



一、本周行情回顾

行情方面，本周，A股方面，风格显著分化。创业板指上涨 2.53%、沪深 300 上涨 0.97%，而上证指数下跌 1.08%、中证 500/中证 1000 分别下跌 2.53%/3.27%，科创 50/科创 100 下跌 2.20%/2.07%，上证 50 微跌 0.08%。港股方面，恒生指数下跌 1.65%，恒生科技指数微涨 0.30%，内部呈“科技相对抗跌、消费与地产偏弱”。本周美股和 A 股呈现了不同的格局。AI 基本面强势的背景下，美股再度冲高，费城半导体指数本周大涨 7.23%，纳斯达克也上涨 2.58%。

申万一级涨幅前五分别是，煤炭+6.66%、公用事业+6.58%、通信+5.56%、建筑材料+1.90%、食品饮料+1.65%，体现“高股息防御+部分政策/景气链条”占优。相对落后方向则是计算机、综合、国防军工、基础化工，与资金避险与风格切换扰动相符；风格层面，本周 A 股呈分化，大盘成长上涨 1.64%、小盘成长大跌 4.88%，剪刀差显著扩大。同时观察到，A 股前 5% 股票成交占比接近 50%，其他 5000 支票成交额 1.5 万亿。

美国 4 月 PCE 同比 3.77%，高于前值 3.53%，通胀边际趋粘，令市场对政策转向速度保持审慎；5/28 当周公布的一季度 GDP 修正及核心 PCE 等数据为交易焦点。美伊停火与谈判消息反复，油价先跌后稳、10 年期美债一度跌破 4.45%，利率与地缘的共振扰动仍在。

行业方面，华为“韬定律”带动先进封装/EDA/成熟制程预期上修，港股/内地半导体链条阶段性走强；联想集团强劲财报引发 AI 产业链风险偏好提升。同时，长鑫科技科创板 IPO 过会引发 A 股芯片板块“资金分流”与估值重定价担忧，成为周内波动的重要催化之一。

后市展望：

当前 A 股市场波动率明显抬升。不过，市场流动性继续保持充裕、产业趋势依然强劲、政策红利持续释放，这些因素共同构成了市场的底层支撑，长期向上的大方向并未改变。短期而言，科技板块交易拥挤度已触及历史高位，资金过度集中后走向分化与轮动，市场将转入高位震荡整理。短期处于上升途中的震荡整固期，调整更多是交易层面的筹码释放，基本面尚未出现反转信号。市场震荡期风格切换能否延续仍需观察，观察是否有实质性政策落地并带动内需实质性回暖。

债市方面，本周利率债市场摆脱前期震荡，收益率全线下行，10 年期国债活跃券收益率创下年内新低。税期走款叠加跨月因素，央行通过逆回购与 MLF 积极投放呵护资金面。在机构配置需求延续、股市高位回调及 MLF 利率下调预期的共振下，长端利率突破前低。

核心表现：

1. 小作文引爆多头情绪。周中市场传闻部分省联社指导农商行暂停存单投资、转投利率债。这一“小作文”极大提振了多头情绪，若传闻属实，意味着大量中小银行存款资金将绕过信用品种直接涌入利率债市场，为债市带来了强劲的配置力量与方向选择。

2. 资金面均衡宽松。面对税期与跨月的资金缺口，央行通过公开市场操作大幅净投放，有效对冲了流动性压力，资金价格虽有边际上行但整体保持平稳，为债市提供了坚实的底层支撑。



3. 基本面与政策预期支撑。4 月经济数据反映内需修复仍需加力，叠加市场对后续 MLF 利率下调的较强预期，以及股市高位回调带来的避险情绪，共同推动债市走强。

展望下周，随着跨月资金面扰动消退，叠加 6 月政府债供给压力预计将集中释放，债市大概率将告别单边下行，转入区间震荡格局。

本周**可转债**市场整体回调，中证转债指数下跌 1.18%，跑输权益市场。市场呈现显著的“资金分化”特征，机构资金在利率债与可转债之间进行了明显的结构性调仓。

核心表现：

1. 机构资金流向分化。权益市场回调，可转债同步承压，转债 ETF 出现明显的主力资金净流出，资金分歧明显。

2. 科技主线与高价券受青睐。尽管整体市场回调，但权益市场风格依然聚焦科技赛道。AI、半导体等方向的科技类转债表现强势，逆势上涨，成为机构资金在转债市场内抱团的主要方向。

3. 结构分化显著。年内转债摘牌退市数量高企，全市场存量规模持续缩水。在优质老券加速退市的背景下，市场对高弹性的科技类新券依然保持较高的关注与配置热情。

展望下周，转债市场预计将延续“弱修复 + 强分化”的结构性行情。

ETF&REITs&FOF 方面，中证全指-1.71%，南华商品指数-1.46%，国债指数 0.18%，中证 REITs 全收-1.45%，中证转债-1.18%，中证全债 0.29%，上证指数-1.08%，深证成指-0.14%，创业板指 2.53%，科创综指-3.61%，北证 50 -6.27%，中证 A500 -0.25%，中证 2000 -5.29%，红利低波 0.98%，万得微盘股指数-8.61%，恒生指数-1.65%，恒生科技 0.30%，港股通-1.85%，日经 225 4.72%，道琼斯工业平均 0.90%，纳斯达克指数 2.39%，标普 500 1.43%，万得全基指数-0.57%，万得股基指数-1.19%，万得混基指数-0.87%，万得债基指数 0.06%，万得货基指数 0.02%。

策略表现：股债商等权 (ETF&LOF) -0.28%，宽基与跨境 (ETF) 0.63%，行业与主题 (ETF) -1.67%，固定收益 (ETF) 0.17%，红利现金流 (ETF) -0.91%，低价低换手 (ETF) -0.54%，高息高折价 (REITs) -1.82%，大小盘轮动 (ETF) -2.30%，PEG (双创) -6.65%，ROE 与 ROA (港股通) -1.35%，双低月调仓 (可转债) -0.66%，微盘月调仓 (全 A) -9.37%，多资产周调仓 (ETF) 0.02%。

ETF 周涨幅前五：绿电 ETF 华夏 9.11%，煤炭 ETF 国泰 8.81%，电力 ETF 广发 8.67%，港股通信息技术 ETF 华宝 8.15%，公用事业 ETF 华夏 7.46%；**周跌幅前五：**机器人 ETF 易方达-10.61%，卫星 ETF 永赢-10.09%，汽车零部件 ETF 易方达-8.61%，航空航天 ETF 华泰柏瑞-8.60%，创业板软件 ETF 华夏-8.47%；**今年涨幅最大：**中韩半导体 ETF 华泰柏瑞 132.01%；**今年跌幅最大：**港股通互联网 ETF 富国-28.00%。**REITs 周涨幅最大：**中金山东高速 REIT 2.68%；**周跌幅最大：**建信中关村 REIT-9.48%；**今年涨幅最大：**华夏中国交建 REIT 15.07%；**今年跌幅最大：**华夏合肥高新 REIT-27.86%。**FOF 今年涨幅最大：**易方达优势回报 A 39.07%；**今年跌幅最大：**国泰优选领航一年持有-5.19%。

国内方面，中国明确城市更新五年“施工图”；香港金管局加码内地投资者投资账户监管，开户核查倒查至 2023 年 1 月；重构半导体赛道，华为“韬定律”横空出世；丁向群任国家金融监督管理总局党委书记。海外方面，美伊局势迷雾重重，美媒称特朗普未就与伊朗达成新协议作出决定；美光科技、海力士加入万亿美元市值俱乐部。

积小胜为大胜，本质是对抗波动率拖累、坚守长期复利的投资哲学。市场短期波动是常态，高收益往往伴随高回撤，而亏损 50%需上涨 100%才能回本，长期来看，低波动稳健收益的持有体验远胜大起大落的短期暴利。FOF 通过三重机制，将小胜转化为长期复利。首先，



资产配置分散风险，筑牢稳健根基。其次，专业精选基金，捕捉持续 α 收益。最后，纪律化动态平衡，争取克服人性弱点。定量层面，通过波动率、最大回撤、夏普比率等指标，剔除高波动、风格漂移的基金；定性层面，深入调研基金经理投资框架、能力圈稳定性、团队投研实力，优先选择风格纯粹、长期业绩可复制的标的。尤其注重风格分散，在价值、成长、红利等维度均衡布局，避免组合相关性过高，确保不同市场环境下均有稳定小胜来源。市场过热时降低权益仓位、增配固收；市场低迷时提高权益仓位、布局优质标的。同时严格执行持有期约束与动态再平衡，避免频繁交易损耗，锁定每一轮小胜收益，累积长期复利。

今年以来近五个月，FOF 新发规模就达 994 亿元，超越去年全年水平（845 亿元），距 2021 年创下的年度历史峰值（1084 亿元）只差一步。今年 FOF 爆款扎堆，年内已有 12 只 FOF 一日售罄，并且首募规模超 10 亿元的“小爆款”达 36 只，占新成立的 77 只 FOF 的近一半。FOF 发行热潮来了。但这次，主角不是基金经理，而是银行渠道，从招行“长盈计划”，到建行“龙盈计划”，再到中银“慧投计划”，银行主动“造星”，手握流量开关，定制出“收益有上限、回撤有底线”的稳健的偏债混合型 FOF 和多资产多策略 FOF。

二、行业动态跟踪

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数-2.31%，跑输创业板指数，跑输沪深 300 指数。周五医药表现较好，走出高低切。主要原因是周四行业因为 BD 限制大跌不合理，周五信达的 BD 拉动行情，市场高低切，科技下跌带来资金外溢。行业处于底部。公募基金 26Q1 医药持仓比例为 8.51%，较前一季度提升 1.42pct，持仓比例环比有所提升。

大制造行业方面，大制造行业方面，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅-1.92%，汽车（中信一级）涨幅-3.87%。机器人资金大幅撤退。新能源进入分化阶段，储能值得关注。国家气候中心预计：夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，秋冬季达到峰值，发生强厄尔尼诺事件的概率正在增大，并可能持续至明年春季。宁德时代首席科学家吴凯：今年将实现钠离子电池规模量产 下一步聚焦锂空气电池研发 智元机器人合伙人姚青：今年上半年智元海外收入占比已近 20% sst 近期整理，5 月 26 日知名分析机构 SemiAnalysis 800VDC 报告发布，关注 6 月初 SNEC 展会

三、兴合观点

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：市场反科技板块多次异动，包括消费、医药，金融等，短期风格科技可能边际向下。但是，前期先调整的半导体，光，和最近逻辑最硬的 pcb, mlcc, 部分公司可能还有新高，科技进入强分化阶段。大盘或很难回到 4000 下方，调结构为主。关注前期调整较多的板块。

公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：

- 1) 科技与 AI 产业链：全球 AI 资本开支与“AI 基建”仍是年内主线，尽管短期高位波动难以避免，但技术迭代、资本开支扩张以及供需矛盾等因素决定了该方向仍具持续跟踪价值。关注基本面有确定性支撑的细分（算力设施/先进封装/国产替代），同时关注产业链上游材料、设备等环节的扩散机会。
- 2) 除了科技之外，电的方向是均衡配置的一大选择：从算电协同、SST 固态变压器等上下游，到夏季用电高峰的火电等。电力链接了传统实体经济和科技赛道，具备稳定性，火电是



夏季高温,厄尔尼诺现象引发的高温 and 南方少雨带来火电预期;绿电是科技发展的最终动力, AI 电力的需求也给电力带来技术上的进步。

3) 高股息与能源板块(煤炭、电力、银行等)提供防御价值。在科技主线震荡阶段,可作为组合的稳定器,受益于能源保供政策推进及分红季临近。

公募基金投资部魏婧(固收)观点:收益率下行至此动力有所衰竭,一定程度受制于外围的通胀预期和利率易上难下的环境。内部关注流动性的边际变化,外部关注美联储在新主席的引领下未来的货币政策去向。

专户基金投资部孙祺(权益)观点:当前的主要矛盾是全球经济前景不佳与 AI 产业一枝独秀,导致 K 型分化持续加剧。总体上景气可能仍然是稀缺的。

【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。