

策略解读

交易资金眼中的牛市

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师：王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030001

事项：

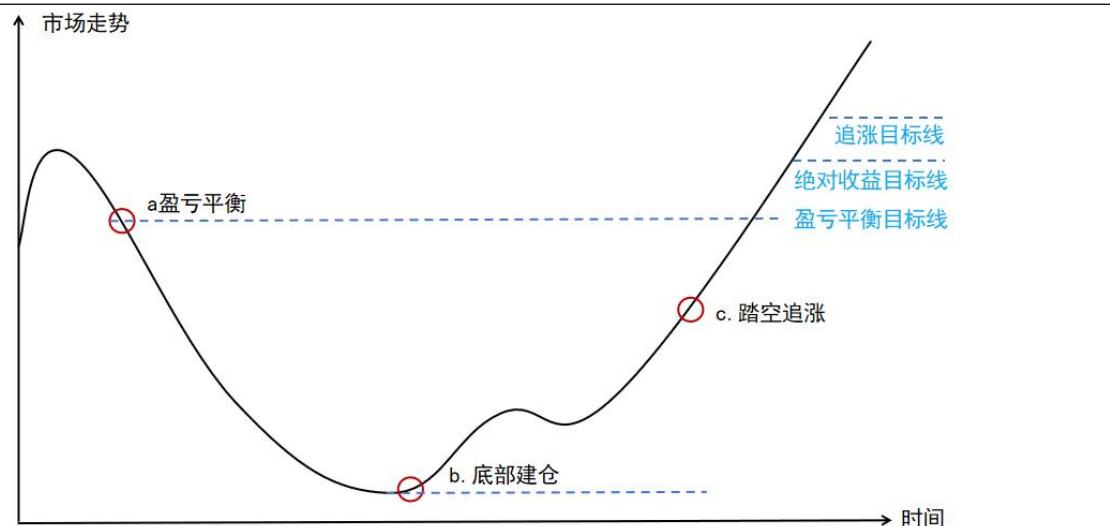
本文着重分析A股走牛期间的资金驱动机制，通过复盘历次牛市区间的资金流向特征，并基于当前市场数据，给出本次牛市中三类资金（踏空追涨资金、右侧止盈资金、盈亏平衡资金）主导交易时的相应市场情景。回顾2005年来的5轮典型中期牛市期间历程，研究核心聚焦在分析交易资金的“踏空追涨”现象，将价格走势的突破性特征、成交金额的边际放量以及估值水平（PE相对分位）多因素结合分析，作为识别牛市前/中/后期，由踏空追涨资金主导的市场阶段布局，基于此给出不同情境下的未来行情推演。

观点：

◆ 牛市环节三类资金的先后轮动效应

根据提供的理论框架，市场资金可分为右侧止盈、盈亏平衡和踏空追涨资金三类。（1）右侧止盈资金：左侧底部建仓，盈利达到预期或股价进入合意区间后逐步止盈卖出的资金。（2）盈亏平衡资金：来自上一轮熊市中深度绑定的资金，当市场回到历史成本区时首先选择卖出回本。（3）踏空追涨资金：前期未建仓，因价格上涨担心错过行情而入场的资金，属于右侧放量买入的资金。分析原理在于把握净买入与成交金额的关系，其中，**净买入=买入-卖出**：反映资金实际流入流出。**成交金额=买入+卖出**：体现市场活跃度。通过同时观察这两个指标，结合股价走势、历史高成交区、市场前期顶点及当前放量区，可以判断市场上涨背后的推动力量。本文选择的牛市阶段为2005年以后数据完整的五次行情：牛一（2005/7/18~2007/10/16，586→4116点）、牛二（2008/11/4~2009/11/23，1225→2976点）、牛三（2014/4/28~2015/6/12，2213→7224点）、牛四（2016/1/28~2017/11/13，3451→4770点）及牛五（2018/10/18~2021/12/13，3179→5999点）。

图1：牛市起步阶段市场资金大体会经历三个环节



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制注：实际上右侧的盈亏平衡线对应的目标点位，和左方下行过程中a的建仓亏损位并非水平

这三类资金在牛市的不同阶段，其行为特征和对市场的影响力各异。踏空追涨资金通常在市场上涨初期因担心错过机会而加速入场，为牛市提供增量动能；右侧止盈资金则在盈利达到预期后选择兑现收益，可能对市场构成阶段性压力；而盈亏平衡资金，即在熊市中被套的投资者，在市场反弹至其成本区时选择解套离场，这部分资金的释放往往伴随着成交量的放大和指数上涨动能的减弱。资金类型的主导判断则综合考虑了价格涨幅、净买入方向、成交金额、PE 估值和换手率等多个指标，具体判断逻辑如下：

(1) 底部建仓/抄底资金主导：股价处于历史低位或估值底部区间，开始温和上行，净买入为正，PE 低估，换手率低。
(2) 盈亏平衡资金主导：股价上涨至前期熊市的高成交区或历史成本区，但上涨动能不足，出现滞涨或横盘，净买入转负，成交金额放大，PE 中等。
(3) 踏空追涨资金主导：股价突破前高或压力区，持续上行，趋势明显，净买入为正且放大，成交金额放大，PE 中高，换手率高。
(4) 右侧止盈资金主导：股价处于相对高位，出现冲高回落或高位横盘，净买入波动或转负，成交金额放大，PE 高估，换手率高。

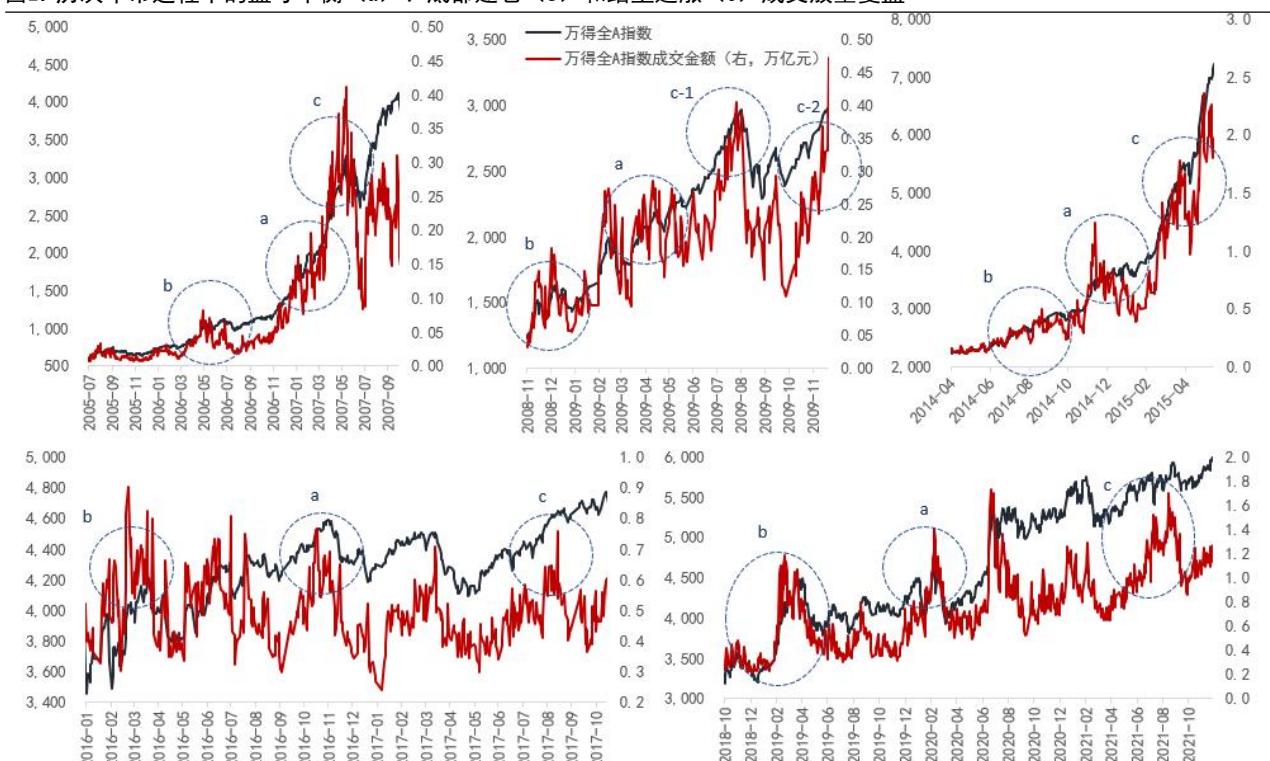
从上述复盘结果可以看出，在不同的牛市区间，主导资金类型呈现出多样性。例如，在 2015 年的牛市中，我们观察到“踏空追涨资金”占据主导地位，这与当时市场情绪高涨、大量新投资者涌入的现象相符。这类资金的特点是，在市场已经形成明显上涨趋势后，由于担心错过收益而加速入场，从而进一步推高市场。其表现为净买入额和成交金额的显著放大，同时伴随着 PE 估值和换手率的提升。然而，在其他一些牛市区间，行情主要是底部建仓或者右侧止盈资金驱动的。这可能的原因是我们的简化判断模型未能完全捕捉到这些牛市的资金特征，或者这些牛市并非由单一资金类型主导，而是多种资金力量交织作用的结果。例如，在牛市初期，可能更多是“底部建仓/抄底资金”在低位吸筹；而在牛市中后期，随着指数的上涨，可能会有“盈亏平衡资金”开始解套离场，同时“右侧止盈资金”也开始兑现收益，这些资金的流出与“踏空追涨资金”的流入相互抵消，使得净买入数据波动，难以明确单一主导类型。资金行为与市场表现的关联方面，如果是踏空追涨资金成为市场主导时，通常伴随着指数的快速上涨和成交量的急剧放大。市场情绪极度乐观，投资者普遍预期指数将继续走高。然而，这种资金驱动的上涨也往往蕴含着风险，一旦市场情绪逆转，资金快速流出可能导致急剧回调。如果是右侧止盈资金与盈亏平衡资金，当这两类资金开始主导市场时，通常预示着牛市进入了中后期或顶部区域。尽管成交量可能依然活跃，但净买入数据可能出现波动甚至转负，指数上涨动能减弱，甚至出现滞涨或回调。这是因为部分投资者选择兑现收益或解套离场，对市场构成卖压。此前浮亏盘回本收场，底部建仓绝对收益目标达成后，带动牛市后期上涨力量的反而是追涨资金，但这类资金也是最容易面临筑顶风险的。

接下来，分三类情形对后续市场走势进行预测：
(1) 在乐观情形下，市场将继续受到“踏空追涨资金”的强劲推动。这意味着，即使指数已经有了一定的涨幅，但仍有大量场外资金因担心错过行情而加速入场。其表现为市场成交金额持续保持高位甚至进一步放大，净买入数据持续为正且规模可观。同时，市场情绪将保持高度乐观，投资者风险偏好较高，愿意追逐高估值资产。宏观经济数据可能持续向好，政策面也可能继续释放积极信号，进一步巩固市场信心。
(2) 在中性情景下，市场将继续温和上涨，中途可能出现横盘震荡。“踏空追涨资金”的流入速度可能放缓，而“右侧止盈资金”和“盈亏平衡资金”的流出压力将逐渐显现。净买入数据可能出现波动，甚至阶段性转负，但成交金额仍可能维持在较高水平，反映市场内部资金的活跃交换。指数的上涨动能将减弱，市场可能呈现出震荡上行或高位盘整的特征。估值水平可能维持在中等偏高水平，换手率保持活跃，但市场热点可能切换频繁，结构性机会与风险并存。
(3) 在悲观情景下，市场步入多空资金博弈的阶段，甚至面临一定的回调压力。这类情形主要由“右侧止盈资金”和“盈亏平衡资金”的集中离场引发。净买入数据将持续为负，且流出规模可能放大。成交金额可能出现萎缩，反映市场活跃度下降。市场情绪将转为谨慎甚至悲观，投资者风险偏好显著降低。宏观经济可能出现下行压力，或政策面出现紧缩信号，进一步加剧资金流出。指数可能跌破关键支撑位，形成明显的调整趋势。
本轮牛市的演进将高度依赖于上述三类资金的动态平衡。如果踏空追涨资金能够持续提供增量资金，市场有望延续强势；反之，如果右侧止盈资金和盈亏平衡资金的抛压过大，且缺乏有效承接，市场则可能面临调整。投资者应密切关注市场成交量、净买入数据、估值水平以及宏观经济和政策面的变化，综合判断当前市场所处的情景，并据此调整投资策略。

表1：历史上五轮牛市过程的起止点位和全A指数涨幅复盘

牛一	起止点位	牛二	起止点位	牛三	起止点位	牛四	起止点位	牛五	起止点位
2005/7/18	586.03	2008/11/4	1224.90	2014/4/28	2212.91	2016/1/28	3450.68	2018/10/18	3179.54
2007/10/16	4116.01	2009/11/23	2976.05	2015/6/12	7224.26	2017/11/13	4770.05	2021/12/13	5998.82
涨幅	6.02	—	1.43	—	2.26	—	38.24%	—	88.67%

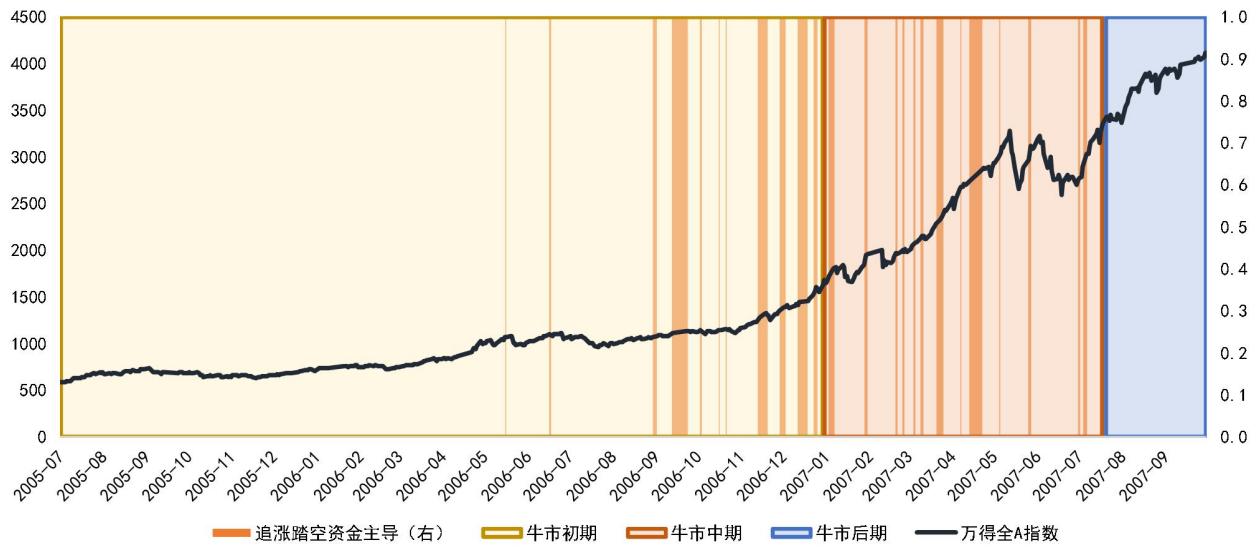
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：历次牛市过程中的盈亏平衡（a）、底部建仓（b）和踏空追涨（c）成交放量复盘


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 第一轮牛市案例：中期牛市行情里，踏空情绪催动的 FOMO 交易（Fearing of missing out）

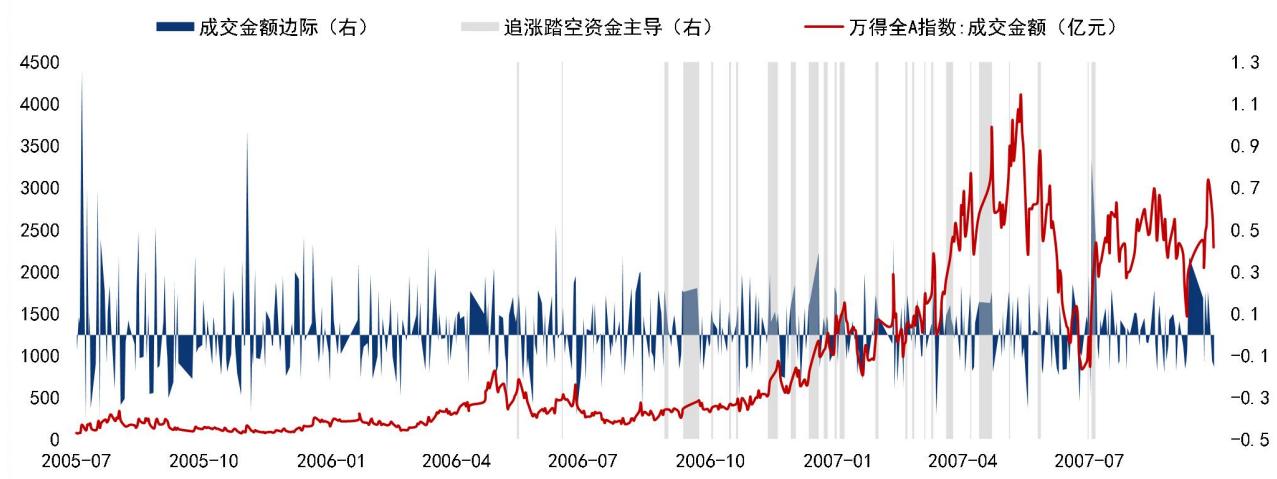
第一轮牛市起始于 2005 年 7 月 18 日，终止于 2007 年 10 月 16 日，万得全 A 指数由 586 点升至 4116 点，两年多时间累计涨幅约 602%。从资金结构来看，牛市初期（2005 年下半年至 2006 年上半年）指数整体温和上行，日均成交额有限，资金以建仓与抄底为主，踏空追涨资金尚未形成主导力量。自 2006 年 6 月 1 日起，踏空追涨资金进入集中阶段，并持续至 2007 年 7 月 23 日，跨度超过一年，覆盖整个牛市初期后期及整个中期。在此期间，指数从约 1076.391 点一路攀升至 3032.2051 点，累计涨幅超过 180%，显示出“**价格趋势、成交金额和估值水平三者共振的典型“踏空情绪驱动后续成交放量”** 的特征。

图3: 2005-07 年牛市的追涨踏空资金和市场走势关系


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

成交金额及其边际波动与指数走势高度同步，是观察资金流入强度的核心指标。从图中可以看到，万得全A指数在2005下半年到2006上半年期间，成交金额总体保持低位，边际值正负交替，市场仍处于试探性整理。进入2006年中期后，伴随指数突破，边际成交金额多次大幅转正，尤其在2006年6月和2007年初，成交金额放量与指数加速几乎完全同步。到2007年中后期，尽管成交金额仍维持高位，但边际波动加剧，负值出现的频率增加，反映市场资金面逐渐进入分化，追涨与止盈力量同时存在。

踏空追涨资金的集中入场与边际成交量呈现出强共振，是推动牛市中段加速的关键力量。灰色区域显示，踏空资金主要集中在2006年6月至2007年7月，这一时期指数由约1200点快速拉升至4000点。典型特征是每当成交金额边际快速放大时，踏空资金主导区域随之增多，说明此前观望的资金在突破行情中被迫入场。尤其在2006年底与2007年上半年，踏空资金持续集中，叠加放量成交，形成牛市的主升浪；而在2007年中后期，踏空区域逐渐减少，边际成交量正负波动加剧，市场转入右侧止盈与解套资金的对冲阶段，行情进入尾声。

图4: 2005-07 年牛市的追涨踏空资金和市场活跃度关系


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从价格涨幅角度观察，成交金额与指数水平呈现出极强的正相关性与阶梯性跃迁特征。当指数从最低位上涨超过 20% 后，每突破一个涨幅区间，对应的平均成交金额均出现数倍增长，例如从涨幅 20%-30% 区间的 837 亿跃升至 30%-40% 区间的 1263 亿。这表明指数的绝对高度是吸引资金入场的核心磁石，市场形成了“价格突破→吸引资金→推动进一步上涨”的强正反馈循环。与此同时，市盈率在指数上涨前半程（0%-50% 涨幅区间）快速抬升，从 21 倍升至 46 倍，是明显的估值驱动阶段；而在涨幅超过 50% 后，市盈率进入 45-53 的高位平台期，未能随指数同步创新高，显示后期上涨的驱动力已从估值转向纯资金推动。

从时间进程角度分析，可以发现本轮牛市呈现出典型的“缓涨蓄势，急涨冲顶”的非对称节奏。牛市前半段时间（0%-50% 进度），市场成交持续低迷（均低于 400 亿），但市盈率已从 20 倍稳步修复至 29 倍，这证实了前期是一个由估值修复主导的、走势相对温和的“加速度较高”的积累阶段。行情的主升浪集中在时间进度的后 40%（尤其是 60% 进度之后），成交金额出现放量增长，从进度 60%-70% 的 900 亿急剧放量至进度 80%-90% 的 2400 多亿。与此形成鲜明对比的是，市盈率增速明显放缓，在高位温和上行。这完美印证了牛市后期的加速是由天量踏空资金入场驱动，而非基本面估值提升，行情性质从此前的“估值牛”切换为“资金牛”，也为之后的行情分化与见顶埋下了伏笔。

图5: 从牛市价格变化看市场成交活跃度和估值水平变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：万得全 A 指数价格涨幅区间经过归一化处理作为横轴分位

图6: 从牛市时间进度看市场成交活跃度和估值水平变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：牛市的时间进度经过归一化处理作为横轴分位

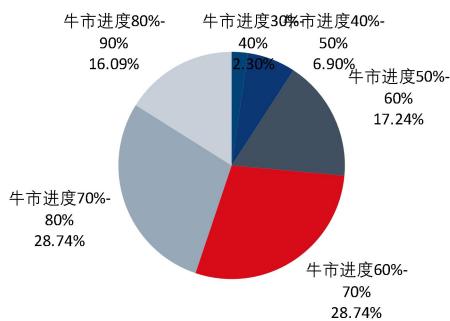
第一轮牛市前期资金流入动力不足、边际成交额以负值为主，而进入中后期后，踏空追涨资金集中入场、正边际成交额显著扩张，并在高位阶段逐步与止盈资金形成分化博弈，共同塑造了行情的加速与见顶过程。在牛市前期（2005 年 7 月-2006 年上半年），指数由 586 点缓慢爬升至约 1200 点，累计涨幅接近 100%。这一阶段成交金额边际波动有限，正向贡献主要集中在低位涨幅阶段（0%~10%），占比约 20%，而负边际成交额在-10%~0% 区间占比 21.24%，在-20%~10% 区间占比 17.10%。这反映出资金流入动力不足，部分存量资金甚至在试探性流出，市场更多由底部建仓与抄底资金支撑，踏空追涨资金尚未形成主导。此阶段投资者信心尚未完全建立，市场情绪容易“进二退一”，资金面没有形成一致性的强烈看多信号。上涨需要持续的资金推动，但回调时资金流出的意愿也不坚决，表现为温和缩量。进入牛市中期（2006 年 6 月-2007 年 7 月），资金格局发生显著变化。成交金额边际呈现强烈的正向扩张特征，在温和上涨区间（0%~10% 累计涨幅）时占比高达 43.75%，在进一步上行阶段（10%~20% 累计涨幅）时也达到 29.63%，显示资金在行情突破初期大规模涌入。而在中段加速阶段（指数累计上涨 20%~40%），成交金额边际集中在 10%~20% 档位，占比超过 25%，说明伴随指数连续突破，追涨资金持续入场。这表明资金面达成了共识，空方力量大幅减弱，多方力量持续增强并占据绝对主导。持续的、强有力的资金流入是推动指数脱离成本区、进入主升浪的核心动力。市场进入了健康且强势上涨阶段，每一次上涨都伴随着资金的有效配合。在末端上涨阶段（2007 年 7 月-2007 年 10 月），边际资金-10%~0% 和-20%~10% 合计占比接近 50%~60%，远高于牛市前期的 30%~40%。这表明行情进入尾声时，市场已出现较强的分歧，追涨与止盈并存，推动指数在惯性下继续冲高至 4116 点的阶段性顶点。整体来看，牛市前期成交金额边际以负值为主，流入动力不足；而中后期正边际集中度显著上升，资金大规模踏空追涨，成为行情加速的核心驱动力。负边际则在后期逐步回升，构成市场分化和顶部信号。因此顶部不是由单纯的缩量或放量定义的，而是由极端对立的资金行为共同定义的。

图7: 2005-07年牛市的资金情绪的演变图谱

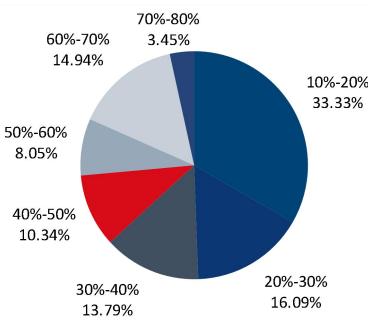
		价格区间									
		0%-10%	10%-20%	20%-30%	30%-40%	40%-50%	50%-60%	60%-70%	70%-80%	80%-90%	90%-100%
边际 成交 金额 区间	120%-130%	0.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	90%-100%	0.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	80%-90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%
	60%-70%	1.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	50%-60%	0.52%	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	40%-50%	2.59%	0.00%	0.00%	2.78%	0.00%	0.00%	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%
	30%-40%	4.15%	1.39%	3.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.70%
	20%-30%	9.84%	10.42%	3.70%	5.56%	10.53%	6.25%	11.63%	4.17%	0.00%	11.11%
	10%-20%	10.88%	18.06%	25.93%	25.00%	21.05%	12.50%	16.28%	20.83%	18.75%	7.41%
	0%-10%	20.21%	24.31%	29.63%	22.22%	26.32%	43.75%	18.60%	29.17%	37.50%	29.63%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

历史数据较为完善的首轮牛市中，踏空追涨资金的分布呈现出“时间上集中于牛市中后期，涨幅上集中于突破至加速阶段”的规律。从时间维度看，踏空追涨资金主要集中在60%~70%和70%~80%区间，各自占比高达28.74%，合计超过一半，显示这类资金主要在牛市中后段集中入场，形成了明显的加速推升效应。而在早期30%~50%进度阶段占比不足10%，说明这类资金在牛市启动初期并不活跃，而是在行情确认与估值扩张后才被迫大规模入场，成为中后期的主要推力。且在临近尾声阶段，踏空资金依旧存在，推动市场惯性上冲。从涨幅维度看，踏空资金的流入与指数上涨紧密挂钩。10%~20%涨幅区间占比最高，达到33.33%，显示行情突破初期是踏空资金最为集中的入场窗口。随后在20%~30%和30%~40%区间，占比分别为16.09%和13.79%，表明随着指数继续上行，追涨资金仍然保持较强流入。进入40%~50%与50%~60%区间时，占比逐渐下降，显示资金在估值抬升后开始趋于谨慎。而到70%~80%区间时占比骤降至3.45%，反映市场尾声阶段，踏空资金的驱动力已经明显衰减。

图8: 2005-07年牛市踏空追涨对应的时间分布比例


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9: 2005-07年牛市踏空追涨对应的涨幅分布比例


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

FOMO情绪是中期牛市里重要资金催化，决定了牛市的节奏与持续性。五次牛市的FOMO主导占比，绝大部分都出现在指数涨幅超过20%之后。这说明市场普遍的“踏空感”和“恐错过”心理，需要一定幅度的上涨来触发和确认。熊市思维在初期难以扭转，趋势的明朗是激发FOMO情绪的先决条件。而FOMO峰值所处的价格位置，定义了牛市的风格，从五轮牛市的踏空追涨资金分布特征来看，可以将市场演化划分为三类情景：（1）乐观情景下，踏空资金在中后期和高位阶段依然持续大量入场，成交金额和净买入保持高位，市场情绪亢奋，往往推动指数冲顶甚至泡沫化。例如，牛五的追涨资金在90%~100%的累计价格涨幅区间占比达到33.3%，而牛二在80%~100%涨幅区间合计超过39%。这些数据说明，即便在估值已处于高位，踏空资金依然源源不断涌入，成交金额和净买入维持高位，市场情绪亢奋，从而推动指数出现尾段冲顶甚至陡峭化上涨；（2）中性情景下，踏空资金主要集中在突破和中段加速阶段，高位阶段逐步减弱，同时右侧止盈与盈亏平衡资金增加，市场进入多空拉锯与震荡盘整，例如牛四的FOMO资金在整个牛

市的整体分布较为均匀，主要集中在 60%~80%的累计涨幅区间，占比约 60%，同时在 40%~60%区间也有 16%左右。高位虽有承接，但没有超过 80%的极端集中，FOMO 资金多集中在市场上涨的中段；（3）悲观情景中，如果资金在低位就提前透支追涨，而高位缺乏承接，则后续容易出现止盈与解套资金集中流出，成交萎缩、情绪转冷，市场更易出现加速回调。以牛一期间为例，10%~20%的累计涨幅区间里 FOMO 高达 33.3%（提前透支），而 70%~80%区间仅 3.45%（尾声乏力）。整体规律显示：踏空追涨资金的持续性与分布位置，是决定牛市延续性与强弱的关键变量；若资金在高位仍能集中涌入，则行情趋于乐观，若资金早期过度透支或尾段乏力，则更偏向中性甚至悲观。

表1：三种情境下未来行情演绎研判

情景	资金主导	判断逻辑	核心逻辑	主要风险
乐观情景	踏空追涨资金持续发力	若踏空追涨资金持续大量入场，净买入和成交金额保持高位，市场情绪乐观，指数有望继续大幅上涨。	踏空资金持续涌入，成交放大、情绪高亢，政策与宏观共振	估值偏贵，资金减速或利空触发急跌
中性情景	盈亏平衡+右侧止盈资金主导	若右侧止盈资金和盈亏平衡资金开始逐渐离场，导致净买入波动或转负，市场可能进入震荡盘整阶段，涨幅有限。	多空拉锯，流入放缓、止盈/解套流出，成交高位但波动	卖压超预期且无新资金接盘，跌破盘整区
悲观情景	右侧止盈+盈亏平衡资金	若右侧止盈资金和盈亏平衡资金大量涌出，净买入持续为负，市场可能面临较大回调压力。	止盈+解套资金集中撤离，成交萎缩、情绪转冷逆风	流动性紧张引发踩踏，跌幅放大

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

表2：A股不同牛市中 FOMO 情绪演进的共性与个性复盘

牛一		牛二		牛三		牛四		牛五	
时间区间	FOMO 主导占比	时间区间	FOMO 主导占比	时间区间	FOMO 主导占比	时间区间	FOMO 主导占比	时间区间	FOMO 主导占比
牛市进度 30%-40%	2.30%	牛市进度 20%-30%	3.17%	牛市进度 60%-70%	12.50%	牛市进度 10%-20%	5.08%	牛市进度 50%-60%	20.63%
牛市进度 40%-50%	6.90%	牛市进度 30%-40%	6.35%	牛市进度 70%-80%	46.88%	牛市进度 20%-30%	13.56%	牛市进度 60%-70%	4.76%
牛市进度 50%-60%	17.24%	牛市进度 40%-50%	15.87%	牛市进度 80%-90%	37.50%	牛市进度 30%-40%	15.25%	牛市进度 70%-80%	9.52%
牛市进度 60%-70%	28.74%	牛市进度 50%-60%	12.70%	牛市进度 90%-100%	3.13%	牛市进度 40%-50%	6.78%	牛市进度 80%-90%	31.75%
牛市进度 70%-80%	28.74%	牛市进度 60%-70%	22.22%			牛市进度 50%-60%	10.17%	牛市进度 90%-100%	33.33%
牛市进度 80%-90%	16.09%	牛市进度 70%-80%	4.76%			牛市进度 60%-70%	8.47%		
		牛市进度 80%-90%	17.46%			牛市进度 70%-80%	1.69%		
		牛市进度 90%-100%	17.46%			牛市进度 80%-90%	20.34%		
						牛市进度 90%-100%	18.64%		
牛一		牛二		牛三		牛四		牛五	
价格区间	FOMO 主导占比	价格区间	FOMO 主导占比	价格区间	FOMO 主导占比	价格区间	FOMO 主导占比	价格区间	FOMO 主导占比
10%-20%	33.33%	40%-50%	11.11%	20%-30%	12.50%	40%-50%	5.08%	60%-70%	3.17%
20%-30%	16.09%	50%-60%	14.29%	30%-40%	34.38%	50%-60%	11.86%	70%-80%	38.10%
30%-40%	13.79%	60%-70%	12.70%	40%-50%	18.75%	60%-70%	27.12%	80%-90%	25.40%
40%-50%	10.34%	70%-80%	22.22%	50%-60%	25.00%	70%-80%	32.20%	90%-100%	33.33%
50%-60%	8.05%	80%-90%	22.22%	60%-70%	9.38%	80%-90%	11.86%		
60%-70%	14.94%	90%-100%	17.46%			90%-100%	11.86%		
70%-80%	3.45%								

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

(1) **市场高频波动风险。**鉴于数据局限性和市场复杂性，本报告中的情景假设和判断多为定性分析，并非精确预测。实际市场走势可能受到多种因素影响，包括宏观经济政策、国际市场环境、突发事件等。

(2) **市场动态性变化调整风险。**市场实际运行是动态变化的，资金流向和投资者行为会随着市场环境的变化而调整。因此，本报告的结论需要持续跟踪和动态调整。

相关研究报告：

《策略解读-时隔半年，再次看多黄金》 ——2025-08-30

《策略快评-2025年9月各行业金股推荐汇总》 ——2025-08-28

《策略解读-科创牛：规律和展望》 ——2025-08-28

《策略解读-3800点之后怎么看》 ——2025-08-24

《AI赋能资产配置追踪（2025.8）-下半年增配股市、成长风格占优》 ——2025-08-23

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IIXC.GI)为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032