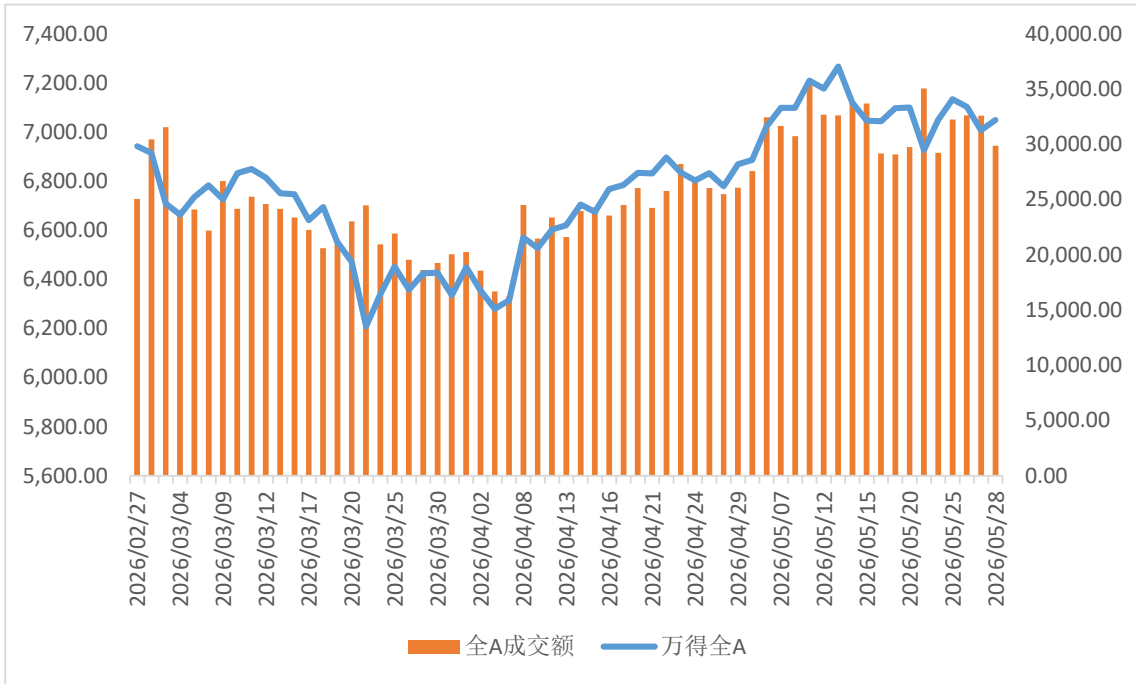
纺织服饰(申万)	25.2	↓	1.25	48.99%	↓	6.86	49.0%	61.8%	56.2%
轻工制造(申万)	35.7	↓	1.62	70.37%	↓	4.13	70.4%	98.9%	98.6%
医药生物(申万)	31.9	↓	0.81	28.42%	↓	2.47	28.4%	45.8%	49.1%
公用事业(申万)	23.2	↑	1.43	67.30%	↑	7.61	67.3%	74.4%	71.4%
交通运输(申万)	17.4	↓	0.33	51.51%	↓	1.78	51.5%	64.7%	68.7%
房地产(申万)	19.2	↓	0.30	70.92%	↓	0.52	70.9%	78.7%	71.8%
商贸零售(申万)	37.4	↓	0.36	74.70%	↓	1.10	74.7%	81.9%	76.0%
社会服务(申万)	43.1	↓	0.95	37.25%	↓	3.00	37.3%	41.6%	22.9%
综合(申万)	136.9	↓	10.02	99.44%	↓	0.25	99.4%	99.1%	98.8%
建筑材料(申万)	40.9	↑	0.65	95.29%	↑	0.82	95.3%	99.6%	99.5%
建筑装饰(申万)	15.4	↓	0.55	75.68%	↓	1.92	75.7%	98.6%	98.4%
电力设备(申万)	39.6	↓	0.97	54.56%	↓	3.19	54.6%	70.7%	61.3%
国防军工(申万)	67.3	↓	4.60	50.23%	↓	8.11	50.2%	67.4%	64.1%
计算机(申万)	72.2	↓	5.75	76.66%	↓	6.06	76.7%	75.9%	68.6%
传媒(申万)	38.2	↓	1.35	44.09%	↓	5.05	44.1%	62.5%	54.9%
通信(申万)	68.1	↑	3.69	98.53%	↑	2.06	98.5%	99.9%	99.9%
银行(申万)	6.0	↑	0.06	35.34%	↑	2.07	35.3%	38.4%	50.3%
非银金融(申万)	11.1	↓	0.06	0.12%	↓	0.05	0.1%	0.1%	0.1%
汽车(申万)	28.3	↓	1.59	73.85%	↓	8.57	73.9%	59.9%	46.9%
机械设备(申万)	47.4	↓	2.29	76.90%	↓	2.29	76.9%	99.2%	98.9%
煤炭(申万)	22.8	↑	1.42	80.90%	↑	1.91	80.9%	99.8%	99.8%
石油石化(申万)	19.9	↓	0.85	62.62%	↓	5.47	62.6%	84.1%	86.6%
环保(申万)	28.1	↓	1.18	56.84%	↓	1.59	56.8%	90.8%	90.9%
美容护理(申万)	32.4	↓	0.27	29.06%	↓	0.97	29.1%	25.1%	16.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周通信、公用事业、煤炭估值上行最多，计算机、国防军工、机械设备下行最多。当前电子、通信、建筑材料板块估值处于历史较高水平；非银金融、食品饮料、有色金属板块估值处于历史较低水平。

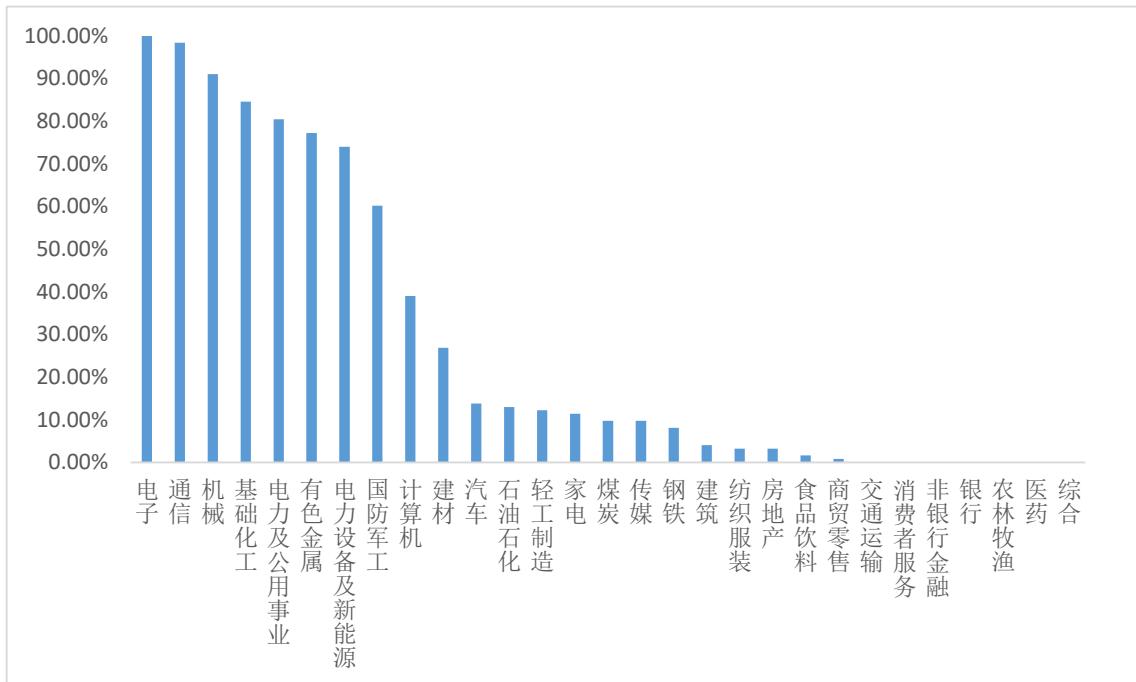
### 3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



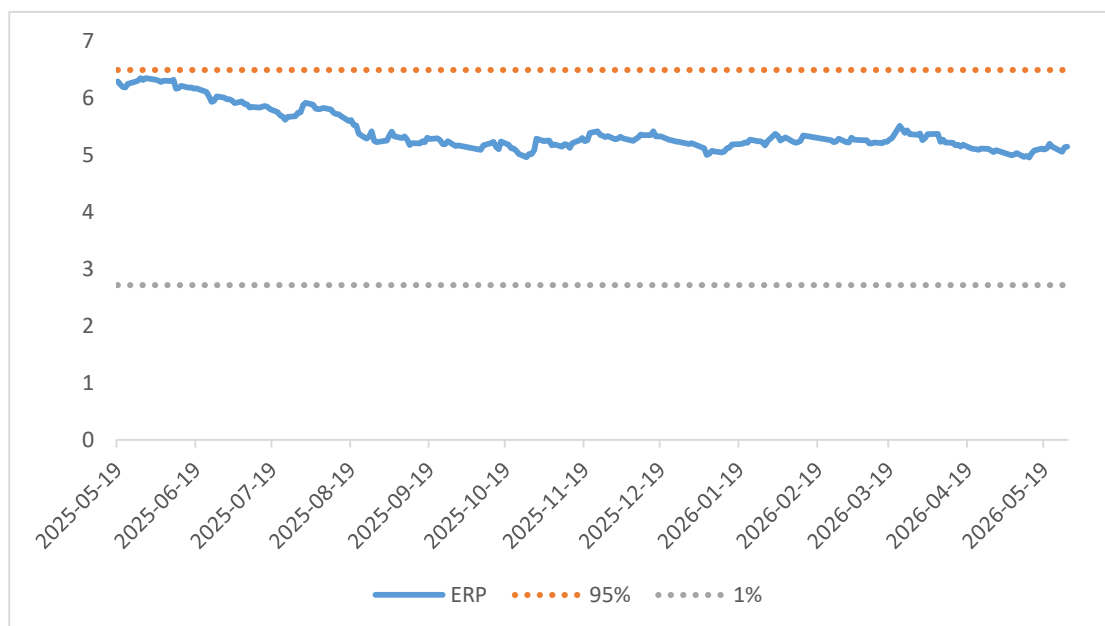
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

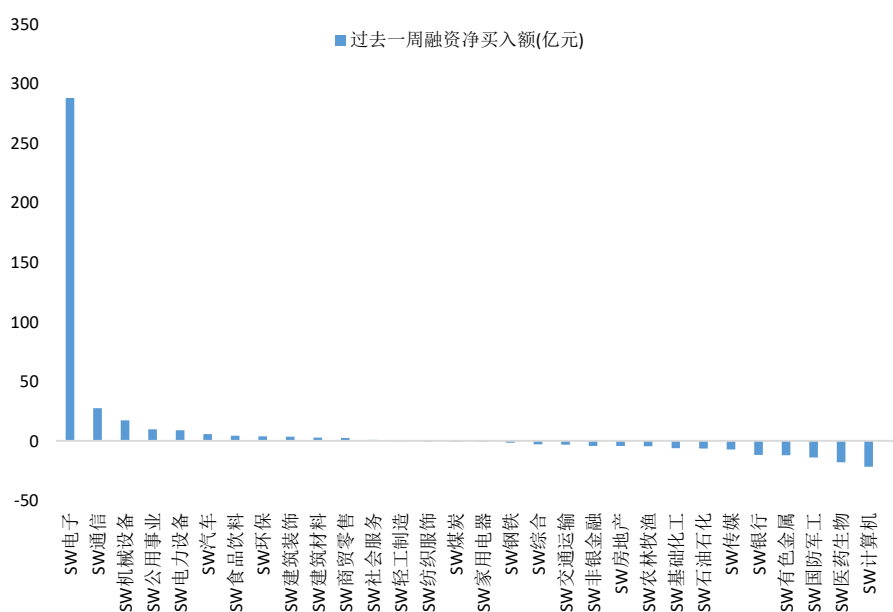
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场区间震荡。从行业拥挤度的角度，电子、通信、机械的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.15%，处于历史 44.29% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

5月28日，两融资金占比为 9.96%，5月22日为 9.97%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月29日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

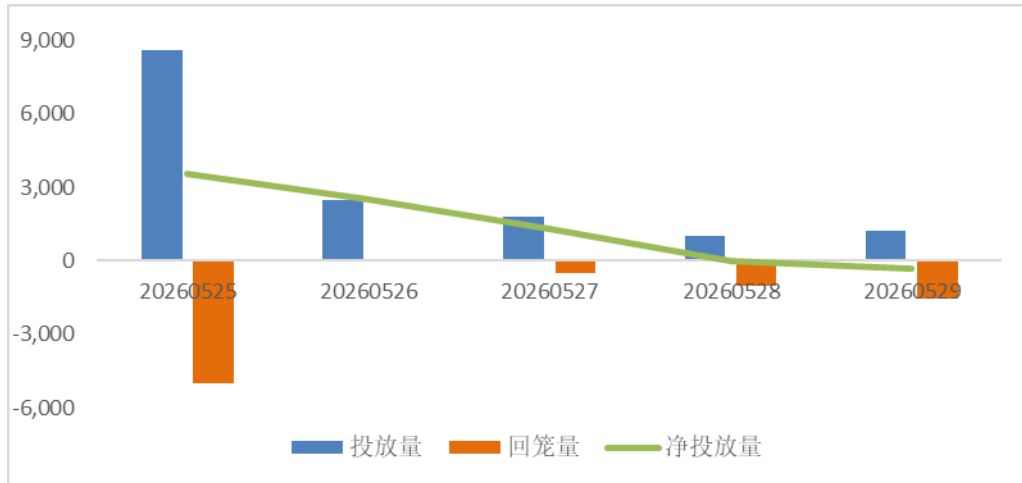


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 9089 亿元逆回购及 6000 亿元 MLF 操作，因有 3045 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 7044 亿元。

图：上周公开市场操作情况



**政府债发行：**本周国债计划发行 2690 亿元，地方政府债计划发行 2010 亿元，整体净缴款 -199 亿元。

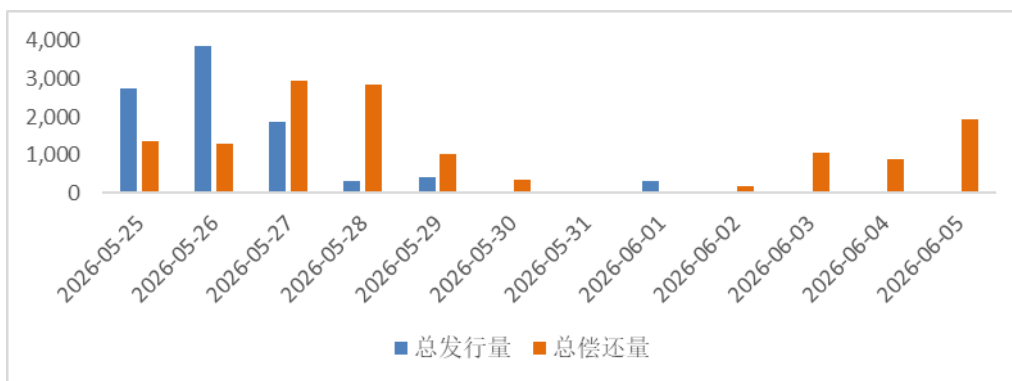
图：6月1-6月5日政府债发行缴款

单位：亿元

	6月1日		6月2日		6月3日		6月4日		6月5日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	312	850	0	0	314	1840	1383
到期	0	519	0	85	0	275	600	262	0	53
缴款	0	119	0	0	0	312	250	0	0	314
净缴款	-400		-85		37		-12		261	

**同业存单发行：**本周（6月1-5日）存单到期 4392 亿元，较前一周的 9491 亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行

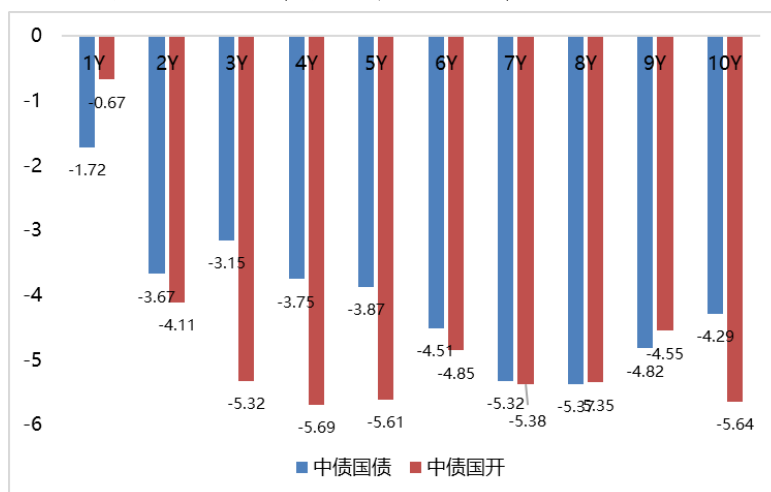


**回购市场：**上周税期叠加跨月共同扰动，资金利率小幅上行。具体来看，上周一周二税期走款，央行不仅加量续作 MLF，而且在公开市场上加大投放，资金面由均衡转为均衡偏松态势；随着走款结束，主要影响因素在于跨月，虽然央行投放力度有所减弱，但上周三周四资金面延续均衡偏松态势；上周五大行净融出明显回落，资金面整体均衡，资金利率上行。截至上周五，R001 收于 1.39%，较前一周上行 2.79BP，R007 收于 1.40%，较前一周上行 1.66BP。

**票据利率：**上周票据市场呈现“V”型反转行情。上周上半周主要大行持续大幅降价收票，配置需求旺盛，利率快速下行；上周五大多数机构任务完成，需求减弱，而供给充足，利率反弹。

### (三) 债券市场

图 9：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 4：中债国债期限利差 (2026 年)

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	11.27	14.84	29.01	30.93

环比	-1.43	-0.72	-0.42	-5.95
年初以来	-9.71	3.77	13.49	0.53
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	24.20	15.41	18.84	45.88
2016 年以来分位数	19.76%	46.14%	90.73%	30.49%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 5：中债中短期票据信用利差（2026 年 5 月 29 日）

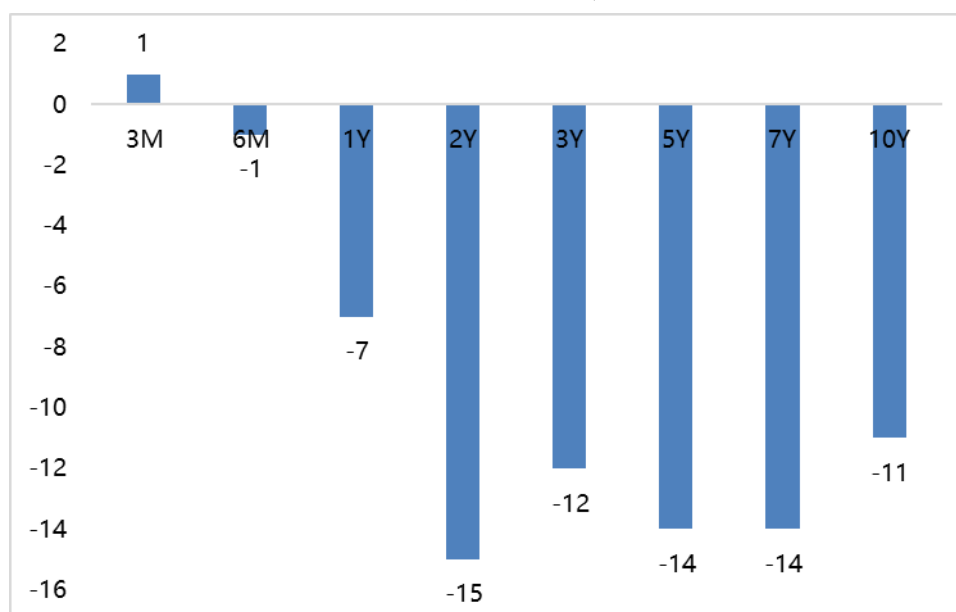
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	10.42	15.09	17.87	20.24	22.41
环比	-2.02	0.25	1.73	1.61	1.20
年初以来	-21.92	-20.14	-19.39	-13.4	-22.71
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	41.97	34.14	36.55	40.77	42.16
2016 年以来分位数	2.50%	3.88%	6.65%	4.73%	7.54%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率全体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1.72BP 至 1.1578，3 年期下行 3.15BP 至 1.2705，5 年期下行 3.87BP 至 1.4189，10 年期下行 4.29BP 至 1.709。

长时期高等级票据信用利差变化不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.02BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差扩大 0.25BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差扩大 1.73BP。

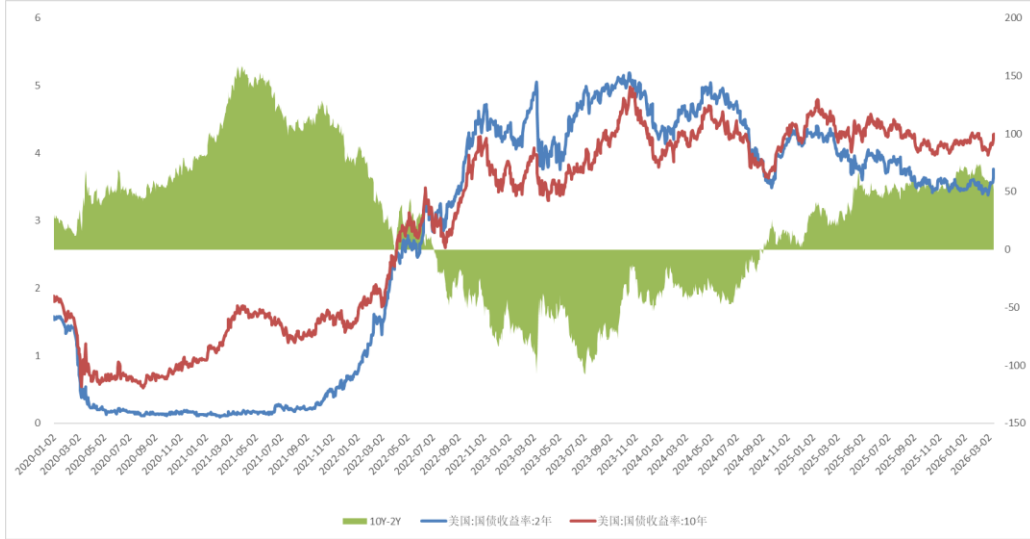
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率全线下降。1 年期美债收益率上行 1BP，3 年期美债收益率下行 12BP，10 年期美债收益率下行 11BP。

图 11：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

#### (四) 外汇市场

上周美元指数下跌，在岸和离岸人民币汇率微升。上周美元指数下跌 0.41%，在岸和离岸人民币汇率上涨，中间价上涨 0.29%，即期汇率上涨 0.39%，离岸人民币汇率上涨 0.47%。

表 6：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	98.9259	6.8176	6.7685	6.7648
对照日期	99.3351	6.8373	6.7947	6.7970
涨跌	-0.41%	0.29%	0.39%	0.47%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

## 四、市场展望及投资策略

### (一) 宏观展望

国内方面，制造业 PMI 回落但仍在荣枯线，生产强于需求。5 月制造业 PMI 为 50.0%，较上月回落 0.3 个百分点，刚好位于荣枯线。生产指数为 51.2%，较上月回落 0.3 个百分点，但仍处扩张区间；新订单指数为 49.9%，较上月回落 0.7 个百分点，重新落入收缩区间。生产端仍有惯性，但需求端尤其内需承接不足。外需从 4 月脉冲修复转向回落，企业采购同步

转弱。5月新出口订单指数降至48.6%，较上月回落1.7个百分点，重新落入收缩区间。一方面是季节性影响，3—4月是春节后生产和出口订单集中恢复期，进入5月，五一假期扰动、前期订单释放后有自然回吐现象。价格高位回落。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别录得60.5%和51.9%，小幅回落，但仍处近年高位。纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均连续三个月高于55.0%。输入性通胀推动上游利润，下游成本承压。新质生产力继续领跑，消费不振，AI替代就业的K型繁荣。5月高技术制造业PMI为52.9%，较上月上升0.7个百分点；装备制造业PMI为52.1%，较上月上升0.3个百分点，均明显高于整体。同时，消费品行业PMI降至49.7%，基础原材料行业PMI降至47.1%，分别较上月回落1.0和0.8个百分点。工企利润方面，4月油价进一步上涨带动石油加工、化学制品盈利持续回升，此外受益于全球AI投资需求强劲，电子计算机行业持续引领盈利及收入增长，但其他中下游利润增速仍偏弱——工业企业利润增速较3月的15.8%回升至24.7%，量价均有贡献，收入增速亦从3月的4.5%上行至5.8%，利润率（季调后）较3月的5.7%上行至5.8%。而行业分化更为剧烈——上游行业对整体利润增速的贡献从3月的3.8个百分点提升2.1个百分点至5.9个百分点，中下游行业中，计算机通信对整体工业企业盈利增速贡献6.8个百分点，有色冶炼及化学制品分别贡献4.7、6.1个百分点，三者合计贡献约17.5个百分点，而其余行业、尤其是内需相关下游制造业，利润增速仍偏弱，尤其是水泥制品、食品及饮料、娱乐用品、家具等。海外方面，周末期间，科威特一处空军基地遭导弹袭击，多名美国人受伤，两架MQ-9死神（Reaper）攻击型无人机严重受损，而美国与伊朗延长停火的谈判拖延无果。特朗普在当地时间上周五表示，他将很快决定是否批准一项延长与伊朗停火期限的拟议协议，但上周五两小时的战情室会议后白宫未作任何声明，成为华盛顿对与德黑兰达成协议前景的最新矛盾信号。该提案旨在将4月初达成的停火协议再延长60天，为谈判代表争取时间以达成永久结束战争的协议。上周六，伊朗国家电视台报道了一项新的协议草案，该草案赋予伊朗“独家权力来决定海峡过境船只的性质”，而美国很可能不会接受这一谈判点。特朗普表示，伊朗必须结束其对霍尔木兹海峡的控制，并拆除其制造核武器的能力——这是德黑兰方面尚未同意的两个条件。

## （二）权益市场展望和策略

建议仓位：中性偏积极，聚焦结构。流动性环境不仅没有恶化，反而出现边际改善。油价大跌直接缓解通胀预期，美债收益率高位回落，中债收益率继续下行——分母端的信号一致指向“没有紧缩”。市场的每次高波都是向结构性分子景气调仓靠拢的机会，其他非分子景

气方向依然面临流动性折价的压力。策略上对当前市场的定义是：不是趋势逆转，而是高位情绪消化；不是主线破坏，而是向主线进一步集中的过程。市场主线的改变要么是分母流动性出现了新的紧缩预期，但无论是美债还是中债都没有表现出紧缩的预期；要么是分子景气的变化，本周的 COMPUTEX 2026、NVIDIA GTC Taipei 2026 等大会仍将会给市场带来新的边际景气催化。COMPUTEX/GTC Taipei 是本周最重要的催化事件。核心关注：Vera Rubin 架构与 NVL72 机架：量产节奏确认后，产业链定价从“预期”切换到“订单验证”，受益环节继续扩散至 PCB、MLCC、材料、电源；光互联/CPO 技术升级：Marvell 1.6T ZR/ZR+、硅光技术、NVLink Fusion 等将进一步强化互联环节的景气逻辑。CPU 产业链上行周期：CPU/GPU 配比提升至 1:1，英特尔 18A 制程、ARM AGI CPU 等将催化 CPU 产业链。PCB：半导体化升级加速，Vera Rubin NVL144 平台对 PCB 层数、材料等级、信号完整性要求全面提升；MLCC：供需极度紧张，高端产品产能消耗是低端三倍以上，高端产能扩产周期长达 18-24 个月，供需缺口长期确立；电源：AI 数据中心电力需求持续扩张，800V DC power 方案在 COMPUTEX 上将被重点展示；液冷：AIDC 景气爆发，液冷大势所趋，COMPUTEX 首次大规模展示液冷解决方案；光模块/光通信：互联环节景气度持续上行，Marvell 光互联业务 2027 财年增长从 50%上调至 70%。油价大跌带来的附加利好：美伊协议临近推动油价大幅回落，这对国内制造业成本端构成利好，同时降低全球通胀预期，为风险资产提供更宽松的分母环境。但油价下跌对石油石化、煤炭等传统能源板块构成压力，进一步强化了“向分子景气方向调仓”的逻辑。其他非分子景气方向依然面临流动性折价的压力。在分母端正常化的过程中，缺乏景气支撑的板块将持续承受估值压缩。价格低不是左侧买入的理由——没有分子景气的方向，低估值只是“价值陷阱”的另一种表述。本周银行、消费等板块的短暂走强是情绪驱动的高低切换，不具持续性。

### **（三）债券市场展望和策略**

展望后市，债市面临的环境整体仍偏友好，但波动可能放大。基本面疲弱与资金面宽松构成利率下行的压舱石，短期内难以逆转，“资产荒”底色将继续对债市形成强支撑。需要关注的风险点在于：一是 6 月初可能公布的 5 月金融数据若出现边际改善，或对多头情绪产生阶段性扰动；二是随着 10 年期国债收益率逐步逼近 1.70% 的前低，央行是否会再次通过窗口指导或媒体发文提示长端利率风险，这一政策博弈可能加大长端下行阻力；三是 6 月作为季末月，理财资金回表等季节性因素可能带来资金面的短暂摩擦。但总体判断，利率大幅上行的风险有限，市场大概率延续低位窄幅震荡，若有调整反而是介入机会。曲线形态上，在短端确定性更强的背景下，收益率曲线可能由平坦化向小幅陡峭化修复。

策略方面，当前债市投资应坚持“票息为主、波段增厚、防范尾部风险”的思路。利率债维持中性久期，把握交易节奏。建议组合久期保持在 3.5 年左右的中性水平，避免在低位过度追涨。若因消息冲击回升至 1.75%-1.78%区间，则果断加仓。关注做陡曲线的机会，通过买入 3-5 年期政金债，同时用小仓位期货对冲或卖出国债期货长端，博弈资金面宽松带来的短端相对价值。信用债继续挖掘利差，强调短久期下沉。在资产荒格局未改的背景下，短久期城投债依旧是底仓首选，重点挖掘化债支持明确、一年内到期行权、估值 2.3%-2.8%的区县级核心平台，赚取确定的票息和骑乘收益。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。