

策略半年报

牛市轮涨——下半年 A 股行业配置展望

核心观点

核心结论：①上半年指数波动向上，AI 含量高低决定市场表现，背后是基本面 K 型分化。②短期震荡巩固已经结束，随着基本面修复、资金加速入市，牛市格局望向纵深演绎。③本轮牛市具备轮涨条件，科技成长内部有望扩散，重视供求关系改善的资源品、以及券商、地产等。

26H1 复盘：AI 含量定胜负。上半年市场指数波动向上，AI 相关的科技成长表现极致。结构上，AI 含量的高低同样决定行业分化情况，其中与 Q1 相比，Q2 行情或更加集中。此外，若从行业分化度看，6 月申万二级行业滚动三个月收益率的标准差已超过历史均值两倍标准差，此外科技板块交易额占比也处于历史 99% 的极致水平，可见 Q2 以来行业涨跌分化度和成交分化度均高于 Q1，且正在逼近历史极值。高景气成长交易拥挤，背后是基本面 K 型分化。一方面，宏观基本面角度下，科技景气度明显更优。另一方面，年初以来居民资金正在加速入市，科技赚钱效应显著反过来再推动居民资金持续流入，从而形成特定板块资金的正向循环。

26H2 展望：牛市迈向纵深。5 月下旬以来，股市走势阶段性趋于震荡。而随着伊朗局势逐渐缓和、油价自高位回落，外部扰动对 A 股的影响陆续消退，短期震荡整固已近尾声。展望下半年，一方面，从基本面看，今年以来出口成为宏观经济的重要支撑。此外，上半年核心城市地产销售有所回暖，后续随着各地公积金优化、城市更新等政策持续落地，地产市场或有望逐渐企稳。未来在政策发力提振内需，叠加出口韧性延续景气的情况下，26 年全部 A 股、全 A 非金融两油的利润增速或均为 10% 左右。另一方面，从资金面看，居民资金入市趋势加速。24 年 924 以来的牛市，资金主要来源或是高净值客户，居民资金入市仍以局部为主。随着大部分居民风险偏好自低位逐渐修复，26 年以来居民资金入市已初见端倪。展望未来，借鉴过往牛市经验看，随着牛市时空的纵深推进，赚钱效应逐步扩散，居民资金入市趋势将大幅加速，预计 A 股全年资金净流入达 2 万亿元。此外，下半年海外扰动逐步消散，或利于 A 股市场风偏抬升。当前居民资金入市逐渐加速，企业盈利增速继续修复，26 年下半年牛市将步入第三阶段。

结构与配置：迎接牛市轮涨。历史上牛市分化后是否轮涨看基本面和资金面，12-15 年、19-21 年牛市中后期之所以均出现轮涨，是因为盈利改善均由局部走向整体，同时有增量资金持续入市，相较之下，16-18 年未出现轮涨，原因在于当时基本面改善是结构性的，同时，市场也未能迎来增量资金，因此行情最终停留在核心资产结构牛。本次牛市分化已趋于极致，基本面和资金面或已具备轮涨条件。具体到行业配置上，关注以下领域：首先，科技成长仍是主线，但科技内部行情可能扩散，行情望从上游算力基建扩散至应用端与能源端。成长内部中，商业航天、创新药等有产业变革驱动方向也值得重视；另外，重视供需格局改善的战略资源品；地产、白酒等也具备补涨机会。

风险提示：国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩。

策略研究 · 策略深度

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

证券分析师：刘颖 021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

联系人：陆嘉瑞 021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	9560.63/0.75
创业板/月涨跌幅 (%)	4252.39/8.62
AH 股价差指数	119.76
A 股总/流通市值 (万亿元)	102.31/93.04

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

- 《AI 赋能资产配置（三十四）——首发：AI+多资产泛量化系列指数》——2026-01-12
- 《资配跨年展望（三）-龙头科技，强者恒强》——2025-12-31
- 《资本周期系列-从业绩变脸到价值修复》——2025-12-30
- 《资配跨年展望（二）-大国出海下的“新核心资产”》——2025-12-25
- 《资配跨年展望 - 春季躁动，你想知道的一切》——2025-12-22

内容目录

1. 26H1 复盘：AI 含量定胜负	4
2. 26H2 展望：牛市迈向纵深	6
3. 结构与配置：迎接牛市轮涨	9
风险提示	13

图表目录

图 1: 宽基视角下, 年初以来双创指数明显占优	4
图 2: 行业视角下, 年初以来通信、电子涨幅靠前	4
图 3: 年初以来行业涨幅分化已逼近历史极值	4
图 4: 年初以来行业成交分化已逼近历史极值	4
图 5: 年初以来居民资金入市规模较大	5
图 6: 年初以来出口高增, 社零、固投增速走弱	5
图 7: A 股算力硬件企业业绩持续得到验证	5
图 8: 今年以来国内 AI 产业链出口快速增长	6
图 9: 3 月以来一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势	6
图 10: 国内通胀水平已明显回升	7
图 11: 全 A 归母净利增速有望修复	7
图 12: 今年年初以来融资资金再度加速入场	7
图 13: 借鉴 19-21 年公募基金发行在 20 年下半年放量	7
图 14: 26 年 A 股整体预计净流入达 20000 亿元	8
图 15: 借鉴历史经验看本轮牛市的居民资金入市进程	8
图 16: A 股牛市向三阶段纵深演绎	9
图 17: “十五五” 期间或可见到新旧动能转换成功	9
图 19: 15Q1-15Q2 主板利润增速改善	10
图 20: 20Q4-21Q2 基本面明显改善	10
图 21: 16-18 年未能迎来增量资金	10
图 22: 16-18 年基本面改善是结构性的	10
图 23: 全球机器人行情有望快速增长	11
图 24: 2020-2035 年全球数据中心电力消耗	11
图 25: 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩	12
图 26: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	12
图 27: 当前白酒股息率已回到 4.5%	12
图 28: 年初以来房价已出现止跌企稳的迹象	12

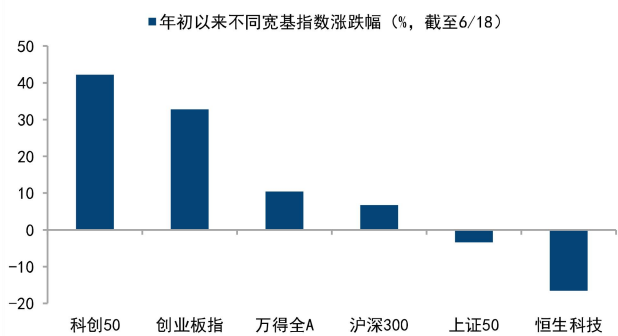
回看上半年市场走势，A股整体延续牛市氛围，万得全A、科创50、创业板指等指数在5-6月陆续创历史新高。与此同时，我们也观察到市场行情结构分化较大，消费、金融等传统价值板块表现相对不佳，而与AI相关的科技成长极致表现。展望下半年，我们认为本轮A股牛市仍未结束，会进一步向纵深推进，同时行业配置上也有望迎来扩散轮涨带来的投资新机遇。

1. 26H1 复盘：AI 含量定胜负

上半年市场指数波动向上，AI相关的科技成长表现极致。回顾上半年，指数和板块的收益与AI硬件占比正相关，以半导体、算力等为代表的科创50（截至6/18，年初以来累计涨跌幅为42%，下同），以及光模块含量较高的创业板指（33%）表现较好，显著跑赢万得全A（10%）、沪深300（7%）、上证50（-3%）、恒生科技（-17%）等指数。分阶段来看，1-2月政策预期发酵下春季行情延续，科创50上涨10.7%，跑赢Wind全A2个百分点；3月初至3/23市场在地缘扰动下震荡调整，创业板指微跌2.3%，跑赢Wind全A8个百分点；3/24以来地缘紧张局势缓解推动A股走高，宽基内部分化明显扩大，科创50、创业板指分别累计上涨52%、34%，跑赢Wind全A37个百分点、17个百分点。

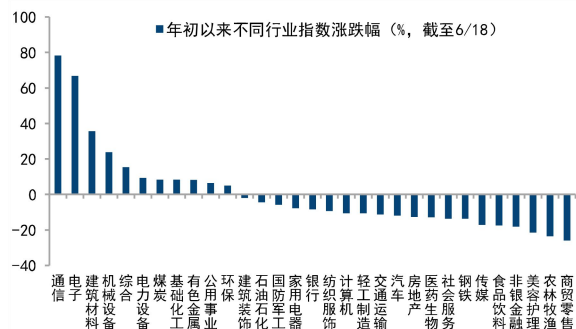
结构上，AI含量的高低同样决定行业分化情况，其中与Q1相比，Q2行情或更加集中。上半年通信（78%）、电子（67%）等成长板块领涨市场，而商贸零售（-26%）、农林牧渔（-24%）等传统消费板块表现不佳。分阶段来看，1-2月资源品价格上涨推动有色、建材、化工等领涨，业绩有所释放的电子同样表现亮眼；3月市场调整中煤炭、公用、银行等相对抗跌，同时电力设备、通信等AI相关行业韧性较强；3月末反弹以来通信、电子等AI硬件，以及建材、机械设备等AI产业链其他环节表现亮眼。此外，若从行业分化度看，6月申万二级行业滚动三个月收益率的标准差已超过历史均值两倍标准差，此外科技板块交易额占比也处于历史99%的极致水平，可见Q2以来行业涨跌分化度和成交分化度均高于Q1，且正在逼近历史极值。

图1：宽基视角下，年初以来双创指数明显占优



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

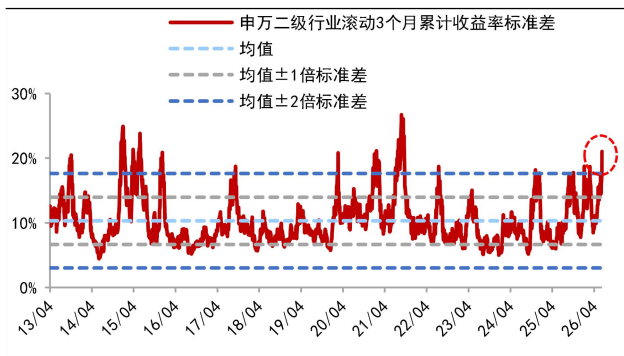
图2：行业视角下，年初以来通信、电子涨幅靠前



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：年初以来行业涨幅分化已逼近历史极值

图4：年初以来行业成交分化已逼近历史极值



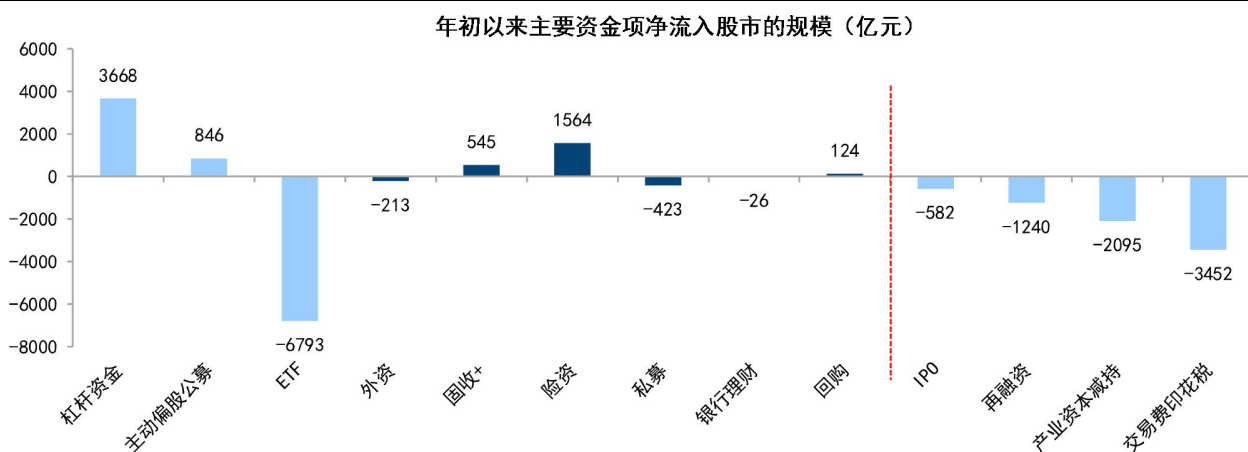
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

高景气成长交易拥挤，背后是基本面 K 型分化。一方面，宏观基本面角度下，科技景气度明显更优。宏观层面看，年初以来新旧经济“K”型分化显著，社零、固定资产投资增速走弱，而集成电路等科技产品支撑出口金额持续高增，1-5 月集成电路出口金额累计同比高增 90%，此外高技术产业增速明显高于整体工业增加值增速；微观层面看，在全球科技巨头资本开支持续高增的背景下，A 股算力硬件板块的业绩出现爆发式增长，26Q1 A 股光模块、高频 PCB 归母净利润增速分别为 140%、65%，显著高于全部 A 股 7%。另一方面，年初以来居民资金正在加速入市。随着大部分居民风险偏好自低位逐渐修复，市场赚钱效应回暖，居民资金入市进程或较 25 年已有明显提速，1-5 月杠杆资金流入近 4000 亿元、主动偏股公募和“固收+”资金流入近 1500 亿元、以分红险等浮动收益产品为代表的险资流入近 2000 亿元。综上，在居民资金入市进程加速、科技景气度更优的背景下，居民资金大量扎堆 AI 算力等高景气板块，推动科技板块上扬，科技赚钱效应显著反过来再推动居民资金持续流入，从而形成特定板块资金的正向循环。

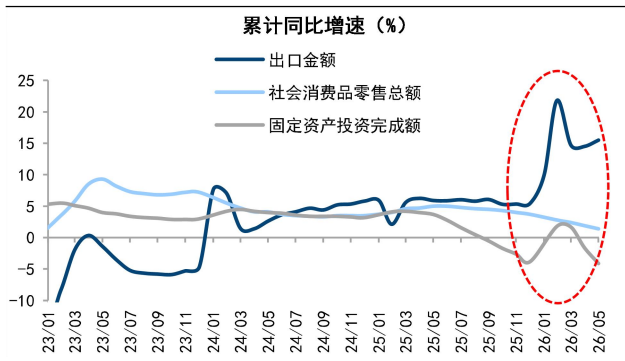
图5: 年初以来居民资金入市规模较大



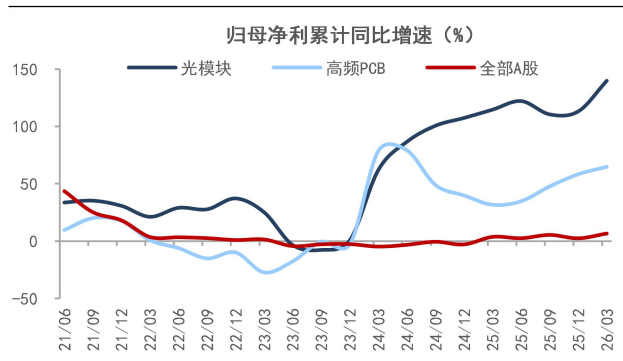
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：除杠杆资金、主动偏股公募、ETF 和四个资金流出项为 1-5 月情况外，其余资金净流入规模均为 26Q1 情况。

图6: 年初以来出口高增，社零、固投增速走弱

图7: A 股算力硬件企业业绩持续得到验证



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

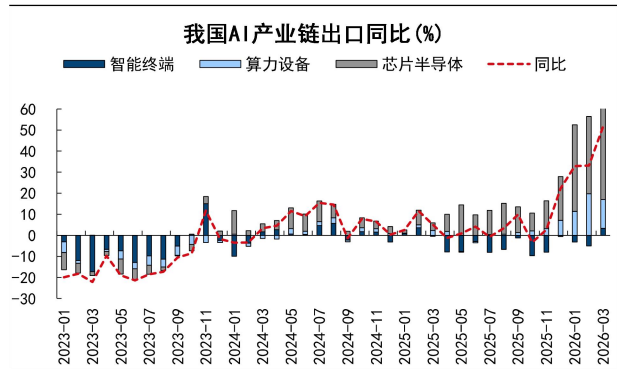
2. 26H2 展望：牛市迈向纵深

5月下旬以来，A股市场风格分化趋于极致，同时在地缘局势、美联储加息预期升温等因素扰动下，股市走势阶段性趋于震荡。而随着伊朗局势逐渐缓和、油价自高位回落，外部扰动对A股的影响陆续消退，短期震荡整固已近尾声。展望下半年，国内基本面呈现结构性修复，居民资金入市加速背景下，A股牛市将向纵深演绎。

基本面：出口持续高增，地产逐渐企稳。今年以来，内需修复存在波折，不过出口成为宏观经济的重要支撑。5月国内出口同比增长19.4%，AI资本开支巨额投入和能源转型加速背景下，AI科技与新能源是出口高增背后的主要驱动力，1-5月集成电路出口金额累计同比增长90%。此外，上半年上海、深圳、广州等城市陆续出台地产新政，核心城市地产销售有所回暖，价格水平阶段性回稳。5月一线城市新房价格环比涨0.2%；二手房价格环比涨0.4%，其中上海、深圳涨幅0.6%。后续随着各地公积金优化、城市更新等政策持续落地，地产市场或有望逐渐企稳。

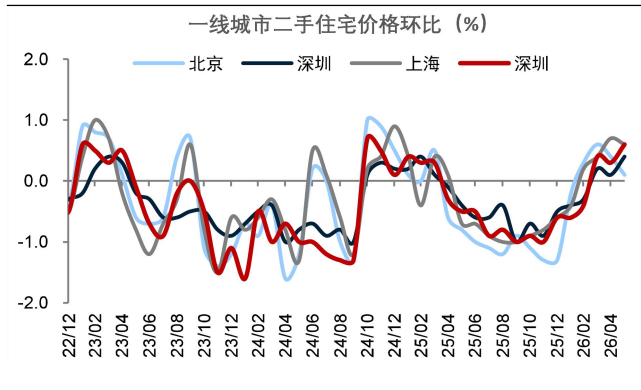
通胀回升和稳增长政策发力有望驱动企业盈利修复。在中东局势恶化带动油价脉冲，叠加“反内卷”政策深化推动供需关系改善背景下，今年以来国内价格水平已逐渐回暖，5月PPI同比回升至3.9%。不过二季度以来内需仍较疲弱，5月社零同比增速转负、投资增速也下滑至-12.5%。尽管出口端韧性依旧，但内需承压背景下，7月或迎来政策加力窗口。未来在政策发力提振内需，叠加出口韧性延续景气的情况下，26年全部A股、全A非金融两油的利润增速或均为10%左右。

图8：今年以来国内AI产业链出口快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，数据测算自国信宏观

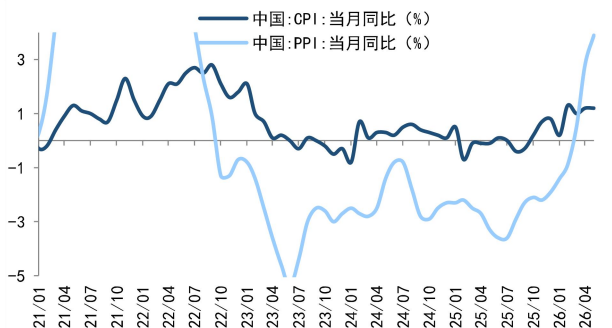
图9：3月以来一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

研究团队

图10: 国内通胀水平已明显回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 全 A 归母净利增速有望修复



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资金面：居民资金入市趋势加速。24 年 924 以来的牛市，险资、融资资金率先入市，24Q4-25Q1 险资净增加 5531 亿元、杠杆资金为 4768 亿元。25Q3 后市场放量拉升，私募、融资等活跃资金大幅入场，其中 25Q3-Q4 杠杆资金流入 6860 亿元，资金主要来源或是高净值客户，居民资金入市仍以局部为主。

随着大部分居民风险偏好自低位逐渐修复，26 年以来居民资金入市已初见端倪。年初至今融资余额净增加超 4000 亿元。同时，26Q1 主动偏股公募、险资、固收+ 等流入较多，或表明不少居民转投分红险、固收+、FOF 等产品。可见 26 年居民资金入市进程较 25 年已有明显提速。

展望未来，借鉴过往牛市经验看，随着牛市时空的纵深推进，赚钱效应逐步扩散，居民资金入市趋势将大幅加速。具体而言，牛市前期高风偏资金先入市、如两融和私募资金，此后扩散至中高风偏群体，主动偏股公募和 ETF 流入有望大幅放量。参考 2019-21 年牛市，资金加速入市出现在 20 年下半年，20/07-21/03 偏股型公募基金月均发行份额接近 2500 亿份。由此可见，居民资金大规模入市往往发生在牛市后半段。而当前居民资金入市迹象仍与过去牛市存在差距，年内居民资金或仍有增量入市空间，整体测算下来，我们预计 A 股全年资金净流入达 2 万亿元。

图12: 今年年初以来融资资金再度加速入场

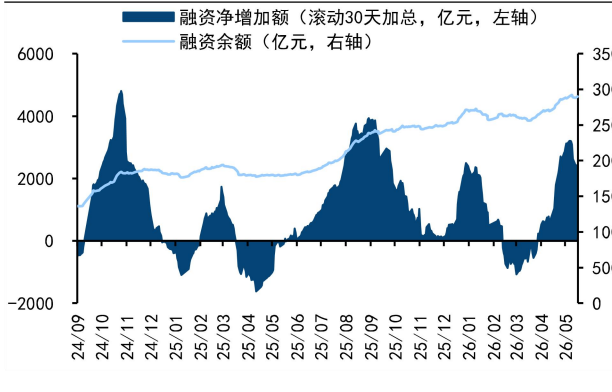
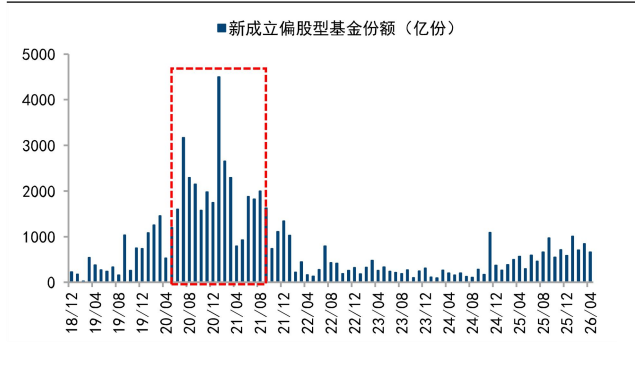


图13: 借鉴 19-21 年公募基金发行在 20 年下半年放量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

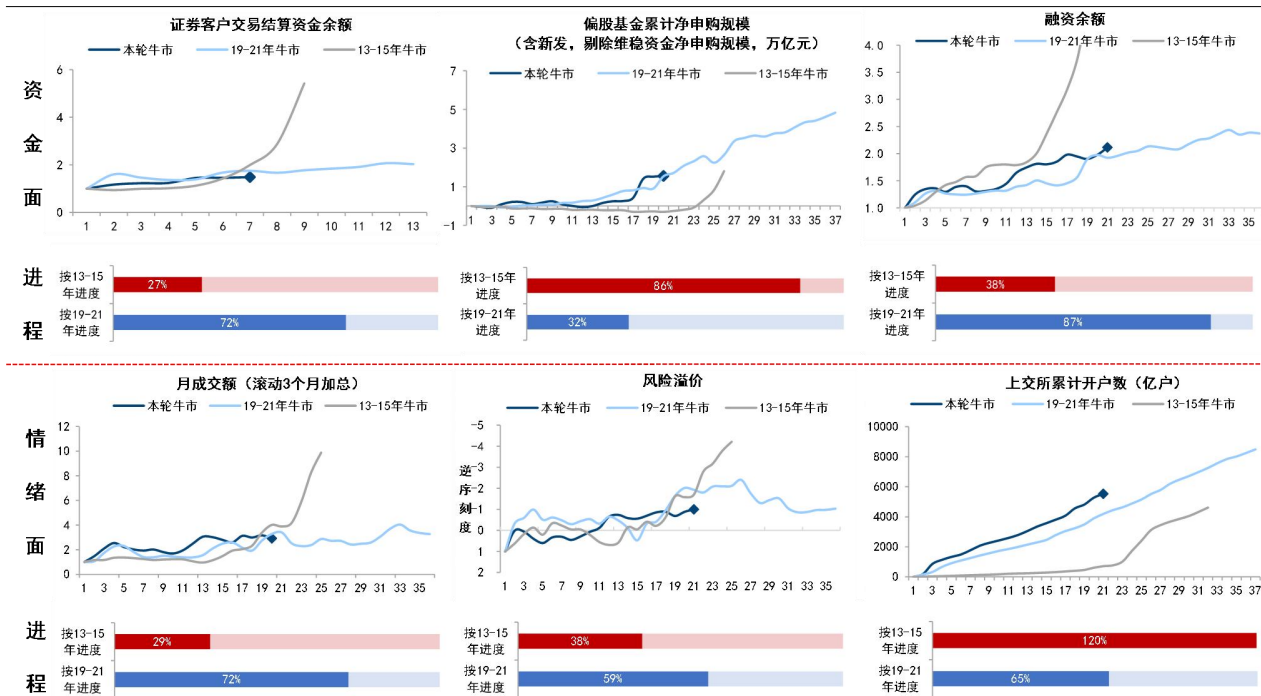
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：26年A股整体预计净流入达20000亿元

资金类型	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
资金流入												
银证转账	26887	-129	213	-1221	3621	3600	3750	-2050	-700	7850	6600	4000
融资	1540	-2356	860	-2726	2565	4765	2300	-2675	1348	2748	6700	6000
主动偏股公募	3812	878	-1866	-559	788	13052	15409	1574	-2243	-2965	266	7500
固收+	98	68	-54	-13	95	256	776	74	-54	-282	1099	1500
ETF	9	155	112	1223	1126	726	1789	2146	3193	7254	2014	-3000
私募	2911	2699	-828	-3669	2447	10864	6228	-985	2148	-3305	1113	3000
资管类机构 (专户、银行理财、 券商资管、信托等)	15263	-6071	9756	-12629	954	492	-3562	-2438	-2233	548	765	1500
险资 (含商业保险、三大 支柱)	4177	1403	-20	2870	3329	4343	441	3151	2799	1061	8920	7000
外资	278	910	2996	4413	5276	3134	6483	1350	656	-960	-1229	1000
分红	2196	2663	3069	3764	4360	5293	6188	7423	7705	9014	9396	9500
回购	33	54	55	306	622	396	790	647	619	1155	922	1000
累计	57203	275	14293	-8241	25183	46920	40593	8218	13237	22119	36567	39000
资金流出												
IPO	1576	1496	2301	1378	2532	4700	5392	5869	3565	674	1318	2000
再融资	8042	10586	7725	3124	6654	7743	8843	7931	5177	1542	2214	4500
产业资本减持	1949	466	223	831	2759	5959	5451	4032	3177	568	3387	5500
交易印花税	6219	3280	3014	2557	3294	5186	6614	5825	4937	3874	5930	7000
累计	17787	15827	13264	7890	15240	23587	26300	23657	16856	6657	12849	19000
资金净流入	39416	-15553	1029	-16131	9943	23333	14293	-15439	-3619	15462	23717	20000

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：借鉴历史经验看本轮牛市的居民资金入市进程

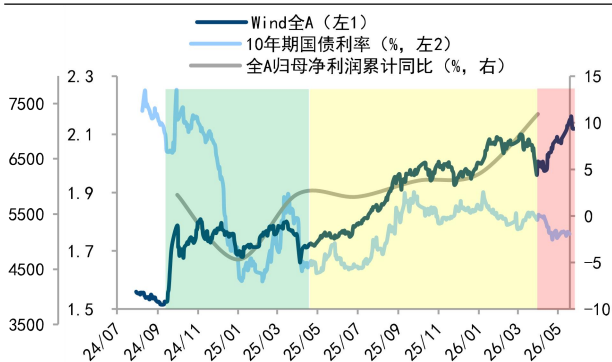


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：1、除上交所累计开户数、偏股基金累计净申购规模的图为绝对值外，其余图均以牛市起点当月值为1；2、下方进度条代表本轮牛市中不同指标最新值相较历史两轮牛市极值的比例。

海外扰动逐步消散，或利于 A 股市场风险偏好抬升。二季度以来，伊朗局势反复、美联储货币政策预期变化对权益资产有明显扰动。不过展望下半年，上述扰动都已出现积极变化，或将提振 A 股风险偏好。首先，伊朗与美国同意签署和平协议，霍尔木兹海峡船只通行有望恢复正常，受缓和预期提振，WTI 原油价格已回落至 80 美元/桶以下。其次，特朗普访华后，中美双方表示将构建“中美建设性战略稳定关系”，今年秋季习总书记即将访美，元首外交指引下中美关系有望趋稳，推动市场风险偏好修复。此外，后续观察美联储降息预期的回摆可能。6 月美联储议息会议维持利率不变，但点阵图显示年内存在一次的加息预期。美伊局势缓和和下油价已自高位回落，往后看通胀压力或有所缓解，美联储紧缩预期存在降温可能。

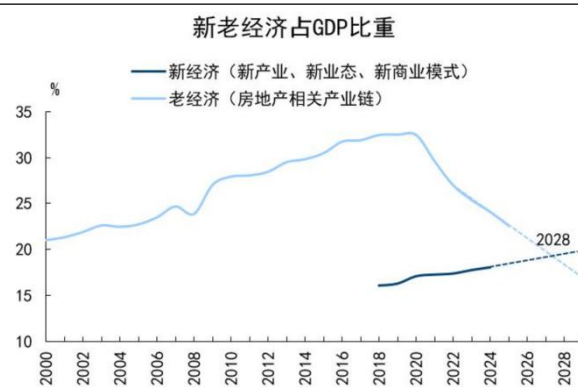
26 年下半年牛市将步入第三阶段。我们在《26 年牛市的变与不变-20260102》《图解牛市突破之路-20260424》等报告中分析过，牛市有自身的周期规律，可以划分为孕育期、爆发期和泡沫期三个阶段，驱动力分别为政策发力、盈利改善、资金进场。从本轮牛市来看，24 年 924 政策发力开启牛市。25Q2 开始 A 股净利润同比转正，盈利改善逐渐发力。当前居民资金入市逐渐加速，企业盈利增速继续修复，牛市正步入第三阶段。往更长期看，我国产业升级持续演进，新旧动能转换成功有望发生在“十五五”期间，这将带来 A 股 ROE 水平的系统性抬升，基本面的整体性修复将支撑更为全面性的牛市开启。

图16: A 股牛市向三阶段纵深演绎



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: “十五五”期间或可见到新旧动能转换成功



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

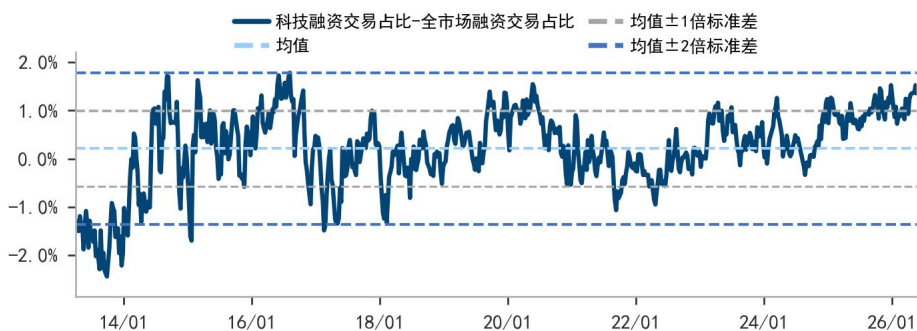
3. 结构与配置：迎接牛市轮涨

本轮牛市以来部分科技板块表现亮眼，3 月末以来市场结构分化进一步加剧。近期，沉寂已久的部分价值板块开始表现。往后看，参考历史上牛市中板块轮涨的经验，当前市场或已具备轮涨条件，科技成长行情有望扩散，重视战略资源品板块，地产、白酒等消费也值得关注。

历史上牛市分化后是否轮涨看基本面和资金面，这次有望出现轮涨。复盘过去三轮牛市，行情是否会从分化走向轮涨，关键取决于基本面和资金面两大条件。12-15年、19-21年牛市中后期之所以均出现轮涨，是因为盈利改善均由局部走向整体，同时有增量资金持续入市，其中14-15年市场净流入约5.9万亿元、20年下半年至21Q1累计流入近3万亿元。相较之下，16-18年未出现轮涨，原因在于当时基本面改善是结构性的，仅龙头企业受益于供给侧结构性改革盈利抬升；同时，市场也未能迎来增量资金，16-17年股市资金整体净流出，因此行情最终停留在核心资产结构牛。

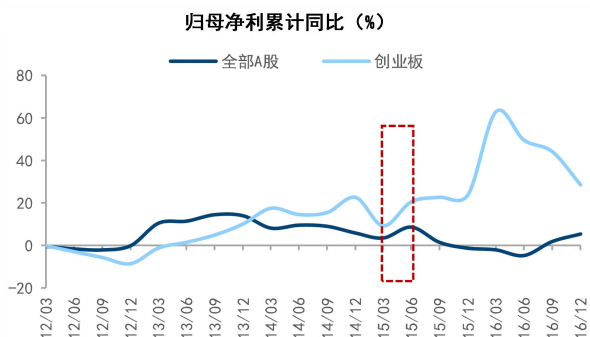
本次牛市分化已趋于极致，基本面和资金面或已具备轮涨条件。我们在前文中指出今年上半年行业表现极致分化，事实上拉长时间看，24/09以来的这轮牛市分化已在历史高位。以科技融资额占比相较于全市场的融资占比的偏离度，作为衡量科技交易极致程度的指标，目前该指标已经接近14/09、20/07等风格收敛前夕，均在均值以上2倍标准差附近。往后看，这次支持出现轮涨的基本面和资金面条件已经具备：目前基本面改善正在由新经济到老经济逐渐扩散，今年年初以来更多增量资金也逐渐入场，因此，这轮牛市在极致分化后有望出现轮涨。

图18: 当前科技融资占比较全市场偏离度接近极值



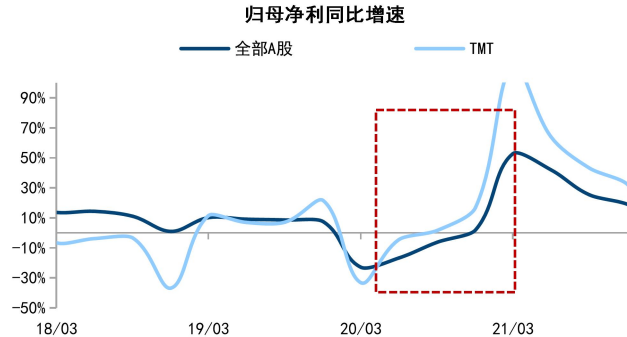
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图19: 15Q1-15Q2 主板利润增速改善



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

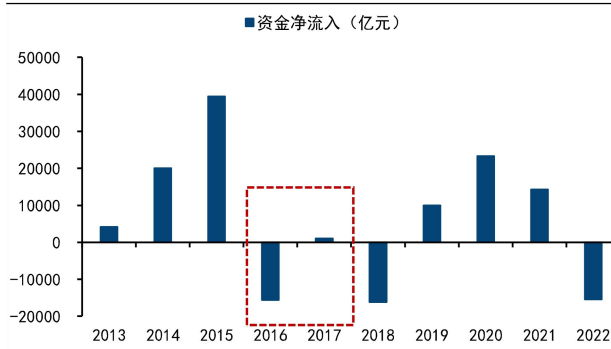
图20: 20Q4-21Q2 基本面明显改善



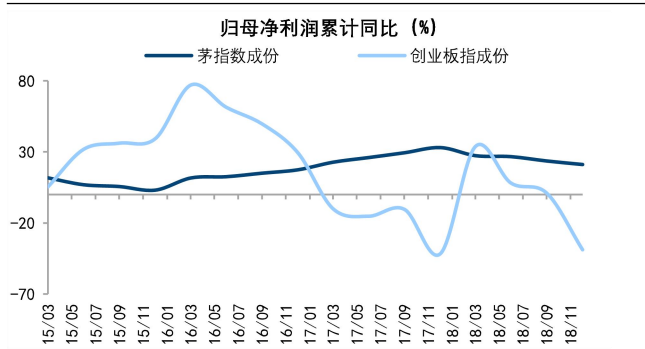
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图21: 16-18年未能迎来增量资金

图22: 16-18年基本面改善是结构性的



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

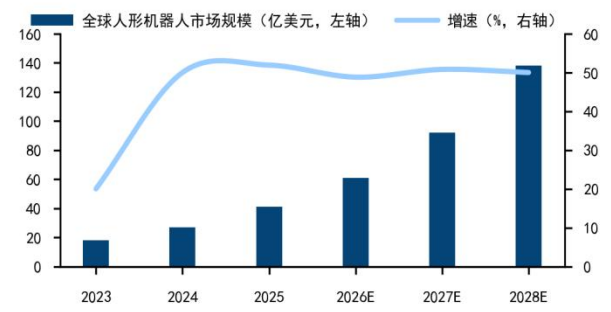
既然本轮牛市格局有望向纵深演绎，那么后续可能存在哪些轮涨方向？参考19-21年牛市中后期轮涨经验，成长内部轮动并带动价值补涨，这一次可能也类似，具体而言，或可重视以下领域：

科技成长仍是主线，但科技内部行情可能扩散。这轮牛市以来A股部分科技板块表现亮眼，近期随着科技板块交易热度趋于极致，板块内部震荡波动有所加大。历史上看一轮牛市往往出现多次行情极致分化→收敛→再分化的过程，中期AI产业趋势延续，技术周期和政策加持下，科技仍是重要方向。

科技内部可能扩散，行情望从上游算力基建扩散至应用端与能源端。具体而言，一是关注应用端，这轮牛市中应用端涨幅相对不大，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，如人形机器人等；二是重视上游能源端，算力基础设施持续扩张也将带动电力供给和能源配套需求上行，根据IEA，全球数据中心电力消耗将在五年间翻倍，上游电力、及数据中心能源配套或具备向上机遇。

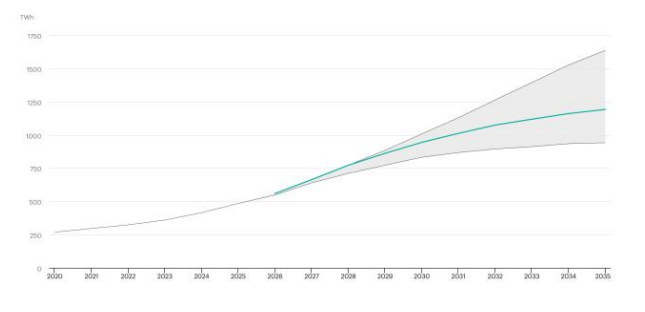
成长内部中，商业航天、创新药等有产业变革驱动方向也值得重视。随着全球行航天迎来快速成长，国内政策支持叠加卫星通信技术、可回收火箭技术的升级，商业航天产业商业化进程逐渐提速，相关主题投资机会或也值得关注。另外，今年以来创新药出海势头不减，具有基本面优势的创新药或也有望接力。

图23: 全球机器人行情有望快速增长



资料来源：Markets and Markets，国信证券经济研究所整理

图24: 2020-2035年全球数据中心电力消耗



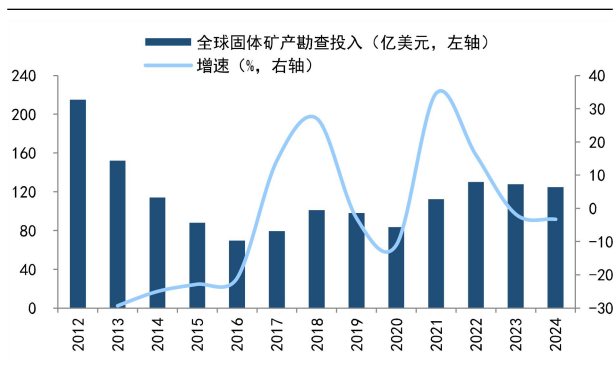
资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

重视供需格局改善的战略资源品。战略资源品或受益于供给制约和需求刚性推动的价格中枢抬升，在中长期维度下也影响着战略资源品的配置逻辑。供给端看，

22年以来全球矿业资本开支持续下降、资源民族主义抬头、运营风险上升均制约战略资源品供给。需求端看，AI算力基建扩张与绿色能源转型加速，催生了对于铜、铝、锂、钴、稀土等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%；同时，大国博弈强化了资源的战略属性需求，近期国务院常务会议明确把多种矿产列入国家级战略性矿产目录，资源品定价逻辑正向长期演绎，在此背景下有色等资源品板块有望持续受益。

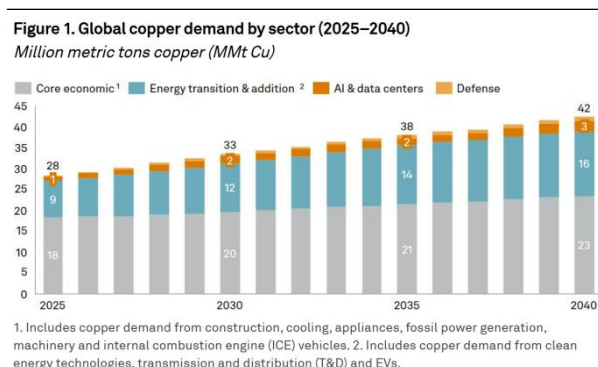
地产、白酒等消费存在补涨机会。本轮牛市中地产、白酒等消费板块相对滞涨，已具备估值和持仓“双低”。而年初以来相关板块基本面均已在回暖中，近期板块利好催化也在出现，例如5月28日国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确“好房子”建设改造等14项重大工程和行动。往后看，在扩内需政策基调延续积极的背景下，或具备补涨机会。此外，牛市第三阶段成交额往往放大，前期表现平淡、但盈利改善趋势明显的券商或值得关注。

图25: 2022年以来全球矿产勘察投入持续收缩



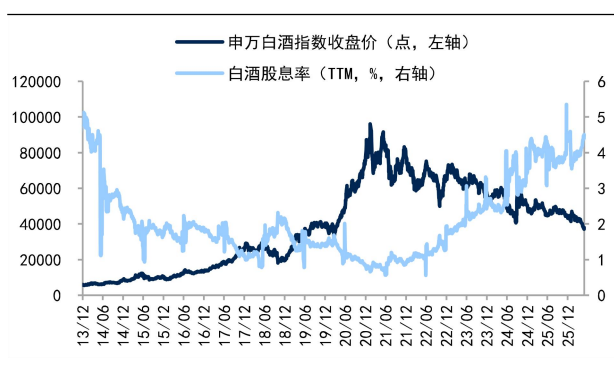
资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图26: AI算力、能源转型等新兴需求快速增长



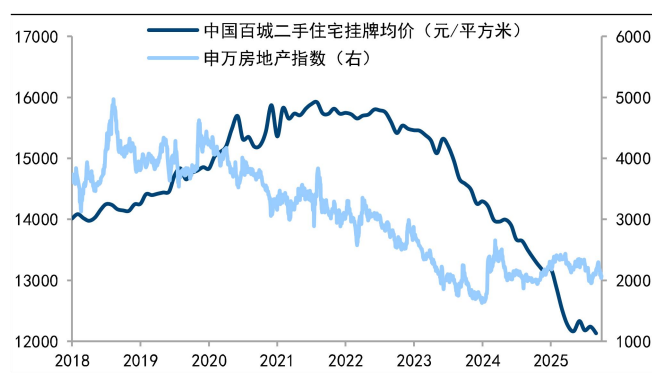
资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

图27: 当前白酒股息率已回到4.5%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 年初以来房价已出现止跌企稳的迹象



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩

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