

2026年06月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美伊短期缓和落地，美股转向成长，A股结构性行情可期

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

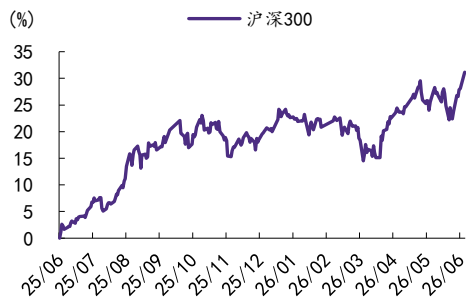
分析师：孙航 S1050525050001

✉ 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、《美伊短期缓和但反复风险依旧，A股科技高拥挤仍待消化，延续震荡格局》2026-06-16
- 2、《美强非农引发通胀恐慌，A股风格再平衡，把握轮动机会》2026-06-09
- 3、《美伊短期战术缓和，A股延续震荡整固格局》2026-05-25

海外宏观热点与策略

海外市场复盘：本周全球大类资产走势呈现美元强势扩张、大宗商品集体深跌、权益市场极端分化的特征。美股呈现出明显的商品下行重创资源板块、防御性仓位获利了结、顺周期工业逆势突围的板块轮动特征。

海外宏观：日央行加息但指引偏鸽，美联储偏鹰，日美名义利差未能如期收窄，日元套息交易的性价比在短期内得到强化。美伊短期缓和落地，但中长期来看两国战略矛盾不可调和，预计 80 美元大概率将构成本轮国际油价的阶段性区间底部。

美股：结束之前偏防御配置，向成长方向倾斜，关注 AI 硬件端的相关机会。

美债：买短等长，现金属性持续，长债等待 4.55% 以上位置布局。

黄金：长期逻辑未改，维持逢低分批配置的布局思路。

国内宏观热点与策略

国内宏观：5 月经济数据公布，三重 K 型分化趋势进一步明确，经济供需结构上，供给强需求弱；供给内部结构上，新动能强旧产业弱；需求内部结构上，外需强内需弱。

市场热点：6 月下旬、7 月上旬、7 月中旬的业绩相关性相较于前期显著提升，结合万得一致预期和规上企业量价数据分析，二季度业绩有望景气领先的行业包括半导体、通信设备、小金属、能源金属、油气开采、煤炭开采、工业金属、电池、元件、证券、银行、电子化学品。

大势研判：美伊短期缓和落地，微观资金情绪修复向好，但经济与产业 K 型分化趋势明确，A 股结构性行情可期，预计后续股市板块之间表现分化，主动拥抱上 K 型上“J”景气领先行业，循迹高景气布局。

行业选择：

1) **AI 算力硬件：**需布局但需控制仓位，利用回调布局大涨止盈，优先关注业绩兑现更为明确方向（光通信、存储、半导体材料、PCB 等）；

2) **景气改善：**除 AI 算力相关行业外，二季度业绩景气程度

有望领先行业（小金属、能源金属、工业金属、锂电池、煤炭等）；

3) 风格平衡：目前市场仍存在高拥挤问题，股市波动预计放大，存在超短期风格再平衡机会，优先配置业绩相对领先的低位行业（证券、银行）。

■ 市场复盘

本周全 A 指数放量上行，宽基全面反弹，双创领涨，仅微盘持续下跌，科创 50、创业板指、深证成指涨幅居首。行业涨跌层面，电子、通信、建材涨幅居首，煤炭、银行、石油石化跌幅居前。行业估值层面，通信、电子、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 股市场成交活跃度迅速反弹，日均成交额与换手率均上行，行业轮动速率放缓。市场热门标的拥挤度再度回升创本轮新高，电子、有色、非银交易集中度提升显著，电子、建材、有色、通信、化工两年历史分位居前，电子、建材、通信创新高比例领先。年内热门交易主题，AI 硬件全面领涨，PCB、存储、稀土成交活跃度提升居前，覆铜板、玻纤、PCB、工业气体、半导体材料拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内转向升温，海外延续降温。

内资资金：①公募资金：本周股票+混合型基金新发放量。规模指数 ET

减配电力、煤炭、房地产；②融资资金：本周转向净买入，融资买入占比回升至年滚动均线上方，加配电子、通信、有色，减配医药、汽车、非银。

外资资金：本周成交活跃度降温，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：成交回暖，融资增量，拥挤度问题犹存

利好信号：①成交回暖；②融资买入占比回升，升至年滚动均线上方。

潜在风险：①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；②全 A 拥挤度指标再创新高，触发短期调整信号；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：日央行加息美联储偏鹰，美伊短期缓和落地，美股转向成长.....	5
1.2、国内：A股结构性行情可期，循迹高景气布局.....	10
2、市场复盘：宽基全面反弹，双创领涨，仅微盘持续下行.....	16
3、资金情绪.....	18
3.1、交易活跃度：成交迅速反弹，行业轮动放缓，TOP5%拥挤度再度回升创本轮新高.....	18
3.2、恐慌情绪：国内转向升温，海外延续降温.....	20
3.3、内资：规模指数ET	
3.4、外资：活跃度降温，十大活跃股聚焦电子、通信、电力.....	23
4、牛市进程：成交回暖，融资增量，拥挤度问题犹存.....	24
5、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：美元强势扩张、大宗商品集体深跌、权益市场极端分化.....	5
图表 2：商品下行重创资源板块、防御性仓位获利了结、顺周期工业逆势突围.....	6
图表 3：空日元仓位快速上升.....	7
图表 4：美股多头再度出现加仓.....	8
图表 5：期限溢价快速回落.....	8
图表 6：利率期货再创新高.....	9
图表 7：供强需弱与外需强内需弱格局进一步明确.....	10
图表 8：工业增加值季调环比再度反弹.....	11
图表 9：新动能对工业增加值增长拉动作用显著.....	11
图表 10：服务业供给端5月回暖.....	11
图表 11：数字化转型和设备更新对应服务业新动能高增长.....	11
图表 12：5月出口同比再度加速.....	12
图表 13：AI硬件与汽车出口高景气领先.....	12
图表 14：固定资产投资累计同比负增走扩，地产严重拖累.....	12
图表 15：一线城市房价虽企稳，但整体地产周期仍处底部.....	12
图表 16：社零再度走弱，内需相对薄弱问题持续显现.....	13
图表 17：限额以上汽车与家电当月同比下滑居前.....	13
图表 18：6月下旬-7月中旬业绩相关性显著提升.....	13
图表 19：万得一致预期利润上修角度.....	14
图表 20：规上企业量价同比增速角度.....	14
图表 21：本周全A放量上行，宽基全面反弹，双创领涨，仅微盘持续下跌.....	16

图表 22: 本周电子、通信、建材涨幅居首, 煤炭、银行、石油石化跌幅居前	16
图表 23: 通信、电子、建材、综合、机械、煤炭、化工、轻工、建筑装饰行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位	17
图表 24: 通信、电子、机械、综合行业本周估值水平处十年历史高位	17
图表 25: A 股市场成交活跃度本周迅速反弹	18
图表 26: A 股相对领涨行业轮动速率放缓	18
图表 27: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周再度回升创本轮新高	18
图表 28: 本周电子、有色、非银行业集中度提升显著, 电子、建材、有色、通信、化工行业拥挤度已至历史高分位	19
图表 29: 收盘价创新高比例本周电子、建材、通信行业居前	19
图表 30: A 股年内热门交易主题, AI 硬件全面领涨	20
图表 31: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势	20
图表 32: 国内恐慌情绪本周延续降温	21
图表 33: 海外恐慌情绪本周延续降温	21
图表 34: 股票+混合型基金新发本周放量	21
图表 35: 股票型 ET	
图表 36: 本周规模指数 ET	
图表 37: 本周沪深 300 跟踪 ET	
图表 38: 净流入排名前后 15 的行业 ET	
图表 39: 融资资金本周转向净买入	23
图表 40: 融资买入占比本周回升至年滚动均线上方	23
图表 41: 融资净买入本周加配电子、通信、有色, 减配医药、汽车、非银	23
图表 42: 北向资金成交占比本周回落	24
图表 43: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力	24
图表 44: 成交回暖, 融资增量, 拥挤度问题犹存	24

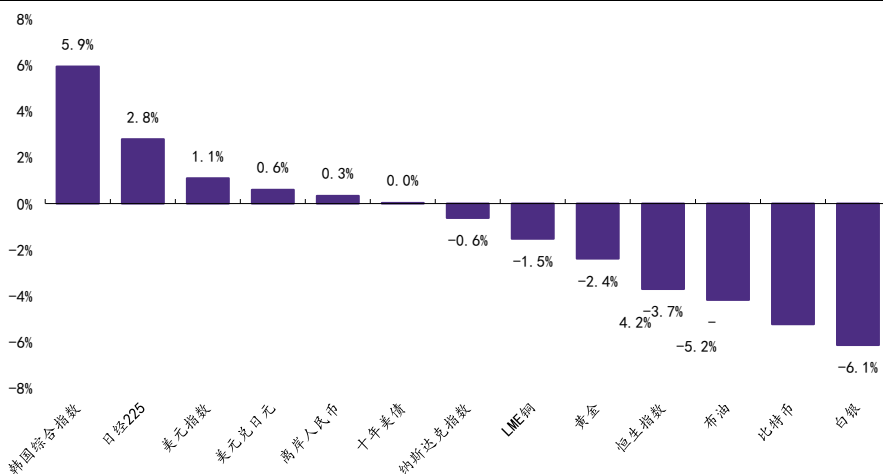
1、周度策略

1.1、海外：日央行加息美联储偏鹰，美伊短期缓和落地，美股转向成长

海外复盘：美元强势扩张，商品深跌，美股走势分化

本周全球大类资产走势呈现美元强势扩张、大宗商品集体深跌、权益市场极端分化的特征。在美元指数大幅上涨 1.1%及全球离岸流动性边际收紧的共振下，大宗商品及加密货币沦为流动性挤压的重灾区，白银与比特币分别暴跌 6.1%和 5.2%，布油因需求预期转弱及地缘溢价消退大幅回撤 4.2%，黄金亦承压重挫 2.4%。美债价格本周则横盘震荡，虽然议息会议整体较鹰，但市场反应较为温和。权益市场内部割裂极度加剧：受日元持续走软（美元兑日元上涨 0.6%）及区域性政策/资金套利驱动，东亚权益资产表现极其强劲，韩国综合指数与日经 225 分别逆势暴涨 5.9%和 2.8%；与之形成鲜明对比的是，强美元直接抽离新兴市场离岸流动性，恒生指数重挫 3.7%，纳斯达克指数则在高位资金对冲下表现相对抗跌，微跌 0.6%。

图表 1：美元强势扩张、大宗商品集体深跌、权益市场极端分化

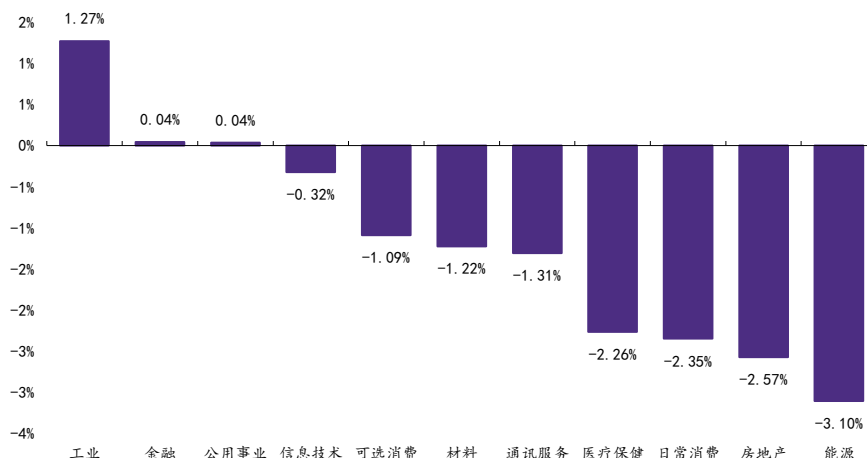


资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股行业数据来看，本周走势呈现出明显的商品下行重创资源板块、防御性仓位获利了结、顺周期工业逆势突围的板块轮动特征。原油及贵金属价格的崩溃直接导致资源类板块大幅承压，能源板块以 3.10%的跌幅领跌全盘，材料板块亦下跌 1.22%。强美元环境下的流动性压强引发前期拥挤度较高的防御型及通胀对冲板块集体“失血”，房地产、日常消费及医疗保健板块分别重挫 2.57%、2.35%和 2.26%，反映出资金在宏观不确定性下从传统避风港中获利了结。相反，受益于制造业复苏预期及大宗商品成本端压力下行的工业板块逆势大涨 1.27%，高居涨幅榜首；金融与公用事业（均微涨 0.04%）表现平稳；信息技术（-0.32%）则在核心科技股的业绩支撑下显现出较强的相对韧性。整体市场在存量博弈下，

资金由高估值、高拥挤度的防御板块向顺周期资本品资产进行阶段性切换。

图表 2：商品下行重创资源板块、防御性仓位获利了结、顺周期工业逆势突围



资料来源：Wind，华鑫证券研究

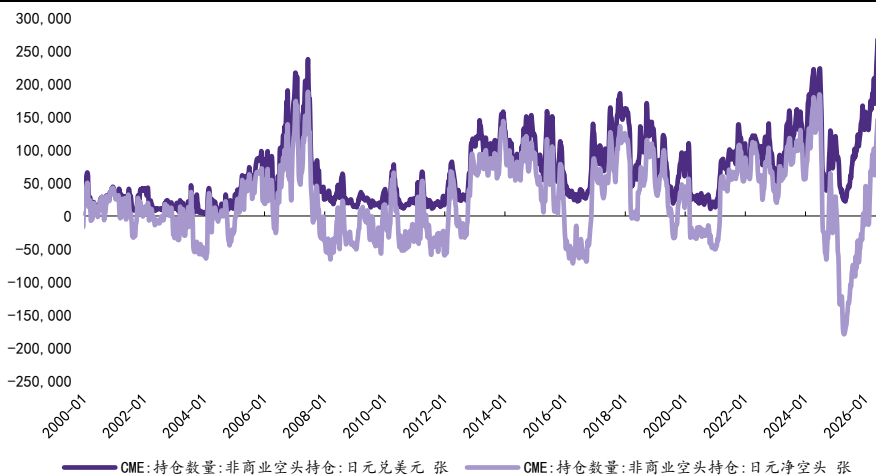
海外宏观：日央行加息，美联储偏鹰，美伊短期缓和落地

一、美联储偏鹰与日央行加息：日元套息保护伞的边际变化

从近期美联储与日本央行相继落地的议息会议来看，日元套息交易的奖金池仍在持续累积。日本央行虽将政策利率上调 25 个基点至 1% 的三十年高位，以应对地缘油价催生的输入型通胀，但由于其内部投票出现分歧且前瞻指引偏向温和，市场对日央行连续加息的预期在落地后迅速被抹平。相比之下，美联储在沃什新政的首秀中表现出明显的鹰派姿态，包括但不限于，联储上调今年 PCE 预期并调高未来三年利率中值，反映出官员们对于通胀粘性的担忧。点阵图上半数官员开始考虑年内加息，表明联储的政策重心已经彻底完成了从何时降息到是否需要再加息的转移，为后续利率的进一步冲高打开空间。因此下周开始的联储官员的陆续发言也是值得关注的。

这种“美联储鹰派防御，日央行谨慎微调”的宏观错配，使得日美名义利差未能如期实质性收窄，日元贬值压力依然高企，日元套息交易的性价比在短期内反而得到了强化。这样的创历史记录的空日元规模以及净空头的快速回升本身是不可持续的。但是从触发条件的角度来说，除了美联储因为非农数据的突发走弱出现货币政策预期的扭转，或者是因为股市本身的波动触发获利了结之外，短期日元套息交易的结构仍是相对稳定的状态，当前日元堰塞湖更多是后续权益市场的调整的波动放大器或者是被动推动日元的升值，而非触发因素。

图表 3：空日元仓位快速上升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

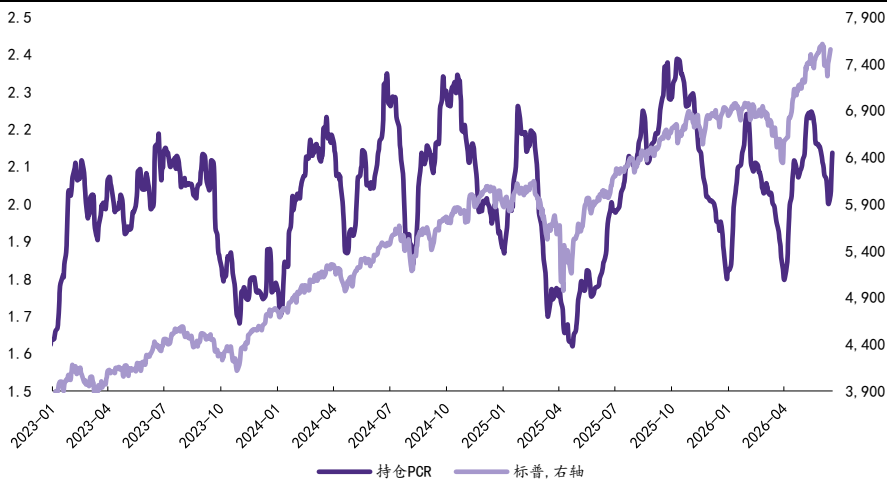
二、瑞士谈判：全球原油长期波动的放大与底部中枢

美伊在瑞士的谈判进展与周末海峡封闭事件的发酵，从供需面推演，美伊之间达成的阶段性谅解更多是物理条件和战略利益相互妥协的“限期放缓”。伊朗在长期海空封锁后面临严峻的陆上与海上库存压顶、财政失血压力，亟需释放产能；而美国在战略储备耗尽且通胀粘性顽固的背景下，也需要允许部分原油阶段性合法回流，以为其关税政策落地腾挪通胀缓冲空间，以及降低通胀的传导缓和和中期选举的压力。这种短期的地缘缓和与库存修复，在未来 1 到 3 个月内会驱动油价中枢走向阶段性转松。但中长期来看两国战略矛盾的不可调和，周末海峡封闭等突发事件的脉冲，则是对“地缘无法战略和解”的风险重塑，将显著放大原油的长期波动率。反映到价格博弈上，布伦特原油在供给阶段性走松的过程中，恐难长期有效跌破 80 美元这一全球多头成本红线。当前的油价走弱并非由于长期需求彻底破坏，而是地缘短端战术妥协与现货流动性清洗的合力表现。因此，80 美元大概率将构成本轮国际油价的阶段性区间底部。最优的投资策略是避免在多空拉锯的左侧过早抄底，而是耐心等待现货情绪彻底出清，目前原油空头来到上一轮高点，但是多头仍未出清结束。一旦油价触及 80 美元附近的黄金伏击区，在美欧官方补库买盘、OPEC+协同保价以及地缘矛盾再度升级的右侧共振下，可以做一个高性价比的反弹交易，博弈油价重回 90 至 100 美元的长期中枢。

海外策略：美股偏向成长配置，美债买短等长，黄金逢低分批配置

美股：短期多头情绪再度出现加仓，主要是因为伊朗和谈带来的风险偏好的回升，叠加之前偏向防御的地产和金融等也已经累计了一定的涨幅。短期我们的杠铃美股结束了之前偏防御的配置，向着成长的方向去倾斜，主要关注 AI 硬件端的相关机会，包括存储等下周也会有美光的业绩，关注其相关的交易机会。

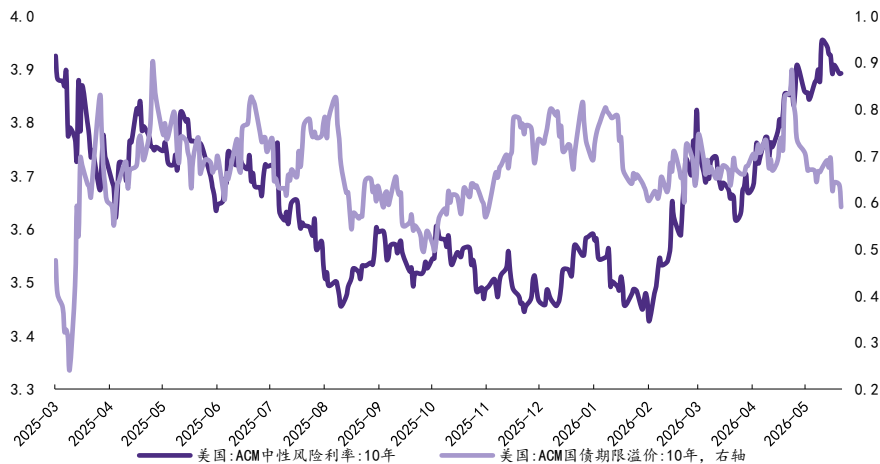
图表 4：美股多头再度出现加仓



资料来源：Wind，华鑫证券研究

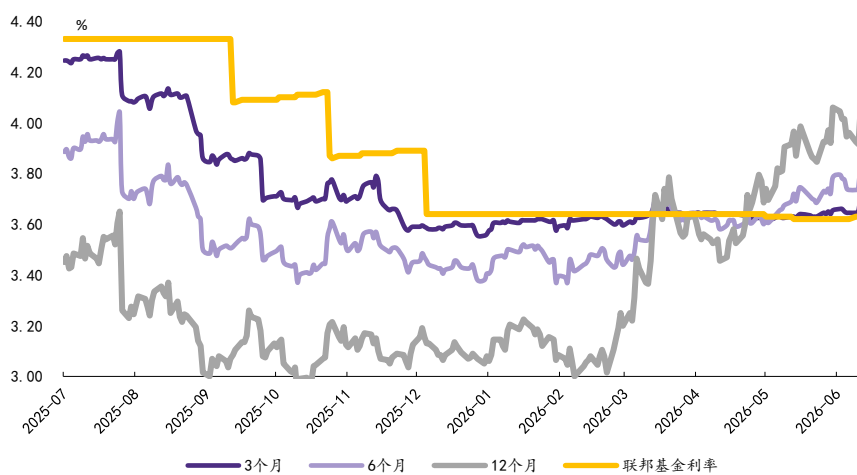
美债：买短等长，现金属性持续。短期美债利率由于伊朗的局势缓和，带来了市场对于期限溢价的要求进一步降低，使得虽然整体期货市场和联储较为鹰派，但整体美债利率保持相对的冷静，后续来看，美债利率整体的走势大概会有两个方向，美债利率去追赶利率期货，即通胀的压力和传导造成进一步的加息恐慌，或者在经济意外指数的持续回落下，需求破坏的效果开始显现，带来利率期货市场的鹰派预期的回落。因此美债当前没有处在一个合适的布局位置，但是可以作为观察后续市场情绪以及资产走势的一个重要的观察对象，仍建议在利率向上波动来到 4.55% 以上的位置布局季度的需求破坏的利率回落。

图表 5：期限溢价快速回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6: 利率期货再创新高



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

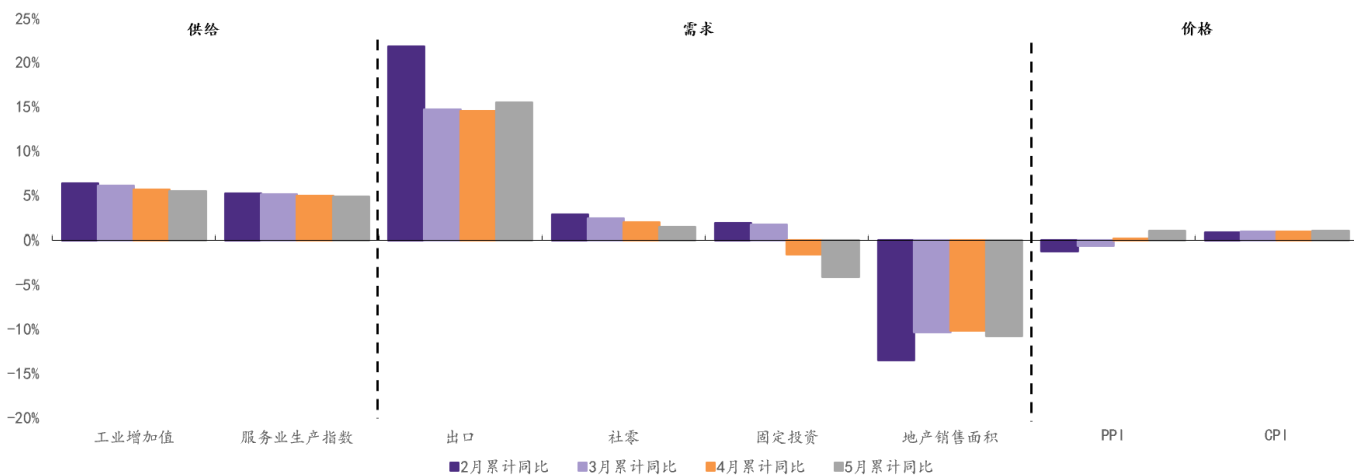
黄金: 长期逻辑未改, 维持逢低分批配置的布局思路。

1.2、国内：A股结构性行情可期，循迹高景气布局

国内宏观：5月宏观经济数据公布，“三重K型分化”进一步明确

六大口径经济数据，供给端工业增加值（4.5%）与服务业生产指数（4.4%）当月同比均高于前值，需求端仅出口（19.4%）当月同比进一步提速，社零、固定资产投资、地产销售当月同比负增。从5月经济数据来看，三重K型分化趋势进一步明确，经济供需结构上，供给强需求弱；供给内部结构上，新动能强旧产业弱；需求内部结构上，外需强内需弱。

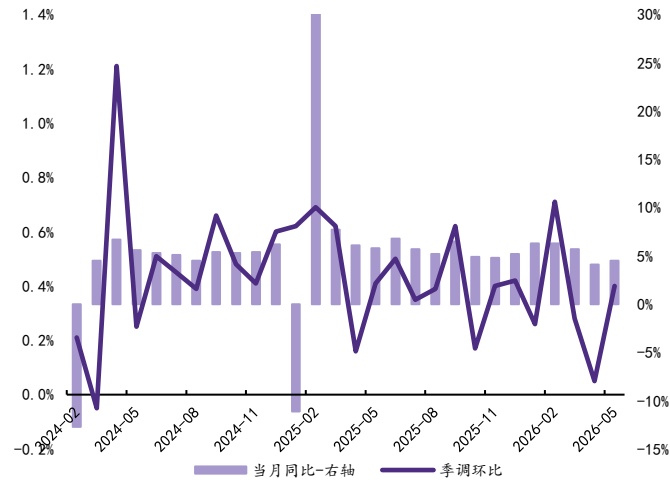
图表 7：供强需弱与外需强内需弱格局进一步明确



资料来源：Wind，华鑫证券研究

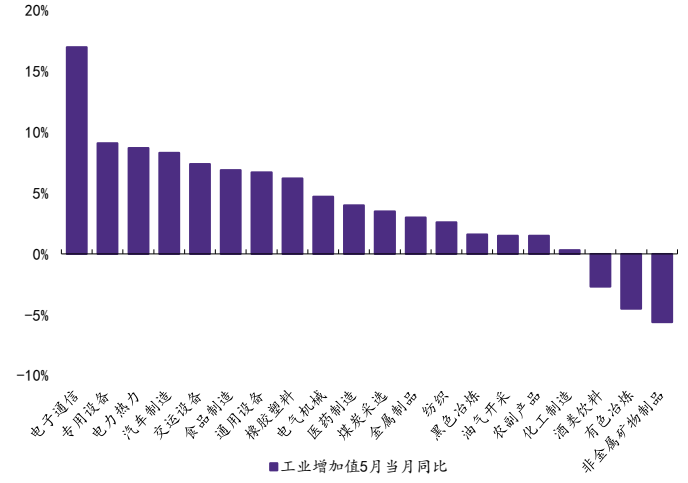
①工业增加值：制造业新旧动能K型分化进一步明确，AI浪潮下电子通信绝对领先，装备制造业同样表现亮眼，非金属制品、有色冶炼、酒类负增长。度过高油价边际冲击影响最大的4月，5月工业增加值季度调整后环比反弹，环比提升0.4%，当月同比为4.5%，制造业供给强势的格局中期趋势未变。截止至6月21日，从已披露的20个行业数据来看，新旧动能K型分化趋势进一步清晰。新动能最典型代表电子通信行业，在AI算力需求浪潮下，5月当月同比实现17.0%，增速进一步提速。其他装备制造业，包括专用设备、汽车制造、交运设备等同比增速均领先。而与之相对，中上游资源与下游消费板块同比落后，甚至出现回调情况，包括非金属矿物制品、有色冶炼、酒类饮料当月同比负增，一定程度对应地产链的持续低迷与中游利润挤压问题的显现。

图表 8：工业增加值季调环比再度反弹



资料来源：Wind，华鑫证券研究

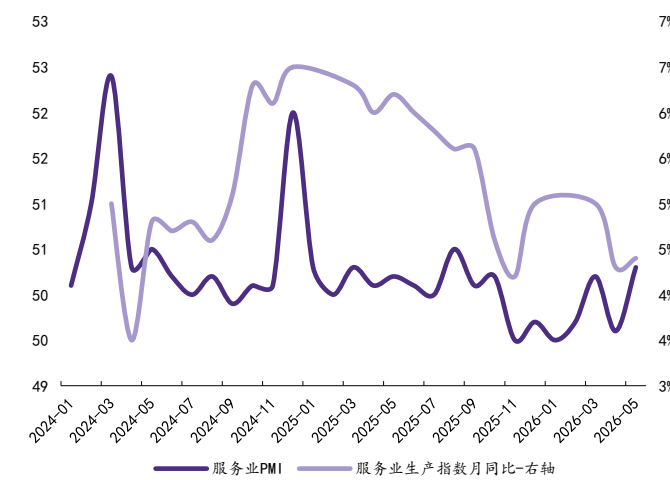
图表 9：新动能对工业增加值增长拉动作用显著



资料来源：Wind，华鑫证券研究

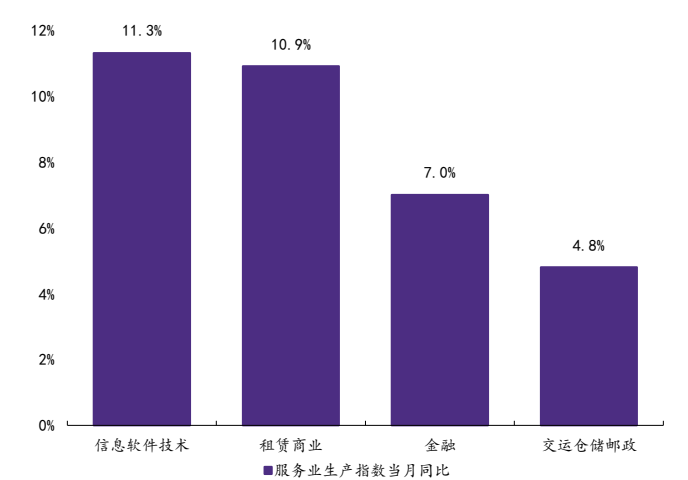
②服务生产指数：服务业小幅回升，五一假期服务消费存在支撑，数字化与设备更新提供助推力。5月服务业生产指数当月同比增长4.4%，同比提速，可交叉验证的是服务业5月PMI环比提升0.7pcts，重返荣枯线之上。从内部结构来看，5月恰逢长假，预计五一假期期间爆火的文娱消费需求对5月服务业数据形成一定支撑。此外信息软件技术、租赁商业服务持续维持高增速，预计背后对应着企业数字化转型和设备更新进程持续推进。

图表 10：服务业供给端5月回暖



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：数字化转型和设备更新对应服务业新动能高增长

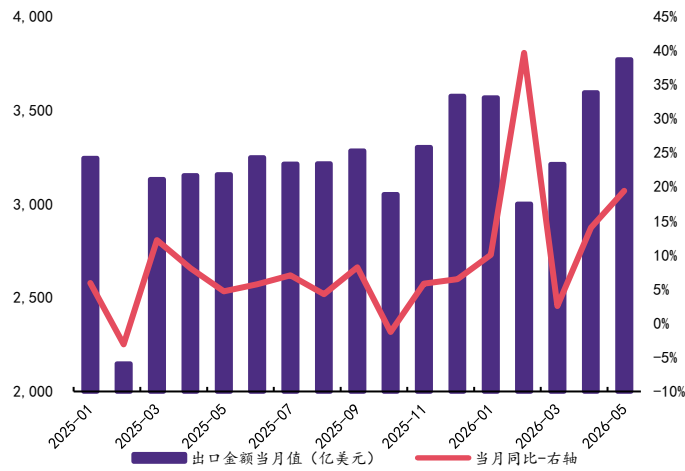


资料来源：Wind，华鑫证券研究

③出口：出口维持强势，新旧动能K型分化依旧。5月美元计价的出口额同比增长19.4%，同比进一步提速，同时相对4月环比实现4.9%的增长，出口持续维持强势。出口高景气的背后，虽有去年同期中美贸易战扰动形成的相对低基数因素，但出口至东盟、非洲金额维持高增速，分别同比提升24.3%、18.6%，同样具备强支撑。从出口结构来看，新旧产业K型分化趋势明确，机电产品增速维持高位。2026年以来1-5月，机电产品出口同比增长18.4%，劳动密集型产品同比下降3.1%。其中，5月单月集成电路与自动数据处理设备同比增速均创年内新高，分别实现111%和66%的增长。此外，汽车包括底盘出口同样维持

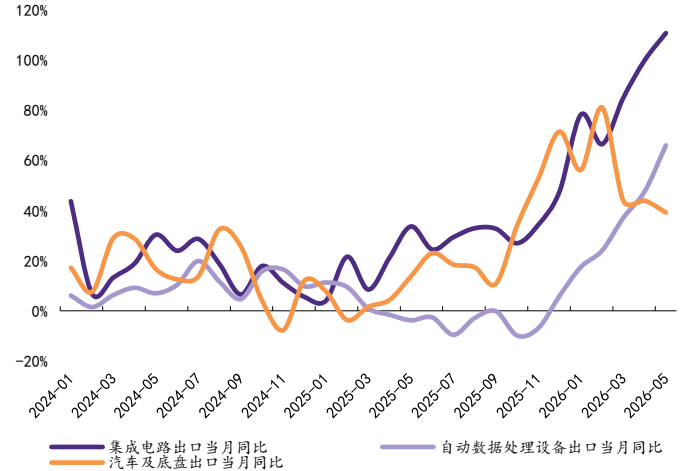
相对高增速，实现 39% 的增长。

图表 12: 5 月出口同比再度加速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

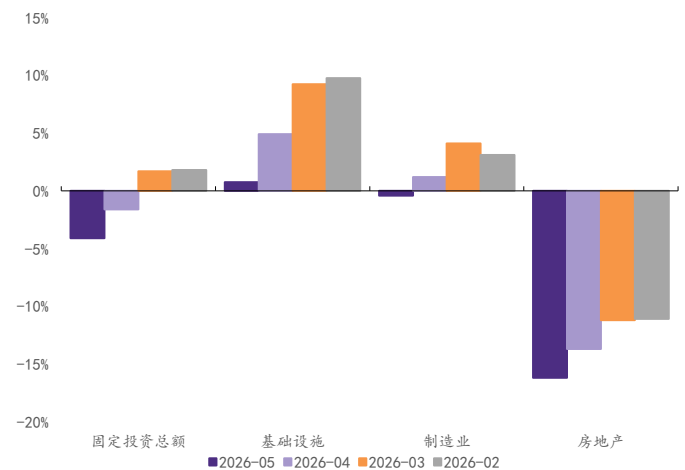
图表 13: AI 硬件与汽车出口高景气领先



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

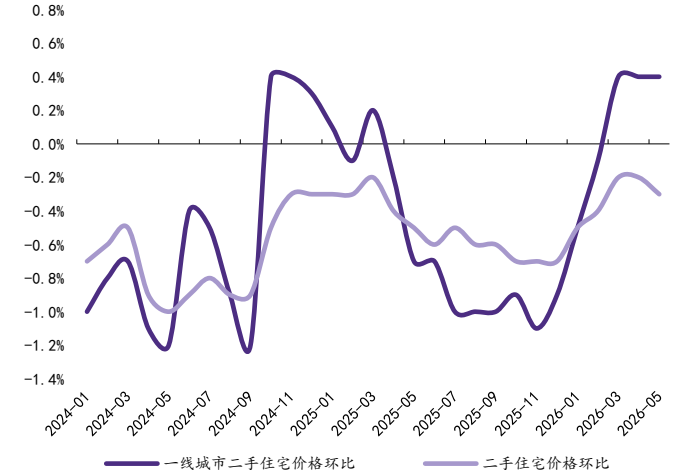
④&⑤ 固定资产投资与房地产销售: 固定资产投资负增持续走扩, 后续“六张网”政策催化可期待, 地产周期持续磨底。5 月固定资产投资完成额累计同比负增扩大至 4.1%, 其中基础设施累计同比+0.8%、制造业-0.4%、房地产-16.2%, 房地产拖累严重。5 月一线城市二手住宅价格环比虽稳定正增 0.4%, 但是全国二手住宅价格持续磨底, 地产大周期仍处于周期底部阶段。4-5 月仍处于相对政策真空期, 预计后续“六张网”政策落地投资有望扭转固投数据趋势。但地产周期脱离底部的宏观信号仍待观察。

图表 14: 固定资产投资累计同比负增走扩, 地产严重拖累



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 一线城市房价虽企稳, 但整体地产周期仍处底部

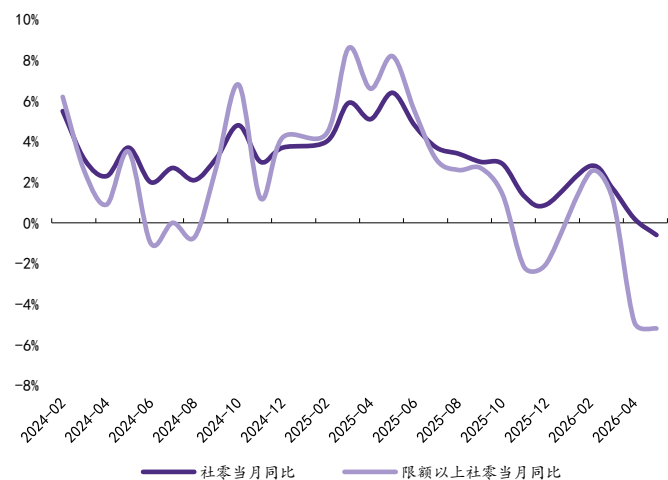


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

⑥ 社零: 社零持续走弱转向负增, “两新”政策边际影响退坡。5 月社零当月同比增速转向负增 0.6%, 限额以上社零同样走弱, 负增走扩至 5.2%。从限额以上社零内部结构来看, “两新”政策边际退坡较为显著, 汽车与家电在限额以上社零当月同比下滑居前, 分别负

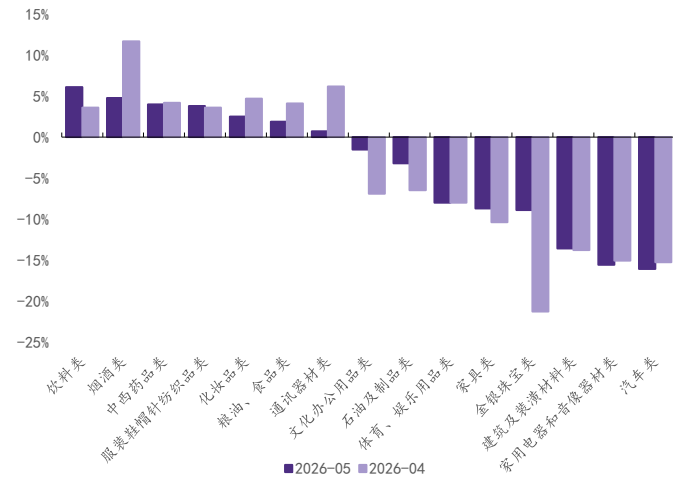
增 16.1%、15.6%。

图表 16: 社零再度走弱, 内需相对薄弱问题持续显现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 限额以上汽车与家电当月同比下滑居前

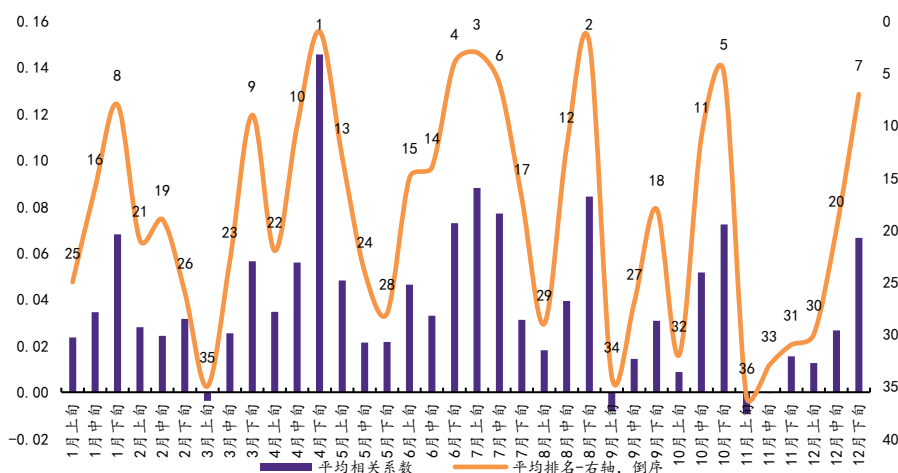


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

市场热点: 时间节点步入 6 月下旬, 中期业绩将成为阶段博弈重点

自 2016 年以来, 将每月上中下旬作为频率划分区间, 以区间内当季业绩涨跌幅排名与个股涨跌幅排名的相关系数作为 A 股市场表现与业绩相关性的评判标准。6 月下旬、7 月上旬、7 月中旬的业绩相关性相较前期显著提升, 相关系数平均排名处年内第 4、3、6 名。从业绩公布时间节点来说, 此规律符合直觉, 6 月下旬至 7 月上旬是上市公司“铺垫”中期业绩、业绩预告以及后续业绩指引交流的集中期。

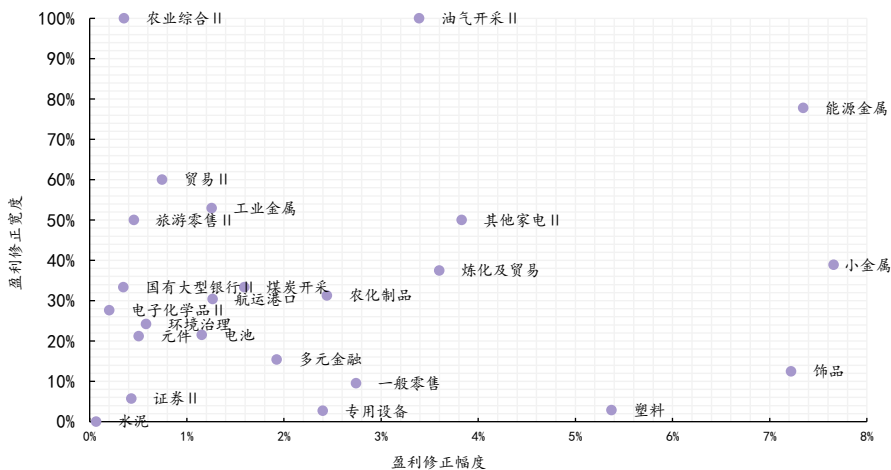
图表 18: 6 月下旬-7 月中旬业绩相关性显著提升



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

从万得一致性预期数据看，使用5月以来2026年盈利修正数据进行分析，兼具上修幅度与宽度的二级行业包括小金属、能源金属、饰品、塑料、其他家电、炼化及贸易、油气开采、一般零售、农化制品、专用设备、多元金融、煤炭开采、航运港口、工业金属、电池、贸易、环境治理、元件、旅游零售、证券、国有大型银行、电子化学品，此外上修幅度绝对领先的行业包括半导体、通信设备。

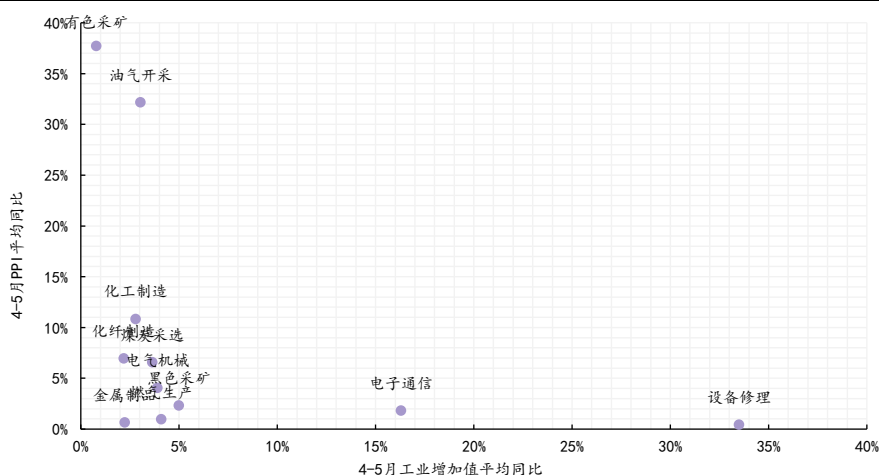
图表 19：万得一一致预期利润上修角度



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从规上企业业绩数据来看，因为5月利润数据尚未披露，所以使用已披露的4-5月规上企业增加值与PPI同比均值，兼具量价齐涨的行业包括设备修理、电子通信、黑色采矿、燃气生产、电气机械、煤炭采选、油气开采、化工制造、金属制品、化纤制造、有色采矿。

图表 20：规上企业量价同比增速角度



资料来源：Wind，华鑫证券研究

综合来看，二季度有望景气领先的行业包括半导体、通信设备、小金属、能源金属、油气开采、煤炭开采、工业金属、电池、元件、证券、银行、电子化学品。

A 股策略：结构性行情可期，循迹景气布局

大势研判：伴随美伊短期缓和落地，叠加陆家嘴论坛利好政策催化，微观资金风险偏好修复向好，融资与固收+资金再度担当增量主力。但是经济与产业 K 型分化趋势明确，产业间二季度景气程度差距明显。**A 股结构性行情可期，预计后续股市板块之间表现分化，主动拥抱上 K 型上“J”景气领先行业，循迹高景气布局。**

行业选择：把握 AI 算力硬件、高景气、风格平衡三大方向机会

1) AI 算力硬件：交叉验证下，景气程度绝对领先，但仍存在高估值与高拥挤问题。需布局但需控制仓位，利用回调布局大涨止盈，优先关注业绩兑现更为明确方向（光通信、存储、半导体材料、PCB 等）；

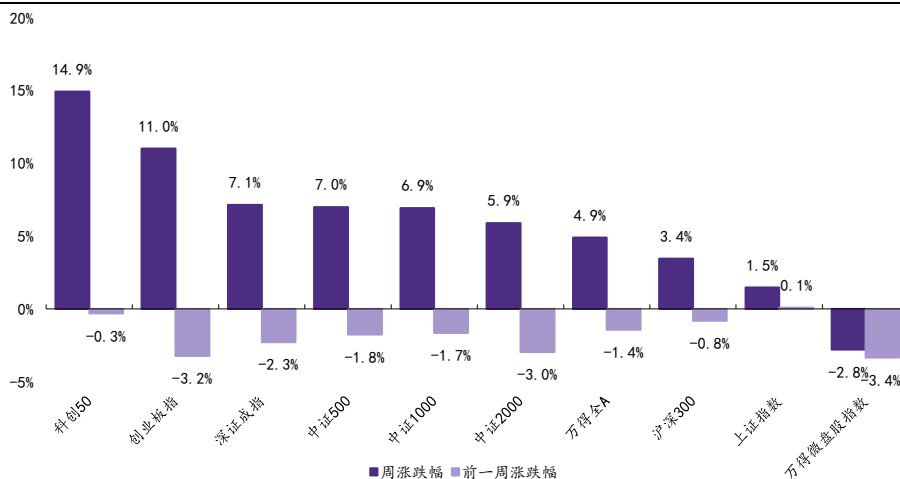
2) 高景气：除 AI 算力相关行业外，二季度业绩景气程度有望领先行业（小金属、能源金属、工业金属、锂电池、煤炭等）；

3) 风格平衡：目前市场仍存在高拥挤问题，股市波动预计放大，存在超短期风格再平衡机会，但并非单纯根据前期领跌行业的高赔率进行配置，仍优先配置业绩相对领先的低位行业（证券、银行）。

2、市场复盘基金全面反弹，双创领涨，仅微盘下行

本周全 A 指数放量上行，宽基全面反弹，双创领涨，仅微盘持续下跌，科创 50、创业板指、深证成指涨幅居首。科创 50、创业板指、深证成指分别上涨 14.9%、11.0%、7.1%，万得微盘股指数下跌 2.8%。

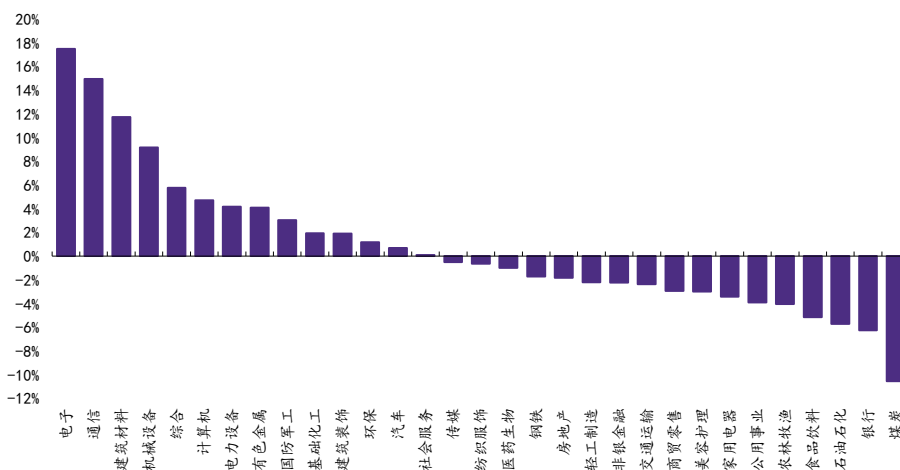
图表 21：本周全 A 放量上行，宽基全面反弹，双创领涨，仅微盘持续下跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周电子、通信、建材涨幅居首，煤炭、银行、石油石化跌幅居前。电子、通信、建筑材料、机械设备、综合行业上涨幅度居首，分别上涨 17.5%、14.9%、11.7%、9.1%、5.7%；煤炭、银行、石油石化、食品饮料、农林牧渔行业下跌幅度居前，分别下跌 10.6%、6.3%、5.7%、5.2%、4.0%。

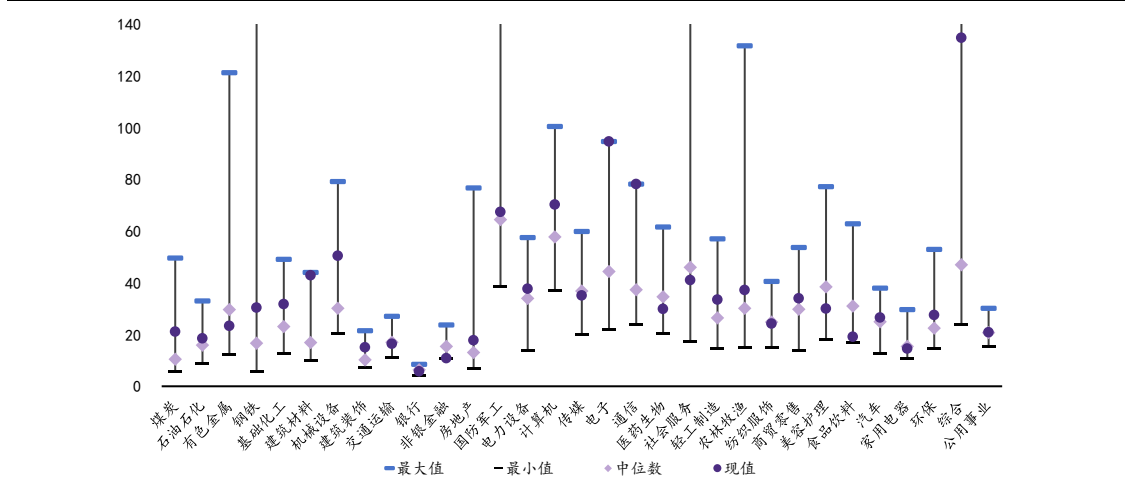
图表 22：本周电子、通信、建材涨幅居首，煤炭、银行、石油石化跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

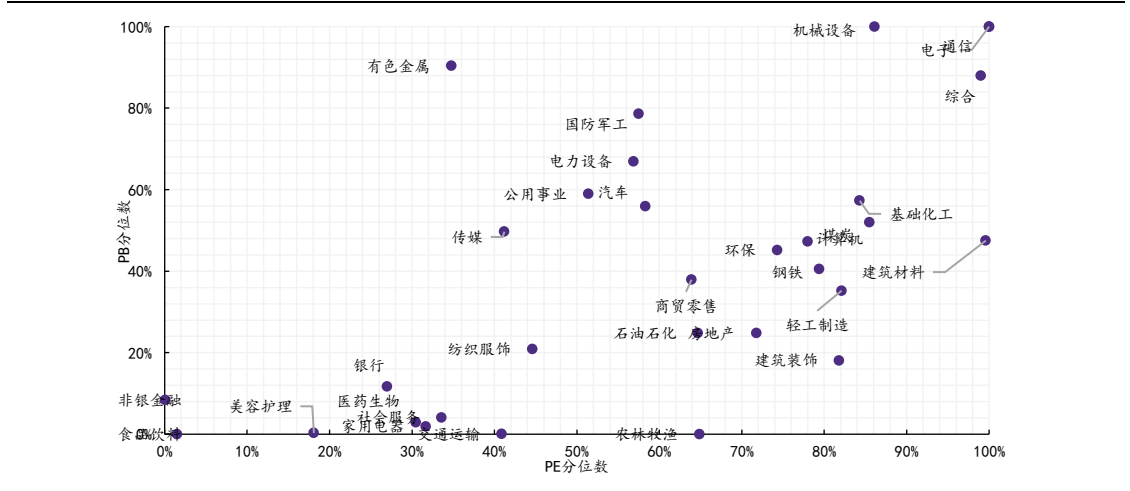
行业估值层面，本周通信、电子、机械、综合行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括通信、电子、建筑材料、综合、机械设备、煤炭、基础化工、轻工制造、建筑装饰，PE-TTM 分别达 78.3X、94.8X、43.0X、134.9X、50.6X、21.1X、31.9X、33.6X、15.1X；PB-L 子、机械设备、有色金属、综合，PB-L

图 23：通信、电子、建材、综合、机械、煤炭、化工、轻工、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 24：通信、电子、机械、综合行业本周估值水平处十年历史高位



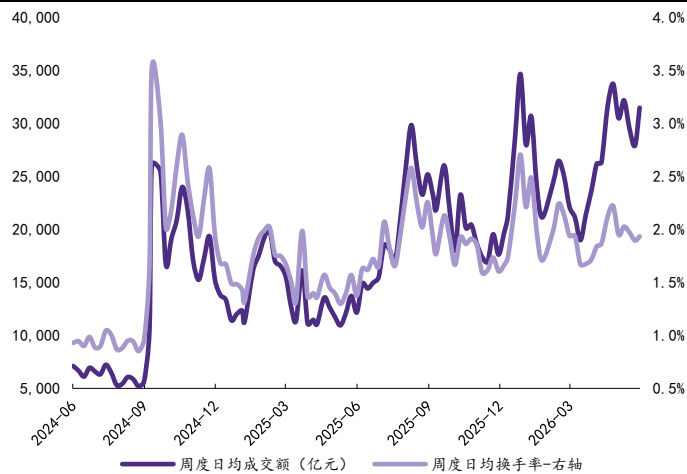
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：成交迅速反弹，行业轮动放缓，TOP5%拥挤度再度回升创本轮新高

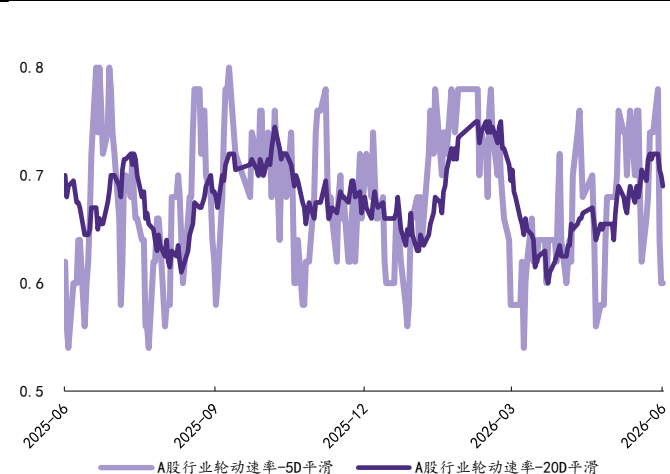
本周 A 股市场成交活跃度迅速反弹，日均成交额与换手率均上行，行业轮动速率放缓。万得全 A 日均成交额为 3.15 万亿元，环比下降 3566.4 亿元；日均换手率为 1.93%，环比提升 0.04pcts。A 股市场行业轮动速率指标，5 日与 20 日平滑值均下行，相对领涨行业轮动速率放缓。

图表 25：A 股市场成交活跃度本周迅速反弹



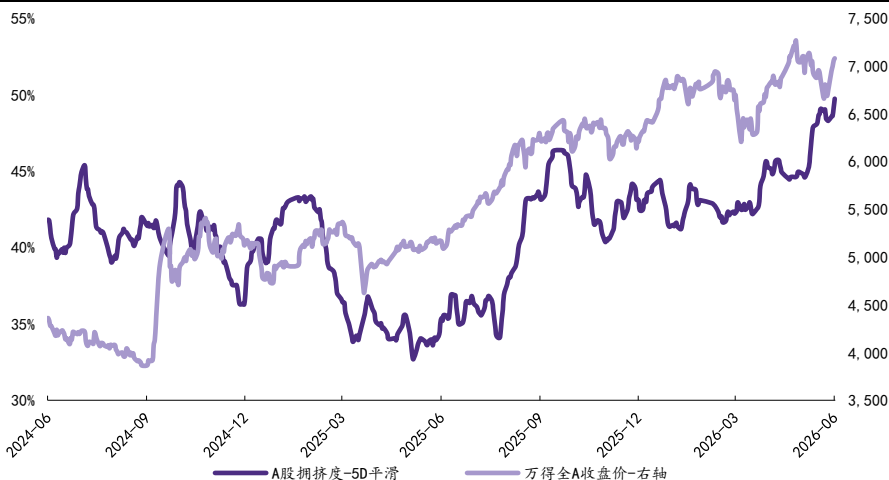
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：A 股相对领涨行业轮动速率放缓



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 27：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周再度回升创本轮新高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度再度回升创本轮新高，电子、有色、非银交易集中度提升显著，电子、建材、有色、通信、化工两年历史分位居前，电子、建材、通信创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 49.7%，环比回升 1.4pcts，热门交易标的拥挤度再度创本轮新高。

电子、有色金属、非银金融、电力设备、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 99.1%、15.5%、62.1%、89.3% 的两年历史分位水平。通信、机械设备、传媒、公用事业、汽车行业集中度降温居前。电子、建筑材料、有色金属、通信、基础化工行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

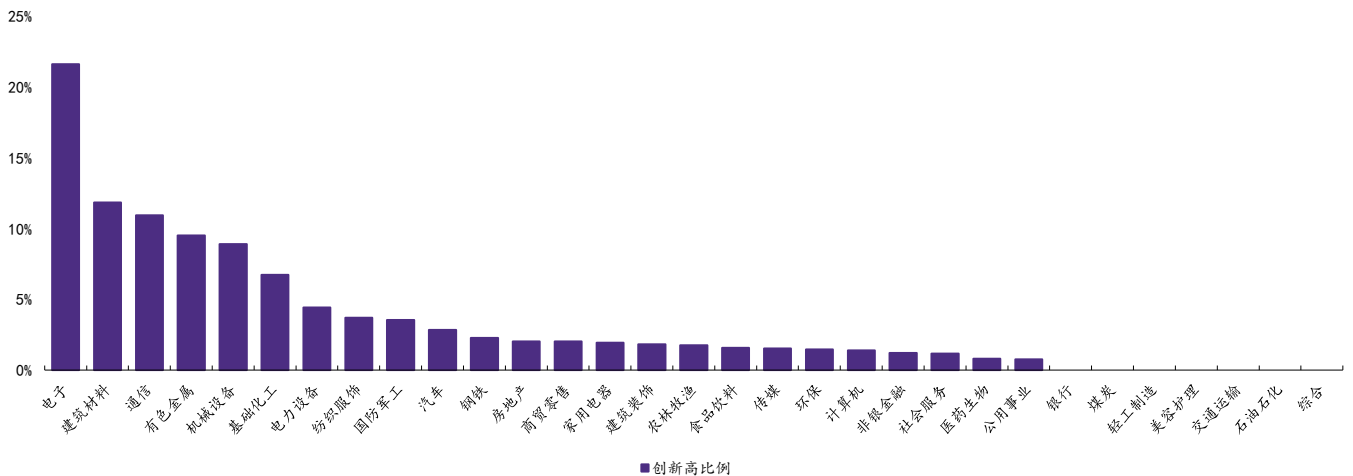
周度股票任一收盘价格创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，电子、建筑材料、通信、有色金属、机械设备行业比例居首，分别为 21.6%、11.8%、10.9%、9.5%、8.9%。

图表 28：本周电子、有色、非银行业集中度提升显著，电子、建材、有色、通信、化工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	0.59%	0.77%	-0.18%	47.5%	下游消费	医药生物	2.57%	2.80%	-0.24%	0.0%
	石油石化	0.53%	0.65%	-0.12%	23.3%		社会服务	0.37%	0.42%	-0.05%	0.0%
	有色金属	7.91%	6.46%	1.45%	94.1%		轻工制造	0.68%	0.78%	-0.10%	0.0%
	钢铁	0.37%	0.39%	-0.01%	2.9%		农林牧渔	0.48%	0.53%	-0.05%	0.9%
	基础化工	5.87%	5.67%	0.21%	89.3%		纺织服装	0.40%	0.35%	0.05%	2.9%
中游制造	建筑材料	1.54%	1.37%	0.17%	99.0%		商贸零售	0.55%	0.67%	-0.12%	0.0%
	机械设备	7.89%	8.47%	-0.57%	74.7%		美容护理	0.09%	0.11%	-0.02%	0.0%
	建筑装饰	1.41%	1.29%	0.12%	18.4%		食品饮料	0.97%	1.05%	-0.08%	0.9%
	交通运输	0.88%	0.85%	0.03%	4.8%		汽车	2.49%	2.84%	-0.35%	0.0%
大金融	银行	0.93%	1.16%	-0.24%	7.7%		家用电器	0.90%	1.00%	-0.11%	0.0%
	非银金融	2.09%	1.74%	0.35%	15.5%	环保	0.69%	0.74%	-0.05%	1.9%	
	房地产	0.68%	0.81%	-0.13%	2.9%	公用	0.17%	0.18%	-0.01%	34.9%	
成长	国防军工	2.81%	2.84%	-0.03%	31.0%	公用事业	2.24%	2.61%	-0.37%	63.1%	
	电力设备	8.86%	8.53%	0.33%	62.1%						
	计算机	4.10%	4.44%	-0.34%	0.0%						
	传媒	1.34%	1.72%	-0.38%	0.0%						
	电子	30.77%	28.77%	1.99%	99.0%						
通信	8.14%	9.01%	-0.87%	93.2%							

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 29：收盘价创新高比例本周电子、建材、通信行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股年内热门交易主题，AI 硬件全面领涨，PCB、存储、稀土成交活跃度提升居

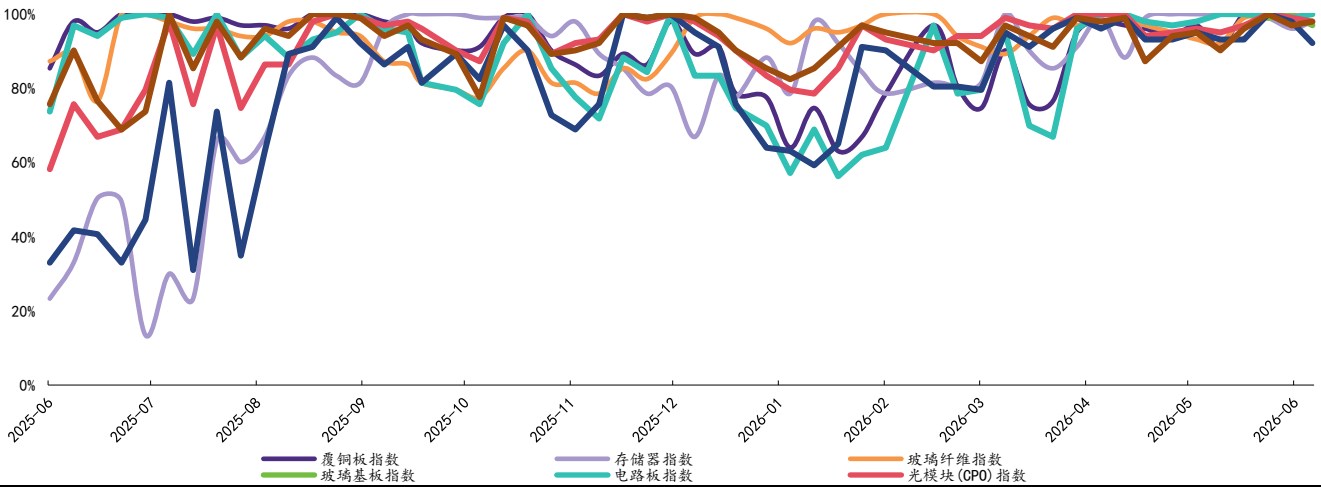
前，覆铜板、玻纤、PCB、工业气体、半导体材料拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，覆铜板、玻纤、玻璃基板、PCB、光模块主题周度涨幅领先，分别上涨 28.6%、21.1%、21.1%、20.5%、19.3%；煤炭、锂矿主题周度跌幅居前，分别下跌 10.4%、5.5%。成交活跃度方面，PCB、存储、稀土、先进封装、工业气体主题升温显著，OCS、煤炭、锂矿、玻璃基板、光模块主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90% 水平的主题包括覆铜板、玻纤、PCB、工业气体、半导体材料、存储、光模块、光芯片、超硬材料、先进封装、玻璃基板、OCS。

图表 30：A 股年内热门交易主题，AI 硬件全面领涨

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
覆铜板指数	884789.WI	28.58%	55.02%	0.2%	100.0%	
存储器指数	8841241.WI	16.86%	15.76%	1.0%	98.0%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	21.08%	18.47%	0.1%	100.0%	
玻璃基板指数	8841936.WI	21.07%	24.22%	-0.1%	97.0%	
电路板指数	8841164.WI	20.54%	22.95%	1.4%	100.0%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	19.32%	17.70%	-0.1%	98.0%	
光电路交换机(OCS)指数	8841924.WI	18.13%	10.57%	-0.4%	92.2%	
光芯片指数	8841892.WI	17.30%	18.40%	0.0%	98.0%	
超硬材料指数	8841243.WI	12.73%	22.28%	0.1%	98.0%	
煤炭开采精选指数	8841358.WI	-10.39%	-6.07%	-0.1%	63.1%	
工业气体指数	8841062.WI	7.94%	34.73%	0.2%	100.0%	
半导体材料指数	8841272.WI	12.14%	35.90%	0.1%	100.0%	
锂电电解液指数	884894.WI	6.51%	9.48%	0.1%	81.5%	
锂矿指数	884785.WI	-5.54%	-0.69%	-0.1%	83.4%	
稀土指数	8841089.WI	16.57%	38.29%	0.3%	88.3%	
先进封装指数	8841297.WI	16.29%	22.46%	0.3%	98.0%	

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

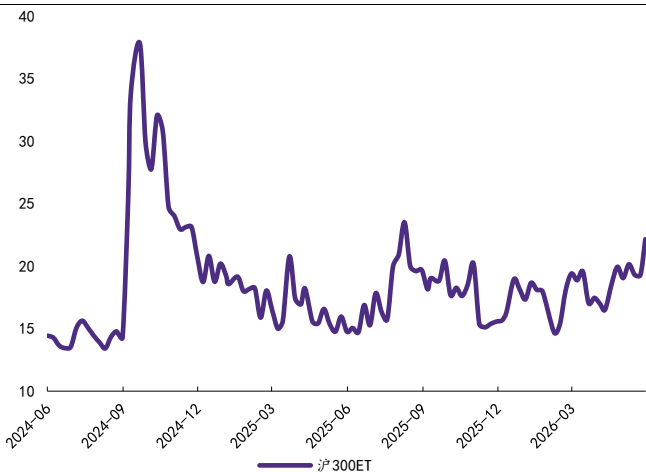


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内转向升温，海外延续降温

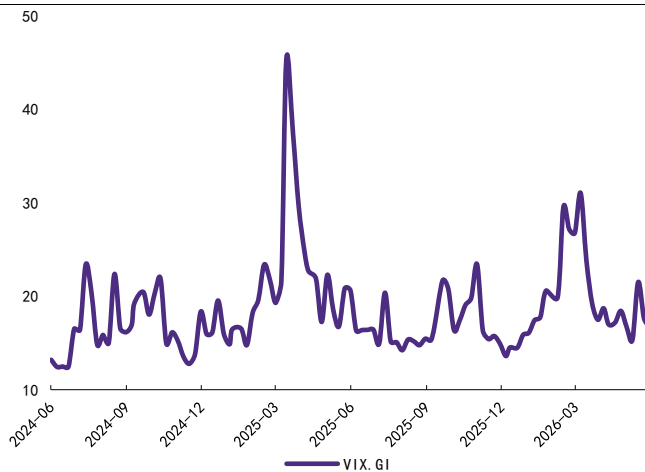
本周恐慌情绪国内转向升温，海外延续降温。国内沪深 300ET 22.14，环比提升 14.80%，国内恐慌情绪转向升温。海外 VIX 指数为 16.78，环比下降 5.09%，海外恐慌情绪延续降温。

图表 32: 国内恐慌情绪本周延续降温



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 33: 海外恐慌情绪本周延续降温



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

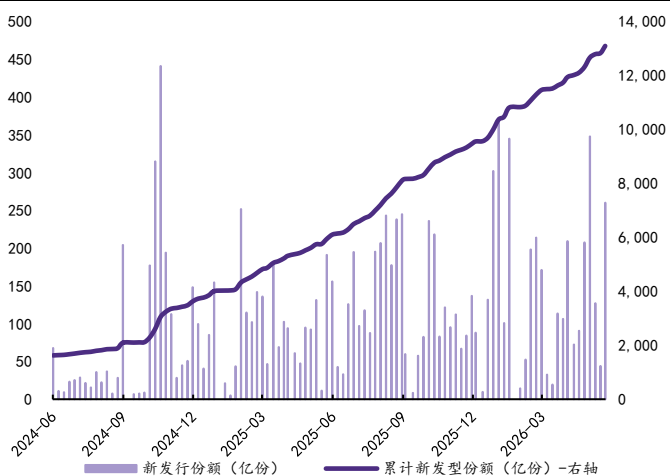
3.3、内资：规模指数 ET 回升，显著增配电子通信

公募基金：本周股票+混合型基金新发放量。规模指数 ET 显著加配有色，显著减配电力、煤炭、房地产。

股票型基金周度新发 93.98 亿份，混合型基金周度新发 166.31 亿份，周度新发规模环比提升 216.17 亿份，基金新发放量。

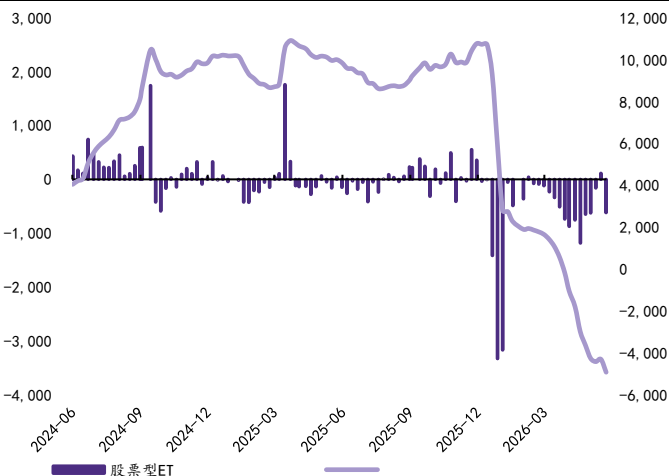
股票型 ET 周度净流出 562.09 亿元，其中沪深 300 跟踪 ET 流出居前。行业 ET

图表 34: 股票+混合型基金新发本周放量



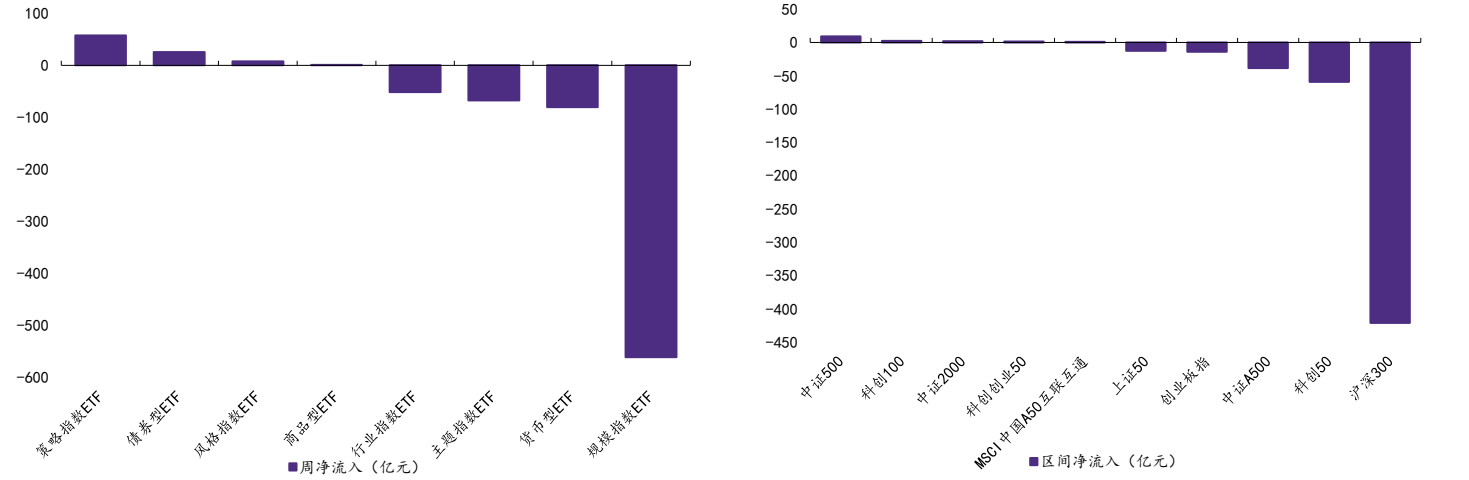
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 35: 股票型 ET



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

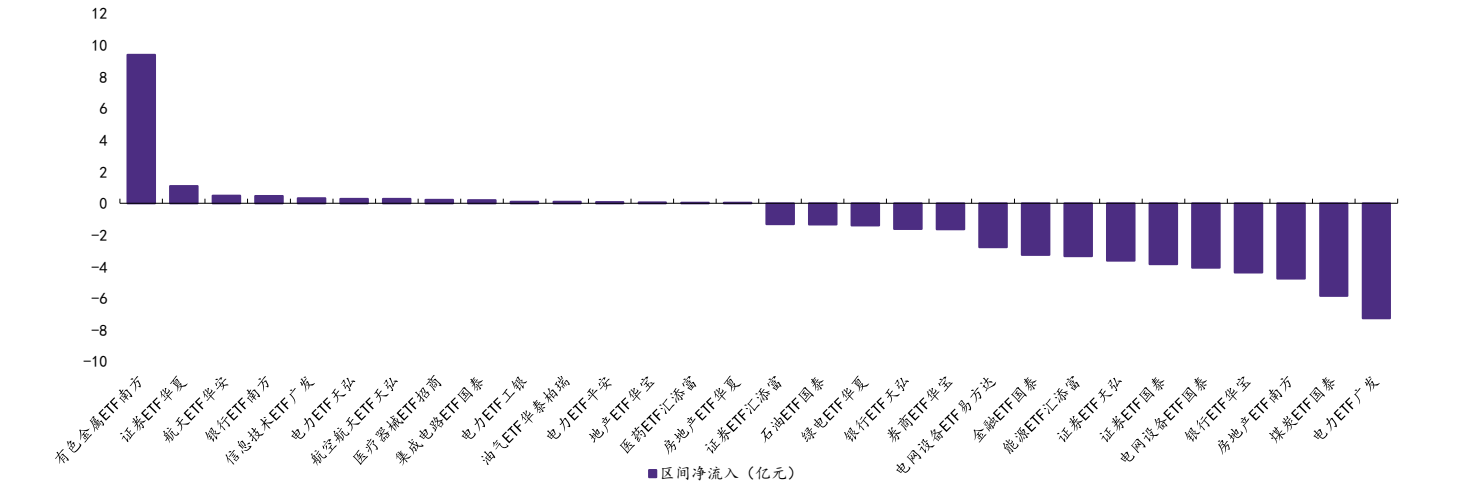
图表 36: 本周规模指数 ET



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

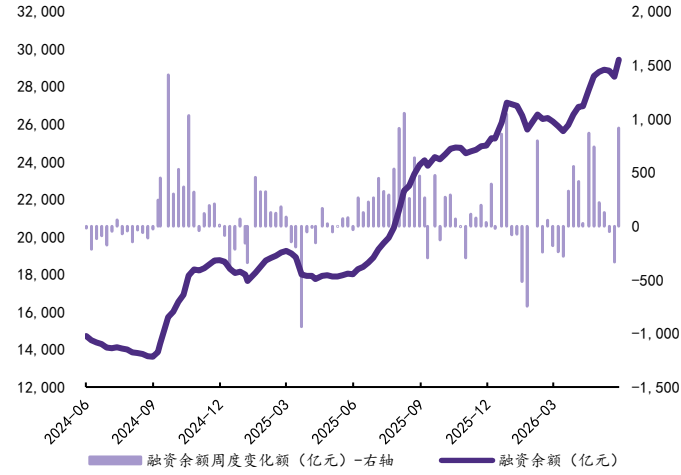
图表 38: 净流入排名前后 15 的行业 ET



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

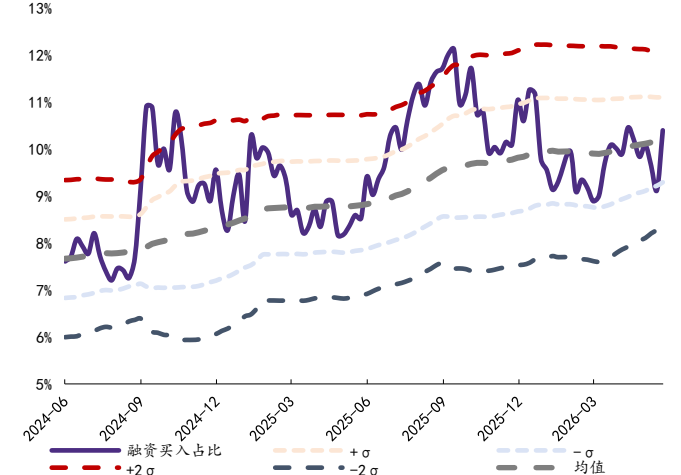
融资资金：本周转向净买入，融资买入占比回升至年滚动均线上方，加配电子、通信、有色，减配医药、汽车、非银。融资余额为 2.94 万亿元，环比净买入 914.68 亿元。融资买入周度占比为 10.40%，环比提升 1.27pcts，融资买入占比回升至年滚动均线上方。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电子、通信、有色金属、机械设备、电力设备行业，减配医药生物、汽车、非银金融、农林牧渔、美容护理。

图表 39：融资资金本周转向净买入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 40：融资买入占比本周回升至年滚动均线上方



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、通信、有色，减配医药、汽车、非银

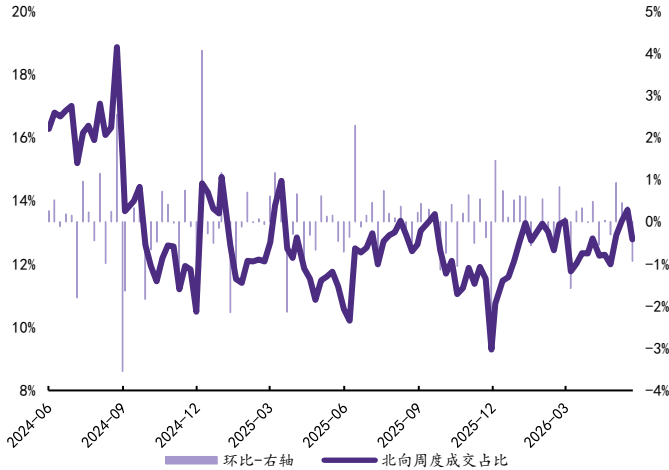
行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势
电子	435.3	11.4%	6009.3	↑	钢铁	2.4	9.6%	181.3	↑
通信	124.1	11.9%	1868.8	↑	家用电器	2.4	7.2%	357.0	↑
有色金属	71.2	9.6%	1620.3	↑	轻工制造	2.1	3.9%	133.2	↑
机械设备	70.0	9.1%	1727.0	↑	环保	1.8	7.5%	234.2	↑
电力设备	66.8	9.2%	2452.5	↑	社会服务	1.3	6.6%	120.7	↑
基础化工	46.3	8.5%	1247.4	↑	综合	1.1	8.2%	57.5	↑
银行	17.3	9.1%	770.1	↑	传媒	0.4	8.3%	538.3	↑
交通运输	14.6	9.0%	463.6	↑	房地产	0.3	7.7%	323.2	↑
食品饮料	14.4	8.1%	541.0	↑	商贸零售	-0.1	6.5%	243.4	↑
计算机	11.9	8.7%	1749.8	↑	纺织服装	-0.3	3.6%	72.8	↑
国防军工	10.2	9.6%	943.9	↑	美容护理	-0.5	7.2%	57.2	↑
公用事业	9.0	7.7%	583.5	↑	农林牧渔	-1.2	6.0%	264.8	↑
建筑装饰	7.5	6.6%	432.4	↑	非银金融	-1.3	10.7%	1966.6	↑
煤炭	6.8	6.7%	140.8	↑	汽车	-5.8	7.7%	1127.6	↑
建筑材料	5.8	6.2%	182.7	↑	医药生物	-9.5	8.3%	1586.5	↑
石油石化	2.6	7.3%	226.0	↑					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.4、外资：活跃度降温，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

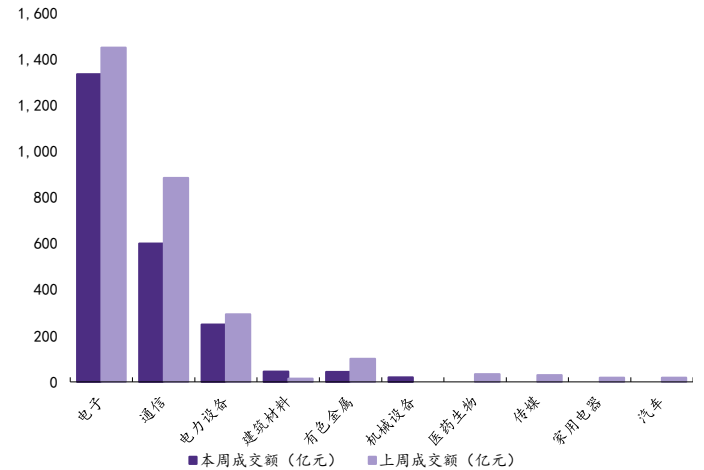
北向资金：本周成交活跃度降温，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。北向资金周度成交占比为 12.77%，环比下降 0.93pcts，成交活跃度降温。周度十大活跃股成交额聚焦于电子、通信、电力设备、建筑材料、有色金属行业。

图表 42: 北向资金成交占比本周回落



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：成交回暖，融资增量，拥挤度问题犹存

利好信号：①成交回暖；②融资买入占比回升，升至年滚动均线上方。

潜在风险：①电子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；②全 A 拥挤度指标再创新高，触发短期调整信号；④ATR 仍处相对高位，波动放大。

图表 44: 成交回暖，融资增量，拥挤度问题犹存

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	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
估值-PE&PB	超越前两轮牛市估值高点	万得全A估值反弹，但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
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新本轮牛市新高，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
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	RSI回升，处于正常区间，未触发信号 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
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 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
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5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5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
资金指标	① 融资买入占比触及年滚动+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	现阶段融资买入占比回升，升至年滚动均线上方 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5月，新发行高峰对比历轮牛市仍有较大差距，未触发信号 现阶段热门主题和量化个别爆款基金初现，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。

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。