

权益市场结构性行情延续

——鑫元周观点（2026.05.18-2026.05.22）

一、核心观点

宏观方面，国家统计局公布 4 月经济数据，显示经济运行出现边际扰动，复苏动能有所放缓。4 月规模以上工业增加值同比增长 4.1%，较 3 月回落 1.6 个百分点；社会消费品零售总额同比仅增 0.2%，大幅低于前值 1.7%；1-4 月固定资产投资同比下降 1.6%，由正转负。海外方面，中美经贸关系取得重大突破，5 月 13 日至 15 日特朗普访华期间，两国元首确立“中美建设性战略稳定关系”新定位，双方就关税对等减免、成立贸易和投资理事会、扩大农产品贸易等达成初步成果；美联储方面，凯文·沃什宣誓就任新一届主席，强调将以“独立性、清晰判断与坚定立场”履行控通胀与稳就业的双重职责，而美国 30 年期国债收益率突破 5% 创 2007 年以来新高，全球无风险利率中枢上移令风险资产估值承压。地缘政治层面，美伊谈判陷入“罗生门”，霍尔木兹海峡航运安全风险仍未得以有效解决，中东局势不确定依然较高。综合来看，国内经济在政策托底下有望保持平稳运行，但内需恢复动能和外部不确定性仍是主要挑战，而中美经贸关系的突破性进展为市场注入了重要的确定性预期。

权益市场方面，海外利率冲击进入高位震荡消化期，国内流动性并未出现趋势性收紧，市场调整更多体现为高波扰动和情绪消化，而非趋势逆转。英伟达财报继续强化 AI 产业链景气验证，Vera Rubin 量产节奏明确，有望推动分子端景气从 GPU、光模块、服务器向 PCB、MLCC、材料、电源等中游环节扩散。策略上，当前市场可定义为高位震荡中的结构性行情，仓位宜中性偏积极，继续围绕科技主线和结构性分子景气方向配置；对于缺乏景气支撑的低估值板块仍需谨慎，低估值本身并不足以构成左侧买入理由。

固收市场方面，当前 10 年期国债收益率在 1.74% 附近，短期内在无新增利多因素下，或难跌破 4 月前低 1.72%，但基本面偏弱和配置需求强劲也限制了上行空间，预计将在 1.73%—1.77% 区间震荡。策略方面，建议首先以震荡市思路应对，关注超调后的配置机会。若因资金面短期扰动导致市场利率出现超调，反而是配置盘逐步介入的机会，可在收益率上行时逢高布局。其次沿曲线寻找利差压缩机会。当前资金宽松、融资需求偏弱、期限利差仍有一定压缩空间，若后续资金利率持续稳定在偏低水平，则债市多头情绪有望重新凝聚，可沿曲线寻

找利差压缩机会。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

国家统计局公布 1-4 月国民经济数据，经济边际放缓态势显现。4 月规模以上工业增加值同比增长 4.1%，较 3 月的 5.7% 明显回落；社会消费品零售总额同比增长 0.2%，远低于前值 1.7% 和预期值；1-4 月固定资产投资同比下降 1.6%，由一季度的正增长 1.7% 转负。其中，基础设施投资同比增长 4.3%，制造业投资增长 1.2%，房地产开发投资下降 13.7%，地产与基建投资动能同步放缓。4 月城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.2 个百分点，就业形势总体稳定。

5 月 LPR 报价连续第十二个月维持不变。5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均与上月持平。自去年 5 月下调 10 个基点以来，LPR 已连续十二个月保持不变。此次 LPR 按兵不动符合市场预期，反映出在经济结构性问题和外部不确定性仍存的背景下，货币政策保持稳健中性基调，更注重存量政策的落地生效而非增量扩张。分析人士认为，当前实体融资成本已处于历史低位，进一步下调的空间有限，后续货币政策发力点或将更多聚焦于结构性工具和信贷引导。

(二) 海外宏观

美联储 4 月会议纪要释放鹰派信号，加息预期显著升温。5 月 20 日，美联储公布 4 月 28-29 日 FOMC 会议纪要。纪要显示，“大多数”与会者强调，如果通胀持续高于 2% 目标，采取某种程度的政策收紧（加息）可能会变得合适；“许多”与会者表示倾向于删除会后声明中暗示未来利率决策偏向宽松的措辞。这是美联储内部讨论重心从“何时降息”转向“是否加息”的重要信号。该次会议上，FOMC 以 8:4 的投票结果维持联邦基金利率于 3.50%-3.75% 不变，创 1992 年以来最多反对票纪录。与此同时，美国 4 月 CPI 同比上涨 3.8%，为 2023 年 6 月以来最高水平；4 月 PPI 同比上涨 6.0%，涨幅高于市场预期。美东时间 5 月 15 日，美联储主席鲍威尔任期届满，前美联储理事凯文·沃什正式接任主席职务。特朗普此前曾明确表示期望美联储降息，但在沃什上任之际口风有所软化，称“会让他按自己的想法去做”。

美国 30 年期国债收益率突破 5%，创 2007 年以来新高，全球资产定价承压。5 月中旬以来，在美债收益率飙升的推动下，全球债市经历剧烈调整。美国 30 年期国债收益率突破 5% 关键心理关口，创下 2007 年金融危机以来最高水平；10 年期收益率升至 4.59%，2 年期升至

4.08%。短端利率重估降息路径，长端利率重估通胀、财政和期限溢价，美债收益率曲线正在被重新定价。中美利差深度倒挂至负 271 个基点，人民币面临阶段性贬值压力，北向资金流向出现反复波动。日本 30 年期国债收益率同步升破 4%，为 1999 年发行以来首次，暗示全球超长久期债券正经历系统性重估。美股方面，道指单周跌逾 500 点，纳指跌超 1.5%，科技股普遍承压，英伟达、特斯拉均跌超 4%。国际金价高位回落，国内金饰价格普遍下调。

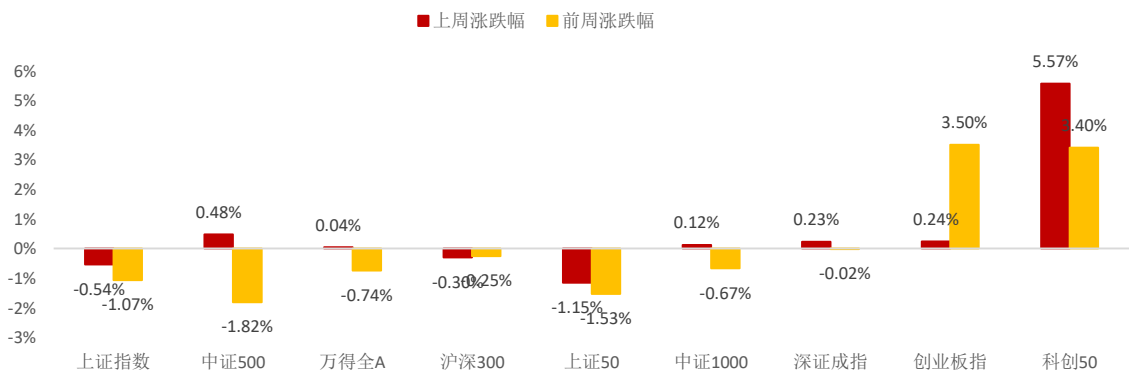
美伊谈判陷入僵局，霍尔木兹海峡航运风险持续，地缘不确定性仍高。5 月以来，中东局势持续僵持。特朗普政府此前宣布启动“自由计划”引导被困霍尔木兹海峡的商船驶离，但随后暂停该行动以观察与伊朗的谈判进展。美国中央司令部证实，自 4 月中旬以来已强制改变多艘伊朗商船航向，伊朗方面则强烈警告若美军袭击伊朗油轮将直接打击美在中东军事基地与舰船。美伊双方通过巴基斯坦等斡旋方保持间接接触，伊朗提交包含确保不再发生军事侵略、支付赔偿、建立霍尔木兹海峡新管理机制等内容的 14 点提议，但特朗普表示该提议“不可接受”。现阶段美伊尚未进行直接核谈判，短期内地缘风险降温的可能性较低，能源安全与全球航运风险仍是市场关注焦点。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数涨跌不一。科创 50 上涨 5.57%，中证 500 上涨 0.48%，创业板指上涨 0.24%。上证 50 下跌 1.15%，上证指数下跌 0.54%。从行业板块看，上周**电子、建筑材料、机械设备**领涨，**农林牧渔、石油石化、美容护理**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/5/22	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
上证指数	17.5	↓	0.08	61.1	↓	0.21	97.1%	99.3%	99.1%
深证成指	36.7	↓	0.02	85.8	↓	0.06	97.2%	99.5%	99.4%
上证 50	11.2	↓	0.15	52.7	↓	2.40	76.4%	75.2%	67.5%
沪深 300	14.5	↓	0.12	68.9	↓	1.30	89.4%	89.4%	86.0%
中证 500	37.3	↑	0.09	69.0	↑	0.12	81.0%	98.1%	97.5%
中证 1000	55.9	↑	0.11	76.8	↑	0.01	76.8%	97.8%	97.1%
创业板指	47.4	↑	0.02	49.6	↑	0.08	47.4%	57.5%	60.6%
科创 50	167.9	↑	8.95	95.5	↑	3.85	95.5%	95.5%	95.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

数据来源：Wind、鑫元基金

	2026/5/22	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
	2		来		数	数	数
农林牧渔(申万)	41.9	↓	55.94%	↓	55.9%	67.3%	63.6%
		2.85		5.42			
基础化工(申万)	32.5	↓	77.56%	↓	77.6%	94.2%	92.3%
		0.51		1.08			
钢铁(申万)	32.2	↓	68.45%	↓	68.5%	89.2%	85.7%
		1.39		3.75			
有色金属(申万)	23.1	↓	25.67%	↓	25.7%	41.4%	53.4%
		0.19		0.21			
电子(申万)	82.7	↑	98.81%	↑	98.8%	100.0%	100.0%
		5.22		1.25			
家用电器(申万)	15.8	↓	56.80%	↓	56.8%	64.5%	68.7%
		0.24		3.06			
食品饮料(申万)	20.8	↓	17.39%	↓	17.4%	9.7%	12.8%
		0.61		5.46			
纺织服装(申万)	26.5	↓	55.84%	↓	55.8%	69.2%	62.5%
		0.63		2.86			
轻工制造(申万)	37.3	↓	74.50%	↓	74.5%	99.4%	99.3%
		1.62		2.03			
医药生物(申万)	32.8	↓	30.89%	↓	30.9%	49.9%	51.6%
		0.86		2.43			
公用事业(申万)	21.8	↓	59.69%	↓	59.7%	66.7%	63.6%
		0.50		2.35			
交通运输(申万)	17.8	↓	53.30%	↓	53.3%	67.3%	70.1%
		0.06		0.40			

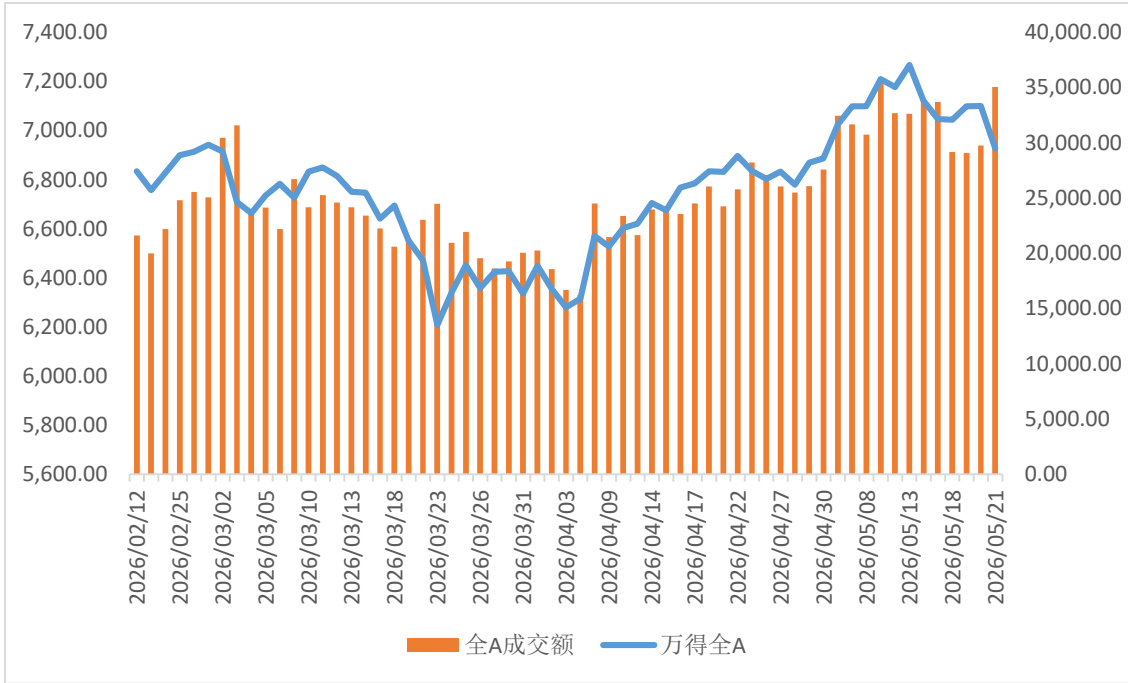
房地产(申万)	19.5	↓ 0.75	71.44%	↓ 1.08	71.4%	78.9%	72.1%
商贸零售(申万)	37.7	↓ 1.33	75.80%	↓ 3.56	75.8%	83.4%	78.0%
社会服务(申万)	44.0	↓ 1.51	40.25%	↓ 4.63	40.3%	43.5%	25.2%
综合(申万)	146.9	↑ 0.53	99.69%	↓ 0.06	99.7%	99.5%	99.3%
建筑材料(申万)	40.3	↑ 0.95	94.47%	↑ 1.90	94.5%	99.6%	99.5%
建筑装饰(申万)	15.9	↓ 0.54	77.59%	↓ 1.87	77.6%	99.4%	99.3%
电力设备(申万)	40.5	↑ 0.03	57.75%	↑ 0.03	57.8%	73.9%	65.5%
国防军工(申万)	71.8	↓ 1.63	58.34%	↓ 2.31	58.3%	78.4%	75.6%
计算机(申万)	77.9	↓ 0.72	82.72%	↓ 0.96	82.7%	82.8%	77.2%
传媒(申万)	39.6	↓ 1.69	49.14%	↓ 4.19	49.1%	67.4%	60.6%
通信(申万)	64.4	↓ 0.65	96.47%	↓ 0.81	96.5%	99.4%	99.3%
银行(申万)	5.9	↓ 0.09	33.27%	↓ 3.21	33.3%	35.3%	46.4%
非银金融(申万)	11.1	↓ 0.25	0.17%	↓ 0.25	0.2%	0.0%	0.0%
汽车(申万)	29.9	↓ 0.16	82.42%	↓ 1.01	82.4%	72.9%	64.1%
机械设备(申万)	49.7	↑ 0.75	79.19%	↑ 0.41	79.2%	100.0%	100.0%
煤炭(申万)	21.4	↓ 0.62	78.99%	↓ 1.25	79.0%	98.1%	97.5%
石油石化(申万)	20.8	↓ 1.02	68.10%	↓ 4.38	68.1%	88.1%	91.8%
环保(申万)	29.3	↓ 0.42	58.42%	↓ 0.66	58.4%	93.2%	93.2%
美容护理(申万)	32.6	↓ 1.47	30.03%	↓ 5.01	30.0%	26.1%	17.0%

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周**电子、建筑材料、机械设备**估值上行最多，**农林牧渔、传媒、国防军工**下行最多。当前**综合、电子、通信**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、食品饮料、有色金属**板块估

值处于历史较低水平。

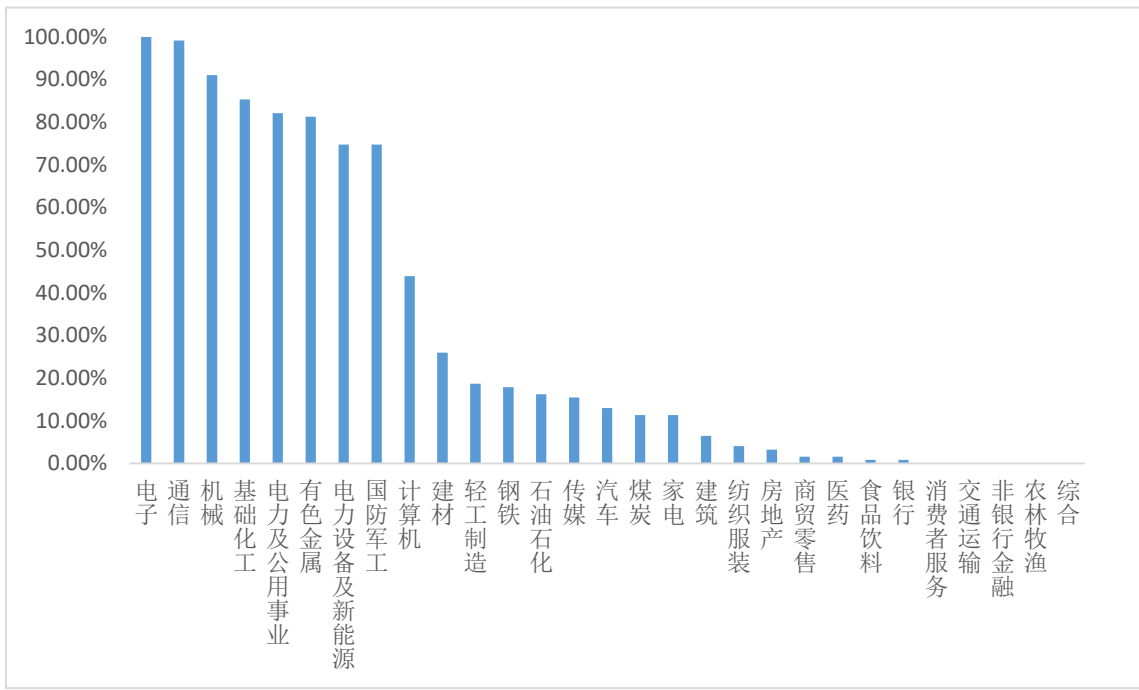
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



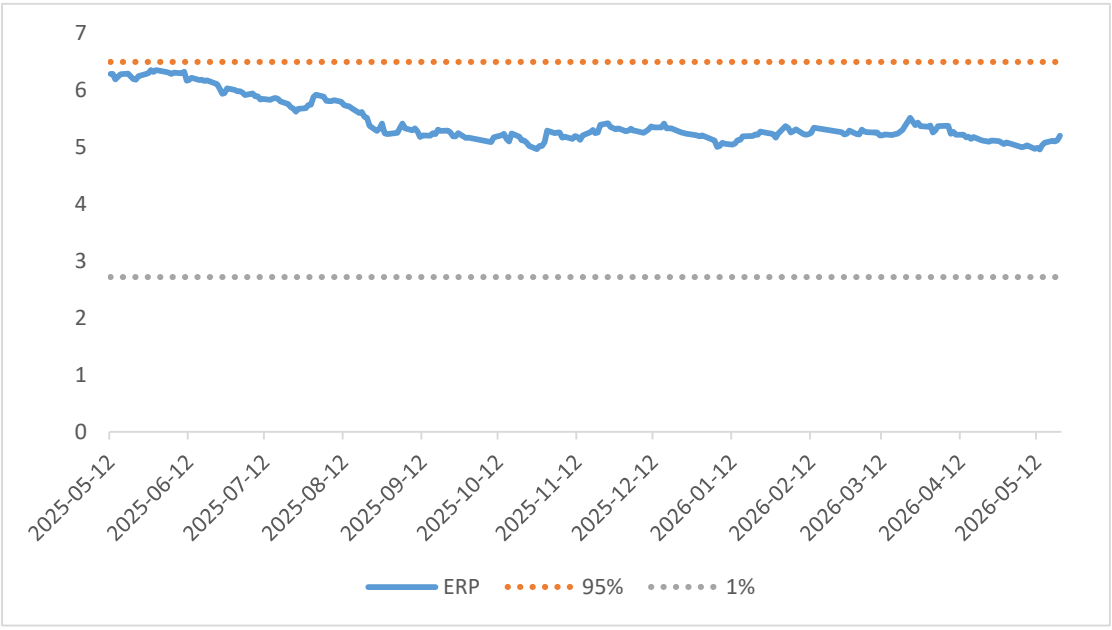
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量下跌。从行业拥挤度的角度，电子、通信、机械的拥挤度较高。

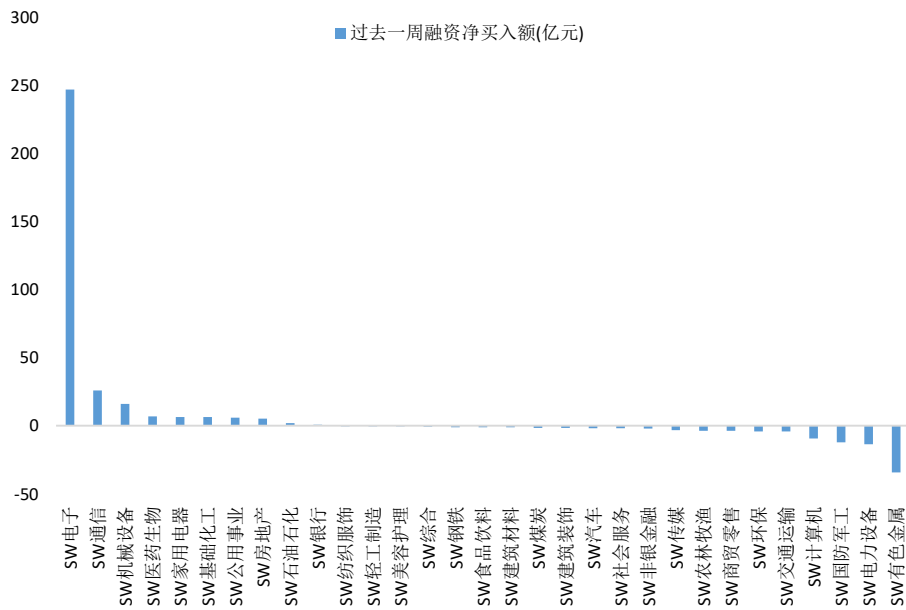
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.2%，处于历史 46.64%的

分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

5月21日，两融资金占比为9.90%，5月15日为9.82%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月22日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

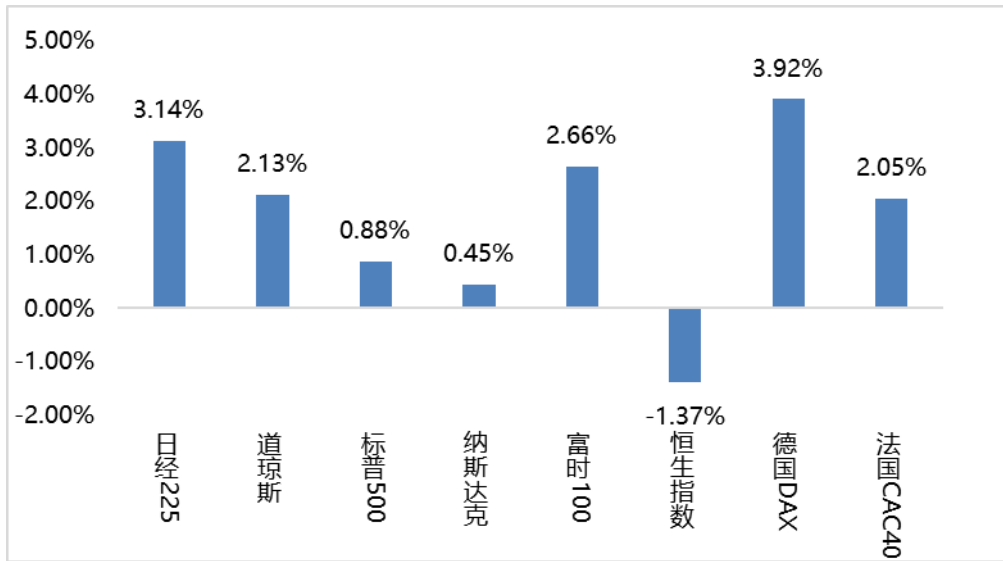


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨 2.13%，标普 500 上涨 0.88%，纳指上涨 0.45%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 2.66%，德国上涨 3.92%，法国上涨 2.05%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.14%，恒生指数下跌 1.37%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

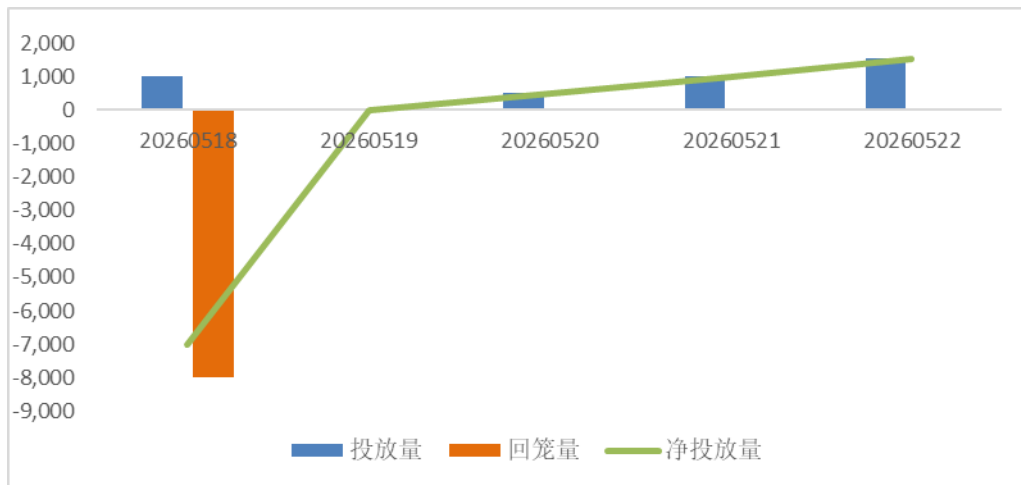


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 3045 亿元逆回购及 1000 亿元国库现金定存操作，因有 30 亿元逆回购和 8000 亿元买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 3985 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 900 亿元，地方政府债计划发行 4184 亿元，整体净缴款 6252 亿元。

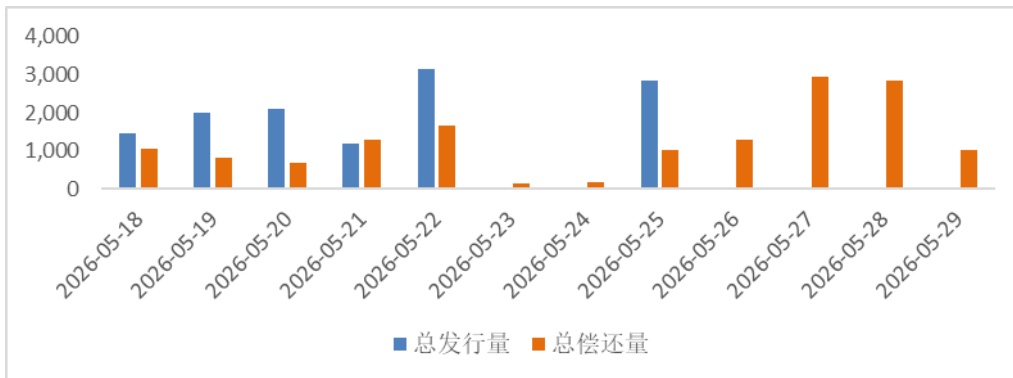
图：5月25-5月29日政府债发行缴款

单位：亿元

	5月25日		5月26日		5月27日		5月28日		5月29日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	900	499	0	2467	0	461	0	639	0	119
到期	0	540	600	264	0	221	400	92	0	0
缴款	3200	203	900	499	0	2467	0	461	0	639
净缴款	2864		535		2246		-32		639	

同业存单发行：本周（5月25-28日）存单到期9491亿元，较前一周的5517亿元大幅提升。

图：同业存单到期与发行

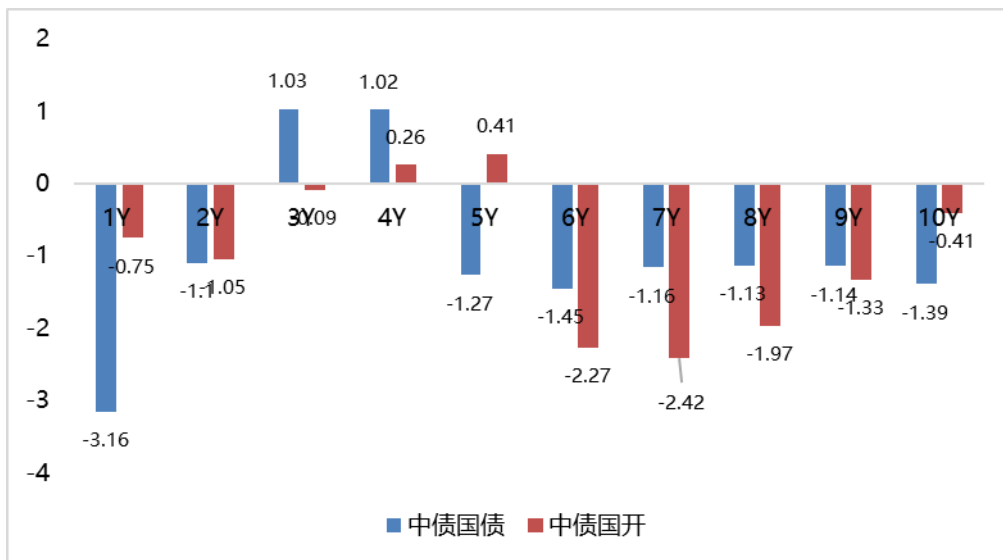


回购市场：上周资金面边际收紧，利率上行。具体来看，前两日大行净融出维持在5万亿水平，资金面整体均衡偏松；上周三融入7D可跨完整税期，银行体系流动性水平下降，资金面边际收敛，利率小幅上行；周四周五央行加大公开市场投放力度，但侧面反映市场资金缺口有所增加，资金面维持均衡态势。截至上周五，R001收于1.36%，较前一周上行7.01BP，R007收于1.38%，较前一周上行2.66BP。

票据利率：上周票据市场整体震荡下行。上半周在大行的带领下，市场受买盘情绪主导，利率下行；上周三卖盘力量增强，足月国股利率反弹；上周五延续下行行情，短期限继续下行，长期利率跌后回调。

(三) 债券市场

图9：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表4：中债国债期限利差（2026年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	12.7	15.56	29.43	36.88
环比	4.19	-2.30	-0.12	-4.05

年初以来	-8.28	4.49	13.91	6.48
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	24.22	15.41	18.82	45.90
2016 年以来分位数	22.00%	51.43%	91.33%	38.56%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 5：中债中短期票据信用利差（2026 年 5 月 24 日）

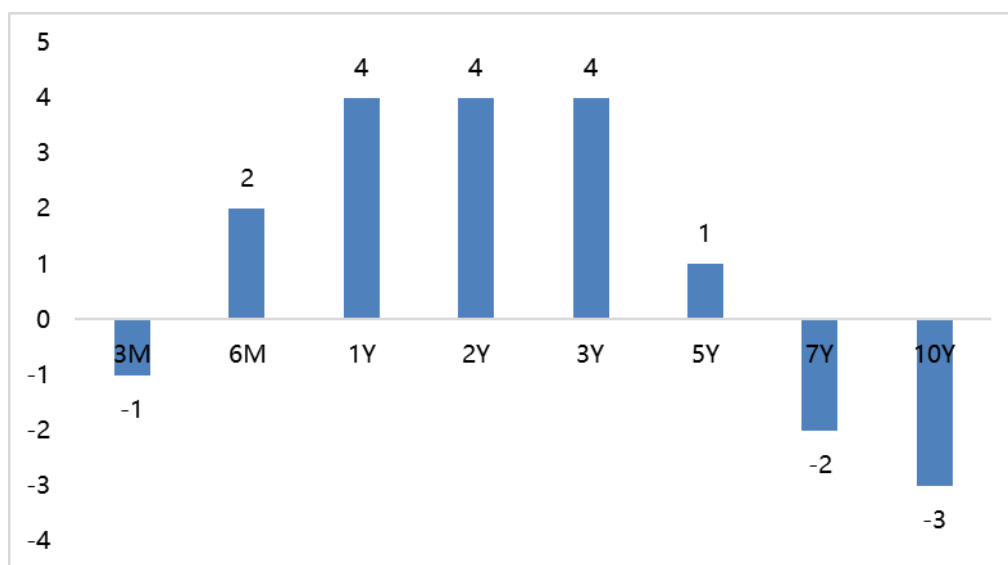
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	12.44	14.84	16.14	18.63	21.21
环比	-0.45	-1.27	-2.77	-5.36	-3.72
年初以来	-19.9	-20.39	-21.12	-15.01	-23.91
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.03	34.17	36.59	40.81	42.19
2016 年以来分位数	3.62%	3.39%	3.39%	2.58%	6.05%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3.16BP 至 1.1750，3 年期上行 1.03BP 至 1.3020，5 年期下行 1.27BP 至 1.4576，10 年期下行 1.39BP 至 1.7519。

长限高等级票据信用利差均收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.45BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.27BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.77BP。

图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

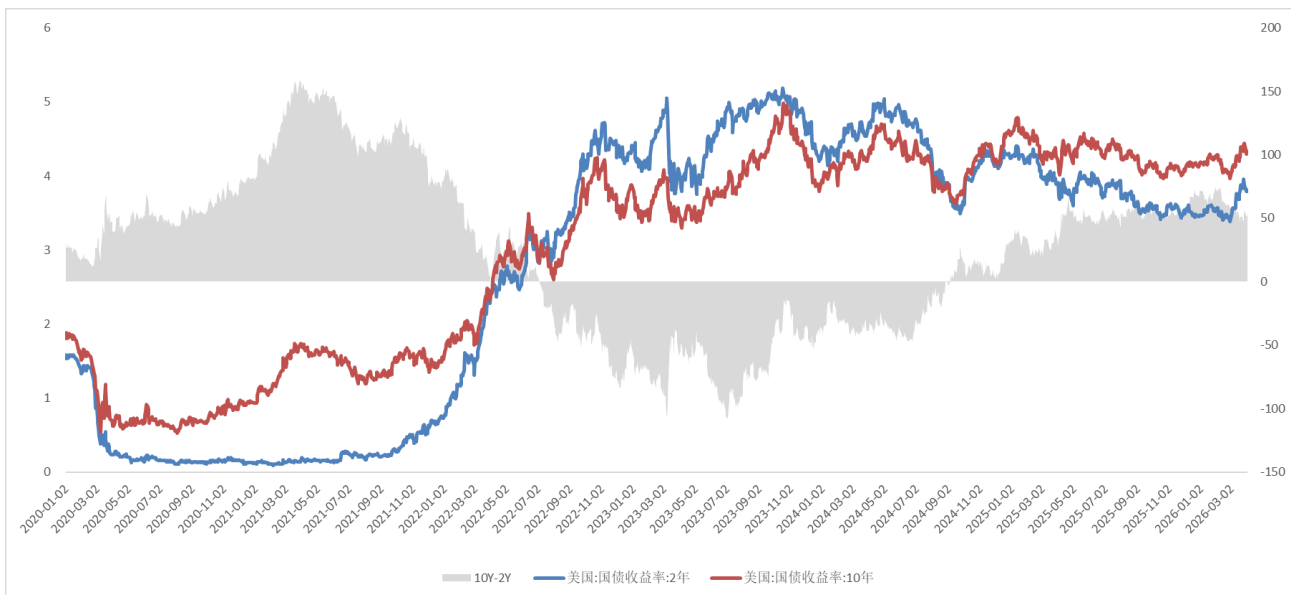


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率短期上涨，长期下跌。1 年期美债收益率上涨 4BP，3 年期美债收

益率上涨 4BP，10 年期美债收益率下跌 3BP。

图 11：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.07%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.06%，即期汇率升值 0.15%，离岸人民币汇率升值 0.26%。

表 6：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	99.3351	6.8373	6.7947	6.7970
对照日期	99.2668	6.8415	6.8052	6.8144
涨跌	0.07%	0.06%	0.15%	0.26%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

国内方面，国家统计局公布的 4 月经济数据显示经济运行出现边际扰动，复苏动能有所放缓：4 月规模以上工业增加值同比增长 4.1%，较 3 月回落 1.6 个百分点；社会消费品零售总额同比仅增 0.2%，大幅低于前值 1.7%；1-4 月固定资产投资同比下降 1.6%，由正转负。

海外方面，中美经贸关系取得重大突破，5月13日至15日特朗普访华期间，两国元首确立“中美建设性战略稳定关系”新定位，双方就关税对等减免、成立贸易和投资理事会、扩大农产品贸易等达成初步成果；美联储方面，凯文·沃什宣誓就任新一届主席，强调将以“独立性、清晰判断与坚定立场”履行控通胀与稳就业的双重职责，而美国30年期国债收益率突破5%创2007年以来新高，全球无风险利率中枢上移令风险资产估值承压。地缘政治层面，美伊谈判陷入僵局，霍尔木兹海峡航运安全风险持续累积，报道称特朗普政府倾向于恢复对伊朗军事打击选项，中东局势升温或进一步推升大宗商品的风险溢价。综合来看，国内经济在政策托底下有望保持平稳运行，但内需恢复动能和外部不确定性仍是主要挑战，中美经贸关系的突破性进展为市场注入了重要的确定性预期。

（二）权益市场展望和策略

权益市场方面，上周A股宽基指数涨跌分化，科创50上涨5.57%，中证500上涨0.48%，创业板指上涨0.24%，而上证50下跌1.15%、上证指数下跌0.54%，显示市场并非全面上行，而是科技成长方向明显占优。从行业板块来看，电子、建筑材料、机械设备领涨，农林牧渔、石油石化、美容护理领跌，板块轮动和结构分化较为突出。估值方面，上周宽基指数和行业估值继续分化，科创50估值显著上行，电子、建筑材料、机械设备估值上行较多，而农林牧渔、传媒、国防军工估值回落较多；当前综合、电子、通信板块估值处于历史高位，非银金融、食品饮料、有色金属估值处于历史低位。资金面上，两融资金占比由5月15日的9.82%小幅升至5月21日的9.90%，显示杠杆资金参与度边际回升，上周融资净买入主要集中在电子、通信和机械设备板块。总体来看，海外利率冲击进入高位震荡消化期，国内流动性并未出现趋势性收紧，市场调整更多体现为高波扰动和情绪消化，而非趋势逆转。英伟达财报继续强化AI产业链景气验证，Vera Rubin量产节奏明确，有望推动分子端景气从GPU、光模块、服务器向PCB、MLCC、材料、电源等中游环节扩散。策略上，当前市场可定义为高位震荡中的结构性行情，仓位宜中性偏积极，继续围绕科技主线和结构性分子景气方向配置；对于缺乏景气支撑的低估值板块仍需谨慎，低估值本身并不足以构成左侧买入理由。

（三）债券市场展望和策略

展望后市，债市短期或继续维持区间震荡格局，核心变量仍是资金面的边际演变。基本面维度，经济内生动能偏弱为债市提供坚实底部支撑，但市场对经济偏弱已有充分预期和定价，短期内缺乏新的方向性催化剂。后续需重点关注二季度信用扩张的节奏和结构，若信贷需求持续低迷，或为债市提供进一步的下行动力。政策面维度，央行删除“降准降息”后，短

期总量宽松预期明显降温，结构性工具将是政策发力的重心。同时，央行对隔夜利率的引导以及对金融机构过度加杠杆的提示，意味着资金利率进一步大幅下行的空间有限。资金面维度，税期走款与跨月需求叠加，短期资金利率预计易上难下。央行态度已发生变化，多项流动性指标处于偏极端宽松位置，流动性的进一步宽松概率已不高，应关注银行间资金利率是否出现超预期波动放大或趋势性抬升。供给维度，5月政府债供给压力边际增加，特别国债的发行节奏也值得持续跟踪，短期内供给放量或对二级市场形成一定扰动。综合来看，当前10年期国债收益率在1.74%附近，短期内在无新增利多因素下，或难跌破4月前低1.72%，但基本面偏弱和配置需求强劲也限制了上行空间，预计将在1.73%—1.77%区间震荡。

策略方面，当前债市处于“赔率下降、胜率仍存”的阶段。建议首先以震荡市思路应对，关注超调后的配置机会。由于经济内生动能偏弱的基本面并未改变，流动性出现趋势性、大幅收紧的风险较低。若因资金面短期扰动导致市场利率出现超调，反而是配置盘逐步介入的机会，可在收益率上行时逢高布局。其次沿曲线寻找利差压缩机会。当前资金宽松、融资需求偏弱、期限利差仍有一定压缩空间，若后续资金利率持续稳定在偏低水平，则债市多头情绪有望重新凝聚，可沿曲线寻找利差压缩机会。国开债与国债之间的利差、信用债期限利差均值得关注。久期管理以中性为主，适度关注中短端。在降息预期降温、央行引导短端利率向政策利率回归的背景下，收益率曲线短端的下行空间受到一定制约。但配置需求旺盛使得中短端利率债和信用债仍有相对确定的持有价值，建议维持中性久期，在超调时适当拉长久期。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。