



# A股牛市坐标校准及策略应对

报告日期： 2025年11月19日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

**核心结论：**短期A股陷入4000点拉锯战，外部美元指数回升压制科技估值，内部科技获利盘累积、部分科技财报不及预期且科技持仓集中度过高，三大因素导致A股震荡分化，风格再平衡。从估值、交易、资金三角度十大指标观察牛市进程，**股权风险溢价、量价、拥挤度、技术分析、融资等指标触发短期休整信号，但见顶信号尚未显现，A股牛市行情仍处中段**，等待后续居民存款、公募、外资等增量资金接力入市。预计11月A股震荡运行，风格再均衡，关注交易端的低位补涨、业绩端的盈利修复和政策端的科技主题三大方向。

## 10月以来A股变化及原因

中美关税波澜再起，本次相对流动性风险可控，冲击幅度小于4月。但A股估值均较4月有明显上行，且融资盘积累了不少获利盘，资产波动放大时的止盈压力更为突出，三大因素导致A股陷入4000点拉锯战：**①联储偏鹰，美元回升，海外科技财报喜忧参半，压制科技估值；②科技获利盘累积，年末保收益为主，风格再平衡；③部分科技财报不及预期，TMT持仓占比重回40%，超配后有兑现压力。**

## 十大指标看A股牛市坐标

### 一、估值指标

①**股权风险溢价：**本轮谷值2.55%，当前在均线附近，股债性价比回归均值；下破-1 $\sigma$ 线对应牛市见顶信号，还有不小的空间；

②**估值：**本轮牛市主要宽基指数估值均处相对合理区间，距+1 $\sigma$ 仍有空间。

### 二、交易指标

③**量价：**成交额平滑值创新高26191亿元，后续缩量触发调整，等待缩量触底信号；交易热度仍有再创新高空间；量价背离见顶信号未明确；

④**拥挤度：**全A拥挤程度达阶段高点，股市面临短期调整；热门行业拥挤度提升幅度还处历史偏低区间，仍有新高空间；

⑤**技术分析：**RSI与ATR两者均触发牛市短期回调，但均未显现牛市见顶信号。

### 三、资金指标

⑥**新开户：**个人与机构新开户牛市见顶信号均还未明确显现；

⑦**居民存款：**住户存款市值比、非银住户存款同比增速牛市见顶信号还未明确显现；居民定存到期高峰来临，存款搬家增量资金可期；

⑧**融资资金：**融资买入占比触发资金收敛，短期融资资金增量有限，警惕热门行业波动放大风险；

⑨**公募资金：**整体发行量仍处历轮牛市偏低阈值，公募资金有望成为后续主力增量资金；爆款基金见顶信号还未显现；

⑩**外资资金：**北向成交占比仍处相对低位，外资资金后续增量空间值得期待。

## 11月策略：震荡蓄势，风格均衡，关注三大方向

**业绩端：**盈利修复的成长（电力、电子、军工）和周期（有色、化工、新能源）；

**交易端：**风格均衡利好的红利（银行、煤炭、公用事业等）和低位消费（餐饮、社服、家电、美护、纺服、农林牧渔等）；

**政策端：**“十五五”规划中的科技主题（科技自立自强&国防安全&新型能源）。

- (1) 牛市可比性不足
- (2) 国内政策不及预期
- (3) 海外地缘政治扰动

# 目录

## CONTENTS

1. 10月以来A股变化及原因
2. 十大指标看A股牛市坐标
3. 风格均衡，关注三大方向

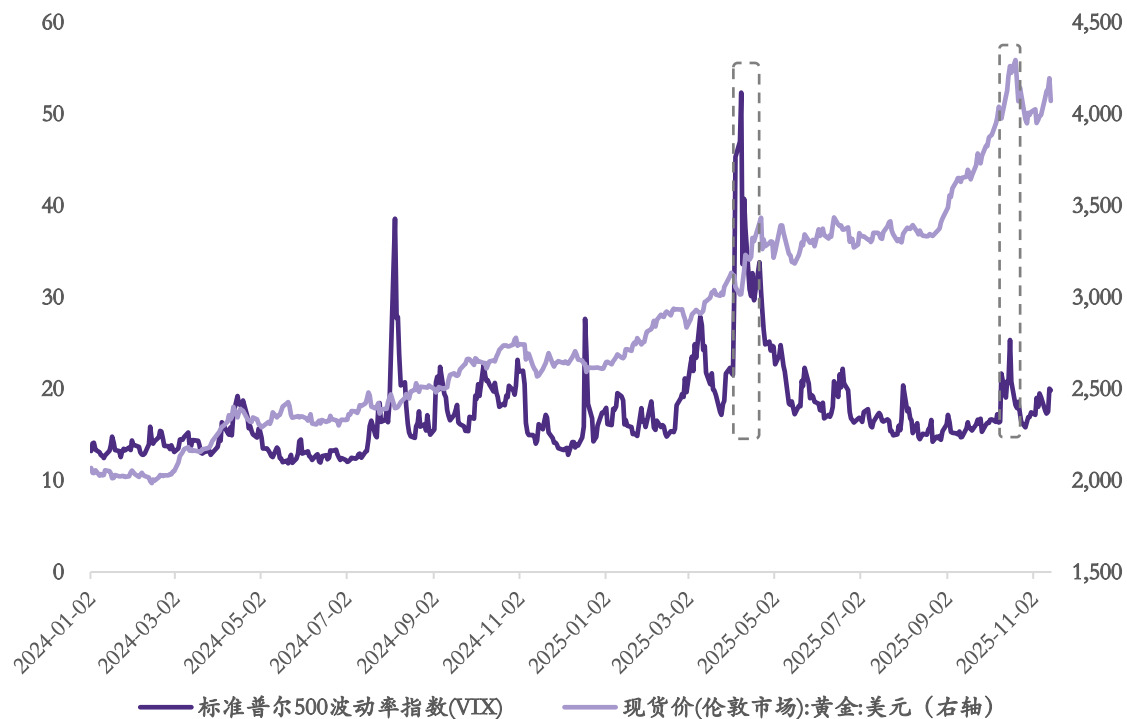
# 01 10月以来A股变化及原因

研究创造价值

# 10月关税冲击小于4月，但A股震荡分化，短期陷入4000点拉锯战

- **10月关税对A股冲击小于4月**：中美关税波澜再起，资产波动放大不可避免，但流动性风险可控，冲击幅度小于4月。主要是本次关税波及范围收窄（4月是美国对全球，这次主要是中美），**中方掌握主动权**（4月美国不断加码施压，中国更多是跟随应对，这次是中方占据主动权），**并留有谈判窗口**（美加征关税生效时间为11月1日，中国稀土出口管制新规12月1日起生效，均在10月底APEC峰会后）。
- **但A股震荡分化**：主要是中美股市经过半年的持续上涨，估值均较4月有明显上行，且融资盘较为活跃，资产波动放大时止盈压力更为突出，警惕交易风险。

关税加大资产波动，但恐慌小于4月



10月以来A股分化：双创休整，银行回升



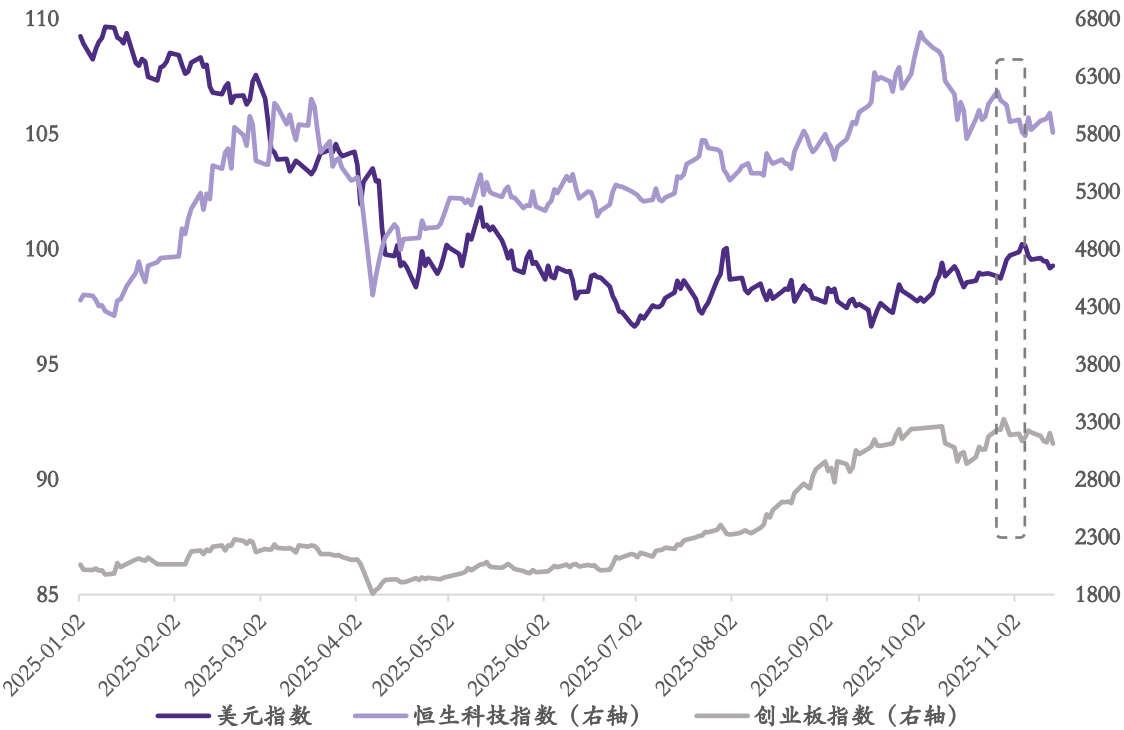
# 原因1：联储偏鹰，美元回升，海外科技财报喜忧参半，压制科技估值

- **10月FOMC偏鹰**：联储如期降息25BP并宣布结束QT，但鲍威尔对12月降息表态偏鹰，CME对于12月降息预期从95%回落至69%左右。美元指数回升，美债收益率随之上行，压制科技板块的估值空间。
- **美股科技近期承压**：最新财报显示美股AI相关的ROI改善有限，AI投资仍未带来稳定的收益；且AI CAPEX持续加码，引发市场对AI投入产出比的广泛担忧。加上纳指科技估值处于高位，本次财报季表现不佳。

CME对12月降息预期回落

MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.1%	30.9%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.5%	55.6%	20.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	36.0%	42.3%	12.5%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	15.2%	37.5%	35.5%	9.7%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.7%	28.1%	36.3%	20.6%	4.1%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	15.8%	30.8%	31.1%	15.1%	2.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.7%	8.4%	21.4%	30.9%	25.1%	10.5%	1.7%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.9%	10.7%	23.1%	29.9%	22.6%	8.9%	1.4%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.4%	13.1%	24.4%	28.5%	20.0%	7.5%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.1%	5.0%	13.9%	24.7%	27.9%	19.1%	7.1%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.2%	5.1%	13.9%	24.7%	27.8%	19.0%	7.0%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.9%	6.6%	15.8%	25.2%	26.3%	16.9%	6.0%	0.9%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.1%	4.3%	11.4%	20.8%	25.8%	21.4%	11.2%	3.3%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.0%	3.8%	10.3%	19.3%	25.0%	22.1%	12.8%	4.5%	0.9%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.0%	3.8%	10.3%	19.2%	25.0%	22.1%	12.8%	4.6%	0.9%	0.1%
2027/10/27	0.2%	0.9%	3.6%	9.7%	18.4%	24.5%	22.4%	13.7%	5.3%	1.2%	0.1%

美元指数重回100关口，科技估值受压制

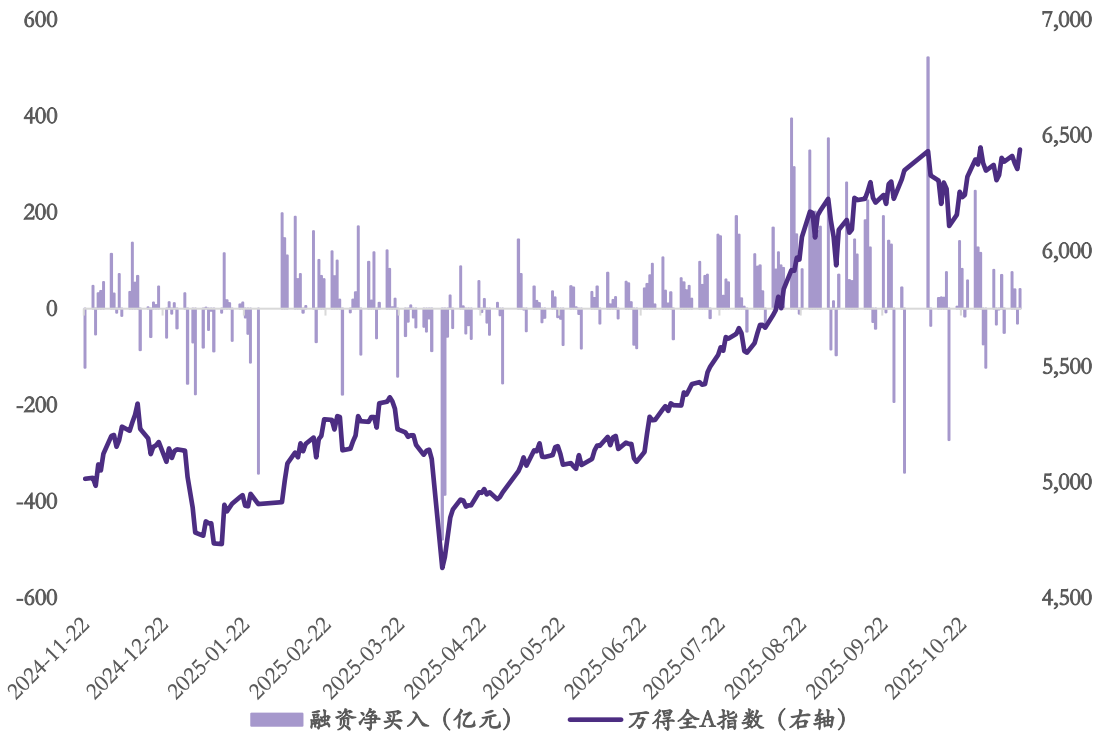


资料来源：Wind，CME，华鑫证券研究所

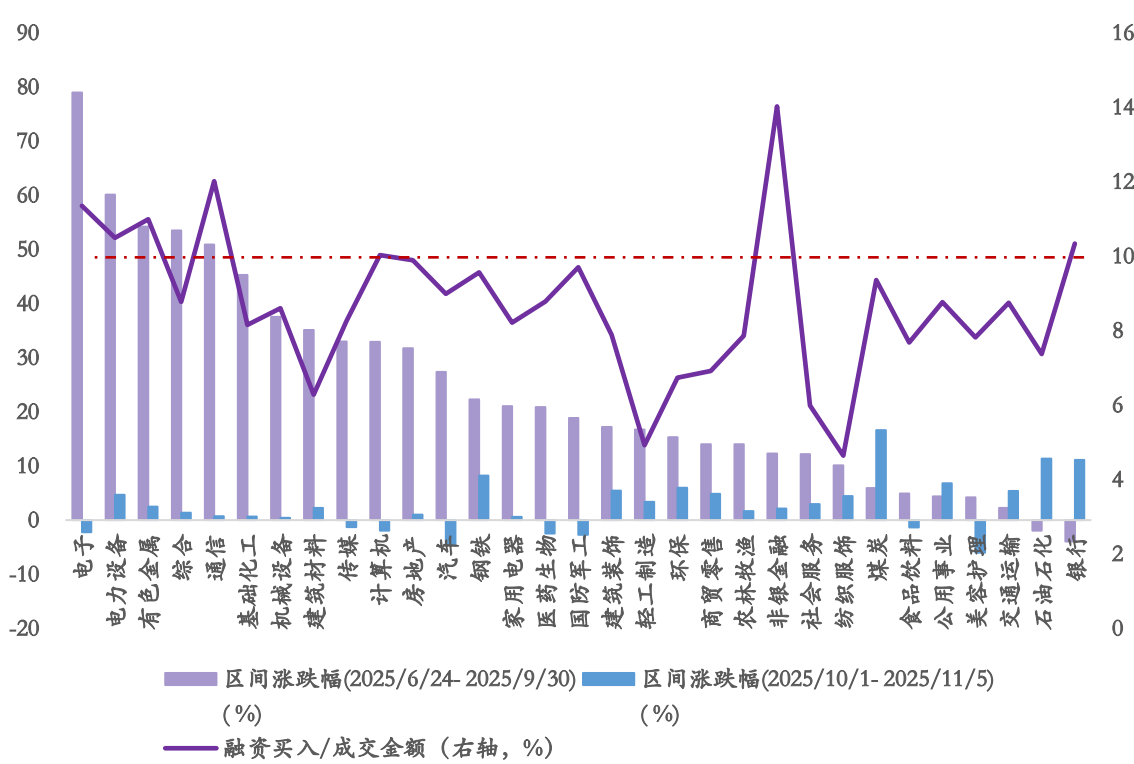
# 原因2：科技获利盘累积，年末保收益为主，风格再平衡

- 6月以来A股科技+有色领涨，也是融资盘发力的主要方向。之前领涨的主要是电子、电力设备、有色、综合和通信，除综合外的行业融资买入占比均超过10%。
- 国庆节后A股风格趋于均衡：6月底以来相对滞涨的煤炭、石油石化、银行、钢铁、公用事业节后逆势上涨，累计涨幅均超过6%。
- 融资压力突出行业：非银、通信、电子、有色、电力设备等。

7-9月A股融资盘较为活跃，且积累了不少获利盘



A股风格再平衡：国庆后科技调整，高股息补涨



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

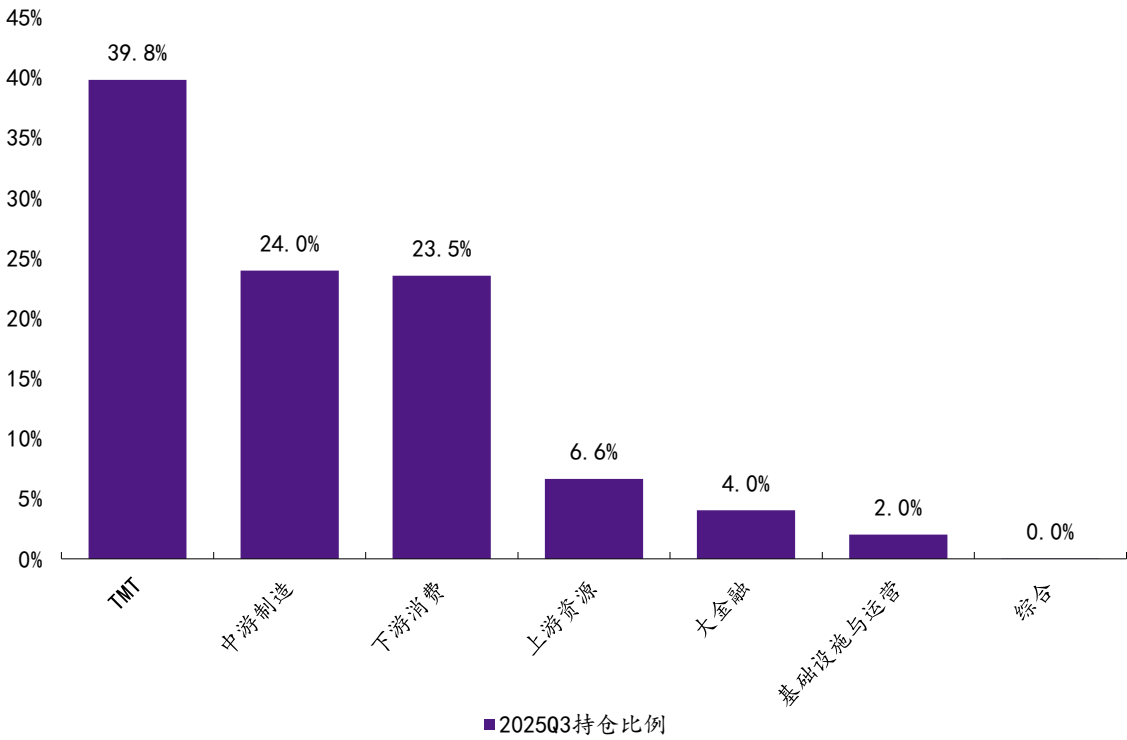


原因3：部分科技财报不及预期，TMT持仓占比重回40%，超配后有兑现压力

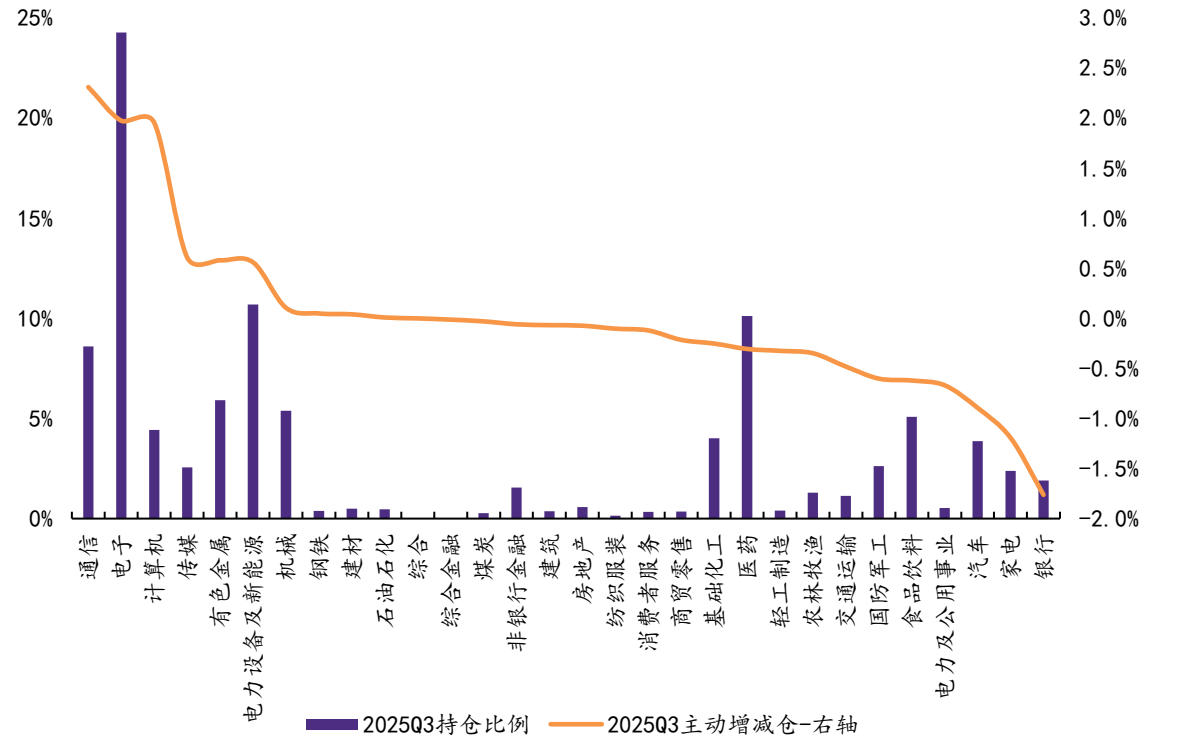
鑫证券  
ORTUNE SECURITIES

- 部分科技财报不及预期：三季报完成披露，盈利小幅修复，但部分科技龙头业绩不及预期。
- 业绩再迎真空期，再加上科技行情极致分化，公募TMT持仓占比达40%，短期有止盈兑现压力。
  - 持仓变化：2025Q3增持最多的为通信(2.31%)、电子(1.97%)、计算机(1.95%)、传媒(0.61%)、有色(0.58%)。主动减持靠前的为银行(-1.76%)、家电(-1.19%)、汽车(-0.90%)、电力及公共事业(-0.67%)、食品饮料(-0.62%)。

2025Q3主动偏股基金TMT板块持仓占比接近40%



2025Q3主动偏股基金增持前5行业：通信、电子、计算机、传媒、有色



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

# 通信、电子、有色、机械属于历史超配

- 持仓比例历史分位数：通信(100.0%)、电子(100.0%)、有色金属(95.0%)、机械(90.0%)均在历史85%分位数以上属于历史超配；交通运输(2.5%)、医药(5.0%)、电力及公共事业(5.0%)、食品饮料(10.0%)、纺织服装(10.0%)均在历史15%分位以下属于历史低配。

2025Q3主动偏股基金持仓前5行业：电子、电力设备及新能源、医药、通信、有色金属

行业		2025Q3持仓比例	持仓比例环比	十年历史分位数		2025Q3超配比例
上游资源	石油石化	0.46%	-0.08%	20.00%		-0.88%
	煤炭	0.28%	-0.08%	27.50%		-0.88%
	有色金属	5.91%	1.32%	95.00%		0.56%
中游制造	钢铁	0.38%	0.03%	50.00%		-0.15%
	基础化工	4.01%	-0.36%	40.00%		1.77%
	建材	0.49%	0.02%	17.50%		0.00%
	轻工制造	0.39%	-0.43%	0.00%		0.35%
	机械	5.37%	0.18%	90.00%		2.65%
	电力设备及新能源	10.69%	1.79%	72.50%		1.31%
	国防军工	2.61%	-1.14%	52.50%		1.39%
下游消费	汽车	3.86%	-1.06%	70.00%		-0.29%
	商贸零售	0.35%	-0.33%	37.50%		0.14%
	消费者服务	0.34%	-0.19%	0.00%		0.06%
	家电	2.37%	-1.75%	25.00%		-0.67%
	纺织服装	0.14%	-0.15%	10.00%		0.11%
	医药	10.10%	-1.09%	5.00%		3.97%
	食品饮料	5.08%	-1.77%	10.00%		-2.13%
	农林牧渔	1.30%	-0.54%	25.00%		-0.07%
基础设施与运营	电力及公用事业	0.53%	-0.91%	5.00%		-2.33%
	建筑	0.36%	-0.13%	17.50%		-1.23%
	交通运输	1.13%	-0.85%	2.50%		-1.81%
TMT	电子	24.25%	5.14%	100.00%		11.04%
	通信	8.59%	3.40%	100.00%		3.53%
	计算机	4.43%	1.95%	50.00%		0.00%
	传媒	2.55%	0.54%	55.00%		1.94%
大金融	银行	1.90%	-3.07%	0.00%		-9.94%
	非银行金融	1.54%	-0.31%	27.50%		-8.46%
	房地产	0.58%	-0.10%	0.00%		0.01%
	综合金融	0.00%	-0.02%	12.50%		/
综合	综合	0.00%	0.00%	22.50%		/

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

## 02 十大指标看A股牛市坐标

研究创造价值

- **全A指数虽创十年新高，近期震荡引发牛市见顶担忧：**万得全A与上证指数点位均已超越2019-2021年行情高点，创下十年以来的新高，上证指数一度站上4000点。但是相较于2025年6-8月的上冲走势，近期A股走势整体震荡，初显慢牛倾向。但也有市场担心，交易缩量，主力增量资金接力不明晰，牛市是否就此结束。在十五五规划建议公布，股市风格调整，主线未明晰的当下，选取十大微观指标观察牛市进程；
- **十大微观指标主要分为估值、交易、资金三方面：**估值指标（股权风险溢价，相对估值）、交易指标（量能指标、拥挤度指标、技术指标）、资金指标（新开户、居民存款、融资资金、公募资金、海外资金）。

全A指数创十年指数新高，但近期震荡走势引发见顶担忧



十大微观指标看牛市进程

指标		观察角度
估值指标	股权风险溢价	度量A股对于资金配置的吸引力
	估值-PE&PB	度量牛市估值上行的潜力边际
交易指标	量价-成交额&换手率	度量交易热度上升的潜力边界与牛市见顶信号
	拥挤度-成交占比	度量热门方向的交易拥挤恶化程度
	技术分析-RSI&ATR	度量股市趋势反转信号
资金指标	新开户	度量市场整体增量资金的牛市见顶信号
	居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	度量居民端增量资金潜力与牛市见顶信号
	融资资金-A股融资买入占比&融资余额市值比	度量融资端增量资金潜力
	公募资金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	度量公募端增量资金潜力与牛市见顶信号
	海外资金-北向成交占比	度量外资对中国资产持仓偏好

资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 估值指标

- 股权风险溢价：临近突破均线，短期震荡但尚未触发见顶信号
  - 相对估值：距+1 $\sigma$ 线仍有距离，估值处于合理水平

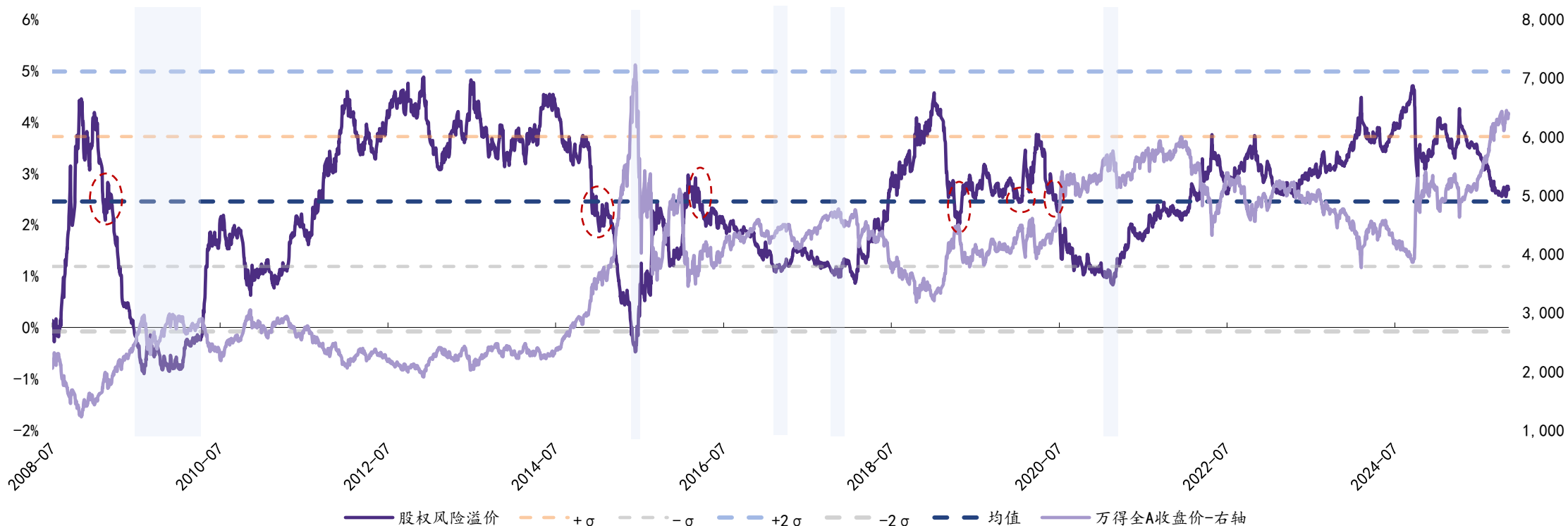
研究创造价值

# 1、股权风险溢价-临近均线，短期震荡但牛市空间仍较大

➤ 股债比价：衡量股权与债权之间相对估值性价比，度量A股对于资金配置的吸引力，选取万得全A的股权风险溢价作为观察值

- 指标下破均线阶段，万得全A指数与股权风险溢价普遍均呈现震荡走势，但后续稳定突破均线胜率高。指标均线代表股权与债券投资性价比相对均衡的状态，指标下破均线区间，市场股与债资金配置普遍产生短期分歧，导致万得全A指数的震荡走势，前四轮牛市稳定突破均线的震荡期平均持续39个交易日。后续除2019年4月与2020年11月，指标调整后向下趋势未变，牛市行情延续。
- 下沿-2 $\sigma$ 与- $\sigma$ 线对指标起到较为显著的支撑作用，指标稳定下破支撑线可作为牛市即将出现深度调整或者终结的即时利空信号。该项指标分别于2009年6月23日、2015年6月1日、2017年2月6日、2017年10月9日、以及2020年12月31日稳定下破对应支撑线，平均发生于行情阶段高点的28个交易日。

万得全A股权风险溢价：下破均线对应震荡信号，下破-1 $\sigma$ 线对应牛市见顶信号，现值接近均线



资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 股权风险溢价-临近突破均线，短期震荡但尚未触发见顶信号

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：**均线突破在即触发震荡，距阻力位仍有较大空间**
- 本轮牛市指标谷值于2025年10月27日达到2.55%，2025年11月14日截止为2.69%；
  - **均线：**指标现值接近历史均线2.45%，突破均线在即，同时也触发短期震荡信号，预计指标将震荡稳定突破至均线下方；
  - **支撑线：**指标现值距离-σ线牛市阻力位1.19%仍有较大空间的下行空间，震荡突破均线后牛市行情有望延续。

万得全A股权风险溢价：下破均线震荡平均持续39个交易日

指数下破均线	万得全A震荡开端	万得全A震荡终点	区间交易日数
2009/2/9	2009/2/17	2009/3/13	19
2014/12/5	2014/12/18	2015/2/6	35
2016/2/22	2016/2/23	2016/5/30	68
2020/6/16	2020/4/7	2020/5/27	34
均值			39

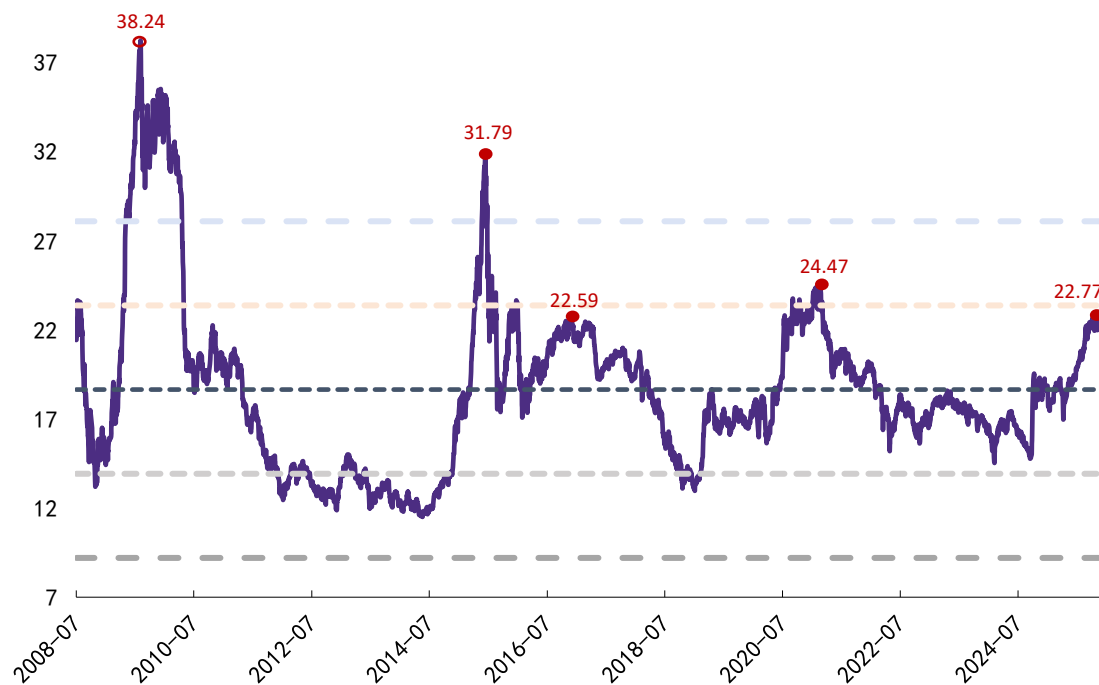
万得全A股权风险溢价：下破支撑线平均距离阶段顶点28个交易日

指标下破支撑线	行情阶段高点	区间交易日数	调整类别	调整幅度
2009/6/23	2009/8/4	31	牛市回调	-22.4%
2015/6/1	2015/6/12	10	牛市终结	/
2017/2/6	2017/4/7	43	牛市回调	-8.7%
2017/10/9	2017/11/13	26	牛市终结	/
2020/12/31	2021/2/19	31	牛市回调	-10.2%
均值		28.2		-13.8%

## 2、估值-距+1σ线仍有距离，估值处于合理水平

- **相对估值：**衡量市场的估值水平，度量牛市估值上行的潜力边际，选取万得全A的PE-TTM与PB-LF作为观察值
  - 对比2008-2010、2014-2015年的全面牛市行情，近两轮2016-2017、2019-2021年的结构性牛市高点PE与PB的水平均在+σ线附近。
- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：**本轮牛市全A估值高点仍处相对合理区间，后续牛市行情有望延续，指数点位上涨带动估值突破本轮估值前高**
  - PE-TTM角度，万得全A估值高点小幅超越2017年行情高点，但还未触及+σ线，相距2019-2021年行情估值高点，仍有7.5%的上行空间；
  - PB-LF角度，万得全A估值高点未超越前四轮牛市行情中任何一轮牛市估值高点，相距+σ线仍有较大空间，分别相距2019-2021、2016-2017年牛市估值高点，具备14.4%、15.5%的上行空间；

万得全A PE-TTM：本轮高点相距2019-2021年高点7.5%空间



万得全A PB-LF：本轮高点相距2019-2021年高点14.4%空间



资料来源：Wind，华鑫证券研究



相对估值-距+1σ线仍有距离，估值处于合理水平

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：**本轮牛市主要市值指数与创业板指估值高点对比历轮牛市，同样处相对合理区间**
- 市值指数PE-TTM角度，仅中证500超越2021年行情估值高点，沪深300与中证1000距离前两轮牛市行情估值高点，仍有大幅上升潜力空间；
  - 双创指数PE-TTM角度，创业板指估值高点未超越前四轮牛市行情中任何一轮牛市估值高点，仍有大幅上升潜力空间。

各指数历轮牛市PE-TTM高点：本轮牛市估值高点仍处相对合理水平

PE-TTM牛市期间估值高点对比														
牛市区间	万得全A		沪深300		中证500		中证1000		中证2000		创业板指		科创综指	
	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力	估值高点	上升潜力
2008/11-2010/11	38.24	67.9%	31.92	117.3%	92.75	158.9%	/	/	/	/	76.85	67.7%	/	/
2014/6-2015/6	31.79	39.6%	19.00	29.3%	83.24	132.3%	144.82	198.9%	/	/	137.86	200.8%	/	/
2016/6-2017/11	22.59	已超越	15.79	7.5%	51.05	42.5%	85.31	76.1%	/	/	61.35	33.9%	/	/
2019/1-2021/12	24.47	7.5%	17.45	18.8%	34.51	已超越	58.75	21.3%	/	/	79.68	73.9%	/	/
2024/9-2025/11	22.77	/	14.69	/	35.83	/	48.45	/	164.44	/	45.83	/	279.47	/

资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 交易指标

- 量能指标：短期缩量震荡，对比历史峰值仍有空间
- 拥挤度指标：全A交易拥挤触发短期调整，热门行业休整后仍有提升空间
- 技术指标：短期触发调整，但牛市见顶信号还未显现

研究创造价值

### 3、量价-短期缩量震荡，对比历史峰值仍有空间

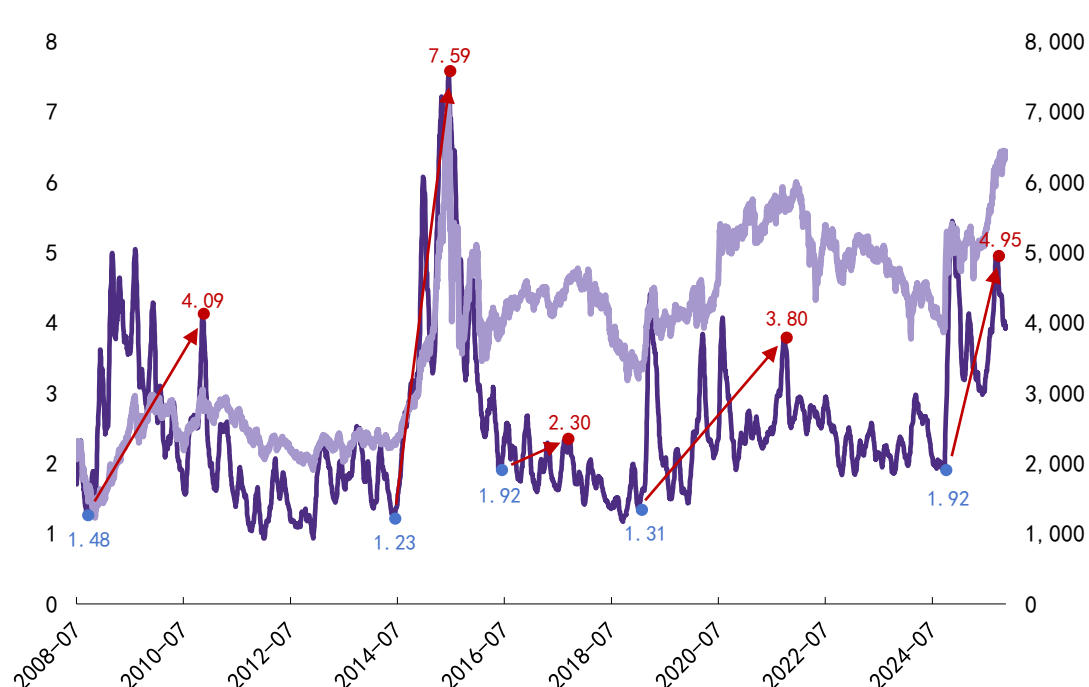
➤ 量价指标：衡量转手买卖的交易频率，度量交易热度上升的潜力边界与牛市见顶信号，选取万得全A的成交额与换手率作为观察值

- 成交量：①基本满足成交放量对应A股指数上涨，缩量对应指数回调的规律，成交缩量可作为股市进入阶段性回调的利空信号；②牛市主升开启时点普遍处于上一轮成交快速放量后的萎缩区间尾端，主升开启后成交额与换手率再度冲击阶段高点；③牛市主升结束后进入短期调整缩量阶段，A股成交额阶段性回落，震荡蓄势；成交相对低位震荡区间起点对应A股趋势拐点，A股震荡反弹；后续成交再度放量，助力再度冲高；④前四轮牛市成交额平滑值平均抬升倍数为7.63倍。
- 换手率：①前四轮牛市，万得全A换手率均从低于2%的低位向上翻倍增长至高点位置，前四轮牛市换手率平滑值平均抬升倍数为3.26倍；②近两轮2016-2017与2019-2021年慢牛行情见顶阶段，出现换手率缩量指数触顶的现象，可作为牛市见顶的利空信号。

万得全A成交额：历轮谷峰平均抬升倍数为7.63倍，当前缩量触发调整



万得全A换手率(%)：历轮谷峰平均抬升倍数为3.26倍，现值2.57倍



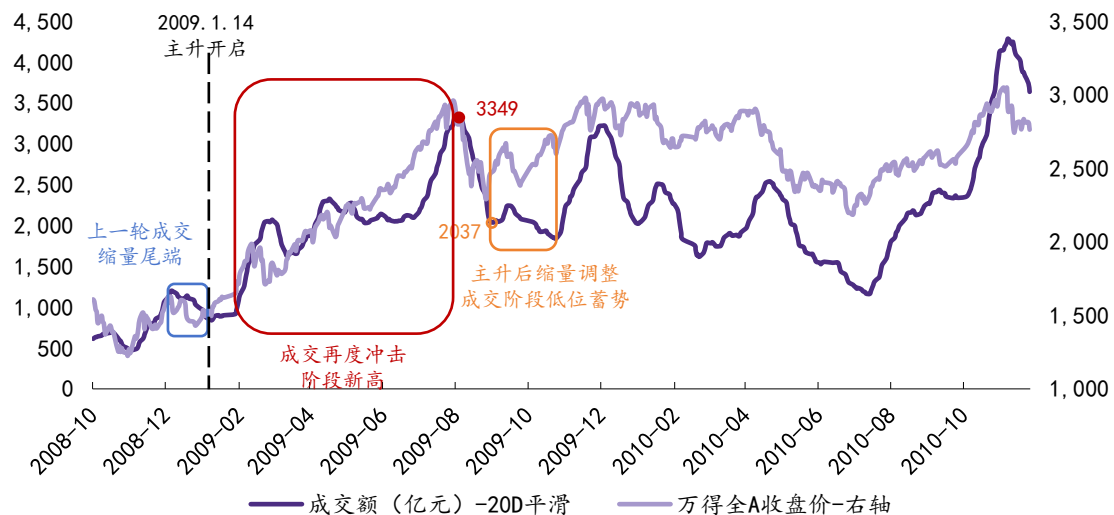
资料来源：Wind，华鑫证券研究

成交额(亿元)-20D平滑 万得全A收盘价-右轴

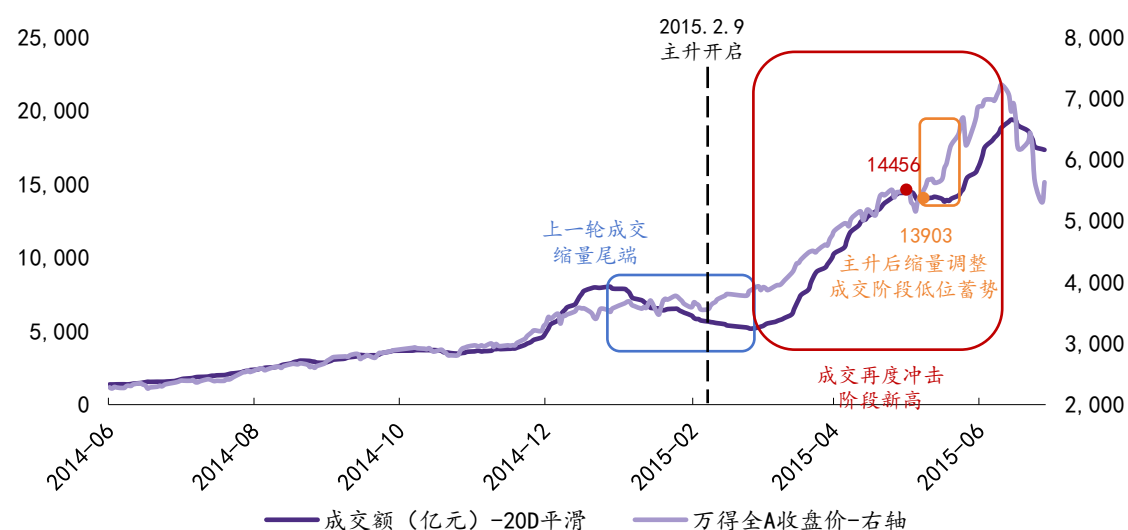
换手率-20D平滑 万得全A收盘价-右轴

# 成交额-成交缩量预警进入回调阶段

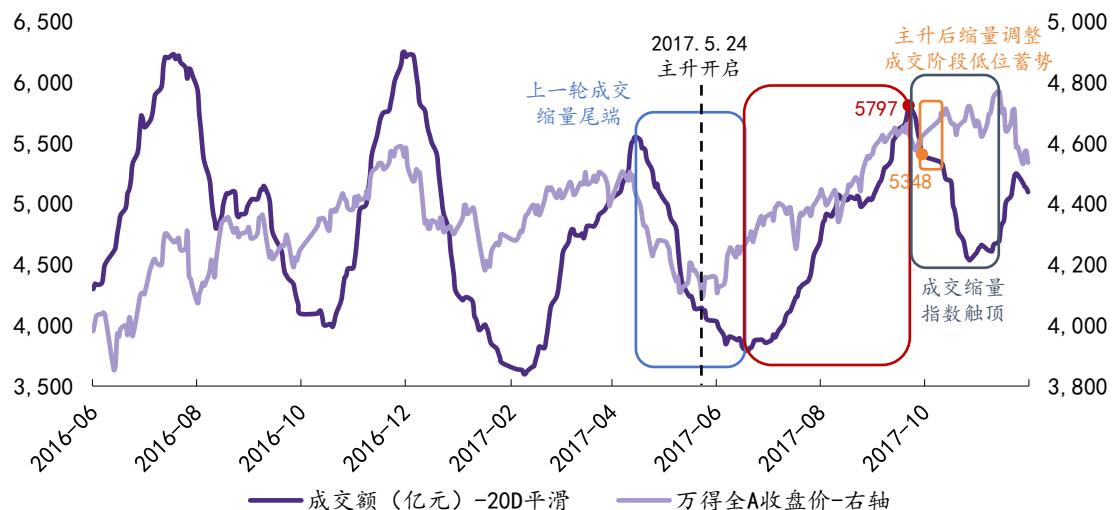
2008/11-2010/11牛市阶段：主升峰值缩量39%至成交相对低位区间起点



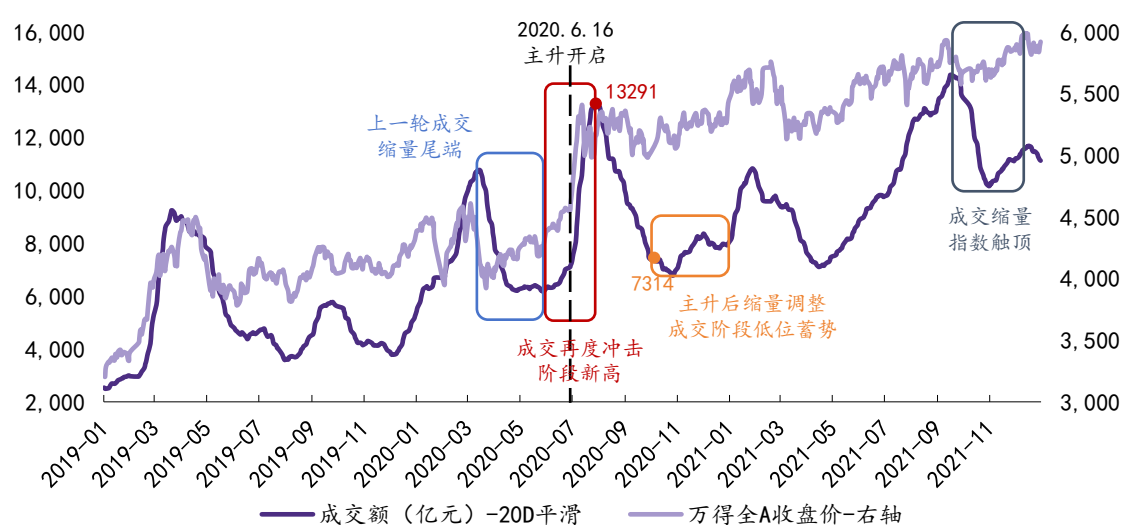
2014/6-2015/6牛市阶段：主升峰值缩量3.8%至成交相对低位区间起点



2016/6-2017/11牛市阶段：主升峰值缩量7.8%至成交相对低位区间起点



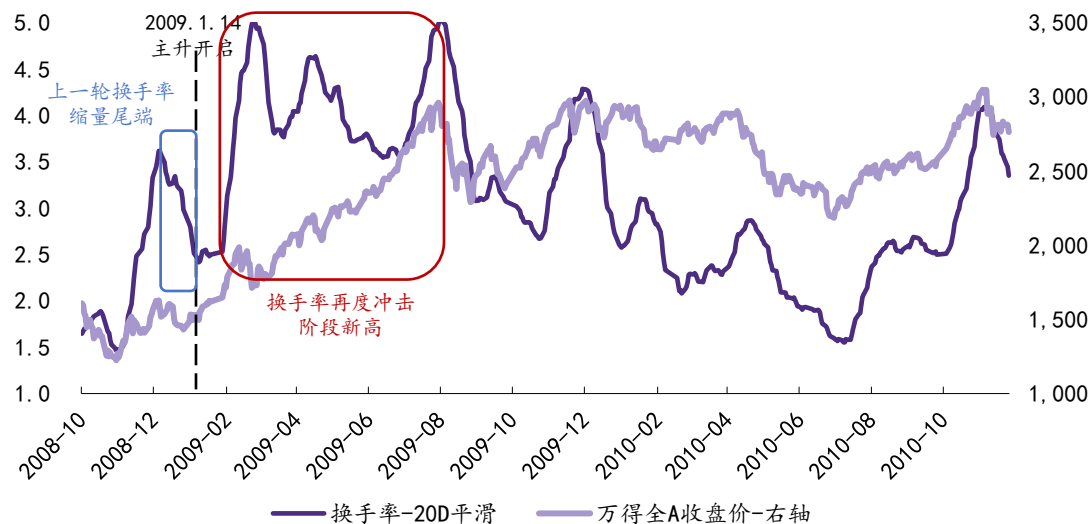
2019/1-2021/12牛市阶段：主升峰值缩量45%至成交相对低位区间起点



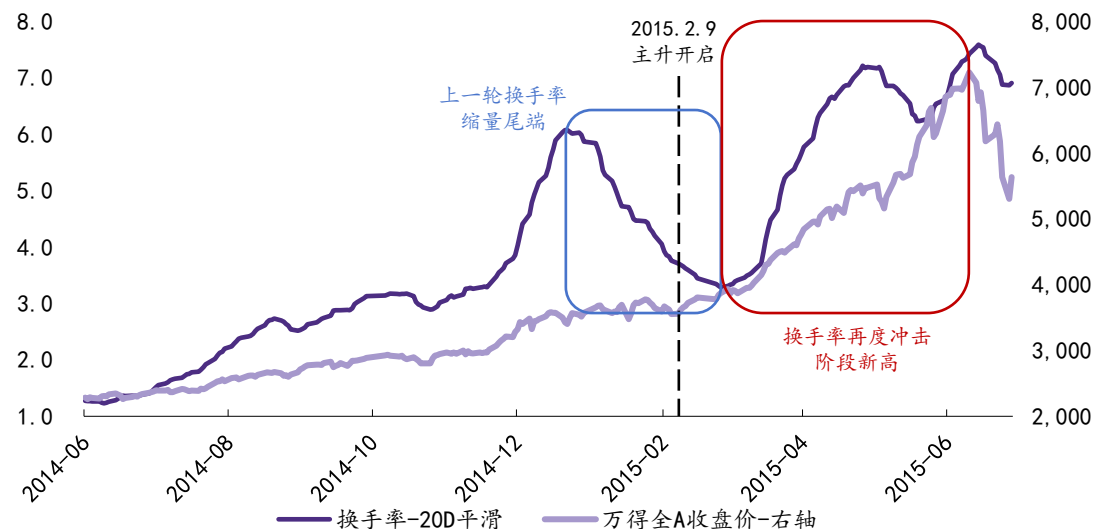
资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 换手率-缩量触顶可作为牛市见顶信号

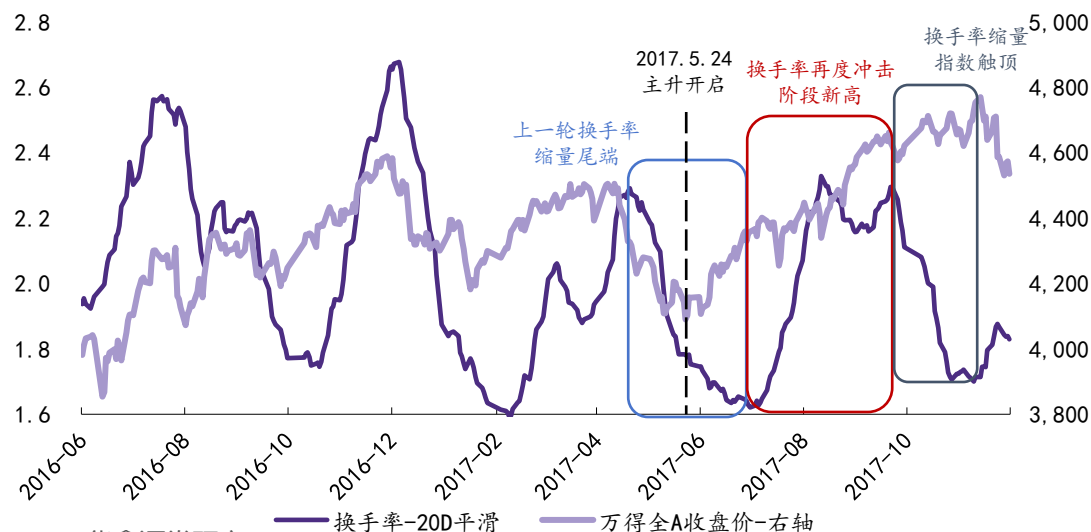
## 2008/11-2010/11牛市阶段 (%)



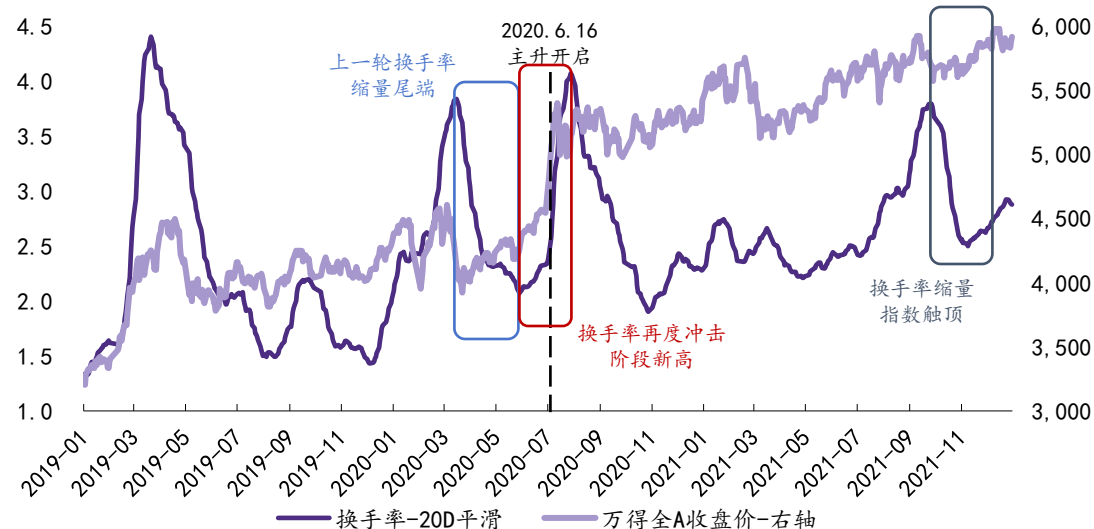
## 2014/6-2015/6牛市阶段 (%)



## 2016/6-2017/11牛市阶段 (%)



## 2019/1-2021/12牛市阶段 (%)

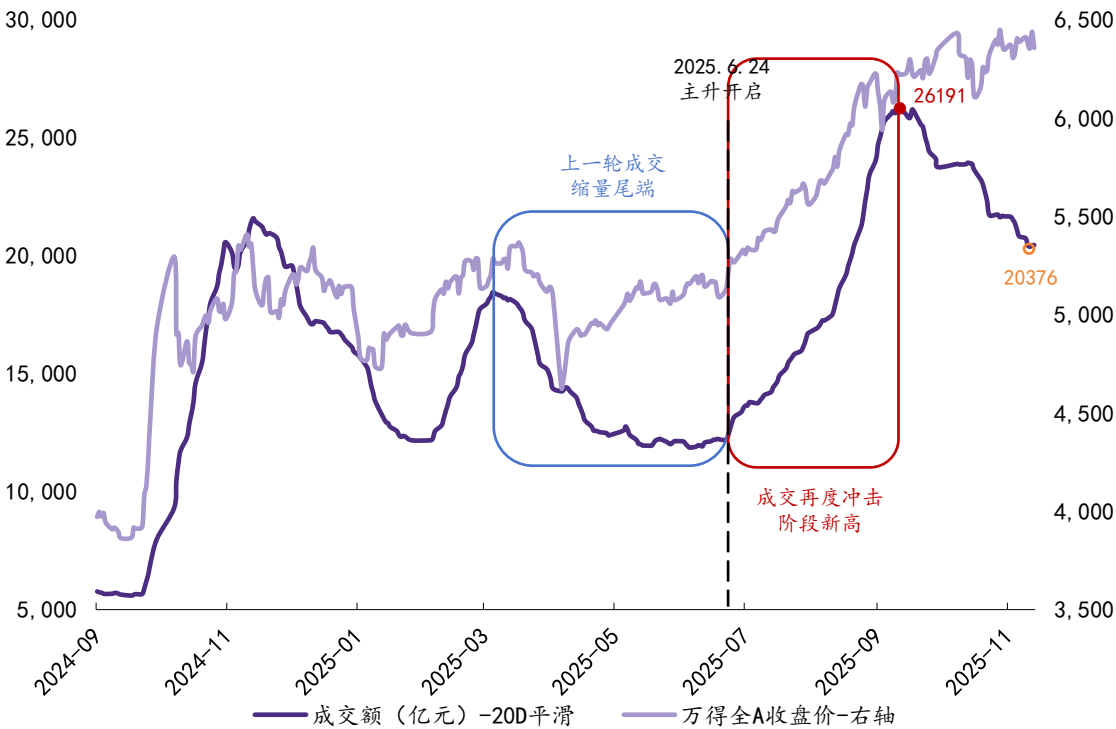


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

# 量价指标-缩量调整信号显现，交易热度再提升空间犹存

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：**成交额创新高后缩量触发调整，量价背离见顶信号未明确，交易热度仍有再创新高空间；**
- **成交额：**指标平滑值在2025年9月9日达本轮阶段高点26191亿元，创历史新高，本轮行情现阶段成交额抬升倍数为4.65倍，仅超越2016-2017年行情抬升程度，**市场交易热度极值仍有再度提升空间，但后续成交缩量，触发阶段调整；截止至2025年11月12日，主升峰值已缩量22.20%，等待缩量触底信号；**
  - **换手率：**抬升倍数角度，指标平滑值在2025年9月9日到达现阶段高点的4.95%，本轮行情现阶段换手率抬升倍数为2.57倍，仅超越2016-2017年行情抬升程度，对比2008-2010、2014-2015、2019-2021年行情倍数极值仍有差距，**市场交易热度极值仍有再度提升空间，股市在阶段调整后仍有冲击新高的空间；量价背离信号角度，目前股市触发阶段调整，但量价背离的牛市见顶信号并未确认。**

万得全A成交额：主升峰值已缩量22%，等待缩量触底信号



万得全A换手率（%）：交易热度高点仍具上升潜力

牛市区间	成交额谷值 (亿元)	成交额峰值 (亿元)	成交额 抬升倍数	换手率谷值 (%)	换手率峰值 (%)	换手率 抬升倍数
2008/11-2010/11	472	4285	9.08	1.48	4.09	2.77
2014/6-2015/6	1318	18860	14.31	1.23	7.59	6.17
2016/6-2017/11	4191	5797	1.38	1.92	2.30	1.19
2019/1-2021/12	2497	14375	5.76	1.31	3.80	2.89
均值	/	26191	7.63	1.49	4.44	3.26
2024/9-2025/11	5636	26191	4.65	1.92	4.95	2.57

资料来源：Wind，华鑫证券研究



4、拥挤度-全A交易拥挤触发短期调整，热门行业休整后仍有提升空间

- 拥挤度指标：衡量特定交易方向的交易拥挤度，度量热门方向的交易热度，选取A股日成交额前5%的股票总成交占比与热门行业成交占比作为观察值
- 全A日成交额前5%的股票总成交占比：阶段的高、极低值点普遍对应A股趋势的变化，对应规律包括：①万得全A指数处低位或回调中形成趋势反转，甚至开启牛市或牛市主升（极低值：市场资金从均衡持仓转变为抱团少数热点或主线，指数上冲；极高值：市场资金从抱团防御开始风偏回归，市场全面估值修复）；②万得全A指数深度回调，甚至牛市完结（极低值：市场资金从热点或主线抱团转变为均衡持仓，上冲动力不足，避险抱团偏防御性持仓，风偏下降导致股市回调；极高值：上涨行情中抱团资金瓦解）；
  - 热门行业成交占比：前四轮牛市阶段涨幅前3且成交占比峰值超过1%的热门一级行业，成交占比20日平滑值谷值与峰值倍数差距平均为3.43倍，普遍处于2-5倍区间。

牛市阶段涨幅前3行业：前四轮谷峰平均3.43倍，现值均值为2.22倍

牛市阶段		2008/11-2010/11			2014/6-2015/6		
行业		汽车	有色金属	电子	计算机	建筑装饰	钢铁
超额收益		225.2%	220.9%	193.2%	72.7%	62.7%	45.6%
成交占比-20D平滑峰值		3.50%	13.55%	7.37%	11.14%	6.6%	1.99%
成交占比-20D平滑谷值		1.24%	3.69%	1.26%	/	1.70%	0.59%
成交占比倍数		2.82	3.67	5.85	/	3.86	3.37
牛市阶段		2016/6-2017/11			2019/1-2021/12		
行业		食品饮料	家用电器	钢铁	电力设备	食品饮料	电子
超额收益		48.6%	46.6%	27.3%	197.1%	137.9%	98.1%
成交占比-20D平滑峰值		3.62%	3.14%	3.09%	11.24%	7.53%	18.94%
成交占比-20D平滑谷值		2.24%	1.44%	0.63%	3.05%	2.35%	7.32%
成交占比倍数		1.62	2.18	4.90	3.69	3.20	2.59
牛市阶段		2024/9-2025/11					
行业		通信	电子	有色金属			
超额收益		50.2%	44.9%	40.0%			
成交占比-20D平滑峰值		6.51%	20.19%	7.13%			
成交占比-20D平滑谷值		3.83%	9.63%	2.48%			
成交占比倍数		1.70	2.10	2.88			

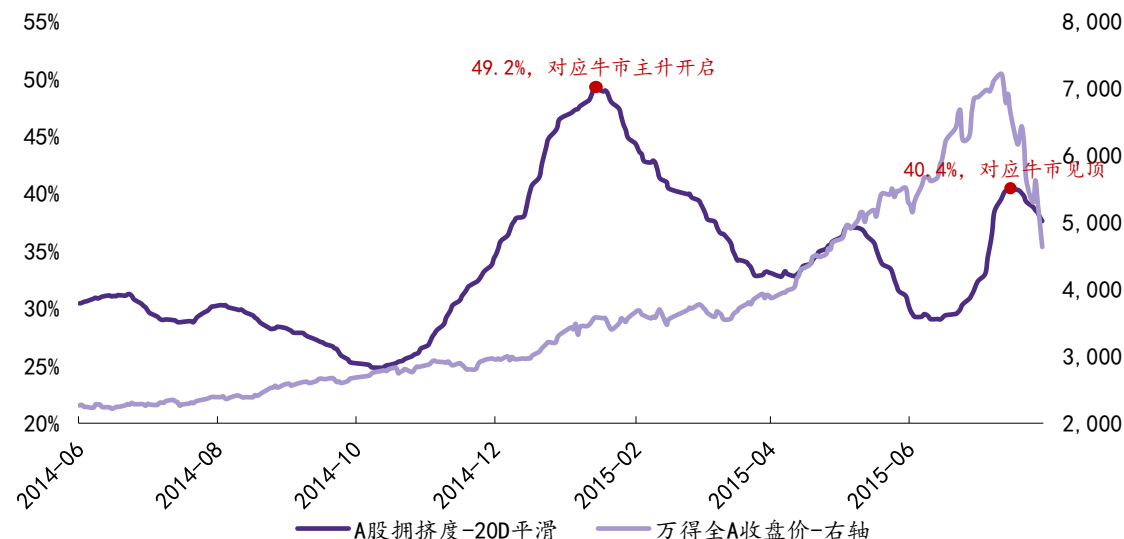
资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 万得全A热门拥挤度-高低极值点对应指数趋势变化信号

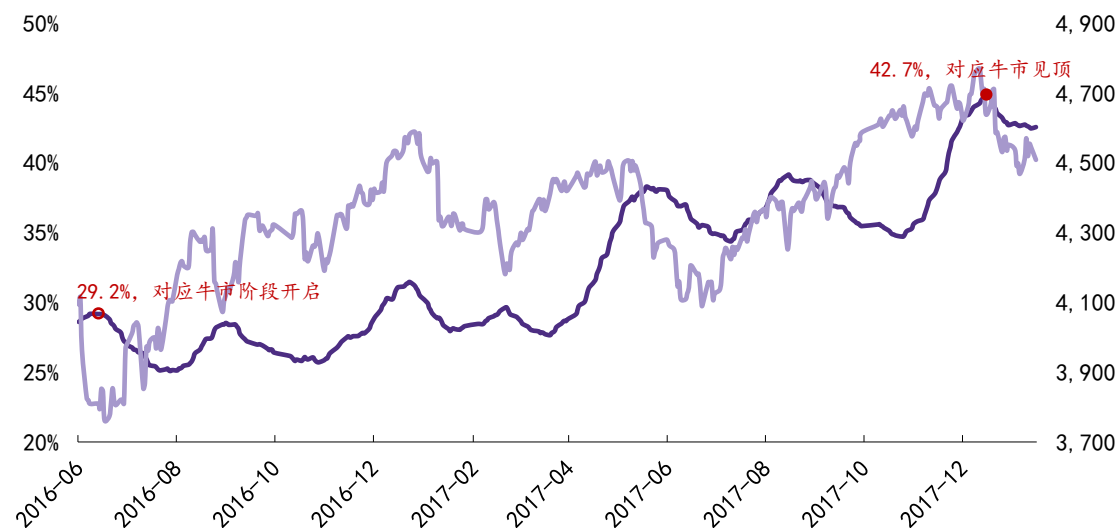
## 2008/11-2010/11牛市阶段



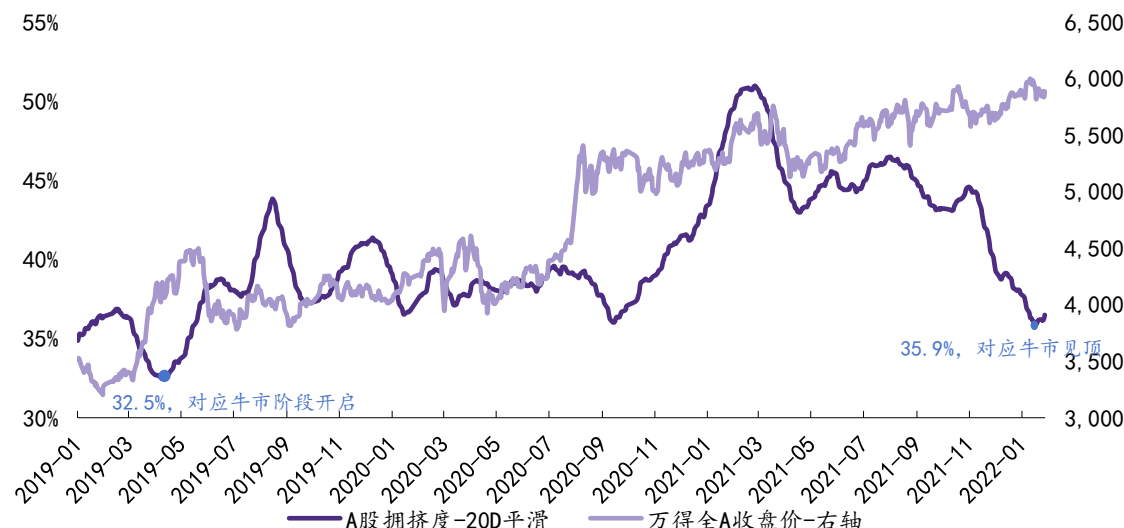
## 2014/6-2015/6牛市阶段



## 2016/6-2017/11牛市阶段



## 2019/1-2021/12牛市阶段

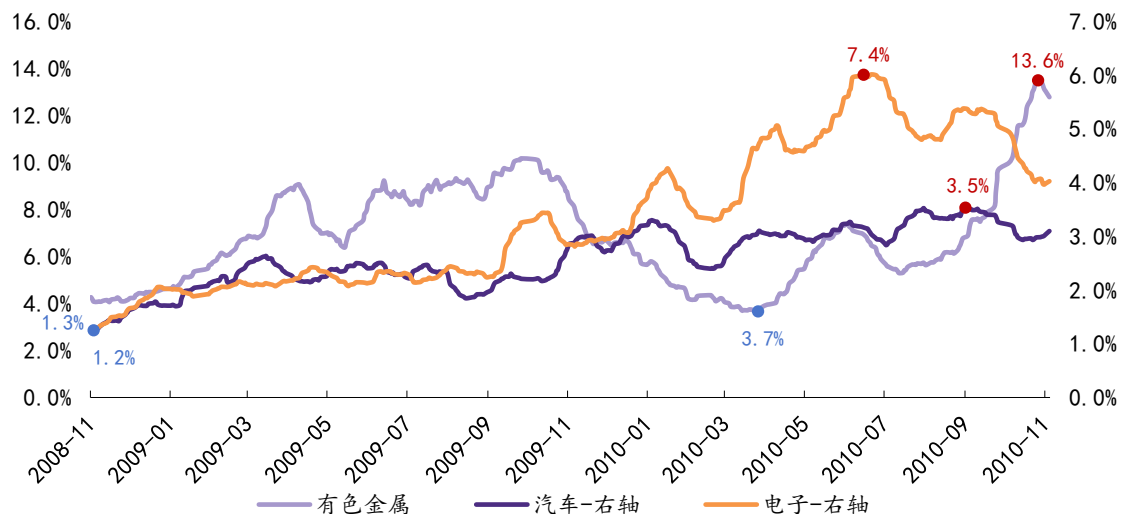


资料来源：Wind，华鑫证券研究 — A股拥挤度-20D平滑 — 万得全A收盘价-右轴

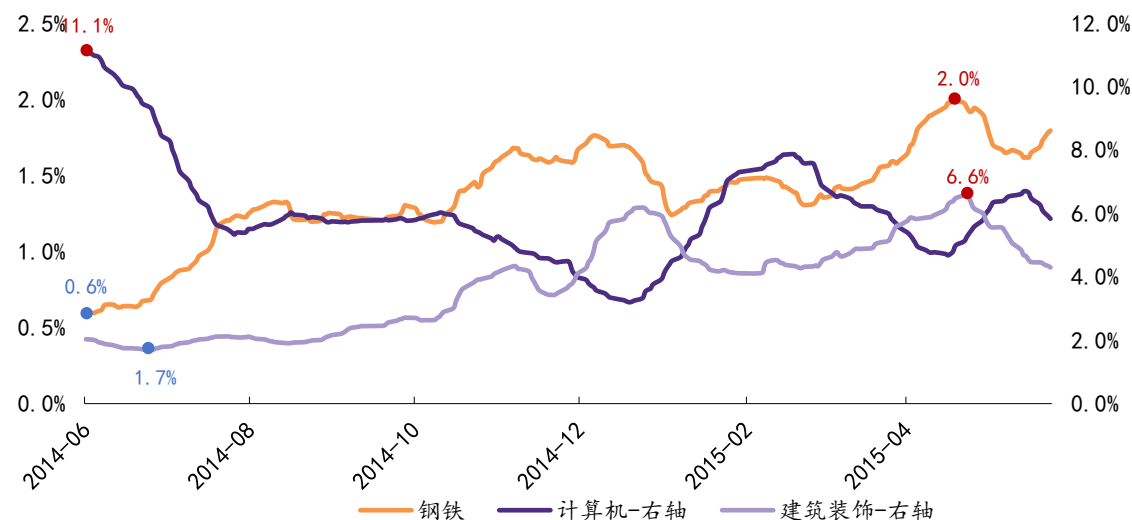


# 热门行业拥挤度-前四轮牛市前3成交占比谷峰倍数普遍处于2-5倍区间

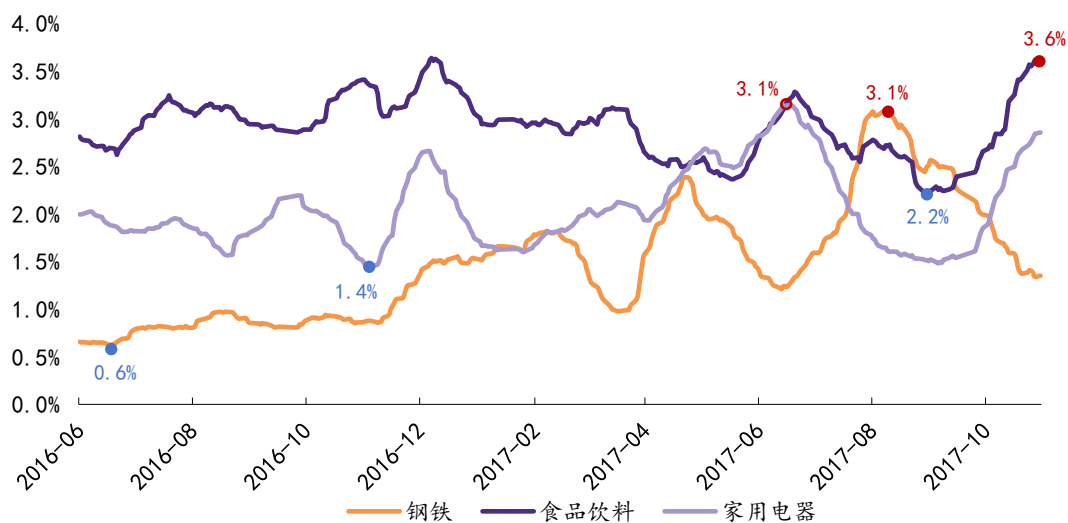
## 2008/11-2010/11牛市阶段热门行业成交占比



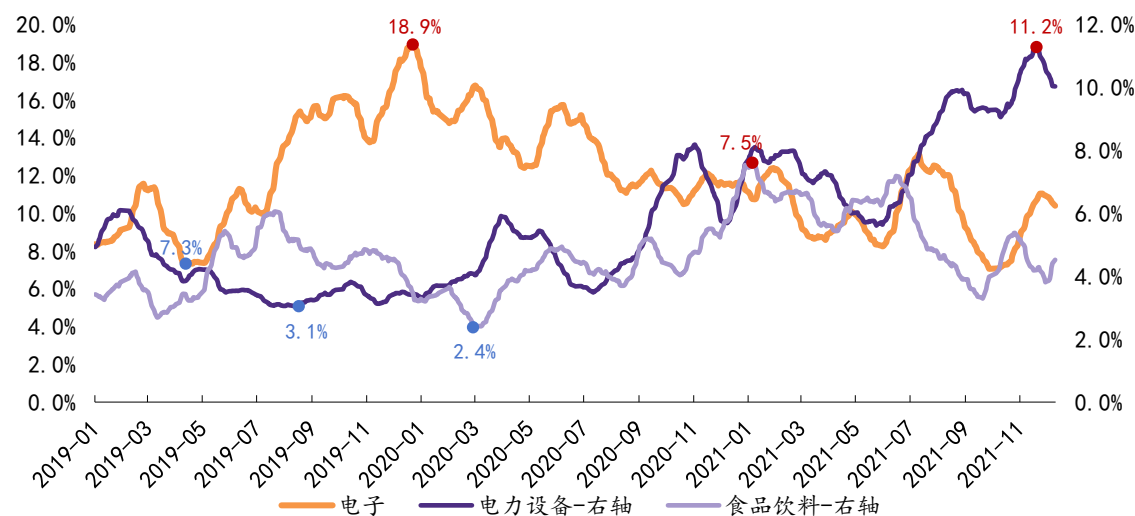
## 2014/6-2015/6牛市阶段热门行业成交占比



## 2016/6-2017/11牛市阶段热门行业成交占比



## 2019/1-2021/12牛市阶段热门行业成交占比



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

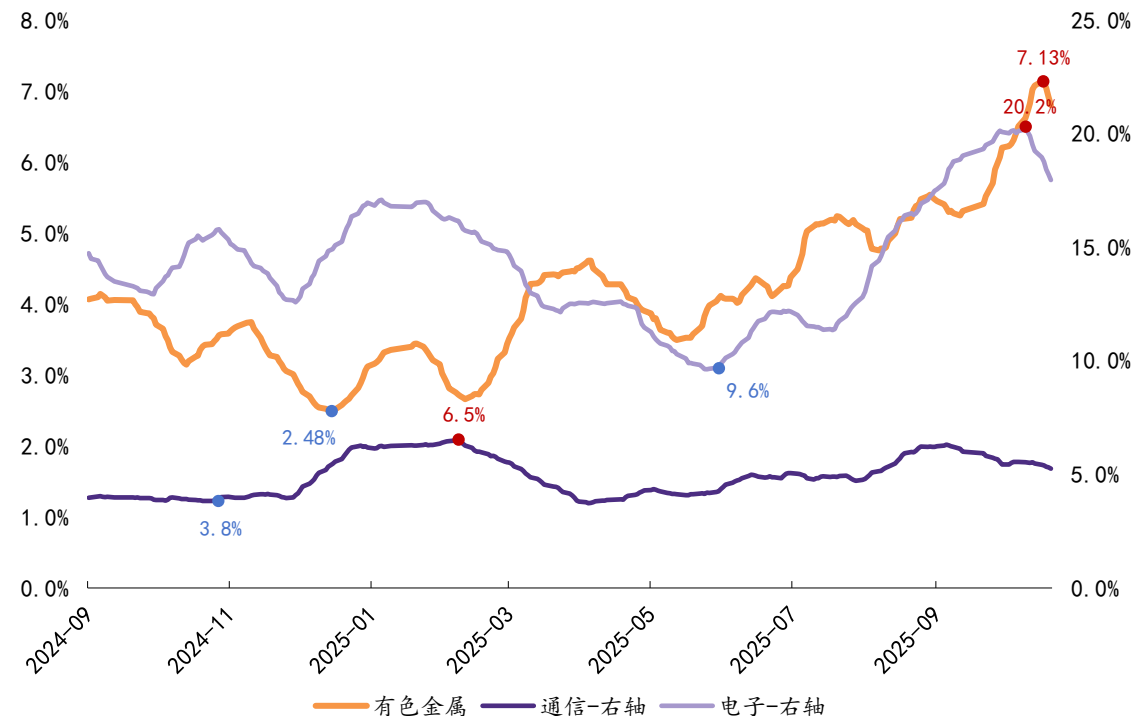
# 拥挤度指标-全A交易拥挤触发短期调整，热门行业休整后仍有提升空间

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：**全A拥挤程度达阶段高点，面临短期调整，热门行业拥挤度提升幅度仍有新高空间**
- **A股日成交额前5%的股票总成交占比**：指标在2025年10月15日触及阶段高点44.8%，**A股短期触发指数点位与风格调整信号。但是我们并不认为这将是牛市终结的信号，结合多方指标信号，预期经历调整后全A拥挤局面将会有所缓和，调整期间再续势能后期有望延续牛市行情；**
  - 本轮牛市现阶段涨幅排名前3且成交占比峰值超过1%的行业为通信、电子、有色金属，成交占比平滑值谷值与峰值倍数差距分别为1.70、2.10、2.88倍，均值为2.22倍，低于前四轮牛市均值，热门行业的拥挤度提升程度还处于历史牛市正常偏低区间。

万得全A热门拥挤度：本轮阶段高点44.8%，触发短期回调信号



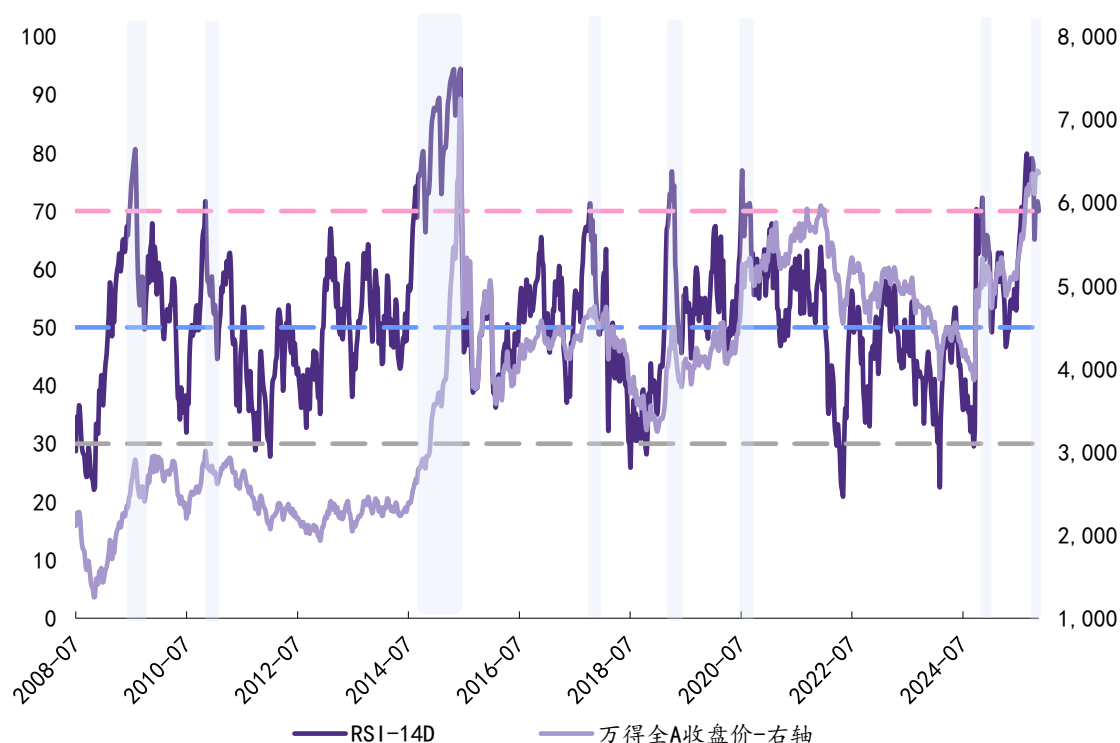
现阶段牛市涨幅前3行业成交占比：平均倍数差距为2.22倍



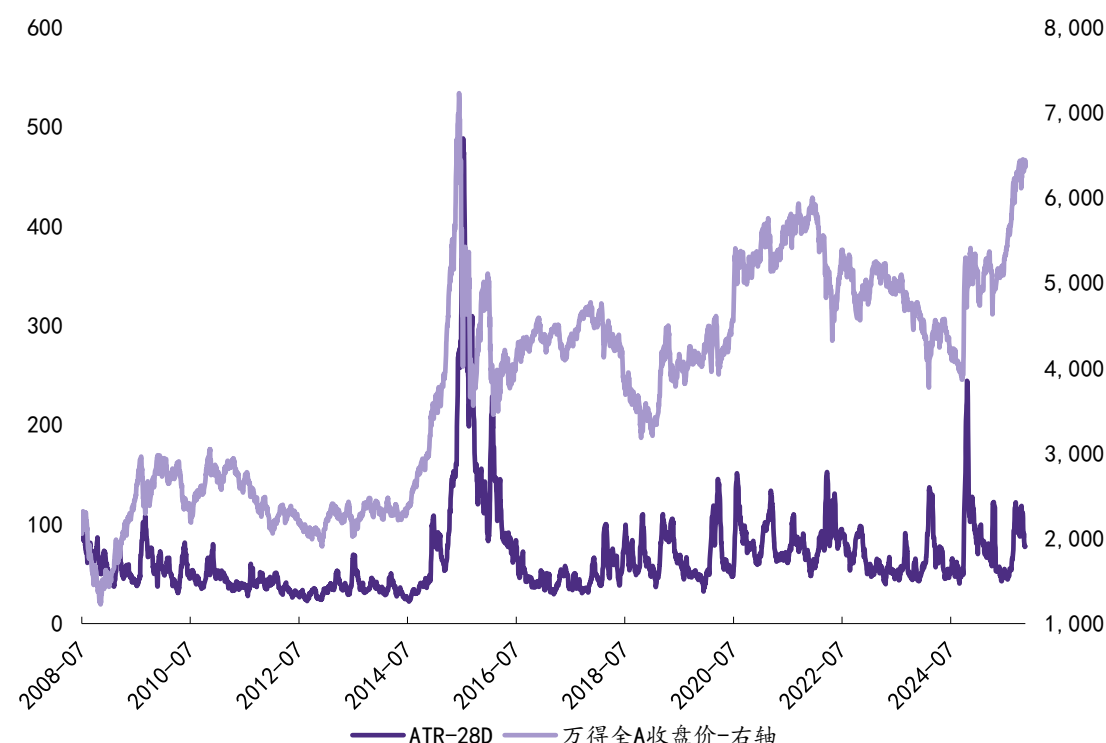
## 5、技术分析-短期触发调整，但牛市见顶信号还未显现

- **相对强弱指标：**衡量股市多空力量的相对强弱程度，度量股市趋势反转信号，选取万得全A的14日RSI作为观察值
  - RSI进入大于70的超买区域，是即将发生深度回调或是牛市见顶的前兆；
  - 牛市见顶阶段，除2015年疯牛行情，普遍出现RSI顶背离信号。
- **平均真实波幅：**衡量市场价格波动幅度，度量股市趋势反转信号，选取万得全A的28日ATR作为观察值
  - 28日ATR低位极值或高位极值震荡，普遍预兆股市将形成牛市上冲、期间回调或是牛市见顶；
  - 针对牛市主升开启与牛市见顶两个节点，ATR低位极值震荡预示股市趋势转变信号更为普遍。

万得全A RSI-14D：进入超买区域对应牛市回调或见顶信号



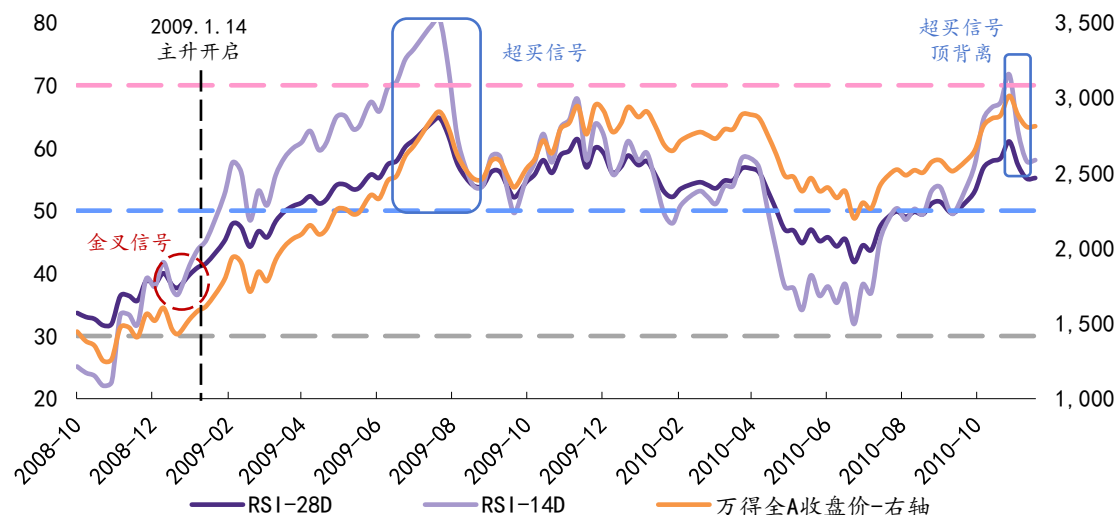
万得全A ATR-28D：高低位极值震荡对应股市趋势反转信号



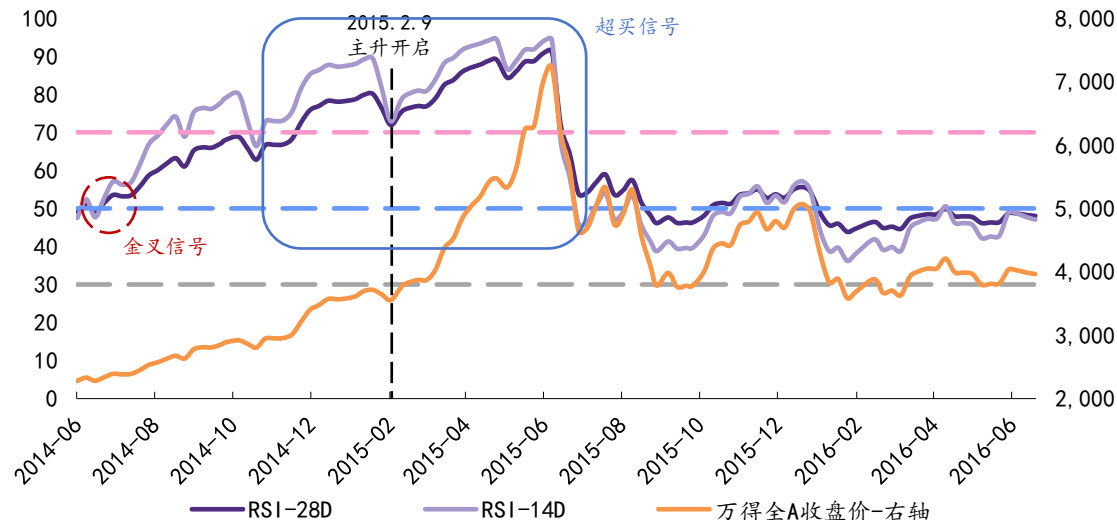
资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 相对强弱指标-顶背离信号预警牛市见顶

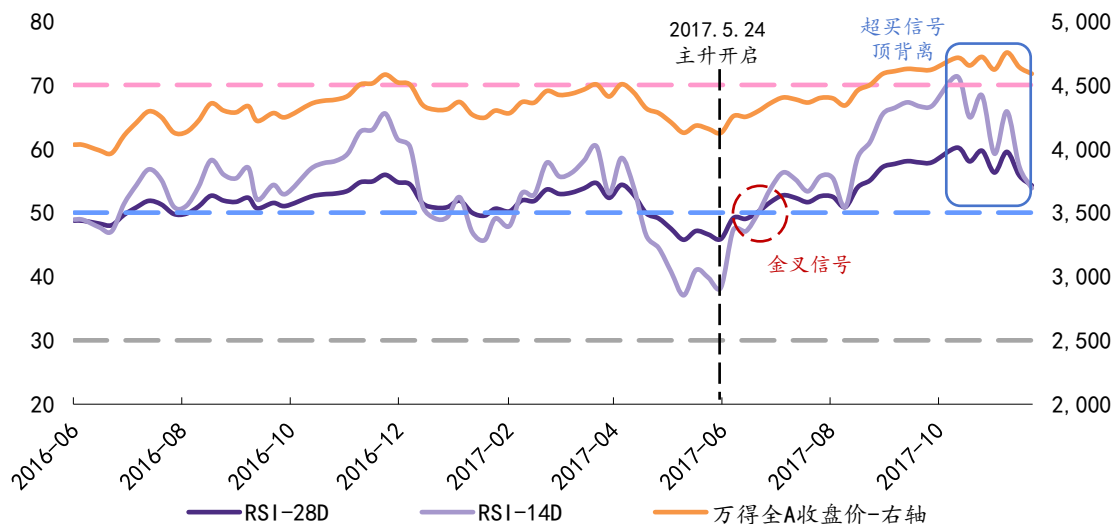
## 2008/11-2010/11牛市阶段



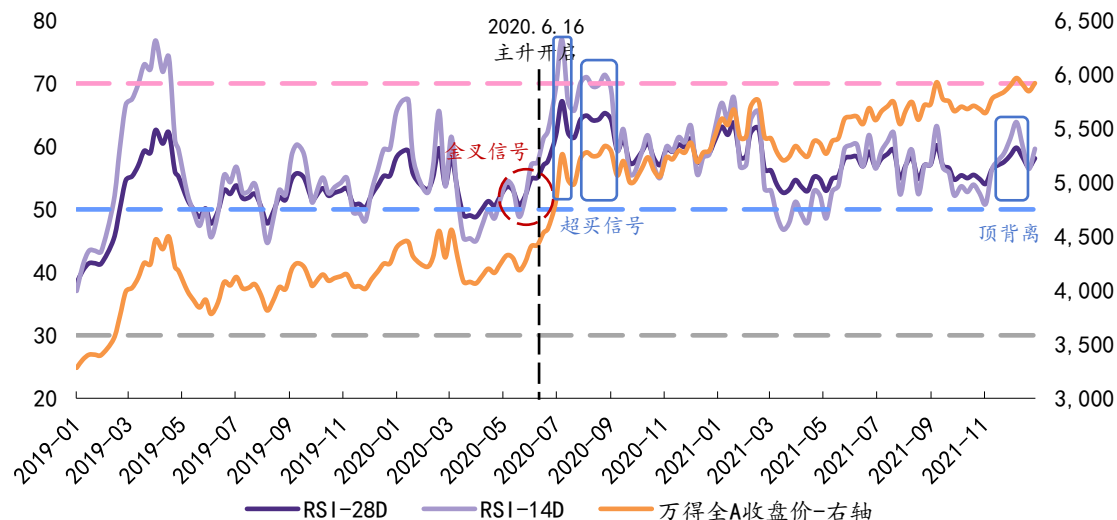
## 2014/6-2015/6牛市阶段



## 2016/6-2017/11牛市阶段



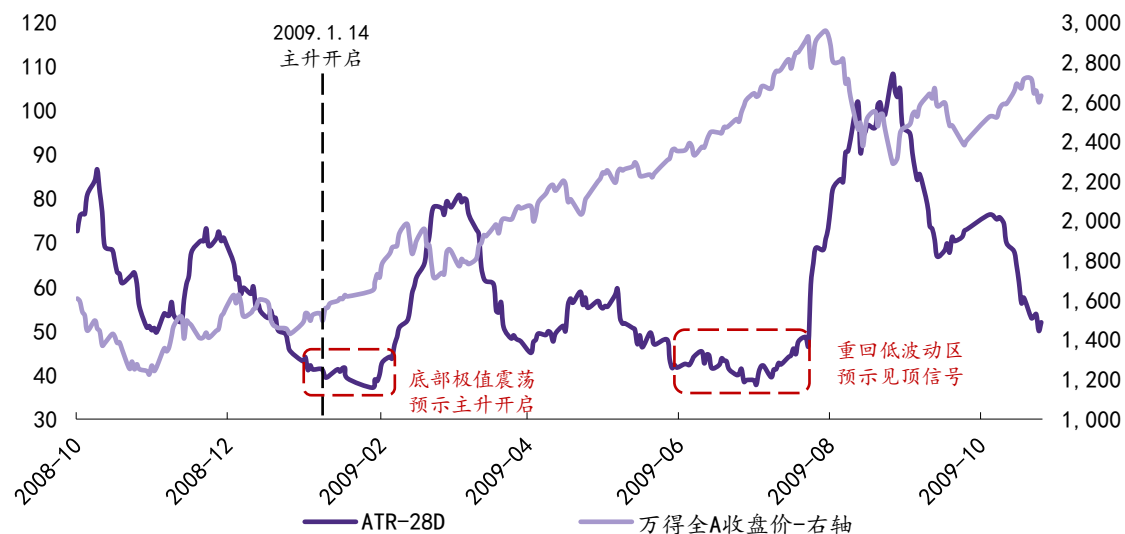
## 2019/1-2021/12牛市阶段



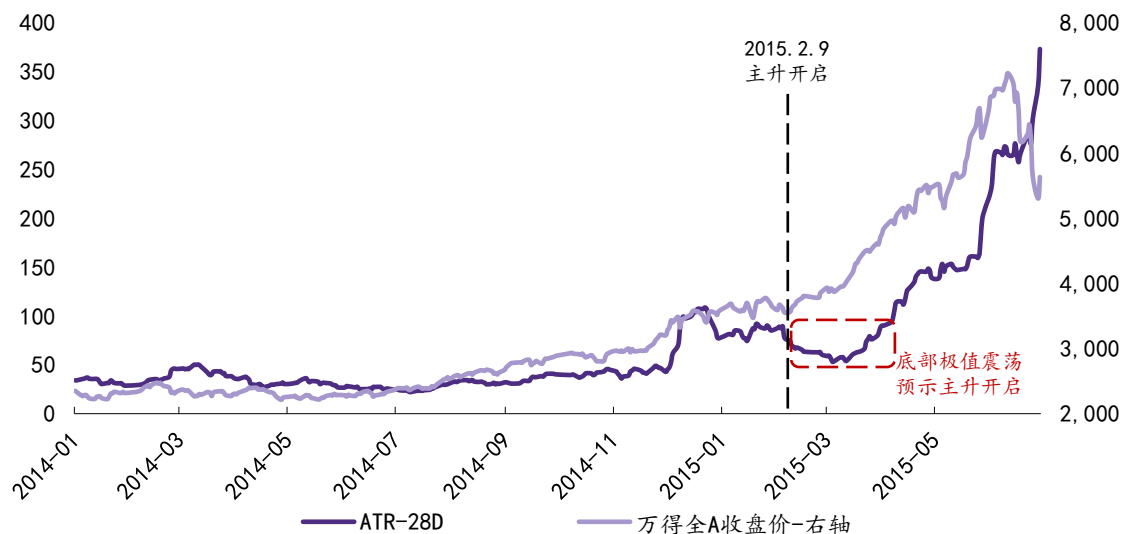
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

# 平均真实波幅-ATR高低位极值震荡预示趋势反转

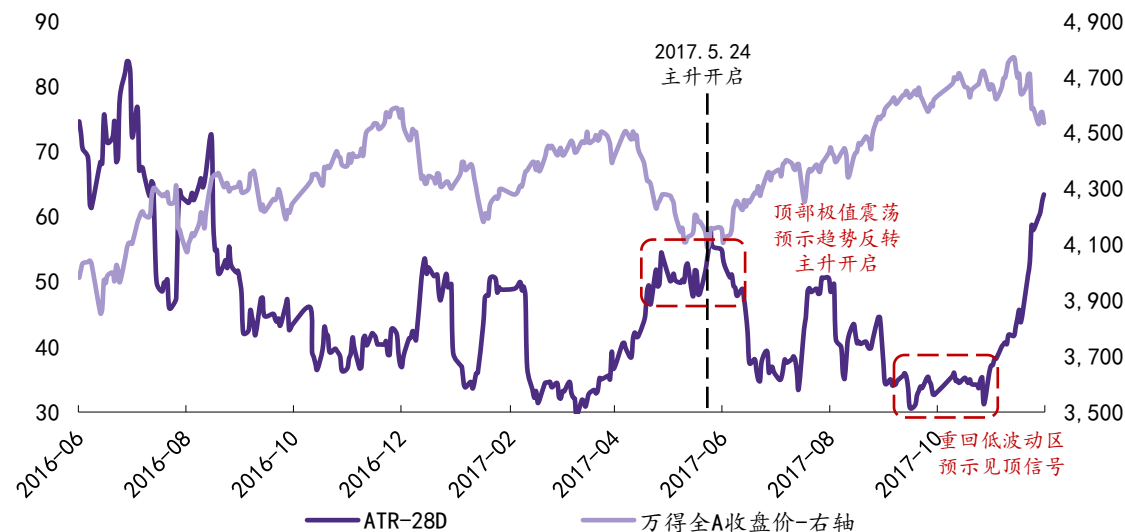
## 2008/11-2010/11牛市阶段



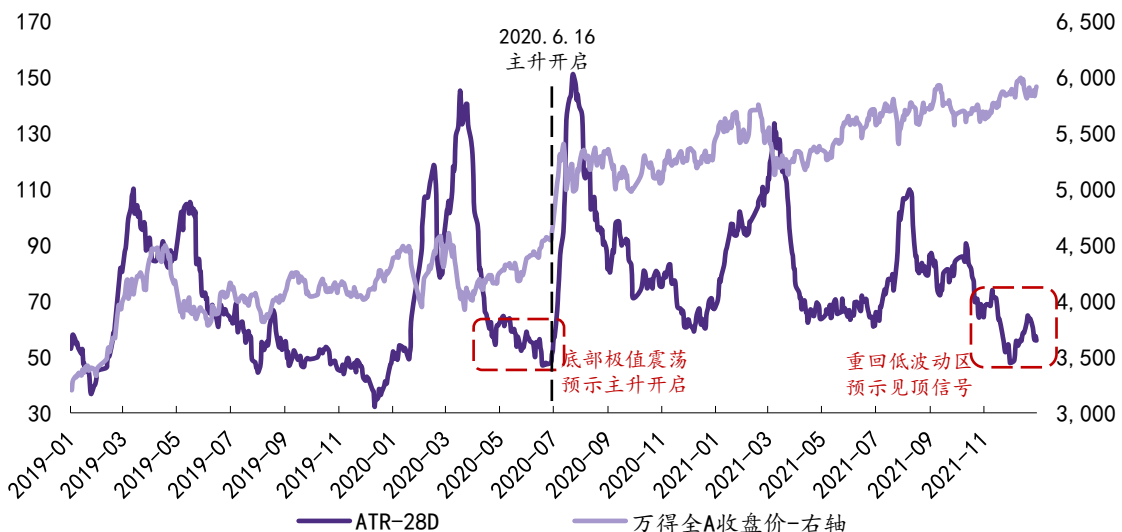
## 2014/6-2015/6牛市阶段



## 2016/6-2017/11牛市阶段



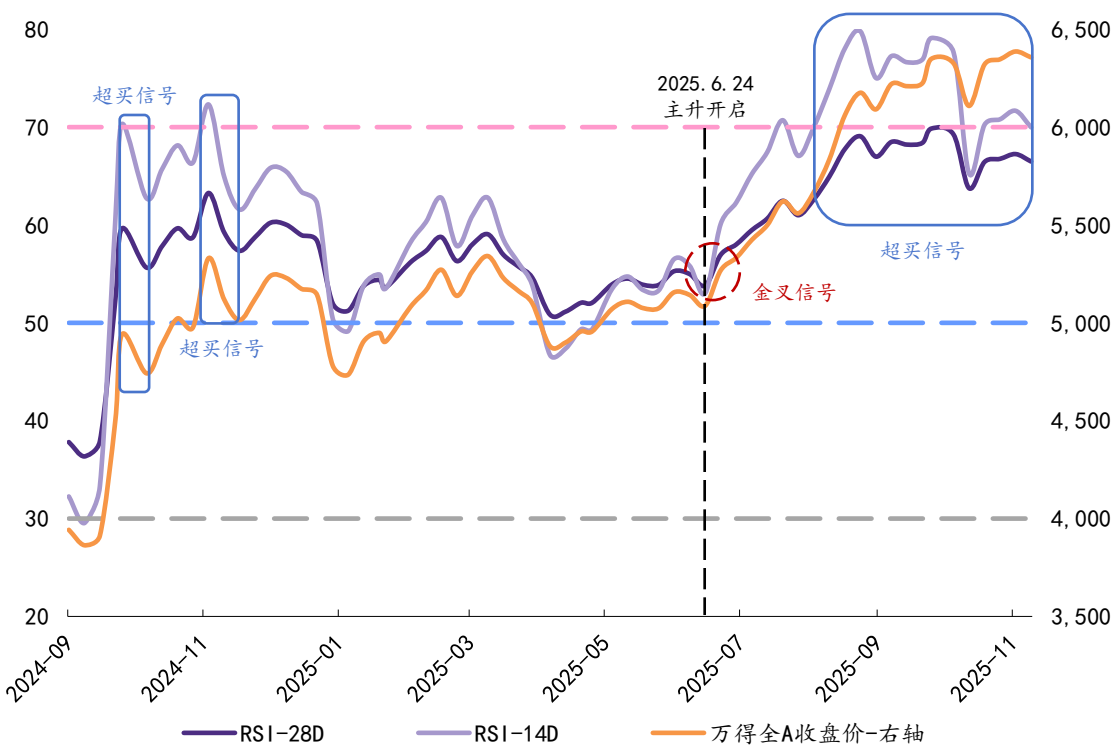
## 2019/1-2021/12牛市阶段



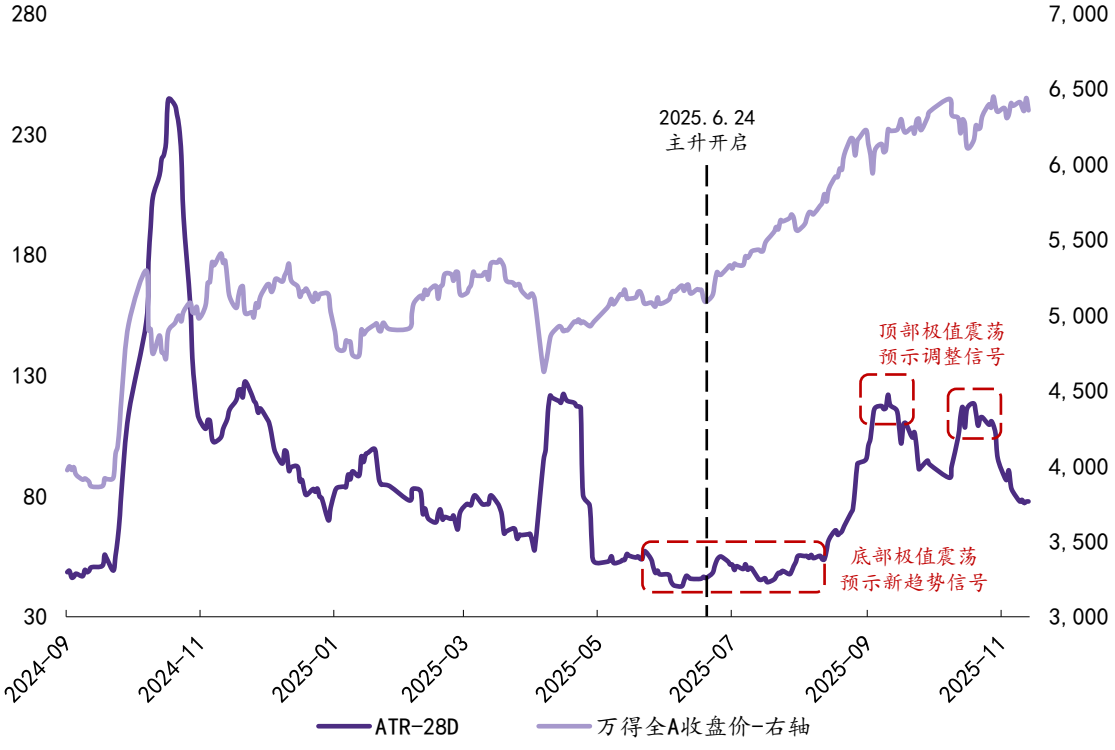
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：RSI与ATR指标触发牛市回调信号，但均未显现牛市见顶信号
- 相对强弱指标：万得全A的14日RSI指标现阶段触发超买信号，面临牛市回调，但顶背离信号未显现，牛市行情有望在回调后延续；
  - 平均真实波幅：万得全A的28日ATR指标现阶段触发顶部极值震荡，面临牛市回调，但牛市见顶更为普遍对应的ATR重回低波动区信号还未显现，同样预示牛市行情有望在回调后延续。

万得全A相对强弱指标：回调信号触发，但顶背离信号未显现



万得全A平均真实波幅：回调信号触发，但普遍见顶信号未显现



# 资金指标

- 新开户：冲高后回落，但牛市见顶信号还未明确出现
- 居民存款：存款搬家进程处中段，定存到期增量可期，见顶信号未现
  - 融资资金：短期资金收敛，警惕热门行业波动放大
- 公募资金：新发行后冲高回落，整体仍在低位，后续增量接力可期
  - 外资资金：目前仍在相对低位，后续增量空间值得期待

研究创造价值

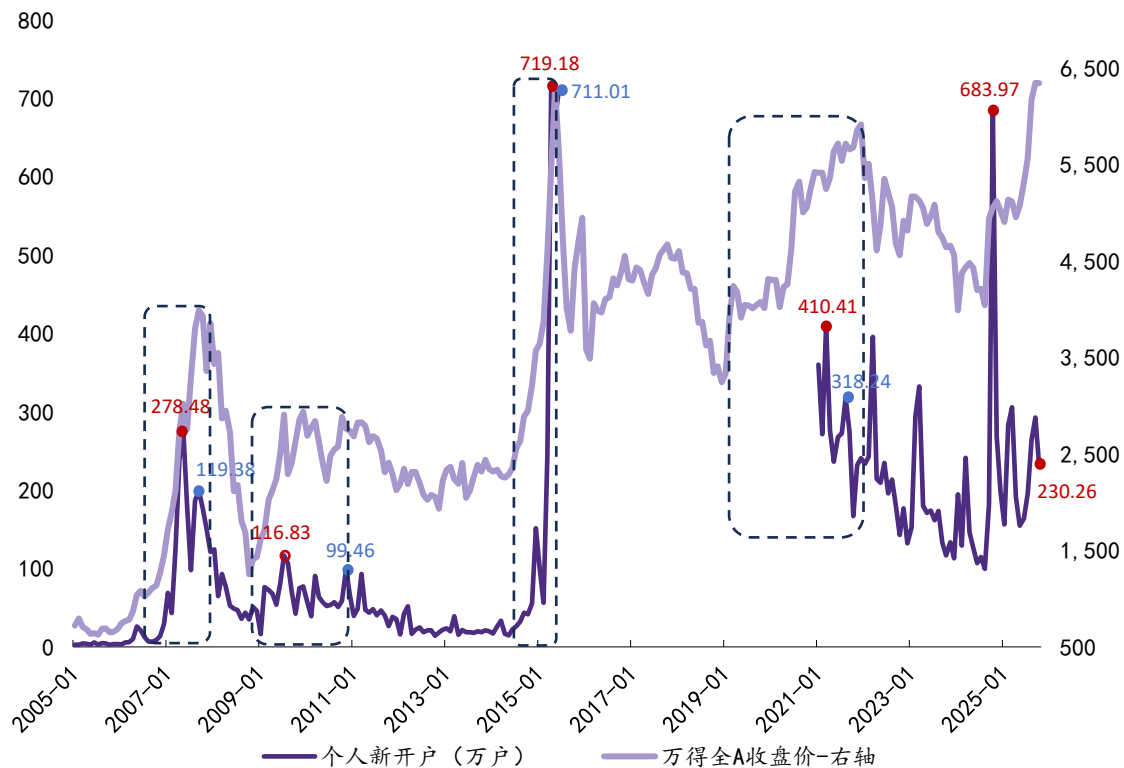


## 6、新开户-冲高后回落，但牛市见顶信号还未明确出现

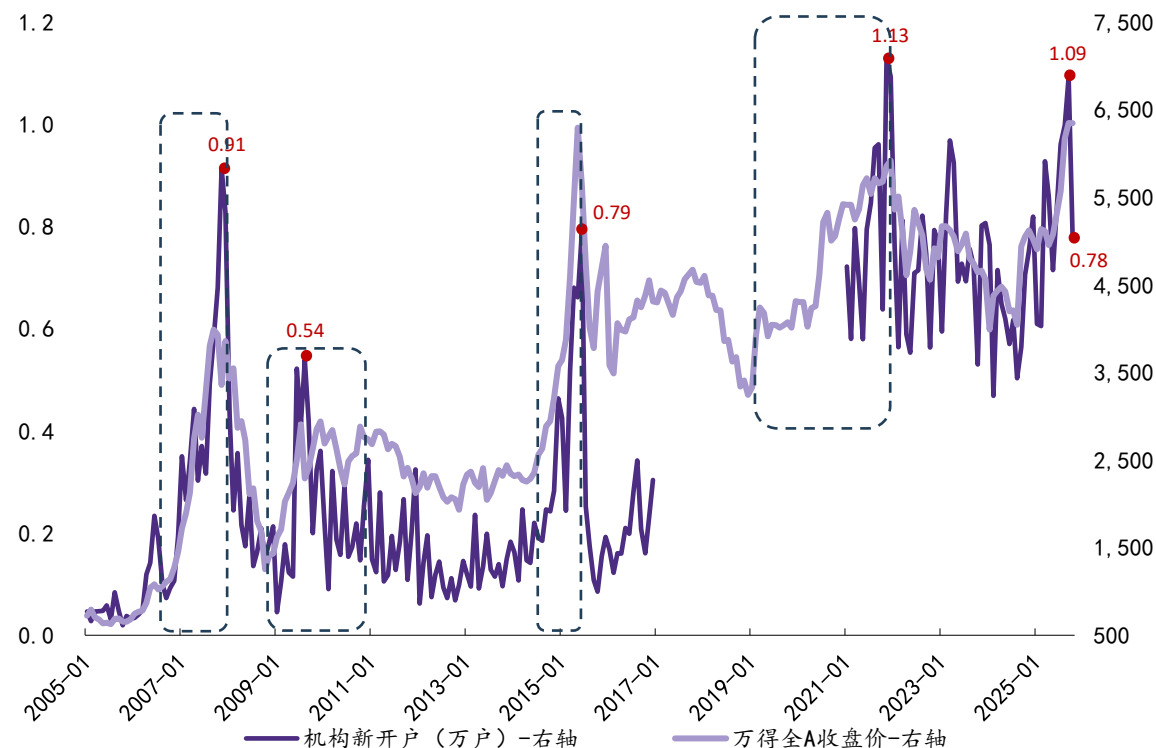
➤ **新开户**：衡量场内新增投资者数量，度量市场整体增量资金的牛市见顶信号，选取A股的个人与机构新开户数量作为观察值，

- **个人新开户**：2021年及之后个人新开户数量中枢对比2016年及之前增长。散户更易受股市赚钱效应的影响，**牛市阶段散户新开户高峰基本集中于股市月度拉涨斜率最高区间**；而散户新开户的次高峰则普遍集中于牛市的尾段行情，前四轮牛市个人新开户次高峰平均距离牛市月度顶点2个月，可作为牛市见顶的提示信号；
- **机构新开户**：2021年及之后机构新开户数量中枢对比2016年及之前显著增长。除去2008-2010年牛市区间，其他三轮牛市区间，机构新开户高峰集中于牛市的尾部，可作为牛市见顶的即时信号。

个人新开户：最高点对应牛市高涨信号，次高点对应牛市见顶信号，现值仍处低位



机构新开户：最高点对应牛市见顶信号，现值高位回落



资料来源：Wind，上证所，华鑫证券研究



- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年10月）：**新开户牛市见顶信号还未明确显现**
- **个人新开户**：本轮2024.9.24阶段基本确定本轮行情散户开户峰值，现阶段开户数量呈现震荡走势，2025年10月新开户数有所回落至230.26万户，**次高峰趋势还未显现**；
  - **机构新开户**：本轮机构开户在2025年9月创高点1.09万户，接近2019-2021年行情高点，2025年10月新开户再度回落至0.78万户。**但考虑到机构开户数量中枢的提升，还未能确定本轮牛市行情中机构新开户数量已经见顶。**

个人新开户次高点与机构新开户高点普遍对应牛市见顶信号

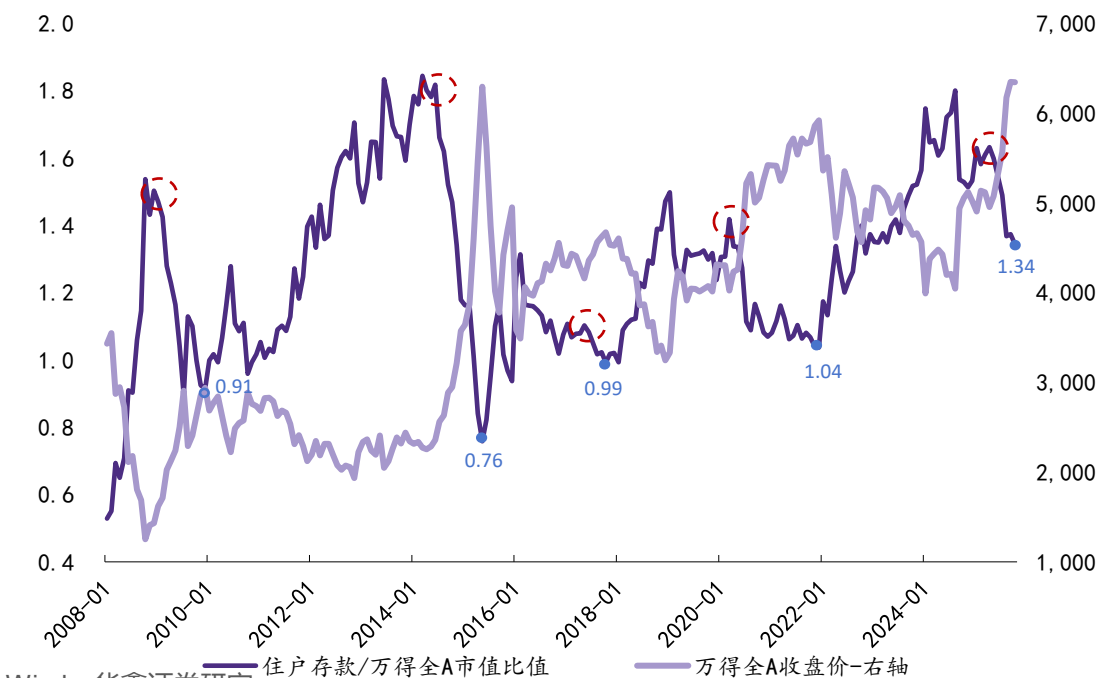
牛市阶段		个人新开户			机构新开户	
开启	见顶	最高点	次高点	次高点距牛市见顶 时间间隔（月）	最高点	最高点距牛市见顶 时间间隔（月）
2005/7	2008/1	2007/5	2007/9	4	2007/11	2
2008/11	2010/11	2009/7	2010/11	0	2009/8	15
2014/6	2015/6	2015/4	2015/6	0	2015/6	0
2019/1	2021/12	2021/3	2021/8	4	2021/11	1

资料来源：Wind，上证所，华鑫证券研究

# 7、居民存款-存款搬家进程处中段，定存到期增量可期，见顶信号未现

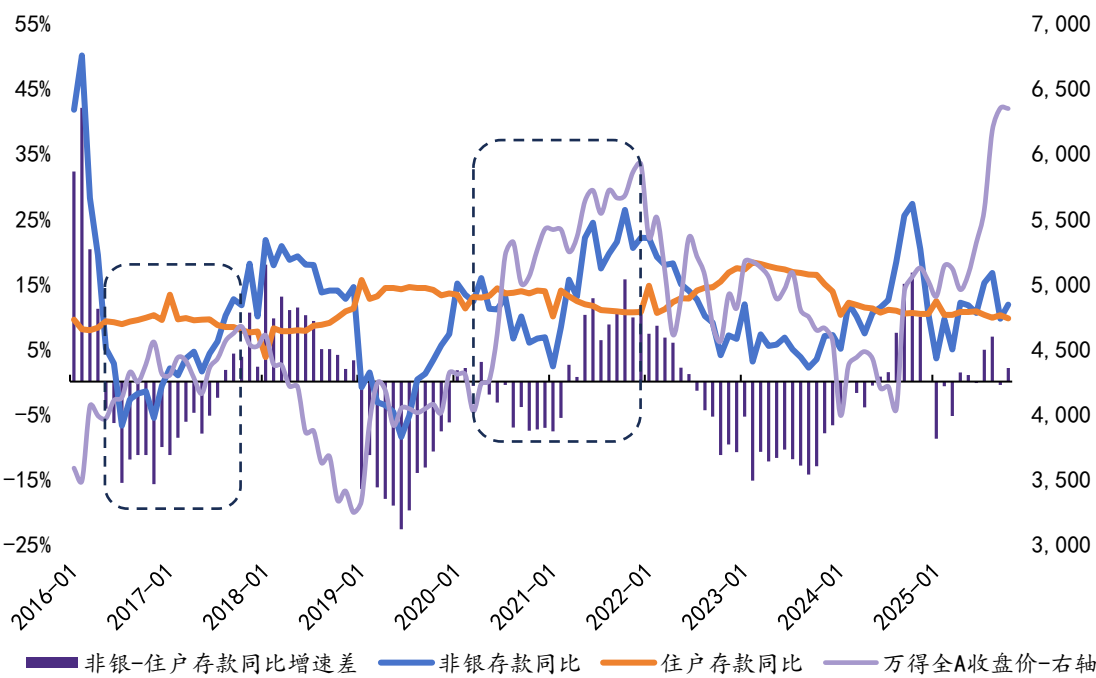
- 居民存款：衡量居民存款搬家增量资金体量水平，度量居民端增量资金潜力与牛市见顶信号，选取住户存款与全A市值比值、非银住户存款同比增速差、居民定期存款结构作为观察值
- 住户存款市值比：指标从高位的迅速回落往往对应居民存款向股权投资搬家的趋势加速，普遍对应牛市主升阶段的开启；而在牛市阶段的谷值对应牛市行情的结束；
  - 非银住户存款同比增速差：指标到达正向极值普遍对应牛市行情的结束，一定程度上可以作为牛市行情终结的利空信号；
  - 居民定期存款结构：使用目前A股上市的15家国有+股份制银行存款期限结构，推算居民定存期限结构。2022年起1-5年定存占比显著放量，为低利率时代前最后一批高息定存集中存入期。按最普遍的3年定存作为假设，2025-2026年将会是该批峰值定存集中到期的时间区间。考虑到近两年利率快速下行，低利率对新增定存吸引力不足，加上股市赚钱效应显现，居民定存占M2比重已初步显现拐头向下趋势，该部分到期资金有望逐步成为股市的增量资金。

住户存款市值比：谷值对应牛市见顶信号，现低点仍处相对高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

非银住户存款同比差：峰值对应牛市见顶信号，现值未达高峰

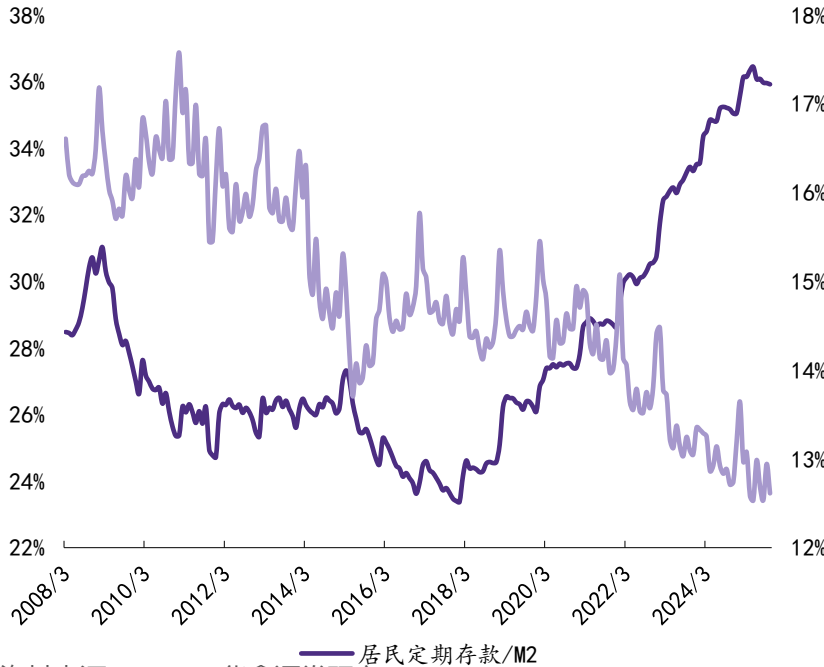


非银-住户存款同比增速差 非银存款同比 住户存款同比 万得全A收盘价-右轴

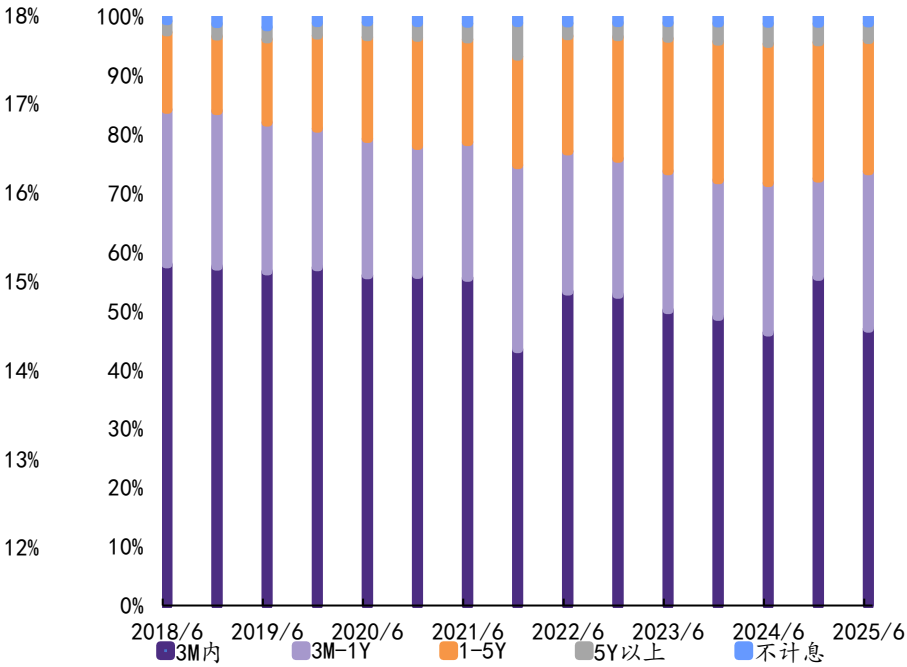
# 居民存款-31.68万亿元居民定存将于2025Q4-2026Q2期间到期

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/10，截止至2025年10月）：**牛市见顶信号还未明确显现，居民定存到期、存款搬家增量资金可期**
- **住户存款市值比：** 牛市主升阶段开启信号已显现，但现阶段估值水位远高于历轮牛市，行情仍有进一步发酵空间；
  - **非银住户存款同比增速差：** 非银存款增速9月放缓，增速差转负，原因推测为：①2024年9月因9.24行情引发大量资金集中涌向股市，形成高基数分母；②低利率时代+峰值定存到期，固收+等理财产品吸引力下降，居民持币寻新机遇，居民储蓄再配置；③季度末受银行信贷考核影响，非银端放贷资金收紧。进入10月后再度转正，且未见极值利空信号，居民端牛市增量资金与行情延续均可期；
  - **居民定期存款：** 使用目前A股上市的15家国有+股份制银行存款期限结构，作为居民定存期限结构假定。截止至2025年6月，推算可得55.79万亿元居民定存将于2025Q3内到期，31.68万亿元居民定存将于2025Q4-2026Q2期间到期，其中部分资金有望受股市赚钱效应吸引，成为A股牛市的增量资金。

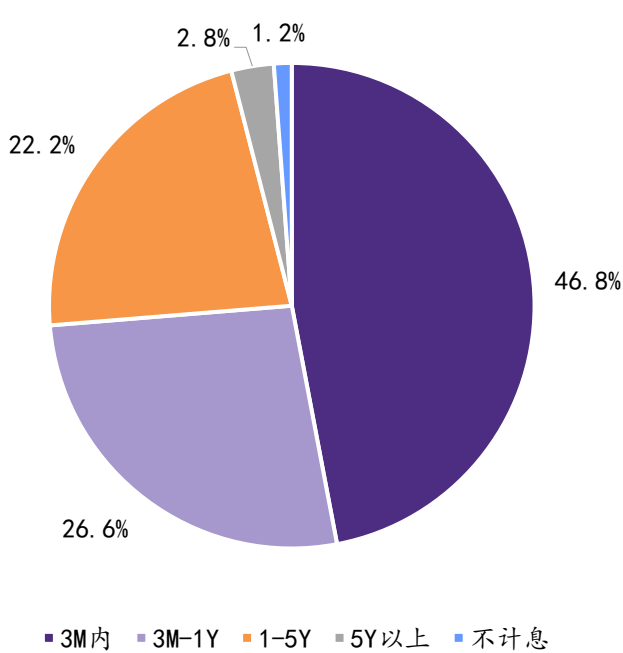
居民定存占比：  
6月拐点显现，集中到期阶段来临



银行定存期限结构：  
2022年起1-5年定存集中存入对应25-26年集中到期



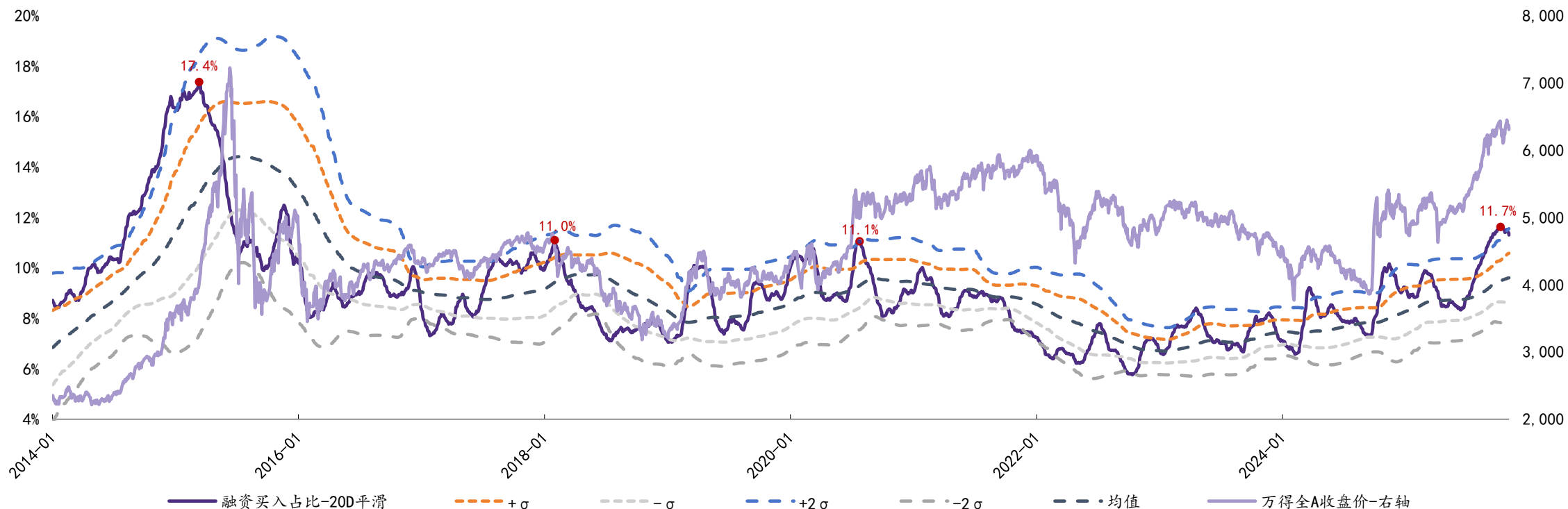
银行定存期限结构：  
截至25年6月，推算31.7万亿将于未来三个季度到期



## 8、融资资金-短期资金收敛，已超过前两轮高点

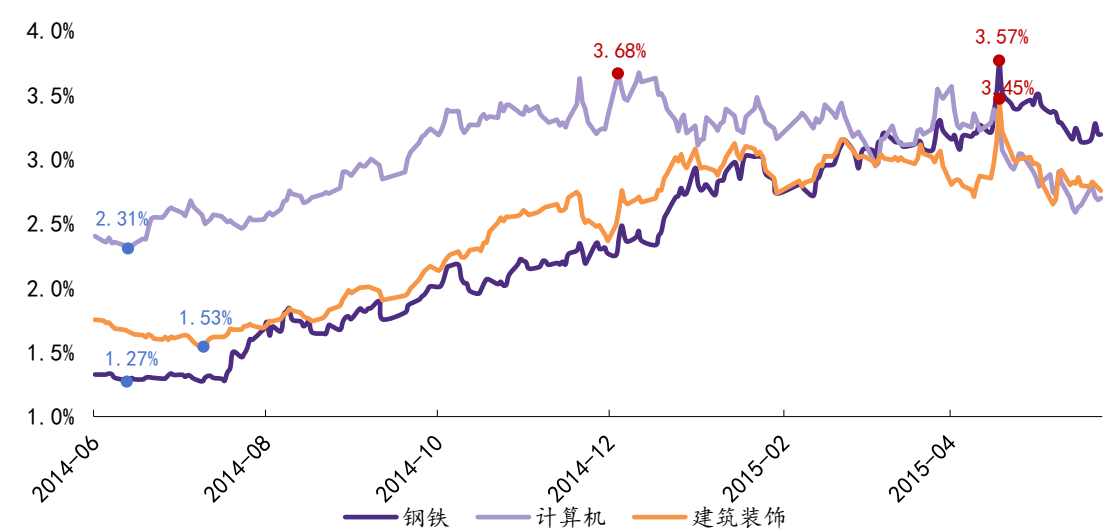
- 融资资金：衡量融资端增量资金体量水平，度量融资端增量资金潜力，选取A股融资买入占比与融资余额市值比作为观察值
- **A股融资买入占比**：触及年滚动+2 $\sigma$ 线后，普遍呈现指标快速回落的规律，代表融资增量资金助推影响力收敛的态势；同时指标的阶段高峰普遍对应于牛市快速拉涨阶段，并非准确对应牛市阶段的见顶，对于融资端上涨的确定性优先级高于最终上涨高度；
  - **A股融资余额市值比**：经历2015年疯牛行情后，监管加严，但步入2019年后，指标中枢与极值均再度开始缓慢上移；
  - **热门行业融资余额市值比**：前两轮牛市阶段涨幅前3热门一级行业融资余额市值比，谷值与峰值倍数差距平均为1.64倍，普遍处于1-2倍区间以内。

融资买入成交占比-触及+2 $\sigma$ 对应融资资金收敛信号，现值触发回落信号

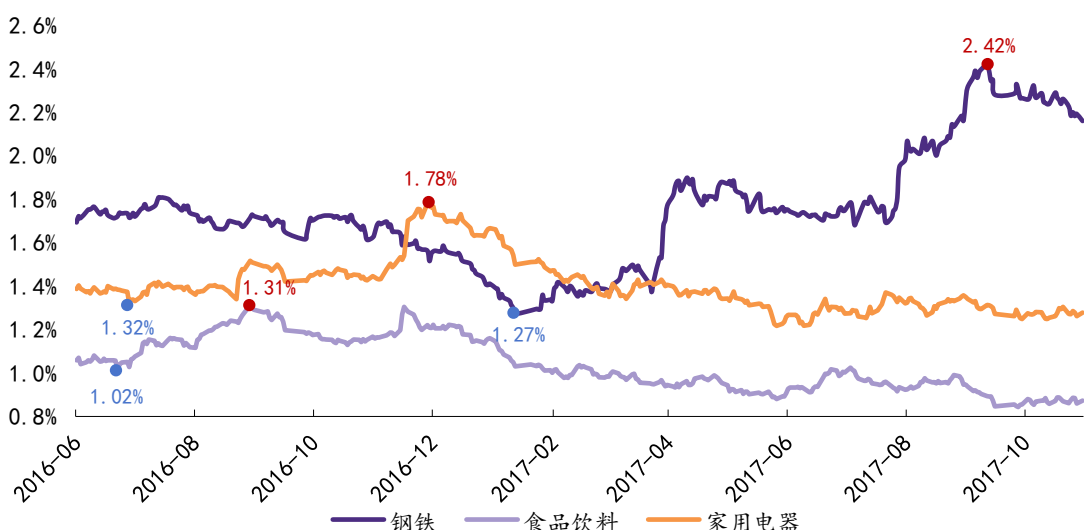


# 融资资金-触发资金收敛信号，短期增量有限

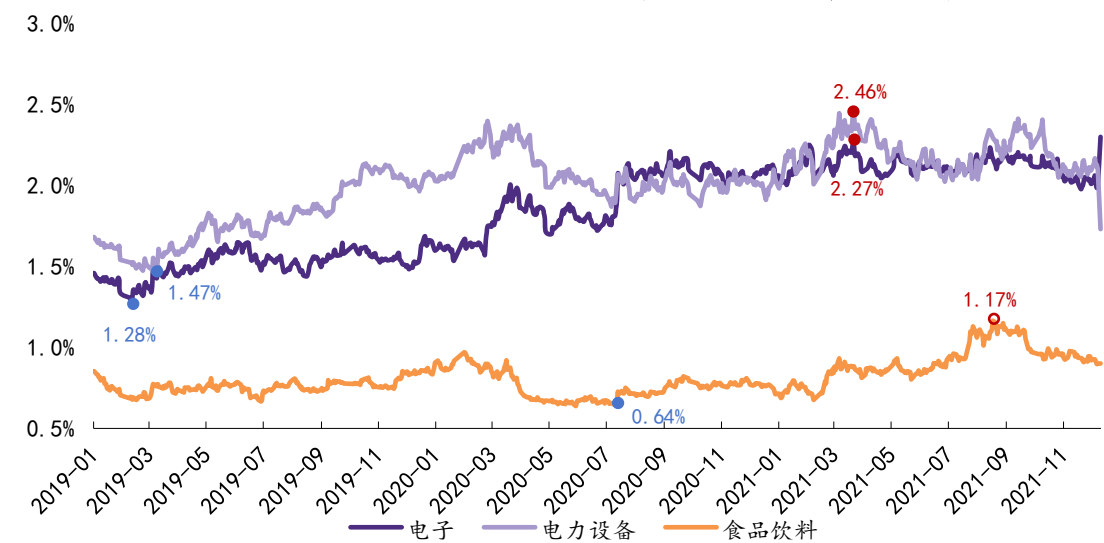
2014/6-2015/6热门行业融资余额市值比谷峰平均提升2.22倍



2016/6-2017/11热门行业融资余额市值比谷峰平均提升1.51倍



2019/1-2021/12热门行业融资余额市值比谷峰平均提升1.76倍



前两轮热门行业融资余额市值比谷峰提升倍数普遍处1.3-1.9倍区间

牛市阶段	2014/6-2015/6			2016/6-2017/11		
行业	钢铁	计算机	建筑装饰	钢铁	食品饮料	家用电器
低位	1.27%	2.31%	1.53%	1.27%	1.02%	1.32%
高位	3.57%	3.68%	3.45%	2.42%	1.31%	1.78%
倍数	2.81	1.59	2.25	1.91	1.28	1.35

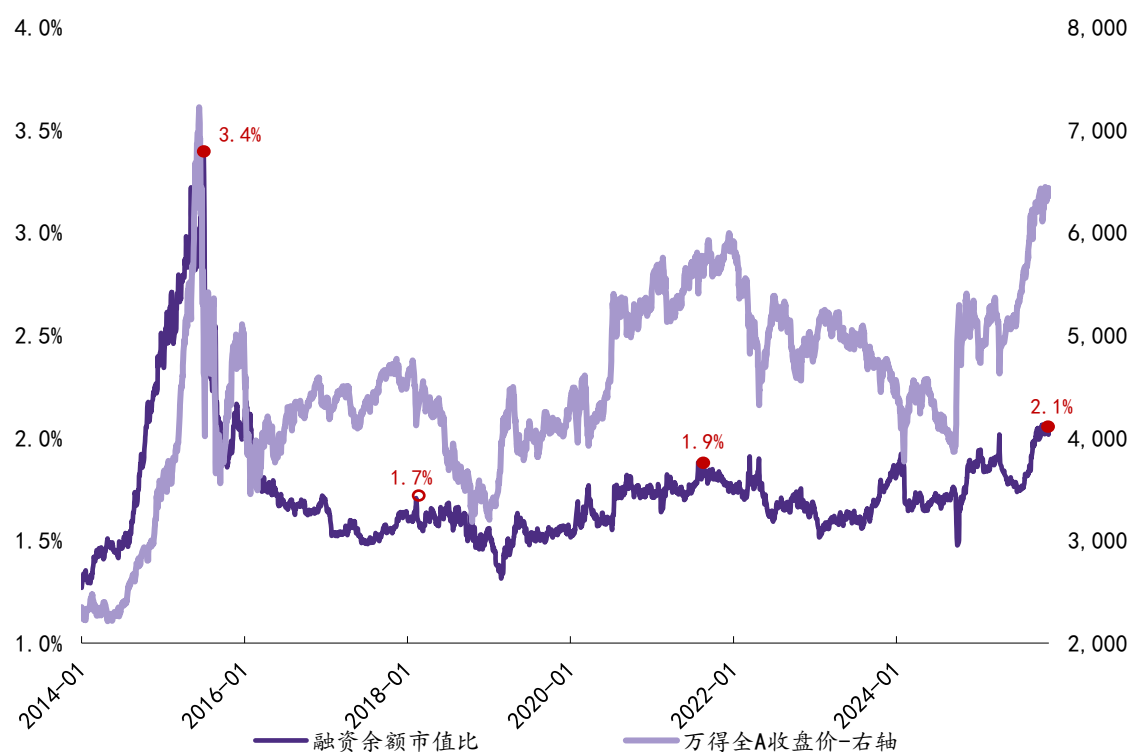
牛市阶段	2019/1-2021/12			2024/9-2025/11		
行业	电子	电力设备	食品饮料	通信	电子	有色金属
低位	1.28%	1.47%	0.64%	1.80%	1.80%	2.35%
高位	2.27%	2.46%	1.17%	3.29%	2.97%	3.18%
倍数	1.77	1.67	1.83	1.83	1.65	1.35

资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 融资资金-触发短期资金收敛信号，警惕热门行业波动放大

- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：融资资金触发短期资金收敛信号，参照现体量后续恐难再担增量主力
- **A股融资买入占比**：20日平滑指标在2025年10月16日达现阶段高点11.7%，同时阶段触及 $+2\sigma$ 线，触发指标回调的信号，后续短期融资端增量资金助力股市的影响力预计将回落，甚至可能因抛压过大而拖累股市表现；
  - **A股融资余额市值比**：指标在2025年10月17日达现阶段高点2.1%，超越2016-2017与2019-2021年行情高点，仅次于2014-2015年行情高点。虽现初显回调趋势，但仍处相对高位；
  - **热门行业融资余额市值比**：本轮前3热门行业融资余额市值比，谷峰倍数平均为1.61倍，已逐步接近前两轮倍数均值，需关注热门行业杠杆放大波动风险。

融资余额市值比-现值超越前两轮牛市高点，融资端难再有大增量空间



现阶段热门行业融资余额市值比谷峰平均提升1.61倍



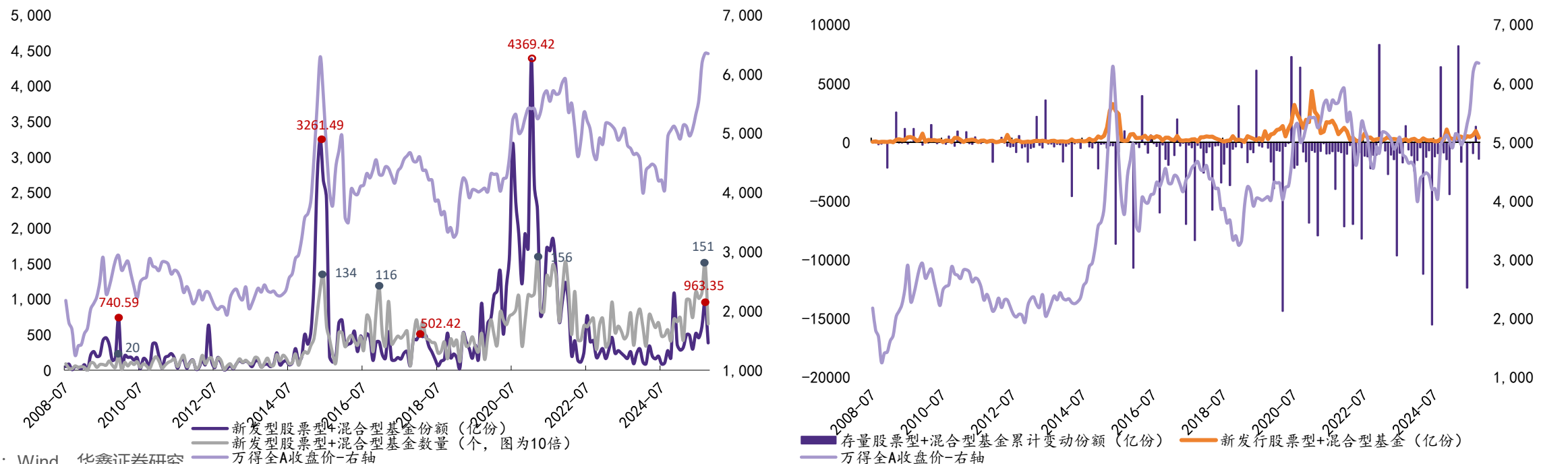
资料来源：Wind，华鑫证券研究



9、公募资金-新发行后冲高回落，整体仍在低位，后续增量接力可期

- 公募资金：衡量融资端增量资金体量水平，度量公募端增量资金潜力与牛市见顶信号，选取新发行涉及股权投资公募基金份额、存量涉及股权投资公募基金份额变化、爆款基金作为观察值
- 新发行涉及股权投资公募基金份额： 指标阶段高峰多数发生于股市行情阶段见顶节点，可作为A股即将出现短期调整甚至终结的利空信号；2025年9月股票型和混合型基金新发行份额达阶段高点963.35亿份，10月发行份额有所回落，从整体发行份额的体量角度对比，相距2014-2015、2019-2021年行情发行高点仍有较大差距，后续公募基金集中发行带来增量资金可期；虽新发行份额高点仍相对较低，但新发行基金数量峰值已超越2014-2015年行情，接近2019-2021年行情，现阶段新发行基金初显规模中枢下行的趋势；
  - 存量涉及股权投资公募基金份额变化： 指标阶段谷值多发生于牛市主升即将启动阶段（主升前期部分存量基金由亏转盈）、牛市回调阶段（止盈需求与恐慌牛市见顶）、牛市见顶阶段（止盈需求），一定程度可作为牛市出现阶段变化的信号；

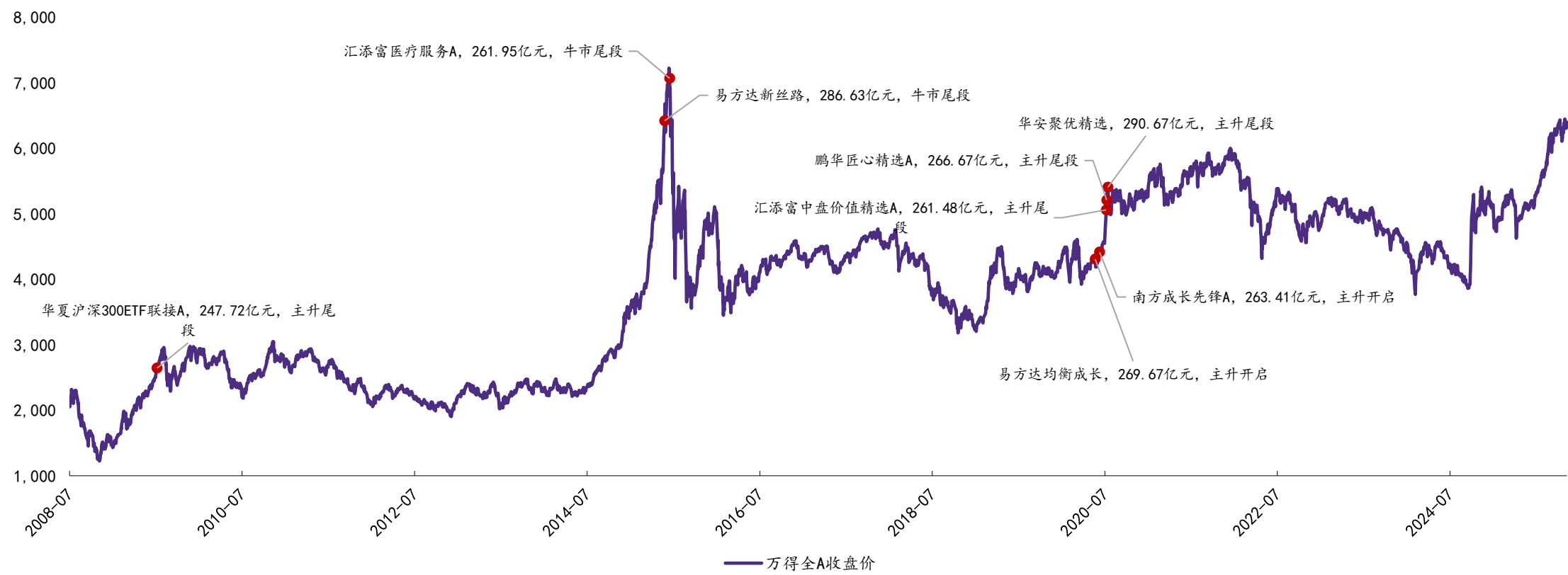
新发行公募基金：阶段高峰对应牛市调整信号，目前仍在相对低位 存量公募基金份额变化：阶段谷值对应牛市阶段变化信号，目前仅显现主升开启



# 公募资金-目前尚无爆款基金出现，情绪远未亢奋

- 爆款基金：**以发行规模200亿元以上为基准，筛选出牛市阶段发行的爆款基金。从认购时间与万得全A股市节奏对比，大部分爆款基金发行的节点出现在牛市主升尾段或是牛市尾声行情阶段，一定程度上可以作为牛市行情调整的利空信号。本轮爆款基金利空信号还未出现。

爆款基金：集中发行对应牛市行情调整的利空信号，现阶段无爆款基金出现



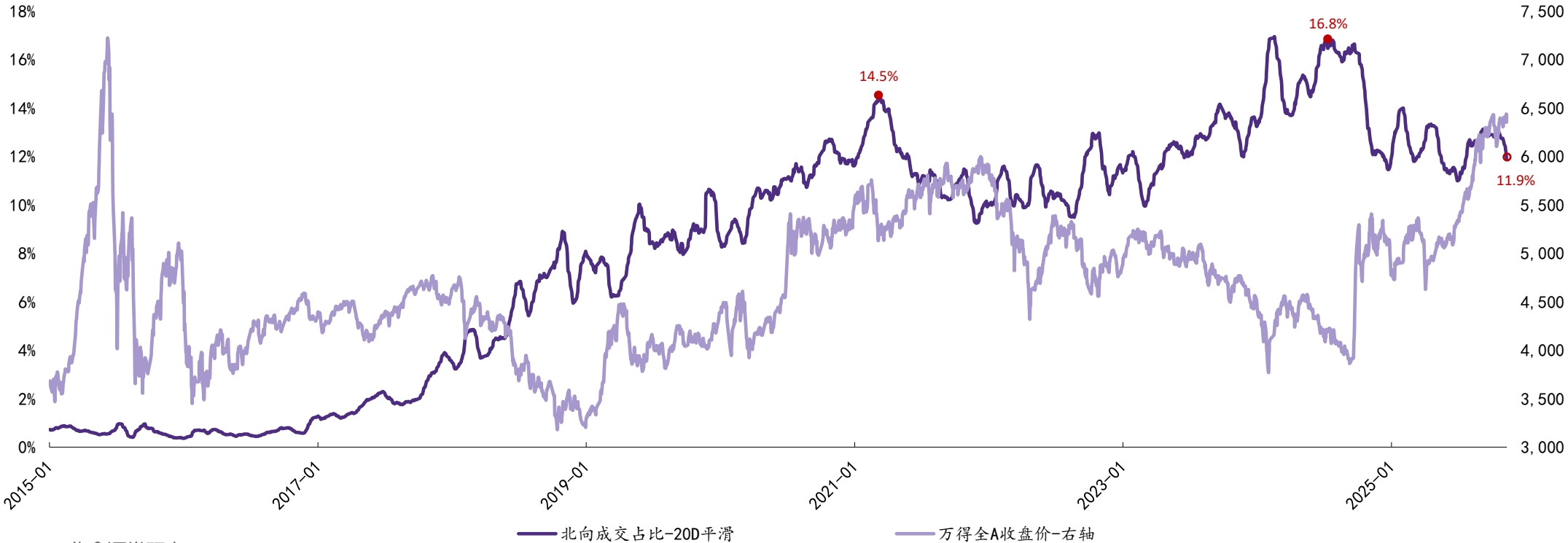
资料来源：Wind，华鑫证券研究



# 10、海外资金-目前仍在相对低位，后续增量空间值得期待

- 海外资金：衡量外资端增量资金体量水平，度量外资对中国资产持仓偏好，选取北向成交占比作为观察值
  - 指标峰值见于行情进入见顶阶段：北向资金自2016年开始起步放量，故着重关注2019-2021年牛市阶段。指标20日平滑值于2021年3月21日达高点14.5%，可作为牛市行情步入最后阶段的提示性信号。
- 本轮牛市对比（2024/9-2025/11，截止至2025年11月14日）：外资A股参与度仍处相对低位，后续增量空间可期
  - 指标于本轮牛市起点9.24行情达到现阶段高点16.8%，后续交易活跃度震荡回落，2025年11月14日指标平滑值为11.9%，相较于2019-2021年高点和现阶段高点，均处于北向交易放量后的相对低位，潜在增量提升空间巨大。

北向成交占比：峰值对应牛市步入见顶阶段的提示信号，现值仍处相对低位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

# 总结-短期A股区间震荡，牛市仍处中段，蓄势后有望再度冲高

➤ A股短期调整信号显现，但牛市仍处于中段，回调中蓄势再度冲高

- 短期休整信号：股权风险溢价临近均值、成交缩量、RSI进入超卖区、ATR顶部极值震荡；
- 牛市见顶信号：仅融资资金显现见顶倾向，但后续居民存款、公募资金、海外资金有望接力，延续牛市行情；其它牛市终结信号均未明确显现。

## A股短期临调整但仍处牛市行情中段

指标		信号	现状
估值指标	股权风险溢价	①下破均线阶段对应股市短期震荡信号 ②下破-2σ与-σ支撑线对应牛市深度调整或者终结信号	①突破均线在即，触发短期震荡 ②距离-σ线支撑位仍有较大空间的下行空间
	估值-PE&PB	超越前两轮牛市估值高点可作为牛市估值泡沫信号	本轮牛市全A估值、主要市值指数、创业板指高点均处相对合理区间
交易指标	量能指标-成交额&换手率	①成交缩量对应股市阶段性回调信号，主升后的短期调整缩量阶段，成交相对低位震荡区间起点对应A股震荡反弹拐点 ②超越前四轮成交额与换手率谷峰抬升倍数对应牛市交易过热信号 ③换手率量价背离对应牛市见顶信号	①成交额创新高，后续缩量触发调整 ②交易热度仍有再创新高空间 ③量价背离见顶信号未明确
	拥挤度指标-成交占比	①全A拥挤度指标出现高低极值对应牛市趋势反转信号 ②热门行业拥挤提升倍数超越历史高点对应牛市深度调整或者终结信号	①全A拥挤程度达阶段高点，股市面临短期调整 ②热门行业拥挤度提升幅度还处历史偏低区间，仍有新高空间
	技术指标-RSI&ATR	①RSI进入超买区域、ATR高低位极值震荡对应牛市深度调整或终结信号 ②RSI顶背离信号对应牛市见顶信号	触发牛市短期回调，但均未显现牛市见顶信号
资金指标	新开户	个人新开户的次高峰、机构新开户高峰对应牛市见顶信号	牛市见顶信号均还未明确显现
	居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	住户存款市值比谷值、非银住户存款同比增速差正向极值对应牛市见顶信号	①牛市见顶信号还未明确显现 ②居民定存到期高峰来临，存款搬家增量资金可期
	融资资金-A股融资买入占比&融资余额市值比	①融资买入占比触及年滚动+2σ对应融资端资金收敛信号 ②热门行业融资余额市值比谷峰倍数超越前两轮牛市高点对应行业杠杆率过高信号	①融资买入占比触发资金收敛，短期融资资金甚至可能因抛压过大而拖累股市表现 ②融资余额市值比已创2015年后新高，热门行业谷峰倍数接近前轮均值，后续融资资金恐难再担增量资金主力
	公募基金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	①新发行高峰多数、出现爆款基金对应牛市调整或终结信号 ②存量基金份额变化阶段谷值对应牛市阶段变化信号	①新发峰值触发调整，爆款基金见顶信号与存量份额变化利空信号还未显现 ②整体发行量仍处历轮牛市偏低阈值，公募资金有望成为后续主力增量资金
	外资资金-北向成交占比	峰值对应牛市步入见顶阶段的提示信号	仍处相对低位，后续增量空间值得期待

## 03 震荡蓄势，风格均衡，关注三大方向

研究创造价值

➤ 结合三季报分析，2025上半年净利润增速排名靠前，并且增速季度改善的行业主要包括钢铁、综合、有色金属、非银金融、传媒、电子、建筑材料、电力设备等。

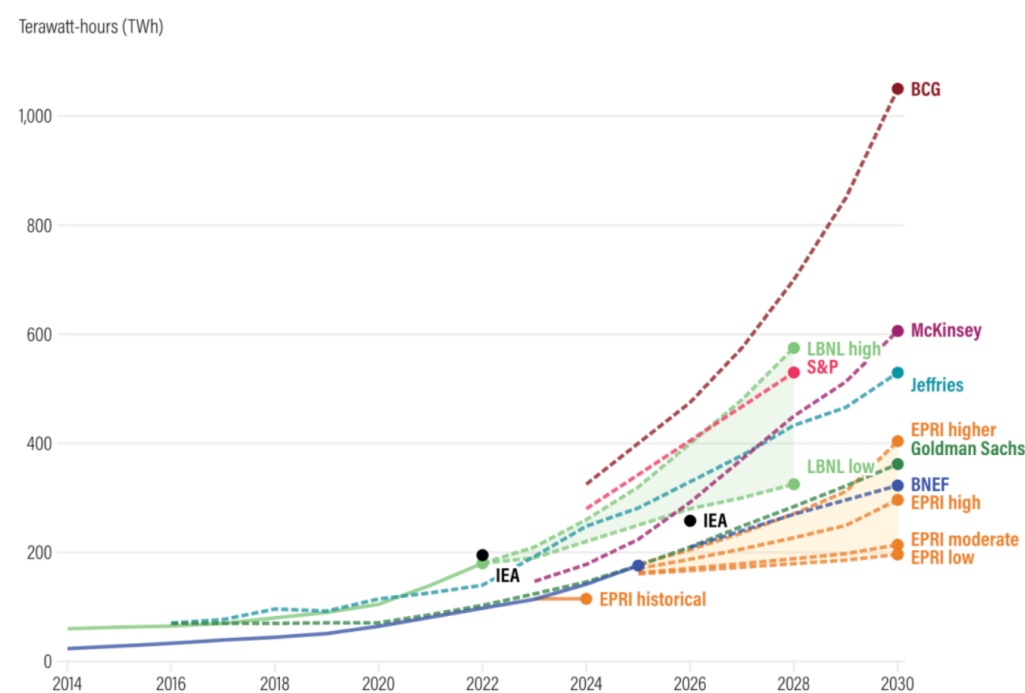
当年归母净利润累计同比：三季报盈利小幅修复，成长和上游资源净利润增速居前

行业	较上季度变动	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	走势图
上游资源	煤炭	2.9%	-30.2%	-33.1%	-30.1%	-19.0%	-21.8%	-26.7%
	石油石化	3.4%	-11.1%	-14.4%	-6.2%	0.5%	1.5%	11.1%
	有色金属	5.0%	41.5%	36.5%	69.2%	2.1%	0.3%	-2.7%
	钢铁	590.0%	747.6%	157.7%	544.6%	-132.3%	-115.2%	-54.6%
	基础化工	5.2%	9.7%	4.6%	13.2%	-8.2%	-7.5%	-6.1%
中游制造	建筑材料	-15.0%	28.6%	43.7%	394.7%	-48.4%	-51.8%	-61.1%
	机械设备	-4.3%	14.1%	18.4%	24.0%	-8.3%	-1.9%	-4.0%
	建筑装饰	-3.4%	-10.1%	-6.7%	-8.7%	-16.0%	-11.3%	-9.9%
	交通运输	-7.7%	-4.9%	2.8%	2.2%	15.4%	8.2%	11.8%
大金融	银行	0.7%	1.5%	0.8%	-1.2%	2.3%	1.4%	0.4%
	非银金融	20.3%	39.0%	18.7%	21.6%	61.0%	54.3%	8.3%
	房地产	33.2%	-199.6%	-232.8%	-955.5%	-3305.2%	-148.1%	-128.5%
成长	国防军工	18.4%	17.3%	-1.1%	-15.6%	-43.6%	-30.3%	-22.1%
	电力设备	14.6%	20.0%	5.4%	-12.9%	-60.8%	-53.8%	-55.4%
	计算机	-6.8%	34.1%	41.0%	623.5%	-48.7%	-27.5%	-41.9%
	传媒	7.8%	37.1%	29.3%	39.5%	-49.3%	-32.3%	-30.3%
	电子	7.9%	36.4%	28.5%	29.7%	35.8%	32.0%	39.1%
	通信	1.1%	8.8%	7.7%	6.7%	6.2%	8.5%	7.6%
下游消费	医药生物	-1.3%	-5.1%	-3.8%	-8.7%	-12.8%	-7.1%	-2.5%
	社会服务	-4.0%	-2.7%	1.4%	5.8%	-31.2%	29.6%	92.6%
	轻工制造	1.8%	-20.7%	-22.5%	-17.8%	-31.4%	-3.2%	14.9%
	农林牧渔	-157.1%	12.7%	169.7%	1437.2%	1615.1%	512.8%	197.4%
	纺织服装	-1.5%	-10.0%	-8.5%	-5.4%	-37.0%	-7.1%	1.4%
	商贸零售	-16.2%	-34.9%	-18.7%	-10.1%	5.0%	4.7%	-20.5%
	美容护理	3.7%	-9.5%	-13.2%	-14.5%	-16.2%	-16.6%	3.2%
	食品饮料	-4.0%	-4.6%	-0.6%	0.3%	5.5%	10.4%	14.0%
	汽车	3.3%	3.3%	0.0%	8.6%	11.7%	10.2%	23.3%
	家用电器	-2.6%	10.4%	13.0%	25.3%	7.1%	5.5%	7.9%
公用	环保	-1.3%	-5.5%	-4.2%	4.3%	-14.7%	3.5%	1.0%
	综合	118.4%	421.3%	302.9%	1176.2%	72.7%	235.8%	469.5%
	公用事业	1.7%	3.4%	1.7%	6.1%	4.7%	8.3%	16.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

- AI算力引领北美电力负荷需求形成周期大拐点：伴随AI大模型公司资本开支预期的不断提升，北美AI数据中心实际电力需求增长预计将超预期。2025年1月《Declaring a National Energy Emergency》宣布美国进入能源紧急状态，需求推动北美电力行业景气程度形成大反转。
- 北美需求激增利好国内新能源产业出海加速，储能、燃气发电、电网设备三方出海增量可期：
  - 储能：快速响应高频宽频波动、建设周期短、辅助电网供电等优势，储能成为北美缺点的重要解决方案，国内储能出海有望再度迎来大爆发；
  - 燃气发电：天然气发电是美国重要的发电方式，全球燃气轮机市场海外巨头集中度高，国内产业链燃机叶片、铸锻件、整机、锅炉等其它零件出口提升可期；
  - 电网设备：伴随北美电网基建需求提升，变压器等电网设备供需状况难以得到有效缓解，利好国内电网设备产业链出海增量前景。

北美部分机构预测未来至2030年数据中心电力需求将大幅提升



资料来源：World Resources Institute，美国白宫，美国能源部，华鑫证券研究

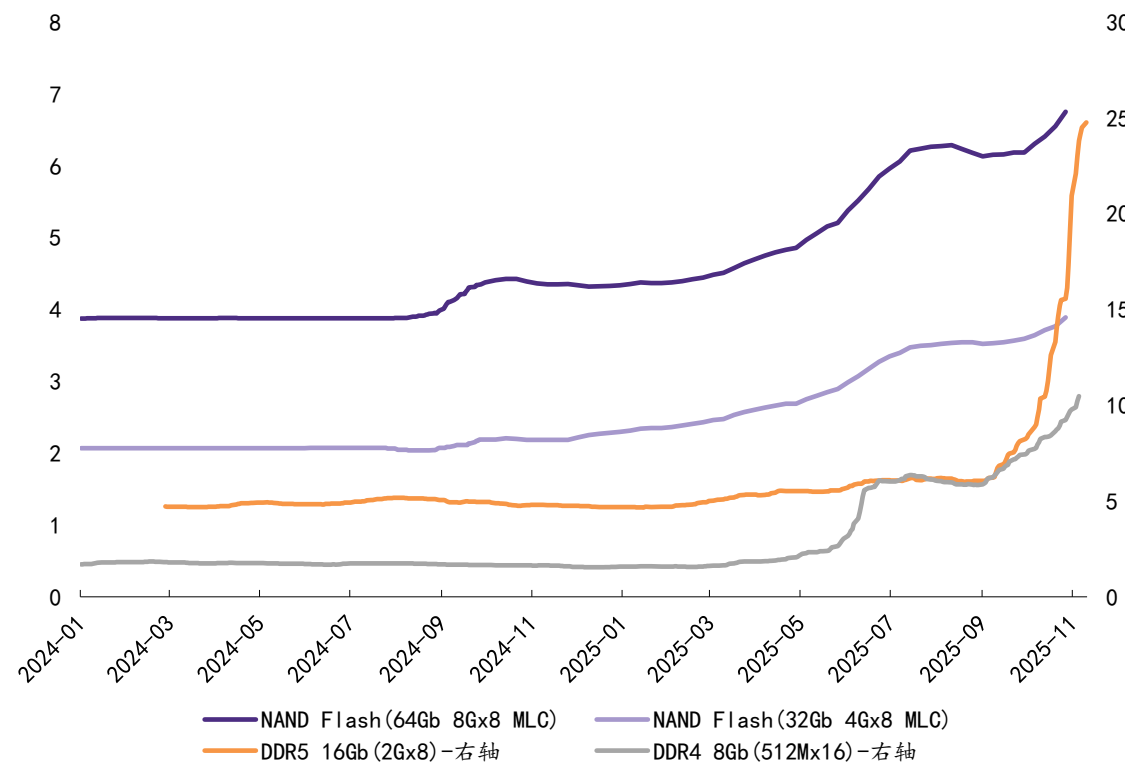
美政策端已明确美国缺电现状

发布日期	政策文件	主要内容
2025/1/29	《Unleashing American Energy》	包括鼓励美国能源勘探和生产之内的8项政策
2025/1/29	《Declaring a National Energy Emergency》	加快能源基础设施的交付
2025/4/8	《STRENGTHENING THE RELIABILITY AND SECURITY OF THE UNITED STATES ELECTRIC GRID》	电网必须利用所有可用的发电资源，特别是那些具有安全、冗余且能够长期运行的燃料供应的资源。运用紧急权力解决能源可靠性与安全性问题。
2025/9/18	“Speed to Power Initiative” 联邦行动	涵盖关于近期投资机会、项目准备情况、负荷增长预期以及美国能源部可解决的基础设施限制因素的意见。

# 存储：企业级需求高增，存储价格全面上涨，行业景气高增

- **DRAM：服务器领域受到CSP建置动能回温，DDR5产品需求持续增强，DDR4受原厂产能缩减影响，近期DRAM价格持续上扬**
  - 预估Server整机出货量年增幅度将继续扩大，且因各CSP积极导入高效能运算架构以支援大型模型运算，Server单机DRAM搭载容量将随之提高，推升整体DRAM位元需求优于预期，导致供给短缺情况延续。Trendforce上调25Q4的DRAM价格预测，一般型DRAM价格预估涨幅从先前的8-13%上修至18-23%，并且有可能再度上修。
- **NAND FLASH：受人工智能应用以及数据中心、客户端和移动领域日益增长的存储需求的推动，原厂控货+涨价双重驱动，现货Flash Wafer价格强势上涨**
  - 据Trendforce预测，由于供给优化&企业级SSD需求攀升，预计25Q4的NAND合约价有望全面上涨，平均涨幅达 5-10%。

DRAM与NAND FLASH现货价2025年强势上涨（美元）



先进制程产能排挤旧制程，Trendforce上修传统DRAM价格预期

类别	25Q3E	25Q4E（第一版）	25Q4E（第二版）
传统DRAM	+10~15%	+8~13%	+18~23%
传统DRAM+HBM	+15~20%	+13~18%	+23~28%
NAND FLASH	+3~8%	+5~10%	/

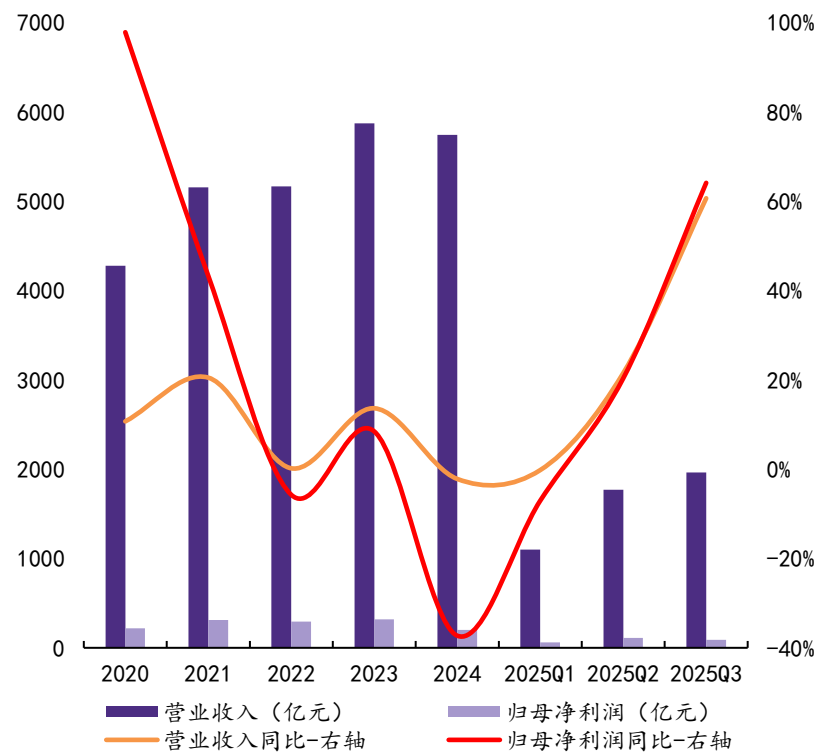
资料来源：Trendforce，Wind，华鑫证券研究



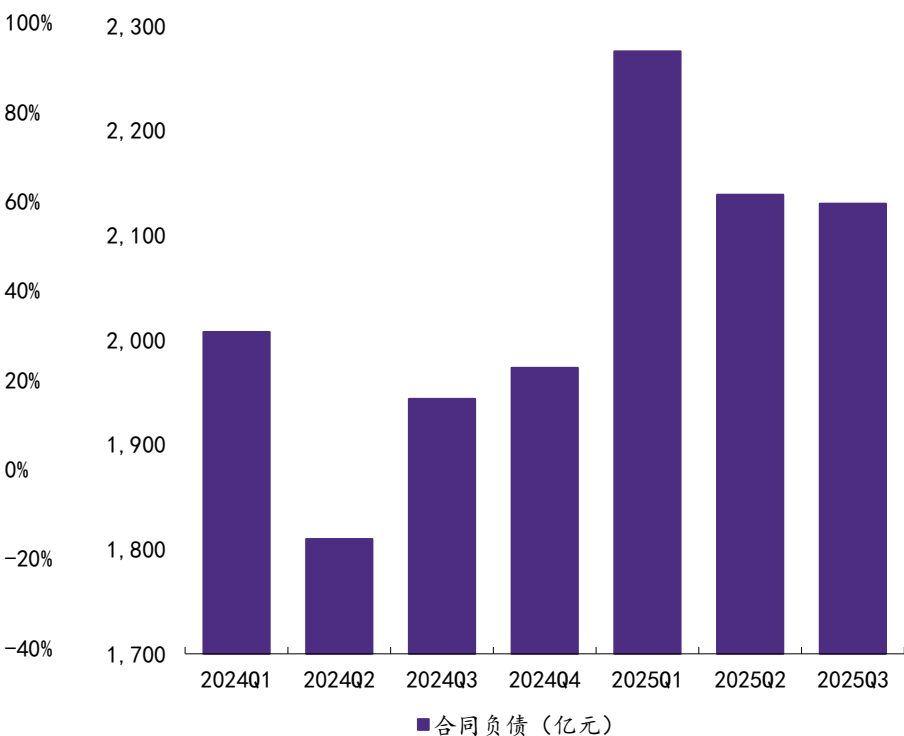
# 军工：行业景气拐点已现，内外需求有望助推顺周期

- **行业业绩Q1见底后景气反转，订单回暖Q4业绩延续高增可期：**2024年军工板块经历营收、利润双萎缩的周期下行阶段，下行趋势延续至2025Q1见底。2025Q2军工行业景气反转，2025Q2、Q3单季度营收分别同比增长21.5%、60.7%，归母净利润分别同比增长20.3%、64.1%，呈现加速修复的态势。从合同负债角度看订单情况，2025前三季度合同负债中枢同比显著提升，订单回暖趋势有望延续至Q4，业绩延续高增趋势可期。
- **国际局势多处紧张，国产军工已迎DeepSeek时刻，出海+内需有望持续推动行业顺周期：**俄乌冲突、印巴冲突、巴以冲突等热点事件凸显全球安全格局动荡，台海局势也成为重点问题。伴随着国际上俄式武器出口的减少，国产武器有望凭借在印巴冲突中展现的良好口碑，进一步辐射扩大一带一路国家的国产军工装备出口。同时，国内高频的日常巡逻和军演有望加速武器装备的更新换代与军用耗材的消耗，预期在接下来的“十五五”期间，国防预算依然将维持稳步提速趋势。

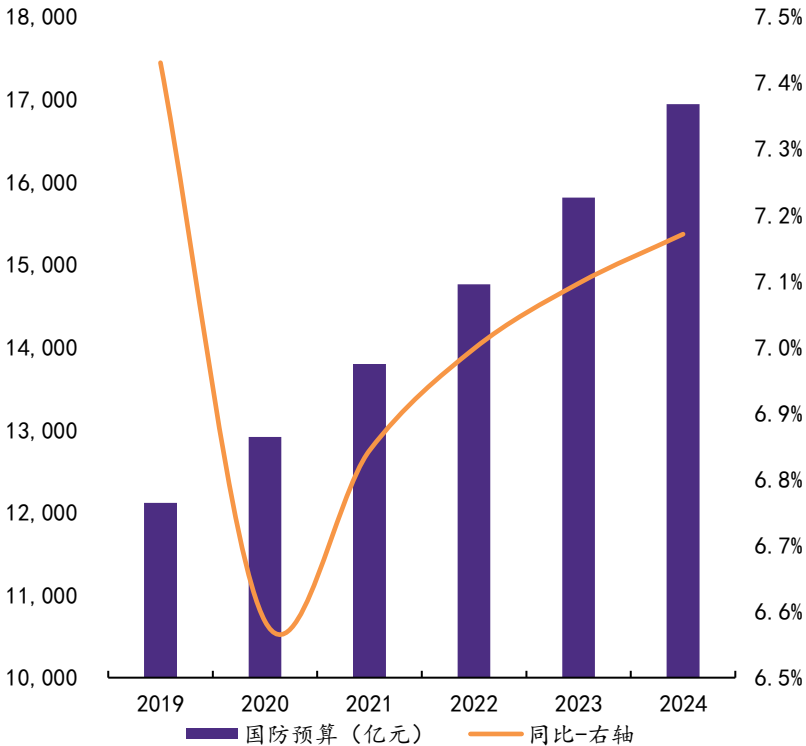
军工板块2025Q2迎业绩拐点



军工行业订单回暖趋势有望延续至Q4



我国国防预算增长预计将维持稳步提速态势



资料来源：Wind，华鑫证券研究



周期：涨价逻辑助推有色、化工、新能源行业景气持续改善

➤ 有色、化工、新能源行业部分细分品类具备涨价逻辑，行业业绩景气程度改善趋势有望持续。

部分涨价品类统计

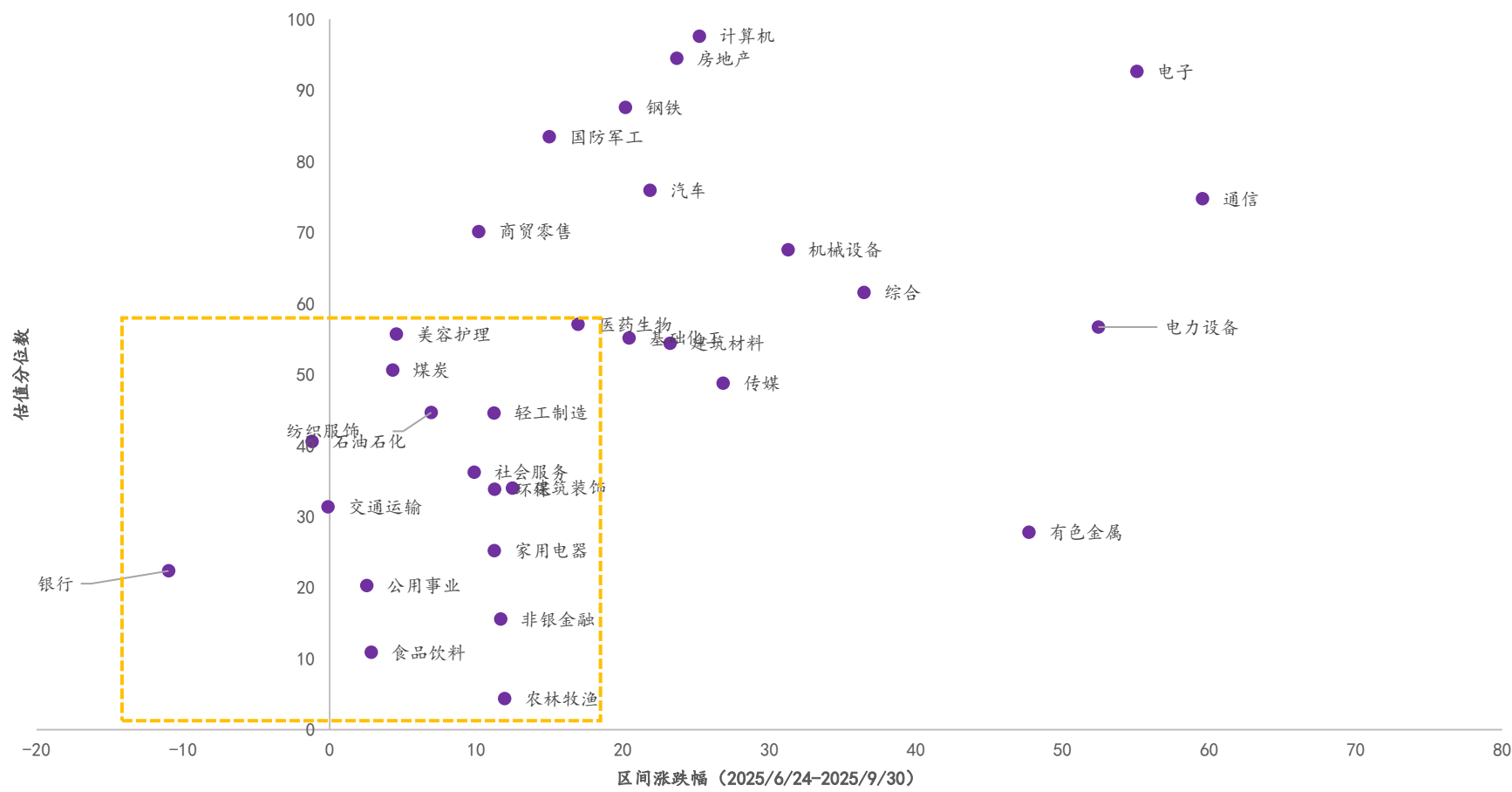
行业	品类	具体价格指标	单位	周环比	月环比	2025年趋势
有色	黄金	现货价(伦敦市场)	美元/盎司	-0.4%	-3.1%	
	白银	现货价(伦敦市场)	美元/盎司	2.0%	-2.9%	
	铜	LME现货结算价	美元/吨	0.0%	0.9%	
	钨	钨铁(W70, 国产)	万元/吨	2.3%	14.7%	
	钴	平均价	元/吨	-1.2%	2.1%	
	铝	平均价	元/吨	0.7%	3.1%	
	锡	平均价	元/吨	1.3%	2.8%	
	铅	平均价	元/吨	-0.3%	2.5%	
	钯	钯(Pd>99.95%) 平均价	元/克	-2.0%	-8.3%	
化工	硫酸	中国98%硫酸均价	元/吨	5.4%	33.2%	
	硫磺	国产市场均价	元/吨	7.8%	33.1%	
	锂电电解液	(磷酸铁锂用) 市场均价	元/吨	4.2%	31.6%	
	硝酸	市场均价	元/吨	1.8%	16.8%	
	纯MDI	华东地区	元/吨	1.8%	7.5%	
	黄磷	市场均价	元/吨	0.8%	4.9%	
	制冷剂R134a	市场均价	元/吨	1.9%	4.8%	
新能源	六氟磷酸锂	现货价	万元/吨	24.7%	113.4%	
	三元材料	现货价	元/千克	4.0%	28.2%	
	钴粉	-200目, 国产价格	元/千克	1.0%	19.4%	
	碳酸锂	99.5%电, 国产价格	元/吨	6.0%	16.8%	
	四氧化三钴	≥72%, 国产价格	元/千克	0.0%	10.3%	
	电解钴	华南现货平均价	元/吨	2.6%	6.6%	
	氢氧化锂	56.5%, 国产价格	元/吨	1.3%	4.6%	

资料来源：Wind，百川盈孚，华鑫证券研究

# 交易端：风格均衡利好的红利和低位消费补涨

➢ 11月高位科技节奏放缓，风格再平衡，利好相对低位行业，结合估值分位数和涨跌幅来看，关注红利（银行、煤炭、公用事业等）和低位消费（ 餐饮、社服、家电、美护、纺服、农林牧渔等）。

A股风格再平衡，红利和低位消费有补涨空间



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

请阅读最后一页重要免责声明

政策端：把握“十五五”规划中的科技主题（科技自立自强&国防安全&新型能源）

关于新一轮五年计划的第一份公报发布前后行业行情对比

- 公报发布前后一年行业风格变化较大；
- 公报发布后一年内的领涨行业与五年规划重要方向，以及公报发布后五年内领涨行业普遍较为重合(除“十二五”)。

公报发布后一年内的领涨行业与五年规划重要方向较为重合

十六届五中全会公报：内需&装备制造业						十七届五中全会公报：服务业&战略新兴产业					
-1Y		1Y		5Y		-1Y		1Y		5Y	
行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益
国防军工	-4.3%	国防军工	172.6%	美容护理	744.6%	电子	44.5%	食品饮料	9.4%	传媒	187.3%
食品饮料	-5.3%	非银金融	135.5%	电力设备	629.6%	美容护理	44.5%	建筑材料	-4.8%	计算机	185.8%
银行	-6.0%	有色金属	108.5%	医药生物	571.4%	医药生物	39.5%	家用电器	-7.9%	环保	116.8%
交通运输	-8.1%	机械设备	101.8%	有色金属	547.0%	农林牧渔	37.0%	综合	-8.1%	社会服务	98.8%
电力设备	-8.8%	美容护理	101.7%	商贸零售	544.5%	食品饮料	34.9%	纺织服饰	-8.7%	医药生物	83.8%
商贸零售	-11.3%	食品饮料	97.6%	国防军工	519.2%	计算机	33.4%	机械设备	-10.3%	家用电器	81.7%
社会服务	-11.8%	商贸零售	91.5%	机械设备	504.4%	国防军工	32.1%	美容护理	-11.6%	国防军工	78.6%
传媒	-18.2%	电力设备	89.7%	食品饮料	503.6%	综合	28.8%	建筑装饰	-11.9%	轻工制造	75.9%
建筑装饰	-19.0%	社会服务	83.4%	建筑材料	491.7%	商贸零售	28.6%	医药生物	-13.5%	电子	64.6%
医药生物	-19.2%	房地产	81.3%	农林牧渔	487.4%	有色金属	26.9%	社会服务	-13.9%	公用事业	63.9%
十八届五中全会公报：供给侧改革&消费升级						十九届五中全会公报：科技创新&绿色发展					
-1Y		1Y		5Y		-1Y		1Y		5Y	
行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益	行业	绝对收益
建筑装饰	83.2%	食品饮料	20.2%	食品饮料	291.0%	电力设备	70.6%	电力设备	90.2%	有色金属	121.0%
交通运输	81.2%	家用电器	15.0%	家用电器	110.1%	食品饮料	62.2%	有色金属	70.5%	通信	108.4%
计算机	75.8%	建筑材料	10.7%	社会服务	63.8%	社会服务	60.5%	煤炭	53.7%	煤炭	96.7%
纺织服饰	70.1%	电子	10.2%	美容护理	63.5%	美容护理	56.5%	基础化工	47.2%	综合	50.2%
轻工制造	68.4%	煤炭	9.9%	建筑材料	56.7%	医药生物	52.9%	钢铁	41.6%	汽车	48.9%
传媒	66.1%	综合	9.1%	电子	56.6%	电子	46.3%	石油石化	34.1%	机械设备	39.9%
房地产	63.8%	有色金属	7.4%	医药生物	46.8%	汽车	46.2%	汽车	27.8%	电力设备	38.8%
公用事业	60.3%	美容护理	7.1%	非银金融	28.1%	建筑材料	44.6%	公用事业	21.7%	电子	38.3%
商贸零售	59.7%	基础化工	6.5%	农林牧渔	17.2%	国防军工	34.6%	社会服务	20.0%	石油石化	31.6%
通信	57.5%	汽车	4.3%	银行	11.8%	基础化工	33.6%	国防军工	15.3%	公用事业	26.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

# 政策端：把握“十五五”规划中的科技主题（科技自立自强&国防安全&新型能源）

➤ “十五五”规划建议的四大投资信号：科技自立自强&提振消费&国防安全&新型能源。

“十五五”规划建议科技主题投资信号

科技投资主题	行业	具体要求
自主可控	集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造	加强原始创新和关键核心技术攻关。完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。
自立自强	新兴产业	着力打造新兴支柱产业。实施产业创新工程，一体推进创新设施建设、技术研究开发、产品迭代升级，加快战略性新兴产业集群发展。
未来产业	量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信	前瞻布局未来产业，探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式、市场监管规则，推动重点未来产业成为新的经济增长点。
国防安全	新域新质作战力量、无人智能作战力量及反制能力、传统作战力量升级改造	加快先进战斗力建设。壮大战略威慑力量，维护全球战略平衡和稳定。
新型能源	风光水核能、新型储能、智能电网、微电网	加快建设新型能源体系。持续提高新能源供给比重，推进化石能源安全可靠有序替代，着力构建新型电力系统，建设能源强国。

- (1) 牛市可比性不足
- (2) 国内政策不及预期
- (3) 海外地缘政治扰动

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。





华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值