

策略专题

什么是判断行业过热可靠指标？——对本轮 AI 行情的思考

核心观点

核心结论：①对于高景气科技，历史上 PB 比 PE 更能精准定位高位区间、成交额占比相较市值占比修正口径更适合刻画交易过热状态。②但交易过热并非行情见顶的领先信号，以史为鉴，交易极致后板块行情仍延续，投资胜率和预期收益并未下降。③交易过热真正的意义在于发出风险控制的信号，过去 A 股交易极致的板块往往迎来波动加大、极端回撤风险增加，投资赔率进而明显下降。

本轮 AI 硬件板块的 PB 与成交额占比已进入历史极端区间。不同估值和交易指标给出的结论会有所不同。例如，今年 5 月以来，AI 算力相关二级行业的 PB (LF) 历史分位、成交额占比历史分位普遍触及 99% 以上，多项指标在近一个月内创下 2010 年以来的历史新高。但从 PE (TTM) 来看，和 2010 年以来的历史最高点相比，前述板块近期 PE 高点并不算极端，若通过流通市值占比修正成交额占比，从该指标看目前 AI 硬件细分行业的成交热度在 2010 年以来的历史分位甚至仅在 70% 附近甚至更低。

估值指标中 PB 更适合度量板块高位状态，成交指标中用修正流通市值占比会造成信息损耗。首先看估值指标，在严格价格顶部当天，PB 的历史分位系统性高于 PE，且越是热门、越是高景气的样本，PB 对顶部状态的覆盖越完整；PE 容易被利润周期扰动，单独使用会在景气冲顶阶段给出“估值不贵”信号。在景气周期冲顶时，盈利的爆发式上修会从分母端压缩 PE，使得估值读数恰好在见顶风险提高的时刻显得“便宜”。再来看成交指标，用流通市值占比对成交额占比做修正，初衷是剔除行业体量增长天然带来的成交额放大，但行业行情冲顶的典型形态，恰恰是股价上涨、市值增长与成交放大三者同步发生。留下的“修正成交强度”反而更接近一个相对全市场换手率的指标，与顶部状态的关联被明显稀释。

交易指标过热并非指向见顶信号，但波动加大、控制风险的必要性增加。交易过热信号对行业见顶的预测胜率很低，此外极端交易热度出现后，热门与科技样本的胜率和收益中位数未必下降。交易过热的真正含义：波动加大、控制风险的必要性增加。在所有这些交易明显过热后胜率未降、中位收益尚可的组合中，尾部风险在明显加剧。因此，交易指标合适的分析方式是把极端读数当作组合风险评估的再修正信号：在维持方向判断的同时，按抬升后的尾部回撤概率重新校准仓位与对冲，使组合在趋势延续时仍能受益、在尾部兑现时损失可控。

风险提示：历史数据不代表未来，AI 发展不及预期。

策略研究 · 策略专题

证券分析师：吴信坤 021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪 021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	9025.70/-7.60
创业板/月涨跌幅 (%)	3830.35/-2.66
AH 股价差指数	120.65
A 股总/流通市值 (万亿元)	100.23/91.36

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-科技成长风格会逆转吗?》——2026-06-06
- 《美债利率与配置展望 - 高位震荡，防御久期》——2026-06-04
- 《策略专题研究-聚光灯之外，哪些科技领域值得重视?》——2026-06-04
- 《策略专题-低利率时代下的高现金流选择——广发中证 800 自由现金流 ETF 投资价值分析》——2026-06-03
- 《ESG 热点周聚焦 (5 月第 4 周) - 聚变能源点燃商业化黎明，碳管理迈入“审计级”财务时代》——2026-06-01

内容目录

什么是判断行业过热可靠指标？——对本轮 AI 行情的思考	4
风险提示	7
免责声明	8

图表目录

图 1: 股价见顶时往往对应 PB 处于高位	5
图 2: 景气周期的高位对应半导体 PE 往往不高	5
图 3: 股价见顶时成交额占比往往处于高位	6
图 4: 成交过热信号对板块见顶的预测成功率不高	6
图 5: 交易过热对投资胜率影响偏小	7
图 6: 板块交易过热时投资赔率明显下降	7
表 1: 算力相关行业的 PB、成交额占比历史分位已经处于历史极值	4
表 2: 当交易过热后, 行情尾部风险出现概率明显提升	7

今年4月以来，市场行情集中在高景气的科技成长，尤其AI产业链上游的算力基建板块热度持续升温，相关行业的部分估值和成交指标相继触及历史极端分位，而近期前述高景气行业开始相继有所回调。对于高景气成长而言，交易极致过热是否是行情见顶的信号？交易过热对高景气成长投资的意义是什么？本文对此展开分析。

什么是判断行业过热可靠指标？——对本轮AI行情的思考

本轮AI硬件板块的PB与成交额占比已进入历史极端区间。在分析交易过热对行情的影响之前，我们首先来看一个问题，现在AI上游硬件板块的交易到底过热了没有？可以发现，不同估值和交易指标给出的结论会有所不同。例如，今年5月以来，AI算力相关二级行业的PB(LF)历史分位、成交额占比历史分位普遍触及99%以上，多项指标在近一个月内创下2010年以来的历史新高。但从PE(TTM)来看，和2010年以来的历史最高点相比，前述板块近期PE高点并不算极端，例如半导体近期PE高点为126倍（2015年的高点189倍、2020年174倍、2024年127倍），元件近期PE高点93倍（2015年高点146倍），通信设备近期PE高点91倍（2015年高点107倍），同样的，若通过流通市值占比修正成交额占比，从该指标看目前AI硬件细分行业的成交热度在2010年以来的历史分位甚至仅在70%附近甚至更低。

表1: 算力相关行业的PB、成交额占比历史分位已经处于历史极值

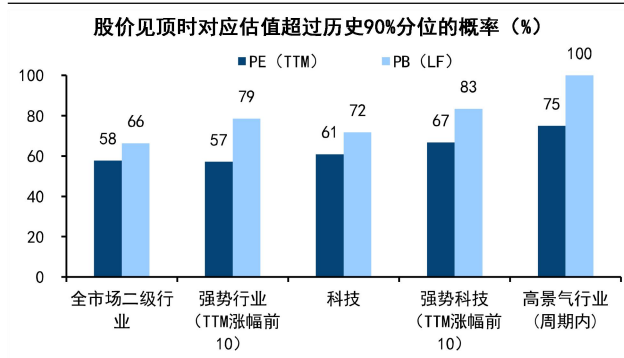
二级行业	PE(倍)	PE分位	PB(倍)	PB分位	成交额占比	成交额占比分位	流通市值占比	流通市值占比分位	成交额占比/流通市值占比	修正成交热度分位
通信设备	85.4	99.1%	12.0	99.8%	8.77%	100.0%	4.16%	99.8%	2.11	65.9%
半导体	115.1	84.7%	9.2	97.2%	12.38%	99.5%	9.11%	100.0%	1.36	37.8%
元件	87.9	98.3%	10.9	99.8%	6.05%	99.8%	2.95%	100.0%	2.05	78.5%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 历史分位从2010年开始统计, 截至到2026/6/11

估值指标: PE易受盈利周期扰动, PB更适合度量板块高位状态。那么前述哪些指标更适合衡量本次AI行情的热度? 首先看估值指标, 我们以所有申万二级行业为样本, 统计2010年以来行业处于绝对股价顶部当天其PE、PB各自的历史分位分布。历史上全市场顶部样本中, PB处在90%分位以上的占比66%, 高于PE的58%。把样本收敛到与本轮AI算力行情更可比的范围, 差距进一步拉开: 过去滚动十二个月涨幅前十的热门行业见顶时, PB处在90%分位以上的占比79%, 高于PE的57%; 滚动十二个月涨幅前十的热门科技行业顶部中, PB处在90%分位以上的占比83%, 高于PE的67%; 高景气周期内的行业(例如2010-2015年的消费电子, 2021年之前的消费白马、2019-2023年的新能源等)顶部样本里, PB处在90%以上分位的覆盖率高达100%, 而PE指标高位的覆盖率只有75%。由此可见, 在严格价格顶部当天, PB的历史分位系统性高于PE, 且越是热门、越是高景气的样本, PB对顶部状态的覆盖越完整; PE容易被利润周期扰动, 单独使用会在景气冲顶阶段给出“估值不贵”信号。

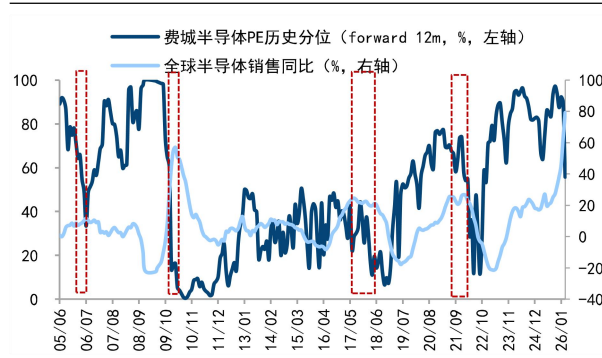
PE 阶段性失真的原因并不复杂：在景气周期冲顶时，盈利的爆发式上修会从分母端压缩 PE，使得估值读数恰好在见顶风险提高的时刻显得“便宜”。我们具体以半导体周期的行情为例，当全球半导体销售同比处于周期高点时，费城半导体指数的前瞻 PE 往往并不高，多数时期处于历史 80%分位以下的水平。因此如果观察到分母段盈利快速上行导致 PE 回落，并由此判断半导体“高估值已消化”，恰恰会落入经典估值陷阱。由此可见，相比 PB，PE 由于更易受到盈利周期扰动，不能单独作为顶部确认或低估判断的依据。

图1：股价见顶时往往对应 PB 处于高位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，历史分位从 2010 年开始统计

图2：景气周期的高位对应半导体 PE 往往不高



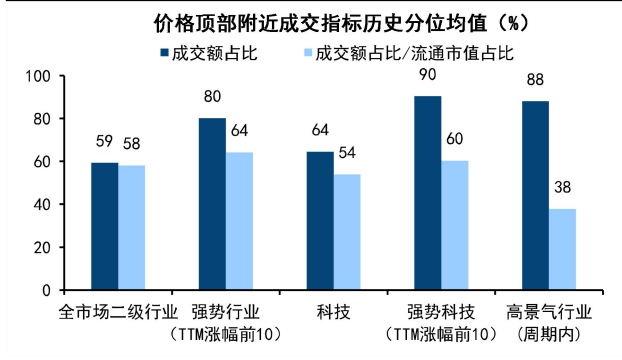
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，历史分位从 2005 年开始统计

成交指标：用流通市值占比对成交额占比做修正，反而造成信息损耗。再来看成交指标，用流通市值占比对成交额占比做修正，初表是剔除行业体量增长天然带来的成交额放大，但行业行情冲顶的典型形态，恰恰是股价上涨、市值增长与成交放大三者同步发生：流通市值占比的扩张本身就是资金涌入的结果，是信号的一部分而非需要剔除的噪声。将成交额占比除以流通市值占比，等于把分子分母中同源的上漲信息相互抵消，留下的“修正成交强度”反而更接近一个相对全市场换手率的指标，与顶部状态的关联被明显稀释。

从具体数据来看，观察行业见顶时的成交指标分布情况，在严格股价顶部前后各 30 个交易日的窗口期内，涨幅前 10 的强势行业见顶时原始成交额占比分位中位数为 87.8%，而修正口径只有 72.1%；涨幅前 10 的强势科技行业见顶时，成交额占比原始口径为 94.1%，修正口径仅为 70.6%；高景气周期内样本的对比最为悬殊，见顶时成交额占比原始口径 93.7%，修正口径仅 42.6%，后者在历史大顶附近甚至读不出任何异常，从而得出“交易并不拥挤”的误判。

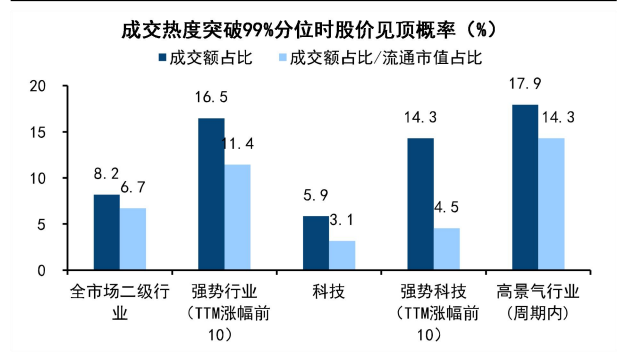
交易指标过热并非指向见顶信号。但不管是成交额占比的原始指标还是修正指标，以 99%分位突破事件作为观察点，得到的结论一致：交易过热信号对行业见顶的预测胜率很低。当涨幅前 10 的强势行业成交额占比/流通市值占比的修正口径超过 99%历史分位时，对前后约 1 年时间内股价见顶的预测成功率仅为 11.4%，成交额占比的原始口径预测成功率也仅 16.5%。同样，对于涨幅前十强势科技样本和高景气行业行本，尽管原始成交额占比指标对顶部的预测成功率明显优于修正指标，但胜率也仅在 10%-20%。这说明，交易热度的极端化只能证明行情处在拥挤状态，不能证明顶部已经到来。拥挤度刻画的是市场当下所处的状态，而不是未来的方向。

图3: 股价见顶时成交额占比往往处于高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 历史分位从 2010 年开始统计, 顶部事件窗口为股价绝对顶部的前后 30 个交易日

图4: 成交过热信号对板块见顶的预测成功率不高



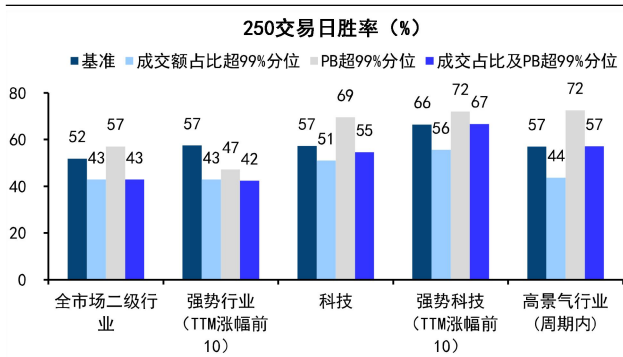
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 历史分位从 2010 年开始统计, 顶部统计窗口为事件发生往前 30 至往后 180 交易日

极端交易热度出现后, 热门与科技样本的胜率和收益中位数未必下降。我们以事件研究方式统计极端交易热度状态出现后 20、60、120、250 个交易日的前瞻收益分布, 并与每 60 个交易日抽样一次的无条件基准对照。涨幅前 10 的强势科技样本中, 成交额占比及 PB 超 99%分位的极端交易热度出现后 250 交易日的胜率为 67%、收益中位数 14.2%, 与基准相比并未显著恶化。高景气行业样本也同样如此, 极端交易热度出现后 250 交易日的胜率为 57%、收益中位数 17.8%, 收益预期甚至还优于基准情形。可见, 并不能将交易过热当成是简单的卖出交易指令。

交易过热的真正含义: 波动加大、控制风险的必要性增加。那么估值和成交双高的交易过热信号是否没有意义? 并非如此, 在所有这些交易明显过热后胜率未降、中位收益尚可的组合中, 尾部风险在明显加剧: 科技样本在估值成交双极端状态后 250 日出现 20%以上回撤的概率为 63.6%, 远高于基准的 40.3%; 涨幅前十强势行业达到双极端状态后这一概率达到 76.9%, 接近基准的两倍。高景气行业样本在交易过热的极致信号出现后 250 日内出现 20%以上回撤的概率达到 71.4%, 远高于基准的 50.4%。尾部回撤概率的恶化使得投资赔率重新被修正, 交易过热信号出现后, 涨幅前十强势科技板块 250 交易日内的赔率从基准情形的 2.3 倍降至 1.7 倍, 高景气行业从 2.4 倍降至 1.5 倍。

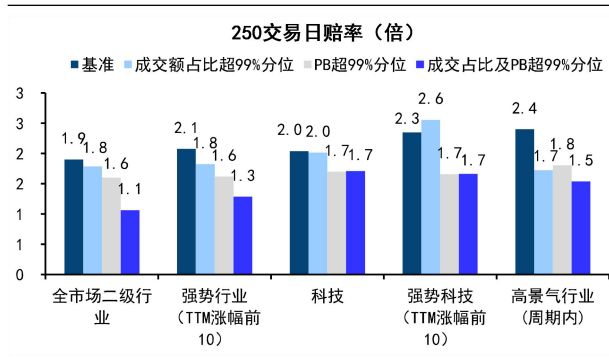
总得来说, 交易指标的过热并不是可靠的见顶预测标志, 它不意味着行情即将反转, 历史上多数极端交易热度事件之后行情趋势仍在延续; 但并不意味着可以无视这一信号, 因为同样的历史样本显示, 从极端状态出发, 未来一年对应板块遭遇 20%以上回撤的概率已经升至六到七成的量级, 由此赔率将明显下降。因此, 交易指标合适的分析方式是把极端读数当作组合风险评估的再修正信号: 在维持方向判断的同时, 按抬升后的尾部回撤概率重新校准仓位与对冲, 使组合在趋势延续时仍能受益、在尾部兑现时损失可控。

图5: 交易过热对投资胜率影响偏小



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 历史分位从2010年开始统计

图6: 板块交易过热时投资赔率明显下降



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 历史分位从2010年开始统计

表2: 当交易过热后, 行情尾部风险出现概率明显提升

样本	情景	未来交易日期间收益中位数				未来交易日期间出现20%以上回撤概率			
		20日	60日	120日	250日	20日	60日	120日	250日
全市场二级行业	基准	-0.1%	0.1%	0.5%	1.0%	0.9%	9.7%	22.1%	38.6%
全市场二级行业	交易过热	5.2%	5.5%	10.3%	-3.9%	12.2%	22.5%	37.8%	65.7%
强势行业 (TTM涨幅前10)	基准	0.9%	0.4%	3.5%	5.4%	3.0%	13.2%	25.0%	40.1%
强势行业 (TTM涨幅前10)	交易过热	1.0%	-5.1%	-1.9%	-3.1%	15.6%	29.0%	46.4%	76.9%
科技	基准	0.1%	0.9%	2.6%	4.7%	1.6%	12.1%	24.7%	40.3%
科技	交易过热	10.7%	8.5%	20.1%	12.3%	0.0%	7.1%	30.8%	63.6%
强势科技 (TTM涨幅前10)	基准	1.0%	2.2%	8.9%	16.9%	5.1%	16.1%	27.2%	40.9%
强势科技 (TTM涨幅前10)	交易过热	10.1%	8.5%	20.1%	14.2%	0.0%	8.3%	36.4%	66.7%
高景气行业 (周期内)	基准	-0.4%	-0.4%	7.8%	10.4%	7.3%	22.8%	39.0%	50.4%
高景气行业 (周期内)	交易过热	10.7%	6.0%	16.6%	17.8%	0.0%	0.0%	28.6%	71.4%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 交易过热定义为 PB 及成交额占比自 2010 年以来的历史分位均超过 99%

风险提示

历史数据不代表未来, AI 发展不及预期。

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