

2026年03月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

地缘局势反复，海外滞胀两端定价，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

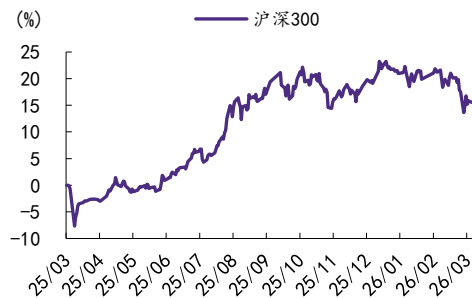
分析师：孙航 S1050525050001

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、《高油价引发滞胀和加息担忧，A股震荡筑底》2026-03-23
- 2、《聚焦中东局势和原油走势，A股震荡分化》2026-03-16
- 3、《海外滞胀交易升温，A股防御为主》2026-03-09

海外宏观热点与策略

海外宏观：1) 美伊谈判反复，局势再度升级。2) 恐慌情绪飙升，但资产走势分化，原油上涨，美股下跌，美债和黄金出现衰退交易。

美股：空头情绪未止，taco 交易难度较大。

美债：4.5%之上的配置性价比渐近，但短期有流动性和发债压力。

黄金：短期震荡磨底，微观结构出现了左侧性价比，但流动性大考未过，等待止跌回升。

国内宏观热点与策略

国内宏观：1-2 月工业企业利润超预期改善，量价利同步改善，上中游表现好于下游。

A 股策略：延续震荡筑底，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，冲突长期化加大通胀恐慌和增长担忧。国内工业利润超预期改善，但结构分化明显，关注上游涨价，警惕高油价冲击。预计 A 股延续震荡筑底，静待局势缓和。

行业选择：1) 低位防守（公用事业、农林牧渔、必选消费、银行等）；2) 能源安全（电力电网、算电协同、锂电、风电、光伏、储能等）；3) 景气修复（半导体、算力、电力设备、有色、化工等）。

市场复盘

本周全 A 指数受地缘冲突反复博弈影响，震荡下行，小微盘实现反弹，前期强势的创业板领跌，万得微盘股指数、中证 2000 为唯二上涨的主要宽基，创业板指、沪深 300、科创 50 跌幅居前。行业涨跌层面，有色、公用、化工涨幅居首，非银、计算机、农业跌幅居前；行业估值层面，通信、电子、煤炭、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 股市场成交活跃度持续降温，日均成交额下行，行业轮动速率已至阶段低位。市场热门标的拥挤度小幅下行，公用、电力、有色交易集中度提升显著，公用、电力、石油石化、煤炭、有色、通信、环保、建筑装饰拥挤度两年历史分位居前，公用创新高比例遥遥领先。年内热门

交易主题，电力能源板块领先，锂矿、火电、水电领涨，锂电、火电、光伏成交活跃度提升居前，火电、锂矿、光模块拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内反转降温，海外大幅升温。

内资资金：①公募资金：股票+混合型基金新发小幅放缓。股票型 ETF 延续净流出趋势，主题指数 ETF 资金净流出居前，债券型 ETF 资金净流入居首。行业 ETF 加配电力、煤炭，减配有色、石油、银行；②融资资金：本周融资资金延续净卖出趋势，融资买入占比小幅回落，加配电力、公用、通信，减配计算机、电子、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：成交继续缩量，融资&股票 ETF 资金持续流出，预计 A 股延续震荡筑底格局。

潜在风险：①成交继续缩量；②融资与股票型 ETF 资金持续净流出。

■ 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，资产分化.....	5
1.2、国内：1-2月工业利润超预期改善，A股延续震荡筑底.....	12
2、市场复盘：地缘冲突反复，小微盘反弹，创业板领跌.....	18
3、资金情绪.....	20
3.1、交易活跃度：持续降温，行业轮动速率已至阶段低位，公用、电力、有色拥挤度升温显著... ..	20
3.2、恐慌情绪：国内反转降温，海外大幅升温.....	22
3.3、内资：公募新发小幅放缓，资金转向债券防御；融资转向净卖出，增配电子、化工、钢铁... ..	23
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.....	25
4、牛市进程：成交继续缩量，融资&股票ETF资金持续流出，预计A股延续震荡筑底格局.....	26
5、风险提示.....	27

图表目录

图表 1：油价上行，黄金白银止跌.....	5
图表 2：美股行业开始出现流动性收紧前的避险.....	5
图表 3：短期主要关注地面战是否会发生.....	6
图表 4：能源通胀预计维持在 4 以上的位置.....	7
图表 5：本轮流动性紧缩可能有 2000 多亿美元（百万美元）.....	7
图表 6：过去流动性紧缩时往往时黄金避险，美股回落.....	8
图表 7：信息技术，金融和可选消费是高弹性，日常消费，能源和地产是避险.....	8
图表 8：美股空头情绪仍未见底.....	9
图表 9：利率和期限溢价形成对冲.....	10
图表 10：期限溢价集体回落显示出市场的避险诉求.....	10
图表 11：短期 put IV 来到极高位置.....	11
图表 12：交易 PCR 来到相对极值.....	11
图表 13：1-2 月规上工业企业利润拆解.....	12
图表 14：本轮牛市周期共计 3 轮主受海外冲击影响引起较大幅度回撤.....	13
图表 15：本轮牛市周期 2025 年 3-4 月 A 股 V 形走势的股市表现复盘.....	14
图表 16：本轮牛市周期 2025 年 10 月-2026 年 1 月 A 股 U 形走势的股市表现复盘.....	14
图表 17：2010 年 1 月-2014 年 6 月“阿拉伯之春”+伊核问题接替支撑原油价格处于高位.....	15
图表 18：2021 年 12 月-2022 年 6 月俄乌战争持续升级支撑原油价格处于高位.....	16
图表 19：2010 年 1 月-2014 年 6 月高油价阶段化工、有色行业指数表现.....	16
图表 20：2021 年 12 月-2022 年 6 月高油价阶段化工、有色行业指数表现.....	17
图表 21：可类比 Deepseek 引发算力预期下修时刻，但后续证明效率改善技术并未对算力大周期有长期负面	

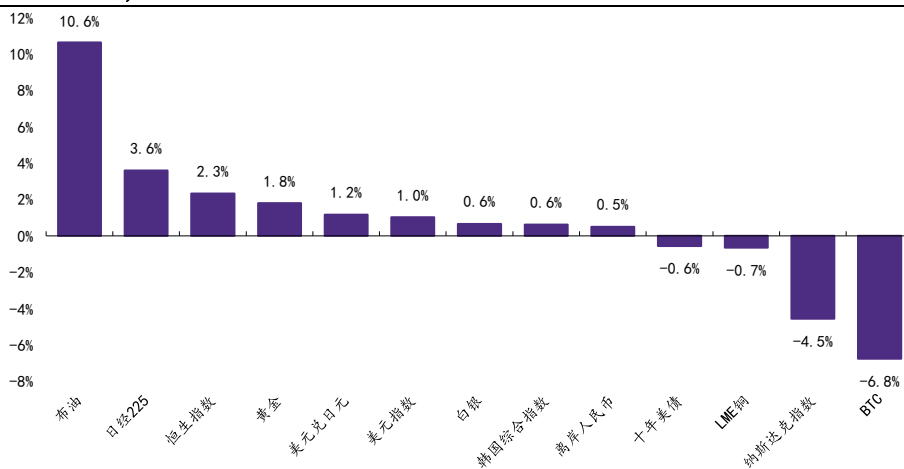
影响	17
图表 22: 本周全 A 震荡下行, 小微盘反弹, 创业板领跌	18
图表 23: 本周有色、公用、化工涨幅居首, 非银、计算机、农业跌幅居前	18
图表 24: 地产、通信、计算机、商贸、电子、化工、建材、煤炭、综合、石油石化、轻工、钢铁行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位	19
图表 25: 通信、电子、煤炭、综合行业本周估值水平处十年历史高位	19
图表 26: A 股市场成交活跃度持续降温	20
图表 27: A 股相对领涨行业轮动速率本周已至阶段低位	20
图表 28: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周小幅下行	20
图表 29: 公用、电力、有色行业本周集中度提升显著, 公用、电力、石油石化、煤炭、有色、通信、环保、建筑装饰行业本周拥挤度已至历史高分位	21
图表 30: 收盘价创新高比例: 本周公用、有色、通信行业居前	21
图表 31: A 股年内热门交易主题, 电力能源板块领先, 锂电、火电、水电领涨, 锂电、火电、光伏成交活跃度提升居前	22
图表 32: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势	22
图表 33: 国内恐慌情绪本周反转降温	23
图表 34: 海外恐慌情绪本周大幅升温	23
图表 35: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓	24
图表 36: 股票型 ETF 资金本周延续净流出趋势	24
图表 37: 本周债券型 ETF 净流入居首, 主题 ETF 净流出居前	24
图表 38: 本周沪深 300、科创 50、上证指数跟踪 ETF 净流入居首, 中证 A500、中证 1000、上证 50 净流出居前	24
图表 39: 净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配电力、煤炭, 减配有色、石油、银行	24
图表 40: 融资本周资金延续净卖出趋势	25
图表 41: 融资买入占比本周小幅回落	25
图表 42: 融资净买入本周加配电力、公用、通信, 减配计算机、电子、军工	25
图表 43: 北向资金成交占比本周小幅提升, 但成交额缩量	26
图表 44: 北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力	26
图表 45: 成交继续缩量, 融资&股票 ETF 资金持续流出, 预计 A 股延续震荡筑底格局	26

1、周度策略

1.1、海外：地缘升级，油价走高，资产分化

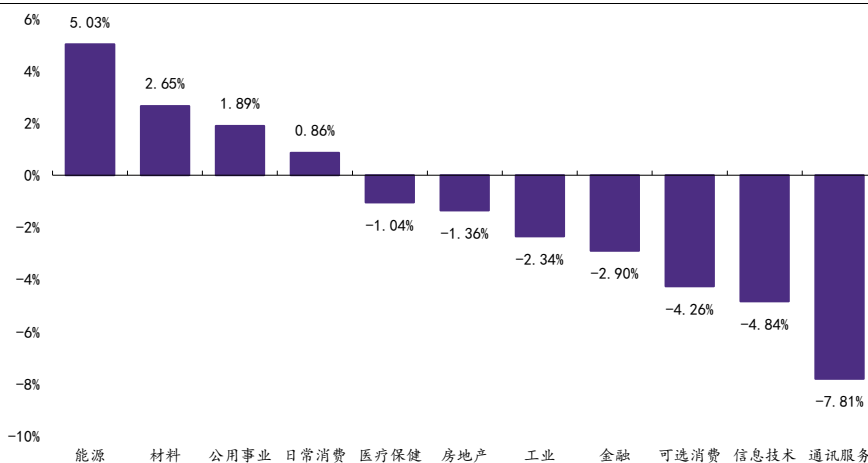
回顾上周海外资产表现，美债利率持续走高，美元和布油均站上了 100 的位置，纳指和 BTC 强流动性资产依然在回落，白银和黄金出现止跌回升。从美股行业来看，除了跟随石油的能源股以外，材料，公用事业和日常消费等有一定避险属性的板块也出现了一定的回升，市场在进行微观流动性收紧前的避险，信息技术和通讯服务两成长板块领跌。

图表 1：油价上行，黄金白银止跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股行业开始出现流动性收紧前的避险



资料来源：Wind，华鑫证券研究

短期对于市场影响最多的因素有两个，一个是伊朗局势的发展，另一个便是流动性的收紧。从伊朗的局势来看，短期市场主要的交易逻辑依然是在偏向缓和思路，石油的远期期货保持了相对冷静，6 个月后的石油期货保持了 90 以下的位置，但是与之矛盾的是短期

美，伊和以三方和谈缓和的可能性较小，特朗普虽然单方面宣布过和谈，但均被伊朗方面所反驳，若是后续地面战持续，则目前石油远期期货对于战争持续的时间和油价的判断均出现了低估，预期的修正会进一步带来加息，滞胀，需求破坏的影响。

从局势的角度来说，我们认为后续可能会有四种走势，分别是

- 1, 极限施压后撤军(对应 40%概率基准情形)**，主要关注高油价下美国国内经济承受能力的预警信号，150 美元的布油将引发通胀和加息的定价回升。若东亚经济体承压反噬特朗普政治筹码，美国将因无法承受升级压力而悄然撤军。此外，需密切盯防美国与以色列关系的动态变化，特别是美国对以色列的约束力是否失效
- 2, 伊朗“合法化”收税与长期摩擦(对应 30%概率基准情形)**。核心关注后续是否有霍尔木兹海峡的控制权变化及过境规则宣告。伊朗恢复部分通航但加征惩罚性费用。美国放弃通过占领哈尔克岛等激进手段来争夺海峡绝对控制权，双方默认“双轨制”分裂价格长期存在，这样对于短期价格来说会有缓和，但也会长期的抬高油价基础，对于美国来说接受的可能性也较低，更多是持续摩擦或者返回第一种情况。
- 3, 地面全面战争爆发(对应 20%概率基准情形)**，根据前两次伊拉克战争经验，美军发动地面作战前必须集结数月：集结 15 万部队耗时 4 个月，集结 54 万耗时 6.5 个月。一旦观测到美军开始向中东调派 5 万兵力（占领岛屿的底线）或 15 万兵力（攻占大陆港口的底线），即可确认系统性危机爆发，全面战争将成为现实。
- 4, 和解(对应 10%概率基准情形)**，最大的阻碍在于伊朗领导人的死亡直接切断了体制内唯一能与美国谈判斡旋的关键渠道。右侧确认信号绝不是政治人物的口头缓和（特朗普声称降级但部署却相反），而是必须看到能够替代拉里贾尼的新外交通道建立，否则市场对降温的预期大概率会被证伪

图表 3：短期主要关注地面战是否会发生

时间节点	情形A：极限施压后撤军(40%)	情形B：伊朗收税/摩擦长存(30%)	情形C：地面全面战争(20%)	情形D：俄欧和解引导的谈判降温(10%)	
2026年4月	115	115	120	110	现货冲击酝酿期：油价影响初现，外交通道锁死，各方仍在进行火力试探，局势逐步升级。
2026年5月	130	120	135	105	
2026年6月	145	125	150+	95	海峡封锁的滞后效应显现，亚洲首当其冲，宏观交易逻辑完全由“滞胀担忧”主导。
2026年7月	150	125	155+	90	
2026年8月	140	120	180+	85	
2026年9月	120	120	165+	85	
2026年10月	100	115	150	80	高油价压制流动性，从“局部紧缩”走向“系统性危机”，宏观需求回落
2026年11月	90	110	140	80	
2026年12月	85	110	130	78	
2027-01至06	80-85	95-105	110-125	75	资本市场交易逻辑彻底转向滞胀与流动性紧缩带来的崩塌。原油地绿溢价根据最终结局进行重构，宏观层而进入通缩型衰退周期。

资料来源：华鑫证券研究

从油价的角度来看，后续美国的通胀仍有一定的上行压力，但是在目前的石油期货的价格来看，市场还没有完全定价冲突升级带来的油价上行，目前三月的美国能源通胀预计会来到 3 以上的位置，并长期维持在 4 左右的位置，且在石油价格的上行后，会逐步顺着产业链传导到能源服务的分项中，进而传导到商品，粮食上，根据过去的经验计算，往往 10 美元的油价增长可能会给整体的通胀同比带来 0.2%的通胀同比增速的增长。

图表 4：能源通胀预计维持在 4 以上的位置

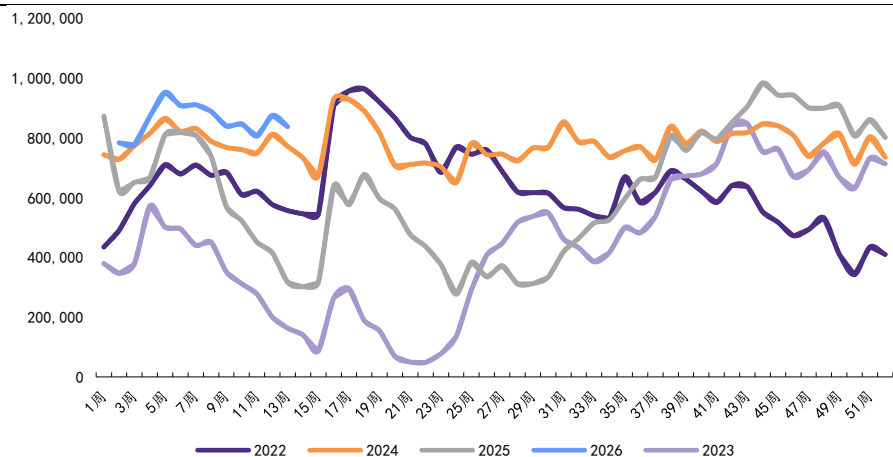
	能源通胀	情形1	情形2	情形3	情形4
2026年12月		3.95	4.12	4.26	3.90
2026年11月		3.98	4.12	4.33	3.91
2026年10月		4.05	4.16	4.40	3.91
2026年9月		4.19	4.19	4.51	3.95
2026年8月		4.33	4.19	4.62	3.95
2026年7月		4.40	4.23	4.44	3.98
2026年6月		4.37	4.23	4.40	4.02
2026年5月		4.26	4.19	4.30	4.09
2026年4月		4.16	4.16	4.19	4.12
2026年3月	3.99				
2026年2月	0.40				
2026年1月	-0.30				
2025年12月	2.10				
2025年11月	4.20				
2025年10月					
2025年9月	2.90				
2025年8月	0.40				
2025年7月	-1.20				
2025年6月	-0.60				

资料来源：Wind，华鑫证券研究

从宏观的角度来说，主要是看流动性危机（三高）和实体压力，博弈衰退到来和新的能源格局的形成，但从联储的应对来说，货币政策的可操作空间较少，更多是被动等待油价的回落或者是需求的崩溃后开始降息，加息恐慌更多是市场预期脱离联储预期管理所致，但不会有加息落地。

微观流动性是另一个箭在弦上的问题，4月是美国传统的纳税季，交易商等会为了纳税卖出资产，带动市场整体的流动性紧缩，按照这一轮之前财政部的预期，预计 TGA 将在四月达到 1.05 万亿美元的峰值，本周 TGA 账户维持在 8374.12 亿美元左右，则流动性收紧的规模可能有近 2000 多亿美元

图表 5：本轮流动性紧缩可能有 2000 多亿美元（百万美元）

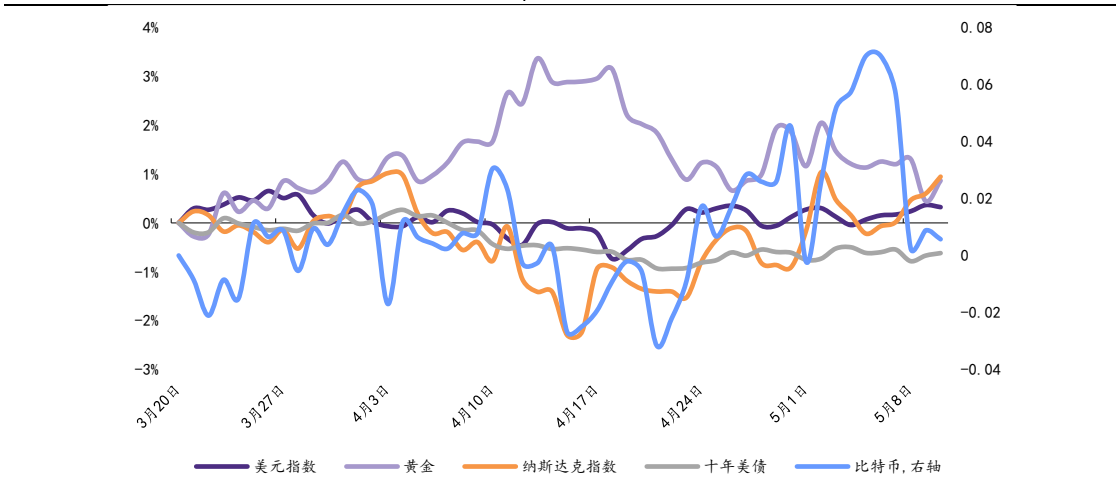


资料来源：Wind，华鑫证券研究

从过去的流动性紧缩的复盘来看，美股整体会在月中出现了指数的反转，美元指数整

体震荡，有一定的走弱，美债利率也是持续的走高，整体转向的时间点比美股更晚一些，一般在4月的20日前后，黄金则是在整个流动性紧缩的期间有一定的上涨，主要是避险属性所致，而本次流动性紧缩叠加了“高通胀+不降息”的宏观逆风，预计黄金的避险属性有限

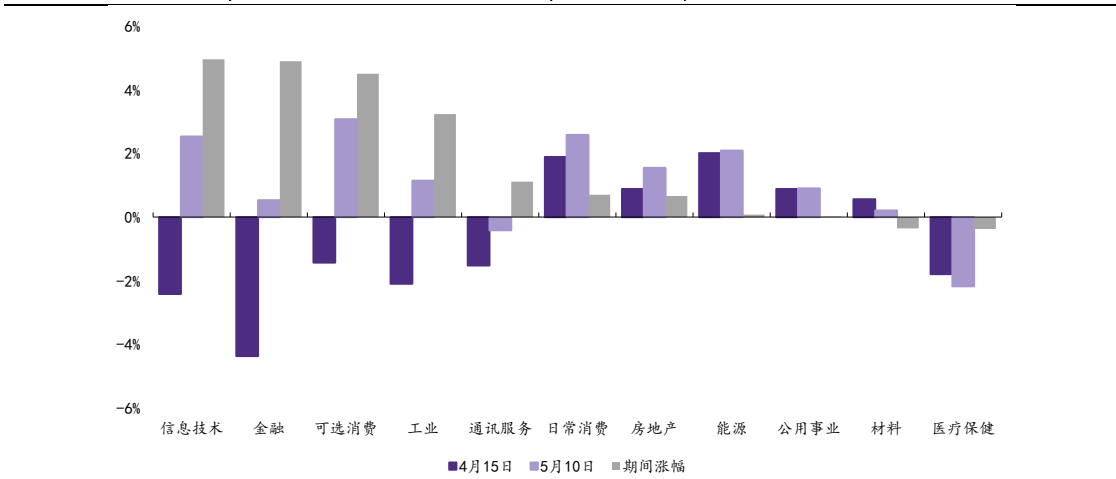
图表 6: 过去流动性紧缩时往往时黄金避险，美股回落



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

从美股的行业来看，主线往往是金融行业的走势，其较好的代表了流动性的紧张与否，从行业来看，以 3/20, 4/15 和 5/10 这三个时间点为分界线，信息技术，金融和可选消费是在下跌后最后弹性的板块，即做多 4/15-5/10 日的行情，日常消费，地产和能源等板块则是整体具有一定的避险属性。

图表 7: 信息技术，金融和可选消费是高弹性，日常消费，能源和地产是避险



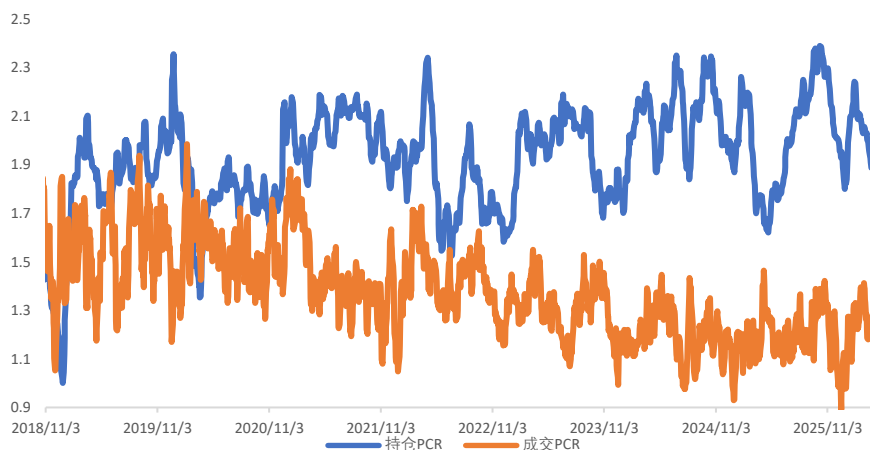
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

海外策略：性价比未显，仍待流动性考验

美股：美股的空头情绪未止，回顾这一轮的美股下跌初期时市场对于 AI 叙事的动摇，这个市场的高估值以及市场对于软着陆叙事的担忧，伴随着多空情绪反转，美股开始出现了震荡下行，叠加伊朗冲突爆发，在高油价的压制下，软着陆预期变为了滞胀预期，进一步压制了美股表现，短期美股依然面临考验，流动性紧缩和战争局势的恶化依然会给美股一定的下挫压力，特朗普短期的口头和解更多是加大波动而非趋势的反转。

短期更多关注美股中日常消费和能源的流动性紧缩的避险属性，但需要提示的是整体的估值分位已经来到了相对的高位，在宏观尚未见底，但微观略有改善的情况下，可以博弈，金融，可选消费，信息技术和通讯服务的反弹机会，主要是叠加 4.15 流动性紧缩结束后，新一轮财报季的开始，4 月中预计会有金融的财报，4 月中下旬便会有科技的财报出炉，若是财报整体符合预期，则会更加助力流动性的修复，带来反弹行情。短期来看近期的下跌拉低了财报超预期的门槛，但需要警惕金融财报对于美债利率的上升的负反馈，科技财报则会有持续的 AI 泡沫担忧，对于 CAPEX 和 EPS 的双重要求，因此总结来看，短期美股风险未止，直到美债利率见顶前更多反弹而非反转。

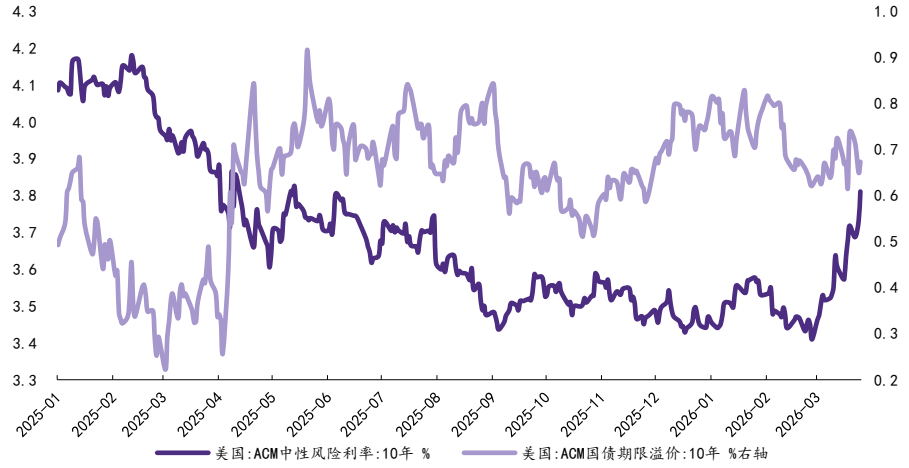
图表 8：美股空头情绪仍未见底



资料来源：Wind，华鑫证券研究

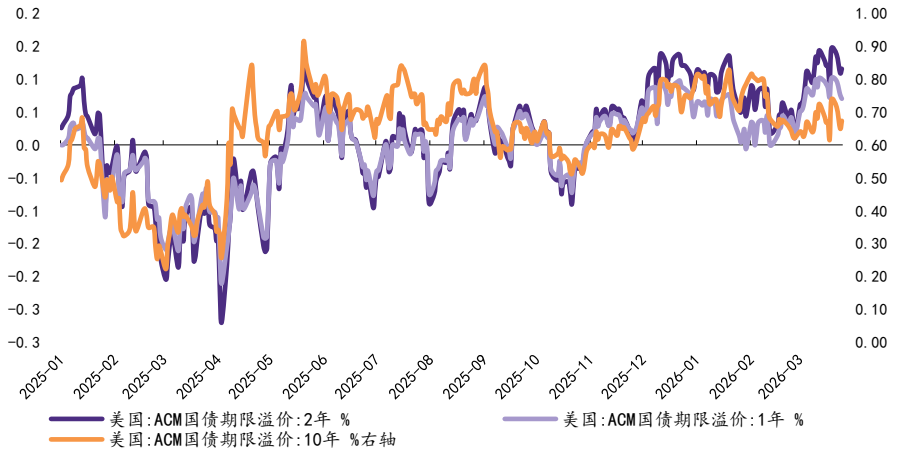
美债：短期油价预期不改的情况下，市场处于逐步接受高油价的影响，转向开始预期高油价带来的需求破坏，期限溢价和中性利率形成对冲，放缓了美债利率的上行，考虑到短期流动性的压力，美债利率短期仍不到右侧配置时机，关注其突破了 4.5% 之后的配置性价比。

图表 9：利率和期限溢价形成对冲



资料来源：Wind，华鑫证券研究

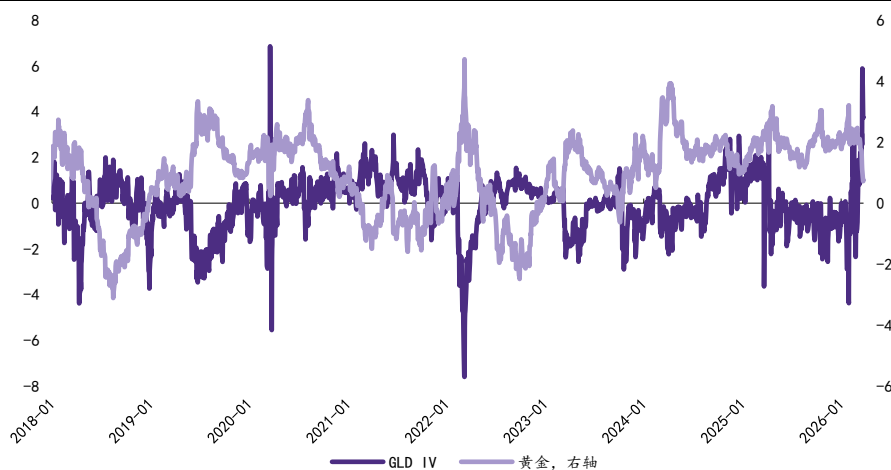
图表 10：期限溢价集体回落显示出市场的避险诉求



资料来源：Wind，华鑫证券研究

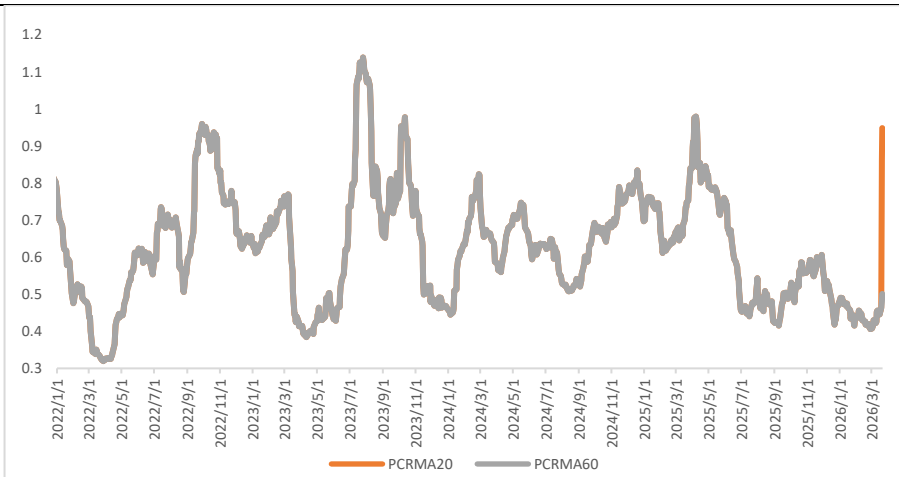
黄金：短期微观结构出现了左侧定投性价比，但流动性大考未过，多看少动，因此黄金上周更多是在交易结构下出现了短期的翻多。长期黄金逻辑未改，当前宏观环境与1980s 存在本质差异，极高的政府负债率决定了高实际利率无法长期维系，财政赤字货币化不可避免，去美元化购金浪潮将提供坚实底部，1980s 时期黄金失去的 20 年再现的可能性较低。从资产的角度来说，黄金预计是美债利率反转后最先反弹的资产，但主要的右侧机会依然需要等待交易主线从滞胀转向需求破裂，迫使美联储无视油价开启危机式降息，实际利率见顶回落，黄金才会迎来真正的右侧配置时机。

图表 11: 短期 putIV 来到极高位置



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 12: 交易 PCR 来到相对极值



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

1.2、国内：1-2 月工业利润超预期改善，A 股延续震荡筑底

国内宏观：1-2 月工业企业利润超预期改善，上中游表现好于下游

1-2 月工业企业利润大增：从 2025 年 12 月的 5.3% 增长至 1-2 月的 15.2%，呈现加速向好态势，虽有短期样本调整、春节错位等因素影响，更多是高技术制造业的高速增长，带动传统装备制造业结构持续优化，以及部分上游原材料利润率持续改善。

拆解量价利指标：量价利同步好转，工业增加值增速加快，物价负增但降幅收窄，利润率同比显著改善。具体来看，①**量(工业增加值)：**增速再度显著加快，电子通信、化纤制造增速领先，烟草制品、木材加工缩量显著；②**价(PPI)：**增速呈现负值持续收窄趋势，2 月有色采矿、有色冶炼挺价继续领先，油气开采、燃料加工拖累表现；③**率(利润率)：**同比再度显著改善，电子通信、非金属采矿增幅领先，黑色冶炼、汽车制造降幅居前。

分产业链来看，上、中游表现明显优于下游。具体表现为上游涨价，有色采矿、有色冶炼 PPI 同比均超过 20%；**中游量增**，电子通信、交运设备、汽车制造、专用设备工业增加值同比增速均超过 8%；**下游承压**，木材加工、纺服制造、酒类饮料利润同比增速降幅均超过两位数。

图表 13：1-2 月规模以上工业企业利润拆解

总量和产业链	利润总额同比(当月同比, %)			工业增加值(当月同比, %)			PPI(当月同比, %)			利润率(当月同比, %)			
	2026年1-2月	2025年12月	增速变化	2026年1-2月	2025年12月	增速变化	2026年2月	2026年1月	增速变化	2026年1-2月	2025年12月	增速变化	
工业企业总量拆解	15.2	5.3	9.90	6.3	5.2	1.10	-0.9	-1.4	0.50	9.58	4.14	5.44	
上游采矿业	煤炭采选	4.9	35.5	-30.6	6.4	7.5	-1.1	-7.0	-9.8	2.8	6.0	47.3	-41.3
	油气开采	-16.7	-1107.1	1090.3	3.7	5.1	-1.4	-12.9	-16.7	3.8	-7.6	-1212.9	1205.3
	黑色采矿	25.8	-29.3	55.2	3.2	9.0	-5.8	1.0	3.0	-2.0	31.8	-30.4	62.2
	有色采矿	100.1	105.1	-5.0	3.7	6.1	-2.4	30.2	22.7	7.5	42.2	87.1	-44.9
	非金属采矿	76.1	-76.6	152.7	3.2	-3.1	6.3	-5.0	-4.6	-0.4	86.9	-69.4	156.3
上游原材料加工	燃料加工	109.7	115.1	-5.4	6.6	3.7	2.9	-12.0	-11.5	-0.5	110.6	117.0	-6.4
	化工制造	28.9	-26.2	55.1	8.0	6.7	1.3	-3.7	-5.0	1.3	27.7	-23.8	51.5
	医药制造	-13.1	33.6	-46.7	7.0	2.4	4.6	-4.7	-4.4	-0.3	-11.4	26.9	-38.3
	化纤制造	-18.8	-23.2	4.4	10.0	11.0	-1.0	-5.0	-6.4	0.4	-9.0	-10.5	1.6
	橡胶塑料	-2.9	-10.4	7.5	4.2	3.3	0.9	-4.2	-4.1	-0.1	-3.6	0.5	-4.2
	非金属矿物制品	-9.8	3.8	-13.5	0.2	-1.8	2.0	-4.9	-5.4	0.5	-1.0	25.2	-26.2
	黑色冶炼	-59.4	-107.8	48.5	0.7	0.9	-0.2	-3.4	-3.7	0.3	-48.2	-108.8	40.6
	有色冶炼	148.6	129.3	19.2	4.8	4.8	0.0	22.1	17.1	5.0	95.8	97.3	-1.5
	金属制品	-5.2	-26.0	20.7	3.6	3.0	0.6	-0.2	-0.7	0.5	-11.7	-19.6	7.9
中游制造业	通用设备	2.6	-5.5	8.1	7.5	7.5	0.0	-1.1	-1.3	0.2	-4.1	-7.2	3.1
	专用设备	-1.1	10.0	-11.1	8.2	4.8	3.4	-1.0	-0.9	-0.1	-6.1	6.8	-13.0
	汽车制造	-29.8	-57.7	28.0	8.3	11.9	-3.6	-2.4	-2.5	0.1	-29.9	-56.5	26.7
	交运设备	13.5	60.6	-47.0	9.2	11.9	-2.7	-0.3	-0.3	0.0	-1.6	50.7	-52.3
	电气机械	3.9	8.5	-4.6	4.3	4.4	-0.1	2.0	0.8	1.2	-5.7	7.3	-13.0
	电子通信	177.0	47.6	129.5	11.8	9.2	2.6	-0.9	-1.6	0.7	144.6	41.2	103.4
	农副产品	-0.7	-11.7	11.0	3.2	1.7	1.5	-1.5	-1.6	0.1	-5.2	-6.9	1.7
	食品制造	9.3	-39.5	48.8	5.5	5.6	-0.1	-2.2	-2.1	-0.1	1.8	-35.5	37.3
	酒类饮料	-19.5	-50.7	31.2	-0.5	-0.6	0.1	-2.1	-1.9	-0.2	-11.4	-36.8	25.4
	烟草制品	-7.7	40.4	-48.1	-5.9	-2.1	-3.8	0.3	0.5	-0.2	-3.6	39.6	-43.2
下游消费	纺织	-9.3	-32.2	22.9	3.7	1.8	1.9	-1.4	-1.6	0.2	-6.6	-13.6	7.0
	纺服制造	-21.0	-29.2	8.2	-2.2	-4.4	2.2	-1.5	-1.1	-0.4	-11.4	-6.6	-4.7
	木材加工	-46.8	-73.1	26.2	-5.4	-8.7	3.3	-2.8	-2.8	0.0	-33.4	-46.2	12.8
	造纸	-2.5	-27.4	24.9	3.0	2.4	0.6	-3.2	-2.4	-0.8	-5.1	-25.6	20.5
	印刷	-2.4	-25.1	22.7	0.6	-1.6	2.2	-3.7	-3.7	0.0	-0.1	-13.2	13.1
公用事业	电力热力	4.8	41.2	-36.4	1.1	4.2	-3.1	-5.5	-2.3	-3.2	3.6	44.0	-40.4
	燃气生产	8.1	-23.8	31.9	0.0	6.3	-6.3	-2.5	-2.5	0.0	8.8	-24.2	32.9
	水的生产供应	-3.2	-157.9	154.7	-1.1	2.0	-3.1	1.6	1.5	0.1	-2.7	-155.6	152.9

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：延续震荡筑底，静待局势缓和，夯实 U 形底。海外地缘局势仍是资产定价的决定因素，目前局势仍在升级过程中，冲突长期化带来的通胀恐慌和增长担忧。国内工业企业利润超预期改善，但结构分化明显，下游需求依旧偏弱，上游涨价和中游量增的持续性仍待观察，高油价对 PPI、工业增加值、上市公司盈利影响仍需警惕。

美以伊战争海外冲击下，预计将呈现中期维度冲击影响，而非短期 TACO 可扭转，推测全 A 将更加贴近本轮牛市 2025 年 10-11 月中旬的 U 形走势。

2024 年 9 月本轮牛市开启以来，万得全 A 自阶段高点 5% 幅超间共有 5 轮，其中主要受到海外冲击因素影响的区间包括 2025 年 3-4 月初、2025 年 10-11 月中旬、以及现阶段 2026 年 3 月。前两轮外部冲击下跌区间，前者呈现 V 形底走势，后者呈现 U 形底走势。

图表 14：本轮牛市周期共计 3 轮主受海外冲击影响引起较大幅度回撤



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2025 年 3-4 月下跌区间，全 A 呈现 V 字形走势，价值与大盘相对抗跌，反弹大盘领先。复盘本轮牛市周期，2025 年 3 月 19 日-2025 年 5 月 14 日万得全 A 急速下行后迅速反弹区间的股市表现。

趋势反转区间（2025/3/19-4/2）持续 11 个交易日，万得全 A 跌幅 4.23%，主要受到海外 Trump 反复提示关税预告，叠加 3 月美联储降息未落地，引发资金风偏回落，前期多头开启止盈趋势。期间价值风格相对抗跌，行业以防御型布局占优，前期热门的 TMT 板块领跌。

急速下行区间（2025/4/3-4/7）持续 2 个交易日，万得全 A 跌幅 9.95%，“对等关税”引发全球“股灾”，A 股全面普跌。期间大盘相对抗跌，资金进一步转向防御，成长板块大幅领跌。

迅速反弹区间（2025/4/8-5/14）持续 24 个交易日，万得全 A 反弹 11.67%，主要受到

“国家队”资金入场救市信心提振，中美贸易摩擦后续虽有升级，但在4月下旬，Trump开始转变态度实行TACO，进一步助力风偏修复。期间因“对等关税”问题仍存，大盘反弹相对占优，内循环与自主可控主题领先。

图表 15: 本轮牛市周期 2025 年 3-4 月 A 股 V 形走势的股市表现复盘

阶段划分	起始时间	结束时间	持续交易日 天数(个)	万得全A 区间涨跌幅	趋势转变原因	风格表现	行业表现
趋势反转	2025/3/19	2025/4/2	11	-4.23%	海外“对等关税”预告袭来，美联储降息预期未落地，资金风偏开始回落。	价值相对抗跌	公用、煤炭、银行、医药领涨 计算机、通信、传媒、电子、商贸领跌
急速下行	2025/4/3	2025/4/7	2	-9.95%	海外“对等关税”正式落地，全球股市均受剧烈冲击。	大盘相对抗跌	农业、食品饮料、公用、银行、建材相对抗跌 电力、机械、计算机、通信、电子领跌
迅速反弹	2025/4/8	2025/5/14	24	11.67%	国内“国家队”进场提振市场信心，海外中美摩擦虽有升级，但Trump自4月下旬逐步TACO。	大盘占优	美护、军工、机械、计算机、商贸领涨 农业、煤炭、建材、食品、医药相对滞后

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

对比上述两轮外部冲击引起的下跌阶段，从冲击影响时间维度角度考量，预计现阶段的将来A股趋势将更贴近U形走势，目前仍处于震荡筑底阶段。2025年3-4月A股形成V形走势的原因更多在于Trump在“对等关税”事件上具备短期TACO的主动性，事件冲击影响短期迅速缓和，形成快速反弹的V形底。在《高油价引发滞胀和加息担忧，A股震荡筑底》周报中，对于2025年10月-2026年1月的A股U形走势复盘，主受海外AI链回调情绪蔓延引起下跌，对于AI大厂的资本开支担忧与终端应用盈利弱支撑的逻辑冲击，更偏向于中长时间维度的事件冲击，且冲击较为反复，形成A股持续磨底后新催化带动反弹的U形走势。现阶段美以伊战争预计是中长时间维度的事件冲击，伊朗的强硬反抗与以色列的坚定主战，均让Trump失去TACO的主动性。所以预期A股将在未来走出U形走势，目前仍处于震荡筑底的阶段。

图表 16: 本轮牛市周期 2025 年 10 月-2026 年 1 月 A 股 U 形走势的股市表现复盘

阶段划分	起始时间	结束时间	持续交易日 天数(个)	万得全A 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	-2.20%	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产业链迎集中止盈。	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	2.10%	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	-6.33%	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	1.77%	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	11.67%	“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

行业选择: 1) 低位防守 (公用事业、农林牧渔、必选消费、银行等); 2) 能源安全 (电力电网、算电协同、锂电、风电、光伏、储能等); 3) 景气修复 (半导体、算力、电

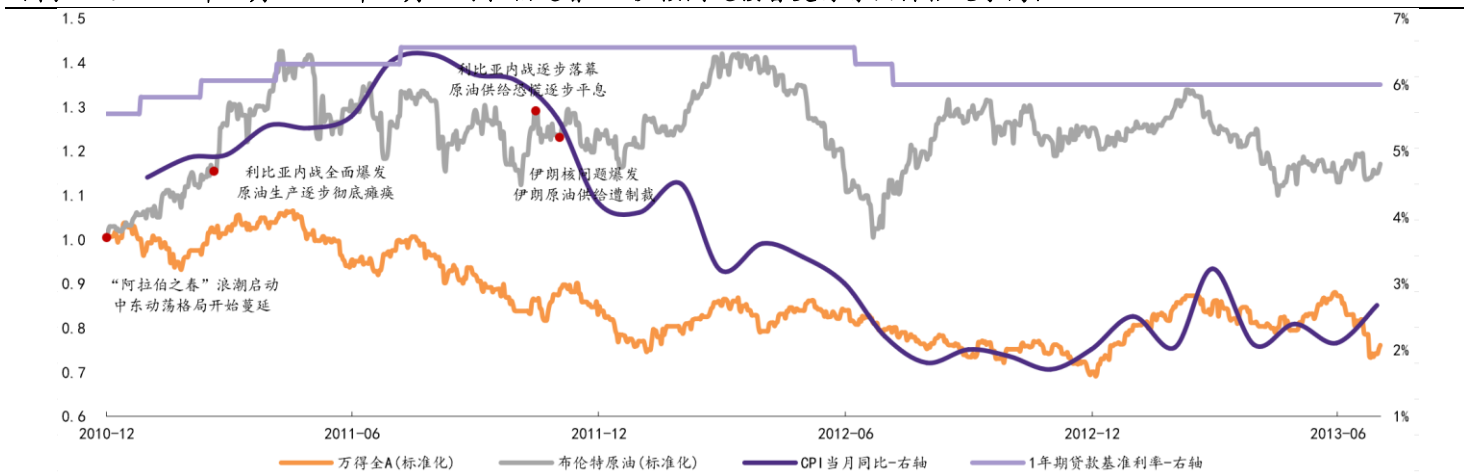
力设备、有色、化工等)。

有色与化工：高油价阶段一波三折，资金避险，较为承压-风偏修复，反弹领涨-二次下跌，再度承压

自 2005 年 A 股股改以来，共计出现两轮因地缘冲突引发高油价阶段。以油价飙升起点与高油价向下拐点作为区间划分标准，两轮分别为 2010 年 12 月-2014 年 6 月，和 2021 年 12 月-2022 年 6 月。

“阿拉伯之春”+伊核问题（2010 年 12 月-2014 年 6 月）：事件冲击接替引发利比亚与伊朗原油出口供给急剧收缩，支撑油价中长期持续处于高位。海外输入性通胀与国内前期刺激政策余温叠加，引发国内 CPI 月同比迅速提升，国内开启政策紧缩周期，地产、制造业开始降温，需求回落产能过剩问题开始逐步显现。

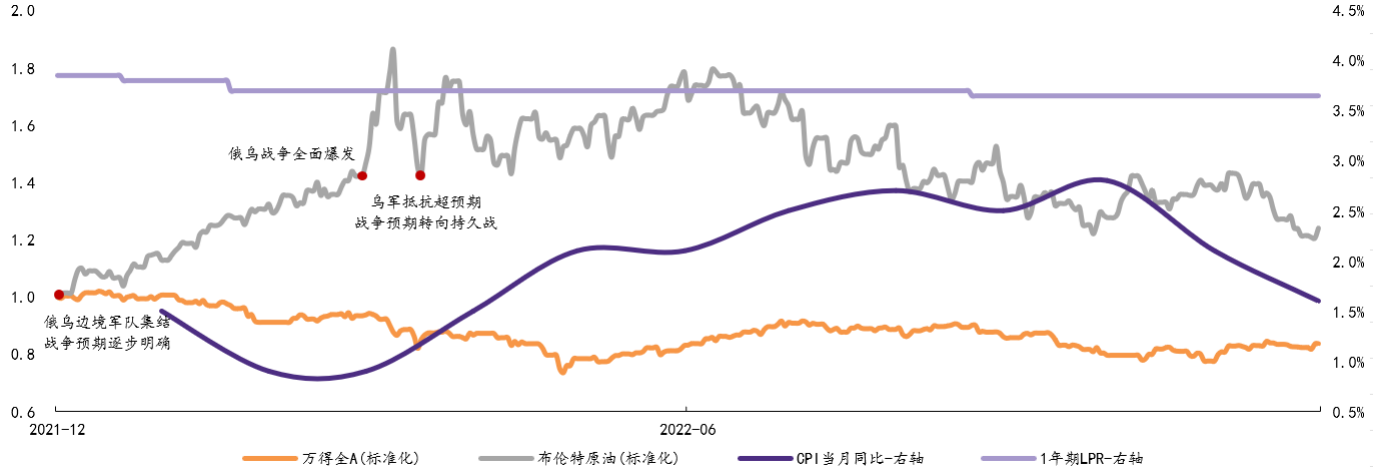
图表 17：2010 年 1 月-2014 年 6 月“阿拉伯之春”+伊核问题接替支撑原油价格处于高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

俄乌战争爆发（2021 年 12 月-2022 年 6 月）：俄乌战争爆发，俄油出口遭到西方主要经济体制裁，国际原油供给迅速收缩，助推原油价格迅速冲高。后续战争升级，预期转向持久战，原油价格二次冲顶后缓慢回落。尽管存在海外输入型通胀，但国内经济因受疫情影响，内生性通胀压力极弱，维持“以我为主”的宽货币政策，但疫情管控扰动下游需求问题犹存。

图表 18: 2021 年 12 月-2022 年 6 月俄乌战争持续升级支撑原油价格处于高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

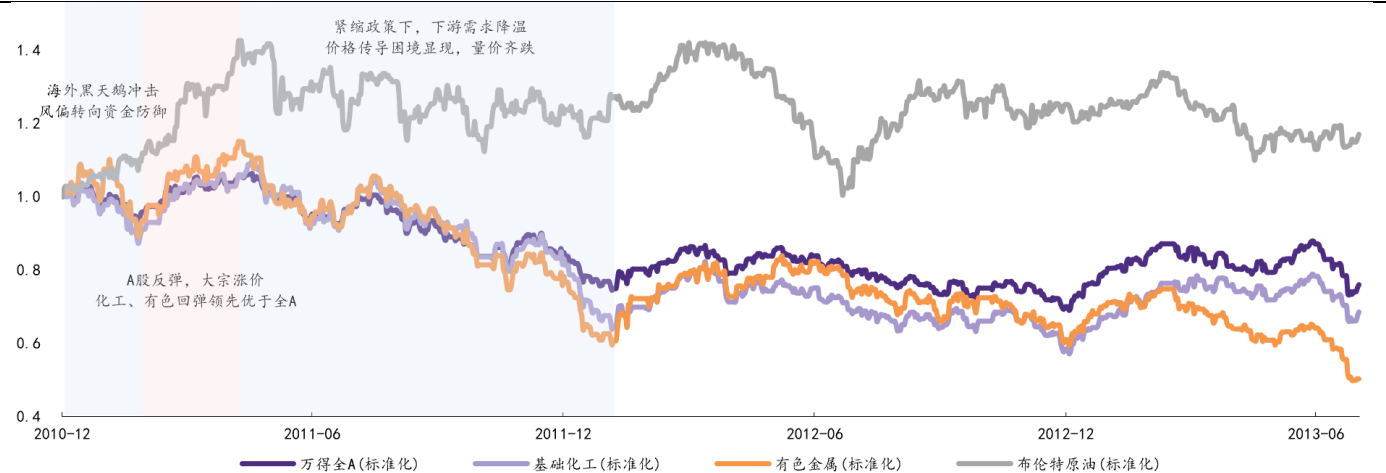
有色、化工行业在地缘冲突引发的高油价阶段表现较为反复，首跌阶段较为承压，首次反弹阶段相对领先，但在二次下跌阶段表现再度相对承压。复盘以上两轮高油价阶段，

(1) 地缘冲突黑天鹅冲击下的 A 股首度下跌阶段，受高油价引发经济衰退利空预期影响，有色与化工行业指数表现相对全 A 更为承压；

(2) A 股首次大反弹阶段，国内政策提振市场信心，资金风偏扭转，高油价带动的大宗商品涨价潮利好有色、化工行业基本面表现，反弹力度优于全 A；

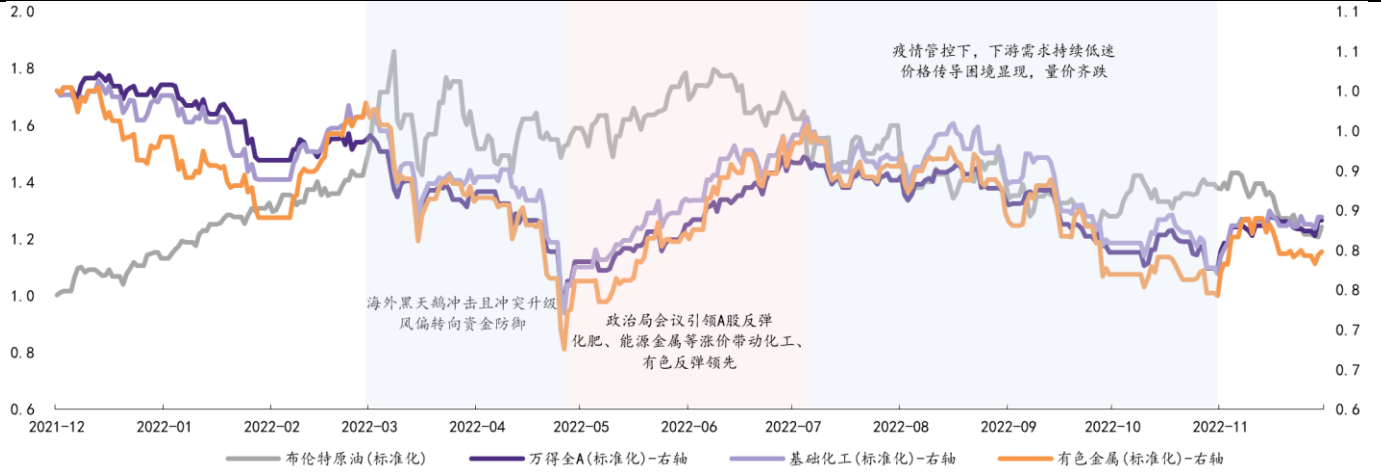
(3) A 股二次走弱阶段，高油价输入型通胀问题开始显现，叠加政策紧缩或疫情管控，下游需求疲软问题突出，上中下游价格传导不畅通挤压有色、化工行业中多个环节的利润空间，最终导致有色、化工行业指数表现相对于全 A 更加疲软。

图表 19: 2010 年 1 月-2014 年 6 月高油价阶段化工、有色行业指数表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 20: 2021 年 12 月-2022 年 6 月高油价阶段化工、有色行业指数表现

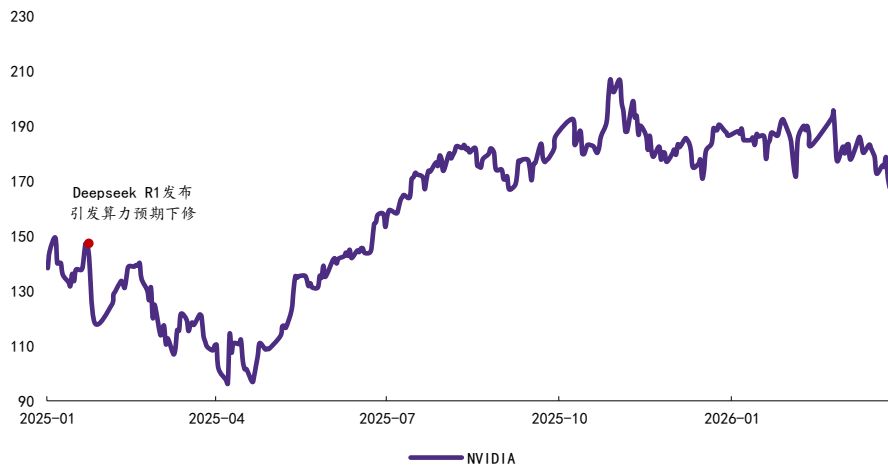


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

存储迎来 DS 时刻: 谷歌 TurboQuant 对于存储大周期影响程度可能仅是短期波动, 可类比 Deepseek R1 刚发布时对于算力需求预期的冲击

虽然目前没有观点看这项技术 TurboQuant 何时能够大规模落地, 但是从技术特点上来看, 更多是效率提升辅助技术, 而非颠覆性技术更新: (1) 该技术只针对 KV Cache 缓存部分, 而非整体内存需求, KV Cache 在单卡 HBM 占用中的占比相对有限, 与 DRAM 关联更加有限。(2) 该技术有望通过效率提升和成本下降的辅助, 进一步助力 AI 应用的渗透与需求开发, 目前对于 AI 的需求还未看到天花板效应, AI 需求的加速夸张再度反哺存储需求。

图表 21: 可类比 Deepseek 引发算力预期下修时刻, 但后续证明效率改善技术并未对算力大周期有长期负面影响

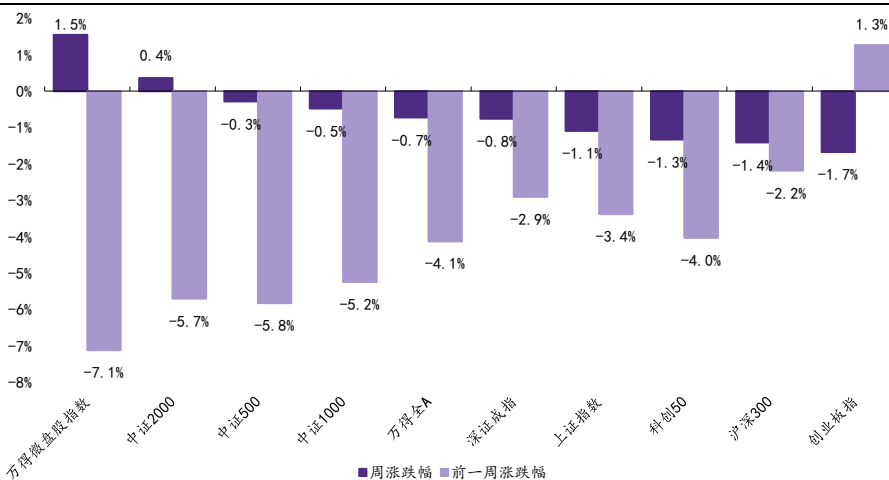


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、市场复盘：地缘冲突反复，小微盘反弹，创业板领跌

本周全 A 指数受地缘冲突反复博弈影响，震荡下行，小微盘实现反弹，前期强势的创业板领跌，万得微盘股指数、中证 2000 为唯二上涨的主要宽基，创业板指、沪深 300、科创 50 跌幅居前。万得微盘股指数、中证 2000 分别上涨 1.5%、0.4%；创业板指、沪深 300、科创 50 分别下跌 1.7%、1.4%、1.3%。

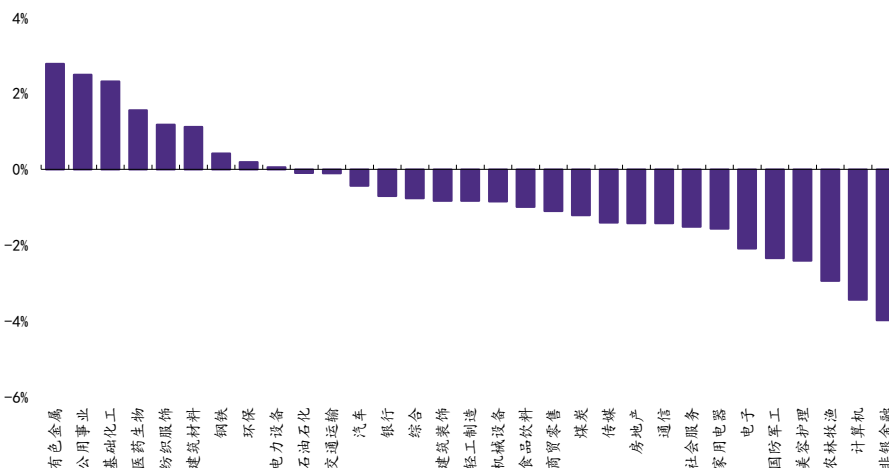
图表 22：本周全 A 震荡下行，小微盘反弹，创业板领跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周有色、公用、化工涨幅居首，非银、计算机、农业跌幅居前。有色金属、公用事业、基础化工、医药生物、纺织服饰上涨幅度居首，分别上涨 2.8%、2.5%、2.3%、1.6%、1.2%；非银金融、计算机、农林牧渔、美容护理、国防军工行业下跌幅度居前，分别下跌 4.0%、3.4%、2.9%、2.4%、2.3%。

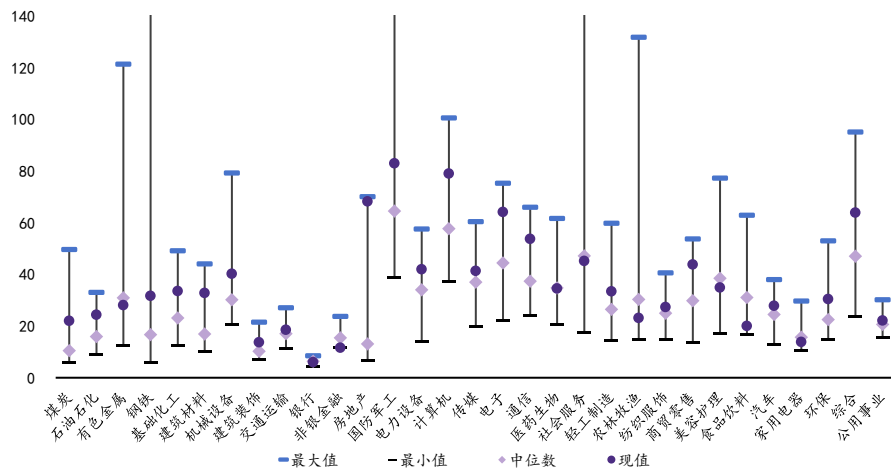
图表 23：本周有色、公用、化工涨幅居首，非银、计算机、农业跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

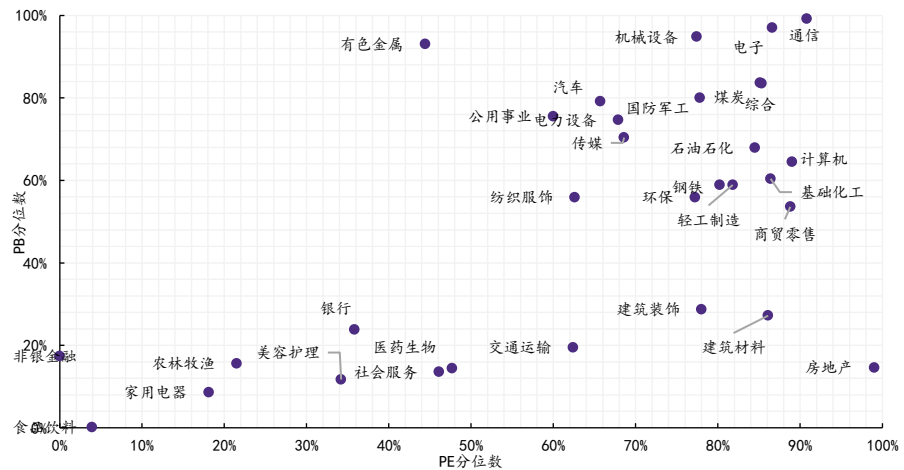
行业估值层面，本周通信、电子、煤炭、综合行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括房地产、通信、计算机、商贸零售、电子、基础化工、建筑材料、煤炭、综合、石油石化、轻工制造、PE-TTM 分别达 68.3X、53.7X、79.0X、43.9X、64.1X、33.5X、32.8X、263.0X、24.4X、33.4X、31.8X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括通信、电子、机械设备、有色金属、综合、煤炭、国防军工，PB-LF 分别达 5.2X、5.0X、3.2X、3.6X、2.8X、1.6X、3.6X。

图表 24：地产、通信、计算机、商贸、电子、化工、建材、煤炭、综合、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 25：通信、电子、煤炭、综合行业本周估值水平处十年历史高位



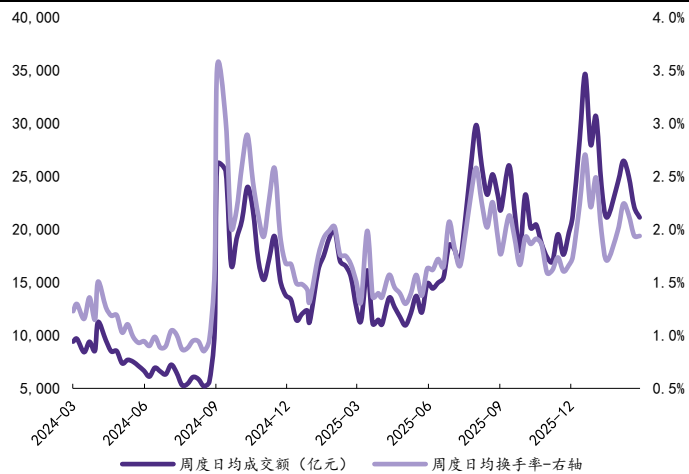
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：持续降温，行业轮动速率已至阶段低位，公用、电力、有色拥挤度升温显著

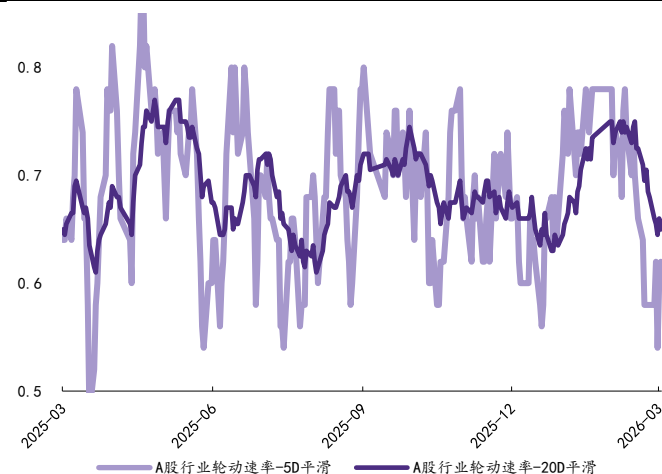
本周 A 股市场成交活跃度持续降温，日均成交额下行，行业轮动速率已至阶段低位。万得全 A 日均成交额为 2.11 万亿元，环比下降 995.6 亿元；日均换手率为 1.94%，环比未变。A 股市场行业轮动速率指标，5 日与 20 日平滑值均回落至低位，相对领涨行业轮动频率已至阶段低位。

图表 26: A 股市场成交活跃度持续降温



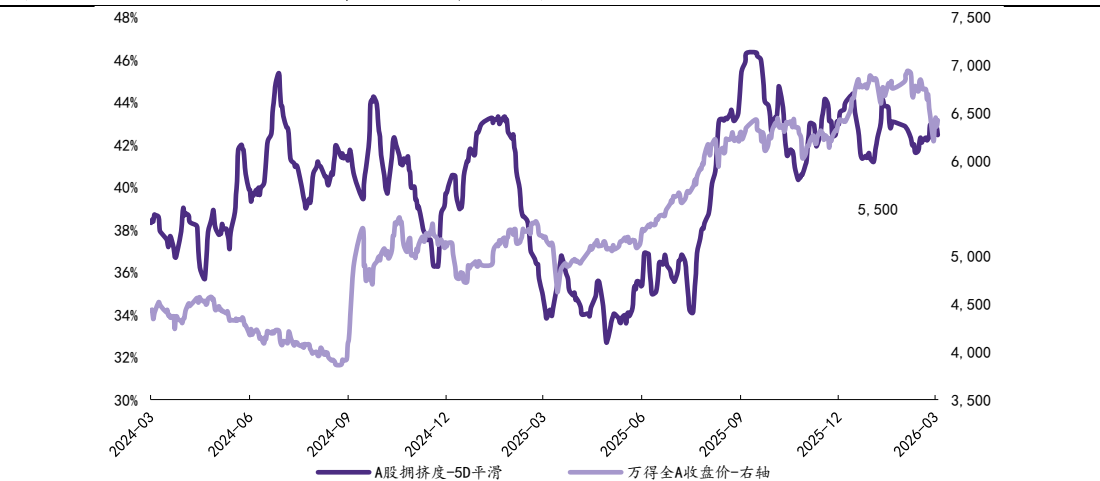
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27: A 股相对领涨行业轮动速率本周已至阶段低位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 28: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周小幅下行



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度小幅下行，公用、电力、有色交易集中度提升显著，公用、电力、石油石化、煤炭、有色、通信、环保、建筑装饰拥挤度两年历史分位居前，公用创新高比例遥遥领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 42.5%，环比下降 0.5pcts，热门交易标的拥挤度小幅下行。

公用事业、电力设备、有色金属、医药生物、汽车行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 100.0%、97.0%、90.2%、16.5%、3.8% 的两年历史分位水平。基础化工、电子、计算机、机械设备、建筑装饰行业集中度降温居前。公用事业、电力设备、石油石化、煤炭、有色金属、通信、环保、建筑装饰行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

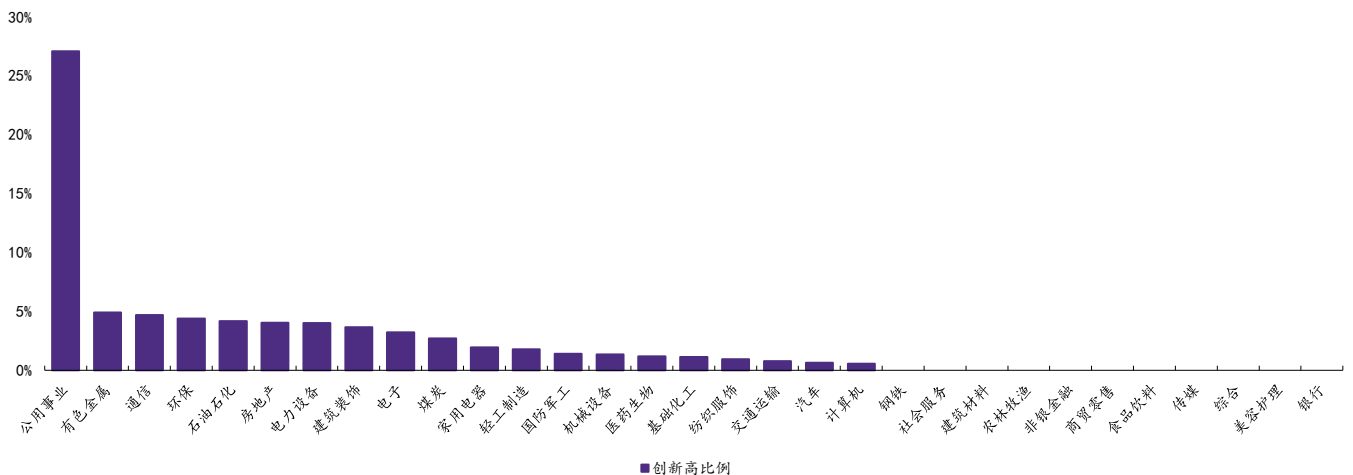
周度股票任一日收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，公用事业、有色金属、通信、环保、石油石化行业比例居首，分别为 27.1%、4.9%、4.7%、4.4%、4.2%。

图表 29：公用、电力、有色行业本周集中度提升显著，公用、电力、石油石化、煤炭、有色、通信、环保、建筑装饰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	1.23%	1.02%	0.21%	94.1%	下游消费	医药生物	4.25%	3.73%	0.52%	16.5%
	石油石化	1.51%	1.72%	-0.21%	95.1%		社会服务	0.52%	0.46%	0.06%	2.9%
	有色金属	6.76%	6.01%	0.75%	90.2%		轻工制造	1.29%	1.13%	0.16%	70.8%
	钢铁	0.65%	0.83%	-0.18%	56.3%		农林牧渔	1.06%	1.20%	-0.14%	38.8%
	基础化工	5.66%	6.98%	-1.33%	79.6%		纺织服装	0.52%	0.46%	0.06%	4.8%
中游制造	建筑材料	0.86%	0.85%	0.01%	68.9%	商贸零售	0.71%	0.70%	0.00%	1.9%	
	机械设备	6.38%	6.80%	-0.42%	28.1%	美容护理	0.16%	0.15%	0.01%	5.8%	
	建筑装饰	2.23%	2.63%	-0.40%	80.5%	食品饮料	1.08%	1.14%	-0.06%	4.8%	
	交通运输	1.57%	1.45%	0.12%	42.7%	汽车	3.47%	3.11%	0.36%	3.8%	
大金融	银行	1.30%	1.23%	0.07%	17.4%	家用电器	1.14%	1.02%	0.12%	3.8%	
	非银金融	2.14%	2.23%	-0.09%	5.8%	公用	环保	1.10%	1.01%	0.09%	86.4%
	房地产	0.79%	0.83%	-0.03%	3.8%	综合	0.19%	0.23%	-0.04%	60.1%	
成长	国防军工	3.31%	3.36%	-0.04%	46.6%	公用事业	5.84%	3.99%	1.86%	100.0%	
	电力设备	13.74%	12.88%	0.86%	97.0%						
	计算机	5.72%	6.52%	-0.80%	1.9%						
	传媒	1.72%	1.81%	-0.09%	0.0%						
	电子	15.48%	16.79%	-1.30%	59.2%						
	通信	6.85%	6.99%	-0.15%	89.3%						

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 30：收盘价创新高比例：本周公用、有色、通信行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

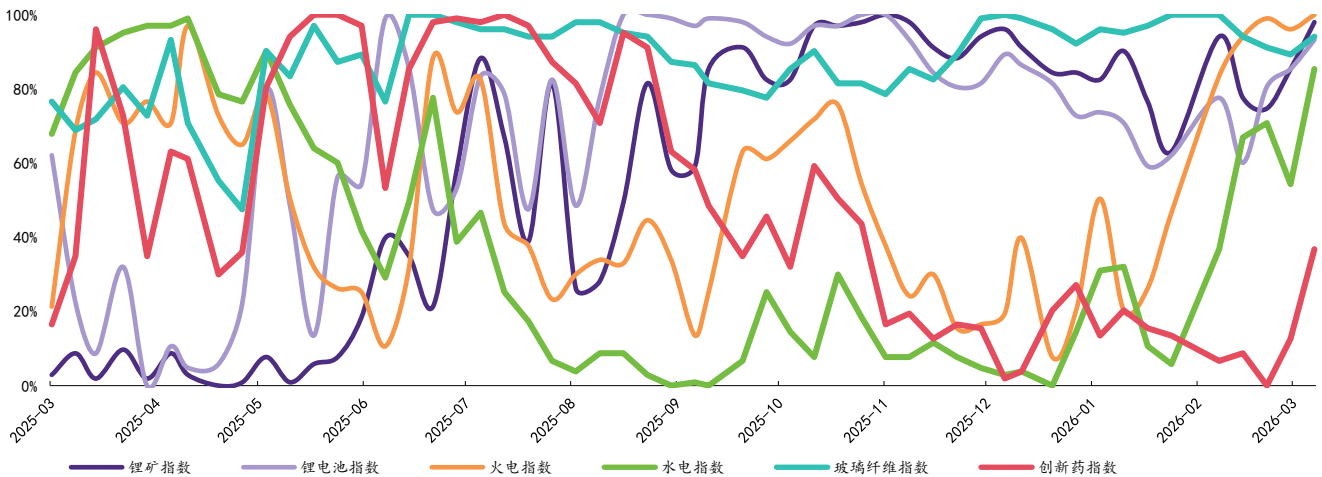
本周 A 股年内热门交易主题，电力能源板块领先，锂矿、火电、水电领涨，锂电、火电、光伏成交活跃度提升居前，火电、锂矿、光模块拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，锂矿、火电、水电、锂电池、玻纤主题周度涨幅领先，分别上涨 16.9%、7.4%、5.5%、5.3%、4.8%；存储、光伏、先进封装、PCB、煤炭主题跌幅居前，分别下跌 5.0%、4.8%、4.3%、3.1%、1.9%。成交活跃度方面，锂电池、锂矿、火电、光伏、水电主题升温显著，存储、PCB、光模块、先进封装、光芯片主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90%水平的主题包括火电、锂矿、光模块、油气、玻纤、光芯片、锂电池、航运、特高压、存储。

图表 31：A 股年内热门交易主题，电力能源板块领先，锂矿、火电、水电领涨，锂电、火电、光伏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
锂矿指数	884785.WI	16.90%	2.94%	0.7%	98.0%	
锂电池指数	884039.WI	5.34%	-0.77%	1.2%	93.2%	
火电指数	884874.WI	7.44%	14.37%	0.6%	100.0%	
水电指数	8841432.WI	5.50%	10.53%	0.4%	85.4%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	4.77%	-13.82%	0.0%	94.1%	
创新药指数	8841049.WI	3.03%	-2.68%	0.3%	36.8%	
光伏精选指数	8841389.WI	-4.82%	-4.78%	0.4%	84.4%	
航运精选指数	8841436.WI	0.93%	1.53%	0.0%	91.2%	
先进封装指数	8841297.WI	-4.33%	-15.40%	-0.3%	56.3%	
稀有金属精选指数	8841362.WI	0.89%	-22.35%	0.2%	64.0%	
特高压指数	884190.WI	2.04%	-3.40%	-0.1%	91.2%	
光模块 (CPO) 指数	8841258.WI	2.43%	10.85%	-0.4%	97.0%	
煤炭指数	886003.WI	-1.90%	5.24%	0.2%	89.3%	
光芯片指数	8841892.WI	0.05%	-3.58%	-0.1%	94.1%	
油气开采指数	884713.WI	1.22%	2.00%	-0.1%	96.1%	
稀土指数	8841089.WI	3.62%	-20.87%	0.1%	78.6%	
存储器指数	8841241.WI	-5.00%	-7.00%	-0.8%	90.2%	
电路板指数	8841164.WI	-3.11%	-11.38%	-0.8%	69.9%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势



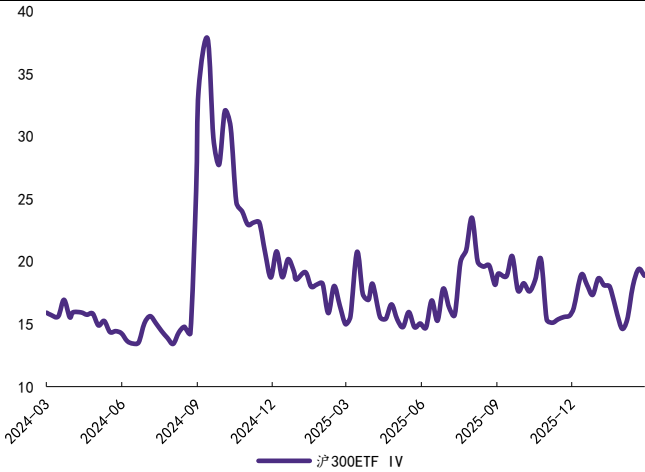
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内反转降温，海外大幅升温

本周恐慌情绪国内反转降温，海外大幅升温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为

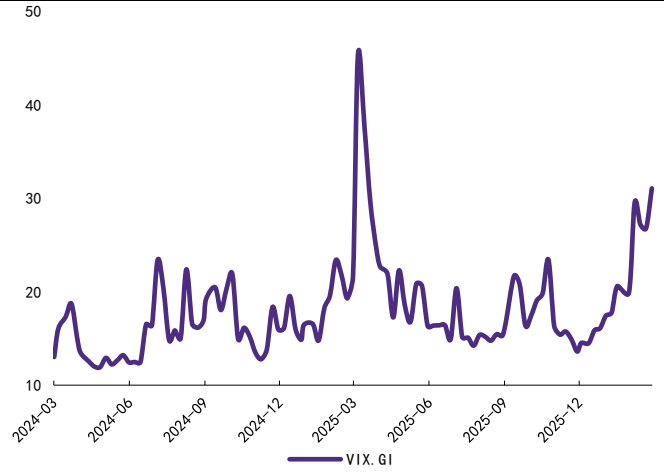
18.87，环比下降 2.72%，国内恐慌情绪加速升温。海外 VIX 指数为 31.05，环比提升 15.94%，海外恐慌程度大幅升温。

图表 33：国内恐慌情绪本周反转降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 34：海外恐慌情绪本周大幅升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

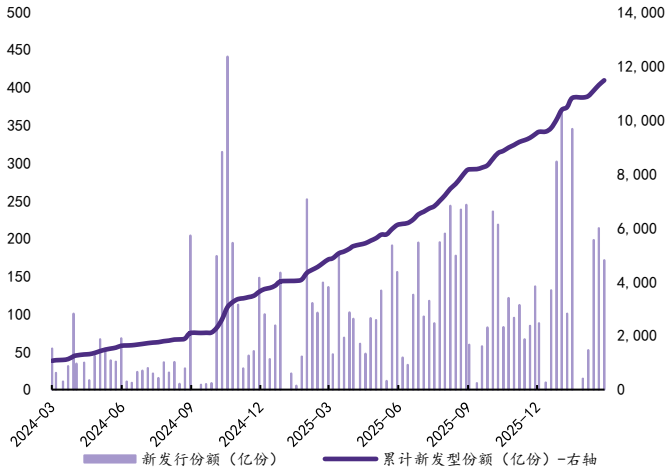
3.3、内资：公募新发小幅放缓，资金转向债券防御； 融资转向净卖出，增配电子、化工、钢铁

公募资金：本周股票+混合型基金新发小幅放缓。股票型 ETF 延续净流出趋势，主题指数 ETF 资金净流出居前，债券型 ETF 资金净流入居首。行业 ETF 加配电力、煤炭，减配有色、石油、银行。

股票型基金周度新发 45.25 亿份，混合型基金周度新发 125.99 亿份，周度新发规模环比下降 42.65 亿份，基金新发小幅缩量。

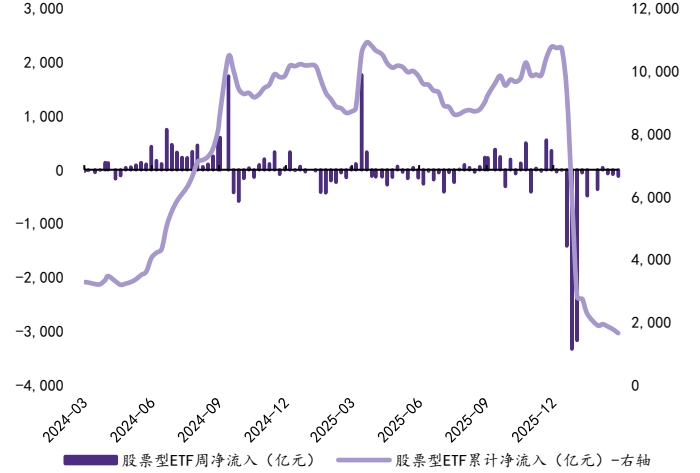
股票型 ETF 资金延续净流出趋势，周度净流出 120.49 亿元。主题指数 ETF 资金净流出居前，周度净流出 140.08 亿元。债券型 ETF 资金净流入居首，周度净流入 214.79 亿元。规模指数 ETF 资金小幅净流出，其中沪深 300、科创 50、上证指数跟踪 ETF 资金周度净流入居首，中证 A500、中证 1000、上证 50 跟踪 ETF 资金周度净流出居前。行业 ETF 资金加配电力、煤炭板块，减配有色、石油、银行板块。

图表 35: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓



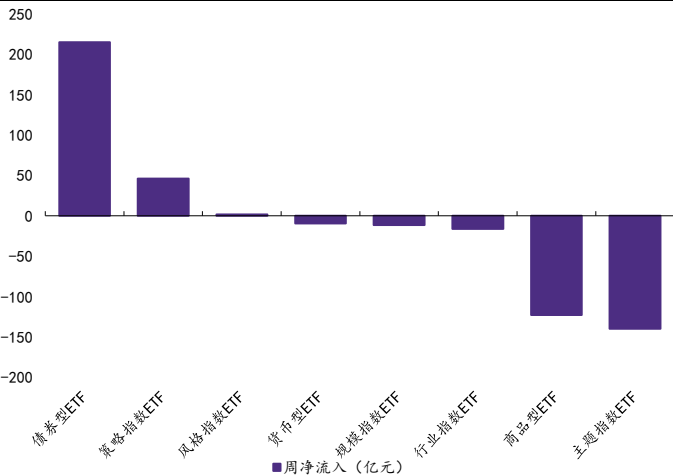
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 36: 股票型 ETF 资金本周延续净流出趋势



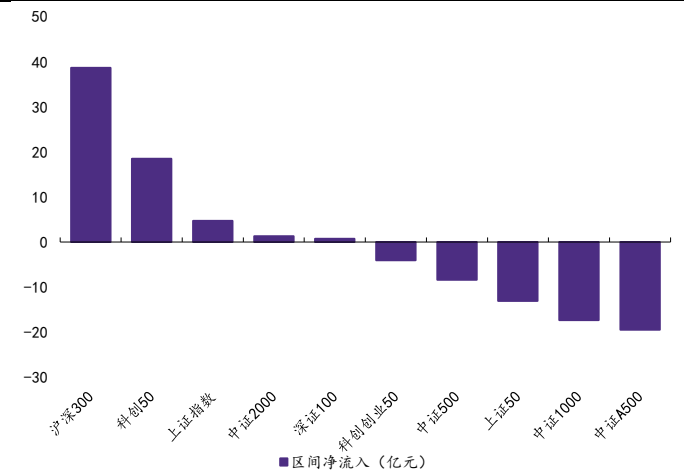
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 37: 本周债券型 ETF 净流入居首, 主题 ETF 净流出居前



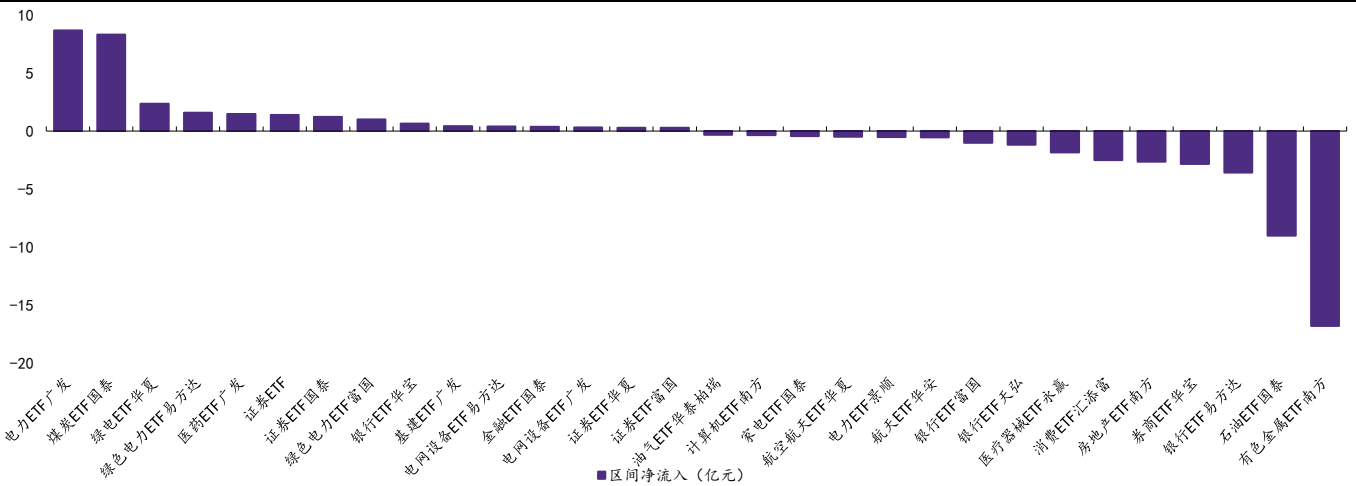
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 38: 本周沪深 300、科创 50、上证指数跟踪 ETF 净流入居首, 中证 A500、中证 1000、上证 50 净流出居前



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

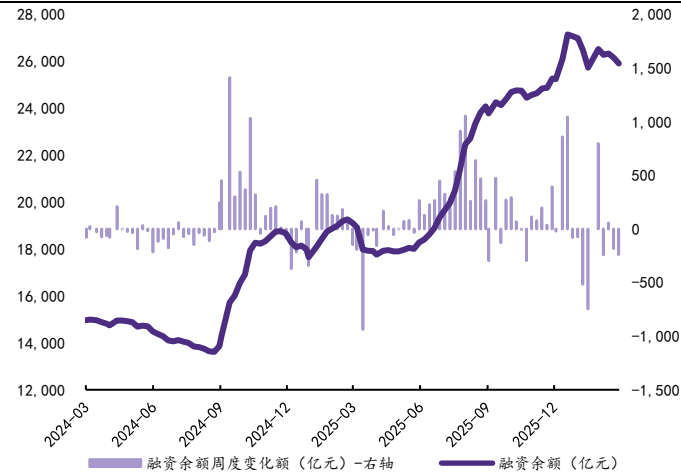
图表 39: 净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配电力、煤炭, 减配有色、石油、银行



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

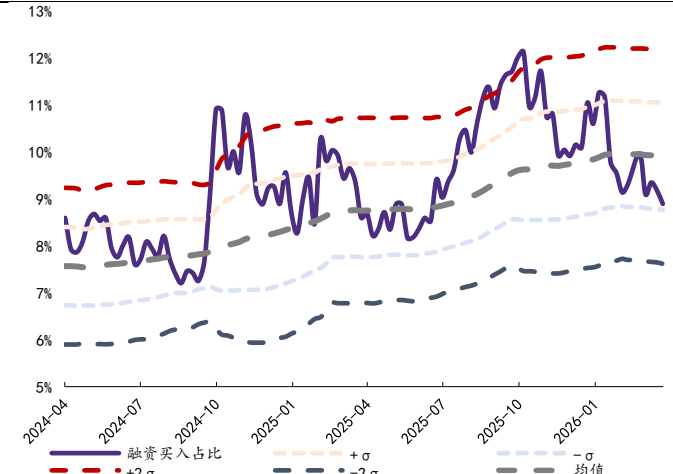
融资资金：本周融资资金延续净卖出趋势，融资买入占比小幅回落，加配电力、公用、通信，减配计算机、电子、军工。截止至 3 月 27 日，融资余额为 2.59 万亿元，环比净卖出 240.36 亿元。融资买入周度占比为 8.89%，环比下降 0.29pcts，融资买入占比小幅回落。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电力设备、公用事业、通信行业，减配计算机、电子、国防军工行业。

图表 40：融资本周资金延续净卖出趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 41：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 42：融资净买入本周加配电力、公用、通信，减配计算机、电子、军工

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
电力设备	17.9	8.4%	2350.4	↑	交通运输	-4.7	7.8%	433.7	↓
公用事业	10.2	7.0%	573.8	↑	商贸零售	-4.9	5.6%	255.2	↓
通信	3.7	10.5%	1252.8	↑	轻工制造	-6.3	4.0%	135.3	↓
煤炭	2.9	7.8%	149.6	↑	银行	-8.8	8.6%	776.3	↓
建筑材料	0.9	6.1%	145.8	↑	建筑装饰	-9.8	5.9%	426.9	↓
综合	0.3	5.1%	41.0	↑	农林牧渔	-10.0	6.3%	271.6	↓
食品饮料	0.0	6.3%	493.0	↑	传媒	-12.1	7.2%	544.5	↓
环保	-0.6	5.2%	213.2	↑	机械设备	-13.4	7.2%	1383.8	↓
纺织服饰	-0.9	3.4%	80.8	↑	基础化工	-14.1	6.9%	1091.8	↓
美容护理	-1.3	5.6%	63.0	↑	有色金属	-14.2	8.2%	1441.7	↓
房地产	-1.4	6.8%	331.3	↑	医药生物	-17.7	7.3%	1577.7	↓
社会服务	-1.6	5.7%	131.2	↑	汽车	-21.2	7.2%	1155.8	↓
石油石化	-2.2	7.1%	238.2	↑	国防军工	-27.5	7.7%	943.0	↓
非银金融	-2.6	10.5%	1963.9	↑	电子	-33.3	9.2%	3934.4	↓
钢铁	-3.0	7.2%	178.5	↑	计算机	-35.1	7.7%	1781.2	↓
家用电器	-3.3	6.9%	359.9	↑					

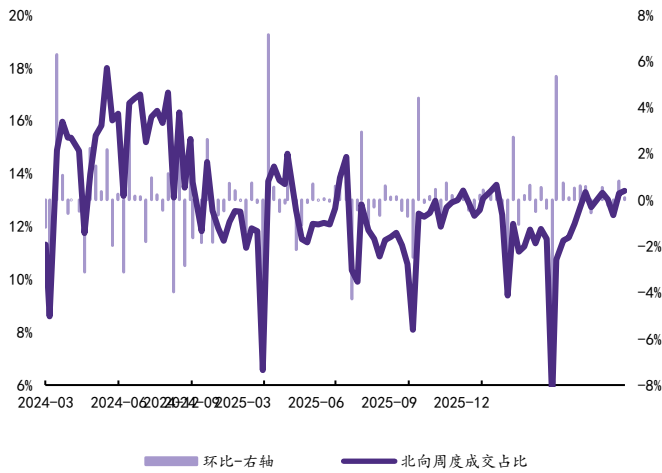
资料来源：Wind，华鑫证券研究

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 13.35%，环比提升 0.10pcts，但成交额持续缩量。周度十大活跃

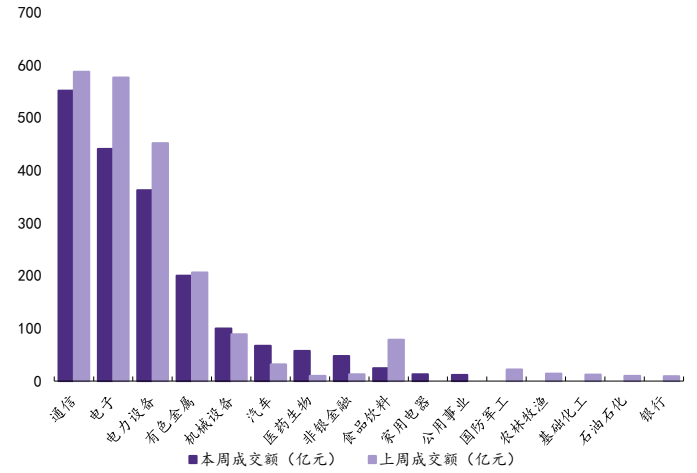
股成交额聚焦于通信、电子、电力设备、有色金属、机械设备行业。

图表 43: 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 44: 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: 成交继续缩量, 融资&股票ETF 资金持续流出, 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成交继续缩量; ②融资与股票型 ETF 资金持续净流出。

图表 45: 成交继续缩量, 融资&股票 ETF 资金持续流出, 预计 A 股延续震荡筑底格局

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	现阶段震荡于均线上方, 股债再平衡 现阶段震荡于均线上方, 未触发信号
估值-PE&PB	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, 主要宽基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	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	现阶段热门行业拥挤度均回落至正常水平, 未触发信号 现阶段处正常区间基本持平, 未触发信号
技术指标-RSI&ATR	① RSI进入超买区域 ② RSI顶背离 ③ ATR高低位极值震荡	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 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
新开户	① 个人新开户的次高峰 ② 机构新开户高峰	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
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	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, 但现值与历史牛市市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
融资指标	② 非银住户存款同比增速差正向极值	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
融资资金-A股融资买入占比&融资余额市值比	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超越前两轮牛市高点	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	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 现阶段活跃度处正常区间震荡, 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。本报告清晰准确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。