

策略专题

不畏浮云遮望眼——26年二季度股市展望

核心观点

核心结论：①年初A股春季行情延续，3月地缘扰动下步入休整；行业轮动加快，科技成长、资源品、价值蓝筹相继表现。②四浪回调不改全年牛市氛围，外部环境缓和+内需政策发力，A股短期休整后有望雨过天晴。③行情结构有望走向扩散，AI科技行情将从硬件走向应用，重视安全考量下的战略资源品，以及白酒地产等低估老登资产。

一季度市场回顾：突降骤雨。年初政策环境偏暖，春季行情整体延续。去年12月17日开启春季行情，1月初市场热度持续上升，杠杆资金快速流入，沪指创下十七连阳，港股也随之上行。此后受到市场流动性影响，1月中旬至2月初春季行情短暂歇脚。地缘冲突扰动风险偏好，3月以来市场震荡回调。今年以来市场轮动加快，我们用每月A股31个申万一级行业的涨跌幅排名环比变化分布情况来衡量A股的行业轮动强度，可以发现该指标在年初以来出现明显回升。

二季度市场展望：雨过天晴。牛市中后期常出现阶段性调整，即“牛市4浪”回调。牛市大背景仍然在，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致。以周期思维看市场，A股牛熊轮回的周期规律一直客观存在。复盘历史来看，A股牛市转熊市往往出现在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱的时候，而这两个条件在本轮牛市中均不满足。二季度有望见到积极信号出现，风雨之后将重见阳光。展望二季度，部分积极信号正在酝酿，我们认为市场有望在二季度继续牛市向上。一是地缘冲突有望见到缓和曙光。二是中美元首有望将于5月会晤。三是国内政策发力叠加出口韧性支撑基本面修复。

行业配置：市场结构有望更均衡。往后看，随着本轮牛市行情演绎至后程，市场热点将逐渐扩散，行业结构有望更为均衡。具体而言，我们认为可关注以下三大方向。方向1：科技主线不变，AI产业链行情从硬件走向应用；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。方向2：重视安全考量下的战略资源品。外围环境复杂背景下，战略资源品安全溢价有望长期上行，叠加国内反内卷政策落地，新兴需求等支撑商品价格，战略资源品板块有望持续受益。方向3：“双低”的地产白酒等老登资产望迎来预期反转。我们将同时满足低估值和低持仓的行业称之为“双低”行业，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。基本面角度看，近期白酒、地产基本面出现企稳迹象，后续低估的地产和白酒板块或具备修复潜力。

风险提示：海内外政策进程不及预期、经济修复出现波动。

策略研究·策略专题

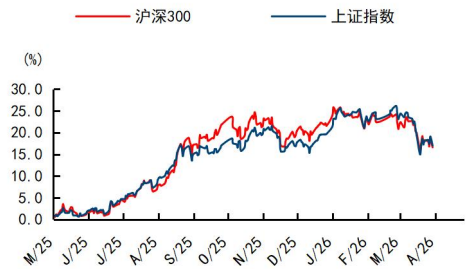
证券分析师：吴信坤 021-61761046
 wuxinkun@guosen.com.cn S0980525120001
证券分析师：杨锦 021-61761017
 yangjin1@guosen.com.cn S0980526020001

证券分析师：余培仪
 021-61761040
 yupeiyi@guosen.com.cn
 S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8182.15/-4.50
创业板/月涨跌幅(%)	3149.60/-1.87
AH股价差指数	119.19
A股总/流通市值(万亿元)	96.40/88.29

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

- 《大类资产配置双观点-滞胀交易的后半场》——2026-04-03
- 《策略专题研究-哪些战略资源品更具投资价值？》——2026-03-30
- 《策略周报-美联储变卦，如何影响A股？》——2026-03-21
- 《油价冲击下的滞胀交易》——2026-03-20
- 《策略周报-内外变化下，如何把握市场方向？》——2026-03-07

内容目录

1. 一季度市场回顾：突降骤雨	4
2. 二季度市场展望：雨过天晴	6
3. 行业配置：市场结构有望更均衡	9
风险提示	13
免责声明	14

图表目录

图 9: 当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距	8
图 10: 当前 A 股估值距离牛市高点还有差距	8
图 11: 近期地缘政治局势扰动市场降息预期	9
图 12: 美国民众对特朗普的支持率降至 25 年以来最低水平	9
图 13: 3 月中国制造业 PMI 重返扩张区间, 出口韧性延续	9
图 14: 中国制造业增加值规模占全球比重持续提升	9
图 17: 国内大模型智能程度处于全球前列	10
图 18: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散	10
图 19: 这一次行情有望向应用端演绎	11
图 20: 全球 AI 智能体市场规模快速增长	11
图 21: 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩	12
图 22: 开发关键资源品矿山所需时间较长	12
图 23: 清洁能源需求占资源品总需求的比重不断提升	12
图 24: 当前行业内卷问题仍然较为突出	12
图 25: 历史上多数“双低”行业后续绝对收益均显著	13
图 26: 当前食品饮料行业估值和基金持仓占比均处历史低位	13
图 27: 当前房地产行业估值和基金持仓占比均处历史低位	13
图 28: 当前房地产行业估值和基金持仓占比均处历史低位	13

回顾一季度，1-2月春季行情延续、市场继续上行，但3月以来地缘政治冲突给市场带来阴雨，行业结构轮动逐渐加剧。展望二季度，市场牛市背景依然坚实，随着地缘扰动缓和、国内政策发力等积极信号出现，市场骤雨过后终将迎来天晴，继续牛市上行趋势，同时行业结构也有望更加均衡。

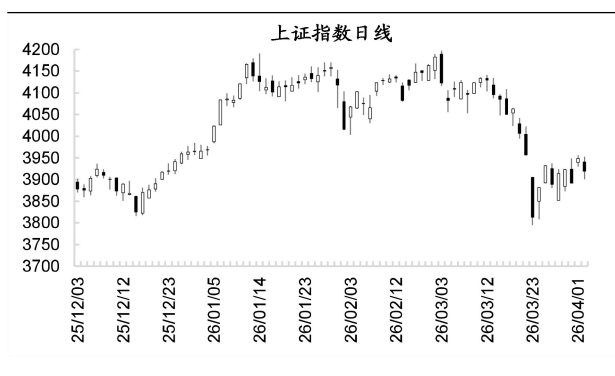
1. 一季度市场回顾：突降骤雨

年初春季行情延续，3月初以来市场步入调整。一季度市场整体呈现先扬后抑走势。年初权益市场延续春季行情，3月初以来受地缘冲突扰动风险偏好，市场出现明显的震荡调整。具体分阶段来看：

年初政策环境偏暖，春季行情整体延续。去年12月17日开启春季行情，1月初市场热度持续上升，杠杆资金快速流入，沪指创下十七连阳，港股也随之上行。此后受到市场流动性影响，1月中旬至2月初春季行情短暂歇脚。春节后在国内政策预期发酵、人民币汇率升值等因素助推下，A股春季行情延续，上证在3月初达到4197的阶段高点，年初至3/3期间上证最大涨幅为5.4%、万得全A为7.7%。本轮春季行情中市场情绪高涨，以融资交易为代表的活跃资金明显流入，滚动30日加总的融资净增加额在1月中旬一度突破2400亿元。从成交额看，年初至3/3期间日均成交额接近2.8万亿元，明显高于去年12月的1.9万亿元。

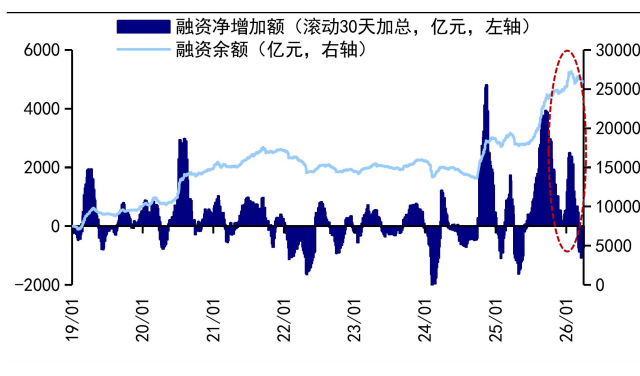
地缘冲突扰动风险偏好，3月以来市场震荡回调。2月末美国、以色列对伊朗发起军事行动，此后伊朗封闭霍尔木兹海峡，国际油价快速突破每桶100美元。高油价持续下，市场对滞涨的担忧逐渐升温，美联储年内降息预期大幅回落，这也引发全球权益市场普遍出现大幅波动。A股自3月初高点至今，上证指数最大跌幅达9.6%、万得全A为11.0%；港股方面同样调整幅度较大，恒生指数年初以来最大跌幅为13.7%。目前地缘局势仍悬而未决，特朗普对中东态度反复摇摆，这也持续性压制股市情绪。投资者情绪显著降温，A股成交额自3/3的阶段高点3.3万亿元降至3月末的不足2万亿元，降幅达到41%。3月以来融资余额下降613.9亿元，杠杆资金已从前期的快速流入转为明显流出。

图1：今年年初以来市场先涨后跌



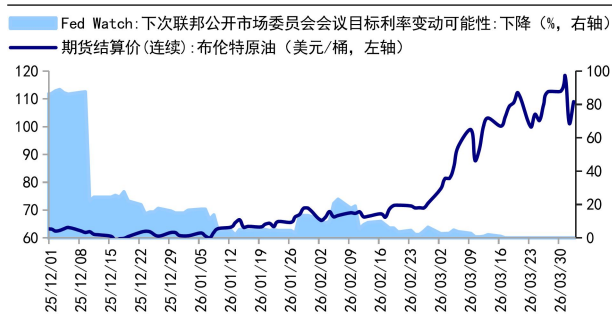
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：杠杆资金在1月明显流入



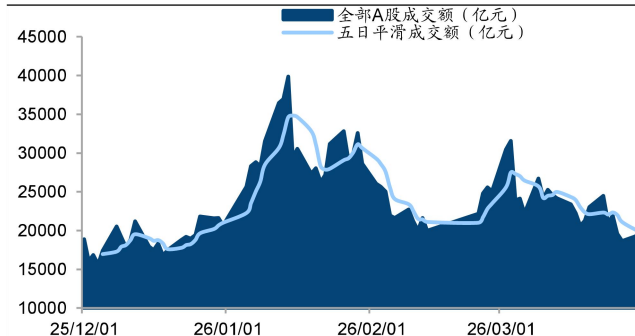
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3: 高油价背景下美联储降息预期快速降温



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 3月初以来市场成交额下行



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

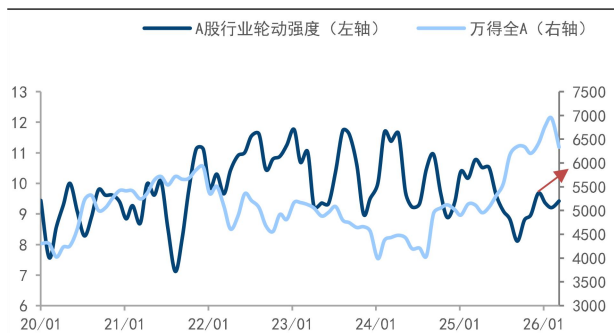
年初以来行业轮动明显加快。今年以来市场轮动加快，我们用每月A股31个申万一级行业的涨跌幅排名环比变化分布情况来衡量A股的行业轮动强度，可以发现该指标在年初以来出现明显回升。

自去年12月中至1月中旬，AI应用、商业航天等热点题材表现居前。自去年12月中旬春期行情启动以来，市场情绪快速回暖，25/12/17-26/1/14期间传媒（期间涨跌幅为32.1%，下同）、军工（25.7%）、计算机（24.3%）等行业在AI应用、商业航天等热点概念催化下涨幅靠前，成为春季行情的主线。此外，有色（25.0%）受益于全球金属涨价同样表现亮眼。

1月中旬至3月初行业轮动加快，上游资源、内需、硬件板块均有表现。随着1月中下旬市场流动性出现明显变化，前期热门板块行情降温，行业轮动加剧：首先，建筑材料（26/1/15-3/2期间涨跌幅为22.7%，下同）、石化（22.1%）、钢铁（18.3%）等上游资源行业在这一期间领涨；其次，估值较低的食品饮料、地产等内需相关板块在1月末出现明显上涨；另外，电子、通信等硬件板块也阶段性有所表现。

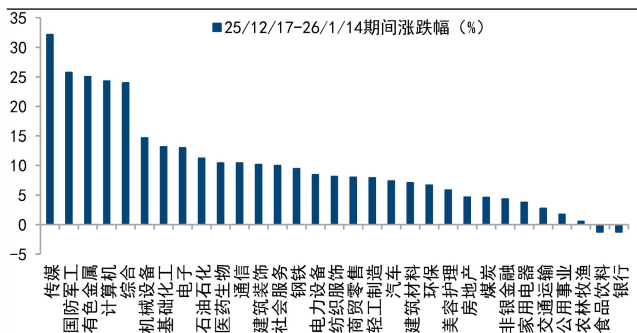
3月以来防御性板块、内需、能源替代相关板块更具韧性。3月受地缘冲突影响下市场明显调整，行业结构再度出现变化，主要有三类行业具有韧性：一是防御性板块，如银行（26/3/3-3/31期间涨跌幅为3.3%，下同）、公用事业（0.1%）；二是与战争链相关度较低的内需板块相对抗跌，如食品饮料（-1.6%）；三是替代类能源相关板块同样具备韧性，如电力设备（-2.1%）、煤炭（-2.6%）等。

图5: 年初以来 A 股轮动加快



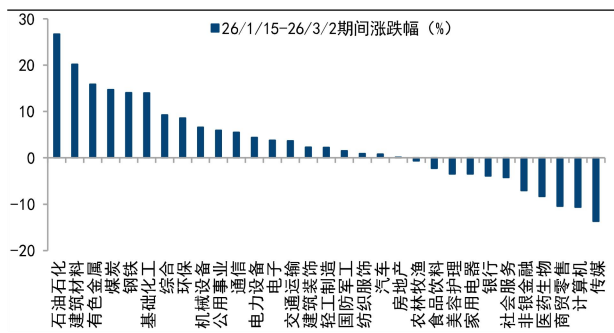
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 春季行情前段科技成长领涨



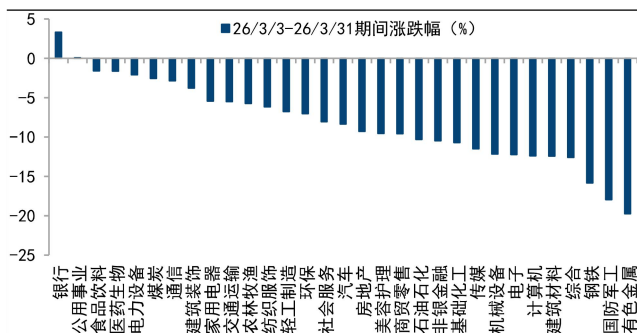
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 春季行情后段资源品表现占优



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 市场调整阶段防御性、内需、以及能源替代类占优



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2. 二季度市场展望：雨过天晴

前文提到，近期市场在地缘冲突事件的影响下出现调整，市场上牛转熊的声音渐起。我们认为本轮调整的性质属于牛市中后期的“4浪回调”，牛市格局不变，在积极信号催化下二季度市场有望止跌回升，详见《市场波动的性质：雷阵雨-20260327》。

牛市中后期常出现阶段性调整，即“牛市4浪”回调。根据波浪理论，一轮牛市可以划分为5浪，其中1、3、5浪为上升浪，2、4浪为回调浪，因此牛市中后期出现的剧烈调整即对应4浪调整。借鉴历史经验看，牛市中后期的4浪回调并不罕见，例如99-01年牛市中后期时因监管和外部环境冲击使得市场在00/8、01/2回撤等。回到本轮牛市看，24/9/24上证指数2689点是本轮牛市1浪的起点，此后25/4/7上证指数3040点对应着3浪上涨的起点，而目前市场较大概率处在4浪调整的阶段。若拿起源于24年924的本轮牛市与99年519牛市对比，26年1月以来的调整或类似于2000年8月-2001年2月的调整。

受中东战争突发性事件影响，本次4浪回调的速度和幅度明显有所加剧。回顾历

史上牛市中后期的回调时空来看，上证指数平均最大跌幅 12.2%，平均回调交易日数约为 32 个交易日。再看本轮牛市，1 月至 3 月初上证指数整体在高位偏强震荡，区间最大跌幅为 4.5%，但受 2.28 美伊战争爆发影响，自 3/3 上证指数触及本轮牛市以来的高点 4197.23 点后，在 15 个交易日内最大下跌 9.6%。

表1: 历轮牛市期间的较大调整回顾

历轮牛市	历次调整起始日期	历次调整结束日期	上证指数区间最大跌幅 (%)	创业板指数区间最大跌幅 (%)	区间交易日数
1999-2001 年	1999/6/30	1999/12/27	-23.6		123
	2000/2/17	2000/3/16	-10.6		21
	2000/8/22	2000/9/25	-11.4		25
	2001/1/8	2001/2/22	-11.2		24
2005-07 年	2005/9/19	2005/12/5	-12.8		51
	2006/6/5	2006/8/4	-10.8		45
	2007/1/30	2007/3/5	-10.7		20
	2007/5/29	2007/7/20	-21.5		39
2008-10 年	2008/12/9	2008/12/31	-13.6		17
	2009/2/17	2009/3/13	-15.2		19
	2009/8/4	2009/9/29	-24.1		41
	2009/11/24	2010/2/3	-14.0		51
2013-15 年	2013/2/8	2013/6/25	-24.3	-17.2	85
	2013/9/12	2014/3/24	-13.0	-12.3	125
	2015/1/9	2015/3/6	-10.5	-4.1	36
	2015/4/27	2015/5/29	-11.1	-9.5	24
2019-21 年	2019/4/22	2019/8/6	-16.6	-18.2	73
	2020/1/14	2020/3/19	-15.4	-19.8	42
	2020/7/13	2020/9/11	-8.2	-14.6	45
	2021/2/18	2021/3/25	-10.8	-25.1	26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

牛市大背景仍然在，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致。以周期思维看市场，A 股牛熊轮回的周期规律一直客观存在。复盘历史来看，A 股牛市转熊市往往出现在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱的时候，而这两个条件在本轮牛市中均不满足。

宏观面看，26 年中美政策望延续宽松积极。中国方面，当前国内通缩压力仍大，房价和贷款增速仍在下行，26 年两会政府工作报告整体政策基调依然积极，可见抗通缩政策仍有加码空间。美国方面，近期虽然因为地缘冲突导致美联储降息预期有所下调，但若后续地缘冲突局势逐步明朗，不排除流动性宽松预期回升的可能。

市场面看，与历史牛市高点相比，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致。历史上 A 股牛市持续时间平均约 24 个月，Wind 全 A 平均上涨 302%，而截至 3/31，本轮行情至今仅过去 18 个月，Wind 全 A 区间涨幅为 62%，与历史上牛市时空相比仍有较大空间。从市场情绪角度看，截至 3/31，全部 A 股 PE 为 22.4 倍、风险溢价率为 2.6%，相比历史 07、10、15、21 年等牛市高点仍有一定差距，可见目前市场情绪也尚未达到极致。

表2: 历轮牛熊周期回顾

市场周期	市场状态	开始	结束	持续时间（月）	万得全A区间涨跌幅
第一轮	牛市	90-12	93-02	26	929%
	熊市	93-02	94-07	18	-68%
	震荡筑底	94-07	96-01	18	40%
第二轮	牛市一段	96-01	97-05	16	261%
	高位震荡	97-05	99-05	25	-28%
	牛市二段	99-05	01-06	25	114%
	熊市	01-06	02-01	7	-42%
	震荡筑底	02-01	05-07	42	-38%
第三轮	牛市	05-07	08-01	30	610%
	熊市	08-01	08-11	10	-71%
第四轮	牛市	08-11	09-08	9	138%
	高位震荡	09-08	11-04	21	-1%
	熊市	11-04	12-01	9	-29%
	震荡筑底	12-01	13-06	18	-2%
第五轮	牛市	13-06	15-06	24	249%
	熊市	15-06	16-01	8	-50%
第六轮	牛市	16-01	17-11	22	30%
	熊市	17-11	18-10	11	-32%
第七轮	牛市	18-10	21-12	38	89%
	熊市	21-12	24-09	33	-33%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9: 当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，数据截至 2026/3/31

图10: 当前 A 股估值距离牛市高点还有差距



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，数据截至 2026/3/31

二季度有望见到积极信号出现，风雨之后将重见阳光。前文提到，突发性地缘冲突事件加剧了本轮牛市的 4 浪回调，结合本轮牛市时空和情绪均未达到极致，未来市场即便再次下探，但空间或已不大。展望二季度，部分积极信号正在酝酿，我们认为市场有望在二季度继续牛市向上。

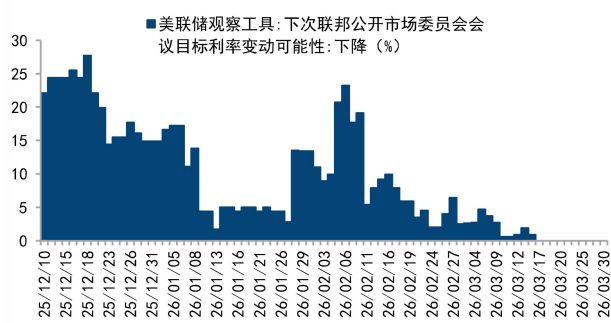
一是地缘冲突有望见到缓和曙光。美国经济在油价中枢抬升的背景下或存在“滞胀”风险，叠加临近中期选举，战争引发的政治压力或对战争持续性形成掣肘，美方存在尽快停战的需求。此外市场对地缘冲突和油价上行定价较为充分，伴随时间的推移市场逐渐对其脱敏，中长期维度下市场仍会回归自身定价中。

二是中美元首有望将于 5 月会晤。3 月 26 日，美方宣布特朗普将于 5 月 14 日至 15 日来华访问，同时中方回应“中美双方就特朗普总统访华事保持着沟通”。结合此前 3 月 14 日至 17 日中美双方围绕关税争议、单边调查等核心议题展开实质性谈判，并在部分领域达成初步共识，我们认为 5 月中美领导人会晤有望就部分核心领域进一步深化共识，推动市场风险偏好修复。

三是国内政策发力叠加出口韧性支撑基本面修复。内需来看，3 月我国制造业 PMI

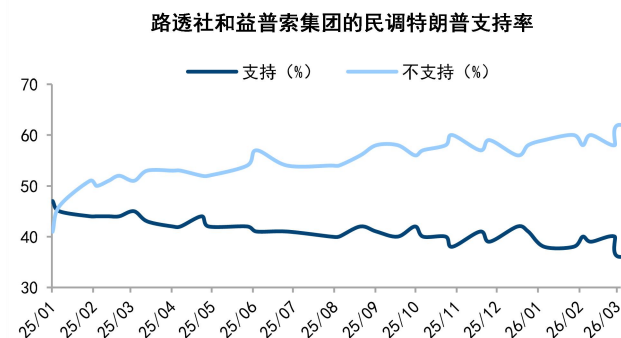
为 50.4%，重返扩张区间。目前国内宏观政策延续积极取向，扩内需政策有望持续加码推动基本面修复。外需来看，1-2 月我国美元计价的出口金额同比增速高达 21.8%，可见全球再通胀下我国外需明显回暖。结合我国制造业在全球范围内优势显著，后续出口有望维持韧性。

图 11: 近期地缘政治局势扰动市场降息预期



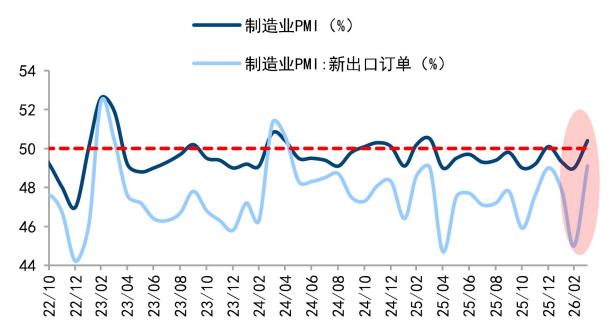
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 美国民众对特朗普的支持率降至 25 年以来最低水平



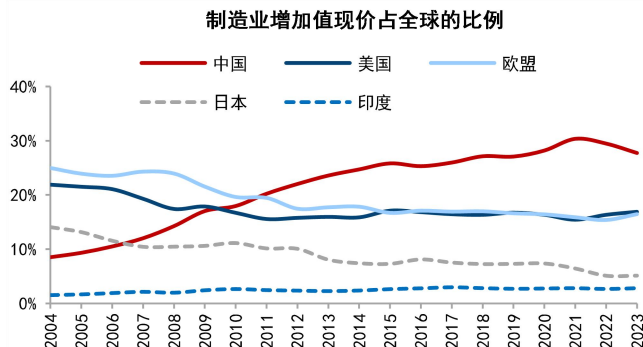
资料来源: Reuters, 国信证券经济研究所整理

图 13: 3 月中国制造业 PMI 重返扩张区间，出口韧性延续



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 中国制造业增加值规模占全球比重持续提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

3. 行业配置：市场结构有望更均衡

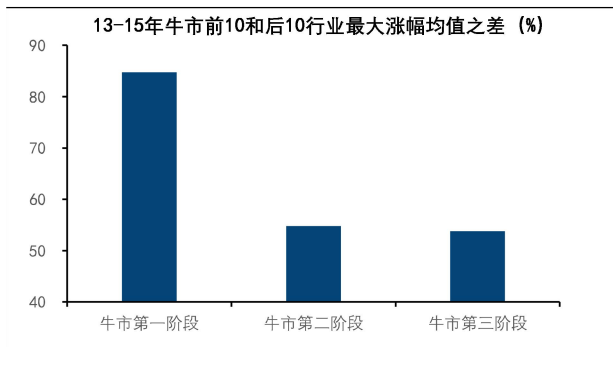
回顾历史上牛市，可以发现前半程市场多结构性机会，而中后期市场结构往往也更为发散。就本轮而言，25 年市场结构分化明显，而今年年初以来市场已多点开花，AI 应用、内需板块、战略资源轮番表现。往后看，随着本轮牛市行情演绎至后程，市场热点将逐渐扩散，行业结构有望更为均衡。具体而言，我们认为可关注以下三大方向。

方向 1：科技主线不变，AI 产业链行情从硬件走向应用。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。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。

科技行情有望从硬件走向应用。具体到科技内部，借鉴 10-15 年移动互联浪潮，A 股科技板块“硬件-软件-应用场景”的传导规律，我们认为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，本轮科技行情同样有望由硬件端向应用扩散。今年以来，OpenClaw 等 AI Agent 受到市场广泛关注，表明 AI 正逐步具备任务规划、工具调用和自动执行能力，成为了连接大模型能力与产业应用的载体，后续 AI 应用进程有望加快，端侧和 AI+ 相关领域值得重视。

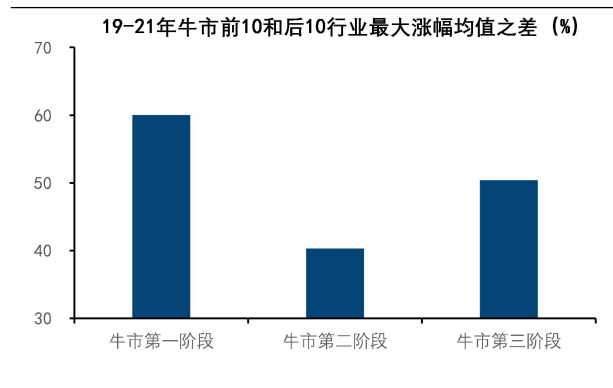
AI 资本开支维持高增和国产替代驱动的算力产业链依然值得关注。AI 应用的繁荣将进一步提升对算力和能源电力的需求。北美四大云厂商 2025Q4 资本开支达同比增速达 67%，高额的资本开支增速预计将对 A 股光模块、液冷等算力基建产业链业绩形成支撑。与此同时，随着 AI 技术发展和地缘政治扰动，全球能源和电力供应持续收紧，国家提出着力构建新型电力系统，加快智能电网建设，发展新型储能，扩大绿电应用，板块也存在投资机遇。此外，政策支持和产业技术进步支撑下，国内半导体、AI 等领域自主可控将加速，也需关注 AI 算力领域的国产替代机会。

图15: 12-15 年牛市中后期热点更多



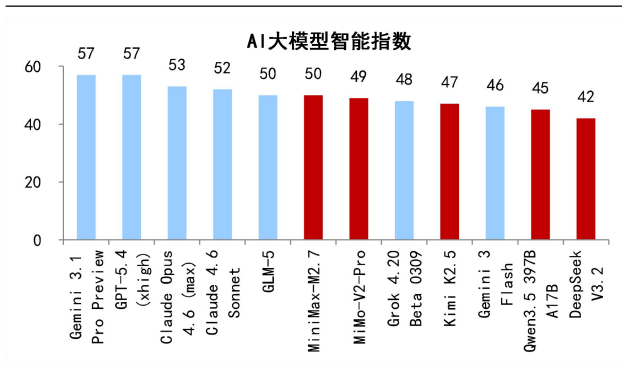
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 19-21 年牛市中后期结构同样发散



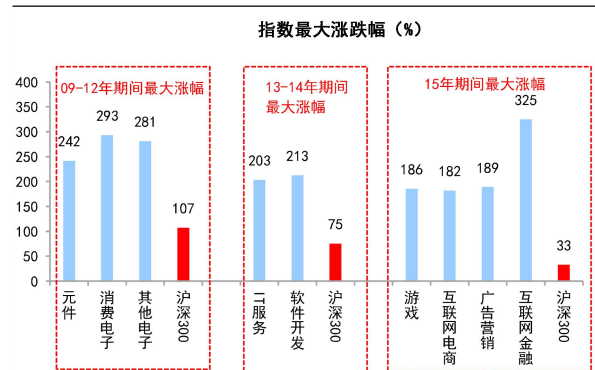
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 国内大模型智能程度处于全球全列



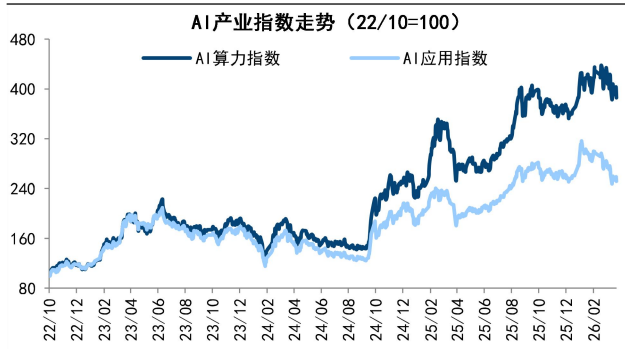
资料来源: Artificial Analysis, 国信证券经济研究所整理

图18: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散



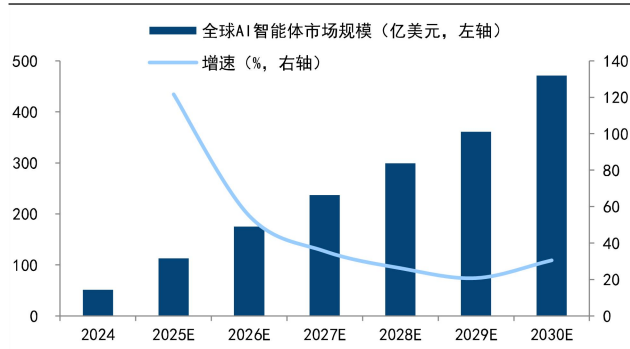
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 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

图20: 全球 AI 智能体市场规模快速增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

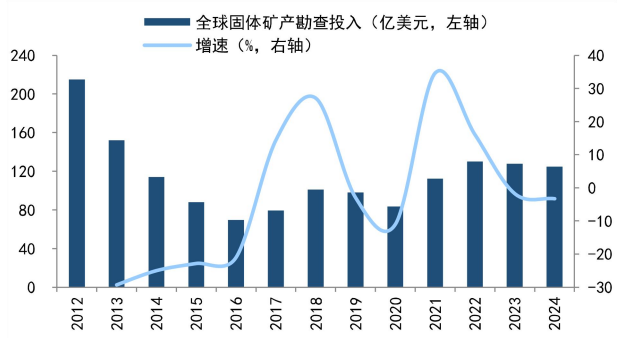
方向 2: 重视安全考量下的战略资源品。外围环境复杂背景下, 战略资源品安全溢价有望长期上行, 叠加国内反内卷政策落地, 新兴需求等支撑商品价格, 战略资源品板块有望持续受益。

资源品战略属性凸显, 长期价格中枢稳中有升。大国战略竞争背景下, 战略资源品对推动经济社会发展、保障国防安全、塑造国家竞争优势具有不可替代性。供需因素支撑下, 战略资源品行情逻辑正向长期化演绎。供给端, 长期资本开支不足和矿山运营扰动制约产能释放, 资源民族主义抬头与贸易壁垒对战略资源品供给带来收缩效应。需求端, AI 与新能源等产业浪潮加速演绎, 带来增量需求; 与此同时, 大国博弈背景下, 全球对于战略资源品的储备需求改变了资源的纯商品属性, 影响中长期供需平衡, 进而对资源品价格带来地缘溢价。

此外, 反内卷背景下资源品供给格局有望出现重大变化。26 年政府工作报告明确深入整治“内卷式”竞争, 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。

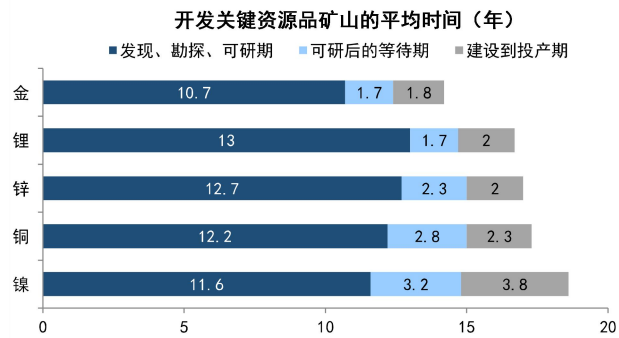
结合行业自身产能周期看, 化工、有色等资源品行业产能利用率或逐步回升。我们在基于需求、库存、产能的变化构建了产能利用率的一阶导指标, 以此来判断申万二级行业产能利用率后续的变化方向。目前有色中贵金属(25Q3 产能利用率变化率为 0.35pct, 下同), 化工中化学原料(-0.09pct)等行业产能利用率均已接近企稳。

图21: 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩



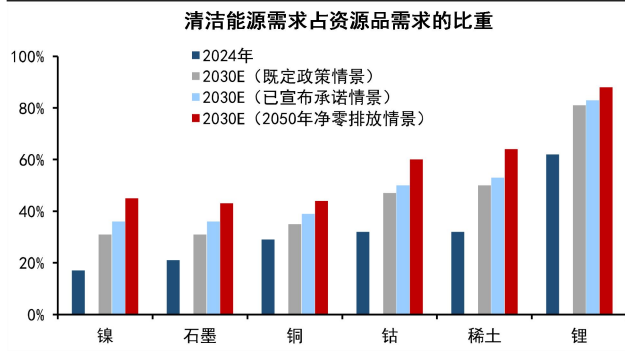
资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图22: 开发关键资源品矿山所需时间较长



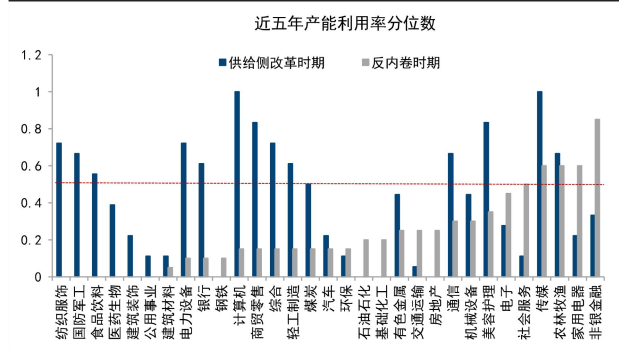
资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图23: 清洁能源需求占资源品总需求的比重不断提升



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理, 注: 既定政策情景, 即基于各国最新政策目标进行的展望, 这些政策涵盖能源、气候和相关产业领域; 已宣布承诺情景, 即假设各国政府制定的国家能源和气候目标都能按时全部实现来进行的展望; 2050 年净零排放情景, 即将全球升温限制在 1.5°C 以内的情景

图24: 当前行业内卷问题仍然较为突出



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

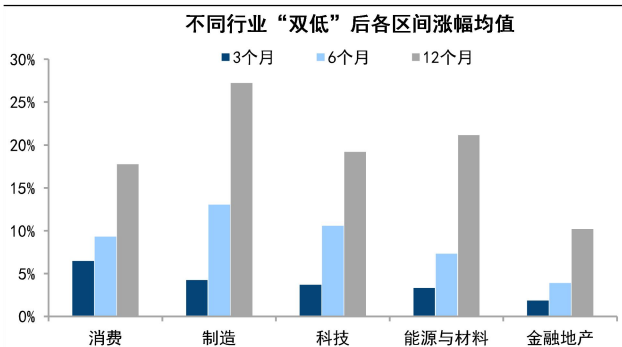
方向 3: “双低”的地产白酒等老登资产望迎来预期反转。我们将同时满足低估值和低持仓的行业称之为“双低”行业, 历史经验看, 行业出现“双低”特征后未来绝对或相对收益均较为显著。

当前食品饮料、地产均已现“双低”特征。当前食品饮料 PE (TTM) 为 20.5 倍, 处近 13 年以来从低到高 17% 分位, 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 14% 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。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。

结合基本面和政策面的积极变化, 26 年估值性价比更高的老登资产存在重估可能。基本面角度看, 近期白酒、地产基本面出现企稳迹象。白酒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; 地产价格下行压力正在边际减弱, 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。政策面角度看, 扩内需政策加码望支撑老登资产行情向上。26 年经济工作将扩内需置于首位, 叠加股市行情回暖带动的居民财富效应, 或推动低估消费板块上行。3 月政府工作报告再次强调“着力稳定房地

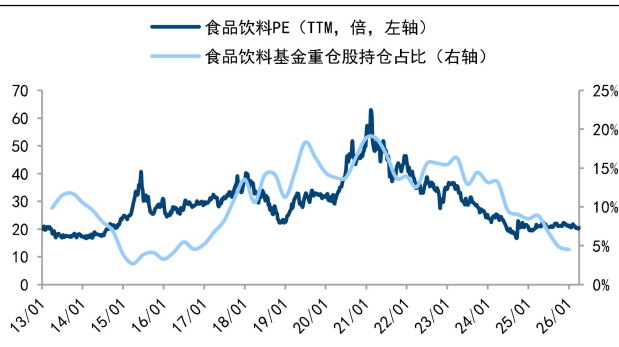
产市场”，后续收储等更多稳地产政策望发力。历史经验显示股价通常领先基本面，后续低估的地产股或具备修复潜力。

图25: 历史上多数“双低”行业后续绝对收益均显著



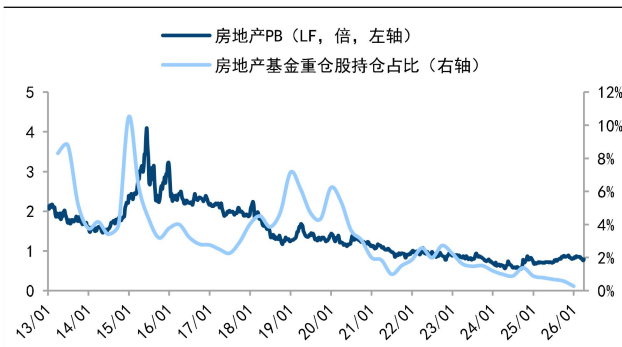
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 截至 25Q4

图26: 当前食品饮料行业估值和基金持仓占比均处历史低位



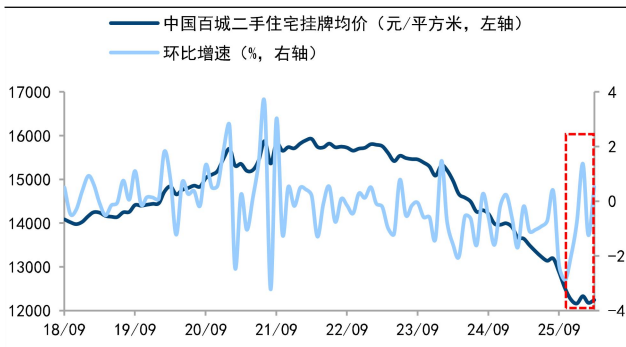
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 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

图28: 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

风险提示

海内外政策进程不及预期、经济修复出现波动。

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