

策略周报 20260614

判断科技拐点，哪些指标重要，哪些不重要？

2026年06月14日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

每一轮行情积累较大涨幅后，市场都会陷入同一个问题：如何判断顶部。本轮围绕“AI 泡沫进程”的问题，市场已经形成了大量研究，有的试图构建涵盖估值、情绪、资金流向、融资活动、企业基本面等维度的综合评分体系；有的则将当前 AI 浪潮与 2000 年科网泡沫进行逐项对照，希望通过历史映射寻找当前位置。而问题在于，指标越多，判断反而越容易陷入混乱。科技股往往具有高波动、高弹性的特征，行情演绎过程中几乎任何指标都可能阶段性发出所谓的“见顶”信号，投资者也容易在各种噪音之间反复摇摆。因此，比起堆砌指标，更重要的是做减法：哪些指标值得关注，哪些指标实际上缺乏预测价值？

■ 交易拥挤度与市值集中度：市场热衷讨论，但缺乏预测价值

近期无论是全 A 前 5% 成交个股成交额占比，还是行业成交占比、行业市值占比等指标，都被广泛用于讨论科技股是否过热。但从历史经验看，这类指标对于判断顶部的帮助非常有限。

首先，资金交易向龙头集中的趋势本身就是全球现象。无论美日韩还是港股市场，成交额向少数龙头公司集中的程度都远高于 A 股当前水平。

其次，无论是过去的消费龙头行情，还是新能源主线行情，都很难通过拥挤度指标准确识别顶部。例如 16 年以来，茅指数的成交额占比在 21 年前曾两度阶段性见顶，而后并未影响指数走势，本质原因是当支撑板块上行的逻辑得到不断强化时，交易拥挤的限制被突破，直至 21 年方才见顶回落，最高交易占比接近 20%。若同步考虑板块市值的扩张，则基于成交占比/市值占比的情况看，指标的上沿也不清晰，难以直接判断股价高点。

行业市值占比同样如此。有的投资者将当前科技板块在指数中的权重与历史泡沫时期进行比较，但市值占比本质上只是产业重要性的结果，而非决定因素。一个行业市值占比高，并不意味着一定会下跌；一个行业市值占比低，也不意味着一定会上涨。无论是交易拥挤度还是市值集中度，都缺乏明确的经济传导机制，它们可以描述市场状态，却无法有效预测市场转折。

■ PE 重要吗？作为结果重要，作为信号不重要

估值是市场讨论最多的指标之一，但其本质是对“结果”的定价，而非对“原因”的刻画，反映的是当下市场对于增长、风险偏好、流动性和竞争格局等多重因素的综合判断。不同阶段所对应的宏观环境、利率水平和增长预期完全不同，同样的 PE 可能代表截然不同的定价逻辑，因此，简单比较当前 PE 与历史顶部 PE 意义有限。

市场中一种常见的视角是关注 Forward PE。当趋势、产业浪潮和市场叙事形成后，市场往往会提前对未来数年的盈利增长进行定价。在这一框架下，只要认为盈利能够兑现，看起来较低的 Forward PE 往往会给人一种“估值安全”的错觉——似乎股价下行空间有限，持有也更为踏实。

但这种“安全感”在很多情况下是一种幻觉。Forward PE 建立在盈利预测之上，而预测本身依赖需求扩张、竞争格局稳定与资本回报可持续等一系列假设，一旦假设发生变化，所谓“合理估值”也可能随之失效。虽然认为“这次不一样”的投资者可能觉得产业趋势的高度有差异，但这一点在历史每一轮因产业趋势出现供需错配的行业上都反复出现。例如 2021 年末，市场已对某锂电龙头未来数年盈利进行了较为充分的前置定价，但进入 2022 年初，随着产业链供需边际走弱、竞争加剧及价格体系承压，此前基于高景气持续性的增长假设被逐步证伪，股价随之见顶回落；又例如去年，某 AI 上游龙头一度定价至未来 3 年盈利，但随着后续业绩预期持续上修，原本看似偏高的估值又重新回到合理区间。

因此，无论 PE、Forward PE、PS 还是 PEG，本质上都属于结果变量。它们能够帮助理解市场当前交易到什么阶段，却难以成为判断顶部的领先指标。真正决定股价方向的核心变量，仍然是产业趋势所对应的 Capex 周期强度及其边际变化。

相关研究

《港股波折中前行，赔率尚可——港股周观点》

2026-06-09

《加息预期重燃，美股进入高波——美股周观点》

2026-06-09

■ 产业趋势：最重要，也最根本

所有成长股行情最终都源于产业趋势的变化，而顶部也往往来自产业叙事的弱化。对于当前 AI 周期而言，如果不讨论过于微观的产业指标，那么**最核心、最值得持续跟踪的变量无疑是头部云厂商资本开支的“预期与斜率变化”**。本轮周期本质是资本开支驱动型周期，呈现出明显“投资先行”特征：大规模算力建设、数据中心扩张和基础设施投入，均发生在商业化全面落地之前。资本开支本身就是景气度的重要表征。头部云厂商掌握着产业链最核心的需求入口，其资本开支变化会逐层传导至算力、光通信、服务器等多个环节。

因此，判断产业景气的关键就在于：**Capex 是否仍处扩张区间，以及扩张斜率是否出现边际走弱或加速**。只要资本开支仍处于加速扩张周期，产业链景气度就整体具备支撑；而一旦资本开支超预期放缓，市场对未来需求与增长空间的预期也会同步修正。若进一步细化到产业层面，则可以跟踪 Anthropic 等模型厂商的 ARR、Token 消耗量增速等指标值，其变化一定程度上反映 AI 商业化进展，并影响后续云厂资本开支需求。

■ 流动性：中长期可能被潜在低估的风险来源

如果说产业趋势决定了科技行情的方向和空间，那么**流动性环境就决定了产业扩张能够获得多大程度的支撑**。相比于拥挤度、集中度等经验指标，流动性对于科技股的影响具有更清晰的逻辑链条。一方面，科技股本身的资产定价层面，对利率和融资成本就比较敏感。另一方面，正如前文所提到的，本轮 AI 周期本质上是资本开支驱动型周期，其持续性不仅取决于产业逻辑本身，也取决于融资环境能否持续支撑大规模的资本投入。

AI 的发展正越来越依赖外部融资支持。随着资本开支规模持续扩大，更多企业开始通过发债、贷款以及股权融资获取资金，产业扩张愈加受到信用市场和融资环境约束：2025 年北美一线云厂商合计发债规模超 1000 亿美元，较过去几年平均水平提升逾 4 倍，整个纳斯达克 100 成分股信用债发行规模增速同样升至高位；美国工商业贷款今年以来增长提速；AI 相关投资级债务存量膨胀至约 1.2 万亿美元，占摩根大通美国流动性指数的 14%，超过银行业成为最大单一板块。以上都意味着，AI 产业已经从单纯的科技叙事，逐步演变为一个与金融体系深度绑定的融资循环。在流动性环境宽松时，有利于融资扩张、推动资本开支，进而强化产业景气，支撑高估值，形成正反馈循环。

后续若产业层面商业化进程受阻，则风险往往也来自同一链条。当融资成本上升、信用扩张放缓或者风险偏好下降时，融资循环可能首先受到冲击，进而传导至资本开支、产业需求和盈利预期，并最终反馈至股价表现。往后看，**如果 AI 的经济价值迟迟无法得到充分验证，产业扩张又持续依赖外部融资支持，那么全球流动性宽松红利逐步消退的背景下，真正值得重视的，可能并非传统意义上的估值泡沫，而是融资循环能否持续运转**。从监测角度看，至少有两个层面的指标值得关注：一是数量型指标，包括企业债券融资、银行贷款、权益融资等增速变化；二是价格型指标，包括高收益债信用利差，发债企业 CDS 等。

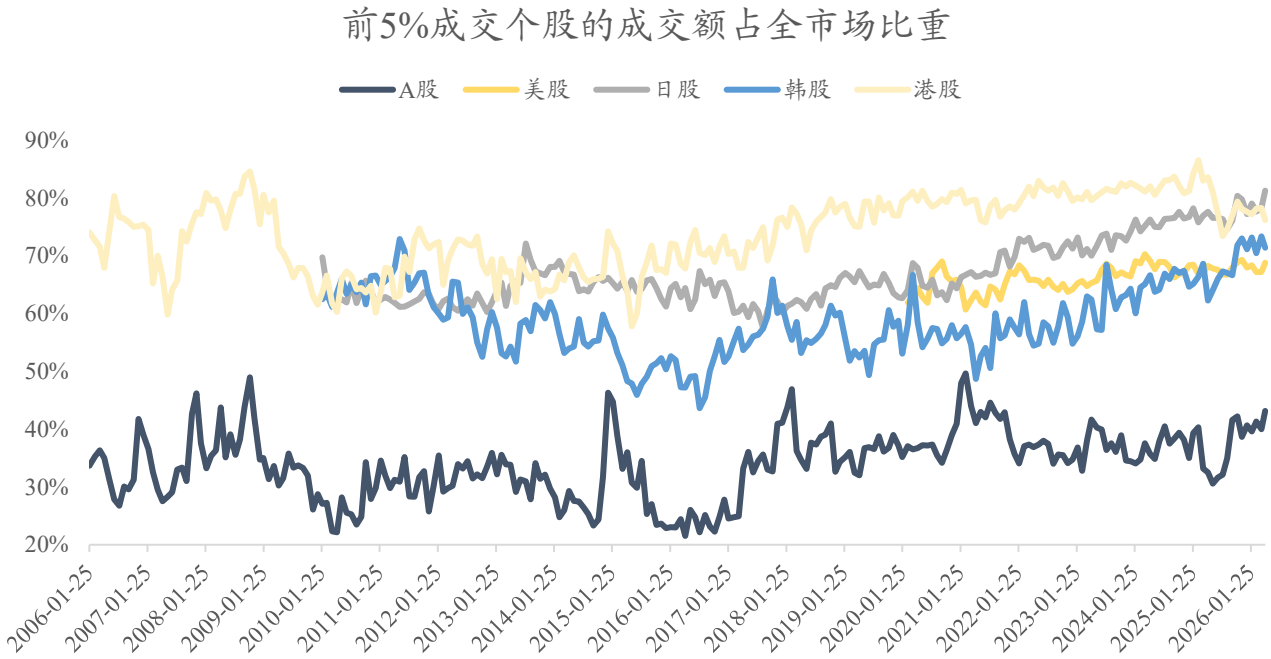
■ 总结

总计而言，每一轮行情积累较大涨幅后，市场都试图通过拥挤度、集中度、估值水平甚至历史类比来寻找拐点信号。但从历史经验看，这些指标更多是在描述市场状态，而非预测市场转折。它们能够回答“市场交易到了什么阶段”，却难以回答“市场为何会发生变化”。**真正值得关注的，仍然是产业与流动性两条主线**。产业决定科技行情的方向和空间。本轮 AI 周期本质上是资本开支驱动型周期，因此核心变量是头部云厂商资本开支的“预期与斜率变化”。流动性则决定产业扩张能够获得多大程度的支撑。随着 AI 基础设施建设持续加码，产业扩张对于外部融资的依赖度不断提升，中长期视角下，融资循环能否持续支撑产业扩张值得关注。若 AI 的经济价值能够持续兑现，产业终将从融资驱动走向现金流驱动，则流动性影响偏小；反之，若商业化进程不及预期，而资本开支扩张仍高度依赖外部融资，则融资环境的变化将成为影响产业趋势和市场表现的关键变量。

从当前阶段看，无论产业还是流动性环境，均尚未出现趋势逆转的明确信号。产业层面，AI大规模商业化仍处于早期阶段，除 Coding 外，Agent、物理 AI 等方向的潜在空间尚未充分展开；流动性层面，融资扩张与资本开支扩张的正反馈机制仍在延续。后续关键在于静观两条路径的演进：究竟是产业先完成商业闭环、实现自我造血，还是全球流动性收紧导致融资难以落地——哪个先到，才能决定科技行情的延续或拐点。

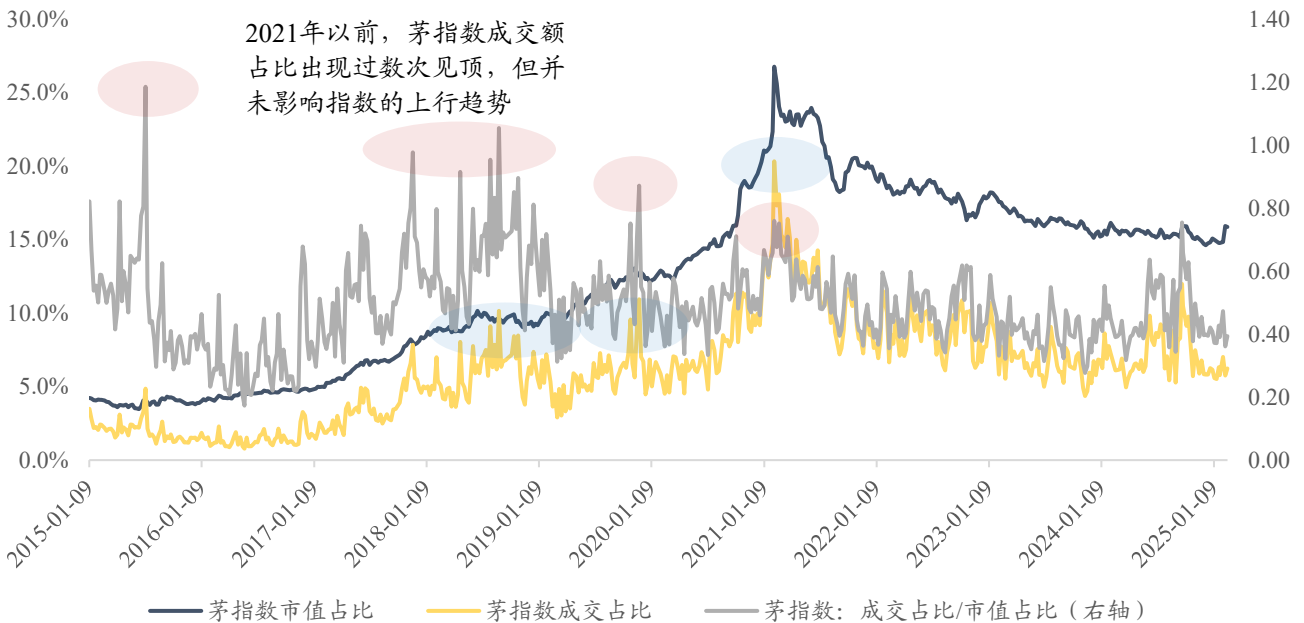
- **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：市场前5%成交个股的成交额占全市场比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：茅指数两大成交拥挤度指标（单位：%；倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2014-2025 年万得光伏指数各周期交易额占万得全 A 比重峰值 (单位: 点; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2014-2025 年万得新能源汽车指数各周期交易额占万得全 A 比重峰值 (单位: 点; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

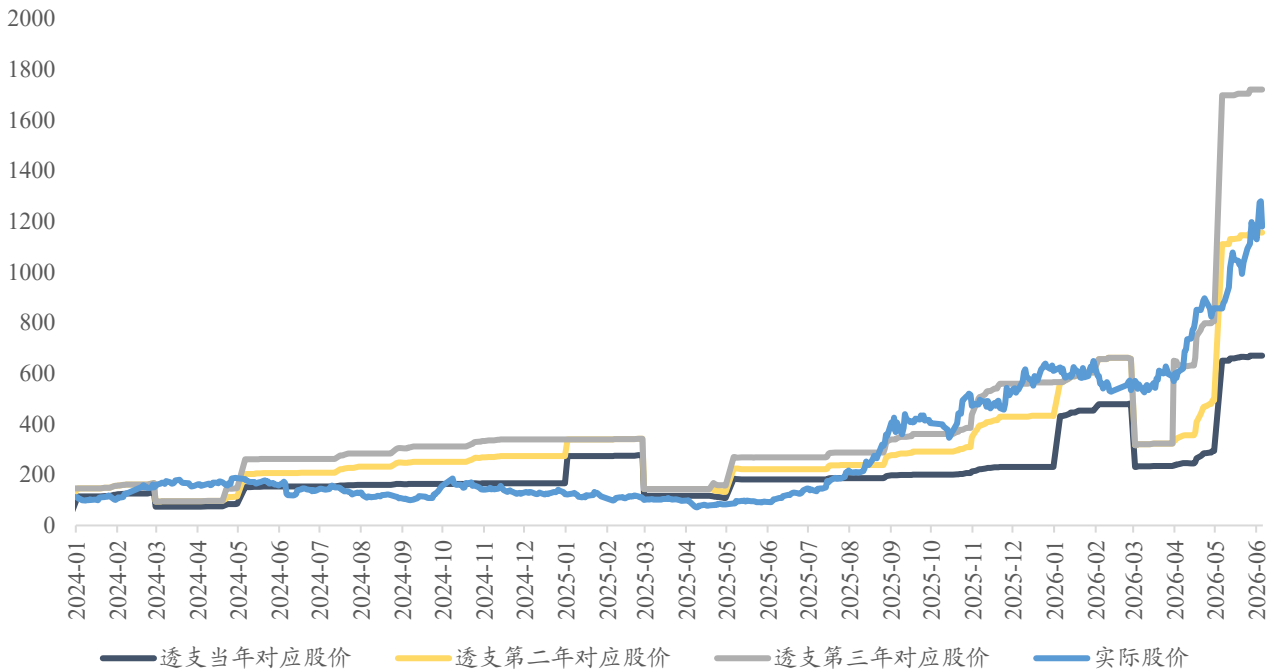
图5: 某锂电龙头企业透支 1/2/3 年盈利增长对应股价及实际股价走势 (单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 对应股价根据合理 PE 水平及 EPS 预测倒算, 其中 EPS 采用 wind 一致预测, 以 40 倍 PE 作为合理估值水平

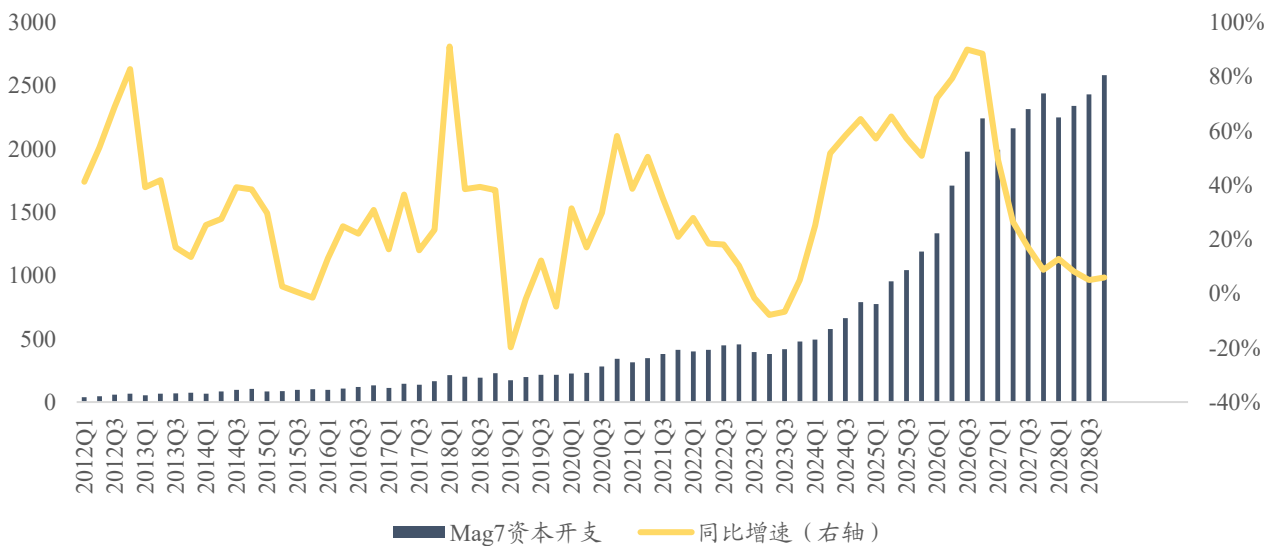
图6: 某 AI 上游龙头企业透支 1/2/3 年盈利增长对应股价及实际股价走势 (单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

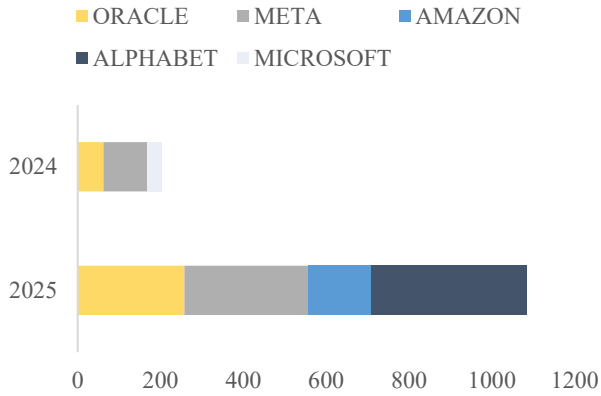
注: 对应股价根据合理 PE 水平及 EPS 预测倒算, 其中 EPS 采用 wind 一致预测, 以 25 倍 PE 作为合理估值水平

图7: 只要资本开支仍处于扩张周期, 产业链景气度通常就具备支撑 (单位: 亿美元; %)



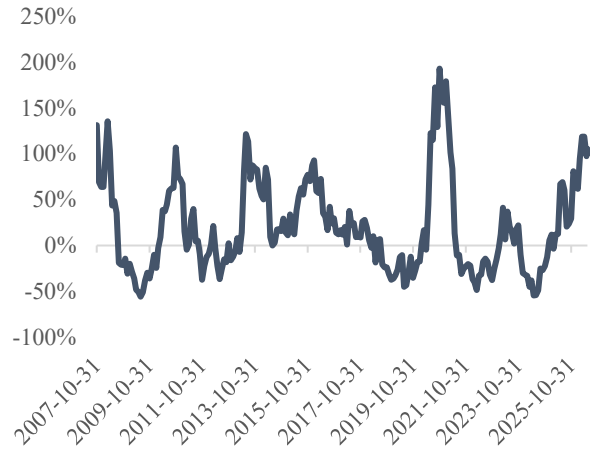
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所; 注: 部分公司 2025Q3 后为预测数据, 2026Q1 后全部公司为预测数据

图8: 2024-2025 年五大头部云厂商发债规模 (单位: 亿美元)



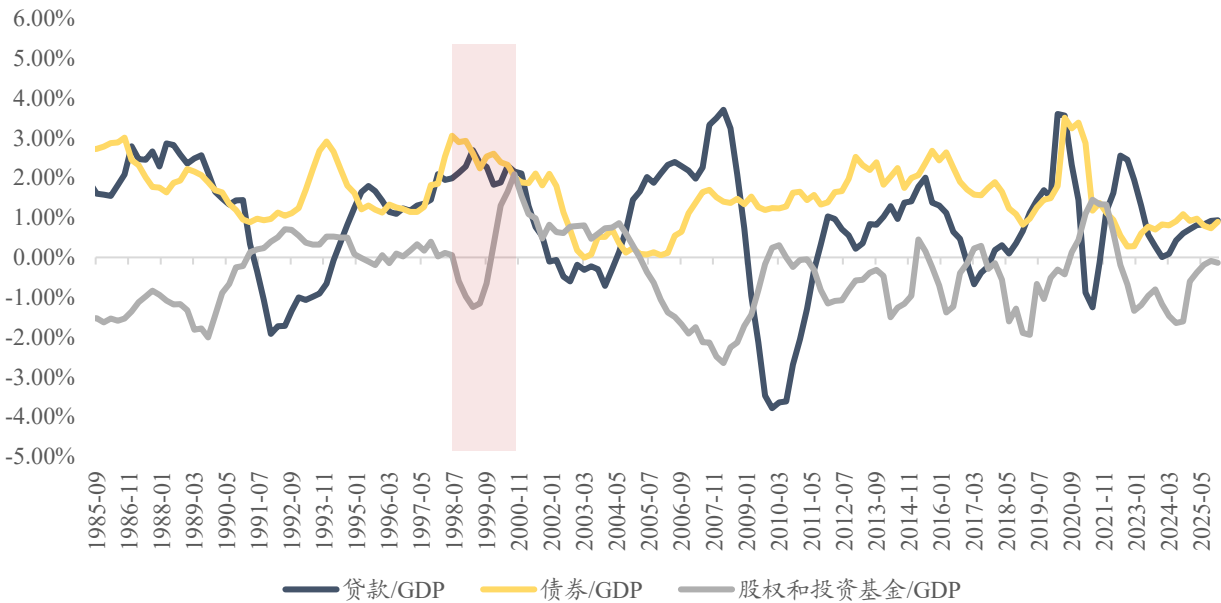
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 纳斯达克 100 成分股发行信用债滚动 12 个月累计规模增速 (单位: %)



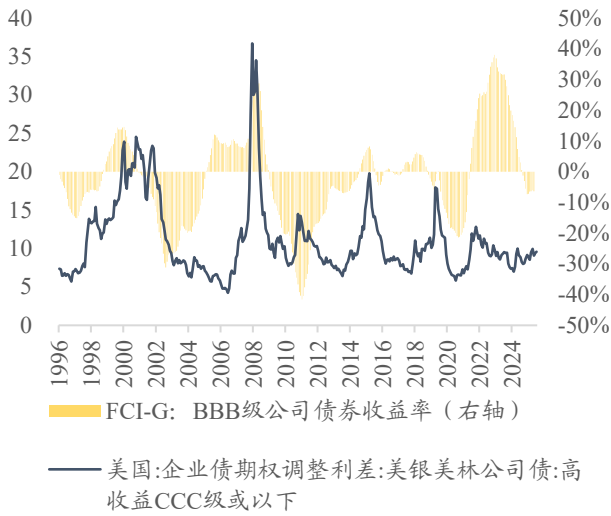
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 非金融企业按年率季节性调整后金融账户发生负债净额 (企业债券融资、银行贷款、权益融资) 占 GDP 比重变动 (四个季度移动平均) (单位: %)



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图11: 高收益债信用利差及 FCI-G (单位: %)



数据来源: CEIC, Wind, 东吴证券研究所

注: FCI-G 是美联储衡量金融条件对未来一年 GDP 增长冲击的指数,“BBB 级公司债券收益率”这个单项,衡量的是企业信用风险溢价对经济增长的边际推动(负值)或拖累(正值)

图12: 甲骨文 CDS 利差与收盘价 (单位: bp; 点)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>