



# A股策略周报 20260223

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

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）  
wuhuimin@gjzq.com.cn

分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）  
wu\_xiaoming@gjzq.com.cn

## 节后主线将更加清晰

### 全球资产：再平衡仍在继续

我们在春节前的周报《高切低与简单题》指出本轮市场的高切低建立在内外协同复苏的基础之上，同时随着 AI 交易逐渐步入第二阶段，科技链分化可能是未来的常态。从春节期间（2026/2/16-2026/2/20）全球市场表现来看，全球风险资产趋于上涨，但内部表现分化：（1）全球权益风格延续再平衡：以工业、金融、能源为代表的板块继续获得市场青睐，在工业金属高位震荡消化交易拥挤时，巴西为代表的资源国股市开始高歌猛进；（2）科技资产内部分化：随着 AI 代码扫描工具的推出，以网络安全为代表的软件股继续遭遇抛售，而以存储为代表的真正面临供需紧缺的细分方向则出现强劲反弹。市场的焦点不再是 AI 是否是泡沫，而是当 AI 从主题走向宏观因素后，积极寻找产业影响和真正主要矛盾与紧缺环节。商品市场来看，原油表现最为亮眼，短期美伊局势再起波澜推升地缘溢价，而中期维度下“石油美元”循环重要性的提升或为油价上行提供支撑。

### 制造业周期的进一步抬头

本周美国公布 2025Q4 GDP，尽管整体增速低于预期，但拖累主要来自政府支出扰动，而以 AI 为代表的投资端则表现亮眼。更值得关注的是，当前非 AI 和住宅投资增速已开始出现底部抬升，投资活动的修复正由单一 AI 驱动向更广阔实体部门进行扩散。2 月标普制造业 PMI 数据也与之形成呼应：欧洲全面超预期，德国时经 3 年多重返荣枯线并创下新高，美国维持扩张区间且企业对未来的商业前景预期升至一年多高位，全球制造业复苏信号正在持续累积。另一方面，周五美国最高法院判定特朗普依据 IEEPA 征收关税违法，在不考虑特朗普采用其他替代性关税工具对冲的情况下，有效税率的下降有望缓和国内通胀压力和支撑全球出口修复。往后看，美国压制通胀的主要压力正从美联储转移到被更多部门所分担，美国降息路径有望保持相对顺畅，这将为全球制造业修复这一主线提供更为清晰的宏观底色。对于投资者而言，与其关注科技链中“谁终将胜出”这一复杂命题，不如将视角投向全球制造业周期复苏这一确定性更强的主线。当然，特朗普政府仍握有其他替代性工具，且近期已宣布动用 122 条款加征关税并启动贸易调查，关税扰动仍会存在，但是其对于资产定价的扰动的上限已经看到。

### 大宗商品：从金融过度交易走向产业定价

最近一段时间在宏观与产业事件的多重扰动下，工业金属和贵金属为代表的大宗商品价格均出现高位波动的情形。对于工业金属而言，我们此前提到的资产配置需求驱动并引发投机拥挤的交易短期告一段落，价格信号有望回归真实产业供需，展望未来：一方面，资源民族主义抬头背景下工业金属的地缘溢价持续存在，供给扰动的尾部风险短期难以消散，更高的合意库存仍然是长期趋势；另一方面，需求端来看，科技巨头对 AI 的现实投入并未出现放缓，BIG7 对 2026 年的资本开支指引仍显著高于市场预期；与此同时，全球传统周期+新兴市场再投资的上行信号更加明显，有望构成需求端新的支撑。历史经验显示，当前铜金比、铝金比相比较历史偏低的水平意味着在制造业上行周期下，金属价格也将具备更高的上行弹性。对于黄金而言，2026 年特朗普政策重心更聚焦“生活成本”议题，美国压降通胀的路径也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正在减弱，这对包括黄金在内的商品构成利好。同时美国最高法院裁定 IEEPA 关税违法的另一侧是将美国财政与债务问题重新推至聚光灯下，随之而来的关税退税压力和特朗普政府潜在的减税诉求，使美国债务可持续性短期难以显著改善。黄金波动率进一步回落后，将是配置型资金重新确认中枢上移的时机。

### 把握全球实物资产 VS 中国资产这一重要主线

市场风格再平衡的核心，从来不是 AI 的泡沫存在与否，而在于 AI 的宏观影响叠加货币政策、大国政策选择，主要矛盾正在发生变化，紧缺环节已经转移：投资活动由过去单一的 AI 驱动向更广阔的实体部门扩散；而未来美国降息路径的相对顺畅，也在为全球制造业周期修复这一重要主线提供顺风环境。这一过程中，中国资产的产能价值将有望被重新定价，资金回流的也将促进内部消费与通胀循环。对大宗商品而言，前期价格的高波动回归后，产业定价将强于货币属性；而黄金作为风险对冲工具，在美国债务可持续性再度被推上台面之际，有望为组合提供更坚实的保护。推荐：一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳：铜、铝、锡、原油及油运、稀土、金；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、工程机械、晶圆制造，以及国内制造业底部反转品种——石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉等；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、全球资产：再平衡仍在继续.....	3
2、制造业周期的进一步抬头.....	4
3、大宗商品：从金融过度交易走向产业定价.....	6
4、把握全球实物资产 VS 中国资产这一重要主线.....	8
5、风险提示.....	9

## 图表目录

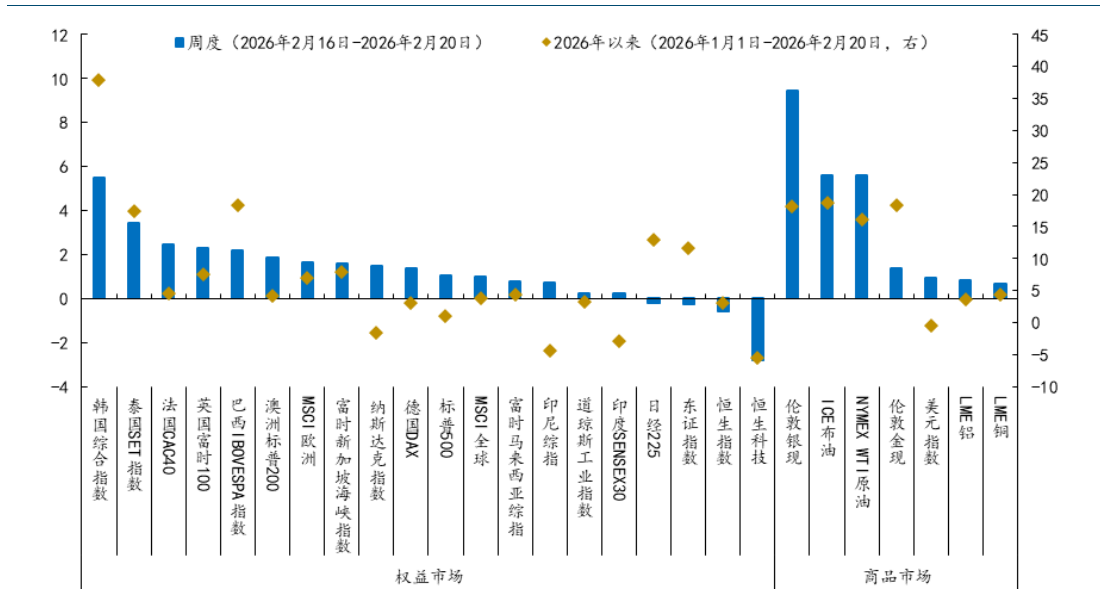
图表 1：春节期间（2026 年 2 月 16 日-2 月 20 日）全球风险资产趋于上涨.....	3
图表 2：但权益市场内部表现分化，科技反弹之后，以金融、工业、能源等板块表现相对优.....	3
图表 3：节前短暂的反弹过后，以网络安全为代表的软件股继续遭到抛售，而半导体与存储等则开启反弹... 3	3
图表 4：短期地缘风险溢价推升原油价格.....	4
图表 5：面对日益膨胀的政府债务，美国政府需要寻找新的买家，“石油美元”循环重要性提升.....	4
图表 6：2025Q4 美国政府联邦支出环比下跌 0.9%，拖累 GDP 表现.....	4
图表 7：非 AI 和住宅投资同比增速回暖迹象愈发明显，AI 与降息的扩散效应开始明显.....	4
图表 8：从标普制造业 PMI 来看，2 月主要发达国家延续边际改善，而美国虽有所放缓但维持韧性.....	5
图表 9：从未来产出预期来看，美国、日本均环比改善且升至近一年来的最高水平.....	5
图表 10：不考虑 IEEPA 关税后，美国整体有效税率下降.....	5
图表 11：以中国为代表的制造业国家将受益于税率下降.....	6
图表 12：2025 年以来美国关税大部分由美国企业和消费者承担.....	6
图表 13：当下美国 CPI 及通胀预期均趋于回落，通胀上行风险下降.....	6
图表 14：目前市场预期全年仍有 2 次降息.....	6
图表 15：2025 年底以铜为代表的工业金属净持仓升至历史高位，而随着价格波动的上升，近期正在逐步缓解 7	7
图表 16：宏微观数据均显示海外 AI 科技巨头正在切实增加 AI 投资.....	7
图表 17：当前铜金比、铝金比相较历史相同制造业 PMI 水平仍偏低，意味着未来或具备更高修复弹性.....	7
图表 18：历史上黄金波动率与央行购金明显负相关；当下黄金波动率已经见顶，未来若能进一步回落，央行购金有望继续支撑金价中枢.....	8
图表 19：美国关税占财政收入比重创下近十年最高水平，而根据 IEEPA 授权收取的关税收入贡献超一半....	8
图表 20：尽管 IEEPA 关税政策的实施难以改变美国长期债务轨迹，但关税收入减少仍可能推高债务水平....	8



## 1、全球资产：再平衡仍在继续

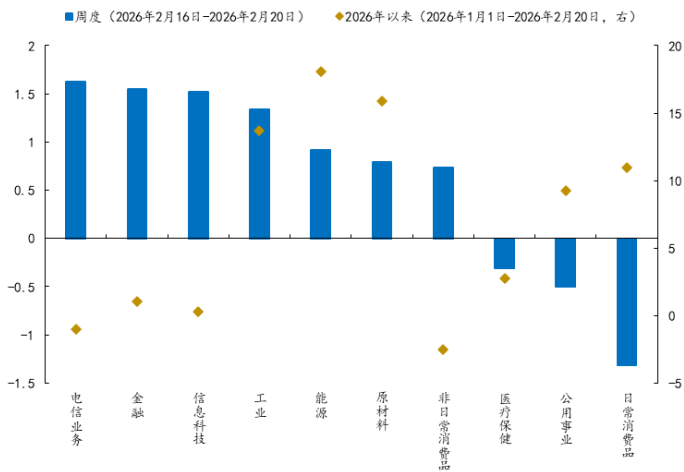
我们在春节前的周报《高切低与简单题》指出：本轮市场的高切低是建立在内外协同复苏的基础之上；与此同时，AI 交易也将逐渐步入第二阶段，即市场预期真正开始向技术本身回归，重新评估 AI 的发展对各行业的真正影响，普涨行情结束，在高波动中进一步分化可能是未来一段时间的常态。从春节期间（2026/2/16-2026/2/20）全球市场表现来看，在地缘风险上升、降息预期回升以及美国最高法院驳回 IEEPA 关税等多重因素交织影响下，全球风险资产整体趋于上涨，但市场内部表现分化：（1）全球权益风格延续再平衡：以工业、金融、能源为代表的板块继续获得市场青睐。值得一提的是，在工业金属高位震荡消化交易拥挤时，巴西为代表的资源国股市开始高歌猛进；（2）科技资产内部的分化：此前遭遇抛售的软件股股价下行斜率虽有所放缓，但尚且缺乏向上的动力；本周五（2026 年 2 月 20 日，下同），随着 AI 代码扫描工具推出，以网络安全为代表的软件股再度承压。而以存储为代表的真正面临供需紧缺的科技细分行业则已出现强劲反弹。市场的焦点不再是 AI 是否是泡沫，而是当 AI 从主题走向宏观因素后，积极寻找产业影响和真正主要矛盾与紧缺环节。

图表1：春节期间（2026 年 2 月 16 日-2 月 20 日）全球风险资产趋于上涨



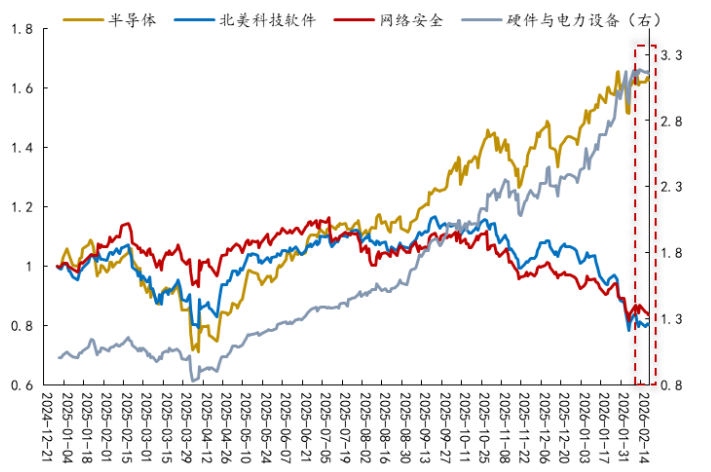
来源：wind, 国金证券研究所

图表2：但权益市场内部表现分化，科技反弹之后，以金融、工业、能源等板块表现相对优



来源：wind, 国金证券研究所

图表3：节前短暂的反弹过后，以网络安全为代表的软件股继续遭到抛售，而半导体与存储等则开启反弹



来源：Bloomberg, 国金证券研究所；注：以 2024 年 12 月 31 日的收盘价作为起始

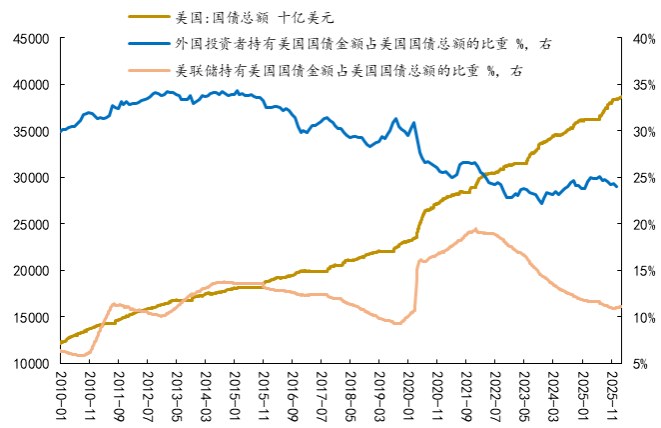
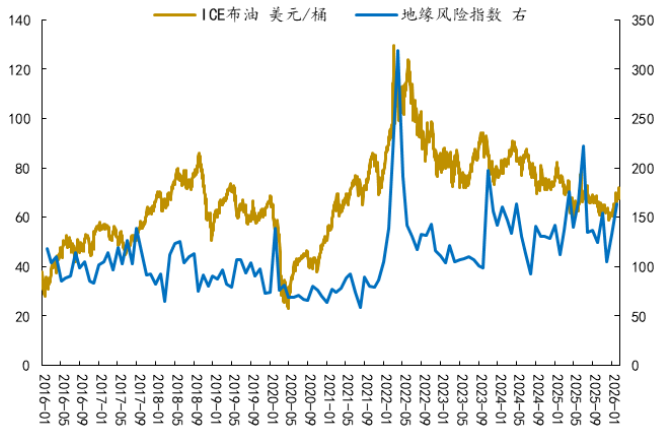


点1进行标准化。

而商品侧来看，表现最为亮眼的当属原油（除本周五晚因风险偏好显著回升带动白银大幅上行外）。随着美伊局势再度趋紧，事件性催化推动原油的地缘溢价短期抬升；而中期维度来看，在接下来新任美联储主席沃什时代下若“缩表”推进回收市场剩余流动性，同时美国政府在再融资压力下需要寻找新的美债买家，在此背景下“石油美元”循环重要性的提升将为未来原油价格的上涨提供支撑，这在一定程度上也符合美国当下的诉求。

图表4：短期地缘风险溢价推升原油价格

图表5：面对日益膨胀的政府债务，美国政府需要寻找新的买家，“石油美元”循环重要性提升



来源：Wind，国金证券研究所

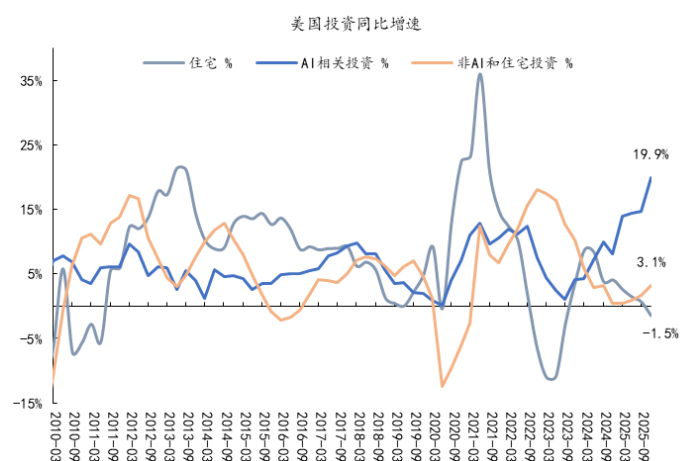
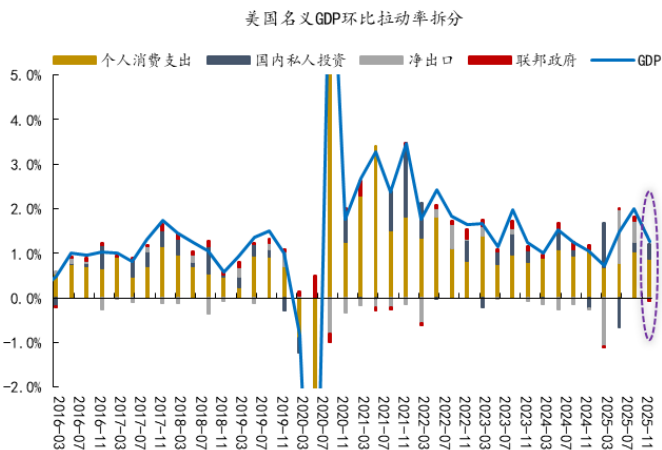
来源：wind，国金证券研究所

## 2、制造业周期的进一步抬头

本周美国披露 2025Q4 的 GDP 数据，尽管整体增速低于市场预期，但实际上更多来自政府支出的拖累（或与 2025Q4 政府关门导致的支出扰动有关）。结构上看，投资与消费保持韧性，尤其是以 AI 投资为代表的细分领域继续表现亮眼。但更值得关注的是，在剔除 AI 相关投资与住宅投资后，“非 AI 与住宅”投资增速已显现底部抬升的端倪，投资活动的修复正在从过去相对单一的 AI 驱动向更广谱的实体部门扩散，这可能是降息周期下，AI 从产业投资变成宏观变量的共同作用。事实上，从领先指标标普制造业 PMI 来看，2 月欧洲制造业 PMI 全面超预期，以德国为代表的制造业国家回升至荣枯线之上，并创下 2022 年 7 月以来新高；美国制造业 PMI 继续稳守荣枯线之上，两者共同指向全球制造业周期这一路径的复苏信号正在逐步增多。值得一提的是，尽管美国 2 月制造业 PMI 略有回落（或受阶段性恶劣天气扰动），但企业对未来商业前景的判断则上升至一年多来最高水平。

图表6：2025Q4 美国政府联邦支出环比下跌 0.9%，拖累 GDP 表现

图表7：非 AI 和住宅投资同比增速回暖迹象愈发明显，AI 与降息的扩散效应开始明显



来源：wind，国金证券研究所

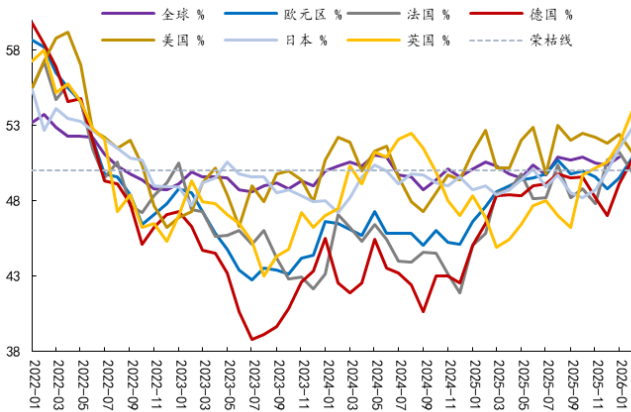
来源：wind，国金证券研究所；注：AI 相关投资由“信息处理设备和软件”和“软



件”合计测算得到。

图表8: 从标普制造业 PMI 来看, 2月主要发达国家延续  
边际改善, 而美国虽有所放缓但维持韧性

图表9: 从未来产出预期来看, 美国、日本均环比改善且  
升至近一年来的最高水平



来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: S&P Global, 国金证券研究所

另一方面, 本周五美国最高法院对市场密切关注的特朗普依据《国际经济紧急权力法》(IEEPA) 征收的关税判定为违法, 如果暂且不考虑特朗普通过其他替代性关税工具进行对冲, 其结果可能带来: ①美国整体有效税率下降; ②国家层面, 以中国为代表的国家将会面临较为显著的关税水平下降, 不考虑替代效应的情况下, 相较原先税率水平或将回落约三分之二。从其传导来看: 一方面, 对美国经济而言, 关税对产出端的拖累有望减轻, 同时通胀上行风险亦随之缓和, 从而使降息路径更为顺畅; 另一方面, 关税壁垒下降将为企业盈利与居民消费提供一定的缓冲空间, 根据纽约联储的测算, 当前美国关税负担仍主要由美国企业消费者承担, 因此关税税率回落边际上有利于缓解国内成本压力并对全球出口修复形成支撑。当然, 特朗普政府仍握有其他替代性工具 (如 301 条款、232 条款、122 条款以及 338 条款等), 且近期已宣布动用 122 条款加征关税并启动贸易调查, 关税扰动仍会存在, 但是其对于资产定价的扰动的上限已经看到。

图表10: 不考虑 IEEPA 关税后, 美国整体有效税率下降

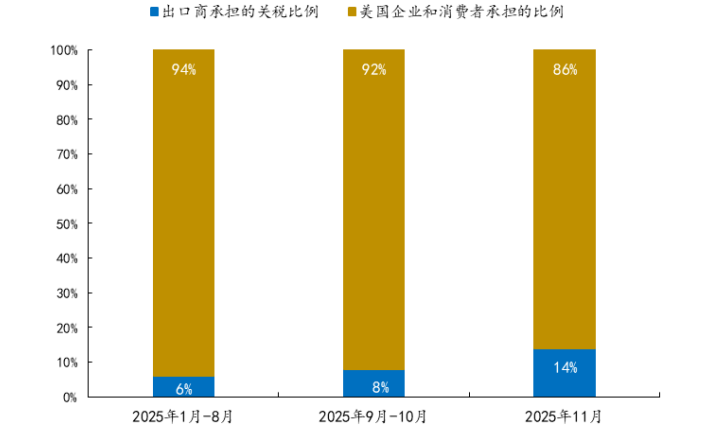
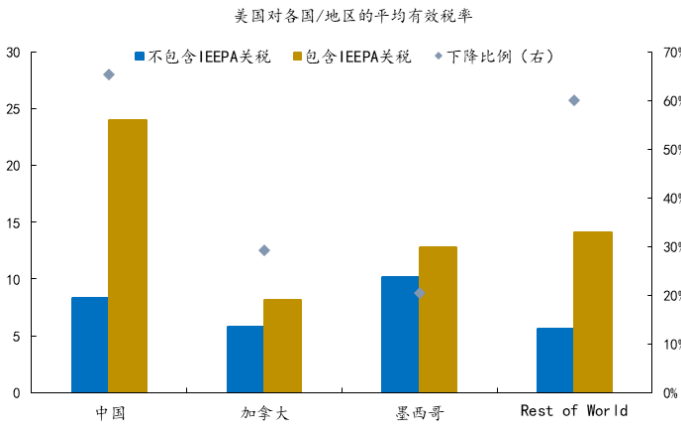


来源: Yale Budget Lab, 国金证券研究所



图表11: 以中国为代表的制造业国家将受益于税率下降

图表12: 2025年以来美国关税大部分由美国企业和消费者承担



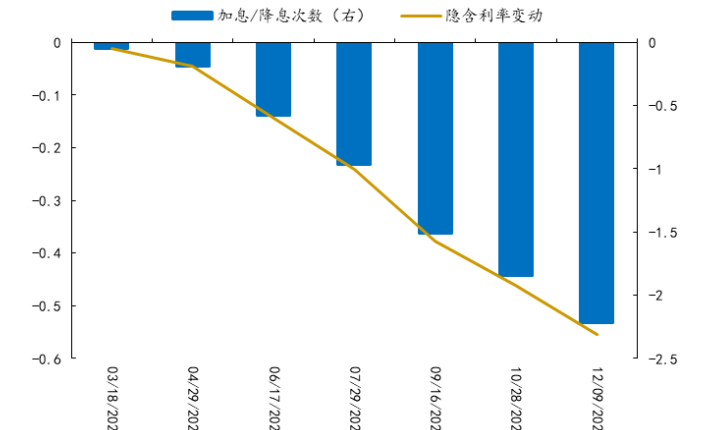
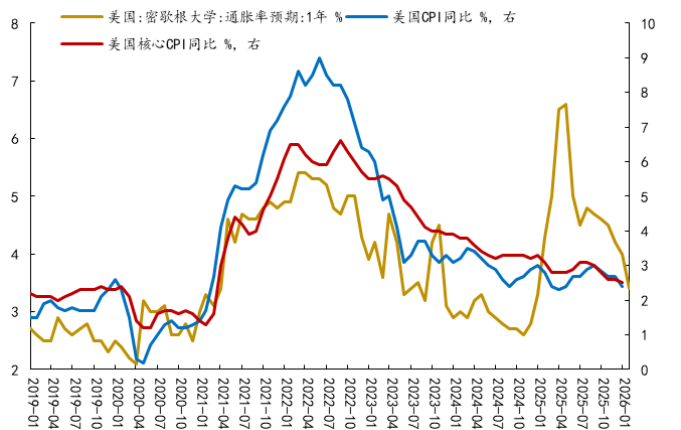
来源: Yale Budget Lab, 国金证券研究所

来源: 纽约联储, 国金证券研究所

未来美国降息路径的相对确定性,正在为全球制造业修复这一主线提供更清晰的宏观底色。近期美国通胀端的边际变化偏向温和:1月CPI低于市场预期、2月密歇根大学通胀预期回落;同时,考虑到特朗普2026年中期选举临近的背景下,国内政策重心或更聚焦在“生活成本”议题,美国压制通胀的主要压力正从美联储转移到被更多部门所分担,美国降息路径有望保持相对顺畅。对于投资者而言,与其关注科技链条中“谁终将胜出”这一复杂命题,不如将视角更多投向确定性更强的主线:全球制造业周期复苏带来的广谱需求回升,在当下或更加值得投资者关注。当前市场对2026年远月降息预期依然较高,主流降息预期为全年2次(每次25BP),而这也将有利于未来实体部门景气的延续与扩散。

图表13: 当下美国CPI及通胀预期均趋于回落,通胀上行风险下降

图表14: 目前市场预期全年仍有2次降息



来源: wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

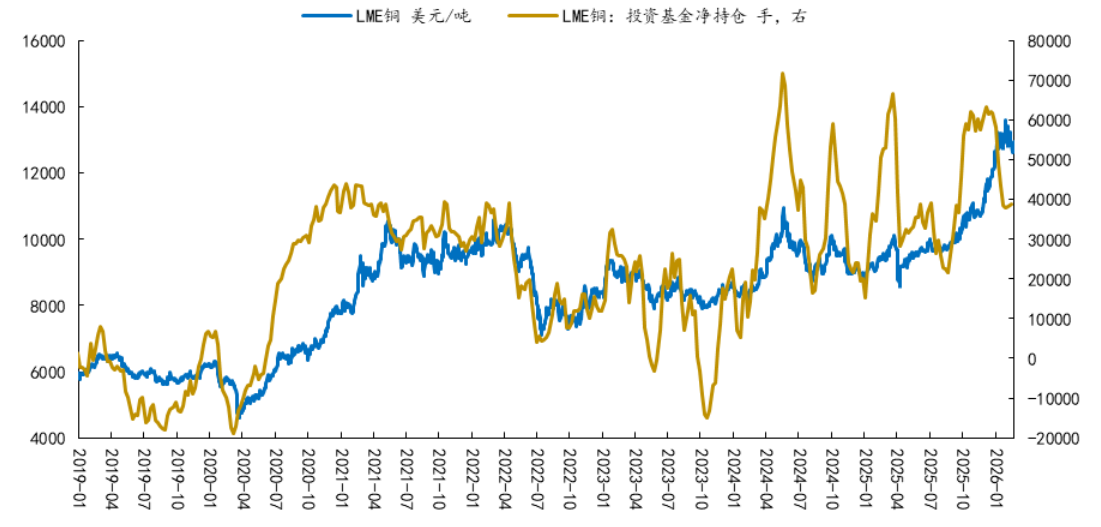
### 3、大宗商品: 从金融过度交易走向产业定价

最近一段时间在多重事件扰动之下以铜为代表的工业金属高位震荡走弱。其本质在于:此前价格的快速上涨已计入较多金融属性溢价,而宏观与产业层面的事件催化则容易通过预期与仓位的再平衡放大价格波动。节前特朗普拟缩减部分钢铁与铝制品关税,叠加近期AI交易遭遇盈利兑现质疑与债务融资担忧升温,共同对工业金属价格形成短期抑制。我们此前提到的资产配置需求驱动并引发投机拥挤的交易短期告一段落,价格信号有望回归真实产业供需,展望未来:一方面,在资源民族主义抬头的背景下,工业金属的地缘溢价持续存在,供给扰动的尾部风险短期难以消散,更高的合意库存仍然是长期趋势;另一方面,需求端来看,科技巨头对AI的现实投入并未出现边际放缓,反而BIG7对2026年的资本开支指引仍显著高于市场预期。与此同时,工业金属也正在迎来新的边际驱动,全球传统周期+新兴市场再投资的上行信号更加明显,有望构成需求端新的支撑。历史经验来看,当前铜金比、铝金比相较历史相同制造业PMI水平仍明显偏低,意味着金属价格或将



具备更高的修复弹性。

**图表15：2025年底以铜为代表的工业金属净持仓升至历史高位，而随着价格波动的上升，近期正在逐步缓解**



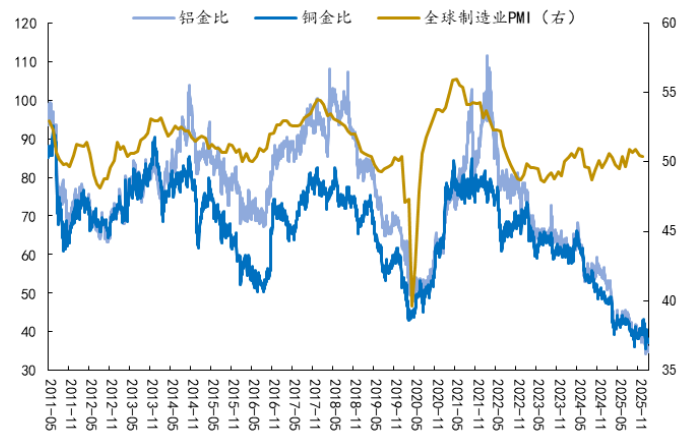
来源：wind，国金证券研究所

**图表16：宏微观数据均显示海外AI科技巨头正在切实增加AI投资**



来源：wind，国金证券研究所

**图表17：当前铜金比、铝金比相比较历史相同制造业PMI水平仍偏低，意味着未来或具备更高修复弹性**

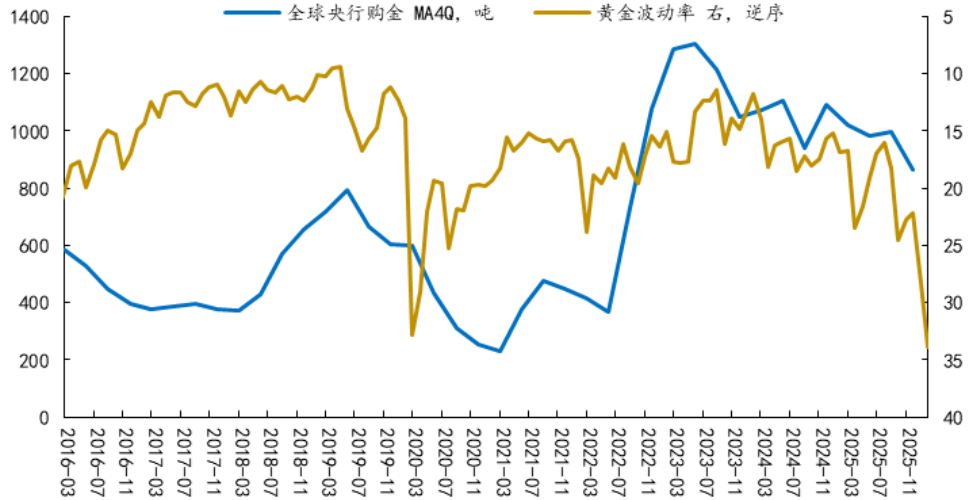


来源：wind，国金证券研究所

对于黄金而言，过去一段时间因特朗普宣布沃什担任新一任美联储主席引发市场对降息路径的预期出现回摆，黄金波动抬升并伴随一定幅度的回调。但站在当前时点，我们倾向于认为黄金回撤压力最大的阶段已经过去。一方面，美国压降通胀的政策路径不再是以货币政策为主导，而是开始转向政府采用多种政策工具协同，通过货币紧缩压制通胀的必要性在减弱，这对包括黄金在内的商品构成利好支撑；另一方面，美国最高法院裁定特朗普依据 IEEPA 征收关税违法的另一侧是美国财政与债务问题重新被推至聚光灯下。即便特朗普后续可能动用其他关税工具以弥补潜在的关税收入缺口，但叠加可能出现的关税退税压力和其潜在的减税诉求，美国债务可持续性在短期内仍难以显著改善。在此情形下，黄金波动率进一步回落后，将是配置型资金重新确认中枢上移的时机。

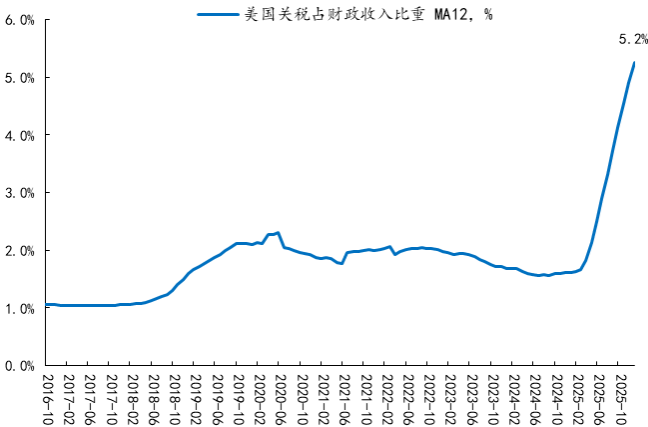


**图表18: 历史上黄金波动率与央行购金明显负相关; 当下黄金波动率已经见顶, 未来若能进一步回落, 央行购金有望继续支撑金价中枢**



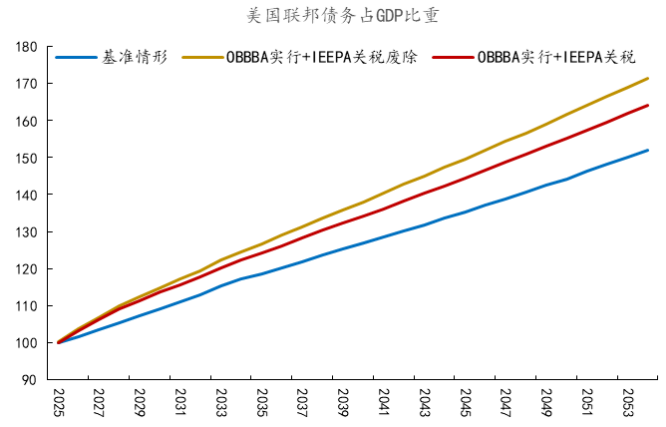
来源: wind, 国金证券研究所

**图表19: 美国关税占财政收入比重创下近十年最高水平, 而根据 IEEPA 授权收取的关税收入贡献超一半**



来源: wind, 国金证券研究所

**图表20: 尽管 IEEPA 关税政策的实施难以改变美国长期债务轨迹, 但关税收入减少仍可能推高债务水平**



来源: Tax foundation, 国金证券研究所

#### 4、把握全球实物资产 VS 中国资产这一重要主线

市场风格再平衡的核心, 从来不是 AI 的泡沫存在与否, 而在于 AI 的宏观影响叠加货币政策、大国政策选择, 主要矛盾正在发生变化, 紧缺环节已经转移: 投资活动由过去单一的 AI 驱动向更广谱的实体部门扩散; 而未来美国降息路径的相对顺畅, 也在为全球制造业周期修复这一重要主线提供顺风环境。这一过程中, 中国资产的产能价值将有望被重新定价, 资金回流的也将促进内部消费与通胀循环。对大宗商品而言, 前期价格的高波动回归后, 产业定价将强于货币属性; 而黄金作为风险对冲工具, 在美国债务可持续性再度被推上台面之际, 有望为组合提供更坚实的保护。

具体配置建议上, 一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳: **铜、铝、锡、原油及油运、稀土、金**; 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、工程机械、晶圆制造**, 以及国内制造业底部反转品种——**石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉**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**。



## 5、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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

**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