

策略周报

“春躁”行情面临短期压力

“春躁”行情面临短期压力位考验，需注意节奏把控，AI 应用行情未完，关注宏观流动性、产业趋势与业绩验证三重因素催化下的行情延续。

- “春躁”行情面临短期压力位考验。市场的整固压力主要源于三个层面的因素交汇。首先，海外宏观环境复杂化：2026年美国处于中期选举年，其经济呈现出“K型复苏”的特征，政策路径面临再平衡，增加了外部不确定性。其次，美联储货币政策不确定性增加：芝商所 FedWatch 工具显示市场对1月降息的预期较低，流动性预期的边际收紧制约了风险资产的估值扩张空间。最后，国内监管层有意引导市场平稳运行：在融资资金推动市场上涨后，监管层上调融资保证金比例，整体政策取向更偏向通过逆周期调节与强化交易监管“降温稳态”，以避免行情在短期加速后波动被放大、进而对市场内在稳定性造成扰动。因此，我们认为市场短期将在消化压力与等待新催化中震荡整固。
- 乐观但不“贪婪”。BOCIASI 情绪指标及万得全 A 指数股权风险溢价（ERP）指标均处高位，市场估值面临阈值考验。26Q1 市场担心的所谓上行风险，或为将全年“2X”中枢上行所赋予的“双位数指数空间”提前计价。我们建议“春躁”期间，沿着“2X”线进行趋势与预期管理。当前市场整体估值分位水平已较为“慷慨”，“不掉趋势”（乐观），但也不能一味线性推测市场可以复刻 2015 年表现（不“贪婪”）。沿着 2X 上沿走已然计价了乐观预期，“2X”中枢全年上行也给出了指数空间，当前需关注的只是节奏问题。
- “同步下跌”还是“此消彼长”？市场或有担心：作为概念主线的商业航天板块，如受监管影响，热度持续降温，那么其他市场概念板块同样会受风险偏好的影响难以表现。我们认为这种说法过于绝对，即风险偏好不是定价主题行情的唯一因素，板块催化因素及板块位置同样重要，在当前市场背景下，概念板块之间“此消彼长”的出现概率要大于“同步下跌”。从近期十大概念板块成交额占比变动来看，半导体、光伏及机器人板块有所提升，AI 应用方向后期催化密度仍高。
- AI 应用行情未完，产业突围拐点来临，宏观流动性、产业趋势与业绩验证三重因素催化行情延续。短期调整源于前期超涨与事件扰动带来的情绪冲击，但 AI 应用行情演绎的三重逻辑未破，行情后续仍然有望延续。软件应用行情后续或将从普涨走向聚焦，强基本面个股有望相对占优。2025 年三季报业绩与营收同比增速来看，AI 应用之中基本面较强的个股主要集中在“AI+娱乐”、“AI+办公”、“AI+游戏”、“AI+营销”等领域，关注细分赛道重点个股。台积电业绩表现亮眼，三星、海力士延续强涨价趋势，A 股半导体板块有望受到拉动。
- 近期资金动向：本周股票型 ETF 场内净赎回金额 1148.30 亿元，单周净赎回规模创 13 个月以来最大，净赎回最多的几只 ETF 挂钩方向集中于核心指数。北上资金方面，2025Q4 陆股通整体持仓规模稳定，以结构性调仓为主，未出现明显趋势性流出。资源品与部分制造板块获增配，有色金属市值增量显著，电力设备保持第一大重仓，通信、国防军工等亦录得正向变化；食品饮料、医药生物及电子部分标的被减持。个股层面，外资加仓新能源、半导体、高端制造及资源龙头，减仓集中于传统消费、医药及部分金融权重，整体呈现由传统防御向资源品与产业趋势倾斜的配置格局。
- 风险提示：1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	9
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	13
风险提示.....	16

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周市场小盘风格相对占优.....	7
图表 4. 当前市场风格指数表现.....	7
图表 5. 当前市场对于美联储 1 月降息的预期.....	7
图表 6. BOCIASIA 股情绪指标.....	8
图表 7. 万得全 A 指数 ERP 走势.....	8
图表 8. 本周一级行业表现.....	9
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）.....	9
图表 10. 十大概念板块成交额占比.....	10
图表 11. 十大概念板块成交额占比近期走势.....	10
图表 12. 2015 年主升行情中传媒行业内部从普涨走向聚焦.....	11
图表 13. 2025 年三季报 AI 应用营收增速居前个股.....	11
图表 14. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	13
图表 15. 本周股票型 ETF 大额净赎回（单位：亿元）.....	13
图表 16. 25Q4 陆股通各一级行业持股市值&市值增减.....	14
图表 17. 25Q4 陆股通净流入/净流出前 20 只个股.....	15

观点回顾

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

——20250720《科技突围》：“反内卷”预期或阶段性升温，成长弹性仍具中线配置价值，重视国产算力、机器人、创新药等主线机会。

——20250720《重视科创补涨机会》：基金二季报科创仓位未显著增加，而 AI 应用端商业化进程加速利好算力特别是推理侧算力需求，中美科技摩擦之下，国产算力尤其有望受益，国产算力有确定性需求机会，重视科创补涨机会。

——20251207《“春躁”预热行情有望提前开启》：中美政策预期逐步落地将有望成为春躁行情开启的关键因素，优先关注成长。

大势与风格

“春躁”行情面临短期压力位考验。我们在去年12月初明确提示A股的“春季躁动”行情有望提前拉开帷幕。驱动因素包括长线资金的托举、年初政策预期以及季节性流动性改善。行情启动以来，市场经历了快速的上涨和成交量的显著放大。然而，我们看到在指数快速上行后，累积的获利盘和前期解套盘已形成明显阻力，市场进入了需要阶段性整固以夯实基础的关键时期。

当前市场的调整压力主要源于三个层面的因素交汇。首先，海外宏观环境复杂化：2026年美国处于中期选举年，其经济呈现出“K型复苏”的特征，政策路径面临再平衡，增加了外部不确定性。其次，美联储货币政策不确定性增加：芝商所FedWatch工具显示市场对1月降息的预期较低，流动性预期的边际收紧制约了风险资产的估值扩张空间。最后，国内监管层有意引导市场平稳运行：从本周中国证监会在2026年系统工作会议上的相关表述来看，监管层对市场运行的关注点已落在“稳字当头、抑制过热”的框架内：对资金推动下涨速偏快、交易过热过程中风险累积的关注已较为清晰。结合近期沪深北交易所上调融资买入最低保证金比例，抬升杠杆资金的进入门槛与资金占用成本，对融资盘扩张形成约束。整体政策取向更偏向通过逆周期调节与强化交易监管“降温稳态”，以避免行情在短期加速后波动被放大、进而对市场内在稳定性造成扰动。因此，我们认为市场短期将在消化压力与等待新催化中震荡整固。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	1月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.09	1.92	1.92
	MSCI新兴市场	2.25	5.74	5.74
	标普500	(0.38)	1.38	1.38
	日经指数	3.84	7.14	7.14
	万得全A	0.49	5.62	5.62
	斯托克指数	0.49	3.73	3.73
	恒生指数	2.34	4.74	4.74
汇	美元指数	0.23	1.12	1.12
	美元兑人民币	(0.07)	(0.30)	(0.30)
	美元兑日元	0.08	0.89	0.89
	欧元兑美元	(0.30)	(1.25)	(1.25)
商	CRB商品	0.19	1.09	1.09
	LME铜	(1.50)	3.06	3.06
	WTI原油	0.55	3.52	3.52
	伦敦金现	2.61	7.04	7.04
债	10Y美债收益率(Bps)	6.00	6.00	6.00
	10Y国债收益率(Bps)	(3.58)	(0.49)	(0.49)

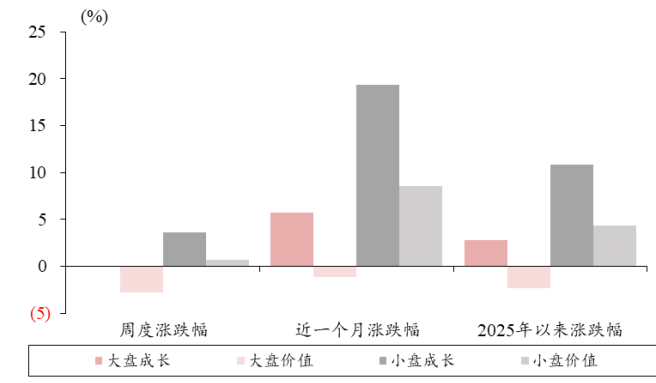
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年1月17日）

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	12月贸易差额:人民币:当月值(亿元)	7926.0		8087.7	161.7
	12月进口金额:当月值(亿美元)	2186.8		2436.4	249.7
	12月进出口金额:当月同比(%)	4.3		6.2	1.9
	12月进出口金额:人民币:当月值(亿元)	38987.0		42629.6	3642.6
	12月出口金额:人民币:当月值(亿元)	23456.0		25358.6	1902.6
	12月出口金额:当月同比(%)	5.9	2.2	6.6	0.7
	12月进口金额:当月同比(%)	1.9	(0.3)	5.7	3.8
	12月出口金额:人民币:当月同比(%)	5.7		5.2	(0.5)
	12月进口金额:人民币:当月同比(%)	1.7		4.4	2.7
	12月进出口金额:当月值(亿美元)	5490.3		6014.2	524.0
	12月出口金额:当月值(亿美元)	3303.5		3577.8	274.3
	12月进口金额:人民币:当月值(亿元)	15531.0		17271.0	1740.0
	12月M2:同比(%)	8.0	7.9	8.5	0.5
	12月新增人民币贷款(亿元)	3900.0	6794.0	9100.0	5200.0
	12月M1:同比(%)	4.9	3.8	3.8	(1.1)
	12月M0:同比(%)	10.6		10.2	(0.4)
	12月社会融资规模:当月值(亿元)	24926.0	18153.0	22075.0	(2851.0)
	12月社会融资规模存量:同比(%)	8.5	8.2	8.3	(0.2)
	12月社会融资规模存量(万亿元)	440.1		442.1	2.1
	12月M0(亿元)	137369.4		141261.4	3892.0
12月M1(亿元)	1128866.6		1155146.5	26279.9	
12月M2(亿元)	3369890.5		3402948.1	33057.5	
12月货币当局:储备货币(亿元)	380196.8		399204.8	19008.0	
12月货币当局:国外资产(亿元)	226231.8		226260.0	28.3	
美国	12月CPI:未季调:同比(%)	2.7		2.7	0.0
	12月CPI:季调:环比(%)	0.3		0.3	0.0
	12月核心CPI:未季调:同比(%)	2.6		2.6	0.0
	12月核心CPI:季调:环比(%)	0.2		0.2	0.0
	12月CPI:季调:同比(%)	2.7		2.7	0.0
	12月CPI:未季调:环比(%)	0.3		0.0	(0.3)
	12月核心CPI:季调:同比(%)	2.6		2.6	0.0
	12月核心CPI:未季调:环比(%)	0.3		0.0	(0.3)
	12月CPI:季调(1982-84年=100)	325.0		326.0	1.0
	12月CPI:未季调(1982-84年=100)	324.1		324.1	(0.1)
	12月核心CPI:季调(1982-84年=100)	331.1		331.9	0.8
	12月核心CPI:未季调(1982-84年=100)	330.4		330.5	0.1
	11月核心PPI最终需求:未季调:同比(%)	2.9		3.0	0.1
	11月PPI最终需求:未季调:同比(%)	2.8		3.0	0.2
	11月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	2.9		3.0	0.1
	11月PPI最终需求:季调:同比(%)	2.8		2.9	0.1
	11月零售销售:同比(%)	3.3		3.3	0.1
	11月核心PPI:季调:同比(%)	3.3		3.3	0.0
	1月10日初请失业金人数:季调(人)	207000.0		198000.0	(9000.0)
	欧盟	11月欧盟:商品出口金额:同比(%)	(0.5)		(4.4)
11月欧盟:商品进口金额:同比(%)		(5.5)		(2.9)	2.6
11月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)		0.8		(3.4)	(4.2)
11月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)		(3.5)		(1.3)	2.2
日本	11月经常项目差额:季调(亿日元)	24764.0		31378.0	6614.0

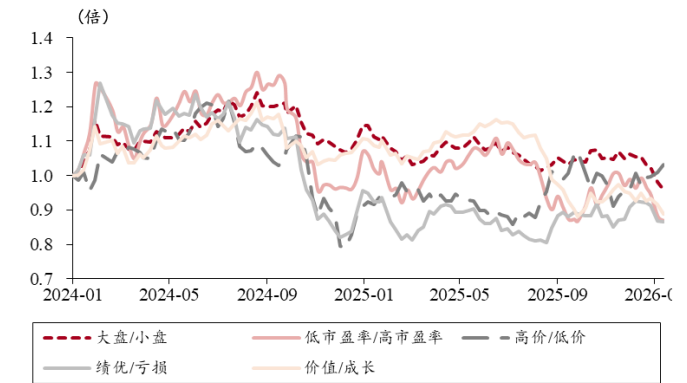
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周市场小盘风格相对占优



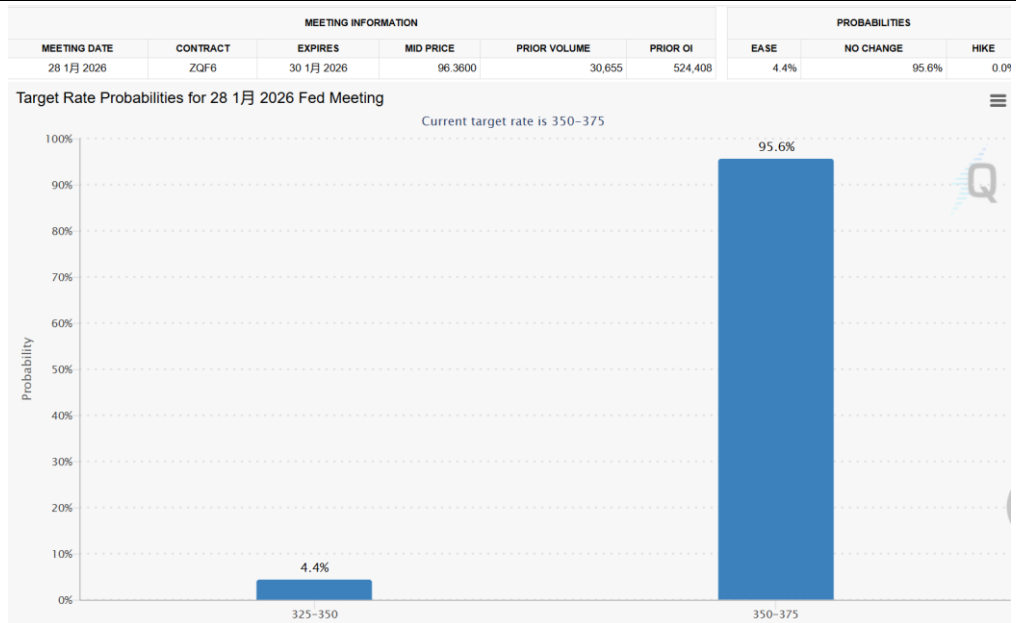
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格指数表现



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 当前市场对于美联储 1 月降息的预期



资料来源：CME Group

乐观但不“贪婪”。一方面，中银策略 BOCIASI 情绪指标中的信号系统显示近期快线、慢线读数双升，同时且连续触碰信号阈值，反映当前市场情绪较为亢奋，短期有一定超买现象。另一方面，我们监控的万得全 A 指数股权风险溢价 (ERP) 指标，接近触碰三年滚动条件下的“2X”历史极值压力位，市场估值面临阈值考验。

我们在 1 月 9 日发布的《当前时点，如何看待“2X”ERP 压力位》一文中提到：2026 年，ERP 难以重现“2X”突破，主要是面临四重压力：1) 企业盈利增速弹性的制约。2) 增量资金属性的制约。本轮牛市的增量资金更多以专业机构投资者渠道为主，并非 2007 年及 2015 年以“散户”投资者为主导的背景。整体投资者或相对 2007 年及 2015 年更偏理性，对“高溢价”仍有一定相对敬畏性。3) 无风险利率的制约。相较 2015 年，2026 年年度的降息空间的预期不大，限制了 A 股分母端的扩张空间。4) 监管预期的制约。从本轮牛市，监管对于慢牛的呼吁、重视程度，以及“把握能力”方面衡量，我们认为，突破 2X 再向上，不仅存在估值风险，也存在监管逆周期调节的风险。

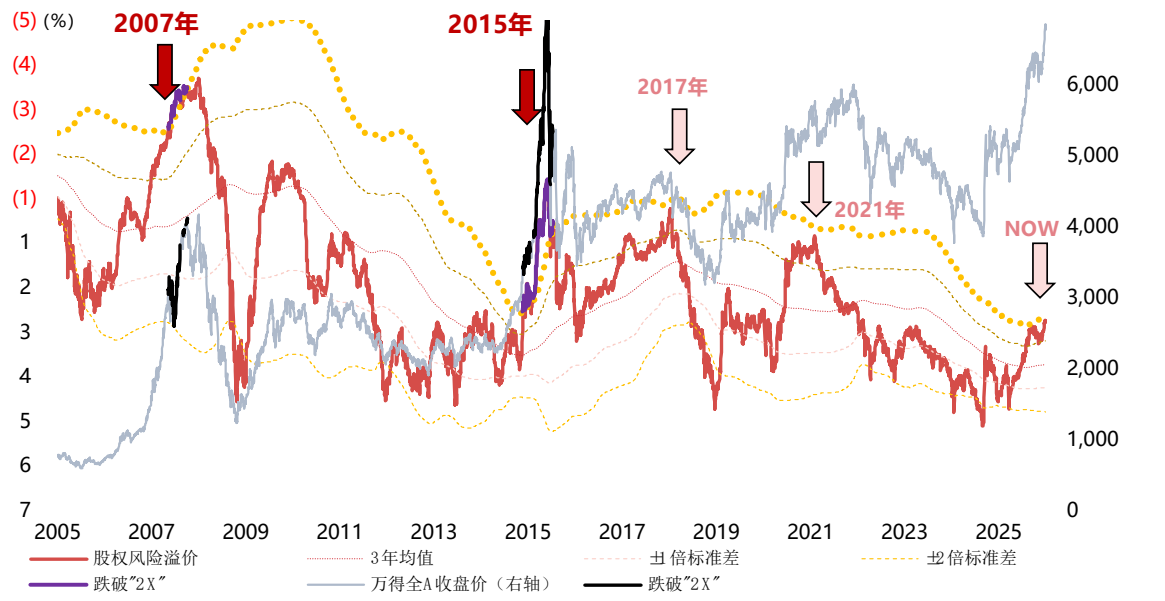
从近期市场运作特征来看，监管对于市场的管控能力和意愿较强，且逆周期平抑工具丰富。此前市场担心的 26Q1 所谓上行风险，或为将全年“2X”中枢上行所赋予的“双位数指数空间”提前计价。因此我们建议“春躁”期间，沿着“2X”线进行趋势与预期管理。当前市场整体估值分位水平已较为“慷慨”，“不掉趋势”（乐观），但也不能一味线性推测市场可以复刻 2015 年表现（不“贪婪”）。沿着 2X 上沿走已然计价了乐观预期，“2X”中枢全年上行也给足了指数空间，当前需关注的只是节奏问题。

图表 6. BOCIASI A 股情绪指标



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 万得全 A 指数 ERP 走势

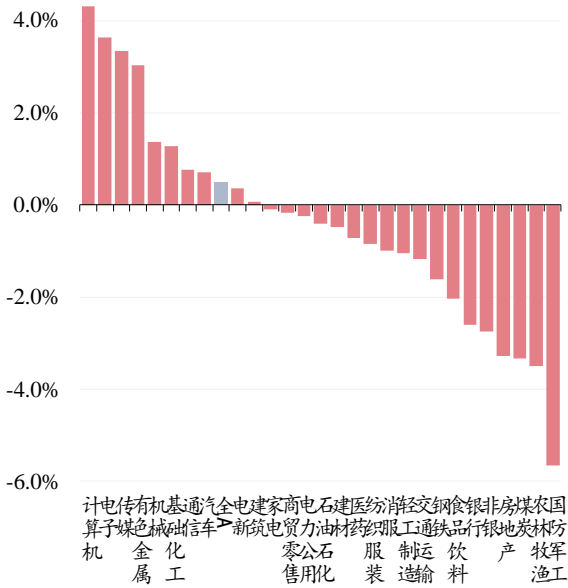


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

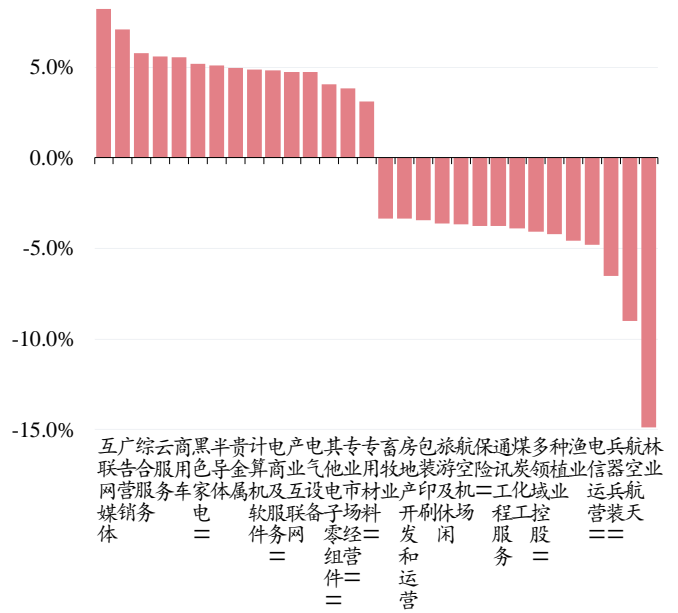
本周市场风险偏好先扬后抑，一级行业涨少跌多。受益于 AI 应用概念的计算机、传媒等行业，尽管本周后期有所回落，但全周累计涨幅仍居前。电子、半导体等硬科技方向，后来居上，全周涨幅排名第二。有色金属行业趋势延续，全周涨幅排名第四。受累于商业航天概念降温，军工行业本周表现垫底。

图表 8. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

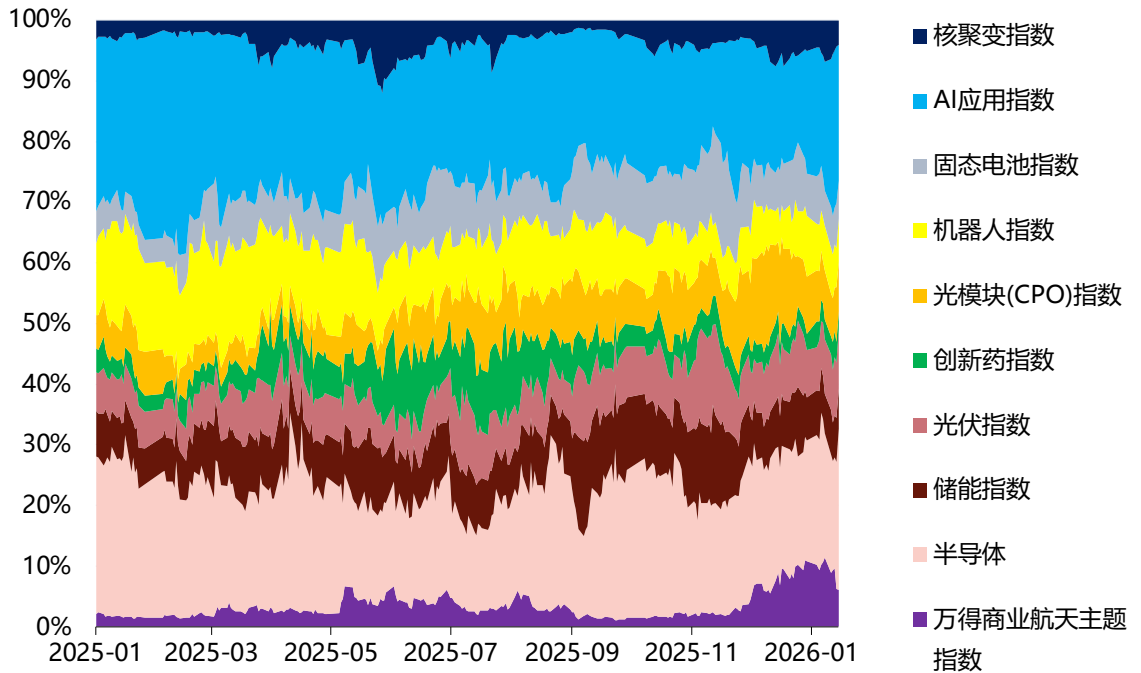
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

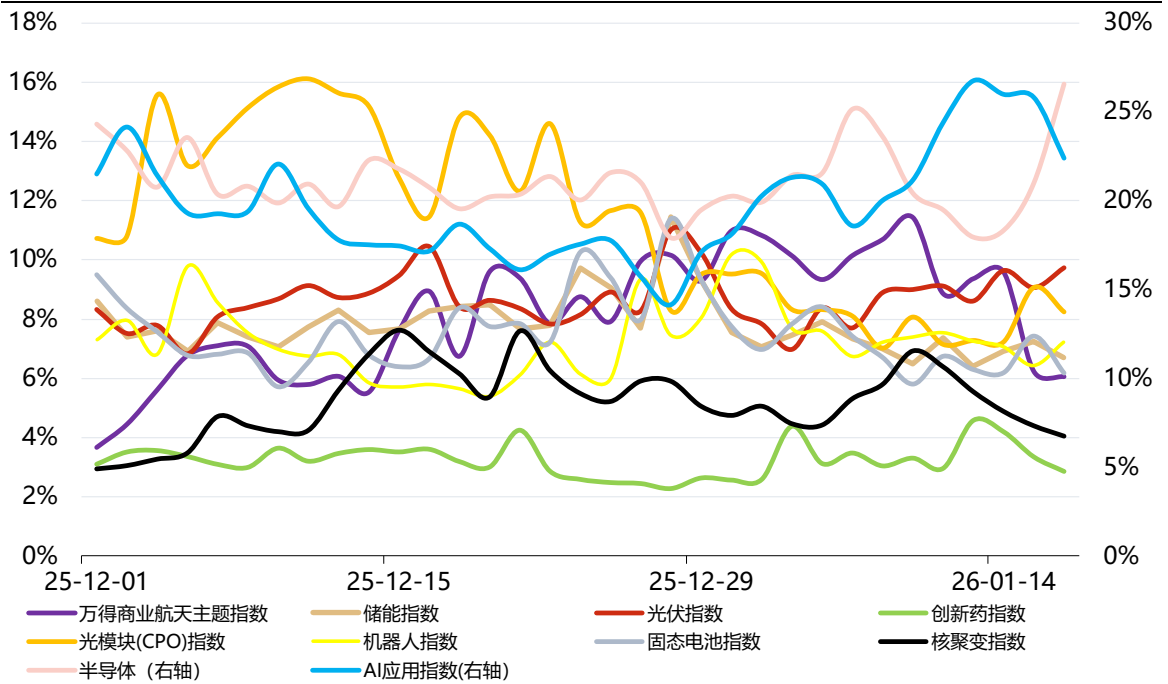
“同步下跌”还是“此消彼长”？市场或有担心：作为概念主线的商业航天板块，如受监管影响，热度持续降温，那么其他市场概念板块同样会受风险偏好的影响难以表现。我们认为这种说法过于绝对，即风险偏好不是定价主题行情的唯一因素，板块催化因素及板块位置同样重要，在当前市场背景下，概念板块之间“此消彼长”的出现概率要大于“同步下跌”。从近期十大概念板块成交额占比变动来看，半导体、光伏及机器人板块有所提升，AI 应用方向后期催化密度仍高。

图表 10. 十大概念板块成交额占比



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 十大概念板块成交额占比近期走势



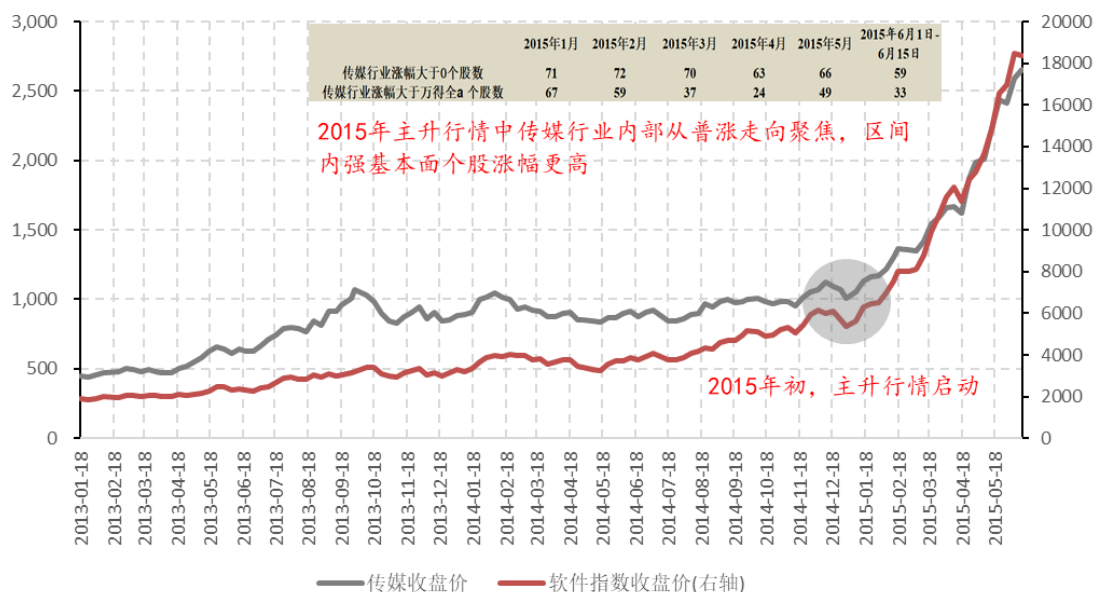
资料来源：万得，中银证券

AI 应用行情未完，产业突围拐点来临，三重因素催化行情延续。1) **宏观背景层面**宽裕流动性为高成长弹性的软件应用提供行情基础；开年以来 A 股市场资金面环境相对充裕，2026 年货币政策有望延续宽松，人民币汇率持续升值与海外地缘政治波动增加提升全球配置资金对中国资产关注度。2) **产业趋势层面**：底层技术体系加速进入成熟期，AI 应用商业模式快速从概念验证走向收入闭环；AI 应用的底层技术体系正在加速进入成熟期，在算力层，推理效率与性价比大幅提升为 AI 应用商业化提供了底层经济性支撑。AI 应用商业模式正在快速从概念验证走向收入闭环，部分 AI 垂类商业模式已经逐步进入商业模式验证期。3) **业绩验证层面**：AI 应用本次三季度业绩呈现出了较为明显的**反转态势**；2025 年三季度，AI 应用营收增速同比修复较为明显，由 2025 年中报的 0.74% 上升至 1.55%，为 2023 年以来的最高水平。

短期调整源于前期超涨与事件扰动带来的情绪冲击，但 AI 应用行情演绎的三重逻辑未破，行情后续仍然有望延续。

软件应用行情后续或将从普涨走向聚焦，强基本面个股有望相对占优。回顾 2013-2015 年移动互联网行情中的软件应用表现，2015 年软件应用主升行情中，传媒行业等核心板块行情从普涨走向聚焦，随着行情演绎，传媒行业中涨幅大于 0%、大于万得全 A 的个股数量均趋于减少，并且区间内强基本面个股涨幅更高，对比 2015 年 1 月 1 日-2015 年 6 月 15 日涨幅超过 150% 的传媒行业个股与全部传媒行业个股，前者归母净利润增速中位数、营收增速中位数分别为 24.70%、19.37%，明显高于后者的 20.53%、13.87%。

图表 12. 2015 年主升行情中传媒行业内部从普涨走向聚焦



资料来源：万得，中银证券

2025 年三季报业绩与营收同比增速来看，AI 应用之中基本面较强的个股主要集中在“AI+娱乐”、“AI+办公”、“AI+游戏”、“AI+营销”等领域，关注细分赛道重点个股。

图表 13. 2025 年三季报 AI 应用营收增速居前个股

证券代码	证券简称	所属申万一级行业	2026-1-1至2026-1-16涨跌幅 (%)	2025年三季报归母净利润增速 (%)	2025年三季报营收增速 (%)
300803.SZ	指南针	计算机	3.16	205.48	61.78
688327.SH	云从科技-UW	计算机	18.37	39.14	56.81
688787.SH	海天瑞声	计算机	39.19	10.32	56.69
301171.SZ	易点天下	传媒	100.79	4.41	54.94
300418.SZ	昆仑万维	传媒	33.72	-6.19	51.63
300033.SZ	同花顺	计算机	16.70	85.29	39.67
603466.SH	风语筑	传媒	11.00	145.00	38.88
002624.SZ	完美世界	传媒	12.14	271.17	33.00
002354.SZ	天娱数科	传媒	16.17	597.60	25.67
300133.SZ	华策影视	传媒	6.97	5.35	16.62
688111.SH	金山办公	计算机	15.05	13.32	15.21
002230.SZ	科大讯飞	计算机	26.67	80.60	14.41
300059.SZ	东方财富	非银金融	3.06	50.57	13.41
300058.SZ	蓝色光标	传媒	41.41	58.90	12.49
601360.SH	三六零	计算机	17.01	78.88	8.18
300170.SZ	汉得信息	计算机	42.28	6.96	3.67
002777.SZ	久远银海	计算机	18.39	151.66	2.83
300378.SZ	鼎捷数智	计算机	37.27	2.40	2.63
000681.SZ	视觉中国	传媒	32.72	-9.03	0.30

资料来源：万得，中银证券

台积电业绩表现亮眼，三星、海力士延续强涨价趋势，A股半导体板块有望受到拉动。2025年Q4台积电业绩表现亮眼，营收336.7亿美元，同比增长25.5%，净利润5057.4亿新台币，同比增长35%，这是台积电连续第八个季度实现利润同比增长，业绩亮眼表现主要受益于AI芯片需求驱动的先制程订单以及非AI需求温和复苏。业绩亮眼之外，台积电预期将保持旺盛的资本开支，台积电2025年资本开支405亿美元，并预计2026年资本支出将达到520亿至560亿美元。

2026年1月，据《韩国经济日报》，三星电子与SK海力士计划在2026年第一季度将服务器DRAM价格较2025年第四季度提升60%至70%。市场研究机构TrendForce也预计，2026年一季度HBM将涨价50-55%，面向服务器的DDR4预计将涨价65-70%，面向服务器的DDR5将涨价60-65%。

海外半导体特别是存储芯片需求旺盛、景气度持续提升的背景下，A股半导体产业链亦有望充分受益。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

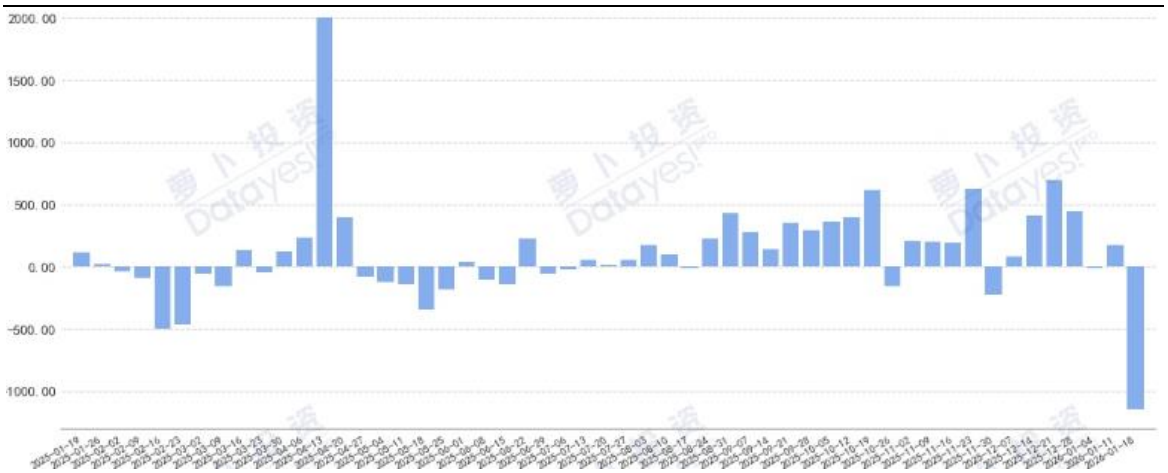
本周 A 股市场主力资金净卖出 827.77 亿元，环比由净买入转净卖出，单周净卖出规模创 2 个月以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是计算机，资金净流入规模达 361.84 亿元；电子、传媒分列二、三，资金净流入规模分别是 278.98 亿元和 253.46 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是国防军工、非银金融和银行。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 1148.30 亿元，单周净赎回规模创 13 个月以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是永赢国证商用卫星通信产业 ETF、嘉实中证软件服务 ETF 南方中证申万有色金属 ETF 广发中证传媒 ETF 富国中证港股通互联网 ETF；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF、易方达上证科创板 50 成份 ETF、华夏上证 50ETF、易方达沪深 300ETF，集中在核心指数。

图表 14. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
计算机	361.84	873.34	308.41	(443.16)	商贸零售	(39.80)	(128.25)	130.55	(2.63)
电子	278.98	35.37	1,235.61	2,556.65	有色金属	(47.73)	320.28	435.85	483.95
传媒	253.46	607.00	546.74	198.14	轻工制造	(49.16)	27.74	216.04	103.59
通信	12.20	152.16	603.90	797.69	公用事业	(59.28)	(157.74)	(324.18)	(748.97)
社会服务	9.42	(5.84)	(9.55)	(223.87)	基础化工	(67.22)	179.34	299.87	(263.56)
建筑装饰	(3.34)	114.86	(21.83)	(187.63)	交通运输	(67.53)	(129.99)	(217.66)	(490.65)
美容护理	(4.32)	(8.02)	(36.88)	(85.13)	汽车	(79.21)	69.64	(60.01)	(202.35)
石油石化	(11.49)	22.65	66.02	(46.66)	食品饮料	(81.61)	(170.99)	(222.35)	(491.48)
综合	(12.54)	(1.08)	21.87	(6.80)	房地产	(86.04)	(48.42)	(98.83)	(71.24)
建筑材料	(12.74)	16.25	65.53	21.16	医药生物	(91.42)	2.17	(440.61)	(1,653.05)
纺织服饰	(16.92)	0.70	28.76	(34.74)	农林牧渔	(104.12)	(153.19)	(176.06)	(369.86)
环保	(20.73)	(29.74)	(90.77)	(169.07)	电力设备	(162.43)	309.52	360.95	364.29
家用电器	(21.64)	8.90	(52.82)	(204.47)	银行	(167.80)	(351.37)	(557.30)	(1,217.79)
钢铁	(22.34)	0.13	(7.61)	17.59	非银金融	(176.09)	(181.76)	(656.89)	(1,595.21)
机械设备	(25.03)	606.06	875.06	758.29	国防军工	(273.60)	570.08	790.39	55.77
煤炭	(39.56)	(33.66)	(68.53)	(22.15)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/1/16

图表 15. 本周股票型 ETF 大额净赎回（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

2025 年第四季度，陆股通资金整体持仓规模保持相对稳定，但结构性调整特征较为明显。从一级行业来看，季度末陆股通合计持股市值约 2.57 万亿元，较 25Q4 持股市值小幅回落，四季度并未出现明显的趋势性流出，主要以行业与个股层面的结构性调仓为主，配置行为更偏向组合再平衡。

从行业配置变化看，资源品与部分制造板块获得增配。其中，有色金属行业本季度市值增量超过 500 亿元；电力设备行业继续维持陆股通第一大重仓地位，市值季度变化整体平稳，新能源及高端制造仍是外资中长期配置的重要底仓。同时，通信、基础化工、国防军工等行业在四季度录得正向变化，外资在科技与制造链条中更倾向于具备中长期产业趋势和盈利确定性的细分方向。相比之下，食品饮料与医药生物在四季度出现较为明显的市值回落。电子行业虽仍为第二大重仓方向，但季度市值有所回落，表明北向资金在科技板块内部进行结构性再平衡，阶段性降低对部分消费电子及前期涨幅较高标的的配置权重，而非对科技板块整体预期转弱。

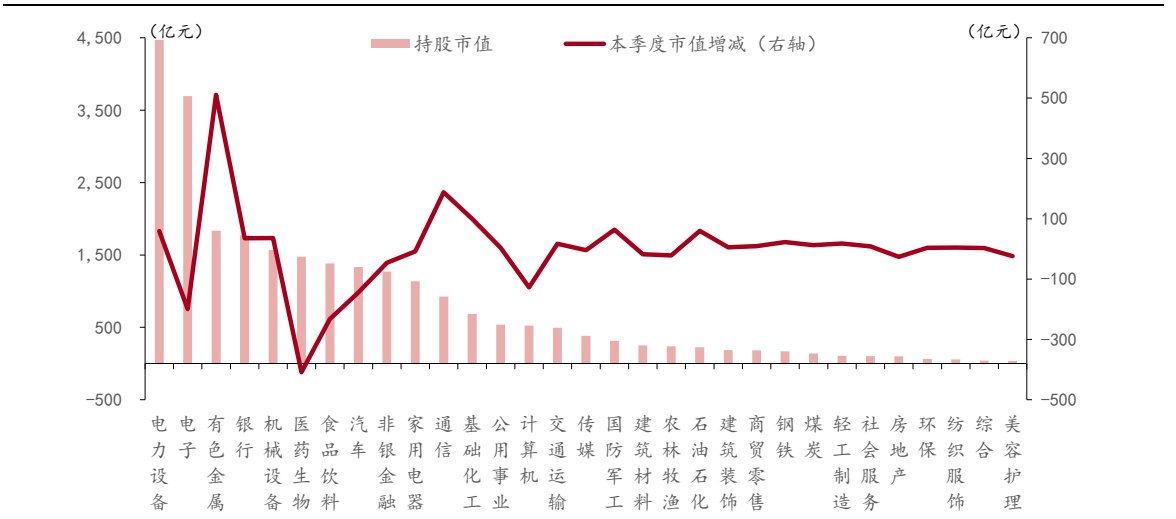
个股层面，陆股通加仓行为集中于新能源、半导体、高端制造及资源类龙头。宁德时代以超过 120 亿元的净流入居首，稳居外资核心重仓标的；立讯精密等半导体与硬科技个股位列净流入前列，表明北向资金对硬科技产业持续布局。同时，有色金属板块相关个股获资金流入，与行业层面的增配趋势高度一致。

减仓方向主要集中于传统消费、医药及部分金融权重股。贵州茅台、五粮液等白酒龙头，以及药明康德等医药核心公司位列净流出前列，反映外资对相关板块配置权重的阶段性下调。非银金融与银行板块中亦有部分个股出现净流出，但整体幅度相对有限，更偏向结构性调整而非系统性减配。

25Q4 陆股通的结构变化对 A 股风格与板块轮动呈现出一定指向性：一方面，增量主要集中在有色金属、电力设备等方向，说明外资对“产业趋势+景气弹性”的关注度阶段性抬升，相关板块在资金层面更容易获得边际支撑；另一方面，食品饮料、医药生物等传统防御板块市值回落，叠加相关个股净流出居前，可以看出外资在该类资产上的风险偏好与估值约束仍偏严格，短期内更可能以权重再定价与结构出清为主。与此同时，电子板块“重仓但市值回落”的特征，更多体现为科技内部的结构切换而非整体态度反转，资金偏好向硬科技与产业链关键环节集中、对高估值与前期涨幅较高的子方向更为敏感。

总体来看，2025 年第四季度陆股通资金延续“重结构、轻总量”的配置特征，行业层面呈现出由传统防御型板块向资源品与产业趋势方向倾斜的格局。其行业与个股选择对后续 A 股结构性行情的方向判断与风格验证具有一定参考价值，后续重点观察上述增量方向的延续性以及被减配板块的边际企稳信号。

图表 16. 25Q4 陆股通各一级行业持股市值&市值增减



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 17. 25Q4 陆股通净流入/净流出前 20 只个股

序号	股票代码	股票简称	一级行业	二级行业	净流入 (亿元)	25Q4 涨 跌幅(%)	序号	股票代码	股票简称	一级行业	二级行业	净流入 (亿元)	25Q4 涨 跌幅(%)
1	300750.SZ	宁德时代	电力设备	电池	122.03	(8.64)	1	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	白酒 II	(86.11)	(4.63)
2	002475.SZ	立讯精密	电子	消费电子	59.00	(12.34)	2	603259.SH	药明康德	医药生物	医疗服务	(50.41)	(19.09)
3	000338.SZ	潍柴动力	汽车	汽车零部件	51.55	22.68	3	002594.SZ	比亚迪	汽车	乘用车	(47.41)	(10.52)
4	600036.SH	招商银行	银行	股份制 银行 II	43.48	4.18	4	300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	医疗器械	(40.94)	(22.48)
5	601318.SH	中国平安	非银金融	保险 II	34.27	24.12	5	300059.SZ	东方财富	非银金融	证券 II	(38.57)	(14.53)
6	601600.SH	中国铝业	有色金属	工业金属	32.97	48.30	6	601127.SH	赛力斯	汽车	乘用车	(35.35)	(29.50)
7	605117.SH	德业股份	电力设备	光伏设备	31.69	6.42	7	002352.SZ	顺丰控股	交通运输	物流	(34.19)	(4.98)
8	002371.SZ	北方华创	电子	半导体	30.77	1.49	8	601688.SH	华泰证券	非银金融	证券 II	(33.51)	8.36
9	603986.SH	兆易创新	电子	半导体	23.49	0.45	9	000858.SZ	五粮液	食品饮料	白酒 II	(25.57)	(12.79)
10	300394.SZ	天孚通信	通信	通信设备	23.17	21.00	10	600104.SH	上汽集团	汽车	乘用车	(25.16)	(11.10)
11	300274.SZ	阳光电源	电力设备	光伏设备	20.87	5.59	11	002384.SZ	东山精密	电子	元件	(20.06)	18.39
12	600362.SH	江西铜业	有色金属	工业金属	20.31	54.75	12	600030.SH	中信证券	非银金融	证券 II	(19.83)	(3.98)
13	600309.SH	万华化学	基础化工	化学制品	20.17	15.17	13	002648.SZ	卫星化学	基础化工	化学原料	(19.39)	(8.58)
14	600489.SH	中金黄金	有色金属	贵金属	20.14	6.52	14	600406.SH	国电南瑞	电力设备	电网设备	(18.15)	(2.09)
15	300408.SZ	三环集团	电子	元件	19.27	(1.25)	15	603501.SH	豪威集团	电子	半导体	(17.65)	(16.72)
16	603799.SH	华友钴业	有色金属	能源金属	17.72	3.58	16	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	化学制药	(17.57)	(16.74)
17	601138.SH	工业富联	电子	消费电子	17.59	(6.00)	17	601838.SH	成都银行	银行	城商行 II	(17.27)	(6.55)
18	301308.SZ	江波龙	电子	半导体	17.39	37.53	18	601901.SH	方正证券	非银金融	证券 II	(17.02)	(4.18)
19	002156.SZ	通富微电	电子	半导体	17.09	(6.15)	19	603939.SH	益丰药房	医药生物	医药商业	(16.97)	(11.89)
20	002850.SZ	科达利	电力设备	电池	16.74	(19.34)	20	002050.SZ	三花智控	家用电器	家电零部 件 II	(16.40)	14.21

资料来源：东方财富，同花顺 iFinD，中银证券；注：净流入值通过 25Q4 陆股通对个股的持股变动与区间平均收盘价估算

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371