



从急行军到安营扎寨：牛市新节奏·新打法

策略行业2026年春季投资策略

韦冀星（分析师）

证书编号：S0790524030002

邮箱：weijixing@kysec.cn

简宇涵（分析师）

证书编号：S0790525050005

邮箱：jianyuhuan@kysec.cn

耿驰政（联系人）

证书编号：S0790125050007

邮箱：gengchizheng@kysec.cn

曹晋（联系人）

证书编号：S0790124080011

邮箱：caojin1@kysec.cn

2026年3月3日

核心观点

1.节奏：攀登者的新路程——从急行军到安营扎寨。坚定牛市信心，降低斜率预期

➤空间与位置：巴菲特连续13个季度净减持美股头寸的原因或藏在证券化率指标当中。A股视角，过去有2次证券化率突破1.1倍，但目前中枢在持续上行，当前处于0.91倍的“爬坡中段”及高敏感区间，市场已由早期的估值修复转向存量资产深度盘活阶段。

➤攀登模式切换：告别“一鼓作气、加速冲顶”的急行军，转向“每到关口就扎营休整”的安营扎寨。A股不再是“跑得快就赢”，而是进入“换挡后比谁稳、比谁结构对”的体力管理阶段，通过压降斜率换取牛市时长。

2.逻辑：旧打法失效的三个信号出现，从指数 β 向结构 α 迁移

2025年是“情绪修复+风险溢价压缩”驱动的估值牛；2026年起正在切换为“盈利结构+资金结构”驱动的结构慢牛。旧打法的失效信号：①核心成长指数估值已将盈利预期打得较高；②风格切换频繁导致追高胜率下降；③全面普涨结束，资金由 β 驱动转向由盈利兑现和政策牵引的 α 驱动。

3.以DDM重构“新节奏牛市”的定价逻辑

分子端：不是“有没有增长”，而是“增长靠什么”。重视 ΔG （盈利增速边际变化）对估值的指引作用。“山峰理论”：景气投资不仅看G的绝对高度，更看 ΔG 的斜率。当行业处于周期“左山峰”（ $\Delta G > 0$ ）时，方能获得“估值+业绩”的戴维斯双击；反之则面临估值收缩。

分母端：资金生态正在重塑市场结构。①“宽基型ETF净流出+非宽基型ETF净流入”反而是市场健康的另一种表征；②中长期资金的2大生态位变化：其一，是地产的投资属性弱化；其二，居民资金通过间接的形式“搬家”入市，带来持续稳定的增量资金。

4.结构：AI科技重构利润分配，顺周期聚焦涨价能力，主题投资大年，红利配置价值提升

➤AI科技：本质是生产函数重构带来的利润再分配。算力资本、电力设施、生态平台，或将成为本轮财富再分配的核心受益者。

➤顺周期涨价：聚焦具备稳定“涨价能力”的资产，如有色金属（能源金属、小金属）、部分化工品、保险（受名义利率抬升提振）、建材。

➤主题投资：2026年是主题投资大年，①遵循“买新不买旧，买大不买小”；②沿着“十五五规划”去寻找最大主题机遇。

➤红利风格：基于赔率优势及居民资金（固收+、二级债基等）间接“搬家”入市的趋势，2026年红利风格表现有望优于2025年。

5.行业配置建议：①AI科技： ΔG +利润再分配：算力资本（算力、存储、半导体、机器人）、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）；②涨价逻辑下的顺周期：有色金属（能源金属、小金属）、化工石化、保险、建材；③2026主题大年：AI+（AI4S）、具身智能、核聚变能、量子科技、脑机接口；④内需结构转型+消费复苏：高端商业物业、餐饮、旅游；⑤高股息的配置价值提升：考虑 ΔG 的高股息：煤炭、非银、传媒、石化、交运。

5.风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动。全球流动性及地缘政治恶化风险。测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

目录

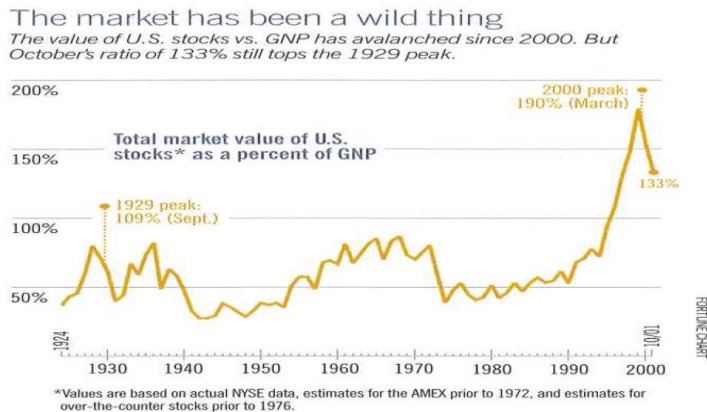
CONTENTS

- 1 攀登者的新路程——从急行军到安营扎寨
- 2 以DDM重构“新节奏牛市”的定价逻辑
- 3 新打法：安营扎寨时代的四大抓手
- 4 风险提示

■ 巴菲特指标（证券化率）可以作为市场的重要指引

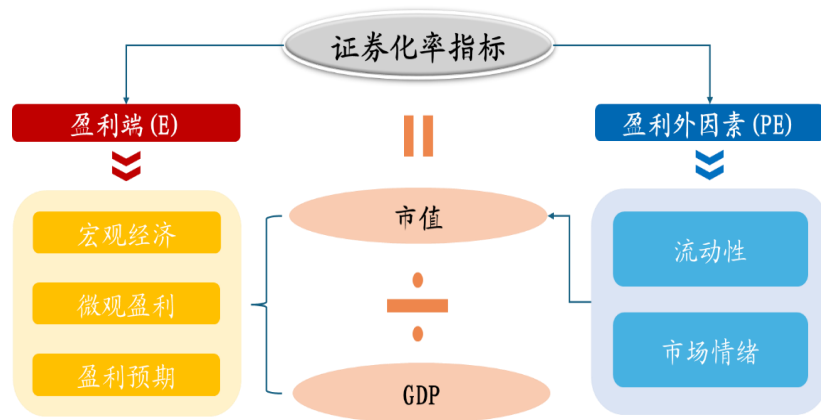
- 沃伦·巴菲特在2001年《财富》访谈中指出，“**证券总市值/GDP**”是衡量整体市场估值水平的**单一最佳指标**（尽管该指标存在不考虑利率环境等局限性）：该比值反映了股市价值与实体经济产出的背离程度。他还提出，当比值处于70%-80%时，属于相当有吸引力的买入点，长期回报丰厚。当比值逼近200%（如2000年泡沫期）时，买入股票无异于“玩火”，预示系统性风险极高。
- 截至2026.2.26，美股证券化率已经达到221%，这或许是巴菲特连续13个季度净减持美股头寸的原因。
- 我们自2025年8月《证券化率看牛市估值》起，持续强调用证券化率来看本轮中国资产牛市，A股估值仍有显著扩张空间。

图1：巴菲特认为美股证券化率对投资有重要指引



资料来源：FortuneMagazine DEC 10 2001

图2：证券化率指标影响逻辑

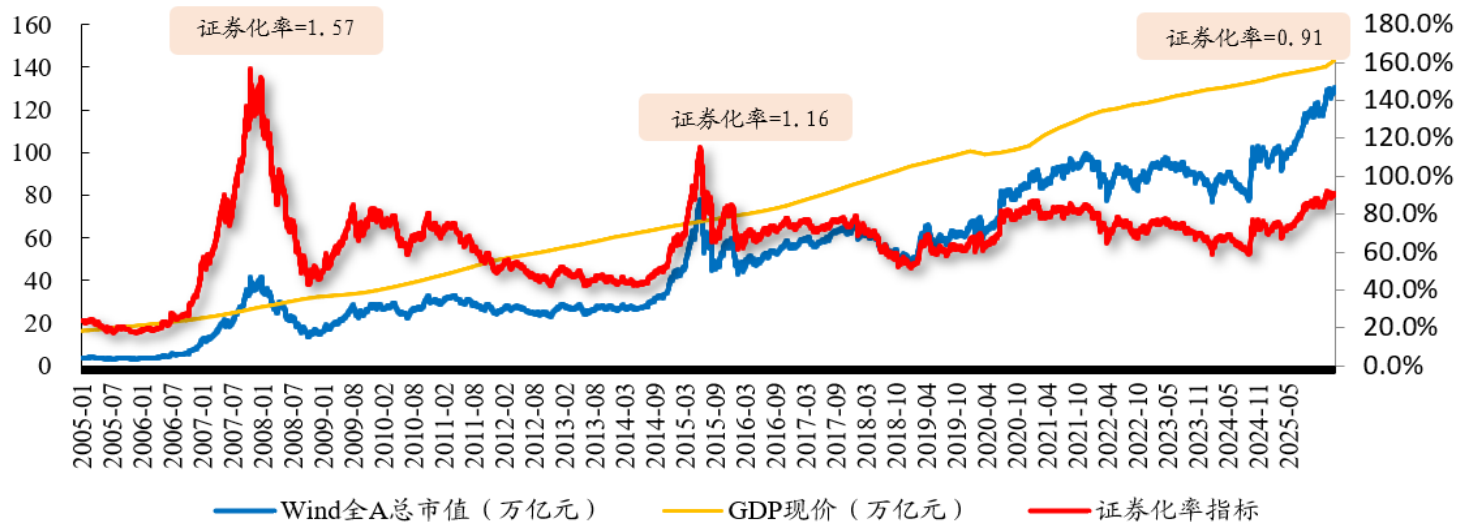


资料来源：开源证券研究所

■ A股过去有2次证券化率突破1.1倍，但中枢在持续上行，当前处在0.91倍位置处，起始位置是0.62

- 市场当前所处位置已经告别“低位起跑”的阶段，转而进入“中高位续爬”的攻坚期。证券化率的持续攀升，也标志着A股已从早期估值修复阶段迈入高敏感区间，居民资金入市节奏明显放缓，板块普涨概率降低，市场结构分化加剧，意味着当前的证券化率扩张已进入存量资产深度盘活、制度红利集中释放的“爬坡中段”，任何外部冲击或预期修正都可能引发估值回调。
- 牛市还在，但进入“体力管理阶段”。其特征表现为成交活跃度高企但动能分化、估值中枢缓慢上移但波动加剧。这种分化印证了“体力管理”的核心逻辑，市场不再依赖全面上涨，而是依靠少数核心赛道的持续资金流入维持整体韧性。

图3：证券化率逐步攀升，正迈入高敏感区间



1.2 我们已经在攀登路上，但山势变了

■ 为什么需要重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”？

- 一个反直觉的事实：长周期来看，A股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后；甚至，处于领先地位。
- 但因为我们经常看到，历史上容易出现A股的牛市斜率较高、同时伴随时长较短的情况，间接带来一些时间段持股感受糟糕的情况。所以很明显，压降牛市时期的斜率是一个有效的，让A股长期持股感受显著改善的思路。

图4：长周期来看，A股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后

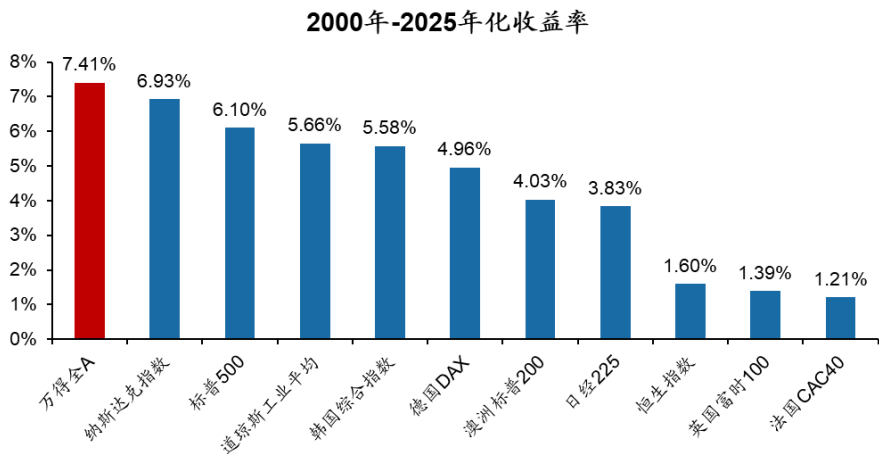
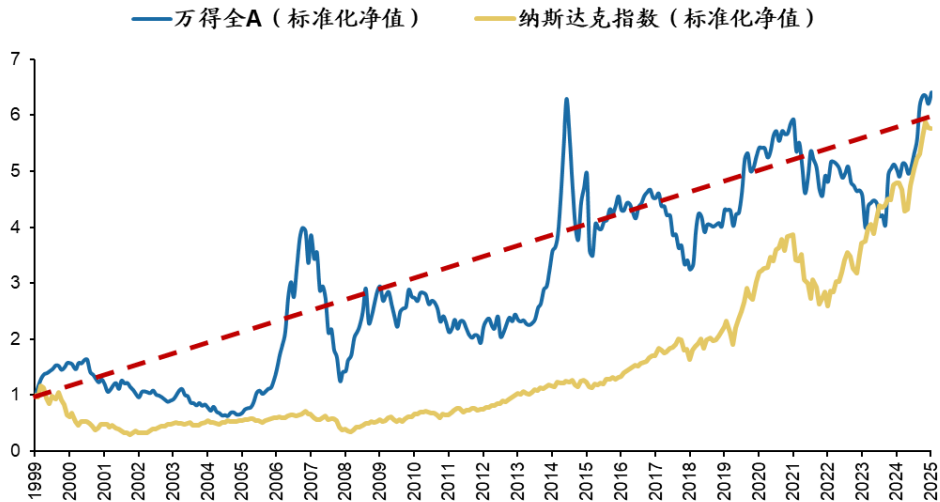


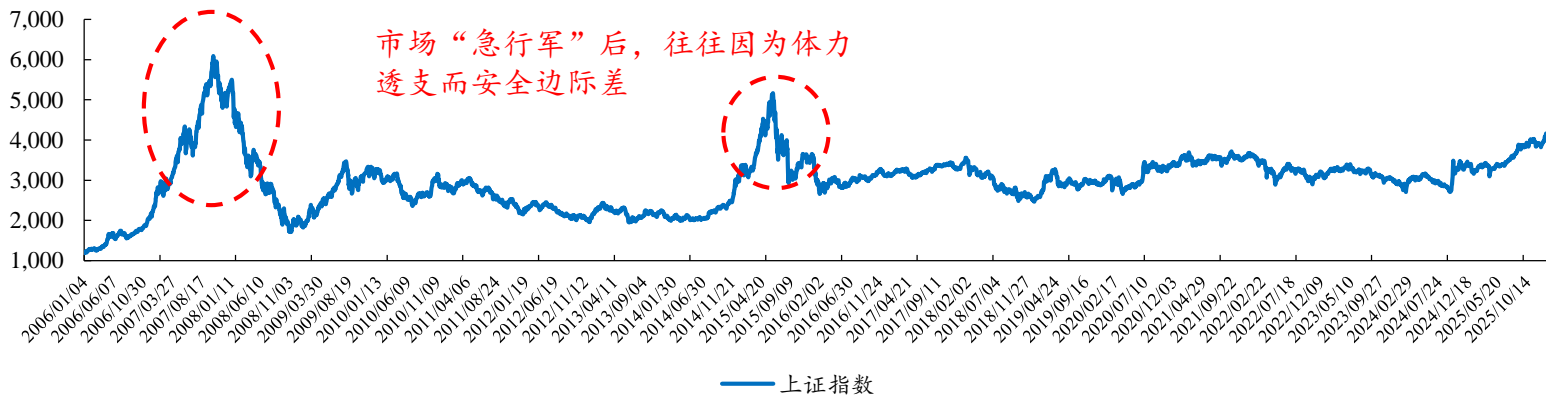
图5：同样7%左右的年化收益，万得全A的波动显著大于纳斯达克指数



■情形1：急行军

- **特征：**一鼓作气、只争朝夕、加速冲顶。交易行为呈现明显的“抢跑”与“追高”特征。
- **优点：**速度快、情绪强。投资情绪高度统一，资金快速涌入权益市场，成交量活跃，在这一阶段，市场由流动性驱动与预期自我强化主导，易形成非理性共振。
- **劣势：**体力透支后安全边际差、顶部拥挤、下山滑坠。如果市场中，杠杆资金占比、融资余额、场外配资活跃度等指标均处于高位，投资者普遍处于“高仓位、低防御”状态，风险对冲工具使用率极低，系统性脆弱性显著上升。体力透支后安全边际差，一旦情绪拐点出现，顶部拥挤，市场或将面临快速的再定价过程，修复成本或将较高。

图6：急行军后，往往面临剧烈的再定价过程



数据来源：Wind、开源证券研究所

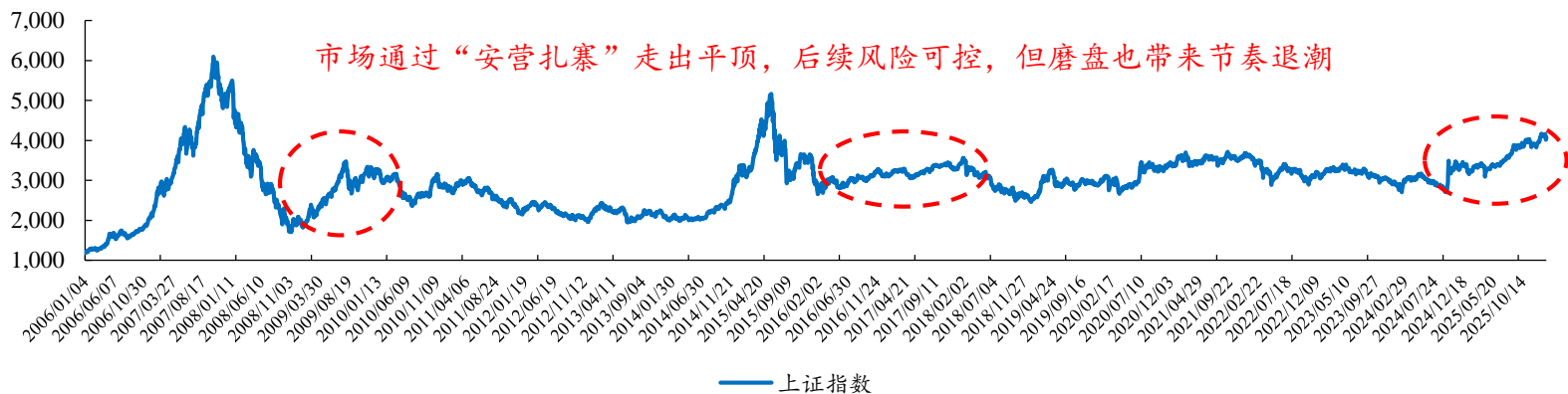
■情形2：安营扎寨

➤特征：每到关口就扎营休整。

➤优点：体力可持续、风险可控、国家鼓励支持。相较于激进追涨，该模式通过控制仓位节奏、避免在高位重仓押注，有效降低了系统性回调带来的冲击。同时，该策略也与监管层与市场共识的隐性引导高度契合。

➤劣势：可能错过更高位置、热情下降后部分杠杆玩家跑路。这种“热情下降后部分资金离场”的现象，虽未引发剧烈波动，却削弱了市场向上突破的潜在动能。另外，市场对向上突破的预期持续被推迟，有投资者担心如果政策思路如此，这样的操作思路会不会赶走一些灵活（投机）资金，我们认为：一小部分较为灵活和投机的资金并不算特别重要，最重要的是中长期资金。在这个思路下，我们建议大家关注中央汇金各类操作的最终“目的”而不是实现“手段”，因为这些手段不仅限于大家熟知的“子弹”。

图7：安营扎寨阶段，更应注意把握节奏



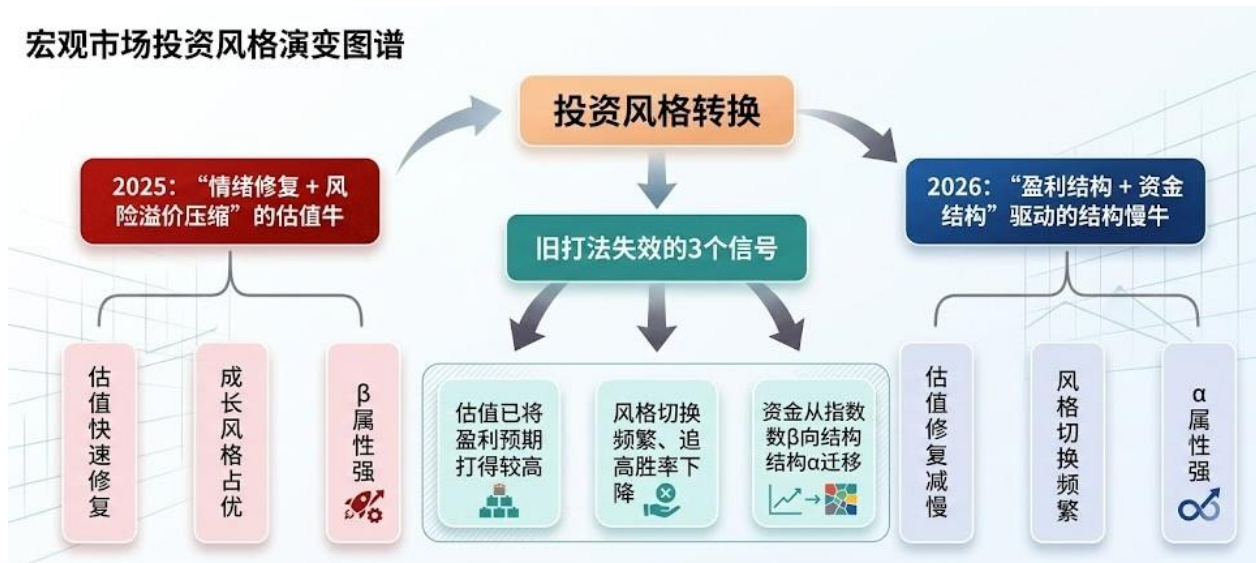
1.4 我们的判断：牛市还在，但是要换打法

■ 我们不再问“是不是牛市”——牛市的驱动力还在，但有一定的边际变迁

➢ 2025年市场以修复为主，呈现“情绪修复 + 风险溢价压缩”的估值牛。表现出Beta属性强、板块轮动快、ETF主导成交的特点。估值扩张成为主要驱动力，资金偏好高景气、弹性大的赛道板块。受益于风险偏好提振的多数成长型指数估值分位数已经较高。

➢ 2026年起市场正在切换为“盈利结构 + 资金结构”驱动的结构慢牛。当估值修复进入尾部阶段，盈利能力与政策导向将成为新的主导变量。随着结构轮动与风格切换加快，市场或将从以Beta驱动的普涨阶段过渡至以Alpha驱动的精选阶段，因子选取与风格判断的重要性显著提升。

图8：2026年投资风格或将有所变化



1.4 我们的判断：牛市还在，但是要换打法

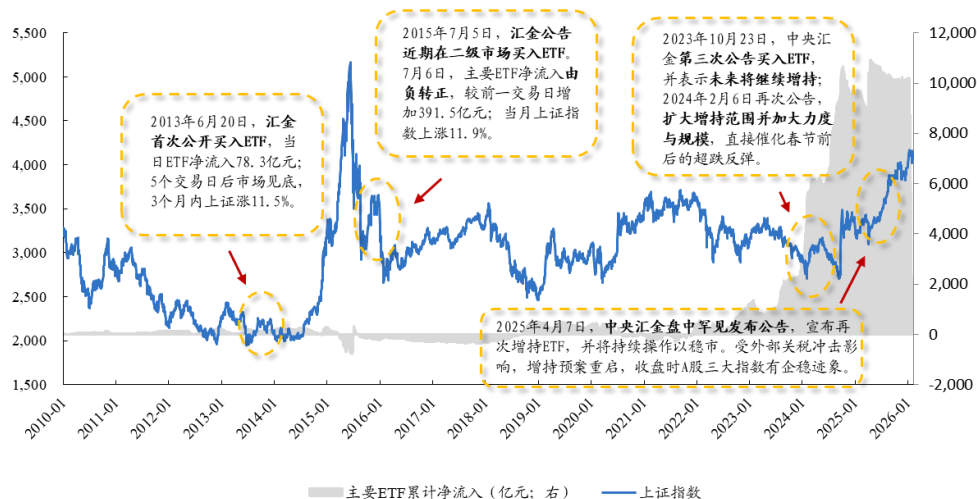
■ 本轮牛市不是“只冲顶”，而是“边冲边扎营”的复合式攀登，或者说，A股不再是“跑得快就赢”，而是就能入“换挡后比谁稳，比谁结构对”的阶段，要改变急于求成的心态，均衡配置、闲庭信步才是正确的攀登方式。

➢ 当前市场整体牛市趋势已然确立，汇金对于市场的支撑仍在稳定发力，中长期向好的核心运行逻辑保持不变，政策层面着力保障市场平稳运行节奏。与此同时，监管层对杠杆资金的管控力度显著强化，通过严格压制违规杠杆、规范资金入市行为，防范非理性波动风险，助力市场在健康有序的轨道上稳步推进。

图11：当前杠杆风险可控



图12：汇金对于市场的支撑仍在稳定发力



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 攀登者的新路程——从急行军到安营扎寨
- 2 以DDM重构“新节奏牛市”的定价逻辑
- 3 新打法：安营扎寨时代的四大抓手
- 4 风险提示

2.1 盈利端：不是“有没有增长”，而是“增长靠什么”

■ 分子端：比乐观的人悲观一点，比悲观的人乐观一些。

■ 从市场预期来看，盈利底在2026年初到达几乎是一致预期。

- 非金融企业和居民的存款余额同比之差对A股隐含EPS有12个月的领先指引，我们看到当前A股隐含盈利周期已经回升。但当前利润修复节奏仍偏缓，尚不支持“V型盈利反转”叙事。
- 中长期贷款周期领先工业企业利润周期9个月，当前新增贷款周期已经于2025年2月触底后开始回升，盈利再度下探的概率显著下降，分子端不再是系统性风险源。

图13：非金融企业和居民的存款余额同比之差对A股隐含EPS有12个月的领先指引

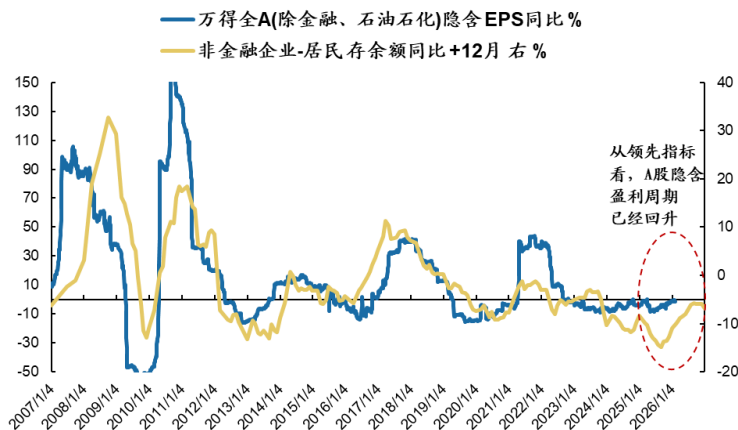
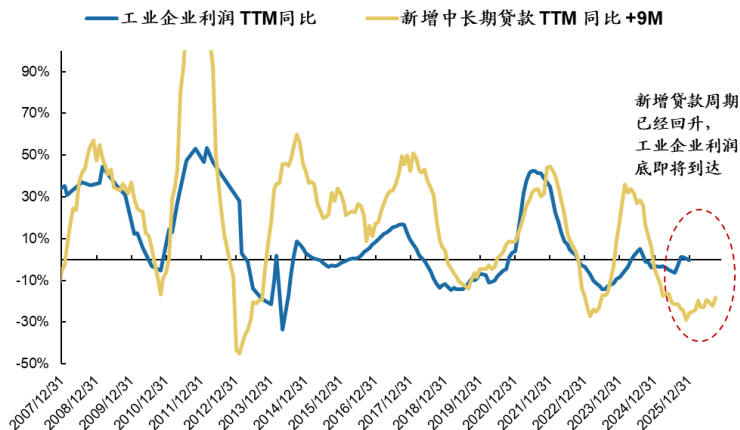


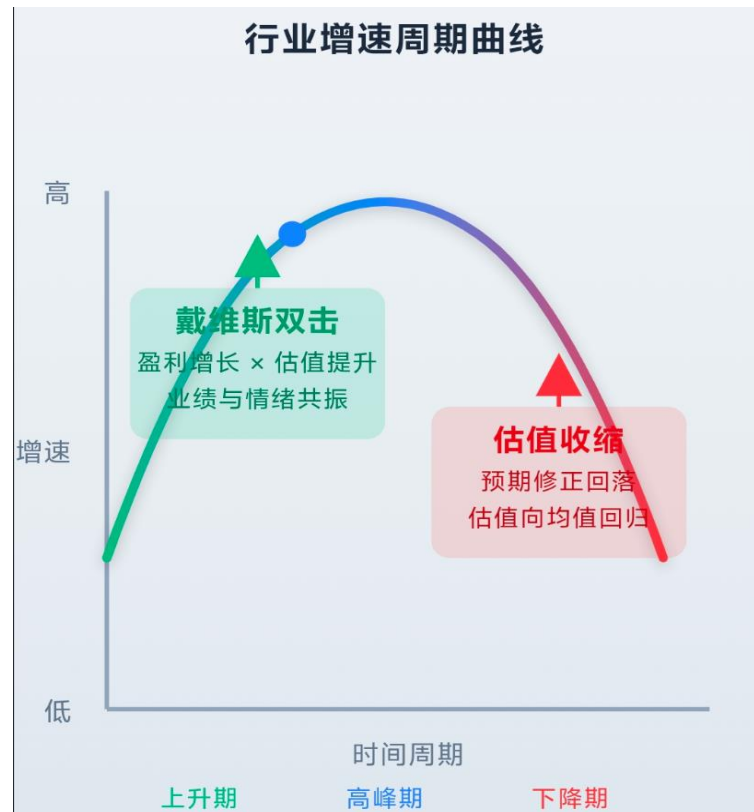
图14：中长期贷款周期领先工业企业利润周期9个月



2.1 景气投资方法论：不能只重视G而忽视 ΔG 对估值的指引

- 我们在1月的深度报告《景气投资方法论》当中总结出，总共有5个指标与股价呈现显著的正相关，按照有效性强弱排序是： **Δ 盈利增速** **$>$** **Δ 收入增速** **$>$** **Δ ROE** **$>$** **收入增速** **$>$** **盈利增速**。可以很轻易地总结出：与收益率的正相关性最强的是 Δ 类指标。
- 我们构建一个盈利增速的“山峰理论”：如果我们把公司/行业的增速周期放在一个示意图上，这根线图就很类似一根正弦曲线（类似一座山，分为左山峰和右山峰），我们给出一个粗浅但有价值的理解总结：当公司/行业所处的周期在左山峰上（二阶导为正，或者说 Δ 为正），公司股价往往会获得“估值+业绩”的戴维斯双击；但当公司/行业所处的周期在右山峰上（二阶导为负，或者说 Δ 为负），此时往往迎来的是估值的收缩，投资者只能赚到业绩的钱而赚不到估值的钱。

图15：盈利增速的“山峰理论”：左边的山峰G和 Δg 兼备，迎来戴维斯双击



2.1 盈利端：不是“有没有增长”，而是“增长靠什么”

■ 结构性盈利：G和 ΔG 要兼备

➢ G决定景气的“高度”， ΔG 决定景气的“斜率”，两者共振才是景气投资的核心。不仅仅是科技，这是所有品种如何利用盈利来做“景气投资”的方法论。

➢ 根据我们的回测结果显示：

【盈利增速G】对市场有阶段性正向指引：

(1) 最有效月份：1月、6月、7月

(2) 次有效月份：10月

【 Δ 盈利增速(ΔG)】的指引窗口更为广泛：

(1) 有效月份：1月、5月、6月、7月、8月、9月

■ 如果结合G与 ΔG 判断景气投资，投资胜率更高。

图16：盈利增速在1/6/7/10月对收益指引较强； Δ 盈利增速在1/5/6/7/8/9月对收益指引较强

分组	盈利增速 (分位数)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
第一组	0%~10%	-2.2%	7.9%	5.0%	1.0%	2.3%	-3.5%	3.3%	0.2%	1.0%	0.8%	4.6%	0.2%
第二组	10%~20%	-1.7%	7.2%	3.2%	0.7%	2.3%	-3.2%	3.3%	-0.2%	0.8%	0.7%	4.1%	0.4%
第三组	20%~30%	-1.3%	6.9%	3.1%	0.6%	2.8%	-2.7%	3.3%	-0.8%	1.0%	0.5%	4.5%	0.6%
第四组	30%~40%	-0.9%	6.5%	3.0%	0.6%	3.2%	-2.2%	3.6%	-1.0%	0.8%	0.3%	4.4%	1.4%
第五组	40%~50%	-0.5%	6.3%	3.1%	0.9%	3.9%	-2.3%	3.5%	-0.4%	0.8%	1.1%	4.5%	1.3%
第六组	50%~60%	-0.4%	6.2%	3.1%	0.9%	3.7%	-1.6%	3.8%	-0.4%	0.9%	0.8%	4.2%	1.6%
第七组	60%~70%	0.0%	5.9%	2.8%	1.4%	3.6%	-1.5%	4.2%	0.4%	1.1%	0.9%	3.8%	1.9%
第八组	70%~80%	0.1%	6.7%	3.2%	0.7%	4.4%	-1.4%	5.1%	0.4%	0.6%	1.2%	3.6%	1.9%
第九组	80%~90%	0.6%	6.8%	3.5%	0.6%	3.7%	-0.3%	5.1%	0.4%	0.9%	1.4%	3.2%	1.8%
第十组	90%~100%	1.0%	6.7%	2.9%	0.5%	3.9%	0.0%	5.4%	-0.5%	0.9%	1.7%	2.6%	1.3%
分组	Δ 盈利增速 (分位数)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
第一组	0%~10%	-0.9%	7.1%	3.3%	0.5%	1.9%	-2.9%	3.6%	-0.1%	0.4%	1.2%	3.3%	0.5%
第二组	10%~20%	-1.0%	7.0%	2.9%	-0.1%	2.1%	-2.4%	3.5%	-0.5%	0.4%	1.0%	3.5%	0.7%
第三组	20%~30%	-1.2%	6.6%	2.6%	0.5%	2.7%	-2.2%	3.3%	-0.9%	0.6%	0.1%	3.7%	0.5%
第四组	30%~40%	-1.0%	6.4%	2.8%	0.7%	3.0%	-2.1%	3.5%	-0.4%	0.9%	0.2%	3.8%	0.9%
第五组	40%~50%	-0.8%	6.1%	3.1%	1.0%	3.7%	-2.0%	4.0%	-0.8%	1.0%	0.5%	3.6%	1.2%
第六组	50%~60%	-0.8%	5.9%	3.2%	1.4%	3.7%	-1.8%	4.1%	-0.4%	0.8%	0.6%	3.8%	1.3%
第七组	60%~70%	-0.3%	6.1%	3.1%	1.2%	4.4%	-2.0%	3.4%	0.2%	1.1%	1.0%	4.0%	1.4%
第八组	70%~80%	-0.5%	6.6%	3.3%	1.4%	4.4%	-1.7%	4.8%	0.5%	1.1%	1.4%	4.2%	1.6%
第九组	80%~90%	-0.1%	6.7%	4.3%	1.7%	3.7%	-0.3%	5.2%	0.2%	1.0%	1.2%	4.2%	1.9%
第十组	90%~100%	0.0%	7.1%	4.1%	0.5%	3.9%	-1.3%	4.9%	0.3%	1.3%	1.2%	3.7%	1.1%

2.1 结构性盈利：重视 ΔG ，科技行业内部高低切

- **科技内部要做高低切**：为什么我们从去年8月以来，到年度策略都一直强调科技要做高低切？核心逻辑不单纯是估值博弈，而是**基于盈利趋势由估值扩张向盈利兑现演进的深层考量**。
- **历史规律的表征**：2010年至今，科技细分领域呈现明显的“赛道轮动”特征，极少有品种能够凭借单一产业逻辑连续两年蝉联细分行业涨幅榜前列；
- **产业周期的内核**：从产业周期视角看，高 Δg 往往源于周期拐点，而拐点本身不具备持续性。

图17：2010年~2025年涨幅前五行业

年份	行业涨幅 TOP5
2010	电子，医药生物，机械设备，美容护理，计算机
2011	银行，食品饮料，房地产，传媒，公用事业
2012	房地产，非银金融，美容护理，建筑装饰，家用电器
2013	传媒，计算机，环保，电子，家用电器
2014	非银金融，建筑装饰，钢铁，房地产，交通运输
2015	计算机，轻工制造，纺织服饰，社会服务，传媒
2016	食品饮料，煤炭，建筑材料，建筑装饰，家用电器
2017	食品饮料，家用电器，钢铁，非银金融，有色金属
2018	社会服务，银行，食品饮料，农林牧渔，美容护理
2019	电子，食品饮料，家用电器，建筑材料，计算机
2020	社会服务，电力设备，食品饮料，国防军工，美容护理
2021	电力设备，有色金属，煤炭，基础化工，钢铁
2022	煤炭，综合，社会服务，交通运输，美容护理
2023	通信，传媒，计算机，电子，石油石化
2024	银行，非银金融，通信，家用电器，电子
2025	有色金属，通信，电子，综合，电力设备

图18：2010年~2025年 Δg 前五行业

年份	Δg TOP5行业
2010	电子，环保，钢铁，纺织服饰，传媒
2011	食品饮料，建筑装饰，医药生物，房地产，综合
2012	交通运输，公用事业，美容护理，轻工制造，房地产
2013	建筑材料，综合，环保，商贸零售，纺织服饰
2014	钢铁，医药生物，机械设备，食品饮料，交通运输
2015	美容护理，轻工制造，社会服务，农林牧渔，传媒
2016	煤炭，建筑材料，商贸零售，国防军工，房地产
2017	机械设备，非银金融，美容护理，电力设备，国防军工
2018	银行，综合，美容护理，公用事业，食品饮料
2019	电子，传媒，轻工制造，电力设备，环保
2020	通信，有色金属，机械设备，基础化工，电力设备
2021	交通运输，社会服务，煤炭，美容护理，银行
2022	公用事业，商贸零售，电力设备，机械设备，通信
2023	交通运输，纺织服饰，轻工制造，汽车，美容护理
2024	农林牧渔，非银金融，有色金属，建筑材料，煤炭
2025	房地产，国防军工，电力设备，综合，美容护理

■ 盈利修复：2026年是分子端有望呈现“厂字型”复苏特征—顺周期+科技均有机会

- 信用端的传导正在为 PPI 的边际修复提供领先信号。在历史上M1上升多次作为价格周期反转的前置指标。自 2024 年下半年以来，M1 同比已持续回升，而PPI同比则仍维持在低位运行，形成流动性与价格之间的阶段性背离，PPI有修复的空间。
- CRB 的领先指引与 PPI 走势出现结构性背离，但补涨逻辑正在形成。螺纹钢走势从2025年7月开始修复上行，向铜价收敛，结构性补涨路径已在形成：铜领涨、螺纹跟涨，CRB 先行、PPI 跟随，价格修复正由供给出清和结构错位推动，而非传统意义上的总量复苏。若后续PPI回升见顶，盈利主线将完成由“涨价预期”向“利润兑现与分化”的切换。

图19：M1 同比已持续回升

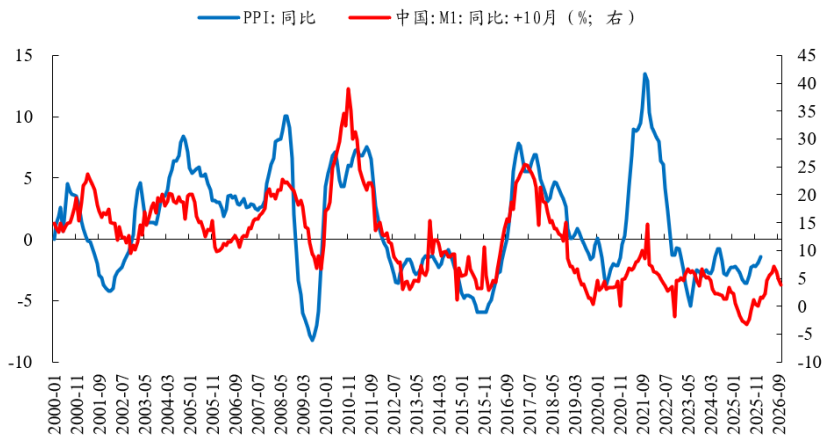
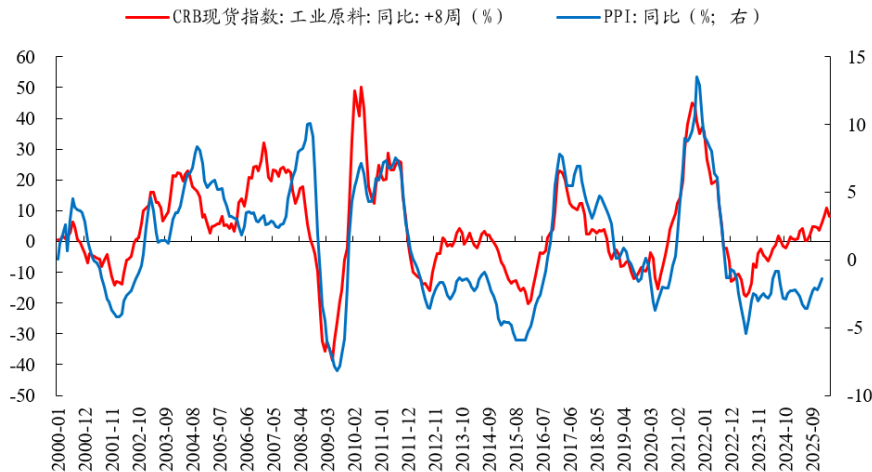


图20：PPI 或向 CRB 补涨

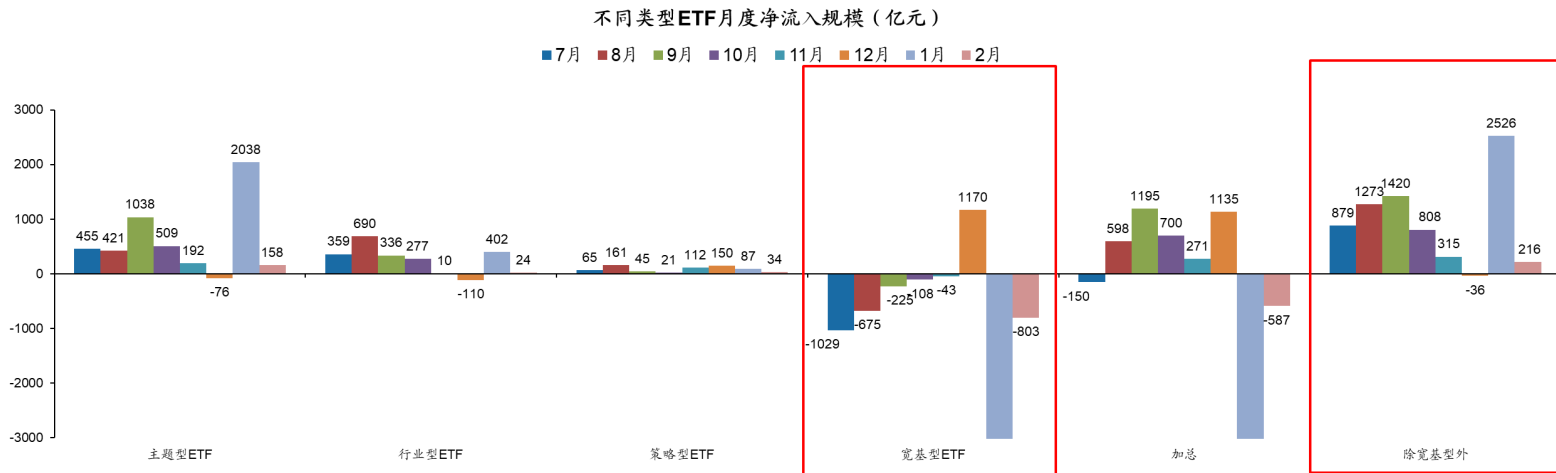


2.2 流动性端：资金生态正在重塑市场结构

■ 过去几个月，ETF的边际变化剧烈，到底我们应该关心ETF的什么？

- 宽基型ETF在2026年1-2月、2025年6-9月分别都迎来了较大规模的流出。大规模的宽基型ETF的快速流出，是否意味着行情要出现拐点，要暂时离场呢？我们认为并不是，反而这是市场健康的另一种表征，而且我们要更加重视非宽基型ETF的指引作用：
- (1) 2026年1-2月和2025年6-9月，都是行情较为积极的环境下宽基型ETF的净流出显著。一个解读视角：积极行情下，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；这不是在压制市场，而是居安思危。
- (2) 自2025年6月以来，宽基型ETF净流出时，往往非宽基型ETF迎来净流入，一来一回形成对冲。可能的原因：①市场赚钱效应较好时，部分居民及机构投资者投入增量资金并通过ETF入市，而此时中央汇金有更好的窗口收回子弹；②在市场较为积极的环境下，居民及机构投资者更多买入弹性较大的非宽基型ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型ETF当中，最终呈现宽基型ETF净流出，非宽基型ETF净流入的组合。

图21：宽基型ETF流出时，往往非宽基型ETF迎来流入



2.2 流动性端：资金生态正在重塑市场结构

■ 中长期资金的2大生态位变化

- 其一，是地产的投资属性弱化。房地产投资回报率下降，削弱了地产在居民资产中的主导地位。细数过去历次A股指数牛（2006-2007、2014-2015、2019-2021），房地产价格均同步/滞后显著上涨，部分投资者在股市当中赚钱后，卖出股票，资金流入楼市。而当前地产的投资属性减弱，权益市场逐渐成为居民财富管理的“新主场”。
- 其二，居民资金通过间接的形式“搬家”入市，带来持续稳定的增量资金。我们认为，当前居民资金的“搬家”的主要形式是间接的：“居民资产荒”下，在过去的高收益理财不可持续后，那些不愿切去定存的资金，大概率或转去保险、固收+、风险高1-2级的银行理财等。这些品类对权益的配置比例普遍在10%-20%，这带来居民资金的间接入市。另一方面，这类资金性质以绝对收益为主，更倾向于配置高股息，这也是我们认为红利风格在2026年的表现会优于2025年的原因之一。

图22：二手房经历了2005年以来最长的负增长区间

— 中国:房屋销售价格指数:二手住宅:70个大中城市:当月同比

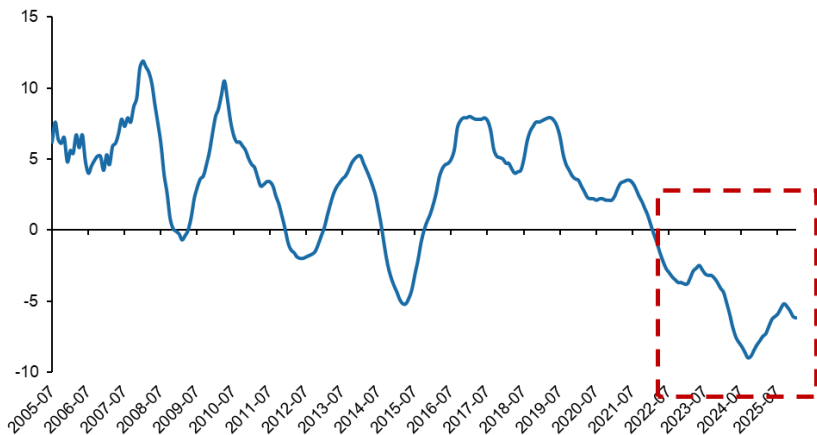
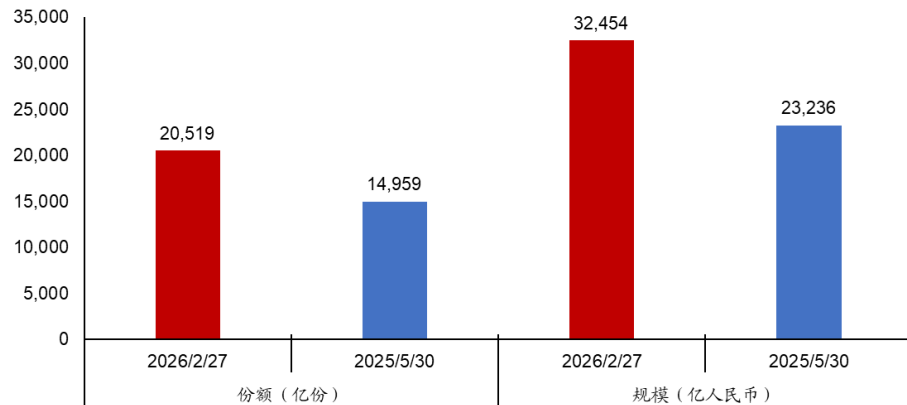


图23：相较2025年6月初，固收+基金的份额和规模均增长近40%

固收+基金份额和规模的变化



■ 贴现率：基于货币-信用框架对市场风偏进行研判

- **货币条件：**穿透“增长加速、通胀放缓、劳动力市场企稳”的数据迷雾，流动性宽松基调并未改变。在“影子主席”干预与美联储自主性下降的货币政策转轨期，货币政策重心转向支撑财政与政治目标需要，进而或将实质性驱动贴现率下行。当前，市场预期2026年底前，美联储仍有50-75BP降息空间。
- **政治端：**司法约束重塑权力边界，制度锚点对冲选举波动。最高法院对特朗普关税案件的裁定重塑了行政权力边界，冲击特朗普的核心经济承诺与选举福利计划的同时，抬升了共和党的中期选举风险。但考虑到司法约束强化下财政扩张受限，有望对冲长端利率的上行压力，政治因素对贴现率的综合影响趋于中性。

图24：市场预计2026年底前，美联储有50-75BP降息空间

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	150-175	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%	4.4%	95.6%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	20.4%	78.8%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.4%	43.0%	48.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	21.3%	45.0%	30.3%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	12.9%	33.9%	37.1%	14.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.8%	35.1%	28.5%	8.8%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.8%	27.4%	32.1%	19.5%	4.8%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.1%	0.8%	4.8%	15.3%	28.2%	29.9%	16.9%	4.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.2%	1.6%	7.0%	17.9%	28.5%	27.3%	14.3%	3.1%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.3%	2.0%	7.8%	18.7%	28.5%	26.3%	13.4%	2.9%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.5%	2.5%	8.6%	19.4%	28.3%	25.4%	12.7%	2.7%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.2%	4.8%	12.8%	22.9%	27.2%	20.4%	8.8%	1.7%	0.0%
2027/9/15	0.2%	0.9%	3.7%	10.4%	19.8%	25.9%	22.5%	12.3%	3.8%	0.5%
2027/11/02	0.2%	0.9%	3.7%	10.4%	19.8%	25.9%	22.5%	12.3%	3.8%	0.5%
2027/12/8	0.3%	1.5%	5.1%	12.3%	21.1%	25.2%	20.4%	10.6%	3.1%	0.4%

图25：美债收益率曲线趋于平缓



■ 国内货币环境——继续实施适度宽松的货币政策

- **货币条件：延续宽松。**2026年2月10日发布《2025年第四季度中国货币政策执行报告》中明确了下一阶段货币政策思路为继续实施适度宽松的货币政策。
- **低利率环境：2024年，国内利率水平不断下行；2025年以来，中证红利和沪深300指数股息率差均处于近10年来相对高位。**尽管2025年下半年以来长端利率有所抬升，但主要源于市场对进一步降准降息预期降温 and “反内卷”政策下通胀预期边际修复，对权益市场影响有限。随着2026年初结构性降息落地，我们认为，2026年国内市场利率水平将保持在相对低位，权益资产性价比有望进一步提升。

图26：国内利率水平正处在历史低位

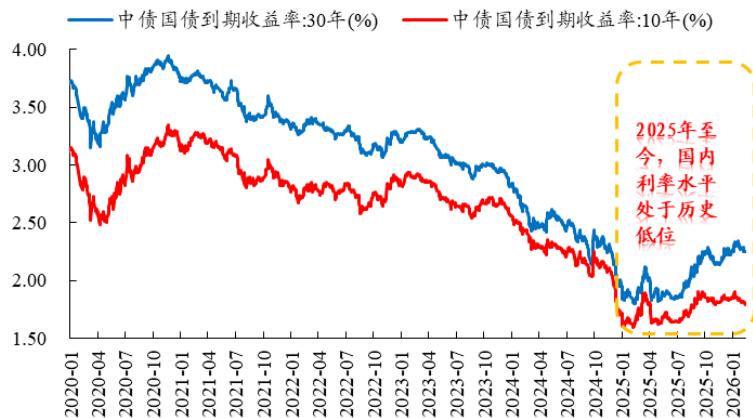
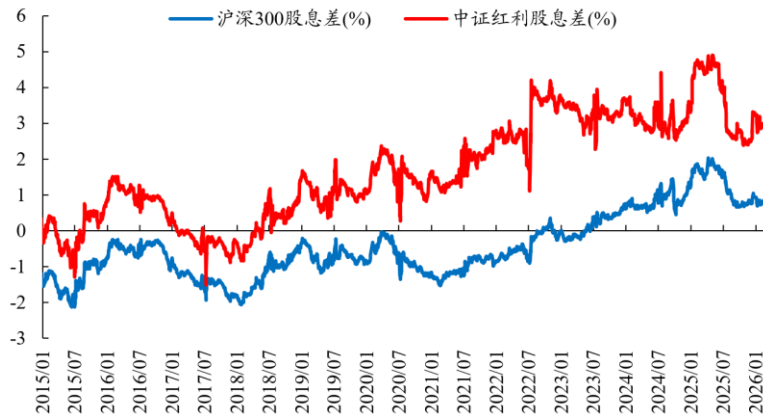


图27：中证红利和沪深300指数股息率差均处于近10年来相对高位



目录

CONTENTS

- 1 攀登者的新路程——从急行军到安营扎寨
- 2 以DDM重构“新节奏牛市”的定价逻辑
- 3 新打法：安营扎寨时代的四大抓手
- 4 风险提示

3.1 本轮科技投资的底层逻辑

■ 本轮科技投资的本质，不是产业轮动，而是AI重构生产函数，引发利润再分配

➢ 谁会被AI替代？这是当下社会最火热的问题。我们认为当前AI对人类最大的影响，是财富的再分配，而不是生产力的提升。

➢ 因此本轮科技投资的思路，应该集中在：**谁能够在再分配当中获得更大的份额？**

➢ AI的冲击并非单一技术突破，而是对生产函数的系统性重构。技术（T）提升全要素生产率，劳动（L）被替代或重组，资本（K）议价权上升，利润分配结构随之改变。因此，科技投资的关键不在于“谁景气”，而在于“谁掌握入口”。算力资本、电力设施、生态平台，或将成为本轮财富再分配的核心受益者。

图28：本轮AI科技投资底层逻辑是利润的再分配

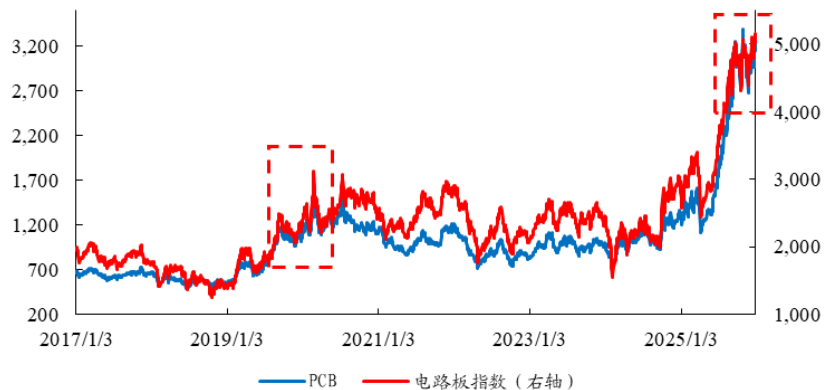


3.1 科技—— ΔG 选择上涨潜力

■ AI硬件的上涨

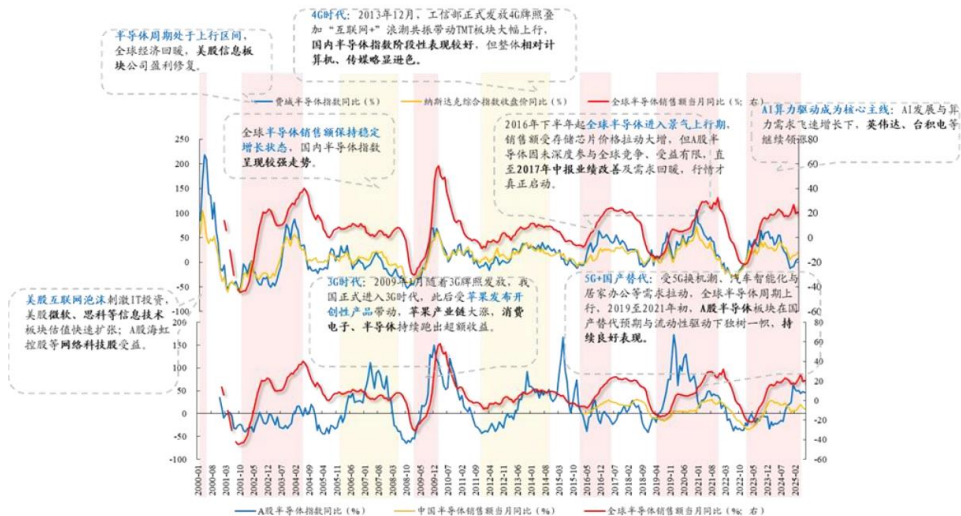
- ▶ **光通信：从5G基站到AI算力的周期映射。**本轮通信设备的上行，其背后体现在AI算力扩张、数据中心扩容以及智能汽车电子化升级等多重因素叠加下，对通信硬件需求快速增长的“结构性需求增长”的特征，类似于当年5G基站对PCB的拉动效应。
- ▶ **半导体：高基数下的结构性窗口。**全球半导体行业通常呈现“约2年上行+1年多下行”的典型结构，目前半导体行业已经连续9个季度上行，形成高基数效应，叠加头部厂商近期增长节奏边际放缓、下游客户订单趋于谨慎以及消费电子整体动能不足等因素，可关注行业结构性机会。

图29：本轮AI硬件行情类似上轮5G基站建设带来的阶段性小高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：半导体行业已连续9个季度上行



3.1 科技—— ΔG 选择上涨潜力

■ ΔG 或为AI硬件强者能恒强的核心因素

➤我们认为AI硬件能保持强者恒强的核心因素仍在于 ΔG （盈利增速边际变化），Delta G重视的并非盈利增速绝对值的高低，而是盈利增速的边际变化方向，如果 ΔG 开始出现明显的疲软则可能处于平顶消化估值+成长回归价值的过程。当前并未见到 ΔG 的显著拐点，那么AI硬件在现阶段更有可能跟随估值牛的大环境延续。

图31：通信设备：收入增速预测维持强劲

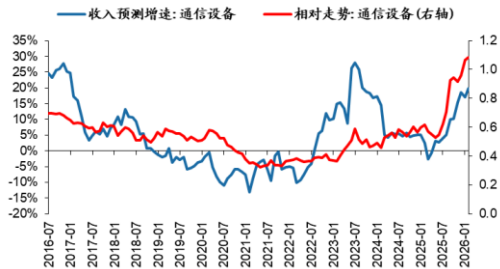


图32：通信设备：盈利增速预测维持强劲



图33：消费电子：收入预测增速维持强劲

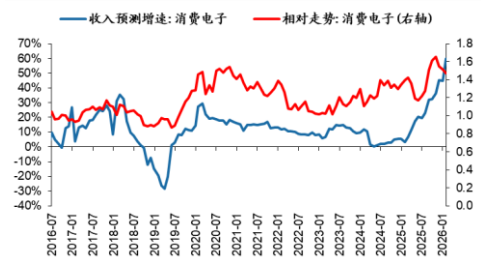


图34：消费电子：盈利预测增速维持强劲

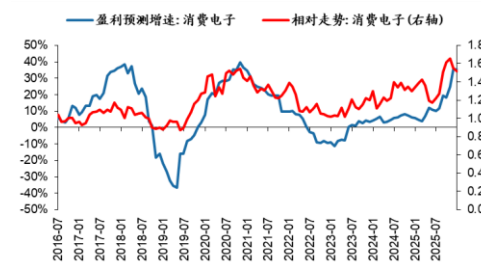


图35：半导体：收入预测增速改善

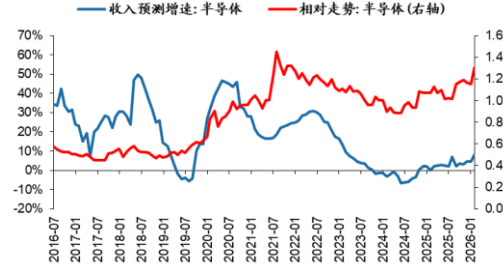


图36：半导体：盈利预测增速边际向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ AI是吞电大户——电力设备从2025年的“业绩反转”到2026年的“G和 ΔG ”兼备

- **AI驱动电力设备步入“超级周期”**。2026年，AI Agent的大规模应用使数据中心电力需求从“线性增长”转为“指数增长”；AI的尽头是电力，每一块高性能GPU的背后，都需要对应的变压器、配电柜及冷却系统的支撑。三大驱动力将支撑电力设备迎来景气超级周期。
- **国家电网资本开支超预期构成确定性溢价**。“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达4万亿元，较“十四五”投资增长40%。
- **AI数据中心将是需求侧“惊喜”**。海外电网设施迎来更新周期，AI数据中心密集建设，中国电力设备出海乘风而起，发电机、变压器等受益。
- **电池和储能是稳定器**。展望2026年，全球和中国储能电池出货量增速预计达40%，产业链中游和上游产能紧张或将刺激产品价格进一步上涨。

图37：近些年，国家电网建设投资完成额同比增速持续上行

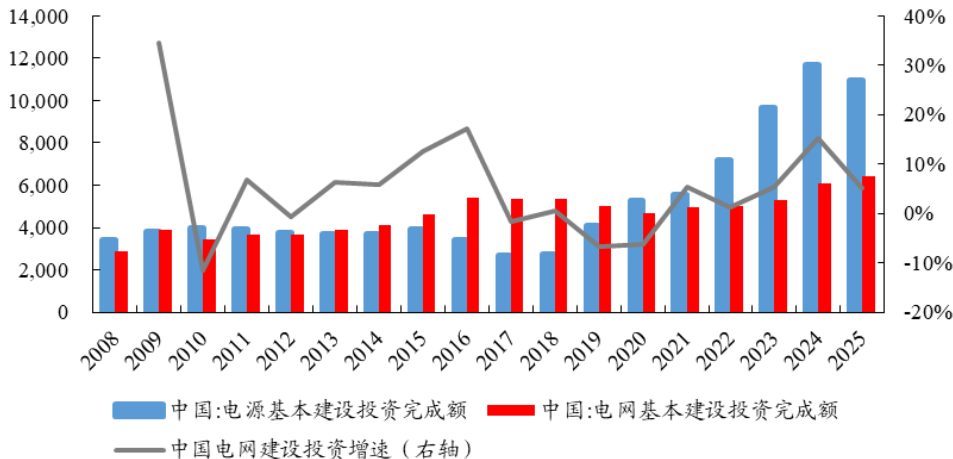
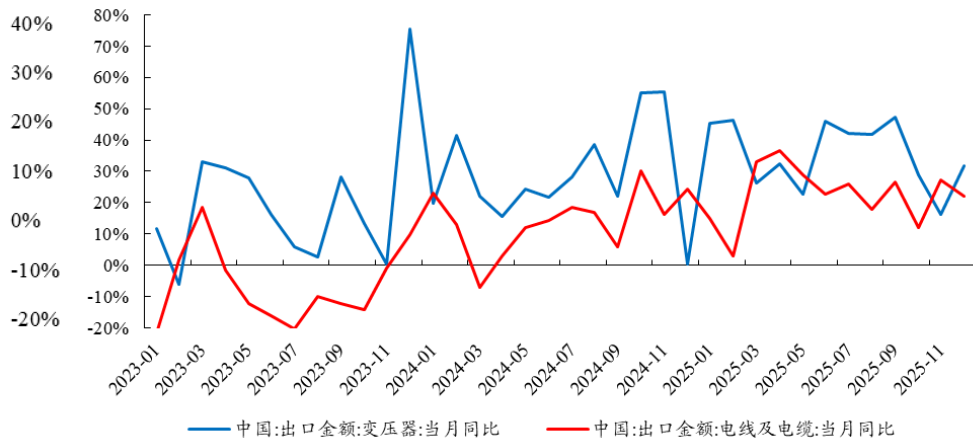


图38：海外电网更新，叠加AI数据中心建设，国内变压器、电线电缆等出口高增



3.1 科技—— ΔG 选择上涨潜力

■ AI应用——政策、需求、生态、资本的四重共振

- AI应用端正从技术陪跑者跃升为新一轮科技叙事的核心主角。其商业化进程加速、用户行为重构与盈利模式清晰化，标志着AI投资主线已从“算力基建”全面转向“场景兑现”。2025年，国内AI应用月活跃用户（MAU）实现跨越式增长，豆包、腾讯元宝、DeepSeek等国产AI均进入全球AI应用MAU前十，AI助手已成为日常信息获取、内容创作与任务执行的优选工具。
- 同时，在美股AI应用巨头甲骨文股价大幅下跌的同时，国内AI应用端并未明显拖累，显示出良好的抗风险能力和独立性。2026年，AI应用端的崛起并非单一技术迭代的结果，而是政策、需求、生态与资本四重共振下的结构性拐点。

图39: AI应用的四重逻辑

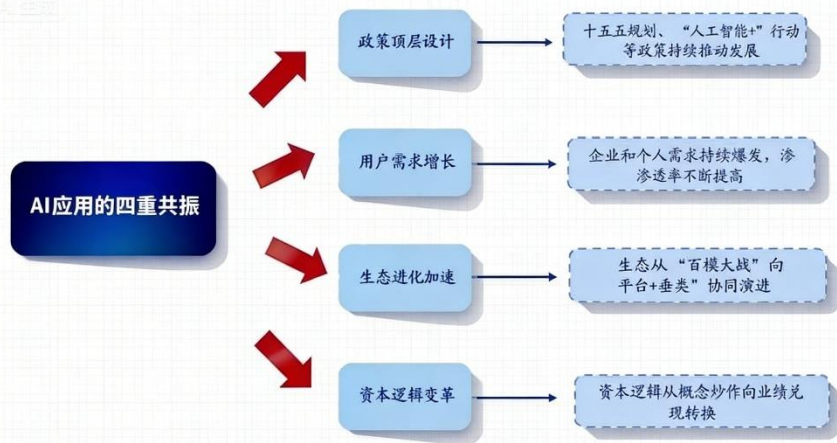
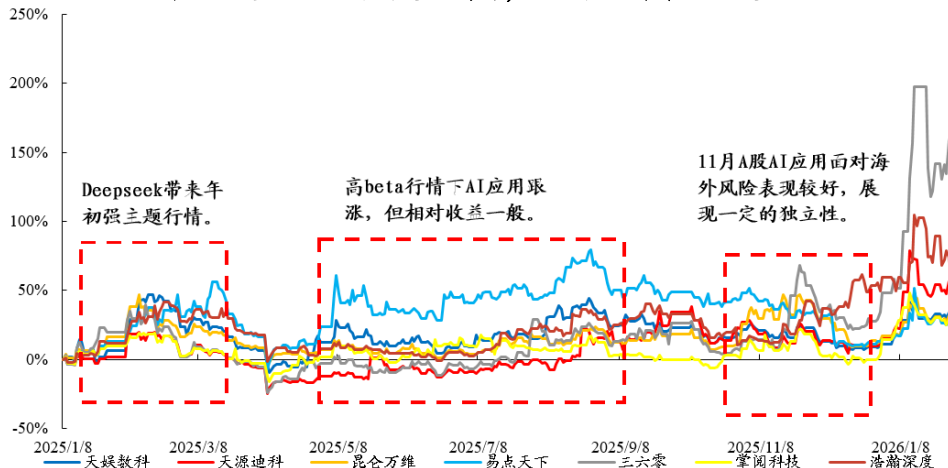


图40: 美股AI应用端受挫同时，A股表现并未明显受拖累



数据来源: Wind、开源证券研究所

■顺周期的逻辑：分子端的修复带动的价格上涨

- 当前市场呈现“全球定价主导、国内需求滞后”的典型结构特征。CRB与PPI由于传导时滞与结构错配存在背离。随着“反内卷”政策优化产能秩序、海外需求韧性延续，以及国内财政与信贷节奏逐步发力，PPI有望在2026年二季度后迎来更明确的补涨窗口。
- 顺周期产品的逻辑在于价格上涨带来的盈利和估值的修复。具体来说是通过内生需求的复苏在产业链的传导，叠加供给端的限制因素，供需错配作用到价格端形成的涨价能力，以此使企业的盈利和估值一同修复。因此，顺周期品类选择的关键在于稳定的涨价能力和盈利修复，而要避免股价上涨但是涨价及盈利修复有限的品类。

图41：PPI 或向 CRB 补涨

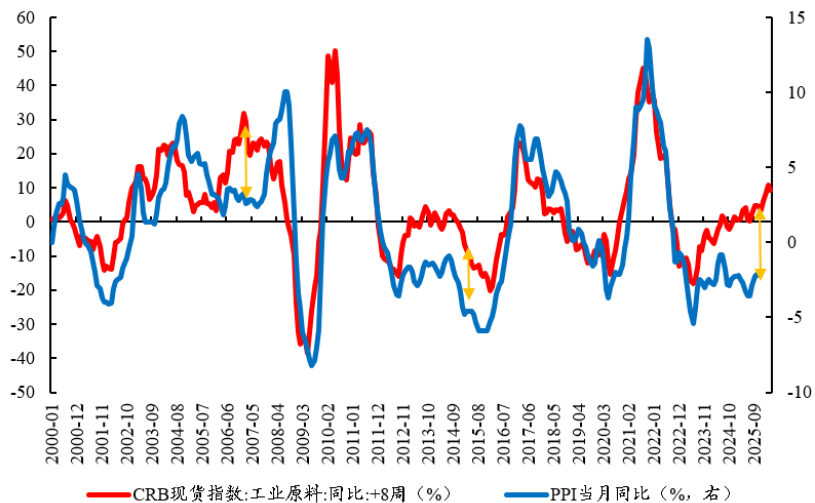
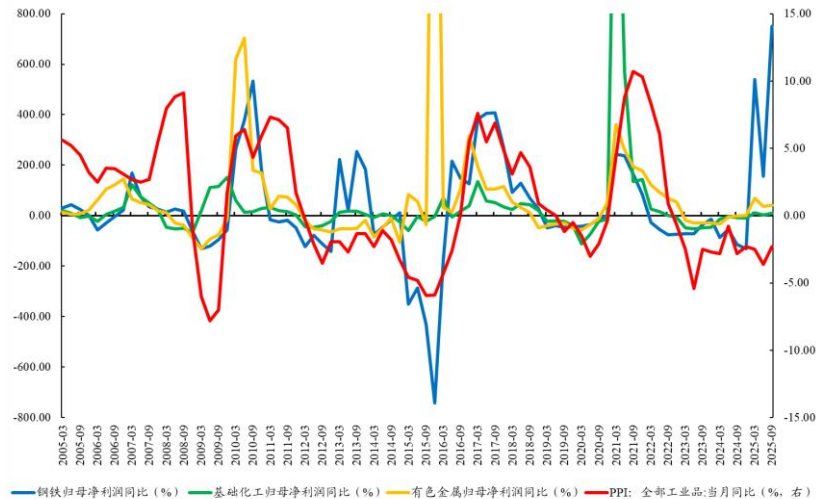


图42：部分顺周期行业盈利增速和PPI显著正相关



■顺周期的机会：有色金属、化工品及保险

- 部分有色金属如铜、锂以及一些小金属存在供需错配的结构性价涨机会。锂由于新能源车、储能、消费电子等对于电池的需求叠加资源禀赋、产能周期、政策调控等因素的制约使供需缺口加大，有涨价潜力。铜则由于新能源车、AI算力和电网的需求增长叠加长期投资不足、地缘局势紧张等因素造成供需缺口使价格上涨。其他部分小金属也存在类似的涨价逻辑。
- 部分化工品则由于上游价格传导、供需失衡及反内卷等原因存在涨价潜力。如苯乙烯、PTA等品种由于上游石油天然气的价格上涨使成本中枢稳步抬升，叠加全球出口需求回暖与国内产能投放节奏放缓，供给端压力显著缓解，推动价格从低位反弹。氟化工品则由于配额制度造成的供给收缩，叠加制冷剂需求的不断上涨而有持续的涨价能力。此外，由于PPI上涨带来的名义利率抬头，保险行业资产端有望获益。

图43：部分有色金属价格持续上涨

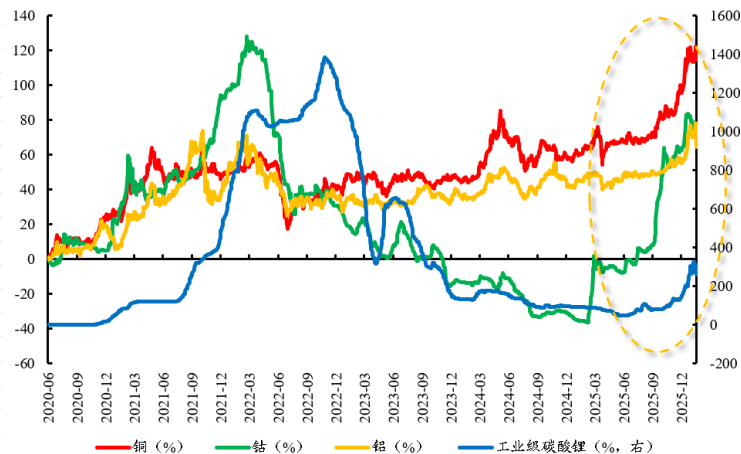
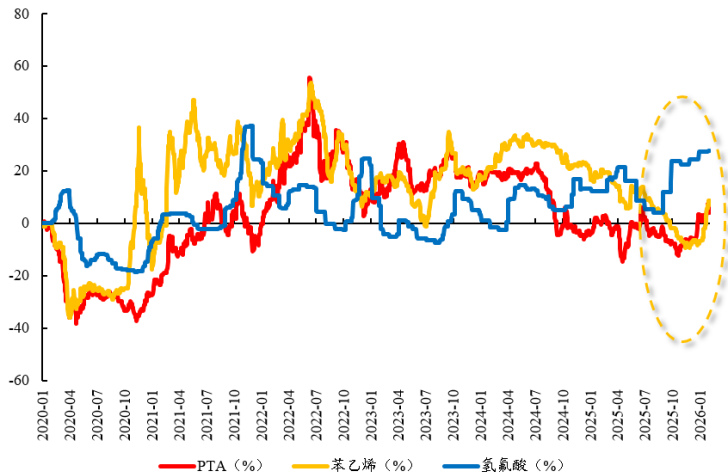


图44：部分化学品近期价格上涨



■有色：能源金属景气最佳，贵金属波动压力增大

- ▶在有色金属板块中，能源金属景气度持续领跑，锂、铜及结构性小金属凭借下游刚性需求与供给约束，展现出显著的价格弹性。锂资源作为新能源车与储能核心材料，全球精炼产能扩张受限、盐湖提锂成本曲线陡峭，叠加中国出口管制预期升温，中长期涨价逻辑稳固；铜价则受益于全球电网升级、AI算力基建与新能源转型的三重驱动，价格中枢上移趋势明确。结构性小金属中，钨、锡、铟等品种表现尤为突出，供给端“小而散、难扩产”的特征强化了其定价权。
- ▶贵金属：交易为主，配置比例低于2025。近一月内，黄金概念涨幅近20%，白银涨幅超60%，但其上涨更多受情绪推动与短期资金博弈，缺乏持续的实体需求支撑，短期存在回调风险。

图45：能源金属：盈利增速预测改善

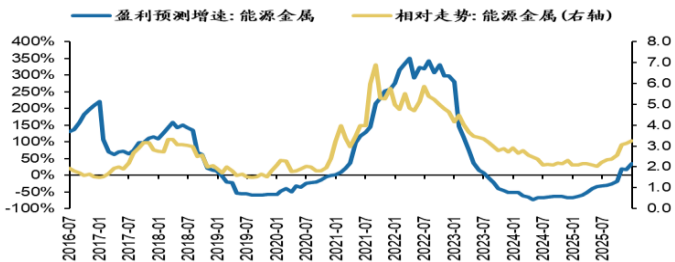


图47：能源金属：收入增速预测改善

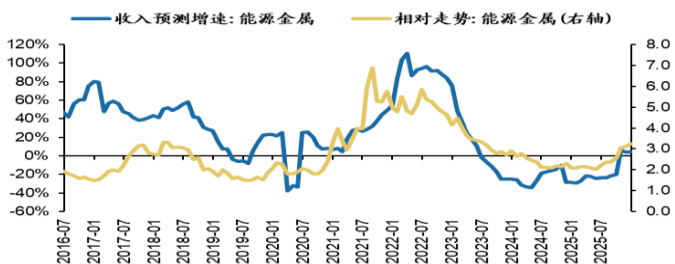


图46：贵金属：盈利增速预测边际向上

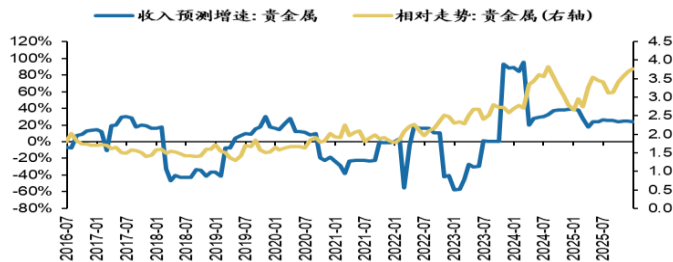
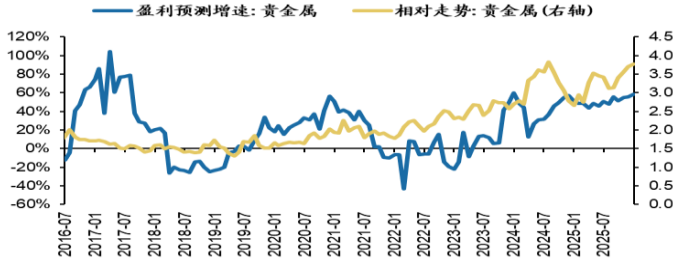


图48：贵金属：收入增速预测边际向上



3.2 顺周期——用“涨价能力”选资产

■化工：只选“涨价→毛利→ROE”传导顺的品种

- 在顺周期资产配置框架下，化工板块的择优逻辑正从“产能扩张”转向“涨价传导效率”，核心在于识别“涨价→毛利→ROE”三阶传导顺畅的细分品种。
- 原油价格的上升，将直接抬升苯、乙烯、PTA等核心原料成本，但对具备一体化布局与成本转嫁能力的化工企业而言，反而成为利润扩张的催化剂——其上游原料涨价可被下游产品提价所对冲，形成“成本推动型涨价→毛利率改善→ROE回升”的正向循环。

图49：基础化工：收入增速预测改善

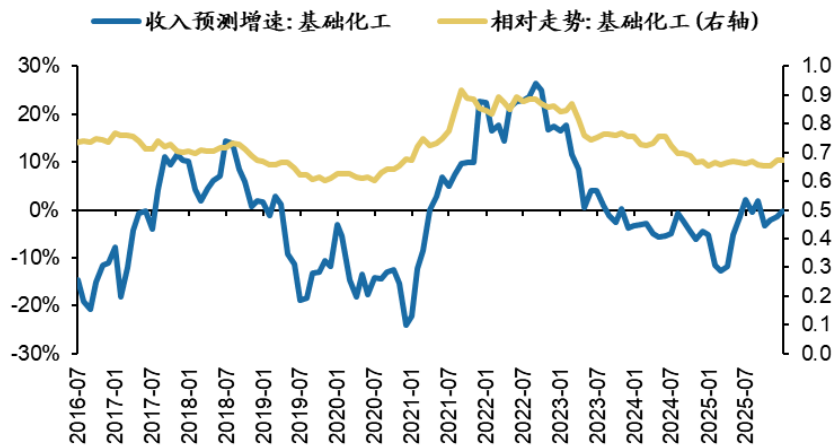
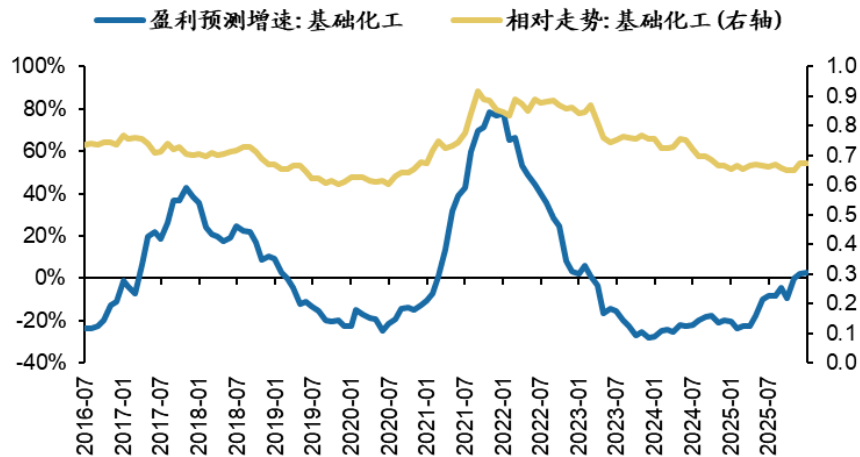


图50：基础化工：盈利增速预测改善



■金融里的顺周期：保险

➤PPI回升 → 名义利率抬升 → 保险资产端受益。

➤随着PPI连续数月触底回升，中国宏观经济正逐步走出通缩阴影，顺周期资产的价值重估逻辑加速兑现，其中保险板块作为金融体系中的典型顺周期载体，正受益于资产端名义利率的系统性抬升。2025年7月以来，PPI边际改善，表明工业品价格下行压力显著缓解，通缩预期逐步修复。

➤PPI回升预示企业盈利改善与信贷需求回暖，进而带动国债收益率曲线整体上移。保险机构作为长期资金的配置主体，其资产端以固收类资产为主，利率上行将提升新增债券配置收益率。与此同时，负债端亦受益于经济预期改善：居民风险偏好回升带动储蓄型保险产品需求回暖，保费增速边际改善，形成“资产端利率上行+负债端需求修复”的双轮驱动格局。

图51：保险：收入增速预测改善

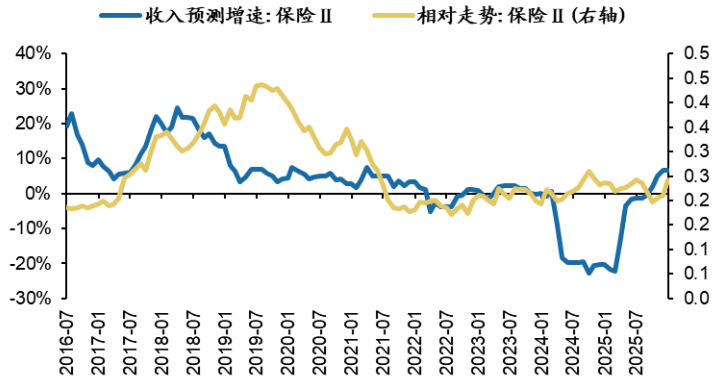
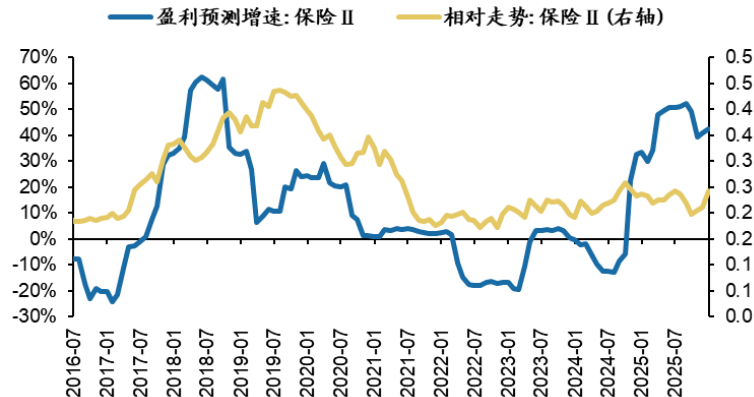


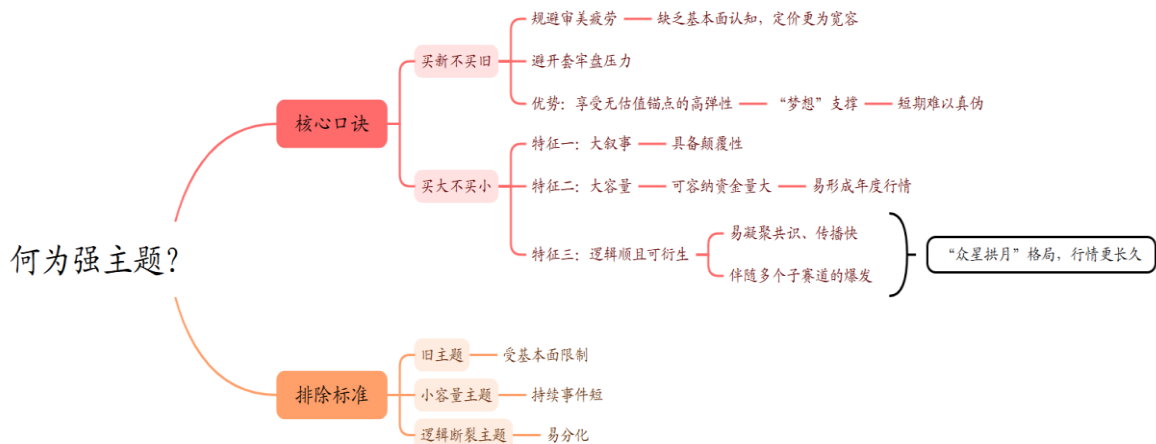
图52：保险：盈利增速预测维持强劲



■ 流动性溢出，政策产业共振，叠加成长股估值高位，2026年主题投资或将是大年

- 为何2026年主题投资环境得天独厚？①历史上主题投资活跃区间多发生在弱基本面和宽流动性的时期，例如2013-2015年、2019-2022年、2025年至今；②科技创新类政策催化与产业趋势共振更是主题投资的“主引擎”；③在成长股估值高位下，主题投资将是资金的“出气口”，2026年将从“估值修复”转向“大叙事驱动”。
- 主题投资怎么买？①遵循“买新不买旧，买大不买小”；②沿着“十五五规划”去寻找最大主题机遇。
- 但2026年的主题投资不一定能“基游共振”。部分潜在强主题品种短期或难有盈利落地，这类主题投资机构的参与意愿相对较低，不一定能触发“基游共振”的强势上涨行情。

图53：众多热门主题下，该如何选择？口诀是“买新不买旧，买大不买小”



■ 2026年潜在强主题：AI+（AI4S）、具身智能、核聚变能、量子科技、脑机接口，均来自“十五五”建议稿中的未来产业。

- **AI+：**重心正从算力建设转向“应用”。2025年美国企业和中国用户的AI需求大幅增长，衍生出AI coding等热门场景。AI4S是AI的终极战场。
- **具身智能：**能力跃迁下，质变可期。制约具身智能几大堵点正在松动，2026年或将产生质变；人形机器人迎接商业化元年。
- **核能：**人类能源的“终极梦想”。传统核能是目前应对人工智能下电力紧缺的有力补充；而核聚变能将催生超越电力行业的大市场。
- **量子科技：**具备颠覆性的底层科技革命。量子科技与现有科技存在代差，是下一代科技革命的底座。量子与人工智能结合，正成为新焦点。
- **脑机接口：**将人类带入“碳硅融合”的时代。医疗刚需与消费普及双轮驱动，脑机接口正重塑多个产业生态，市场前景广阔。

图54：2025年，受美国企业端付费客户AI需求刺激，AI大模型在B端渗透率大幅攀升

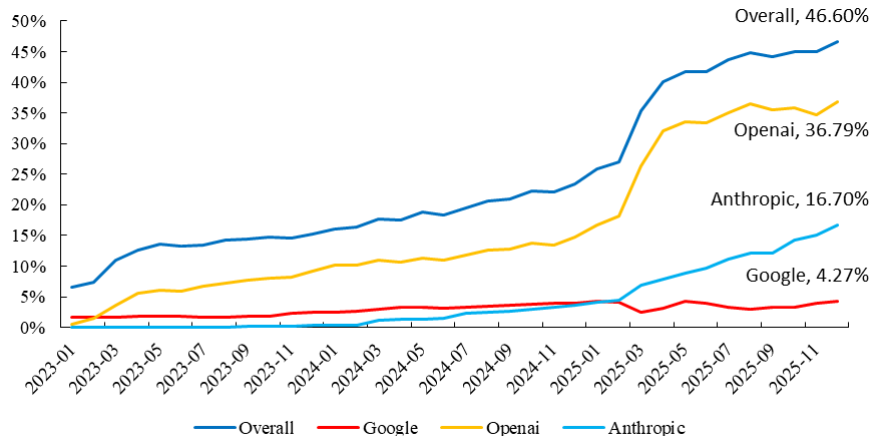


图55：AI具备“溢出效应”，对于其他强主题的研发进展起到加速助力作用

AI的“溢出效应”：AI for Science，解决科技难题



3.4 红利——红利风格在2026年的表现会优于2025年

■ 基于赔率、轮动、盈利、资金4大维度，2026年红利的表现会优于2025年，但预计不会出现2022-2023年的极致占优

- (1) 赔率维度：红利VS成长的相对估值为2016年以来9%分位数，已经较为便宜；只是因为胜率的原因，科技三大中长期占优的条件还没有被破坏，所以科技依然还是阶段相对占优的品种。但因为相对估值吸引力显著改善，红利的赔率环境已经更好；
- (2) 行业轮动：2026年A股β力量减弱，行业轮动加快，主线清晰度弱化+科技估值较高组合下，预计红利表现更优于2025年；
- (3) 盈利维度：预计A股盈利底在2026年年初到达，盈利端对于红利（周期品）的压制也即将得到缓和；
- (4) 资金维度：增量资金较多、稳定且持续。除保险外，居民资金或从高收益理财转移到三个新品类：①固收+；②二级债基；③风险高一级的银行理财。这些品类对权益的配置比例普遍在10%-20%，而这类资金性质以绝对收益为主，更倾向于配置高股息。

图56：红利的相对估值已经较低

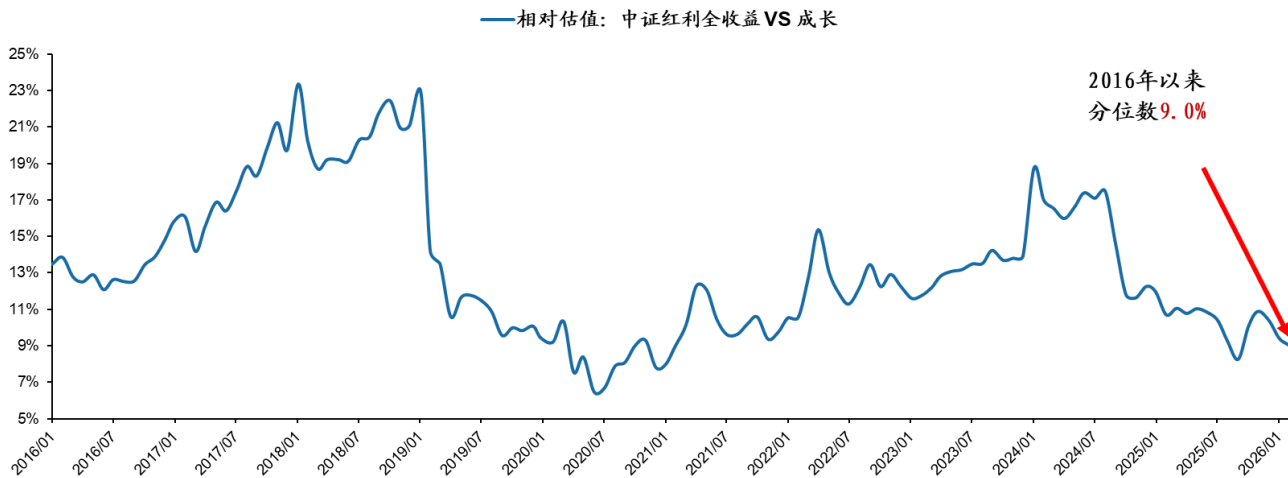
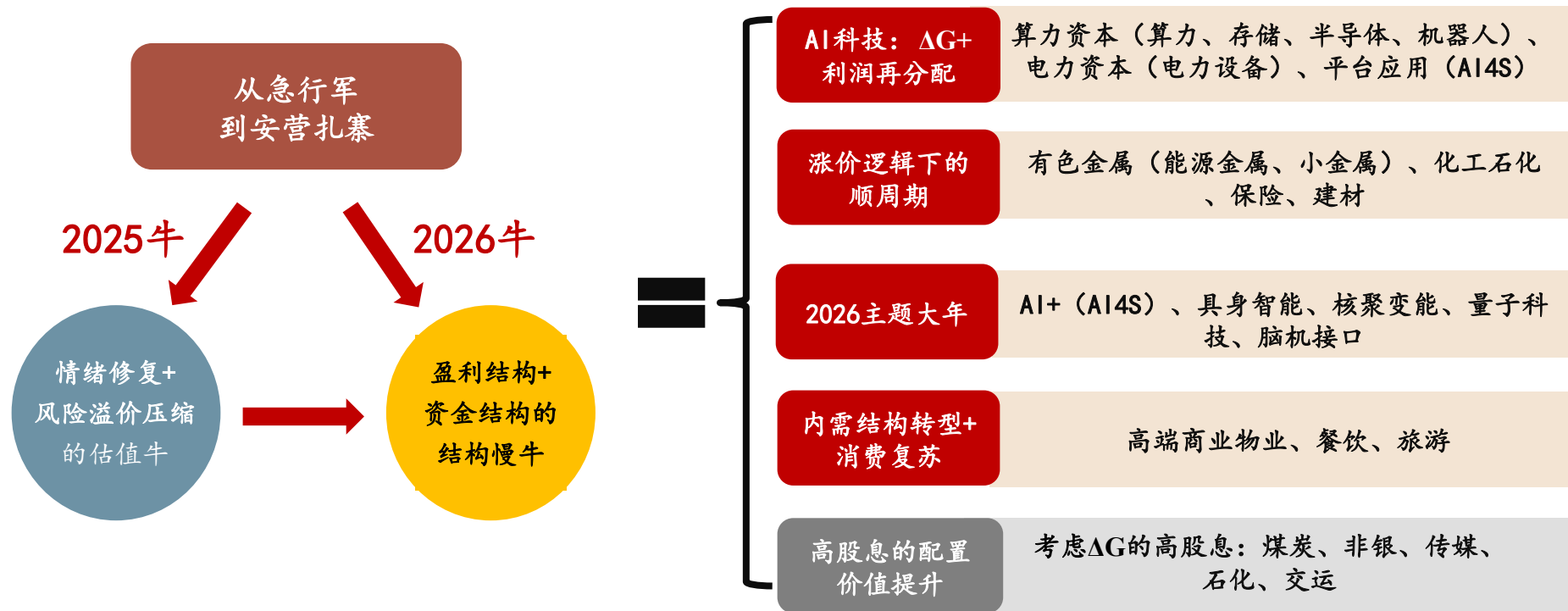


图57：行业配置建议



资料来源：开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 2026年：从“资产重估”到“盈利修复”
- 2 市场走势背后的DDM逻辑
- 3 从“估值牛”到“制度牛”，科技为先，但因子选择更关键
- 4 风险提示

- (1) 宏观政策超预期变动放大市场波动，宏观政策力度不达市场预期；
- (2) 全球流动性及地缘政治恶化风险：美联储降息不达预期带来全球流动性恶化，全球地缘政治演恶化风险；
- (3) 模型基于历史数据测算，不能代表未来，市场要素变化可能导致因子有效性变化。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券