

2026年05月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美债击球点初现，A股加速后震荡降温

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

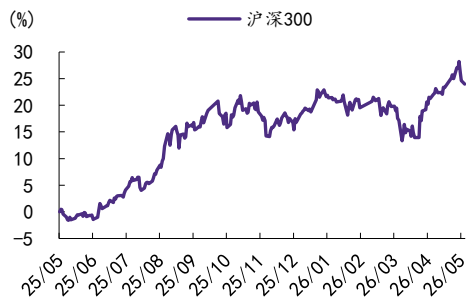
分析师：孙航 S1050525050001

✉ 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、《外压阶段性放缓，聚焦A股主题扩散》2026-05-11
- 2、《A股震荡整固，注意高低切换》2026-04-28
- 3、《美伊反复但可控，A股震荡上行，聚焦科技成长》2026-04-20

海外宏观热点与策略

海外宏观：特朗普本次的访华结果整体低于市场预期；美国通胀数据超预期，整体显示出通胀的传导压力。

美股：4.6%的美债已具备性价比的配置位置，建议开始做多美债，等待联储回归或者taco交易的兑现。

美债：维持硬科技+必需消费的杠铃策略，维持偏向必需消费的避险思路。

黄金：逢低配置黄金，中长期黄金趋势确定性仍存。

国内宏观热点与策略

国内宏观：4月PPI的迅速拉升大幅超预期，环比增速创下自2021年10月后的新高。从结构分析，高油价下的输入型通胀冲击开始凸显，为本次PPI超预期高增的主要助推力，此外有色的周期回归与中游制造业的价格改善延续。

大势研判：预计A股难有持续大跌，短期将震荡整固，主题热点拥挤度再平衡，若英伟达业绩未出现不及预期，AI算力将维持现阶段主线地位。

行业选择：①AI算力主线（初步回调的光通信、国产算力、存储等）；②科技主题轮动（具备产业催化且拥挤度相对占优的商业航天、机器人、AI应用等）；③能源资源安全（高油价扰动依旧且具备政策催化的锂电、光伏、储能、化工等）。

市场复盘

本周全A指数先涨后跌最终回落，宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领涨，创业板指、科创50涨幅居首，中证500、万得微盘股指数、上证指数跌幅居前。行业涨跌层面，通信、电子、机械涨幅居首，有色、钢铁、美护跌幅居前。行业估值层面，电子、通信、机械、综合行业在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股市场高成交活跃度延续，连续8个交易日维持3万亿之上，日均成交额与换手率均快速上行，行业轮动速率回升。市场热门标的拥挤度小幅回升，电子、通信、公用交易集中度提升显著，电子、通信、公用、建材两年历史分位居前，电子、通信、机械创新高比例领先。年内热门交易主题，AI算力自光通信热度向外扩散，锂电持续回调，半导体设备材料、工业气体领涨，半导体设备、OCS、存

储成交活跃度提升居前，半导体设备材料、存储、PCB 拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内外同时延续升温。

内资资金：①公募资金：本周股票+混合型基金新发节奏小幅回暖。股票型 ETF 加速为千亿规模净流出，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，其中300深跟踪 ETF 净流出遥遥领先。ETF 行业加配证券、航天，减配有色、医疗器械。**②融资资金：**本周持续大百亿规模净买入，融资买入占比小幅回落，加配电子、通信、机械，减配计算机、煤炭、石油石化。

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：资金活跃度维持支撑力，但局部过热风险依旧，A 股震荡整固

积极信号：①成交维持在 3 万亿水平之上。

潜在风险：①通信与电子拥挤度提升倍数均再创本轮牛市新高，通信初显降温趋势；②全 A 拥挤度指标缓慢回落，但仍处相对高位，触发短期调整信号；③ATR 底部再度反弹，但仍处相对低位，潜在触发回调持续信号，但待持续跟踪确认。

■ 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：美通胀超预期，美债击球点初现.....	5
1.2、国内：行情降温休整而非结束，A股震荡整固.....	10
2、市场复盘：宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领跌.....	13
3、资金情绪.....	15
3.1、交易活跃度：高成交延续，行业轮动速率回升，电子、通信、公用拥挤度升温显著.....	15
3.2、恐慌情绪：国内外同时延续升温.....	18
3.3、内资：规模ETF扩量至千亿规模净流出；融资大百亿规模买入继续，持续增配电子通信.....	18
3.4、外资：活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力.....	20
4、牛市进程：资金活跃度维持支撑力，但局部过热风险依旧，A股震荡整固.....	21
5、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：上周整体风险资产呈现回落状态.....	5
图表 2：美股内部来看，能源上行和必需品涨幅领先.....	6
图表 3：PPI 和 CPI 差快速逼近上轮高点.....	7
图表 4：利率预期的上行是本轮美债上升的主要原因.....	8
图表 5：当前市场完全定价了 12 个月内的加息.....	8
图表 6：美股 PCR 开始拐头.....	8
图表 7：PPI 当月同比迅速拉升超预期.....	10
图表 8：PPI 环比增速创下自 2021 年 10 月后新高.....	10
图表 9：高油价输入型通胀对 4 月 PPI 同比的助推超预期，有色的周期回归与中游制造业的价格改善延续 10.....	
图表 10：拥挤度与 ATR 指标触发短期调整信号，但牛市终结信号均未触发.....	11
图表 11：融资资金 4/8-5/15 共计净买入 2896 亿元.....	12
图表 12：股票型 ETF 4/8-5/15 共计净流出 4413 亿元.....	12
图表 13：本周全 A 先涨后跌，宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领跌.....	13
图表 14：本周通信、电子、机械涨幅居首，有色、钢铁、美护跌幅居前.....	13
图表 15：电子、综合、通信、建材、轻工、计算机、煤炭、化工、建筑装饰、机械、钢铁、商贸行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位.....	14
图表 16：电子、通信、机械、综合行业本周估值水平处十年历史高位.....	14
图表 17：A 股市场成交活跃度本周高成交延续.....	15
图表 18：A 股相对领涨行业轮动速率本周回升.....	15
图表 19：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周小幅回升.....	15
图表 20：本周电子、通信、公用行业集中度提升显著，电子、通信、公用、建材行业拥挤度已至历史高位.....	16

图表 21: 收盘价创新高比例本周电子、通信、机械行业居前	16
图表 22: A 股年内热门交易主题, AI 算力自光通信热度向外扩散, 锂电持续回调	17
图表 23: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势	17
图表 24: 国内恐慌情绪本周延续升温	18
图表 25: 海外恐慌情绪本周延续升温	18
图表 26: 股票+混合型基金新发本周小幅回暖	19
图表 27: 股票型 ETF 资金本周千亿规模净流出	19
图表 28: 本周规模指数 ETF 接近千亿规模净流出	19
图表 29: 本周沪深 300 跟踪 ETF 净流出遥遥领先	19
图表 30: 净流入排名前后 15 的行业 ETF 本周加配证券、航天, 减配有色、医疗器械	19
图表 31: 融资资金本周持续大百亿规模净买入	20
图表 32: 融资买入占比本周小幅回落, 处年滚动均线上方	20
图表 33: 融资净买入本周加配电子、通信、机械, 减配计算机、煤炭、石油石化	20
图表 34: 北向资金成交占比本周维持低位	21
图表 35: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力	21
图表 36: 资金活跃度维持支撑力, 但局部过热风险依旧, A 股震荡整固	21

1、周度策略

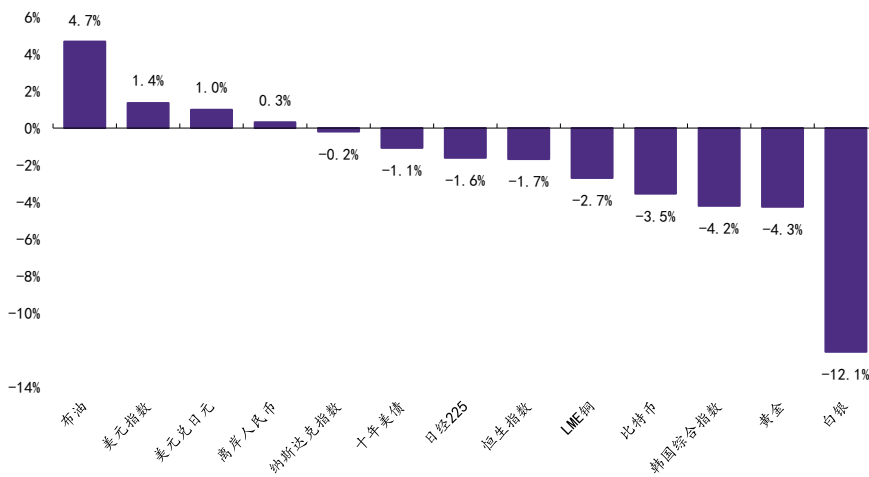
1.1、海外：美通胀超预期，美债击球点初现

海外复盘：全球风险资产回落

上周全球资产呈现美元与原油双强、股和贵金属普遍回调，美债利率冲上 4.6%。通胀预期回升推动美元指数上涨 1.4%，海外流动性边际收紧。在此压力下，降息资产回调压力加大，黄金与白银分别暴跌 4.3%和 12.1%，伦敦铜下跌 2.7%，比特币下跌 3.5%。布伦特原油在强美元背景下逆势大涨 4.7%，主要是伊朗局势反复波动叠加抗通胀和避险的属性所致。通胀冲击和获利了结情绪下，权益市场整体呈现冲高回落的状态，纳斯达克当周微跌 0.2%表现抗跌，亚太市场的韩国、恒生和日经指数则分别重挫 4.2%、1.7%和 1.6%。

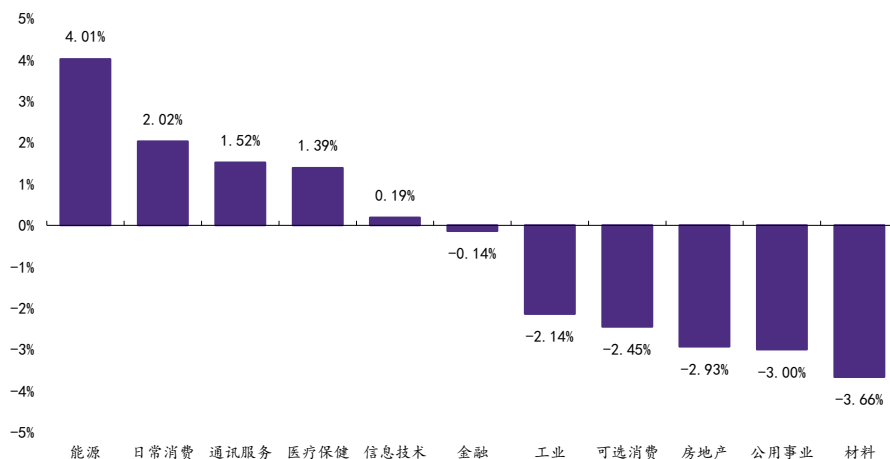
美股行业走势呈现明显的通胀对冲与避险防御特征。油价大涨直接带动能源板块领涨 4.01%；日常消费、通讯服务和医疗保健等防守型板块分别上涨 2.02%、1.52%和 1.39%，反映市场风险偏好回落，资金主动流向现金流稳定的领域，符合我们上周整体转向防御的策略。与之相反，受贵金属和工业金属大跌拖累，材料板块重挫 3.66%表现最差；对美债收益率上行极为敏感的公用事业和房地产板块分别大跌 3.00%和 2.93%；可选消费和工业板块同样受到高利率环境的压制而走弱。

图表 1：上周整体风险资产呈现回落状态



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股内部来看，能源上行和必需品涨幅领先



资料来源：Wind，华鑫证券研究

海外宏观：特朗普访华低于预期，美通胀超预期

本周重点关注两大宏观事件，特朗普访华和美国超预期的通胀，在上周的策略中，我们提到了在整体空多比来到高位的时候，宏观的波动会进一步激发市场的获利了结情绪，包括通胀的超预期，特朗普访华的不及预期，联储的鹰派等等，都会造成类似的扰动，目前来看均得到一定的验证。

特朗普本次的访华结果整体低于市场预期。特朗普本轮的访华始于美国本身的内忧外患的倒逼，一方面特朗普本身贸易战的法律权柄折戟，美国国际贸易法院裁定其 122 条 10% 全球关税非法，另一方面伊朗冲突的不确定性导致美国国内本身通胀压力的进一步增大，美国全国平均零售油价已经来到了 4.5 美元以上，部分地区甚至来到了 6 美元，进一步放大了特朗普的中期选举压力。

因此本次特朗普访华前罕见的没有出现先极限施压，后索要溢价的外交方式，反而对中国释放出了温和的信号，在访华前推迟了对台军售等动作，因此市场对于本轮特朗普的访华预期整体较高，认为中美贸易是缓和目前美国通胀的重要压舱石，预计会达成贸易缓和，农产品和大机械采购甚至是科技封锁的放松等等一系列的改善。

实际的会谈情况从中美双方的角度解读：

中方的通稿整体聚焦在框架与红线。通稿中的常态化沟通机制，商务纠纷快速申诉渠道等可能暗示中美常设经贸委员会的落地，以机制化对抗特朗普的贸易不确定性。产业链供应链稳定可能暗示稀土对应科技端。红线问题明确发展权利和台湾问题是不可逾越的底线。

美方总统带货，其中航空，200 架波音飞机。农业，美国贸易代表确认中方每年采购 2500 万吨大豆，且未来三年农产品采购将有“双位数十亿”的增长。能源，双方达成共同确保海峡开放的共识。

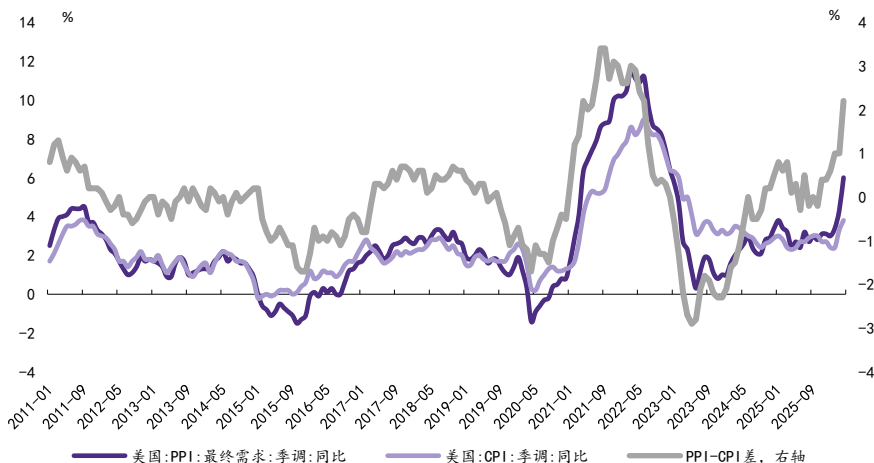
市场不及预期的点在于，科技尽管放开了中端芯片（18 个月窗口），但 H200 未如预期放开，致 NVDA 回吐之前涨幅。关税并未取消，仍是 11 月到期，后续仍会持续博弈，140 亿美元对台军售仍在博弈，并未完全放松。下半年将迎来中美的密集互动，关注边打边谈下

的落地和变化。

另一个需关注的宏观事件则是美国的通胀数据，整体显示出了通胀的传导压力，其中 CPI 同比上涨 3.8%，显著高于 3 月的 3.3% 和市场预期，创下 2023 年 5 月以来的最高涨幅，核心物价同比上涨 2.8%。4 月最终需求 PPI 环比上涨 1.4%（创 2022 年 3 月以来最大单月涨幅），同比大涨 6.0%（创 2022 年 12 月以来新高）。PPI（6.0%）与 CPI（3.8%）之间出现了巨大的正向剪刀差。意味着生产端成本的恶化速度远快于消费端，企业正在承受剧烈的毛利率挤压，通胀正由上游供应链向全社会每一个角落强力渗透。

从分项中也能进一步看出，中间需求服务业中，公路货运环比大涨 8.1%，直接拉动最终需求服务业中的运输与仓储成本环比暴涨 5.0%。这意味着，即使商品本身不涨价，从工厂运到商超的物流成本也在单月暴增了 8%。因此往后来看，对于企业来说，成本的增加将直接导致企业缩减资本开支、减少招聘，从供给侧开始主动毁灭总需求，从需求的角度来说，高物价也会进一步限制居民的消费，吞噬实际收入，从需求侧开始需求破坏。

图表 3: PPI 和 CPI 差快速逼近上轮高点

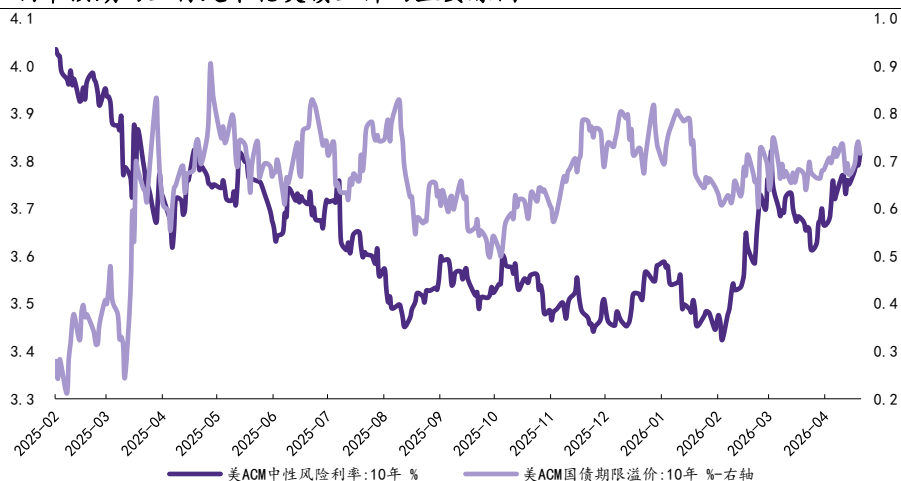


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

海外策略：美债击球点初现，美股避险，黄金逢低配置

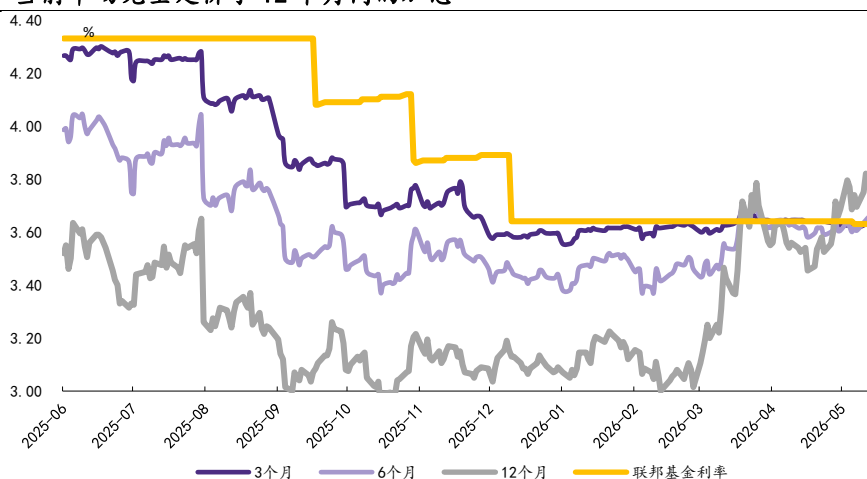
美债：4.6%的美债到底在定价什么，12 个月内完全定价有 25BP 的加息，12 个月联邦基金利率期货利率为 3.905%，超过目前的有效联邦基金利率 27.5BP，表现为就是美债利率结构中，中性利率的预期在近一个月上行 20BP，为什么会有这样的情况出现，除了通胀的超预期之外，另一个重要的因素则是联储处在滞胀的困局中，且处于人事的变动周期中，丧失了对于市场预期的引导，导致市场端出现了较为极端的美债空头走势。后续的美债我们更多呈现双轨路径，概率最大的就是维持 4.6% 的期限溢价，中性利率在特朗普 taco 或者联储预期管理的角度出现收敛 4.6% 的顶部确认。另一个路径则是美债利率的期限溢价的部分因为宏观或者拍卖的因素出现再度的跳升，可能会将十年美债利率的顶部推到 4.8-4.9% 的位置，但这种更倾向于毁灭性的跳升，意味着可以配置的窗口期极短，一旦发生，将对全美金融条件进行休克式收紧，触发经济加速衰退或信用危机，从而迫使联储干预。所以综合来看，目前 4.6% 的美债已经到了十分有性价比的配置位置，建议在这个位置开始做多美债，等待联储回归或者 taco 交易的兑现。

图表 4: 利率预期的上行是本轮美债上升的主要原因



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

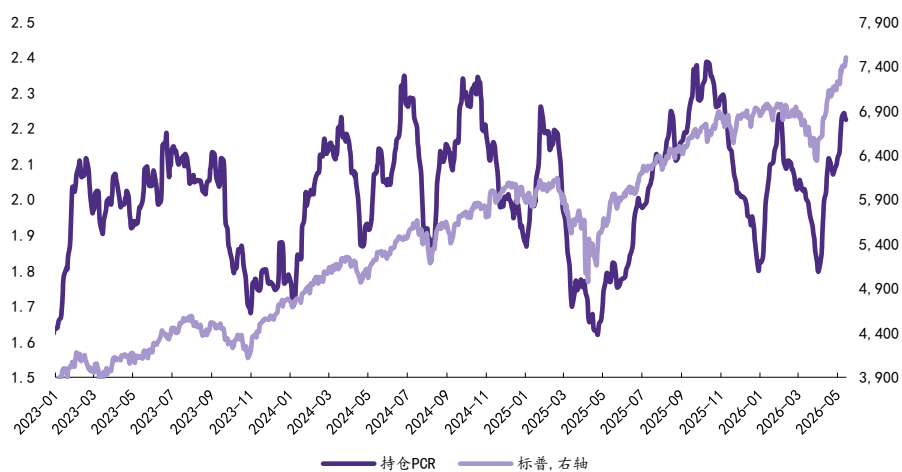
图表 5: 当前市场完全定价了 12 个月内的加息



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

美股: 维持硬科技+必需消费的杠铃策略, 维持偏向必需消费的避险思路。等待多头拥挤情绪的释放, 以及高美债利率对于整体市场的压制, 关注 NVDA 财报带来的相关机会, 以及降息交易资产如地产, 银行等超跌后的交易性机会。

图表 6: 美股 PCR 开始拐头



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

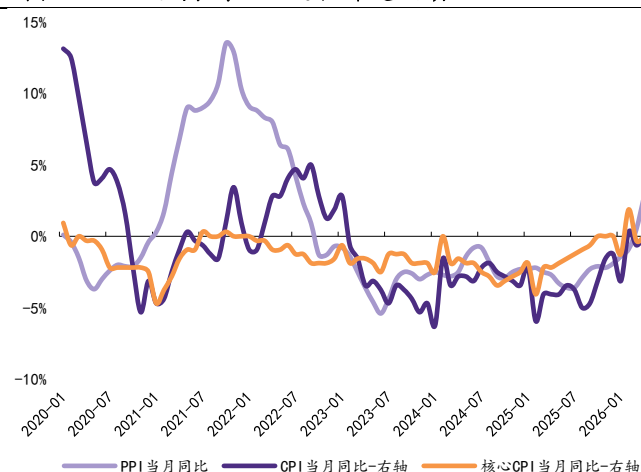
黄金：逢低配置黄金，中长期黄金趋势确定性仍存。在美债利率压力逐步降低的情况下，黄金维持逢低配置思路。

1.2、国内：行情降温休整而非结束，A股震荡整固

国内宏观：输入型通胀影响显现，制造业价格改善持续向好

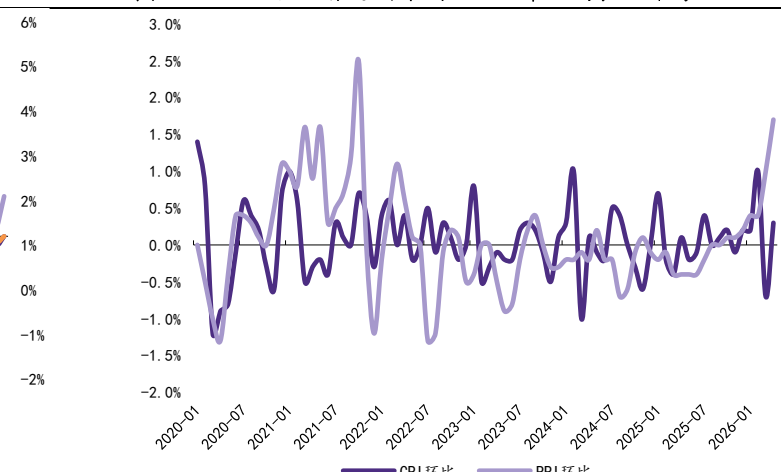
4月PPI迅速拉升超预期，输入型通胀影响显现，中游制造业价格持续改善。2026年4月，国内CPI同比+1.20%，高于预期的+0.94%；核心CPI同比+1.20%；PPI同比+2.80%，高于预期的1.56%。其中，PPI的迅速拉升大幅超预期，4月PPI环比增速创下自2021年10月后的新高，环比+1.7%。从PPI同比结构来看，4月高油价下的输入型通胀冲击开始凸显，为本次PPI超预期高增的主要助推力，油气开采、燃料加工、以及与上游原油价格强相关的化工制造、化纤制造PPI当月同比分别实现28.6%、14.2%、8.9%、5.4%的增长。除了输入型通胀的超预期拉升，有色的周期回归与中游制造业的价格改善延续，有色采矿、有色冶炼、电气机械、电子通信PPI当月同比分别实现38.9%、22.5%、3.6%、1.5%的增长。

图表 7：PPI 当月同比迅速拉升超预期



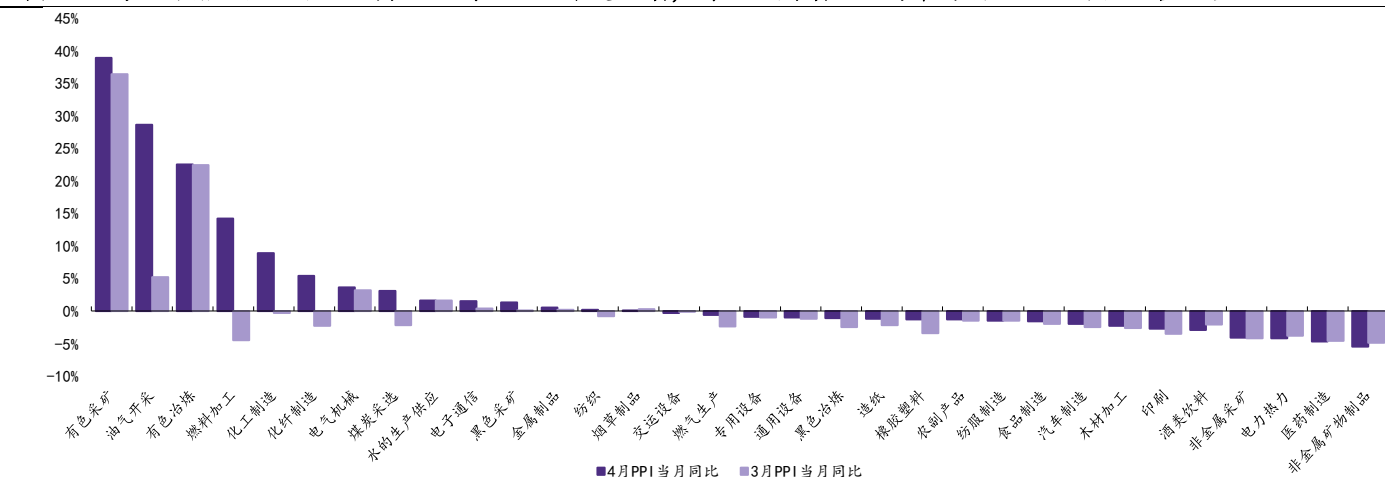
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 8：PPI 环比增速创下自 2021 年 10 月后新高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：高油价输入型通胀对 4 月 PPI 同比的助推超预期，有色的周期回归与中游制造业的价格改善延续



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

市场热点：行情短期休整而非结束，潜在增量资金空间

充裕

自4月8日以来，A股迅速收复3月下跌失地，资金抱团A股迅速上行，绝大多数重要宽基指数，如创业板指、科创50、中证500、中证1000等均创下十年甚至历史新高，AI算力与锂电主题大热。但在5月14日，A股迎来4月8日后首次大幅回调，5月15日回调趋势延续，两日万得全A共计回落3.05%。在多个宽基指数创新高的背景下，市场上出现本轮牛市是否结束的担忧。

现阶段A股的快速回调主要出于海外利率压制与国内资金止盈两方面影响。海外美伊局势陷入僵局，高油价持续，市场开始定价加息，且全球债市替沃什“提前加息”，全球主要债市迎来抛售潮，债券收益率迅速上行，对成长估值和市场流动性形成压制，而科技股相对更为受到阻力。国内在特朗普访华重要节点后，部分资金有兑现止盈压力，且科技加速上攻后，拥挤度风险逐步显现。

现阶段A股回调判断仅为短期降温，而非牛市终结。从历史经验来看，A股创新高后的回调属于正常现象，并且从我们构建的牛市指标体系来看，现阶段整体风险可控，主要是拥挤度与ATR指标触发短期调整信号，牛市终结信号均未显现。

图表 10：拥挤度与 ATR 指标触发短期调整信号，但牛市终结信号均未触发

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 超越前两轮牛市估值高点	下破均线，股债再平衡 现阶段处于均线附近，未触发信号 万得全A估值再创本轮新高，现已超越2017与2021年高点，但大中盘&科创估值仍相对合理，未触发信号 现阶段成交额与换手率抬升倍数均仅超越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
量能指标-成交额&换手率	① 超越前四轮成交额与换手率谷峰抬升倍数 ② 换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③ 成交量缩量	现阶段换手率未出现背离现象，未触发信号 现阶段成交量维持在3万亿水平之上
交易指标	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	现阶段通信与电子行业拥挤度提升倍数均再创本轮牛市新高，触发行业风险提示信号，通信初显回落趋势 现阶段持续缓慢回落但仍处相对高位，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	现阶段未出现顶背离，未触发信号 现阶段上升趋势衰竭，处于正常区间，未触发信号 现阶段底部再度反弹，潜在触发回调持续信号
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4月，个人新开户缩量，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4月，机构新开户缩量，本轮高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现
居民存款-住户存款市值&非银住户存款同比增速差	① 住户存款市值比估值 ② 非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2026年4月，住户存款市值比再度下探，但现值与历轮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4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，但未触发信号
融资资金-A股融资买入占比&融资余额市值比	① 融资买入占比融及年滚动+2σ ② 热门行业融资余额市值比谷峰倍数超越前两轮牛市高点	现阶段买入占比反弹延续，回升至年滚动均线上方，未触发信号 现阶段热门行业谷峰倍数均处于合理水平，未触发信号
公募基金-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4月，新发行高峰对比历轮牛市仍有较大差距，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

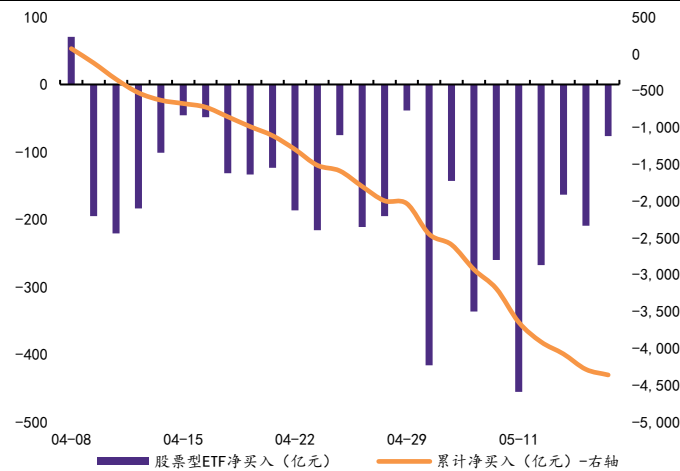
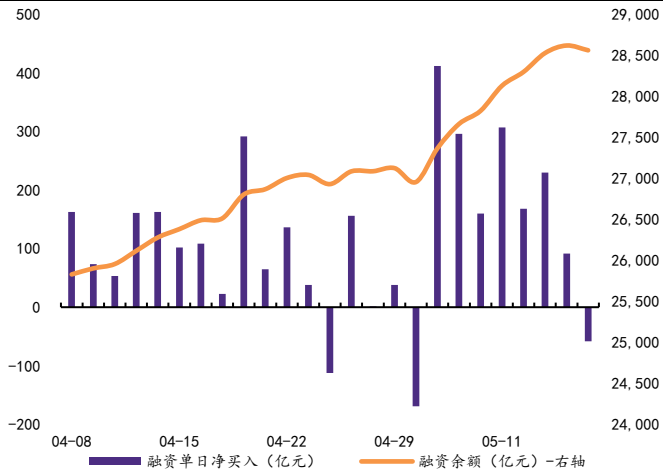
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

成交活跃度仍有支撑，资金分歧加大但潜在增量资金子弹充裕，预计A股短期经历震荡整固后，牛市行情仍延续。即使A股经历两日的快速回调，全A成交量始终维持在3万亿之上，整体风偏犹在，资金活跃度仍有支撑。从资金内部结构进行分析，融资与机构资金的分歧进一步加剧。①融资资金相对高涨，一度呈现连续7个交易日单日接近百亿规模净买入，自4月8日至5月15日共计净买入2896.00亿元。②风偏更加敏感的固收+资金伴随股市赚钱效应的再度显现，追涨加仓。③以机构为代表的ETF资金持续谨慎，伴随指数反弹至新高持续止盈，特别在规模指数ETF上连续23个交易日净流出，后续净流出加速日度维持百亿规模，股票型ETF自4月8日至5月15日共计净流出4413.36亿元。现阶段

机构资金快速逢高减仓，一定程度可代表未来机构端潜在增量资金空间的进一步上拓。预计 A 股短期将经历休整降温，震荡整固，融资端同样将适当降温，但后续潜在增量资金子弹充裕，股市内部拥挤度再平衡后，牛市上行行情有望延续。

图表 11：融资资金 4/8-5/15 共计净买入 2896 亿元

图表 12：股票型 ETF 4/8-5/15 共计净流出 4413 亿元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股策略：震荡整固，关注英伟达财报，AI 硬件高景气验证下把握 AI 算力主线与主题轮动

大势研判：市场风险整体可控，尚无牛市终结信号，量能仍有支撑且潜在增量资金充裕。预计 A 股难有持续大跌，短期将震荡整固，主题热点拥挤度再平衡，若英伟达业绩未出现不及预期，AI 算力将维持现阶段主线地位，其次把握其他相对低位主题轮动。

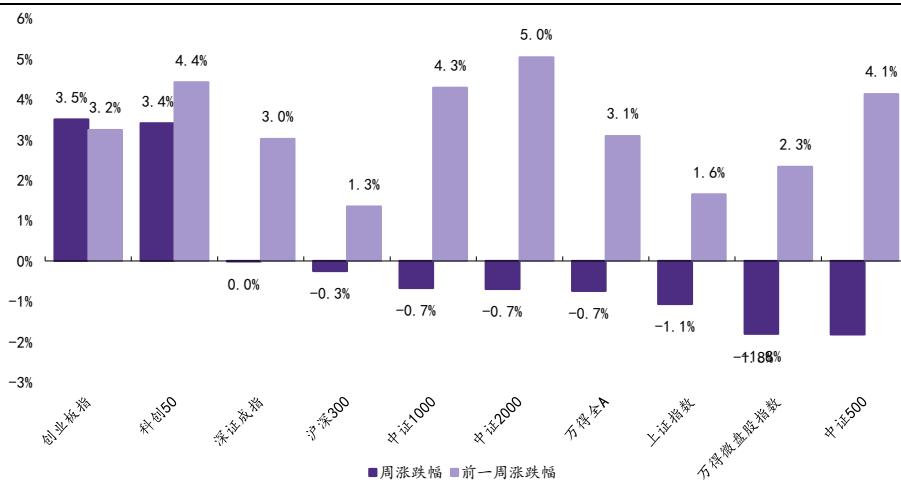
行业选择：关注美东 5 月 20 日英伟达财报，若 AI 算力需求验证持续高景气，AI 算力仍为现阶段主线，把握主线回调后的二次布局机会，以及科技主题与能源资源安全方向的轮动机会。

- 1) **AI 算力主线：**上周后两交易日初步回调的光通信、国产算力、存储等；
- 2) **科技主题轮动：**具备产业催化且拥挤度相对占优的商业航天、机器人、AI 应用等；
- 3) **能源资源安全：**高油价扰动依旧且具备政策催化的锂电、光伏、储能、化工等。

2、市场复盘：宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领跌

本周全 A 指数先涨后跌最终回落，宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领跌，创业板指、科创 50 涨幅居首，中证 500、万得微盘股指数、上证指数跌幅居前。创业板指、科创 50 分别上涨 3.5%、3.4%；中证 500、万得微盘股指数、上证指数跌分别下跌 1.8%、1.8%、1.1%。

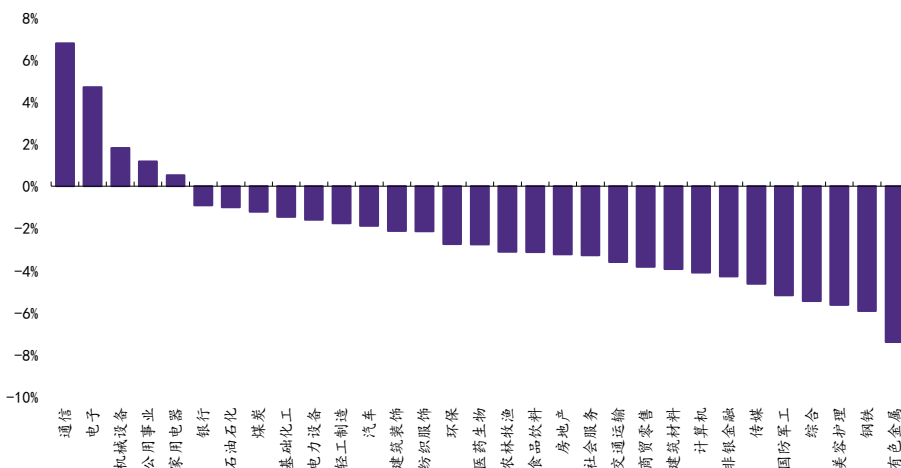
图表 13：本周全 A 先涨后跌，宽基表现分化，双创维持上涨，中微盘领跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周通信、电子、机械涨幅居首，有色、钢铁、美护跌幅居前。通信、电子、机械设备、公用事业、家用电器行业上涨幅度居首，分别上涨 6.8%、4.7%、1.8%、1.2%、0.5%；有色金属、钢铁、美容护理、综合、国防军工行业下跌幅度居前，分别下跌 7.4%、5.9%、5.6%、5.5%、5.2%。

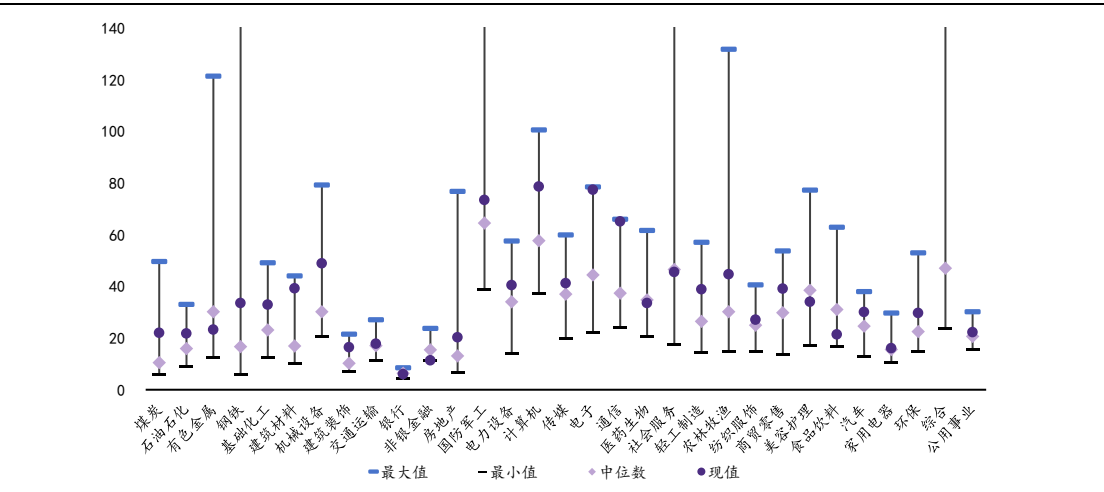
图表 14：本周通信、电子、机械涨幅居首，有色、钢铁、美护跌幅居前



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

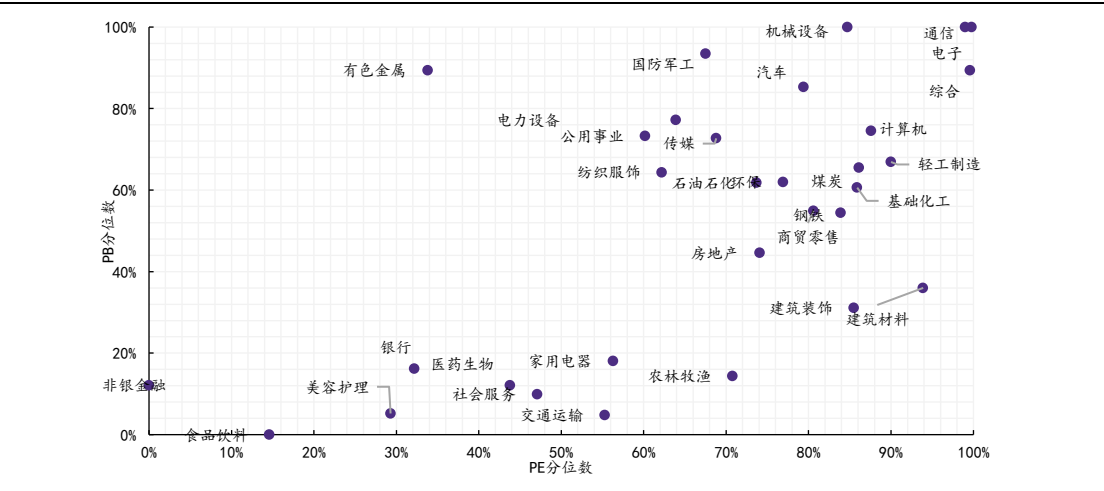
行业估值层面, 本周电子、通信、机械、综合行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、综合、通信、建筑材料、轻工制造、计算机、煤炭、基础化工、建筑装饰、机械设备、钢铁、商贸零售, PE-TTM 分别达 77.5X、146.4X、65.1X、39.3X、38.9X、78.7X、22.0X、33.0X、16.5X、48.9X、33.6X、39.1X; PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、通信、机械设备、国防军工、有色金属、综合、汽车, PB-LF 分别达 6.6X、6.9X、3.7X、3.9X、3.5X、3.2X、2.6X。

图表 15: 电子、综合、通信、建材、轻工、计算机、煤炭、化工、建筑装饰、机械、钢铁、商贸行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 电子、通信、机械、综合行业本周估值水平处十年历史高位



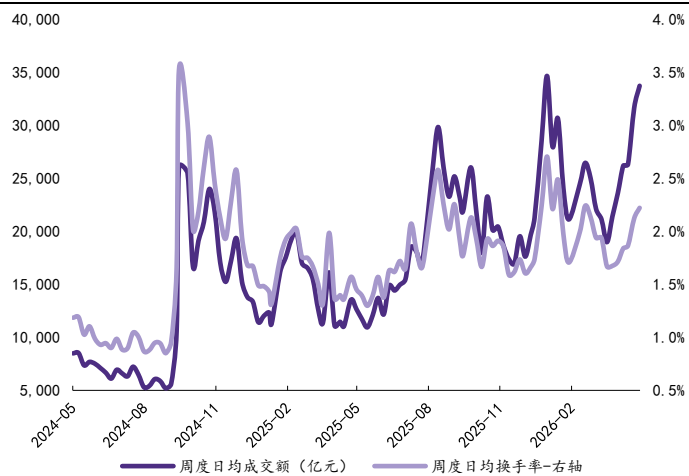
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：高成交延续，行业轮动速率回升， 电子、通信、公用拥挤度升温显著

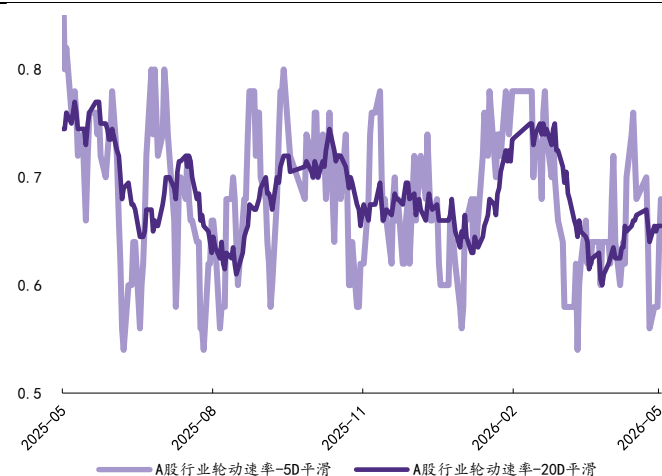
本周 A 股市场高成交活跃度延续，连续 8 个交易日维持 3 万亿之上，日均成交额与换手率均快速上行，行业轮动速率回升。万得全 A 日均成交额为 3.37 万亿元，环比提升 2080.2 亿元；日均换手率为 2.22%，环比提升 0.10pcts。A 股市场行业轮动速率指标，5 日与 20 日均显现回升趋势，相对领涨行业轮动频率提升。

图表 17：A 股市场成交活跃度本周高成交延续



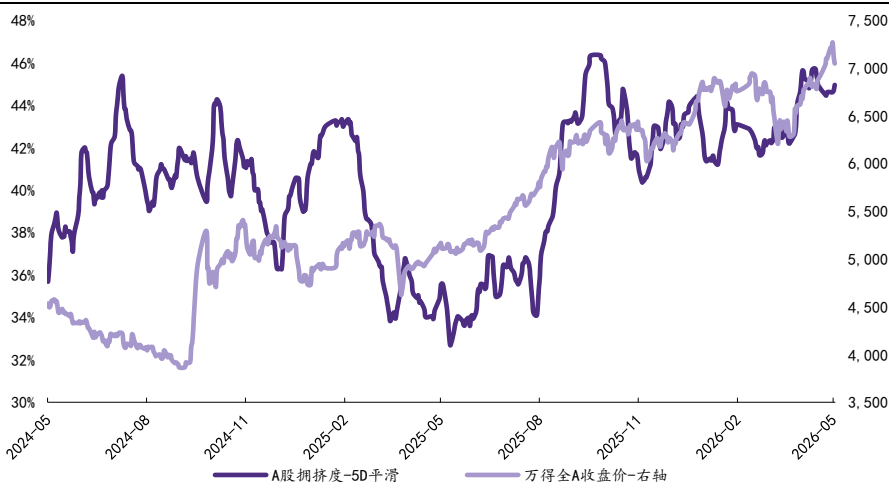
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 18：A 股相对领涨行业轮动速率本周回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 19：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周小幅回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度小幅回升，电子、通信、公用交易集中度提升显著，电子、通信、公用、建材两年历史分位居前，电子、通信、机械创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 44.9%，环比提升 0.3pcts，热门交易标的拥挤度小幅回升。

电子、通信、公用事业、机械设备、医药生物行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 100.0%、96.1%、90.2%、73.7%、10.6% 的两年历史分位水平。有色金属、计算机、传媒、基础化工、电力设备行业集中度降温居前。电子、通信、公用事业、建筑材料行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

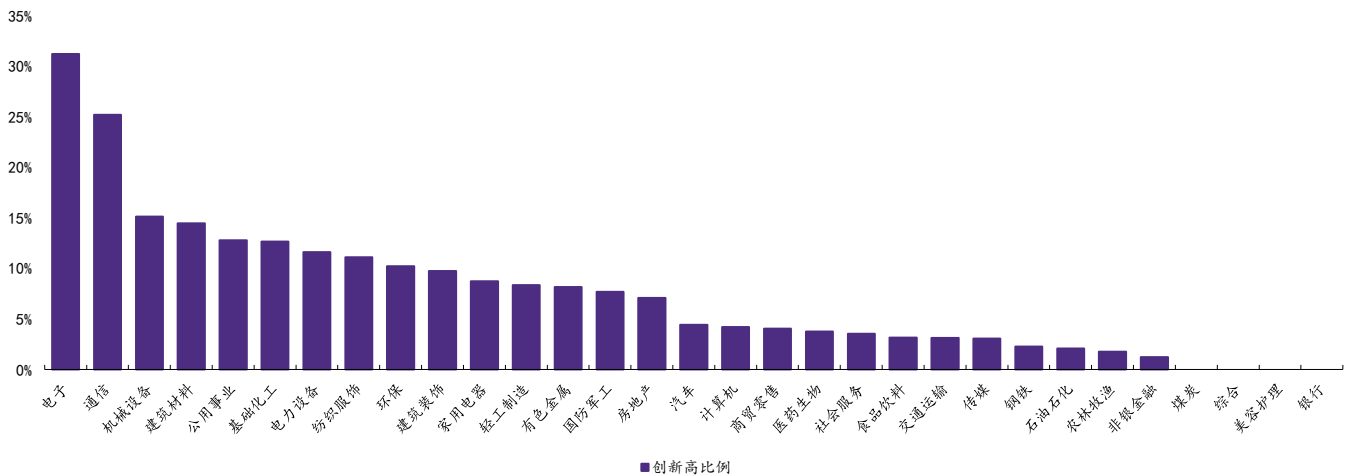
周度股票任一日收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，电子、通信、机械设备、建筑材料、公用事业行业比例居首，分别为 31.2%、25.2%、15.1%、14.5%、12.8%。

图表 20：本周电子、通信、公用行业集中度提升显著，电子、通信、公用、建材行业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	0.42%	0.55%	-0.13%	11.6%	中游制造	医药生物	3.86%	3.68%	0.18%	10.6%
	石油石化	0.53%	0.75%	-0.22%	21.3%		社会服务	0.41%	0.47%	-0.06%	0.0%
	有色金属	6.01%	6.98%	-0.97%	71.8%		轻工制造	0.92%	1.07%	-0.15%	15.5%
	钢铁	0.41%	0.48%	-0.06%	0.0%		农林牧渔	0.73%	0.69%	0.05%	3.8%
	基础化工	4.42%	4.81%	-0.39%	49.5%		纺织服装	0.50%	0.58%	-0.08%	4.8%
中游制造	建筑材料	1.08%	1.12%	-0.03%	86.4%		商贸零售	0.72%	0.72%	0.00%	4.8%
	机械设备	7.78%	7.44%	0.34%	73.7%		美容护理	0.13%	0.13%	-0.01%	0.0%
	建筑装饰	1.60%	1.63%	-0.03%	37.8%		食品饮料	1.10%	1.21%	-0.12%	7.7%
	交通运输	0.88%	1.07%	-0.19%	0.9%		汽车	3.10%	3.33%	-0.23%	0.9%
	大金融	银行	0.75%	0.83%	-0.08%		0.0%	家用电器	1.16%	1.32%	-0.16%
非银金融		1.82%	1.76%	0.07%	7.7%	公用	环保	0.96%	1.06%	-0.10%	53.3%
房地产		0.90%	0.92%	-0.02%	20.3%		综合	0.26%	0.28%	-0.02%	79.6%
国防军工		3.43%	3.61%	-0.18%	52.4%		公用事业	3.17%	2.51%	0.67%	90.2%
电力设备		10.72%	10.96%	-0.24%	77.6%						
计算机	6.00%	6.46%	-0.46%	8.7%							
成长	传媒	1.91%	2.36%	-0.46%	3.8%						
	电子	25.02%	23.10%	1.92%	100.0%						
	通信	8.35%	7.31%	1.04%	96.1%						

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 21：收盘价创新高比例本周电子、通信、机械行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股年内热门交易主题，AI 算力自光通信热度向外扩散，锂电持续回调，半导体设备材料、工业气体领涨，半导体设备、OCS、存储成交活跃度提升居前，半导体设备材料、

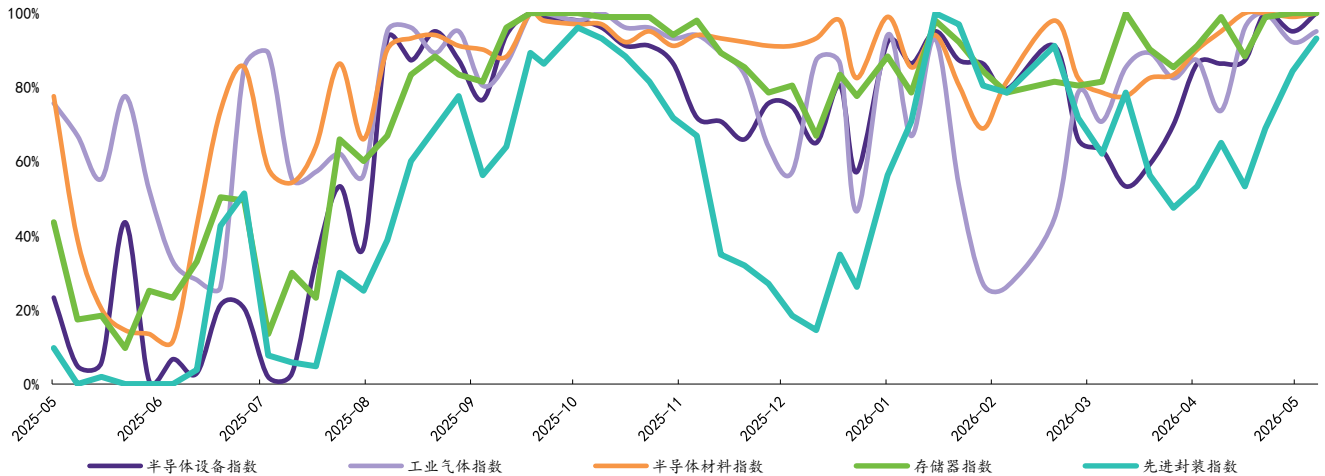
存储、PCB 拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，半导体设备、工业气体、半导体材料、先进封装、存储主题周度涨幅领先，分别上涨 18.0%、11.0%、11.0%、7.5%、7.0%；锂矿、玻纤、钠离子电池、锂电电解液、锂电负极主题周度跌幅居前，分别下跌 11.0%、6.2%、5.1%、4.3%、3.7%。成交活跃度方面，半导体设备、OCS、存储、光模块、半导体材料主题升温显著，锂矿、钠离子电池、锂电电解液、锂电负极、玻纤主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90%水平的主题包括半导体设备材料、存储、PCB、覆铜板、火电、超硬材料、光模块、工业气体、光芯片、OCS、先进封装、玻纤、钠离子电池。

图表 22: A 股年内热门交易主题, AI 算力自光通信热度向外扩散, 锂电持续回调

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
半导体设备指数	8841321.WI	17.99%	23.28%	0.6%	100.0%	
工业气体指数	8841062.WI	11.02%	8.91%	0.1%	95.1%	
半导体材料指数	8841272.WI	10.95%	16.81%	0.4%	100.0%	
存储器指数	8841241.WI	7.01%	18.93%	0.4%	100.0%	
先进封装指数	8841297.WI	7.45%	13.84%	0.2%	93.2%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	2.55%	14.81%	0.4%	96.1%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	-6.18%	8.29%	0.0%	93.2%	
覆铜板指数	884789.WI	-1.44%	9.63%	0.1%	97.0%	
锂矿指数	884785.WI	-11.00%	-14.33%	-0.8%	88.3%	
光芯片指数	8841892.WI	1.96%	11.45%	0.1%	95.1%	
火电指数	884874.WI	3.77%	9.74%	0.3%	97.0%	
钠离子电池指数	8841440.WI	-5.07%	-4.11%	-0.7%	91.2%	
电路板指数	8841164.WI	0.60%	10.01%	0.2%	98.0%	
超硬材料指数	8841243.WI	1.37%	6.82%	0.0%	97.0%	
光电路交换机(OCS)指数	8841924.WI	3.72%	12.41%	0.5%	95.1%	
锂电电解液指数	884894.WI	-4.26%	-5.62%	-0.5%	75.7%	
稀土指数	8841089.WI	-2.69%	0.75%	0.0%	72.8%	
创新药指数	8841049.WI	-2.84%	-3.00%	0.2%	41.7%	
锂电负极指数	8841285.WI	-3.67%	-4.05%	-0.1%	58.2%	

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 23: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势

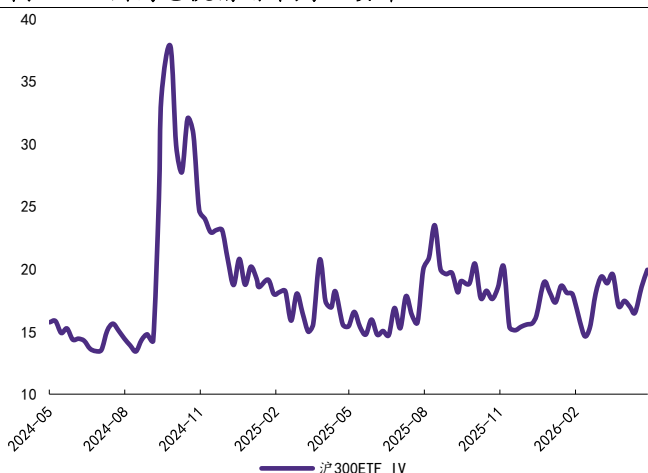


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内外同时延续升温

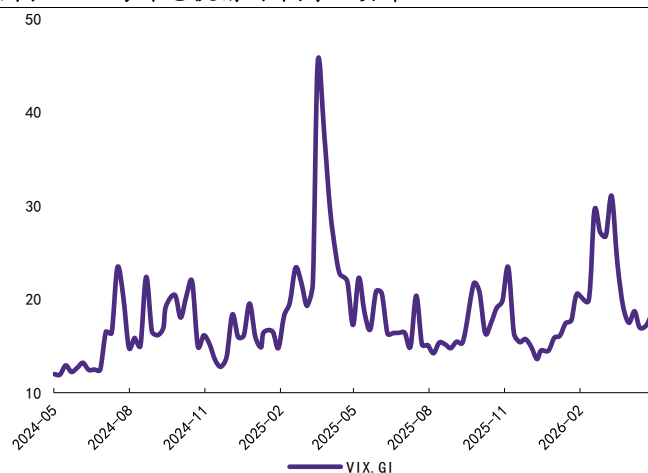
本周恐慌情绪国内外同时延续升温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为 19.94，环比提升 7.33%，国内恐慌情绪延续升温。海外 VIX 指数为 18.43，环比提升 7.21%，海外恐慌情绪同样延续升温。

图表 24：国内恐慌情绪本周延续升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 25：海外恐慌情绪本周延续升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

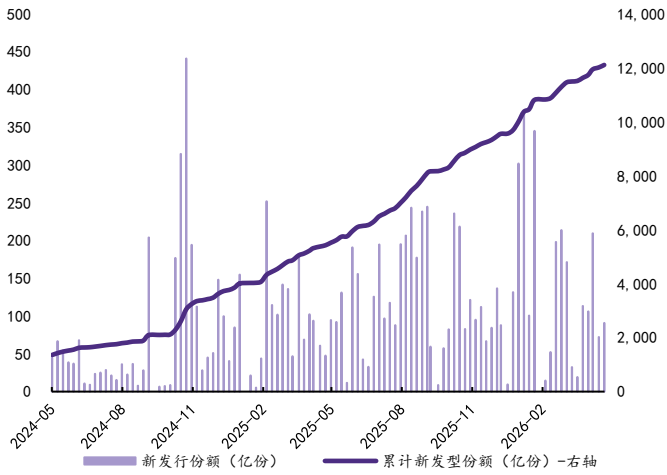
3.3、内资：规模 ETF 扩量至千亿规模净流出；融资大百亿规模买入继续，持续增配电子通信

公募基金：本周股票+混合型基金新发节奏小幅回暖。股票型 ETF 加速为千亿规模净流出，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，其中沪深 300 跟踪 ETF 净流出遥遥领先。行业 ETF 加配证券、航天，减配有色、医疗器械。

股票型基金周度新发 44.75 亿份，混合型基金周度新发 46.04 亿份，周度新发规模环比提升 18.60 亿份，基金新发节奏小幅回暖。

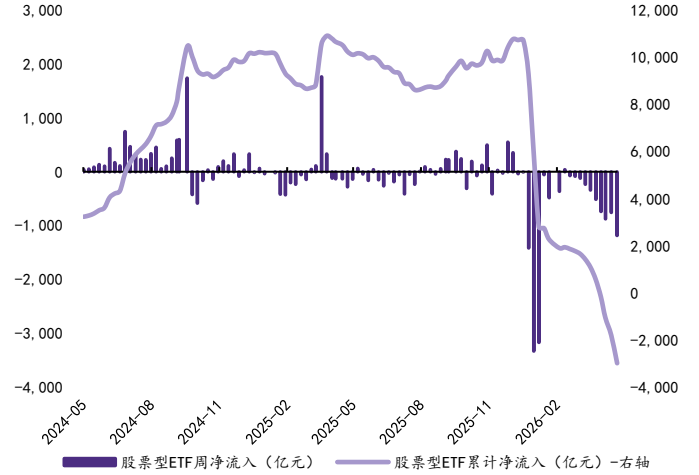
股票基金加速为千亿规模净流出，周度净流出 1185.52 亿元。规模指数 ETF 资金净流出加速，周度净流出 949.67 亿元，接近千亿规模，其中沪深 300、中证 500、科创 50 跟踪 ETF 资金周度净流出居前，沪深 300 净流出遥遥领先，周度净流出 420.26 亿元。主题指数 ETF 资金同样持续呈现逢高减仓的倾向，周度净流出 294.24 亿元。策略指数 ETF 资金净流入持续居首，周度净流入 28.78 亿元。行业 ETF 资金加配证券券商、航天板块，减配有色金属、医疗器械板块。

图表 26: 股票+混合型基金新发本周小幅回暖



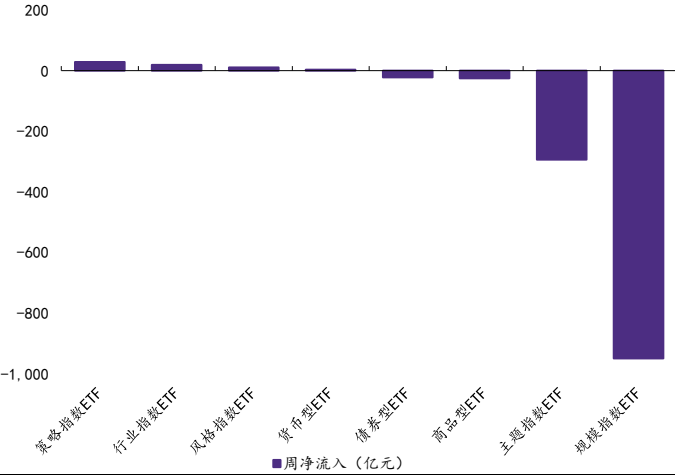
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27: 股票型 ETF 资金本周千亿规模净流出



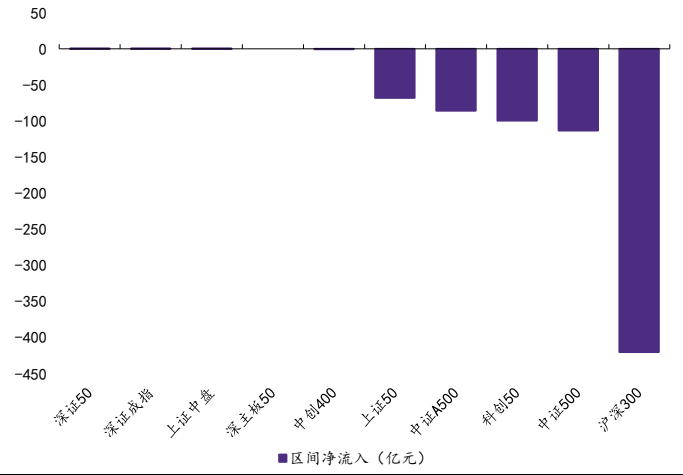
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 28: 本周规模指数 ETF 接近千亿规模净流出



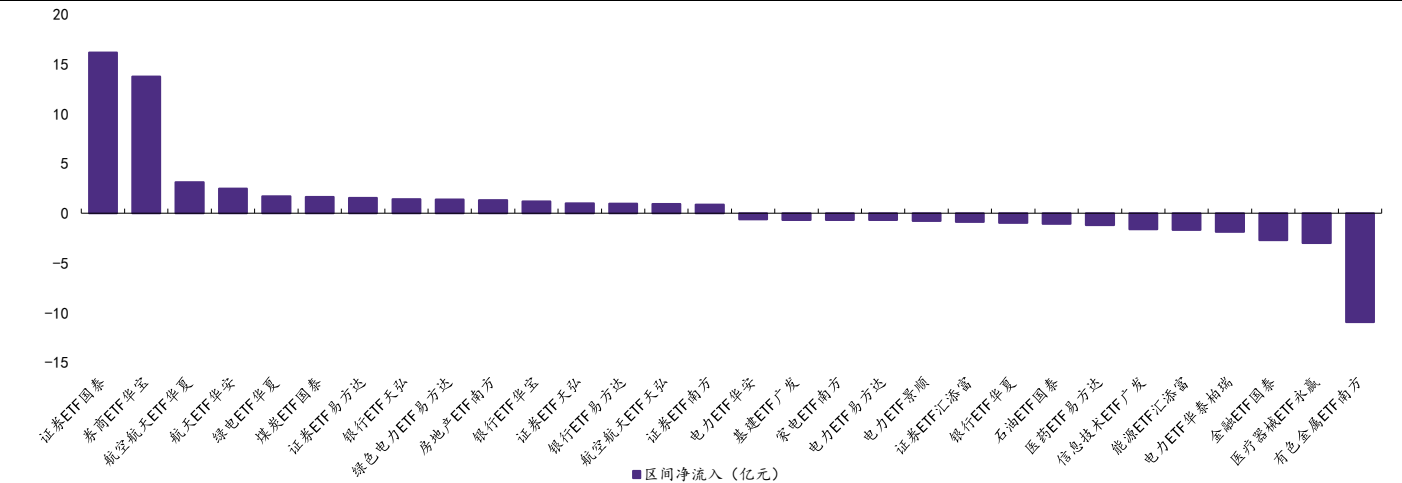
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 29: 本周沪深 300 跟踪 ETF 净流出遥遥领先



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

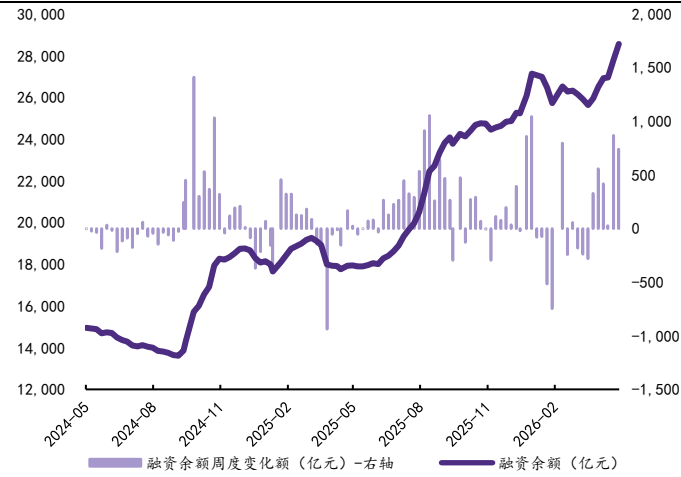
图表 30: 净流入排名前后 15 的行业 ETF 本周加配证券、航天, 减配有色、医疗器械



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

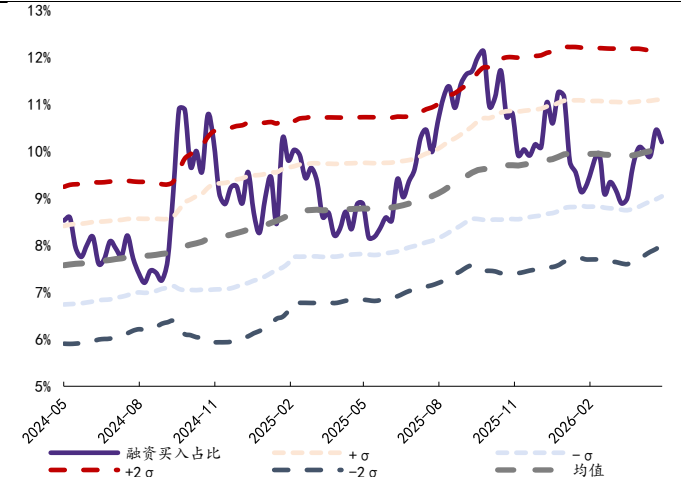
融资资金：本周持续大百亿规模净买入，融资买入占比小幅回落，加配电子、通信、公用，减配有色、军工、计算机。截止至5月15日，融资余额为2.86万亿元，环比净买入738.66亿元。融资买入周度占比为10.20%，环比下降0.26pcts，融资买入占比小幅回落，但持续处于年滚动均线上方。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电子、通信、机械设备、电力设备、汽车行业，减配计算机、煤炭、石油石化、建筑材料、美容护理行业。

图表 31：融资资金本周持续大百亿规模净买入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：融资买入占比本周小幅回落，处年滚动均线上方



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：融资净买入本周加配电子、通信、机械，减配计算机、煤炭、石油石化

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	350.5	11.5%	5107.2	↑	商贸零售	2.7	6.7%	254.3	↓
通信	140.7	11.7%	1609.7	↑	轻工制造	2.5	4.6%	139.3	↓
机械设备	69.4	8.7%	1624.1	↑	钢铁	1.3	8.5%	183.4	↓
电力设备	56.0	9.0%	2500.6	↑	家用电器	0.9	7.9%	367.2	↓
汽车	26.0	8.5%	1179.7	↑	传媒	0.8	8.9%	578.5	↓
基础化工	22.2	8.2%	1174.3	↑	国防军工	0.7	9.9%	982.5	↓
非银金融	16.1	12.0%	2021.3	↑	综合	0.4	9.4%	56.9	↓
食品饮料	15.3	7.4%	533.9	↑	纺织服饰	-0.2	3.3%	75.4	↓
医药生物	9.4	9.0%	1674.3	↑	农林牧渔	-0.2	6.9%	277.7	↓
交通运输	9.0	8.7%	452.8	↑	房地产	-0.3	7.6%	332.8	↓
公用事业	6.7	6.9%	571.1	↑	美容护理	-0.3	7.7%	62.2	↓
银行	5.5	8.9%	793.2	↑	建筑材料	-1.7	6.5%	168.6	↓
建筑装饰	5.3	6.2%	431.7	↑	石油石化	-1.7	6.9%	226.6	↓
有色金属	4.1	9.4%	1598.8	↑	煤炭	-1.9	7.0%	136.0	↓
环保	3.7	7.4%	233.3	↑	计算机	-5.0	9.3%	1834.9	↓
社会服务	3.6	6.9%	125.3	↑					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

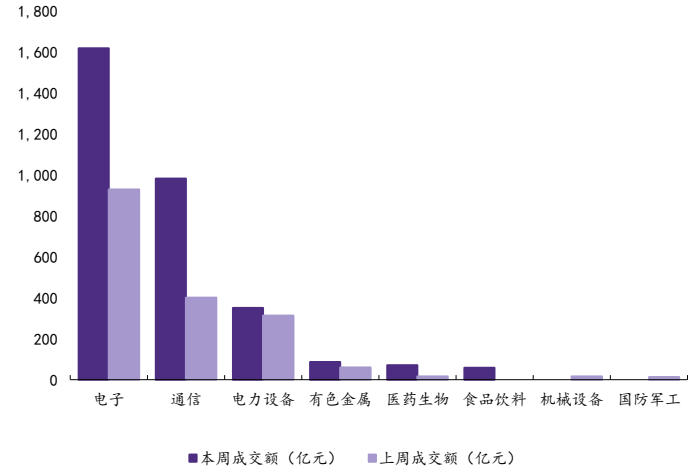
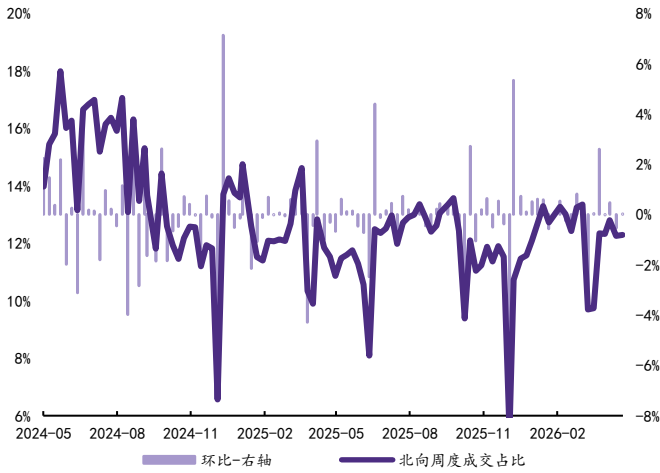
3.4、外资：活跃度维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

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 12.29%，环比提升 0.03pcts，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、医药生物行业。

图表 34：北向资金成交占比本周维持低位

图表 35：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

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、牛市进程：资金活跃度维持支撑力，但局部过热风险依旧，A 股震荡整固

积极信号：①成交维持在 3 万亿水平之上，资金活跃度仍有支撑。

潜在风险：①通信与电子拥挤度提升倍数均再创本轮牛市新高，局部资金抱团相对过热，通信初显降温趋势；②全 A 拥挤度指标缓慢回落，但仍处相对高位，触发短期调整信号；③ATR 底部再度反弹，但仍处相对低位，潜在触发回调持续信号，但待持续跟踪确认。

图表 36：资金活跃度维持支撑力，但局部过热风险依旧，A 股震荡整固

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 ③超越前两轮牛市估值高点	下破均线，股债再平衡 现阶段处于均线附近，未触发信号 万得全A估值再创本轮新高，现已超越2017与2021年高点，但大中盘科创估值仍相对合理，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抬升倍数 ②换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③成交量缩量	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 现阶段成交维持在3万亿水平之上
交易指标	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 ③RSI进入超买区域	现阶段通信与电子行业拥挤度提升倍数均再创本轮牛市新高，触发行业风险提示信号，通信初显回落趋势 现阶段持续缓慢回落但仍处相对高位，触发短期调整信号 现阶段未出现顶背离，未触发信号
技术指标-RSI&ATR	①RSI顶背离 ②RSI高位震荡 ③ATR高低位极值震荡	现阶段上升趋势未破，处正常区间，未触发信号 现阶段底部再度反弹，潜在触发回调持续信号
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4月，个人新开户缩量，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4月，机构新开户缩量，本轮高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现
居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速	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4月，因股市的反弹，住户存款市值比再度下探，但现值与历轮牛市谷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4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，但未触发信号
资金指标	①融资买入占比&融资融券余额市值比 ②热门行业融资余额市值比超越前两轮牛市高点	现阶段融资买入占比反弹延续，回升至年滚动均线上方，未触发信号 现阶段热门行业估值倍数均处于合理水平，未触发信号
公募基金-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4月，新发行高峰对比历轮牛市仍有较大差距，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。