

行情结束还是结构转向？

报告日期：2026-01-18

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《加速上涨能否持续？》

2026-01-11

2. 策略月报《春风送暖—2026年1月

A股市场研判及配置机会》2026-01-04

3. 策略季报《万境皆含春意—2026年

一季度A股市场研判及配置机会》

2025-12-28

4. 策略周报《1月市场和行业有何日历

效应？》2025-12-21

● 提高融资保证金比例扰动微观流动性对市场影响逐步消化、冲击接近尾声，央行结构性降息提振政策预期，2025年宏观经济数据公布后增量政策可能继续出台，市场风险偏好有望受提振。配置上，加速上涨行情并未结束，但上涨结构预计转向算力端，电子、通信有望加速拉涨。整体而言，弹性仍是核心追求，可继续期待成长风格和成长行业再创新高，AI产业链最强主线不变但结构转向算力，此外景气支撑和热门主题如存储、储能链、军工、机械设备也需重视。

● 市场观点：政策预期提升，有望提振风险偏好

市场热点：如何预期将公布的2025年宏观经济数据与后续潜在增量政策？

1月19日将公布2025年宏观经济数据，预计2025Q4季度GDP增速将较Q3季度明显回落。结合中央经济工作会议表态，以及开年国常会、消费品以旧换新政策接续、近期央行结构性降息等一系列政策落地，或指向政策Q1季度发力“开门红”概率进一步增加，有利于提振市场风险偏好。

● 行业配置：加速行情并未终结，上涨结构转向算力

配置热点：成长第一阶段估值修复行情是否结束？

本周以来市场持续弱势、前段领涨的军工及AI应用等持续下挫，投资者担忧本阶段行情结束，然而我们根据行情末期三大观测特征指引和推演判断，本阶段行情仍未结束、后续仍有可能延续加速上涨但行业结构可能转换向算力端。截至已出现高点即1月12日：①电力设备尚未创本轮新高，距离新高仍有3%左右空间，因此并不满足成长风格和六大成长行业同创新高的特征；②亦不满足强势行业强者恒强特征，本轮加速前通信、电子是强势行业，本轮加速至今军工、传媒是强势行业。若按强者恒强特征推演，后续通信、电子有加速补涨可能，上涨空间不低于10%；③1月14日换手率高点时，成长风格换手率接近本轮高点，但通信行业仍有较大差距，因此也不满足成长风格和主线行业换手率触及本轮高点的特征。

● 风险提示

经济或政策“开门红”效应不及预期；市场交投情绪快速变化难预测；海外AI估值泡沫持续担忧扰动情绪；1月市场具有波动大的季节效应；地缘政治影响持续扩大等。

正文目录

1 市场观点：政策预期提升，有望提振风险偏好	3
1.1 市场热点：如何预期将公布的 2025 年宏观经济数据与后续潜在增量政策？	3
2 行业配置：加速行情并未终结，上涨结构转向算力	5
2.1 配置热点：成长第一阶段估值修复行情是否结束？	5
2.2 加速行情并未终结，上涨结构转向算力	7
风险提示：	8

图表目录

图表 1 12 月出口在高基数下维持较高水平	3
图表 2 集成电路、汽车对出口增量贡献依然较高	3
图表 3 2025 年四季度居民部门信贷相对低迷	5
图表 4 12 月新增信贷对社融的贡献较 11 月有所增加	5
图表 5 截至 2026 年 1 月 12 日，电力设备还未创本轮行情以来的新高	6
图表 6 本阶段行情演绎至今，仍不满足强者恒强特征	7
图表 7 通信换手率距离本高点仍有较大距离	7

1 市场观点：政策预期提升，有望提振风险偏好

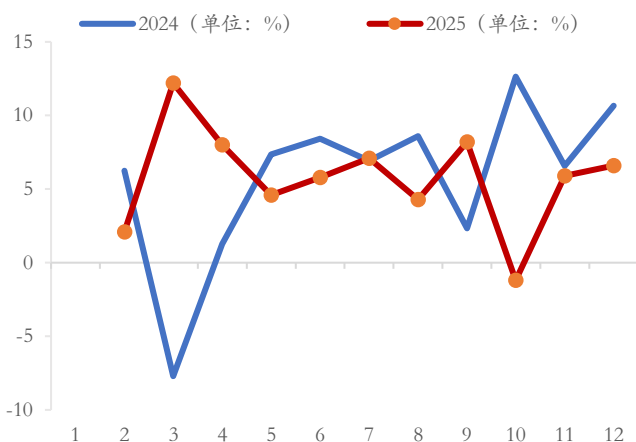
1.1 市场热点：如何预期将公布的 2025 年宏观经济数据与后续潜在增量政策？

我们的观点：1 月 19 日将公布 2025 年宏观经济数据，预计 2025Q4 季度 GDP 增速将较 Q3 季度明显回落。结合中央经济工作会议表态，以及开年国常会、消费品以旧换新政策接续、近期央行结构性降息等一系列政策落地，或指向政策 Q1 季度发力“开门红”概率进一步增加，有利于提振市场风险偏好。

预计 2025 年四季度 GDP 增速较三季度明显回落，市场对后续稳增长政策预期再起。结合四季度已公布的 10-11 月宏观经济数据和 12 月宏观高频数据判断，2025 年四季度 GDP 增速大致在 4.5% 左右，较三季度进一步下滑，环比增速亦可能有所放缓。除出口维持较高景气外，内需特别是消费、投资端尚未见到明显改善迹象，稳增长压力逐步显现，市场对后续稳增长政策预期再起。

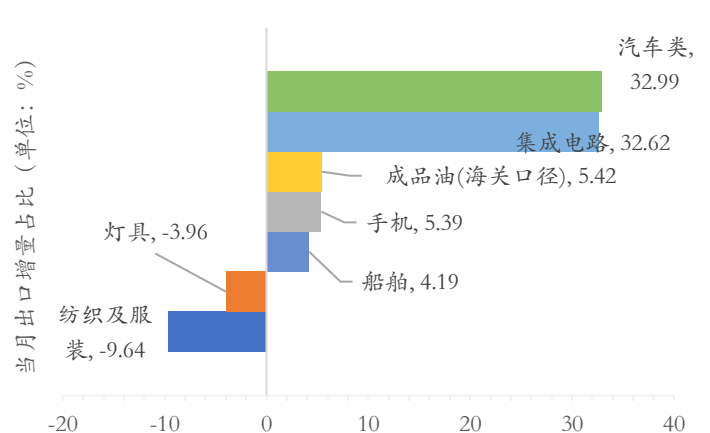
2025 年 12 月出口同比增长 6.6%，较上月提升 0.7 个百分点，单月出口金额环比较 11 月提高约 270 亿美元，表明出口具有较强韧性。出口韧性或主要源于：从国别角度来看，对香港地区出口明显增加、对增速形成较强贡献，或表明转口贸易需求较强，同时对东盟（11.15%）、印度（22.1%）维持较高增速；从商品来看，消费电子与资本购买类商品维持较高增速，其中集成电路（47.7%）、汽车（71.7%）、船舶（25%）维持较高增速，主要出口增量贡献依旧来自汽车、集成电路，拖累项为纺织服装、灯具。考虑到进入 2026 年基数明显抬升，中美经贸谈判后出口逐步向内生动能靠拢，预计 2026 年一季度出口维持温和正增长。

图表 1 12 月出口在高基数下维持较高水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 2 集成电路、汽车对出口增量贡献依然较高

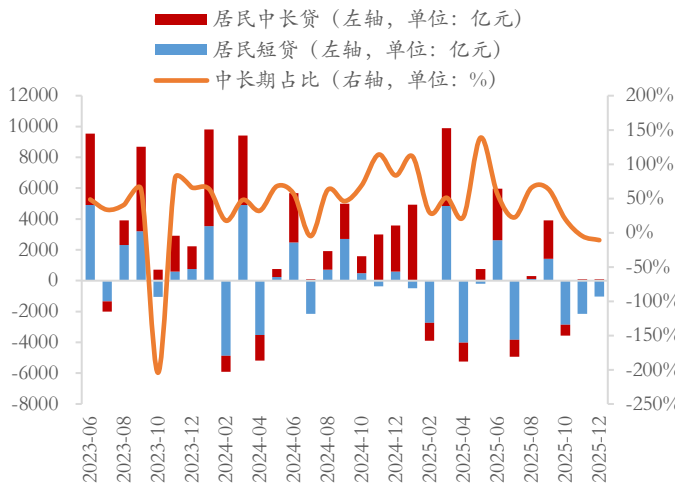


资料来源：Wind，华安证券研究所。注：出口增量=(该商品当月出口-该商品去年同期出口)/(当月总出口-去年同期总出口)。

近一段时间，稳增长政策陆续出台，或指向政策一季度发力“开门红”概率进一步增加，有利于提振市场风险偏好。①1月9日国常会提出，实施财政金融协同促内需一揽子政策，明确提出：加强财政政策与金融政策配合联动，设立民间投资专项担保计划等。②元旦前，发改委、财政部明确2026年消费品“以旧换新”政策接续，家电补贴从12类减少为6类，将数码产品购新补贴拓展为数码和智能产品购新补贴，同时优化补贴标准，同时计划下达2026年第一批超长期特别国债资金625亿元。③1月15日，央行在新闻发布会上宣布一系列举措，一方面统一下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点，另一方面，增加支农支小再贷款额度5000亿元、科技创新和技术改造贷款额度4000亿元。同时，央行明确指出我国还有降准降息的空间。后续来看，考虑到央行已经出台政策，并且过去一段时间来一直在淡化总量指标，因而全面降息与降准可能需要更加明确的信号，如财政发债配合的诉求、稳增长压力和防范化解重大风险的需要，因而后续增量政策可重点关注发改委、财政部等支持投资端止跌回稳等促进内需的具体举措。总的看，虽然1月14日，经中国证监会批准，上海证券交易所、深圳证券交易所和北京证券交易所同步发布通知，调整投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例，由现行的80%上调至100%，对市场微观流动性和走势产生一定扰动，但已逐步被市场消化、冲击接近尾声。更为关键的是，各项举措在年初即开始发力，或指向政策一季度发力“开门红”概率进一步增加，有利于提振市场风险偏好。

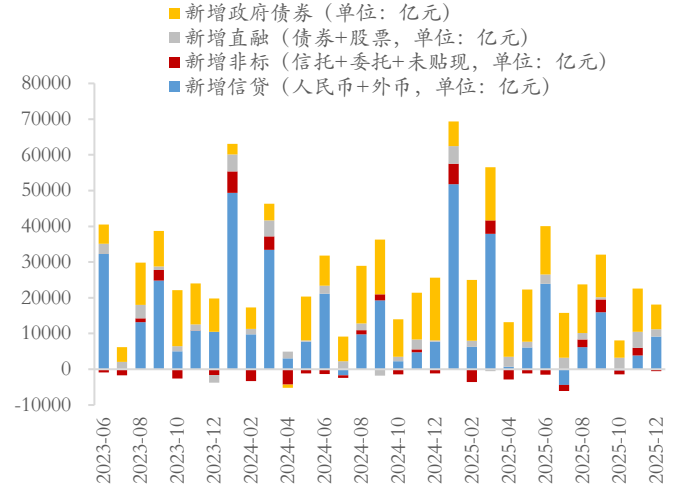
信贷发力支撑社融，2025年末央行宽松政策效果逐步显现。12月人民币贷款增加9804亿元，同比多增1402亿元。从结构上来看，依然保持企业部门强、居民部门弱的特征。其中，企业长贷增加3300亿元，同比多增2900亿元，或表明政策性金融工具落地撬动投融资需求；居民部门中长期贷款微增100亿元，同比少增2900亿元，反映居民购房意愿依然薄弱。12月政府债融资为6833亿元，继续成为社融的支撑项，但同比少增10733亿元，可能与2024年、2025年财政节奏差异有关。同时，12月M2同比增长8.5%，较上月提升0.5个百分点，反应出年末稳增长压力有所增强，央行对流动性持续呵护。12月M1同比增长3.8%，较上月下降1.1个百分点，主要受高基数拖累，从绝对值来看12月M1余额增加了2.6万亿元，或与新型政策性金融工具落地拉动资金活性相关。总的看，12月金融数据显示货币供需两端均有不同程度改善，2025年四季度以来的政策效果正在逐步显现，有望对经济基本面形成托底。

图表 3 2025 年四季度居民部门信贷相对低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 12 月新增信贷对社融的贡献较 11 月有所增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2 行业配置：加速行情并未终结，上涨结构转向算力

2.1 配置热点：成长第一阶段估值修复行情是否结束？

我们的观点：本周以来市场持续弱势、前段领涨的军工及 AI 应用等持续下挫，投资者担忧本阶段行情结束，然而我们根据行情末期三大观测特征指引和推演判断，本阶段行情仍未结束、后续仍有可能延续加速上涨但行业结构可能转换向算力端。截至已出现高点即 1 月 12 日：① 电力设备尚未创本轮新高，距离新高仍有 3% 左右空间，因此并不满足成长风格和六大成长行业同创新高特征；② 亦不满足强势行业强者恒强特征，本轮加速前通信、电子是强势行业，本轮加速至今军工、传媒是强势行业。若按强者恒强特征推演，后续通信、电子有加速补涨可能，上涨空间不低于 10%；③ 1 月 14 日换手率高点时，成长风格换手率接近本轮高点，但通信行业仍有较大差距，因此也不满足成长风格和主线行业换手率触及本轮高点的特征。

市场在本周二到周五，表现弱势、持续回调，前期强势方向领跌，投资者普遍关心本阶段上涨行情是否已经结束？此前我们强调可通过三大观测特征来对行情节奏进行把握，这三大特征在历史类似相关中均表现出来一致性，因为仍可作为关键观测信号。

继续通过三大观测特征来看当前成长第一阶段估值修复行情是否接近尾声：① 第一阶段末期，成长风格及电子、电力设备、国防军工、计算机、传媒、通信 6 大成长行业同时创本轮新高，前后时差最多 2-3 个交易日；② 第一阶段尾声，成长风格

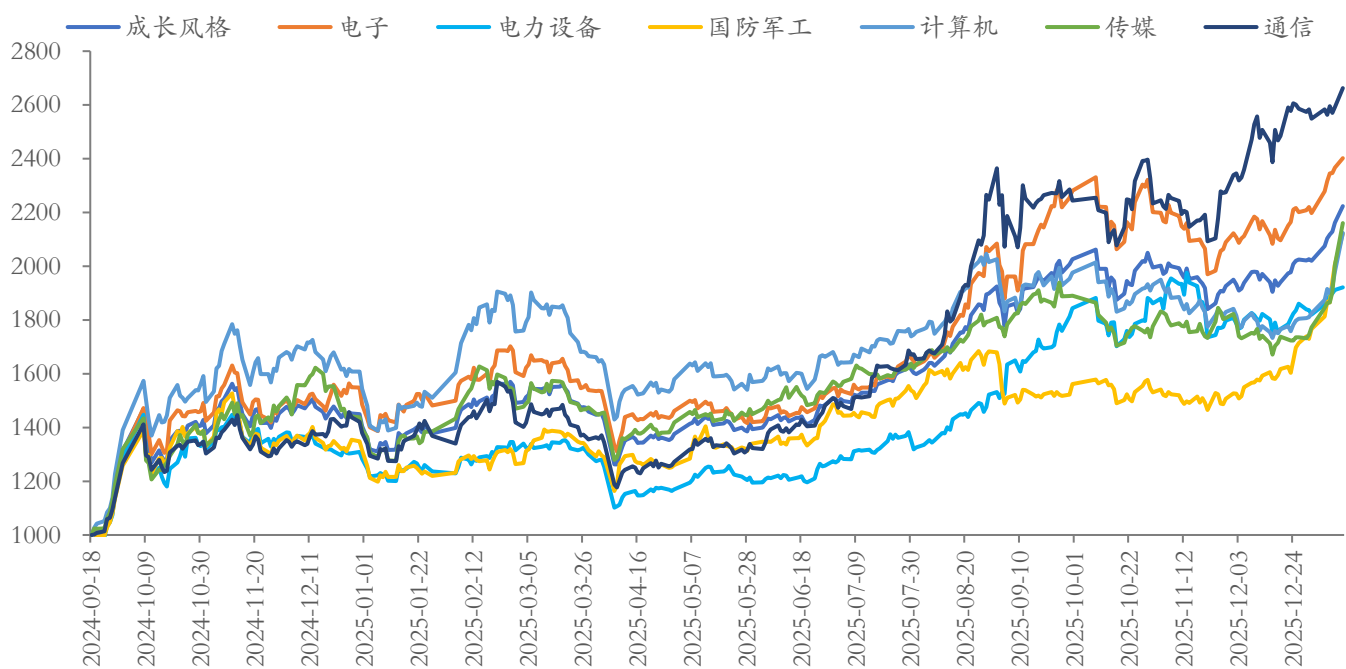
涨势显著加速，加速上涨持续 1 个月左右，加速期强势行业与前期强势行业高度重合；③成长风格、主线行业换手率触及前高是第一阶段结束的辅助参考。

由于 2025 年年末以来，成长风格加速上涨的特征较为明显，同时考虑到 2026 年 1 月 12 日为截至目前行情的阶段性高点，因此假设以 2025 年 12 月 17 日作为本轮以算力基建为代表的成长产业景气周期行情第一阶段末加速期行情的起点，同时假设 2026 年 1 月 12 日作为第一阶段末加速期行情的终点，并以我们推出的三大观测特征来推演当前市场是否已经进入良性调整期。

截至 2026 年 1 月 12 日，分别从三个观测特征上看：

1、**电力设备还未创本轮行情以来的新高。**成长风格及 6 大成长行业中，电力设备还未创本轮新高，因此并不满足同时新高的条件。电力设备指数的本轮高点出现在 2025 年 11 月 13 日，收盘价为 10950 点，截至 2026 年 1 月 12 日，电力设备收盘价为 10649，后续若按照均需要同步新高的条件来看，电力设备指数至少有 3% 左右的上涨空间。

图表 5 截至 2026 年 1 月 12 日，电力设备还未创本轮行情以来的新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标准化，以 2024 年 9 月 18 日为 1000 点

2、**亦不符合强者恒强特征，后续通信、电子有加速补涨、快速拉涨的可能。**根据过去三轮产业景气周期第一阶段末期特征，一是成长风格显著加速上涨，二是加速上涨持续时间约 1 个月左右，三是强势行业层面上表现出典型的强者恒强特征。本轮加速期至 2026 年 1 月 12 日，历时不到 1 个月。而本轮加速期之前，通信、电子同期涨幅前二，明显高于其他行业，是明显的强势行业，但在本阶段加速期内，国

防军工、传媒涨幅前二，高于其他行业，与前期强势行业完全不重合，因此并不符合末期强势行业强者恒强的特征。

我们在专题《通信和电子能否快速补涨？》（20260116 日外发）中提到，复盘第一阶段末成长风格加速上涨期内，强势行业强者恒强的实现路径发现，通常会出现强势行业先弱后强的变化，即加速上涨期之前的强势行业在加速期内往往并不全是表现为持续强势，而是也会呈现加速期前期涨势弱，再通过后期快速补涨的方式实现逆袭，并且这种后期快速补涨的时间窗口通常在 1 周左右。本轮加速期至 2026 年 1 月 12 日，传媒、军工分别涨幅 29%、34%，同期通信、电子分别涨幅 12%、15%，参考历史案例中不乏强势行业先弱后强的路径案例，预计通信、电子有可能迎来一波快速补涨，且至少还有 10% 以上的潜在上涨空间。

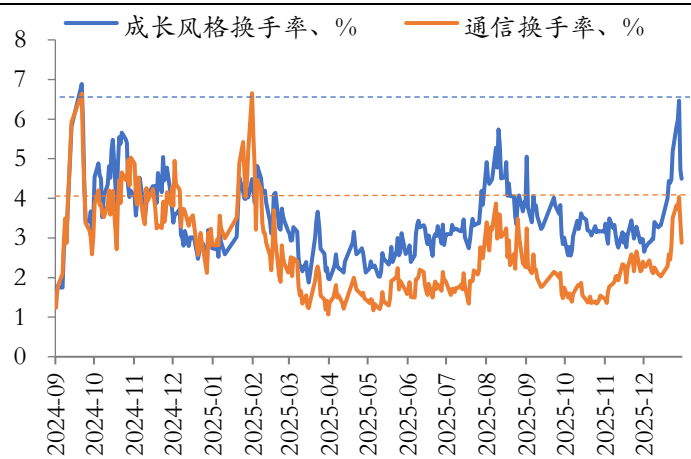
3、成长风格换手率接近本轮高点，但通信行业换手率距离本轮高点还有较大差距。成长风格和主线行业换手率触及该轮高点是成长产业周期第一阶段行情结束的必要不充分条件。若成长风格和主线行业换手率并未触及该轮以来高点，也意味着第一阶段行情并未结束。近期成长风格和主线通信行业的换手率并不满足上述条件。截至 2026 年 1 月 14 日，成长风格和通信行业换手率分别为 6.5% 和 4.0%，而本轮行情以来的高点成长风格、通信行业换手率分别为 6.9%、6.6%，当前仅有成长风格换手率和前高水平接近，但通信仍有较大差距，结合上文特征 2 的推演，若后续通信行业迎来快速拉升，则有可能伴随着其换手率快速抬升。

图表 6 本阶段行情演绎至今，仍不满足强者恒强特征

产业周期	AI 算力（第一阶段、未完）	
行业/时间	前期	末尾加速
起始时间	2024/9/18	2025/12/17
结束时间	2025/12/16	2026/1/12
电子	106	15
计算机	73	23
传媒	66	29
国防军工	58	34
电力设备	76	10
通信	138	12

资料来源：Wind，华安证券研究所。涨幅：%

图表 7 通信换手率距离本高点仍有较大距离



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.2 加速行情并未终结，上涨结构转向算力

1 月第 2 周上证指数持续走弱、小幅下跌，创业板上涨驱动力转换、小幅上涨。行业层面，上涨结构转换迹象初现，其中本轮加速行情前期的领涨行业军工、AI 应

用等高开低走、本周领跌，上涨结构转向电子、通信等滞涨行业。受商品价格大涨带动，有色金属继续强势。传统消费品和周期品仍然弱势。展望后市，我们判断加速上涨行情仍未结束，但上涨弹性的体现可能由 AI 应用端转向算力端，整体而言配置机会仍然良好。配置思路上，市场加速上涨期继续强调弹性是首要考虑，“有故事”、“有业绩”是上涨弹性充分表现的前提，按照这两个方向进行梳理，其中既有故事又有业绩的 AI 产业链仍是最强中心主线；有故事的热门主题同样具备良好弹性，向上的市场环境为主题弹性提供营养土壤；此外有业绩的部分景气领域亦值得重视。建议关注以下两条主线机会：

第一条主线是产业景气趋势确定的 AI 产业链，可关注算力（CPO/PCB）、配套（光纤/液冷/电源设备）、应用（机器人/游戏/软件）等，短期来看应用有望高位震荡、算力有望迎来加速补涨。以算力基建为核心的新一轮成长产业景气趋势已被证实，产业主线“强者恒强”是历史规律。我们在年度策略和一季度策略专题中证实目前处于产业景气行情第一阶段后期，中长期维度可期待第二阶段业绩支撑和第三阶段估值泡沫化行情，短期维度也可继续期待成长风格的加速化行情延续和各成长风格行业同创新高。

第二条主线是景气支撑或重大事件催化下的部分领域，重点关注存储和储能链条（储能/电池/能源金属/锂电材料）、军工、机械设备等。其中存储近期受供给扰动价格大涨，后续有望叠加 AI 需求提振，景气将长期上行。储能链在于终端尤其是海外储能需求超预期，带动整个产业链景气上行。军工一方面受益商业航天和地缘政治事件催化，另一方面也将受益创业板上涨情绪驱动。机械设备一方面受益工程机械景气持续改善，另一方面受益机器人、商业航天对设备类机会的辐射。

风险提示：

经济或政策“开门红”效应不及预期；市场交投情绪快速变化难预测；海外 AI 估值泡沫持续担忧扰动情绪；1 月市场具有波动大的季节效应；地缘政治影响持续扩大等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。