



AI 兴，再通胀，驭慢牛

2026年A股年度策略报告

董忠云 分析师
SAC执业证书: S0640515120001
联系电话: 010-59562478
邮箱: dongzy@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC执业证书: S0640124040009
邮箱: pangc019@avic.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

杨子萌 研究助理
SAC执业证书: S0640124060008
邮箱: yangzm@avicsec.com

王警仪 分析师
SAC执业证书: S0640525100001
邮箱: wangjybj@avicsec.com

- 全球政经格局来看，2025年是“转折之年”，“百年未有之大变局”进一步显性化：逆全球化因美国关税武器化和国家安全战略重新转向“孤立主义”而提速；“东升西降”大趋势下，中美博弈进入“竞争”深水区，全球治理多元化重构；世界进入地缘冲突频发、不确定性常态化的“多事之秋”。面对变局，我国“十五五”规划以扩大内需、科技自立、制度性开放为核心，系统构建发展确定性，形成中长期发展的确定性锚点。
- 从大类资产中长期角度看，2025年进一步确认了全球两大趋势，即逆全球化与AI科技革命，未来或将至少持续5-10年。美元或已进入长期贬值周期，全球商品有望进入新一轮“超级周期”，黄金、铜以及部分小金属等资源品价格或将持续上涨。
- 中国经济处于地产大周期的转向、新旧动能转换阶段，预计中国经济周期有望更加平稳，并带动A股波动率逐渐下降，A股有望步入长期慢牛趋势。本轮经济转型牛一大前提为中美关系总体可控；两大中期驱动为AI科技革命+再通胀。同时，A股资金的将迎来四大变化：1) 外资有望持续流入，但本轮外资偏好或有所不同；2) 类平准基金调控下，本轮牛市有望更为平稳；3) “存款搬家”或处于起步阶段，未来有望持续并明显超过历史平均水平；4) 被动投资规模扩张仍将是趋势，大盘风格有望相对占优。

- 2026年，外部，全球多国财政、货币双宽松。特朗普上任以来的一大政治诉求为降息，其提名的美联储新主席大概率将延续降息周期。同时，特朗普也在谋求绕过美联储变向“结构性降息”，这些行为让市场担心美国将要推行新一轮QE。中美关系将面临美国中期选举和关税暂停期满等扰动。国内，2026年稳增长政策由“逆周期”向“逆周期”与“跨周期”并重微调，财政和货币政策双宽延续。A股方面，盈利端已呈现边际改善，本轮牛市有望进入盈利驱动阶段。2026年PPI同比中枢有望将较2025年显著抬升，节奏上或将呈现“两头低、中间高”的特征，年中有望实现微幅转正。**我们认为2026年本轮牛市两大驱动有望持续，A股整体延续慢牛趋势。节奏上或表现为，一季度上行，二至三季度震荡，四季度恢复震荡上行。**
- 结构上建议关注几个方面，1) AI泡沫温和，市场较理性，**泛AI或仍是2026年的核心主线**；2) 全球政经格局剧烈震荡，多国财政、货币双宽松并重建供应链推动再工业化，叠加AI科技革命推动相关基建需求大幅提升，全球资源品有望进入新一轮“超级周期”，**建议关注铜、稀土、黄金等资源品及相关股票投资机会**；3) **军贸出口、内需升级与大军工三重共振**，共同推动军工行业进入一个需求更确定、结构更优化、成长更持续的新阶段；4) 2026年PPI或将呈现“两头低、中间高”，年中有望实现微幅转正，**我们预计二三季度，市场有望提前演绎“走出低通胀”的叙事，推升市场信心，市场风格或也将阶段性转向消费。**

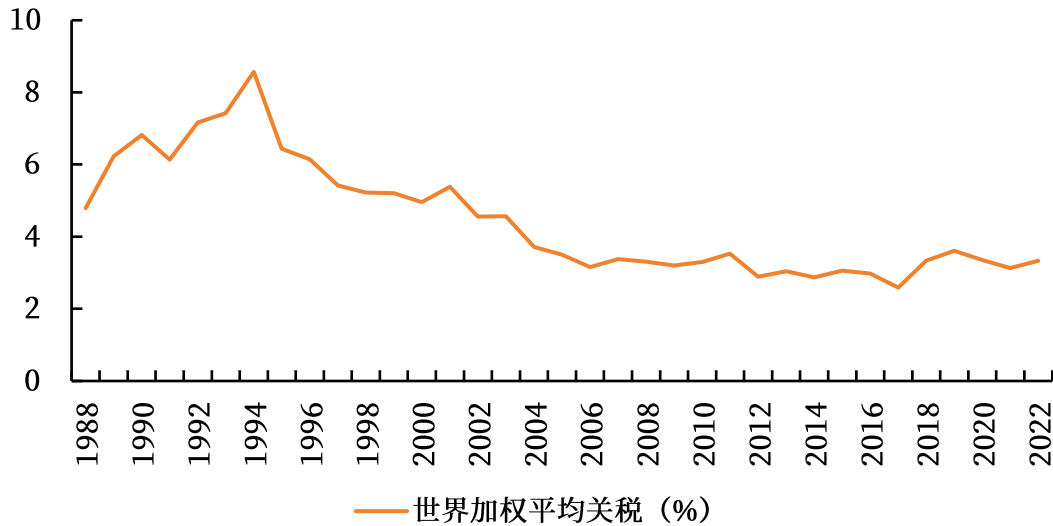
一、全球中长期趋势变化及影响

1.1 百年未有之大变局加速演进

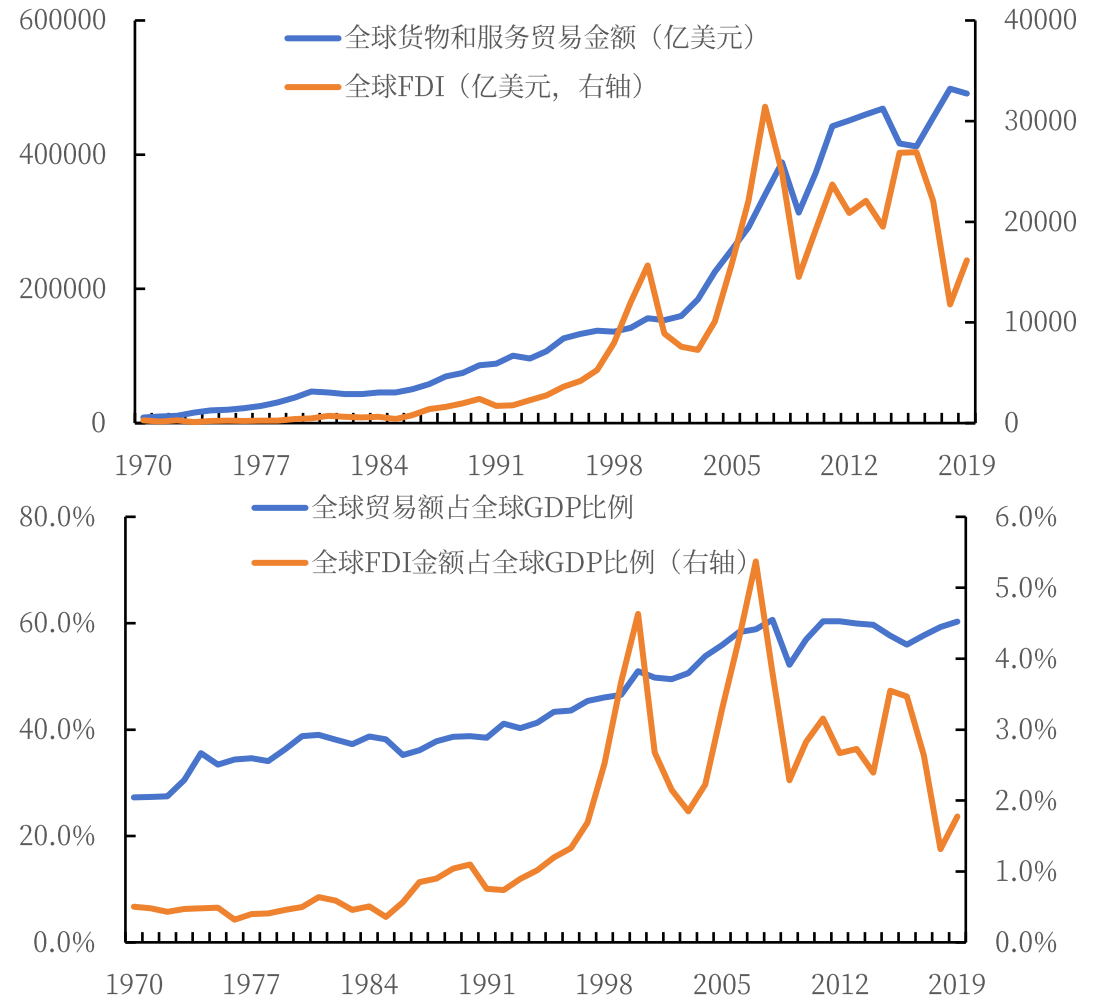
冷战后全球化快速发展，2008年之后全球化进入“平台期”

- 二战之后，全球实际上整体处在一波持续了近80年的全球化浪潮中。对这80年进一步细分，又可分为前40多年冷战时期的全球化和苏联解体后30多年美国单核主导下的全球化。
- 冷战后，在WTO（1995年成立）等贸易组织的推动下，全球关税水平自上世纪90年代开始一路下行。伴随着关税水平的下行，国家间货物和资本的流动对全球经济的推动作用愈发明显。
- 2008年之后，金融危机影响之下，各国基于本国利益重新审视贸易政策，贸易保护主义抬头，自冷战结束之后快速推进的全球化步入了平台期。一方面，全球平均关税虽然维持低位，但非关税贸易壁垒的运用更加频繁，另一方面，反映全球货物和资本流动的相关指标也进入平台期。

图表 全球关税水平变化



图表 2008年后贸易保护主义抬头



- “钱、物、规”三条线同时收缩，是2008年后逆全球化现象逐步显现的核心图景。
- 钱：跨境资本流动放缓，全球外国直接投资及占全球GDP的比例从2008年至2024年出现双重下降。
- 物：贸易强度减弱，全球贸易额/GDP比重持续下行，疫情、贸易战等叠加之下，部分国家倾向于收缩产业链分布，过去流行的全球化产业链布局出现逆转。
- 规：贸易之墙越砌越高，年度新出台投资审查、出口管制、产业补贴措施数量持续上行。

2008年

全球贸易额占全球
GDP比例
60.6%

全球外国直接投资
净流入占GDP比例
3.7%

全球外国直接投资
净流入（万亿美元）
2.4

2024年

全球贸易额占全球
GDP比例
56.8%

全球外国直接投资
净流入占GDP比例
1.3%

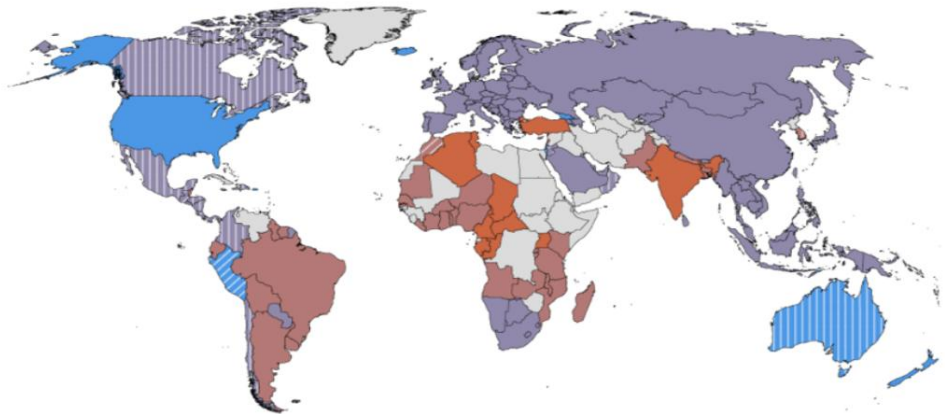
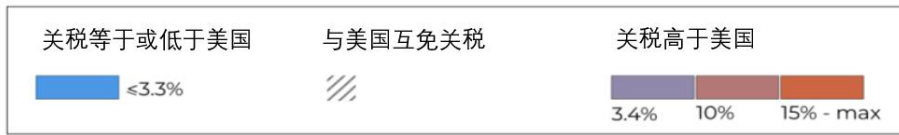
全球外国直接投资
净流入（万亿美元）
1.5



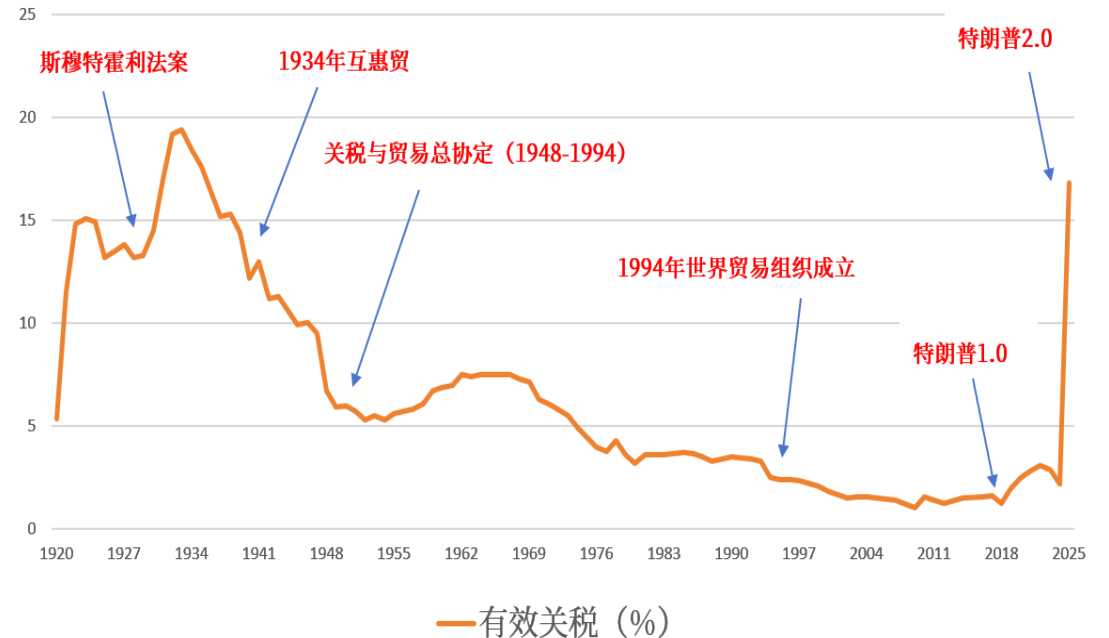
美国发动关税战，扣动了逆全球化加速的“扳机”

- 美国当权政治精英认为，美国对世界各国的低关税税率是导致其经常账户逆差持续高位的重要原因之一，因此美国当权政治精英认为永久性地，或者在一个较长时间内，提高美国对外的整体关税，是美国实现贸易平衡、遏制美国国内工业颓势的第一步。美国“国师”、白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰认为，美国的这种几乎全球最低的实际关税，是当年美国为协助各国在二战后的重建工作以及在冷战期间与盟友建立联盟关系而形成的。时移世易，如今美国必须将自身“独立”承担的维持全球化的压力向自身的盟友和贸易伙伴进行分摊。
- 美国本届政府的一系列行为显示，当前美国政治精英的一个共识是：在美国对全球贸易体系进行重构的过程中，关税作为一个好用的“大棒”，能够很好地起到逼迫美国的盟友和贸易伙伴配合美国相关政策的目的。

图表 贸易战之前美国全球较低的关税税率



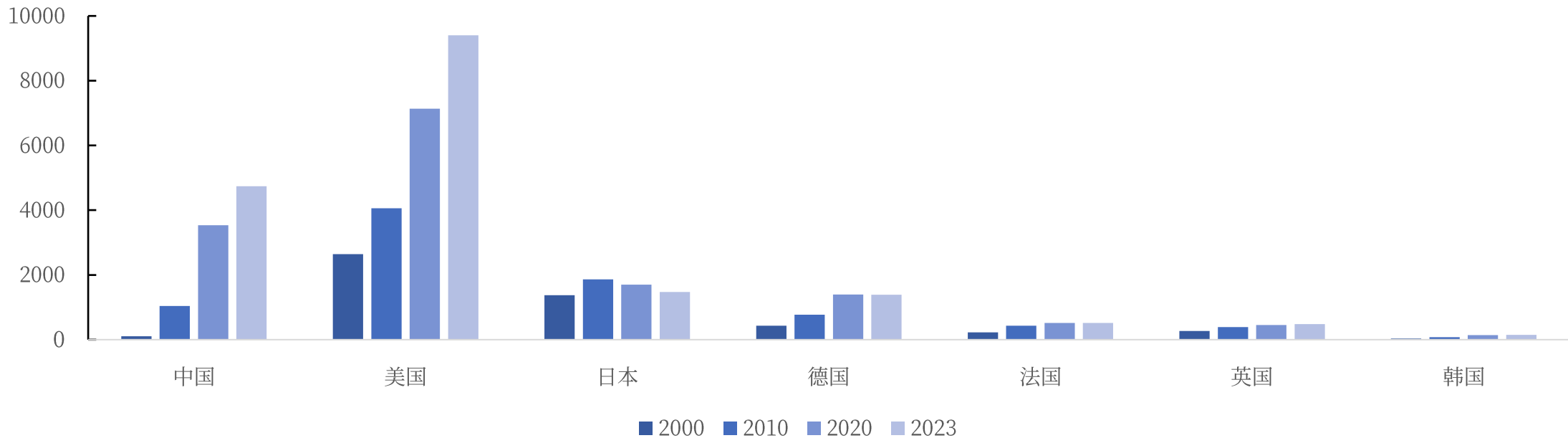
图表 美国二战后长期维持低关税税率



“汤浅现象”与中美科技竞争

- 日本科学史学家汤浅光朝提出**“汤浅现象”**：若一国科学成果占世界总量25%，即为世界科学中心。历史上该中心历经5次转移，依次是意大利（1540-1610年）、英国（1660-1730年）、法国（1770-1830年）、德国（1810-1920年）、美国（1920年起），平均维持80年。依此推论，2000年前后美国的科技中心地位开始受新兴势力挑战，而中国是发起挑战的核心力量。
- 当前中美科技整体仍有差距，但中国崛起迅速，在通讯设备、集成电路等领域已取得关键进展与优势，“威胁”到美国的国家安全和科技垄断地位，这或是美国单方面动用自身力量**将中美贸易摩擦升级至科技战的重要原因**。

图表 主要国家R&D支出（亿美元）





东升：新兴经济体的集体崛起

核心驱动力

东升以中国为核心驱动力，涵盖印度、巴西等新兴市场国家与发展中国家，表现为该国家群体在全球经济格局中的持续提升。

推动机制

通过一带一路倡议、金砖国家扩容等机制，新兴经济体正在推动全球治理体系向多元化演进，体现出南南合作的深化与全球治理参与度的显著提升。

西降：传统西方经济体的相对收缩

特指范围

西降特指欧洲、日本等传统西方经济体的相对实力弱化，主要表现为长期维持低速增长、全球经济权重逐步下降、产业空心化加剧及内部分化等特征。

本质特征

西降本质上是传统发达国家在全球格局中的影响力相对收缩而非绝对衰退，反映了传统发达经济体在全球化新阶段面临的结构性挑战。

“西降”
并不包含美国

客观来说，尽管面临中国在科技、制造业等领域的对等竞争，但美国在军事、高端科技、货币霸权等核心领域仍保持领先。

美国国家安全战略历史演变：从冷战到当代的战略传承与变革



历史规律：每份报告均反映美国对全球格局的战略调整，从冷战遏制到后冷战扩展，**从反恐战争到大国竞争**，**美国国家安全战略始终围绕维护全球主导地位这一核心目标动态演进**。2025年报告标志着冷战结束以来美国外交战略思想最剧烈的转折。

- 我们认为，2025年12月4日发布的特朗普第二任期《国家安全战略报告》是“冷战结束以来美国外交战略思想最剧烈的转折”，标志着**美国外交政策出现意识形态与实质性转变，与中国的竞争从“生死之争”转为“高下之争”**。



传统战略：全球领导

- ◆ 多边主义主导：积极参与国际组织和联盟
- ◆ 全球军事部署：在世界各地维持军事存在
- ◆ 价值观外交：推广民主、人权等理念
- ◆ 自由贸易体系：推动全球化贸易体系



新战略：America First

- ◆ 单边主义优先：以美国利益为唯一考量标准
- ◆ 战略收缩：减少海外军事承诺和部署
- ◆ 交易性外交：重利益、轻价值观的实用主义
- ◆ 贸易保护主义：关税壁垒和贸易制裁工具化



现实情况：变局与挑战

战略判断：机遇并存

战略抓手：三大引擎

战略目标：高质量发展

百年变局新阶段

逆全球化演进，贸易与地缘冲突加剧，产业链重构。

国内需求收缩期

人口负增长，传统“地产+基建”模式效能边际递减。

科技革命呼之欲出

AI成为科技主权胜负手，新一轮技术革命蓄势待发。

时代主题转变
从“和平与发展”
转向“战略机遇与风险
挑战并存”

扩大内需

建设全国统一大市场，提升居民消费率。

科技自立

超常规手段聚焦核心科技，实现高水平自立自强。

制度开放

推进制度型开放，提升全球治理话语权。

质效双升

推动经济质的有效增长和量的合理增长，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。

1.2 全球中长期趋势变化对大类资产影响

➤ 2025年，全球进一步明确两大政治与经济新趋势——**逆全球化与AI科技革命**，或将至少持续5-10年。

(1) 特朗普任期开启后，**贸易保护主义抬头**，美国向全球多个主要经济体发起关税战，国际经贸秩序遭到挑战。全球产业链供应链加速向区域化、本土化重构，多边贸易体系遭遇冲击。**全球地缘冲突扰动加剧**。美国对主权国家使用霸权武力干涉，挑起地缘政治冲突；退出多个国际组织，**加速推进逆全球化进程**。

(2) **全球掀起AI科技革命，产业变革加速演进**。DeepSeek、Gemini3等多模态大模型在2025年密集推出，并快速升级迭代；具身智能等概念正尝试从实验室向商业化应用探索，AI能力从“感知理解”向“生成创造”与“决策执行”迈进，未来有望成为全球经济增长的核心驱动力之一。

➤ 美国向全球主要经济体发起关税战，对主权国家使用霸权武力干涉，加速逆全球化进程，特朗普政府的反复多变加剧美国政策不确定性；同时，美联储独立性不断受到特朗普政府挑战，**美元信用面临政治风险的侵蚀，美元或已经入长期贬值周期**。

➤ 全球政经格局剧烈震荡，多国重建供应链推动再工业化，叠加AI科技革命推动相关基建需求大幅提升，**全球商品有望进入新一轮“超级周期”，黄金、铜以及部分小金属等资源品价格或将持续上涨**。

- 在此背景下，中国经济处于地产大周期的转向、新旧动能转换阶段。全国统一大市场长期政策框架不断完善，再通胀政策效果初步显现；二十届四中全会提出“十五五”时期经济社会发展的主要目标，经济高质量发展和科技自立自强位居前列，“十五五”时期政策或有望向改善居民收入等改善内需消费的方向加力，以科技创新驱动的新质生产力有望成为引领新旧动能转换、塑造未来竞争优势的关键力量。
- 此前，地产和基建等强周期波动产业是中国经济增长动能的重要组成部分。随着经济转型推进，科技将逐渐成为拉动经济增长的核心驱动力之一。**参考海外经验，预计中国经济周期有望更加平稳，并带动A股波动率逐渐下降，A股有望步入长期慢牛趋势。**
- **本轮牛市一大前提：中美关系总体可控。**
- **本轮牛市两大中期驱动：AI科技革命+再通胀。**

1.3 A股资金端中长期四大变化

外资有望持续流入，但本轮外资偏好与上一轮有所不同

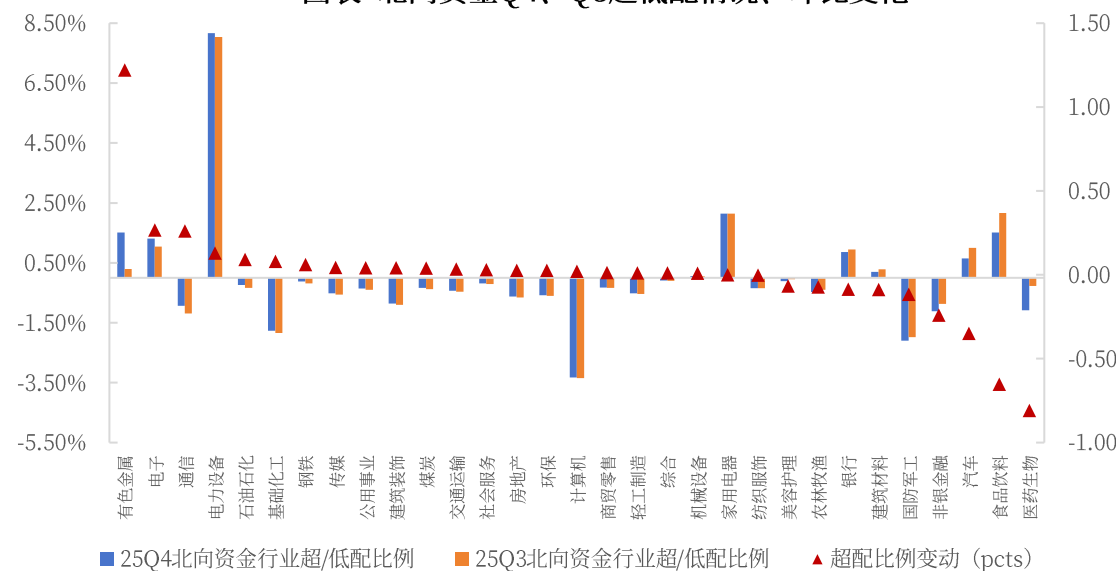


- 逆全球化进程加速，特朗普政府的反复多变加剧美国政策不确定性；同时，美联储独立性不断受到特朗普政府挑战，美元信用面临政治风险的侵蚀，美元或已经入长期贬值周期。中国经济处于地产大周期的转向、新旧动能转换阶段，人民币汇率有望进入长期升值周期。历史经验显示，人民币升值阶段往往伴随外资快速流入中国资产，后续A股有望持续受益于外资涌入。
- 截至2025年Q4，北向资金超配的前五大行业为电力设备、家用电器、食品饮料、有色金属、电子。从超配比例的环比变化来看，有色金属、电子、通信、电力设备、石油石化为四季度增配幅度居前的五大行业，显示出本轮北向资金偏好资源品、科技和军工，其中有色金属环比超配增加1.22pcts，变化幅度远领先于其他行业。

图表 人民币升值阶段外资加速流入中国资产



图表 北向资金Q4、Q3超/低配情况、环比变化



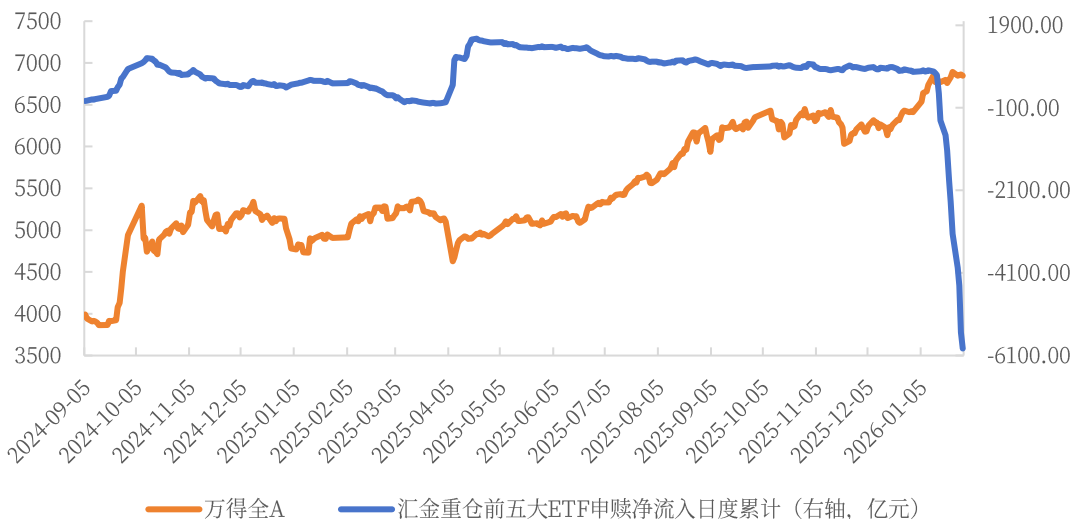
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：境外机构持股更新至2025年12月，汇率更新至2026年1月29日；超/低配比例为北向资金行业持仓市值占比较行业自由流通市值占比的差值）

类平准基金调控下，本轮牛市有望更为平稳

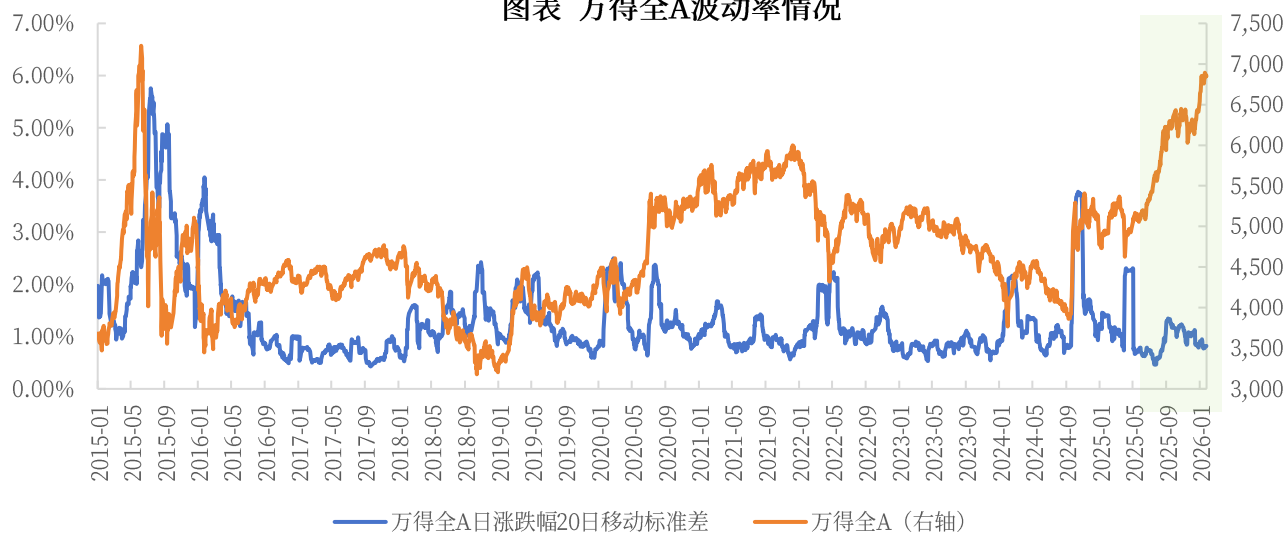


- 本轮经济转型牛中，“**稳股市**”政策地位处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具在实际运行中也得到较好验证。往后看，“**稳股市**”政策有望推动本轮牛市以慢牛趋势持续演绎。
- 924行情以来，国家队多次实行逆周期调控，维护市场平稳运行，引导市场走出稳健长牛。2025年4月“对等关税”冲击下A股走弱，国家队积极发声，同时在市场超跌时大规模购买ETF，有效缓解了市场恐慌情绪；2026年1月，A股持续快速上行，且局部出现明显过热迹象，国家队大规模卖出ETF，有效平抑了市场燥热情绪。
- 随着A股持续上涨，万得全A连续突破历史新高，截至1月29日，当前点位已处于近十年99.83%的历史高位，但波动率位于近十年26.18%水平，显示国家队逆周期调控效果较好，本轮牛市相对于此前牛市更为平稳。

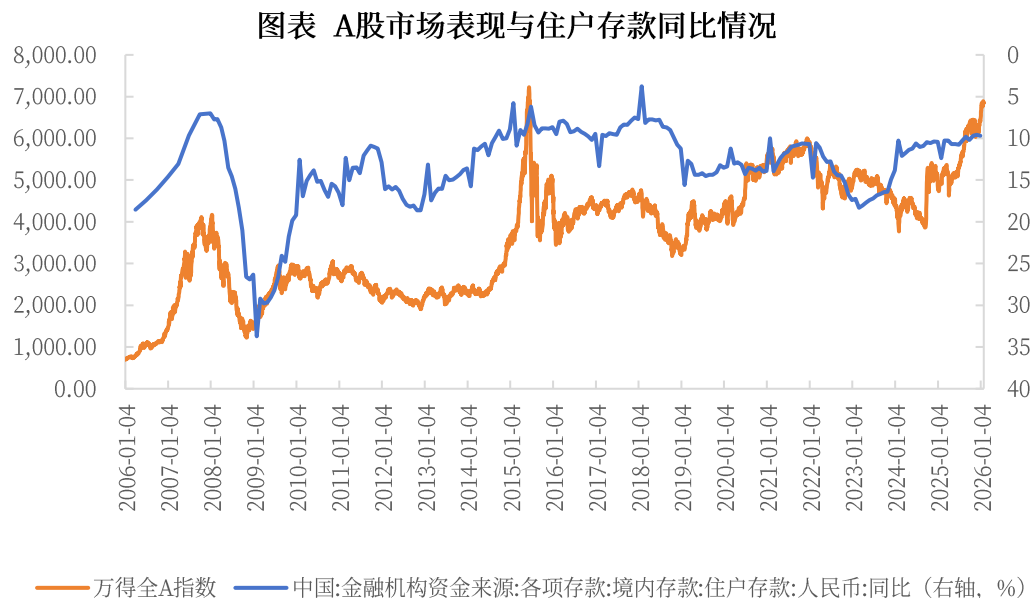
图表 国家队逆周期调控企稳市场



图表 万得全A波动率情况



- ▶ 2024年924以来发生了较明显的居民“存款搬家”行为，居民对于A股配置比例上升明显，扭转了此持续前多年的减配趋势。
- ▶ 往后看，一方面，政策积极推动A股市场环境改善，助力市场低波动稳步走高，强化对上市公司分红监管、鼓励回购的导向下，**A股市场权益资产长期持有体验和回报率有望持续改善**。另一方面，低利率与资产荒背景下，存款与纯固收类资产实际回报空间或受限，“房住不炒”框架下房地产金融属性减弱，居民资产配置面临再平衡需求，权益资产有望成为承接居民资金的重要方向。
- ▶ 长期看，中国居民配置权益类资产的比例有望持续提升，并明显超过历史平均水平。

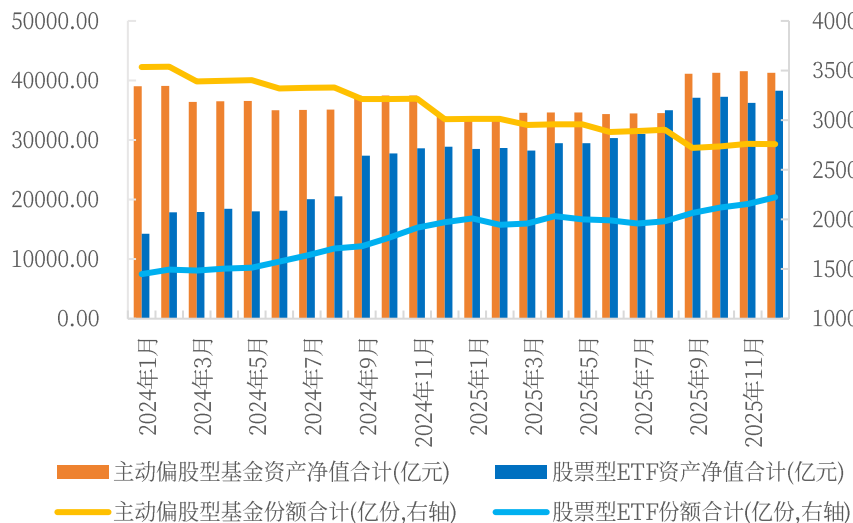


被动投资规模扩张仍将是趋势，大盘风格有望相对占优

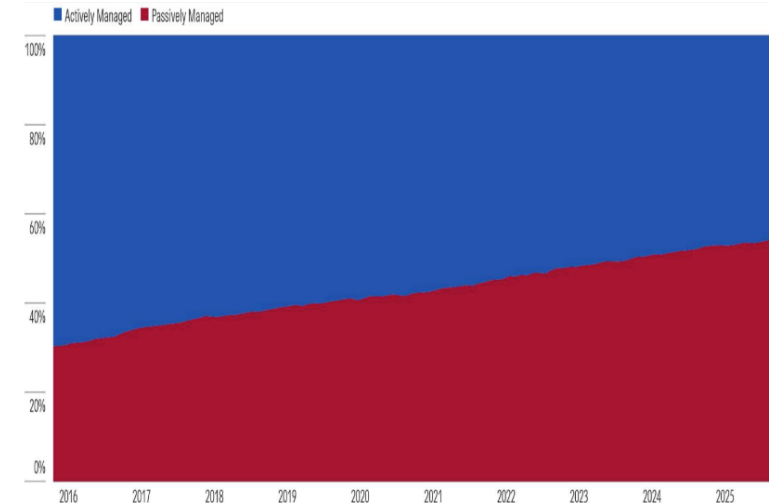


- **A股被动管理基金受到市场青睐，ETF规模增长构成增量资金的重要来源之一，或将逐渐掌握A股市场定价权。** 2024年以来，A股主动管理基金规模波动加剧，但被动管理基金规模整体呈现趋势性上行。股票型ETF作为被动投资的代表之一，规模持续增长。参考美股市场经验，被动投资在A股仍有较大上行空间。
- **参考美股市场被动投资发展经验，被动投资规模快速扩张或助力大盘风格走强。** 从美股被动投资发展经验来看，近年来被动投资规模延续提升，被动基金在净资产总规模上于 2023 年超过主动基金。美国长期基金总资产占比方面，被动投资规模占比延续提升，而此阶段美股大盘风格相对小盘风格走强，道指相对罗素2000趋势性上行。往后看，A股被动投资规模或将趋势性上行，长期有望助推大盘风格占优。

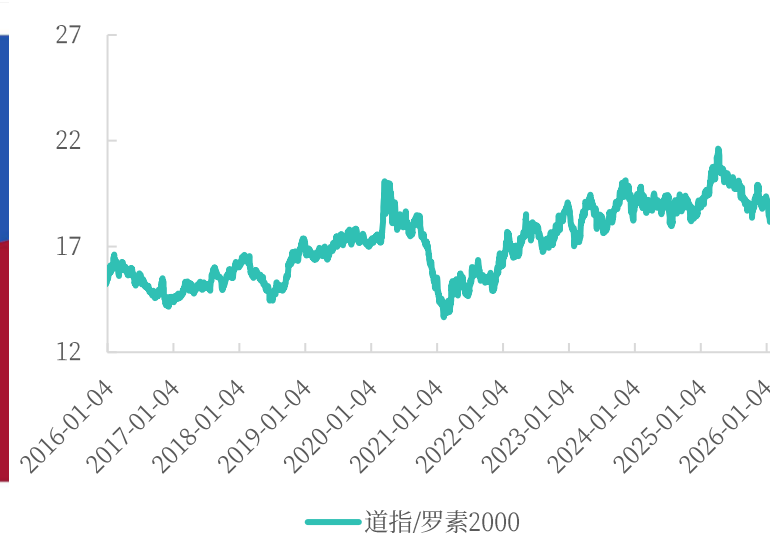
图表 A股市场主动、被动管理基金情况



图表 美国被动基金规模占比超过主动基金，且仍延续提升



图表 美国近年来大盘相对小盘持续占优



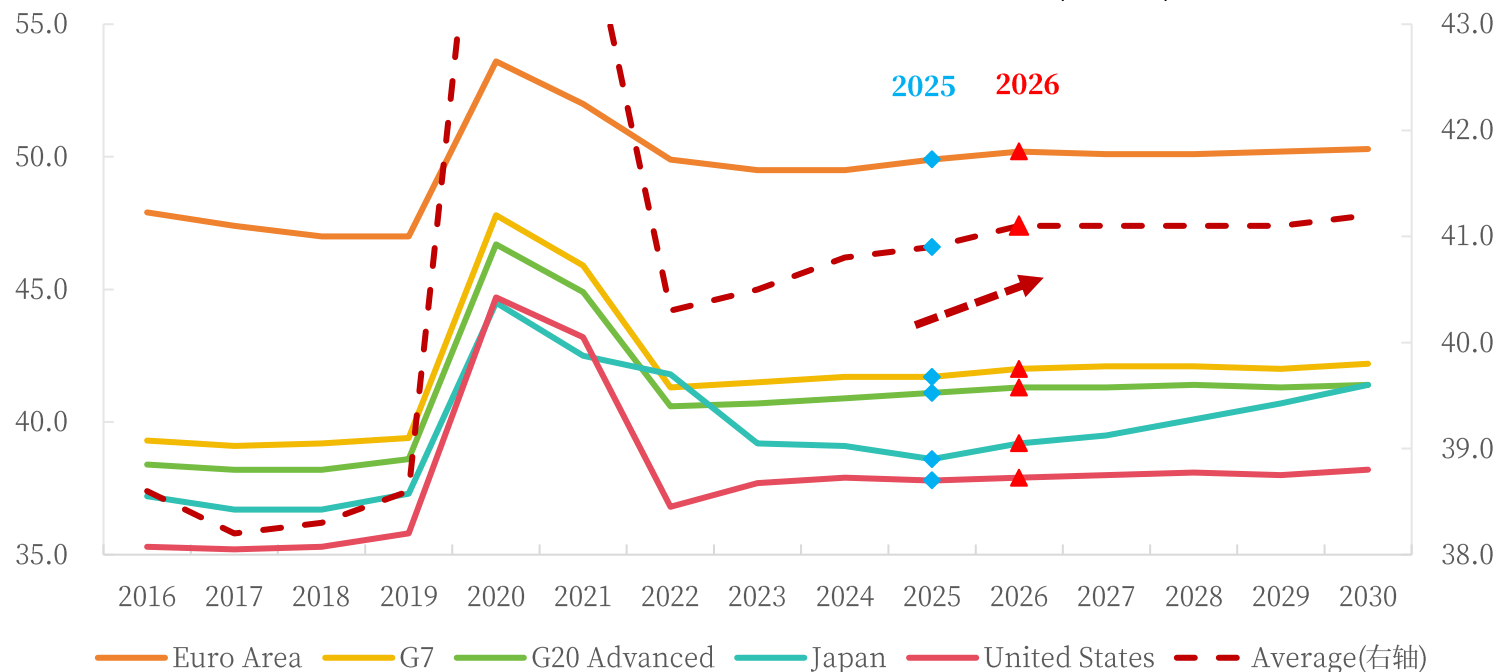
资料来源: Wind, Morningstar, 中航证券研究所整理 (注: 美国主被动投资占比中蓝色为主动投资占比, 红色为被动投资占比, 除美股大小盘数据截至2026年1月29日, 其他数据截至2025年12月31日)

二、2026年A股宏观环境及大势研判

2.1 2026年海外宏观环境

- ▶ **全球多国或将于2026年进一步推升财政支出。**2025年10月IMF发布的报告预测2026年全球主要经济体将迎来财政扩张，而2025年11月以来仍有多国提出了进一步财政扩张的计划。多国财政扩张背后原因或包括，一是逆全球化下推动再工业化与国防力量，二是积极投资拥抱AI革命，三是迫于当前经济增长压力的无奈。
- ▶ **作为美国中期选举之年，特朗普也在谋求绕过美联储变向“结构性降息”。**当地时间1月8日特朗普表示，其正指示房利美和房地美购买2000亿美元抵押贷款债券，从而推动抵押贷款利率下降、月供减少，并使购房成本更可负担。**这些行为让市场担心美国将要推行新一轮QE。**

图表 2026年全球主要经济体财政开支占GDP比例扩张(单位:%)



- 全球流动性层面，2026年，虽然部分国家央行政策倾向于保守，但中美宽货币有望共振宽松，预计2026年**全球整体或延续宽松周期**，降息对于流动性的作用将持续显现。
- 美国总统**特朗普上任以来的一大政治诉求为降息**。其曾多次批评鲍威尔其不愿意大幅降息，并以多种方式，如展开刑事调查，对鲍威尔施压。1月30日，美国总统特朗普提名美联储前理事凯文·沃什为下任美联储主席，这一提名还需获得参议院批准。
- **沃什在美联储任职期间，持鹰派货币政策立场，但近年转向支持特朗普的关税政策及加快降息立场**。其倾向于通过缩减资产负债表（QT）来控制通胀，从而为降低名义利率创造空间，作为鹰派中的温和派，沃什认为通胀是一种政策选择，与特朗普政府希望降低借贷成本的诉求不谋而合。

图表 1月30日沃什被提名前，市场预期的美联储货币政策路径

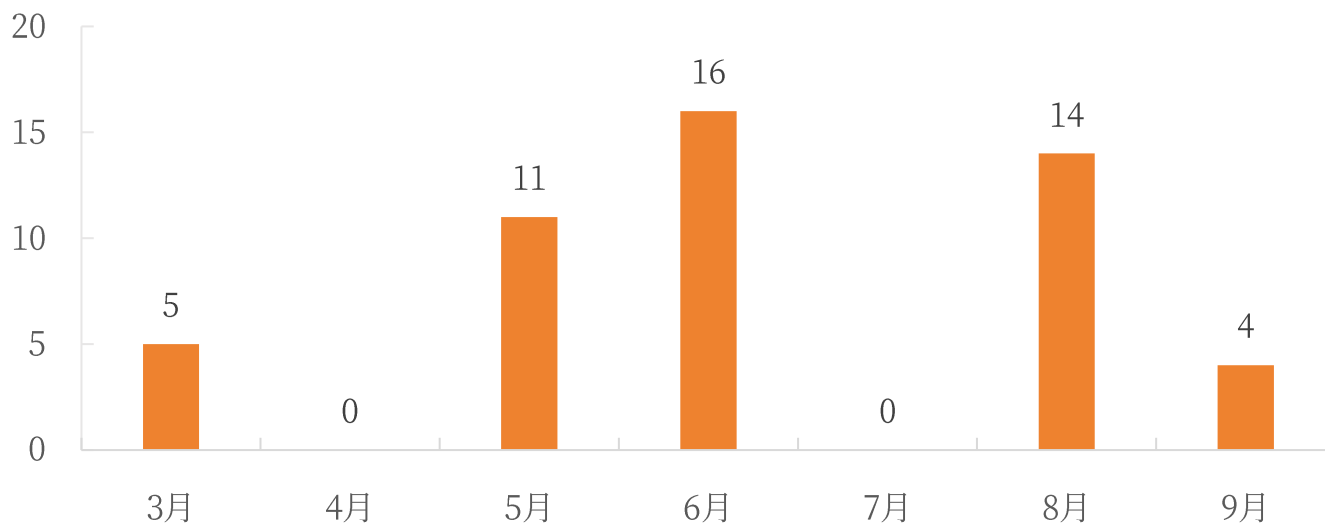
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	86.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	27.0%	70.5%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.3%	46.1%	39.5%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	5.0%	23.8%	44.0%	26.8%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	2.3%	12.7%	32.1%	37.0%	15.9%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.6%	4.5%	16.8%	33.1%	32.5%	12.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.4%	7.0%	20.2%	33.0%	28.4%	9.9%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.5%	7.2%	20.3%	32.9%	28.1%	9.8%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.5%	7.2%	20.4%	32.9%	28.1%	9.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.4%	6.9%	19.7%	32.2%	28.3%	10.7%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.1%	1.3%	6.5%	18.8%	31.4%	28.6%	11.9%	1.2%	0.0%
2027/7/28	0.1%	1.3%	6.4%	18.5%	31.1%	28.7%	12.3%	1.5%	0.1%
2027/9/15	0.1%	1.2%	6.0%	17.6%	30.1%	28.9%	13.6%	2.3%	0.2%
2027/10/27	0.1%	1.1%	5.6%	16.5%	29.0%	29.0%	15.0%	3.3%	0.4%
2027/12/8	0.1%	1.1%	5.5%	16.4%	28.8%	29.0%	15.2%	3.5%	0.4%

图表 1月30日沃什被提名后，市场预期的美联储货币政策路径

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	84.7%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	29.7%	67.2%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.4%	48.3%	33.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	27.3%	43.3%	22.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	3.2%	15.7%	34.3%	34.1%	12.5%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	6.1%	20.0%	34.3%	29.1%	9.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.2%	2.0%	9.0%	23.0%	33.2%	25.0%	7.6%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.1%	9.2%	23.1%	33.1%	24.8%	7.5%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.1%	9.1%	22.9%	32.9%	24.9%	7.8%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.9%	8.6%	22.0%	32.3%	25.4%	8.9%	0.6%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.9%	8.3%	21.4%	31.8%	25.8%	9.7%	1.0%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.6%	7.4%	19.6%	30.4%	26.6%	11.8%	2.1%	0.2%
2027/9/15	0.2%	1.5%	6.8%	18.3%	29.2%	27.0%	13.4%	3.2%	0.4%
2027/10/27	0.2%	1.4%	6.3%	17.2%	28.2%	27.2%	14.6%	4.1%	0.6%
2027/12/8	0.4%	2.2%	8.1%	19.0%	28.1%	25.2%	12.9%	3.6%	0.5%

- **2026年11月将迎来美国中期选举**，中期选举在总统任期中期举行，两党通过各州席位争夺国会控制权，占据多数席位的党派意味着掌控立法机构，拥有制定法律、宣战等权力。如果总统所属政党在中期选举中获得多数席位，将使总统的立法议程更容易获得国会批准。
- 中期选举的初选将自**3月拉开序幕**，**5月至8月逐渐白热化**，11月3日全国普选后将揭晓参众两院控制权的归属。**目前，共和党控制着美国参众两院**。2026年中期选举将对众议院全部435个席位和参议院100席位中的35个席位进行选举，众议院的掌控需要218个席位，参议院待选的35席位中的22个席位目前由共和党人占据，民主党人重新掌控参议院需净增4个席位。
- 另一方面，**2026年11月中美关税暂停期面临期满**，预计在此之前中美双方或将再次进行多轮博弈，**四季度有望逐步回到谈判桌**，**中美元首有望再度会面或通话**。

图表 美国中期选举各州初选日期分布



2.2 2026年国内宏观环境

- 由“逆周期”向“逆周期”与“跨周期”并重微调，财政和货币政策“双宽”延续。
- 总体政策基调：新增“必须坚持投资于物和投资于人紧密结合”，与十五五规划建议相承接，2026年在医疗、养老、社会保障、生育支持等基本民生保障方面的政策更加值得期待。新一年工作总基调中的“扩大高水平对外开放”转变为“统筹国内经济工作与国际经贸斗争”，突出经贸博弈的不确定性，2026年政策发力重心或将进一步向国内适度倾斜。经济发展目标由“持续回升向好”调整为“实现质的有效提升和量的合理增长”，与“十五五”规划建议衔接。“加强超常规逆周期调节”转变为“加大逆周期和跨周期调节力度”，预计2026年政策在关注经济稳增长的同时，也将兼顾中长期经济发展的提质增效。
- 财政政策方面，由2024年“提高财政赤字率”+“加大财政支出强度”调整为“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，相对留有余地。预计2026年赤字率或继续维持4%左右，广义财政赤字率有望保持较高水平；超长期特别国债的发行规模或与2025年相当，财政支出结构预计将进一步优化。
- 货币政策方面，由2024年会议的“适时降准降息”调整为“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，新增“物价合理回升”目标，或与产业端“反内卷”政策配合共同促进价格水平温和回升。预计2026年或降息10BP到20BP、降准50BP；2026年结构性货币政策工具将继续发力，对重点领域实施更精准的“滴灌”。
- “扩大内需”位置依旧靠前，随后增加“优化供给”，一是印证内需政策或是2026年重点之一；二是明确宣示了做好2026年乃至更长时期经济工作的根本基点，为“十五五”规划建议提出的“居民消费率明显提高”的五年目标开好局；三是2026年“反内卷”或仍将是全年重点工作。
- 2024年排在第五位的防风险相关内容2025年顺序排在最后，并非是“防风险”的必要性下降，而是赋予其“压轴”与“托底”功能。关于房地产风险化解，从2024年“持续用力推动房地产市场止跌回稳”的目标，转变为对更具体政策手段的统筹。

2026年主线线索，“十五五”规划



- 结合“十三五”和“十四五”规划编制的流程及官方解读分析报道来看，编制五年规划主要包括四个阶段，中期评估、基本思路研究、党中央《建议》编制和正式编制《纲要》。
- 从近两次五年规划流程梳理经验来看，五年规划编制过程中共有两次系统性、纲领性的文件发布，分别对应两个时间窗口，对资本市场影响重大：
 - 一是，五年规划前一年10月底中央全会审议通过的五年规划《建议》，全会《公报》中会公布部分《建议》要点，之后11月初公布完整五年规划《建议》；
 - 二是，五年规划首年3月全国人大会议审查后的五年规划《纲要》。
- 其中，中央全会《公报》和《建议》内容基本覆盖《纲要》重点内容，虽然缺少更细节的内容，但《建议》时间发布更早且具有极强的指导性。因此，从时效性来看，《公报》或对资本市场影响更大。

图表 十三五、十四五规划主要流畅梳理

阶段	步骤	时间 (十三五)	主要事件 (十三五)	时间 (十四五)	主要事件 (十四五)
中期评估	对上一年五年规划中期评估	2013年	在“十二五”规划中期评估基础上，展开后续“十三五”规划前期准备工作。	2018年	在“十三五”规划中期评估基础上，展开后续“十四五”规划前期准备工作。
	前期调研	2013至2014年	在中期评估的基础上，国家发改委委托有关机构开展“十三五”规划前期重大问题及基本思路研究。	2019至2020年	在中期评估的基础上，国家发改委委托有关机构开展课题研究，发改委赴各地开展“十四五”规划前期相关调研。
基本思路研究	形成基本思路	2014年	根据前期研究成果，发改委起草基本思路意见稿，征求各方意见之后提交党中央和国务院。	2019至2020年3月	根据前期研究成果和实地调研基础，发改委形成“十四五”规划基本思路，按程序报中央《建议》的起草组作参考。
党中央《建议》编制	党中央《建议》编制	2015年初至10月	中央财经领导小组牵头成立起草小组编制，并直接在政治局常委领导下开展工作，起草工作进行中开展大量调研，广泛征求党内外各方意见等。	2020年3月至10月	3月中共中央政治局决定成立文件起草组。研究审议规划《建议》，听取党内外、社会各界的意见和建议，并首次在网上征求意见，修改审定文件稿。
	党中央《建议》审议通过	2015年10至11月	2015年10月29日，十八届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，11月初《建议》全文发布。	2020年10月至11月	2020年10月29日，十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，11月初《建议》全文发布。
正式编制《纲要》	《纲要》草案编制	2015年11月至2016年3月	党中央《建议》正式公布之后，形成“十三五”规划纲要草案编制的初稿。《纲要》草案编制持续到2016年“两会”前。经公众建言献策、各部门地方规划衔接及专家论证、征求各方意见后，提请人大会议审查。	2020年11月至2021年3月	中央全会后，国务院“十四五”规划《纲要》草案编制工作领导小组在前期大量工作的基础上，全面对标中央建议精神，召开系列座谈会听取部门和地方及专家意见，听取社会公众意见建议，起草形成纲要草案。征求各方意见后，提请人大会议审查。
	《纲要》审批与发布	2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》由全国人大十二届四次会议审议通过，后续全文发布。	2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》由全国人大十三届四次会议审议通过，后续全文发布。

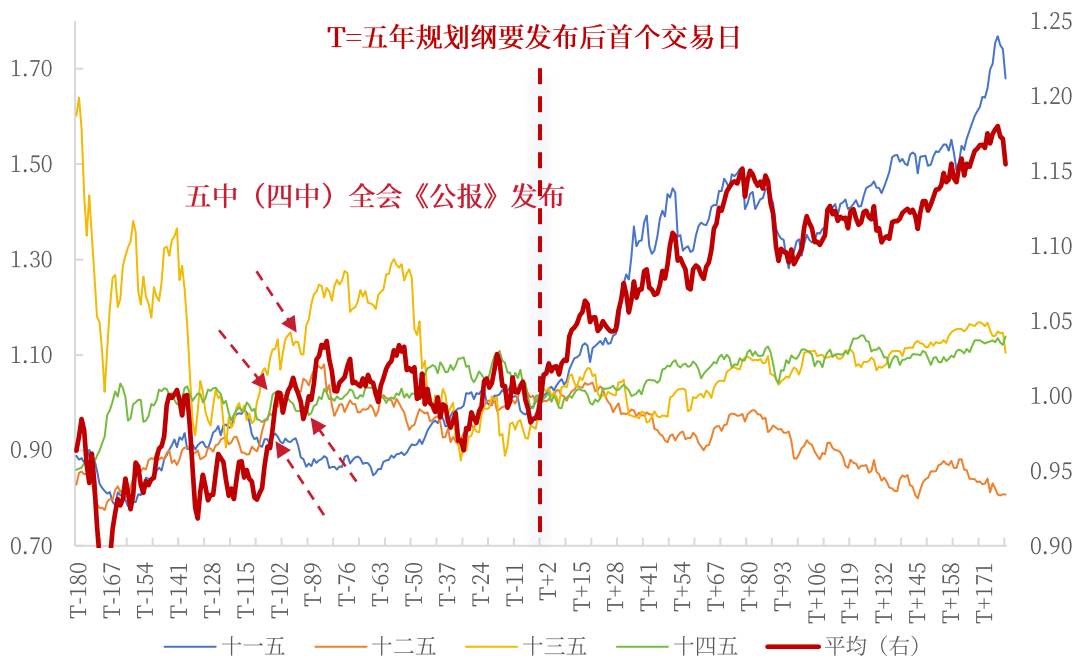
数据来源：人民网，国家发改委网站，中国政府网，新华社，中航证券研究所整理

2026年主线线索, “十五五” 规划



- 万得全A于五年规划《公报》发布前一个月至发布后一周市场表现较好, 涨幅斜率相对更高; 而《纲要》发布前主要为震荡, 发布后一个月上涨, 虽然斜率略低于《公报》发布前后的行情, 但《纲要》发布后行情持续时间或超4个月。这或是因为, 《公报》发布前市场提前做预期博弈而抢跑; 而《纲要》基调已基本确定, 因此**《纲要》发布前博弈情绪相对略弱, 发布后市场根据具体内容的落地积极寻找机会, 且后续政策往往也开始逐步落地, 从而形成一轮较为持续的行情。**
- 风格上, 《纲要》发布一周至一个月期间万得全A、稳定风格和红利风格100%胜率。纲要发布后一个月至三个月呈现分化, 消费、成长表现较强。发布三个月至一年普涨, 金融风格涨幅更高, 稳定风格胜率较高。

图表 五年规划《纲要》发布前后市场表现



图表 五年规划《纲要》发布前后市场风格表现

收益率平均数	T-2M~T-1M	T-1M~T-1W	T-1W~T	T~T+1W	T+1W~T+1M	T+1M~T+2M	T+2M~T+3M	T+3M~T+1Y
万得全 A	3.58%	-2.78%	0.27%	1.60%	4.09%	1.76%	0.95%	22.24%
金融风格	1.79%	0.41%	-0.47%	1.17%	3.90%	-1.35%	-2.21%	32.62%
周期风格	4.78%	-2.18%	0.72%	1.65%	3.65%	0.17%	0.94%	20.99%
消费风格	4.64%	-4.90%	0.53%	1.19%	3.38%	4.81%	0.23%	17.24%
成长风格	2.94%	-5.27%	0.39%	1.38%	2.81%	1.63%	1.81%	14.18%
稳定风格	0.07%	-0.47%	0.95%	0.52%	2.95%	-0.95%	-1.93%	23.34%
科技(TMT)	1.05%	-3.39%	0.00%	1.16%	2.68%	-0.36%	0.53%	17.07%
中证红利	2.37%	1.82%	0.64%	0.57%	3.50%	0.77%	-0.96%	25.62%

收益率胜率	T-2M~T-1M	T-1M~T-1W	T-1W~T	T~T+1W	T+1W~T+1M	T+1M~T+2M	T+2M~T+3M	T+3M~T+1Y
万得全 A	100.00%	25.00%	50.00%	75.00%	100.00%	50.00%	75.00%	50.00%
金融风格	50.00%	75.00%	50.00%	75.00%	75.00%	50.00%	25.00%	50.00%
周期风格	100.00%	25.00%	50.00%	75.00%	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%
消费风格	100.00%	25.00%	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%
成长风格	100.00%	25.00%	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%
稳定风格	50.00%	50.00%	75.00%	75.00%	100.00%	25.00%	50.00%	75.00%
科技(TMT)	75.00%	25.00%	75.00%	50.00%	75.00%	25.00%	50.00%	50.00%
中证红利	75.00%	50.00%	75.00%	75.00%	100.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理, (注: T为历届五年规划《纲要》发布后第一个交易日, 单位为自然日, W为自然周, M为自然月, 风格为中信风格指数)

- 五年规划《纲要》关注点一：《纲要》中与产业趋势节奏更加共振的政策方向，更容易受到市场的青睐，成为年度主线。
- 2021年十四五规划《纲要》重点提及的产业任务且与产业趋势节奏较为共振的方向主要包括推进**科技自立自强、能源革命**等。十四五较十三五期间，股权融资金额的增长占十四五期初市值比例更多的申万一级行业主要包括建筑材料、电力设备、电子、机械设备、煤炭、通信，《纲要》发布后的三个月至一年，市场主线已由消费方向完全切换至新能源方向。
- 五年规划《纲要》关注点二：重点关注《纲要》较此前公报和《建议》的增量方向。
- 2016年十三五规划《纲要》重点提及的产业任务且与产业趋势节奏较为共振的方向主要包括**供给侧改革、棚户区改造以及消费升级**等。2015年十九届五中全会《公报》重点提及的产业任务包括如大众创业、万众创新，互联网+等，但随后的十三五规划《建议》以及2016年3月的十三五规划《纲要》均有所增加新的政策导向，如十三五规划《建议》中增加“加大城镇棚户区和城乡危房改造力度”，而《纲要》中进一步添加“以供给侧结构性改革为主线”，并增加“消费升级”。十三五较十二五期间，股权融资占十三五期初市值比例增加靠前的行业主要为大消费板块、TMT板块等板块；供给侧改革下，钢铁、煤炭等周期板块下降。

- 2025年10月中共中央第二十届四中全会审议通过了《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》。会议指出“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，并强调坚持以经济建设为中心。根据2035远景目标实现经济总量或人均收入翻一番推算，假设“十四五”至“十六五”增速较稳定回落，2026年至2030年增速中枢或约为4.7%。结合本次会议较为积极的定调，预计“十五五”期间经济增速或为4.7%左右甚至更高。稳定的经济增长有望巩固市场信心，为本轮慢牛托底。
- 二十届四中全会《公报》在具体领域上与十九届五中全会《公报》均涵盖12个大方向。其中，需要关注四点变化：
 - 1、**现代化产业体系与科技创新**，依旧分列前二，但排序调整。从“全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点”的要求来看，科技依旧是未来五年的首要任务方向，同时顺序的调整或进一步强调科技创新向实体经济落地。
 - 2、**国内市场建设**方面，依旧排第三位，本次会议删除“供给侧结构性改革”，新增“促进消费和投资、供给和需求良性互动”和“破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”表述，预计国内市场供需比平衡有望得到改善，同时政府绩效考核指标体系、财税体系等改革有望加速推进。
 - 3、在**对外开放**方面，排序从第九位大幅提前至第五位，新增“维护多边贸易体制”表述，同时将对外开放明确描述为“稳步扩大制度型开放”，或在积极应对当前的逆全球化势头。
 - 4、**民生发展**方面，排序从第十提升至第九，本次会议新增“完善收入分配制度”和“推动房地产高质量发展”表述，后续养老、育儿等民生问题有望得到财政进一步倾斜，高质量开展城市更新或将成为政策的重要抓手，住房保障体系有望完善。

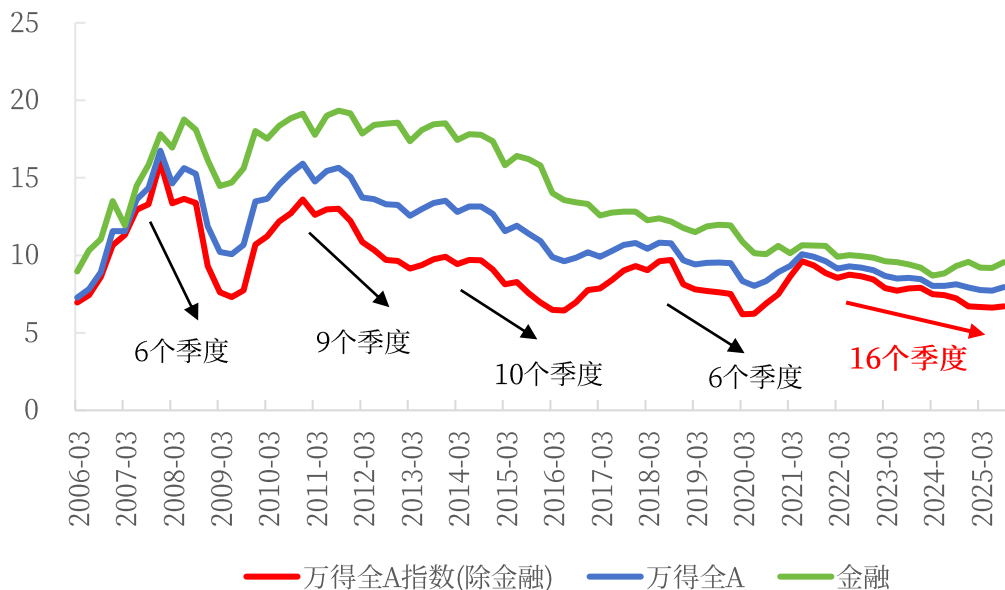
2.3 A股盈利呈现边际改善，新动能稳步提升

A股盈利呈现边际改善，本轮牛市有望进入盈利驱动阶段



- ROE周期：与盈利周期基本一致，区别在于ROE在盈利的基础上加了周转率和杠杆，因此ROE拐点一般滞后于企业盈利拐点。
- 当前A股ROE边际转暖，但恢复趋势仍待确认。金融板块ROE2024年率先自底部回升后，2025年Q3万得全A、万得全A（除金融）也初现止跌回暖。此前，本轮万得全A指数(除金融)ROE下行周期已持续16个季度磨底，显著长于历次6-10个季度的下行周期。但当前出现边际改善，本轮牛市有望进入盈利驱动阶段，但能否持续仍需持续跟踪。
- 拆分2025Q3万得全A指数（除金融）财务指标来看，2025Q3 ROE 的小幅回升更多依赖资产周转率改善，利润率修复仍显不足。具体来看，**周转率和杠杆率已呈现一定底部持续回升态势，后续关注企业利润率环比何时可出现持续改善。**

图表 ROE TTM



图表 万得全A指数(除金融)财务分析

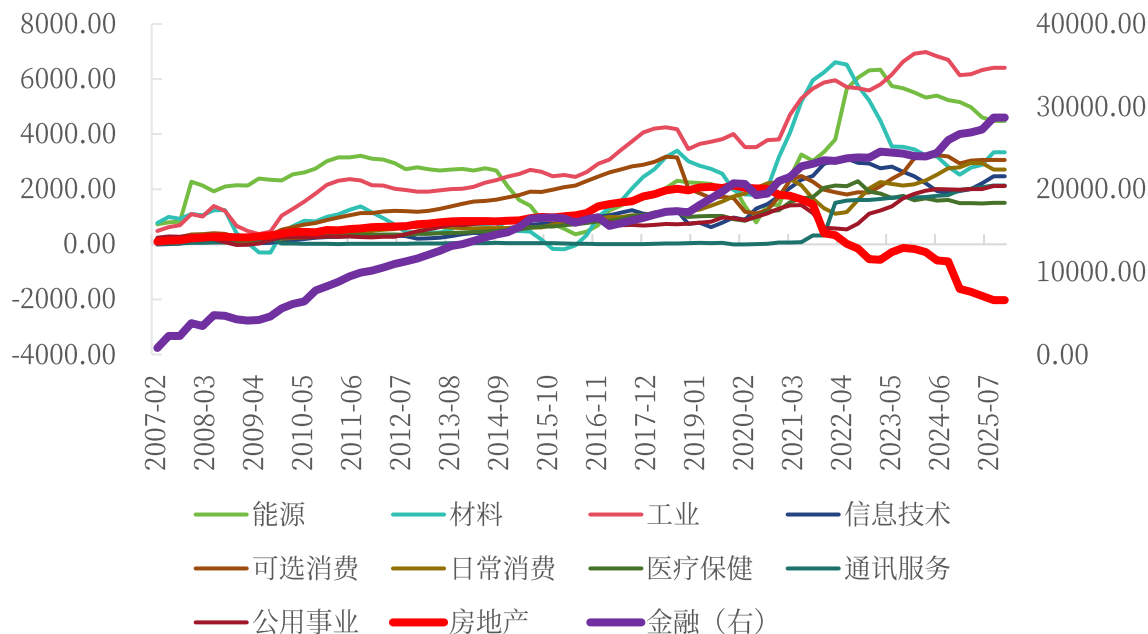
杜邦分析指标	2025Q3	环比变化幅度	趋势
毛利率	17.76%	-0.07%	
资产负债率	57.93%	-0.07%	
销售净利率	5.75%	-0.05%	
资产周转率	42.96%	0.15%	
权益乘数	2.3771	-0.004	
ROE	6.71%	0.08%	

A股盈利周期受到地产压制，但新动能持续成长

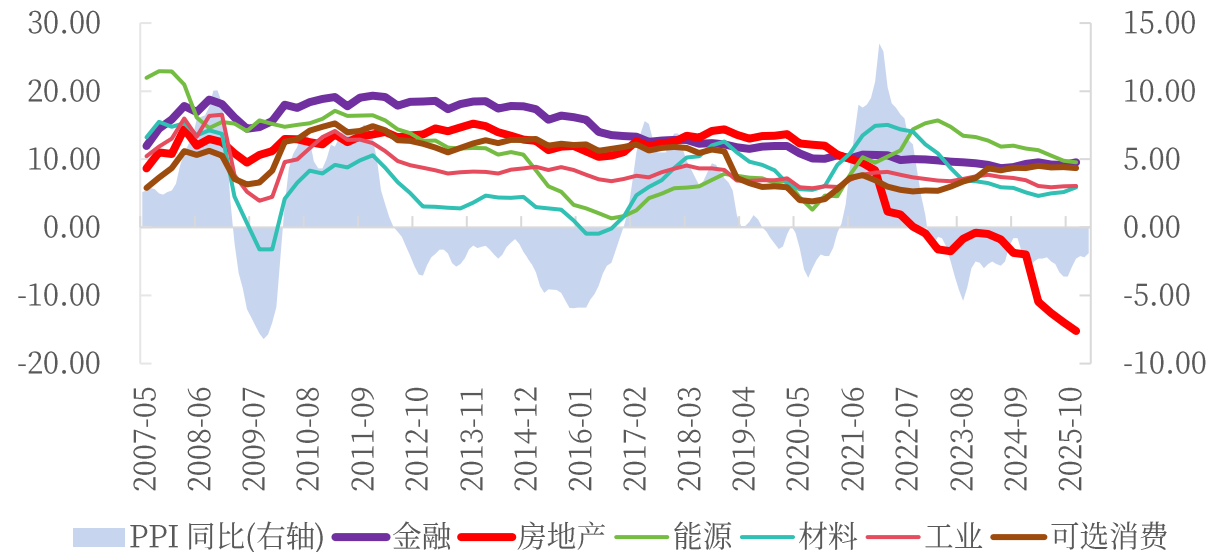


- 2020年前后房地产盈利周期呈现大周期拐点，A股（除金融）本轮盈利下行周期时间长于以往，2025年Q3已出现一定回暖迹象。2020年后，A股（除金融）盈利主要由工业、能源、材料等行业贡献，此类行业ROE与PPI周期相关性较高。2025年8月以来，PPI降幅持续收窄，材料、工业等产业ROE也随着从底部出现改善。另一方，2020年后信息技术、通讯服务等新兴行业快速崛起，虽然目前体量仍相对较低，但未来随着经济转型持续推进下，有望撑起A股盈利进入新周期。
- 综上，此后A股何时走出盈利底，重点关注：（1）房地产行业何时企稳；（2）低通胀格局何时被打破。

图表 净利润 TTM (亿元)



图表 ROE TTM (%)



近期财报数据显示，多个行业基本面改善已现一定持续性



板块	单季度归母净利润同比 (%)					单季度营收同比 (%)				
	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	趋势	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	趋势
建筑装饰	-28.98	-8.53	-4.53	-18.63		-1.82	-6.28	-5.62	-4.63	
电力设备	-135.02	-13.30	24.83	48.62		-2.95	2.96	6.08	7.90	
机械设备	-37.80	24.17	13.96	5.38		6.88	9.94	5.09	3.67	
建筑材料	-28.32	384.02	23.81	9.61		-14.37	-1.60	-7.23	-6.44	
银行	5.62	-1.20	2.92	2.80		3.78	-1.72	3.88	0.62	
非银金融	75.26	21.30	15.68	64.63		14.78	4.05	11.87	30.73	
综合	65.20	299.31	199.17	1473.72		-8.20	-2.34	-5.52	8.92	
国防军工	-170.14	-25.88	3.07	47.27		7.86	-13.81	9.85	26.05	
石油石化	-4.34	-6.34	-23.08	-3.14		-5.45	-6.77	-10.02	-4.61	
环保	-286.51	3.07	-12.27	-8.61		0.50	3.23	-0.78	6.66	
美容护理	-11.13	-14.38	-12.13	4.36		2.32	6.87	5.17	5.62	
煤炭	-10.26	-28.18	-36.63	-24.55		2.20	-18.13	-20.79	-15.41	
计算机	-115.46	671.53	18.28	23.19		1.98	15.89	7.82	4.82	
传媒	-348.36	39.05	19.53	59.33		-1.81	5.61	2.59	8.11	
通信	-6.10	6.79	8.33	11.71		5.88	2.41	3.48	3.71	
社会服务	-130.45	5.11	-1.21	-8.60		1.57	4.02	6.69	4.59	
电子	53.75	29.60	27.70	48.52		15.73	17.77	20.25	19.84	
汽车	16.84	11.31	-7.11	10.52		12.56	5.87	8.72	10.57	
家用电器	13.29	25.31	4.00	4.77		6.09	12.77	4.50	2.63	
有色金属	8.65	68.20	16.82	50.26		15.01	7.91	5.48	15.23	
农林牧渔	245.71	977.37	17.80	-58.03		4.54	8.08	9.91	-0.11	
基础化工	-10.92	13.24	-3.44	21.06		5.14	5.58	-0.42	1.58	
钢铁	-189.79	539.33	82.33	202.87		-10.54	-9.99	-8.30	0.28	
食品饮料	-12.88	0.27	-2.11	-14.61		3.92	2.52	2.34	-4.75	
交通运输	65.85	2.02	5.90	-14.63		6.92	0.43	-1.75	1.91	
房地产	-252.98	-770.21	-132.22	-145.58		-17.85	-7.86	-14.96	-7.92	
商贸零售	4.44	-9.72	-25.77	-63.39		-8.17	-10.10	-7.78	-0.62	
公用事业	-30.00	5.33	-2.90	5.56		-3.35	-4.50	-2.29	-4.48	
纺织服饰	-149.93	-5.56	-12.10	-13.67		-7.17	-13.33	3.91	4.74	
轻工制造	-172.89	-18.85	-27.63	-18.10		-1.22	-0.78	0.66	0.74	
医药生物	-123.41	-8.97	1.64	3.98		-3.42	-4.28	-1.18	1.12	

- 盈利能力方面，选股层面来看，多个行业基本面改善已现一定持续性。
- 营收方面，31个申万一级行业中11个行业已出现至少近两个季度的连续改善，其中，2025Q3较Q2改善幅度较大的前5行业为非银金融、国防军工、钢铁、商贸零售、医药生物。
- 归母净利润方面，国防军工、电力设备、美容护理、通信、医药生物5个行业单季度归母净利润同比增速已实现至少连续近两个季度或以上的持续向好。
- 综合营收与利润来看，当前**国防军工、电力设备、通信、医药生物**共4个行业的营收与归母净利润均在近两个季度实现连续改善，行业营收端回暖与利润端修复相互印证基本面改善质量较高。

- 根据上述国内外环境重要影响变量以及A股盈利情况，结合我们预计2026年年底PPI同比有望回到零值附近的判断，我们认为**2026年本轮牛市两大驱动AI科技革命和再通胀有望持续，A股整体延续慢牛趋势。**
- **一季度，A股或呈现上行趋势。**一方面，本轮经济转型牛趋势已较为确定，在经历了2025年四季度的震荡后，后续三、四月份有存在较多积极因素。三月份公布的“十五五”规划《纲要》有望为市场提供更为清晰地政策框架和政策发力方向；特朗普或将于四月份访华，一季度中美关系有望维持温和水平。因此，市场对于2026年春季躁动具有较强的信心。另一方面，在监管逆周期调控下较好地平抑住了1月上半月市场过于躁动的情绪，因此虽然本轮春季躁动虽然已于12月提前启动，但较以往或更具持续性。
- **二季度至三季度，A股或整体为震荡。**美国中期选举逐渐进入白热化阶段。参考往届美国中期选举，执政党常失去国会掌控权，因此若共和党选情焦灼或劣势下，特朗普或采取将内部矛盾转移至外部矛盾的方式谋取选民的支持。另一方面，随着中美关税暂停临近期满，中美博弈或也将重新增加。但国内方面，2026年PPI同比中枢有望将较2025年显著抬升，节奏上或将呈现“两头低、中间高”的特征，年中有望实现微幅转正。我们预计二三季度，市场有望提前演绎“走出低通胀”的叙事，推升市场信心，市场风格或也将阶段性转向消费。
- **四季度，A股有望重回震荡上行。**根据2025年以来中美的多轮博弈来看，中方已具有较强的制衡能力。因此，预计中美双方关系总体可控，最终将逐步回到谈判桌，中美元首有望再度会面或通话，在此过程中中美关系逐步恢复。

三、2026年A股潜在主线

3.1 AI泡沫温和，市场较理性，泛AI或仍是2026年的核心主线

复盘：科技景气度投资——移动互联网和新能源车



- 第一阶段：资本开支底部回升确认产业趋势，估值上升。
- 第二阶段：业绩得到验证，为行情接力。
- 第三阶段：业绩增速见顶后，行情进入尾声。

图表 移动互联网行情三阶段市场表现



图表 移动互联网行情第一阶段，资本开支底部回升



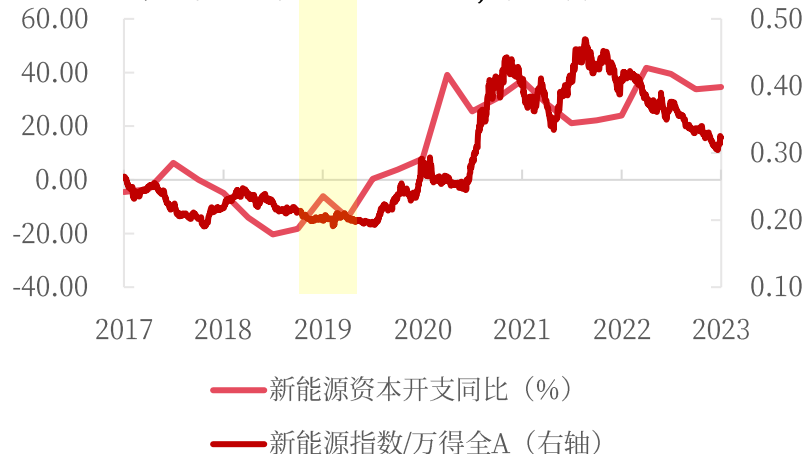
图表 业绩为第二行情接力和三阶段进入尾声的信号



图表 新能源车行情三阶段市场表现



图表 新能源车行情第一阶段，资本开支底部回升



图表 业绩验证为行情启动信号，业绩见顶为行情结束信号



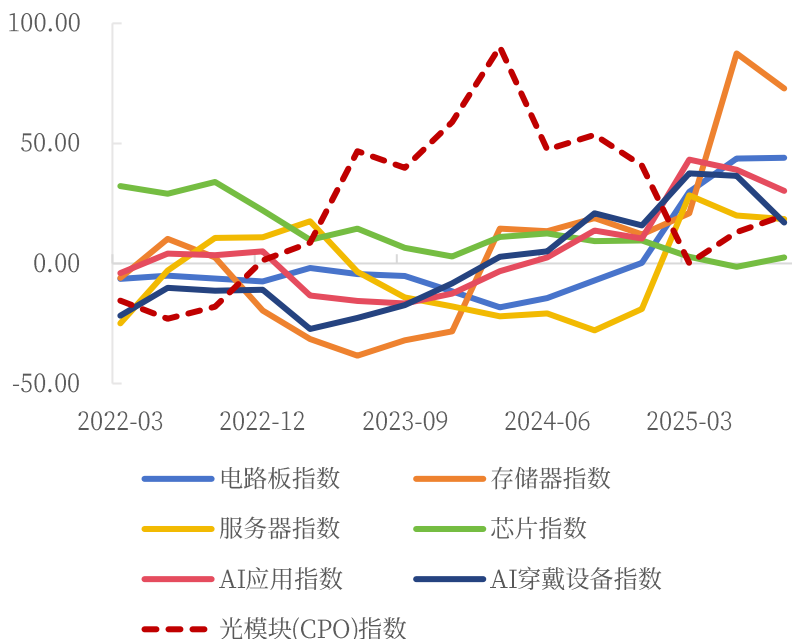
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本开支的度量；市盈率为TMT板块市盈率）

本轮AI行情或处于第一阶段后期

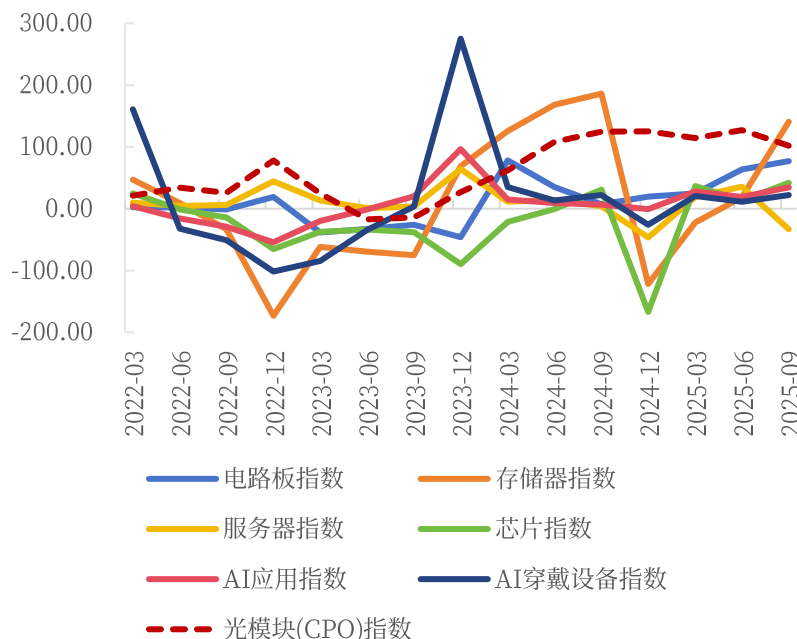


- 自2022年11月ChatGPT发布以来，近两年AI产业链多个环节先后呈现出资本开支扩展趋势。2025年，中国互联网头部企业明确为AI战略而大幅增加资本开支。目前看，仅光模块或已进入第二阶段，即业绩验证阶段，而其他的人工智能AI产业链当前或正处于第一阶段，即资本开支演绎业绩预期拉动估值上行。因此，**往后看，2026年或才是本轮人工智能科技革命下，股票市场全面发力的一年。**
- **业绩等待验证、估值先行**，除光模块CPO外，其余环节均尚未形成较明确的业绩趋势，处于等待业绩验证信号阶段，但PE TTM已经先行启动。
- **关注：应用端进展、十五五政策方向。**

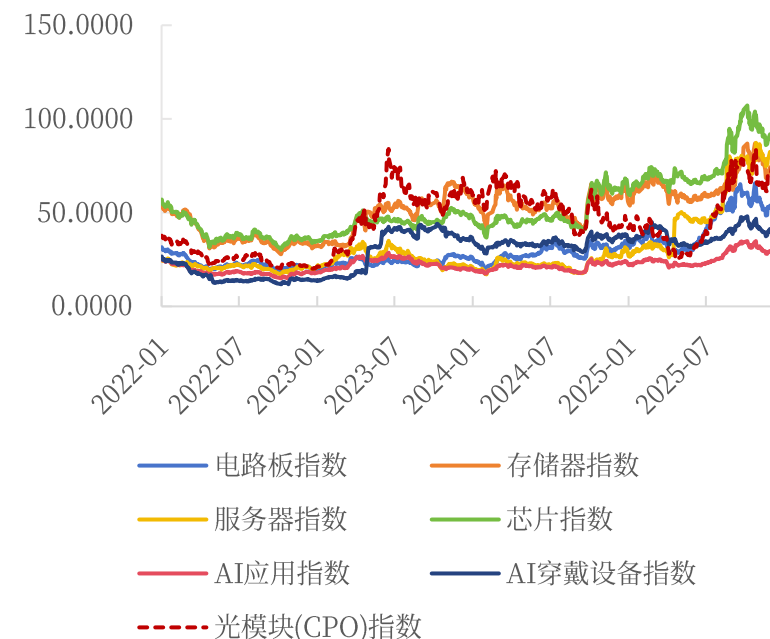
图表 AI产业链资本开支同比增速显示产业呈现扩张趋势 (%)



图表 多数AI产业链环节仍在等待业绩验证信号 (%)



图表 AI产业链上中下游均呈现股指先行 (倍)



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本开支的度量）

- **随着经济转型推进，科技将逐渐成为拉动经济增长的核心动能之一。**参考美股经验，当科技成为经济体增长的重要来源后，股市市值前十大公司以科技为主。对比A股来说，当前我国正处于经济转型初期，市值前十大公司仍以传统行业为主，如金融、石油石化、电信服务。
- **往后看，本轮人工智能科技革命有助于为中国经济转型提供新动能，A股科技股仍有广阔的增长空间。**

图表 中美股市市值前十企业

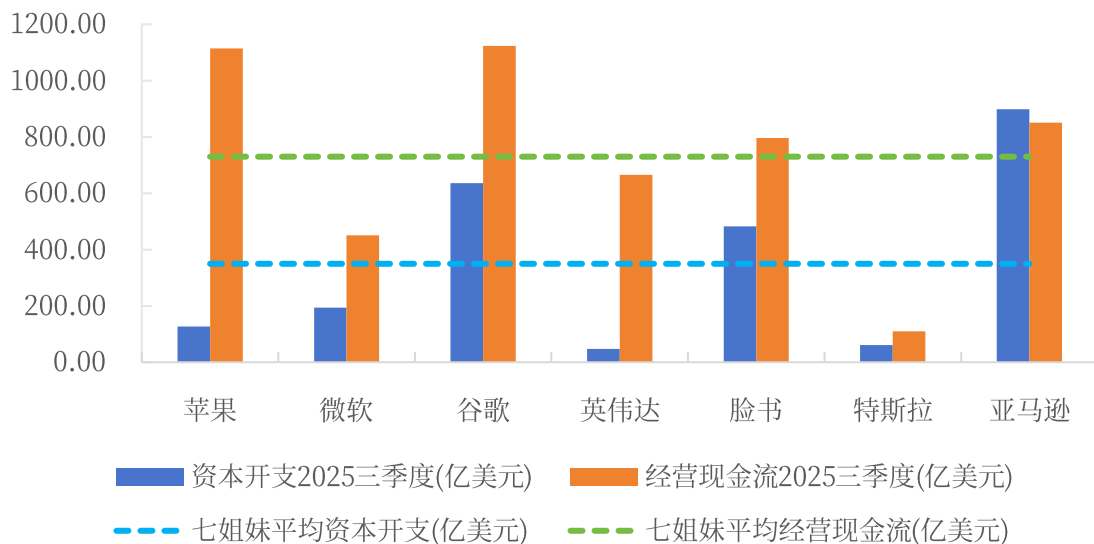
	美股企业	美股市值 (万亿美元) ↓	PE TTM	所属Wind 二级行业	A股企业	A股市值 (万亿元) ↓	PE TTM	所属Wind 二级行业
1	英伟达(NVIDIA)	4.68	47.16	半导体	工商银行	2.47	7.06	银行
2	谷歌(ALPHABET)-C	4.09	32.92	传媒	农业银行	2.32	8.22	银行
3	苹果(APPLE)	3.80	32.23	硬件设备	中国石油	1.94	12.58	石油石化
4	微软(MICROSOFT)	3.22	26.99	软件服务	建设银行	1.94	6.80	银行
5	亚马逊(AMAZON)	2.58	33.79	可选消费零售	贵州茅台	1.80	20.00	食品饮料
6	脸书(META PLATFORMS)	1.86	30.78	传媒	中国银行	1.64	7.22	银行
7	台积电	1.76	32.30	半导体	中国移动	1.59	14.69	电信服务
8	博通(BROADCOM)	1.57	67.81	半导体	宁德时代	1.57	24.46	电气设备
9	特斯拉(TESLA)	1.39	365.16	汽车与零配件	中国人寿	1.27	8.24	非银金融
10	伯克希尔(BERKSHIRE)-B	1.03	15.25	非银金融	中国平安	1.21	8.78	非银金融

AI泡沫温和，市场较理性，泛AI的科技成长方向或仍是2026年的核心主线



- 2025年底以来，全球市场一直对于AI泡沫是否过大而担忧。但我们认为前期全球科技巨头现金流对资本开支覆盖能力较强，市场估值较为合理，且未来全球流动性有望持续宽松，因此泛AI的科技成长方向或仍是2026年的核心主线。
- 现金流：美股七姐妹整体投资水平较合理，除亚马逊外，多数公司的经营性现金流均对于资本开支有较强的覆盖能力。截至2025年三季度，美股七姐妹的平均经营现金流为729.94亿美元，为平均资本开支349.65亿美元的2.09倍。
- 估值：一方面，当前市场仍较为理性，且随着纳斯达克指数EPS连续突破新高，市盈率并未像科网泡沫时期大幅提升，反而较为稳定。2023年5月以来，纳斯达克指数EPS持续上行，当前已不断突破新高，然而市盈率已回落至低于2025年初水平，显示市场对于美国科技股的估值较为温和。
- 宏观层面美联储处于宽松周期，而非当时的加息周期，流动性风险低。宽松货币周期的延续将为二级市场提供充裕流动性，有利于市场进一步看多科技股。而科网泡沫时期处于加息周期，宏观环境加剧泡沫破裂风险。

图表 美股七姐妹现金流覆盖资本开支能力较强



图表 纳斯达克指数EPS连续突破新高，然而市盈率回落



3.2 资源品有望进入新一轮“超级周期”

- 全球政经格局剧烈震荡，多国财政、货币双宽松并重建供应链推动再工业化，叠加AI科技革命推动相关基建需求大幅提升，**全球资源品有望进入新一轮“超级周期”，建议关注铜、稀土、黄金等资源品及相关股票投资机会。**
- 逆全球化大趋势下，激烈的地缘政治冲突与反复摩擦导致国际局势紧张，**避险情绪将黄金、白银等贵金属价格推升至历史新高。**
- **以稀土为代表的战略资源品成为博弈棋局中的重要“筹码”**，其价值在逆全球化大趋势下有望持续提升。2025年，中美经历反复多轮博弈，中方有效通过对战略资源品实施出口管制等手段对美方形成制衡，并于10月底达成部分关税暂停一年的共识。2026年11月将迎来美国中期选举，同时，中美关税暂停期面临期满，预计在此之前中美双方或将再次进行多轮博弈。
- **2026年，多国财政、货币双宽松。**全球多国或将于2026年进一步推升财政支出，AI链有望迎来资本开支扩张，经济修复预期将催生顺周期资源品行业的投资机会。虽然部分国家央行政策倾向于保守，但中美宽货币有望共振宽松，预计2026年全球整体或延续宽松周期，降息对于流动性的作用将持续显现，黄金、白银等贵金属将受益。

资源品价格有望受到AI、新能源产业面的强劲需求推升

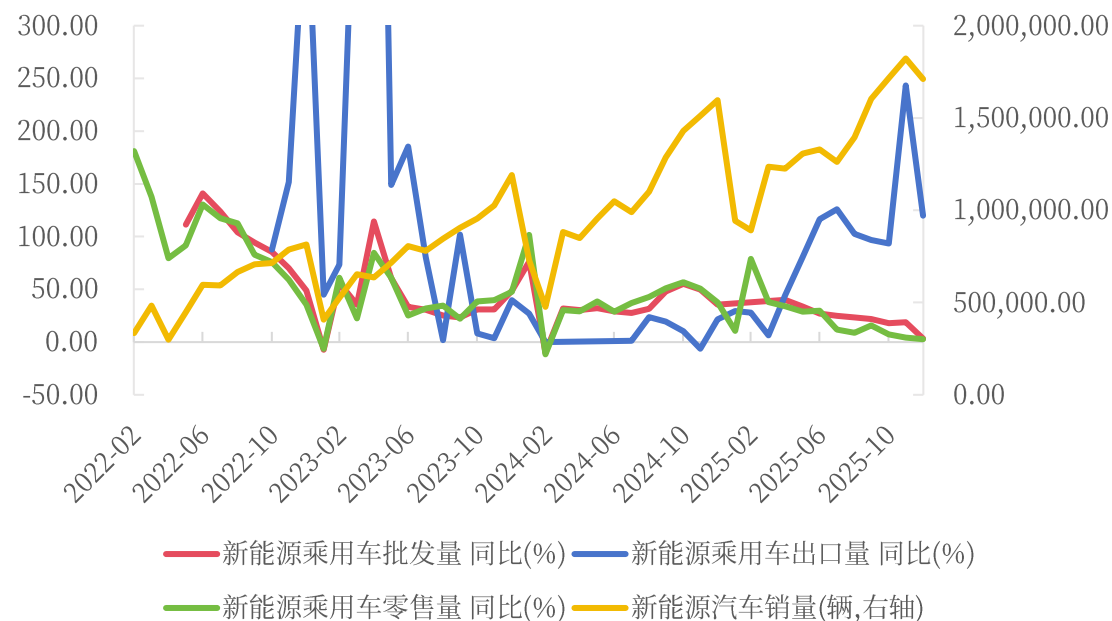


- 产业层面，AI的高速发展有望带动算力、电力及相关基础设施需求爆发，新能源车产业仍保持高速增长，需求端强劲有望推动有色金属和新材料等资源品涨价。
- 费城半导体指数自2025年4月脱离阶段性底部区间后连续上行。我国新能源汽车销量反映需求的高增趋势延续，2024年零售渗透率已达47.60%。2025年12月新能源汽车销量中乘用车占比超过92%，虽然近期乘用车批发量和零售量同比下降显示销量的增加趋势放缓，但出口量同比高增，2025年11月达243.30%，继2023年后，2025年产业出海再度接棒成为新能源车销量主力。铜，及铜的替代品铝，稀土、钴、锂、硅，等，价格均有望受益于产业扩张带来的需求侧旺盛拉动。

图表 费城半导体指数



图表 我国新能源汽车产业扩张趋势

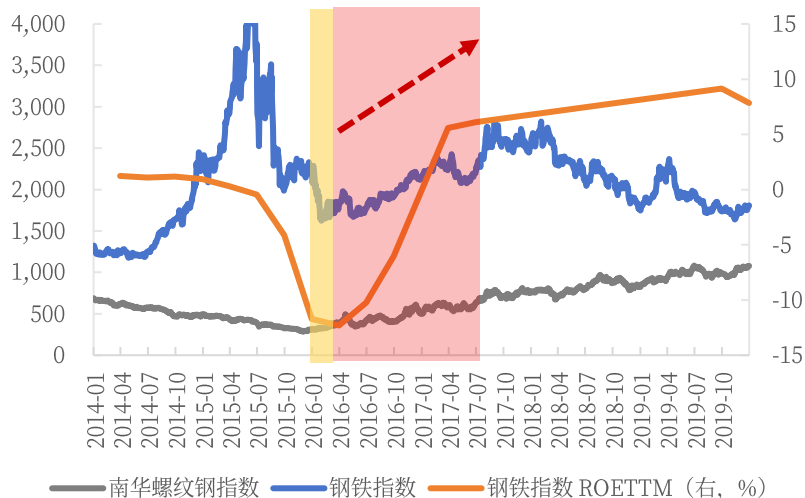


本轮“反内卷”行情或将演绎为弱化版的供给侧改革行情

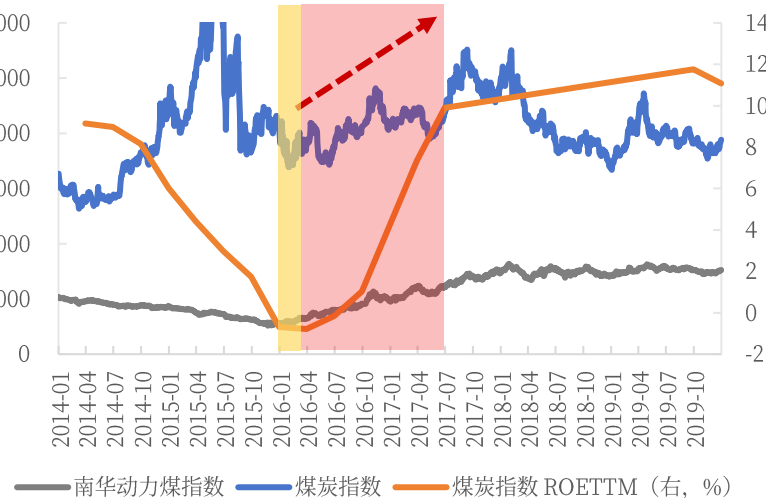


- 上一轮供给侧结构性改革主要为解决传统制造领域存在的产能过剩问题，而本轮“反内卷”更多在打击恶性竞争降价。这导致政策涉及的产业范围和企业性质不同，本轮政策手段效果以及需求端配套政策级别或均弱于供给侧改革，预计“反内卷”行情或将演绎为弱化版的供给侧改革行情。
- 上一轮供给侧改革产能去化资源品的A股行情，行情起点的确认经历三个阶段：预期改善、价格验证、ROE验证。
- 初期，产能去化政策为市场形成减产预期，未来供给过剩问题有望改善，商品市场率先反应，但股票市场情绪尚未被扭转。随后第二阶段，供给收缩预期带动商品价格上升，但由于ROE传导至盈利能力需要时间，且ROE的披露频率低，因此此时披露数据显示资源品ROE往往处于筑底期，ROE下行幅度已大幅放缓、基本止跌。A股资源品股价走势先跟随商品市场价格持续反弹而上涨，但之后或因ROE未能验证而震荡。第三阶段，资源品ROE拐点到来，产业层面盈利能力得到验证，商品价格、产业盈利能力同步改善，A股对应的资源品大行情随之启动。
- 或因市场学习效应，本轮“反内卷”行情直接进入第二阶段即ROE尚未验证，但股价和商品价格已同步上涨阶段。后续，若近一个季度ROE不能及时验证或对行情有一定干扰，但一旦ROE验证后，相关受益板块有望迎来更大的行情。

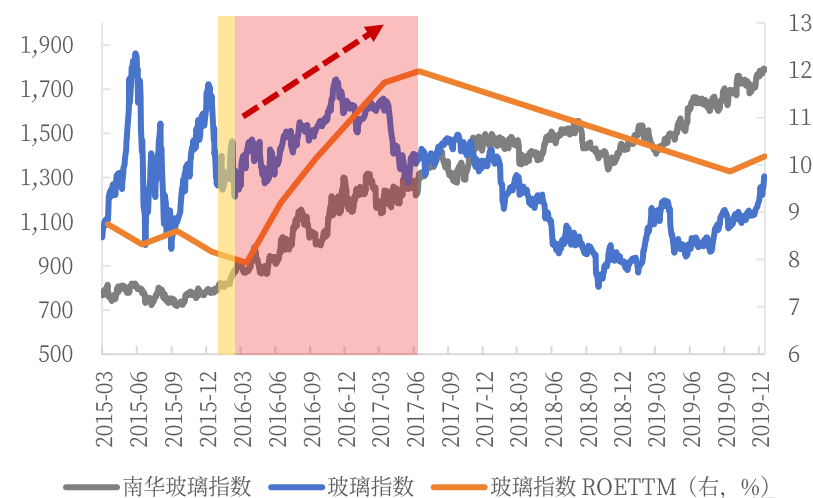
图表 ROE底部与螺纹钢价格指示钢铁行情起点



图表 ROE底部与动力煤价格指示煤炭行情起点



图表 ROE底部与玻璃价格指示玻璃行情起点



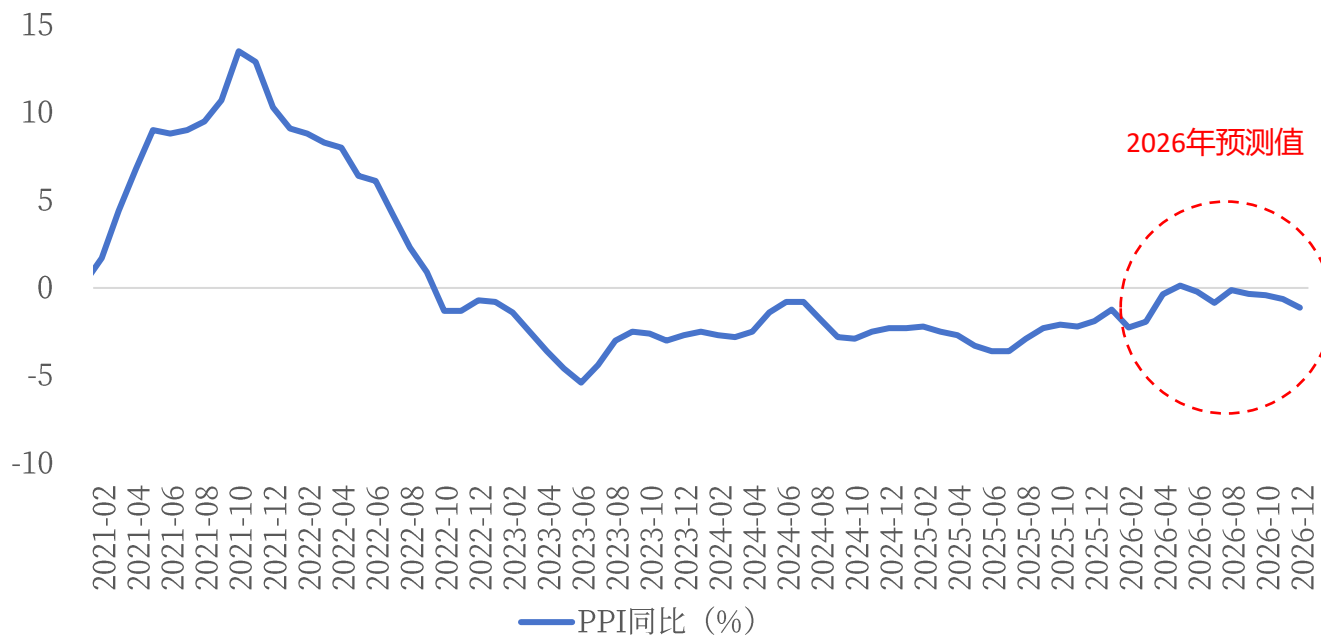
3.3 军贸出口、内需升级与大军工三重共振

- 2026年军工行业面临的三重共振，共同推动军工行业进入一个需求更确定、结构更优化、成长更持续的新阶段。
- **第一重：军贸出口。**地缘局势动荡的中期大趋势下，当前全球军备竞赛或仍处于初期阶段。中国装备经过实战检验，性价比与体系化优势凸显。
- **第二重：内需升级。**2026年既是“十五五”规划开局之年，又是2027年建军百年奋斗目标最后冲刺阶段，订单确定性增强。内需正朝着“强威慑高精尖”和“体系化无人化低成本”方向升级，奠定发展基石。
- **第三重：大军工。**军工技术的溢出效应带动低空经济、商业航天、深海科技等大军工民用产业集群发展。从1到100的放量，商业航天、低空经济、民机等有望在十五五期间完成放量发展。

3.4 走出低通胀，消费板块补齐牛市拼图

- ▶ 通胀方面，供给侧刚性约束与需求端结构性亮点共振，2026年PPI同比中枢有望将较2025年显著抬升，全年同比降幅有望实现0.5%之内。结合PPI翘尾因素，参考钢铁、煤炭、铜、原油、PTA等的期货价格趋势，预计在节奏上，2026年PPI将呈现“两头低、中间高”的特征，年中有望实现微幅转正。
- ▶ 我们预计二三季度，市场有望提前演绎“走出低通胀”的叙事，推升市场信心，市场风格或也将阶段性转向大消费。

图表 2026年PPI预测



- 地缘政治波动超预期，加大我国外部地缘压力，进而对经济复苏和增量政策节奏产生负面影响；
- 海外流动性宽松不及预期，可能增大人民币贬值压力，压缩国内货币宽松空间；
- 国内政策推行不及预期，增量稳增长政策如实际规模偏低、出台速度偏慢，或将导致经济复苏动能弱于预期，再通胀进程缓慢，市场信心承压；
- A股走出盈利底晚于预期，如因外部冲击或内部政策等因素令经济复苏动能偏弱，A股盈利未能维持改善迹象，或导致A股2026年下半年走势弱于预期。
- AI产业科技革命进展不及预期，应用端迟迟未能有效打开C端用户市场，导致AI产业商业模式未能进一步完善。



研究团队介绍:

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行A股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。