



Research and
Development Center

涨价或是重要的景气主线

——策略周观点

2026年1月18日

证券研究报告

策略研究

策略周报

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

徐国铨 策略研究助理
邮箱：xuguoquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

涨价或是重要的景气主线

2026 年 1 月 18 日

核心结论：本周市场上涨速度有所放缓，交易性资金活跃使得换手率再次快速冲高，周中全 A 换手率（总成交额/总流通市值）已经超过 2025 年 8 月底的高点。我们认为春季行情仍在中途，短期资金过度交易之后出现横盘消化是正常的现象，政策短期有降温的指引，但整体仍保持宽松基调。市场风格方面，主题情绪降温，强势板块回归景气主线。我们认为在流动性牛市中赚钱效应扩散阶段，涨价或是重要的景气主线之一。当前商品的宏大叙事产生于逆全球化和供应链重构下关键资源品主导的重定价。从长期来看，商品价格大多数时候都是同涨同跌的，即使是 1970-1980 年需求全球经济增长中枢下台阶的阶段，商品价格依然继续上涨到了 1980 年才结束。从长期的维度，我们仍然看好商品价格存在新一轮超级周期的可能性。但从中短期的维度，本轮涨价主线行情优先关注供给约束弹性，扩散方向可能从新兴产业增量需求到传统需求的复苏。供需两端同时受益的包括有色金属（贵金属、铜、铝、战略金属、稀土等）、新能源（新能源材料、动力电池等）、化工品（磷化工、氟化工等）、存储芯片等。黑色商品可能是下一轮扩散的方向。

- **（1）商品的宏大叙事：逆全球化和供应链重构下关键资源品主导的重定价。**我们认为相比于经济周期波动，或许可以增加从“宏大叙事+安全资产”的视角去看待本轮资源品的涨价。当前商品价格周期更多的由供应链安全主导。供给端，大国博弈时代战略资源控制强化，关键矿产领域供给愈发稀缺。需求端，AI 技术革命、能源转型、军事开支等领域的现实需求推动铜、铝、锂、稀土等战略金属需求持续提升。弱美元周期或成为商品价格中枢抬升的支撑。
- **（2）长期来看，商品价格大多数时候都是同涨同跌的。**但在新一轮商品价格上涨的过程中，由于商品需求相互之间存在替代关系和产业链上下游关系，使得商品间必然存在价格轮动。2009 年-2011 年需求扩张驱动的涨价行情中，受益于海内外经济复苏共振的铜先领涨，原油、大豆后涨。2016-2018 年供给约束驱动的涨价行情中，供给约束更强的原油、黑色商品先涨，化工品涨价持续性较好。
- **（3）从长期的维度，我们仍然看好商品价格存在新一轮超级周期的可能性。**但从中短期的维度，本轮涨价主线行情优先关注供给约束弹性，扩散方向可能从新兴产业增量需求到传统需求的复苏。供给约束包括三方面，一是铜、稀土等关键资源品自身产能约束或政策约束较强；二是“反内卷”政策驱动下的产能限制和产能出清；三是 AI 需求高增倒逼供给紧缺。需求端则优先关注新旧动能切换下新能源汽车、光伏、电网、AIDC 等新兴领域需求扩张带来的机会。供需两端同时受益的包括有色金属、新能源、化工品、存储芯片等。
- **风险因素：**房地产超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

目 录

一、策略观点：涨价或是重要的景气主线	4
二、本周市场变化	10
风险因素	13

表 目 录

表 1：配置建议表	9
-----------------	---

图 目 录

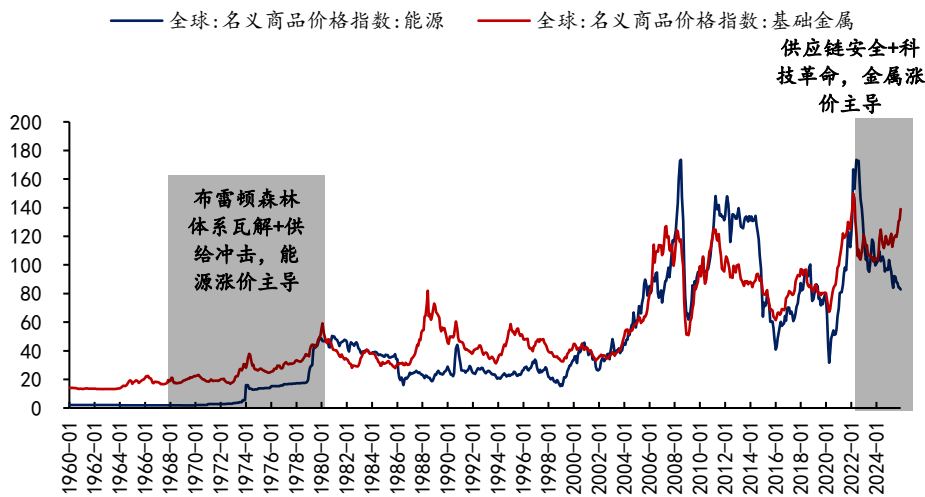
图 1：大宗商品再定价，从能源到金属，从地缘到科技（单位：点）	4
图 2：1970-1980 年需求增速下滑期间也出现了商品牛市（单位：点）	5
图 3：需求扩张驱动的涨价行情：铜先领涨，原油、大豆后涨（单位：点）	5
图 4：供给约束驱动的涨价行情：原油、黑色商品先涨，化工品涨价持续到后半段（单位：点）	6
图 5：本轮涨价行情从黄金轮到工业金属（单位：%）	6
图 6：ICSG 预测 2026 年精炼铜供需格局可能由过剩转向短缺（单位：万吨）	7
图 7：有色金属库存大部分在低位，容易反映供需超预期的变化（单位：吨）	7
图 8：化工板块资本开支下行到低位（单位：倍）	7
图 9：电力设备板块资本开支下行到低位（单位：倍）	7
图 10：如果有盈利全面改善和资金流入共振，可能拉长牛市的时间（单位：点数）	8
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	10
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	10
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	11
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	11
图 17：2026 年全球大类资产收益率（单位：%）	11
图 18：港股通累计净买入（单位：亿元）	11
图 19：融资余额（单位：亿元）	11
图 20：新发行基金份额（单位：亿份，点）	12
图 21：基金仓位估算（单位：点，%）	12
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	12
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	12
图 24：长期国债利率走势（单位：%）	12
图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	12

一、策略观点：涨价或是重要的景气主线

本周市场上涨速度有所放缓，交易性资金活跃使得换手率再次快速冲高，周中全A换手率（总成交额/总流通市值）已经超过2025年8月底的高点。我们认为春季行情仍在中途，短期资金过度交易之后出现横盘消化是正常的现象，政策短期有降温的指引，但整体仍保持宽松基调。1月14日沪深北交易所将融资保证金最低比例从80%提升到100%，更多是以平抑风险为主。1月15日央行结构性降息，并提出后续有进一步降准降息空间，宏观流动性保持相对充裕。市场风格方面，主题情绪降温，强势板块回归景气主线。我们认为在流动性牛市赚钱效应扩散阶段，涨价或是重要的景气主线之一。当前商品的宏大叙事产生于逆全球化和供应链重构下关键资源品主导的重定价。从长期来看，商品价格大多数时候都是同涨同跌的，即使是1970-1980年需求全球经济增长中枢下台阶的阶段，商品价格依然继续上涨到了1980年才结束。从长期的维度，我们仍然看好商品价格存在新一轮超级周期的可能性。但从中短期的维度，本轮涨价后期不一定是原油或农产品引领，主线行情优先关注供给约束弹性，扩散方向可能从新兴产业增量需求到传统需求的复苏。供需两端同时受益的包括有色金属（贵金属、铜、铝、战略金属、稀土等）、新能源（新能源材料、动力电池等）、化工品（磷化工、氟化工等）、存储芯片等。黑色商品可能是下一轮扩散的方向。

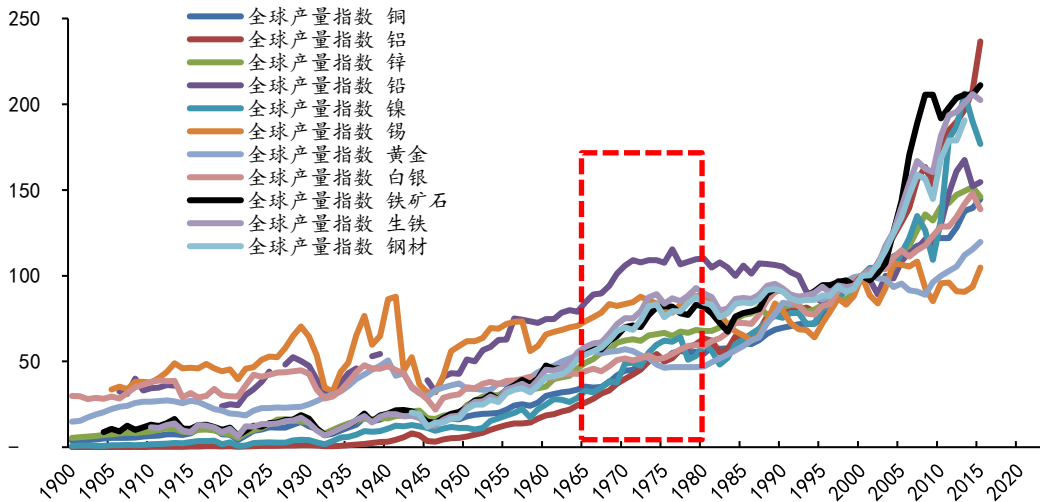
(1) 商品的宏大叙事：逆全球化和供应链重构下关键资源品主导的重定价。如果说当前商品的宏大叙事可以追溯到20世纪80年代“里根大循环”埋下的历史回响，那么我们认为相比于经济周期波动，或许可以增加从“宏大叙事+安全资产”的视角去看待本轮资源品的涨价。20世纪70-80年代的商品超级周期主要由能源主导，80年代后期美国通过强美元和地缘/军事战略强化能源定价主导权。当前商品价格周期更多的由供应链安全主导。地缘政治博弈加剧、持续性的贸易冲突、全球供应链重塑背景下，资源品战略价值持续提升。供给端，大国博弈时代战略资源控制强化，关键矿产领域供给愈发稀缺。需求端，AI技术革命、能源转型、军事开支等领域的现实需求推动铜、铝、锂、稀土等战略金属需求持续提升。金银的强劲表现也内嵌了宏观叙事的变化，包括美元信用体系脆弱性、地缘冲突和再通胀风险的担忧，弱美元周期或成为商品价格中枢抬升的支撑。

图1：大宗商品再定价，从能源到金属，从地缘到科技（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

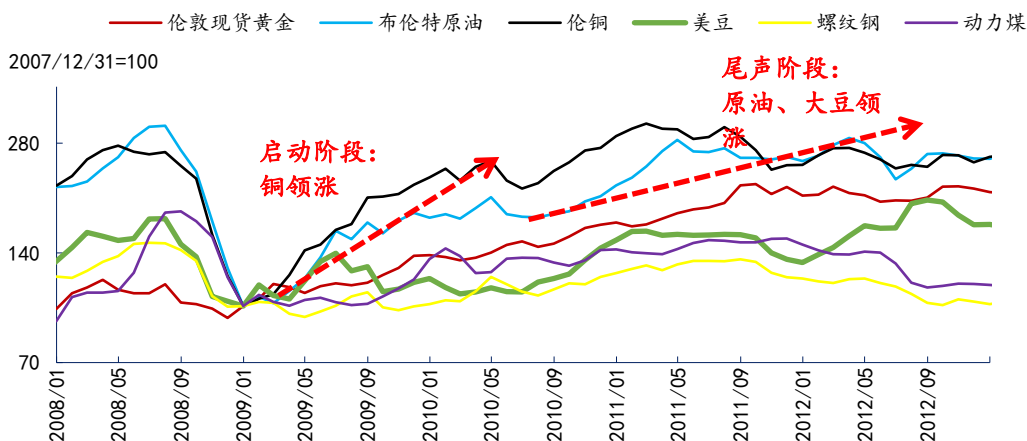
(2) 长期来看，商品价格大多数时候都是同涨同跌的。因为从商品价格的影响因素上来看，商品价格短周期是由需求（和库存周期相关）决定的，但长周期则主要由产能格局决定。例如1970-1980年全球经济增长中枢下台阶，商品需求逐渐见顶回落，但商品价格依然继续上涨到了1980年才结束。

图 2：1970-1980 年需求增速下滑期间也出现了商品牛市（单位：点）


资料来源：万得，信达证券研发中心

但在新一轮商品价格上涨的过程中，由于商品需求相互之间存在替代关系和产业链上下游关系，使得商品间必然存在价格轮动。在商品牛市初期，工业金属（以铜为代表）通常涨幅领先。主要原因可能在于传统的工业金属下游需求主要与工业制造相关。历史上经济复苏期，基建地产是传统刺激路径下的主要驱动力，带动工业生产需求率先回升。此外，全球定价的上游资源品也会受益于海外需求回升带来输入性价格上涨。而上游的原材料（如矿石、原油、大豆等）的需求从产品结构来看，主要应用于交运以及农业等领域，消费属性较强，受益于经济回暖相对滞后且弹性较小。因此能源的价格波动呈现出晚周期的特征。

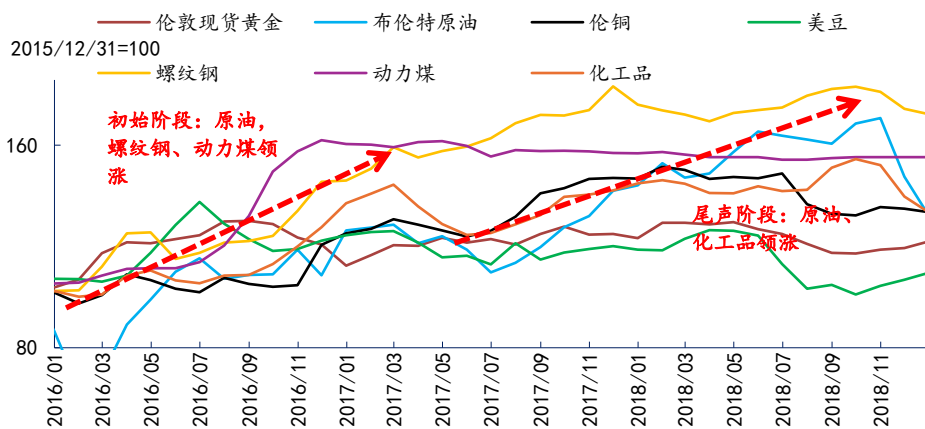
例如，2009 年-2011 年商品涨价过程中，2008 年底中国“四万亿”经济刺激政策带来基建地产投资快速回升，同时在美国《复苏法案》、欧央行连续降息等政策刺激下，全球经济复苏回暖。铜价从 2008 年底开始率先表现出弹性，而到了 2010 年下半年-2011 年经济复苏的末期，原油、大豆价格才开始表现较强，此时铜已经率先见顶。

图 3：需求扩张驱动的涨价行情：铜先领涨，原油、大豆后涨（单位：点）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2016年-2018年大宗商品开启了新一轮牛市，主要驱动力在于中国经济基本面企稳和供给侧改革。本轮商品牛市的轮动特征是，商品牛市的第一年（2016-2017年初），布伦特原油、螺纹钢和动力煤领涨，而铜价表现一般，主要原因除了需求受益于海内外经济复苏，更重要的原因是供给端产能受到约束。原油供给受OPEC减产协议和产油国突发事件扰动，黑色商品供给受供给侧改革带来产能出清的影响。而基本金属表现一般，主要原因或在于本轮经济复苏过程中地产、基建投资复苏力度偏弱。2017-2018年螺纹钢、动力煤价格高位震荡，而布伦特原油价格仍在继续上涨，一直到2018年10月见顶。化工品在本轮商品涨价初期上涨速度略慢于黑色商品，但涨价持续性较好，一直持续到商品牛市后半段。

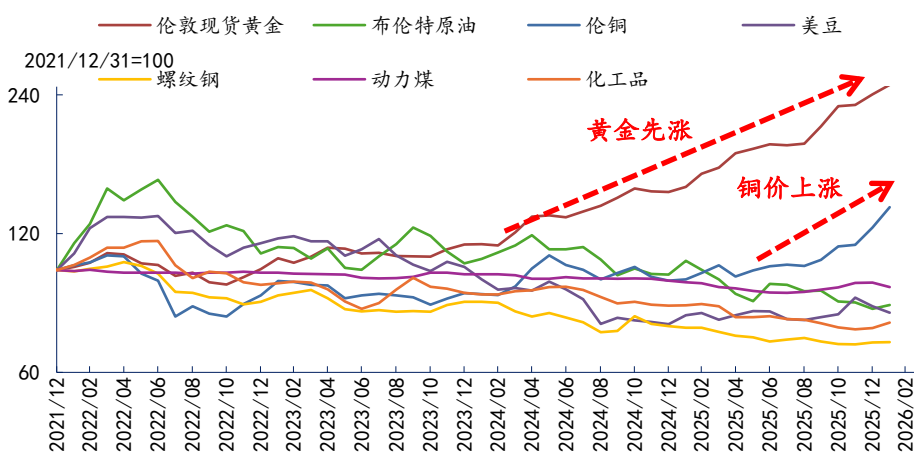
图 4：供给约束驱动的涨价行情：原油、黑色商品先涨，化工品涨价持续到后半段（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 本轮涨价行情的驱动因素主要来自于供给约束叠加需求动能切换，行情扩散的方向可能和历史经验不同，涨价后期不一定是原油和农产品引领。如果按照历史上商品牛市的轮动顺序来看，本轮商品牛市尚处于早期，刚从黄金轮动到工业金属。但我们认为需要注意的是，本轮工业金属价格上涨的宏观逻辑主要基于战略性新兴产业的需求扩张，而传统需求端仍然受到房地产市场走弱的影响，家电等下游消费还比较依赖补贴政策，国内需求修复斜率偏慢，其他工业品或者农产品的需求短期不直接受益于上下游的拉动。另一方面，当前原油价格波动特征复杂，地缘政治仍然是油价波动的核心扰动，同时供给相对充裕，需求弹性有限，油价筑底可能仍需要一定过程。

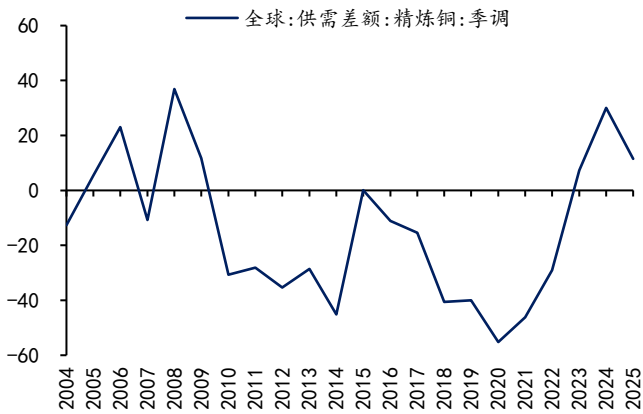
图 5：本轮涨价行情从黄金轮动到工业金属（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

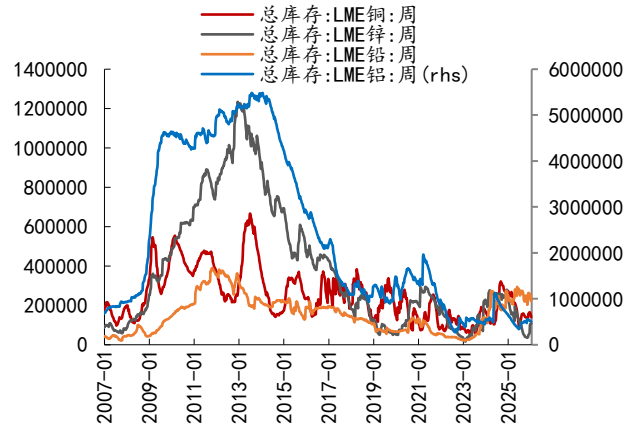
从长期的维度，我们仍然看好商品价格存在新一轮超级周期的可能性。但从中短期的维度，我们认为本轮涨价的主线行情优先关注供给约束弹性，后续扩散方向可能从新兴产业增量需求到传统需求的复苏。供给约束包括三方面，一是铜、稀土等关键资源品自身产能约束或政策约束较强。比如铜受到矿山老龄化加剧、资本开支不足、地缘政治变化、生产扰动频发等因素构成系统性的供给限制。稀土领域存在严格出口管制措施。二是“反内卷”政策驱动下的产能限制和产能出清。例如中国电解铝产能受4500万吨硬约束限制，已接近满负荷，2026年起难有增量；化工板块资本开支进入下行周期，落后产能加速出清和产能出海有望重塑供给格局；煤炭、钢铁也是“反内卷”重点工作领域，供给增量有限，短期核查超产趋严；新能源（光伏、动力电池产业链）“反内卷”加上市场倒逼去产能的效果有望持续显现。三是存储芯片、电力设备等方向，AI需求快速增长倒逼供应链紧缺。需求端则优先关注新旧动能切换背景下新能源汽车、光伏、电网、AIDC等新兴领域需求扩张带来的机会。供需两端同时受益的包括有色金属（贵金属、铜、铝、战略金属稀土等）、新能源（新能源材料、动力电池等）、化工品（磷化工、氟化工等）、存储芯片等。另外，对于煤炭、钢铁等黑色商品来说，供给端“反内卷”政策效果逐渐显现，需要关注的是传统需求部分边际改善的时间点和强度，可能是下一轮扩散的方向。

图6：ICSG预测2026年精炼铜供需格局可能由过剩转向短缺（单位：万吨）



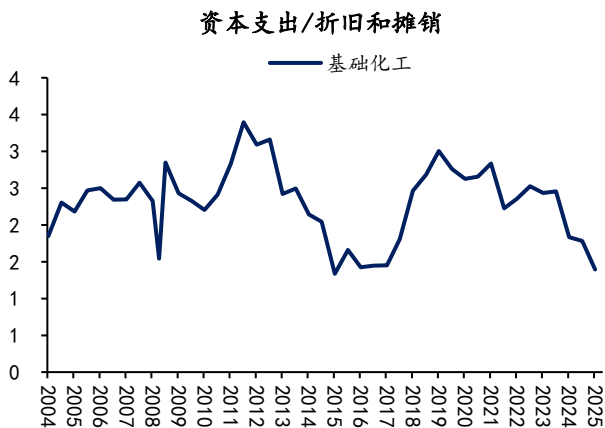
资料来源：SMM，万得，信达证券研发中心

图7：有色金属库存大部分在低位，容易反映供需超预期的变化（单位：吨）



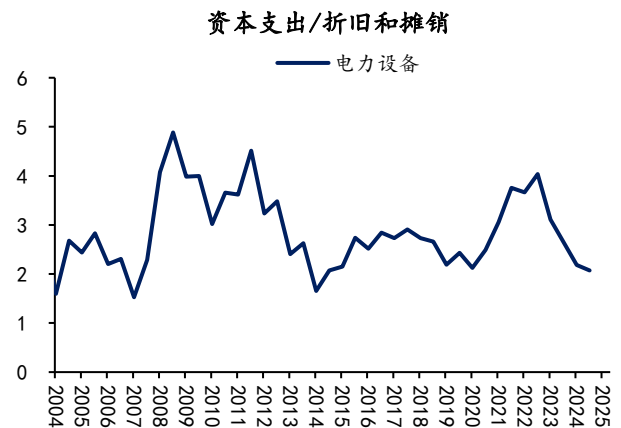
资料来源：万得，信达证券研发中心

图8：化工板块资本开支下行到低位（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

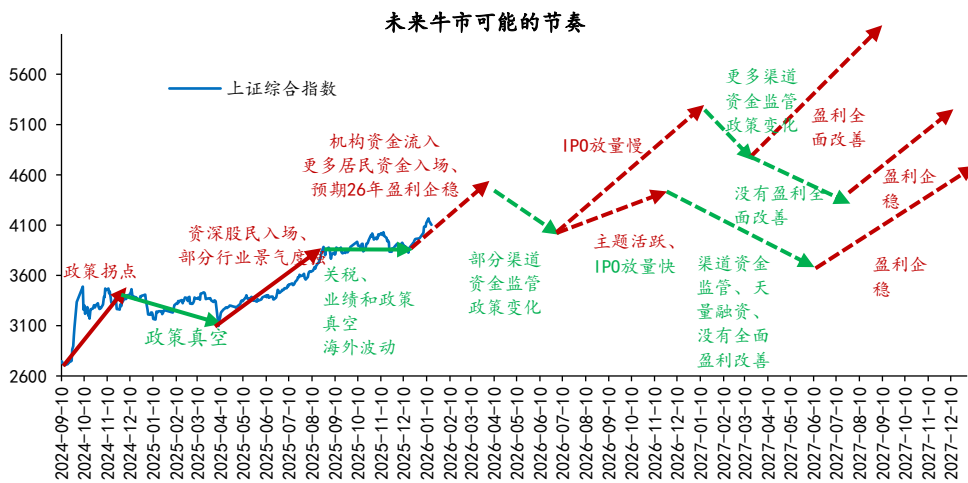
图9：电力设备板块资本开支下行到低位（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 当下的判断：战术上，牛市的基础依然坚实，年度上存在盈利改善和资金流入共振的可能性。战略上，我们认为春节前流动性环境大概率较好，市场可能继续偏强，1月可能会有一些波动，但春季躁动难言见顶，下行风险可控，向上弹性可观，短期波动或是逢低布局时机。未来1年市场短期的波动可能来自于监管政策和供给放量速度。过去1年影响市场熊转牛的因素中，政策和资金的影响远大于盈利的影响。本轮牛市的图景已经基本形成：(1) 资本市场支持政策持续发力，宏观流动性环境宽松；(2) 产业资本（回购增持、分红）和国家队，持续贡献增量资金，支撑市场底部；(3) 保险、理财、信托等中长期资金入市仍有较大空间，公募基金新规有利于平滑波动；(4) 资产荒和赚钱效应累积驱动的居民资金流入条件逐渐成熟。我们认为当期支撑流动性牛市的基础依然坚实。流动性牛市中的调整和结束可能受政策对渠道资金监管变化的影响，需要关注监管政策变化的情况。流动性牛市的核心基础是股市供需结构扭转，如果股权融资规模放量加速，股市供需格局再次转弱，那么市场也存在波动加大的可能。

图 10：如果有盈利全面改善和资金流入共振，可能拉长牛市的时间（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(5) 近期配置观点：逢低增配弹性品种，主题波动期兼顾高景气和高估值性价比方向。科技板块在春季行情中通常有明显的超额收益，行情可能围绕产业催化出现扩散。周期板块也是春季行情中的弹性品种，政策和盈利均有预期。有色金属、新能源、半导体芯片等行业供需格局较好，价格持续上行，景气较高。军工行业产业催化较多，牛市中后期通常不会缺席，业绩空窗期主题活跃的阶段容易表现强。金融板块中，非银的弹性有望逐步增加。

配置风格展望：历史上跨年行情阶段小盘成长占优的概率较大。2010年以来历年跨年行情中，申万小盘指数相对于大盘指数占优的概率达到80%，仅2013、2018和2021年为大盘风格占优。如果以沪深300和中证1000指数近似代表大盘和小盘风格，仅2018和2021年沪深300指数相对于中证1000指数有超额收益，大部分情况下跨年行情里中证1000指数占优。2010年以来历年跨年行情中，仅2018和2022年为价值风格占优，其余均为成长风格占优。跨年行情中小盘成长占优的概率较大，原因或在于政策积极变化、流动性宽松&交易性资金活跃、业绩短期难以证伪、风险偏好修复等驱动跨年行情的因素，均有利于小盘、成长风格表现。除非跨年行情开启时伴随着宏观经济数据出现了改善迹象，市场风格可能略偏向大盘价值。

牛市震荡期之后风格也容易发生变化。牛市中震荡之后，大小盘风格有较大的概率会变化，成长价值风格转变概率没有明确的规律，即使成长价值风格不变，领涨板块往往也会出现些变化。

配置行业展望：(1) 有色金属&军工：政策、业绩、主题逻辑均较顺畅。有色金属产能格局好，需求同时受益于新旧动能和海内外经济共振，业绩兑现强。贵金属对流动性宽松敏感，也会受地缘政治影响走强。军工在牛市中后期通常表现较好，尤其是盈利不强资金强的牛市。商业航天、卫星产业链等主题，政策、技术、资本

市场催化密集，有望持续活跃，但可能伴随着波动加大。(2) **TMT**：春季行情主线，产业逻辑好，高弹性与高波动并存。持续性相对好的板块或集中在业绩验证强、交易拥挤度适中的领域，如半导体、存储、GPU等。小盘成长强、主题行情活跃时期，AI应用持续有机会，但行情轮动速度可能较快。如果有超预期的产业事件催化，胜率和赔率可能均较好。港股互联网估值性价比比较高，美联储降息和人民币升值可能驱动估值修复。(3) **机械设备**：工程机械是顺周期中出海逻辑较好的方向。机器人主题活跃，商业化落地等产业催化较多。(4) **电力设备**：受益于全球竞争优势且基本面改善，估值性价比好，成长中底仓配置。(5) **基础化工**：“反内卷”政策约束供给，需求受益于新能源新材料等成长行业相对有弹性，部分品种涨价驱动景气改善，筹码结构好。(6) **非银金融**：受益于保费开门红及投资端业绩回升，非银中率先表现出弹性。牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在。后续伴随着居民资金加速流入，获得超额收益的确定性较高。(7) **消费**：政策增量和预期均较高，估值位置安全，建议关注可能受益于政策催化、基数效应、景气反转共振的服务消费，如出行链、免税、教育等。港股新消费建议等待海外市场波动放缓。

表 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	有色金属、电子、电力设备、机械设备
行业配置观点	消费	地产链相关消费基本面依旧偏弱。受益于新渠道新产品的消费产业逻辑相对较好。后续关注消费的投资机会可能会主要集中在两个方向：(1) 新的消费模式；(2) 部分行业可能会有较强的高分红属性；(3) 增量政策较多的服务消费。
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势较强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。但短期估值和交易拥挤度达到高位后可能有较大波动：(1) A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-2015 年、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。(2) 美股科技股表现，也会影响全球 AI 产业链的估值。(3) 科技成长的机会可能会从 AI 算力向估值性价比更高的细分领域扩散，如 AI 应用、游戏、电力设备、港股互联网。(4) 军工在主题活跃的阶段通常表现较强。
	金融地产	金融的估值依然存在较高性价比，内在上涨逻辑主要是两点：(1) 房地产下滑虽然没有结束，但金融体系冲击或已结束，由此导致银行等行业的估值有望迎来修复。(2) 监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市较为重要的暗线。(3) 证券板块受益于牛市的 Beta，业绩可能有更大弹性。
	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。26 年国内需求有企稳的可能，部分周期品受益于 AI 等新兴产业发展有新的需求扩张机会。供给侧受“反内卷”政策影响加速出清，中国系统性供给能力强的部分领域短期内难以被完全替代。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。周期主题性机会有望集中在供需格局更好的有色金属、化工，全面性机会建议关注国内政策能否带来供需格局全面改善。

资料来源：信达证券研发中心

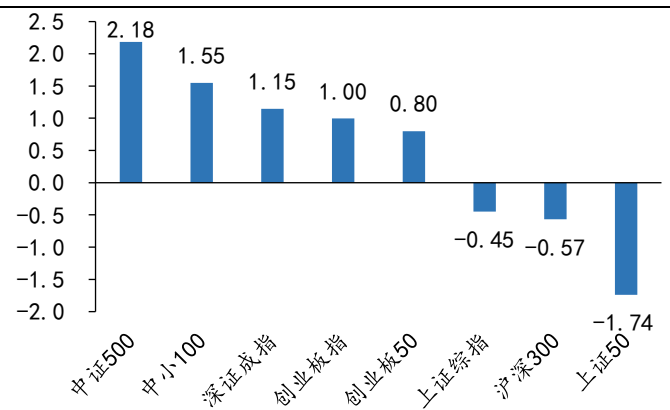
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数涨跌分化，其中中证 500 (+2.18%)、中小 100 (+1.55%)、深证成指 (+1.15%) 涨幅靠前，上证 50 (-1.74%)、沪深 300 (-0.57%)、上证综指 (-0.45%) 跌幅靠前。申万一级行业中，计算机 (+3.82%)、电子 (+3.77%)、有色金属 (+3.03%) 领涨，国防军工 (-4.92%)、房地产 (-3.52%)、农林牧渔 (-3.27%) 领跌。概念股中，氢能源 (+9.71%)、太阳能 (+9.05%)、充电桩 (+8.38%) 领涨，远程办公 (-11.00%)、邮轮 (-10.65%)、阿尔兹海默 (-7.45%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中日经 225 (+3.84%)、恒生指数 (+2.43%)、墨西哥 MXX (+1.63%) 表现靠前，法国 CAC40 (-1.23%)、上证综指 (-0.45%)、标普 500 (-0.38%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，国际黄金 (+2.22%)、LME 锌 (+1.76%)、螺纹钢 (+0.60%) 表现靠前，玻璃 (-3.15%)、LME 铜 (-1.50%)、PTA (-1.40%) 表现靠后。另外在 2026 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (+7.14%)、黄金 (+5.99%)、布伦特原油 (+5.51%) 排名较高，而美元指数 (+1.12%)、标普 500 (+1.38%)、南华工业品指数 (+2.03%) 排名靠后。

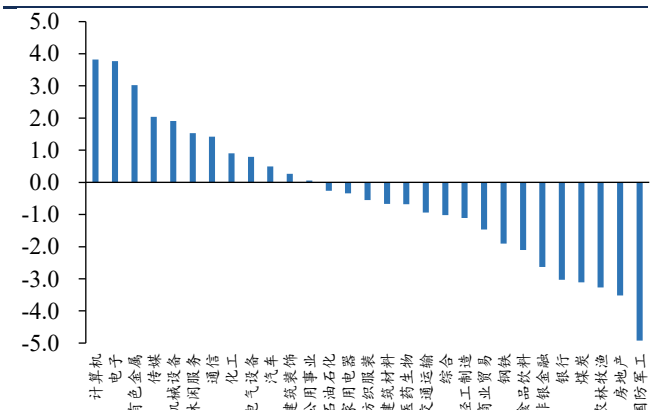
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 89.92 亿元（前值净流入 293.20 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 9515 亿元，到期 11387 亿元，累计净投放 8128 亿元。截至 2026 年 1 月 16 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 11: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



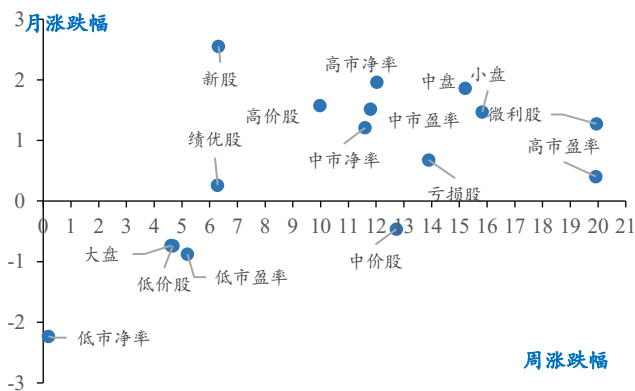
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



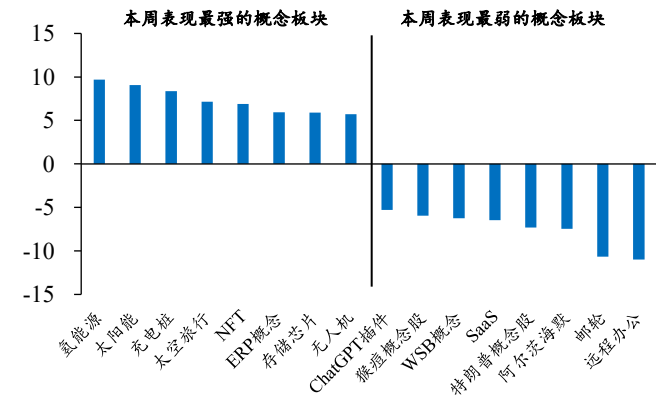
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

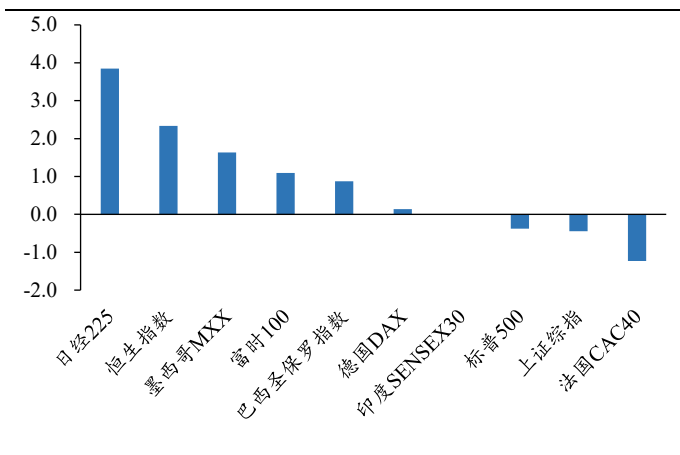


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

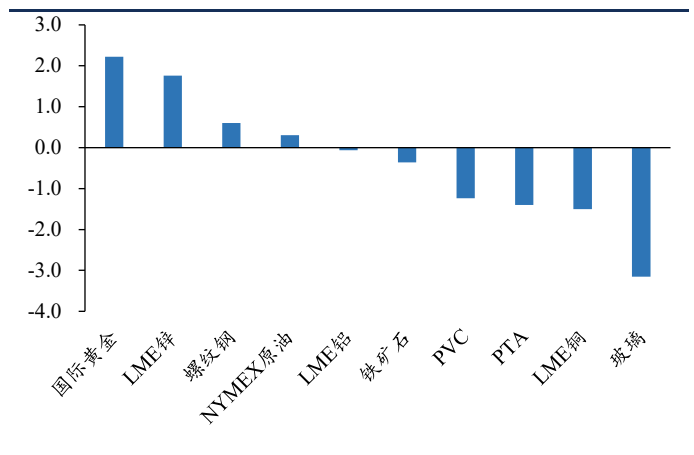
图 14: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



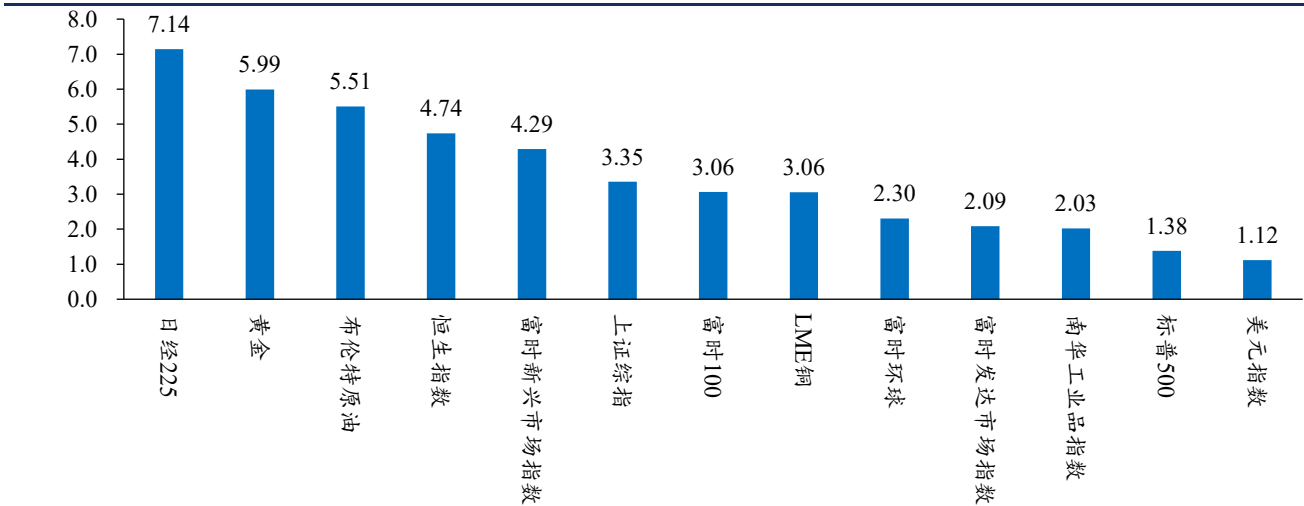
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

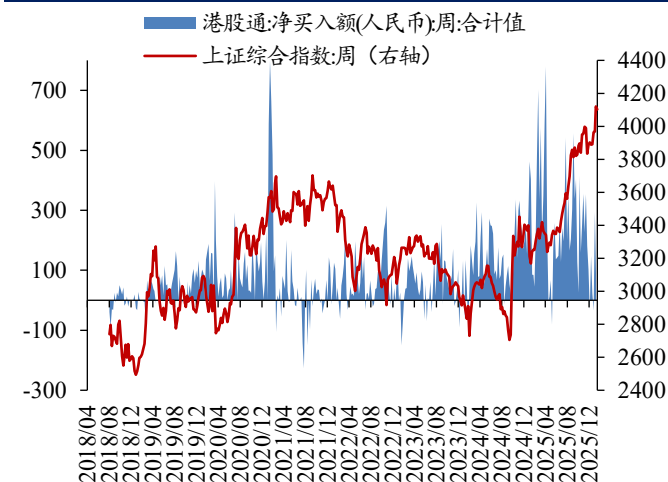
图 16: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 2026 年全球大类资产收益率 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

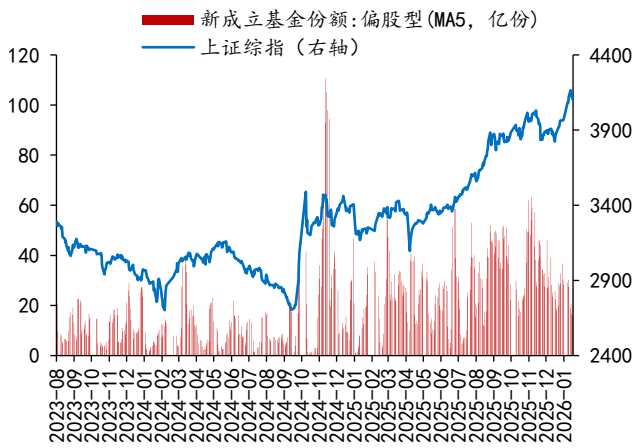
注: 统计日期截至 2026 年 1 月 16 日

图 18: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)


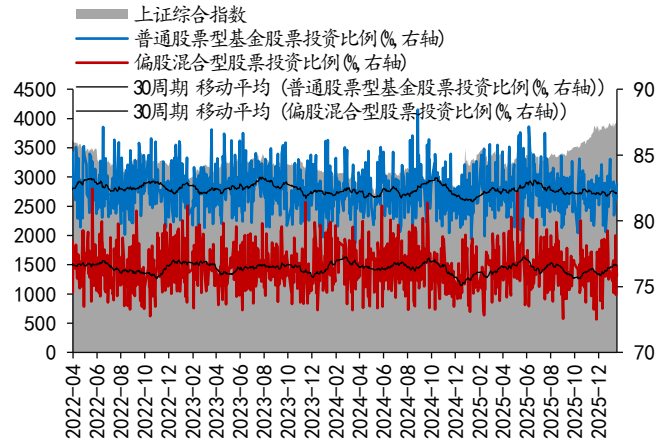
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 融资余额 (单位: 亿元)

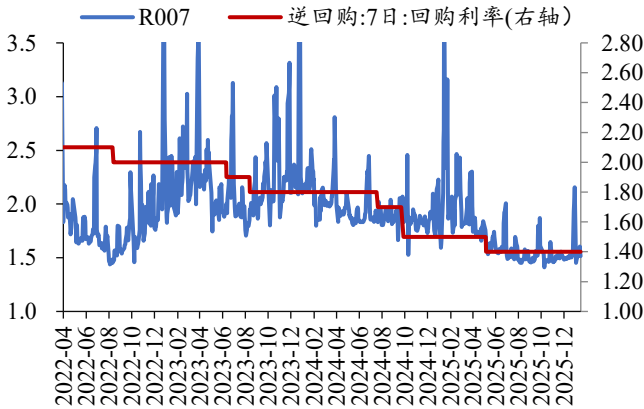

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 新发行基金份额 (单位: 亿份, 点)


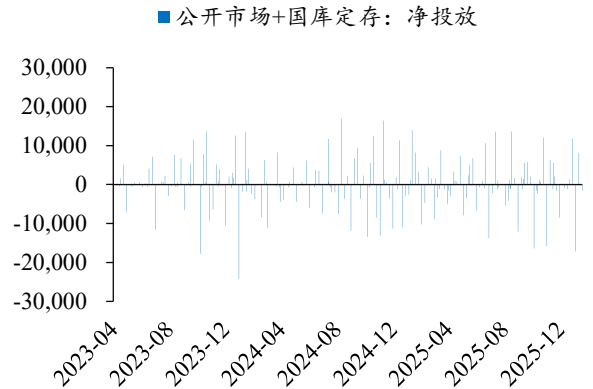
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 基金仓位估算 (单位: 点, %)


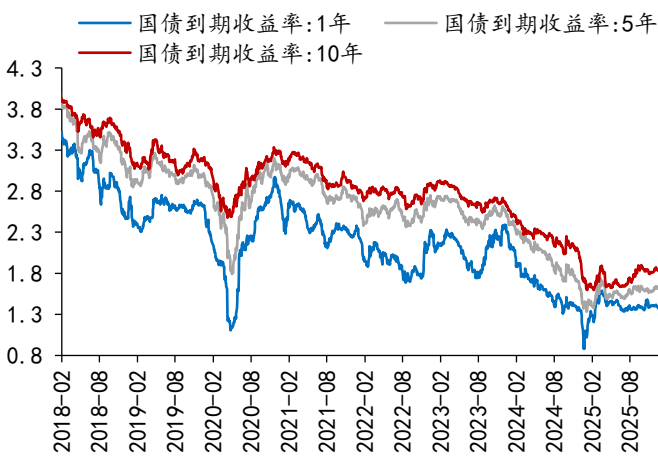
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


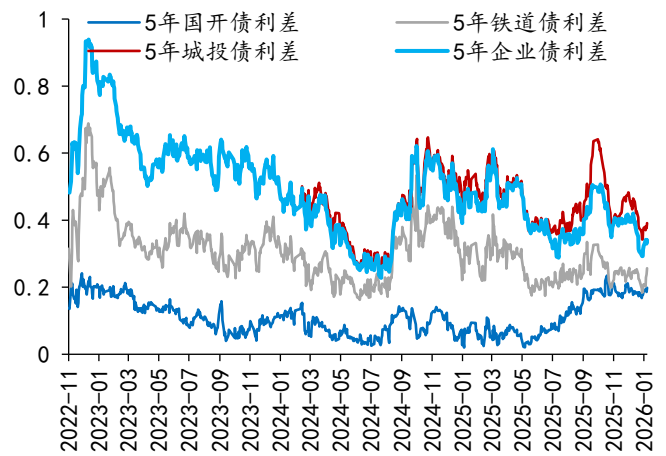
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 25: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，2023年7月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。