



Research and  
Development Center

# 牛市中后期放量后的风格变化

——策略周观点

2026年1月25日

证券研究报告

策略研究

策略周报

李畅 策略分析师  
执业编号：S1500523070001  
邮箱：lichang@cindasc.com徐国铨 策略研究助理  
邮箱：xuguoquan@cindasc.com信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金  
隅大厦 B 座  
邮编：100031

## 牛市中后期放量后的风格变化

2026 年 1 月 25 日

**核心结论：**1 月中旬以来伴随着政策降温指引、逆势配置资金的流出以及杠杆资金流入斜率放缓，市场涨势开始减慢。1 月 14 日全 A 换手率冲高到 3.78% 的水平之后，本周从高位回落。历史上牛市中后期换手率冲高主要有以下几个时间点：2007 年 5 月 30 日、2009 年 7 月 29 日、2014 年 12 月 9 日、2020 年 7 月 7 日以及 2025 年 8 月 25 日。其中 2007 年 5 月、2009 年 7 月、2012 年 12 月在换手率冲高前后出现了风格切换，加速上涨期的主线走弱。2020 年 7 月、2025 年 8 月在换手率冲高前后出现风格扩散，加速上涨期的主线强者恒强，并继续向其他景气板块扩散。整体来看，如果前期领涨的方向主要基于主题、补涨或者博弈政策，那么换手率冲高之后领涨板块大概率会回归产业趋势较强的主线方向，比如 2007 年的大盘蓝筹、2009 年的消费、2015 年的 TMT。如果前期领涨的方向本身基于产业景气，即使前期交易较为充分，换手率冲高之后持续性也会较强，比如 2007 年的非银、2020 年的社服、食品饮料、2025 年的有色金属、通信和电子。我们认为本次换手率冲高后，产业趋势确定性高且业绩兑现偏强的 AI 算力、半导体、有色金属有望延续强势表现，而仅基于题材催化，尚未出现明确基本面改善的方向可能出现波折。另外领涨主线有望向其他高景气方向扩散，比如涨价链（基础化工、新能源材料、电池、存储芯片、黑色商品等）和出海带来基本面改善弹性的方向（机械设备、电网设备等）。

- **（1）换手率冲高前后出现了风格切换，加速上涨期的主线走弱。**  
2007 年 5 月：非银持续走强，领涨板块从地产链和消费回归金融和资  
源品，前期表现最强的纺织服饰和地产链走弱；2009 年 7 月：领涨主  
线从金融周期转向消费成长，并一直持续到了 2010 年；2014 年 12  
月：成交放量后金融继续走强 1 个月，之后领涨主线回归成长。除建  
筑受益于“一带一路”主题外，蓝筹整体走弱。
- **（2）换手率冲高前后出现风格扩散，加速上涨期的主线强者恒强，  
并继续向其他景气板块扩散。**2020 年 7 月：消费强者恒强，金融走  
弱，领涨风格向周期和新能源扩散。2020 年 6 月-2020 年 7 表现最强  
的是社会服务、非银金融、电子、食品饮料等。2020 年 7 月-2021 年  
2 月社会服务、食品饮料维持强者恒强，非银金融、电子超额收益走  
弱，与此同时领涨主线扩散到电力设备、石油石化、基础化工、汽车  
等行业；2025 年 8 月：成长强者恒强，领涨风格向周期和高端制造扩  
散。2025 年 6 月-8 月表现最强的是通信、电子、计算机、有色金属  
等。2025 年 8 月底-2025 年 12 月中旬，有色金属、通信、电子持续走  
强，计算机走弱，与此同时领涨主线扩散到更多基本面景气改善预期  
抬升的行业，比如电力设备、机械设备、基础化工等。
- **风险因素：**房地产超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失  
效。

## 目录

一、策略观点：牛市中后期放量后的风格变化.....	4
二、本周市场变化.....	9
风险因素.....	12

## 表目录

表 1：配置建议表.....	8
----------------	---

## 图目录

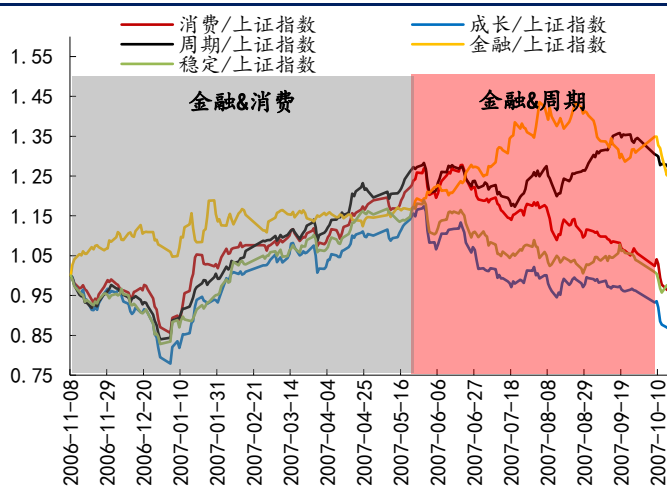
图 1：2007 年 5 月换手率冲高后，领涨风格从消费切换到周期（单位：倍）.....	4
图 2：2006.11-2007.5 表现强的行业，大多在换手率冲高后走弱（单位：倍）.....	4
图 3：2009 年 7 月换手率冲高后，领涨风格从金融周期切换到消费成长（单位：倍）.....	5
图 4：2009.3-2009 年 7 月表现强的行业，在换手率冲高后大部分表现偏弱（单位：倍）.....	5
图 5：2014 年 12 月换手率冲高后 1 个月金融走强，之后领涨板块回归成长（单位：倍）.....	5
图 6：2014 年 Q4 表现强的行业，除了建筑外，2015 年上半年表现偏弱（单位：倍）.....	5
图 7：2020 年 7 月换手率冲高后领涨风格从消费扩散到周期（单位：倍）.....	6
图 8：2020.6-2020.7 表现强的社服、食品饮料持续走强，电子、非银走弱（单位：倍）.....	6
图 9：2025 年 8 月换手率冲高后领涨风格从成长扩散到周期（单位：倍）.....	6
图 10：2025.6-2025.8 表现强的通信、电子、有色金属行业持续走强（单位：倍）.....	6
图 11：如果有盈利全面改善和资金流入共振，可能拉长牛市的时间（单位：点数）.....	7
图 12：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 14：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	9
图 15：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 16：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 17：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 18：2026 年全球大类资产收益率（单位：%）.....	10
图 19：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	10
图 20：融资余额（单位：亿元）.....	10
图 21：新发行基金份额（单位：亿份，点）.....	11
图 22：基金仓位估算（单位：点，%）.....	11
图 23：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	11
图 24：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	11
图 25：长期国债利率走势（单位：%）.....	11
图 26：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	11

## 一、策略观点：牛市中后期放量后的风格变化

2025年12月下旬开始的春季行情始于海外流动性扰动落地和配置型基金年底ETF冲量，加速于交易型资金的快速流入和AI、商业航天等产业密集催化。1月中旬以来伴随着政策降温指引、逆势配置资金的流出以及杠杆资金流入斜率放缓，市场增速开始减慢。1月14日全A换手率冲高到3.78%的水平之后，本周从高位回落。春季行情可能进入后半段，前期持续表现偏强的传媒、军工、有色金属、计算机等行业持续性如何？历史上牛市中后期换手率冲高主要有以下几个时间点：2007年5月30日、2009年7月29日、2014年12月9日、2020年7月7日以及2025年8月25日。其中2007年5月、2009年7月、2012年12月在换手率冲高前后出现了风格切换，加速上涨期的主线走弱。2020年7月、2025年8月在换手率冲高前后出现风格扩散，加速上涨期的主线强者恒强，并继续向其他景气板块扩散。整体来看，如果前期领涨的方向主要基于主题、补涨或者博弈政策，那么换手率冲高之后领涨板块大概率会回归产业趋势较强的主线方向，比如2007年的大盘蓝筹、2009年的消费、2015年的TMT。如果前期领涨的方向本身基于产业景气，即使前期交易较为充分，换手率冲高之后持续性也会较强，比如2007年的非银、2020年的社服、食品饮料、2025年的有色金属、通信和电子。我们认为本次换手率冲高后，产业趋势确定性高且业绩兑现偏强的AI算力、半导体、有色金属有望延续强势表现，而仅基于题材催化，尚未出现明确基本面改善的方向可能出现波折。另外领涨主线有望向其他高景气方向扩散，比如涨价链（基础化工、新能源材料、电池、存储芯片、黑色商品等）和出海带来基本面改善弹性的方向（机械设备、电网设备等）。

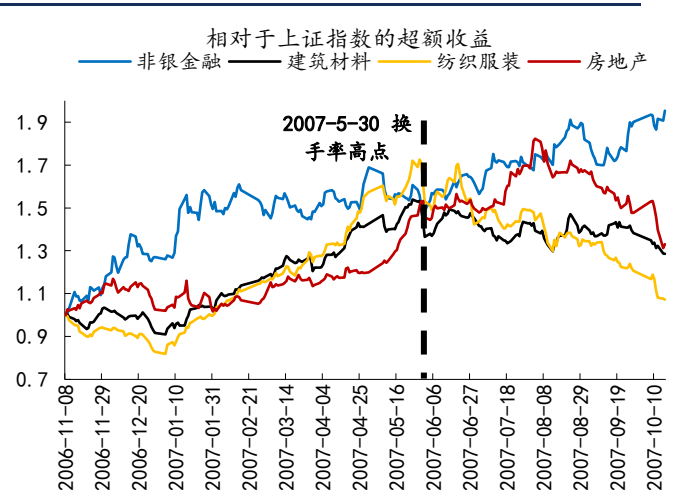
**(1) 2007年5月：非银持续走强，领涨板块从地产链和消费回归金融和资源品。**2006-2007年牛市中，市场主线是金融和周期。2006年11月-2007年5月，市场加速上涨，全A换手率从1.8%上升到6.97%的高点。市场中强势板块从金融地产主导扩散到更广泛的题材，风格上表现较强的是周期和消费。一级行业中纺织服饰、房地产、非银金融、建筑材料超额收益居前。金融板块整体跑输市场的原因在于银行这一阶段表现不佳。2007年5月30日上调印花税，主题行情开始降温，市场风格回归大盘蓝筹，领涨板块也回归主线金融和周期，一级行业中有色金属、煤炭、非银金融、银行超额收益居前，而换手率冲高阶段表现最强的纺织服饰和地产链超额收益开始走弱。

图1：2007年5月换手率冲高后，领涨风格从消费切换到周期（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：2006.11-2007.5表现强的行业，非银持续走强，其他行业大多在换手率冲高后走弱（单位：倍）

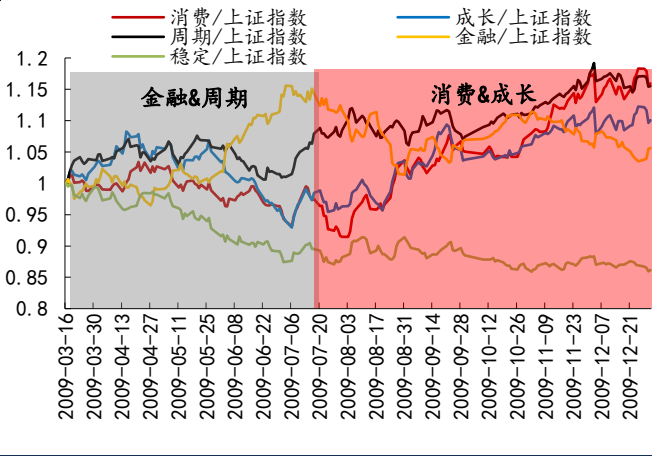


资料来源：万得，信达证券研发中心

**(2) 2009年7月：领涨板块从金融周期转向消费成长。**2009年是“四万亿”经济政策后出现的小牛市。2009年3月中旬之后伴随着经济数据的改善，市场加速上涨。2009年3月中旬-2009年7月，换手率从1.57%上升到3.9%。市场风格上表现较强的是金融和周期，一级行业中煤炭、有色金属、房地产、钢铁表现居前，这

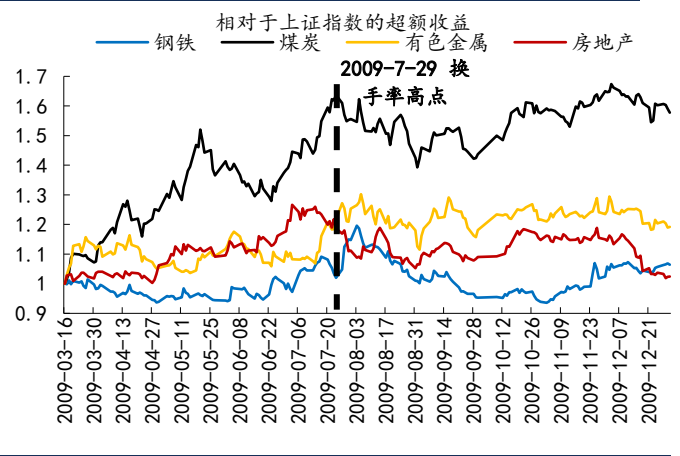
些板块一方面优先受益于投资大幅回升和经济复苏，另一方面也是上一轮牛市中弹性较大的品种。2009年7月信贷数据回落、银行间利率上行，市场对政策收紧的担忧提升，2009年8月出现了较大幅度的下跌。2009年9-12月，市场继续小幅上行，但风格上开始切换到消费和成长，一级行业中家电、汽车、医药生物、食品饮料、电子超额收益居前。由于这个过程中出现了经济后周期板块盈利改善和半导体、消费电子等成长板块产业趋势的上行，消费和成长的强势一直持续到了2010年。

图 3：2009 年 7 月换手率冲高后，领涨风格从金融周期切换到消费成长（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

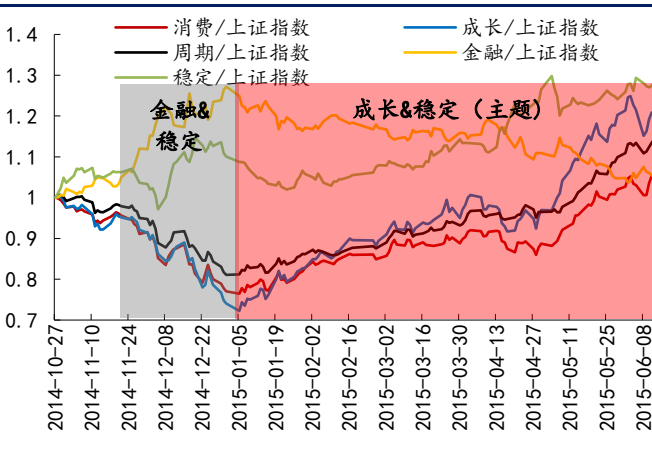
图 4：2009.3-2009 年 7 月表现强的行业，在换手率冲高后大部分表现偏弱（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

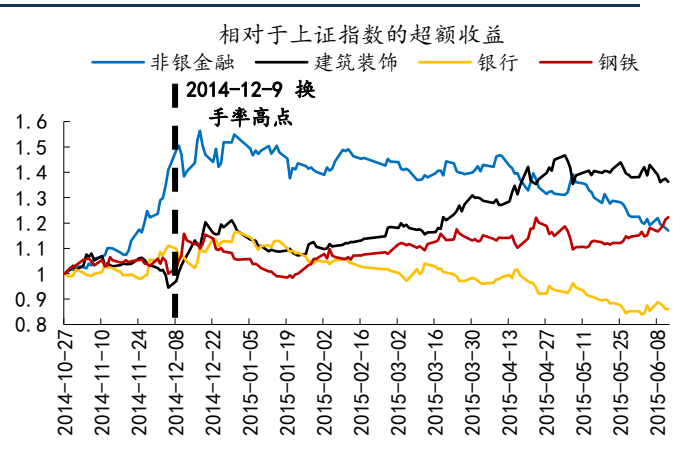
**(3) 2014 年 12 月：成交放量后金融继续走强 1 个月，之后领涨板块回归成长。**2014 年 Q4 在央行降息的催化下，2014 年 11 月 21 日起市场加速上涨。2014 年 11 月 21 日-2014 年 12 月 9 日，全 A 换手率从 1.45% 上升到 4.38%，期间出现了蓝筹“逆袭”，表现最强的风格是金融，另外钢铁、建筑等价值板块也超额收益居前。2014 年 12 月 9 日之后，虽然换手率有所降温，但年底基金减仓创业板加仓蓝筹的行为继续强化了金融板块的走强。到 2015 年上半年，市场风格回归成长主线，一级行业中 TMT 再次领涨，轻工制造、纺织服饰受益于小盘风格走强以及活跃的增持回购也表现较好。2014 年 Q4 领涨的行业中，非银和银行表现都靠后，建筑仍然有不错的超额收益，主要产生在 2014 年 12 月和 2015 年 3-4 月“一带一路”主题活跃的阶段。

图 5：2014 年 12 月换手率冲高后 1 个月金融走强，之后领涨板块回归成长（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

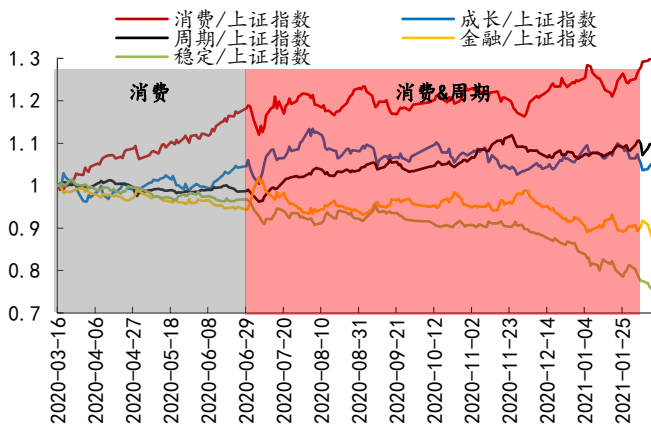
图 6：2014 年 Q4 表现强的行业，除了建筑外，2015 年上半年表现偏弱（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

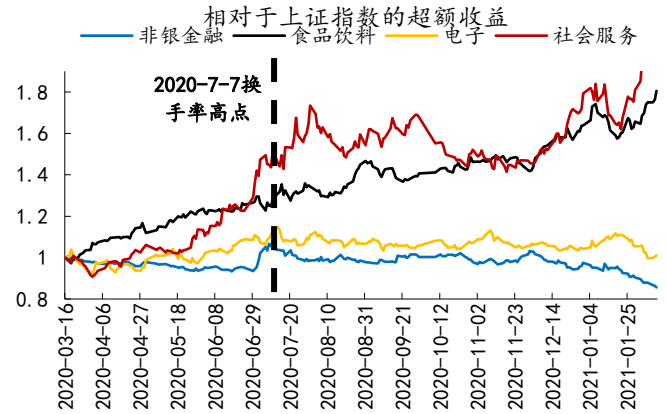
**(4) 2020年7月：消费强者恒强，金融走弱，领涨风格向周期和新能源扩散。**2020年6月-7月伴随着经济数据修复、创业板注册制落地等资本市场利好，市场加速上涨。2020年6月16日-2020年7月7日，全A换手率从1.38%上升到2.94%。这一阶段表现最强的是金融板块，从一级行业来看，社会服务、非银金融、电子、食品饮料超额收益居前。2020年7月7日-2021年2月9日，市场继续震荡上行，消费板块一方面受益于消费升级和龙头进阶的长期逻辑，另一方面受益于疫后需求修复，基本面景气较高，机构抱团风格进一步强化，社会服务、食品饮料等行业维持强者恒强。但非银金融、电子超额收益走弱，与此同时领涨主线扩散到更多基本面景气度较高的行业，包括电力设备、石油石化、基础化工、汽车等行业。

**图7：2020年7月换手率冲高后领涨风格从消费扩散到周期（单位：倍）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

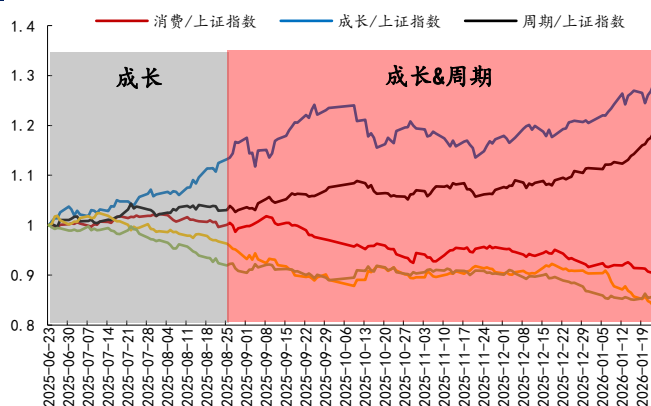
**图8：2020.6-2020.7表现强的社服、食品饮料持续走强，电子、非银走弱（单位：倍）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

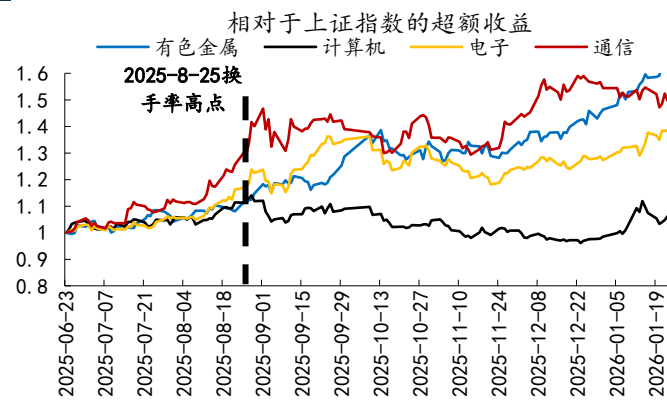
**(5) 2025年8月：成长强者恒强，领涨风格向周期和高端制造扩散。**2025年6月下旬-8月伴随着中美关税谈判阶段性缓和，“反内卷”政策布局、中央城市工作会议、雅鲁藏布江下游水电工程开工等利多不断，市场开始加速上涨。2025年6月23日-8月25日，全A换手率从1.4%上升到3.24%。这一阶段表现最强的是成长板块，从一级行业来看，通信、电子、计算机、有色金属超额收益居前。2025年8月25日-2025年12月17日，市场高位宽幅震荡，有色金属（受益于良好的产能格局和贵金属涨价）、通信、电子（受益于AI产业趋势向上），超额收益持续走强。计算机则由于基本面相对偏弱而开始走弱。与此同时领涨主线扩散到更多基本面景气改善预期抬升的行业，比如电力设备、机械设备、基础化工等。

**图9：2025年8月换手率冲高后领涨风格从成长扩散到周期（单位：倍）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

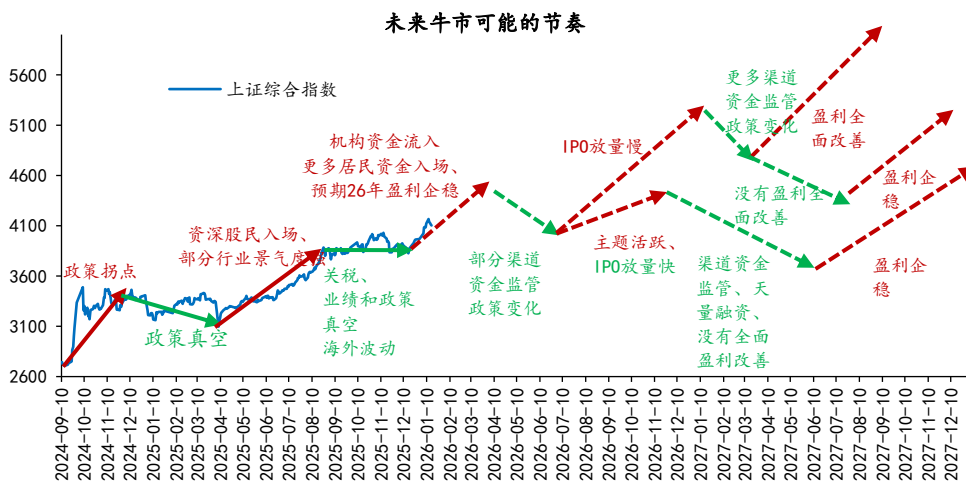
**图10：2025.6-2025.8表现强的通信、电子、有色金属行业持续走强（单位：倍）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

(6) 当下的判断：战术上，牛市的基础依然坚实，年度上存在盈利改善和资金流入共振的可能性。战略上，我们认为春节前流动性环境大概率较好，市场可能继续偏强，1月在资金情绪分化的背景下可能会有一些波动，但春季躁动难言见顶，下行风险可控，向上弹性可观，短期波动或是逢低布局时机。2月或是更确定的窗口期，增量资金的潜在利多在于险资增配权益、理财产品股债转换、公募基金发行回暖等。未来1年市场短期的波动可能来自于监管政策和供给放量速度。过去1年影响市场熊转牛的因素中，政策和资金的影响远大于盈利的影响。本轮牛市的图景已经基本形成：(1) 资本市场支持政策持续发力，宏观流动性环境宽松；(2) 产业资本（回购增持、分红）和国家队，持续贡献增量资金，支撑市场底部；(3) 保险、理财、信托等中长期资金入市仍有较大空间，公募基金新规有利于平滑波动；(4) 资产荒和赚钱效应累积驱动的居民资金流入条件逐渐成熟。我们认为当期支撑流动性牛市的基础依然坚实。流动性牛市中的调整和结束可能受政策对渠道资金监管变化的影响，需要关注监管政策变化的情况。流动性牛市的核心基础是股市供需结构扭转，如果股权融资规模放量加速，股市供需格局再次转弱，那么市场也存在波动加大的可能。

图 11：如果有盈利全面改善和资金流入共振，可能拉长牛市的时间（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(7) 近期配置观点：逢低增配弹性品种，主题波动期兼顾高景气和高估值性价比方向。科技板块在春季行情中通常有明显的超额收益，行情可能围绕产业催化出现扩散。周期板块也是春季行情中的弹性品种，政策和盈利均有预期。有色金属、新能源、半导体芯片等行业供需格局较好，价格持续上行，景气较高。军工行业产业催化较多，牛市中后期通常不会缺席，业绩空窗期主题活跃的阶段容易表现强。金融板块中，非银的弹性有望逐步增加。

**配置风格展望：**历史上跨年行情阶段小盘成长占优的概率较大。2010年以来历年跨年行情中，申万小盘指数相对于大盘指数占优的概率达到80%，仅2013、2018和2021年为大盘风格占优。如果以沪深300和中证1000指数近似代表大盘和小盘风格，仅2018和2021年沪深300指数相对于中证1000指数有超额收益，大部分情况下跨年行情里中证1000指数占优。2010年以来历年跨年行情中，仅2018和2022年为价值风格占优，其余均为成长风格占优。跨年行情中小盘成长占优的概率较大，原因或在于政策积极变化、流动性宽松&交易性资金活跃、业绩短期难以证伪、风险偏好修复等驱动跨年行情的因素，均有利于小盘、成长风格表现。除非跨年行情开启时伴随着宏观经济数据出现了改善迹象，市场风格可能略偏向大盘价值。

牛市震荡期之后风格也容易发生变化。牛市中震荡之后，大小盘风格有较大的概率会变化，成长价值风格转变概率没有明确的规律，即使成长价值风格不变，领涨板块往往也会出现些变化。

**配置行业展望：**(1) **有色金属&军工：**政策、业绩、主题逻辑均较顺畅。有色金属产能格局好，需求同时受益于新旧动能和海内外经济共振，业绩兑现强。贵金属对流动性宽松敏感，也会受地缘政治影响走强。军工在

牛市中后期通常表现较好，尤其是盈利不强资金强的牛市。商业航天、卫星产业链等主题，政策、技术、资本市场催化密集，有望持续活跃，但可能伴随着波动加大。(2) **TMT**：春季行情主线，产业逻辑好，高弹性与高波动并存。持续性相对好的板块或集中在业绩验证强、交易拥挤度适中的领域，如半导体、存储、GPU等。小盘成长强、主题行情活跃时期，AI应用持续有机会，但行情轮动速度可能较快。如果有超预期的产业事件催化，胜率和赔率可能均较好。港股互联网估值性价比比较高，美联储降息和人民币升值可能驱动估值修复。(3) **机械设备**：工程机械是顺周期中出海逻辑较好的方向。机器人主题活跃，商业化落地等产业催化较多。(4) **电力设备**：受益于全球竞争优势且基本面改善，估值性价比好，成长中底仓配置。(5) **基础化工**：“反内卷”政策约束供给，需求受益于新能源新材料等成长行业相对有弹性，部分品种涨价驱动景气改善。(6) **非银金融**：受益于保费开门红及投资端业绩回升，非银中率先表现出弹性。牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在。后续伴随着居民资金加速流入，获得超额收益的确定性较高。(7) **消费**：政策增量和预期均较高，估值位置安全，建议关注可能受益于政策催化、基数效应、景气反转共振的服务消费，如出行链、免税、教育等。港股新消费建议等待海外市场波动放缓。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	<b>有色金属、电子、电力设备、机械设备、基础化工</b>
行业配置观点	消费	地产链相关消费基本面依旧偏弱。受益于新渠道新产品的消费产业逻辑相对较好。后续关注消费的投资机会可能会主要集中在两个方向：(1) 新的消费模式；(2) 部分行业可能会有较强的高分红属性；(3) 增量政策较多的服务消费。
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势较强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。但短期估值和交易拥挤度达到高位后可能有较大波动：(1) A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-2015 年、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。(2) 美股科技股表现，也会影响全球 AI 产业链的估值。(3) 科技成长的机会可能会从 AI 算力向估值性价比更高的细分领域扩散，如 AI 应用、游戏、电力设备、港股互联网。(4) 军工在主题活跃的阶段通常表现较强。
	金融地产	金融的估值依然存在较高性价比，内在上涨逻辑主要是两点：(1) 房地产下滑虽然没有结束，但金融体系冲击或已结束，由此导致银行等行业的估值有望迎来修复。(2) 监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市较为重要的暗线。(3) 证券板块受益于牛市的 Beta，业绩可能有更大弹性。
	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。26 年国内需求有企稳的可能，部分周期品受益于 AI 等新兴产业发展有新的需求扩张机会。供给侧受“反内卷”政策影响加速出清，中国系统性供给能力强的部分领域短期内难以被完全替代。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。周期主题性机会有望集中在供需格局更好的有色金属、化工，全面性机会建议关注国内政策能否带来供需格局全面改善。

资料来源：信达证券研发中心

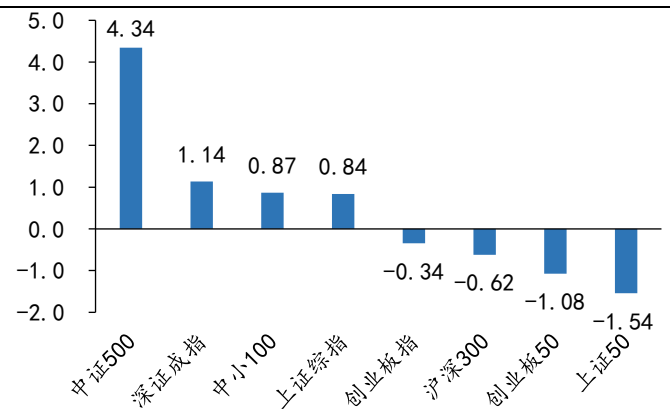
## 二、本周市场变化

本周 A 股主要指数涨跌分化，其中中证 500 (+4.34%)、深证成指 (+1.14%)、中小 100 (+0.87%) 涨幅靠前，上证 50 (-1.54%)、创业板 50 (-1.08%)、沪深 300 (-0.62%) 跌幅靠前。申万一级行业中，建筑材料 (+9.23%)、石油石化 (+7.71%)、钢铁 (+7.31%) 领涨，银行 (-2.70%)、通信 (-2.12%)、非银金融 (-1.45%) 领跌。概念股中，金属铅 (+14.52%)、金属锌 (+13.62%)、环氧丙烷 (+12.53%) 领涨，NFT (-7.59%)、5G (-2.88%)、ChatGPT 插件 (-2.87%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中巴西圣保罗指数 (+8.53%)、墨西哥 MXX (+1.57%)、上证综指 (+0.84%) 表现靠前，印度 SENSEX30 (-2.43%)、德国 DAX (-1.57%)、法国 CAC40 (-1.40%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，国际黄金 (+8.60%)、PTA (+8.41%)、NYMEX 原油 (+3.10%) 表现靠前，玻璃 (-3.25%)、铁矿石 (-2.57%)、螺纹钢 (-0.94%) 表现靠后。另外在 2026 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (+14.79%)、布伦特原油 (+8.94%)、日经 225 (+6.97%) 排名较高，而美元指数 (-0.78%)、标普 500 (+1.02%)、富时发达市场指数 (+1.97%) 排名靠后。

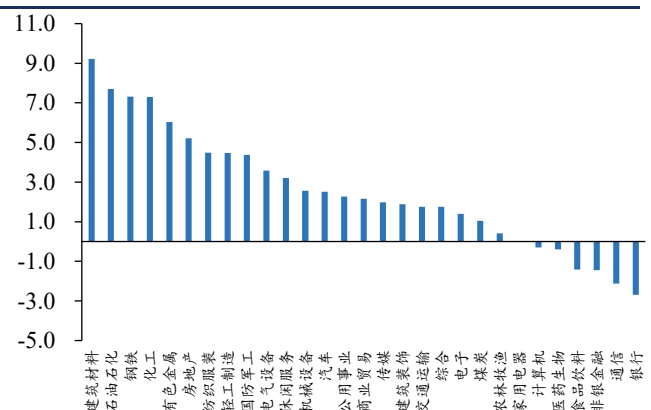
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 210.06 亿元（前值净流入 89.92 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 11810 亿元，到期 9515 亿元，累计净投放 2295 亿元。截至 2026 年 1 月 23 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图 12: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



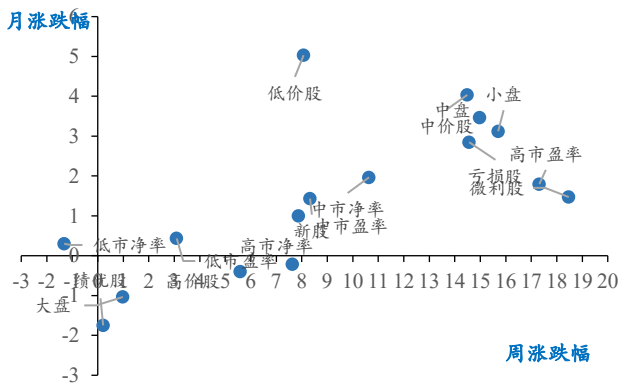
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 13: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



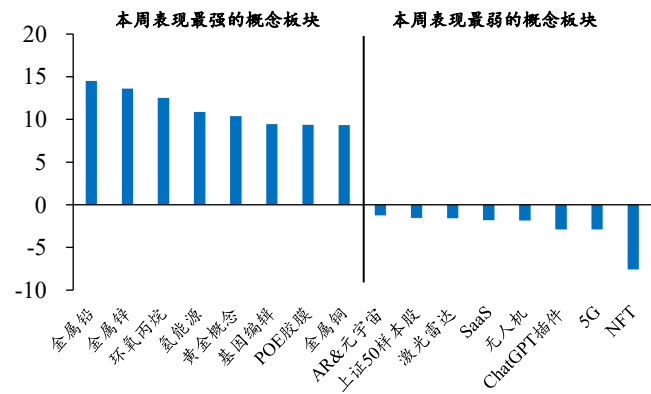
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 14: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

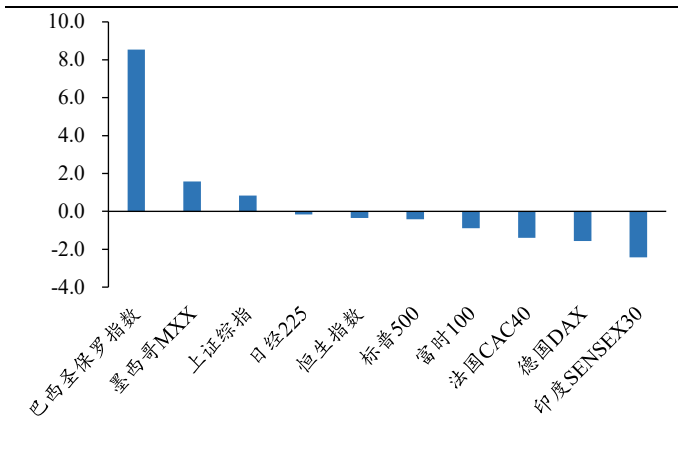


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

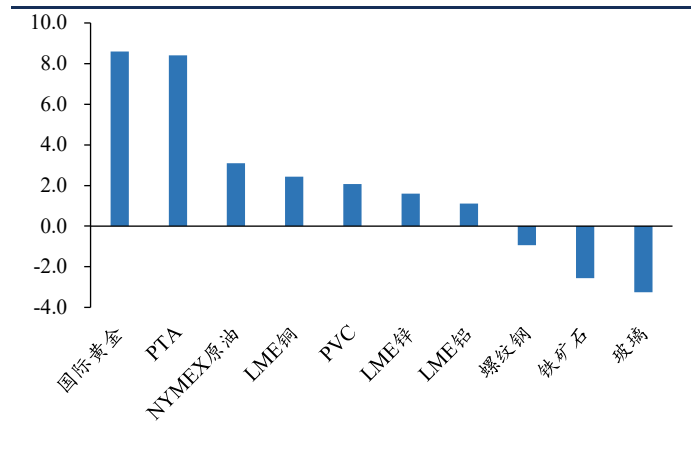
图 15: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



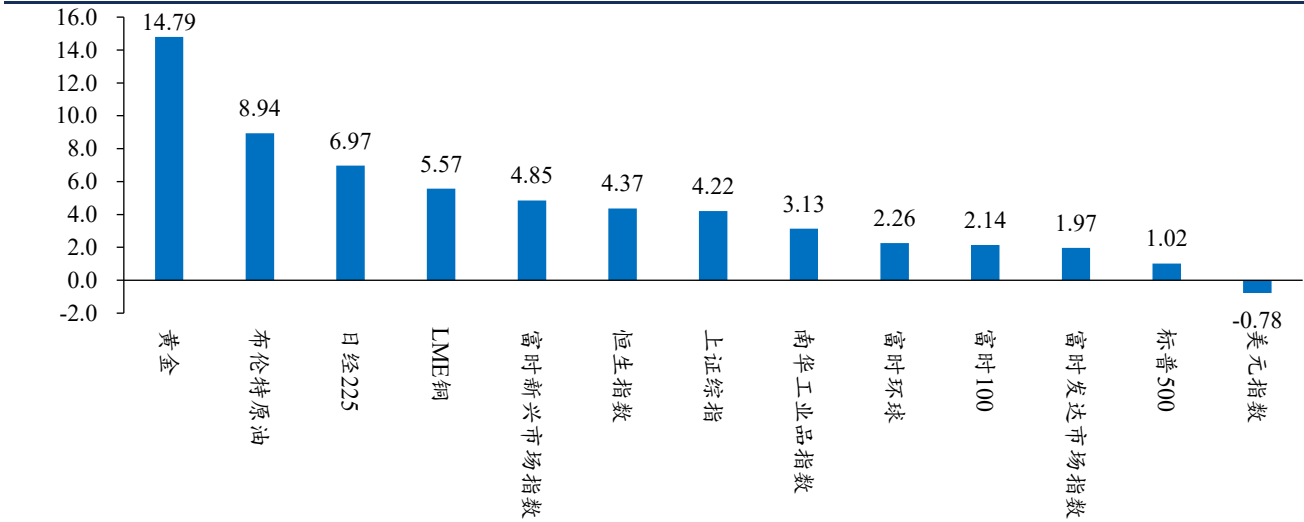
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 16: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

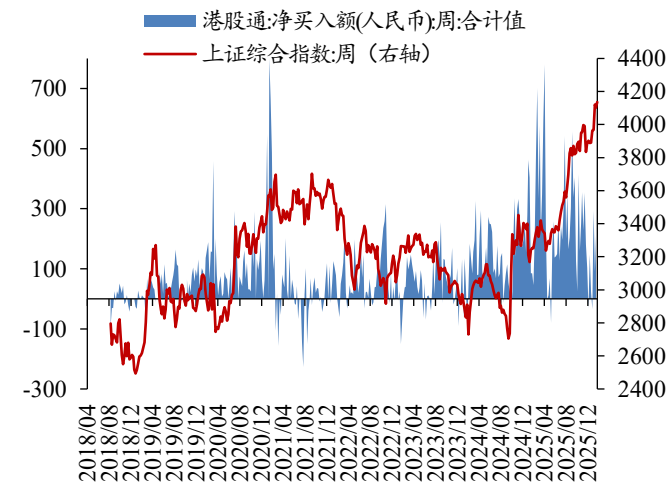
**图 17: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 18: 2026 年全球大类资产收益率 (单位: %)**


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

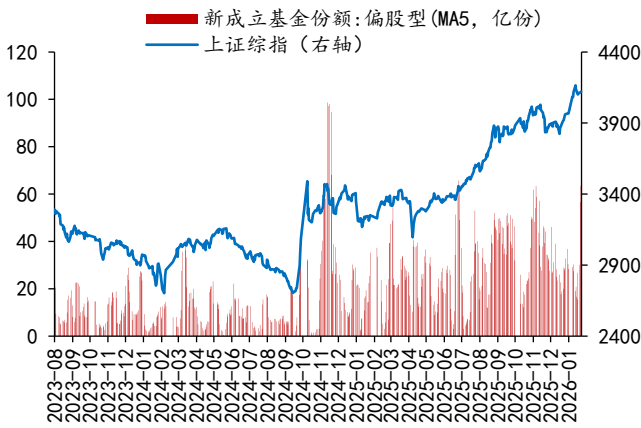
注: 统计日期截至 2026 年 1 月 23 日

**图 19: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)**


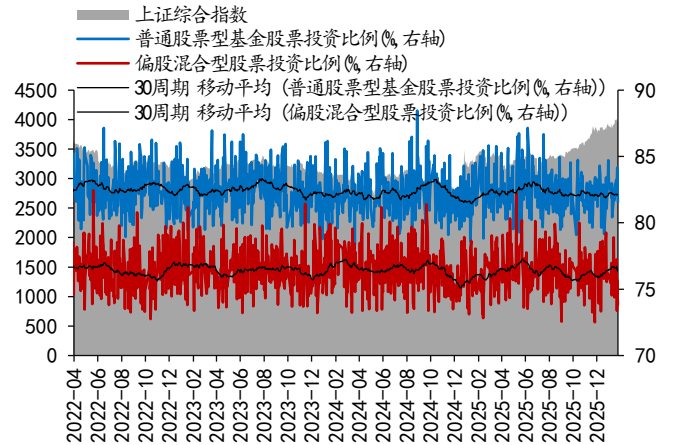
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 20: 融资余额 (单位: 亿元)**

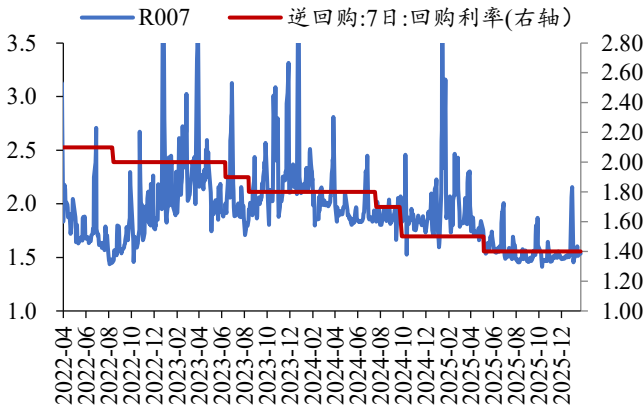

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 21: 新发行基金份额 (单位: 亿份, 点)**


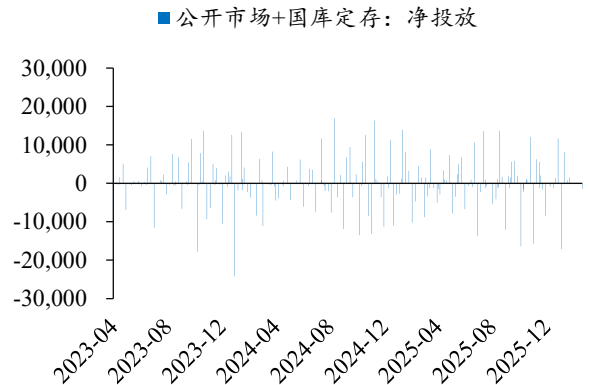
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 22: 基金仓位估算 (单位: 点, %)**


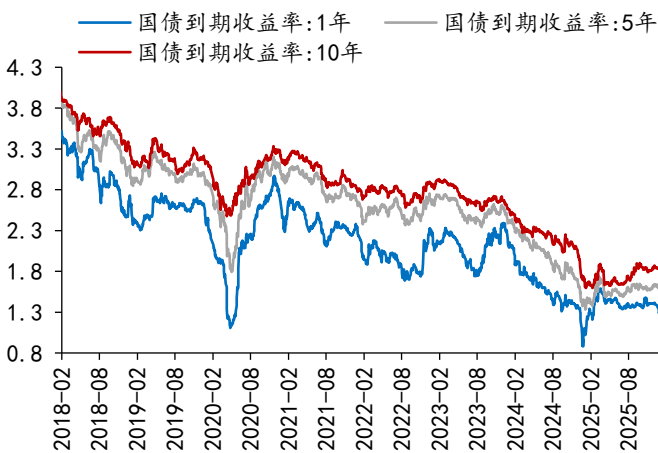
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 23: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)**


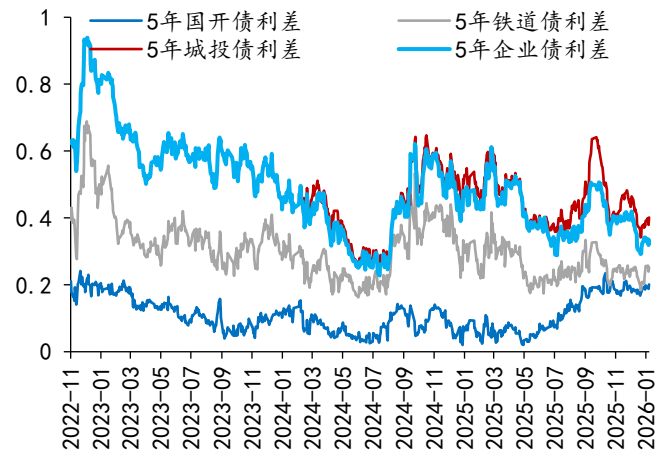
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 24: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 25: 长期国债利率走势 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 26: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

## 研究团队简介

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，2023年7月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。