

策略周报

行情结束的信号出现了吗？

核心观点

核心结论：①本周宽基ETF出现集中赎回，杠杆资金流入放缓，流动性波动下市场步入震荡休整。②回顾历史上春季行情，结束的信号多是实质性政策收紧、突发性外部冲击、基本面趋势恶化。③当前政策在呵护市场行稳致远，春季行情未完、结构上均衡配置，科技中AI应用更优，阶段性重视周期，关注地产及服务消费等。

宽基ETF出现集中赎回，市场整体进入震荡休整。近期A股流动性开始出现一些边际变化：一方面，近期交易所发布通知，宣布将融资保证金最低比例从80%上调至100%，短期杠杆资金流入速率有所放缓；另一方面，近期宽基ETF出现明显净赎回，1月中旬以来累计净赎回超5000亿元，其中挂钩沪深300指数ETF净赎回规模达3259亿元，挂钩中证1000指数ETF净赎回达819亿元。在近期市场流动性环境变化之下，市场情绪迎来降温，各大指数走势整体窄幅震荡。

春季行情结束的信号多是实质性政策收紧、外部冲击、基本面恶化。信号一：实质性政策收紧是导致春季行情结束的核心原因。较为典型的如07年5月，财政部宣布印花税从1%上调至3%，行情就此终结；再比如17年3月底，银监会密集出台文件整治银行“委外”业务，金融去杠杆节奏加快。信号二：外部事件冲击也常引发春季行情终结，这一类冲击往往致使市场出现急跌。例如08年初美国次贷危机恶化、21年底美联储大幅加息、俄乌冲突发酵，以及国内疫情复发三重负面因素冲击，市场均步入快速下跌。信号三：随着年后基本面数据明朗，基本面不及预期也会导致春季行情结束。例如，12年两会提出下调经济目标，叠加3月公布的1-2月工业企业利润增速超预期下滑，引发行情戛然而止；类似的，23年春季行情高点在春节后，主要因防疫政策优化后，市场对消费复苏预期较高，但春节高频数据显示复苏成色不足，引发市场步入震荡。

政策本意仍是呵护市场，春季行情未完待续。近期降温举措或意在平滑市场节奏，引导市场走向长牛、慢牛。当前市场流动性仍相对充裕，行业、主题类ETF申购仍较积极，上调保证金比例后杠杆资金并未明显流出。对比历史上春季行情看，除了震荡市及熊市期间的小反弹，其余春季行情期间指数最大涨幅往往在20%以上，本次行情对比历史仍有差距。中长期视角看，本次春季行情的本质是始于24年924的A股牛市仍在纵深推进。当前政策宽松环境未变，政策或将进一步发力，有望助力宏观经济实现开门红，进而为市场上涨提供基本面支撑。未来随着基本面修复由点到面扩散，配合居民资金入市，2026年A股牛市有望走向后半场。

科技主线不变，短期均衡配置。从历年春季行情期间风格占优情况来看，成长或价值风格并不存在稳定的占优规律。对于本轮春季行情期间的行业配置，首先我们认为AI浪潮驱动下，科技成长依然是本轮牛市的行业主线，建议关注AI应用落地的细分板块。此外，价值板块配置机会或也值得关注，如部分资源品、地产等。服务消费或可阶段性重视。

风险提示：流动性及基本面出现超预期变化。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤

021-61761046

wuxinkun@guosen.com.cn

S0980525120001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8883.33/9.51
创业板/月涨跌幅(%)	3349.50/4.51
AH股价差指数	119.63
A股总/流通市值(万亿元)	102.85/93.98

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略专题-长线稳定型外资加仓AH高景气板块——2025Q4股市外资季度动向跟踪》——2026-01-22
- 《大类资产配置专题-穿越AI叙事的全天候组合》——2026-01-21
- 《策略周报-活跃资金流入，长线资金流出——1月第2周立体投资策略周报》——2026-01-19
- 《策略周报-股市流动性的最新变化》——2026-01-17
- 《策略专题-26年A股向上的五大微观动能——2026年牛市展望系列2》——2026-01-15

内容目录

行情结束的信号出现了吗?	4
风险提示	8
免责声明	9

图表目录

图 1：后全 A 成交金额自高位回落	4
图 2：1 月中旬以来宽基 ETF 持续流出	4
图 3：12 年基本面预期恶化，春季行情终结	5
图 4：23 年春节高频数据不及预期，行情陷入震荡	5
图 5：当前 A 股风险溢价绝对值仍较高	7
图 6：2026 年全 A 盈利有望进一步回升	7
图 7：当前 A 股新增开户数较历史牛市仍有差距	7
图 8：借鉴 2019-21 年公募基金发行在 2020 年下半年放量	7
图 9：12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散	8
图 10：这一次行情有望向应用端演绎	8
表 1：近期挂钩沪深 300、中证 1000 等指数 ETF 净赎回较多	4
表 1：近期挂钩沪深 300、中证 1000 等指数 ETF 净赎回较多	4

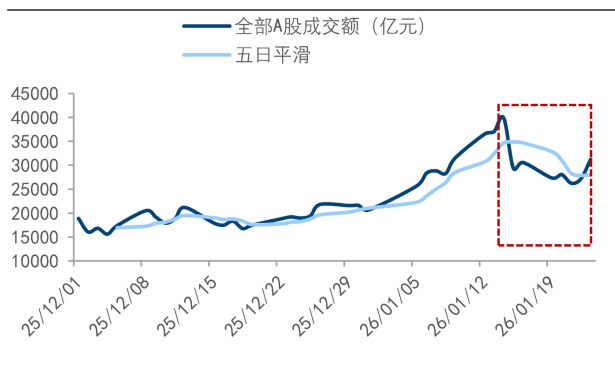
随着融资保证金比例调整，融资余额过快上行得到降温，近一周宽基 ETF 出现了较大规模的持续赎回，主要指数进入到震荡休整之中。自 1 月 14 日高点以来上证指数涨跌幅为-0.4%，沪深 300 为-0.8%，万得全 A 为 0.8%。在此背景下很多投资者担心本轮春季行情已到中后期、甚至是接近尾声。为此，本文将通过复盘历次春季行情结束的信号，探讨这一次行情的后续走向。

行情结束的信号出现了吗？

宽基 ETF 出现集中赎回，市场整体进入震荡休整。去年 12 月 17 日以来，在宽基 ETF、灵活型外资、杠杆资金的先后助推下，春季行情逐渐展开，市场热度持续上升。不过近期 A 股流动性开始出现一些边际变化：一方面，近期交易所发布通知，宣布将融资保证金最低比例从 80% 上调至 100%，短期杠杆资金流入速率有所放缓；另一方面，近期宽基 ETF 出现明显净赎回，1 月中旬以来累计净赎回超 5000 亿元，其中挂钩沪深 300 指数 ETF 净赎回规模达 3259 亿元，挂钩中证 1000 指数 ETF 净赎回达 819 亿元。

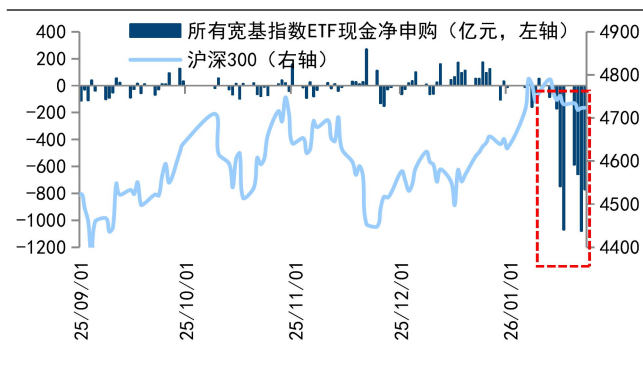
在近期市场流动性环境变化之下，市场情绪迎来降温，本周全 A 日均成交额自 1 月 14 日的高点 4 万亿元回落至 2.8 万亿元，周五成交额小幅回升至 3.1 万亿元。指数层面看，各大指数走势整体窄幅震荡，自 1 月 14 日至今上证指数涨跌幅为 -0.4%/近一周涨跌幅为 0.8%，沪深 300 为 -0.8%/-0.6%，万得全 A 为 0.8%/1.8%。

图1：后全 A 成交金额自高位回落



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：1月中旬以来宽基ETF持续流出



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：近期挂钩沪深 300、中证 1000 等指数 ETF 净赎回较多

宽基指数代码	宽基指数名称	1月挂钩该指数ETF净申购规模 (亿元)	1/15	1/16	1/19	1/20	1/21	1/22	1/23
000300.SH	沪深300	-3259	-353	-579	-308	-319	-582	-468	-584
000852.SH	中证1000	-819	-13	-95	-123	-75	-288	-166	-101
000016.SH	上证50	-561	-95	-80	-48	-58	-132	-52	-71
000688.SH	科创50	-452	-106	-122	-35	-49	-59	-9	6
399006.SZ	创业板指	-335	-91	-85	-25	-29	-5	-31	0
000510.SH	中证A500	-329	-10	-15	-26	-18	-17	-30	-8
000905.SH	中证500	-205	-66	-90	-26	-92	9	-2	21
399303.SZ	国证2000	1	0	0	0	0	0	-1	-1
399850.SZ	深证50	1	0	0	0	0	0	0	0
399019.SZ	创业200	1	0	0	0	0	0	0	0
000698.SH	科创100	16	-1	1	2	-1	1	2	2
932000.CSI	中证2000	18	-1	0	4	0	0	-5	-5

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，截至 25/01/23。

伴随着市场行情步入震荡，资金面出现较大变化，部分投资者对本轮春季行情后续走势产生担忧。本轮春季行情是否接近尾声？我们可以通过回顾历史上春季行情结束的信号，来对本次行情的持续性做一些探讨。

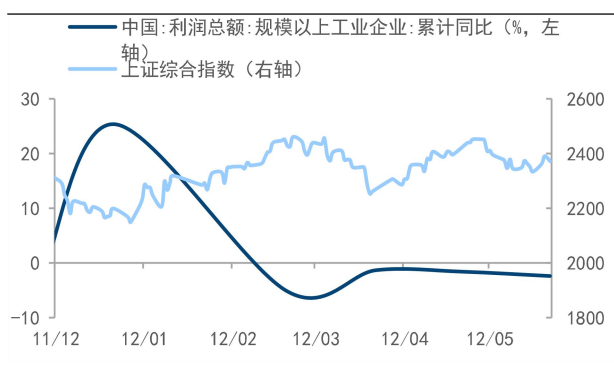
春季行情结束的信号多是实质性政策收紧、外部冲击、基本面恶化。回顾历次春季行情，05年以来春季行情基本年年都有，牛市中往往涨幅更大。而行情终结往往与实质性政策收紧或外部冲击有关。部分结束时间较晚的行情，随着宏观基本面明朗，基本面不及预期也是行情结束的重要触发原因。具体而言：

实质性政策收紧是导致春季行情结束的核心原因。岁末年初宽松政策预期往往成为推动行情演绎的重要因素，一旦政策环境出现实质性收紧，前期由政策预期驱动的风险偏好回落，行情也随之落幕。回顾历次春季行情，07-08年、10-12年、15-17年均与国内政策收紧有关。较为典型的如07年5月，财政部宣布印花税从1%上调至3%，引发次日市场剧烈调整，行情就此见顶；再比如17年3月底，银监会密集出台文件整治银行“委外”业务，金融去杠杆节奏加快，行情迅速降温。

外部事件冲击也常引发春季行情终结。“黑天鹅”、“灰犀牛”事件的发生也易导致市场风险偏好快速回落，这一类冲击往往致使市场出现急跌。以外部冲击程度较深的08年初、和21年底为例：08年初以来美国次贷危机持续恶化，外围股市持续下跌，年初至1月中旬纳斯达克指数最大跌幅达9.5%，全球危机发酵也使得A股春节行情终结，市场步入熊市下跌；再来看21年底，在美联储大幅加息、俄乌冲突发酵，以及国内疫情复发三重负面因素冲击之下，市场行情开启快速下跌。

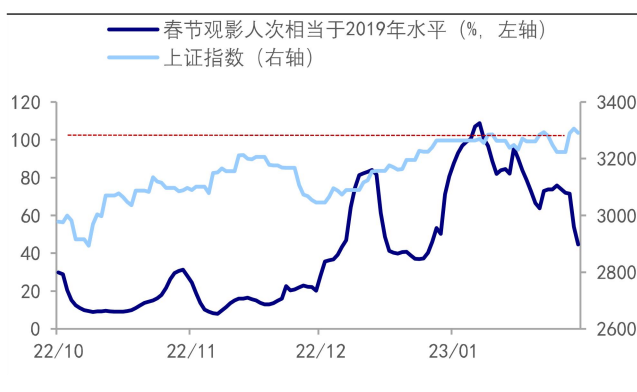
随着年后基本面数据明朗，基本面不及预期也会导致春季行情结束。随着年后基本面数据陆续公布，市场行情也将逐步进入基本面验证阶段。若数据不及预期，行情常因缺乏基本面支撑而回落。例如，12年春季行情的结束主因基本面预期下调，12年两会提出下调GDP目标至7.5%，叠加3月公布的1-2月工业企业利润增速超预期下滑至-25.3%，引发行情戛然而止；类似的，23年春季行情高点在1月末，主要因防疫政策优化后，市场对消费复苏预期较高，但春节高频数据显示复苏成色不足，引发市场步入震荡。

图3: 12年基本面预期恶化，春季行情终结



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 23年春节高频数据不及预期，行情陷入震荡



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 2：历次春季行情结束的信号是政策实质性收紧、外部事件冲击、以及基本面低于预期

年份	行情启动日期	行情结束日期	结束原因		
			国内政策环境收紧	外部事件冲击	基本面低于预期
2005	2005/1/21	2005/2/25	市场担忧国有股流通加剧流动性压力		
2006	2005/11/1	2006/3/1			
2007	2007/2/6	2007/5/29	财政部将印花税由 1%上调至 3%		
2008	2007/11/2	2008/1/14	国内货币政策边际收紧	美国次贷危机恶化	
2009	2008/12/3	2009/2/17	09/01 天量信贷后，银监会调查信贷资金流向	美国金融危机余波未平，市场对 外资减持金融股担忧加剧	
2010	2010/2/3	2010/4/15	年初央行两次上调存款准备金率； 新一轮地产调控政策出台		
2011	2011/1/25	2011/4/18	央行加息，并上调准备金率	欧债危机蔓延	基本面边际下滑，11Q1 全 A 利 润增速降幅较大
2012	2012/1/6	2012/3/5	两会下调经济增长目标； 地产政策收紧		3 月公布的 1-2 月工业企业利润 增速超预期下滑
2013	2012/12/4	2013/2/8	地产调控升级，明确“有保有压”的 差别化调控总原则		
2014	2014/1/20	2014/2/20		人民币兑美元汇率短期大幅贬值	
2015	2014/11/2	2015/1/9	证监会就券商违规开展融资业务调查		
2016	2016/1/29	2016/4/15	期货交易所抑制黑色系交易过热； 证监会否决中概股借并购重组回归		
2017	2017/1/16	2017/4/7	3 月底银监会开启清查银行“委外”并 连续出台多个文件		
2018	2017/12/2	2018/1/26		美联储加息预期升温	
2019	2019/1/4	2019/4/8	4 月政治局会议定调趋于谨慎	中美贸易摩擦再起	
2020	2019/12/2	2020/1/14		国内疫情冲击	
2021	2020/12/1	2021/2/18		市场预期美联储提前缩减购债， 美债利率快速上行	
2022	2021/11/1	2021/12/13		美联储政策转向、俄乌冲突、疫 情扰动等	
2023	2022/10/3	2023/1/30			春节消费高频数据不及预期
2024	2024/2/5	2024/5/20			制造业 PMI、消费等基本面高频 数据持续下行
2025	2025/1/13	2025/3/19		关税不确定性上升	

资料来源：wind，中国政府网，财政部，中国经济网，中国人大网，新浪财经，财新，人民网，人民日报，中国社科院欧研院等，国信证券经济研究所整理

当前政策本意仍是呵护市场，流动性层面仍相对稳定。我们在《股市流动性的最新变化-20260117》中提出，年初以来杠杆资金已成为春季行情的加仓主力，但短期杠杆资金流入过快，滚动 30 日加总的融资净买入额最高突破历史均值的 2 倍标准差，这一水平与 24 年 10 月接近。近期降温举措或意在平滑市场节奏，引导市场走向长牛、慢牛。当前市场流动性仍相对充裕：一是尽管宽基 ETF 净赎回规模较大，但行业、主题类 ETF 申购仍较积极，本周净申购超 500 亿元；二是上调保证金比例后杠杆资金并未明显流出，截至 1/23，本周融资余额小幅流出 69 亿元，当前融资余额整体仍维持稳定。

春季行情未完待续。对比历史上春季行情看，除了震荡市及熊市期间的小反弹，其余春季行情期间指数最大涨幅往往在 20%以上。而本次春季行情处牛市背景下，尽管去年 12/17 以来上证指数创下日线 17 连阳的记录，但实际最大涨幅为 9.8%，对比历史春季行情宽基指数 20%左右的涨幅均值仍有差距。因此，我们认为本轮的春季行情仍有进一步演绎的空间，即便短期资金面变化使得行情存在阶段性波动，仍然是布局机会。

中长期视角看，本次春季行情的本质是始于 24 年 9 24 的 A 股牛市仍在纵深推进。当前政策宽松环境未变，1 月 20 日，财政部等多部门出台促内需政策组合，包括优化消费贷款贴息、设立 5000 亿元民间投资担保计划及中小微企业贷款贴息政策等。往后看，政策或将进一步发力，有望助力宏观经济实现开门红，进而为市场

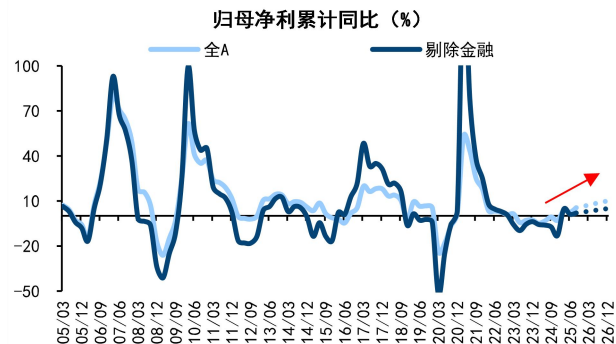
上涨提供基本面支撑。未来随着基本面修复由点到面扩散，配合居民资金入市，2026年A股牛市有望走向后半场。

图5: 当前A股风险溢价绝对值仍较高



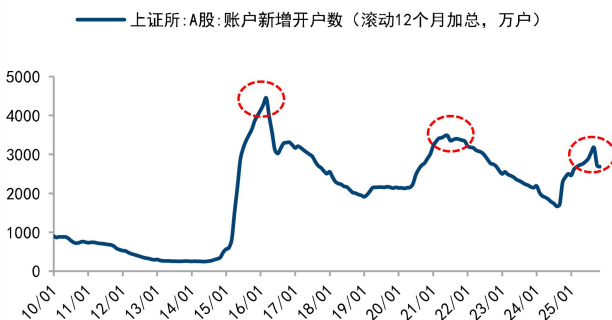
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2026年全A盈利有望进一步回升



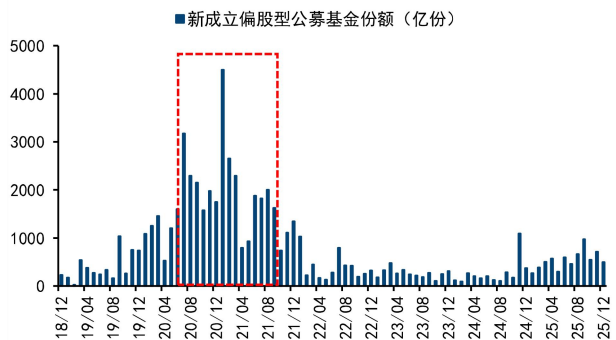
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 当前A股新增开户数较历史牛市仍有差距



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

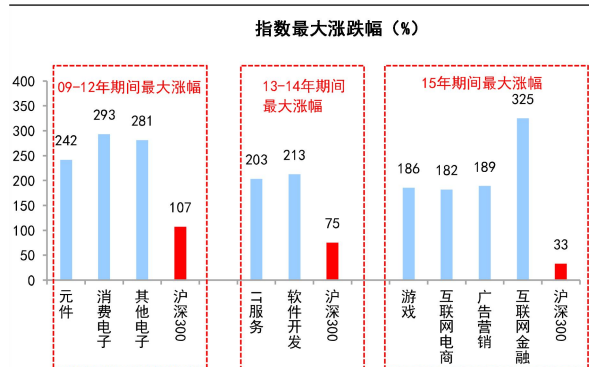
图8: 借鉴2019-21年公募基金发行在2020年下半年放量



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

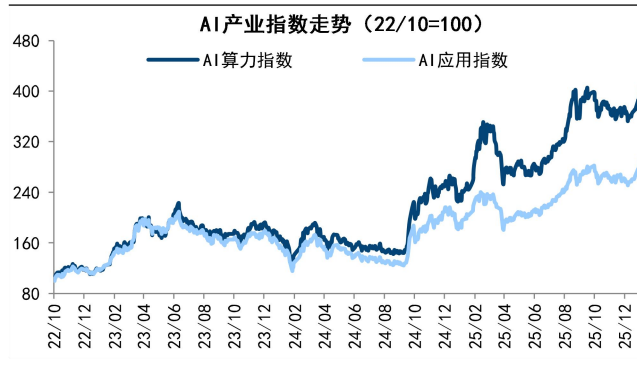
结构上，科技仍是持续性主线，短期可均衡配置。近期A股行业轮动较快，从历年春季行情期间风格占优情况来看，05年以来历次春季行情中成长、价值风格指数表现差别不大，因此短期均衡配置为佳。首先我们认为AI浪潮驱动下，科技成长依然值得重视，行情有望从硬件向应用端扩散。近期AI应用端催化频现：政策层面，1月初工信部等印发《“人工智能+制造”专项行动实施意见》，明确以推动信息化和工业化深度融合为主线，推动AI在工业领域落地。产业层面，去年末蚂蚁集团推出医疗健康AI应用“阿福”，目前月活用户已达3000万。借鉴15年和21年牛市经验看本轮科技行情有望从算力基建向应用扩散，建议关注AI应用落地的细分板块。部分价值板块配置机会或也值得关注，如低估值的地产等老登资产，受益涨价逻辑的上游资源品等，此外若从短期行业轮动模型看，服务消费或可阶段性重视。

图9：12-15年科技行情由硬件向软件内容扩散



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：这一次行情有望向应用端演绎



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

流动性及基本面出现超预期变化。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032