

2026 年 07 月 22 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美长债配置价值凸显，A 股静待内外企稳催化

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

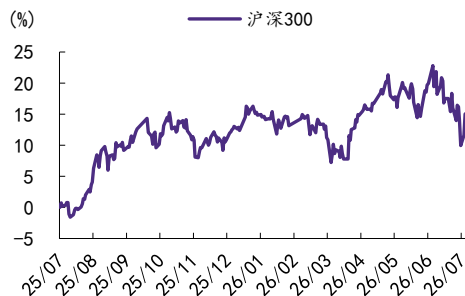
分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

✉ weizheng2@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《A 股震荡筑底，把握低位修复和科技轮动机会》2026-07-14
- 2、《高位波动下的风格再平衡》2026-07-06
- 3、《资金配置波动提供布局机会，A 股先整固后待反弹》2026-06-29

海外宏观热点与策略

海外市场复盘：上周全球大类资产走势呈现美元走弱、原油强劲反弹、科技权益高位回撤与局部市场修复并存的特征。美股行业呈现分母端改善驱动利率敏感板块爆发、核心科技成长深幅失血的板块轮动特征。

海外宏观：Deepseek 时刻再现，改变资本市场对算力资产的定价逻辑；6 月美 CPI 加速坠落，货币政策思路预计将向降息倾斜，10 年美债利率顶部再次确认；日元空头的堰塞湖值得持续警惕。

美股：杠铃策略，重防御。降息预期虽在分母端利好成长股，但拥挤度和波动率仍在高位，一端严选硬成长（财报季首选业绩出色），另一端重防御（地产、金融、医药等）。

美债：做多长债。本周 10Y 美债利率触顶回落，利率顶再确认。后续在避险及利率下行的支撑下，配置价值凸显。

黄金：逢低积极配置。黄金短期抗衰退属性与降息定价共振，中长期美元信用和美债定价逻辑支撑仍存。

国内宏观热点与策略

国内宏观：26Q2 实际 GDP 同比大幅回落，平减指数力撑名义 GDP 同比继续提速，预计年内经济“量底价顶”时刻已至。从 6 月数据分析，经济月度边际修复已开启，除了固投与地产销售面积累计同比持续负增走扩，工业增加值、服务业生产指数、出口、社零当月同比已呈现向好趋势。预计后续经济“量”增速将自 Q2 后逐步回归，“价”增速将会同 PPI 回落。

市场热点：7 月以来 A 股下跌主因资金情绪扰动，而非基本面恶化。个别资金面积极信号已显现，但仍需待 A 股企稳催化。我们认为目前 A 股可类比 2021 年行情走势，可分为快速下跌-底部震荡-底部反弹三阶段，前两阶段成交额与拥挤度快速下行，前期持续占优的消费风格先超跌后有短暂小幅修复机会，成交额与拥挤度阶段底部拐点同步提示 A 股正式反弹信号，后续反弹行情资金并未抱团原先方向且对业绩兑现要求提升。现阶段 A 股预计可类比为快速下跌逐步转向底部震荡阶段，短期仍有震荡调整压力，成长风格存在超短期小幅修复的博弈机会。

大势研判：A 股仍存震荡整理压力，但底部已渐进，等待内外

企稳反弹催化，外部等美韩股市企稳信号，内等长鑫上市。

行业选择：

1) 科技超跌反弹：超跌的光模块、PCB、国产算力、半导体材料设备、机器人、商业航天等；

2) 风格主线平衡：防御的公用事业、煤炭、石油石化、银行、非银、创新药等。

■ 市场复盘

上周全 A 指数大幅下探，宽基全面回调，万得微盘股指数、沪深 300、上证指数相对抗跌，科创 50、中证 1000、中证 2000 跌幅居前。行业涨跌层面，煤炭、食品饮料、银行涨幅居首，电子、军工、机械跌幅居前。行业估值层面，电子、通信行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。

■ 资金情绪

成交活跃度：上周 A 股市场成交活跃度降温趋势延续，日均成交额大幅下行，行业轮动速率高位回落。市场热门标的拥挤度再度开启降温，医药、食品饮料、通信交易集中度提升显著，电子、通信、建材、医药两年历史分位居前，医药、环保、建筑装饰创新高比例领先。年内热门交易主题，AI 硬件大幅回调，医药、电力、银行、煤炭等热度提升。

恐慌情绪：上周国内外同步大幅升温。

内资资金：①公募资金：上周股票+混合型基金新发小幅回暖。股票型 ETF 超常规净流入，“护盘资金”借道规模指数 ETF，主题指数 ETF 增配趋势延续，主题资金显著抄底 AI 算力硬件，减配卫星、有色；②融资资金：上周超常规净卖出，融资买入占比延续回落，行业全面减配，电子、通信、电力减配居前。

外资资金：上周成交活跃度仍处低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。

■ 风险提示

国内政策不及预期；海外地缘政治扰动。

正文目录

1、周度策略	5
1.1、海外：需求破坏带来降息预期重启，美长债配置价值凸显	5
1.2、国内：资金情绪扰动，而非基本面恶化，A股等待企稳催化	8
2、市场复盘：全A大幅下探，宽基全面回调，微盘&大盘相对抗跌	17
3、资金情绪	19
3.1、交易活跃度：成交降温继续，行业轮动速率高位回落，TOP5%拥挤度再度开启降温	19
3.2、恐慌情绪：国内外同步大幅升温	21
3.3、内资：“护盘资金”入场，规模ETF超常规净流入；融资触发情绪底部信号	22
3.4、外资：活跃度仍处低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力	24
4、风险提示	26

图表目录

图表 1：全球大类资产呈现美元走弱，原油强劲反弹，科技权益高位回撤与局部市场修复	5
图表 2：美股来看也出现了能源和成长的同步上行	6
图表 3：实际 GDP 累计同比处目标内，但季度同比快速下滑	8
图表 4：GDP 平减指数转向通胀，支撑名义 GDP 同比高增	8
图表 5：K 型分化虽仍存在，月度边际修复已开启	9
图表 6：工业增加值向好趋势再度提速	9
图表 7：新动能拉动作用领先，月度局部消费拖累缓和	9
图表 8：服务业回暖进程持续推进	10
图表 9：生产性服务助推力延续	10
图表 10：出口同比增速再度大幅提升	10
图表 11：对欧出口存在一定抢跑效应	10
图表 12：社零受端午节日效应支撑，月度同比转正	11
图表 13：限额以上耐用品消费疲软趋势延续	11
图表 14：固定资产投资累计同比负增走扩，地产严重拖累	11
图表 15：一线城市房价维持正增，整体地产周期仍处底部	11
图表 16：A 股成交额显著缩量，资金情绪快速走低	12
图表 17：融资迎抛售潮，7/2-7/17 净卖出 2494 亿元	12
图表 18：“护盘资金”借道 ETF 大幅净买入	13
图表 19：占比已触及 -2σ 线，融资情绪预计基本已触底	13
图表 20：中报业绩预告存在结构亮点（截止至 2026 年 7 月 21 日 17 时）	13
图表 21：2021 年 A 股走势可分为快速下跌-底部震荡-底部反弹三阶段	14
图表 22：2021 年成交额见底拐点可作为 A 股反弹的即时信号	15

图表 23: 2021 年拥挤度指标见底拐点同样可作为 A 股反弹的即时信号	15
图表 24: 前期持续占优的消费风格下跌区间领跌, 震荡区间反弹修复, 反弹区间表现平庸, 业绩兑现更为明确的新能源成为新主线	15
图表 25: 目前成交缩量斜率仍处陡峭阶段	16
图表 26: 目前拥挤度降温幅度尚未充分	16
图表 27: 上周全 A 大幅下探, 宽基全面回调, 微盘&大盘相对抗跌	17
图表 28: 上周煤炭、食品饮料、银行涨幅居首, 电子、军工、机械跌幅居前	17
图表 29: 电子、综合、建材、通信、煤炭行业上周 PE-TTM 水平达十年历史高位	18
图表 30: 电子、通信行业上周估值水平处十年历史高位	18
图表 31: A 股市场成交活跃度上周降温趋势延续	19
图表 32: A 股相对领涨行业轮动速率上周高位回落	19
图表 33: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度上周再度开启降温	19
图表 34: 上周医药、食品饮料、通信行业集中度提升显著, 电子、通信、建材、医药行业拥挤度已至历史高分位	20
图表 35: 收盘价创新高比例上周医药、环保、建筑装饰、纺服、化工行业居前	20
图表 36: A 股年内热门交易主题上周 AI 硬件大幅回调, 医药、电力、银行、煤炭等热度提升	21
图表 37: 上周热门主题拥挤度两年历史分位趋势	21
图表 38: 国内恐慌情绪上周大幅升温	22
图表 39: 海外恐慌情绪上周大幅升温	22
图表 40: 股票+混合型基金新发上周小幅回暖	23
图表 41: 股票型 ETF 资金上周净流入超常规放量	23
图表 42: 上周“护盘资金”借道规模 ETF 呵护流动性	23
图表 43: 上周多个 ETF 跟踪宽基呈现百亿规模净流入	23
图表 44: 上周主题 ETF 抄底 AI 硬件板块, 减配卫星、有色	23
图表 45: 融资资金上周超常规净卖出	24
图表 46: 融资买入占比上周回落触及 -2σ 线	24
图表 47: 融资行业配置上周全面净卖出, 电子、通信、电力减配居前	24
图表 48: 北向资金成交占比上周因 A 股缩量被动抬升	25
图表 49: 北向资金十大活跃股上周聚焦电子、通信、电力	25

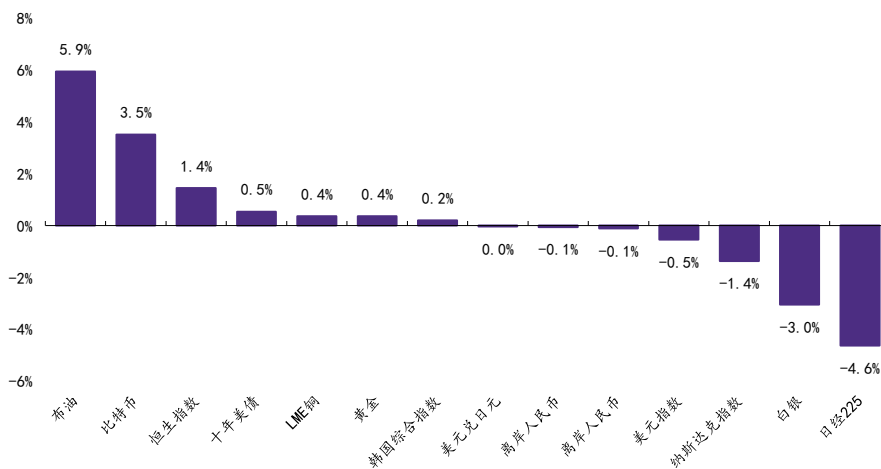
1、周度策略

1.1、海外：需求破坏带来降息预期重启，美长债配置价值凸显

海外复盘：美元走弱，原油反弹，科技权益高位回撤

上周全球大类资产走势呈现美元走弱、原油强劲反弹、科技权益高位回撤与局部市场修复并存的特征。在宏观层面上，美元指数大幅下跌 0.5%，全球离岸流动性压强有所释放。同时，十年美债利率出现触顶回落的情况，但流动性的改善并未引发风险资产的全面普涨，资产内部展现出明显的结构性博弈：布油因供地缘定价大幅暴涨 5.9%，高居大类资产涨幅榜首，比特币亦受流动性回暖刺激大涨 3.5%；但商品内部出现背离，白银重挫 3.0%，黄金仅微涨 0.4%。权益市场方面，分母端利率回落未能托举高估值抱团板块，纳斯达克指数在高位获利了结压力下大跌 1.4%，亚洲权益内部则上演冰火两重天，受益于弱美元和估值洼地回补的恒生指数逆势上涨 1.4%，而日经 225 指数则遭遇避险资金出逃与多头踩踏，全周暴跌 4.6%垫底全球。

图表 1：全球大类资产呈现美元走弱，原油强劲反弹，科技权益高位回撤与局部市场修复

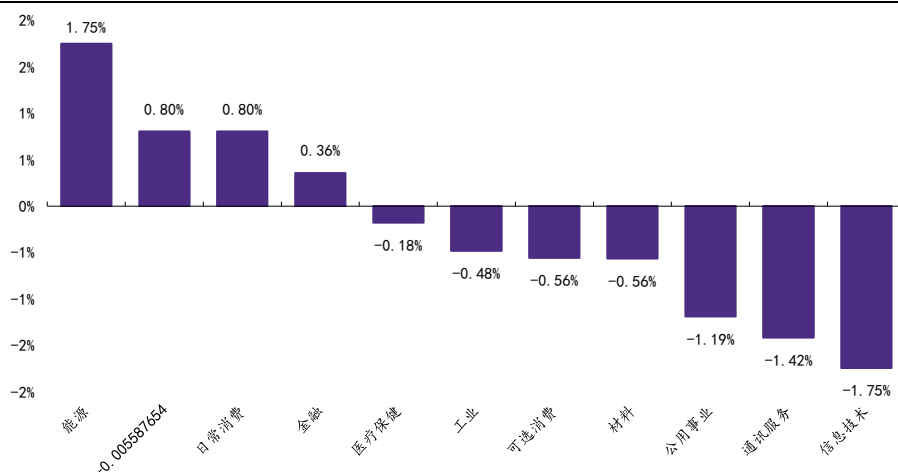


资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股行业数据来看，本周走势呈现出分母端改善驱动利率敏感板块爆发、核心科技成长长深幅失血的板块轮动特征。宏观维度的利率下行与原油暴涨两股核心引力精准映射在行业涨幅榜首：对利率极度敏感且兼具价值属性的房地产板块逆势大涨 1.75%，商品端油价的强势则直接催化能源板块同样暴涨 1.75%，二者共同构成了本周顺周期与价值防线的主导动能。存量博弈环境下，具备防御和利率受益特征的日常消费与金融板块也分别上涨 0.80%和 0.36%，进一步证实了资金向确定性收益资产靠拢的情绪变化。相反，高估值核心成长板块遭遇资金防御性流出，信息技术板块大跌 1.75%垫底，通讯服务板块亦重挫 1.42%，二者成为拖累纳指及美股大盘的决定性力量。公用事业板块下跌 1.19%，材料板块受白银等工业大

宗价格回调压制收跌 0.56%。整体来看，市场在弱美元与利率回落的交织下，资金由高位成长持续向大宗及利率敏感资产的转向。

图表 2：美股来看也出现了能源和成长的同步上行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

海外宏观：“Deepseek 时刻”再现，需求破坏带来降息预期重启

一、常态化的 deepseek 时刻的挤泡沫

中国低成本大模型以及智能体应用的快速推进，正在加速全球人工智能底层技术能力的商品化进程。这种常态化的 deepseek 时刻，正在改变资本市场对算力资产的定价逻辑。过去市场主要依赖供给端的军备竞赛来支撑科技巨头的高估值，只要企业扩大资本开支或者硬件出货量超越预期，资金就会倾向于流入。

然而，低成本替代方案的出现意味着闭源模型的盈利空间的持续挤压，市场开始意识到缺乏下游实际应用营收支撑的高额资本开支，在未来可能会转化为沉重的折旧成本。硬件龙头的优质成长逻辑正在面临重构，即使企业在接下来的财报季交出超越绝对预期的利润数据，市场也可能会因为担忧未来行业增速见顶回落，而在利好兑现后选择获利了结。包括目前实际落地的进度缓慢，维护成本的上行，都会减弱 capex 超预期的吸引力，AI 硬件仍可以投资，但核心更关注如拥有核心制程和先进封装垄断地位的上游晶圆制造龙头，其产能和稀缺性依然无法被证伪。第二是在物理层面短期内面临严密供需错配的高带宽存储芯片巨头，其底层的产品定价权依然难以被轻易动摇。

二、需求破坏带来降息预期重启

六月份美国 CPI 的同比和环比的加速坠落，其底层逻辑不仅仅是单纯的能源价格下跌带来的通胀回落，而更多是需求破坏的兑现。核心通胀的回落和住房房租项目的环比大幅收缩，证实了本土消费在高通胀和实际薪资受到挤压的背景下出现了实质性回落。参考去年通胀基数，10 月份之前通胀预计都会在基数效应下保持相对低位。这意味着过去由于高粘性通胀带来的实质性加息空间已经彻底关闭，后续的货币政策思路将向大幅打开的降息通

道倾斜，预计伴随着实际数据的走弱，美联储预计在三季度被迫开启预防性的降息管理，带来 10 年美债利率顶部的再次确认。

三、日元堰塞湖担忧仍存

全球流动性的核心焦点依然停留在日元套利交易的庞大空头仓位上。尽管前期市场波动导致仓位出现了一定程度的清洗，但由于美日实质性的利差依然客观存在，日元空头持仓目前依然维持在历史性的极高水位。日元空头仓位是否会演变为断崖式下跌，核心的触发因素在于美国经济出现超预期的冷热突变引发美联储闪电降息，或者日本当局进行超出市场预期的强力货币干预和加息。如果这些触发因素同时共振，将会迫使杠杆基金和跨国机构面临非线性的去杠杆压力，从而在数日内出现日元空头仓位的断崖式强平，带动全球风险资产和权益市场发生剧烈的信用收紧与资产价格暴跌。反之，如果美联储以极其平缓且符合预期的节奏进行预期管理，套利仓位将呈现出缓慢去化的特征，整体市场反应也会相对平和，但在当前资产波动整体放大的情况下，日元空头的堰塞湖仍是值得持续警惕和关注的流动性事件。

海外策略：美股重防御，长债配置价值凸显

美股：杠铃策略，重防御。降息预期虽在分母端利好成长股，但行业拥挤度和波动率仍存，一端仍需严选财报季业绩出色的硬成长，TSM 业绩验证了高壁垒硬件成长的需求和盈利持续性仍高，另一端防御则侧重地产、金融、医药，博弈利率下行和波动避险带来的阶段性机会。

做多长债。再度强调高位做多长债的性价比，美债利率当前的相对顶部得到了再确认，同时拥有避险现金以及利率下行的配置属性，在降息预期逐步打开，通胀预期持续回落的情况下，长端美债会在三四季度迎来阶段性的趋势交易机会。

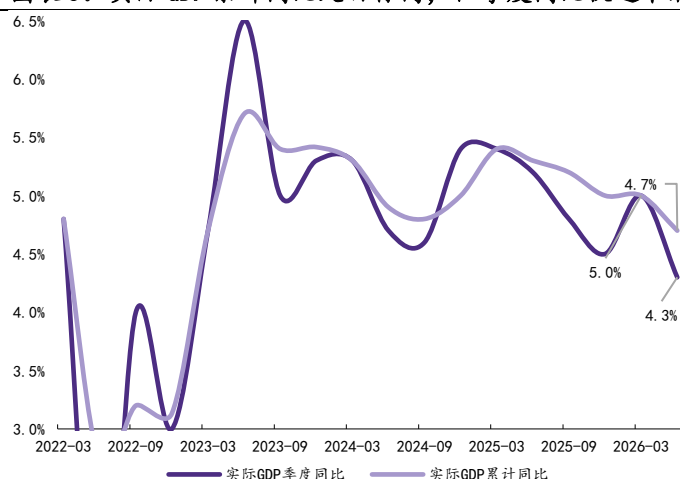
黄金：积极配置。名义与实际利率下行通道已经打开，黄金短期有抗衰退属性与降息定价共振，中长期美元信用和美债的定价逻辑仍存。同时，科技板块波动的放大以及中国常态化 deepseek 冲击的挤泡沫行为，也会引导全球资金从过于拥挤的成长股中流出，黄金作为经典的避险资产也会持续受益。

1.2、国内：资金情绪扰动，而非基本面恶化，A 股等待企稳催化

国内宏观：GDP 增速回落，但年内经济“量底价顶”时刻预计已至

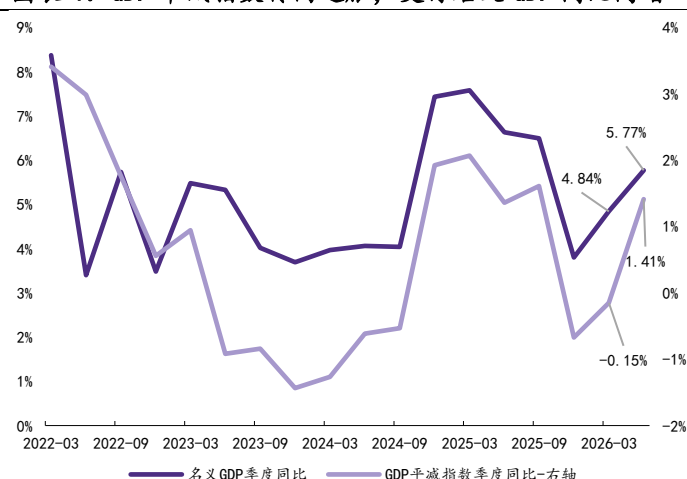
26Q2 实际 GDP 同比大幅回落，平减指数力撑名义 GDP 同比继续提速，预计年内“量底价顶”时刻已至。从实际 GDP 角度看，2026H1 累计同比为 4.7%，处于 4.5%–5.0% 的经济增长目标区间内。但从季度路径来看，2026Q1 实际 GDP 同比实现 5.0% 的开门红成绩后，2026Q2 实际同比显著下滑至 4.3%，季度同比呈现快速下滑趋势。从名义 GDP 角度看，2026Q2 季度同比再度提速至 5.77%，背后主要受到物价水平回归的支撑，GDP 平减指数季度同比在 2026Q2 实现自负增的通缩区间转向通胀区间 (+1.41%)。虽然 2026Q2 经济呈现量走低，价走高的趋势，但根据月度经济数据趋势，我们预计年内经济“量底价顶”的时刻已至，后续实际 GDP 增速有望回升，GDP 平减指数有望伴随 PPI 共同回落。

图表 3：实际 GDP 累计同比处目标内，但季度同比快速下滑



资料来源：Wind，华鑫证券研究

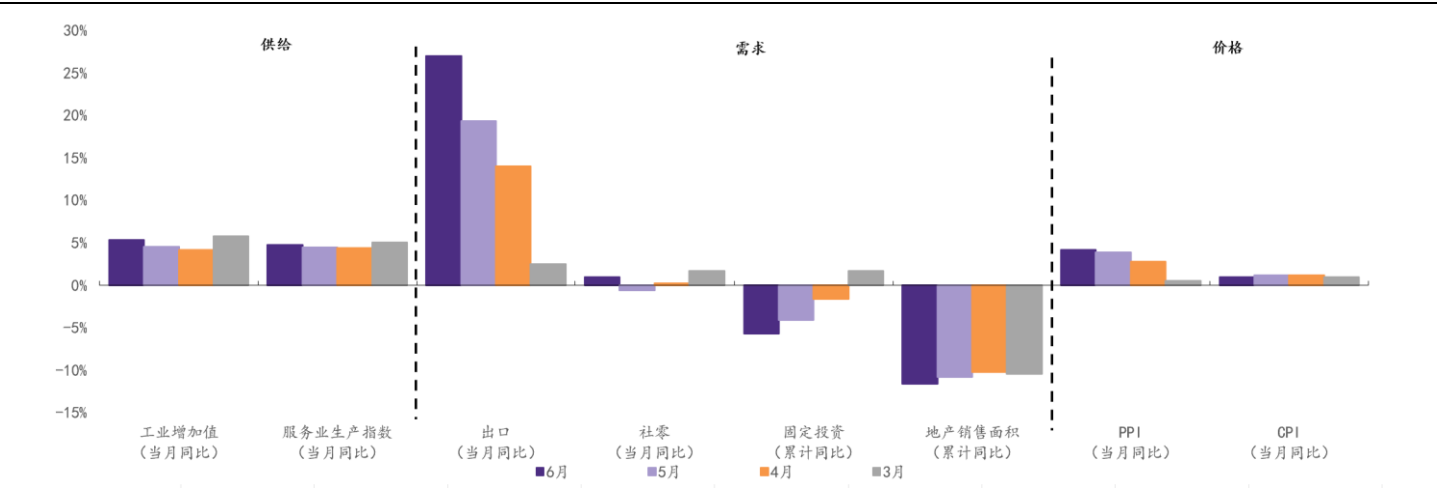
图表 4：GDP 平减指数转向通胀，支撑名义 GDP 同比高增



资料来源：Wind，华鑫证券研究

6 月宏观经济数据分析，K 型分化仍存，经济月度边际修复已开启。六大口径经济数据，除了固定投资与地产销售面积累计同比持续负增走扩，工业增加值、服务业生产指数、出口、社零当月同比数据已呈现提速延续或月度改善的趋势，经济“量”增速预计将会自 Q2 后逐步回归。PPI 同比虽创近 47 个月的同比增速新高，但预计伴随油价高中枢的回落，经济“价”增速将会与 PPI 一同回落。经济 K 型分化仍在，供给强需求弱，新动能强旧产业弱，外需强内需弱。

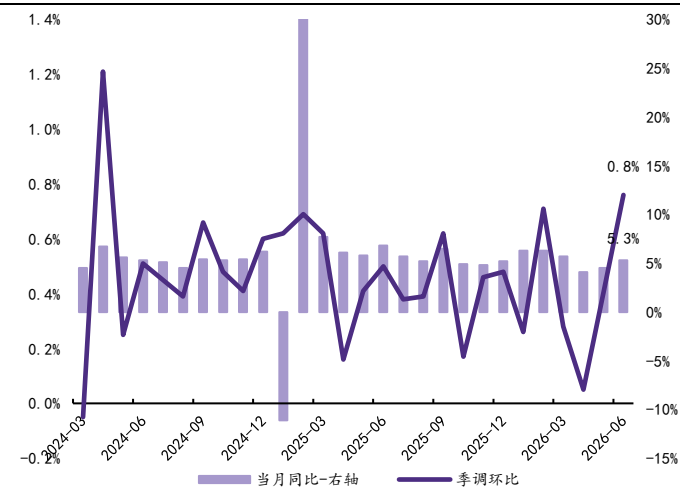
图表 5：K 型分化虽仍存在，月度边际修复已开启



资料来源：Wind，华鑫证券研究

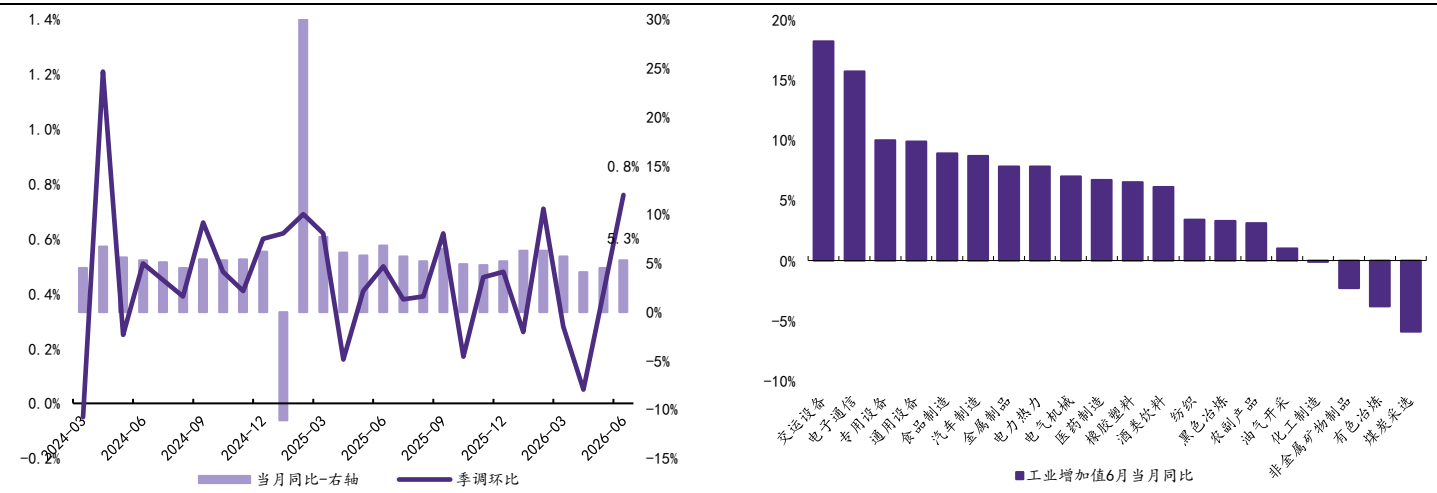
6 月工业增加值向好趋势再度提速，新动能拉动作用持续领先，月度局部消费拖累有所缓和。Q2 季度内部呈现 4 月为增速底，后续增速持续回升，6 月工业增加值当月同比与季调环比增速均实现再度提速，分别实现同比+5.3%和环比+0.8%。截止至 7 月 19 日，从已披露的 20 个行业数据来看。6 月分行业工业增加值同比增速，交运设备、电子通信、专用设备、通用设备领先，新动能对工业增加值增长拉动作用依然领先，K 型分化情况依然存在。但局部消费拖累有所缓和，如相对偏向下游的汽车制造依托强出口支撑，同比增速再度提速；食品制造与酒类饮料因今年端午节日备货期恰处 6 月，增速拖累显著缓解，特别是酒类饮料同比自 5 月的-2.7%回升至+6.1%。

图表 6：工业增加值向好趋势再度提速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7：新动能拉动作用领先，月度局部消费拖累缓和

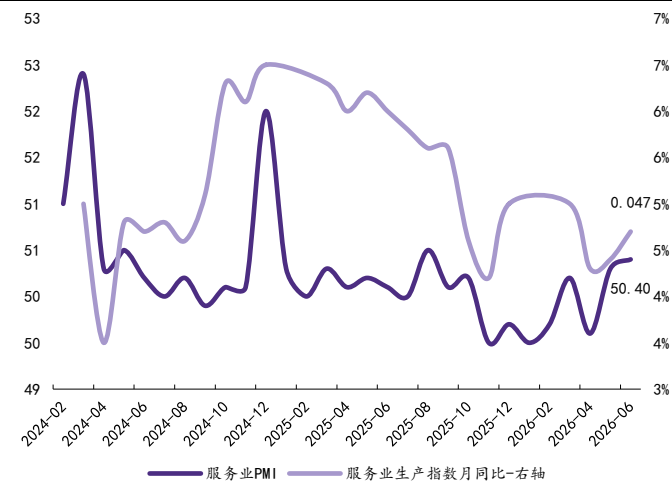


资料来源：Wind，华鑫证券研究

6 月服务业小幅回升趋势延续，生产性服务助推力延续，端午错期提供额外支撑。Q2 季度内部呈现 4 月景气短暂回落，后续持续小幅回暖，6 月服务业生产指数当月同比再度提速至 4.7%，服务业 PMI 环比提升 0.1pcts，持续处于荣枯线之上。截止至 7 月 19 日，从已披露的内部结构来看，包括信息软件技术、租赁商业、金融三项生产性服务同比均高于整

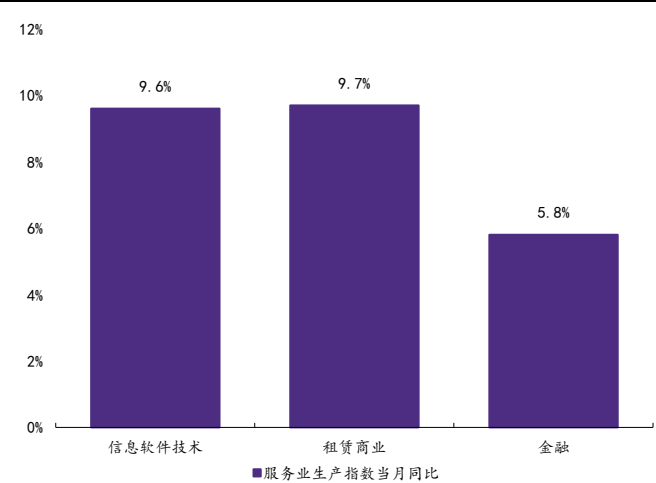
体增速，主要助推力贡献继续，同时6月端午假期存在与去年假期错月一天的情况，预计今年6月额外的假期传统服务消费需求增量提供额外支撑。

图表 8：服务业回暖进程持续推进



资料来源：Wind，华鑫证券研究

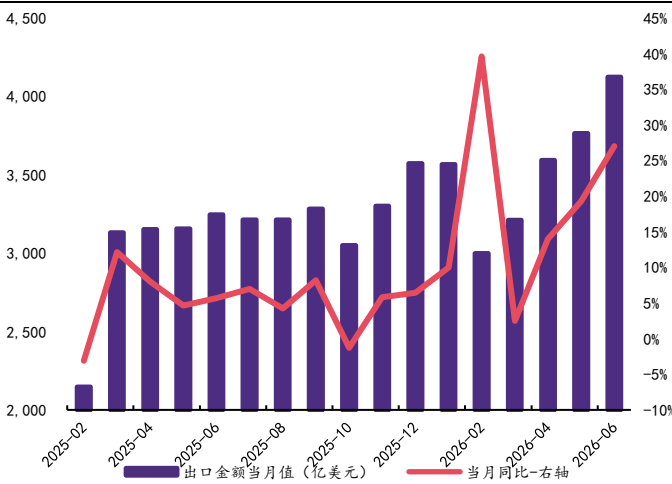
图表 9：生产性服务助推力延续



资料来源：Wind，华鑫证券研究

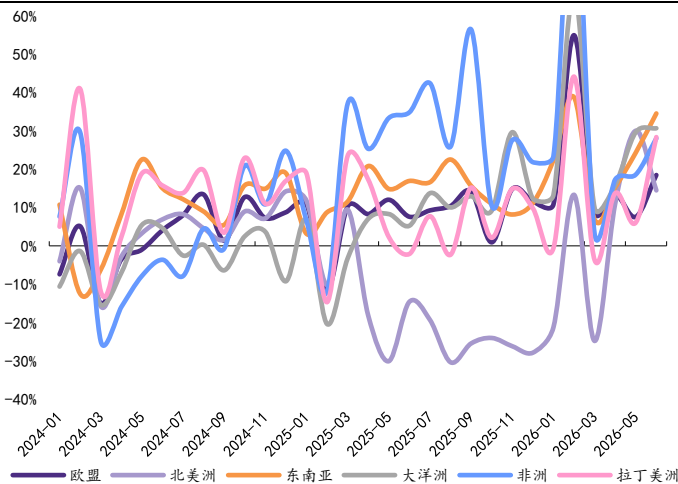
6月出口同比再度大幅提速，对欧出口存在一定抢跑效应。6月美元计价的出口额同比再度大幅提速至27.0%，若不考虑因春节错位扰动形成的增速异动，6月同比创下自2021年9月以来新高。从出口地区结构来看，新兴国家持续高增，欧盟因抢出口同比迅速拉升。对东南亚、大洋洲、拉美、非洲同比增速均接近30%，对美出口增速大幅回落，对欧出口增速迅速提升至18.46%，预计主因中欧贸易摩擦升温，在贸易保护政策正式出台前存在抢出口效应。从出口商品结构来看，机电产品拉动作用持续显著，机电产品增速维持高位。6月机电产品出口当月同比增长至34.3%，半导体等科技产品出海动能进一步增强，集成电路出口增速升至122.2%。

图表 10：出口同比增速再度大幅提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

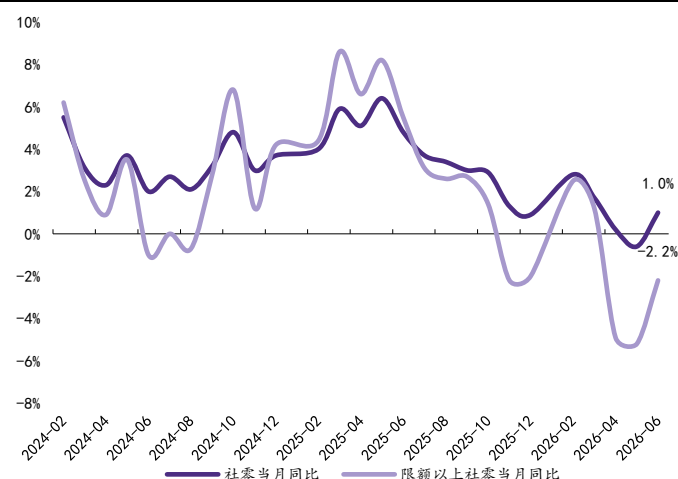
图表 11：对欧出口存在一定抢跑效应



资料来源：Wind，华鑫证券研究

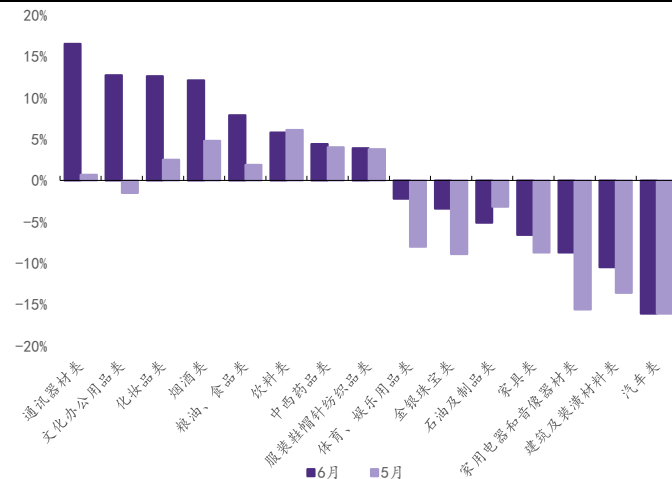
6月社零受端午节日效应支撑，月度同比转向正增，但耐用品疲软趋势仍延续。6月社零当月同比增速转向+1.0%，限额以上社零当月同比负增大幅收窄至2.2%，主因今年端午假期与去年相比错位月份，假期消费需求支撑社零月度回暖。从限额以上社零内部结构来看，受去年高基数影响，耐用品疲软趋势延续，汽车、建筑装潢、家电在限额以上社零当月同比下滑居前，分别负增16.1%、10.5%、8.7%。

图表 12：社零受端午节日效应支撑，月度同比转正



资料来源：Wind，华鑫证券研究

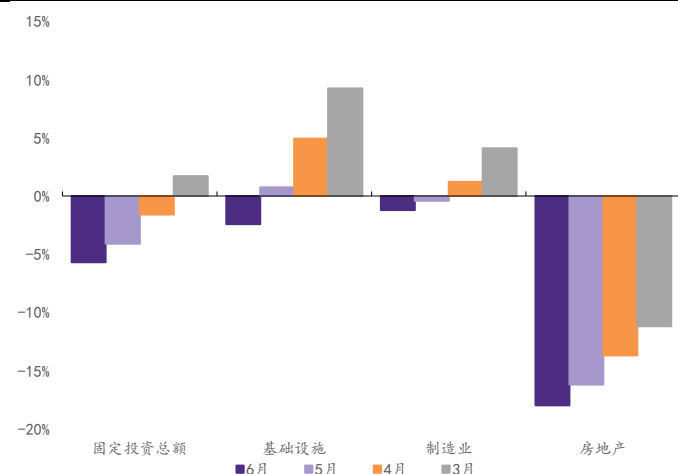
图表 13：限额以上耐用品消费疲软趋势延续



资料来源：Wind，华鑫证券研究

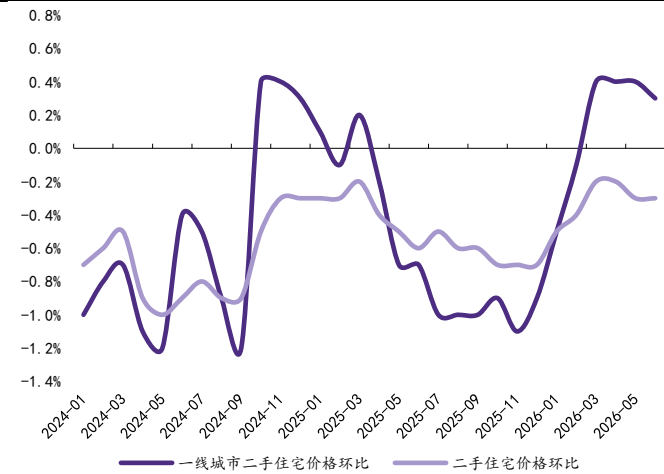
6月固定资产投资负增持续走扩，地产周期持续磨底。6月固定资产投资完成额累计同比负增扩大至5.7%，其中基础设施累计同比-2.4%、制造业-1.2%、房地产-18.0%，全方面走弱且房地产拖累继续最为严重。6月一线城市二手住宅价格环比虽小幅下降至0.3%，但仍在正增区间，全国二手住宅价格持续磨底，地产大周期仍处于周期底部阶段。

图表 14：固定资产投资累计同比负增走扩，地产严重拖累



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15：一线城市房价维持正增，整体地产周期仍处底部

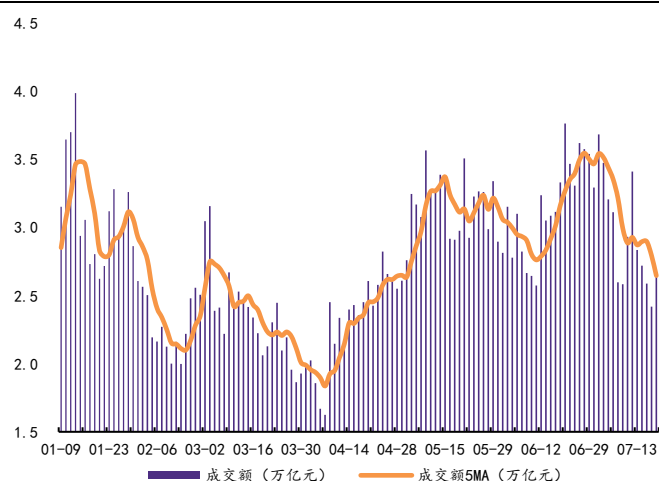


资料来源：Wind，华鑫证券研究

市场热点：资金情绪扰动，而非基本面恶化，A 股仍存调整压力

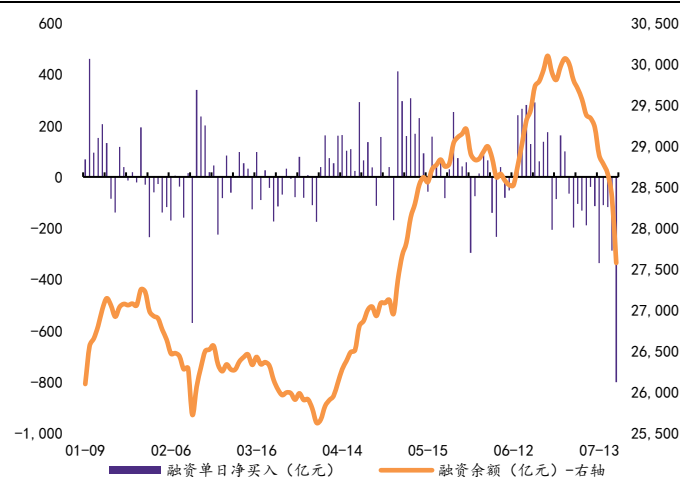
A 股下跌主因资金情绪扰动，而非基本面恶化。上周 A 股自周二日度反弹后持续下跌，且下跌斜率逐日陡峭，上证指数再度跌破年线，周五万得全 A 日度下跌 4.75%，前期上涨阶段领先的科技板块大幅回调，创业板指与科创 50 分别日度下跌 7.15% 与 7.12%。虽然时间节点恰逢宏观数据发布与中报业绩预告披露期，但我们判断 A 股下跌并非因基本面恶化导致。如上文论述，宏观层面，实际 GDP 季度同比虽显著放缓，但从月度趋势上，6 月已显现边际向好趋势，预计整体经济年内季度“量底价顶”时刻已至；中观层面，中报业绩预告结构亮点犹存，并未出现大规模暴雷情况。本周 A 股的下跌主因资金情绪扰动，外部韩股情绪传导，亚盘普遍承压，内部资金兑现情绪浓厚，量化与机构资金的加速卖出放大波动，叠加 Kimi K3 发布利空 AI 算力硬件产业等利空消息集中释出，促成资金情绪进一步走弱，股市加速走弱。截止至 7 月 17 日，A 股成交额 5MA 已回落至 2.65 万亿元，成交快速萎缩。同时，7 月 2 日-17 日融资迎抛售潮，区间共计净卖出 2494.36 亿元，周度净卖出 1652.43 亿元。

图表 16：A 股成交额显著缩量，资金情绪快速走低



资料来源：Wind，华鑫证券研究

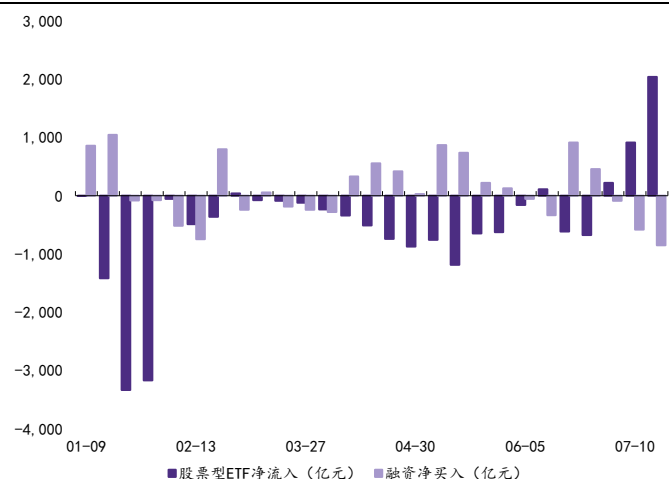
图表 17：融资迎抛售潮，7/2-7/17 净卖出 2494 亿元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

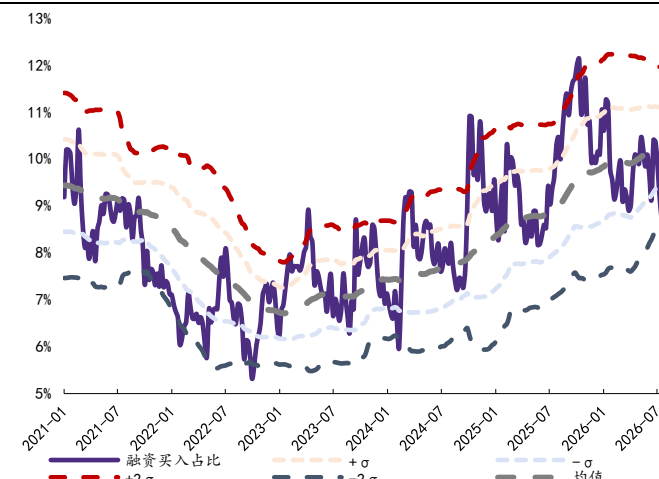
个别积极信号已显现，但仍需待 A 股企稳催化。上周 ETF 资金显著放量，股票型 ETF 共计净流入 2036.41 亿元，其中规模指数 ETF 净买入 1561.28 亿元，沪深 300、中证 1000、科创 50、中证 500、中证 A500、创业板指、上证指数周度均获百亿规模净加仓。我们判断重点宽基 ETF 的放量来源于“护盘资金”的助力，维护市场资金流动性。同时，融资买入占比本周已接近触及年滚动 -2σ 线，融资情绪预计基本已触底，后续融资情绪有望逐步扭转。此外，中报业绩预告存在结构亮点，多家龙头企业业绩大幅预增。

图表 18：“护盘资金”借道 ETF 大幅净买入



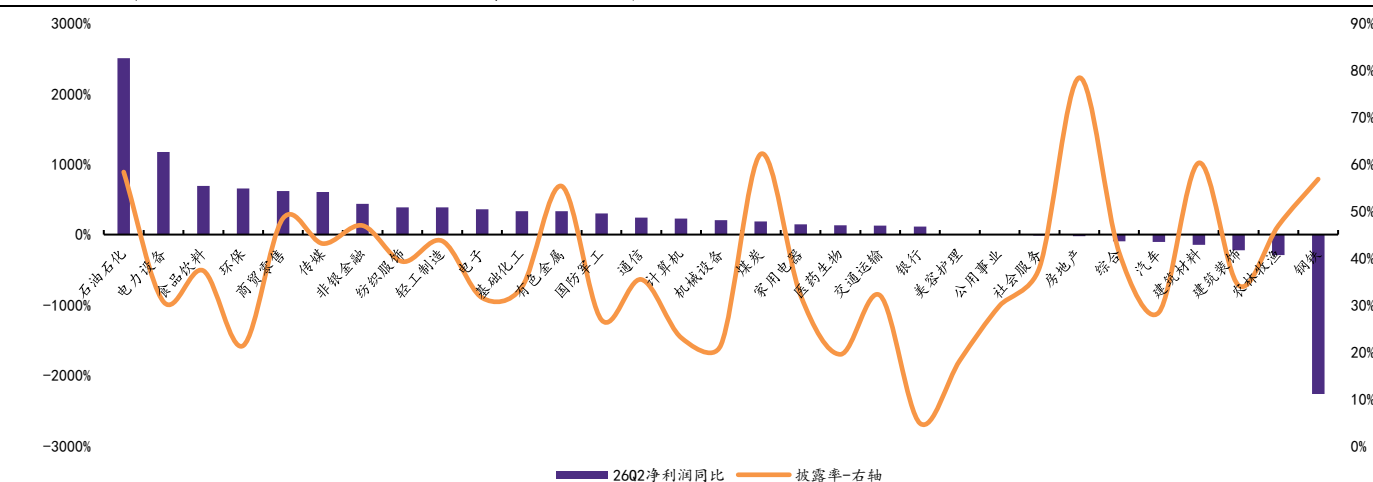
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 19：占比已触及 -2σ 线，融资情绪预计基本已触底



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：中报业绩预告存在结构亮点（截止至 2026 年 7 月 21 日 17 时）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

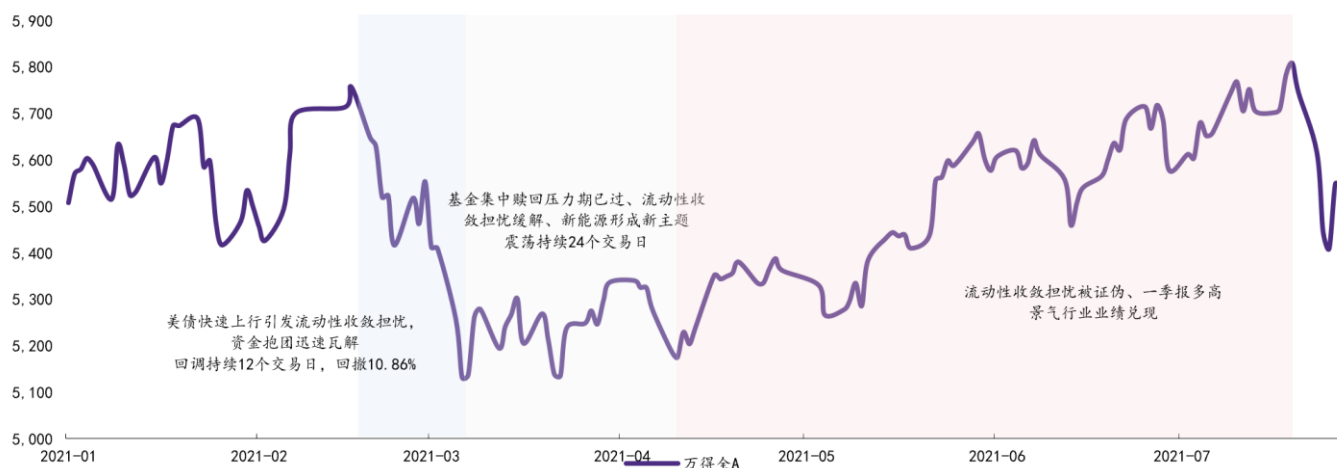
我们认为目前现阶段 A 股可一定程度对比上轮牛市 2021 年 2-3 月行情阶段，两个时段皆为市场经历极致抱团后，股市进入回调与风格再平衡阶段。复盘 2021 年 A 股走势，可分为快速下跌-底部震荡-底部反弹三个阶段：

①快速下跌阶段，成交额与拥挤度快速下行，前期持续占优的消费风格领跌；

②底部震荡阶段，成交额与拥挤度区间前部仍快速降温，在尾部斜率放缓直至底部拐点，故两项指标的底部拐点可作为 A 股震荡区间结束的信号，下跌过程中超跌的消费风格迎来短暂小幅修复；

③底部反弹阶段：成交额与拥挤度阶段底部拐点同步提示 A 股正式开启反弹行情，反弹初期短暂普涨，但资金并未抱团原先方向且对业绩兑现要求提升，新主线新能源领涨，消费表现平庸。

图表 21：2021 年 A 股走势可分为快速下跌-底部震荡-底部反弹三阶段



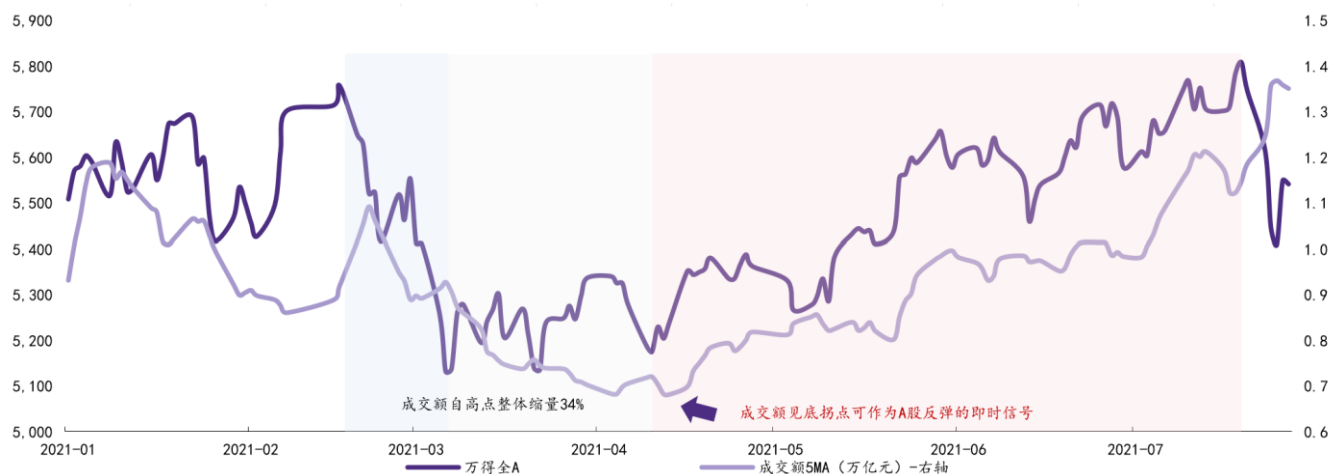
资料来源：Wind，华鑫证券研究

快速下跌阶段：经历资金极致抱团茅指数等价值标的行情后，万得全 A 自 2021 年 2 月 22 日开启阶段回调，回调时长 12 个交易日，回撤幅度 10.86%。回调主因美债利率的快速上行，结合当时外资大规模流入成为重要手握定价权资金来源之一、食品和医药等估值已至历史高位、公募等资金极致抱团的 A 股背景，导致股市资金对于利率和流动性边际利空变化极为敏感，资金抱团迅速瓦解，踩踏卖出形成 A 股快速下跌的走势。快速下跌区间内，市场成交额 5MA 经历踩踏卖出后迅速缩量，自高点缩量 15.1%；拥挤度指标同样快速下行，自牛市高点下行 6.8pcts；前期强势的消费风格领跌，成长居跌幅第二位，稳定风格唯一上涨。

底部震荡阶段：万得全 A 在 2021 年 3 月 9 日阶段见底，随后开启底部震荡，持续 24 个交易日，A 股筑底主因受到基金集中赎回压力期率先度过、美债利率在 3 月中下旬见顶回落逐步缓解流动性担忧、两会“碳达峰、碳中和”写入政府工作报告形成新主题多重因素催化，A 股阶段下跌底部形成。底部震荡区间内，成交额与拥挤度的阶段底部可作为震荡区间结束的信号，市场成交额 5MA 前部仍快速缩量，在震荡尾部缩量显著放缓直至成交额阶段底部，自高点整体缩量 34.0%；拥挤度指标走势类似，前部仍快速降温，在震荡尾部斜率放缓直至底部拐点，自高点整体下行 11.4pcts；下跌区间内超跌的消费反弹领先，稳定风格持续相对占优，金融风格领跌。

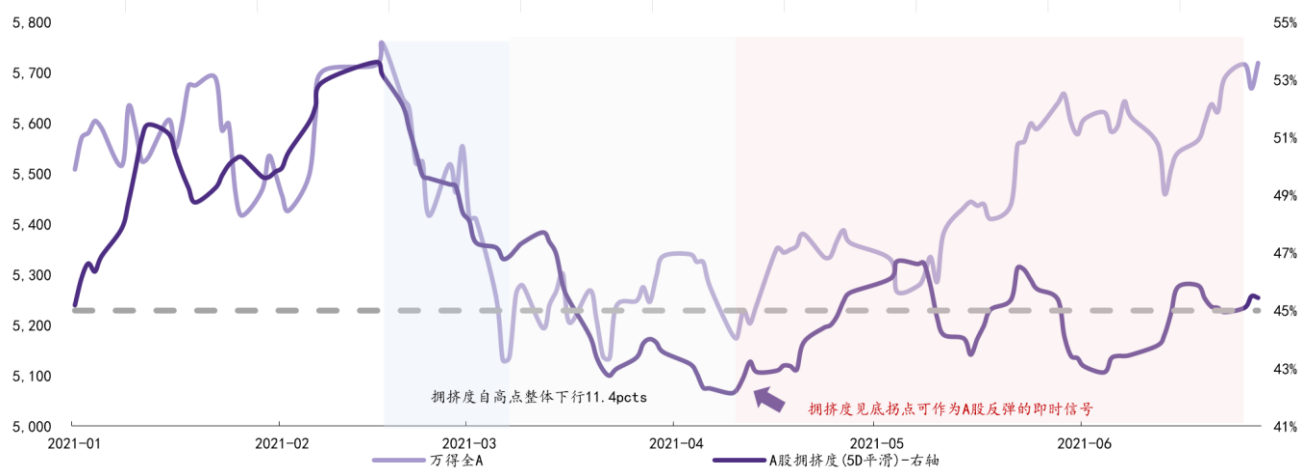
底部反弹阶段：万得全 A 在 2021 年 4 月 13 日结束，后续开启阶段反弹行情，主因受到美债收益率下行彻底证伪流动性收敛担忧、一季报多个高景气行业业绩兑现等利好因素催化。但需注意反弹初期虽有短暂普涨，但市场资金并不持续“原路返回”且对业绩兑现要求显著提升，业绩被证伪的前期抱团白马股持续下跌，业绩景气领先行业新能源走出新主线。底部反弹区间内，成交额与拥挤度指标均迅速反弹；由新能源引领，成长风格显著领先，部分业绩兑现的周期风格居次席，消费风格表现平庸维持正增，金融、稳定风格下跌。

图表 22：2021 年成交额见底拐点可作为 A 股反弹的即时信号



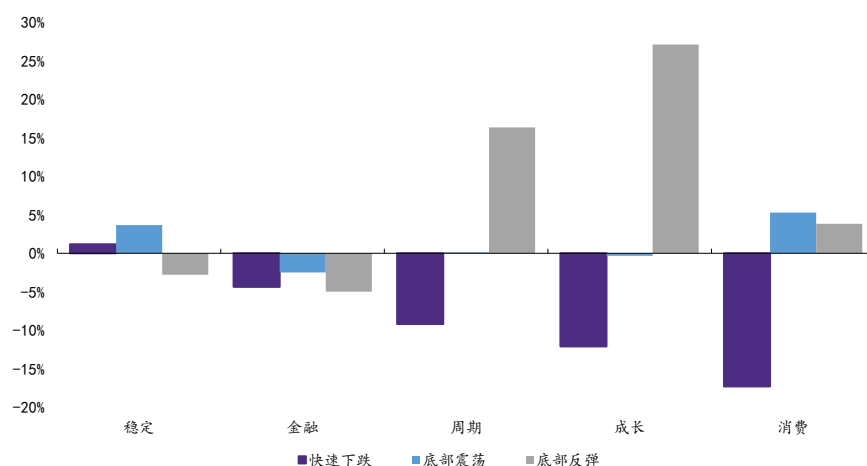
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：2021 年拥挤度指标见底拐点同样可作为 A 股反弹的即时信号



资料来源：Wind，华鑫证券研究

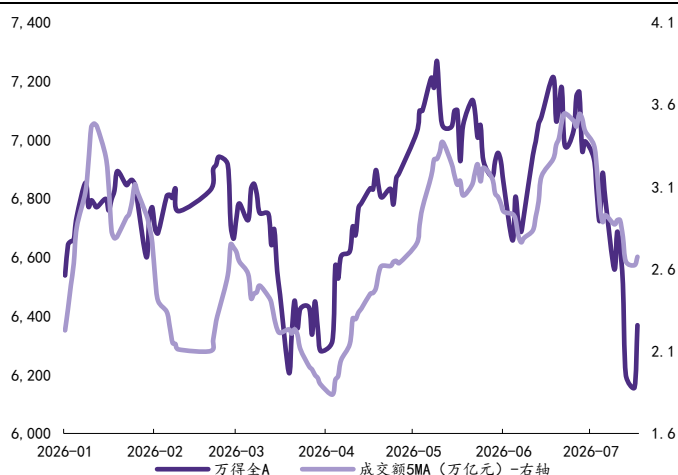
图表 24：前期持续占优的消费风格下跌区间领跌，震荡区间反弹修复，反弹区间表现平庸，业绩兑现更为明确的新能源成为新主线



资料来源：Wind，华鑫证券研究

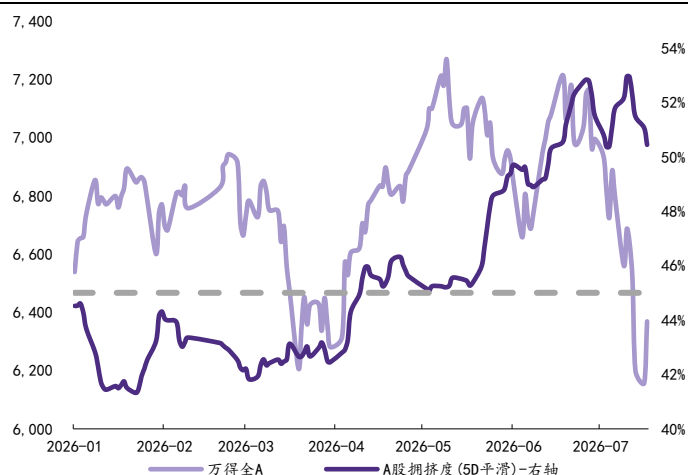
现阶段成交与拥挤度指标尚处下行阶段，预计 A 股仍有震荡调整压力，成长风格存在超短期小幅修复的博弈机会。对比回目前 A 股情况，截止至 2026 年 7 月 21 日，成交额 5MA 指标自高点缩量 24.5%，但缩量斜率仍处陡峭阶段，预计缩量过程还未结束；拥挤度指标自高点降温 2.4pcts 至 50.4%，目前降温幅度仍不足，尚处拥挤度降温阶段。如果类比 2021 年 A 股走势，预计目前正处于快速下跌逐步转向底部震荡阶段，整体 A 股仍有震荡调整压力，成长风格经历超跌后存在超短期小幅修复的博弈机会，静待成交与拥挤度拐点信号显现。

图表 25：目前成交缩量斜率仍处陡峭阶段



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：目前拥挤度降温幅度尚未充分



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股策略：底部渐近，静待内外企稳催化

大势研判：A 股仍存震荡整理压力，但底部已渐进，等待内外企稳反弹催化，外部等日韩股市企稳信号（聚焦去杠杆进度和月底 CSP 大厂发布财报与指引），内等长鑫上市。

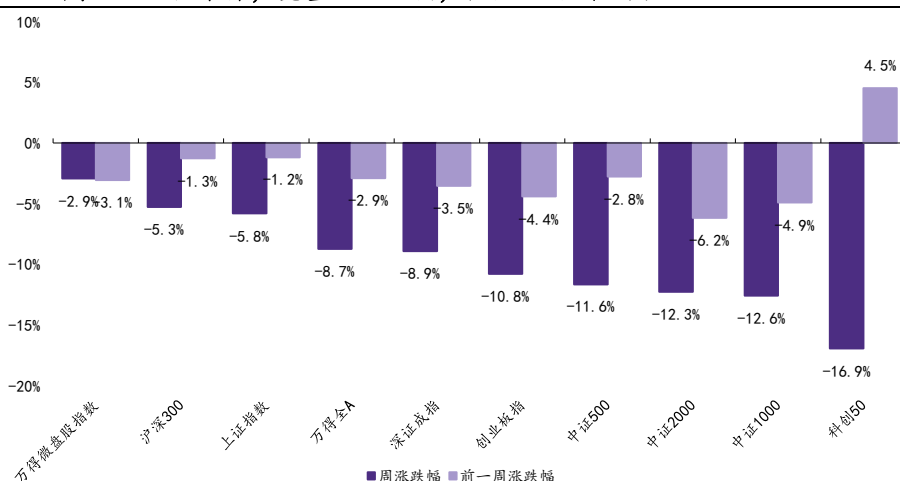
行业选择：

- 1) 科技超跌反弹：**超跌的光模块、PCB、国产算力、半导体材料设备、机器人、商业航天等；
- 2) 风格主线平衡：**防御的公用事业、煤炭、石油石化、银行、非银、创新药等。

2、市场复盘：全A大幅下探，宽基全面回调，微盘&大盘相对抗跌

上周全A指数大幅下探，宽基全面回调，万得微盘股指数、沪深300、上证指数相对抗跌，科创50、中证1000、中证2000跌幅居前。万得微盘股指数、沪深300、上证指数分别下跌2.9%、5.3%、5.8%，科创50、中证1000、中证2000分别下跌16.9%、12.6%、12.3%。

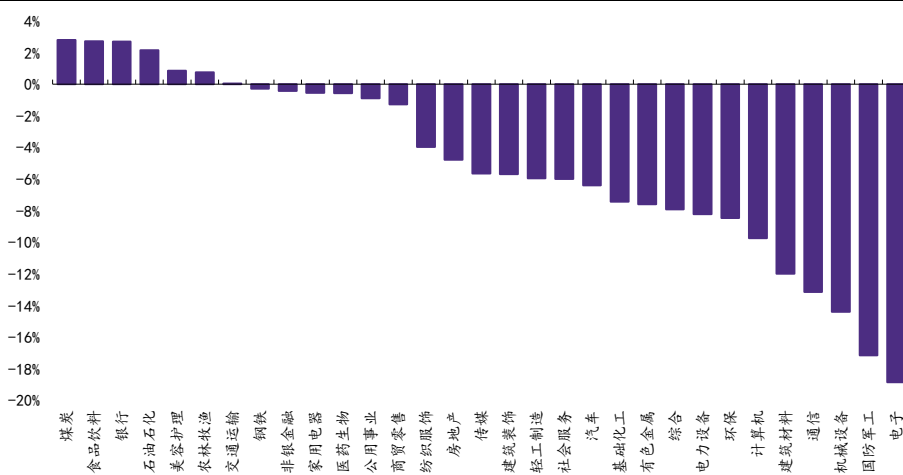
图表 27：上周全A大幅下探，宽基全面回调，微盘&大盘相对抗跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，上周煤炭、食品饮料、银行涨幅居首，电子、军工、机械跌幅居前。煤炭、食品饮料、银行、石油石化、美容护理行业上幅度居首，分别上涨2.8%、2.7%、2.7%、2.2%、0.9%；电子、国防军工、机械设备、通信、建筑材料行业下跌幅度居前，分别下跌18.8%、17.1%、14.4%、13.1%、12.0%。

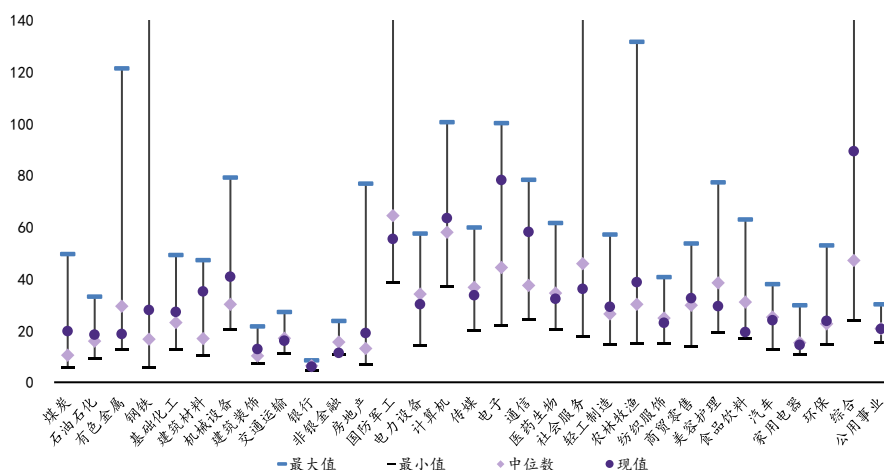
图表 28：上周煤炭、食品饮料、银行涨幅居首，电子、军工、机械跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

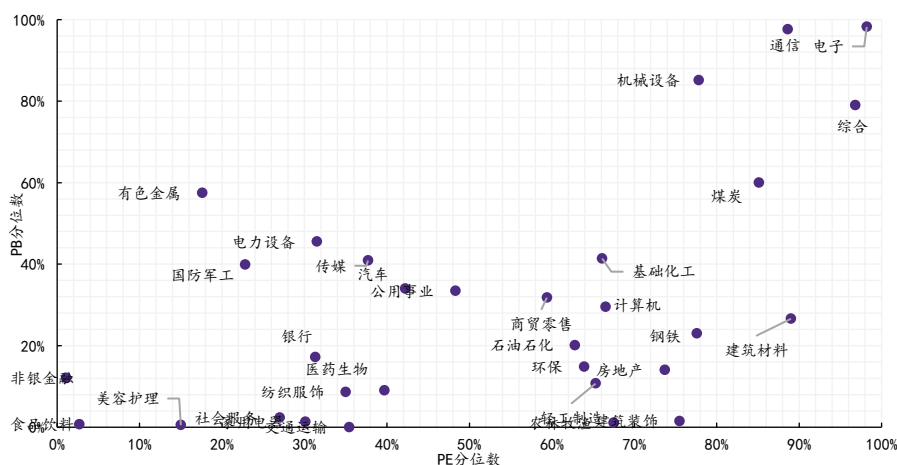
行业估值层面，上周电子、通信行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、综合、建筑材料、通信、煤炭，PE-TTM 分别达 78.2X、89.3X、35.1X、58.1X、19.8X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括电子、通信、机械设备，PB-LF 分别达 6.6X、6.2X、3.0X。

图表 29：电子、综合、建材、通信、煤炭行业上周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 30：电子、通信行业上周估值水平处十年历史高位



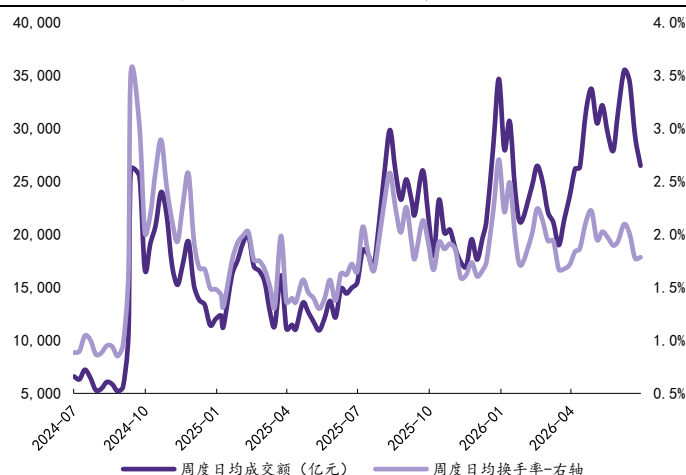
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：成交降温继续，行业轮动速率高位回落，TOP5%拥挤度再度开启降温

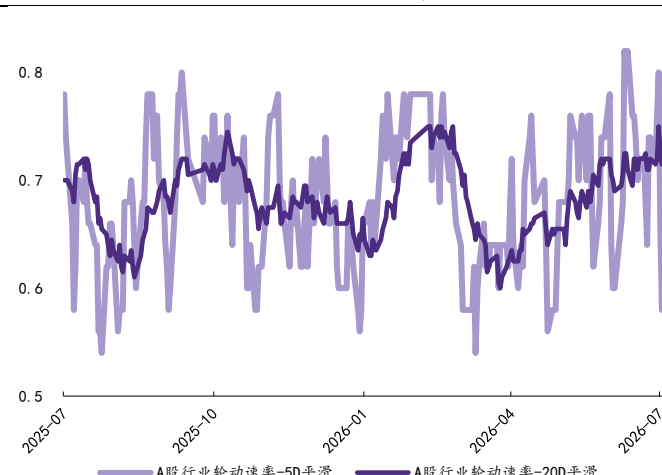
上周 A 股市场成交活跃度降温趋势延续，日均成交额大幅下行，行业轮动速率高位回落。万得全 A 日均成交额为 2.65 万亿元，环比下降 2808.5 亿元；日均换手率为 1.78%，环比小幅提升 0.01pcts。A 股领涨行业轮动速率指标，5 日与 20 日平滑值均回落，行业轮动速率自高位回落。

图表 31：A 股市场成交活跃度上周降温趋势延续



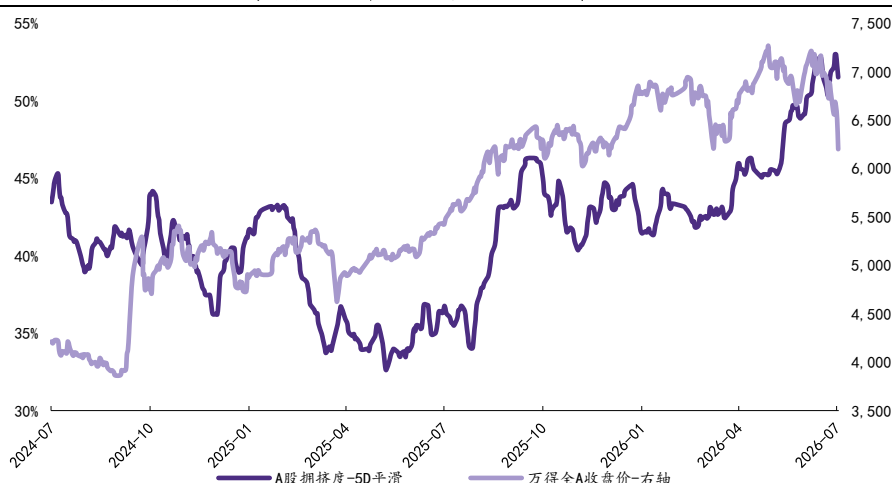
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：A 股相对领涨行业轮动速率上周高位回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度上周再度开启降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

上周 A 股市场热门标的拥挤度再度开启降温，医药、餐饮、通信交易集中度提升显著，电子、通信、建材、医药两年历史分位居前，医药、环保、建筑装饰创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 51.5%，环比下降 0.3pcts，热门交易标的拥挤度再度开启降温。

医药生物、食品饮料、通信、银行、公用事业行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 80.5%、27.1%、91.2%、28.1%、47.5% 的两年历史分位水平。机械设备、电子、电力设备、基础化工、有色金属行业集中度降温居前。电子、通信、建筑材料、医药生物行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

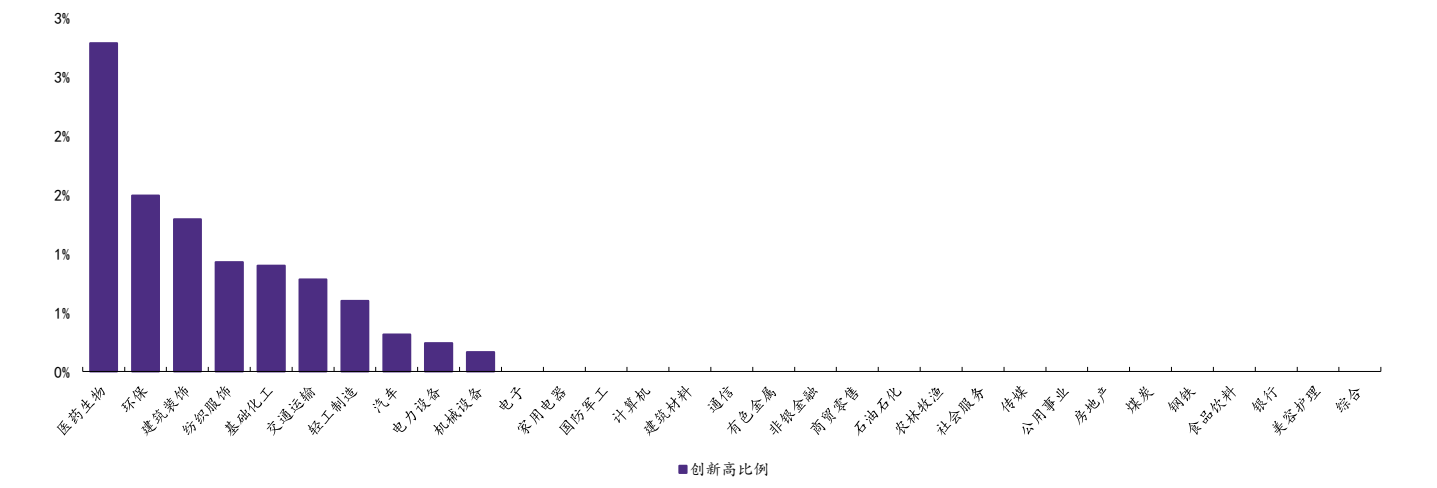
周度股票任一收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，医药生物、环保、建筑装饰、纺织服饰、基础化工行业比例居首，分别为 2.8%、1.5%、1.3%、0.9%、0.9%。

图表 34：上周医药、餐饮、通信行业集中度提升显著，电子、通信、建材、医药行业拥挤度已至历史高分位

行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位	行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位
上游资源	煤炭 0.44%	0.38%	0.06%	18.4%	下游消费	医药生物 7.10%	4.75%	2.35%	80.5%
	石油石化 0.80%	0.62%	0.17%	68.9%		社会服务 0.37%	0.37%	0.01%	3.8%
	有色金属 4.68%	5.24%	-0.56%	49.5%		轻工制造 0.60%	0.57%	0.03%	0.9%
	钢铁 0.30%	0.28%	0.03%	1.9%		农林牧渔 0.67%	0.58%	0.09%	7.7%
	基础化工 4.31%	5.07%	-0.76%	45.6%		纺织服饰 0.42%	0.39%	0.03%	6.7%
中游制造	建筑材料 1.25%	1.43%	-0.18%	90.2%		商贸零售 0.66%	0.45%	0.21%	5.8%
	机械设备 6.86%	8.15%	-1.29%	33.9%		美容护理 0.16%	0.11%	0.05%	15.5%
	建筑装饰 1.13%	1.14%	-0.01%	0.0%		食品饮料 1.28%	0.86%	0.42%	27.1%
	交通运输 0.88%	0.73%	0.15%	8.7%		汽车 2.44%	2.71%	-0.27%	0.9%
大金融	银行 1.25%	0.89%	0.36%	28.1%		家用电器 0.88%	0.91%	-0.03%	0.9%
	非银金融 2.12%	1.91%	0.21%	17.4%	公用	环保 0.65%	0.66%	-0.01%	1.9%
	房地产 0.69%	0.61%	0.08%	6.7%		综合 0.19%	0.19%	0.00%	53.3%
成长	国防军工 2.88%	3.04%	-0.16%	36.8%		公用事业 1.86%	1.50%	0.36%	47.5%
	电力设备 6.47%	7.40%	-0.94%	10.6%					
	计算机 5.61%	5.33%	0.28%	9.7%					
	传媒 1.94%	1.80%	0.14%	12.6%					
	电子 32.45%	33.55%	-1.10%	98.0%					
	通信 7.94%	7.53%	0.41%	91.2%					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 35：收盘价创新高比例上周医药、环保、建筑装饰、纺服、化工行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

上周 A 股年内热门交易主题，AI 硬件大幅回调，医药、电力、银行、煤炭等热度提升。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，水电、中药、血液制品、银行、煤炭主题周度涨幅领

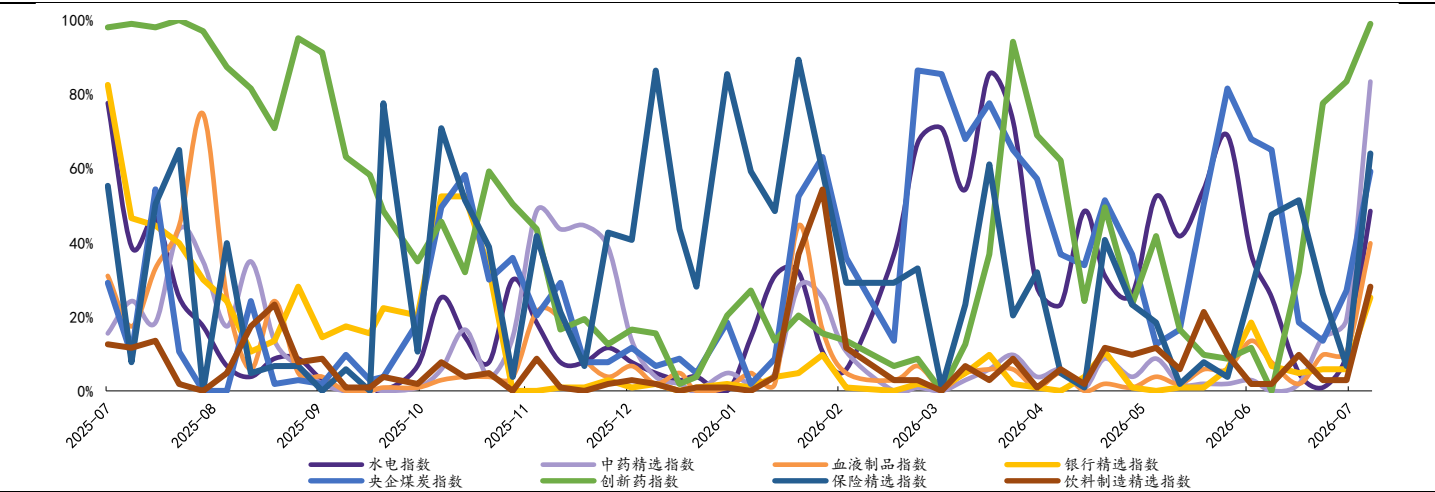
先，分别上涨 6.4%、5.4%、5.1%、4.0%、3.8%；先进封装、半导体设备、存储、晶圆、超硬材料主题周度跌幅居前，分别下跌 25.6%、24.4%、23.9%、22.7%、21.8%。成交活跃度方面，创新药、GPU、PCB、半导体设备、中药主题升温显著，半导体材料、机器人、晶圆、存储、超硬材料主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 95%水平的主题包括半导体设备、先进封装、GPU、创新药、存储、玻纤、PCB、工业气体、晶圆、半导体材料。

图表 36：A 股年内热门交易主题上周 AI 硬件大幅回调，医药、电力、银行、煤炭等热度提升

主题指数	代码	周涨跌幅	月涨跌幅	周成交占比环比	周成交占比两年历史分位	周成交占比近一年趋势
水电指数	8841432.WI	6.44%	13.87%	0.1%	48.5%	
中药精选指数	8841367.WI	5.39%	14.40%	0.3%	83.4%	
血液制品指数	8841056.WI	5.12%	12.02%	0.0%	39.8%	
银行精选指数	8841352.WI	4.04%	11.03%	0.1%	25.2%	
央企煤炭指数	8841788.WI	3.77%	17.67%	0.0%	59.2%	
创新药指数	8841049.WI	-1.61%	4.86%	0.8%	99.0%	
保险精选指数	8841413.WI	2.72%	12.78%	0.1%	64.0%	
饮料制造精选指数	8841375.WI	2.71%	7.60%	0.2%	28.1%	
半导体设备指数	8841321.WI	-24.44%	-29.80%	0.3%	100.0%	
存储器指数	8841241.WI	-23.91%	-30.07%	-0.3%	98.0%	
玻璃基板指数	8841936.WI	-19.86%	-38.83%	0.0%	94.1%	
覆铜板指数	884789.WI	-14.49%	-29.26%	0.2%	97.0%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	-19.85%	-37.76%	-0.2%	98.0%	
电路板指数	8841164.WI	-17.76%	-30.95%	0.4%	98.0%	
超硬材料指数	8841243.WI	-21.82%	-30.27%	-0.2%	87.3%	
工业气体指数	8841062.WI	-14.52%	-26.14%	-0.2%	97.0%	
半导体材料指数	8841272.WI	-21.43%	-33.38%	-1.1%	95.1%	
先进封装指数	8841297.WI	-25.64%	-29.51%	0.3%	100.0%	
晶圆产业指数	8841096.WI	-22.73%	-30.55%	-0.4%	97.0%	
宇树机器人指数	8841902.WI	-12.16%	-12.31%	-0.4%	21.3%	
GPU指数	8841701.WI	-18.20%	-21.06%	0.4%	100.0%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 37：上周热门主题拥挤度两年历史分位趋势



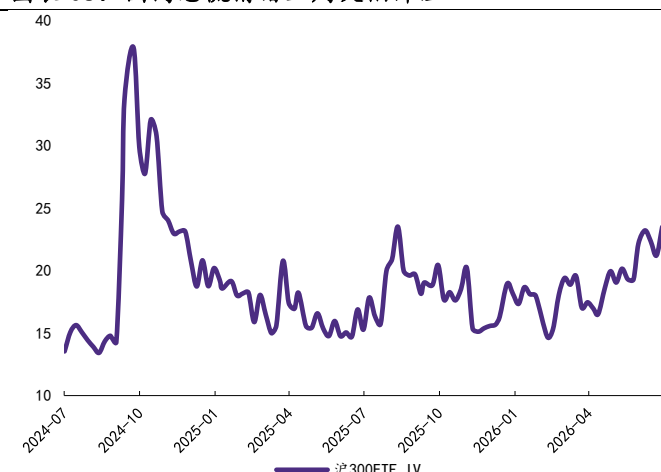
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内外同步大幅升温

上周恐慌情绪国内外同步大幅升温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为 23.48，环比提升 10.77%，国内恐慌情绪大幅升温。海外 VIX 指数为 18.77，环比提升 24.88%，海外恐

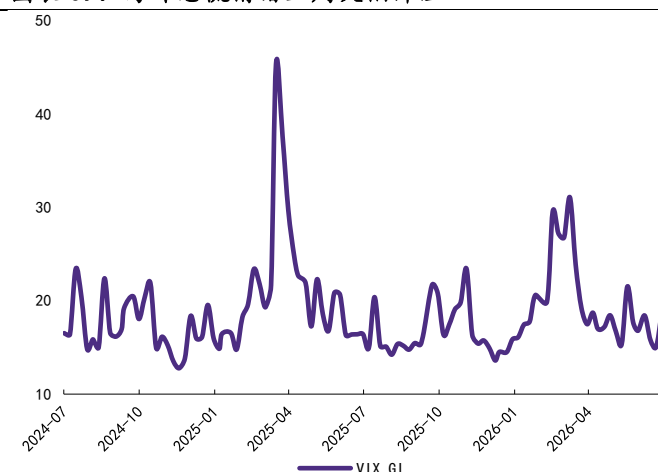
慌情绪同样大幅升温。

图表 38：国内恐慌情绪上周大幅升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 39：海外恐慌情绪上周大幅升温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

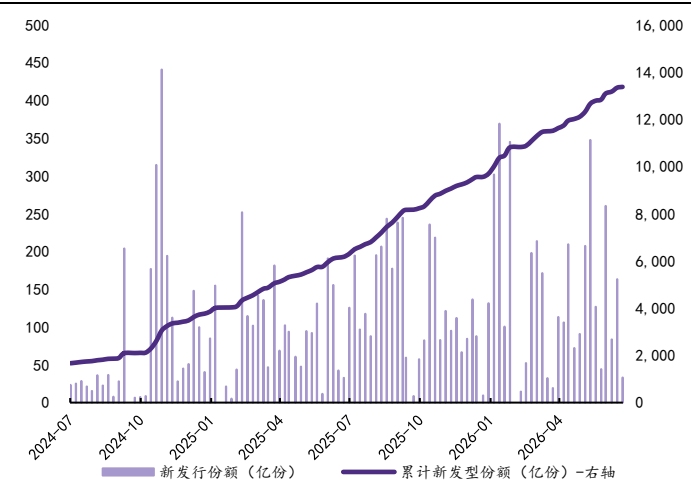
3.3、内资：“护盘资金”入场，规模ETF超常规净流入； 融资触发情绪底部信号

公募基金：上周股票+混合型基金新发小幅回暖。股票型ETF超常规净流入，“护盘资金”借道规模指数ETF，主题指数ETF增配趋势延续，主题资金显著抄底AI算力硬件，减配卫星、有色。

股票型基金周度新发28.87亿份，混合型基金周度新发63.95亿份，周度新发规模环比提升59.71亿份，基金新发小幅回暖。

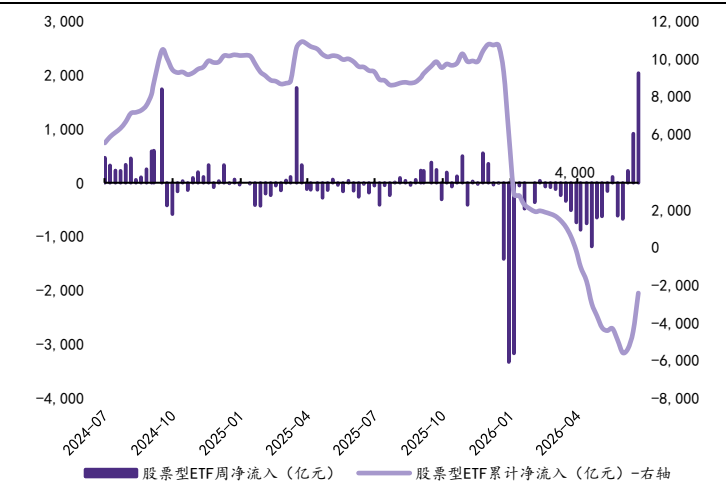
股票型ETF资金净流入超常规放量，周度净流入2036.41亿元。“护盘资金”借道规模指数ETF呵护市场流动性，周度净流入1361.28亿元，其中沪深300、中证1000、科创50、中证500、中证A500、创业板指、上证指数跟踪ETF呈现百亿规模净流入。主题指数ETF同样获显著加配，周度净流入377.26亿元，资金显著抄底AI算力硬件板块主题，减配卫星、有色主题。

图表 40：股票+混合型基金新发上周小幅回暖



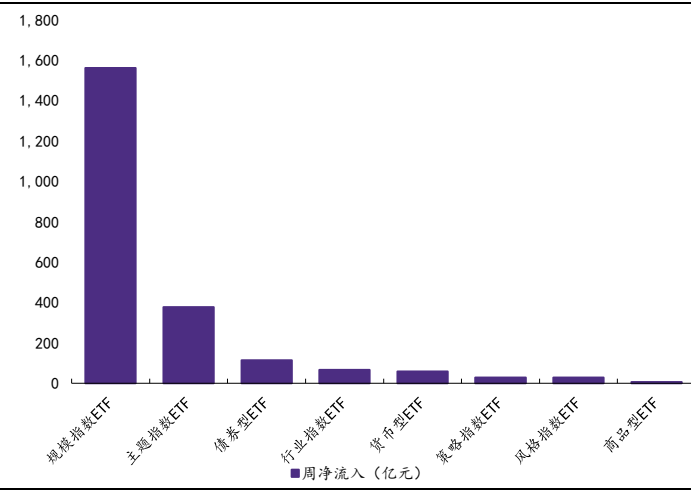
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 41：股票型 ETF 资金上周净流入超常规放量



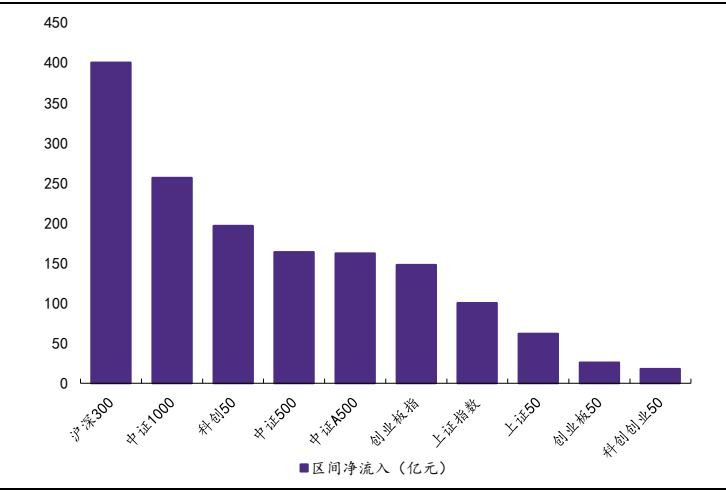
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 42：上周“护盘资金”借道规模 ETF 呵护流动性



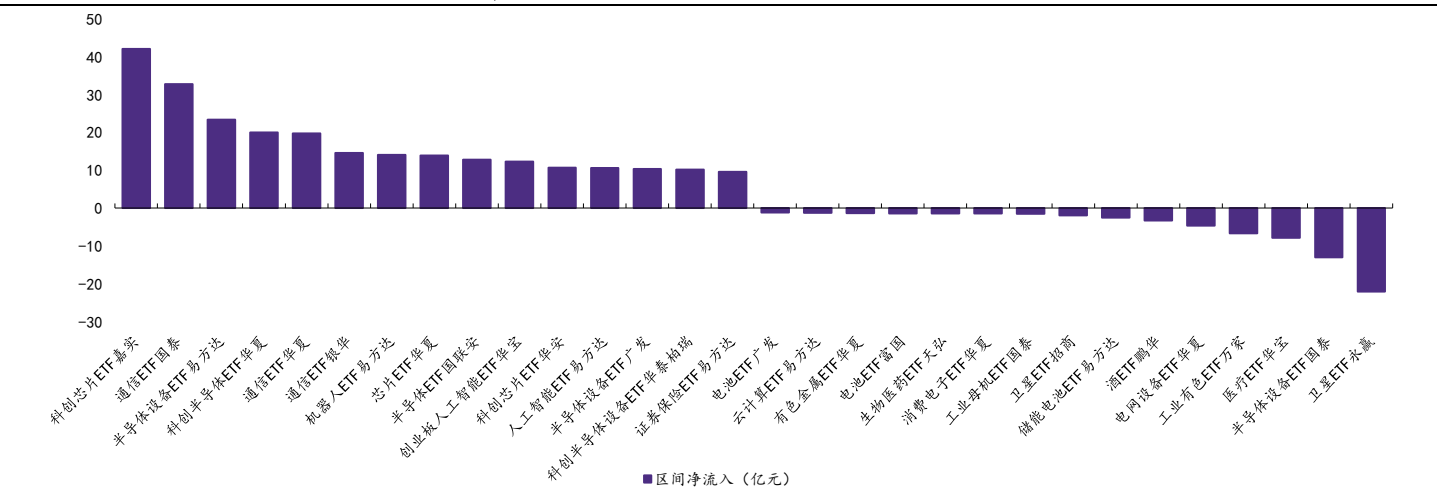
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 43：上周多个 ETF 跟踪宽基呈现百亿规模净流入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

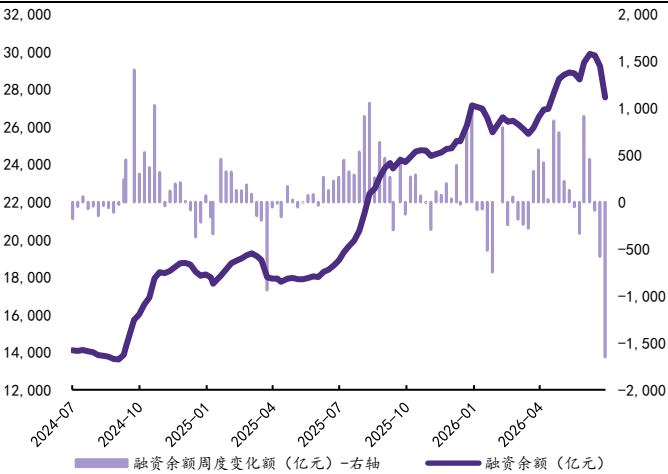
图表 44：上周主题 ETF 抄底 AI 硬件板块，减配卫星、有色



资料来源：Wind，华鑫证券研究

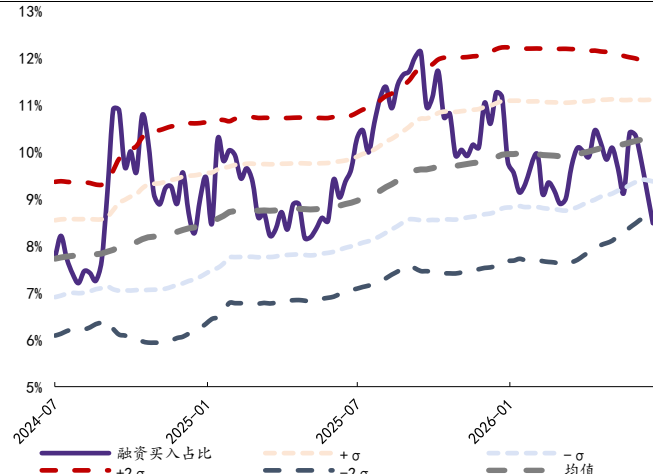
融资资金：上周超常规净卖出，融资买入占比延续回落，行业全面减配，电子、通信、电力减配居前。截止至7月17日，融资余额为2.76万亿元，环比净卖出1652.43亿元。融资买入周度占比为8.48%，环比下降0.67pcts，融资买入占比持续回落，已触及-2σ线，融资情绪预计已至底部。融资资金周度行业配置，行业全面获减配，电子、通信、电力设备、机械设备、有色金属行业减配居前。

图表 45：融资资金上周超常规净卖出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 46：融资买入占比上周回落触及-2σ线



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 47：融资行业配置上周全面净卖出，电子、通信、电力减配居前

行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势
美容护理	-0.4	6.4%	55.8		建筑材料	-15.1	5.4%	176.5	
综合	-1.6	7.5%	62.3		建筑装饰	-17.0	5.5%	400.4	
纺织服饰	-2.0	2.7%	69.5		食品饮料	-18.6	5.8%	500.2	
轻工制造	-2.2	3.6%	121.4		公用事业	-24.2	5.8%	544.6	
煤炭	-3.0	5.1%	107.6		银行	-29.4	7.1%	725.9	
社会服务	-3.5	5.4%	117.8		非银金融	-37.7	10.6%	1956.2	
商贸零售	-3.8	5.1%	225.9		汽车	-40.4	6.1%	1039.9	
石油石化	-3.9	6.1%	214.0		国防军工	-53.1	7.6%	882.8	
钢铁	-4.7	7.6%	173.9		计算机	-59.6	7.9%	1667.8	
农林牧渔	-4.9	5.6%	247.3		基础化工	-60.6	6.4%	1188.5	
环保	-6.8	5.5%	217.3		有色金属	-71.2	7.5%	1461.2	
医药生物	-7.3	7.5%	1566.0		机械设备	-123.1	6.6%	1580.6	
房地产	-8.3	7.0%	290.4		电力设备	-128.7	6.5%	2214.8	
传媒	-11.4	6.9%	512.1		通信	-184.7	9.6%	1718.3	
交通运输	-14.0	6.6%	425.0		电子	-732.4	8.2%	5474.3	
家用电器	-14.7	5.9%	338.4						

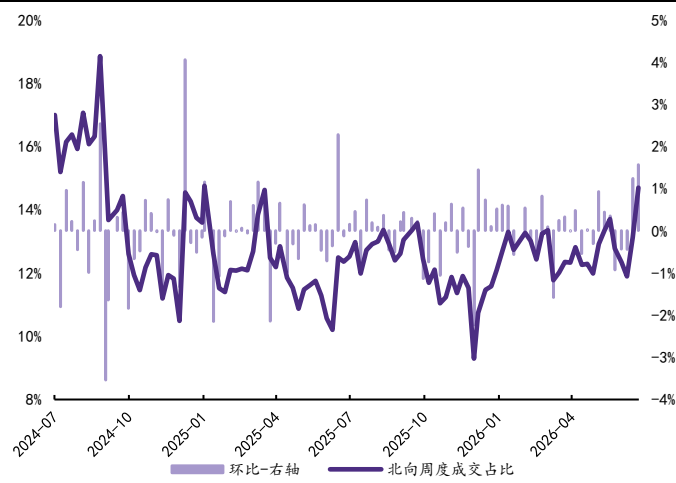
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.4、 外资：活跃度仍处低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力

北向资金：上周成交活跃度仍处低位，十大活跃股聚焦电子、通信、电力。北向资金周度成交占比为14.70%，环比提升1.57pcts，但实际成交额有所缩量，占比因全A成交缩

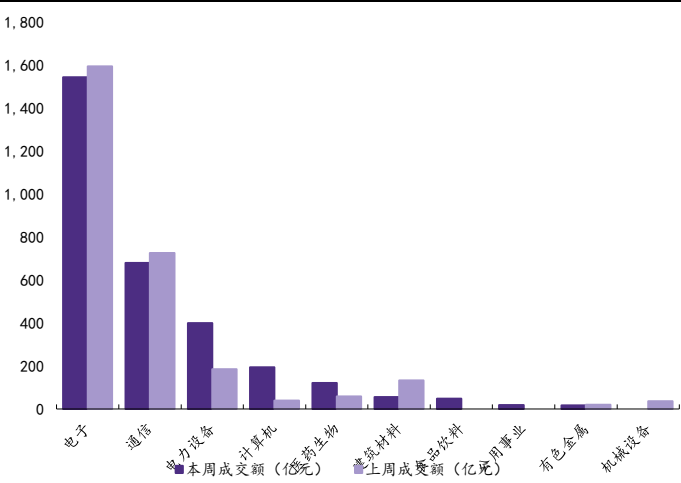
量而被动抬升。周度十大活跃股成交额聚焦于电子、通信、电力设备、计算机、医药生物行业。

图表 48：北向资金成交占比上周因 A 股缩量被动抬升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 49：北向资金十大活跃股上周聚焦电子、通信、电力



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 国内政策不及预期
- (2) 海外地缘政治扰动

宏观策略组介绍

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

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

卫正：宏观策略组成员，金融硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

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

行业投资评级说明：

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

日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的为标准。

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

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。