下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

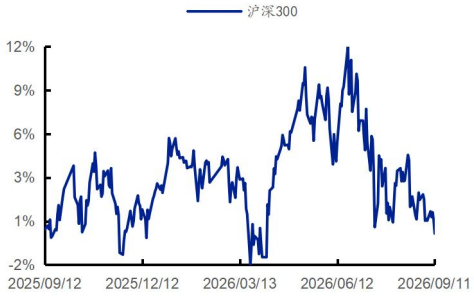
2026 年 09 月 12 日

策略周报

研究所:
证券分析师: 赵阳 S0350525100003
zhaoy05@ghzq.com.cn

当前建议重视拥挤度指标

最近一年走势



相关报告

《海外映射及 AI 轮动周报 9 月第 1 期：海外科技股开始回暖*赵阳》——2026-09-07

《流动性周报 9 月第 1 期：股票 ETF 连续三周净流入*赵阳》——2026-09-07

《如何看待近期海外市场波动？*赵阳》——2026-09-06

《 2026 年中报业绩分析：全 A 盈利上行提速，景气修复范围拓宽*赵阳，李畅》——2026-09-01

《中美行业映射：从产业逻辑到策略模型*赵阳，李畅》——2026-08-30

本篇报告解决了以下核心问题： 1）7 月以来风格如何加速轮动？2）风格轮动是否还会延续？3）未来几周风格如何演绎？

核心要点：

- **7 月以来风格轮动显著加快：（1）从构建的行业轮动指数看，市场风格轮动速度明显加快。**二季度科技成长行情推动资金集中，轮动一度放缓；7 月以来指数再度上行，8 月中旬后加速，市场风格切换明显加快。

- **（2）市场大致以 2-3 周为周期进行一轮风格切换。**7 月前两周，港股创新药与红利率先占优;7 月中下旬，市场风格逐步切换至为红利、消费；进入 8 月后，有色金属、创新药、光模块（CPO）等方向先后修复，随后种植业等主题接力走强。

- **（3）拥挤度对主要风格轮动具有较强指引作用。**复盘今年以来主要风格演绎过程，当板块拥挤度近一年分位数接近 100%时，意味着短期交易热度较高、领涨行情趋于钝化，资金开始向低拥挤方向切换；待拥挤度明显回落、交易热度充分消化后，原强势板块的风险偏好改善，更容易成为下一轮资金承接方向。7 月以来，港股创新药、红利低波、白酒、黄金等方向先后在拥挤度升至高位后出现风格切换。

- **风格轮动是否还会延续？（1）筹码压力尚未得到根本缓解，增量资金不足使风格轮动延续。**二季度之后电子、通信板块筹码有所回落，但主动权益基金绝对持仓仍处于较高水平，科技成长筹码仅边际消化；同时，场外增量资金入市意愿偏弱。在缺乏足以推动资金重新集中于 AI 产业链的强催化下，存量资金更倾向于在不同低拥挤方向之间切换。

- **（2）成交额接近地量后或有反弹，但风格快速轮动可能还会持续到 10 月份。**复盘历史主线行情结束后的轮动阶段，其持续时间中枢约 2-3 个月、平均约 107 天，以 7 月初为起点测算，本轮快速风格轮动或延续至 10 月，后续关注三季报披露及中期选举结果等节点。

- **未来几周风格可能会逆转：**在快速风格轮动仍可能延续的背景下，前期相对高拥挤方向的交易热度逐步消化，市场风格或在未来几周再

下载日志已记录，仅供内部参考

度发生逆转，【TMT】、【创新药】、【有色】或是风格轮动重点关注的方向。

- **（1）红利板块情绪仍偏高，交易热度尚在消化。**

- **（2）TMT、创新药情绪回落至 60%分位附近，交易过热压力已得到较充分释放，具备较强支撑。**TMT 板块内部可重点关注拥挤度较低、景气度较高的【国产算力芯片】、【半导体设备】等细分方向。

- **（3）有色情绪回落至近一年低位，关注 CPI 落地后的美联储议息会议及潜在 TACO 交易。**Trump TACO 指数近期回升至高点，后续仍存在潜在 TACO 可能。随着 CPI 落地，下周美联储议息会议对通胀数据的定价及政策指引成为关注重点。若政策表态未明显收紧，叠加 TACO 交易兑现、地缘风险溢价回落，有色金属板块在低拥挤位置下仍有望承接高拥挤方向的资金轮动。

- **风险提示：**历史比较法的局限性；全球经济波动超预期：美国关税和货币等政策的不确定性；中美贸易摩擦加剧；中国宏观经济政策超预期变化；产业进展不及预期；地缘政治风险；历史数据难以反映最新现状；行业/主题集中度风险：短期博弈风险；美股财报验证不确定性风险；韩股去杠杆不确定性风险；细分赛道专项风险。



下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1、 7月以来风格轮动显著加快 5
2、 风格轮动是否还会延续？ 8
3、 未来几周风格可能会逆转 11
4、 风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

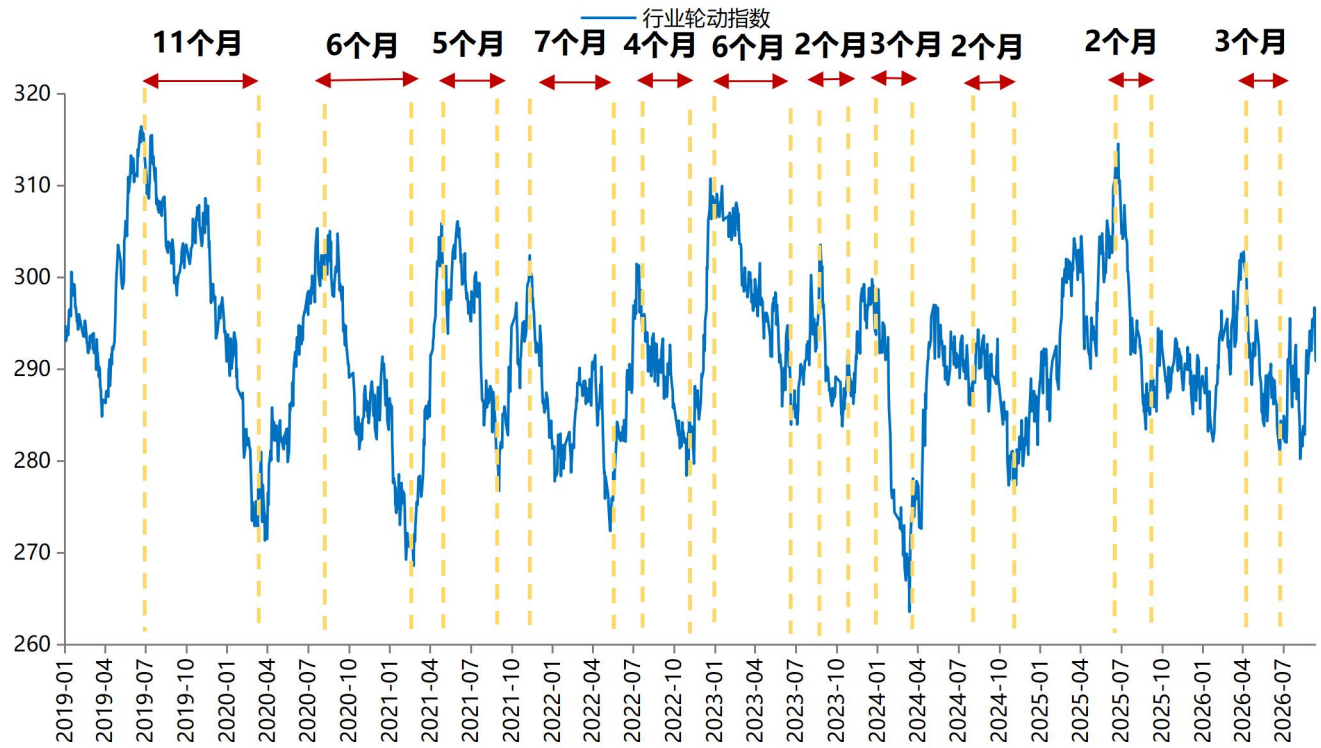
图 1： 行业轮动指数近期再度上行 5
图 2： 7 月以来主要行业轮动表现 6
图 3： 港股创新药近一年拥挤度分位数情况 7
图 4： 白酒近一年拥挤度分位数情况 7
图 5： 红利低波近一年拥挤度分位数情况 7
图 6： 黄金近一年拥挤度分位数情况 7
图 7： 2026/7/30 主动权益基金对电子和通信的合计配置比例相较 2026/6/30 下降 8.26 个百分点 8
图 8： 7 月以来万得全 A 成交额持续回落 8
图 9： 两融余额仍处于较低位 8
图 10： 历史经验值上成交额从顶部到底部平均下降 58% 9
图 11： 历史经验上成交额到底部后全 A 多上涨 10
图 12： 行业轮动指数中风格轮动的周期中枢在 2–3 个月 10
图 13： A 股全行业拥挤度情况 11
图 14： 截至 9 月 11 日，红利低波成交额占比 MA5 近一年分位数为 82.5% 11
图 15： 截至 9 月 11 日，银行成交额占比 MA5 近一年分位数为 74.6% 12
图 16： 截至 9 月 11 日，创新药拥挤度下降至近一年 60%分位附近 13
图 17： 截至 9 月 11 日，TMT 拥挤度下降至近一年 60%分位附近 13
图 18： A 股 AI 细分领域拥挤度情况 14
图 19： 有色金属拥挤度处于近一年较低位 15
图 20： Trump TACO 指数回升且 TACO 概率接近今年 5 月以来高位 15

下载日志已记录，仅供内部参考

1、7 月以来风格轮动显著加快

从我们构建的行业轮动指数来看，7 月以来市场风格轮动速度明显加快。年初以来，行业轮动指数一度逐步上行，市场风格切换有所加快；二季度，随着科技成长行情持续演绎，资金向相关产业链集中，行业轮动速度阶段性放缓。进入 7 月后，指数在经历阶段性波动后再度上行，8 月中旬以来上行趋势进一步强化，市场风格轮动显著加快。

图 1：行业轮动指数近期再度上行

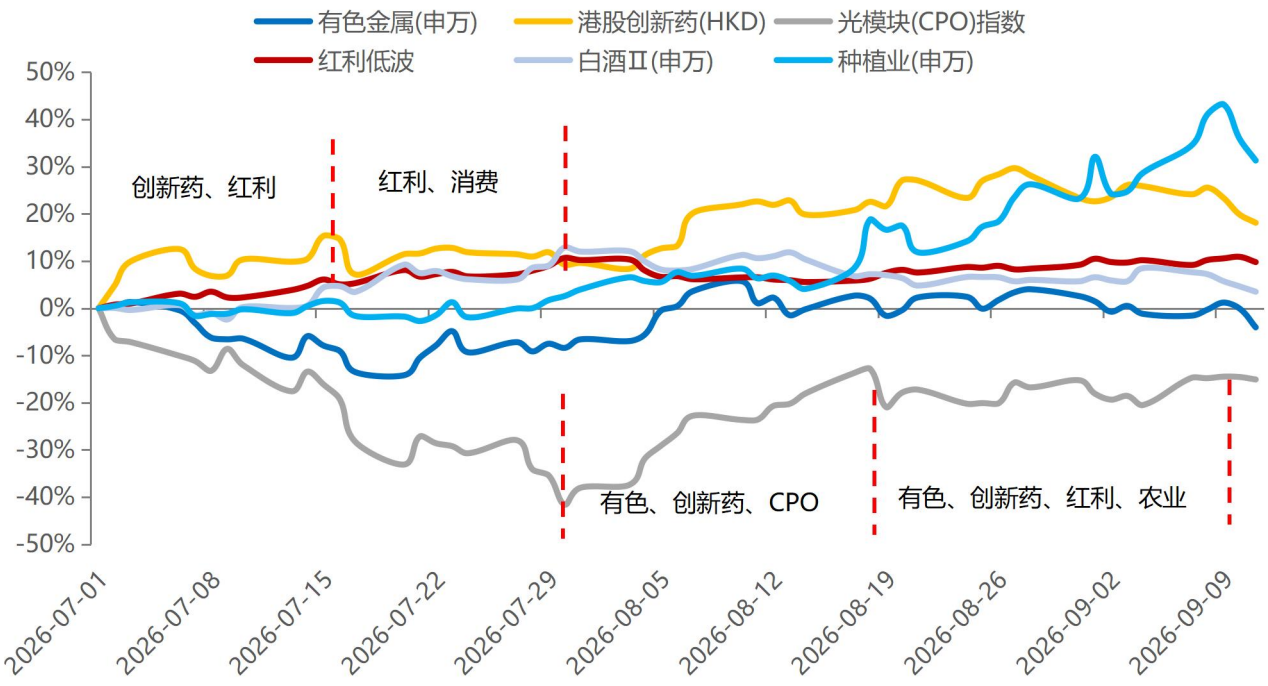


资料来源：Wind、国海证券研究所

7 月以来，市场大致以 2-3 周为周期进行一轮风格切换。7 月前两周，港股创新药与红利率先占优，截至 7 月 15 日，港股创新药累计涨幅快速升至 15%以上，红利低波同步走强至 6%左右；7 月中下旬，市场风格逐步切换至为红利、消费，截至 7 月 31 日，红利低波累计涨幅进一步扩大至 10%以上；进入 8 月后，有色金属、创新药、光模块（CPO）等方向先后修复，随后种植业等主题接力走强。整体来看，各阶段领涨方向的持续时间大多在 2-3 周左右，行情由单一主线持续占优转向不同风格轮番表现，市场呈现较为鲜明的阶段性轮动特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：7 月以来主要行业轮动表现



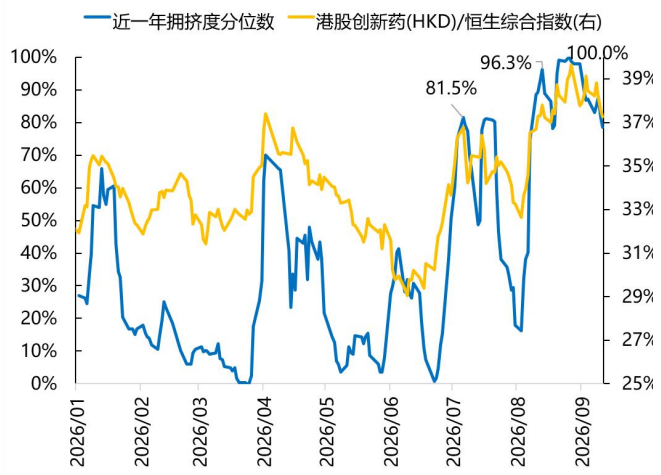
资料来源：Wind、国海证券研究所

拥挤度对主要风格轮动具有较强指引作用。复盘今年以来主要风格演绎过程，当板块拥挤度近一年分位数接近 100%时，意味着短期交易热度较高，领涨板块的相对收益随之趋于钝化，市场风格开始由高拥挤方向向低拥挤方向切换；而当板块在拥挤度自高位明显回落、交易热度得到充分消化后，市场对其风险偏好往往随之改善，该板块更容易成为下一阶段资金轮动的承接方向。

具体来看，7 月中上旬港股创新药拥挤度升至阶段高位后，行情由创新药逐步向红利、白酒扩散；7 月底至 8 月初，红利低波和白酒拥挤度接近 100%，其相对收益在高位回落，资金转向创新药、黄金等低拥挤方向。8 月中下旬，创新药拥挤度再度接近极值，随后黄金方向迅速接力进而情绪回升至较高位。整体看，拥挤度由高位回落并充分消化，是原强势方向重新获得超额收益的重要观察信号。

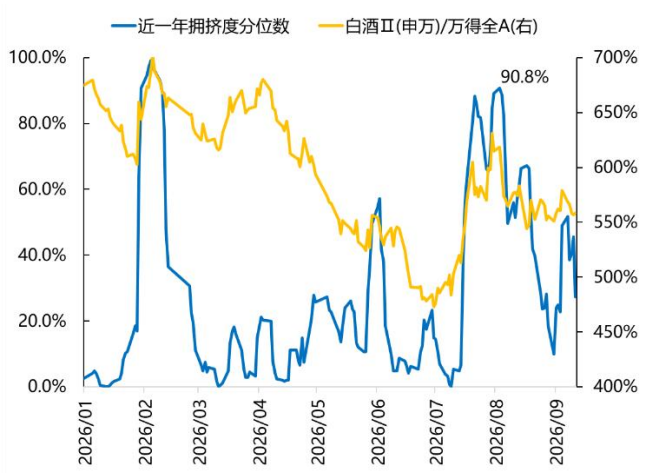
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：港股创新药近一年拥挤度分位数情况



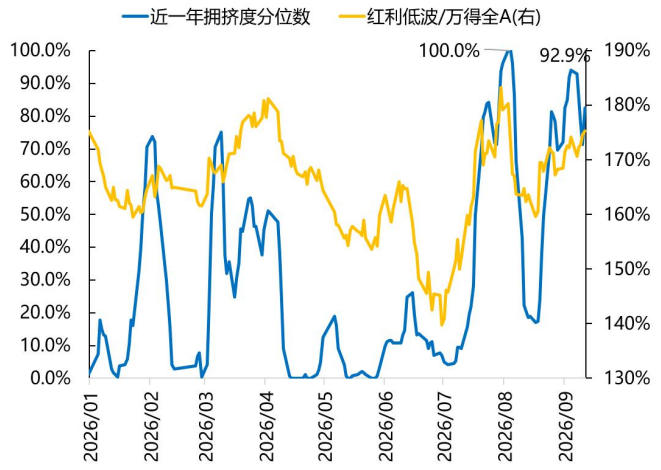
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：白酒近一年拥挤度分位数情况



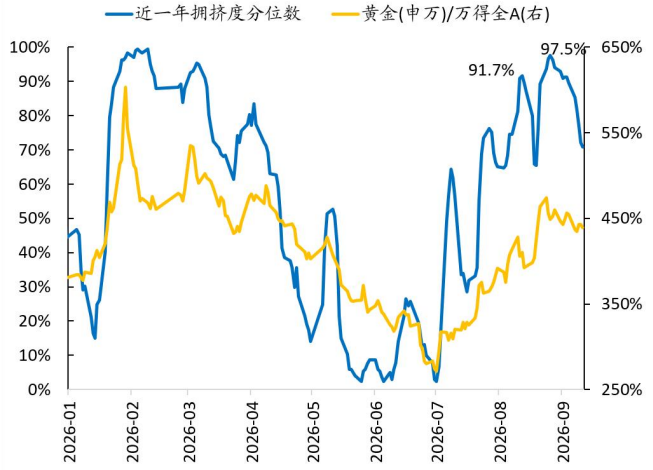
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：红利低波近一年拥挤度分位数情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：黄金近一年拥挤度分位数情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、风格轮动是否还会延续？

（1）A 股当前的核心矛盾或在于筹码端，筹码压力尚未得到根本缓解，增量资金不足使风格轮动延续。

根据 2026 年二季报持仓情况并仅考虑此后股价变化进行测算，主动权益基金对电子和通信的合计配置比例已由 6 月 30 日的 60.19%降至 7 月 30 日的 51.93%，下降 8.26 个百分点。若考虑到 7 月以来科技成长板块仍存在实际减仓行为，电子和通信板块合计持仓较二季度末或已进一步回落。

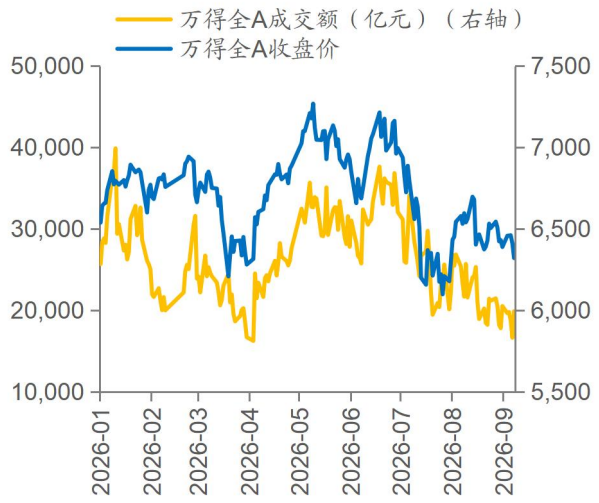
但从绝对水平看，电子和通信仍是主动权益基金配置较为集中的方向，前期高度集中的筹码结构仅得到部分消化，尚未得到根本性缓解。7 月以来，万得全 A 成交额持续缩量、两融余额有所回落，场外增量资金入市意愿偏弱。在此背景下，AI 产业链虽仍有中报业绩验证和技术迭代，但短期尚未出现足以推动资金持续集中于单一方向的强催化。筹码压力边际缓解而未充分出清、产业催化不足与流动性偏弱相互叠加，使存量资金更倾向于在不同低拥挤方向之间切换。

图 7：2026/7/30 主动权益基金对电子和通信的合计配置比例相较 2026/6/30 下降 8.26 个百分点

申万一级行业	消化后配置比例	2026Q2配置比例	仓位变化	消化后超配比例	2026Q2超配比例	剔除股价后仓位变化
电子	37.69%	43.30%	-5.61%	19.61%	19.57%	0.04%
通信	14.24%	16.89%	-2.65%	8.91%	9.96%	-1.05%
合计	51.93%	60.19%	-8.26%	28.52%	29.53%	-1.01%

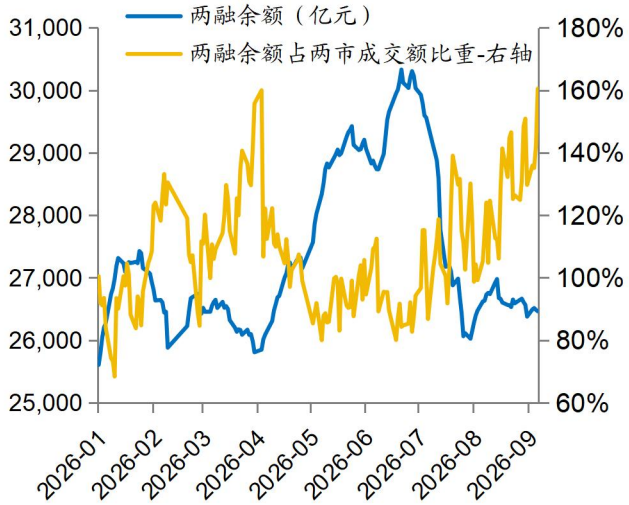
资料来源：Wind、国海证券研究所（注：数据截至 2026/7/30，配置比例由 2026Q2 的仓位在 2026/7/30 股价进行测算）

图 8：7 月以来万得全 A 成交额持续回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：两融余额仍处于较低位



资料来源：Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）成交额接近地量后或有反弹，但风格快速轮动可能还会持续到 10 月份。

成交额接近地量后可能出现反弹。历史经验上，2015 年以来万得全 A 成交额从阶段顶部至底部平均回落约 58%；成交额见底后，一般在 0-6 个交易日之后可能出现反弹，且未来 30 个交易日涨幅中位数约为 8%。本轮万得全 A 成交额已较 6 月 22 日高点显著回落，接近历史成交额见底时的平均回落幅度，指数层面或处于筑底反弹的重要观察窗口。

但成交额低位后的指数修复，并不意味着市场将立即形成新的主线行情。根据行业轮动指数对 2019 年以来主线行情结束后风格轮动阶段的测算，风格轮动周期中枢约为 2-3 个月，平均持续时间约 107 天，部分轮动阶段的持续时间明显更长。以 7 月初本轮快速风格轮动启动为起点，结合历史中位数与平均持续时间综合判断，本轮轮动可能延续至 10 月。后续三季报披露及中期选举结果落地，或是观察市场能否由快速轮动转向新主线的重要时间节点。

图 10：历史经验值上成交额从顶部到底部平均下降 58%

轮次	成交额顶部日	成交额底部日	收盘价反弹起点	收盘价反弹终点	顶部日成交额（亿元）	底部日成交额（亿元）	成交额回落幅度（%）	全A反弹日距成交额底部日交易日天数	全A反弹持续交易日天数	全A反弹幅度（%）
1	2015/5/28	2015/9/30	2015/9/30	2015/10/20	23576.10	3707.13	84.28%	0	10	18.33%
2	2015/11/11	2016/2/15	2016/2/15	2016/2/22	11402.30	3282.29	71.21%	0	6	7.84%
3	2016/3/24	2016/5/16	2016/5/18	2016/7/26	7370.18	3616.19	50.93%	2	48	12.09%
4	2016/7/13	2016/9/30	2016/9/30	2016/11/28	7285.91	2982.93	59.06%	0	37	8.50%
5	2016/11/15	2017/2/6	2017/2/12	2017/3/13	6301.84	3289.27	47.80%	4	21	2.34%
6	2017/9/12	2018/2/23	2018/7/5	2018/7/25	7563.92	3323.79	56.06%	89	15	5.37%
7	2018/3/29	2018/9/17	2018/9/17	2018/9/28	4786.88	2066.67	56.83%	0	9	4.11%
8	2018/11/19	2018/12/24	2019/1/3	2019/4/19	4393.21	2126.25	51.60%	6	71	39.92%
9	2019/3/12	2019/8/1	2019/8/9	2019/9/9	11333.35	3437.70	69.67%	6	22	10.33%
10	2019/9/11	2019/12/4	2019/12/4	2020/1/13	6420.13	3521.03	45.16%	0	28	11.20%
11	2020/2/26	2020/5/29	2020/5/29	2020/7/13	13056.32	5671.01	56.57%	0	30	27.68%
12	2020/7/13	2020/9/30	2020/9/30	2021/2/19	16645.35	5299.38	68.16%	0	91	14.90%
13	2021/9/3	2022/5/19	2022/5/24	2022/7/4	15687.33	8068.38	48.57%	3	29	11.15%
14	2022/6/30	2022/10/11	2022/10/11	2022/10/18	11599.00	5643.80	51.34%	0	6	5.73%
15	2023/4/10	2023/9/21	2023/10/23	2023/11/15	12259.18	5797.05	52.71%	16	18	5.39%
16	2024/3/5	2024/9/18	2024/9/18	2024/10/8	10751.51	4817.34	55.19%	0	10	37.04%
17	2024/11/12	2025/1/13	2025/1/13	2025/3/18	25870.30	9762.08	62.27%	0	41	13.34%
18	2025/2/27	2025/4/21	2025/4/28	2025/10/9	20418.92	10735.80	47.42%	5	109	29.78%
19	2026/1/15	2026/4/7	2026/4/7	2026/5/13	29384.94	16235.81	44.75%	0	24	15.73%
平均					12952.98	5441.26	57.99%	7	33	14.78%
中位数					11402.30	3707.13	67.49%	0	24	11.20%
本轮	2026/6/22	2026/9/10	-	-	37621.03	16623.38	55.81%	-	-	-

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：历史统计区间为 2015 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 11 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：历史经验上成交额到底部后全 A 多上涨

成交额底部日	T+5 交易日全 A 涨跌幅(%)	T+10 交易日全 A 涨跌幅(%)	T+30 交易日全 A 涨跌幅(%)
2015/9/30	10.52	11.70	26.78
2016/2/15	7.84	-5.39	7.85
2016/5/16	1.54	0.37	8.15
2016/9/30	2.86	3.45	6.71
2017/2/6	2.71	3.08	4.61
2018/2/23	1.28	4.00	0.93
2018/9/17	3.21	0.17	-2.25
2018/12/24	-2.13	1.69	8.87
2019/8/1	-4.63	-3.77	5.17
2019/12/4	1.86	5.67	10.14
2020/5/29	4.15	4.41	26.50
2020/9/30	4.63	3.46	5.14
2022/5/19	0.88	4.05	12.94
2022/10/11	5.73	1.70	6.07
2023/9/21	0.66	0.24	-0.27
2024/9/18	6.92	26.81	35.05
2025/1/13	4.22	3.60	9.32
2025/4/21	0.54	4.22	5.24
2026/4/7	6.76	8.77	12.24
平均	**3.13**	**4.12**	**9.96**
中位数	**2.86**	**3.46**	**7.85**

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：历史统计区间为 2015 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 11 日）

图 12：行业轮动指数中风格轮动的周期中枢在 2-3 个月

序号	开启时间	结束时间	持续天数
1	2019/3/25	2019/6/19	86
2	2020/3/25	2020/7/20	117
3	2021/2/22	2021/4/26	63
4	2021/9/2	2021/11/10	69
5	2022/5/10	2022/7/13	64
6	2022/10/28	2022/12/21	54
7	2023/7/4	2023/8/25	52
8	2023/10/13	2023/12/19	67
9	2024/3/12	2024/8/13	154
10	2024/11/6	2025/6/24	230
11	2025/8/25	2026/4/2	220
中位数			**69**
均值			**107**

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：历史统计区间为 2019 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 11 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

3、未来几周风格可能会逆转

在快速风格轮动仍可能延续的背景下，前期相对高拥挤方向的交易热度逐步消化，市场风格或在未来几周再度发生逆转。复盘历史表现，拥挤度由高位回落并在相对低位企稳后，板块相对市场的超额收益开始改善，因此拥挤度仍是判断下一轮资金轮动方向的重要观察指标。未来几周，【TMT】、【创新药】、【有色】或是风格轮动重点关注的方向。

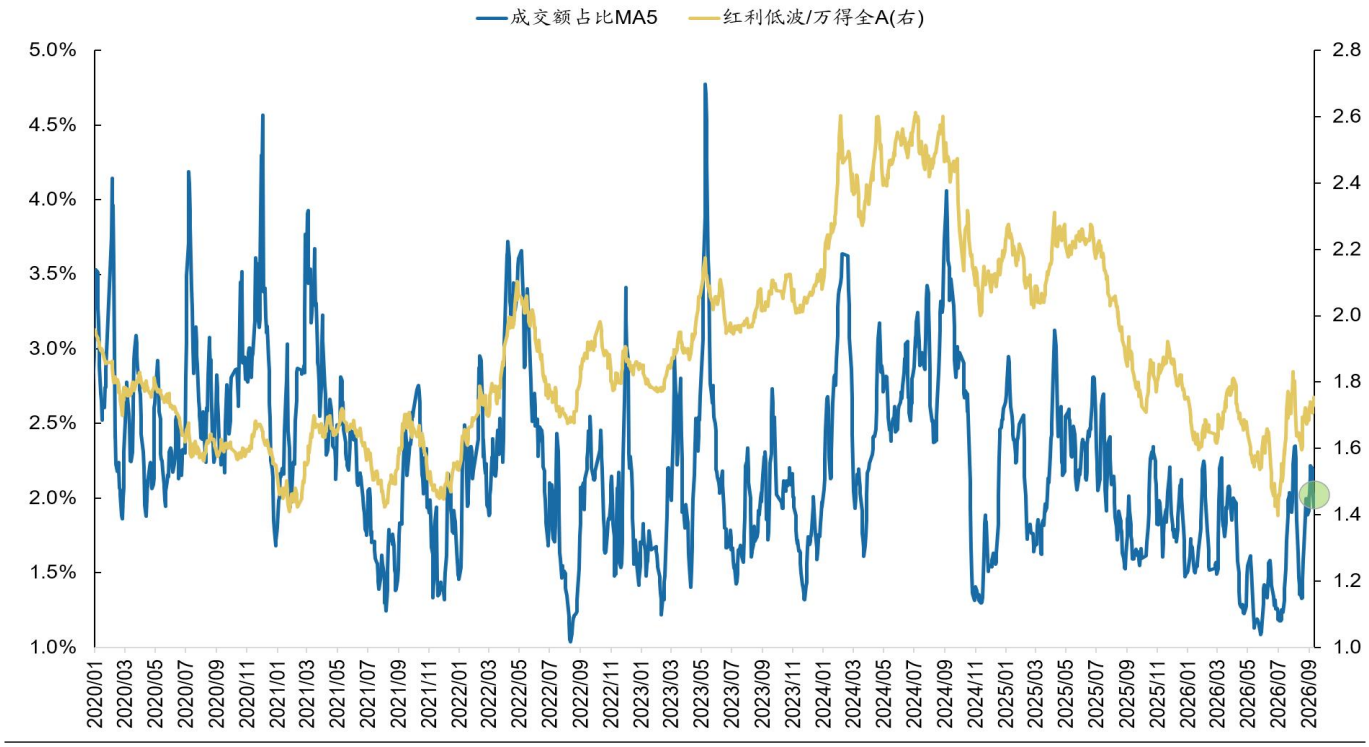
图 13：A 股全行业拥挤度情况

板块 2026/9/11	指数	市值占比	成交额占比 MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数	板块	指数	市值占比	成交额占比 MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数	板块	指数	市值占比	成交额占比 MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数
TMT	TMT大类	25.59%	40.02%	66.80%	2.50%	100.00%	中游制造	国防军工（申万）	2.34%	3.05%	49.30%	18.20%	20.00%	新消费	黄金珠宝指数	1.21%	1.16%	67.60%	-16.60%	-
	科创芯片	4.86%	4.41%	57.60%	3.30%	-		航天装备（申万）	0.26%	0.17%	8.70%	3.40%	0.00%		新兴消费收益层H	0.21%	0.74%	2.00%	2.00%	-
	通信（申万）	3.99%	8.66%	90.40%	41.10%	100.00%		军工电子（申万）	0.62%	0.75%	4.50%	2.50%	70.70%		非白酒（申万）	0.13%	0.13%	98.30%	34.90%	32.30%
	光模块指数	3.63%	8.56%	97.50%	26.20%	-		电网设备（申万）	1.22%	2.05%	41.90%	4.20%	0.00%		盟版零食A	0.04%	0.03%	29.00%	-14.10%	-
	电子（申万）	17.38%	23.92%	67.20%	3.80%	100.00%		电池（申万）	2.37%	2.39%	3.30%	1.30%	64.60%		美容护理（申万）	0.18%	0.18%	58.50%	-2.00%	16.90%
	消费电子（申万）	2.64%	2.85%	21.90%	-10.40%	27.60%		光伏指数	1.38%	1.68%	0.80%	-2.10%	-	传统消费	种植业（申万）	0.13%	0.94%	100.00%	0.00%	58.40%
	存储器指数	4.57%	4.55%	66.30%	1.60%	-		储能指数	2.80%	2.01%	2.90%	-0.80%	-		白色家电（申万）	0.80%	0.23%	32.70%	-2.50%	13.80%
	PCB（中信）	1.69%	4.26%	100.00%	18.70%	-		电池材料（长江）	0.68%	0.99%	2.40%	-1.30%	-		食品（中信）	0.54%	0.61%	93.30%	3.30%	-
	半导体（申万）	10.18%	10.46%	58.90%	-4.10%	100.00%		汽车（申万）	2.87%	2.81%	23.20%	-5.00%	3.00%		白酒II（申万）	1.85%	0.45%	27.30%	-21.60%	0.00%
	半导体设备（申万）	1.60%	1.56%	64.30%	-6.50%	100.00%		乘用车（申万）	0.70%	0.26%	13.20%	-4.20%	6.10%	医药	中证香港创新药	2.28%	7.75%	78.60%	-8.60%	-
	IT服务（申万）	0.95%	1.64%	7.40%	-22.00%	13.80%		商用车（申万）	0.19%	0.17%	26.10%	9.10%	36.90%		创新药指数	2.16%	1.58%	59.30%	-7.00%	-
	软件开发（申万）	1.21%	1.74%	12.00%	-34.80%	4.60%		汽车零部件（申万）	1.78%	2.27%	27.80%	-12.80%	3.00%		银行（中信）	12.73%	1.44%	74.60%	-18.70%	-
	运营商	2.21%	0.10%	26.10%	-1.20%	-		机械设备（申万）	4.85%	7.55%	66.80%	-14.10%	66.10%	金融地产	保险（申万）	1.57%	0.41%	59.70%	-34.00%	55.30%
	传媒（申万）	1.14%	2.88%	74.60%	-12.10%	3.00%		通用设备（申万）	1.68%	3.00%	54.30%	-29.50%	83.00%		证券（申万）	2.42%	1.31%	39.80%	-27.80%	56.90%
	游戏（申万）	0.38%	0.73%	51.80%	-19.50%	0.00%		专用设备（申万）	1.19%	1.90%	49.70%	-22.40%	70.70%		房地产（中信）	0.77%	0.93%	45.60%	-30.30%	-
	影视院线（申万）	0.14%	0.41%	73.80%	-12.90%	23.00%		工程机械（申万）	0.54%	0.28%	4.50%	-19.90%	38.40%		装修建材（申万）	0.18%	0.19%	16.50%	-42.80%	27.60%
	出版（申万）	0.20%	0.44%	93.70%	-2.50%	83.00%		轨交设备（申万）	0.29%	0.17%	15.70%	-22.00%	61.50%	周期资源品	黄金（申万）	0.42%	0.72%	70.90%	-18.70%	43.00%
出行链	航空机场（申万）	0.35%	0.12%	11.20%	-2.90%	67.60%		轻工制造（申万）	0.73%	0.92%	40.60%	-15.40%	29.20%		有色金属（申万）	3.93%	5.42%	18.60%	-12.30%	41.50%
	酒店餐饮（申万）	0.04%	0.11%	90.80%	5.00%	55.30%		红利低波	18.05%	2.02%	82.50%	-11.60%	-		煤炭（中信）	1.74%	0.82%	76.30%	-9.50%	-
	旅游及景区（申万）	0.10%	0.34%	90.80%	13.70%	20.00%	稳定类	火力发电（申万）	0.69%	0.72%	62.20%	31.10%	64.60%		两桶油	2.13%	0.15%	73.40%	14.50%	-
主题类	商业航天	0.54%	0.61%	9.90%	0.80%	-		水力发电（申万）	0.99%	0.31%	79.20%	22.00%	36.90%		钢铁（申万）	0.66%	0.41%	34.40%	12.00%	89.20%
	机器人标的	1.36%	1.41%	2.90%	-2.40%	-		价值100	-	2.96%	63.00%	-2.90%	-		基础化工（申万）	3.46%	5.71%	79.20%	-8.70%	3.00%
	固态电池指数	2.82%	2.33%	7.80%	2.00%	-		交通运输（申万）	2.30%	1.36%	69.20%	7.40%	61.50%	港股	恒生科技指数	10.08%	34.85%	15.10%	-7.40%	-

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：截至 2026/9/11）

（1）红利板块前期情绪偏高，当前交易热度仍在消化中。红利低波拥挤度自 9 月 4 日相对高位逐步回落，截至 9 月 11 日，近一年情绪分位数降至 82.5%；银行近一年情绪分位数降至 74.6%。

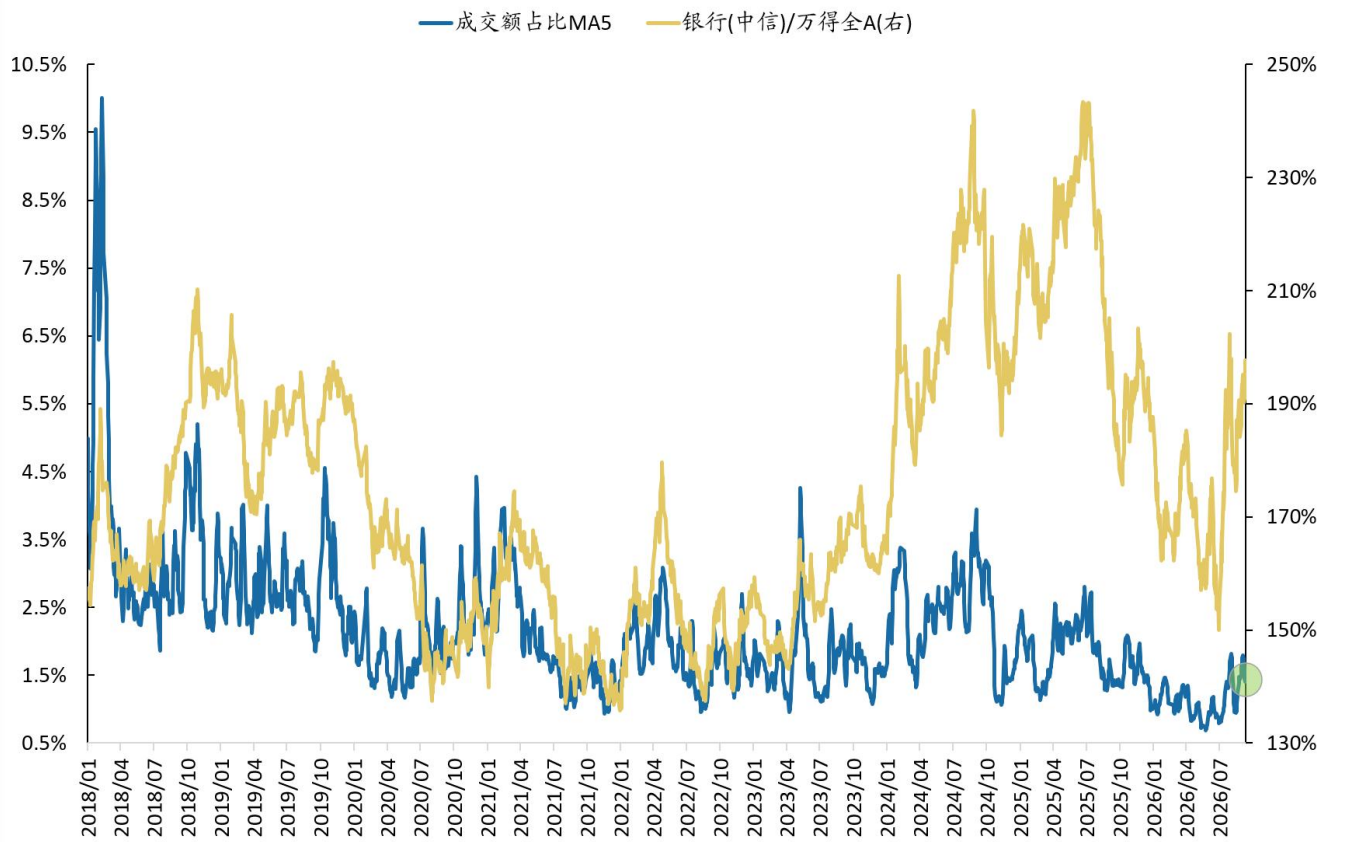
图 14：截至 9 月 11 日，红利低波成交额占比 MA5 近一年分位数为 82.5%



资料来源：Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：截至 9 月 11 日，银行成交额占比 MA5 近一年分位数为 74.6%

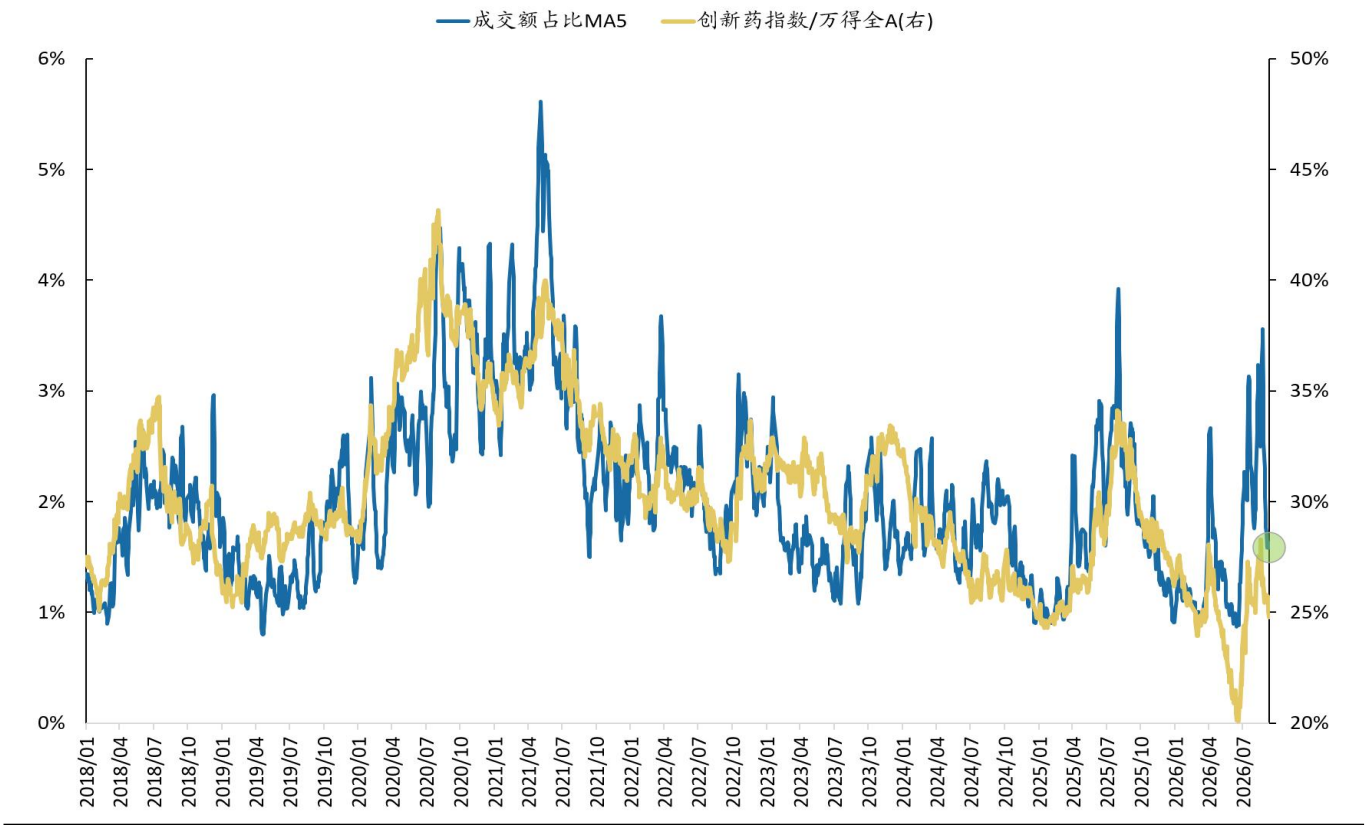


资料来源：Wind、国海证券研究所

（2）TMT 和创新药情绪已回落至 60%分位附近，具备重新承接资金的基础。历史经验表明，若主线逻辑仍在，强势赛道成交额占比回落至前期峰值的 50%-70%附近时，往往已接近阶段性拥挤度低点，具备较强支撑。当前 TMT 和创新药交易过热压力已得到较充分释放，未来几周风格轮动或转向 TMT 和创新药等具备较强支撑的方向；其中，TMT 内部可重点关注【国产算力芯片】、【半导体设备】等拥挤度相对较低、景气度较高的细分领域。

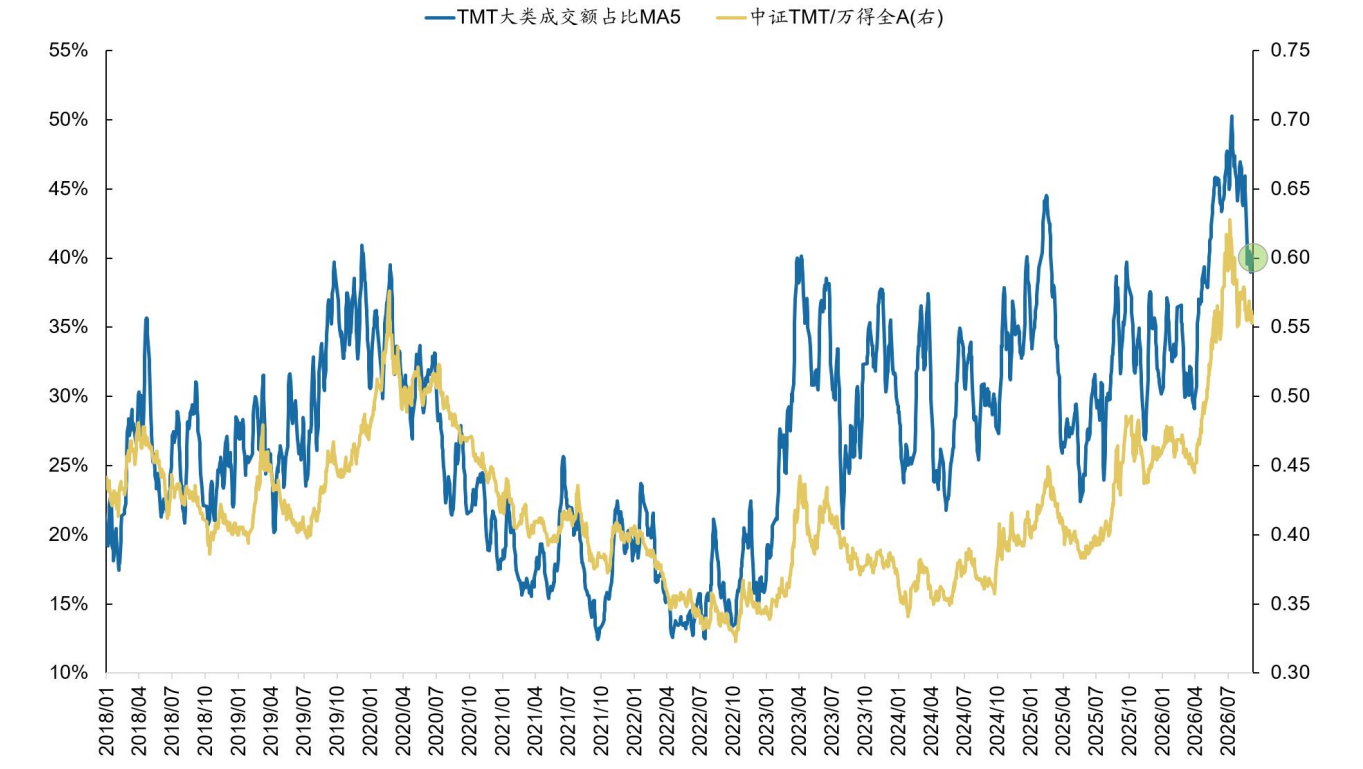
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：截至 9 月 11 日，创新药拥挤度下降至近一年 60%分位附近



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 17：截至 9 月 11 日，TMT 拥挤度下降至近一年 60%分位附近



资料来源：Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：A 股 AI 细分领域拥挤度情况

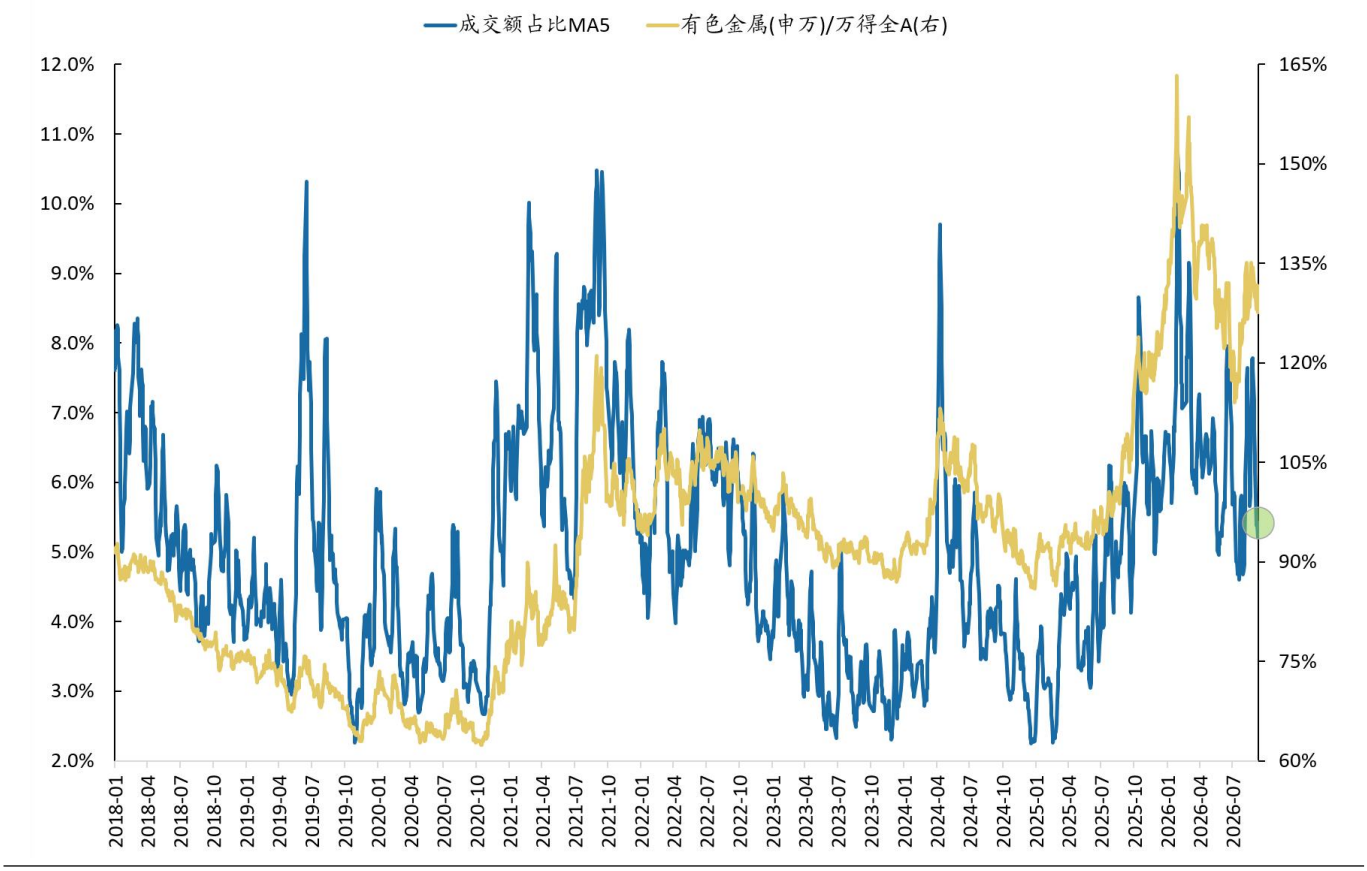
板块 2026/9/11	细分方向	市值占比	成交额占比MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	板块	细分方向	市值占比	成交额占比MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化
PCB材料	PCB材料	5.84%	9.60%	98.30%	-0.80%	光模块	光模块	21.05%	28.75%	90.80%	44.00%
	玻纤布（电子布）	1.88%	2.88%	98.70%	-1.30%		800G与1.6T光模块	15.11%	18.80%	80.90%	54.00%
	覆铜板CCL	2.40%	3.87%	98.70%	0.40%		光芯片	4.64%	7.84%	88.30%	45.20%
	铜箔	0.99%	1.85%	90.40%	-5.00%		硅光与CPO与光引擎	12.36%	16.25%	86.70%	41.90%
	电子树脂	0.56%	0.99%	79.60%	-7.50%		光纤	3.81%	7.03%	90.80%	11.60%
半导体材料	半导体材料	3.51%	3.84%	29.40%	-23.70%	服务器	服务器	14.89%	11.37%	23.60%	-51.00%
	CMP抛光材料	0.51%	0.34%	39.40%	-20.70%		AI服务器整机	9.36%	5.50%	18.20%	-51.50%
	光刻胶	0.71%	0.81%	12.00%	4.60%		液冷散热	2.63%	3.62%	64.70%	-29.00%
	电子特气	0.96%	1.35%	46.80%	-3.60%		铜连接（线缆与连接器）	2.90%	2.25%	19.90%	2.90%
	硅片与晶圆	0.97%	0.49%	8.20%	-15.00%	AIDC电源	AIDC电源	2.46%	2.21%	39.00%	-14.90%
	靶材	0.53%	1.05%	74.20%	1.20%		主备用电源	1.24%	0.69%	57.60%	12.40%
半导体设备	半导体设备	6.83%	3.41%	17.80%	-36.90%		供电系统	0.82%	1.19%	31.50%	-48.10%
	光刻配套与零部件	0.57%	0.51%	2.40%	-4.60%		发动机核心零部件	0.39%	0.34%	31.50%	-10.40%
	刻蚀设备	3.76%	1.51%	32.70%	-29.10%	先进封装	Chiplet与CoWoS与封测	2.56%	4.23%	49.30%	-0.40%
	检测与量测设备	0.85%	0.67%	63.90%	-17.40%	智能终端	AI手机与AIPC	5.47%	3.65%	10.70%	-25.30%
	清洗设备	0.91%	0.38%	30.70%	-26.90%	人形机器人	人形机器人	6.30%	4.22%	2.90%	-12.80%
	薄膜沉积	3.66%	1.27%	28.60%	-37.70%	智能驾驶	智能驾驶	1.98%	2.16%	31.90%	-28.20%
封装材料	封装材料	2.25%	3.32%	100.00%	26.60%	大模型	大模型	2.13%	2.15%	33.60%	-22.00%
	封装基板	1.56%	2.06%	100.00%	42.40%		数据要素与语料库	0.91%	1.13%	56.80%	-9.10%
	环氧塑封料与底填胶	0.69%	1.26%	84.60%	2.90%		通用与垂直大模型	1.27%	1.06%	15.30%	-37.30%
AI芯片	AI芯片	16.32%	9.16%	5.30%	-0.50%	云计算	算力租赁与智算中心	2.22%	2.35%	19.90%	-32.30%
	AI加速卡（GPU）	5.92%	2.55%	0.80%	0.00%	AI+	AI+传媒	2.22%	3.91%	52.20%	-27.00%
	存储芯片	3.59%	5.44%	26.10%	5.00%		AI+办公	1.31%	0.82%	12.80%	-41.50%
	晶圆代工	6.85%	1.23%	4.90%	-15.40%		AI+医疗	0.72%	0.71%	42.70%	-2.90%
被动元件	MLCC	1.75%	2.33%	81.70%	4.20%		AI+工业	2.17%	1.27%	3.70%	-35.30%
PCB	高多层板与HDI	8.19%	10.70%	100.00%	59.80%		AI+金融	3.18%	1.98%	15.70%	-34.50%

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：截至 2026/9/11，以成交额占比 MA5 过去一年分位数衡量拥挤度情况，分位数高于 90%视为拥挤度偏高，低于 70%视为拥挤度偏低，为 AI 相关板块经验值）

（3）有色金属情绪回落至近一年低位，关注 CPI 落地后的美联储议息会议及潜在 TACO 交易。截至 9 月 11 日，有色金属拥挤度已回落至近一年的 18.6%分位，前期交易热度迅速消化。截至 9 月 10 日，Trump TACO 指数回升至 0.628，对应 TACO 概率接近今年 5 月以来高位，美伊局势缓和概率上升，后续仍存在潜在 TACO 可能。美国 8 月 CPI 同比增长 3.4%，符合市场预期，但核心 CPI 环比增长 0.3%、略超市场预期，短期或限制美元及实际利率下行。后续重点关注下周美联储议息会议对通胀数据的定价及政策指引，若政策表态未明显收紧，叠加 TACO 交易兑现、地缘风险溢价回落，有色金属板块在低拥挤位置下仍有望承接高拥挤方向资金的轮动。

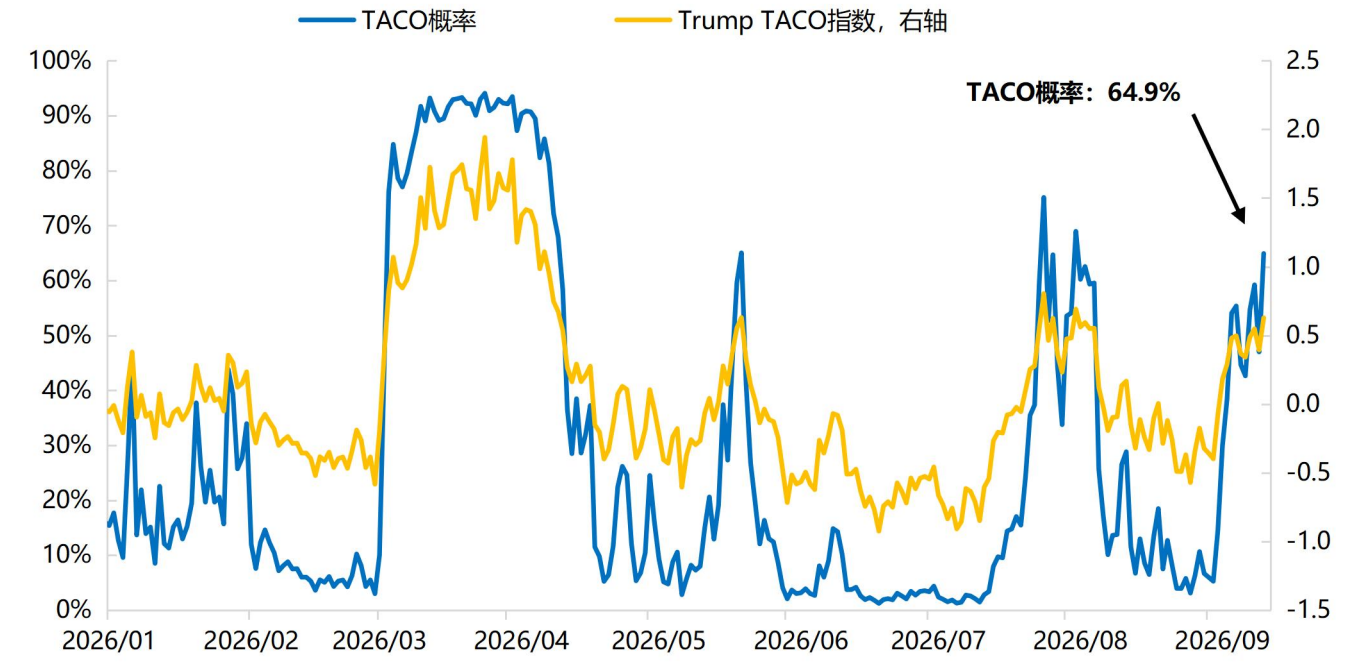
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：有色金属拥挤度处于近一年较低位



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 20：Trump TACO 指数回升且 TACO 概率接近今年 5 月以来高位



资料来源：iFind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、风险提示

历史比较法的局限性：历史环境与当前环境存在差异，过往经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能代表未来；

全球经济波动超预期：全球经济超预期波动可能影响正常情况下的各类经济活动；

美国关税和货币等政策的不确定性：美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性，可能导致相关假设及结论存在偏差；

中美贸易摩擦加剧：中美贸易摩擦加剧可能影响对外贸易等，进而影响经济基本面，部分行业或个股可能会有负面影响；

中国宏观经济政策超预期变化：政策超预期变化可能带来经济预期及相关市场行为的改变；

产业进展不及预期：若产业进展不及预期，相关公司投资计划可能发生改变带来风险；

地缘政治风险：地缘冲突升级可能带来全球风险偏好下行，通胀显著超预期可能对政策节奏以及经济活动等形成扰动；

历史数据难以反映最新现状：历史数据仅供参考，部分数据更新频率较低，早期历史数据存在个别缺失值等，可能较难反映最新现状；过往的资产价格走势不能代表未来方向。

行业/主题集中度风险：电子、通信板块基金配置集中度高，二季度主动权益基金配置比例较高，市场风格切换时板块回调压力较大。

短期博弈风险：博弈反弹为短期交易策略，创业板、科创板标的高波动、高 Beta，短期交易风险较高。

美股财报验证不确定性风险：AI 板块尚处财报披露初期，若后续业绩不及预期，科技板块波动或将加剧。

韩股去杠杆不确定性风险：若韩股去杠杆进程恶化，或将情绪传导冲击 A 股科技板块。

细分赛道专项风险：光模块、国产算力等存在 AI 资本开支不及预期、海外订单下滑、行业价格战、持仓拥挤回调风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9 年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024 年新财富最佳分析师第 1 名、2022 年新财富最佳分析师第 3 名、2021 年新财富最佳分析师第 2 名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。
李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重 A 股策略、大类风格、行业比较等研究。
周佳慧，策略研究助理，上海财经大学硕士，侧重海外宏观、产业链映射研究。

【分析师承诺】

赵阳，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所

下载日志已记录，仅供内部参考

述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。