

2026年01月26日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

ETF 流出风险整体可控，A 股延续震荡上行

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

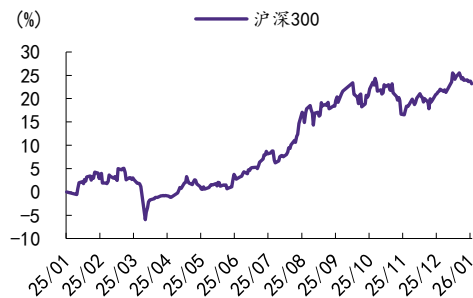
分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

✉ weizheng2@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《短期降温不改 A 股上行，关注产业催化和业绩支撑》2026-01-19
- 2、《A 股部分情绪指标已处高位，但尚未极端过热》2026-01-13
- 3、《海外流动性有望修复，A 股震荡反弹可期》2025-11-24

海外宏观热点与策略

海外宏观：1) **Q3 GDP 上修，预期上调：**Q3 终值上升至 4.4%，消费贡献加大。2) **美伊局势担忧升温：**特朗普派遣航母前往波斯湾，以色列趁机发难。3) **关注 1 月 FOMC 和联储人选：**1/29 议息预计按兵不动，聚焦后续降息指引。特朗普预计下周提名主席人选，中立派里德胜率大幅提升。

美股：延续震荡。下周美股影响因素较多，等待震荡后的方向选择。大盘科技聚焦 M7 财报及 CAPEX 指引，科技主题、小盘股、降息受益方向关注联储人选和 FOMC 的博弈。

美债：继续把握配置性价比。近期非典型避险情绪升温，10Y 美债收益率快速跳升至 4.3% 附近。下周关注 FOMC，若偏鹰，极端定价 2026 年降息空间压缩，则会有买点再现。

黄金：高位波动加剧。近期美元信用替代逻辑强化，助推黄金加速逼近 5000 美元关口。后续关注联储人选和伊朗局势的演绎，预计整数关口多空博弈加剧。

国内宏观热点及策略

国内宏观：2025 年经济圆满收官，2026 年关注开门红成色。1) **2025 年经济回顾：**5%GDP 增长目标达成，节奏上前高后低，结构上生产好于需求，外需强于内需，消费优于投资，物价逐步回升。2) **2026 年经济展望：**为实现十五五良好开局，预计 2026 年 GDP 目标为 4.5-5%。聚焦助力开门红政策组合，如财政支出进度、央行降准降息时点和重大项目投资节奏。

A 股策略：有望延续震荡上行，关注科技主题和周期复苏

宽基 ETF 流出压力可控：本周宽基 ETF 超常规净流出近 3800 亿。估算 ETF 减仓节奏，科创 50 基本平仓，中证 1000 减仓近半，上证 50、沪深 300 减仓占比均超过 25%。按均速推演，中证 500、沪深 300 和上证 50 分别还可减仓 29、20 和 17 个交易日。

大势研判：震荡上行，把握结构行情。随着海外 TACO 交易再现，国内降温组合成效显著，融资年内首度转向净卖出，宽基 ETF 净卖出压力可控，热门主题调整后反弹，A 股风险已有释放，震荡上行可期，但需警惕高位波动放大。

行业选择：1) **科技主题**（商业航天、太空算力、太空光

伏、AI 应用、机器人等)；2) 周期复苏 (有色、化工、建材等)。

■ 市场复盘

本周全 A 指数震荡上行，微盘和中盘股涨幅居前，大盘股跌幅居前，其中万得微盘股指数、中证 500 涨幅领先，沪深 300、创业板指跌幅居前。行业涨跌层面，建材、石油石化、钢铁涨幅领先，银行、通信、非银跌幅居前；行业估值层面，电子、计算机、传媒、军工、通信、汽车、综合行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。

■ 资金情绪

成交活跃度：本周 A 股市场成交活跃度趋势反转降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率同样持续提速。市场热门标的拥挤度基本持平，电子、电力、化工交易集中度提升显著，有色、军工、电力、电子、建材行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。年内热门交易主题多数上行，锂矿、光伏、有色领涨，芯片、化工、存储成交活跃度提升居前，存储、军工、光伏拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：国内延续降温，海外延续升温。

内资资金：①**公募资金：**股票+混合型基金新发大幅放量，ETF 资金再度超常规净流出，沪深 300 跟踪 ETF 资金延续千亿规模净流出。行业 ETF 加配有色、电力、地产，减配食品；②**融资资金：**融资余额转向净卖出，融资买入占比加速下行，显著加配有色、非银、银行，减配电子、计算机、医药。

外资资金：北向资金：北向成交活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。

■ 牛市进程：A 股震荡上行，波动放大，把握结构行情

十大牛市指标跟踪：目前股权风险溢价下破均线、RSI 超买区间进一步上探、通信行业杠杆再创本轮新高，短期市场情绪仍处相对高位。但随着降温组合发力，融资买入占比回落，热门主题收益快速回撤，全 A 拥挤度从阶段高点已有明显降温，RSI 进一步上探缓解潜在背离信号风险，且宽基 ETF 流出风险整体可控，预计 A 股震荡上行，但会有高位波动放大。

■ 风险提示

国内政策不及预期；海外地缘政治扰动。

正文目录

1、周度策略.....	5
1.1、海外：聚焦美伊局势、1月FOMC和M7财报，美国股债延续震荡，黄金高位.....	5
1.2、国内：宽基ETF流出压力可控，A股有望延续震荡上行，关注科技主题和周期复苏.....	9
2、市场复盘：震荡上行，微盘&中盘涨幅居前，大盘跌幅居前.....	11
3、资金情绪.....	13
3.1、交易活跃度：全A活跃度降温，行业轮动震荡减速，电子、电力、化工行业拥挤度升温显著.....	13
3.2、恐慌情绪：国内延续降温，海外延续升温.....	15
3.3、内资：公募新发放量，ETF超常规净流出加速；融资转向将卖出，加配有色、非银、银行... ..	15
3.4、外资：北向活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、电力.....	18
4、牛市进程：A股震荡上行，把握结构行情.....	19
5、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：AI 投资增速放缓.....	5
图表 2：主要是设备端投资增速的回落.....	5
图表 3：联储人选再度生变，Rieder 里德胜率提升.....	6
图表 4：相对于哈塞特和沃什，里德更偏中立派.....	6
图表 5：美股下周 M7 财报密集发布.....	7
图表 6：黄金非商业空头仓位降至低位.....	8
图表 7：白银的交易端风险更为突出.....	8
图表 8：非美国国家央行购金是近年黄金上涨的重要支撑.....	8
图表 9：2025 年 GDP 增速前高后低.....	9
图表 10：消费对 GDP 贡献率在提升.....	9
图表 11：结构上生产好于需求，外需强于内需，消费优于投资，物价逐步回升（%）.....	9
图表 12：科创 50 基本平仓，中证 1000 减仓近半，上证 50、沪深 300 已减仓占比均超过 32%.....	10
图表 13：本周全 A 震荡上行，微盘和中盘涨幅居前，大盘跌幅居前.....	11
图表 14：本周建材、石油石化、钢铁领涨，银行、通信、非银跌幅居前.....	11
图表 15：电子、零售、计算机、房地产、传媒、军工、通信、化工、汽车、建材、综合、钢铁、轻工、煤炭行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位.....	12
图表 16：电子、计算机、传媒、军工、通信、汽车、综合行业本周估值水平处十年历史高位.....	12
图表 17：A 股市场成交活跃度本周降温.....	13
图表 18：A 股相对领涨行业轮动速率本周震荡减速.....	13
图表 19：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周基本持平.....	13
图表 20：电子、电力、化工行业本周集中度提升显著，有色、军工、电力、电子、建材行业本周拥挤度已至历史高分位.....	14

图表 21: A 股年内热门交易主题本周多数上行, 锂矿、光伏、有色领涨, 芯片、化工、存储成交活跃度提升居前	14
图表 22: 近期热门主题拥挤度两年历史分位趋势	14
图表 23: 国内恐慌情绪本周延续降温趋势	15
图表 24: 海外恐慌情绪本周延续升温趋势	15
图表 25: 股票+混合型基金本周新发大幅放量	16
图表 26: 股票型 ETF 资金本周超常规净流出再度加速	16
图表 27: 本周规模 ETF 超常规净流出加速	16
图表 28: 本周沪深 300 跟踪 ETF 再度千亿规模净流出	16
图表 29: 净流入排名前 15 与后 15 的上市行业指数 ETF 本周资金显著加配有色、电力、地产, 减配食品	16
图表 30: 融资余额本周转向净卖出	17
图表 31: 融资买入占比本周加速下行	17
图表 32: 融资净买入本周显著加配有色、非银、银行, 减配电子、计算机、医药	17
图表 33: 北向资金成交占比本周延续回暖趋势	18
图表 34: 北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力	18
图表 35: 全 A 拥挤度降温已有成效, 整体风险可控	19

1、周度策略

1.1、海外：聚焦美伊局势、1月FOMC和M7财报，美国股债延续震荡，黄金高位

海外宏观：1)Q3 GDP 上修，关注 AI CAPEX 投资：美国 Q3 GDP 终值上升至 4.4%，其中消费对于经济贡献进一步加大，同比贡献由上个季度的 1.68% 升为 2.39%，消费韧性让市场再度压制了衰退预期，再通胀担忧再起，GDPnow 也因此上调了 Q4 GDP 预期至 5.4%。

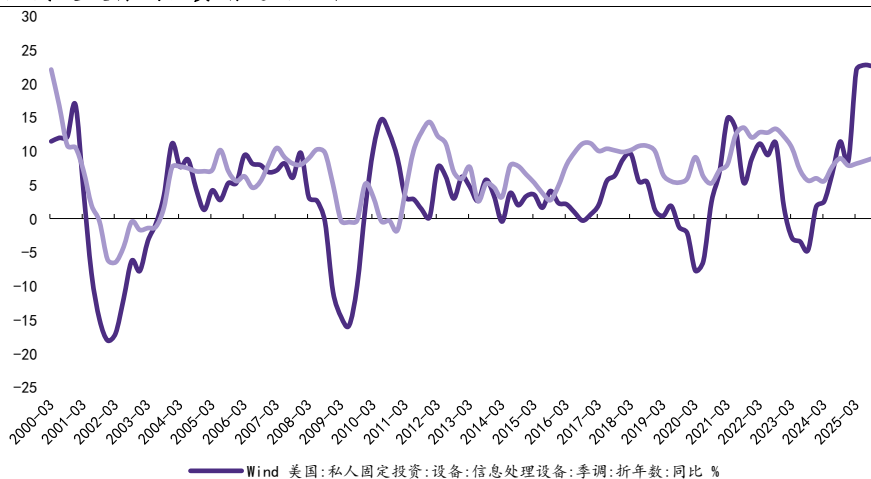
投资分化也有所收敛，AI 投资放缓，非 AI 投资回升。其中 AI 投资的放缓主要是设备端放缓。结合 Intel 的供应链限制预期，对于 AI CAPEX 周期结束担忧下降，市场更需要担心成本涨价对于 ROI 的压力，即软件涨价和电力涨价传导到整体居民生活成本压力之上，后续更多关注电力紧急拍卖和微软协议的行政令版本落地，以及下周微软等科技巨头财报的验证。

图表 1：AI 投资增速放缓



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：主要是设备端投资增速的回落

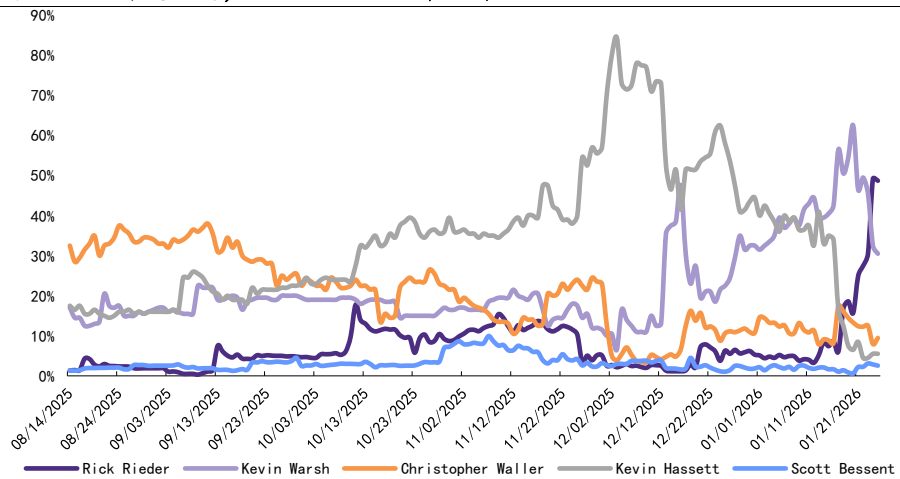


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2) 地缘重心转重回伊朗: 地缘局势本周也出现了一定的转移, 上周市场担忧特朗普对格陵兰岛的强硬态度, 包括关税表态等都显示事态升级的可能。上周我们提示特朗普的诉求和手段相矛盾, 更有可能是通过压力逼迫获得相应的控制权。目前特朗普已经撤销了关税威胁, 并称已经达成了未来交易框架, 购岛的面罩被撤下, 资源和军权的实际目的浮现水面, 基本符合我们的判断, 也和上周 232 调查的思路一脉相承, 强调资源安全的逻辑。格陵兰岛风险暂缓, 但伊朗局势再度出现升级, 伊朗内忧外患之际特朗普派遣航母前往波斯湾, 以色列趁机发难, 整体风险相对可控, 但需要警惕以色列的极端举措。

3) 关注 FOMC 的降息指引, 联储人选再度生变: 下周会有联储议息会议, 基于近期的通胀和经济表现, 市场预期 1 月联储增量信息较少, 主要看联储鹰派和鸽派的话语边际变化, 及特朗普对于主席新人选的抉择。这周金融时报爆料贝莱德高管 Rick Rieder 可能在这轮主席竞选中获胜。综合来看, Rieder 里德是一个各方都相对能接受的中立选项, 对于通胀的态度灵活, 明确降息态度, 同时更专注流动性的传导, 偏向 QE, 和资本市场联系紧密, 对于各项资产较为利好。

图表 3: 联储人选再度生变, Rieder 里德胜率提升



资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 4: 相对于哈塞特和沃什, 里德更偏中立派

	凯文·哈塞特 (Kevin Hassett)	凯文·沃什 (Kevin Warsh)	瑞克·里德 (Rick Rieder)
货币政策主张	特朗普忠实鹰派 激进降息。 主张结束紧缩, 甚至重启宽松以刺激增长; 认为只要有增长, 低利率就是合理的。	独立谨慎鸽派 谨慎降息。 反对过度干预; 认为降息应基于数据而非政治压力; 对量化宽松态度负面	亲特朗普的市场实用派 灵活降息, 明确会降息至3%, 更为关注就业的压力, 同时注重流动性的传导
通胀容忍度	高。 认为通胀不是主要威胁, 更担心经济衰退	低。 认为通胀是货币供应过剩的结果, 必须严格控制。	灵活, 区分一次性通胀和结构性通胀, 反对货币政策的“错杀”, 认为维持2%通胀目标相对不现实
美联储独立性	弱。 被视为会贯彻特朗普意图的工具	强。 强调央行独立性, 不仅听命于白宫; 在华尔街和学术界有较高信誉。	中, 预计更重视金融市场的稳定, 实操性较强
美债	短多长空。 短期利率下降利好短债; 长期美债收益率仍会受挫与通胀担忧和信用担忧	短空长多, 抗通胀的信誉会压低长期通胀预期, 独立性带来的信用回归也会一定程度上压平期限溢	多, 流动性宽松叠加降息, 利好长端利率回落
美股	短期利好, 流动性泛滥利好股市, 尤其是高估值科技股。但长期可能引发滞胀担忧, 导致波动加剧。	短期承压, 不利于流动性助推的小盘	利好, 支持流动性的落地更佳平民化, 利好流动性敏感行业
美元	利空。 激进降息和对他不关心赤字的担忧会削弱美元信用, 导致美元指数走弱。	利多 (升值)。 维持相对高利率和捍卫美元信用的立场将支撑美元走强。	稳定, 维持美元相对稳定的位置, 避免引发金融市场动荡
黄金	利好。 强降息+弱美元+高通胀会反复给黄金价格进行支撑	中性利空。 短期降息缺席, 但其压制通胀的举措仍会以经济为代价, 助推黄金行情	温和利好, 降息短期支撑黄金价格
加密货币	极大利好。 支持比特币, 将其视为一种去监管的创新; 流动性释放将推高币价。	利空/严格。 对私人发行的加密货币持怀疑态度 (特别是稳定币), 倾向于央行数字货币 (CBDC) 或将其纳入银行监管。	包容性监管, 支持建立相应的监管框架, 降低机构投资者的准入门槛

资料来源: 公开资料整理, 华鑫证券研究

海外策略：美股聚焦流动性和财报，美债持续把握性价比，黄金高位波动放大

美股：延续震荡。下周美股影响因素较多，主要有地缘局势、美股财报、联储人选和联储议息会议，等待震荡后的方向选择。大盘科技聚焦 M7 财报成色及对 CAPEX 指引，科技主题、小盘股、降息受益方向关注联储人选和 FOMC 会议的博弈。若是里德被提名，关注流动性敏感板块相关机会，如地产、区域银行及小盘科技等。

图表 5：美股下周 M7 财报密集发布

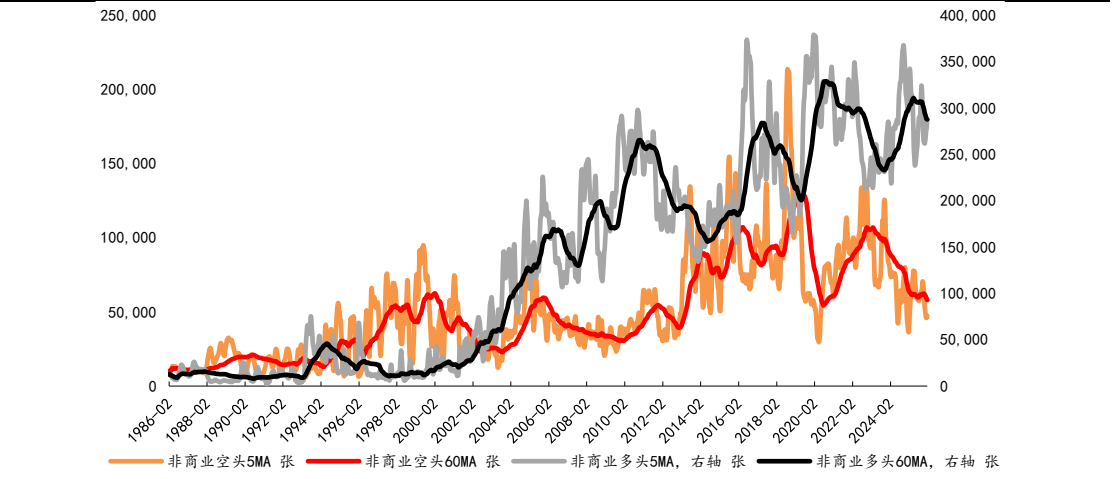
代码	名称	总市值 (亿美元)	市盈率	财报日期	预期营业收入 (百万美元)	预期EPS
MSFT US Equity	微软公司	35466	33.78	2026/1/28	80308.53	3.925
TSLA US Equity	特斯拉公司	14932	322.86	2026/1/28	25148.64	0.441
IBM US Equity	国际商业机器公司	2918	28.73	2026/1/28	19231.44	4.285
LRCX US Equity	泛林集团	2768	48.92	2026/1/28	5239.536	1.175
NOW US Equity	ServiceNow公司	1480	80.63	2026/1/28	3532.568	0.889
AAPL US Equity	苹果公司	38251	34.84	2026/1/29	138313.1	2.666
META US Equity	Meta平台股份有限公司	16185	22.46	2026/1/29	58336.54	10.266
KLAC US Equity	科磊公司	1877	41.05	2026/1/29	3247.88	8.803
CMCSA US Equity	康卡斯特公司	1059	5.08	2026/1/29	32373.36	0.755
VZ US Equity	Verizon通信股份有限公司	1680	8.71	2026/1/30	36092.33	1.054

资料来源：Wind，华鑫证券研究

美债：继续把握配置性价比。近期地缘局势反复导致市场非典型避险情绪升温，10Y 美债收益率快速跳升至 4.3%附近，配置性价比凸显，之后震荡下行，4.2%之上的配置性价比仍值得把握。下周关注议息会议，若整体偏鹰，极端定价 2026 年不降息，则会有新的性价比买点出现。目前推荐 TLT 逐步加仓，等到对于降息极度悲观，或者时间接近下半年再通过 TMF 等方式做多美债。

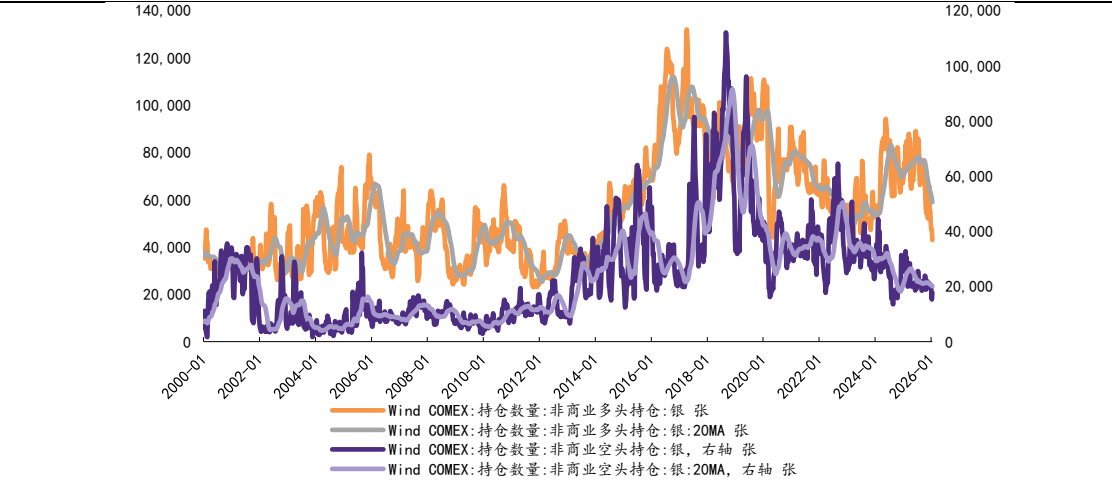
黄金：高位波动加剧。近期联储独立性和地缘风险担忧，强化美元信用替代逻辑，助推黄金加速逼近 5000 美元关口。后续继续关注联储人选和伊朗局势的演绎，目前黄金非商业空头仓位降至低位，预计整数关口多空博弈加剧，黄金波动放大。

图表 6: 黄金非商业空头仓位降至低位



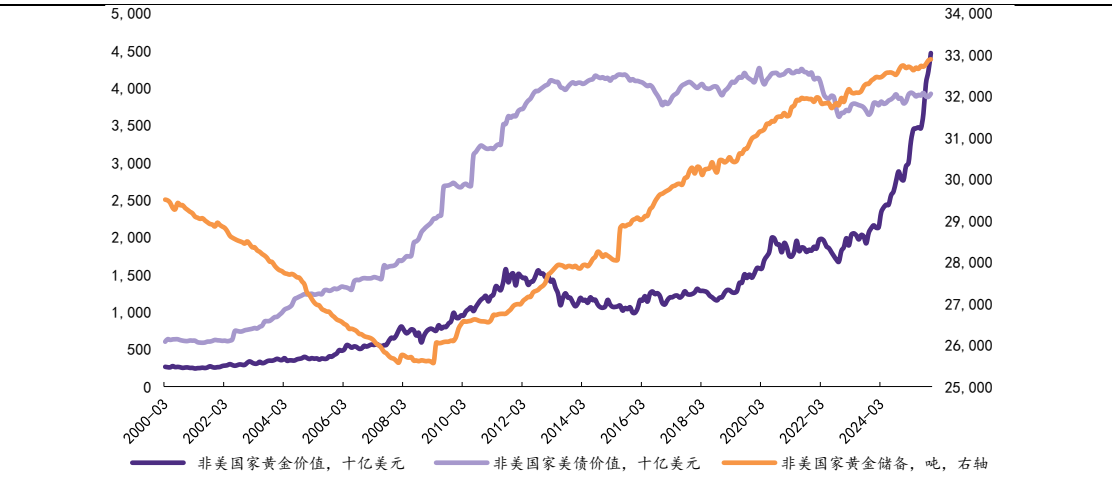
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 7: 白银的交易端风险更为突出



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 8: 非美国家央行购金是近年黄金上涨的重要支撑



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

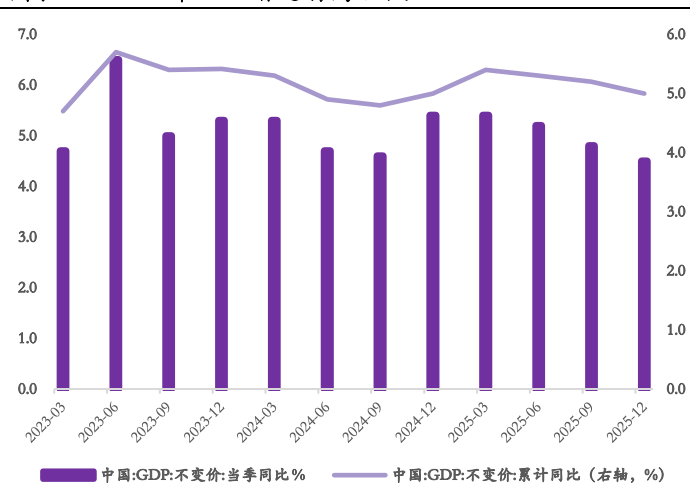
1.2、国内：宽基 ETF 流出压力可控，A 股有望延续震荡上行，关注科技主题和周期复苏

国内宏观：2025 年 GDP 惊险保 5%，2026 年关注开门红成色

2025 年经济回顾：外部突发关税扰动下，5% 的 GDP 增长目标圆满达成。节奏上前高后低，下半年消费和投资加速下滑；结构上生产好于需求，工业增加值累计增速高达 5.9%；外需强于内需，出口韧性进一步凸显；消费优于投资，消费对 GDP 贡献率在提升，地产对经济的拖累还在延续；物价逐步回升，Q3 以来 CPI 和 PPI 震荡上行。

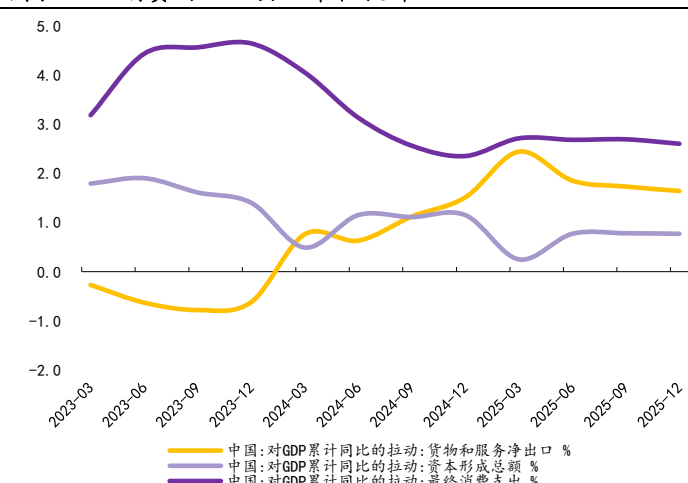
2026 年经济展望：为实现“十五五”良好开局，预计 2026 年 GDP 目标定为 4.5-5%、仍属偏高水平，聚焦助力经济开门红的政策组合，如财政支出进度、央行降准降息时点和重大项目投资节奏。

图表 9：2025 年 GDP 增速前高后低



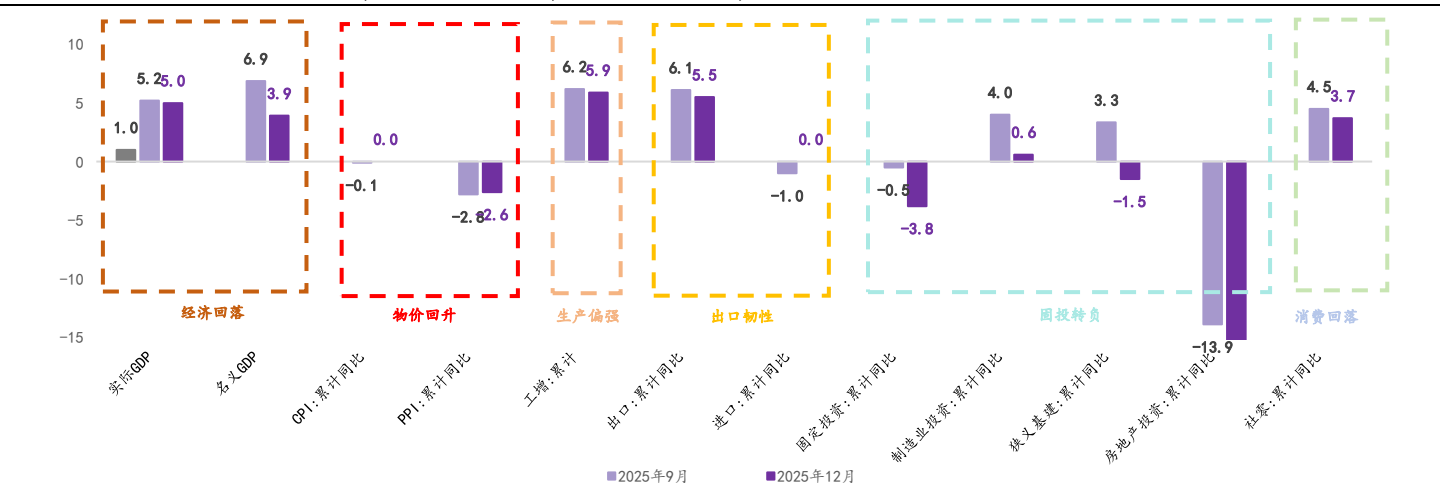
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：消费对 GDP 贡献率在提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：结构上生产好于需求，外需强于内需，消费优于投资，物价逐步回升（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A股策略：宽基ETF流出压力可控，A股有望延续震荡上行，关注科技主题和周期复苏

宽基ETF流出压力可控：本周规模ETF资金超常规净流出再度加速，周度净流出3961.85亿元，其中沪深300跟踪ETF中周度净流出2373.36亿元；中证1000、上证50、科创50、中证A500跟踪ETF资金周度分别净流出785.14、361.49、147.09、100.81亿元。

推算国家队汇金系ETF减仓情况，科创50基本平仓，中证1000减仓近半，上证50、沪深300已减仓占比均超过30%。按当前卖出节奏均速推演，中证500、沪深300和上证50分别还可减仓33、15和14个交易日。

图表 12：科创 50 基本平仓，中证 1000 减仓近半，上证 50、沪深 300 已减仓占比均超过 32%

ETF跟踪指数	截止至2026/1/14 推算持有规模(亿元)	2026/1/15-2026/1/23 区间涨跌幅	2026/1/15-2026/1/23 推算总计减仓(亿元)	推算已减仓占比	截止至2026/1/23 推算持有规模(亿元)	匀速减仓可持续天数(天)
沪深300	10,081.75	-0.82%	-3258.99	32.3%	6,822.77	15
中证1000	1,694.66	3.13%	-927.94	54.8%	766.72	6
上证50	1,556.87	-2.54%	-519.66	33.4%	1,037.22	14
科创50	348.35	3.37%	-348.69	100.1%	-0.33	0
中证500	1,603.84	5.01%	-283.31	17.7%	1,320.54	33
创业板指	611.15	0.15%	-238.54	39.0%	372.61	11
上证180	221.71	-0.50%	-0.71	0.3%	221.01	2193
中证800	17.13	0.46%	-0.14	0.8%	16.99	841
深证100	33.70	-0.40%	-1.86	5.5%	31.85	120

资料来源：Wind，华鑫证券研究

大势研判：震荡上行，把握结构行情。随着海外TACO交易再现，国内降温组合成效显著，融资年内首度转向净卖出，融资买入占比加速下行至-1倍标准差，融资风险逐步释放。宽基ETF大幅净卖出有资金承接，整体压力可控。热门主题商业航天和AI应用调整幅度已超过20%，且有新的产业催化助力筑底反弹。综合来看，降温组合下的A股风险已有释放，后续震荡上行可期，但需警惕高位波动放大。

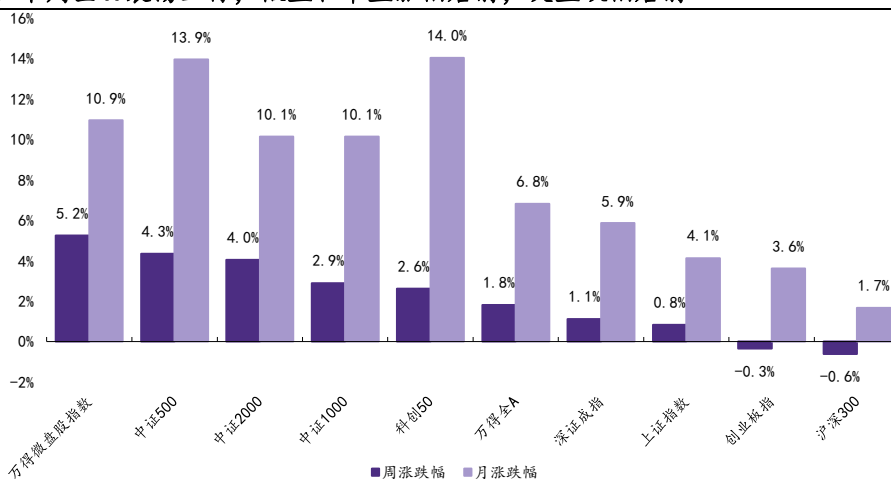
行业选择：

- 1) 科技主题（商业航天、太空算力、太空光伏、AI应用、机器人等）；
- 2) 周期复苏（新能源、有色、化工、建材等）。

2、市场复盘：震荡上行，微盘&中盘涨幅居前，大盘跌幅居前

本周全 A 指数震荡上行，微盘和中盘股涨幅居前，大盘股跌幅居前，其中万得微盘股指数、中证 500 涨幅领先，沪深 300、创业板指跌幅居前。万得微盘股指数、中证 500 分别上涨 5.2%、4.3%；沪深 300、创业板指分别下跌 0.6%、0.3%。

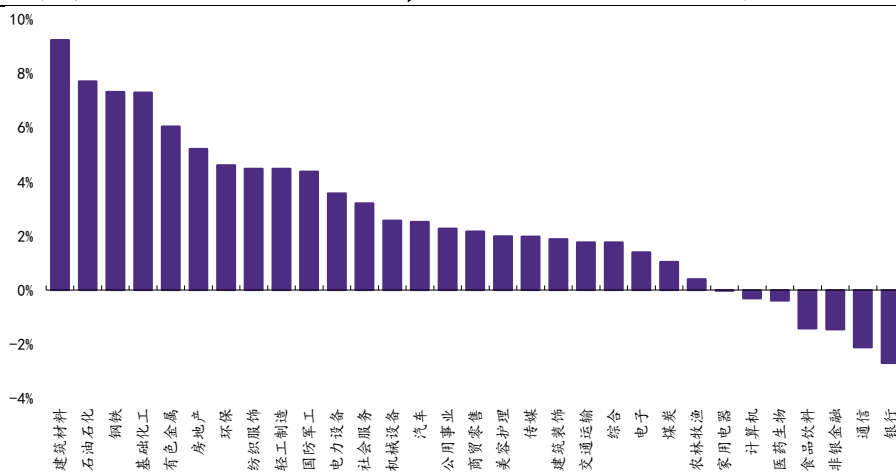
图表 13：本周全 A 震荡上行，微盘和中盘涨幅居前，大盘跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周建材、石油石化、钢铁涨幅领先，银行、通信、非银跌幅居前。本周建筑建材、石油石化、钢铁、基础化工、有色金属行业上涨幅度领先，分别上涨 9.23%、7.71%、7.31%、7.29%、6.03%；银行、通信、非银金融、食品饮料、医药生物行业下跌幅度领先，分别下跌 2.70%、2.12%、1.45%、1.41%、0.39%。

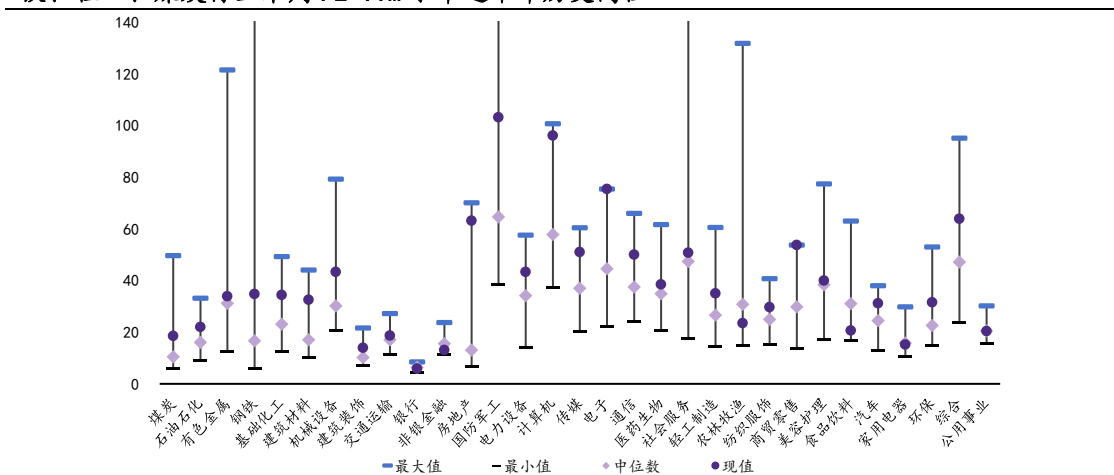
图表 14：本周建材、石油石化、钢铁领涨，银行、通信、非银跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

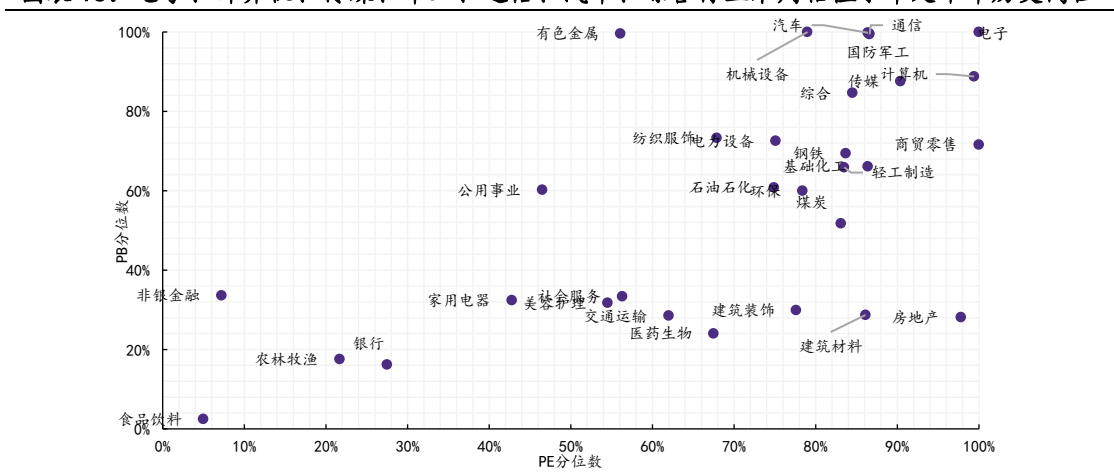
行业估值层面，本周电子、计算机、传媒、军工、通信、汽车、综合行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。本周 PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、商贸零售、计算机、房地产、传媒、国防军工、通信、基础化工、汽车、建筑材料、综合、钢铁、轻工制造、煤炭，PE-TTM 分别达 75.4X、53.8X、96.1X、63.2X、51.0X、103.2X、50.0X、34.4X、31.1X、32.5X、63.9X、34.8X、35.0X、18.5X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括机械设备、电子、汽车、有色金属、国防军工、通信、计算机、传媒、综合，PB-LF 分别达 3.5X、5.7X、2.9X、4.2X、4.4X、5.0X、5.0X、3.6X、2.8X。

图表 15：电子、零售、计算机、房地产、传媒、军工、通信、化工、汽车、建材、综合、钢铁、轻工、煤炭行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 16：电子、计算机、传媒、军工、通信、汽车、综合行业本周估值水平处十年历史高位



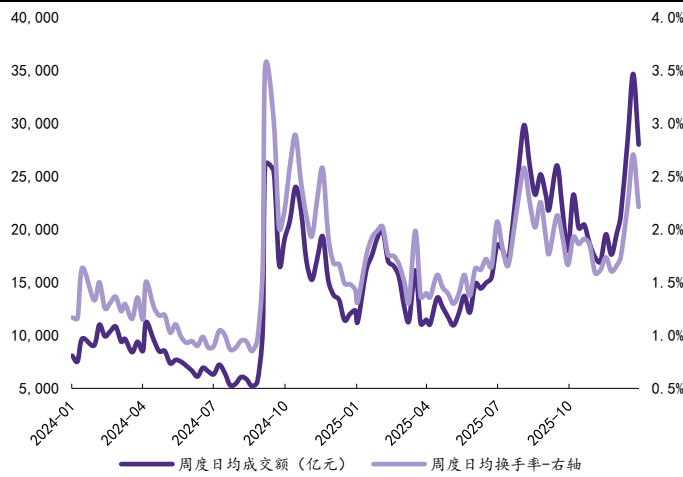
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：全 A 活跃度降温，行业轮动震荡减速，电子、电力、化工行业拥挤度升温显著

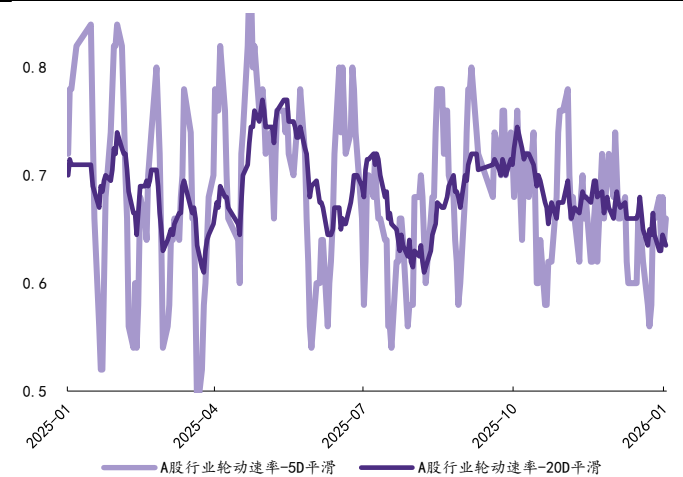
本周 A 股市场成交活跃度降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率同样持续提速。本周万得全 A 日均成交额为 27989.4 亿元，环比下降 6661.2 亿元；日均换手率为 2.21%，环比下降 0.49pcts。本周 A 股市场行业轮动速率指标周度平滑值基本持平，月度平滑值震荡下降，相对领涨行业轮动频率震荡减速。

图表 17：A 股市场成交活跃度本周降温



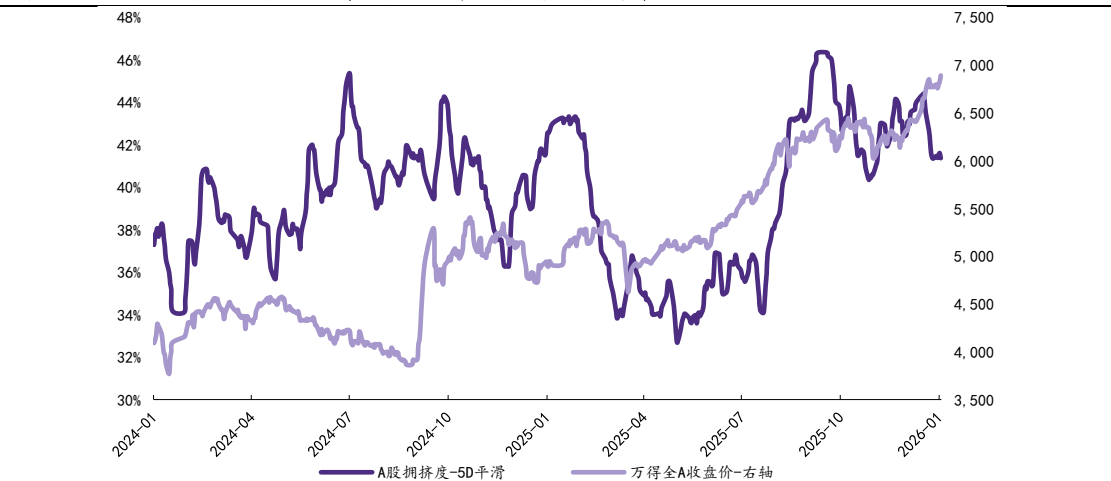
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 18：A 股相对领涨行业轮动速率本周震荡减速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 19：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周基本持平



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度基本持平，电子、电力、化工交易集中度提升显著。本

周 A 股成交额前 5% 的股票总成交占比为 41.4%，环比下降 0.0pcts，热门交易标的拥挤度基本持平。本周电子、电力设备、基础化工行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 90.2%、92.2%、75.7% 的两年历史分位水平。此外，本周有色金属、国防军工、电力设备、电子、建筑材料行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

图表 20：电子、电力、化工行业本周集中度提升显著，有色、军工、电力、电子、建材行业本周拥挤度已至历史高分位

行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位	行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位		
上游资源	煤炭	0.44%	0.34%	0.10%	13.5%	下游消费	医药生物	3.96%	5.29%	-1.33%	4.8%
	石油石化	0.79%	0.61%	0.18%	58.2%		社会服务	0.74%	0.86%	-0.12%	11.6%
	有色金属	6.87%	6.02%	0.85%	96.1%		轻工制造	0.97%	0.98%	-0.01%	24.2%
	钢铁	0.68%	0.58%	0.10%	67.9%		农林牧渔	0.87%	0.81%	0.06%	14.5%
	基础化工	5.16%	4.00%	1.16%	75.7%		纺织服装	0.57%	0.55%	0.01%	10.6%
中游制造	建筑材料	0.99%	0.67%	0.32%	83.4%	商贸零售	1.29%	1.52%	-0.24%	34.9%	
	机械设备	6.96%	6.89%	0.07%	50.4%	美容护理	0.20%	0.17%	0.03%	12.6%	
	建筑装饰	1.77%	1.44%	0.33%	50.4%	食品饮料	1.17%	1.00%	0.17%	2.9%	
	交通运输	0.97%	0.94%	0.03%	0.9%	汽车	4.40%	3.96%	0.44%	13.5%	
大金融	银行	1.20%	1.02%	0.18%	6.7%	家用电器	1.59%	1.48%	0.11%	31.0%	
	非银金融	1.98%	2.78%	-0.80%	0.9%	公用	0.77%	0.74%	0.04%	15.5%	
	房地产	1.12%	0.86%	0.26%	22.3%	环保	0.77%	0.74%	0.04%	15.5%	
成长	国防军工	5.76%	6.54%	-0.78%	92.2%	综合	0.18%	0.18%	0.00%	56.3%	
	电力设备	11.76%	10.06%	1.70%	92.2%	公用事业	1.86%	1.41%	0.45%	44.6%	
	计算机	6.87%	10.56%	-3.70%	17.4%						
	传媒	3.30%	5.13%	-1.83%	64.0%						
	电子	18.73%	15.39%	3.34%	90.2%						
	通信	5.10%	6.00%	-0.89%	63.1%						

资料来源：Wind，华鑫证券研究

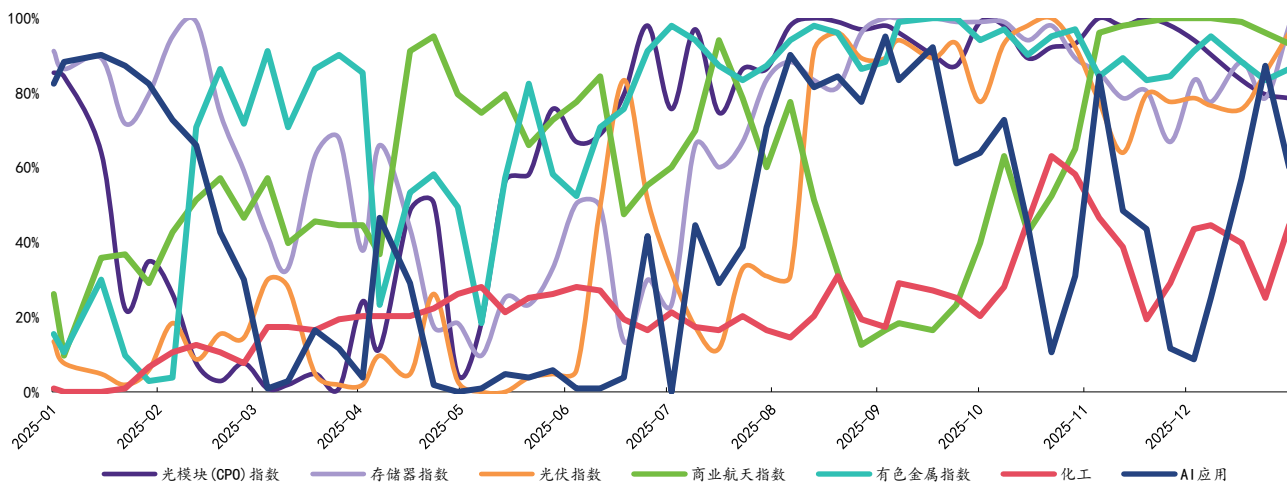
本周 A 股 2025 年内热门交易主题多数上行，锂矿、光伏、有色领涨，芯片、化工、存储成交活跃度提升居前，存储、军工、光伏拥挤度两年历史分位居前。本周 A 股 2025 年内热门交易主题，涨跌幅方面，锂矿、光伏、有色金属主题涨幅领先，分别上涨 11.31%、9.33%、8.09%；光模块、银行、非银主题跌幅居前，分别下跌 5.05%、2.69%、1.43%。成交活跃度方面，芯片、化工、存储主题升温显著，非银、商业航天、创新药主题降温居前。拥挤度近两年历史分位超越 90% 水平的主题包括存储、军工、光伏、半导体设备、芯片、商业航天。

图表 21：A 股年内热门交易主题本周多数上行，锂矿、光伏、有色领涨，芯片、化工、存储成交活跃度提升居前

主题指数	代码	周涨跌幅	月涨跌幅	周成交占比环比	周成交占比两年历史分位	周成交占比近一年趋势
光模块(CPO)指数	8841258.WI	-5.05%	-0.90%	-0.1%	78.6%	
存储器指数	8841241.WI	4.24%	24.15%	1.2%	98.0%	
芯片指数	884160.WI	4.23%	19.68%	2.2%	94.1%	
半导体设备指数	8841321.WI	3.81%	27.31%	0.3%	95.1%	
机器人指数	884126.WI	2.67%	9.43%	-0.1%	27.1%	
锂矿指数	884785.WI	11.31%	15.33%	0.0%	82.5%	
固态电池指数	8841671.WI	3.11%	8.56%	0.1%	67.9%	
锂电池指数	884039.WI	3.78%	10.65%	0.1%	73.7%	
光伏指数	884045.WI	9.33%	20.87%	0.7%	96.1%	
创新药指数	8841049.WI	-0.68%	8.23%	-0.2%	13.5%	
万得核能主题指数	866500.WI	2.12%	8.50%	-0.1%	46.6%	
银行指数	886052.WI	-2.69%	-6.97%	0.2%	6.7%	
非银金融	882116.WI	-1.43%	-1.58%	-0.8%	0.9%	
商业航天指数	8841877.WI	3.29%	12.40%	-0.7%	93.2%	
万得军工指数	866145.WI	8.06%	17.14%	-0.1%	97.0%	
有色金属指数	884956.WI	8.09%	20.75%	0.2%	86.4%	
稀土指数	8841089.WI	5.00%	21.55%	0.1%	80.5%	
化工	882101.WI	6.53%	13.04%	1.3%	44.6%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：近期热门主题拥挤度两年历史分位趋势



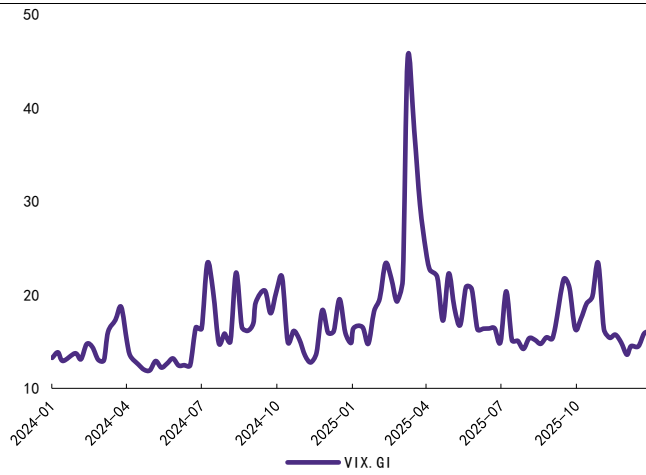
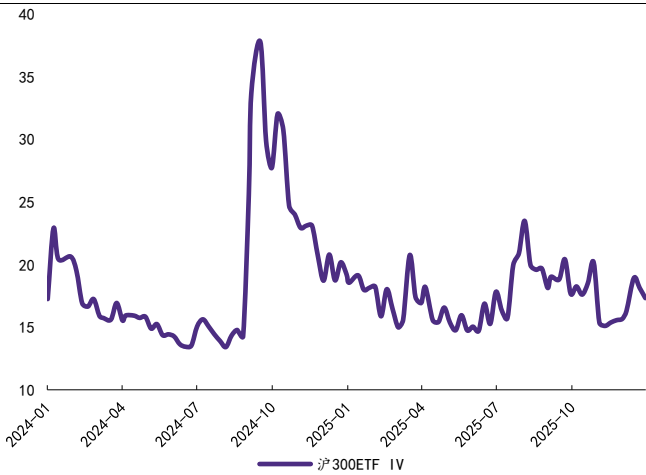
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内延续降温，海外延续升温

本周恐慌情绪国内延续降温，海外延续升温。本周国内沪深 300ETF 隐含波动率为 17.33，环比降低 4.51%，国内恐慌情绪本周延续降温趋势；海外 VIX 指数为 16.09，环比提升 1.45%，海外恐慌程度本周延续升温趋势。

图表 23：国内恐慌情绪本周延续降温趋势

图表 24：海外恐慌情绪本周延续升温趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.3、内资：公募新发放量，ETF 超常规净流出加速；融资转向将卖出，加配有色、非银、银行

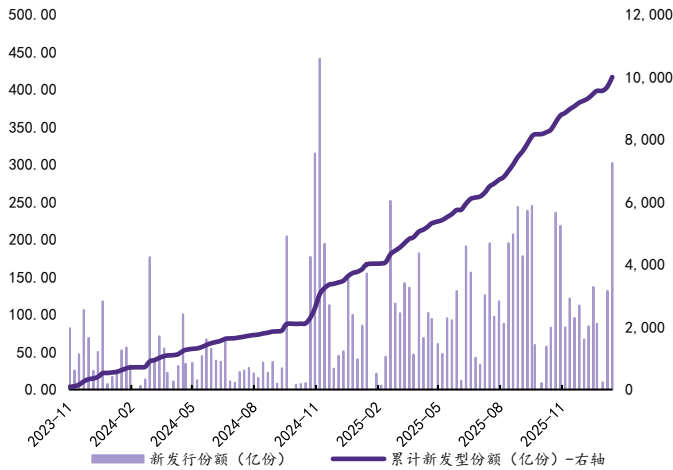
公募基金：本周股票+混合型基金新发大幅放量，ETF 资金再度超常规净流出，沪深 300 跟踪 ETF 资金延续千亿规模净流出。推算国家队汇金系 ETF 减仓情况，科创 50 基本全

部平仓，中证 1000 减仓半数，沪深 300、上证 50、中证 500 仍有较大可减仓空间，按均速推演仍能维持 20 个交易日。行业 ETF 加配有色、电力、地产，减配食品。

本周股票型基金新发 73.87 亿份，混合型基金新发 228.12 亿份，整体周度新发规模环比提升 170.48 亿份，新发基金规模环比大幅放量。

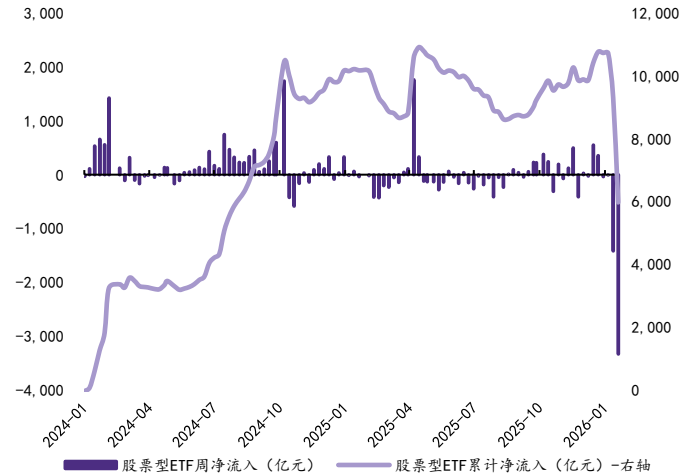
行业 ETF 资金显著加配有色金属、电力、房地产板块，减配食品板块。

图表 25：股票+混合型基金本周新发大幅放量



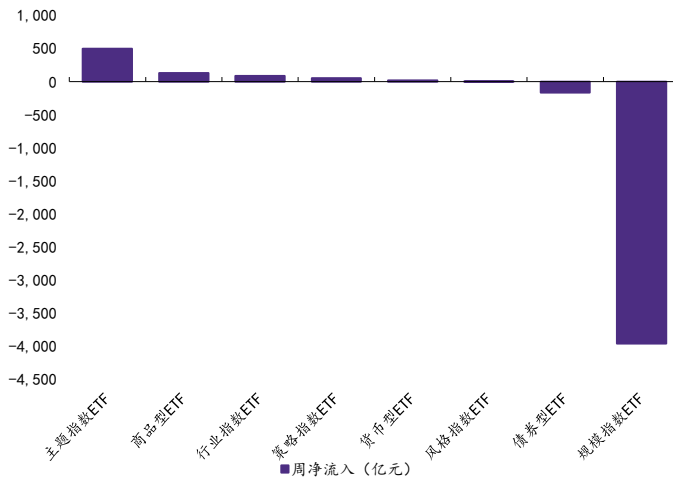
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：股票型 ETF 资金本周超常规净流出再度加速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 27：本周规模 ETF 超常规净流出加速



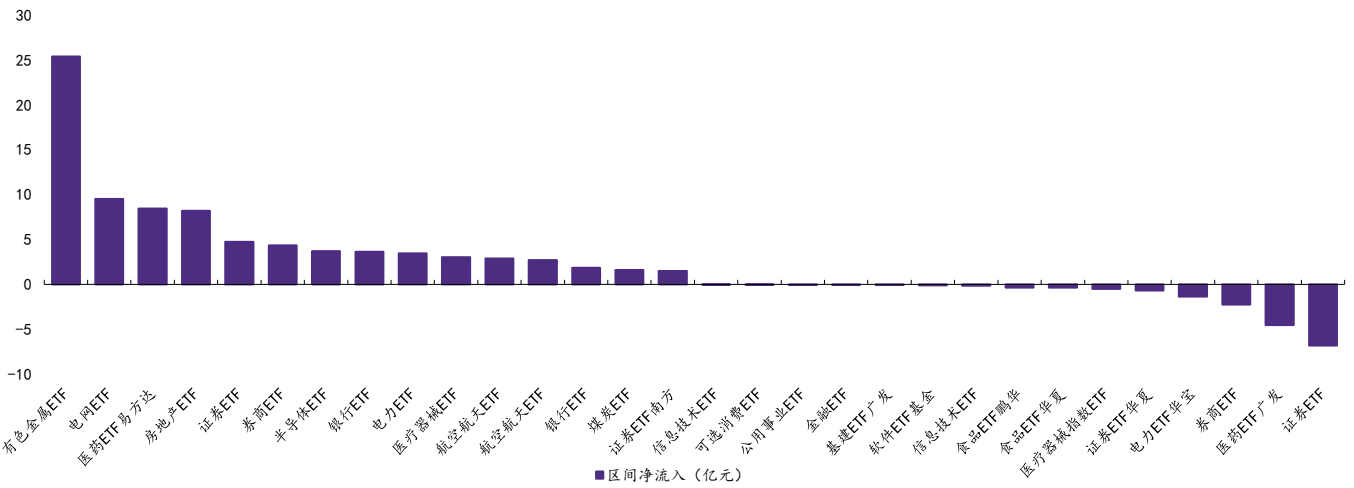
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 28：本周沪深 300 跟踪 ETF 再度千亿规模净流出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

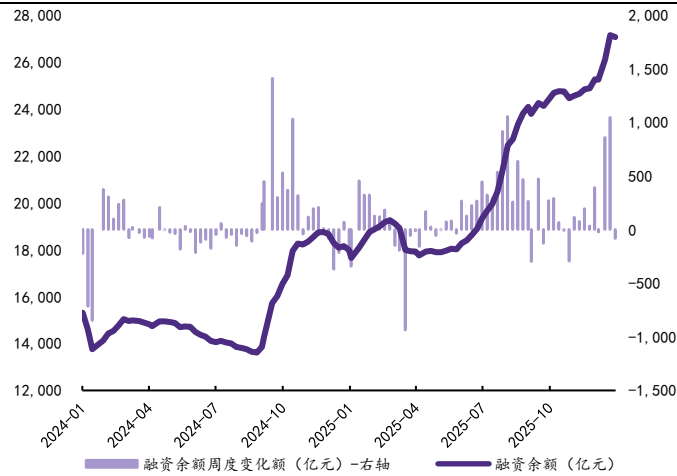
图表 29：净流入排名前 15 与后 15 的上市行业指数 ETF 本周资金显著加配有色、电力、地产，减配食品



资料来源：Wind，华鑫证券研究

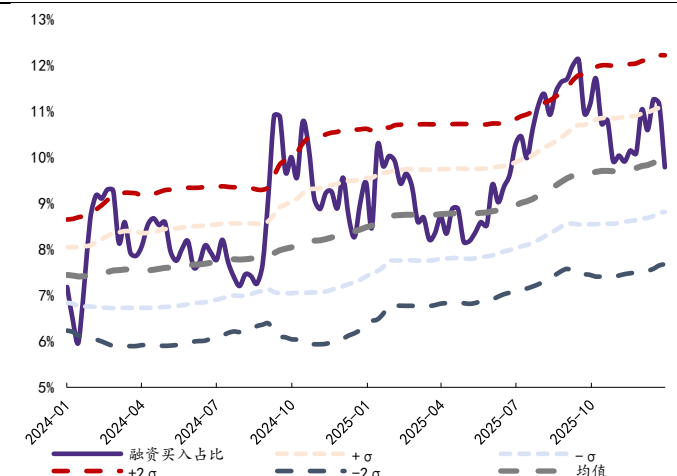
融资资金：融资余额转向净卖出，融资买入占比加速下行，显著加配有色、非银、银行，减配电子、计算机、医药。本周融资余额为 27061.04 亿元，环比净流出 83.02 亿元。本周融资买入占比为 9.79%，环比下降 1.38pcts，融资买入占比加速下行。本周融资资金行业配置，融资净买入显著加配有色金属、非银金融、银行行业，显著减配电子、计算机、医药生物行业。

图表 30：融资余额本周转向净卖出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 31：融资买入占比本周加速下行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：融资净买入本周显著加配有色、非银、银行，减配电子、计算机、医药

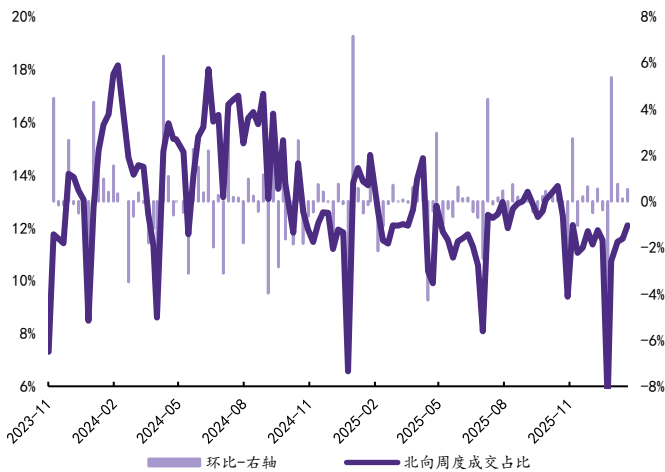
行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势
有色金属	52.5	9.6%	1458.1		钢铁	-2.8	8.2%	171.5	
非银金融	21.4	11.8%	2006.2		房地产	-3.3	7.9%	380.6	
银行	14.2	8.7%	832.7		社会服务	-3.8	6.3%	134.1	
食品饮料	8.9	6.3%	542.2		轻工制造	-4.0	4.5%	149.4	
建筑装饰	6.8	7.8%	413.2		家用电器	-4.3	8.1%	402.8	
煤炭	2.6	8.4%	149.8		国防军工	-6.0	9.4%	1065.4	
基础化工	1.8	7.5%	1050.5		通信	-6.9	10.8%	1337.8	
农林牧渔	0.9	7.2%	309.8		石油石化	-8.1	7.0%	233.3	
公用事业	0.7	7.8%	562.0		电力设备	-11.4	8.9%	2368.0	
纺织服装	0.6	4.7%	87.6		汽车	-11.9	7.9%	1253.8	
建筑材料	0.4	6.2%	145.5		机械设备	-13.7	7.9%	1434.4	
综合	-0.1	5.8%	49.2		传媒	-21.8	8.5%	576.0	
商贸零售	-0.5	7.1%	286.5		医药生物	-23.8	8.2%	1681.0	
环保	-0.8	6.9%	203.7		计算机	-39.4	8.8%	1880.3	
美容护理	-1.2	5.8%	69.5		电子	-44.4	10.4%	4106.5	
交通运输	-1.5	7.4%	429.5						

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.4、外资：北向活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

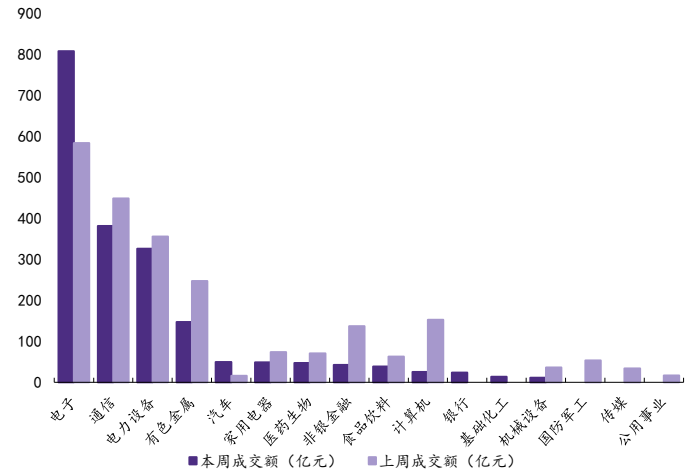
北向资金：北向成交活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。本周北向资金成交占比为 12.09%，环比提升 0.52pcts。本周十大活跃股成交额聚焦于电子、通信、电力设备、有色金属、汽车行业。

图表 33：北向资金成交占比本周延续回暖趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 34：北向资金十大活跃股本周聚焦电子、通信、电力



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

4、牛市进程：A 股震荡上行，波动放大，把握结构行情

目前股权风险溢价下破均线、RSI 超买区间进一步上探、通信行业杠杆再创本轮新高，短期市场情绪仍处相对高位。但随着降温组合发力，融资买入占比回落，热门主题收益快速回撤，全 A 拥挤度从阶段高点已有明显降温，RSI 进一步上探缓解潜在顶背离信号风险，且宽基 ETF 流出风险整体可控，预计 A 股震荡上行，但会有高位波动放大。

图表 35：全 A 拥挤度降温已有成效，整体风险可控

指标	见顶信号	现状
估值指标	①下破均线 ②下破-2σ与-σ支撑线	2025年11-12月持续49个交易日的震荡蓄势期，现已突破至均线下方 现阶段处于均线处，牛市深度调整或终结信号未显现
估值-PE&PB	超越前两轮牛市估值高点	万得全A市盈率距离2021年牛市高点仍有4%上升空间，主要市值指数与创业板指估值高点对比历史牛市，同样处相对合理区间，牛市终结信号未显现
量能指标-成交额&换手率	①超越前四轮成交额与换手率谷峰抬升倍数 ②换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③成交缩量	现阶段成交额谷峰抬升倍数已超越本轮924行情阶段，创本轮行情新高，但从历史上看成交额与换手率均仅超越2017年行情抬升程度，对比其他几轮牛市仍有差距，牛市终结信号未显现 现阶段20日平滑值依然量价齐升，未出现背离现象，牛市终结信号未显现 现阶段20日平滑值仍在缩量，牛市回调信号未显现
交易指标	①热门行业拥挤度提升倍数超越历史高点 ②全A拥挤度指标出现高低极值	现阶段有色、通信、电子拥挤度高位均未还超越10月初极值，牛市终结信号未显现 全A拥挤度现阶段已从阶段高点回落，牛市回调信号未显现
技术指标-RSI&ATR	①RSI进入超买区域 ②RSI顶背离 ③ATR高低位极值震荡	现阶段RSI处于超买区域，并进一步上探 RSI顶背离信号潜在出现，但伴随RSI的进一步上探，信号风险逐步解除 ATR现阶段反转趋势再度上升，未到达极值低位或高位，未触发牛市调整或终结信号
新开户	①个人新开户的次高峰 ②机构新开户高峰	个人新开户的次高峰还未显现，牛市终结信号未显现 机构新开户再创新高，但未确已达到本轮峰值，牛市终结信号未显现
居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	①住户存款市值比谷值 ②非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2025年12月，住户存款市值比谷值与历史牛市谷值相比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，牛市终结信号未显现 截止至2025年12月，非银住户存款同比增速差显著提升，但正向极值还未确认，牛市终结信号还未明确显现
资金指标	①融资买入占比触及年滚动+2σ ②热门行业融资余额市值比谷峰倍数超越前两轮牛市高点	现阶段融资买入占比仅触及均线水平，未触及资金收效信号 现阶段通信行业谷峰倍数再创本轮新高，存在杠杆率过高风险
公募基金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	①新发行高峰 ②爆款基金	现阶段新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，牛市终结信号未显现 现阶段热门主题个别爆款基金初现，尚未集中出现
外资资金-北向成交占比	北向成交占比峰值	现阶段北向成交占比峰值未显现，北向资金参与度仍较低

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 国内政策不及预期
- (2) 海外地缘政治扰动

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。