

2026年宏观策略

牛市扩散期，聚焦景气度

报告日期：2025年12月31日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：孙航
- SAC编号：S1050525050001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

核心结论：海外关注联储主席换届和中期选举。美国经济K型分化，非农走弱+通胀降温+鸽派人选，联储预计降息2-3次。软着陆基准下，美股和美债仍有机会。美股跟踪AI叙事博弈与轮动，关注小盘科技主题，同时把握保健和金融的性价比；美债收益率震荡下行；美元震荡走弱；黄金短期警惕止盈，中长期空间犹存，持续逢低布局。国内关注十五五开局政策力度和PPI走势。经济韧性犹存，存量资金活化，库存拐点初现，PPI有望转正等积极信号显现，宏观叙事优化。三大支撑盈利改善，A股走势与基本面关联度提升，重点关注Q2前后的PPI走势，若能在下半年转正，2026年A股震荡上行可期。风格先成长，再周期，后向消费扩散，关注科技成长、周期反转和消费修复等行业机会。

海外宏观：K型分化，预防降息，波动放大

经济：美国经济K型分化，虽无衰退担忧，但内部分化加剧，AI投资火热与低收入消费低迷并存。

货币：就业供过于求，非农疲态显现；通胀前高后低，震荡走弱。5月鲍威尔卸任后新主席偏鸽，但整体可控。非农走弱+通胀降温+鸽派人选，联储预计降息2-3次。

资产：软着陆基准下，美股和美债仍有机会，但波动会放大。美股需跟踪AI叙事博弈与轮动，关注小盘科技主题机会，同时把握保健金融的性价比；美债收益率震荡下行，预计下限在3.5%左右；美元震荡走弱；黄金短期警惕止盈，中长期空间犹存，持续逢低布局。

国内宏观：经济韧性，物价回升，叙事优化

叙事优化：十五五开局之年，政策端偏积极，资金活化延续，经济韧性犹存，物价温和回升，供需格局改善，盈利逐步修复。

积极信号：存量资金活化，库存拐点初现，PPI有望转正。

重点关注：货币降准降息空间犹存，结构性工具是重点；财政适度加码，前置发力；出口韧性犹存；社零仍有以旧换新国补支持，关注服务消费增量；投资有基建重大项目提速，关注投资于人落地进度；产业聚焦深入反内卷和科技自立自强。

A股大势：动能叠加，双轮驱动，震荡上行

DDM拆解：驱动因素从分母端改善（无风险利率下行和风偏提升主导资金流入）转向分子端修复（盈利修复吸引增量资金入市），估值和盈利有望共振。

盈利三大支撑：①新质生产力逐步成为增长新引擎；②反内卷带动中观局部景气改善；③海外需求相对强劲，毛利率较为可观。

潜在增量资金：重点关注居民存款入市进程，主要载体是理财、固收+、分红险等，持续跟踪两融、私募、ETF、保险和外资动向。

大势研判：从估值驱动转向估值+盈利双驱动，A股走势与基本面关联度提升，重点关注Q2前后的PPI走势，若能在下半年转正，2026年A股震荡上行可期。

风格行业：风格扩散，景气回归，三大方向

风格选择：随着PPI降幅收窄到转正，行业风格科技成长→上游资源&中游制造→下游消费，市值风格小盘→大小盘再均衡→大盘。

行业选择：科技成长（景气上行—AI算力、存储、储能、军工、创新药等；产业催化—商业航天、机器人、AI软件、固态电池、可控核聚变等；自主可控—芯片、半导体设备、生物仪器、EDA、航空发动机等）；

周期反转（景气改善—能源金属、风电设备、工程机械；涨价预期—新能源、有色、化工等）；

消费修复（有政策预期且兼顾低赔率和高胜率的餐饮、社服、美护、家电、农林牧渔等）。

- (1) 地缘冲突反复
- (2) 关税摩擦再起
- (3) 政策力度不足
- (4) 产业进度迟缓

目录

CONTENTS

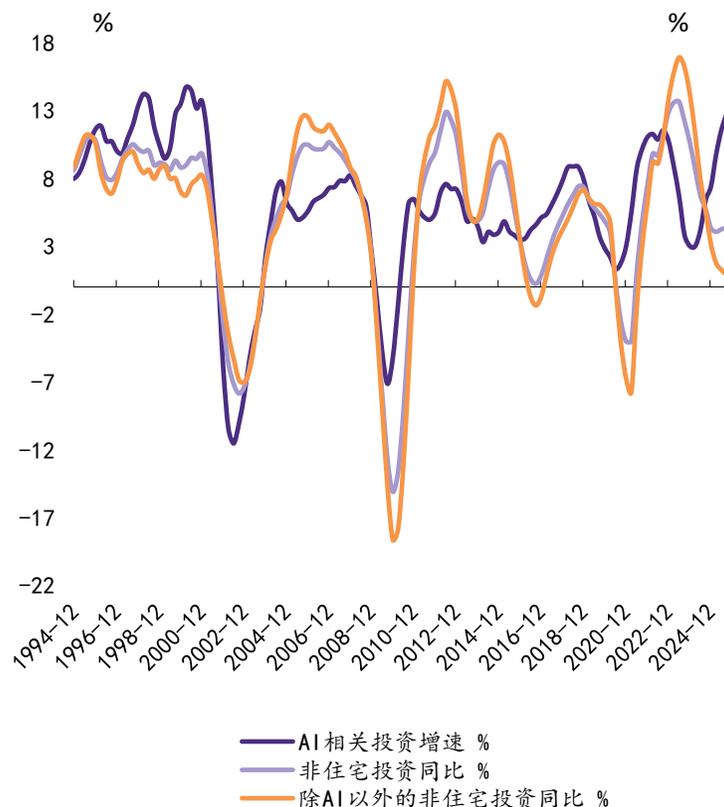
1. 海外宏观：K型分化，预防降息，波动放大
2. 国内宏观：经济韧性，物价回升，叙事优化
3. A股大势：动能叠加，双轮驱动，震荡上行
4. 风格行业：风格扩散，景气回归，三大方向

引言1：海外K型分化的资产信号

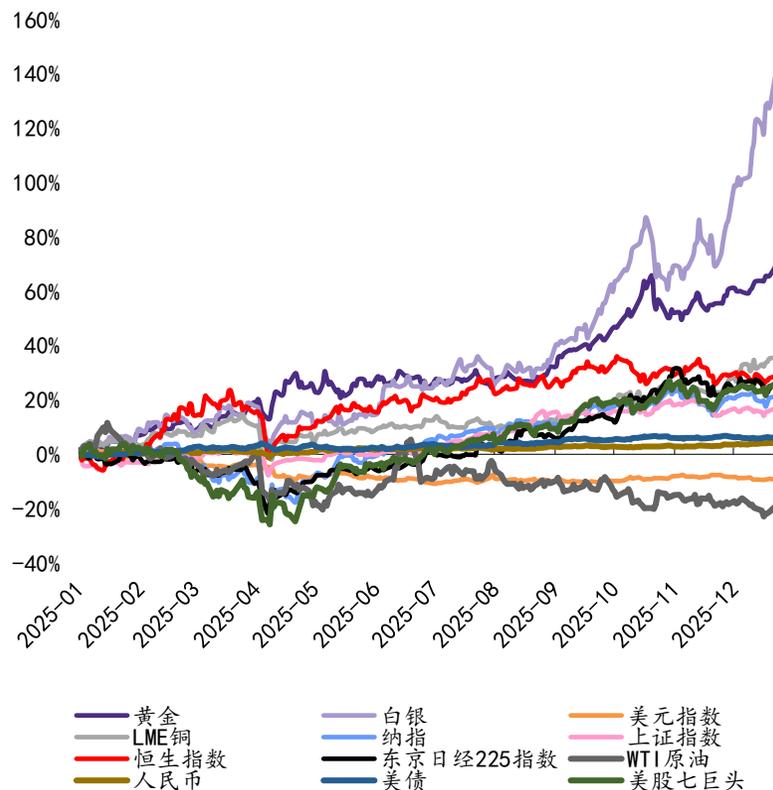
海外美国K型分化特征明显：

- 一端是AI资本开支持续高增；另一端是非农承压。
- 经济数据喜忧参半，降息预期摇摆，贵金属和科技股占优、美债震荡、美元走弱但未大贬。A股有色和通信领涨。

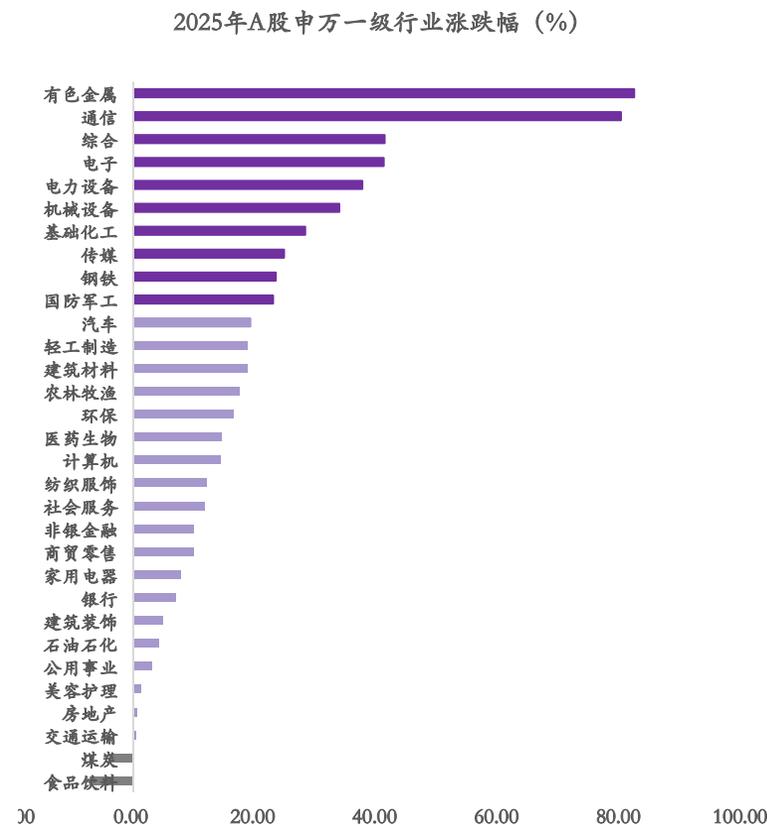
投资端AI相关投资和其他投资分化显著



大类资产中贵金属和科技股领涨



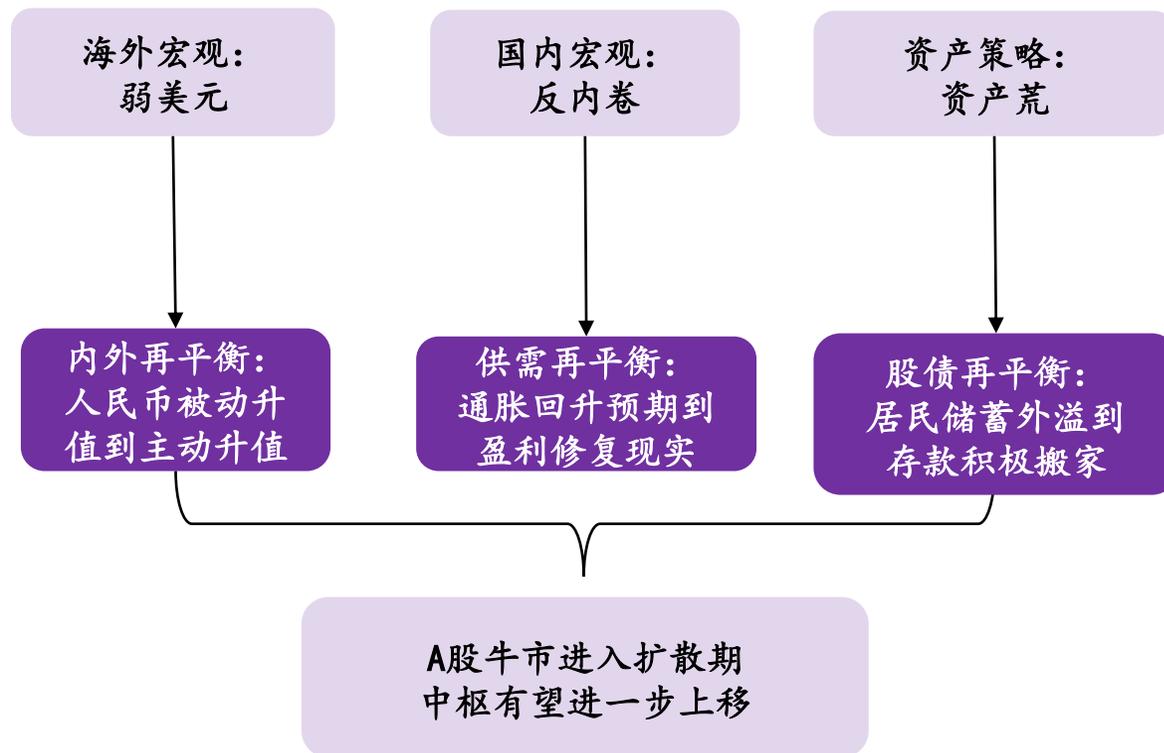
2025年A股有色和通信行业领涨



➤ 三大再平衡叙事有望进一步强化，助力A股牛市进入扩散期：

- 内外再平衡（海外宏观——从美元走弱、人民币被动升值到经济修复支撑人民币主动升值）；
- 供需再平衡（国内宏观——从反内卷的再通胀预期到盈利修复现实）；
- 股债再平衡（大类资产——从股债跷跷板的居民储蓄外溢到股牛债熊的存款积极搬家）。

三大再平衡叙事强化，A股有望进一步震荡上行



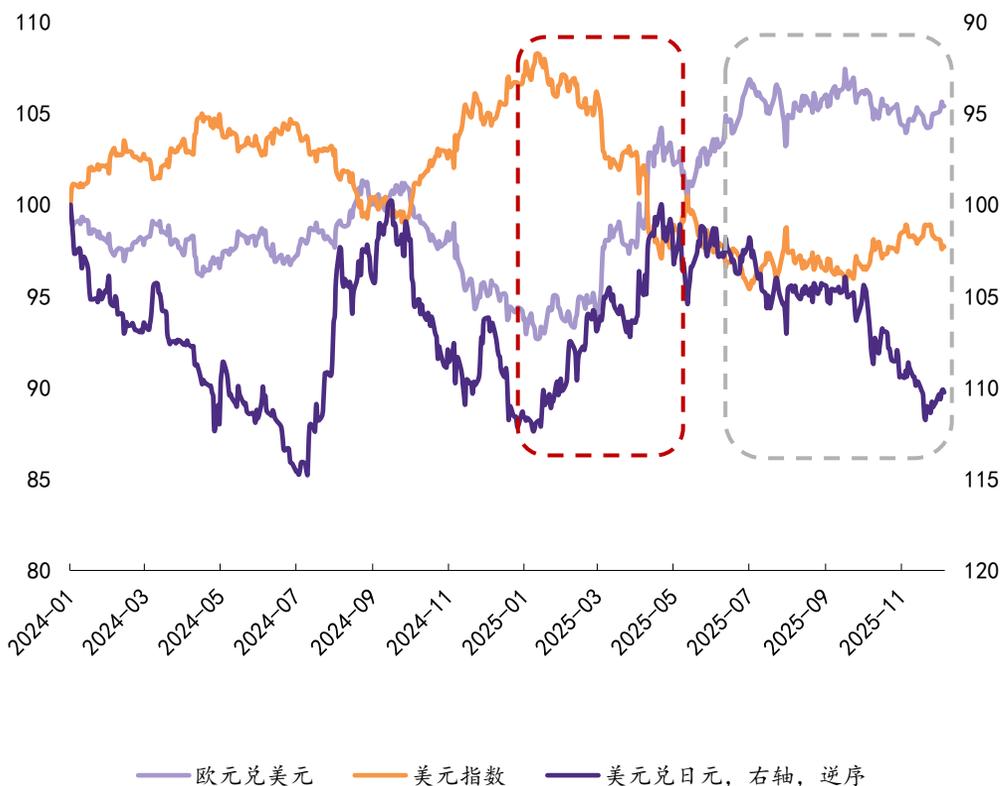
01 海外宏观： K型分化，预防降息，波动放大

研究创造价值

美元走势：2026年温和走弱

- ◆ **回顾2025年美元走势**，年初因为美元降息和贸易战引发波动加剧，美元快速下行，日元和欧元也有较为明显的上行助力；但进入下半年后，日元和欧元走势分化明显，日元持续贬值，而欧元保持在相对高位，使得美元低位震荡，并未进一步大幅走弱。
- ◆ **展望2026年美元走势**，预计整体依然是弱美元的格局，主要是中长期美联储仍有降息预期，且全球对美元资产的信用替代仍在持续。且日元和欧元升值也会对美元形成压制。按照欧元来到1.20，日元来到140的中性判断，美元大概率延续温和走弱的走势，关注美元指数95附近的支撑。

2025年下半年欧元和日元分化，美元震荡运行



中性判断下，美元2026年仍有走弱空间

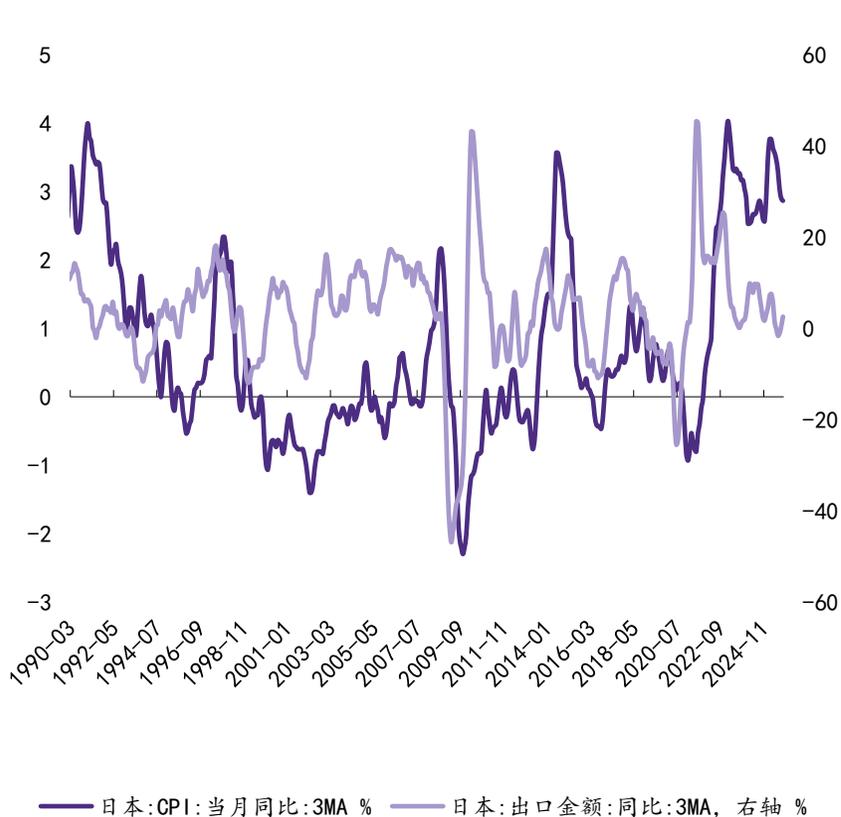
	美元兑日元	欧元兑美元	影响	美元指数点位
当前	155	1.16	-	99.0
悲观判断	150	1.14	4.10%	103.1
中性判断	140	1.2	-5.50%	93.6
乐观判断	130	1.25	-11.50%	87.6

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

日本：关注出口对于经济的拖累

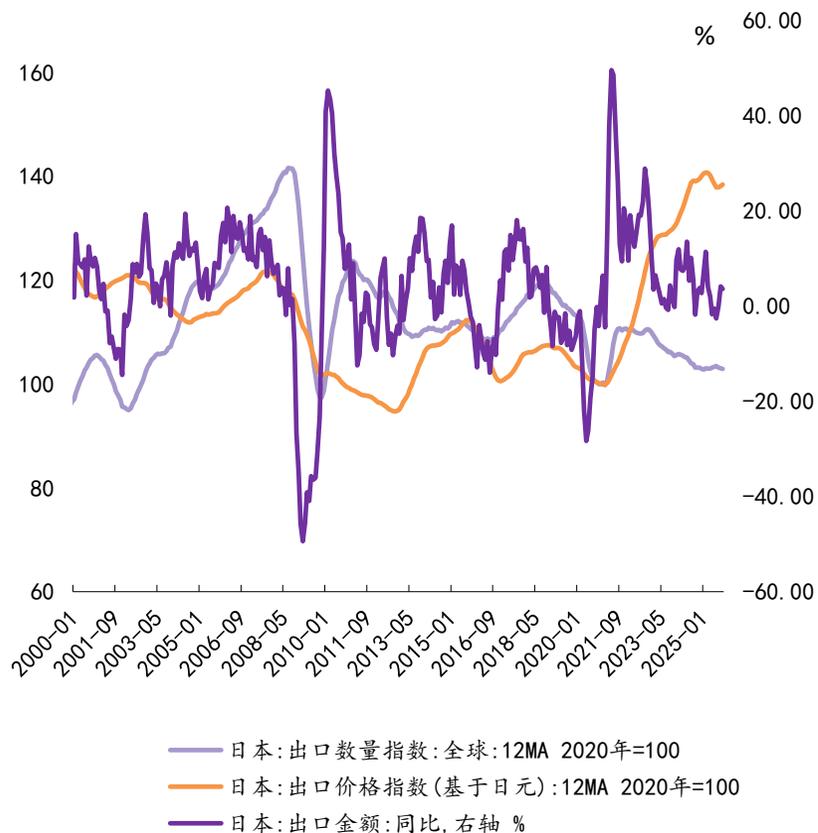
- ◆ 2026年日本主要关注点在于经济，2025年日本出口即使有日美贸易的扰动，也在下半年汇率贬值的助推下实现了出口的正增，出口对GDP贡献率高达20%。
- ◆ 2026年日元整体偏向升值，日美利差收缩叠加日元干预均会推动日元远离目前155的历史高位，中性判断日元或回落至140-145左右，日元升值将冲击日本出口，进而影响日本经济。按照-0.7的影响系数来看，日元若是升值到140-145左右，将使得出口对经济贡献由正转负，拖累GDP-0.5个百分点。

日本通胀回升的根基是以出口为代表的经济动能

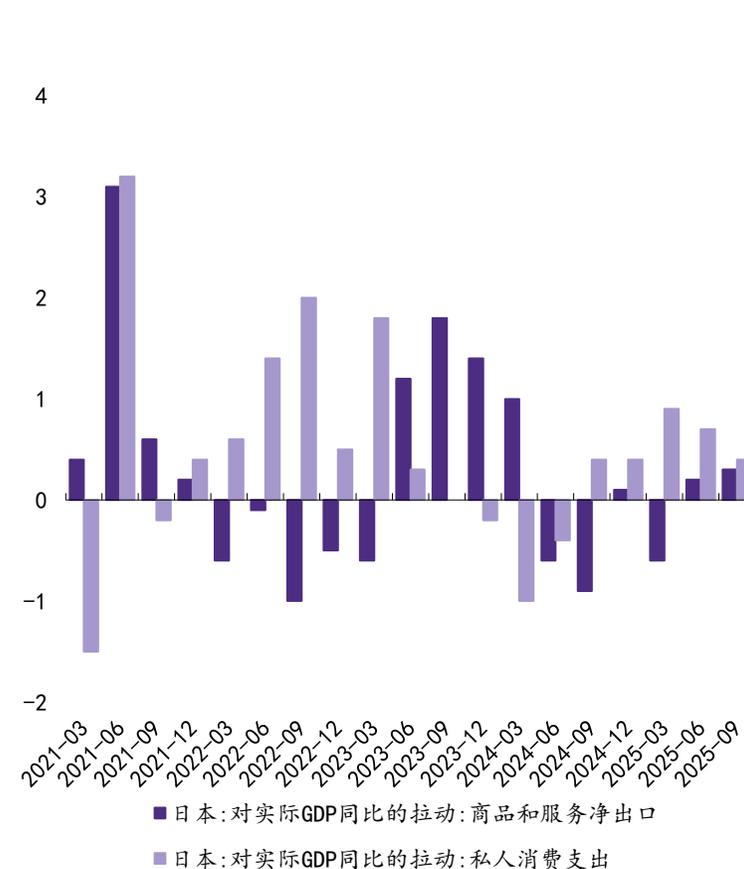


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

日元贬值是日本出口正增的主要支撑



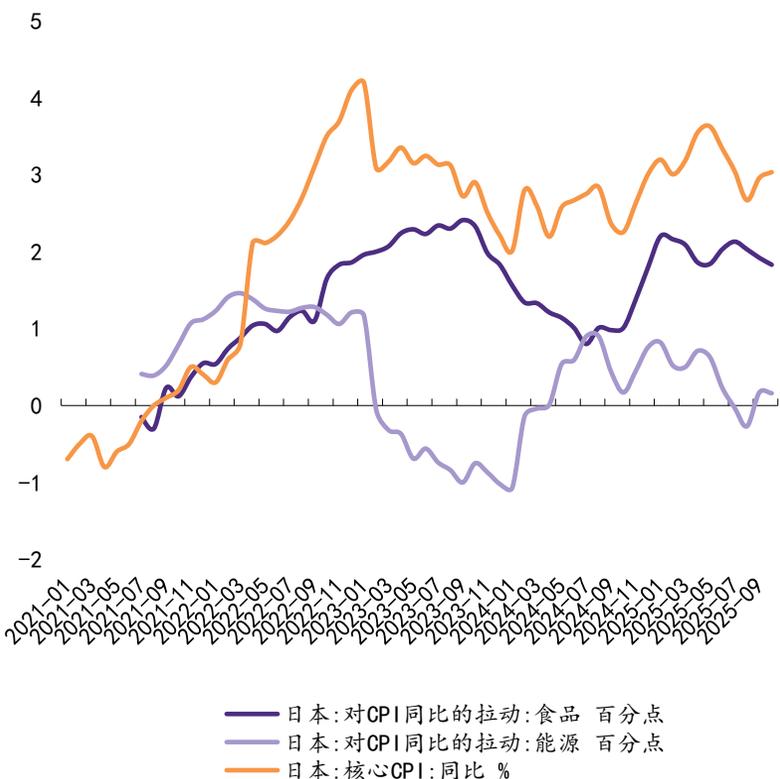
内需对日本经济拉动逐步减弱



日通胀压力回落，预计2026年加息至多一次

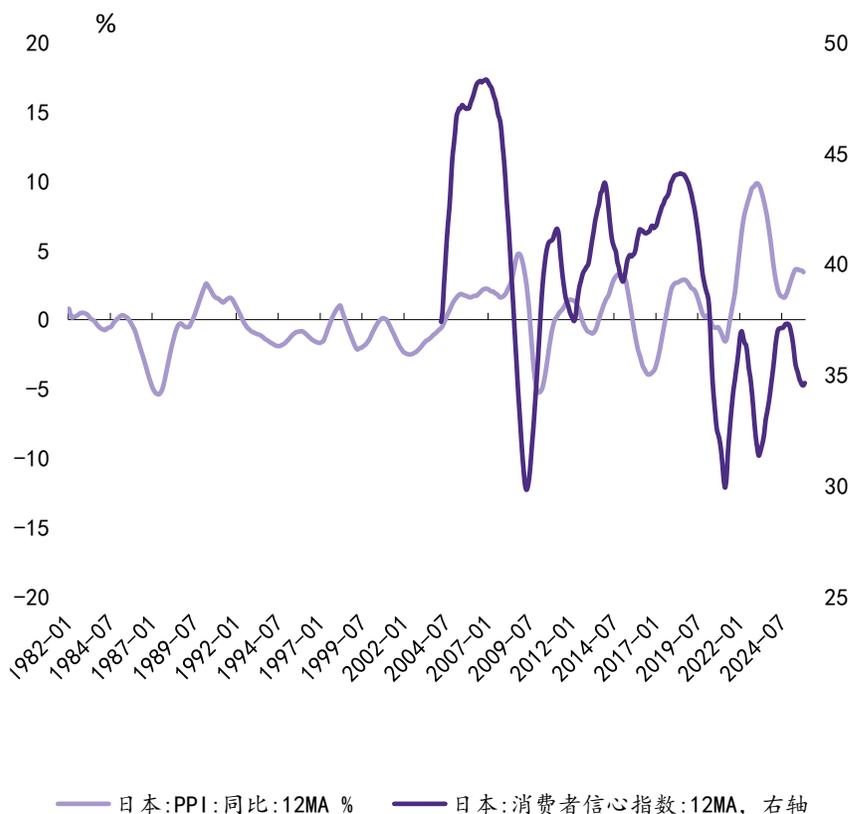
- ◆ 目前日本通胀回升更多是成本推动，而非因为工资通胀螺旋导致的通胀韧性回升，且在食品通胀的回落情况下，预计2026年日本通胀会在整体出口承压的背景下，呈现内需和外需同步减弱的情况，进一步降低加息的必要性；
- ◆ 随着12月日央行加息的平稳落地，预计2026年仅有至多一次加息的空间，日债因强加息预期助推的上行压力也会随之缓和。

日本通胀尚未看到工资通胀螺旋，更多是成本推动



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

2025年日本通胀更多是成本助推，而非需求改善



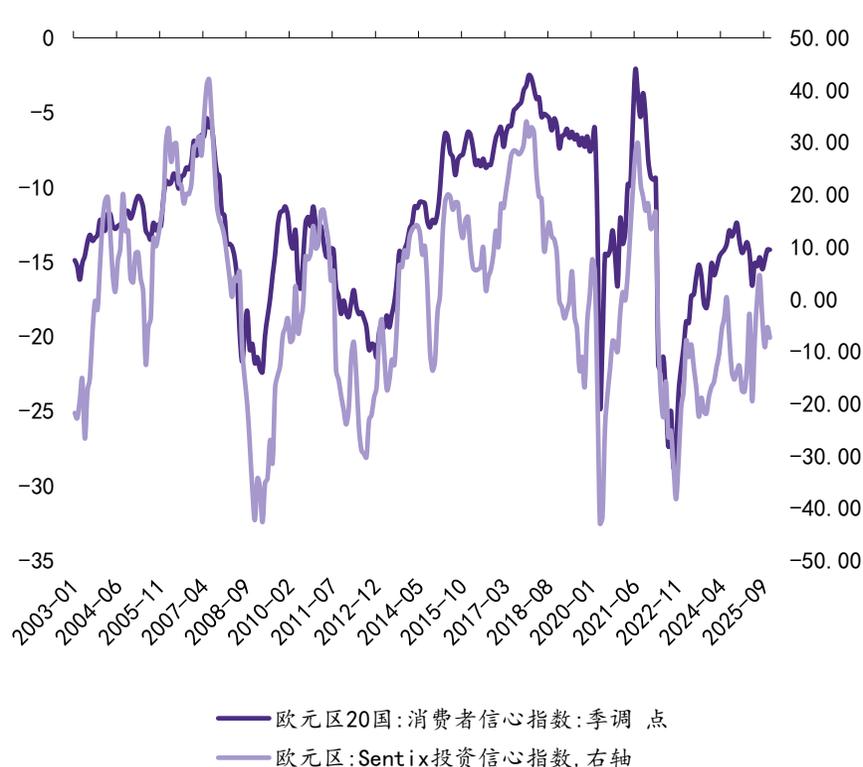
预计2026年日央行最多一次加息

会议	加息次数	加息概率%	隐含利率变动
01/23/2026	0.963	6.8	0.241
03/19/2026	1.07	10.7	0.267
04/28/2026	1.269	19.9	0.317
06/16/2026	1.548	28	0.387
07/31/2026	1.788	24	0.447
09/18/2026	2.055	26.7	0.514
10/30/2026	2.127	7.2	0.532

欧洲：俄乌缓和，通胀趋稳

- ◆ 俄乌缓和对于欧洲经济整体是利好。一方面外部风险缓和会带来信心的进一步回升；另一方面能源价格稳定也会使得工业和制造业的修复更为顺畅。
- ◆ 目前欧洲依然是以服务业为主的经济修复，工业信心指数保持在相对低位，主要是在俄乌冲突后，欧盟对于能源、产业的政策错位，导致制造业和工业的修复较慢。

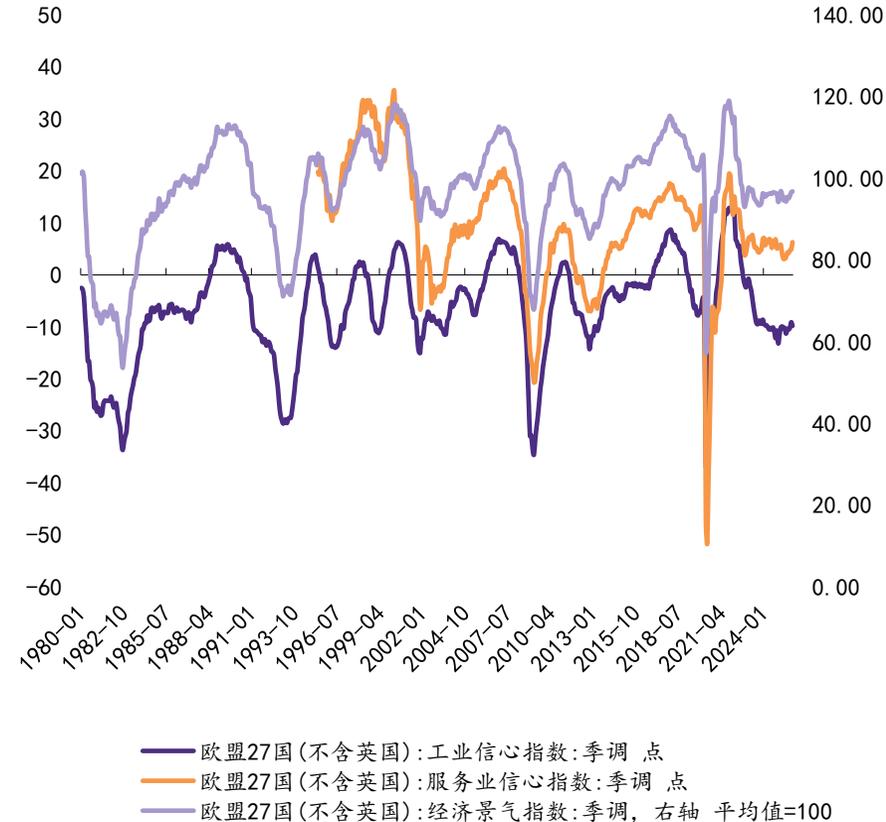
欧洲经济预期回升，但较冲突前仍有不小擦话剧



欧洲通胀进入到稳定期



欧洲服务业和工业的修复差距明显

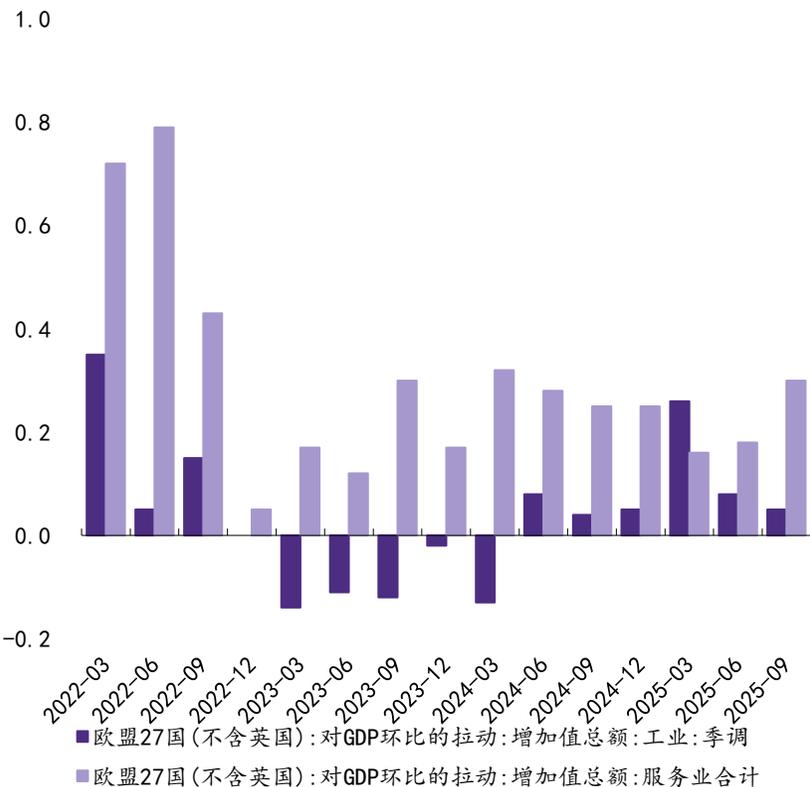


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

但欧洲整体仍沉痾难愈

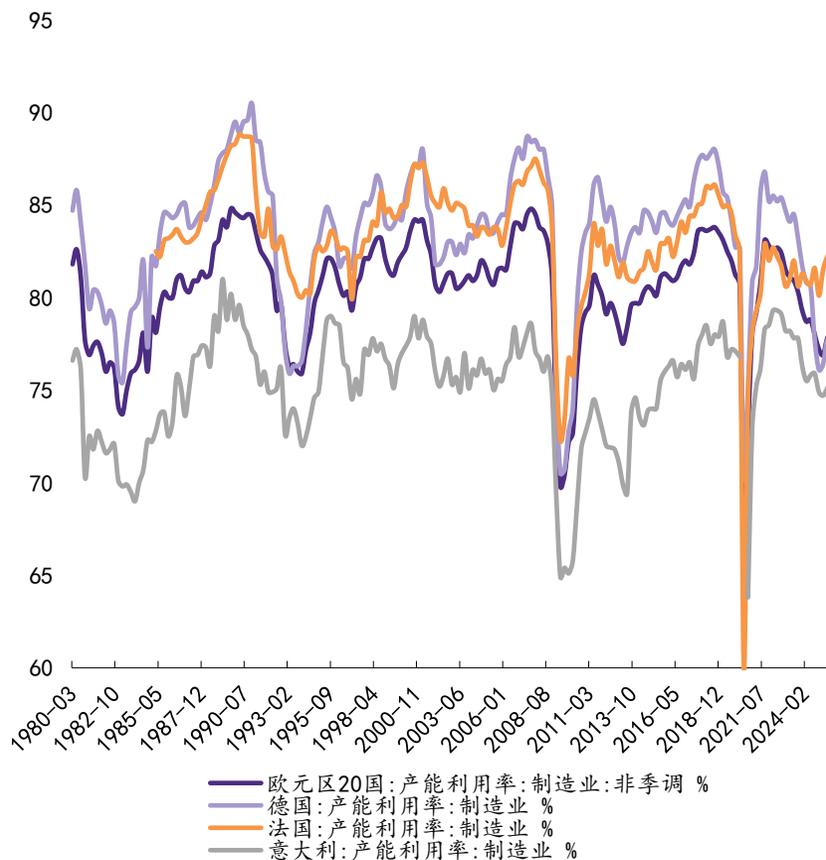
- ◆ 工业和制造业的缺失导致两条腿走路的欧洲经济缺失了重要的一环，目前欧洲经济三驾马车中，仅有法国还保持相对稳定的产能利用率，德国和意大利则相对低迷。
- ◆ 预计2026年欧洲会在外部环境修复的情况下，出现制造业和服务业的同步修复，但由于制造业面临问题较多，修复速度更慢，更多需要关注财政力度。

欧洲经济中的工业占比持续低位运行

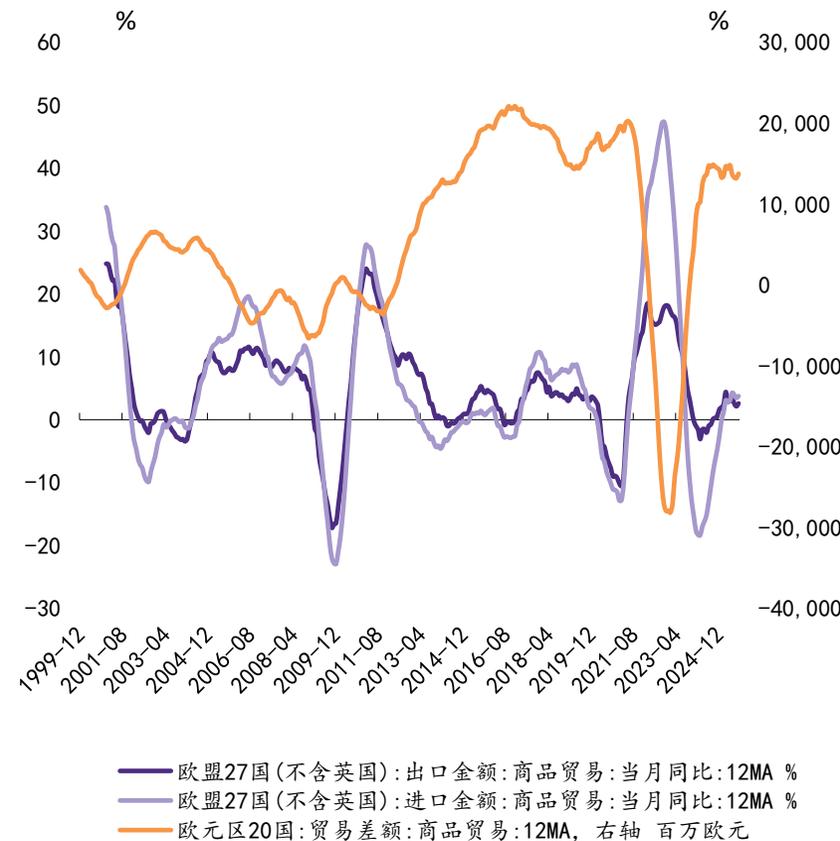


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

三驾马车中仅有法国保留了一定的工业能力



欧洲贸易逆差维持正数，但规模有所收缩



欧央行预期管理大于实际操作

- ◆从货币政策来看，预计2026年欧央行基本是以数据为引导进行的鸽鹰态度转变的预期管理，实际货币政策操作的空间较为有限。
- ◆从财政VS货币来看，预计2026年欧洲是财政政策>货币政策的一年。若是经济预期保持稳定，通胀稳定回落，则spread会逐渐被压平；但若财政失控，长期收益率进一步上行，spread扩大，会对实体经济形成挤压。

预计2026年欧央行货币政策操作空间有限

会议	加息次数	利率变动概率 %	隐含利率变动	隐含利率
12/18/2025	-0.011	-1.1	-0.003	1.928
02/05/2026	-0.02	-0.9	-0.005	1.926
03/19/2026	-0.085	-6.5	-0.021	1.909
04/30/2026	-0.086	-0.1	-0.021	1.909
06/11/2026	-0.193	-10.7	-0.048	1.883
07/23/2026	-0.191	0.2	-0.048	1.883
09/10/2026	-0.186	0.5	-0.047	1.884
10/29/2026	-0.075	11.1	-0.019	1.912

欧债的平坦化更多受财政政策预期影响

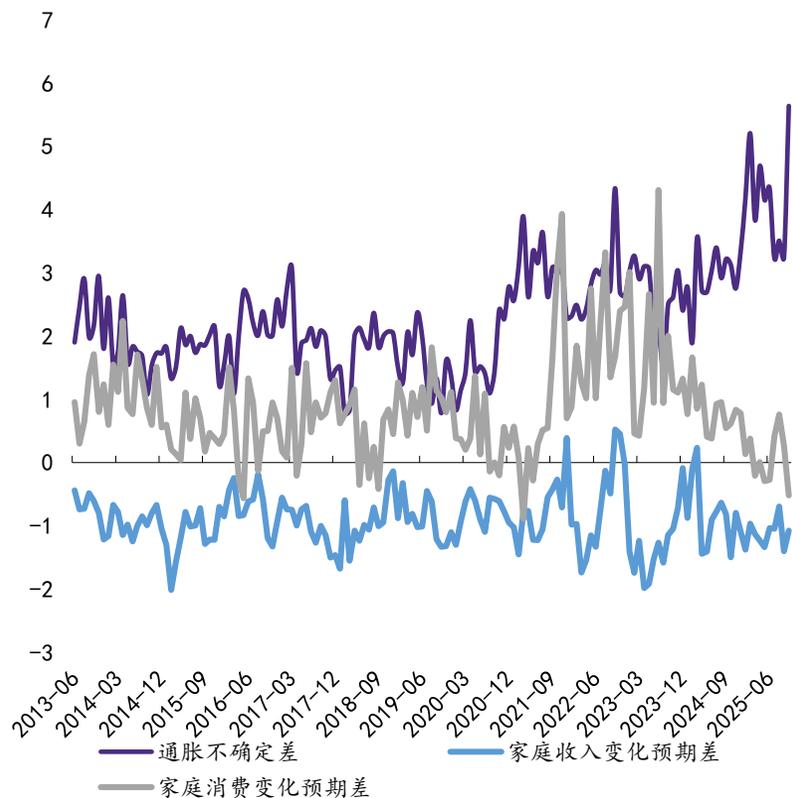


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

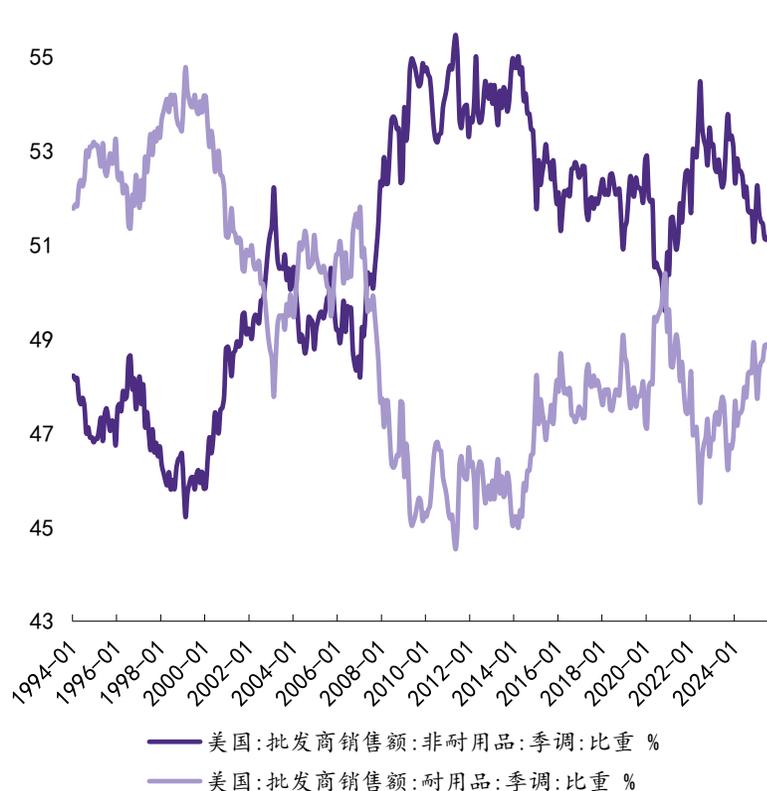
美国宏观：K型分化特征明显

- ◆ 美国经济和数据的分化已经持续较长时间，2025年分化更为明显。
- ◆ 一方面是AI投资持续创新高，但另一方面底层居民压力在不断加大，高收入家庭在AI投资效应中实现了财富增值，而中下产居民却在通胀压力下，出现了信贷的崩塌。
- ◆ 从宏观上，大类资产便是2025年以软着陆为主线的AI科技成长交易和弱数据带动的衰退交易。

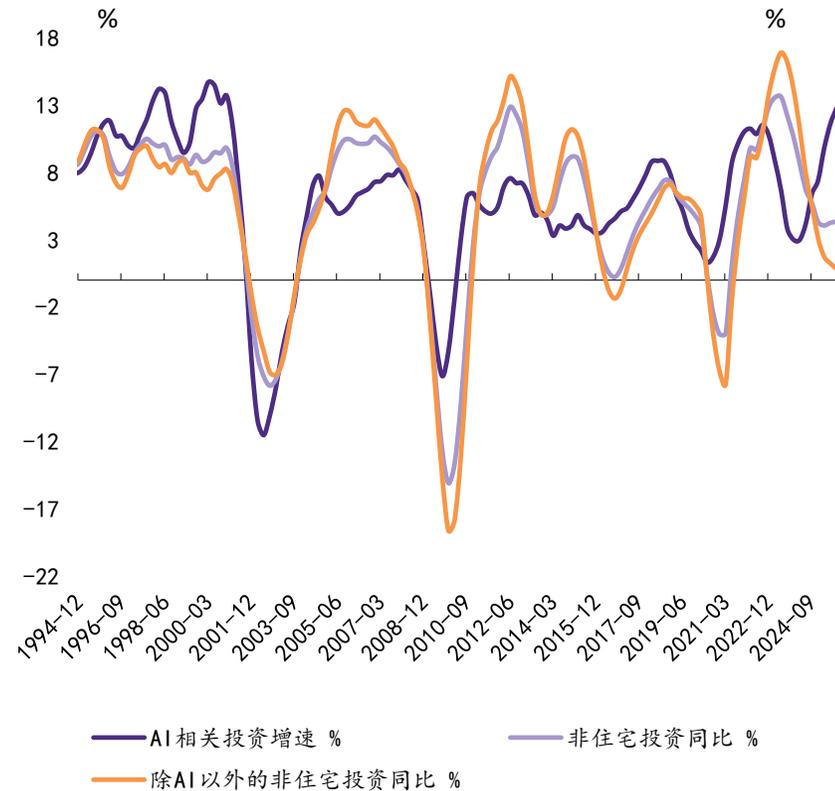
低收入家庭对通胀预期和消费预期越来越悲观



耐用品消费和非耐用品消费分化明显



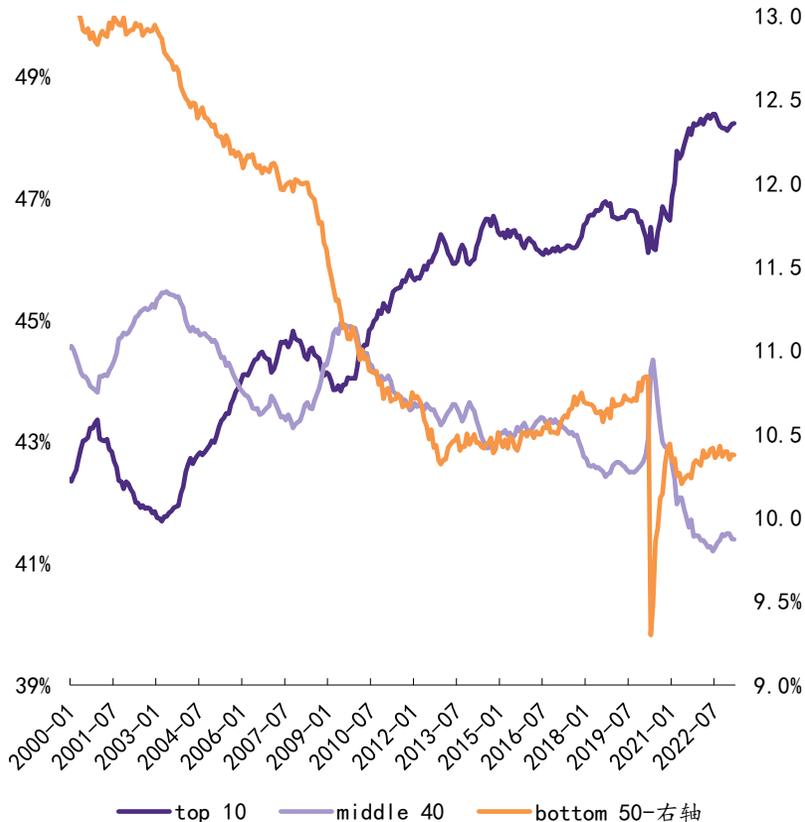
投资端AI相关投资和其他投资分化显著



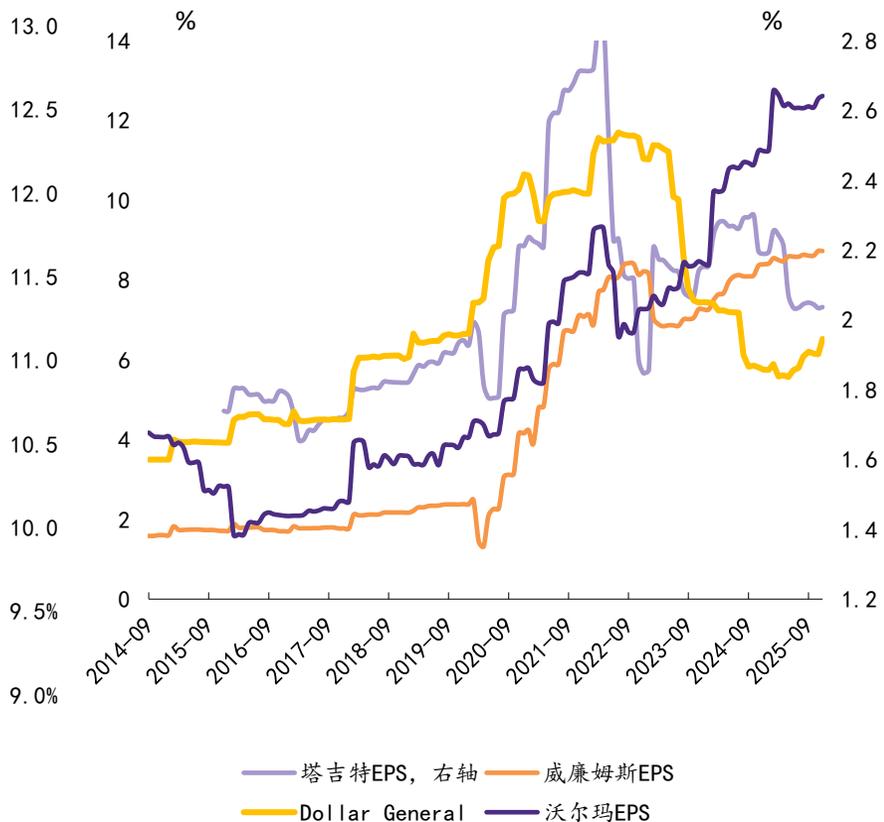
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ 收入K型分化压力也逐渐传导到消费上，而消费的分化也开始向着债务端传导，非房贷的消费贷开始出现压力。
- ◆ 威廉姆斯作为美国国内相对高端的家居销售上市公司，EPS保持上涨趋势；但过去中产消费支撑的塔吉特则出现了持续的EPS回落，中产消费被分流，导致过去象征着中低收入销售代表的沃尔玛的EPS持续回升，而代表真正底层消费的Dollar general（廉价的一元店）的EPS也出现了明显走弱。

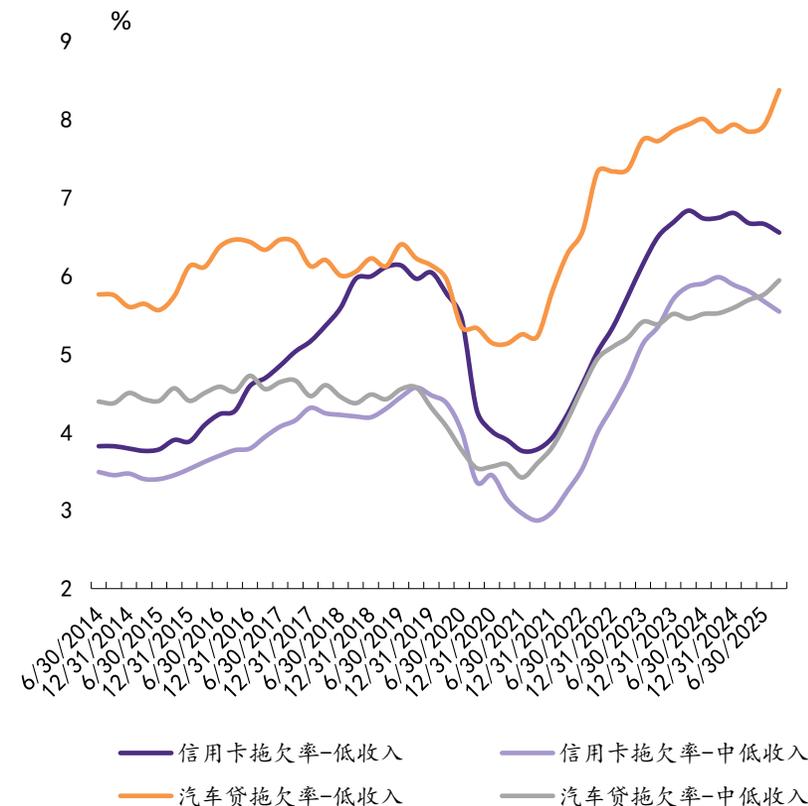
从疫情到AI时代，美国K型分化愈演愈烈



K型分化支撑沃尔玛和WSM销售，但冲击了DG和TGT



美国居民收入的不平衡传导到债务



资料来源：Wind资讯，美联储，华鑫证券研究

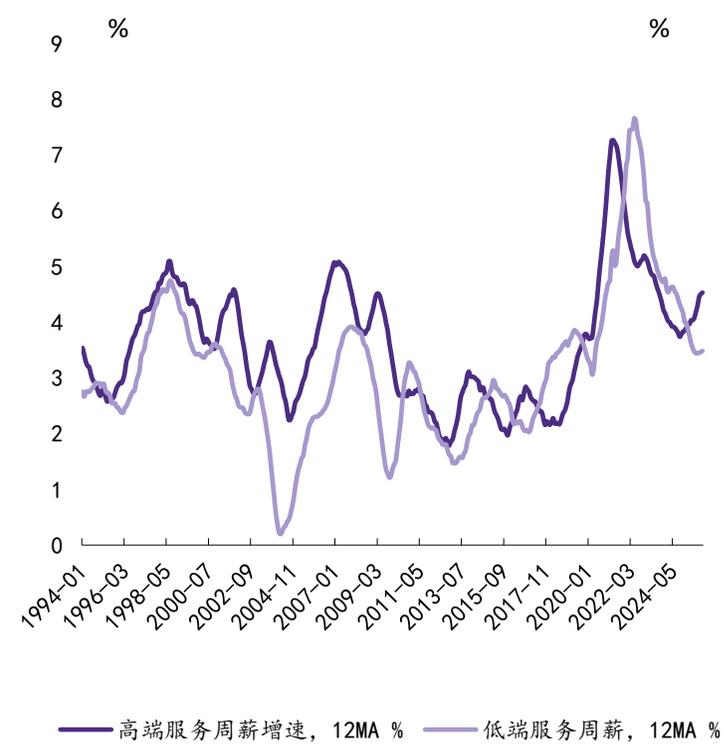
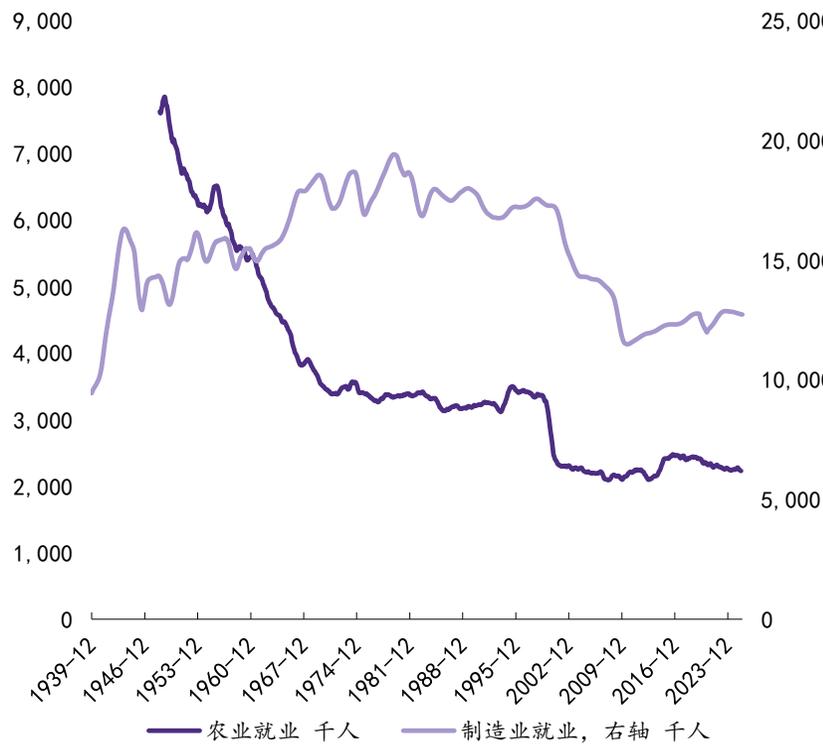
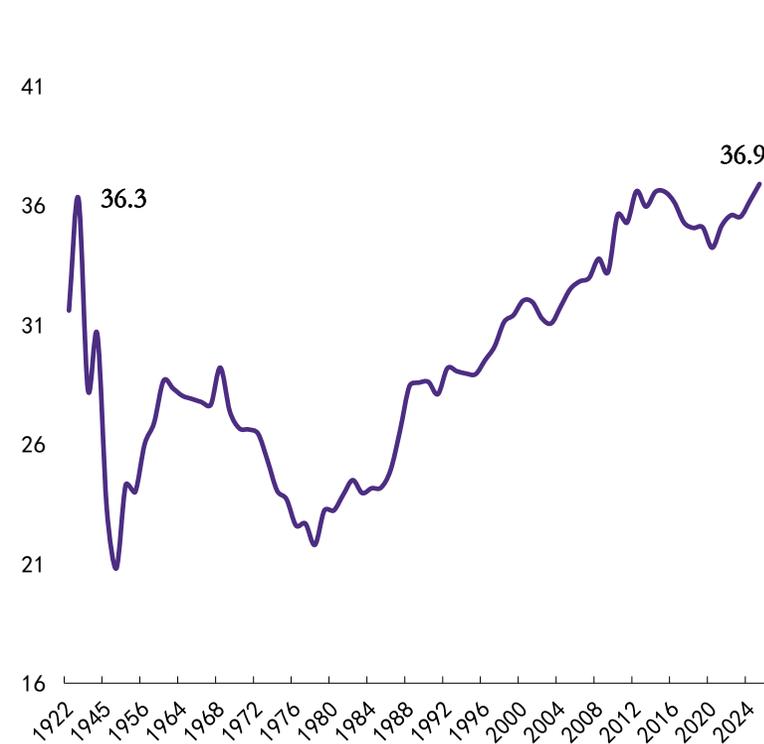
当前K型分化不至于引发1929年再现

- ◆ 随着美国K型分化压力加剧，前1%人群的财富占比来到了1929年以来的最大水平，引发了市场对于1929年再现的担忧；
- ◆ 虽然目前K型分化程度与1929年类似，但是从主要矛盾上看，1929年劳动市场压力更多是从农业到制造业转换的结构性压力，而目前主要是服务业内部的结构压力。
- ◆ 因此1929年类似的经济猝死可能性较低，但在底层被持续被抽血的背景下，2026年预计分化会进一步加剧，一方面AI投资和财政支撑经济，另一方面K型分化会加大就业市场压力

美国收入不平衡再度回到1929年以来的最大水平

但1929年更多涉及农业向制造业的大转换

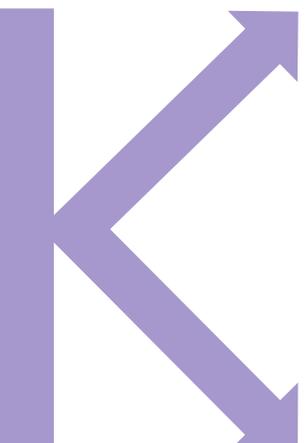
当前主要是集中在服务业内部的结构压力



资料来源：彭博，Wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ 海外机构目前对于2026年美国宏观判断分歧较大，分为乐观、中立和悲观三种，分别认为目前的K型分化会在2026年演变为复苏，持续分化和衰退，这三类观点的主要分歧点在于对于AI投资的展望以及对于劳动市场韧性的担忧。
- ◆ 我们的观点位于中立和悲观之间，即整体维持分化，但会有持续有走弱的风险，节奏上可能是上半年震荡，下半年震荡走弱，进而带来降息预期的回升，AI投资周期以及非农数据是2026年的重点关注。

海外机构目前对于2026年美国宏观判断分歧较大



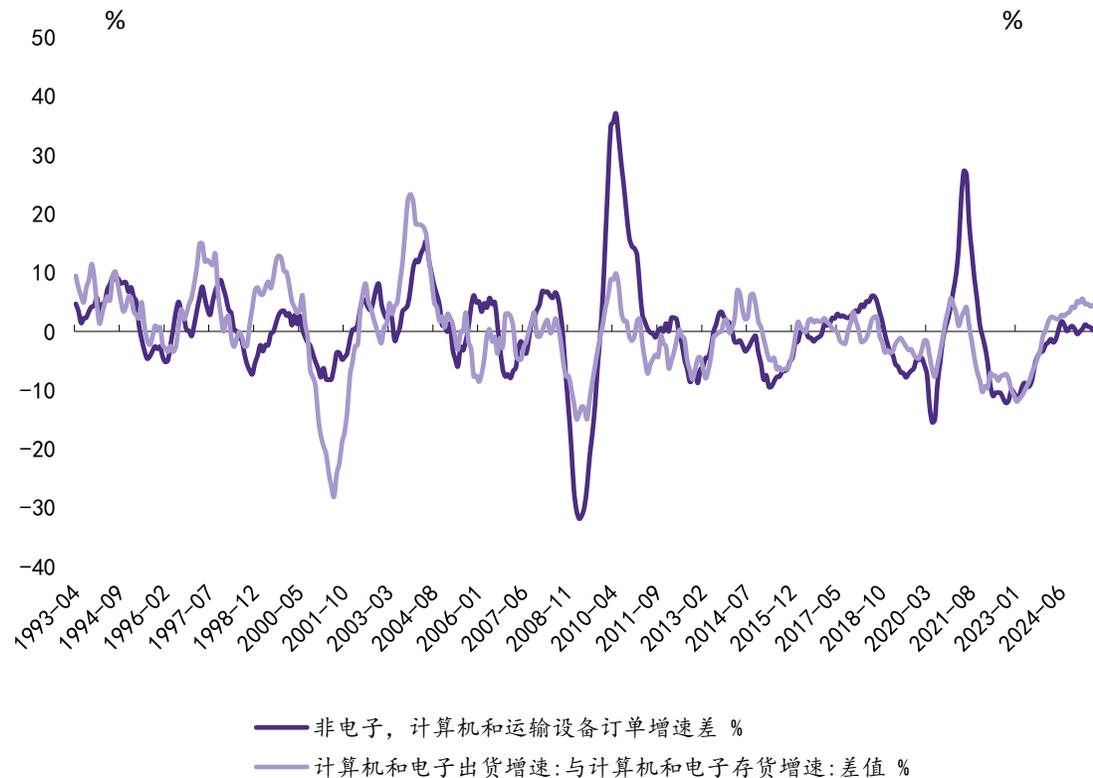
乐观者—K型上端带动经济复苏：实际工资增速转正，生产率提升，AI CAPEX带动整体库存转正

中立者—K型分化持续：财富效应支撑部分消费，信贷主体房贷部分稳定，AI CAPEX支撑整体经济

我们整体中立悲观—整体维持分化，但下半年震荡走弱：非农结构压力持续，AI CAPEX增速考验，信贷压力积累

悲观者—K型下端崩溃导致衰退：消费和信贷压力传导到企业EPS，非农市场加速冷却

AI库存周期已经出现高位回落，其他产品库存周期横盘运行

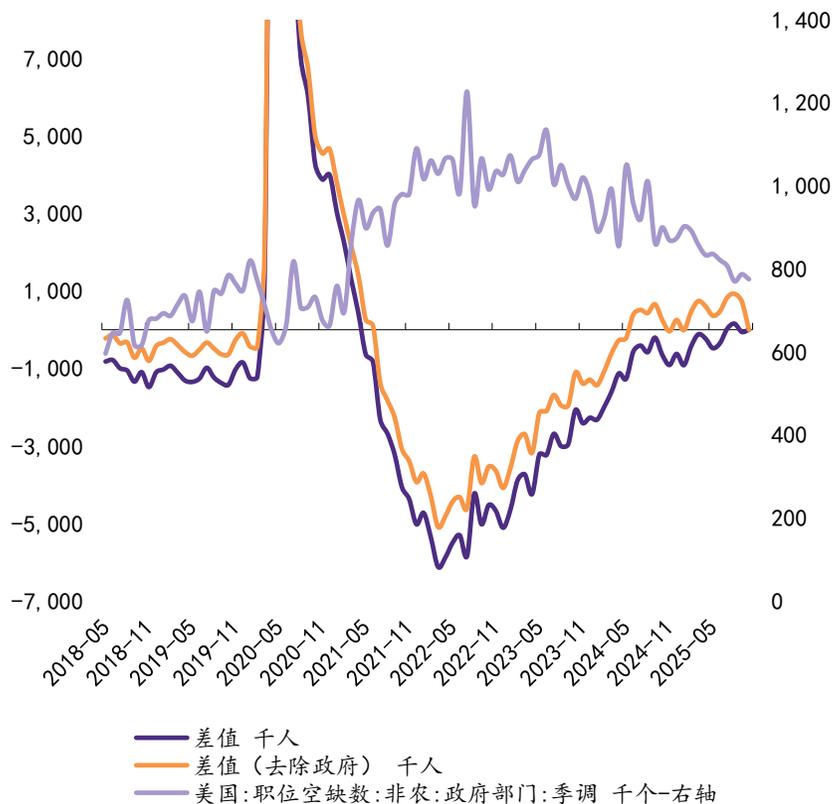


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

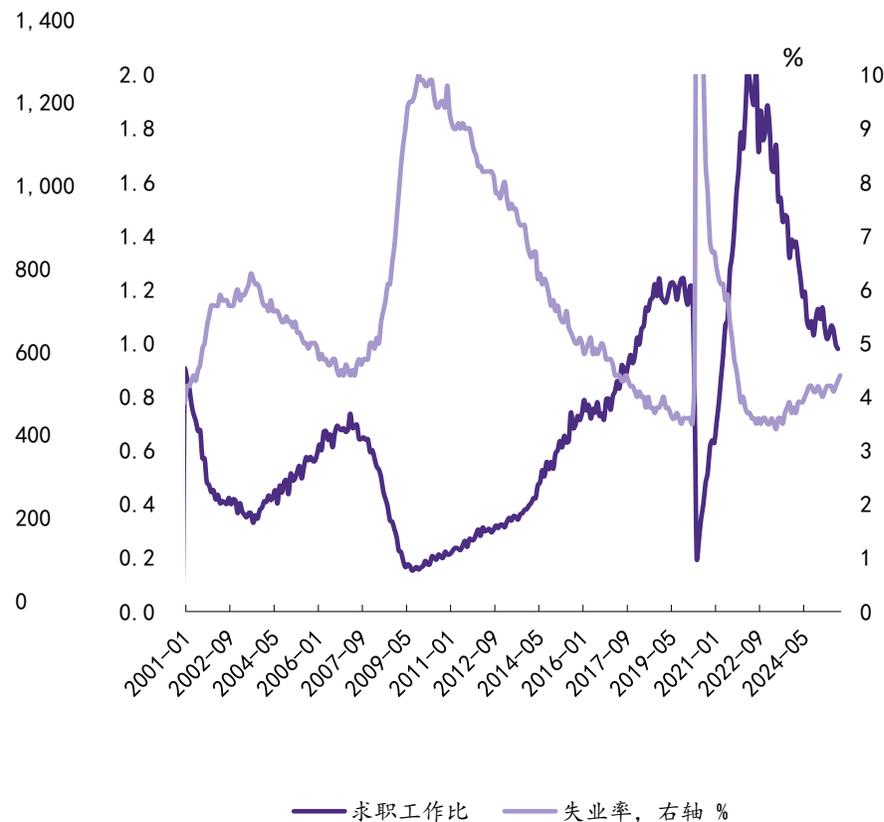
非农：震荡走弱，警惕失业率上行风险

- ◆ 2025年美国非农市场震荡走弱，失业率持续上行至接近4.5%附近，失业人数累积，整体就业格局转为供大于求；
- ◆ 预计2026年美国非农市场延续震荡走弱走势，但需要关注两个新变化：一是求职工作比回落；二是职位空缺进一步下降。

美国就业格局从供不应求到供大于求



求职工作比回落，但整体仍处于健康水平



职位空缺进一步下降，但低端服务阶段反弹

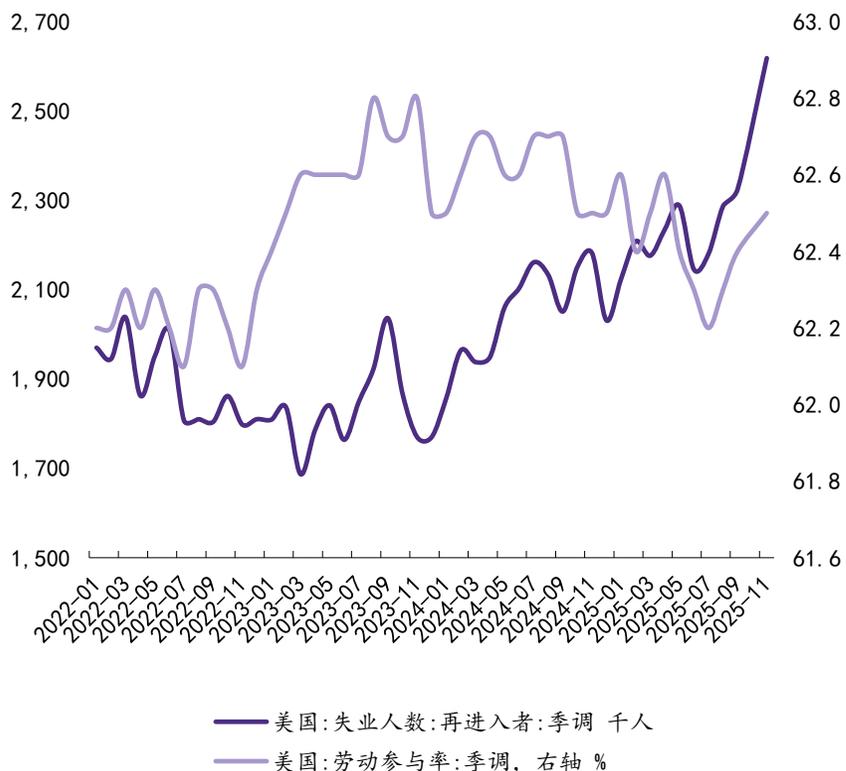


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

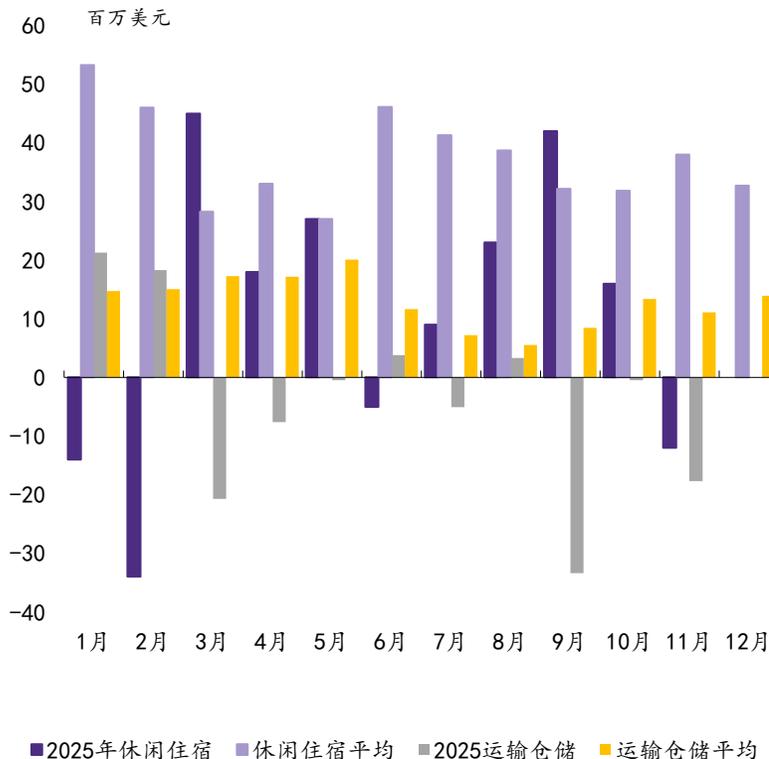
10-11月非农数据失真，但结构性压力显现

- ◆最新美国非农数据中，虽然失业率上行至4.6%，看似较上月上升了0.2%，但实际增加仅有0.12%，上月4.44%约到4.4%，本月则是4.56%约到4.6%；且失业率的上行主要是再进入者人数增加，环比增加29.3万人，使得劳动参与率快速回升至62.5%。
- ◆但需要注意最新非农出现反季节性的结构性走弱，运输仓储和休闲住宿当月新增分别录得-1.8万人和-1.2万人，远弱于历史平均的1.1万人和3.8万人，验证了黑五至今的节假日销售分化，包括线上消费和借钱消费回升、低收入家庭消费回落的情况，长期失业率也上行了0.7%。

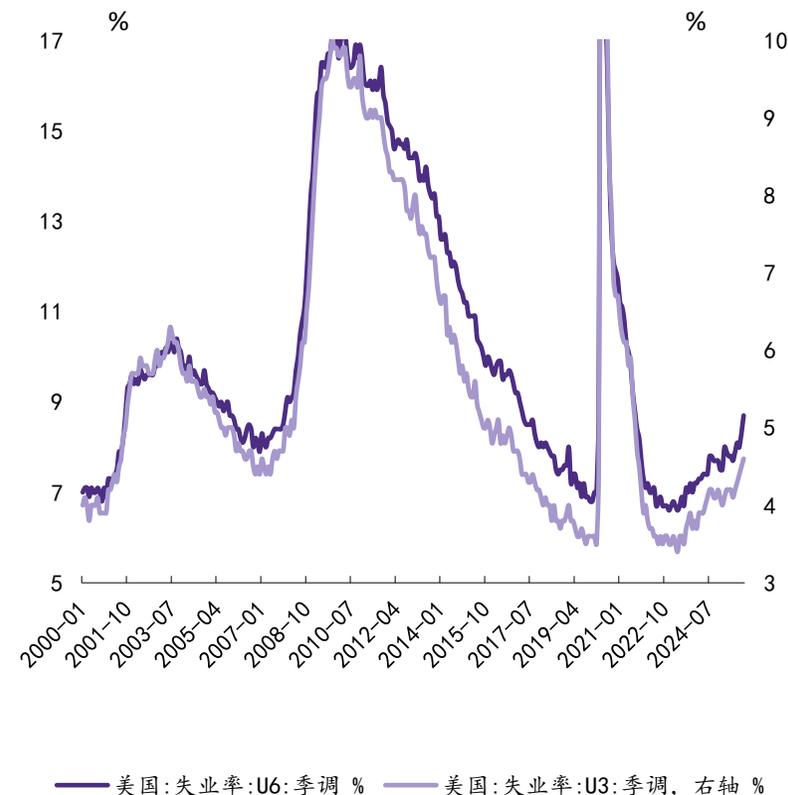
最新失业率的上行主要是再进入者人数增加



非农出现反季节性的结构性走弱



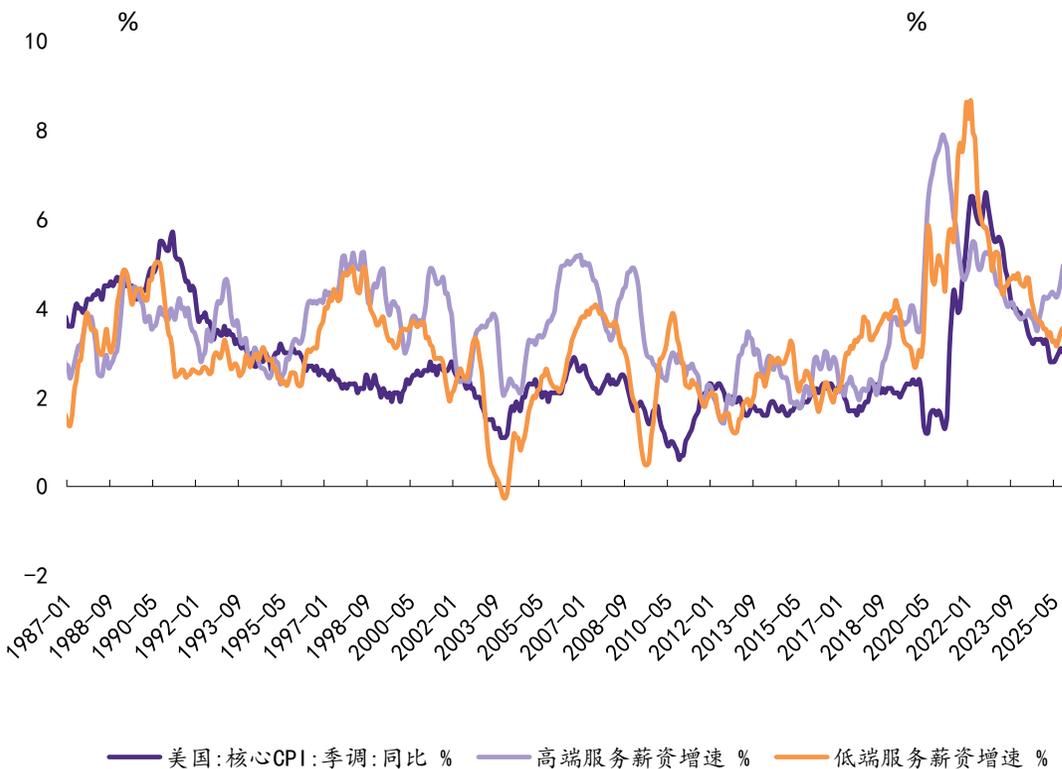
从ADP数据中也能看出长期失业率抬头



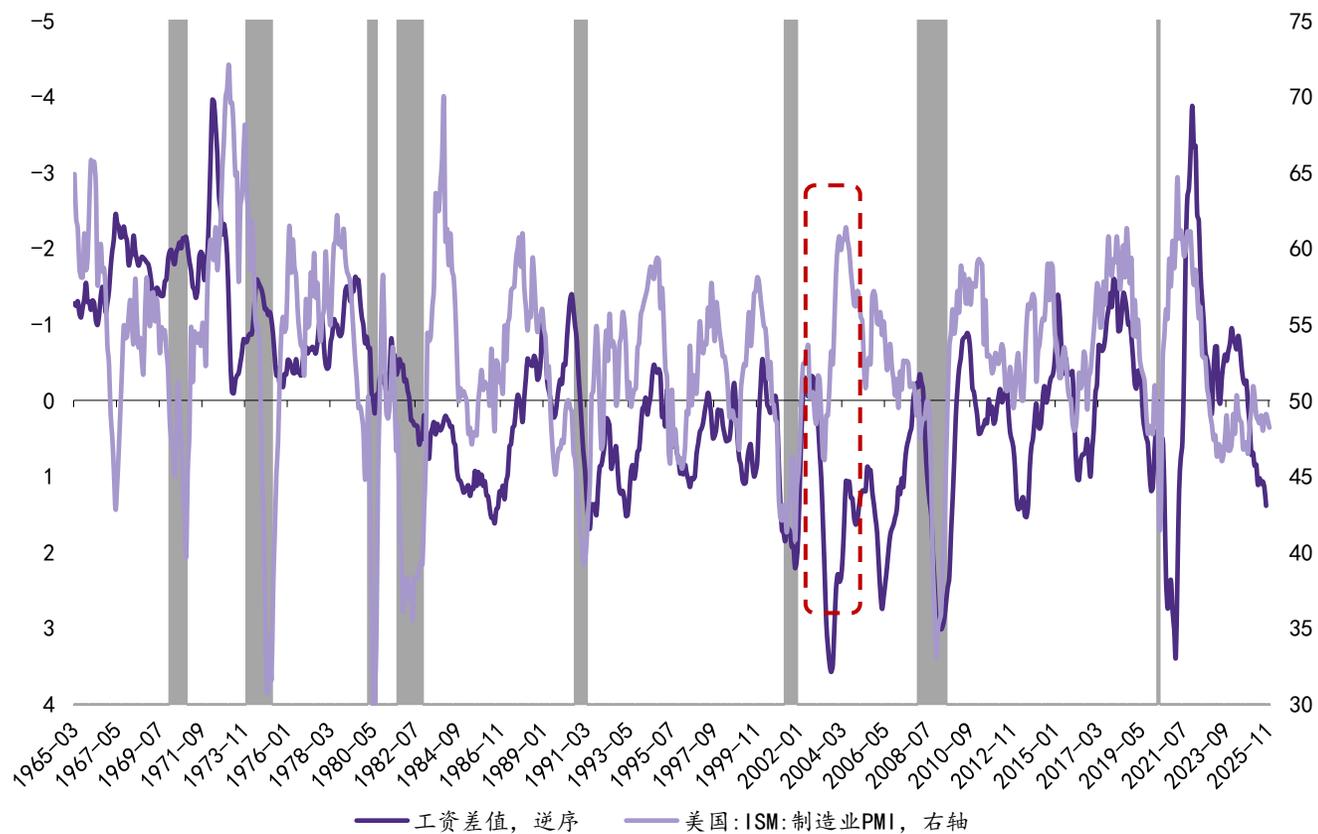
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 就业市场分化进一步凸显，高端服务业和低端服务业的薪资水平分化加剧，显示出美国就业市场内部的结构性压力；
- ◆ 这种结构性压力往往是科技投资引领的生产力革命所致，生产力革命对非生产力改革的方向形成挤压，反映到数据上便是低端服务业勉强跑赢通胀，而高端服务业远远跑赢。
- ◆ 这种潜移默化的工资变化是就业市场结构性压力的领先指标，在生产力革命成功的时候不是坏事，但若是生产力革命迟迟未至，则可能成为后续整体经济走弱的领先指标。

低端服务业勉强跑赢通胀



薪资差往往提示就业市场的结构压力

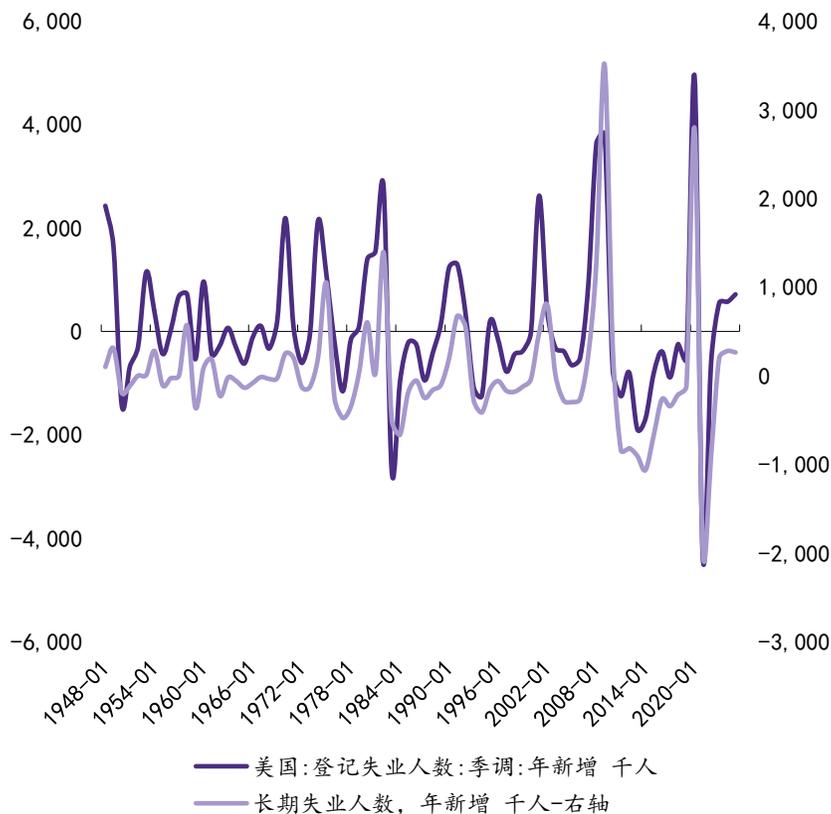


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

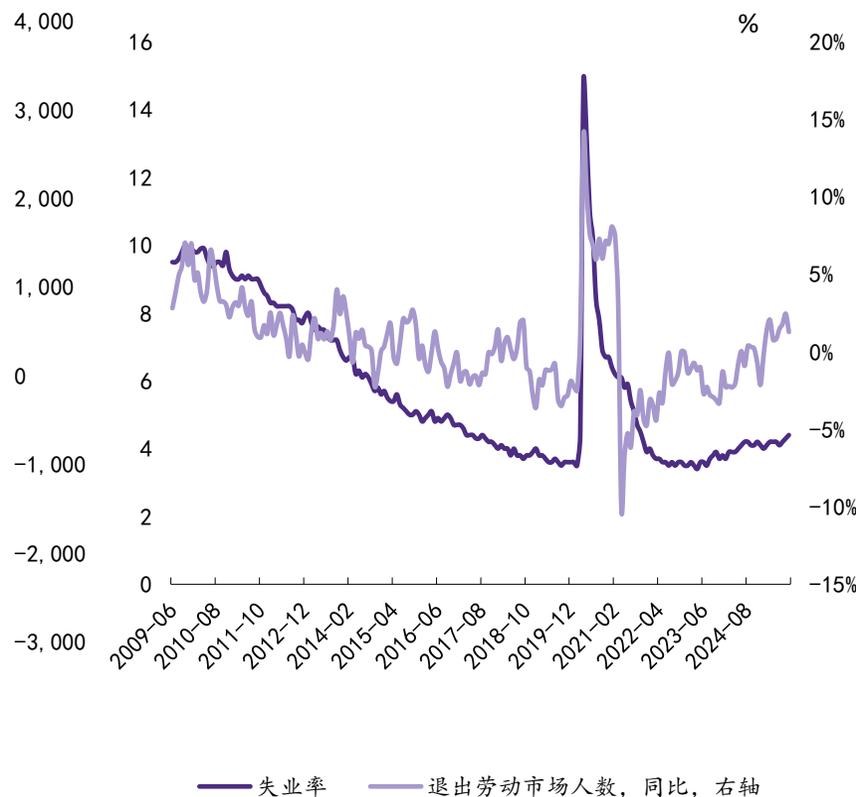
关注劳动参与率与生产率的博弈

- ◆ 关注劳动市场走弱的新高，主要是两个数据：
- ◆ 一个是长期失业人数和年度实际失业人数的累计，2025年前九个月已累计失业72万，超过了历史上衰退的70万人的年度失业人数的分界线；
- ◆ 另一个则是退出劳动市场人数，这部分人直接影响到劳动参与率，同样显示目前美国劳动市场结构化压力。
- ◆ 美国劳动参与率经历了互联网时代前的持续上行，以及互联网科技后生产率上升后的下行周期，若是本轮劳动参与率的下行没有伴随生产率的提升，则当前的结构化压力更可能将美国经济引向衰退。

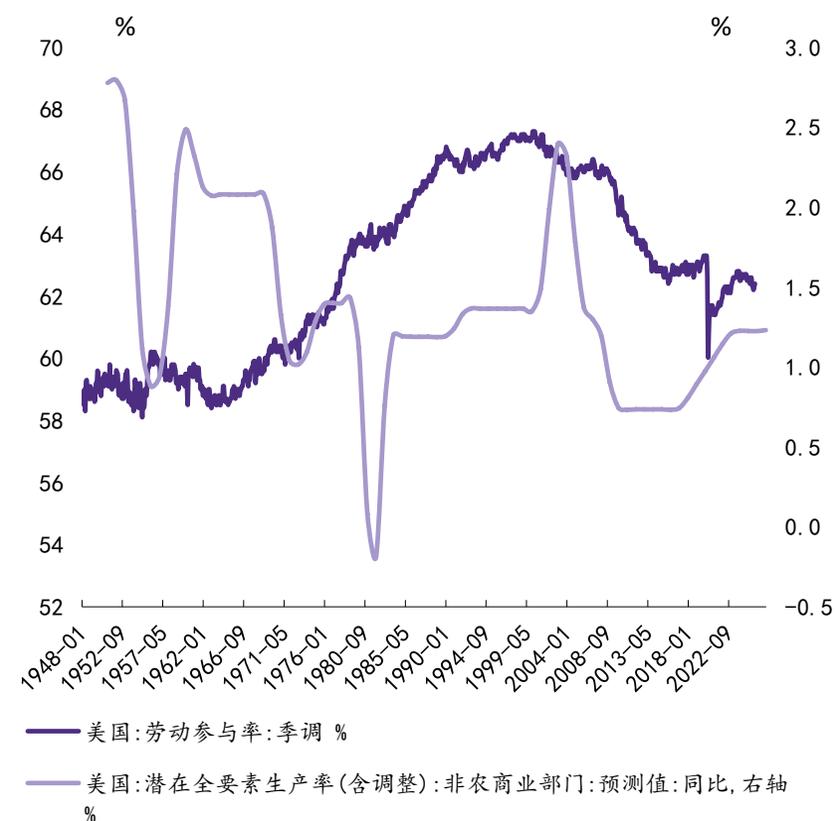
2025年度累计失业人数突破70万人



退出劳动市场人数增速持续上行



劳动参与率的下降需要有生产率的提升为先

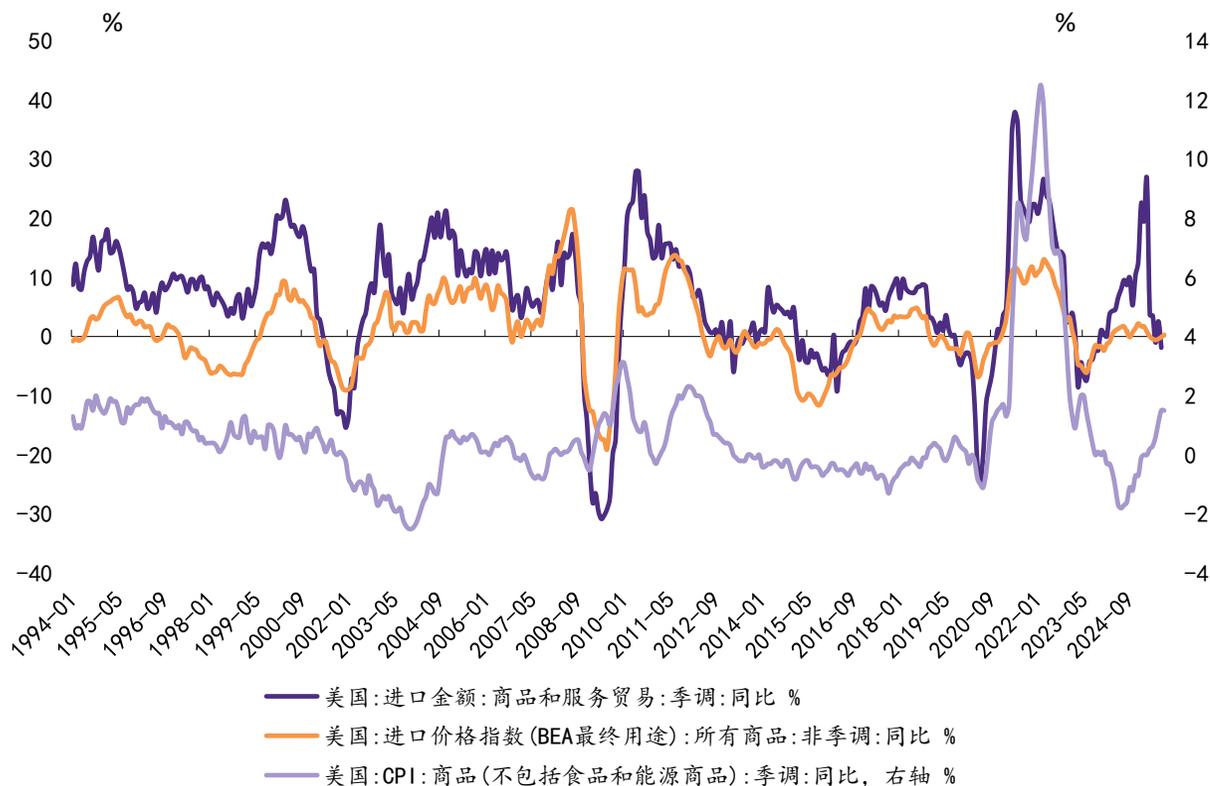


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

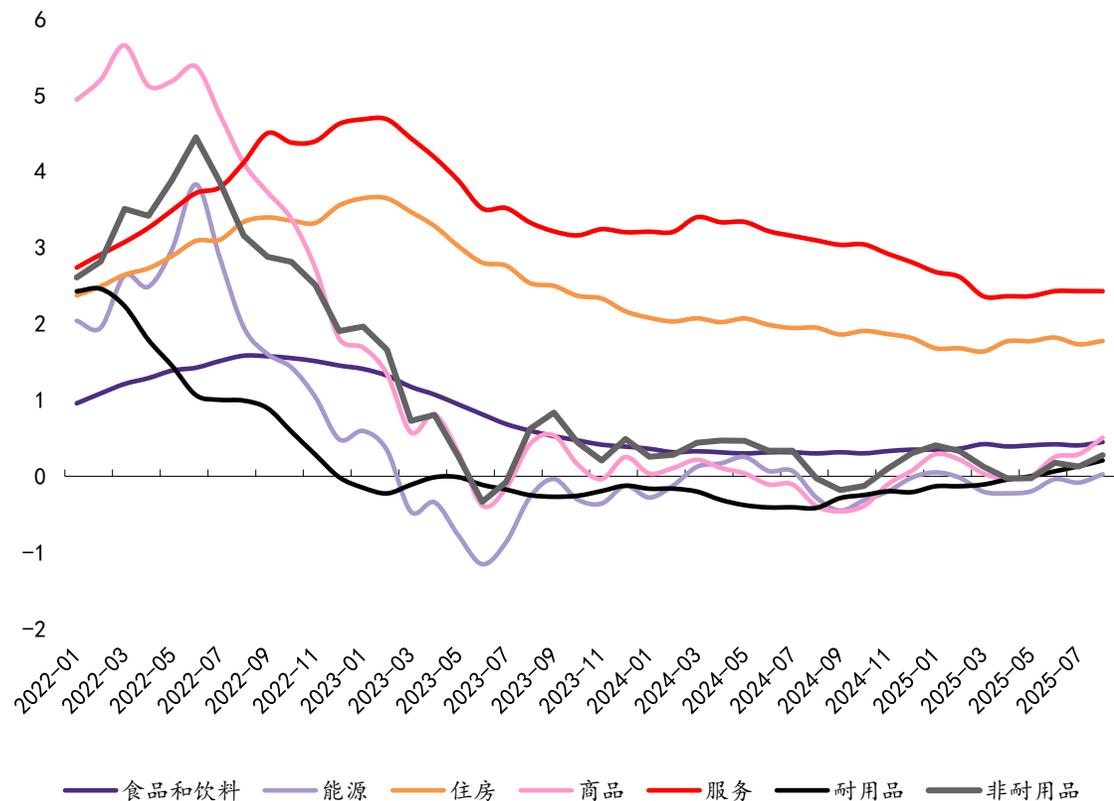
通胀：震荡走弱，先上后下，长期无忧

- ◆ 市场在经历了一年的特朗普关税贸易战后对于长期通胀担忧有所缓和。
- ◆ 从关税的传导来看，不管是实际的进口价值还是单纯的进口价格均有回落，主要是美国内需偏弱的情况下，价格敏感使得价格端的上行不足以支撑通胀的持续上行，且商品通胀整体占比较小，美国通胀的主要支撑依然是服务和住房通胀。

关税对于商品项的通胀压力出现缓和



美国通胀主要贡献依然是住房和服务业

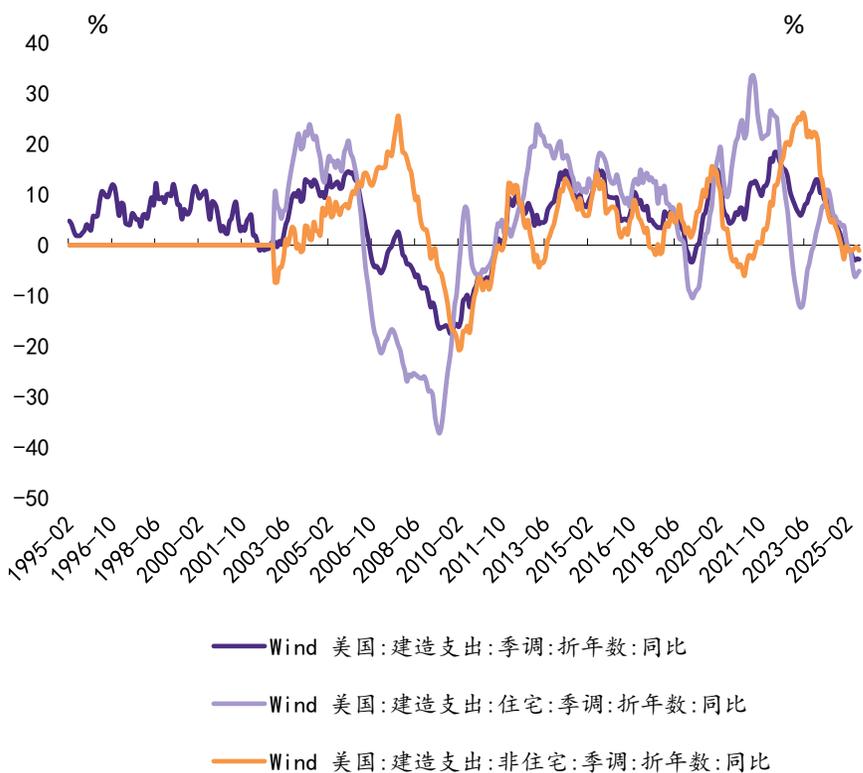


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

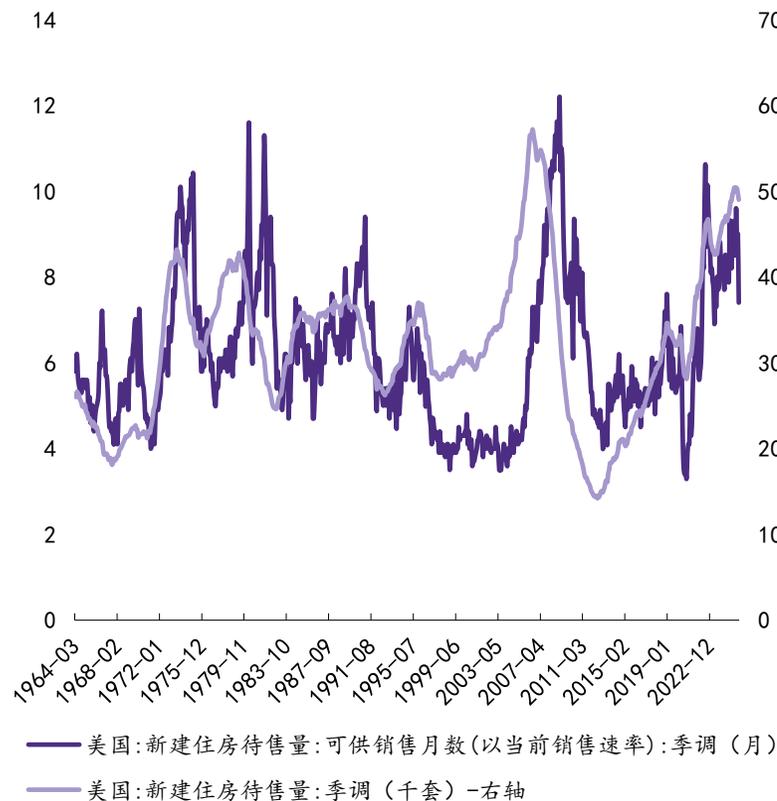
住房通胀：上行动力较弱

◆从美国住房市场来看，目前投资端较弱，库存持续累积，开工数量在下半年持续回落，整体市场依然低迷，并无需求上行推动房价房租回升的动力。

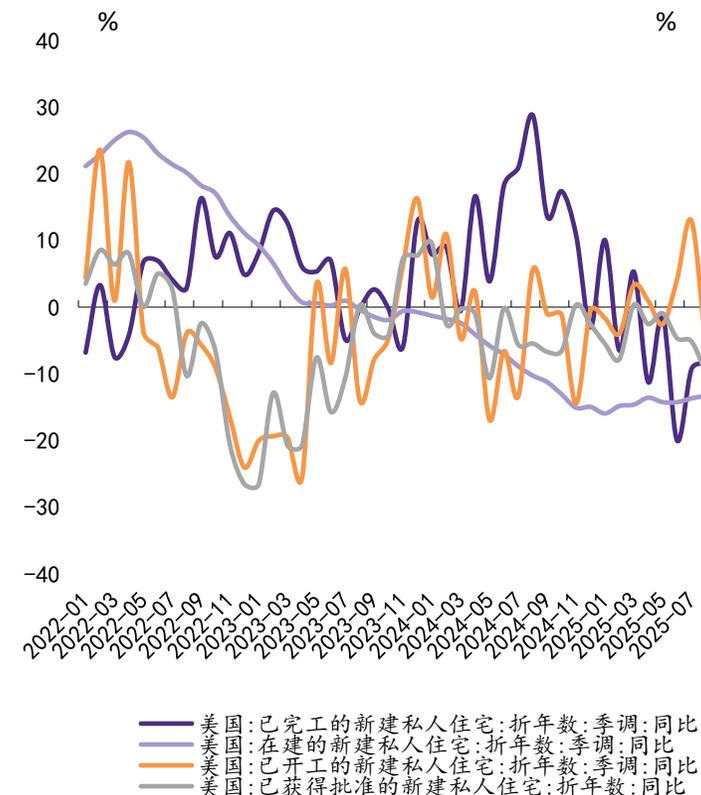
美国住房建设投资出现了回落



新建住房库存持续累积



开工和新建批准增速均在下行

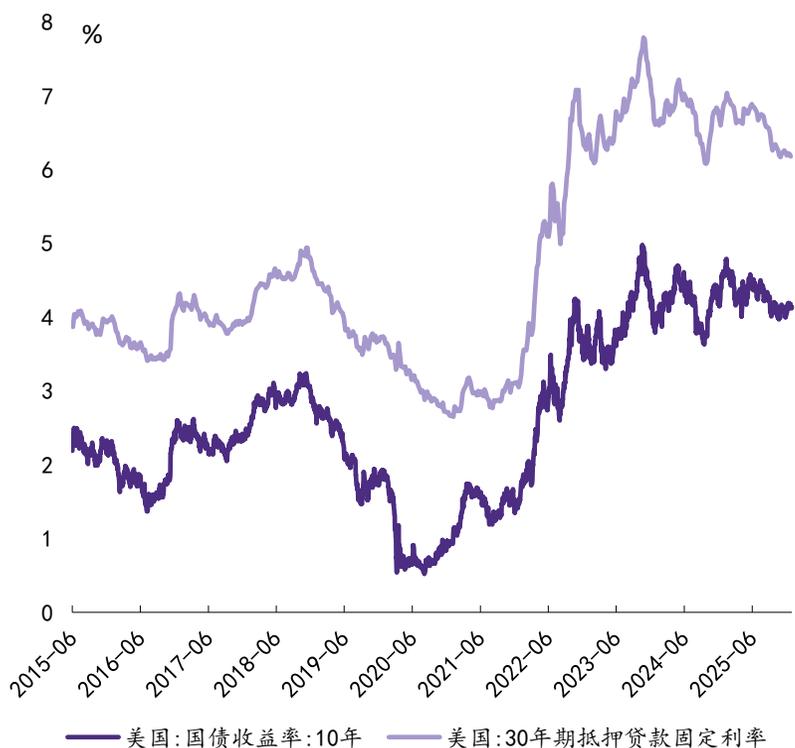


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

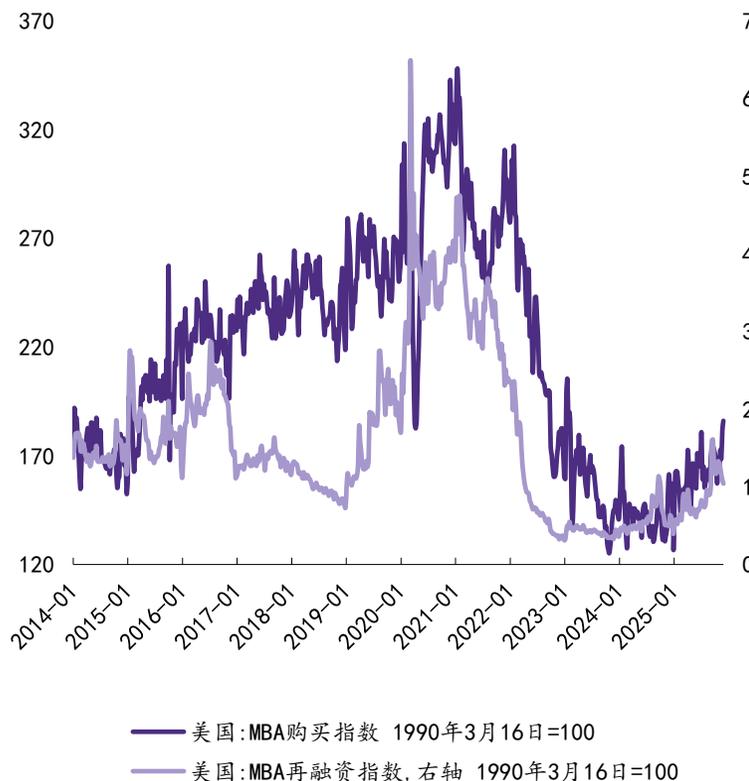
根源是居民购房能力不足

- ◆ 目前美国居民购房能力不足，即使30年抵押贷款利率出现了明显回落，但购房人数和再融资人数仅仅是小幅回升。
- ◆ 主要是居民其他方面负债压力回升，其中信用卡拖欠率已经接近2008年时期，显示居民还贷压力较大。

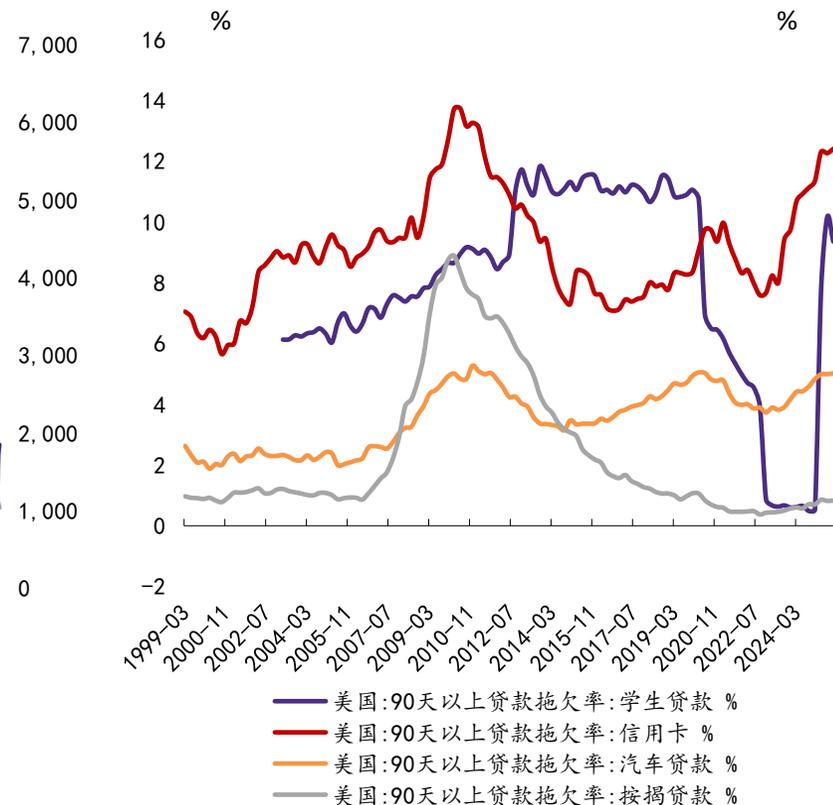
美国住房抵押贷款利率维持高位震荡



买房人数仅有小幅改善



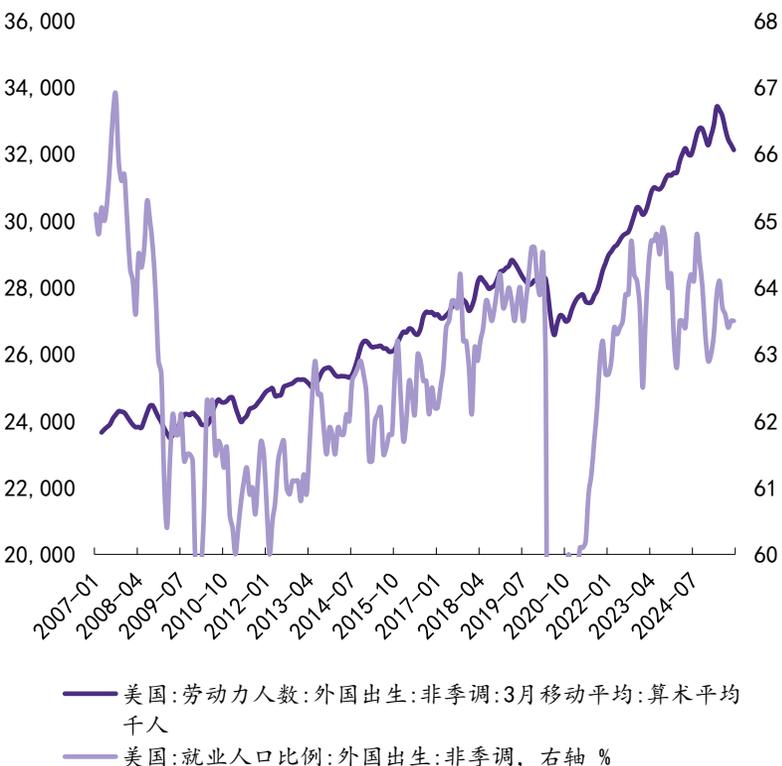
美国居民还贷压力较大



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

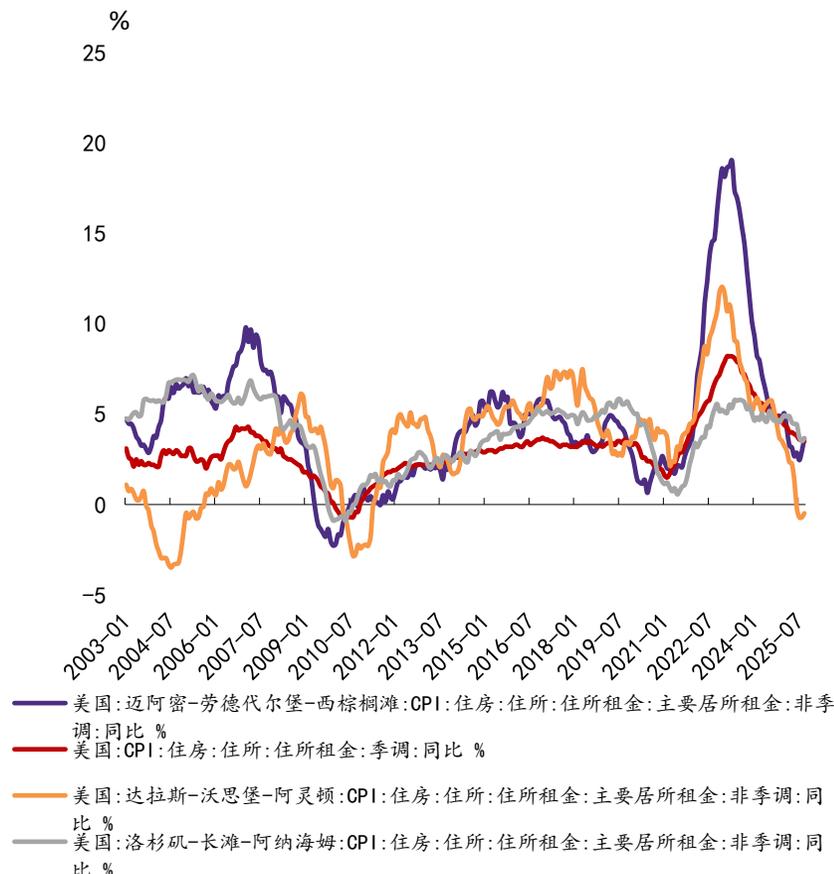
- ◆ 移民对美国住房市场形成了供需双挤压，一方面美国建筑业中移民占比高达30%以上，特朗普对于移民的驱赶和严管使得建筑商开工的难度和成本上行；另一方面，移民是新租金增长的主要来源，一些移民集中的地区移民能占据新租金的70%以上的市场。供需两侧双挤压导致地产市场承压，租房市场也承受了一定的压力。
- ◆ 从地产建筑商指数的角度来看，自2025年以来，建筑商盈利开始下降，且在下半年投资增速也开始回落。

美国劳动力人口中的外国出生人口减少

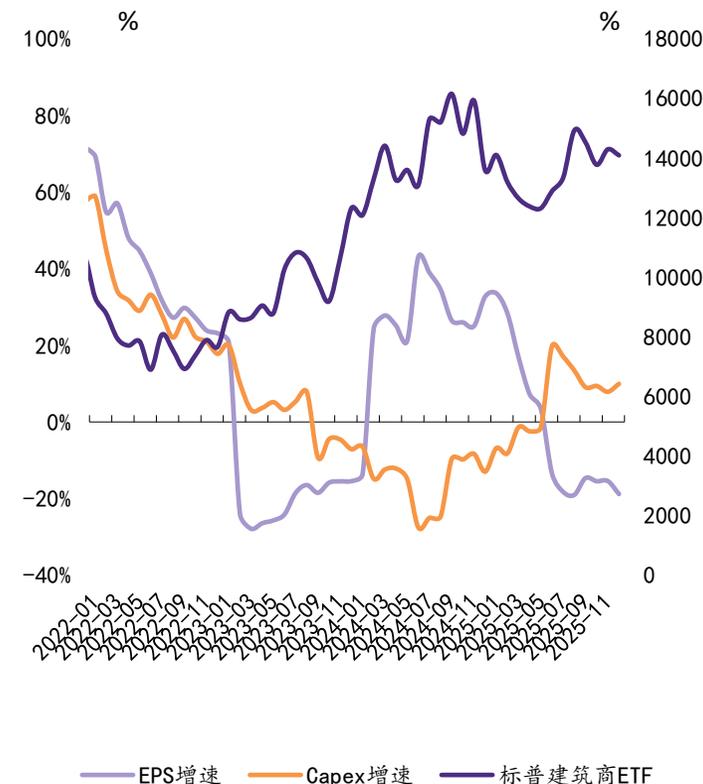


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

相较于全国平均, 移民集中地区的租金回落更甚



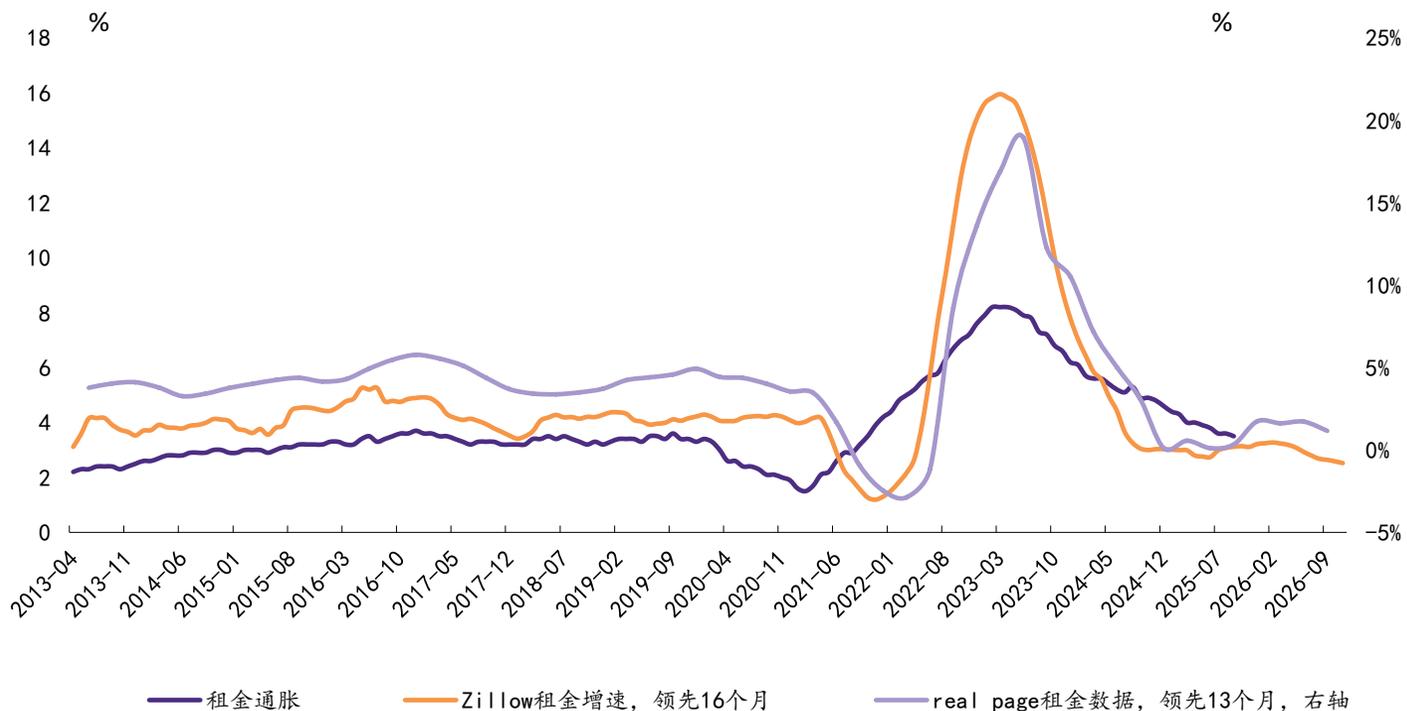
美股地产建筑商ETF的EPS开始回落



预计2026年美国地产温和修复，租金通胀无忧

- ◆ 综合来看，2026年美国地产市场温和修复，大量需求推动租金或者房价快速上行的可能性偏低。
- ◆ 根据zillow和real page的租金数据推测，2026年租金预计震荡下行，同今年相似，在通胀中的整体占比虽高但已经不是重要的影响项，预计在2026年底住房通胀同比回落至2.8-2.9%，对通胀支撑从目前的1.8%回落至1.3%，单项贡献0.5%的通胀回落。

美国租金cpi常常滞后于当期的租金数据

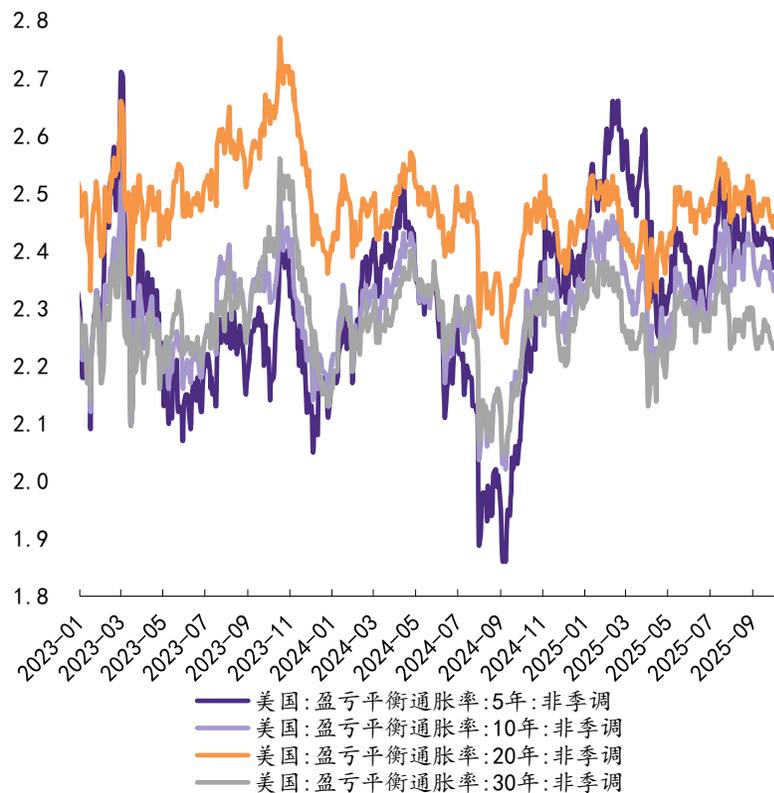


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

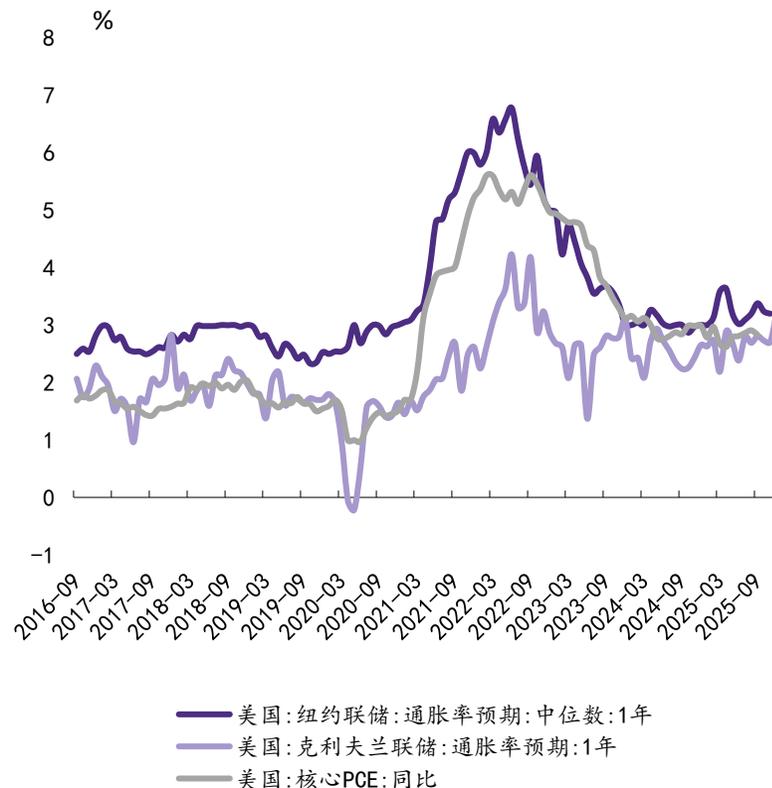
市场、官方和居民对2026年通胀预期相对一致

◆ 从市场、官方和居民对于通胀的预期来看，整体是偏向回落，并未出现强通胀预期，主要是关税通胀预期回落，更关心通胀能否持续回落接近2%的通胀目标。

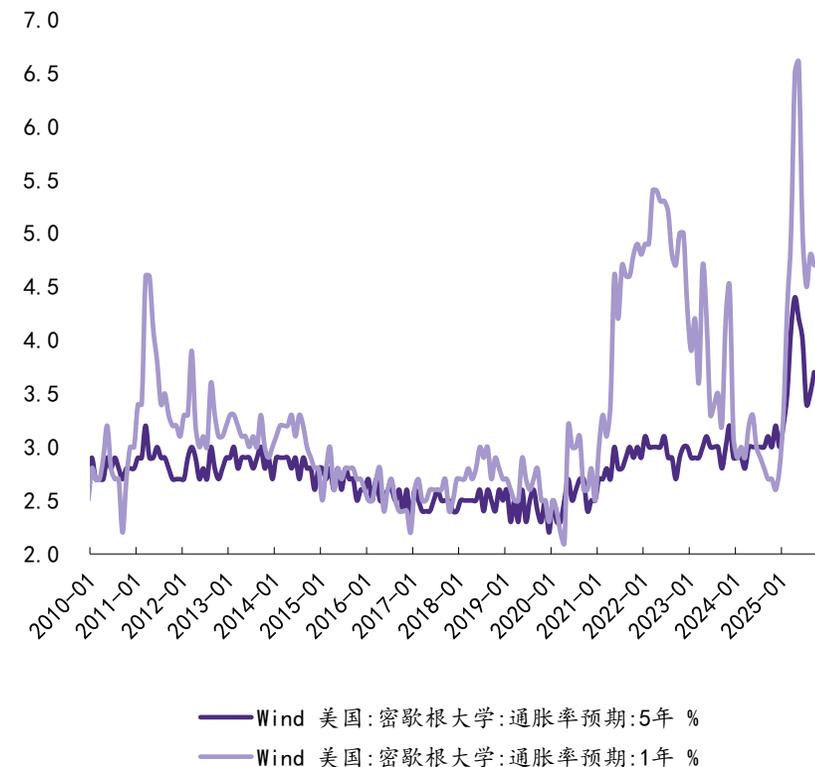
市场对于通胀的预期出现回落



官方并未看短期强通胀抬头力量



居民通胀预期回归相对理性

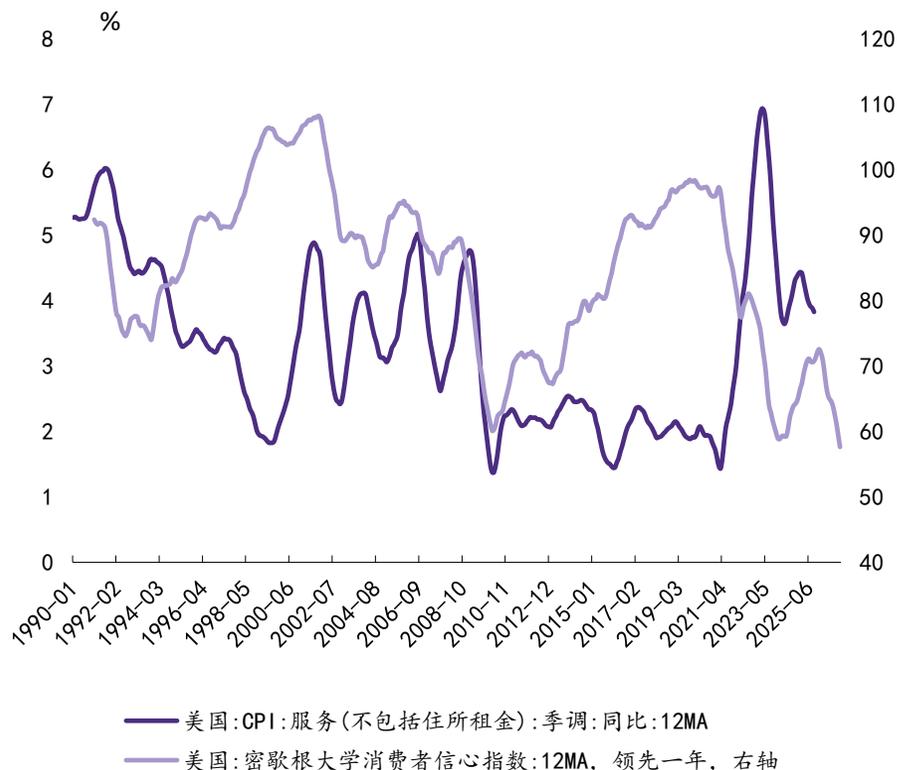


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

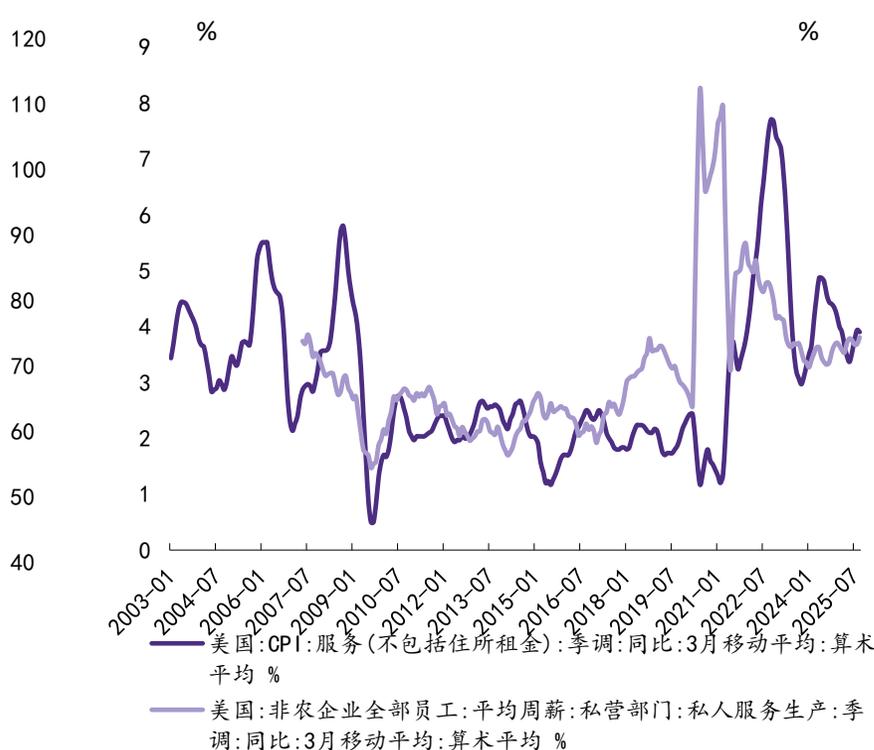
消费者信心低迷，服务通胀担忧缓和

◆ 服务通胀更多跟随居民的消费意愿变化，在薪资增速整体低迷的情况下，工资-通胀的螺旋较弱，尤其是目前的工资增长集中在高端服务业，对于消费的贡献较弱。

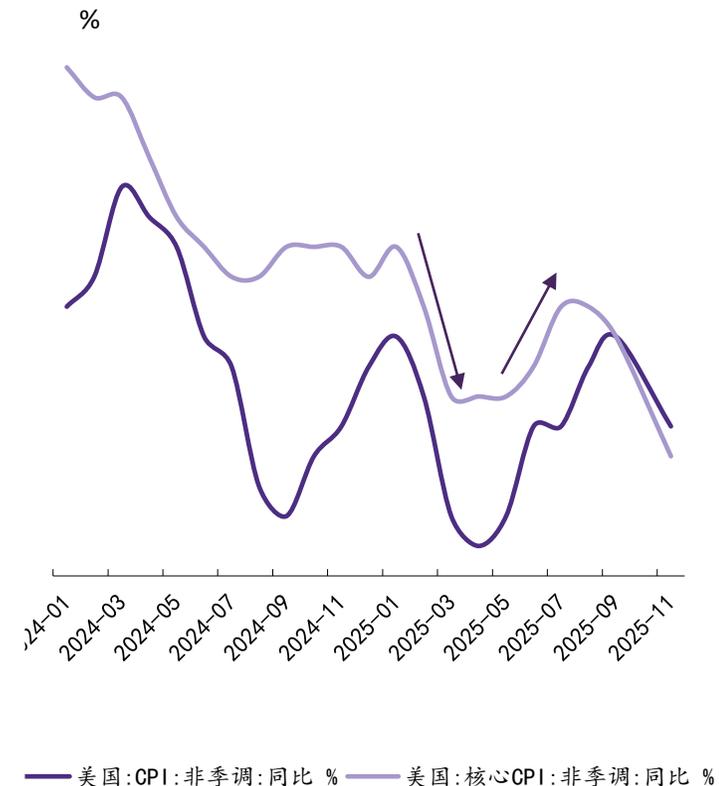
消费者信心指数相对领先服务通胀12个月



工资增速平稳，通胀螺旋担忧缓和



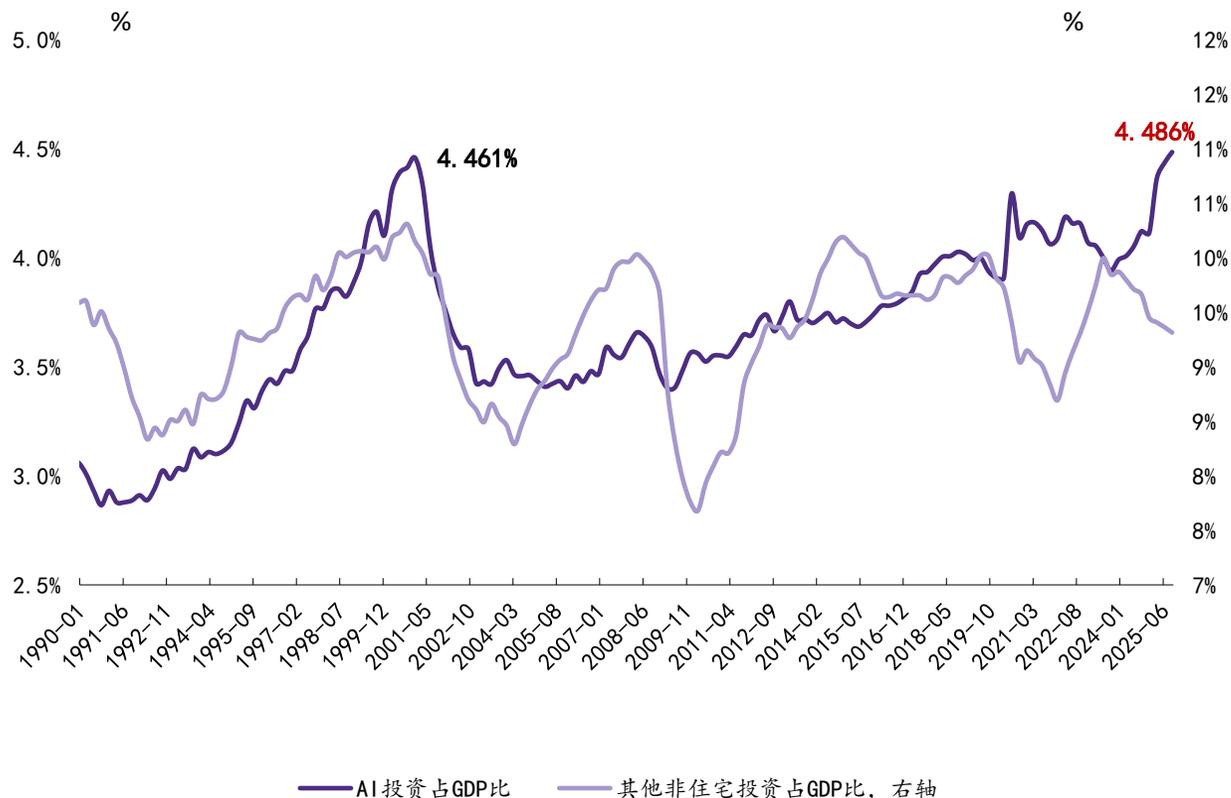
基数效应下，2026年美国通胀先上后下



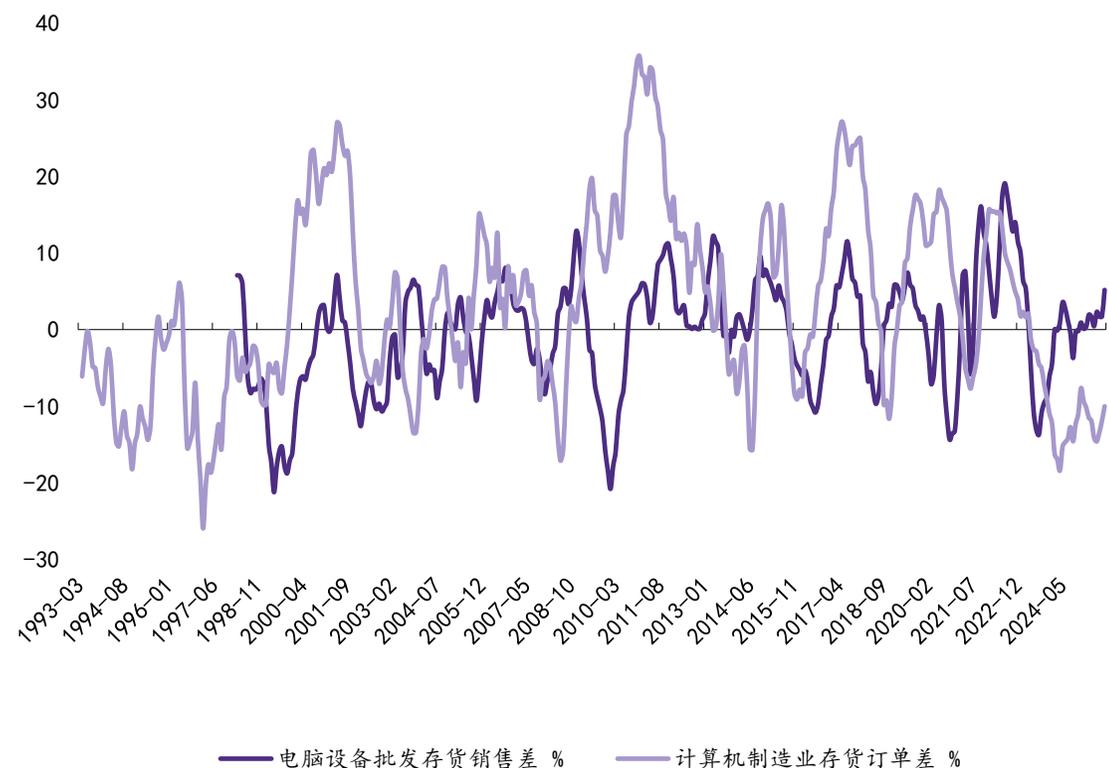
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

◆ AI投资的持续高增是2025年美国经济增长的主要支撑，但占比已升至相对高位。

目前AI相关投资占比升至4%以上



AI相关产业链库存开始累积

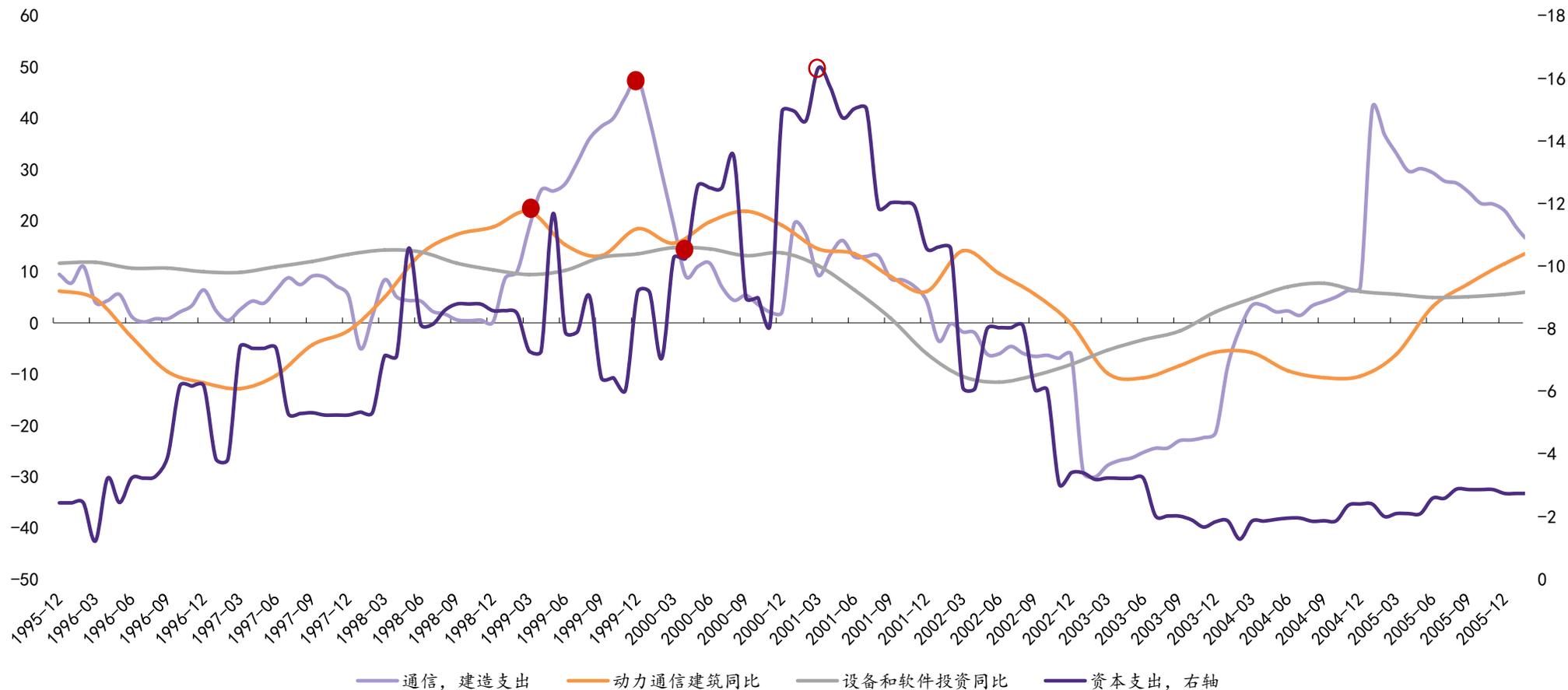


资料来源：wind资讯,华鑫证券研究

2000年互联网科技泡沫规律：投资周期从建筑-设备-CAPEX传导

◆参考2000年时期的互联网科技泡沫周期，投资周期按照从建筑-设备-CAPEX的传导，1999年3月通信行业相关的建造支出首次触顶，1999年12月通信行业投资端的建造支出见顶，2000年3月设备投资开始见顶，而企业CAPEX则是在2001年3月才确认反转。但互联网泡沫是在2000年3月触顶，2000年9月出现彻底的崩盘。

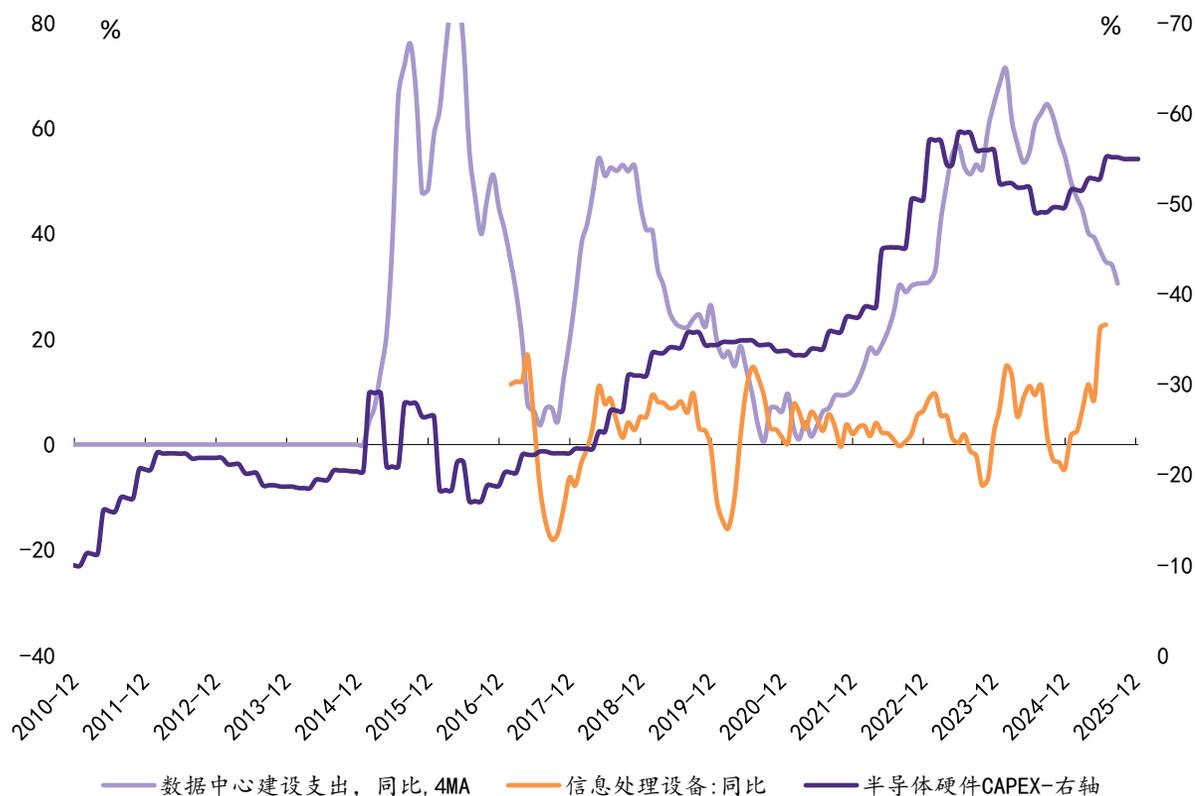
2000年互联网周期有明显的传导规律



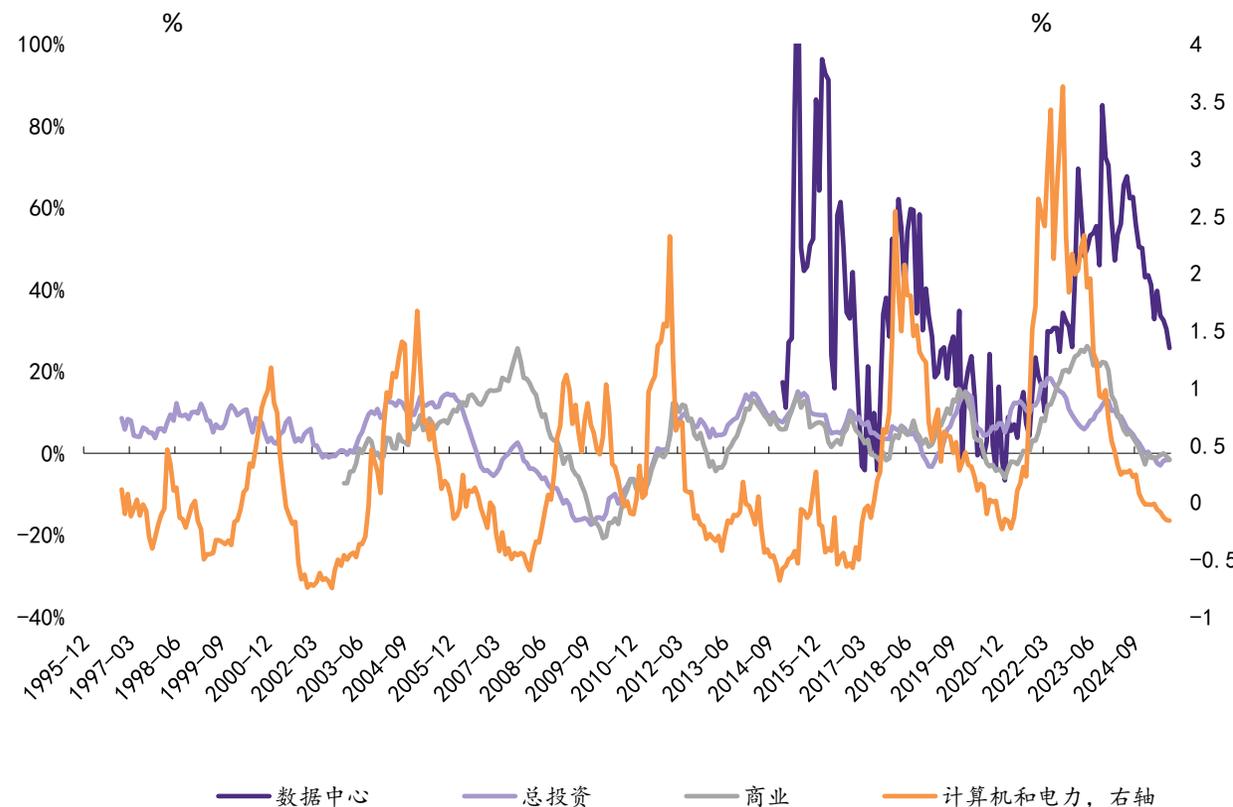
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 参考2000年时期规律，建筑投资回落最先反应情绪退潮，往往领先于CAPEX24个月见顶，固定投资往往领先于CAPEX12个月见顶。
- ◆ 从本轮AI投资周期来看，数据中心建设投资已经提前出现顶部，CAPEX有望再度冲顶，设备投资尚未出现见顶迹象。
- ◆ 下一步更多是观察设备投资的进展，以及整体CAPEX的预期变化。

目前AI也出现建筑相关的投资回落



电力、计算机和数据中心均有回落

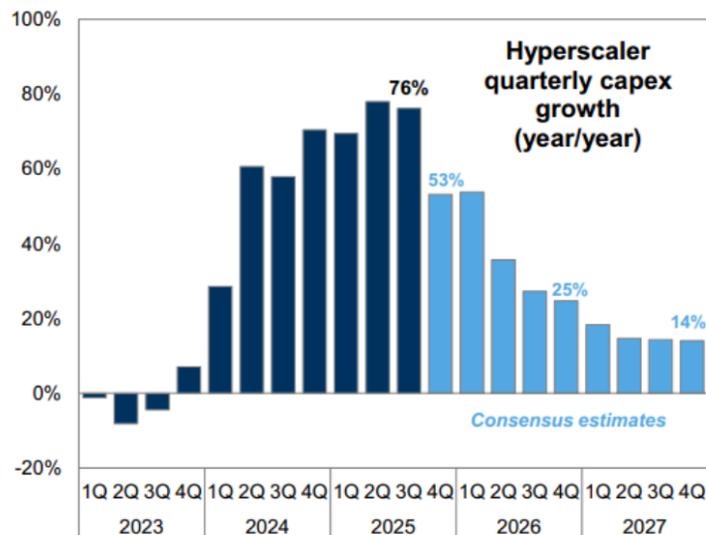


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

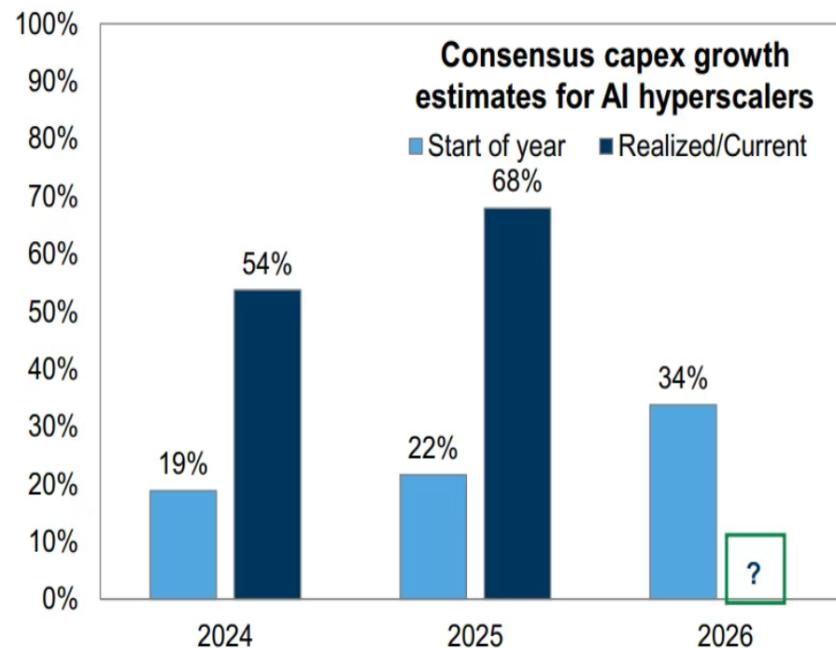
- ◆ 市场更担心的是AI硬件投资的CAPEX增速会在2026年回落，进而带来整体市场预期的回落。
- ◆ 目前来看，软件固定投资和capex持续上行，性价比好于硬件。

2026年AI 硬件投资的CAPEX增速备受关注

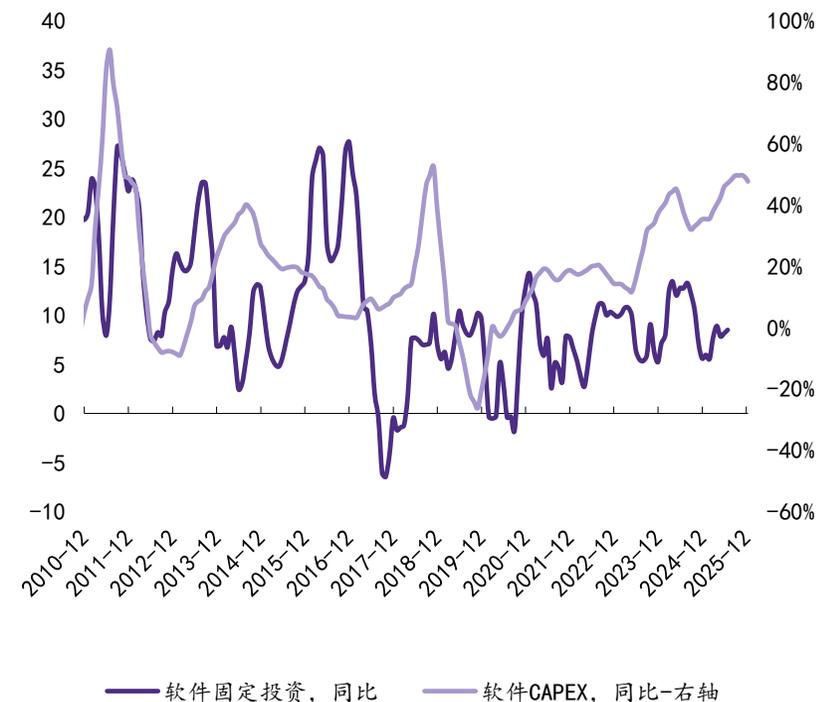
Exhibit 6: The analyst consensus expects a major deceleration in AI capex beginning in 4Q 2025
hyperscalers include AMZN, GOOGL, META, MSFT, ORCL



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research



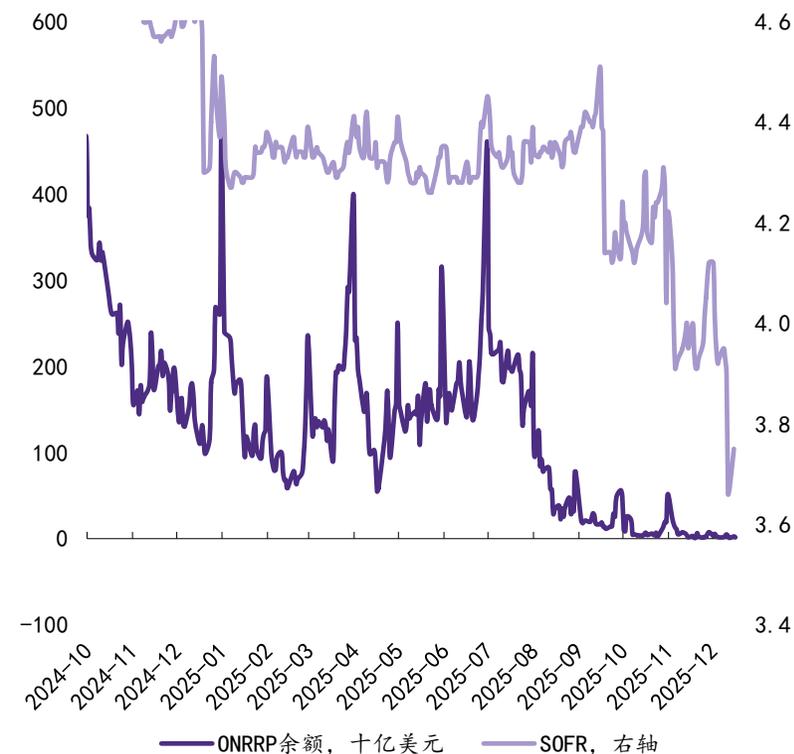
软件capex持续上行



流动性：短期拐点已现，后续挑战仍存

- ◆ 政府停摆后美国流动性偏紧，但在12月议息会议后短期流动性拐点已现，叠加TGA账户近期下发了千亿美元的流动性，带动市场紧张情绪略有缓解；
- ◆ 但后续挑战仍存，日央行加息的冲击以及来年4月的纳税季都会给流动性带来压力。

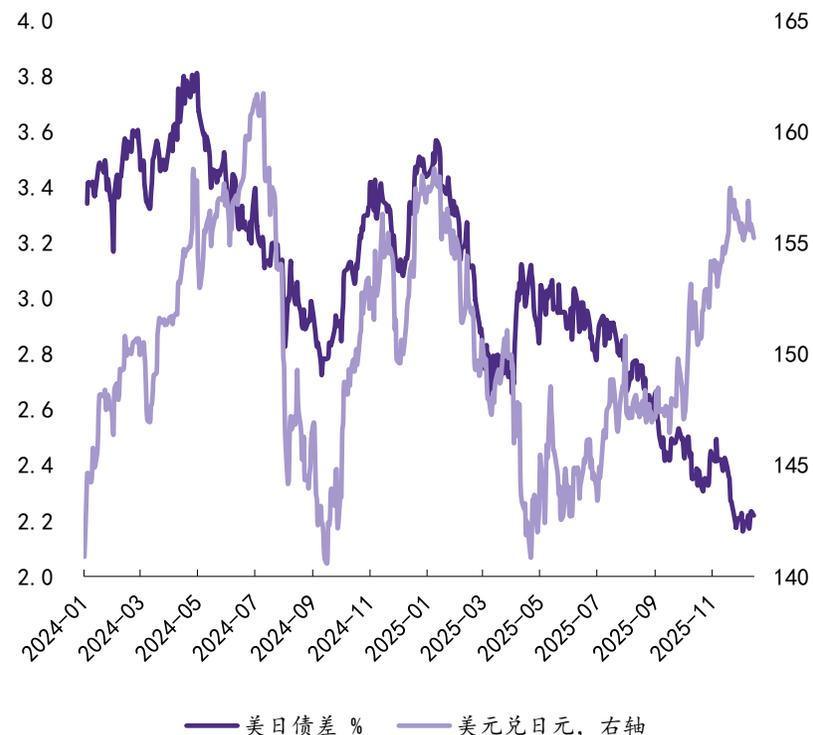
美国流动性偏紧



但短期流动性拐点已现



市场在担心第二轮日元冲击



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

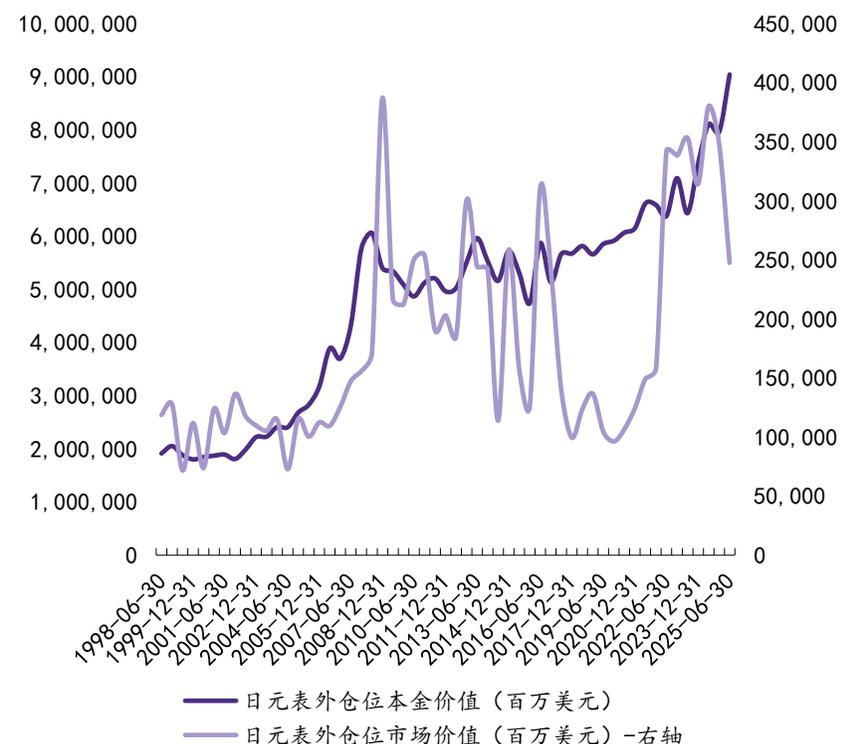
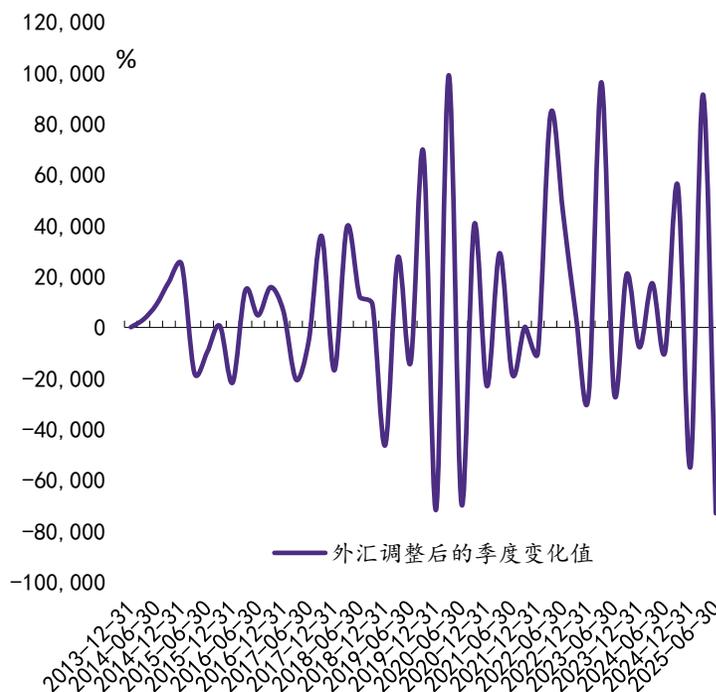
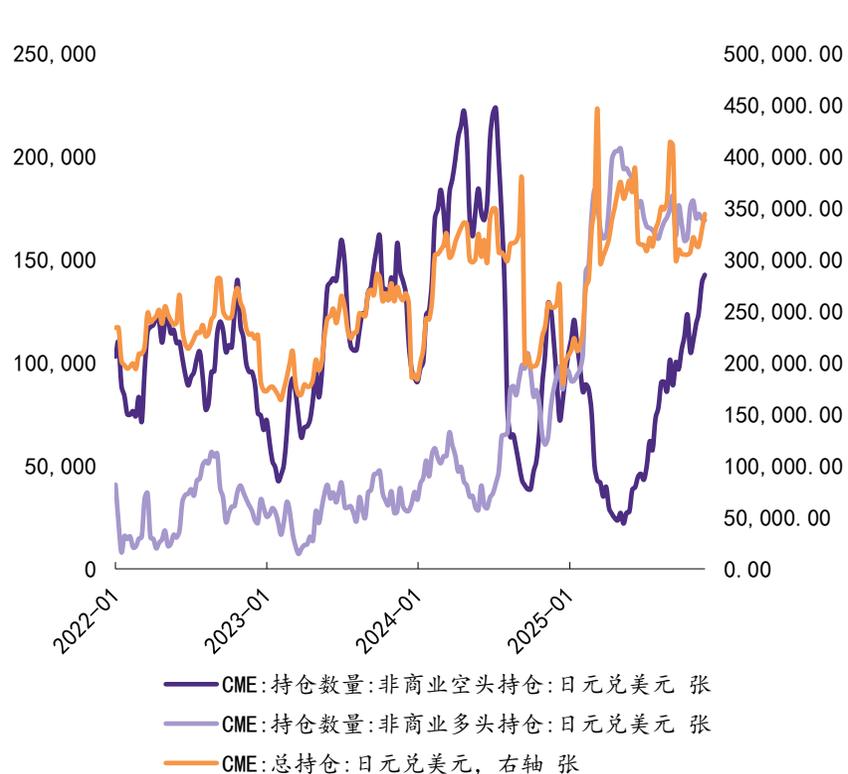
套息交易：短暂冲击已过

- ◆ 从日元套息交易逆转角度来说，更多是短期冲击，2024年8月的资产重挫难以再现。
- ◆ 一方面从日元多空仓位来看，目前空头仓位仅有2024年8月时期的一半，且与2024年时期不同，当时的空头仓位更多是裸空，相应的多头仓位基本在底部，多空比从2024年8月的0.47上升至目前的1.25。

从日元空头仓位来看，套息交易波动有限

市场早已定价套息交易逆转

场外衍生品的价值持续回落

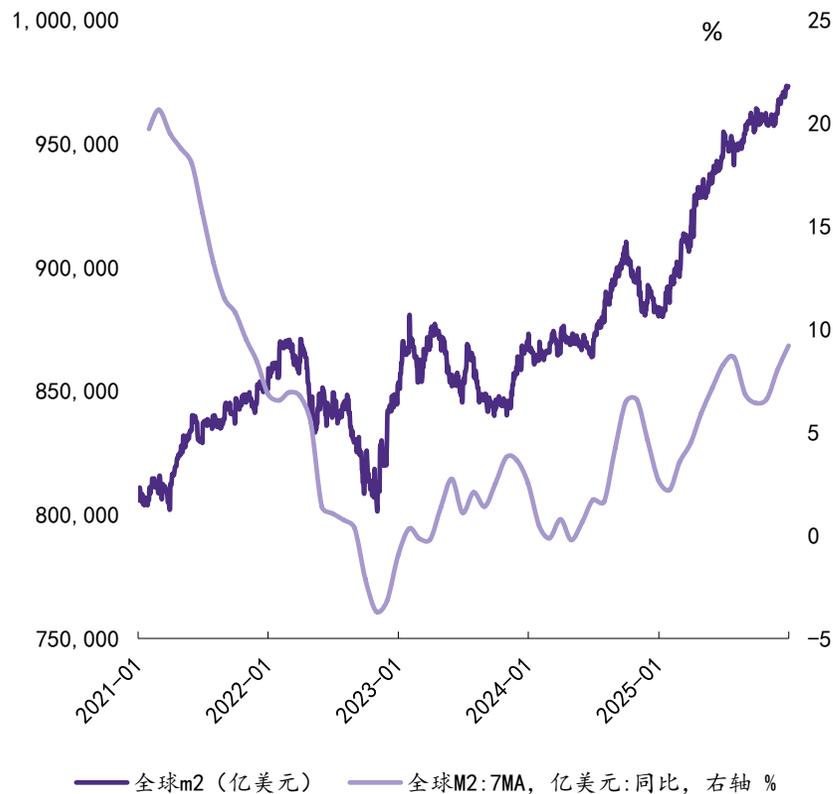


资料来源: wind资讯,华鑫证券研究

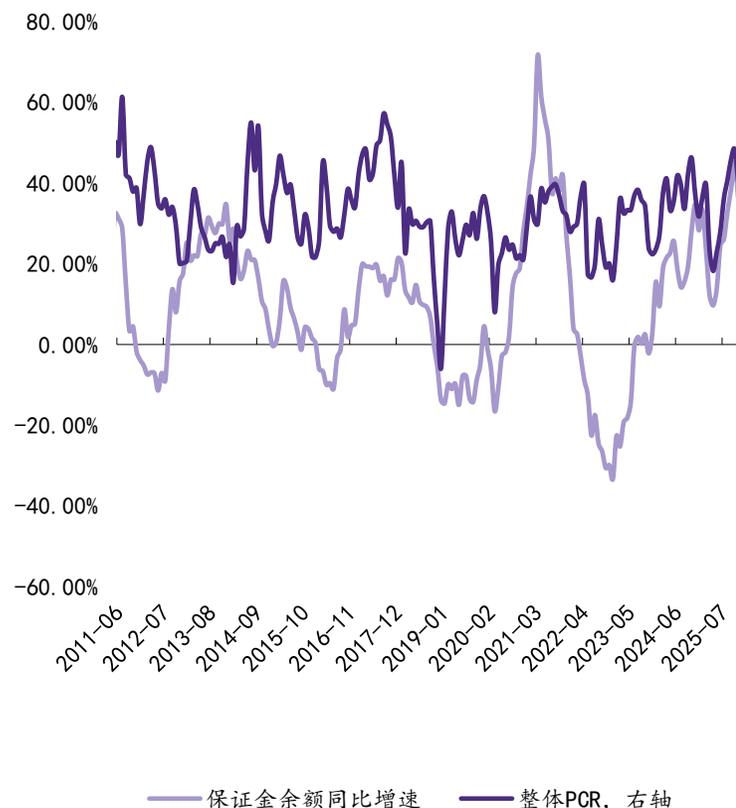
流动性改善 VS 杠杆双高

- ◆ 当前美股市场呈现流动性边际改善、杠杆双高（传统的融资杠杆和新型的期权杠杆）的特征，高收益利差、芝加哥风险指数，这种类似于VIX指数的风险感知数据还在低位。
- ◆ 预计后续美股走势的两个方向：流动性缓冲杠杆，或杠杆回落带动VIX回升。

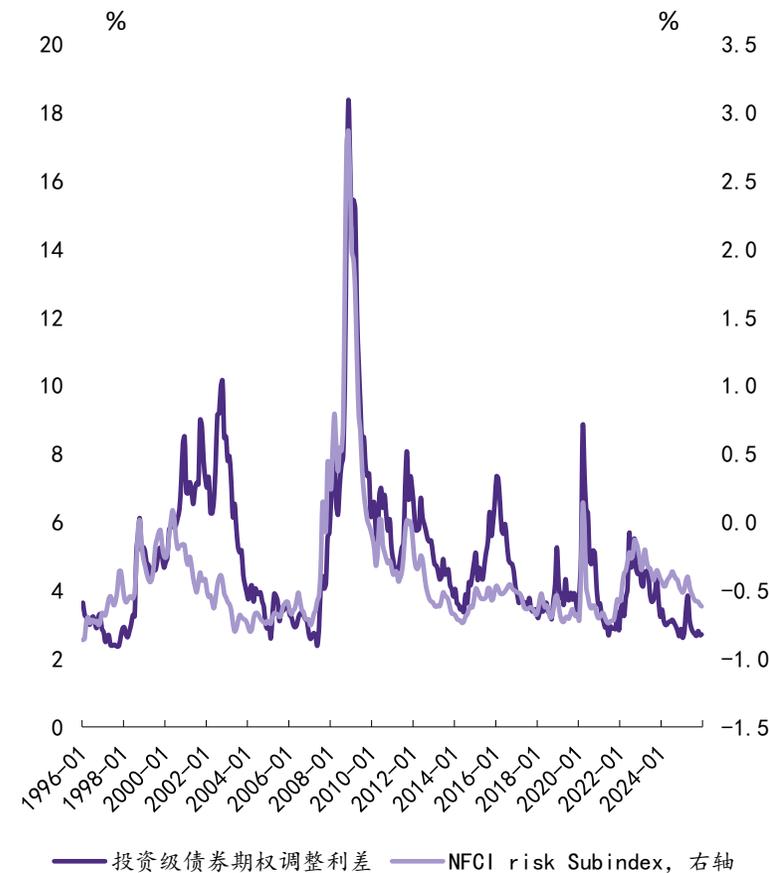
全球M2震荡上行，流动性持续改善



但美股杠杆保持高位



且风险感知较低

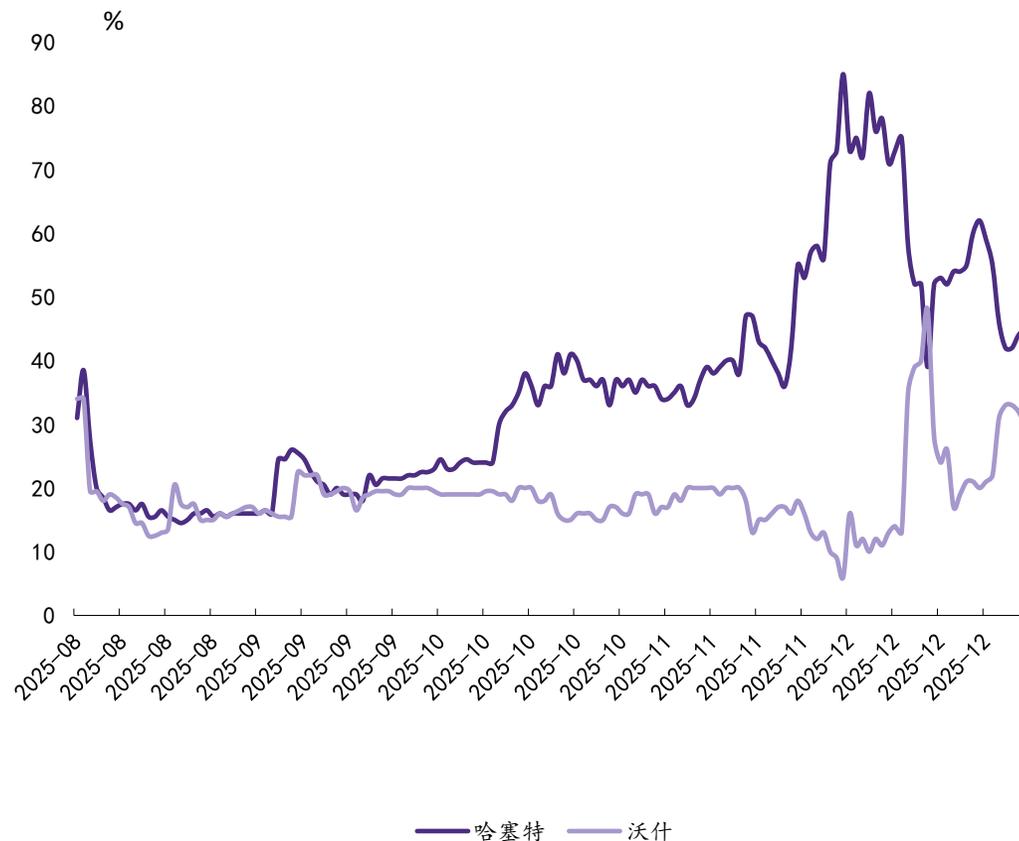


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 2026年对于联储极为关键，主席、理事换届都将影响鸽鹰分布和联储独立性。
- ◆ 从时间线来看，联储主席提名以及1月cook和特朗普之间的口头辩论是短期影响联储独立性的重大事件。
- ◆ 若是Cook口头辩论失败，则有可能立马离职，特朗普又将多了一个“塞人”的权利，进一步增加其在美联储的影响力。

职位	姓名	2026年更替可能	货币主张
主席 (Board)	Jerome Powell	5月届满，预计由特朗普提名的继任者接任	中性偏鹰 (继任者预计更鸽)
主席候选人	Kevin Hassett (哈塞特)	领跑者，现任国家经济委员会主任	谨慎鸽派，但跟随特朗普观点，主张快速降息以刺激增长
主席候选人	Kevin Warsh (沃什)	核心人选，前联储理事	历史上偏鹰，但近期向特朗普表态支持大幅降息以增强美债吸引力。
副主席 (Board)	Philip Jefferson	任期未到，预计留任	中性
副主席 (监督)	Michelle Bowman	由特朗普于2025年6月重新任命，任期至2029年	鹰派
理事 (Board)	Christopher Waller	留任，也是潜在的主席接替人选	本质鹰派，但观点向特朗普倾斜
理事 (Board)	Michael Barr	留任，但可能面临辞职压力	鸽派
理事 (Board)	Stephen Miran	临时填补库格勒席位，2026年1月31日需重新确认	鸽派 (倾向于支持刺激)
理事 (Board)	Lisa Cook	面临法律诉讼，1月26日最高法院裁决将决定其是否去留，若是鲍威尔留任，则可能填充	鸽派
副主席 (NY Fed)	John Williams	永久投票权，12月刚获得连任	中性
克利夫兰联储	Beth Hammack	2026年轮值投票人，12月获连任	中性
费城联储	Anna Paulson	2026年轮值投票人，12月获连任	鸽派
达拉斯联储	Lorie Logan	2026年轮值投票人，12月获连任	鹰派
明尼阿珀利斯联储	Neel Kashkari	2026年轮值投票人，12月获连任	鹰派

目前联储主席人选提名概率仍是哈塞特领先



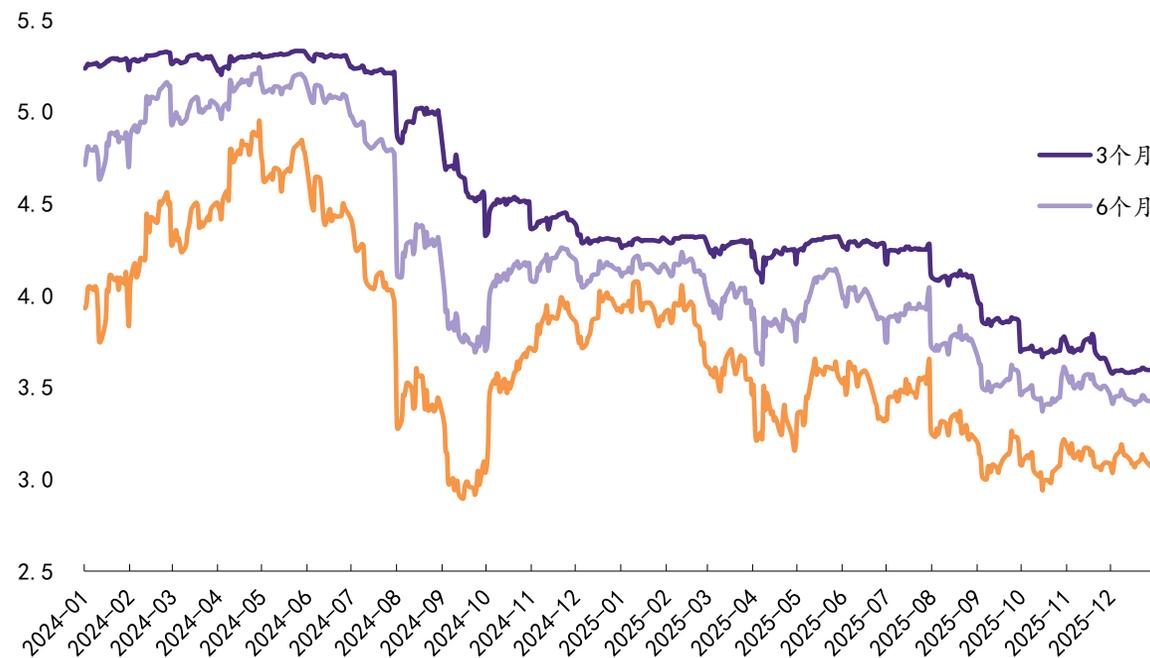
资料来源：wind资讯,华鑫证券研究

- ◆ 预计2026年联储降息路径复刻2025年震荡下行的格局，且会更低，主要是K型经济和财政投资的对冲。
- ◆ 若是财政主导的AI出现生产力革命，则降息偏向收敛甚至暂停；但若AI对劳动市场改善有限，更多是底层的寒气传导到消费等领域，则降息力度有望持续放大。
- ◆ 综合来看，我们目前虽然看好AI的持续发展，但短期解决目前收入不平衡和K型经济困境的可能性较低，预计会出现类似于2000年时期先衰退后宽松，进而带动降息预期的放大。

市场目前对2026年降息预期比较谨慎

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375
28/01/2026	0.00%	0.00%	16.05%	83.95%
18/03/2026	0.00%	0.00%	59.23%	40.77%
29/04/2026	0.00%	0.00%	84.05%	15.95%
17/06/2026	0.00%	42.98%	57.02%	0.00%
29/07/2026	0.00%	75.05%	24.95%	0.00%
16/09/2026	10.34%	89.66%	0.00%	0.00%
28/10/2026	28.05%	71.95%	0.00%	0.00%
9/12/2026	44.20%	55.80%	0.00%	0.00%
27/01/2027	43.05%	56.95%	0.00%	0.00%
17/03/2027	45.48%	54.52%	0.00%	0.00%
28/04/2027	39.05%	60.95%	0.00%	0.00%
9/06/2027	36.73%	63.27%	0.00%	0.00%
28/07/2027	9.05%	90.95%	0.00%	0.00%
15/09/2027	30.24%	69.76%	0.00%	0.00%
27/10/2027	21.05%	78.95%	0.00%	0.00%
8/12/2027	46.66%	53.34%	0.00%	0.00%

2025年年中以来短期降息预期呈现非常规律的震荡下行



资料来源：CME, 彭博, 华鑫证券研究

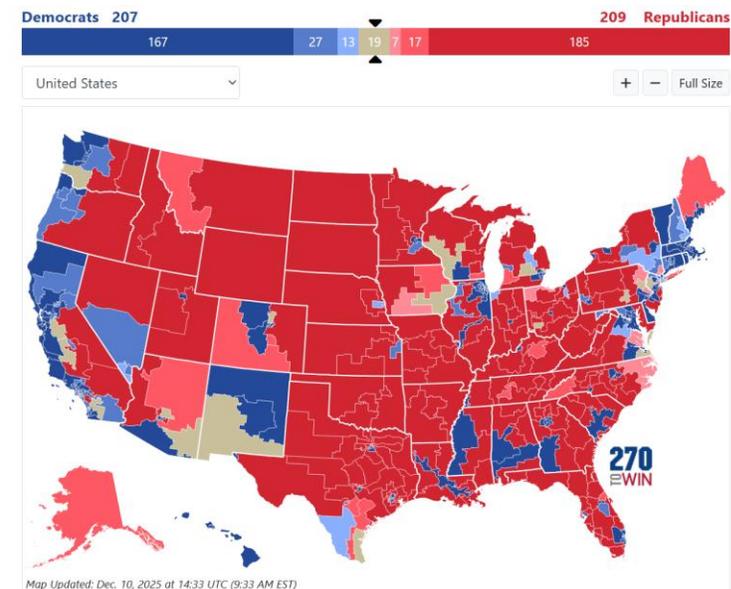
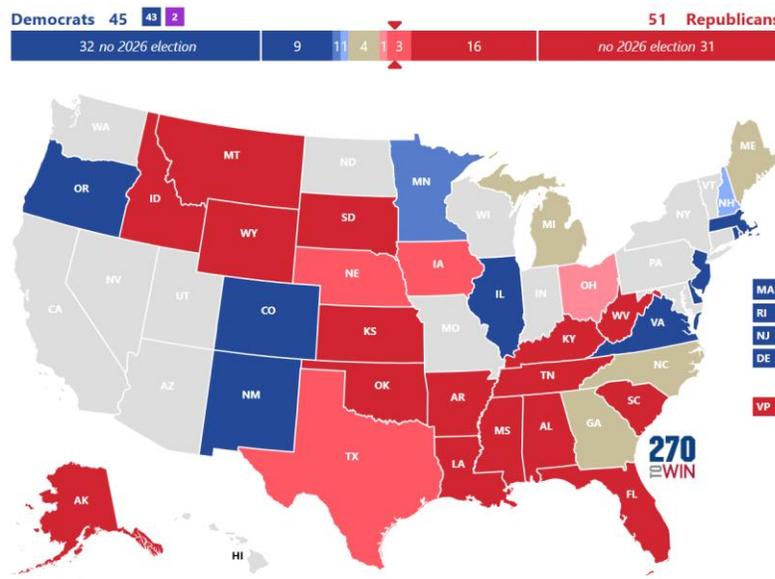
- ◆ 美国参议院目前有53名共和党议员和47名民主党议员（包括两名独立议员）。2026年将有35个席位进行改选，其中包括佛罗里达州和俄亥俄州的特别选举，其中22个席位由共和党占据。民主党需净增四个席位即可重新掌控参议院，目前来看难度较大，选票网站目前一致预期认为共和党保持多数席位。
- ◆ 众议院所有 435 个国会选区代表两年一次的选举将于 2026 年 11 月 3 日举行。当选者将于 2027 年 1 月初宣誓就职，在第 120 届国会任职。
- ◆ 共和党目前控制着众议院，众议院需要 218 个席位才能获得多数席位，选票网站目前一致预期认为民主党有7成概率拿下众议院。

中期选举的主要博弈在2026年年中

民主党拿下参议院的难度较高

预计众议院会落入民主党之手

时间阶段	重要事件/地区	关键意义
2026年1月-3月	竞选启动与早春初选(如德州、伊利诺伊州)	共和党内“特朗普路线”与传统建制派的最后博弈，观察MAGA候选人的党内统治力。
2026年5月15日	美联储主席更替(鲍威尔主席任期届满)	虽非选举但极具政治性。特朗普提名的继任者能否上任，直接影响大选前的利率环境与选民情绪。
2026年6月-8月	盛夏初选期(关键州：宾州PA、佐治亚州GA、密歇根州MI)	决定两党在关键摇摆州的对阵人选。此时的经济数据(如CPI和汽油价格)将成为双方攻防的核心。
2026年10月5日	选民登记截止日(多数州)	最后的动员阶段，观察年轻人及少数民族裔的登记热情，这是民主党能否实现“翻盘”的关键指标。
2026年11月3日	正式投票日	改选众议院全部435席、参议院约33-35席。结果决定特朗普后两年能否继续顺利推进其政策
关键参议院战场	佐治亚州、北卡、密歇根	民主党需净增4席才能夺回参议院控制权，挑战巨大；共和党则力求扩大微弱多数。
关键众议院战场	纽约州、加州、宾州的郊区选区	众议院目前共和党仅微弱领先，这些“紫色”选区对成本压力和堕胎权议题极其敏感。



资料来源：270toWin, 华鑫证券研究

- ◆ 2025年11月地方选举被视为特朗普重返白宫后的首次民意公投，但是结果不尽人意，显示出特朗普底层支持者作为K型经济分化的下半段压力。
- ◆ 从政策认可度来看，选民普遍认可特朗普2025年的反移民和反大政府 (DODGE)的政策，但对于关税，通胀，医疗，住房和预算缩减的体感偏负面。
- ◆ 2026年可能看到特朗普整体政策思路的转变，从过去减税变为补贴，石油开采变为AI基建+能源，监管继续实行拆分Deep State操作，从政府部门蔓延至保健等部门。

2026年可能看到特朗普整体政策思路的转变

政策维度	政策思路转向	具体执政逻辑	对大类资产的影响
税收与分配	从“普遍减税”转向“定向补贴”	面对二次通胀，通过关税收入设立“生活补贴基金”或定向退税，精准喂养底层选民。	消费股走强；美债长端因赤字担忧而承压；美元由于再分配逻辑出现高位震荡。
能源与AI	从“化石能源出口”转向“AI基建+低价能源”	限制液化天然气(LNG)出口以压低国内气价，全力保障AI数据中心供电，实现科技与能源的深度绑定。	利好电力公用事业(Utilities)、核能及天然气开采；支撑AI算力硬件板块估值。
行政监管	从“精简裁员”转向“结构性重塑(医药/保健)”	将DOGE(效率部)模式引入HHS和FDA，打击药企价格操纵，强制行业去官僚化以降低底层医疗负担。	传统制药股面临调价压力(偏利空)；生物医药创新及数字医疗板块受益于审批加速。
制造业	从“关税壁垒”转向“政府直接订单+拨款”	仿照国防订单模式，由政府直接大规模采购国产钢铁、基建材料，以“政府采购”强制推动回流。	工业指数(XLI)、基建材料及国防股(ITA)确定性提升；跨国供应链依赖型企业波动加剧。
移民与劳动力	从“边境管控”转向“劳动力市场结构化清洗”	持续大规模遣返的同时，可能对特定高科技领域开放“MAGA人才签证”，通过行政手段干预薪资增速。	建筑与农业成本上升(通胀压力)；利好自动化替代技术(机器人板块)；房地产REITs短期受压。
货币政策	从“口头喊话”转向“制度性施压/换届套利”	借5月主席换届，通过提名极鸽派人选将“政治性降息”与中期选举强行挂钩。	美债收益率曲线急剧陡峭化(长短利差拉大)；黄金作为对抗“联储独立性丧失”的工具受益。

资料来源：华鑫证券研究

美股：杠铃策略，科技抓主题，性价比看保健和金融

► 预计2026年美股延续杠铃策略，一端成长，包括大盘科技和小盘科技主题，另一端则更多是EPS有明显改善预期的保健、金融和发电为主的公用事业，跟随降息预期区间博弈地产机会等。

名称	Forward PE	5年百分位	10年百分位	历史百分位	Forward EPS	当前EPS	Forward EPS增速	1年内增速百分位	3年内增速百分位	5年内增速百分位	8年内增速百分位	年内涨跌幅
电信服务指数	23	85	87	94	20	19	4.30%	16	32	37	56	26.40
信息技术指数	33	82	91	96	187	156	19.66%	94	87	76	80	18.56
公用事业指数	20	77	84	92	24	22	8.34%	57	86	91	94	15.72
工业指数	26	68	79	90	53	48	10.31%	100	89	61	58	13.32
保健指数	20	82	91	96	95	89	7.24%	28	66	42	31	12.15
金融指数	17	76	84	87	53	51	5.13%	80	94	76	73	6.69
能源指数	17	86	50	68	42	40	5.57%	100	70	48	47	3.83
原材料指数	22	73	80	86	28	24	17.19%	97	99	65	64	2.94
核心消费品指数	22	73	84	92	40	39	3.65%	59	20	12	17	1.63
地产指数	20	43	41	41	7	7	8.01%	52	53	40	35	0.67
非核心消费品指数	30	57	72	85	72	67	7.95%	56	45	35	38	-0.69

名称	当前 forward PE	5年百分位	10年百分位	一年后EPS	当前EPS	增速	1年 forwardE PS增速百分位	3年 forwardE PS增速百分位	5年 forwardE PS增速百分位	指数年内涨跌幅
半导体及其设备	35.93	82	91	273.65	201.31	35.94%	69	64	78	37.42
媒体行业	25.22	76	80	78.49	75.06	4.56%	16	29	35	28.59
资本财货	29.96	98	99	56.50	48.75	15.88%	99	65	48	19.50
医药、生物技术与生命科学	19.58	77	89	79.94	77.40	3.28%	54	85	62	19.04
银行业	13.12	82	75	44.73	42.68	4.80%	95	99	83	18.84
公用事业	20.07	77	84	24.04	22.19	8.34%	57	86	91	15.72
科技、硬件与设备	30.64	92	96	172.87	159.57	8.34%	73	88	62	11.92
地产	32.35	11	11	4.62	4.07	13.52%	25	30	30	8.15
软件与服务	31.36	43	67	182.11	154.56	17.82%	95	95	77	5.96
食品饮料及烟草行业	18.08	34	26	48.49	46.51	4.26%	49	17	10	5.74
食品与必需消费品零售	33.10	94	97	30.94	29.95	3.30%	72	25	21	5.35
交通运输	16.49	32	59	61.85	63.04	-1.89%	61	72	51	5.26
电信服务	11.66	79	46	13.56	13.19	2.80%	21	67	56	5.14
能源	16.96	86	50	42.31	40.08	5.57%	100	70	48	3.83
多元化金融	21.21	76	88	72.23	67.48	7.04%	1	61	52	3.45
原材料	21.61	73	80	28.44	24.27	17.19%	97	99	65	2.94
保健设备与服务	20.13	73	80	99.52	94.37	5.45%	33	11	7	2.79
零售行业	27.88	6	21	231.98	212.47	9.18%	27	40	42	1.09
保险行业	12.59	5	33	64.00	63.47	0.84%	59	27	51	0.17
房地产	19.21	42	31	7.00	6.51	7.53%	52	35	30	0.13
汽车及配件行业	60.55	95	96	3.82	3.48	9.55%	55	28	31	0.08
消费者服务	23.79	24	51	83.54	78.22	6.81%	82	28	26	-1.75
商业与专业服务	26.70	12	48	25.24	23.58	7.03%	82	59	44	-6.26
家庭与个人用品	19.89	2	7	38.55	36.87	4.55%	30	29	24	-12.00
耐用消费品与服装	17.70	72	57	19.41	19.99	-2.89%	53	38	23	-12.13

资料来源：彭博，华鑫证券研究

小盘科技：抱团回落后的 高低切换，盈利回升，事件驱动

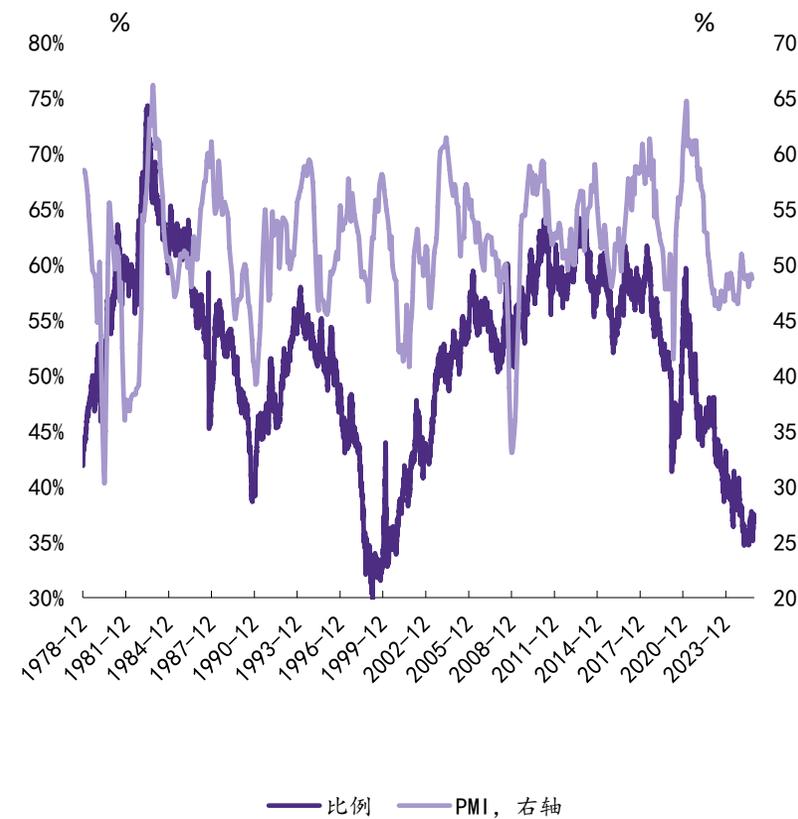
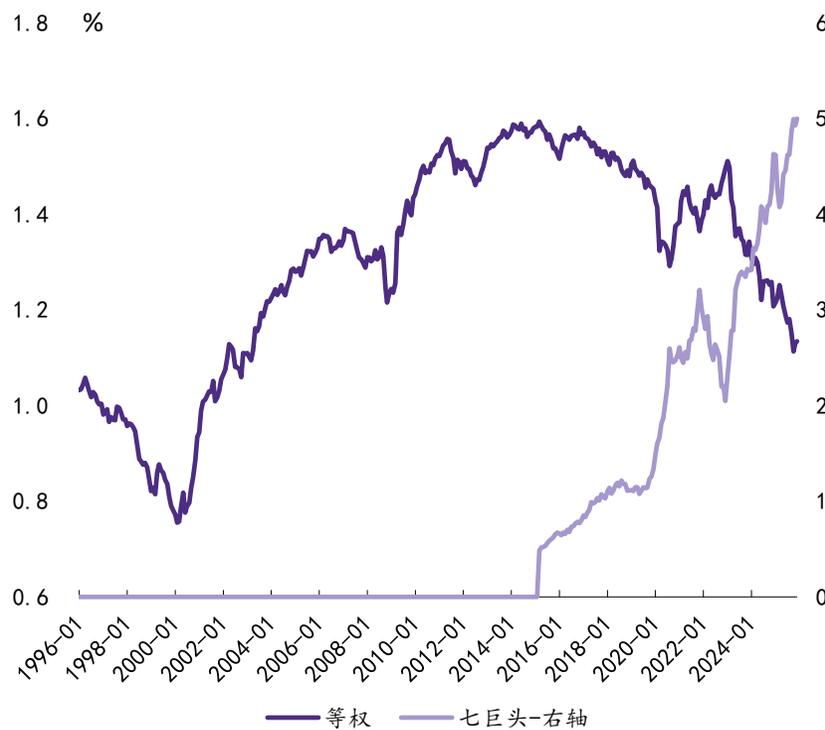
➢ 小盘科技在2026年迎来三重利好：一是大盘科技股抱团或出现回落，带动资金流向小盘科技；二是市场对于罗素2000指数的EPS展望提升，2026年预计超过标普，盈利的提升也会提振小盘股的表现；三是核电、量子、火箭等主题活跃，也会带来相应的小盘股表现。

市场预期2026年小盘业绩快速上升

大盘科技抱团或出现松懈，整体市场降权重

罗素相对标普的性价比已经打开

代码	当前 EPS	一年后 EPS	增速	1年 forward EPS 增速百分位	3年 forward EPS 增速百分位	5年 forward EPS 增速百分位	8年 forward EPS 增速百分位
罗素	61.2	94.1	53.84%	95	99	72	78
标普	266.5	299.8	12.47%	100	99	72	70
纳指	630.6	790.7	25.38%	20	46	47	56
道指	1958.1	2176.1	11.13%	82	63	45	47

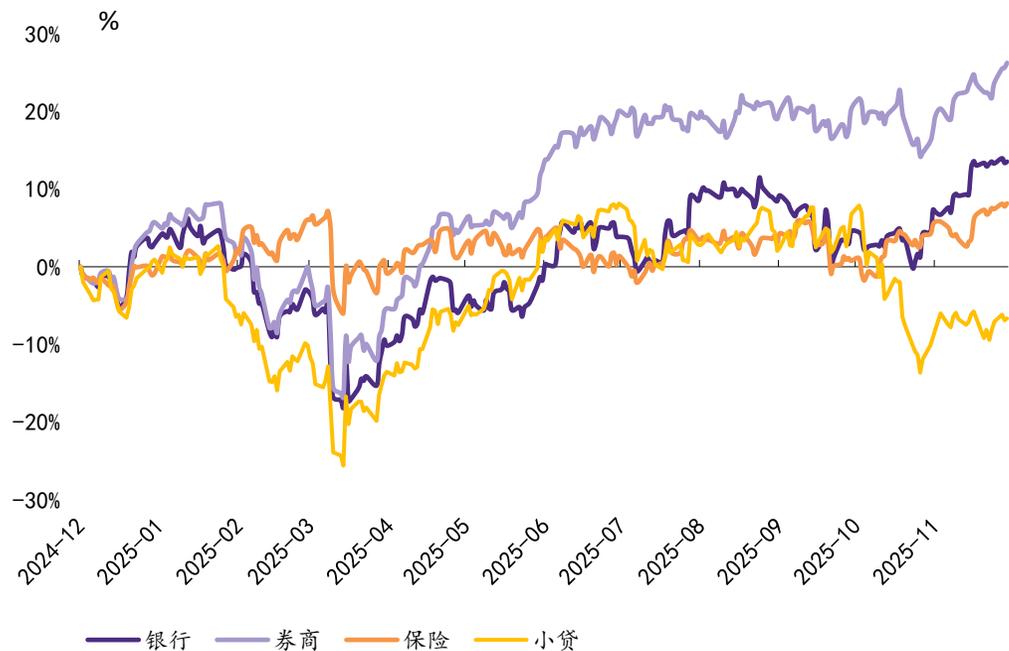


资料来源：wind资讯，彭博，华鑫证券研究

性价比交易：关注保健和金融

- ◆ 2025年美股金融行业中，券商>银行>保险>小贷，展望2026年，首先推荐券商（监管放松，收并购）和银行（BASEIII，降息）相关板块，其次是小贷（底层压力倒逼贷款，AI助力），最后是保险，在K型分化的背景下，保险面临的压力加大，性价比最低。
- ◆ 保健同样也有细分行业的分化，从推荐逻辑来看，生物科技的biotech和制药的性价比更好，均有降息助推，及收并购和新药研发的助力；医疗保险则是两端受挫，虽然2025年已有一定的安全垫和跌幅，但性价比较低。

银行和券商的确定性较强



制药和生物科技预计延续上行

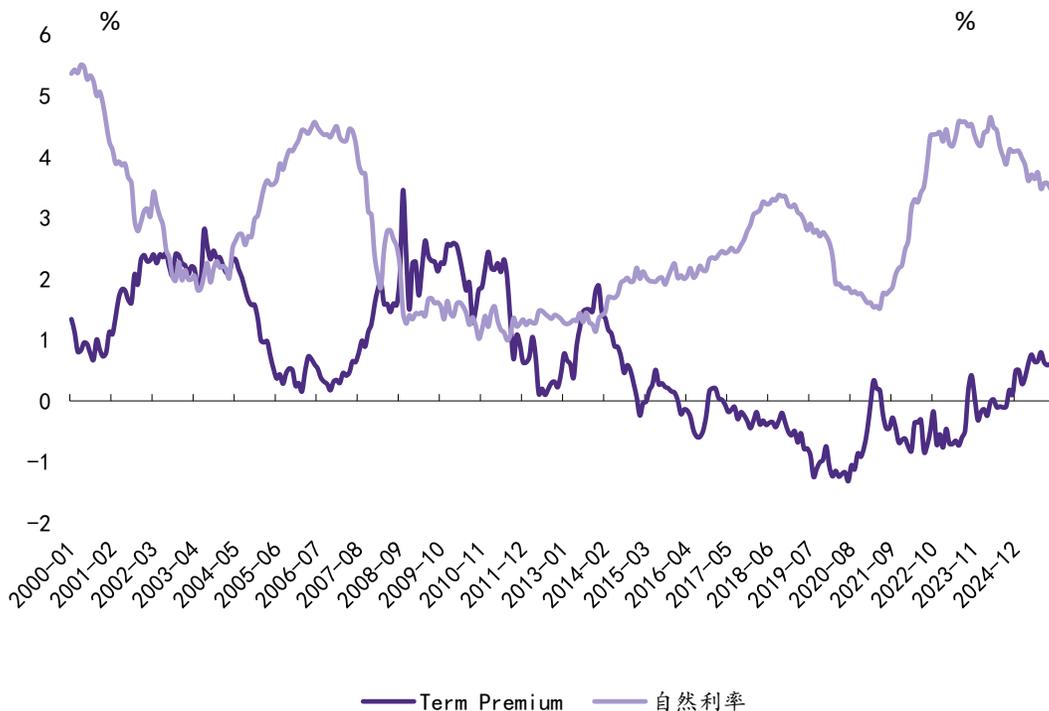


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

美债：短期看利率预期，长期看期限溢价

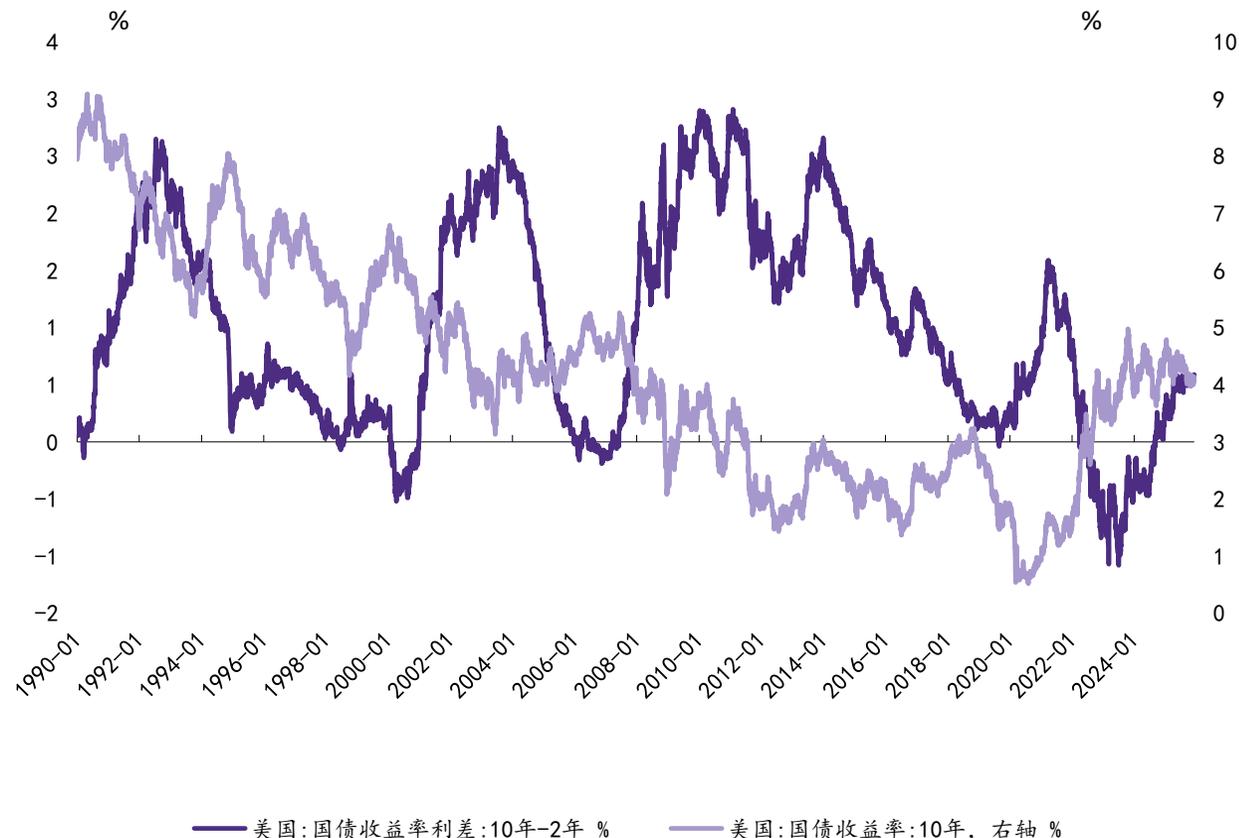
- ◆ 近些年美债利率呈现自然利率下行（降息预期）和期限溢价（美债信用）上行的组合。
- ◆ 2026年预计美国经济基准是软着陆，10年-2年美债利差有望出现震荡回落，带来美债投资策略的扭转，从2025年的卖长做短转向做长。

2024年以来美债保持溢价上行、降息预期升温的组合



资料来源：wind资讯,华鑫证券研究

2025年以来，10年-2年美债利差不断上行

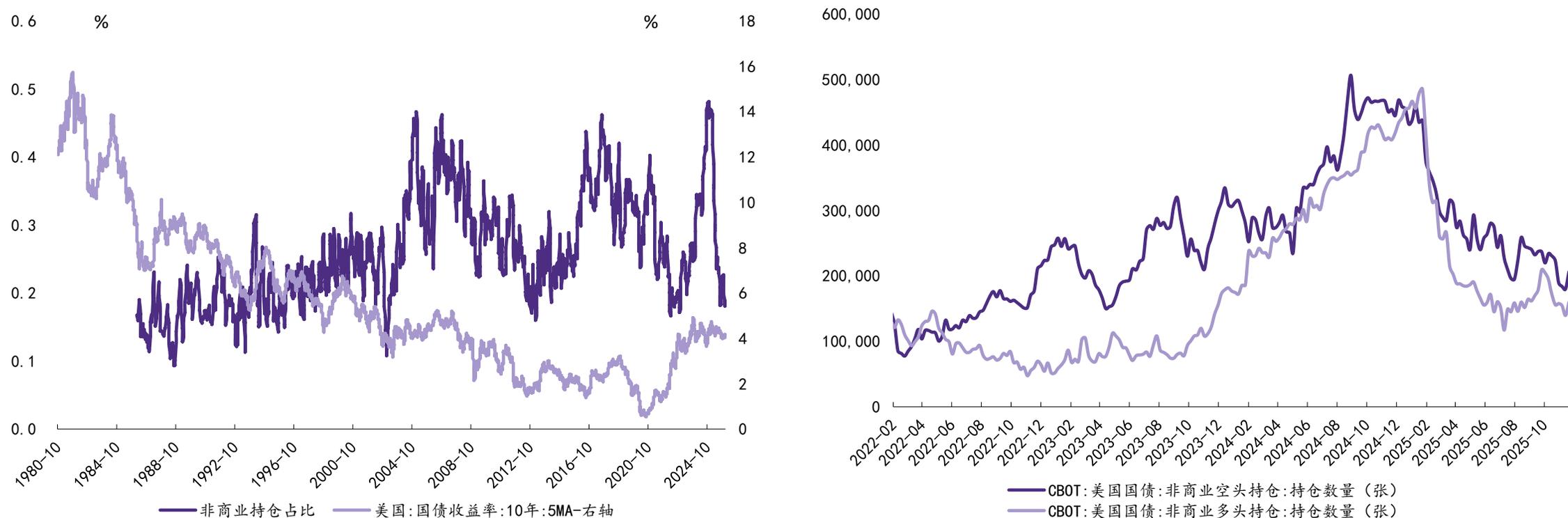


——美国：国债收益率利差：10年-2年 % ——美国：国债收益率：10年，右轴 %

多空仓位或重回上行，带动美债利率波动放大

- ◆ 2026年美债金融工具规模有望放大，一方面是整体流动性的宽裕支撑美债仓位放大，另一方面是等待软着陆摇摆到衰退担忧的一端时，降息叙事的重新建立会带来美债多空头的同步回归。
- ◆ 在美债利率震荡下行且有波动放大预期的背景下，美债策略更多推荐逢利率高位做多，即在波动的上沿去做多美债利率的回落。

美债非商业仓位持续回落

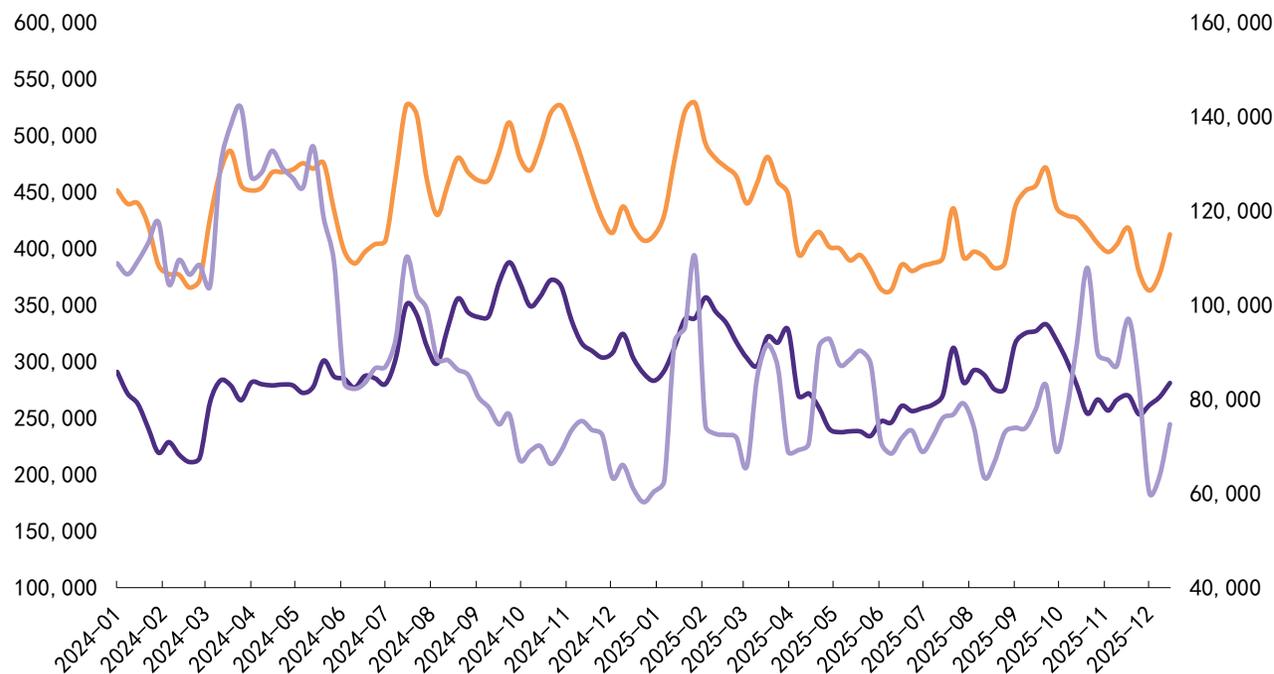


资料来源：wind资讯,华鑫证券研究

黄金：短期多头快速回补后警惕止盈，中长期延续看好

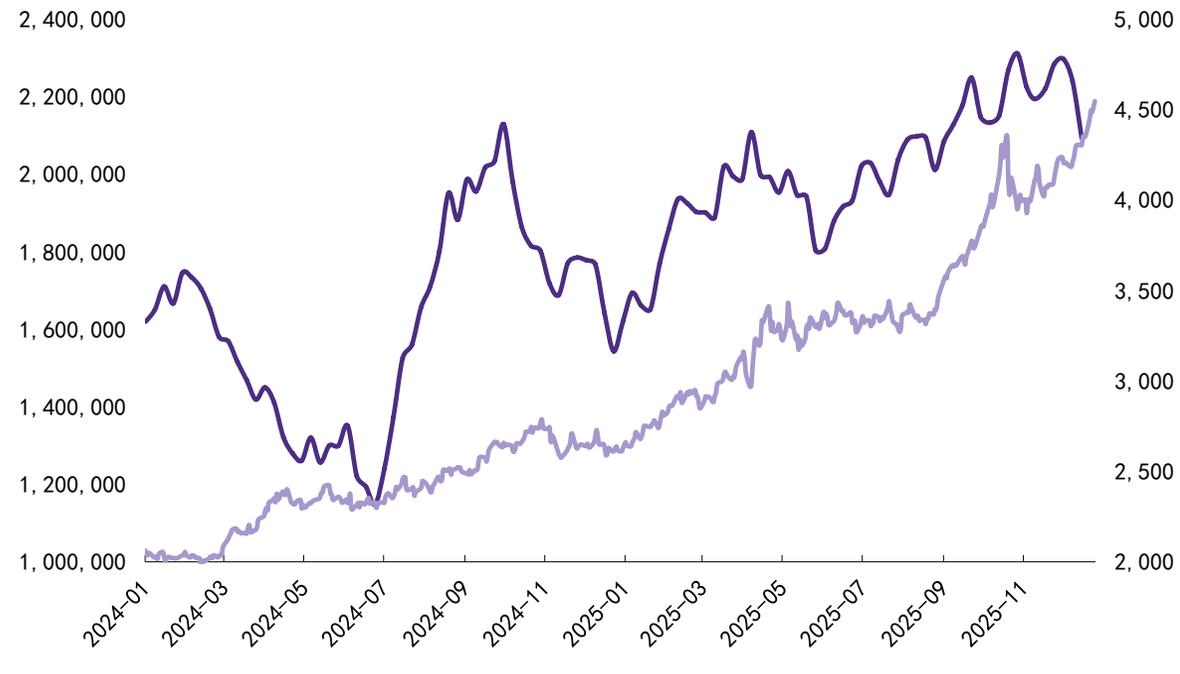
- ◆ 2025年年末黄金上涨突破，多头明显补仓是主要驱动力。
- ◆ 但从替代效应来看，本轮黄金行情并不是以其他资产下挫为代价，空美国资产的仓位也出现了回落。

年前期货多头持续回补带动金价表现



— COMEX:持仓数量:非商业多头持仓:黄金 张
— COMEX:持仓数量:商业多头持仓:黄金,右轴 张
— COMEX:持仓数量:报告头寸多头总持仓:黄金 张

空美国资产的仓位并未出现上行

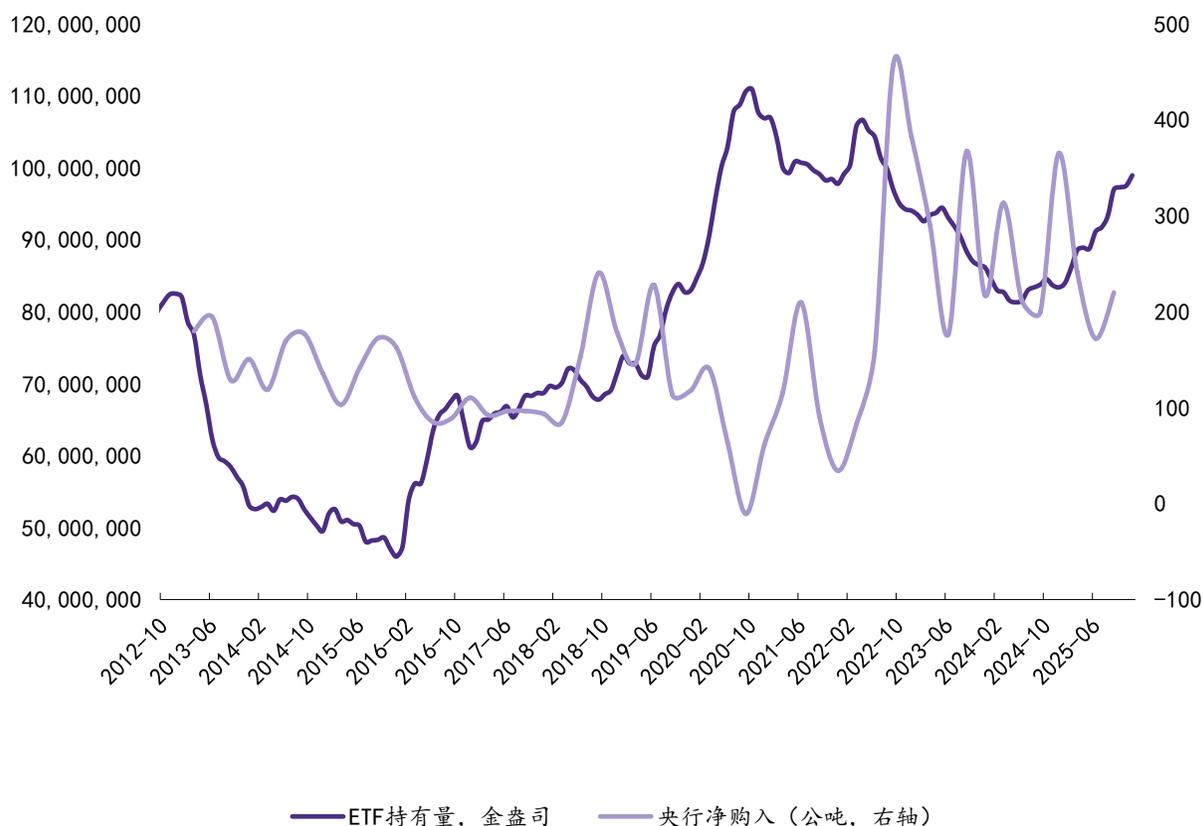


— 空美国资产 张
— 期货收盘价(连续):COMEX黄金,右轴 美元/盎司

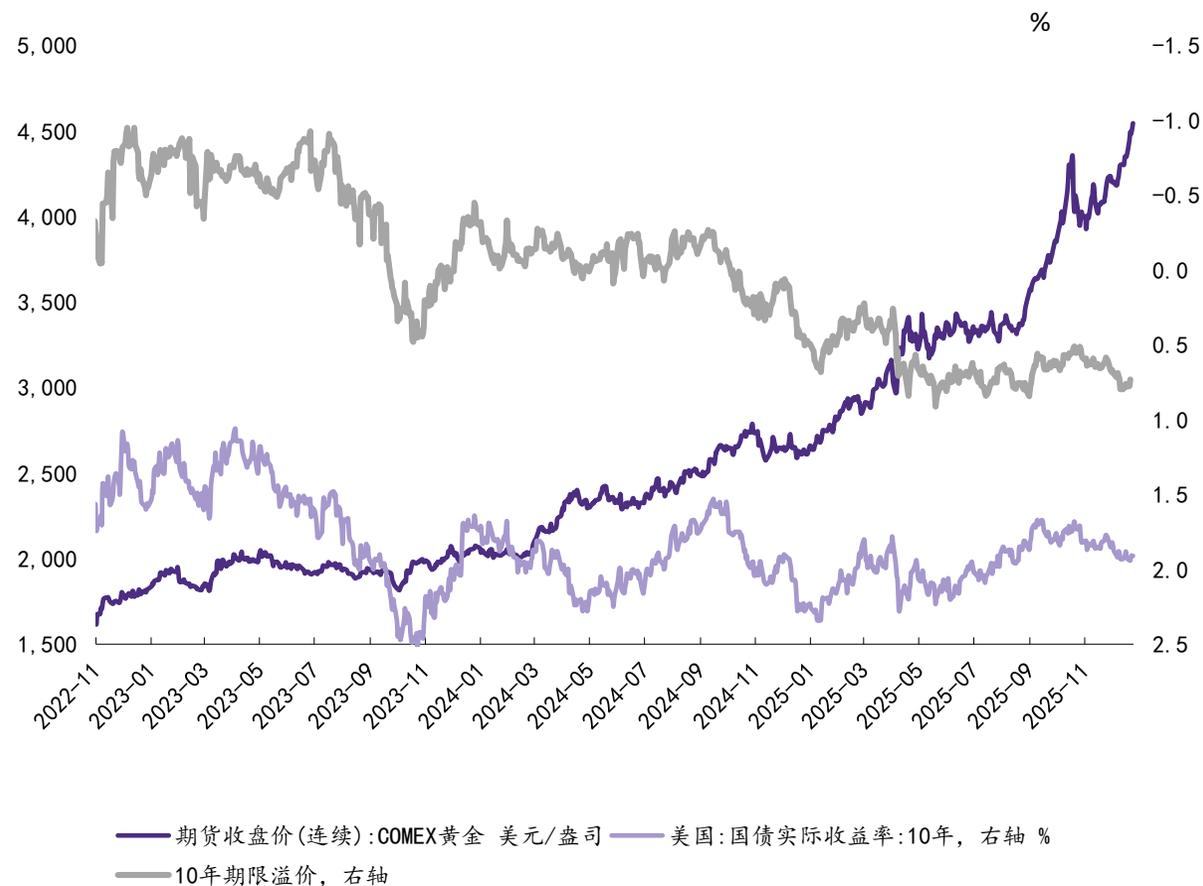
资料来源:wind资讯,华鑫证券研究

◆ 2026年黄金走势主要看两个因素：一是全球央行购金行为能否持续，美元信用替代带动非美央行持续增持黄金。二是重点利率的锚定效应，从实际利率和期限溢价的角度来看，期限溢价代表对于美元信用替代的交易端表现，实际利率则是隐含了对于通胀和利率的定价，实际利率和期限溢价共同上涨表明整体流动性紧张的情况仍存，相对强的经济+弱拍卖情况叠加后续鹰派降息预期，使得黄金短期追高的性价比有限，建议等待黄金和实际利率收敛之后的布局机会。

央行购金行为或维持在200吨以上的位置



目前实际利率和黄金走势相反



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

02 国内宏观： 经济韧性，物价回升，叙事优化

研究创造价值

2.1、政策基调：积极务实，为实现十五五良好开局，政策靠前发力

- ◆ 十五五规划建议强调经济合理增长、科技自立自强、扩大内需、新型能源、国家安全等。
- ◆ 作为十五五开局之年，预计2026年GDP目标为4.5%-5%，年底政治局和中央经济工作会议政策基调积极务实，国常会要求为实现良好开局政策靠前发力。
- ◆ 靠前发力政策组合：货币降准降息，财政广义支出加码，消费以旧换新补贴节奏，投资重大项目落地进度，产业对科技自立自强和新质生产力支持举措等。

十五五规划主要目标及政策基调

二十届四中全会《公报》五年规划主要目标	“十五五”规划《建议》相关内容
高质量发展取得显著成效	经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强，经济增长潜力得到充分释放，全国统一大市场建设纵深推进，超大规模市场优势持续显现，新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化取得重大进展，发展新质生产力、构建新发展格局、建设现代化经济体系取得重大突破。
科技自立自强水平大幅提高	国家创新体系整体效能显著提升，教育科技人才一体发展格局基本形成，基础研究和原始创新能力显著增强，重点领域关键核心技术快速突破，并跑领跑领域明显增多，科技创新和产业创新深度融合，创新驱动作用明显增强。
进一步全面深化改革取得新突破	国家治理体系和治理能力现代化深入推进，社会主义市场经济体制更加完善，高水平对外开放体制机制更加健全，全过程人民民主制度化、规范化、程序化水平进一步提高，社会主义法治国家建设达到更高水平。
社会文明程度明显提升	文化自信更加坚定，主流思想舆论不断巩固壮大，社会主义核心价值观广泛践行，全民族文化创新创造活力不断激发，人民精神文化生活更加丰富，中华民族凝聚力和中华文化影响力显著增强，国家软实力持续提高。
人民生活品质不断提高	高质量充分就业取得新进展，居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步，分配结构得到优化，中等收入群体持续扩大，社会保障制度更加优化更可持续，基本公共服务均等化水平明显提升。
美丽中国建设取得新的重大进展	绿色生产生活方式基本形成，碳达峰目标如期实现，清洁低碳安全高效的新型能源体系初步建成，主要污染物排放总量持续减少，生态系统多样性稳定性持续性不断提升。
国家安全屏障更加巩固	国家安全体系和能力进一步加强，重点领域风险得到有效防范化解，社会治理和公共安全治理水平明显提高，建军一百年奋斗目标如期实现，更高水平平安中国建设扎实推进。
	到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

2026年政策展望一览

政策方向	2026年政策展望
宽货币	预计降准降息各1-2次；2025年降准降息各1次；结构性货币政策工具更值得关注；2025年结构性货币政策工具利率下调25BP，增加支农支小再贷款3000亿和科技创新、技术改造再贷款300亿；新设5000亿服务消费与养老再贷款，并投放5000亿新型政策性金融工具。
宽财政	预计赤字率4%左右，新增专项债4.8万亿，特别国债1.5万亿左右；2025年赤字率4%，新增专项债4.4万亿，特别国债1.8万亿。
促消费	预计以旧换新补贴规模与2025年持平，为3000亿左右，但品类会有扩容。另外重点关注对新型消费、服务消费等支持力度。
扩基建	预计两重建设提速，关注重大项目建设进度
强产业	关注8大重点产业（矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等）+4大战略性新兴产业（新能源、新材料、航空航天、低空经济等）+6大未来产业（量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信）支持举措

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

政治局会议定调：偏积极，扩大内需，优化供给，做优增量、盘活存量

- ◆ 基调偏积极，财政比货币增量更值得期待。但重提跨周期，短期难有超常规举措，更多是盘活存量，做优增量主要是应对突发情况。
- ◆ 扩大内需主要是消费和民生（要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事）。
- ◆ 优化供给主要是科技和反内卷（坚持创新驱动，“加紧”培育壮大新动能；因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设）。

2025年12月政治局会议要点对比

	2025年12月 稳中求进	2025年7月 稳中求进	2024年12月 稳中求进、以进促稳
总体定调			
形势判断	过去5年， 我们有效应对各种冲击挑战 ，我国经济、科技、国防等硬实力和 文化、制度、外交等软实力 明显提升，“十四五”即将圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。	当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要 正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国 经济实力、科技实力、综合国力 持续增强。 新质生产力稳步发展 ，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力， 全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
总体要求	完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持稳中求进工作总基调， 更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性， 着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
宏观政策	实施更加积极有为的宏观政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。	加紧实施更加积极有为的宏观政策	实施更加积极有为的宏观政策
货币政策	继续实施适度宽松的货币政策	要 落实落细适度宽松的货币政策，货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，全力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。	实施 适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱，加强 超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的 前瞻性、针对性、有效性
财政政策	继续实施更加积极的财政政策	要 落实落细更加积极的财政政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线	实施更加积极的财政政策
产业政策	坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能	加快培育具有国际竞争力的 新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合 。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。 依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为，激发各类经营主体活力。	要以 科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效
地产政策	-	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力
扩内需	要坚持内需主导，建设强大国内市场	要 有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求
资本市场	-	增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力
保民生	坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；做好岁末年初重要民生商品保供工作，关心困难群众生产生活，解决好拖欠企业账款和农民工工资问题，兜牢民生底线。	要 扎实做好民生保障工作。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。落实好惠民政策，健全分层分类社会救助体系。夯实“三农”基础，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平。巩固拓展脱贫攻坚成果，确保不发生规模性返贫致贫。	要 持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。
防风险	坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。	要 持续防范化解重点领域风险。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。强安全生产和食品安全监管，全力做好防汛应急抢险救灾，保障迎峰度夏期间能源电力供应。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线
稳外资稳外贸	坚持对外开放，推动多领域合作共赢	扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。帮助受冲击较大的外贸企业，强化融资支持，促进内外贸一体化发展。优化出口退税政策，高水平建设自贸试验区等开放平台。	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

中央经济工作会议定调：提质增效，聚焦四大关键任务

◆ **总体定调：回归常态，基准情形下难有超常规刺激。**整体基调延续“稳中有进”的表述，“以进促稳”替换为“提质增效”，从增量扩张转为存量提质增效，突出高质量发展。

◆ **四大关键任务：扩大内需**（优化两重两新+服务消费+投资止跌回稳+高质量城市更新）、**科技创新**（深化拓展人工智能+，新一轮重点产业链高质量发展行动）、**反内卷**（加快统一大市场建设、优化市场竞争秩序、加强重点行业产能治理、规范地方招商引资行为）、**能源转型**（能源强国，新型能源、绿电应用、碳排放权交易市场建设、固废治理等）。

2025年12月中央经济工作会议要点对比

	2025年	2024年
总体定调	稳中求进、提质增效	稳中求进、以进促稳
总体要求	要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。	明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。
宏观政策	要增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济政策和非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。 健全预期管理机制，提振社会信心。	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展。稳住楼市、股市，防范化解重点领域风险和外部冲击；要打好政策组合拳加强财政、货币、就业、产业、区域贸易、环保监管等政策和改革开放举措的协调配合，完善部门间有效沟通协商反馈机制，把经济政策和非经济政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，提高政策整体效能。
货币政策	要继续实施适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加大对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	要实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
财政政策	要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。重视解决地方财政困难，兜牢基层“三保”底线。严肃财经纪律，坚持党政机关过紧日子。	要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。
重点工作	一是坚持内需主导，建设强大国内市场 二是坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能 三是坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力 四是坚持对外开放，推动多领域合作共赢 五是坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动 六是坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型 七是坚持民生为大，努力为人民群众多办实事 八是坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险	一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系 三是发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效 四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 五是有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线 六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展 七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力 八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型 九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感
扩大内需	深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。扩大优质商品和服务供给。优化“两新”政策实施。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力。推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施“两重”项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，有效激发民间投资活力。高质量推进城市更新。	实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加大扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。
科技创新	制定一体推进教育科技人才发展方案。建设北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心。强化企业创新主体地位，完善新兴领域知识产权保护制度。制定服务业扩能提质行动方案。实施新一轮重点产业链高质量发展行动。深化拓展“人工智能+”，完善人工智能治理。创新科技金融服务。	加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。开展人工智能+行动，培育未来产业，加强国家战略科技力量建设，健全多层次金融服务体系，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。综合整治内卷式竞争，规范地方政府和企业行为，积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业
经济体制改革	制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。制定和实施进一步深化国资国企改革方案，完善民营经济促进法配套法规政策。加紧清理拖欠企业账款。推动平台企业和平台内经营者、劳动者共赢发展。拓展要素市场化改革试点。健全地方税体系。深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革。	高质量完成国有企业改革深化提升行动，出台民营经济促进法，开展规范涉企执法专项行动。制定全国统一大市场建设指引。加强监管，促进平台经济健康发展。统筹推进财税体制改革，增加地方自主财力。深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。
对外开放	稳步推进制度型开放，有序扩大服务领域自主开放，优化自由贸易试验区布局范围，扎实推进海南自由贸易港建设。推进贸易投资一体化、内外贸一体化发展。鼓励支持服务出口，积极发展数字贸易、绿色贸易。深化外商投资促进体制机制改革。完善海外综合服务体系。推动共建“一带一路”高质量发展。推动商签更多区域和双边贸易投资协定。	有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。推动高质量共建“一带一路”走深走实，完善海外综合服务体系。
绿色转型	深入推进重点行业节能降碳改造。制定能源强国建设规划纲要，加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。加强全国碳排放权交易市场建设。实施固体废物综合治理行动，深入打好蓝天、碧水、净土保卫战，强化新污染物治理。扎实推进“三北”工程攻坚战，实施自然保护地整合优化。加强气象监测预报预警体系建设，加强补齐北方地区防洪排涝抗灾基础设施短板，提高应对极端天气能力。	进一步深化生态文明体制改革。营造绿色低碳产业健康发展生态，培育绿色建筑等新增长点。推动“三北”工程标志性战役取得重要成果，加快“沙戈荒”新能源基地建设。建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度。持续深入推进蓝天、碧水、净土保卫战。制定固体废物综合治理行动计划。实施生物多样性保护重大工程。加强自然灾害防治体系建设。
房地产	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。加快构建房地产发展新模式。	持续用力推动房地产市场止跌回稳，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。
保民生	实施稳岗扩容提质行动，稳定高校毕业生、农民工等重点群体就业，鼓励支持灵活就业人员、新业态形态人员参加工伤保险。推进教育资源布局结构调整，增加普通高中学位供给和优质高校本科招生。优化药品集中采购，深化医保支付方式改革。实施康复护理扩容提升工程，推行长期护理保险制度，加强对困难群体的关爱帮扶。倡导积极婚育观，努力稳定新出生人口规模。扎实做好安全生产、防灾减灾救灾、食品药品安全等工作。	实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，加强灵活就业和新业态形态劳动者权益保障。落实好产业就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫。实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。坚持和发展新时代“枫桥经验”，加强公共安全系统治理。
防风险	积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。	要求要做好岁末年初民生保障和安全稳定各项工作，深入排查化解各类矛盾纠纷和风险隐患，确保社会大局稳定有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。

资料来源：新华社，华鑫证券研究

中央经济工作会议的重点任务对来年A股投资主线的指引

◆ 历年12月中央经济工作会议不仅会基于当前形势研判，为来年的政策定调，部署重点经济工作；而且可通过重点领域部署，为来年A股投资主线提供指引。

2025年12月中央经济工作会议的投资主线梳理

年份	重点工作	主要抓手	来年A股领涨行业TOP5
2025年	一是坚持 内需主导 ，建设强大国内市场 二是坚持 创新驱动 ，加紧培育壮大新动能 三是坚持改革攻坚，增强 高质量发展 动力活力 四是坚持对外开放，推动多领域合作共赢 五是坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动 六是坚持“双碳”引领，推动全面 绿色转型 七是坚持民生为大，努力为人民群众多办实事 八是坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险	内需 （内需主导，扩大优质商品和服务供给。优化“两新”政策实施，优化实施“两重”项目）； 创新 （实施新一轮重点产业链高质量发展行动。深化拓展“人工智能+”）； 反内卷 （深入整治“内卷式”竞争）； 绿色转型 （能源强国，加快新型能源体系建设）	
2024年	一是大力 提振消费、提高投资效益 ，全方位扩大国内需求 二是以 科技创新引领新质生产力发展 ，建设现代化产业体系 三是发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效 四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 五是有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线 六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展 七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力 八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型 九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感	内需 （加力扩国实施“两新”政策）； 科技创新 （开展“人工智能+”行动，培育未来产业）； 综合整治“内卷式”竞争	有色 (82.23%) 通信 (80.06%) 综合 (41.26%) 电子 (41.11%) 电力设备 (37.60%)
2023年	1、以 科技创新 引领现代化产业体系建设。发展 数字经济 ，加快推动 人工智能 发展。 2、着力 扩大国内需求 。 3、深化重点领域改革。 4、扩大高水平对外开放。加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘。 5、持续有效防范化解重点领域风险。 6、坚持不懈抓好“三农”工作。 7、推动城乡融合、区域协调发展。 8、深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 9、切实保障和改善民生。	人工智能、数字经济、扩大内需 （推动大规模设备更新和消费品以旧换新）	银行 (34.39%) 非银 (30.17%) 通信 (28.82%) 家电 (25.44%) 电子 (18.52%)
2022年	1、 着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。 要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程， 加强区域间基础设施联通 。 2、加快建设现代化产业体系， 提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力 。 3、切实落实“两个毫不动摇”。 4、更大力度吸引和利用外资。要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。 5、有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展。	住房改善、新能源汽车、养老服务； 新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子 计算等；数字经济	通信 (25.75%) 传媒 (16.79%) 计算机 (8.97%) 电子 (7.25%) 石油石化 (4.32%)
2021年	一是宏观政策要稳健有效。实施好 扩大内需 战略。 二是微观政策要持续激发市场主体活力。 三是结构政策要着力畅通国民经济循环。要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目， 激发涌现一大批“专精特新”企业 。 四是科技政策要扎实落地。要 实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划 。 五是改革开放政策要激活发展动力。 稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革 。 六是区域政策要增强发展的平衡性协调性。 七是社会政策要兜住兜牢民生底线。	适度超前开展基础设施投资； 激发涌现一大批“专精特新”企业；	煤炭 (10.95%) 综合 (10.57%) 社服 (-2.23%) 交运 (-3.41%) 美护 (-6.74%)

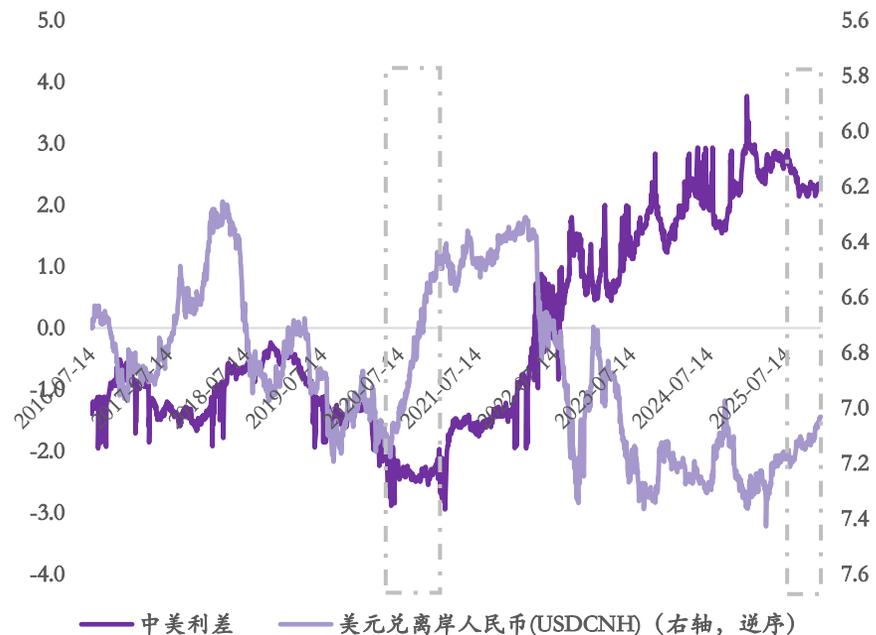
资料来源：wind资讯，中国政府网，华鑫证券研究

2.1.1、货币政策：外部联储降息重启，内部实际利率偏高，降准降息空间仍存

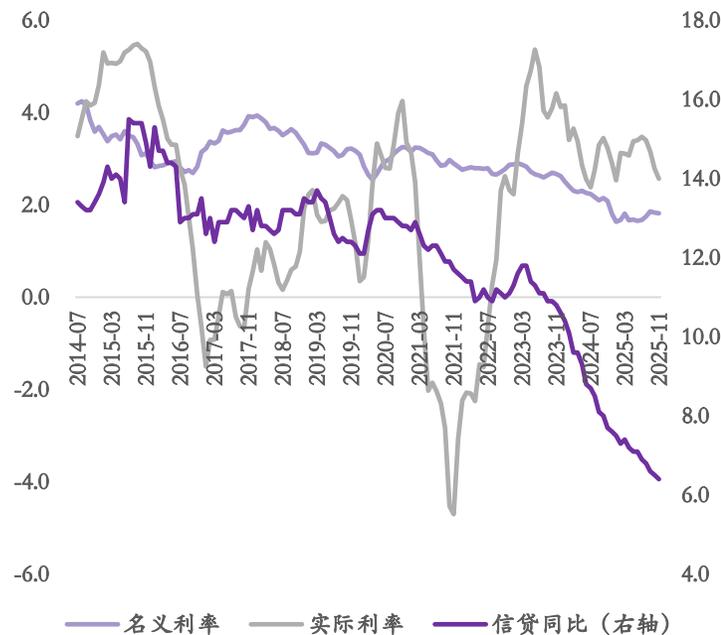
◆ 货币政策延续宽松：

➢ 总量政策：外有联储延续降息，内有信贷需求疲软，实际利率偏高，降准降息仍有必要。

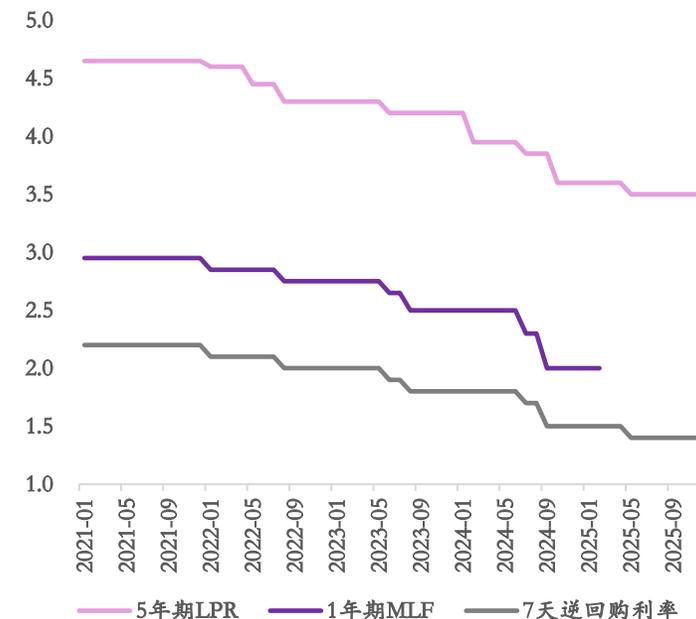
中美利差收窄，人民币汇率偏强



实际利率偏高，信贷增速回落



2026年降准降息仍有空间

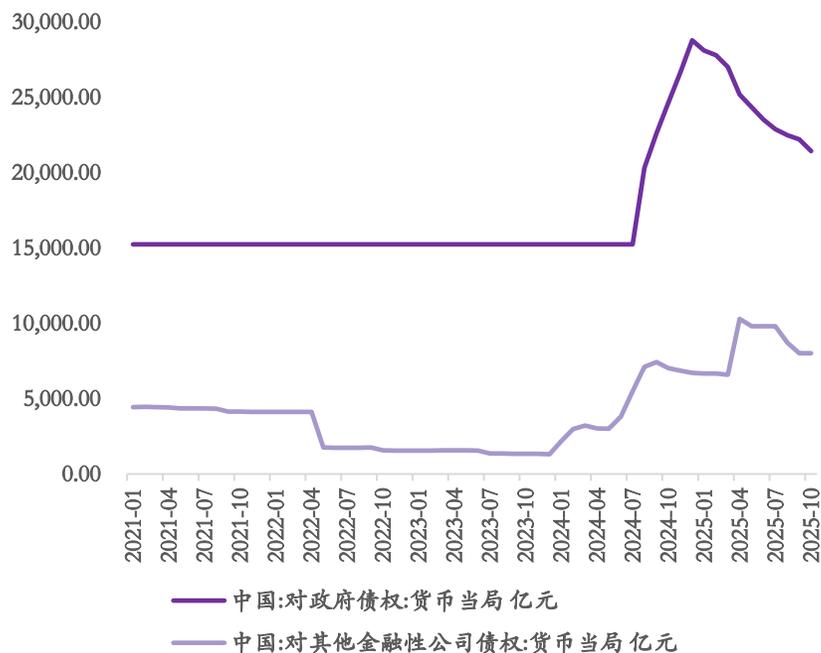


结构性工具更值得期待，精准助力做好金融“五篇大文章”

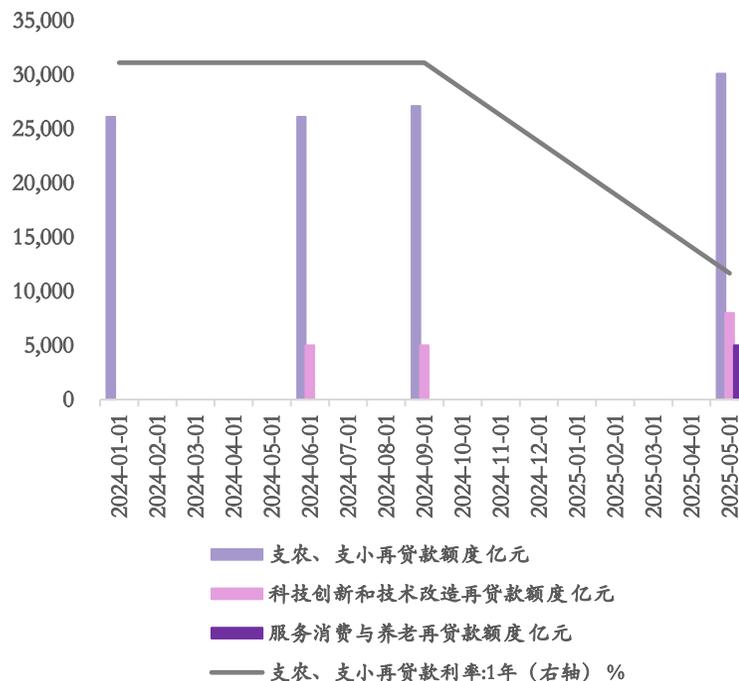
◆ 货币政策延续宽松：

- 结构工具：为后续货币政策重点，配合经济结构转型和高质量发展精准发力。
- 金融“五篇大文章”：科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加快建设金融强国，突出支持科技创新、提振消费等主线。

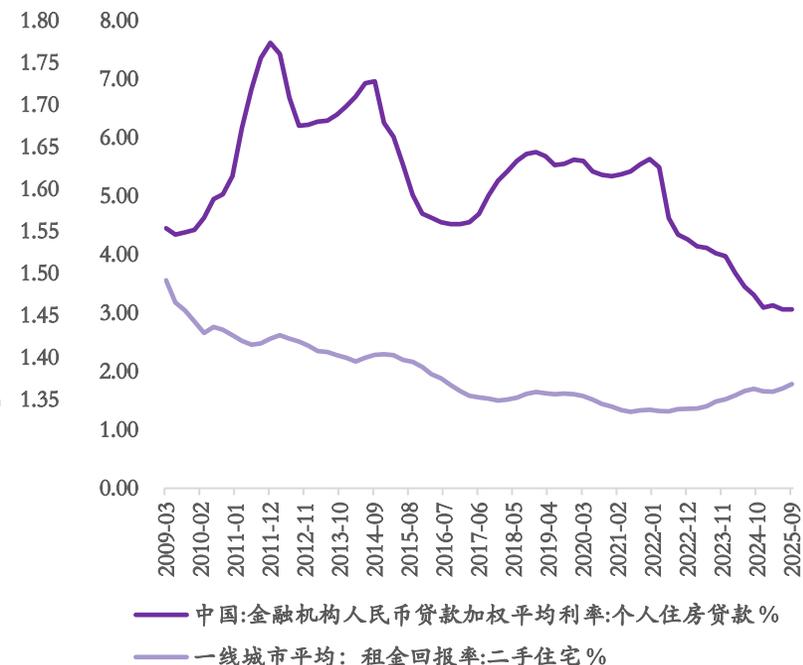
结构性货币工具为发力重心



结构性政策工具有望延续量增价减



房贷利率仍有调降空间



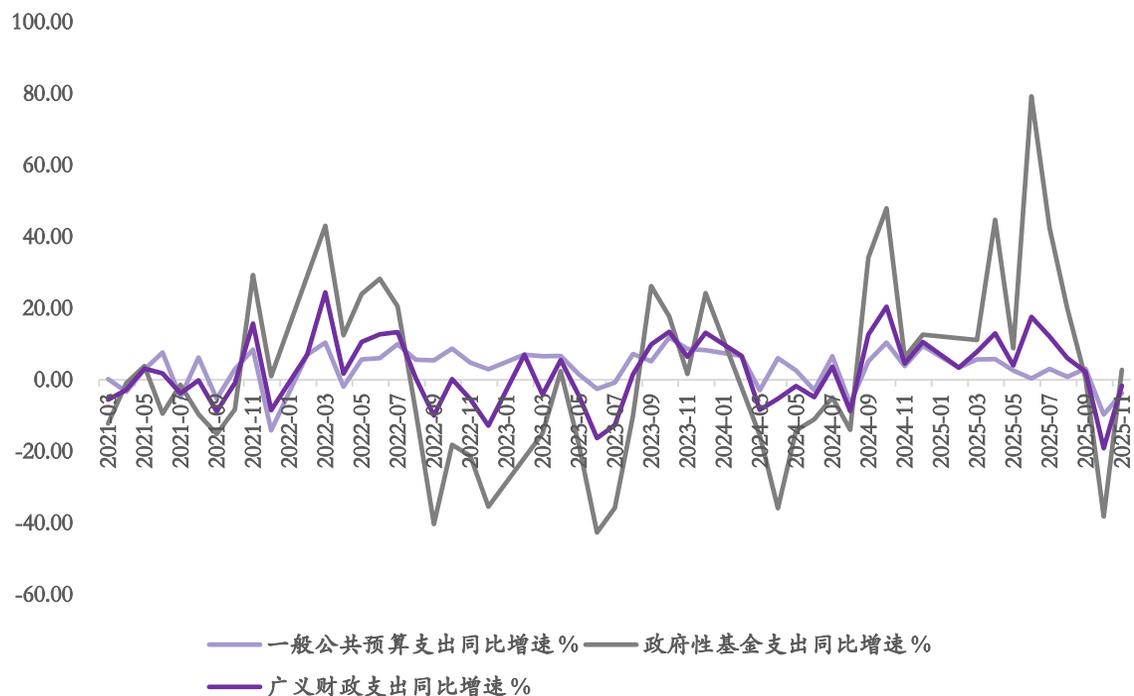
资料来源：wind资讯，中国政府网，华鑫证券研究

2.1.2、财政政策：前置发力，广义财政支出同比有提速空间

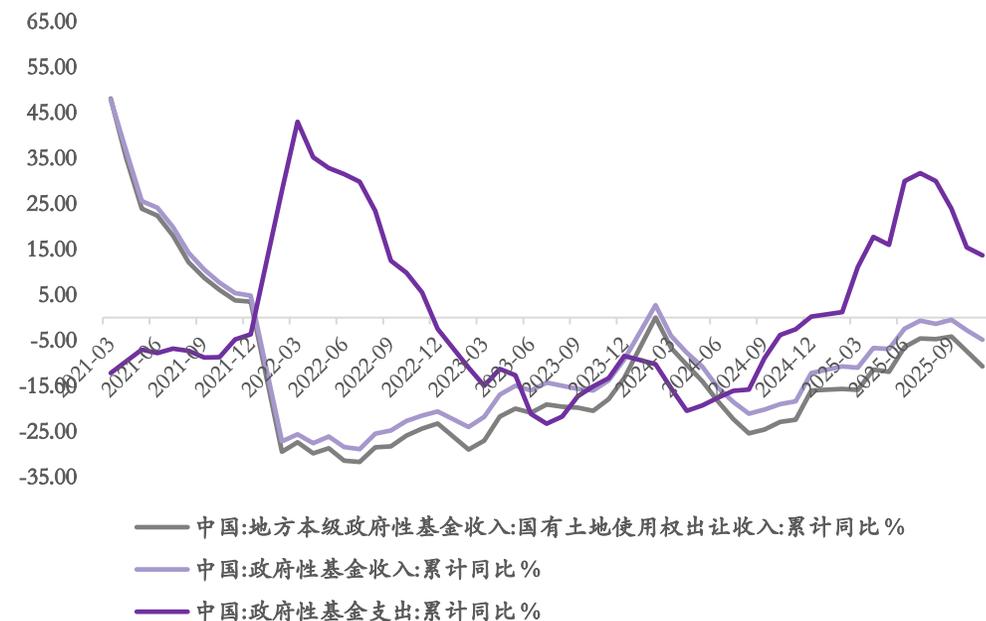
◆ 财政政策延续扩张：

- 财政力度：预计赤字率4%左右，新增专项债4.8万亿，特别国债2万亿左右。重点关注广义财政支出同比增速。
- 结构拆解：土地出让金依旧低迷，土地财政拖累政府性基金收支缺口待弥补。

政府性基金支出加大广义财政支出波动



土地财政拖累政府性基金收支缺口待弥补

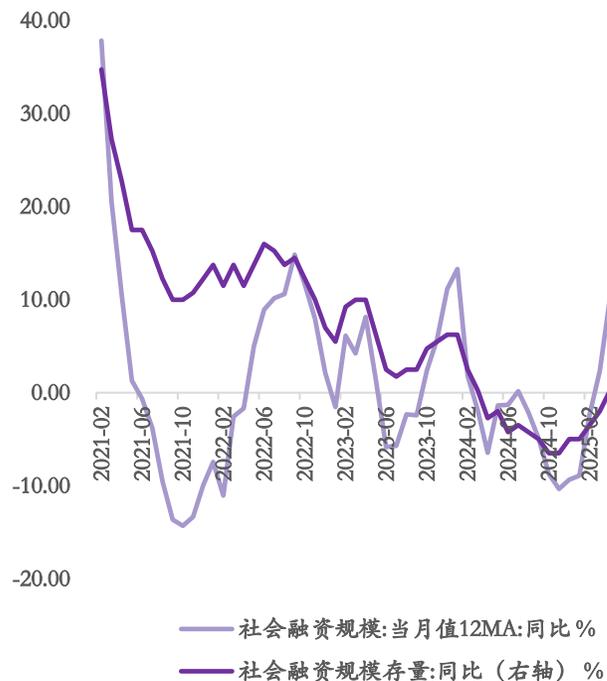


2.2、金融周期：社融震荡，政府债券支撑；信贷偏缓，企业稍好于居民

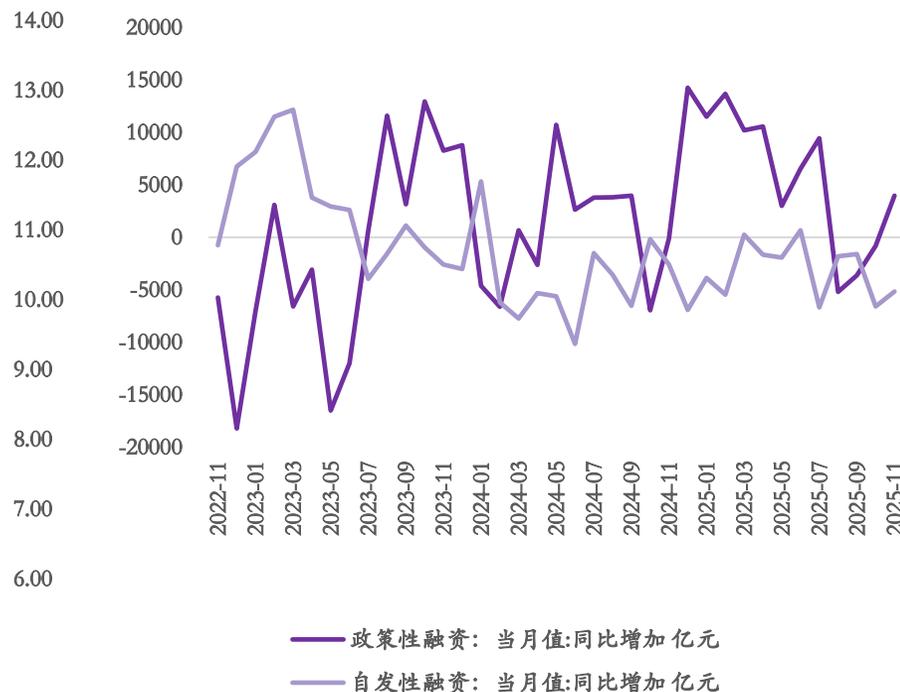
◆ **社融高位震荡**：社融当月12MA同比高位震荡，社融存量增速震荡回落，政府部门加杠杆是主要支撑，自发性融资依旧偏弱。

◆ **信贷偏缓**：居民端的短贷和中长期延续回落，主要是受消费和地产拖累；企业中长贷也有下行，等待化债减弱和反内卷成效显著后的企业加杠杆能力修复。

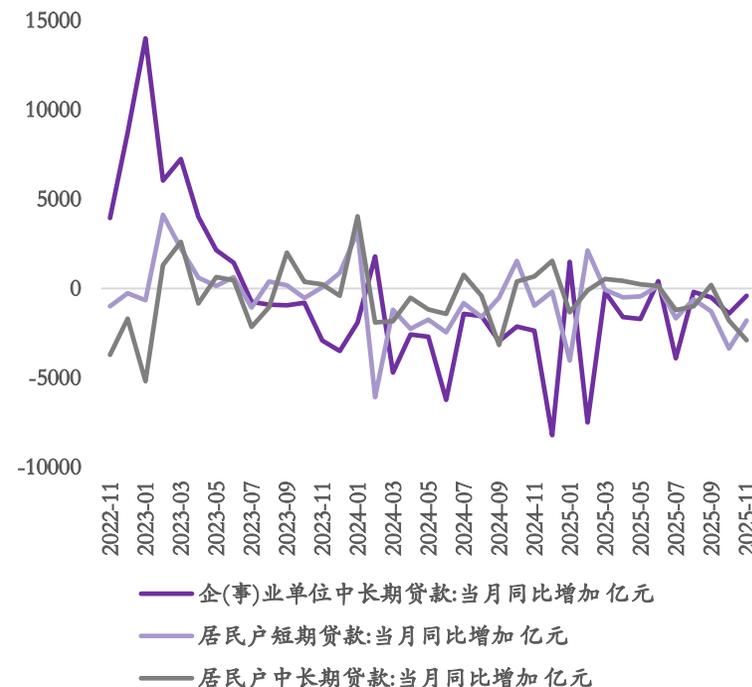
社融存量增速震荡回落



政策性融资支撑，自发性融资偏弱



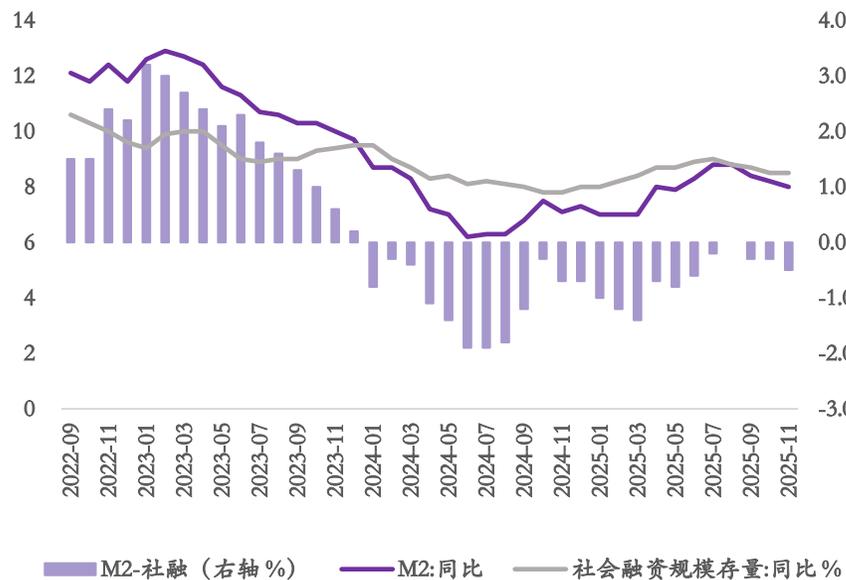
信贷偏缓，居民延续去杠杆



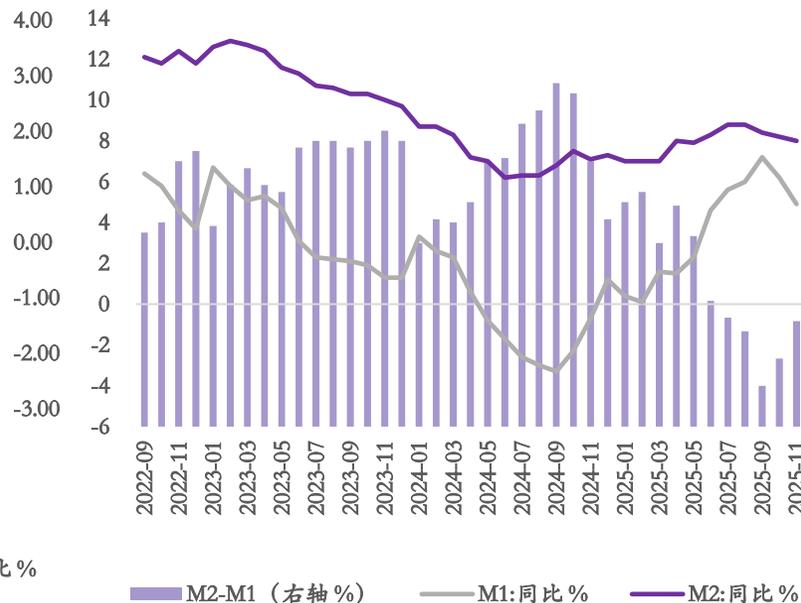
资金活化：M2虽有回落，但M2-M1剪刀差收窄，居民定存集中到期

- ◆ **增量货币供应放缓**：与2025年的单边上行不同，2026年结合财政投放节奏和反内卷推行，预计M2震荡回落，增量货币供应放缓。
- ◆ **存量资金活化**：M2-社融存量同比和M2-M1剪刀差收窄，剩余流动性改善，资金活化程度提高。加上2026年居民定存集中到期，释放的存量资金搬家入市值得期待。

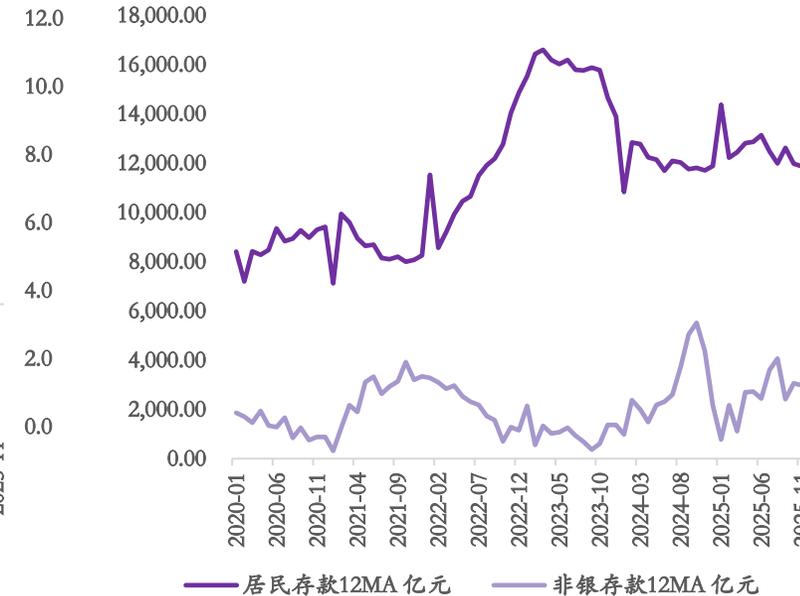
M2震荡下行，但剩余流动性有望改善



M2-M1剪刀差收窄，资金活化程度提高



居民存款集中到期，存盘资金待盘活



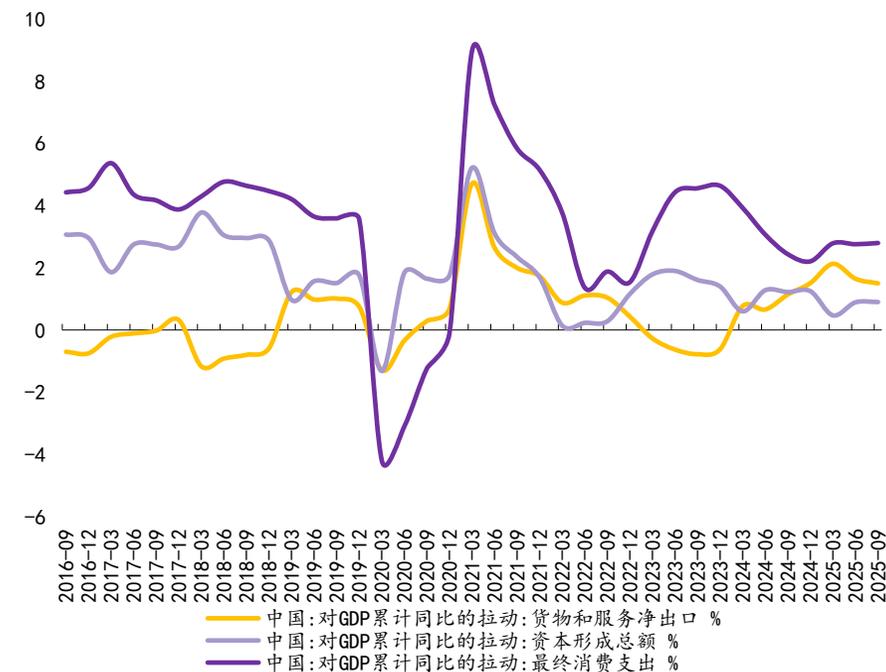
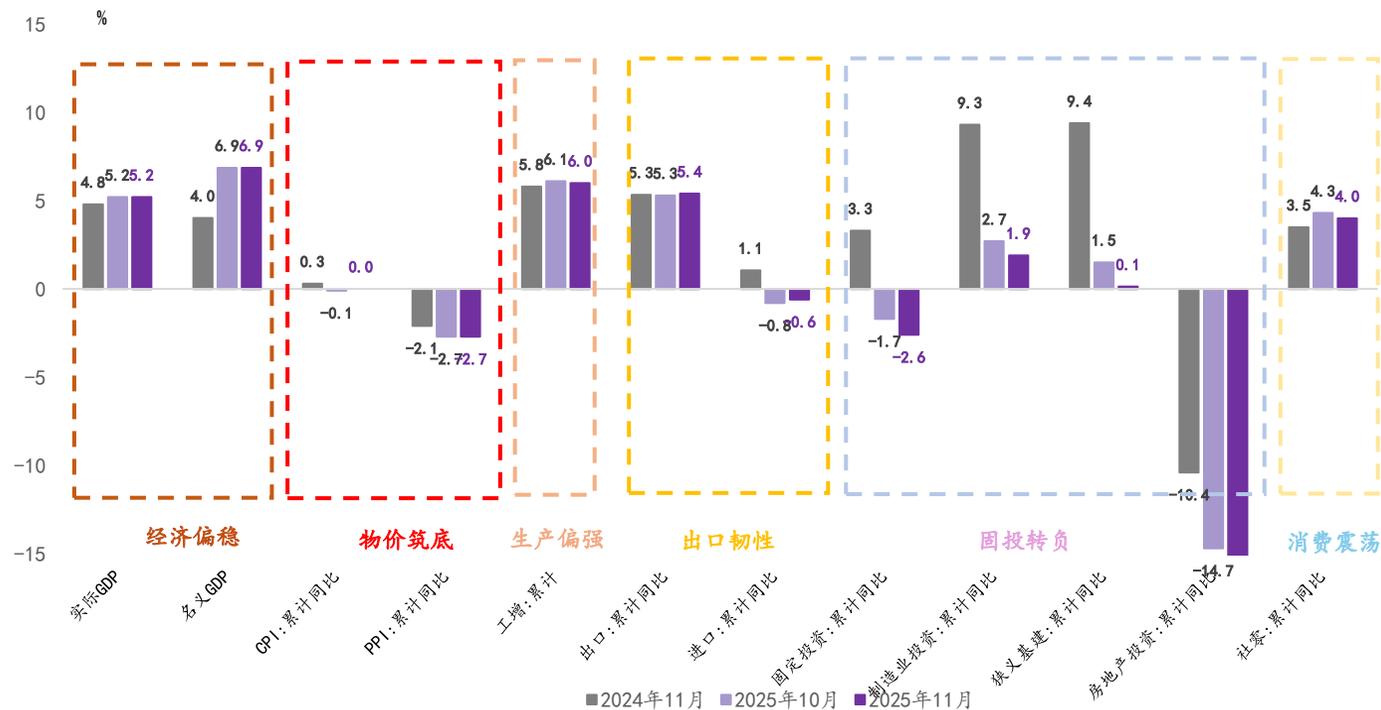
2.3、经济周期：总量偏稳，供强需弱，出口韧性，物价修复

◆ 2025年国内经济特征：

- **经济偏稳**：得益于外需韧性和以旧换新提振消费，2025年经济整体偏稳。但在关税和反内卷的影响下，下半年边际走弱。
- **供强需弱**：生产端偏强，出口有韧性，但消费偏震荡，固投转负，主要是地产延续探底、基建和制造业回落，固投延续两个月负增。
- **出口韧性**：虽有关税冲击，出口韧性犹存，主要是出口产品结构优化和非美市场需求支撑。
- **物价修复**：由于扩内需和反内卷成效显著，部分行业供需关系改善，核心CPI同比涨幅连续6个月扩大，PPI环比年内首次上涨，同比降幅连续3个月收窄。

当前国内经济总量偏稳，内外不均，物价修复

出口和消费是2025年GDP的主要拉动项

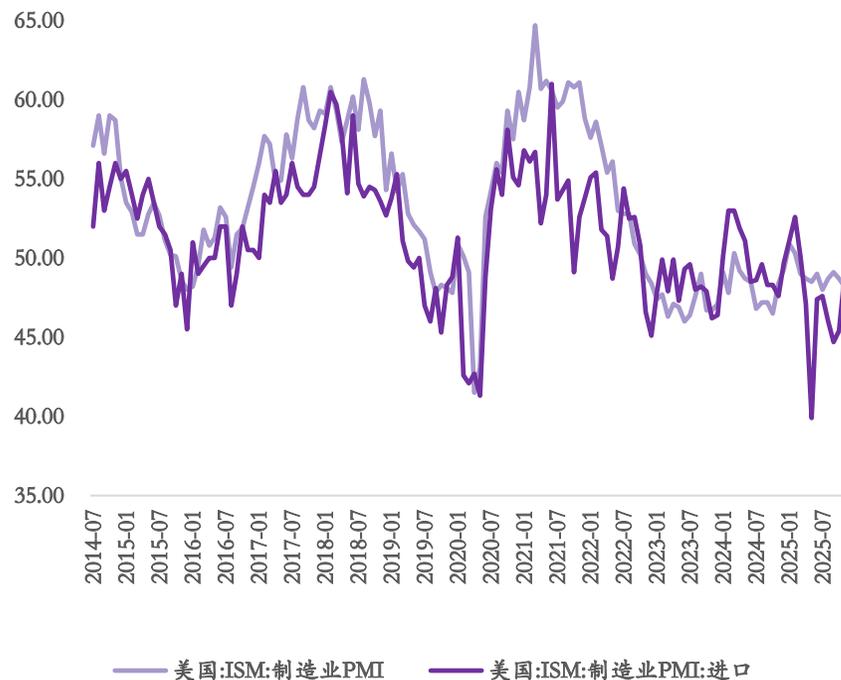


2.3.1、出口韧性：美国关税扰动减弱，非美地区增量，出海产品优势

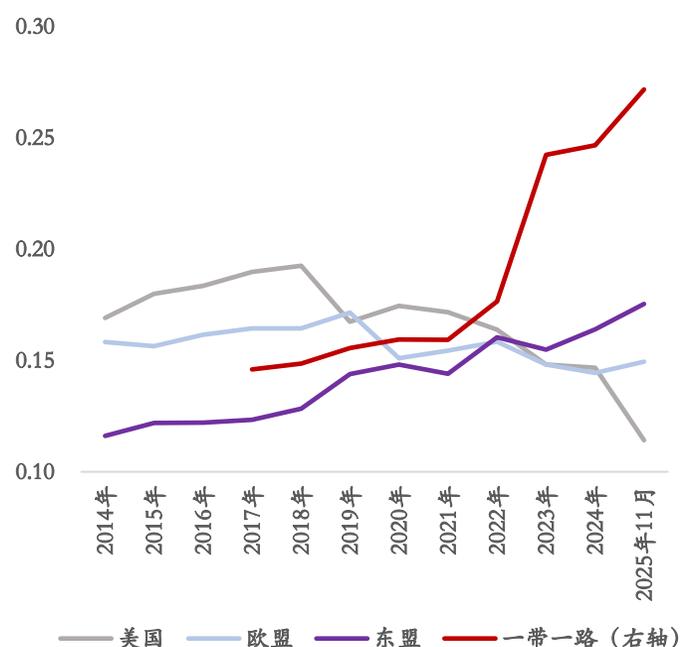
◆ 2026年出口韧性可期：

- **关税扰动减弱：**中美会晤后，24%“反制关税”暂停一年，针对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为、政策和做法的301条款调查豁免期限，延长至2026年11月10日，中美出口压力缓和。加上美国制造业PMI中的进口指标连续2个月回升。
- **非美地区增量：**非美地区如一带一路、东盟、欧盟在中国出口占比中快速提升，尤其是前11个月对非洲、越南、东盟、印度出口累计同比均超过10%。
- **出海产品优势：**新三样、机电和高新技术产品出口维持高增，此三类产品出口同比增速远高于同期出口总额同比增速。

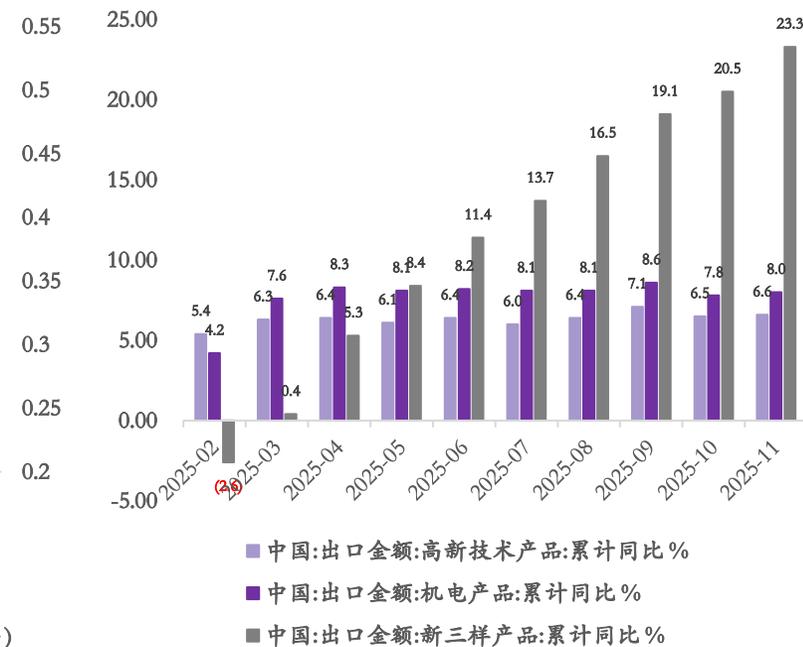
美国制造业PMI中的进口指标连续2个月回升



一带一路、东盟占中国出口比例快速提升



新三样、机电和高新技术产品出口维持高增

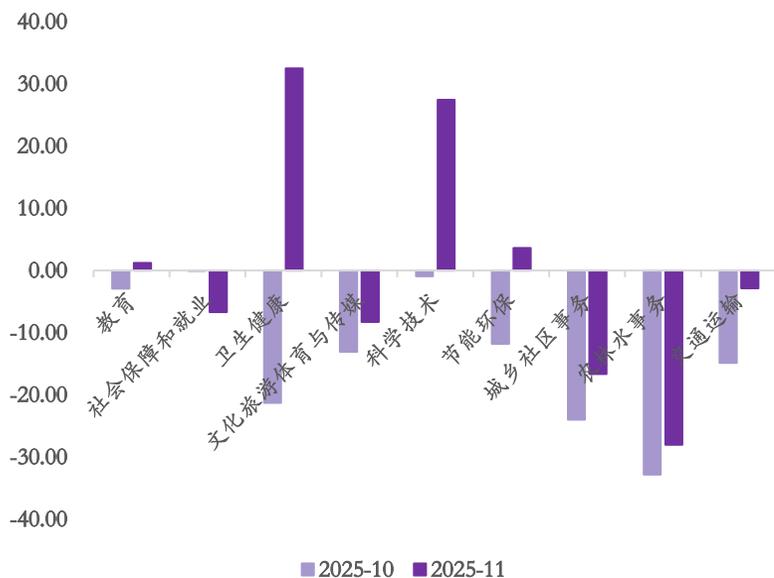


2.3.2、基建发力：五年规划元年，重大项目加速推进

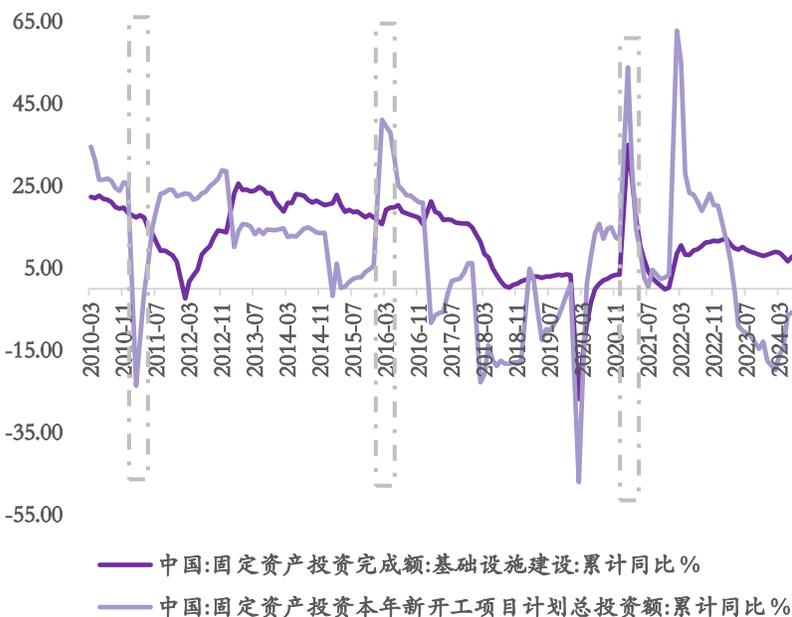
◆ 2026年基建有望对冲发力：

- **低基数效应显现：**2025年特别是下半年基建增速处于低位，低基数效应可为明年提供支撑。11月基建相关支出虽延续负增，但降幅收窄。
- **重大项目有望发力：**以往五年规划元年，重大项目集中新开工，投资加码助力基建增速回升。
- **地方化债压力缓和：**随着地方政府化债压力边际缓解，及地方债、超长期特别国债等政府债券发行规模进一步扩大，地方财政支出有望改善。

11月基建相关支出虽延续负增，但降幅收窄



十五五元年，基建重大项目有望对冲发力



随着化债压力边际缓和，地方财政支出有望改善

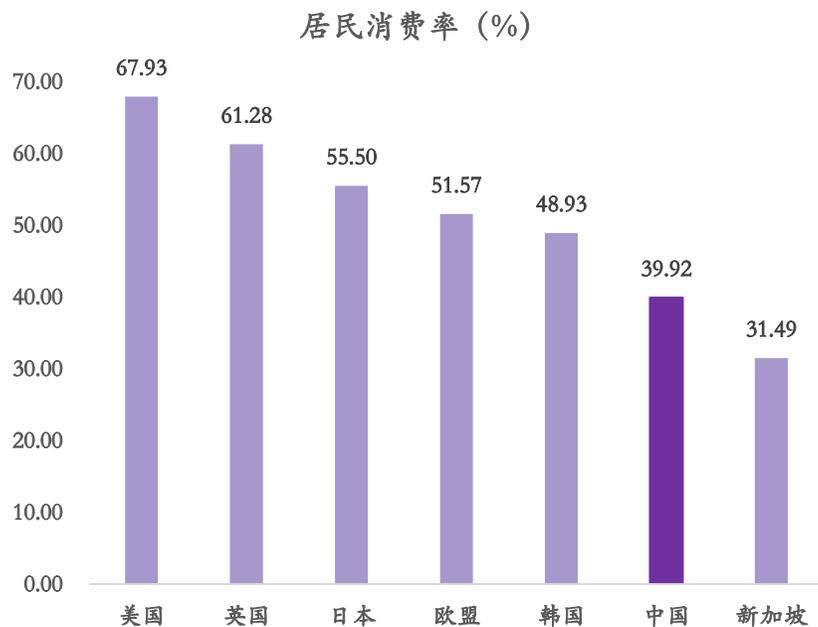


2.3.3、消费支撑：以旧换新补贴有望延续，服务消费等增量可期

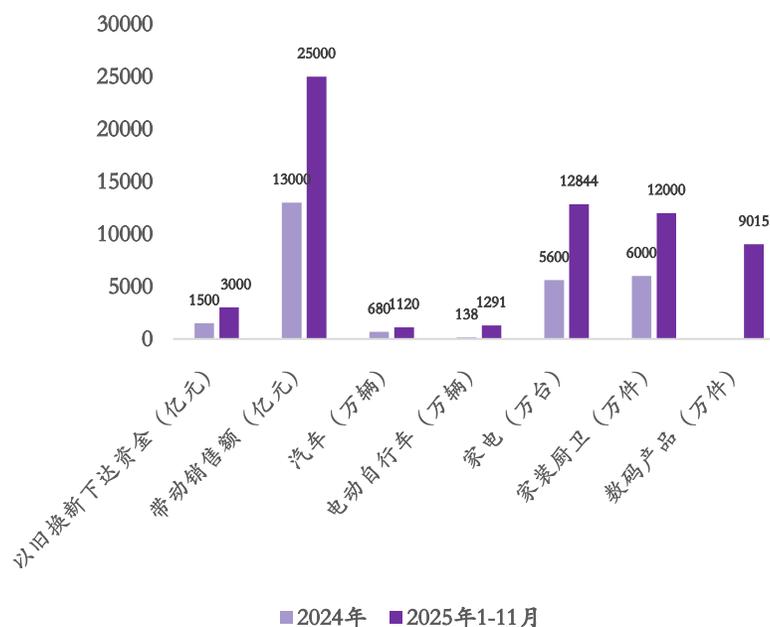
◆ 2026年消费仍有支撑：

- **政策支持：**十五五规划建议首次将“居民消费率明显提高”纳入经济社会发展的主要目标。
- **以旧换新补贴有望延续：**2024年以旧换新补贴资金为1500亿，2025年翻倍至3000亿，并向手机等数码产品扩容。预计2026年以旧换新补贴资金为3000亿左右，品类会进一步扩容。
- **服务消费增量可期：**服务消费是消费转型升级的重要方向，商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，服务消费支出占比虽有提升，但不足50%，仍待政策发力刺激。

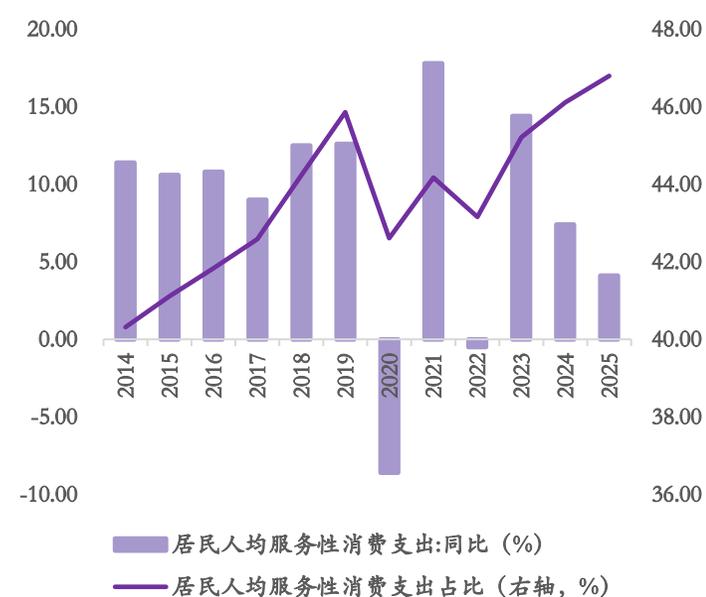
对比国际水平，中国居民消费率偏低



以旧换新对消费拉动较为明显



2025年服务消费支出占比不足50%



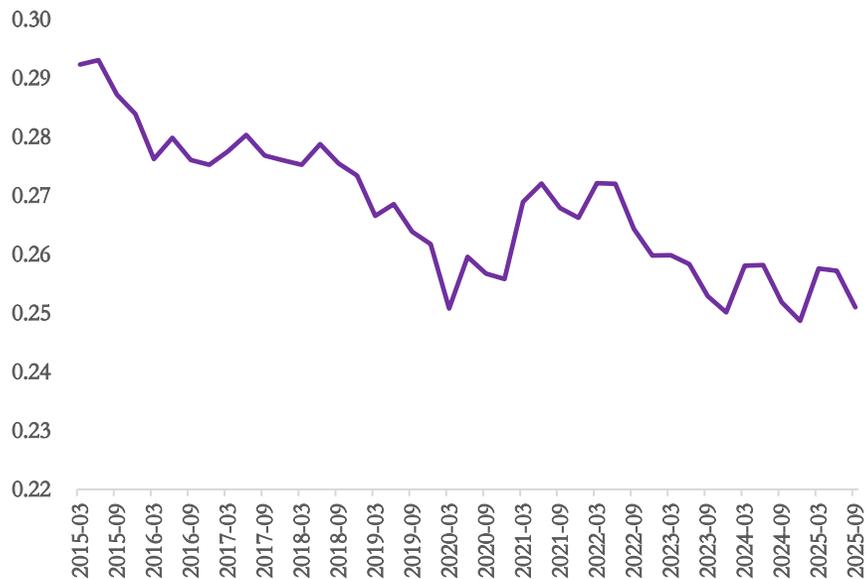
2.3.4、制造业修复：保持制造业合理比重，出口、高技术对制造业有支撑

◆ 2026年制造业内生修复可期：

- **政策支持：**十五五规划建议提出保持制造业合理比重，当前的25%为近十年最低水平。
- **出口韧性支撑：**出口和制造业正相关性较高，预计2026年出口韧性会对制造业投资有一定的支撑。
- **高技术产业支撑：**2024年3月以来，高技术产业增速持续高于制造业。且制造业PMI积极信号，11月小型企业PMI明显回升；高技术制造业PMI虽有回落，但连续10个月位于临界点以上。

对比国际水平，中国居民消费率偏低

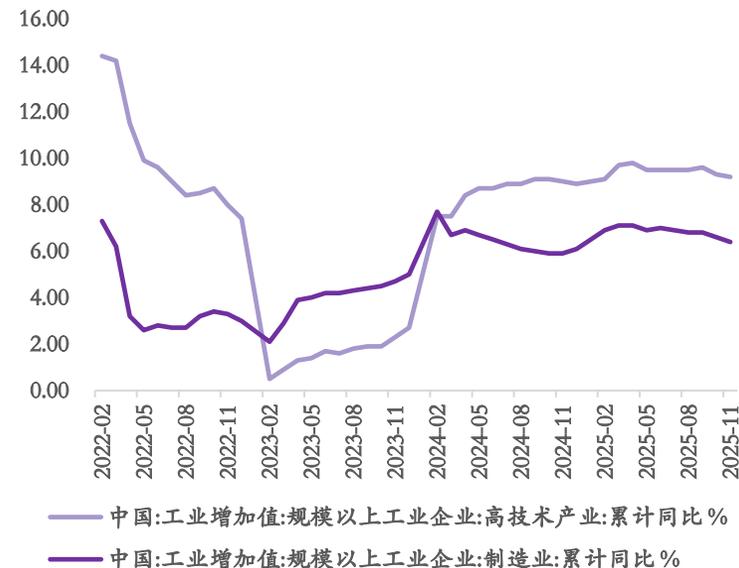
制造业占GDP比重



出口韧性对制造业投资有一定的支撑



高技术产业对制造业有支撑

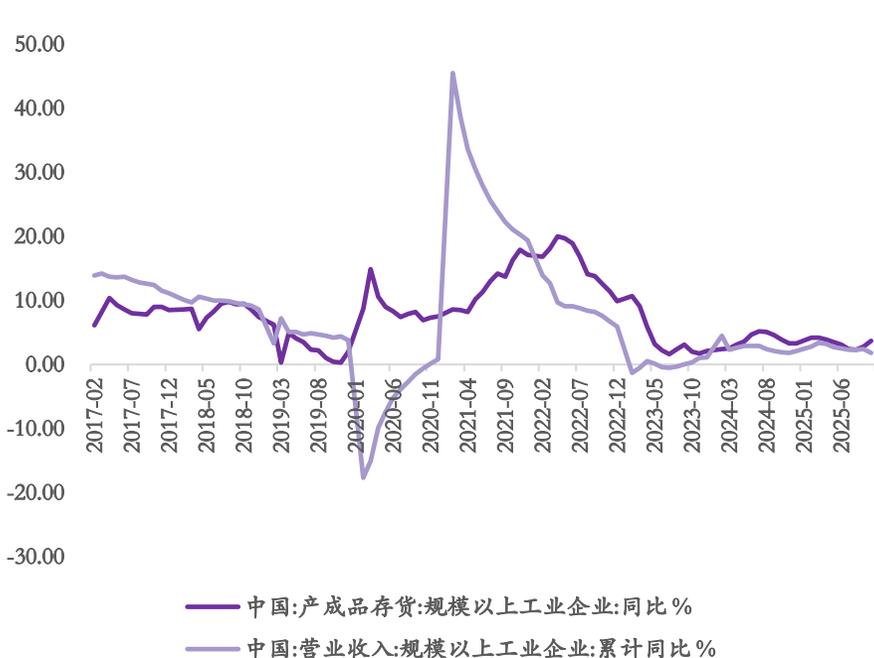


2.4、库存周期：拐点初现，从被动补库存到主动补库存

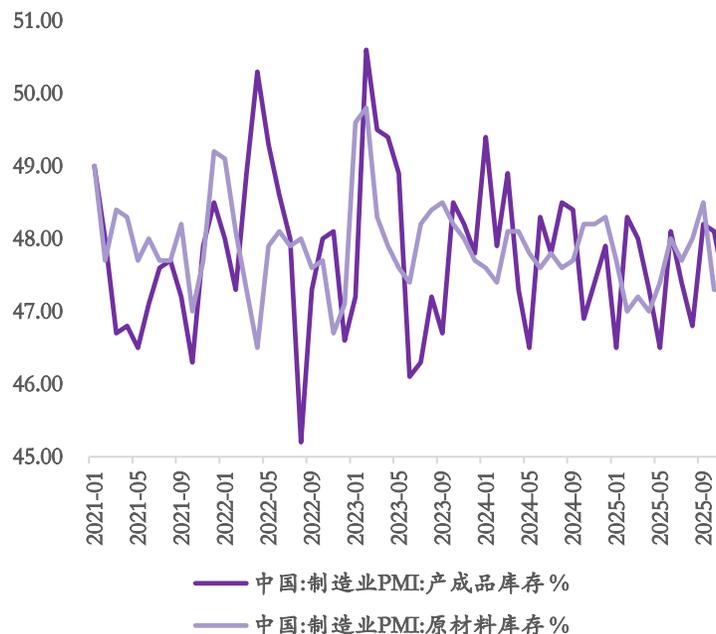
◆ 2026年库存周期拐点值得期待：

- 当前库存周期仍在被动补库阶段：工业企业产成品存货小幅回升，但营业收入回落，整体需求仍待修复。
- 部分积极信号初现：11月制造业PMI产成品和原材料库存震荡回落，出厂价格和主要原材料购进价格均有回升。

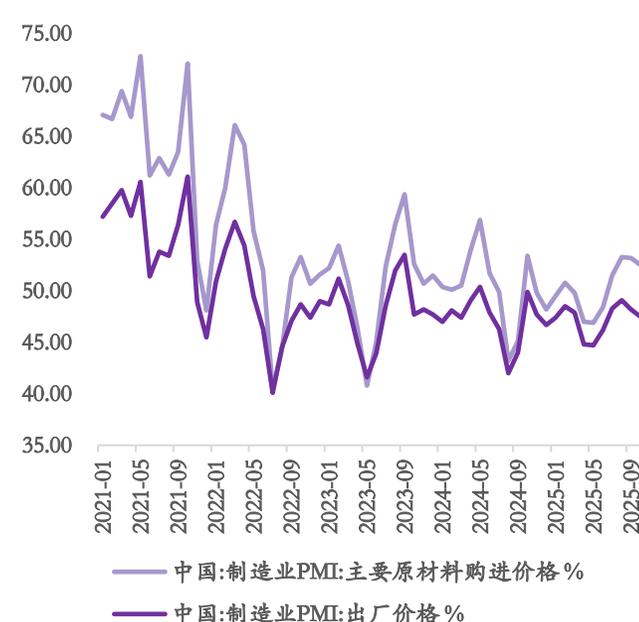
存货回升+营收回落，当前仍在被动补库阶段



制造业PMI产成品和原材料库存震荡回落



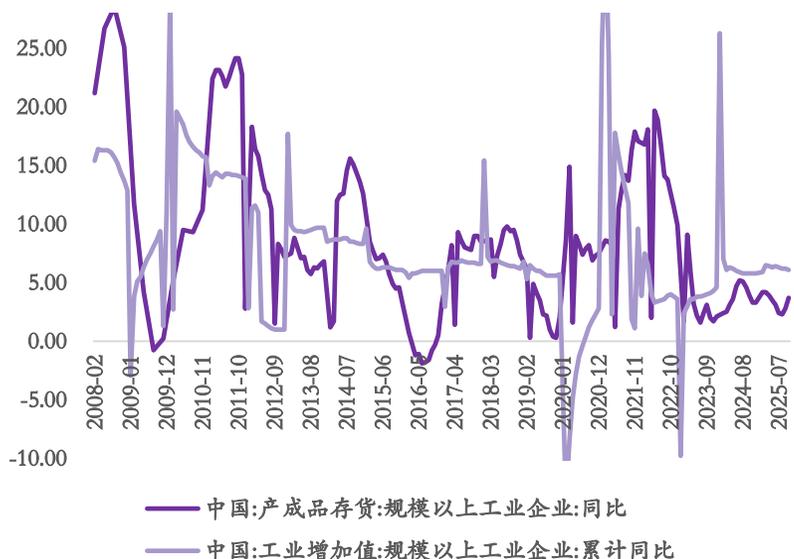
制造业PMI价格指数小幅回升



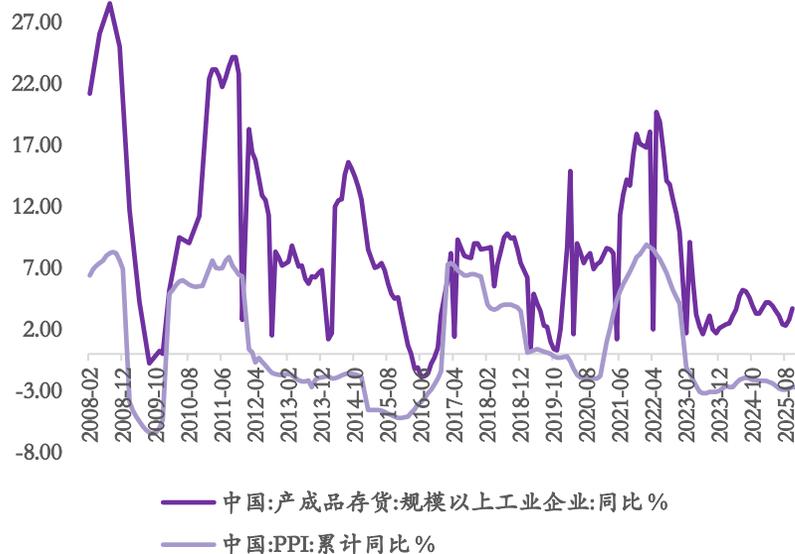
◆ 产成品库存三大领先指标均有改善：

- 量（工业增加值）：震荡回升，2024年累计增速为5.8%，2025年1-11月累计同比增速为6.0%。
- 价（PPI）：震荡筑底，2024年累计增速为-2.2%，2025年1-11月累计同比增速为-2.7%，与上月持平，较上上个月降幅收窄。
- 利（工业企业利润率）：震荡回升，自2025年2月以来持续上行。

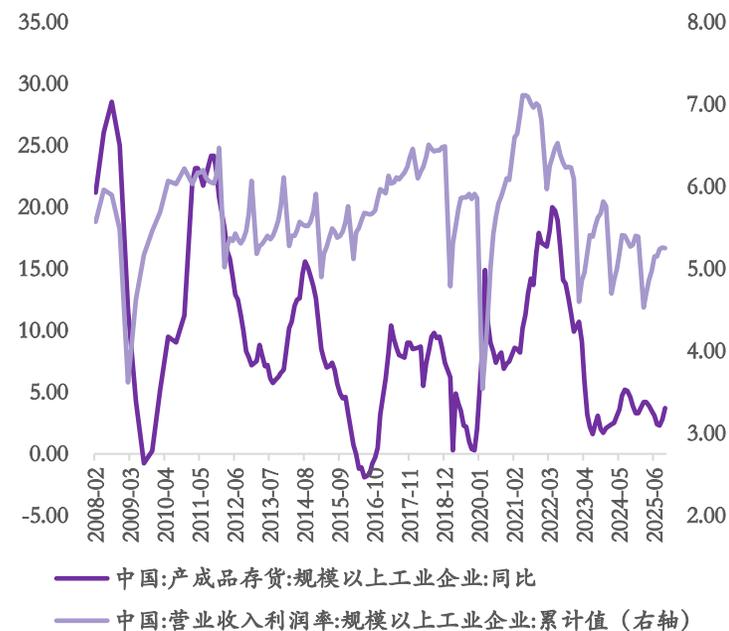
领先库存增速半年左右的工业增加值震荡筑底



PPI震荡筑底，降幅持续收窄



营收利润率震荡回升



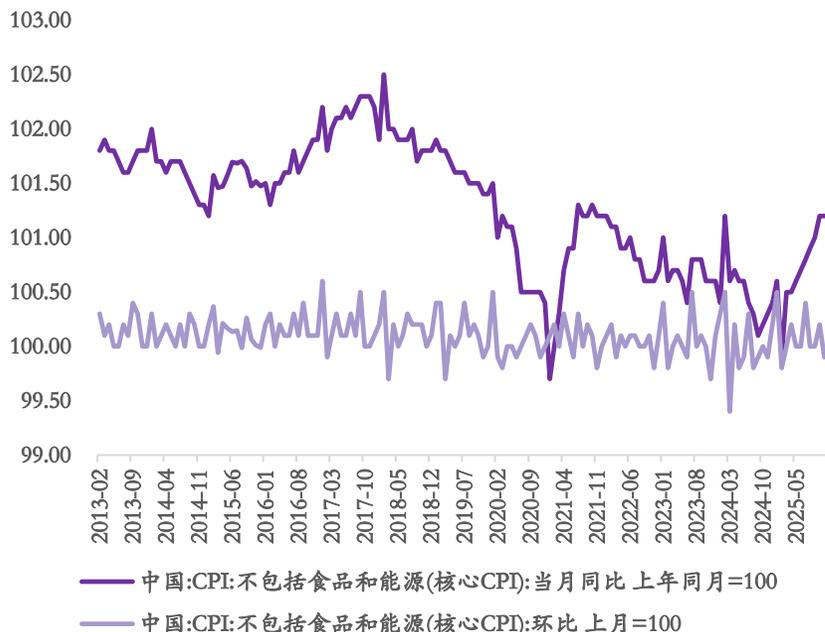
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.5、通胀周期：物价温和回升，CPI震荡修复

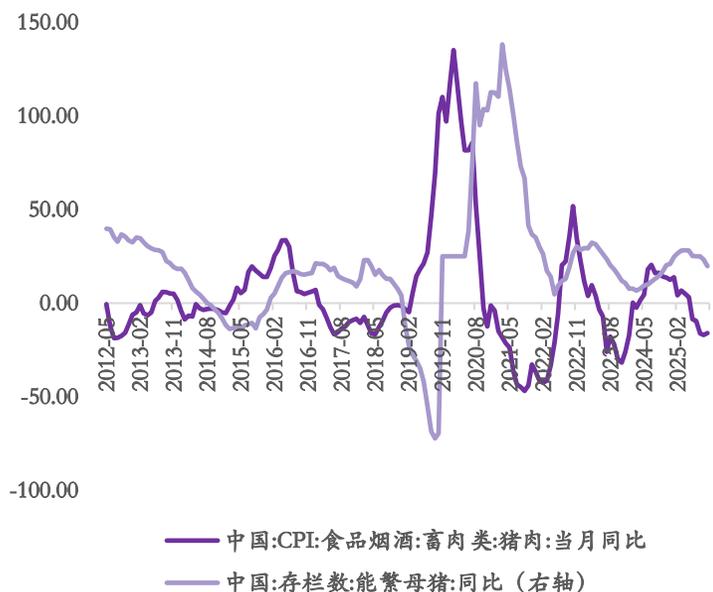
◆ 2026年CPI和PPI有望同步回升，平减指数转正可期：

- 核心CPI持续回升：11月核心CPI同比1.2%，与上月持平，连续3个月保持在1%以上，连续9个月保持正增。
- CPI同比中枢为正：核心CPI有望延续平稳上行，食品项（猪价为代表）、能源项（原油为代表）均有支撑。

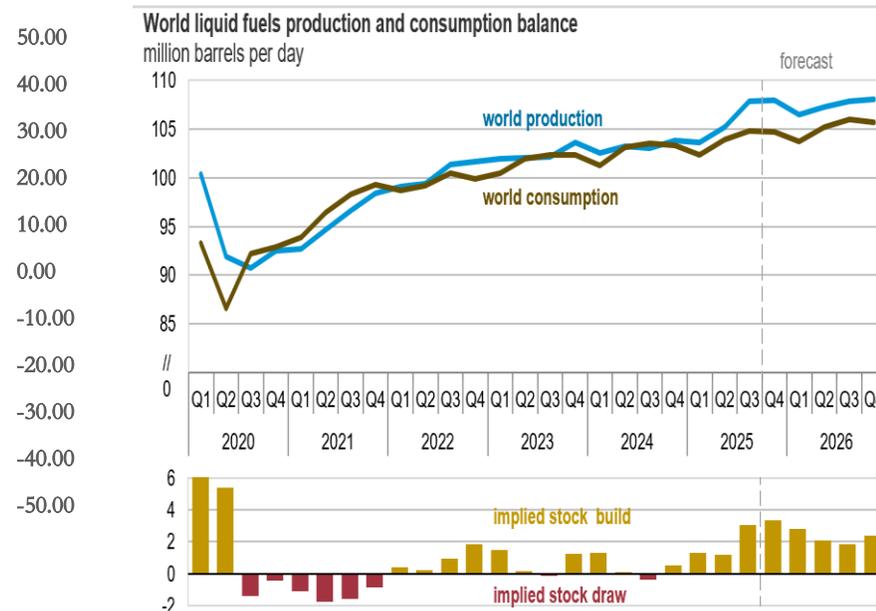
核心CPI持续上行，关注服务消费价格



能繁母猪存栏同比见顶，猪价有望回升



EIA预测2026年原油供需缺口，较2025H2收窄

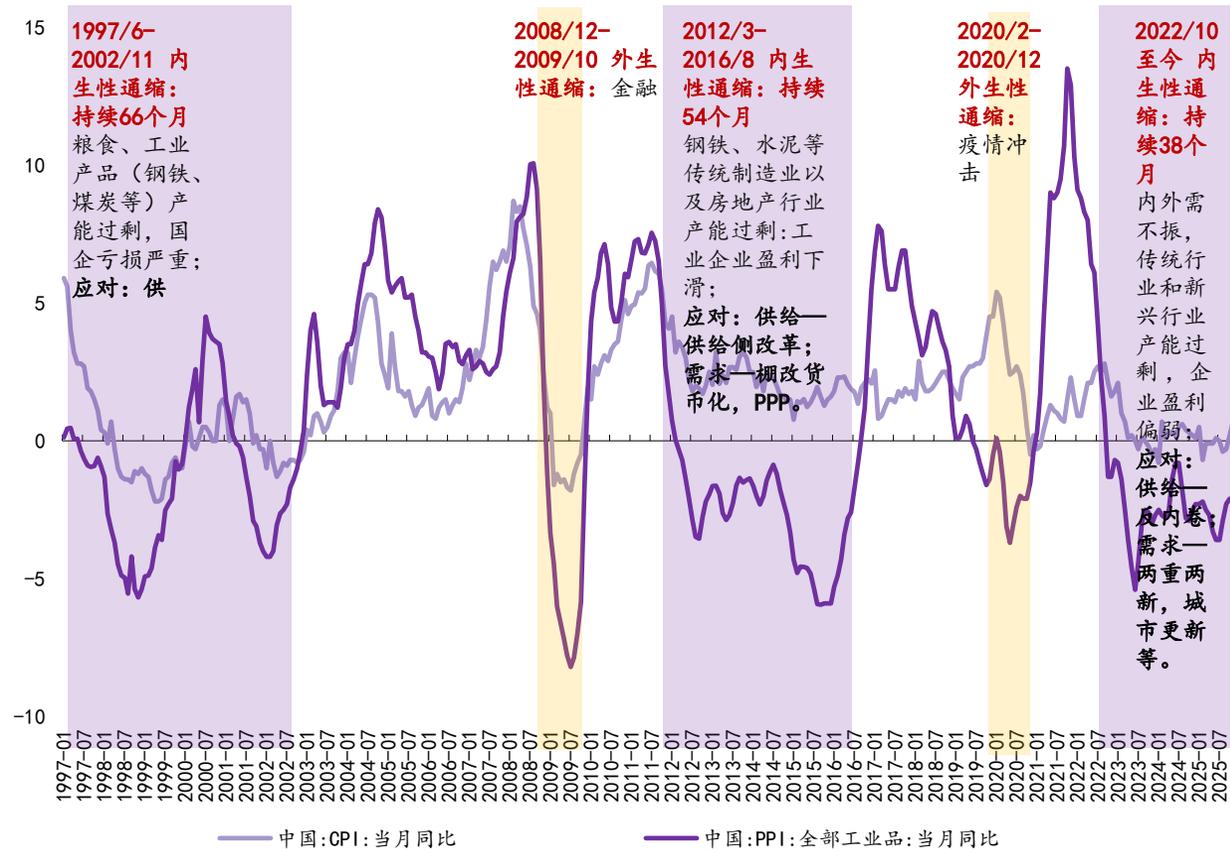


通胀周期：PPI同比有望转正

◆ PPI同比有望转正：

- 反内卷政策发力：3月两会政府工作报告首提整治“内卷式竞争”，7月中央财经委员会明确治理低价无序竞争。随着供给侧反内卷引导出清+需求侧扩内需提振消费，供需同步发力达成新平衡。
- PPI同比已连续38个月负增：1997-2022年持续66个月负增，2012-2016持续54个月负增。

PPI持续负增倒逼反内卷



反内卷政策：深入整治，加速落实

时间	会议/政策	相关内容
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025/7/30	中央政治局会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。
2025/10/15	反不正当竞争法（2025修订）	国家健全完善反不正当竞争规则制度，加强反不正当竞争执法司法，维护市场竞争秩序，健全统一、开放、竞争、有序的市场体系。
2025/10/28	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议	坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。统一市场基础制度规则，完善产权保护、市场准入、信息披露、社会信用、兼并重组、市场退出等制度，消除要素获取、资质认定、招标投标、政府采购等方面壁垒，规范地方政府经济促进行为，破除地方保护和市场分割。综合整治“内卷式”竞争。
2025/12/11	中央经济工作会议	制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。制定和实施进一步深化国企改革方案，完善民营经济促进法配套法规政策。
2025/12/15	光伏“反内卷”周年考：让价格回归理性——深入学习贯彻未来将探索通过“承债式收购+弹性封存产能”双轨运行机制，中央经济工作会议精神坚定信以市场化、法治化方式有序压减过剩产能心乘势而进	

资料来源：wind资讯，中国政府网，新华社，人民日报，求是等，华鑫证券研究

PPI转正的历史经验及本轮异同：供需同步发力，预计这次更市场化

- ◆ 1997/6-2002/11 政策应对：供给—国企改革，下岗潮；需求—商品房改革，加入WTO。
- ◆ 2012/3-2016/8 政策应对：供给—供给侧改革，行政化去产能；需求—棚改货币化，PPP。
- ◆ 2022/10至今政策应对：供给—反内卷；需求—两重两新，城市更新等；新质生产力。
- ◆ 相较于前两轮供给侧改革，预计本轮反内卷政策更为市场化，除了引导供给出清和释放潜在需求，更多是增加多元化供给，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，把内需潜力充分释放出来。

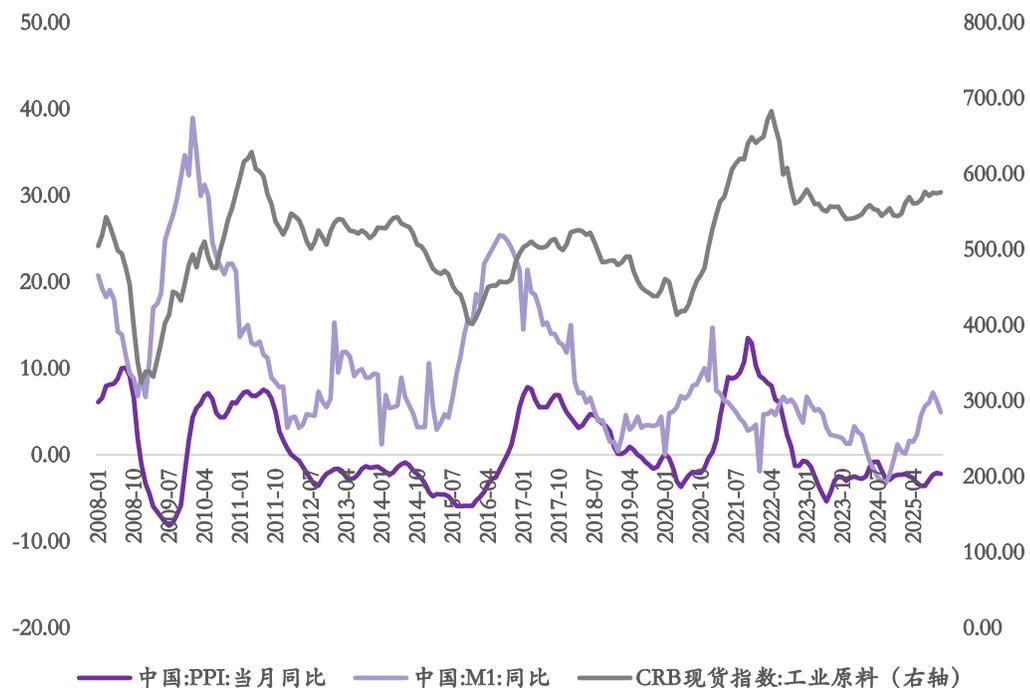
三轮低通胀应对政策组合

类别	供给侧	需求侧
第一轮	国企改革和产业调整、企业债权转股权； 行政化手段，先选择重点行业纺织做示范， 逐步扩大到制糖、煤炭、冶金、建材、石	1998年商品房改革、2001年加入WTO 化等。
第二轮	三去一降一补： 去产能（钢铁、煤炭、水泥、玻璃、船舶 等过剩行业）； 去库存（三四线房地产）； 去杠杆（金融、国企、地方政府等）； 降成本（制造业）； 补短板（高新技术）	2014年PPP、2015年棚改货币化
第三轮	反内卷： 上游钢铁/有色/石化/建材等；中游机械/ 汽车/电力装备；下游快递/航空等；	两重两新、城市更新、服务消费

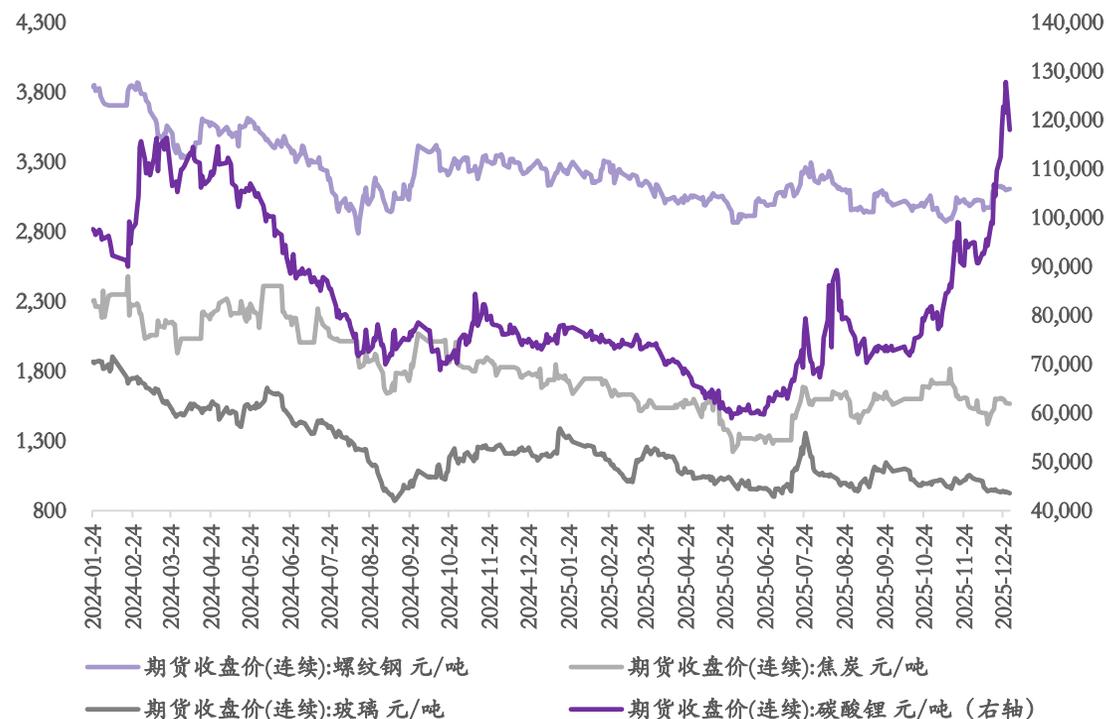
领先指标拆解——M1和CRB、反内卷行业价格回升

- **M1、CRB领先于PPI回升：** M1领先PPI同步变化1年左右，M1从2024年12月转正，2025年同比增速扩大；CRB工业原料自2025年1月震荡上行。
- **反内卷行业价格震荡回升：** 碳酸锂期货价格涨幅近90%，焦炭上涨近25%，玻璃和螺纹钢涨幅在4%左右。

M1、CRB领先于PPI 回升



反内卷行业碳酸锂、焦炭、玻璃、螺纹钢价格震荡回升



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

03 A股大势： 动能叠加，双轮驱动，震荡上行

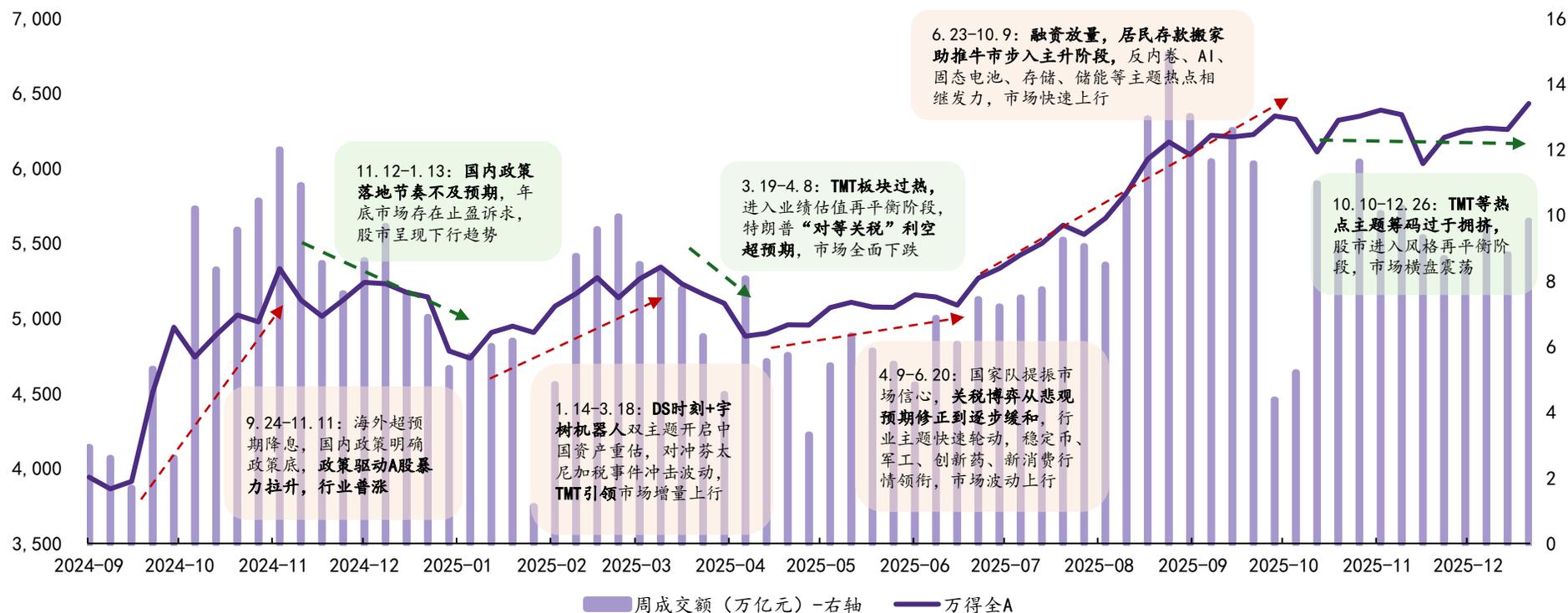
研究创造价值

3.1、2025年A股复盘：政策+科技带动资产重估，资金入市助推A股上行

➤ 2024年9月以来的A股可分为两个阶段，2024/9-2025/5主要是政策驱动，2025/6-2025/11主要是资金驱动。2025年A股市场经历政策与科技增量上涨-外部冲击超跌-反弹震荡上行-牛市主升开启-横盘震荡蓄势

- **政策驱动** (2024.9-2025.5)：政策底明确，政策驱动，叠加DS为代表的科技引领，开启中国资产重估。短期受中美关税事件冲击，TMT引领A股对冲上行；
- **资金驱动** (2025.6-2025.11)：多方资金集中入市，融资、私募放量，居民存款搬家助推牛市步入主升阶段，A股快速上行。后续TMT等热点主题筹码过于拥挤，股市进入风格再平衡阶段，横盘震荡；
- **估值+盈利驱动** (2025.12-2026E)：预期未来A股主线将逐步回归基本面，估值提升+盈利改善驱动A股上行。

2025Q3牛市主升阶段开启，Q4现阶段股市风格再平衡，震荡蓄势

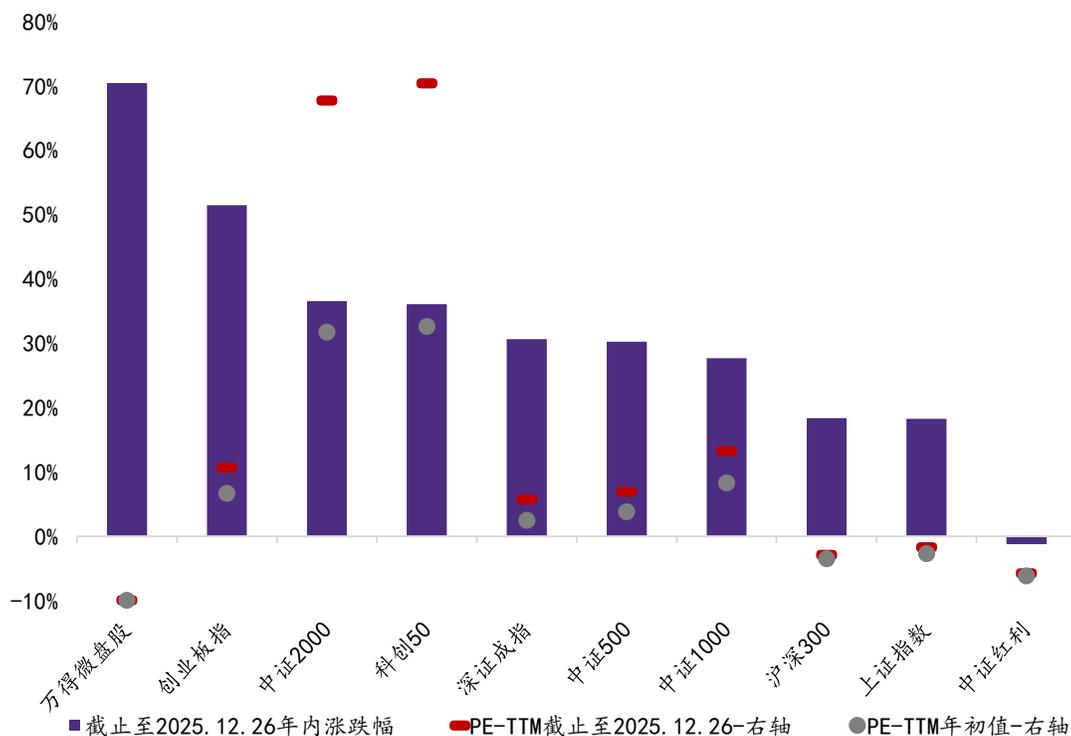


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

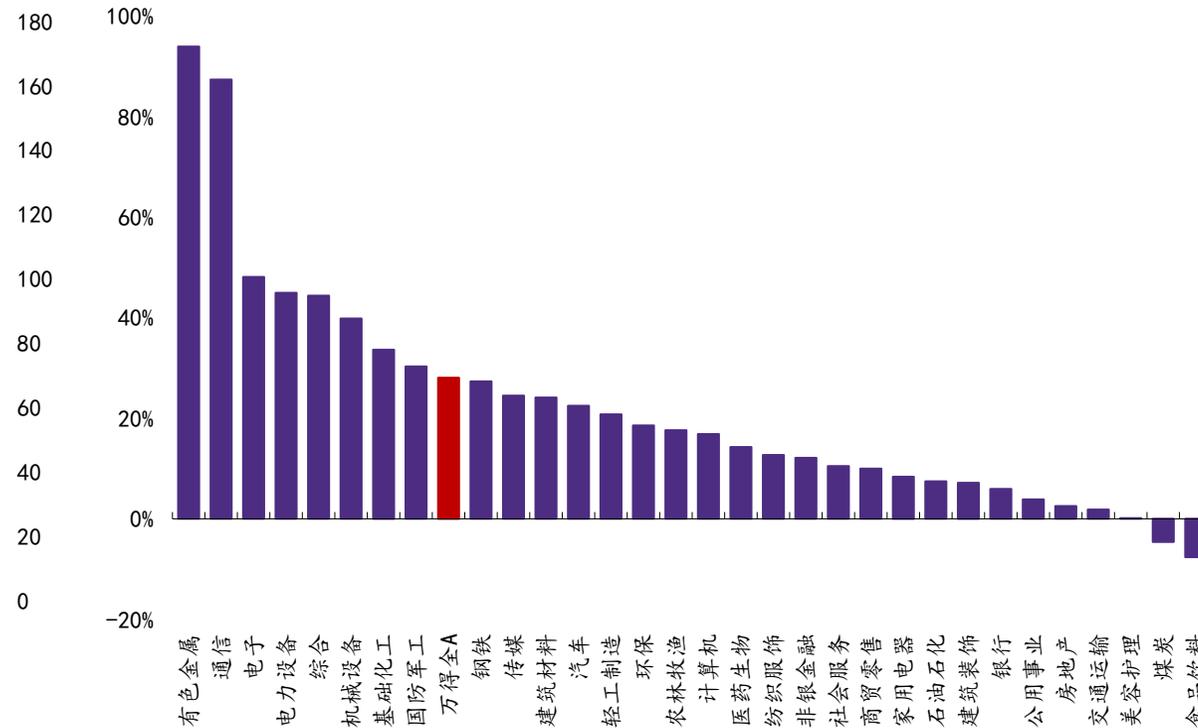
➤ 2025年小微盘市值风格涨幅领先，板块指数创业和科创领涨，成长行业整体占优

- 截至2025年12月26日，有色金属、通信、电子、电力设备、综合行业，年内涨幅居前，分别上涨93.9%、87.4%、48.1%、45.0%、44.4%；
- 截至2025年12月26日，食品饮料、煤炭行业，为年内唯二仍处下跌的行业，分别下跌7.6%、4.6%。

小微盘股占优，创业&科创涨幅紧随



有色、TMT、综合、电力设备涨幅居前

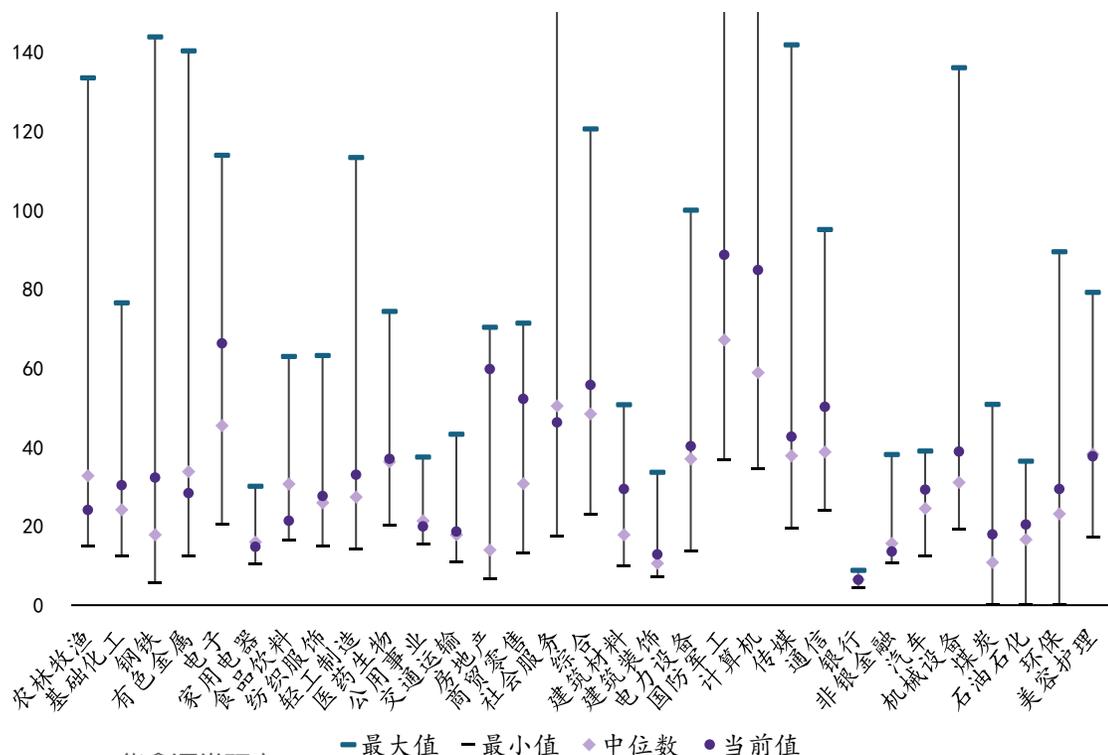


资料来源：Wind，华鑫证券研究

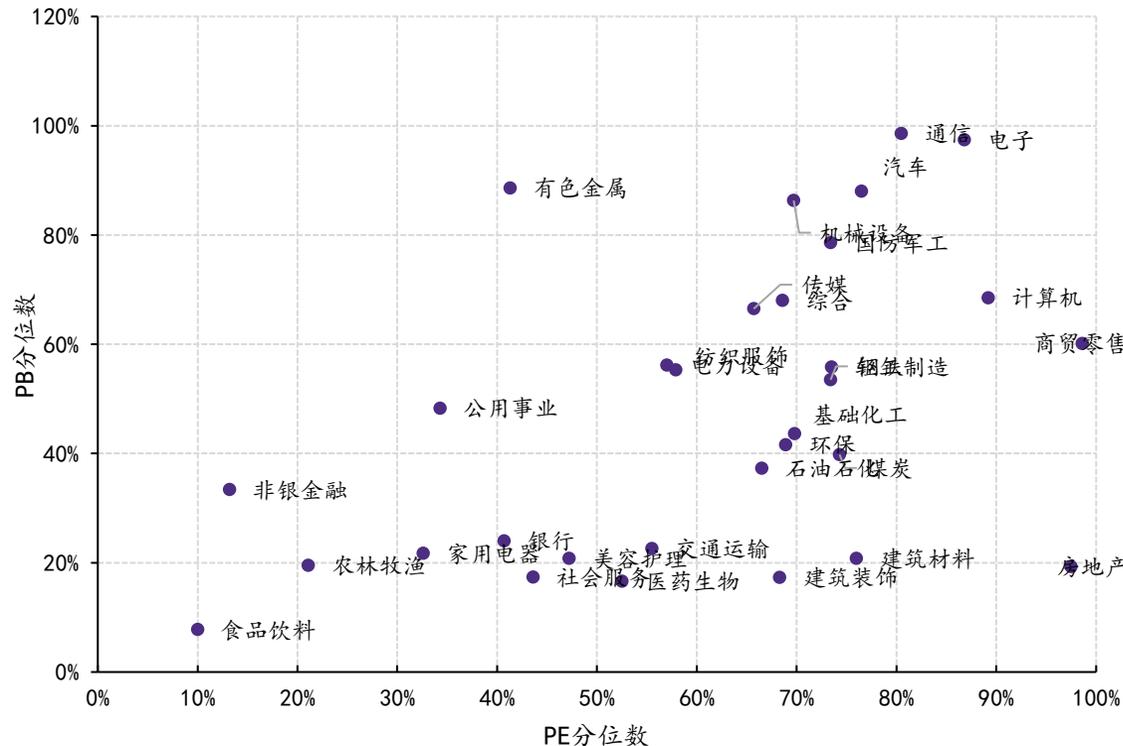
估值复盘：行业估值绝大多数上行，TMT板块处历史高分位

- 行业估值绝大多数上行，社服、地产、有色PE估值上行幅度居前，通信、有色、综合PB估值上行幅度居前
 - 截至2025年12月26日，社会服务、房地产、有色金属、通信、煤炭行业，PE-TTM年内上行幅度居前，分别上涨98.5%、62.4%、55.7%、55.2%、47.5%；
 - 截至2025年12月26日，通信、有色金属、综合、电子、电力设备行业，PB-LF年内上行幅度居前，分别上涨85.1%、76.8%、56.7%、47.1%、44.0%。
- TMT板块估值历史十年分位水平已处相对高位
 - 截至2025年12月26日，商贸零售、房地产、计算机、电子、通信行业，PE-TTM十年历史分位已超越80%；
 - 截至2025年12月26日，通信、电子、有色金属、汽车、机械设备行业，PB-LF十年历史分位已超越80%。

经历牛市主升，多数行业PE-TTM已超越十年中位数



TMT板块估值历史十年分位水平已处相对高位



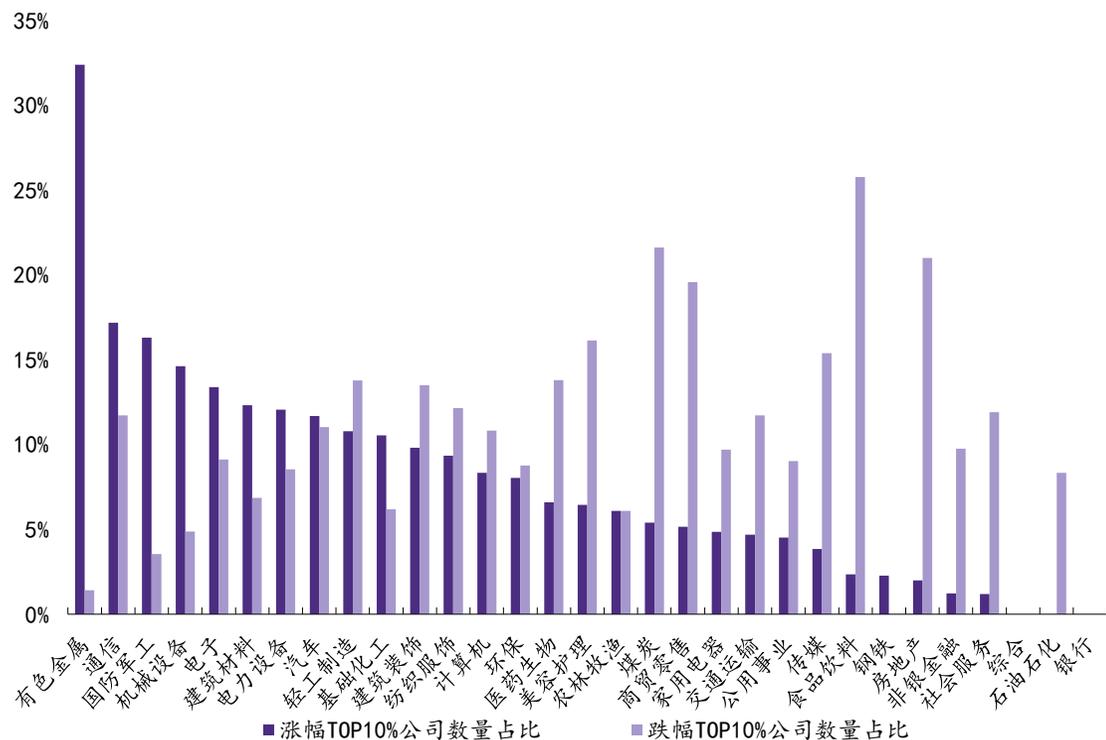
资料来源：Wind，华鑫证券研究

个股复盘：有色、通信、军工行业个股涨幅居前比例领先

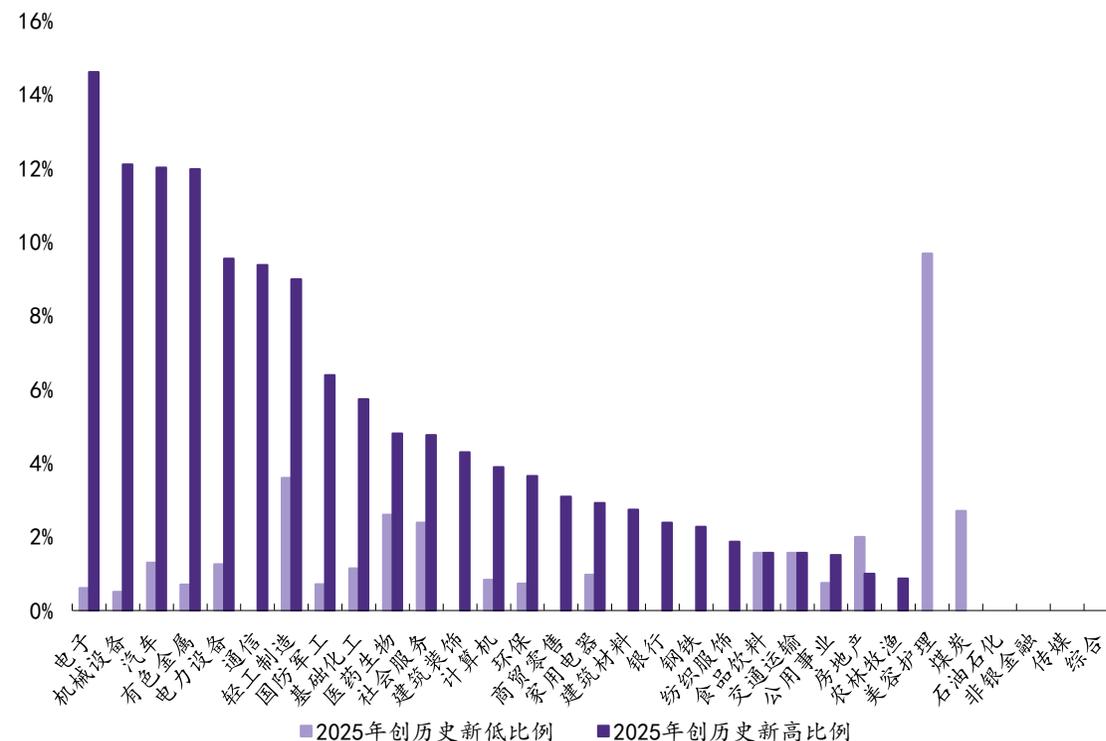
有色、通信、军工行业个股涨幅居前比例领先，电子、机械、汽车行业个股新高比例领先

- 截至2025年12月26日，涨幅排名TOP10%的公司集中在有色金属、通信、国防军工、机械设备、电子造等行业，跌幅排名TOP10%的公司集中在食品饮料、煤炭、房地产、商贸零售、美容护理等行业；
- 截至2025年12月26日，**2025年A股共有371只个股创新高，59只个股创新低，占比分别为6.8%和1.1%**。个股新高占比领先行业为电子、机械设备、汽车、有色金属、电力设备；个股新低占比居前行业为美容护理、轻工制造、煤炭、医药生物、社会服务。

有色、军工、通信个股涨幅居前比例领先



电子、机械、汽车个股新高比例领先



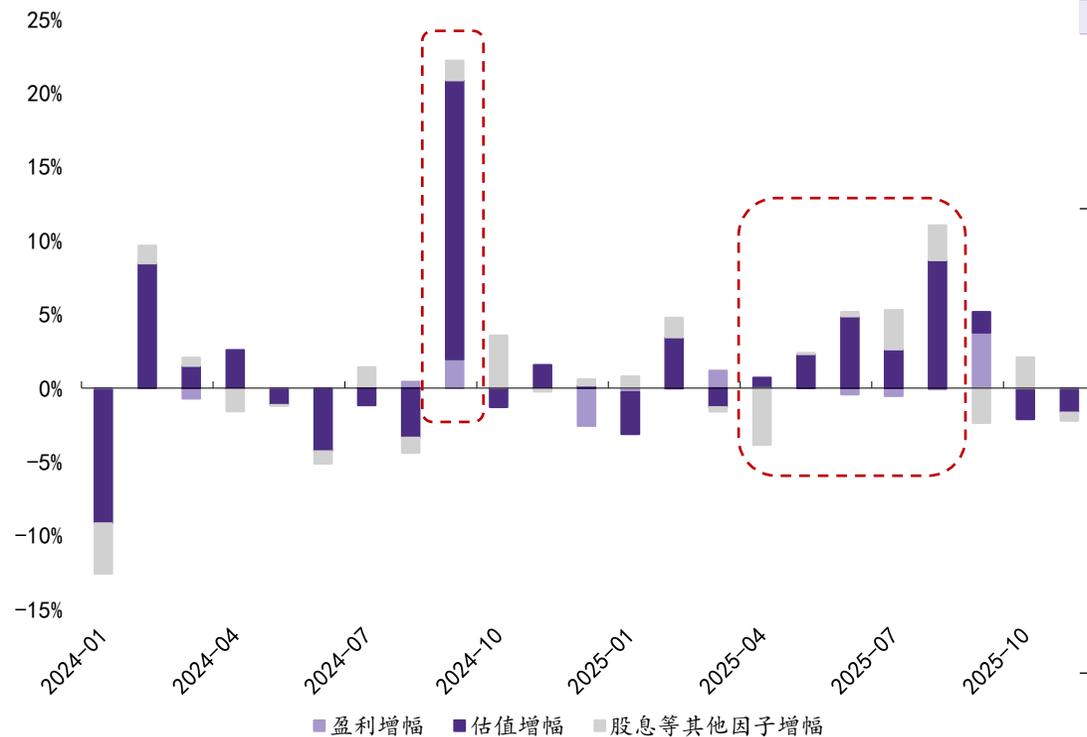
资料来源：Wind，华鑫证券研究

DDM复盘：分母端风险偏好提升主导资金流入，分子端盈利贡献有限

分母端风险偏好回升主导资金流入，带动估值抬升，分子端盈利贡献有限：

- 拆解股市2024年9月至2025年11月涨跌影响因子，万得全A上涨53.5%，其中估值、盈利、股息等其他因子贡献率分别为74.3%、4.7%、20.9%，本轮牛市至现阶段多是由估值上涨引领行情；
- DDM框架下，估值大幅上行主由宽流动性增量资金与风险偏好回升双分母因素推动，分子端盈利贡献度有限。

全A估值上行引领牛市行情，盈利增长贡献有限



分母端风险偏好提升主导资金流入，分子端盈利偏弱

DDM三因子	影响因子	2025年趋势复盘
盈利	增加值	量增稳定，但受其他因子拖累
	PPI	自2023年以来，价累计同比持续负增，对利润总额增长拖累严重
	利润率	自2024年8月利润率累计同比再度转负，对利润总额增长拖累严重
流动性	保险资金	资产负债久期缺口和利差缺口压力倒逼权益配置需求，成为牛市第一方主要入场增量资金
	融资资金	为目前助推牛市重要增量资金来源之一，融资余额迅速攀升至历史极值高位，但触发短期资金收敛信号
	私募资金	新备案私募基金增量资金显著放量，为目前助推牛市重要增量资金来源之一
	理财资金	理财产品吸纳居民定存到期资金进程开启，助力居民存款加速入市
	公募资金	新发增量还未显著发力，ETF配置重要性凸显
风险偏好	北向资金	本轮牛市参与度仍相对较低
	ERP	自2024年9月高点已下降至历史均线附近，权益配置倾向凸显
	PE	自牛市起点至现阶段高点，全A估值已提升54.17%，风险偏好显著提升

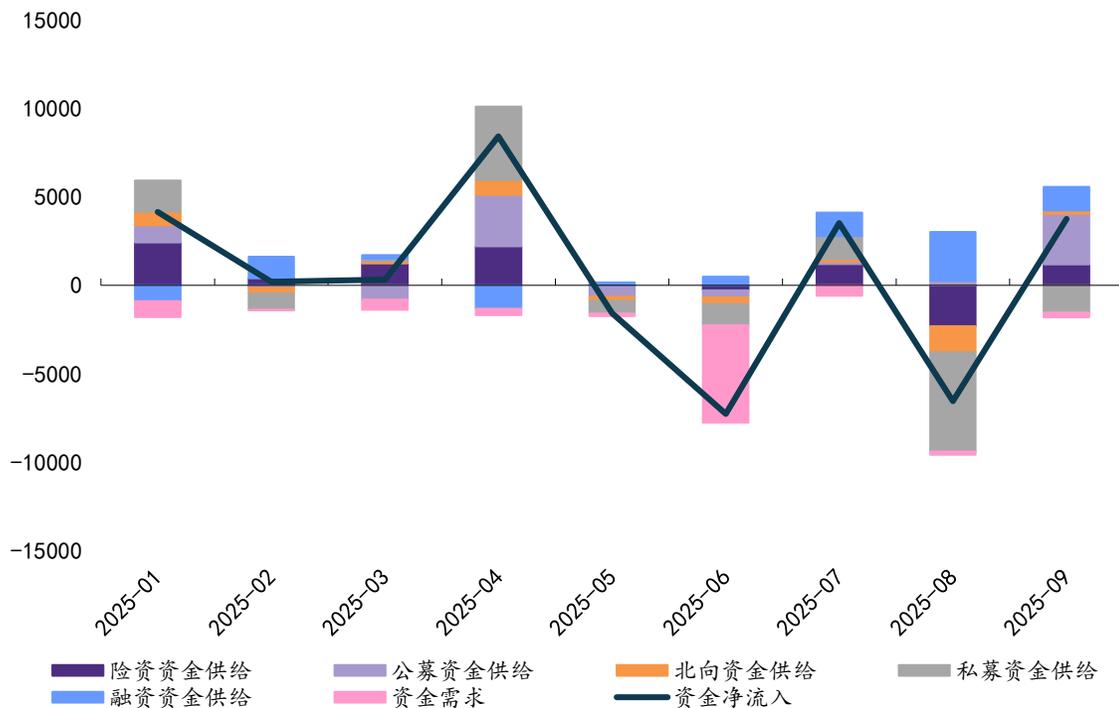
资料来源：Wind，华鑫证券研究

DDM复盘：分母端改善是2025年结构牛的主要驱动

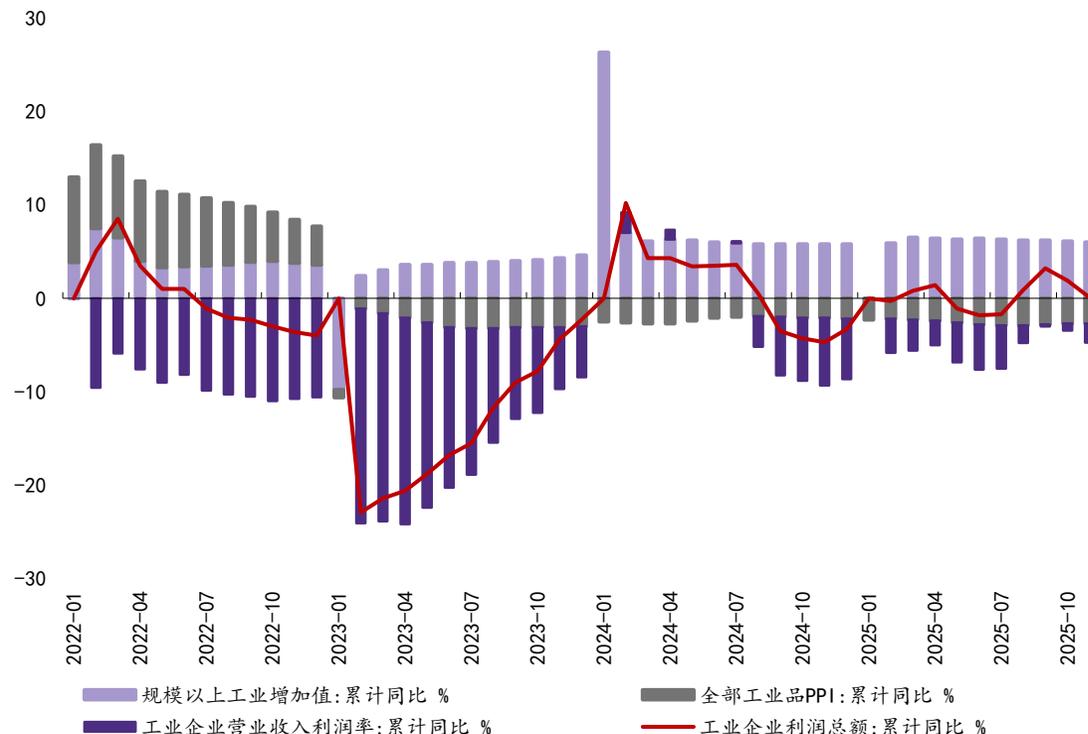
► DDM框架下，分母端宽流动性与风险偏好回升主导，分子端盈利相对承压：

- **流动性**：在低利率“资产荒”宏观背景下，传统地产资产持续受挫，存款类和债权类资产利率收益较低，对比而言权益配置凸显性价比。叠加自9.24政策转向，股市赚钱效应稳步显现，**多方增量资金加速入市，形成宽流动性格局。机构资金复盘，险资为本轮牛市前期主要入场增量资金；后续私募资金与融资资金接力，叠加居民存款搬家入市，理财提速入市进程，助推牛市进入主升行情；截止至现阶段，公募与北向增量资金历史相对参与度仍较低；**
- **风险偏好**：自本轮牛市起点2024年9月，至本轮现阶段高点2025年10月，万得全A估值PE-TTM已提升54.17%，**风险偏好显著提升，成长行业与小微盘领涨；**
- **企业盈利**：2025年1-11月规上工业企业利润总额累计同比+0.1%，增速再度环比放缓。**拆分量价率，工业增加值正增速稳定，但PPI与利润率持续负增，拖累严重，盈利端持续承压。**

机构资金方面，险资率先入场，融资、私募后续接力（亿元）



盈利相对承压，受价与率拖累显著



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、大势研判：资金驱动转向估值+盈利驱动，2026年A股有望震荡上行

- DDM框架拆解：2026年A股牛市主要驱动因素从分母端改善（无风险利率下行和风偏提升主导资金流入）转向分子端修复（盈利修复吸引增量资金入市）
- 三大支撑结构性盈利向好格局，从估值增长主导至盈利增长主导：
 - 分子端盈利底预期已经显现，主要有三大支撑：①新质生产力逐步成为增长新引擎；②反内卷带动中观局部景气改善；③海外需求相对强劲，毛利率较为可观。
 - 分母端宽流性格局预期延续，盈利修复吸引潜在增量资金入市，理财、公募资金、保险有望成为后续增量资金主力；
 - 分母端风险偏好仍具上升潜力，但是空间显著下降，预计将由估值增长主导转向估值+盈利增长主导。
- 2026年A股走势与基本面关联度提升，重点关注Q2前后的PPI走势，若能在2026年下半年转正，盈利驱动的A股牛市可期。

2026年有望震荡上行，主要支撑为盈利修复吸引增量资金入市

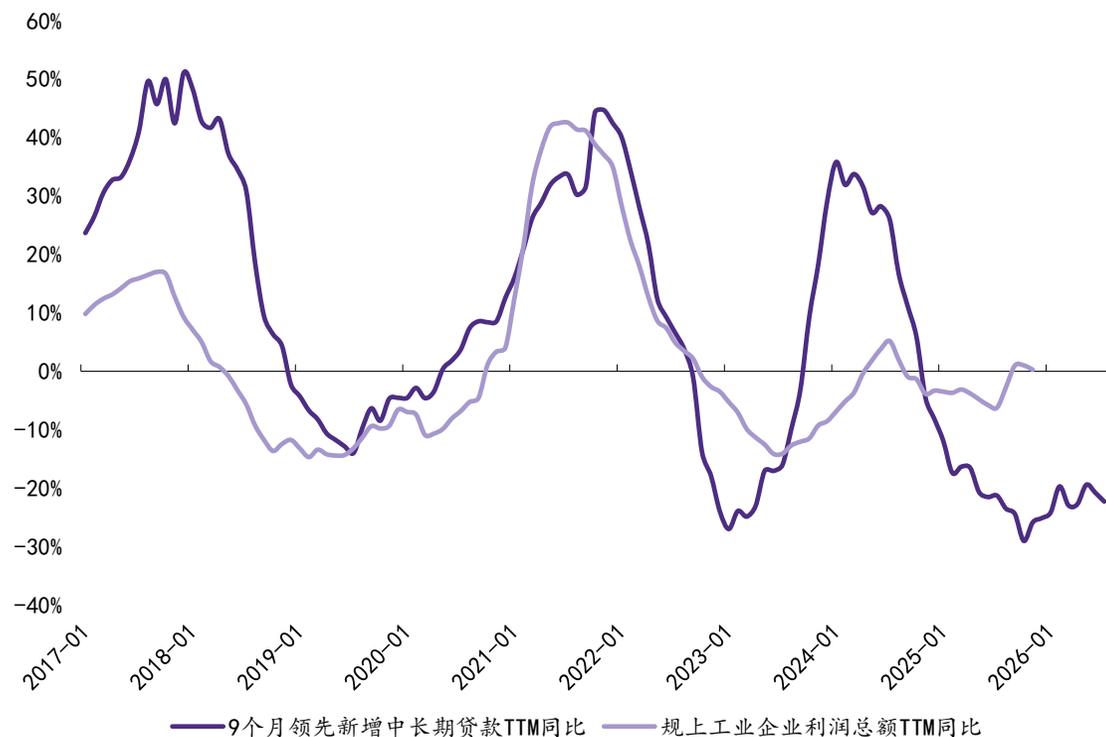
DDM三因子		2026年预期动向
盈利	盈利的底有望确定，2026年盈利修复主导行情可期	①新质生产力逐步成为增长新引擎 ②反内卷带动中观局部景气改善 ③海外需求相对强劲，毛利率较为可观
流动性	国内外降息周期共振，2026年A股宽流动性支撑力有望延续	盈利改善趋势后，宽流动性-居民储蓄再分配逻辑下，理财、公募资金有望成为后续增量资金主力；机构资产再配置逻辑下，险资有望成为稳定增量资金
风险偏好	仍具上升潜力	上行空间有限

3.2.1、盈利修复可期：领先指标指向盈年底信号已现

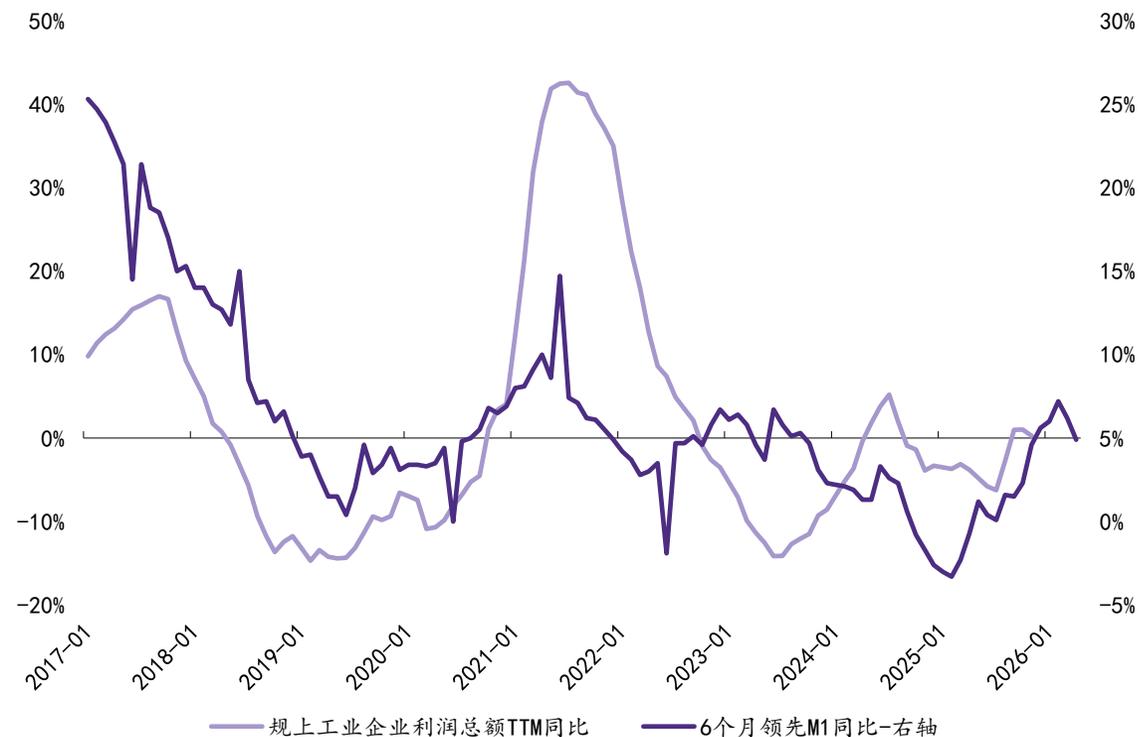
➤ 盈年底有望已经显现：

- 从信用、货币传导周期角度看，中长期贷款与M1同比均对中国企业利润同比有指引作用，规上企业利润总额盈年底初显。

领先9个月的新增中长期贷款TTM同比震荡回升



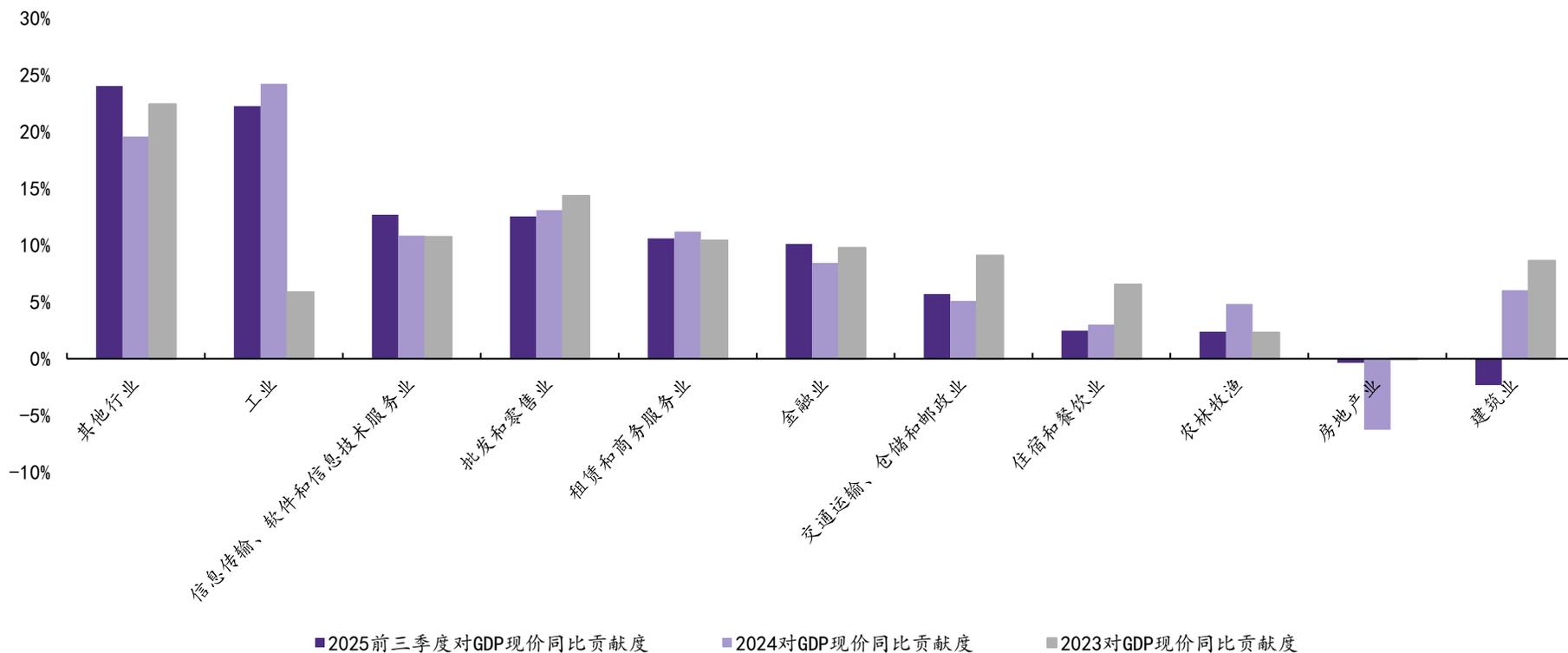
领先6个月的M1同比震荡回升



➤ 新质生产力逐步成为增长新引擎，2026年对经济拉动贡献度有望延续上升势头

- 从GDP增长贡献角度，工业、科技服务行业、部分第三产业替代传统地产建筑业，对于GDP的贡献度逐步提升。截止至2025年前三季度，其他行业，工业，信息传输、软件和信息技术服务业对于GDP现价同比贡献度居首，经济新旧动能发生转化，以新质生产力为代表的工业、信息服务业等正在逐步成为新时代经济增长的主力引擎；

2026年其他行业，工业，信息传输、软件和信息技术服务业经济动能上升趋势有望延续

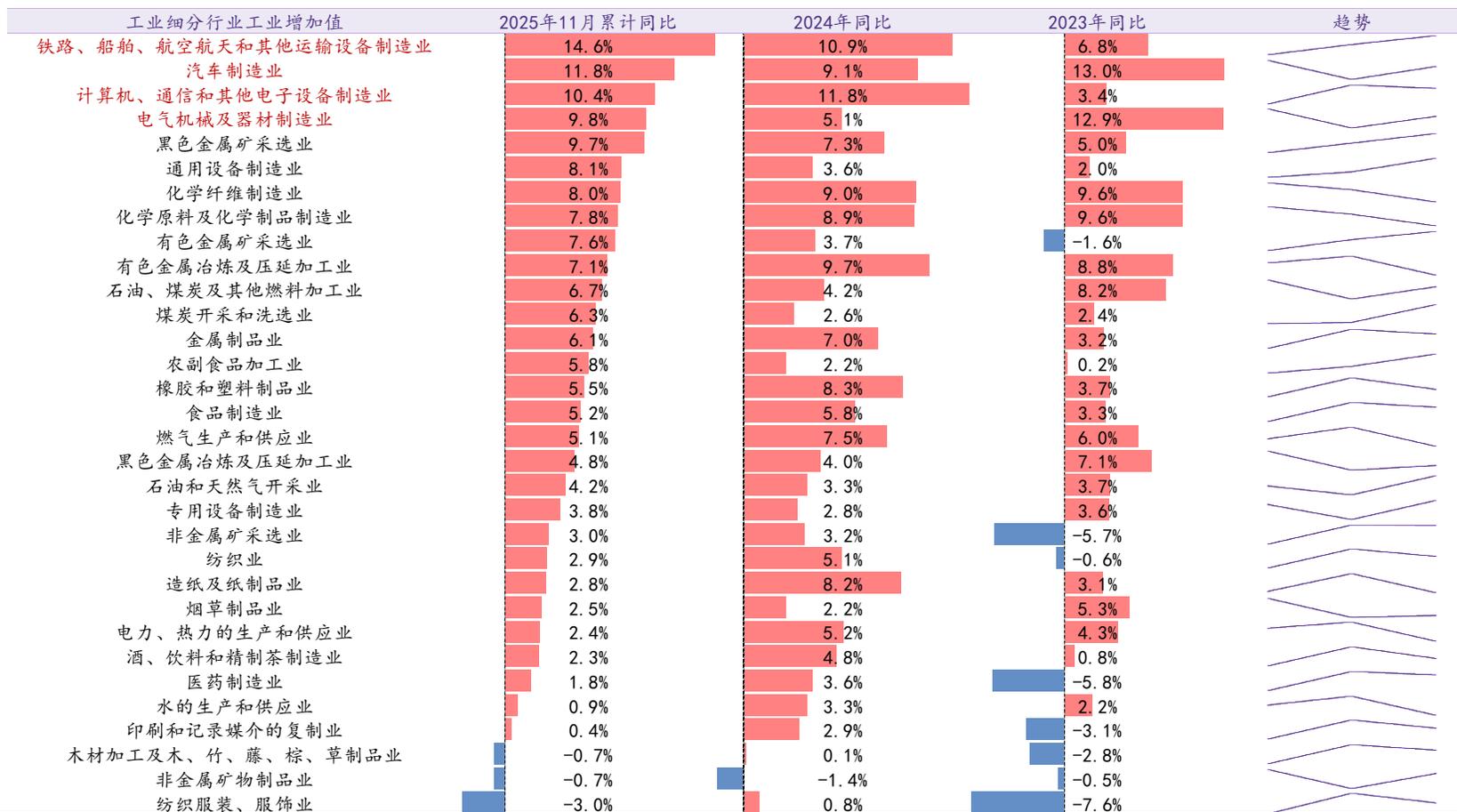


盈利支撑力 I：新质生产力经济动能上升势头有望延续

➤ 新质生产力逐步成为增长新引擎，2026年对经济拉动贡献度有望延续上升势头

- 从工业增加值贡献角度，高端装备制造业、电子制造业、新能源制造业等领先新质生产力行业经济动能领先趋势愈发清晰。自2023年至2025年11月，航空航天、新能源汽车、电子、储能等为代表的新质生产力产业工业增加值同比增速排名不断向前迈进，延续经济动能地位提升的态势；
- 从政策导向角度，“十五五”规划建议将建设现代化产业体系前置于创新驱动，强调制造业地位与发展先进制造业的重要性，2026年新质生产力经济动能上升趋势有望延续。

2026年国内领先新质生产力新动能上升趋势有望延续



资料来源：Wind，华鑫证券研究

盈利支撑力II：反内卷政策效果有望愈发凸显，景气修复将扩散

反内卷政策持续推进，带动中观局部景气改善，2026年预期政策效果愈发显现，景气趋势将会进一步扩散

- **多个反内卷重点行业盈利已显现成效。**截止至2025年11月，多个涉及反内卷重点的行业，如煤炭、钢铁、造纸、印刷、水泥、化工、新能源汽车等，规上工业利润率自2025下半年开始显著改善，政策效果已有显现；
- **政策重要性延续，反内卷效果有望愈发凸显。**“十五五”规划建议中，“全国统一大市场建设纵深推进”目标重要性依然在前位，反内卷政策则是统一大市场的重要抓手，“综合整治‘内卷式’竞争”政策表述依旧，预计2026年重点行业景气修复趋势将延续，并且将扩散至更多待摆脱内卷竞争的行业。

多个涉及反内卷重点的行业规上工业利润率在2025下半年展现景气修复的趋势

工业细分行业	利润总额累计同比				工业增加值(量)累计同比			PPI(价)累计同比			利润率(率)累计同比			
	2025年11月	2025年6月	2025年2月	年内趋势图	2025年11月	2025年6月	2025年2月	2025年11月	2025年6月	2025年2月	2025年11月	2025年6月	2025年2月	年内趋势图
时间节点														
煤炭开采和洗选业	-47.3%	-53.0%	-47.3%		6.3%	6.6%	5.4%	-16.3%	-15.4%	-11.3%	-35.5%	-40.9%	-34.8%	
石油和天然气开采业	-13.6%	-11.5%	-1.1%		4.2%	3.7%	0.9%	-9.8%	-9.6%	-2.3%	-9.1%	-6.0%	-1.7%	
黑色金属矿采选业	-15.5%	-36.2%	-56.6%		9.7%	11.6%	13.0%	-6.5%	-10.1%	-13.5%	-6.5%	-25.8%	-50.0%	
有色金属矿采选业	32.3%	40.2%	69.1%		7.6%	7.9%	4.5%	16.5%	17.7%	20.0%	17.2%	21.4%	44.6%	
非金属矿采选业	-3.6%	-0.6%	-16.9%		3.0%	5.9%	2.3%	-1.6%	-0.5%	-0.2%	-1.4%	-6.4%	-23.4%	
农副食品加工业	4.8%	22.8%	37.8%		5.8%	7.5%	8.3%	-3.1%	-3.6%	-4.3%	0.4%	15.4%	34.0%	
食品制造业	0.2%	1.8%	4.7%		5.2%	6.3%	5.2%	-1.2%	-1.3%	-1.8%	-1.2%	-1.0%	0.1%	
酒、饮料和精制茶制造业	-5.2%	-2.1%	3.0%		2.3%	4.7%	3.9%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-5.1%	-8.6%	-0.3%	
烟草制品业	0.8%	1.8%	3.3%		2.5%	2.4%	2.7%	0.4%	0.5%	0.2%	-2.1%	-1.2%	-1.1%	
纺织业	-8.2%	-8.1%	5.7%		2.9%	4.1%	7.0%	-2.3%	-2.3%	-1.9%	-5.6%	-6.2%	3.6%	
纺织服装、服饰业	-27.1%	-12.9%	-5.7%		-3.0%	-0.4%	1.5%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-18.6%	-12.5%	-9.9%	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-30.9%	-10.3%	-14.5%		-0.7%	2.8%	0.6%	-3.0%	-2.6%	-2.0%	-25.2%	-9.1%	-12.7%	
造纸及纸制品业	-10.7%	-21.4%	-17.7%		2.8%	3.4%	4.0%	-2.7%	-3.2%	-2.5%	-9.1%	-20.9%	-17.7%	
印刷业和记录媒介的复制	-5.4%	-1.0%	-13.0%		0.4%	1.7%	2.4%	-1.6%	-1.5%	-1.6%	-2.6%	-1.8%	-9.2%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.0%	0.0%	0.0%		6.7%	4.9%	3.4%	-9.4%	-9.8%	-5.9%	64.5%	-8.3%	23.9%	
化学原料及化学制品制造业	-6.9%	-9.0%	-1.5%		7.8%	8.2%	9.5%	-4.9%	-4.4%	-3.8%	-8.1%	-11.7%	-6.1%	
医药制造业	-1.3%	-2.8%	-2.7%		1.8%	1.3%	-0.1%	-2.2%	-1.5%	-1.0%	0.7%	-1.5%	0.4%	
化学纤维制造业	-0.8%	-2.8%	11.5%		8.0%	6.9%	7.8%	-6.9%	-5.6%	-3.7%	2.6%	10.1%	17.8%	
橡胶和塑料制品业	-5.6%	-2.8%	-1.3%		5.5%	7.1%	8.9%	-2.2%	-1.7%	-1.4%	-6.2%	-7.8%	-7.7%	
非金属矿物制品业	-4.6%	-5.4%	-37.8%		-0.7%	-0.5%	-2.1%	-4.2%	-3.2%	-3.2%	4.1%	0.3%	-32.7%	
黑色金属冶炼及压延加工业	1752.2%	1369.2%	0.0%		4.8%	5.6%	5.7%	-7.9%	-10.3%	-10.6%	1384.3%	15833.3%	88.7%	
有色金属冶炼及压延加工业	11.1%	7.8%	20.5%		7.1%	7.6%	6.6%	5.9%	6.2%	9.4%	-2.5%	-3.4%	-0.8%	
金属制品业	-4.7%	7.0%	1.0%		6.1%	8.8%	11.5%	-2.1%	-2.3%	-2.0%	-3.4%	-0.9%	-1.8%	
通用设备制造业	4.8%	6.5%	6.0%		8.1%	8.3%	9.5%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	0.8%	-1.9%	-3.5%	
专用设备制造业	4.6%	4.4%	5.9%		3.8%	3.8%	3.8%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	0.6%	-0.1%	1.0%	
汽车制造	7.5%	3.6%	11.7%		11.8%	11.3%	12.0%	-2.8%	-3.0%	-3.1%	0.5%	-3.7%	-2.2%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	27.8%	39.2%	88.8%		14.6%	16.6%	20.8%	-0.1%	0.1%	0.3%	11.7%	17.8%	57.2%	
电气机械及器材制造业	4.2%	13.0%	-2.4%		9.8%	12.2%	12.0%	-1.7%	-1.7%	-1.4%	-4.4%	1.3%	-11.3%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	15.0%	3.5%	-9.4%		10.4%	11.1%	10.6%	-2.2%	-2.2%	-1.8%	4.9%	-5.8%	-14.9%	
电力、热力的生产和供应业	11.8%	5.6%	13.5%		2.4%	1.6%	0.8%	-1.6%	-1.4%	-1.2%	11.5%	6.5%	15.5%	
燃气生产和供应业	-10.2%	-5.6%	22.2%		5.1%	5.5%	3.3%	-1.0%	-0.9%	-2.0%	-13.6%	-10.8%	21.1%	
水的生产和供应业	-3.1%	-12.8%	-5.4%		0.9%	1.2%	1.8%	1.5%	1.0%	0.9%	-3.6%	-14.5%	-5.5%	

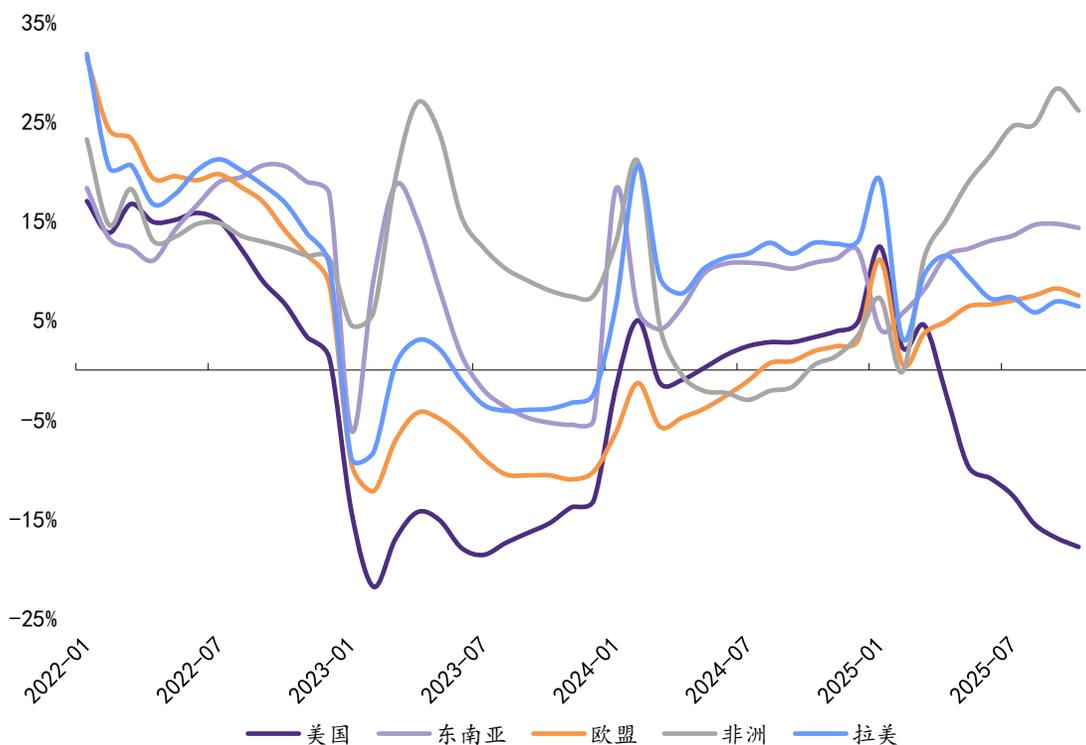
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

盈利支撑力Ⅲ：2025年出口韧性超预期

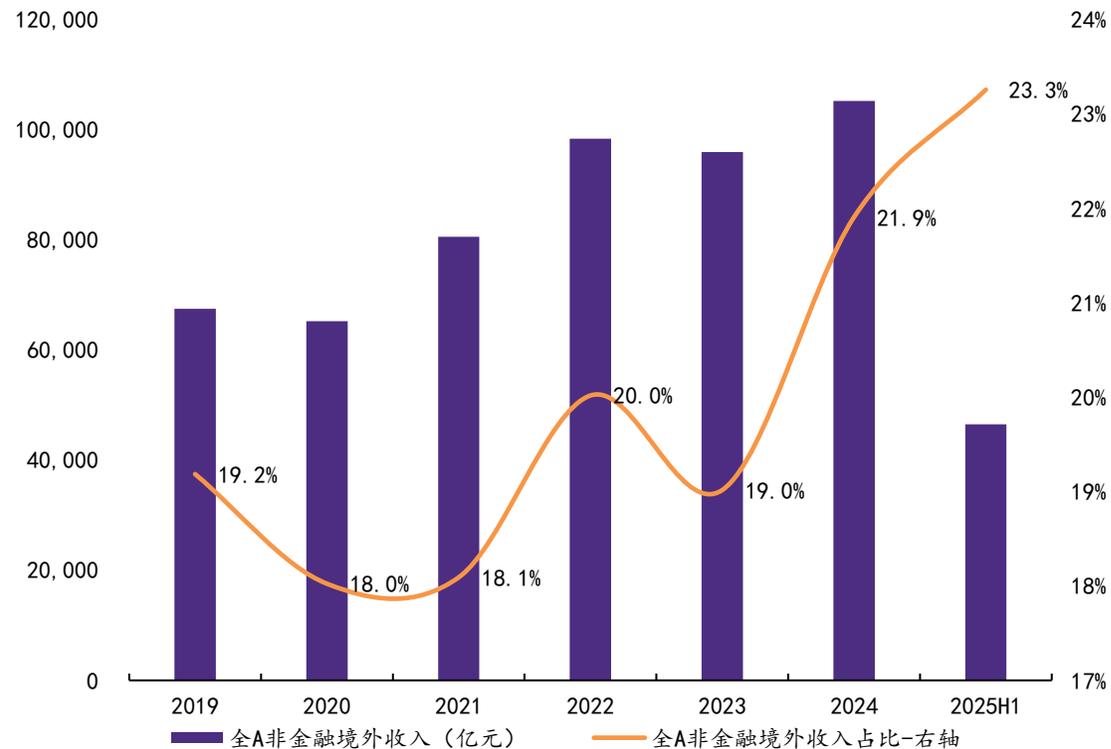
➤ **中美短期摩擦不改长期出口韧性，2025年出口数据超预期：**2025年1-11月出口金额累计同比为5.40%，即使经历“对等关税”贸易摩擦冲击，基本维持了年内相对稳定的高同比增速的趋势

- **出口国结构改变，对冲美国出口衰退：**美国出口需求受到中美贸易战2.0严重压制，但是欧盟、东南亚、非洲等地区均维持高累计同比增速，并且具备提速趋势；
- **内外需求结构改变，外需相对而言更为强劲，全A海外业务收入占比显著提升：**自2024年以来，A股非金融上市企业境外收入占比持续快速提升，2025上半年占比达到23.3%，已至历史新高；

非美地区出口金额累计同比提速趋势对冲美国出口需求衰退



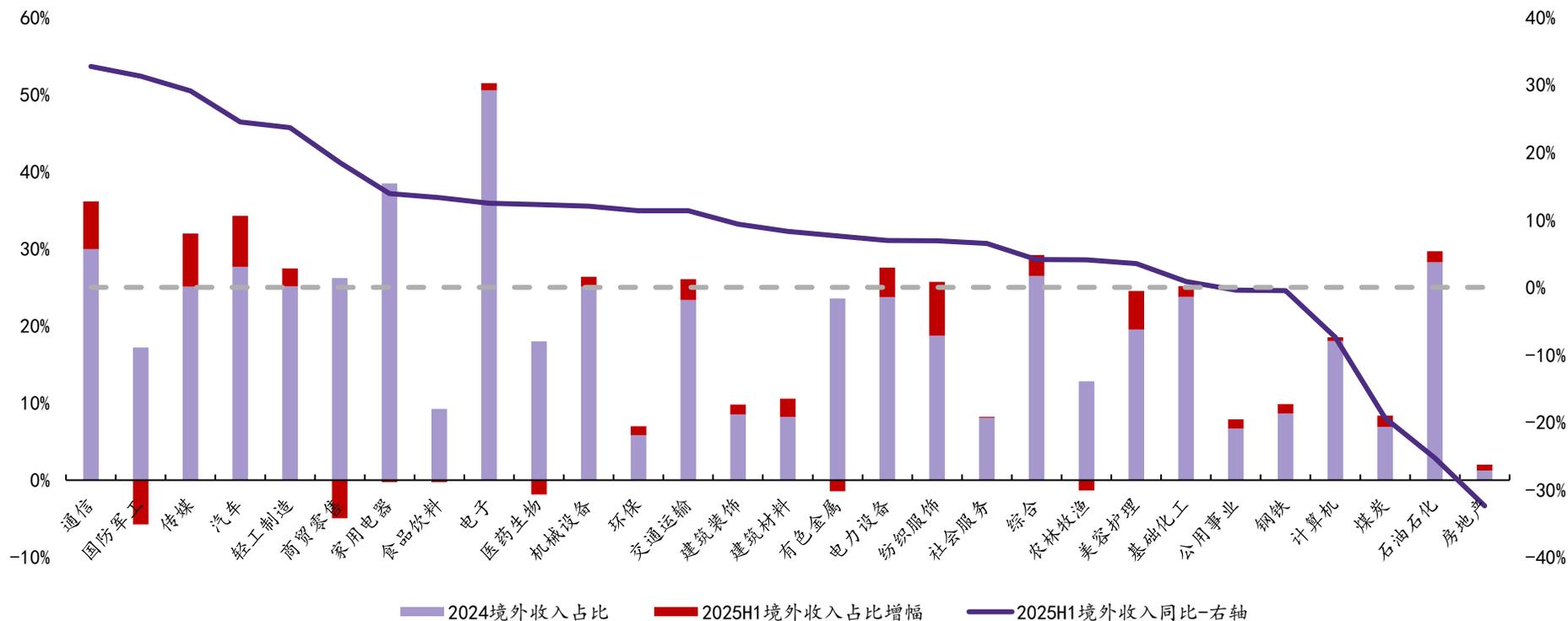
全A非金融境外收入占比已至历史新高



盈利支撑力Ⅲ：2025年出口韧性超预期，产业竞争力凸显

- **中美短期摩擦不改长期出口韧性，2025年出口数据超预期：**2025年1-11月出口金额累计同比为5.40%，即使经历“对等关税”贸易摩擦冲击，基本维持了年内相对稳定的高同比增速的趋势
 - **出口商品结构改变，带动出口景气提升与毛利率结构改善：**出口商品结构持续向高技术与高附加值产品重心偏移，通信、国防军工、传媒、汽车等行业2025上半年境外收入同比增速居前，其中通信、传媒、汽车的境外收入占比同时得到显著提升。

光通信、新消费、新能源等为代表的高技术与高附加值出口产品增速领先

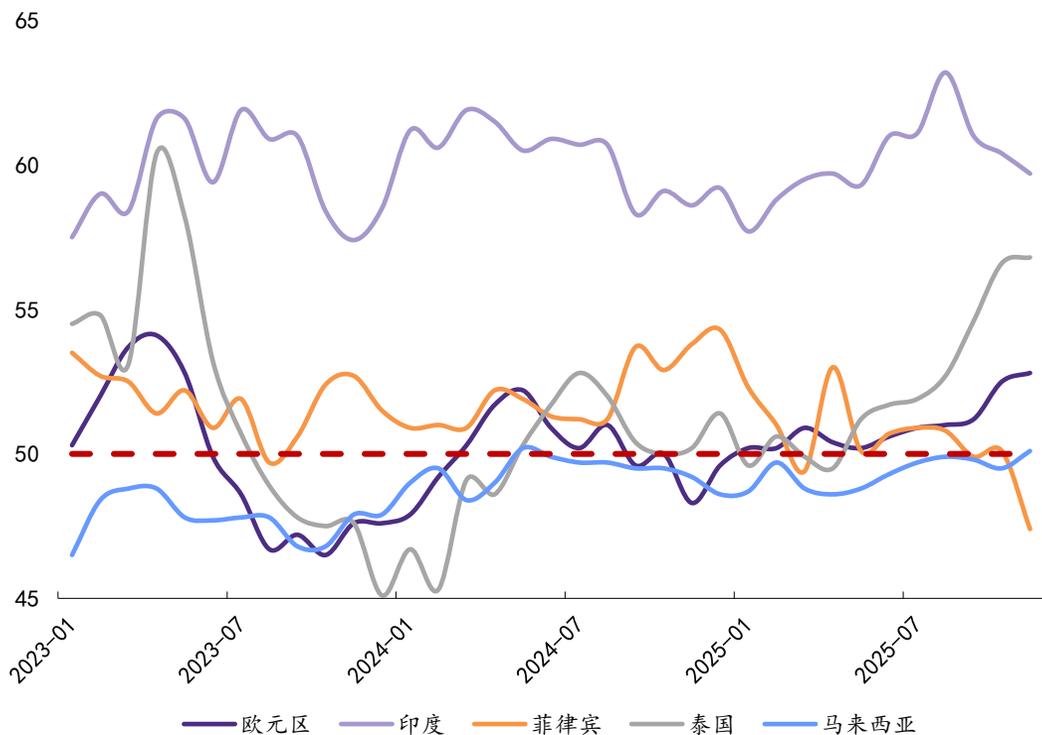


盈利支撑力Ⅲ：海外需求有望延续强劲势头，毛利率结构稳步向好

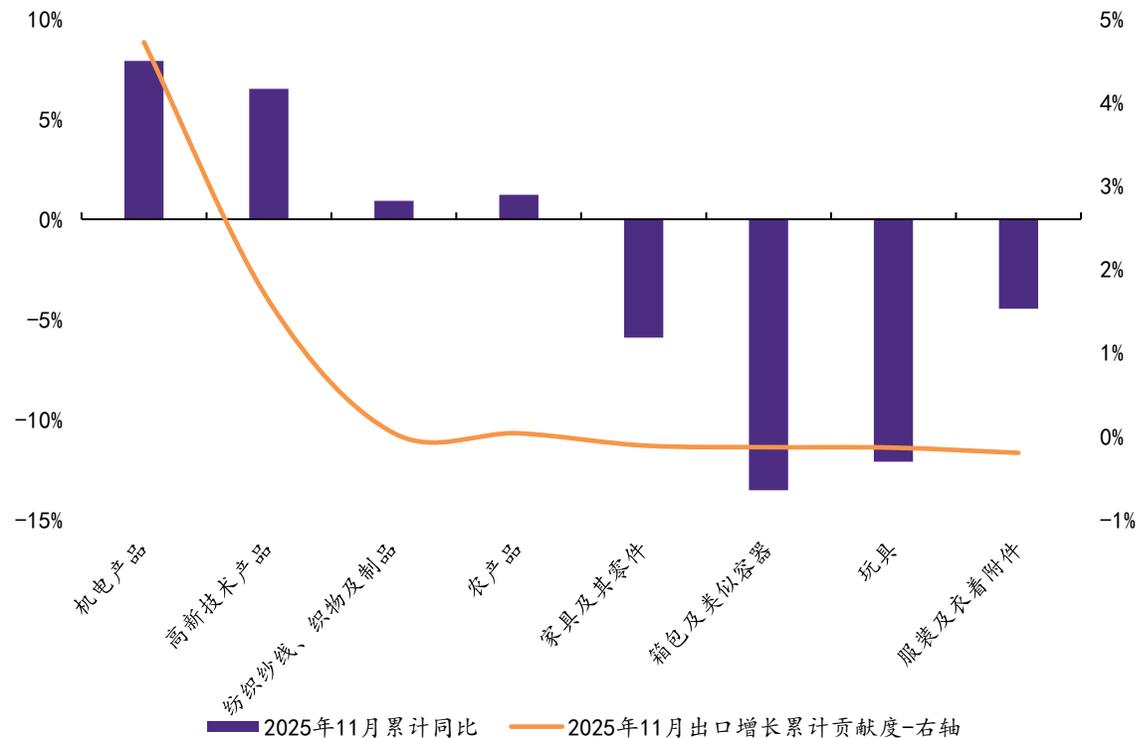
► 2026年海外需求有望延续增长态势，非美地区需求强劲是主要动力，毛利率结构有望伴随高附加值产品比重提升而持续向好

- 全球主要经济体进入降息周期，经济修复趋势显现，预计欧盟、东盟需求进一步扩张。在全球普遍宽货币政策下，欧盟与东盟地区主要经济体PMI指数均得到显著修复，重回50%荣枯线上方。2026年，全球宽流动性的预期仍在，欧盟与东盟经济体有望延续经济修复态势，预计对中国出口需求进一步扩大；美区出口因前期“抢出口”导致的库存积压，预计需要一定时间的消化，出口增量动力较弱；
- 高技术与高附加产品出口占比有望延续提升趋势，带动毛利率结构持续向好。截止至2025年11月，以新能源、半导体、新材料等为代表的机电产品与高新技术产品，在累计同比与出口增长贡献度两方面均显著领先，趋势有望在2026年延续，稳步取代传统劳动密集型产品比重，改善出口毛利率结构。

全球宽货币背景下，欧盟与东盟主要国家PMI修复趋势有望延续



机电产品与高新技术产品出口高景气趋势有望延续



资料来源：Bloomberg, Wind, 华鑫证券研究

全A盈利增速测算：平减指数有望转正，预期名义GDP同比回升

① 使用CPI和PPI季度同比增速预测值，拟合GDP平减指数季度同比增速

- 我们预期PPI同比底部已经显现，2025Q4-2026Q4有望持续持续负增收窄，直至2026下半年同比转正。代入CPI与PPI季度同比预测值，拟合2025Q4-2026Q4，GDP平减指数季度同比分别为+0.33%、+0.42%、+0.62%、+1.13%、+1.13%；

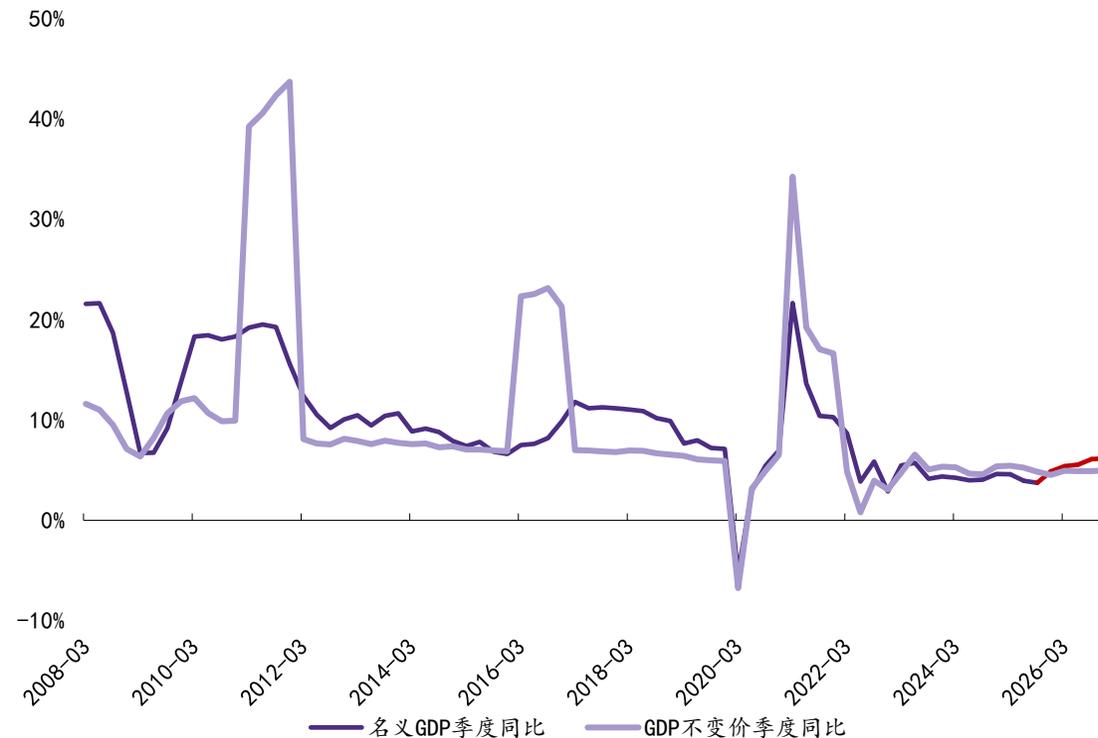
② 使用GDP平减指数季度同比拟合值与实际GDP季度同比预测值，推算名义GDP季度增速

- 预测2025Q4-2026Q4，名义GDP季度同比增速分别为+4.87%、+5.38%、+5.54%、6.09%、6.16%，逐季度缓慢提速，折算成2025、2026年名义GDP年度同比分别为+4.29%、+5.82%；

GDP平减指数同比增速有望呈现提速趋势



预期实际GDP增速平稳，名义GDP增速受再通胀推动逐季缓慢回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

预期2026年全A盈利同比逐季提速向好

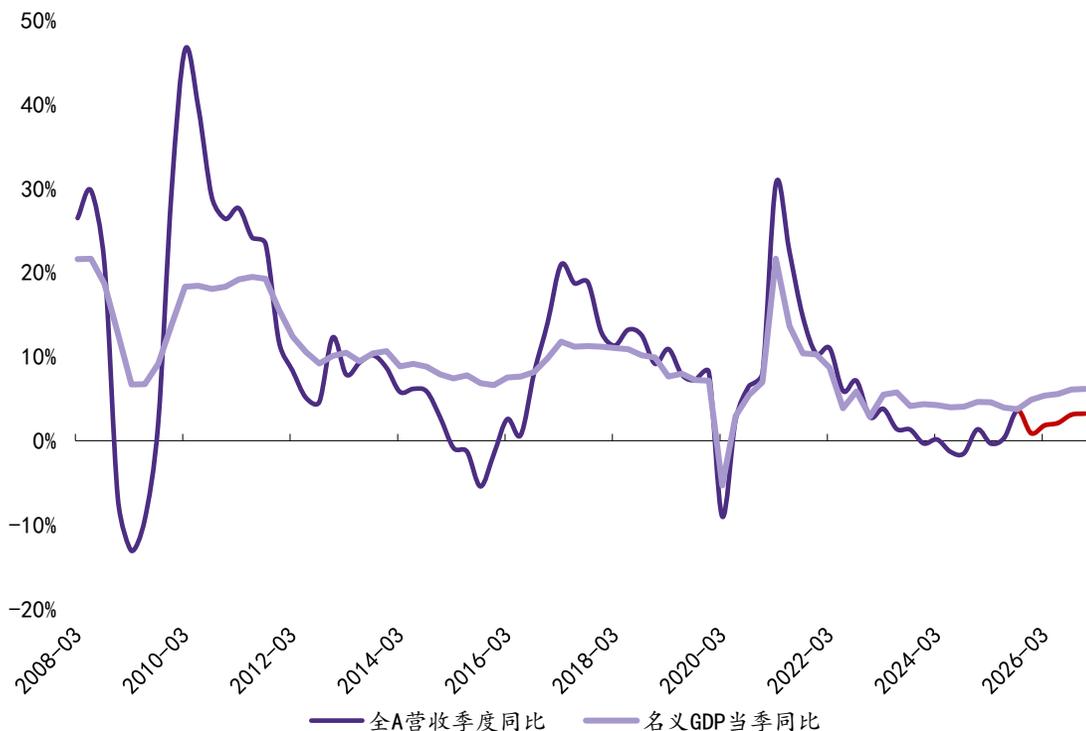
③ 使用名义GDP季度同比，拟合全A营收季度同比

- 预测2025Q4-2026Q4，全A营业收入季度同比增速分别为+0.89%、+1.82%、+2.11%、+3.09%、+3.22%，折算成2025、2026年全A营业收入年度同比增速分别为+1.29%、+2.59%；

④ 使用全A营业收入季度同比拟合值与全A归母净利润预测值，推算全A归母净利润季度同比增速

- 预测2025Q4-2026Q4，全A归母净利润季度同比增速分别为+4.06%、+1.47%、+7.88%、+8.24%、+15.51%，折算成2025、2026年全A归母净利润年度同比增速分别为+6.09%、+7.38%。

预期全A营收同比25Q4放缓后，重回稳步提速趋势



预期全A盈利同比25Q4后逐季提速向好

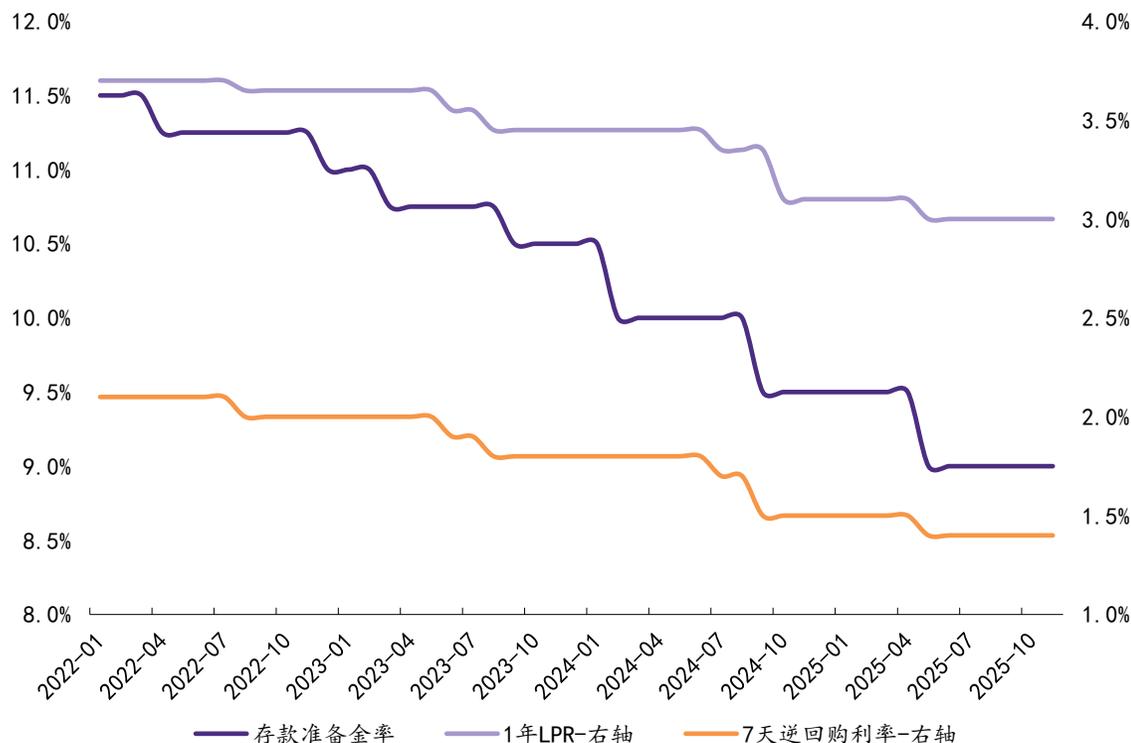


3.2.2、流动性支撑：国内居民储蓄再分配，海外降息弱美元预期

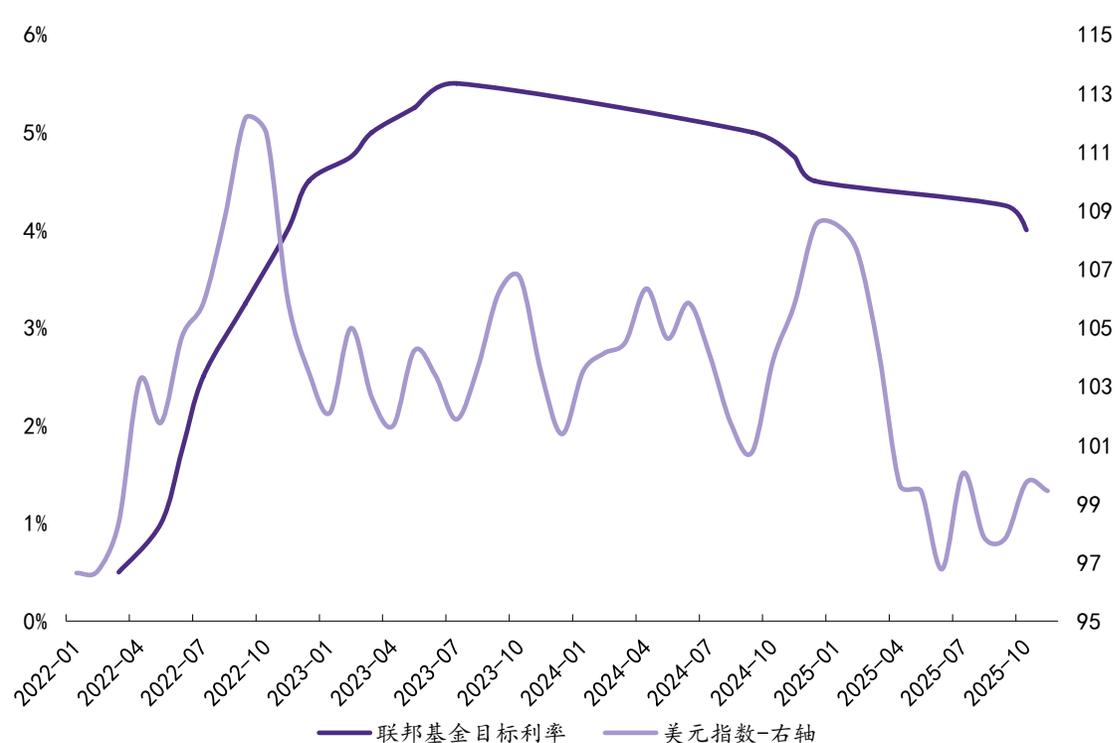
► 海内外降息周期共振，2026年A股宽流动性支撑力有望延续：

- **国内低利率宏观格局进一步强化，预期国内流动性宽裕格局延续。**自上一轮牛市结束2022年以来，降息降准分别共计实施6次和7次，2022-2025年10月共计降息70bp，共计降准250bp。宽货币政策的宏观背景下，中国各期限利率均下降至历史较低水平，存款、债券、地产投资性价比边际下降，权益投资性价比边际上升，倒逼国内居民储蓄和机构资产再配置持续进行，国内流动性宽裕格局有望延续；
- **海外美联储降息周期，弱美元有望凸显中国资产性价比，外资加速回流可期。**美联储进入降息周期，叠加美元指数进入历史阶段低位，海外流动性有望得到更强释放。凭借中国股市估值更具性价比、新一轮五年政策宏观周期，新老产业动能切换等优势，有望吸引外资加速回流。

国内低利率格局强化，资产荒进一步凸显



美联储降息周期重启，海外流动性有望进一步释放

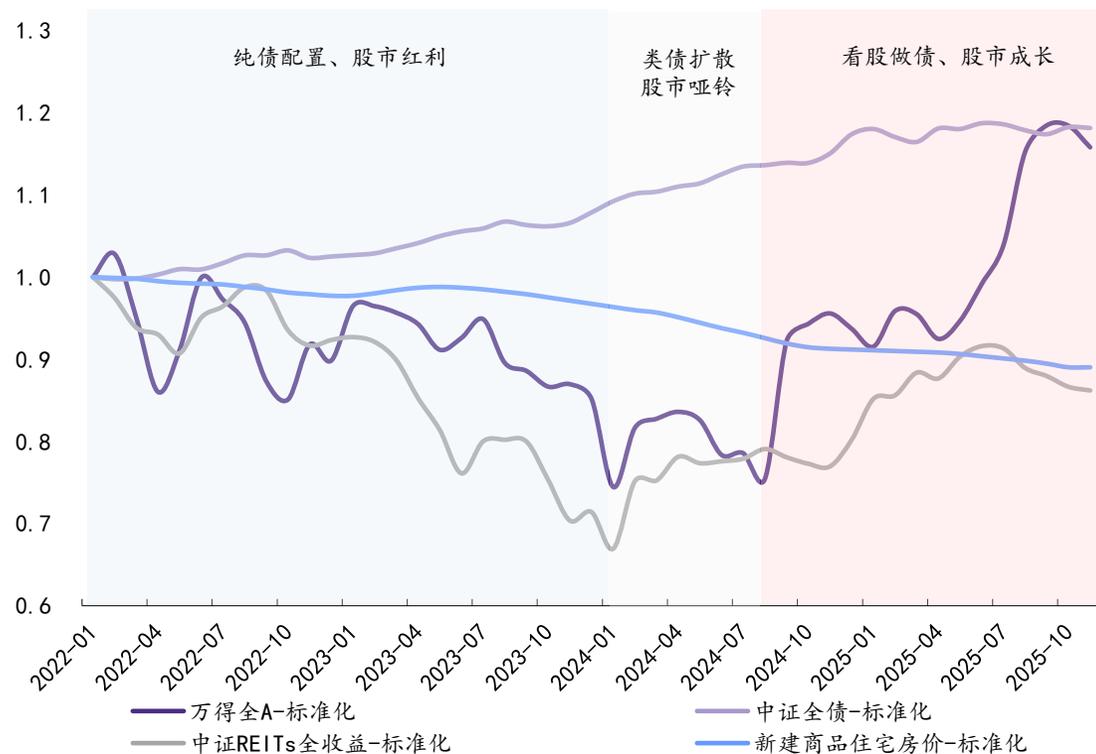


资料来源：Wind，华鑫证券研究

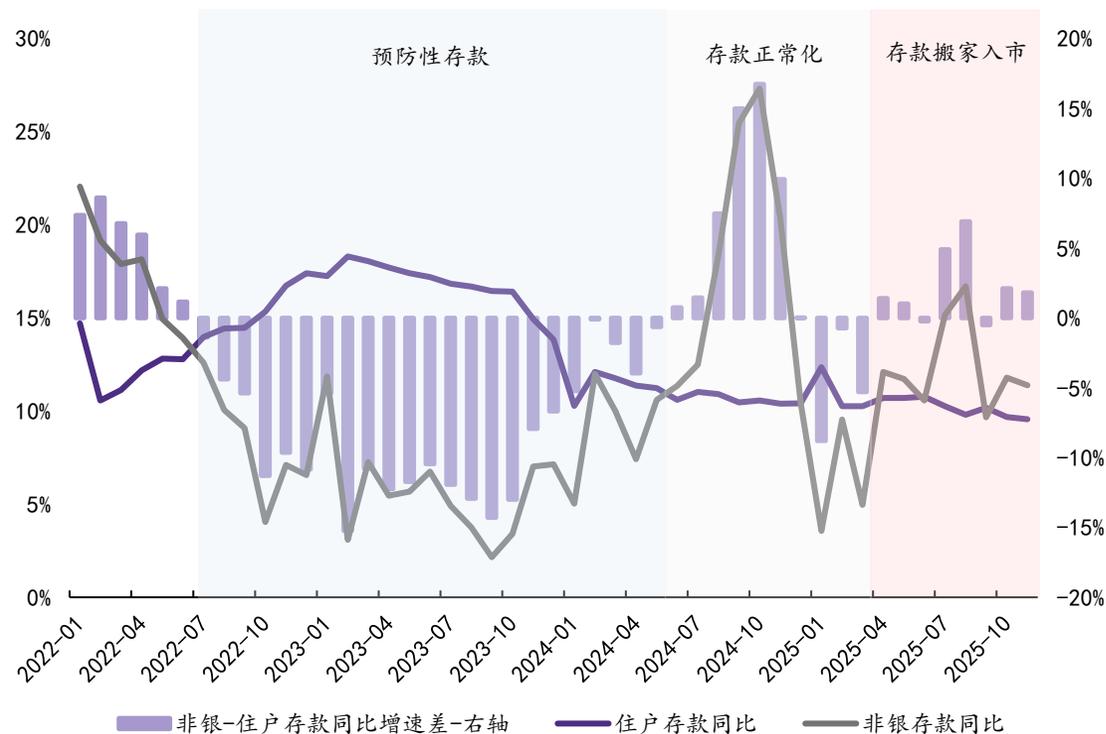
低利率“资产荒”背景下，国内居民储蓄再分配，机构资金资产再配置，股市有望吸纳更多流动性增量

- 2022年PPI同比增速转负至今，地产周期持续磨底，债券、存款因降息周期导致利率性价比持续下降。在整体资产大环境的映衬下，权益资产在2024年9月扭转熊市，成为极具性价比的资产配置选择，促成了国内居民储蓄和机构资产的再配置进程，居民存款经历预防性存款→存款正常化→存款搬家入市，资产配置经历纯债配置、股市红利→类债扩散、股市哑铃→看股做债、股市科技成长；
- 目前国内低利率宏观背景未变，居民储蓄和机构资金资产的再配置进程仍在继续，股市有望吸纳更多存款、债券、地产等大类资产外溢流动性，国内流动性宽裕格局有望延续。

现阶段权益配置性价比凸显



居民存款搬家入市进程仍在延续



资料来源：Wind，华鑫证券研究

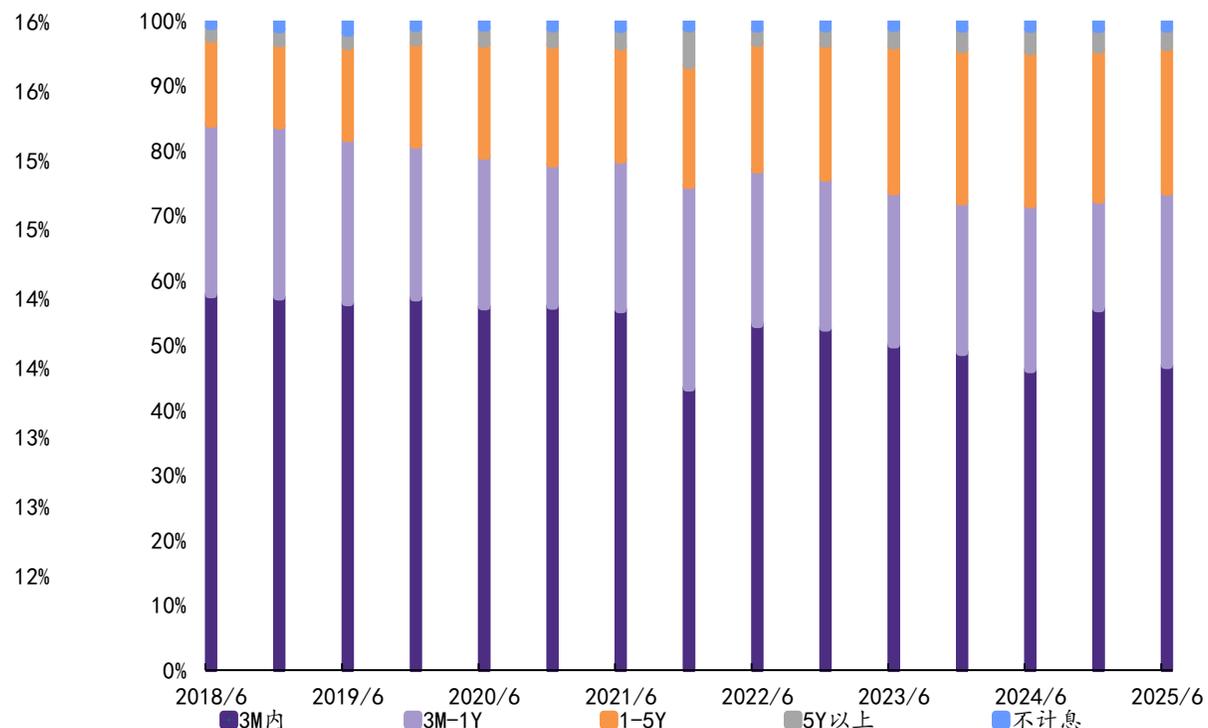
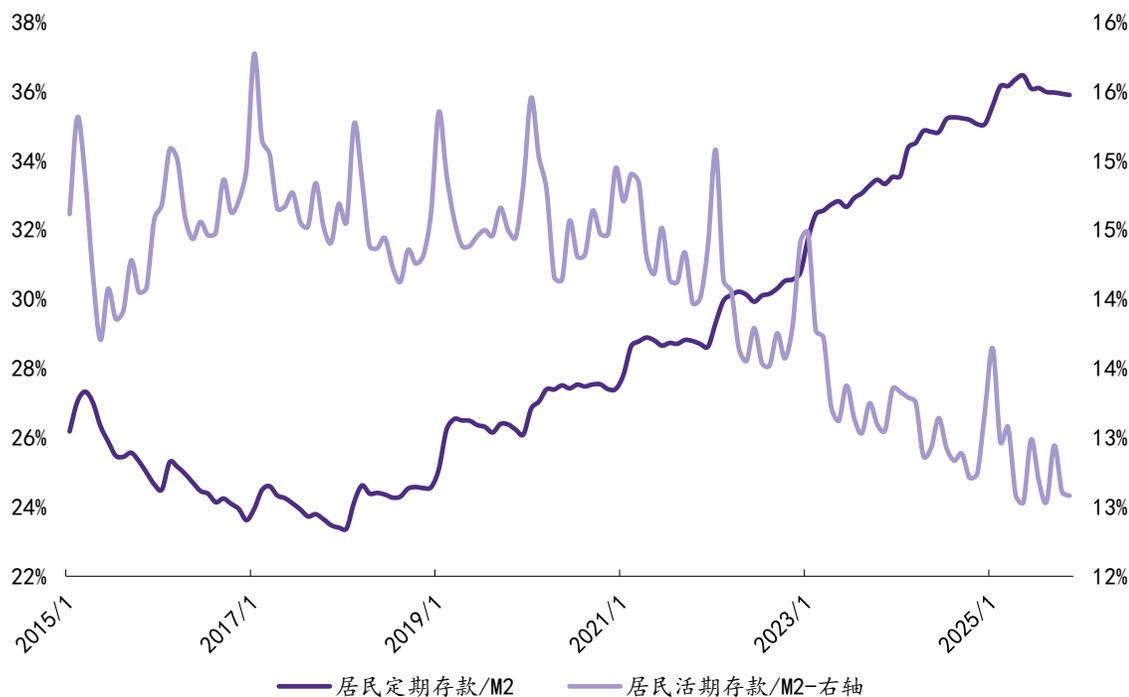
居民定期存款在2025-2026年集中到期

➤ 居民定存到期集中潮来临，预期到期资金将进入理财、固收+、分红险等产品，进一步加快居民存款入市进程，股市宽流动性支撑力有望进一步巩固

- 上一轮牛市结束2022年起，地产周期下行股市进入熊市，居民投资风险偏好显著下降，进入预防性存款阶段，大量居民存款在2022-2023年转向定存，成为低利率时代前最后一批高息定存集中存入期。按居民定存最普遍的3年定存作为假设，2025-2026年将会是该批峰值定存集中到期的时间区间。现阶段因低利率导致新增定存吸引力不足，居民定存占M2比重在2025年6月已显现拐头向下趋势。
- 使用目前A股上市的15家国有+股份制银行存款期限结构，以及居住户与非金融企业定存比例，作为居民定存期限结构假定。截止至2025年6月，推算可得37.53万亿元居民定存将于2025Q3内到期，21.31万亿元居民定存将于2025Q4-2026Q2期间到期。该部分居民定存到期资金因本身风险偏好相对较低，理财、固收+、分红险等产品有望成为后续吸纳资金的替代投资工具，通过该途径居民存款入市进程将提速。

2025年6月居民定存占比见顶，定存到期潮来临

银行定存结构2022-2023年1-5年定存集中存入对应2025-2026年集中到期

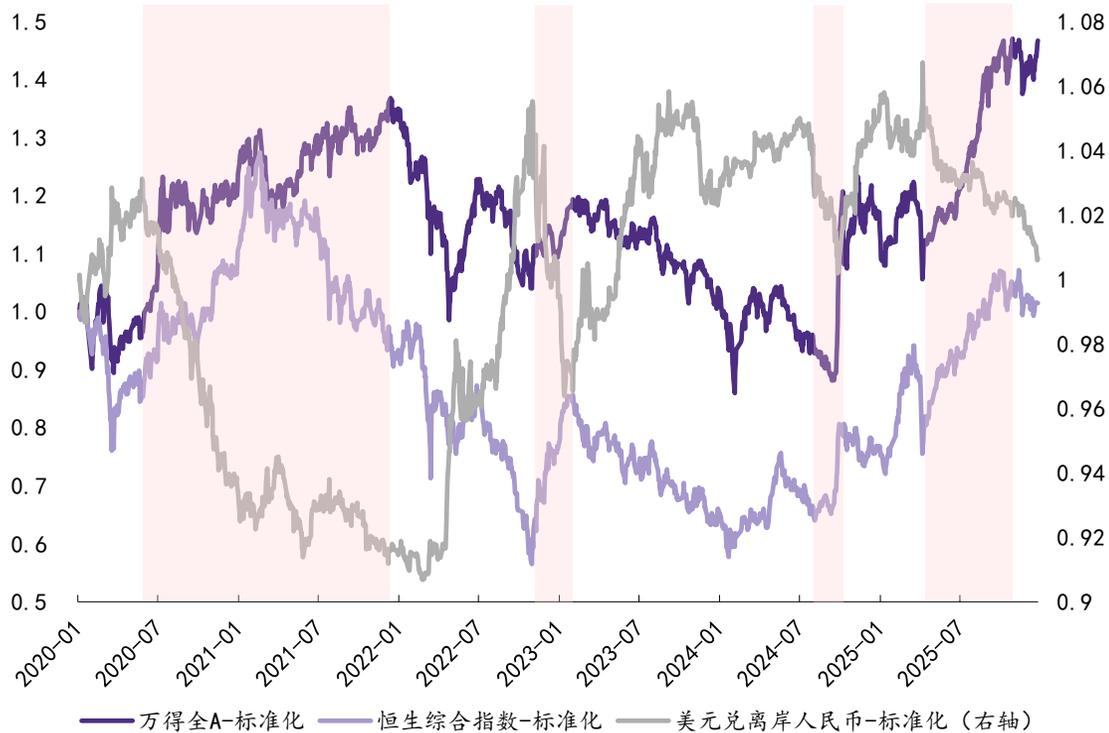


资料来源：Wind，华鑫证券研究

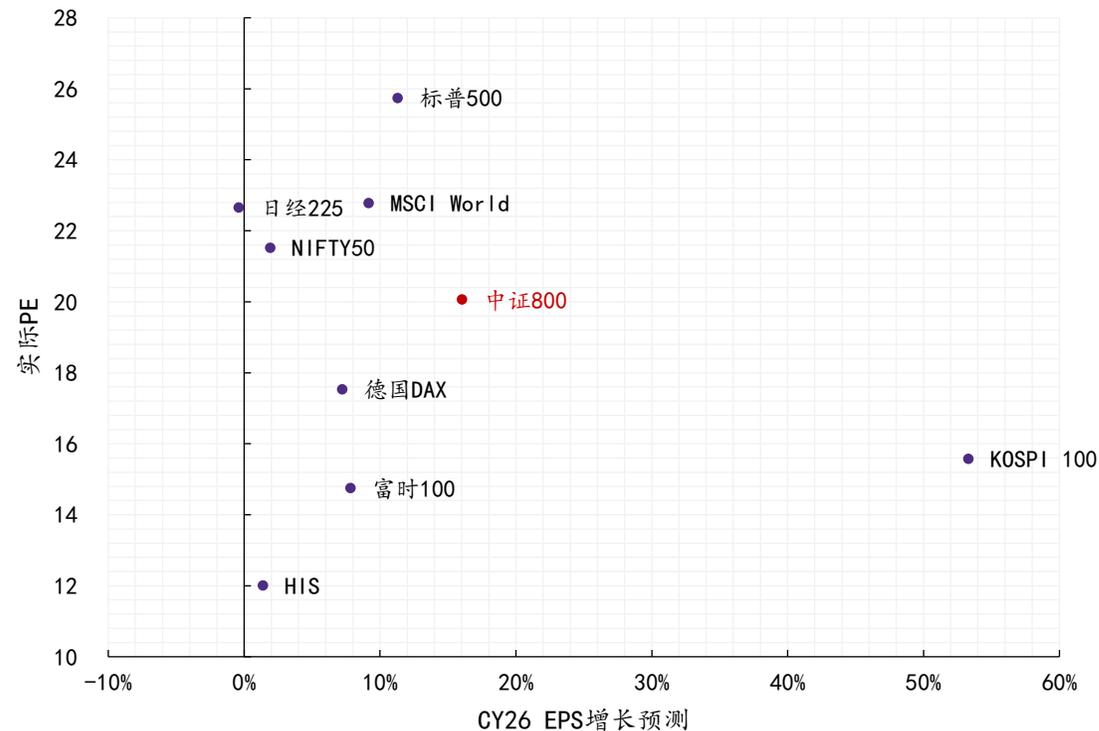
➤ 海外进入美联储降息周期，维持弱美元预期，中国资产高性价比吸引外资回流可期

- 从历史上看，美元兑离岸人民币走弱区间普遍对应A股或港股走强阶段。现阶段美联储降息交易博弈，重在节奏博弈，**中期维度降息方向与弱美元预期较为明确，有望推动海外流动性进一步宽松，利好中国资产；**
- **中国A股估值性价比依然较高，对外资新吸引力仍“在线”。**截止至2025年12月29日，使用EPS增长预期与实际PE双维度象限比较，对比发达国家市场，中证800拥有更高的盈利增长预期，但PE仍处中游水平，A股资产性价比凸显，吸引外资回流可期。

美元走弱区间普遍对应A股与港股的上涨阶段



A股估值性价比依然较高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华鑫证券研究

预期国内外宽流动性支撑2026年牛市行情延续，理财、公募资金有望成为后续增量资金主力

- 本轮牛市起点2024年9月至今，险资、融资、私募资金为主要机构增量资金主力；
- 预计2026年在宽流动性背景下，居民定存集中到期，存款搬家入市的新资金增量将支撑起牛市行情的延续，理财与公募有望提供居民存款入市窗口，成为牛市微观的“中坚力量”；保险源于资产再配置，将稳步提供增量，成为牛市微观的“底层力量”；北向资金有望回流中国资产；私募资金潜在增量空间犹存；融资资金再续增量空间有望适度拓宽。

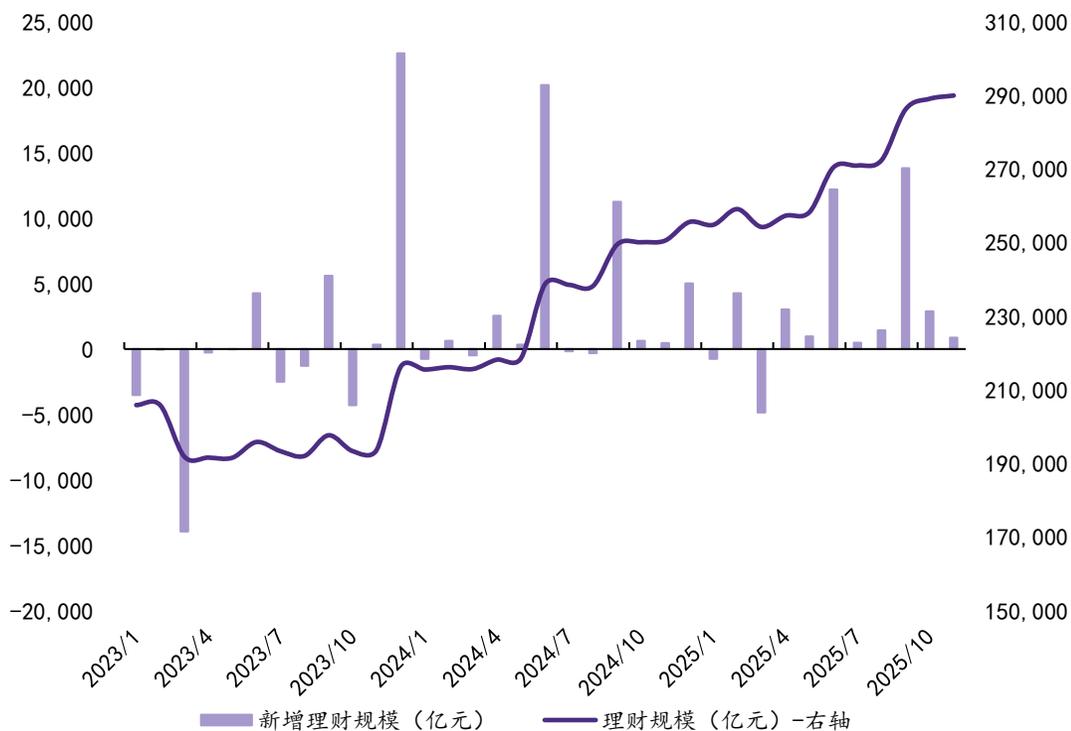
理财&公募资金有望成为后续增量资金主力

资金来源	2026年增量资金预期
居民存款搬家	
理财资金	成为居民定期存款替代配置工具之一，固收+为吸纳居民定存到期资金的主要产品，居民存款有望通过该窗口加速入市，成为牛市增量资金的“中坚力量”
公募基金	偏债混合型有望成为居民定期存款替代配置工具，ETF权益配置吸引力不断凸显，叠加新发基金仍有巨大提升空间，有望成为后续股市增量资金的“中坚力量”
机构资产再配置	
保险公司	久期和利差缺口压力格局依旧，加配高股息和估值边际安全高的权益板块趋势预计延续，有望通过OCI科目后续稳步向股市输送增量资金，成为牛市增量资金的“底层力量”
潜在资金配置增量	
北向资金	美元兑离岸人民币后续有望在联储降息后延续走弱趋势，外资回流给予股市增量资金可期
私募资金	高净值客户资金主导，赚钱效应吸引下潜在增量空间犹存
融资资金	监管有意适度放松，再续增量空间有望适度拓宽

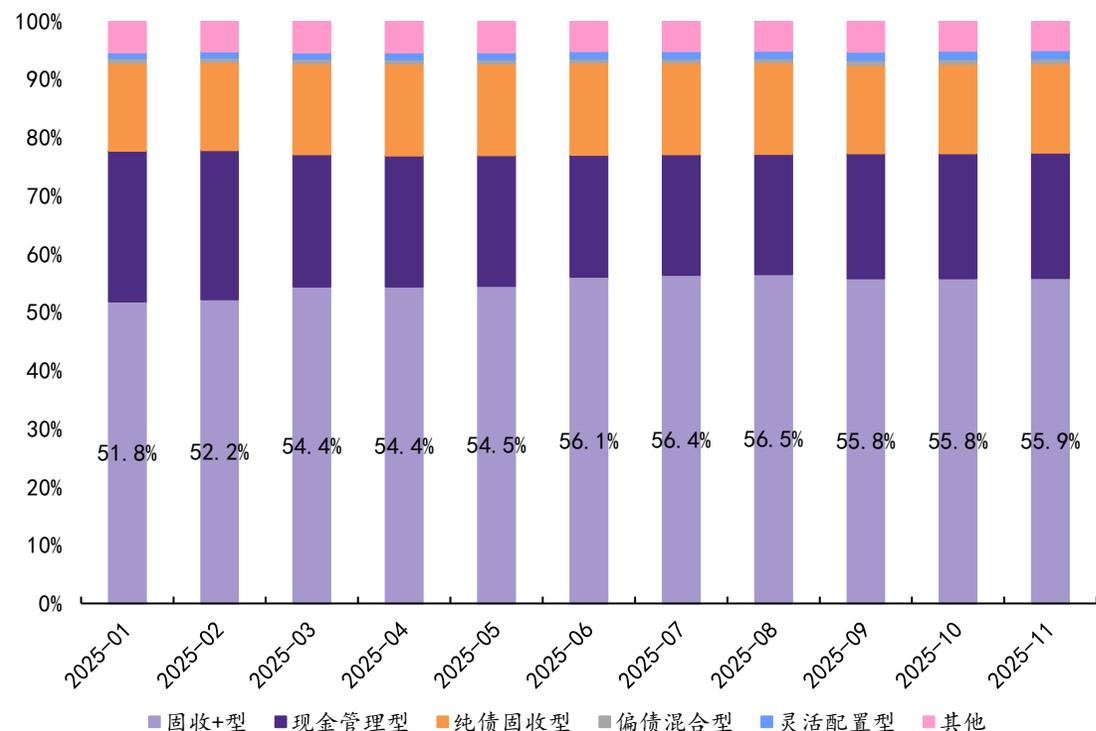
理财资金：吸纳到期居民定存，有望成为后续增量的“中坚力量”

- **“低利率”宏观背景下，理财产品成为居民定期存款替代配置工具之一：**伴随利率水平达到历史阶段低位，存款产品的吸引力持续下降。原先存款配置资金整体风险偏好相对较低，相对而言，理财产品成为定存的重要替代配置选择之一。自2025年6月定存占M2比例见顶开始，新增银行理财增速再度加快，理财产品吸纳部分居民定存集中到期资金的进程已经开启。
- **居民存款通过固收+工具入市，理财资金有望成为后续牛市增量的“中坚力量”：**固收+产品是银行理财产品中的主力军，规模占比超50%以上并且持续稳步提升。固收+依靠寻求小部分股市高弹性收益弥补债券低票息的困境，深受低风险偏好资金的青睐，同时也是吸纳居民定存到期资金的主要产品。居民存款通过固收+窗口入市，后续伴随2026年更多定存到期，固收+资金规模有望延续加速增长态势，成为后续牛市增量资金的重要来源之一。

银行理财吸纳居民存款，2025年6月规模加速增长



固收+规模占比持续提升，居民存款通过固收+工具入市

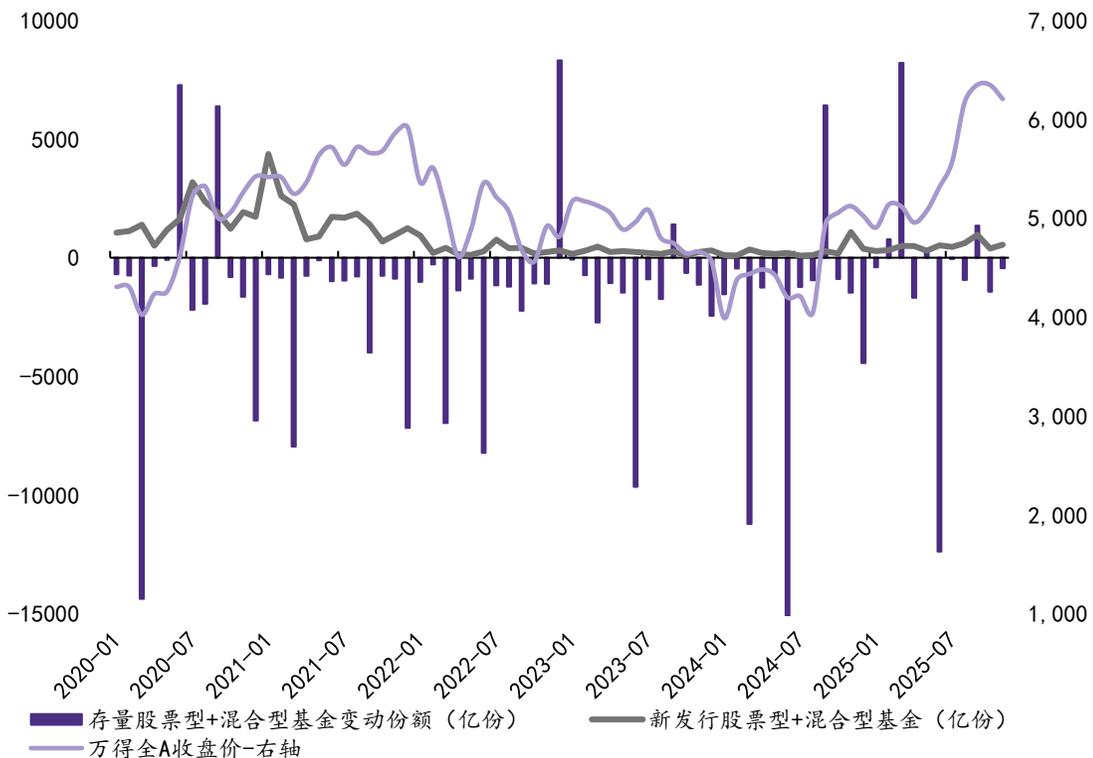


资料来源：Wind，华鑫证券研究

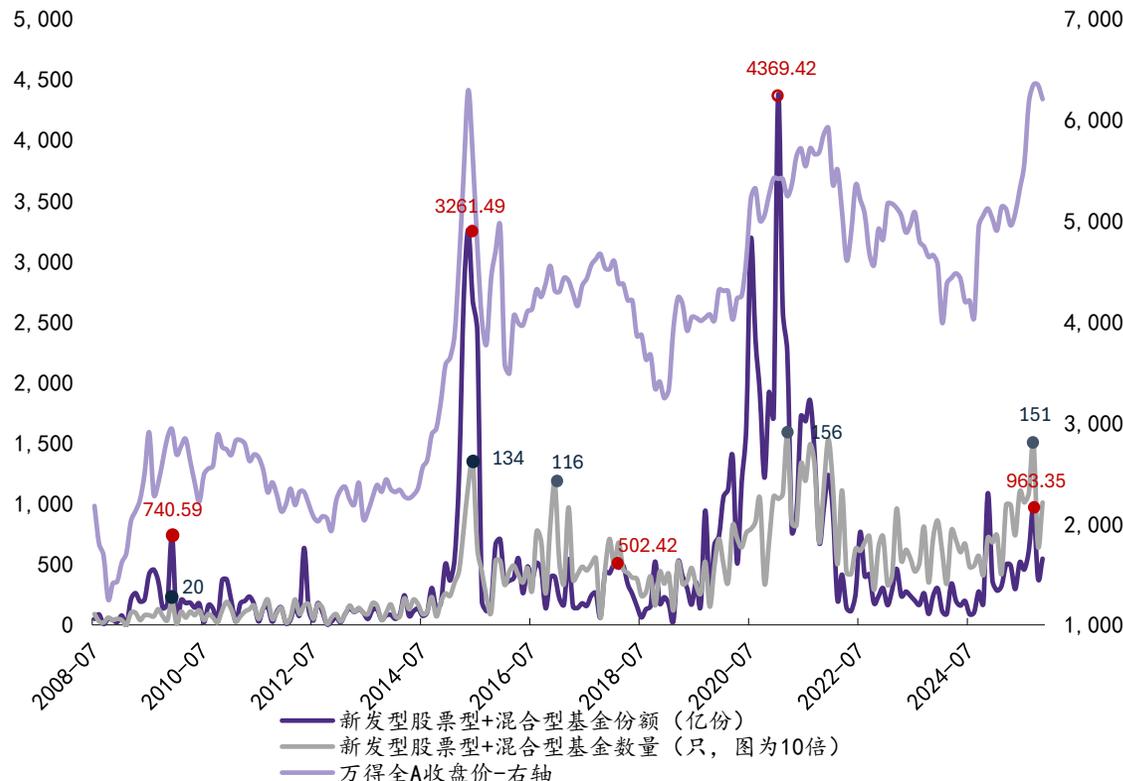
公募资金：新发未发力，混合型&ETF有望成为后续“冲刺力量”

- **6月存量基金赎回压力大幅释放，预计后续存量端“抽水”需求相对较小：**自2022年1月起，A股经历长达两年的熊市阶段，期间市场积累了大量的浮亏存量基金。本轮牛市主升开启起点的2025年6月，大量浮亏存量基金转亏为盈，市场也于6月大幅释放存量基金赎回压力。预计经过这一波的赎回潮，后续市场存量基金转盈部分的赎回压力相对较小，对应存量端对于市场流动性的抽离压力较小。
- **新发基金还未发力，后续公募增量资金可期：**本轮牛市现阶段新发高点出现于2025年9月，虽然新发行基金数量已至历史相对高位，但是平均新发行基金份额较小，整体新发规模相对于历轮牛市，仍处历史低位，后续放量空间潜力巨大。预计伴随A股震荡蓄势后企稳，公募资金有望成为股市增量资金的“中坚力量”。

6月公募存量基金赎回压力大幅释放，预计后续存量端赎回压力相对较小



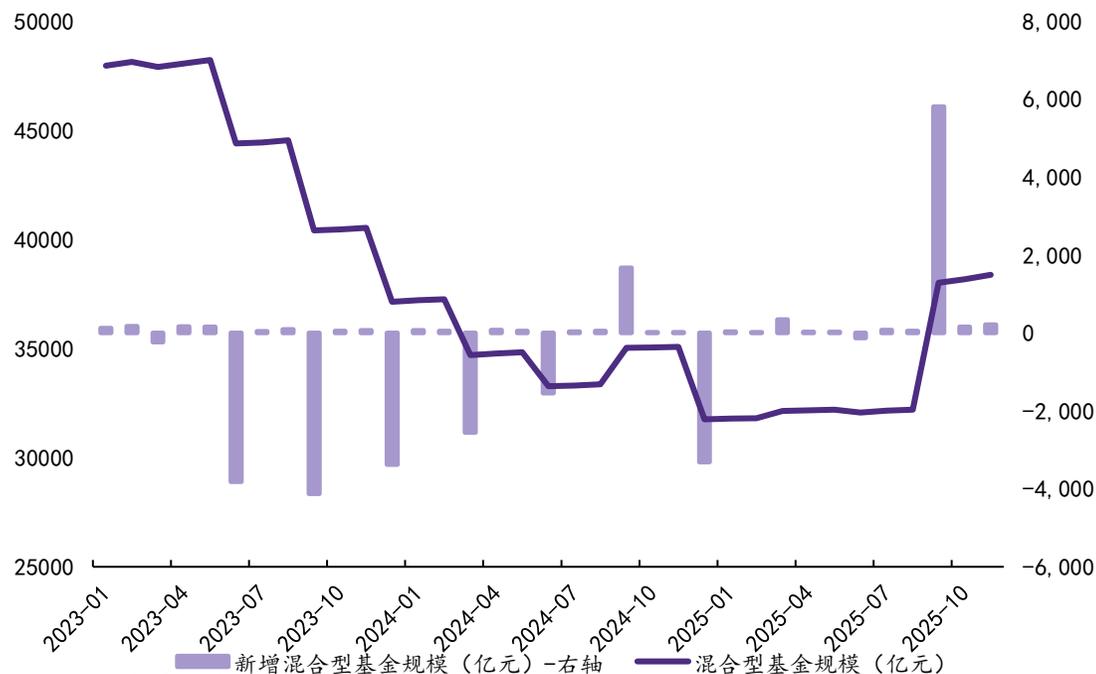
本轮公募新发仍未发力，后续增量空间可期



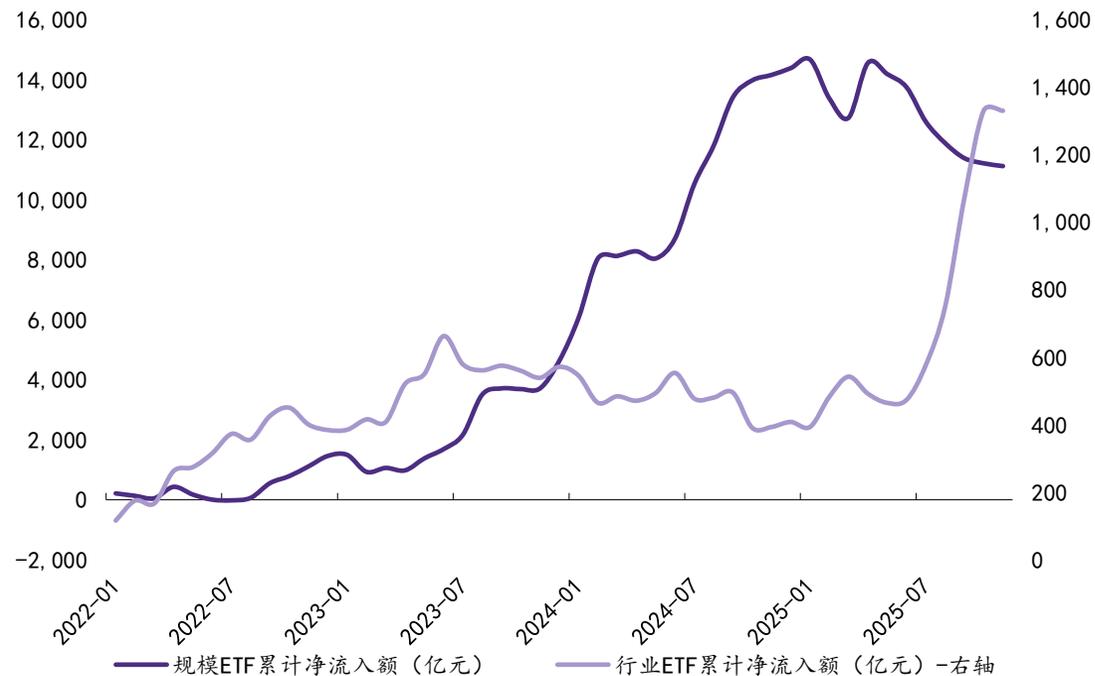
监管护航提升公募收益稳定性，混合型与ETF有望成为公募端主要吸纳增量资金工具

- **新绩效管理指引有望提升公募产品收益稳定性，预期更加适配中长期与低风偏资金偏好。** 2025年12月《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》颁布，新管理指引下，公募权益类投资行为有望从追求短期排名和规模，转向与投资者利益深度绑定的长期价值创造；
- **偏债混合型基金可类比固收+产品，有望成为居民定期存款替代配置工具之一。** 偏债混合型基金从资产配置角度可类比固收+产品，同样具备依靠寻求小部分股市高弹性收益弥补债券低票息的特征，深受低风险偏好资金的青睐，有望成为吸纳居民定存到期资金的主要投资工具之一。
- **ETF发挥“蓄水池”功能，逐步成为重要权益配置工具，有望为公募端吸引到更多增量资金。** 股市承压阶段，规模指数ETF净流入显著，托底市场；股市上冲阶段，行业指数ETF净流入显著，抱团主题主线。ETF投资工具在指数投资快速发展的背景下，配置优越性快速提升，正逐步成为权益配置重要的投资工具，后续有望伴随新发放量，为股市注入更多的增量资金。

2025年8月起混合型基金规模迅速提升



规模ETF与行业ETF可针对不同股市阶段进行配置策略，凸显指数投资优越性

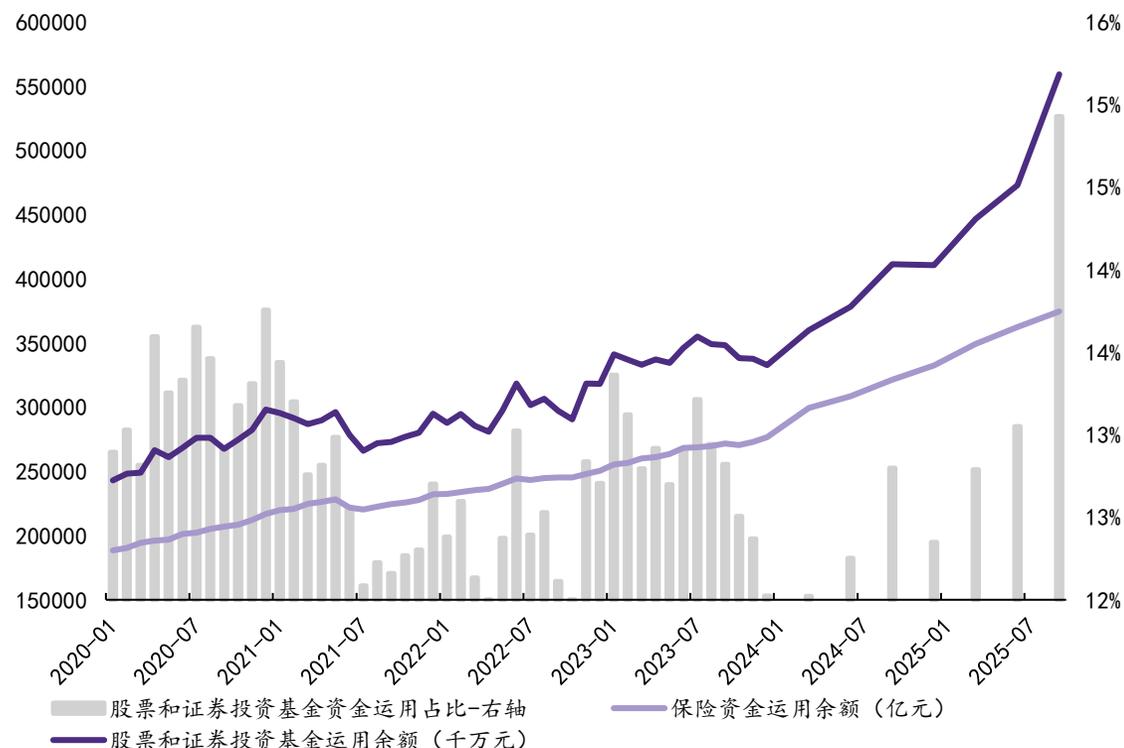


资料来源：Wind，华鑫证券研究

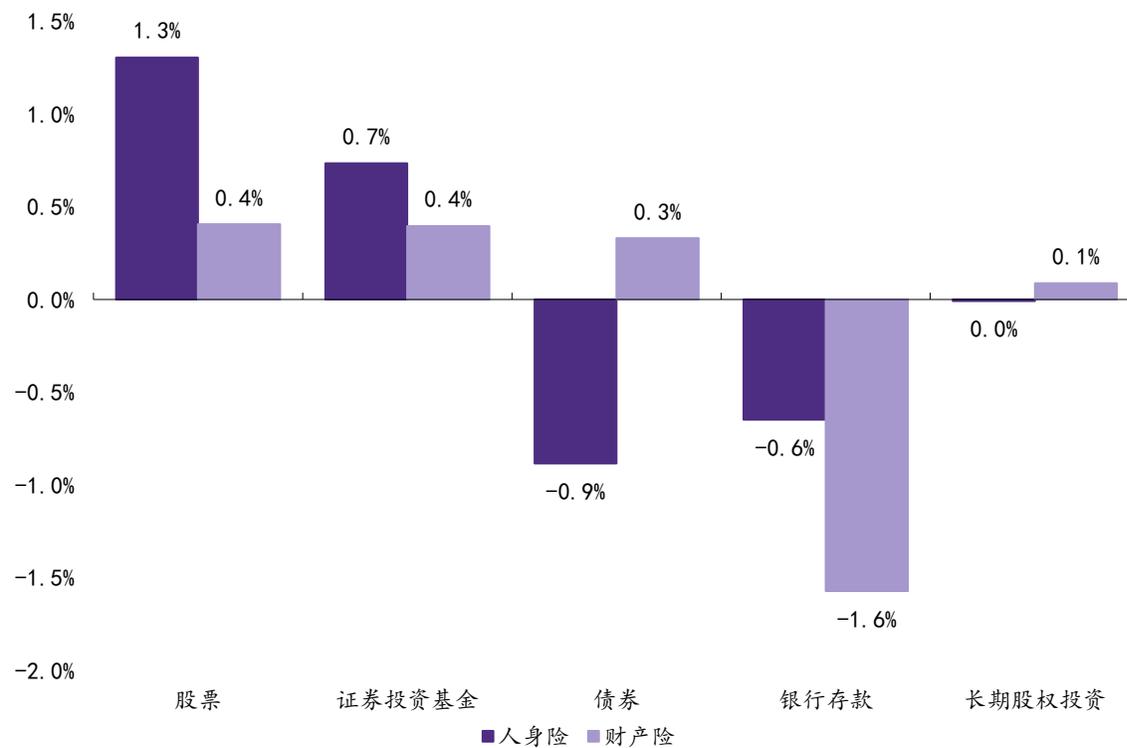
保险资金：权益加配为“大势所趋”，有望成为后续增量的“底层力量”

- **险资加速入市，成为牛市第一方主要入场增量资金，权益加配正在成为“大势所趋”**：截止至2025年9月，险资股票和证券投资基金运用余额已升至5.59万亿元，占总运用余额比例的14.9%，创近五年的新高。自2024年以来，股票和证券基金投资运用余额规模持续加速攀升，成为本轮牛市率先显著进场的重要资金来源。在现阶段低利率，并且预期中长期维持低利率的宏观背景下，险资资产负债久期缺口和利差缺口压力持续放大，配置固收以外的资产，同时降低负债端成本成为险资“不得不做”的抉择，预计险资加配权益资产将会在未来几年成为一种趋势；
- **监管引导险资中长期耐心资本入市，更加明确险资入市“大势”**：自2023年9月，金融监管总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，至2025年12月，《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》发布，进一步以长持仓期限划分降低股票投资风险因子，释放保险资金的资本占用，险资有望进一步扩大权益资产配置空间。**监管政策有意逐步放松险资在权益市场投资限制，引导险资作为中长期耐心资本，逐步加大入市力度。**

自2024年以来，险资加配权益持续加速



25Q3运用余额股票和证券投资基金比例环比显著提升



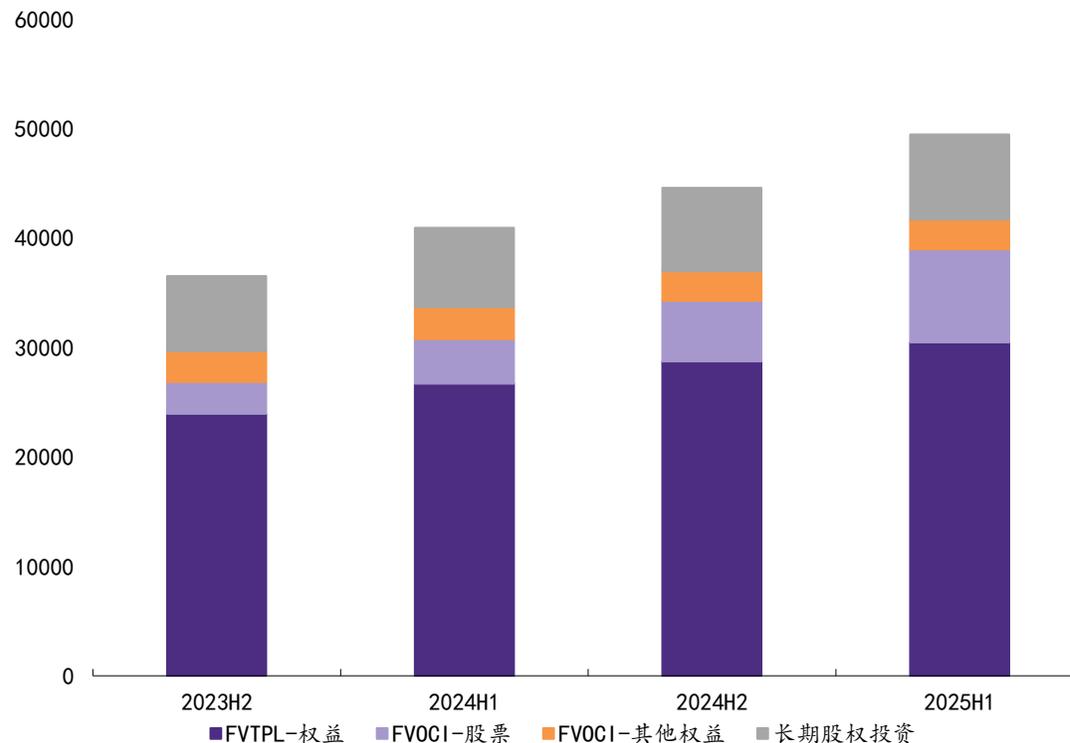
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **低估值高股息板块有望成为险资重点加配方向，未来OCI科目规模预计将进一步扩张：**险资加配权益是“大势所趋”，但同时需要考虑险资资金的配置需求
 - **同时具备高股息和估值边际安全高两个特点的板块，预计将是险资加配权益的重点偏好方向。**所以预期银行、钢铁、公用事业、交通运输、环保等行业，以及拥有相对更低估值的港股，将成为险资潜在重要加配板块；
 - **针对权益资产公允价值波动率相对较大，可能影响保险当期业绩的问题，OCI科目的运用预计将会是未来险资加配权益的重要手段，险资有望通过OCI科目后续稳步向股市输送增量资金，成为牛市增量资金的“底层力量”。**

监管引导险资作为中长期耐心资本加速入市

上市保险公司权益配置规模迅速扩大，并且OCI股票规模占比提升显著（亿元）

政策文件/事件	时间	具体内容
《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	2023年9月10日	调整权益投资风险因子，将保险公司投资沪深300指数成分股的风险因子从0.35调整为0.3，投资科创板上市普通股票的风险因子从0.45调整为0.4。
《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	2025年1月22日	在现有基础上，引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例，力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股。
《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	2025年4月8日	上调保险资金权益资产配置比例上限。简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，最高权益配置可达总资产的50%。
介绍“一揽子金融政策支持稳市场预期”有关情况国新办新闻发布会	2025年5月7日	进一步调降保险公司股票投资风险因子，支持稳定和活跃资本市场。

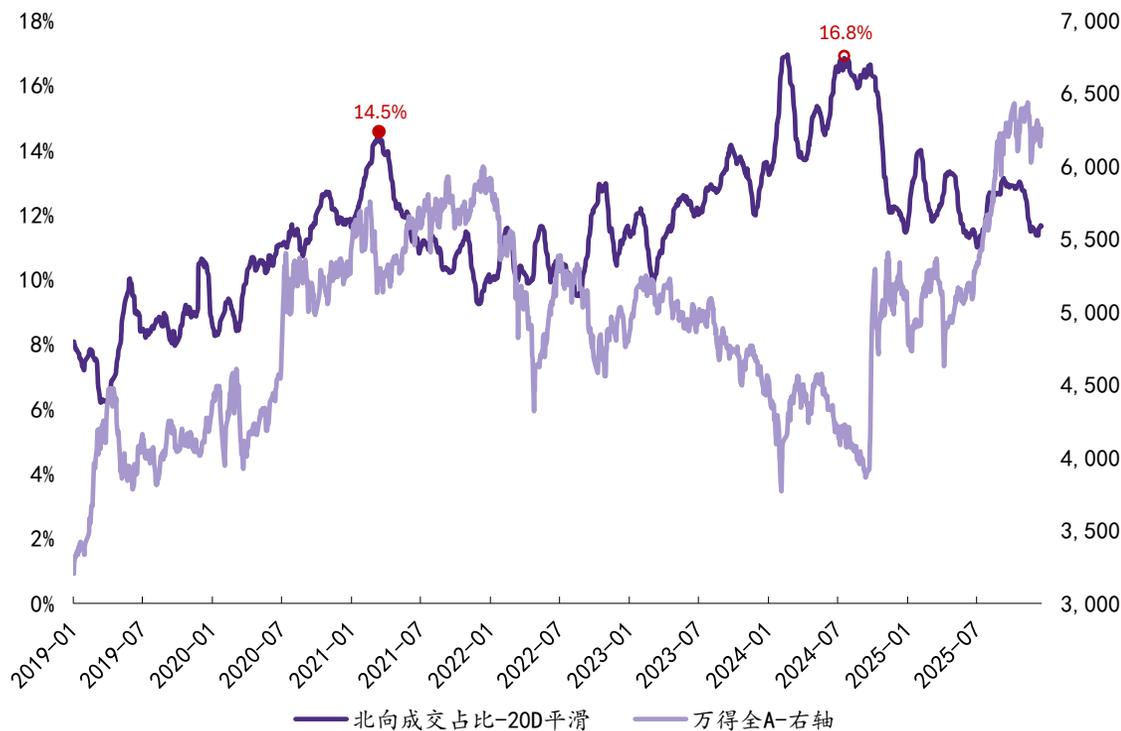


资料来源：Wind，金融监督管理总局，证监会，国务院，上市保险公司半年度报告、年度报告，华鑫证券研究

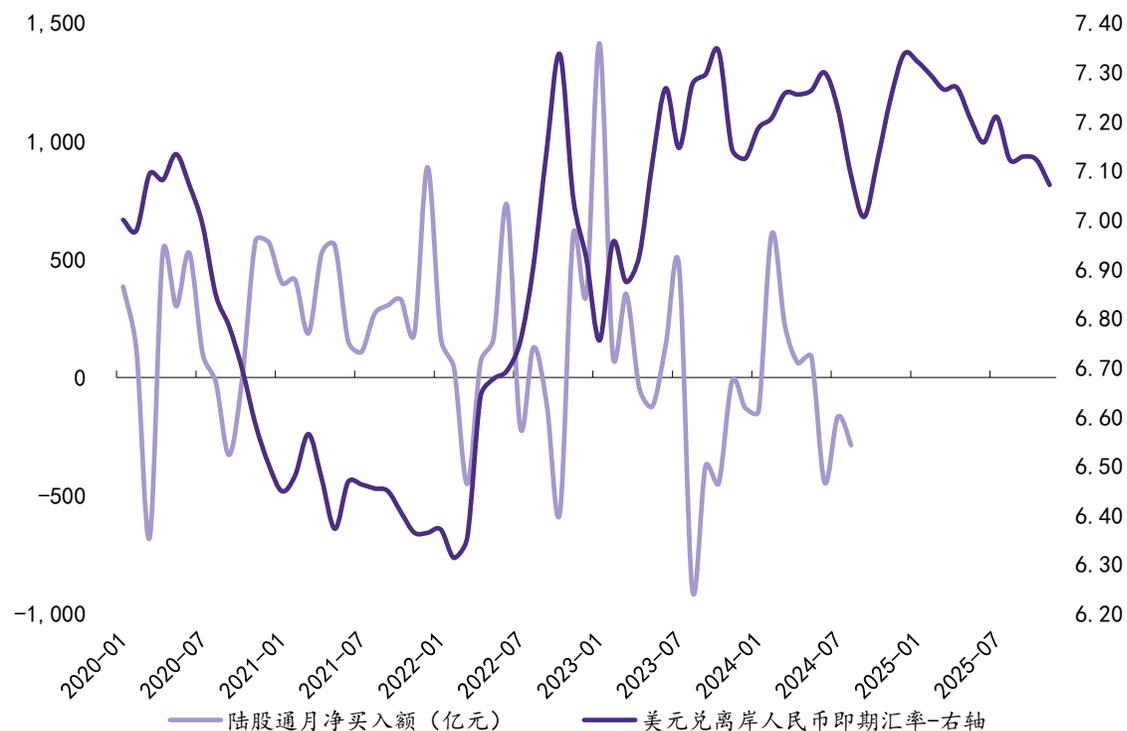
北向资金：外资参与度仍较低，弱美元预期强化，后续外资回流增量可期

- **本轮牛市现阶段北向资金参与度仍较低：**北向成交占比于本轮牛市起点2025年9月24日达到现阶段高点16.8%，后续交易活跃度震荡回落，整体水平相较于北向成交放量后的上一轮牛市2019-2021年，处于相对低位，潜在增量提升空间巨大；
- **美联储降息周期有望形成弱美元格局，北向净买入可期：**自北向成交开始放量的2020年开始看，美元相对人民币走弱，对应北向资金净买入阶段高峰。**现阶段美联储降息交易博弈，重在节奏博弈，中期维度降息方向与弱美元预期较为明确。美元兑离岸人民币后续有望在联储降息后延续走弱趋势，外资回流给予股市增量资金可期。**

现阶段北向成交占比相较于上轮牛市仍处相对低位



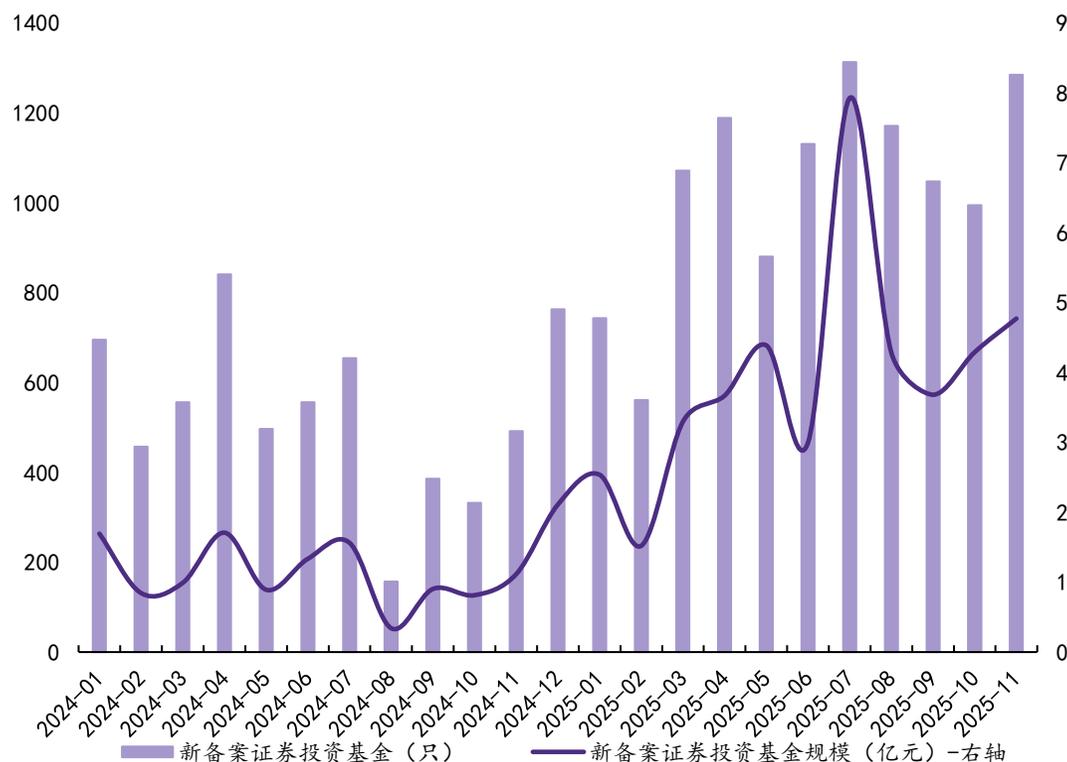
离岸人民币升值，多对应北向资金净买入阶段高峰



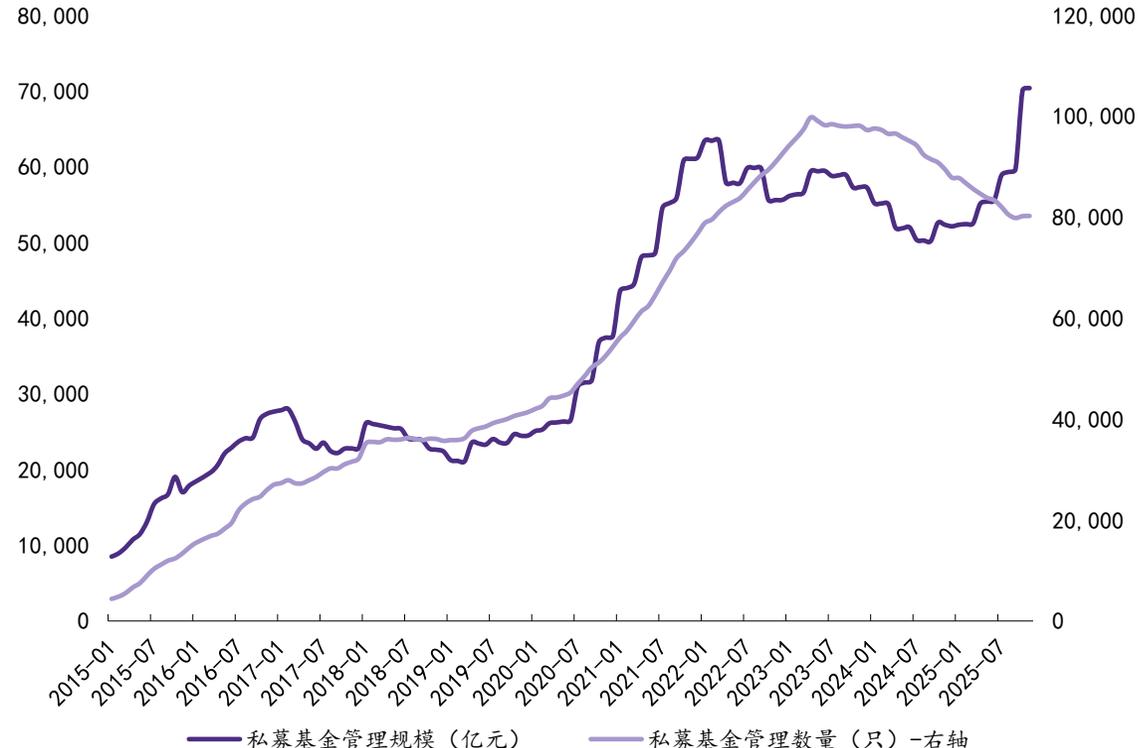
私募基金：新备案持续放量，已成为高净值的“主导力量”

- **新备案私募基金显著放量，高净值客户资金为主要增量：**自本轮牛市起点2024年9月开始，新备案私募基金数量与规模均显著提升，成为助推本轮牛市的重要增量资金来源之一，其背后主为高净值客户资金增量主导；
- **“优胜劣汰”趋势凸显，预期赚钱效应吸引下潜在增量空间犹存：**自2023年《私募投资基金监督管理条例》颁布开启私募强监管阶段，私募基金“优胜劣汰”趋势凸显，“劣质”私募基金已得到大幅消化。预期伴随A股2026年重回慢牛节奏，在低利率“资产荒”背景下，股市的赚钱效应有望进一步吸引高净值客户资金向股市配置，预计私募端资金仍有增量空间。

新备案私募基金数量与规模显著放量



“优胜劣汰”趋势凸显，“劣质”私募基金已得到大幅消化

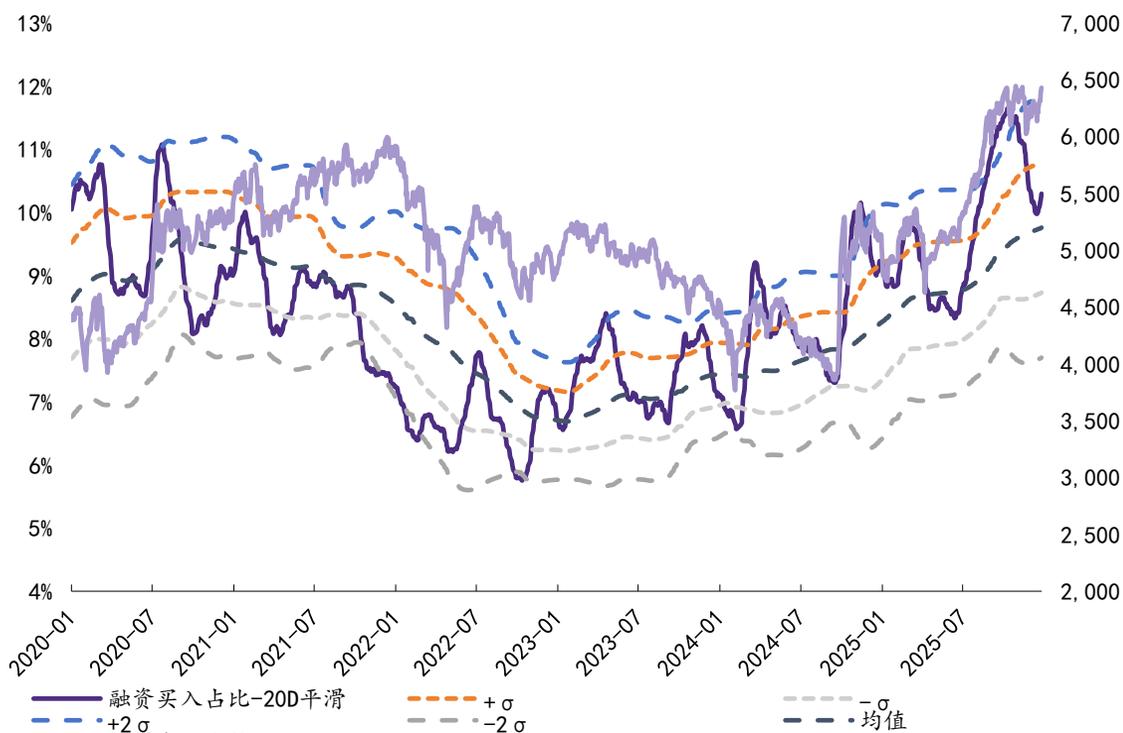


资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，华鑫证券研究

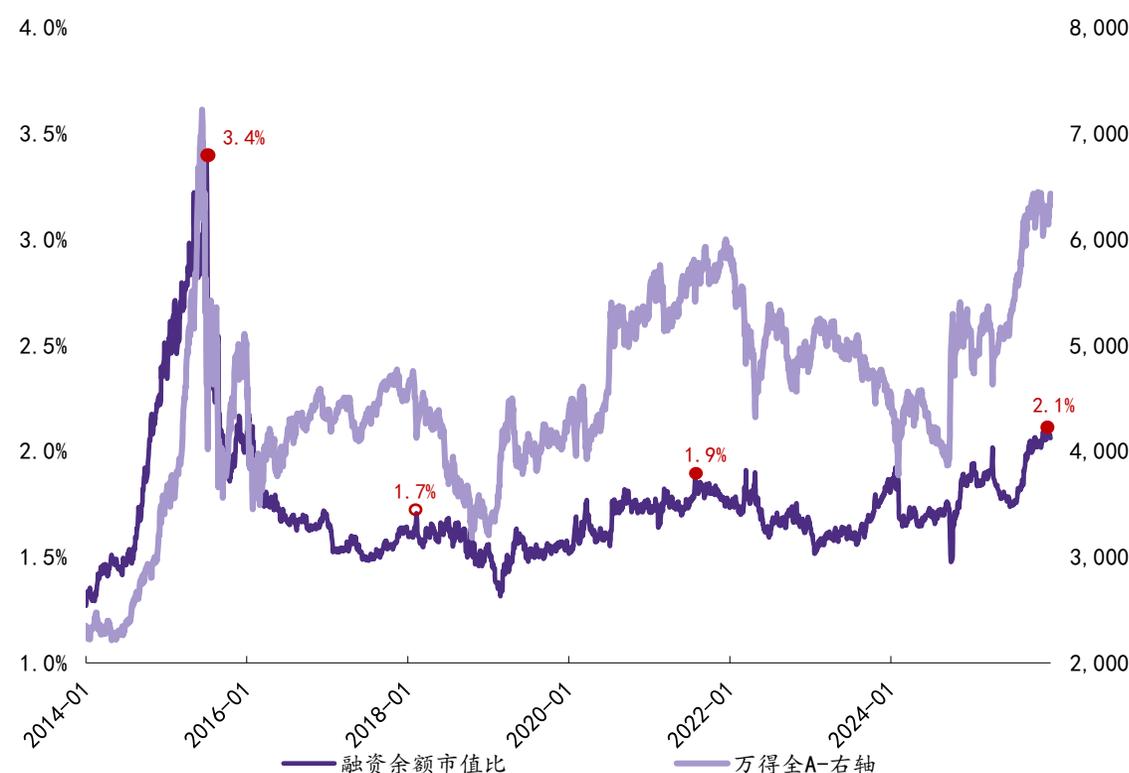
融资资金：监管有意适度放松，再续增量空间有望适度拓宽

- **本轮现阶段重要增量资金来源之一，短期资金压力有所释放：**自本轮牛市起点2024年9月，融资资金规模迅速攀升，直至历史极值高位，成为截止至目前，本轮牛市最重要的资金增量来源之一。融资买入占比20天线触及滚动+2 σ 阈值后，触发短期资金收敛信号，现阶段资金压力有所释放，买入占比重回均线附近；
- **融资体量已至阶段历史极值，但监管释出适度放松信号，适度再续增量空间可期：**本轮融资余额与万得全A市值比高点达2.1%，已为自2015年以来杠杆资金监管趋严后的历史极值高位。但在2025年12月中国证券业协会第八次会员大会上，证监会主席发言提出“监管层面将强化分类监管，对优质机构优化评价指标、适度拓宽资本空间与杠杆上限”，监管有意适度放松杠杆融资资金上限，2025年内至少9家券商已公开调整两融业务，包括上调业务规模上限、调整授信管理方式等，后续适度再续增量空间可期。

触及滚动+2 σ 线短期触发资金收敛信号



融资体量已至杠杆资金监管趋严后的历史极值



3.2.3、风险偏好：仍具支撑潜力，但对比2025年空间下降

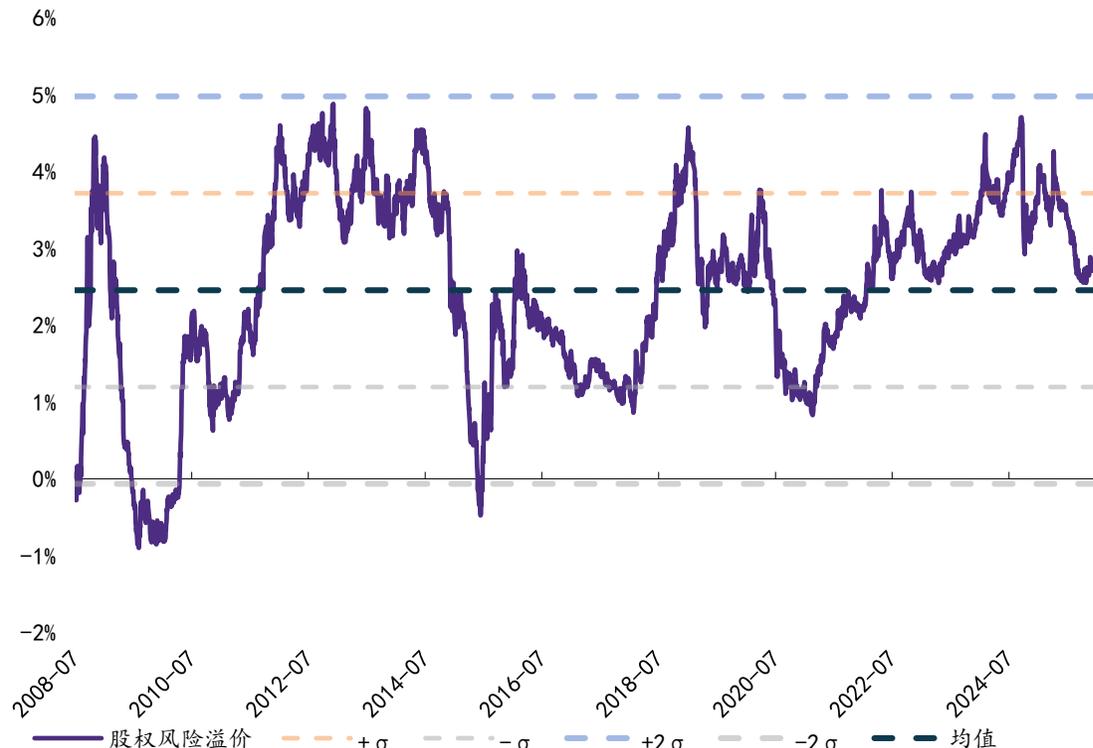
➤ 风险偏好仍具上升潜力，但是空间显著下降

- 2025年本轮牛市主要由估值代表的风险偏提升引领，年内PE-TTM高点为22.77，距离2021年估值高点仍有7.5%的潜力空间，但相较2025年初潜力空间显著下降。
- 风险偏好经历2025年的修复与上升，虽对比上一轮牛市风偏高点仍具备上升的潜力，但是潜力空间已显著下降。预计2026年，A股牛市行情延续主要将由结构性盈利向好和宽流动性两方面支撑，风险偏好有望伴随股市重回慢牛趋势带来的赚钱效应进一步提供增量，但给予牛市支撑力度可能相对有限。

本轮现阶段PE估值高点距离21年高点仍有小幅差距



股权风险溢价已至股债性价比均衡博弈区域



资料来源：Wind，华鑫证券研究

04 风格行业： 风格扩散，景气回归，三大方向

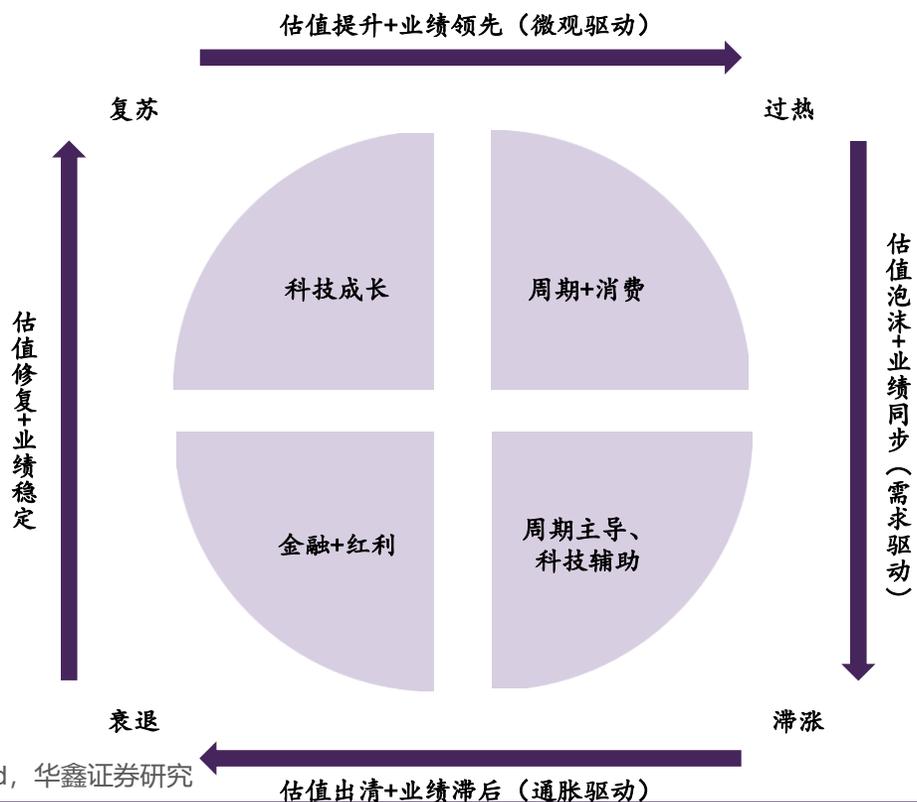
研究创造价值

风格研判：2026年行业先成长-再周期-后消费，市值先小盘-再均衡-后大盘

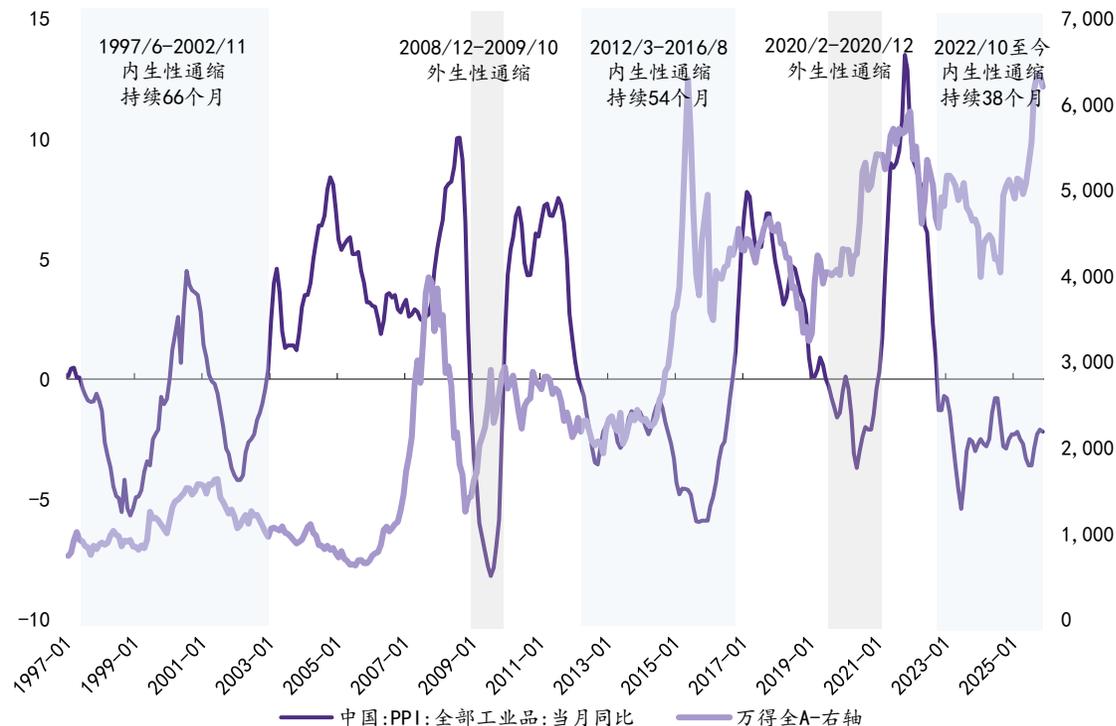
➢ 2026年A股风格成长→周期→消费，行业风格科技成长→上游资源&中游制造→下游消费，市值风格小盘→大小盘再均衡→大盘

- 从美林时钟分析框架出发，针对A股的风格行业轮动进行更加细致的拆分，预计2026年处于复苏初期节点，A股决策风格将会从估值修复+业绩稳定逐步向估值提升+业绩提升的逻辑切换，行业风格也将从科技成长主导先迈向周期，后续有望再逐步衍生至消费；
- 从PPI同比变化周期出发，自1997年以来，历史上有三轮内生性通缩周期。复盘前两轮内生性通缩周期风格规律，将PPI同比走势划分为负增走扩-负增收窄-同比转正三阶段，对应行业风格呈现成长→周期→消费，对应市值风格呈现小盘→均衡→大盘的轮动情况。预计2026年处于结构性盈利向好节点，对应PPI同比走势为见底、逐步负增收窄，下半年有望同比转正，行业风格先成长、再周期、最后扩散至消费行业，市值风格先小盘、再均衡、后大盘占优。

预计2026处经济复苏节点，先科技成长-再周期-后消费



预计2026处PPI同比负增收窄到转正阶段，先成长、再周期、后消费



1997/6-2002/11风格复盘：小盘占优-风格均衡-大盘占优

► 以第一个PPI拐点1998年12月前已上市企业为样本，选取各时间阶段涨幅排名前10强个股，以1998年12月1日个股总市值分位数50%作为划分大小盘股的标准：

- PPI同比首次负增收窄转正，排名前10中小盘股占优；
- PPI同比回落负值阶段，风格逐步向大盘切换，但依然小盘占优；
- PPI同比二次转正回升，风格转向大盘占优。

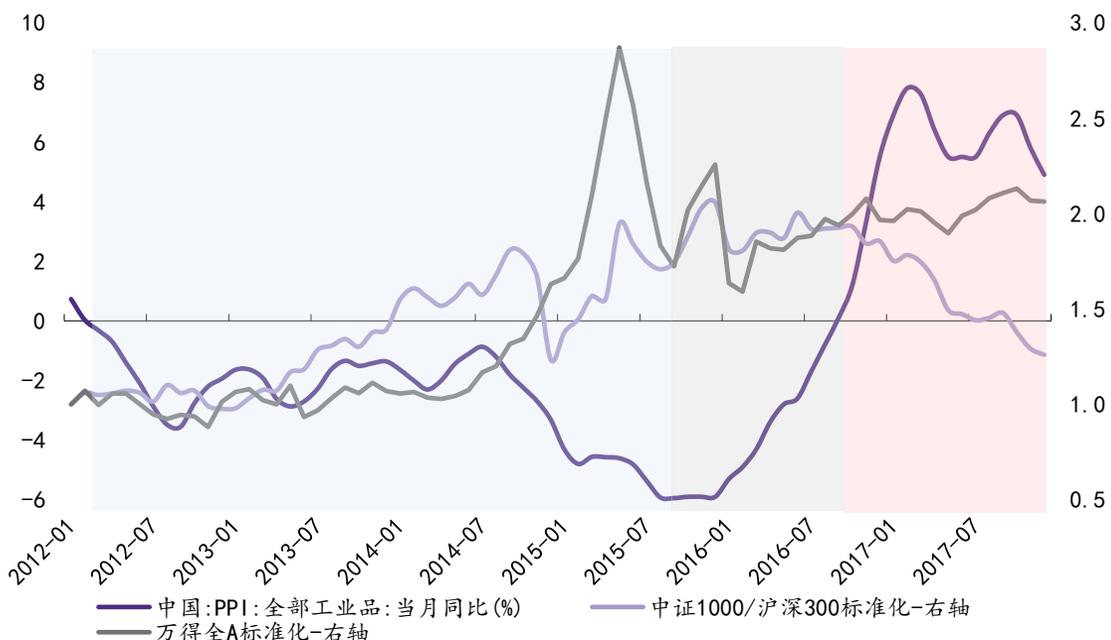
PPI定风格：排名前10涨幅个股风格逐步从小盘向大盘切换

PPI负增收窄转正（1998/12/1-2000/7/31）				PPI正值回落低位（2000/8/31-2002/2/28）			
公司	行业	市值分位数	涨幅（%）	公司	行业	市值分位数	涨幅（%）
神州高铁	工业	1.0%	574.1	第一医药	房地产	44.1%	146.3
海螺新材	材料	0.7%	551.3	新金路	材料	49.4%	89.6
郑州煤电	能源	81.5%	450.8	创维数字	可选消费	1.1%	74.4
启迪药业	医疗保健	17.8%	388.7	海欣股份	可选消费	73.8%	68.4
国新健康	材料	52.8%	373.6	东北证券	能源	12.8%	62.6
中绿电	可选消费	28.8%	336.9	天津港	工业	82.1%	62.3
航天电子	工业	8.8%	328.7	浙数文化	可选消费	43.1%	58.5
生益科技	信息技术	72.3%	326.5	太极集团	医疗保健	78.4%	56.4
*ST天茂	材料	28.7%	323.1	新华锦	日常消费	4.4%	42.9
金牛化工	材料	42.2%	311.9	厦工股份	工业	36.5%	42.5
PPI再度转正回升（2002/3/1-2003/3/31）				PPI逆周期反转（1998/12/1-2003/3/31）			
公司	行业	市值分位数	涨幅（%）	公司	行业	市值分位数	涨幅（%）
长安汽车	可选消费	91.0%	131.6	徐工机械	工业	36.2%	436.1
哈药股份	医疗保健	65.8%	114.0	泰山石油	能源	16.9%	387.8
一汽解放	可选消费	96.8%	69.9	金融街	材料	0.4%	368.7
厦门象屿	可选消费	91.1%	69.7	海螺新材	材料	0.7%	361.5
三木集团	工业	37.4%	65.0	*ST天茂	材料	28.7%	350.4
中山公用	房地产	5.6%	63.4	智度股份	工业	21.8%	333.2
新能泰山	公用事业	83.0%	61.6	*ST四环	可选消费	4.7%	295.5
金瑞矿业	材料	3.8%	60.7	中粮糖业	日常消费	68.7%	293.2
苏美达	工业	12.2%	57.3	哈药股份	医疗保健	65.8%	272.3
通宝能源	公用事业	18.8%	54.7	中山公用	房地产	5.6%	241.6

➢ A股风格结合PPI走势分三阶段走，成长→周期→消费，小盘→均衡→大盘：

- **PPI负增走扩**（2012/3-2015/11）：PPI震荡后回落，小盘风格占优，以计算机、传媒、电子为代表的TMT板块涨幅领先；
- **PPI负增收窄**（2015/12-2016/8）：PPI回升接近转正，市值风格反复博弈，供给侧改革政策强相关煤炭、有色、建材行业涨幅领先；
- **PPI同比转正**（2016/9-2017/12）：PPI快速拉升后高位震荡，大盘风格占优，供给侧改革强相关钢铁行业涨幅靠前，同时下游消费板块，餐饮和家电行业领涨大盘。

市值风格小盘-均衡-大盘阶段切换



资料来源：Wind，华鑫证券研究

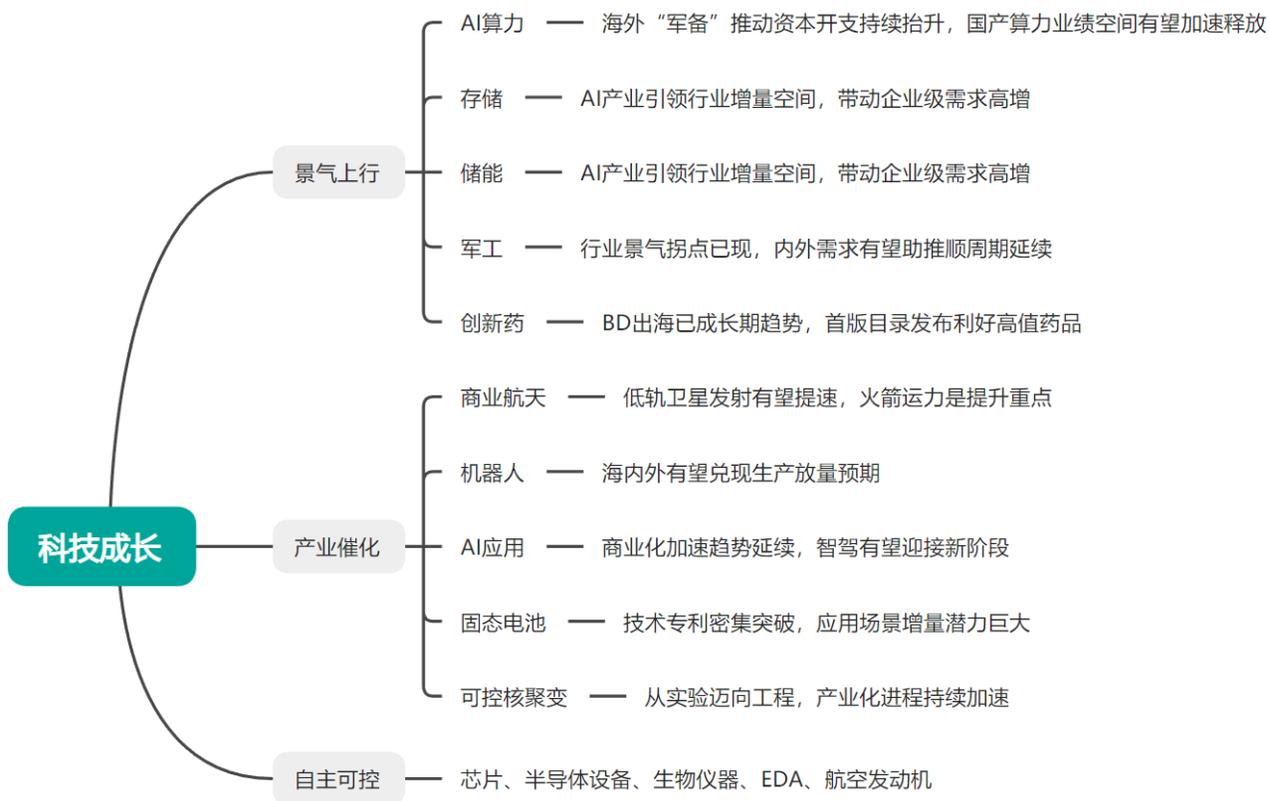
行业风格科技成长-上游资源&中游制造-下游消费阶段切换

一级行业	PPI负增走扩 2012/3/1- 2015/11/30	PPI负增收窄 2015/12/1- 2016/8/31	PPI同比转正 2016/9/1- 2017/12/31	PPI逆周期反转 2012/3/1- 2017/12/31	
上游资源	煤炭	-147.8%	9.3%	8.1%	-132.9%
	石油石化	-84.3%	-2.0%	0.9%	-82.6%
	有色金属	-103.2%	9.4%	6.7%	-83.2%
	钢铁	-76.8%	-5.7%	25.1%	-54.5%
	基础化工	-24.9%	1.7%	-4.3%	-28.0%
中游制造	建筑材料	-61.5%	6.2%	12.7%	-33.0%
	机械设备	-15.4%	-8.5%	-12.1%	-49.8%
	建筑装饰	-6.0%	-2.7%	0.3%	-10.7%
	交通运输	-2.7%	-13.9%	1.6%	-28.8%
大金融	银行	-53.8%	8.8%	6.9%	-28.2%
	非银金融	-20.2%	0.3%	10.6%	-1.4%
	房地产	10.5%	5.0%	-7.2%	6.3%
成长	国防军工	31.9%	-9.2%	-25.6%	-40.9%
	电力设备	1.9%	-5.1%	-14.7%	-34.8%
	计算机	199.7%	-11.6%	-24.4%	65.4%
	传媒	159.1%	-14.2%	-36.2%	-1.3%
	电子	46.2%	2.2%	5.2%	62.4%
	通信	29.2%	-2.5%	-8.7%	4.3%
下游消费	医药生物	43.5%	3.5%	-4.8%	39.5%
	社会服务	52.4%	-0.9%	-10.8%	23.2%
	轻工制造	49.1%	-3.4%	-17.5%	-0.2%
	农林牧渔	-9.8%	2.8%	-16.6%	-33.6%
	纺织服饰	10.7%	-3.2%	-25.4%	-44.4%
	商贸零售	-30.3%	-5.4%	-13.9%	-59.3%
	美容护理	-23.5%	4.3%	-3.7%	-21.1%
	食品饮料	-84.7%	21.2%	52.8%	13.1%
	汽车	-1.2%	3.1%	-4.2%	-2.7%
	家用电器	11.9%	10.9%	46.7%	137.5%
	环保	78.4%	-4.5%	-9.2%	39.9%
综合	34.3%	-2.1%	-26.6%	-28.3%	
公用事业	12.4%	-9.8%	-12.4%	-31.5%	

➤ 成长风格先行，科技成长择行关注三条逻辑线

- **景气上行**：AI算力、存储、储能、军工、创新药；
- **产业催化**：商业航天、机器人、AI应用、固态电池、可控核聚变；
- **自主可控**：芯片、半导体设备、生物仪器、EDA、航空发动机。

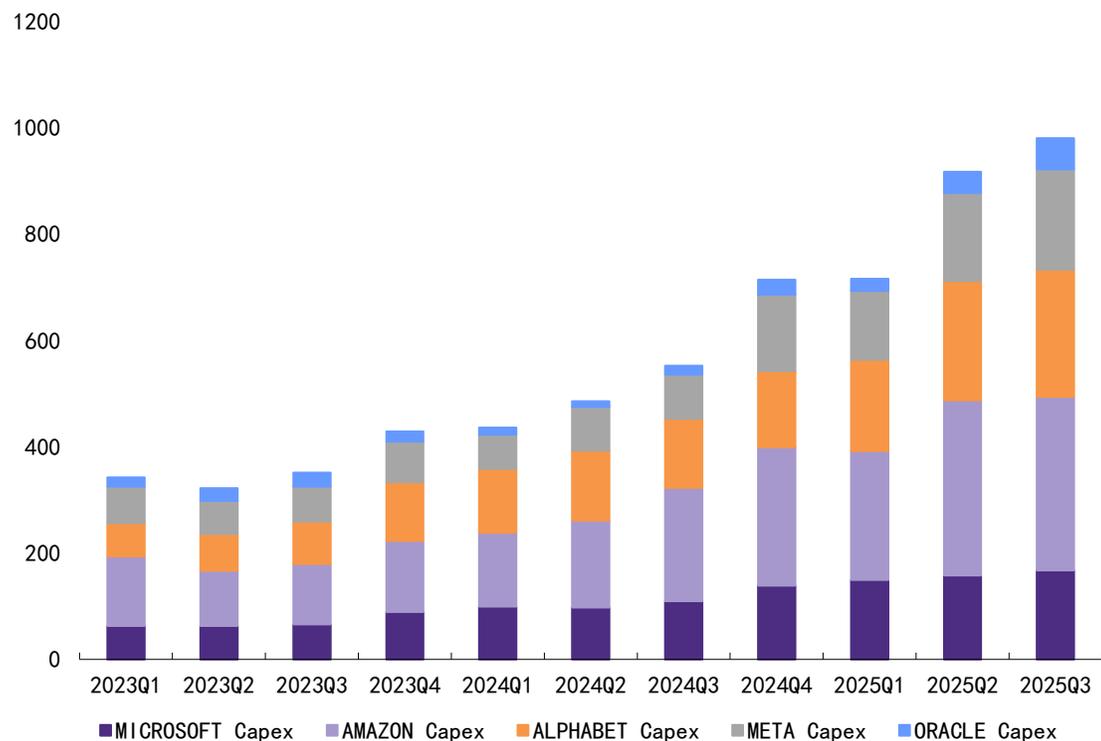
把握科技成长三大方向：景气上行、产业催化和自主可控



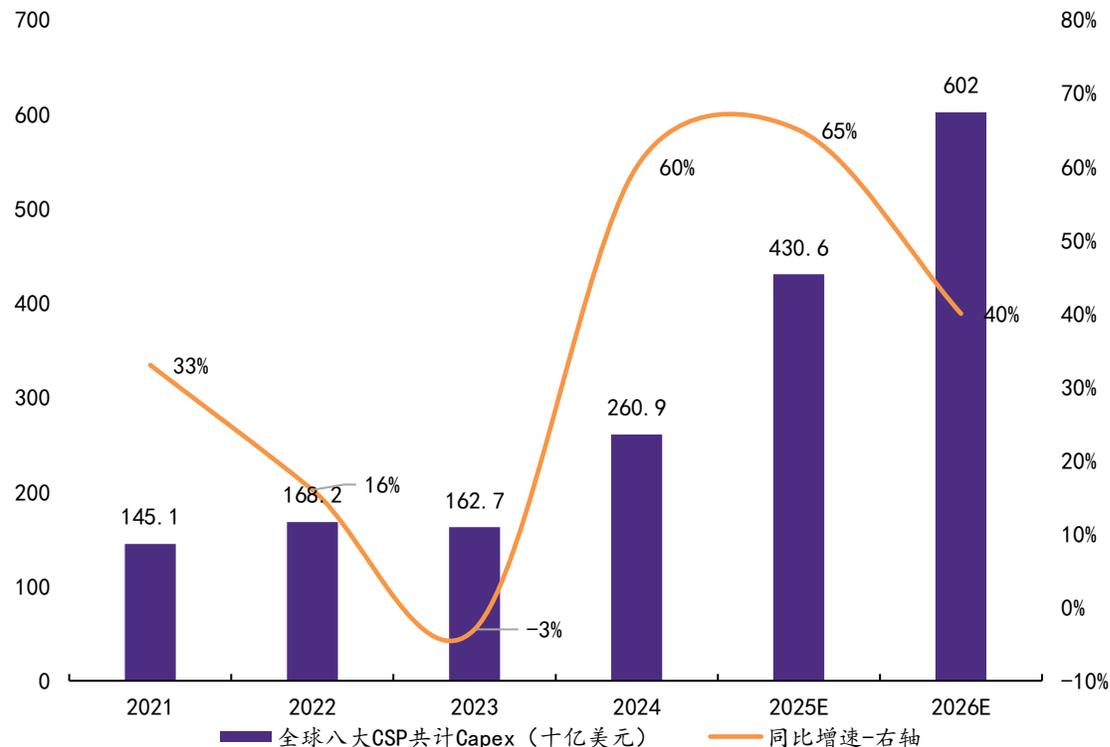
景气上行-AI算力：海外“军备”推动资本开支持续抬升

- **海外AI模型走增大算力推动性能提升路径，算力“军备”竞赛仍在持续。**行业AI模型迭代，中美走出差异化路径，海外科技巨头重在算力投入，不断加码数据中心资本支出。根据TrendForce最新预测，11月上修2025年全球八大主要CSPs合计资本支出增速至65%，并预期2026年CSP仍将维持积极的投资节奏，合计资本支出将进一步推升至6000亿美元以上，同比增速到达40%。预测上修主因谷歌、Meta、亚马逊均上调2025年资本支出并释放2026年持续增长预期，展现出海外AI算力硬件需求的持续增长潜力。
- **国内海外映射高景气格局延续可期。**2026年海外算力“军备”预期依旧，国内海外AI算力映射链同样有望延续高景气格局，**建议关注光模块、液冷、服务器电源、铜连接等配套产业链订单映射机会。**

海外AI巨头算力“军备”竞赛愈发激烈（亿美元）



2026年算力硬件需求有望延续高景气格局

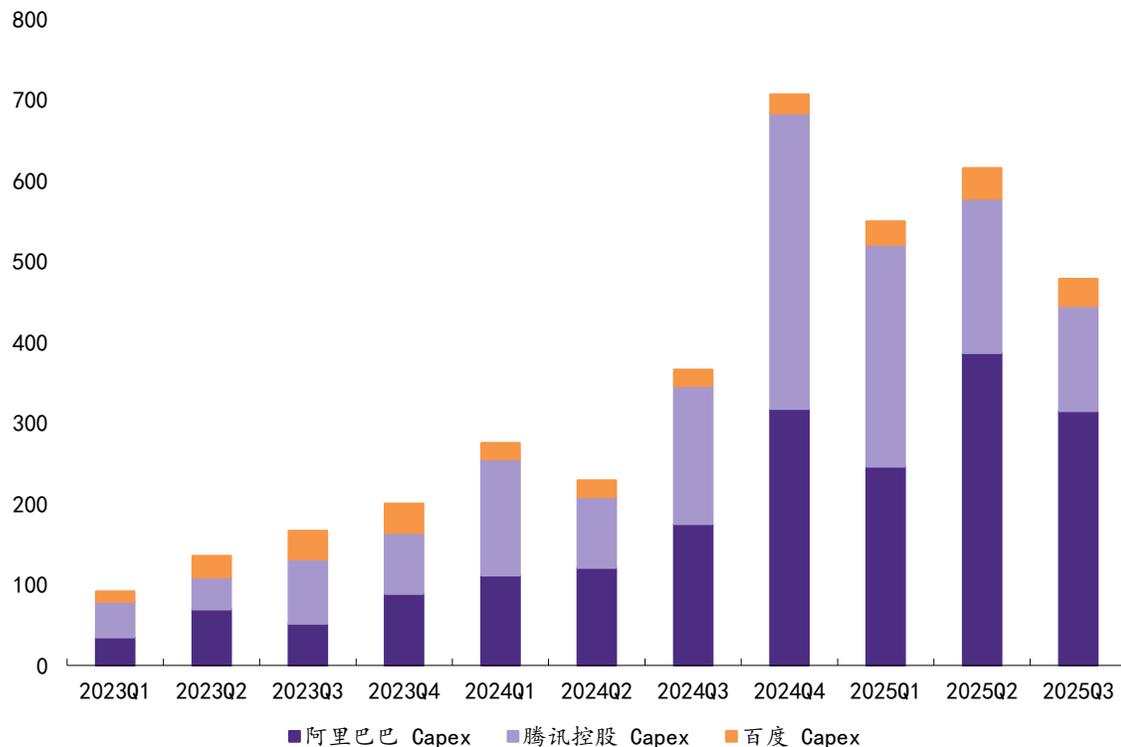


资料来源：Wind, Trendforce, 华鑫证券研究所

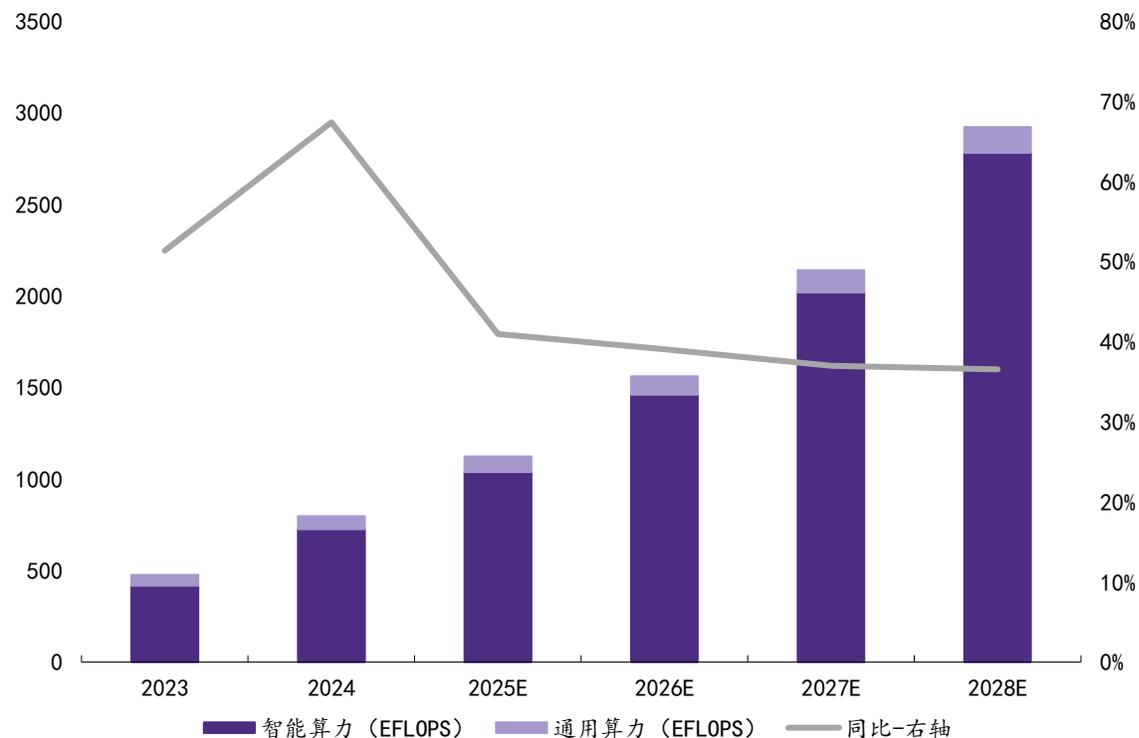
➤ 国产算力自主可控进程持续推进，政策支持下业绩增长空间有望加速释放

- 2025年，以华为、中科曙光为代表的国产自研算力方案均发布重大突破，以中芯国际为代表的先进制程扩产持续推进，产业链自主可控进展加速叠加先进制程扩产稳步实施，显著增强国内算力产业的供给保障能力。同时，包括北京、上海、杭州等多地陆续出台国产算力补贴政策，持续放大刺激国内市场对于国产算力的需求；
- 虽然目前美国已放行英伟达H200出口中国，但是考虑到中美将在科技前沿领域长期博弈，判断国产算力在国内市场将具备更加广阔的业绩增长空间。**2026年预期政策的支持力度将进一步提升，国内AI巨头资本支出需求有望延续高景气格局，国产算力链业绩释放有望加速。**

国内AI算力硬件需求呈现高景气格局（亿元）



根据IDC测算，国内算力市场需求有望持续保持高增速趋势



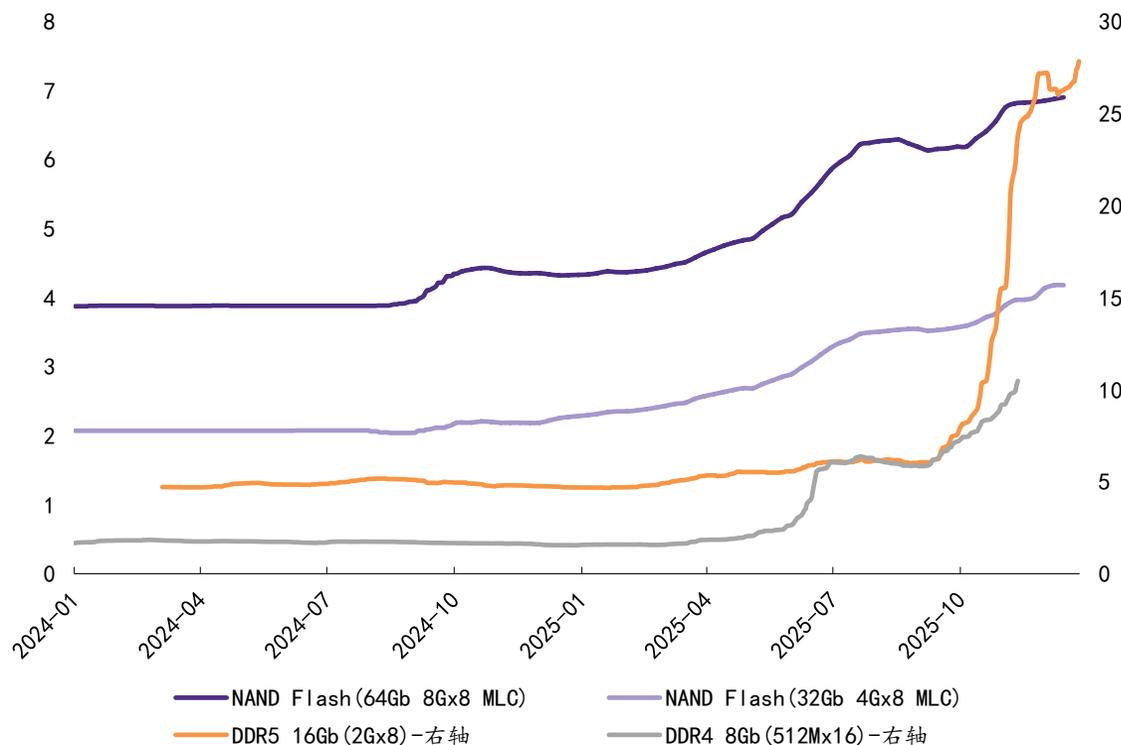
资料来源：Wind, IDC, 华鑫证券研究所

- 半导体存储DRAM与NAND FLASH两大品类，均由AI产业需求高增引领打开涨价空间，2026年市场强劲需求预期依旧，有望延续高景气趋势**
 - DDR5产品需求持续增强，DDR4受原厂产能缩减影响供不应求，DRAM价格有望延续上涨趋势。** 预计2026年服务器整机出货量仍维持高增速，且因全球CSP积极导入高效能运算架构以支援大型模型运算，服务器单机DRAM搭载容量将随之提高，持续推升整体DRAM位元需求；
 - NAND Flash受原厂控货+涨价双重驱动，同样有望延续高景气趋势。** 受AI应用、AIDC、客户端和移动领域多方存储需求日益增长的推动，预计2026年NAND Flash价格将维持上涨趋势。

存储供不应求格局显著，Trendforce上修传统DRAM价格预期

2026年AI高增需求预期下，DRAM与NAND Flash价格上涨趋势有望延续（美元）

类别	25Q3E	25Q4E (第一版)	25Q4E (第二版)
传统DRAM	+10~15%	+8~13%	+18~23%
传统DRAM+HBM	+15~20%	+13~18%	+23~28%
NAND FLASH	+3~8%	+5~10%	/

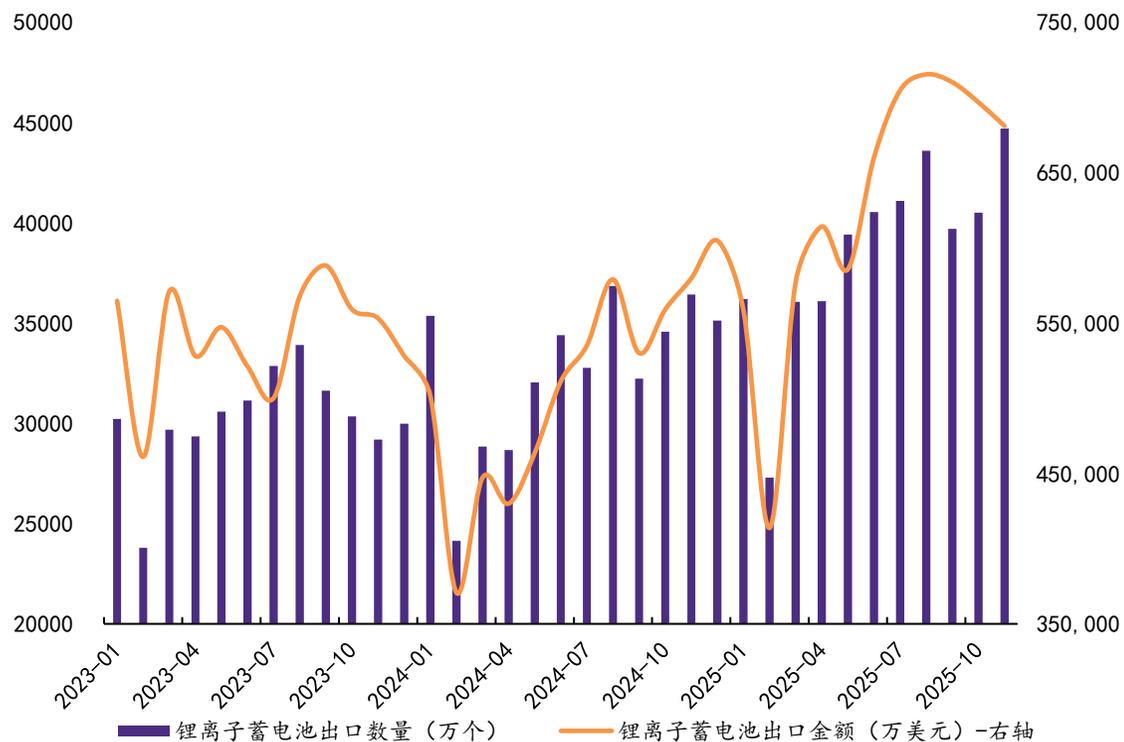


资料来源：Trendforce, Wind, 华鑫证券研究

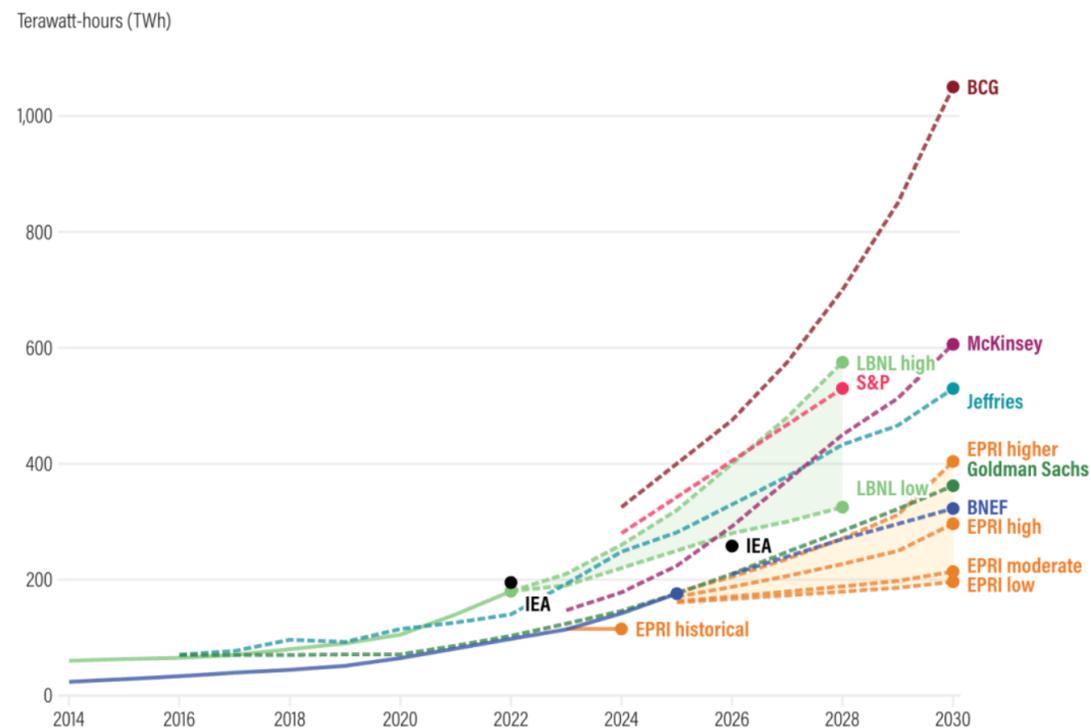
景气上行-储能：AI算力引领北美电力需求大拐点，出海增量空间打开

- **AI算力引领北美电力负荷需求形成周期大拐点：**伴随全球CSP资本开支预期的不断提升，北美AI数据中心实际电力需求增长预计将超预期。2025年1月《Declaring a National Energy Emergency》宣布美国进入能源紧急状态，需求推动北美电力行业景气程度形成大反转。
- **北美需求激增利好国内新能源产业出海加速，储能作为短期最优解决方案，短期快速增量可期：**储能凭借快速响应高频宽频波动、建设周期短、辅助电网供电等优势，储能成为北美缺电的重要解决方案，国内储能出海有望再度迎来大爆发。

锂电储能出海自2025下半年已经步入高景气通道



北美部分机构预测未来数据中心电力需求将持续大幅提升

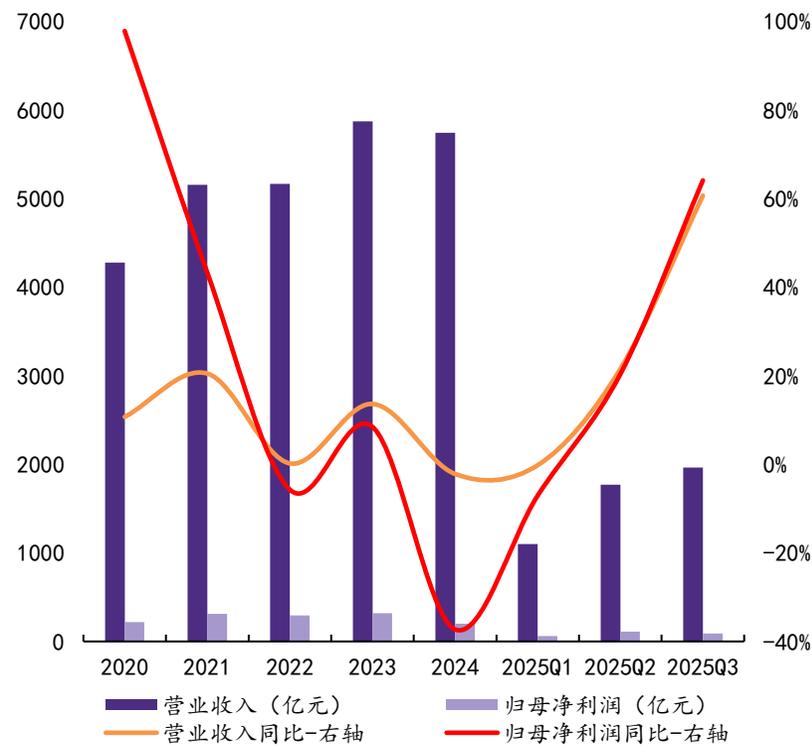


资料来源：Wind，World Resources Institute，华鑫证券研究

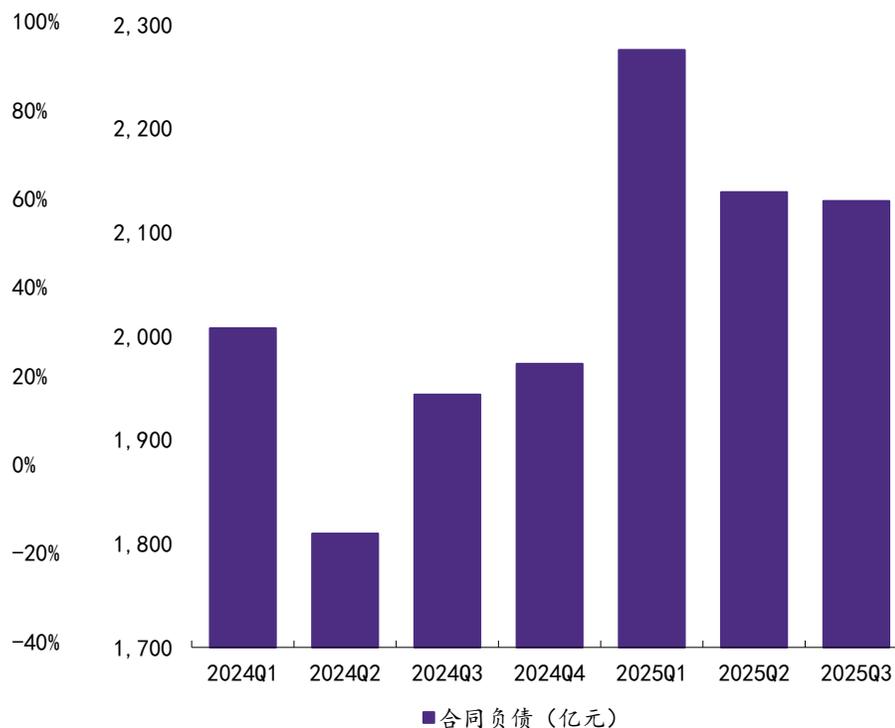
景气上行-军工：行业景气拐点已现，内外需求有望助推顺周期延续

- **行业业绩Q1见底后景气反转，订单回暖Q4业绩延续高增可期：**2024年军工板块经历营收、利润双萎缩的周期下行阶段，下行趋势延续至2025Q1见底。2025Q2军工行业景气反转，2025Q2、Q3单季度营收分别同比增长21.5%、60.7%，归母净利润分别同比增长20.3%、64.1%，呈现加速修复的态势。从合同负债角度看订单情况，2025前三季度合同负债中枢同比显著提升，订单回暖趋势有望延续至Q4，业绩延续高增趋势可期。
- **国际局势多处紧张，国产军工已迎DeepSeek时刻，出海+内需有望持续推动行业顺周期延续：**俄乌冲突、印巴冲突、巴以冲突等热点事件凸显全球安全格局动荡，台海局势也成为重点问题。伴随着国际上俄式武器出口的减少，国产武器有望凭借在印巴冲突中展现的良好口碑，进一步辐射扩大一带一路国家的国产军工装备出口。同时，国内高频的日常巡逻和军演有望加速武器装备的更新换代与军用耗材的消耗，预期在接下来的“十五五”期间，国防预算依然将维持稳步提速趋势。

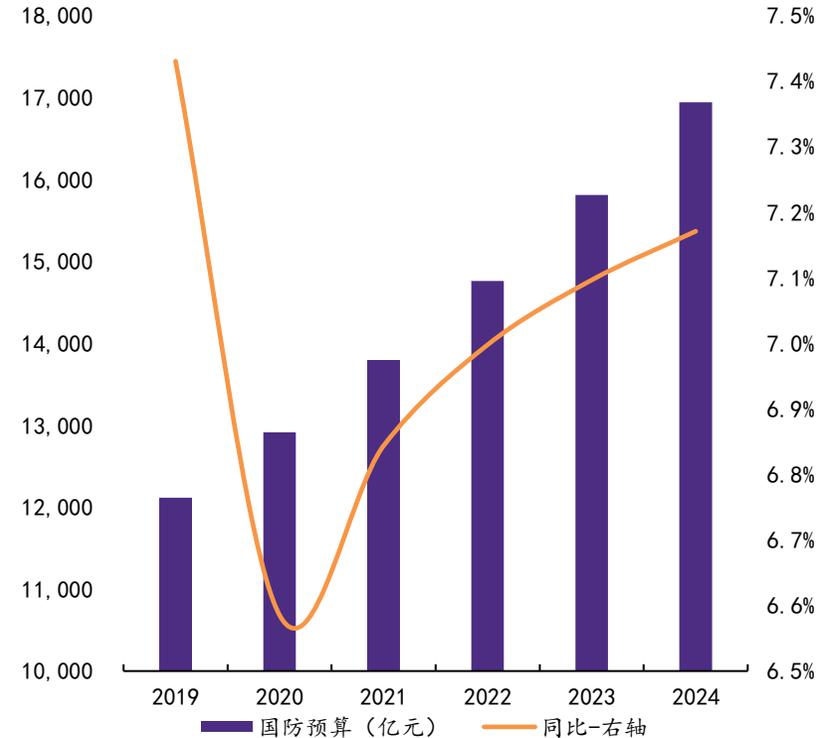
军工板块2025Q2迎业绩拐点



军工行业订单回暖趋势有望延续至Q4



我国国防预算增长预计将维持稳步提速态势

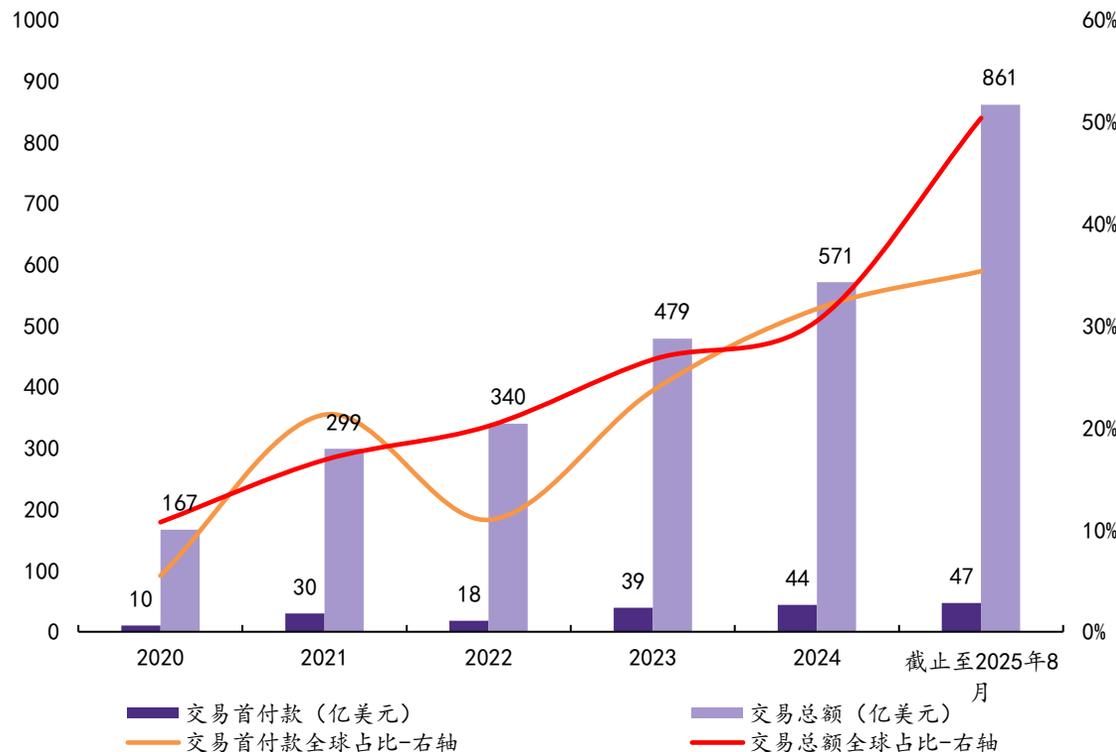


资料来源：Wind，华鑫证券研究

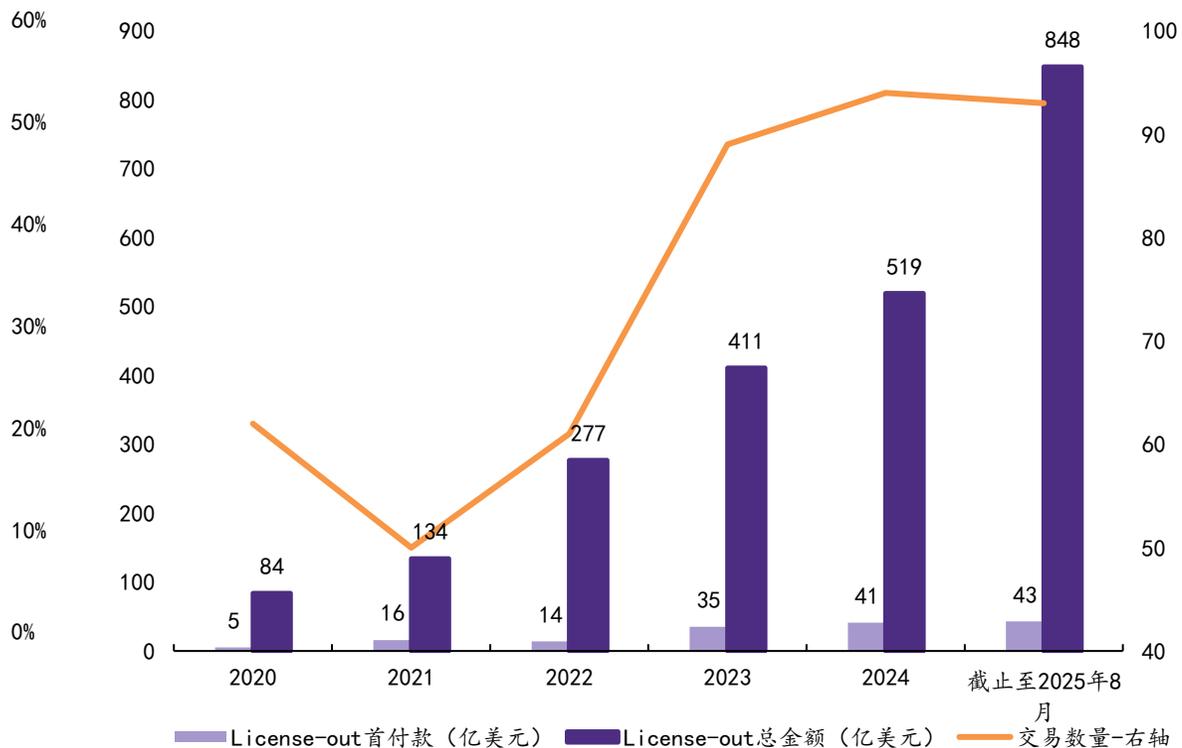
景气上行-创新药：BD出海已成长期趋势，首版目录发布利好高值药品

- **创新药BD出海已成为长期趋势，海外收入有望迎来高速增长阶段。** 本轮创新药BD出海潮，背后的本质是我国创新药研发能力的提升，自2024年起中国医药交易总额全球占比再度进入上行快车道，在创新药领域我国正逐步缩短与领先国家的差距。正是因为创新药底层研发能力的提升，预计本轮创新药BD潮不会是“昙花一现”，而是长期趋势，行业业绩有望已步入高增长阶段。
- **首版《商业健康保险创新药品目录》发布，利好高值创新药国内商业化前景。** 首版商保创新药目录发布并将于2026年开始实施，通过商业保险赔付可大幅降低患者自付比例，显著提升产品的可及性与市场渗透率，支付瓶颈突破直接利好高值创新药拓宽国内市场。

中国医药交易总额全球占比近两年快速提升

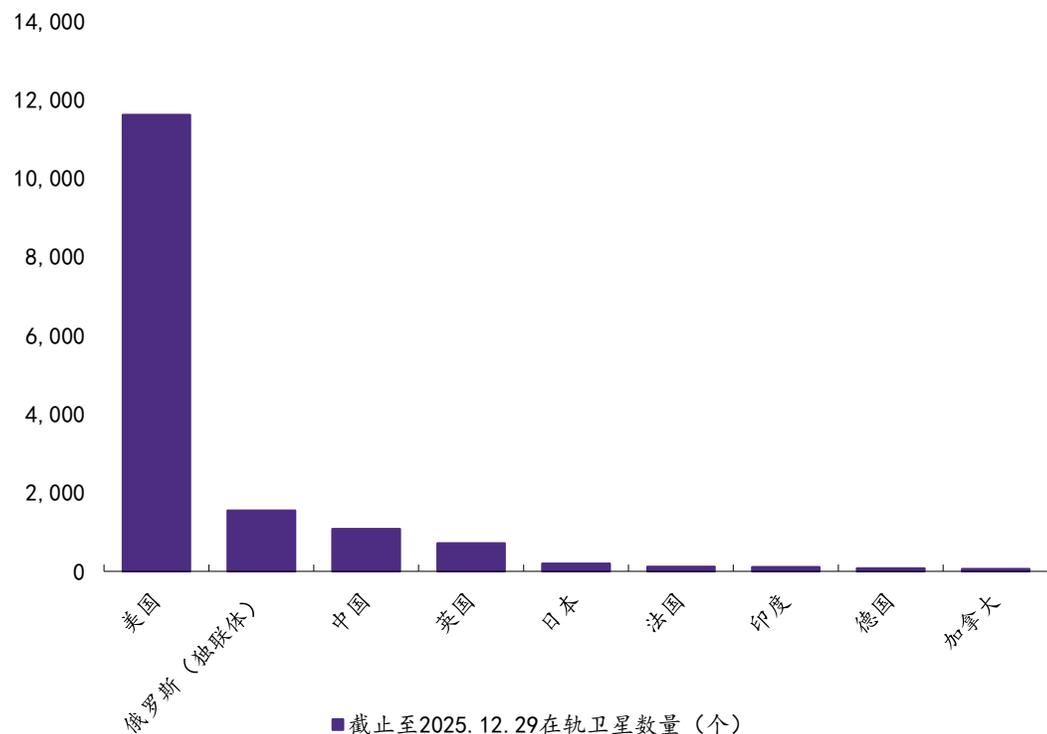


预计BD出海将是长期趋势

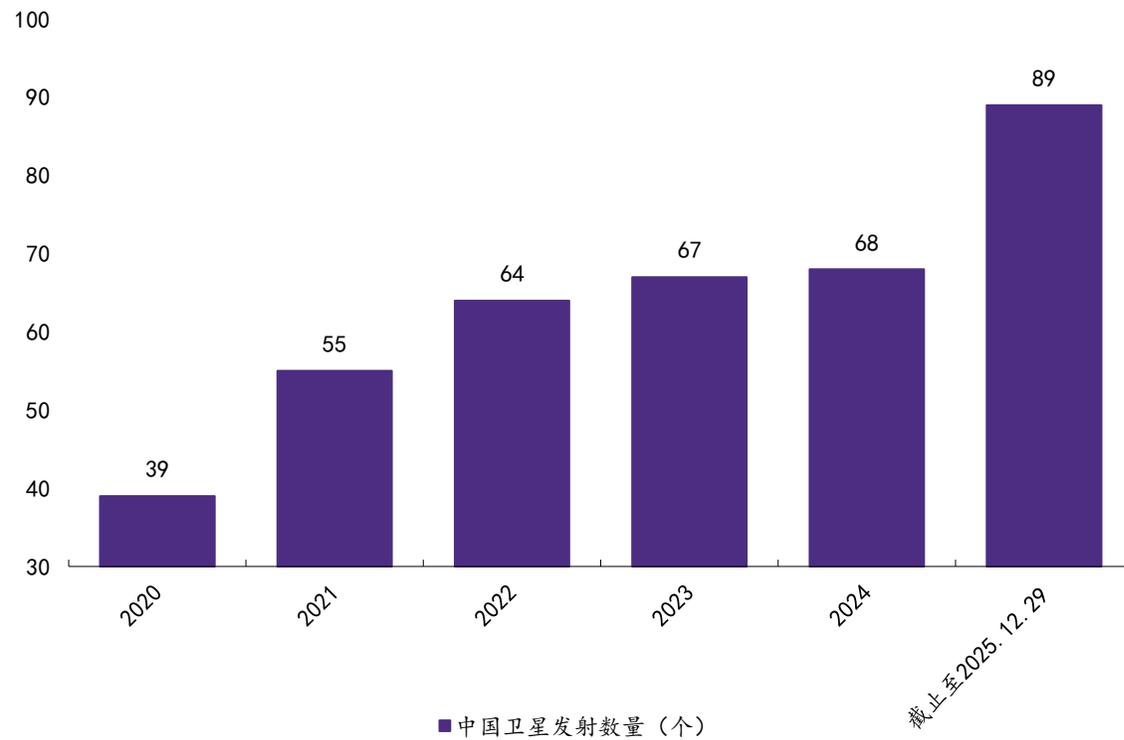


- **全球卫星频轨资源有限，“先登先占”竞争规则下，中国卫星加速发射需求凸显。**低轨卫星星座具有低时延、发射灵活度高和制造成本低等特点，是世界主要航天国家争夺空间资源的新赛道。美国凭借技术优势，已经抢先占据了大量频轨资源，各发达国家同样稳步实施卫星部署计划，倒逼中国加速发射部署低轨卫星。
- **政策推动下卫星发射进程有望进一步提速，火箭运力是现阶段提升重点。**现阶段，中国万星星座计划稳步推进，包含GW星座（国网星座）、G60星链（千帆星座）和鸿鹄-3号星座三大主体项目，远景规划总卫星数量超过4万颗。但目前卫星发射的火箭运力相对短缺，国家队为主力，民间队为辅助。预计2026年在政策持续推动下，火箭运力与低轨卫星发射行业环节景气度将进一步提升。

对比美国，在轨卫星数量仍有较大差距，倒逼加速部署卫星需求



中国卫星发射提速趋势有望延续至2026年



资料来源：太空地图，SpaceStats，华鑫证券研究

➤ 2026年海内外机器人企业有望兑现生产放量预期，海外映射T链与国内整机头部企业将受益：

- Optimus V3方案2026年发布在即，百万量产也有望在后续开启。国内多个头部整机企业获千万元级别订单，2026年同样有望进一步放量生产。海内外机器人量产需求提升，有望利好国内零件供应链业绩迅速抬升，关注丝杠、传感器等核心硬件需求放量与轻量化等技术迭代升级两大方向。
- 国内头部机器人整机厂商IPO在即，资本化支持有望加快量产步伐，宇树科技、乐聚机器人IPO进程均已开启。

海内外机器人企业有望兑现生产放量预期

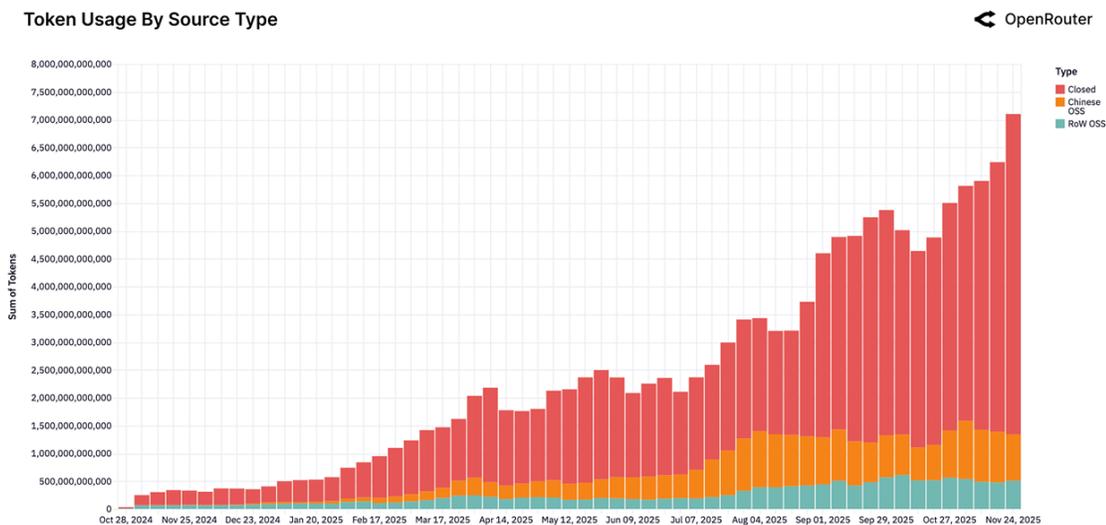
公司	量产计划或订单情况
特斯拉	2026年Q1推出 Optimus V3，2026年底建设产能100万台Optimus的生产线。
宇树科技	2025年7月11日获得中国移动4605万元小尺寸人形双足机器人、算力背包、五指灵巧手订单
智元机器人	2025年7月11日获得中国移动7800万元全尺寸人形双足机器人订单
优必选	2025年7月18日获得亿亿9051.15万元机器人设备采购订单

国内头部机器人整机厂商IPO在即

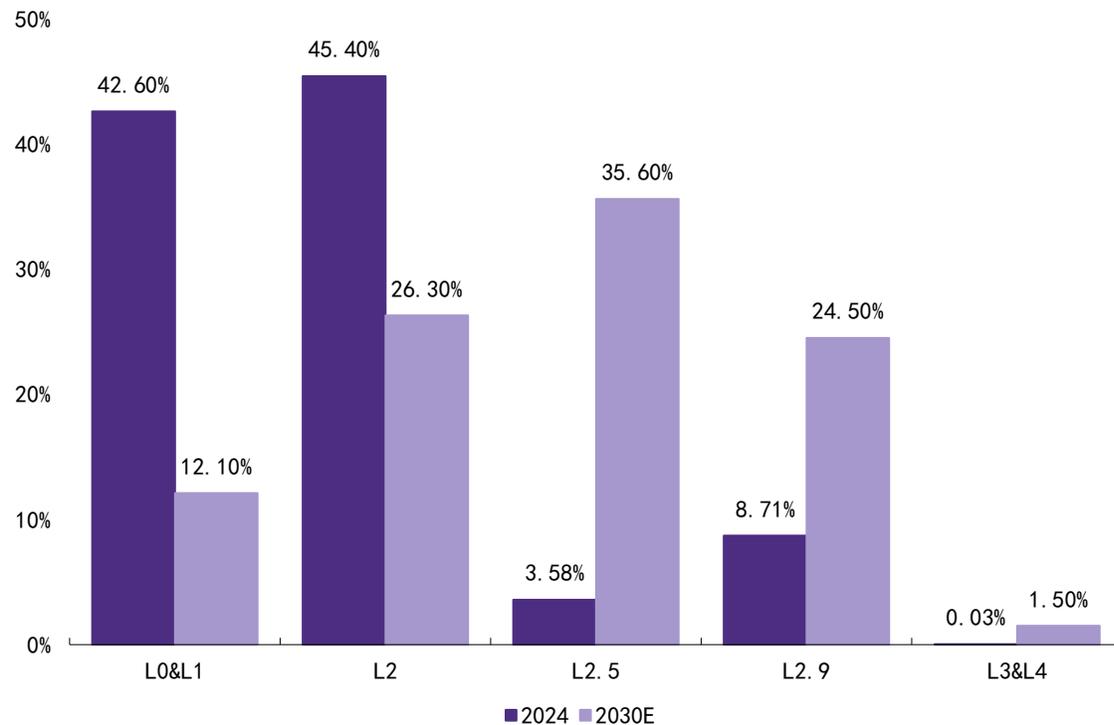
公司	上市市场/板块	上市最新进程
云迹科技	港股	完成主板上市
极智嘉	港股	完成主板上市
宇树科技	A股科创板	宇树科技IPO辅导机构中信证券近日提交了“辅导工作进展情况报告（第一期）”
乐聚机器人	创业板	完成近15亿元Pre-IPO轮融资，并在深圳证监局办理辅导备案登记

- **AI应用逐步转向产品竞争，商业化进程加速。**海内外AI行业Token调用量快速增长，AI行业已经从单聚焦模型迭代，逐步迈入产品化阶段
 - 各家大厂AI Agent等toC垂类应用产品有望在2026年集中发布，爆款热点产品可期，同时也有望催化达成对AI商业盈利的逻辑闭环验证；
 - **海内外智能驾驶催化共振，国内政策落地推动智驾进入新阶段。**2025年12月15日，国内工信部许可中国首批L3级有条件自动驾驶量产车型准入，推动国内智驾从测试阶段，正式进入受控上路的新阶段；海外特斯拉首次实现完全无驾驶员、无乘客、无安全员的Model Y Robotaxi在公共道路上运行。两者事件催化，加速全球自驾商业化进程，2026年有望迎来产业拐点。

AI应用商业化加速，海内外Token调用量快速增长



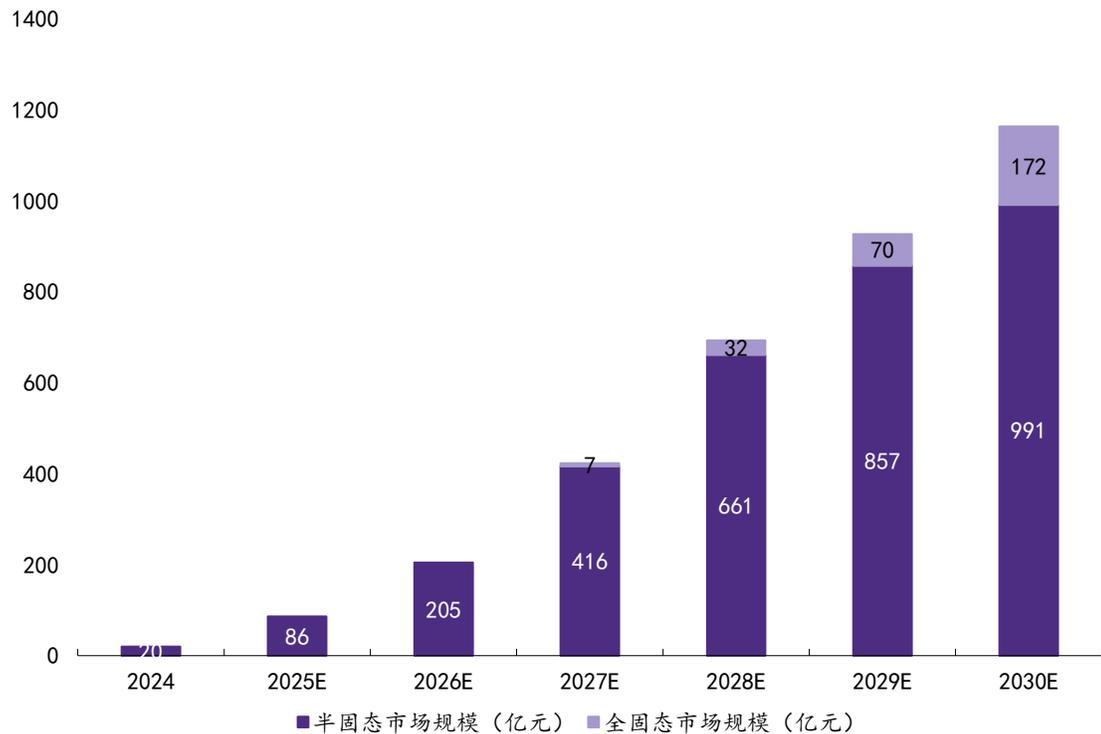
国内乘用车市场L2级别以上渗透率具备巨大提升空间



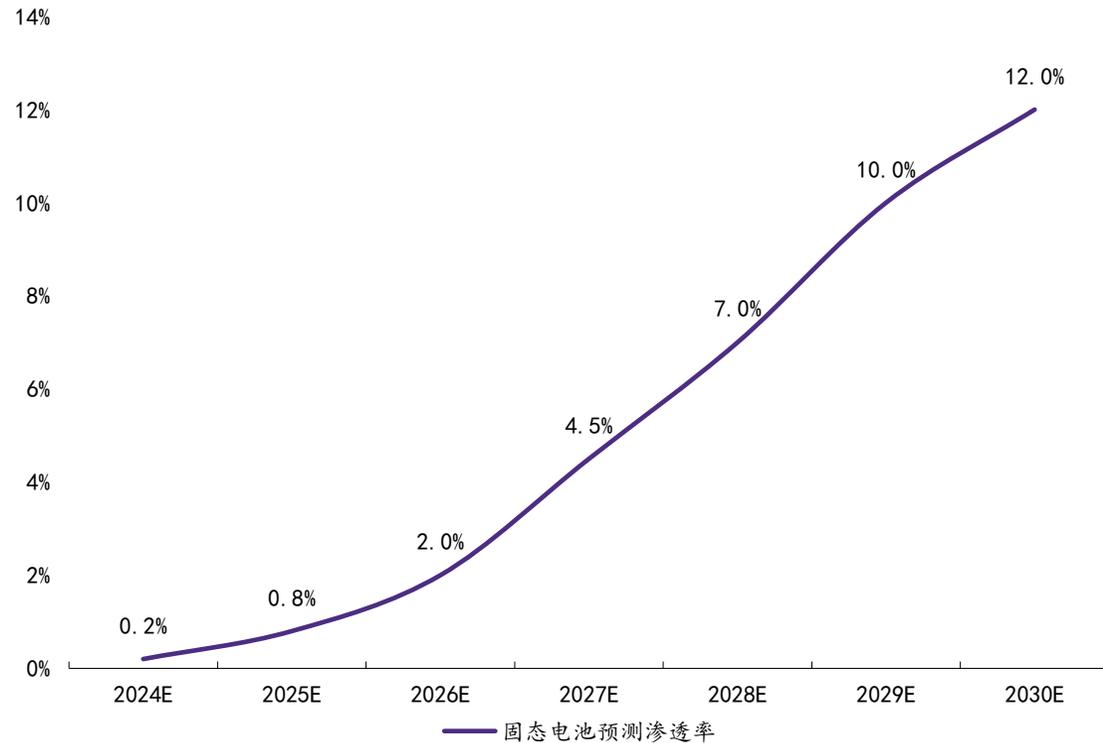
资料来源：OpenRouter，佐思汽研，华鑫证券研究

- **固态电池0-1产业化加速**：目前半固态/凝聚态电池部分企业实现量产，干法电极设备、叠片机、高压化成设备等已实现中试线级别交付，固态电解质进入产能扩展期，硅基负极体系开始批量供应。行业逻辑重心已从半固态向全固态转移，行业有望加速迈入固态电池的0-1产业化时刻。
- **多重预期应用场景，需求增量潜力巨大**：半固态电池已实现小规模的商业应用，预计伴随固态电池的持续专利创新突破，包括新能源汽车、消费电子、低空经济、机器人、储能等领域多重应用场景有望最终落地，业绩增量潜力极大。

固态电池市场规模增长潜力巨大

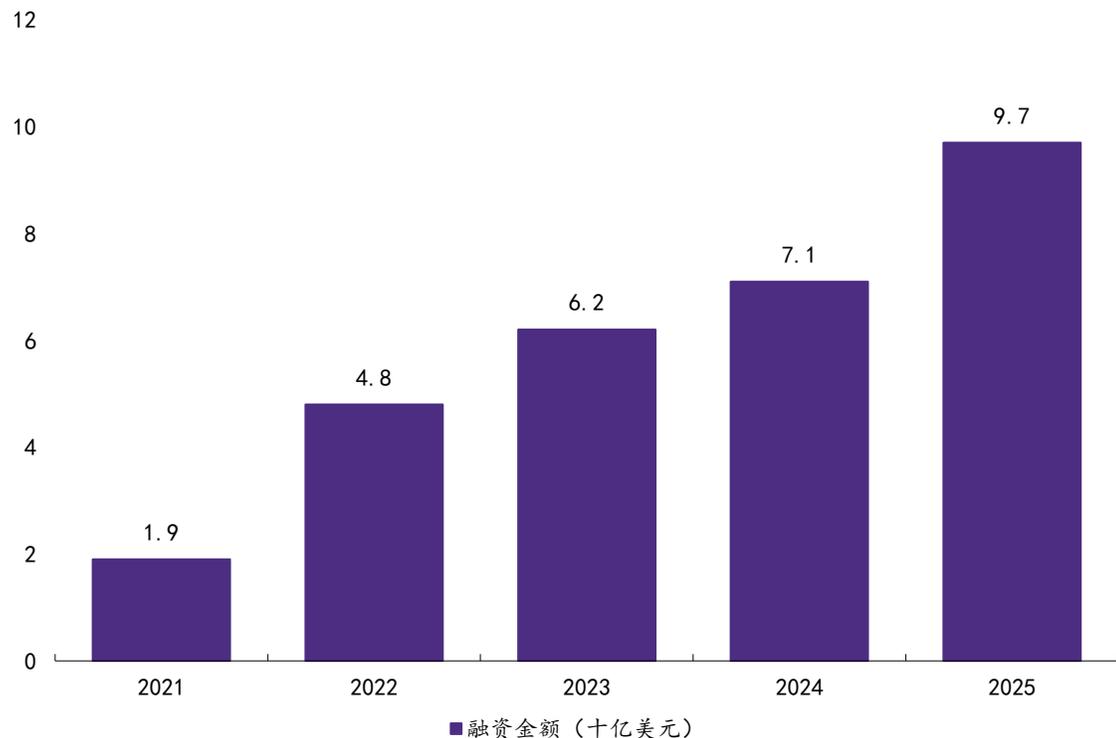


预计跨越0-1产业化时刻后，固态电池渗透率将快速提升

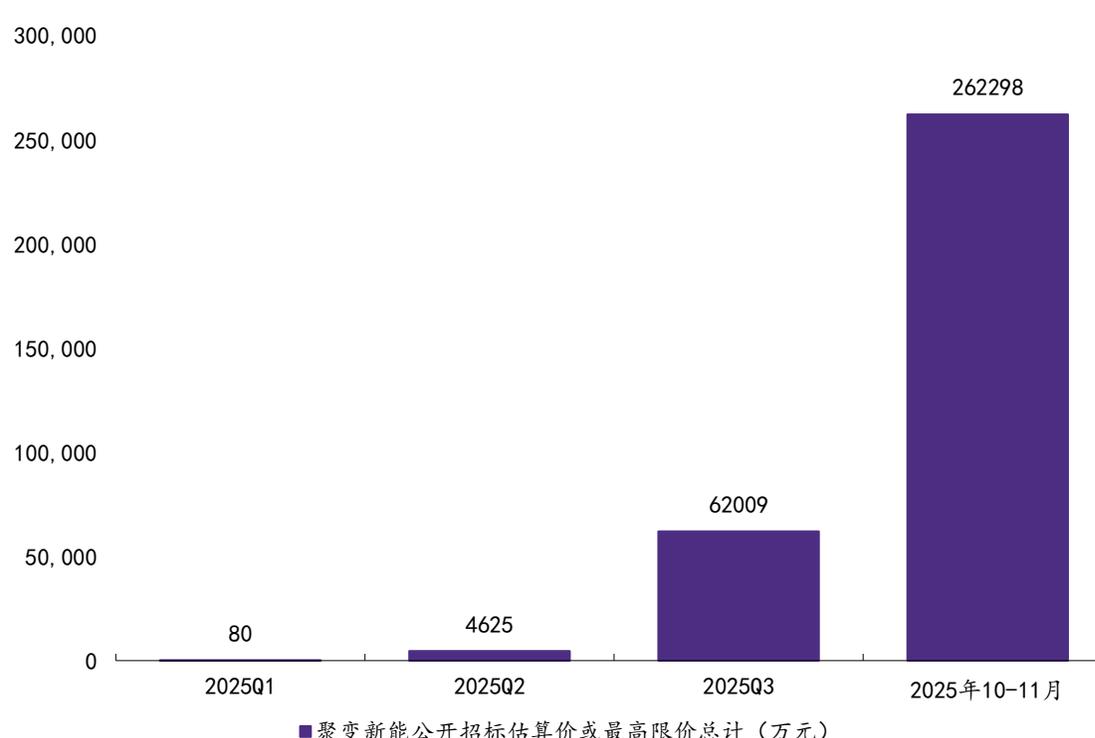


- **核聚变有望担当AI浪潮背后的能源新支撑力，全球资本持续前瞻加码。** 国际层面，OpenAI、Alphabet等AI科技巨头均前瞻投资核聚变，并签订购电协议；国内层面，国家队入场，成立中国聚变能源有限公司。伴随着技术突破与资本持续加码，核聚变正从实验室研究迈向工程化与商业化阶段。
- **政策加码，招标加速推进，可控核聚变产业化进程有望持续加速。** “十五五”规划建议首次在五年计划中提出“能源强国”目标，同时核聚变作为终极清洁能源，被列入“十五五”规划前瞻布局的未来产业方向之一，政策重要性显著提升。以BEST为代表的国内核聚变项目招标11月以来显著放量，产业化进程持续加速，预计趋势将延续至2026年，重点项目建设进程与技术环节突破有望成为行业关注重点。

全球资本持续加码核聚变产业



重点项目BEST招标进程显著提速，趋势有望延续至2026年



自主可控：芯片、半导体设备、生物仪器、EDA、航空发动机

- 现阶段中美贸易摩擦进入缓和阶段，考虑到特朗普中期选举前稳定国内基本盘的需求，预计2026年贸易摩擦突发加剧的“黑天鹅”可能性较小，但实现关键领域的自主可控，预计仍将会是2026年的热点；
- 结合232调查、美方出口限制、“十五五”规划建议中涉及行业，筛选得到重点自主可控行业：**芯片、半导体设备、生物高端仪器、EDA、喷气发动机等。**

“十五五”规划建议中，重点相关自主可控的行业		
涉及行业	时间	美方出口限制
人工智能、算力芯片	2025年1月15日	《先进计算与AI出口管制规则》正式生效，首次将AI模型权重纳入管制，并设立了更严格的算力密度阈值
	2025年4月15日	商务部宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能（AI）芯片，出口到中国需要许可证
生物技术	2025年12月8日	允许英伟达向中国“经批准的客户”出售H200人工智能芯片，芯片销售收入的25%将上缴美国政府
	2025年1月15日	商务部发布新规，限制向中国出口高端流式细胞仪和质谱仪
多科技领域	2025年2月21日	特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，要求扩大对华投资限制的行业范围，涵盖半导体、人工智能、量子计算、生物技术、高超音速技术、航空航天、先进制造、定向能及其他受中国“军民融合”战略影响的领域
半导体设备	2025年6月20日	美官员通知三星电子、SK海力士、台积电等在中国大陆拥有晶圆厂的晶圆制造商，计划取消允许它们在中国使用美国技术（主要是半导体设备）的豁免
EDA	2025年5月23日	商务部向Synopsys、Cadence、Siemens三大EDA巨头发送通知信，要求暂停向中国出口所有用于芯片设计的EDA软件，并暂停相关技术支持与更新
	2025年7月2日	宣布撤销禁令，恢复对华出口
喷气发动机	2025年5月28日	美国商务部暂停部分允许美国公司向中国商飞出售产品和技术的许可证，这些产品和技术被用于开发C919飞机
	2025年7月3日	恢复向中国商用飞机有限责任公司出口喷气发动机
乙烷	2025年5月28日	对乙烷等产品的对华出口进行了限制
	2025年6月25日	解除限制
涉及行业	时间	232调查（美方进口限制）
铜、铜制品	2025年2月25日	商务部正式启动232调查
	2025年8月1日	正式对所有半成品及衍生品征收50%的统一关税
木材、木制品、衍生品	2025年3月10日	商务部正式启动调查
	2025年10月14日	相关产品第一阶段针对关税正式落地
半导体、半导体设备	2025年4月1日	启动对半导体及半导体制造设备进口对国家安全影响的调查，本次调查对象包括但不限于半导体衬底、裸晶圆、传统芯片、先进芯片、微电子设备以及半导体制造设备组件在内的产品，及其衍生的含有半导体的下游产品
	2025年8月6日	特朗普公开威胁将对芯片和半导体征收大约100%的关税，但表示在美国设厂的企业可豁免
	2025年4月1日	商务部启动调查，旨在减少对外国药物供应链的依赖
药品、制药原料	2025年9月25日	特朗普宣布将从10月1日起对进口药品征收100%关税，除非制造商在美国建厂
	2025年10月1日	白宫宣布暂停实施该关税，与制药公司进行谈判
关键矿产、衍生品	2025年4月15日	总统签署行政令，指示商务部发起调查
	2025年11月7日	内政部更新关键矿产清单，增加了铜、硅、银等，扩大了调查潜在覆盖范围
中型和重型卡车、零部件、衍生品	2025年4月22日	商务部启动针对卡车及卡车零部件的调查
	2025年9月25日	自2025年11月1日起，所有从其他国家和地区进口至美国的中型和重型卡车将被征收25%的关税
商用飞机、喷气发动机	2025年5月1日	商务部正式启动调查
	2025年6月4日	针对部分国家钢铝关税进一步提升至50%
钢铁、铝	2025年8月19日	将407类含钢铝的消费品加入衍生品清单，征收50%关税
多晶硅	2025年7月1日	商务部启动调查
无人机	2025年7月1日	商务部启动调查
机器人、工业机械	2025年9月2日	商务部发起调查
	2025年9月2日	商务部发起调查

资料来源：新华社，财新，新浪科技，央广网、仪器信息网，美华社，半导体前沿，国际电子商情，环球网，环球时报，观察者网，北京商报，第一财经，央视新闻，信息服务部，财经，华尔街见闻，金融时报，金十数据，环球市场播报，界面新闻，工商时报，证券时报网，人民网，华鑫证券研究

➤ 结合盈利、库存、产能、需求四方面景气因子与反内卷政策因子，循迹2026年预期基本面景气向好和反内卷重点推进的周期行业

- **盈利因子**：筛选盈利景气已显并有望延续高景气，或盈利景气向上拐点将至行业；
- **产能因子**：筛选主动补库景气程度有望持续领先，或深度去库并有望迎接拐点行业；
- **库存因子**：筛选主动增产景气程度有望持续领先，或主动/被动深度去产并有望迎接拐点行业；
- **需求因子**：筛选需求景气已显并高景气向上确定性领先行业；
- **政策因子**：筛选反内卷政策紧迫性与必要性领先行业。

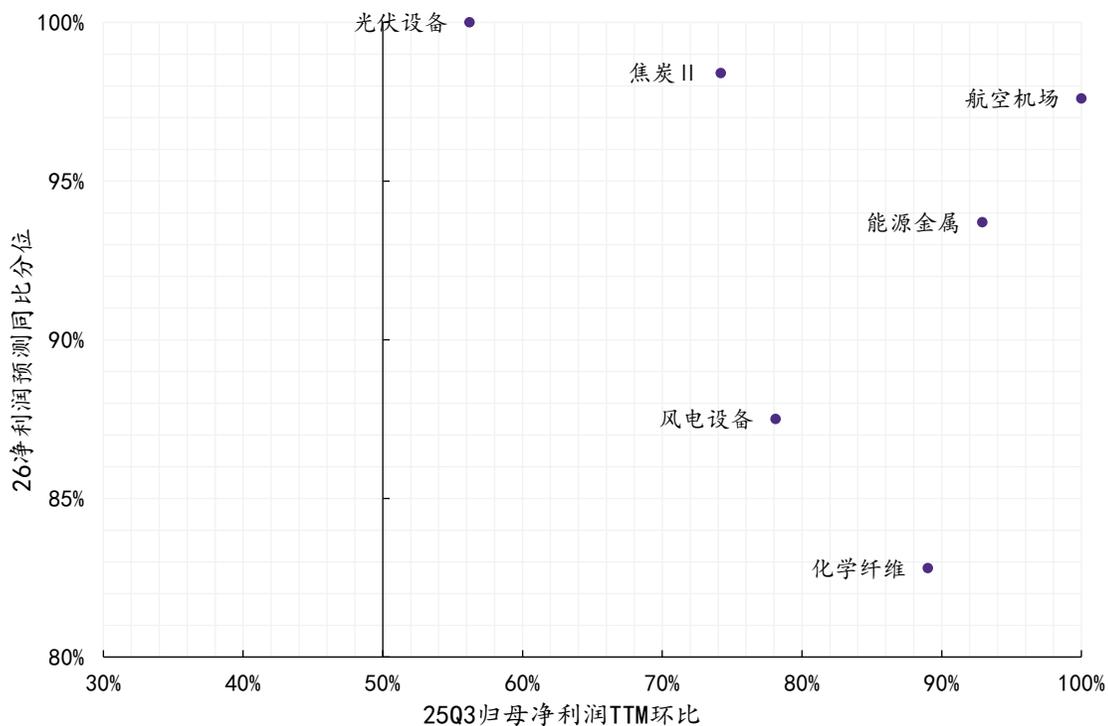
盈利、库存、产能、需求四因子循迹高景气行业，政策因子循迹反内卷重点推进行业

景气	因子子项	子项代表景气方向
盈利	2025Q3归母净利润TTM环比	盈利规模景气提升程度
	2025Q3净资产收益率TTM环比	盈利能力景气提升程度
	2026年净利润万得一致性预期同比	预期盈利的景气提升程度
库存	2025Q3存货环比	预测库存变化方向与程度
	近十年存货周转率分位水平	库存去库压力释放程度
	2026年营业收入万得一致性预期同比	预测库存周期景气提升潜力
产能	2025Q3资本支出/折旧和摊销环比	预测产能变化方向与程度
	近十年固定资产周转率分位水平	产能去产压力释放程度
	2026年营业收入万得一致性预期同比	预测产能周期景气提升潜力
需求	25Q3营业收入+合同负债TTM环比	需求景气提升程度
	近五年合同负债占营收比分位水平	预测需求景气提升确定性
	2026年营业收入万得一致性预期同比	预测需求周期景气提升潜力
反内卷	因子子项	子项代表政策方向
政策	2025Q3当季产能利用率历史分位	政策实施必要性
	2025Q3归母净利润累计同比	政策实施紧迫性

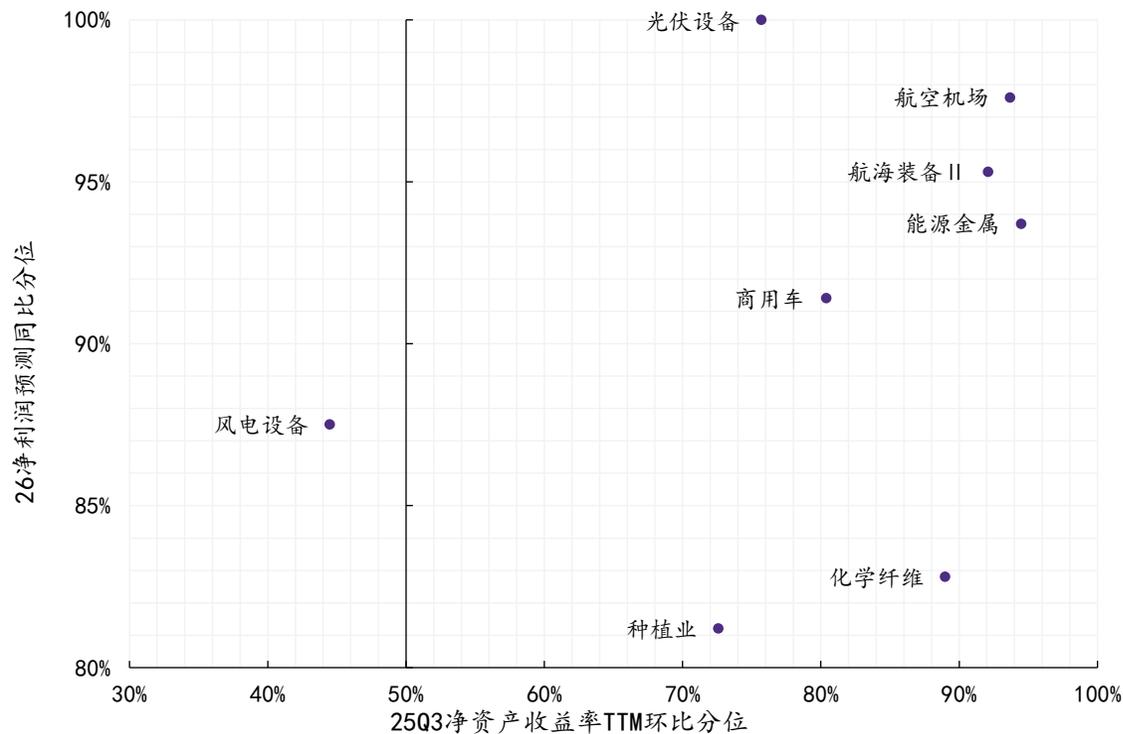
资料来源：华鑫证券研究

- 使用2025Q3归母净利润与净资产收益率TTM环比，分别代表即期盈利规模与盈利能力的景气提升程度；使用2026年净利润万得一致性预期同比，代表预期盈利的景气提升程度；
- 分别将即期因子与远期因子作为两维度象限筛选申万二级行业，即期因子门槛设为前70%，远期因子门槛设为前20%，最终取交集，**选取盈利景气已显并有望延续高景气，或盈利景气向上拐点将至行业；**
- 筛选得到：**光伏设备、航空机场、能源金属、风电设备、化学纤维。**

即期盈利规模景气已显并有望延续高景气行业



即期盈利能力景气已显并有望延续高景气行业

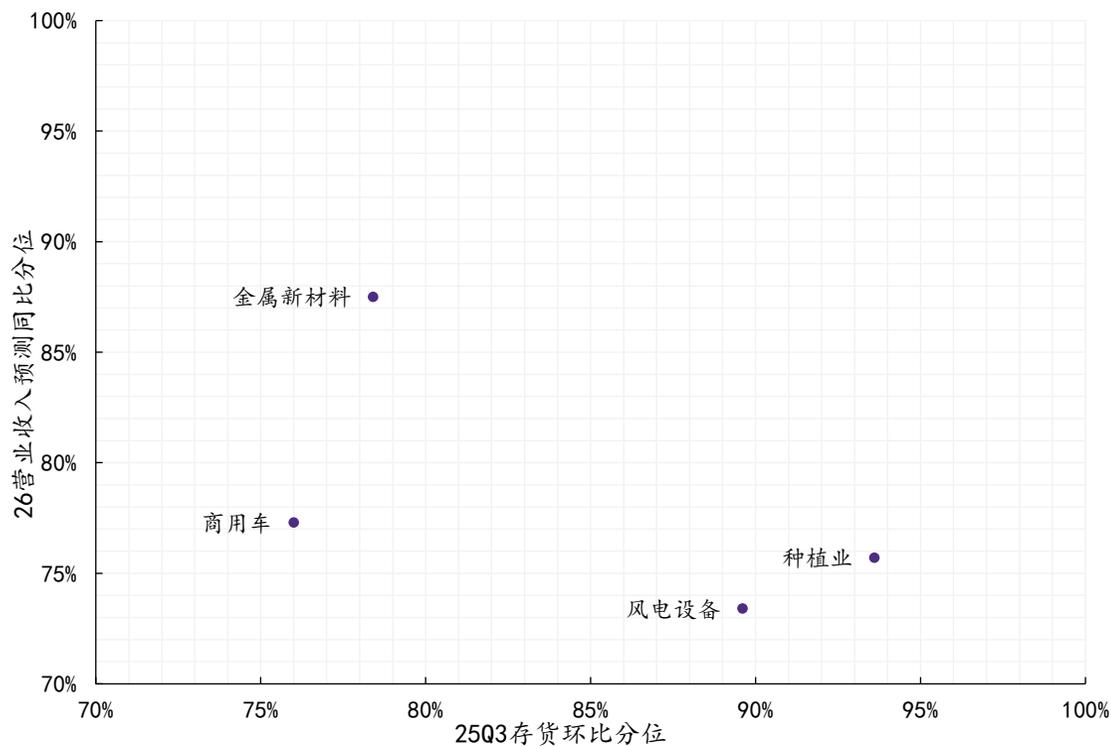


资料来源：Wind，华鑫证券研究

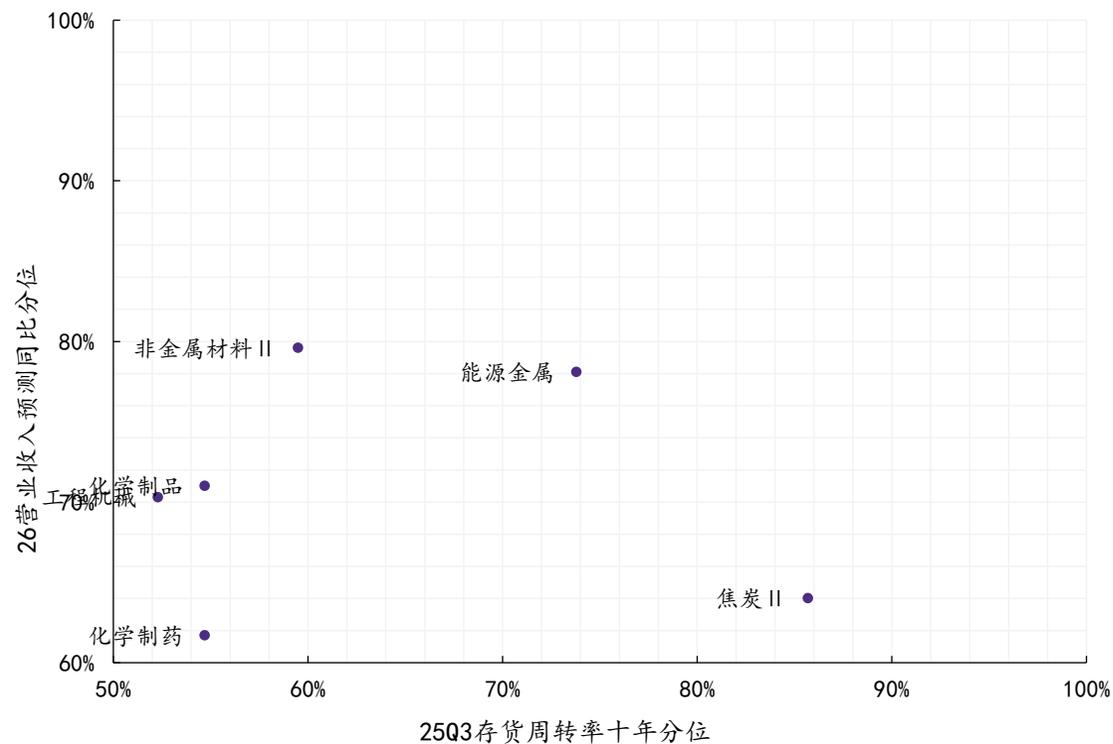
库存因子：种植业、风电设备、焦炭、能源金属等

- 使用2025Q3存货环比，2026年营业收入万得一致性预期同比，近十年存货周转率分位水平，选取主动补库景气程度有望持续领先，或主动/被动深度去库并有望迎接拐点行业；
- 筛选得到：①主动补库景气程度有望持续领先-种植业、风电设备、金属新材料、商用车；②主动/被动深度去库并有望迎接拐点-焦炭、能源金属、非金属材料、化学制品、化学制药、工程机械。

25Q3主动补库中库存景气有望延续领先趋势行业



25Q3主动/被动去库中有望迎接库存拐点行业

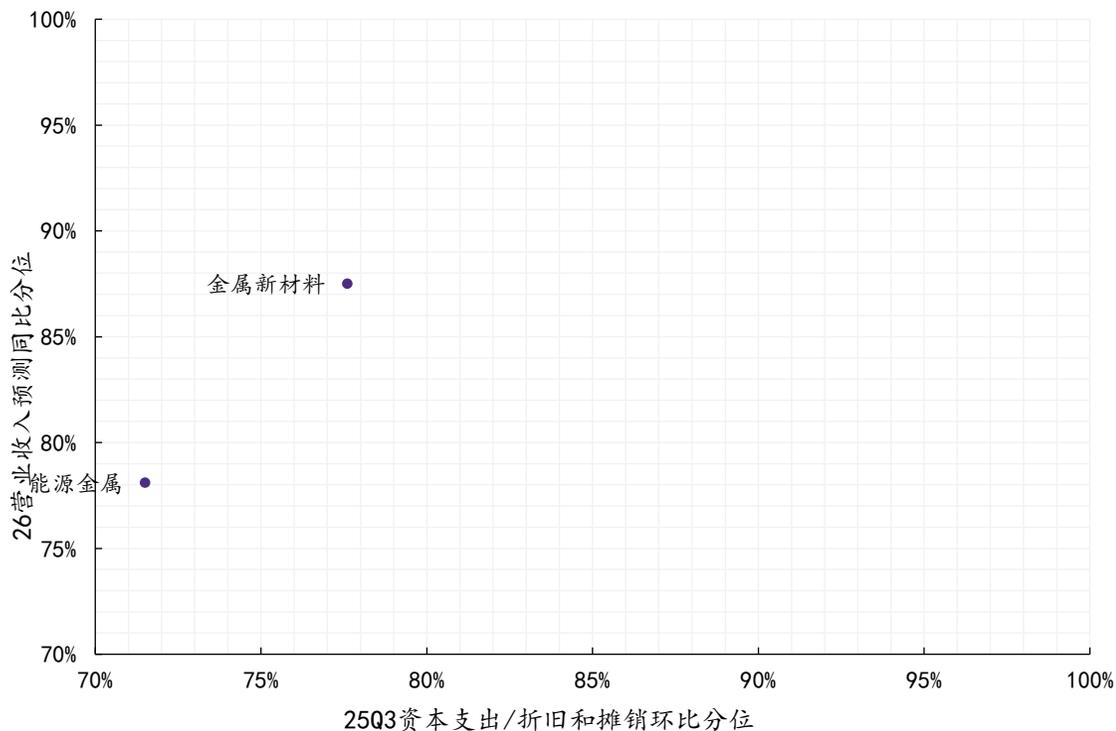


资料来源：Wind，华鑫证券研究

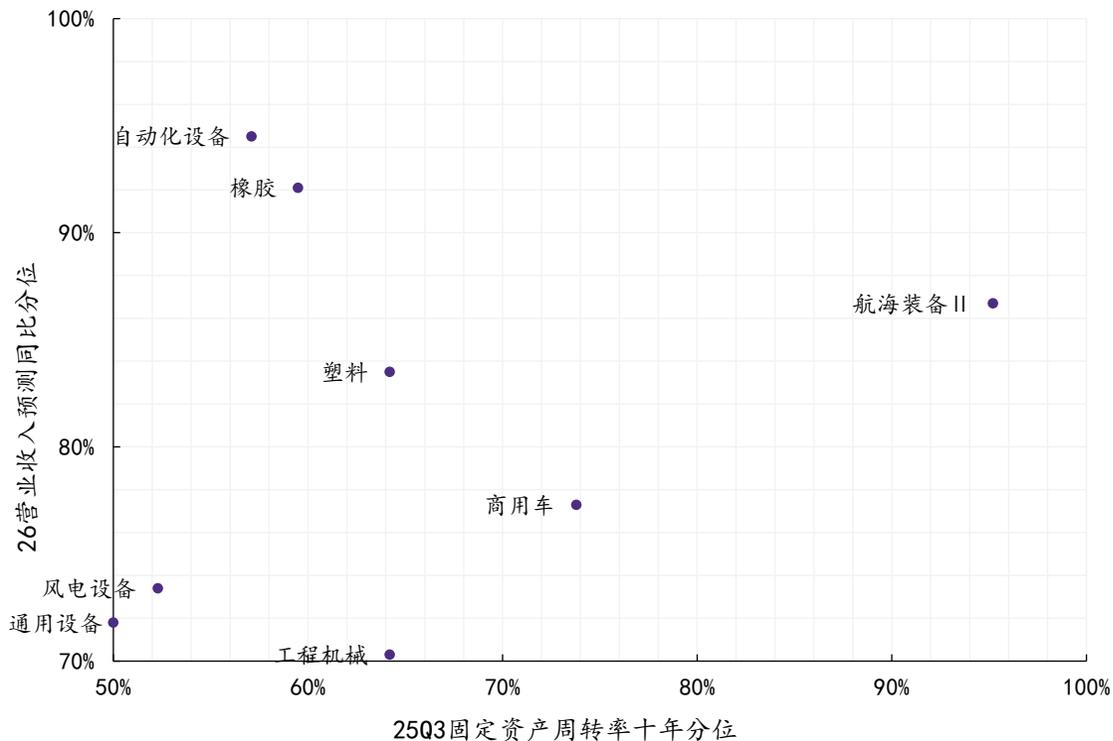
产能因子：金属新材料、能源金属、航海装备、商用车等

- 使用2025Q3资本支出/折旧和摊销环比，2026年营业收入万得一致性预期同比，近十年固定资产周转率分位水平，**选取主动增产景气程度有望持续领先，或主动/被动深度去产并有望迎接拐点行业；**
- 筛选得到：①**主动增产景气程度有望持续领先-金属新材料、能源金属；**②**主动/被动深度去产并有望迎接拐点-航海装备、商用车、塑料、工程机械、橡胶、自动化设备、风电设备、通用设备。**

25Q3主动增产中产能景气有望延续领先趋势行业

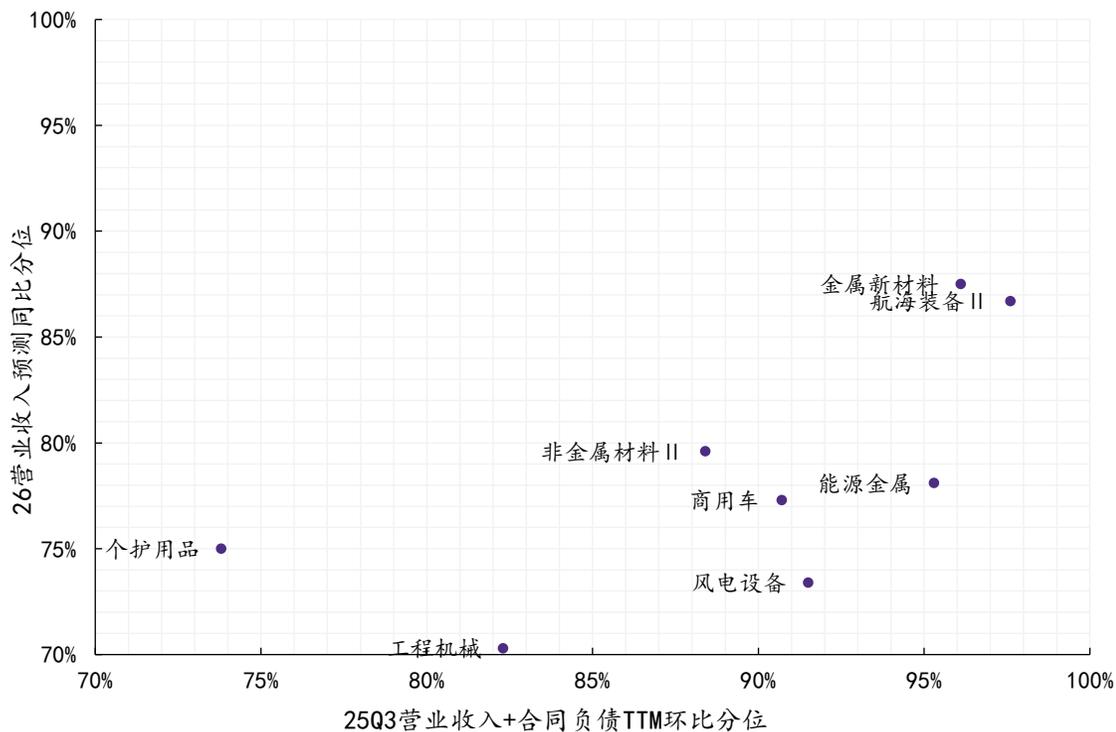


25Q3主动/被动去产中有望迎接产能拐点行业

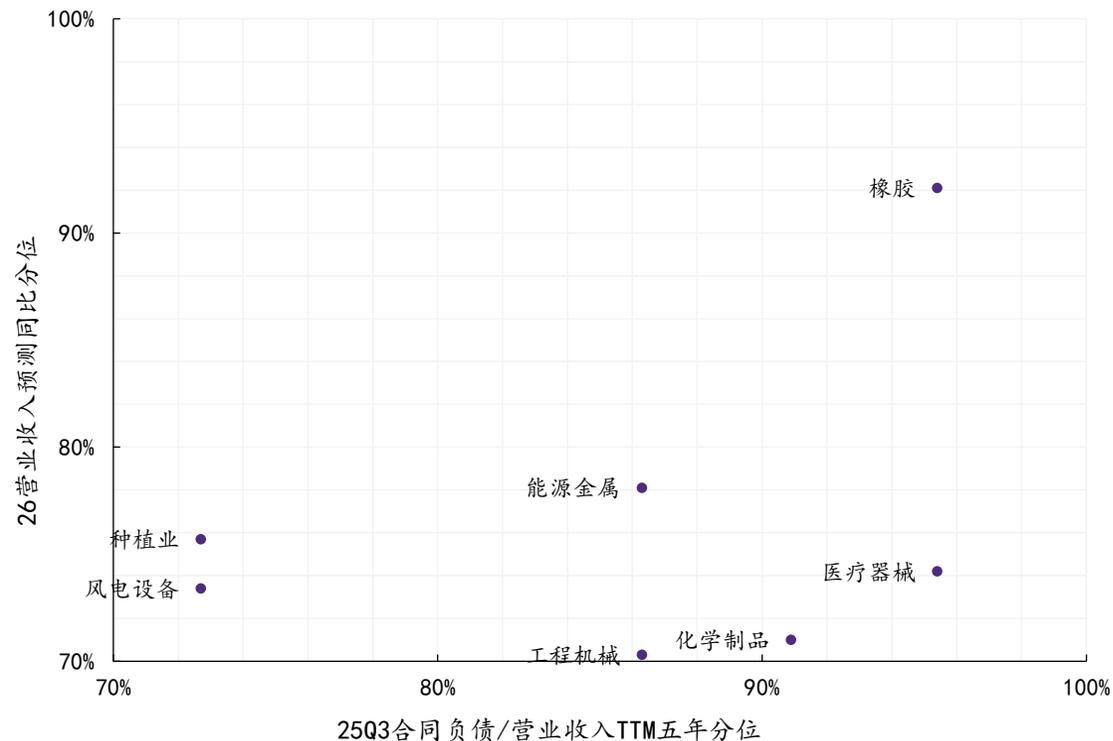


- 使用25Q3营业收入+合同负债TTM环比，2026年营业收入万得一致性预期同比，近五年合同负债占营收比分位水平，**选取需求景气已显并高景气向上确定性领先行业；**
- 筛选得到：**能源金属、工程机械、风电设备。**

25Q3需求景气已显中景气有望延续领先趋势行业



需求景气向上趋势确定性领先行业

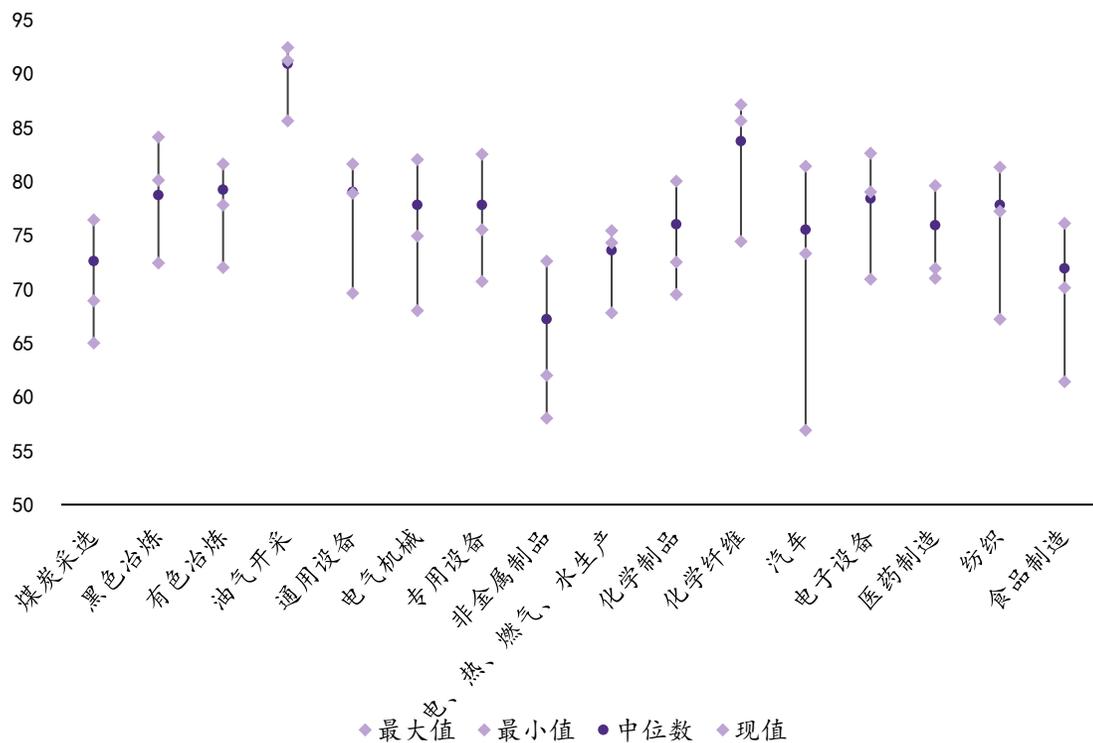


资料来源：Wind，华鑫证券研究

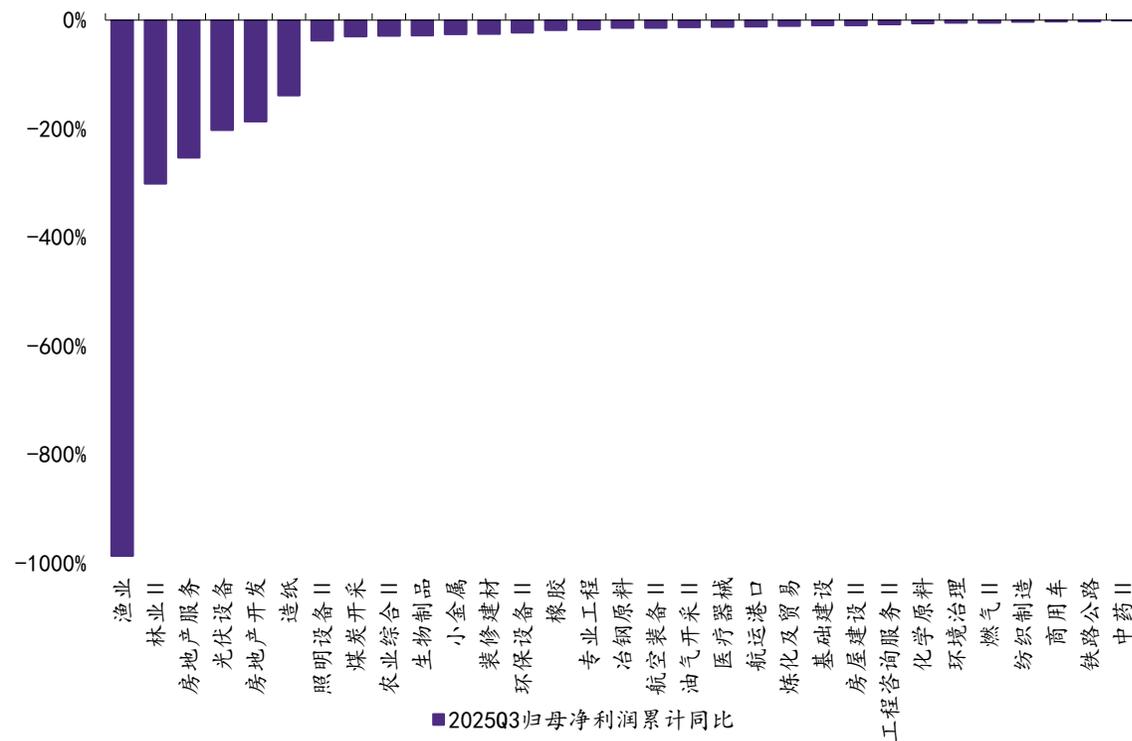
政策因子：煤炭开采、生物制品、橡胶、医疗器械、化学原料

- 使用2025Q3当季产能利用率历史分位，代表针对该行业反内卷政策实施的必要性；使用2025Q3归母净利润累计同比，代表针对该行业反内卷政策实施的紧迫性；
- 分别选取产能利用率现值历史分位低于10%，净利润累计同比处于负增长行业，最终取周期行业的交集，**选取反内卷政策紧迫性与必要性兼具行业；**
- 筛选得到：**煤炭开采、生物制品、橡胶、医疗器械、化学原料。**

医药制造、专用设备、化学制品、煤炭采选
低产能利用率凸显反内卷必要性



煤炭开采、生物制品、橡胶、医疗器械、化学原料
兼具盈利恶化凸显反内卷紧迫性



资料来源：Wind，华鑫证券研究

➤ 周期行业选择总结

- 兼具四方面景气因子优势的申万二级周期行业包括：**能源金属、风电设备**；
- 占据其中任意三项景气因子优势的申万二级周期行业包括：**工程机械**；
- 占据反内卷政策重点推进预期优势的申万二级周期行业包括：**煤炭开采、生物制品、橡胶、医疗器械、化学原料**。

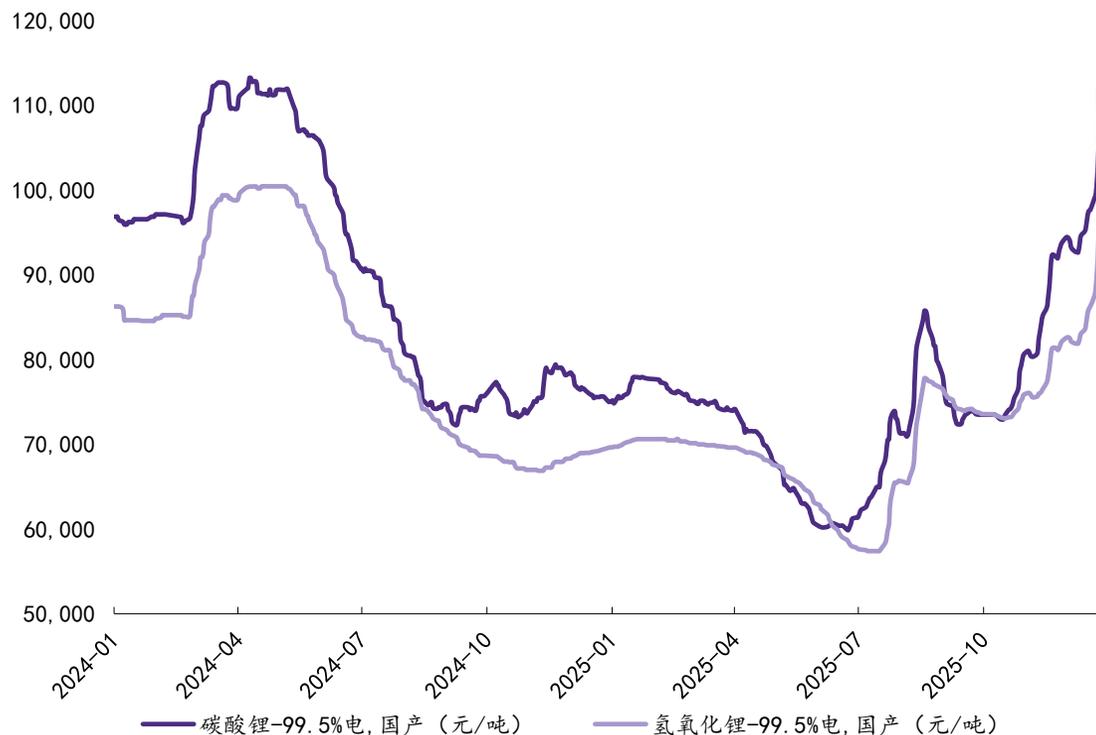
盈利、库存、产能、需求四因子筛选2026年预期景气行业

景气	筛选行业
盈利	光伏设备、航空机场、 能源金属 、 风电设备 、化学纤维
库存	种植业、 风电设备 、金属新材料、商用车、焦炭、 能源金属 、非金属材料、化学制品、 家电零部件、化学制药、 工程机械
产能	金属新材料、 能源金属 、航海装备、商用车、塑料、 工程机械 、橡胶、自动化设备、 风电设备 、通用设备
需求	能源金属 、 工程机械 、 风电设备

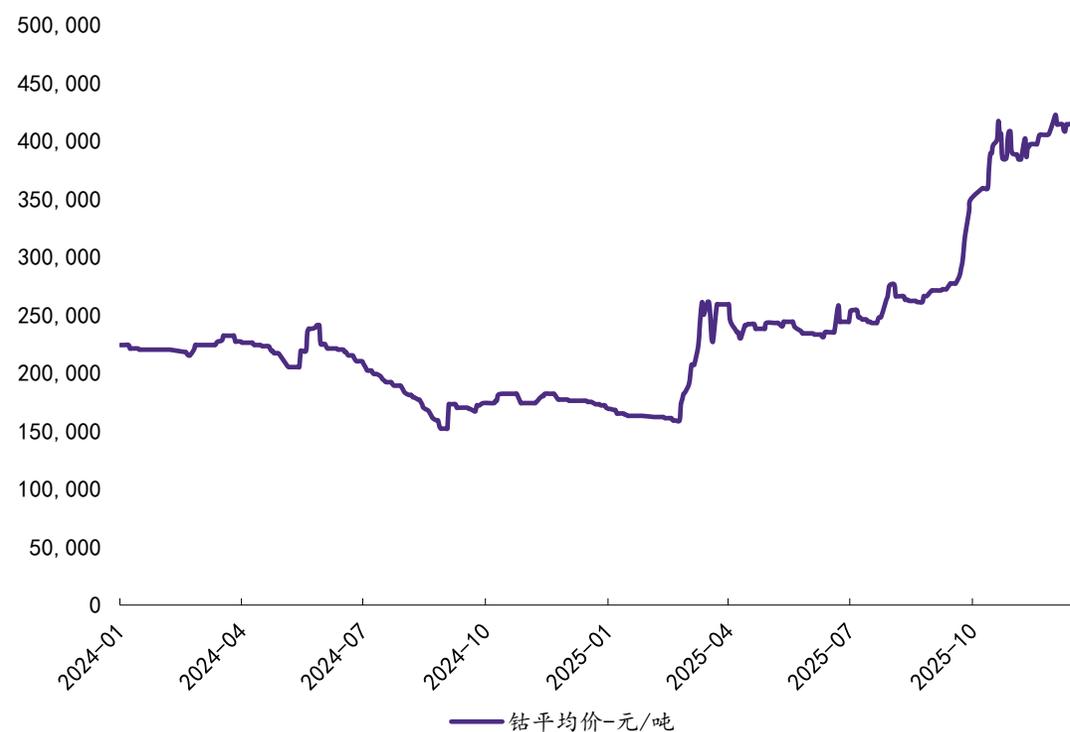
周期反转-能源金属：锂矿供需两端催化，钴矿有望保持高位

- **锂矿反内卷政策持续推进，储能需求超预期，2026年涨价趋势有望延续。** 2025年锂矿开采权整治反内卷行动持续推进，同时储能需求持续超预期，跃升为锂行业需求第二增长曲线，库存持续去化，价格企稳回升。2026年预计锂矿供需两端催化依旧，涨价势头有望延续。
- **钴矿受国外供给收紧，2026年价格有望维持高位。** 刚果金政府通过配额制度来限制国际钴供给，2026年预计刚果金政策将维持，钴行业将仍处于紧平衡状态，钴价有望维持相对高位。

2025年锂价止跌回稳，2026年有望延续涨价趋势



2026年钴价有望维持相对高位



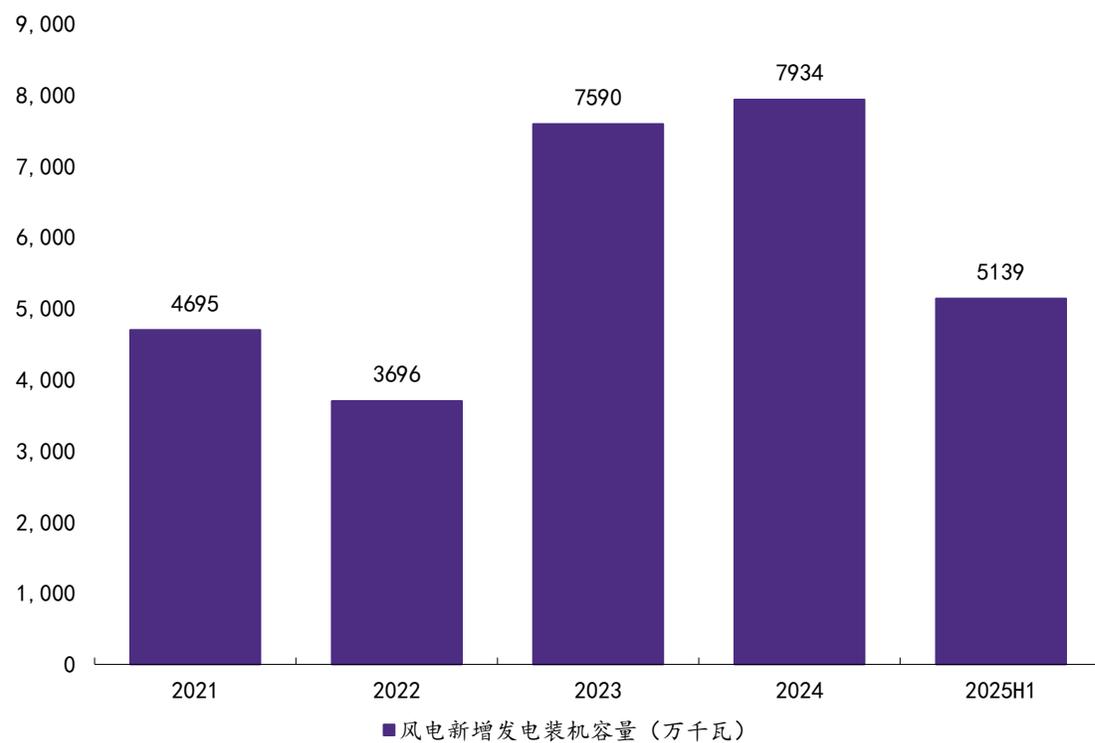
周期反转-风电设备：反内卷初见成效，海内外需求进入景气通道

- **反内卷政策扭转行业价格恶性竞争格局。** 2023-2024年行业价格严重内卷引发质量事故频发，行业陷入“价格下行—盈利恶化—质量风险—竞争力削弱”的恶性循环中。2024年10月，12家整机企业签订《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，之后行业自律逐步见效，风机中标价已企稳回升。
- **海内外需求共振，2026年景气上行趋势延续可期。** 国内在新能源全面入市的背景下，由于风电出力与负荷曲线更匹配，风电的上网电价较高，新能源项目开发偏好正在向风电倾斜，同时受“十五五”规划建议政策催化，2026年国内风电装机有望维持高位；海外欧洲、亚太、拉美需求强劲，伴随国内产能出海的趋势，2026年海外订单有望带动业绩增速进一步提升。

反内卷政策初见成效，国内风机中标价已企稳



国内风电装机高景气趋势有望延续

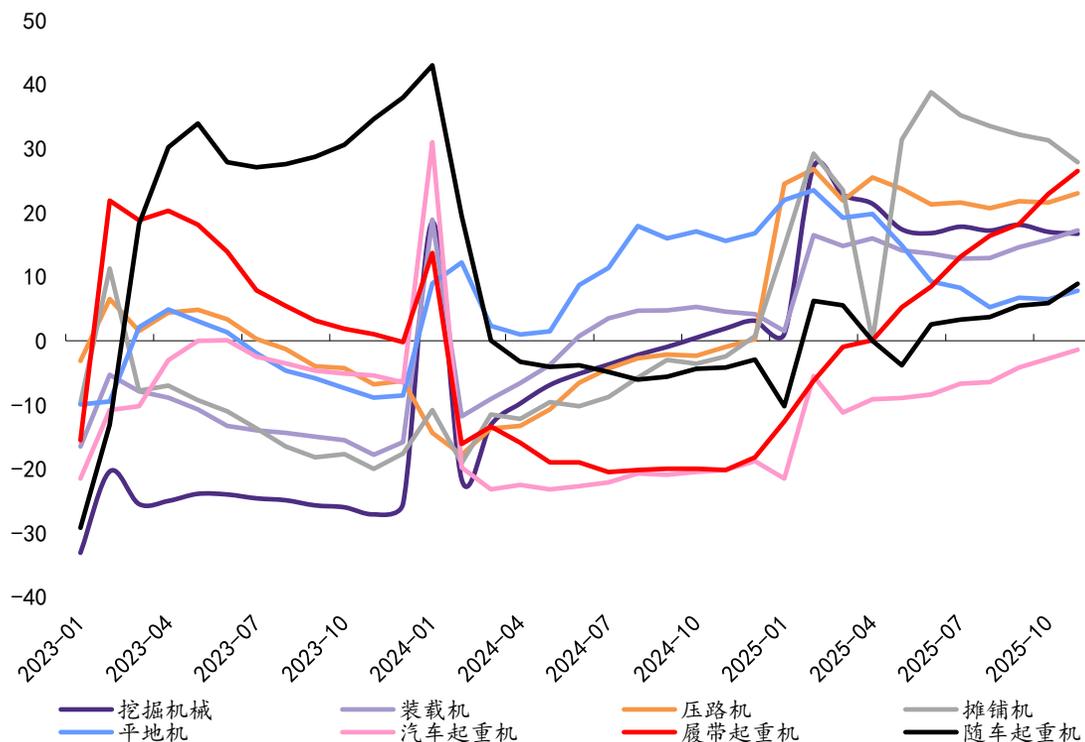


资料来源：每日风电，国家能源局，华鑫证券研究

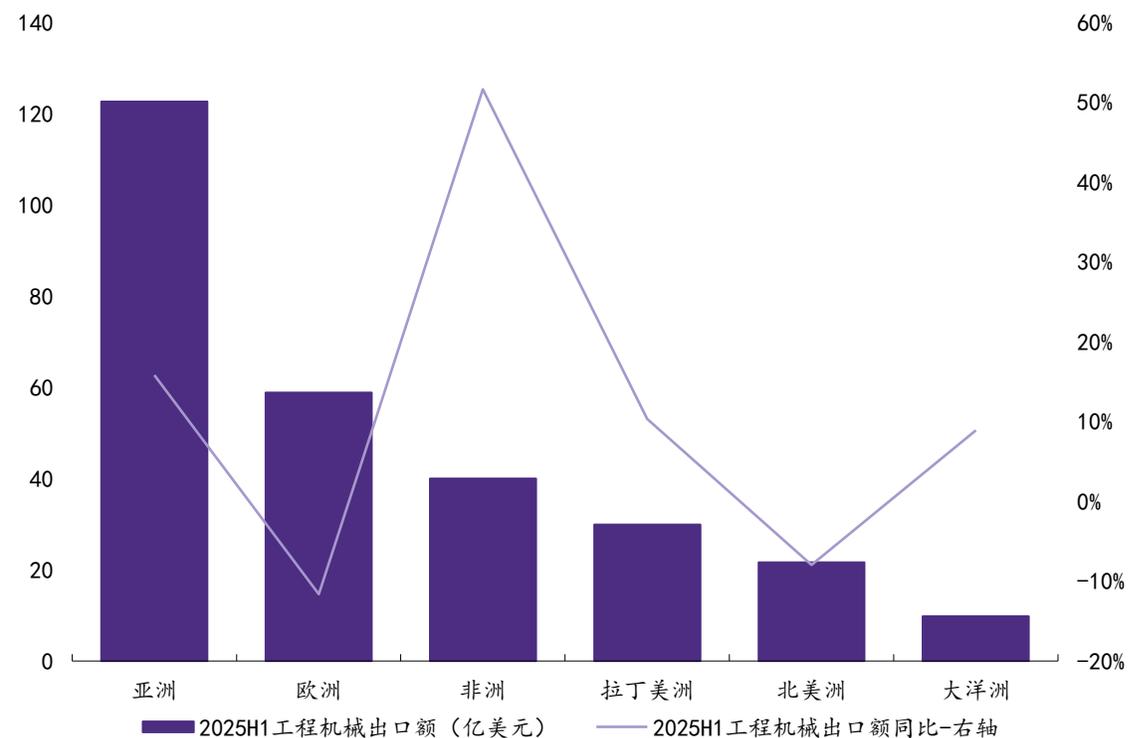
周期反转-工程机械：行业拐点已来临，内外共振需求景气有望延续

- ▶ **海内外销量回暖趋势明确，带动挖机与非挖机械销量实现高增。**自进入2025年以来，海内外工程机械需求拐点来临，多数机械年内均实现累计同比增速转正。截止至2025年11月，挖机、装载机、压路机、摊铺机、履带起重机分别实现累计同比16.7%、17.2%、23.0%、27.9%、26.5%的高增速。
- ▶ **海内外需求共振可期，销量景气度有望进一步走高。**国内2025年内雅江水电站项目、农村公路新改建项目已开工，同时2026年作为五年计划的首年，有望承接更多重大基建工程的开工，带动工程机械内销景气度延续上行趋势可期；海外新兴市场高需求有望维持，东南亚地区城镇化、资源开采、基建是主要增量来源，拉美、非洲地区基建与开采需求同样有望维持高增速。

2025年多数工程机械销量累计同比转正 (%)



东南亚、拉美、非洲地区需求高增速趋势有望延续



▶ 新一轮十大重点行业稳增长工作方案陆续推出，十大行业合计规模占规模以上工业的七成左右，对经济发展作用力强。十大行业中，钢铁、有色、石油化工、建材、汽车、轻工业、电子信息制造业重点提及反内卷工作内容，预计将是反内卷政策推行重点。

钢铁、有色、石油化工、建材、汽车、轻工业、电子信息制造业稳增长方案中重点涉及反内卷

行业	政策文件	反内卷相关内容
钢铁	《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	实施产能产量精准调控。修订发布钢铁行业产能置换实施办法，...，促进产业减量发展和转型升级。...。继续实施产量压减政策，按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则落实年度产量调控任务，促进供需动态平衡。
有色	《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	有序推进项目建设。...。科学合理布局氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等项目，避免重复低水平建设，提高投资的精准性和有效性。
石化化工	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	科学调控重大项目建设。加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，...。
建材	《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	严格水泥玻璃产能调控。严禁新增水泥熟料、平板玻璃产能，新建改建项目须制定产能置换方案。...。发挥质量、环保、能耗、安全等综合标准作用，依法依规淘汰水泥、平板玻璃落后产能，推动环保绩效低的企业逐步退出。...。
汽车	《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	进一步规范汽车产业竞争秩序。...。加强成本调查和价格监测，...。发挥“重点车企践行账期承诺问题（建议）反映窗口”作用，...。开展汽车行业网络乱象专项整治，...。
电力装备	《电力装备行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	优化行业发展环境。强化电力装备行业自律，营造良性竞争环境。研究制定风电装备制造行业规范条件和管理办法，推动风电装备研发迭代保持合理节奏。深入实施光伏制造行业规范条件政策，引导产业优化布局和转型升级。...。鼓励行业协会组织开展行业自律工作，...。
轻工业	《轻工业稳增长工作方案（2025—2026年）》	优化贸易结构。...。加强行业自律，规范出口市场秩序，坚决遏制非理性价格竞争，鼓励出口企业在技术、质量、品牌和服务方面开展良性竞争，积极应对外贸风险，防止“内卷外化”。
电子信息制造业	《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》	优化产业布局，改善产业结构。...。在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。实施光伏组件、锂电池产品质量管理，深入落实《光伏制造行业规范条件》等文件，强化与投资、金融、安全等政策联动，推动行业技术进步。...。

涨价预期：有色、化工、新能源行业价格回升

➤ 有色、化工、新能源、煤炭行业部分细分品类具备涨价逻辑，行业业绩景气程度改善趋势有望持续。

2025年内热门涨价周期品类统计(截止至2025年12月26日)

行业	品类	具体价格指标	单位	最新周环比	最新月环比	2025年内趋势
有色	黄金	现货价(伦敦市场)	美元/盎司	3.2%	9.8%	
	白银	现货价(伦敦市场)	美元/盎司	10.7%	39.4%	
	铜	LME现货结算价	美元/吨	4.5%	13.5%	
	钨	钨铁(W70, 国产)	万元/吨	7.4%	44.1%	
	钴	平均价	元/吨	5.5%	9.9%	
	铝	平均价	元/吨	1.0%	3.2%	
	锡	平均价	元/吨	-1.1%	13.0%	
	铅	平均价	元/吨	2.1%	1.5%	
	钯	钯(Pd>99.95%)平均价	元/克	-0.2%	23.3%	
化工	硫酸	中国98%硫酸均价	元/吨	-4.0%	-1.1%	
	硫磺	国产市场均价	元/吨	-1.9%	9.2%	
	锂电电解液	(磷酸铁锂用)市场均价	元/吨	0.0%	31.5%	
	硝酸	市场均价	元/吨	-0.3%	-1.8%	
	纯MDI	华东地区	元/吨	-4.2%	-7.9%	
	黄磷	市场均价	元/吨	-0.5%	0.1%	
	制冷剂R134a	市场均价	元/吨	0.0%	4.5%	
新能源	六氟磷酸锂	现货价	万元/吨	0.0%	0.0%	
	三元材料	现货价	元/千克	4.8%	6.7%	
	钴粉	-200目, 国产价格	元/千克	0.5%	2.5%	
	碳酸锂	99.5%电, 国产价格	元/吨	14.6%	20.6%	
	四氧化三钴	≥72%, 国产价格	元/千克	0.1%	4.8%	
	电解钴	华南现货平均价	元/吨	4.4%	7.8%	
	氢氧化锂	56.5%, 国产价格	元/吨	18.3%	25.5%	
	多晶硅	光伏行业综合价格指数(SPI)	/	3.8%	3.8%	
煤炭	硅片	光伏行业综合价格指数(SPI)	/	7.4%	7.9%	
	焦煤	京唐港库提价(含税)	元/吨	0.0%	4.2%	

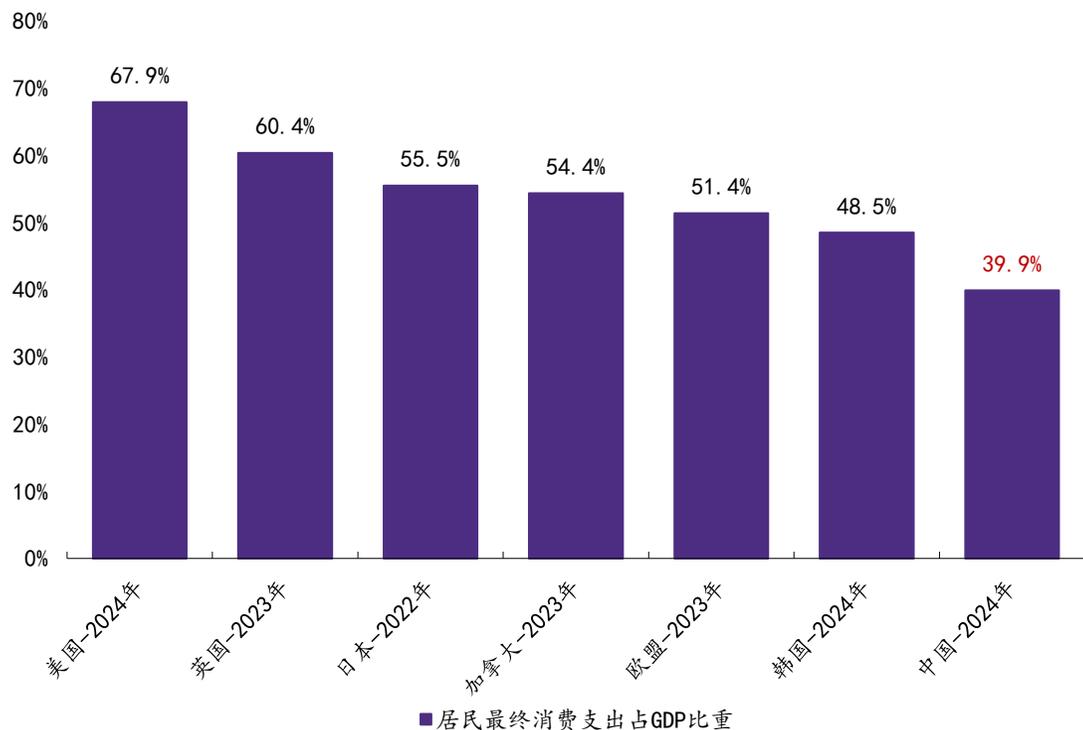
资料来源：Wind，百川盈孚，华鑫证券研究

行业线索3：消费修复，把握服务消费新引擎

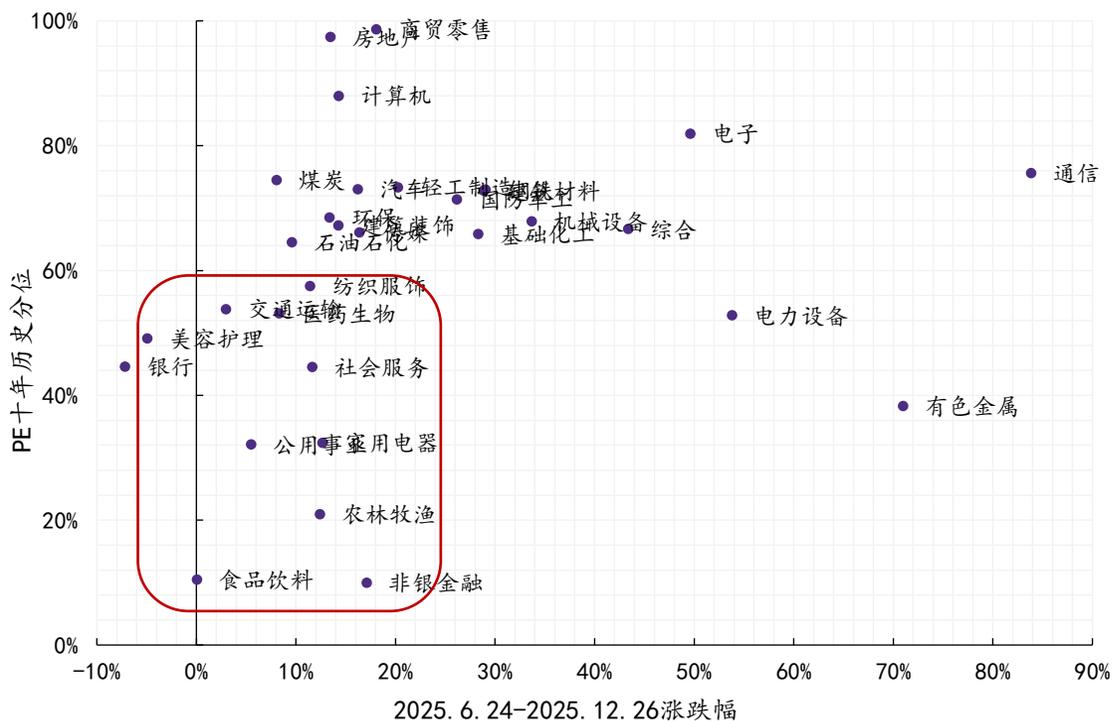
长期政策激励确定性较高，2026年下半年有望补涨估值修复

- “十五五”规划建议中明确提出“居民消费率明显提高”的主要目标，通过“促就业、增收入、稳预期”三方助力，“增强居民消费能力”。现阶段，中国居民消费支出占GDP比例与多个发达国家相比，仍有不小提升空间，长期政策激励方向确定性高；
- 多数消费行业自本轮牛市主升开启，涨幅排名靠后，同时兼具估值处于历史较低分位水平，有望伴随2026年预期PPI同比转正，实现消费补涨和估值修复。

中国居民消费率相较发达国家仍有较大提升空间



多数消费行业兼具涨幅靠后且估值低分位



- 政策“点名”服务消费与犒赏经济，有望担当2026下半年消费增长新引擎：**2025年12月消费相关政策与重要发文集中发布，**2026年中短期政策激励方向明确**
 - 犒赏经济本质是“功能消费”向“意义消费”的跨越，具备更强的主动性和分化特征，**其范围广泛，涵盖商品消费与服务消费**，契合“十五五”规划建议提出的“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。”**2026年有望成为拉动内需、扩大消费的新引擎。**
 - 犒赏经济具备促成产业结构转型升级的推动力，打破了传统行业的边界，**现阶段主要涉及潮玩、新茶饮、体育旅游、宠物经济等。**

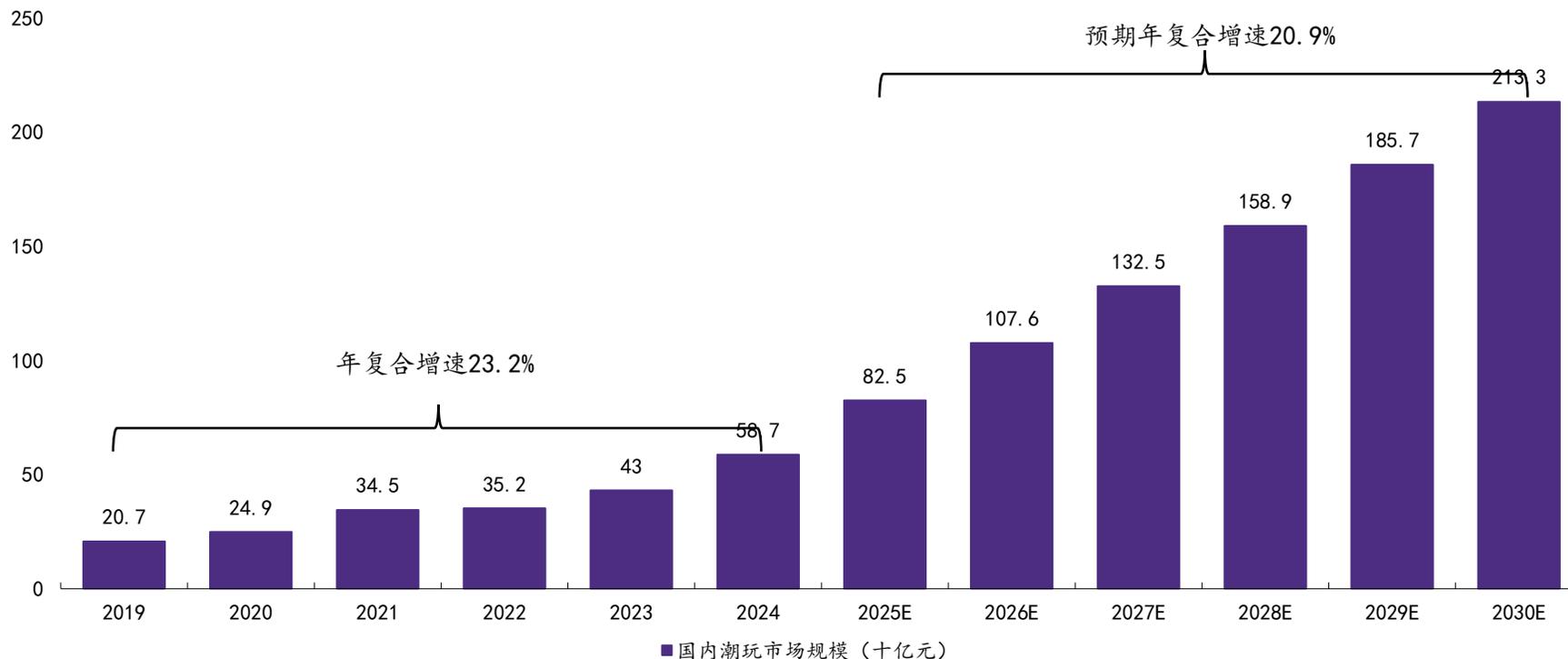
近期消费相关政策与重要发文集中发布，服务消费与犒赏经济被“点名”

政策/发文	发布/生效时间	相关消费领域/内容
《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	2025年9月1日-2026年8月31日	家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗
《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	至2027年/至2030年	消费品供给结构明显优化，形成3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点，打造一批富有文化内涵、享誉全球的高品质消费品/供给与消费良性互动、相互促进的高质量发展格局基本形成，消费对经济增长的贡献率稳步提升
中央经济工作会议	至2026年	扩大优质商品和服务供给。优化“两新”政策实施。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力。
《关于加强商务和金融协同，更大力度提振消费的通知》	2025年12月14日	商品消费、服务消费、新型消费、多元化消费场景、消费帮扶
《坚定实施扩大内需战略》	2025年12月16日	首发经济、赛事经济、电子商务、养老、托育、健康、文旅
《何为“犒赏经济”》	2025年12月18日	是指消费者在面对工作生活压力或特定的心理需求时，通过购买价格在承受范围内的非必需品或体验服务，以获取即时性愉悦感、自我确认感和心理疗愈的一种经济活动。
海南自由贸易港正式启动全岛封关	2025年12月18日	免税消费

犒赏经济-潮玩：Z世代需求增长依旧，高增速趋势有望延续

- 潮玩作为犒赏经济最典型代表，市场规模迅速扩容，高增速趋势有望维持。2024年国内潮玩市场规模达587亿元，2019-2024年复合增长率为23.2%，Z世代成为主要消费群体，消费能力与意愿强，购买动机以情感寄托、社交需求和陪伴属性为主。根据弗若斯特沙利文预测，至2030年，国内潮玩市场规模将达2133亿元，维持20.9%的复合年增速。

国内潮玩市场规模有望维持高速增长趋势



(1) 地缘冲突反复

(2) 关税摩擦再起

(3) 政策力度不足

(4) 产业进度迟缓

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

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

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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

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 究 创 造 价 值