

2026年06月09日

美强非农引发通胀恐慌，A股风格再平衡，把握轮动机会

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

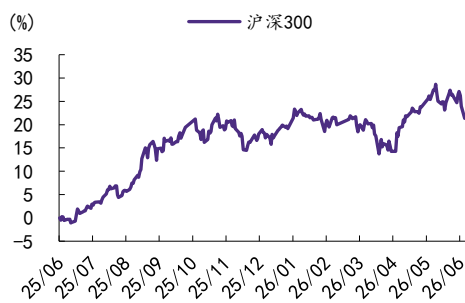
分析师：孙航 S1050525050001

✉ 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、《美伊短期战术缓和，A股延续震荡整固格局》2026-05-25
- 2、《美债击球点初现，A股加速后震荡降温》2026-05-19
- 3、《外压阶段性放缓，聚焦A股主题扩散》2026-05-11

海外宏观热点与策略

海外市场复盘：本周全球资产的核心交易逻辑由强非农数据主导，市场对通胀反弹及美联储加息的预期再度升温。美股行业走势呈现出由通胀恐慌引发的极端风格轮动。

海外宏观：美通胀数据发布和美债天量拍卖在即，预计美债将有一次脉冲式利率上冲的压力测试，可择机布局；SpaceX上市预计引发科技成长的获利了结，加速美股向防御板块的切换。

美股：维持哑铃配置，更偏向防御，向必需消费、基础软件等具有避险属性或处在相对低位的板块倾斜，等待调整后硬科技的再配置机会。

美债：维持买短等长的逻辑，等待下周三周四数据和拍卖冲击之后，择机布局做多长期美债。

黄金：短期受风险资产端（SpaceX IPO）和利率端（高美债）的挤压，但中长期逻辑未改，维持逢低配置思路。

国内宏观热点与策略

国内宏观：5月制造业PMI季节性回踩，生产仍具韧性，输入型通胀边际影响减弱，K型分化加剧。

市场热点：全A前5%成交拥挤度本轮新高，对应短期调整平衡而非牛市终结。微观资金情绪有所回落，融资降温，ET宽基抛售收敛，机构股债布局再平衡。

大势研判：延续震荡整固的大势判断，警惕振幅波动放大的风险。建议进一步止盈成长仓位，增配防御型低位板块。

行业选择：把握风格再平衡和高景气的轮动结构性机会

1) **低位防御：**增配高股息等低位板块（电力、公用、银行等）；

2) **景气改善：**6月景气相关性逐步回升（煤炭、化纤等，有色景气修复虽领先但短期受美联储加息预期压制，可利用回调窗口进行布局）；

3) **AI算力回调：**进一步减仓前期浮盈仓位，利用回调窗口进行二次布局，优先配置业绩兑现更为明确的细分方向（光模块、存储、半导体材料等）。

■ 市场复盘

本周全 A 指数震荡下行，宽基全面回调，双创领跌，小微盘相对抗压，中证 2000、万得微盘股指数、中证 1000 相对抗跌，科创 50、创业板指、深证成指跌幅居前。行业涨跌层面，煤炭、通信、机械涨幅居首，电力、建材、综合跌幅居前。行业估值层面，通信、电子、机械、综合、煤炭行业在 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 股市场成交活跃度降温，日均成交额与换手率均下行，行业轮动速率周度放缓。市场热门标的拥挤度迅速攀升，通信、公用、煤炭交易集中度提升显著，通信、电子、公用、建材、煤炭两年历史分位居前，煤炭、公用、电子创新高比例领先。年内热门交易主题，从前期聚焦 AI 算力发生局部热点轮动，稀土、玻璃基板、工业气体领涨，光模块、OCS、6G 成交活跃度提升居前，超硬材料、PCB、光模块、光芯片、OCS 拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内降温，海外大幅升温。

内资资金：①公募资金：本周股票+混合型基金新发节奏放缓。股票型 ET

敛，主题指数 ET

首，股债再平衡。行业 ET

减配基建、地产、半导体；②融资资金：本周转向净卖出，融资买入占比小幅回落，显著加配通信，此外加配煤炭、军工，减配电力、电子、医药。

外资资金：本周成交活跃度回暖但仍维持相对低位，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：成交降温，拥挤度风险仍存，A 股延续震荡整固格局

潜在风险：①成交初显降温趋势；②电子行业拥挤度提升倍数再创本轮牛市新高，触发行业风险提示信号；③全 A 拥挤度指标快速攀升至历史相对高位；④ATR 仍处相对高位，波动放大。

■ 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：强非农数据引发通胀恐慌，美股偏防御，美债待下周事件冲击择机布局.....	5
1.2、国内：资金情绪略有回落，股债再平衡，A股震荡整固格局延续.....	10
2、市场复盘：宽基全面回调，双创领跌，小微盘相对抗压.....	15
3、资金情绪.....	17
3.1、交易活跃度：成交降温，轮动速率周度放缓，TOP5%成交拥挤度周度已至49%.....	17
3.2、恐慌情绪：国内降温，海外大幅升温.....	20
3.3、内资：规模ET.....	
3.4、外资：活跃度回暖但仍维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力.....	22
4、牛市进程：成交降温，拥挤度风险仍存，A股延续震荡整固格局.....	23
5、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：全球资产大幅调整.....	5
图表 2：美股科技拖累指数.....	6
图表 3：期限溢价回落，中性利率预期上行（%）.....	7
图表 4：通胀预期反而下行（%）.....	7
图表 5：利率期货创新高（%）.....	7
图表 6：日元空头再度来到高位.....	8
图表 7：空多比拐头带来多头情绪的释放.....	9
图表 8：非商业黄金仓位多头出清.....	9
图表 9：5月制造业PMI生产强势，新订单拖累表现，输入型通胀边际影响减弱（pcts，红框为PMI处荣枯线及之上项）.....	10
图表 10：5月制造业PMI回踩属于季节性正常现象.....	11
图表 11：K型分化加剧（红框为PMI处荣枯线及之上项）.....	11
图表 12：5月非制造业PMI建筑业环比改善，服务业重返荣枯线上方.....	11
图表 13：截止至6月5日，A股前5%成交额股票拥挤度20MA达46.6%，持续创本轮牛市新高.....	12
图表 14：融资资金情绪有所回落.....	13
图表 15：ET.....	
图表 16：ET.....	
图表 17：北向成交活跃度维持低位震荡.....	13
图表 18：本周全A震荡下行，双创领跌，小微盘相对抗压.....	15
图表 19：本周煤炭、通信、机械涨幅居首，电力、建材、综合跌幅居前.....	15
图表 20：通信、电子、综合、建材、煤炭、轻工、机械、建筑装饰行业本周PE-TTM水平达十年历史高位.....	16
图表 21：通信、电子、机械、综合、煤炭行业本周估值水平处十年历史高位.....	16

图表 22: A 股市场成交活跃度本周降温.....	17
图表 23: A 股相对领涨行业轮动速率本周放缓.....	17
图表 24: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周迅速攀升.....	17
图表 25: 本周通信、公用、煤炭行业集中度提升显著, 通信、电子、公用、建材、煤炭行业拥挤度已至历史高分位.....	18
图表 26: 收盘价创新高比例本周煤炭、公用、电子行业居前.....	18
图表 27: A 股年内热门交易主题, 从前期聚焦 AI 算力发生局部热点轮动.....	19
图表 28: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势.....	19
图表 29: 国内恐慌情绪本周降温.....	20
图表 30: 海外恐慌情绪本周大幅升温.....	20
图表 31: 股票+混合型基金新发本周放缓.....	21
图表 32: 股票型 ET	
图表 33: 本周规模指数 ET	
图表 34: 本周科创 50、中证 A500 跟踪 ET	
图表 35: 净流入排名前后 15 的行业 ET	
图表 36: 融资资金本周转向净卖出.....	22
图表 37: 融资买入占比本周小幅回落.....	22
图表 38: 融资净买入本周显著加配通信, 此外加配煤炭、军工, 减配电力、电子、医药.....	22
图表 39: 北向资金成交占比本周回暖但仍处相对低位.....	23
图表 40: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力.....	23
图表 41: 成交降温, 拥挤度风险仍存, A 股延续震荡整固格局.....	23

1、 周度策略

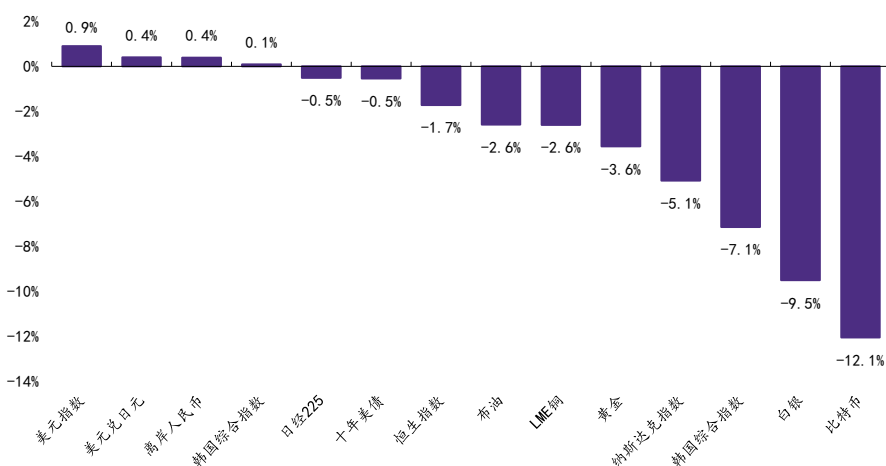
1.1、 海外：强非农数据引发通胀恐慌，美股偏防御，美债待下周事件冲击择机布局

海外复盘：强非农数据引发通胀恐慌，美股显现风格切换

本周全球资产的核心交易逻辑由强非农数据主导，市场对通胀反弹及美联储加息的预期再度升温。强劲的就就业数据引发通胀恐慌，美债价格承压导致十年美债再度上冲到 4.55% 左右，而美元指数则在紧缩预期推动下大涨 0.9% 领涨全球。在利率走高与流动性收紧的双重挤压下，大宗商品与加密货币全线崩溃，比特币暴跌 12.1% 垫底，白银与黄金分别重挫 9.5% 和 3.6%，布油与 LME 铜均下跌 2.6%。权益市场同步遭遇分母端冲击，对利率高度敏感的韩国综合指数与纳斯达克指数分别暴跌 7.1% 和 5.1%，恒生指数与日经 225 也分别下跌 1.7% 和 0.5%。

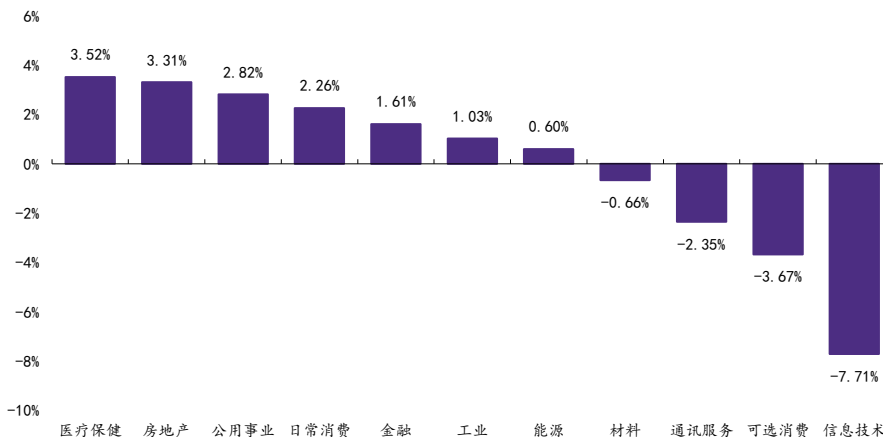
美股行业走势在本周呈现出由通胀恐慌引发的极端风格轮动。加息预期升温导致估值承压，前期涨幅巨大的核心科技与成长板块遭遇资金剧烈出逃，信息技术板块暴跌 7.71% 严重拖累大盘，可选消费与通讯服务也分别大跌 3.67% 和 2.35%。与此同时，存量资金在通胀扰动下被迫转守为攻，大举流入具备防守属性的避风港资产，医疗保健与房地产分别大涨 3.52% 和 3.31% 包揽涨幅榜前二，公用事业与日常消费也分别逆势上涨 2.82% 和 2.26%，呈现出明显的成长向防御风格切换。

图表 1：全球资产大幅调整



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股科技拖累指数



资料来源：Wind，华鑫证券研究

海外宏观：关注下周美通胀数据、美债天量拍卖与 SpaceX IPO 事件冲击

一、美债利率的割裂定价与天量拍卖冲击

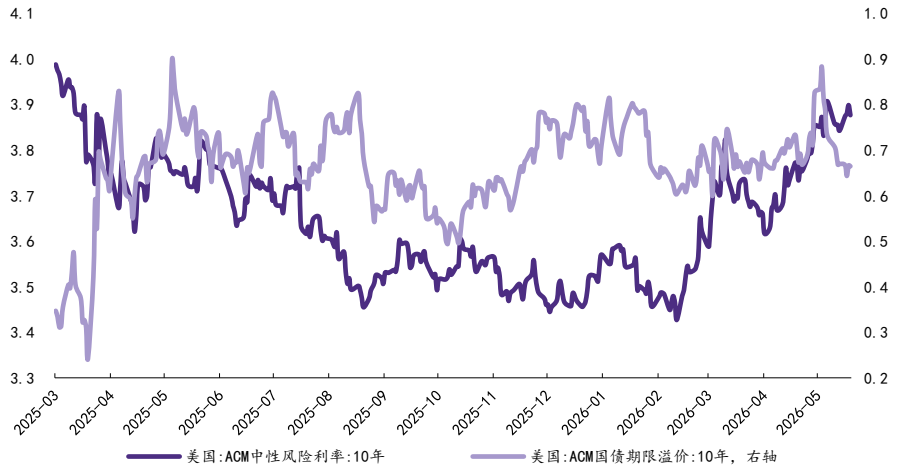
本周的 5 月非农表面繁荣（新增 17.2 万大超预期），导致 12 个月远期利率期货创下 4.06% 的新高，基本定价了 12 个月内有 80% 概率加息两次的恐慌预期，但 10 年期美债利率却在 4.55% 附近止步，并未创新高。后续的美债利率可能有两种主要的走势：

① 美债利率追赶利率期货，即美债市场低估了美联储再加息的风险，美债利率未创新高是因为非农数据仅仅是从滞胀的角度抬升了滞的上限，需要看到实质的通胀压力才会进一步定价加息和高利率，如果下周三整体 CPI 环比受能源推动冲高至 0.5% 左右（同比推高至 4.2% 至 4.3% 的历史高位），10 年期美债利率大概率会进一步上行，去追赶利率期货的恐慌定价。

② 利率期货追赶美债利率，即美债利率的冷静是因为看透了劳动力市场表面繁荣，也同时在期待伊朗和美国谈判的利好带来油价的回落，因此利率期货市场更多是非理性定价。底层其实已陷入“低招聘、低离职”的冰封割裂状态，非周期性的医疗保健和政府招聘周期性行业的真实走弱。若是下周通胀数据落地并未超预期，或者美伊谈判出现实质利好，市场过于恐慌的加息预期就会向长端美债收敛。

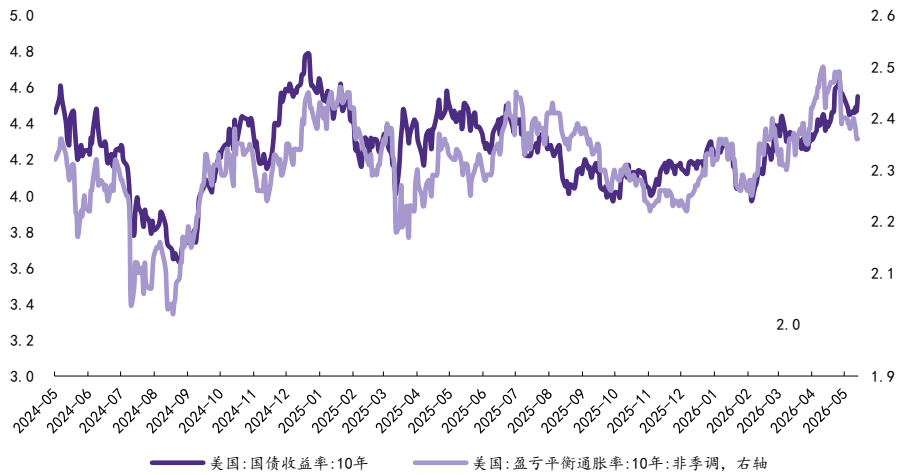
从数据端来看，便是美债利率的上行并未伴随着通胀预期的上行（10 年盈亏平衡通胀利率下行），更多是中性利率的预期带动，因此更多是滞胀中的滞的改善而非胀的恐慌，长端期限溢价在往下砸一方面说明了资产的调仓诉求，另一方面也会下周的拍卖留下的波动的空间。综合来说，结合下周还有大量的美债拍卖，通胀和交易的双重压力下，下周美债大概率会有一次脉冲式利率上冲的压力测试，择机布局。

图表 3：期限溢价回落，中性利率预期上行（%）



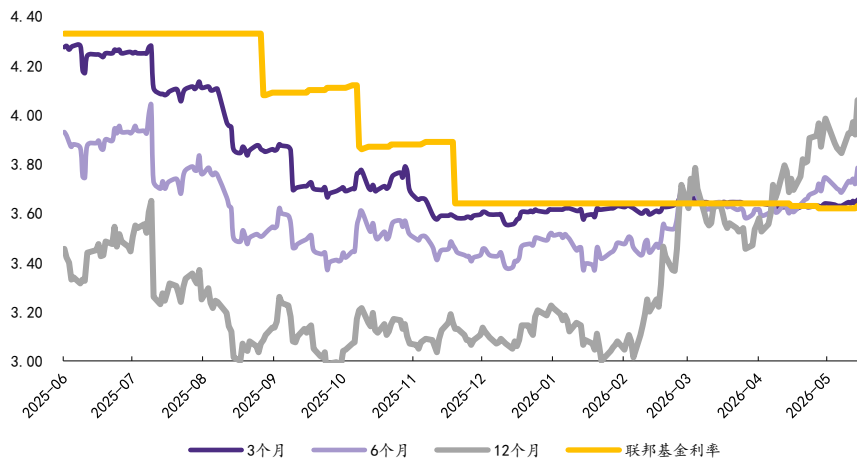
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：通胀预期反而下行（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：利率期货创新高（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

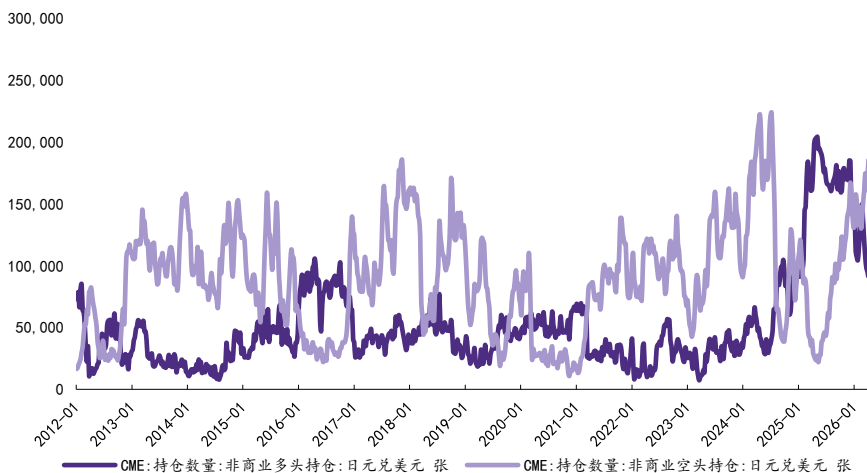
二、SpaceX 世纪 IPO 的虹吸

作为全球瞩目的巨型资产，SpaceX 在 6 月的上市是下周全球权益市场的最大变量。由于目前美股处于科技极端高位、多头拥挤的缩圈鱼尾行情，SpaceX 的大型 IPO 在正式交易前就已经产生了局部强烈的现金流虹吸效应预期。对于上市后的路径，我们倾向于它是利好兑现的触发点。当前美股整体看跌/看涨期权比例已经出现拐头迹象，多头情绪十分脆弱。SpaceX 上市可能伴随杠杆资金的最后疯狂，但由于其估值已经极其充分地透支了商业航天与星链的成长预期，一旦正式落地，极易引发科技成长板块整体的获利了结，从而加速美股成长板块向防御板块的切换。

三、日元套息堰塞湖

目前 CME 日元非商业空头持仓处于史无前例的 25 万张极端高位，下周的宏观组合拳，实际上正在短期内进一步推高日元套息的性价比，进而加剧美股科技板块的内部换仓压力。一方面，美债利率脉冲上行强化了套息保护伞。如果下周因为美债天量拍卖和坚挺的整体 CPI 推动美债利率冲高，日美名义利差将进一步拉大，这在短期内不仅不会引发套息交易的瞬间逆转，反而会让投机资本继续跟随美债利率跳升去享受套息性价比。另一方面，套息交易在宏观层面风险不高，并不意味着美股科技股安全。由于 SpaceX 的吸流虹吸以及高利率对科技股估值的边际压制，借入日元堆积在核心科技股上的庞大资金会产生强烈的换仓和结利诉求。下周日元堰塞湖不会无预警决堤，但它会转变为美股内部科技成长股获利了结、资金向避险和防御行业倾斜的催化剂。

图表 6：日元空头再度来到高位



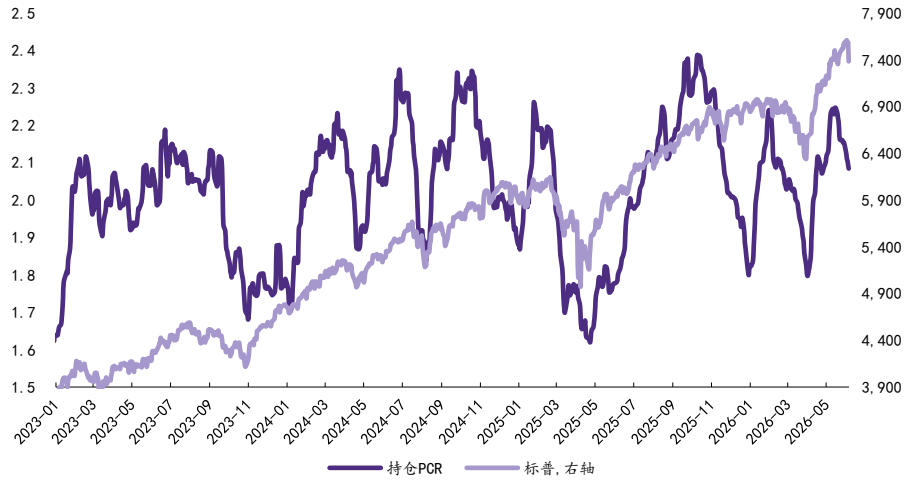
资料来源：Wind，华鑫证券研究

海外策略：多美债，等美股，配黄金

美股：美股成长趋势仍未结束，长期维持杠铃策略，但短期各项因素的冲击还未结束，从 PCR 情绪来看，本轮调整预计还有 4-5 周的情绪释放周期，从宏观事件来看，下周有 CPI

数据和 SpaceX 的上市，以及美债的发行，下半月也有美联储议息会议，伊美谈判仍在博弈，整体宏观波动仍未结束。因此当前更偏向防御，向必需消费、基础软件等具有避险属性或处在相对低位的板块倾斜，等待调整后硬科技的再配置机会。

图表 7：空多比拐头带来多头情绪的释放

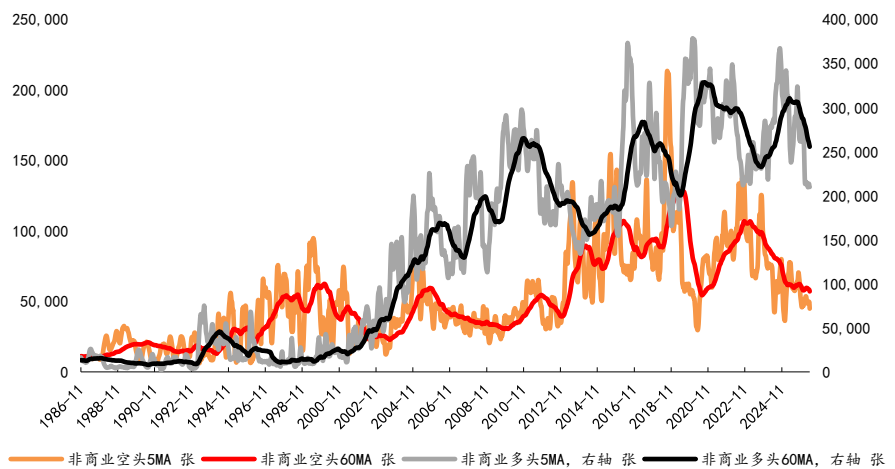


资料来源：Wind，华鑫证券研究

美债：维持买短等长的逻辑，等待下周三周四数据和拍卖冲击之后，择机布局做多长期美债。当前虽然看到了油价引发的通胀粘性和传导的持续，但是季度的需求破坏仍是一个极有性价比的交易机会。等待三季度需求破坏带来的利率下行机会后再去评估和观察长期结构性通胀对长端美债的影响。

黄金：上周黄金跌破了 4400 的关键支撑位。在美债利率仍有上冲可能的情况下，短期仍有压力测试。但 ET 头已经基本出清结束，短期获利了结情绪释放接近尾声，主要是风险资产端 (SpaceX IPO) 和利率端 (高美债) 对于黄金的性价比挤压，但中长期黄金逻辑未改，短期需等待筹码进一步洗净，但维持逢低配置思路。

图表 8：非商业黄金仓位多头出清



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、国内：资金情绪略有回落，股债再平衡，A 股震荡整固格局延续

国内宏观：5 月制造业 PMI 季节性回踩，生产维持韧性，K 型分化加剧

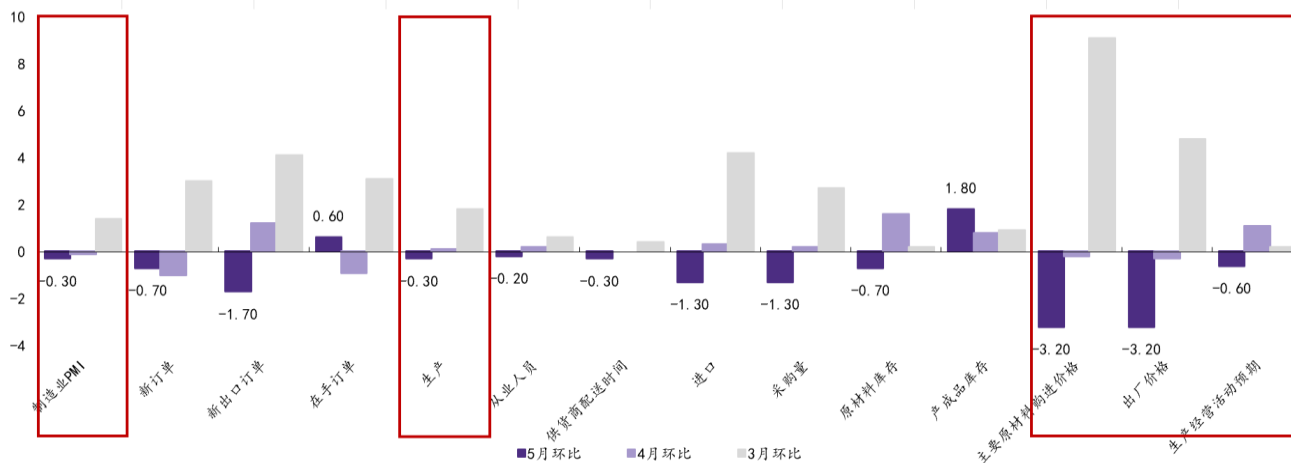
5 月制造业 PMI 季节性回踩，生产仍具韧性，输入型通胀边际影响减弱，K 型分化加剧。5 月制造业 PMI 回踩，环比下降 0.3pcts，正好回落至 50 荣枯线上。从季节性角度出发，5 月出现 PMI 回踩属于正常季节性现象，主要原因是五一假期导致了工作日的减少。从细分项角度看，5 月制造业 PMI 主要呈现以下几点特征：

①**生产具备韧性**：5 月生产虽环比-0.3pcts，但 51.2%仍持续处于荣枯线之上，表现强势；

②**输入型通胀边际影响减弱，但价格传导仍存掣肘**：5 月原材料购进价格、出厂价格均环比-3.2pcts，符合我们前期对于高油价边际影响减弱的预判，分别回落至 60.5%、51.9%，但两者差距仍较大，上游成本向中下游的价格传导存在阻塞，下游利润预计将进一步承压；

③**新订单成为拖累项，供强需弱趋格局进一步明确**：新订单环比-0.7pcts，处荣枯线之下，生产-新订单差值升至 1.3，显著高于前 4 月，需求偏弱的问题进一步凸显，再次凸显“反内卷”与“扩内需”政策的必要性；

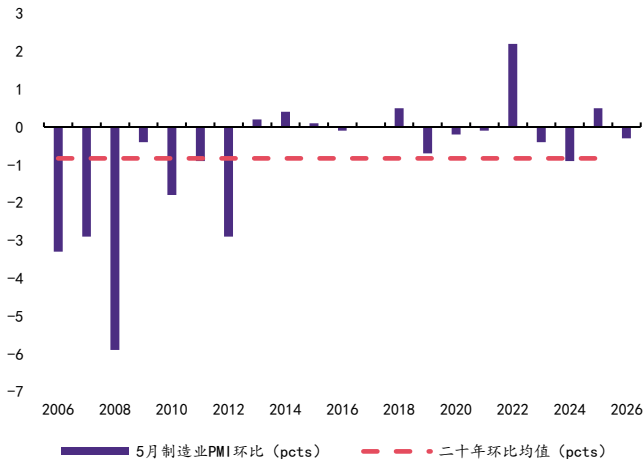
图表 9：5 月制造业 PMI 生产强势，新订单拖累表现，输入型通胀边际影响减弱 (pcts, 红框为 PMI 处荣枯线及之上项)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

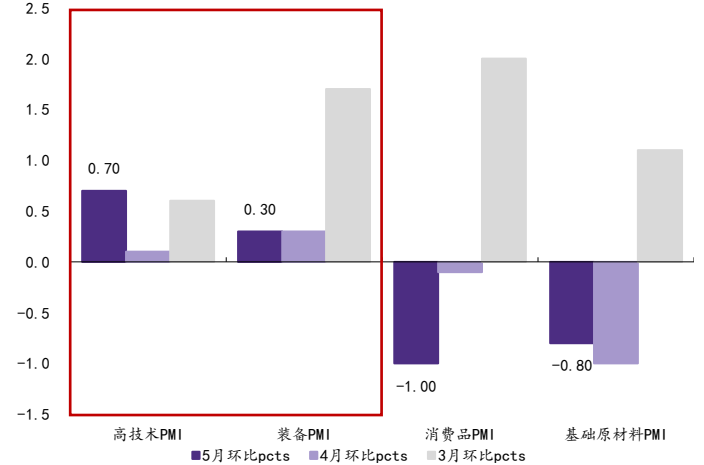
④**产业 K 型分化趋势进一步凸显**：5 月高技术、装备制造业 PMI 环比提升并持续处于荣枯线之上，消费品、基础原材料行业 PMI 环比回落并处荣枯线之下，判断其背后是经济新旧动能与 AI 算力浪潮的推动。

图表 10: 5 月制造业 PMI 回踩属于季节性正常现象



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

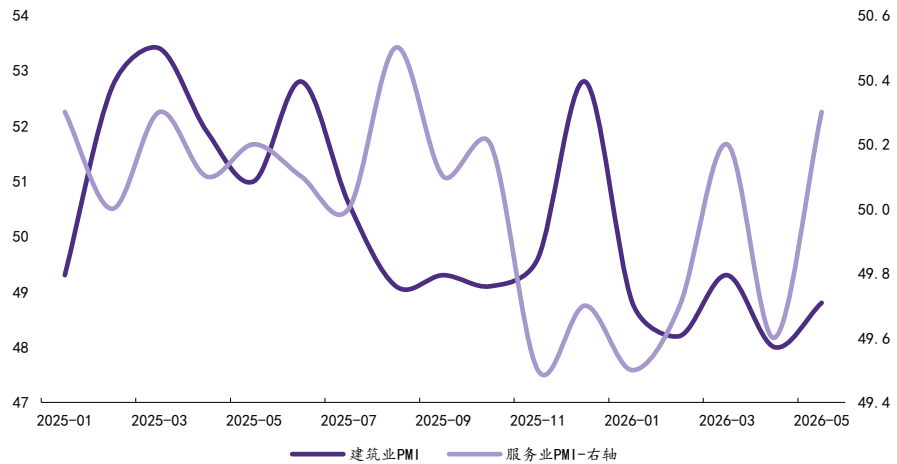
图表 11: K 型分化加剧 (红框为 PMI 处荣枯线及之上项)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

5 月非制造业 PMI 建筑业环比改善, 服务业重返荣枯线上方。即使 5 月因五一假期工作日减少, 建筑业 PMI 不降反升, 环比提升 0.8pcts。服务业得益于五一假期文旅消费的支撑, 5 月 PMI 环比提升 0.7pcts, 重返荣枯线之上。

图表 12: 5 月非制造业 PMI 建筑业环比改善, 服务业重返荣枯线上方



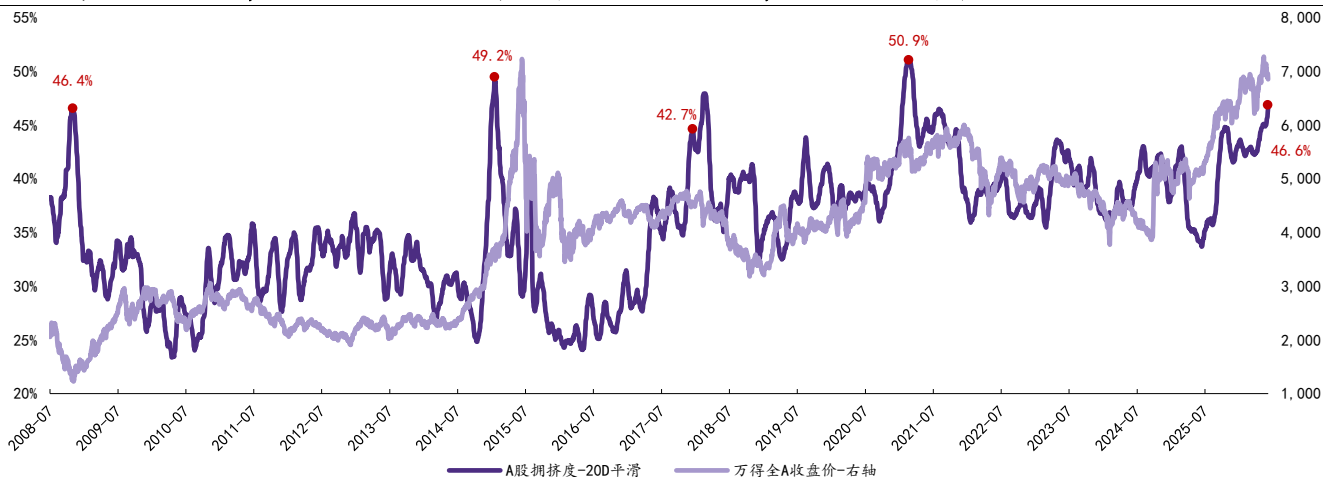
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

市场热点: 全 A 前 5%成交拥挤度创本轮新高, 提示短期调整而非牛市终结

全 A 前 5%成交拥挤度本轮新高, 对应短期调整平衡而非牛市终结。截止至 6 月 5 日, A 股前 5%成交额股票拥挤度 20MA 达 46.6%, 持续创本轮牛市新高。对比历轮牛市, 目前拥挤度高点超越 2008-2010 (46.4%) 和 2016-2017 (42.7%), 距离 2014-2015 (49.2%)、2019-2021 (50.9%) 的牛市阶段高点尚存提升空间。但需要提醒的是, 在 2025 年 11 月发布的《A 股牛市坐标校准及策略应对》报告中, 我们明确拥挤度的极值并非直接对应牛市的

见顶，而是对应短期 A 股趋势的变化，现阶段全 A 从 4 月-5 月上半旬的快速反弹上冲转变为风格再平衡的宽幅震荡。目前全 A 前 5% 成交额股票拥挤度尚未出现明显降温趋势，预计 A 股宽幅震荡格局将延续。

图表 13：截止至 6 月 5 日，A 股前 5% 成交额股票拥挤度 20MA 达 46.6%，持续创本轮牛市新高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

微观资金：资金情绪略有回落，融资降温，ET 售收敛，机构股债布局再平衡

以 4 月 8 日美以伊局势进入二阶段作为观察阶段起点，经历情绪快速修复的大反弹阶段后，资金情绪在 5 月 14-15 日出现波动，后续成交活跃度水平虽然依然维持于 3 万亿水平之上，但整体资金情绪与增量活力略有回落。从资金来源细分项来看：

①融资情绪回落，维持右侧追涨杀跌的特征。4/8-5/14 区间日均净买入 123.09 亿元，5/15-6/5 区间日均净买入 14.82 亿元，相较前期增量动力不足。

②ET

凸显。前期规模指数 ET

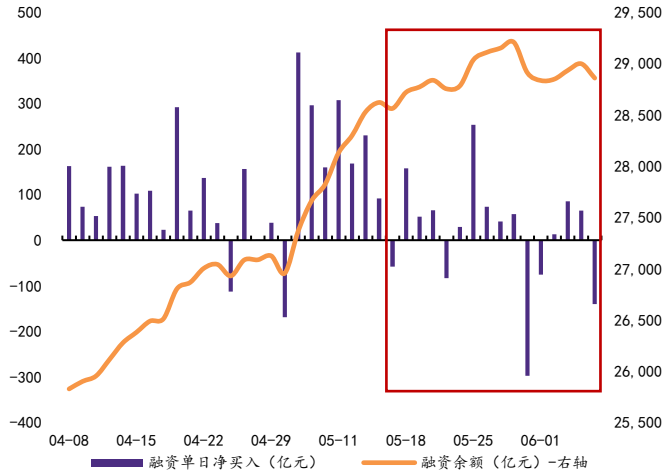
抛售潮收敛，5/15-6/5 区间日均净流出 79.7 亿元。债券型 ET

5/15-6/5 区间日均净流入 44.9 亿元。预计伴随股市波动，以机构为代表的资金配置从主攻成长逐步切换为均衡配置，左侧布局 AI 硬件等高景气成长赛道、右侧增配债券和防御型板块的哑铃策略趋势将愈发清晰。

③固收+资金反常逆势增配，判断仍是机构方股债平衡所致。股市震荡回落且波动放大，风险更为敏感的固收+资金理应出现净赎回。但近期固收+产品呈现净申购趋势，我们判断主要是机构增配，固收+产品成为机构股债再平衡的重要配置工具之一。

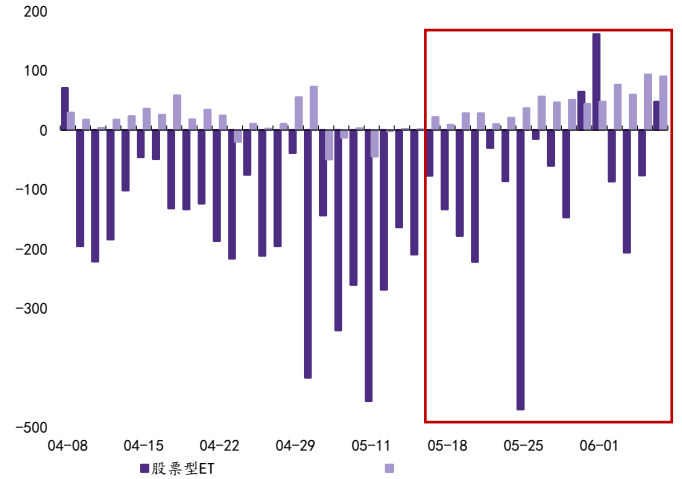
④北向资金维持沉寂，北向成交占比维持低位震荡。

图表 14：融资资金情绪有所回落



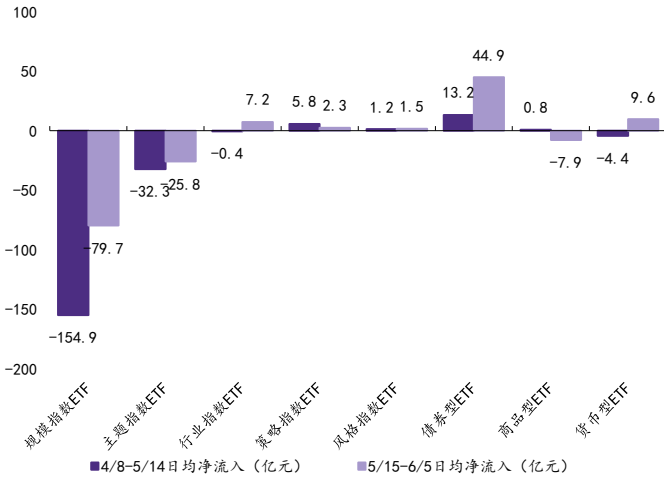
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15：ET

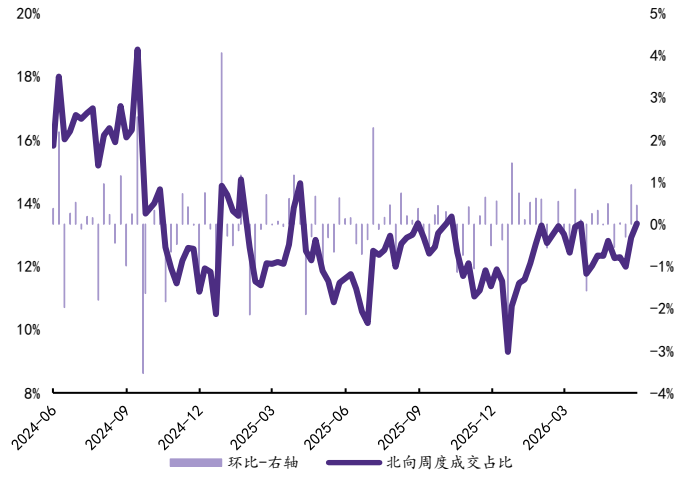


资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 16：ET



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：震荡整固延续，止盈成长增配防御，把握风格与高景气轮动机会

大势研判：延续震荡整固的大势判断，资金风偏回落，拥挤度仍处于相对历史高位，警惕振幅波动放大的风险。建议进一步止盈成长仓位，增配防御型低位板块，把握风格再平衡和高景气的轮动结构性机会。

行业选择：把握低位防御、景气改善、AI 算力回调三大方向机会

1) 低位防御：增配高股息等低位板块，把握风格再平衡的轮动机会（电力、公用、银行等）；

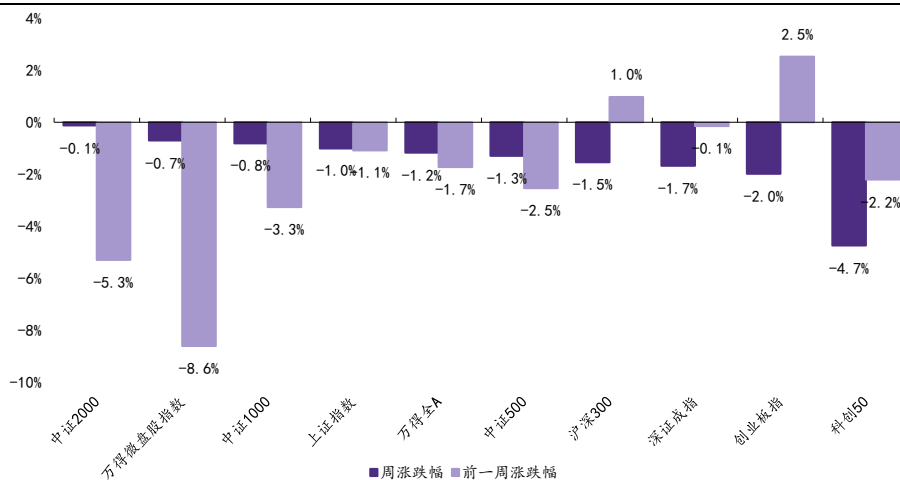
2) 景气改善：6 月景气相关性逐步回升，布局景气向好方向的轮动机会（煤炭、化纤等，有色景气修复虽领先但短期受美联储加息预期压制，可利用回调窗口进行布局）；

3) AI 算力回调: 进一步减仓前期浮盈仓位, 利用回调窗口进行二次布局, 优先配置业绩兑现更为明确的细分方向 (光模块、存储、半导体材料等)。

2、市场复盘：宽基全面回调，双创领跌，小微盘相对抗压

本周全 A 指数震荡下行，宽基全面回调，双创领跌，小微盘相对抗压，中证 2000、万得微盘股指数、中证 1000 相对抗跌，科创 50、创业板指、深证成指跌幅居前。中证 2000、万得微盘股指数、中证 1000 分别下跌 0.1%、0.7%、0.8%；科创 50、创业板指、深证成指分别下跌 4.7%、2.0%、1.7%。

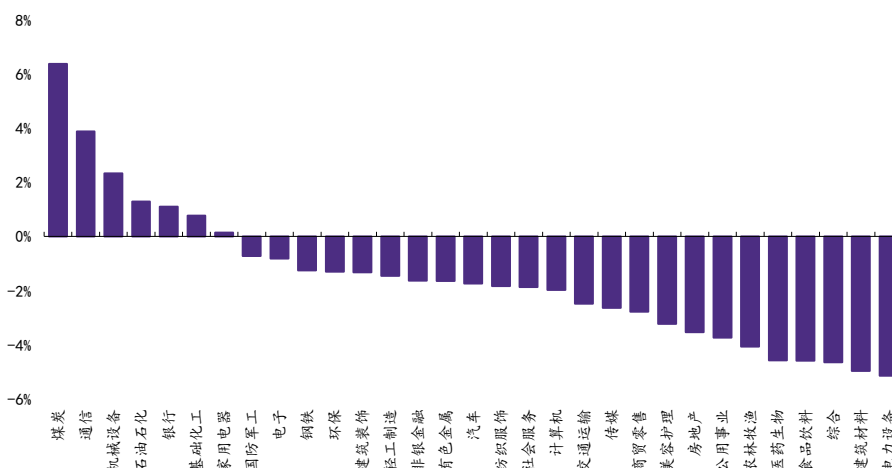
图表 18：本周全 A 震荡下行，双创领跌，小微盘相对抗压



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周煤炭、通信、机械涨幅居首，电力、建材、综合跌幅居前。煤炭、通信、机械设备、石油石化、银行行业上涨幅度居首，分别上涨 6.4%、3.9%、2.3%、1.3%、1.1%；电力设备、建筑材料、综合、食品饮料、医药生物行业下跌幅度居前，分别下跌 5.1%、5.0%、4.6%、4.6%、4.6%。

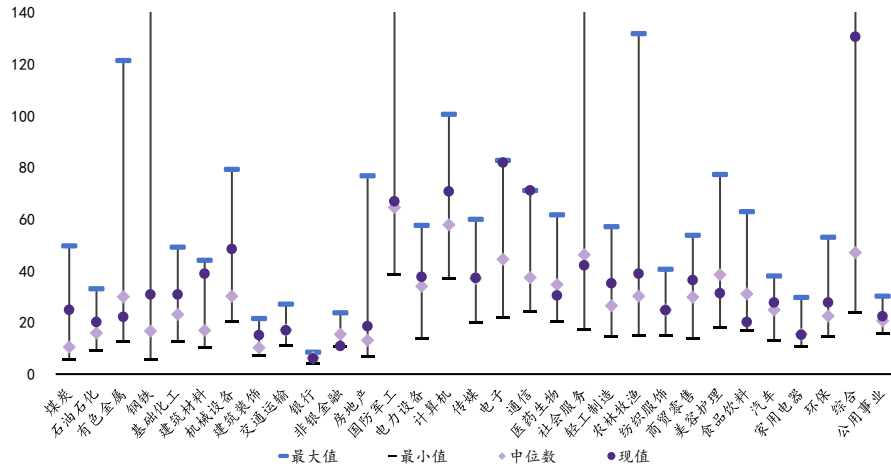
图表 19：本周煤炭、通信、机械涨幅居首，电力、建材、综合跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

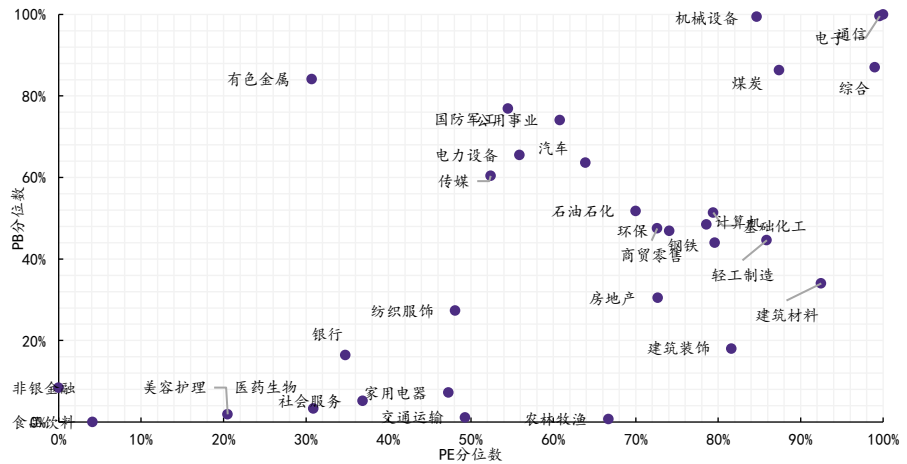
行业估值层面，本周通信、电子、机械、综合、煤炭行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括通信、电子、综合、建筑材料、煤炭、轻工制造、机械设备、建筑装饰，PE-TTM 分别达 71.1X、81.9X、130.6X、38.9X、24.9X、35.2X、48.4X、15.1X；PB-L 设备、综合、煤炭、有色金属，PB-L

图表 20：通信、电子、综合、建材、煤炭、轻工、机械、建筑装饰行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 21：通信、电子、机械、综合、煤炭行业本周估值水平处十年历史高位



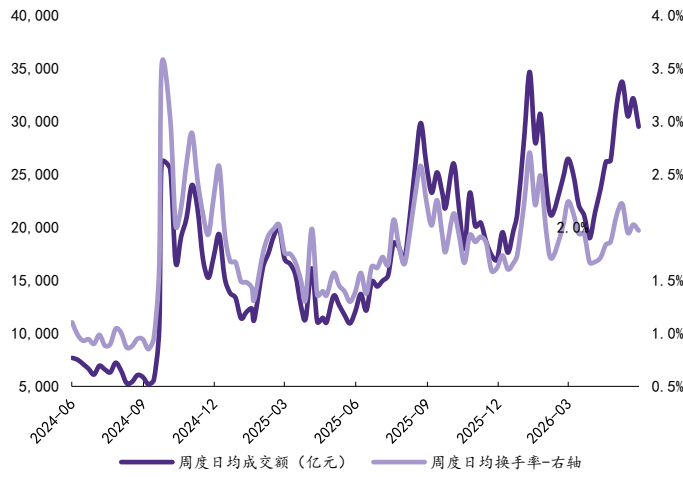
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：成交降温，轮动速率周度放缓，TOP5%成交拥挤度周度已至 49%

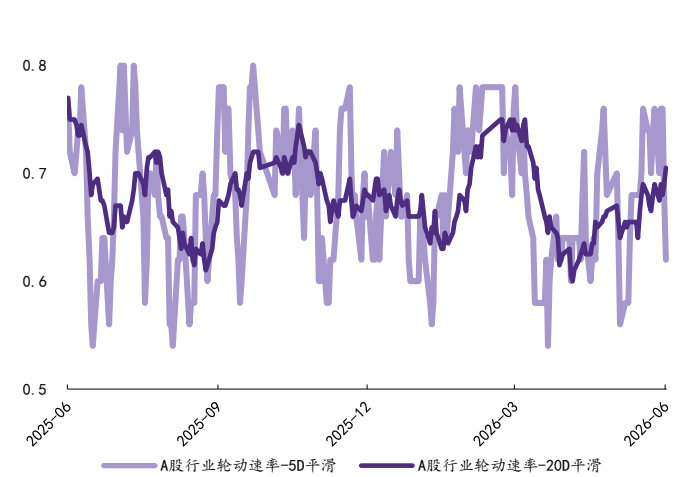
本周 A 股市场成交活跃度降温，日均成交额与换手率均下行，行业轮动速率周度放缓。万得全 A 日均成交额为 2.95 万亿元，环比下降 2673.7 亿元；日均换手率为 1.97%，环比下降 0.06pcts。A 股市场行业轮动速率指标，20 日平滑值虽延续上升趋势，但 5 日平滑值本周显著回落，相对领涨行业轮动频率周度放缓。

图表 22：A 股市场成交活跃度本周降温



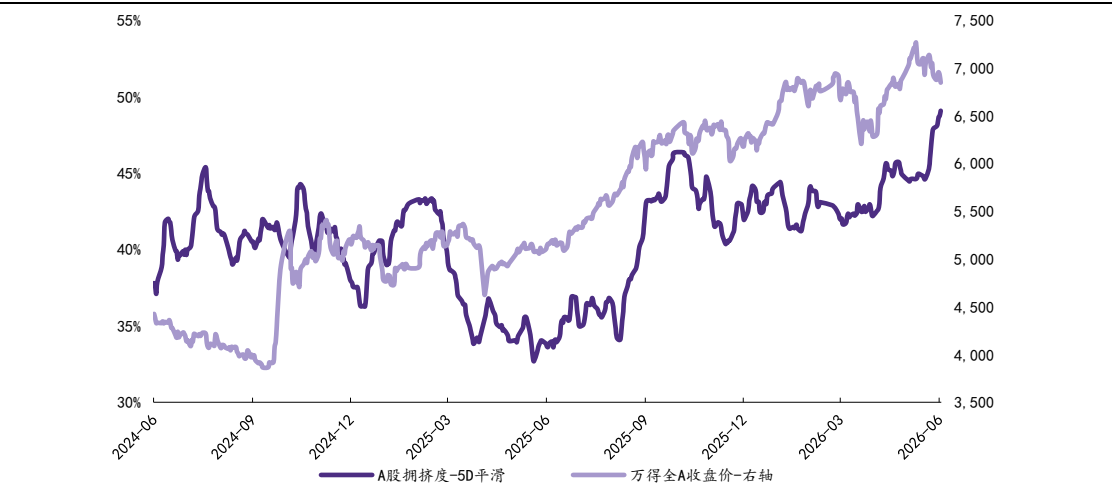
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：A 股相对领涨行业轮动速率本周放缓



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周迅速攀升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度迅速攀升，通信、公用、煤炭交易集中度提升显著，通信、电子、公用、建材、煤炭两年历史分位居前，煤炭、公用、电子创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 49.1%，环比提升 1.2pcts，热门交易标的拥挤度迅速攀升。

通信、公用事业、煤炭、有色金属、传媒行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 100.0%、99.0%、92.2%、66.9%、3.8% 的两年历史分位水平。电子、电力设备、机械设备、计算机、医药生物行业集中度降温居前。通信、电子、公用事业、建筑材料、煤炭行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

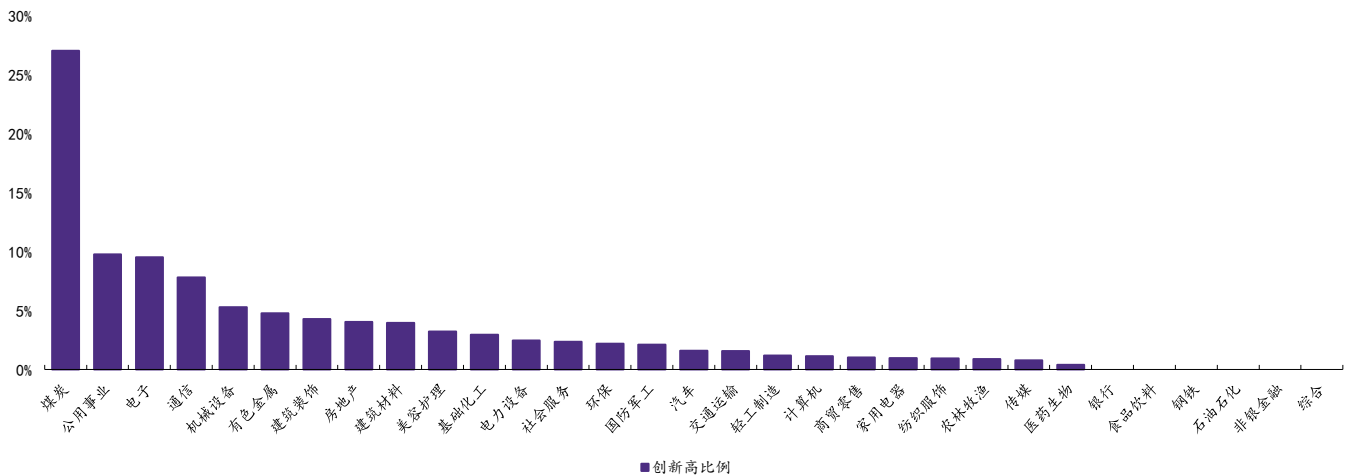
周度股票任一日收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，煤炭、公用事业、电子、通信、机械设备行业比例居首，分别为 27.0%、9.8%、9.5%、7.8%、5.3%。

图表 25：本周通信、公用、煤炭行业集中度提升显著，通信、电子、公用、建材、煤炭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	1.02%	0.54%	0.49%	92.2%	中游制造	医药生物	2.86%	3.07%	-0.21%	0.0%
	石油石化	0.58%	0.51%	0.07%	26.2%		社会服务	0.38%	0.39%	-0.01%	0.0%
	有色金属	5.50%	5.28%	0.22%	66.9%		轻工制造	0.75%	0.76%	-0.01%	0.0%
	钢铁	0.32%	0.32%	0.01%	0.9%		农林牧渔	0.53%	0.47%	0.06%	0.9%
	基础化工	4.32%	4.33%	-0.01%	47.5%		纺织服装	0.37%	0.40%	-0.03%	0.0%
中游制造	建筑材料	1.25%	1.20%	0.05%	95.1%		商贸零售	0.77%	0.71%	0.06%	12.6%
	机械设备	7.76%	8.17%	-0.41%	69.9%		美容护理	0.12%	0.10%	0.02%	1.9%
	建筑装饰	1.30%	1.21%	0.08%	7.7%		食品饮料	1.10%	1.24%	-0.14%	9.7%
	交通运输	0.87%	0.86%	0.01%	2.9%		汽车	2.85%	3.03%	-0.18%	0.0%
大金融	银行	0.91%	0.78%	0.14%	5.8%		家用电器	0.95%	1.10%	-0.15%	0.0%
	非银金融	1.52%	1.58%	-0.07%	0.9%	公用	环保	0.74%	0.74%	0.00%	12.6%
	房地产	0.80%	0.82%	-0.02%	8.7%	综合	0.16%	0.18%	-0.02%	29.1%	
成长	国防军工	2.63%	2.77%	-0.14%	22.3%	公用事业	4.08%	3.13%	0.95%	99.0%	
	电力设备	8.88%	9.66%	-0.79%	63.1%						
	计算机	4.72%	4.94%	-0.22%	0.0%						
	传媒	1.79%	1.61%	0.18%	3.8%						
	电子	30.29%	31.97%	-1.68%	99.0%						
通信	9.05%	7.29%	1.76%	100.0%							

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：收盘价创新高比例本周煤炭、公用、电子行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股年内热门交易主题，从前期聚焦 AI 算力发生局部热点轮动，稀土、玻璃基板、工业气体领涨，光模块、OCS、6G 成交活跃度提升居前，超硬材料、PCB、光模块、光芯片、

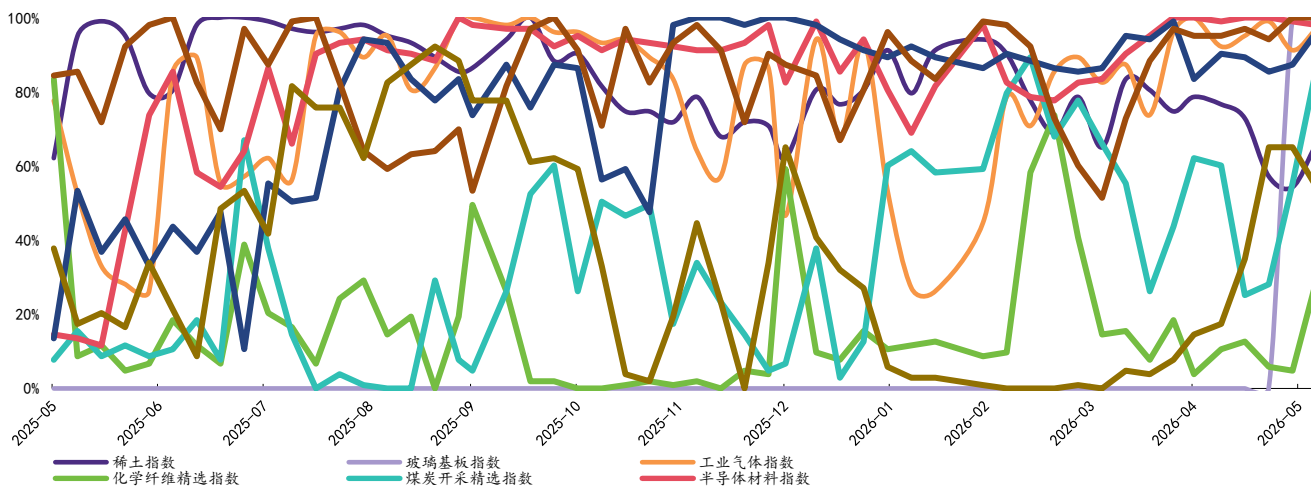
OCS 拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，稀土、玻璃基板、工业气体、化纤、煤炭主题周度涨幅领先，分别上涨 11.1%、10.0%、9.5%、8.3%、8.0%；玻纤、锂电电解液、锂矿、锂电负极、PCB 主题周度跌幅居前，分别下跌 7.7%、4.5%、4.0%、3.1%、1.6%。成交活跃度方面，光模块、OCS、6G、光芯片、PCB 主题升温显著，先进封装、存储、半导体设备、机器人、锂电电解液主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90%水平的主题包括超硬材料、PCB、光模块、光芯片、OCS、玻璃基板、覆铜板、玻纤、存储、先进封装、半导体材料、工业气体、半导体设备、6G。

图表 27: A 股年内热门交易主题，从前期聚焦 AI 算力发生局部热点轮动

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
稀土指数	8841089.WI	11.05%	11.05%	0.2%	66.0%	
玻璃基板指数	8841936.WI	9.96%	9.96%	0.0%	99.0%	
工业气体指数	8841062.WI	9.50%	9.50%	0.1%	97.0%	
化学纤维精选指数	8841364.WI	8.33%	8.33%	0.1%	29.1%	
煤炭开采精选指数	8841358.WI	8.00%	8.00%	0.4%	86.4%	
半导体材料指数	8841272.WI	5.48%	5.48%	0.0%	98.0%	
6G指数	8841680.WI	5.04%	5.04%	0.7%	96.1%	
超硬材料指数	8841243.WI	4.89%	4.89%	0.0%	100.0%	
机器人指数	884126.WI	1.34%	1.34%	-0.3%	54.3%	
覆铜板指数	884789.WI	-0.90%	-0.90%	0.0%	99.0%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	-7.70%	-7.70%	0.0%	99.0%	
电路板指数	8841164.WI	-1.59%	-1.59%	0.4%	100.0%	
存储器指数	8841241.WI	0.67%	0.67%	-0.4%	99.0%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	2.78%	2.78%	1.7%	100.0%	
半导体设备指数	8841321.WI	0.40%	0.40%	-0.3%	97.0%	
光芯片指数	8841892.WI	4.03%	4.03%	0.5%	100.0%	
光电路交换机(OCS)指数	8841924.WI	0.18%	0.18%	0.9%	100.0%	
锂电电解液指数	884894.WI	-4.49%	-4.49%	-0.2%	67.9%	
锂矿指数	884785.WI	-4.03%	-4.03%	-0.1%	62.1%	
锂电负极指数	8841285.WI	-3.12%	-3.12%	0.0%	37.8%	
先进封装指数	8841297.WI	0.73%	0.73%	-0.6%	99.0%	

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 28: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势

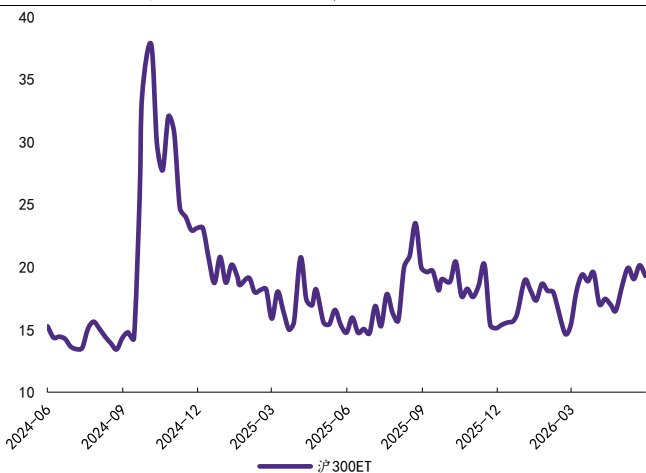


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内降温，海外大幅升温

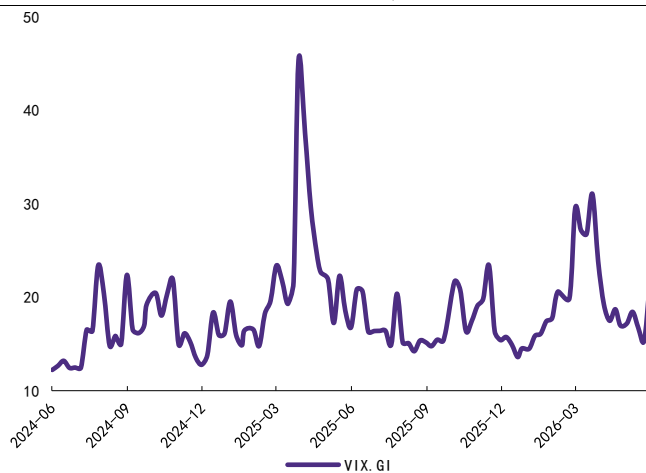
本周恐慌情绪国内降温，海外大幅升温。国内沪深 300ET 环比下降 4.18%，国内恐慌情绪降温。海外 VIX 指数为 21.51，环比提升 40.40%，海外恐慌情绪大幅升温。

图表 29：国内恐慌情绪本周降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 30：海外恐慌情绪本周大幅升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.3、内资：规模 ET

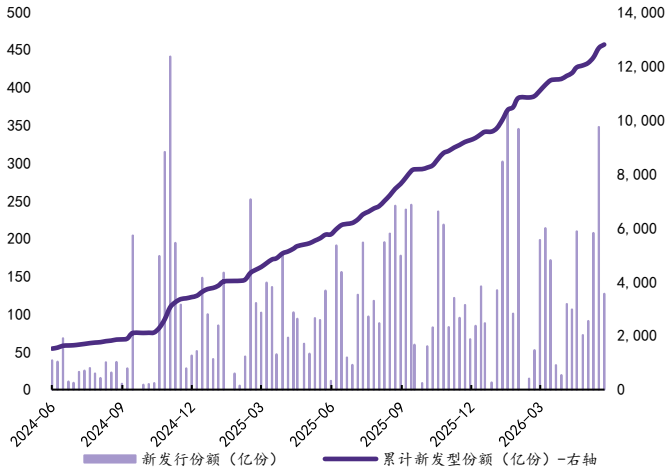
势凸显；融资情绪回落，增配通信减配电力电子

公募基金：本周股票+混合型基金新发节奏放缓。股票型 ET 数 ET 行业 ET

股票型基金周度新发 57.59 亿份，混合型基金周度新发 69.33 亿份，周度新发规模环比下降 220.92 亿份，基金新发节奏放缓。

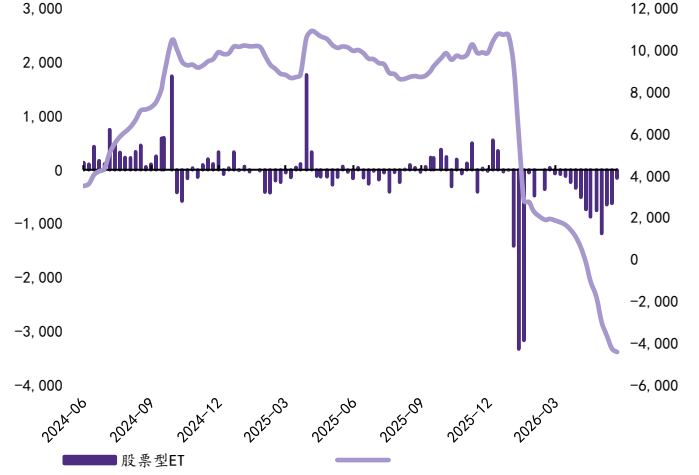
股票型 ET 居前，周度净流出 203.74 亿元。规模指数 ET 科创 50、中证 A500、科创 100 跟踪 ET 跟踪 ET 债再平衡趋势愈发清晰。行业 ET 产、半导体板块。

图表 31：股票+混合型基金新发本周放缓



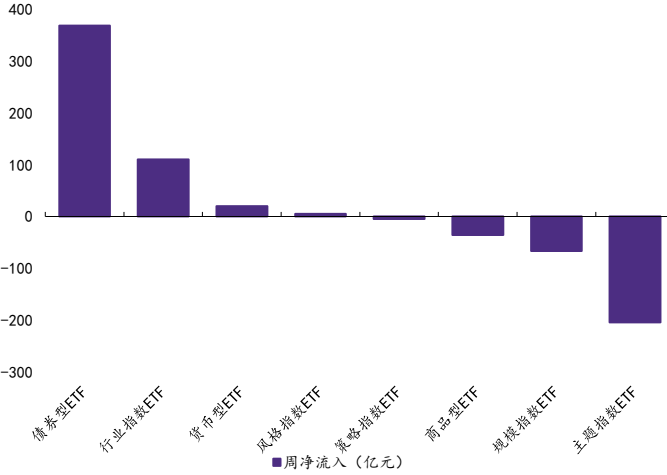
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：股票型 ET

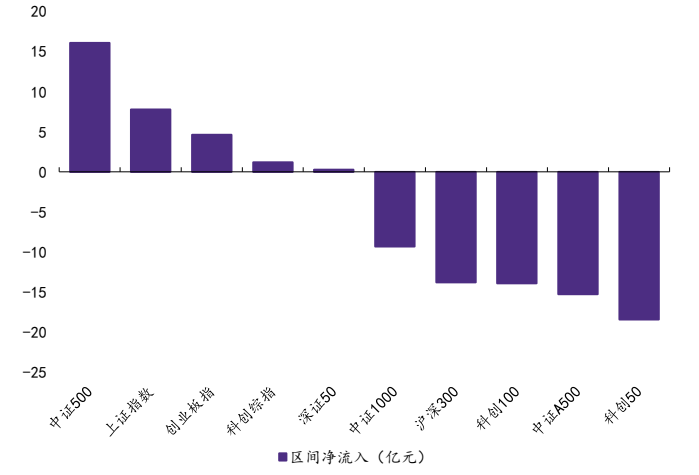


资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：本周规模指数 ET

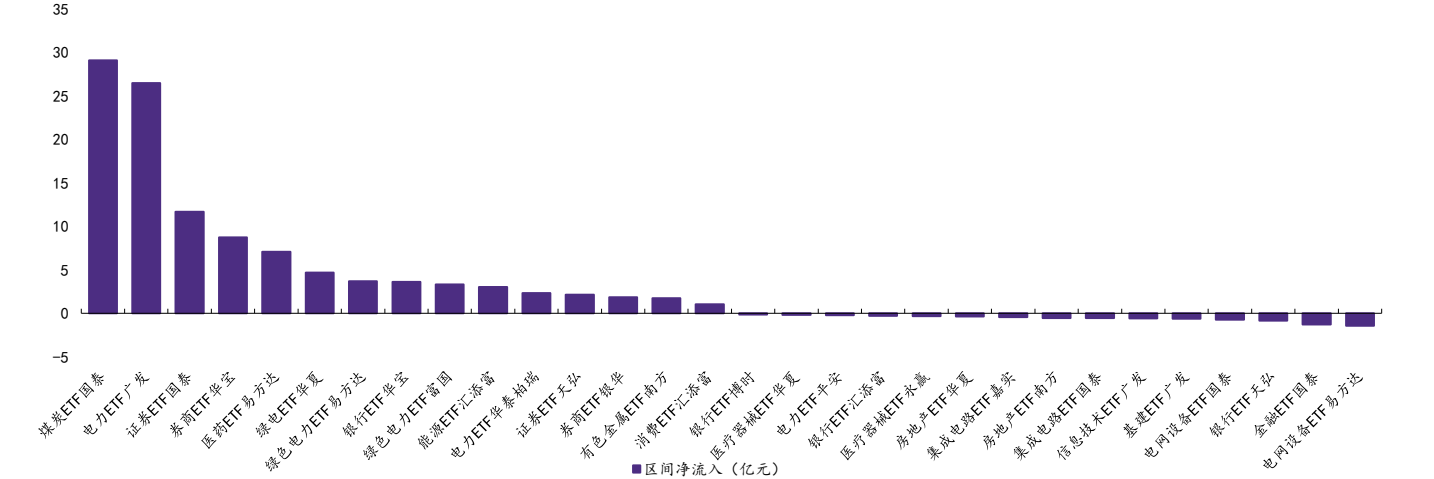


资料来源：Wind，华鑫证券研究



资料来源：Wind，华鑫证券研究

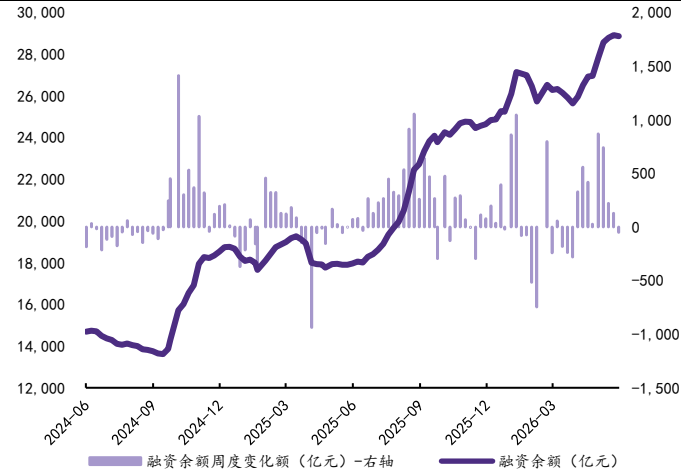
图表 35：净流入排名前后 15 的行业 ET



资料来源：Wind，华鑫证券研究

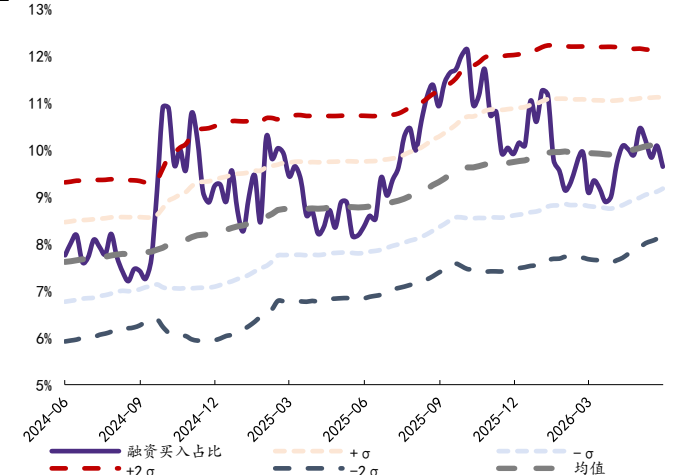
融资资金：本周转向净卖出，融资买入占比小幅回落，显著加配通信，此外加配煤炭、军工，减配电力、电子、医药。截止至 6 月 5 日，融资余额为 2.89 万亿元，环比净卖出 52.34 亿元。融资买入周度占比为 9.64%，环比下降 0.45pcts，融资买入占比小幅回落，处于年滚动均线下方。融资资金周度行业配置，融资净买入显著加配通信，此外加配煤炭、国防军工、建筑材料、石油石化行业，减配电力设备、电子、医药生物、计算机、汽车。

图表 36：融资资金本周转向净卖出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 37：融资买入占比本周小幅回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 38：融资净买入本周显著加配通信，此外加配煤炭、军工，减配电力、电子、医药

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
通信	98.0	11.4%	1760.7	↑	公用事业	-1.7	6.7%	585.9	↓
煤炭	11.6	8.0%	145.2	↑	轻工制造	-2.0	3.5%	134.6	↓
国防军工	7.4	8.9%	955.3	↑	社会服务	-2.0	5.7%	121.7	↓
建筑材料	6.5	5.8%	174.4	↑	建筑装饰	-2.1	6.1%	429.9	↓
石油石化	5.9	7.6%	227.2	↑	家用电器	-4.0	6.8%	361.1	↓
综合	2.6	9.3%	55.9	↑	房地产	-5.7	7.4%	328.1	↓
环保	2.0	7.2%	236.2	↑	银行	-6.3	8.7%	775.9	↓
基础化工	1.1	8.0%	1174.6	↑	机械设备	-6.7	8.3%	1653.4	↓
食品饮料	0.6	7.0%	534.1	↑	传媒	-10.7	7.6%	551.4	↓
纺织服装	0.5	3.5%	75.0	↑	非银金融	-12.6	10.3%	2001.8	↓
交通运输	0.5	7.8%	445.8	↑	汽车	-13.2	7.7%	1164.6	↓
美容护理	-0.6	6.5%	59.4	↓	计算机	-13.8	8.5%	1779.8	↓
有色金属	-0.7	8.8%	1547.2	↓	医药生物	-22.5	8.0%	1632.7	↓
商贸零售	-1.0	6.0%	251.0	↓	电子	-32.8	10.4%	5608.8	↓
钢铁	-1.2	8.8%	178.5	↓	电力设备	-37.3	8.2%	2428.6	↓
农林牧渔	-1.6	6.1%	266.5	↓					

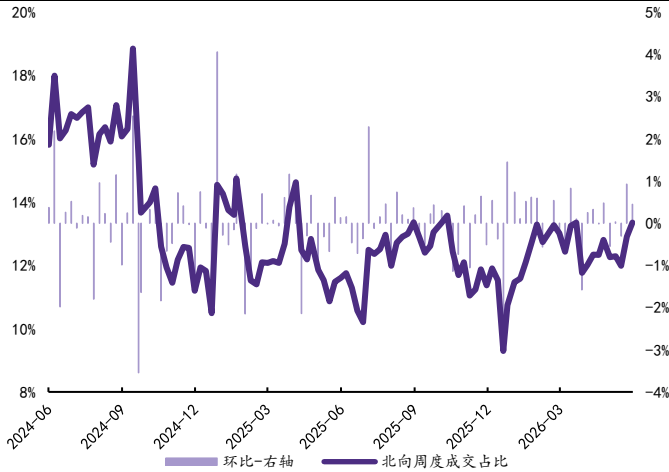
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.4、外资：活跃度回暖但仍维持低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

北向资金：本周成交活跃度回暖但仍维持相对低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。北向资金周度成交占比为 13.35%，环比提升 0.44pcts，成交活跃度虽有回暖但仍维持

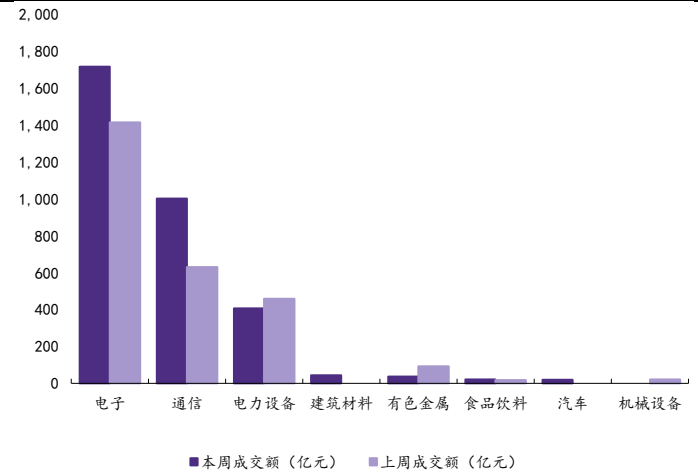
相对低位。周度十大活跃股成交额聚焦于电子、通信、电力设备、建筑材料、有色金属行业。

图表 39：北向资金成交占比本周回暖但仍处相对低位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 40：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：成交降温，拥挤度风险仍存，A股延续震荡整固格局

潜在风险：①成交初显降温趋势，触发短期调整信号；②电子行业拥挤度提升倍数再创本轮牛市新高，触发行业风险提示信号；③全A拥挤度指标快速攀升至历史相对高位，潜在触发短期调整信号；④ATR仍处相对高位，波动放大，触发震荡整固信号。

图表 41：成交降温，拥挤度风险仍存，A股延续震荡整固格局

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	现阶段均线处震荡，股债再平衡 现阶段均线处震荡，未触发信号 万得全A估值回落，主要宽基估值处于相对合理区间，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峰值抬升倍数 ②换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③成交量缩量	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 现阶段成交初显降温趋势，触发短期调整信号
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	现阶段电子行业拥挤度提升倍数再创本轮牛市新高，触发行业风险提示信号 现阶段快速攀升至历史相对高位，潜在触发短期调整信号 RSI1进入超买区域 ②RSI1顶背离 ③ATR高低位极值震荡
技术指标-RSI&ATR	①个人新开户的次高峰 ②机构新开户高峰	万得全A与RSI1同步回落，未出现顶背离，未触发信号 现阶段ATR仍处相对高位，波动放大，触发震荡信号
新开户	①住户存款市值比谷值	截止至2026年5月，个人新开户回升，本轮次高峰未确认，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差	②非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2026年5月，机构新开户再度缩量，本轮高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现
资金指标	①融资买入占比&融资融券市值比	截止至2026年4月，因股市的反弹，住户存款市值比再度下探，但现值与历轮牛市市值比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，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融资买入占比&融资融券市值比	截止至2026年4月，非银住户存款同比增速差再度加速，但极值未确认，未触发信号
外资资金-北向成交占比	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	现阶段买入占比小幅回落，处年滚动均线附近，未触发信号
	①新发行高峰	现阶段热门行业谷峰倍数均处于合理水平，未触发信号
	②爆款基金	截止至2026年5月，新发行高峰对比历轮牛市仍有较大差距，未触发信号
	北向成交占比峰值	现阶段热门主题和量化个别爆款基金初现，尚未集中出现
		现阶段整体活跃度有所回暖但仍持续低位，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义务。

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。