

策略周评 20260425

如何看待当前市场交易结构的分化？

2026年04月25日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《地缘新常态下的红利资产重估——景顺长城中证国新港股通央企红利ETF投资价值分析》

2026-04-24

《2026Q1 公募基金持仓 5 大看点》

2026-04-23

4月以来，随着资本市场逐步对战争脱敏，投资者风险偏好显著改善，科技领域的光通信板块再度走出趋势行情，多只核心个股年内实现翻倍。与之相对应的是，多数板块的表现依然偏弱，市场呈现出极致的分化行情，这也引发了投资者对于微观交易结构的担忧。

■ 当前市场出现过热迹象，微观交易结构已经较为拥挤

截至4月24日，拥挤度指标【前5%成交个股的成交额占全A比重（四周移动平均）】达到43.7%，接近45%的临界线。这一指标的抬升反映了资金向少数高景气赛道的集中，也意味着市场微观交易结构拥挤化，脆弱性提升——当资金过度集中于少数标的时，市场对边际变化的敏感度会显著提高，无论是行业景气度的微小波动、核心标的业绩不及预期，还是市场流动性的边际收缩，都可能引发资金的集中获利了结。从历史数据来看，当该指标触及45%及以上区间时，市场往往会出现交易结构上的修复，拥挤板块会面临阶段性回调的压力。

公募基金一季报持仓数据是当下市场微观交易结构拥挤化的一个侧写。作为市场中重要的资金力量，公募基金的持仓特征能在一定程度上反应市场的微观交易结构。2026年一季度，公募基金加仓前20大个股中过半数集中在通信、电子行业，亨通光电、中天科技、芯原股份等标的获大幅加仓；重仓前20大个股更是多数聚焦在上述领域，涵盖中际旭创、新易盛等权重。进一步看，公募基金对上述科技标的的持仓集中度处于较高水平，持仓占其自由流通市值的比重基本维持在10%左右。这一持仓特征表明，机构资金在AI硬件赛道的配置比重明显抬升，行业配置结构趋于收敛。

■ 如何看待这一拥挤度指标在当下应用的合理性？

市场对于“45%临界线”在当前情境下的应用是否合理仍然存在分歧，即从历史数据看，指标中枢存在长期抬升趋势，当下是否意味着交易结构已经过度拥挤？我们尝试从以下两个维度展开讨论：

一是高增长资产稀缺性提升，促使资金向少数景气赛道集中。过去，A股的运行规律和盈利周期均与信用周期相吻合，核心原因在于此前我国信用周期循环演绎的背后，是地产和基建两大抓手“收”与“放”的权衡。近年来随着经济进入高质量发展阶段，信用周期框架出现关键变化：波动性收敛、周期性改变，经济增速也逐步放缓，这使得高增长资产变得更为稀缺。映射到A股市场，2007年、2015年演绎全面牛市，而2021年的核心资产行情及当前的AI行情，都是结构性的。由于高增长资产稀缺，资金为追求超额收益，必然向少数景气赛道集中，从而推动拥挤度指标中枢上行。

二是市场被动化率持续抬升，标杆指数及龙头个股享受增量流动性，进一步推高资金抱团程度。随着我国资本市场不断成熟，被动投资规模持续扩大。截至2025年，A股市场股票型ETF规模接近4万亿，占自由流通市值比重为7.5%，被动化率整体相当于美国2012年、日本2017年的水平，仍有较大提升空间。参考成熟市场经验，被动资金持续流入的背景下，“标杆”指数成分股往往获得持续的增量流动性，进而形成估值溢价。在A股市场中，沪深300、中证A500等核心指数成分股同样受益于被动资金流入，成为资金配置的重点，这也在一定程度上会使得拥挤度指标中枢抬升。

从以上两个维度看，若拥挤度指标中枢趋势性上行，传统45%临界线可能需要相应上移。为量化经济范式和市场生态的变化，可构建“均值—两倍标准差”模型动态刻画合理上限。当前该指标值43.7%，距离均值+两倍标准差的上限48.1%也较为接近。考虑到当前量化资金成交占比明显抬升，其平铺配置对成交前5%个股占比具有稀释效应，即主动多头比数据体现得更为极致，因此当前的交易结构是值得警惕的。

■ 对比2021年行情，拥挤度指标触及高位后市场如何演绎？

2021年初市场演绎核心资产行情，前5%成交个股的成交额占比持续攀升，一度突破50%，微观交易结构极度拥挤。彼时的核心叙事是“DCF永续现

金流”——在行业高景气和全球低利率的背景下，市场对核心资产的长期增长预期极高，认为优质标的能够实现永续增长，DCF估值模型下的内在价值大幅提升，资金流入形成“越涨越买、越买越涨”的正反馈循环。然而，这种基于叙事的极致分化行情较为脆弱。2021年初，美国通胀抬升后联储加息预期升温，使得美债利率低位反弹，导致“DCF永续现金流”的估值叙事被证伪，叠加部分标的业绩不及预期，资金分歧加剧，核心资产板块快速走弱。**需要明确的是，交易结构的修复并不意味着高景气板块的彻底走弱，反而往往是阶段性调整。真正具备业绩支撑的高景气板块仍能重新走出上涨行情。2021年的新能源板块在年初同步回调，后随着行业景气度持续兑现再度走强，成为全年重要主线。**

当前市场与2021年核心资产行情存在一定的相似之处：高增长资产稀缺，微观交易结构恶化，且同样存在“叙事驱动”特征。当前的潜在风险在于，部分AI硬件领域的核心标的业绩尚未完全兑现，股价却计价了过于乐观的预期。一旦出现业绩不及预期，如订单增速放缓、毛利率下降等，可能引发类似2021年初核心资产的回调。但同时也要看到，AI产业链作为当前新兴产业的核心方向，行业景气度确实处于持续向上阶段，这与2021年新能源板块的高景气特征一致。因此，即便短期可能出现阶段性回调，待交易结构修复、业绩逐步兑现后，具备核心竞争力的标的依然有望重新走出上涨行情。**因此，短期需警惕交易拥挤和业绩预期落空带来的回调风险，中长期则仍应聚焦有真实业绩支撑的景气方向。**

■ 配置思路：把握“交易结构修复”与“景气主线延续”的平衡

当前市场结构分化较为极致，或存在修复的需求。高位板块的阶段性回调后，其他景气板块可能会轮动上涨。结合当前依然处于业绩报告的密集披露期，配置上应该把握“交易结构修复”与“景气主线延续”的平衡。

一是油价面临上行压力，关注泛能源品种。4月7日特朗普TACO后，现货原油与期货原油的价差拉大。现货原油价格主要反映供需逻辑，而期货价格在供需基础上还包含了情绪溢价。价差拉大的本质是资本市场对地缘局势的乐观定价。随着停战预期逐步被消化，情绪溢价将回归理性，原油定价逻辑也将重新回到供需基本面。中东油气设施遭受战争破坏，完全恢复需要半年时间，供给端缺口仍较大，因此油价中枢仍有上行压力，而期货价格将快速向现货价格收敛。在此背景下，建议关注泛能源品种：一是新能源方向的锂电、储能、风电，二是周期板块中的化工分支。

二是依然看好AI硬件业绩兑现。当前AI硬件板块交易结构较为拥挤，短期进一步走强的阻力较大。但行业景气度持续向上的趋势未变，核心标的的业绩兑现能力依然较强。建议重点关注业绩与估值匹配度较高的光模块、半导体、PCB等领域龙头，去伪存真。

■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1: 截至4月24日, 前5%成交个股的成交额占全A比重已经逼近45%的警戒线(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2026Q1 公募基金加仓幅度最大的个股主要集中在通信、电子行业(单位: %; pct)

序号	证券代码	加仓最多的20 支个股	2026Q1持股总 市值(亿元)	2026Q1持仓 占自由流通市 值比重	持股市值变 动(亿元)(剔 除股价因素)	2026Q1持仓 比例(%)	2025Q4持仓比 例(%)	持仓比例变 动(pct)	所属一级 行业
1	600487.SH	亨通光电	137	11.2%	57.4	0.84%	0.04%	0.80	通信
2	600522.SH	中天科技	80	9.1%	42.7	0.49%	0.03%	0.46	通信
3	002594.SZ	比亚迪	61	2.5%	39.0	0.38%	0.11%	0.27	汽车
4	000338.SZ	潍柴动力	62	4.2%	33.7	0.38%	0.06%	0.32	汽车
5	002028.SZ	思源电气	137	11.2%	32.5	0.85%	0.45%	0.40	电力设备
6	605117.SH	德业股份	86	16.2%	31.7	0.53%	0.15%	0.38	电力设备
7	688521.SH	芯原股份	61	6.6%	29.4	0.38%	0.07%	0.30	电子
8	688120.SH	华海清科	79	17.0%	27.6	0.49%	0.25%	0.24	电子
9	601857.SH	中国石油	41	3.1%	26.5	0.25%	0.05%	0.20	石油石化
10	002008.SZ	大族激光	43	5.4%	26.5	0.26%	0.01%	0.25	机械设备
11	688072.SH	拓荆科技	98	14.3%	25.4	0.61%	0.39%	0.22	电子
12	601869.SH	长飞光纤	73	18.4%	24.6	0.45%	0.02%	0.43	通信
13	600519.SH	贵州茅台	298	3.8%	24.5	1.84%	1.60%	0.24	食品饮料
14	601872.SH	招商轮船	58	13.1%	23.7	0.36%	0.05%	0.31	交通运输
15	600111.SH	北方稀土	27	2.5%	23.3	0.16%	0.01%	0.15	有色金属
16	600105.SH	永鼎股份	40	7.4%	22.7	0.25%	0.08%	0.16	通信
17	600309.SH	万华化学	79	4.8%	22.0	0.49%	0.33%	0.15	基础化工
18	300548.SZ	长芯博创	57	10.1%	21.5	0.35%	0.20%	0.16	通信
19	600498.SH	烽火通信	34	8.3%	20.9	0.21%	0.00%	0.21	通信
20	600584.SH	长电科技	22	3.6%	20.5	0.14%	0.00%	0.13	电子

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 自由流通市值选取时间为4月24日

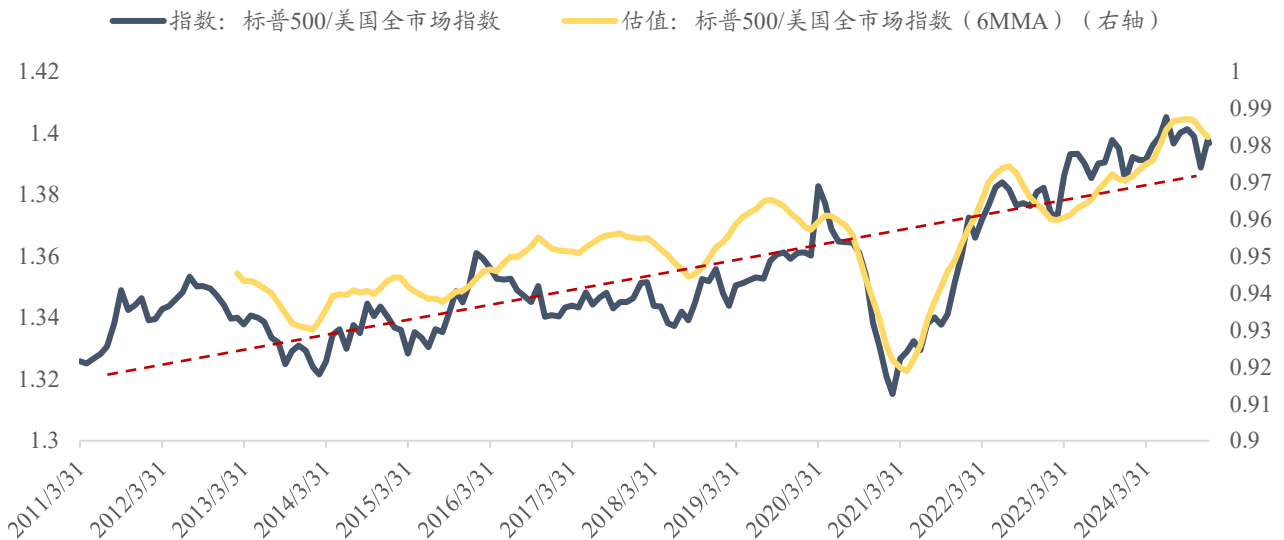
图3: 2026Q1 公募基金重仓股前 20 名同样大多集中在通信、电子行业 (单位: %; pct)

序号	证券代码	持仓市值前 20 大个股	2026Q1 持股总市值 (亿元)	2026Q1 持仓占自由流通市值比重	持股市值变动(亿元)(剔除股价因素)	2026Q1 持仓比例(%)	2025Q4 持仓比例(%)	持仓比例变动(pct)	所属一级行业
1	300308.SZ	中际旭创	732	9.8%	7.7	4.51%	4.80%	-0.28	通信
2	300750.SZ	宁德时代	715	5.7%	20.2	4.40%	3.91%	0.49	电力设备
3	300502.SZ	新易盛	672	14.7%	3.0	4.14%	4.02%	0.12	通信
4	600519.SH	贵州茅台	298	3.8%	24.5	1.84%	1.60%	0.24	食品饮料
5	002384.SZ	东山精密	264	11.5%	-31.5	1.63%	1.53%	0.10	电子
6	601899.SH	紫金矿业	231	4.6%	-127.7	1.42%	2.29%	-0.87	有色金属
7	603259.SH	药明康德	177	8.5%	19.2	1.09%	0.89%	0.20	医药生物
8	002475.SZ	立讯精密	169	5.7%	-85.5	1.04%	1.73%	-0.69	电子
9	002371.SZ	北方华创	159	8.7%	-10.6	0.98%	1.08%	-0.09	电子
10	688498.SH	源杰科技	156	18.4%	19.5	0.96%	0.50%	0.47	电子
11	300394.SZ	天孚通信	152	10.9%	-35.7	0.94%	0.85%	0.08	通信
12	002463.SZ	沪电股份	148	11.0%	-49.2	0.91%	1.18%	-0.27	电子
13	000333.SZ	美的集团	146	3.9%	-49.7	0.90%	1.23%	-0.33	家用电器
14	600276.SH	恒瑞医药	143	6.6%	-4.9	0.88%	0.99%	-0.10	医药生物
15	002028.SZ	思源电气	137	11.2%	32.5	0.85%	0.45%	0.40	电力设备
16	600487.SH	亨通光电	137	11.2%	57.4	0.84%	0.04%	0.80	通信
17	688012.SH	中微公司	137	8.9%	16.1	0.84%	0.65%	0.19	电子
18	603986.SH	兆易创新	132	7.3%	-36.4	0.81%	0.96%	-0.14	电子
19	688041.SH	海光信息	131	5.1%	12.2	0.81%	0.79%	0.02	电子
20	688256.SH	寒武纪	128	4.6%	-118.0	0.79%	1.82%	-1.03	电子

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

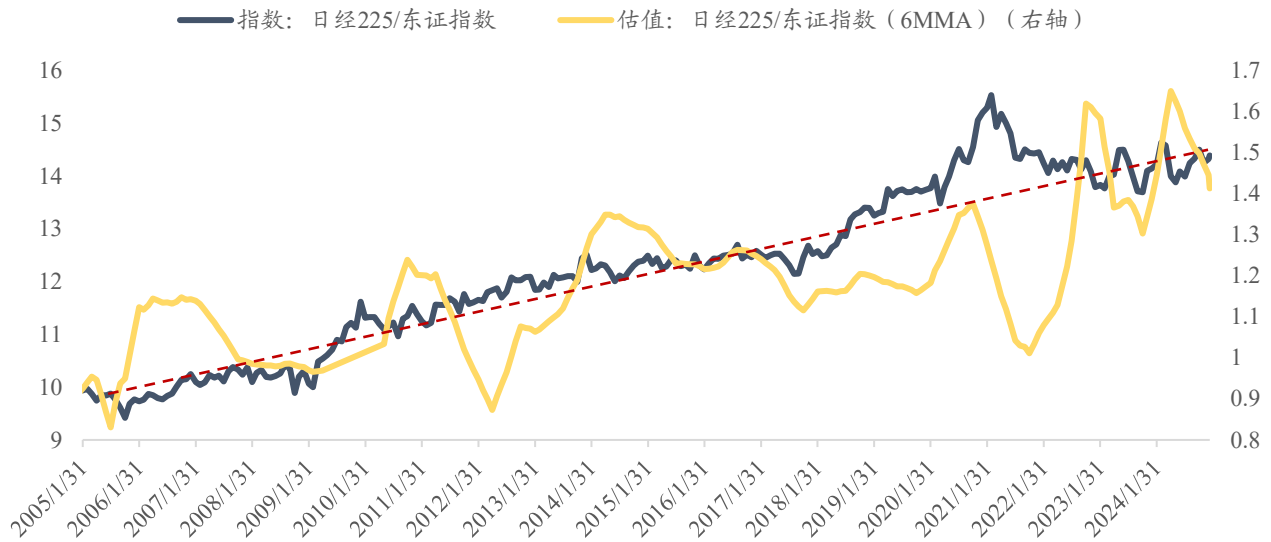
注: 自由流通市值选取时间为 4 月 24 日

图4: 标普 500 相对美国全市场指数点位和估值比双双提升 (单位: 倍)



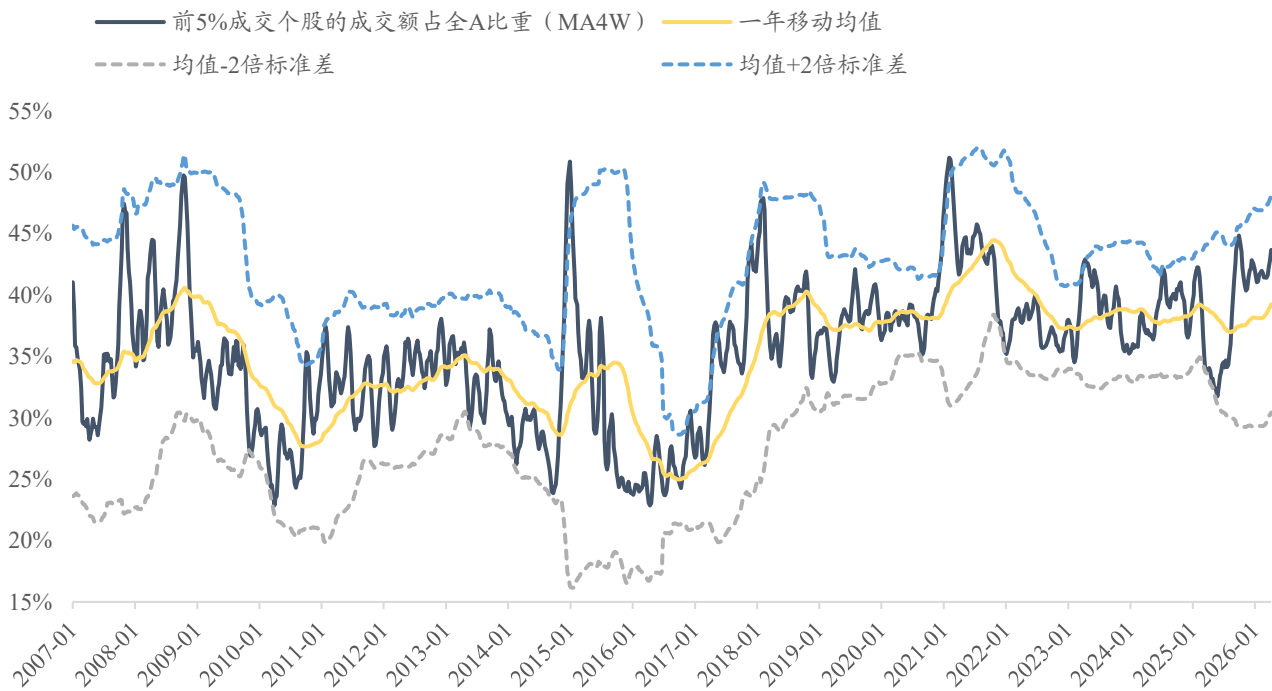
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所; 注: 估值采用 PE-TTM

图5: 日经 225 相对东证指数点位和估值比双双提升 (单位: 倍)



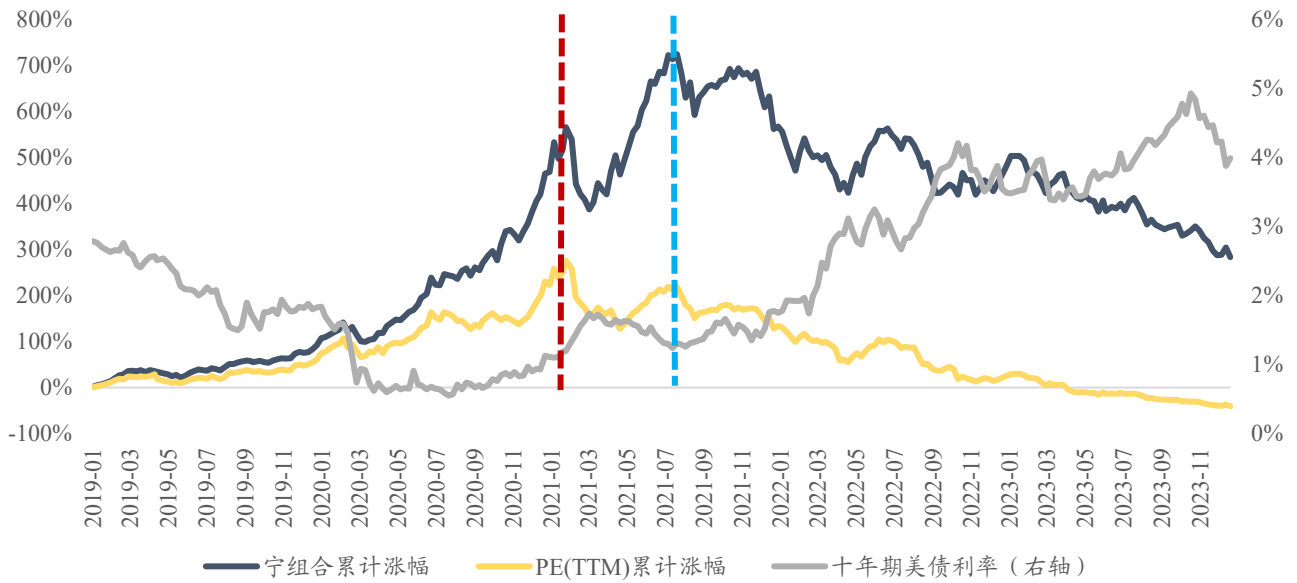
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所; 注: 估值采用 PE-TTM

图6: 构建均值——两倍标准差模型来看, 当下前 5%成交个股的成交额占比也逼近均值+两倍标准差 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

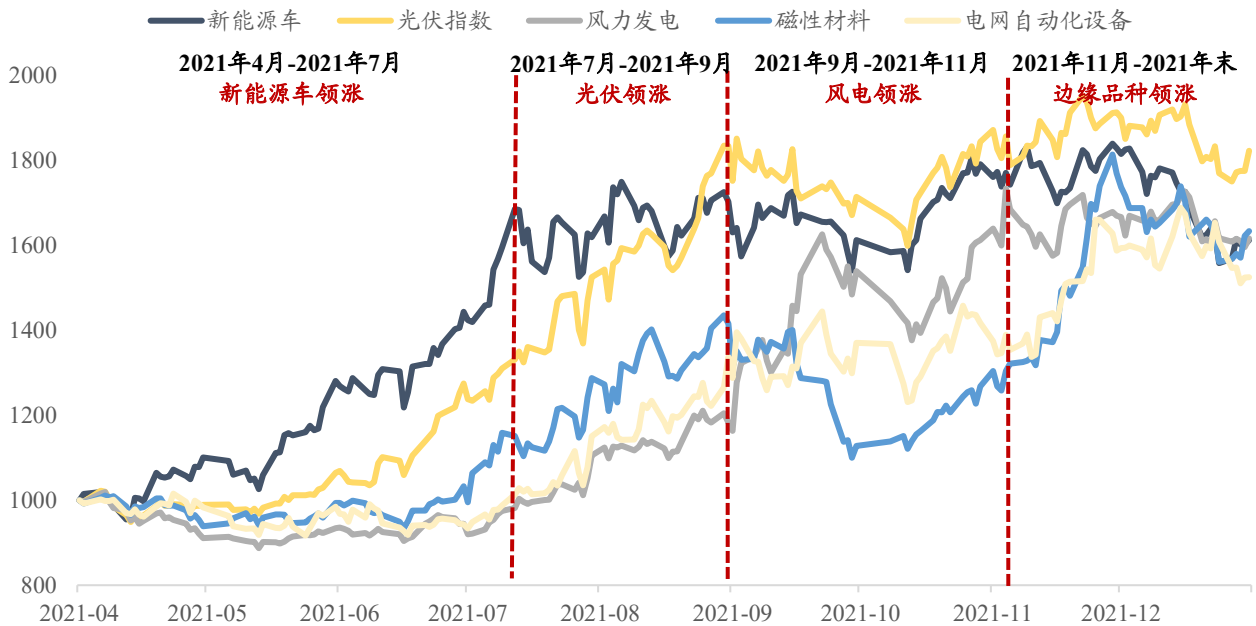
图7: 以宁组合为例, 2021年美债上行后, 核心资产估值逻辑证伪, 行情从估值驱动转为业绩驱动 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 宁组合代码为 8841447.WI

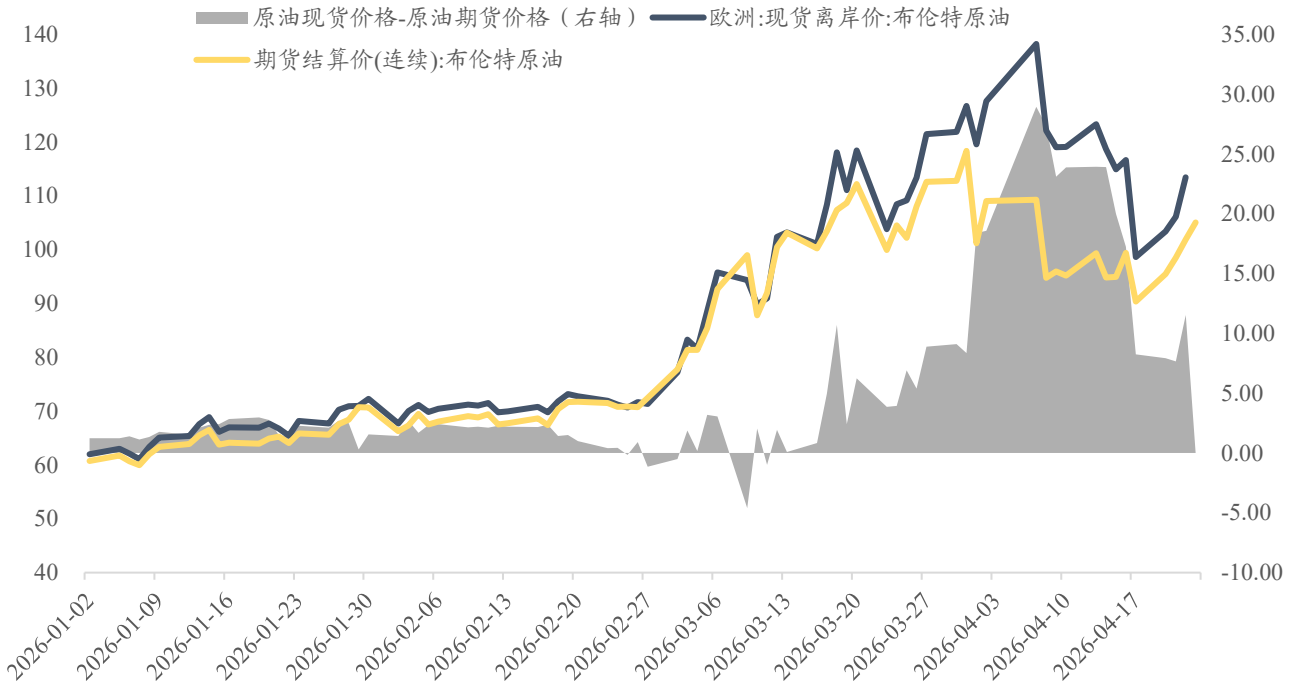
图8: 2021年4月后新能源行情再度启动, 景气分支轮动表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 对各指数进行标准化处理, 以2020年4月1日为基期 (1000点)

图9：当前期货原油和现货原油价格均再度反弹（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>