

2026年03月23日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

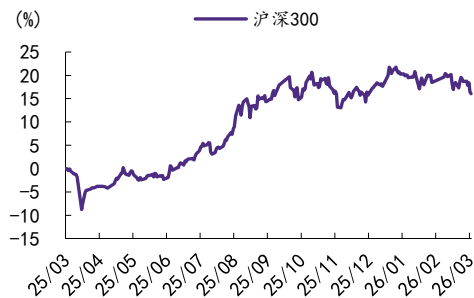
# 高油价引发滞胀和加息担忧，A股震荡筑底

—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、《聚焦中东局势和原油走势，A股震荡分化》2026-03-16
- 2、《海外滞胀交易升温，A股防御为主》2026-03-09
- 3、《假期海外资产上涨，国内消费出行量增，把握春季红包的两大方向》2026-02-24

### 海外宏观热点与策略

**海外宏观：**1) 霍尔木兹海峡博弈加剧油价担忧。美伊冲突升级，特朗普要求伊朗在 48 小时内全面开放霍尔木兹海峡，伊朗强硬回击转为进攻，能源担忧再度升温。2) 市场从预期不降息到定价加息。虽然 3 月点阵图指引降息 1 次，但通胀担忧引发紧缩担忧，CME 从预期不降息概率为 50%，到定价加息概率超过 10%。

**美股：**延续调整。仍处于美债利率上行和流动性紧缩的双杀中，盈利已开始转向负增长，PCR 显示空头情绪仍在释放。

**美债：**利率仍有上行风险。油价走高助推滞胀交易，等待美债收益率 4.5% 以上的做多性价比。

**黄金：**短空长多。短期滞胀交易和加息担忧引发去杠杆杀跌，连续重挫是流动性枯竭带来的估值重构和恐慌性平仓。等待长线主权信用对冲资金接盘的左侧机会。

### 国内宏观热点与策略

**国内宏观：**2 月经济有所改善，进出口大幅走强、投资止跌回稳、社零单月低位反弹；房价边际修复，新房价格跌幅连续 4 个月收窄，一线城市率先止跌微涨，二手房价环比降幅均有收窄，上海、北京二手房止跌转涨，但持续性有待观察。

**A 股策略：**震荡筑底，关注低位防守、能源安全和景气修复

**大势研判：**海外地缘局势升级，油价飙升后的负反馈显现，滞胀与流动性紧缩担忧升温，风险资产承压，黄金出现止盈杀跌。国内经济虽有修复，但输入型通胀隐忧显现，压制风偏、流动性和利润，预计 A 股震荡筑底，行业快速轮动，静待局势缓和。

**行业选择：**1) 低位防守（公用事业、煤炭、农林牧渔、消费、银行、非银等）；2) 能源安全（电力电网、算电协同、风电、光伏、储能等）；3) 景气修复（存储、半导体、算力、电力设备、机械等）。

### 市场复盘

本周全 A 指数受地缘冲突升级影响大幅下跌，中小微盘领涨，创业板延续逆势上涨势头，创业板指为周度唯一上涨的主要宽基，万得小微盘股指数、中证 500、中证 2000 跌幅居前。行业涨跌层面，通信、银行唯二上涨，有色、化工、钢

铁跌幅居前；行业估值层面，通信、电子、综合、煤炭行业在 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 股市场成交活跃度持续降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率迅速放缓至相对低位。市场热门标的拥挤度延续上行趋势，电子、非银、通信交易集中度提升显著，化工、公用、石油石化、建筑装饰、电力、通信、钢铁、煤炭拥挤度两年历史分位居前，公用、电子、煤炭创新高比例居前。年内热门交易主题，银行、存储、光模块领涨，存储、光模块、PCB 成交活跃度提升居前，存储、光模块、油气拥挤度两年历史分位居前。

**恐慌情绪：**本周国内持续升温，海外继续降温。

**内资资金：**①**公募资金：**本周股票+混合型基金新发再度放量。股票型 ETF 延续小幅净流出，主题指数 ETF 资金净流入居首，规模指数 ETF 资金净流出居前。行业 ETF 加配证券，减配有色；②**融资资金：**本周融资资金转向净卖出，融资买入占比小幅回落，加配电力、化工、钢铁，减配有色、通信、军工。

**外资资金：**北向资金：本周北向成交活跃度延续降温趋势，十大活跃股聚焦通信、电子、电力。

## ■ 牛市进程

**十大牛市指标跟踪：**成交持续缩量，风偏依然较低，预计 A 股延续震荡筑底。

**潜在风险：**①成交持续缩量。②融资出现单日百亿净卖出。

## ■ 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：地缘升级，油价走高，宏观叙事逆转 .....	5
1.2、国内：1-2 月经济有所改善，A 股震荡筑底 .....	10
2、市场复盘：海外冲击升级，中小微盘领跌，创业板延续逆势上涨 .....	14
3、资金情绪 .....	16
3.1、交易活跃度：持续降温，行业轮动速率快速放缓至低位，电子、非银、通信拥挤度升温显著 .....	16
3.2、恐慌情绪：国内持续升温，海外继续降温 .....	18
3.3、内资：公募新发再度放量，减配行业增配宽基 ETF；融资转向净卖出，增配电子、化工、钢铁 .....	19
3.4、外资：北向活跃度延续降温趋势，十大活跃股聚焦通信、电子、电力 .....	21
4、牛市进程：成交持续缩量，预计 A 股延续震荡筑底格局 .....	22
5、风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：油价上行，韩国股市反弹，人民币相对独立行情 .....	5
图表 2：美股行业仅有能源实现上涨 .....	5
图表 3：从过往的三高周期来看，对于黄金的压力较为确定 .....	6
图表 4：CME 显示市场加息预期升温 .....	7
图表 5：利率期货市场出现了 2023 年以来的首次转负，降息预期完全抹平 .....	7
图表 6：短期流动性仍可能有狭窄的边际放松（单位：百万美元） .....	8
图表 7：目前的 10 年美债的上行更多是降息预期推动而非期限溢价 .....	8
图表 8：空头情绪仍未结束 .....	9
图表 9：波动仍未出现回落迹象 .....	9
图表 10：1-2 月经济开局良好 .....	10
图表 11：2 月 70 城房价边际修复 .....	10
图表 12：本轮牛市周期 2025 年 10 月-2026 年 1 月上证指数两度失守 4000 点后反弹创新高的股市表现复盘 .....	11
图表 13：固收+产品数量自 2025 年 12 月以来持续新增，居民定存到期通过固收+窗口加速入市 .....	12
图表 14：可转债 ETF 在 1 月迎来配置潮，侧面印证年初资金涌入固收+&混合型基金，但现阶段赎回压力放大 .....	12
图表 15：本轮牛市周期融资减仓起点与万得全 A 下跌起点存在滞后性 .....	13
图表 16：下跌前期高杠杆行业在下跌期间普遍更加承压 .....	13
图表 17：本周全 A 大幅下跌，中小微盘领跌，创业板延续逆势上涨势头 .....	14
图表 18：本周通信、银行唯二上涨，有色、化工、钢铁跌幅居前 .....	14
图表 19：地产、计算机、通信、电子、零售、综合、煤炭、化工、建材、石油石化、轻工、钢铁行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位 .....	15

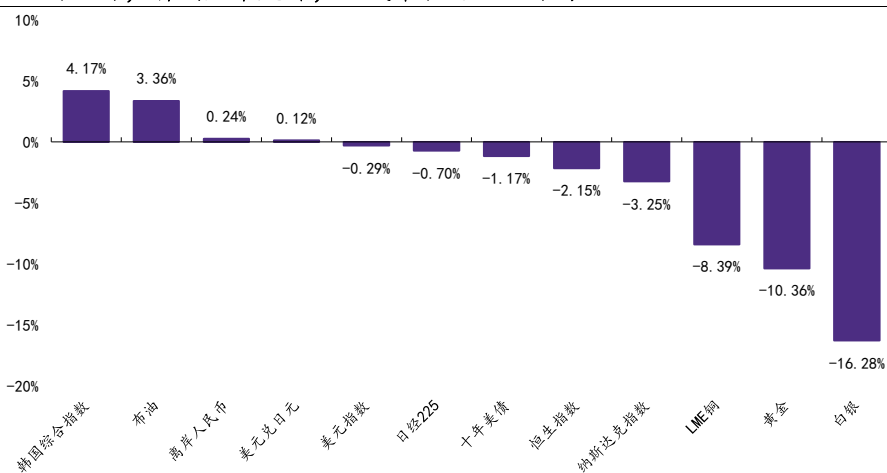
图表 20: 通信、电子、综合、煤炭行业本周估值水平处十年历史高位 .....	15
图表 21: A 股市场成交活跃度持续降温 .....	16
图表 22: A 股相对领涨行业轮动速率本周迅速放缓至低位.....	16
图表 23: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周延续上行趋势 .....	16
图表 24: 电子、非银、通信行业本周集中度提升显著, 化工、公用、石油石化、建筑装饰、电力、通信、钢铁、煤炭行业本周拥挤度已至历史高分位 .....	17
图表 25: 收盘价创新高比例本周公用、电子、煤炭行业居前 .....	17
图表 26: A 股年内热门交易主题, 银行、存储、光模块领涨, 存储、光模块、PCB 成交活跃度提升居前 .....	18
图表 27: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势 .....	18
图表 28: 国内恐慌情绪本周加速升温 .....	19
图表 29: 海外恐慌情绪本周延续降温趋势 .....	19
图表 30: 股票+混合型基金新发本周再度放量 .....	20
图表 31: 股票型 ETF 资金本周延续小幅净流出 .....	20
图表 32: 本周规模指数 ETF 净流入居首, 主题 ETF 净流出居前 .....	20
图表 33: 本周沪深 300、中证 500、上证指数跟踪 ETF 净流入居前 .....	20
图表 34: 净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配证券, 减配有色 .....	20
图表 35: 融资本周资金转向净卖出 .....	21
图表 36: 融资买入占比本周小幅回落 .....	21
图表 37: 融资净买入本周加配电子、化工、钢铁, 减配有色、军工、石油石化 .....	21
图表 38: 北向资金成交占比本周小幅提升, 但成交额缩量 .....	22
图表 39: 北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力 .....	22
图表 40: 成交持续缩量, 风偏依然较低, 预计 A 股震荡分化格局延续 .....	22

# 1、周度策略

## 1.1、海外：地缘升级，油价走高，宏观叙事逆转

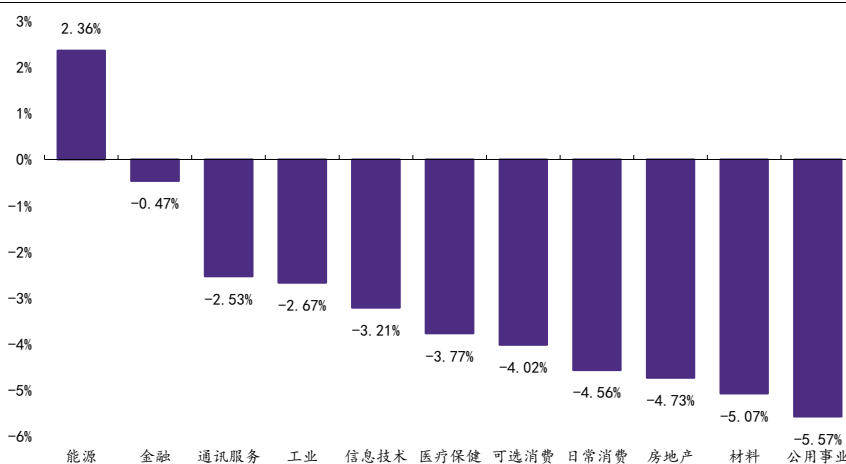
回顾本周，受到伊朗冲突的持续，全球大类资产整体呈现下跌的趋势。其中商品出现加速下跌，黄金本周下跌超 10%，价格跌落到了 4500 美元以下的位置。仅有韩国指数和布油实现了上涨。从美股来看，也仅有能源板块出现了上涨，但是在长期油价的确定和通胀的可预见性压力下，公用事业（-5.57%）、房地产（-4.73%）和日常消费（-4.56%）这些高股息的利率敏感型防御板块遭到了一定的抛售压力。

图表 1：油价上行，韩国股市反弹，人民币相对独立行情



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股行业仅有能源实现上涨



资料来源：Wind，华鑫证券研究

全球宏观叙事遭遇三大挑战：1) 战争的问题迟迟没有得到解决，且目前市场对于长期战争和长期油价高位已经开始逐步定价。2) 双流动性的问题箭在弦上，其中微观流动性的

问题更急迫但时间有限，传统的纳税季预计在4月中结束，预计只有3周的影响，但宏观的流动性问题仍未出现明确的改变，即高油价和高美元对于全球资产的挤压，目前没有看到明显的拐点。3) 高油价-海外央行转鹰-利率预期上行-降息预期抹平。因此对于后续的大类资产来说，预计可能是一个持续的三高情况，即高美元、高美债和高油价，三高的持续会持续的压制实体经济和资本市场表现。

但是从实际情况来看，三高是一个不可持续的极端情况，高利率、高美元和高油价中会有一项更为脆弱，带动三高情况的缓和。从美元、美债和石油的角度来说，美债和原油可能是三高中率先缓和的。从目前的伊朗冲击来说，更多是先亚欧后美国的思路，一方面是因为亚洲的石油更依赖霍尔木兹海峡的运输，所以油价的压力直接反映在了亚洲地区而非美国；二则是因为亚洲国家也有更多的石油石化的生产端设施，油价也会直接冲击生产活动，进一步放大产业链的供给冲击。而美国的服务消费为主的经济本身也对石油价格的反应会有一定的滞后性，因此整体来看在这种传导的滞后的影响下，美元的地位是可以确立的，一方面是基于美债利率的上行推动美元的性价比，另外则是由于亚洲和欧洲地区的困境，进一步凸显了美元的避险属性。

图表 3：从过往的三高周期来看，对于黄金的压力较为确定

事件	起始日期	结束日期	周期	美元指数	布油	十年美债	黄金	白银	LME铜	纳斯达克指数	人民币汇率	美元兑日元	恒生指数
科网泡沫后期	1999/2/16	2000/9/20	582	19.64%	235.72%	-14.18%	-5.18%	-10.14%	39.35%	68.44%	-0.01%	-10.18%	66.61%
加息周期	2004/12/30	2005/11/16	321	14.78%	38.72%	-2.55%	9.28%	17.04%	32.22%	0.44%	-2.40%	15.65%	3.44%
金融危机后脉冲	2009/11/25	2010/5/3	159	10.93%	14.32%	-3.57%	-0.64%	0.03%	5.66%	14.83%	-0.03%	8.31%	-7.96%
特朗普伊朗制裁	2018/4/1	2018/10/1	183	5.90%	22.49%	-1.98%	-10.30%	-11.14%	-7.46%	13.79%	9.99%	7.18%	-7.66%
俄乌冲突	2021/6/1	2022/6/8	372	14.04%	75.48%	-10.68%	-2.47%	-21.15%	-4.92%	-12.01%	4.96%	22.61%	-25.29%
		过去平均	323.4	13.06%	77.35%	-6.59%	-1.86%	-5.07%	12.97%	17.10%	2.50%	8.72%	5.83%
伊朗冲突	2026/2/2	2026/3/22	41	1.94%	57.46%	-0.77%	-4.04%	-14.45%	-8.26%	-8.24%	-0.51%	2.33%	-5.60%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

油价的缓和可能更多是基于美国态度的缓和、全球储备的释放、美国页岩油的增产等因素来缓和目前的供给冲击。考虑到目前伊朗和以色列的态度较为坚决，实际的和谈落地的可能性较小，可能更多是推动油价的震荡上行。需要警惕的是，目前石油是供给侧的物理断裂，全球库存的消耗速度极快，供给焦虑会支撑价格。但油价的极端高企本身就是对于需求的冲击。油价顺着供给链和产业链传导，压制全球需求，导致全球需求呈现断崖式下跌，油价的泡沫才会彻底破裂。

美债利率整体是背后的宏观环境的转变。在高油价的影响下，美国宏观已经从过去的降息交易转向了滞胀交易，但考虑到实际滞胀的可能性较低，更多是先后顺序，即先胀后滞，先是由于伊朗冲突的供给冲击推动通胀的上行，市场逐步抹平降息预期甚至开始逐步预期降息。直到高息对于美国整体的宏观经济压力进一步放大，非农失业率出现了跳升，供给通胀重新回到通缩衰退，带来美债利率的扭转。

但在真正衰退出现前，对于联储来说货币政策的空间是十分狭隘的。在3月19日的议息会议中出现了联储对于市场预期管理能力的丧失，联储点阵图显示2026年仍会有一次降息，但是市场却快速的抛弃联储指引，抹平了2026年降息预期并开始预期加息的落地。之所以出现了美联储预期管理能力的丧失，主要是：1) 联储承认在战争情况不明朗的情况下，点阵图和经济展望的时效性十分有限；2) 鲍威尔在会议中提及加息的可能；3) 美联储

在换届期间，鲍威尔框架的有效期本身较短，而沃什的听证会又迟迟没有召开，这种青黄不接的情况下，市场绕过了联储的预期管理，开始转向加息逐步定价。

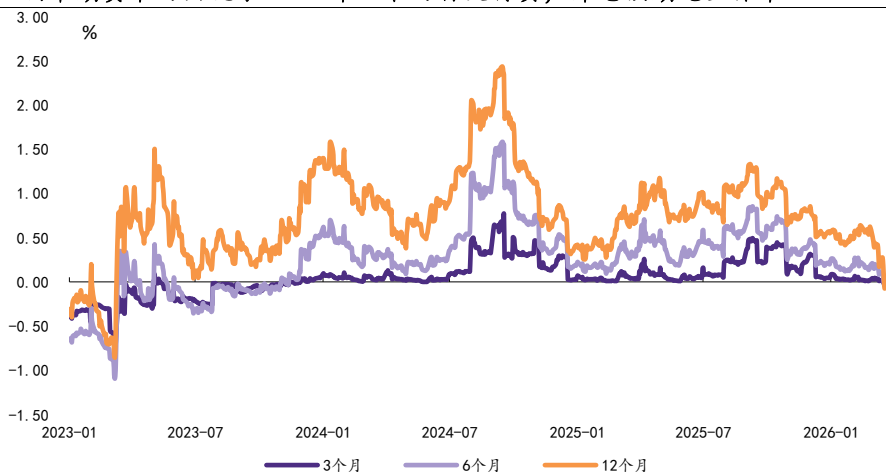
但往后来看，除非真的确定通胀出现极大的压力，否则联储可能仍会维持通胀暂时论，战争是暂时的，通胀也会是暂时的，联储只需要等待通胀的高峰度过，便可重回过去的政策路径，因此目前来看联储实际的降息空间较小，只是在短期预期锚失效的情况下会有非理性的定价出现。考虑到我们之前设想的先胀后滞的路径，降息的确定性仍存，只是后置了。短期联储维持利率不变的可能性更大，更多关注沃什听证会的进展以及鲍威尔接任临时主席的可能。

图表 4: CME 显示市场加息预期升温

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.6%	12.4%	0.0%	0.0%
17/06/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	76.5%	21.9%	1.6%	0.0%
29/07/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.3%	19.9%	1.4%	0.0%
16/09/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	62.7%	26.8%	3.9%	0.2%
28/10/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	59.0%	29.2%	5.4%	0.4%
9/12/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	11.9%	55.7%	26.5%	4.9%	0.4%
27/01/2027	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	11.7%	55.2%	26.9%	5.1%	0.4%
17/03/2027	0.0%	0.0%	0.2%	3.7%	23.6%	47.4%	20.9%	3.8%	0.3%
28/04/2027	0.0%	0.0%	0.1%	3.0%	19.8%	42.8%	26.0%	7.1%	1.0%
9/06/2027	0.0%	0.0%	0.9%	7.1%	25.5%	38.7%	21.4%	5.6%	0.8%
28/07/2027	0.0%	0.1%	1.7%	9.6%	27.2%	36.4%	19.3%	5.0%	0.7%
15/09/2027	0.0%	0.5%	3.7%	14.2%	29.6%	31.9%	15.6%	3.9%	0.5%
27/10/2027	0.0%	0.5%	3.7%	14.2%	29.6%	31.9%	15.6%	3.9%	0.5%
8/12/2027	0.5%	3.4%	13.0%	27.9%	31.7%	17.4%	5.1%	0.9%	0.1%

资料来源: CME, 华鑫证券研究

图表 5: 利率期货市场出现了 2023 年以来的首次转负，降息预期完全抹平

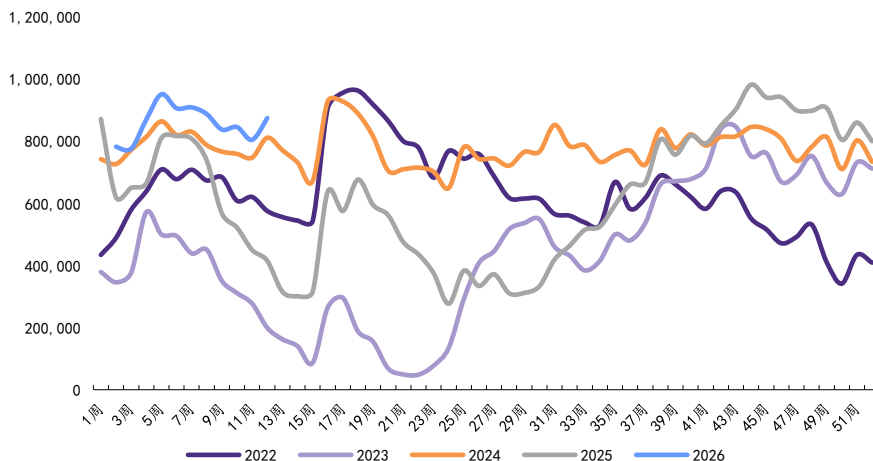


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

从流动性的角度来看，市场目前仍未出现实质的流动性紧缩，但微观的流动性紧缩已经箭在弦上，而宏观的流动性紧缩，即我们说的三高的情况，仍需等待其缓和信号的出现，即经济的崩溃信号，如利差的走阔、非农数据的恶化、信用卡拖欠率等底层压力进一步放

大，或者是看到石油价格持续上行的过程中，对于需求的压制开始显现，引发全球需求回落，才能标志着本轮三高周期的结束。

图表 6: 短期流动性仍可能有狭窄的边际放松 (单位: 百万美元)

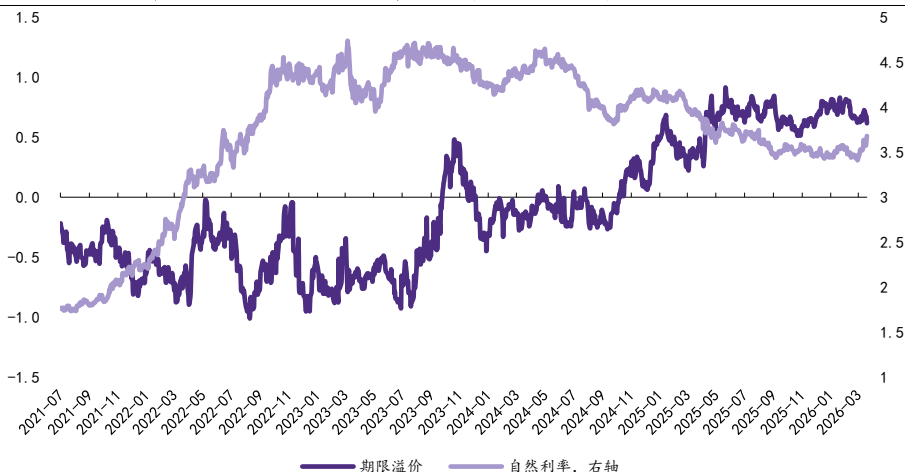


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 海外策略：从“钝刀子割肉”到“恐慌性抛售”，左侧未至

**美债：利率仍会持续上冲。**通胀的预期上修以及对于加息的持续定价，会持续推动美债利率的上行，短期更多是利率端的预期修正，后续若是有流动性危机，预计更多是从期限溢价的角度推动美债利率的上行，短期 10 年期美债利率或有冲击 4.5% 的可能。

图表 7: 目前的 10 年美债的上行更多是降息预期推动而非期限溢价

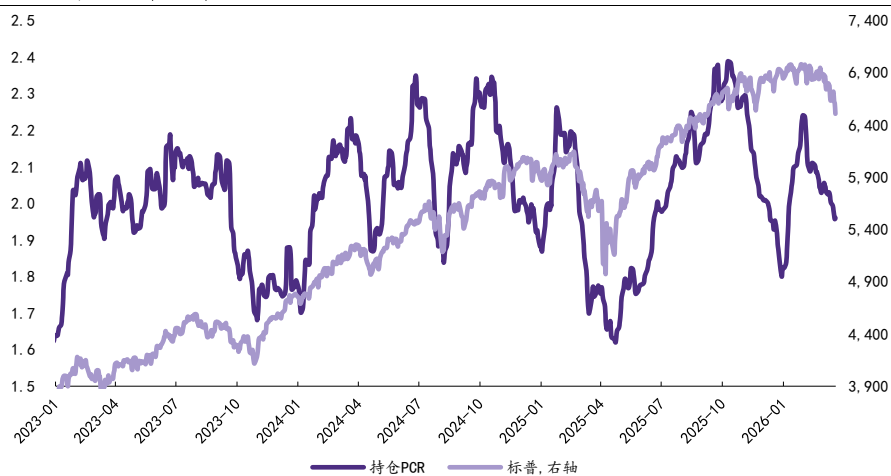


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

**美股：调整尚未技术。**短期仍处在美债利率上行和流动性紧缩的双杀中，盈利已经开

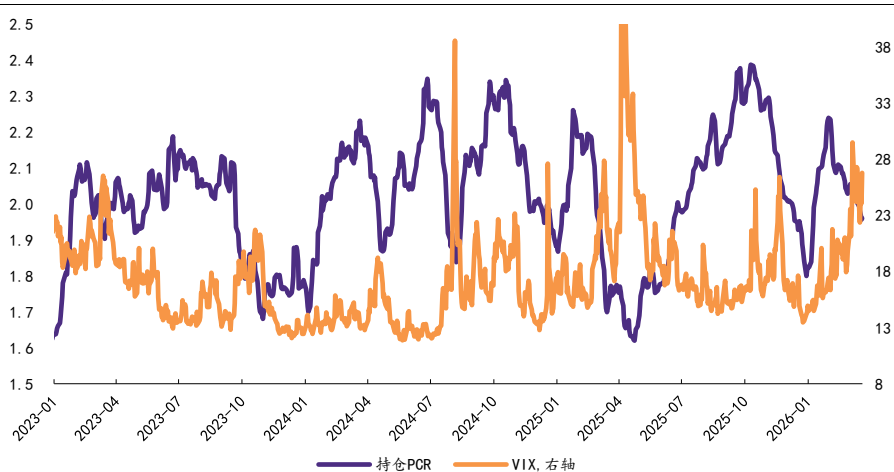
始转向负增长，若是战争没有明显的缓和，股市的双杀仍未结束，PCR 也显示空头情绪整体仍处在中间位置，空头情绪并未释放完毕。

图表 8：空头情绪仍未结束



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：波动仍未出现回落迹象



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**黄金：短空长多。**短线去杠杆杀跌，长线牛市逻辑未变。近期砸盘是流动性枯竭带来的恐慌性平仓。等待实际收益率与金价出现背离（利空不跌），才是长线主权信用对冲资金接盘的真正左侧。

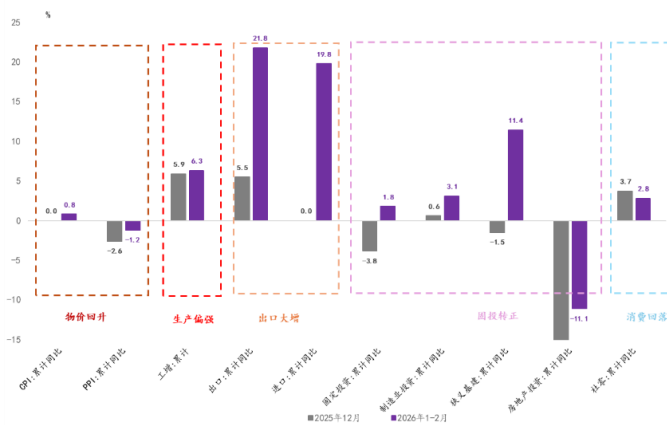
## 1.2、国内：1-2 月经济有所改善，A 股震荡筑底

### 国内宏观：1-2 月经济供强需弱困境有所改善，房价边际修复，但持续性还有待观察

**1-2 月经济开局良好：**进出口大幅走强、投资止跌回稳、社零单月低位反弹，春节错位和政策前置发力是主因。但房地产开发投资延续调整、销售、新开工、施工、竣工等均跌幅走阔。供强需弱困境虽有所改善，但高油价带动的输入性通胀压力初现。

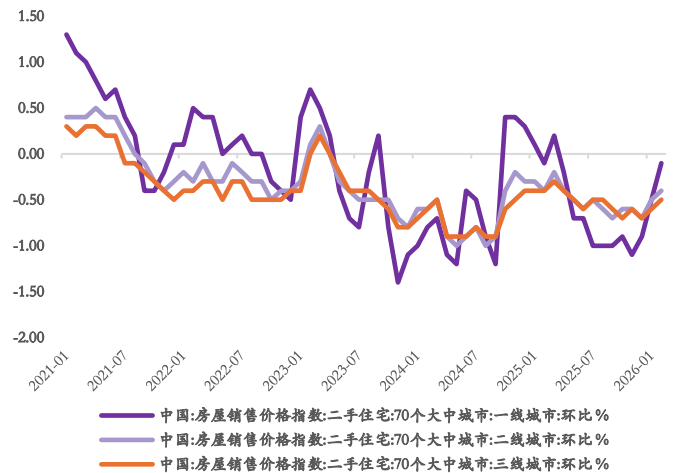
**70 城房价边际修复：**一二三城市二手住宅房价环比降幅均有收窄，其中一线城市改善最为明显，上海、北京二手房止跌转涨；且上涨城市数量增多（0 到 2），市场释放修复信号。新房价格跌幅已连续 4 个月持续收窄，一线城市率先止跌并出现微涨，10 城新房价格上涨。

图表 10：1-2 月经济开局良好



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：2 月 70 城房价边际修复



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### A 股策略：震荡筑底，关注低位防守、能源安全和景气修复

**大势研判：**海外地缘局势仍在升级，油价飙升后的负反馈开始显现，滞胀与流动性紧缩担忧升温，风险资产承压，黄金出现止盈杀跌。国内经济虽有修复，但输入型通胀隐忧显现，压制风偏、流动性和利润，预计 A 股震荡筑底，行业快速轮动，静待局势缓和。

**行业选择：**避开和地缘相关性较高的两端，关注和地缘相关性低且有独立逻辑支撑的三大方向。1) 低位防守（公用事业、农林牧渔、消费、银行、非银等）；2) 能源安全（电力电网、算电协同、风电、光伏、储能等）；3) 景气修复（存储、半导体、算力、电

力设备、机械等)。

参考 2025 年 10 月起上证指数下破 4000 点区间，下跌大盘价值相对抗压，逻辑回归基本面支撑，反弹小盘成长领先。复盘本轮牛市周期，2025 年 10 月-2026 年 1 月上证指数两度失守 4000 点后反弹创新高的股市表现。

首次下破区间 (2025/10/30-11/4) 持续 4 个交易日，上证指数跌幅 1.40%，主要受到海外 AI 相关半导体科技板块回调蔓延影响，叠加业绩期回归基本面，A 股前期领涨且高估值的 AI 产业链处集中止盈，拖累股市表现。期间大盘价值风格领先，行业以防御性布局占优。

首次反弹区间 (2025/11/5-11/13) 持续 7 个交易日，上证指数涨幅 1.75%，宽财政政策预期催化，叠加锂电业绩爆发，带动股市超短期反弹。期间小盘风格占优，行业以基本面支撑或预期反转布局占优。

二次下破区间 (2025/11/14-11/21) 持续 6 个交易日，上证指数跌幅 4.83%，政策预期利好出尽，高估值止盈踩踏压力延续，股市相对承压。期间大盘风格相对抗跌，行业防御性布局再度占优。

趋势反转区间 (2025/12/17-2026/1/12) 持续 17 个交易日，前期经历 17 个交易日的底部震荡，上证指数快速上涨 8.90%，"春季躁动"提前开始，宽货币政策扭转前期流动性偏紧格局，商业航天等主题行情拉动股市创新高。期间小盘、成长占优，行业以成长行业占优，前期防御行业回落。

现阶段 2026 年 3 月 20 日上证指数再度下破 4000 点，主受美伊以冲突持续升级影响。对应首次下破区间，预计现阶段大盘风格将相对抗跌，行业以防御性布局将相对占优。同时也将临近年报期，同样将对应基本面逻辑的回归，重点关注基本面强支撑方向。

图表 12: 本轮牛市周期 2025 年 10 月-2026 年 1 月上证指数两度失守 4000 点后反弹创新高的股市表现复盘

阶段划分	起始时间	结束时间	持续交易日 天数 (个)	上证指数 区间涨跌幅	趋势转变原因	风格表现	行业表现
首度下破	2025/10/30	2025/11/4	4	-1.40%	海外AI半导体回调情绪蔓延，业绩期回归基本面，前期领涨且高估值的AI产业链处集中止盈。	价值占优	传媒、银行、钢铁、社服、煤炭领涨 通信、电子、有色、军工、美护领跌
首次反弹	2025/11/5	2025/11/13	7	1.75%	锂电业绩爆发带动风偏小幅回暖，叠加宽财政政策预期，催化股市超短期反弹。	小盘占优	化工、有色、电力、商贸、石油石化领涨 计算机、传媒、军工、通信、汽车领跌
二次下破	2025/11/14	2025/11/21	6	-4.83%	政策预期利好出尽，高估值科技板块止盈踩踏压力依旧，再度拖累股市表现。	大盘相对抗跌	银行、军工、食品饮料、石油石化、家电相对抗跌 电力、电子、化工、有色、商贸领跌
阶段底部震荡	2025/11/24	2025/12/16	17	-0.26%	年末保收益需求叠加流动性偏紧，区间小幅震荡蓄势。	成长占优	通信、军工、电子、有色、非银领涨 地产、银行、煤炭、传媒、石油石化领跌
趋势反转	2025/12/17	2026/1/12	17	8.90%	"春季躁动"提前开启，宽货币政策落地，跨年流动性显著改善，商业航天等主题行情带动上证创本轮新高。	小盘、成长均占优	军工、传媒、有色、计算机、机械领涨 银行领跌

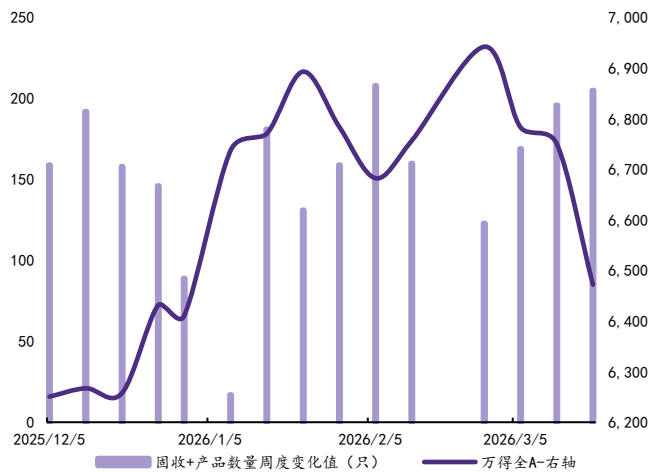
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

A 股延续调整，个人投资者资金赎回压力成为市场关注的核心问题，居民存款搬家的重要载体固收+与混合型基金成为主要赎回端口，预计赎回压力仍将继续，需待资产波动缓和。

在《2026年宏观策略：牛市扩散期，聚焦景气度》报告中，我们判断固收+产品与混合型基金将成为承接居民定存到期的重要入市工具。自2025年12月末至2026年1月，A股赚钱效应吸引居民存款加速入市，固收+产品数量与混合型基金份额迅速提升，兑现存款承接功能。同时也可以从可转债ETF数据侧面验证，可转债作为该产品重要的配置资产，可转债ETF同样在2026年1月出现加速配置潮。

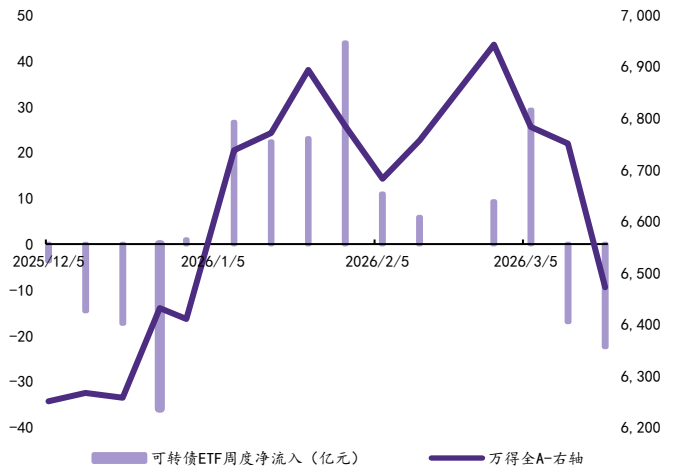
但是该部分通过固收+和混合型基金入市的居民资金需考虑其资金风险偏好较低的特性，在海外冲击全球资产价格震荡波动的当下，该部分资金近期呈现较大的赎回压力，产品赎回压力再传导至产品配置资产的被迫减仓，最终传导至可转债端的减持。可转债ETF资金净流入数据目前已充分显现该部分压力，近两周共计减仓39.40亿元。预计美伊以战争的冲击短期难以快速平息，赎回减仓的负反馈仍需警惕。

图表 13：固收+产品数量自 2025 年 12 月以来持续新增，居民定存到期通过固收+窗口加速入市



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：可转债 ETF 在 1 月迎来配置潮，侧面印证年初资金涌入固收+&混合型基金，但现阶段赎回压力放大



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**A 股指数创下年内新低，持续调整后的融资盘压力需重点关注。融资资金存在一定滞后性，将成为资金抛压的重要来源，前期高杠杆行业预计相对承压。**

从本轮牛市周期来看，作为本轮最重要的增量资金之一，融资资金的净卖出起点与万得全 A 阶段极值拐点之间存在一定滞后性。在下跌区间初期，融资资金净卖出起点多数滞后于万得全 A 下跌起点，推测原因为下跌前期多数账户还未触及平仓线，投资者选择抗跌、甚至补仓“博反弹”，本轮牛市周期下跌卖出平均滞后 2 个交易日。但是当下下跌加深，易陷入资产下跌→触及部分账户平仓线→强制平仓/主动降仓→初步抛售→资产价格进一步加速下跌→触发更多账户平仓线的融资流动性螺旋，融资余额开启加速净卖出。同时，使用行业融资余额与流通市值比作为该行业的融资杠杆率，下跌前期高杠杆行业在下跌期间普遍更加承压。

现阶段因 2025 年 12 月末至 2026 年 1 月的 A 股快速上涨阶段，预计多数融资账户存在浮盈，滞后性相对放大，3 月 20 日融资余额初步展现净卖出加快趋势。后续需警惕触发融资流动性恶化螺旋，潜在将成为资金抛压的额外来源。同时，截止至 3 月 20 日杠杆排名靠前行业为计算机、传媒、国防军工、非银金融、电子，预计在融资集中净卖出期，将相对更加承压。

图表 15: 本轮牛市周期融资减仓起点与万得全 A 下跌起点存在滞后性

全A下跌起点	融资净卖出起点	间隔交易日(个)	万得全A跌幅	融资区间净卖出(亿元)	融资余额区间变化率
2024/12/13	2024/12/13	0	-11.3%	756	-4.0%
2025/3/19	2025/3/21	2	-13.8%	1645	-8.5%
2025/9/2	2025/9/2	0	-4.6%	166	-0.7%
2025/10/10	2025/10/17	5	-5.0%	273	-1.1%
2025/11/14	2025/11/14	0	-6.3%	458	-1.8%
2026/1/26	2026/1/29	3	-4.3%	1528	-5.6%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 下跌前期高杠杆行业在下跌期间普遍更加承压

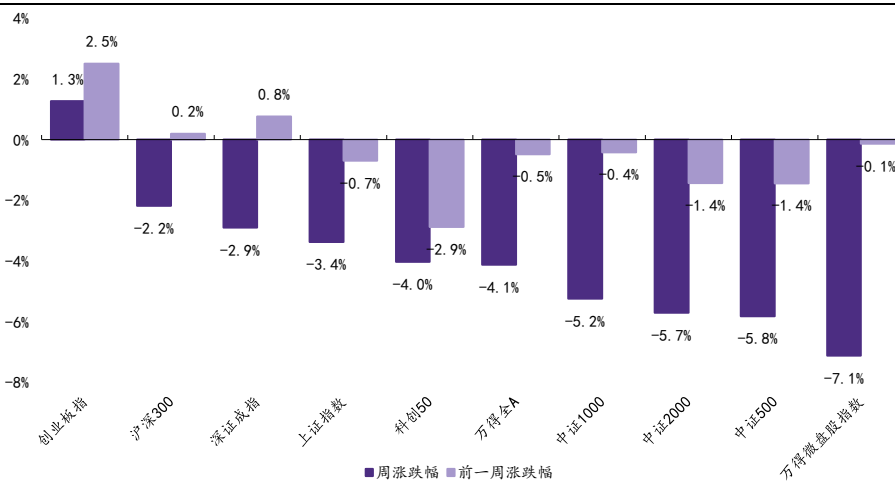
行业	2024/12/13		2025/3/19		2025/9/2		2025/10/10		2025/11/14		2026/1/26		截止至2026/3/20		
	下跌前融资市值比	涨跌幅	下跌前融资市值比	涨跌幅	下跌前融资市值比	涨跌幅	下跌前融资市值比	涨跌幅	下跌前融资市值比	涨跌幅	下跌前融资市值比	涨跌幅			
计算机	3.7%	-19.5%	3.7%	-23.0%	3.8%	-9.6%	3.9%	-9.1%	3.9%	-4.5%	3.9%	-7.3%	计算机	4.3%	
传媒	3.5%	-20.0%	3.2%	-18.4%	3.0%	-11.3%	3.4%	-7.9%	3.7%	-4.9%	3.7%	-2.8%	传媒	3.6%	
通信	3.2%	-8.0%	3.2%	-15.7%	2.9%	-12.3%	3.2%	-0.9%	3.2%	-2.2%	3.2%	-2.3%	通信	3.5%	
有色金属	3.2%	-7.7%	3.1%	-20.0%	2.9%	-5.5%	2.9%	-8.6%	3.1%	-8.8%	3.2%	-0.4%	有色金属	3.4%	
国防军工	3.1%	-13.3%	3.1%	-14.0%	2.8%	-3.2%	国防军工	2.9%	-5.6%	国防军工	3.1%	-2.0%	国防军工	3.3%	
非银金融	3.0%	-15.7%	3.0%	-12.9%	2.8%	-9.8%	电子	2.9%	-11.5%	非银金融	3.2%	-5.6%	电子	3.2%	
电子	2.9%	-6.5%	3.0%	-19.5%	2.8%	-3.8%	传媒	2.8%	-6.8%	汽车	2.8%	-6.0%	电力设备	3.0%	
农林牧渔	2.6%	-14.2%	2.7%	-18.4%	2.8%	-4.5%	综合	2.8%	-5.5%	电力设备	3.0%	-12.2%	房地产	2.9%	
电力设备	2.5%	-12.5%	2.7%	-12.4%	2.7%	-0.4%	电力设备	2.8%	-9.5%	综合	2.8%	-7.7%	汽车	2.8%	
机械设备	2.5%	-11.9%	2.6%	-1.3%	2.7%	-3.1%	商贸零售	2.7%	-0.6%	有色金属	2.6%	-8.6%	综合	2.8%	
综合	2.4%	-10.0%	2.5%	-13.9%	2.6%	-5.2%	机械设备	2.7%	-5.9%	机械设备	2.6%	-5.7%	农林牧渔	2.8%	
商贸零售	2.4%	-19.2%	2.5%	-18.7%	2.6%	-2.8%	综合	2.6%	-1.7%	医药生物	2.7%	-6.7%	商贸零售	2.8%	
房地产	2.4%	-20.2%	2.5%	-14.8%	2.5%	-2.2%	机械设备	2.6%	-7.3%	商贸零售	2.7%	-8.0%	商贸零售	2.8%	
基础化工	2.4%	-12.7%	2.4%	-12.5%	2.5%	-3.7%	医药生物	2.6%	-1.8%	美容护理	2.6%	-5.5%	有色金属	2.7%	
医药生物	2.3%	-14.1%	2.4%	-9.2%	2.4%	-2.5%	环保	2.6%	-3.8%	房地产	2.9%	-5.5%	美容护理	2.7%	
汽车	2.3%	-8.2%	2.4%	-12.4%	2.4%	-2.5%	商贸零售	2.4%	-0.8%	社会服务	2.5%	-5.4%	机械设备	2.6%	
美容护理	2.2%	-18.3%	2.3%	-12.2%	2.4%	-2.4%	基础化工	2.4%	-5.7%	基础化工	2.3%	-8.8%	社会服务	2.5%	
建筑装饰	2.2%	-15.3%	2.3%	-16.0%	2.4%	-4.6%	农林牧渔	2.4%	-1.3%	环保	2.4%	-6.1%	环保	2.4%	
环保	2.0%	-15.9%	2.1%	-14.2%	2.4%	-2.6%	美容护理	2.3%	-1.5%	农林牧渔	2.7%	-3.8%	基础化工	2.4%	
社会服务	2.0%	-20.2%	2.0%	-13.5%	2.3%	-2.8%	建筑装饰	2.2%	-1.0%	建筑装饰	2.2%	-6.4%	建筑装饰	2.4%	
建筑材料	1.9%	-14.0%	1.9%	-11.1%	1.8%	-4.2%	家用电器	2.0%	-3.5%	家用电器	2.1%	-3.2%	家用电器	2.0%	
钢铁	1.9%	-13.9%	1.8%	-9.7%	1.8%	-4.6%	钢铁	1.7%	-1.2%	建筑材料	1.6%	-6.5%	公用事业	1.8%	
轻工制造	1.5%	-16.5%	1.6%	-12.9%	1.8%	-1.6%	建筑材料	1.7%	-2.3%	钢铁	1.6%	-7.1%	建筑材料	1.7%	
公用事业	1.5%	-8.7%	1.5%	-2.7%	轻工制造	1.7%	-2.3%	轻工制造	1.7%	-1.7%	公用事业	1.7%	-4.8%	钢铁	1.8%
家用电器	1.4%	-3.1%	1.5%	-14.2%	1.6%	-0.2%	公用事业	1.6%	0.1%	轻工制造	1.5%	-5.6%	轻工制造	1.5%	
交通运输	1.2%	-10.4%	1.2%	-7.5%	交通运输	1.4%	-1.4%	交通运输	1.4%	1.3%	交通运输	1.4%	-5.2%	交通运输	1.4%
纺织服装	1.1%	-14.0%	1.2%	-6.5%	纺织服装	1.3%	-0.7%	纺织服装	1.3%	1.0%	纺织服装	1.3%	-4.8%	纺织服装	1.3%
食品饮料	1.1%	-12.4%	1.1%	-14.0%	1.1%	-1.4%	食品饮料	1.2%	1.0%	食品饮料	1.3%	-2.6%	食品饮料	1.2%	
煤炭	1.0%	-12.2%	1.0%	-9.2%	煤炭	1.0%	-1.4%	煤炭	0.9%	5.6%	煤炭	0.9%	-6.3%	煤炭	0.8%
石油石化	1.0%	-6.7%	1.0%	7.2%	石油石化	0.9%	-1.6%	石油石化	0.9%	-1.4%	石油石化	0.7%	-3.0%	银行	0.7%
银行	0.6%	0.3%	0.6%	-4.2%	银行	0.7%	1.5%	银行	0.8%	5.4%	银行	0.9%	-0.6%	石油石化	0.7%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 2、市场复盘：海外冲击升级，中小微盘领跌，创业板延续逆势上涨

本周全 A 指数受地缘冲突升级影响大幅下跌，中小微盘领跌，创业板延续逆势上涨势头，创业板指为周度唯一上涨的主要宽基，万得微盘股指数、中证 500、中证 2000 跌幅居前。创业板指上涨 1.3%；万得微盘股指数、中证 500、中证 2000 分别下跌 7.1%、5.8%、5.7%。

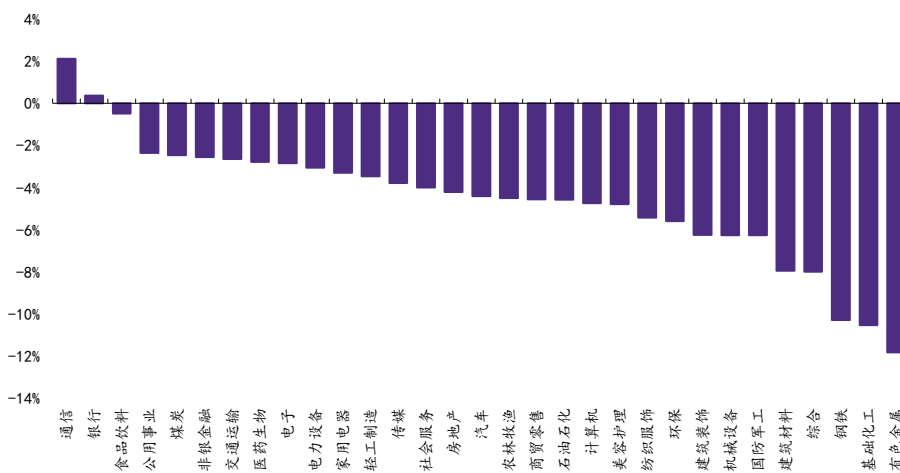
图表 17：本周全 A 大幅下跌，中小微盘领跌，创业板延续逆势上涨势头



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周通信、银行唯二上涨，有色、化工、钢铁跌幅居前。通信、银行行业为周度唯二上涨的行业，分别上涨 2.1%、0.4%；有色金属、基础化工、钢铁、综合、建筑材料行业下跌幅度居前，分别下跌 11.8%、10.5%、10.3%、8.0%、7.9%。

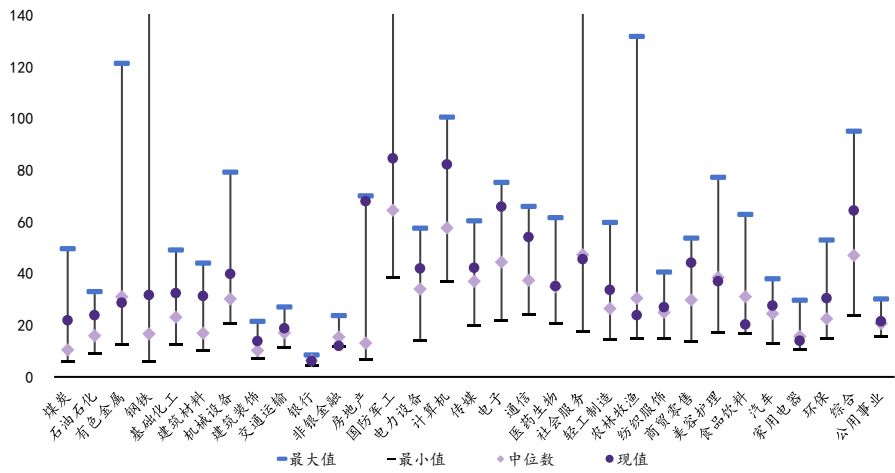
图表 18：本周通信、银行唯二上涨，有色、化工、钢铁跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

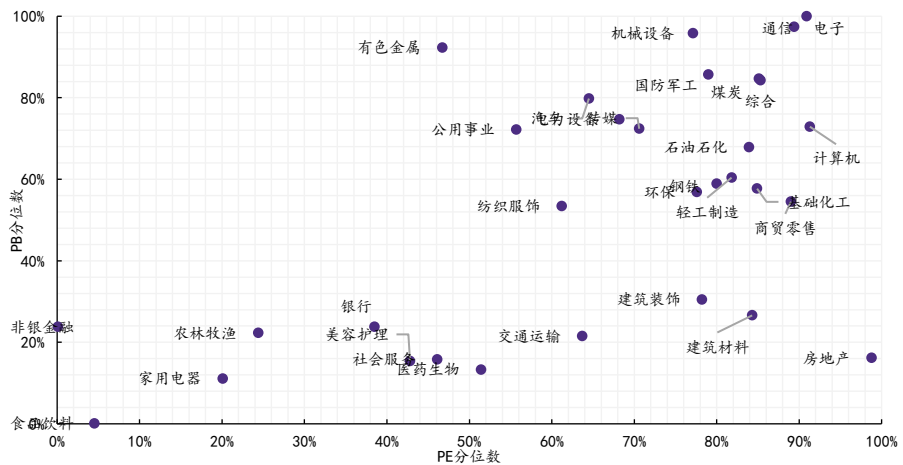
行业估值层面，本周通信、电子、综合、煤炭行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括房地产、计算机、通信、电子、商贸零售、综合、煤炭、基础化工、建筑材料、石油石化、轻工制造、钢铁，PE-TTM 分别达 68.0X、82.2X、54.1X、65.9X、44.3X、64.4X、21.9X、32.4X、31.3X、24.0X、33.6X、31.7X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括通信、电子、机械设备、有色金属、国防军工、煤炭、综合，PB-LF 分别达 5.3X、5.2X、3.2X、3.5X、3.7X、1.6X、2.8X。

图表 19：地产、计算机、通信、电子、零售、综合、煤炭、化工、建材、石油石化、轻工、钢铁行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：通信、电子、综合、煤炭行业本周估值水平处十年历史高位



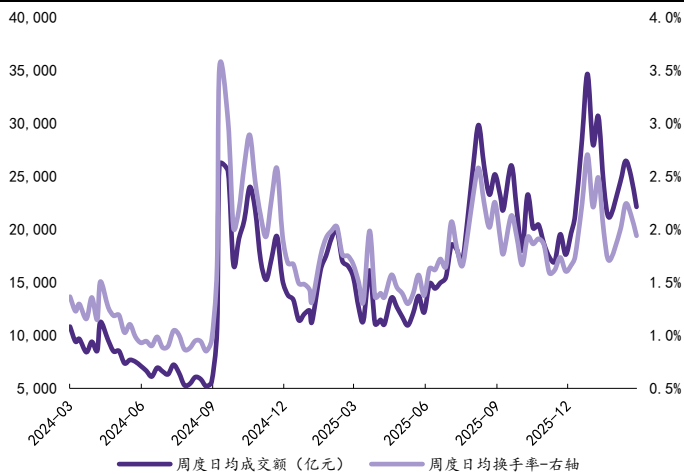
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3、资金情绪

#### 3.1、交易活跃度：持续降温，行业轮动速率快速放缓至低位，电子、非银、通信拥挤度升温显著

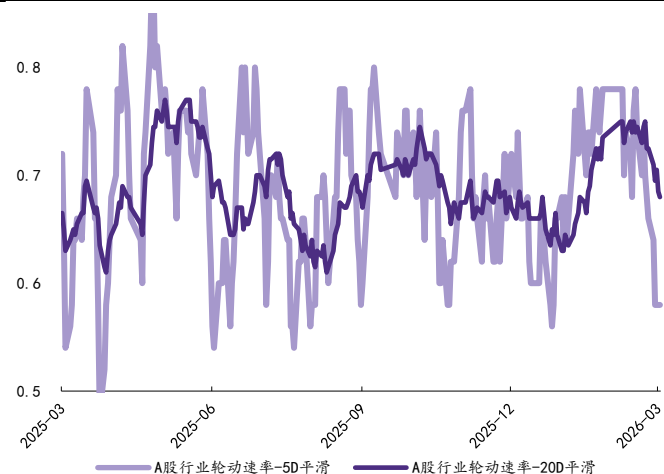
本周 A 股市场成交活跃度持续降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率迅速放缓至相对低位。万得全 A 日均成交额为 2.21 万亿元，环比下降 2875.9 亿元；日均换手率为 1.94%，环比下降 0.19pcts。A 股市场行业轮动速率指标，5 日与 20 日平滑值均快速下降，5 日平滑值已至相对低位，相对领涨行业轮动频率迅速放缓。

图表 21：A 股市场成交活跃度持续降温



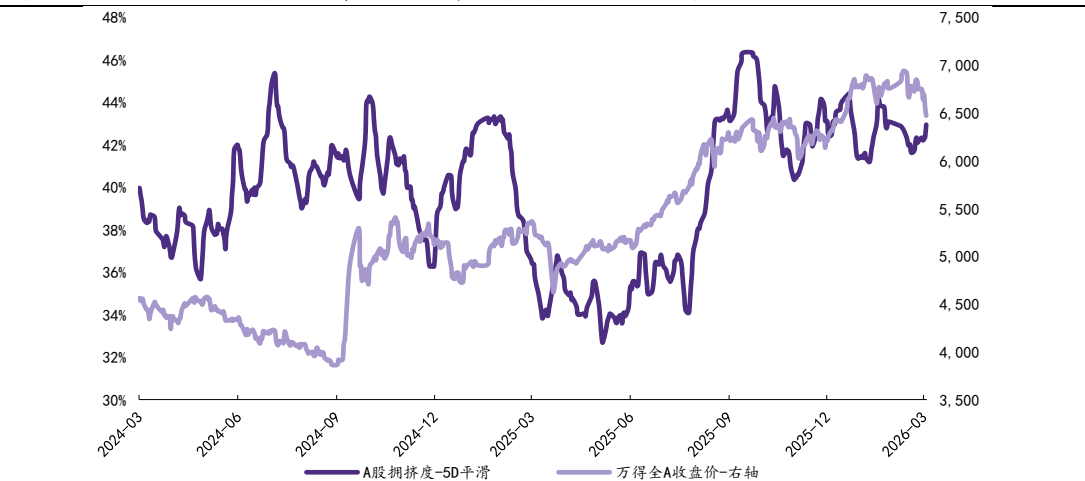
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：A 股相对领涨行业轮动速率本周迅速放缓至低位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：A 股成交额前 5 股票成交拥挤度本周延续上行趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度延续上行趋势，电子、非银、通信交易集中度提升显著，化工、公用、石油石化、建筑装饰、电力、通信、钢铁、煤炭拥挤度两年历史分位居前，公用、电子、煤炭创新高比例居前。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 43.0%，环比提升 0.8pcts，热门交易标的拥挤度延续上行趋势。

电子、非银金融、通信、医药生物、食品饮料行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 75.7%、6.7%、92.2%、4.8%、4.8% 的两年历史分位水平。计算机、电力设备、国防军工、石油石化、机械设备行业集中度降温居前。基础化工、公用事业、石油石化、建筑装饰、电力设备、通信、钢铁、煤炭行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

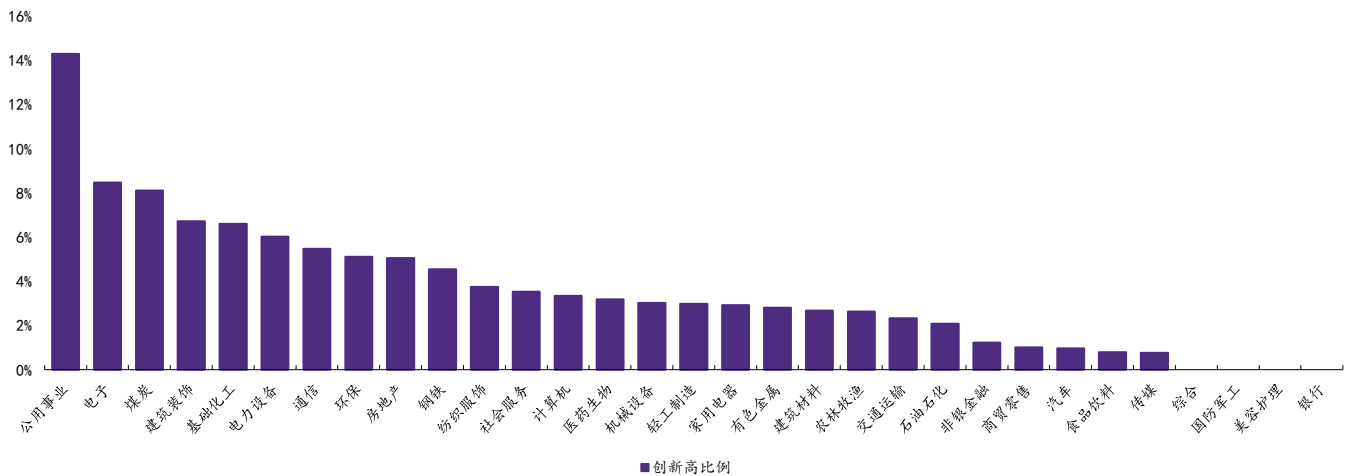
周度股票任一收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，公用事业、电子、煤炭、建筑装饰、基础化工行业比例居首，分别为 14.3%、8.5%、8.1%、6.7%、6.6%。

图表 24：电子、非银、通信行业本周集中度提升显著，化工、公用、石油石化、建筑装饰、电力、通信、钢铁、煤炭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	1.02%	1.27%	-0.25%	82.5%	下游消费	医药生物	3.73%	3.28%	0.45%	4.8%
	石油石化	1.72%	2.35%	-0.62%	97.0%		社会服务	0.46%	0.42%	0.04%	0.9%
	有色金属	6.01%	6.06%	-0.05%	75.7%		轻工制造	1.13%	0.95%	0.18%	57.2%
	钢铁	0.83%	0.83%	0.00%	85.4%		农林牧渔	1.20%	1.29%	-0.09%	59.2%
	基础化工	6.98%	6.95%	0.03%	98.0%		纺织服饰	0.46%	0.46%	0.00%	0.0%
中游制造	建筑材料	0.85%	0.85%	0.00%	67.9%	商贸零售	0.70%	0.61%	0.10%	0.9%	
	机械设备	6.80%	7.19%	-0.39%	41.7%	美容护理	0.15%	0.15%	0.00%	0.9%	
	建筑装饰	2.63%	2.60%	0.03%	95.1%	食品饮料	1.14%	0.86%	0.27%	4.8%	
	交通运输	1.45%	1.47%	-0.02%	33.9%	汽车	3.11%	2.99%	0.12%	0.9%	
大金融	银行	1.23%	1.02%	0.21%	13.5%	家用电器	1.02%	0.95%	0.07%	1.9%	
	非银金融	2.23%	1.56%	0.68%	6.7%	公用	环保	1.01%	1.03%	-0.02%	75.7%
	房地产	0.83%	0.61%	0.22%	3.8%	综合	0.23%	0.33%	-0.10%	76.6%	
成长	国防军工	3.36%	4.08%	-0.73%	47.5%	公用事业	3.99%	4.04%	-0.06%	98.0%	
	电力设备	12.88%	14.03%	-1.15%	95.1%						
	计算机	6.52%	7.77%	-1.25%	15.5%						
	传媒	1.81%	2.00%	-0.19%	1.9%						
	电子	16.79%	14.65%	2.13%	75.7%						
通信	6.99%	6.49%	0.50%	92.2%							

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 25：收盘价创新高比例本周公用、电子、煤炭行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

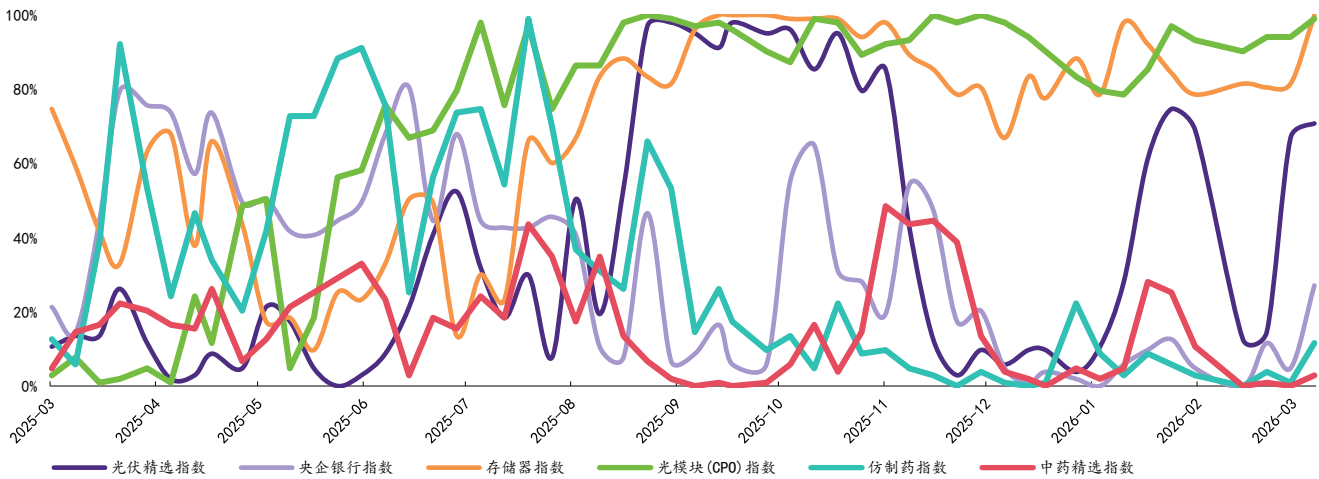
本周 A 股年内热门交易主题，银行、存储、光模块领涨，存储、光模块、PCB 成交活跃度提升居前，存储、光模块、油气拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，银行、存储、光模块、仿制药、光伏主题周度涨幅领先，分别上涨 2.0%、1.8%、1.7%、1.1%、0.5%；稀土、稀有金属、锂矿、玻纤、特高压主题跌幅居前，分别下跌 11.2%、10.6%、10.5%、9.1%、7.5%。成交活跃度方面，存储、光模块、PCB 主题升温显著，特高压、油气、煤炭主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90%水平的主题包括存储、光模块、油气、PCB、航运、特高压。

图表 26：A 股年内热门交易主题，银行、存储、光模块领涨，存储、光模块、PCB 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
光伏精选指数	8841389.WI	0.53%	0.05%	0.1%	70.8%	
央企银行指数	8841787.WI	1.98%	5.80%	0.2%	27.1%	
存储器指数	8841241.WI	1.75%	-2.10%	1.3%	100.0%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	1.74%	8.02%	1.0%	99.0%	
仿制药指数	8841087.WI	1.07%	0.26%	0.1%	11.6%	
中药精选指数	8841367.WI	0.08%	-2.08%	0.0%	2.9%	
先进封装指数	8841297.WI	-0.80%	-11.57%	0.3%	78.6%	
稀有金属精选指数	8841362.WI	-10.64%	-23.04%	-0.1%	33.9%	
航运精选指数	8841436.WI	0.02%	0.40%	0.0%	94.1%	
特高压指数	884190.WI	-7.54%	-5.34%	-0.8%	93.2%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	-9.07%	-17.74%	0.0%	89.3%	
万得电池主题指数	866497.WI	-6.42%	-6.55%	0.3%	81.5%	
煤炭指数	886003.WI	-1.80%	7.28%	-0.2%	79.6%	
油气开采指数	884713.WI	-2.90%	0.77%	-0.2%	97.0%	
锂矿指数	884785.WI	-10.49%	-11.95%	0.2%	85.4%	
稀土指数	8841089.WI	-11.22%	-23.64%	-0.1%	68.9%	
电路板指数	8841164.WI	-4.61%	-8.54%	0.6%	95.1%	
创新药指数	8841049.WI	-2.50%	-5.54%	0.2%	12.6%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 27：本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势



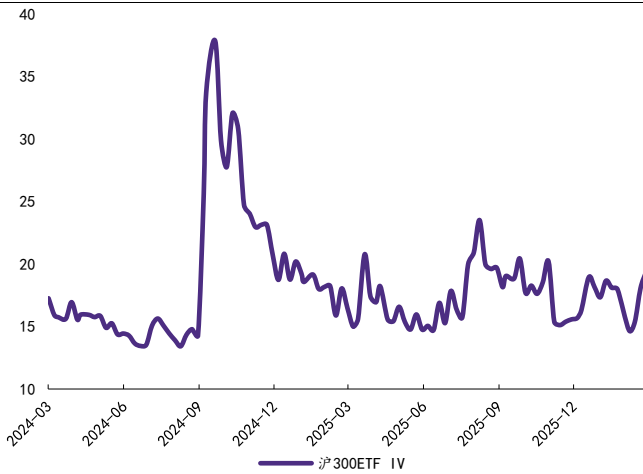
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.2、恐慌情绪：国内持续升温，海外继续降温

本周恐慌情绪国内持续升温，海外继续降温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为 19.39，环比提升 7.55%，国内恐慌情绪加速升温。海外 VIX 指数为 26.78，环比下降 1.51%，

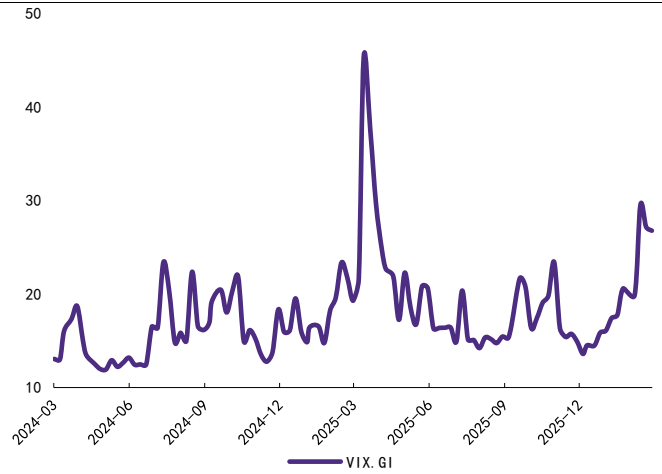
海外恐慌程度延续降温趋势。

图表 28：国内恐慌情绪本周加速升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 29：海外恐慌情绪本周延续降温趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

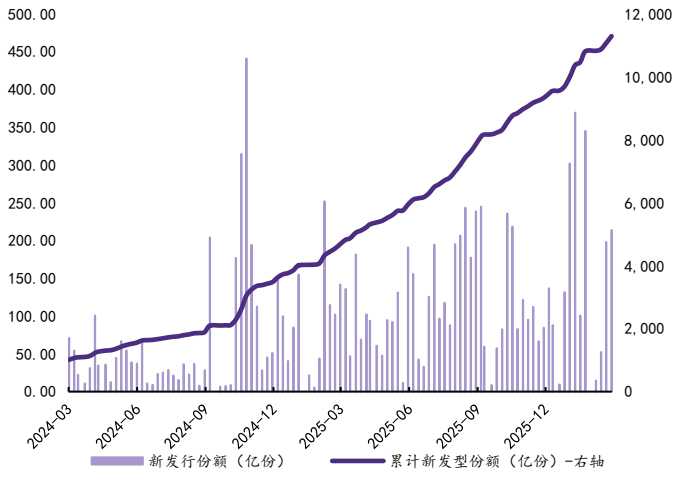
### 3.3、内资：公募新发再度放量，减配行业增配宽基 ETF； 融资转向净卖出，增配电子、化工、钢铁

**公募资金：**本周股票+混合型基金新发再度放量。股票型 ETF 延续小幅净流出，主题指数 ETF 资金净流入居首，规模指数 ETF 资金净流出居前。行业 ETF 加配证券，减配有色。

股票型基金周度新发 102.63 亿份，混合型基金周度新发 111.25 亿份，周度新发规模环比小幅提升 11.64 亿份。基金新发再度放量。

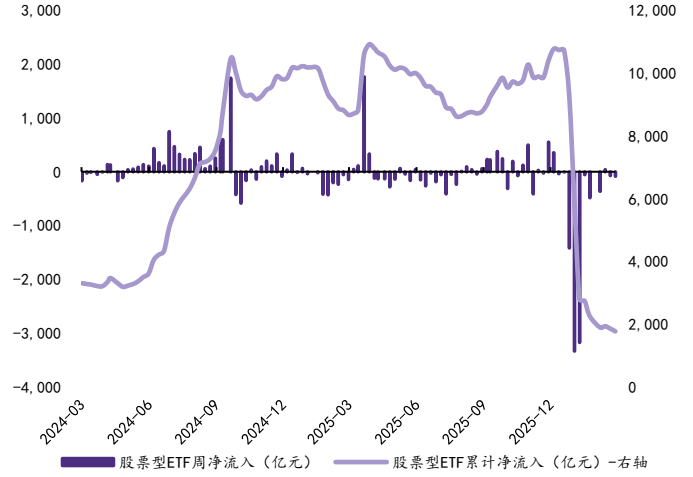
股票型 ETF 资金延续小幅净流出，周度净流出 87.44 亿元。主题指数 ETF 资金净流出居前，周度净流出 246.19 亿元。规模指数 ETF 资金转向净流入居首，周度净流入 90.78 亿元，其中沪深 300、中证 500、上证指数跟踪 ETF 资金周度净流入居首，分别净流入 65.58、46.44、32.49 亿元。行业 ETF 资金加配证券板块，减配有色板块。

图表 30：股票+混合型基金新发本周再度放量



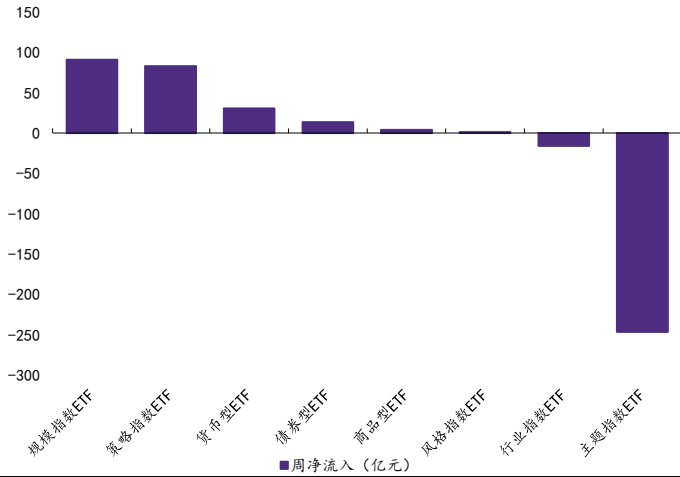
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 31：股票型 ETF 资金本周延续小幅净流出



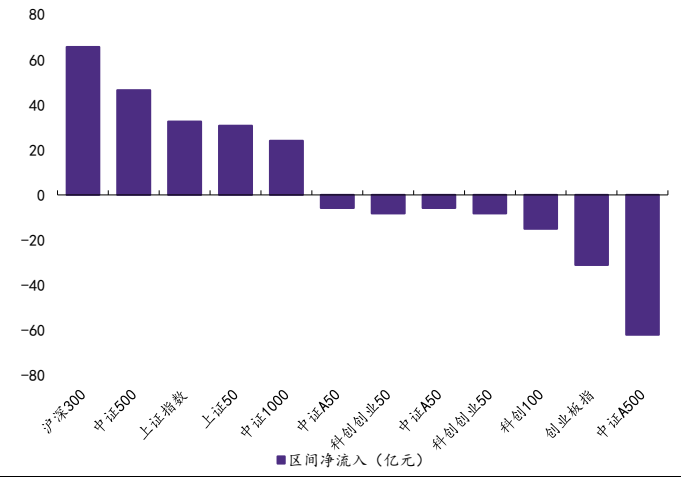
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：本周规模指数 ETF 净流入居首，主题 ETF 净流出居前



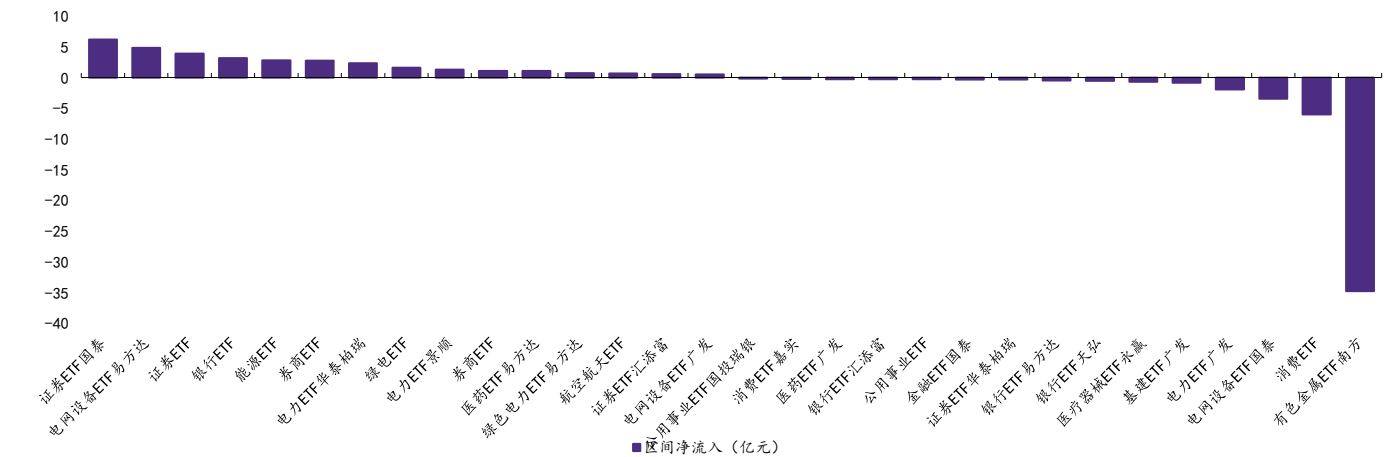
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：本周沪深 300、中证 500、上证指数跟踪 ETF 净流入居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

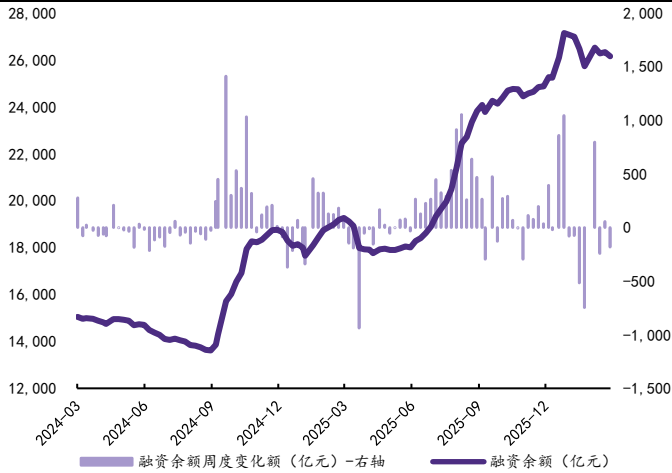
图表 34：净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配证券，减配有色



资料来源：Wind，华鑫证券研究

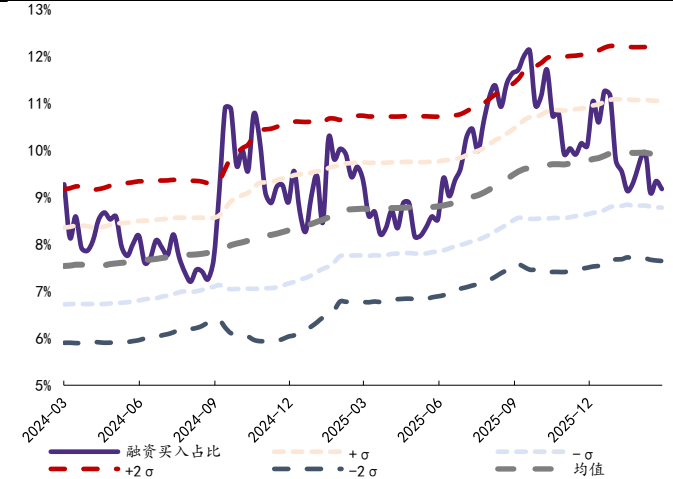
**融资资金：**本周融资资金转向净卖出，融资买入占比小幅回落，加配电子、化工、钢铁，减配有色、军工、石油石化。截止至3月20日，融资余额为2.61万亿元，环比净卖出184.23亿元。融资买入周度占比为9.18%，环比下降0.17pcts，融资买入占比小幅回落。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电子、基础化工、钢铁行业，减配有色金属、国防军工、石油石化行业。

图表 35：融资本周资金转向净卖出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 36：融资买入占比本周小幅回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 37：融资净买入本周加配电子、化工、钢铁，减配有色、军工、石油石化

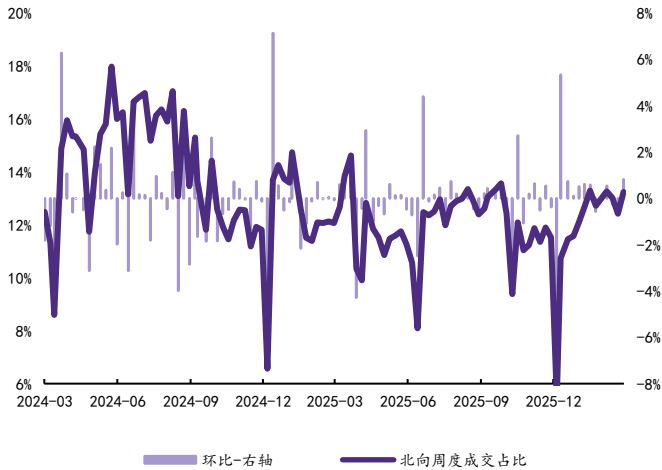
行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势
电子	22.4	10.1%	3967.6	↑	环保	-4.8	6.0%	213.8	↓
基础化工	16.2	7.6%	1105.9	↑	商贸零售	-5.3	5.2%	260.1	↓
钢铁	5.5	8.5%	181.6	↑	农林牧渔	-6.7	6.6%	281.7	↓
轻工制造	2.2	4.4%	143.1	↑	食品饮料	-8.2	6.6%	493.1	↓
建筑装饰	1.1	7.1%	436.7	↑	银行	-8.3	8.1%	785.1	↓
交通运输	1.1	8.2%	438.6	↑	电力设备	-8.7	8.6%	2332.5	↓
建筑材料	0.8	6.2%	144.9	↑	通信	-10.4	10.2%	1249.0	↓
非银金融	0.0	11.3%	1966.4	↑	传媒	-13.5	7.7%	556.6	↓
社会服务	-0.2	6.1%	132.8	↑	公用事业	-14.1	7.3%	563.6	↓
美容护理	-0.4	6.0%	64.3	↑	医药生物	-15.6	7.8%	1595.3	↓
汽车	-0.5	7.5%	1177.1	↑	机械设备	-17.2	7.5%	1397.2	↓
综合	-0.9	5.7%	40.7	↑	计算机	-19.7	8.2%	1816.3	↓
纺织服装	-1.7	3.4%	81.7	↑	石油石化	-23.2	6.6%	240.4	↓
煤炭	-3.3	7.3%	146.7	↑	国防军工	-26.7	8.3%	970.5	↓
家用电器	-4.3	7.1%	363.2	↑	有色金属	-49.9	8.2%	1456.0	↓
房地产	-4.3	6.9%	332.7	↑					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.4、外资：北向活跃度延续降温趋势，十大活跃股聚焦通信、电子、电力

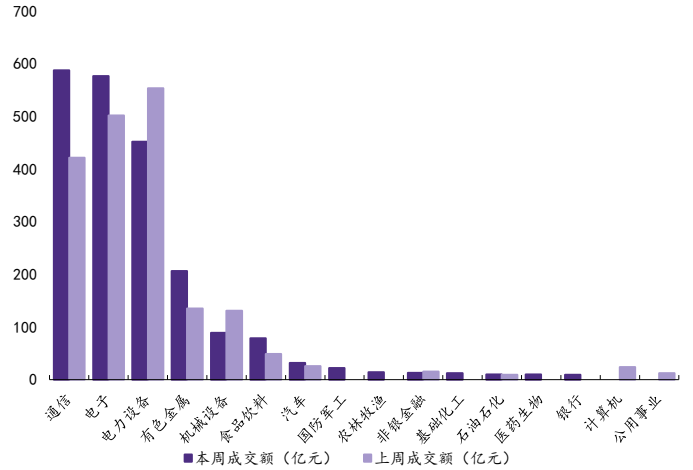
**北向资金：**本周北向成交活跃度延续降温趋势，十大活跃股聚焦通信、电子、电力。北向资金周度成交占比为13.25%，环比提升0.82pcts，但成交额持续缩量。周度十大活跃股成交额聚焦于通信、电子、电力设备、有色金属、机械设备行业。

图表 38：北向资金成交占比本周小幅提升，但成交额缩量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 39：北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 4、牛市进程：成交持续缩量，预计 A 股延续震荡筑底格局

十大牛市指标跟踪：

潜在风险：①成交持续缩量。②融资出现单日百亿净卖出。

图表 40：成交持续缩量，风偏依然较低，预计 A 股震荡分化格局延续

指标	短期调整或牛市见顶信号	现状
估值指标	① 下破均线 ② 下破-2σ与-σ支撑线	现阶段震荡于均线处，股债再平衡 现阶段震荡于均线处，未触发信号
估值指标	超越前两轮牛市估值高点	万得全A本轮估值高点距离2021年牛市高点仍存在3.1%上升空间，主要市值指数与双创估值高点对比历史牛市，同样处相对合理区间，未触发信号
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	现阶段成交额与换手率抬升倍数均超越2017年牛市抬升程度，对比其他几轮牛市仍有差距，未触发信号 现阶段换手率未出现背离现象，未触发信号 现阶段成交持续缩量，市场活跃度不足
交易指标	拥挤度指标-成交占比	现阶段热门行业拥挤度均回落至正常水平，未触发信号
技术指标-RSI&ATR	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 ③ RSI进入超买区域 ④ RSI顶背离 ⑤ ATR高低位极值震荡	现阶段处于正常区间基本持平，未触发信号 现阶段正常区间持续回落，未触发信号 现阶段未出现顶背离信号，未触发信号
新开户	① 个人新开户的次高峰 ② 机构新开户高峰	现阶段向上攀升至相对高位，但极值拐点未显现，未触发信号
居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	① 住户存款市值比估值 ② 非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2026年2月，个人新开户缩量，但1月为本轮次高峰还未确认，牛市终结信号还未明确显现 截止至2026年2月，机构新开户缩量，但未明确1月已到达本轮峰值，牛市终结信号还未明确显现 截止至2026年2月，住户存款市值比小幅回升，居民存款入市短暂放缓，但现值与历史牛市估值相比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，未触发信号
资金指标	① 融资买入占比&融资融券市值比 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	截止至2026年2月，非银住户存款同比增速差放缓，居民存款入市短暂放缓，但未触发信号 现阶段融资占比震荡于-σ线上方，未触发信号 现阶段热门行业估值倍数均处于合理水平，未触发信号
公募资金-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	截止至2026年2月，新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，未触发信号
外资资金-北向成交占比	北向成交占比峰值	现阶段热门主题个别爆款基金初现，尚未集中出现 现阶段活跃度初步展现降温趋势，未触发信号

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投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本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。