

底部有支撑，顶部知敬畏

投资策略周报

• **市场回顾：**本周费城半导体指数大涨 5.3%，韩国、德国、日本股市涨幅居前，港股、A 股市场表现弱于全球。其中，恒生指数、恒生科技指数本周分别下跌 1.4%，上证指数下跌 0.5%，万得全 A 小幅收涨。A 股日均成交额维持在 3 万亿元附近，科创 50 指数一枝独秀，本周大涨 5.57%。行业方面，本周多数行业板块下跌，其中电子、建材、机械设备领涨，农林牧渔、石油石化、美容护理领跌。商品方面，原油、黑色系及贵金属普遍承压，工业金属与农产品价格上涨。

• **市场展望：底部有支撑，顶部知敬畏。**5 月中旬以来，A 股面临的阻力主要来自两方面：海外流动性压制，以及科技板块微观交易结构的持续拥挤。非科技板块虽多次尝试承接资金，但受制于内需偏弱的基本面现实，始终未能成为资金合力的方向。我们认为，当前调整属于强结构行情中的阶段性蓄势，叠加监管层持续推进防风险、强监管各项工作，有助于消化过热情绪，为后续健康可持续的上行夯实基础。从微观流动性、全球产业趋势和政策稳预期三个维度审视，市场底部区间具备坚实支撑。以下几个方面是近期市场关注的重点：

一、高油价与通胀压力下，美联储 FOMC 会议纪要释放鹰派信号，海外流动性紧缩预期升温。美联储 4 月 FOMC 会议纪要显示，许多决策者主张去除宽松偏向，多数与会者认为若通胀持续高于 2% 则需政策收紧，仅几位官员支持未来降息，鹰派程度超出市场预期。美联储理事沃勒周五进一步表态，鉴于通胀风险持续累积，美联储不应再释放降息信号。据 CME 美联储观察数据，当前市场降息预期已完全消退，并开始定价 2026 年底前加息 25 个基点。近期美国、日本、欧洲等发达经济体长期国债利率加速上行，对全球风险资产估值形成一定压制。

二、美伊协议进展或成为影响短期风险偏好的重要催化。5 月 24 日，据美国阿克西奥斯新闻网站报道，美国和伊朗即将达成一份协议，其中包括将停火再延长 60 天，其间霍尔木兹海峡将重新开放，伊朗可自由售卖石油，双方将就伊朗核计划展开谈判。伊朗外交部发言人巴加埃亦确认，双方正努力敲定谅解备忘录，当前谈判重点是推动结束“被强加的战争”。乐观情景下，若协议于近期落地，全球原油供给担忧有望显著缓解，通胀预期随之缓和，海外债市压力减轻，全球权益市场尤其是科技板块的上行动能将得到进一步强化。

三、5 月中以来，A 股顶部阻力主要源于海外流动性压制与微观交易拥挤，阶段性蓄势调整有利于行情行稳致远。五一假期后，A 股在政策利好与产业景气预期推动下快速上行，上证综指一度升至 4200 点上方。但 5 月中旬以来指数整体震荡调整，其背后阻力主要来自两个层面：其一，海外流动性压制。通胀担忧引发全球主要债市大幅波动，市场对美联储加息的定价持续上修；其二，微观交易结构趋于拥挤。A 股前期领涨的 AI 硬件、半导体等板块微观交易结构持续拥挤，在特朗普访华、英伟达财报落地等利好兑现后，资金集中止盈引发强势板块调整，而“非科技”板块尽管多次试探，但受制于内需偏弱的基本面现实，未能有效承接资金转移。我们认为，当前调整属于强结构行情的阶段性歇脚，有助于消化过热情绪；叠加监管层推进防风险、强监管各项工作，正在为一轮健康、可持续的行情构筑坚实基础。

四、从微观流动性、产业趋势和政策稳预期维度看，当前市场的底部区间具备支撑。1) A 股微观流动性仍充裕。本周 A 股主要指数调整，但成交额维持在 3 万亿元附近，融资资金已连续 7 周净买入，显示场内资金交投活跃；ETF 资金方面，4 月以来股票型 ETF 净流出金额达 5200 亿元，意味机构增量资金入市空间进一步打开。2) 海内外科技产业趋势在持续深化。后续中美将相继迎来大型科技股 IPO，集中在人工智能、商业航天和半导体等领域，预计短期市场风险偏好具备支撑；3) 政策端持续释放稳预期信号，科技创新战略地位进一步巩固。近期国家发改委主任郑栅洁在民营企业座谈会强调，要推动科技自立自强、产业链自主可控；国家数据局表示将把推动词元经济发展纳入工作体系。上述表态均聚焦于人工智能、科技自主可控等关键领域，强化科技创新长期趋势的共识。

• **行业配置上，**建议关注：1) 高景气科技成长赛道：算力硬件、新能源、机器人、AI 应用等；2) 涨价与能源自主可控相关的：化工、建筑材料等。

风险提示：地缘局势反复、全球经济超预期波动、海外流动性风险等。

分析师：李立峰

邮箱：lilif@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090003

分析师：张海燕

邮箱：zhanghy5@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521040002

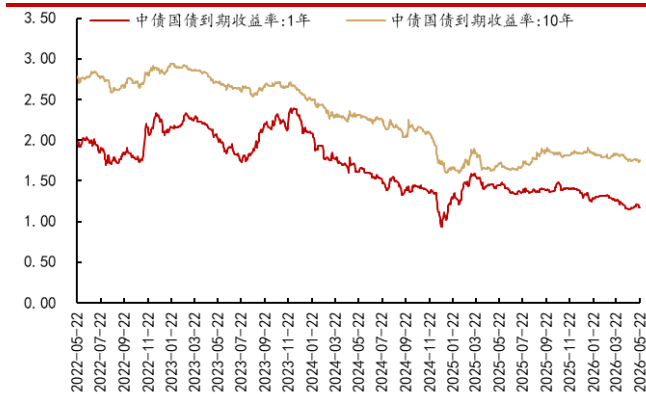
图表目录

图 1 全球主要股指本周涨跌幅 (5/18-5/22)	3
图 2 大宗商品与主要汇率本周涨跌幅 (5/18-5/22)	3
图 3 A 股主要指数本周涨跌幅 (5/18-5/22)	3
图 4 申万一级行业本周涨跌幅 (5/18-5/22)	3
图 5 中信风格指数：本周消费风格领跌 (5/18-5/22)	3
图 6 本周大小盘风格相对均衡	3
图 7 1 年期、10 年期国债收益率	4
图 8 2 年、5 年、10 年期美债利率	4
图 9 中美利差走势	4
图 10 市场利率与政策利率	4
图 11 本周美元指数震荡、人民币汇率升值	4
图 12 市场预期美联储到 2026 年底将加息 25 个基点	4
图 13 本周权益类基金发行份额 204 亿份	5
图 14 2026 年 4 月，私募基金股票仓位 66.79%	5
图 15 本周 A 股融资资金净买入 191 亿元	5
图 16 5 月至今，股票型 ETF 净赎回 2589 亿元	5
图 17 5 月至今，A 股 IPO 融资规模 96 亿元	5
图 18 5 月至今，重要股东净减持 354 亿元	5
图 19 A 股整体 PE (TTM)、A 股 (除金融、石油石化) PE (TTM)	6
图 20 A 股主要行业最新估值 PE (TTM)	6
图 21 A 股主要行业最新估值 PB (LF)	6
图 22 万得全 A 股权风险溢价	6

3

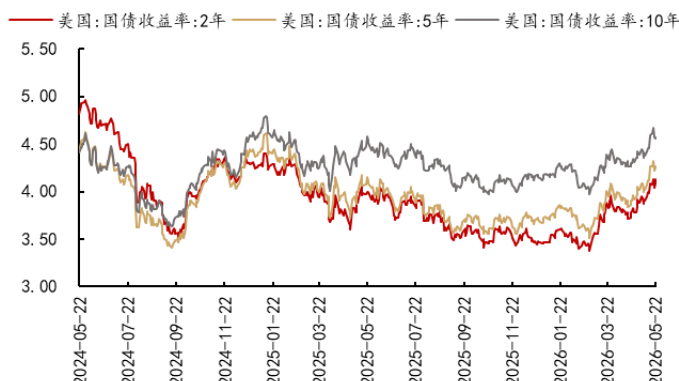
资金面与流动性

图 7 1 年期、10 年期国债收益率



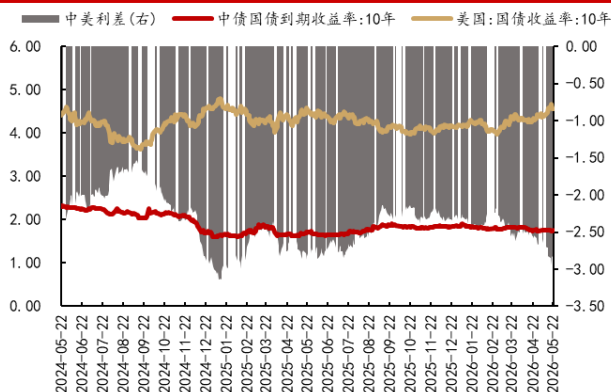
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2 年、5 年、10 年期美债利率



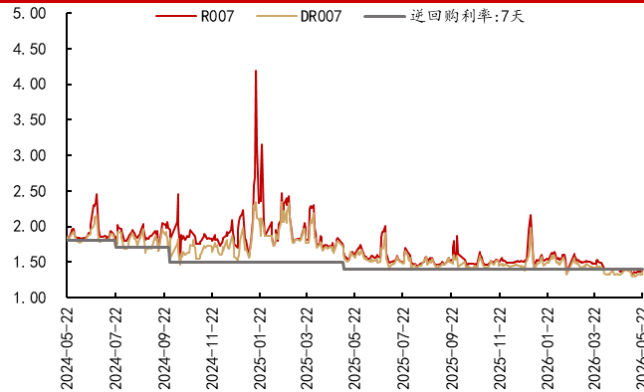
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 中美利差走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 市场利率与政策利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 本周美元指数震荡、人民币汇率升值



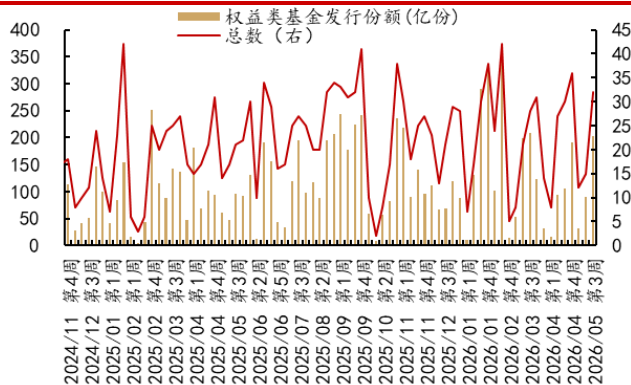
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 市场预期美联储到 2026 年底将加息 25 个基点

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.0%	96.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	81.6%	17.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	60.3%	34.4%	5.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	48.3%	39.6%	10.9%	1.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	32.1%	42.5%	20.6%	4.4%	0.4%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	26.2%	40.6%	24.6%	7.4%	1.1%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	19.6%	37.0%	28.6%	11.7%	2.7%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	17.1%	34.7%	29.7%	13.9%	3.9%	0.7%
2027/6/9	0.0%	0.0%	17.0%	34.7%	29.7%	13.9%	3.9%	0.7%
2027/7/28	0.0%	0.4%	17.4%	34.6%	29.4%	13.7%	3.8%	0.6%
2027/9/15	0.1%	2.7%	19.8%	33.9%	27.2%	12.4%	3.4%	0.6%
2027/10/27	0.1%	3.1%	20.1%	33.7%	26.9%	12.1%	3.3%	0.6%
2027/12/8	1.2%	9.1%	24.9%	31.3%	21.7%	9.1%	2.4%	0.4%

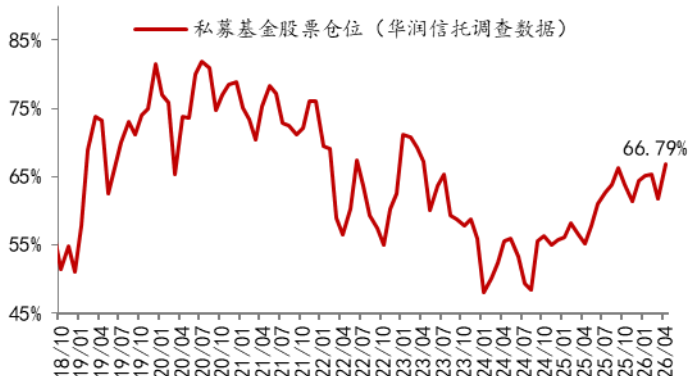
资料来源：CME，华西证券研究所

图 13 本周权益类基金发行份额 204 亿份



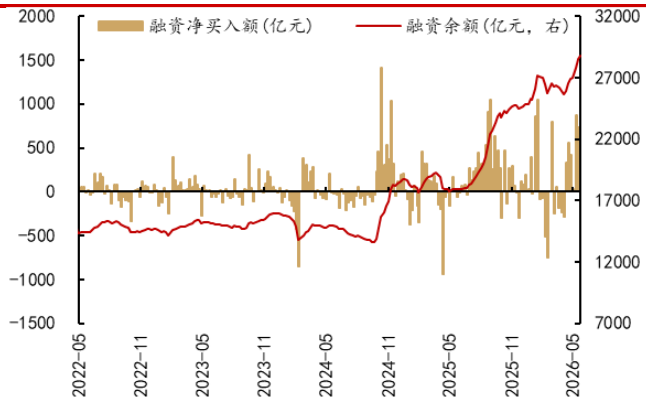
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 2026 年 4 月，私募基金股票仓位 66.79%



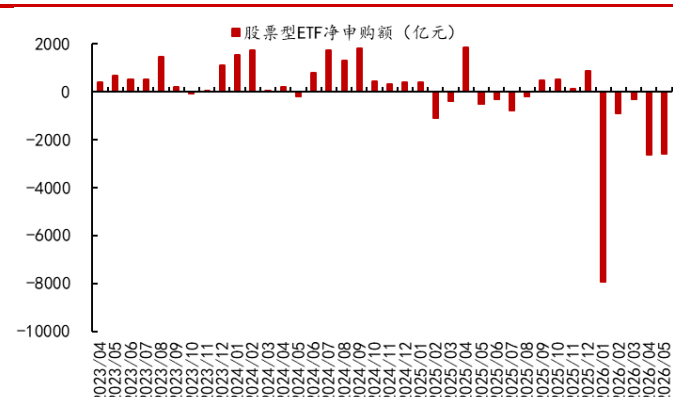
资料来源：华润信托，华西证券研究所

图 15 本周 A 股融资资金净买入 191 亿元



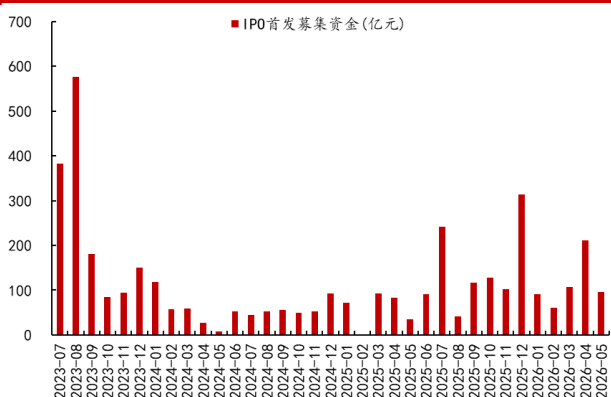
资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 5 月 21 日

图 16 5 月至今，股票型 ETF 净赎回 2589 亿元



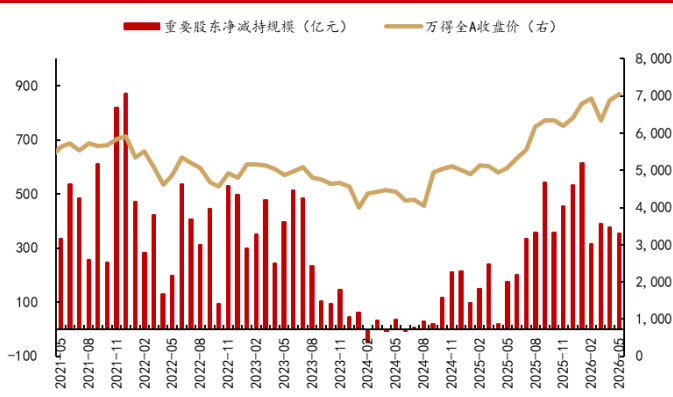
资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 5 月 22 日

图 17 5 月至今，A 股 IPO 融资规模 96 亿元



资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 5 月 22 日

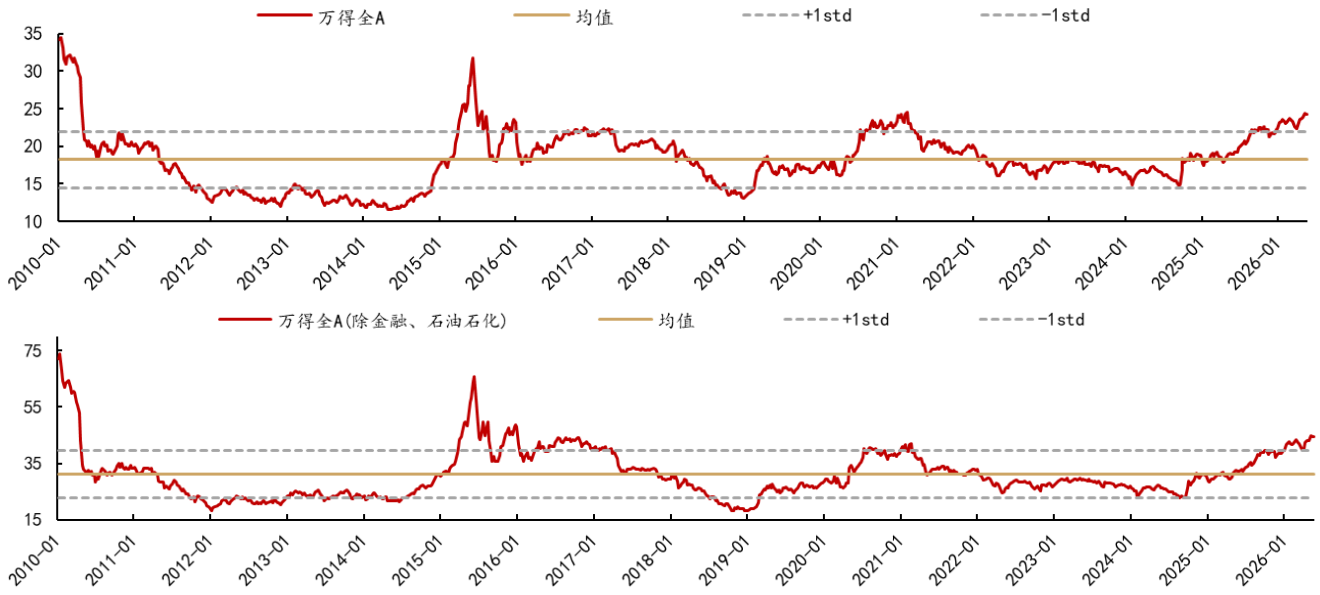
图 18 5 月至今，重要股东净减持 354 亿元



资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 5 月 22 日

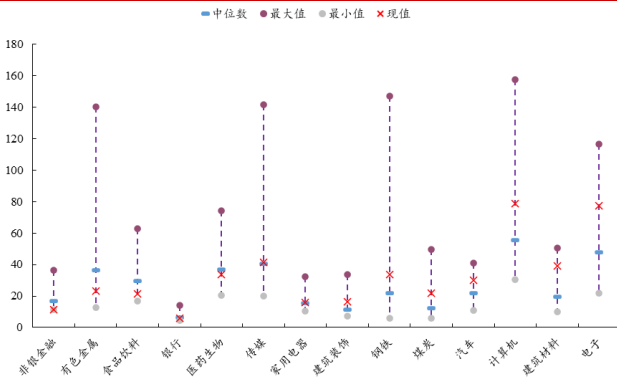
A 股估值与风险溢价

图 19 A 股整体 PE (TTM)、A 股(除金融、石油石化) PE (TTM)



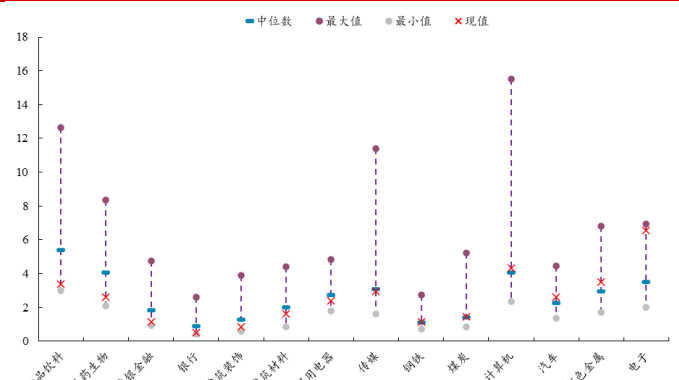
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 A 股主要行业最新估值 PE (TTM)



资料来源：Wind，华西证券研究所，按照分位数升序排列，自 2010 年 1 月起，截至 2026 年 5 月 22 日

图 21 A 股主要行业最新估值 PB (LF)



资料来源：Wind，华西证券研究所，按照分位数升序排列，自 2010 年 1 月起，截至 2026 年 5 月 22 日

图 22 万得全 A 股权风险溢价



资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。