

A股震荡向上或是主基调，布局优先考虑安全和盈利

报告日期：2026年4月21日

风险因素

1. 地缘政治风险超预期及全球能源供应链受阻风险
2. 国内经济恢复不及预期，影响企业盈利
3. 海外金融风险超预期
4. 流动性边际收紧
5. 海外“滞胀”压力超预期及全球总需求萎缩风险
6. AI投资泡沫风险

相关报告

市场中枢抬升，波动可能加大，风格趋向均衡，紧跟政策指引与业绩主线（2026.1.23）

上涨行情或未结束，但波动率或加大，风格或趋向均衡（2025.10.10）

震荡向上或为主，结构性机会丰富（2025.7.18）

短期波动不改慢牛格局，逢低布局三条主线（2025.4.21）

指数震荡慢牛，结构性机会占优，流动性驱动或向业绩驱动切换（2025.1.7）

普涨后“持优汰劣”，这轮牛市有多长？关注基本面改善力度（2024.10.8）

结构重于总量，风格交替轮动，逢低均衡配置（2024.7.5）

筑底回升，科创为先，弹性占优，结构为主（2024.1.2）

否极泰来（2023.1.16）

策略研究员：惠祥凤

执业编号：S0990513100001

电话：0755-83007028

邮箱：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

➤ **2026年一季度市场回顾：**沪指下跌1.94%，深证成指下跌0.35%，沪深300指数下跌3.89%，创业板指数下跌0.57%，科创50指数下跌6.54%。行业板块涨少跌多，申万一级行业中，煤炭涨幅16.83%居首，石油石化涨幅15.36%位居第二，公用事业、基础化工、电力设备、通信板块等板块也表现不错。非银金融以-14.98%跌幅居首，商贸零售、美容护理、家用电器等板块表现不佳。个股涨少跌多，上涨家数占比约41.38%，**中位数是下跌3.06%。**

➤ **2026年二季度市场运行逻辑：**宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要变量，**A股本身的估值、业绩及供需关系**也对A股的走势起着至关重要的作用。**宏观经济方面**，地缘局势不稳，引发投资者对全球经济可能陷入滞胀的担忧。**国内稳中求进是中国经济和股市的底色**；**货币政策方面**，美联储降息预期降温，国内货币环境依旧宽松，更注重“灵活高效”；**估值方面**，A股或转向**盈利驱动**；**股票需求方面**（资金供给）：低利率或驱动存款搬家入市，公私募新发规模有望延续一季度的改善格局，中长期资金为市场提供坚实支撑，**中国资产安全优势或吸引外资流入**，回购资金有望延续良好的态势，类“平准基金”在市场大幅波动时仍起到维稳作用，结构性货币政策工具依旧支持资本市场。**股票供给方面**：IPO融资压力不大、再融资规模大概率继续回暖、**减持力度或有明显加大**，退市公司数量尚需增加。预计A股的资金供给与股票供给水平将实现双升，**资金供给与股票供给的关系将更趋平衡。**

➤ **2026年二季度市场展望：（一）大势研判。**市场在经历连续两年的上涨后，我们**维持2026年A股市场中枢抬升、波动加大的观点不变**（大概率是“牛市第三阶段”）。展望2026年二季度，地缘局势是否缓和及一季报业绩成色将是决定二季度资金回流意愿的重要因素，二季度“业绩为王”的主线逻辑有望回归。整体上，二季度A股震荡向上或仍是主基调。即便期间受外部扰动出现短期震荡，也不影响中期慢牛格局。考虑到地缘局势的变数，布局时，**我们把安全和盈利放在优先考虑的位置**，以“稳健+进攻”的均衡配置为主：高股息打底+景气成长+部分消费+能源安全。规避业绩不佳的纯粹炒作概念个股。**（二）行业配置。****1.半导体：**产业自立是趋势。**2.机器人行业：**机器换人+技术引领+政策支持。**3.泛TMT板块：**数字化时代，泛TMT（计算机、电子、文化传媒、通信等）潜力依旧（关注业绩及增长预期）。**4.新能源：**地缘局势问题或加快全球能源转型。**5.电网设备：**“算电协同”将驱动电力基础设施投资与需求增长。**6.资源品：**地缘局势不稳，战略资源值得重视。**7.医药：**补涨需求兼具防御价值。**8.券商：**受益于金融强国战略。**9.房地产：**“剩者为王”的反弹机会。**10.内需消费：**年轻人“悦己消费”、大众“平价消费”及服务消费升级。**11.红利股：**择低仍有配置价值。**（三）主题投资。****1.“十五五”规划方向：**聚焦新兴产业、未来产业及核心科技突破，可借道行业ETF分散风险。**2.泛AI主题：**“算力-应用-端侧”的机会。**3.稀土材料：**对供给有较强调控能力。**4.军工：**政策支持、事件时有驱动、军民融合。**5.工业母机：**代表了一国高精尖制造业基础。**6.低空经济：**政策驱动，市场广阔，应用场景多元。**7.数字经济：**数字时代，技术驱动，政策支持，关注算力、网络安全、数据要素、产业数字化、数字货币等。**8.商业航天：**政策落地驱动商业航天发展，聚焦卫星互联网建设及火箭发射、制造产业链。**操作上，对于2024年以来重仓的投资者，慢牛持仓待涨或冲高后维持净卖出（有买有卖，但维持卖出大于买入的仓位）是高概率获胜的策略。新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。对于估值过高、纯粹概念炒作的股票，或涨幅巨大、趋势开始走弱的龙头，建议逢高适度兑现收益。对于估值合理、业绩确定性强的优质标的（有实际业绩或未来业绩支撑的标的），如有回调机会逢低布局。**

目录

一、2026 年一季度市场回顾	4
(一) 指数表现	4
(二) 行业表现	4
(三) 个股表现	5
二、2026 年二季度市场运行逻辑	5
(一) 影响 A 股的重要外部变量	7
1、宏观经济	7
(1) 重要数据表现	8
(2) 三驾马车分析	11
2、货币政策	14
(1) 存款准备金率	15
(2) M1、M2 增速	15
(3) 社会融资规模	17
(4) 外汇占款	17
(5) 利率指标	20
(二) 市场估值	21
1、纵横比较	22
(1) 纵向比较	22
(2) 横向比较	22
2、流动性及企业盈利	23
(三) A 股的供求关系	25
1、股票市场需求的主要决定因素	25
(1) 个人资金	25
(2) 公私募基金	32
(3) 长期资金	36
(4) 理财资金	41
(5) 境外资金	43
(6) 回购资金	45
(7) 平准基金	46
(8) 结构性货币政策工具	47
2、股票市场供给的主要决定因素	48
(1) IPO	48
(2) 再融资（增发、可转债）	49
(3) 解禁、增减持	51
(4) 退市	55
三、2026 年二季度市场展望	58
(一) 大势研判	58
(二) 行业配置	62
1、半导体	63
2、机器人行业	63
3、计算机	64
4、电子	64
5、通信	65

6、新能源	65
7、电网设备	66
8、资源品	66
9、医药生物	66
10、文化传媒	66
11、证券	67
12、房地产	68
13、内需消费	68
14、高股息率股	68
（三）主题投资	69
1、十五五”规划方向	69
2、泛 AI 主题	69
3、稀土	70
4、军工	70
5、工业母机	71
6、低空经济	71
7、数字经济	72
8、商业航天	73

图表目录

图 1：2026 年一季度度主要指数表现	4
图 2：2026 年一季度申万行业类表现（%）	4
图 3：2026 年二季度市场运行逻辑	7
图 4：上证指数与 GDP 增速走势	14
图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）	14
图 6：PMI 和财新 PMI（月）	14
图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%）	14
图 8：消费品零售总额：当月同比（%）	14
图 9：存款准备金率（%）	17
图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速	17
图 11：社会融资规模（亿）	20
图 12：外汇占款（亿）	20
图 13：银行间同业拆借利率（%）	21
图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%）	21
图 15：上证指数市盈率比较	23
图 16：工业企业盈利表现（%）	25
图 17：证券公司客户交易结算资金余额	29
图 18：上证指数及市场融资余额	29
图 19：商品房销售同比走势	32
图 20：陆股通资金（亿元）	45
图 21：外资持有股票（亿元）	45
图 22：IPO 募资规模和上证综指走势	49
图 23：增发实际募集资金和沪综指走势	51

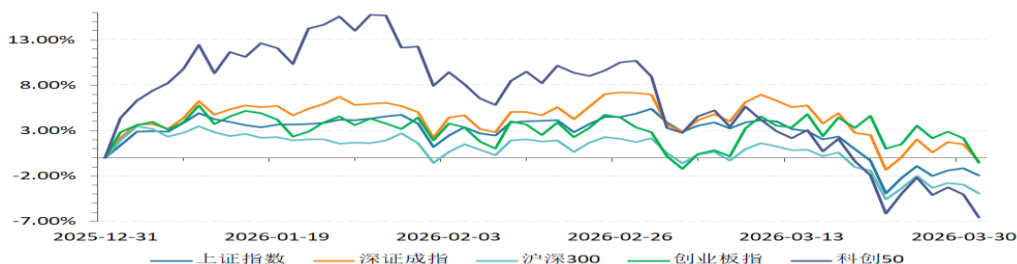
图 24：限售股解禁阶段统计（万元）	51
图 25：重要股东二级市场增减持	54

一、2026年一季度市场回顾

（一）指数表现

2026 年一季度，上证综指下跌 1.94%，深证成指下跌 0.35%，沪深 300 指数下跌 3.89%，创业板指数下跌 0.57%，科创 50 指数下跌 6.54%。

图 1：2026 年一季度度主要指数表现

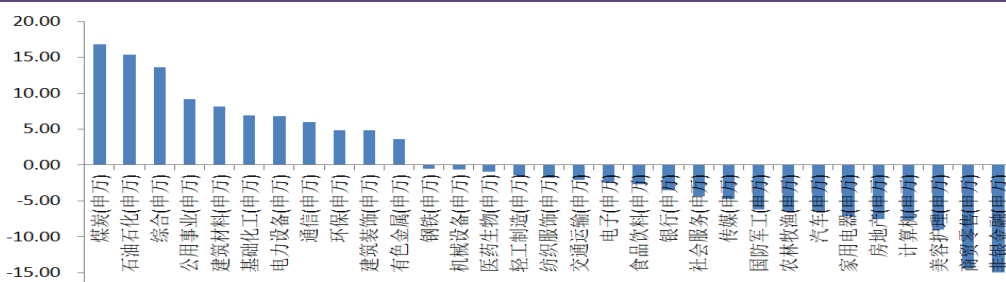


数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2026.1.1-3.31

（二）行业表现

2026 年一季度，行业板块涨少跌多，申万一级行业中，煤炭涨幅 16.83 %居首，石油石化涨幅 15.36 %位居第二，综合行业涨幅 13.67 %位居第三，公用事业、建筑材料、基础化工、电力设备、通信板块涨幅均超 5%，环保、建筑装饰、有色金属等板块也表现不错。下跌方面，非银金融以-14.98 %跌幅居首，商贸零售以-14.43%跌幅倒数第二，美容护理以-8.93 %跌幅倒数第三，家用电器、房地产、计算机等板块也表现不佳。

图 2：2026 年一季度申万行业类表现（%）



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据统计日期为 2026.1.1-3.31

（三）个股表现

2026 年一季度，个股涨少跌多。根据 iFinD 的数据，全部 5496 只 A 股，2274 家上涨，上涨家数占比约 41.38%。其中，204 只个股涨幅超 50%，480 只个股涨幅在 50-20%之间，3208 家下跌，84 只个股跌幅超 30%，中位数是下跌 3.06%。

二、2026年二季度市场运行逻辑

宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要变量，A股本身的估值和供需关系也对A股的走势起着至关重要的作用。展望2026年二季度，宏观经济方面，地缘局势不稳让全球经济充满挑战与不确定性，引发投资者对全球经济可能陷入滞胀的担忧。不过，考虑到美国2026年中期选举面临的压力，我们倾向于认为本轮冲突的转折点或在二季度出现（期间难免反复）；国内方面，“十五五”规划正式落地实施，政策将从预期阶段进入执行验证阶段，政策红利的逐步释放有望为实体经济与资本市场带来新的增长动能。另外，如果油价中枢抬升，中国新能源及高端制造产业链出口有望扩张，将全球的安全焦虑转化为中国资产的繁荣。不过，大国“角力”长期存在，且国内人口老龄化加深等结构性挑战依然存在。整体上，稳中求进是中国经济和股市的底色。货币政策方面，美联储降息预期降温，后续美联储政策路径存在不确定性。不过，美联储可能迫于政治压力，不排除降息可能。国内方面，中国通胀压力相对较小，货币政策有独立空间，预计货币环境依旧宽松，宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等，更注重“灵活高效”。目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端。整体上看，海外流动性的扰动仍在，但整体影响有限；估值方面，2024年9月以来A股市场驱动力主要体现为估值修复，目前估值已经得到修复的情况下，2026年二季度A股或将转向盈利驱动。当然，股票市场的定价更深层次反映的是投资者对国家长期发展力量和制度前景的信心，而不仅仅是对短期企业盈利的押注。资本市场科技含量的持续提升，不仅反映了新质生产力的加速集聚，也为估值体系注入了长期成长性预期；供求关系方面。股票市场需求（资金供给端）主要受以下几个方面因素的影响，一是个人投资者资金，短期受行情影响较大，中长期看，低利率环境下，存款有望从银行逐步搬家到股市，居民有望加大权益类资产配置；二是公私募资金，预计公私募基金新发规模有望延续一季度的改善格局；三是长期资金，政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金将进一步加大权益市场配置力度，成为维护市场平稳健康运行的“稳定器”；四是理财资金，建议可适度增加权益类产品布局；五是境外资金，地缘动荡的背景下，中国资产形成了独特的安全优势，叠加人民币升值预期支撑A股资产吸引力，预计境外资金回流增加；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；七是类“平准基金”。若后续市场出现大幅波动，类“平准基金”大概率会出手维稳；八是结构性货币政策工具依旧支持资本市场，增强资本市场内在稳定性。股票市场供

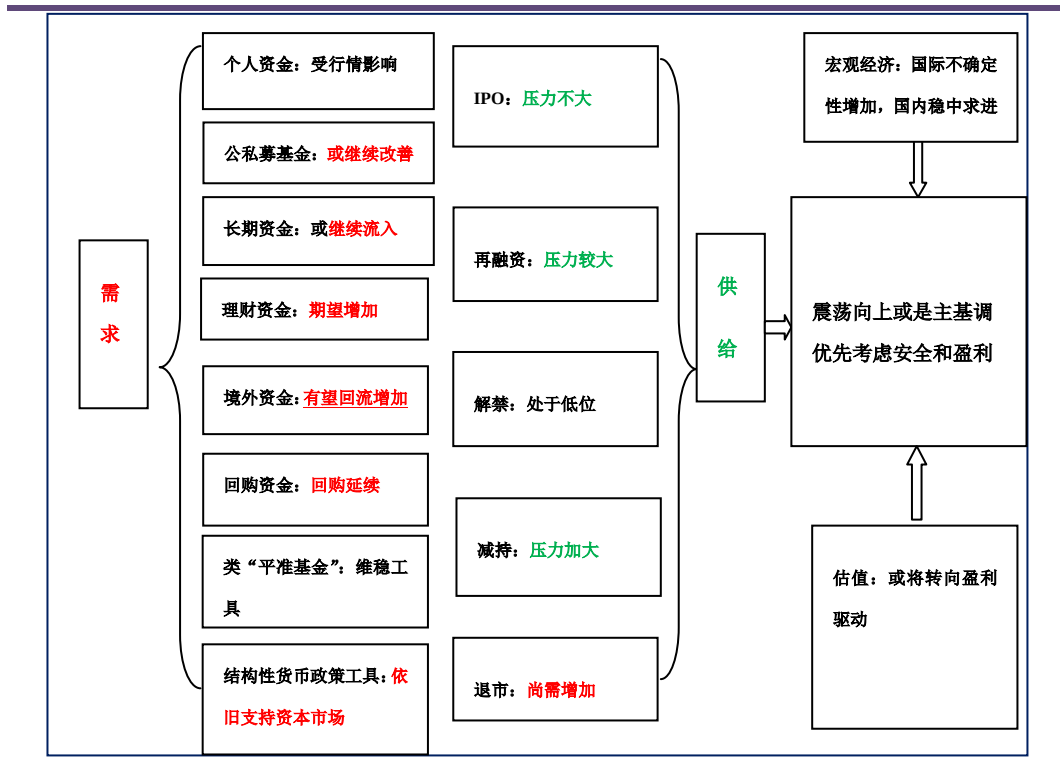
给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面**，目前排队的IPO储备项目较去年底略有减少，预计二季度IPO融资压力不大。**再融资方面**，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。解禁市值规模处于近几年低位，2025年市场回暖后，2025年及2026年一季度减持规模明显增加，预计2026年二季度减持力度较大；**退市方面**，退市公司数量尚需增加，**注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股**。展望2026年二季度，在资金供给端，预计资金总体处于缓步改善过程。在股票供给端，在提升股票融资占比的政策部署下，IPO和再融资或将实现进一步的增长。因此，预计A股的资金供给与股票供给水平将实现双升，资金供给与股票供给的关系将更趋平衡。

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、估值及需求供给分析，我们认为，经过2024及2025年连续两年的上涨后，今年一季度市场震荡蓄势，我们维持2026年A股市场中枢抬升、波动加大的观点不变（大概率是“牛市第三阶段”）。展望2026年二季度，地缘局势是否缓和及一季报业绩成色将是决定二季度资金回流意愿的短期因素。一方面是外部不确定性的消化。中东地缘局势的演化、美联储货币政策的实际走向，仍是影响全球流动性和市场风险偏好的重要外部变量。不过，当前市场对美联储不降息已充分定价，如果后续出现预期差修复将带来反弹机会。关于中东地缘冲突何时终结。预计4月份，可能会通过谈判解决重大分歧，但不排除潜在的反复风险，这也将对市场产生影响。如果冲突能够逐步缓和，全球能源市场紧张局势将得到缓解，油价有望回归理性，资本市场也将迎来修复。若地缘冲突长期化，A股或难独善其身。不过，我们认为，这些外部扰动因素只是改变了A股自身的运行节奏且边际影响减弱，但并未动摇市场中长期向好的根基。决定A股走势的还是内部因素为主，二季度市场的核心看点，是国内经济修复的可持续性，以及4月一季报窗口期的企业盈利兑现情况，二季度“业绩为王”的主线逻辑有望回归。一些业绩超预期的板块和个股可能会吸引资金关注。最后，在地缘冲突动荡的背景下，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。整体上，二季度A股震荡向上或仍是主基调。即便期间因外部扰动出现震荡，也不影响中期慢牛格局。因此，布局时，我们把安全和盈利放在优先考虑的位置，以“稳健+进攻”的均衡配置为主：高股息打底+景气成长+部分消费+能源安全。不过，提醒一下，提防缺乏业绩兑现且估值偏高的小市值品种风险。另外，主营业务缺乏竞争力、基本面较差、部分ST股、多次亏损以及常年不分红等相关上市公司，投资者尽量规避。

操作上，战略上看，对于2024年以来重仓的投资者，慢牛持仓待涨或冲高后维持净卖出（有买有卖，但维持卖出大于买入的仓位）是高概率获胜的策略，当然，没有谁能100%的精准预测股市。对于轻仓或空仓的投资者，要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。短线高手可高抛低吸，中长线投资者可持仓绩优股持仓待涨。对于短期涨幅过大的热门个股，估值过高、纯粹概念炒作的股票及涨幅巨大、趋势开始走弱的龙头（龙头股滞涨或高位放量震荡往往是重要信号），建议

逢高适度兑现收益。对于估值合理、业绩确定性强的优质标的，如有回调机会逢低布局，坚守长期价值投资理念，避免被短期市场波动左右决策。另外，本轮牛市中涨幅相对落后、但基本面扎实的“价值洼地”，可能存在补涨机会。后续持续跟踪以下几个方面可能会影响市场节奏的动向：一是国际地缘环境变化，如中东局势、中美关系。二是全球AI产业进展。三是重点政策支持科技自立自强、发展新质生产力的具体举措。四是国内房地产市场能否逐渐低位趋稳。

图 3：2026 年二季度市场运行逻辑



数据来源：英大证券研究所整理。

(一) 影响 A 股的重要外部变量

A股的走势受宏观经济、货币政策等多方面的影响。宏观经济良好，企业盈利增加，将会吸引投资者资金进一步进入股票市场，从而增加对股票的需求，反之亦然。由于过去中国股市不太成熟，虽然上证指数的走势经常和GDP的走势相背离，但随着价值投资理念的逐步深入，随着股票市值占GDP的比重越来越大，从中长期角度看，后者还是前者运行的基础，中国股市逐步走向成熟，未来股市将会逐步成为经济的晴雨表。另一个影响A股走势的重要外部因素是货币政策，货币政策倾向宽松时，市场资金比较宽裕，有利于股票的上涨，反之亦然。

1、宏观经济

(1) 重要数据表现

GDP数据。2020年国内生产总值101.6万亿元，同比增长2.3%，这是历史上我国GDP首次突破100万亿元大关。2021年国内生产总值114.4万亿元，同比增长8.1%，完成了2021年两会设定GDP同比增长6%的目标，国民经济稳定恢复，虽然面对内外部诸多风险挑战，但2021年取得的经济成绩依旧不错。2022年《政府工作报告》将2022年GDP增速目标定在5.5%左右。在国内疫情、地产问题、俄乌冲突、美联储加息、中美大国博弈、人民币贬值等一系列海内外利空事件反复冲击，未能实现5.5%的目标。2022年国内生产总值121.02万亿元，同比增长3.0%。2023年，中国经济顶住多重压力实现量的合理增长，国内生产总值126.06万亿元，同比增长5.2%。符合我们在英大证券2023年度A股市场投资策略报告中的预测，2023年初认为，疫情对经济和市场的影响逐步减小，随着经济活动的会逐步恢复，2023年经济将重回正常增长状态，GDP增速恢复至5.0%左右。2024年中国GDP为134.91万亿元，GDP增速为5%。2025年政府工作报告明确2025年GDP增长目标为5%左右，强调“科技自立自强”与“扩大内需”双轮驱动。根据国家统计局发布2025年中国经济年报，初步核算，2025年全年国内生产总值1401879亿元，按不变价格计算，比上年增长5.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.4%，二季度增长5.2%，三季度增长4.8%，四季度增长4.5%。初步核算，2026年一季度国内生产总值334193亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%，国民经济实现良好开局，发展韧性和活力进一步彰显。2026年的《政府工作报告》延续稳中求进工作总基调，将2026年GDP增长目标调整至4.5%—5%，财政政策继续“更加积极”，但实际安排呈现积极且克制的特征，货币政策继续“适度宽松”，核心在于“灵活高效”，预计发展新质生产力、推动经济高质量发展是全年政策的重点。后续可重点跟踪四个方面：一是国际地缘局势变化。二是全球AI产业进展。三是重点政策支持科技自立自强、发展新质生产力的具体举措。四是国内房地产市场能否逐渐低位趋稳。（数据来源：wind）

PMI数据。2025年1月份制造业PMI为49.1%，下行1个百分点，进入收缩区间，主要是受季节性因素。春节临近，员工休假、特别是农民工放假返乡对制造业生产端会形成较强的下拉效应。2月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升1.1个百分点，制造业景气水平明显回升。3月中国制造业PMI录得50.5%，环比上升0.3个百分点，连续第二个月保持在荣枯线以上，表明制造业景气度持续回暖。不过，4月中国制造业PMI为49.0%，较上月下降1.5个百分点，跌破50%的荣枯线，表明制造业景气度有所收缩。这一回落主要受到美国加征关税对出口造成的影响。5月中国制造业PMI为49.5%，环比上升0.5个百分点，虽仍低于50%的荣枯线，但显示出制造业景气水平有所改善。5月央行等部门推出降息降准、公积金贷款利率下调等金融措施，直接降低企业融资成本，另外，中美关税暂缓期企业“抢出口”行为，共同助力5月制造业景气水平回升。2025年6月中国制造业PMI为49.7%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平继续改善。不过，受制造业进入传统生产淡季以及部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响，7月份制造业采购经理指数（PMI）为49.3%，比上



月下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落。8月份，制造业PMI为49.4%，比上月上升0.1个百分点，制造业景气水平有所改善。9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月提高0.4个百分点。10月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降0.8个百分点，制造业景气水平有所回落。2025年11月中国官方制造业PMI为49.2%，受贸易环境改善影响，制造业景气回升。不过，11月制造业PMI指数仍然偏弱，且4月以来连续8个月运行在收缩区间，工业品价格低迷主要是受消费需求不振和房地产投资下滑拖累，2025年12月制造业PMI指数为51.10%。“反内卷”推进对工业品价格及整体物价的推升有一定作用。2026年1月和2月，制造业采购经理指数（PMI）受春节因素影响，经历了季节性回落。1月PMI为49.3%，2月进一步降至49.0%，连续两个月处于收缩区间。随着假期结束、气温回升和全面复工复产，制造业运行回归正常轨道。2月末至3月初，美伊冲突突然升级，作为全球能源咽喉的霍尔木兹海峡运输受阻，引发原油和化工品价格大幅上涨，2026年3月制造业PMI为50.5%，重回扩张区间，这是个积极信号。不过，对于汽车、纺织等依赖化工原料的下游行业，原材料价格大幅上涨将挤压其利润空间。如果成本无法有效传导，可能抑制其生产意愿，对整体生产指数形成拖累。展望2026年二季度，假如霍尔木兹海峡运输中断在短期内结束，预计PMI显著冲高后小幅回落，但中枢上移；假如后续冲突长期化，那么二季度输入性通胀压力较大。另外，考虑到2025年低基数及积极的财政政策（如增发国债、设备更新支持）与货币政策（结构性工具）的影响，PMI出现回升概率较大。（数据来源：wind）

CPI/PPI数据。CPI方面，2023年全年物价持续低位运行。2024年《政府工作报告》把居民消费价格涨幅定位在3%左右，不过，2024年的事实远不及预期，2024年3-6月CPI同比涨幅在0.3%左右徘徊，7月CPI同比上涨0.5%，8月CPI同比上涨0.6%，较7月温和回升，不过，9月份开始，CPI同比涨幅连续收窄，11月中国CPI当月同比为0.2%，较10月继续回落0.1个百分点。2024年12月份，消费市场运行总体平稳，全国CPI环比持平，同比上涨0.1%。2025年1月份，受春节因素影响，全国CPI涨幅扩大，环比上涨0.7%，同比涨幅由上月的0.1%扩大至0.5%。2025年2月份，居民消费价格指数（CPI）环比下降0.2%，同比下降0.7%。2月份CPI同比由涨转降原因可能是春节错月导致上年同期对比基数较高。2024年2月份受春节因素影响，食品和服务价格上涨较多，抬高了2025年2月份的对比基数，导致2025年2月份同比受上年价格变动的影响为负。2025年政府工作报告中居民消费价格预期目标是涨幅2%左右。2025年3月CPI同比下降0.1%，4月CPI同比下降0.1%，5月CPI同比下降0.1%，6月份，扩内需、促消费政策持续显效，居民消费价格指数（CPI）同比由上月下降转为上涨0.1%，7月份，扩内需政策效应持续显现，居民消费价格指数（CPI）环比由上月下降0.1%转为上涨0.4%，同比持平（0.0%）。8月，CPI同比下降0.4%。CPI同比下降，主要是因为2024年基数走高以及食品价格涨幅低于季节性水平。国内市场竞争秩序持续优化，带动煤炭、光伏等相关行业价格上行。随着扩内需政策效应持续显现，综合整治“内卷式”竞争相关政策持续深入，物价低位温和回升。10月，居民消费价格指数（CPI）环比上涨0.2%，同比上涨0.2%。11月，CPI同比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.5个百分点，为2024年3月份以来最高，持平于



2023年2月以来最高值，说明扩大内需的政策效果正在持续释放，居民消费意愿和能力在稳步修复。受2024年低基数支撑，以及年末食品价格上涨驱动。2025年12月CPI同比上涨0.8%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，继续温和回升。2025年1-12月CPI累计同比上涨0.00%。2026年1-2月，CPI呈现出显著的春节错月效应主导的“V型”走势，1月同比上涨0.2%、环比上涨0.2%；2月同比大幅回升至1.3%、环比上涨1.0%，2026年3月CPI同比上涨1.0%，2026年以来，物价延续温和回升态势。2026年的《政府工作报告》将居民消费价格涨幅目标设定为“2%左右”。近年物价水平偏低，这一增速目标也具有比以往更加重要的意义。一方面，在2025年CPI累计增速为0%的背景下，这一物价涨幅目标有利于明确宏观政策推动物价水平合理回升的政策取向，引导市场预期。展望2026年二季度，预计CPI同比增速的中枢有望提升。

（数据来源：wind）

PPI方面，2022年PPI同比整体呈现回落的态势，除受2021年同期对比基数较高影响外，还主要受保供稳价稳步推进、输入性价格传导压力有所减轻、部分行业需求偏弱等多方面因素影响。尽管2023年2月PPI环比由降转为持平，但同比下降1.4%。3月PPI同比下降2.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。**2023年4月PPI通缩加大**，这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转下滑态势，另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行，同比降幅扩大。5月，PPI同比降幅扩大1个百分点至-4.6%，PPI同环比降幅继续扩大。2022年同期基数较高，国际大宗商品价格整体下行，且国内外工业品市场需求偏弱等原因造成2023年5月PPI继续下行。**2023年6月份PPI同比下降5.4%，创2015年12月以来最大降幅**，6月PPI环比、同比均下降，原因是受石油、煤炭等大宗商品价格继续回落，以及上年同期对比基数较高等因素影响。7月、8月、9月PPI同比分别下降-4.4%、-3%、-2.50%，同比降幅连续收窄，不过，随着国际原油、有色价格出现回落，国内钢材、水泥价格也相对疲弱，10月、11月、12月PPI同比降幅收窄趋势未能延续，分别为-2.60%、-3.0%、-2.7%。**进入2024年**，原油等国际大宗商品价格上涨叠加制造业PMI于收缩区间小幅回暖，2024年1月PPI同比、环比下降，但降幅均收窄，2月PPI同比增速为-2.7%，主要受到地产和基建偏弱的影响。虽然PPI同比降幅收窄的过程中出现反复，不过，2024年二季度策略报告中，我们认为同比降幅收窄的大趋势不会改变，结果如我们说预料，**2024年4月、5月、6月PPI同比增速降幅继续收窄**，6月PPI同比增速为-0.8%，受国际大宗商品价格上涨影响，生产资料价格上涨是PPI同比降幅收窄的主要原因。7月PPI同比增速为-0.8%，同比降幅与6月持平。2024年8月PPI同比下降1.8%，9月PPI同比下降2.8%，10月PPI同比下降2.9%，降幅连续三个月扩大。11月PPI同比为-2.5%，降幅较10月收窄0.4个百分点。2024年12月份，受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国PPI环比下降0.1%，同比下降2.3%，同比降幅较上月收窄0.2个百分点。**2025年1月份**，受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，全国PPI环比下降0.2%，同比下降2.3%。2025年2月工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，同比下降2.2%。2月工业生产淡季、部分国际大宗商品价格波动等多因素影响PPI下

降，但降幅略有收窄。2025年3月PPI同比下降2.5%，受国际大宗商品价格下跌和国内需求不足拖累。4月PPI同比降幅扩大至-2.7%，这一表现反映了当前工业品价格面临的多重压力，包括国际大宗商品价格下行、出口需求疲软以及国内经济复苏动能偏弱。2025年5月PPI同比下降3.3%，环比下降0.4%，延续了自2023年以来的负增长趋势。整体来看，PPI同比降幅较上月扩大0.6个百分点，为2023年8月以来的最低水平，显示出工业领域价格承压仍在加大。受环比下降及对比基数变动影响，6月PPI同比降幅为3.6%，比上月扩大0.3个百分点。7月PPI同比下降3.6%，降幅与上月相同。2025年8月PPI同比下降2.9%，降幅比7月收窄0.7个百分点，为2025年3月份以来首次收窄。从环比看，PPI结束连续8个月下行态势，由7月下降0.2%转为持平。除受上年同期对比基数走低影响外，我国加紧实施更加积极有为的宏观政策，一些行业价格呈现积极变化。近期，综合整治“内卷式”竞争政策持续推进，重点行业产能治理接连开展，相关行业价格同比降幅收窄。2025年10月，工业生产者出厂价格指数（PPI）环比为上涨0.1%，为2025年内首次上涨；同比下降2.1%，降幅比上月收窄0.2个百分点。2025年11月，PPI同比下降2.2%，环比上涨0.1%，已连续两个月维持正增长，显示工业品价格在低位持续筑底，结构性改善特征明显，工业通缩呈现“弱企稳”特征。2025年12月PPI同比下降1.9%，降幅较上月收窄0.3个百分点，PPI环比上涨0.2%，连续3个月上涨，且涨幅扩大。2025年12月PPI同比降幅收窄、环比持续上涨，传递出积极信号。2026年1月，PPI同比下降1.4%，降幅收窄0.5个百分点，环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点；2026年2月，同比下降0.9%，降幅继续收窄0.5个百分点，已连续3个月降幅收窄，PPI环比上涨0.4%，涨幅与上月相同；2026年3月PPI同比由上月下降0.9%转为上涨0.5%（实现41个月以来首次转正）。2026年1-3月PPI数据显示出工业品市场需求和价格中枢正在稳步修复。2月末至3月初，美伊冲突突然升级，作为全球能源咽喉的霍尔木兹海峡运输受阻，导致国际原油及大宗商品价格上涨，这将对第二季度的PPI形成新的输入性涨价压力。这一外部影响将与国内需求恢复、产业结构优化等因素叠加，同时考虑到2025年PPI持续处于低位，2026年二季度基数压力减小，预计2026年二季度PPI进入小幅正增长区间，但反弹力度受制于内需修复节奏和全球宏观环境。（数据来源：wind）

（2）三驾马车分析

投资方面，2023年全国固定资产投资增长3.0%。2024年，全国固定资产投资（不含农户）514374亿元，比上年增长3.2%。2025年1—2月份，全国固定资产投资（不含农户）52619亿元，同比增长4.1%，增速比2024年全年加快0.9个百分点。2025年1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）累计完成额为147024亿元，同比增长4.0%。分领域看，基础设施投资同比增长5.8%；制造业投资同比增长8.8%；房地产开发投资下降10.3%。2025年1—12月份，全国固定资产投资（不含农户）485186亿元，同比下降3.8%，分领域看，基础设施投资（不含电力）同比下降2.20%，制造业投资增长0.60%，房地产开发投资下降17.20%。在整体投资收缩的背景下，制造业投资保持正增长，体现了“制造强国”战略和产业升级的

支撑。尤其是高技术制造业、设备更新改造等领域的投资增速应显著高于此整体水平。不过，+0.6%的增速相对历史水平偏低，反映企业面对内外需求不足、盈利预期偏弱时，资本开支意愿仍显谨慎；基础设施投资继续回落，传统“铁公基”项目相对饱和，地方政府债务约束强化，使基建投资从过去“逆周期调节利器”转变为“精准有效托底”工具；房地产开发投资是核心拖累，两位数下降表明房地产市场仍处于调整期，对整体投资增长形成拖累。2026年1-2月，全国固定资产投资（不含农户）52721亿元，同比增长1.8%，实现由降转增的关键转折。分领域看，基础设施投资同比增长11.4%，制造业投资增长3.1%，房地产开发投资下降11.1%。2026年1—3月，全国固定资产投资（不含农户）102708亿元，同比增长1.7%。分领域看，基础设施投资同比增长8.9%，制造业投资增长4.1%，房地产开发投资下降11.2%。从上面数据分析，基建投资在政策靠前发力与“十五五”项目启动的双重加持下，已成稳投资“核心引擎”；制造业投资在设备更新政策和新质生产力驱动下温和回升；房地产投资仍在磨底。展望2026年二季度，投资的持续回暖，仍需政策效应的进一步释放和市场主体信心的逐步恢复。（数据来源：wind）

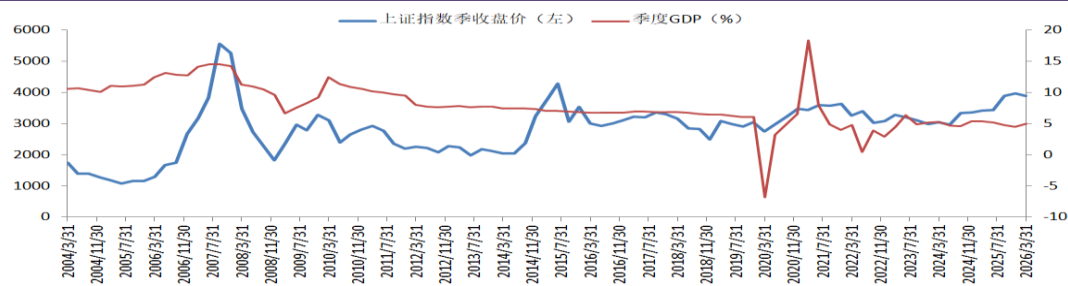
消费方面，2024年1-12月份，社会消费品零售总额同比增长3.5%，消费对2024年经济增长贡献有所下降，消费表现偏弱。2025年1-12月份，社会消费品零售总额501202亿元，累计同比增长3.7%。整体上看，全年3.7%的增速是在全球经济不确定性增大的背景下取得的，增速较2024年全年加快0.2个百分点，显示出消费市场的基本盘依然稳固。2026年1-2月，社会消费品零售总额同比增长2.8%，增速较2025年12月的0.9%大幅回升1.9个百分点。不过，2.8%仍处于偏低增速区间。2026年1—3月，社会消费品零售总额同比增长2.4%。3月单月，同比增长1.7%。说明消费复苏基础尚不稳固。展望2026年二季度，今年政府工作报告在扩大消费方面，一方面，延续了消费品以旧换新政策，安排超长期特别国债2500亿元，规模略有下调但更强调“优化政策实施机制”；此外，新设1000亿元财政金融协同促内需专项资金，并扩大贴息政策支持领域，通过市场化手段撬动消费信贷，表明政策工具从单一财政补贴向“财政+金融”协同发力转变；另一方面，深化了居民增收举措，首次提出“城乡居民增收计划”，在低收入群体增收、财产性收入增加等长效机制上寻求突破，直指消费能力这一根本制约。我们认为，消费受居民对于未来收入与经济预期的影响，若居民预期改善，则消费有望随之好转。在居民资产端仍有拖累的背景下，当前企业、居民部门的杠杆率均处于历史高位区域。鉴于居民可支配收入增长有限、房地产负担仍重、高负债对居民消费的挤压效应等因素影响，我们期待消费能够出现超预期的惊喜，是否能够出现尚需观察（提升消费的关键是先提升收入）。（数据来源：wind，政府工作报告）

出口方面，2024年1-12月，我国出口3.58万亿美元，同比增长5.86%，出口维持较高景气，2024年出口的优异表现成为了拉动经济增长的重要推手。2025年1-5月，中国出口总额累计为14848.5亿美元，同比增长6%。5月当月出口额为3161亿美元，同比增长4.8%，较4月的8.1%明显回落。出口增速的放缓主要受到以下几方面因素的影响：一是外需边际走弱。

全球制造业PMI连续几个月低于荣枯线，显示外需疲软；二是高基数效应。2024年5月出口基数较高，导致2025年5月增速承压；三是中美贸易摩擦。对美出口大幅下滑，拖累整体出口增速。4月初，特朗普政府的“对等关税”的横空出世且一度不断升级，之后，中美进行多轮经贸谈判并取得实质性进展，特别是5月12日中美日内瓦会谈后，部分过高关税下调，但由于出口订单到实际出口的时滞，6、7月数据更充分体现了关税缓和的影响。2025年6、7月以美元计价的出口同比增长分别为5.8%、7.1%，主要得益于中美关税摩擦缓和后的出口修复。6、7月外贸数据反映了关税缓和的积极影响。2025年8月中国出口总值同比增长4.4%，较7月低2.7个百分点。除2024年同期出口基数抬升影响外，8月出口增速下行主要由于对美直接出口继续走弱。数据显示，8月对美出口同比下降33.1%，降幅比上月扩大11.4个百分点。在对美出口大幅下滑的同时，近期贸易转移效应强化，显示当前我国贸易多元化正在对外部经贸环境波动形成重要缓冲，这是8月出口能够保持同比正增长的主要原因。2025年9月美元计价中国出口同比增长8.3%，数据亮眼。主要原因是对非美市场出口强劲，另外，对美国出口降幅收窄。2025年10月出口数据（同比下降1.1%）与9月的强劲增长形成明显对比，转为同比负增长。其背后主要是高基数效应。2025年11月出口同比增长5.9%，数据显著回暖，结束了10月的负增长。11月出口反弹主要受到以下二个关键因素共同驱动：一方面，非美市场出口保持强劲韧性，另一方面，2024年11月出口基数较低，同时中美贸易摩擦阶段性缓和，有利于出口节奏恢复。2025年12月出口同比增长6.6%，增长主要得益于多元化的市场和优化的产品结构，有效对冲了对美出口的下滑。2026年1-2月，我国外贸迎来“开门红”，按美元计价，1-2月出口同比增长21.8%，这一强劲表现，为全年外贸奠定了良好基础。2026年1—3月，以美元计价，出口同比增长14.7%，去年同期基数偏高压低今年3月的同比增速。展望2026年二季度，我们仍需关注以下几个方面的变化：一是地缘冲突的滞后影响：3月初升级的美伊冲突导致霍尔木兹海峡局势紧张，国际油价上涨。这将通过推高运输成本和原材料价格，对后续出口企业的成本和接单能力产生滞后影响；二是基数效应：随着上年同期出口基数的抬高，二季度出口增速可能会出现一定程度的回落；三是结构性优势依然是“压舱石”：尽管面临外部扰动，但我国出口的韧性依然强劲。根本原因在于产品竞争力的持续提高，以及出口市场向“一带一路”沿线、东盟等地区的多元化布局。总体而言，2026年开局的外贸数据展现出强大的韧性，机电产品和汽车出口的高增长印证了“新质生产力”的培育成效。后续需密切关注地缘政治冲突对全球供应链的扰动程度。展望2026年二季度，尽管面临全球经济不确定性，但中国出口仍有望保持韧性。综合来看，相较于之前讨论的固定资产投资和社会消费，出口仍是当前中国宏观经济的“三驾马车”中表现最稳定、韧性最强的一环。其核心逻辑是通过市场多元化和产业升级来抵御外部风险。尽管未来数月数据可能因基数效应出现波动，但这一结构性趋势预计将延续。（数据来源：

wind）

图 4：上证指数与 GDP 增速走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）

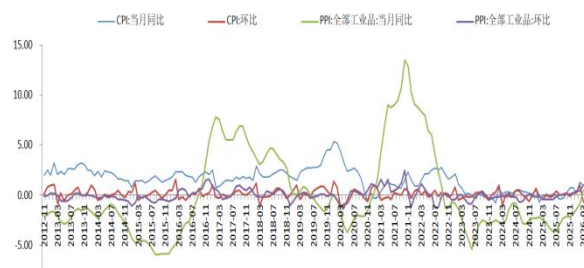
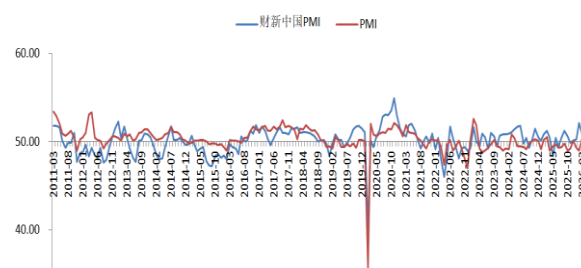


图 6：PMI 和财新 PMI（月）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%）

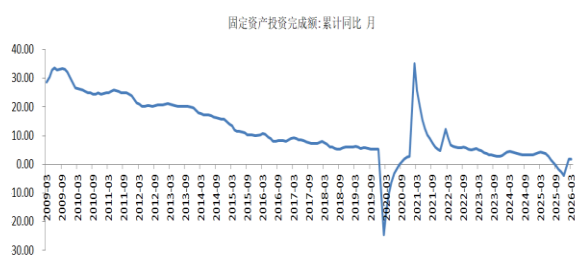


图 8：消费品零售总额：当月同比（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

2、货币政策

金融市场的流动性是股票市场交易活性的重要影响因素之一，股票市场的上涨与货币增速关联度较高。展望2026年二季度，国内处在低通胀环境，预计货币环境依旧宽松，宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等，更注重“灵活高效”。不过，目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，我们认为，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。货币量

能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。

(1) 存款准备金率

2024年2月5日起，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），向市场提供长期流动性约1万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%。此次的降准幅度大于近两年的降准幅度。从2022年以来，降准操作是以下降0.25个百分点的小步幅进行。2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%，向金融市场提供长期流动性约1万亿元。2025年以来，央行表示，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从原来的5%调降为0%，将增强这两类机构面向特定领域的信贷供给能力。之后，2025年8月、10月，央行分别加量续作MLF及加大买断式逆回购操作，以维持市场流动性合理充裕。2026年3月5日，政府工作报告提出，货币政策继续“适度宽松”，核心在于“灵活高效”。我们认为，政策将保持流动性充裕以配合财政发力，而降准降息则需相机抉择。央行当前更倾向于使用精准、灵活的短期和中期限流动性投放工具来调节市场资金面，以应对政府债券发行、季节性因素等引起的短期波动。相较于直接降准，这些工具具有操作灵活、期限可控的优势。后续啥时候降准，将主要取决于国内外经济金融形势的变化以及央行对流动性环境的综合判断。不过，我们认为，降准就是从货币供给侧，提高了上限，减小了约束。但货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。（数据来源：wind）

(2) M1、M2 增速

2025年1月末，广义货币（M2）余额318.52万亿元，同比增长7%。狭义货币（M1）余额112.45万亿元，同比增长0.4%。2025年2月末，广义货币（M2）余额320.52万亿元，同比增长7%。狭义货币（M1）余额109.44万亿元，同比增长0.1%。3月M1同比增速回升至1.6%，4月M1同比增速为1.5%，环比略有回落，5月M1同比增速进一步回升至2.3%，环比提升0.8个百分点。主要原因是M0增长、企业信心修复及房地产销售边际改善。3月M2同比增速为7.0%，与2月持平，货币政策仍保持适度宽松。4月M2同比增速为8.0%，环比上升1.0个百分点，主要由于低基数效应和政策逐步落地。2025年5月M2同比增速为7.9%，环比小幅回落0.1个百分点，但仍处于高位。5月M1同比增速的回升表明企业活期存款有所增加，经济活跃度边际改

善。但整体来看，M1增速仍处于低位，反映出私人部门信贷需求疲软，居民消费和购房需求仍偏弱。M1与M2增速之间的剪刀差是衡量经济活跃度的重要指标。2025年前两个月M1增速显著下降，与M2增速剪刀差扩大，反映企业活期存款减少，经济活动放缓。不过，随着财政政策和信贷投放对经济的支撑作用初步显现，企业经营活力有所回升。3月M1与M2增速“剪刀差”收窄，M1同比增速从2月的0.1%回升至1.6%，而M2增速保持在7.0%不变，两者之间的剪刀差收窄，5月再次小幅收窄。不过，M1与M2增速仍存在一定剪刀差，表明部分资金可能仍以定期存款等形式沉淀，尚未充分转化为实体经济中的活跃资金流，经济内生动力的全面复苏仍需时日。7月M1增速为5.6%，较上月提高1.0个百分点，连续三个月明显回升，原因主要有三：一是低基数的支撑，如2024年7月M1增速仅为-2.6%；二是受权益市场赚钱效应提升和居民预期有所改善等因素影响，居民存款或明显活化；三是受益于多地加快发行专项债券偿还拖欠企业账款和人民币汇率升值预期下结售汇需求增加，企业活期存款增速或提升较多。7月M2增速较上月提高0.5个百分点至8.8%，连续二个月明显回升，驱动因素在于：7月股市上涨，股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产。8月M1同比6.0%，较上月回升0.4个百分点，M1增速连月回升的主要原因在于：8月份活期存款仍受到2024年同期的低基数效应支撑；8月份M2增速同比8.8%，与上月持平。M2-M1剪刀差回落至2.8%（前值为3.2%）。从M2增长来看，政府债融资是推动M2增速保持较高的因素。2025年9月的M1（同比增长7.2%）与M2（同比增长8.4%）增速呈现“一升一降”的分化走势，“M1-M2剪刀差”显著收窄。2025年11月M2同比增长8.0%，增速小幅回落，但绝对水平仍处于高位。11月M1同比增长4.9%，回落幅度较大。M1与M2剪刀差再度走扩。2024年11月，因财政集中投放和企业化债等因素，M1基数异常高，导致同比读数被拉低。**2025年12月M2同比增长8.5%，增速回升，明显高于名义GDP增速，显示金融体系流动性整体充裕。**12月M1同比增长3.8%，增速持续处于低位，反映企业活期存款和现金等高流动性资金增长乏力。2026年1月金融数据迎来“开门红”，广义货币（M2）同比增长9.0%，增速较上月加快0.5个百分点；狭义货币（M1）同比增长4.9%，增速较上月加快1.1个百分点，创下近期新高。广义货币（M2）和狭义货币（M1）同比增速均超出市场预期，双双实现较快增长。2026年2月M2同比增长9.0%，增速与上月持平。M1同比增长5.9%，增速较上月加快1.0个百分点。M2增速维持在9.0%，连续两个月处于近两年来的最高水平，反映了广义流动性环境的宽松基调并未改变。M1同比增速较上月回升1个百分点至5.9%。**2026年3月M1同比增长5.1%，较上月回落0.8个百分点；M2同比增长8.5%，较上月回落0.5个百分点。增速回落主要受高基数效应和信贷需求偏弱影响。**展望2026年二季度，今年政府工作报告说，继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。另外，随着积极的财政政策落地见效，改善实体部门预期，同时伴随各种政策举措助力企业发展及消费政策的刺激，叠加低利率的环境，预计居民与企业的储蓄意愿将边际下降，投资消费倾向将有所抬升，M1的同比增速有望小幅回升，M2增速有望持稳。（数据来源：wind）

图 9：存款准备金率（%）

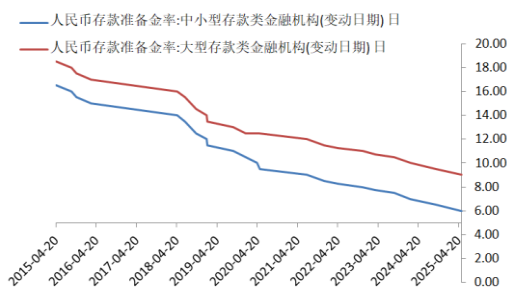
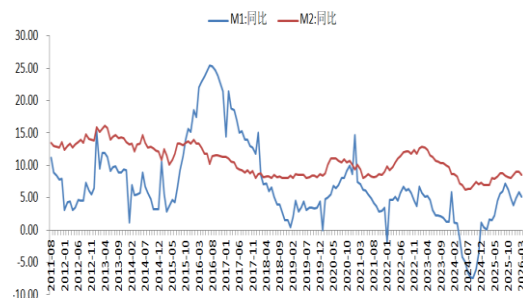


图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2026.3.31

（3）社会融资规模

2026年1月，政府债与直接融资双轮驱动，实现“开门红”。1月社融增量达7.22万亿元，同比多增1600多亿元。这标志着货币政策“适度宽松”与财政政策“更加积极”的协同发力初见成效。其中政府债券融资成为最大推力。2026年2月，新增社融2.38万亿元，呈现企业端边际改善、居民端持续偏弱的分化格局。2026年3月社融增量达5.23万亿元，同比少增6000多亿元。3月社融存量同比增速较2月回落0.3个百分点至7.9%，高基数与信贷走弱的影响。展望2026年二季度，“十五五”规划正式落地实施，政策将从预期阶段进入执行验证阶段，“继续实施适度宽松的货币政策”和“更加积极的财政政策”。这意味着支持社融增长的宏观政策方向明确，未来的核心看点在于“政策驱动”能否有效转化为“内生驱动”。需要重点关注：居民购房信心能否恢复、企业中长期贷款能否回暖，以及财政资金落地后对民间投资的带动效果。房地产市场走势和消费信心的恢复将是决定后续融资需求可持续性的关键。我们倾向认为，随着积极有为的宏观政策持续用力、更加给力、协同发力，我国经济增长的内生动能将不断增强，有效融资需求有望进一步回升，为社融总量合理增长提供坚实稳定的基础。（数据来源：wind）

（4）外汇占款

保持外汇储备和人民币汇率的稳定仍是央行的目标之一。外汇占款。2016年1月开始，央行外汇占款在下滑，特别是2016年7月至2017年1月出现大幅减少，直到2017年9月出现企稳，之后窄幅波动，变化不大。2018年1至7月央行口径的外汇占款连续小幅回升，连续5个月在21.5万亿以上，但2018年9、10月又出现大幅下滑，分别减少了1193、915亿元，之后几个月外汇占款降幅收窄趋稳。2020年12月略减后，2021年小幅增加，2022年一季度延续增长的势头，不过，随着美联储连续加息，2022年4-9月外汇占款小幅减少，之后，逐步回升。2023年1月末央行外汇占款21.6万亿元人民币，连续第四个月增加，增幅1537亿元，3月外汇占款又大幅增加了1712亿元，之后几个月整体上小幅减少，2023年9月至2024年2月

连续6个月增加了5000多亿元，之后，2024年4至2025年12月连续21个月出现减少。2025年全年减少约7528亿元。不过，2026年1月外汇占款增加500多亿元，2月外汇占款增加800多亿元，3月外汇占款增加600多亿，截止到2026年3月，外汇占款214425亿元人民币。（数据来源：wind）

外汇储备。2017年1月我国外汇储备跌破3万亿美元关口，之后几个月略有上升，维持在3万亿美元以上，2019年5月重回3.1万亿以上，之后围绕3.1万亿上下窄幅波动，变化不大。2023年全年，外汇储备增加1102.86亿美元。主要原因是美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨，也带来了外储账面升值。2024年以来，外汇储备出现小幅增加，截止到2026年3月，外汇储备33421.23亿美元。2026年1-3月，我国出口同比增长14.7%，展望2026年二季度，出口或将维持贸易顺差。另外，在地缘局势不稳的背景下，国内货币及财政政策发力，中国经济韧性强，形成了独特的“安全差”优势，有望吸引境外机构持续增持人民币资产，这将为外汇储备提供稳定的基本面支撑，并存在小幅增加的可能性。（数据来源：wind）

美联储货币政策。受疫情的影响，2020年3月3日，美联储宣布紧急降息50个基点后，3月15日，美联储再次紧急100个基点，联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%区间，并宣布无限量买入美债和MBS，开启无限量QE等救市对冲政策。2021年3月18日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变，同时重申维持资产购买步伐不变。2021年4月28日，美联储公布4月议息会议（FOMC）决议。决议宣布，维持当前利率在0-0.25%水平不变，维持超额准备金利率在0.1%水平不变，维持贴现利率在0.25%水平不变，同时，保持购债规模不变。2021年6月17日，美联储公布利率决议，将基准利率维持在0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率（IOER）从0.1%上调至0.15%，将继续每月增持至少800亿美元的国债和至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。2021年9月22日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变。2021年11月3日，美联储宣布继续保持0-0.25%的低利率不变，11月和12月每月资产购买量将减少150亿美元，Taper落地。2021年11月30日，美联储主席鲍威尔表示，美联储将考虑加快缩减购债，以应对高通胀，放弃通胀“暂时”说法。2021年12月16日，美联储宣布将基准利率维持在0%-0.25%不变，将每月资产购买规模减少300亿美元，此前为每月减少150亿美元（Taper速度翻倍）。2022年3月16日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）如市场预期将联邦基准利率从0%-0.25%区间上调25个基点至0.25%-0.50%区间，为该行2018年12月以来首次加息，加息靴子落地。2022年5月4日，美联储通过会议决定将美国联邦基金利率增加0.5%（即上涨50个基点），以降低美国高企的通胀率。加息后，联邦基金利率区间增至0.75%-1%。同时，美联储还宣布将启动一项缩表计划，从6月开始，每月从9万亿美元资产负债表中减少475亿美元资产负债，三个月后，每月将减少950亿美元。2022年6月15日，美国联邦储备委员会宣布加息75个基点，将基准利率上调至1.50%-1.75%区间，加息幅度为1994年以来最大。2022年7月28日，美联储宣布继续加息75个基点，将联邦基金利率区间上调至2.25%-2.50%，并将延续此前既定的



缩表进程。2022年9月22日，美联储加息75个基点，将基准利率升至3.00%-3.25%区间，2022年11月2日，美联储加息75个基点，将联邦基金利率目标区间上调至3.75%-4%。2022年12月15日，美联储加息50个基点，将联邦基金利率目标区间上调至4.25%-4.50%。2022年美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点。2022年12月这次加息50个基点是美联储放慢加息步伐的第一步。2023年2月2日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.50%至4.75%之间，这也是美联储2023年第1次加息，符合市场预期。3月中旬左右，硅谷银行、瑞士信贷等银行接连出事后，美联储加息延续放缓步伐，2023年3月22日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.75%至5%的水平。2023年5月3日，美联储宣布加息25个基点，联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，为自2022年3月以来连续第十次加息，累计加息幅度达500个基点。2023年6月14日，美联储宣布维持联邦基金利率目标区间在5%至5.25%之间不变，这是美联储2022年3月以来连续10次加息后首次暂停加息，符合此前市场预期。2023年7月27日，美联储公布利率决议，美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，为2001年以来的最高水平。符合市场预期。2023年9月21日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%的水平不变，符合普遍预期。2023年11月2日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。缩表上限按计划维持每月950亿美元，并开始关注金融条件大幅收紧的问题。2023年12月14日，美联储将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%-5.5%不变，符合市场预期。总结一下，自美联储2022年3月启动加息周期以来，累计加息幅度已达525个基点。其间，单次加息由25个基点逐步提高至75基点，并在75基点的水平上连续加息4次，达到近40年来最快加息速度。2023年2月，美联储首次放缓加息幅度至25个基点，并在6月暂停加息，随后7月加息25个基点，2023年9月、11月、12月及2024年1月、3月、5月、6月、7月连续8次暂停加息，将基准利率维持在5.25%-5.50%区间不变。2024年9月18日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%-5.00%之间的水平，这是美联储自2020年3月以来首次降息。2024年11月7日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到4.50%至4.75%之间。2024年12月18日，宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到4.25%至4.50%之间。2025年1月30日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间。这是美联储自2024年9月连续降息以来首次维持利率不变。2025年3月20日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在4.25%-4.5%不变。2025年5月8日凌晨，美联储公布最新利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间，符合市场预期。这也是美联储连续第三次会议按兵不动。2025年6月19日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间不变，这是该行连续第四次决定维持利率不变。不过，特朗普频繁喊话鲍威尔降息。2025年7月31日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间不变。这一决定符合市场预期，同时也是美联储货币政策会议连续第五次决定维持利率不变。鲍威尔认为，政策的不断变化对经济影响仍不确定，关税上调已开

始体现在某些商品价格上，但对经济和通胀的总体影响仍有待观察。2025年9月18日凌晨两点，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至4.00%-4.25%之间，符合市场预期。这也是美联储继2024年12月之后，时隔9个月再次宣布降息。2025年10月30日凌晨两点，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至3.75%至4.00%之间。2025年12月11日，美联储联邦公开市场委员会(FOMC)发布了利率决议，宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间降至3.50%-3.75%，符合市场“鹰派降息”预期。这也是美联储连续第三次会议宣布降息，2025年全年的累计降息幅度就此达到75个基点。今年3月以来美伊冲突升级，中东地缘局势不稳，油价上涨加大了美国通胀黏性，导致市场对美联储年内降息的预期下降。2026年3月19日，美联储联邦公开市场委员会(FOMC)发布了利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%不变，也是连续第二次会议按兵不动。点阵图显示年内还会降息一次。展望2026年二季度，若中东局势不稳，通胀因油价受到扰动，联储降息预期降温。不过，美国军事开支进一步推升财政赤字，财政可持续性、金融市场稳定和政治周期都可能约束政策空间，仍不排除降息可能。(数据来源：wind)

人民币汇率问题。2025年8月至12月中旬人民币汇率整体呈现单边升值的趋势。2025年12月，人民币对美元汇率走出了一轮强势升值行情，离岸和在岸人民币相继“破7”。背后是中国经济韧性、美联储降息的共振。2026年1-2月，人民币汇率延续了自2025年8月以来的升势，并在2月中下旬走出一波快速上涨行情(“国内经济韧性+结汇需求释放”共同作用)，接连创下近三年新高。3月美元指数短期偏强运行(地缘冲突推升避险情绪)，人民币汇率窄幅波动；国内方面，一季度出口及PPI等数据释放回暖信号，为汇率提供内生动力；政策方面，2026年2月27日，央行宣布将远期售汇业务外汇风险准备金率从20%下调至0，释放明确的“不希望过快升值”的节奏管理信号。展望2026年二季度，人民币汇率单边快速升值的行情或结束，汇率将更多呈现双向波动的特征，弹性进一步增强。(数据来源：wind)

图 11：社会融资规模（亿）

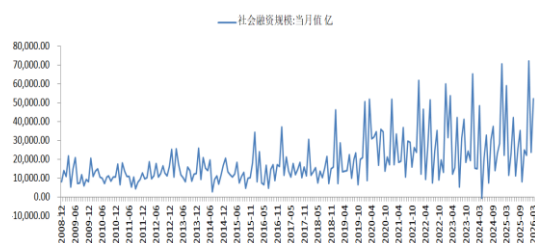
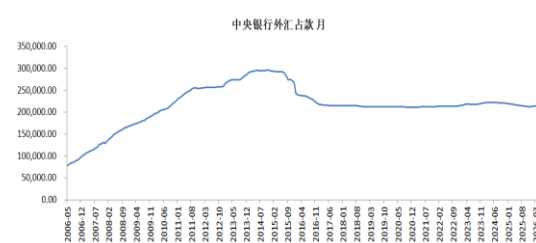


图 12：外汇占款（亿）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

（5）利率指标

2025年上半年，中国货币政策延续了适度宽松的基调，通过降准、降息等手段推动融

资成本下降。下半年央行通过多种工具保持流动性合理充裕，社会融资规模和M2增速仍高于名义GDP增速，显示金融对实体经济的支持力度持续。2025年8月、10月，央行分别加量续作MLF及加大买断式逆回购操作，以维持市场流动性合理充裕。2026年1-2月，买断式逆回购持续操作，保障节前流动性。央行当前更倾向于使用精准、灵活的短期和中期限流动性投放工具来调节市场资金面，以应对政府债券发行、季节性因素等引起的短期波动。在利率方面，央行政策利率保持稳定，但市场贷款利率在前期政策推动下已处于历史低位。政策利率方面，7天期逆回购利率，自2025年5月下调10个基点至1.40%后，一直保持稳定。贷款市场报价利率（LPR），自2025年7月以来，1年期LPR一直维持在3.00%，5年期以上LPR维持在3.50%，已连续8个月“按兵不动”。2025年以来，10年期国债收益率一直处于2%下方，在一季度震荡上行后，逐步回落，尤其在2025年4月和6月初出现了明显的下行趋势，2025年8月-12月略有抬升。2026年以来，小幅回落，截止2026年3月31日，10年期国债利率为1.8153%，1年期国债利率为1.2212%，SHIBOR隔夜为1.2770%。2026年3月5日，政府工作报告提出，货币政策继续“适度宽松”，核心在于“灵活高效”。展望2026年二季度，我们认为，政策将保持流动性充裕以配合财政发力，而降准降息则需相机抉择。操作上二季度有望先行降准配合发债高峰，6月份后视内外部形势（如美联储政策走向）择机降息。预计将带动企业和居民贷款利率下降，有助于促进社会融资成本稳中有降（不过，考虑到目前的存款准备金率及利率水平，下降空间也有限了），扩大宏观经济总需求，支持物价合理回升，带动实体经济稳定增长，进而为市场带来支撑。我们认为，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。（数据来源：wind）

图 13：银行间同业拆借利率（%）

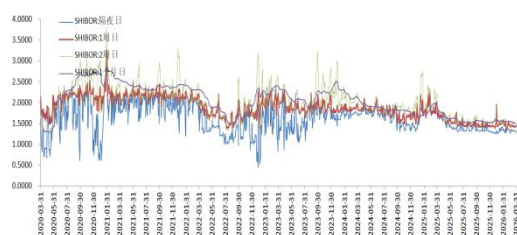
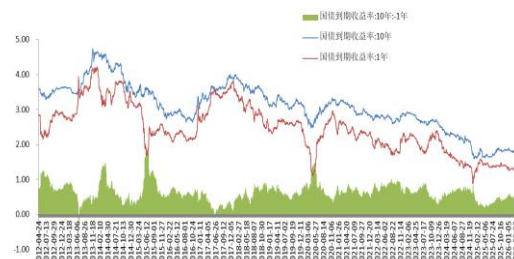


图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

（二）市场估值

近期A股的估值是否便宜？处于何种水平？2026年二季度估值趋势如何？下面，我们通过纵横比较来定位目前A股估值所处的位置，通过流动性及企业盈利分析来预估市场估值的未来走向。

1、纵横比较

近期市场估值水平如何？我们下面通过纵向和横向两个方面进行比较。

（1）纵向比较

回顾历史，展望未来。从历史行情的顶和底，以及相应的市盈率的对比发现，大盘平均市盈率的高低和大盘指数的顶与底有一定的关系。从纵向的历史数据看，过去30多年，沪指平均市盈率在15倍左右、市净率1.7倍左右的时候，市场就是一个底部区域。截止2026年3月13日，上证综指市盈率维持在17倍左右，PB是1.5倍左右，沪深300市盈率是14倍左右，PB是1.5倍左右，深圳成指市盈率是33倍左右，PB是2.9倍左右，创业板指的市盈率是41倍左右，PB是5.5倍左右，科创50指数市盈率是162倍左右，PB是6.0倍左右。从纵向比较看，自2024年9月末以来，市场上涨后，各主要指数估值修复，不过，沪深300估值仍旧处于相对低水平（更具有参考价值的沪深300指数市盈率中位数估值为22倍左右，上证综指市盈率41倍，其实也不算很低）。2024年9月以来及2025年A股表现主要为估值修复，当前市场估值已经得到明显修复，估值层面的推动空间已经不大，指数向上的机会将更多来自于业绩，2026年二季度关注重点为估值驱动能否向盈利驱动顺利切换。展望2026年二季度，“反内卷”政策效果的延续及2025年上半年的盈利低基数或带来盈利增速的保持，从而对行情的发展带来推动，而涉及科技、政策等领域的潜在催化，或将推动行情出现阶段性表现。总体而言，指数将逐渐进入震荡波动蓄势，但中枢缓慢抬升的阶段。（数据来源：wind）

（2）横向比较

从横向比较的角度来看，近期A股与美股相比依旧具备估值优势，截止2026年3月13日，上证综指市盈率约为17倍，除相对港股（恒生指数PE≈12）外，比美股（道琼斯工业指数PE≈27）、日股（日经225 PE≈21）、法股（法国CAC40 PE≈18）、德股（德国DAX PE≈18）等市场估值水平还是稍微低些。高位美股面临估值重估压力，而A股相对来说，仍具备配置价值。另外，在全球地缘冲突动荡的背景下，国内货币及财政政策发力，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。（数据来源：wind）

图 15：上证指数市盈率比较



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期：2026.3.13

2、流动性及企业盈利

（1）流动性影响市场估值。流动性宽松时有利于估值整体上升，反之亦然。2021年度策略报告中提示，2021年货币政策大概率回归常态，与2020年相比，宏观流动性或将维持紧平衡，对A股市场微观流动性预期将会调降，从而形成估值收缩，流动性导致的估值提升行情或将结束（2021二季度策略报告维持了该看法）。从2021年上半年市场表现看，高估值抱团股大幅调整也验证了我们的判断，2021年三季度策略报告中我们提醒，美联储货币政策趋势是边际收紧，国内是缓而不紧格局，三季度市场整体估值难提升，低估值和高景气行业占优，三季度低估值大蓝筹大幅上涨，业绩大增的周期股表现优异，高景气赛道也表现不错，完美的验证了我们的预判。2021年四季度策略报告提醒，美联储缩减购债规模，但国内流动性有望偏宽松，对估值影响不大，整体也符合我们的预判。2022年受美联储货币收紧及国内疫情反复的影响，A股市场表现不佳。2023年策略报告中我们提醒，国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，货币政策收紧甚至转向的可能性较小，从2023年度货币政策看，也基本验证了我们的偏宽松的判断，如降准，下行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利、中期借贷便利利率、LPR利率等。2024年1月初的2024年A股市场投资策略报告，当时认为，2024年稳健的货币政策是主基调，根据内外部形势、流动性情况变化等相机抉择、灵活适度、精准有效。整体上看，流动性维持相对充裕对估值的影响偏正面。从2024年市场整体表现看，沪深三大指数估值修复，符合我们预期。2025年的年度、二季度、下半年、四季度及2026年度策略报告中，我们认为，货币政策“适度宽松”是主基调。不过，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。展望2026年二季度，我们依旧维持该观点不变。

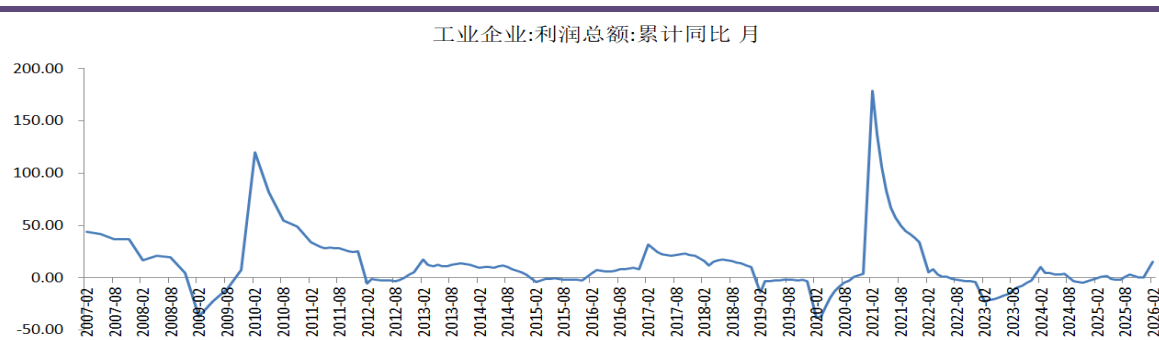
（2）企业盈利增速影响未来估值。如果企业盈利增加，有利于增加上市公司估值，反之亦然。A股上市公司盈利增速与工业企业利润增速一直保持高度相关（工业利润数据相对高频，我们用工业利润增速粗略代替上市公司盈利增速），2024年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额74310.50亿元，同比下降3.30%。分月看，规模以上工业企业当月利润，2024年1月份至2月份延续恢复向好态势，工业企业效益起步平稳。不过，3月规模以上工业



企业实现利润同比下降3.5%，需求端的疲软，3月的生产降速，导致利润回落。4月份，规模以上工业企业实现利润由3月份同比下降3.5%转为增长4%，增速回升7.5%，数据表现亮眼，市场重拾上涨态势。6、7月份，规模以上工业企业实现利润分别同比增长3.6%、4.1%。总体看，规模以上工业企业效益延续平稳恢复态势。8月工业企业利润同比增速从7月的4.1%转至-17.8%，利润增速大幅转弱，受市场有效需求不足以及高温、暴雨、洪涝等自然灾害对部分地区冲击较大等因素影响，加之8月份当月同期基数较7月份明显抬高。8月工业企业经营状况恢复出现波动，表明在内需波动扰动下，当前企业经营平稳恢复状况并不牢靠，仍需相关政策大力扶持。2024年9月工业企业盈利同比增速较8月的-17.8%进一步下探至-27.1%，可能主要由于9月上游原材料价格仍普遍承压，10月、11月利润当月同比分别下跌10%、7.3%，跌幅较连续收窄，这主要是受2023年同期基数下行、一揽子增量政策落地后基本面改善的影响。2024年12月当月，全国规模以上工业企业利润由11月份同比下降7.3%转为增长11.0%，利润由降转增，不过，2025年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9109.9亿元，同比下降0.3%。从上面数据看，当前企业经营平稳恢复状况并不牢靠，仍需相关政策大力扶持。2025年1-3月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比增长0.8%，结束了自2024年第三季度以来的持续下降趋势。2025年3月当月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长2.6%，实现了由负转正的改善。2025年1-4月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比增长1.4%，4月当月，全国规模以上工业企业利润同比增长3.0%。不过，2025年1-5月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降1.1%，而5月单月利润同比降幅扩大至9.1%。2025年5月PPI同比下降3.3%，较4月的-2.7%进一步加深，导致企业营收增长受限。不过，随着反内卷促物价回升政策落地，带动企业盈利持续恢复。2025年1-7月规上工业企业利润总额同比降1.7%，较上半年(-1.8%)收窄0.1个百分点，企业盈利水平略有好转。2025年1-8月规上工业企业利润总额同比上升0.9%，8月份，规模以上工业企业利润同比由上月下降1.5%转为增长20.4%，工业企业利润明显改善。主要受低基数、扩内需等政策提振、叠加反内卷和降息预期催化下PPI止跌回暖，8月工业企业利润当月同比转正。2025年1-9月规上工业企业利润总额同比上升3.2%，9月份，规模以上工业企业利润同比增长21.6%，工业企业利润继续改善。2025年1-10月规上工业企业利润总额同比上升1.9%，10月份，规模以上工业企业利润同比下降5.50%，整体呈现出“累计增速小幅放缓，单月数据由正转负”的特征。2025年，全国规模以上工业企业利润数据交出了一份来之不易的成绩单。全年利润总额达到73982亿元，同比增长0.6%，成功扭转了自2022年以来连续三年下降的态势。这一“转正”的背后，是制造业的强劲反弹和以高技术产业为代表的新动能的坚实支撑。从月度边际变化看，12月份，规模以上工业企业利润同比增长5.3%，相比11月的下降13.1%大幅回升18.4个百分点，显示出年底经济的强劲翘尾效应。2026年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额10245.6亿元，同比增长15.2%，增速较2025年全年（0.6%）大幅加快14.6个百分点，呈现明显的“开门红”态势。展望2026年二季度，工业企业利润有望延续修复态势。主要支撑因素包括：国内需求稳中向好、物价有望回升、以及“反内卷”

政策持续深化将改善企业竞争环境。2024年9月以来，市场驱动力主要体现为估值修复，当前市场估值已经得到明显修复，估值层面的推动空间已经不大，指数向上的机会将更多来自于业绩，2026年二季度关注重点为估值驱动能否向盈利驱动顺利切换。如果“反内卷”政策进一步深化与落地，供给层面的边际变化有望带动 PPI 进一步上行，尽管具体幅度取决于“反内卷”、财政政策及内需政策合力度，但 PPI 上行仍能驱动上游和中游行业涨价，如果内需政策效果进一步显现，价格全面回升，盈利有望进一步向下游传导。2026 年二季度，A 股有望进入新一轮盈利上行周期。但同时也需关注，3月初美伊冲突升级带来的地缘政治风险，若国际大宗商品价格持续高位运行，可能对部分中下游制造业的成本和利润空间形成新的扰动。（数据来源：wind）

图 16：工业企业盈利表现（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.3.18

（三）A 股的供求关系

影响股票价格波动的因素很多，供求关系的因素在股票市场价格波动中至关重要。股票市场需求，是指能够进入股票市场购买股票的资金总量。股票的需求者就是我们常说的股票投资者（即资金供给端），是指以取得股息和资本收入为目的而在证券市场买入股票的个人和机构，按照证监会在《股票投资者分类标准》中的划分，分为自然人投资者、专业机构投资者、一般机构投资者和陆股通投资者，对应市场中熟知的个人投资者、专业机构投资者（基金、保险、社保、企业年金等）、一般法人（既是资金供给者又是资金需求者）和陆股通（沪股通、深股通）。证券市场的供给主体是上市公司，由已经上市的老股票和新上市的新股票构成。

1、股票市场需求的主要决定因素

（1）个人资金

个人资金来源于自有资金及借入资金，我们用银证转账和杠杆资金（场外杠杆拿不到确切数据，只用场内融资代表）两个方面来衡量。根据wind资讯的数据显示，截至2023年

12月，我国股票市场期末投资者账户数量总计22406.06万，其中，自然人账户数量为22351.33万，占比99.76%。**2015年6月股灾以后至2018年底，股票市场低迷，除极少数持仓大白马投资者有正收益外，大多数个人投资者是伤痕累累。2019年以后，市场行情转暖吸引部分个人投资者资金重新入场，2020年7月A股进入普涨阶段，沪指连续突破3000、3100、3200、3300、3400点，个人投资者资金加速入场，两市成交连续17天破万亿，之后随着行情回落，个人投资者资金入市放缓，2020年四季度沪深三大指数大涨，2021年元旦至春节前后，指数接连上涨，两市成交额频频破万亿，个人投资者资金流入明显，春节后指数小幅调整，资金流出，4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入。增量资金可能主要来自于银行资金“搬家”。除此之外，炒房资金也可能在流入。8-9份，随着沪指再创阶段新高，资金进场节奏再度加快，两市成交额连续49天超万亿。之后市场小幅回调，虽然两市成交额跌破万亿，但很快就回到万亿上方。2021年A股的总成交额创历史新高，日均成交额为1.06万亿元。2022年初以来，市场震荡下行，特别是3月份，受俄乌冲突、美联储加息及中概股大跌的影响，A股出现大幅动荡，虽然市场大幅波动，但成交并未明显减少，两市成交额一直在万亿附近，2022年4月，A股市场继续下行，高位权重股轮番杀跌，两市成交萎靡不振，5月A股三大指数企稳回升，6月延续回暖的趋势，成交量也温和回升，6月底一度攀升至1.3万亿，之后略有萎缩，但基本保持在万亿水平，进入9月，随着美联储大幅加息，A股也被拖累调整，量能萎靡不振，缩至六七千亿元的水平，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关。2022年12月中下旬，沪深三大指数连续回踩，两市成交额再度回到六七千亿元的水平。2023年元旦后，市场连续回暖，北向资金大幅净流入，在春节之后，不仅北向资金继续保持大幅的净流入，不断提振市场信心和对相关板块带来提振，而且场内资金也有所回流，市场成交热情也在回升，2023年春节后市场成交快速突破万亿，整体远强于春节前的成交额。2月末至3月中上旬，大盘上行的节奏和力度明显放缓后出现小幅调整，两市成交也略有萎缩，4月市场震荡上行，两市成交额连续超万亿，之后，受经济数据不佳的影响，5月市场小幅回调，两市成交额再度跌破万亿，6月初指数弱势震荡，成交萎靡不振，三季度市场表现不佳，成交更加清淡，两市成交额一度萎缩到6000亿下方。2023年国庆节后，受国际地缘政治冲突加大的影响，沪深三大指数均创出年内新低后展开反弹，两市成交在8000亿左右徘徊。之后，受美联储暂停加息的利好刺激，2023年11月外围市场全面上涨，A股11月中上旬也出现小幅反弹，两市成交一度超万亿，不过，在北向资金净流出的拖累下，A股再度回落，并在12月上旬跌破3000点整数关口，2023年12月末一度跌破2900点，也伴随着两市成交的再度低迷。2024年元旦以后，对国内经济的担忧叠加雪球结构产品被动清盘导致中小盘股一度急速杀跌。2月初上证指数一度跌至2635点，深成指跌破8000点，创业板指跌破1500点。在国家队借道ETF基金稳定市场，证监会新主席上任等一系列因素后，A股迎来了强势反弹行情，各大指数普涨。大盘不仅收复2024年失地，而且还收复了3000点整数关口，成交量也同步回升，3月中下旬成交多数时间维持在万亿上方。4月A股表现分化，上证指数、沪深300指数稳中有升，科创**



50、创业板表现低迷。两市成交额也出现小幅波动，时而超万亿，时而跌破8000亿。新国九条发布后，对于A股产生深远影响。随着年报披露完毕，A股出现批量个股被ST的局面，ST股、问题股及微盘股大跌，2024年5月沪深三大指数均出现下跌，而这对于市场情绪有较大影响，两市成交额由月初的超万亿逐步萎缩到月末的7000多亿水平。5月经济数据显示，国内宏观基本面修复还不强，有效需求依旧不足，市场基本面提振动力依然缺失，而海外流动性也迟迟未能释放，指数整体的上行仍被抑制。沪指退守3000点。2024年6月A股震荡下跌，陆家嘴论坛的政策低于预期，上证指数失守3000点整数关口，两市成交额也萎靡不振，在7000亿左右徘徊。上证指数7月继续下探，跌破2900点整数关口，市场的存量博弈和配置保守化特征明显。8月至9月中旬市场呈现全线走低态势，下跌过程中，三大主要指数皆创此轮调整以来的新低，板块和个股更是损失惨重。成交量也出现大幅萎缩，两市成交额一度跌破5000亿元关口。不过，否极泰来，2024年9月24日，国新办新闻发布会央行货币政策超预期释放后，政治局9月26日会议提出加大财政货币逆周期调节力度之下，点燃市场热情，2024年9月23至9月27日那周，沪指周涨幅12.81%，创指周涨幅22.71%。市场赚钱效应显现，资金跑步入场，两市成交额连续超万亿，2024年日均成交额10636亿元。2025年8月市场节节走高，2025年8月25日，全部A股成交额突破3万亿元，8月末9月初市场成交额在3万亿附近徘徊，之后成交略有回落，但仍在2万亿上方，10月中旬至11月中旬，在2万亿附近徘徊，临近2025年年底，成交进一步萎缩至1.7-1.8万亿左右。2025年沪指创十年新高，最高时突破4000点，迎来强势回暖走势，2025年市场全线走牛，2025年的市场日均成交额17295亿元。之后，2026年1月A股市场继续上涨，2026年1月14日，两市成交额39415亿元。2026年1月14日，经中国证监会批准，沪深北交易所发布通知，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由80%上调至100%。通知明确，此次调整仅适用于新开融资合约，存量合约及其展期仍按原规定执行。我们认为，这一调整释放了明确的监管信号：在近期市场连续上涨、杠杆资金活跃度显著提升的背景下，监管层开始有意识地引导市场适度降温，防范非理性炒作风险。不过，力度相对温和，意图在于控制节奏而非彻底转向。监管的适时介入，有助于防止局部泡沫向全局蔓延，为资本市场长期健康发展夯实基础。今年以来，截止2026年3月31日，市场日均成交额25808亿元。展望2026年二季度，指数有望维持震荡上行的格局，两市日均成交有望维持在2.3万亿左右。（数据来源：wind）

① 银证转账。2019年沪深三大指数普涨，2020年沪深三大股指大涨，创业板指数涨幅更是高达64.96%，个人投资者银证转账资金净流入3600亿元，个人资金入市与市场行情高度相关，由于2021年春节后，高位抱团白马股接连调整，投资者做多情绪受到打击，而且银行严查信贷资金违规流入楼市股市（如果炒楼的资金出现紧张，先抛出流动性好的股票是理性的选择），资金流出，4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入，2021年8月两市成交额每天都超万亿。2021年沪深三大指数小幅普涨，个人投资者银证转账资金净流入2400亿元，其中，上半年净流入1300亿元，三季度净流入1500亿元，四季度净流出400亿元。2022年上半年净流入2300亿元，三季度A股大跌，资金净流出3900亿元，2022年A股熊市，资金

全年净流出200亿元。2023年市场表现不佳，个人投资者银证转账资金继续净流出1200亿元。2024年上半年，个人投资者银证转账资金净流入700亿元。2024年9月末市场大幅上涨，个人资金大幅净流入，2024年下半年，个人投资者银证转账资金净流入7500亿元。资金是逐利的，与行情高度相关。如果股市赚钱效应持续改善，存款有望向权益市场搬家。2024年以来，国债收益率呈现出持续震荡下行的态势，理财产品及存款的预期回报率均在下降，中高预期回报率资产缺失。2025年在居民资产荒的背景下，居民资金入市力度进一步提升。2025年全年，个人投资者银证转账资金净流入6600亿元。展望2026年二季度，资金是净流入还是流出，需留意二季度经济复苏（如消费、地产数据企稳）或政策发力（如财政刺激）情况，如果经济回暖带动指数继续回升，资金有望净流入，反之亦然。（数据来源：wind）

②场内融资。两融是个人投资者加杠杆参与股市的主要方式。融资余额与指数的走势高度相关。2018年市场大跌，沪指跌破3000、2900、2800、2700、2600、2500点整数关口，两市融资余额逐步下滑，相继跌破1万亿、9千亿、8千亿，2018年10月19日沪指创下2449低点，两融余额萎缩到7600亿元。2018年市场的大幅调整，让融资资金受了很大的创伤。2019年春节之后，特别是3月连续逼空式的上涨，市场人气回暖，融资余额开始回升，最高到9823亿元，4月中旬以后市场的逐步回调，融资余额又出现回落，7月22日再度回到9000亿下方。8月监管层为了提振市场打出了政策组合拳，如融资融券标的由950只扩大至1600只、取消了最低维持两融担保比例不得低于130%的统一限制、证金公司整体下调转融资费率80个基点等，受此政策利好的影响，两市融资余额缓慢回升，2019年12月26日两市融资余额突破1万亿，2019年年底达到10055亿（2018年底7490亿元），提升2565亿。2020年年初，随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，两市融资余额回升到1.1万亿，而后在海外疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，重新回到1.1万亿下方，5月之后再度转为净流入，7月之后两市融资余额逐步攀升，8-12月份多数时间维持在1.4万亿上方，**2020年两市融资余额净流入4765亿元。**2021年元旦后，高位抱团股加速冲高，融资余额也跟随冲高到15665亿元，之后逐步回落，5月初，随着沪指的逐步回暖，融资余额小幅回升至16000元附近，8月中旬以后，随着沪指再创阶段新高，融资资金进场节奏再度加快，融资余额升至17584亿，后随着指数调整略有回落，**2021年全年净流入约2300亿元。**2022年1-4月市场大幅调整，两市融资余额也从年初的17190亿元回落至14338亿元左右，之后市场企稳回升，两市融资余额也小幅回暖，7-9月基本维持在1.5万亿上下，之后，市场出现回调，临近2022年年底，两市融资余额再度回到1.45万亿左右。整体上，2022年净减少2675亿元。进入2023年，特别是自全面注册制落地后，低估值为代表的中字头大盘蓝筹股明显走强，两市融资余额出现小幅回升，2023年4月20日一度回升在15487亿元，之后中字头和TMT板块出现高位震荡，两市融资余额小幅下降。8月份市场表现不佳，两市融资余额一度跌破15000亿元。2023年8月27日，中国证监会推出调降融资保证金比例等多项活跃资本市场的政策。之后，上交所、深交所、北交所修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。2023年9月11日，是融资保证金比例下调实施的第一天，融资余

额增加明显，再度回到15000亿元上方，就意味着在投资者保证金金额一定的情况下，保证金比例调降，证券公司向投资者融资规模就会增加，财务杠杆效应就会增强。历史看，融资规模和大盘涨跌有一定的正相关性，不过，2023年9月11日后的一段时间，场内融资规模与沪数涨跌出现反方向走势，即在指数出现调整下跌的过程中，融资规模反而出现上升，这个异常还是值得投资者注意（2024年1月初的年度策略报告提醒，之后晨报也是经常提醒，要提防后市出现故意砸融资盘，逼迫融资的杠杆资金被动止损或减仓）。从事后结果看，2024年1月5日至2月8日，市场大跌也验证了我们的判断，部分融资资金也被迫止损，融资余额也同步下降，2024年2月8日滑落至13752亿元。2024年春节后，行情逐步回暖，融资余额也同步上行，3月下旬，融资余额重新回到15000亿上方，2024年4月12日，新国九条发布，随后微盘股、垃圾股、ST股大跌影响了市场情绪，融资余额小幅下降，跌破15000亿。5月沪深三大指数均出现下跌，2024年6月A股震荡下跌，陆家嘴论坛的政策低于预期，上证指数失守3000点整数关口，7月大盘继续下探，跌破2900点整数关口，2024年8月至9月中旬市场呈现全线走低态势，下跌过程中，三大主要指数皆创那轮调整以来的新低，杠杆资金受到伤害，融资余额跌至13600亿附近，2024年9月末市场连续大涨，国庆节后场内融资开始回暖并大幅回升。两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势及对未来指数走势的预期，2024年末，沪深北三市融资余额为18541亿元，沪指收盘价3351.76点。2025年一季度融资余额小幅增加，5月小幅减少。随着A股市场6、7、8月市场逐步上涨，融资余额也跟随市场上行回升，融资余额在2025年8月初突破2万亿元，创十年新高，8-12月融资余额逐步上行，2025年末，融资余额为25242亿元。今年一月大盘小幅上行，融资余额也同步增加，2026年1月28日，融资余额最高攀至27253亿元。之后市场震荡，融资余额出现小幅下滑，截止2026年3月31日，融资余额为25905亿元，展望2026年二季度，市场有望维持震荡偏强的格局，场内融资规模可能变化不大。（数

据来源：wind）

图 17：证券公司客户交易结算资金余额

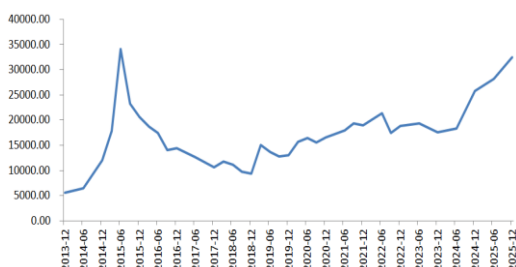


图 18：上证指数及市场融资余额



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.3.31

③ 居民财富配置有望向权益资产倾斜。目前居民财富大部分被房地产占据。据Wind数据显示，截止2021年末，个人住房贷款余额合计为38.3万亿元，较2020年末的34.5万亿元，继续增长3.8万亿元。截止2022年末，个人住房贷款余额合计为38.8万亿元，小幅增长0.5万亿元。2021年，商品房销售面积179433万平方米，同比增长1.9%，商品房销售额181930



亿元，增长4.8%，全国房地产开发投资147602亿元，同比增长4.4%。2021年上半年数据显示房地产市场非常火爆。不过，2021年8月房地产数据全线下滑，既有2021年下半年商品房销售景气度走弱、2021年房地产融资大幅收缩的影响，也叠加了2018来这三年行业去杠杆政策的累积效应。之后房地产行业投资增速一路下滑，多家龙头房企暴雷。从具体月份看，2021年，无论是商品房销售面积、销售额同比，还是全国房地产开发投资同比都是逐月下降，2022年1-7月继续下滑，之后，商品房销售面积、销售额同比下滑略有趋缓，不过，全国房地产开发投资同比依旧是逐月下降。2022年1-12月份，商品房销售面积135837万平方米，同比增长-24.30%，商品房销售额133308亿元，同比增长-26.70%，全国房地产开发投资132895亿元，同比增长-10.00%。（2021年8月至2022年12月，地产销售出现了持续的显著负增长，这在历史上是前所未有的。）（数据来源：wind）

虽然“房住不炒”是大方向，但会考虑因城制宜。2022年四季度以来，房地产支持政策开始密集出台，2022年11月14日，银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产业良性循环和健康发展。2022年11月23日，人民银行、银保监会又正式印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出16条金融举措，即上述“16条”，内容涵盖房地产融资、“保交楼”、受困房企风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策和住房租赁等六大方面。紧接着，交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、建设银行、邮储银行相继与房企签订战略合作协议。2022年11月28日，证监会新闻发言人表示，在资本市场支持房地产市场平稳健康发展上，将从股权融资方面进行5项优化调整措施，并且从即日起施行。这5项措施包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用以及积极发挥私募股权投资基金作用等。随着利好政策持续出台，2023年一季度，在积压需求释放及前期政策效果显现等因素推动下，房地产市场活跃度上升，但进入二季度，回暖态势未能延续，三四季度进一步低迷，2023年1-12月份，商品房销售面积111735万平方米，同比增长-8.5%，商品房销售额116622亿元，同比增长-6.5%，全国房地产开发投资110913亿元，同比增长-9.60%。进入2024年，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松，不过，从2024年前两个月的销售数据看，仍未能阻止下行的态势，2024年1-2月份，商品房销售面积11369万平方米，同比增长-20.5%，商品房销售额10566亿元，同比增长-29.30%，全国房地产开发投资11842亿元，同比增长-9.00%。房地产企业资金紧张等问题仍未完全扭转。居民购房意愿仍弱，收入预期偏弱或压制购房需求。当时，我们认为，2024年房地产能否企稳对稳定宏观大局尤为重要。2024年3月22日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，指出要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求。2024年5月17日，央行“四箭齐发”稳楼市。取



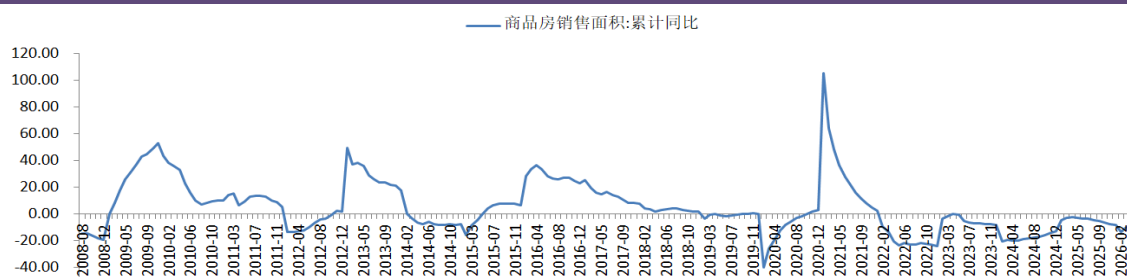
消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。设立3000亿再贷款，支持地方国企收购库存商品房。自央行5月17日新政发布后，多地相继跟进落实首付比例、房贷利率等方面的调整。不过，从2024年5-8月的销售数据看，仍未见明显好转，2024年1-8月份，商品房销售面积60602万平方米，同比增长-18%，商品房销售额59723亿元，同比增长-23.60%，全国房地产开发投资69284亿元，同比增长-10.2%。根据国家统计局数据显示，8月份，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降、同比降幅总体略有扩大，其中一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄、同比降幅与上月相同。2024年9月24日，国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，中国人民银行行长宣布了一组增量政策，包括降低存款准备金率和政策利率、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、优化保障性住房再贷款政策等。潘功胜表示，统一首套房和二套房房贷最低首付比例，将全国层面二套房房贷最低首付比例由当前的25%下调到15%。“银行下调存量房贷利率，有利于进一步降低借款人房贷利息支出。”预计这项政策将惠及5000万户家庭、1.5亿人口，平均每年减少家庭利息支出总额1500亿元。这有助于促进扩大消费和投资，也有利于减少提前还贷行为，同时还可以压缩违规置换存量房贷的空间，保护金融消费者的合法权益，维护房地产市场平稳健康发展。2024年9月26日，重要会议召开会议，关房地产的叙述如下：要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。随着上述政策的逐步落地，2024年9-11月的销售数据出现好转，2024年1-11月份，商品房销售面积86118万平方米，同比下降14.3%（2024年1-8月是同比下降18%），商品房销售额85125亿元，同比下降19.20%（2024年1-8月是同比下降23.60%），全国房地产开发投资93634亿元，同比下降10.40%（2024年1-8月是同比下降10.20%）。2024年12月的两个重要会议都强调“稳住楼市股市”。2025年上半年数据相对好转，不过，下半年数据再度不乐观，2025年1-12月份，商品房销售面积88101万平方米，同比下降8.7%（2025年1-5月同比下降2.9%，2024年1-12月是同比下降12.9%），商品房销售额83937亿元，同比下降12.6%（2025年1-5月同比下降3.8%，2024年1-12月是同比下降17.10%），全国房地产开发投资82788亿元，同比下降17.2%（2025年1-5月同比下降10.7%，2024年1-12月是同比下降10.6%）。2026年1-3月份，商品房销售面积19525万平方米，同比下降10.40%（2025年1-3月同比下降3.0%），商品房销售额17262亿元，同比下降16.70%（2025年1-3月同比下降2.1%），全国房地产开发投资17720亿元，同比下降11.20%（2025年1-2月同比下降9.9%）。（数据来源：wind）

2025年，北京，上海，深圳等一线城市接连发布楼市新政，多维度惠及购房者。政策呵护地产止跌回稳的意愿较强。另外，2025年，多家房企的债务重组取得重大进展。行业

纾困从“个案突破”迈向“模式复制”的关键一步，有助于推动整个房地产行业实现风险出清、良性循环。2025年下半年，市场整体已日渐趋稳。2026年2月底，上海出台“沪七条”楼市新政，进一步放松非沪籍常住人口的购房门槛，同时提升公积金贷款额度。2026年3月5日，《政府工作报告》中提出，着力稳定房地产市场。具体如下：（1）因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。（2）深化住房公积金制度改革。（3）优化保障性住房供给，加快危旧房改造。（4）有序推动安全舒适绿色智慧的“好房子”建设，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。（5）进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，防范债务违约风险。（6）深入推进房地产发展新模式的基础制度和配套政策建设。展望2026年二季度，预计不会出台大规模房地产刺激政策，房地产政策将以防风险为底线，市场大概率延续筑底、区域与结构深度分化。经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”或难再现，具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）。

过去几十年居民资产配置以房地产为主，未来股票市场或将成为居民资产配置的重要方向。在低利率的背景下，缺乏优质的资产可能也是前期居民存款持续高增的主要原因之一。因此，未来若股票市场能够持续回暖活跃，或将成为居民资产配置的重要方向，存款也有望从银行搬家到股市。权益市场逐渐成为居民财富管理的“新主场”，资金由“房产到股票/基金”的结构性迁移有望带动市场的中枢继续抬升。

图 19：商品房销售同比走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.3.31

（2）公募基金

权益类公募基金也是A股重要的资金来源。尽管公募基金在整体持股市值占比方面不及个人投资者，但由于账户数量少、资金量集中，公募基金所具有的持股集中和类似“一致行动人”的特征，他们的股票持仓和结构调整对市场影响较大。

公募方面，2019年公募基金发行明显回暖，Wind数据显示，2019年，公募基金发行股票型基金2432亿份（2018年1442亿份），混合型基金2898亿份（2018年3353亿份）。2019年是机构大年，股票型基金指数明显跑赢大多数投资者，随着个股的分化，很多投资者发现“赚了指数不赚钱”，这种差距会带来基金份额的发行加速，叠加疫情影响下流动性极为宽松的环境，2020年公募基金发行继续井喷，公募基金发行股票型基金3613亿份（2019年2432亿份），混合型基金16804亿份（2019年2898亿份）。2021年，权益类公募基金发行冷热交替，但总体来看，发行规模超2020年同期。具体看，2021年初，抱团股连续上行，基金发行渐趋狂热，春节成为新基金发行的一道分水岭。节前，市场高歌猛进，新基金爆款频现；节后，连续回调的市场令新基金发行市场有所降温，叠加部分基民的非理性的羊群效应行为大面积赎回导致市场进一步回落，但五月以后，随着市场的企稳和市场情绪的升温，基金发行规模出现了回暖。6月，随着股市再度活跃，基金赚钱效应恢复，6-8月基金销售市场快速回暖，前八月新基金发行破两万亿，超过2020年同期，创下历史新高。不过，9月公募基金规模出现高位回落态势，特别是股票型基金，但这个跌势在10月出现逆转。2021年公募基金发行股票型基金3808亿份（2020年3563亿份），混合型基金16684亿份（2020年16393亿份）。2021年2.95万亿元的新设公募基金募资规模，彰显了投资者“借基入市”热情高涨。不过，物极必反，2022年以来，股市大幅波动，基金发行遇冷，2022年1-6月股基、混基发行同比断崖式下降，随着5-6月A股企稳回升，7-8月股票型基金发行也明显回暖。不过，7、8、9连续三个月调整，赚钱效应的缺失，让公募基金的人气显著降低，10月发行市场低迷情况持续，之后，随着市场企稳，11月基金发行再度回暖。2022年公募基金发行股票型基金1459亿份（2021年3808亿份），混合型基金2487亿份（2021年16684亿份）。2022年新发基金份额与2019年相近。鉴于2022年很多基金净值损失惨重，公募基金发行市场面临着较大的考验。进入到2023年1月，正处于疫情高峰蔓延阶段，叠加春节，公募基金发行依旧非常低迷，不过，随着A股市场走势整体向上，2-5月公募发行略有回暖，之后市场整体呈现弱势，偏股型基金和混合型基金发行都再度遇冷。8月基金发行有所改观，但之后再次出现持续缩量的局面。2023年末，受A股市场震荡走低、投资者情绪趋冷等因素影响，基金发行市场表现也较为低迷。2023年公募基金发行股票型基金1436亿份（2022年是1476亿份），混合型基金1474亿份（2022年2569亿份）。2023年，市场行情分化、板块轮动明显加速，曾经的核心资产和赛道股纷纷偃旗息鼓，由于赚钱效应不佳，基金不仅在新发市场持续遇冷，存量市场也如履薄冰，清盘基金屡见不鲜。2024年前三季度，公募基金发行规模依旧萎靡不振。截止至2024年9月30日，公募基金发行股票型基金1016亿份（2023年1-9月是1007亿份），混合型基金506亿份（2023年1-9月是1217亿份）。前三季度，通过基金发行为股市输入的流动性仍偏低，主要原因是前三季度市场多数时间表现不佳。2024年9月底市场大涨，10月份以来，公募基金发行规模明显增加，2024年公募基金发行股票型基金2599亿份（2023年全年是1420亿份），混合型基金679亿份（2023年全年是1459亿份）。2024年7月5日发布的下半年策略报告中我们提醒，从过往经验来看，在市场低迷的时候，往往是权益类基金最难卖

的时候，但同时也是孕育丰厚回报的时候。从2024年下半年市场表现看，我们的提醒是非常值得称赞的。2024年以来，上证50、沪深300等指数的多只权益类宽基ETF份额持续走高，随着市场有效性逐步提升及指数化投资认知的提升，我国指数市场将迎来大发展时代，这对大盘风格占优起到了支撑效果。在主动权益型基金遇冷的背景下，指数基金扛起了权益类基金大旗。2025年，股票型公募基金新发规模明显改善，特别是7、8月份市场大涨，新发基金规模明显增加，截止至2025年12月31日，公募基金发行股票型基金4123亿份（2024年是2601亿份），混合型基金1567亿份（2024年是679亿份）。这些数据表明 2025年公募基金市场活跃，投资者配置意愿增强。截止至2026年3月31日，公募基金发行股票型基金699亿份（2025年一季度是1060亿份），混合型基金1089亿份（2025年一季度是166亿份），FOF型基金685亿份（2025年一季度是142亿份）。2026年一季度的公募基金发行市场呈现出整体显著回暖、结构分化的态势。其中，FOF（基金中基金）的发行规模明显增加，成为一季度最引人注目的亮点。展望2026年二季度，若市场能维持震荡向上的走势，预计公募基金股票型、混合型及FOF新发规模有望延续一季度的改善格局。主要原因如下：当前政策鼓励中长期资金入市。一是，2025年5月7日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，对基金投资业绩全面实施三年以上长周期考核，提升公募基金投资行为稳定性，促进资本市场投融资平衡发展。优化主动管理权益类基金收费模式。对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取模式，业绩明显低于比较基准的，须少收管理费，有力扭转基金公司“旱涝保收”的现象。二是证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，总体是着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”的目标，进一步促进中长期资金入市。指导意见重点提出了几个举措：大力发展权益类公募基金。重点是督促基金公司进一步端正经营理念，坚持投资者回报导向，着力提升投研和服务能力，创设更多满足老百姓需求的产品，努力为投资者创造长期收益。三是，事关基金经理薪酬改革文件落地。基金经理绩效薪酬与基金业绩强挂钩。根据《基金管理公司绩效考核管理指引》，对基金经理薪酬进行了调整：过去三年产品业绩低于业绩比较基准超过十个百分点且基金利润率为负的，其绩效薪酬应当较上一年明显下降，降幅不得少于30%；低于业绩比较基准超过十个百分点但基金利润率为正的，其绩效薪酬应当下降；低于业绩比较基准不足十个百分点且基金利润率为负的，其绩效薪酬不得提高；显著超过业绩比较基准且基金利润率为正的，其绩效薪酬可以合理适度提高。另外，进一步提升强制跟投比例，将投研人员利益与投资者长期利益深度绑定。这些政策有效引导基金公司聚焦长期价值投资，减少短期博弈行为，推动主动权益基金回归研究本源。四是，证监会已核准新一批硬科技主题基金，包括跟踪人工智能指数的被动指数型基金和聚焦战略性新兴产业的主动权益类基金。这批产品预计将在二季度陆续落地，有望吸引增量资金持续流入；未来，强化基金公司的投研实力，为投资者提供更好的持有体验，将成为其规模做大做强的核心。另外，低利率环境下，存款收益吸引力下降，推动居民资金向金融资产迁移。资金流向呈现多元化，ETF、FOF等工具受青睐。（数据来源：wind）



私募方面，2019年开始资管新规对私募基金的影响已经弱化，私募基金规模重回扩张，2020年私募基金规模增速进一步提升，2020年私募证券投资基金规模3.77万亿元（2019年2.45万亿），比2019年增加13159亿元（约53.7%）。2021年1月份私募管理规模也是大爆发，2、3两个月明显放缓，4月再度大幅回升，5月再度放缓，7月明显回暖，10月突飞猛进，11-12月继续回升。2021年私募证券投资基金规模6.12万亿元（2020年3.77万亿）。但增速在2022年转为停滞，2022年1月份，公募基金发行遇冷，但2021年量化私募的高速发展使得2022年1月份的私募基金规模环比基数上升，不过，在规模快速扩张后，量化私募很难再度成为私募发行市场的“绝对主力”，某量化私募巨头2022年一季度业绩出现大幅回撤，另外，2022年前三季度A股市场表现不佳，挫伤投资者信心。从过往经验看，私募投资股市增量受前期收益率影响，2022年A股大跌，众多私募基金发出净值预警，部分私募被动强制减仓。2022年12月底私募证券投资基金规模5.56万亿，较2021年末下降5625亿元。进入2023年，在公募基金权益类基金发行遇冷的背景下，上半年私募证券投资基金规模却在逆势上升，7月略有回落，8、9俩月再度回升，不过，考虑到9月份量化投资站在风口浪尖，深陷舆论漩涡。针对量化交易引发的问题，2023年9月1日晚间，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了加强程序化交易监管系列举措，股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。10月私募证券投资基金规模出现预期中的小幅减少，之后两个月变化不大，截止到2023年12月31日，私募证券投资基金规模5.72万亿，较2022年初增加1594亿元。私募证券投资基金相对公募受到欢迎是因为2023年A股市场以结构性机会为主，擅长绝对收益的私募基金市场关注度提升，另外，在指数表现一般，风格轮换较快的背景下，量化私募获得超额收益明显，投资者配置私募的意愿增强。不过，随着监管层加强对程序化交易的监管，量化投资有望从快速发展的时代进入规范化发展时代。2023年持续下行的市场环境中，证券类私募基金整体规模变化不大。进入2024年，1月5日至2月8日微盘股大跌下跌，部分私募量化基金受伤严重，4月15日以及16日，微盘股曾两日大跌近20%，当时市场预估多年不分红或分红比例偏低的公司或将会被纳入ST，微盘股首当其冲，这导致对小市值股票的未来预期出现改变，资金避险离场。而如果说此前的下挫是预期的改变，那么2024年6月3日至6月6日的下跌则是预期逐步的在实现。这些下跌都让投资者损失惨重，当然也包括私募基金。根据wind资讯数据看，2024年1月、4月及7月私募证券投资基金规模单月出现大幅缩水，分别环比减少2013亿元、3107亿元、1654亿元。随着2024年9月末大涨，10月私募证券投资基金规模也出现大幅回暖，比9月增加2393亿元。之后波动不大，整体上，2024年12月底私募证券投资基金规模5.21万亿，较2023年末下降5087亿元。2024年其规模受市场行情及监管政策影响有所下降。2025年，一季度私募证券投资基金规模净值小幅增加，4月出现大幅增加，7月A股市场大涨，7月、10月私募证券投资基金规模净值大幅增加，11月、12月继续小幅增加，截止2025年12月31日，私募证券投资基金规模7.08万亿（2024年末是5.21万亿）。今年1月私募证券投资基金规模再度大幅增加，截止2026年2月28日，私募证券投资基金规模7.35万亿。2025年5月16日，中国证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管

理办法》(证监会令第230号),并自公布之日起施行。此次修订旨在深化并购重组市场化改革,提高资本市场服务实体经济的能力。以下是主要内容:建立重组股份对价分期支付机制。提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度,新设重组简易审核程序,无需证券交易所并购重组委审议,中国证监会在5个工作日内作出决定明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。2025年6月18日,管理层在某重要论坛中表示,聚焦私募基金“募投管退”各环节卡点堵点,精准发力、畅通循环。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资,拓宽资金来源。推动基金份额转让业务试点转常规,优化实物分配股票试点和“反向挂钩”等机制,畅通多元化退出渠道。上述措施有利于吸引私募基金入市。2025年,在“扶优限劣”政策导向持续深化与市场信心修复的双重驱动下,我国私募基金行业迎来质与量的协同跃升。展望2026年二季度,大盘指数大概率是震荡上行的格局,结构性机会丰富,有利于发挥私募基金的专业性优势,私募证券投资基金规模有望延续回升趋势,不过,力度可能放缓。尽管预期乐观,二季度私募证券基金规模增长仍面临以下变量:头部量化机构规模扩张较快,若监管政策收紧,可能影响部分量化私募的规模增速。部分热门赛道估值已处于高位,若二季度市场出现较大幅度调整,可能抑制新发基金热情,甚至引发赎回压力。(数据来源:wind)

(3) 长期资金

未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模,长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性。目前监管层鼓励长期资金进入股市。2022年7月28日,《保险资产管理公司管理规定》引导保险资管公司坚守保险资金、企业年金等长期资金核心管理人定位,鼓励保险资管公司巩固和发挥长期投资优势,更好发挥机构投资者作用,为资本市场长期健康稳定发展提供稳定的长期资金支持。2022年11月4日,证监会公布了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》自公布之日起施行,个人养老金投资公募细则落地。2023年10月份,财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资、调整国有商业保险公司绩效评价相关指标的通知》,明确将国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标“净资产收益率”由当年度考核调整为“3年周期+当年度”相结合的考核方式。有利于降低短期考核对保险资金投资行为的影响,提升保险资金权益投资的积极性和稳定性,优化市场结构,降低市场波动,促进资本市场平稳健康发展。2024年4月12日,新“国九条”表示,要大力推动中长期资金入市,大力发展权益类公募基金,优化保险资金权益投资政策环境,完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策,鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。2024年9月26日,证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》,总体是着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”的目标,进一步促进中长期资金入市。指导意见重点提出了三方面举措:一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。重点是提

高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。同时，引导多层次、多支柱养老保障体系与资本市场良性互动，完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度，鼓励企业年金基金根据持有人不同年龄和风险偏好探索开展不同类型的差异化投资。2025年5月，监管部门印发《推动公募基金高质量发展行动方案》。2025年12月，监管部门下发《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》。内容有：全面实施三年以上长周期考核，提升投资稳定性。通过降费、强化业绩基准、薪酬递延等组合拳，引导基金公司转向追求投资者长期实际回报。2026年政府工作报告明确“持续深化资本市场投融资综合改革，进一步健全中长期资金入市机制”，这为后续的政策出台指明了方向，核心思路是推动资本市场从侧重“融资”向“投融资并重”转型。上交所已启动“吸引中长期资金”系列国际路演，面向欧美、中东等地的外资机构，讲好中国资本市场故事，提升中国资产的全球配置价值。很多投资者把中长期资金的进出作为衡量股市未来走向的“风向标”，未来，保险资金、养老金、社保基金、企业年金、职业年金有望成为资本市场中长期增量资金的重要来源，也是股市长期牛市的重要动力。目前，我国的基金及保险等机构力量在权益市场仍有较大的发展空间，我们预计2026年二季度，政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金将进一步加大权益市场配置力度，成为维护市场平稳健康运行的“稳定器”。

① 保险资金。从2018年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。2020年7月17日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（下称《通知》），险企权益投资配置松绑，鼓励更多中长期资金入市。根据银保监会披露数据，2020年12月，保险总资产232984亿元，保险资金运用余额216801亿元，其中股票和证券投资基金29822亿元，占比提升至13.75%。2021年12月，保险总资产248874亿元，保险资金运用余额232280亿元，其中股票和证券投资基金29505亿元，占比12.7%。2022年险资投资于股票和证券投资基金占保险资金运用余额的比例是12.7%，2023年险资投资于股票和证券投资基金占保险资金运用余额的比例占比12.02%。2024年略有回升，截止2024年12月，保险总资产359058亿元，保险资金运用余额332580亿元，其中股票和证券投资基金41067亿元，占比12.35%。2024年度，险资配置股票和证券投资基金增加7793亿元。从数据上看，无论是绝对数量，还是相对占比，2024年险资配置股票和证券投资基金都在增加。保险资金作为长期资金之一，在对股票的投资过程中非常注重权益市场估值的高低。当市场估值高时，险资倾向于减仓，而当估值低时，则倾向于加仓。2024年险资配置股票和证券投资基金增加7793亿元。2025年年末，保险资金运用余额超过38万亿，其中股票和证券投资基金约5.7万亿元，占比约14.82%。2025年险资配置的股票和证券投资基金规模较2024年末增加约1.6万亿元。2026年一季度市场虽有震荡，但中枢上行，预计险资配置股票和证券投资基金规模增幅将会继续增加。展望2026年二季度，如果市场出现波动，险资等中长期资金或将抄底权益类资产，成为增量资金的重要来源之一。（数据来源：银保监会官网）

②**社会保障基金**。全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的国家社会保障储备基金，是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的社会保险基金是不同的基金，资金来源和运营管理不同，用途也存在区别。根据全国社会保障基金理事会官网数据，2022年末，社保基金资产总额28835.21亿元。如果按照40%投资于A股，理论上有11534亿元规模，但实际上没那么多，根据wind资讯数据统计，2020年社保基金持股市值约为3700亿元，持股市值占比12.65%左右，2021年末，社保基金资产总额30198.10亿元，2021年社保基金持股市值约为3684亿元，持股市值占比12.20%左右，2022年社保基金持股市值约为3802亿元（社保基金资产总额28835.21亿元），持股市值占比13.18%左右。2023年社保基金持股市值约为4079亿元（社保基金资产总额30145.61亿元），持股市值占比13.53%左右。2024年社保基金持股市值约为4862亿元。2025年上半年社保基金持股市值约为5108亿元，2025年前三季度社保基金持股市值约为5906亿元。2023年12月6日，财政部联合人力资源和社会保障部对《全国社会保障基金投资管理暂行办法》进行了修订，起草了《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）。在投资监管比例方面，《管理办法》根据基金投资和监管实践，综合考虑风险收益特征，将全国社保基金投资品种按照存款和利率类、信用固收类、股票类、股权类进行划分，并将境内和境外投资全口径纳入监管比例。目前，股票类、股权类资产最大投资比例分别可达40%和30%，进一步提高了全国社保基金投资灵活性，有利于持续支持资本市场发展。2025年1月，中央金融办、中国证监会等部门联合发布的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确提出，要“稳步提升全国社保基金股票类资产投资比例”，意在引导社保基金发挥长期资金“压舱石”作用，进一步加大对资本市场的支持力度。2025年12月15日，社保基金会表示充分发挥长期资金、耐心资本作用，在守住安全底线的基础上，积极服务国家发展需要，更好支持科技创新和产业创新深度融合。要着眼长远谋划推动基金事业发展。2026年3月19日，吴清与全国社保基金、保险资管等机构代表座谈，会议肯定了近年来在稳市机制建设和推动中长期资金入市方面取得的突破，并就深化投资端改革、增强市场内在稳定性等进行了交流。这一系列座谈会释放出明确信号，即资本市场的改革正在从“融资端”向“投资端”纵深推进，未来将进一步提高制度的包容性和适应性，为“长钱长投”创造更好的生态。展望2026年二季度，预计未来社保基金会加大入市的力度，为A股市场带来增量资金。（数据来源：全国社会保障基金理事会官网，wind）

③**社会保险基金（主要是养老金）**。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费，这是中国养老保险体系中的第一支柱。人社部的统计数据显示，2024年基本养老保险基金累计结余87226亿元，其中基金投资运营规模 2.34

万亿元。预估2025年基本养老保险基金累计结余97195亿元，虽然现有养老保险基金积累有九万多亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的只是其中一部分。2024年，其中基金投资运营规模2.34万亿元，约占基本养老保险基金累计结余的比例为26.83%。主要投向低风险、稳健收益资产，如国债、优质企业债、股票等。中国基本养老保险基金投资于权益类资产的上限为30%，则入市资金的理论上限可以达到29000多亿元，养老金风险偏好较低，一般情况下无法达到上限，我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算，预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为12.0%，据此估算未来中国基本养老保险基金进入股市的规模约为1万亿元，该部分资金对波动的容忍度相对较小，实际进入股市的规模比预计的规模还要低的多，目前才处于刚刚起步阶段，并未大规模运作。2021年6月29日，人社部印发的《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》提出，继续扩大基本养老保险基金投资规模，每年城乡居民基本养老保险基金新增结余80%以上用于委托投资，如果权益类投资按12%比例推算，2025年当年的基本养老保险基金结存约9970亿元，估计约80%可用于投资，其中权益类投资按12%比例推算，2025年新增到账的部分理论上带来增量资金约900多亿元。中长期来看，在政策鼓励长线资金入市的背景下，养老金入市规模有望持续提升。未来几年养老金的入市的理论增量资金空间非常大，不过，该部分资金对风险的容忍度很小，会制约实际上的入市资金量。（数据来源：人社部官网）

④ 企业年金。《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》中规定，企业年金、职业年金个人所得税实施递延纳税优惠政策。该模式与美国401k运作原理相同，被业内称为中国版401k。据人社部披露数据显示，截止到2025年底，全国有177854户企业建立了企业年金（2024年159287户），比2024年末增长11.66%，企业年金基金累计结存42050亿元（2024年36422亿元），比2024年年末增长15.45%。按照现行规定的40%投资上限（2020年12月30日，人社部发布《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》，从2021年1月1日起实施。同时，配套出台《人力资源社会保障部办公厅关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》，将年金基金投资权益类资产比例的政策上限提高10个百分点，即40%），2025年末企业年金可供投资权益类资产的比例理论上限提高至16820亿元。事实上企业年金也并不是所有的结存都能够用来投资，用来投资的资金也是有限的，2025年底，用于投资的资产合计24310亿元，其中权益类资产为2339亿元。2024年底资产合计24343亿元，其中权益类资产为1388亿元。2023年末资产合计22884亿元，其中权益类资产为1266亿元。2022年末资产合计21739亿元，其中权益类资产为1353亿元。2021年末资产合计19276亿元，其中权益类资产的为1611亿元。2020年末资产合计15148（2019年末9054）亿左右，其中权益类资产的为1232（2019年末597）亿元，比2019年末增加635亿元，同比增加106%，2021年比2020年增加379亿元，同比增加31%。2020年是机构投资者的大年，随着2021年股市涨幅收窄，企业年金流入权益类资产的幅度也同步收窄，2022年A股市场波动较大，企业年金流入下降。2024年9月开始，市场出现大涨，2024年全年企业年金中用于投资的权益类增加122亿元。2025年市场上行，2025年企业年金中用于投资的权益类增加951



亿元。展望2026年二季度，A股大概率是震荡上行的行情，企业年金有望出现逢低布局。综上所述，社保、养老、企业年金入市规模有望扩大。目前社保、养老基金、企业年金距离投资比例上限均还有很大空间。（数据来源：人社部官网）

⑤ 职业年金。职业年金和企业年金共同构成中国养老保险体系中的第二支柱。职业年金指的是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。据人社部数据，截至2024年年底，全国31个省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模3.11万亿元。自2019年2月启动市场化投资运营以来，全国职业年金年均投资收益率4.42%。根据2015年3月发布的《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》规定，职业年金由单位和职工共同承担，其中单位缴纳比例为工资总额的8%，个人缴纳比例为工资的4%，从2014年10月1日开始实施。职业年金基金的管理中，个人缴费实行实账积累；单位缴费中，财政全额供款的单位采取记账方式，非财政全额供款单位实行实账积累，这里所讨论的进行市场化投资运营的职业年金只包括实账积累形成的职业年金基金。公开资料显示，我国事业单位在职人员大约4000万人（实账），政府机关覆盖员工大约1000万人（记账）。如果按照每人月均3000元的工资计算，未来每年的新增规模约1800亿元（数据来源：英大证券研究所整理）。因为机关事业单位有政府预算做保障，缴费能力比较强，职业年金基金的积累会稳步增长，其对市场的影响或远大于企业年金。根据人力资源和社会保障部、财政部印发的《关于调整年金基金投资范围的通知》，职业年金投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品（含股票专项型养老金产品）等权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%。按此比例理论上推测职业年金能够权益类资产大概是1.24万亿，考虑到职业年金的风险偏好，预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为10%，则目前的存量规模理论上给A股带来增量资金约3000多亿元，目前职业年金入市才刚刚开始，规模非常小，具体入市规模目前我们还没法获得详细数据，未来有望每年带来增量资金约180亿元。（数据来源：人社部官网，英大证券研究所整理）

⑥ 个人养老金。个人养老金作为中国养老保险体系中的第三支柱。2022年11月，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合印发《个人养老金实施办法》（简称《实施办法》），财政部、税务总局联合发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，证监会重磅发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（简称《暂行规定》），养老金第三支柱建设再进一步。未来我国个人养老金部分将进一步扩充养老金储备，个人养老金将成为A股的重要增量资金来源。2024年12月12日，人社部等五部门发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，自2024年12月15日起，在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，均可以参加个人养老金制度。税收优惠政策的实施范围从36个先行城市（地区）同步扩大到全国。《通知》规定，在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金产

品基础上，将国债、特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品范围。指数基金投资风格清晰、费率水平较低，纳入相关产品有利于丰富投资者选择。伴随着个人养老金市场的发展及投资产品丰富，中长期有望成为增量资金的重要来源之一，预计未来十年至少将为资本市场带来数万亿元的增量资金。国家社会保险公共服务平台的数据显示，截止至2026年3月31日，个人养老金产品合计超1100只。（数据来源：人社部官网，国家社会保险公共服务平台）

（4）理财资金

银行理财产品投资限制的放开将为A股带来增量资金。2018年9月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定，在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，公募理财产品可以通过投资各类公募基金间接进入股市。且银行通过子公司开展理财业务后，子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票。2019年12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行修订。在修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户，这为银行理财子公司海量资金入市铺平道路。2020年12月25日，银保监会公布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，作为资管新规的配套细则，进一步补齐了制度短板，现行理财监管规则对理财资金进入资本市场已没有制度障碍。2021年5月27日，银保监会制定《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，自2021年6月27日起施行。《办法》主要包括明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任等。《办法》明确，禁止单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准，防止变相宣传预期收益率。截至2025年12月31日，已设立的理财公司共32家。（数据来源：wind）

根据中国理财网数据，2019年下半年以后，银行理财规模在经过前期的规模缩水后开始回升，2020年底，理财产品存续余额为25.86万亿元，相比2019年末（23.40万亿）增长10.51%。不过，自2020年至2021年上半年，有点踌躇不前，银行理财余额基本开始围绕25万亿元上下波动，之后再度起飞，2021年下半年又大幅增加，2021年底理财产品存续余额为29.0万亿元，较2020年初增加12.14%（2020年初25.86万亿）。2022年6月，理财产品存续余额为29.15万亿元，2022年底理财产品存续余额为27.65万亿元，较年初下降4.66%。根据2021年银行理财报告，固定收益类理财产品存续规模及占比呈上升趋势，截至2021年底，固定收益类理财产品存续余额为26.78万亿元，同比增长22.80%，占全部理财产品存续余额的92.34%；权益类略有下降，权益类理财产品存续余额为809亿元（2021年上半年是843亿元），同比增长1.09%，占全部理财产品存续余额的0.28%。2022年上半年延续了这种趋势，2022年上半年权益类理财产品存续余额795亿元，同比下降5.69%，占全部理财产品存续余额的0.27%。2022年下半年权益类略有上升，2022年底，固定收益类产品存续规模为26.13万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达94.50%，较2021年同期增加2.16个百分点；权益类产品类产品的存续规模相对较小，为0.09万亿元，占全部理财产品存续余额的



0.33%。2023年年底，银行理财市场存续规模26.8万亿元，固定收益类产品存续规模为25.82万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.34%，较年初增加1.84个百分点；权益类产品产品的存续规模相对较小，为0.08万亿元，占全部理财产品存续余额的0.30%。2023年固定收益类理财产品存续规模下降但占比呈上升趋势，权益类规模及占比均略有下降。截至2024年6月末，银行理财市场存续规模28.52万亿元，固定收益类产品存续规模为27.63万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.88%，较2024年初增加0.54个百分点，较2023年同期增加1.73个百分点；混合类产品存续规模为0.78万亿元，占比为2.73%，较2024年初减少0.48个百分点，较2023年同期减少1.65个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.07万亿元和0.04万亿元，占比分别为0.25%和0.14%。根据中国理财网数据，截至2024年末，银行理财市场存续规模 29.95 万亿元，较2023年初增长11.75%，截至2024年末，固定收益类产品存续规模为 29.15 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.33%，较2023年初增加0.99个百分点；混合类产品存续规模为0.73万亿元，占比为2.44%，较年初减少0.77个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.06万亿元和0.01万亿元，占比分别为0.2%和0.03%。从上面数据可以看出，2024年固定收益类理财产品存续规模及占比均呈上升趋势，权益类规模及占比均略有下降。2024年的债牛为稳健型银行理财产品和债基的规模飙升再次添了把火。在2024年上半年股票市场趋势不清晰，虽然9月末市场大涨，2024年沪深三大指数均上涨，但个股涨少跌多，多数股民的收益率及体验感没那么好，以及存款利率不断下滑的背景下，居民财富逐渐向收益相对稳定的债基和固收类、现金类银行理财集中。不过，2025年1月的年度策略报告中提醒，无论是理财产品的收益表现，还是居民对市场的认知和投资行为一般会滞后于股市、债市的变化，据此来进行对未来的投资决策或许会错失潜在的投资机遇。未来债牛行情能否持续面临不确定性，股市大概率是慢牛行情，建议投资者可适度增加权益类产品布局。2025年一季度市场走势如我们预期，截至2025年一季度，银行理财市场存续规模29.14万亿元，较2024年末的29.95万亿元减少约8100亿元，固定收益类产品存续规模为28.33万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.22%；混合类产品存续规模为0.72万亿元，占比为2.47%；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.08万亿元和0.01万亿元，占比分别为0.27%和0.03%。从2025年一季度数据看，一季度债券市场出现阶段性调整，固收类理财产品收益率下降。2025年一季度固定收益类产品存续规模为28.33万亿元较2024年底的29.15减少8000多亿元，不过，权益类产品0.08万亿，比2024年底的0.06万亿元，增加200亿元。截至2025年6月末，银行理财市场存续规模30.67万亿元，较年初增加2.38%，同比增加7.53%。固定收益类产品存续规模为 29.81万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.20%，较年初减少0.13个百分点，较2024年同期增加0.32个百分点；混合类产品存续规模为0.77万亿元，占比为2.51%，较年初增加0.07个百分点，较2024年同期减少0.22个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.07万亿元和0.02万亿元，占比分别为0.22%和0.07%。二季度，固定收益类

产品存续规模增加约1.48万亿元，但权益类产品存续规模减少100亿元。2025年三季度末，银行理财市场存续规模32.13万亿元，同比增加9.42%。固定收益类产品存续规模为31.21万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.14%，较2024年同期增加0.05个百分点；混合类产品存续规模为0.83万亿元，占比为2.58%，较2024年同期增加0.03个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.07万亿元和0.02万亿元。截至2025年末，银行理财市场存续规模33.29万亿元，较年初增加11.15%。固定收益类产品存续规模为32.32万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.09%，较年初减少0.24个百分点；混合类产品存续规模为0.87万亿元，占比为2.61%，较年初增加0.17个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.08万亿元和0.02万亿元，占比分别为0.24%和0.06%。展望2026年二季度，未来债市大概率是震荡行情，股市中枢仍有望上移。当前，理财公司通过ETF积极参与权益市场，推动“固收+”产品线建设。在低利率环境下，此举既能增厚理财产品收益，又符合政策鼓励理财等中长期资金入市的导向。预计2026年二季度以“固收+权益”为代表的含权类理财产品也将受到关注，相关产品的研发与供给力度或有所加大。（数据来源：中国理财网）

（5）境外资金

在人民币国际化战略的大背景下，入篮SDR、“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“沪伦通”，纳入MSCI指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数，QFII/RQFII投资额度限制取消，放宽外资从事证券投资的准入限制、放开外资私募证券投资基金管理参与沪港通、深港通的限制，ETF纳入互联互通获原则同意、债市统一开放制度正式落地、支持境外机构设立基金管理公司……A股市场对外开放一直在加速推进，未来中国资本市场对外开放举措还将继续扩大。境外配置型资金在过去几年持续流入，不过2022年后，外资持有股票市值呈现震荡回落的趋势，2024年1月份外资持有股票市值一度下探到2.46万亿元，2、3、4月份略有回升，受A股大涨的影响，9月份外资持有股票市值大幅增加至3.13万亿元，之后几个月稍有回落，2024年底外资持有股票市值是2.91万亿元。2025年，市场行情回暖，外资持股市值增加，2025年9月末外资持有股票市值是3.54万亿元。目前外资已经成为国内市场难以被忽视的一股力量。（数据来源：wind）

回顾过往：2020年，境外资金流动波动加大，3月在疫情影响、油价大跌、全球股市大幅下挫引发流动性紧张的情况下，北上资金大幅流出，后随着美联储推出无限量QE政策，北上资金在4月转为净流入，9月随着A股出现调整，再现净流出，10-12月再度回归净流入，2020年北上资金流入约2089亿，小于2019年的3517亿，这是有陆股通以来，第一次流入速度变慢。2021年以来，中国经济稳定向好，人民币资产成为国际投资者眼中的“香饽饽”，良好发展前景和扩大开放举措将助力我国持续吸引外资流入，2021年12个月都是净流入，外资通过陆股通持续流入A股金额约4322亿元。2022年1-2月净流入减弱，2月末爆发的俄乌

冲突不仅加重避险情绪，也推升通胀、美元货币政策收紧预期，导致3月上旬北向大幅净流出451亿元，之后，随着一揽子稳增长政策的落地，经济景气度有望改善，且相比高估值且受到紧缩前景影响的美国 and 海外股市，A股估值较低有吸引力，5-6月A股明显回暖，同步6月开始国际资金也出现明显回流。不过，成长股连续上行后估值偏高，资金对后市产生分歧，7-10月A股出现了一定程度的回调，北向资金出现再度净流出。不过，随着内外部环境在边际改善，国内防疫政策大幅优化及房地产利好政策不断出台，外部美联储加息放缓预期，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关，11、12月北向资金再现大幅净流入，**2022年全年仅净流入900亿元，是2017年以来净流入最低的一年。**2023年，随着一季度A股行情转暖，北向资金一月大幅净流入之后（1413亿元），二月整体放缓（93亿元），三月在犹豫中继续流入（354亿元）。不过，4-5月沪深三大指数调整，北向资金小幅流出（-167亿元），6-7月再现净流入600多亿元，8-10月大幅流出1719亿，主要是因美联储持续紧缩、人民币汇率持续贬值、中美利差“倒挂”严峻，国内经济修复预期较弱，是北向资金持续流出的重要原因。北向资金2023年11月总体以抛售为主，但力度和前几个月相比明显减弱，2023年12月北向资金继续净流出129亿元。**2023年全年净流入437亿元，再创新低。**2024年1月，A股市场大幅调整，北向资金净流出145亿元，春节后，随着行情的回暖，2、3月北向资金大幅净流入800多亿元，4、5月流入趋缓，北向资金6、7、8月份大幅流出A股，加大了A股的调整。2022年3月美联储开启多轮加息后，美国联邦基金利率累计一度提高了525个基点，当时美国国债收益率升高。与之相反，中国央行采取了相对宽松的货币政策。中美政策的差异使得美元相对强势，北向资金净流入受影响，外资进入我国受阻。另外，**沪深交易所于2024年8月19日起调整沪、深港通交易信息披露机制，北向资金将不再按日公布数据，改为按季公布。**在过去几年，市场缺乏增量资金的环境下，北向资金可以说掌握了一定的资产定价权。北向资金的去留对市场涨跌影响较大。此外，北向资金多次精准逃顶和抄底，也被市场视为“聪明的资金”。因此，市场中多数投资者、包括分析师每天都在关注北向资金的进出情况，并以此作为投资参考。如今，取消了北向资金的实时交易数据，大家无法看到，这对短期依赖北向资金进出进行投资及策略交易的投资者确实产生了较大影响。不过，交易所调整信息披露机制的主要目的或许还在于有效降低市场异常波动，减少市场“跟风”炒作行为，确保各类投资者信息披露的公平性。展望2026年二季度，今年3月以来美伊冲突升级，在地缘冲突动荡的背景下，国内货币及财政政策发力，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。预计北上资金流入回流将会增加，对于A股市场走势形成利好。（数据来源：

wind）

图 20：陆股通资金（亿元）



图 21：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.3.31

（6）回购资金

股票回购可以释放积极信号，如果上市公司大规模回购，意味着大量回购资金将流入，这就有助于改善市场资金面。2019年1月11日晚间，沪深证券交易所分别发布了上市公司回购股份实施细则，是我国资本市场基础性制度改革的重要成果。为上市公司更为灵活、便捷实施股份回购“铺路搭桥”，大大助力上市公司回购。新规明确回购数量或资金总额的上下限，且上限不得超出下限的1倍。在各类政策的催化作用下，2018年年底开始，很多上市公司纷纷抛出了回购方案，为A股提供更多的增量资金。根据万得资讯统计数据显示，2019年延续了2018年回购潮，2019年全年已回购金额约1298亿元，2020年全年已回购金额约1038亿元。2021年A股上市公司已回购金额约1569亿元，再创历史新高，回购作为市值管理、股东权益维护的最佳方法之一，被越来越多的优质上市公司采用。2022年10月14日，证监会发布《上市公司股份回购规则（征求意见稿）》，进一步放宽了对上市公司股份回购的限制条件，沪深交易所也相应修订了相关规则，这是2018年《公司法》及其配套法规规则大修回购制度以来的第三次规则变动。**2022年A股上市公司已回购金额约1850亿元**。2023年8月18日，证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问表示，修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。之后，上市公司密集发布回购公告，一波新的“回购潮”形成。继8月回购规模创2023年内新高后，A股上市公司9月再度掀起回购热潮，而10月回购力度进一步加大。2023年12月15日，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，通过将回购触发门槛由“连续20个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到30%”降低至20%、增设“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格50%”、取消禁止回购窗口期等方式提高回购便利度，全方位支持加大回购力度；同时强调严防“忽悠式回购”，鼓励回购注销。**2023年A股上市公司已回购金额约1530亿元**。2024年以来，监管层接连出台多项政策措施，积极引导上市公司进行回购并注销。2024年2月5日，证监会上市司召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会。提出依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具。2024年4月出台的新“国九条”更是直接提出，推动上市公司提升投资价值。引导上市公司回购股份后依法注销。2024年9月份中国证监会发布的《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》中明确，鼓励上市公司将回购股份依法注销。2024年9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，

会上表示，创设新的货币政策工具，支持股票市场发展，创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。2024年12月初，相关部门对股票回购增持贷款相关规则进行调整优化，本次调整最核心的内容包括两点，一是股票回购增持贷款期限从1年延长至3年，二是最高融资比例从70%上调至90%。2024年已回购金额约2781亿元，创下历史新高。2025年已回购金额约2389亿元。截止2026年3月31日，今年以来已回购金额约511亿元。目前处于回购实施中、股东大会通过及董事会预案进程的回购预案较多，预计2026年二季度这一趋势仍将持续。对于股票市场而言，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源。股份回购多在上市公司认为企业价值被市场低估的情况下推出，而股份回购方案推出的全流程对股价有明显的提振作用，也为上市公司后续估值的进一步重塑和修复提供了支撑。随着越来越多上市公司更加重视投资者回报，践行“提质增效重回报”，一大批公司的股价或将进入修复通道。对于有回购概念的股票，特别是高管回购的股票，大家可以多加关注。展望2026年二季度，若后续A股市场出现波动，预计上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。（数据来源：wind）

（7）平准基金

从海外和历史的经验看，平准基金对于提升市场流动性、提振股市信心效果显著。国内平准基金也可能推出，成为极端情况下权益市场的重要支撑。前期汇金公司已经出手购买ETF，若市场情绪仍持续低迷，不排除我国也会推出平准基金，为市场增加流动性。若未来我国将推出平准基金，可能会来源于财政拨款、股票交易印花税、券商和机构投资者上缴的保证金或国有股转让的部分溢价等。2024年9月24日举行的国务院新闻办公室举行新闻发布会上，针对平准基金，中国人民银行行长潘功胜表示，正在研究。2024年12月9日中央政治局会议强调实施更加积极有为的宏观政策稳住楼市股市，在此背景下平准基金作为逆周期调节重要工具引人关注。2025年4月7日，A股大跌，4月7日下午，中央汇金公司发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，并表示已再次增持ETF，未来将继续增持。央行称“必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持”。中央汇金公司首提“类平准基金”定位，标志着中国资本市场初步构建起以中央汇金公司为核心、央行流动性支持为后盾的类“平准基金”机制。2025年5月7日，央行行长、国家金融监督管理总局局长、证监会主席做客国新办新闻发布会。央行行长表态将坚定支持汇金公司在必要时增持股票市场指数基金，并提供充足再贷款支持。证监会主席表示全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，强调中央汇金公司在前操作，中国人民银行作为后盾，是有力有效的模式，还提及要配合央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制。2026年3月6日，十四届全国人大四次会议举行经济主题记者会。央行行长介绍，在维护金融市场平

稳运行方面，央行将会同证监会实施好支持资本市场的结构性货币政策工具，支持中央汇金公司发挥“类平准基金”的作用，增强资本市场的内在稳定性。总体而言，中国已构建起以中央汇金为核心、央行流动性支持为后盾的“平准基金”机制。这一机制的建立，是我国结构性货币政策工具体系的一次系统性扩容，有助于稳定市场预期，增强资本市场抗风险能力。一般情况下，在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，难以持续推动指数上行。展望2026年二季度，若后续市场出现波动，类“平准基金”大概率会出手维稳。

（8）结构性货币政策工具

2024年9月24日，举行的国务院新闻办公室举行新闻发布会上，相关领导表示，**人民银行第一次创设结构性货币政策工具支持资本市场**。其中一项是证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成分股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，这项政策将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持。证券基金保险公司互换便利首期规模5000亿，后期还可能增加规模。获取的资金只能用于投资股市。创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，**支持回购和增持股票**。随后政策进入落实阶段，2024年10月10日，中国人民银行发布公告，决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（简称SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。再贷款首期额度3000亿元，年利率1.75%。股票回购增持再贷款政策适用于不同所有制上市公司。国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行等21家全国性金融机构按政策规定，发放贷款支持上市公司股票回购和增持。2024年10月21日，中国人民银行发布公告，为更好发挥证券基金机构稳市作用，人民银行开展了证券、基金、保险公司互换便利首次操作。本次操作金额500亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标。2024年12月31日，央行公告，第二次互换便利操作，互换期限1年，可视情展期，面向符合条件的证券、基金、保险公司开展操作，本次操作金额为550亿元，互换费率由参与机构招投标确定，2024年12月31日起接受机构申报。同日，中国证监会表示，第二次互换便利操作已于当日开启，并且进一步扩大互换便利参与机构范围。2025年9月，央行会议指出，要落实落细适度宽松的货币政策，引导金融机构加大货币信贷投放力度，用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款。另外，IFIND数据显示，截至2026年3月31日，已有852家上市公司发布申请回购增持贷款用于股票回购的公告，以贷款金额上限计算，贷款总额达2062亿元。目前，上市公司

申请回购增持专项贷款的金额虽然离央行设立的首期总额度3000亿元尚有距离，不过，作为支持维护资本市场稳定运行的重要举措，股票回购增持再贷款这一工具自2024年10月创设以来，其稳定资本市场的功能正在显现。从长期发展来看，股票回购增持再贷款不但能为市场提供长期资金，也能促进上市公司改善经营、增强股东回报意识。展望2026年二季度，我们认为，若后续市场出现波动，机构将积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。（数据来源：IFIND）

2、股票市场供给的主要决定因素

股票市场供给方面的主体是上市公司，上市公司的数量和质量构成了股票市场的供给方。股票市场供给量多少主要由IPO、再融资（增发、配股等）、限售股解禁及退市等决定。

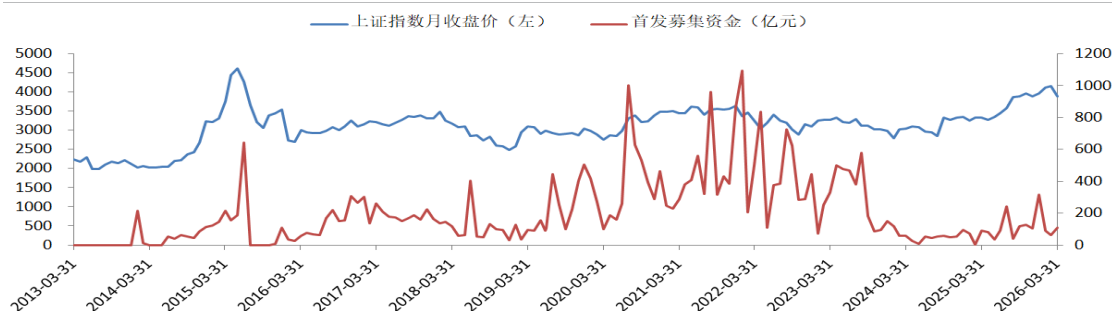
（1）IPO

2017年IPO首发438家，总计筹资2301亿，之后，2018年沪深三大股指大跌。2018年IPO首发105家，比2017年家数同比减少76%，总计筹资1378亿元左右，比2017年减少40%，之后，2019年沪深三大股指普涨。2019年IPO首发203家，总计筹资2532亿元左右。2020年IPO首发396家，总计筹资4700亿，与2019年比较，无论是首发家数还是筹资额都接近翻倍。2021年，速度更快了，2021年IPO首发524家，融资金额5426亿元（2021年IPO数量和募集资金规模都创历史新高）。2022年IPO首发428家，融资金额5869亿元（2022年IPO融资规模再创新高），注册制下科创板、创业板及北证A股IPO企业合计357家，合计首发募资4482亿元。2022年股市大跌，估计监管层考虑到了市场的承受力，2023年以来，新股数量和募集资金同比下滑，2023年IPO首发313家（2022年同期428家），融资金额3565亿元（2022年同期5869亿元）。2024年初，A股市场大跌，虽然之后指数出现反弹，但多数个股表现不佳，新股数量和募集资金同比下滑明显，2024年IPO首发100家，融资金额673亿元。2025年IPO首发116家，融资金额1318亿元。截止2026年3月31日，今年以来，IPO首发30家，融资金额259亿元。（数据来源：wind）

我们认为，IPO抽血导致供需失衡是2022年、2023年A股调整的内在原因之一，2023年新股数量和募集资金同比下滑，2024年IPO节奏明显放缓，市场也出现回暖。2025年IPO首发家数及融资规模较2024年增加了一点。自2024年2月7日吴清履新证监会主席以来，证监会维护市场稳定的政策举措频频出现。证监会发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动的监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任。另外，从近期监管部门的表态来看，“从严审核拟上市企业”“持续加强全链条把关”督促拟上市企业树立正确“上市观”的严监管态度一以贯之，IPO全流程严格监管的政策风向更加清晰。2024年4月，资本市场新“国九条”出台，明确严把发行上市准入关。

展望2026年二季度，目前IPO排队的储备项目较去年底略有减少，根据IFIND数据，截止2026年3月31日，进入注册制发行上市系统排队的项目（包括已受理、已问询、已反馈、提交注册、中止及预先披露更新等）共345个，其中，沪市主板及科创板74个、深市主板及创业板83个、北交所188个。从排队数据上看，2026年二季度融资压力略有减轻。以下数据来源于wind资讯，2018年、2019年IPO融资金额是一直稳步上升，2021年IPO数量和募集资金规模创历史新高，2022年融资金额5870亿元，在创新高。2022年A股大跌，2023年IPO速度略有放缓，特别是从2023年9月份开始，无论是首发家数，还是首发募资金额都在大幅降低。2023年8月27日，证监会提出“阶段性收紧IPO节奏”，之后，IPO首发家数明显降低，特别是2024年2月以来，数量再度下降，有助于改善市场资金供需情况，当然，收紧不是“关闸”。2026年3月13日，证监会召开党委扩大会议，传达学习全国两会精神并部署贯彻落实举措。会议强调，推动科创板“1+6”改革、“并购六条”等政策落地，同时发布深化创业板改革方案、优化再融资机制，并拓宽私募股权与创投基金退出渠道。我们认为，未来将有更多高新技术领域的未盈利企业获得上市机会，有望吸引更多创新型企业入驻科创板。目前股权融资总体规模仍维持在较低水平。此外，在政策的不断支持下，后续市场“科技”含量有望持续提升。考虑到地缘局势，预计2026年二季度IPO的规模会维持平稳，仍处于相对低位，如果股市上涨，后续发行节奏可能会略有加快也是情理之中。（数据来源：wind，IFIND）

图 22：IPO 募资规模和上证综指走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期 2026.3.31

（2）再融资（增发、可转债）

再融资是指上市公司通过增发、配股和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。2013年以后A股市场再融资规模大幅增长，随着A股再融资市场演绎成过度繁荣后，一些上市公司逐步脱离了主业，而将精力放在了“并购重组，炒概念”等，部分上市公司大股东高位大幅减持套现，损害了中小投资者利益，由此再融资监管政策于2017年开始逐步收紧，证监会在2017年2月发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象。后续二级市场股票质押爆雷频频出现，部分上市公司出现资金链紧张等问题，由此，2018年11月资本市场改革推进加速，再融资间隔由18个月缩短至6个月，2019年10月18日，重大资产管理办法再次修



订，重启配套融资，2019年11月8日再融资新规征求意见稿出台。2020年2月14日晚间，证监会正式发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（简称《再融资规则》），并自发布之日起施行。本次再融资政策的松绑，有助于引导投资者积极参与上市公司再融资，大幅改善上市公司的融资环境。回顾过往，从WIND的数据统计来看，配股、优先股的金额较少，增发占据了近几年股票发行的主要规模，而其中绝大部分都是定向增发，2017年，增发募集资金共12705.31亿元，占一级市场融资规模比重为73.7%，2018年增发规模下降为7523亿元，2019年增发规模较2018年继续放缓，募资6887亿。在增发持续放缓的情况下，很多上市公司转而通过可转债进行再融资，2019年可转债发行规模合计为2477亿元，远远高于往年。2020年再融资新规松绑后，对定增市场具有明显提振，自2020年三季度开始，增发实施规模开始明显扩张。2020年增发规模为8341亿元，可转债发行规模合计为2475亿元。2021年增发规模为9083亿元，可转债发行规模合计为2744亿元。2022年增发规模为7230亿元，可转债发行规模合计为2736亿元。从2022年具体月度数据上看，受1-4月股市大幅动荡的影响，定增规模较2021年同期几近腰斩，而可转债正逐渐成为上市公司再融资的重要选项，随着5-6月A股出现大幅反弹，7-8月定增规模大幅回升，9-10月市场连续调整，9-11月定增规模也跟随回落，不过，随着11月市场行情回暖，2022年12月定增规模再度大幅抬头。随着2023年一季度A股市场逐步上行，2023年年1-4月增发需求明显有所增加，5-6月市场调整，增发规模也跟随下降，7-8月增发规模再度抬头。2023年8月27日，证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。之后，多公司宣布终止定增，导致9月增发金额从8月近580亿降至227亿元。2023年11月8日，沪深交易所发布“优化再融资监管安排”的五项具体举措，包括：一是严格限制破发、破净情形上市公司再融资。要求上市公司再融资预案董事会召开前20个交易日、启动发行前20个交易日内的任一日，不得存在破发或破净情形；二是从严把控连续亏损企业融资间隔期，上市公司最近两个会计年度归属于母公司净利润（扣除非经常性损益前后孰低）连续亏损的，本次再融资预案董事会决议日距离前次募集资金到位日不得低于十八个月；三是上市公司存在财务性投资比例较高情形的，须相应调减本次再融资募集资金金额；四是从严把关前募资金使用，上市公司再融资预案董事会召开时，前次募集资金应当基本使用完毕。同时，上市公司需充分披露前募项目存在延期、变更、取消的原因及合理性，前募项目效益低于预期效益的原因，募投项目实施后是否有利于提升公司资产质量、营运能力、盈利能力等相关情况；五是严格把关再融资募集资金主要投向主业的相关要求，上市公司再融资募集资金项目须与现有主业紧密相关，实施后与原有业务须具有明显的协同性。督促上市公司更加突出主业，聚焦提升主业质量，防止盲目跨界投资、多元化投资。从内容来看，未来破发、破净企业，连续2年亏损企业，财务性投资比例较高、前次募集资金未使用完毕等“不差钱”企业，热衷跨界投资、多元化投资的企业的再融资行为将受限。

再融资审核趋严，多家上市公司定增“搁浅”。自沪深交易所就优化再融资监管安排出台5项具体举措以来，已有多家上市公司宣布终止定增事项，其中不乏百亿元大额定增项目。从原因来看，无法满足再融资新规要求是定增项目终止的重要原因。无论是再融资新规还是新“国九条”，监管部门对适合再融资的公司提出了更高的要求，而并未限制其融资。2023年增发规模为5790亿元，可转债发行规模合计为1406亿元。从2023年以来的情况来看，再融资市场整体热度略高于IPO市场，但自2023年9月以来，A股再融资金额同比也开始出现了较大下滑。2024年6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。2024年9月26日，中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》再次提出，为有效提升保险资金、各类养老金等机构投资者参与资本市场的积极性和稳定性，允许保险资金、各类养老金等机构投资者依法以战略投资者身份参与上市公司定增。再融资市场“紧箍咒”威力显现，2024年再融资规模2231亿元（2023年全年7446亿），其中，增发规模为1731亿元，可转债发行规模合计为483亿元。2025年再融资规模明显增长，具体看，2025年再融资规模9508亿元（2024年全年2231亿），其中，增发规模为8877亿元，可转债发行规模合计为631亿元。2025年1月至5月再融资规模1816亿元，6月当月再融资突然大幅增加了5421亿元，可能与以下政策有关：2025年6月30日，深交所发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指引第8号——轻资产、高研发投入认定标准》（下称“指引”），明确了创业板上市公司再融资适用“轻资产、高研发投入”的范围、具体认定标准等具体事项，进一步鼓励企业加大研发投入，提升科技创新能力。指引自发布之日起施行。整体上，放宽符合条件的创业板企业再融资限制。2026年一季度再融资规模2279亿元。根据wind资讯统计，2025年4月至2026年3月31日，公布的增发预案共485个（剔除停止实施、发审委/上市委未通过及股东大会未通过），对应计划募资规模5452亿元，不过，2026一季度证监会通过的约700亿左右。可转债预案共99个，对应计划募资规模达到1534亿元左右。展望2026年二季度，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。（数据来源：证监会官网、沪深交易所官网、wind）

图 23：增发实际募集资金和沪综指走势

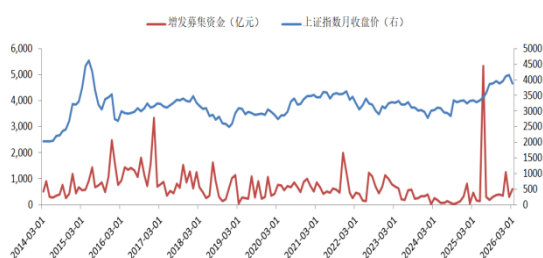
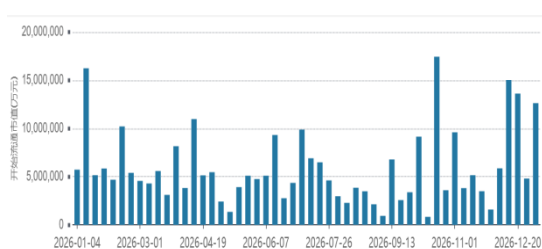


图 24：限售股解禁阶段统计（万元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.3.31

（3）解禁、增减持

① 限售股解禁

限售股解禁后，大股东大幅减持历来为投资者所诟病。2017年上半年新股发行加速，未来大小非解禁的减持堰塞湖令市场担心，为进一步规范上市公司有关股东减持股份行为，完善上市公司股份减持制度，2017年端午节前夜，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。从供需的角度看，减持新规短期内减少了供给的压力，但只是把压力往后推迟。2020年2月14日，再融资新规出炉，放松非公开发行股票的锁期限制，锁定期缩短至18个月和6个月，不受减持规则限制。2019-2020-2021年，A股更是进入加速扩容期，相应而言，解禁规模与日俱增。2020年解禁规模约为4.7万亿，是一个小高峰期，2021年解禁规模继续增加，约为5.6万亿，2022年解禁规模约为4.6万亿，2023年个股解禁规模约为4.6万亿，2024年个股解禁规模约为2.6万亿。根据wind资讯，截止2026年3月末，已经披露的2026年个股解禁规模约为3万亿，比2025年略减，但仍处于近几年相对低位，解禁压力不是很大。（数据来源：wind）

② 产业资本增减持

A股全流通时代，产业资本在中国资本市场中的话语权越来越重。一般规律如下：产业资本股东增持与减持的顶部与大盘指数底部与顶部有高度的一致性。控股股东整体上并未将上市作为纯粹的套现过程，他们对于上市公司的发展有着更为长远的规划。在确保控股股东的控制权地位安全情况下，控股股东对于经营情况良好的资产逢低增持，对于经营情况不佳的资产逢高退出。高管股东增减持行为表现出明显的“内部人”效应，他们能够在公司各项指标的高点减持股票，在低点增持。

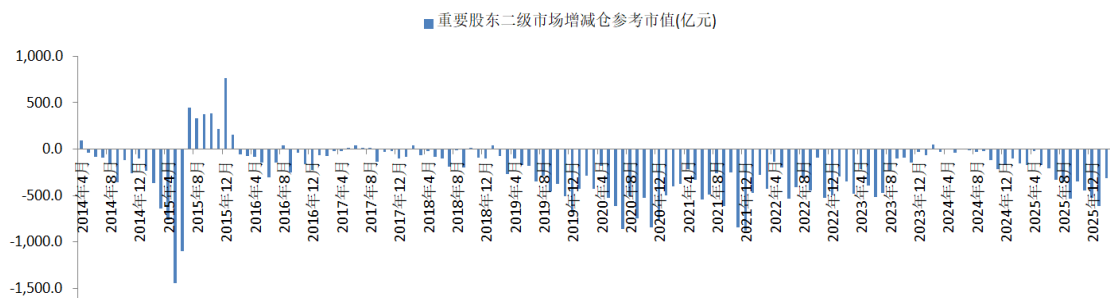
万得资讯统计数据显示，2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升，而2015年5月份净减持量达到1441亿，6月1日至6月19日减持数据达1074亿元，主要是市场连续疯牛之后，而实体经济的资金面偏紧仍没有改观，产业资本的减持量增加，说明产业资本对后面的情绪开始偏谨慎，之后市场出现了前无所有的股灾。经历二轮大跌洗礼之后，诸多上市公司股价遭到腰斩，很多个股从最高价跌幅超过80%，投资价值逐步显现，各路资本增持此起彼伏。从统计数据看，2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹。自2016年7月至2017年4月，重要股东二级市场一直是处于净减持状态。2017年5月26日证监会出台了减持新规对限售股的减持进行限定。证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份若干规定》，新规对股东、董监高通过集合竞价、协议转让、大宗交易等方式转让规模、锁定期限都有了详细规定。上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。防范“过桥减持”，股份出让方、受让方应当在减持后6个月内继续遵循减持详细披露、减持股份数限额、锁定期限等规定。减持新规发布后，减持减少，增持增

加，2017年5-8月连续四个月出现净增持。2017年12月份之后市场出现一波小幅上涨。2018年4月27日，资管新规正式颁布实施，市场连续调整，个股跌幅惨烈，不少个股创出了多年来甚至历史新低，减持规模处于低位，2018年10月底还有小幅增持，之后，2019年一季度市场出现逼空式上涨，2020年市场继续上行，股东减持动力增强，2020年减持约6733亿元（约占解禁规模的14%），相较于2019年同期，净减持规模明显增大。2021年减持约5716亿元（约占解禁规模的10.20%），2022年减持了4209亿元（约占解禁规模的9.15%），2023年减持了3346亿元（约占解禁规模的7.28%）。2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持，减持金额约23525亿，2024年2月出现净增持50.5亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。随着2024年9月底行情大涨，10、11、12月净减持力度加大。2024年重要股东二级市场减持了640亿元，相比过去几年，减持规模断崖式萎缩。2024年减持规模明显萎缩的可能的原因是，2023年8月27日，证监会进一步规范股份减持行为，从上市公司破发、破净和分红等方面对控股股东、实控人等重要股东减持股份作出严格要求，进一步优化和完善减持制度规则，被称为“最严减持新规”。根据规定，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。为落实证监会关于《进一步规范股份减持行为》监管要求，2023年9月26日，沪深交易所正式发布《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》，就破发、破净以及分红不达标等标准进行明确，同时明确二级市场减持范围、增加大宗交易减持预披露等。同日，北交所修订了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》。减持新规发布后，多家公司发布公告称，提前终止减持、承诺不减持、延长限售期等。除了减持新规外，针对违规减持等损害投资者信心的证券违法违规行为，监管部门还重拳出击，加大打击力度。证监会还表示，对战略投资者出借证券行为严格监管，明确要求相关主体不得通过任何方式变相减持、不得通过任何方式合谋进行利益输送，一旦发现将依法严肃处理。2024年3月15日国务院新闻办就“强监管防风险推动资本市场高质量发展”有关政策举行发布会。规范股份减持方面，下一步，证监会会全面完善减持规则体系，按照实质重于形式的原则，全面防范绕道减持。一是明确离婚、控股股东解散等情形的减持规则。二是明确股票质押平仓、赠与等方式的减持规则。三是禁止大股东、董事、高管参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借，限售股股东融券卖出。对于违规减持将责令购回并上缴价差，对于拒不改正的严厉处罚。2024年5月24日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，两则规章自发布之日起施行。以上《减持管理办法》《持股变动规则》被不少业内人士称为“史上最严减持新规”。《减持管理办法》共三十一条，总体保持了《减持规定》的基本框架和核心内容，将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容。一是严格规范大股东减持。

明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。二是有效防范绕道减持。要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。三是细化违规责任条款。明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。总体而言，相比以往的减持规则，此次落地的减持新规增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务，明确控股股东、实控人二级市场减持与上市公司股价表现、分红情况挂钩，要求大股东在重大违法情形下不得减持，将大股东的一致行动人等同大股东对待；同时，全面封堵技术性离婚减持、转融通式减持等各类绕道减持通道；对于大股东违规减持、绕道减持等行为，可以责令当事人一定期限内购回违规减持股份，并向上市公司上缴价差。

从严规范减持行为，重拳出击违规减持后，2024年减持规模明显下降。2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持后，2024年2月转为净增持50多亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。（2014年4月重要股东二级市场增持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升；2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹）。随着2024年9月底行情大涨，10、11、12月净减持力度加大。2024年重要股东二级市场减持了640亿元，相比过去几年，减持规模断崖式萎缩。2025年重要股东二级市场减持了约3370亿元，从数据上看你，2025年7月开始，减持力度明显增加，说明市场回暖后，减持规模加大。2026年一季度重要股东二级市场净减持了约1278亿元。目前已经披露的2026年个股解禁规模约为3万亿，仍处于近几年相对低位，假如按净减持占解禁规模的比例约为7%测算，理论上，2026年净减持压力约2000多亿元。2025年重要股东二级市场减持了约3370亿元，今年一季度净减持了约1278亿元。说明市场回暖后，减持规模加大。世事如棋局局新，展望2026年二季度，重要股东二级市场减持力度还要看市场走势，如果A股行情的回暖，减持力度可能会大一些；如果行情偏弱，减持力度会可能小一些。我们预计2026年二季度A股震荡偏强的概率较大，维持一季度减持力度的概率较大。（数据来源：证监会官网、wind）

图 25：重要股东二级市场增减持



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.3.31

（4）退市

作为一个成熟且完善的证券股票投资市场，包括上市公司的上市制度，还包括上市公司的退市制度，上市管“入口”，退市管“出口”。从某种程度上说，退市制度清退劣质公司，起到收缩供给的作用。过去我国证券市场是处于“只进不出”的尴尬局面，目前这种局面正在逐步改变。

随着管理层加大退市的力度，最近几年来，退市效率在逐步提升，退市制度也在逐步完善。2018年3月份证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见，其中一个突出内容是强化沪深交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任，加大退市执行力度。随后，沪深交易所快速跟进，分别就修订《上市公司重大违法强制退市实施办法》公开征求意见。2018年7月27日，证监会明确上市公司构成**欺诈发行、重大信息披露违法**或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出**暂停、终止公司股票上市**；对有关重大违法公司，特别是严重危害市场秩序，严重侵害群众利益，造成重大社会影响的，坚决依法实施强制退市。2018年11月16日晚，沪深交易所相继发布**退市新规**，《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》、《上市公司重大违法强制退市实施办法》对于涉及重大违法的情形，将可能被强制退市。2020年3月1日起，**新证券法正式施行**，**新证券法不再规定证券退市的具体情形及暂停上市等实施程序**，明确由证券交易所进行规定。交易所从完善资本市场生态环境、提高上市公司质量入手，积极研究推进退市制度优化，意味着公司退市时间将大大缩短，效率将提升。**科创板、创业板注册制在退市制度方面进一步取消了暂停上市和恢复上市**，对应当退市的企业直接终止上市，大幅压缩了退市时间。2020年12月14日晚间，深沪交易所分别发布**退市新规(征求意见稿)**，对退市指标、退市流程、退市相关交易安排等进一步完善优化，被大家称为**史上最严退市新规**。2020年12月31日，上交所正式发布《上海证券交易所股票上市规则（2020年12月修订）》。2021年3月12日，发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》

提出，全面实行股票发行注册制，**建立常态化退市机制**，提高上市公司质量。2021年3月12日，证监会新闻发言人就康得新退市问题答记者问时表示，将坚决依法依规推进康得新退市，并谴责针对康得新退市恶意造谣诽谤等行为。**证监会将会同地方政府和有关部门对退市过程中出现的对抗监管、不正当维权甚至煽动群体性事件等行为，进行严厉打击**，确保退市改革平稳推进，对恶意规避退市标准的予以严厉打击。2021年3月16日，*ST成城、*ST宜生双双发布公告称，由于公司连续20个交易日的每日收盘价均低于1元，上交所决定对公司股票予以终止上市。跟以往不一样，最新退市办法实施下退市，这两家公司没有退市整理期。2021年11月19日，为落实落细退市新规，**沪深交易所发布“财务类退市”营业收入扣除指南**，具体为上交所发布《上海证券交易所上市公司自律监管指南第2号—财务类退市指标：营业收入扣除》《科创板上市公司信息披露业务指南第9号—财务类退市指标：营业收入扣除》。同日，深交所也发布《上市公司业务办理指南第12号——营业收入扣除相关事项》《创业板上市公司业务办理指南第13号——营业收入扣除相关事项》。根据新规，2021年年报披露后，上市公司若首次触及扣非前后净利润孰低者（扣指扣除非经常损益前、后的净利润，两者之间取低值）为负且营业收入低于1亿元的财务类退市指标，将被实施退市风险警示（*ST）。已经被实施退市风险警示的公司（即*ST公司），2021年若继续触及退市指标，将直接退市。新规中对营业收入的规定明确了营业收入扣除项为“与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入”。我们认为，这可以避免一些公司在年底时通过变卖资产、政府补助等非公司正常业务的利润方式，实现净利润为正的现象，同时，也可以清理空壳公司。2022年2月25日，证监会起草了《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（以下简称《指导意见》），向社会公开征求意见。随后，沪深交易所、北交所、全国股转公司和中国结算发布了配套实施办法，自2月25日起向社会公开征求意见。**2022年4月29日，证监会发布并实施《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》**，一方面进一步完善了上市公司**退市后监管工作**，退市情形更加健全，退市效率大幅提升。另一方面，进一步加强投资者保护，适应常态化退市的要求，构建“有进有出、能进能出”的优胜劣汰良好生态。**2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）正式发布。中国资本市场迎来第三个“国九条”，新“国九条”重点围绕严把上市关、严格持续监管、加大退市监管力度等举措展开，市场较为关注“强化现金分红监管”、“对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示”等方面。2024年4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》。**具体包括以下几个方面，第一，严格强制退市标准。一是严格重大违法退市适用范围，调低2年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增1年严重造假、多年连续造假退市情形。二是将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。三是提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。四是完善市值标准等交易类退市指标。第二，进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加

加大对产业链整合力度。第三，削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，加强对“借壳上市”监管力度。加强收购监管，压实中介机构责任，规范控制权交易。从严打击“炒壳”背后违法违规行为。坚决出清不具有重整价值的上市公司。第四，强化退市监管。严格执行退市制度，严厉打击财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规行为。严厉惩治导致重大违法退市的控股股东、实际控制人、董事、高管等“关键少数”。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。第五，落实退市投资者赔偿救济。综合运用代表人诉讼、先行赔付、专业调解等各类工具，保护投资者合法权益。沪深交易所修订完善相关退市规则，并公开征求意见。具体来看，一方面，凡是行政处罚认定财务造假的，无论金额大小，均需被实施ST；另一方面，造假金额比例年限达到一定程度的，将被强制退市。此次修订将“连续2年造假金额5亿元以上且超过50%（造假金额占相应年度营业收入或年度净利润、年度利润总额、期末净资产合计金额的比例，下同）”的指标，调整为1年造假2亿元以上且超过30%，连续2年造假3亿元以上且超过20%，连续3年及以上造假。同时，沪深交易所分别修订相关股票上市规则，将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”的情形。内容如下：主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST。科创板和创业板方面，考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调整为3000万。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在3亿元以上的科创板和创业板公司，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现金分红金额计算。这一调整自2025年1月1日起正式实施，届时“最近三个会计年度”即对应2022年度至2024年度。（数据来源：证监会官网、沪深交易所官网、wind）

数据显示，2020年20家企业完成退市（包括四家B股），2021年23家公司完成退市（包括三家B股），退市新规已经初显威力。退市新规精简了退市流程，将退市时间从原来的4年缩短至2年，而2020年年报是退市新规首个适用年度，2021年年报再触及退市标准，直接被终止上市，导致2022年退市数量明显增加，2022年50家公司完成退市，退市公司数量创历史新高。2023年以来，市场化、法治化、常态化的退市格局逐步形成。2023年交易类退市数量明显增多也是2023年退市的一大特点，表明市场化“出清”渠道进一步畅通。作为交易类退市的重点类型，在“1元退市”新规下，市场出清效果开始显现。2023年46家企业完成退市摘牌，2024年有55家公司完成退市摘牌，2025年有32家公司完成退市摘牌。2026年一季度有4家公司完成退市摘牌。随着退市新规持续显效，A股多元化退市局面逐步形成，逐渐由过去的以财务类退市为主过渡到交易类、财务类、重大违法类等多元化退市并重格局。新“国九条”及其配套制度相继发布后，促进市场有效识别和出清绩差风险公司的政策效应逐步显现，投资者通过“用脚投票”的方式加速清退绩差风险公司，推动上市公司结构持续优化。2024年6月6日收盘后，证监会上市公司监管司就近期上市公司股票被实施ST、退市情况答记者问。表示ST、*ST制度的目的是向投资者充分提示上市公司相关风险，满足一定条件后可以申请撤销。退市新规设置了一定过渡期，预计短期内退市公司不会明显

增加。我们从数据上看，虽然近几年退市力度明显加大，不过，目前A股整体退市家数还是相对有限，截至2026年3月31日末累计退市357家，“多进少出”仍然是市场生态现状，但这种状态在逐步改进，预计后市加大市场退市力度以及加快市场出清的速度基本上是确定无疑的，投资者对于手中持有的标的，一定要从基本面角度持续跟踪分析，对可能的问题股及早规避；此外，面临退市风险的个股，尽量不要参与博弈，君子不立于危墙之下。对投资者来说，应该注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。在资本市场的“新陈代谢”浪潮中，退市新规以多维指标联动加速市场净化，预计2026年二季度退市数量和一季度差不多。（数据来源：证监会官网、沪深交易所官网、wind）

最后，我们呼吁，在严格执行退市制度的同时坚决防止“一退了之”，更应该加强对投资者权益的保护。虽然退市本身并不必然导致赔偿，但存在重大违法违规必须“一追到底”。对于投资者来讲，最关注的是退市后的赔偿救济问题。如何健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，织牢织密投资者“保护之网”，这需要各参与方共同努力、形成合力。

三、2026年二季度市场展望

（一）大势研判

过往回顾：在2018年12月中旬市场极度悲观的时候，我们通过多维度的研究，2019年度策略报告中预测2019年慢牛起点的来临，2019年一季度市场大涨后，2019年二季度策略报告中我们提醒，二季度市场上行的脚步会放缓，更多的是结构性机会，2019年三季度策略报告中我们提醒“硬科技”真成长优先，2019年四季度策略报告我们提醒，低估蓝筹退可守，科技成长进可攻。2020年一季度策略报告中，我们推荐科技股的投资机会，2020年二季度策略报告中提醒疫情冲击是短期的，是中长期配置A股的黄金时段，2020年三、四季度策略报告中预测指数震荡上行（慢牛），中枢逐步抬升，个股分化依旧。2019年及2020年市场的走势的验证了我们的判断，2019年、2020年沪指分别上涨22.30%、13.87%，深成指分别上涨44.08%、38.37%。2021年度策略报告（一季度）中，我们提醒年后暂时规避连续大涨后的机构抱团股（之后晨报中反复提醒），抱团股春节后大跌也验证了我们判断。在二季度市场普遍产生分歧的时候，我们二季度策略报告中坚定的预测，沪深三大指数有望迎来筑底回升（慢牛），A股行情将从流动性估值驱动转为企业盈利驱动，业绩增速决定走势差异，二季度市场走势完美验证了我们的预判，沪指涨幅4.34%，深成指涨幅10.04%，创业板涨幅26.05%，科创50指数涨幅27.23%。在2021年下半年（三季度）策略报告中我们的主要观点是指数震荡反复的频率和幅度可能会增加，更侧重部分板块和个股结构性机会，核心抓手仍是业绩增速。市场走势验证了我们的预判，2021年三季度沪深三大指数大幅震荡，7月末，受教育、地产等行业监管政策升级，叠加各大“茅”族连续下跌，沪指大幅下跌，之后在低估蓝筹逐步爆发带领沪指逐步上行。7月中上旬，代表成长股的创业板指数、科创



50指数表现极为强势，之后，热门赛道及科技等成长股高位调整，拖累创业板及科创50指数逐级下行。在2021年四季度策略报告中我们预判市场是震荡上行的结构型行情，四季度上证指数涨幅2.01%，深成指涨幅3.83%，四季度市场的走势也验证了我们的判断。2022年策略报告中我们预计2022年不是大年，指数震荡可能是主基调，震幅略增，源自海外。从一季度市场表现看，市场走势比我们预想的还弱，震荡幅度也略超预期。另外，我们提醒，大部分热门行业已不便宜，要注意风险。规避高估值以及高位的品种，对于一些业绩优质但低估值的标的，仍可跟踪。一季度市场风格方面完全符合我们预期。2022年二季度策略报告的标题是“二季度A股有望迎来筑底回升”，从结果看，4月份市场探底后，5-6月沪深三大指数明显回升，符合我们的预期。2022年下半年策略报告中，我们预测三季度A股仍有望延续上涨趋势，从结果看，市场走势弱于预期（打脸）。主要原因是美联储连续大幅加息略超预期、疫情频繁散发略超预期及8月初地缘局势上的扰动未预料到。2022年四季度策略报告中，我们预测，市场有望迎来筑底回升。当时认为，10月份大概率震荡筑底，或是较好的配置窗口期，11月份初或见到本轮美联储加息周期的拐点，重要会议后，国内疫情防控形势或政策有望出现好转（2022年国庆后，面对众说纷纭的观点，晨报中我们始终坚定的提醒），届时市场有望逐步走强，从结果看，2022年四季度，沪深三大指数低位企稳小幅上涨，验证了我们的预判。2023年初的年度（侧重一季度）策略报告中，我们认为，“否极”：2022年各种利空buff叠满，沪深三大指数大幅下跌。“泰来”：展望2023年，内外部环境在边际改善。整体上，流动性、风险偏好及企业盈利均有望逐步好转，经过2022年调整后，2023年A股市场有望迎来筑底回升，乐观看待权益市场表现。从结果看，2023年上半年上证综指上涨3.65%，深证成指上涨0.10%，沪深300指数下跌0.75%，创业板指数下跌5.61%，科创50指数上涨4.71%，基本符合预判。2023年下半年及四季度策略报告提醒，A股处于中长期底部区域，静待花开，从结果看，下半年沪指下跌7.09%，深成指下跌13.62%，创业板指数下跌14.61%，指数表现比预期的还要弱。虽然指数表现不佳，不过我们推荐的行业和主题投资机会表现还是相当不错的，也算是预测对了结构性的机会。2024年度、半年度及季度策略提醒如下：年初，年度报告提醒，目前A股处于中长期底部区域，战略配置机会凸显。关注中字头、国企改革、低估值高股息个股及人工智能为首的科技成长股的投资机会；4月初，二季度策略报告提醒，结构仍重于总量。规避主营业务缺乏竞争力、伪成长的中小市值个股及大部分ST股；7月初，下半年策略报告中提醒，关注券商中的重组方向；10月初，四季度策略报告中提醒，A股市场的修复仍将延续，不过，市场大涨之后波动或加大。优选弹性大、业绩优的龙头公司。从2024年市场表现看，符合我们预期。2025年1月7日，年度策略报告提醒，2025年市场的节奏预计将会放缓，预计2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优。从2025年一季度市场表现看，基本符合我们预期。4月份，二季度策略报告提醒，短线高手可高抛低吸。中美关于关税的谈判博弈情况、经济基本面回升的力度都会影响市场的节奏。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18日，我们发布了下半年度（侧重三季度）策略报告，大势研判方面，我们提醒，下半年A股

市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征。从三季度的市场走势看，验证了我们的预判。2025年10月10日，我们发布了四季度策略报告，大势研判方面，我们提醒，或许四季度A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。风格上，可能会更加均衡。从四季度的市场走势看，基本验证了我们的预判。2026年1月份，我们发布了2026年度A股市场投资策略报告（侧重一季度），当时预计2026年A股市场中枢抬升，波动可能加大。从今年一季度市场表现看，符合我们的预期。（数据来源：wind）

逻辑分析：展望2026年二季度，宏观经济方面，地缘局势不稳让全球经济充满挑战与不确定性，引发投资者对全球经济可能陷入滞胀的担忧。不过，考虑到美国2026年中期选举面临的压力，我们倾向于认为本轮冲突的转折点或在二季度出现（期间难免反复）；**国内方面**，“十五五”规划正式落地实施，政策将从预期阶段进入执行验证阶段，政策红利的逐步释放有望为实体经济与资本市场带来新的增长动能。另外，如果油价中枢抬升，中国新能源及高端制造产业链出口有望扩张，将全球的安全焦虑转化为中国资产的繁荣。不过，大国“角力”长期存在，且国内人口老龄化加深等结构性挑战依然存在。整体上，稳中求进是中国经济和股市的底色。货币政策方面，美联储降息预期降温，后续美联储政策路径存在不确定性。不过，美联储可能迫于政治压力，不排除降息可能。国内方面，中国通胀压力相对较小，货币政策有独立空间，预计货币环境依旧宽松，宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等，更注重“灵活高效”。且前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端。整体上看，海外流动性的扰动仍在，但整体影响有限；估值方面，2024年9月以来A股市场驱动力主要体现为估值修复，目前估值已经得到修复的情况下，2026年二季度A股或将转向盈利驱动。当然，股票市场的定价更深层次反映的是投资者对国家长期发展力量和制度前景的信心，而不仅仅是对短期企业盈利的押注。资本市场科技含量的持续提升，不仅反映了新质生产力的加速集聚，也为估值体系注入了长期成长性预期；供求关系方面，股票市场需求（资金供给端）主要受以下几个方面因素的影响，一是个人投资者资金，短期受行情影响较大，中长期看，低利率环境下，存款有望从银行逐步搬家到股市，居民有望加大权益类资产配置；二是公私募资金，预计公私募基金新发规模有望延续一季度的改善格局；三是长期资金，政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金将进一步加大权益市场配置力度，成为维护市场平稳健康运行的“稳定器”；四是理财资金，建议可适度增加权益类产品布局；五是境外资金，地缘动荡的背景下，中国资产形成了独特的安全优势，叠加人民币升值预期支撑A股资产吸引力，预计境外资金回流增加；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；七是类“平准基金”。若后续市场出现大幅波动，类“平准基金”大概率会出手维稳；八是结构性货币政策工具依旧支持资本市场，增强资本市场内在稳定性。股票市场供给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。新股发行方面，目前排队的IPO储备项目较去年底略有减少，

预计二季度IPO融资压力不大。再融资方面，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。解禁市值规模处于近几年低位，2025年市场回暖后，2025年及2026年一季度减持规模明显增加，预计2026年二季度减持力度较大；退市方面，退市公司数量尚需增加，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。展望2026年二季度，在资金供给端，预计资金总体处于缓步改善过程。在股票供给端，在提升股票融资占比的政策部署下，IPO和再融资或将实现进一步的增长。因此，预计A股的资金供给与股票供给水平将实现双升，资金供给与股票供给的关系将更趋平衡。

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、估值及需求供给分析，我们认为，经过2024及2025年连续两年的上涨后，今年一季度市场震荡蓄势，我们维持2026年A股市场中枢抬升、波动加大的观点不变（大概率是“牛市第三阶段”）。展望2026年二季度，地缘局势是否缓和及一季报业绩成色将是决定二季度资金回流意愿的短期因素。一方面是外部不确定性的消化。中东地缘局势的演化、美联储货币政策的实际走向，仍是影响全球流动性和市场风险偏好的重要外部变量。不过，当前市场对美联储不降息已充分定价，如果后续出现预期差修复将带来反弹机会。关于中东地缘冲突何时终结。预计4月份，可能会通过谈判解决重大分歧，但不排除潜在的反复风险，这也将对市场产生影响。如果冲突能够逐步缓和，全球能源市场紧张局势将得到缓解，油价有望回归理性，资本市场也将迎来修复。若地缘冲突长期化，A股或难独善其身。不过，我们认为，这些外部扰动因素只是改变了A股自身的运行节奏且边际影响减弱，但并未动摇市场中长期向好的根基。决定A股走势的还是内部因素为主，二季度市场的核心看点，是国内经济修复的可持续性，以及4月一季报窗口期的企业盈利兑现情况，二季度“业绩为王”的主线逻辑有望回归。一些业绩超预期的板块和个股可能会吸引资金关注。最后，在地缘冲突动荡的背景下，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。整体上，二季度A股震荡向上或仍是主基调。即便期间因外部扰动出现震荡，也不影响中期慢牛格局。因此，布局时，我们把安全和盈利放在优先考虑的位置，以“稳健+进攻”的均衡配置为主：高股息打底+景气成长+部分消费+能源安全。不过，提醒一下，提防缺乏业绩兑现且估值偏高的小市值品种风险。另外，主营业务缺乏竞争力、基本面较差、部分ST股、多次亏损以及常年不分红等相关上市公司，投资者尽量规避。

操作上，战略上看，对于2024年以来重仓的投资者，慢牛持仓待涨或冲高后维持净卖出（有买有卖，但维持卖出大于买入的仓位）是高概率获胜的策略，当然，没有谁能100%的精准预测股市。对于轻仓或空仓的投资者，要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。短线高手可高抛低吸，中长线投资者可持仓绩优股持仓待涨。对于短期涨幅过大的热门个股，估值过高、纯粹概念炒作的股票及涨幅巨大、趋势开始走弱的龙头（龙头股滞涨或高位放量震荡往往是重要信号），建议逢高适度兑现收益。对于估值合理、业绩确定性强的优质标的，如有回调机会逢低布局，

坚守长期价值投资理念，避免被短期市场波动左右决策。另外，本轮牛市中涨幅相对落后、但基本面扎实的“价值洼地”，可能存在补涨机会。后续持续跟踪以下几个方面可能会影响市场节奏的动向：一是国际地缘环境变化，如中东局势、中美关系。二是全球AI产业进展。三是重点政策支持科技自立自强、发展新质生产力的具体举措。四是国内房地产市场能否逐渐低位趋稳。

（二）行业配置

过往回顾：2025年1月7日，我们发布了年度策略报告，行业配置方面，把泛TMT板块（文化传媒、计算机、电子、通信等）排在前面，建议优选有业绩支撑的标的逢低介入。还重点推荐了机器人行业；主题投资方面，泛AI主题排在了主题投资的第一位。从2025年一季度市场的表现看，符合我们的预判。4月份，二季度策略报告提醒，市场风格轮换，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化，“高成长中小盘股”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比更高。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18日，我们发布的下半年（侧重三季度）A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，把机器人行业排在行业配置的第二位，从三季度的市场的表现看，符合我们预判。2025年10月10日，我们发布了四季度策略报告，市场风格方面，我们提醒，可能会更加均衡。在继续关注科技成长主线的时候（科技股的波动可能加大，随时扣好止损的安全带），也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向，均衡配置的性价比或更高。从四季度结果看，基本符合预期。2026年1月份，我们发布了2026年度A股市场投资策略报告（侧重一季度），当时提醒，可逢低关注部分周期品种行情、红利股以及景气度改善的方向。科技股内部或迎来分化，波动加大。从今年一季度市场表现看，符合我们的预期。

展望2026年二季度，当下世界面对科技影响产业秩序，地缘局势影响全球化秩序的背景下，我们把安全和盈利放在优先考虑的位置。行业及主题投资方面，以“稳健+进攻”的均衡配置为主：高股息打底+景气成长+部分消费+能源安全。先立足业绩确定性强的核心资产夯实底仓，再逐步加仓或高抛低吸政策催化明确及业绩确定性强的科技成长方向。稳健端，高股息、稳健资产（如电力、公用事业、部分银行等），适合逢低底仓配置；进攻端，景气科技方向（如AI产业链、集成电路、半导体、光学光电子、智能机器人、商业航天、低空经济等），作为进攻端，不过，科技股内部或将迎来分化。业绩因素仍是资金配置的重要考量。具备结构性业绩亮点或增长预期的科技板块，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股；消费端，医药生物（中药、化学制药、创新药、医疗健康）、悦己消费（“谷子经济”等），有望迎来结构性机会；安全端，地缘局势不稳和全球供应链紧张下，部分资源品（如油气、煤炭、有色、农产品、工业金属、稀土、“HALO资产”等）和受益于涨价的中游行业（如部分化工品）值得关注。另外，在此背景下，能源安全（风光发电、储能、电力设备）、国防军工等板块的战略重要性提升。二季度

A股将从流动性驱动转向盈利驱动。随着年报业绩的初步公布，以及4月中下旬迎来一季报业绩密集披露期，业绩增长较好的板块和个股可能会吸引资金流入。逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，对于涨幅巨大的无业绩支撑的标的，建议逢高适度兑现收益，规避纯粹炒作概念个股。

具体如下：

1、半导体

早在2021年下半年策略报告中我们推荐了半导体板块，2021年下半年半导体概念表现还不错。2023年我们又推荐了半导体行业的投资机会，从结果看，在大盘整体弱市中，半导体行业全年涨幅10.10%（数据来源：东方财富软件终端）。2025年7月下半年A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，2025年三季度半导体板块表现明显强于大盘，符合我们预判。2026年度策略报告中，我们又推荐了半导体行业的投资机会，一季度半导体表现强于大盘。展望2026年二季度，半导体长期向好的逻辑没变。全球数字化转型及地缘政治博弈下，半导体已成为战略基础资源，基于自主可控逻辑，预计未来我国半导体产业自立是长期必然趋势。中国作为电子制造国，国产替代在国家政策强力扶持下（如大基金三期、税收优惠）已进入不可逆的加速通道，国产设备/材料/制造环节将直接受益。半导体板块仍可逢低关注，不过，经过几年连续上涨后，板块内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

2、机器人行业

早在2025年1月7日，2025年度策略报告推荐机器人行业的时候，正好是个相对低点。人行机器人概念板块自2025年1月7日以来至阶段性高点的涨幅80%左右，机器人执行器概念板块自2025年1月7日以来至阶段性高点的涨幅超70%，机器人行业自2025年1月7日以来至阶段性高点的涨幅超50%（上述几个涨幅数据均来源：东方财富经典版终端）。2025年7月，下半年策略报告我们提醒，仍可逢低关注，三季度相关概念股继续大涨。2026年一季度机器人行业出现调整，展望2026年二季度，板块内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。机器人行业投资核心逻辑在于“机器换人+技术引领+政策支持”。首先，根本驱动力是“机器换人”。全球老龄化与劳动力成本上升，使机器人在生产和服务中被大量使用（工业机器人受益于新能源、半导体等高景气行业扩张；服务与特种机器人则在医疗、物流等场景渗透）；其次，政策层面，“科技自立自强”，“制造业升级”与“设备更新”提供了强力助推。最后，技术革命。AI大模型与灵巧操控技术正让机器人变得更智能，能完成复杂任务，智能机器人及人形机器人更打开了未来通用场景

的想象空间。展望2026年二季度，关注产业链机会：上游核心零部件（减速器、伺服系统）技术壁垒高、盈利能力强，是国产替代与价值核心；中下游本体及集成商则直接受益于行业放量。但需聚焦“真技术”与“硬需求”。应优先布局掌握核心技术、绑定优质客户、且在强势赛道有深度应用的龙头企业。短期需注意行业周期波动与估值风险。

3、计算机

早在2023年初的年度策略报告提醒，计算机板块的盈利水平、估值水平均处于历史底部区间。随着疫情影响减弱，宏观经济恢复向好，信息技术应用创新产业加速推进，各行业IT需求有望逐步回暖，叠加2022年的低基数效应，2023年计算机板块有望迎来业绩和估值双升行情。2023年1月的年度策略报告中，我们把计算机行业排在行业推荐的第一位，从结果看，一季度计算机板块涨幅36.79 %居首（数据来源：wind），大涨过后，二季度初，我们提醒，估值性价比在下降，交易空间渐小，存在波动加大风险，切忌随意追进和盲目做多。从结果看，2023年二季度计算机板块有所回落，上半年计算机板块涨幅27.57%位居涨幅榜第三（数据来源：wind）。2023年三季度初，我们提醒，估值已经得到了显著修复，下半年性价比降低，从结果看，2023年下半年计算机板块出现回调，也算在预期之中。2025年7月发布的下半年A股市场投资策略报告中，提醒下半年计算机板块仍可逢低关注，三季度计算机板块表现还不错，符合我们预判。2026年一季度计算机板块调整，展望2026年二季度，计算机板块的核心驱动力在于人工智能与自主可控（信创）两大趋势。AI驱动从算力硬件到软件应用的全面升级与需求增加，信创则为国内企业提供持续的国产替代市场。同时，数字经济作为新引擎，保障了行业增长的可持续性。但该板块高成长伴随高波动。估值波动大、技术迭代快、业绩兑现需要时间，且易受宏观环境影响，适合能够承受一定风险的投资者。投资时把握好节奏，聚焦AI算力、核心软件及信创龙头，经过近几年上涨后，后市板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。普通投资者可通过布局行业ETF分散风险，高抛低吸或是占优策略。

4、电子

早在2023年1月的年度策略报告提醒，电子板块是经济上游一个很重要的前瞻性指标，当时认为，受疫情、海外冲突、创新趋缓等因素的影响，2022年电子行业业绩大幅下滑。2022年申万一级行业中，电子板块下跌36.54%，跌幅居首。2022年底，电子行业PE为28倍左右，估值水平已接近10年来最低水平。2023年，疫情过后，消费逐步复苏，制造业回暖，电子行业景气周期有望触底回升，否极泰来，预计2023年初时点中长期配置性价比突显。消费电子领域有望迎来需求拐点。2023年1月的年度（侧重一季度）策略报告中，我们把电子行业排在行业推荐的第二位，一季度电子板块涨幅15.50%，表现还不错，二季度有所回

落，上半年涨幅11%。2023年三季度初提醒，下半年性价比降低，从结果看，三季度电子板块调整7.02%，也在预期之中。四季度策略报告提醒，消费电子需求重启，或带动新一轮换机潮，四季度消费电子板块值得关注，从结果看，在2023年四季度大盘弱势的情况下，消费电子板块涨幅超15%（上述几个数据来源：wind），实属难得。2024年7月，下半年策略报告中提醒，电子板块依旧值得关注。2026年一季度电子行业小幅调整，展望2026年二季度，经过近几年连续上涨后，电子板块正进入结构性投资机会期，关键在于精选细分赛道。首先，AI驱动算力需求增加。随着AI大模型的发展，对算力的需求大幅增长，直接驱动了上游光通信和光模块市场。其次，AI赋能新硬件。除了背后的算力，AI也正在重塑我们身边的智能硬件，为光学光电子创造了全新的应用场景。光学技术已不仅是拍照，更扩展到AR/VR、机器视觉、人形机器人、自动驾驶汽车等领域。这些新兴领域对光学元器件的需求是刚性的，为板块带来了持续的关注度和增长点。建议投资者应聚焦真正受益于技术趋势的环节，把握“结构性机会”。提醒一下，力度方面可能弱于去年，且消费电子行业技术迭代快，需求受宏观经济与消费意愿波动影响较大（择机低吸或高抛低吸是占优策略，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出）。

5、通信

早在2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中提醒，二级市场5G、5.5G、6G的相关通信设备、解决方案等上市公司的投资机会值得逢低关注。从结果看，2025年下半年通信设备板块表现良好。2026年度策略报告中提醒，通信板块仍可逢低关注，从结果看今年一季度通信板块涨幅5.59%（数据来源：wind）。展望2026年二季度，通信板块仍可逢低关注。逻辑如下：首先，AI与算力核心驱动。全球AI发展催生大量算力需求，高速光模块、数据中心网络设备等需求强。其次，政策与升级周期。国家“新基建”和自主可控战略持续支持，5.5G/千兆光网/F5G建设推动基础设施迭代，带来结构性机会。最后，卫星互联网、物联网等的发展，为通信行业提供长期增长空间。不过，部分细分领域估值已高，需警惕技术迭代与资本开支周期的影响。建议投资者逢低关注AI算力（光模块）、运营商等高景气方向，避免追高概念题材，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

6、新能源

2025年7月半年度策略报告提醒，从交易角度看，新能源赛道股有技术性反弹的需求；从基本面上看，全球持续推进实现“双碳”目标，锂电、光伏、风电、储能的需求依然持续。工信部发布《2025年汽车标准化工作要点》，在前瞻布局前沿领域标准研究中提到，推动制定及发布车用人工智能、固态电池、电动汽车换电等标准子体系，加快全固态电池、动力电池在役检测、动力电池标识标签等标准研制。最后，2024年7月重要会议提到防止“内卷式”恶性竞争后，光伏供给侧改革相关政策陆续出台。后续光伏供给侧改革力度有望进

进一步加大，且或将蔓延至其他行业。2025年7月下半年策略报告中，我们提醒，新能源赛道仍值得逢低关注，三季度新能源赛道股出现了预期中的反弹。2025年8月，工信部等部门印发《电子信息制造业2025-2026年稳增长行动方案》的通知。文件明确要求破除光伏、锂电池等领域的内卷式竞争，依法治理低价乱象。另外，国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》。《方案》提出的总体目标为：2027年，全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦（即180吉瓦）以上，带动项目直接投资约2500亿元（数据来源：国家能源局）。2025年10月四季度及2026年度策略报告提醒，新能源赛道反弹有望延续，特别是新能源赛道中具备核心技术储备的龙头企业仍可逢低关注。从结果看，今年一季度新能源赛道股表现靓丽。展望2026年二季度，地缘局势问题加速全球能源转型，光伏、风电、新型储能或迎来更多出海机会，重点关注具备成本优势及技术迭代能力的龙头企业。

7、电网设备

“算电协同”首次被写入国务院政府工作报告，明确提出“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程”。这一表述标志着算力与电力协同发展从行业概念正式上升为国家战略部署，市场预期此举将驱动电力基础设施投资与需求增长，为电力行业带来长期发展机遇。另外，当前，全球AI算力建设进入增长期，高功率、高稳定的供电成为算力集群的“生命线”，电力设备变压器正升级为算力基础设施的重要部分。

8、资源品

地缘局势不稳影响全球化秩序的背景下，能源安全和战略资源的重要性被重新定价，油气、贵金属、煤炭、有色金属等资源品相关公司有望获得价值重估。另外，受益于涨价的中游行业（如部分化工品）及后期的农业板块（农化/农产品）也值得关注。即便在地缘冲突结束后，出于防范未来风险的考虑，参与者也有会继续补库存的需求，而补库存本身又会形成额外需求，进而推动价格在冲突结束后维持强势。

9、医药生物

展望2026年二季度，医药板块仍具备配置价值。首先，医药生物板块有补涨需求，兼具防御价值；其次，老龄化加速。中国正在步入老龄化社会。老年人口对慢性病管理、创新药、医疗器械、康复护理等医疗需求将迎来增长。这是医药板块最底层的、不可逆的长期驱动力；再次，政策支持力度加大，创新药审批加快。但医药投资的专业门槛很高，需要对产品管线、临床试验数据、医保政策等有深入理解。可关注创新药、中药、医疗器械、血制品等（逢低配置）。

10、文化传媒

文化传媒行业有三个细分行业：广告传媒，游戏娱乐和影视动漫。早在2023年1月的年度策略报告中，我们重点推荐了文化传媒等板块，当时认为，自2015年那波牛市以来至2022年底，调整了7年多时间，2022年底行业估值处于相对低位，2023年初是长期战略布局的机会。从结果看，2023年上半年传媒板块以42.75%的涨幅位居第二（数据来源：wind），市场走势验证了我的预判。2023年7月初的下半年策略报告提醒，随着上半年的上涨，传媒的估值较前期低位出现显著修复，下半年性价比降低，从结果看，三季度传媒板块出现回调，也符合预期。2023年四季度策略报告，我们又推荐了文化传媒板块的投资机会，2023年四季度大盘走弱，但传媒游戏板块是市场表现非常活跃，也符合我们的预期。2025年1月7日，我们发布的年度策略报告中，把文化传媒排在了行业配置的第一位。当时认为，随着海内外AI模型的不断研发和进步，作为应用落地端的企业能够提前受益，传媒行业是科技进步中受益较多的下游应用行业。2025年7月的下半年策略报告提醒，在新兴文娱产业趋势发展之下，叠加AI技术发展赋能内容生产，游戏、短剧、互动影游、“谷子经济”等产业的发展前景较好。从结果看，2025年传媒板块涨幅27.17%（数据来源：wind）。2026年一季度传媒行业震荡，展望2026年二季度，文化传媒板块仍具备结构性投资价值，可逢低关注。逻辑如下：首先，AI技术正全面赋能内容生产与分发，显著降本增效，并催生AI短剧等新业态，用户为优质内容付费的习惯已逐步形成。其次，随着经济复苏，广告市场有望回暖，带来顺周期修复机遇。最后，“文化自信”政策支持优质内容创作与出海。关注结构性机会：直接受益于AI工具、拥有强大IP和制作能力的游戏、影视公司；付费模式成熟的数字媒体平台。宜精选具备核心竞争力的公司及细分龙头。提醒一下，经过近几年上涨后，板块内部的可能出现分化，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

11、证券

早在2024年7月初的下半年（侧重三季度）策略报告中，我们推荐了证券板块的低吸机会（当时空头氛围弥漫），重点推荐了重组方向，特别是风控能力领先业务质量兼备的优质头部券商将更具备安全边际。从结果看，最终等来了2024年9月末证券板块迅猛上涨，符合我们的预期。2025年二季度策略报告，我们继续提醒，一季度券商板块出现回调后，二季度券商板块仍可逢低关注。当时的理由如下：首先，成交量整体有望高于2024年，有助于券商业绩提升。中长期资金入市为券商资管、经纪业务、机构业务带来的增长潜力；其次，行业内并购整合的事件催化；最后，流动性上，国内货币依旧宽松。2025年7月下半年策略报告提醒，券商板块仍可逢低关注。当时认为证券行业受以下利好推动：一是政策驱动与资本市场改革。科创板改革深化：证监会近期推出“1+6”政策措施，包括重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市、引入专业机构投资者等，利好券商投行业务。二是流动性宽松：央行降准降息、逆回购操作等政策维持市场流动性，有助于券商融资成本和业务扩张。三是行业整合与并购重组加速。头部券商强强联合。另外，央企整合：中央汇金控

股多家券商。2026年一季度证券板块调整，展望2026年二季度，中长期资金入市和居民财富向资本市场转移趋势下，在建设金融强国的国家战略持续推进、资本市场深化改革不断提速的大背景下，A股市场的结构性机遇延续，而券商板块作为资本市场的核心参与主体，具备中长期配置价值（逢低布局）。

12、房地产

近年来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松，降首付、降利率、“白名单”融资支持等密集出台，旨在防范系统性风险、稳定市场，政策呵护地产止跌回稳的意愿较强，预计政策友好期将持续。展望2026年二季度，政策持续释放以及供需有望改善之下，或将给行业以及板块带来提振，后市需要关注基本面企稳回升的力度。经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”或难再现，2026年二季度可具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）。

13、内需消费

扩大内需已成为国家明确的战略之举。宏观政策导向正从传统投资拉动，系统性转向以“人”为核心、培育新需求，这为消费板块带来了结构性的投资机遇。具体可关注以下三大方向：一是结构性赛道。顺应人口趋势的“银发经济”、满足年轻群体情感的“悦己消费”（“谷子经济”等）、追求性价比的“平价消费”及基础的食品饮料；二是服务消费升级。我国服务业占比提升空间广阔，文旅、体育、养老、医疗保健及文化娱乐等服务性消费是未来增长点；三是安全主线。在外部不确定性因素加大的背景下，内循环和国家安全的重要性提升，农牧饲渔或将迎来逢低布局机会。生猪养殖行业或迎来底部反转的机会，以及政策大力支持的智慧农业（如精准种植、智能农机）可逢低关注。

14、高股息率股

自2022年四季度开始，无论是年度策略报告，还是季度策略，亦或是晨报，我们反复推荐了高股息率个股的投资机会。当时认为，全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的红利股难能可贵。从行业看，银行、石油石化、高速公路或港口营运等行业的高股息标的分布较密集。2023年1月的年度策略报告（侧重一季度）中我们推荐了银行、石油石化及“中特估”等机会，2023年一季度石油石化及“中特估”表现还是不错的。2024年1月的年度及4月初的二季度策略报告，我们推荐了公共事业（电力、水务、燃气、公路）等领域。当时认为，预计国有垄断的基础类行业将受到青睐——电力、水务、燃气、公路及上游资源品等领域，以分红规模和持续性相对占优的央国企为主。从结果看，

2024年上半年上述板块表现亮丽。2024年7月初的下半年策略报告中我们提醒，2024年上半年涨幅靠前的银行、煤炭、公用事业等行业均为高股息、高分红个股扎堆的行业。且当时高股息板块的强势表现已经持续超过2年，结合估值和股息率变化来看，未来高股息板块的性价比或有所下降，后市需关注更可能加大分红的领域，节奏上，也是逢低配置为主。市场走势验证了我们的预判，2024年7、8月份高股息板块出现回调分化，2024年四季度红利、价值等风格指数则阶段性表现偏弱。整体上看，近几年，高股息板块持续获得资金青睐。2025年1月的年度及7月的下半年策略报告中，我们提醒，虽然高股息个股仍有逢低配置的价值，不过，当越来越多的资金涌向高股息资产之后，存在一定程度的拥挤现象。投资者若盲目跟风买入这些个股，可能需要承担较大估值波动的风险。市场走势如我们预期，2025年一季度高股息率板块出现震荡，三季度市场科技股强势上攻使得红利风格受到冷落，在经历连续下行后，股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，因此，2025年四季度策略报告提醒，四季度或是布局红利风格的窗口期。逢低配置为主，重点关注央国企、公用事业等。展望2026年二季度，部分相对低位高股息股仍有防御性配置价值：如公用事业等。提醒一下，在挑选高股息个股时，尽量不要追高，择机低吸为主，排除低供给壁垒的行业、处于产业下行周期的资产，重点选择必需品属性、壁垒及护城河的资产。

（三）主题投资

1、“十五五”规划方向

紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，关注三大战略赛道：一是新兴产业（新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）。普通投资者可通过布局行业ETF分散风险，踏准节奏，高抛低吸或是占优策略。

2、泛 AI 主题

早在2025年1月7日，我们发布了2025年度策略报告，把泛AI主题排在了主题投资的第一位，从2025年一季度看，泛AI主题表现相当亮丽。2025年7月，下半年（侧重三季度）A股市场投资策略报告中，我们提醒，泛AI主题投资后续将进入去伪存真阶段。从三季度结果看，泛AI主题上涨，特别是算力龙头涨幅较大。2026年一季度人工智能概念股震荡分化，展望2026年二季度，我们认为，AI正从算力投入迈向应用与端侧落地期，呈现出国内和国外共振的产业趋势。使用率、处理量及实体场景数据增加，“算力-应用-端侧”的正向循环已启动。展望2026年二季度，投资机会可关注：一是算力。光通信模块、算力芯片、高带宽内存、液冷等。二是AI应用与智能硬件。三是安全与ESG。伴随AI发展，网络安全、数据隐私及绿色能源供应链需求凸显。提醒一下，部分领域估值过高，对业绩兑现非常敏感。另外，技术路线快速变迁，巨头与初创公司竞争白热化，淘汰加大。机会将更集中于能证

明盈利能力和拥有真实护城河的应用层及配套产业，市场将从普涨转向结构性分化。经过2025年大涨后，2026年二季度AI概念股可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

3、稀土

早在2025年10月，四季度策略报告提醒稀土板块的投资机会，从结果看，四季度稀土概念股大涨。2026年度策略报告中，我们再次提醒了稀土板块的投资机会，从结果看，今年一季度稀土板块上涨，明显强于大盘。展望2026年二季度，稀土板块仍具备逢低配置价值。主要理由：一是需求方面。稀土被誉为“工业维生素”，是新能源汽车、风电、航空航天、国防军工等关键领域的核心材料。二是供给高度集中。中国主导全球稀土冶炼与磁材供应，产业政策对供给有较强调控能力。三是战略地位凸显。地缘政治因素强化了其资源溢价和供应链价值。提醒一下，产品价格波动较大，受政策与市场情绪影响大。投资方面，优先关注拥有资源配额和产业链优势的龙头公司（逢低关注），或通过行业ETF分散投资。

4、军工

早在2020年下半年投资策略报告中我们重点推荐了军工板块的投资机会，2020年下半年板块整体涨幅25.27%。2021年二季度、半年度、四季度策略报告又推荐了军工板块，二季度军工板块涨幅12.10%，三季度军工板块涨幅8.53%，四季度军工板块涨幅16.60%。连续大涨后，估值有点偏高，2022年一季度，军工板块随大盘出现调整。2023年初，我们继续提醒军工板块的投资机会，上半年军工板块涨幅16.30%，表现明显强于大盘，三季度小幅调整，四季度高位震荡。2025年初的年度策略报告，我们再度提醒了军工板块的投资机会，从结果看，2025年上半年军工板块涨幅25.46%，明显跑赢大盘。2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中提醒，军工板块仍可逢低关注，从结果看，2025年下半年军工板块涨幅26.23%（上述几个涨幅数据来源：东方财富软件终端）。2026年一季度军工板块震荡回落，展望2026年二季度，军工板块仍可逢低关注。首先，政策支持。近几年军费预算保持平稳增长：2020年至2026年之间，中国国防预算增幅依次是6.6%、6.8%、7.1%、7.2%、7.2%、7.2%、7.0%（数据来源：中青网及中国网）；其次，事件时有驱动。近年来地缘政治冲突频繁出现，未来大概率仍有地缘热点事件对军工板块形成阶段性催化；三是强大的技术壁垒与“自主可控”优势。军工行业资质、技术、客户关系壁垒极高，竞争格局稳定，龙头企业护城河宽广。“国产化”和“自主可控”的核心受益者：在复杂国际形势下，关键装备和技术的自主可控成为国家安全基石。军工企业是这一趋势的受益者，供应链安全得到空前重视；四是新兴增长点：军民融合。航空航天、新材料、通信导航等高精尖军事技术，在民用领域（如大飞机、商业航天）有巨大的转化潜力和市场空间。展望2026年二季度，可逢低关注航天航空、飞行

武器（导弹、无人机等）、国防信息化（雷达、电子元器件、通信、网络安全）、船舶制造、军用新材料（高温合金、碳纤维、复合材料）板块细分领域，精选业绩有长期支撑的标的。

提醒一下，经过过去几年的上涨后，可能会出现高位震荡，个股可能会有分化，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，对没有业绩支撑的高位股可逢高逐步退出。普通投资者可通过布局行业ETF分散风险，踏准节奏，高抛低吸或是占优策略。

5、工业母机

“工业母机”概念，粗略理解是制造机器的机器，这类公司通常代表了一国高精尖制造业基础。早在2021年四季度我们重点推荐了“工业母机”概念股，2021年四季度的表现可以用非常靓丽来形容，涨幅8.26%。2023年初，我们继续提醒工业母机概念的投资机会，2023年上半年工业母机概念涨幅29.35%，表现还是相当亮丽的。2023年三季度工业母机概念股随大盘小幅回调，四季度出现震荡，2023年全年上涨27.50%。过去几年，工业母机概念股表现不错，2025年1月7日的年度策略报告中，我们又推荐了工业母机概念股的投资机会，自1月7日以来至阶段性高点工业母机概念板块涨幅超25%（上述几个涨幅数据来源：东方财富软件终端）。2025年7月、10月，分别在下半年及四季度A股市场投资策略报告中及提醒，工业母机概念仍可逢低关注，下半年工业母机概念股表现不错。2026年一季度工业母机概念股震荡，展望2026年二季度，工业母机概念股仍可逢低关注，避免追高。投资逻辑如下：首先，政策强力驱动，战略地位突出。工业母机被列为“制造之母”，是国家高端制造突破的关键环节。专精特新、两机专项等政策持续倾斜，部分领域已进入“补短板”期。其次，制造业升级与周期复苏双击。产业升级需求，新能源汽车、航空航天等高精度领域对高端数控机床需求旺盛，带动设备更新迭代。再次，安全与自主可控逻辑强化。全球供应链不确定性加大，高端装备自主可控成为国家安全重要一环，国产设备采购意愿增强。提醒一下，中低端机床同质化竞争激烈，价格战压缩利润。投资机会可重点布局高端数控机床，关注核心部件国产化。近几年工业母机概念股连续上涨，可能会出现高位震荡，个股可能会有分化，对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

6、低空经济

早在2024年下半年、四季度、2025年度、二季度、下半年及四季度策略报告中推荐了低空经济概念股的投资机会，从结果看，2025年低空经济概念股上涨42.60%（数据来源：东方财富软件终端）。2026年一季度低空经济概念股震荡分化回落，展望2026年二季度，仍可逢低关注。理由如下：一是顶层设计与政策驱动。低空经济已被列入国家战略性新兴产业，2024年首次写入政府工作报告，各地政府纷纷出台发展规划和扶持政策。空域管理改革（如简化飞行审批、划设低空飞行空域）是产业发展的基石，相关政策正在稳步推进，为行业扫清最大制度障碍。二是潜在市场空间大与清晰的应用场景。其应用已形成清晰路径。To

G/B：工业巡检（电网、油气管线）、农林植保、应急救援、警用安防等已规模化应用，商业模式成熟。To C：eVTOL（电动垂直起降飞行器）驱动的城市空中交通（UAM）、高端旅游观光、私人飞行等，是未来想象空间最大的部分。物流运输：无人机物流配送已在部分城市试点，能有效解决“最后一公里”和偏远地区配送难题，降本增效显著。三是产业链条长，带动效应显著。上游技术与材料：电池、电机电控、复合材料、飞控与导航系统、通信与感知（5G-A/6G、激光雷达）等。中游整机制造与运营：无人机、eVTOL整机厂，是产业链的核心集成环节。下游应用与服务：飞行培训、维修保障、金融服务、数字化平台等。提醒一下，作为热门赛道，部分概念股可能已透支未来多年的预期，存在估值过高、炒作题材的风险。一旦技术或商用进展不及预期，股价回调压力较大。警惕只有概念、没有实质业务和技术的公司。逢低关注已盈利的工业无人机龙头及核心零部件供应商；中期跟踪基础设施与运营服务商；长期可布局eVTOL整机龙头（逢低关注）。对没有业绩支撑的高位题材股可逢高逐步退出。

7、数字经济

早在2022年度（侧重一季度）策略报告，我们推荐了数字经济产业链的投资机会。2022年1月17-20日数字经济概念股连续大涨，春节后连续两周成为题材股中的“明星”。受“东数西算”工程正式全面启动的利好刺激，2月18、21日数字经济概念股上演大面积涨停潮，之后，数字经济等概念股随着大盘连续调整。2022年国庆节之后，数字经济概念股连续走强。2023年初，我们提醒，还可以继续关注，从结果看，2023年一季度数字经济相关的概念股在“人工智能”概念的带领下，连续拉升，成为全市场闪耀的“明星”。2023年4月中旬的二季度策略报告提醒，后市存在波动加大的风险，切忌盲目做多。二季度数字经济概念果然出现大幅震荡。2023年三季度初，我们提醒，经过上半年大涨后，下半年或进入去伪存真的第二阶段行情，规避蹭概念的公司。因此，三季度出现回调，也在我们的预期之中。2023年四季度初，我们提醒，高抛低吸，从结果看，四季度数字经济相关的概念股震荡下行，高抛低吸是一个非常占优的应对策略。2024年7月初的下半年策略报告中提醒“经过2023年下半年及2024年上半年调整后，2024年下半年部分个股再度具备了参与价值”，市场走势如我们预期，2024年9月末数字经济相关概念连续大涨，2024年四季度依旧表现不错。2025年4月，二季度策略报告再度提醒了数字经济概念股的投资机会。2025年半年及四季度A股市场投资策略报告中，我们提醒，数字经济概念股可能会出现高位震荡，个股可能会有分化。2026年一季度数字经济概念股震荡回落，展望2026年二季度，“数字经济”概念股仍可逢低关注，中长期看好逻辑没变，未来几年我国数字经济产业有望持续高速发展。理由如下：一是时代主旋律。数字经济是全球经济增长的新引擎，从“数字中国”到各国数字战略，渗透率提升，市场空间广阔。二是技术驱动革命。人工智能（AIGC）、大数据、云计算等技术融合创新，正推动全社会从“数字化”迈向“智能化”，催生新业态并重塑所有产业，创造持续需求。三是政策支持。“数据要素化”、“东数西算”等国家战略提供长期红利，

在关键基础设施和软件领域的国产替代支持明确。逢低关注如下投资机会：基础设施层：算力（AI芯片、数据中心）、通信（5G/6G）、基础软件与网络安全。赋能与应用层：人工智能应用（AIGC、行业AI）、数据要素、产业数字化（工业互联网、智慧能源、数字政务、线上娱乐等）、数字货币等。提醒一下，经过近几年上涨后，部分领域估值偏高，后市波动可能加大。本轮数字经济驱动的科技股行情最终落点仍是具有核心技术竞争力和业绩兑现能力的公司，绩优个股仍可逢低关注，对于伪成长的纯炒题材的个股，可择机高抛或规避。

8、商业航天

顶层政策的明确和未来较大的市场想象空间。政策端，支持体系已从顶层规划迈入实质落地。《“十五五”规划建议》首次将建设“航天强国”纳入重点任务。随后，航天局印发《国家航天局推进商业航天高质量发展安全发展行动计划（2025-2027年）》。专职监管机构（商业航天司）成立，准入、质量监管及科创板专属上市通道等政策组合拳，为全产业链提供了清晰的制度保障与融资支持。需求端，以卫星互联网为核心的应用需求增长。技术端，降低成本正在进行。综上所述，商业航天产业在国家战略牵引下，已形成“政策-市场-技术”的闭环驱动。投资机会：短期聚焦卫星互联网星座建设带动的火箭发射、卫星制造产业链；中长期关注火箭回收等技术突破及“卫星+”应用生态的拓展。不过，商业航天概念股连续2年大涨后，避免盲目追高，逢低关注为主。

（注：本文数据，来自于wind资讯、IFIND、东方财富软件终端、国家统计局、沪深北三大交易所官网、证监会官网、央行官网、银保监会官网、全国社会保障基金理事会官网、人力资源和社会保障部官网、国家社会保险公共服务平台官网、中国理财网、国家金融监督管理总局、财政部、国家能源局及权威财经媒体等，经英大证券研究所整理）

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本

公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上