

投资策略

市场波动背景下的行业配置思考

一、策略专题：市场波动背景下的行业配置思考

近期 A 股市场于高位出现波动放大的特征，本周五（本周指 5 月 29 日当周，下同）受《城市更新“十五五”规划》的政策催化，“高切低”也初现端倪，行业配置处于关键节点，本文对当前行业配置面临的两个重要问题进行分析：（1）科技 TMT 板块如何交易？（2）“高切低”是否参与？

1.1 科技 TMT：半导体转向区间交易，逢低关注光模块与 PCB 方向

半导体应由“持股待涨”转向“区间交易”。“五一”假期前后，A 股市场持续上行，半导体成为科技 TMT 板块中最为重要的弹性方向，技术面为上涨窄通道运行，应“持股待涨”。但近期该方向出现两大变化，或提示其交易策略应转向高抛低吸的“区间交易”，首先是 5 月 21 日半导体近期首次出现反包阴线，然后是 5 月 29 日半导体向下跌破通道下沿。

当资金从半导体撤出后，配置的首要思路就是切换到其他科技细分方向，建议逢低关注光模块与 PCB。参考美伊冲突后市场波动的经验，在市场风险偏好受挫、波动放大的过程中，光模块与光通信（光模块+光纤等）是逆势上涨的首要科技细分方向，光模块对应机构共识度，而光纤方向对应短期景气催化方向，彼时无人机对光纤的需求引发市场关注。当前阶段，光模块仍是机构共识度较高的细分方向，最重要的短期景气催化则是英伟达下一代 Rubin 机架的物料清单拆解，PCB 作为价值增幅最显著的下游零部件，或可取代光纤成为本轮市场波动过程中的重点关注方向，因而建议逢低关注光模块与 PCB。此外，胜宏科技作为 PCB 板块的重点标的，自 2025 年三季报后持续震荡，却于近期两次向上突破，也反映出市场对 PCB 板块的关注度逐渐提升。

1.2 “高切低”：难成趋势性行情，寻找右侧买入信号

“高切低”难成趋势性行情，更可能是景气趋势行情回调阶段的过渡板块。基本面逻辑看，无论是红利方向还是内需方向，都不具备成为趋势性行情的基础。红利作为经济弱相关方向，在经济衰退阶段更易取得不错表现，但从最新的 A 股盈利情况看，全 A 非金融 2025 年至今处于盈利上行周期，在存在景气方向可供投资者参与趋势交易的情况下，红利即使出现行情也更可能是趋势行情间的过渡行情。内需方向当前面临的最重要问题则是产能去化不充分，从 26Q1 财报所反映的行业供需格局看，多数内需行业都具备类似的特征，即库存与产能扩张分位处于低位，但固定资产周转率分位同样较低，反映当前多数内需行业库存较低、未来一段时间也不会有太多新增产能，但短期供需仍未实现平衡。

参与“高切低”应寻找右侧买入信号再行参与，并做好止盈止损计划。在难成趋势性行情的情况下，低位方向可能也很难出现普涨行情，因此左侧参与最大的风险就在于，我们不能保证自己左侧配置的方向会成为市场选择的进攻方向，因此在观察到右侧买入信号后再行参与更为安全。在 3 月报告《近期市场调整的复盘与应对》中，我们曾建议适当参与低位方向进行防守，便是因为观察到部分板块出现了较为合适的参与机会，以央企银行与调味发酵品为例，分别对应双底后确认突破买点与区间下沿企稳买点，止盈位置则分别对应前期阻力位与区间上沿，空间相对也有限。当前阶段，我们尚未观察到低位板块出现类似的右侧买入信号，建议继续等待类似于双底突破或下沿企稳的信号后再参与相应方向，考虑盈利空间可能有限，即使参与也要做好止盈止损计划。

作者

分析师 杨柳

执业证书编号：S0680524010002

邮箱：yangliu3@gszq.com

分析师 王昱涵

执业证书编号：S0680523070005

邮箱：wangyuhuan3665@gszq.com

相关研究

- 1、《投资策略：A 股 2025 年三季报全景分析》 2025-11-03
- 2、《投资策略：11 月策略观点与金股推荐：分化收敛，均衡应对》 2025-11-01
- 3、《海外市场：资源品和科技百花齐放——2025 年 11 月海外金股推荐》 2025-10-31

二、本周市场表现回顾（本周指 5 月 29 日当周）

2.1 A 股复盘：指数自高位震荡回落，周五出现“高切低”信号

本周沪指震荡回落，再次跌破 4100 点关口，5 月 15 日当周沪指一度向上突破，但未能保持在 4200 点上方，随后市场波动逐渐放大，并于 5 月 21 日跌破 4100 点关口，本周市场短暂修复后再次回落。周四晚国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确“十五五”时期城市更新主要指标，对顺周期板块形成催化，周五市场出现“高切低”信号，科技板块回落、传统内需方向修复。当前 A 股 ERP 为 2.47%，周内变动 9.62bp，反映市场风险偏好边际回落。

本周 A 股指数多数下跌，创业板指和沪深 300 表现居前。风格层面，其他服务和科技 TMT、大盘、低市盈率和绩优股占优。

申万行业多数下跌，煤炭、公用事业和通信涨幅居前，周度涨跌幅分别为 6.66%、6.58% 和 5.56%。山西留神峪煤业井下发生瓦斯爆炸事故，国家主席习近平作出重要指示，短期煤炭供给可能受限，对行业形成催化；近期市场波动放大，资金出现“高切低”特征，全行业视角下向公用事业切换，科技内部向通信切换。

2.2 全球权益：多数上涨，亚洲股市领涨

全球权益市场多数上涨。韩国 KOSPI、台湾证交所、日经 225 表现居前。

美股三大指数本周整体收涨，纳指表现相对较强。科技板块继续驱动美股表现，周二美光科技大涨超 19%、市值突破 1 万亿美元，周五戴尔大涨近 33%、创最大单日涨幅。

2.3 大类资产：原油价格持续调整，中美利差扩张

权益方面，本周全球市场上涨 1.64%。原油价格大幅调整，布伦特原油、伦敦金、LME 铜涨跌幅分别为 -11.10%、0.88%、-0.11%，铜金比、油金比均回落。利率债方面，中债、美债长短端利率均回落，10 年期中美利差扩张。汇率方面，美元指数下跌 0.30%，人民币升值 0.46%。

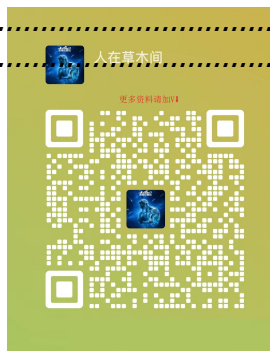
风险提示：1、地缘政治恶化；2、经济大幅衰退；3、政策超预期变化。

内容目录

一、策略专题：市场波动背景下的行业配置思考	4
1.1 科技 TMT：半导体转向区间交易，逢低关注光模块与 PCB 方向	4
1.2 “高切低”：难成趋势性行情，寻找右侧买入信号	6
二、本周市场表现回顾（本周指 5 月 29 日当周）	8
2.1 A 股复盘：指数自高位震荡回落，周五出现“高切低”信号	8
行情表现：指数自高位震荡回落，周五出现“高切低”信号	8
估值跟踪：指数分位多数下行，行业分位普遍下行	10
2.2 全球权益：多数上涨，亚洲股市领涨	11
2.3 大类资产：原油价格持续调整，中美利差扩张	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 上证指数走势	4
图表 2: 半导体指数走势	4
图表 3: 2026 年 3 月 3 日至 4 月 3 日区间逆势上涨的万得热门概念	5
图表 4: 胜宏科技股价走势	5
图表 5: 全 A/全 A 非金融归母净利润同比增速（累计，%）	6
图表 6: 申万行业营业收入同比（TTM，%），库销比、固定资产周转率与产能扩张指标历史分位（2010 年至今）	6
图表 7: 央企银行指数走势	7
图表 8: 调味发酵品指数走势	7
图表 9: 万得全 A 走势及其成交额、换手率	8
图表 10: 万得全 A 股权风险溢价(ERP)走势（%）	8
图表 11: A 股核心指数本周涨跌幅（%）	9
图表 12: A 股各类风格指数本周涨跌幅（%）	9
图表 13: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势	9
图表 14: 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势	9
图表 15: 申万一级行业本周涨跌幅（%）	10
图表 16: A 股市场指数 PE 估值历史分位（2010 年至今）	10
图表 17: 申万一级行业 PE 估值历史分位（2010 年至今）	11
图表 18: 全球重要股指本周涨跌幅（%）	11
图表 19: 美股市场与行业指数本周涨跌幅（%）	12
图表 20: 港股市场与行业指数本周涨跌幅（%）	12
图表 21: 布伦特原油与伦敦金价格走势	12
图表 22: 铜金比、油金比走势	12
图表 23: 全球大类资产本周表现	13
图表 24: 中美 10 年期国债收益率及利差走势（%）	13



一、策略专题：市场波动背景下的行业配置思考

近期 A 股市场于高位出现波动放大的特征，本周五（本周指 5 月 29 日当周，下同）受《城市更新“十五五”规划》的政策催化，“高切低”也初现端倪，行业配置处于关键节点，本文对当前行业配置面临的两个重要问题进行分析：（1）科技 TMT 板块如何交易？（2）“高切低”是否参与？

图表1：上证指数走势



1.1 科技 TMT：半导体转向区间交易，逢低关注光模块与 PCB 方向

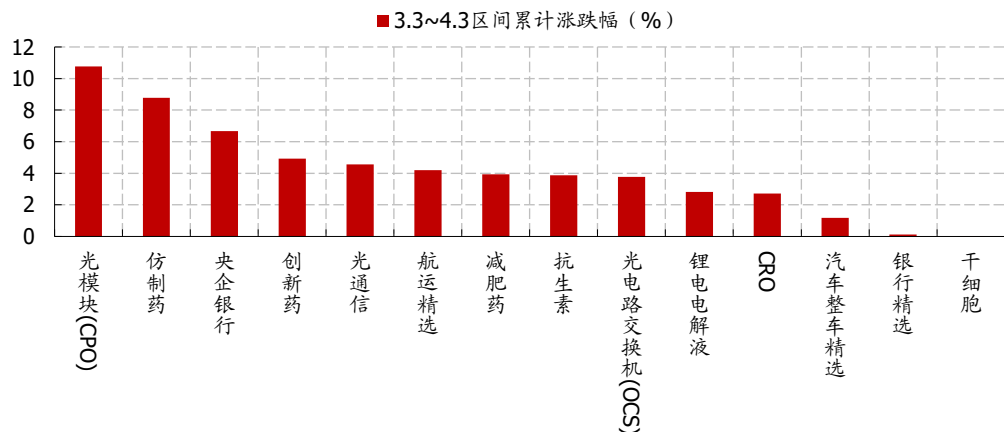
半导体应由“持股待涨”转向“区间交易”。“五一”假期前后，A 股市场持续上行，半导体成为科技 TMT 板块中最为重要的弹性方向，技术面为上涨窄通道运行，应“持股待涨”。但近期该方向出现两大变化，或提示其交易策略应转向高抛低吸的“区间交易”，首先是 5 月 21 日半导体近期首次出现反包阴线，然后是 5 月 29 日半导体向下跌破通道下沿。

图表2：半导体指数走势



当资金从半导体撤出后，配置的首要思路就是切换到其他科技细分方向，建议逢低关注光模块与 PCB。参考美伊冲突后市场波动的经验，在市场风险偏好受挫、波动放大的过程中，光模块与光通信（光模块+光纤等）是逆势上涨的首要科技细分方向，光模块对应机构共识度，而光纤方向对应短期景气催化方向，彼时无人机对光纤的需求引发市场关注。当前阶段，光模块仍是机构共识度较高的细分方向，最重要的短期景气催化则是英伟达下一代 Rubin 机架的物料清单拆解，PCB 作为价值增幅最显著的下游零部件，或可取代光纤成为本轮市场波动过程中的重点关注方向，因而建议逢低关注光模块与 PCB。此外，胜宏科技作为 PCB 板块的重点标的，自 2025 年三季报后持续震荡，却于近期两次向上突破，也反映出市场对 PCB 板块的关注度逐渐提升。

图表3: 2026 年 3 月 3 日至 4 月 3 日区间逆势上涨的万得热门概念



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 胜宏科技股价走势



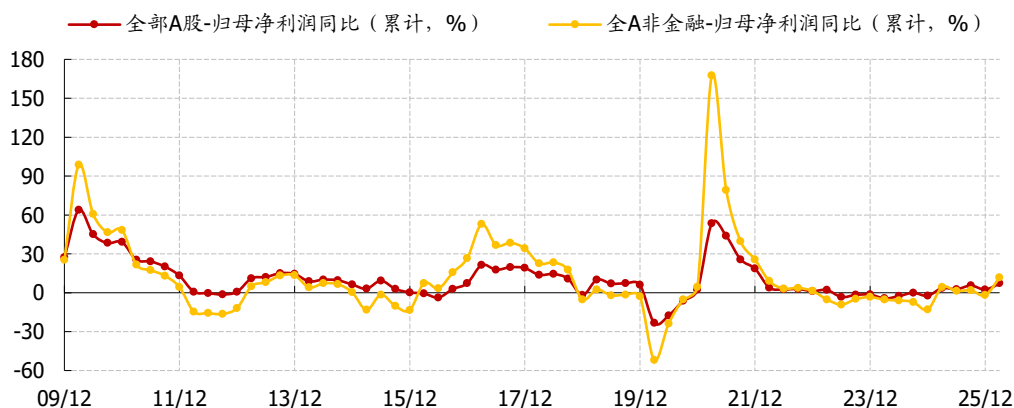
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 “高切低”：难成趋势性行情，寻找右侧买入信号

“高切低”难成趋势性行情，更可能是景气趋势行情回调阶段的过渡板块。基本面逻辑看，无论是红利方向还是内需方向，都不具备成为趋势性行情的基础。红利作为经济弱相关方向，在经济衰退阶段更易取得不错表现，但从最新的 A 股盈利情况看，全 A 非金融 2025 年至今处于盈利上行周期，在存在景气方向可供投资者参与趋势交易的情况下，红利即使出现行情也更可能是趋势行情间的过渡行情。内需方向当前面临的最重要问题则是产能去化不充分，从 26Q1 财报所反映的行业供需格局看，多数内需行业都具备类似的特征，即库存与产能扩张分位处于低位，但固定资产周转率分位同样较低，反映当前多数内需行业库存较低、未来一段时间也不会有太多新增产能，但短期供需仍未实现平衡。

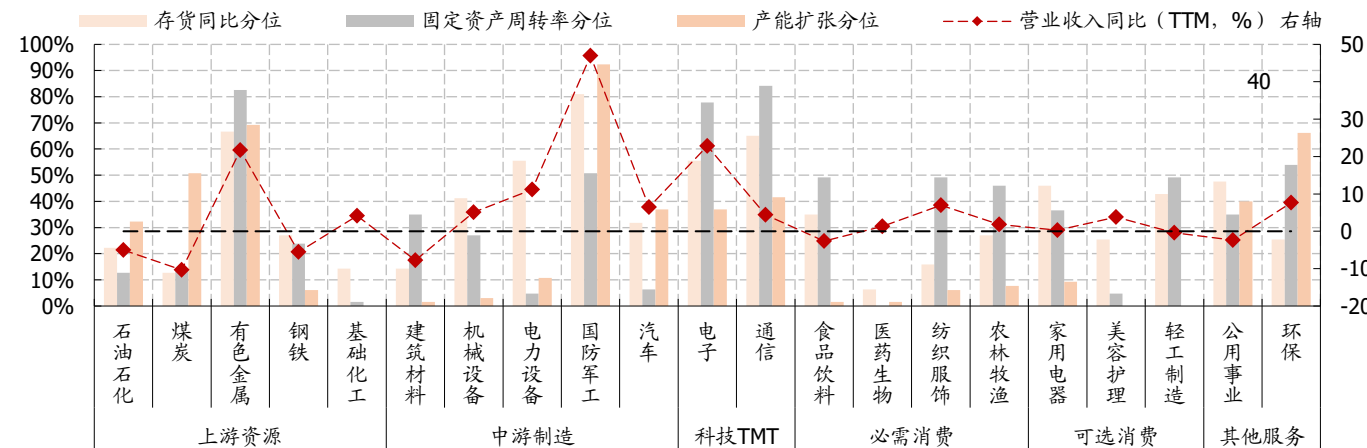
参与“高切低”应寻找右侧买入信号再行参与，并做好止盈止损计划。在难成趋势性行情的情况下，低位方向可能也很难出现普涨行情，因此左侧参与最大的风险就在于，我们不能保证自己左侧配置的方向会成为市场选择的进攻方向，因此在观察到右侧买入信号后再行参与更为安全。在 3 月报告《近期市场调整的复盘与应对》中，我们曾建议适当参与低位方向进行防守，便是因为观察到部分板块出现了较为合适的参与机会，以央企银行与调味发酵品为例，分别对应双底后确认突破买点与区间下沿企稳买点，止盈位置则分别对应前期阻力位与区间上沿，空间相对也有限。当前阶段，我们尚未观察到低位板块出现类似的右侧买入信号，建议继续等待类似于双底突破或下沿企稳的信号后再参与相应方向，考虑盈利空间可能有限，即使参与也要做好止盈止损计划。

图表5：全 A/全 A 非金融归母净利润同比增速（累计，%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：中万行业营业收入同比（TTM，%），库销比、固定资产周转率与产能扩张指标历史分位（2010 年至今）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7: 央企银行指数走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 调味发酵品指数走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

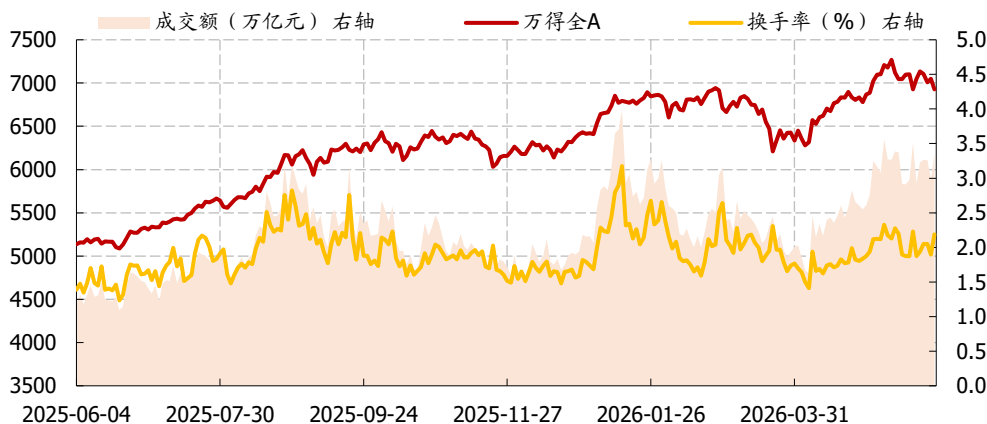
二、本周市场表现回顾（本周指 5 月 29 日当周）

2.1 A 股复盘：指数自高位震荡回落，周五出现“高切低”信号

行情表现：指数自高位震荡回落，周五出现“高切低”信号

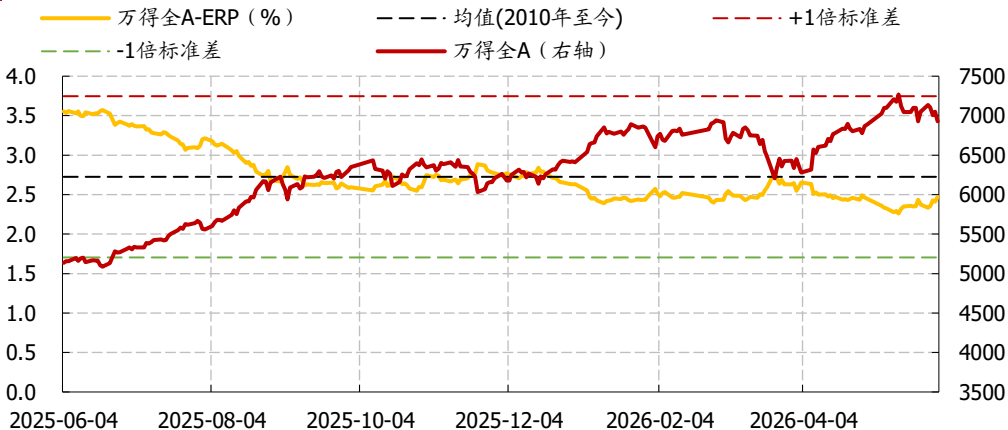
本周沪指震荡回落，再次跌破 4100 点关口，5 月 15 日当周沪指一度向上突破，但未能保持在 4200 点上方，随后市场波动逐渐放大，并于 5 月 21 日跌破 4100 点关口，本周市场短暂修复后再次回落。周四晚国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确“十五五”时期城市更新主要指标，对顺周期板块形成催化，周五市场出现“高切低”信号，科技板块回落、传统内需方向修复。当前 A 股 ERP 为 2.47%，周内变动 9.62bp，反映市场风险偏好边际回落。

图表9：万得全 A 走势及其成交额、换手率



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：万得全 A 股权风险溢价(ERP)走势 (%)



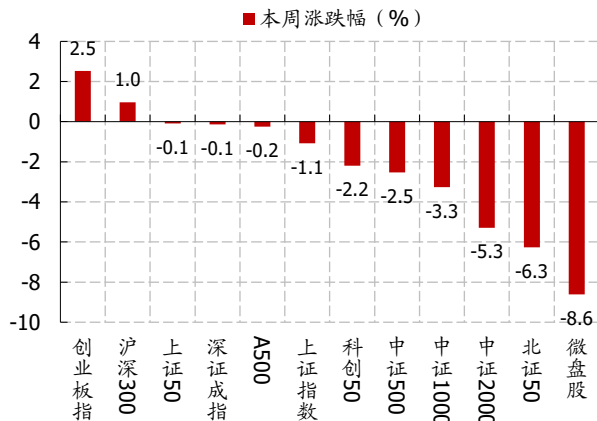
资料来源：wind，国盛证券研究所

本周 A 股指数多数下跌。创业板指和沪深 300 表现居前，周度涨跌幅分别为 2.53%和 0.97%；微盘股和北证 50 表现较弱，周度涨跌幅分别为-8.61%和-6.27%。

风格绝对表现看，其他服务和科技 TMT、大盘、低市盈率和绩优股占优。资金风格方面，基金重仓指数、陆股通指数和茅指数涨跌幅分别为-1.87%、-3.71%和-0.44%；行业风

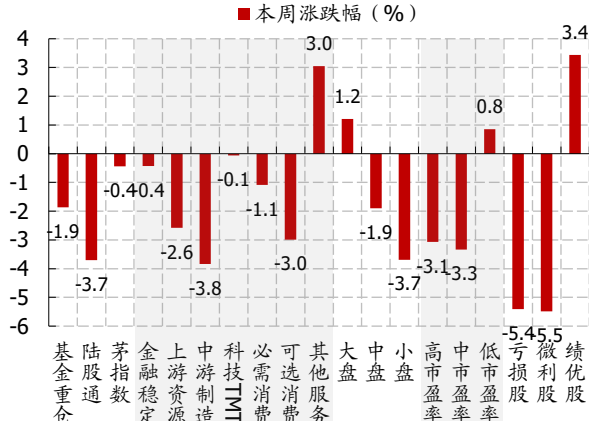
格方面,其他服务(3.05%)和科技 TMT(-0.06%)表现占优;个股特征方面,大盘(1.21%)、低市盈率(0.85%)和绩优股(3.44%)表现占优。

图表11: A 股核心指数本周涨跌幅(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

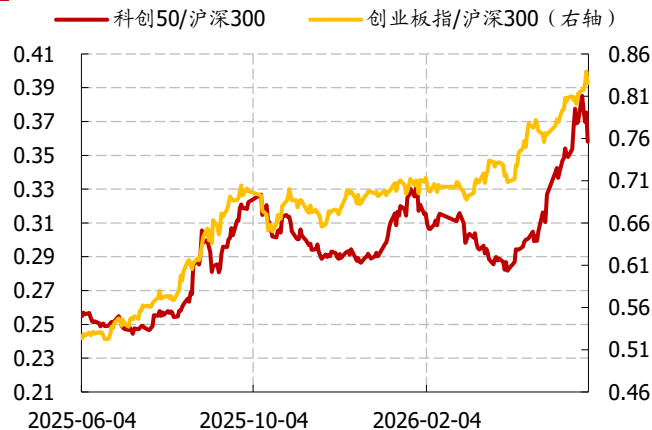
图表12: A 股各类风格指数本周涨跌幅(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风格相对表现看,双创相对价值表现分化,小微盘相对大盘表现较弱。本周科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300、中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 表现分别为-3.14%、1.54%、-6.2%和-9.49%。

图表13: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

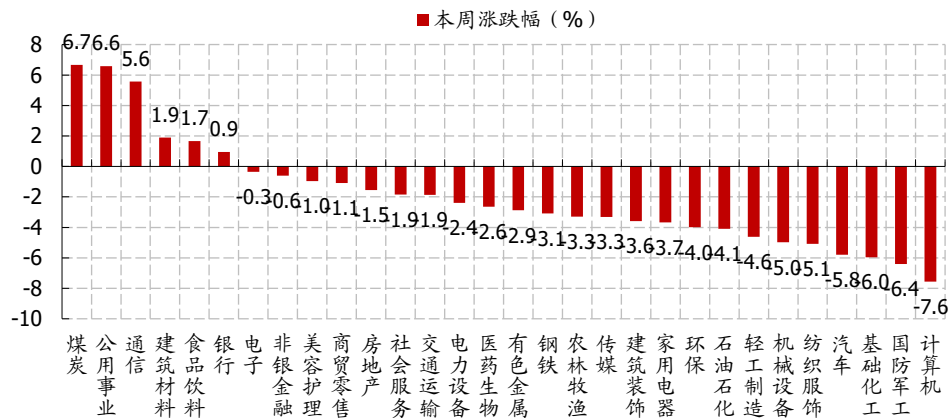
图表14: 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

申万行业多数下跌,煤炭、公用事业和通信涨幅居前,周度涨跌幅分别为 6.66%、6.58%和 5.56%。山西留神峪煤业井下发生瓦斯爆炸事故,国家主席习近平作出重要指示,短期煤炭供给可能受限,对行业形成催化;近期市场波动放大,资金出现“高切低”特征,全行业视角下向公用事业切换,科技内部向通信切换。

图表15: 申万一级行业本周涨跌幅 (%)

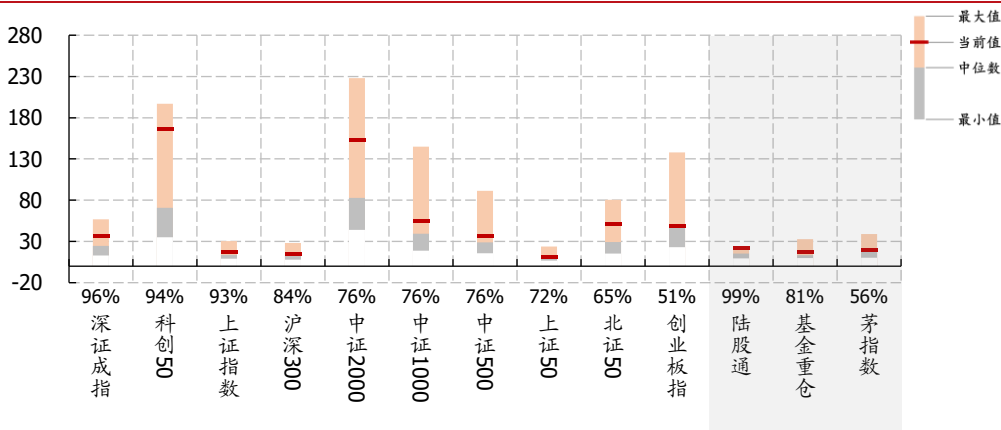


资料来源: wind, 国盛证券研究所

估值跟踪: 指数分位多数下行, 行业分位普遍下行

市场指数估值分位多数下行。当前深证成指 (95.93%)、科创 50 (94.32%)、上证指数 (93.17%) 的 PE 估值分位较高, 本周创业板指、沪深 300、上证 50 分位回升较多, 分别变动 1、0.7、0.13 个百分点。

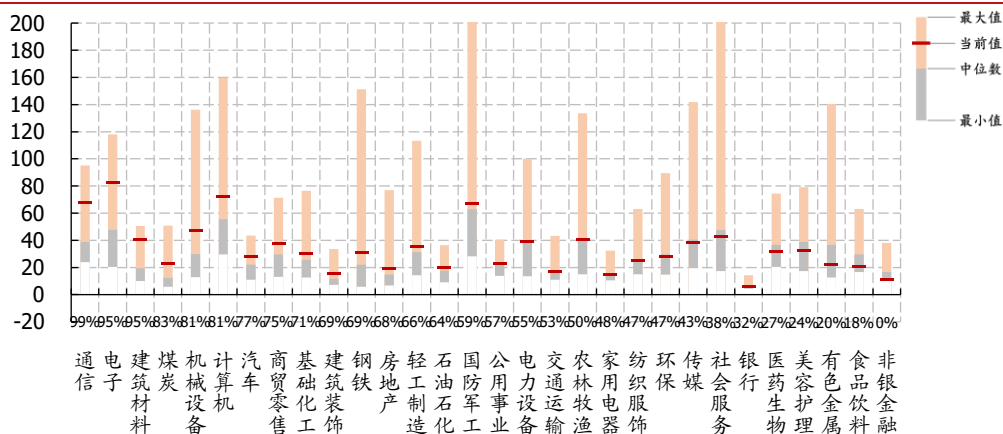
图表16: A 股市场指数 PE 估值历史分位 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

申万行业估值分位多数下行。当前 PE 估值分位前三行业分别是计算机 (98.82%)、电子 (95.45%)、建筑材料 (95.45%), 本周分位提升前三行业是公用事业、煤炭和食品饮料, 分别回升 7.89、4.12 和 2.61 个百分点。

图表17: 申万一级行业 PE 估值历史分位 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 全球权益: 多数上涨, 亚洲股市领涨

全球权益市场多数上涨。韩国 KOSPI、台湾证交所、日经 225 表现居前, 本周涨跌幅分别为 8.01%、5.83%、4.72%。

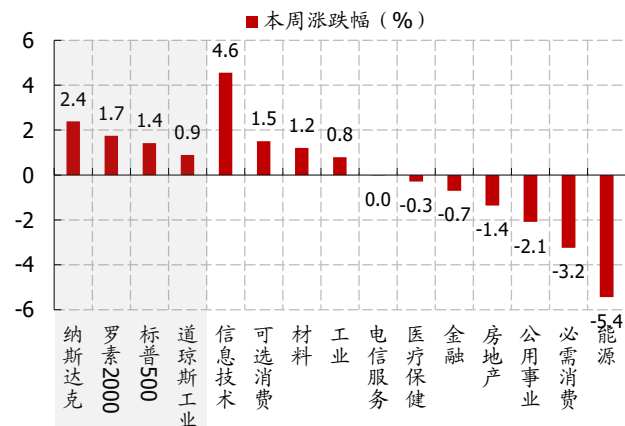
图表18: 全球重要股指本周涨跌幅 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

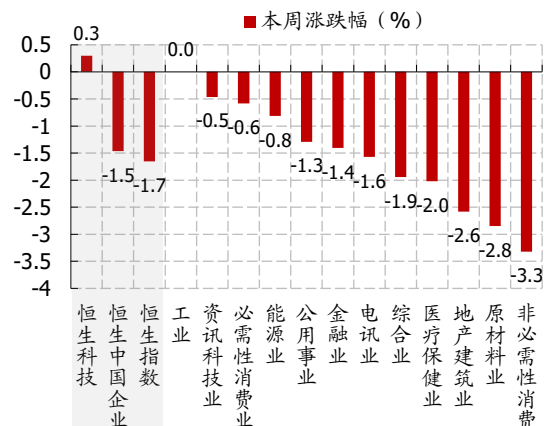
美股三大指数本周整体收涨, 纳指表现相对较强。科技板块继续驱动美股表现, 周二美光科技大涨超 19%、市值突破 1 万亿美元, 周五戴尔大涨近 33%、创最大单日涨幅。

图表19: 美股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表20: 港股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 大类资产：原油价格持续调整，中美利差扩张

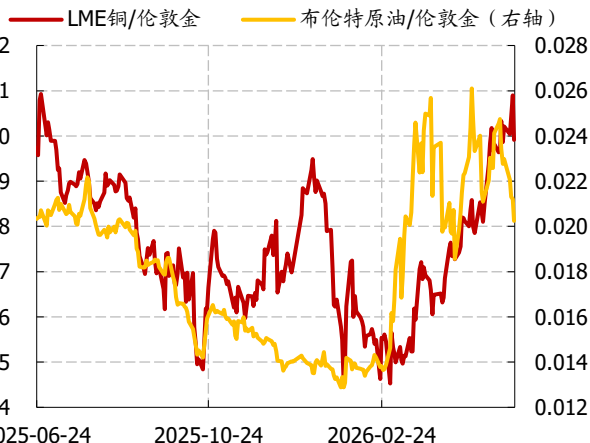
权益方面，本周全球市场上涨 1.64%。原油价格大幅调整，布伦特原油、伦敦金、LME 铜涨跌幅分别为 -11.10%、0.88%、-0.11%，铜金比、油金比均回落。**利率债方面**，中债、美债长短端利率均回落，10 年期中美利差扩张。**汇率方面**，美元指数下跌 0.30%，人民币升值 0.46%。

图表21: 布伦特原油与伦敦金价格走势



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表22: 铜金比、油金比走势



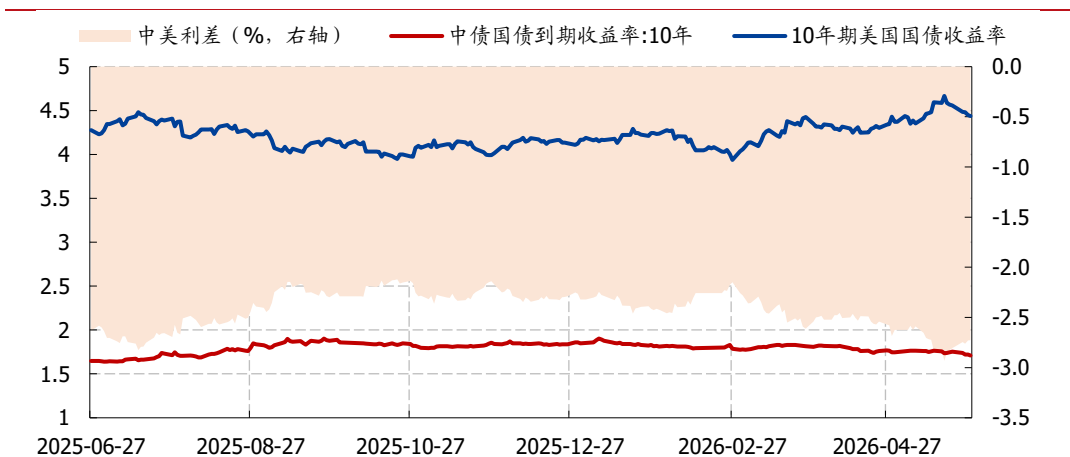
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表23: 全球大类资产本周表现

权益		涨跌幅 (%)	本周价格	上周价格
MSCI全球市场		1.64	1130.75	1112.55
MSCI发达市场		1.32	4864.59	4801.11
MSCI新兴市场		3.92	1752.15	1686.05
大宗商品		涨跌幅 (%)	本周价格	上周价格
布伦特原油 (美元/桶)		-11.10	92.05	103.54
伦敦金 (美元/盎司)		0.88	4545.95	4506.15
LME铜 (美元/吨)		-0.11	13599.71	13614.84
利率债		变动 (bp)	本周价格	上周价格
中国	1年期国债收益率	-1.72	1.16%	1.18%
	10年期国债收益率	-4.29	1.71%	1.75%
美国	1年期国债收益率	-6.70	3.78%	3.84%
	10年期国债收益率	-12.23	4.44%	4.56%
中美利差	1年期利差	4.98	-2.62%	-2.67%
	10年期利差	7.94	-2.73%	-2.81%
外汇		涨跌幅 (%)	本周价格	上周价格
美元指数		-0.30	98.94	99.24
人民币兑美元		0.46	0.1478	0.1471
可转债		涨跌幅 (%)	本周价格	上周价格
中证转债指数		-1.18	503.40	509.42
信用债		变动 (bp)	本周价格	上周价格
中国	3年期AAA+中票信用利差	0.06	0.15%	0.15%
	5年期AAA+中票信用利差	-0.17	0.18%	0.19%
美国	IG债OAS利差	-0.08	0.25%	0.25%
	HY债OAS利差	-4.15	2.56%	2.60%

资料来源: wind, bloomberg, 国盛证券研究所

图表24: 中美 10 年期国债收益率及利差走势 (%)



资料来源: wind, bloomberg, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、地缘政治恶化: 将抑制全球贸易增长与跨境资本流动，阻碍全球经济复苏;
- 2、经济大幅衰退: 将对企业基本面、投资者情绪等造成负面影响，放大市场波动;
- 3、政策超预期变化: 可能引发国内经济与市场情绪出现超预期波动。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com