



A 股策略周报 20260118

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001）
mouyiling@gjzq.com.cn fangzhiyong@gjzq.com.cn

市场的阶段与主题投资的位置

历次市场“降温”并非行情见顶的核心标志

本周（2026-01-12 至 2026-01-16，全文同）商品和股票市场同时出现了“降温”，让对应市场的交易情绪也有所回落，但我们在此次监管“降温”的观点是：更有利于稳定投资者的预期。因为从沪深 300 本轮年初以来隐含波动率和历史波动率出现的背离来看，意味着虽然市场在本周监管“降温”之前一直处于上涨的趋势中，但投资者担心未来的波动反而会放大。所以其实如果没有监管的出手，可能市场本身也会在未来的某个时点面临回撤。从资金层面来看，以机构持有为主的 ETF 出现了明显的赎回，参与两融交易的投资者数量开始见顶回落。**历史上看，在市场快速上行的过程中出现监管“降温”的案例屡见不鲜，但与市场顶部往往不是一一对应。**比如 2015 年的两次监管收紧之后，市场的顶部也就随之出现，但存在一个月的时滞；而 2019 年和 2020 年的监管收紧之后，市场虽然短期也会有所回撤，但后续股指也都突破了前高。此次监管“降温”并不改变我们中长期对于权益市场中枢上移的看法。当下可能更值得讨论的是在监管“降温”之后，此前市场较为火热的主题投资未来会如何演绎。

不同类别主题投资历史复盘：政策与产业类主题更关注业绩兑现，事件驱动和全新主题关注交易热度

我们以 Wind 概念指数作为分析主题投资的样本，根据以下指标来判定何时主题投资处于占优阶段：区间内概念指数跑赢万得全 A 的占比 $\geq 50\%$ 。通过历史复盘来看，2000 年以来一共有 4 个主题投资明显占优阶段：2004 年 Q4 至 2006 年 Q2、2008 年 Q4 至 2011 年 Q2、2013 年 Q4 至 2017 年 Q1 以及 2022 年 Q4 至 2024 年 Q1。上述 4 个主题投资占优的阶段大部分时间都对应对应 A 股的盈利下行周期。历史上 A 股盈利下行周期中，要么会有重大政策出台，要么有超越盈利下行趋势的产业周期出现，由此带来了相关政策主题/产业主题的重大机遇。除此以外，也会有一些事件驱动型主题甚至是全新主题穿插其中，但并非主角。**因此对于主题投资整体而言，决定其是否占优/表现持续性的核心在于 A 股的盈利周期，期间政策收紧或者市场“降温”都不是终结主题投资的核心因素。**但对于不同类型主题投资而言，影响其行情节奏的因素不尽相同，总结而言：对于政策类和产业驱动型主题而言，业绩兑现是主题是否终结的核心因素；对于全新主题和事件驱动型主题，交易热度以及监管收紧对行情影响更大。

当下这一轮主题投资走到什么阶段了？

当下这一轮主题投资整体而言其实还未达到明显占优的特征，但已经处于热度明显上升的阶段：本周跑赢全 A 的主题指数占比仅为 48.43%，还未超过 50% 的阈值，但已经自 2025 年 11 月以来持续抬升；而上涨主题个数的占比实际上已经超过了 2023 年 Q1，达到 54%。从本轮代表性主题来看，领涨全市场的主题主要集中于商业航天和 AI 应用相关概念主题。但在本周降温之后这两大核心主题的交易情绪都有所回落，尤其是商业航天出现了大幅回撤。尽管如此，如果类比 1980-1990s 美苏争霸时期由于军备竞赛带来的美股相关军工股票的主题投资机遇，投资者对于具备长期宏大叙事的主题投资的业绩容忍度可能会更高。况且与历史上典型的主题占优阶段的代表性主题涨跌幅和估值扩张幅度对比来看，当前主题投资行情不算极端。

产业主题行情的环境土壤仍在，中长期建议布局基本面的潜在变化

历史上监管“降温”并非主导行情结束的核心驱动，市场在后续反而大概率会继续创新高。对于主题投资而言，本轮主题投资实际上还未进入到指标意义上的“占优”，但主题投资的热度开始持续升温；即便本周监管“降温”，也只是让前期局部过热的主题出现了调整，而以 AI 应用、机器人为代表的相对滞涨或不那么过热的主题仍在持续轮动表现。从历史规律来看政策类和产业驱动类主题的行情级别远高于事件驱动类和全新主题，但核心还是在于业绩的兑现和验证；而具备长期宏大叙事的主题，投资者对于业绩的容忍度也会大幅提升，只不过需要关注交易过热的风险。因此结合历史规律和当前位置的判断，我们认为产业主题行情的市场环境、政策环境土壤仍在，下一个关键验证时点在于 4 月份一季报的业绩披露。结合短期的成交情绪和滞涨程度，我们对于当前热门主题的排序是：**人形机器人 > AI 应用 > 脑机接口 > 商业航天**等。而主题之外，我们依旧看好中长期基本面潜在变化带来的相关领域的投资机遇，继续推荐：一是继续看好 AI 投资与全球制造业复苏共振的工业资源品——**铜、铝、锡、锂、原油及油运**；二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——**电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车**，以及国内制造业底部反转品种——**印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉、晶圆制造**等；三是抓住入境修复与居民增收叠加的消费回升通道——**航空、免税、酒店、食品饮料**；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的非银（**保险、券商**）。

风险提示

历史复盘不代表未来；监管政策持续大幅收紧。

内容目录

1、历次市场“降温”之后.....	4
2、主题投资的历史复盘.....	5
3、当下这一轮主题投资走到什么阶段了？.....	10
4、产业主题行情的环境土壤仍在，中长期建议布局基本面的潜在变化.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 本周商品期货和股票市场的交易规则和监管态度都有所收紧	4
图表 2： 从沪深 300 隐含波动率和历史波动率背离看，在监管收紧之前市场已经为不确定性支付了较高的溢价	4
图表 3： 本周以机构持有为主的 ETF 出现了明显的赎回，但以个人持有为主的 ETF 还在被净申购.....	4
图表 4： 两融余额还在续创新高，但参与两融交易的投资者数量开始大幅下降	4
图表 5： 历史上监管收紧从来都不精准地对应着市场顶部的出现	5
图表 6： 2013 年之后才开始出现主题投资	5
图表 7： 新增主题也绕不开当时市场的核心板块，比如 2013 年移动互联网、2017 年消费白马、2020 年核心资产等.....	6
图表 8： 不同类型主题分类下的典型主题举例	6
图表 9： 历史上一共有 4 个主题投资明显占优的阶段	7
图表 10： 主题投资占优的阶段大多对应着 A 股的盈利下行周期，期间会有重大政策或者突破宏观下行周期的产业趋势出现.....	7
图表 11： 乡村振兴的政策与主题表现：往往在各部门、各地方配套政策文件出台之后开启主升浪.....	8
图表 12： 高换手和高成交额既不是乡村振兴主题投资的充分条件，也不是必要条件（虚线部分表示主题回落）	8
图表 13： 2023 年 Q1 是 AI 投资的主升浪，随后波动下行，远远跑输英伟达	8
图表 14： 在 AI 全新主题的驱动下，2023 年 Q1TMT 板块的交易热度迅速拉升，达到极端值水平	8
图表 15： TMT 的盈利预测总是滞后于行情，先后经历了大幅上调-趋势性下调-再到大幅上修的过程	9
图表 16： 2023 年以来 AI 应用代表性标的大幅跑输 AI 硬件代表性标的，但中间也存在行情的切换	9
图表 17： 2021 年的“限电限产”事件驱动类主题投资历时 2 个月左右	9
图表 18： 2021 年 8-9 月强周期板块的成交额占比持续上行，而茅指数、宁组合的成交额占比则持续下行 ..	10
图表 19： 2021 年 8-9 月强周期板块的日均换手率同样持续大幅上行	10
图表 20： 当下这一轮主题投资仍处于升温阶段，但跑赢全 A 的主题指数占比仍低于 50%	10
图表 21： 这一轮主题投资升温阶段，领涨主题主要集中于商业航天、AI 应用这两大领域；但本周降温之后商业 ..	10



航天相关主题回撤明显，AI 应用表现相对较好 11

图表 22： 本轮商业航天的成交情绪处于历史极端值水平，AI 应用的成交情绪虽然也突破前高，但相较之下远低于商业航天..... 11

图表 23： 1980-1990 美苏称霸期间，航天竞赛代表性标的波音大幅跑赢市场和 IT 代表性股票 IBM..... 11

图表 24： 和历次主题占优阶段表现前 20 的主题平均涨跌幅和 PE 估值扩张幅度相比，本轮主题投资的行情幅度明显低于历史平均水平..... 12

图表 25： 当前热门主题中，成交情绪和过去一段时间涨跌幅都相对较低的是人形机器人，其次是 AI 应用、脑机接口、商业航天..... 12

1、历次市场“降温”之后

本周（2026-01-12至2026-01-16，全文同）商品期货和股票市场同时出现了“降温”：期货交易所在针对热门、上涨较快的商品品种提高了交易规则的限制，比如针对碳酸锂提高了手续费和日开仓限额；本周四经证监会批准，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%提高到100%。与此同时本周五证监会在部署2026年工作会议上强调“严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落”。

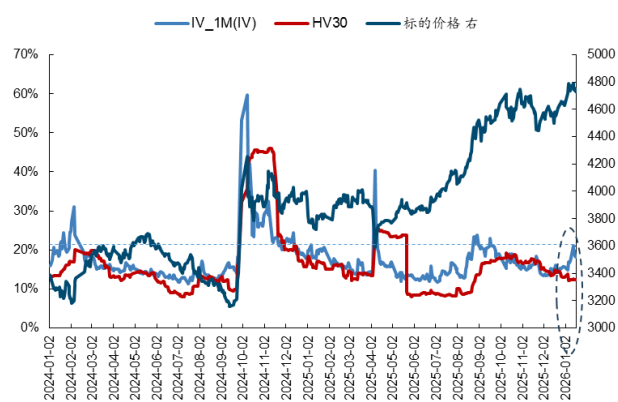
我们对此监管“降温”的观点是：更有利于稳定投资者的预期。因为从沪深300本轮年初以来的上涨来看，隐含波动率和历史波动率出现了明显的背离，这背后意味着虽然市场在本周监管“降温”之前一直处于上涨的趋势中，但投资者担心未来的波动反而会放大。所以其实如果没有监管的出手，可能市场本身也会在将来的某个时点面临回撤。而监管出手反而让隐含波动率开始下降，向历史波动率收敛，预期也趋于稳定。

图表1：本周商品期货和股票市场的交易规则和监管态度都有所收紧

日期	事件	具体内容
2026/1/13	广期所收紧碳酸锂期货交易规则	自1月15日起上调碳酸锂期货多合约交易手续费至成交金额的万分之三点二，同时对远期合约设置单日400手的开仓限额（套期保值与做市交易除外）
2026/1/14	上调融资保证金比例	针对新开融资合约，适度调整融资保证金比例从80%提高至100%
2026/1/16	上期所收紧白银、镍期货交易限额	多个白银期货的日内开仓交易最大数量为3000手，镍期货为2500手
2026/1/16	证监会部署2026年工作	强化交易监管和信息披露监管，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落

来源：华尔街见闻、新浪财经等，国金证券研究所

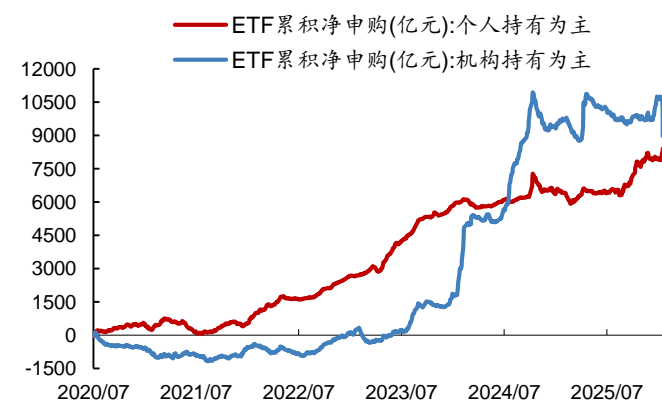
图表2：从沪深300隐含波动率和历史波动率背离看，在监管收紧之前市场已经为不确定性支付了较高的溢价



来源：wind，国金证券研究所。注：此处的标的价格指沪深300收盘价。

但从资金层面来看，目前还只是以机构持有为主的ETF出现了明显的赎回，以个人持有为主的ETF还在被净申购，而且两融余额还在续创新高。不过，值得注意的是参与两融交易的投资者数量开始见顶回落，出现明显下降。

图表3：本周以机构持有为主的ETF出现了明显的赎回，但以个人持有为主的ETF还在被净申购



来源：wind，国金证券研究所

图表4：两融余额还在续创新高，但参与两融交易的投资者数量开始大幅下降



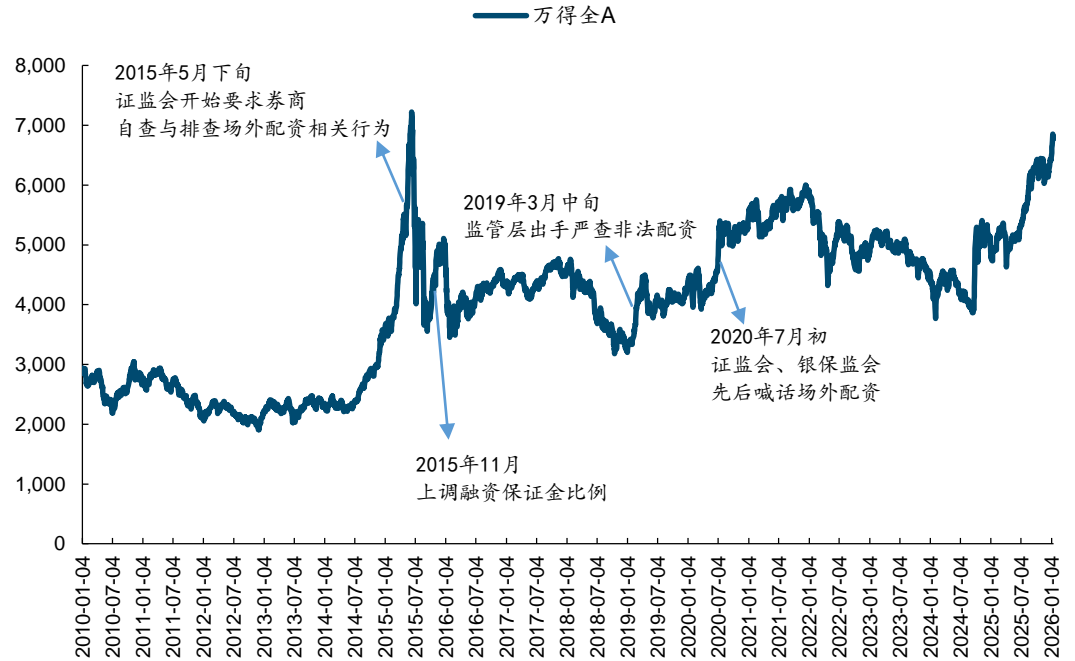
来源：wind，国金证券研究所

历史上看，在市场快速上行的过程中出现监管“降温”的案例屡见不鲜，比如典型的2015年5月下旬开始证监会就对场外配资持续施加压力；2015年11月也曾上调过融资保证金比例；2019年3月中旬在春季躁动愈演愈烈之时监管层出手严查非法配资；2020年7月初市场加速上行之际，证监会和银保监会又开始关注场外配资的问题。2015年的两次监管收紧之后，市场的顶部也就随之出现，但也存在一个月的时滞；而2019年和2020年的



监管收紧之后，市场虽然短期也会有所回撤，但后续股指也都突破了前高。

图表5：历史上监管收紧从来都不精准地对应着市场顶部的出现



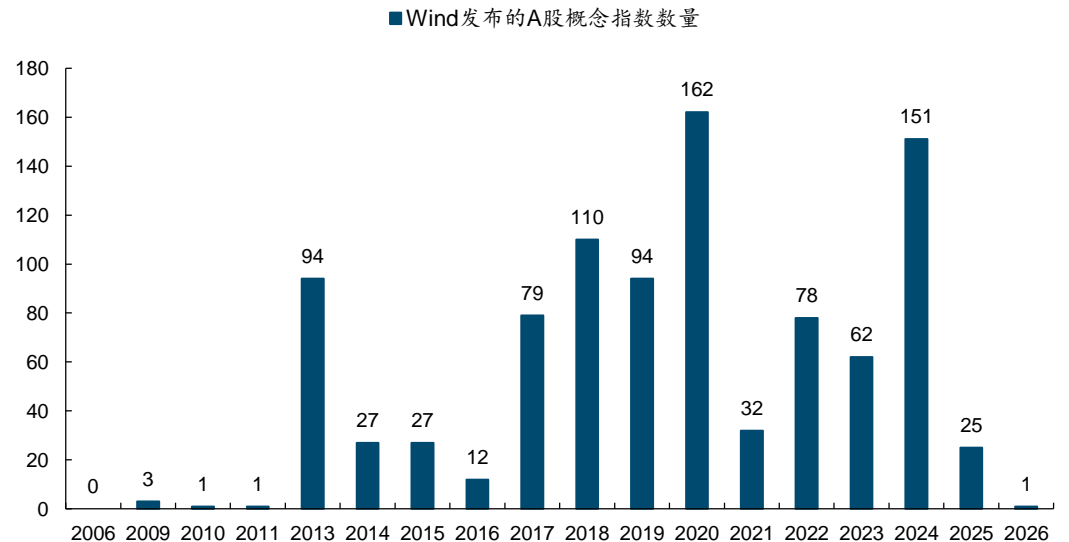
来源：wind，国金证券研究所

综上，此次监管“降温”并不改变我们中长期对于权益市场中枢上移的看法。当下可能更值得讨论的是在监管“降温”之后，此前市场较为火热的主题投资未来会如何演绎，下面我们将通过历史复盘以及对比来回答这个问题。

2、主题投资的历史复盘

我们以Wind概念指数作为分析主题投资的样本，历史上发布数量较多的年份为2013年、2017-2020年以及2022-2024年。从新增的概念指数所涉及的领域来看，比如2013年的“智能+系列”和“移动互联网+”、2017年的消费白马、2019年的消费电子、2020年的核心资产、2023年的AI与中特估、2024年的央企系列概念指数、AI相关概念指数等，主题投资也绕不开当时市场的核心板块。

图表6：2013年之后才开始出现主题投资



来源：wind，国金证券研究所



图表7：新增主题也绕不开当时市场的核心板块，比如2013年移动互联网、2017年消费白马、2020年核心资产等

年份	新增概念指数涉及的领域
2013	智能+、移动互联网+、新能源、自贸区、环境治理等
2017	行业龙头/白马、食品饮料、农林牧渔、锂钴钒钛等原材料
2018	医药、央企国企国资、乡村振兴、基建、金融开放等
2019	消费电子、陆股通相关概念
2020	疫情相关概念、锂电池相关、华为、半导体、光伏、核心资产/茅指数、顺周期
2022	地方国资、各类电池、新冠检测、数字数据相关
2023	AI相关概念指数、中特估、新质生产力等
2024	万得央企系列概念指数、Sora、Kimi等

来源：wind，国金证券研究所

根据驱动因素的不同，我们可以将主题投资分为以下4大类：

(1) 政策驱动型主题。这一类的主题主要由重大政策催生，由中央到地方，层层推进，根据政策发布部门的级别和政策涉及领域类型可以进一步分类，包括产业政策（各部级）、财政政策（国务院、财政部）、货币政策（央行）、资本市场政策（证监会）等。比如2004年的国企改革、2008年的“四万亿”投资计划、2013年放宽上市融资条件、2014年的双创政策等。

(2) 产业驱动型主题。这一类的主题主要由产业周期催生，产业出现了明显的上升趋势，从而带来了产业链上的企业基本面出现爆发式增长。比如2013-2015年的移动互联网产业周期、2019年的新能源、半导体、2022年底以来的AI产业链等。

(3) 特定事件驱动型主题。这一类的主题主要由短暂的事件驱动催生，比如奥运会概念、世界杯主题、地缘政治问题爆发等。

(4) 全新主题。这一类的主题一般是对于遥远的未来技术进步的畅想，而实际上基本面并未出现明显的变化，比如2014年的无人驾驶、2015年的人工智能等。不过有时候全新主题最终也会演化为产业主题，核心在于业绩是否能够被持续验证。

图表8：不同类型主题分类下的典型主题举例

主题分类	典型主题举例
政策主题	成渝特区、海南自贸港、乡村振兴、数字经济、国企改革、中特估、一带一路、金融开放/改革、西部大基建、供销社、长三角自贸区、专精特新等
产业主题	工业4.0、Sora、ChatGPT、小米产业链、新能源、新材料、高端装备、宁德时代产业链、华为汽车、半导体材料、6G指数、英伟达产业链指数等
事件主题	重组指数、冬奥会、借壳上市、猪瘟疫苗、世界杯、外资并购、增持等
全新主题	人形机器人、飞行汽车、6G、磁电存储等

来源：wind，国金证券研究所

我们将根据以下指标来判定何时主题投资处于占优阶段：区间内（最小周期设定为周度，滚动一年计算）概念指数跑赢万得全A的占比 $\geq 50\%$ 。通过历史复盘来看，2000年以来一共有4个主题投资明显占优阶段：

(1) 2004年Q4至2006年Q2，那时领涨的主题主要是中海油系、中国黄金系和中科院系概念指数；

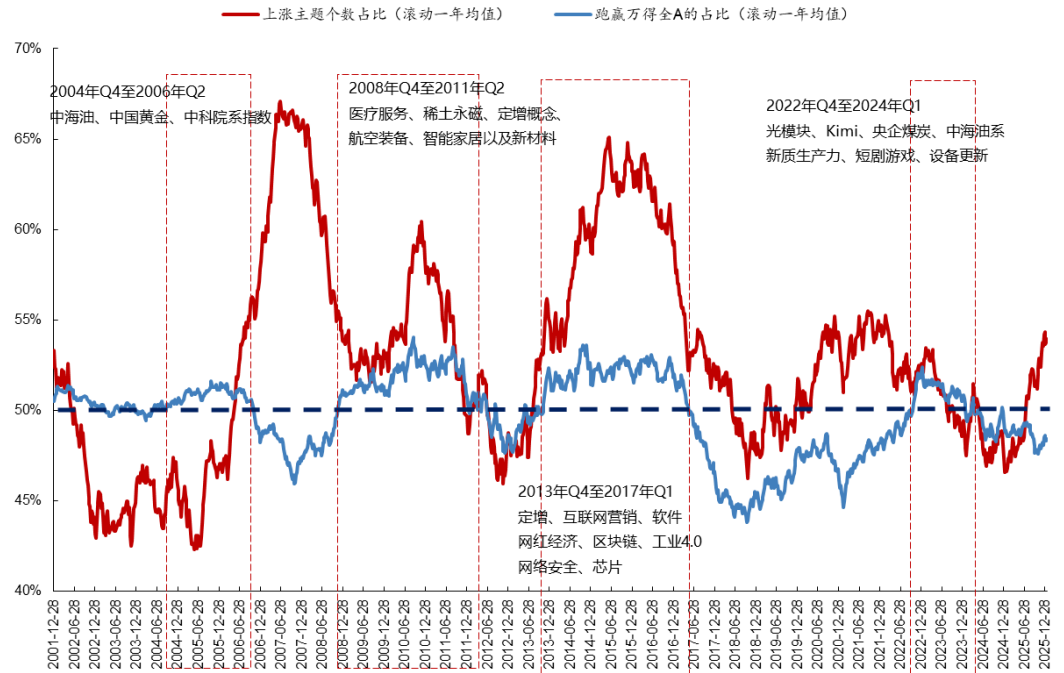
(2) 2008年Q4至2011年Q2，领涨主题是医疗服务、稀土永磁、定增概念、航空装备、智能家居以及新材料等；

(3) 2013年Q4至2017年Q1，领涨主题包括定增概念以及移动互联网的相关主题；

(4) 2022年Q4至2024年Q1，领涨主题包括AI相关的光模块、Kimi、短剧游戏、AIGC和算力，以及资源相关的央企煤炭、中海油系，政策相关的新质生产力等。



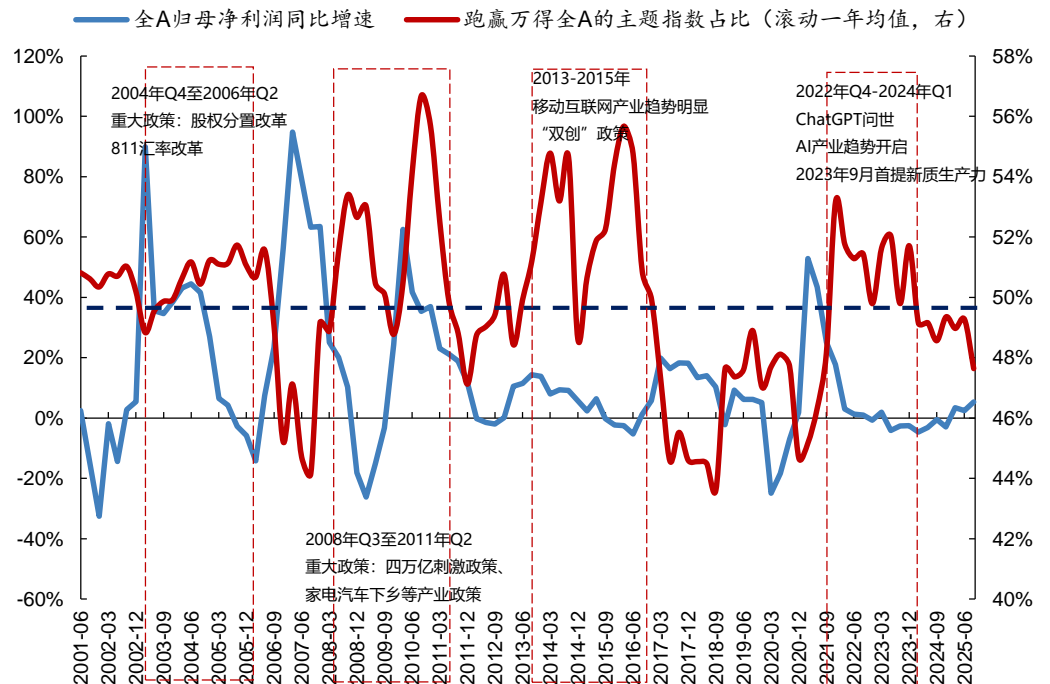
图9：历史上一共有4个主题投资明显占优的阶段



来源：wind, 国金证券研究所

上述4个主题投资占优的阶段大部分时间都对应着A股的盈利下行周期。历史上A股盈利下行周期中，要么会有重大政策出台（比如2005年的股权分置改革/811汇改、2008年底的“四万亿”刺激计划），要么有超越盈利下行趋势的产业周期出现（2013-2015年的移动互联网、2022年底至今的AI），由此带来了相关政策主题/产业主题的重大机遇。除此以外，也会有一些事件驱动型主题（比如2021年的“限电限产”）甚至是全新主题（比如6G、飞行汽车等）穿插其中，但并非主角。

图10：主题投资占优的阶段大多对应着A股的盈利下行周期，期间会有重大政策或者突破宏观下行周期的产业趋势出现



来源：wind, 国金证券研究所

因此对于主题投资整体而言，决定其是否占优/表现持续性的核心在于A股的盈利周期，

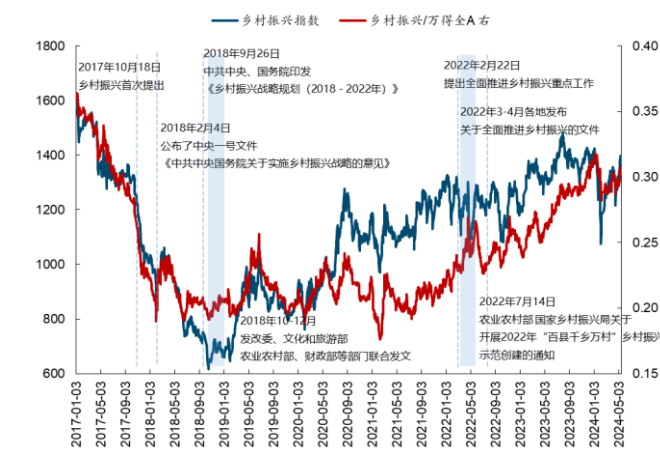


期间政策的收紧或者市场“降温”都不是终结主题投资的核心因素。但对于不同类型的主题投资而言，影响其行情节奏的因素不尽相同，接下来我们分别进行复盘分析。

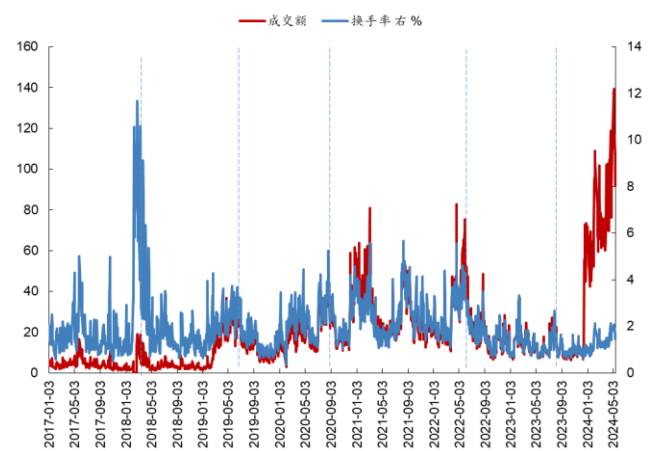
(1) 对于政策类主题而言，我们以乡村振兴为例：往往政策类主题行情开启都在政策文件明确出台之后，但中间会由于市场对于政策的认知和落地预期导致主题行情的波折，最终政策主题的终结主要来自政策催化停滞叠加上市公司业绩迟迟未见兑现。具体来看：2017年10月18日乡村振兴首次提出，但乡村振兴指数却大幅下跌并跑输市场，市场投资者对新提出的政策概念并不“买账”。直到2018年2月4日中央一号文件出台之后，市场才开始有所反应，但行情也并未持续很久。2018年9月26日，2018-2022年乡村振兴战略规划出台，市场并未立刻上涨，而是等到发改委等多个部门联合发文对乡村振兴进行进一步支持之后，乡村振兴主题开始触底反弹并跑赢全A。2022年Q1也是如此，2022年2月22日提出一号文件之后市场并未立刻上涨，而是等到3-4月各地政府发布相关文件、7月农业农村部联合国家乡村振兴局发布“百县千乡万村”之后开始趋势性行情。值得注意的是，并非所有的高换手和高成交额时刻都对应着行情的终结，而是会维持一段时间。

图表11：乡村振兴的政策与主题表现：往往在各部门、各地方配套政策文件出台之后开启主升浪

图表12：高换手和高成交额既不是乡村振兴主题投资的充分条件，也不是必要条件（虚线部分表示主题回落）



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

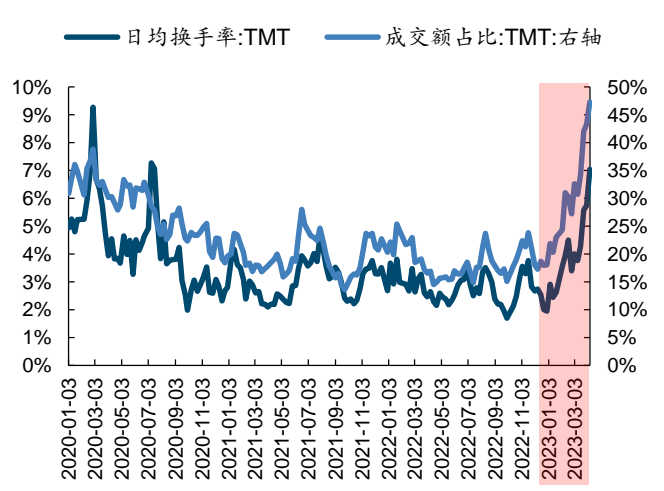
(2) 对于产业驱动型&全新主题而言，我们以2023年的AI为例：彼时的AI还算是全新主题，2022年10月ChatGPT的问世，在产业信息爆发的环境下，2023年Q1的AI主题投资迎来了主升浪。当时市场对于TMT的盈利预测甚至还在下降，一直到市场交易过热之后才有所回升。但随着交易热度达到历史极端值以及产业负面信息开始逐步取代此前的产业利好信息，AI主题投资持续回落。

图表13：2023年Q1是AI投资的主升浪，随后波动下行，远远跑输英伟达

图表14：在AI全新主题的驱动下，2023年Q1TMT板块的交易热度迅速拉升，达到极端值水平



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

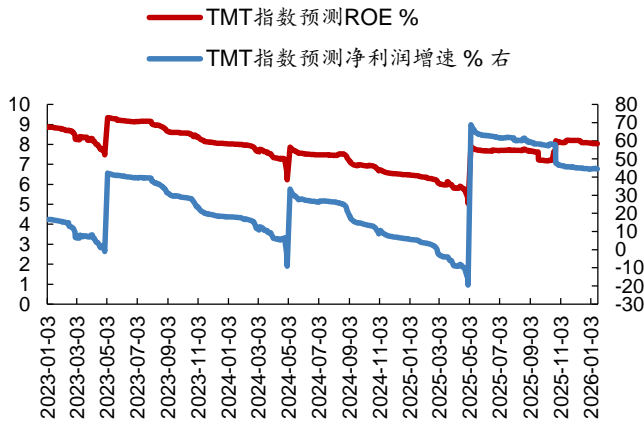
随后伴随着海外AI产业趋势的持续验证，资本开支预期大幅上调，AI主题投资开始逐步



转为以 AI 算力产业链为代表的高景气、产业赛道投资，业绩预期大幅上修。到了当下，经历了 2025 年的产业浪潮之后，市场关注的焦点又开始像 2023 年 Q1 时一样转向下游应用侧，核心原因在于市场对未来 AI 资本开支持续性的担忧以及上市公司业绩预期开始出现明显分化，重新寄希望于 AI 应用的突破和爆发。

图表15: TMT 的盈利预测总是滞后于行情，先后经历了大幅上调-趋势性下调-再到大幅上修的过程

图表16: 2023 年以来 AI 应用代表性标的大幅跑输 AI 硬件代表性标的，但中间也存在行情的切换

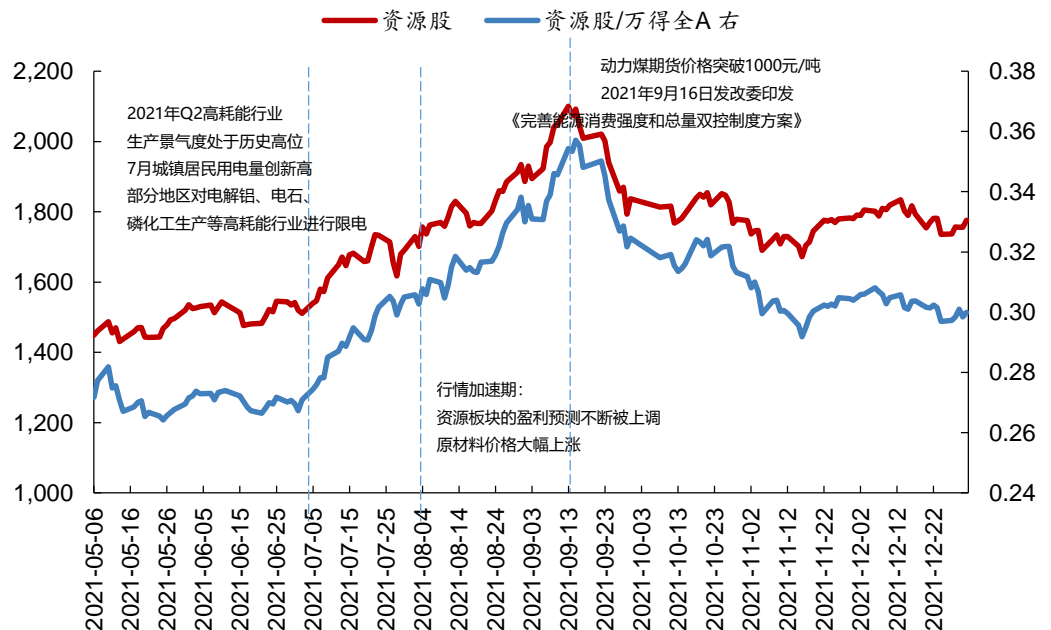


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

对于事件驱动类主题投资，我们以 2021 年 Q3 的“双碳”叠加“限电限产”为例：事件驱动类主题投资往往周期较短，市场反应十分迅速和剧烈，但与此同时也具备较强的政策/基本面可跟踪性，同时市场的交易热度基本上也决定了行情的终结。具体来看：2021 年 7 月，限电限产主题行情的开启背后是全国多地出现用电紧张，用电量、用电负荷历史记录不断被刷新。2021 年 8 月-9 月中旬，行情加速，强周期板块“一枝独秀”。强周期行情出现了明显的过热，与此同时以动力煤为代表的商品价格也在不断上涨。2021 年 9 月中旬之后，限电限产主题行情的结束：随着限电及能耗双控的严格推进，标志性事件是 2021 年 9 月 16 日发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，市场开始表达对于周期板块的下游需求的担心，认为价格的上涨是不可持续的。但其实能耗双控等政策从 8 月就已经开始出现了，8 月 20 日当周强周期行情也暂歇了一周，但市场一直到 9 月中旬才真正意识到这一点。

图表17: 2021 年的“限电限产”事件驱动类主题投资历时 2 个月左右

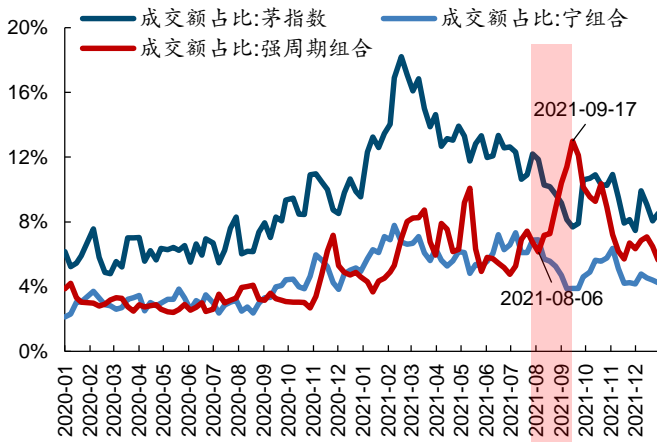


来源: wind, 国金证券研究所

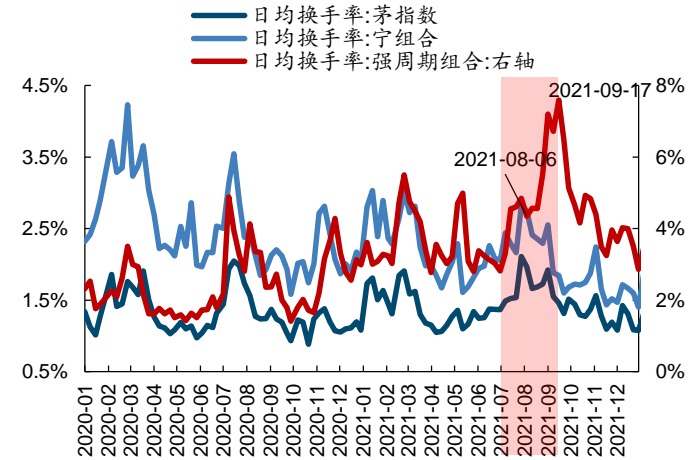


图表18：2021年8-9月强周期板块的成交额占比持续上行，而茅指数、宁组合的成交额占比则持续下行

图表19：2021年8-9月强周期板块的日均换手率同样持续大幅上行



来源：wind，国金证券研究所



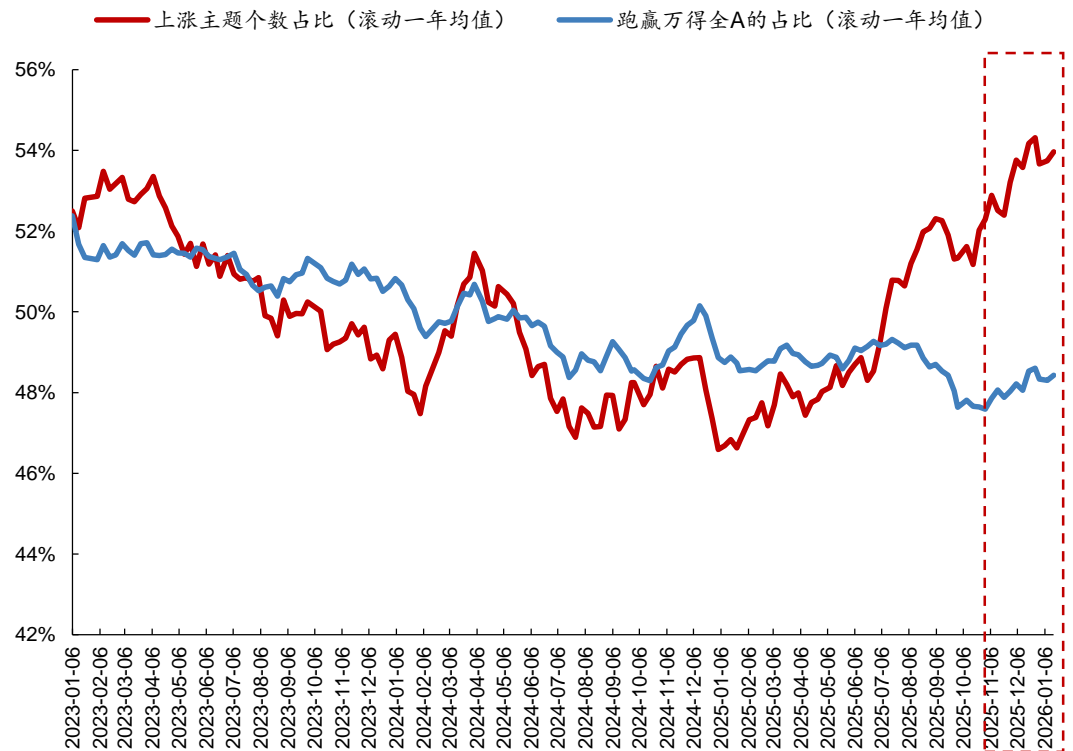
来源：wind，国金证券研究所

所以总结而言对于政策类和产业驱动型主题而言，业绩兑现是主题是否终结的核心因素；对于全新主题和事件驱动型主题而言，交易热度以及监管收紧对行情的影响更大。

3、当下这一轮主题投资走到什么阶段了？

当下这一轮主题投资，整体而言其实还未达到明显占优的特征，但已经处于热度明显上升的阶段：本周跑赢全A的主题指数占比仅为48.43%，还未超过50%的阈值，但已经自2025年11月以来持续抬升；而上涨主题个数的占比实际上已经超过了2023年Q1，达到54%。

图表20：当下这一轮主题投资仍处于升温阶段，但跑赢全A的主题指数占比仍低于50%



来源：wind，国金证券研究所

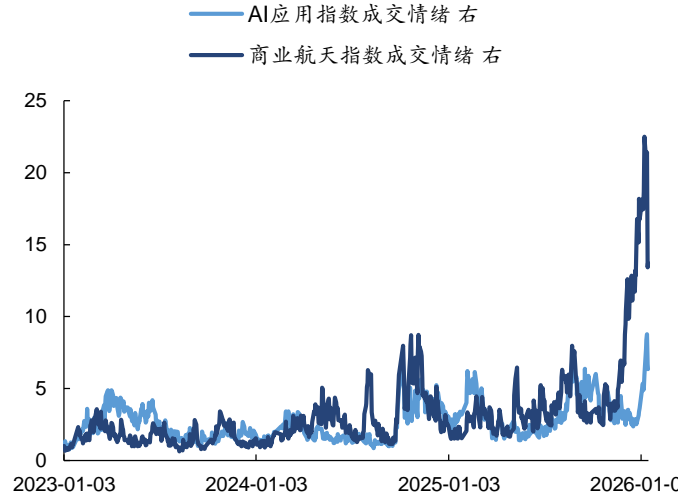
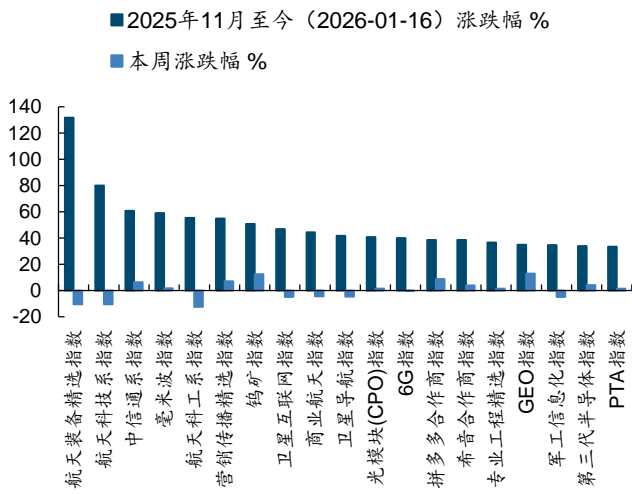
从本轮的代表性主题来看，2025年11月至今（2026-01-16）领涨全市场的主题主要集中于商业航天和AI应用相关概念主题。商业航天主题启动背后主要由国家战略性政策出台以及在中美博弈背景下科技强国的战略地位所支撑，2025年11月25日国家航天局印发



《国家航天局推进商业航天高质量发展安全发展行动计划（2025—2027年）》，成为行情的主要导火索；与此同时产业层面也开始持续有催化印证，比如2025年12月29日，我国向国际电信联盟（ITU）一次性申报超20万颗卫星频轨资源，直接点燃了资本市场对于商业航天的预期。所以商业航天更像是政策+产业驱动类的综合性主题。而AI应用主题投资的再度回归则是基于产业本身的催化：一方面智谱、MiniMax两家通用大模型企业相继在港交所上市，引发资本市场的关注；另一方面，DeepSeek将计划于2月中旬推出最新旗舰模型V4；同时随着谷歌、亚马逊等巨头试点AI购物助手，国内电商平台也通过AI生成商品推荐文案，AI+传媒营销成为新热点。但在本周降温之后这两大核心主题的表现出现了明显分化：商业航天相关概念主题出现了明显的回撤，而AI应用表现相对较好，核心差异在于AI应用前期整体涨幅以及成交情绪都明显低于商业航天。

图表21：这一轮主题投资升温阶段，领涨主题主要集中于商业航天、AI应用这两大领域；但本周降温之后商业航天相关主题回撤明显，AI应用表现相对较好

图表22：本轮商业航天的成交情绪处于历史极端值水平，AI应用的成交情绪虽然也突破前高，但相较之下远低于商业航天

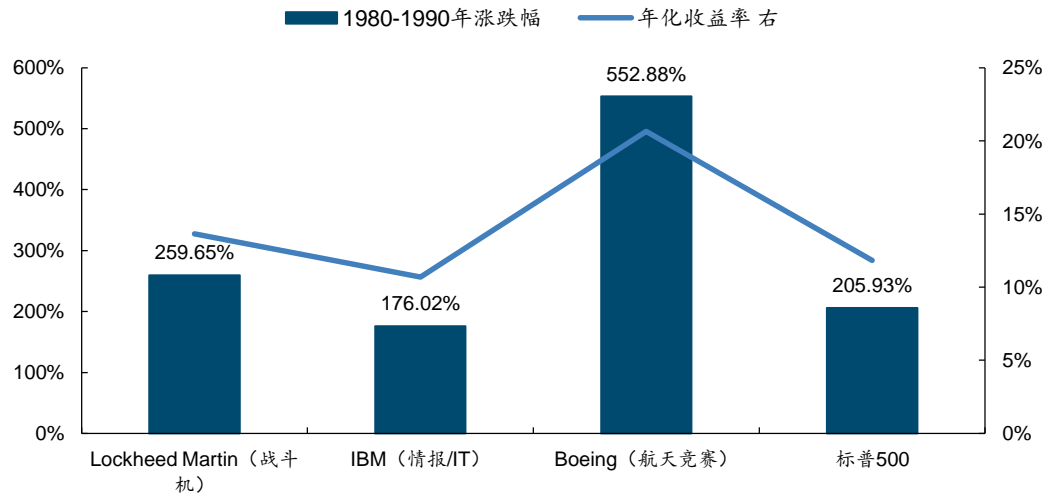


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所。注：商业航天的PE估值未显示部分为高于100倍的值或者负值；成交情绪为成交额和换手率合成指标，2024-01-03=1。

尽管如此，如果类比1970-1980s美苏争霸高峰时期由于军备竞赛带来的美股相关军工股票的主题投资机遇，以波音为代表的航天竞赛代表性标的大幅跑赢标普500和IBM

图表23：1980-1990美苏称霸期间，航天竞赛代表性标的波音大幅跑赢市场和IT代表性股票IBM



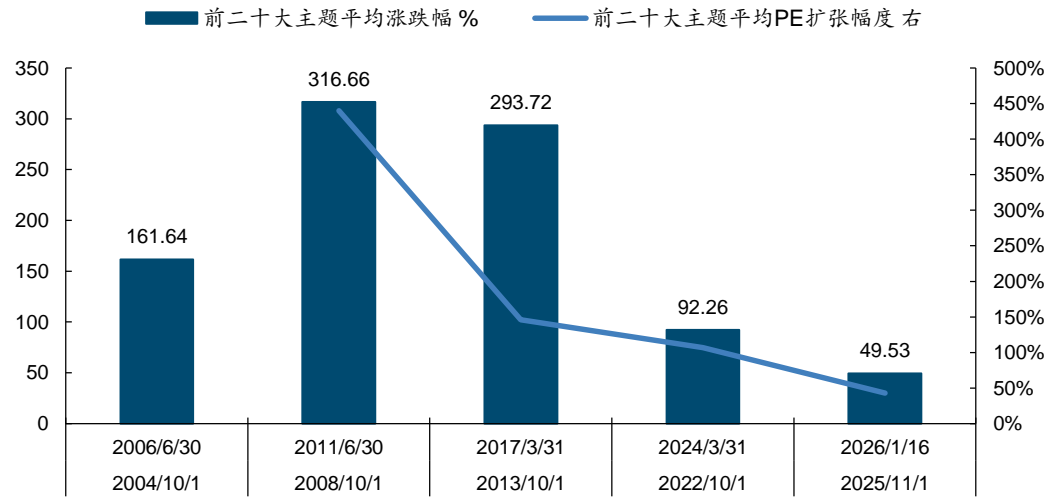
来源：wind，国金证券研究所

况且，与历史上典型的主题占优阶段的代表性主题涨跌幅和估值扩张幅度对比来看，当前



主题投资的结构性过热也不算很极端。

图表24: 和历次主题占优阶段表现前20的主题平均涨跌幅和PE估值扩张幅度相比, 本轮主题投资的行情幅度明显低于历史平均水平

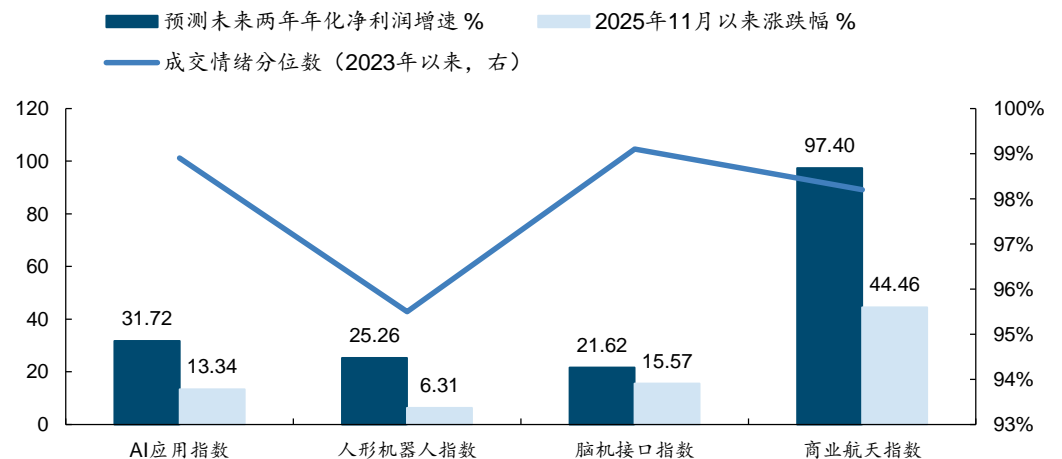


来源: wind, 国金证券研究所

4、产业主题行情的环境土壤仍在, 中长期建议布局基本面的潜在变化

本周市场在监管“降温”背景之下结束了此前连续上涨的趋势, 市场成交情绪也有所回落, 而热门主题概念商业航天也出现了明显的回撤。但从历史上看, 监管“降温”并非主导行情结束的核心驱动, 市场在后续反而大概率会继续创新高。对于主题投资而言, 历史上主题投资盛行的阶段往往对应着A股的盈利周期下行期。本轮实际上主题投资还未进入到指标意义上的“占优”, 但主题投资的热度开始持续升温, 即便本周监管“降温”, 也只是让前期局部过热的主题出现了调整, 而以AI应用、机器人为代表的相对滞涨或不那么过热的主题仍在持续轮动表现。从历史规律来看政策类和产业驱动类主题的行情级别远高于事件驱动类和全新主题, 但核心还是在于业绩的兑现和验证; 而具备长期宏大叙事的主题对于业绩的容忍度也会大幅提升, 只不过需要关注的交易热度的过热风险。因此结合历史规律和当前位置的判断, 我们认为产业主题行情的市场环境、政策环境土壤仍在, 下一个关键验证时点在于4月份一季报的业绩披露。结合当前的成交情绪历史分位数(2023年以来)以及前期滞涨程度, 我们对于当前热门主题的排序是: 人形机器人>AI应用>脑机接口>商业航天等。

图表25: 当前热门主题中, 成交情绪和过去一段时间涨跌幅都相对较低的是人形机器人, 其次是AI应用、脑机接口、商业航天



来源: wind, 国金证券研究所



实际上不仅仅是主题投资已经到了需要关注基本面验证的时点，未来宏观基本面的是否能够出现企稳回升带动 A 股企业盈利继续走强也决定了主题投资以外的中长期主线是否能够持续。我们中长期仍建议投资者关注基本面的潜在变化带来的相应主线基于：

一是继续看好 AI 投资与全球制造业复苏共振的工业资源品——铜、铝、锡、锂、原油及油运；

二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车，以及国内制造业底部反转品种——印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉、晶圆制造等；

三是抓住入境修复与居民增收叠加的消费回升通道——航空、免税、酒店、食品饮料；

四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的保险（券商）。

风险提示

历史复盘不代表未来：文中有关主题投资的历史复盘规律并不代表未来一定会发生。

监管政策持续大幅收紧：如果监管持续大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究