

2026年04月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# A股震荡整固，注意高低切换

—策略周报

## 投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

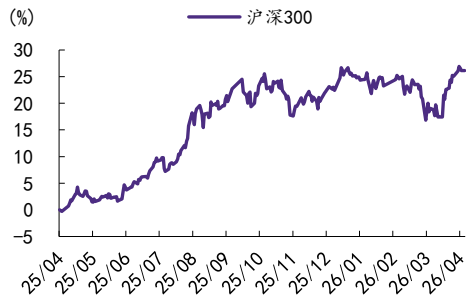
分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

✉ weizheng2@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《美伊反复但可控，A股震荡上行，聚焦科技成长》2026-04-20
- 2、《美伊脆弱平衡，A股震荡蓄势，聚焦行业景气》2026-04-14
- 3、《美伊局势预期摇摆，A股震荡筑底，左侧性价比渐近》2026-04-07

### 海外宏观热点与策略

海外宏观：美伊谈判再反复，超级央行周和超级财报周末袭。

美股：震荡分化，聚焦科技巨头财报。

美债：谨慎观望，聚焦鲍威尔发言。

黄金：震荡筑底，逢低加仓。

### 国内宏观热点与策略

国内宏观：4月政治局会议前瞻预计偏中性偏积极，强调安全和内需。

大势研判：A股风险可控，震荡整固。

行业选择：短期关注科技主题和假期消费，中长期持续看好景气修复方向。

### 市场复盘

本周全 A 指数震荡上行，宽基表现分化，科创领先，创业回落，科创 50、沪深 300、万得微盘股指数涨幅居首，中证 2000、创业板指跌幅居前。行业涨跌层面，煤炭、电子、石油石化涨幅居首，农业、综合、传媒跌幅居前。行业估值层面，综合、电子、通信、机械、军工行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。

### 资金情绪

成交活跃度：本周 A 股市场成交活跃度回暖趋势延续，日均成交额与换手率均上行，行业轮动速率低位回升。市场热门标的拥挤度维持高位，电子、军工、公用交易集中度提升显著，通信、电子、建材、公用、电力、有色拥挤度两年历史分位居前，通信、电子、电力创新高比例领先。年内热门交易主题，AI 算力相关主题集中度持续居前，工业气体、服务器、半导体材料领涨，半导体材料、OCS、服务器成交活跃度提升居前，半导体材料、PCB、光模块拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内再度降温，海外转向升温。

内资资金：①公募资金：本周股票+混合型基金新发节奏小幅放缓。股票型 ETF 延续加速净流出趋势，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，债券型 ETF 资金持续净流入居首。行业 ETF 加配证券、电网、医药、航空航天，减配石油、消费、有色、银行、地产；②融资资金：本周持续百亿规模净买

入，融资买入占比震荡于年滚动均线上方，加配电子、机械、通信，减配非银、煤炭、家电。

外资资金：本周成交活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。

## ■ 牛市进程

十大牛市指标跟踪：融资资金回补继续，警惕局部过热风险，预计震荡整固

积极信号：①成交回暖趋势延续；②融资持续快速回补。

潜在风险：①通信拥挤度提升倍数再创本轮牛市新高，短期资金加速抱团；②全 A 拥挤度指标持续升至相对高位，潜在风险增加；③ATR 高位迅速回落，触发震荡信号。

## ■ 风险提示

国内政策不及预期；海外地缘政治扰动。

## 正文目录

1、周度策略.....	5
1.1、海外：风险资产反弹持续，美股 PE 修复行情仍存 .....	5
1.2、国内：关注 4 月政治局会议，A 股震荡整固，注意高低切换 .....	10
2、市场复盘：表现分化，科创领先，创业回落.....	15
3、资金情绪.....	17
3.1、交易活跃度：回暖趋势延续，行业轮动速率低位回升，电力、电子拥挤度升温显著.....	17
3.2、恐慌情绪：国内再度降温，海外转向升温 .....	20
3.3、内资：ETF 资金谨慎减仓倾向延续；融资百亿规模买入继续，持续增配电子通信 .....	20
3.4、外资：活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力.....	22
4、牛市进程：融资资金回补继续，警惕局部过热风险，预计 A 股震荡整固 .....	23
5、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：油价回弹不影响风险资产表现 .....	5
图表 2：美股出现了成长和能源同涨的现象 .....	6
图表 3：联储货币政策意外指数来看，格林斯潘时期要远高于伯南克后的透明联储 .....	7
图表 4：市场对于沃什听证会整体反应偏鹰，但反应可控 .....	7
图表 5：6 个月后的石油价差稳定在 20 以内.....	8
图表 6：RSI 来到相对高位 .....	9
图表 7：PCR 开始出现拐头回落 .....	9
图表 8：近十年 4 月平均业绩相关性领先，5 月显著回落.....	11
图表 9：近十年 5 月轮动速率显著领先，将进入主题轮动 .....	11
图表 10：TMT 板块拥挤度触及 40%阶段普遍呈现两度冲高现象 .....	12
图表 11：首度见顶时期，拥挤度与指数见顶时间节点较为接近，平均指数回调 12.17%.....	12
图表 12：指数反弹时点平均先于拥挤度反弹 3 个交易日，指数二次冲高均实现超越前高 .....	12
图表 13：商业航天主题融资资金的见顶提示信号 .....	13
图表 14：有色金属主题融资资金的见顶提示信号 .....	13
图表 15：本周五光模块交易拥挤度再创新高 .....	13
图表 16：现阶段光模块融资再创新高，需警惕“多杀多” .....	13
图表 17：融资资金周度呈现百亿净买入但周五出现分歧 .....	14
图表 18：股票型 ETF 资金本周持续呈现减仓趋势 .....	14
图表 19：规模、主题 ETF 均呈现逢高减仓倾向 .....	14
图表 20：北向成交活跃度依然处于相对低位 .....	14
图表 21：本周全 A 震荡上行，宽基表现分化，科创领先，创业回落 .....	15

图表 22: 本周煤炭、电子、石油石化涨幅居首, 农业、综合、传媒跌幅居前 .....	15
图表 23: 地产、综合、电子、通信、建材、计算机、商贸、化工、煤炭、轻工、钢铁、建筑装饰、机械设 备、国防军工行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位.....	16
图表 24: 综合、电子、通信、机械、军工行业本周估值水平处十年历史高位 .....	16
图表 25: A 股市场成交活跃度回暖趋势延续.....	17
图表 26: A 股相对领涨行业轮动速率本周低位回升.....	17
图表 27: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度维持高位 .....	17
图表 28: 电力、电子、军工行业本周集中度提升显著, 通信、电子、建材、电力、有色行业本周拥挤度已 至历史高分位 .....	18
图表 29: 收盘价创新高比例本周通信、电子、电力行业居前 .....	18
图表 30: A 股年内热门交易主题, AI 算力相关主题拥挤度持续居前 .....	19
图表 31: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势 .....	19
图表 32: 国内恐慌情绪本周再度降温 .....	20
图表 33: 海外恐慌情绪本周转向升温 .....	20
图表 34: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓 .....	21
图表 35: 股票型 ETF 资金本周延续加速净流出趋势 .....	21
图表 36: 本周债券型 ETF 持续净流入居首, 规模指数 ETF 持续净流出居前 .....	21
图表 37: 本周沪深 300、中证 500、中证 A500 跟踪 ETF 净流出居前, 创业板 50 净流入居首 .....	21
图表 38: 净流入排名前后 15 的行业 ETF 本周加配电网、煤炭、航空航天, 减配有色、石油、消费、银行、 地产 .....	21
图表 39: 融资资金本周持续百亿规模净买入 .....	22
图表 40: 融资买入占比本周震荡于年滚动均线上方 .....	22
图表 41: 融资净买入本周加配电子、机械、通信, 减配非银、煤炭、家电 .....	22
图表 42: 北向资金成交占比本周维持低位 .....	23
图表 43: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力 .....	23
图表 44: 融资资金回补继续, 警惕局部过热风险 .....	23

# 1、周度策略

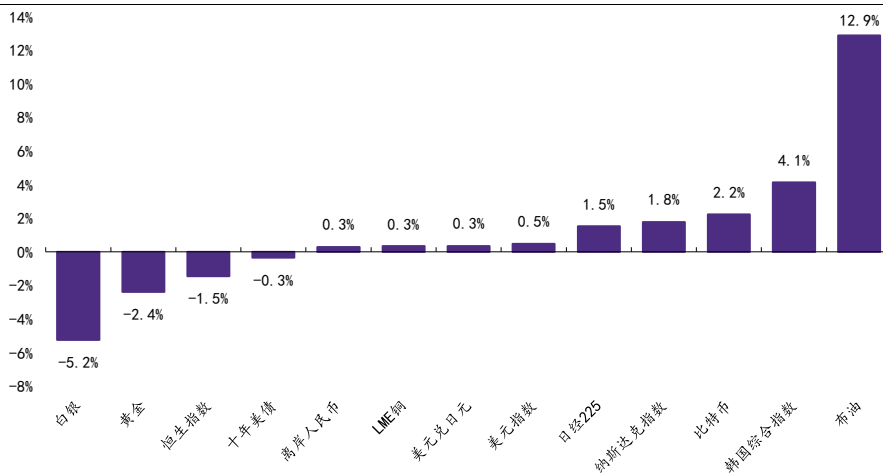
## 1.1、海外：风险资产反弹持续，美股 PE 修复行情仍存

### 海外复盘：风险资产反弹持续

上周大类资产整体呈现出典型的避险分化。布油单周暴涨 12.9% 绝对领跑，美股能源板块同步走强 (+2.99%)，市场并未对地缘冲突完全脱敏，而是出现了行业的分化，美伊谈判不断反复，能源板块大举计价供给端的尾部风险。沃什整体发言偏向鹰派，虽然美债利率维持在 4.3%，但美元指数偏强运行，直接压制了贵金属表现，-5.2% (与黄金 (-2.4%)) 双双回调。

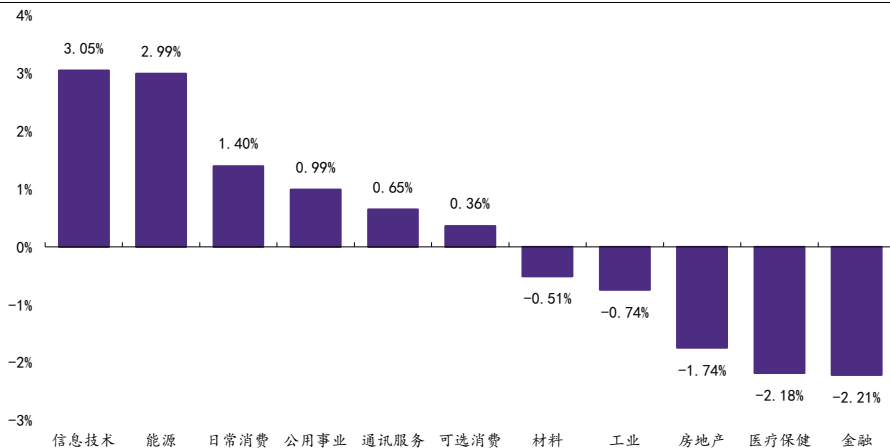
美股内部呈现极端的“杠铃式”分化。信息技术 (+3.05%) 与能源 (+2.99%) 成为仅有的强势支撑，而金融 (-2.21%)、医疗保健 (-2.18%) 及房地产 (-1.74%) 等顺周期和利率敏感型板块垫底。在原油飙升加剧通胀粘性，以及联储预期鹰派的背景下，降息预期受挫，资金只能被迫向盈利确定性高的科技龙头和直接受益于通胀的能源板块抱团。总结来说，上周美股其他板块在石油高美元的通胀预期下，以及高确定性和强业绩的科技成长下，形成了双流动性的抽离，形成了近期纳指和原油领涨，成长和能源板块为主，小微盘和降息方向持续受挫的格局。

图表 1：油价回弹不影响风险资产表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股出现了成长和能源同涨的现象



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 海外宏观：持续关注科技财报，议息会议以及伊朗局势的扰动

下周重点关注联储议息会议，美国伊朗谈判进程，七巨头财报以及美国 PMI 数据。

首先从沃什的听证会的角度来说，沃什听证会更强调美联储独立性，较少言语在货币政策操作思路上，整体形象是一个生产力为主的改革派，希望进行美联储“体制变革”。

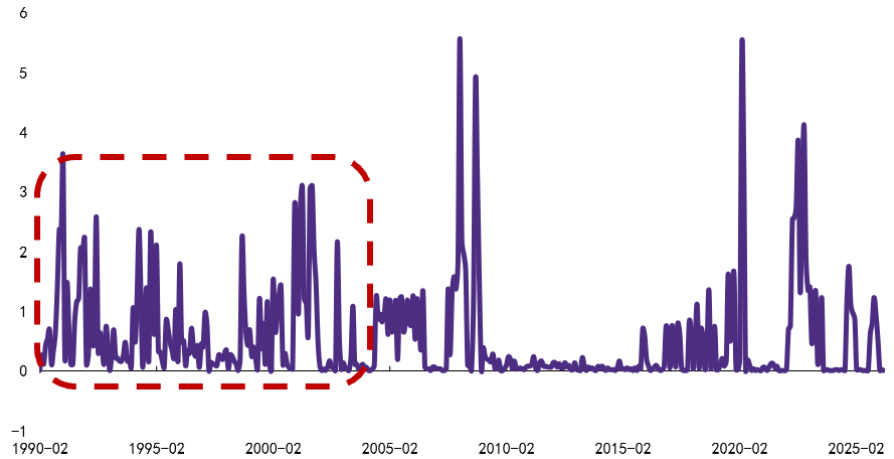
听证会主要有四个要点：

- 1) 放弃前瞻指引：过度沟通会成为联储自己的绊脚石，点阵图影响力将大幅下降，联储或回归到更具突然性、决断性的决策风格，减少预期管理。
- 2) 灵活的通胀目标：联储不再会为了通胀目标而进行习惯性加息，给经济增长留出容错率。
- 3) 生产力为先：沃什认为 AI 驱动的生产力爆发是抵消通胀的最佳手段。如果生产力在提升，他愿意容忍更高的名义工资增长。
- 4) 货币政策量价分离：缩表优先于降息，通过缩减负债表为中小企业腾出空间，实现结构性的利率下行。

从整体风格来看，沃什的风格与过去 20 年的伯南克-耶伦-鲍威尔的透明央行的背道而驰，反而更贴合格林斯潘黑箱式预期管理。一方面，黑箱式的央行语言使得市场需要去猜联储在想什么，这种不透明性实际上是联储的一种权力扩张，这就是沃什口中的信誉高于透明度。另一方面，黑箱也赋予了联储极大自由度去应对实时信号，格林斯潘时期的非会议调控有望再现。

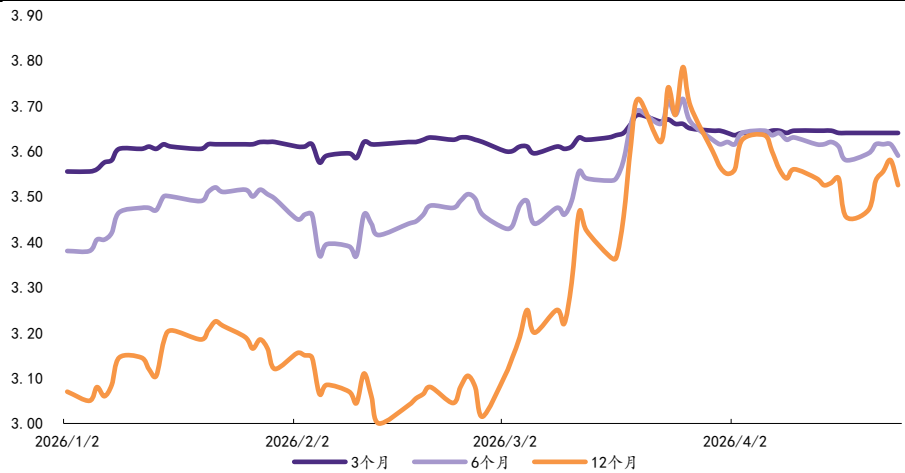
对于资产来说，这意味着后续整体的宏观波动率的上行，期货价格不再反应联储的意图，而仅仅是市场的猜测。后续的关注重点需要更多的放在高频宏观数据，以此来应对突发的联储决议。

图表 3：联储货币政策意外指数来看，格林斯潘时期要远高于伯南克后的透明联储



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：市场对于沃什听证会整体反应偏鹰，但反应可控



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 中美科技周期的共振：

上周中美科技均出现了利好因素，从美股来看，英特尔财报超预期打消了市场对于 AI 支出放缓的担心：英特尔 Q1 财报的超预期 (0.29vs0.01) 证明了 AI 硬件需求已从 GPU 溢出到了 CPU 和数据中心，AI 军备竞赛远未结束。

DeepseekV4 的发布代表国产算法对于算力成本的进一步打击。V4 不仅是性能的提升，更重要的是通过 MoE（混合专家）架构和长文本优化，将 Token 成本推向了接近零的水平 (0.14)。

整体的 AI 竞争出现了两方面的转化：即 GPU 到系统协同和模型到 Agent 的转化

一方面从硬件的角度来说，正在从 GPU 的卡脖子转向 CPU 以及系统协同，摩根士丹利预测，到 2030 年，AgenticAI 将驱动 325-600 亿美元的 CPU 增量市场和 26-77% 的 DRAM 增量需求。

从软件的角度来说，DeepSeek 驱动的 Token 降价，将倒逼全球 AI 厂商从模型大赛转向

推理大赛。但这也意味着传统的 SaaS 的模式会持续受挫，直到出现 Agent 商业化 ROI 的模式跑通。

对于投资来说，美股更多关注当前确定性最强的硬件组合，软件迟迟没有可能到改善，即 GPU+CPU+Memory 的组合，逻辑的重构叠加新需求的释放带来新一波的确定性的增长。国内则更多关注自主硬件+低成本软件的组合，同时紧盯国内硬件和软件的改善。

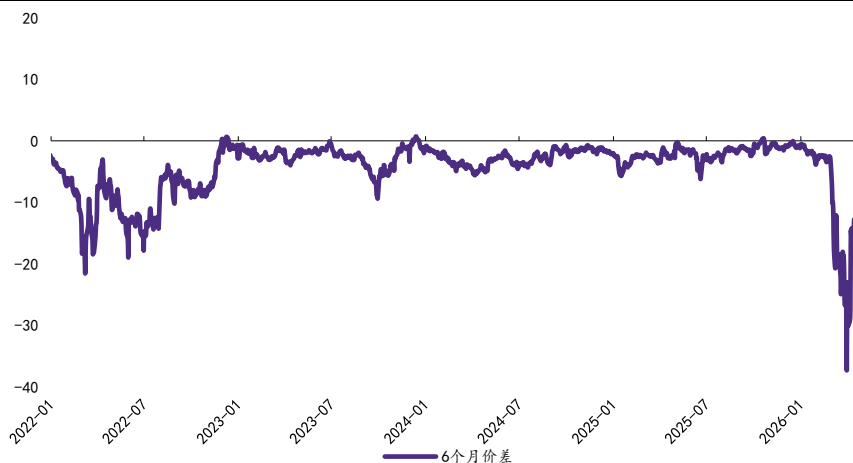
### 伊美谈判：僵局维持

当前美国和伊朗的谈判进展十分有限，本质上是因为双方在底线问题上：海峡归属权和核问题上的矛盾无法解决，因此短期霍尔木兹海峡仍会处于双重封锁之中，停火的状态也较为脆弱，任何突发的海上物理摩擦（如美军扣押船只、伊朗袭击商船），将直接触发临时停火协议撕毁。

进入到了 5 月，面对中期选举的压力，特朗普方面主动寻求进度的可能性更大，后续的可能发展方向来看主要有两个，一个是临时停火结束，美方采取有限度或针对性的军事打击或者是地面部队入场，或者是双方均不开第一枪，但双重封锁常态化，进入摩擦消耗状态。

但不管哪种情形都意味着油价的上升空间仍存，因此从石油价格的角度来说，市场逐步接受了 85 左右美元的石油价格，7 个月后的布油期货价格重回 85 美元以上的价格。

图 5：6 个月后的石油价差稳定在 20 以内



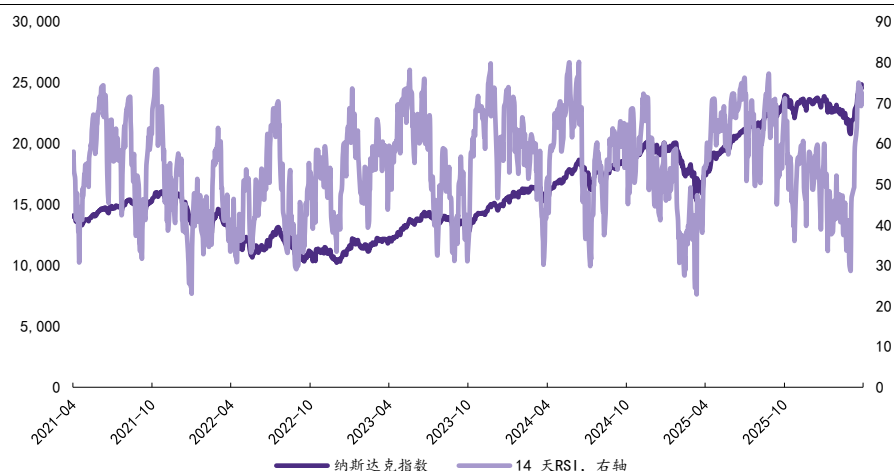
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 海外策略：美股 PE 修复行情仍存

**美股：**分化行情持续，整体偏空，科技周期预计持续偏强，英特尔数据中心与 AI 业务 22%的强劲增长证明了 CPU 在 AI 推理中的回暖。市场不再仅仅迷信单一的高价 GPU，而是开始寻找能提供更高推理性价比的硬件。资金可能从高估值的通用 GPU 巨头，部分流向其他硬件标的，带来整体美股成长板块的持续。但从美股整体来说，RSI 和多空指标均提示了一定的下跌和获利了结的风险，以此预计是维持偏分化的行情，成长偏强，小微盘和顺周期

方向被持续抽取流动性。

图表 6: RSI 来到相对高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 7: PCR 开始出现拐头回落



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

**美债:** 防御性观望, 重点关注 4 月 29 日的 FOMC 议息会议。虽然市场预计利率暂不动, 但沃什在听证会上表现出的鹰派形象让市场预期 5 月后鲍威尔卸任、沃什接手后的货币政策将更加注重对抗通胀。预计 10 年期美债收益率在 4.3% 附近波动。若下周联储声明偏鹰, 债市将面临新一轮抛售。

**黄金:** 无视短端扰动, 核心底仓不动。黄金同时对冲二次通胀的粘性和法币信用的损耗。在沃什听证会可能引发的剧烈波动中, 盯紧黄金的隐含波动率, 每一次回调都是左侧加仓的良机。

## 1.2、国内：关注 4 月政治局会议，A 股震荡整固，注意高低切换

### 国内宏观：4 月政治局会议前瞻预计偏中性偏积极，强调安全和内需

下周宏观数据公布：关注 4/27 公布的 3 月规上工业企业利润开门红的延续性，及量价利拆解。4/30 公布 4 月 PMI，重点看制造业 PMI 能否延续在荣枯线之上运行。

4 月政治局会议前瞻：短期政策基调的重要窗口期，预计定调中性偏积极，但短期难有超常规举措，更多是推动存量落地。主要看点为：1) 肯定一季度“良好开局”，5%的同比增速好于市场预期，为实现 4.5%-5%的全年目标打好基础；2) 强调外部环境严峻，中东地缘政治冲突、高油价等不确定性加剧，要求做好应对措施和能源安全、供应链韧性和外贸多元化。3) 财政延续前置发力，货币结构性宽松，Q1 财政支出前置发力，结构重在“投资于人”，政策性、结构性货币工具精准更值得期待。4) 扩内需和促消费、稳就业仍是重点，特别是稳定就业、提高居民收入、改善消费环境、加大重点消费领域支持力度等。

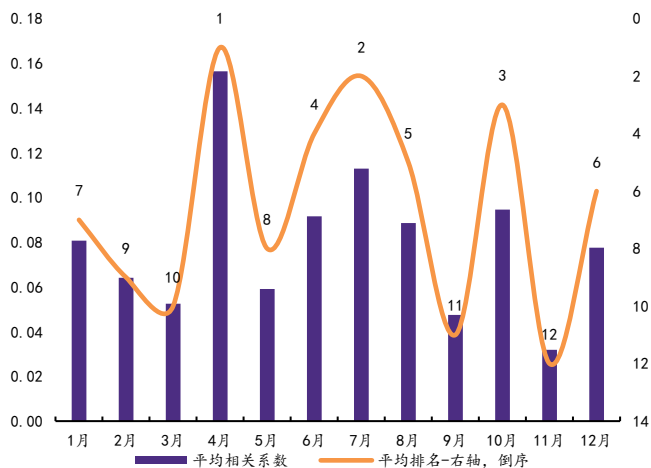
### A 股策略：震荡整固，注意高低切换

大势研判：A 股整体风险可控，震荡整固，结构分化。美伊谈判虽悬而未决，再度波折反复，但海外地缘尾部风险可控。国内再通胀预期升温，盈利逐步修复，且有 4 月底政治局会议预期托底。

行业选择：4 月中旬以来，随着地缘局势缓和，市场交易逻辑重在业绩验证。随着热门科技景气方向已积累不小的涨幅，且 CPO 为代表的 AI 科技行情加速后相对拥挤，TMT 成交占比重回 40%附近，财报尾声利好落地后有一定的获利了结压力，短期交易风险上行。4 月底警惕业绩爆雷风险，5 月 A 股走势和业绩相关性降低，逐步把握科技主题和假期消费机会。

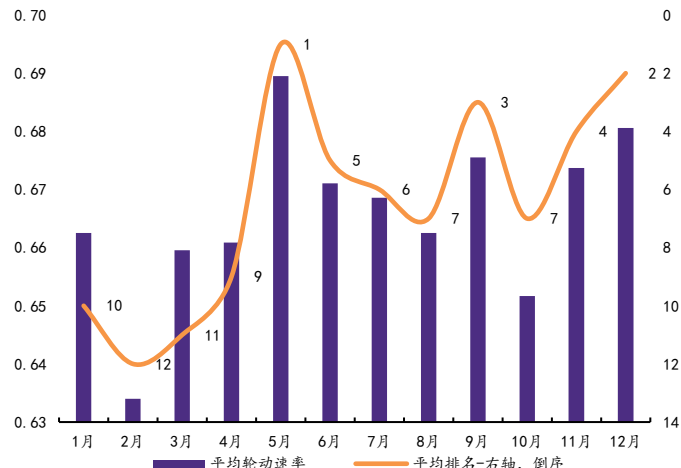
- 1) 科技主题（短期赔率占优的国产算力、商业航天、机器人、创新药等）；
- 2) 假期消费（短期博弈交运、旅游、餐饮等交易机会）；
- 3) 景气修复（中长期看好景气延续的 AI 算力、存储芯片、CPO、电力设备、有色、化工等）。

图表 8：近十年 4 月平均业绩相关性领先，5 月显著回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：近十年 5 月轮动速率显著领先，将进入主题轮动



资料来源：Wind，华鑫证券研究

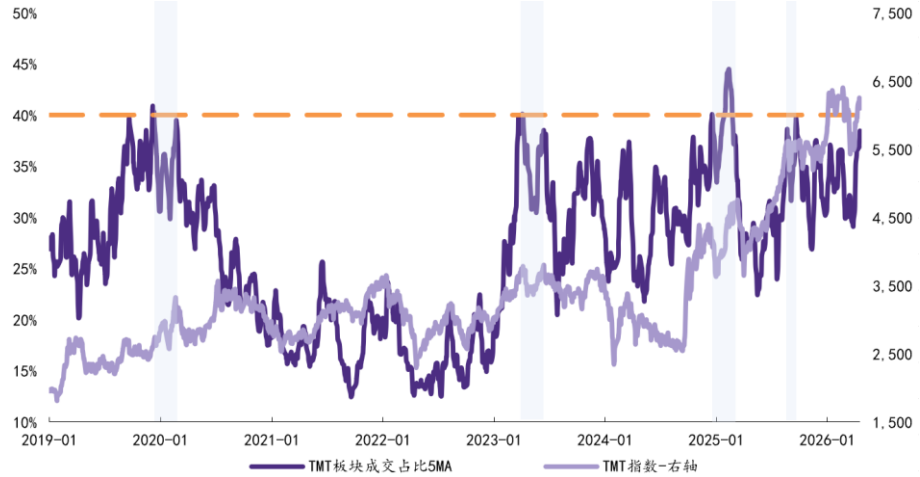
## 热点关注：TMT 板块拥挤度触及 40%，短期警惕回调风险；CPO 拥挤度&融资再创新高，持续关注融资信号；融资延续周度百亿净买入，但周五首现分歧

现阶段 TMT 板块拥挤度触及 40%，警惕短期回调风险，短期回调后具备布局二次冲高机会。复盘近五年 TMT 板块（通信+电子+计算机+传媒）成交占比接近甚至超越 40%阶段，普遍呈现以下规律：

- (1) 拥挤度与指数均呈现两度冲高现象。两次冲高期间，TMT 指数呈现短期回调后，再度伴随拥挤度进行回弹与二次冲高。
- (2) 多数情况下，板块拥挤度高点与指数高点时间节点较为接近，板块拥挤度超越或接近 40%可作为调整提示信号。过去四次，指数首次冲高后短期调整平均幅度为 12.17%。
- (3) 多数情况下，TMT 板块拥挤度回落至 30%附近开启二次冲高阶段，指数反弹时点平均先于拥挤度反弹 3 个交易日。过去四次，板块拥挤度 5MA 首次回落低点均值为 31.4%。
- (4) TMT 指数二次冲高均实现超越前高，平均反弹涨幅为 20.07%。

截止至 4 月 24 日，TMT 板块拥挤度创现阶段新高 40.8%，为本轮首度冲高阶段，短期需警惕回调风险。但短暂回调过后，预计将存在二次冲高布局机会。

图表 10: TMT 板块拥挤度触及 40%阶段普遍呈现两度冲高现象



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 11: 首度见顶时期, 拥挤度与指数见顶时间节点较为接近, 平均指数回调 12.17%

拥挤度首次高点		指数首次见顶&短期回调			
见顶时间	拥挤度SMA 高点	见顶时间	与拥挤度见顶 间隔时长 (交易日)	回调时长 (交易日)	回调幅度
2019/12/12	40.9%	2020/1/20	26	5	13.65%
2023/4/10	40.1%	2023/4/12	2	21	11.04%
2024/12/24	40.1%	2024/12/12	-7	21	16.45%
2025/8/28	38.7%	2025/9/1	2	3	7.55%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

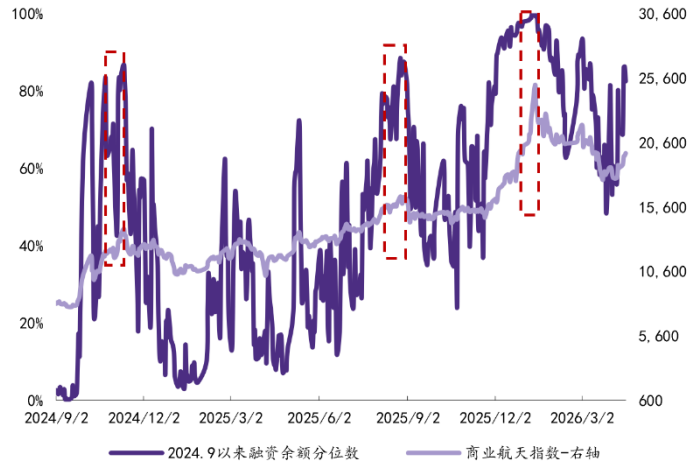
图表 12: 指数反弹时点平均先于拥挤度反弹 3 个交易日, 指数二次冲高均实现超越前高

拥挤度二次高点					指数二次冲顶					
反转时间	拥挤度SMA 低点	见顶时间	拥挤度SMA 高点	是否破前高	反转时间	与拥挤度反转 间隔时长 (交易日)	见顶时间	与拥挤度二次见顶 间隔时长 (交易日)	反弹涨幅	是否破前高
2020/2/7	29.9%	2020/2/27	39.5%	否	2020/2/4	-3	2020/2/25	-2	29.31%	是
2023/5/29	30.5%	2023/6/19	38.5%	否	2023/5/17	-8	2023/6/19	0	12.95%	是
2025/1/9	33.4%	2025/2/17	44.5%	是	2025/1/14	3	2025/3/18	21	29.55%	是
2025/9/11	31.6%	2025/9/26	39.7%	是	2025/9/5	-4	2025/10/9	3	8.46%	是

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

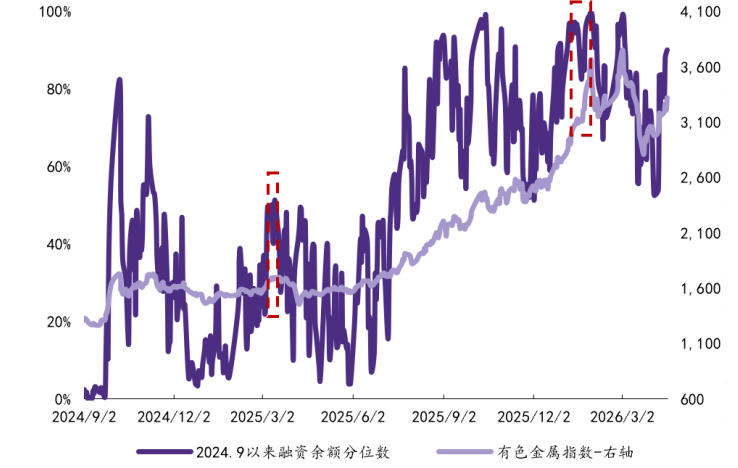
光模块主题集中度与融资余额均再创新高, 后续持续关注融资余额风险提示信号。复盘年初两轮较为典型的主题抱团行情——商业航天&有色, 融资余额高位震荡可作为潜在提示主题抱团见顶信号。融资资金作为市场内“追涨杀跌”的典型代表, 若出现热门主题指数仍创新高, 但融资余额难以再突破阶段相对高位, 一定程度可代表融资端初步出现观点分歧或潜在增量资金基本已后继无力的情况, 潜在提示可能出现“多杀多”的快速止盈回调风险。光模块作为 AI 算力主题领先方向, 使用光模块(CPO)指数, 现阶段从成交占比来看, 本周五拥挤度再创新本轮新高。指数融资余额本周三同样创本轮新高。后续需继续观察融资余额数据信号, 若指数创新高但融资端已出现增量动力不足信号, 需警惕快速回调风险。

图表 13: 商业航天主题融资资金的见顶提示信号



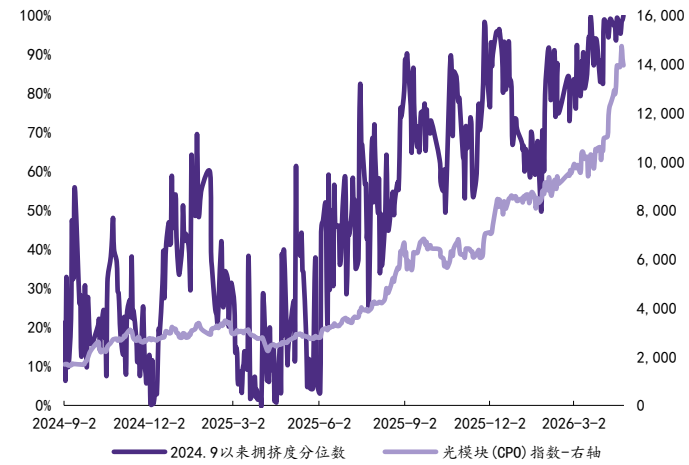
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 14: 有色金属主题融资资金的见顶提示信号



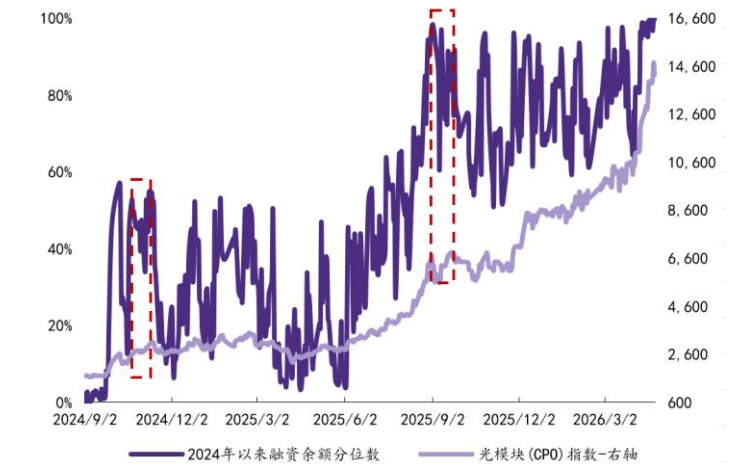
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 本周五光模块交易拥挤度再创新高



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 现阶段光模块融资再创新高, 需警惕“多杀多”



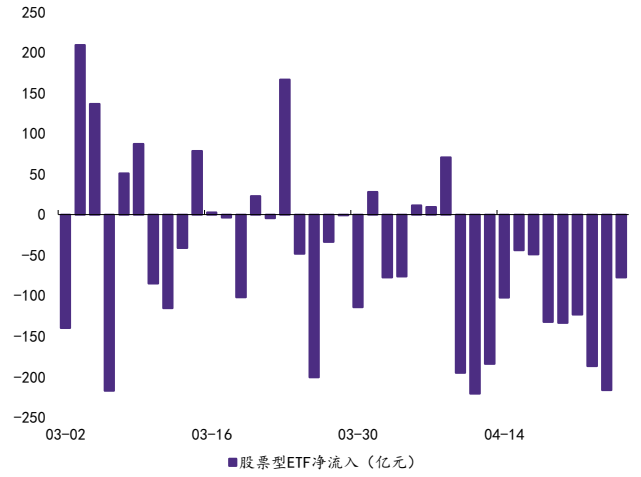
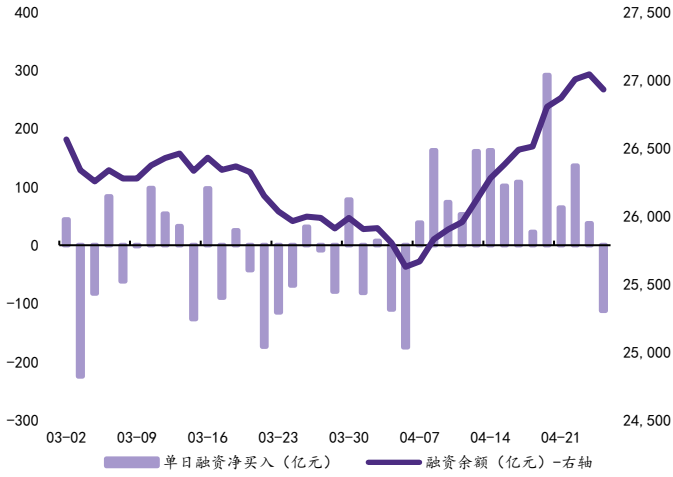
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资金分歧持续, 融资百亿回补持续助推但周五首度分歧, ETF 资金维持谨慎减仓。

- ① 融资资金: 维持乐观情绪, 周度再度呈现百亿净买入趋势, 周度共计净买入 417.78 亿元。但是在周五出现近期首度净卖出情况, 单日净卖出 112.39 亿元;
- ② ETF 资金: 维持谨慎情绪, 规模、主题指数跟踪 ETF 资金继续呈现逢高减仓的倾向, 股票型 ETF 周度共计净流出 738.00 亿元;
- ③ 北向资金: 小幅回暖, 但整体活跃度依然处于相对低位。

图表 17: 融资资金周度呈现百亿净买入但周五出现分歧

图表 18: 股票型 ETF 资金本周持续呈现减仓趋势

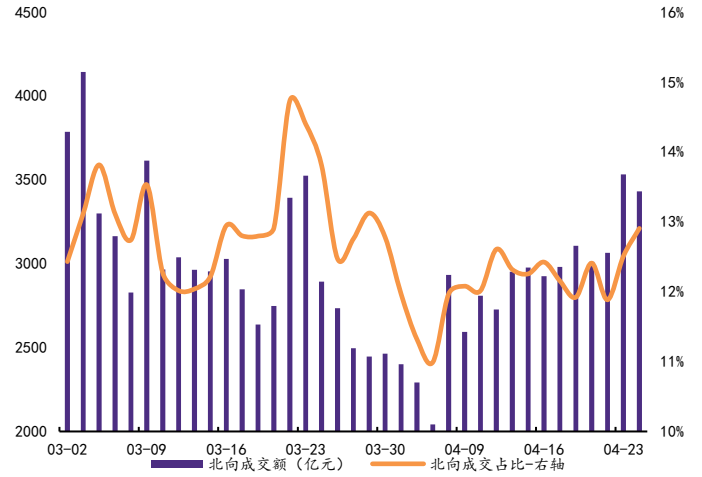
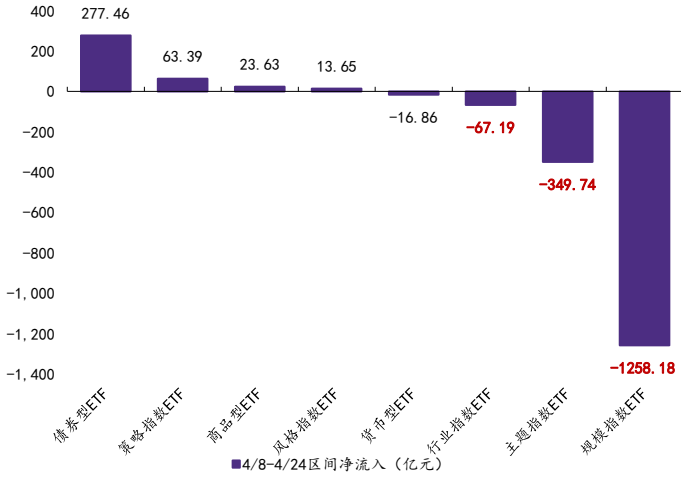


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 19: 规模、主题 ETF 均呈现逢高减仓倾向

图表 20: 北向成交活跃度依然处于相对低位



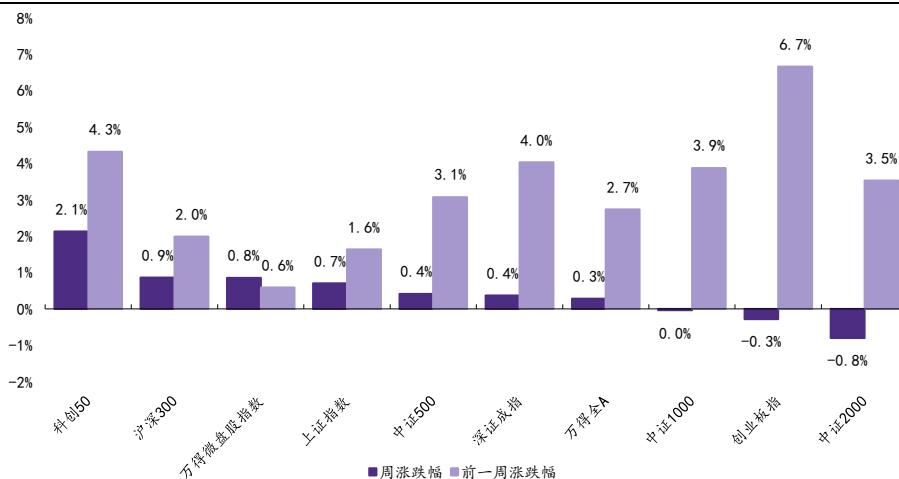
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 2、市场复盘：表现分化，科创领先，创业回落

本周全 A 指数震荡上行，宽基表现分化，科创领先，创业回落，科创 50、沪深 300、万得微盘股指数涨幅居首，中证 2000、创业板指跌幅居前。科创 50、沪深 300、万得微盘股指数分别上涨 2.1%、0.9%、0.8%；中证 2000、创业板指分别下跌 0.8%、0.3%。

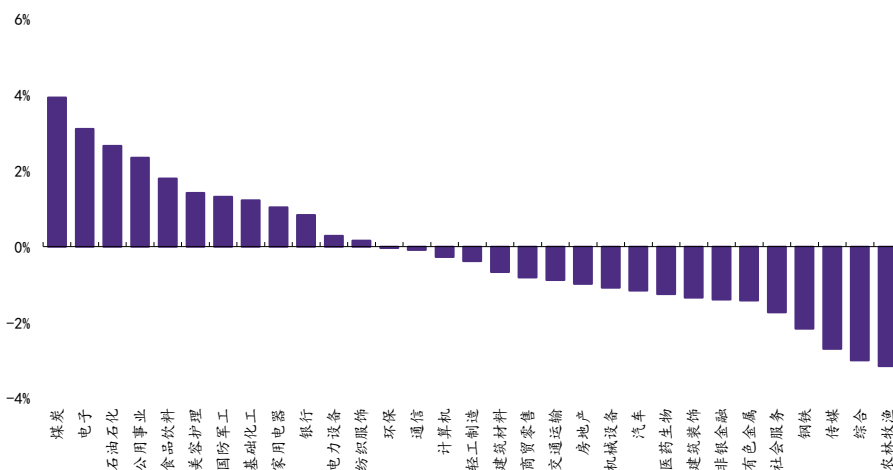
图表 21：本周全 A 震荡上行，宽基表现分化，科创领先，创业回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周煤炭、电子、石油石化涨幅居首，农业、综合、传媒跌幅居前。煤炭、电子、石油石化、公用事业、食品饮料行业上涨幅度居首，分别上涨 3.9%、3.1%、2.7%、2.3%、1.8%；农林牧渔、综合、传媒、钢铁、社会服务行业下跌幅度居前，分别下跌 3.2%、3.0%、2.7%、2.2%、1.7%。

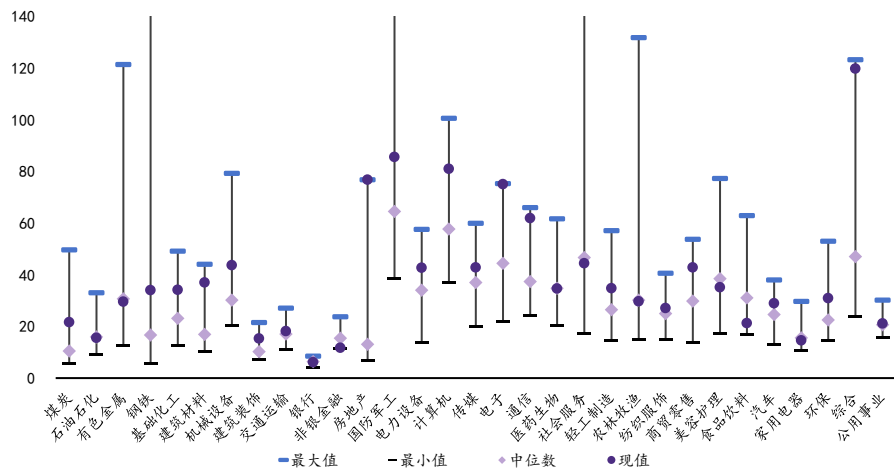
图表 22：本周煤炭、电子、石油石化涨幅居首，农业、综合、传媒跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

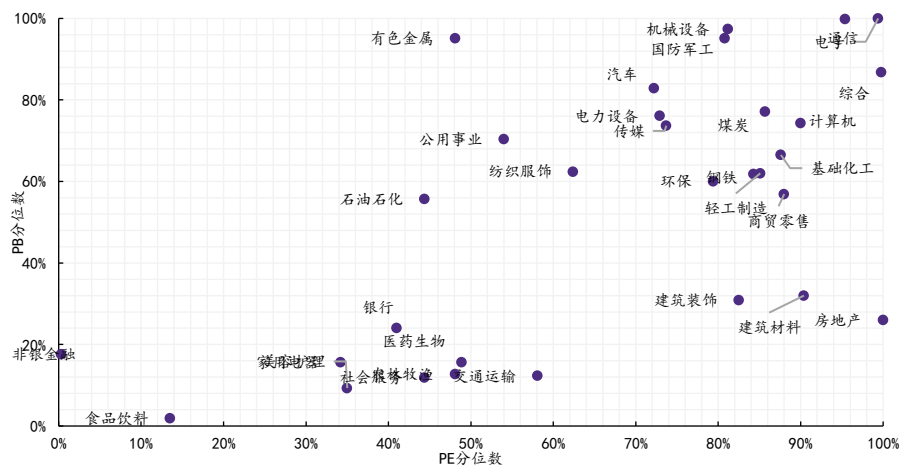
行业估值层面，本周综合、电子、通信、机械、军工行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括房地产、综合、电子、通信、建筑材料、计算机、商贸零售、基础化工、煤炭、轻工制造、钢铁、建筑装饰、机械设备、国防军工，PE-TTM 分别达 119.8X、75.1X、61.9X、37.0X、81.0X、42.9X、34.1X、21.6X、34.0X、34.4X、43.7X、85.6X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、通信、机械设备、有色金属、国防军工、综合、汽车，PB-LF 分别达 5.8X、6.2X、3.3X、3.7X、4.0X、2.9X、2.6X。

图表 23：地产、综合、电子、通信、建材、计算机、商贸、化工、煤炭、轻工、钢铁、建筑装饰、机械设备、国防军工行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：综合、电子、通信、机械、军工行业本周估值水平处十年历史高位



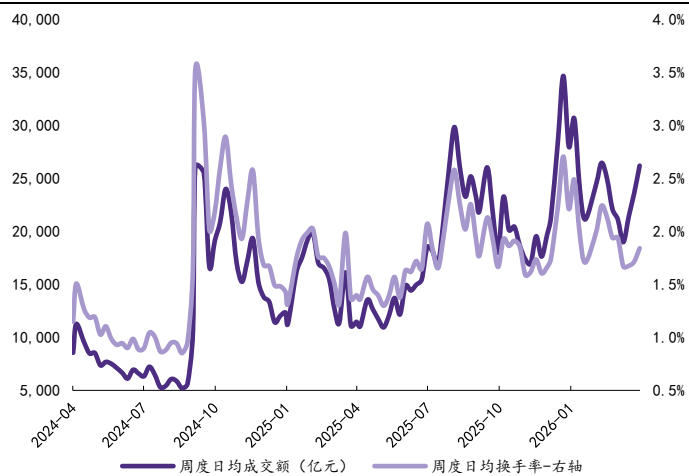
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3、资金情绪

#### 3.1、交易活跃度：回暖趋势延续，行业轮动速率低位回升，电力、电子拥挤度升温显著

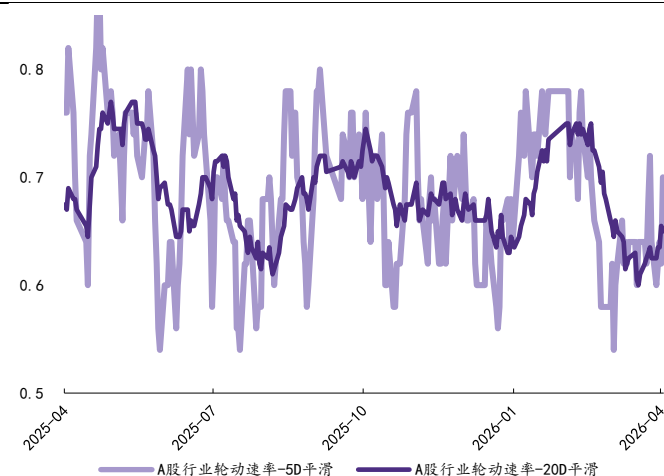
本周 A 股市场成交活跃度回暖趋势延续，日均成交额与换手率均上行，行业轮动速率低位回升。万得全 A 日均成交额为 2.62 万亿元，环比提升 2591.5 亿元；日均换手率为 1.84%，环比提升 0.13pcts。A 股市场行业轮动速率指标，20 日平滑值从低位开启回升趋势，相对领涨行业轮动频率开始回暖。

图表 25: A 股市场成交活跃度回暖趋势延续



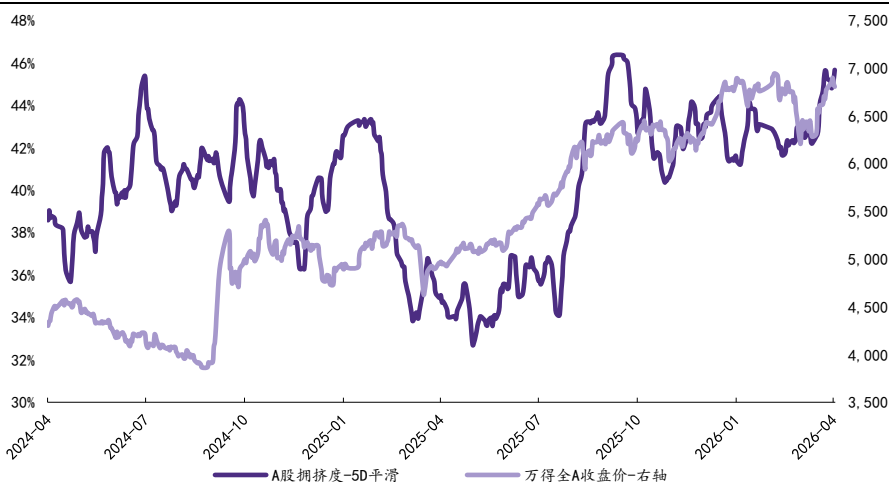
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 26: A 股相对领涨行业轮动速率本周低位回升



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度维持高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度维持高位，电子、军工、公用交易集中度提升显著，通信、电子、建材、公用、电力、有色拥挤度两年历史分位居前，通信、电子、电力创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 45.7%，环比提升 0.4pcts，热门交易标的拥挤度维持相对高位。

电子、国防军工、公用事业、基础化工行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 99.0%、74.7%、90.2%、168.0% 的两年历史分位水平。医药生物、电力设备、非银金融、石油石化、农林牧渔行业集中度降温居前。通信、电子、建筑材料、公用事业、电力设备、有色金属行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

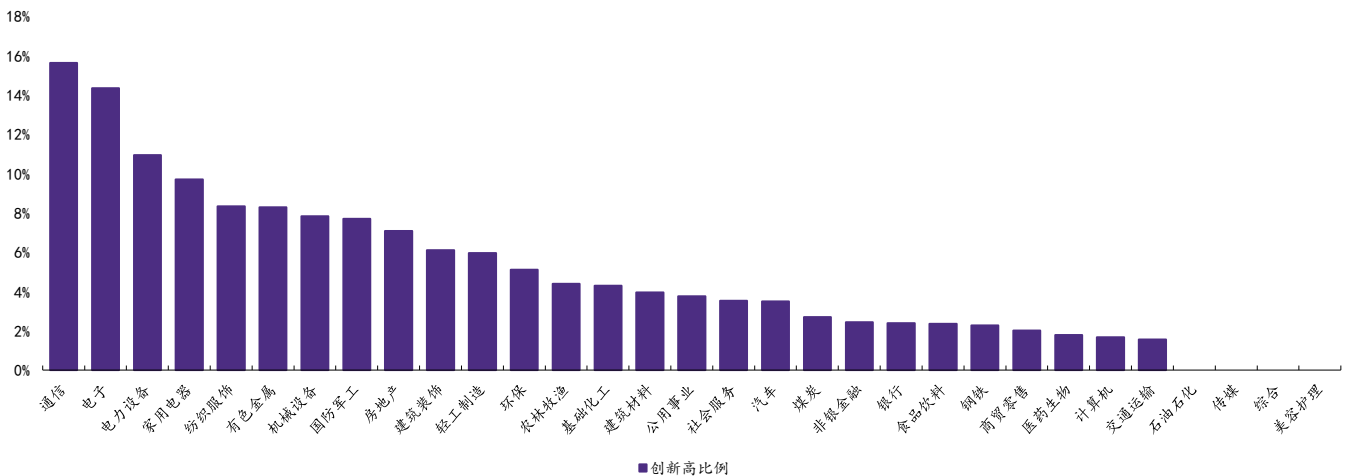
周度股票任一收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，通信、电子、电力设备、家用电器、纺织服饰行业比例居首，分别为 15.6%、14.3%、10.9%、9.7%、8.3%。

图表 28：电力、电子、军工行业本周集中度提升显著，通信、电子、建材、电力、有色行业本周拥挤度已至历史高分位

行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位	行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位		
上游资源	煤炭	0.53%	0.46%	0.07%	31.0%	下游消费	医药生物	3.95%	5.34%	-1.39%	9.7%
	石油石化	0.80%	0.99%	-0.19%	59.2%		社会服务	0.53%	0.56%	-0.03%	6.7%
	有色金属	6.47%	6.63%	-0.15%	86.4%		轻工制造	1.18%	1.15%	0.03%	62.1%
	钢铁	0.54%	0.63%	-0.09%	32.0%		农林牧渔	0.82%	1.00%	-0.18%	9.7%
	基础化工	5.10%	4.94%	0.16%	68.9%		纺织服饰	0.49%	0.52%	-0.03%	2.9%
中游制造	建筑材料	1.12%	1.21%	-0.08%	91.2%		商贸零售	0.75%	0.71%	0.03%	6.7%
	机械设备	7.05%	7.22%	-0.17%	52.4%		美容护理	0.15%	0.14%	0.02%	3.8%
	建筑装饰	1.55%	1.62%	-0.08%	28.1%		食品饮料	1.08%	1.11%	-0.04%	5.8%
	交通运输	0.86%	1.00%	-0.14%	0.0%		汽车	3.18%	3.34%	-0.17%	1.9%
大金融	银行	0.88%	0.83%	0.05%	0.9%		家用电器	1.23%	1.11%	0.12%	8.7%
	非银金融	1.45%	1.74%	-0.28%	0.0%	公用	环保	1.02%	1.00%	0.02%	78.6%
	房地产	0.69%	0.79%	-0.10%	2.9%	综合	0.19%	0.20%	-0.01%	57.2%	
成长	国防军工	4.35%	3.49%	0.85%	74.7%	公用事业	2.99%	2.34%	0.65%	90.2%	
	电力设备	11.33%	12.27%	-0.94%	86.4%						
	计算机	5.89%	5.95%	-0.06%	4.8%						
	传媒	2.35%	2.34%	0.02%	19.4%						
	电子	21.25%	19.84%	1.42%	99.0%						
通信	9.02%	8.55%	0.47%	100.0%							

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 29：收盘价创新高比例本周通信、电子、电力行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股年内热门交易主题，AI 算力相关主题集中度持续居前，工业气体、服务器、

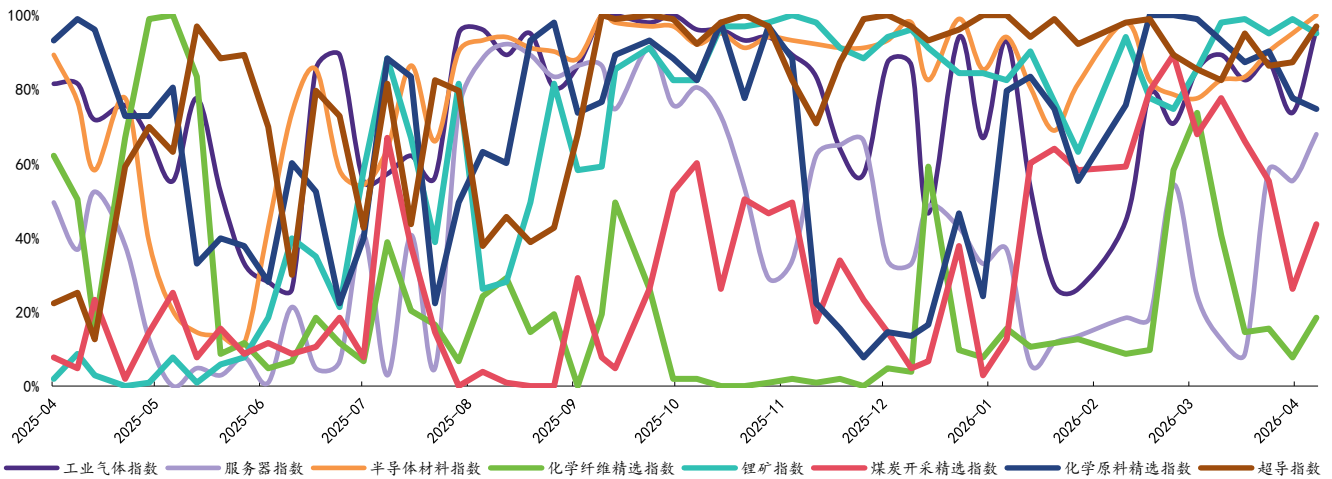
半导体材料领涨，半导体材料、OCS、服务器成交活跃度提升居前，半导体材料、PCB、光模块拥挤度两年历史分位居前。A股年内热门交易主题，涨跌幅方面，工业气体、服务器、半导体材料、化纤、锂矿主题周度涨幅领先，分别上涨12.2%、6.8%、6.3%、5.2%、5.0%；创新药、稀土、航运、OCS主题周度跌幅居前，分别下跌3.2%、3.1%、0.9%、0.1%。成交活跃度方面，半导体材料、OCS、服务器、光模块、光芯片主题升温显著，锂电池、创新药、存储、锂矿、钠离子电池主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越90%水平的主题包括半导体材料、PCB、光模块、玻纤、光芯片、OCS、钠离子电池、超导、工业气体、锂矿、锂电池。

图表 30: A股年内热门交易主题, AI 算力相关主题拥挤度持续居前

主题指数	代码	周涨跌幅	月涨跌幅	周成交占比环比	周成交占比两年历史分位	周成交占比近一年趋势
工业气体指数	8841062.WI	12.23%	20.85%	0.1%	96.1%	
服务器指数	8841058.WI	6.80%	22.96%	0.3%	67.9%	
半导体材料指数	8841272.WI	6.29%	20.26%	0.5%	100.0%	
化学纤维精选指数	8841364.WI	5.24%	10.07%	0.0%	18.4%	
锂矿指数	884785.WI	5.04%	21.19%	-0.5%	95.1%	
煤炭开采精选指数	8841358.WI	4.95%	4.12%	0.0%	43.6%	
化学原料精选指数	8841387.WI	4.59%	8.27%	0.0%	74.7%	
超导指数	8841104.WI	4.53%	9.75%	0.2%	97.0%	
锂电池指数	884039.WI	1.21%	12.59%	-0.8%	90.2%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	0.12%	38.56%	0.3%	100.0%	
火电指数	884874.WI	3.49%	1.07%	0.2%	89.3%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	2.39%	22.42%	-0.1%	99.0%	
航运精选指数	8841436.WI	-0.92%	2.35%	-0.1%	66.0%	
钠离子电池指数	8841440.WI	1.57%	15.67%	-0.2%	98.0%	
电路板指数	8841164.WI	2.04%	23.13%	0.1%	100.0%	
光芯片指数	8841892.WI	0.07%	26.44%	0.3%	99.0%	
光电路交换机(OCS)指数	8841924.WI	-0.14%	26.98%	0.4%	99.0%	
稀土指数	8841089.WI	-3.14%	12.40%	-0.1%	74.7%	
存储器指数	8841241.WI	0.54%	17.69%	-0.5%	88.3%	
创新药指数	8841049.WI	-3.17%	1.77%	-0.5%	24.2%	

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 31: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势

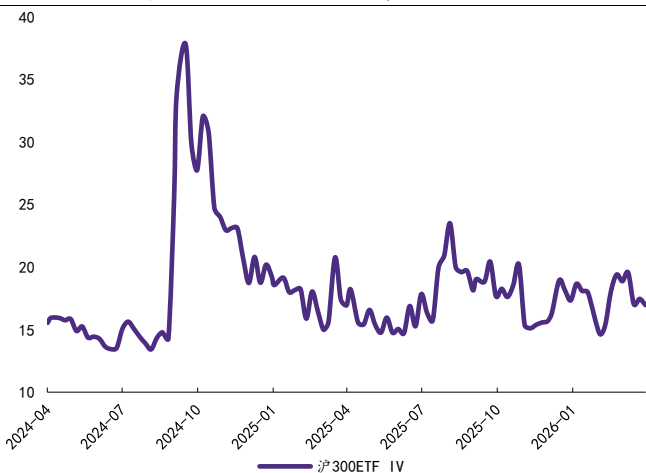


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 3.2、恐慌情绪：国内再度降温，海外转向升温

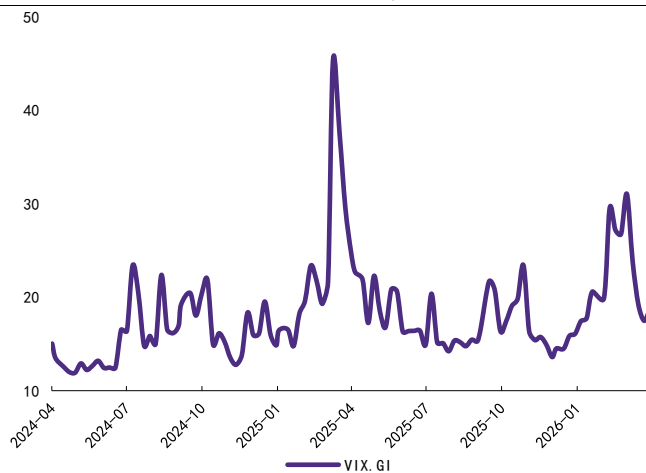
本周恐慌情绪国内再度降温，海外转向升温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为 16.96，环比下降 2.82%，国内恐慌情绪小幅升温。海外 VIX 指数为 18.71，环比提升 7.04%，海外恐慌程度转向升温。

图表 32：国内恐慌情绪本周再度降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：海外恐慌情绪本周转向升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

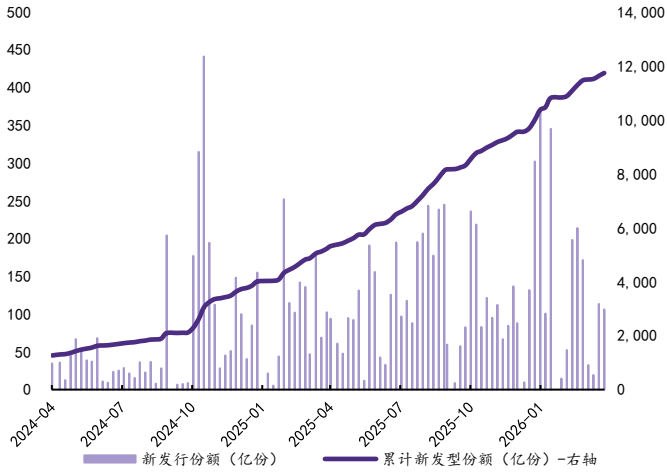
### 3.3、内资：ETF 资金谨慎减仓倾向延续；融资百亿规模买入继续，持续增配电子通信

**公募基金：**本周股票+混合型基金新发节奏小幅放缓。股票型 ETF 延续加速净流出趋势，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，债券型 ETF 资金持续净流入居首。行业 ETF 加配证券、电网、医药、航空航天，减配石油、消费、有色、银行、地产。

股票型基金周度新发 87.87 亿份，混合型基金周度新发 18.22 亿份，周度新发规模环比下降 7.37 亿份，基金新发节奏小幅放缓。

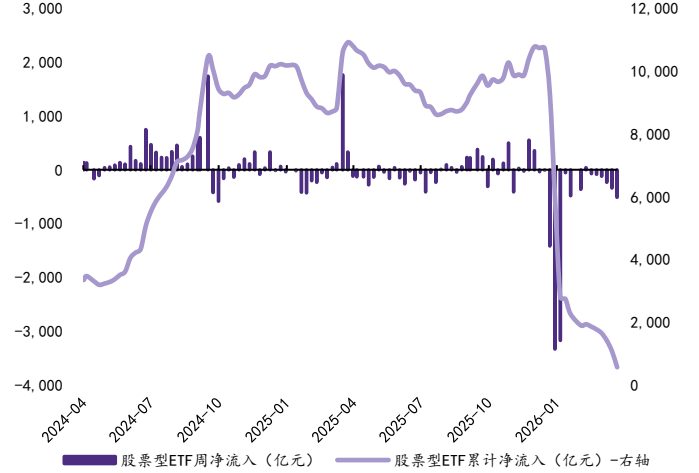
股票型 ETF 资金延续加速净流出趋势，周度净流出 738.00 亿元。规模指数 ETF 资金持续净流出居前，周度净流出 689.13 亿元，其中沪深 300、中证 500、中证 A500 跟踪 ETF 资金周度净流出居前，创业板 50 跟踪 ETF 资金周度净流入居首。主题指数 ETF 资金同样持续呈现逢高减仓的倾向，周度净流出 80.72 亿元。债券型 ETF 资金持续净流入居首，周度净流入 67.29 亿元。行业 ETF 资金加配电网、煤炭、航空航天板块，减配有色、石油、消费、银行、地产板块。

图表 34: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓



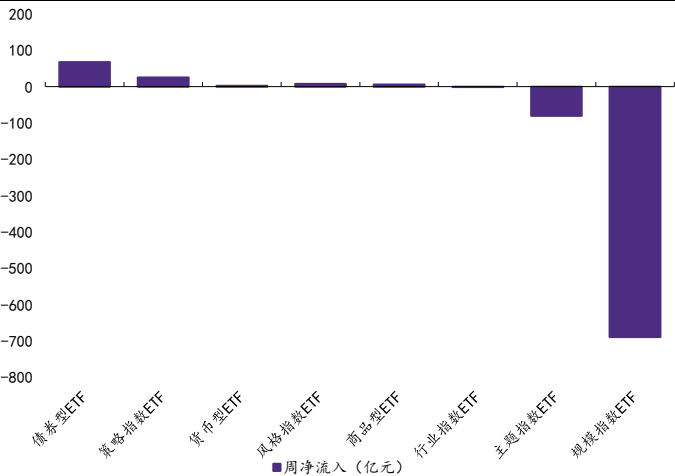
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 35: 股票型 ETF 资金本周延续加速净流出趋势



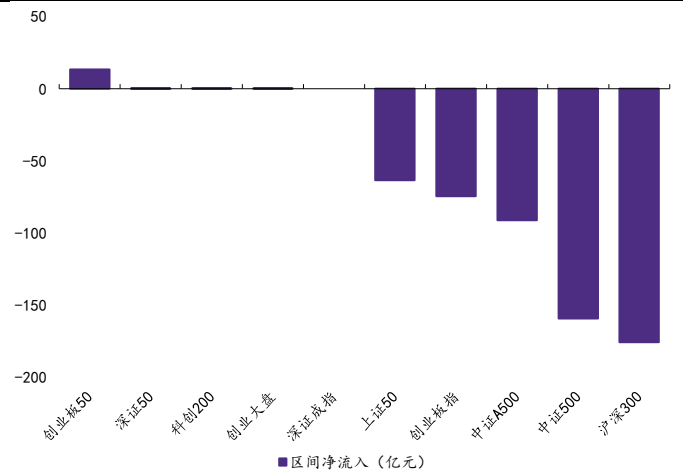
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 36: 本周债券型 ETF 持续净流入居首, 规模指数 ETF 持续净流出居前



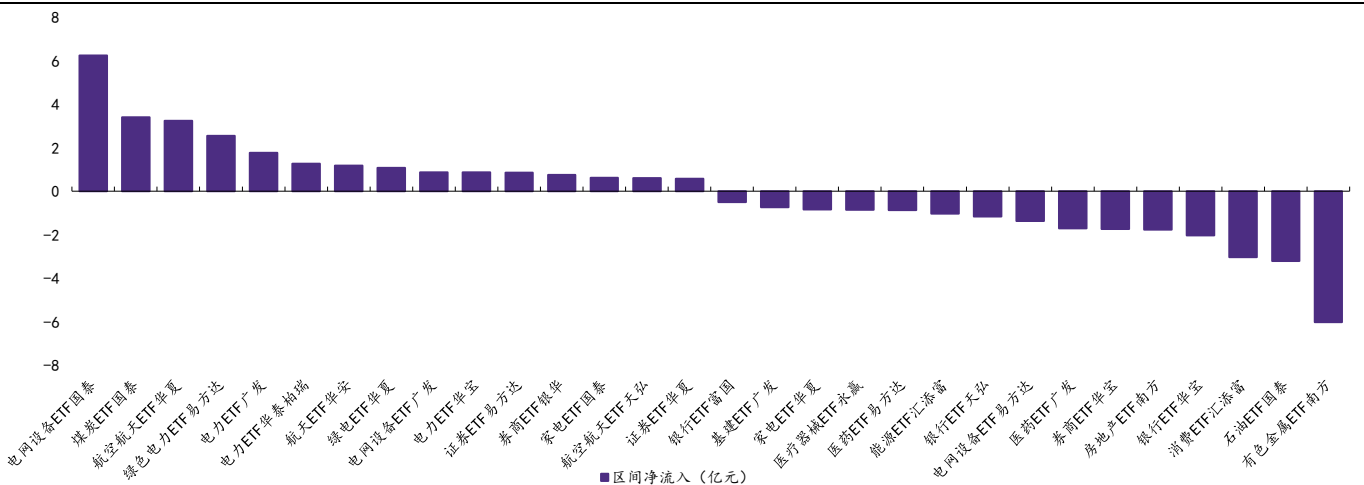
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 37: 本周沪深 300、中证 500、中证 A500 跟踪 ETF 净流出居前, 创业板 50 净流入居首



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

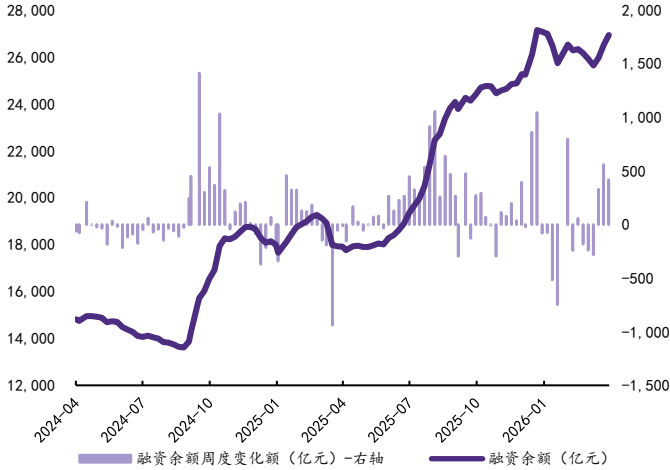
图表 38: 净流入排名前后 15 的行业 ETF 本周加配电网、煤炭、航空航天, 减配有色、石油、消费、银行、地产



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

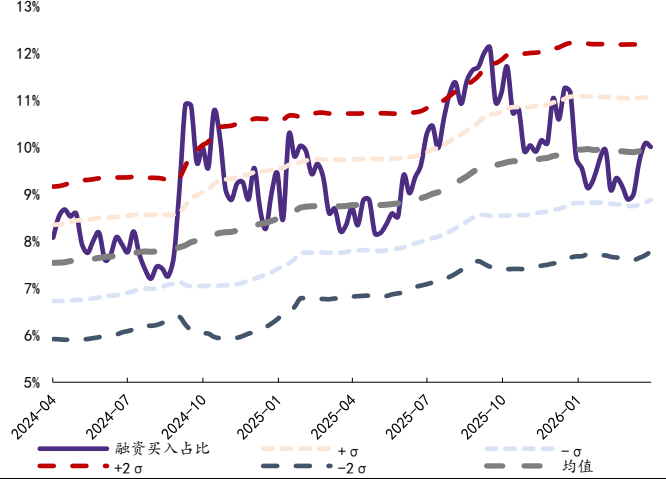
**融资资金：**本周持续百亿规模净买入，融资买入占比震荡于年滚动均线上方，加配电子、机械、通信，减配非银、煤炭、家电。截止至4月24日，融资余额为2.69万亿元，环比净买入417.78亿元。融资买入周度占比为10.01%，环比下降0.07pcts，融资买入占比震荡于年滚动均线上方。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电子、机械设备、通信、基础化工、有色金属行业，减配非银金融、煤炭、家用电器、银行、轻工制造行业。

图表 39：融资资金本周持续百亿规模净买入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 40：融资买入占比本周震荡于年滚动均线上方



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 41：融资净买入本周加配电子、机械、通信，减配非银、煤炭、家电

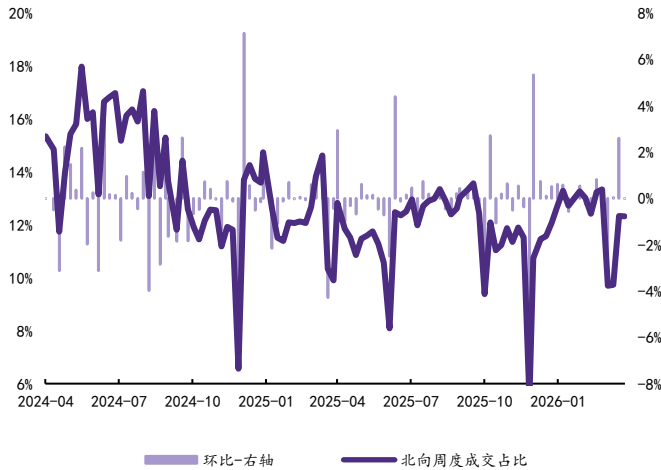
行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势
电子	201.0	11.1%	4368.9	↑	农林牧渔	2.0	6.8%	277.1	↑
机械设备	58.3	9.0%	1486.2	↑	钢铁	1.8	8.6%	182.5	↑
通信	57.0	11.4%	1419.9	↑	环保	1.5	6.8%	224.1	↑
基础化工	20.7	8.1%	1121.8	↑	传媒	0.6	8.2%	566.0	↑
有色金属	19.7	9.9%	1538.1	↑	纺织服装	0.5	3.5%	79.8	↑
国防军工	17.2	9.5%	961.4	↑	石油石化	0.1	7.1%	235.2	↑
计算机	15.7	9.0%	1815.5	↑	美容护理	0.1	7.5%	63.4	↑
食品饮料	10.9	8.0%	509.6	↑	汽车	-0.7	7.9%	1144.3	↑
建筑装饰	5.0	6.0%	426.1	↑	社会服务	-1.3	7.0%	131.2	↑
房地产	4.3	8.5%	332.0	↑	交通运输	-1.4	8.0%	431.0	↑
建筑材料	4.1	6.6%	157.0	↑	轻工制造	-1.6	4.0%	138.1	↑
公用事业	3.8	7.3%	567.3	↑	银行	-1.8	9.2%	762.1	↑
电力设备	3.7	9.0%	2426.9	↑	家用电器	-2.0	7.5%	363.9	↑
商贸零售	3.6	6.9%	252.9	↑	煤炭	-2.9	6.6%	138.3	↑
医药生物	2.8	8.5%	1641.7	↑	非银金融	-7.9	11.5%	1949.2	↑
综合	2.4	9.0%	47.1	↑					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.4、外资：活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

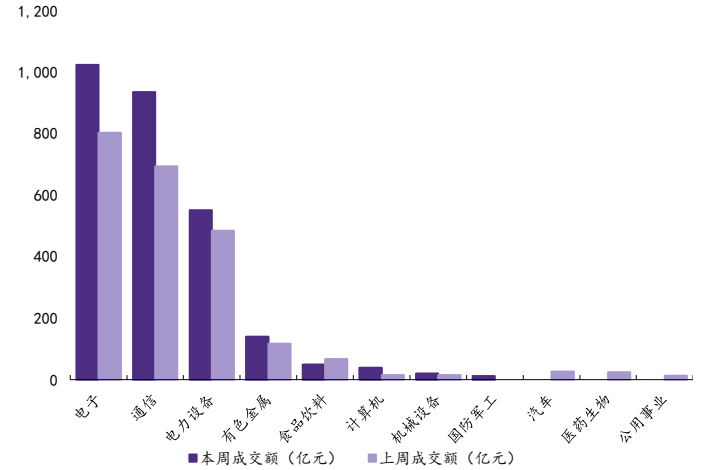
**北向资金：**本周成交活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。北向资金周度成交占比为12.33%，环比下降0.01pcts，整体活跃度维持低位。周度十大活跃股成交额聚焦于电子、通信、电力设备、有色金属、食品饮料行业。

图表 42: 北向资金成交占比本周维持低位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 43: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 4、牛市进程：融资资金回补继续，警惕局部过热风险，预计 A 股震荡整固

**积极信号：**①成交回暖趋势延续；②融资持续快速回补。

**潜在风险：**①通信拥挤度提升倍数再创新本轮牛市新高，短期资金加速抱团；②全 A 拥挤度指标持续升至相对高位，潜在风险增加；③ATR 高位迅速回落，触发震荡信号。

图表 44: 融资资金回补继续，警惕局部过热风险

指标	短期调整或牛市见顶信号	现状	
估值指标	① 下破均线 ② 下破-2σ与-σ支撑线	震荡于均线处，股债再平衡 现阶段震荡于均线上方，未触发信号	
	估值-PE&PB	超越前两轮牛市估值高点 万得全A本轮估值高点再创新高，但距离2021年牛市高点仍存在2.0%上升空间，主要宽基估值高点对比历史牛市，同样处相对合理区间，未触发信号	
量能指标-成交额&换手率	① 超越前四轮成交额与换手率高峰抬升倍数 ② 换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③ 成交量萎缩	现阶段成交额与换手率抬升倍数均超越2017年牛市抬升程度，对比其他几轮牛市仍有差距，未触发信号 现阶段换手率未出现背离现象，未触发信号 现阶段成交回暖趋势延续	
	拥挤度指标-成交占比	① 热门行业拥挤度提升倍数超越历史高点 ② 全A拥挤度指标出现高低极值	现阶段通信行业拥挤度提升倍数再创新本轮牛市新高，触发行业风险提示信号 现阶段持续升至阶段相对高位，潜在触发短期调整信号
技术指标-RSI&ATR	① RSI进入超买区域 ② RSI顶背离 ③ ATR高低位极值震荡	现阶段上升趋势趋缓，处正常区间，未触发信号 现阶段未出现顶背离信号，未触发信号 现阶段高位快速回落，波动持续回归，触发震荡信号	
	新开户	① 个人新开户的次高峰 ② 机构新开户高峰	截止至2026年3月，个人新开户再度放量，但本轮次高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现 截止至2026年3月，机构新开户再度创新高，但本轮高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现
资金指标	居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	① 住户存款市值比谷值 ② 非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2026年3月，因股市的回调，住户存款市值比再度回升，但现值与历史牛市估值相比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，未触发信号 截止至2026年3月，非银住户存款同比增速差再度加速，居民存款入市再度加速，未触发信号
	融资资金-A股融资买入占比&融资融券市值比	① 融资买入占比超及年滚动+2σ ② 热门行业融资融券市值比谷峰倍数超越前两轮牛市高点	现阶段买入占比迅速反弹，震荡于年滚动均线，但未触发调整信号 现阶段热门行业谷峰倍数均处于合理水平，未触发信号
公募资金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	① 新发行高峰 ② 爆款基金	截止至2026年3月，新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，未触发信号 现阶段热门主题个别爆款基金初现，尚未集中出现	
	外资资金-北向成交占比	北向成交占比峰值	现阶段整体活跃度持续低位，未触发信号

资料来源: 华鑫证券研究

## 5、风险提示

- (1) 国内政策不及预期
- (2) 海外地缘政治扰动

## 宏观策略组介绍

**杨芹芹：**经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**孙航：**3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

**卫正：**宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。