

多资产分化下的结构性布局

【策略观点】

2026年5月全球权益市场科技主线持续深化,同时大宗商品与非科技资产呈现显著分化走势,股债汇“三牛”格局延续。

展望6月,大类资产重在组合配置的结构性机会。当前宏观环境特征为:美国“类过热”、国内“外需强内需缓”、全球流动性维持相对充裕但货币量趋紧、地缘风险溢价有所回落。

策略上,国内权益: 建议均衡布局。1) 成长端: 继续关注AI算力产业链,关注回调后布局窗口。2) 防御端: 建议超配低估值高股息红利资产。3) 股指期货建议标配沪深300股指期货(IF)+中证1000(IM)。**国内债券:** 1) 建议利率债保持中性久期,不激进追涨。2) 关注中短期限、偏低评级(AA/AA+)城投及产业债的结构性机会。3) 可转债建议关注正股景气度强、条款优良的品种。**国债期货:** 关注30年国债期货多头配置,以及期限利差机会。**大宗商品:** 1) **贵金属:** 建议标配黄金,短期等待实际利率回落、油价确定企稳后逢低布局;黄金长期牛市逻辑未变(央行购金+美元信用下滑),可作为长期组合底仓。2) **能源化工:** 短期建议维持观望;若油价跌至80-85美元/桶区域可考虑逢低配置能源化工资产。3) **有色金属:** 建议多头配置铜(沪铜/LME铜)和铝(沪铝),铜矿历史新低+AI电网需求爆发+全球补库需求,铜价中枢系统性上移;铝受益于供给约束,维持震荡偏强。4) **黑色金属:** 整体偏震荡,煤炭短期看多,持续性存疑,钢铁保持观望。

投资咨询业务资格:
京证监许可【2012】76号

巩婷婷

电话: 010-84555101

邮箱

gongtingting@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F0277107

投资咨询资格号

Z0010147

【目录】

一、 大类资产表现回顾	1
二、 大类资产展望分析	3
2.1 国外宏观：美国经济韧性与通胀压力并存	3
2.2 国内宏观：经济基本面呈现“外需强、内需稳中趋缓”的分化格局 ..	5
2.3 权益类：延续“震荡蓄力、高位换手”格局	7
2.4 债券类：震荡格局延续，关注结构性机会	8
2.5 大宗商品：地缘溢价退潮，资源品结构性看多	8
三、 大类资产配置策略	10

一、大类资产表现回顾

5月，全球权益市场科技主线持续深化，同时大宗商品与非科技资产呈现显著分化走势。

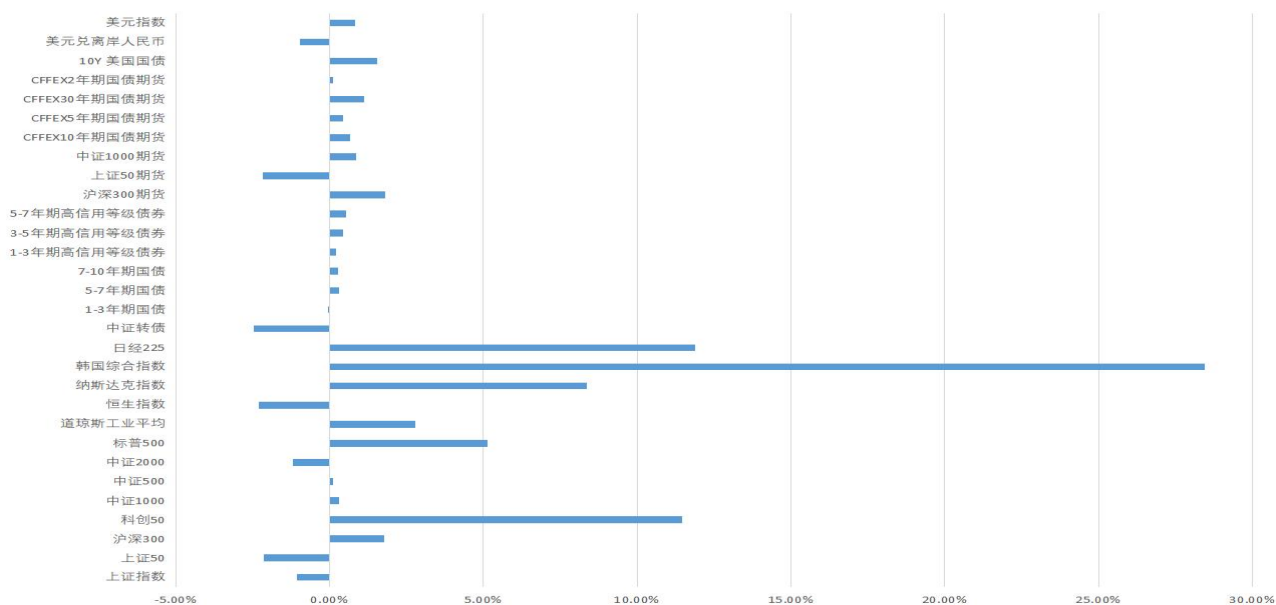
权益市场，国外方面，美股三大指数再创新高，港股恒生指数下跌约2.3%；国内，主要股指分化较明显，科技成长风格显著占优，大盘价值相对疲弱，其中上证综指下跌1.1%，科创50上涨11.5%。AI算力链从半导体向CPO、PCB、存储全面扩散，申万31个行业中仅约5个收红，通信、电子领涨，分化极为显著。

债券市场，美联储表态偏鹰+通胀高企推动美债收益率最高上行至5.2%后月末有所回落；国内，国债收益率整体下行，其中10年期国债收益率跌破1.8%至1.71%，创年内新低。30年期国债收益率基本持平2.2%附近。

大宗商品市场，整体分化加剧，原油5月下旬因美伊就延长停火60天达成框架协议而急跌；贵金属小幅回落；有色金属在AI算力基建+全球电网投资+矿端供给约束三重支撑下逆势上涨；农产品逆势走强；黑色系“钢弱煤强”。美元指数环比上升0.84%；人民币延续升值，美元兑人民币降至6.76，年初以来累计升值约3.2%。

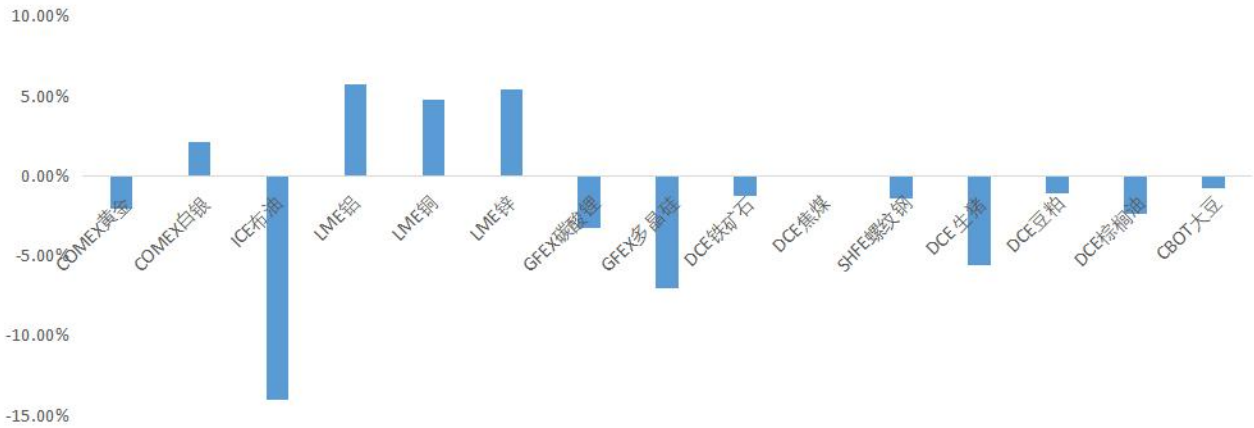
整体来看，5月全球大类资产核心定价逻辑围绕三条主线：一是全球AI算力主线持续深化，科技板块获超额收益；二是油价急跌、能源板块承压；三是中国资产走出相对独立逻辑，股债汇“三牛”格局延续。

图表1 2026年5月全球股债汇表现



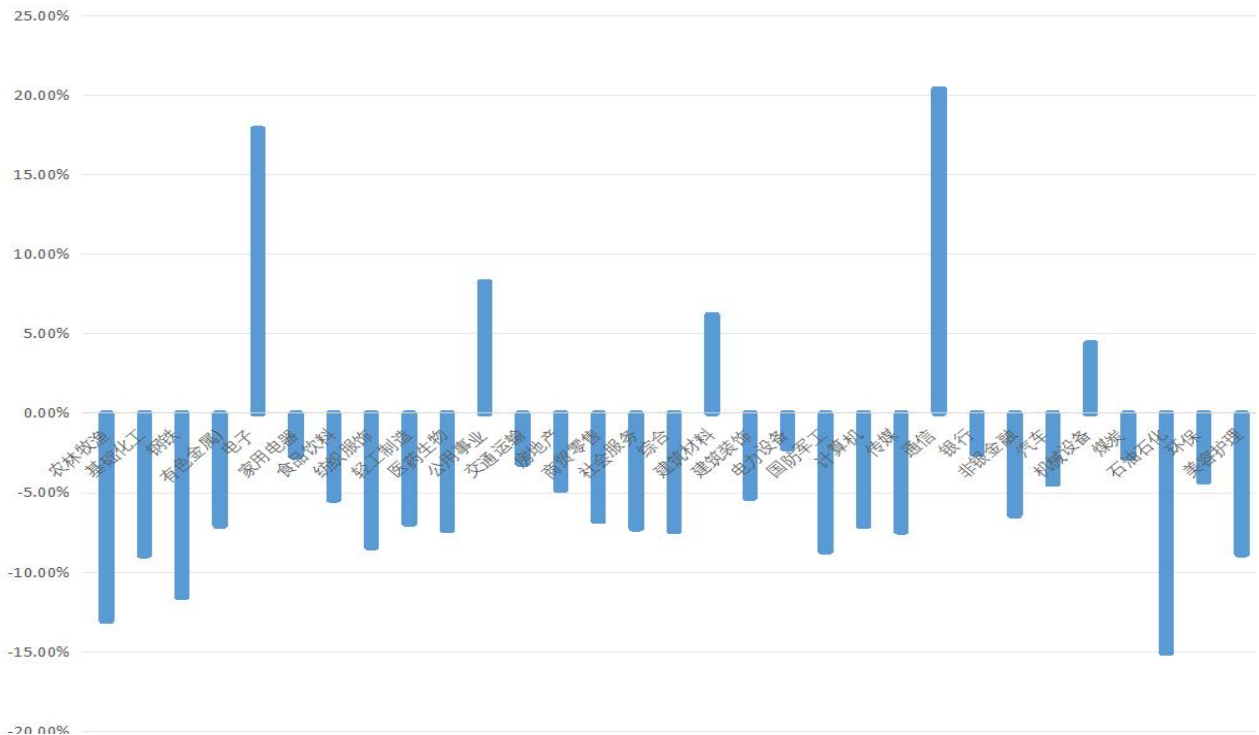
数据来源：WIND、国元期货

图表 2 2026 年 5 月大宗商品表现



数据来源：WIND、国元期货

图表 3 2026 年 5 月 A 股各行业涨跌幅



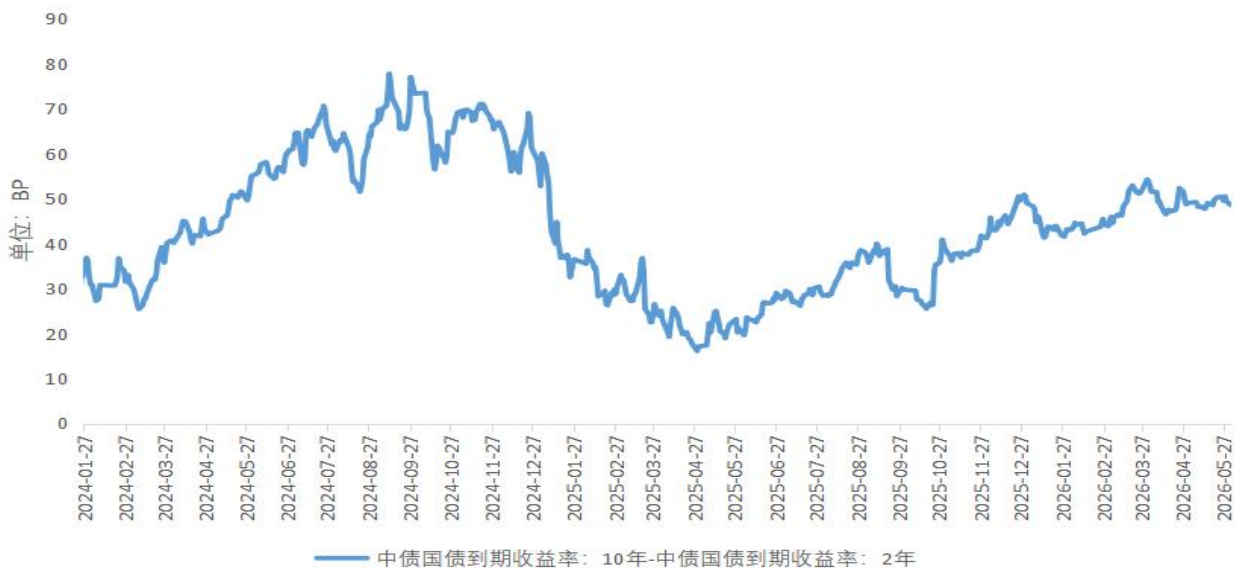
数据来源：WIND、国元期货

图表 4 中债国债收益率



数据来源：WIND、国元期货

图表 5 国债期限利差 5 月有所扩大



数据来源：WIND、国元期货

二、大类资产展望分析

2.1 国外宏观：美国经济韧性与通胀压力并存

(1) 地缘政治：美伊局势趋于缓和，霍尔木兹海峡风险下降

5月下旬，美伊双方就延长停火 60 天达成框架协议，双方整体局势有所降温。但截至目

前，正式协议尚未落地。6月1日，伊朗宣布切断与美国的间接对话，并威胁“彻底封锁霍尔木兹海峡”，布油盘中一度涨超6%至97美元。总体而言，地缘扰动对全球大类资产的边际冲击已明显下降，但尾部风险尚未消除。

（2）美国经济数据整体维持韧性，通胀加速突破

5月美国非农新增就业17.9万人，连续3个月维持正增长。与此同时，失业率稳固维持在4.3%，就业市场维持韧性。通胀方面，美国4月CPI同比上涨3.8%，核心CPI同比2.8%，PPI同比高达6.0%，均超市场预期。美国经济呈现“增长韧性尚存、通胀加速突破”的结构性特征。

（3）美联储政策不确定上升，加息预期升温

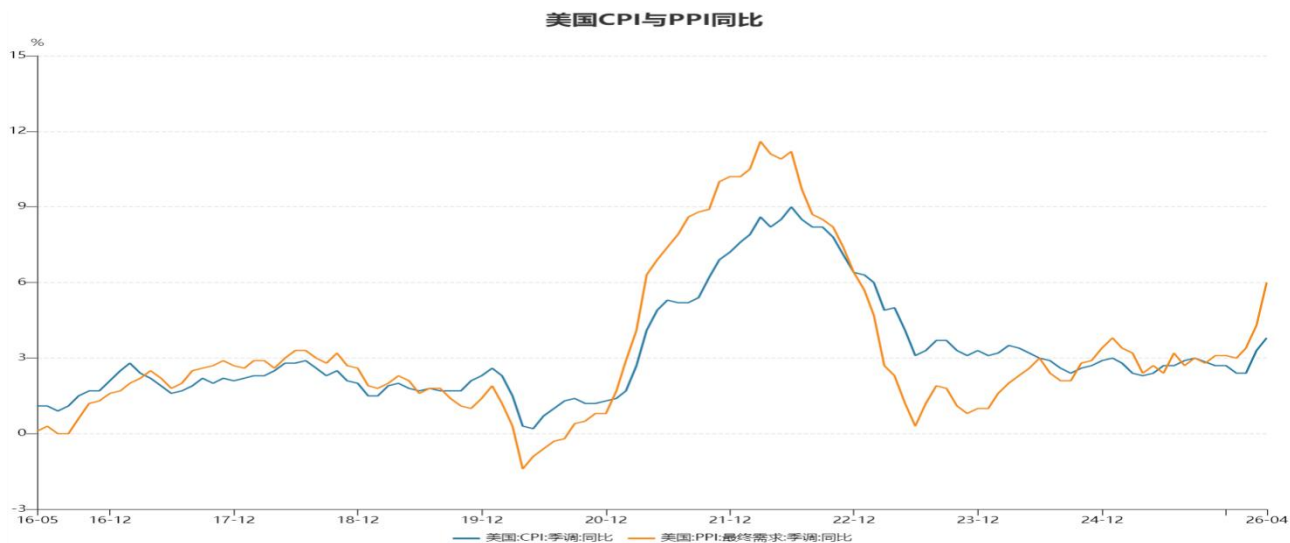
5月15日，凯文·沃什正式就任美联储主席，其核心政策主张是强调美联储独立性与长期结构性改革，明确“缩表+降息”政策组合—缩表打击金融杠杆，降息维护债务可持续性。但实际数据显示通胀持续超预期，当前10Y美债利率4.45%-4.67%，进一步降息空间极为有限，市场对2027年3月以前加息的概率定价约40%，取决于通胀回落幅度与地缘局势演变。

图表6 美国非农连续3个月维持正增长



数据来源：WIND、国元期货

图表 7 美国 4 月通胀水平明显提升



数据来源：WIND、国元期货

2.2 国内宏观：经济基本面呈现“外需强、内需稳中趋缓”的分化格局

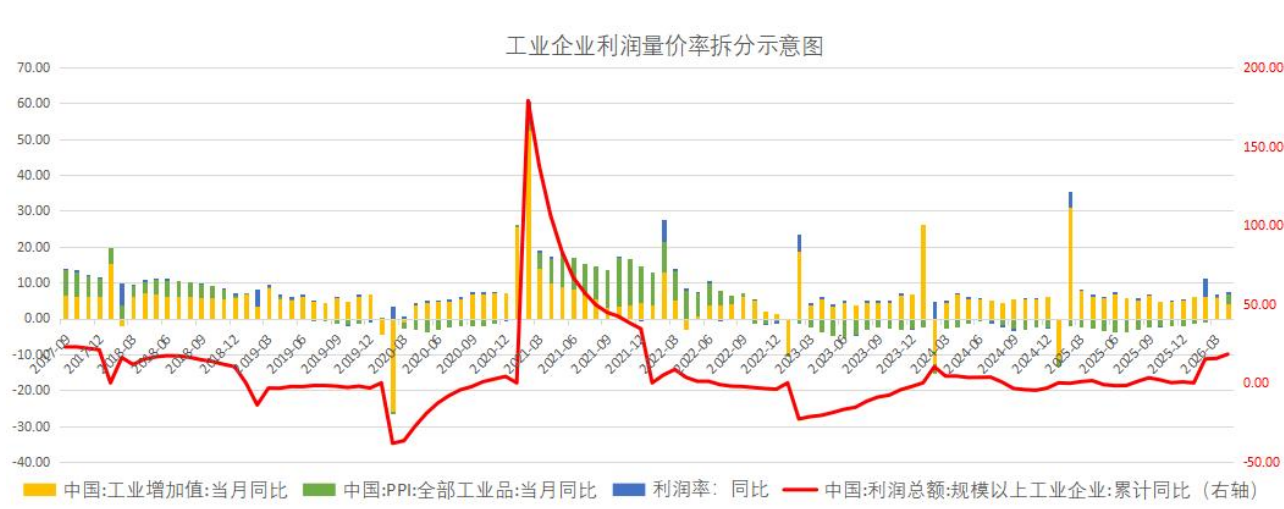
（1）国内宏观经济基本面

2026年1-4月度全国规模以上工业企业利润增长18.2%，4月同比增长24.7%，连续两月实现两位数高增，增速较3月提升8.9%。PPI步入快速回升区间，为工业企业利润修复提供价格支撑，盈利增长主要依靠上游价格拉动，终端需求复苏偏缓。但生产端有所放缓，工业增加值4月同比增速降至4.1%（前值5.7%）。

2026年一季度GDP同比增长5.0%，为2023年三季度以来最高增速。但4月以来经济动能有所放缓，需求端呈现结构性分化。其中固定资产投资累计同比4月转为下降1.6%（前值增1.7%），其中基建投资累计同比增长4.9%、制造业投资增长1.2%、房地产投资下降13.7%；社会消费品零售总额4月同比仅增0.2%（前值1.7%），内需修复节奏偏缓。外需方面，4月中国出口同比大幅增长14.1%（前值2.5%），AI产业链出口贡献突出。

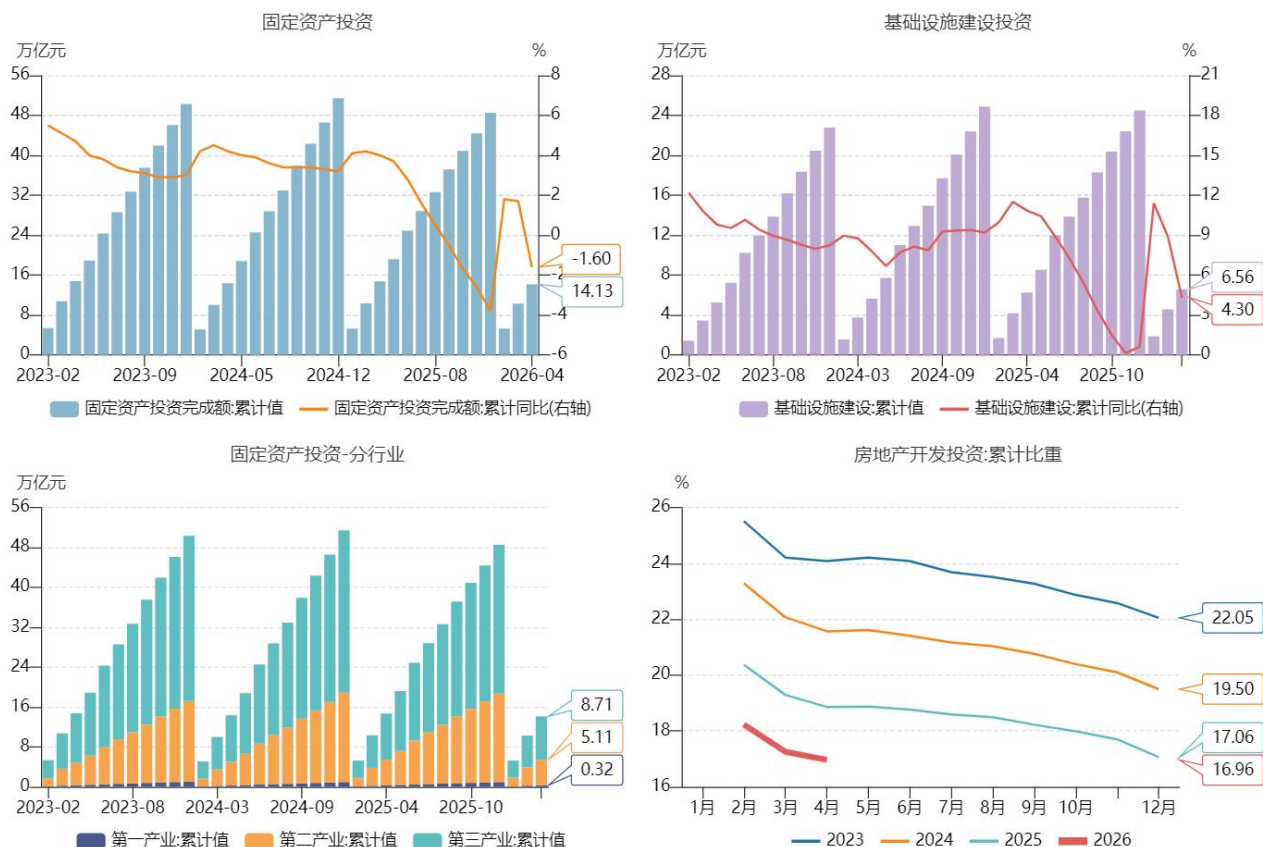
整体而言，国内经济基本面呈现“外需强、内需稳中趋缓”的分化格局，上游行业盈利显著改善。

图表 8 工业企业利润连续两月实现高增速



数据来源：WIND、国元期货

图表 9 固定资产投资累计同比 4 月转为下降



数据来源：WIND

图表 10 国内 5 月通胀水平维持平稳



数据来源：WIND、国元期货

(2) 国内宏观经济政策

政策层面，4月中央政治局会议对一季度经济发展予以高度肯定，强调“以更大力度和更实举措抓好经济工作”。货币政策方面，央行维持适度宽松基调，但央行货币政策执行报告删除“灵活运用降准降息”表述，政策约束更侧重防范输入性通胀压力，短期总量宽松工具落地节奏放缓。财政政策方面，超长期特别国债及政策性金融工具对“六张网”领域的集中支持已开始初步向实物工作量传导。

2.3 权益类：延续“震荡蓄力、高位换手”格局

5月以来，A股市场延续了以AI产业链为主线的结构性行情，估值快速抬升后，短期面临获利盘消化压力。

展望6月，我们认为市场大概率延续“震荡蓄力、高位换手”格局。后市重点关注“六张网”政策落地成效，若5月金融数据及二季度末固投数据出现好转，顺周期资产（周期、消费）或将被带动，AI产业链为主线或高位震荡调整，但产业景气度短期难以证伪，中长期AI算力与新能源等高景气度方向仍是核心主线，回调即是布局窗口。

行业配置方面，建议：一方面继续持有AI科技主线（算力、半导体、光模块、CPO等核心子行业）中长期确定性高的龙头标的；另一端配置低估值、高股息的红利防御资产（银行、煤炭、电力、水电），叠加对冲风险。当前成长风格PE分位数已处历史88.9%高位，而金融、上证50、沪深300估值分别处历史7.8%、44.5%、21.5%低分位，配置性价比突出。股指期货方面，建议标配沪深300股指期货和中证1000股指期货。

2.4 债券类：震荡格局延续，关注结构性机会

5月国内债市维持偏强格局，10年期国债收益率下行3.8BP至约1.709%，创年内新低。主要原因一是人民币持续升值，企业结汇增加银行存款，改善银行负债端并补充流动性；二是信贷需求偏弱，货币政策宽松定向支撑债市；三是理财规模季节性扩张，资产配置需求旺盛。但进入6月，随着超长期特别国债及地方债发行放量，短期债市或面临一定扰动。

展望6月，预计10年期国债收益率下行空间受压缩，或区间震荡的概率较大，30年期国债收益率基本稳定在2.2%附近。

策略上，采取“攻守兼备”，久期保持中性，利用超长利率债（30Y、50Y国债）和中端二永债的高流动性+高利差特征做波段交易。信用债方面，当前“资产荒”格局仍未缓解，高评级信用债缺乏性价比，建议关注中短期限、偏低评级（AA/AA+）城投及产业债的结构性机会。

对于转债：转债市场估值经调整后处合理区间。我们认为当前股票市场的中长期走势仍较为乐观，机构投资者对权益资产的配置需求或仍较强，关注正股景气度持续改善的优质转债标的。

2.5 大宗商品：地缘溢价退潮，资源品结构性看多

（1）原油：短期或维持宽幅震荡

5月下旬，随着美伊就延长停火60天达成框架协议，布伦特原油期货单周暴跌11%，全月暴跌约19.3%至92美元/桶。但6月1日伊朗宣布切断与美国的间接对话、威胁封锁霍尔木兹海峡，油价随即反弹，尾部风险尚未彻底消除。

基本面来看，全球原油需求受制于高油价下的需求抑制，而OPEC+协调能力面临阿联酋退出带来的不确定性。若美伊最终正式达成协议、霍尔木兹海峡恢复，中长期原油供给改善、价格中枢或将下移。若冲突升级影响实际供给，油价可能再次上探100美元上方。市场在地缘溢价与基本面之间反复博弈，预计原油短期维持宽幅震荡格局，油价中枢90-100美元/桶，波动率维持高位。关注OPEC+产量决议及美伊谈判进展。

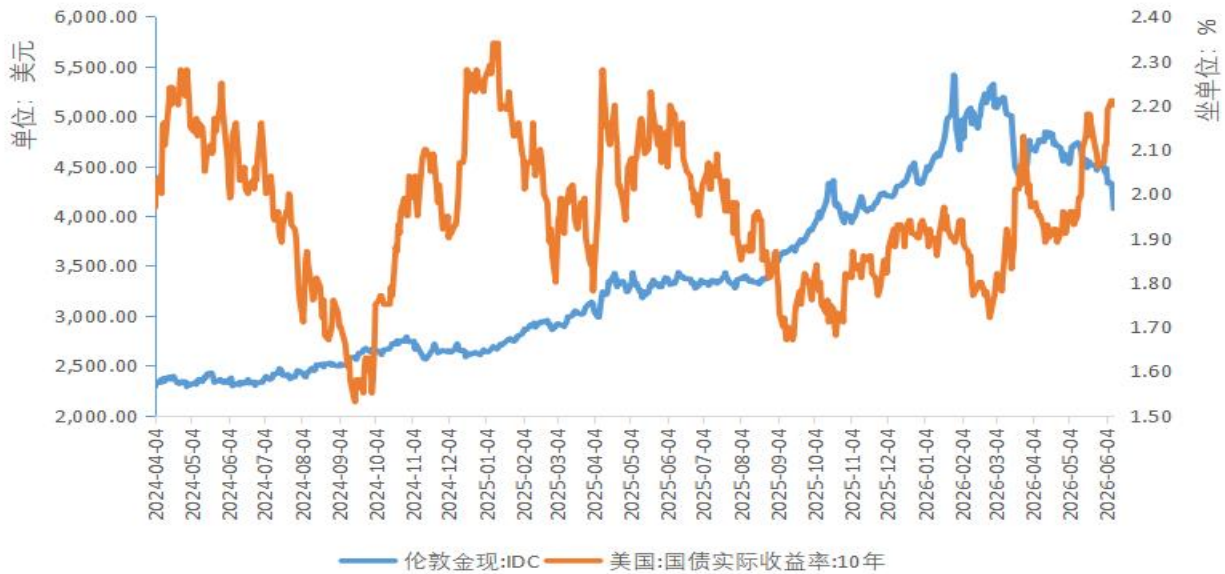
短期建议保持观望，可在油价回落至85-90美元区间时分批建仓多头，控制仓位，避免在地缘事件驱动的高位追涨。

（2）贵金属方面：短期偏弱，等待配置机会

近期黄金处于震荡承压阶段，美国 10 年期过账实际收益率 6 月初上升至 2.2% 上方，对金价形成压制，预计金价短期偏弱。

但中长期来看，黄金牛市核心逻辑未变：美元信用体系面临结构性压力，全球央行持续购金，去美元化趋势持续。当前黄金波动率和投机仓位有所回落，赔率改善，建议在实际利率、油价回落确定后，择机逢低布局黄金配置机会。

图表 11 美国实际利率上升对黄金构成一定压力



数据来源：WIND、国元期货

(3) 有色金属方面：供需双重驱动，继续看多铜铝等工业金属

有色金属在 5 月逆势上涨，成为大宗商品中的亮点。从供给端来看，铜矿加工费跌至历史新低，矿端供应偏紧格局极为突出；高能源价格对冶炼成本形成持续支撑，全球铜显性库存处于近年低位。铝方面，国内电解铝供应问题较为突出。从需求端来看，全球 AI 算力基建投资爆发、全球电网扩容持续增加铜需求，对冲地产链需求下行。

因此，铜和铝的基本面极为坚挺，有望延续震荡偏强走势。建议关注中期多头机会，逢回调布局。

(4) 黑色金属方面：整体偏震荡，建议保持观望

5 月黑色系呈“钢弱煤强”格局，板块整体仍承压。主要因地产业链修复缓慢，基建增速难以完全对冲，钢厂利润承压导致补库意愿不足，铁矿石港口库存维持高位，高库存+弱需求双重压力延续。其中，螺纹钢承压，需求端尚未看到明显上行驱动，地产仍在磨底；焦煤因山西煤矿安全事故供应收紧，月末触发板块集体走强，单周拉升超 6%；动力煤在高温预期、终

端低库存补库等多重因素共振下呈现“淡季不淡”特征，煤炭短期看多，但持续性存疑，螺纹钢保持观望。建议关注山西等主产区安全监管动态。

三、大类资产配置策略

展望 6 月，大类资产重在组合配置的结构性的机会。当前宏观环境特征为：美国“类过热”、国内“外需强内需缓”、全球流动性维持相对充裕但货币量趋紧、地缘风险溢价有所回落。

6 月资产配置建议：

1. **国内权益：**建议均衡布局。（1）成长端：继续关注 AI 算力产业链（半导体/CPO/光模块/存储），行业估值虽有所拉高但盈利确定性较强，关注回调后布局窗口。（2）防御端：建议超配低估值高股息红利资产，重点关注银行、水电、煤炭、高速公路等板块，股息率远超国债收益率，抗波动能力强。股指期货建议标配沪深 300 股指期货(IF)+中证 1000(IM)。

2. **国内债券：**建议利率债保持中性久期，不激进追涨；利用超长利率债与中端二永债做高流动性+高利差的波段机会；关注信用利差扩张时机积极布局信用债；关注中短期限、偏低评级（AA/AA+）城投及产业债的结构性的机会；可转债建议关注正股景气度强、条款优良的品种，把握稀缺属性带来的配置价值。国债期货：关注 30 年国债期货多头配置，以及期限利差机会。

3. 大宗商品：

1) **贵金属：**建议标配黄金，短期等待实际利率回落、油价确定企稳后逢低布局；黄金长期牛市逻辑未变（央行购金+美元信用下滑），可作为长期组合底仓。

2) **能源化工：**原油短期地缘溢价退潮，建议维持观望；若油价跌至 80-85 美元/桶区域可考虑逢低配置能源化工资产。

3) **有色金属：**建议多头配置铜（沪铜/LME 铜）和铝（沪铝），铜矿历史新低+AI 电网需求爆发+全球补库需求，铜价中枢系统性上移；铝受益于供给约束，维持震荡偏强。

4) **黑色金属：**整体偏震荡，煤炭短期看多，持续性存疑，钢铁保持观望。

风险提示：1) 美伊局势再度恶化、霍尔木兹海峡长期封锁超预期；2) 美联储加息超预期；3) 国内政策和经济不及预期；4) 全球流动性超预期收紧。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街46号1号楼19层1901，9层906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号1304室之02-03室(即磐基商务楼1502-1503室)
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路577号16层(实际楼层13层)04室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路28号4701房自编04A单元
电话：020-89816681

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路91号立基大厦6层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路69号未来大厦1410室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路15号海韵东方1103户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道2008号中国凤凰大厦1号楼10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢2201-3室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆9#楼1-101-2室

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

电话：0475-6386928

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555145