

大类资产月度策略（2026.2）

乍暖还寒试韧性，估值修复入深水

核心观点

1. 货币-信用“风火轮”：双宽格局持续

信用方面，12月我国新增社融22075亿元，高于万得一致调查值（18153亿元）。其中新增人民币贷款9100亿元，高于万得一致调查值（6794亿元）。广义货币条件指数边际改善，新增社融数据超预期，抵消高基数引发的信用脉冲回落，金融对实体支撑坚实。当前格局延续“宽货币+宽信用”的双宽组合，资金面趋紧风险较低，金融条件对宏观与资产表现形成托底。

2. 下一阶段大类资产价格展望

指数开门红，估值修复渐入深水区。1月A股延续强势，中证500以12.12%领跑，新开户数近500万反映资产迁移热度。然而2月初受沃什“降息+缩表”鹰派主张冲击，分母端压力陡增，贵金属剧烈回调，市场流动性边际收缩。尽管短期拖累指数，但释放流动性有利于缓解对其它板块的吸血效应，降低长线泡沫破裂风险。当前市场对科创及互联网板块的高资本开支容忍度降至冰点，业绩验证阈值抬高。1月PMI处于荣枯线下，经济基本面尚不支持全面牛，市场步入去杠杆与去伪存真的深水区。展望2月，随着股票型ETF流出减缓，大蓝筹的护盘效应将稳固市场底，慢牛框架在震荡中依旧成立。

长债利率探底，货币政策呵护。1月债市震荡修复，长端表现优于短端。受基本面偏弱及流动性宽松预期驱动，10年期国债利率下行至极低水平，而1年期国债受春节前资金偏紧影响小幅反弹，收益率曲线扁平化。央行1月净投放1000亿国债，叠加2月加量续作8000亿买断式逆回购，释放流动性维稳信号，显示在经济内生动力不足、外部美联储鹰派预期抬头的复杂环境下，国内货币政策“以我为主”的韧性。展望后市，在经济复苏信号确立前，债市尚无大幅转向风险，但资本利得空间压缩。建议维持稳健配置，关注春节后资金回笼节奏及LPR报价，久期策略宜适度缩短以应对潜在市场波动。

人民币步入“6.9”时代，2月波动或增大。1月人民币升幅逊于美元指数跌幅和多数G10货币升幅，市场对人民币单边升值预期动摇，期权交易员大幅撤离升值押注。11月至次年1月的结汇高峰期已过，2月起人民币或开启季节性疲软。当前内松外紧的利差环境叠加结汇动能的断档，使得人民币2月面临阶段性回调压力。但中长期看，美国债务结构性矛盾未解，沃什的政策或仅是放缓美元下行速率而非反转趋势。预计2月汇率将在美元回升与国内政策宽松的交织下震荡，短期回踩不改中枢缓步上行。

商品极致狂热后剧震，政策与地缘变局改写短期逻辑。1月南华综指受原油、黄金带动上扬。原油端，地缘风险推升布油反弹14%，但随特朗普释放对伊缓和信号，战争溢价坍塌；在OPEC产能充裕背景下，反弹多为短脉冲，缺乏长期支撑。贵金属端，2月初沃什鹰派预期刺破前期泡沫，投机持仓拥挤的白银回撤压力尤甚。长期看，黄金的核心定价因子依然强劲，且受制于特朗普的降息偏好，美元流动性不具备极端收紧基础。展望2月，市场将通过高波动洗筹去伪存真，黄金长牛格局未变，需警惕白银及原油均值回归后的震荡风险。定量配置模型对下一阶段国内资产的配置建议为：

积极配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为30%、58.3%、0.0%、11.7%；

稳健配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%；

3. 全球资产配置：增配全球权益资产

美国(15.79%)、德国(0.88%)、法国(15.79%)、英国(1.75%)、日本(0.88%)、越南(14.04%)、印度(0.88%)、中国香港(0.00%)余下50%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1) 情绪因素对市场的扰动；2) 美联储货币政策不确定性

策略研究·策略月报

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8526.31/3.18
创业板/月涨跌幅(%)	3311.51/3.38
AH股价差指数	119.27
A股总/流通市值(万亿元)	101.97/93.33

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《大类资产月度策略（2026.1）- 股汇共鸣迎暖春，债市避锋待转机》——2026-01-08
- 《大类资产月度策略（2025.12）- 股债岁末盘整，原油寒意未消》——2025-12-03
- 《大类资产月度策略（2025.10）- 股债齐升，汇稳金震》——2025-11-01
- 《大类资产月度策略（2025.09）- 贵金属一枝独秀》——2025-09-28
- 《大类资产月度策略（2025.08）- 优先配置股票类资产》——2025-08-23

内容目录

1. 未来大类资产市场展望	4
1.1 货币-信用“风火轮”：双宽格局持续	4
1.2 风格与板块配置：关注小盘成长	5
1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议	6
2. 国内外大类资产月度复盘	8
2.1 国内大类资产回报排序及归因	8
2.2 海外大类资产走势复盘	9
2.3 国内外大类资产间比价	10
2. 国信多资产配置系列总量指数	11
2.1 国内政策脉冲指数	12
2.2 央行分歧指数	12
2.3 A股情绪指数 I	13
2.4 A股情绪指数 II	14
2.5 行业轮动指数	15
2.6 中国债市情绪指数	15
风险提示	17

图表目录

图 1: 前瞻指标提示流动性持续宽松	4
图 2: 前瞻指标提示信用环境延续宽松态势	4
图 3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览	4
图 4: 自上而下视角对各类资产配置建议	6
图 5: 全球大类资产配置信号	7
图 6: 国内资产配置信号	7
图 7: 国内资产配置模型表现	8
图 8: 国内资产配置模型表现（稳健）	8
图 9: 国内大类资产回报月度复盘	8
图 10: 人民币汇率和美元指数表现	9
图 11: 南华各分项指数回报率对比	9
图 12: 国债收益率和期限利差走势	9
图 13: 信用债收益率和信用利差走势	9
图 14: 国内大类资产回报月度复盘	9
图 15: 海外大类资产回报月度复盘	10
图 16: 中国股债性价比走势	11
图 17: 美国股债性价比走势分析	11
图 18: 沪深 300 股债性价比	11
图 19: 中证 500 股债性价比	11
图 20: 国信多元资产指数系列跟踪	12
图 21: 国内政策脉冲指数走势	12
图 22: 央行整体走势指数和分歧指数	13
图 23: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比	14
图 24: 投资者情绪指数构建原理	14
图 25: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号	15
图 26: 行业轮动指数显示，市场在上涨初期往往伴随高速轮动	15
图 27: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势	16
表 1: A 股风格打分卡	5
表 2: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释	13

1. 未来大类资产市场展望

1.1 货币-信用“风火轮”：双宽格局持续

国信总量团队编制了基于金融市场的狭义流动性口径国信货币条件指数，以及基于实体派生广义流动性的国信货币条件指数，对Shibor 3M利率、信用脉冲平均有3个月和6个月左右的领先性。近期，Shibor 3M平稳波动，狭义货币条件指数低位运行，系统性资金趋紧风险极低，显示货币环境仍以“稳中偏宽”为主。信用方面，12月我国新增社融22075亿元，高于万得一致调查值（18153亿元）。其中新增人民币贷款9100亿元，高于万得一致调查值（6794亿元）。广义货币条件指数边际改善，新增社融数据超预期，抵消高基数引发的信用脉冲回落，金融对实体支撑坚实。当前格局延续“宽货币+宽信用”的双宽组合，资金面趋紧风险较低，金融条件对宏观与资产表现形成托底。

图1: 前瞻指标提示流动性持续宽松



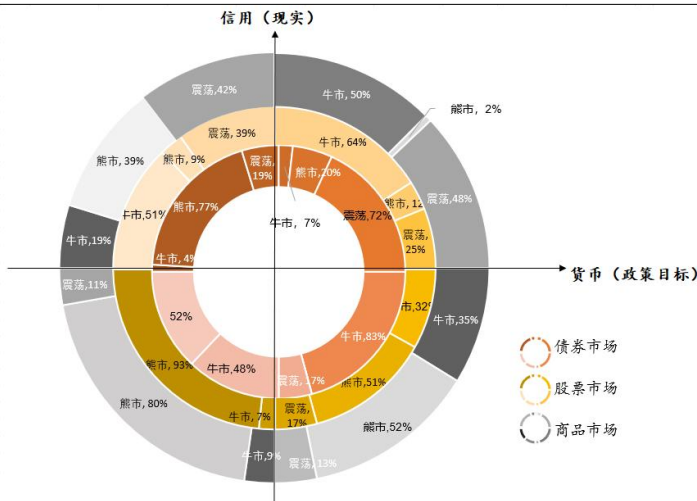
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2: 前瞻指标提示信用环境延续宽松态势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

1.2 风格与板块配置：关注小盘成长

中美经济差异：1月我国制造业 PMI 为 49.3，较 12 月有所下降。美国 ISM 制造业 PMI 为 52.6，较 12 月有所回升。从制造业景气度角度看，中国低于美国，在现阶段外需强于内需背景下利好小市值企业。

国内基本面：1-12 月，我国规模以上工业增加值同比增长 5.90%。其中，12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.20%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长 0.49%。整体来看，基本面仍处修复区间，经济复苏利好成长板块。

通胀因素：12 月 CPI 同比为 0.8%，较 11 月调升 0.1 个百分点。CPI 环比为 0.2%，较 11 月调升 0.3 个百分点。通胀水平的回升利好周期。

估值因素：1 月 Shibor3M 利率为 1.60，较上月调升 0.6bp。利率微幅上调，利好程度：小盘>中盘>大盘。

盈利角度：1-12 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 73982 亿元，同比上升 0.6%，涨幅比 1-11 月扩大 0.5 个百分点。盈利环比和同比均增加，利好小盘企业。

事件驱动：1 月份，IPO 上市公司家数为 12 家。从市值风格经验来看，IPO 数量边际减少利好大盘企业。

表1: A 股风格打分卡

一级指标	二级指标	不同风格		
		大盘	中盘	小盘
基本面因素	中美差异			☆
	国内经济	成长 ☆	均衡	价值
	通胀因素	防御		周期 ☆
DCF 模型角度	分子端	大盘	中盘	小盘 ★
	分母端	大盘	中盘	小盘 ★
事件型驱动	IPO 和并购重组数量	大盘 ★		小盘

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在基本面、DCF 分子端和分母端、事件驱动三重因素的考虑下，市值风格偏向小盘成长。综上，我们对各类资产的推荐配置观点如下表所示，综合胜率和赔率，目前对资产配置的推荐顺序为：**股市>商品>债市**。

图4: 自上而下视角对各类资产配置建议

类别	配置建议	理由	资产名称	12月末收盘	1月末收盘	期间涨跌	
股票	+	指数开门红，估值修复渐入深水区。1月A股延续强势，中证500以12.12%领跑，新开户数近500万反映资产迁移热度。然而2月初受沃什“降息+缩表”鹰派主张冲击，分母端压力陡增，贵金属剧烈回调，市场流动性边际收缩。尽管短期拖累指数，但释放流动性有利于缓解对其它板块的吸血效应，降低长线泡沫破裂风险。当前市场对科创及互联网板块的高资本开支容忍度降至冰点，业绩验证阈值抬高。1月PMI处于荣枯线下，经济基本面尚不支持全面牛，市场步入去杠杆与去伪存真的深水区。展望2月，随着股票型ETF流出减缓，大蓝筹的护盘效应将稳固市场底，慢牛框架在震荡中依旧成立。	上证综指	3968.8	4117.9	▲	3.76%
			深证成指	13525.0	14205.9	▲	5.03%
			创业板指	3203.2	3346.4	▲	4.47%
			上证50	3031.1	3066.5	▲	1.17%
			沪深300	4629.9	4706.3	▲	1.65%
			中证500	7465.6	8370.5	▲	12.12%
债券	-	长债利率探底，货币政策呵护。1月债市震荡修复，长端表现优于短端。受基本面偏弱及流动性宽松预期驱动，10年国债利率下行至极低水平，而1年期国债受春节前资金偏紧影响小幅反弹，收益率曲线扁平化。央行1月净投放10000亿国债，叠加2月加量续作8000亿买断式逆回购，释放流动性维稳信号，显示在经济内生动力不足、外部美联储鹰派预期抬头的复杂环境下，国内货币政策“以我为主”的韧性。展望后市，在经济复苏信号确立前，债市尚无大幅转向风险，但资本利得空间压缩。建议维持稳健配置，关注春节后资金回笼节奏及LPR报价，久期策略宜适度缩短以应对潜在市场波动。	中债财富总指数	249.0	250.0	▲	0.39%
			中债1-30年利率债指数	203.0	203.7	▲	0.35%
			中债信用债总财富指数	225.2	225.8	▲	0.30%
			10年国开利率	2.0	1.7	▼	-29.12
			10年国债利率	1.85	1.73	▼	-12.12
汇率	=	人民币步入“6.9”时代，2月波动或增大。1月人民币升幅逊于美元指数跌幅和多数G10货币升幅，市场对人民币单边升值预期动摇，期权交易员大幅撤离升值押注。11月至次年1月的结汇高峰期已过，2月起人民币或开启季节性疲软。当前内松外紧的利率环境叠加结汇动能的断档，使得人民币2月面临阶段性回调压力。但中长期看，美国债务结构性矛盾未解，沃什的政策或仅是放缓美元下行速率而非反转趋势。预计2月汇率将在美元回升与国内政策宽松的交织下震荡，短期回踩不改中枢缓步上行。	美元指数	98.3	97.1	▼	-1.17%
			美元兑人民币（在岸）	6.99	6.95	▼	-0.58%
			美元兑人民币（离岸）	6.98	6.96	▼	-0.24%
			人民币汇率指数	98.0	97.0	▼	-1.02%
商品	=	商品极致狂热后剧震，政策与地缘变局改写短期逻辑。1月南华综指受原油、黄金带动上扬。原油端，地缘风险推升布油反弹14%，但随特朗普释放对伊缓和信号，战争溢价坍塌；在OPEC产能充裕背景下，反弹多为短脉冲，缺乏长期支撑。贵金属端，2月初沃什鹰派预期刺破前期泡沫，投机持仓拥挤的白银回撤压力尤甚。长期看，黄金的核心定价因子依然强劲，且受制于特朗普的降息偏好，美元流动性不具备极端收紧基础。展望2月，市场将通过高波动洗筹去伪存真，黄金长牛格局未变，需警惕白银及原油均值回归后的震荡风险。	南华综合指数	2631.3	2858.0	▲	8.61%
			南华工业品指数	3549.7	3710.3	▲	4.52%
			布伦特原油（美元）	60.9	69.8	▲	14.64%
			上期所原油	432.2	470.8	▲	8.93%
			伦敦现货黄金（美元）	4308.0	4981.9	▲	15.64%
			上期所黄金	977.6	1161.4	▲	18.81%



资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理

1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议

根据我们的全球资产配置模型（详见 2024 年 4 月 24 日外发报告《全球资产配置启航》），模型显示 2026 年最新一期 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国（15.79%）、德国（0.88%）、法国（15.79%）、英国（1.75%）、日本（0.88%）、越南（14.04%）、印度（0.88%）、中国香港（0.00%）余下 50% 比例按模型假设配置无风险收益产品。

根据我们的国内定量配置模型（详见 2024 年 5 月 15 日外发报告《从宏观择时到定量配置》），模型提示 2026 年最新一期国内资产的配置建议为：

- 积极配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 30%、58.3%、0.0%、11.7%；
- 稳健配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 15%、85%、0%、0%；

图5: 全球大类资产配置信号

国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	未超预期	↑	德国	核心指标	通胀趋势	上行	↓
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓
	技术面指标	RSI	提示超买	↓		技术面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑
		KDJ	提示超买	↓			RSI	提示超买	↓
BOLL		无明显信号	-	KDJ	无明显信号		-		
		WR	提示超买	↓			WR	提示超买	↓
法国	核心指标	通胀趋势	走弱	↑	英国	核心指标	经济前景	走弱	↓
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	提示超买	↓
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
BOLL		无明显信号	-	BOLL	卖出信号		↓		
		WR	提示超买	↓			WR	提示超买	↓
日本	核心指标	消费者信心	走弱	↓	越南	核心指标	出口增速	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		技术面指标	RSI	提示超买	↓
	技术面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓			KDJ	提示超买	↓
		RSI	提示超买	↓			BOLL	卖出信号	↓
			KDJ	提示超买	↓			WR	提示超买
		BOLL	卖出信号	↓					
		WR	提示超买	↓					
印度	核心指标	外商投资情况	走弱	↓	中国香港	核心指标	股市流动性	走弱	↓
	情绪面指标	机构外资净流入展望	净流出	↓		情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓
	技术面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		RSI	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
KDJ		无明显信号	-	BOLL	无明显信号		-		
		BOLL	无明显信号	-			WR	提示超买	↓
		WR	无明显信号	-					

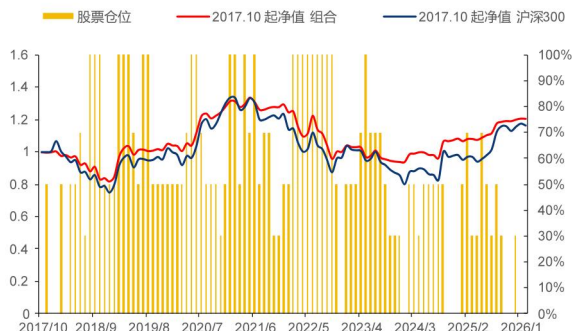
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图6: 国内资产配置信号

资产类型	配置建议	相比于上期	稳健配置建议	相比于上期	风险平价
股票	30.0%	→	15.0%	→	3.8%
债券	58.3%	↓	85%	→	86%
原油	0.0%	→	0.0%	→	2.7%
黄金	11.7%	↑	0.0%	→	7.6%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图7: 国内资产配置模型表现



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图8: 国内资产配置模型表现 (稳健)

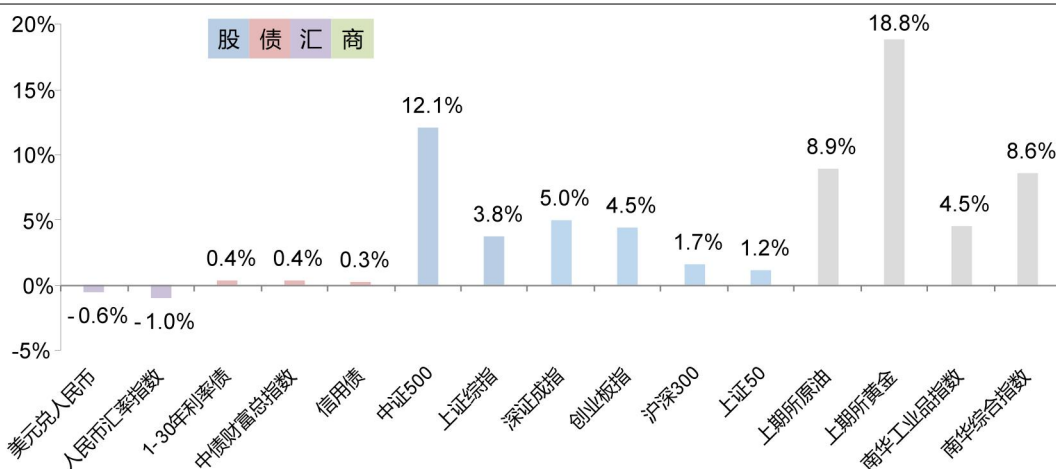


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

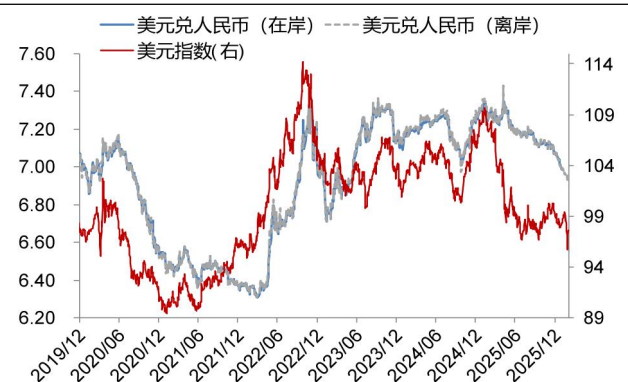
图9: 国内大类资产回报月度复盘



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 11 月 30 日收盘

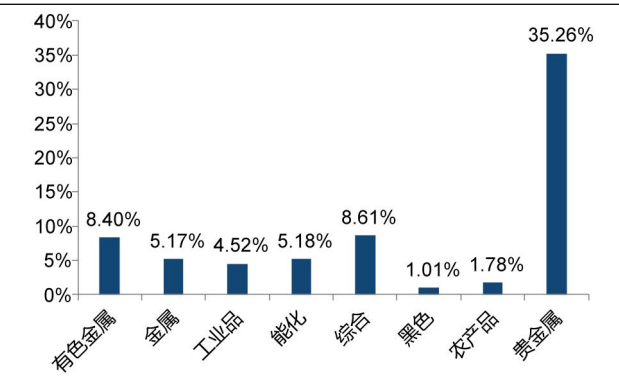
2026年1月国内大类资产的表现可以概况为：**股市上行、债市平稳、商品强势、人民币升值**。（1）股市方面：中证500上涨12.1%，深证成指上涨5.0%，创业板指上涨4.5%，上证综指上涨3.8%，沪深300上涨1.7%，上证50上涨1.2%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：周期股、成长股、消费股、稳定股、金融股，回报率依次为：10.0%、8.0%、1.8%、1.8%、-2.7%。（2）债券方面：1月中债口径十年期国债到期收益率下行12.1bp至1.73%。（3）商品方面：上期所黄金上涨18.8%，上期所原油上涨8.9%，南华综合指数上涨8.6%，南华工业品指数上涨4.5%。（4）汇率方面：截至1月31日，美元对人民币在岸价收于6.9486，相比于2025年12月底的6.989，人民币有所升值。

图10: 人民币汇率和美元指数表现



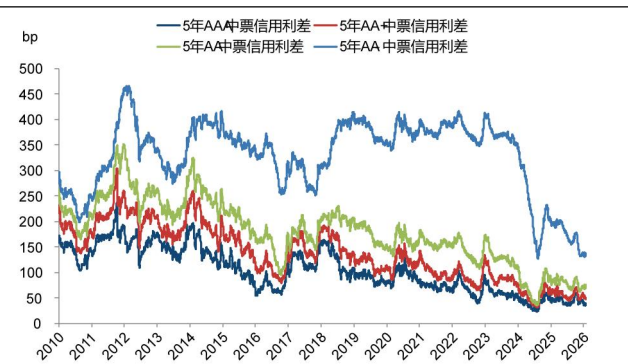
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图11: 南华各分项指数回报率对比



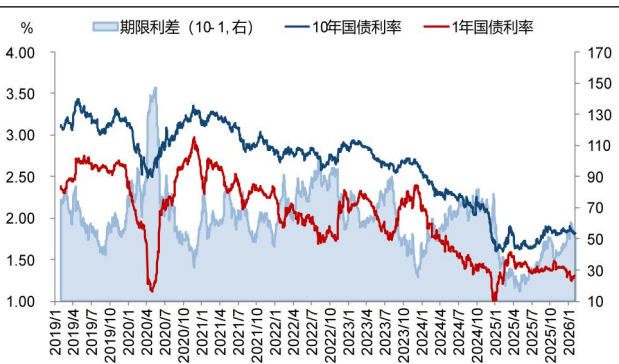
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图12: 国债收益率和期限利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图13: 信用债收益率和信用利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: 国内大类资产回报月度复盘

国内主要资产表现情况											
2025-08	成长股 (18.47)	万得全A (10.93)	周期股 (9.18)	消费股 (5.38)	可转债 (4.25)	金融股 (3.58)	稳定股 (1.37)	货币基金 (0.09)	信用债 (-0.02)	国债 (-0.55)	商品 (-0.62)
2025-09	成长股 (4.06)	周期股 (2.24)	商品 (1.42)	万得全A (0.80)	可转债 (0.37)	货币基金 (0.09)	信用债 (-0.14)	国债 (-0.55)	稳定股 (-1.67)	消费股 (-2.60)	金融股 (-6.13)
2025-10	稳定股 (3.40)	金融股 (2.44)	周期股 (1.29)	国债 (0.66)	信用债 (0.48)	货币基金 (0.10)	商品 (-0.01)	万得全A (-0.04)	可转债 (-0.07)	消费股 (-0.83)	成长股 (-1.56)
2025-11	商品 (0.53)	货币基金 (0.09)	信用债 (0.04)	国债 (-0.34)	消费股 (-0.49)	金融股 (-0.54)	可转债 (-0.67)	周期股 (-1.62)	稳定股 (-1.69)	万得全A (-2.22)	成长股 (-3.46)
2025-12	周期股 (6.26)	成长股 (4.91)	万得全A (3.30)	商品 (3.09)	可转债 (2.02)	金融股 (1.77)	信用债 (0.13)	货币基金 (0.11)	国债 (-0.37)	稳定股 (-2.04)	消费股 (-2.17)
2026-01	周期股 (10.00)	商品 (8.61)	成长股 (7.95)	万得全A (5.83)	可转债 (5.73)	消费股 (1.81)	稳定股 (1.77)	国债 (0.39)	信用债 (0.30)	货币基金 (0.10)	金融股 (-2.72)

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 每一行代表一个月, 从左~右按照各资产类别, 当月回报水平由高到低排序。数据截至 2026 年 1 月 31 日

2.2 海外大类资产走势复盘

2026 年 1 月海外大类资产大体排序: 商品>股票>债券。(1) 权益市场方面, 新兴市场录得 8.73%, 东京日经 225 指数录得 5.93%, 全球股市录得 2.43%, 发达市场

股市录得 1.66%，美国股票录得 1.37%。（2）债券方面，高收益债（0.51%）>MBS（0.41%）>国债（-0.09%）。（3）大宗商品方面，1 月 CRB 商品指数收益率为 7.13%，伦交所现货黄金收益 15.64%。

图15: 海外大类资产回报月度复盘

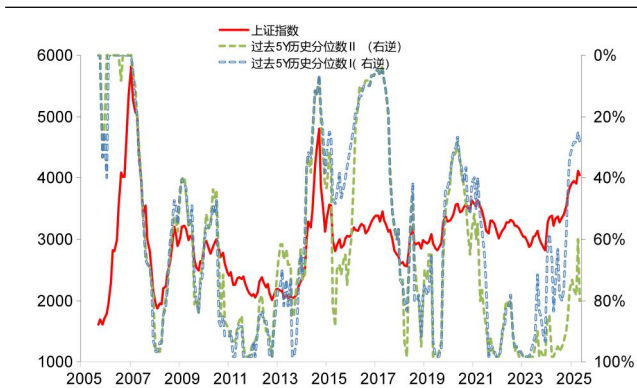
海外主要资产表现情况											
2025-08	东京日经 225 指数 (4.01)	伦敦商品价格黄金 (3.95)	发达市场 股市 (1.95)	美国股票 (1.91)	全球股市 (1.88)	美国MBS (1.81)	美国国债 (1.35)	新兴市场 (1.31)	美国高收益债 (1.17)	CRB商品价格指数 (0.86)	美元指数 (-2.20)
2025-09	伦敦商品价格黄金 (8.80)	新兴市场 (6.69)	东京日经 225 指数 (6.17)	全球股市 (2.50)	美国股票 (2.24)	发达市场 股市 (2.01)	美国MBS (1.15)	美国高收益债 (0.67)	美国国债 (0.64)	美元指数 (0.63)	CRB商品价格指数 (0.33)
2025-10	东京日经 225 指数 (14.23)	新兴市场 (5.26)	伦敦商品价格黄金 (4.41)	全球股市 (2.59)	发达市场 股市 (2.27)	美国股票 (2.00)	美元指数 (1.76)	美国MBS (1.66)	美国国债 (1.25)	美国高收益债 (0.51)	CRB商品价格指数 (0.06)
2025-11	伦敦商品价格黄金 (4.48)	美国MBS (0.62)	美国国债 (0.62)	美国高收益债 (0.58)	发达市场 股市 (0.15)	美国股票 (0.13)	全球股市 (-0.05)	美元指数 (-0.29)	CRB商品价格指数 (-0.35)	新兴市场 (-1.68)	东京日经 225 指数 (-4.12)
2025-12	伦敦商品价格黄金 (2.79)	新兴市场 (2.36)	全球股市 (0.66)	美国高收益债 (0.57)	发达市场 股市 (0.45)	美国MBS (0.21)	东京日经 225 指数 (0.17)	美国股票 (-0.05)	美国国债 (-0.33)	CRB商品价格指数 (-0.90)	美元指数 (-1.18)
2026-01	伦敦商品价格黄金 (15.64)	新兴市场 (8.73)	CRB商品价格指数 (7.13)	东京日经 225 指数 (5.93)	全球股市 (2.43)	发达市场 股市 (1.66)	美国股票 (1.37)	美国高收益债 (0.51)	美国MBS (0.41)	美国国债 (-0.09)	美元指数 (-1.17)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左到右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序。数据截至 2026 年 1 月 31 日。

2.3 国内外大类资产间比价

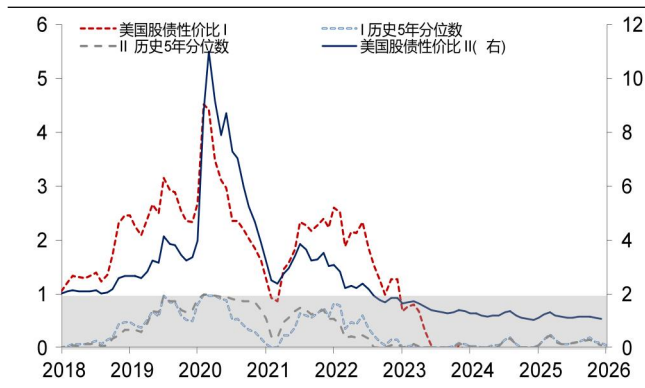
鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径 I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径 II）。ERP 可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2026 年 1 月，口径 I 下股债性价比分位数由 28.33 小幅下降至 25%，口径 II 则由 78.33%显著下降至 60%，反映股票相对债券的吸引力有所减弱。与此同时，美国 1 月份股债性价比的历史分位数在 I、II 口径下维持在历史较低水平，分别为 8.33%、3.33%，边际进一步下降，反映美股估值水平较高，以及美债潜在的降息空间。

图16: 中国股债性价比走势



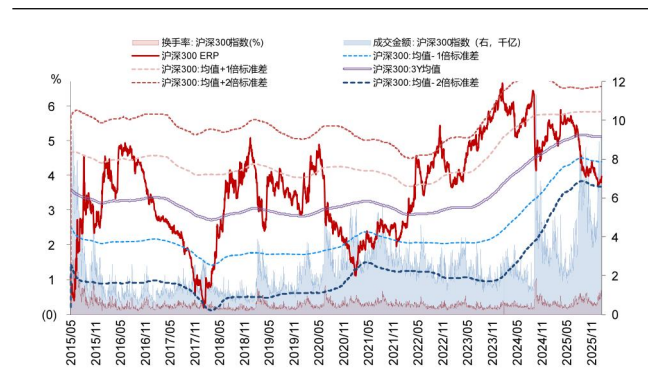
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图17: 美国股债性价比走势分析



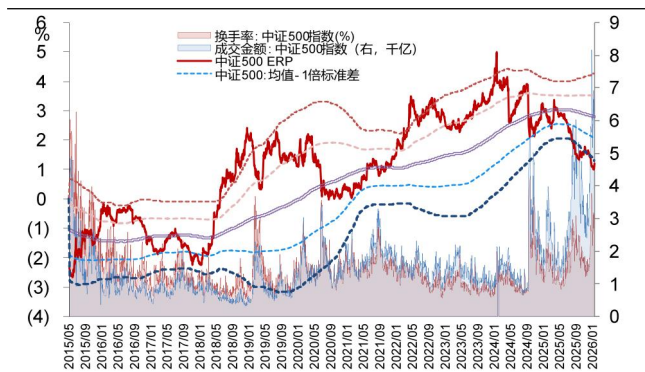
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理。注: 股债性价比 I 为 SPX 指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差, 性价比 II 为 (SPX 指数市盈率+股息率) / 十年期美债收益率

图18: 沪深 300 股债性价比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图19: 中证 500 股债性价比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2. 国信多资产配置系列总量指数

本报告对过往研究阶段中编制的多资产配置相关的指数进行了汇总发布, 其中包括宏观景气和政策量化指数、股市交易情绪指数以及债市情绪和风险指数。这些指数是宏观经济环境和市场表现评估的重要工具, 在定性分析的基础上添加完全依赖于数据刻画的宏观环境、市场情绪等维度, 能够帮助投资者更好地把握市场趋势并做出合理的投资决策。基于自上而下的思维出发, 对于国内外的货币、财政等政策进行量化观测, 以此为基础落实到多资产配置最为重要的两个领域: A 股市场和债券市场, 通过成交、价格等因素对市场的风险、水位、情绪等进行刻画。三大类别、共计八个分支指数如下表所示:

图20: 国信多元资产指数系列跟踪

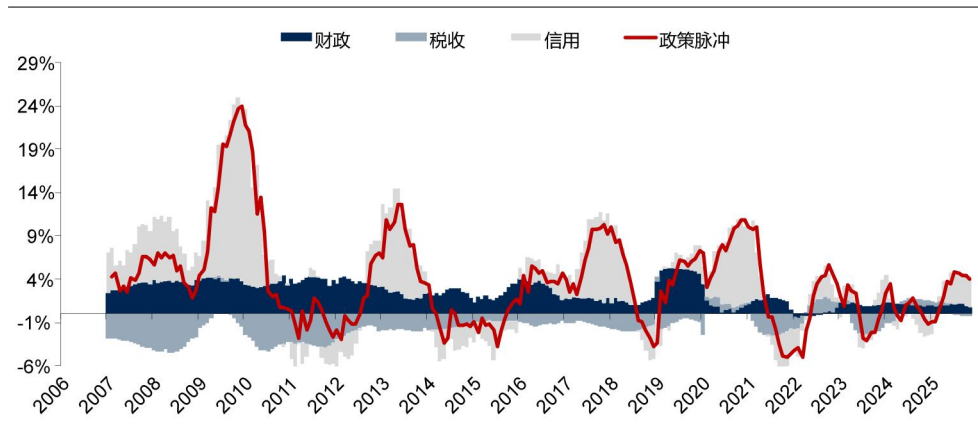
类别	名称	起始时间	更新频率	目的
宏观景气和政策量化	1. 政策脉冲指数	2002年1月	月	定量观测货币、税收和财政三大政策程度
	2. 货币/信用前瞻指数	2008年11月/2010年9月	月	衡量国内货币环境宽松、紧缩的程度/衡量实体经济派生的程度
	3. 全球央行分歧指数	2002年9月	月	衡量世界主要经济体央行货币政策分歧程度
股市交易情绪	1. A股情绪指数 I	2006年5月	月	通过价格指标提示A股市场的情绪状态
	2. A股情绪指数 II	2014年4月	周	提示股票市场交易的高位风险和底部位置
	3. 行业轮动指数	2010年1月	周	对市场行业轮动的速度进行定量判定
债市情绪和风险	1. 中国债市情绪指数	2017年1月	日	判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度
	2. 债市预警指数	2010年5月	周	基于实体产业和金融数据衡量债市的波动情况

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.1 国内政策脉冲指数

市场往往对货币政策的关注度极高, 这是因为降准、降息等货币政策容易观测, 每次降准、降息后即可获知对市场投放的流动性是多少。尽管如此, 观测货币政策对实体经济所派生出的信用仍有不足之处, 容易产生误判。我们参考信用脉冲的构造方法, 以老口径社融、财政支出和税收收入(逆向) 加总构造广义政策脉冲, 发现其对股市行情的前瞻性要强于信用脉冲。12月政策脉冲指数小幅下滑, 财政和信用指数下降, 税收指数上升。总的来看, 政策环境保持平稳。

图21: 国内政策脉冲指数走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.2 央行分歧指数

央行分歧指数是用来衡量世界各大经济体央行货币政策分歧程度的一个指标。它对各国央行政策利率的变化方向进行统计分析, 能够反映出不同国家央行在国内外部经济形势和通货膨胀压力等方面的差异性, 也可以帮助投资者预判未来各国央行货币政策分歧程度及其变化方向。12月全球央行整体走势指数小幅回升, 但近两年中枢持续下移, 负向趋势有所加深。政策分歧指数上升, 表示全球央行的政策取向一致性减弱。

图22: 央行整体走势指数和分歧指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.3 A 股情绪指数 I

我们采用六类底层指标构造 A 股情绪指数 I, 这些指标包括基金溢价率、股市交易量和开户数、IPO 数量及首日收益率、经济基本面信心等多个维度:

表2: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释

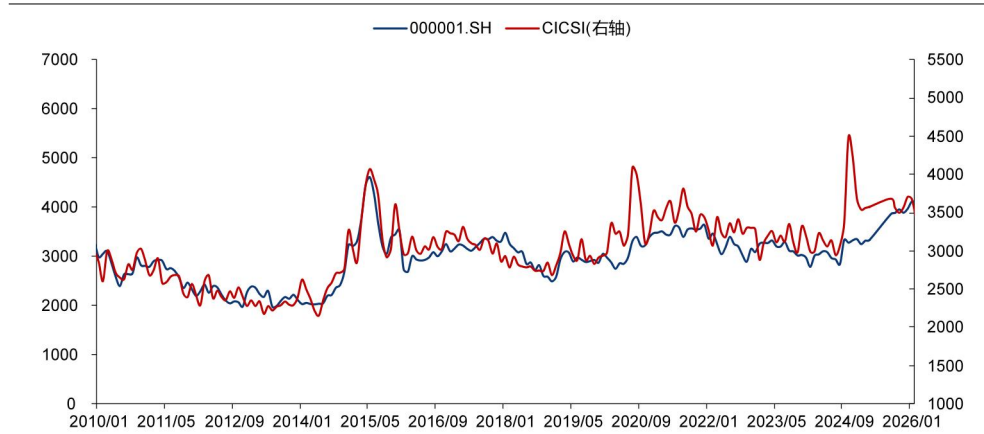
指标简称	指标频率	指标释义	指标方向
DCEF	周度	基金 IOPV 溢价率, 将中国上市 ETF 按基金份额加权计算平均溢价率	正向
TURN	月度	月交易量, 当月 A 股市场总交易金额与总流通市值的均值比	正向
IPON	月度	当月 IPO 个数, 若没有则计为零	正向
NIA	月度	A 股账户新增开户数的对数	正向
IPOR	日度	IPO 首日收益, 按 IPO 日流通股本数加权计算当月平均首日收益率	正向
CCI	月度	消费者信心指数	正向

资料来源: 易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICS I 的构建[J]. 金融研究, 2009(11): 174-184., 国信证券经济研究所整理

将上述指标按一定权重加总得出投资者情绪指数, 具体计算公式为:

A 股情绪指数 I = 0.231 · DCEF + 0.224 · TURN + 0.257 · IPON + 0.322 · IPOR + 0.268* · CCI + 0.405 · NIA。2026 年 1 月 A 股情绪指数 I 下降, 指示股票交易情绪有所降温。

图23: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比

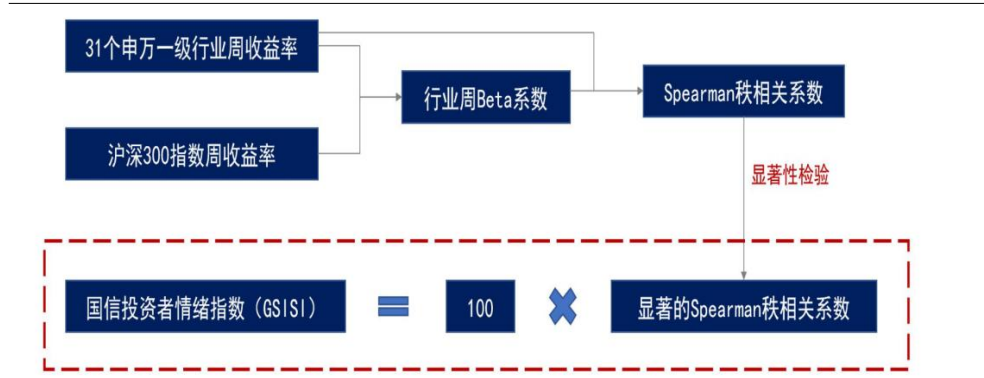


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.4 A 股情绪指数 II

根据中国 A 股市场特点, 我们使用一级行业的相对于股票宽基指数 (此处以沪深 300 为例, 同步跟踪万得全 A 和上证指数) 的周 Beta 系数和周收益率等基础数据, 可以构建适合国内语境的投资者情绪指数, 该指数在历史上基本可以提示了沪深 300 指数的运行趋势、底部空间和风险位置。1 月中旬情绪指数 II 出现一次积极信号, 1 月未出现消极信号。

图24: 投资者情绪指数构建原理



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

图25: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.5 行业轮动指数

我们对各行业过去一年左右时间内的涨跌幅进行排序, 根据各个行业涨跌幅排名变化构造行业轮动指数。如果每个行业涨跌幅排名当期没有发生变化, 那行业轮动指数将降至 0, 该指数越高代表行业轮动的速度越快, 越难以通过市场主线的思维捕捉。2026 年 1 月行业轮动指数呈 U 型走势, 先高位回落再回升, 月度均值较 2025 年 12 月没有明显变化, 近两月的行业轮动节奏由极端活跃向偏快水平回归。

图26: 行业轮动指数显示, 市场在上涨初期往往伴随高速轮动



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.6 中国债市情绪指数

为准确判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度, 我们构建中国债市情绪指数, 以解释说明价格因素、流动性净投放因素对国债收益率波动无法解释的部分。2026 年 1 月债市情绪指数微幅下降, 投资者对债券市场的关注度无明显变化。

图27: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1) 情绪因素对市场的扰动；
- 2) 美联储货币政策不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032