



## 一、本周行情回顾

**行情方面**，本周 A 股窄幅震荡，指数间分化明显。上证指数累计下跌 0.54%，深证成指、创业板指分别累计上涨 0.23%、0.24%，平均股价累计上涨 0.92%，整体赚钱效应一般。市值风格上，中盘股表现最佳，中证 500 周内上涨 0.48%；小微盘风格的国证 2000 持平；沪深 300 与上证 50 分别回落 0.30%和 1.15%。市场风格上，成长风格显著跑赢价值风格，科创 50、创业板指分别上涨 5.57%和 0.24%，与上证 50、沪深 300 等价值风格指数形成鲜明对比。

本周行业表现分化，多数行业下跌，申万一级行业中仅 5 个行业收涨、26 个行业收跌。电子、建筑材料、机械设备涨幅居前，分别上涨 6.56%、2.61%、1.92%。AI 产业链中的芯片、PCB 等电子元器件板块在多重利好催化下再度上行。农林牧渔、美容护理、石油石化等板块跌幅居前，分别下跌 6.31%、4.70%、4.23%。受 AI 产业链虹吸效应影响，基本面偏弱的消费板块再度承压，同时原油价格回落拖累石油石化板块。

上周美国元首访华后，本周又迎来俄罗斯元首访华，均与我国达成了一系列丰硕的合作协议和外交成果。与此同时，我国 4 月经济数据公布，部分指标虽出现波动，但长期向好的基本面并未发生变化。此外，国内一揽子政策仍在稳步有序出台，包括离境退税 2.0 版政策正式上线、《稳岗扩容提质行动方案》发布、扩大优质服务供给等等。这些都将成为支撑本轮 A 股长牛、慢牛的中坚力量。

在地缘层面，随着美债收益率显著上行，特朗普再度发声。23 日下午他在社交媒体上表示，美伊已基本达成一项协议，有待双方及相关伊斯兰国家最终确认。签署备忘录以延长停战的可能性上升，但这并不意味着冲突的彻底终结。货币政策方面，美联储鸽派理事沃勒转向鹰派立场，市场对年内加息的预期有所升温，但关键仍需等待沃什上任后的首次议息会议。就目前来看，在美国经济呈现 K 型复苏、通胀主要由油价推动的背景下，年内维持不降息、不加息仍是基准情景。

### 后市展望：

在 PPI 回升、AI 与新能源产业链出口保持景气的背景下，A 股盈利驱动的基础依然扎实。人民币升值带动企业结汇潮，叠加中长期资金持续入市，为市场提供了充裕流动性，对指数形成支撑。市场将继续震荡整固、主线未断但内部轮动或将加快。

现阶段，资金供需特征，指向结构分化向极值演绎。短期动量效应集中在半导体设备和算力通胀领域(PCB、电子布等)。科技核心主线地位和中期向上趋势不变，只是短期热度和拥挤度偏高，科技行业的拥挤度近 40%，逼近历史峰值，周五盘后多家半导体公司也发布了减持公告，短期波动可能会有所加大。后市继续围绕科技主线，把握结构性机会。

**债市方面**，本周利率债市场先下后上，整体呈现小幅震荡格局。税期资金面边际收敛，央行通过公开市场投放满足银行间流动性需求，资金价格虽有上行，但整体平稳。10 年期国债活跃券收益率小幅下行至 1.75%附近震荡。

### 核心表现：

1. 资金面整体平稳。本周临近税期，资金价格小幅回升，但央行公开市场净投放有效对冲了政府债缴款与税期走款的压力，银行间流动性依然保持合理均衡。

2. 政府债供给放量。政府债净缴款规模抬升明显，且长久期品种占比较高，对长端和超长端利率债形成一定供给扰动。



3. 基本面逻辑支撑。4 月经济数据显示内需修复仍需加力，基本面偏弱的环境为债市提供了基础支撑，限制了收益率的上行空间。

本周**可转债**市场回暖，中证转债指数微涨 0.12%，市场呈现“弱修复、强分化”的结构性行情。低评级及小规模转债领涨，而高评级大盘转债表现疲软。

#### 核心表现：

1. 结构性分化加剧。权益市场风格偏向科技股，带动 AI 产业链、半导体等方向的科技类转债走强；而金融消费类大盘转债受正股遇冷及临近到期影响，估值承压显著。

2. 存量规模持续收缩。正股上涨触发强制赎回条款影响，多只转债进入强赎密集期并退市，全市场存量规模较峰值明显缩水，供需收紧推动估值中枢维持高位。

3. 新券赚钱效应突出。在优质新券稀缺的背景下，近期上市的科技类中小规模新券受到资金追捧，上市首日涨幅显著，凸显了当前市场对高弹性标的偏好。

**ETF&REITs&FOF 方面**，上周万得全基指数 0.28%，万得股基指数 0.12%，万得混基指数 0.64%，万得债基指数 0.10%，万得货基指数 0.02%。

策略表现：股债商等权 (ETF&LOF) -0.30%，宽基与跨境 (ETF) 0.41%，行业与主题 (ETF) 0.02%，固定收益 (ETF) 0.11%，红利现金流 (ETF) -0.71%，低价低换手 (ETF) -1.97%，高息高折价 (REITs) 0.88%，大小盘轮动 (ETF) -0.24%，PEG (双创) -1.17%，ROE 与 ROA (港股通) -3.17%，双低月调仓 (可转债) -1.63%，微盘月调仓 (全 A) -0.31%，多资产周调仓 (ETF) -0.08%。

**ETF 周涨幅前五**：半导体 ETF 南方 9.65%，芯片 ETF 华夏 9.55%，消费电子 ETF 易方达 9.55%，消费电子 ETF 华夏 9.17%，芯片 ETF 国泰 8.61%；**周跌幅前五**：房地产 ETF 银华-9.67%，地产 ETF 华宝-9.39%，农业 ETF 易方达-6.28%，农牧渔 ETF 景顺-6.14%，农业 ETF 富国-6.02%；**今年涨幅最大**：中韩半导体 ETF 华泰柏瑞 121.50%；**今年跌幅最大**：旅游 ETF 富国-25.59%。**REITs 周涨幅最大**：华夏中国交建 REIT7.11%；**周跌幅最大**：建信中关村 REIT-7.63%；**今年涨幅最大**：华夏中国交建 REIT15.65%；**今年跌幅最大**：华夏合肥高新 REIT-22.79%。**FOF 今年涨幅最大**：易方达优势驱动一年持有 A30.15%；**今年跌幅最大**：中欧甄选 3 个月持有 C-2.79%。上周股市微跌，债市继续上涨，商品下跌，REITs 上涨。国内方面，俄罗斯总统普京访华，中国公布 4 月经济数据，证监会等八部门重拳整治非法跨境展业，设置两年集中整治期。海外方面，伊朗局势再度紧张起来，特朗普周末“坐镇白宫”，凯文·沃什宣誓就任美联储掌门人，三星电子罢工威胁解除。

资产配置可不是简单地“分散买入多个资产”，其本质应该是在分散收益的来源，分散那些驱动资产涨跌的根本力量；通过利用不同底层资产的逻辑错位，构建长期收益确定性最大化、风险最小化的组合。一方面，资产配置不追求单次收益最大化，而是追求长期收益概率最大化。资产配置的目标从来不是为了在牛市赚最多的钱，而是在任何市场环境下，都能赚到“合理、稳定、可持续”的收益，避免“满仓深套、长期亏损”的风险。另一方面，资产配置的要义是利用不同资产逻辑错位，来抵消市场不可预测性。不同底层资产的收益驱动逻辑完全不同（低相关，甚至不相关）、涨跌周期错位，例如股票赚“企业增长+估值”的钱、债券赚“利率变化+票息”的钱、现金赚“确定性”的钱等。拉长时间周期来看，这些资产大概率不会同时大涨或同时大跌。简而言之，把资产配置，按传统思维看作是“鸡蛋放不同篮子”可能还不够，而是要用不同篮子的功能互补，构建一个抗风险、稳收益的“资产堡垒”。

在市场多元化配置资金需求的带动下，FOF 基金今年全面爆发。Wind 数据显示，截至 5 月 20 日，全市场 FOF 产品合计 608 只，总规模达 3531.78 亿元。其中，今年以来新发 FOF 共 81 只，发行份额合计 962.69 亿元，而去年同期仅约 233 亿元。本轮 FOF 发行的显著特



征是单只产品的募集规模大幅提升，市场头部效应明显。2025 年，募集规模在 10 亿元以上的 FOF 全年仅有 25 只，在当年成立的 89 只 FOF 中占比只有 28.09%；而 2026 年至今，这一数字已飙升至 34 只，且其中不乏体量惊人的“巨无霸”。根据 Wind 统计，截至目前，年内已有 3 只 FOF 募集规模在 50 亿元以上，分别为博时盈泰臻选 6 个月持有 FOF、中欧盈欣稳健 6 个月持有 FOF、广发稳泰多元机遇三个月持有 FOF；另有工银盈泰稳健 6 个月持有 FOF、富国智汇稳健 3 个月持有 FOF 等 2 只 FOF 募集规模超 40 亿元。在年内新发的 81 只 FOF 产品中，共有 30 只提前结束募集，其中 12 只更是在一天之内就完成了全部认购。在募集规模超 20 亿元的“爆款”FOF 中，银行系托管机构更是包揽了主要的发行份额。渠道推力之外，FOF 自身的业绩表现是留住资金的另一关键支柱。Wind 数据显示，截至 5 月 20 日，已有 15 只 FOF 产品今年以来收益率超过 20%，其中交银智选星光 A、易方达优势驱动 A 等产品年内回报更是超越 30%。与此同时，年内收益为负的产品仅 19 只，最低亏损控制在 -2.56%。

## 二、行业动态跟踪

**大健康行业方面**，本周表现：中信医药指数 -2.46%，跑输创业板指数，跑输沪深 300 指数。

本周 ASCO 摘要数据发布，科伦博泰生物、泽璟制药、康方生物、迪哲医药、百济神州、信达生物、百利天恒等多家中国创新药企业的重要临床数据表现亮眼。

下周正式大会更值得期待，康方生物 AK112 Harmoni-6 作为本次大会关注焦点，数据将在届时揭露；另一方面摘要数据提交截止时间较早，预计大会上有部分数据将有进一步更新。

### 行业重要新闻及公告：

1、2026 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会将于当地时间 5 月 29 日至 6 月 2 日在芝加哥召开。

**大制造行业方面**，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅 0.20%，汽车（中信一级）涨幅 -0.29%。整体横盘，机器人结构性反弹。

SpaceX 正计划在奥斯汀附近的巴斯特罗普建造一座规模 10GW 的大型太阳能制造工厂，此举被认为是为其太空人工智能数据中心供电的构想之一。

央视财经：中国移动机器人加速出海，我国工业机器人出口量暴增 9 成。

Model S/X 在加州弗里蒙特工厂正式下线，将在 4 个月内完成拆除与重构并转型为机器人生产线，规划年产能达 100 万台

特斯拉 FSD 全球版图扩张，FSD 监督版本登录中国。全球推送节奏（监督版）1) 北美：满血版 FSD，2) 欧/中/韩：监督版（L2 级，需手扶，中国：监督版内测+仅限 HW4.0，3) 新加坡/日本：仅体验或未商用

## 三、兴合观点

### 公募基金投资部梁辰星（权益）观点：

关注美债破 5，特朗普 TACO。然而周四晚上来看，市场已经抢跑，海外贵金属探底回升。可以再观望一下。

周四大跌后，晚上利好频出，其中 vera-rubin 里 pcb 和 mlcc 单位 gpu 对应的价值量大幅提升，再度点燃 pcb 和被动元器件。另外，本周京东方和康宁的合作意义重大。



### 公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：

- 1) 聚焦“硬科技”中的高景气与催化, 关注半导体设备/材料、存储、先进封装以及光通信/CPO、硅光、PCB 与上游配套（含液冷/泵等 AIDC 环节）。
- 2) 关注锂电、人形机器人、商业航天的阶段性轮动机会。锂电基本面实际上依然向上, 全球有望推进新一轮能源转型; Space X 完成 IPO 前“大考”, 升级版星舰 V3 算是成功完成首飞; T 机器人七八月份量产, 五六月份将被反复关注。
- 3) 可能的新景气方向, 继续关注美伊冲突后, 全球产业格局调整的线索。重点关注能够基于中国能源安全 + 供应链安全, 提升全球份额, 向海外有效顺价的方向。重点关注, 新能源、新能源汽车、基础化工。

### 公募基金投资部魏婧（固收）观点：

从上月数据反应的宏观内需偏差, 债市有一波上涨动力。尽管外围收益率受通胀和油价扰动冲高, 但国内债券走出了独立趋势。从资金面看, 有边际收敛趋势, 整体上下行空间可能不大。

### 专户基金投资部孙祺（权益）观点：

本周长鑫、长存上市相关最近进度继续引发半导体板块强势上涨。市场检修在滞胀大背景下, 交易算力等少数较为基本面强劲的方向。未来需要关注伊朗谈判本周出现的进展信息。

## 【风险提示】

市场有风险, 投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产, 但不保证基金一定盈利, 也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力, 理性判断市场, 投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险, 选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料, 不构成任何投资建议或承诺, 本材料并非基金宣传推介材料, 亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料, 转载内容仅代表该第三方观点, 并不代表兴合基金的立场。