



A股策略周报 20260125

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）
mouyiling@gjzq.com.cn

联系人：季宏坤
jihongkun@gjzq.com.cn

实物资产与中国资产

监管收紧下的市场韧性

在美国为中心的风险事件频出下，全球资金正在青睐新兴市场与部分非美发达市场。近期 A 股在海外多重风险与国内监管降温信号下展现韧性。值得注意的是，本周四以来 A 股的交易热度和波动率再度上升，叠加目前两融活跃度仍处于相对高位，而主题投资也在新催化下明显反弹。我们认为：市场的乐观是必要的，正如我们上周周报提到，在这一背景下主题投资确实并未到降温的时候。市场未来与监管降温之间的关系值得思考：由于汇金持仓中，沪深 300 的占比较大，且近期赎回压力较大，沪深 300 过去一段时间明显跑输其他主要宽基指数。但是我们认为，对于被持续 ETF 流出而降温的沪深 300，投资者也不用过度担忧，因为其反而更早的符合了监管降温的要求，进一步打压必要性下降；后续需要关注杠杆资金较为密集流入的板块，政策性的降温受到的影响可能更大。

内外需：不要对立，要协调统一

12 月我国出口增速再次大超预期，其核心驱动力在于海外正处于降息周期下投资上行的通道中，直接拉动了我国在电力设备、机械设备等相关产业链的出口。同时我们看到，目前无论是美国 AI 投资还是以非洲为代表的新兴市场投资均仍在上升；与此同时，全球主要发达经济体以及新兴制造业国家正步入或处于经济上行周期，全球需求修复有望进一步拉动中国出口，“世界的中国”将在全球需求回升下被进一步验证。内需方面，尽管 12 月商品零售增速承压，但四季度居民人均消费支出增速回升，补贴褪去后居民的消费正在低位修复，这与我们年度策略中判断的三大因素符合（房价影响钝化+结汇的信用创造机制+收入逐步企稳），部分中观数据例如民航客座率、旅游收入的改善也可以侧面验证。近期国家密集出台了促内需、扩投资、稳地产的相关政策，内外需同步修复值得期待。

美国通胀：结构变化与职责转移，货币政策不会压制实物消耗的回升

2026 年中期选举将围绕国家经济成功与价格下降展开，共和党将把重点放在生活成本问题上。同时，特朗普压低国内成本的路径也逐渐清晰，主要涉及到房价、信用卡利率、药品价格等。这意味着，通胀的下行更多从美联储的职责开始转移到政府身上，通过货币紧缩压制通胀的必要性在减弱。11 月 PCE 同比增速仍较温和且处于低位，同时美国 K 型分化下抑制了服务通胀，这意味着美国未来通胀大幅上行的风险较低，美国降息路径有望保持相对顺畅。我们年度策略中论证，美国当下投资强+消费弱的组合，是人工智能对就业替代的重要宏观影响，这会压制服务通胀的回弹，叠加特朗普压低美国国内通胀的诉求，降息路径相对顺畅，全球投资率上升——实物消耗进一步上行的趋势不会改变。

实物资产：资产配置意义的重估

值得关注的是，2024 年降息周期以来的商品上涨，呈现单吨货值越贵的商品涨幅更高的特征：这是典型的资产配置型的迁移。如果是产业需求主导，理论上更便宜的商品会在效用一样的情况下在成本侧受到青睐；只有当大宗商品成为财富储藏和投资工具时，在同样资金下选择了吨数占用更少的商品，可以使得交易和仓储的成本更低，以容纳更大的资金配置需求。对于商品当前这一资产配置属性定价，我们认为并不极致：无论是从商品总货值/美股总市值还是商品总货值/美国 M2 来看均未到达高位，甚至相对于美股，工业金属的整体货值仍在低位。对于黄金而言，从全球储备资产来看，虽然黄金现在超过了美债，但是相比于以美元计价的资产占比还有较大提升空间：官方储备中，美元超过黄金只是一个阶段性历史事件，开始于 1990 年美国绝对领导地位强化时期；当下，黄金储备上升并非是美元信用崩溃，而是全球认为美元的风险需要对冲。同样的，更广义的实物资产同样具备上述意义。值得关注的是：以各自商品计价的黄金股来看，黄金股仍然存在明显的低估，随着业绩兑现的逐步回归，黄金股表现的收敛值得期待。

主线明确：实物资产 VS 中国资产

2026 年的双主线愈发清晰，即资产配置走向实物资产与中国资产，在这一背景下，主题投资是必经的配菜。我们推荐如下：一是实物资产从资产配置属性的重估仍在继续，全球投资带来的实物消耗也正在途中——铜、铝、锡、黄金、锂、原油及油运；二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车，以及国内制造业底部反转品种——印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉、晶圆制造等；三是抓住资金回流+缩表压力缓解+人员入境趋势的消费回升通道——航空、免税、酒店、食品饮料；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的非银金融。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、监管降温后市场仍具韧性.....	4
2、国内经济：出口延续强势，内需正在修复.....	6
3、海外：通胀不再是降息的困扰.....	10
4、商品上涨：实物资产相对金融资产的价值回归，黄金股仍有空间.....	11
5、主线的把握：从实物重估——到中国资产.....	12
6、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：本周海外风险事件较多.....	4
图表 2：今年以来，美股表现相对较弱，而 A 股、新兴市场和部分非美发达市场表现较强.....	4
图表 3：本周四以来 A 股交易热度再度回升.....	5
图表 4：市场波动率也同样上行.....	5
图表 5：目前两融活跃度仍处于高位.....	5
图表 6：汇金持有沪深 300 规模较大且近期赎回压力较大.....	5
图表 7：两融在各板块上的持仓分布.....	5
图表 8：近期商业航天和机器人的催化因素较多.....	6
图表 9：出口中与 AI 投资相关的品类增速较高.....	7
图表 10：AI 投资扩散下与电力相关的出口品类增速同样较高.....	7
图表 11：与传统制造业投资相关的出口品类表现同样亮眼.....	7
图表 12：美国 AI 投资增速仍在上行.....	8
图表 13：非洲等新兴市场的投资增速也持续上行.....	8
图表 14：全球主要发达国家和制造业国家均迎来经济上行周期从而有望进一步带动出口.....	8
图表 15：居民人均消费支出增速强于商品零售增速，无补贴的服务消费维持韧性，补贴效应退去，居民实际消费恢复可能正在出现.....	9
图表 16：2025 年四季度民航客座率明显高于 2023 和 2024 年同期水平.....	9
图表 17：去年 10 月以来，主要航空公司收入客公里增速和广州旅游收入增速均明显上行.....	9
图表 18：12 月限额以上商品零售中，通讯器材、体育娱乐用品、化妆品、日用品增速较高且仍在上升.....	9
图表 19：本周密集出台了促内需、扩投资、稳地产等相关政策.....	10
图表 20：特朗普政策重心转向压低国内生活成本.....	10
图表 21：美国底层家庭与富裕家庭呈现 K 型分化.....	10
图表 22：PCE 数据显示美国通胀仍较温和.....	11



图表 23: 美国、欧洲、印度等国家 1 月制造业 PMI 均回升	11
图表 24: 伴随着降息周期的开启, 商品大幅上涨	11
图表 25: 单吨货值越贵的商品在 2024 年以来涨幅更高	11
图表 26: 商品总货值/美股总市值、商品总货值/美国 M2 均未到达高位	12
图表 27: 从全球储备资产来看, 相比于以美元计价资产的占比, 黄金的占比还有很大提升空间.....	12
图表 28: 相比黄金而言, A 股对应的黄金股则存在滞涨.....	12
图表 29: 伴随着海外的不确定性增加, 全球对于实物资产的需求将持续增加	12



1、监管降温后市场仍具韧性

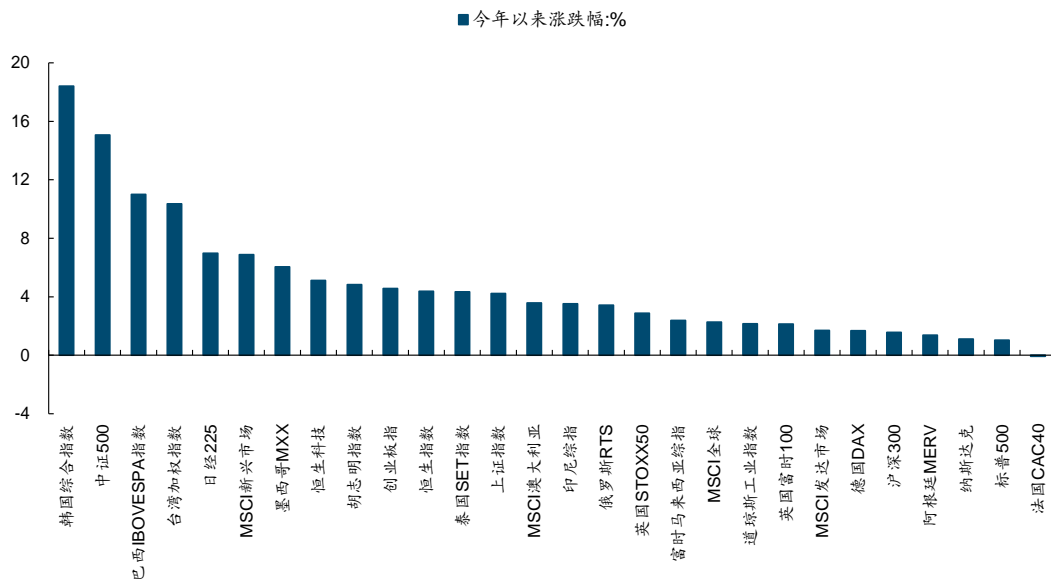
本周（20260119-20260123，下同）A股在海外存在多重风险（欧美贸易摩擦、日本财政担忧、哈塞特上任美联储主席概率骤降）+国内监管降温的情况下依旧保持了上涨。一定意义看，随着以美国为中心的不确定性增长，全球资金正在从美国市场流向其他市场：今年以来美股表现相对较差，而A股、新兴市场和部分非美发达市场（日韩等）的表现则较为强势。

图表1：本周海外风险事件较多

风险事件	事件简介
美欧贸易摩擦	为争夺格陵兰岛，特朗普称将对欧洲8国加征关税，欧盟多国也声称正考虑对价值930亿欧元的美国输欧商品加征关税。
日本财政担忧	高市早苗宣布将解散议会提前选举，并提出更为激进的减税方案，市场担忧日本财政风险进一步加剧。
哈塞特上任美联储主席概率下降	由于特朗普称希望哈塞特继续担任白宫顾问，导致哈塞特上任美联储主席的概率在本周明显下降，沃什和里德的当选概率明显上升。但这两位整体都比哈塞特要更加鹰派，美联储降息概率明显下降。

来源：wind，央视网，中华网，国金证券研究所

图表2：今年以来，美股表现相对较弱，而A股、新兴市场和部分非美发达市场表现较强

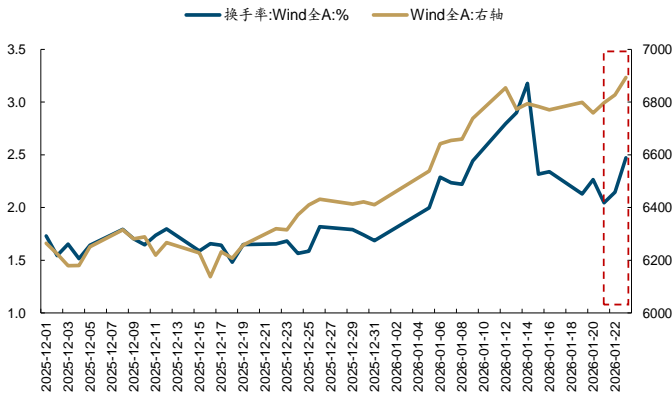


来源：wind，国金证券研究所

同时我们看到，周四以来A股有再度升温的迹象：换手率再次上行，波动率也明显抬升。目前两融活跃度依然处于相对高位，如果市场继续升温，监管有再度收紧的可能。过去一段时间市场出现了分化：由于汇金持仓中，沪深300的占比较大，且近期赎回压力较大，沪深300过去一段时间明显跑输于其他主要宽基指数。但是我们认为，对于被持续ETF流出而降温的沪深300，投资者也不用过度担忧，因为其反而更早的符合了监管降温的要求，进一步打压必要性下降；后续需要关注杠杆资金较为密集流入的板块，政策性的降温受到的影响可能更大。

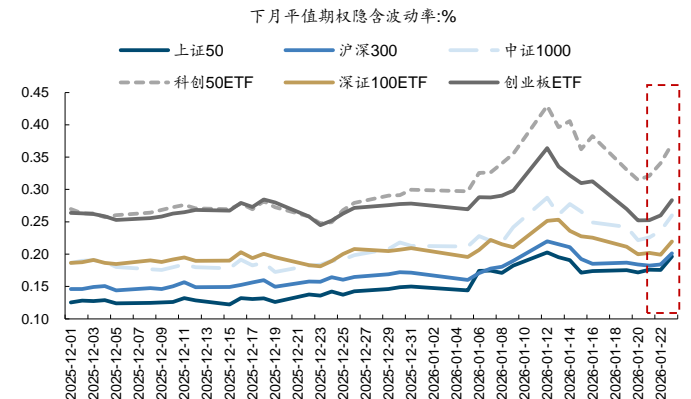


图表3: 本周四以来A股交易热度再度回升



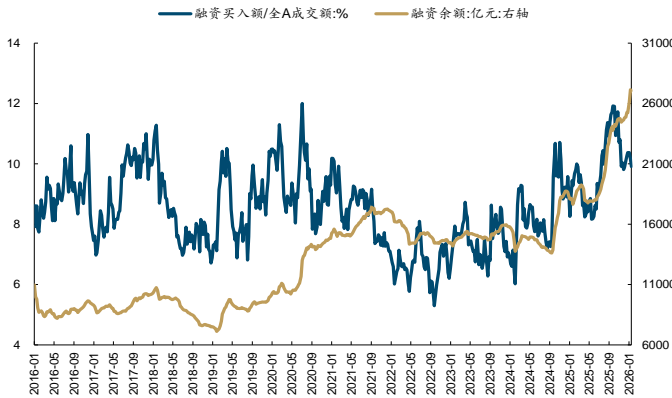
来源: wind, 国金证券研究所

图表4: 市场波动率也同样上行



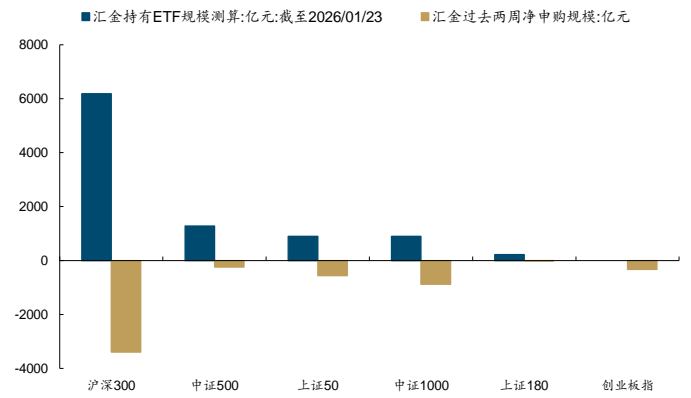
来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 目前两融活跃度仍处于高位



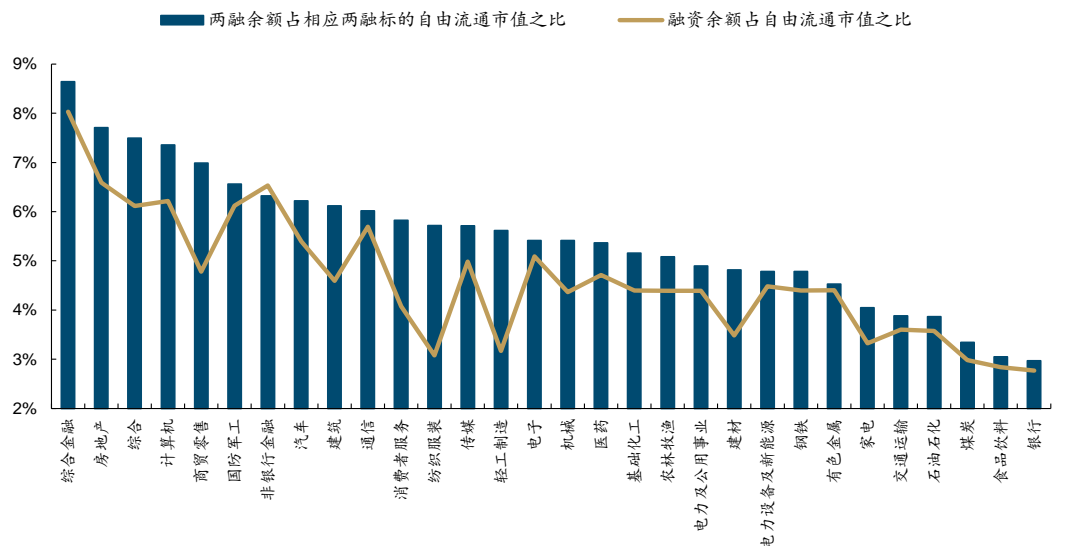
来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 汇金持有沪深300规模较大且近期赎回压力较大



来源: wind, 国金证券研究所。注: 汇金持仓规模根据 2025H1 汇金披露的持仓数据以及 20250630 以后汇金每日净申购数据测算而来。

图表7: 两融在各板块上的持仓分布





来源：wind，国金证券研究所

另一方面，周四以来主题投资热度再度回升，符合我们之前认为本轮主题行情并未见顶的预期。近期与商业行业相关的催化有：多家主营运载火箭的企业已启动或推进 IPO、卫星星座申报规模创纪录、SpaceX 和蓝色起源也在加速布局，国内首艘商业载人飞船计划于 2028 年首飞且已签约游客。以及与机器人相关的催化有：优必选获得德州仪器和空客等国际客户的订单与合作、特斯拉持续预热 Optimus 并视其为核心项目、国内机器人已在排爆等场景实现落地应用。在一个资金流入为主的市场，主题活跃度仍然有持续的空间。当然，盈利预期这一重要主线的回归是后续更重要的关注。

图表8：近期商业航天和机器人的催化因素较多

主题	催化因素
商业航天	国家航天局印发的《国家航天局推进商业航天高质量发展安全发展行动计划（2025-2027年）》。
	国际电信联盟显示，中国提交了新增20.3万颗的卫星申请，此次申报涵盖14个卫星星座，创下我国卫星星座申报数量的新纪录。
	证监会明确支持商业航天等领域企业适用科创板第五套上市标准（即放宽盈利要求）。近日，星河动力、星际荣耀、天兵科技3家商业航天企业更新了上市辅导进展，叠加蓝箭航天IPO申请获受理、中科宇航完成辅导备案，5家主营运载火箭的核心企业已悉数入局。
	马斯克加速推动SpaceX的IPO进程，SpaceX计划在2027年推出第二代蜂窝式“星链”卫星通信系统，新一代系统的整体容量将较第一代卫星网络提升超过100倍，数据吞吐能力提高20倍以上。
	贝索斯蓝色起源计划发射5408颗卫星。
机器人	北京穿越者载人航天科技有限公司宣布，国内首艘商业载人飞船“穿越者壹号”计划于2028年首飞。太空船票预售单价300万元，目前已签约20余位跨领域付费游客。
	八部门关于印发《“人工智能+制造”专项行动实施意见》；工信部印发《工业互联网和人工智能融合赋能行动方案》；部分地区给予机器人产业资金奖励、算力补贴、场景开放，例如《山东省机器人产业科技创新行动计划（2026—2028年）》。
	特斯拉发布 Optimus 预热视频：“建设一个富足非凡的世界”。马斯克接受长篇采访，提到“Optimus是我投入精力最多的项目，也将是人类历史上最伟大的产品”。
	成都“天行者二号”完成排爆实战测试。
	美国德州仪器与优必选正式达成战略合作，且德州仪器已采购优必选的工业人形机器人 Walker S2。空客与优必选签署人形机器人服务协议，空客已采购优必选最新款工业版人形机器人Walker S2用于其制造工厂，未来双方将共同拓展人形机器人在航空制造场景的应用落地。

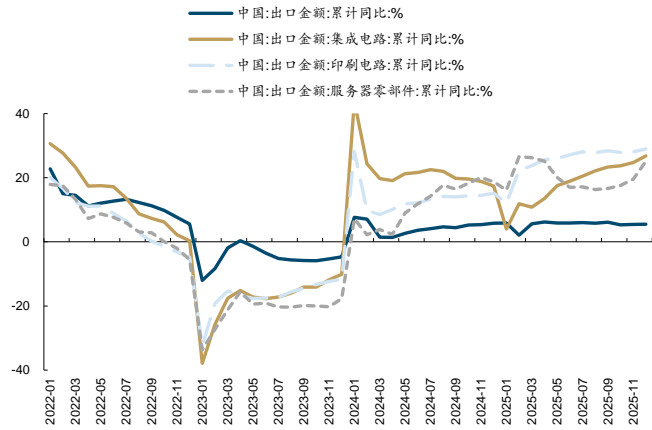
来源：wind，人民网，央视网，环球网，新京报，新华网，中华网，中国政府网，中国证券网，国金证券研究所

2、国内经济：出口延续强势，内需正在修复

12月中国出口表现依旧亮眼，同比增速6.6%，高于前值的5.9%，同时也大幅高于预期的2.2%（wind一致预期）。这背后与海外降息周期下全球投资上行密不可分，从具体品类来看，主要拉动我国出口的有三条链：一是受AI投资直接驱动，与AI算力相关的集成电路、印刷电路、服务器零部件等；二是在AI投资扩散下，与电力相关的蓄电池、光纤光缆、变压器、电容器等；三是受新兴经济体制造业投资驱动，例如工程机械、机械零部件等。全球投资率回升对中国出口的拉动路径正在清晰。

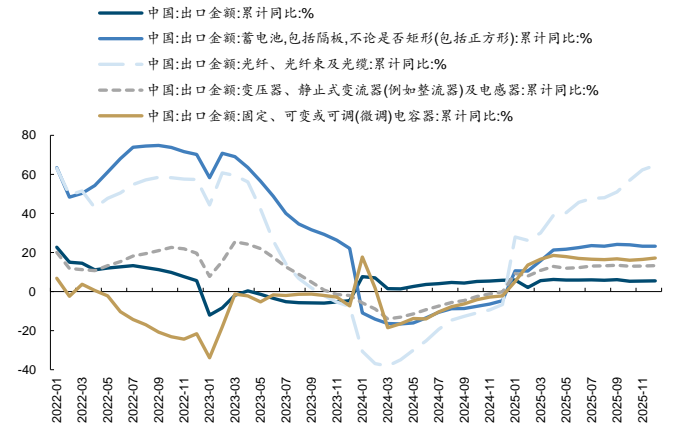


图表9: 出口中与AI投资相关的品类增速较高



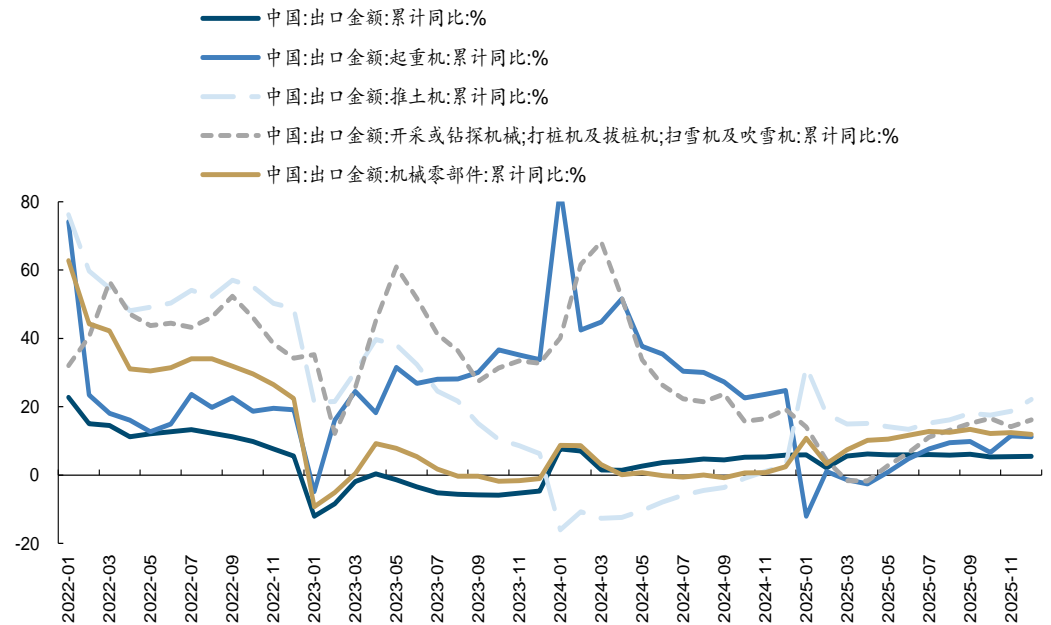
来源: wind, 国金证券研究所

图表10: AI投资扩散下与电力相关的出口品类增速同样较高



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 与传统制造业投资相关的出口品类表现同样亮眼



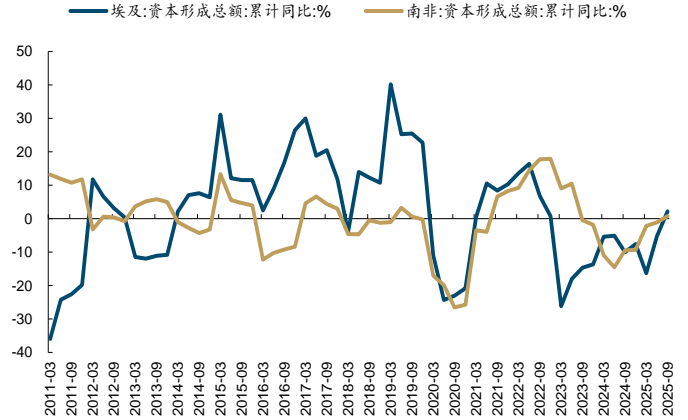
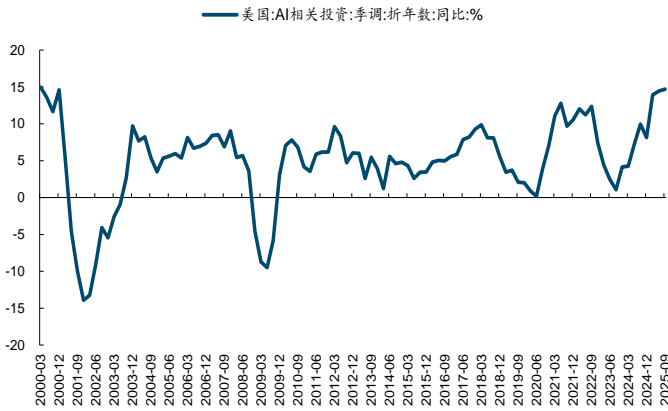
来源: wind, 国金证券研究所

目前我们看到,海外投资整体仍处于上行通道:一方面,美国对AI的投资增速持续增长;另一方面,以埃及、南非等为代表的新兴市场,其投资增速也呈现持续回升的趋势。与此同时,全球主要发达经济体(G7国家)以及印度、墨西哥、印尼等新兴制造业国家正步入或处于经济上行周期,全球需求修复的同时有望进一步拉动中国出口。



图表12: 美国AI投资增速仍在上行

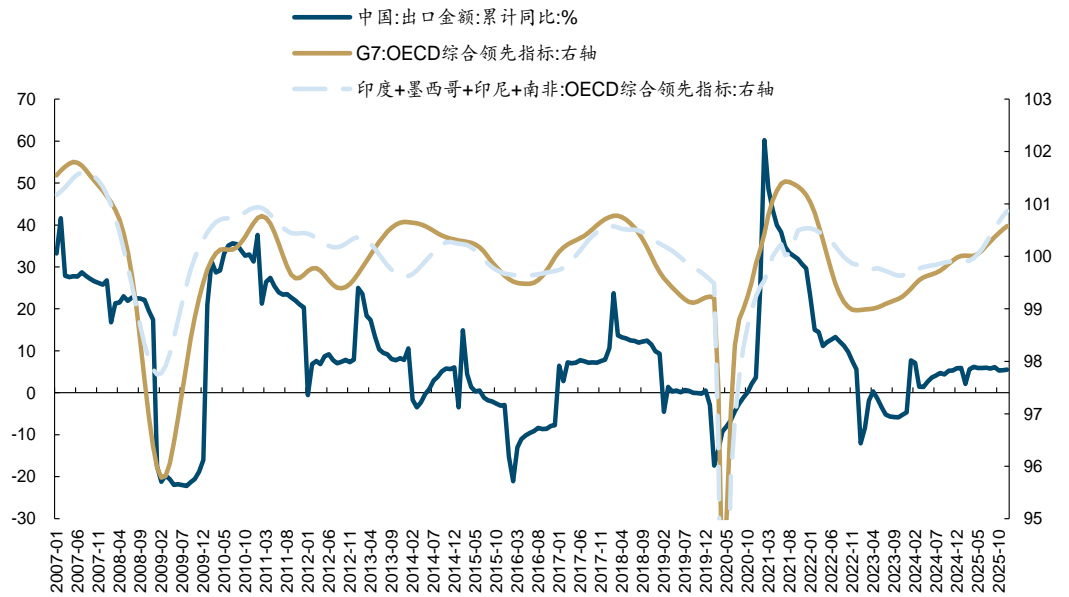
图表13: 非洲等新兴市场的投资增速也持续上行



来源: wind, 国金证券研究所。注: AI 相关投资包括知识产权产品中的软件、信息处理设备和软件。

来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 全球主要发达国家和制造业国家均迎来经济上行周期从而有望进一步带动出口



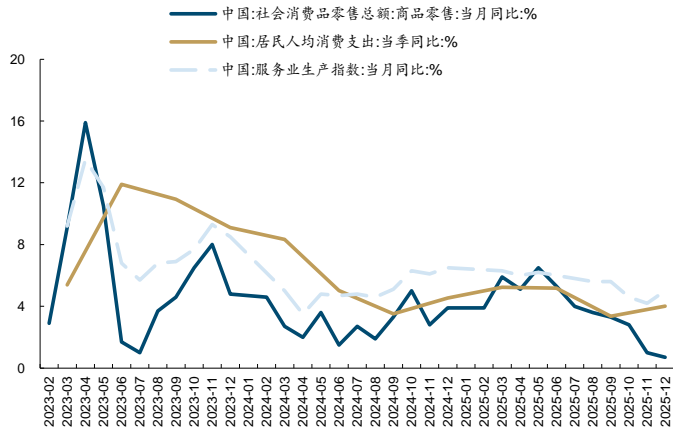
来源: wind, 国金证券研究所。注: G7 包括美国、英国、意大利、德国、法国、日本、加拿大。

对于消费而言，尽管12月社零同比增速延续下滑态势，且弱于市场预期，但**四季度居民人均消费支出同比增速较三季度有所回升，并显著高于商品零售增速，叠加12月服务业生产指数同步上行，反映出国内服务消费相对商品消费率先开始修复。**这一点从中观数据亦可得到印证：去年四季度民航客座率明显高于2023和2024年同期水平；去年10月以来主要航空公司收入客公里累计同比持续改善，同时广州旅游收入同比增速明显回升，共同指向服务消费需求活跃。

从商品零售结构上看，12月限额以上零售品类中通讯器材、体育娱乐用品、化妆品及日用品同比增速不仅继续保持正增长，且较11月进一步上升。相比之下，家用电器和汽车对社零增速拖累较为显著，这可能与同期国补力度较大所带来的高基数有关。政策层面近期围绕促内需、扩投资、稳地产等领域出台了一系列针对性措施，包括重点领域的财政支出力度只增不减、扩大设备更新与消费品以旧换新支持范围、设立专项担保计划、延长消费贷款贴息期限、推进城市更新与老旧小区改造等等。相关政策的协同出台与落地，正逐步重塑市场对经济回暖的信心。随着内外需环境同步改善，国内经济复苏的路径趋于清晰。

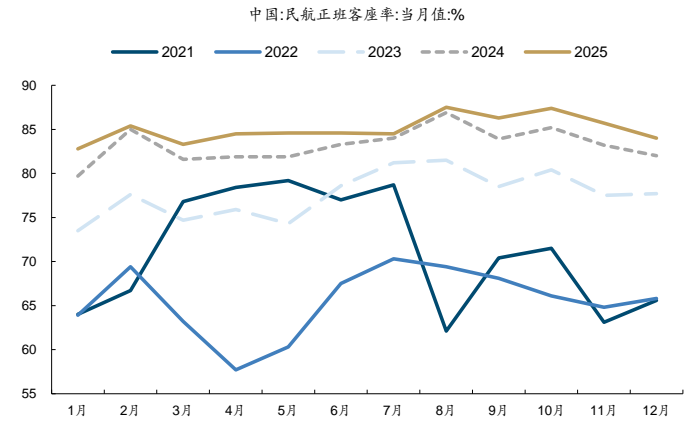


图表15: 居民人均消费支出增速强于商品零售增速, 无补贴的服务消费维持韧性, 补贴效应退去后, 居民实际消费恢复可能正在出现



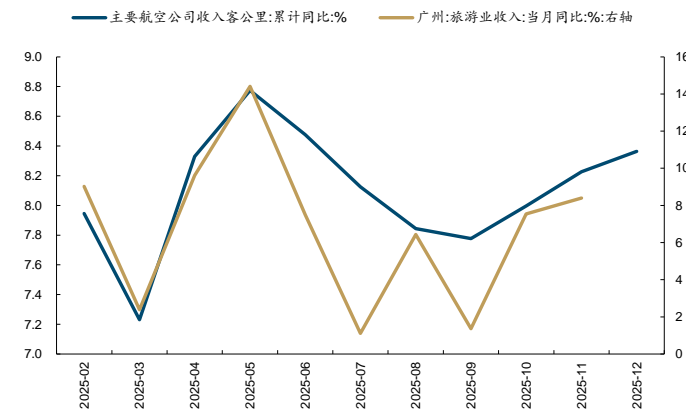
来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 2025年四季度民航客座率明显高于2023和2024年同期水平



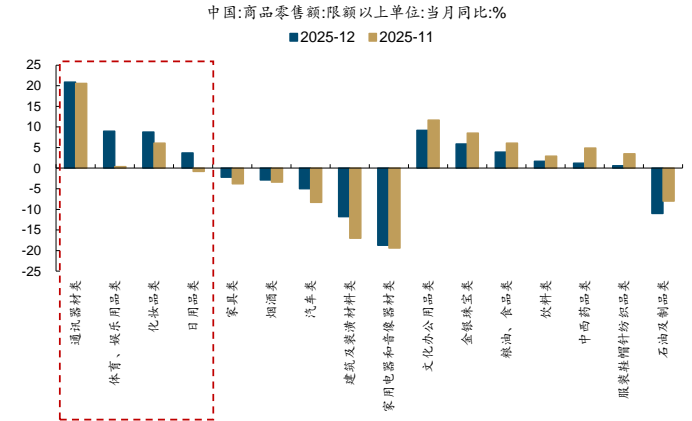
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 去年10月以来, 主要航空公司收入客公里增速和广州旅游收入增速均明显上行



来源: wind, 国金证券研究所。注: 主要航空公司包括春秋航空、东方航空、中国国航、南方航空。

图表18: 12月限额以上商品零售中, 通讯器材、体育娱乐用品、化妆品、日用品增速较高且仍在上升



来源: wind, 国金证券研究所



图表19: 本周密集出台了促内需、扩投资、稳地产等相关政策

领域	相关政策
财政支持	财政支出“总量增加、结构更优”，2026年赤字率保持必要水平，重点领域保障力度只增不减。
扩大内需	制定《2026-2030年扩大内需战略实施方案》，努力实现供需互促、循环升级。
	优化“两新”政策（设备更新和消费品以旧换新）：设备更新降低项目投资门槛，扩大中小企业覆盖；消费品以旧换新执行全国统一补贴标准，首批下达625亿元超长期特别国债资金。同时，第一批936亿元超长期特别国债支持设备更新资金已经下达，支持工业、能源电力、教育、医疗、粮油加工、海关查验、住宅老旧电梯、节能降碳环保、回收循环利用等领域约4500个项目，带动总投资超过4600亿元。
	研究制定城乡居民增收计划，通过稳岗扩容提质行动提升居民收入，增强消费能力。
	扩大个人消费贷款贴息政策惠及范围，将个人消费贷款财政贴息政策实施期限延长至2026年底，将信用卡账单分期业务纳入支持范围，年贴息比例为1个百分点。提高贴息标准，取消单笔消费贴息金额上限500元的要求，取消每名借款人在同一金融机构可享受5万元以下消费贴息上限1000元的要求。
促进投资	设立5000亿元民间投资专项担保计划，分两年实施，支持中小微企业中长期贷款。
	实施中小微企业贷款贴息新政策，重点支持新能源、汽车、工业机器人等14个重点产业链上下游，以及科技、物流等生产性服务业领域。对符合条件的企业固定资产贷款给予年化1.5个百分点贴息，贴息期限最长2年，单户企业贴息上限5000万元，政策实施期暂定1年。
	优化实施设备更新贷款财政贴息政策，扩大政策支持范围，由设备购置贷款拓展至设备更新项目相关的固定资产贷款；并将科技创新和技术改造再贷款政策支持、银行2026年起新发放的科技创新类贷款纳入中央财政贴息支持范围。
	研究设立国家级并购基金，推进“十五五”高技术产业重大工程，培育新质生产力。
稳房地产	自然资源部、住建部发布《关于进一步支持城市更新行动若干措施的通知》。
	持续推进城镇老旧小区改造，全面推进完整社区建设，开展城市小微公共空间的改造，增加群众身边的社区公园、口袋公园。今年将着力稳定房地产市场，下一步，重点是有序搭建房地产开发、融资、销售等基础性制度。
推动物价回升	要综合整治“内卷式”竞争，实现从卷价格向优价值转变。要完善市场准入、公平竞争、产能退出等机制，加强产能调控，积极化解供大于求的阶段性矛盾。进一步细化地方招商引资鼓励和支持事项边界，规范地方经济进行行为。
	要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，把促进物价合理回升作为货币政策的重要考量，发挥存量政策和增量政策的集成效应，推动形成经济增长和物价回升的良性互动。

来源: wind, 人民网, 央视网, 新华网, 国家发改委, 中国政府网, 国金证券研究所

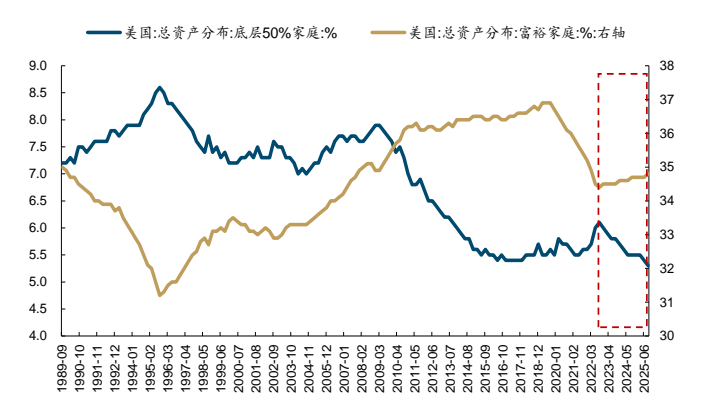
3、海外：通胀不再是降息的困扰

近期特朗普明确了未来的政策方向：2026 年中期选举将围绕国家经济成功与价格下降展开，共和党将把重点放在生活成本问题上。同时，特朗普压低国内成本的路径也逐渐清晰，主要涉及到房价、信用卡利率、药品价格等。这意味着，通胀的下行更多从美联储的职责开始转移到政府身上，通过货币紧缩压制通胀的必要性在减弱。与此同时，在美国国内 K 型分化下，低端消费疲软，服务通胀也较难明显上行。

图表20: 特朗普政策重心转向压低国内生活成本

时间	政策
2025/12/27	特朗普称2026年中期选举将围绕国家经济成功与价格下降展开，共和党将把重点放在生活成本问题上。
2026/01/08	特朗普指示房地美和房地美购买2000亿美元的抵押贷款债券（MBS），从而降低住房成本。
2026/01/10	商务部长与大型住宅建商闭门会谈，探讨提高住房可负担性。
2026/01/10	特朗普呼吁将信用卡利率上限设定为10%，为期一年。
2026/01/15	特朗普呼吁国会通过“伟大的医疗保健计划”，旨在降低药品价格、降低保险费、追究大型保险公司责任并最大限度地提高价格透明度，该计划将使药品价格下降80%-90%。
2026/01/20	特朗普签署行政令，禁止大型机构投资者购买独栋住宅，与家庭竞购。

图表21: 美国底层家庭与富裕家庭呈现K型分化



来源: wind, 央视网, 新浪财经, 国金证券研究所

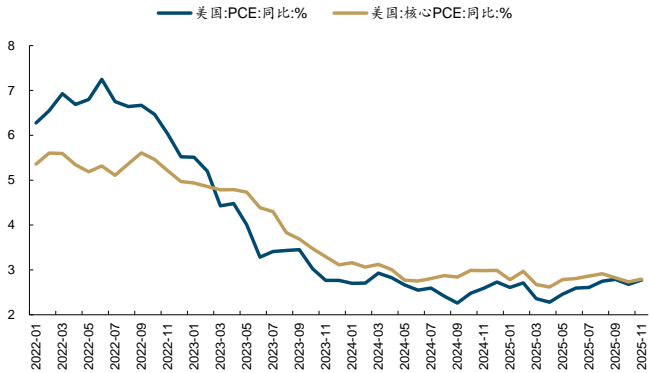
来源: wind, 国金证券研究所

结合近期公布的PCE数据来看，11月美国PCE同比增速仅温和抬升，符合市场预期。我们年度策略中论证，美国当下投资强+消费弱的组合，是人工智能对就业替代的重要宏观



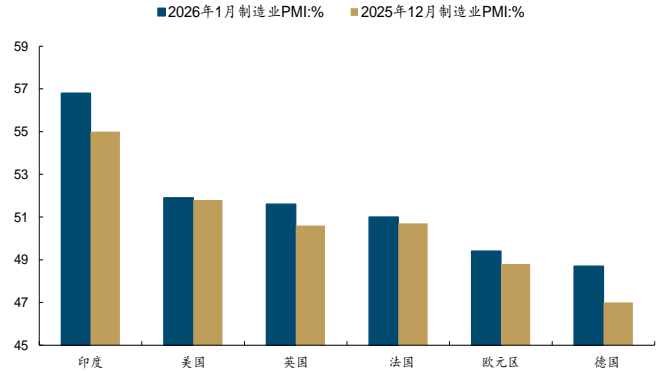
影响，这会压制服务通胀的回弹，叠加特朗普压低美国国内通胀的诉求，未来美国通胀大幅上行的风险较小，降息路径相对顺畅。在这一背景下全球制造业活动有望继续回升，全球投资率上升——实物消耗进一步上行的趋势不会改变。

图表22: PCE 数据显示美国通胀仍较温和



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 美国、欧洲、印度等国家 1 月制造业 PMI 均回升



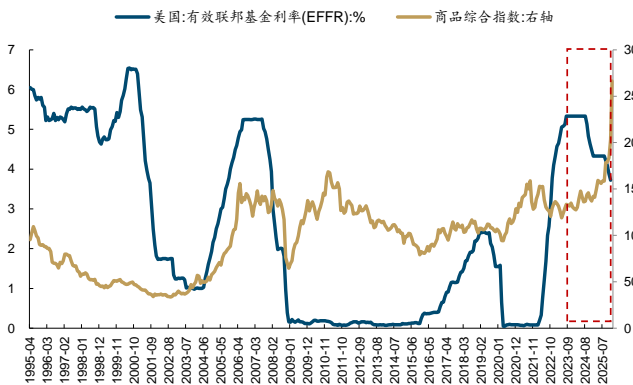
来源: wind, 国金证券研究所

4、商品上涨：实物资产相对金融资产的价值回归，黄金股仍有空间

随着美联储加息周期的结束，本轮商品波澜壮阔的行情启动，并在降息之后开始加速。从去年以来，特朗普多次的关税政策和地缘威胁使得美元信用走弱，进一步驱动全球资产再平衡，本周便是一个很好的例子：在特朗普威胁欧洲加征关税后，美国股债汇三杀，黄金则大幅上行。

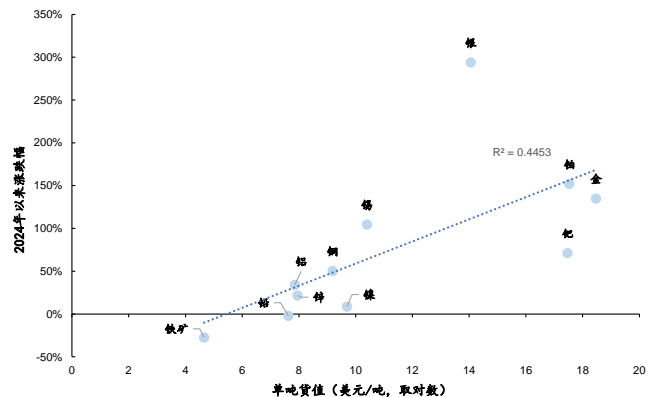
值得关注的是，2024 年降息周期以来的商品上涨，呈现单吨货值越贵的商品涨幅更高的特征。这是典型的资产配置型的迁移，如果是产业需求主导，理论上更便宜的商品会在效用一样的情况下在成本侧受到青睐；只有当大宗商品成为财富储藏和投资工具时，在同样资金下选择了吨数占用更少的商品，可以使得交易和仓储的成本更低，以容纳更大的资金配置需求。

图表24: 伴随着降息周期的开启，商品大幅上涨



来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 单吨货值越贵的商品在 2024 年以来涨幅更高



来源: wind, 国金证券研究所

对于商品当前这一资产配置属性定价，我们认为并不极致：无论是从商品总货值/美股总市值还是商品总货值/美国 M2 来看均未到达高位，甚至相对于美股，工业金属的整体货值仍在低位。对于黄金而言，从全球储备资产来看，虽然黄金现在超过了美债，但是相比于以美元计价的资产占比还有较大提升空间：官方储备中，美元超过黄金只是一个阶段性历史事件，开始于 1990 年美国绝对领导地位强化时期；当下，黄金储备上升并非一定需要美元信用崩溃，而是全球认为美元仍是一种风险资产，风险需要对冲。同样的，更广义的实物资产同样具备上述意义。与此同时，我们期待未来实物消耗上升下工业品的弹性。以各自商品计价的商品股来看，黄金股仍然存在明显的低估，随着业绩兑现的逐步回归，黄金股的表现的收敛值得期待。

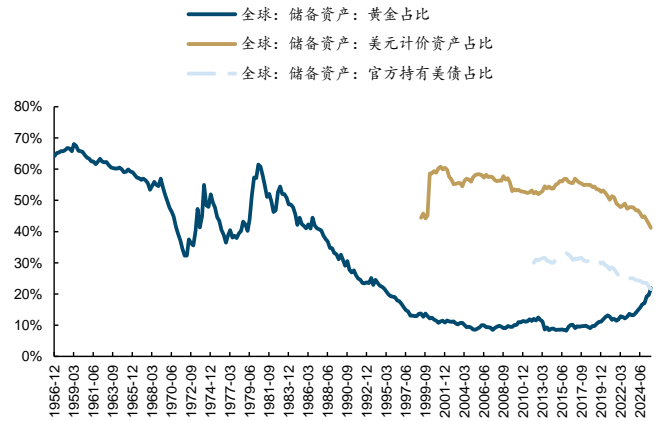


图表26: 商品总货值/美股总市值、商品总货值/美国M2均未到达高位



来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 从全球储备资产来看, 相比于以美元计价资产的占比, 黄金的占比还有很大提升空间



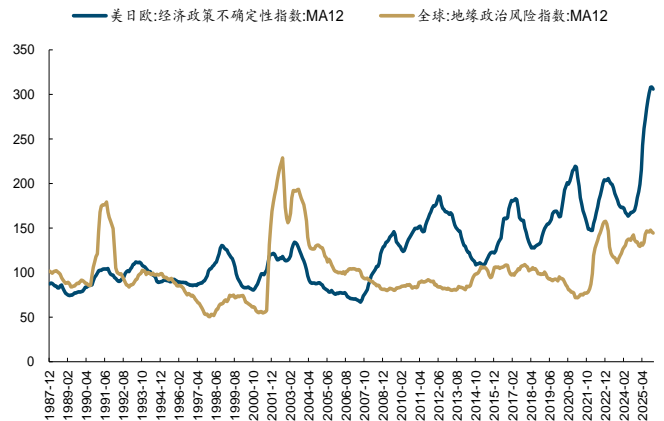
来源: wind, 国金证券研究所

图表28: 相比黄金而言, A股对应的黄金股则存在滞涨



来源: wind, 国金证券研究所。注: 选取 2010-01-01=100。

图表29: 伴随着海外的不确定性增加, 全球对于实物资产的需求将持续增加



来源: wind, 国金证券研究所

5、主线的把握: 从实物重估——到中国资产

当前 A 股在海外风险与监管信号交织下展现市场韧性, 内外需呈现协同修复态势, 外需受益于全球投资周期上行与全球需求回暖, 内需则在服务消费带动下逐步改善。美国通胀的结构性变化推动政策职责向政府转移, 通过货币紧缩压制通胀的必要性在减弱, 降息环境有望延续。在此背景下, 实物资产的配置价值凸显, 大宗商品的资产配置属性定价尚未极致, 黄金储备地位提升对冲美元风险, 同时以黄金股为代表的商品股仍具备修复空间。2026 年的双主线愈发清晰, 即资产配置走向实物资产与中国资产, 在这一背景下, 主题投资是必经的配菜。我们推荐如下:

一是实物资产从资产配置属性的重估仍在继续, 全球投资带来的实物消耗也正在途中——**铜、铝、锡、黄金、锂、原油及海运;**

二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——**电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车,**以及国内制造业底部反转品种——**印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉、晶圆制造等;**

三是抓住资金回流+缩表压力缓解+人员入境趋势的消费回升通道——**航空、免税、酒店、食品饮料;**

四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的**非银金融。**



6、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究