

科技拥挤交易引发风险释放，流动性支撑下景气调整仍是机会

——鑫元周观点（2026.06.22-2026.06.28）

一、核心观点

宏观方面，6月LPR连续第十三个月不变，MLF续作加量2000亿元，但叠加买断式逆回购缩量3000亿元后中期流动性净回笼1000亿元，央行倾向以结构性工具维持适度宽松。两融余额首次突破3万亿元、年内累计增加4723亿元，杠杆资金推动A股风险偏好升至高位；1—5月规模以上工业利润同比增长18.8%，电子行业利润大增，盈利修复高度集中于算力链。海外方面，美联储加息预期成为全球定价主线，美国5月PCE同比4.1%、核心PCE同比3.4%均创2023年以来新高，黄金跌破4000美元、较年初约5600美元高点回撤近三成，白银较高点腰斩，贵金属与长久期资产同步承压；霍尔木兹海峡军事摩擦与伊朗石油重新入市并存，油价供需两端拉锯。

权益市场方面，上周A股宽基指数涨跌不一，科创50逆势上涨6.32%，中证500上涨0.35%，上证50、创业板指、沪深300、中证1000分别下跌0.74%、1.37%、1.48%、1.93%，市场整体呈现冲高回落后的分化调整，资金仍向科技成长方向集中。行业上，建筑材料、电子、非银金融领涨，有色金属、汽车、美容护理领跌。估值方面，多数宽基和行业估值回落，但电子、建筑材料、基础化工估值上行较多，当前建筑材料、电子、通信估值仍处历史高位，非银金融、食品饮料、美容护理估值处于历史低位。资金面上，两融资金占比由6月18日的10.73%降至6月26日的4.89%，杠杆资金加仓意愿明显下降，融资净买入主要集中在电子、通信和机械设备。

总体来看，上周调整主要来自全球风险偏好收缩和AI/半导体拥挤交易的阶段性踩踏。海外方面，纳指上周跌4.60%，韩国KOSPI、日经225也明显调整；但美光财报大超预期，说明AI和存储方向并非基本面证伪，而是估值和交易结构消化。流动性方面，美债收益率全曲线下行，原油因中东停火预期大跌，通胀压力边际缓和；国内10年期国债收益率维持低位窄幅震荡，流动性环境仍偏友好。策略上，短期仍需控制仓位、警惕海外科技股波动和高拥挤交易回撤，但中期主线仍在AI产业链强景气方向，基本面强、业绩兑现度高的个股在调整后仍可关注，不宜简单追逐缺乏景气支撑的低估值防御方向。

固收市场方面，上周债市呈现“季末资金扰动先行、央行投放稳定预期、长端震荡修复”的格局。上周初在半年末考核、政府债缴款和前期资金利率上行的影响下，市场风险偏好偏谨慎，短端资金价格一度抬升，中长端收益率跟随小幅上行，10年和30年国债均受到止盈与供给扰动压制。上周中以后，央行通过连续开展大规模7天期逆回购、加量续作MLF，并宣布在6月29日、30日公开市场操作中增加隔夜逆回购品种，向市场释放较明确的跨季流动性呵护信号。资金面从“担忧偏紧”逐步回到“跨季可控”的定价框架，债市情绪随之修复，国债期货和现券在上周四、上周五连续走强。

政策和流动性层面，上周的核心变化在于短、中期工具配合更加清晰。6月22日至26日，央行全周7天期逆回购投放合计22655亿元，对冲到期后实现净投放。同时，6月25日央行开展5000亿元1年期MLF操作，较当月3000亿元到期量加量续作2000亿元。更重要的是，央行明确将在月底两天增加隔夜逆回购操作品种，这是陆家嘴论坛后短端利率调控机制优化的落地安排。其含义并不是总量宽松全面加码，而是通过更短期限工具精准缓释跨月、跨季的临时资金缺口，降低隔夜资金利率大幅偏离政策利率的风险。

全周来看，6月22日至26日债市先弱后强，收益率曲线整体变化不大，短端修复相对更明显。截至6月26日，1年、10年和30年期中债国债收益率分别收于1.13%、1.73%和2.22%，较6月18日附近水平大致表现为短端下行、10年基本持平、30年小幅下行。期限利差方面，10Y-1Y约为60bp，30Y-10Y约为49bp，曲线仍维持偏陡形态。这个结构说明，市场对资金面阶段性扰动的担忧有所缓和，但对长端低利率位置仍保持克制，尤其10年国债在1.70%—1.75%区间内仍缺乏明确突破方向。

总体来看，当前债市仍处于“弱现实支撑、跨季资金可控、低利率约束仍强”的组合中。基本面层面，信用扩张和实体融资需求尚未趋势性改善，对债市仍构成支撑；资金层面，央行持续投放并加量续作MLF，显示其对半年末流动性稳定的态度较明确；估值层面，10年国债在1.70%附近仍容易触发止盈和监管预期扰动，回到1.75%附近又会吸引配置盘承接。30年国债2.20%附近仍是交易拥挤和配置需求交织的位置，单边追涨性价比一般，若因资金或供给扰动回到2.25%左右，可关注波段参与机会。

二、 宏观动态

（一）国内宏观

6月23日至25日，世界经济论坛第十七届新领军者年会（2026夏季达沃斯）在大连举

办。国务院总理李强出席 2026 年夏季达沃斯论坛开幕式并致辞。李强表示，创新驱动是中国经济长期向好、行稳致远的关键密码。中国的创新是苦练内功“拼”出来的，是千行百业“用”出来的，是厚植生态“育”出来的。我们将继续加强关键技术攻关，提升原始创新能力，推进科技创新和产业创新深度融合，破除资源优化配置的壁垒，激发全社会创新活力，为中国经济向新向优发展提供源源不断动力。在与工商界代表座谈会上，李强表示，中国的产业竞争力不是靠补贴补出来的，而是来自于自身综合优势。

十四届全国人大常委会第二十三次会议审议通过了新修订的商标法，将自 2027 年 1 月 1 日起施行。全国人大常委会法制工作委员会社会法室负责人介绍，修订后的商标法将严格规制“心机商标”。这也是商标法自 1983 年施行四十多年后，迎来的首次全面修订。据介绍，从 2023 年到 2026 年 4 月，国家知识产权局已驳回 127.3 万件易误导消费者的“心机商标”申请。

国家发改委、国家能源局印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，目标是到 2030 年，能源综合生产能力达到 58 亿吨标准煤，煤炭和石油消费达峰，非化石能源消费比重达到 25%，非化石能源发电量比重达到 50%，新能源发电量占比达到 30%。国新办举行新闻发布会，围绕拓宽民营企业能源投资渠道、推进算力电力双向协同、扩大非化石能源供给三大核心方向释放重磅政策信号，明确将通过放开重大能源项目准入、完善算电统筹布局、落地超 20 万亿级能源重点工程等多重抓手，提速能源绿色低碳转型，夯实能源安全保障根基。

中国央行将于 6 月 25 日开展 5000 亿元 MLF 操作，鉴于 6 月有 3000 亿 MLF 到期，这意味着 6 月 MLF 续作加量 2000 亿元，为连续两个月加量续作，加量规模较 5 月扩大 1000 亿元。6 月，两个期限品种的买断式逆回购合计缩量 3000 亿元，MLF 将加量续作 2000 亿元，这意味着当月央行中期流动性操作合计缩量 1000 亿元。另外，央行还预告，将于 6 月 29 日、30 日新增隔夜逆回购操作，兑现陆家嘴论坛提出的利率调控优化举措。

增量杠杆资金加快进场，A 股两融余额首次突破 3 万亿元。交易所数据显示，截至 6 月 23 日，沪深北三大交易所两融余额为 30009.71 亿元，较上一交易日增加 59.40 亿元。这是两融余额首次突破 3 万亿元大关。距离两融余额突破 2 万亿元大关不到一年时间。截至 25 日，两融余额进一步增加至 30329.92 亿元，年内累计增加 4723.44 亿元。

券商按要求暂停股票类跨境 TRS 新增，后续业务规模或逐步归零。券商正按照监管要求暂停股票类跨境 TRS 新增规模，存量头寸可正常到期、平仓、不强制砍仓。多位券商衍生品业务人士反馈，从目前窗口指导的理解看，更接近于股票类跨境 TRS 不再新增开仓，存量合

约到期后逐步压降。不过，期货、债券类跨境 TRS 暂未受影响。有业内人士表示，目前尚未明确跨境 TRS 总额度是否受限，如果总额度受限，可能会导致期货和债券类跨境 TRS 额度被动收紧。

中国 6 月 LPR 出炉，1 年期 LPR 为 3%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均与 5 月持平。自 2025 年 5 月下降 10 个基点以来，LPR 已连续 13 个月未作调整。专家表示，年初以来 LPR 报价一直“按兵不动”，背后是一季度宏观经济起步有力，预计下半年稳增长政策有望加码。

商务部发布实施《产业链供应链安全调查工作办法》。《办法》明确，外国国家、地区、组织、个人或者国际组织的有关措施或者行为，损害或者可能损害我国产业链供应链安全，商务部可以开展产业链供应链安全调查，并根据调查结果采取相应措施。该办法的出台，标志着我国在维护产业链供应链安全方面迈出了制度化、法治化的关键一步，首次建立起专门针对他国损害我国产业链供应链安全行为的常态化执法与反制工具。

商务部、国家发改委、财政部联合发布《利用外资固稳促优行动方案》，从扩大市场准入、提升投资便利度、优化外资管理等方面提出 15 条新举措。服务业开放成为扩大市场准入的重点，涉及金融、医药等领域。《行动方案》提出，支持更多外资机构利用包括国债期货在内的风险管理工具，加强金融风险管理。支持外资机构依法开展基金投资顾问业务。

国家统计局公布数据显示，1—5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 31439.6 亿元，同比增长 18.8%，较 1—4 月份加快 0.6 个百分点。全球人工智能技术变革带来高端算力芯片和存储芯片需求爆发，推动电子行业利润高速增长，1—5 月份，电子行业利润增长 103.9%，对全部规模以上工业企业利润增长的贡献率达 43.1%，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。

第二批公募业绩比较基准调整落地，涉及多家基金管理人、千余只产品。与首批 195 只产品相比，第二批调整覆盖范围更广、产品数量更多、参与主体更加多元，涉及权益类、债券类、FOF 类、QDII 类等多种类型产品。这标志着公募基金行业围绕产品定位、投资约束、信息披露和投资者保护的系统性改革进一步走深走实。

全链条扩大汽车消费新政出炉。围绕汽车改装、房车露营、传统经典车、维修和保险服务、汽车赛事、汽车租赁等后市场消费，商务部等多部门提出 17 条具体举措，同时选定 40 个试点城市开展汽车流通消费改革，培育汽车消费新场景、丰富新业态。另外，全国机动车合格证信息将实现实时共享，国产小客车能“当天购车、当天缴税、当天上牌”，预计每年将覆盖超过 2000 万辆汽车。

（二）海外宏观

英国首相斯塔默 6 月 22 日宣布辞职，这距离其执政不足两年。斯塔默在唐宁街 10 号首相府前发表讲话说，他将辞去英国工党党首职务，但在继任者选出之前，他将继续担任英国首相。按惯例，作为执政党，工党新当选的领袖预计将接任英国首相职务。十年间，英国已经有六位首相先后辞职，当前英国正经历几乎前所未有的政治动荡期。

霍尔木兹海峡通行陡生变数。伊朗于 6 月 25 日使用单向攻击无人机袭击“Ever Lovely”号货轮，称其违反通行规则。作为回应，美军中央司令部部队对伊朗实施了打击。这是美伊达成并签署谅解备忘录后，美军首次袭击伊朗。伊朗伊斯兰革命卫队则表示，该部队打击了美军在该地区的多处部署据点。袭击发生后，国际海事组织（IMO）秘书长多明格斯 25 日宣布暂停疏散计划，等待进一步的调查结果。

一场围绕内存芯片涨价的公开口水战热传全球科技圈。苹果 CEO 库克、特斯拉与 SpaceX 创始人马斯克、美光科技首席商务官 Sumit Sadana 三位科技界重量级人物，在不到 48 小时内接连发声，将一场供应链博弈推到了公众面前。库克用了一个极其罕见的比喻——“百年一遇的洪水”，来形容这一轮凶猛的芯片涨价潮。而对芯片短缺有着切肤之痛马斯克则表示，“这是我见过的最猛的价格跳涨。”而在本轮芯片涨价潮中获益的美光科技首席商务官 Sumit Sadana 则点名指责客户此前在内存市场低迷期压价，导致供应商“无钱扩建产能”。

苹果公司宣布上调 Mac、iPad、家居设备和 Vision Pro 价格，Mac 及 iPad 多款产品调价幅度达 20%，以应对内存和存储芯片价格持续飙升带来的成本压力。此次提价为全球性涨价，苹果并未上调 iPhone、Apple Watch 或 AirPods 的价格，苹果方面称，公司从未见过零部件价格如此快速、大幅的上涨，此前已尽力为消费者吸收成本上涨压力，但现在不得不提价。

在苹果宣布提高 MacBook 和 iPad 售价仅数小时后，微软也发布公告称，由于关键零部件成本持续上涨，消费者未来购买 Xbox 游戏主机时将不得不支付更高的价格。微软指出，推动本轮涨价主要原因是存储和内存成本大幅攀升，游戏主机所使用的存储和内存价格已经上涨超过 2.5 倍。自 8 月 1 日起，多款 Xbox 游戏主机将上调售价。微软还宣布，2024 年推出的 2TB 版本 Xbox Series X 将停止销售。

IBM 宣布推出全球首款亚 1nm 芯片技术，采用革命性三维“纳米堆叠”架构，将芯片节点推进至 0.7nm。新芯片晶体管密度倍增，相较 2nm 节点可提升 50%性能或 70%能效，预计最快 5 年内量产。这标志着半导体行业正式突破纳米尺度极限，迈入原子尺度新纪元。

美国总统特朗普威胁称，若有国家对美国科技企业征收数字服务税，其出口至美国的商品将面临 100%关税。特朗普特别点名“多个欧洲国家”正考虑推出此类税收政策，称若相关国家继续推进，上述关税将立即生效。他表示，这一关税将取代美国与相关国家之间的贸易协议，无论这些贸易协议是否已经签署或实施。数字服务税通常被设计为仅适用于全球规模最大、最成熟的科技公司，如 Meta、Alphabet 和亚马逊，这些均为美国企业。

美国商务部数据显示，美国 5 月 PCE 物价指数同比上涨 4.1%，为 2023 年 4 月以来最高水平；核心 PCE 同比上涨 3.4%，符合市场预期，为 2023 年 10 月以来的最高水平。另外，美国第一季度实际 GDP 终值年化增速上修至 2.1%，高于修正值 1.6%。5 月耐用品订单环比下降 4.5%，为近一年来最大降幅。

伊拉克石油部一名官员对媒体称，如果伊拉克的石油产量配额未获显著增加，伊拉克政府正在“考虑所有可行方案，包括退出欧佩克”。伊拉克石油部随后发表声明表示，该国政府从未提出过要退出欧佩克，相关报道并不反映官方立场。伊拉克石油部称，欧佩克已开始逐步恢复伊拉克在美以伊冲突爆发前的石油产量配额。

美联储加息预期重创贵金属市场，现货黄金一度跌破 4000 美元/盎司关口，为去年 11 月以来首次，较今年 1 月底创下的接近 5600 美元/盎司历史高点回撤约 30%。与此同时，现货白银失守 60 美元/盎司关口，较历史高点“腰斩”。据不完全统计，目前已有花旗、摩根大通、摩根士丹利等 8 家国际大行下调金价展望。

韩国股市以“黑色星期五”结束动荡的一周。受 AI 交易波动影响，韩国股市本周遭遇激烈波动，连续出现单日 4%至 5%以上的大幅涨跌，并伴随一次又一次的熔断。截至 26 日，今年韩国股市共启动“临时停牌”机制 29 次，创下韩国股市年度“临时停牌”启动次数历史新高。有分析认为，市场资金过度集中于半导体板块，以及由此导致的资金供求波动加剧，是本轮股市大涨大跌的重要原因。有观点指出，韩国股市或已陷入“波动陷阱”。

美国国会参议院以 50 票赞成、48 票反对通过众议院此前已通过的关于伊朗的战争权力决议。这是相关决议首次获得国会两院通过。该决议要求总统在未经国会宣战或授权使用武力的情况下，结束美国对伊朗的军事行动。不过，由于该决议属于国会共同决议，不具有法律约束力，也无需总统签署，因此主要具有象征意义。

伊朗和美国签署谅解备忘录后的首轮谈判达成 5 项要点，就确保霍尔木兹海峡开放、启动最终协议谈判的基础工作、结束在黎巴嫩的战争、允许伊朗石油销售、解冻伊朗资产等议题取得良好进展。美国副总统万斯表示，美伊瑞士谈判为达成最终协议奠定基础。美国财政

部发布一般许可证，暂时放松对伊朗石油的制裁措施，为期 60 天。

受益于芯片涨价潮，美光科技公布炸裂财报。美光科技 2026 财年第三财季调整后营收 414.6 亿美元，同比增长约 346%，分析师预期 356.9 亿美元；调整后每股收益（EPS）为 25.11 美元，分析师预期 20.49 美元。公司预计第四财季经调整营收为 490 亿美元至 510 亿美元，市场预期为 432.4 亿美元。美光科技表示，受 AI 驱动的需求影响，预计内存供应紧张的局面将持续至 2027 年之后。

OpenAI 正式发布 GPT-5.6 系列模型，包括旗舰版 Sol、均衡版 Terra 以及轻量版 Luna。不同于以往的公开发布，此次 OpenAI 并未立即全面开放，而是在美国政府要求下，仅向少数“可信合作伙伴”提供预览权限。OpenAI 表示，这是为了配合美国政府建立针对前沿 AI 模型的安全评估流程，但同时罕见公开强调，政府审批式的模型开放机制“不应成为长期默认模式”。

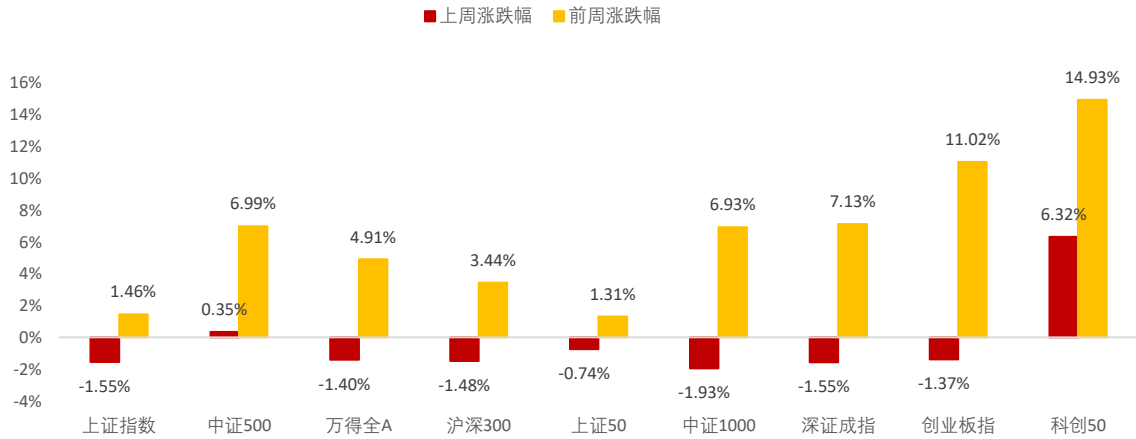
韩国政府正与三星电子和 SK 海力士就下一阶段大规模投资半导体生产设施的计划进行磋商，预计将很快会宣布新的超大型芯片产业集群相关消息。预计三星电子和 SK 海力士的投资规模可能达到 300 万亿至 400 万亿韩元。SK 海力士递交美国 IPO 文件，计划发行 ADR 最高募资约 45.45 万亿韩元（约合 294 亿美元），预计将于 7 月 10 日在纳斯达克上市，有望成为有史以来规模最大的 ADR 交易。消息称三星电子正筹备总规模近 90 万亿韩元（约 586 亿美元）的股份回购，用以发放员工奖金。

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 股各宽基指数涨跌不一。上证 50 下跌 0.74%，创业板下跌 1.37%，沪深 300 下跌 1.48%，中证 1000 下跌 1.93%，中证 500 上涨 0.35%，科创 50 上涨 6.32%。从行业板块看，上周**建筑材料、电子、非银金融**领涨，**有色金属、汽车、美容护理**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/6/2 6	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	16.9	↓ 0.26	57.7	↓ 1.98	93.9%	95.1%	93.6%
深证成指	37.4	↓ 0.61	86.7	↓ 0.59	97.8%	99.6%	99.5%
上证 50	11.1	↓ 0.14	50.9	↓ 2.48	73.6%	71.6%	62.9%
沪深 300	14.3	↓ 0.30	66.9	↓ 4.30	86.6%	86.3%	82.1%
中证 500	40.7	↑ 0.20	72.7	↓ 0.04	84.3%	99.8%	99.7%
中证 1000	51.5	↓ 1.21	73.6	↓ 0.84	73.6%	93.7%	91.8%
创业板指	53.0	↓ 0.55	61.1	↓ 1.60	59.7%	69.1%	67.1%
科创 50	239.2	↑ 13.70	99.9	↓ 0.06	99.9%	99.9%	99.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2026/6/2 6	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)	35.9	↓ 1.39	49.07%	↓ 0.99	49.1%	60.8%	58.9%
基础化工(申万)	32.3	↑ 0.43	77.14%	↑ 1.79	77.1%	93.7%	91.7%
钢铁(申万)	28.5	↓ 1.99	62.41%	↓ 2.91	62.4%	84.0%	79.0%
有色金属(申万)	21.5	↓ 1.94	21.77%	↓ 4.60	21.8%	35.0%	46.0%
电子(申万)	100.3	↑ 5.44	99.44%	↑ 0.16	99.4%	100.0%	99.9%
家用电器(申万)	14.3	↓ 0.31	29.62%	↓ 6.77	29.6%	31.7%	31.6%
食品饮料(申万)	18.5	↓ 0.63	9.55%	↓ 1.69	9.6%	1.1%	1.5%
纺织服饰(申万)	23.8	↓ 0.53	39.50%	↓ 3.43	39.5%	49.4%	44.8%
轻工制造(申万)	32.2	↓ 1.43	60.98%	↓ 3.08	61.0%	92.7%	90.3%
医药生物(申万)	29.5	↓ 0.41	21.60%	↓ 1.23	21.6%	34.7%	38.0%
公用事业(申万)	20.0	↓ 0.91	43.41%	↓ 10.63	43.4%	48.0%	49.6%
交通运输(申万)	16.1	↓ 0.27	38.34%	↓ 3.35	38.3%	44.3%	53.1%
房地产(申万)	17.2	↓ 0.68	66.95%	↓ 1.02	67.0%	76.7%	69.2%
商贸零售(申万)	32.2	↓ 1.77	57.51%	↓ 5.67	57.5%	65.8%	54.8%
社会服务(申万)	39.4	↓ 1.73	27.02%	↓ 3.99	27.0%	35.0%	16.9%
综合(申万)	130.4	↓ 4.52	98.95%	↓ 0.37	98.9%	98.3%	97.8%
建筑材料(申万)	47.3	↑ 4.31	99.63%	↑ 1.06	99.6%	100.0%	100.0%
建筑装饰(申万)	14.7	↓ 0.36	73.64%	↓ 1.33	73.6%	97.0%	96.6%
电力设备(申万)	36.0	↓ 1.77	43.95%	↓ 4.59	44.0%	64.0%	54.0%

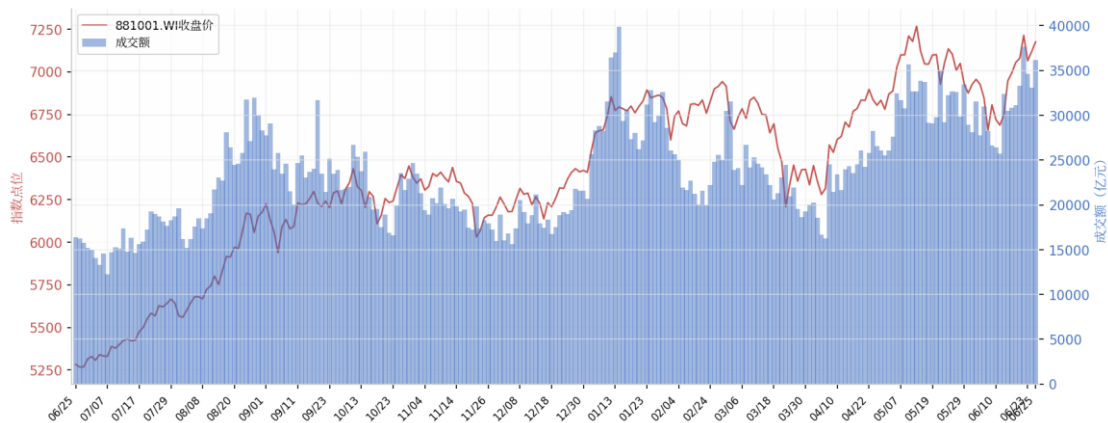
国防军工(申万)	65.0	↓ 2.57	44.93%	↓ 6.24	44.9%	61.3%	58.7%
计算机(申万)	66.6	↓ 3.76	68.95%	↓ 5.23	69.0%	65.9%	56.5%
传媒(申万)	34.2	↓ 1.01	28.88%	↓ 2.56	28.9%	45.6%	37.1%
通信(申万)	74.7	↓ 3.58	98.98%	↓ 0.25	99.0%	99.7%	99.6%
银行(申万)	5.7	↓ 0.14	30.12%	↓ 1.52	30.1%	31.1%	41.0%
非银金融(申万)	11.1	↑ 0.25	0.67%	↑ 0.46	0.7%	0.7%	1.0%
汽车(申万)	24.6	↓ 2.07	56.16%	↓ 9.27	56.2%	37.6%	17.7%
机械设备(申万)	48.9	↓ 1.65	78.57%	↓ 0.99	78.6%	99.2%	99.0%
煤炭(申万)	20.0	↓ 1.12	76.79%	↓ 1.25	76.8%	96.0%	94.7%
石油石化(申万)	18.0	↓ 0.58	50.02%	↓ 4.34	50.0%	73.8%	75.9%
环保(申万)	26.5	↓ 1.08	54.67%	↓ 1.64	54.7%	87.0%	86.5%
美容护理(申万)	28.0	↓ 2.16	10.39%	↓ 9.72	10.4%	8.5%	3.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值涨跌不一。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周**电子、建筑材料、基础化工**估值上行最多，**综合、计算机、通信**下行最多。当前**建筑材料、电子、通信**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、食品饮料、美容护理**板块估值处于历史较低水平。

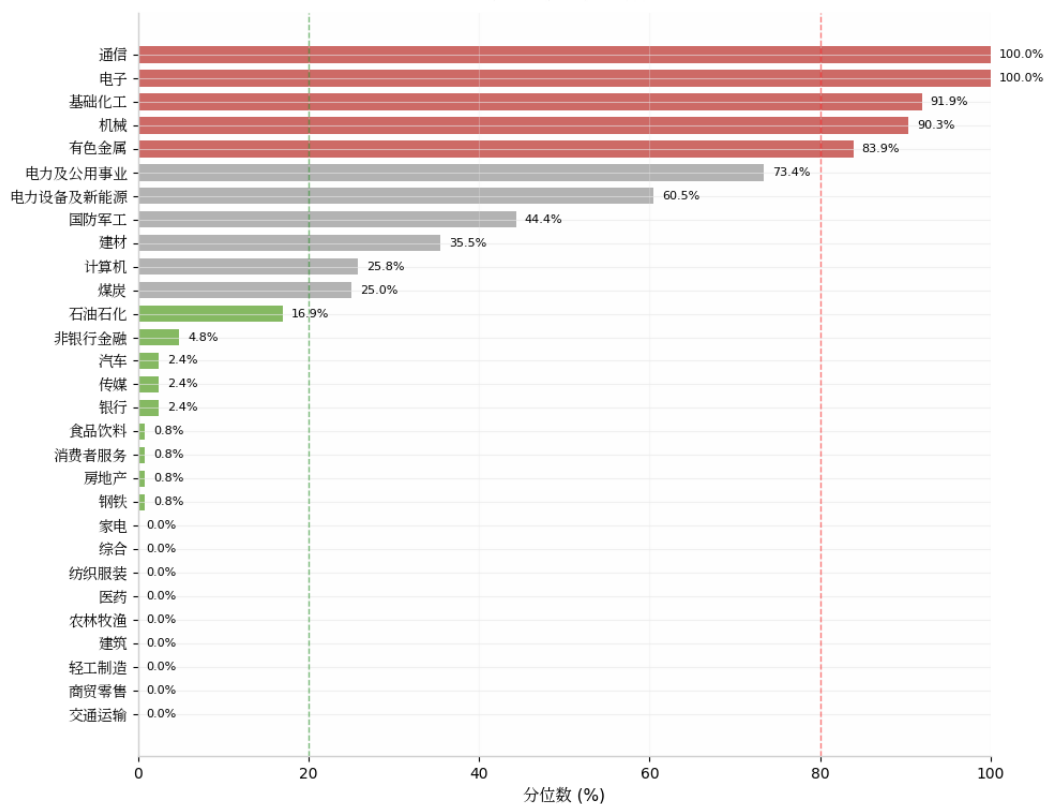
3、权益市场情绪

全市场成交金额与指数价格

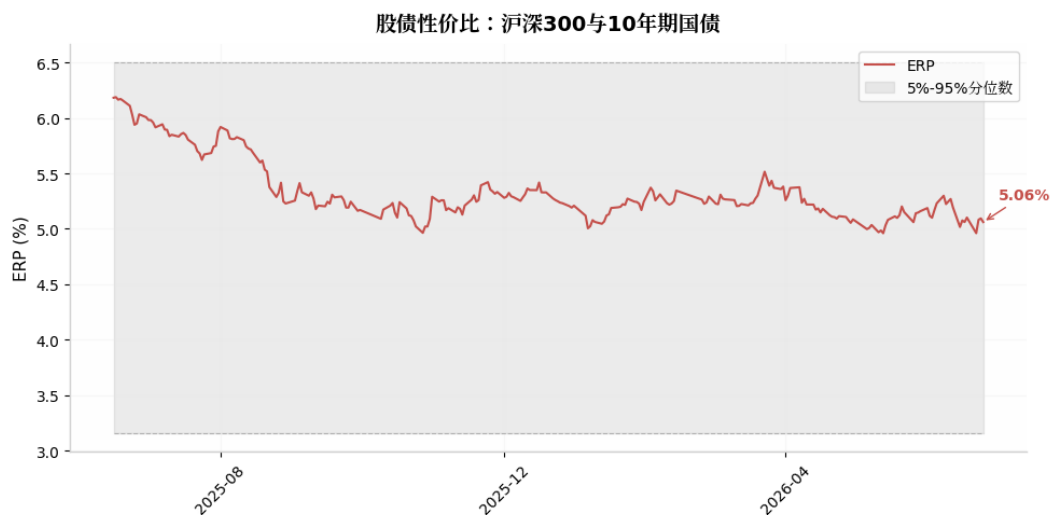


数据来源：Wind

行业拥挤度分位数



数据来源：Wind



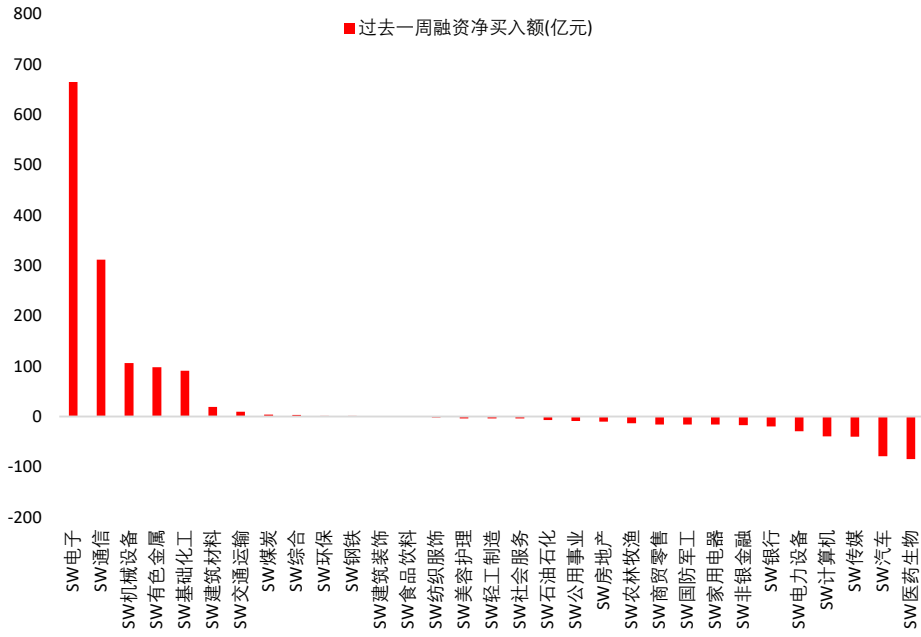
上周量化模型的信号为"中性偏多"。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上涨。从行业拥挤度的角度，通信、电子、基础化工的拥挤度较高。

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 5.06%，ERP 处于 2016 年以来 41.05%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

6月26日，两融资金占比为 4.89%，6月18日为 10.73%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月26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）

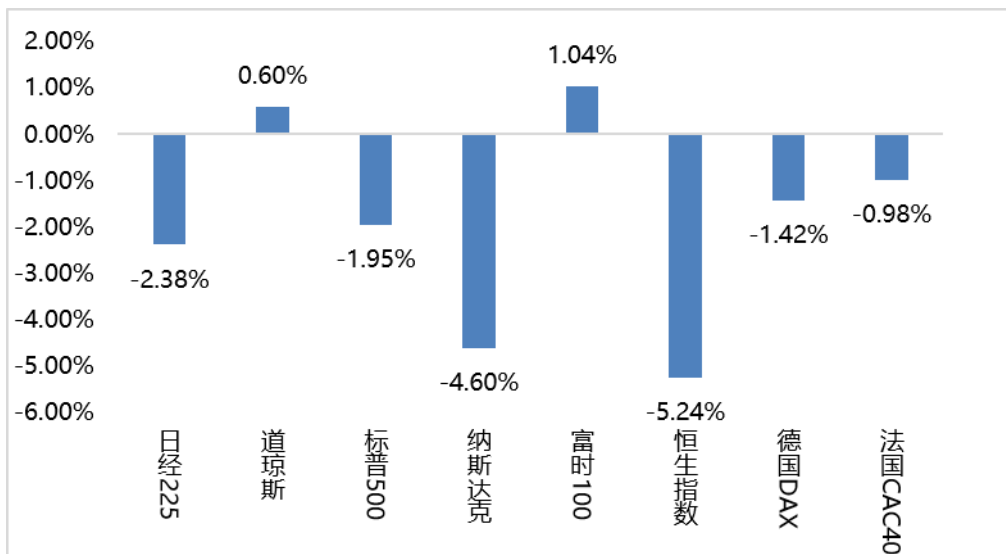


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍表现较弱。美国股市方面，道指上涨 0.60%，标普 500 下跌 1.95%，纳指下跌 4.60%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.04%，德国下跌 1.42%，法国下跌 0.98%；亚太股市方面，日经指数下跌 2.38%，恒生指数下跌 5.24%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

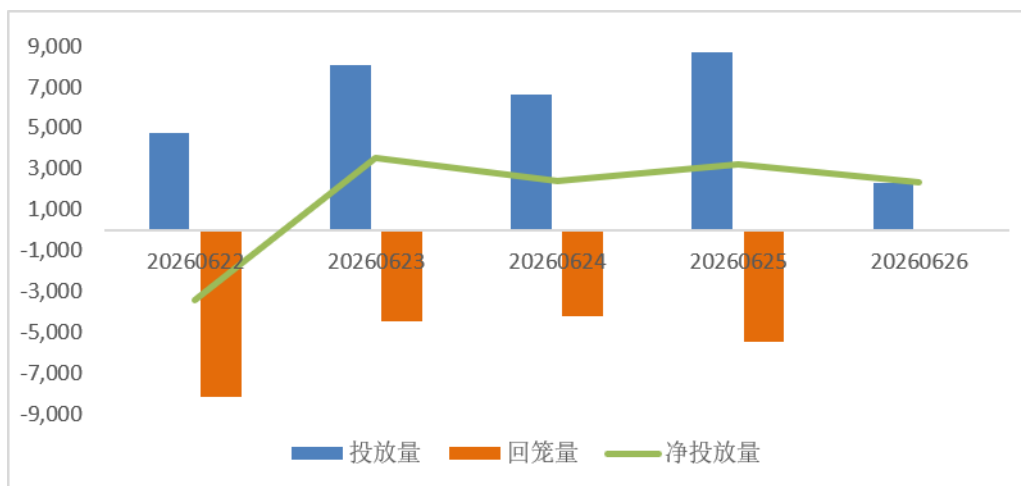


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 22655 亿元逆回购、5000 亿元 MLF 及 2800 亿国库现金定存操作，因有 19358 亿元逆回购及 3000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 8097 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 0 亿元，地方政府债计划发行 2373 亿元，整体净缴款 1480 亿元。

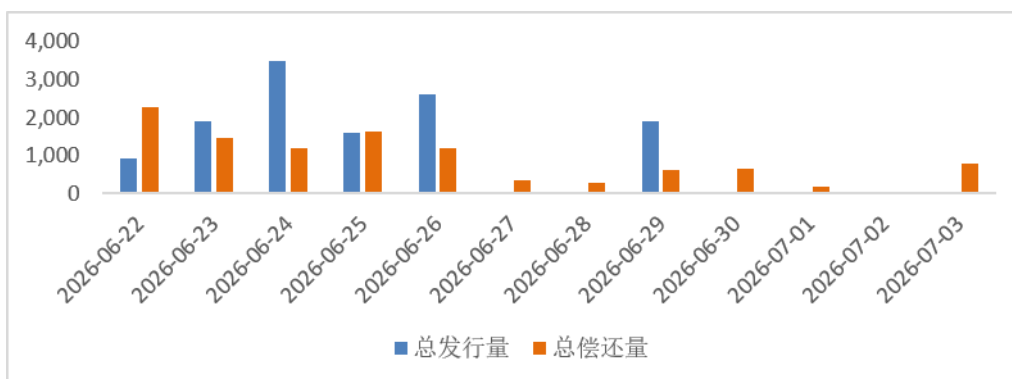
图：6月29-7月3日政府债发行缴款

单位：亿元

	6月29日		6月30日		7月1日		7月2日		7月3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	1380	0	885	0	0	0	108	0	0
到期	0	427	0	215	0	174	502	0	0	13
缴款	0	437	0	1380	0	885	0	0	0	108
净缴款	10		1165		711		-502		96	

同业存单发行：本周（6月29-7月3日）存单到期 2866 亿元，较前一周的 7746 亿元大幅回落。

图：同业存单到期与发行

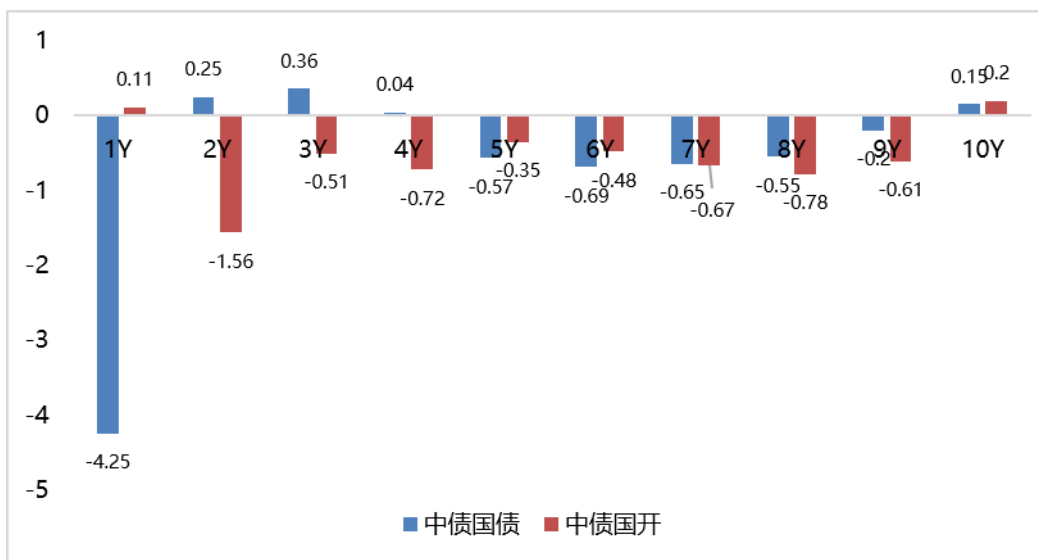


回购市场：上周资金面整体呈现“前紧后松、逐步缓和”的运行态势。上周一，受公开市场净回笼 3415 亿元以及大型商业银行净融出规模回落至 2.12 万亿元的双重影响，市场流动性边际收敛，推动各期限资金利率上行。周二，尽管央行转为净投放，但规模仅为 750 亿元，操作相对克制，未能完全对冲资金面的紧张情绪，市场整体仍维持偏紧格局。上周后半周，随着央行连续实施净投放，并配合 MLF 超额续作 2000 亿元，银行体系流动性得到显著补充，大型商业银行融出意愿持续修复，上周五，大行净融出规模大幅回升至 3.9 万亿元，市场流动性由紧转松，最终达到均衡偏宽裕状态。受此带动，资金利率显著下行，截至上周五收盘，R001 与 R007 分别回落至 1.40%和 1.51%。

票据利率：上周票据利率波动剧烈。上周一早盘主要大行进场上调报价，票价震荡走高，随着卖方情绪收敛票价震荡；周二情绪反转，主要大行下调报价，卖盘出票谨慎，利率震荡下跌；周三午后卖盘力量提振，票价有所回升；周四随着大行降价收票，利率走低；周五票源供给充足，买盘需求收敛，利率上行。

(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 6 月 28 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	15.98	14.6	29.64	22.11
环比	4.61	-0.93	0.72	-3.59
年初以来	-5	3.53	14.12	-8.29
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	24.11	15.41	18.91	45.75
2016 年以来分位数	28.05%	44.16%	91.49%	21.22%

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 6 月 28 日）

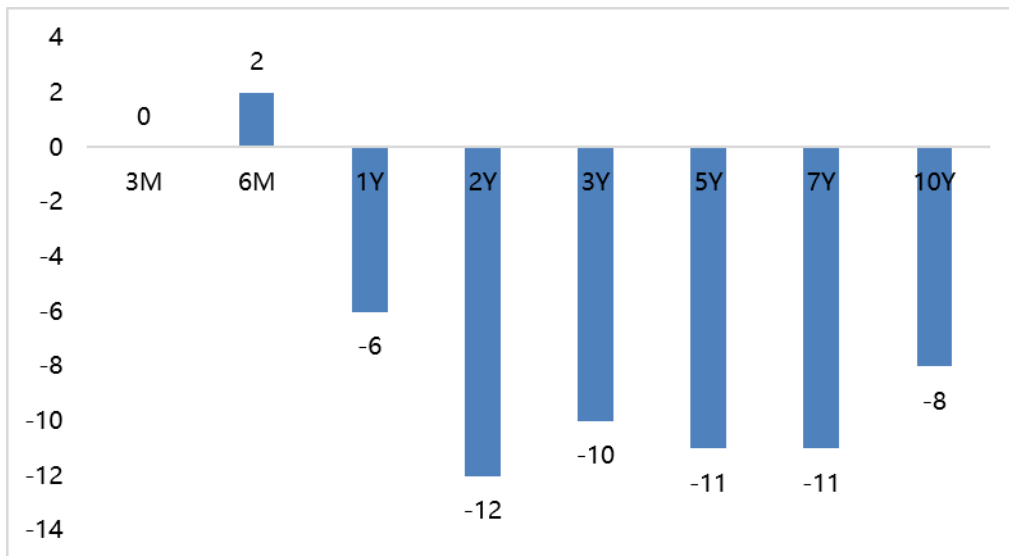
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	12.8	17.55	18.07	20.88	22.73
环比	-1.24	1.34	-2.51	1.19	-1.38
年初以来	-19.54	-17.68	-19.19	-12.76	-22.39
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	41.76	34.00	36.42	40.61	42.01
2016 年以来分位数	4.43%	8.40%	7.21%	6.30%	8.59%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率普遍下跌。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.25BP 至 1.1292，3 年期上行 0.36BP 至 1.2890，5 年期下行 0.57BP 至 1.4350，10 年期上行 0.15BP 至 1.7314。

长时期高等级票据信用利差涨跌不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.24BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 1.34BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.51BP。

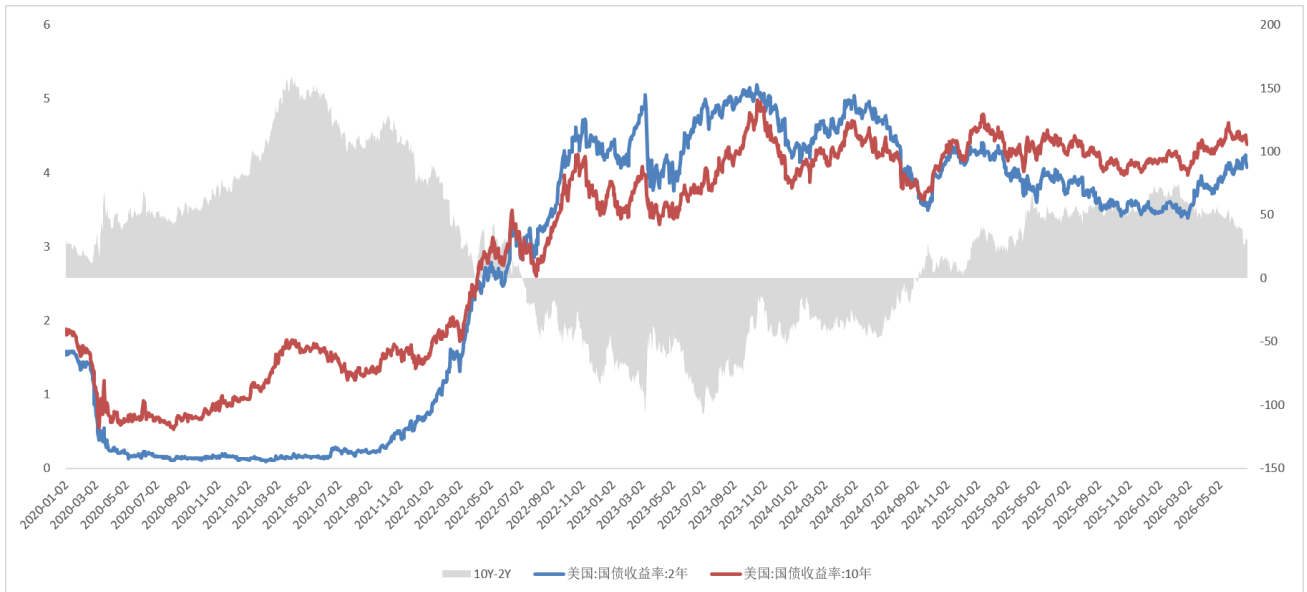
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率普遍下跌。1 年期美债收益率下跌 6BP，3 年期美债收益率下跌 10BP，10 年期美债收益率下跌 8BP。

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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.52%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.05%，即期汇率贬值 0.55%，离岸人民币汇率贬值 0.39%。

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	101.3565	6.8166	6.7997	6.8048
对照日期	100.8325	6.813	6.7623	6.7782
涨跌	0.52%	-0.05%	-0.55%	-0.39%

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

宏观方面，6月LPR连续第十三个月不变，MLF续作加量2000亿元，但叠加买断式逆回购缩量3000亿元后中期流动性净回笼1000亿元，央行倾向以结构性工具维持适度宽松。两融余额首次突破3万亿元、年内累计增加4723亿元，杠杆资金推动A股风险偏好升至高位；1—5月规模以上工业利润同比增长18.8%，电子行业利润大增，盈利修复高度集中于算力链。海外方面，美联储加息预期成为全球定价主线，美国5月PCE同比4.1%、核心PCE同比3.4%

均创 2023 年以来新高，黄金跌破 4000 美元、较年初约 5600 美元高点回撤近三成，白银较高点腰斩，贵金属与长久期资产同步承压；霍尔木兹海峡军事摩擦与伊朗石油重新入市并存，油价供需两端拉锯。

国内方面，6 月 MLF 操作 5000 亿元、对冲 3000 亿元到期后净加量续作 2000 亿元，连续第二个月加量、规模较 5 月再扩 1000 亿元，但同期两个期限买断式逆回购合计缩量 3000 亿元，中期流动性实际净回笼 1000 亿元，并预告月末新增隔夜逆回购。MLF 加量主要对冲半年末跨季与政府债供给压力、呵护资金面，而新增隔夜逆回购落地陆家嘴论坛的利率调控优化，反映其更看重短端利率走廊的精度而非流动性规模。一年期 LPR3.00%、五年期以上 3.50% 连续第十三个月不变与此逻辑一致：一季度经济起步平稳、银行净息差仍受约束，政策利率未动，央行优先以结构性工具和流动性呵护压低综合融资成本。资金面活跃直接体现在两融余额首次突破 3 万亿元、年内累计增加 4723 亿元，杠杆资金加速进场推升 A 股风险偏好；与此同时券商按监管要求暂停股票类跨境 TRS 新增、存量自然到期压降，场内杠杆扩张与场外杠杆收紧并行，监管对杠杆结构有意引导。1—5 月规模以上工业利润同比增长 18.8%、较 1—4 月加快 0.6 个百分点，其中电子行业利润增长 103.9%、对全部规模以上工业企业利润增长贡献率达 43.1%，企业盈利修复的弹性高度依赖 AI 算力与存储芯片需求，盈利结构的高度集中本身即是成长风格相对占优的信号。

国际方面，上周海外定价主线从降息交易切换为再通胀与紧缩并存，美联储加息预期重估是核心驱动。美国 5 月 PCE 同比 4.1%、核心 PCE 同比 3.4%，分别为 2023 年 4 月与 10 月以来最高，通胀粘性超出前期降息叙事的容忍度；同期一季度实际 GDP 终值上修至 2.1%、5 月耐用品订单环比下降 4.5% 创近一年最大降幅，呈现价格上行与需求边际转弱并存的类滞胀特征。现货黄金跌破 4000 美元、较年初约 5600 美元高点回撤近三成，白银较高点腰斩，无息与长久期资产首当其冲。芯片供给侧的成本冲击进一步固化通胀粘性：苹果 Mac、iPad 多款产品涨价达 20%，存储与内存供应紧张被指持续至 2027 年之后，硬件涨价正由企业成本向终端消费品传导，形成服务通胀之外的新增上行压力。地缘层面，霍尔木兹海峡军事摩擦与美伊石油谈判同步推进，通行风险威胁原油供给，而美方发布 60 天一般许可证暂时放松对伊朗石油制裁、原油有序回流将增加供给，油价在地缘溢价与供给宽松之间双向拉锯。

(二) 权益市场展望和策略

展望后市，A 股短期仍处于高波动区间，核心扰动来自海外科技股调整、AI/半导体拥挤交易消化以及短端加息预期反复。海外方面，本周美股科技股明显回调，纳指领跌，日韩半

导体产业链也出现剧烈波动，反映全球高景气科技资产在前期涨幅较大、交易拥挤度偏高后，正经历一轮风偏收缩下的估值消化。但从基本面看，美光 FY26Q3 财报大超预期，且存储供需紧张预计延续至 2027 年后，说明 AI、存储和上游材料方向并未出现基本面证伪，本轮调整更多是风险偏好和交易结构冲击。流动性方面，美债收益率全曲线下行，原油因中东停火预期大幅回落，通胀压力边际缓和；国内 10 年期国债收益率维持低位窄幅震荡，国内流动性环境仍偏友好，A 股调整并非来自国内分母端收紧。

策略上，短期仍需保持一定防守意识，仓位不宜过度激进，尤其要警惕海外科技股波动、加息预期反复和高拥挤交易带来的阶段性回撤。但中期来看，市场仍处于半年报业绩验证期，基本面强景气方向在风偏冲击后的快速调整，反而可能提供较好的配置窗口。配置上，主线仍应围绕 AI 产业链强景气方向展开，重点关注存储、AI 上游原材料、光通信等业绩兑现能力较强的环节；对于低估值价值股和防御方向的相对抗跌，不宜简单理解为风格切换，若缺乏景气改善和盈利弹性，仍需回避低估值陷阱。总体来看，当前市场不是中期趋势反转，而是高位震荡中的风险消化阶段，操作上宜采取“控制仓位、精选景气、调整中寻找买点”的思路。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市大概率延续区间震荡偏强格局，核心变量仍是跨季资金面和公开市场续作节奏。由于上周大规模 7 天期逆回购将在本周集中到期，叠加月末财政收支、季末考核和政府债供给，短端资金价格仍可能阶段性波动。不过，央行已提前公告月底增加隔夜逆回购品种，并通过 MLF 加量续作和 7 天期逆回购净投放稳定预期，说明跨季流动性大概率平稳，资金利率持续大幅上行并冲击债市的概率不高。

其次，短端利率调控机制优化需要从“降息交易”转向“波动率下降交易”来理解。隔夜逆回购的落地有助于提高央行对短期流动性缺口的响应速度，使 DR001、DR007 围绕政策利率运行更有序，但并不意味着资金价格会重新回到 4 月至 5 月极度宽松状态。因此，下周若债市继续走强，更多可能来自跨季担忧缓和、配置盘补仓和超长端期限利差压缩，而不是降息预期直接兑现。10 年国债若重新逼近 1.70%，仍建议警惕止盈盘和情绪扰动；若回到 1.75% 附近，则配置和交易资金的参与性价比会明显提升。

策略方面，建议维持中性略积极，但继续强调节奏控制和仓位纪律。组合层面，可继续以 1-3 年高评级信用债、存单和中短久期利率债作为底仓，通过票息和适度杠杆获取稳健收益，但跨季前后不宜过度依赖杠杆。长端利率债仍以波段操作为主，10 年期国债在 1.75% 附

近可逐步增加交易性仓位，靠近 1.70%则以止盈和降低久期为主。超长端方面，30 年国债期限利差仍处相对偏高位置，下半年可能仍有压缩机会，但当前位置适合小仓位、逢调整参与，不宜在 2.20%附近继续追多。

整体而言，6 月 22 日至 26 日债市走势说明，季末资金扰动会带来阶段性调整，但在央行明确呵护流动性的背景下，调整更容易被配置盘承接，暂不构成中期逻辑反转。后续操作上，应继续坚持“区间震荡、逢调整配置、逢低位止盈”的思路，在收益率快速下行时控制久期，在资金扰动、供给冲击或止盈压力带来收益率上行时寻找配置窗口。中期看，弱现实和广谱利率下行仍对债市有利，但低利率阶段安全边际有限，组合管理应更加重视回撤控制。

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。