

2026年01月17日

毋需惊慌，躁动或继续

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 调整融资保证金比例：引导回归慢牛，不改牛市趋势

我们在 11.30 的报告《提前布局春季躁动》当中指出：“近期市场出现了一定的调整，但我们认为当下已经可以更加积极。”但是本周市场出现了一定波折。本周的波折折射出投资者对两件事的担忧：其一是调整融资保证金比例。但我们认为这一政策不仅不会阻碍牛市，反而能够让本轮牛市走的更远。

(1) 在商品市场有类似案例，如近期碳酸锂、白银等商品一度由于融资保证金比例上调带来较大的价格波动，但事后证明：供需错配下的品类牛市仍在延续。

(2) 权益市场同样，2023 年 8 月底彼时将融资担保比例从 100% 下修至 80%，当时市场受到提振跳空高开后仅维持一周左右上涨，但由于 DDM 三要素的边际变化并不积极，市场并未能因为融资担保比例的调整改变原有轨道。

(3) 回到 1.14 的融资保证金调整上，我们前期报告多次强调，本轮牛市的核心理驱动力并不在融资盘的增量资金上，而在于国内中微观的积极信号频繁，包括中央汇金带来的底气、政策对资本市场的支持、产业政策和科技创新的共振催化、国内增量资金等。因此，本轮融资保证金的调整实际上是在当前流动性相对活跃的背景下，适当降低杠杆水平，反而有助于本轮行情走得更远，行得更健康。

● 宽基指数 ETF 大幅净流出是否是离场信号？并不是

本周投资者担心的第二件事，则是宽基指数 ETF 在进入 1 月以来加速流出。许多投资者担心，如此大规模的宽基型 ETF 的快速流出，是否意味着行情要出现拐点，要暂时离场呢？我们认为并不是，反而这是市场健康的另一种表征：

(1) 当前类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著。一个解读视角：积极行情下，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；这不是在压制市场，而是居安思危。

(2) 自 2025 年 6 月以来，宽基型 ETF 净流出时，往往非宽基型 ETF 迎来净流入，一来一回形成对冲。猜测这背后的原因：① 市场赚钱效应较好时，部分居民及机构投资者投入增量资金并通过 ETF 入市，而此时中央汇金有更好的窗口收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累底气；② 在市场较为积极的环境下，部分居民及机构投资者更多买入弹性较大的非宽基型 ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型 ETF 当中，最终呈现宽基型 ETF 净流出，非宽基型 ETF 净流入组合。

● 投资思路——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞

A 股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心——没有每天只涨不跌的股市，要理性看待市场。本周出现的两大事件并不会导致牛市结束，毋需惊慌，躁动或继续。本轮牛市的核心理驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。两翼齐飞兼顾仓位平衡：(1) AI 硬件需跟踪 ΔG 的变化，重视机构仓位较低的 AI 端侧相关板块及科技内部高低切；(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周风格同样也大有可为。行业配置建议：(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、保险、电力、机械；(3) 中长期底仓：黄金、优化的高股息。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

相关研究报告

《景气投资方法论—投资策略专题》

-2026.1.17

《机构关注度环比回升：机械设备、电子、环保—机构调研周跟踪》

-2026.1.13

《AI 估值牛的思考—投资策略专题》

-2026.1.12

目 录

1、 调整融资保证金比例：引导回归慢牛，不改牛市趋势.....	3
2、 宽基指数 ETF 大幅净流出是否是离场信号？并不是.....	4
3、 投资思路——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞.....	6
4、 风险提示.....	7

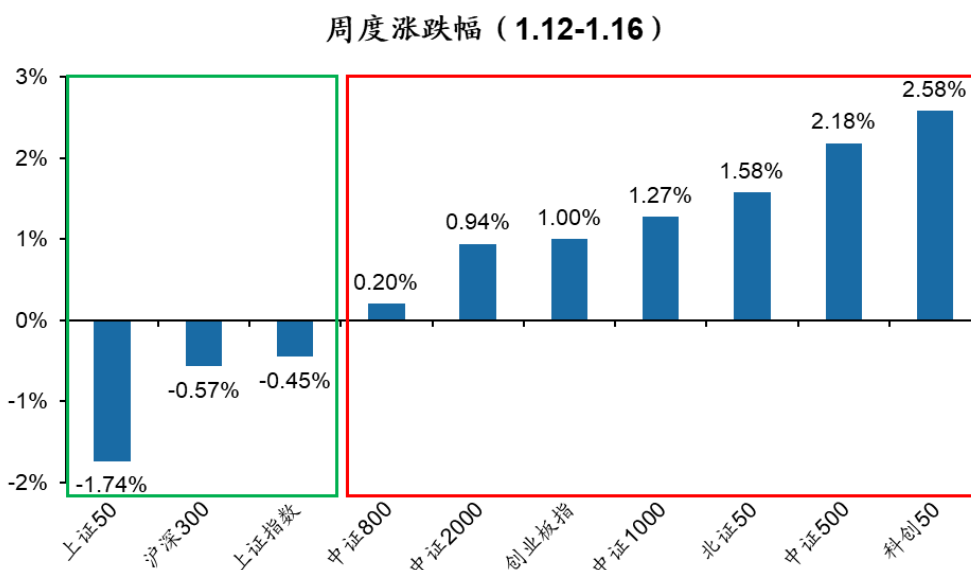
图表目录

图 1： 本周主要宽基指数当中，呈现显著的“小优于大”的特征.....	3
图 2： 本周宽基指数 ETF 当中的流出主力是沪深 300ETF.....	4
图 3： 类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著.....	5
图 4： 宽基型 ETF 流出时，往往非宽基型 ETF 迎来流入.....	6

1、调整融资保证金比例：引导回归慢牛，不改牛市趋势

我们在 11.30 的报告《提前布局春季躁动》当中指出：“近期市场出现了一定的调整，但我们认为当下已经可以更加积极。”但是本周春季躁动迎来了一波小的调整：上证指数在 17 连阳后，本周（1.12-1.16）迎来 0.45% 的小幅下跌；另一方面，虽然本周市场出现一定波折，但主要宽基指数当中，呈现显著的“小优于大”的特征，上证 50、沪深 300、上证指数等平均市值较大的指数本周下跌，但市值更小一些的如中证 500、中证 800、中证 1000、中证 2000 以及更偏向科技类的指数如创业板指、北证 50、科创 50 均在本周收涨。

图1：本周主要宽基指数当中，呈现显著的“小优于大”的特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

本周上证指数调整的背后或折射出投资者对两件事的担忧：其一是调整融资保证金比例。但我们认为这一政策不仅不会阻碍牛市，反而能够让本轮牛市走的更远。

2026年1月14日，经中国证监会批准，沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例从80%提高至100%，相关安排自1月19日起正式施行。上次类似的操作出现在2015年11月13日（融资担保比例从50%上调至100%）；上一次类似的反向操作（融资担保比例从100%下调至80%）则在2023年8月底。我们认为，背后透露出来的政策导向，其目的在于抑制短期投机，给相对火热的市场稍作降温，尤其是在近期融资盘明显加速状态下，需要引导市场回归慢牛节奏。

但部分投资者担忧政策的降温可能会阻碍牛市的前行，我们认为影响相对有限，从近年类似的操作可窥一角：

(1) 在商品市场一直有类似案例，如近期碳酸锂、白银等商品一度由于融资保证金比例上调带来较大的价格波动，但事后证明：供需错配下的品类牛市仍在延续。

(2) 权益市场同样，2023年8月底彼时将融资担保比例从100%下修至80%，当时市场受到提振跳空高开后仅维持一周左右上涨，但由于DDM三要素的边际变化并不积极，市场并未能因为融资担保比例的调整改变原有轨道。

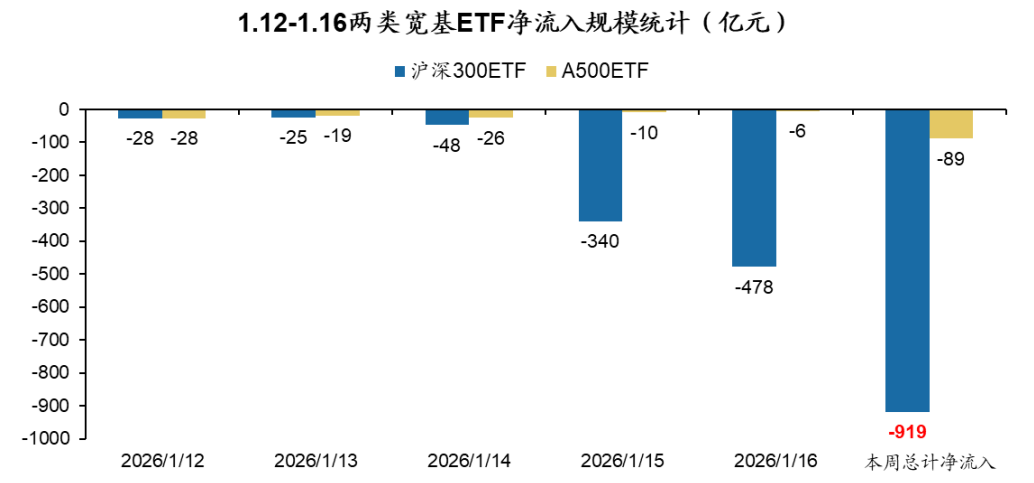
(3) 回到1.14的融资保证金调整上，我们前期报告多次强调，本轮牛市的核心驱动力并不在融资盘的增量资金上，而在于国内中微观的积极信号频繁，包括中央汇金带来的底气、政策对资本市场的支持、产业政策和科技创新的共振催化、国内增量资金等。因此我们认为，本轮融资保证金的调整实际上是在当前流动性相对活跃的背景下，适当降低杠杆水平，反而有助于本轮行情走得更远，行得更健康。

2、宽基指数ETF大幅净流出是否是离场信号？并不是

本周上证指数调整的背后投资者担心的第二件事，则是宽基指数ETF在进入1月以来加速流出。

本周宽基指数ETF当中的流出主力是沪深300ETF而非A500ETF。我们在12.26报告当中提到，2025年12月一个异常，即A500ETF的大幅净流入——2025年下半年仅有12月这一个月，宽基型ETF呈现净流入，而且净流入规模较大，单月净流入规模达到1170亿元，其中有1056亿元来自于A500ETF。部分投资者预期，这部分资金或将在2026年1月呈现较为明显的流出；但在本周，宽基指数ETF当中的流出主力是沪深300ETF：本周沪深300ETF净流出规模超过900亿元，而A500ETF本周仅净流出了不到90亿元。

图2：本周宽基指数ETF当中的流出主力是沪深300ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

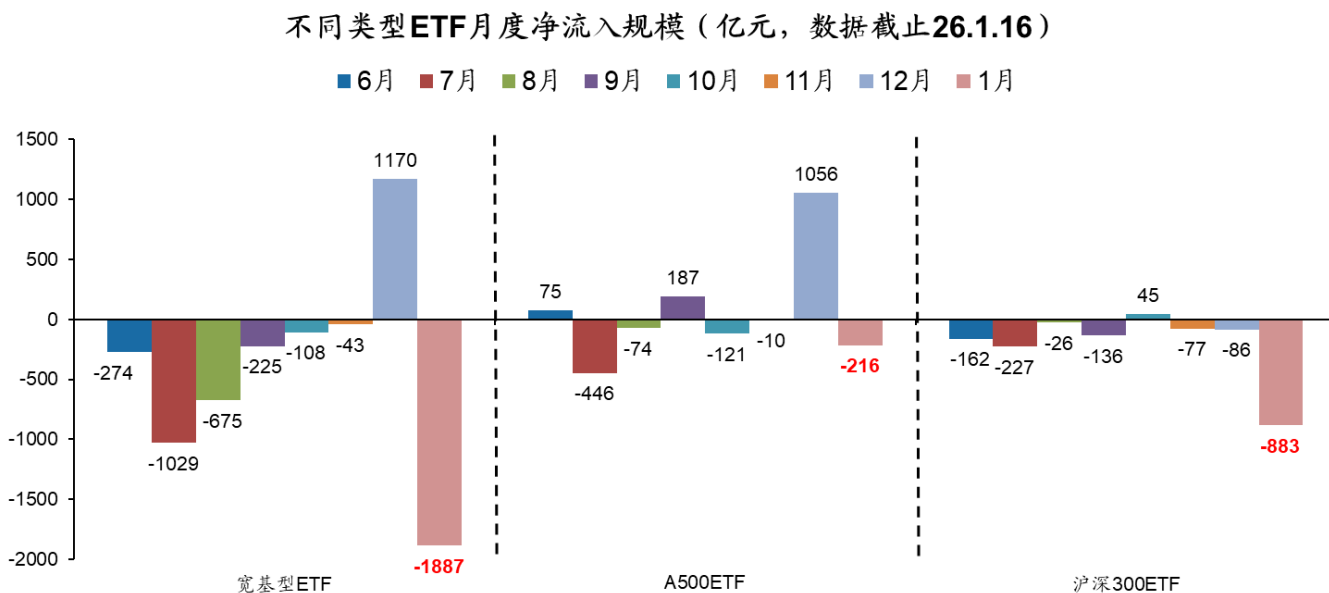
许多投资者担心，如此大规模的宽基型ETF的快速流出，是否意味着行情要出现拐点，要暂时离场呢？我们认为并不是，反而这是市场健康的另一种表征：

(1)类似2025年6-9月，行情较为积极的环境下宽基型ETF的净流出越显著。如图3所示，2025年6-9月宽基型ETF出现了显著的净流出，总规模达2203亿元，刚好对应本轮自6月以来的加速上行行情斜率强势期。而本月上中旬A股再度呈现

大幅上行斜率，行情积极下再次出现宽基型 ETF 的再度净流入。对此还有另一个解读视角供投资者参考：积极行情下，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；这不是在压制市场，而是居安思危。

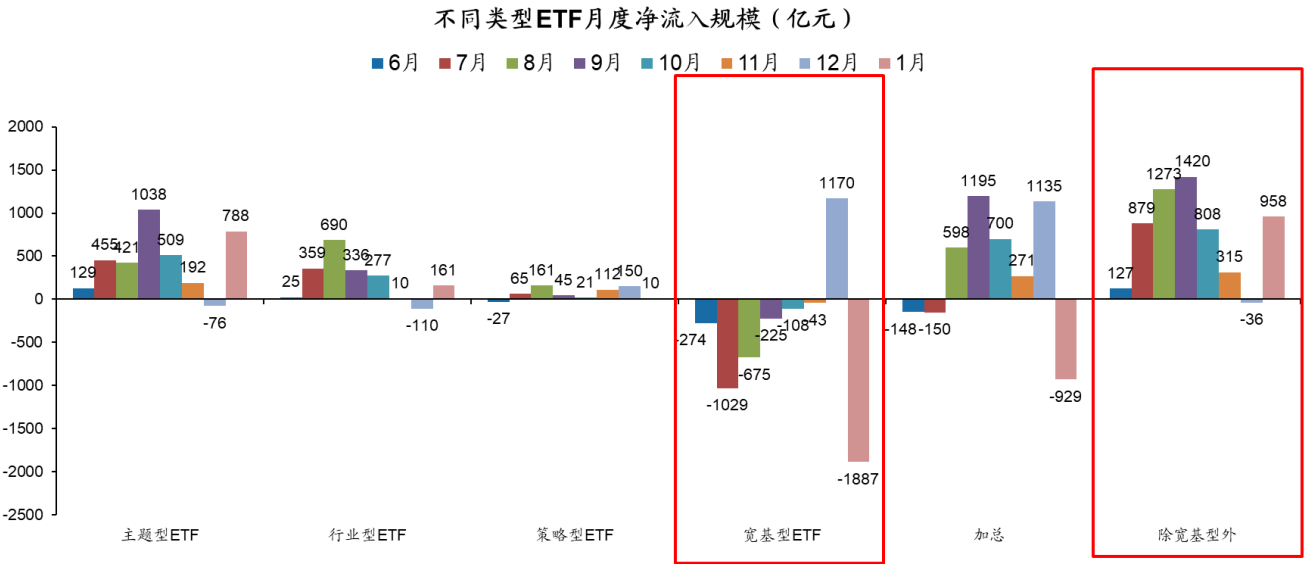
(2) 宽基型 ETF 净流出时，往往非宽基型 ETF 迎来净流入，一来一回形成对冲。如图 4 所示，自 6 月以来，当宽基型 ETF 呈现流出时，往往非宽基型 ETF（包括主题型、行业型、策略型 ETF）往往迎来流入，一来一回形成对冲。由于 ETF 的买入者身份没有足够的穿透数据，我们猜测这背后的原因是：①市场赚钱效应较好的背景下，部分居民及机构投资者开始投入更多的增量资金并通过 ETF 入市，而此时中央汇金有更好的窗口收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；②结构上，部分居民及机构投资者则是更多买入弹性较大的非宽基型 ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型 ETF 当中，所以最终在市场较为积极的环境下，往往呈现“宽基型 ETF 净流出，非宽基型 ETF 净流入”的组合。

图3：类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026 年 1 月 16 日）

图4：宽基型ETF流出时，往往非宽基型ETF迎来流入



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2026年1月16日）

3、投资思路——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞

A股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心——没有每天只涨不跌的股市，要理性看待市场。本周出现的两大事件并不会导致牛市的结束，**毋需惊慌，躁动或继续**。本轮牛市的核心理动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到1.1倍以上为信号。

结构上，我们于年度策略展望《从“慢牛不慢”到“平顶非顶”》中也提及过当前由于杠杆风险可控以及盈利缓慢修复，因此对比上文所述的移动互联网时代泡沫，当前全A角度尚处在相对安全的环境下，且证券化率指标角度来看仍有扩张空间，结合TMT板块的相对盈利优势，AI+的高beta现阶段依然有望获得支撑。但我们认为从整体投资角度可以更合理的做好均衡：

(1) AI硬件需跟踪ΔG的变化，且可以适当关注机构仓位较低的AI端侧相关板块机会，以及科技内部高低切，AI硬件端或将出现分化（如存储和CPO等）；

(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；

(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周风格同样也大有可为。

行业配置建议：科技与周期的双轮驱动。

(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI应用、港股互联网、电池、核心AI硬件；

(2) PPI改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、保险、电力、机械；

(3) 中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

4、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

地缘政治恶化风险。

产业政策发生变化的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn