

策略周报

上涨过后，如何客观判断 AI 的拥挤度？

核心观点

核心结论：①年初以来 AI 相关板块领涨，传统板块明显跑输，4 月反弹行情中结构分化愈加明显。②综合持仓结构、交易热度、超额轮动三大视角看，目前 AI 硬件、电新拥挤度较高但或尚未达到极致，AI 应用、资源品热度回落至适中水平，消费地产热度仍偏冷。③市场震荡向上趋势不改，结构上结合行业拥挤度均衡配置，重视科技成长主线、战略资源、以及白酒地产。

近期各行业表现分化较大，“光电”领涨，传统价值表现不佳。为研究各行业当前的拥挤度到了何种程度，我们在下文将分别从持仓结构、交易热度、超额收益三个视角分别来对比分析。

持仓结构方面，通信、电新拥挤度较高但未达到极致，消费、地产等热度较低。26Q1 基金重仓股明细正式披露，26Q1 基金重仓股行业持仓市值占比比较大的主要为通信、电力设备等；电子、有色金属占比较 25Q4 环比已明显回落，但仍处历史高位水平；食品饮料、房地产、医药生物等行业占比仍在低位波动。当前持仓集中度和基金抱团现象均不明显，基金持仓拥挤度或未达到极致。一看持仓占比较高行业的集中度，电力设备、通信等行业距离单一行业持仓临界值 20%仍有一定距离。二看基金抱团现象，26Q1 约有 12 个二级行业超配比例明显增加，数量处 13 年以来 46%的中位水平，可见抱团现象并不明显。

交易热度方面，CPO 板块拥挤度提升至历史高位，资源品、消费等拥挤度有所下行。我们综合考虑各行业换手率、成交额占比与自由流通市值占比的比值、估值这三个指标所处 05 年以来历史分位水平，综合衡量行业交易热度情况。一方面，热度较高的行业中，以 CPO 为代表的通信设备、元件持续提升，计算机、资源品高位回落。另一方面，消费、非银等行业热度仍偏冷。

超额收益方面，通信、电新等行业已转向超涨，消费、地产非银等板块已超跌。历史上当一个行业大幅跑赢大盘后，热度短期可能已达高位水平，其超额收益容易阶段性趋于收敛，我们采用各行业在 RRG 图中所处的位置来比较各个行业在长短期维度下相对大盘的走势。一方面，通信、电新等行业于近期已从过渡区转向超涨区；另一方面，部分消费、地产非银、传媒计算机于近期转向超跌。

短期市场震荡向上趋势不改，结构上行业配置应当均衡。往后看，尽管因地缘冲突反复和业绩披露期到来，市场短期或以震荡为主，但在海内外积极因素推动下，市场震荡向上趋势不改。一方面，外部环境整体趋于缓和，叠加 5 月中旬中美领导人会晤有望就部分核心领域进一步强化共识，有望推动市场风偏回升。另一方面，一季度财政支出正靠前发力，国内稳增长政策发力正推动基本面改善。结构上，伴随着风险偏好修复，产业趋势向上的科技成长等高景气主线弹性更大。另外，重视安全考量下的战略资源品、以及白酒地产相关板块。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究 · 策略周报

证券分析师：吴信坤 **证券分析师：余培仪**
 021-61761046 021-61761040
 wuxinkun@guosen.com.cn yupeiyi@guosen.com.cn
 S0980525120001 S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	9199.76/12.19
创业板/月涨跌幅 (%)	3667.79/12.80
AH 股价差指数	117.96
A 股总/流通市值 (万亿元)	102.82/93.96

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略周报-反弹走到哪一步了?》——2026-04-18
- 《策略专题-地缘扰动下长短线外资的最新动向——2026Q1 股市外资季度动向跟踪》——2026-04-10
- 《策略专题-PPI 转正，共识之外的潜在影响》——2026-04-09
- 《策略专题-不畏浮云遮望眼——26 年二季度股市展望》——2026-04-05
- 《大类资产配置双周观点-滞胀交易的后半场》——2026-04-03

内容目录

上涨过后，AI 行情拥挤了吗？	4
风险提示	11
免责声明	12

图表目录

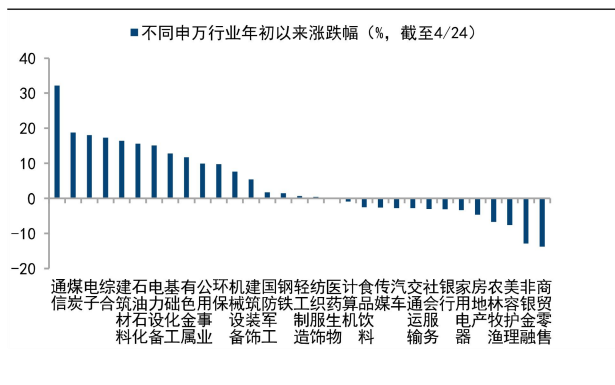
图 1: 年初以来行业涨跌幅分化较大	4
图 2: 4 月以来反弹行情中行业涨幅分化同样明显	4
图 3: 当前通信等行业拥挤度较高, 消费热度较低	5
图 4: 当前基金重仓股抱团现象仍不算特别明显	5
图 5: 历史上行业在持仓占比达 20% 后存在回落压力	5
图 6: 历史上行业在持仓占比高点后超额收益或有收窄	5
图 7: 当前以 CPO 为代表的通信设备、元件交易热度较高, 非银、交运、食品饮料交易热度较低	6
图 8: 当前通信、电新等行业已转向超涨, 传媒、计算机、社服、纺服等行业已转向超跌	8
图 9: 科技板块中元件、通信设备已转向超涨区	8
图 10: 制造板块中电池已转向超涨区	8
图 11: 周期板块中有色细分方向调整更加充分	9
图 12: 消费板块中社服、零售等行业已转向超跌区	9
图 13: 3 月中国制造业 PMI 重返扩张区间, 出口韧性延续	10
图 14: 美国民众对特朗普的支持率降至 25 年以来最低水平	10
图 15: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散	10
图 16: 国内大模型智能程度处于全球前列	10
图 17: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	11
图 18: 年初以来飞天茅台价格已有明显回升	11

4月以来，在地缘局势缓和的背景下，权益市场出现明显反弹，截至4/24，万得全A指数4月累计上涨7%，结构层面看部分成长行业表现较为亮眼，4月以来通信、电子涨幅25%、21%，其中光模块概念指数上涨39%，AI硬件板块已取得明显超额收益。经历这一波反弹之后，当前各行业的市场拥挤度如何？如何客观的衡量AI等热门板块的拥挤情况？我们在本文展开讨论。

上涨过后，AI行情拥挤了吗？

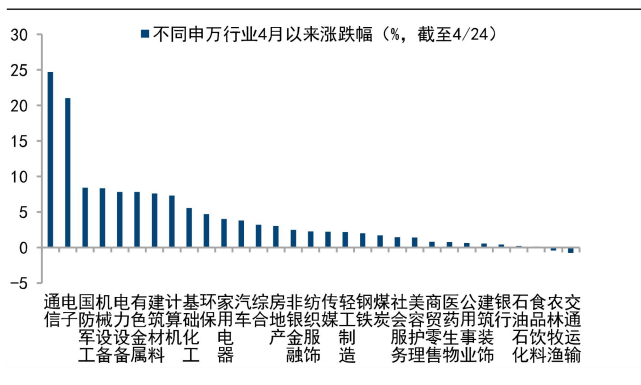
近期各行业表现分化较大，“光电”领涨，传统价值表现不佳。2026年初以来，上证指数整体在3800-4200范围内宽幅震荡，在此期间A股行情结构出现明显分化，通信（截至4/24，年初以来上涨32%，下同）、煤炭（19%）、电子（18%）等行业涨幅靠前，而商贸零售（-14%）、非银（-13%）、美护（-8%）跌幅靠前。尤其4月以来，在地缘局势缓和的背景下A股迎来反弹行情，行业结构分化的现象愈发明显，4月以来通信（截至4/24，4月以来上涨25%，下同）、电子（21%）等涨幅靠前，交通运输（-1%）、农林牧渔（-0.4%）等行业仍收跌，超三分之二的行业涨幅低于5%，可见近期市场的反弹主要由光通信、电子等板块贡献，而其他传统价值行业则表现相对弱。那么前述这些领涨行业过热了吗？为衡量各行业当前的拥挤度到了何种程度，我们在下文将分别从持仓结构、交易热度、超额收益三个视角分别来对比分析。

图1：年初以来行业涨跌幅分化较大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：4月以来反弹行情中行业涨幅分化同样明显



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

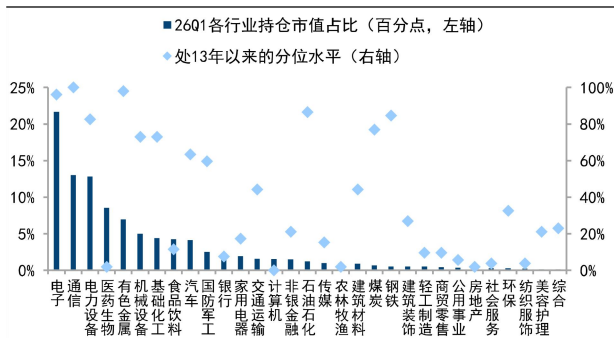
持仓结构方面，通信、电新拥挤度较高但未达到极致，消费、地产等热度较低。近期26Q1公募基金重仓股持有明细正式披露，因此我们具体用透明度最高的主动偏股公募持仓数据来刻画机构资金持仓分布情况。

当前通信、电新热度较高，电子、有色高位回落，消费、地产等行业热度较低。重仓持股口径下，26Q1主动偏股基金重仓行业主要为通信（26Q1持仓市值占比为13%，下同）、电力设备（13%）等，两者持仓占比分别处13年以来由低到高100%、83%的历史分位水平；电子（22%）、有色金属（7%）持仓占比较25Q4环比回落，但其历史分位仍分别处96%、98%的高位水平；而截至26Q1，食品饮料（4%）、房地产（0.3%）、医药生物（8.5%）等行业持仓市值占比仍在低位，分别处13年以来由低到高12%、2%、2%的水平。

当前机构抱团现象不明显，基金持仓拥挤度或未达到极致。首先看持仓占比较高的行业的集中度，历史上公募持仓单一行业的市值占比一般在超过或逼近20%后，

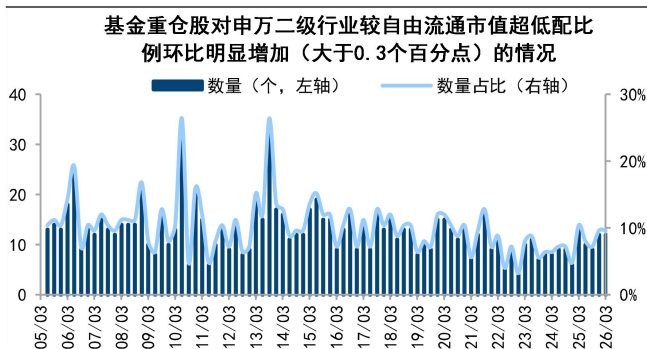
后续往往存在筹码出清、持仓占比回落的压力，较基准的超额收益也会逐渐震荡收窄。截至 26Q1，基金重仓股持仓占比超过 20%的行业主要为电子（22%），电力设备（13%）、通信（13%）等行业则距离 20%仍有一定空间。其次再看机构抱团现象，我们以季度主动偏股基金超配比例变化作为衡量指标，来观察基金的加仓行为，发现 26Q1 主动偏股基金明显加仓了约 12 个二级细分行业，数量处 13 年以来 46%的中位水平，可见目前公募基金整体尚未出现在少数板块集中抱团的现象。

图3: 当前通信等行业拥挤度较高，消费热度较低



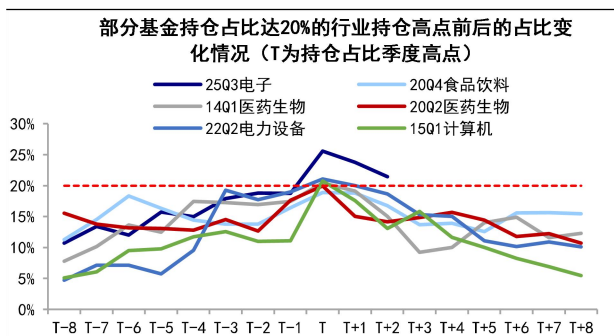
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 当前基金重仓股抱团现象仍不算特别明显



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 历史上行业在持仓占比达 20%后存在回落压力



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 历史上行业在持仓占比高点后超额收益或有收窄

	不同行业指数持仓高点前后相较中证800的区间超额收益(%, T为持仓占比季度高点)			
	T-8至T-4	T-4至T	T至T+4	T+4至T+8
25Q3电子	1.0	56.5	8.7	
20Q4食品饮料	39.2	59.2	-5.3	6.2
14Q1医药生物	35.7	19.1	-31.0	13.1
20Q2医药生物	-20.3	47.0	-5.3	-13.9
22Q2电力设备	79.3	25.2	-11.4	-23.4
15Q1计算机	59.9	52.6	6.1	-18.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 25Q3 电子时间截至 2026/4/24。

交易热度方面，光通信热度提升至历史高位，资源品、消费等热度有所下行。我们计算各行业换手率、成交额占比与自由流通市值占比的比值、估值这三个指标自 05 年来的历史分位水平，以此来综合衡量行业整体交易热度情况。此外，我们对通信、电子、电新这三个市场热度较高的行业分别进行了细分行业的进一步拆分。

一方面，交易热度较高的行业中，近期以光通信为代表的通信设备、元件热度持续提升，计算机、资源品热度从高位回落。截至 4/24，电子、通信的部分细分行业综合交易热度已提升至高位，如以光通信为代表的通信设备、元件在过去两个月内交易热度分别从低点 69%、82%提升至当前 91%、91%，同时军工、电网设备、风电设备等行业交易热度同样位居高位，均高于 75%。此外，计算机、有色金属、

基础化工交易热度已自高位有所回落，在过去两个月内三者分别从高点 76%、71%、85%回落至当前 58%、54%、63%。

另一方面，消费、金融等板块热度仍偏冷。截至 4/24，热度较低的行业主要集中在消费、金融等行业中，且近两个月以来上述行业多数热度仍在延续下行，尤其非银、交运板块热度已经低于 25%，而食品饮料、农业、银行、医药、美容护理的交易热度也处在 40%以下的偏低水平。

图7: 当前以 CPO 为代表的通信设备、元件交易热度较高，非银、交运、食品饮料交易热度较低

行业交易热度指标（截至2026/4/24）		周均换手率 历史分位	周成交额占比/自 由流通市值占比 历史分位	PE、PB 历史分位 均值	综合热度	3月以来综合热度走势
热度偏高 (综合热度位于75%以上)	通信设备	98%	78%	98%	91%	
	元件	97%	79%	96%	91%	
	其他电子 II	97%	84%	90%	91%	
	电子化学品 II	92%	66%	91%	83%	
	电网设备	96%	82%	67%	82%	
	国防军工	93%	72%	79%	81%	
	光学光电子	94%	82%	59%	78%	
	风电设备	90%	79%	63%	78%	
热度中等偏高 (综合热度位于50%-75%)	其他电源设备 II	71%	79%	82%	77%	
	机械设备	77%	68%	79%	75%	
	公用事业	91%	92%	40%	74%	
	轻工制造	85%	68%	56%	70%	
	通信服务	69%	81%	59%	69%	
	消费电子	81%	70%	53%	68%	
	建筑材料	76%	76%	50%	67%	
	半导体	75%	35%	90%	66%	
	基础化工	93%	30%	67%	63%	
	综合	60%	45%	80%	62%	
	环保	76%	58%	42%	59%	
	计算机	71%	24%	78%	58%	
	钢铁	67%	38%	66%	57%	
	电池	89%	32%	42%	54%	
	传媒	82%	37%	43%	54%	
	有色金属	77%	27%	57%	54%	
	建筑装饰	74%	53%	34%	54%	
	电机 II	71%	11%	78%	53%	
光伏设备	78%	26%	54%	53%		
商贸零售	63%	32%	59%	51%		
热度中等偏低 (综合热度位于25%-50%)	汽车	71%	7%	73%	50%	
	社会服务	66%	52%	29%	49%	
	房地产	61%	22%	55%	46%	
	家用电器	83%	24%	31%	46%	
	煤炭	65%	6%	62%	44%	
	纺织服饰	63%	13%	49%	42%	
	石油石化	73%	22%	28%	41%	
	美容护理	51%	25%	28%	35%	
	医药生物	70%	6%	28%	35%	
	银行	66%	7%	21%	31%	
热度偏低 (综合热度位于25%以下)	农林牧渔	63%	7%	22%	30%	
	食品饮料	65%	2%	15%	27%	
	交通运输	43%	0%	30%	25%	
	非银金融	35%	0%	5%	13%	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

超额收益方面，通信、电新等已转向超涨，消费、地产非银等板块已超跌。超额收益是衡量行业相对强弱趋势的另一个热度指标，历史上当一个行业大幅跑赢大盘后，热度短期可能已达高位水平，其超额收益容易阶段性趋于收敛，反之亦然。

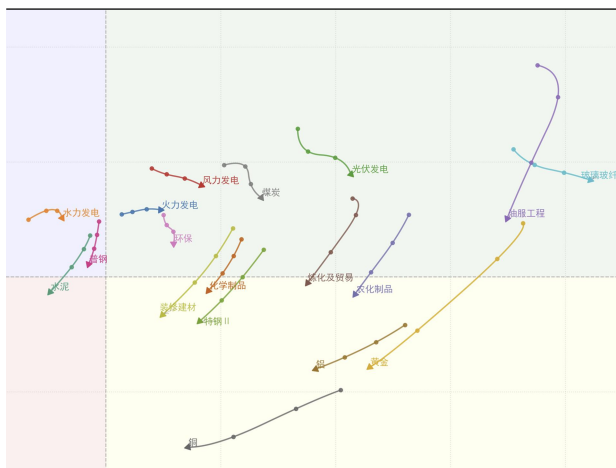
我们采用各行业在 RRG 图（Relative Rotation Graph）中所处的位置来比较各个行业在长短期维度下相对大盘的走势，右上角第一象限代表的是超涨区，左下角第三象限代表的是超跌区，其余二、四象限是过渡区，由于一个行业很难持续不断地跑赢或者跑输大盘，因此所有行业在 RRG 图上的走势往往是顺时针的环形。

一方面，通信、电新等行业于近期已从过渡区转向超涨区。截至 2026/4/24，通信和电新行业在近期中已从 RRG 图第四象限的过渡区转向第一象限的超涨区，从细分板块看或主要以通信设备、电池为主要超涨的领域，其中通信设备的超涨情况或已到达较为极致的位置，意味着这些行业已在近期或已积累了较为明显的超额收益，短期热度已经偏高。科技成长板块中，细分领域的计算机设备、消费电子和半导体是动量回升且相对还未超涨的方向。

另一方面，部分消费、地产非银、传媒计算机于近期转向超跌。截至 2026/4/24，计算机软件和传媒板块，以及商贸、纺服、汽车、社服等消费行业在近期已从过渡区转向第三象限的超跌区，热度已有所回落。

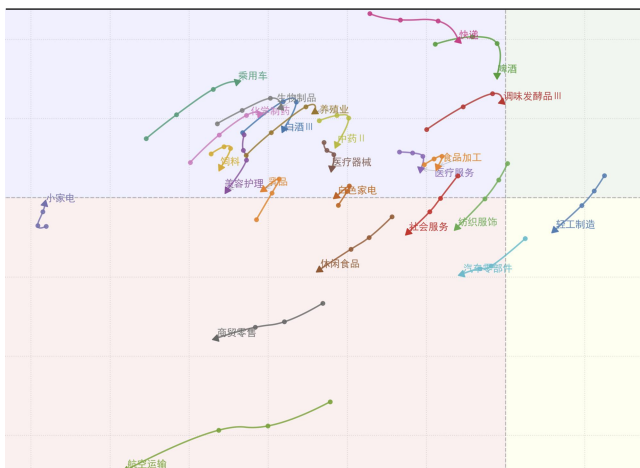
综合持仓结构、交易热度、超额收益三方面来看，首先当前通信、电新等行业热度已经较高，但结合当前基金持仓结构来看，情绪或仍未达到极致；其次计算机、传媒、资源品等行业热度已自前期高点有所回落，当前行业热度整体适中；此外当前消费、地产非银等板块热度较低，并且仍在延续下行。

图11: 周期板块中有色细分方向调整更加充分



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 消费板块中社服、零售等行业已转向超跌区

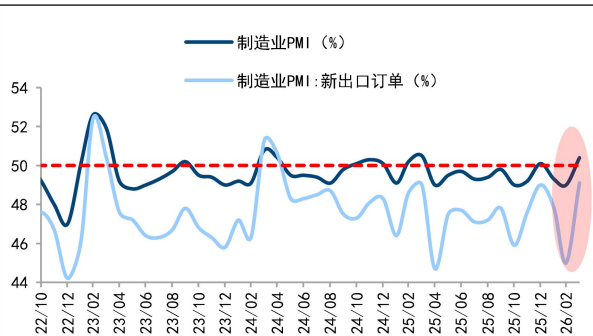


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

短期市场震荡向上趋势不改。我们在此前《反弹走到哪一步了？——20260418》、《转机就在四月——20260411》等报告中多次指出，前期市场底部或已探明，4月将迎来反弹转机。近期市场表现较亮眼，截至4/24，4月以来上证指数累计上涨4.8%，并于周中收于4100点上方；创业板指累计上涨15.1%，续创近10年新高。

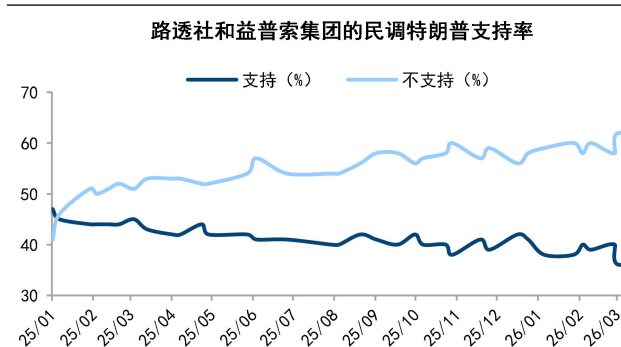
往后看，市场反弹以来积累了不少涨幅，短期行情或在急涨后有阶段性反复，但在海内外积极因素推动下，市场向上趋势不改。一方面，海外地缘局势趋缓叠加5月特朗普访华推动风险偏好回暖。受制于美国中期选举节点与通胀压力，特朗普有动力推动中东局势降温，4月21日特朗普宣布将延长同伊朗的停火期限，目前各方正在推进美伊第二轮谈判开启。往后看，外部环境整体趋于缓和，叠加5月中旬中美领导人会晤有望就部分核心领域进一步强化共识，有望推动市场风险偏好回升。另一方面，国内稳增长政策发力正推动基本面改善。今年一季度全国一般公共预算支出为7.5万亿元，支出进度为近5年最快，显示财政支出正靠前发力。4月17日发改委表示将制定扩大内需战略实施方案并加快推进109项重大工程项目实施，4月22日发改委等15部门联合发文，强调将深入实施育儿补贴制度，探索住房、出行、消费等多领域联动的生育支持政策。在扩内需政策发力下基本面正逐渐回暖，年初以来宏观经济数据迎来开门红，3月制造业PMI为50.4%，重返扩张区间。

图13: 3月中国制造业 PMI 重返扩张区间, 出口韧性延续



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国民众对特朗普的支持率降至 25 年以来最低水平

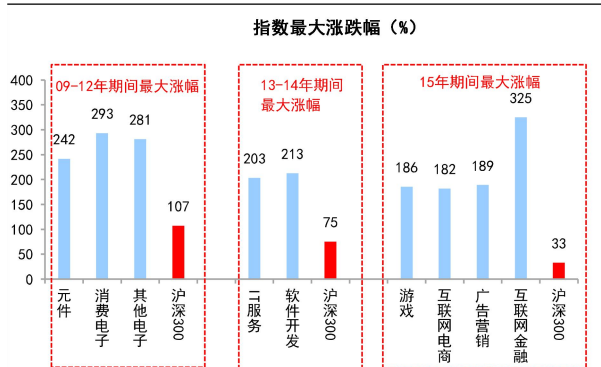


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

结构上, 行业配置应适当均衡。前文提到, 本轮反弹中通信等成长行业拥挤度阶段性较高, 同时消费等传统价值板块热度已降至低位, 当前可适当均衡布局。中期看产业趋势向上的科技成长等高景气领域仍是重要主线。当前以 AI 为代表的科技产业正处在新一轮向上大周期中, 国内 Deepseek、千问、Kimi 等 AI 大模型的智能化水平已处于全球前列。4月24日 DeepSeek V4 发布, 官方表示在 Agentic 能力 Coding 评测中, V4-Pro 已达到当前开源模型最佳水平, 同时原生支持 100 万 token 上下文。在 DeepSeek V4 发布后, 华为计算发布消息称, 昇腾超节点产品全面支持 DeepSeek V4。整体看, 未来 AI 应用落地有望加速, AI 应用、算力硬件以及上游的能源电力等领域值得重视。

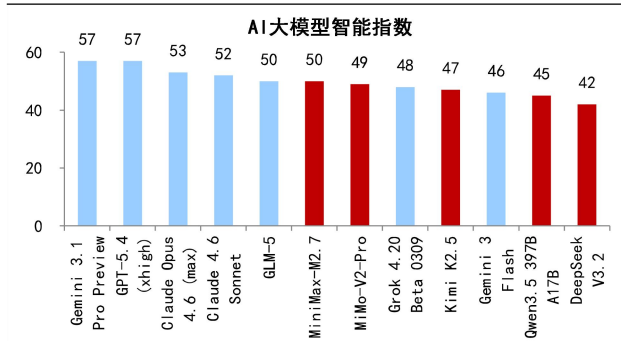
另外, 重视安全考量下的战略资源品、以及白酒地产相关板块。资源品方面, 近期有色、化工等资源品拥挤度已自高位回落, 外围环境复杂背景下, 资源品安全溢价有望长期上行, 叠加国内反内卷政策落地, 新兴需求等支撑商品价格, 战略资源品板块有望持续受益。白酒地产方面, 当前消费和地产板块拥挤度均处历史低位, 扩内需政策提振下老登资产或存在预期反转可能。年初以来消费、地产基本面均已出现改善迹象, 飞天茅台当年散批价已自 1490 元提升至 4 月近 1600 元, 此外 3 月一线城市新房及二手房价格环比上涨。在政策支持和积极催化下, 低估的地产白酒或有阶段性修复机会。

图15: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

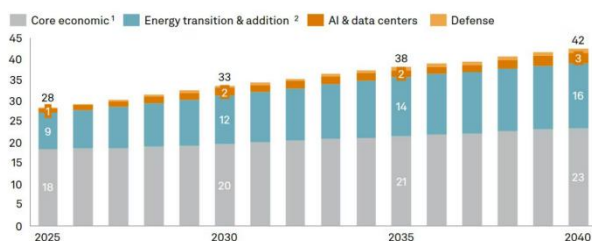
图16: 国内大模型智能程度处于全球前列



资料来源: Artificial Analysis, 国信证券经济研究所整理

图17: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长

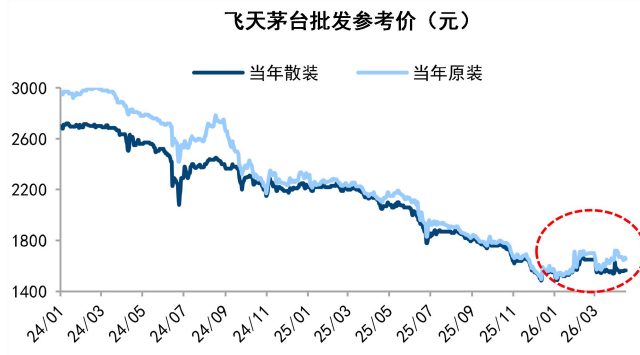
Figure 1. Global copper demand by sector (2025–2040)
Million metric tons copper (MMt Cu)



1. Includes copper demand from construction, cooling, appliances, fossil power generation, machinery and internal combustion engine (ICE) vehicles. 2. Includes copper demand from clean energy technologies, transmission and distribution (T&D) and EVs.

资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图18: 年初以来飞天茅台价格已有明显回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032