

策略专题研究

决胜 26 年牛市的三大行业机遇

核心观点

核心结论：26 年 A 股牛市应重视三大行业机遇：①AI 引领的科技主线不变，行情有望从硬件向应用扩散，重视人形机器人、端侧和 AI+ 领域。②地产白酒等老登资产估值和机构筹码均处历史低位，随着基本面回暖和政策等因素催化，有望迎来修复行情。③反内卷背景下资源品供给格局进一步改善，加之全球视角多重因素支撑需求，资源品配置价值值得重视。

机遇一：AI 产业链行情从硬件走向应用。26 年 AI 引领的科技主线不变，但行情有望从硬件向应用扩散。当前我国正处在新旧动能转换期，同时以 AI 为代表的科技产业正处在新一轮向上大周期中，技术周期和政策加持下，科技仍是未来一年看好的主导产业。具体到科技内部，借鉴 10-15 年移动互联网浪潮，技术突破后的降本是新技术、新产品大规模商业化应用的必由之路，而在应用领域中国庞大市场和用户基础为应用创新提供肥沃土壤。因此，我们认为 26 年科技主线中首先关注应用加速背景下的端侧和 AI+ 相关领域，此外，产业景气 and 国产替代驱动的算力产业链依然值得重视。首先，我们认为政策支持+技术进步驱动下，AI 在政务、金融、制造、教育和医疗等领域的渗透将提速。其次，AI 资本开支维持高增和国产替代驱动的算力产业链依然值得关注。此外，关注商业航天等主题投资机会。

机遇二：“双低”老登资产望迎来预期反转。市场面角度，地产白酒估值和机构筹码均处历史低位，未来胜率赔率较大。我们将同时满足低估值和低持仓的行业称之为“双低”行业，复盘历史经验看，行业出现“双低”特征后未来绝对或相对收益均较为显著。当前食品饮料、地产均已现“双低”特征，未来投资胜率或较大。基本面角度，近期白酒、地产基本面出现企稳迹象。站在当下看，近期白酒、地产的基本面已出现回暖迹象，白酒方面，年初以来飞天茅台当年散瓶批价已自 1 月初的低位有明显回升；地产方面，地产价格下行压力正在边际减弱。政策面角度，扩内需政策加码有望支撑老登资产行情向上。25 年底召开的 26 年经济工作会议将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为 2026 年经济工作重点任务之首，未来稳地产和推动物价回升或重要抓手。后续扩内需政策有望持续加码，白酒、地产等基本面有望延续回暖，股价或存在进一步修复的空间。

机遇三：供需格局变化利好上游资源。国内视角下，反内卷背景下资源品供给格局有望出现重大变化。自 24 年 7 月政治局会议首次提出防止“内卷式”竞争后，相关政策陆续加码，政策效果逐步显现，资源品行业供需格局已在改善中，26 年“反内卷”仍是经济工作重心，相关政策有望延续发力。进一步结合行业自身产能周期视角看，当前部分资源品行业产能利用率或已企稳、或在底部左侧。全球视角下，多重因素仍将支撑大宗商品价格，利好资源股行情。全球流动性宽松、AI 基建等新兴需求强劲、以及地缘政治等因素仍在中期维度支撑全球大宗商品价格，从而利好资源股表现。近期资源品情绪已回落，当前板块估值尚可。展望 26 年，在国内反内卷政策落地背景下，叠加全球流动性宽松、地缘政治因素、新兴需求等支撑全球大宗商品价格，资源品板块有望具备向上弹性。

风险提示：AI 商业化应用进展缓慢，稳增长政策落地进度不及预期，美联储降息延后。

策略研究 · 策略专题

证券分析师：吴信坤 **证券分析师：余培仪**
 021-61761046 021-61761040
 wuxinkun@guosen.com.cn yupeiyi@guosen.com.cn
 S0980525120001 S0980526010001

证券分析师：杨锦

yangjin1@guosen.com.cn
 S0980526020001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	8589.07/-1.62
创业板/月涨跌幅 (%)	3275.96/-1.38
AH 股价差指数	116.40
A 股总/流通市值 (万亿元)	101.50/92.82

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

- 《大类资产配置双周观点——运用 AI 判断投资时钟转到哪了》——2026-02-13
- 《跨境资产配置产业链系列研究（一）-全球战略资产配置新框架》——2026-02-11
- 《多元资产配置专题-资产走势趋同的终局思维》——2026-02-07
- 《策略专题研究-26 年 A 股业绩亮点有哪些？——2026 年牛市展望系列 4》——2026-02-05
- 《大类资产配置双周观点 - 资产配置的双 A 主线：AI+Au》——2026-02-01

内容目录

1. 机遇一：AI 产业链行情从硬件走向应用	4
2. 机遇二：“双低”老登资产望迎来预期反转	6
3. 机遇三：供需格局变化利好上游资源	9
风险提示	12

图表目录

图 1: 国内大模型智能程度处于全球全列	4
图 2: 我国新旧动能转换渐显成效	4
图 3: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散	5
图 4: 这一次行情有望向应用端演绎	5
图 5: 我国人形机器人市场规模有望快速增长	6
图 6: 全球 AI 眼镜市场规模有望快速增长	6
图 7: 我国金融、制造等领域 AI 应用渗透度较高	6
图 8: 海外云计算厂商维持较高资本开支增速	6
图 9: 历史上多数“双低”行业后续绝对收益均显著	7
图 10: 历史上多数“双低”行业后续相对收益均显著	7
图 11: 当前食品饮料行业估值和基金持仓占比均处历史低位	7
图 12: 当前房地产行业估值和基金持仓占比均处历史低位	7
图 13: 近期飞天茅台价格有所回暖	8
图 14: 近期二手房房价有所回暖	8
图 15: 25 年下半年以来反内卷政策已初步见效	10
图 16: 当前行业内卷问题仍然较为突出	10
图 17: 市场预期 26 年美联储降息次数仍为两次	11
图 18: 美元指数自“沃什冲击”后有所回落	11
图 19: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	11
图 20: 避险需求推升央行购金行为	11
图 21: 近期资源股交易拥挤度自高位回落	12
图 22: 当前资源股估值尚可	12
表 1: GDP 增速目标及实际增速	8
表 2: 反内卷政策梳理	10

在《26年牛市的变与不变-20260102》中我们指出，26年政策继续宽松，牛市周期规律未完，政策加力将推动基本面修复由点到面扩散，配合居民资金入市，A股牛市有望走向后半程。借鉴历史而言，牛市后半程结构有望更发散、宽度扩大，在本轮牛市后半程中，哪些行业方向是决胜26年的关键？新春之际，本文对2026年三大行业机遇进行展望。

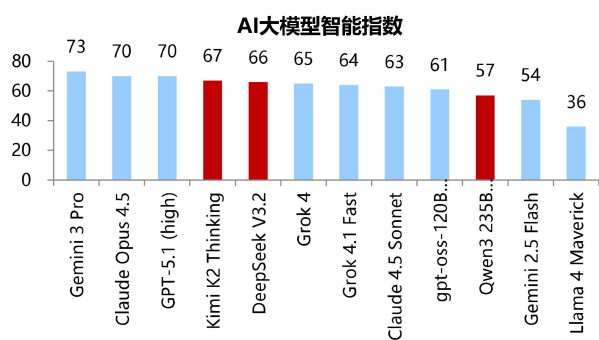
1. 机遇一：AI 产业链行情从硬件走向应用

24/09 以来的这轮 A 股牛市始于宏观政策转向抗通缩，但中长期看促转型更为关键，科技产业发展壮大才是本轮牛市的核动力。当前 AI 浪潮方兴未艾，国内科技企业的技术突破亮点纷呈，科技成长是本轮牛市的行业主线，26 年科技板块行情或将走向扩散，AI 应用领域更值得重视。

26 年 AI 引领的科技主线不变，但行情有望从硬件向应用扩散。当前我国正处在新旧动能转换期，通过科技创新引领新质生产力发展，是推动产业结构升级的关键。25 年 10 月的四中全会提出“十五五”期间要加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力，明确将科技创新和产业升级作为核心战略。同时，以 AI 为代表的科技产业正处在新一轮向上大周期中，国内 Deepseek、千问、Kimi 等 AI 大模型的智能化水平已处于全球前列，产业技术变革下人工智能有望加速向各行业应用。技术周期和政策加持下，科技仍是未来一年看好的主导产业。

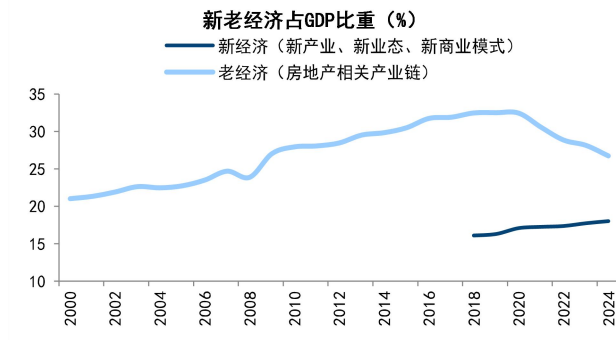
26 年科技行情有望从硬件走向应用。具体到科技内部，借鉴 10-15 年移动互联网浪潮，技术突破后的降本是新质技术、新产品大规模商业化应用的必由之路，而在应用领域中国庞大市场和用户基础为应用创新提供肥沃土壤。当前我们正处在 AI 引领的新一轮科技向上周期中。2022 年末现象级产品 ChatGPT 的诞生，标志着 AI 技术从专用领域向通用场景应用的突破或已迎来重要转折，被誉为是 AI 领域的 iPhone 时刻。2025 年以来，OPEN AI、谷歌、阿里和 Deepseek 等海内外企业大模型技术迭代持续加速，正推动 AI 商业化应用加速。因此本轮科技行情同样有望由算力基建向应用扩散，随着人工智能技术在成本和性能不断取得突破，其在商业化应用的步伐有望加快。因此，我们认为 26 年科技主线中首先关注应用加速背景下的端侧和 AI+相关领域，此外，产业景气 and 国产替代驱动的算力产业链依然值得重视。

图1：国内大模型智能程度处于全球前列



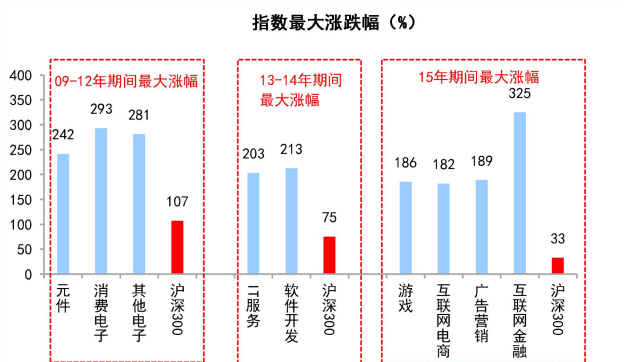
资料来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理

图2：我国新旧动能转换渐显成效



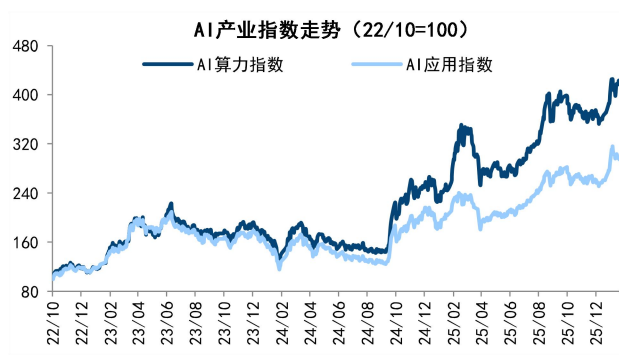
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 这一次行情有望向应用端演绎



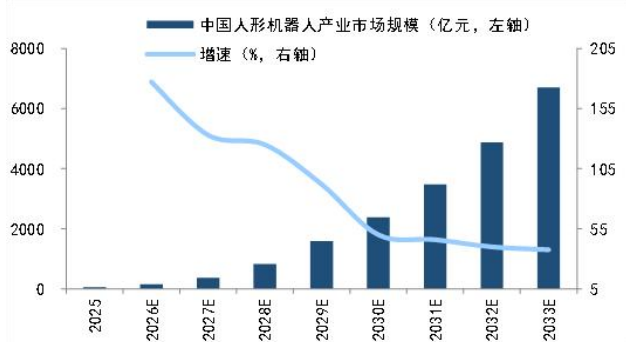
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

AI 应用重视机器人、端侧和 AI+相关领域。 AI 应用积极催化频现。模型端，AI 视频生成模型 Seedance 2.0 凭借“文本/图片生成电影级视频”的突破性能力，成为近期产业焦点。产品端，元宝、豆包、千问正在打响春节 AI 营销大战。未来 AI 有望加速渗透到各行各业，首先关注人形机器人相关领域。AI 驱动的机器人将逐渐成为生产和服务领域的重要力量，今年 2 月宇树科技等企业的人形机器人产品亮相春晚，表明具身智能相关产品正逐渐从 B 端走向 C 端。根据亿欧智库的数据，预计中国人形机器人产业市场规模将超 2000 亿元，2025-2030 年期间 CAGR 达 111%。此外，关注及 AI 眼镜、AI 手机等众多端侧场景。AI 眼镜正逐步实现语音识别、图像分析、导航翻译等众多功能，有望成为 AI 落地应用的极佳载体。此外，2025 年 8 月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，要求以科技、产业、消费、治理等领域为重点，推动 AI 加速赋能实体经济。12 月中央经济工作会议也指出，要深化拓展“人工智能+”。我们认为政策支持+技术进步驱动下，AI 在政务、金融、制造、教育和医疗等领域的渗透将提速。

AI 资本开支维持高增和国产替代驱动的算力产业链依然值得关注。 AI 应用的广泛繁荣将进一步推动对算力的更大需求，目前海内外云厂商依然维持高额的资本开支增速。北美四大云厂商（亚马逊、谷歌、微软、Meta）2025Q4 资本开支达到 1183 亿美元，同比增速达 67%，预计将对 A 股光模块、液冷、电力等算力基建产业链业绩形成支撑。与此同时，也需关注 AI 算力领域的国产替代机会，目前我国在 AI 算力芯片等领域还有明显短板。“十五五”规划建议将“科技自立自强水平大幅提高”列入“十五五”时期经济社会发展的主要目标，政策支持和产业技术进步支撑下，国内半导体、AI 等领域自主可控或将加速。

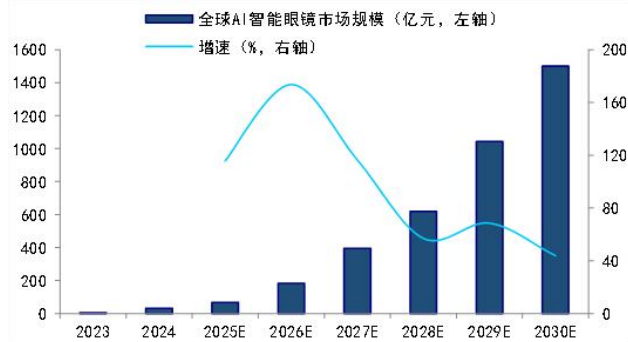
此外，关注商业航天等主题投资机会。 25 年 11 月，国家航天局印发《推进商业航天高质量发展安全发展行动计划（2025—2027 年）》，要求推动商业航天产业生态高效协同，产业规模显著壮大。今年 2 月 11 日我国完成首次火箭一级箭体海上打捞回收任务，标志着重复使用运载火箭的可回收的关键技术取得了重要突破。政策支持叠加卫星通信技术、可回收火箭技术的升级，商业航天产业商业化进程逐渐提速，相关主题投资机会或也值得关注。

图5: 我国人形机器人市场规模有望快速增长



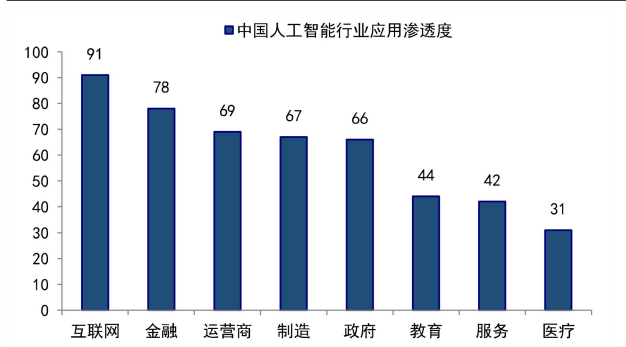
资料来源: 亿欧智库, 国信证券经济研究所整理

图6: 全球 AI 眼镜市场规模有望快速增长



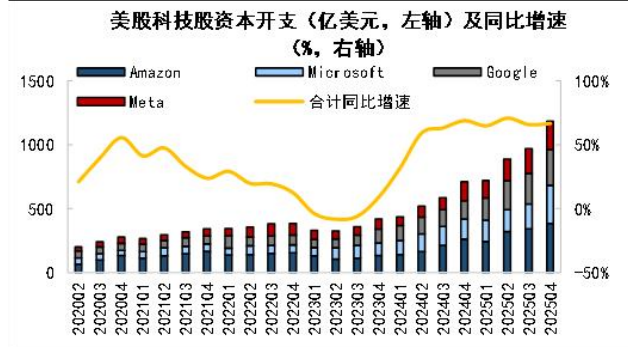
资料来源: 沙利文, 国信证券经济研究所整理

图7: 我国金融、制造等领域 AI 应用渗透度较高



资料来源: 《2025 人工智能算力发展评估报告》, 国信证券经济研究所整理

图8: 海外云计算厂商维持较高资本开支增速



资料来源: wind, Meta Earning Presentation, 国信证券经济研究所整理

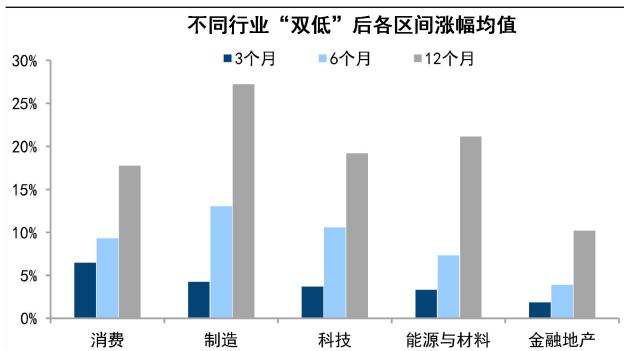
2. 机遇二：“双低”老登资产望迎来预期反转

以地产白酒为代表的老登资产是今年 A 股的第二大结构性亮点。在估值+基金持仓“双低”的背景下，伴随基本面回暖和潜在政策催化等利好因素催化下，老登资产同样具备一定潜在的投资机会。

市场角度，地产白酒估值和机构筹码均处历史低位，未来胜率赔率较大。首先，我们将同时满足低估值和低持仓的行业称之为“双低”行业，其中低估值行业指当前 PE/PB 分位数低于近两轮牛熊周期（鉴于数据可得性，08-12 年分位数数据仅包括 05-08 年 1 轮牛熊周期，下同）中 20% 的分位水平（成长类行业采用 PE 估值，价值类行业采用 PB 估值），低持仓行业指当前基金重仓股中该行业的持仓市值占比低于近两轮牛熊周期中 20% 的分位水平。复盘历史经验看，行业出现“双低”特征后未来绝对或相对收益均较为显著。截至 25Q4，08 年以来不同行业里共有 226 次出现“双低”的特征，一方面，从绝对收益看，全部样本在出现“双低”特征后的 3 个月、6 个月、12 个月内平均上涨 3.5%、7.5%、18.0%，所有大类行业平均涨幅均为正；另一方面，从相对收益看，全部样本在出现“双低”特征后的 3 个月、6 个月、12 个月内平均跑赢沪深 300 指数 0.4 个百分点、-0.3 个百分点、3.5 个百分点，除能源材料外多数大类行业均跑赢大盘。

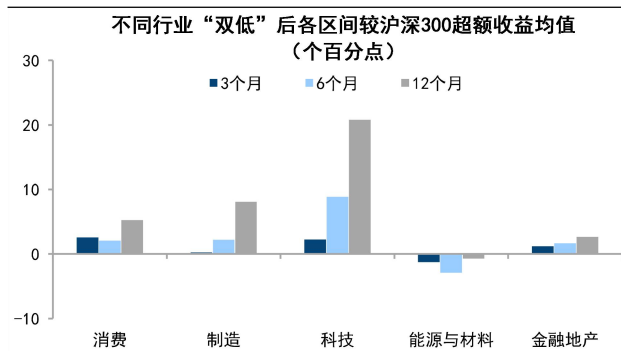
当前食品饮料、地产均已现“双低”特征，未来投资胜率或较大。截至 25Q4，食品饮料 PE (TTM) 为 20.9 倍，处近两轮牛熊周期中 18%的分位水平，同时基金重仓股中持有食品饮料占比为 4.5%，处近两轮牛熊周期中 12%的分位水平；房地产 PB (LF) 为 0.8 倍，处近两轮牛熊周期中 16%的分位水平，同时基金重仓股中持有房地产占比为 0.3%，处近两轮牛熊周期中 0%的分位水平，可见当前以白酒为代表的食品饮料、地产等老登资产“双低”特征已现，结合历史经验看未来或有较高确定性。

图9: 历史上多数“双低”行业后续绝对收益均显著



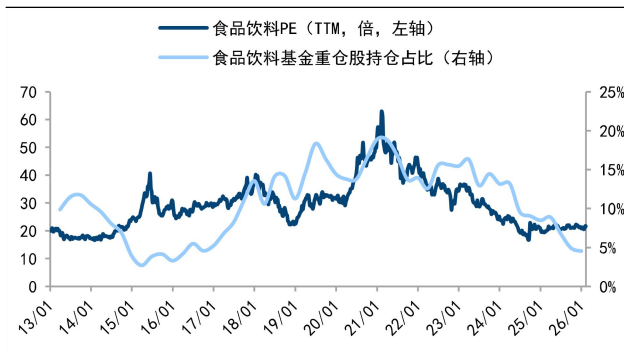
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 截至 25Q4

图10: 历史上多数“双低”行业后续相对收益均显著



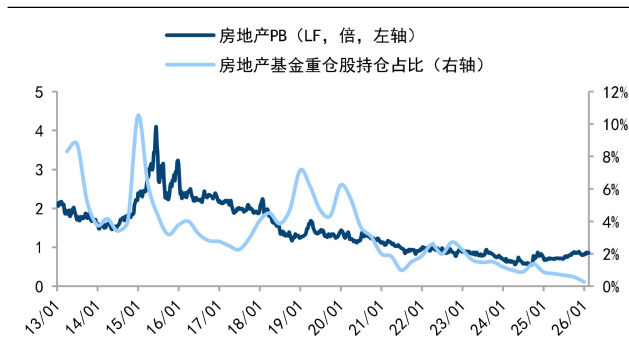
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 截至 25Q4

图11: 当前食品饮料行业估值和基金持仓占比均处历史低位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 当前房地产行业估值和基金持仓占比均处历史低位



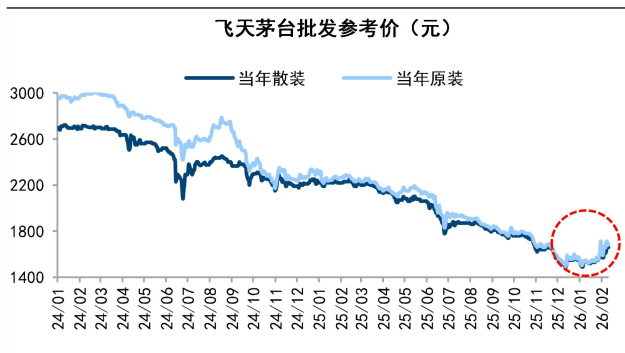
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基本面角度，近期白酒、地产基本面出现企稳迹象。前文提到，具备“双低”特征的行业后续上涨概率较高，但上涨行情真正启动仍需要行业基本面企稳回升的催化剂出现，例如 08 年底汽车行业估值和配置均处在历史底部区域，在 09 年汽车下乡政策提振下，汽车消费逐步回暖，汽车行业盈利也有所回升，带动汽车板块上扬等。站在当下看，近期白酒、地产的基本面已出现回暖迹象，白酒方面，在春节备货需求增加、白酒渠道库存逐步去化的背景下，白酒供需格局持续改善，年初以来飞天茅台当年散瓶批价已自 1 月初的低位有明显回升；地产方面，26 年 1 月全国百城二手住宅挂牌价环比增速已回正至 1.48%，为 24 年 1 月以来的最高环比涨幅，可见地产价格下行压力正在边际减弱。

政策面角度，扩内需政策加码望支撑老登资产行情向上。“十五五”规划建议提出“必须坚持以经济建设为中心”，“经济增长保持在合理区间”。26 年作为“十五五”开局之年，GDP 增速目标可能仍定为接近 5%。但在 25 年出口高基数下，26

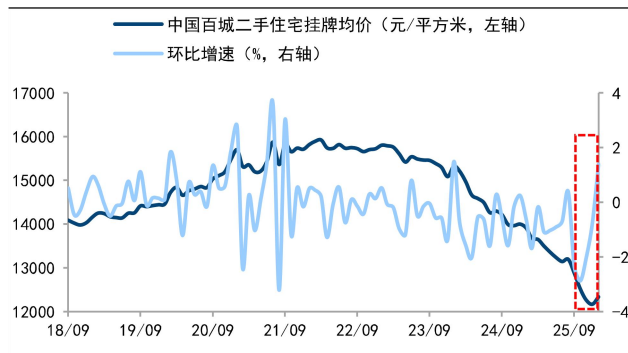
年出口增速或面临一定压力，因此扩内需或是政策重点，25年底召开的26年经济工作会议将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为2026年经济工作重点任务之首，未来稳地产和推动物价回升或重要抓手。稳地产方面，26年伊始《求是》发文《改善和稳定房地产市场预期》，强调稳地产对于当前宏观经济发展的重要性，并提出“政策力度要符合市场预期，政策要一次性给足”；推动物价回升方面，1月国家发改委在国新办新闻发布会上表示，坚持供需双向发力，打好政策组合拳推动物价回升，同时将研究制定出台2026年—2030年扩大内需战略实施方案。我们认为，后续扩内需政策有望持续加码，白酒、地产等基本面有望延续回暖，股价或存在进一步修复的空间。

图13: 近期飞天茅台价格有所回暖



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 近期二手房房价有所回暖



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: GDP 增速目标及实际增速

年份	历年两会提出的 GDP 增速目标 (%)	实际 GDP 增速 (%)	年份	历年两会提出的 GDP 增速目标 (%)	实际 GDP 增速 (%)
1990	5	3.92	2009	8 左右	9.4
1991	4.5	9.26	2010	8 左右	10.64
1992	6	14.22	2011	8 左右	9.55
1993	8	13.88	2012	7.5	7.86
1994	9	13.04	2013	7.5 左右	7.77
1995	8-9	10.95	2014	7.5 左右	7.43
1996	8	9.92	2015	7 左右	7.04
1997	8	9.24	2016	6.5-7	6.85
1998	8	7.85	2017	6.5 左右	6.95
1999	7 左右	7.66	2018	6.5 左右	6.75
2000	7 左右	8.49	2019	6-6.5	6
2001	7	8.34	2020	未设定	2.2
2002	7 左右	9.13	2021	6 以上	8.1
2003	7 左右	10.04	2022	5.5 左右	3
2004	7 左右	10.11	2023	5 左右	5.2
2005	8 左右	11.39	2024	5 左右	5
2006	8 左右	12.72	2025	5 左右	5.0
2007	8 左右	14.23	2026E	5 左右	-
2008	8 左右	9.65			

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

3. 机遇三：供需格局变化利好上游资源

26年年初以来，资源股一度表现亮眼，年初至今有色金属最大涨幅达35.7%、石化为21.7%。尽管1月末以来受美联储新主席提名影响，板块出现较大波动，但随着短期市场情绪消化，板块中期逻辑未改。往后看，国内反内卷政策落地、海外流动性宽松，叠加产业趋势催化，资源品行业具备配置价值。

国内视角下，反内卷背景下资源品供给格局有望出现重大变化。自24年7月政治局会议首次提出防止“内卷式”竞争后，相关政策陆续加码，政策效果逐步显现。从24年底中央经济工作会议升级措辞，到25年政府工作报告将综合整治“内卷式”竞争纳入年度任务，再到25年6月末新修订的《反不正当竞争法》为反内卷提供行政立法依据，高层治理路径持续深化。随着25年7月中央财经委会议要求依法依规治理企业低价无序竞争以来，多行业响应自律倡议，反内卷共识进一步形成。在此背景下政策效果逐渐显现，25/08以来上游采掘工业PPI环比连续五个月回正，黑色链条ppi也出现止跌回稳的迹象，可见资源品行业供需格局已在改善中。

26年“反内卷”仍是经济工作重心，相关政策有望延续发力。25年12月的中央经济工作会议明确提出“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”。这一表述较24年经济工作会议的“综合整治”更为深入，可见政策决心和高度。相较于16年供给侧结构性改革，本轮供需层面矛盾更为突出，其中建材（目前产能利用率处近五年0%，供改时期为11%，下同）、钢铁（10%、0%）、化工（20%、0%）等资源品行业同样面临内卷压力。由于资源品行业集中度高、国企占比较大，或更容易成为政策落地推行的方向，驱动行业基本面边际回暖。

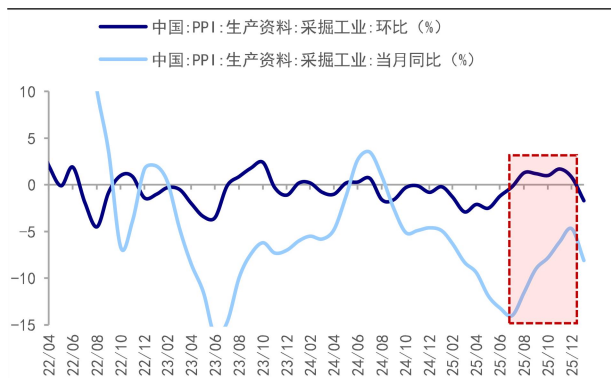
进一步结合行业自身产能周期视角看，当前部分资源品行业产能利用率或已企稳、或在底部左侧。我们在基于需求、库存、产能的变化构建了产能利用率的一阶导指标，以此来判断申万二级行业产能利用率后续的变化方向。目前有色中贵金属（25Q3产能利用率变化率为0.35pct，下同），化工中化学原料（-0.09pct）等行业产能利用率均已接近企稳，详见《哪些领域“反内卷”更值得期待？——2026年牛市展望系列3-20260129》。

表2: 反内卷政策梳理

时间	会议/政策	政策内容
2024/7/30	中央政治局会议	首次提出要强化行业自律, 防止内卷式竞争。
2024/8/1	国务院《公平竞争审查条例》	促进市场公平竞争, 优化营商环境
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争, 规范地方政府和企业行为
2025/3/5	政府工作报告	加快建立健全基础制度规则, 破除地方保护和市场分割, 打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点, 综合整治“内卷式”竞争。
2025/6/27	全国人大常委会表决通过《反不正当竞争法》修订版	禁止平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则, 以低于成本的价格销售商品, 扰乱市场竞争秩序。
2025/7/1	中央财经委员会	纵深推进全国统一大市场建设, 要聚焦重点难点, 依法依规治理企业低价无序竞争, 引导企业提升产品品质, 推动落后产能有序退出
2025/7/24	发改委、市场监管总局发布《价格法修正草案(征求意见稿)》	进一步明确市场价格的不正当行为认定标准, 规范市场秩序。
2025/12/11	中央经济工作会议	制定全国统一大市场建设条例, 深入整治“内卷式”竞争。
2026/1/13	人民日报“钟才文”署名文章《深刻把我“五个必须”推动“十五五”良好开局》	提出深入整治“内卷式”竞争, 促进优质优价、良性竞争, 营造良好市场生态。加强重点行业产能治理, 强化标准和质量引领, 依法依规实施经营主体退出。
2026/1/22	财政部发布《关于推动解决政府采购异常低价问题的通知》	为整治政府采购领域“内卷式”竞争, 形成优质优价、良性竞争的市场秩序, 提出加强政府采购需求管理、强化政府采购异常低价审查等。

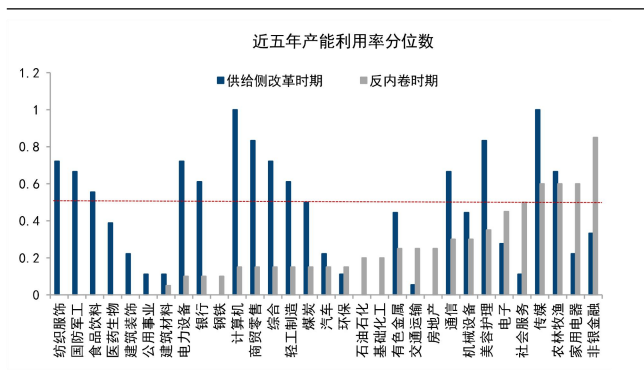
资料来源: 中国政府网, 求是网, 人民日报, 国信证券经济研究所整理

图15: 25年下半年以来反内卷政策已初步见效



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图16: 当前行业内卷问题仍然较为突出



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

全球视角下, 多重因素仍将支撑大宗商品价格, 利好资源股行情。全球流动性宽松、AI 基建等新兴需求强劲、以及地缘政治等因素仍在中期维度支撑全球大宗商品价格, 从而利好资源股表现。具体而言:

一是全球流动性宽松预期有望回归。26年1月末后全球资产经历“沃什冲击”, 但沃什并非一个典型的鹰派人士, 其主张“降息+缩表”。受制于目前美元流动性与就业压力, 短期内缩表概率并不大。在美国中期选举和联储换届背景下, 其更可能采取先降息的策略操作, 美元流动性宽松预期有望回归, CME 数据显示市场预期26年美联储降息次数仍为两次。降息周期背景下有望推动资源品价格上行。

二是 AI 基建、能源转型等带来资源品新需求。随着 AI 产业变革加速，AI 算力基建扩张与电力转型加快，催生了对于铜、铝等相关金属需求的快速增长。以铜为例，根据标普全球预测，2025-2040 年间 AI 数据中心及相关基础设施、能源转型将累计带来约 900 万吨新增铜需求，年均复合增速约 4.0%。在新兴需求高增、叠加供给刚性约束下，相关资源品景气望延续。

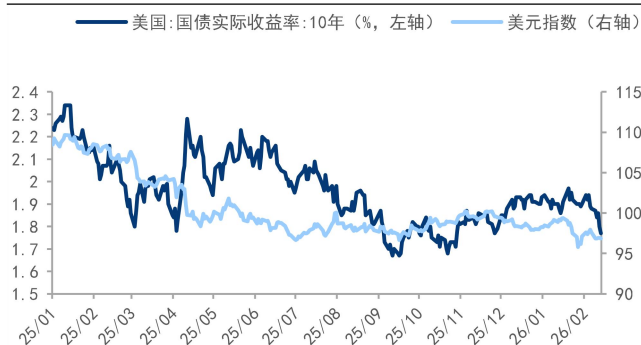
三是地缘政治因素仍支撑大宗上商品价格。受全球地缘政治博弈加剧，“资源民族主义”持续抬头，资源品的定价逻辑已超越单一的供需基本面。地缘政治风险不仅通过直接扰动供给，更系统性推升大宗商品的安全溢价。另外，地缘政治风险也创造了传统美元体系之外的避险需求，以黄金为代表的避险资产具备长期配置逻辑。

图17：市场预期 26 年美联储降息次数仍为两次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	
2026/3/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.2%	90.8%	0.0%	
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	27.8%	70.1%	0.0%	
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.3%	51.2%	31.4%	0.0%	
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.6%	31.2%	42.7%	18.0%	0.0%	
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.3%	4.5%	21.0%	37.7%	28.7%	7.8%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.1%	1.8%	10.4%	26.9%	34.5%	21.3%	5.0%	0.0%	
2026/12/9	0.0%	0.6%	4.6%	15.7%	29.4%	30.2%	16.0%	3.4%	0.0%	
2027/1/27	0.1%	1.1%	5.9%	17.3%	29.5%	28.6%	14.6%	3.0%	0.0%	
2027/3/17	0.2%	1.5%	6.8%	18.3%	29.4%	27.4%	13.6%	2.8%	0.0%	
2027/4/28	0.2%	1.5%	6.7%	18.0%	29.2%	27.5%	13.9%	3.0%	0.1%	
2027/6/9	0.2%	1.5%	6.7%	18.1%	29.2%	27.4%	13.8%	3.0%	0.1%	
2027/7/28	0.2%	1.4%	6.4%	17.4%	28.4%	27.5%	14.7%	3.7%	0.3%	
2027/9/15	0.2%	1.4%	6.3%	17.1%	28.1%	27.5%	15.1%	4.0%	0.3%	
2027/10/27	0.2%	1.3%	5.8%	16.1%	27.1%	27.6%	16.3%	5.0%	0.7%	
2027/12/8	0.4%	2.2%	8.0%	18.4%	27.2%	25.1%	13.8%	4.1%	0.5%	

资料来源：CME，国信证券经济研究所整理

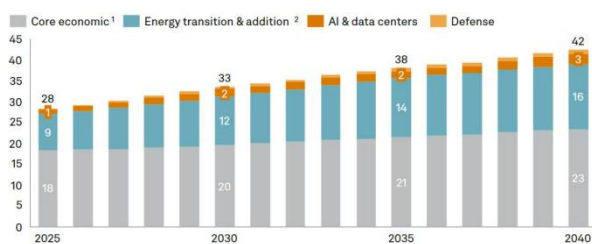
图18：美元指数自“沃什冲击”后有所回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图19：AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长

Figure 1. Global copper demand by sector (2025-2040)
Million metric tons copper (MMt Cu)



1. Includes copper demand from construction, cooling, appliances, fossil power generation, machinery and internal combustion engine (ICE) vehicles. 2. Includes copper demand from clean energy technologies, transmission and distribution (T&D) and EVs.

资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

图20：避险需求推升央行购金行为

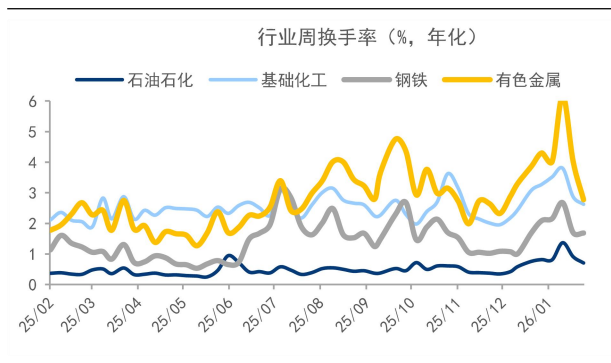


资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

近期资源品情绪已回落，当前板块估值尚可，内外因素共振下有望支撑资源股迎来自上。近期资源品板块拥挤度已明显回落，截至 26/2/13，有色金属周换手率自 1 月末高点 6.2% 回落至 2.8%，基础化工同期自 3.8% 降至 2.6%，石化自 1.4% 降至 0.7%，短期资源股情绪已自高位降温。往后看，资源品板块的估值和基金配置力度仍有提升空间。从估值看，以行业 PE (TTM, 下同)、PB (LF, 下同) 自 13 年以来历史分位数衡量，资源品板块的估值热度尚可，有色金属估值热度为 69% (其中 PE 为 32.6 倍、处 13 年以来 40% 分位，PB 为 4.0 倍、处 97% 分位，下同)、化工为 71% (PE 为 33.8 倍、处 81% 分位，PB 为 2.5 倍、处 61% 分位)。从基金配置

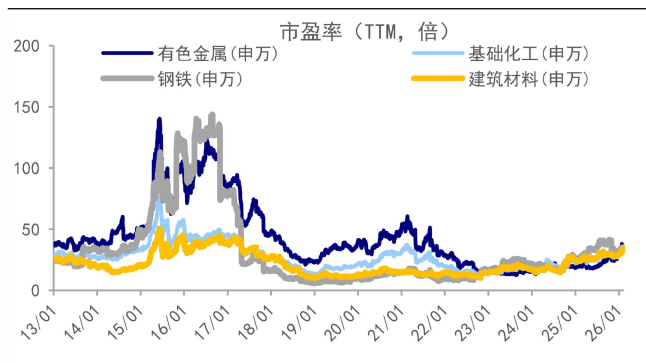
看，多数资源品行业基金配置力度仍在历史中位水平附近，其中，25Q4 基金重仓股中化工持仓占比相对沪深 300 超配比例为 1.2 个百分点、处 13 年以来 39%分位，石化超配比例为-1.0 个百分点、处 41%分位。展望 26 年，在国内反内卷政策落地背景下，叠加全球流动性宽松、地缘政治因素、新兴需求等支撑全球大宗商品价格，资源品板块有望具备向上弹性。

图21：近期资源股交易拥挤度自高位回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图22：当前资源股估值尚可



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

AI 商业化应用进展缓慢，稳增长政策落地进度不及预期，美联储降息延后。

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 ±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 ±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