

理性降温，风格暂回稳健



——2026年2月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2026年2月5日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国劳动力延续疲弱，美联储短期或维持利率不变，缩表落地概率较低

➤ 美国劳动力市场疲软，通胀温和

- ◆ 12月新增非农人数走弱、前期数据下修，与失业率“虚低”并存，这共同指向劳动力市场状况正在仍在恶化。
- ◆ 12月通胀温和，反映了先前市场担忧的关税传导效应，其影响可能是“一次性”的。未来通胀更多取决于租房价格服务业和能源价格，整体相对温和可控。

➤ 美联储短期或维持利率不变，缩表落地概率较低

- ◆ 美联储在1月FOMC会议上维持政策利率不变，且表态偏鹰。考虑到财政刺激措施可能会在上半年支撑经济和通胀，我们认为美联储在2026年6月前大概率维持利率不变。2026年1月30日，凯文·沃什被提名为下任美联储主席。沃什主张通过缩表传递政策独立性，但该观点在美联储内部缺乏共识与实证支持，因此实际落地的可能性较低。

国内宏观

政策仍偏前置发力，经济下行压力或缓解

➤ 2025年顺利完成经济增长目标，内需下行压力仍待改善

- ◆ 经济下行压力有所上升，四季度GDP增速回落至4.5%，但全年顺利完成5%经济增长目标。
- ◆ 内需下行压力进一步上升，国内消费、投资、地产延续回落态势，在反内卷、化债背景下，投资增速持续下行，随着基数抬升、补贴退坡，消费回落压力也持续加大。
- ◆ 外需及生产偏强继续形成对经济增长的重要支撑。
- ◆ 物价指数企稳修复，反内卷成效继续显现，不过内需不足的压力仍在，上游、高技术制造业向好，中下游压力偏大的分化延续。

➤ 政策仍偏前置发力，总体力度相对温和

- ◆ 2026年政策仍偏前置发力，“两新”、“两重”政策及时接续，不过从力度上看，国补力度与范围边际缩小。
- ◆ 从部分地方两会制定目标来看，2026年多数较去年有所下调，显示政策更加务实，助力经济摆脱对超常规政策依赖。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 市场回归理性，短期回归稳健：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回落，价格指数企稳修复； ◆ 资金面：A股成交额有所回落，但情绪总体仍然偏高； ◆ 政策面：中长期更加侧重科技创新主线，国补等政策有序接续但力度边际减弱； ◆ 外部环境：外部特朗普带来的地缘风险扰动加大，但对国内市场影响较小。 <p>➤ 春季行情或已进入尾声，预计2月市场更偏理性，可逐步回归稳健风格：当前春季行情启动较早，且已较快演绎，叠加监管通过提高融资保证金等手段给市场降温，引导市场回归理性，预计春季行情已进入尾声，指数上限空间受限，近期黄金价格大幅下跌，市场整体波动风险明显放大，资金获利了结意愿有所增强，预计短期内波动仍然偏大。考虑到今年春节假期时间较晚，接近春季行情向两会行情切换节点可在春节假期前适度止盈或阶段性切换至偏稳健风格。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 春节前适度止盈科技成长、回归稳健：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 继续关注宽基指数，适度偏稳健：当前市场系统性风险相对有限，但短期内获利了结意愿有所上升，市场波动上升，建议关注上证50、沪深300、A500等偏大盘权重宽基指数。 ◆ 适度止盈前期涨幅较大的高景气度板块，阶段性切换至偏稳健风格：随着春季行情逐渐进入尾声，今年春节较晚，节后将临近3月两会行情，前期表现较好的科技成长等板块可在春节前适度止盈，或切换至偏稳健防守风格，短期（2月中上旬-3月中旬）建议关注红利低波、港股央企红利等偏高股息风格，以及银行、公用事业、消费、地产等低位板块的阶段性机会。中期来看，以商品为基础的有色、化工等景气度或仍有支撑，科技硬件方向或需观察财报季景气度指引。 	暂回大盘权重 等待景气度指引
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 阶段性偏高股息：短期阶段性回归偏高股息稳健风格，后续若有调整可关注高景气布局机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。 	暂回稳健 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	中性	相对乐观
港股	中性	中性
利率债	中性	中性
信用债	中性	中性
可转债	中性	中性
美股	相对乐观	相对乐观
美债	相对乐观	相对乐观
美元	中性	相对谨慎
日股	相对乐观	中性
黄金	中性	中性
原油	相对谨慎	中性
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：全球市场资产收涨

2026年1月大类资产表现特征回顾：

- 1月，A股上涨，港股跟涨，海外整体收涨，日股领涨。债市震荡，黄金价格大幅走高，油价上升，美元指数走弱。
- A股整体上涨。**2026年1月，A股市场整体上涨。稳增长政策前置发力，2025年12月制造业PMI重返扩张区间。随着宏观政策预期升温，春季躁动演绎下年初资金布局意愿较强，市场风险偏好回暖带动股市上涨。
- 港股跟涨。**在南向资金的带动下，港股年初跟随A股上涨。
- 海外主要股市收涨，日股领涨。**特朗普1月下旬宣布，若相关国家不就“彻底购买格陵兰岛”达成协议，将从2月1日起对丹麦、法国等8国加征关税。市场避险情绪飙升。后续特朗普称已就格陵兰问题达成“未来协议框架”，市场解读为贸易战风险降低，海外市场最终收涨。
- 债市小幅回落。**债市本月初主要受到股债跷跷板以及政府债务供给的影响，持续下跌。后续央行通过超额续作MLF和结构性降息，降低了银行的负债成本。这使得银行体系资金变得充裕，在资产端面临“欠配”压力下，增加了债券配置，从而推动了利率债收涨。
- 黄金大幅走高。**受美国对委内瑞拉军事行动、美伊局势升级及欧美围绕格陵兰岛的关税争端等地缘政治风险影响，市场避险情绪升温，美元信用受质疑，黄金价格大涨。2026年1月30日，美国总统提名凯文·沃什为下任美联储主席，加之全球主要交易所同日上调金属期货保证金，黄金在月末大幅跳水。
- 油价明显上涨。**美委、美伊局势紧张推升了供应风险溢价，而北美及东亚的寒潮则刺激了短期取暖需求，并带来“冻产”可能，驱动油价上涨。
- 美元指数走弱。**本月一系列地缘政治事件加剧了全球对美元信用和政策不确定性的担忧，中期信用疑虑与长期“去美元化”趋势共同驱动的美元走弱。

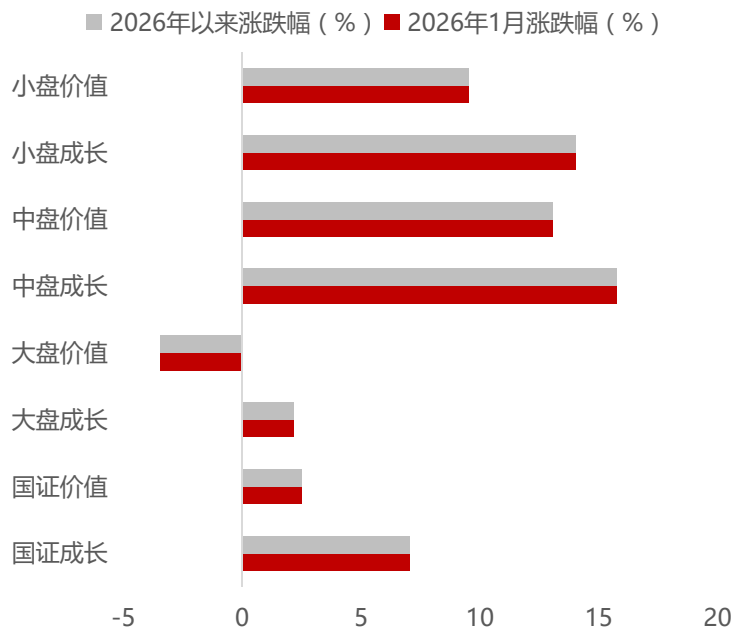
资产类别		区间涨跌幅		
		2026年1月	2025年12月	2026年以来
A股	同花顺全A	5.79	3.29	5.79
	上证指数	3.76	2.06	3.76
	沪深300	1.65	2.28	1.65
	中证500	12.12	6.17	12.12
	中证1000	8.68	3.56	8.68
	创业板指	4.47	4.93	4.47
港股	恒生指数	6.85	-0.88	6.85
	恒生中国企业指数	4.53	-2.37	4.53
	恒生科技指数	3.67	-1.48	3.67
海外股市	标普500	1.37	-0.05	1.37
	纳斯达克指数	0.95	-0.53	0.95
	德国DAX	0.20	2.74	0.20
	日经225	5.93	0.17	5.93
	英国富时100	2.94	2.17	2.94
	法国CAC40	-0.28	0.33	-0.28
债券	中债总财富指数	0.39	-0.02	0.39
	中债信用债指数	0.30	0.13	0.30
	中证转债指数	5.82	2.13	5.82
商品	南华商品指数	8.61	3.09	8.61
	ICE布油	16.19	-2.36	16.19
	COMEX黄金	12.81	2.52	12.81
汇率	美元指数	-0.91	-1.14	-0.91
	美元兑人民币	-0.59	-1.28	-0.59

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部
注：数据截至2026年1月31日，单位：%

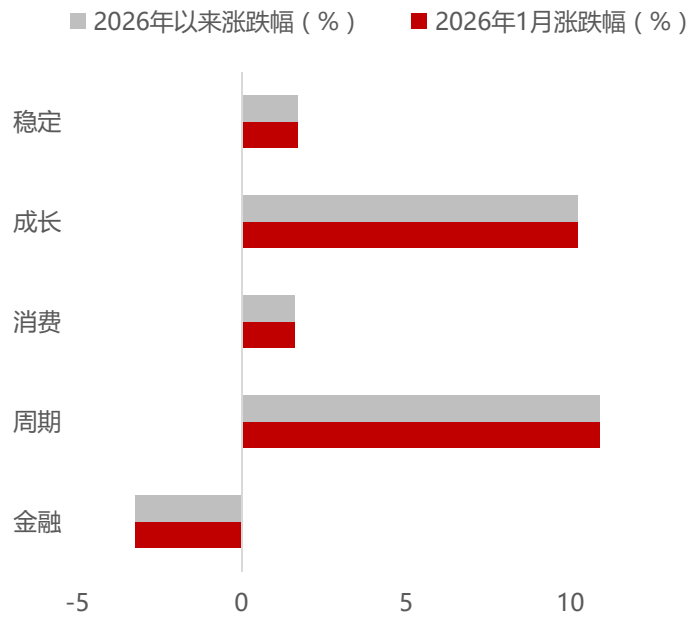
A股行业风格回顾：有色科技上涨，金融回落

- 1月除了大盘价值外均上涨。2026年1月，以有色金属为代表的周期板块领涨，主要得益于AI基建需求以及地缘局势带来的价格催化；而中盘成长与小盘成长风格表现突出，则直接受益于资金对科技创新、产业升级等政策支持领域的集中布局。
- 行业方面，2026年1月有色金属、传媒、电子领涨；银行、农林牧渔、食品饮料等行业领跌。传媒与电子的强势则直接受益于人工智能等产业趋势的推进和国产替代逻辑的深化。银行领跌主要因市场风险偏好回升，资金从防御板块流出所致；而农林牧渔、食品饮料等消费行业与当前宏观环境下消费复苏节奏平缓有关。整体来看，资金明显从传统的防御性板块流出，集中涌向了具备产业催化与价格弹性的进攻性方向。

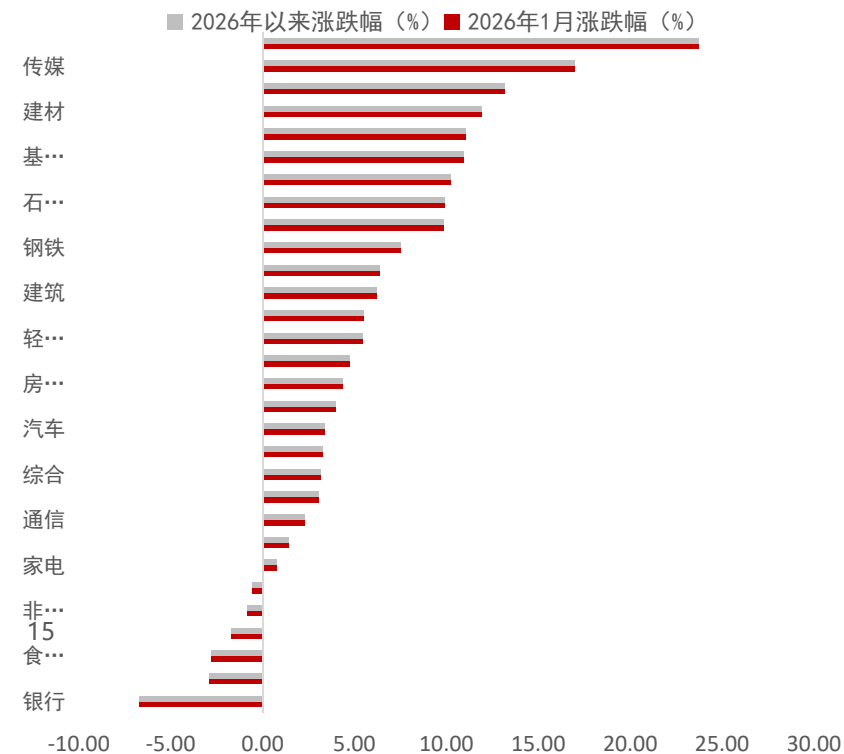
1月除了大盘价值外均上涨 (%)



1月周期和成长上涨 (%)



1月有色金属、传媒、电子领涨 (%)



内容目录

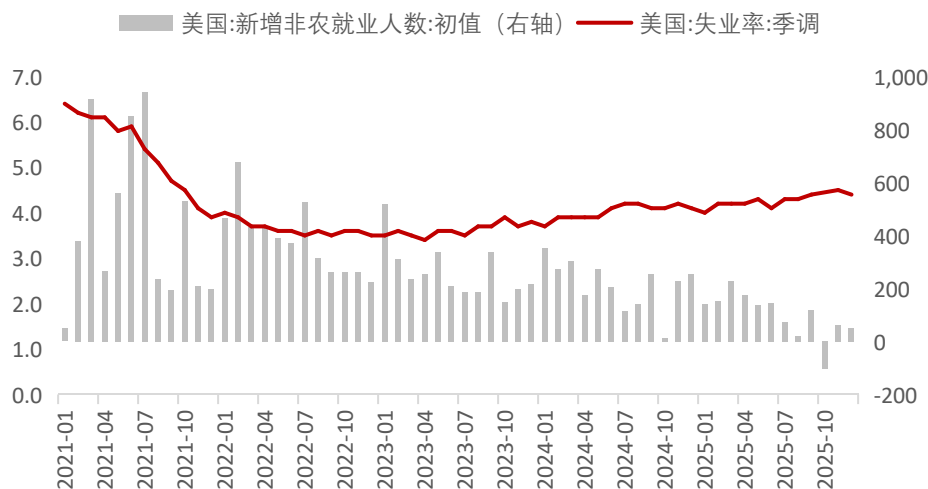
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



美国劳动力市场疲软，通胀温和

- **美国劳动力市场疲软延续。**12月新增非农就业仅5万人，低于市场预期7万人，且前两个月数据合计下修7.6万人，反映就业增长动能持续放缓。尽管失业率录得4.4%，略低于预期4.5%，但这主要源于劳动力参与率下降—部分求职者因就业困难退出劳动力市场，从而不再计入失业统计，掩盖了实际就业压力。综合来看，新增就业人数走弱、前期数据下修，与失业率“虚低”并存，这共同指向劳动力市场状况正在仍在恶化。
- **12月通胀温和。**12月美国CPI同比+2.7%，市场预期+2.7%，与上月持平，环比+0.3%；核心CPI同比上涨2.6%，持平于11月，略低于市场预期2.7%。12月通胀低于预期，主要受能源价格同比大幅放缓以及二手车和卡车价格等部分商品价格回落影响，一定程度上反映了先前市场担忧的关税传导效应，其影响可能是“一次性”的。不过食品和服务通胀延续韧性。租金同比大幅上涨。展望未来预计关税对通胀提升的影响有限，未来通胀更多取决于租房价格服务业和能源价格，整体相对温和可控。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



美国通胀延续低位，不及预期 (%)



美联储短期或维持利率不变，缩表落地概率较低

- 美联储短期大概率维持利率不变。** 美联储在1月FOMC会议上维持政策利率不变。相较2025年12月会议，声明对近期经济活动的评估从“温和”上调至“稳健”，删除了“近几个月就业方面的下行风险有所上升”。我们认为美联储在2026年6月前大概率维持利率不变。一来美联储本次表态偏鹰，二来财政刺激措施可能会在上半年支撑经济和通胀。根据CME美联储观察工具，市场预计2026年可能降息1-2次。
- 沃什提名不改政策路径，实际缩表概率较低。** 2026年1月30日，凯文·沃什被提名为下任美联储主席。结合其过往持续抨击扩表并呼吁缩表，市场普遍视其为鹰派。沃什并不反对降息，其核心立场是反对扩表—该举会被市场解读为美联储为财政融资兜底，损害央行信誉，并可能引发财政无限扩张的预期，进而推升长期利率和通胀。沃什主张通过缩表传递政策独立性，但该观点在美联储内部缺乏共识与实证支持，因此实际落地的可能性较低。

CME FED WATCH 根据期货价格计算出来的市场降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PR						
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	91.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	22.5%	76.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	10.3%	44.9%	44.2%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	22.1%	44.7%	29.1%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.8%	11.5%	31.5%	38.2%	16.9%
2026/10/28	0.0%	0.5%	4.0%	16.2%	33.1%	33.2%	13.0%
2026/12/9	0.1%	1.2%	6.6%	19.7%	33.1%	29.0%	10.3%
2027/1/27	0.1%	1.3%	6.7%	19.8%	33.1%	28.8%	10.2%
2027/3/17	0.1%	1.3%	6.6%	19.6%	32.9%	28.9%	10.5%
2027/4/28	0.1%	1.2%	6.2%	18.7%	31.9%	29.2%	11.8%
2027/6/9	0.1%	1.1%	6.0%	18.1%	31.2%	29.3%	12.6%

沃什2024年以来对美联储政策的相关言论表态

时间	发言	解读
2024年	沃什表示当前美联储存在“信誉赤字”	他主张美联储回归规则，收缩自由裁量权
2025年4月	沃什向 G30 组织发表的演讲中，他认为美联储“在所有经济政策事务中都承担了更为广泛的职责”，并且“还涉足了治国理政和预期管理的领域”。	他声称这些“偏离主业的尝试”导致了货币政策执行过程中的系统性错误。
2025年7月	沃什接受 Fox Business 采访时表示，应“减少印钞、压缩美联储资产负债表”，并认为在此框架下利率水平有望实质性下降。	市场普遍将其解读为主张通过缩表为更低利率、甚至压低收益率曲线整体水平创造条件。
2025年7-8月	沃什呼吁财政部和美联储协调缩表	他认为这样可以缓解QT恐慌

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：圆满达成5%经济增长目标

- 12月经济圆满收官，GDP增速达成全年5%增长，投资、消费延续放缓，出口生产韧性偏强。
- 需求：消费延续回落，12月国补退坡、基数偏高等因素影响，消费增速回落至偏低水平，全年增速3.7%，高于2024年（3.5%）。
- 投资：在反内卷政策背景下，投资延续走弱。
- 生产：外需韧性偏强，推动生产扭转之前回落态势，出现明显修复。

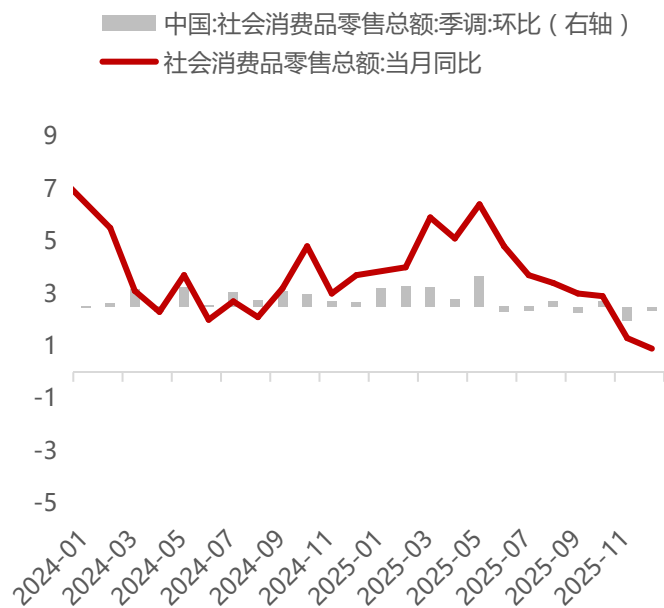
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资 (含电力)	社零	出口 (人民币)
2025年12月	5.2	5	-17.20	0.60	-1.5	0.90	5.20
2025年11月	4.8	4.2	-15.90	1.90	0.1	1.30	5.70
2025年10月	4.9	4.6	-14.70	2.70	1.5	2.90	-0.80
2025年9月	6.5	5.6	-13.90	4.00	3.3	3.00	8.40
2025年8月	5.2	5.6	-12.90	5.10	5.4	3.40	4.80
2025年7月	5.7	5.8	-12.00	6.20	7.3	3.70	8.00
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40

需求端：消费延续回落，出口韧性较强

- 12月消费增速回落至0.9%（前值1.3%）。**12月消费增速延续回落，由于国补退坡、去年同期基数偏高等因素影响，消费增长进一步放缓。从分项看，家电、家具等补贴领域拖累较为明显，通讯器材类增速较高，仍受益于补贴及低基数。不过随着国补的及时接续，预计2026年初消费下行压力有望改善。
- 中美问题缓和后，出口保持韧性。**12月出口（美元计价）同比增速6.6%（前值速5.9%），中美谈判缓和后，出口增速延续修复，总体来看我国出口质优价廉的优势仍然较为突出，外需韧性较强。

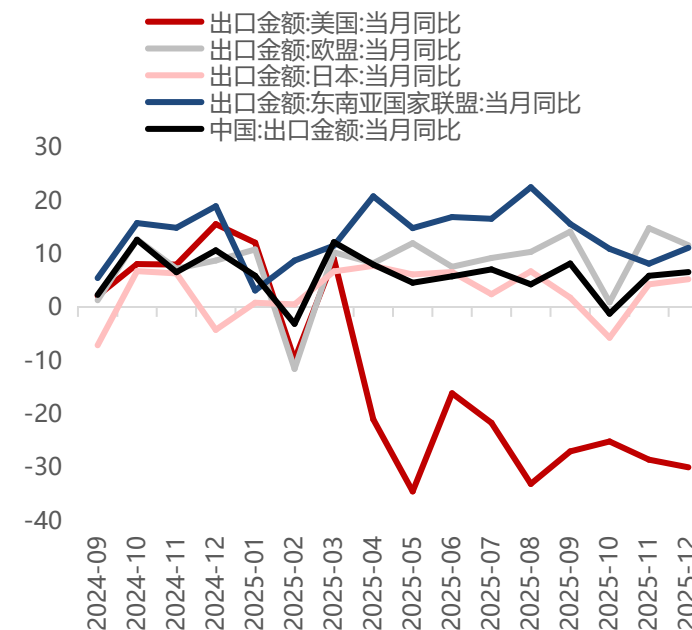
12月社零增速回落（%）



12月消费增速分化（%）

	2025年12月份同比	2025年12月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	3.90	-2.2
饮料类	1.70	-1.2
烟酒类	-2.90	0.5
服装鞋帽针纺织品类	0.60	-2.9
日用品类	3.70	4.5
中西药品类	1.20	-3.7
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	-18.70	0.7
家具类	-2.20	1.6
建筑及装潢材料类	-11.80	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	8.80	2.7
金银珠宝类	5.90	-2.6
文化办公用品类	9.20	-2.5
通讯器材类	20.90	0.3
石油及制品类	-11.00	-3.0
汽车类	-5.00	3.3

12月出口仍有韧性（%）

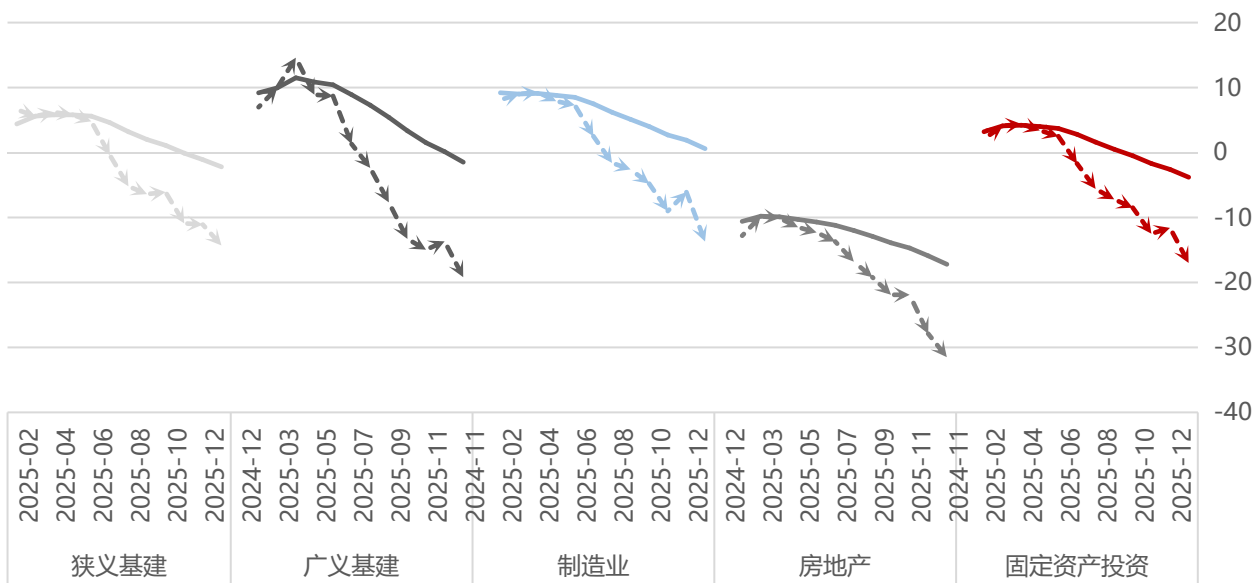


投资&生产端：投资延续回落，生产回落

- **12月固定资产投资增速进一步回落。**1-12月固定资产投资累计增速回落至-3.8%，前值-2.6%。由于全年经济增长达成目标压力不大，下半年政策侧重于反内卷、化债等结构优化，投资力度有所减弱。总体来看，2026年初政策有望延续偏前置风格，固定资产投资增速有望回升。
- **12月工业增加值回升。**12月出口继续回升，外需韧性提振生产，工业增加值回升至5.2%（前值4.8%）。总体来看生产增速仍然明显强于投资及内需增长。

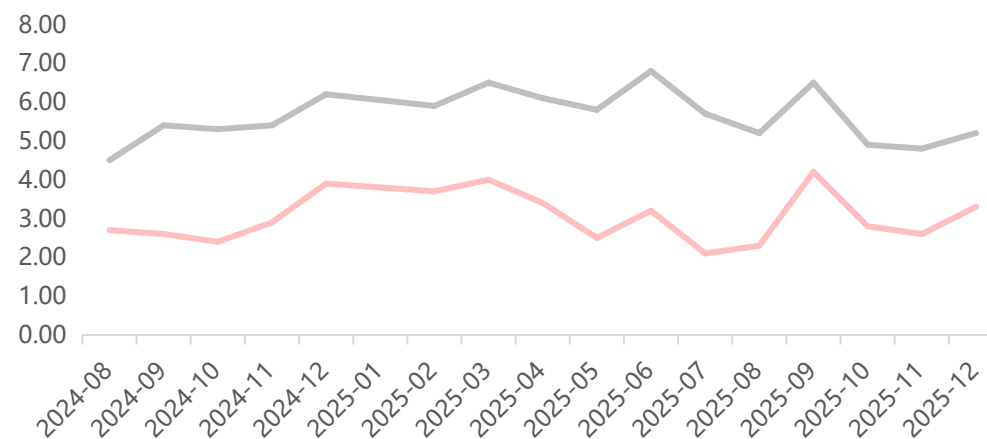
12月投资增速进一步回落 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



12月工增回升 (%)

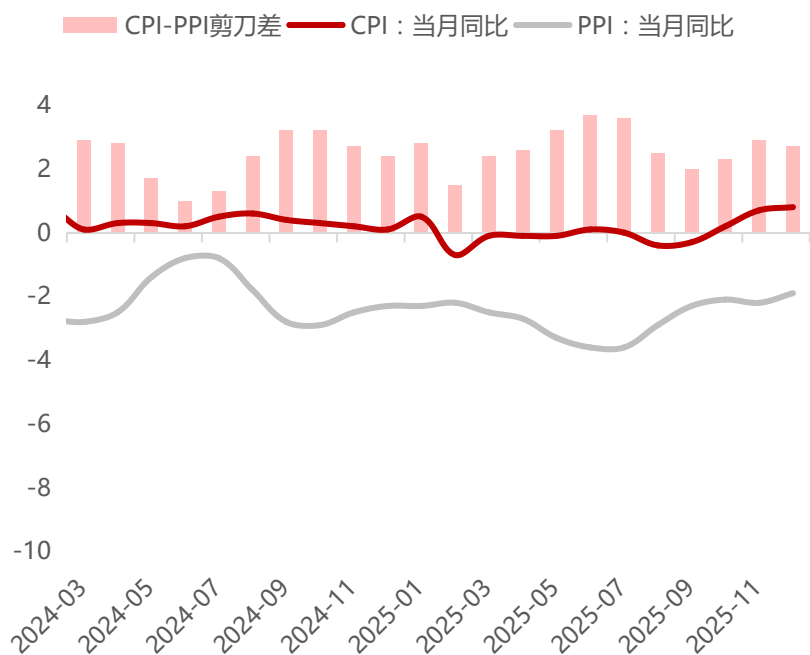
中国:规模以上工业增加值:当月同比 工业增加值:当月名义同比



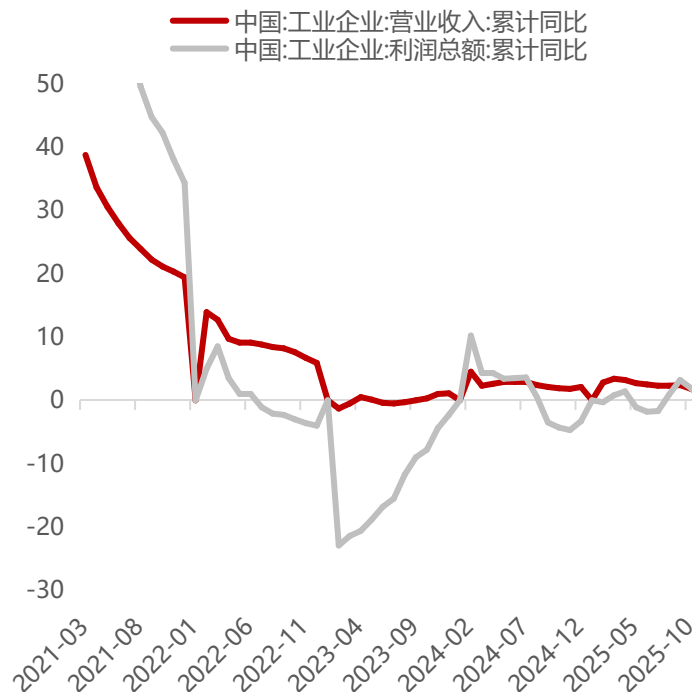
通胀前景：价格指数修复，企业盈利改善

- 12月CPI、PPI小幅回升。12月CPI同比为0.8%，较前值（0.7%）回升，主因低基数，以及天气扰动推动的蔬菜价格回升；12月核心CPI同比1.2%，持平前值。PPI同比-1.9%（前值-2.2%），环比增速（0.2%）较前值扩大，反内卷效果仍在显现。
- 企业盈利超预期改善，主要集中在上游及先进制造领域。12月企业盈利改善，利润当月同比大幅回升至5.3%（前值-13.1%）。从行业角度看，传统制造业普遍偏弱，上游、高技术制造业盈利明显回升。在企业营收回落的情况下，利润超预期改善，一方面显示出反内卷效果继续显现；另一方面，反映出经济继续向新向优。

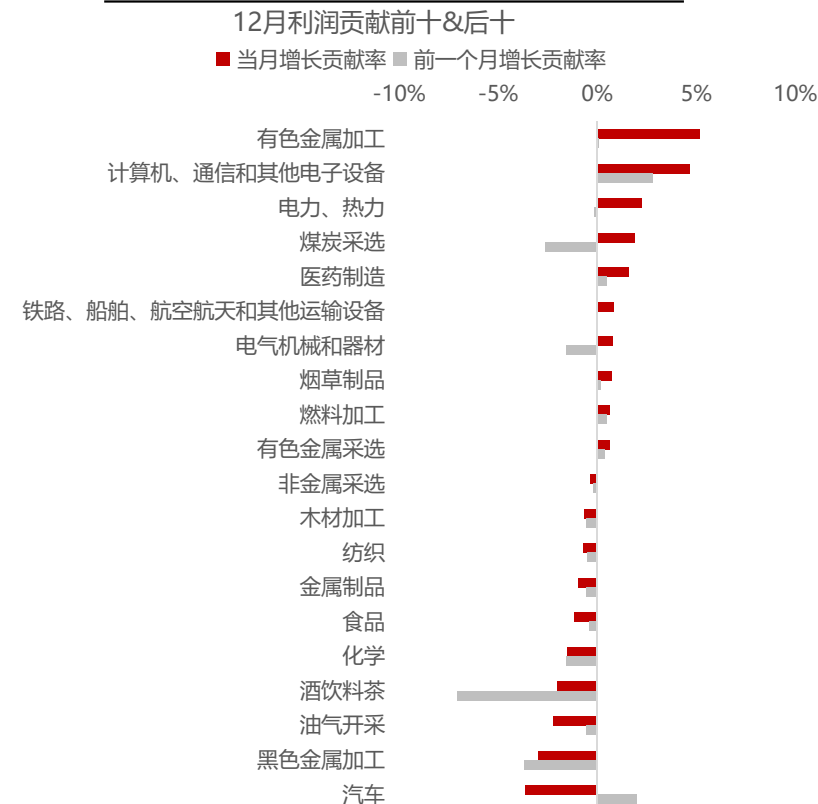
CPI、PPI回升 (%)



企业盈利超预期改善 (%)



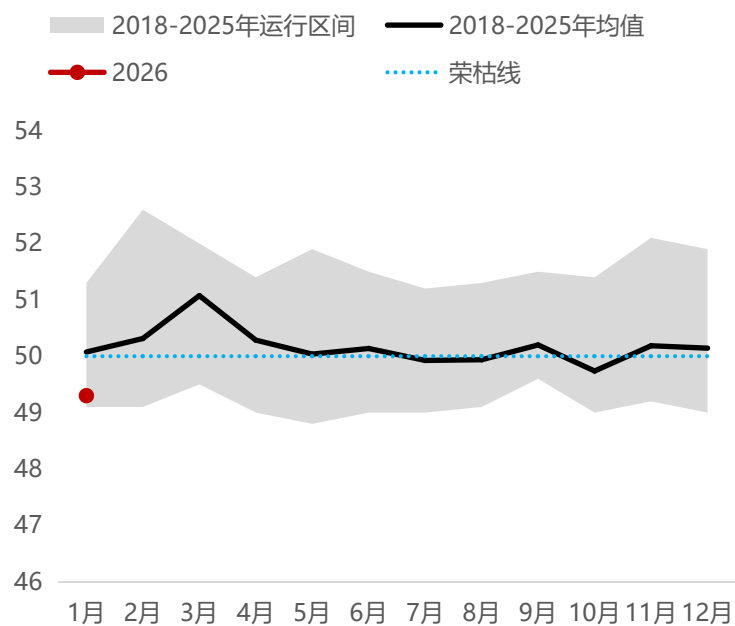
传统制造业盈利压力加大 (%)



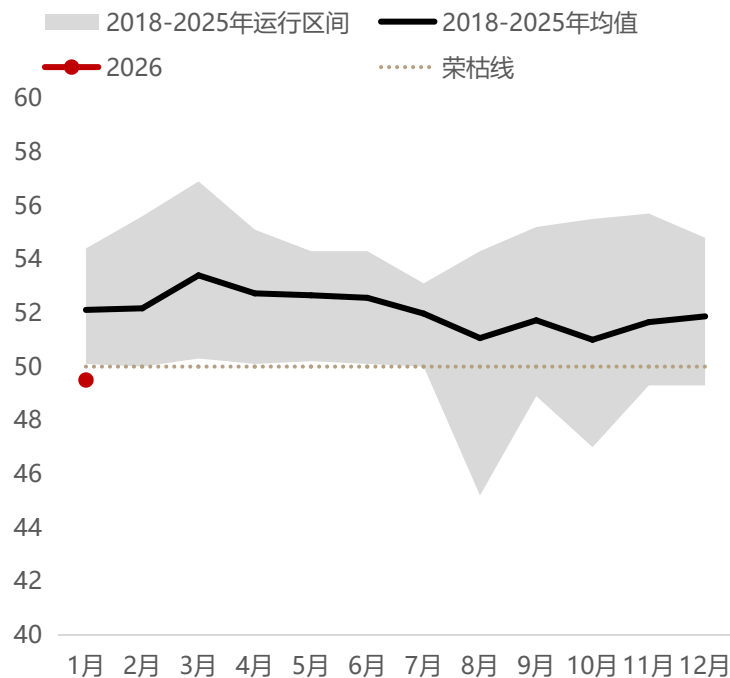
PMI：制造业服务业景气度回落，但价格指标回升

- 1月制造业PMI回落。1月制造业PMI为49.3，较前值（50.1）明显回落，生产、订单等主要指标普遍回落，但价格指标回升，出厂价格（+1.7）、原材料价格（+3）均高于季节性。服务业PMI回落至49.5（前值49.7），明显弱于往年同期。
- 1月服务业PMI创同期最低水平。服务业PMI回落至49.5（前值49.7），明显弱于往年同期，为有统计以来最低值，一方面受春节较晚影响；但另一方面也显示出在缺乏服务消费政策刺激的背景下，居民消费意愿进一步走弱，仍需更多政策向服务消费领域倾斜。

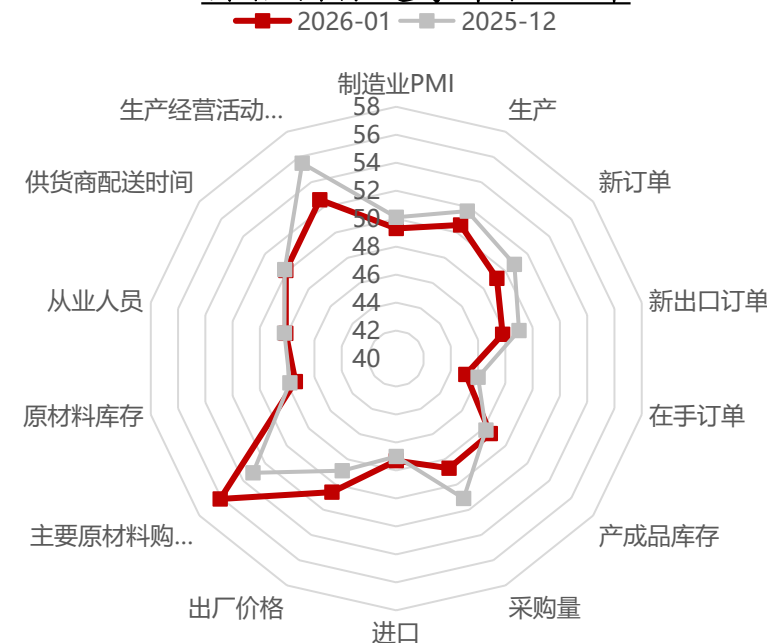
制造业PMI



服务业PMI



价格指标超季节性回升



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



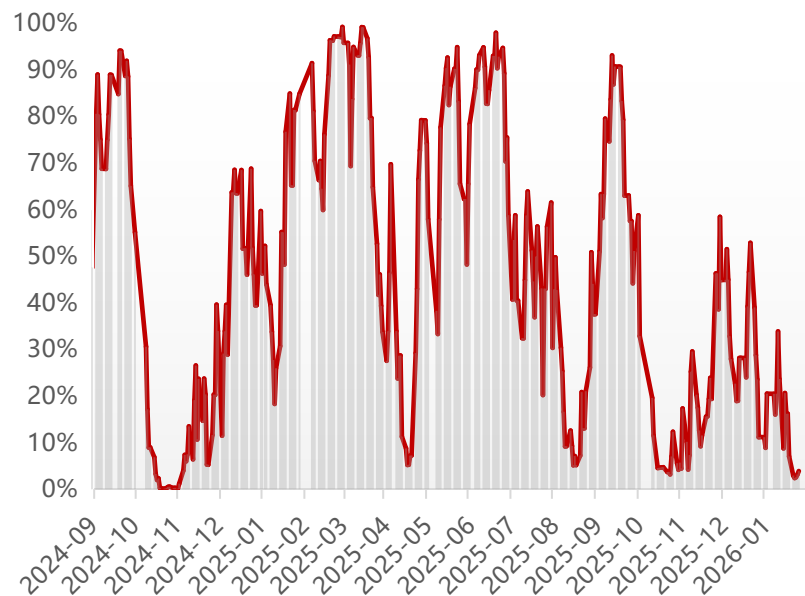
A股交易结构：轮动速度下降，行业收益差上升

2026年1月，A股行业轮动速度下降，行业间收益差上升

- ✓ 行业轮动：资金在高景气度的成长有色以及题材股抱团，而从防御性板块如食品饮料、地产金融流出。
- ✓ 行业收益分布差：1月行业收益差大幅上升，涨幅集中于有色及科技行业，食品饮料、地产金融等表现一般。
- ✓ 行业拥挤度：1月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：传媒、计算机、石油石化和家用电器。

行业轮动速度快速提升

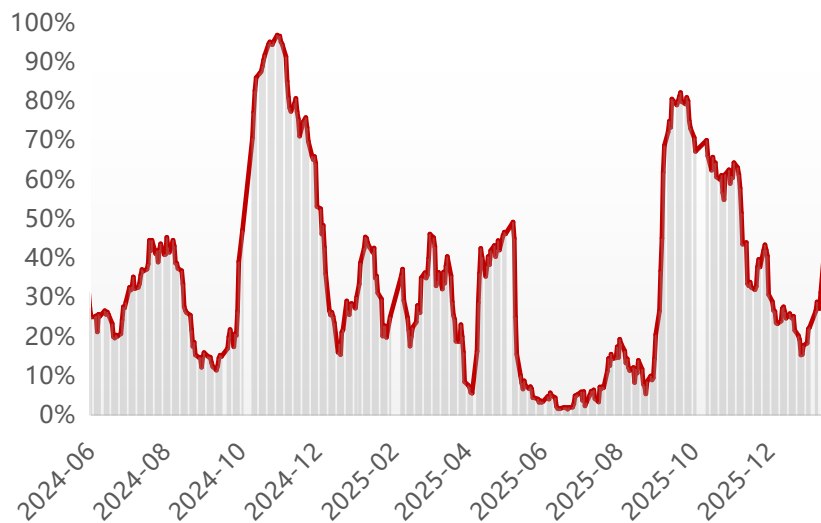
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异有所下降

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度 (近三年)	月度分位数变化
轻工制造	0.29	-46.0%
农林牧渔	0.08	-39.8%
纺织服装	0.15	-38.7%
环保	0.23	-30.1%
商贸零售	0.63	-27.6%
综合	0.36	-16.0%
交通运输	0.00	-13.2%
通信	0.87	-12.4%
建筑材料	0.31	-11.8%
房地产	0.06	-5.1%
食品饮料	0.00	-4.3%
社会服务	0.18	-3.3%
汽车	0.30	-2.7%
银行	0.00	-2.6%
机械设备	0.84	-2.6%
煤炭	0.02	-1.9%
电子	0.92	-1.6%
非银金融	0.05	-0.9%
国防军工	0.99	-0.7%
美容护理	0.00	0.2%
医药生物	0.01	1.2%
公用事业	0.09	3.2%
建筑装饰	0.20	3.3%
有色金属	0.78	5.4%
基础化工	0.45	5.5%
电力设备	0.86	7.8%
钢铁	0.32	8.2%
家用电器	0.52	8.7%
石油石化	0.19	13.8%
计算机	0.49	16.9%
传媒	0.64	48.8%

市场风险偏好：持续回暖

- **上证红利股债性价比下降：**1月上证红利股息率下降，但十年期国债收益率维持高位，因此红利股债性价比有所回落，为2.66（前值3.62），低于3年滚动均值减1倍标准差水平左右（2.88）。
- **A股风险溢价率维持低位，市场风险偏好持续回暖：**截至2月2日，沪深风险溢价率为2.45（前值2.64），目前回落至5年滚动均值的水平附近（2.31），市场整体风险偏好整体回暖。

上证红利股债性价比维持低位



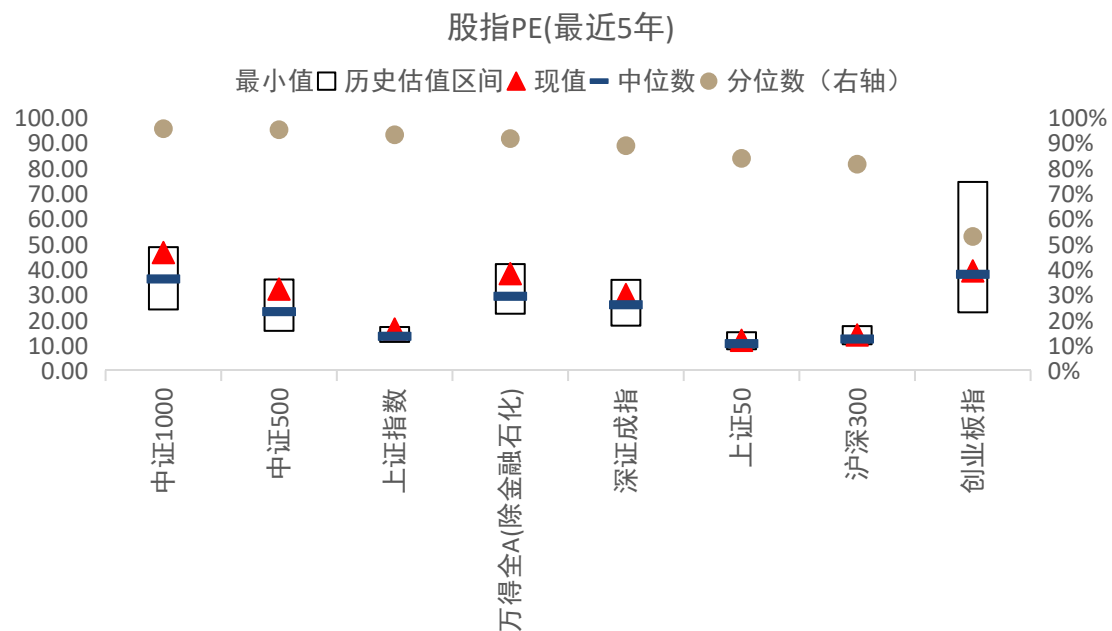
风险溢价率维持低位 A股风险溢价率



股指估值水平：全面上涨

- 2026年1月，跟踪的8个股指中，大盘指数估值悉数上涨，均处于中位数区间以上，除了创业板指数处于3/4区间以下，沪深300、深证成指、上证50、中证1000、上证指数、中证500、万得全A（除金融、石油石化）均处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，8个均位于中位数以上区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2026年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	3.76	3.76	43.20	62.96
深证成指	6.05	6.05	33.40	98.91
万得全A(除金融、石油石化)	8.65	8.65	42.92	99.81
沪深300	1.90	1.90	14.24	92.53
中证500	15.21	15.21	39.15	100.00
中证1000	10.59	10.59	51.50	99.80
上证指数	4.60	4.60	17.27	99.93
上证50	0.97	0.97	11.69	84.80

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部注：数据截至2026/1/28

港股：AH股溢价率回落，估值上升

- 1月AH股溢价率维持回落：
- 1月A股资金明显偏好中小盘成长主题（如商业航天、脑机接口），而金融等大盘蓝筹股表现低迷。因此，代表大盘蓝筹的AH股在A股市场内部涨幅自然落后，而H股相对表现更好，AH溢价相比于前值123.46小幅下降至118.56。
- 港股估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平附近：
- 1月港股跟涨A股，PE及PB估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平。

AH股溢价率回落



恒生PE



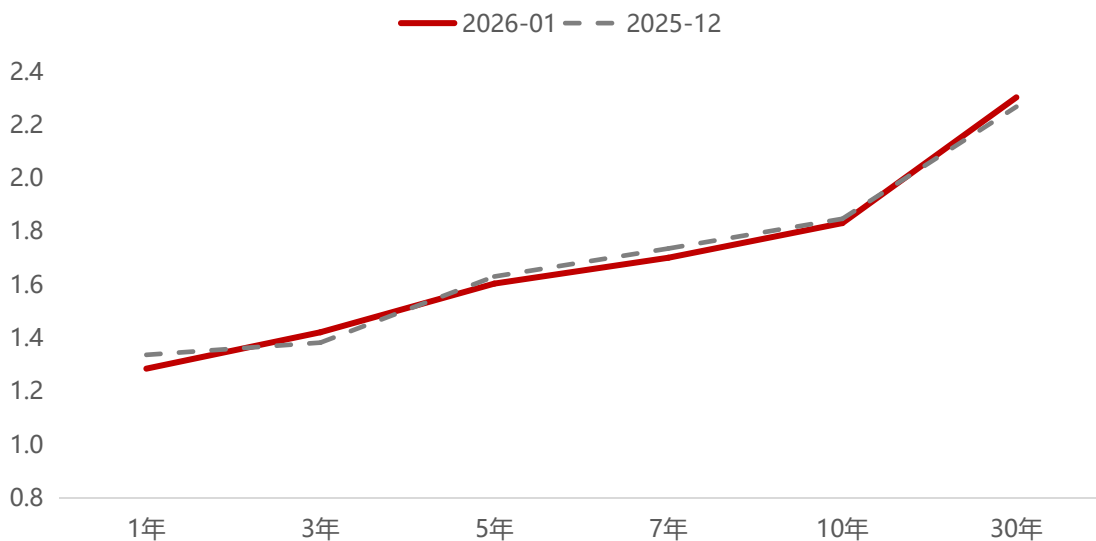
恒生PB



债市回顾：配置力量偏强下震荡回暖

- **1月配置力量偏强下震荡回暖。**1月债市震荡回暖，一是多地GDP目标与去年增速持平或下调，显示政策不强求强刺激；二是供给端形成阶段性支撑，政府债发行偏慢、净供给不及预期，叠加发行情况良好，带动二级市场情绪回暖；三是配置力量增强，银行负债压力可控且信贷投放节奏平缓，推动配债力度超季节性，保险“开门红”资金也带来对超长期利率债的刚性需求，长端利率调整后性价比提升。
- **2月债市有望延续偏强震荡，波动中枢或将小幅下移。**1月30日证监会拟将社保、保险、理财等中长期资金纳入战略投资者范畴，有望为债市引入稳定增量资金。同时1月制造业PMI为49.3，新订单及出口订单均走弱，反映需求仍偏弱，对债市构成支撑。不过1月利率债净融资不及预期，部分供给压力或后移至2月，可能对市场情绪带来扰动。整体来看2月债市震荡中枢有望缓慢回落至1.8%附近。

国债收益率曲线1月先陡峭化后修复 (%)



资金利率相对平稳 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



全球化配置

谨慎

相对谨慎

中性

相对乐观

乐观



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	<p>港股震荡偏稳</p> <ul style="list-style-type: none">▶ 港股情绪有所回稳，下行风险减弱，但由于相对缺少高景气标的短期市场缺乏向上突破的新利好催化，仍偏震荡，以结构性行情为主。▶ 近期市场风格暂回稳健，港股高股息方向有望逐渐回暖。▶ 短期仍偏震荡，观点中性，高股息方向有望回暖。	中性
美股	<p>剧烈波动过后，美股有望迎来修复</p> <ul style="list-style-type: none">▶ 财政刺激下美国经济一季度有望维持稳健，叠加沃什提名不改政策路径，实际缩表概率较低。▶ 美元疲弱叠加主要科技公司盈利预期依然向好，这为美股提供了支撑。▶ 美股本月调整带来补仓机会，不过短期仍面临多重扰动：美联储独立性受挑战、美国最高法院对关税的判决及特朗普施政走向，均可能加大市场波动。	相对乐观
美债	<ul style="list-style-type: none">▶ 当前美债十年期收益率仍维持在4%以上，提供了良好的票息收益。▶ 一月下旬，受特朗普政策影响，两家丹麦养老基金相继宣布减持美债，引发市场对美元资产的抛售担忧，后续市场风险偏好有望逐步回暖。▶ 从中长期看，特朗普“去全球化”的政策倾向持续，可能抑制全球债市收益率的下行空间。▶ 中长期来看，配置美国短债性价比更优。	相对乐观
美元	<ul style="list-style-type: none">▶ 欧央行今年降息的可能性较低，而美联储仍有1-2次的降息空间，利空美元升值。▶ 若特朗普中期选举年的财政刺激计划得以实施，可能加剧美国财政赤字压力，加之其持续挑战美联储的独立性，美元后续大概率将维持弱势震荡格局。▶ 美元近期已经回落到历史低点，继续回落的空间有限，或将维持弱势震荡。	中性
日股	<ul style="list-style-type: none">▶ 2月8日的日本众议院提前大选。市场预期执政联盟将获得稳固多数，这可能强化现任首相高市早苗推动扩张性财政政策的决心。	相对乐观

资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	<p>债市波动中枢或将小幅下移</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 1月制造业PMI为49.3，经济基本面为债市提供了支撑。与此同时，A股在春节前的市场波动可能加剧。若节前市场风险偏好趋于审慎，债市的相对配置吸引力或将进一步凸显。 ➢ 不过1月利率债净融资不及预期，部分供给压力或后移至2月，可能对市场情绪带来扰动。 ➢ 十年期国债收益率当前点位为1.8%，若短期内因事件扰动回升至1.84%-1.85%附近，可视为小幅布局的时机。 	中性
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 当前信用利差已经持续收缩，相对性价比有所降低。 ➢ 高评级短久期信用债能提供稳定票息且利于管理久期风险，在当前环境下仍具备配置价值。 ➢ 观点中性，仍可继续耐心持有。 	中性
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 可转债目前估值较股票更高，后续走势预计以波段交易机会为主，整体将保持震荡格局。 ➢ 可转债观点中性。 	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 特朗普“去全球化”与政策不确定性影响下，全球财政开支增加同时去美元化趋势延续，央行购金需求保持旺盛，黄金的中长期配置价值依然稳固。 ➢ 近期金价波动显著加剧，投资者可在震荡阶段的相对低位分批买入，或采取定期定额方式逐步配置。 ➢ 黄金中长期配置价值依然较高。 	中性
	原油	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 整体供应过剩压力未改。全球海上原油库存达到高位，而需求端进入传统淡季。 ➢ OPEC+产量处于高位平台期，非OPEC国家（如美国、巴西）产量增长稳固。 ➢ 油价受到委内瑞拉事件影响大涨，但一季度面临供给过剩压力不减，其价格或将回落。 	相对谨慎

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 市场回归理性，短期回归稳健：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回落，价格指数企稳修复； ◆ 资金面：A股成交额有所回落，但情绪总体仍然偏高； ◆ 政策面：中长期更加侧重科技创新主线，国补等政策有序接续但力度边际减弱； ◆ 外部环境：外部特朗普带来的地缘风险扰动加大，但对国内市场影响较小。 <p>➤ 春季行情或已进入尾声，预计2月市场更偏理性，可逐步回归稳健风格：当前春季行情启动较早，且已较快演绎，叠加监管通过提高融资保证金等手段给市场降温，引导市场回归理性，预计春季行情已进入尾声，指数上限空间受限，近期黄金价格大幅下跌，市场整体波动风险明显放大，资金获利了结意愿有所增强，预计短期内波动仍然偏大。考虑到今年春节假期时间较晚，接近春季行情向两会行情切换节点可在春节假期前适度止盈或阶段性切换至偏稳健风格。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 春节前适度止盈科技成长、回归稳健：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 继续关注宽基指数，适度偏稳健：当前市场系统性风险相对有限，但短期内获利了结意愿有所上升，市场波动上升，建议关注上证50、沪深300、A500等偏大盘权重宽基指数。 ◆ 适度止盈前期涨幅较大的高景气度板块，阶段性切换至偏稳健风格：随着春季行情逐渐进入尾声，今年春节较晚，节后将临近3月两会行情，前期表现较好的科技成长等板块可在春节前适度止盈，或切换至偏稳健防守风格，短期（2月中上旬-3月中旬）建议关注红利低波、港股央企红利等偏高股息风格，以及银行、公用事业、消费、地产等低位板块的阶段性机会。中期来看，以商品为基础的有色、化工等景气度或仍有支撑，科技硬件方向或需观察财报季景气度指引。 	暂回大盘权重 等待景气度指引
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 阶段性偏高股息：短期阶段性回归偏高股息稳健风格，后续若有调整可关注高景气布局机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。 	暂回稳健 多资产配置

宏观多资产组合

本组合以中等风险偏好视角，通过国内股、债、黄金、货币类ETF进行组合构建。
组合调仓依据为资产配置月报观点以及不定期重大事件点评报告观点。

- 截至2月3日，近一年以来的收益率为16.55%，超过基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为6.16%。今年以来的夏普比率为2.4978，超过基准的夏普比率1.0771。
- 本期我们根据月报春节前调仓观点:2月3日，减仓创业板ETF、通信ETF、中证1000ETF，加仓有色ETF、化工ETF、中证500ETF、港股央企红利ETF、10年期国债ETF。

国内宏观多资产配置组合表现



2月3日组合调仓明细

基金标的	当前权重	目标权重
<510500> 中证500ETF	2.47%	2.47 %
<159915> 创业板ETF	4.56%	10 %
<512800> 银行ETF	4.64%	4.64 %
<512890> 红利低波ETF	4.77%	4.77 %
<511660> 货币ETF建信添益	4.84%	4.84 %
<512100> 中证1000ETF	4.93%	2 %
<510300> 沪深300ETF	7.10%	5 %
<518880> 黄金ETF	11.79%	11.79 %
<511260> 十年国债ETF	54.90%	50 %
<159994> 5GETF	0.00%	4.49 %

全球多元资产平衡组合



本组合以中等风险偏好视角，通过全球股市（美股或日股）、A股、国债、黄金、货币类ETF进行组合构建。旨在通过多资产配置，满足投资者跨国多元资产配置的需求，调仓依据为资产配置月报观点以及不定期点评报告观点。

- 截至2月3日，近一年以来的收益率为13.03%，超过基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为2.64%。近一年以来的夏普比率为1.8433，超过基准的夏普比率1.4951。
- 本期我们根据月报观点:2月3日下调A股权重。

全球多元资产平衡配置组合表现



全球多元资产平衡配置组合超额表现

考察区间	区间收益率		年化波动率		最大回撤		夏普比率		卡玛比率	
	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数
近1周	-0.69%	-1.27%	24.73%	8.01%	-3.58%	-1.54%	-1.4198	-7.8510	-9.3853	-39.8818
近2周	0.59%	-0.84%	17.00%	6.14%	-3.58%	-1.54%	0.7478	-3.5507	3.9687	-13.1869
近1月	1.98%	0.12%	11.67%	5.39%	-3.58%	-1.54%	1.8222	-0.0127	6.3556	0.9306
近2月	2.67%	1.85%	8.83%	5.47%	-3.58%	-1.54%	1.6618	1.7721	4.5153	7.2770
近3月	3.06%	1.18%	7.75%	5.62%	-3.58%	-2.36%	1.3222	0.5405	3.2786	1.9227
近6月	8.90%	6.30%	6.33%	6.25%	-3.58%	-2.69%	2.5525	1.7588	4.9274	4.6357
今年以来	2.23%	0.94%	11.40%	5.90%	-3.58%	-1.54%	2.0198	1.4951	6.8470	6.7082
近1年	13.03%	10.39%	6.13%	6.02%	-3.65%	-3.89%	1.8433	1.4466	3.5038	2.6243

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期；
- 本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★本人承诺，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本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★市场有风险，投资须谨慎。
- ★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES