仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·策略深度

深度复盘 2026Q2

——A 股观往知来系列之十四

投资策略

核心观点

2026 年二季度，市场盘面极致分化、结构性行情明显、核心矛盾在于行业基本面具备绝对优势与交易结构绝对拥挤。4 月上旬美伊冲突持续，海峡封锁高通胀与流动性紧缺。4 月 8 日停战后风险偏好快速修复，一季报密集披露算力产业链业绩普遍超预期，资金迅速向海外算力链条集中。4 月底至 5 月上旬，海外科技巨头资本开支指引上修，市场切换为业绩驱动，全球科技股共振大涨。5 月下旬至 6 月中旬，算力赛道对全市场产生显著虹吸，算力内部呈现梯队式轮动。期间地缘事件反复、高利率高油价加剧宏观扰动，全球波动加大亚太市场经历多轮共振大跌。6 月下旬市场企稳修复，美伊达成协议创造宏观利多，极致交易拥挤边际缓解，金融、周期、消费、医药等低位板块陆续轮涨，资金尝试向均衡配置扩散。

2026 年 Q2 复盘

Q2 市场行情大致可以分为以下 5 个阶段：

1）阶段一（4.1-4.8）： 4 月上旬美伊冲突及流动性紧张，市场继续回调，海峡封锁原油价格巨震。

2）阶段二（4.8-4.23）：停战重塑风险偏好，一季报算力剪刀差显现，全球算力开启主升浪。

3）阶段三（4.23-5.13）：海外巨头资本开支上修，高景气推动全球科技股共振大涨。海外科技巨头财报季密集披露，全年资本开支指引再度上修，算力景气度从预期叙事转向订单验证，行情逻辑强化。市场从一季度宏观驱动正式切换为业绩驱动。

4）阶段四（5.14-6.11）：算力显著虹吸，资金从其他板块抽离并涌入科技成长，大盘震荡下行算力内部轮动梯队式上涨。

5）阶段五（6.11-6.30）：市场企稳修复，美伊达成协议创造宏观利多，极致交易拥挤边际缓解，金融、周期、消费、医药等低位板块陆续轮涨，资金尝试向均衡配置扩散。但算力基本面与估值并未显著过热，再平衡需求强但未切换，三季度或会迎来更猛烈调整。

通过对 26Q2 市场行情的复盘，我们得出以下启示：1）A 股结构性行情多诞生于宏观疲弱、政策催化、行业基本面极致分化的环境中；2）主线大切换需要基本面强弱收敛，仅交易拥挤不足以颠覆强势主线，只有拥挤度极端恶化才会触发主线切换。

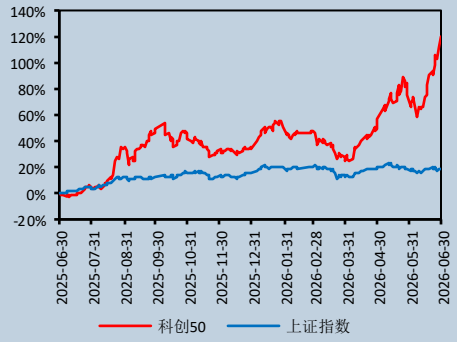
风险提示：政策落地不及预期；中美战略博弈加剧风险；美股波动超预期。

黄文涛
huangewentao@csc.com.cn
SAC 执证编号：S1440510120015
SFC 执证编号：BE0134

何盛
hesheng@csc.com.cn
SAC 执证编号：S1440522090002

发布日期： 2026 年 07 月 11 日

上证指数走势图



深证成指走势图



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

引言 1
一、2026 年 Q2 复盘 2
市场行情复盘 2
国内基本面变化过程 2
海外基本面变化过程 4
二、二季度行情给我们带来什么启示？ 6
交易拥挤的讨论：复盘 A 股历史上的结构性行情 6
为什么切换比大家想象的更困难、极度拥挤之后呈现为算力内部轮动而非切换 10
总结 11
风险分析 12

仅供内部参考，请勿外传！

引言

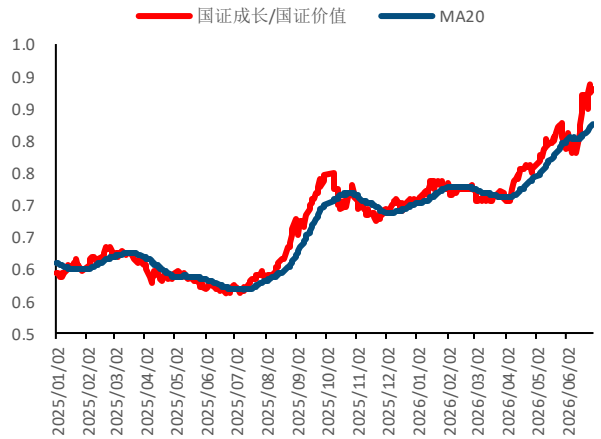
2026 年二季度，市场盘面极致分化、结构性行情明显、核心矛盾在于行业基本面具备绝对优势与交易结构绝对拥挤，全球呈现共振调整状态。算力实现从宏观叙事到产业基本面验证的转变，虹吸效应愈演愈烈，投资重心从涨价周期正式切换至业绩驱动，围绕海外算力、国产算力展开，月末呈现低位轮涨的资金均衡配置尝试。4月上旬美伊冲突持续，海峡封锁高通胀与流动性紧缺。4月 8日停战后风险偏好快速修复，一季报密集披露算力产业链业绩普遍超预期，资金迅速向海外算力链条集中。4 月底至 5 月上旬，海外科技巨头资本开支指引上修，市场切换为业绩驱动，全球科技股共振大涨。5 月下旬至 6 月中旬，算力赛道对全市场产生显著虹吸，算力内部呈现梯队式轮动。期间地缘事件反复、高利率高油价加剧宏观扰动，全球波动加大亚太市场经历多轮共振大跌。6 月下旬市场企稳修复，美伊达成协议创造宏观利多，极致交易拥挤边际缓解，金融、周期、消费、医药等低位板块陆续轮涨，资金尝试向均衡配置扩散。

图表1： 大小盘风格图



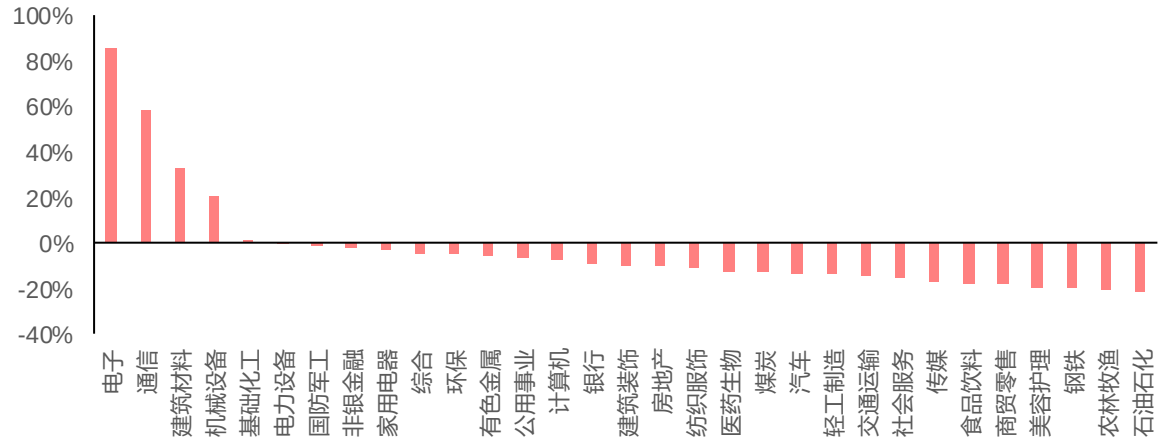
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表2： 成长价值风格图



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表3： Q4 申万一级行业涨跌幅



数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

一、2026 年 Q2 复盘

市场行情复盘

Q2 市场行情大致可以分为以下 5 个阶段：

1）阶段一（4.1-4.8）： 4 月上旬美伊冲突及流动性紧张，市场继续回调，海峡封锁原油价格巨震。

2）阶段二（4.8-4.23）：停战重塑风险偏好，一季报算力剪刀差显现，全球算力开启主升浪。4 月 8 日特朗普宣布停战，油价上行风险止住，全球风险偏好修复。一季报密集披露，算力产业链业绩普遍超预期而大部分传统行业业绩承压，资金迅速向业绩确定性最高的海外算力链条如光模块、光纤等集中，创业板创历史新高。

3）阶段三（4.23-5.13）：海外巨头资本开支上修，高景气推动全球科技股共振大涨。海外科技巨头财报季密集披露，全年资本开支指引再度上修，算力景气度从预期叙事转向订单验证，行情逻辑强化。市场从一季度宏观驱动正式切换为业绩驱动，创业板指与科创 50 走强，量能维持高位，市场进入典型的业绩主升浪阶段。

4）阶段四（5.14-6.11）：算力虹吸效应极致演绎，内部深度轮动后交易拥挤，叠加宏观扰动引发高位回调。算力显著虹吸，资金从其他板块持续抽离并涌入科技成长，大盘震荡下行，国内 4 月后宏观经济数据加速下滑加剧抱团。算力内部轮动，光模块、光纤、半导体、PCB、MLCC 等环节梯队式上涨。期间宏观扰动与高利率高油价加剧全球波动，韩国指数为风向标，亚太共振同步经历几轮大跌。此阶段市场主要讨论在于泡沫。

5）阶段五（6.11-6.30）：急跌后市场企稳修复，资金抱团边际缓解，其他板块轮涨。市场企稳修复，美伊达成协议创造宏观利多，极致交易拥挤边际缓解，金融、周期、消费、医药等低位板块陆续轮涨，资金尝试向均衡配置扩散。但算力基本面与估值并未显著过热，再平衡需求强但未切换，三季度或会迎来更猛烈调整。

图表4： 26 年 Q2 市场行情演绎过程（上证指数走势）



数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

阶段一（4.1-4.8）：4 月初美伊冲突持续，海峡封锁原油价格巨震，风险偏好急跌流动性紧张，市场继续回调。2 月初开启的美伊冲突在 3 月底 4 月初持续升级且局势复杂多变，市场围绕谈判信号反复波动。美以加大对伊朗基础设施和经济目标的打击，伊朗方面采取强硬反击将美国科技企业列为打击目标。外交层面美伊出现严重分化：特朗普不断释放谈判进展信号，宣称战事接近完成，而伊朗拒绝实质性谈判。**另一方面，美以军事行动从空中打击转向地面行动准备。**美军完成相当规模的地面部队集结，数百名特种部队成员已抵达中东，海陆空军种汇合。伊朗声称已动员超过 100 万名作战人员，准备与美国进行地面作战。

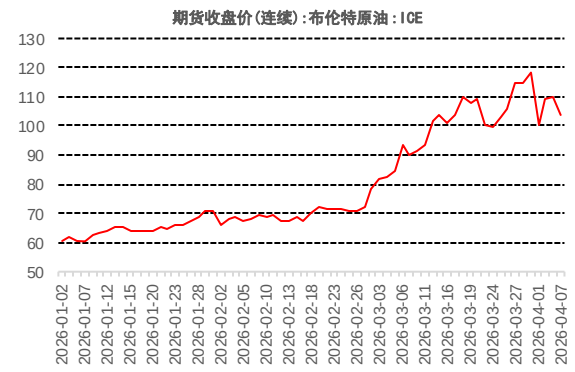
图表5： 3 月底 4 月初中东局势

3 月 30 日（周一）	伊朗议会国家安全委员会通过霍尔木兹海峡管理方案，禁止美以和参与对伊朗单边制裁的国家船只通行
	特朗普威胁若短期内未达成协议，将炸毁伊朗所有发电站、油井及哈尔克岛，可能还包括海水淡化厂
	伊朗否认与美国直接谈判，不参加巴基斯坦主导的有关战争会议
3 月 31 日（周二）	特朗普表示即使霍尔木兹海峡仍大体关闭，也愿意结束对伊朗的军事行动，对伊朗战争很可能很快结束
	伊朗伊斯兰革命卫队将中东地区与美国信息通信技术和人工智能企业有关的公司机构作为打击目标
4 月 1 日（周三）	特朗普在社交媒体称伊朗方面 “刚刚向美国请求停火”
	伊朗外交部发言人驳斥特朗普言论为 “虚假且毫无根据”
4 月 2 日（周四）	特朗普威胁升级战事，未来两到三周将对伊朗开展猛烈打击，还称美国不需要霍尔木兹海峡
	伊朗与阿曼起草协议共管霍尔木兹海峡，海湾国家考虑修建新输油管道
4 月 3 日（周五）	特朗普威胁称，接下来将打击伊朗桥梁和发电厂
	伊朗警告将摧毁美国和以色列在中东地区的所有资产和基础设施
	一架美军 F-15E 战机在伊朗境内被击落，另有一架美军 A-10 战机在霍尔木兹海峡附近坠毁
4 月 4 日（周六）	霍尔木兹海峡封锁出现松动迹象。一艘法国集装箱船和一艘日本所有的石油气运输船相继穿越这一关键水道，成为已知的首批与美国传统盟友国家有关联的船只成功通行

数据来源：Wind，中信建投证券

由于整体局势短期内难见缓和迹象，国际原油期货在 100-110 美元附近大幅波动，布油现货价格已突破 140 美元，VIX 指数也仍在高位徘徊，全球流动性收紧市场显著回调。

图表6： 布伦特原油期货价格（美元/桶）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表7： VIX 指数

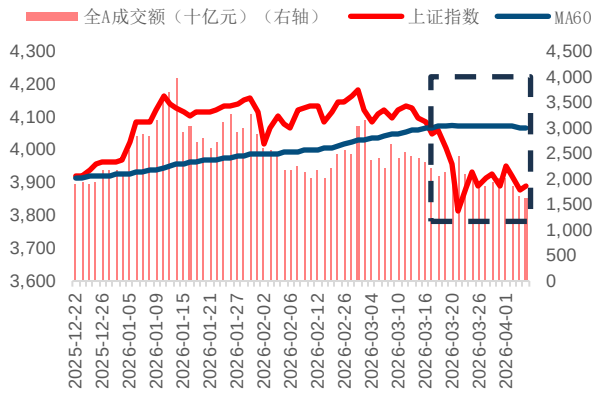


数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

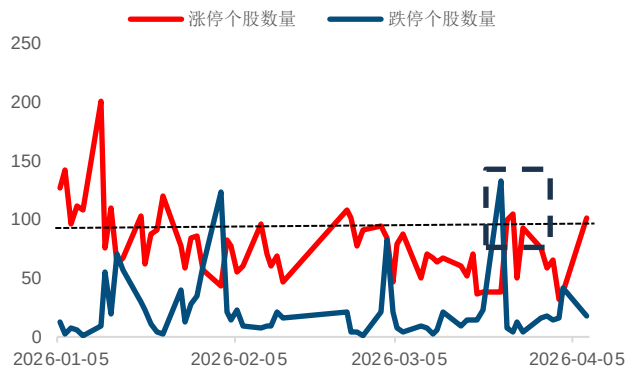
该阶段，市场情绪快速下滑，等待抄底时机，资金短期观望态度浓厚，能源安全与通胀成为市场主线。A 股市场风险偏好急跌，出现百股跌停和跌停超涨停情况，日成交额缩量至近 1.6 万亿，以两融资金为代表的高风偏资金活跃度明显下降。与全球性的油气供给困难不同的是，在“富煤贫油少气”的资源禀赋下，我国煤炭供给充足，煤炭构成能源安全压舱石。中国的煤化工资产可以在石油的原料用途上对它进行替代，缓解其因为战争动乱带来的紧缺问题，市场围绕石油天然气制造等最确定性受益方向。

图表8： 市场调整较充分



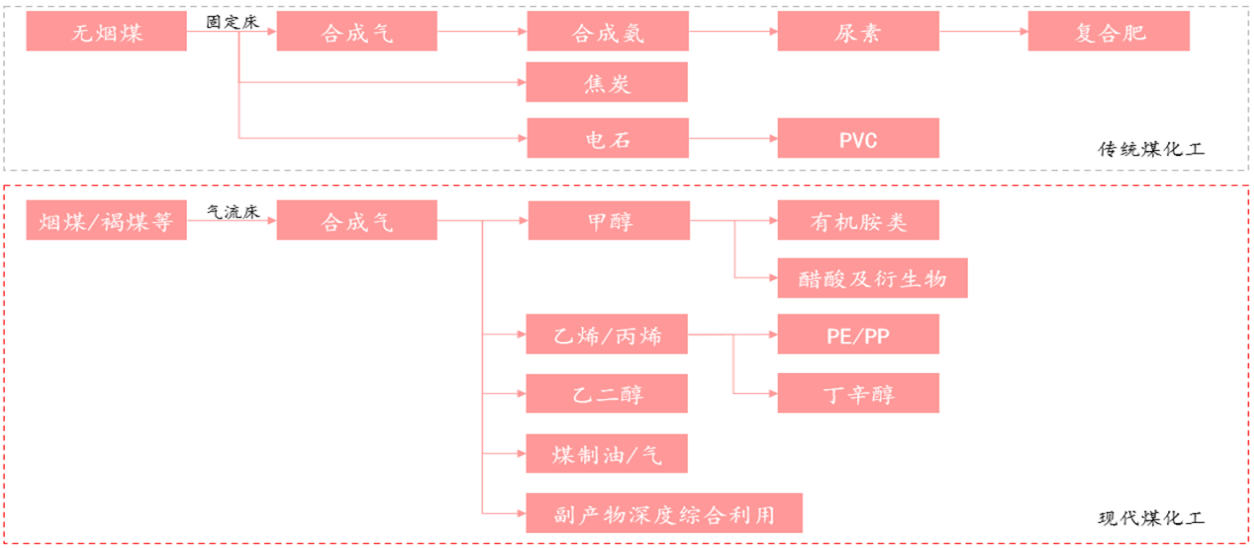
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表9： 出现百股跌停和跌停超过涨停情况



数据来源：iFinD，中信建投证券

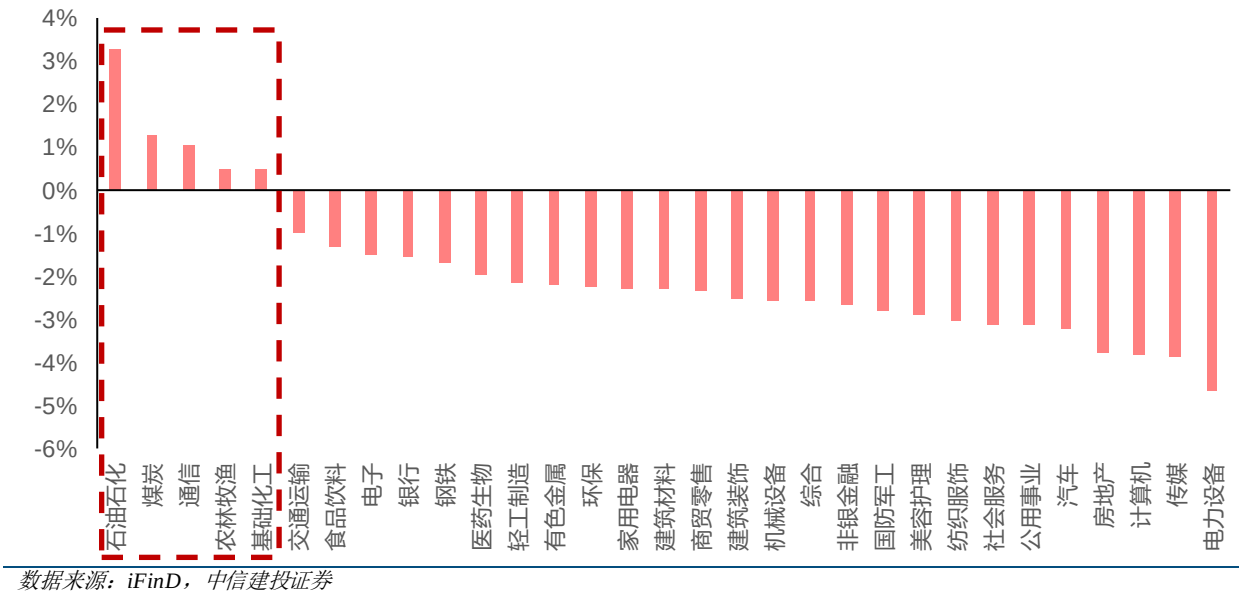
图表10： 传统煤化工与现代煤化工产业链



数据来源：中信建投证券

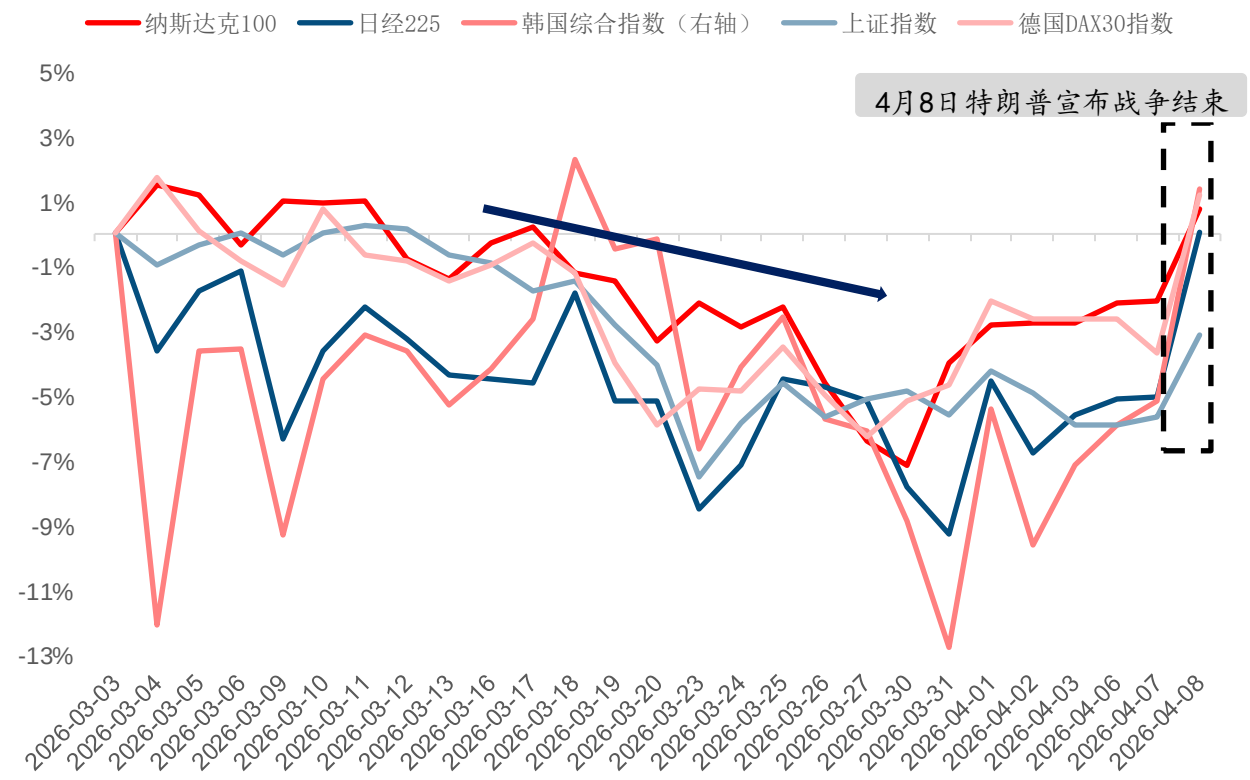
仅供内部参考，请勿外传！

图表11： 4月初至4月7日美伊停战前市场聚焦能源安全与通胀主线



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表12： 冲突爆发后全球市场共振大跌



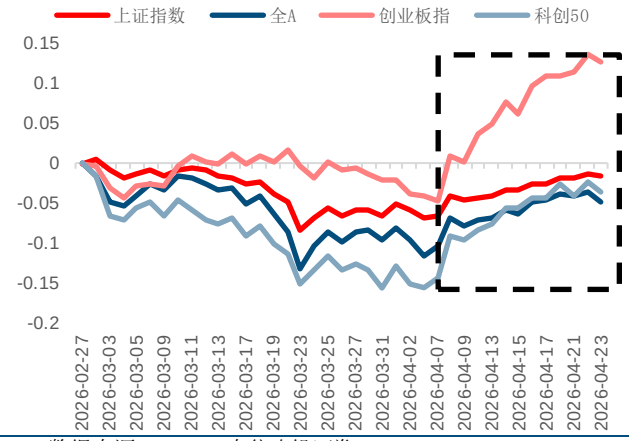
数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

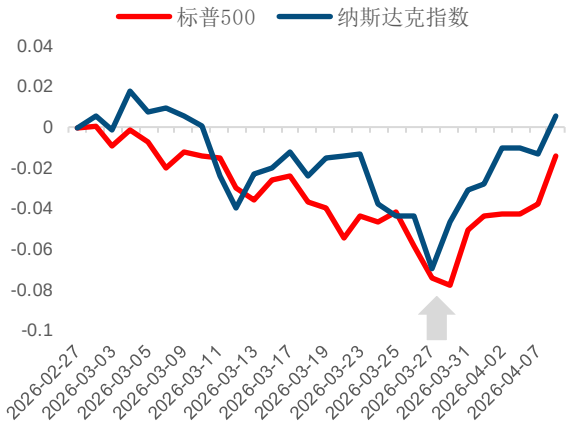
阶段二（4.8-4.23）停战重塑风险偏好，一季报算力剪刀差显现，全球算力开启主升浪。4 月 8 日特朗普宣布停战，海外地缘风险降温，油价上行风险止住，全球风险偏好修复。随后进入一季报密集披露期，市场格局呈现极端算力剪刀差，算力产业链行业业绩普遍超预期而大部分传统行业业绩承压。业绩驱动资金迅速向业绩确定性最高的海外算力链条（如光模块、光纤等）集中，板块成交额持续放大，创业板创历史新高。

外因方面，两重扰动先后落地释放压力。一是中东局势实质性缓和，美以伊达成停火协议后布油两日跌超 10%，“地缘溢价→通胀→联储”的传导链条被切断，全球风险资产估值修复；**进入 4 月市场普遍交易长期战争预期，4 月 8 日，特朗普突然宣布停战，全球大盘放量上行。受外部中东停火、内部监管边际宽松、弱美元延续与国内 PPI转正等因素共同影响，A股风险偏好、流动性与基本面三因素共振，**上证周涨 2.73%、万得全 A 涨 5.15%、创业板指涨 9.50%创近四年新高。

图表13： 三因素共振 A 股大涨



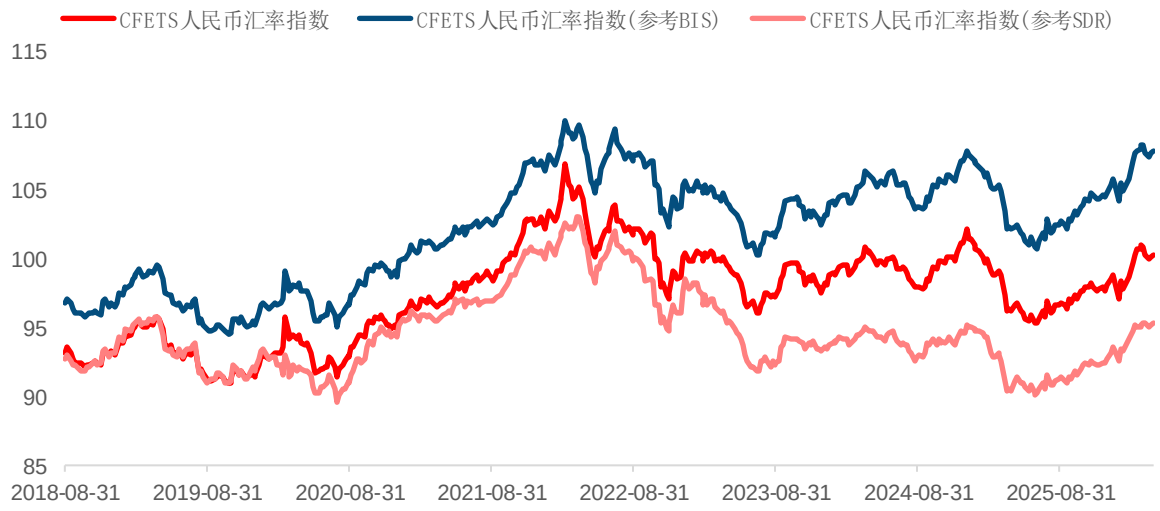
图表14： 美股对战争和高油价威胁在 3 月底钝化反弹



数据来源：iFinD，中信建投证券

二是美元延续弱势、人民币被动走强，北向资金回流与弱美元交易形成合力。

图表15： 2026 年人民币汇率加速走强



数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

内因方面，宏观与基本面行业同步验证。3 月 PPI 同比时隔 41 个月转正，1-2 月工业企业利润同比+15.2%为 2022 年以来最高，通缩交易逻辑被打破；叠加 4 月进入一季报密集披露期，市场定价权重从预期博弈切回盈利验证。市场格局呈现极端算力剪刀差，算力产业链行业业绩普遍超预期而大部分传统行业业绩承压。中际旭创一季度营业收入 66.74 亿元，营收同比录得 37.82%，归母净利润录得 15.83 亿元，同比增长 56.83%；海光信息一季度营业收入 40.34 亿元，营收同比录得 68.06%，归母净利润录得 6.87 亿元，同比增长 35.82%。

图表16： 申万一级行业 2026 年一季度业绩预测情况

板块	行业	预喜率占比	预告净利润变动幅度中位数	板块	行业	预喜率占比	预告净利润变动幅度中位数
周期	石油石化	100.00%	205.00%	消费	商贸零售	100.00%	148.10%
	有色金属	100.00%	168.10%		社会服务	100.00%	103.10%
	钢铁	100.00%	64.50%		纺织服饰	100.00%	1554.50%
	基础化工	70.60%	75.80%		农林牧渔	100.00%	39.40%
	建筑材料	100.00%	146.50%		食品饮料	100.00%	59.20%
	建筑装饰	100.00%	223.20%	TMT	电子	77.40%	66.40%
	轻工制造	66.70%	134.80%		计算机	100.00%	126.40%
制造	电力设备	93.80%	121.30%		传媒	66.70%	87.00%
	国防军工	60.00%	28.10%		通信	100.00%	170.50%
	机械设备	75.00%	69.10%	公用事业	公用事业	80.00%	87.10%
	汽车	55.60%	5.40%		交通运输	66.70%	111.80%
医药	医药生物	83.30%	85.40%		环保	100.00%	161.10%
金融地产	非银金融	100.00%	110.00%				

数据来源：iFinD，中信建投证券

图表17： 申万一级行业单季度营收同比统计

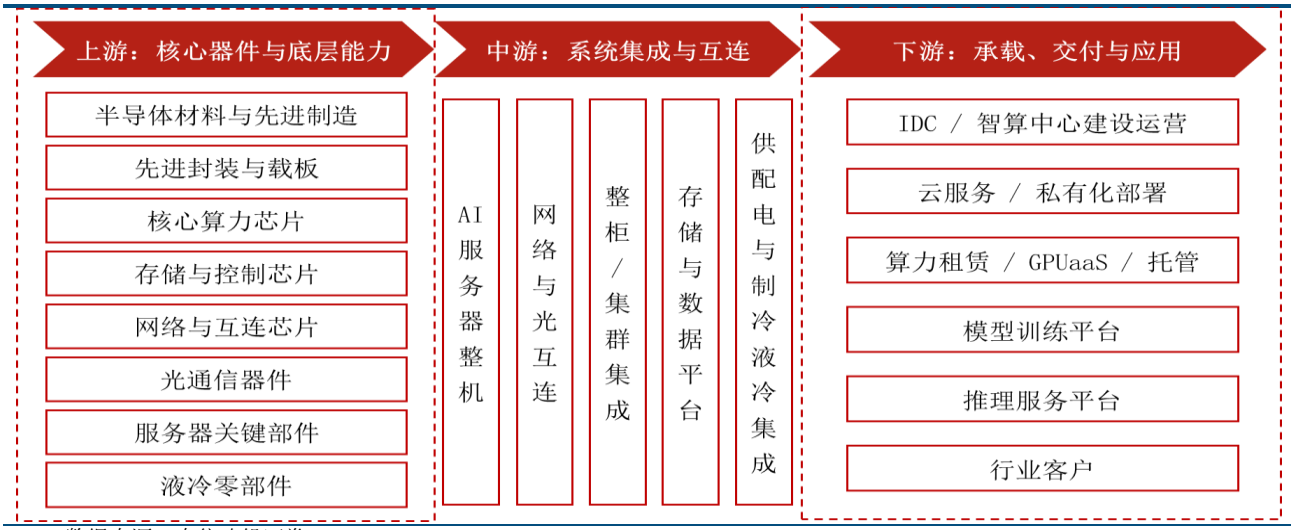
	2023				2024				2025				2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
农林牧渔	16.17%	9.92%	7.78%	4.19%	-3.75%	-2.84%	-5.90%	-4.30%	3.80%	5.67%	6.47%	-58.29%	4.59%
基础化工	-2.79%	-7.91%	-4.57%	-4.02%	-0.24%	4.87%	4.85%	5.66%	8.61%	5.36%	3.68%	-55.84%	13.41%
钢铁	-5.45%	-8.57%	-6.24%	-4.53%	-5.70%	-7.45%	-9.13%	-9.45%	-9.89%	-9.33%	-6.37%	-53.40%	-5.55%
有色金属	6.00%	4.44%	5.50%	3.20%	-2.04%	3.87%	2.48%	5.24%	8.16%	6.65%	10.00%	-21.31%	37.63%
电子	-6.73%	-5.28%	11.34%	13.26%	32.64%	35.17%	15.13%	14.96%	15.35%	16.64%	20.60%	-9.24%	29.04%
家用电器	2.83%	6.23%	7.05%	8.00%	8.87%	6.77%	5.99%	6.96%	14.91%	10.57%	6.72%	-28.39%	-0.78%
食品饮料	8.71%	8.61%	10.09%	8.05%	7.45%	3.64%	5.28%	5.52%	4.60%	4.99%	0.23%	-47.75%	-6.19%
纺织服饰	0.28%	-0.71%	3.08%	6.44%	5.37%	3.87%	-1.42%	-3.18%	-14.15%	-5.82%	-1.74%	-64.80%	4.93%
轻工制造	-3.96%	0.13%	-0.36%	-1.11%	7.83%	3.74%	2.08%	1.67%	0.69%	2.27%	3.02%	-65.58%	6.63%
医药生物	4.10%	4.47%	8.23%	6.89%	4.82%	4.41%	-0.68%	-1.48%	-4.90%	-3.27%	-1.26%	-48.36%	2.99%
公用事业	5.84%	7.94%	7.69%	7.96%	2.71%	-1.71%	-0.26%	-0.65%	-3.32%	-1.13%	-0.52%	-40.67%	-0.84%
交通运输	3.12%	0.10%	1.35%	-2.25%	-1.21%	-2.21%	-4.66%	-2.72%	-1.13%	-2.03%	0.70%	-60.02%	3.90%
房地产	1.58%	1.96%	-2.99%	-4.41%	-16.28%	-23.23%	-26.06%	-24.26%	-12.18%	-15.12%	-10.95%	-50.77%	-23.90%
商贸零售	6.08%	16.56%	9.67%	6.60%	0.24%	-9.64%	-4.91%	-4.89%	-8.36%	-7.13%	-6.64%	-40.17%	10.23%
社会服务	14.54%	23.83%	33.62%	39.29%	22.74%	16.14%	43.54%	36.63%	38.28%	39.61%	7.25%	-68.84%	8.88%
综合	-9.37%	-7.43%	63.34%	69.90%	86.01%	75.30%	-2.42%	-5.26%	-3.86%	-5.66%	-2.99%	-57.31%	-50.78%
建筑材料	-0.02%	-2.51%	-1.61%	-0.13%	-17.28%	-12.57%	-12.48%	-13.86%	-2.72%	-5.97%	-5.47%	-26.11%	-1.21%
建筑装饰	8.98%	8.09%	7.38%	7.20%	1.57%	-2.98%	-4.83%	-3.97%	-6.37%	-6.04%	-5.53%	-23.60%	-6.10%
电力设备	31.13%	27.31%	44.61%	38.11%	11.52%	12.55%	-9.01%	-7.91%	2.97%	5.23%	6.75%	-40.29%	22.41%
国防军工	-7.28%	3.44%	17.46%	18.97%	17.11%	4.18%	-6.12%	-2.21%	-0.20%	12.15%	19.80%	-36.02%	28.84%
计算机	3.21%	3.23%	8.70%	10.15%	9.69%	12.74%	5.65%	4.85%	15.36%	10.94%	9.32%	-28.29%	4.47%
传媒	0.33%	5.08%	0.16%	1.07%	0.32%	-2.03%	0.81%	-0.30%	5.29%	4.07%	5.77%	-47.96%	3.66%
通信	7.42%	5.23%	7.46%	7.21%	5.90%	4.97%	3.50%	4.13%	2.47%	3.00%	3.12%	-11.17%	5.58%
银行	-4.39%	-3.43%	-3.93%	-3.52%	-1.73%	-1.95%	-1.05%	0.08%	-1.72%	1.04%	0.91%	-8.33%	7.60%
非银金融	-11.37%	-13.13%	-13.96%	-13.60%	-27.13%	-16.23%	-3.01%	-1.20%	0.82%	2.91%	11.10%	1.99%	-4.67%
汽车	7.58%	21.07%	14.98%	14.19%	7.01%	6.02%	3.19%	5.54%	4.50%	7.56%	10.13%	-13.69%	5.46%
机械设备	1.06%	4.85%	13.75%	14.27%	14.18%	14.05%	5.92%	6.56%	11.23%	9.31%	7.35%	-33.46%	8.45%
煤炭	5.42%	-1.77%	-8.48%	-9.57%	-11.29%	-9.77%	-8.09%	-5.39%	-18.12%	-18.63%	-16.22%	-47.69%	0.80%
石油石化	5.24%	-3.13%	-1.23%	-2.41%	5.72%	2.53%	-1.91%	-2.75%	-6.71%	-8.33%	-7.15%	-14.53%	-2.89%
环保	6.86%	6.05%	5.90%	4.44%	6.48%	7.85%	10.68%	9.75%	11.08%	6.07%	2.28%	-48.01%	12.18%
美容护理	5.77%	7.38%	15.41%	14.84%	16.78%	17.69%	5.16%	3.88%	3.40%	2.72%	-0.21%	-63.11%	-0.02%

仅供内部参考，请勿外传！

数据来源：iFinD，中信建投证券

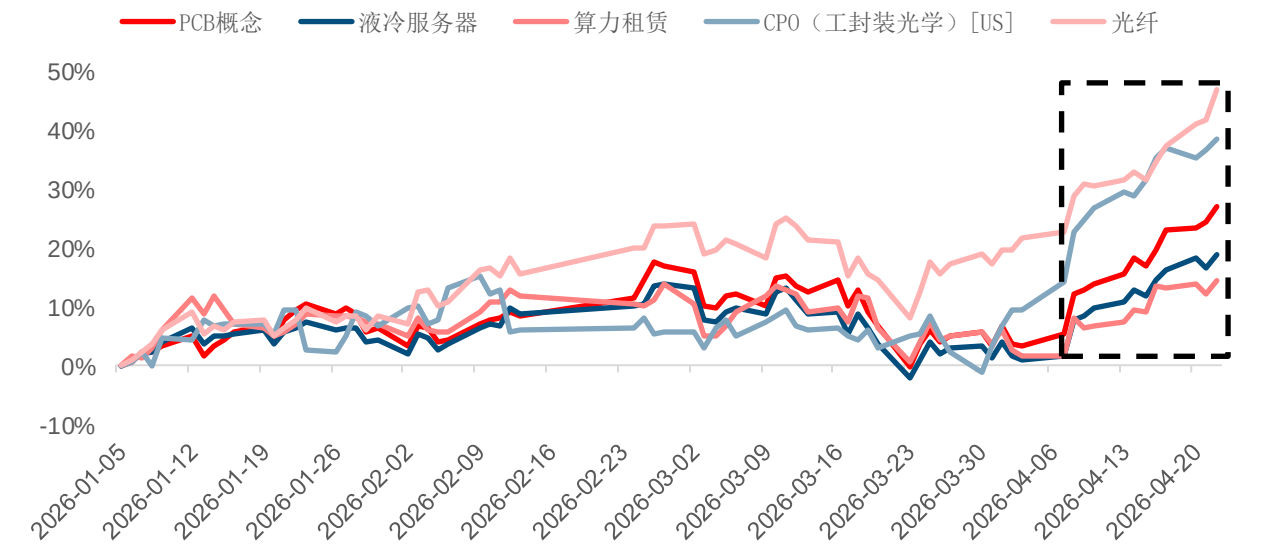
该阶段，市场围绕算力产业链主线。业绩驱动资金迅速向业绩确定性最高的海外算力链条光模块、光纤、液冷服务器、算力租赁等子板块集中，板块成交额持续放大。

图表18： AI 算力产业链



数据来源：中信建投证券

图表19： AI 算力子板块自 2026 年以来累计涨跌幅

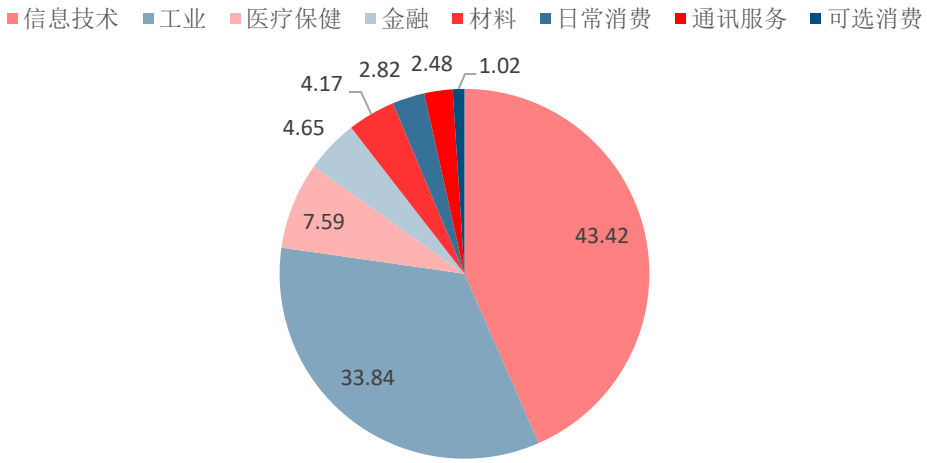


数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 1.5 为基准）

仅供内部参考，请勿外传！

创业板指在盈利增长、估值、产业结构上的优势凸显，创历史新高。本轮牛市创业板指权重股集中算力和新能源板块；算力产业链的用电需求间接推动新能源板块上涨；同时创业板指十年市盈率分位数仅在 50%左右远低于前两轮牛市中同样点位的时期，对比市盈率分位数超过 95%的上证指数和深证成指创业板指性价比较高。多重因素推动创业板持续走高。

图表20： 2025-2026 年创业板指以算力和新能源为主



数据来源: Wind，中信建投证券

图表21： 算力产业链用电需求推动新能源景气逻辑

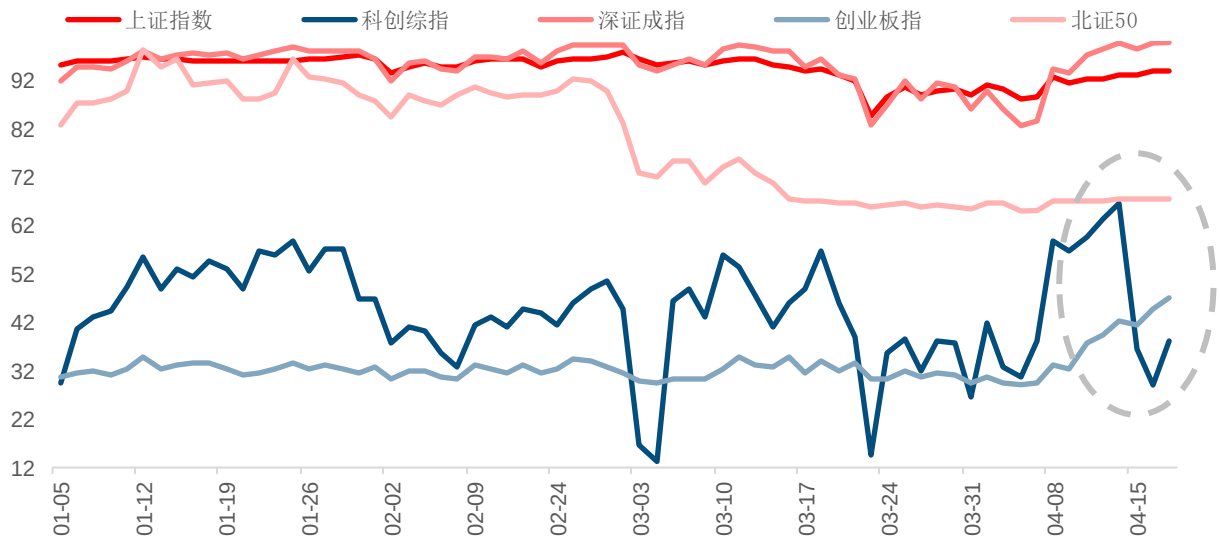
板块	景气逻辑
燃气轮机	北美电力供需格局持续偏紧，传统火电逐步退出市场，电力系统备用容量持续偏低； AI 数据中心产业快速扩张，新增海量用电负荷； 燃气轮机具备建设周期短、供电稳定、启停灵活的优势，贴合北美资源条件，成为 AI 算力中心自备电源的核心选择，行业需求快速释放，景气度上行。
储能	国内储能相关政策全面落地，盈利模式逐步清晰完善，商业化运营走向成熟； 风光新能源装机持续扩容，消纳与调峰压力加剧； 叠加 AI 高耗能负荷持续增长，电网负荷调节、削峰填谷需求提升，国内刚需叠加海外需求共振，储能行业整体维持高景气。
电网设备	美国出台大额高压电网建设投资规划，全球老旧电网进入改造周期； 新能源大规模并网对电网网架提出升级需求，同时 AI 算力园区、大型数据中心带来大量配套配电需求； 全球电网资本开支持续扩张，带动电网设备需求放量，行业景气稳步抬升。

数据来源：中信建投证券



仅供内部参考，请勿外传！

图表22： 对比其他指数，创业板指 4 月中旬 PE 十年分位数较低%



数据来源: iFind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

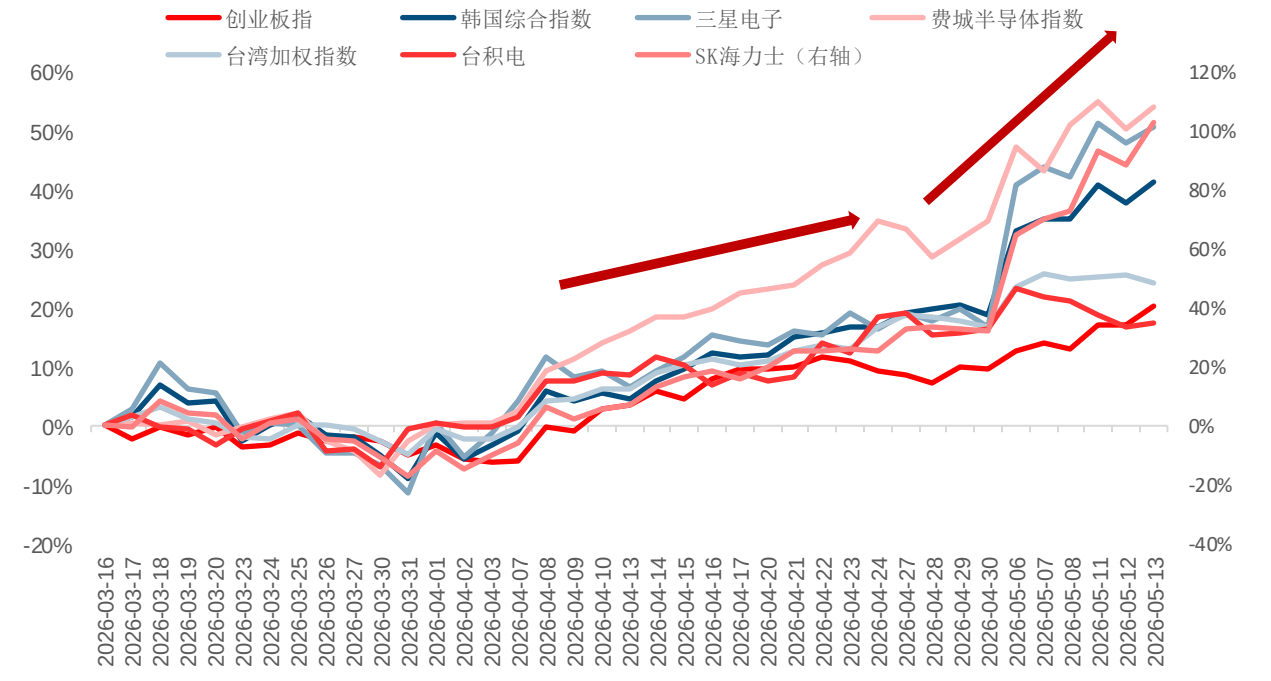
阶段三（4.23-5.13）：海外巨头资本开支上修，高景气推动全球科技股共振大涨。

四月底至五月上旬，海外科技巨头财报季密集披露，全年资本开支指引再度上修，算力景气度从预期叙事转向订单验证，行情逻辑进一步强化。美股六大科技巨头 2026 年第一季度合计营收超过 5000 亿美元且全部实现双位数增长：微软营收同比增长 18.3%至 829 亿美元、营业利润增长 20%，亚马逊营收达 1815 亿美元、AWS 部门录得 28%的过去 15 个季度最佳增速，Alphabet 营收增长 21.8%、Google Cloud 增速高达 63%，Meta 营收增速 33%为近四年最快、净利润大增 61%，苹果营收 1111.8 亿美元、净利润增长 19.4%且大中华区营收同比大增 38%，特斯拉营收 223.9 亿美元、净利润增长 16.6%。

在资本开支方面，六家巨头 2026 年指引合计已接近 7000 亿美元，较 2024 年的 2450 亿美元增长 165%，微软全年资本支出预计约 1900 亿美元，亚马逊当季资本支出达 442 亿美元主要投向 AI 基础设施，特斯拉亦持续加码自动驾驶、人形机器人、SpaceX 星链与人工智能等领域，AI 军备竞赛激烈程度可见一斑。

这一高景气态势向全球产业链强势传导，韩国股市在 AI 产业链驱动下强劲上涨，韩国内存双雄业绩同样历史性爆发：SK 海力士第一季度营业收入达 52.58 万亿韩元、同比增幅高达 198%，营业利润同比猛增 405%、利润率逼近 72%均创历史最高纪录，三星电子当季营业收入高达 133.9 万亿韩元、同比上涨 69.2%、营业净利润暴涨约 486.7%，存储芯片行业正进入历史上最强劲的一轮超级景气周期。三星、SK 海力士与美光三家公司 2026 年合计净利润预计将达约 3500 亿美元，有望全部跻身全球十大最盈利公司之列，而一年前还没有一家存储企业进入该排名。

图表23： 5 月上旬全球 AI 算力加速上涨



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以3.16 为基准）

仅供内部参考，请勿外传！

图表24： AI 巨头资本开支高速增长

国外云厂商:亿美元		2025	最新 FY26 预期
亚马逊	AMZN.O	1318.19	**2000**
ALPHABET	GOOGL.O	914.47	**1750-1850**
META	META.O	721.23	**1250-1450**
		2025 预估	最新 FY26 预期 (2025.5.31-2026.5.31)
甲骨文	ORCL.N	210	**500**
		2025 全年	最新 FY26 预期(2025.6.30-2026.6.30)
微软	MSFT.O	890.72	**FY26Q2 资本支出为 375 亿美元，Q3 环比下降**

资料来源：iFinD，中信建投证券（数据截至 2026.5.8）

图表25： 海外科技巨头财报超预期

公司	营业收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	营收同比增长 (%)	净利润同比增长 (%)
亚马逊	1,815.19	302.55	16.61	76.65
苹果	1,111.84	295.78	16.6	19.36
谷歌	1,098.96	625.78	21.79	81.18
微软	828.86	317.78	18.3	23.06
英伟达	816.15	583.21	85.23	210.63
Meta	563.11	267.73	33.08	60.86
特斯拉	223.87	4.77	15.78	16.9

数据来源：iFinD，中信建投证券

该阶段市场从一季度宏观驱动正式切换为业绩驱动，资金围绕业绩确定性最高的海外算力链条光模块、PCB、存储芯片、光纤等持续加仓，创业板指与科创 50 双双走强，量能维持高位，市场进入典型的业绩主升浪阶段。

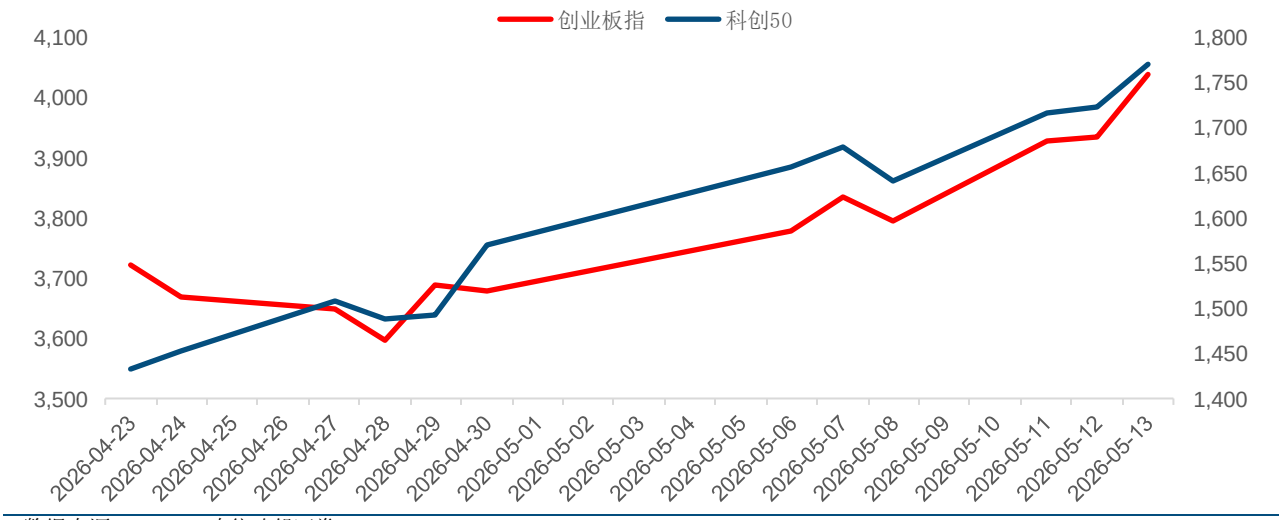
图表26： 主线公司持续业绩爆发

产业链环节		光模块			PCB		AI 芯片	服务器	存储	
主线公司	**中际旭创**	**新易盛**	**天孚通信**	**胜宏科技**	**沪电股份**		**海光信息**	**工业富联**	**澜起科技**	**兆易创新**
2024 年报	60.52	32.34	15.35	13.12	29.5		27.84	259.74	14.13	11.24
24 年同比涨幅	**143%**	**310%**	**83%**	**75%**	**73%**		**66%**	**12%**	**199%**	**801%**
2025 年报	136	108.66	23.44	50.22	43.98		35.96	410.42	23.21	17.06
25 年同比涨幅	**125%**	**236%**	**53%**	**283%**	**49%**		**29%**	**58%**	**64%**	**52%**
2026 年 1 季报	75.36	32.47	5.74	14.9	13.93		9.7	123.24	8.77	16.21
26 年 Q1 同比涨幅	**279%**	**83%**	**45%**	**37%**	**56%**		**33%**	**109%**	**65%**	**588%**

资料来源：Wind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

图表27： 创业板指与科创 50 双双走强

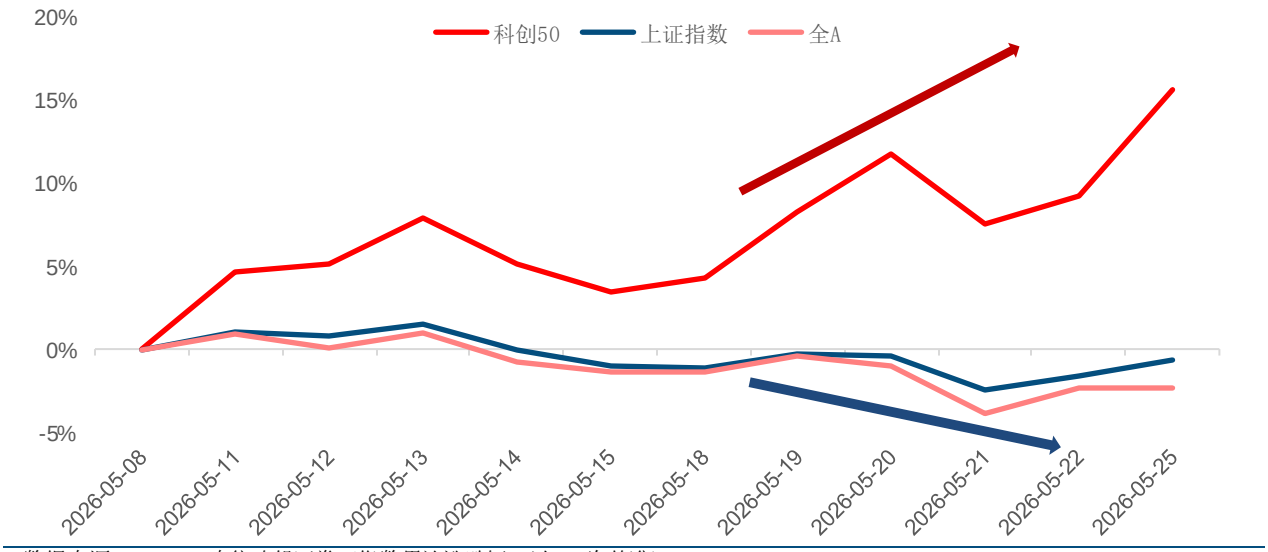


数据来源：iFinD，中信建投证券

阶段四（5.14-6.11）： 算力虹吸效应极致演绎，内部深度轮动后交易拥挤，叠加宏观扰动引发高位回调。

五月中下旬起，算力赛道对全市场流动性产生显著虹吸，资金从其他板块持续抽离并涌入科技成长，大盘震荡下行，TMT 交易过热成交额占比超 40%高位。国内 4 月后宏观经济数据加速下滑加剧市场资金对基本面好的行业的抱团：消费端，4 月社会消费品零售总额同比仅增长 0.2%，同比偏低且结构性分化；投资端，累计投资同比从 1-4 月的 -1.6% 走弱到 1-5 月的 -4.1%，下行压力更明显。

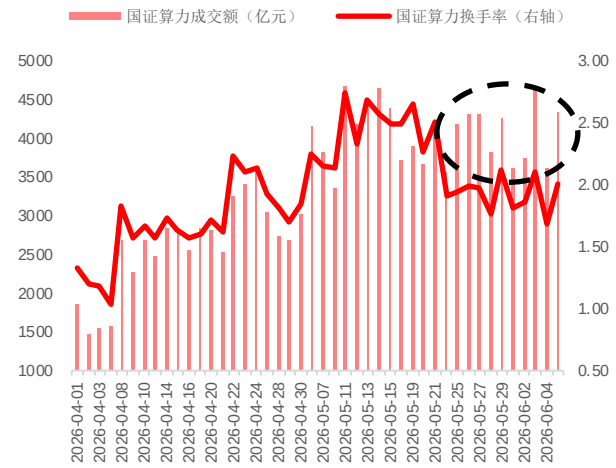
图表28： 算力极致虹吸，大盘下行



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 5.8 为基准）

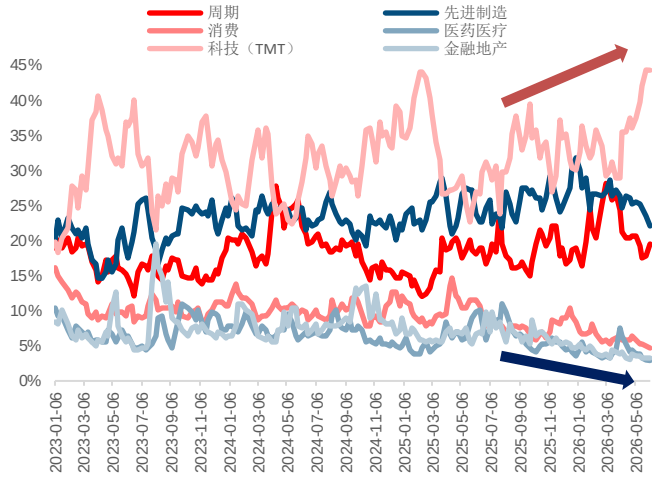
仅供内部参考，请勿外传！

图表29： 算力成交拥挤波动放大



数据来源：iFinD，中信建投证券

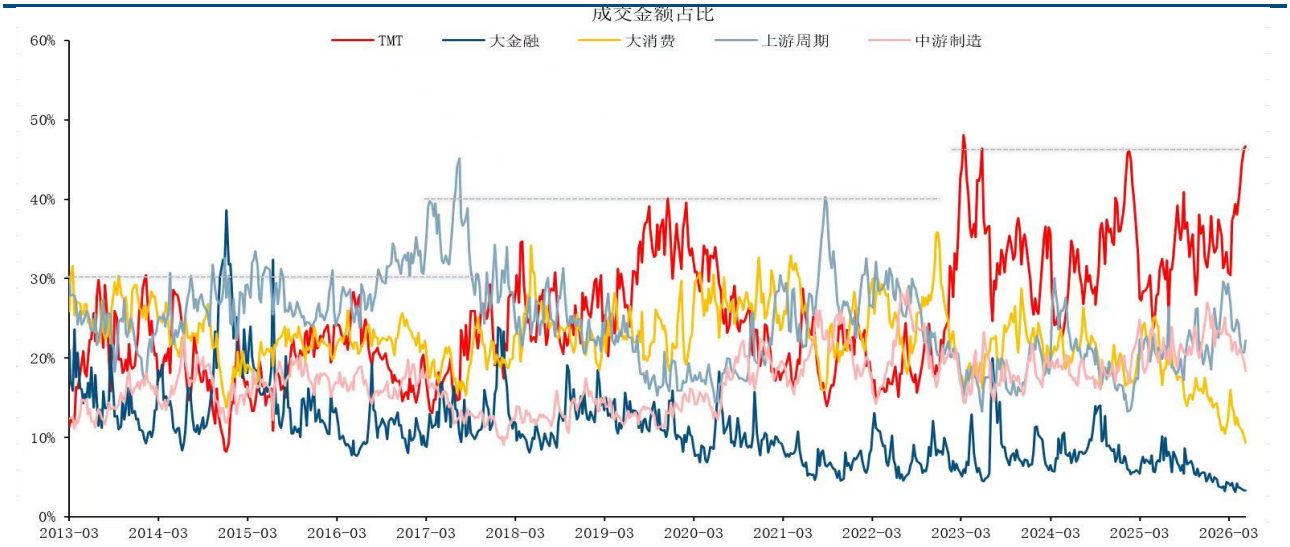
图表30： 各板块占全 A 成交量比重显著分化



数据来源：iFinD，中信建投证券

几乎每年都会出现 TMT 成交占比超过 40%的时间，包括 2023 年上半年 chatgpt 发布后第一次全市场算力行情、2025 年一季度 DeepSeek 发布引发第二次全市场算力行情、2025 年三季度由一季报发布后连续数月的全球算力行情以及最近一次 2026 年一季报后全球资金加速流入引发的算力行情。复盘历史历次行情发现，只有大级别产业趋势逻辑的验证才会导致 TMT 阶段性被超买从而成交额占比超过 40%；历次成交额占比刚刚突破 40%阈值时，往往后续 1-2 个月 TMT 板块会出现波动加剧，资金博弈性质加强的情况，但整体维持震荡上行，等待市场充分定价后调整成交额回落至中枢。值得注意的是，随着市场上市公司结构的变化，投资者经验中的 TMT 成交拥挤线 40%已出现中枢上移，**当前 46%是更为合理的经验阈值**。当成交额占比触及该拥挤线时，往往意味着短期再平衡压力加大。

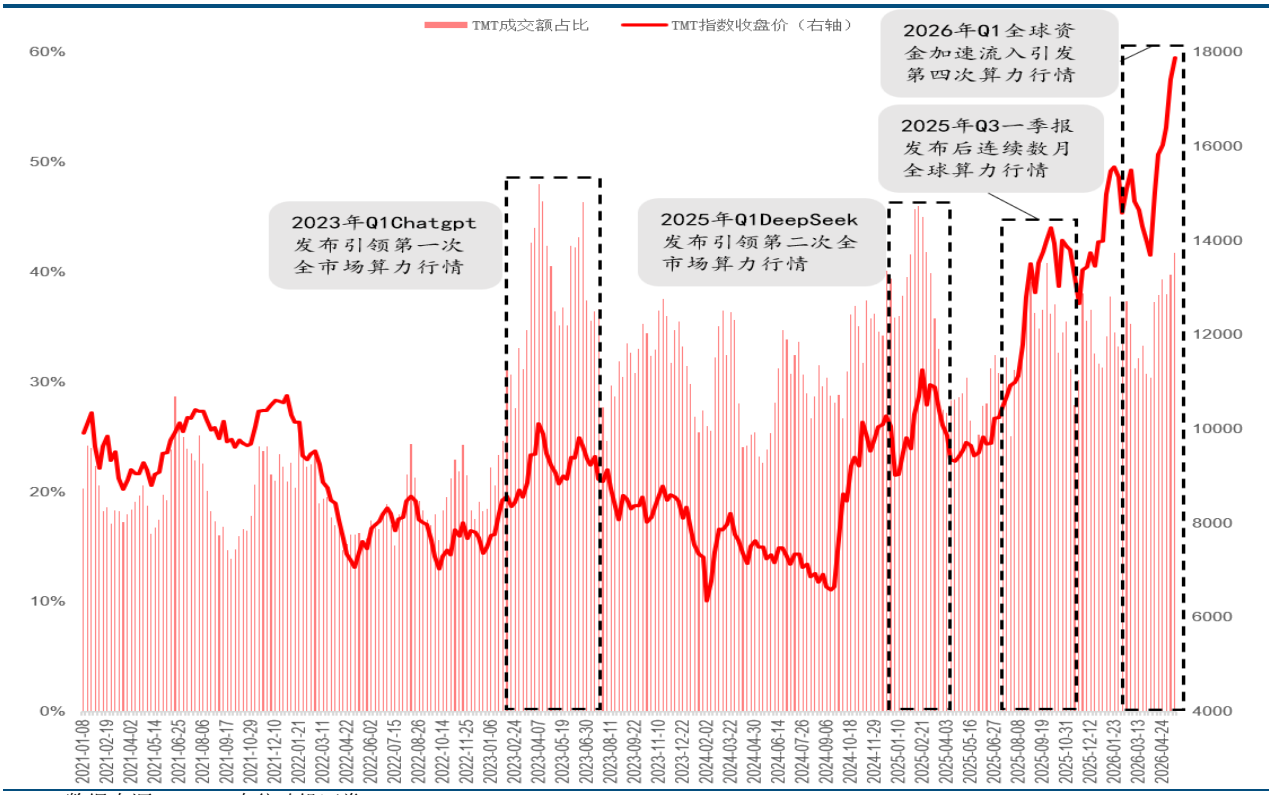
图表31： TMT 成交拥挤线中枢上移



数据来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

图表32： 历史 TMT 行情梳理



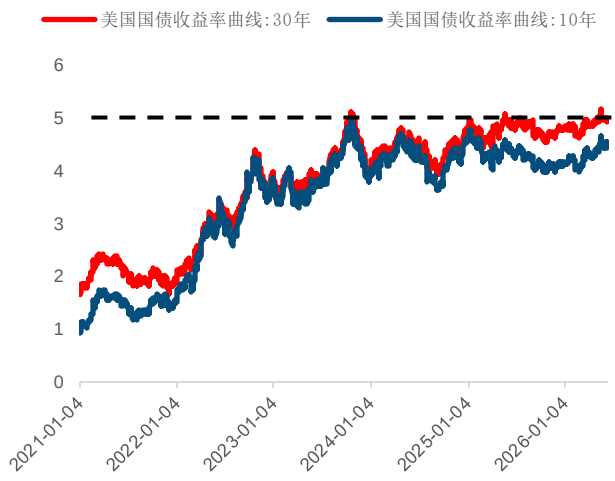
数据来源: iFinD，中信建投证券

此阶段市场主要讨论在于泡沫，该阶段算力板块波动加剧的核心矛盾源于行业基本面具备绝对优势与交易结构绝对拥挤。算力板块仍然维持较高景气度并且不断得到验证，PCB 方面，建滔积层板（全球覆铜板龙头）5 月 27 日下发年内第四次涨价通知，所有板料产品上调 10%，木林森子公司决定自 6 月 17 日起，对全线 PCB 产品价格再次上调 10%；MLCC 方面，村田预计于 2026 年 7 月再度进行涨价，除村田外，韩台中的原厂有望在 6 月-7 月渐次落地第一轮 10 至 30%涨价，覆盖低中高端，从原厂角度 AI 带动 MLCC 整体 beta 上行逻辑得到首轮验证。市场围绕算力内部轮动，光模块、光纤、半导体、PCB、MLCC 等环节梯队式上涨。

期间中东等地缘事件反复、海外长债收益率上行，高利率及高油价加剧全球扰动；并且海内外市场关联性显著增加，以韩国指数为风向标亚太共振同步经历几轮大跌，复盘来看，2025 年 11 月、2026 年 3 月、2026 年 5-6 月等案例均表明 A 股科技股与国外主要科技指数走势较为一致，受外部行情影响较大。

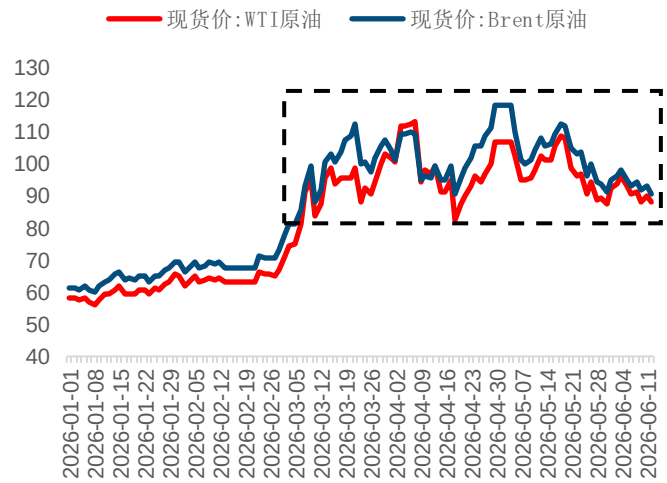
仅供内部参考，请勿外传！

图表33： 美债收益率抬升



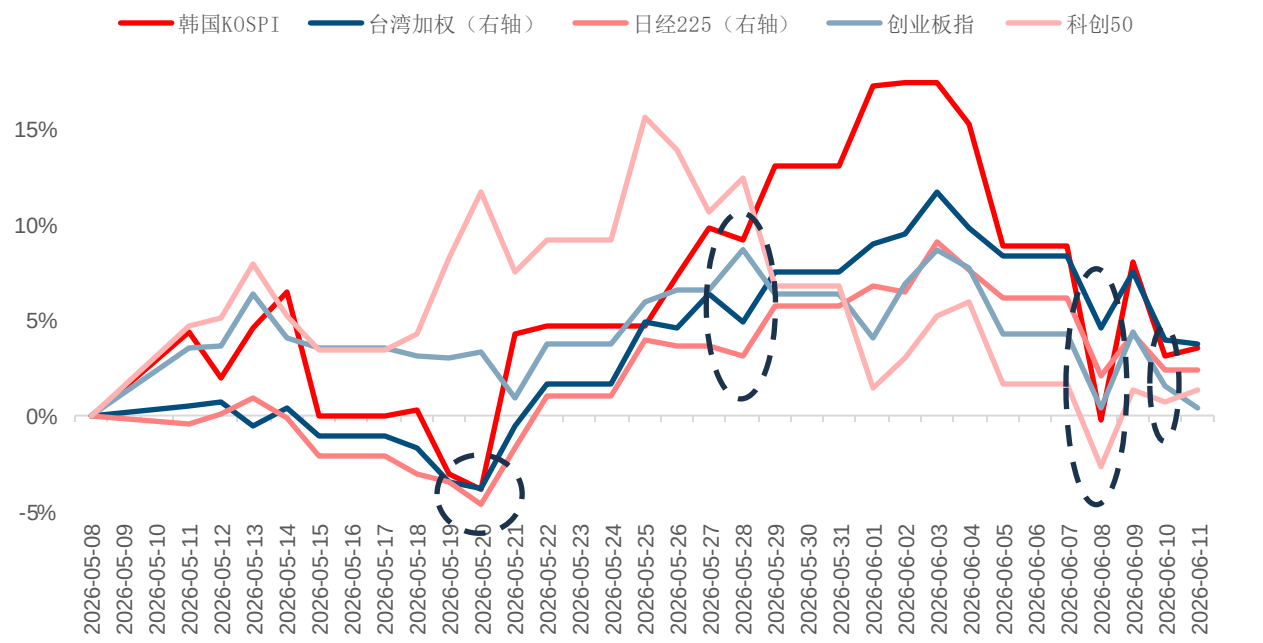
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表34： 停战后原油价格仍长时间维持高位



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表35： 5 月下旬至 6 月中旬亚太几轮联动大跌



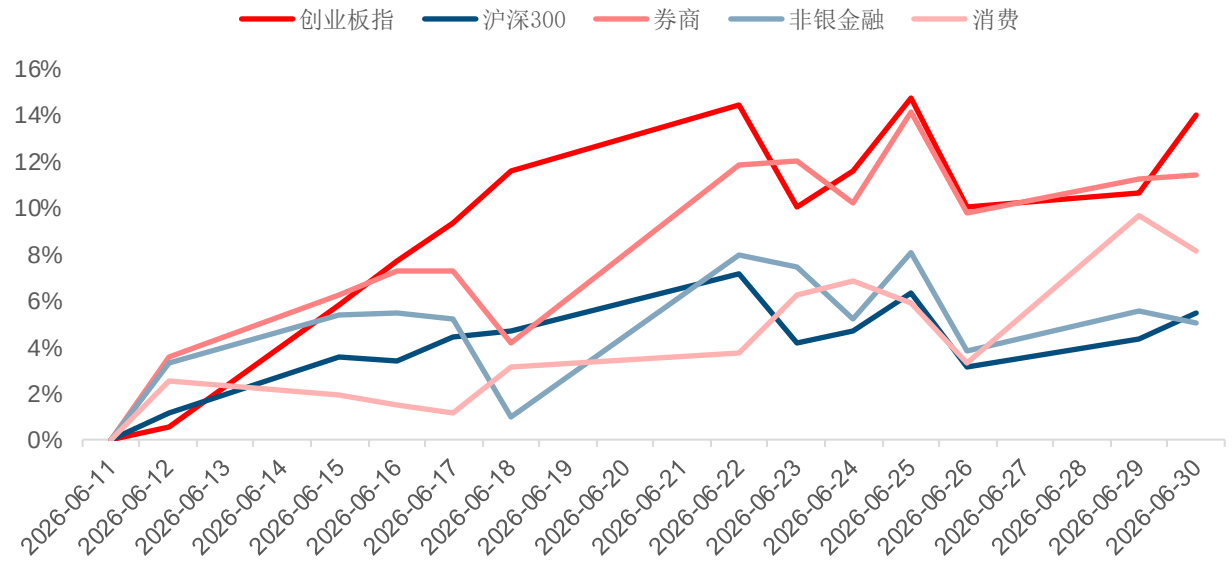
数据来源: iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

阶段五（6.11-6.30）：急跌后市场企稳修复，资金抱团边际缓解，其他板块轮涨。

6月中下旬市场企稳修复，经过数月的打谈拉锯和多方斡旋，美国方面14日宣布与伊朗达成停战谅解备忘录，正式签字仪式相继举行，美伊达成协议创造宏观利多。极致交易拥挤边际缓解，金融、周期、消费、医药等低位板块陆续轮涨，资金尝试向均衡配置扩散。但算力基本面与估值并未显著过热，核心公司PEG中位数1.38低于历史牛市成长主线的切换阈值，市场处于再平衡需求强但未切换的状态，三季度或会迎来更猛烈调整。

图表36： 6月8日后交易拥挤缓解，低位板块轮涨



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以6.11为基准）

图表37： 本轮牛市算力核心公司估值情况

领域	标的	2024利润（亿元）	2026预测利润（亿元）	复合增速	市盈率TM	PEG
光模块	中际旭创	51.71	298.67	136.23%	94.75	0.70
光模块	新易盛	28.38	185.34	155.56%	78.80	0.51
光模块	天孚通信	13.44	33.26	57.48%	152.02	2.64
PCB	胜宏科技	11.54	89.08	177.25%	72.75	0.41
PCB	沪电股份	25.87	57.18	49.57%	68.35	1.38
AI芯片	海光信息	19.31	45.66	28.80%	315.73	10.96
服务器	工业富联	232.16	615.15	61.87%	35.22	0.57
存储	澜起科技	14.12	32.68	56.18%	148.09	2.64
存储	兆易创新	11.03	46.54	110.55%	198.96	1.80

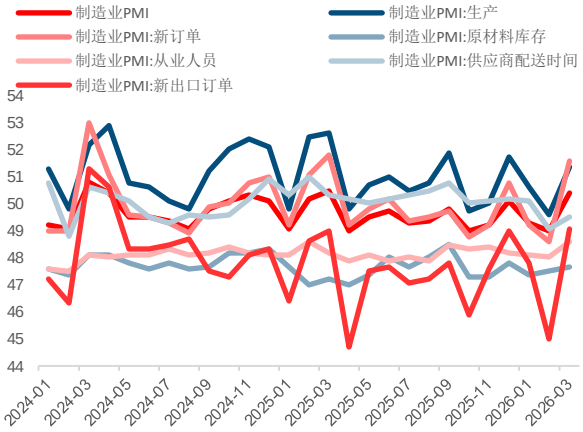
数据来源：iFinD，中信建投证券（2026.06.30数据）

仅供内部参考，请勿外传！

国内基本面变化过程

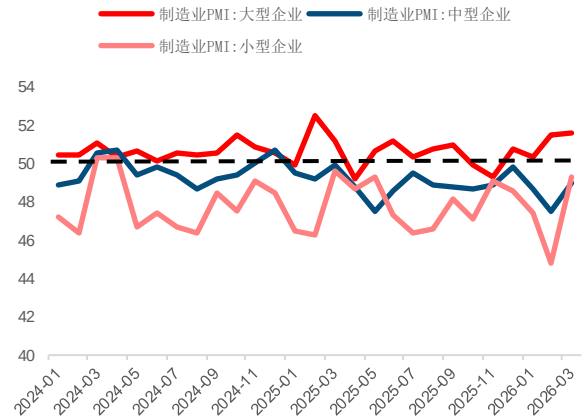
3 月制造业 PMI 季节性回升且强于季节性，宏观经济开局平稳，但有效需求不足的隐忧已现。3 月制造业 PMI 录得 50.4%，环比上升 1.4 个百分点，高于临界点，春节后景气度明显改善。从分类指数看，生产指数 51.4%、新订单指数 51.6%，供需两端同步回到扩张区间；但中、小型企业 PMI 分别为 49.0%和 49.3%，仍低于临界点，复苏不均衡。非制造业商务活动指数 50.1%，其中建筑业 49.3%处于收缩区间，服务业 50.2%温和扩张。一季度 GDP 同比增长 5.0%，工业增加值保持高增，3 月同比录得 5.7%。然而，需求端表现偏弱，3 月社会消费品零售总额同比增长 1.7%，受去年同期高基数影响增速疲软，石油及制品受地缘因素转正，但汽车类、建筑、家具、地产类对消费形成明显拖累；房地产开发投资同比下降 11.2%，新开工面积下降 20.3%，房地产市场仍处下行通道。呈现生产强于需求的初步分化。

图表38： 制造业 PMI 及组成指标多上行



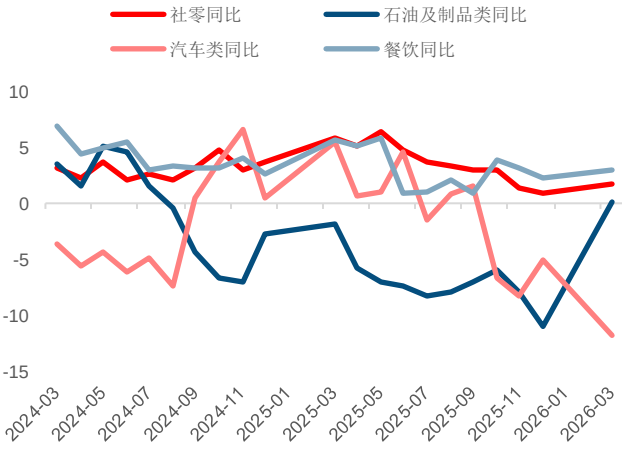
资料来源：iFinD，中信建投证券

图表39： 制造业 PMI 大中小型企业复苏不均衡



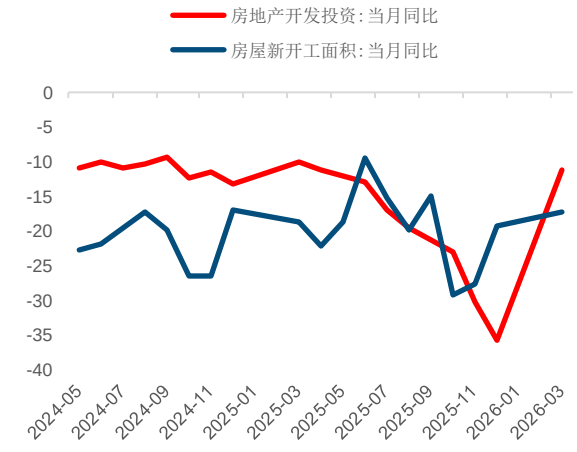
资料来源：iFinD，中信建投证券

图表40： 社零增速疲软



资料来源：iFinD，中信建投证券

图表41： 地产仍处下行通道



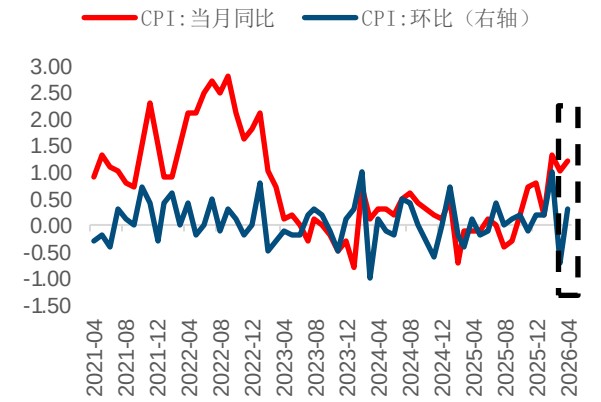
资料来源：iFinD，中信建投证券

4 月物价延续回升趋势，但经济供需两端同步回落，GDP 拟合增速或已低于目标区间下沿。4 月 CPI 同比上涨 1.2%，PPI 同比上涨 2.8%，通缩压力进一步缓解，PPI 环比延续上涨。但生产端明显走弱，规模以上工业增加

仅供内部参考，请勿外传！

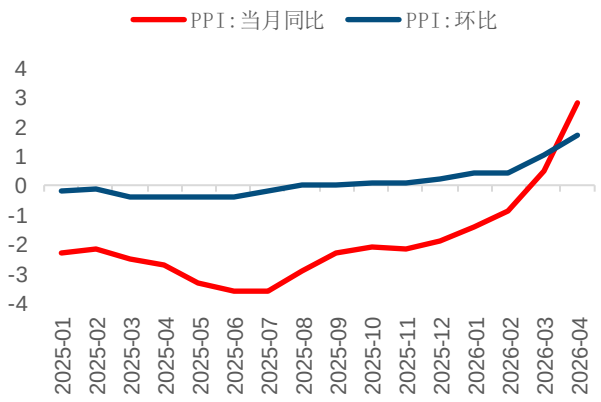
值同比增长 4.1%，较一季度回落 2 个百分点；上游需求增速从 3 月的-1.7%骤降至-11.4%，高油价对上游生产形成显著约束，中游景气相对最好。需求端全面降温，社会消费品零售总额同比增长仅 0.2%，不含补贴与价格波动的消费基本盘增速小幅回升至 3.3%，但补贴类商品和石油制品形成主要拖累；固定资产投资当月同比增速降至-8.0%，房地产开发投资当月-20.1%、制造业投资当月-4.3%、基建投资当月-4.9%，三大投资分项全线走弱。LPR 数据在持续下降后近期继续持平。外贸方面，4 月出口同比增速 14.1%，较 3 月大幅反弹，外需形成阶段性支撑。就业数据略有改善，城镇调查失业率 5.2%。从 GDP 增速月度观察来看，4 月生产法拟合增速约为 4.0%，低于政府工作报告 4.5%-5.0%的目标区间下沿，政策应对的必要性上升。

图表42： 通缩压力缓解



资料来源：iFinD，中信建投证券

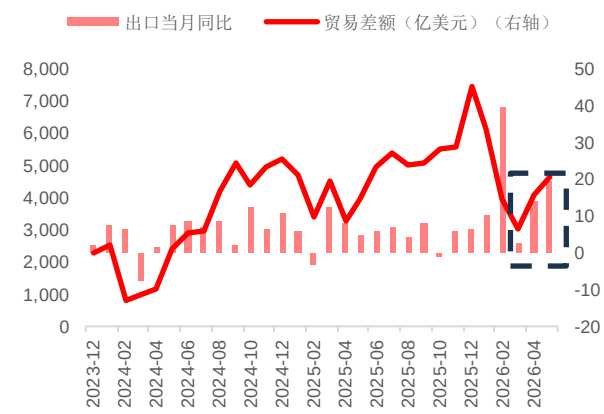
图表43： PPI 同比与环比大增



资料来源：iFinD，中信建投证券

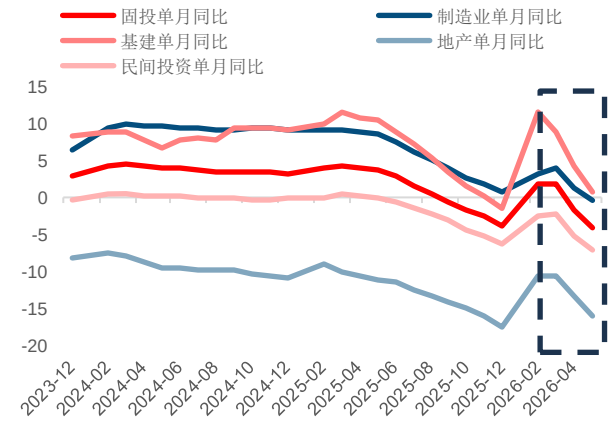
5 月“内冷外热”加剧，外需与出口链成为经济重要支撑，内需板块走弱加剧。此前美伊冲突扰动逐步消退，外贸需求走强，5 月工业生产边际回暖，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，其中高技术制造业增长 15.1%、装备制造业增长 9.5%，计算机通信电子制造业增长 17.0%，出口导向型新质生产力保持高景气。但消费端政策透支效应进一步加深，5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%，为 2023 年以来首次转负，汽车类零售额同比下降 16.1%，家电类下降 15.6%，通讯器材仅增长 0.7%，居民在大额可选消费上仍偏谨慎。固定资产投资不及预期，累计同比下降 4.1%；基建投资增速快速回落至 0.6%，房地产开发投资下降 15.9%，制造业投资累计增速转负至-0.4%，民间投资下降 7.1%，企业扩产意愿明显不足。

图表44： 出口同比与贸易差额持续上行



资料来源：iFinD，中信建投证券

图表45： 固定资产投资增速不及预期%

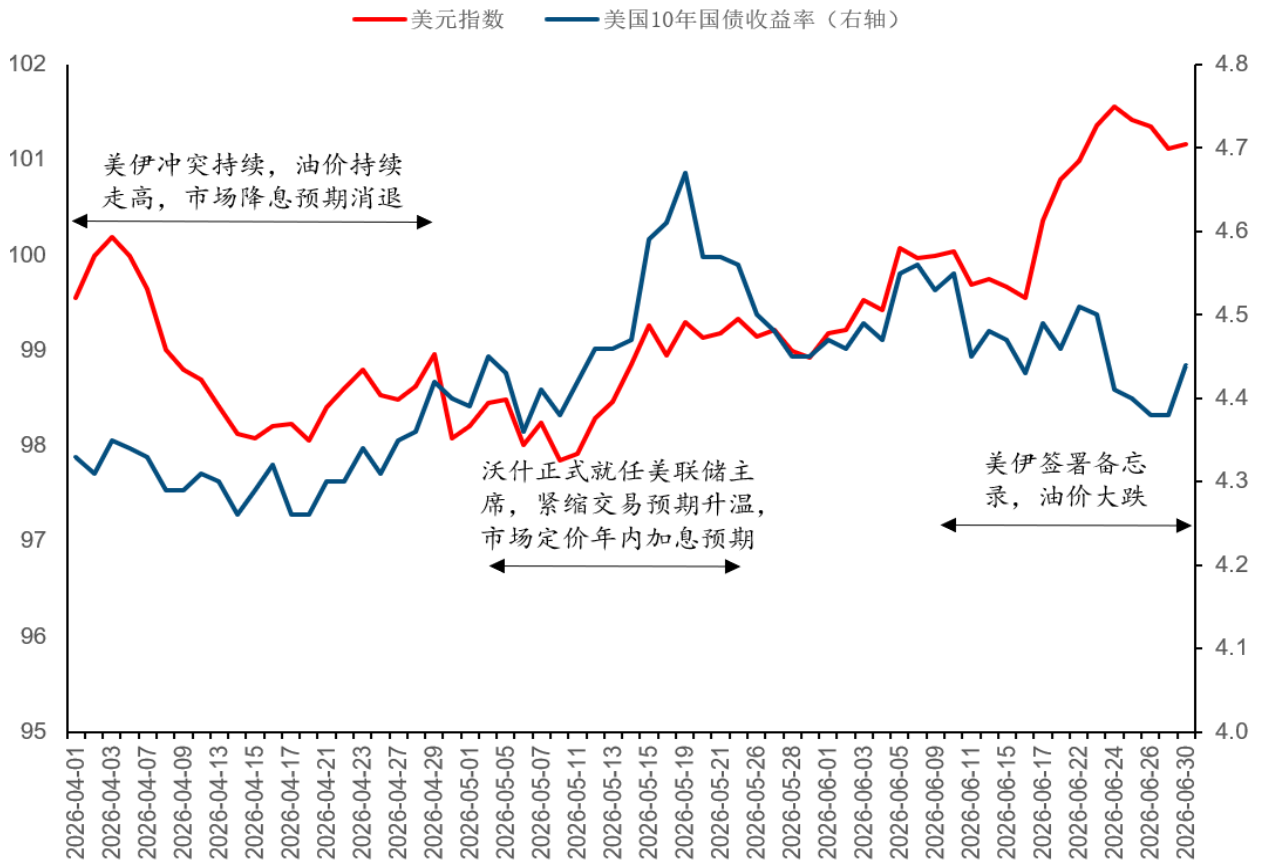


资料来源：iFinD，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

海外基本面变化过程

图表46： Q2 美债收益率与美元指数演绎过程



数据来源：iFinD，中信建投证券

重大市场事件时间线梳理

3 月底美暂缓对伊打击计划后，4 月局势并未实质性缓和，海峡封锁导致原油及 LNG 运输受阻，能源价格维持高位，全球航运成本持续攀升。同期卡塔尔 LNG 设施修复缓慢，大量 LNG 船滞留港口。4 月 8 日特朗普宣布停战，风险偏好缓解。5 月 13-15 日，特朗普访华，中美元首会谈达成中美建设性战略稳定关系新定位。 双方签署多项经贸协议，涵盖关税减免、科技合作及能源采购等领域，中美关系阶段性缓和。但美伊谈判同期陷入胶着，局势反复，市场避险情绪仍存。6月 14日，特朗普宣布美伊协议完成；6月 19日，双方在瑞士签署伊斯兰堡谅解备忘录，霍尔木兹海峡重新开放。 地缘风险急剧降温，全球股市反弹，能源价格回落。但备忘录执行层面仍存变数，卡塔尔 LNG 设施完全修复预计需约三个月，能源供应恢复缓慢。

流动性线梳理：Q2 美国通胀受能源价格驱动持续反弹，美联储政策预期从降息观望彻底转向加息定价。

4 月，通胀全面反弹。 美国劳工统计局数据显示，4 月 CPI 同比上涨 3.8%，创 2023 年 5 月以来新高；核心 CPI 同比 2.8%。PPI 同比飙升 6.0%，创 2022 年 12 月以来最高水平，环比大涨 1.4%，能源价格暴涨 7.8%为主要推手。市场首次大幅修正降息预期，部分机构开始押注加息。5 月，通胀继续升温。 5 月 CPI 同比上涨 4.2%，创

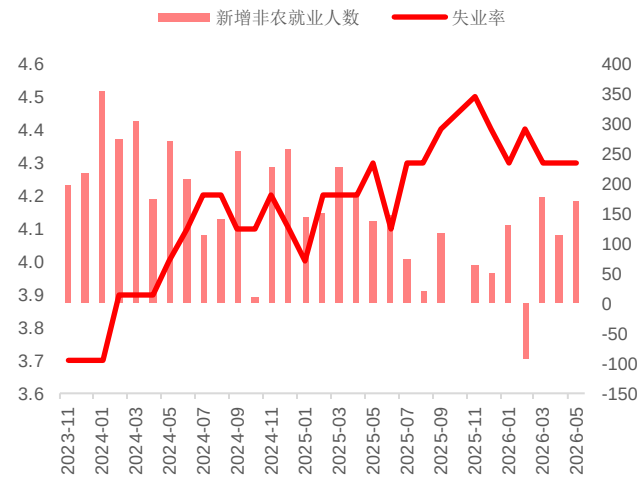
仅供内部参考，请勿外传！

2023 年 4 月以来新高，核心 CPI 同比 2.9%；根据美国劳工统计局（BLS）数据，能源价格同比上涨 23.5%，汽油价格暴涨 40.5%。PPI 同比上涨 6.5%，创 2022 年 11 月以来最大涨幅，环比上涨 1.1%，能源与服务成本双轮驱动。尽管核心 PPI 同比 4.9%低于预期，显示成本传导尚未全面扩散，但生产端压力已显著积聚。6 月，美联储点阵图大幅转鹰。 6 月 FOMC 会议维持联邦基金利率 3.5%-3.75%不变，但点阵图显示 9 名委员预计年内至少加息一次。CME FedWatch 工具显示，市场定价 9 月加息概率超 50%，全年加息预期从 0 次上修至 1-2 次。此前交易的"降息有利资产"（贵金属、美债、成长股）持续承压，全球流动性环境正式进入紧缩预期强化阶段。

宏观变化线梳理：制造业加速扩张、服务业维持韧性、就业市场温和放缓，整体仍处于扩张区间。

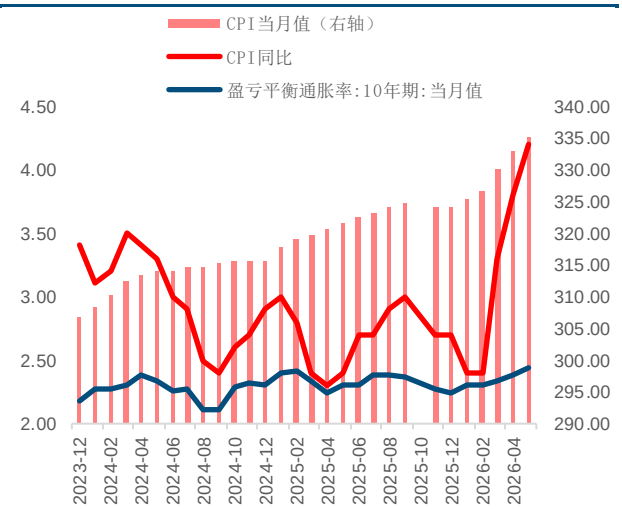
4 月，制造业与服务业同步扩张。 ISM 制造业 PMI 录得 52.7%，连续扩张；服务业 PMI 录得 53.6%，商业活动指数 55.9%，新订单指数 53.5%，整体经济温和扩张。5 月，制造业扩张加速至 2022 年以来最强。 ISM 制造业 PMI 升至 54.0%，为 2022 年 5 月以来最高，新订单指数 56.8%，生产指数 54.3%，供应商交货指数 60.6%显示需求旺盛。服务业 PMI 升至 54.5%，商业活动指数 57.7%，新订单指数 57.3%，但服务业就业指数连续第三个月收缩 47.9%，显示劳动力市场结构性分化。6 月，扩张动能边际放缓但仍处高位。 ISM 制造业 PMI 回落至 53.3%，新订单指数 56.0%，生产指数 52.2%，供应商交货指数 57.4%放缓，就业指数 49.7%仍处收缩。服务业 PMI 回落至 54.0%，商业活动指数 55.4%，新订单指数 55.1%，但就业指数重返扩张 51.2%，为四个月来首次。Prices 指数降至 67.7%，为四个月来最低，显示成本压力边际缓解。

图表47： 美国失业率较上季度走低并持续



数据来源：iFind，中信建投证券

图表48： 美国通胀预期骤增



数据来源：iFind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

二、二季度行情给我们带来什么启示？

交易拥挤的讨论：复盘 A 股历史上的结构性行情

结构性行情是指大盘指数区间震荡或涨幅有限，但单一主线板块超额收益显著，且资金抱团持续时间超过一个季度的市场状态，进入抱团后大量机构资金会涌入主线板块抽离大盘流动性。复盘历史上白酒、新能源两大典型结构性行情，我们发现每一次结构性行情的形成与板块投资逻辑的市场认可度息息相关，而行情的瓦解往往意味着投资逻辑逐步被证伪。并且往往处在宏观环境较差或疲弱叠加政策催化的状态下。

图表49： 结构性行情宏观对比

对比维度	2020年白酒结构性行情	2021年新能源结构性行情	2026年算力结构性行情
大盘环境	上证全年涨**13.87%**，全A涨跌幅中位数远低于指数	上证全年涨**4.8%**，创业板指涨**12.02%**，沪深300跌5.2%，新能源板块独立走牛	上半年上证仅涨**3.16%**，创业板指暴涨**35.58%**，科创50暴涨**64.25%**，全A和上证与主线走势背离，近7成个股下跌，极致分化
宏观背景	疫后全球流动性泛滥，美联储降息至0+无限QE，中国率先复苏，外资大幅流入；无全面经济过热，核心资产稀缺性溢价凸显	疫后弱复苏，地产链下行，消费疲软	美伊停战后风险偏好修复，但全球流动性仍偏紧；国内经济弱复苏，基本面需求侧走差
产业周期位置	**无产业周期，纯估值与品牌溢价驱动**。白酒产量持续下滑（1358→741万千升），缩量提价价增代替量增	**渗透率10%→30%**。电车渗透率从5.4%快速提升至14.8%，光伏平价上网元年，储能0到1爆发	**AI算力从资本开支驱动进入业绩兑现期**。海外巨头资本开支上修，光模块/光纤/PCB/存储全产业链进入订单验证与涨价潮，产业景气扩散
政策催化	消费内循环、内需提振、酒博会等事件催化；**无直接产业补贴**	**碳中和顶层设计**（2020年9月承诺）+2021年密集出台风光大基地、整县光伏、储能配套政策	两会聚焦高端制造/算电协同/半导体设备国产化；绿色算力政策；人工智能+行动深化
行情终结信号	2021年春节后央行收紧流动性；美债收益率飙升；公募发行降温；监管关注风格漂移	2021年12月中央经济工作会议纠偏运动式减碳；渗透率接近30%后增速放缓；锂价见顶；2022年美联储加息预期升温	

数据来源：iFinD，中信建投证券

从基本面维度看，结构性行情往往源于基本面的结构性分化，典型的如 2013 年创业板、2017 年上证 50、2020 年医药消费、2021 年新能源等。资金大多数时候都在追逐景气，因此结构性行情的极致往往对应基本面分化的极致。

仅供内部参考，请勿外传！

图表50： 历史牛市结构性行情板块基本面与大盘分化

	创业板净利润同比增速	上证净利润同比增速	深证净利润同比增速
2013	33.23%	14.05%	25.11%
	医药300净利润同比增速	上证净利润同比增速	深证净利润同比增速
2020	35.33%	-2.74%	23.59%
	新能源净利润同比增速	上证净利润同比增速	深证净利润同比增速
2021	51.35%	24.76%	4.34%

数据来源：iFinD，中信建投证券

图表51： 泛 AI 行业净利润同比增速远高于其他行业

日期	周期	制造	消费	医药医疗	人工智能
2025-03-31	4.54%	8.96%		16.99%	54.10%
2025-06-30	4.45%	7.74%		6.01%	45.60%
2025-09-30	10.08%	12.72%	-2.50%	5.64%	46.31%
2025-12-31	4.45%	12.66%	-20.63%	15.24%	40.12%
2026-03-31	6.44%	22.94%	-3.44%	4.62%	45.01%

数据来源：iFinD，中信建投证券

从资金维度看，典型的机构抱团行为一般会经历四个阶段：认知形成、持续加仓（爬坡）、高位震荡（顶部）、抱团瓦解。资金抱团的核心逻辑在于高景气叠加高确定性，机构为避免踏空核心资产，持续向优势产业集中配置。抱团能维持主要依靠抱团板块主要公司后续仍有接盘；当业绩增速跟不上估值、或行业景气度边际下滑、或整体流动性环境收紧时，抱团链条便可能断裂。

白酒板块作为 A 股传统核心资产，在 2019 年至 2021 年间经历了一轮完整的机构抱团周期，以 2020 年为加速加仓与配置登顶之年。该轮抱团可清晰划分为四个阶段：

图表52： 机构抱团白酒板块四阶段分析

阶段	时间区间	持续时长	主线公司机构抱团情况梳理
认知形成期	2019Q2-2020Q1	4 个季度	茅台已是重仓，但板块整体性不足；2019Q3 五粮液在减仓；Top100 主动基金持仓公司中白酒市值占比从 7.52%回落至 4.93%
持续加仓期	2020Q2-2020Q4	3 个季度	茅台连续大幅加仓（+172→+1016→+1420 万股）；五粮液从第 8 涨至第 3（+4618→+5464→+4150 万股）；Top100 主动基金持仓公司中白酒市值占比到达 8.40%峰值
高位期	2021Q1	1 个季度	茅台持有基金数达到峰值 1583 家；泸州老窖开始补涨（排名 21→13）；龙头空间受限
抱团瓦解期	2021Q2-2021Q4	3 个季度	茅台连续减仓（-670→-422→-5 万股）；五粮液大幅减仓（-1889→-7697→-1890 万股）；Top100 主动基金持仓公司中白酒市值占比从 8.04%回落至 5.75%

数据来源：iFinD，中信建投证券

新能源板块在“双碳”政策与产业高景气共振驱动下，于 2020 年至 2022 年形成一轮典型的机构抱团，以 2021 年为快速加仓与顶部确立之年。从重仓股数据观察，其抱团周期呈现认知周期长、加仓节奏快、顶部宽幅震荡、瓦解相对迅速的特征。

图表53： 机构资金抱团新能源板块情况分析

阶段	时间区间	持续时长	主线公司机构抱团情况梳理
认知形成期	2019Q4-2020Q2	3 个季度	宁德时代于 2019Q4 首次进入 Top20 主动基金持仓公司；2020Q2 进入 Top10（第 6 名）
第一轮持续加仓期	2020Q3-2020Q4	2 个季度	宁德时代、隆基大幅加仓，Top100 主动基金持仓公司市值中新能源占比从 1.54%→4.24%

仅供内部参考，请勿外传！

中场调整	2021Q1	1 个季度	隆基大减（-4973 万股）；宁德时代微增；中期分化与暂时性调整
第二轮持续加仓期+高位期	2021Q2-2022Q2	5 个季度	2022Q1 宁德时代成为第 1 名；2022Q2 隆基大幅加仓（+3.97 亿股）；Top100 主动基金持仓公司中新能源市值占比从 3.09%→8.04%峰值
抱团瓦解期	2022Q3-2022Q4	2 个季度（持续中）	隆基崩塌式减仓（合计-5 亿股），从第 3 降至第 17；Top100 主动基金持仓公司中新能源占比从 8.04%→5.43%

数据来源：Wind，中信建投证券

同时，在 2022 年新能源板块的抱团瓦解期与白酒板块的瓦解最大区别在于新能源瓦解更多呈现机构配置分化而非立刻的大幅减仓。在抱团瓦解期各子领域差异较大：**光伏组件与硅片**（以隆基、通威为代表）最先被机构彻底抛弃，2022 年下半年隆基遭遇崩塌式减仓，排名从第 3 骤降至第 17，反映出市场对产能过剩逻辑的快速证伪；**电池材料**（如恩捷、天赐）同样遭到大量抛售，恩捷、天赐排名分别跌至 92 名和 163 名，隔膜、电解液资产被持续减持；**动力电池**环节（宁德、亿纬）虽在 2022 年一季度仍可冲击榜首，但此后进入缓慢撤退而非崩盘式减持，亿纬锂能相对坚挺；**新能源整车**（比亚迪）在 2022 年二季度冲至第 8 位后基本维持在第 9-10 名，表明下游整车逻辑仍被机构认可；而**逆变器与储能**（以阳光电源为代表）则是在瓦解期逆势上涨，2022 年下半年排名持续冲高至行业前七，显示出机构配置重心正从发电端向储能端迁移。

图表54： 历史两次典型资金抱团情况对比

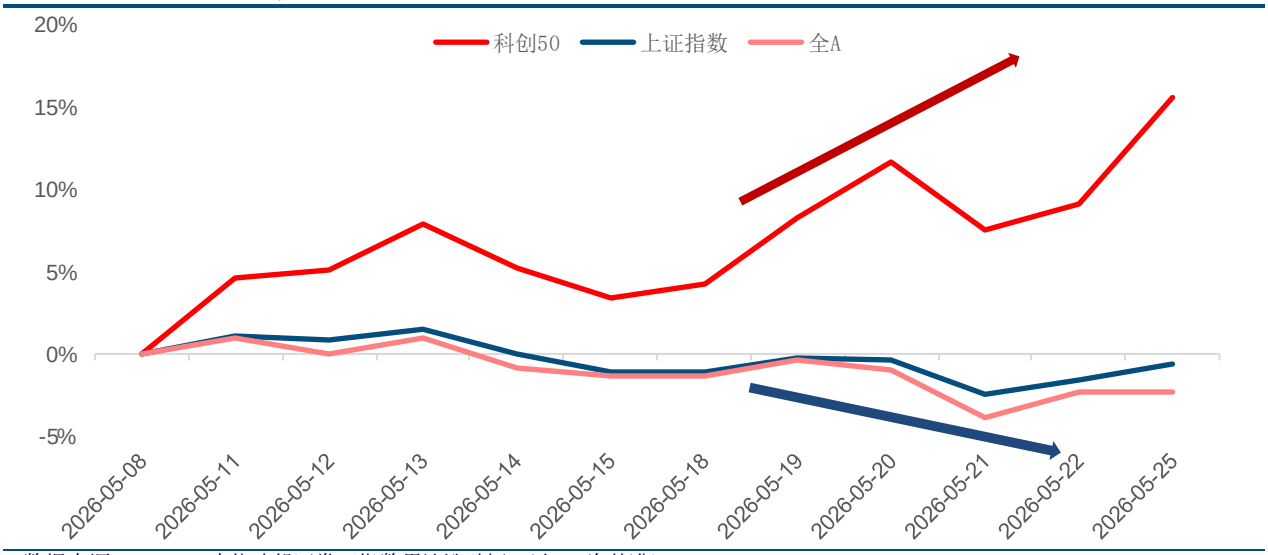
维度	白酒资金抱团	新能源资金抱团
时间跨度	约 7-8 个季度（近 2 年）	约 11-12 个季度（近 3 年）
持续加仓期	3 个季度（连续）	7 个季度（分两段，中间有中场调整）
高位震荡期	约 1 个季度	约 5 个季度
瓦解方式	集体撤离（龙头同步骤减）	结构性切换（子领域分化）
瓦解速度	较快	较慢（上游先瓦解、下游/储能后瓦解）

数据来源：Wind，中信建投证券

2026 年二季度算力结构性行情愈演愈烈，一季报披露期呈现极端算力剪刀差，算力产业链业绩普遍超预期而传统行业承压，资金迅速向海外算力产业链公司集中，创业板创历史新高。四月底至五月上旬，海外科技巨头财报季再度上修全年资本开支指引，算力景气从预期转向订单验证，市场由宏观驱动切换为业绩驱动，创业板与科创 50 双强共振。五月中下旬起，算力结构性行情产生显著虹吸效应，资金从其他板块持续抽离抱团科技；6 月期间中东地缘反复、海外长债收益率上行及 TMT 成交额过于拥挤引发高位震荡，但短期扰动未改算力主线的结构性行情格局。

仅供内部参考，请勿外传！

图表55： 算力极致虹吸，大盘下行



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以5.8为基准）

对比历史几轮典型结构性行情，可以提炼出以下关键规律：

第一，单季度的减仓不等于结构性行情与资金抱团瓦解：新能源 2021Q1 和 2021Q4 的两次减仓都只是中场调整，需要连续 2-3 个季度的系统性回落才能确认瓦解。

第二，基本面业绩的高速增长和赛道内部的分化接力决定顶部持续时间。白酒在 PEG 突破 3 倍后约 1 个季度即出现股价见顶；新能源在顶部区间的估值 PEG 超过 2，但由于业绩仍在释放，顶部震荡期持续了约 3-4 个季度；并且新能源板块内部有不同产业链持续接力，从上游材料与电池到下游的整车制造。**当业绩增速边际放缓、无法支撑高估值时，瓦解剧烈。**

第三，板块内部出现子领域分化如上游崩塌性减仓但下游加仓，往往是瓦解的中后期信号。同时当龙头还在高位、但二线已经崩塌时，瓦解已经开始。

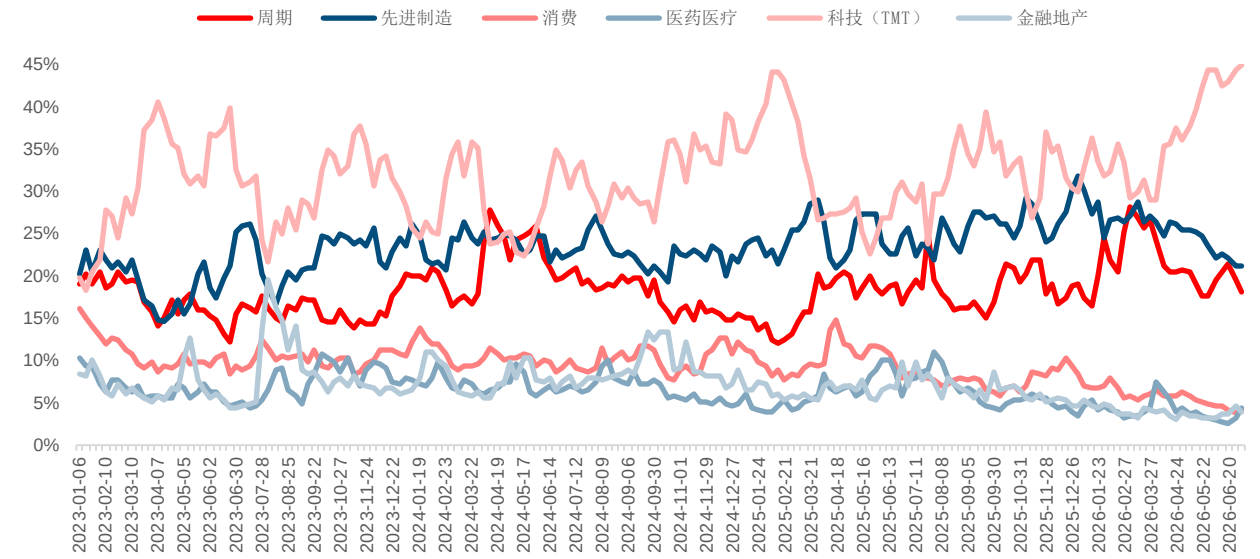
第四，瓦解后的调整周期漫长。白酒见顶后 3 年仍未恢复至前高；新能源板块自 2022 年高点至今，多数成份股跌幅中位数超过 40%，部分标的跌幅超过 60%。

仅供内部参考，请勿外传！

为什么切换比大家想象的更困难、极度拥挤之后呈现为算力内部轮动而非切换

回顾 2026 年 Q2 行情最重要的特征之一是算力主线几轮拥挤震荡，引发机构投资者担忧与分歧，市场核心疑虑集中于板块成交持续拥挤是否会引发趋势性调整并导致资金全面切向低位板块；但资金又几轮重回主线，算力景气扩散内部轮动持续上涨。

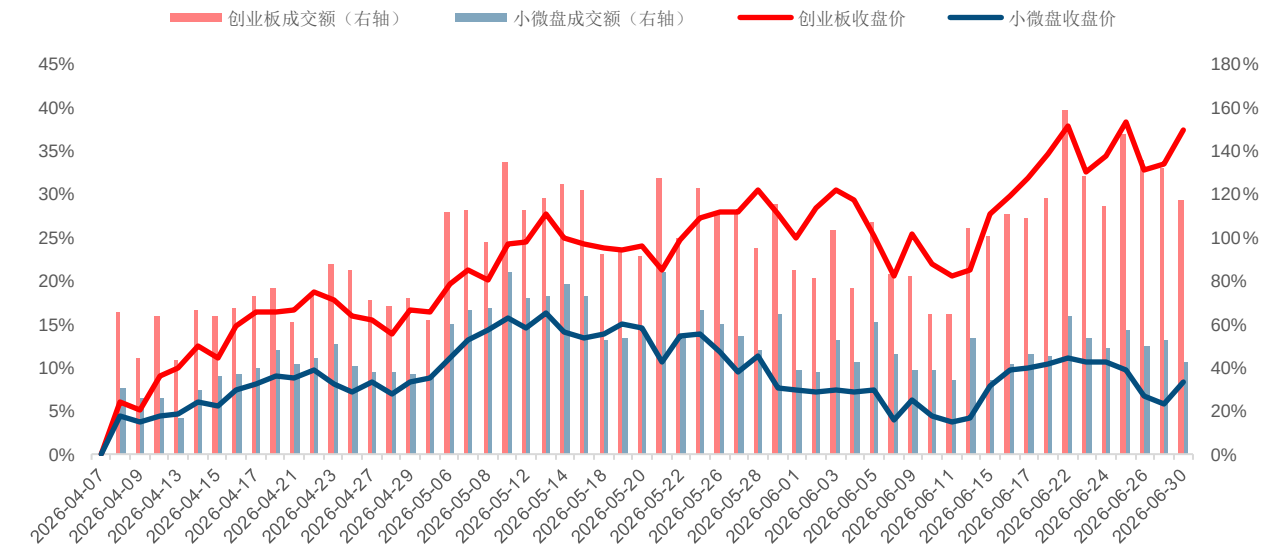
图表56： 资金持续集中于科技 TMT 板块



数据来源：iFinD，中信建投证券

本轮算力的交易拥挤初步在 5 月就已经形成，而在短暂几轮的震荡后加仓态势不改，并未在 6 月中出现预想的板块切换，而是呈现为算力内部轮动，直到 6 月底交易结构更加恶化时才出现较大的资金迁移。

图表57： 资金在 6 月底虹吸效应达到顶峰，小微盘流动性近枯竭



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以 2026.4.7 为基准）

大的板块切换的困难性成为投资者关注度逐渐升高的一个问题，算力行情能给未来判断切换带来什么启示呢？

仅供内部参考，请勿外传！

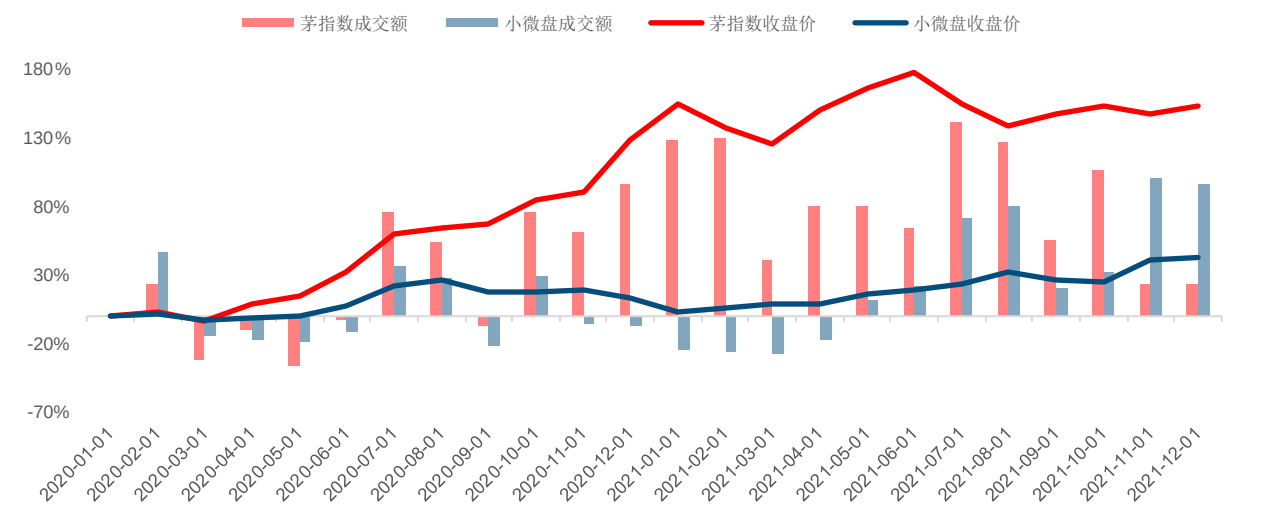
复盘历史几轮大的抱团行情我们认为，市场主线的切换需要几个条件：

1.最直接的是基本面的边际收敛，即当主线板块财报不及预期或出现了其他财报亮眼的板块；这一情况发生时，主线板块的行情拐点取决于估值中枢变动与基本面收敛信号，一是主线板块自身基本面增速放缓，二是其他行业基本面显著修复。此时，资金会转而涌入财报超预期但仍在低位的板块，形成板块的估值高切低。

2.在行业基本面领先仍在加强并未明显收敛或只有单一行业财报亮眼而其他板块财报普遍平庸的情况下，拥挤度必须达到非常夸张的水平才能实现切换。这一情况发生时，市场核心矛盾来自主线板块的基本面绝对优势与交易结构绝对拥挤，因此在市场震荡期需要辨别短期再平衡的需求与大级别切换，交易结构恶化导致的大级别切换需达到极度恶化状态。

典型案例为 2020 年底至 2021 年初的极致抱团茅指数行情，当时小微盘连续下跌数个月，直至极致状态出现显著性的崩盘式下跌，才引发资金从中期维度全面切换。

图表58： 资金从茅指数切换至小微盘



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以 2020.1.23 为基准）

总结

通过分析二季度热点和结构性行情与板块轮动的案例，我们得出以下启示：

1）A 股结构性行情多诞生于宏观疲弱、政策催化、行业基本面极致分化的环境中，多引发长久的机构抱团；

2）主线大切换需要基本面强弱收敛，仅交易拥挤不足以颠覆强势主线，短期震荡不会影响长期走势，只有拥挤度极端恶化才会触发主线切换。

仅供内部参考，请勿外传！

风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中美战略博弈加剧风险。警惕中美战略博弈领域扩散、程度加剧的风险。例如战略博弈从贸易扩散到科技、关键资源、金融、航运、物流、军事等多个领域，出现全方位战略冲突，这可能影响正常的经济活动，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中信研究院资深研究员、中国保险行业协会人身险利率专家委员会特聘专家、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与相关部委形势分析研讨及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。

何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk