

# 市场观察：未来产业藏牛股，PPI 潮起看周期（2026 年 3 月）

## 主要观点：

### 1. 市场回顾

2 月份，金油共振向上，反映全球博弈背景下实物资源的稀缺性溢价持续扩散；科技指数显著分化，韩国股指在芯片股带动下大幅上涨，纳斯达克指数和恒生科技指数当月却逆势收跌，反映在 AI 革命浪潮下，人工智能不仅对传统行业，对科技行业也带来创新性颠覆，美国软件公司甲骨文股价短短 5 个月时间最大跌幅超过 60%；A 股在中高估值水位保持韧性，上游周期、中游制造、科技创新风格表现领先。

### 2. 经济环境

由于投资、消费、出口等多个宏观经济数据于 3 月份合并披露，2 月份公布的数据相对有限。

**价格端出现向好迹象，PPI 或迎来回升周期。**1 月份，CPI 当月同比增速连续 4 个月保持正值；PPI 环比增速 0.4%，连续 4 个月保持正值，去年 8 月、9 月环比增速均为零，显示 2025 年三季度或已成为本轮 PPI 下行周期结束的拐点（最低点）。

**货币投放保持较高增速，企业流动性显著向好。**1 月末，M1、M2、社会融资存量同比增速分别为 4.9%、9.0%和 8.2%，非金融机构企业人民币活期存款余额为 23.71 万亿元，同比增速 18.8%。

**规模以上工业企业盈利周期或进入触底回升周期。**一是经济下行期规上工业企业总数仍显著扩容，二是亏损企业 2025 年度减亏成效显著，扭转了此前连续三年亏损额扩大的趋势；三是盈利能力出现边际改善信号，2025 年营业收入利润率降幅显著收敛。

### 3. 政策环境

2026 年作为“十五五”规划开局之年，政策前置发力特征明显，发力点重在结构而非总量，聚焦“内需驱动+科技突围+反内卷治理”三大主线。

产业政策全面升级，“人工智能+”上升为国家战略，推动 AI 规模化商业应用；光伏、汽车等行业强力推进“反内卷”治理，遏制恶性价格战，引导行业从无序扩张转向高质量竞争，利好龙头盈利修复。

报告日期：2026-7-8

执业信息

崔威 策略分析师  
执业编号：S1750523090001  
电话：18603058668  
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20260707 策略季报：K 型分化，科技主线不变，注意再平衡（2026 年三季度）

20260121 策略月报：全球失序关注黄金，政策主线轮动出圈（2026 年 2 月）

20260104 策略年报：2026 年 A 股年度策略一心有猛虎，细嗅蔷薇

20251130 策略月报：震荡蓄势，来年可期（2025 年 12 月）

20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利（2025 年 11 月）

20250929 策略季报：从“先信资本”到存款活化（2025 年 4 季度）

20250831 策略月报：保持信心、耐心和敬畏心（2025 年 9 月）

20250801 策略月报：DeepSeek 时刻，持续进行中（2025 年 8 月）

消费与民生政策精准滴灌，国务院专项部署“银发经济”，结合城乡增收计划与消费券政策，重点挖掘养老医疗、适老化改造等消费潜力。此外，监管层通过规范市场秩序，为经济长期健康发展奠定制度基础。

#### 4. 投资策略

**三大核心逻辑支持 A 股在中高估值水位展现出显著的韧性与活跃度：中国国际地位稳固、科技优势凸显和企业盈利进入触底回升期。**

在对市场整体保持积极乐观的同时，宜高度重视人工智能创新性颠覆等因素带来的结构性风险，小心翼翼，逢低布局，构建更具韧性的投资组合。维持年初推荐，重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大大类 19 个方向的 ETF。

具体包括：沪深 300ETF、上证 50ETF；东南亚科技 ETF、黄金 ETF；人工智能 ETF、恒生科技指数 ETF、消费电子 ETF；机器人 ETF 易方达、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机、化工 ETF、黄金股 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、旅游 ETF、证券 ETF、自由现金流 ETF。

**PPI 周期潮起在望，建议关注中游制造四大方向。**电力设备承载能源转型的战略使命，机械设备引领自动化升级与国产替代浪潮，基础化工夯实新材料与产业链上游基石，国防军工则驱动高端装备突破与国家安全保障。相关联的 ETF 包括：机器人 ETF 易方达、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机、化工 ETF 等品种。

**选股层面，逻辑应从单一周期视角升级为“周期+创新”双轮驱动，**重点筛选既受益于价格回升带来的量价齐升，又具备技术突破潜力的新兴产业（未来产业）龙头，有望兼得周期贝塔与成长阿尔法，实现风险收益比的最优平衡。

本月无新增推荐：建议继续关注化工 ETF、军工 ETF、消费电子 ETF、港股创新药 ETF、黄金股 ETF。

**风险提示：1. 仓位管理：**建议单一品种配置不超过 10%、单一风格敞口低于 30%，以提升组合抗波动能力。**2. 核心风险因素：**国内方面，关注政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏及 PPI 下行风险；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

20250629 策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年 3 季度策略报告）

20250602 策略月报：关税博弈无剧本，央行施策显灵活（2025 年 6 月）

20250505 策略月报：关注关键矿产资源（2025 年 5 月）

20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年 2 季度策略报告）

20250302 策略月报：AI 高山仰止？何处寻觅洼地？（2025 年 3 月）

20250220 策略月报：相信光，追逐光（2025 年 2 月）

20241230 策略年报：2025 年 A 股年度策略-柳暗花明，行则将至

20231229 策略年报：2024 年 A 股策略一向新而生，不离辘重

## 一、市场行情回顾

### 1.1 行情回顾

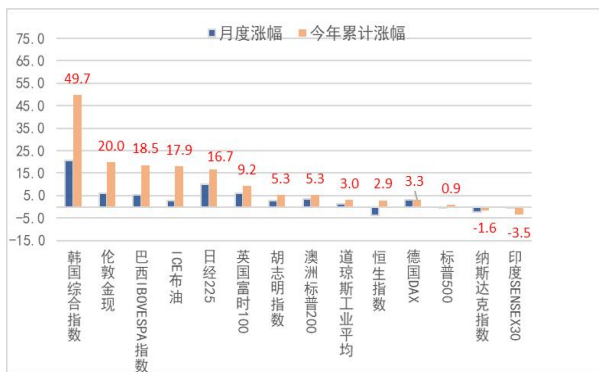
#### (1) 主要指数

1-2 月份，全球市场整体上涨。截至 2 月 26 日，韩国综合指数在芯片板块带动下涨幅领先，年内涨幅 49.7%，巴西圣保罗指数、日经 225 涨幅超过 15%，英国富时 100、胡志明指数、澳洲标普 200 涨幅超过 5%，恒生指数、道琼斯工业指数、德国 DAX、标普 500 涨幅在 0%—5% 之间；纳斯达克指数、印度 SENSEX30 年内下跌。伦敦金延续强势，报收 5181.25 美元/盎司，年内涨幅 20.0%；地缘政治紧张推高油价，ICE 布油摆脱去年疲态，今年以来震荡上涨，报收 70.79 美元/桶，年内涨幅 17.9%。

2 月上旬，新任美联储主席凯文·沃什的提名给市场带来短期冲击，但随后市场心态趋稳，当月主要股指与黄金、石油价格继续上涨。但恒生指数与纳斯达克指数 2 月份逆势下跌，反映 AI 革命浪潮下，人工智能不仅对传统行业，对科技行业也带来创新性颠覆，美国软件公司甲骨文股价从 344 美元下跌到 135 美元，仅用了 5 个月时间（2025 年 9 月 10 日至 2026 年 2 月 5 日）。

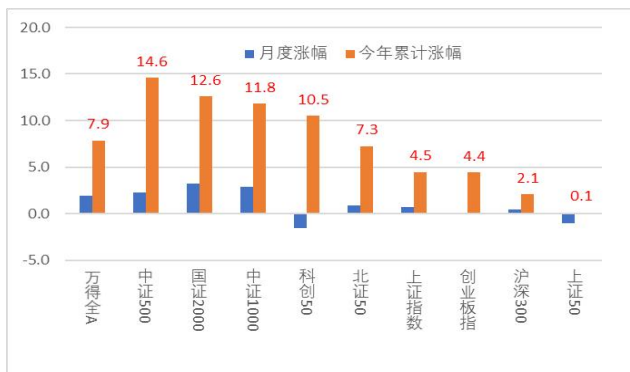
A 股震荡中保持升势，中小盘领先。截至 2 月 26 日，Wind 全 A 年内上涨 7.9%；上证指数报收 4146.63 点，上涨 4.5%。中证 500 年内涨幅 14.6%，科创 50 涨幅 10.5%，国证 2000 指数涨幅 12.6%，中证 1000 涨幅 11.8%，北证 50 涨幅 7.3%，创业板指涨幅 4.4%，沪深 300 涨幅 2.1%，受金融股拖累上证 50 涨幅仅为 0.1%。2 月当月，中小盘指数表现继续领先。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 2 A 股主要指数涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

#### (2) 风格指数

1-2 月，中信上游表现领先、中信中游、周期风格、科技表现领先。截至 2 月 26 日，中信上游年内涨幅 20.3%，周期风格涨幅 13.6%，成长风格涨幅 11.0%，中信 TMT 涨幅 11.0%，中信中游涨幅 12.7%；三大红利风格涨幅在 5% 左右，金融风格下跌 4.4%，低市净率下跌 0.8%。

2 月当月，中游风格表现领先。中信中游月内上涨 5.9%，周期风格上涨 3.3%，成长风格、基础设施建设均上涨 2.8%，金融风格延续跌势。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

分类	代码	指数	1-2月	2月	2025年	2024年	2023年	对应主要申万行业
中信风格	CI005917.WI	金融风格	-4.4	-1.7	11.6	33.4	-3.9	非银金融、银行、地产
	CI005918.WI	周期风格	13.6	3.3	35.4	7.3	-2.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
	CI005919.WI	消费风格	1.8	-0.1	6.6	-2.2	-7.9	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005920.WI	成长风格	11.0	2.8	43.9	7.4	-6.8	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
	CI005921.WI	稳定风格	3.1	1.3	0.0	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信产业	CI005901.WI	中信上游	20.3	0.2	60.2	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
	CI005902.WI	中信中游	12.7	5.9	38.3	2.4	-15.0	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
	CI005903.WI	中信下游	1.7	0.3	10.7	-1.4	-7.5	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005904.WI	基础设施建设	5.1	2.8	5.2	14.2	-4.9	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
	CI005905.WI	中信TMT	11.0	1.2	44.7	14.9	11.3	电子、计算机、通信、传媒
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	7.1	-1.9	30.9	10.3	-11.0	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
	801823.SI	低市盈率指数	2.8	-1.0	19.8	20.3	-7.1	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
	801831.SI	高市净率指数	7.4	0.6	31.9	-0.4	-20.4	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
	801833.SI	低市净率指数	-0.8	0.3	8.9	25.1	-2.1	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
红利风格	000922.CSI	中证红利	4.8	1.2	-1.4	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
	000015.SH	红利指数-上证	5.0	1.6	-5.1	14.5	2.7	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
	399324.SZ	深证红利	5.1	0.7	5.4	7.8	-11.3	家电、食品饮料、有色、医药生物、计算机、机械、传媒

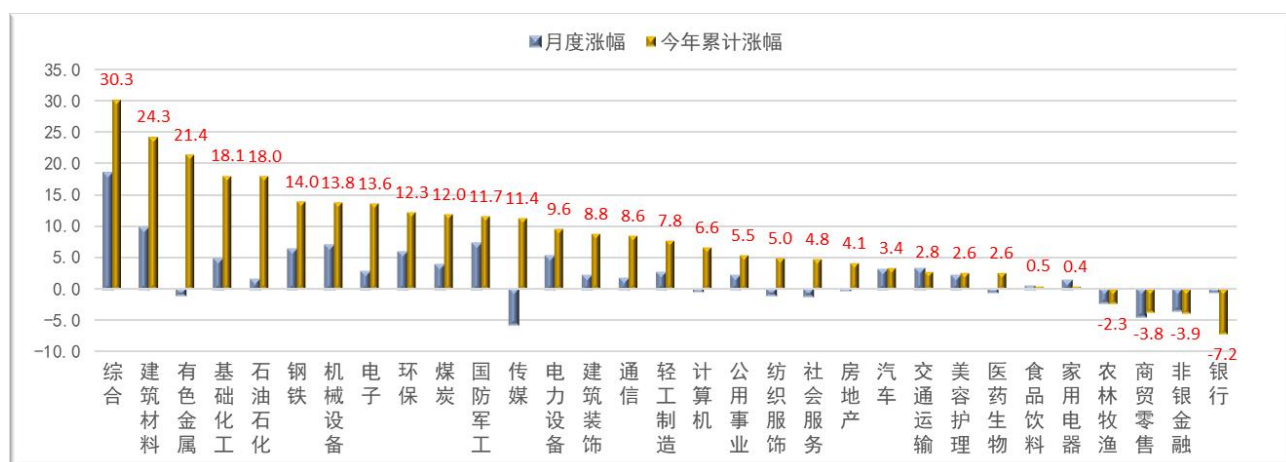
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 2 月 26 日）

### (3) 行业指数

截至 2 月 26 日，27 个申万一级行业年内上涨，上涨比例为 87.1%。综合、建筑材料、有色金属、基础化工年内涨幅超过 18%，石油石化、钢铁、机械设备、电子、环保、煤炭、国防军工、传媒涨幅超过 10%，电力设备、建筑材料、通信、轻工制造、计算机、公用事业、纺织服饰涨幅超过 5%；银行、非银金融、商贸零售、农林牧渔四个行业下跌。涨幅第一梯队的行业主要集中在上游周期行业，涨幅第二、第三梯队的行业主要集中在中游制造和 TMT 行业，这或预示 PPI 价格端有望步入上升周期。

2 月当月，综合、建筑材料、国防军工、机械设备、钢铁、环保、电力设备涨幅均超过 5%，主要集中在上游与中游领域。

图表 4 申万一级行业指数涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

#### (4) 推荐品种回顾

截至2月26日，推荐品种上涨12只，上涨比例70.6%。推荐后涨幅超过20%的有3只，分别是电网设备ETF、黄金股ETF、工业母机ETF；涨幅在10%—20%区间有5只，分别是黄金ETF、化工ETF、光伏ETF、军工ETF、自由现金流ETF；证券ETF、恒生科技指数ETF、东南亚科技ETF跌幅较大，年内跌幅超过3%。

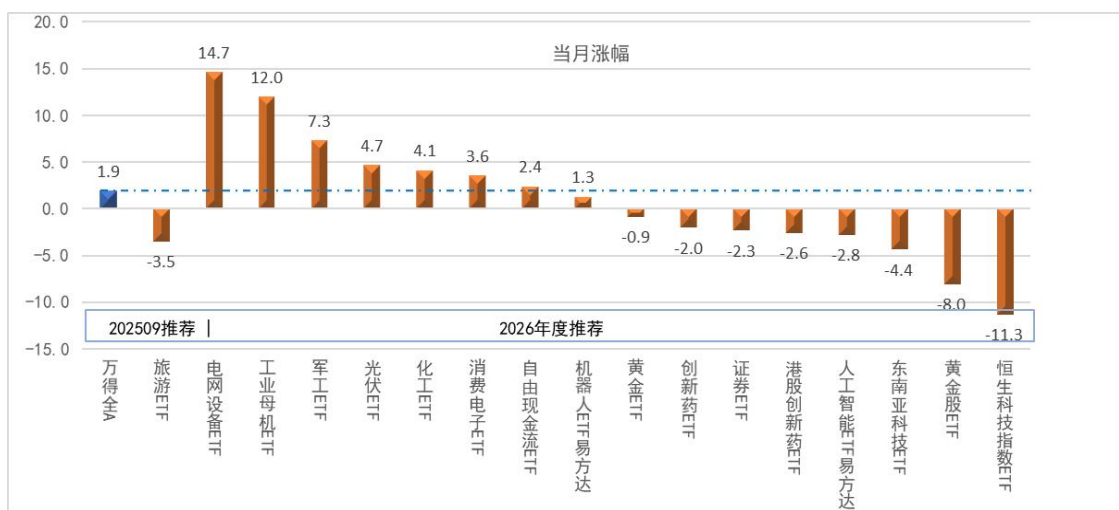
2月当月，电网设备ETF大涨14.7%，工业母机ETF、军工ETF、光伏ETF表现较好。

图表5 推荐ETF品种累计涨幅情况(%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2025年三季报首推旅游ETF，其统计起始日为20250901）

图表6 推荐ETF品种2月涨幅情况(%)



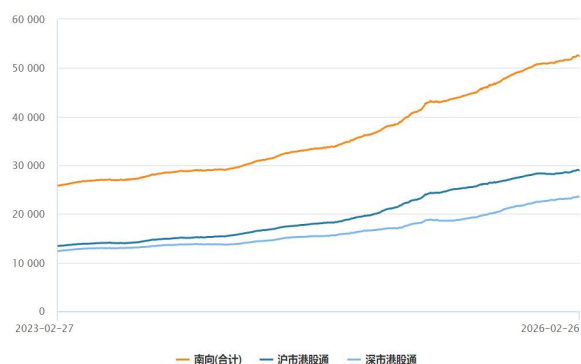
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至2026年2月26日）

## 1.2 资金情况

### (1) 南向资金：单月净流入增量创新高

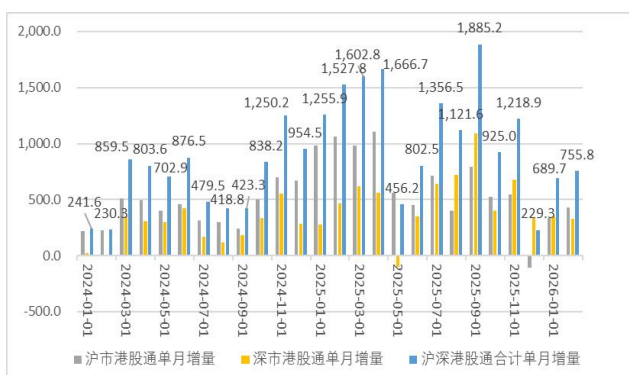
截至2月26日，南向资金累计净流入52471.8亿港元，其中沪市港股通为28969.9亿港元，深市港股通为23502.0亿港元。1月和2月，南向资金保持净流入状态，分别为689.7亿港元和755.8亿港元。

图表7 南向资金累计净流入（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

### (2) 两融资金

融资余额保持在高位水平。截至2月26日，融资余额为26499.76亿元，比上年末增加1258.30亿元，比1月末减少486.66亿元，仍处于历史高位水平；融券余额170.65亿元，比上月末增加5.34亿元，保持相对稳定。

融资买入额占A股成交额比例，2月日均值（截至2月26日）为9.41%，1月日均值为10.42%，2025年12月日均值10.34%，近一年日均值为9.91%。2月26日，读数为10.02%，处于过去一年来正常波动范围。

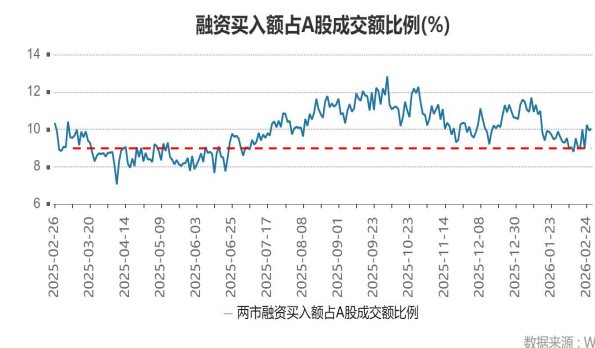
图表9 融资融券变动情况（亿元）



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

## 二、政策经济环境分析

### 2.1 经济环境分析

由于1-2月份投资、消费、出口等多个宏观经济数据于3月份合并披露，2月份公布的数据相对有限。

**价格端出现向好迹象。**2026年1月份，CPI当月同比增速0.2%，连续4个月保持正值，环比增速0.2%，连续2个月保持正值；PPI当月同比增速-1.4%，持续收窄，环比增速0.4%，连续4个月保持正值，去年8月、9月环比增速均为零，显示2025年三季度或已成为本轮PPI下行周期的拐点（最低点）。

**货币投放保持较高增速。**1月末，M1同比增速4.9%，高于预期值2.9%；M2同比增速9.0%，高于预期值8.4%；社会融资规模存量同比增速8.2%，保持在较高水平。1月份，人民币贷款新增47100亿元，比预期少1256.8亿元；社会融资规模新增72208亿元，比预期多2136亿元。

图表 11 宏观经济数据概览

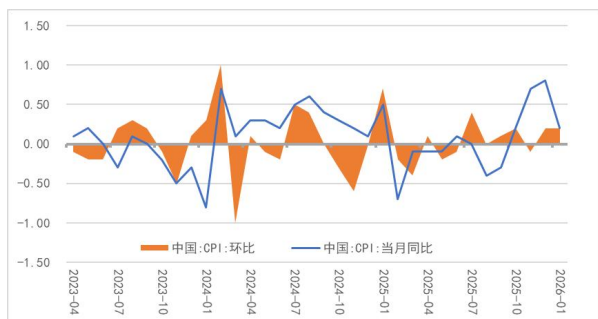
主要经济指标	预测值		实际值		1月实际 比预期
	2026-02F	2026-01F	2026-01	2025-12	
工业增加值:月累计同比(%)	5.4	5.5	--	5.9	*
工业增加值:当月同比(%)	5.4	5.5	--	5.2	*
固定资产投资:月累计同比(%)	-2.4	--	--	-3.8	*
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	-2.4	--	--	0.6	*
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	0.0	--	--	-1.5	*
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	-31.1	--	--	-17.2	*
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	1.9	--	--	3.7	*
进口金额:月累计同比(%)	--	--	--	0.0	*
出口金额:月累计同比(%)	3.2	--	--	5.5	*
社会消费品零售:当月同比(%)	2.8	--	--	0.9	*
进口:当月同比(%)	--	2.6	--	5.7	*
出口:当月同比(%)	--	4.7	--	6.6	*
贸易差额:当月值(亿美元)	--	1175.0	--	1141.1	*
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	49.8	50.1	<b>49.3</b>	50.1	-0.8
中国非制造业采购经理指数:月末值	--	--	<b>49.4</b>	50.2	*
CPI:当月同比(%)	0.9	0.4	<b>0.2</b>	0.8	-0.2
PPI:当月同比(%)	-1.5	-1.5	<b>-1.4</b>	-1.9	0.1
M1:月末同比(%)	3.9	2.9	<b>4.9</b>	3.8	2.0
M2:月末同比(%)	--	8.4	<b>9.0</b>	8.5	0.6
人民币贷款:月末同比(%)	--	6.3	<b>6.1</b>	6.4	-0.2
人民币贷款:月累计新增(亿元)	--	48356.8	<b>47100.0</b>	162700.0	-1256.8
社会融资规模存量:月末同比(%)	--	8.3	<b>8.2</b>	8.3	-0.1
社会融资规模:月累计新增(亿元)	--	70072.0	<b>72208.0</b>	356032.0	2136.0

资料来源: WIND、金圆统一证券研究所

### (1) CPI 与 PPI

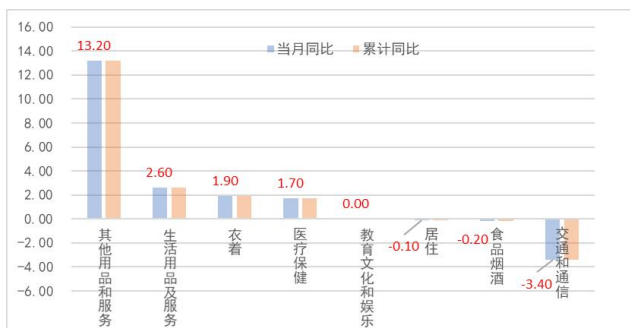
**CPI 持续温和抬升。**2026 年 1 月份，CPI 同比上涨 0.2%；环比上涨 0.2%；不包含食品和能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%，环比上涨 0.3%；非食品价格上涨 0.4%，消费品价格上涨 0.3%，服务价格上涨 0.1%。其中生活用品及服务、衣着、医疗保健、教育文化和娱乐价格同比分别上涨 2.6%、1.9%、1.7%和 0.0%；居住、食品烟酒、交通和通信价格同比分别下跌 0.1、0.2%和 3.4%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

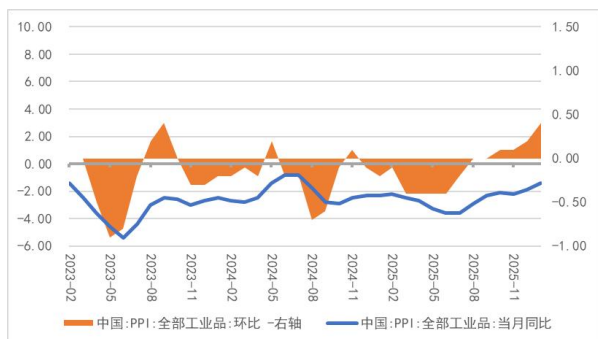
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

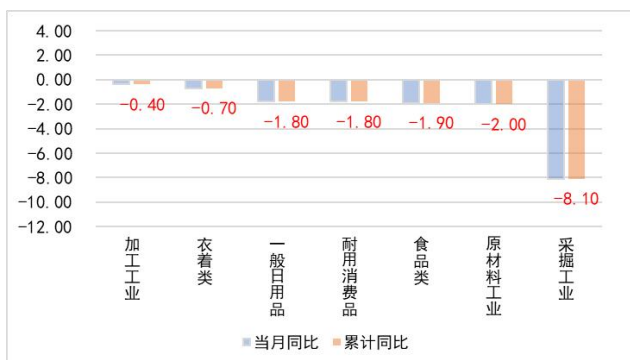
**PPI 环比持续改善，底部或已探明。**2026 年 1 月份，PPI 同比下降 1.4%，同比降幅显著收敛；去年 8 月、9 月 PPI 环比增速持平，终结了此前的环比下降趋势，去年 10、11、12 月环比增速分别为 0.1%、0.1%、0.2%，今年 1 月份环比增速进一步上升至 0.4%，经过 6 个月的观察，可以确认工业品价格已经于去年 3 季度基本探明了价格底部。不过，多数品类同比价格仍然下降。1 月份，加工工业价格同比下降 0.4%，衣着类价格下降 0.7%，一般日用品价格下降 1.8%，耐用消费品价格下降 1.8%，食品类价格下降 1.9%，原材料工业价格下降 2.0%，采掘工业价格下降 8.1%；但加工工业、耐用消费品、原材料工业价格环比上涨。价格同比上涨的行业包括：有色金属矿采选业上涨 22.7%，有色金属冶炼及压延加工业上涨 17.1%，黑色金属矿采选业上涨 3.0%，电气机械及器材制造业上涨 0.8%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



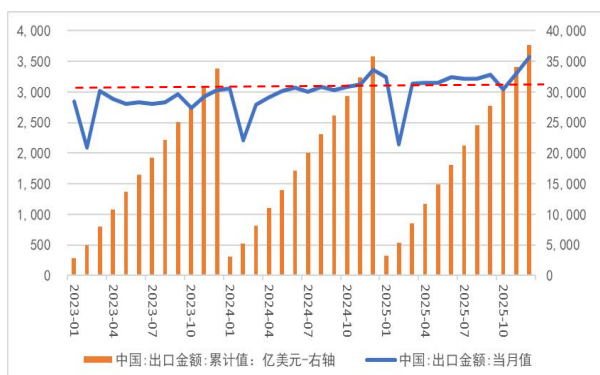
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

## (2) 投资、消费、出口

**出口：出口增速亮眼。**2025年，我国出口金额37718.4亿美元，同比增长5.5%，出口规模创历史新高。12月，出口当月值3577.5亿美元，同比增速6.6%。

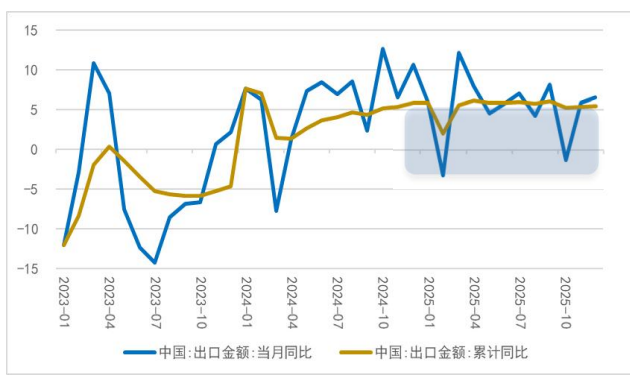
从主要国别看，**对美出口增速持续下降，但对非洲、东盟、印度出口保持高增速，对欧盟、拉丁美洲保持韧性。**按海关口径（美元），2025年度，对美国出口同比增长-20.9%，前值-18.9%；对欧盟出口增长8.4%，前值8.1%（德国10.5%，前值10.2%；法国7.4%，前值7.9%）。**对东盟国家保持两位数增速**，同比增长13.4%，前值13.7%（越南22.4%，前值22.7%；马来西亚2.2%，前值2.2%；泰国20.3%，前值20.4%；印度尼西亚11.3%，前值13.3%）。对拉丁美洲出口增长7.4%，前值7.1%（巴西-0.7%，前值-1.6%；墨西哥-1.2%，前值-1.5%；阿根廷55.2%，前值59.4%）；对印度出口增长12.8%，前值11.9%；对俄罗斯出口增长-10.4%，前值-11.9%；对非洲出口增长25.8%，前值26.3%。

图表 16 出口金额当月及累计值 (亿美元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

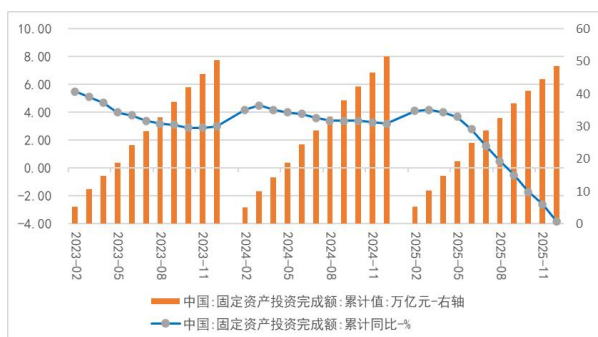
**投资：固定资产投资增速转负。**2025年全年，固定资产投资（不含农户）485186亿元，同比增长-3.8%，比1-11月增速下降1.2个百分点，增速连续四个月为负。其中，国有控股企业同比增长-2.5%，比1-11月增速下降1.4个百分点；港澳台商投资增长-2.2%，与1-11月增速持平；民间投资增长-6.4%，比1-11月增速下降1.1个百分点；外商投资增长-13.8%，比1-11月增速上升0.3个百分点。

分项目看，制造业投资比上年增长0.6%，比1-11月增速下降1.3个百分点；基础设施建设投资同比增长-1.5%，比1-11月增速下降1.6个百分点。

固定资产投资比上年下降的行业包括：电气机械行业下降10.3%，计算机通信和其他电子设备制造业下降3.2%，医药制造业下降13.5%，化学原料及化学制品业下降8.0%，有色金属冶炼及压延业下降4.2%，金属制品下降1.9%，专用设备下降7.1%

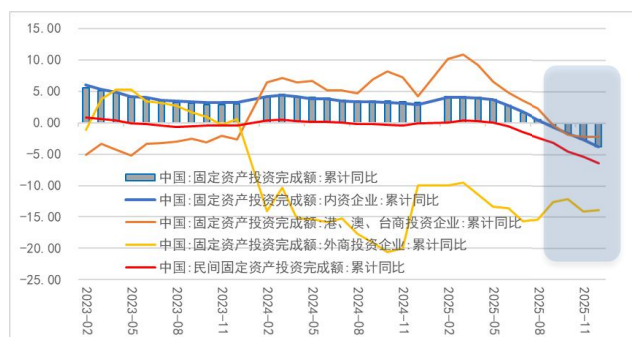
固定资产投资比上年增长的行业包括：采矿业增长2.5%，农副食品加工业增长9.2%，食品制造业增长2.2%，纺织业增长4.3%，通用设备增长6.2%，铁路船舶航空航天增长17.5%，汽车增长11.7%，电力、热力、燃气及水生产供应业增长9.1%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



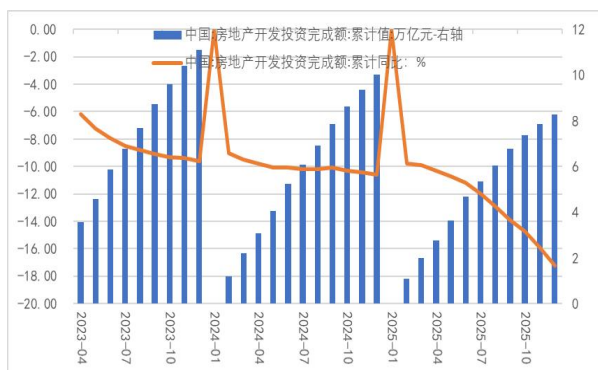
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

**地产：地产价格持续寻底，地产投资保持两位数降幅。**2025年12月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为91.45，同比下降1.1个点。70大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降3.0%，环比下降0.4%，自2022年4月以来连续45个月同比增速为负；二手住宅销售价格指数同比下降6.1%，环比下降0.7%，自2022年2月以来连续47个月同比增速为负。

2025年，全国房地产开发投资82788亿元，同比下降17.2%，比1-11月降幅扩大1.3个百分点，比上年降幅扩大6.6个百分点；其中，住宅投资63514亿元，同比下降16.3%。房屋新开工面积累计5.88亿平方米，同比下降20.4%。商品房销售面积累计8.81亿平方米，同比下降8.7%，比1-11月降幅扩大0.9个百分点。商品房销售额累计8.39万亿元，同比下降12.6%，比1-11月降幅扩大1.5个百分点。2025年末，商品房待售面积76632万平方米，比上年末增长1.6%，比11月末回落1.0个百分点；其中，住宅待售面积增长2.8%。

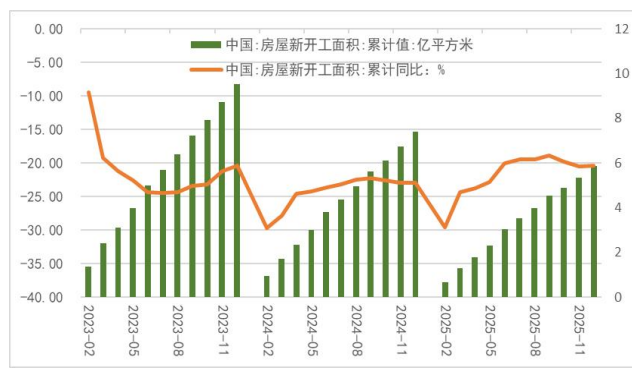
2025年，房地产开发企业到位资金93117亿元，比上年下降13.4%。其中，国内贷款14094亿元，下降7.3%；利用外资25亿元，下降20.8%；自筹资金33149亿元，下降12.2%；定金及预收款28089亿元，下降16.2%；个人按揭贷款12852亿元，下降17.8%。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



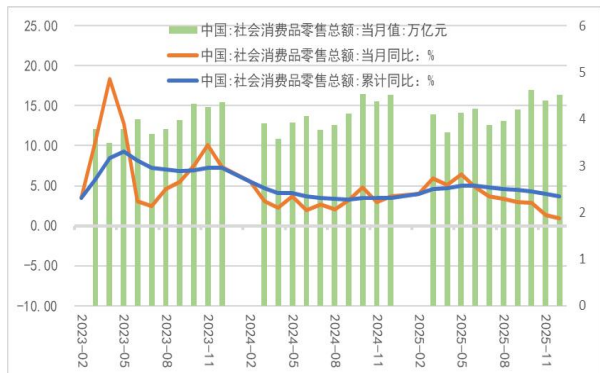
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

**消费: 全年保持平稳增长。**2025 年, 社会消费品零售总额 50.12 万亿元, 同比增长 3.7%, 比上年增速上升 0.2 个百分点。其中, 城镇消费品零售额增长 3.6%, 乡村消费品零售额增长 4.1%。12 月当月, 社零总额 4.51 万亿元, 同比增长 0.9%, 比上月增速下降 0.4 个百分点。

各分项情况: 2025 年“以旧换新”政策促进相关品类销售额大幅增长, 但四季度呈现边际下滑迹象。2025 年, 汽车销售累计 49789 亿元, 同比增长-1.5%; 12 月当月, 汽车销售零售额 5482 亿元, 同比增长-5.0%, 11 月及 10 月份同比均为负增长。2025 年, 家用电器和音响器材销售额同比增长 11.0%, 通讯器材类增长 20.9%, 体育娱乐用品类增长 15.7%, 家具类增长 14.6%, 金银珠宝类增长 12.8%, 中西药增长 1.8%, 烟酒类增长 2.7%, 饮料类增长 1.0%; 12 月当月, 通讯器材类销售额同比增长 20.9%, 体育娱乐用品类增长 9.0%, 但家用电器和音像器材同比下降 18.7%, 家具类下降 2.2%, 烟酒类下降 2.9%。

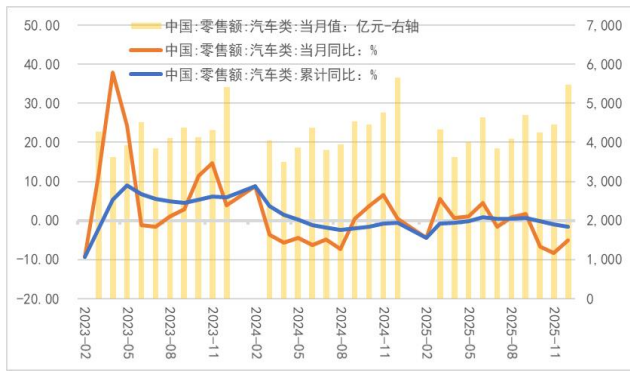
**网上商品和服务销售增速较高。**2025 年, 全国网上零售额 159722 亿元, 比上年增长 8.6%。其中, 实物商品网上零售额 130923 亿元, 增长 5.2%, 比上年增速下降 1.3 个百分点, 占社会消费品零售总额的比重为 26.1%; 网上商品和服务零售额同比增长 8.6%, 比上年增速提高 1.4 个百分点。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

### (3) 工业企业盈利情况

**工业企业利润：**2025 年全年，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 0.6%，比 1-11 月降速上升 0.5 个百分点；应收账款平均回收天数为 67.9 天，比 1-11 月份下降 2.5 天，为 2025 年各月最低水平，表明年末应收账款清欠力度显著加大。2024 年 12 月，工业企业应收账款余额 27.43 万亿元，同比增长 4.7%，比 1-11 月份增速下降 0.8 个百分点。

分年度看，在不考虑统计口径调整的前提下，全国规模以上工业企业利润总额自 2021 年达到峰值 87092.1 亿元后持续回落，至 2025 年降至 73982.0 亿元。同期，工业企业整体盈利能力同步走弱，营业收入利润率由 2021 年的 6.81% 逐年下滑至 2025 年的 5.31%；亏损企业数量则从 2021 年末的 67570 家攀升至 2025 年末的 124905 家，亏损面（即亏损企业占全部规上工业企业比重）由 16.5% 扩大至 23.8%。上述指标反映出 2022—2025 年间工业企业整体经营状况处于下行周期。

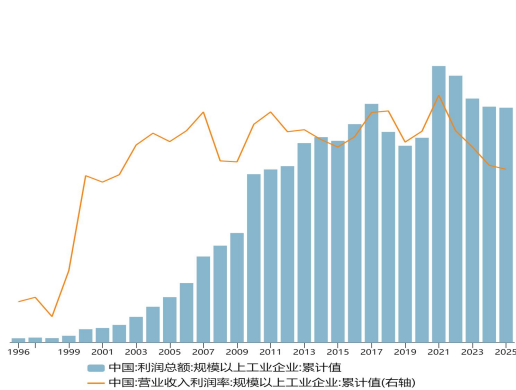
尽管工业企业整体经营情况处于调整期，但结构性改善信号逐步显现，经营压力或已接近阶段性底部。

**一是规上工业企业总数显著扩容**，2025 年末达 525759 家，较 2021 年末净增 117027 家，增幅达 28.6%，表明即使处于下行周期，我国工业领域市场主体仍在持续壮大；

**二是亏损企业减亏成效显著**，2025 年累计亏损额为 17031.8 亿元，同比减少 1108.3 亿元，扭转了此前连续三年亏损额扩大的趋势；

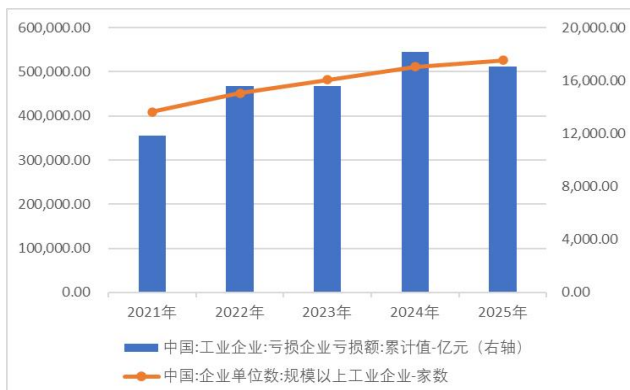
**三是盈利能力边际改善**，2025 年营业收入利润率仅较上年微降 0.08 个百分点，远低于 2022—2024 年降幅（营业收入利润率分别比上年下降 0.37、0.33 和 0.72 个百分点），显示利润下滑态势明显趋缓。

**图表 26 工业企业利润、营业收入利润率接近触底**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

**图表 27 工业企业数量逆势增长，亏损企业边际减亏**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

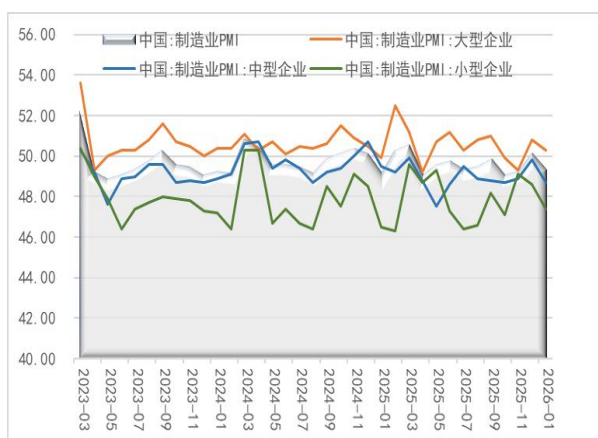
分行业看，有色金属类和高端制造行业利润保持较好增长，医药制造业利润增速转正。2025 年全年，有色金属矿采选业利润同比增长 36.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 22.6%，通用设备增长 4.2%，专用设备增长 5.7%，汽车增长 0.6%，铁路船舶航空航天增长 31.2%，电气机械增长 4.9%，计算机、通信和其他电子制造业增长 19.5%，医药制造业同比增长 2.7%，医药行业利润在连续三年下降后 2025 年度增速转正。受价格拖累等因素影响，石油和天然气开采业利润下降 18.7%，煤炭下降累计利润下降 41.8%；酒、

饮料和精制茶业累计利润下降 9.1%。

#### (4) PMI 指数

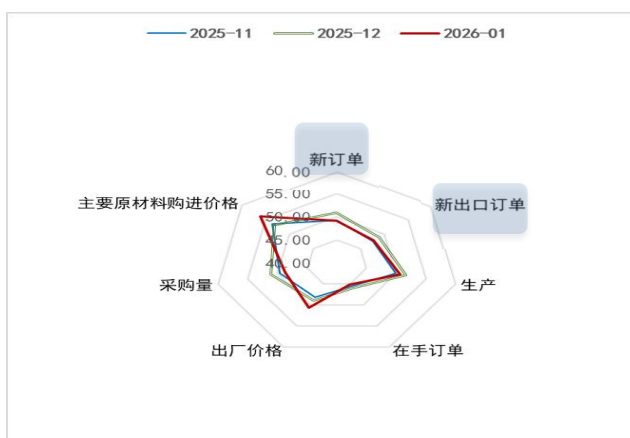
**制造业 PMI:** 2026 年 1 月，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.3%，比上月下降 0.8 个百分点。大型企业保持景气，中小企业下降幅度较大。大型企业 PMI 为 50.3%，下降 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 48.7%，下降 1.1 个百分点；小型企业 PMI 为 47.4%，下降 1.2 个百分点。订单指数 49.2%，比上月下降 1.6 个百分点；新出口订单指数 47.8%，下降 1.2 个百分点；在手订单指数 45.1%，下降 0.9 个百分点；生产指数 50.6%，下降 1.1 个百分点；采购量指数 48.7%，下降 2.4 个百分点；主要原材料购进价格指数 56.1%，上升 3.0 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

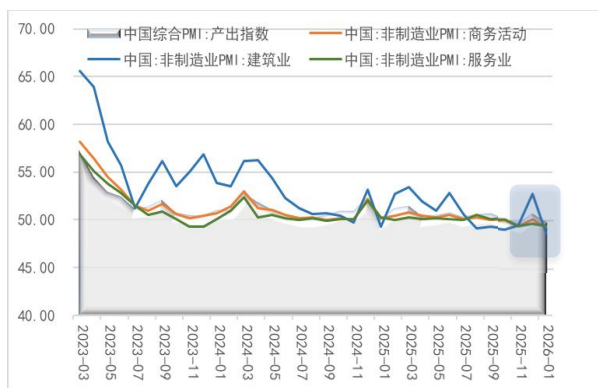
图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

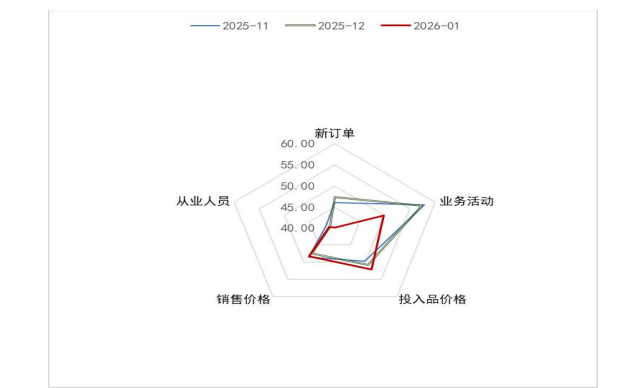
**非制造业 PMI:** 1 月份，非制造业商务活动指数为 49.4%，比上月下降 0.8 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 48.8%，下降 4.0 个百分点；服务业商务活动指数为 49.5%，下降 0.2 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

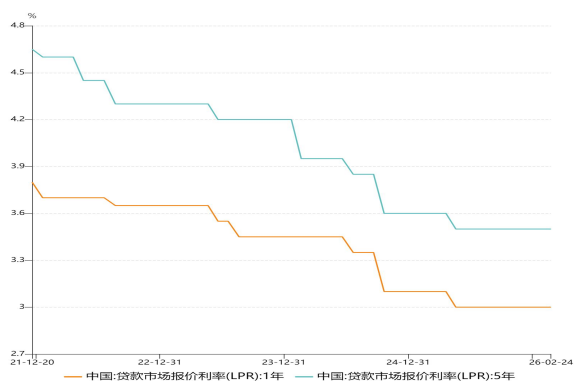
分类别看，新订单指数下降，销售价格指数趋稳。建筑业新订单指数为 40.1%，环比下降 7.3 个百分点；服务业新订单指数为 47.1%，环比下降 0.2 个百分点。建筑业投入品价格指数 52.0%，环比上升 1.2 个百分点，销售价格指数 48.2%，环比上升 0.8 个百分点；从业人员指数 41.1%，环比上升 0.1 个百分点。

## 2.2 货币环境分析

### (1) 利率

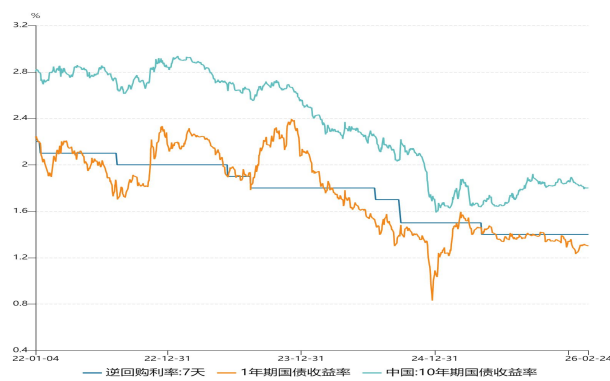
1 月份，央行推出结构性降息之后，2 月份贷款基准利率维持不变，货币政策处于执行观察期。2 月 24 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，7 天逆回购利率为 1.40%，均与上月持平。2 月 24 日，1 年期国债收益率 1.30%，比上年末（1.34%）下降 4BP；10 年期国债收益率报收 1.80%，比上年末（1.87%）下降 7BP。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

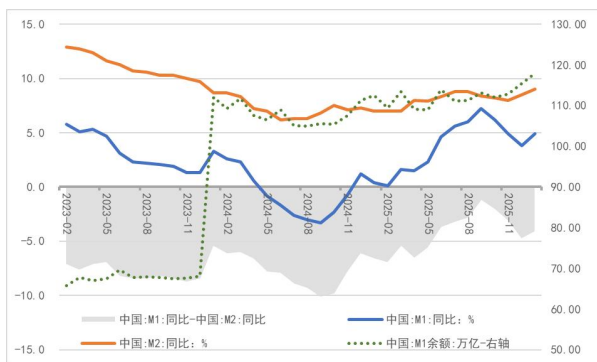
### (2) 货币投放

2026 年 1 月末，M2 余额 347.19 万亿元，同比增长 9.0%，比上年末增速提高 0.5 个百分点；M1 余额 117.97 万亿元，同比上升 4.9%，比上年末增速提高 1.1 个百分点；M1-M2 增速剪刀差-4.1%，比上年末收窄 0.6 个百分点。

1 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 23.71 万亿元，同比增速 18.8%，显著高于上年同期增速（-15.1%），推测原因大致有二：一是在企业贷款和债券净融资合计同比减少的情况下，企业活期存款仍然大幅增长，显示其经营现金流出现实质性改善；二是职工年终奖金的季节性发放因素，去年春节在 1 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额 2025 年 1 月末比上月减少了 11791 亿元，今年春节在 2 月中旬，年终奖金在 1 月份尚未发放。

社会融资规模同比多增部分主要来自政府债券净融资。2026 年 1 月份，社会融资规模增量为 7.22 万亿元，比上年同期多 1662 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4.90 万亿元，同比少增 3178 亿元；企业债券净融资 5033 亿元，同比多 579 亿元；政府债券净融资 9764 亿元，同比多 2831 亿元；非金融企业境内股票融资 291 亿元，同比少 182 亿元。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



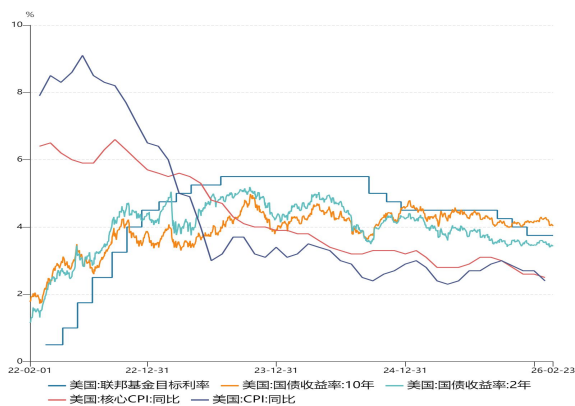
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

### (3) 美国利率及其他

2月23日，10年期美国国债收益率为4.03%，比上月下降23BP，比上年末下降15BP；2年期美国国债收益率3.43%，比上月末下降9BP，比上年末下降4BP。2026年1月，美国核心CPI同比增速2.5%，比上月下降10BP；美国CPI同比增速2.4%，比上月下降30BP。

全球制造业PMI持续保持景气，美国强劲跳升。2026年1月份，全球制造业PMI为50.9%，比上月上升0.5%，连续六个月保持景气区间；东盟国家PMI为52.8%，继续保持领先地位；美国供应管理协会（ISM）制造业PMI为52.6%，上升4.7个百分点；日本制造业PMI为51.5%，上升1.5个百分点；欧元区制造业PMI为49.5%，上升0.7个百分点。2月份，日本与欧元区制造业PMI延续上升态势，分别为52.8%和52.1%。

图表 36 美联储基金利率/美国债收益率/美国 CPI



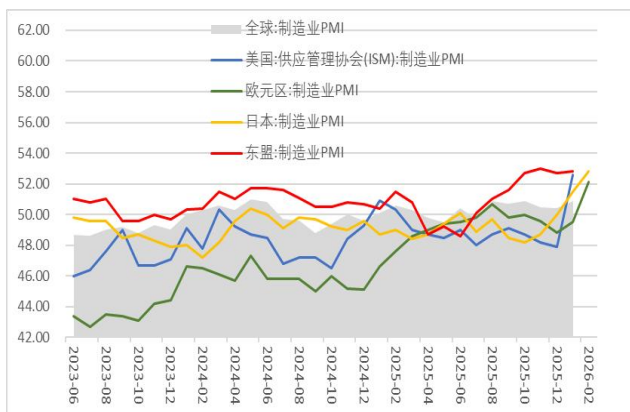
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 非金融企业活期存款同比环比显著增长 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

新华社纽约1月30日电，美国总统特朗普于当日通过社交媒体宣布，提名前美联储理事凯文·沃什（Kevin Warsh）出任下一任美联储主席。该提名尚需经国会参议院批准。消息公布后，国际资本市场迅速反应，普遍将沃什解读为“鹰派”人选，引发全球金融市场短期剧烈波动——美股、港股、A股及黄金

价格均出现明显回调。

然而，市场对沃什的“鹰派”标签可能存在过度解读。他曾提出“降息与缩表并行”的政策主张，但当前市场似乎过度聚焦于“缩表”维度，而忽略其“降息”的主张。更重要的是，这一观点形成于特定历史背景之下，在当前新的宏观经济环境下，沃什未来的政策立场未必与其过往言论完全一致。

此外，结合特朗普一贯的用人逻辑，其提名人选通常需契合自身政策偏好。特朗普在提名后接受媒体采访时明确表示，他相信沃什能够理解并支持其希望美联储降低利率的立场。这进一步提示，未来货币政策走向或并非单边紧缩。

美联储去年9月、10月、12月已经连续三次降息25个基点至3.75%，美联储联邦基金利率中位数预测至2026年和2027年分别是3.4%和3.1%，显示美国联邦基金利率长期仍有下行空间，但空间相对有限。

杰罗姆·鲍威尔的美联储主席任期将于2026年5月15日届满。在新任主席上台之前，如无意外事件，按兵不动或是美联储的最大选项。2月下旬，多个美联储官员传达了暂停降息的观点。美联储理事库克指出，AI引发的劳动力结构性变革可能导致失业率上升，使货币政策陷入两难：降息既无法有效应对结构性失业，又可能推高通胀。芝加哥联储主席古尔斯比也强调，鉴于过去误判通胀的教训，在确认通胀持续回落前，不宜进一步降息。

**关税方面**，2月20日，美国最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的相关大规模关税措施缺乏明确法律授权。这意味着，特朗普政府目前实行的大部分关税将被迫中止，包括所谓“芬太尼关税”以及去年4月首次宣布的“对等关税”。特朗普则强势回应，依据美国《1974年贸易法》第122条，在目前已经征收的常规关税基础上，额外对全球商品加征10%的关税；后续又在其社交平台“真实社交”上发文称，将把对全球商品加征10%进口关税的税率水平提高至15%。

### 2.3 政策环境分析

2026年是“十五五”规划开局之年，3月4日至5日召开的全国两会将审议《国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要草案》。开年之初，政策密集出台，实质是为两会预热、为“十五五”谋篇布局。

2026年2月份，宏观政策聚焦“内需驱动+科技突围+反内卷治理”三大主线，密集推出一系列具有前瞻性和系统性的宏观政策组合拳。从中共中央政治局集体学习强调“未来产业梯度培育”，到国务院常务会议部署“银发经济释放消费潜力”，再到市场监管总局剑指“汽车行业价格战”与平台企业“内卷式”竞争，政策导向清晰指向——以高质量发展为核心，通过供给侧改革与需求侧管理协同发力，重塑经济增长动能与市场秩序。

在产业政策层面，“人工智能+”被提升至国家战略高度，李强总理主持专题学习并明确要求“推进规模化商业化应用”，标志着AI从技术探索阶段加速迈向产业赋能阶段，将直接利好算力基础设施、大模型生态、智能终端及垂直行业解决方案提供商；同时，《光伏行业发展路线图》的发布与“治理行业内卷”的定调，意味着新能源赛道将从无序扩张转向有序竞争，龙头企业的技术壁垒与成本控制能力将成为估值重估的关键变量。

在消费与民生领域，“银发经济”作为应对人口老龄化的战略抓手，首次被纳入国务院常务会议专项部署，叠加“城乡增收计划”与“消费券牵引”，预示养老医疗、智慧健康、适老化改造等细分领域将迎来政策催化下的持续增长。

尤为值得关注的是，监管层持续推进“反内卷”进程——无论是汽车行业的明码标价规范，还是对互联网平台促销行为的约谈警示，均释放出“防止恶性竞争侵蚀行业利润、维护市场公平效率”的强烈信号。此举虽短期可能抑制部分高增速但低盈利的商业模式，但从长远看，有助于修复行业 ROE 水平，提升上市公司整体盈利质量，从而增强资本市场的吸引力与稳定性。

综上，宏观政策靠前发力特征明确，财政货币双轮驱动格局已成，有力夯实了权益资产的估值底部区域。随着政策红利不断从预期走向兑现，A 股各种结构性机遇将轮动涌现，市场深度与广度有望同步拓展。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心解读	主要内容
1月30日，中共中央政治局就前瞻布局和发展未来产业进行第二十四次集体学习。	未来产业发展要发挥比较优势，梯度培育	中共中央总书记习近平在主持学习时强调，新一轮科技革命和产业变革加速演进，前沿技术不断涌现，引领和支撑未来产业快速崛起。要站在推进强国建设、民族复兴伟业战略高度，立足客观条件，发挥比较优势，坚持稳中求进、梯度培育，推动我国未来产业发展不断取得新突破。
2月6日，国务院总理李强在北京主持召开国务院第十次全体会议。	靠前发力、稳就业、政策预研储备	会议讨论拟提请十四届全国人大四次会议审议的政府工作报告稿和“十五五”规划纲要草案稿。李强指出，宏观政策要靠前发力，财政资金尽可能提前安排。要密切跟踪形势变化，突出稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，做好政策预研储备，根据需要及时推出。
2月15日，求是网发布国家领导人文章《当前经济工作的重点任务》。	坚持内需主导，坚持创新驱动	2026年经济工作头绪多，要抓住关键、纲举目张。（一）坚持内需主导，建设强大国内市场。统筹促消费和扩投资，用好我国超大规模市场优势。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。（二）坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能。实施新一轮重点产业链高质量发展行动，推动传统产业改造升级，打造集成电路、航空航天、生物医药等新兴支柱产业，培育发展未来能源、具身智能等产业。
2月24日，李强主持召开国务院常务会议，做好春节假期后政府工作作出部署	释放银发消费需求	会议研究推进银发经济和养老服务发展有关工作。为应对人口老龄化提供有力支撑。要进一步释放银发消费需求，提升消费能力，发挥消费补贴等政策牵引作用，打造一批银发消费新场景新业态。
2月5日，中国光伏行业协会主办召开“光伏行业2025年发展回顾与2026年形势展望研讨会”。	反内卷	第十版《中国光伏产业发展路线图》发布。中国光伏行业协会预计，2026年中国光伏新增装机规模将回落至180GW至240GW，“十五五”期间年均光伏新增装机量为238GW至287GW。工信部电子信息司副司长王世江指出，治理光伏行业内卷将是今年工作的重中之重。
2月11日，市场监管总局关于发布《汽车行业价格行为合规指南》的公告	反内卷	《汽车行业价格行为合规指南》，剑指“内卷式”竞争。针对“付费解锁”等问题，明确从整车到零部件生产、从定价策略到销售行为各环节的价格合规要求。聚焦新车销售环节不按规定明码标价、虚假促销等问题，作出针对性要求。
2月15日Wind资讯，市场监管总局约谈平台企业	反内卷	市场监管总局约谈阿里巴巴、抖音、百度、腾讯、京东、美团、淘宝闪购等平台企业，要求严格遵守《反不正当竞争法》等法律法规规定，进一步规范平台促销推广行为，提醒相关平台企业要杜绝各种形式的“内卷式”竞争。
2月11日，国务院以深化拓展“人工智能+”、全方位赋能千行百业为主题，进行第十八次专题学习。	大力推进规模化商业化应用，促进人工智能终端和服务消费	国务院总理李强在主持学习时强调，要全面推进人工智能科技创新、产业发展和赋能应用，培育壮大新质生产力，推动高质量发展。要深刻认识和把握人工智能发展态势，推动人工智能全链条突破、全场景落地，更大释放发展潜能。要持续夯实技术底座，推进算法创新，加大高质量数据供给，提升大模型性能，前瞻布局新技术新路径。要大力推进规模化商业化应用，促进人工智能终端和服务消费，建设人工智能应用中试基地，发展壮大智能体产业，拓展更多高价值应用场景。

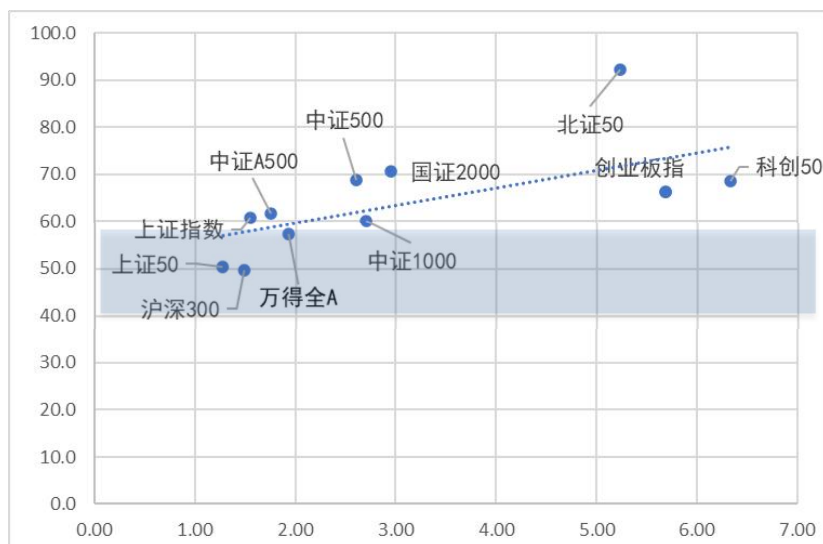
资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

### 三、投资策略

#### 3.1 大盘判断

市场估值在中高水位区域小幅上行，上证 50、沪深 300 等权重指数位于 50%相对低分位区域。2 月 24 日，Wind 全 A 市净率为 1.93 倍（2025 年 12 月 31 日为 1.84 倍），2010 年以来分位值为 57.3%；上证指数市净率为 1.55 倍（2025 年 12 月 31 日为 1.50 倍），分位值 60.7%；创业板指市净率为 5.69 倍，分位值 66.3%。沪深 300 市净率为 1.49 倍，分位值 49.8%；中证 A500 市净率为 1.75 倍，分位值 61.6%；中证 1000 市净率为 2.71 倍，分位值 60.1%；国证 2000 市净率为 2.96 倍，分位值 70.6%；北证 50 市净率为 5.24 倍，分位值 92.2%。

图表 39 主要指数 PB (横轴: 倍数) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴: %)



资料来源: WIND、金圆统一证券研究

2026 年 1—2 月，尽管 A 股整体估值处于中高位，但市场仍展现出显著的韧性与活跃度。这主要得益于三大核心支撑：

首先，中国的国际地位稳固。在百年变局背景下，中国政治经济保持稳定，在全球产业链重构中占据关键枢纽地位，综合国力获国际社会广泛认可。

其次，科技优势凸显，获国际广泛共识。中国已跻身全球科技创新第一方阵，成为少数具备全面领跑能力的国家之一，其优势不仅在于规模，更在于独特的工程化落地能力与场景创新效率。2025 年 12 月 19 日，高盛研究团队发表研报指出，中美 AI 技术差距正在快速缩小。中国 AI 模型正通过成本、开源和速度优势加速全球市场渗透，与美国顶尖模型的差距已缩窄至 3-6 个月。

最后，基本面拐点初现。尽管 2022 至 2025 年工业企业盈利处于调整期，但结构性改善信号日益清晰，经营压力大概率已触及阶段性底部。虽然 PPI 同比仍在下行，但绝对价格底部已于去年三季度确立，预示

价格下行周期有望结束，企业盈利有望迎来见底回升周期。

### 3.2 行业配置

投资策略上，在对市场整体保持积极乐观的同时，宜高度重视人工智能创新性颠覆等因素带来的结构性风险，小心翼翼，逢低布局，构建更具韧性的投资组合。继续坚持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构，持续贯彻大类资产配置与动态择时的核心原则，并以ETF这种高效透明的投资工具，平滑投资曲线、优化风险收益比。

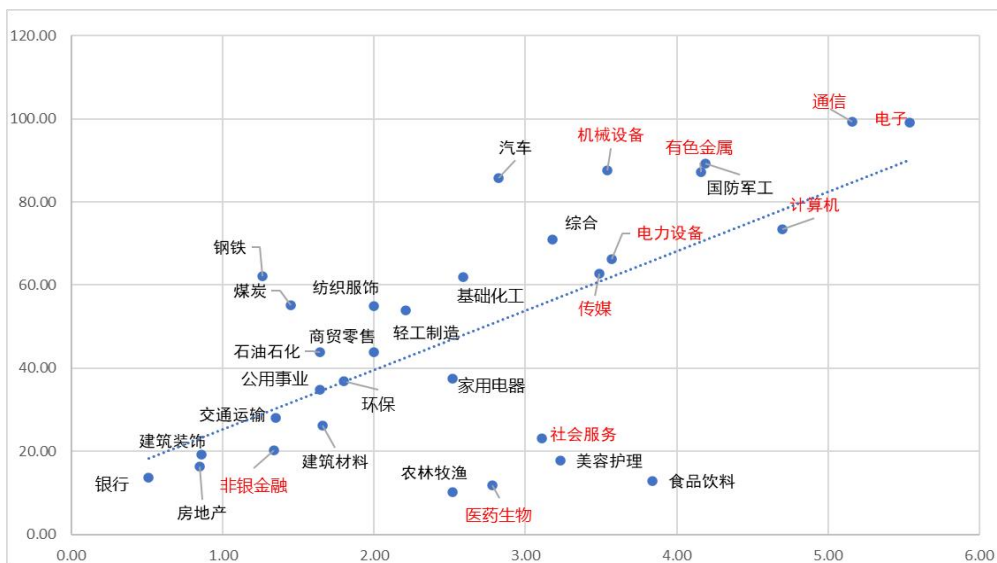
**战略投资方向：**紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，重点布局六大战略赛道：一是新兴产业（新能源、新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是传统产业升级（有色、机械、化工）；四是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）；五是政策支持型成长领域（国防军工、创新药、高端医疗器械、文旅消费）；六是区域战略高地（成渝、海南、福建）。

**战术配置方向：**本报告聚焦ETF投资视角，从资产配置、宏观政策、行业景气、产业周期与估值水平等维度，提炼各细分方向的核心投资逻辑，建议2026年重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大类19个方向的ETF。

具体包括：沪深300ETF、上证50ETF；东南亚科技ETF、黄金ETF；人工智能ETF、恒生科技指数ETF、消费电子ETF；机器人ETF易方达、光伏ETF、电网设备ETF、军工ETF、工业母机ETF、化工ETF、黄金股ETF、港股创新药ETF、创新药ETF、旅游ETF、证券ETF、自由现金流ETF。

**本月无新增推荐：**建议继续关注化工ETF、军工ETF、消费电子ETF、港股创新药ETF、黄金股ETF。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至2026年2月24日）

### 3.3 专题论述

#### 1. 重点推荐方向跟踪

图表 41 2026 年度策略重点关注方向

类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF 关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF	000300.SH	沪深300	022699.OF, 006131.OF, 460300.OF, 022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF	000016.SH	上证50	005733.OF, 022959.OF, 001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF	ASIAIECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF, 020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF, 022653.OF, 000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF	930713.CSI	CS人工智	012733.OF, 012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技指数ETF	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF, 013403.OF, 013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF	980030.CNI	消费电子	018300.OF, 018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF, 020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF	931151.CSI	光伏产业	012680.OF, 012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF, 025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF	931866.CSI	中证机床	017472.OF, 017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF	000813.CSI	细分化工	022792.OF, 014942.OF, 014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF, 021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF, 019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF	931152.CSI	CS创新药	012782.OF, 012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF	399975.SZ	证券公司	012362.OF, 022509.OF, 012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF	980092.CNI	自由现金流	023918.OF, 023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2026年1月4日推荐）

#### ■ 军工板块

2 月份，全球地缘政治局势持续升温，驱动军工板块景气度上行。**冲突层面**，俄乌战场烈度不减，双方无人机纵深打击常态化，俄军多次发动大规模空袭；中东局势持续紧张，美国对伊朗施压升级，特朗普政府明确释放“必要时使用致命武力”的信号，地区军事对峙局势愈发严峻。**政策层面**，欧洲防务自主加速落地，法国在全面削减公共支出的背景下，逆势大幅增加 2026 年国防预算，凸显安全优先战略。**业绩层面**，欧美军工龙头迎来爆发式增长，以洛克希德·马丁为代表的军工企业不仅 2025 年四季度净利润同比激增 155%，更获美军方大额扩产订单（“萨德”导弹拦截弹年产量从 96 枚提升至 400 枚，爱国者 PAC-3 导弹年产量从 600 枚增至 2000 枚）。强劲的基本面支撑下，全球主要军工股自 2025 年以来持续大幅上涨，估值与业绩实现“戴维斯双击”。

#### ■ 黄金及黄金股板块

**宏观周期警示：从“对冲工具”升级为“生存必需”**。全球最大对冲基金桥水创始人瑞·达利欧发出严厉预警，指出美国正处于帝国周期“秩序崩溃”的前夜。在债务高企与政治动荡的双重压力下，黄金作为唯一“非他人负债”的硬通货，其战略地位已从传统的通胀对冲工具升级为投资组合中的“压舱石”。达利欧建议将黄金配置比例提升至 5%—15%，这一观点标志着顶级资本对法币信用体系的深度担忧，为金价提供了坚实的宏观逻辑支撑。

**聪明钱动向：巨头加仓验证配置价值。**桥水基金最新持仓报告揭示了“科技+黄金”的双轮驱动策略：在增持英伟达等 AI 龙头的同时，大幅增持全球最大黄金生产商之一纽蒙特（Newmont）。这表明，即便在科技牛市背景下，顶级机构依然将黄金视为平衡组合波动、对冲尾部风险的核心资产。机构资金的实质性流入，为黄金股提供了强有力的买盘支撑。

**需求端重构：央行购金驱动长牛走势。**世界黄金协会指出，黄金市场正经历由央行购金和避险情绪驱动的“结构性转变”。目前新兴市场央行黄金储备占比仅约 15%，远低于发达市场，这意味着去美元化趋势下，全球央行购金潮远未结束。这种来自官方部门的持续性、战略性买盘，为金价构建了长期的“流动性护城河”，使得黄金牛市具备更强的韧性和持久性。

**香港打造国际黄金枢纽。**香港特区政府明确提出“三年仓储超 2000 吨”的目标，全力推动香港成为国际黄金交易中心及区域储备枢纽。此举不仅提升了亚洲黄金市场的流动性与定价权，更为黄金产业链（包括仓储、交易、冶炼及相关金融服务）带来了实质性的业务增量，有望催化相关港股及互联互通标的的价值重估。

### ■ 港股创新药板块

2 月 18 日，《经济观察报》发表文章《创新药出海开年跑出“加速度”：产业迈入 2.0 时代》。文章显示，中国创新药产业正经历从“跟随模仿”到“全球原创输出”的历史性跨越。核心数据的显著跃升印证了行业基本面的根本性反转与估值体系的国际化重构，构成了配置港股创新药 ETF 的三大核心逻辑。

**产业范式跃迁：确立全球创新价值链核心地位。**2026 年开年，中国创新药正式迈入“2.0 时代”。实证数据显示，2025 年中国创新药 License-out（对外授权）交易总额高达 1402.74 亿美元，较 2017 年的 25.62 亿美元实现指数级跨越；全球市场份额占比达 49%，首次超越美国登顶全球第一。进入 2026 年，这一强劲势头得以延续，仅第一季度过半，BD 交易金额已突破 332.8 亿美元，首付款规模更是刷新历史记录。上述数据有力佐证了中国药企角色的根本性转变——从单纯的“技术接受者”蜕变为全球创新药产业链中不可或缺的“技术供给方”与“价值创造者”。英国《经济学人》预言：“全球性中国医药巨头的诞生已为时不远。”

**供需格局共振：跨国药企“专利悬崖”与中国“黄金三角”的深度耦合。**需求侧，全球医药市场面临严峻的“专利悬崖”挑战——预计 2030 年前将有超 3000 亿美元销售额的药物失去专利保护，跨国药企（MNC）亟须补充高质量管线以维持增长动能。供给侧，中国凭借“工程师红利 + 丰富临床资源 + 政策全链条支持”构建的“黄金三角”，展现出卓越的研发效率与成本优势。这种强烈的供需错配，使得中国创新药资产成为跨国巨头的“战略性稀缺资源”，推动 BD 交易模式从简单的版权买卖升级为 New Co（新公司）、共同开发等深度绑定形态，显著提升了中国资产的议价能力与长期收益上限。

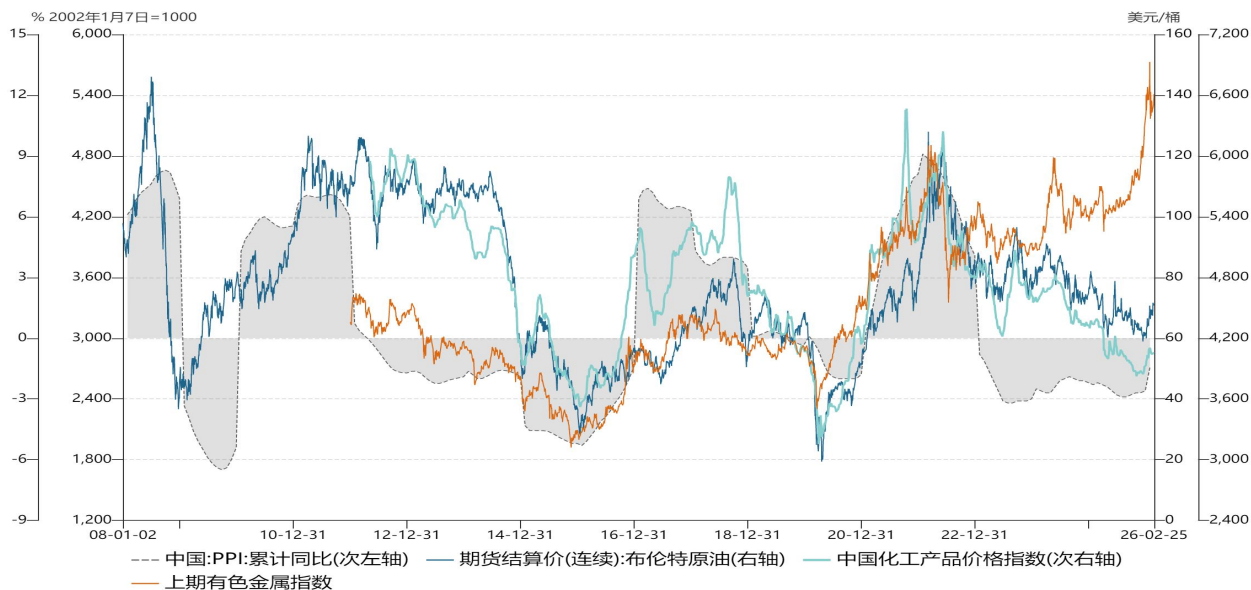
**港股独特优势：流动性枢纽与估值修复的双重弹性。**港股市场作为连接中国创新药企业与全球资本的核心枢纽，汇聚了众多具备全球竞争力的 Biotech 龙头。相较于 A 股，港股创新药板块估值优势更加明显，对海外 BD 利好消息的边际反应弹性更大。随着出海成果的不断兑现，港股创新药企业的定价锚点正从

“国内医保支付天花板”切换至“全球市场空间”，估值中枢有望迎来系统性上移。

### 3. PPI 底部拐点出现下的资产配置策略：锚定中游制造，共振新质生产力

在第二部分经济环境分析中我们指出，当前 PPI 同比降幅持续收窄，环比增速已连续四个月录得正增长，显示工业品价格底部或已确立。从长周期视角审视，PPI 走势具有显著的周期性，且历史走势与布伦特原油及上期有色金属指数呈现高度同步的正相关关系。

图表 42 金属与油价共振上行，有望推动 PPI 走出下降周期



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

与历史周期中金属与能源价格基本同步回升进而带动 PPI 反弹的规律不同，本轮周期呈现出显著的结构分化特征。基于价格传导机制的演变，该过程可划分为三个阶段：

#### 第一阶段：金属先行，能源滞后（2024Q1-2025Q4）

受大国博弈深化及科技创新（如新能源转型、AI 算力基建）的双重驱动，上游金属资源的稀缺性溢价率先释放。上期有色金属指数于 2024 年 3 月启动首轮上行，并于 2025 年 8 月开启第二波主升浪；与此同时，受全球供需宽松预期压制，国际油价持续震荡下行，布伦特原油价格在 2026 年初一度下探至 60 美元/桶附近，形成明显的“金强油弱”格局。

#### 第二阶段：地缘突变，能源修复（2026 年初至今）

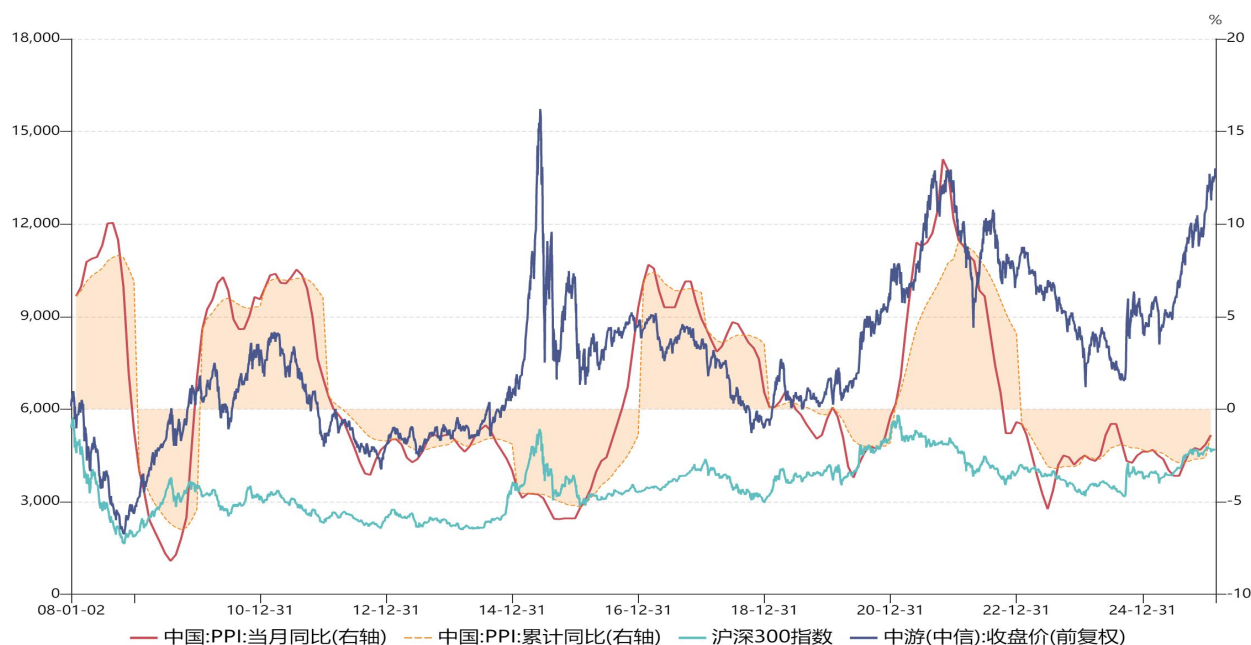
2026 年初，能源市场转折点出现。随着美国对委内瑞拉实施军事干预（包括政权更迭及石油产销管控）并加大对伊朗的军事施压，全球能源供给风险急剧升温。原油价格迅速触底反弹，布伦特原油期货 2 月下旬已回升至 70 美元/桶附近，较年初低点涨幅超 15%，并已突破 2025 年约 64 美元/桶的运行中枢，标志着地缘政治溢价重新主导能源定价。

### 第三阶段：化工跟涨，共振确立（当前阶段，待持续跟踪验证）

鉴于中国化工产品价格指数与原油成本端的高度正相关性，油价站稳 70 美元关口为化工品价格修复提供了坚实支撑。若地缘局势持续推升能源成本，化工板块有望跟随上行，从而完成工业品价格从“单轮驱动”向“双轮驱动”的切换。

随着“金属 - 能源”双轮驱动模式的重新确立——即有色金属维持高位强势，叠加油价在地缘政治驱动下的补涨回归，再配合中国政府深化供给侧结构性改革、着力整治行业无序竞争（即“反内卷”）以优化供需格局，上述三大因素的共振将有力推动 PPI 逐步走出通缩区间，开启新一轮温和通胀周期。

图表 43 PPI 转正周期，沪深 300 与中信中游（制造业）市场表现较好



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

PPI（工业生产者出厂价格指数）不仅是观测宏观经济冷暖的“温度计”，更是指导顺周期资产配置的关键“发令枪”。PPI 同比由负转正的拐点，通常折射出宏观基本面的实质性修复：或是需求端下游采购意愿的显著增强，或是供给端成本传导恢复驱动的盈利改善，亦或是库存周期从被动去库向主动补库的切换。鉴于资本市场具有显著的提前映射特征，PPI 探明底部之时，往往便是布局顺周期资产，尤其是中游制造业的“黄金窗口”。当前，我国 PPI 同比降幅持续收窄，环比已连续 4 个月回升，仍正处于较高性价比的投资“击球区”；叠加政策层面对“新质生产力”的持续赋能，宏观环境已为制造业复苏行情的展开筑牢了坚实底座。

在这一宏观背景下，“中信中游行业指数”凭借其独特的成分结构，成为捕捉本轮周期红利的核心载体。该指数聚焦资本品与中间品制造环节，四大核心板块合计权重超八成：电力设备（33.1%）、机械设

备（20.4%）、基础化工（16.5%）及国防军工（11.9%）。这四大板块构筑了中国高端制造与产业升级的重要阵地：电力设备承载能源转型的战略使命，机械设备引领自动化升级与国产替代浪潮，基础化工夯实新材料与产业链上游基石，国防军工则驱动高端装备突破与国家安全保障。相较于其他宽基指数，中信中游指数在PPI上行周期中不仅展现出更显著的业绩弹性与价格敏感度，更深度耦合了“新质生产力”的核心要素，是投资者布局制造业复苏的优选方向。

**基于上述逻辑，本年度策略主张的稳健投资策略配置框架，即以中游制造为进攻之矛，以宽基蓝筹为防御之盾。**在进攻端，深度锚定中信中游四大支柱，优选兼具高景气度与明确产业趋势的主题型ETF，具体涵盖机器人ETF易方达、光伏ETF、电网设备ETF、军工ETF、工业母机ETF及化工ETF。这些品种不仅精准卡位新质生产力的核心赛道，更是我们年度策略中超额收益（Alpha）的主要来源。在防守端，则配置沪深300指数作为组合的压舱石，充分利用其汇聚各行业龙头的规模优势，在有效承接市场整体Beta收益的同时，显著稀释单一行业的波动风险，从而达成“进可攻、退可守”的动态平衡。

执行该策略需兼具风险意识与主动管理思维。风险层面，中信中游行业已于去年下半年率先开启修复行情，部分细分赛道估值已获一定修复，需警惕PPI回升力度不及预期或盈利验证滞后带来的估值回调压力。建议优先布局估值处于周期底部且盈利预期改善的品种，或通过分批建仓平滑成本。**选股层面，逻辑应从单一周期视角升级为“周期+创新”双轮驱动，重点筛选既受益于价格回升带来的量价齐升，又具备技术突破潜力的新兴产业（未来产业）龙头。**此类公司有望兼得周期贝塔与成长阿尔法，实现风险收益比的最优平衡。

### 3. 未来产业：政策定调“新质生产力”核心引擎，六大赛道开启长周期投资窗口

#### 1) 政策顶层设计：从“前瞻布局”到“实质落地”，确立长期战略主线

2024年初，工信部等七部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》（以下简称《意见》），标志着未来产业正式上升为国家战略层面的核心抓手。进入2026年，随着中共中央政治局第二十四次集体学习再次强调“发挥比较优势、梯度培育”，以及国务院常务会议对“人工智能+”“低空经济”等具体领域的部署，未来产业的发展逻辑已从初期的“概念规划”全面转向“场景落地”与“规模化培育”的新阶段。

《意见》明确界定了未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间、未来健康六大新赛道，并设定了“2025年孵化突破、2027年规模引领”的清晰时间表。对于二级市场而言，这意味着未来产业不再是纯粹的主题炒作，而是具备明确政策背书、财政支持（如制造业转型升级基金投早投小）及标准体系护航的长周期成长赛道。在宏观经济寻求新动能的背景下，未来产业将成为孕育高成长潜力股的沃土。

#### 2) 核心投资主线：聚焦六大方向，精选“标志性产品”与“先导区”

结合《意见》提出的“标志性产品”清单及2026年最新产业进展，建议重点布局以下三条高确定性主线：

**主线一：具身智能与未来制造（人形机器人+工业元宇宙）**

逻辑：《意见》将人形机器人列为首要标志性产品，要求突破伺服电机、灵巧手等核心部件。2026年，随着大模型赋能具身智能，人形机器人正从实验室走向工厂实训。

标的筛选：重点关注核心零部件供应商（高转矩密度电机、减速器、传感器）、系统集成商以及在汽车、3C 电子领域率先实现规模化应用的整机龙头。同时，关注工业元宇宙相关软件及仿真测试企业。

### 主线二：算力底座与未来信息（量子计算+6G+脑机接口）

逻辑：算力是未来产业的“水电煤”。《意见》明确提出建设超大规模新型智算中心及 6G 网络研发。2026 年，AI 大模型迭代对算力的需求呈指数级增长，叠加量子计算原型机的突破，硬件基础设施迎来更新换代潮。

标的筛选：聚焦国产 AI 芯片、GPU 厂商、高速互联技术领军者、量子通信，以及脑机接口在医疗康复领域取得医疗器械注册证的创新型企业。

### 主线三：低空经济与未来空间（eVTOL+深空深海）

逻辑：作为“未来空间”的重要分支，2026 年是中国低空经济从试点转向规模化商业化运营的关键元年。《意见》提到的电动垂直起降航空器（eVTOL）及先进高效航空装备，正获得多地先导区的场景开放支持。

标的筛选：布局 eVTOL 整机制造、航空碳纤维材料、低空雷达/导航系统以及拥有通航运营资质的龙头企业。同时关注深海探测装备及商业航天产业链。

### 主线四：未来材料——突破物理极限，筑牢高端制造的“基石”

逻辑：《意见》明确将“未来材料”列为六大方向之一，强调发展高性能碳纤维、先进半导体材料及超导材料等前沿新材料。材料是制造业的底盘，2026 年，随着《鼓励外商投资产业目录（2025 年版）》的实施及“十五五”规划的预热，高性能碳纤维已被十余省市列为区域优势产业，迎来政策精准滴灌；高温超导材料在核聚变、可控核聚变及强磁场应用领域的产业化进程显著提速，从实验室走向工程化验证。材料端的突破直接决定了人形机器人、商业航天、量子计算等下游产业的性能上限与成本下限。

标的筛选：

高性能碳纤维：重点关注已实现 T800/T1000 级千吨级规模化量产、深度绑定航空航天（如卫星、火箭发动机壳体）及低空经济（eVTOL 机身）龙头的供应商。具备“原丝-碳化-复材”全产业链能力且成本控制优异的企业将享受国产替代与需求爆发的双重红利。

超导材料：布局在第二代高温超导带材（REBCO）制备技术上取得突破、并已参与核聚变装置或高场磁体示范项目的领军企业。

其他前沿材料：关注液态金属、智能仿生材料及用于半导体先进封装的关键电子化学材料厂商。

### 3) 投资策略与节奏：把握“梯度培育”规律，优选“生态主导型”企业

未来产业具有高技术、高投入、高风险特征，投资需遵循《意见》提出的“梯度培育”原则：

短期（主题催化期）：关注政策密集落地节点（如专项标准发布、先导区名单公布）及标志性产品

（如首款通用机器人量产）的发布事件，博弈弹性较大的中小盘“专精特新”标的。

中长期（业绩兑现期）：随着 2027 年规模化发展目标的临近，投资重心应向“生态主导型领军企业”转移。重点考察企业的研发投入占比、专利储备量（特别是国际标准制定能力）以及在央企“启航行动计划”中的参与度。

区域配置：《意见》鼓励地方错位发展，建议重点关注北京、上海、深圳、合肥等已建立未来产业先导区的城市，这些区域的企业更易获得场景开放与资金支持。

#### 4) 风险提示

未来产业仍处于产业化初期，技术路线存在不确定性；部分领域商业化进程可能低于预期；估值波动较大。投资者应通过 ETF 或组合配置分散单一技术路线失败的风险，坚持长期主义，共享新质生产力成长的红利。

未来产业是继新能源、半导体之后，中国制造业升级的又一“皇冠明珠”。在政策强力驱动与技术奇点临近的双重共振下，2026 年是布局未来产业的关键窗口期。建议投资者紧扣“标志性产品”落地节奏，配置具身智能、算力基建、低空经济及关键战略材料四大核心板块，捕捉中国经济新旧动能转换中的最大阿尔法。

图表 44 未来产业十大领域创新标志性产品

<p><b>人形机器人。</b>突破机器人高转矩密度伺服电机、高动态运动规划与控制、仿生感知与认知、智能灵巧手、电子皮肤等核心技术，重点推进智能制造、家庭服务、特殊环境作业等领域产品的研制及应用。</p>	<p><b>超大规模新型智算中心。</b>加快突破GPU芯片、集群低时延互连网络、异构资源管理等技术，建设超大规模智算中心，满足大模型迭代训练和应用推理需求。</p>
<p><b>量子计算机。</b>加强可容错通用量子计算技术研发，提升物理硬件指标和算法纠错性能，推动量子软件、量子云平台协同布置，发挥量子计算的优越性，探索向垂直行业应用渗透。</p>	<p><b>脑机接口。</b>突破脑机融合、类脑芯片、大脑计算神经模型等关键技术和核心器件，研制一批易用安全的脑机接口产品，鼓励探索在医疗康复、无人驾驶、虚拟现实等典型领域的应用。</p>
<p><b>新型显示。</b>加快量子点显示、全息显示等研究，突破Micro-LED、激光、印刷等显示技术并实现规模化应用，实现无障碍、全柔性、3D立体等显示效果，加快在智能终端、智能网联汽车、远程连接、文化内容呈现等场景中推广。</p>	<p><b>高端文旅装备。</b>研发支撑文化娱乐创作的专用及配套软件，推进演艺与游乐先进装备、水陆空旅游高端装备、沉浸式体验设施、智慧旅游系统及检测监测平台的研制，发展智能化、高端化、成套化文旅设备。</p>
<p><b>第三代互联网。</b>推动第三代互联网在数据交易所应用试点，探索利用区块链技术打通重点行业及领域各主体平台数据，研究第三代互联网数字身份认证体系，建立数据治理和交易流通机制，形成可复制可推广的典型范例。</p>	<p><b>先进高效航空装备。</b>围绕下一代大飞机发展，突破新型布局、智能驾驶、互联航电、多电系统、开式转子混合动力发动机等核心技术。推进超声速、超高效亚声速、新能源客机等先进概念研究。围绕未来智慧空中交通需求，加快电动垂直起降航空器、智能高效航空物流装备等研制及应用。</p>
<p><b>6G网络设备。</b>开展先进无线通信、新型网络架构、跨域融合、空天地一体、网络与数据安全等技术研究，研制无线关键技术概念样机，形成以全息通信、数字孪生等为代表的特色应用。</p>	<p><b>深部资源勘探开发装备。</b>围绕深部作业需求，以超深层智能钻机工程样机、深海油气水下生产系统、深海多金属结核采矿车等高端资源勘探开发装备为牵引，推动一系列关键技术攻关。</p>

资料来源：工信部、金圆统一证券研究所

风险提示：国内方面，关注政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏及 PPI 下行风险；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

### 分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

### 特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

### 免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其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, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

### 投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起6个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上;
		增持	股价相对强于基准 10%—20%以上;
		持有	股价相对基准波动±10%以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上;
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上;
		中性	相对基准波动±10%以内;
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上;

**金圆统一证券营业网点**

厦门地址: 厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址: 深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址: 上海市中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 1233 号汇亚大厦 2301A、2302A 室

北京地址: 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室