



A股震荡筑底，等待反弹信号

报告日期：2026年10月30日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

核心结论：6月底以来，A股经历两段式下跌，回撤超过50%。**宏中微观三重冲击下，筹码出清出现负反馈螺旋。**拆解当前的各类微观资金，筹码出清接近尾声，整体抛压可控，且托底信号明显，**止跌信号初现。**类比历史2015年6-11月和2021年12月-2022年6月，**A股两段式下跌后均有超跌反弹**，只是底部结构略有差异。**目前A股和2015年8月底较为相似，大概率是W型震荡筑底后反弹，震荡期红利+主题哑铃策略，反弹期超跌为先。**

下跌复盘：筹码出清负反馈，A股两段式下跌

宏观海外流动性冲击+中观AI算力链利空隐忧+微观科技筹码不佳，筹码出清阶段陷入负反馈螺旋。万得全A回撤21%，市值风格偏向微盘+超大盘极致哑铃，成长大幅领跌，金融领涨，TOP5%拥挤度快速回落，硬科技热度熄火。

筹码分析：微观筹码出清接近尾声，托底信号明显，整体资金压力呈现上有顶下有底的状态

筹码出清：融资买入占比底部反弹信号显现；股票私募仓位水平已降至近一年均值下方；险资整体科技权益仓位有限；散户存量资金卖压收敛转向偏积极；**需要警惕的是极端超调下的公募赎回的抛售风险和融资盘去杠杆的平仓风险；**

托底信号：核心ETF托底放量 + 产业资本回购提速+ 科技业绩预喜三箭齐发。

两段式下跌走势复盘：可类比2015年6-11月和2021年12月-2022年6月

可类比条件：回撤幅度占前期涨幅的50%以上；万得全A呈现两段式下跌形态；回撤破位250MA均线，破位后恐慌式加速下跌，成交大幅缩量。

复盘结论①：前期均呈现多层政策托底信号显现，并且力度逐步加强和宽基ETF放量，同时叠加存量筹码恐慌式出清结束，A股脱离负面下跌螺旋企稳；

复盘结论②：市场企稳信号显现并不一定对应A股马上进入反弹阶段，底部形态略有差异，2015年首先进入W型震荡筑底阶段，2022年直接V型止跌反弹；

复盘结论③：成交缩量至地量后的回升与融资转向净买入信号，可作为A股反弹行情即将开启的微观信号，反弹力度修复下跌的50%左右，持续两个月左右；

复盘结论④：市值：筑底期超大盘和微盘相对占优，反弹期小微盘更具弹性；风格：震荡期金融+成长+稳定并行，反弹成长&周期领涨；行业：震荡期哑铃策略相对占优，反弹期看新催化主题+超跌。

A股策略：W型震荡筑底后反弹，先震荡期哑铃策略，后反弹期超跌为先

大势研判：目前微观筹码出清进入尾声，政策托底宽基ETF放量，救市底已现，等待市场底。考虑到外部核心矛盾AI资本开支和回报仍在验证中，大概率是震荡筑底后超跌反弹。

行业选择：震荡期（红利防御+低位主题），反弹期（低位主题+科技反弹）。**红利防御底仓**（银行、煤炭、交运等）；**低位主题轮动**（筹码结构较好且有产业催化的机器人、AI应用、军工、创新药等）；**科技超跌反弹**（超跌修复的光模块、PCB、国产算力、半导体材料与设备等）。

- 1、国内政策不及预期
- 2、海外事件冲击超预期

目录

CONTENTS

- 1、下跌复盘：筹码出清负反馈，两段式下跌
- 2、筹码分析：抛售已近尾部，托底信号明显
- 3、A股策略：震荡筑底，等待企稳反弹信号

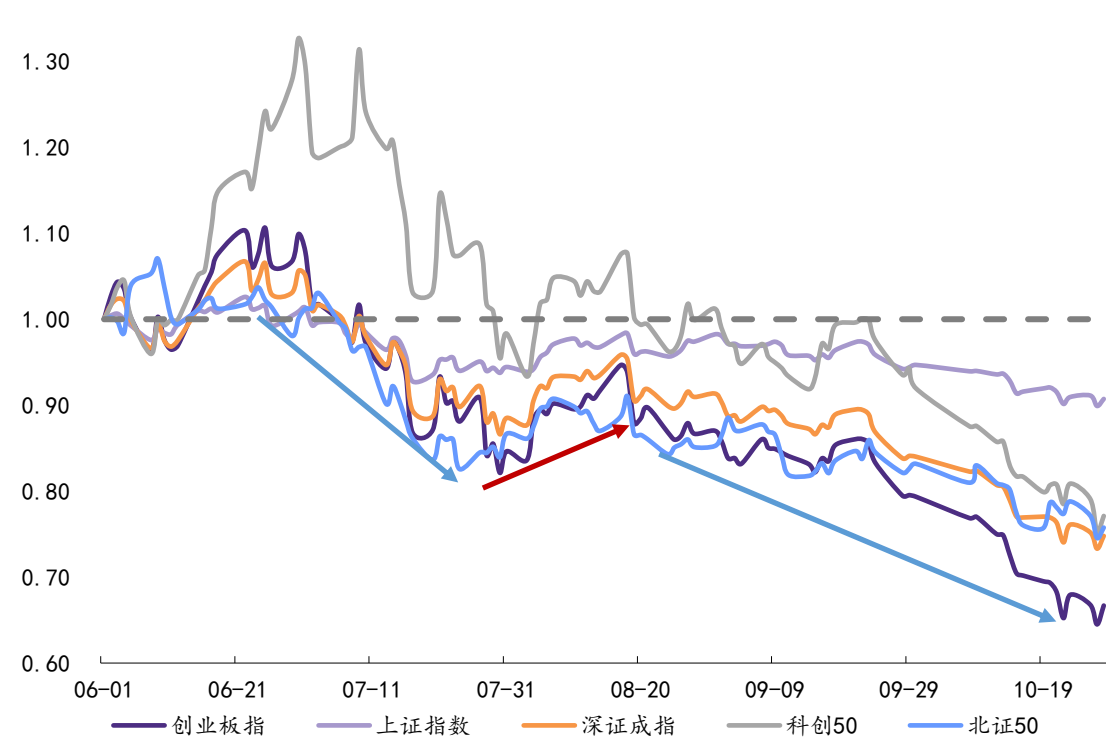
1 下跌复盘：

筹码出清负反馈，两段式下跌

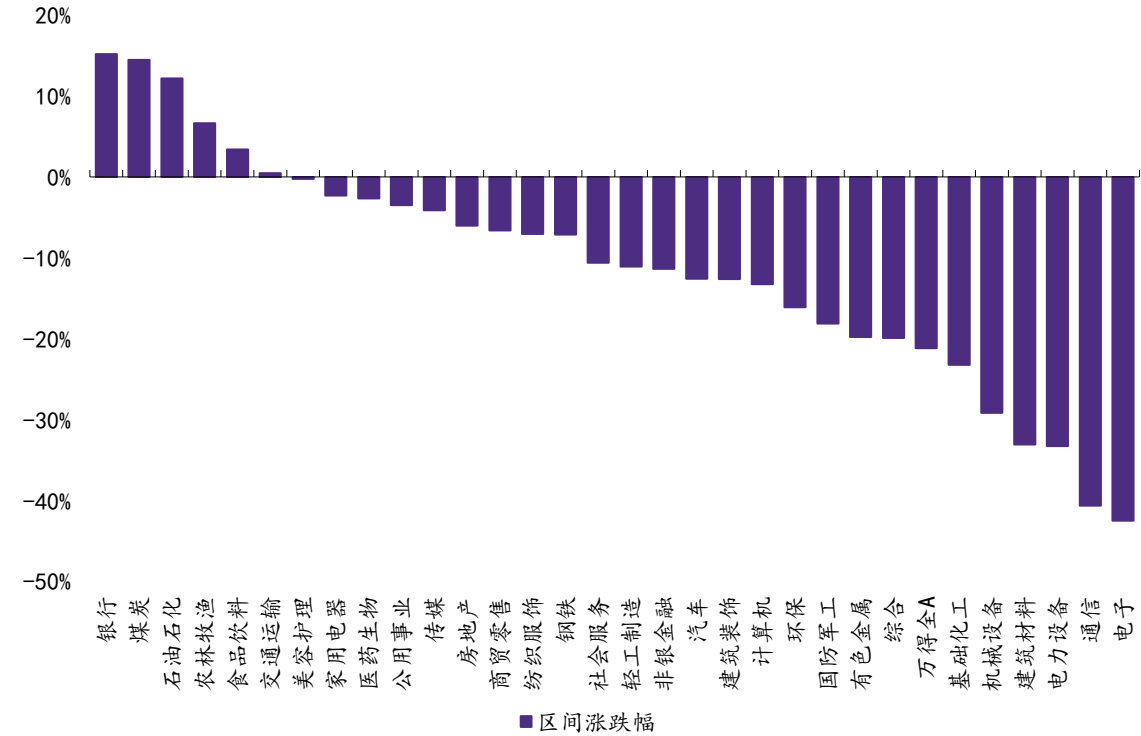
研究创造价值

- 自6月见顶以来，A股历经两段式下跌，万得全A下跌21%，双创大幅回撤，行业轮动至能源&防御
- 万得全A两段式下跌：首段下跌（2026/7/2-7/30），二段下跌（2026/9/23-10/22），宽基全面承压，双创回撤幅度大幅居前，创业板指与科创50分别下跌39.5%、39.3%；
 - 整体下跌（7月2日-10月22日）阶段，AI算力链经历深度回调，电子、通信行业分别下跌42.4%、40.6%，行业轮动至能源与防御性板块行业。

A股经典两段式下跌，宽基全面承压，双创均下跌接近40%



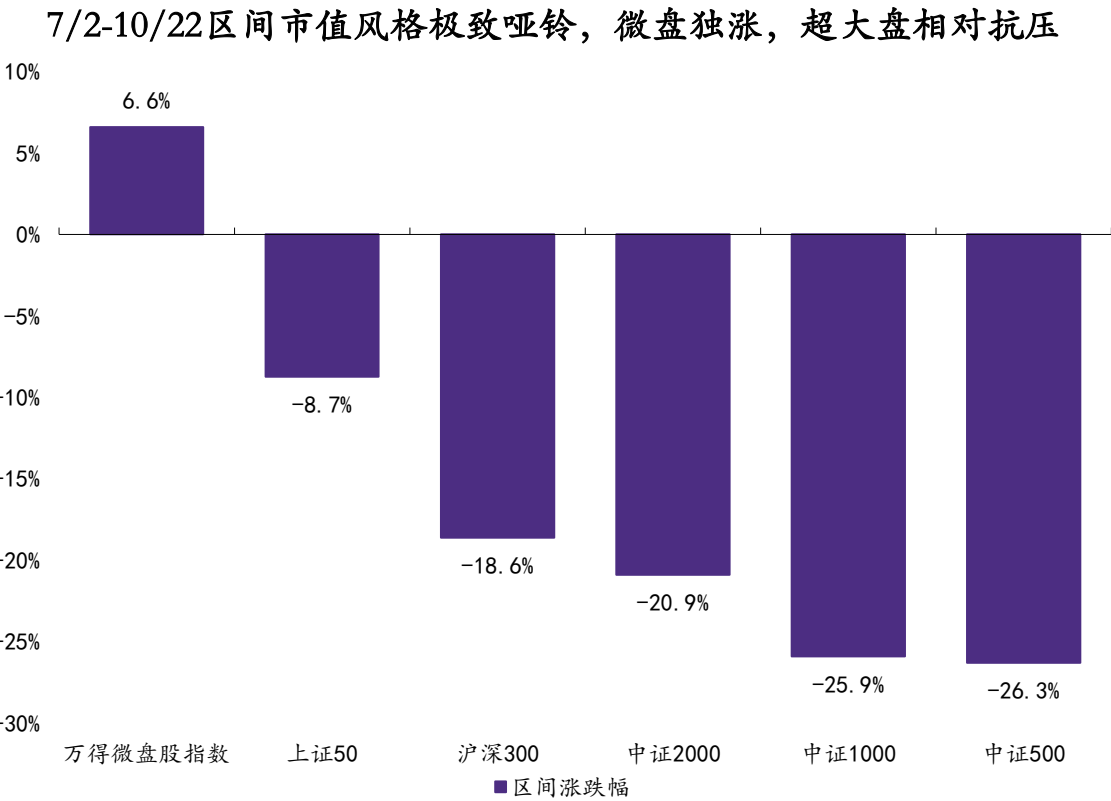
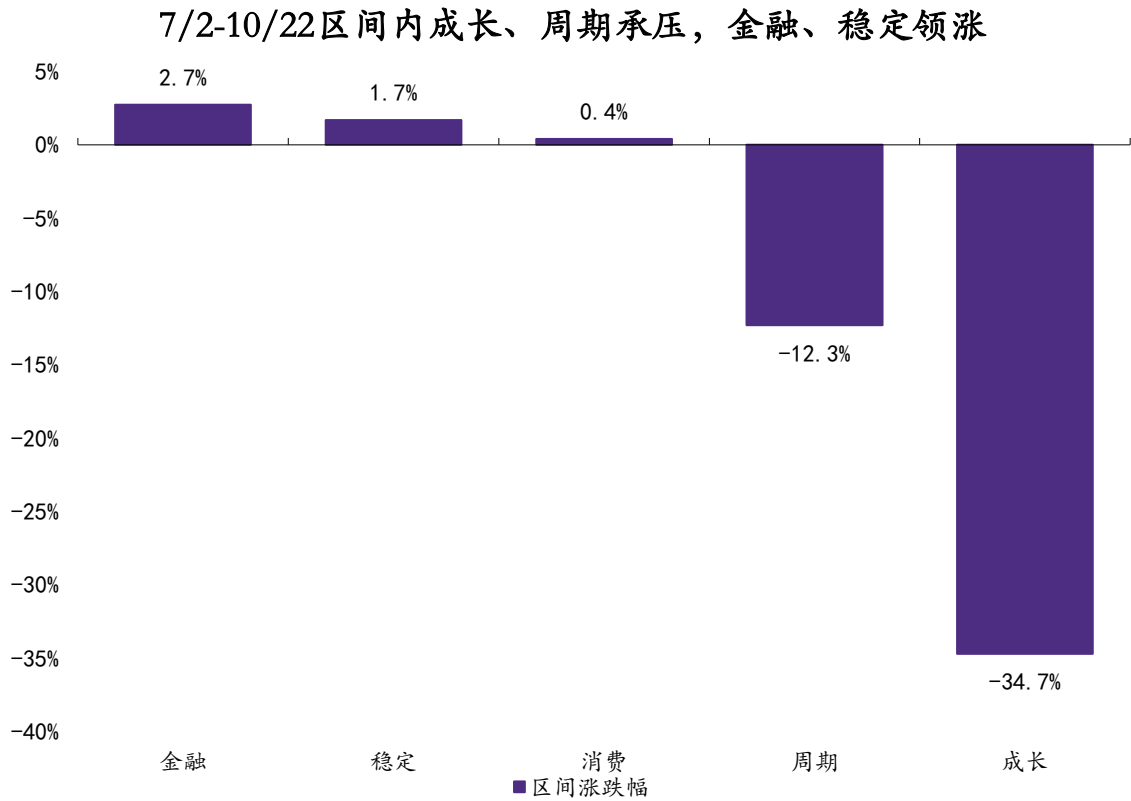
整体下跌（7/2-10/22）区间内AI算力链大幅回撤



资料来源：Wind，华鑫证券研究

股市复盘：市值风格极致哑铃，行业风格金融领涨，成长大幅领跌

- 自6月见顶以来，A股市值风格偏向微盘+超大盘极致哑铃，行业风格金融抗压领涨，成长大幅领跌
- 7月2日-10月22日，万得微盘股指数独涨，超大盘相对抗压，市值风格偏向极致哑铃；
 - 7月2日-10月22日，成长风格大幅领跌，周期风格同样承压，金融、稳定风格领涨。

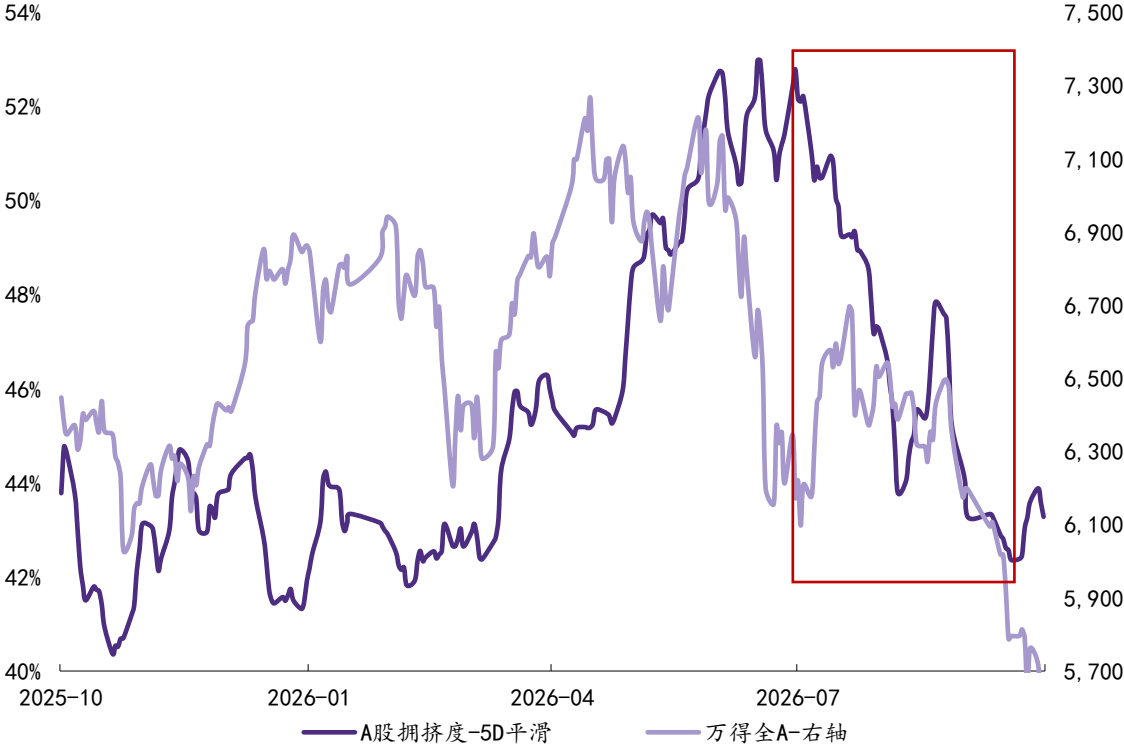


资料来源：Wind，华鑫证券研究

➤ 自6月见顶以来，A股TOP5%拥挤度快速回落至接近年初水平，硬科技热度熄火

- 截止至10月28日，A股成交额前5%的股票周度总成交占比一度回落至42.4%；
- 截止至10月28日，TMT板块成交占比回落至34.4%，其中AI硬科技板块热度大幅回落。

全A成交TOP5%拥挤度一度回落至42.4%



TMT板块成交拥挤度冲高回落



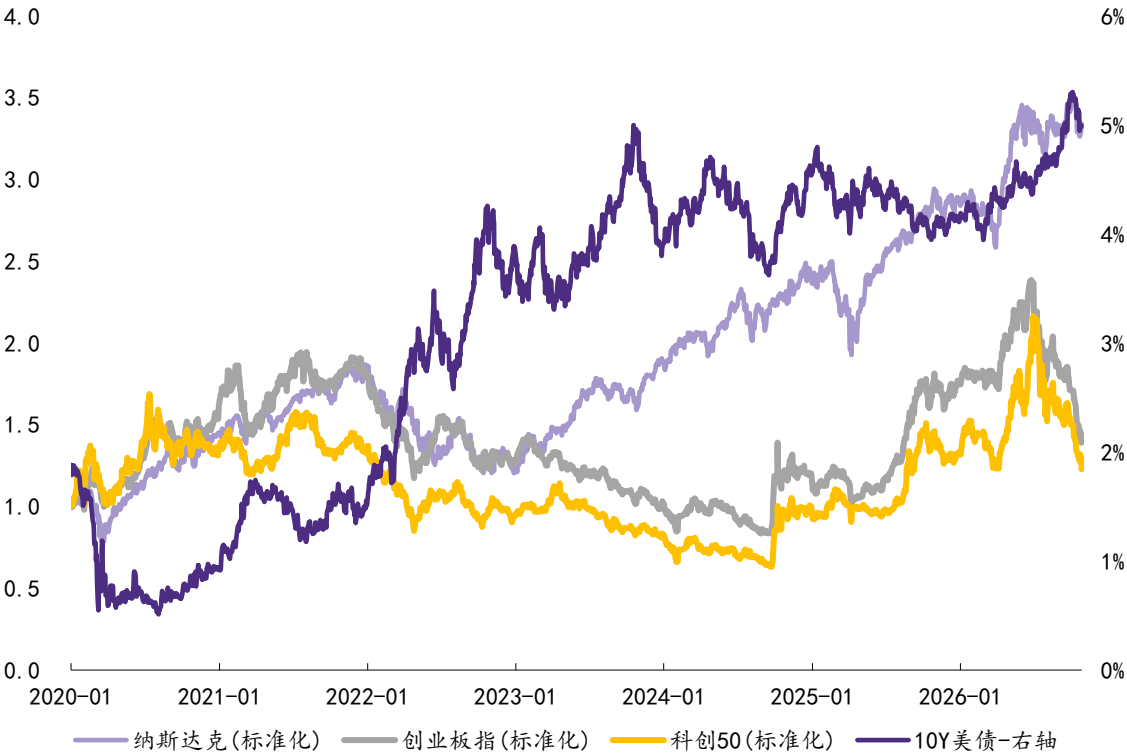
- 宏观海外流动性冲击+中观AI算力链利空隐忧+微观科技筹码不佳，筹码出清阶段陷入负反馈螺旋
- 宏观：美国通胀扩散引发持续加息担忧，美债高利率降低全球资金风偏；
 - 中观：FCC光模块限制仍有悬念，AI叙事裂缝担忧再起；
 - 微观：科技筹码结构不佳，叠加前两重利空，资金筹码陷入恐慌式抛售负反馈螺旋，放大A股回撤波动。



①宏观层面：高美债利率压制全球资金风偏

- 美国宏观数据显示就业市场温和复苏，通胀有所扩散，近期利率虽有回落，但12月加息担忧仍存，美债维持历史相对高位水平
- 10年期美国国债利率一度触及5.3%，接近2002年以来的极值高位。截止至10月27日，因联储官员对于连续加息预期的降温发言与近期资金避险需求，10年期利率回落至5.00%，但仍处历史相对高位；
 - 10月连续加息预期大幅降温，但12月加息预期概率高达72.8%。

美债利率边际走势变化与全球成长板块边际走势呈现负相关



12月加息预期概率高达73%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	0.0%	88.9%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	0.0%	18.4%	72.8%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	11.7%	52.8%	32.3%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	4.6%	28.0%	44.7%	20.8%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	2.8%	18.7%	38.1%	30.2%	9.4%	0.8%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.8%	12.8%	30.9%	33.1%	17.1%	4.0%	0.3%	0.0%
2027/7/28	0.0%	1.6%	11.6%	28.9%	32.9%	18.9%	5.4%	0.7%	0.0%
2027/9/15	0.0%	1.5%	11.3%	28.4%	32.8%	19.3%	5.8%	0.8%	0.1%
2027/10/27	0.0%	1.4%	10.6%	27.2%	32.5%	20.2%	6.8%	1.2%	0.1%
2027/12/8	0.2%	2.4%	12.4%	27.8%	31.1%	18.8%	6.2%	1.1%	0.1%

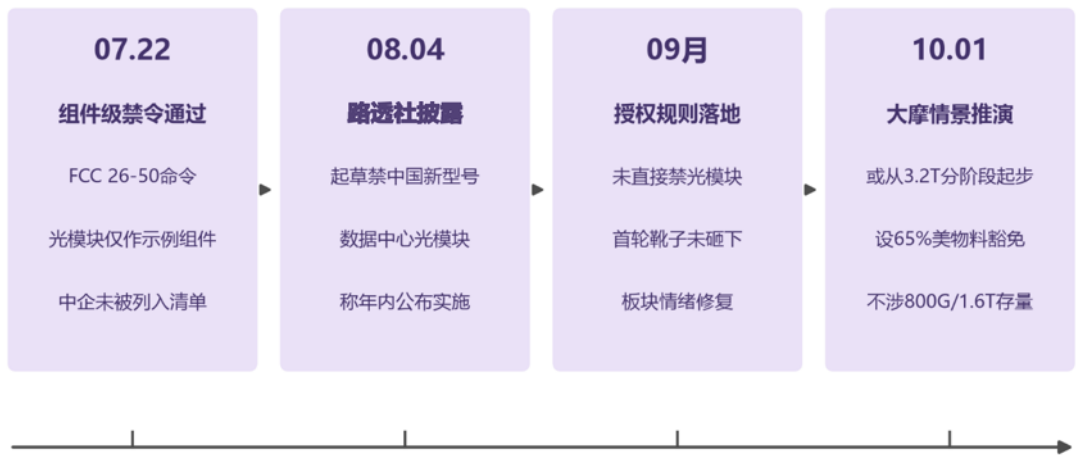
资料来源：Wind，CME，华鑫证券研究

②中观层面：FCC限制隐忧+AI叙事裂缝担忧，AI算力板块情绪受压制

➤ FCC光模块限制目前仍有悬念，AI叙事裂缝担忧再起

- 年内FCC光模块禁令经历多个阶段，FCC 26-50已于10月13日生效，目前版本未直接限制中国光模块厂商，但根据大摩研报情景推演，未来高端高模块限制担忧仍存；
- AI叙事裂缝担忧再起，融资端CoreWeave债券收益率一度突破15%，CDS再次升至纪录高位；Anthropic最新月增速从33%骤降至个位数，IPO估值从2万亿砍到1.5万亿；AI巨头达成放缓共识。

年内FCC光模块限制未实际落地，但未来高端光模块限制仍有悬念



CoreWeave债券收益率一度突破15%

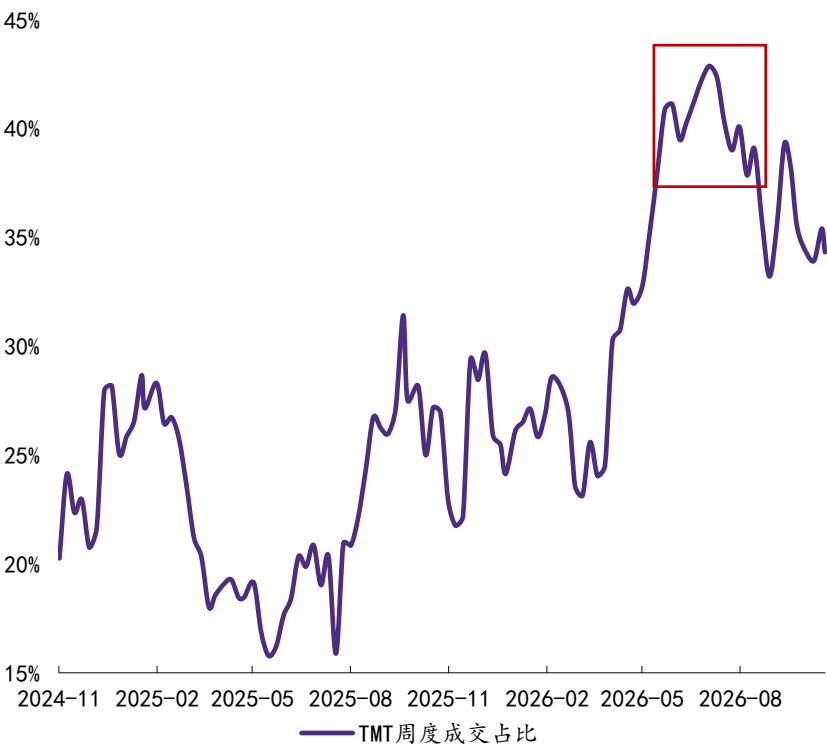


资料来源：每日经济新闻，中国新闻网，中国基金报，华尔街见闻，华鑫证券研究

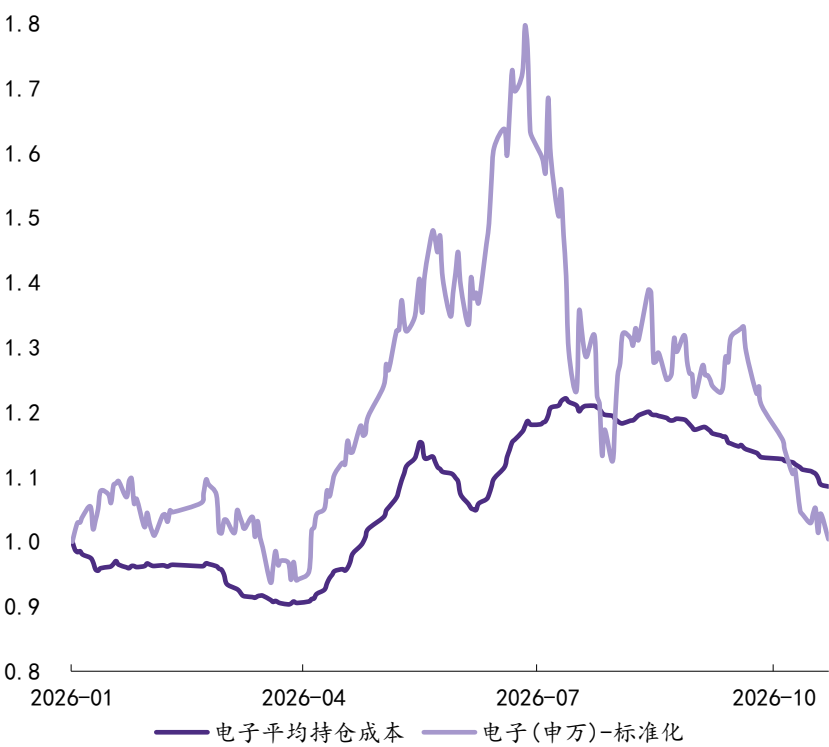
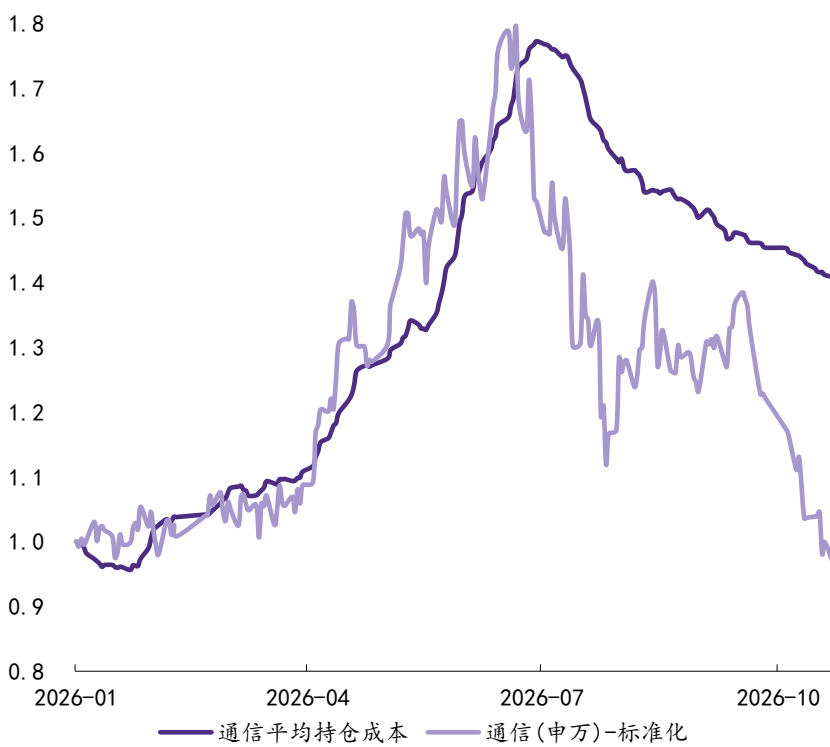
③微观层面：科技筹码结构不佳，陷入筹码出清负反馈

- 科技筹码结构不佳，短期利空冲击，筹码出清陷入负反馈螺旋，进一步放大A股回撤波动
- 年内8月前科技板块成交拥挤度达历史相对高位，交易过于拥挤的同时，推高存量筹码的平均持有成本；
 - 以2026年初放量入市资金作为统计起点，经历9月下旬的下跌，电子指数点位逼近存量筹码平均持有成本水平线，通信指数点位已深度低于成本线，引发筹码出清负反馈螺旋：部分资金亏损承压被迫抛售→指数点位加速下行→更多资金跌破止损条件，被迫抛售→指数点位进一步加速下行。

年内8月科技交易拥挤度升至历史相对高位



现阶段电子、通信陷入筹码出清负反馈



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2 筹码分析：

抛售已近尾部，托底信号明显

研究创造研究价值

- 现阶段微观筹码出清预计逐步进入尾声阶段，托底信号明显，整体资金压力呈现上有顶下有底的状态
- 筹码出清：融资买入占比底部反弹；股票私募仓位水平已降至近一年均值下方；险资整体科技权益仓位有限；散户存量资金卖压收敛转向偏积极；公募基金TMT仓位仍在历史高位，需重点警惕极端回撤下的集中抛售风险。
 - 托底信号：核心ETF托底放量 + 产业资本回购提速+ 科技业绩预喜三箭齐发。但需注意目前托底信号更偏向于“托而不举”，A股止跌反弹信号仍需等待更多明确催化。

微观资金筹码出清接近尾部

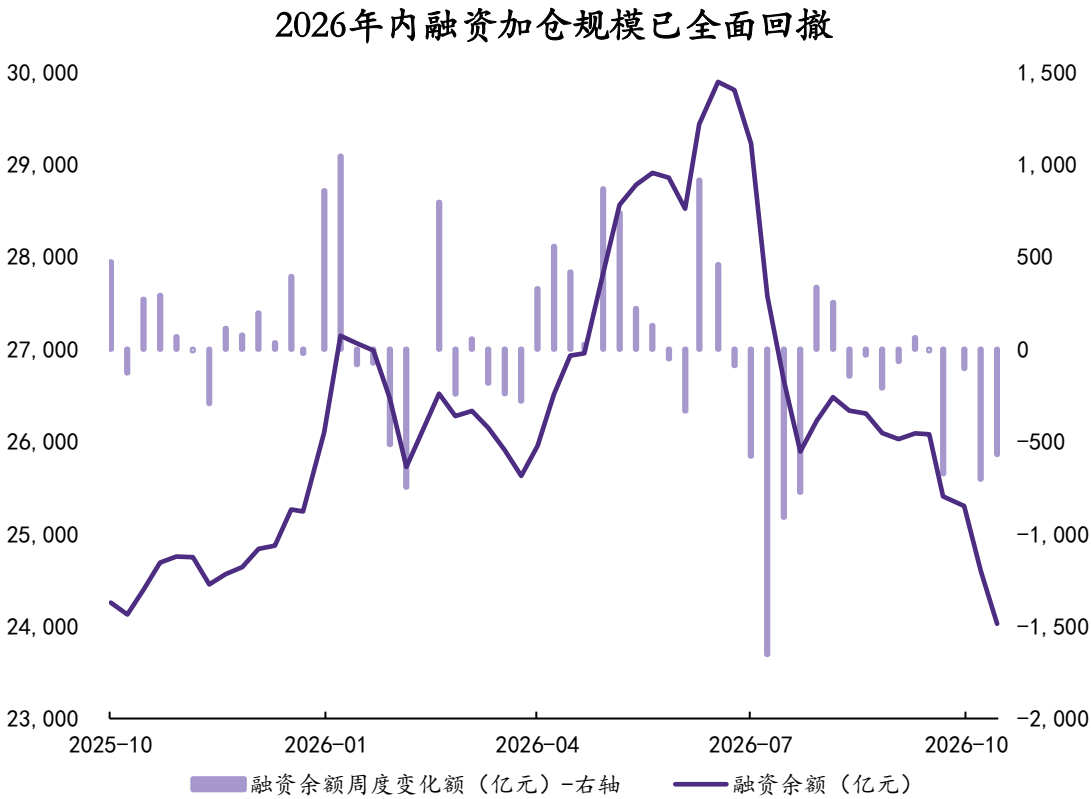
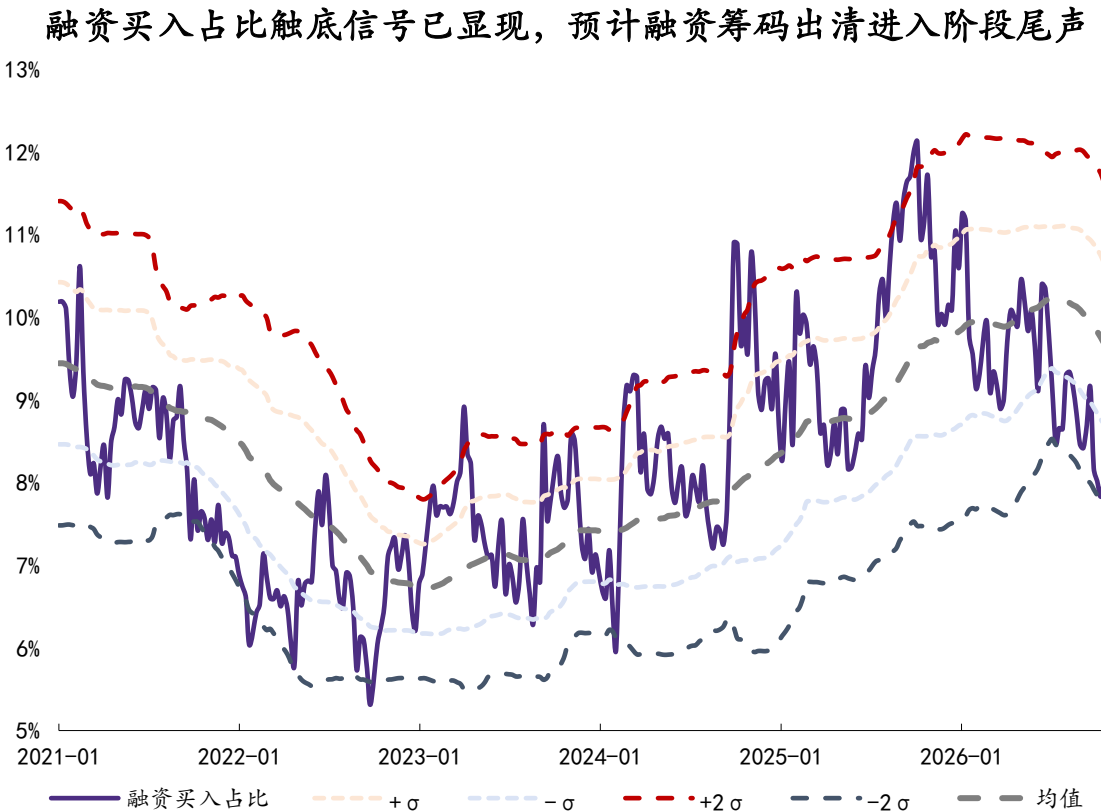
融资	仓位水平已降至25年9月水平，融资买入占比底部反弹。
私募	股票私募仓位水平已降至近一年均值下方，预计现阶段再度抛售压力相对较小。
险资	整体科技权益仓位有限，经历前期抛售，预计后续抛压相对较小。
散户	存量资金卖压收敛转向偏积极，增量资金偏向观望状态。
公募	TMT持仓经历大幅减仓，但整体仓位水平（46%）仍处历史高位，需重点警惕极端回撤下的集中抛售风险。

三箭齐发托底信号明显

核心ETF托底放量	国家队借道宽基ETF入市，千亿规模净买入呵护市场流动性，近期宽基ETF放量信号日净流入共计3356.70亿元。
产业资本回购提速	A股市场回购预案公告数量开始显著提速，回购增量资金预期提振市场信心。
科技业绩预喜	截至10月27日，电子三季报净利润当季同比大幅领先，同时当季环比维持正增，高景气趋势持续。

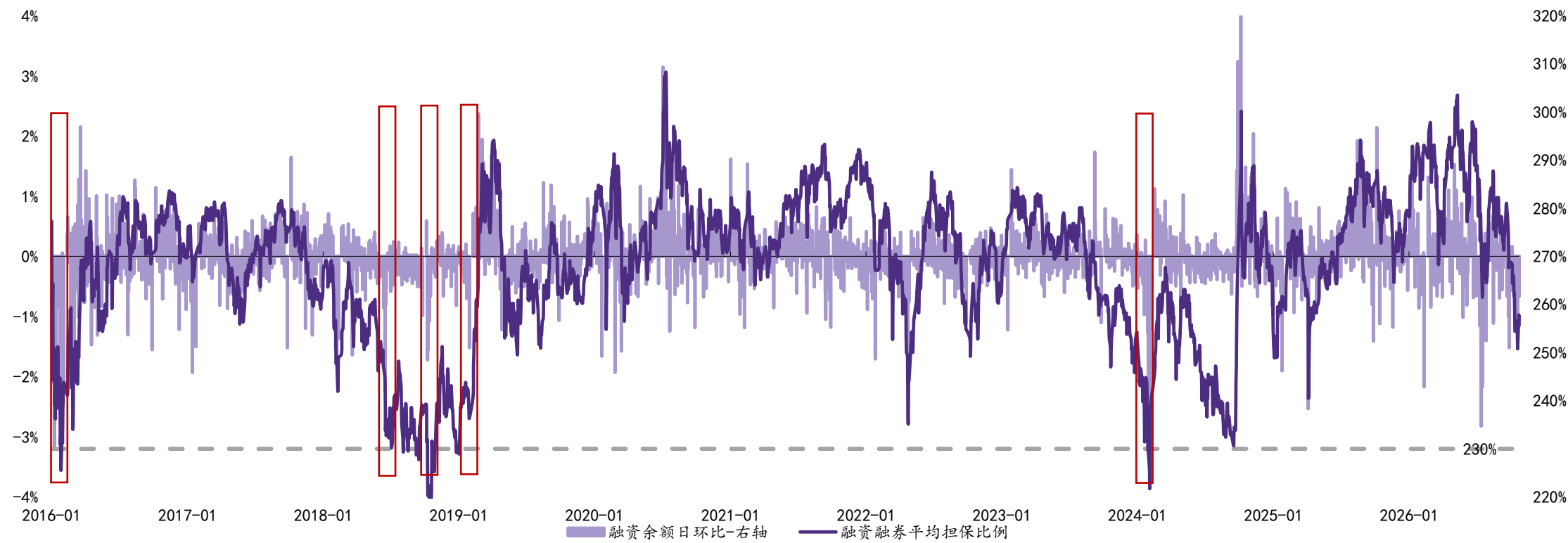
筹码出清-融资：年内加仓已基本出清，预计资金情绪短期底将至

- 融资：仓位水平已降至25年9月水平，年内加仓已出清，但融资买入占比底部反弹信号显现，后续融资端抛压风险预期可控
- 截止至10月28日，A股融资余额已降至2.38万亿，回落到接近2025年9月仓位水平，2026年内加仓规模已全面回撤；
 - 现阶段融资买入占比加速回落，已触及-2 σ 线，触发指标底部反弹信号。从历史上看，融资买入占比触及-2 σ 线多数后续将开启反弹。现阶段底部反弹信号已显现，融资虽然不会马上转向净买入，但筹码出清预计已进入阶段尾声，后续融资端抛压风险预期可控。



➤ 融资：融资融券平均担保比例接近并触及230%关键阈值，易触发融资单个交易日的集中大规模出清，典型例子包括2016年1月、2018年6、9、10月、2024年2月等，均引发融资当日的集中性大规模出清，需警惕尾部风险。

融资融券平均担保比例触及230%，易触发融资集中大规模出清的尾部风险

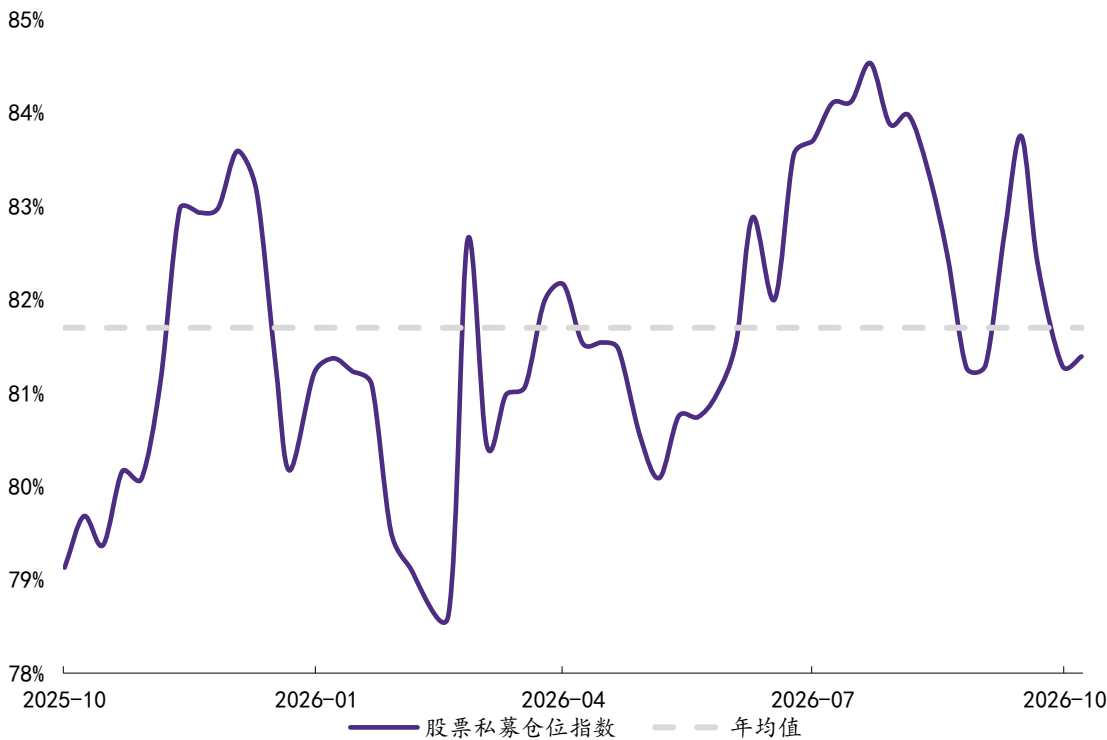


资料来源：Wind，华鑫证券研究

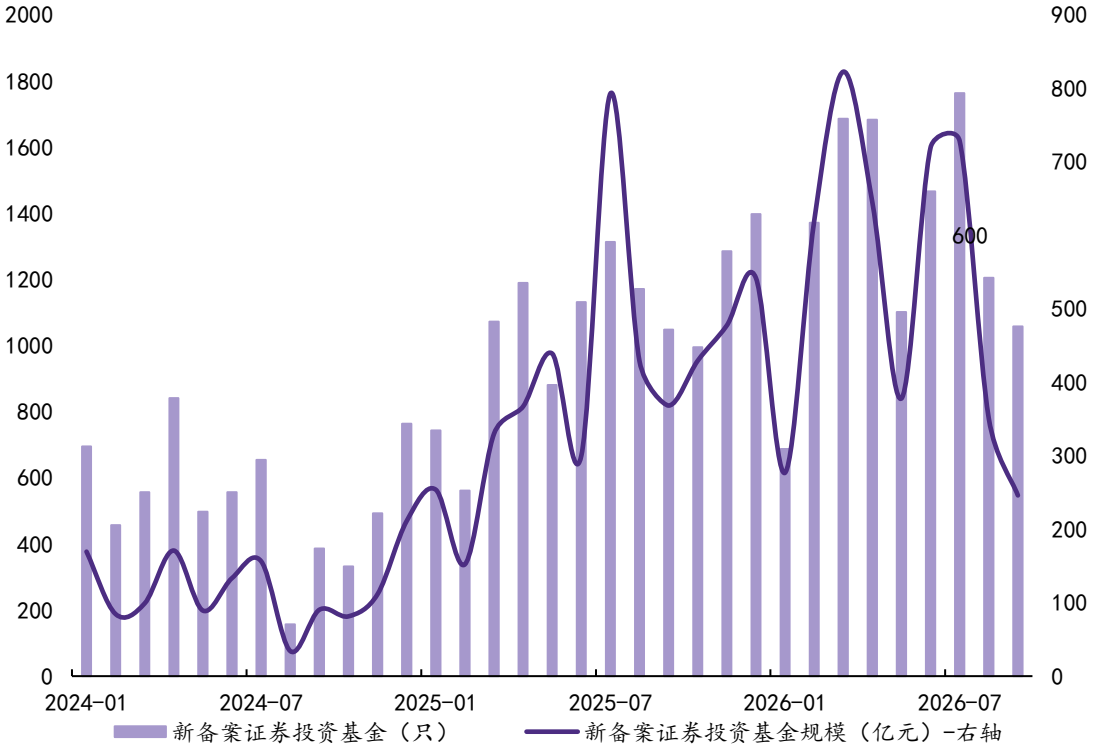
筹码出清-私募：仓位已降至年均值下方，预计后续抛售压力不大

- 私募：股票私募仓位水平已降至近一年均值下方，预计现阶段再度抛售压力相对较小
- 截至10月16日，私募仓位降至81.4%，相对年内仓位高点回落3.14pcts，预计私募存量筹码抛售压力已相对较小；
 - 截至2026年9月，私募新备案产品数量与规模迅速下降，预计私募潜在增量资金处观望状态。

股票私募仓位已降至近一年均值下方，预计再度抛售压力相对较小



8月以来私募新备案产品数量与规模迅速收敛，增量资金处观望状态

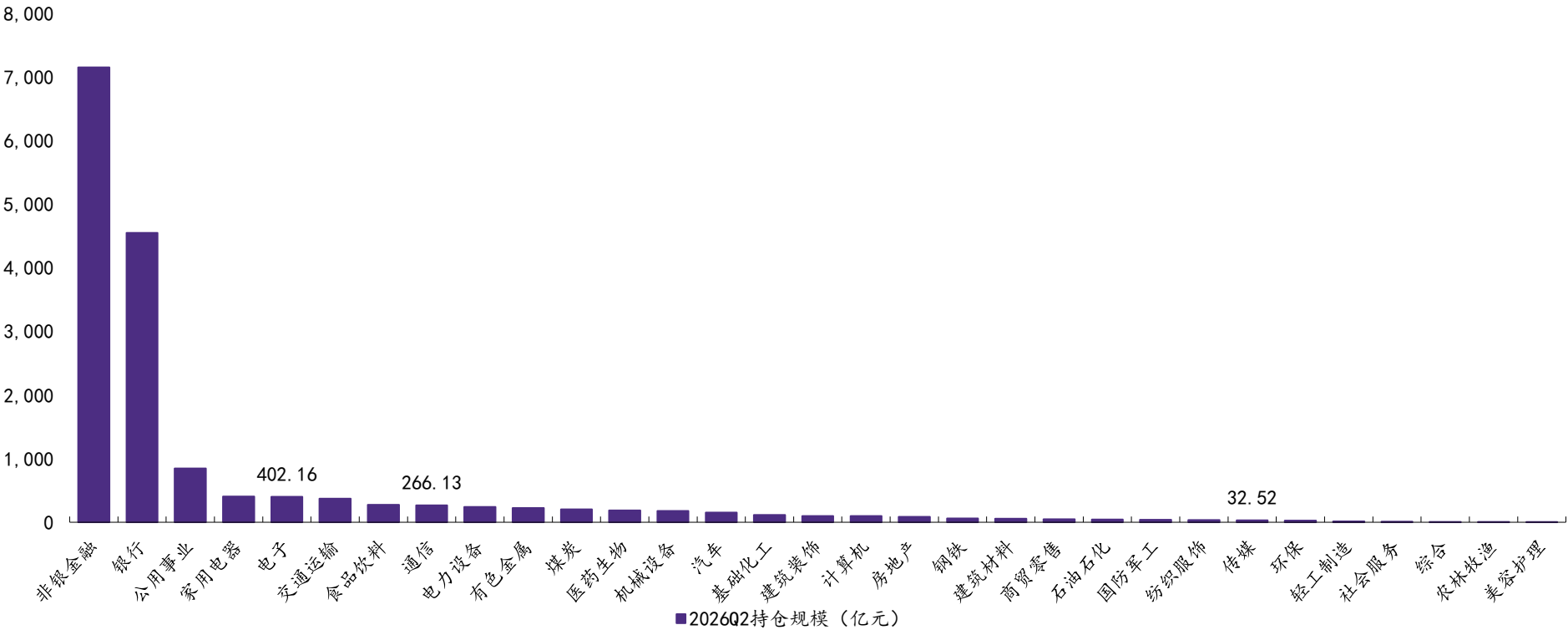


资料来源：私募排排网，中国证券投资基金业协会，华鑫证券研究

筹码出清-险资：TMT持仓体量本身有限，后续出清压力相对较小

- 险资：整体科技权益仓位有限，经历前期抛售，预计后续抛压相对较小
 - 使用个股前十大股东数据进行推算，截止到2026二季度，险资的TMT持仓体量相对较小，共计700.81亿元。并且预计经历前段时间的减仓阶段，险资科技仓位资金出清压力已基本释放。

截止至26Q2，险资TMT重仓体量为700亿，且预计经历减仓阶段，后续出清压力相对较小

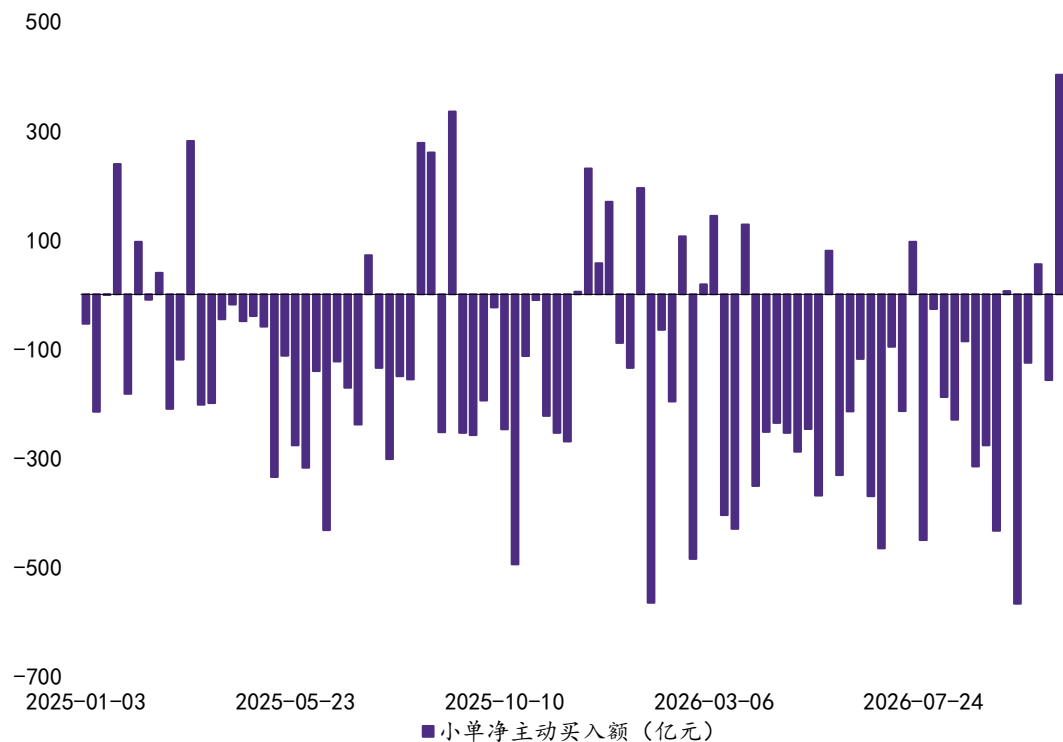


资料来源：Wind，华鑫证券研究

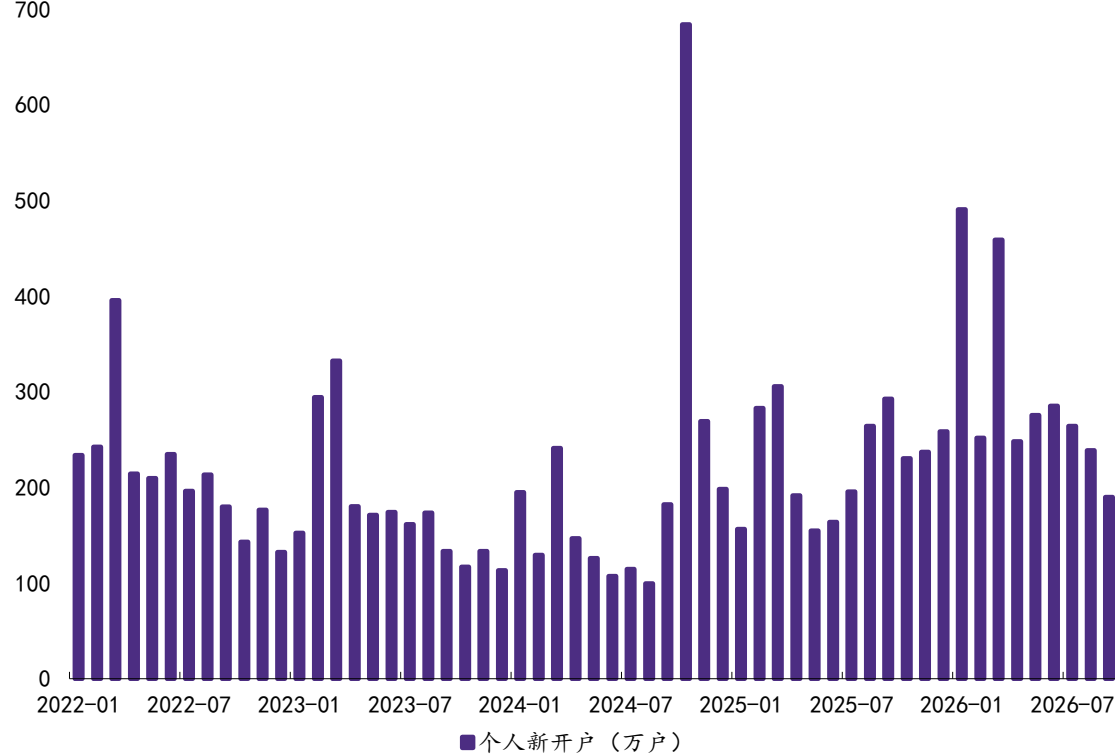
筹码出清-散户：存量筹码卖压收敛至偏积极，潜在增量处观望状态

- 散户：从小单净流入和个人新开户指标角度进行刻画，存量资金卖压收敛转向偏积极，增量资金偏向观望状态
- 从小单净流入数据看，10月以来散户存量筹码卖压迅速收敛，并在上周逐步转向偏积极；
 - 从个人新开户数据看，7月以来新开户数量逐步下降，预计散户潜在增量资金偏向于观望状态。

散户存量资金部分，10月以来卖压迅速收敛并逐步转向偏积极



散户增量资金部分，7月以来新开户数量逐步下降，处于观望状态



资料来源：Wind，上证所，华鑫证券研究

筹码出清-公募：科技大幅减仓但仍处高位，需重点警惕极端情况下的抛售风险

NE SECURITIES

Q3末公募重仓TMT板块减配虽居前，但仍处历史高位

- 公募：TMT持仓经历大幅减仓，但整体仓位水平（46%）仍处历史高位，需重点警惕抛售风险
- 2026Q3末，公募重仓中TMT板块减配比例大幅居前，但电子与通信仓位水平仍处五年历史高位，同时显著超配于中证800；
 - 各路资金来源中，现阶段唯一需重点警惕的抛售资金方，预计目前公募仍有较多科技仓位承压亏损，需警惕极端单日大幅回撤下的集中抛售风险。

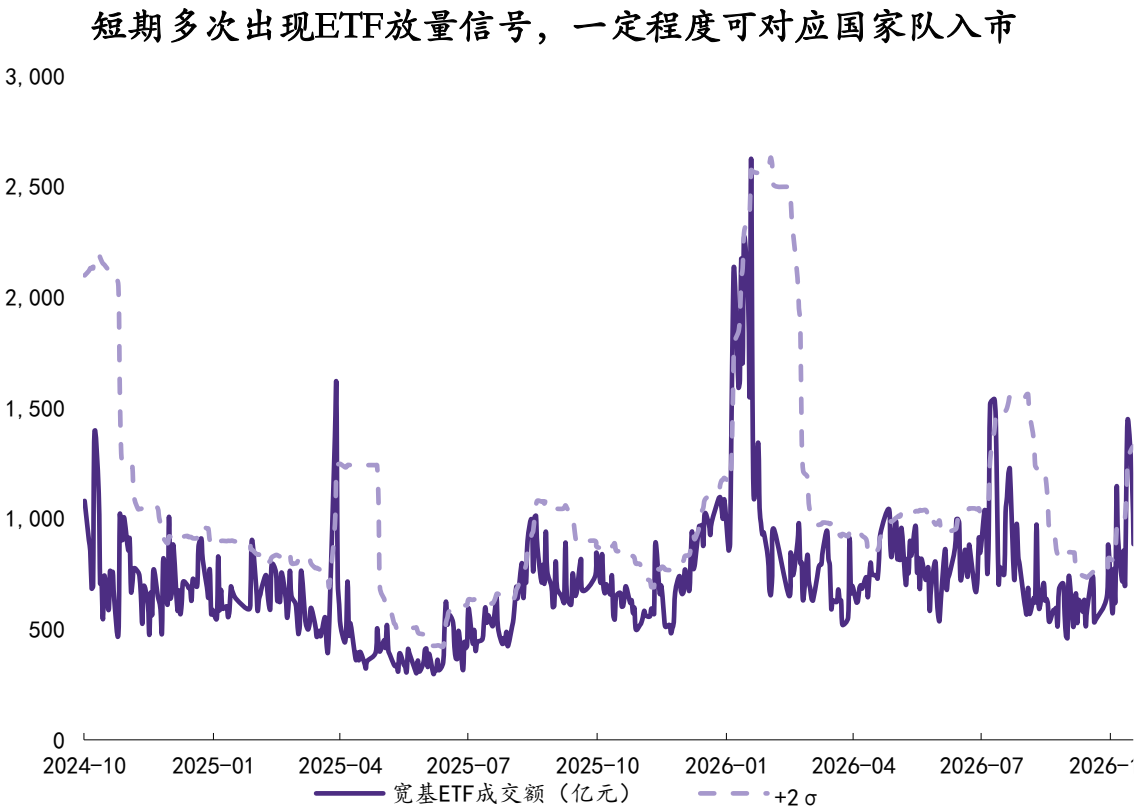
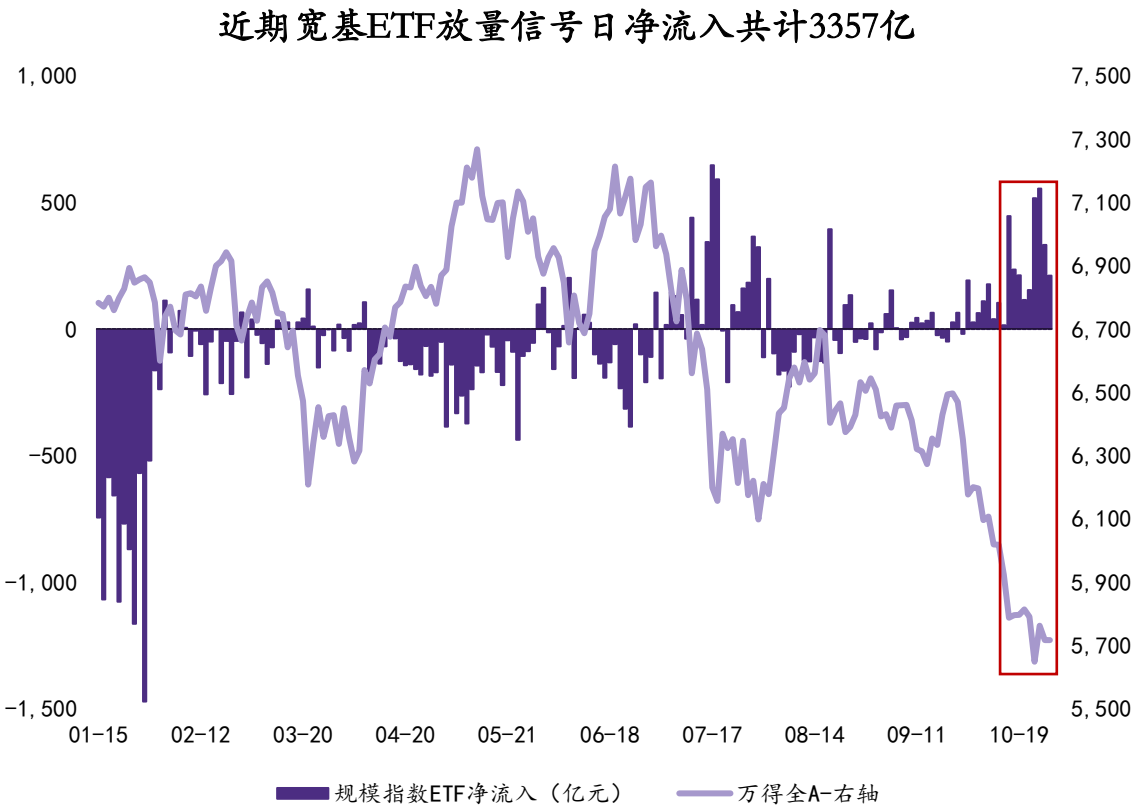
类别	分项	重仓比例	重仓比例环比	走势图	五年历史分位	超配比例	超配比例环比
板块	主板	52.4%	8.8%		5.2%	-20.1%	3.4%
	创业板	25.3%	-4.5%		94.7%	8.2%	-1.1%
	科创板	22.0%	-4.5%		94.7%	11.6%	-2.5%
风格	成长	60.3%	-17.6%		89.4%	14.6%	-8.4%
	周期	15.4%	3.8%		10.5%	-2.9%	1.4%
	消费	14.1%	6.6%		5.2%	1.3%	4.1%
	稳定	1.8%	1.3%		42.1%	-3.9%	0.3%
	金融	8.0%	5.8%		100.0%	-9.4%	2.5%
行业		重仓比例	重仓比例环比	走势图	五年历史分位	超配比例	超配比例环比
上游资源	煤炭	1.3%	0.9%		84.2%	0.0%	0.6%
	石油石化	1.2%	0.7%		89.4%	-0.4%	0.2%
	有色金属	4.7%	1.3%		63.1%	-0.8%	0.8%
	钢铁	0.2%	0.1%		5.2%	-0.5%	0.0%
	基础化工	2.0%	-0.3%		0.0%	-0.8%	-0.2%
中游制造	建筑材料	0.5%	-1.3%		15.7%	-0.2%	-1.0%
	机械设备	4.3%	-1.8%		78.9%	0.9%	-1.3%
	建筑装饰	0.2%	0.1%		5.2%	-0.9%	0.0%
	交通运输	1.0%	0.3%		5.2%	-1.6%	-0.2%
大金融	银行	3.2%	2.1%		78.9%	-6.1%	-0.2%
	非银金融	4.3%	3.4%		100.0%	-3.3%	2.6%
	房地产	0.5%	0.3%		15.7%	0.0%	0.1%
成长	国防军工	2.3%	1.0%		15.7%	-0.3%	0.9%
	电力设备	6.7%	-0.7%		0.0%	-0.7%	0.3%
	计算机	2.2%	1.0%		15.7%	-1.3%	0.8%
	传媒	0.7%	0.4%		15.7%	-0.5%	0.3%
	电子	31.5%	-12.2%		94.7%	11.5%	-6.6%
	通信	13.9%	-2.9%		94.7%	6.3%	-1.1%
下游消费	医药生物	7.9%	2.4%		5.2%	2.3%	1.1%
	社会服务	0.1%	0.0%		0.0%	0.0%	0.0%
	轻工制造	0.3%	0.0%		0.0%	0.1%	-0.1%
	农林牧渔	1.0%	0.6%		15.7%	0.1%	0.3%
	纺织服装	0.2%	0.0%		5.2%	0.1%	0.0%
	商贸零售	0.2%	0.0%		5.2%	-0.2%	0.0%
	美容护理	0.0%	0.0%		5.2%	-0.1%	0.0%
	食品饮料	4.1%	2.6%		5.2%	-0.3%	1.8%
	汽车	2.2%	0.3%		5.2%	-0.9%	-0.1%
	家用电器	1.9%	0.8%		36.8%	-0.5%	0.4%
公用	环保	0.1%	0.0%		0.0%	-0.1%	0.0%
	综合	0.1%	0.1%		68.4%	0.1%	0.1%
	公用事业	1.2%	1.0%		68.4%	-1.7%	0.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

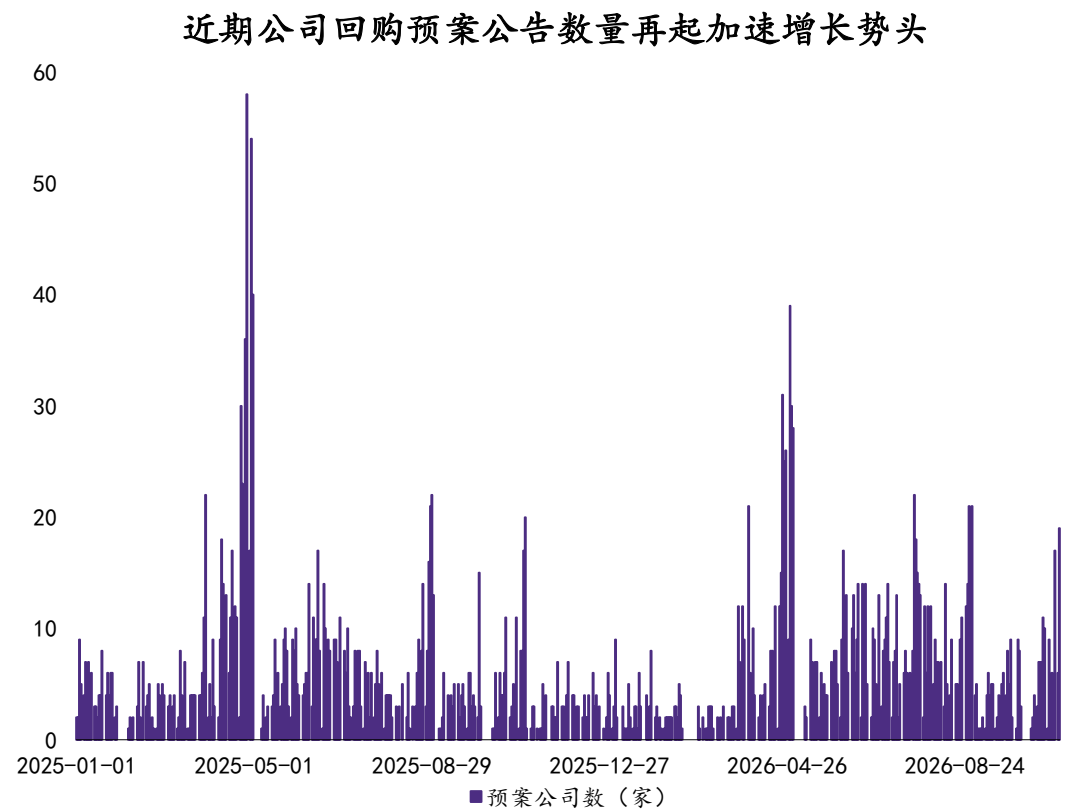
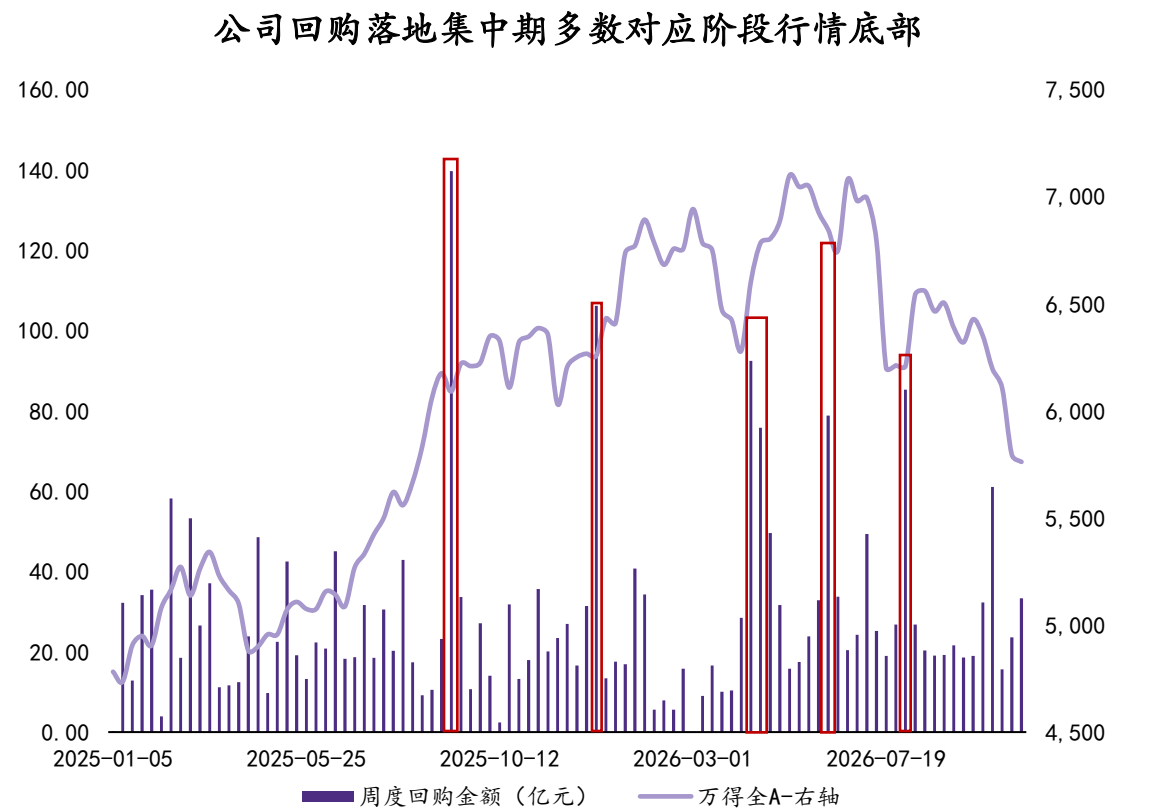
托底信号①：国家队借道ETF入场，千亿规模呵护市场流动性

- 国家队借道宽基ETF入市，千亿规模净买入呵护市场流动性
- 以20日均线的两倍标准差作为标准，宽基ETF日度成交额上穿 2σ 线作为放量信号，近期多次出现宽基ETF成交放量，一定程度上可对应国家队多次实际出手“托市”；
 - 从净流入规模测算，以单日净买入规模放量至百亿规模为选入标准，近期宽基ETF放量信号日净流入共计3356.70亿元。



资料来源：Wind，华鑫证券研究

- 产业资本回购提速，提振市场信心，同时后续增量资金有望助力托底市场
- 自上周以来，A股市场回购预案公告数量开始显著提速，回购增量资金预期提振市场信心；
 - 自2025年以来，实际落地的回购金额周峰值多数对应A股阶段回撤的底部。现阶段实际落地的公司回购金额初步开启加速势头，预计伴随近期预案的回购计划逐个兑现，产业端增量资金有望进一步助力托底市场。

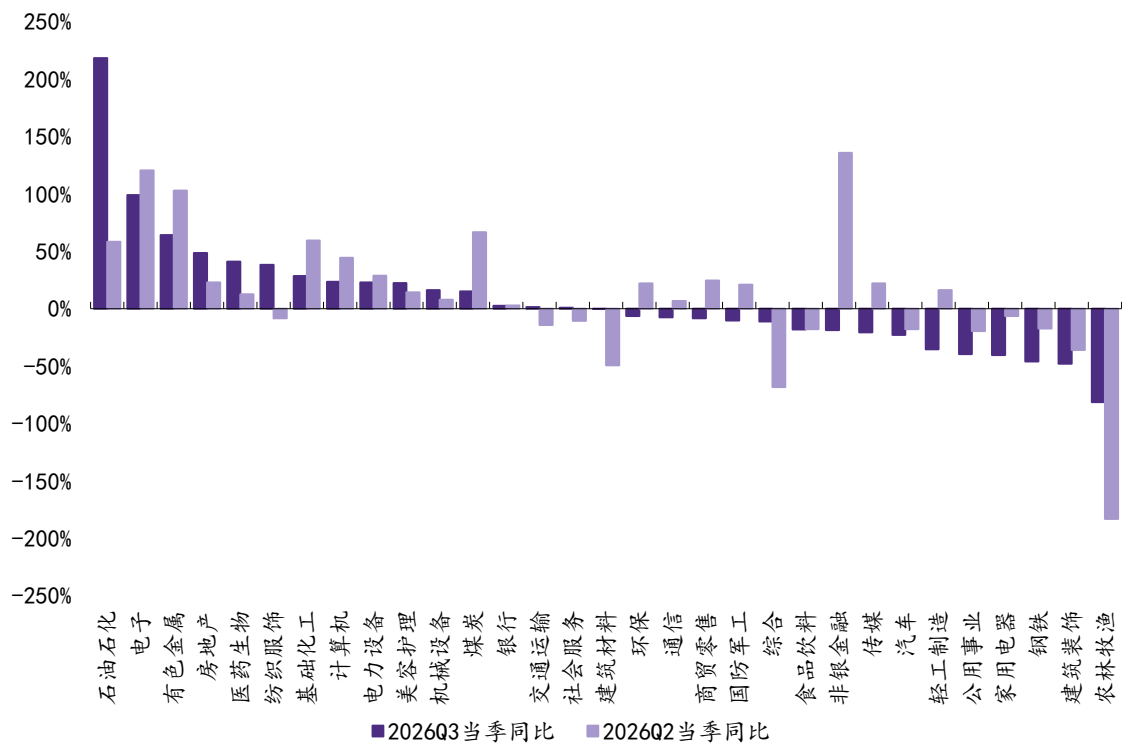


资料来源：Wind，华鑫证券研究

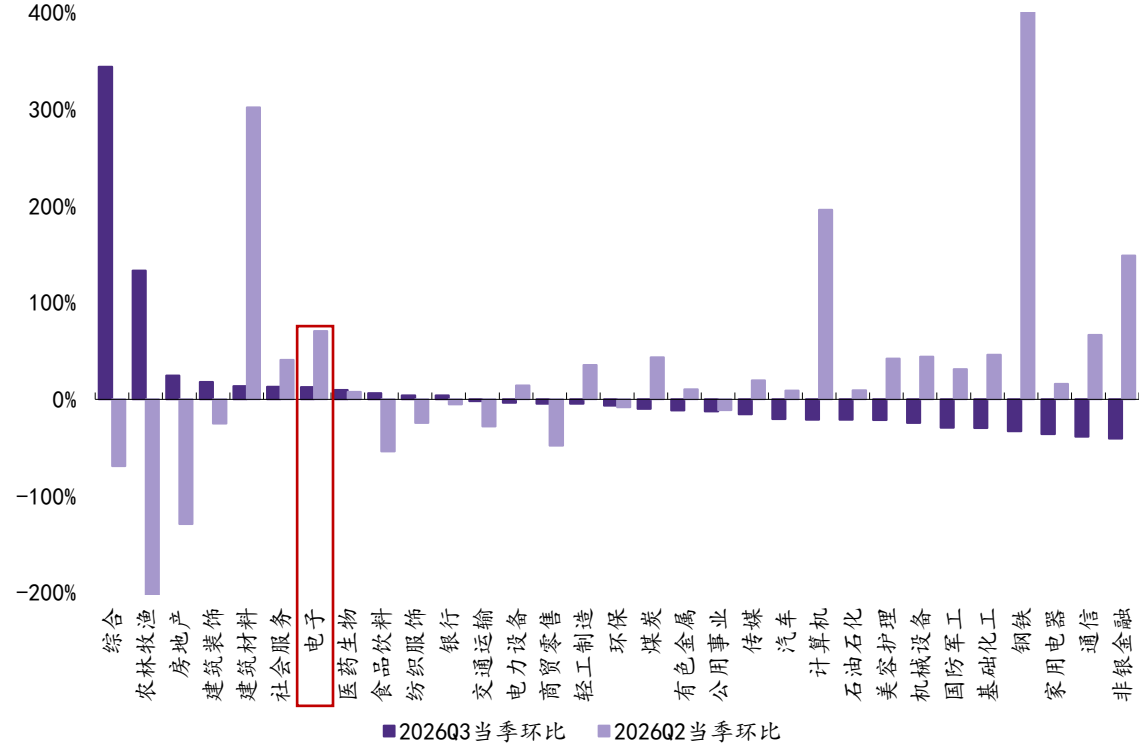
托底信号③：科技产业业绩预喜，电子同比大幅领先环比维持正增

- 科技产业业绩预喜，电子Q3同比大幅领先，同时环比维持正增，高景气趋势持续
- 截至10月27日，结合已经披露的三季报与三季度业绩预告的归母净利润数据进行统计。从当季同步来看，除了因高油价拉动利润爆发的石油石化，电子归母净利润同比增速大幅领先。从当季环比来看，电子环比维持正增长，高景气趋势持续。

截至10月27日，除了石油石化，电子Q3净利润当季同比大幅领先



截至10月27日，电子Q3净利润环比维持正增，高景气趋势持续



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3 A股策略：

震荡筑底，等待企稳反弹信号

研究创造价值

复盘类比：本轮A股双段下跌可类比2015年6-8月、2021年12月-2022年4月

 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 本轮A股经历7月与9月末开始的双段下跌形态，历史上该形态在2015年6-8月和2021年12月-2022年4月出现过，可做一定程度的类比
- 可类比条件①：回撤幅度占前期涨幅的50%以上；
 - 可类比条件②：万得全A呈现两段式下跌形态；
 - 可类比条件③：回撤破位250MA均线，破位后恐慌式加速下跌，成交大幅缩量。



目前万得全A双段下跌形态与15年&22年A股走势存在可类比特点

可类比点	2015年6-8月	2021年12月-2022年4月	2026年7月至今
①回撤幅度超50%	涨幅回撤72%	回撤幅度60%	回撤幅度55%
②万得全A呈现两段式下跌形态	首段：2015/6/15-2015/7/8 二段：2015/8/18-2015/8/26	首段：2021/12/14-2022/1/28 二段：2022/3/2-2022/4/26	首段：2026/7/2-2026/7/30 二段：2026/9/23-2026/10/22
③回撤破位250MA均线	2015/8/24破位	2022/1/25破位	2026/7/17首次破位 2026/8/19二次破位

复盘类比：A股双段下跌后，多有止跌反弹

- 2015与2022年万得全A走势亦存差别，经历双段下跌后，15年经历底部震荡筑底后最终反弹，而22年直接V型反弹
- 2015年6-11月：首段下跌（2015/6/15-2015/7/8），二段下跌（2015/8/18-2015/8/26），底部窄幅震荡（2015/8/27-2015/9/30），最终反弹（2015/10/8-2015/11/25）；
 - 2021年12月-2022年6月，首段下跌（2021/12/14-2022/1/28），二段下跌（2022/3/2-2022/4/26），最终反弹（2022/4/27-2022/6/28）。

2015年6-11月经历双段下跌后，A股底部窄幅震荡再反弹



2021年12月-2022年6月经历双段下跌后，A股底部快速反弹



资料来源：Wind，华鑫证券研究

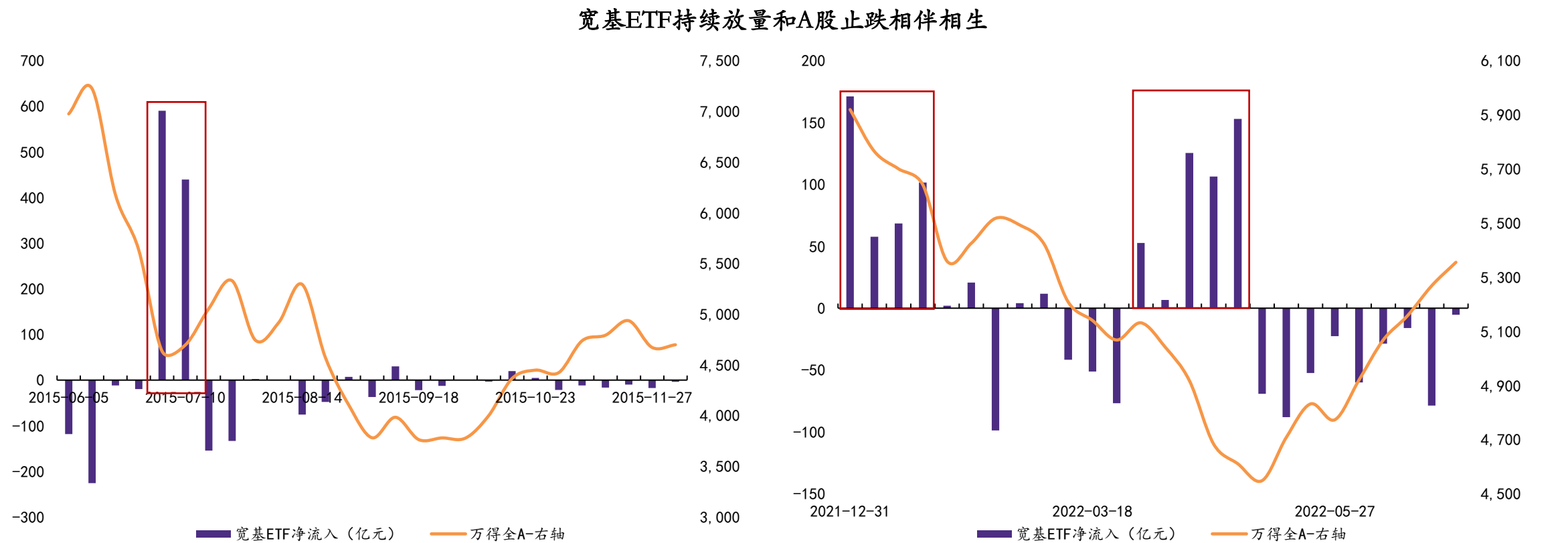
企稳信号：多重政策托底信号+恐慌筹码出清结束+宽基ETF放量

- 复盘2015与2022年止跌节点，前期均呈现多层政策托底信号显现，并且力度逐步加强，同时叠加存量筹码恐慌式出清结束，A股脱离负面下跌螺旋企稳
- 2015/8/26止跌节点：
 - 政策端：①7月-9月初国家队多次发声入场护盘，发声内容中潜在入场规模为2200亿元；②全面管制空头类工具，其中期指限制程度三连升，8/26为第二次；③货币财政配套支持，其中8/25为第二次降息降准。
 - 资金端：融资选为日度可观察指标，融资余额企稳底距离市场底后置5个交易日。
 - 2022/4/26止跌节点：
 - 政策端：①国家队未明确发声入场，但ETF显著超常规放量；②管制空头类工具多方面实行；③ 4月引入长期投资者政策密集落地。
 - 资金端：融资选为日度可观察指标，融资余额企稳底距离市场底后置3个交易日。

2015年和2022年A股整体下跌时间和幅度				政策端国家队入场+空头管制+其他政策配套支持	
时间区间	整体下跌			2015/8/26止跌	2022/4/26止跌
	涨跌幅	持续交易日	二段下跌原因		
2015年6-8月	-49%	52	汇改引发人民币贬值、救市资金退出预期、全球风险偏好收缩	①国家队入场：7月-9月初国家队多次发声入场护盘	①国家队入场：未明确发声入场，但ETF显著超常规放量
2021年12月-2022年4月	-28%	88	俄乌战争全面爆发、中资摘牌危机加重、上海实际落地疫情封控、人民币汇率急贬、政策宽松预期落空	②全面管制空头类工具：包括暂停IPO、限制减持、升级限制期指、监管恶意做空	②管制空头类工具：IPO数量显著收敛，并鼓励促成上市公司回购潮
				③货币财政配套支持：6-10月三次降息降准、SLO/MLF持续投放、8-9月央行稳人民币	③其他政策配套支持：4月引入长期投资者政策密集落地

资料来源：Wind资讯整理，华鑫证券研究

➤ 复盘2015与2022年止跌节点，宽基ETF持续放量和A股止跌相伴相生。

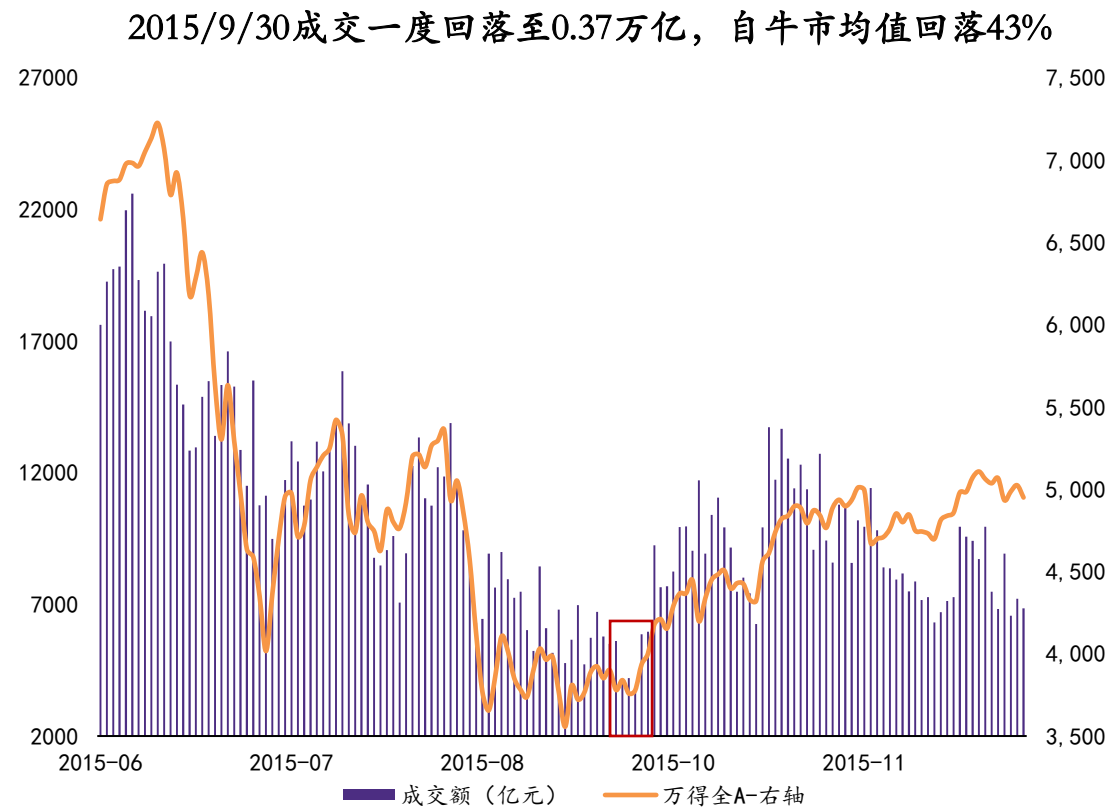
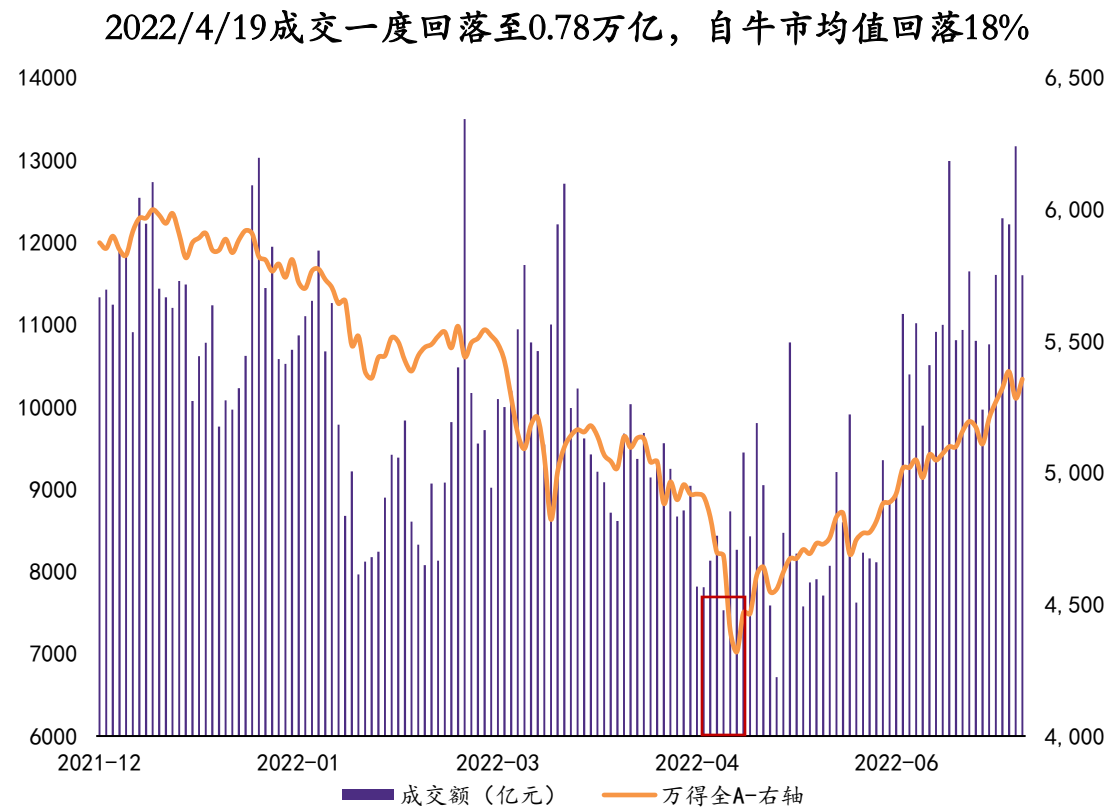


- 市场企稳信号显现并不一定对应A股马上进入反弹阶段，底部形态略有差异：
- 2015年A股首先进入W型震荡筑底阶段，筑底持续了23个交易日，资金恐慌出清结束，前期利空过度悲观预期得到证伪或修正。
 - 2022年A股直接V型止跌反弹，利空预期修正方面，资金恐慌出清结束，上海疫情管控拐点显现，国内大幅降息落地+美单次加息幅度弱于悲观预期。

A股2015年W型底 VS 2022年V型底复盘总结			
时间区间	底部震荡/V型止跌		
	涨跌幅	持续 交易日	止跌原因
2015年8-9月	3%	23	恐慌出清结束、汇率企稳预期、证监会明确清理配资给存量留缓冲期、降准实行
2022年4月26日	/	/	恐慌出清结束、美加息单次落地且单次证伪更大幅度加息预期、上海疫情管控拐点显现、国内大幅降息、中央稳增长政策落地

反弹信号①：成交地量回升信号预示反弹行情即将开始

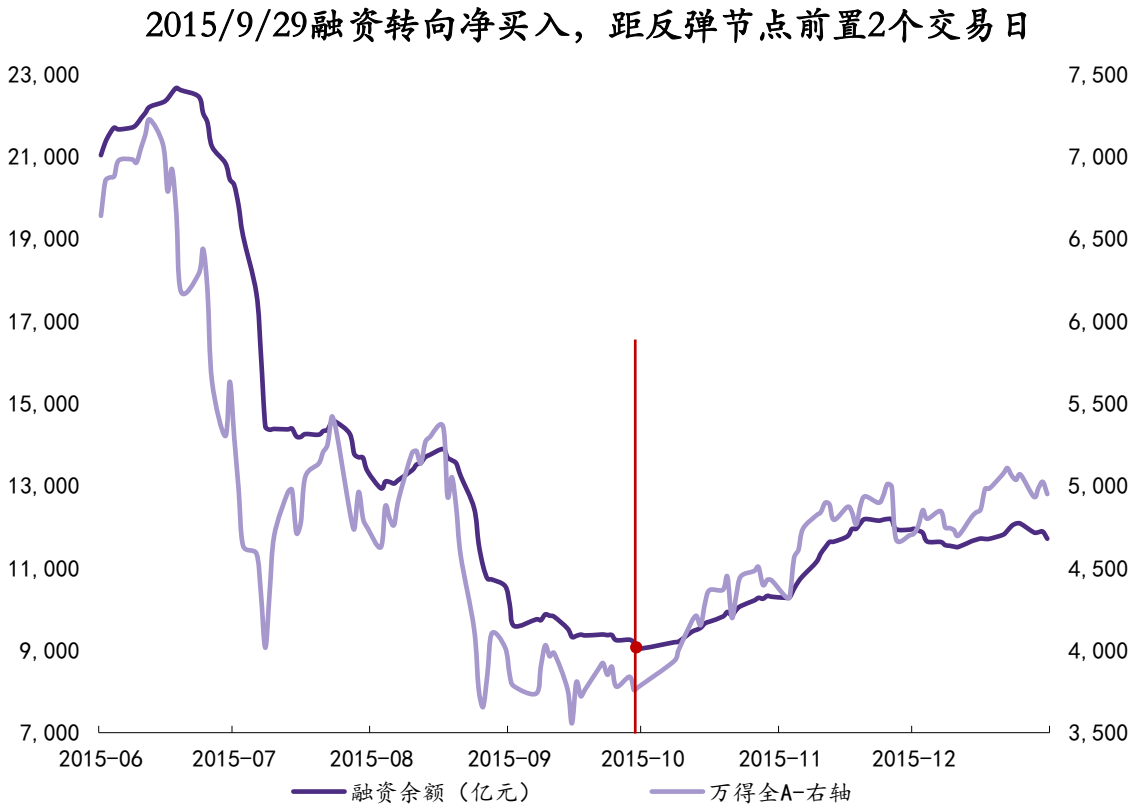
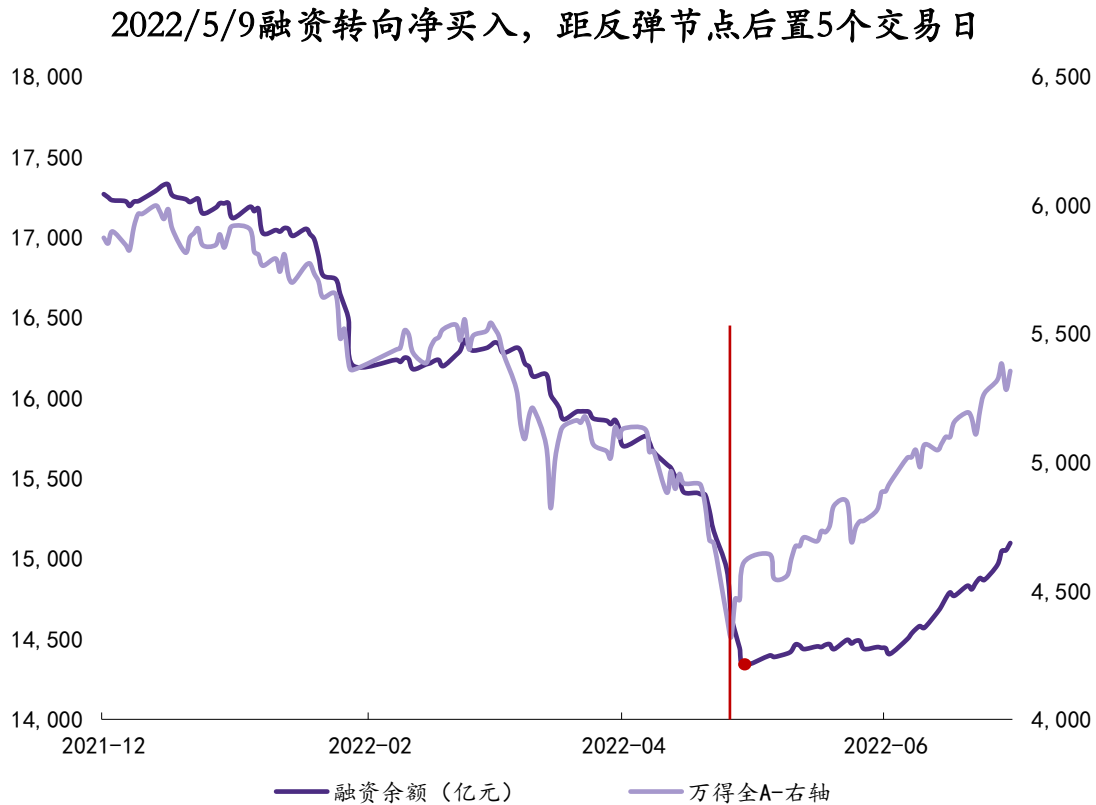
- A股成交缩量至地量后的回升信号，可作为A股反弹行情即将开启的微观信号
- **2015/10/8反弹节点**：2015/9/30成交额一度回落至0.37万亿，相较前期整体牛市成交均值回落43.0%；
 - **2022/4/27反弹节点**：2022/4/19成交额一度回落至0.78万亿，相较前期整体牛市成交均值回落17.6%。



资料来源：Wind，华鑫证券研究

反弹信号②：融资转向净买入预示反弹行情即将开始

- A股融资转向净买入信号，可作为A股反弹行情即将开启的微观信号
- 2015/10/8反弹节点：2015/9/29融资转向净买入，距反弹节点前置2个交易日；
 - 2022/4/27反弹节点：2022/5/9融资转向净买入，距反弹节点后置5个交易日。



资料来源：Wind，华鑫证券研究

反弹力度：修复下跌的50%左右，持续两个月左右

➤ 反弹的时间和空间复盘

- 2015年A股全球宽松共振、“十三五”规划等强催化触发，A股再开启最终反弹行情；反弹持续35个交易日，反弹幅度33%。
- 2022年A股上海疫情管控拐点显现，大幅降息落地。叠加新强催化方面，美单次加息幅度弱于悲观预期，中央稳增长政策落地，助推A股直接V型反弹。反弹持续41个交易日，反弹幅度为25%。

A股反弹时间和空间复盘总结			
时间区间	最终反弹		
	涨跌幅	持续 交易日	二段下跌原因
2015年10-11月	33%	35	全球宽松共振（美推迟加息，国内降准降息）、“十三五”规划政策催化科技、IPO重启释放市场已稳定强预期、融资余额企稳
2022年4-6月	25%	41	美加息单次落地且单次证伪更大幅度加息预期、上海疫情管控拐点显现、国内大幅降息、中央稳增长政策落地，走出中美周期错位下的独立行情

资料来源：Wind资讯整理，华鑫证券研究

市值风格：筑底期哑铃配置相对占优，反弹期小微盘更具弹性

- 底部震荡阶段：2015年市值哑铃配置持续占优，底部实现超短期反弹，并且幅度相对领先；
- 最终反弹阶段：风偏回暖背景下，小微盘反弹弹性更优，大盘反弹幅度相对滞后。

A股两段式下跌至反弹阶段市值风格复盘总结

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	底部震荡	最终反弹
开始	2015/6/15	2015/8/18	2015/6/15	2015/8/27	2015/10/8
结束	2015/7/8	2015/8/26	2015/8/26	2015/9/30	2015/11/25
上证50	-22%	-24%	-42%	10%	15%
沪深300	-31%	-26%	-43%	6%	18%
中证500	-43%	-29%	-46%	-2%	29%
中证1000	-46%	-29%	-50%	2%	38%
中证2000	-47%	-27%	-48%	-2%	42%
万得微盘股指数	-48%	-30%	-39%	8%	58%

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	最终反弹
开始	2021/12/14	2022/3/2	2021/12/14	2022/4/27
结束	2022/1/28	2022/4/26	2022/4/26	2022/6/28
上证50	-9%	-14%	-20%	13%
沪深300	-10%	-18%	-26%	19%
中证500	-11%	-24%	-29%	24%
中证1000	-13%	-29%	-34%	34%
中证2000	-8%	-27%	-29%	30%
万得微盘股指数	3%	-21%	-11%	27%

行业风格：震荡期金融+成长+稳定并行，反弹成长&周期领涨

- 底部震荡阶段：2015年金融超短期反弹领先，成长显现底部维稳势头；
- 最终反弹阶段：前期受压制的成长与周期风格反弹领先，金融、稳定风格反弹幅度落后。

A股两段式下跌至反弹阶段行业风格复盘总结

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	底部震荡	最终反弹
开始	2015/6/15	2015/8/18	2015/6/15	2015/8/27	2015/10/8
结束	2015/7/8	2015/8/26	2015/8/26	2015/9/30	2015/11/25
金融	-25%	-25%	-43%	8%	24%
周期	-49%	-34%	-51%	1%	33%
消费	-46%	-30%	-46%	0%	31%
成长	-53%	-36%	-54%	4%	45%
稳定	-44%	-34%	-47%	4%	20%

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	最终反弹
开始	2021/12/14	2022/3/2	2021/12/14	2022/4/27
结束	2022/1/28	2022/4/26	2022/4/26	2022/6/28
金融	-3%	-11%	-13%	6%
周期	-10%	-23%	-26%	31%
消费	-12%	-15%	-23%	17%
成长	-16%	-31%	-40%	37%
稳定	0%	-12%	-8%	10%

行业特征：震荡期哑铃策略相对占优，反弹期看新催化主题+超跌

- 底部震荡阶段：2015年风格逐步切换的中间态，行业风格哑铃相对占优，防御端银行、社会服务、美容护理等超短期反弹相对领先，成长端传媒、计算机初显反弹势头，非银受救市预期催化同样超短期反弹领先；
- 最终反弹阶段：新强催化对应的成长与周期行业反弹高度领先，如2015年的科技“十三五”规划催化、2022年的新能源车政策催化，前期防御板块反弹幅度落后。

2015年A股两段式下跌至反弹阶段一级行业复盘总结

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	底部震荡	最终反弹
开始	2015/6/15	2015/8/18	2015/6/15	2015/8/27	2015/10/8
结束	2015/7/8	2015/8/26	2015/8/26	2015/9/30	2015/11/25
煤炭	-45%	-34%	-51%	-1%	18%
石油石化	-35%	-29%	-47%	4%	19%
有色金属	-46%	-30%	-51%	-1%	31%
钢铁	-34%	-27%	-41%	-11%	11%
基础化工	-42%	-29%	-47%	0%	35%
建筑材料	-45%	-29%	-46%	1%	23%
机械设备	-45%	-30%	-50%	3%	33%
建筑装饰	-40%	-32%	-48%	6%	21%
交通运输	-39%	-25%	-40%	4%	12%
银行	-11%	-16%	-32%	11%	10%
非银金融	-30%	-30%	-52%	7%	36%
房地产	-40%	-29%	-44%	0%	28%
国防军工	-52%	-36%	-46%	-1%	27%
电力设备	-44%	-29%	-49%	2%	35%
计算机	-45%	-29%	-54%	5%	45%
传媒	-43%	-26%	-50%	6%	33%
电子	-41%	-29%	-48%	-1%	43%
通信	-45%	-29%	-49%	2%	37%
医药生物	-40%	-26%	-43%	3%	26%
社会服务	-41%	-28%	-45%	9%	24%
轻工制造	-38%	-21%	-41%	-1%	27%
农林牧渔	-44%	-28%	-41%	-3%	31%
纺织服装	-46%	-30%	-45%	0%	36%
商贸零售	-48%	-28%	-47%	-2%	25%
美容护理	-36%	-31%	-46%	7%	25%
食品饮料	-33%	-20%	-37%	1%	15%
汽车	-40%	-30%	-47%	7%	28%
家用电器	-36%	-24%	-42%	-6%	27%
环保	-43%	-29%	-46%	4%	35%
综合	-42%	-22%	-44%	-2%	36%
公用事业	-38%	-28%	-40%	0%	21%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2022年A股两段式下跌至反弹阶段一级行业复盘总结

阶段	首次下跌	二段下跌	整体下跌	最终反弹
开始	2021/12/14	2022/3/2	2021/12/14	2022/4/27
结束	2022/1/28	2022/4/26	2022/4/26	2022/6/28
煤炭	-5%	-5%	7%	24%
石油石化	-6%	-21%	-20%	20%
有色金属	-16%	-30%	-33%	39%
钢铁	-8%	-23%	-23%	16%
基础化工	-12%	-26%	-29%	31%
建筑材料	-6%	-16%	-21%	16%
机械设备	-12%	-30%	-36%	36%
建筑装饰	-1%	-13%	-9%	9%
交通运输	-1%	-13%	-12%	14%
银行	-1%	-8%	-7%	0%
非银金融	-8%	-17%	-25%	14%
房地产	1%	-5%	-4%	-1%
国防军工	-16%	-33%	-40%	39%
电力设备	-16%	-33%	-42%	58%
计算机	-8%	-33%	-36%	22%
传媒	-9%	-24%	-31%	20%
电子	-15%	-33%	-43%	30%
通信	-7%	-25%	-26%	21%
医药生物	-14%	-17%	-25%	15%
社会服务	-3%	-19%	-19%	21%
轻工制造	-5%	-23%	-27%	21%
农林牧渔	0%	-14%	-10%	15%
纺织服装	-5%	-18%	-20%	12%
商贸零售	-8%	-14%	-20%	16%
美容护理	-19%	-9%	-24%	18%
食品饮料	-15%	-12%	-24%	18%
汽车	-16%	-26%	-37%	56%
家用电器	-4%	-21%	-27%	21%
环保	-8%	-28%	-27%	19%
综合	-2%	-15%	-9%	14%
公用事业	-10%	-19%	-21%	17%

A股策略：震荡筑底等反弹，先震荡期哑铃策略，后反弹期超跌为先

➢ 大势研判：目前微观筹码出清进入尾声，政策托底宽基ETF放量，上周五深V阳线大逆转，止跌企稳信号已现，但外部核心矛盾AI资本开支和回报仍在验证中，大
概率是震荡反弹。

➢ 行业配置：

- 红利防御底仓（银行、煤炭、交运等）；
 - 低位主题轮动（筹码结构较好且有产业催化的机器人、AI应用、军工、创新药等）；
 - 科技超跌反弹（超跌修复的光模块、PCB、国产算力、半导体材料与设备等）。

震荡期
反弹期

国家队入场+筹码出清接近尾声+成交初显放量势头，预计本轮二段下跌已结束

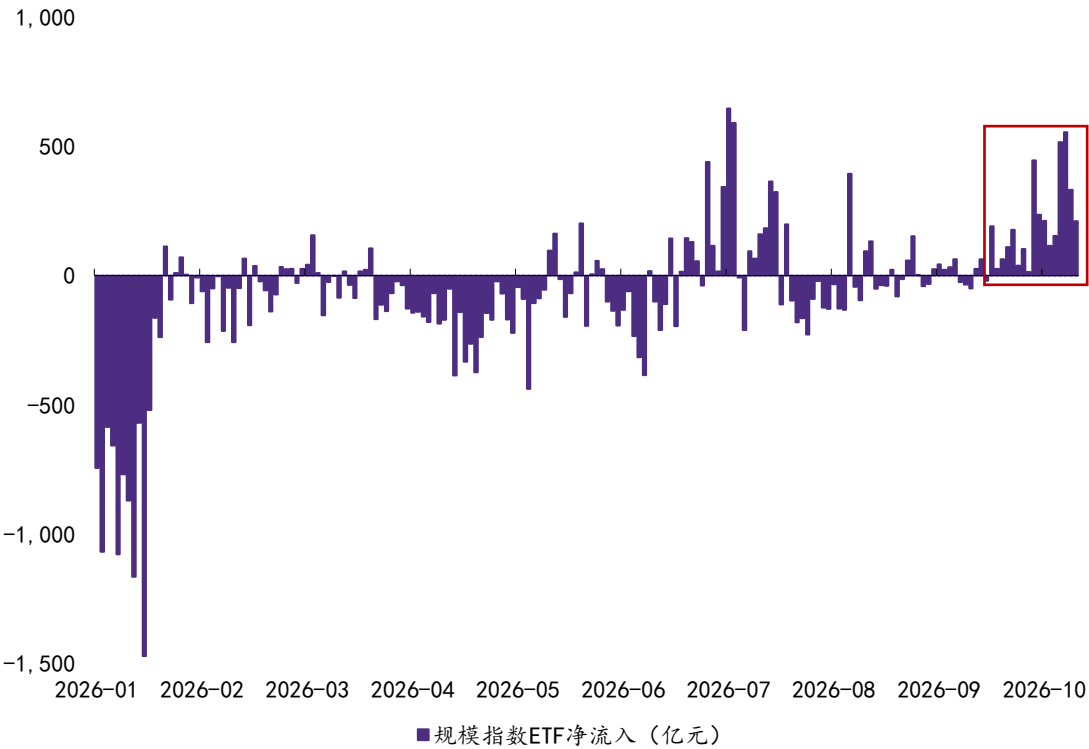
阶段		2015年	2022年	2026年
见顶节点		2015/6/12	2021/12/13	2026/7/1
一段下跌	开始节点	2015/6/15	2021/12/14	2026/7/2
	结束节点	2015/7/8	2022/1/28	2026/7/30
	持续交易日	17	33	21
	万得全A涨跌幅	-44%	-11%	-15%
短期反弹	开始节点	2015/7/9	2022/2/7	2026/7/31
	结束节点	2015/8/17	2022/3/1	2026/9/22
	持续交易日	28	17	38
	万得全A涨跌幅	+33%	+3%	+7%
二段下跌	开始节点	2015/8/18	2022/3/2	2026/9/23
	结束节点	2015/8/26	2022/4/26	2026/10/22
	持续交易日	7	38	16
	万得全A涨跌幅	-11%	-22%	-13%
整体下跌	结束节点	2015/8/26	2022/4/26	2026/10/22
	持续交易日	52	88	75
	万得全A涨跌幅	-44%	-28%	-21%
底部震荡	开始节点	2015/8/27		2026/10/23
	结束节点	2015/9/30	/	
	持续交易日	23		
	万得全A涨跌幅	+3%		
最终反弹	开始节点	2015/10/8	2022/4/27	/
	结束节点	2015/11/25	2022/6/28	
	持续交易日	35	41	
	万得全A涨跌幅	+33%	+25%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

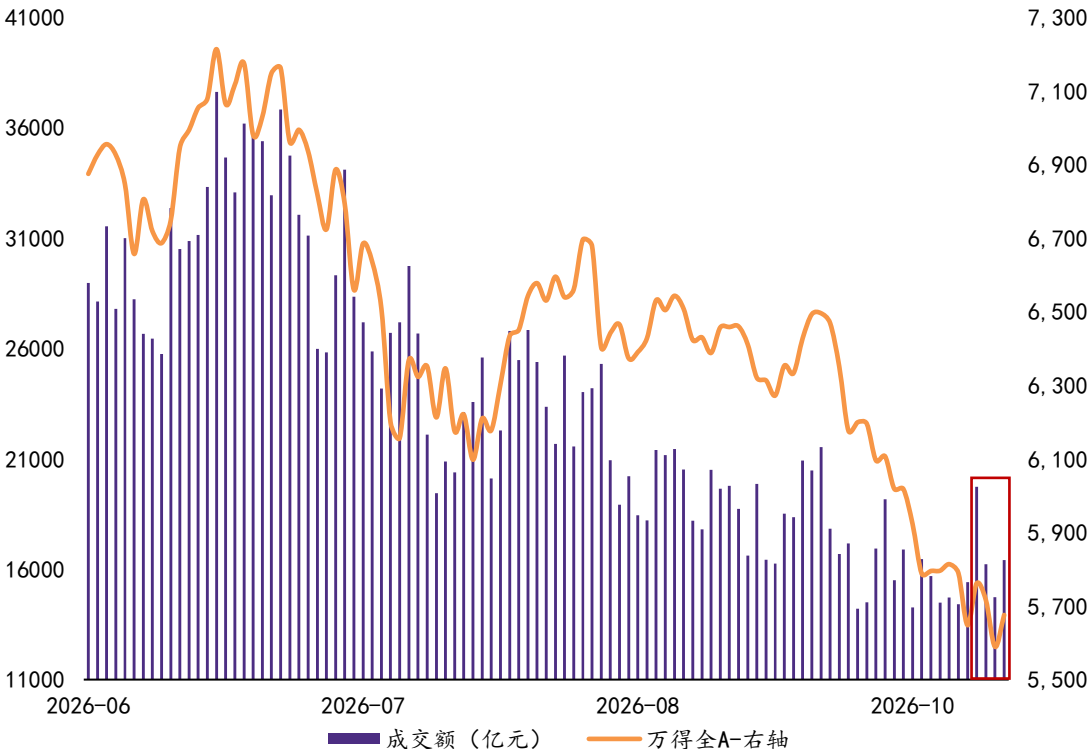
止跌信号初现：国家队入场+筹码出清接近尾声+成交初显放量

- 现阶段A股止跌信号初步显现，国家队借道ETF大规模入场托底，微观资金结构筹码出清接近尾声，上周四五整体成交初显放量势头
- 国家队借道ETF大规模入场托底：从净流入规模测算，以单日净买入规模放量至百亿规模为选入标准，截止至2026/10/27，宽基ETF放量信号日净流入共计3356.70亿元；
 - 微观资金结构筹码出清接近尾声：融资买入占比底部反弹信号显现；公募后续出现系统性抛售风险较低；私募8月主动减仓提前开启，预计现阶段抛售压力相对较小；险资&固收+本身科技权益仓位有限；散户处于“存量惜售、增量观望”的状态；
 - 成交初显放量势头：2026/10/21成交额一度回落至1.44万亿，相较前期整体牛市成交均值回落33.6%，上周四五开始初显放量势头。

近期宽基ETF放量信号日净流入共计3357亿元



2026/10/21成交额一度回落至1.44万亿，上周四五初显放量势头

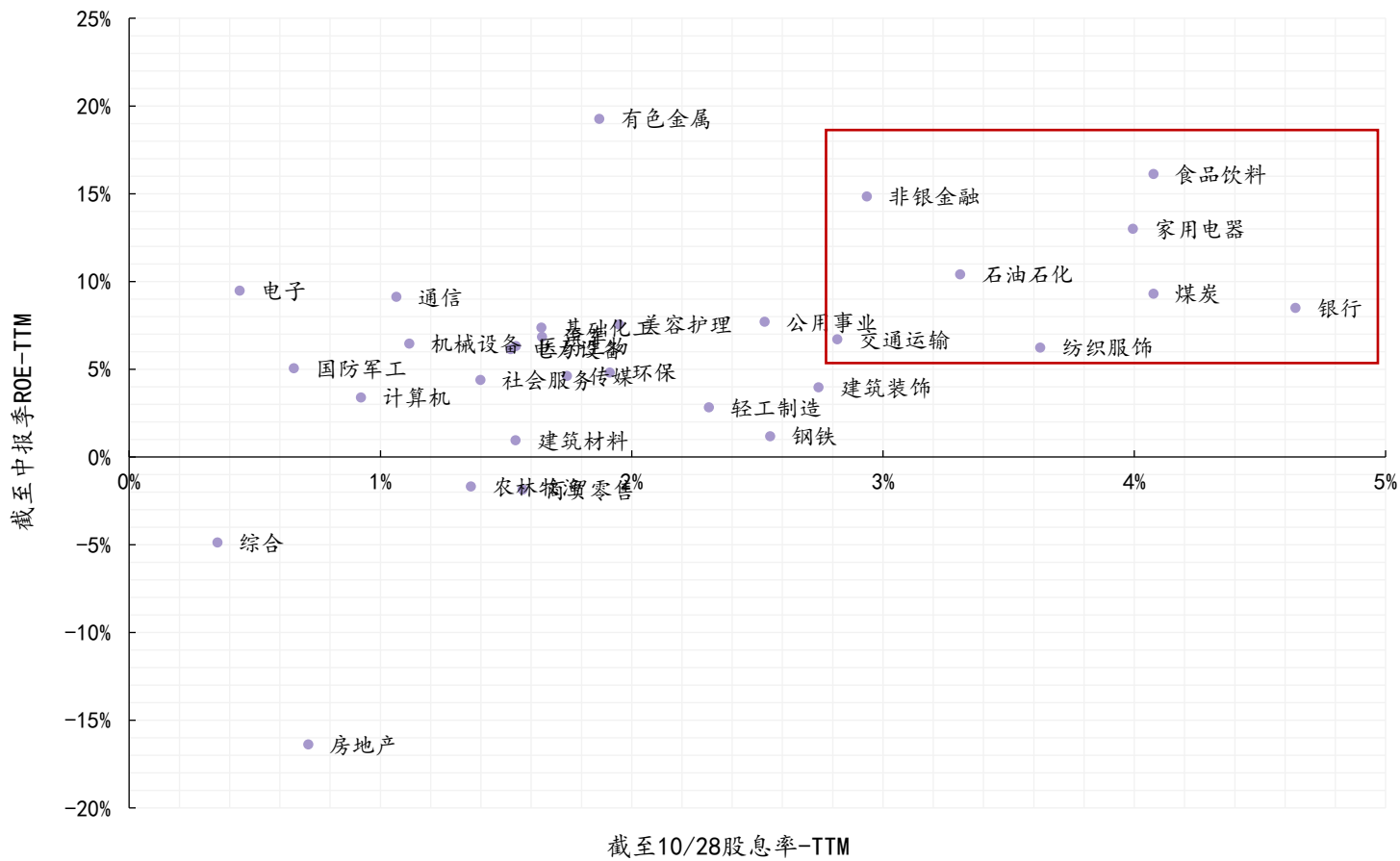


资料来源：Wind，华鑫证券研究

①红利底仓防御：兼具高股息与分红能力双特征

➢ 红利底仓防御：A股震荡筑底预期下，构建红利底仓进行防御性布局，关注现阶段兼具高股息与分红能力双特征行业，以及结合历史双段下跌A股复盘规律，重点关注银行、食品饮料、家电、交运、煤炭等。

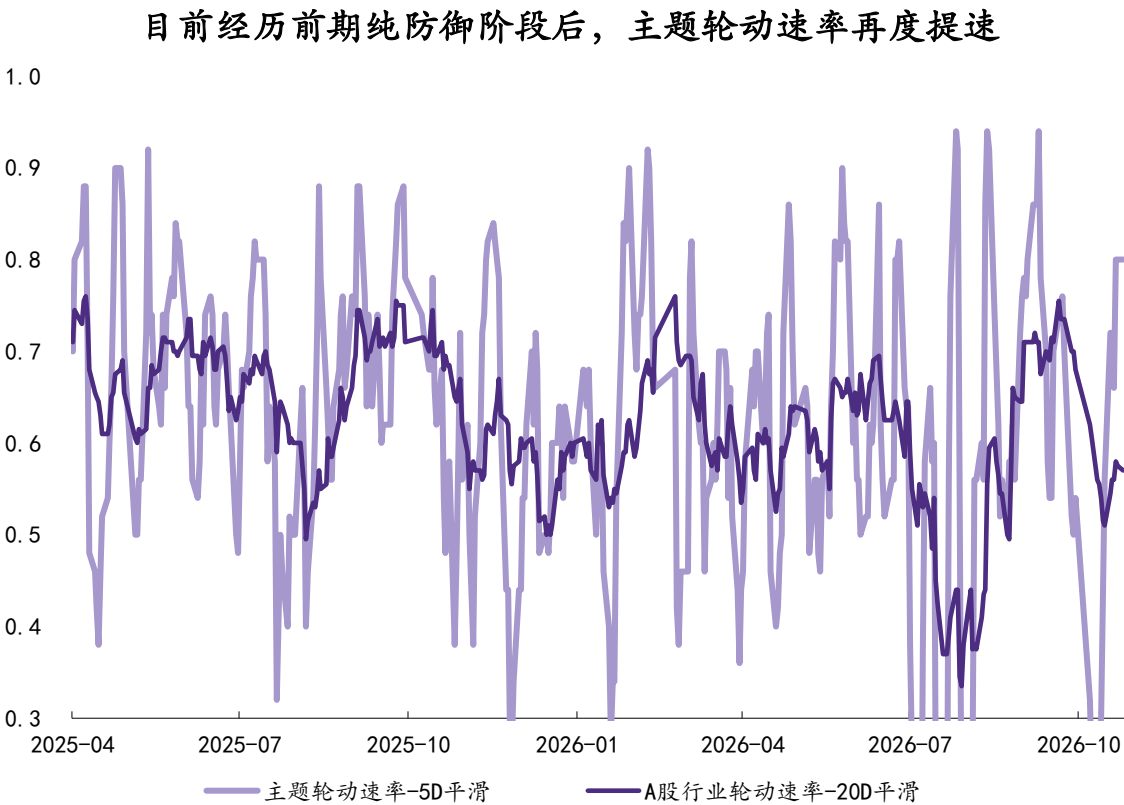
寻找现阶段兼具高股息与分红能力双特征行业



资料来源：Wind，华鑫证券研究

②低位主题轮动：主题轮动提速，前期低位主题有望修复

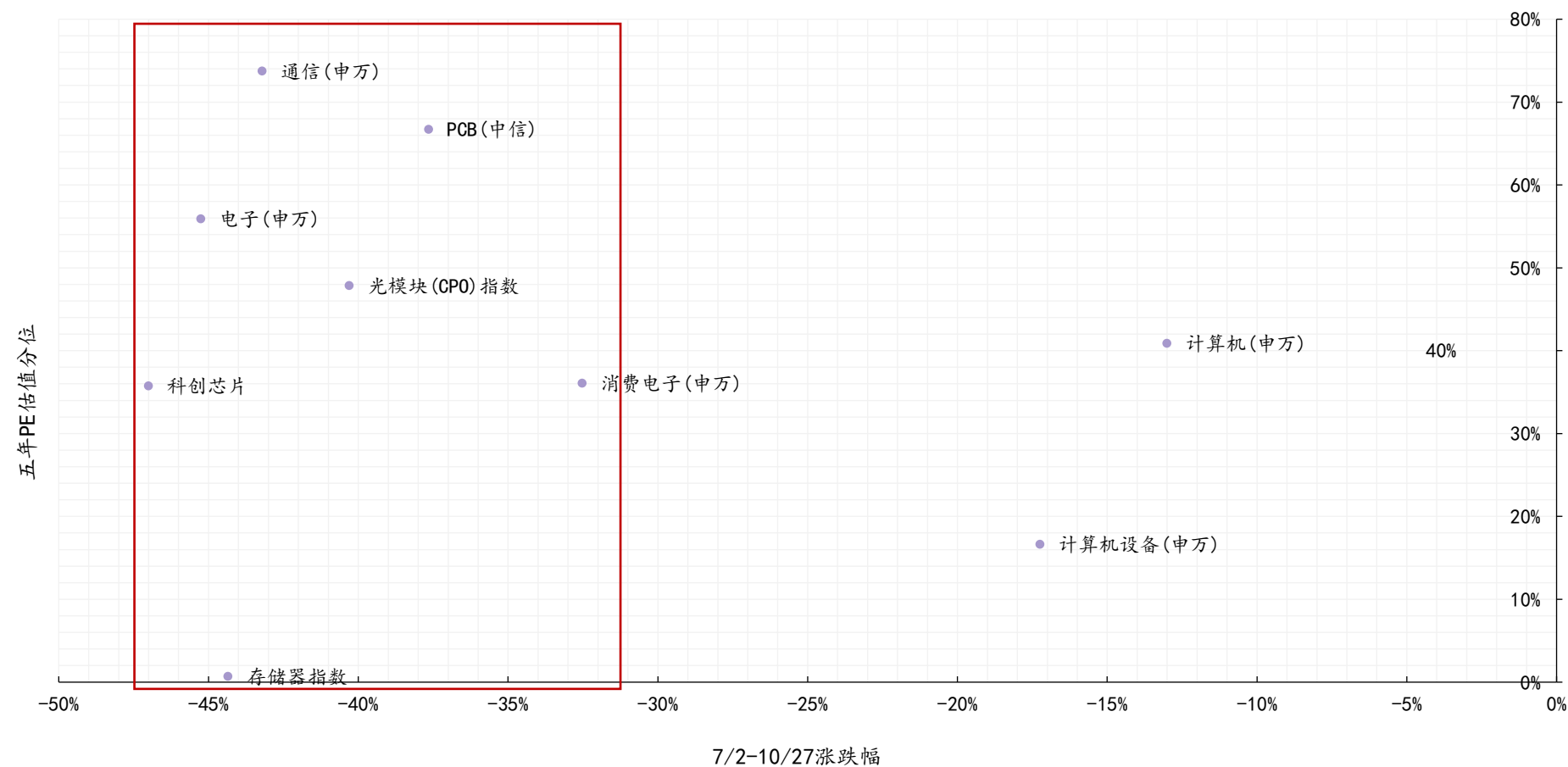
➤ **低位主题轮动**：现阶段成交回落至年内偏低水平，A股无主线，进入大盘承压、主题轮动提速阶段。目前主题轮动速率在经历前期纯防御布局阶段后，轮动速率指标自阶段低位反弹，轮动速率再度提速。上半年因被科技“吸血”影响的低位板块有望获得资金再平衡修复，重点关注机器人、AI应用、军工、创新药等。



③ 科技超跌反弹：AI硬件板块存在超跌修复机会

➤ 科技超跌反弹：经历两段式下跌，AI算力硬件板块多数回落超30%，五年PE-TTM历史估值分位回落至80%以下。叠加产业层面，英伟达追加26年800G光模块订单35%、Rubin平台秋季全面投产带动PCB/MLCC/存储单柜价值量通胀、建滔年内八轮涨价、TrendForce确认Q4存储合约价再涨15-20%等，高景气验证催化持续。AI硬件板块存在超跌修复机会，关注光模块、PCB、国产算力、半导体材料与设备等。

AI硬件跌幅均超30%，五年PE-TTM历史估值分位回落至80%以下



资料来源：Wind，华鑫证券研究

- 1、国内政策不及预期
- 2、海外事件冲击超预期

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。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

陆翊蔚：宏观策略组组长，上海纽约大学学士，哥伦比亚大学硕士，2026年7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。

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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

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

行业投资评级说明：

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

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

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



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值