

策略月报：与 2021 年的形似和神似（2026 年 5 月）

主要观点：

1. 市场回顾：市场阶段性脱敏，人工智能主线延续

尽管美伊谈判反复不定，但全球资本市场呈现阶段性脱敏迹象，风险偏好显著回升，全球主要股指四月份普遍上涨。

A 股市场方面，以人工智能为核心引擎的通信、电子板块强势领涨，其热度持续外溢至新老能源、资源品及化工新材料等领域。当前，市场的交易重心已高度聚焦于人工智能及其具备广阔产业前景的衍生方向。

2. 经济环境：盈利复苏验证于科技、原材料与制造行业

一季度，信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 达 20444 亿元，首次超越房地产行业，同比增速 10.6%，增速领涨主要行业，彰显数字经济与人工智能驱动的强劲转型动能。从大类行业看，原材料、高技术制造业和装备制造业一季度利润总额同比保持高增速，分别为 77.9%、47.4% 和 21.0%。

企业现金流持续改善。3 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额同比上升 9.73%，比上月增长 1.97 万亿元。

生产端价格持续回暖。3 月，PPI 当月同比 41 个月以来首次转正，生产资料 PPI 回正，加工工业累计同比增速率先转正，彰显中游制造业修复韧性；但生活资料 PPI 同比仍然为负，显示内需行业仍有待提振。

3 月 PMI 订单指数显著回暖，但需注意成本端原材料购进价格指数上升幅度大于出厂价格指数，中下游企业或难以完全转嫁成本，利润空间存在被压缩的风险。

3. 政策环境：“人工智能+”与内需双轮驱动

4 月 28 日，中共中央政治局会议强调，要全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态；要深入挖掘内需潜力，实施服务业扩能提质行动，加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。

4. 投资策略：哑铃配置应对结构性行情

本轮行情与 2019—2021 年行情镜像对比：首先是“形似”，均遵循了“超跌反弹→震荡整固→主升浪→再次震荡”的四阶段演进路径，目前

报告日期：2026-7-14

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

20260713—市场季报：外部冲击显韧性，盈利复苏提信心（2026 年第二季度）-补发报告

20260708—市场月报：未来产业藏牛股，PPI 潮起看周期（2026 年 3 月）-补发报告

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—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）

处于第四阶段的初期阶段。**神似之一：共同的估值阈值均指向了 1.50-1.60 倍 PB**，上证指数在这一区域遇阻后反复震荡，等待业绩验证。**神似之二：在第四阶段等待业绩验证消化估值时期，结构性行情均为科技创新引领**，2021 年为新能源变革驱动全产业链共振，2026 年为人工智能产业链与资源能源共振。

总体而言，综合指数的系统性风险相对可控，市场结构性机会亦将不断涌现。然而，受限於市场整体估值难以大幅抬升，叠加外围货币政策路径与地缘政治经济博弈的扰动，投资难度加大。建议稳健型投资者避免单一资产过度集中，持续坚持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置策略，并根据市场动态进行灵活的组合再平衡，以应对市场波动。

维持年初推荐方向，建议关注涵盖七大类 19 个方向的 ETF（详见图表 41）。本月建议投资者重点关注两类机会：一是行业景气落地的中游制造与科技创新方向，如消费电子 ETF、人工智能 ETF、化工 ETF、创新药 ETF；二是年初至今调整较深的品种，如恒生科技 ETF、证券 ETF。

- **消费电子 ETF**：4 月 10 日，第二批 625 亿元超长期特别国债资金下达，重点投向“消费品以旧换新”。国务院《关于推进服务业扩能提质的意见》，系统性开放应用场景，依托超大规模市场，实现“以用促研、以研带用”的螺旋上升。
- **证券 ETF**：市场对证券板块定价过度悲观，隐含熊市预期。当前行业市盈率与市净率均处于历史低水位，一方面，资本市场韧性有望增强，市场的周期性担忧存在预期差，另一方面，行业转型深化，券商阿尔法能力逐步显现。业绩稳定性有望抬升。
- **黄金 ETF**：候任美联储主席凯文·沃什的“缩表”主张，短期对金价构成心理压力；同时高油价导致部分国家为缓解财政和汇率压力而抛售黄金来造成现实卖压，黄金或需经历一段技术性整理周期。但长期上涨逻辑与趋势并未改变。

风险提示：国内方面，关注政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；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。

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）

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，不离辄重

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

(1) 主要指数

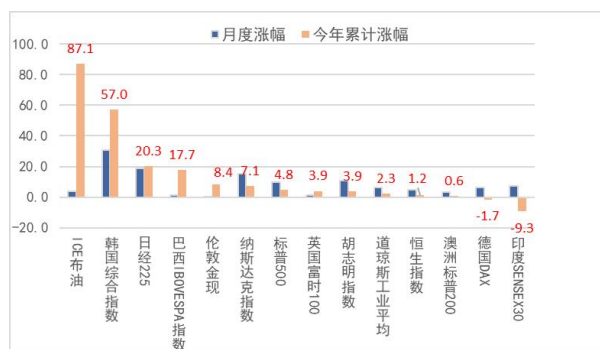
4 月份，油价高位震荡，股市风偏回升。截至 4 月 27 日，ICE 布油报收 101.97 美元/桶，年内涨幅 87.1%，领涨大类资产，4 月份主要在 100 美元附近大幅震荡；韩国综合指数年内涨幅 57.0%，月内涨幅 30.9%；日经 225 年内涨幅 20.3%，月内涨幅 18.6%；伦敦金年内涨幅 8.4%，4 月在 4700 美元附近窄幅波动；纳斯达克指数年内涨幅 7.1%，月内涨幅 15.3%；标普 500 年内涨幅 4.8%，月内涨幅 9.9%；胡志明指数年内涨幅 3.9%，月内涨幅 10.7%；道琼斯工业指数年内涨幅 2.3%，月内涨幅 6.1%；恒生指数、澳洲标普 200、德国 DAX、印度 SENSEX30 月内均录得上涨，涨幅在 3%—8% 之间。

A 股保持韧性，创业板领涨。截至 4 月 27 日，Wind 全 A 年内上涨 6.6%，月内涨幅 7.8%；上证指数报收 4086.34 点，年内涨幅 3.0%，月内涨幅 5.0%；创业板指年内涨幅 13.9%，月内涨幅 14.6%，领涨大类指数；科创 50 年内涨幅 12.2%，月内涨幅 20.1%；沪深 300、中证 500、国证 2000、中证 1000、北证 50 月内涨幅均超过 7%。

回顾 2026 年以来的市场走势，3 月份爆发的美以伊冲突虽在初期对全球风险偏好造成显著扰动，但其演绎路径与 2025 年 4 月美国“对等关税”事件呈现出高度的相似性。市场在经历了一次性的恐慌释放后，展现出了强大的韧性，逐步消化并钝化了地缘政治的负面冲击，定价逻辑重新回归常态化认知轨道。

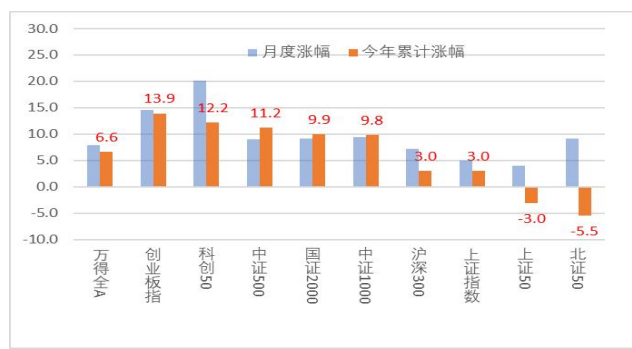
究其本质，在全球流动性过剩与主权信用货币体系信任度边际走弱的宏观背景下，资金出于对冲法币购买力贬值的诉求，持续涌入并追逐风险资产与实物资产，从而推动了资产价格的系统性重估。

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

截至 2026 年 4 月 27 日，TMT、中信上游、成长风格领涨，年内分别上涨 16.9%、12.6% 和 14.3%，中信中游涨幅 10.0%，周期风格涨幅 6.7%，列第二梯队，消费风格涨幅 -2.4%，表现显著落后。红利风格中，上证红利指数表现最佳，年内涨幅 7.6%。

4 月份，主要风格指数普涨，高市净率指数、高市盈率指数、成长风格、中信 TMT 月内涨幅均超过 14%。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

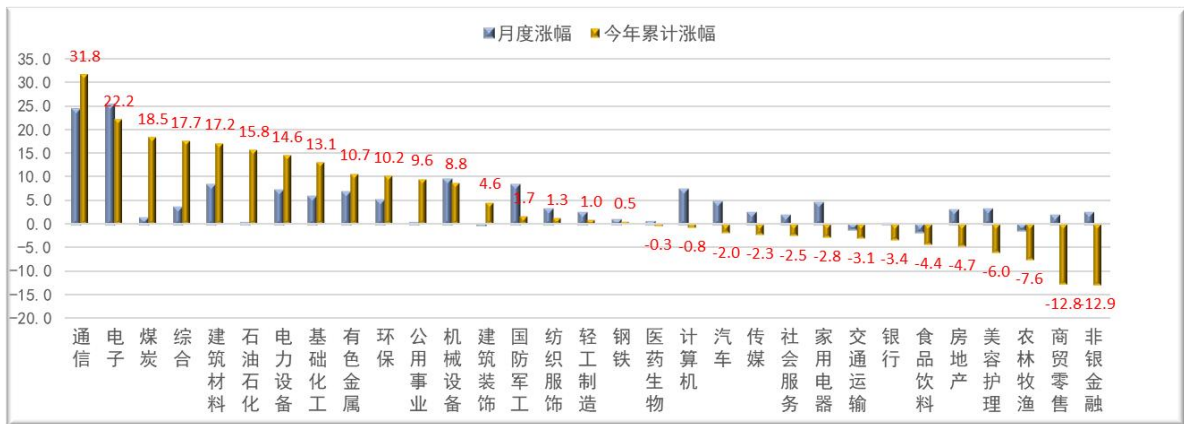
指数	4月	2026年累计	2025年	对应主要申万行业
金融风格	1.2	-7.6	11.6	非银金融、银行、地产
周期风格	4.3	6.7	35.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
消费风格	0.6	-2.4	6.6	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
成长风格	14.7	14.3	43.9	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
稳定风格	-0.6	3.5	0.0	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信上游	5.2	12.6	60.2	有色、石油石化、煤炭
中信中游	7.3	10.0	38.3	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
中信下游	1.2	-2.6	10.7	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
基础设施建设	0.0	3.8	5.2	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
中信TMT	19.5	16.9	44.7	电子、计算机、通信、传媒
高市盈率指数	16.8	8.5	30.9	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
低市盈率指数	0.1	-2.5	19.8	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
高市净率指数	21.9	18.6	31.9	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
低市净率指数	-0.1	-1.5	8.9	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
中证红利	0.6	4.7	-1.4	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
红利指数-上证	0.8	7.6	-5.1	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
深证红利	1.8	0.2	5.4	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

(3) 行业指数

截至 4 月 27 日，17 个申万一级行业年内上涨，上涨比例为 54.8%。涨幅居前的行业主要是科技板块及新老能源资源板块：通信行业年内上涨 31.8%，电子行业上涨 22.3%，煤炭、石油石化、电力设备、基础化工、有色金属等涨幅均超过 10%。内需消费和金融板块表现落后：商贸零售、非银金融年内跌幅超过 10%，美容护理、农林牧渔、房地产、食品饮料等行业跌幅均超过 4%。

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 4 月 27 日，累计推荐行业品种（不含宽基）17 只，11 只上涨，上涨比例 64.7%。推荐后涨幅超过 20% 的有 3 只，分别是电网设备 ETF、工业母机 ETF、消费电子 ETF；涨幅在 10%—20% 区间的 2 只，分别是人工智能 ETF、化工 ETF；涨幅在 5%—10% 区间的有 4 只，分别是光伏 ETF、自由现金流 ETF、黄金 ETF、黄金股 ETF；恒生科技 ETF、东南亚科技 ETF、证券 ETF 年内跌幅超过 10%。

4 月当月，多数推荐品种上涨。消费电子 ETF、人工智能 ETF 月内涨幅超过 20%，工业母机 ETF 涨幅 16.7%；自由现金流 ETF 和黄金股 ETF 当月分别下跌 0.6% 和 3.1%。

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 3 月涨幅情况 (%)



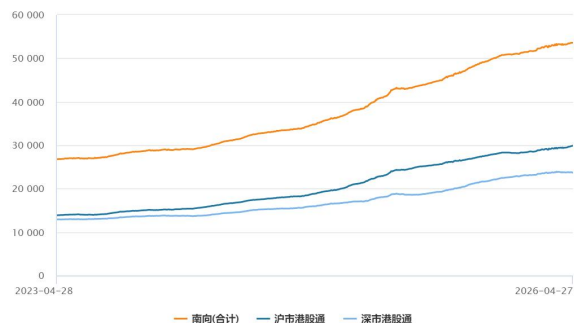
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 3 月 26 日）

1.2 资金情况

(1) 南向资金：深市港股通首次净流出

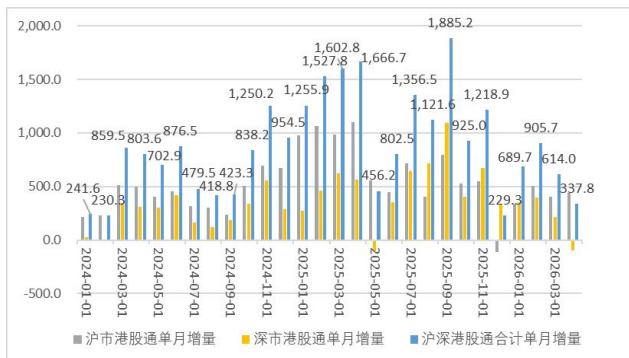
截至4月27日，南向资金累计净流入53573.6亿港元，其中沪市港股通为29884.0亿港元，深市港股通为23689.5亿港元。4月当月，南向资金继续净流入337.8亿港元；其中沪市港股通净流入437.3亿港元，深市港股通净流出99.5亿港元，为2025年6月以来首次月度净流出。

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）



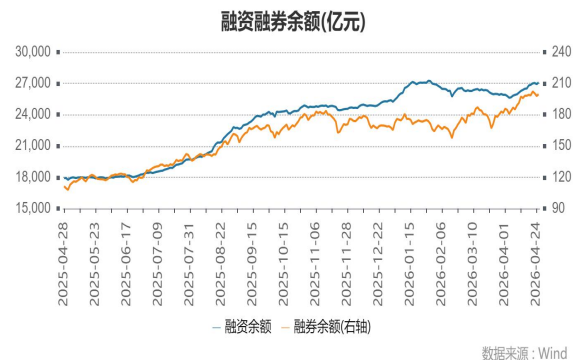
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

融资余额处于历史高位。截至4月27日，融资余额为27085.44亿元，比上年末增加1843.98亿元，比3月末增加1180.99亿元；融券余额199.64亿元，比上年末增加34.33亿元，比上月末增加17.77亿元。

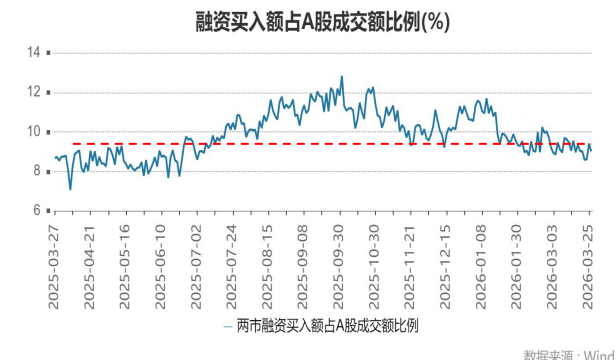
融资买入额占A股成交额比例，4月日均值（截至4月27日）为9.79%，3月日均值为9.12%，2月日均值为9.43%，1月日均值为10.42%，2025年12月日均值为10.34%。4月27日，读数为10.06%，高于过去1年均值（10.00%），交易情绪明显提升。

图表9 融资融券变动情况（亿元）



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、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

经济开局良好，结构持续优化。2026年一季度GDP总量达33.42万亿元，同比增长5.0%，位于全年4.5%—5.0%预期目标区间的上沿。分行业看，新旧动能转换加速。信息传输、软件和信息技术服务业GDP达20444亿元，首次超越房地产行业（20326亿元）；同比增速10.6%，居主要行业之首，彰显数字经济与人工智能驱动的强劲转型动能。工业GDP达103388亿元，占比30.9%，同比增长6.1%；其中制造业GDP达86960亿元，同比增长6.3%，反映我国制造业韧性凸显。传统行业仍处于筑底调整期，建筑业与房地产业同比分别下降3.8%和0.1%。

3月，经济修复呈现明显的结构性与不同步特征。供给端，工业生产保持韧性，PMI重返扩张区间，且价格指标边际改善，PPI同比转正，工业企业利润修复预期增强，金融环境亦维持宽松。但需求侧复苏相对滞后，消费增速持续低位，房地产投资仍处于负增长区间，出口数据显著回落。

图表 11 宏观经济数据概览

主要经济指标	预测值		实际值		3月实际 比预期
	2026-04F	2026-03F	2026-03	2026-02	
工业增加值:月累计同比(%)	--	5.4	6.1	6.3	0.8
工业增加值:当月同比(%)	5.7	5.4	5.7	6.3	0.3
固定资产投资:月累计同比(%)	--	1.7	1.7	1.8	0.1
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	--	2.4	4.1	3.1	1.7
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	--	7.1	8.9	11.4	1.8
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	--	-13.7	-11.2	-11.1	2.5
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	--	2.6	2.4	2.8	-0.2
进口金额:月累计同比(%)	--	12.8	22.7	19.8	9.9
出口金额:月累计同比(%)	--	12.5	14.7	21.8	2.2
社会消费品零售:当月同比(%)	3.9	2.5	1.7	2.8	-0.8
进口:当月同比(%)	--	5.6	27.8	13.9	22.2
出口:当月同比(%)	--	4.0	2.5	39.6	-1.5
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	50.3	49.9	50.4	49.0	0.5
中国非制造业采购经理指数:月末值	--	49.9	50.1	49.5	0.3
CPI:当月同比(%)	0.8	1.3	1.0	1.3	-0.3
PPI:当月同比(%)	1.4	0.5	0.5	-0.9	0.1
M1:月末同比(%)	4.3	5.2	5.1	5.9	-0.1
M2:月末同比(%)	--	8.7	8.5	9.0	-0.2
人民币贷款:月末同比(%)	--	5.9	5.7	6.0	-0.2
人民币贷款:月累计新增(亿元)	--	90100.0	86000.0	56100.0	-4100.0
社会融资规模存量:月末同比(%)	--	8.0	7.9	8.2	-0.1
社会融资规模:月累计新增(亿元)	--	148040.0	148293.0	96022.0	253.0

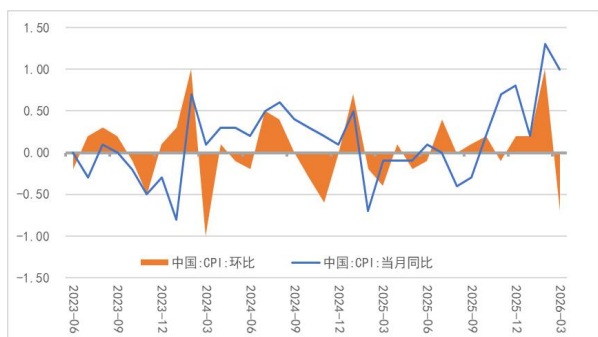
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(1) CPI 与 PPI

CPI 保持温和上涨态势。2026 年 3 月份，CPI 同比上涨 1.0%，连续 6 个月增速为正；不包含食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.1%。细分项目中，医疗保健、衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐当月同比涨幅均在 1%—2%之间，交通和通信上涨 0.9%，食品烟酒上涨 0.4%，仅居住类价格当月同比下降 0.2%。

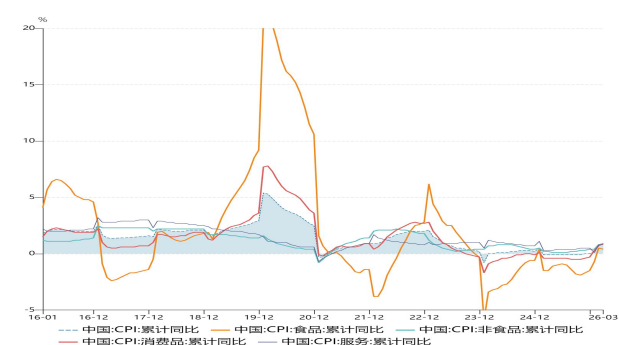
1-3 月份，CPI 累计同比上涨 0.9%，连续 3 个月增速为正；食品价格累计同比上涨 0.4%，非食品价格累计上涨 0.9%，消费品价格累计上涨 0.9%，服务价格累计上涨 0.8%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

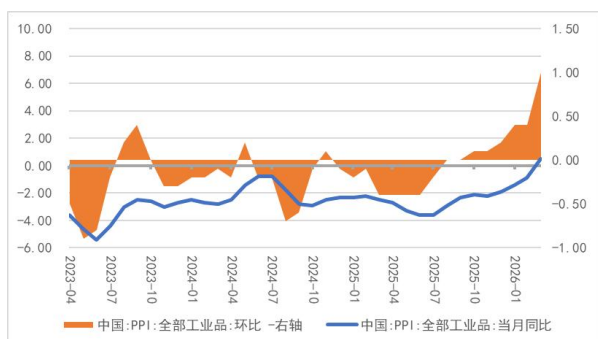
图表 13 大类项目 CPI 累计同比均步入上升通道 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

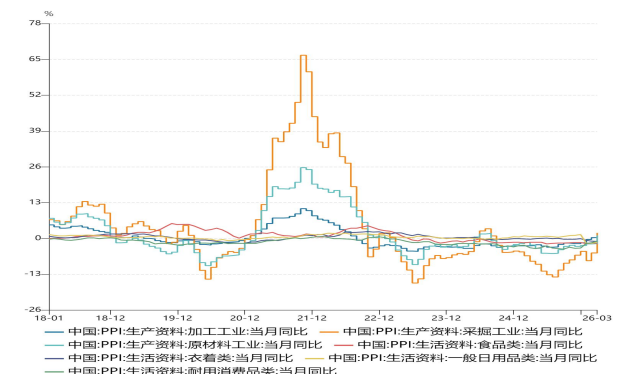
告别通缩，PPI 同比 41 个月以来首次转正。3 月 PPI 同比上涨 0.5%，自 2022 年 10 月以来首次由负转正；环比上涨 1.0%，环比涨幅较上月扩大 0.6 个百分点。从结构看，生产资料价格全面回暖：采掘工业同比上涨 2.0%、原材料工业上涨 1.1%，均实现由负转正；加工工业同比上涨 0.9%，延续上月增长态势。受地缘冲突影响，国际能源价格上行，加速了生产资料端 PPI 的修复进程。与之形成对比的是，生活资料价格仍处下行区间。其中，食品价格当月同比下降 1.7%，衣着类下降 1.1%，一般日用品下降 1.4%，耐用消费品下降 1.0%，反映出内需消费仍需进一步提振。

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 生产端 PPI 当月同比率先转正 (%)



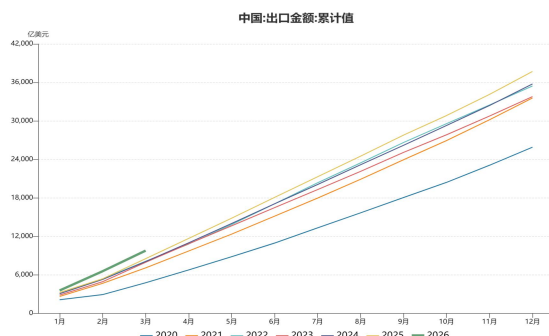
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

一季度 PPI 同比虽仍降 0.6%，但加工工业累计同比增速已率先转正至 0.3%，彰显中游制造业修复韧性。细分行业来看，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属矿采选业及电气机械和器材制造业价格累计同比分别上涨 29.8%、20.5%、1.4%和 2.0%。

(2) 投资、消费、出口

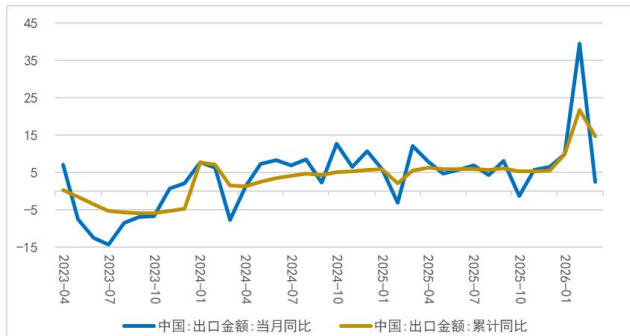
出口：出口开局良好。2026 年 1-3 月份，我国出口金额 9774.94 亿美元，同比增长 14.7%，保持两位数增长，比去年同期增速提高 9.1 个百分点。3 月，出口当月值为 3210.33 亿美元，同比增速 2.5%，比上月增速大幅回落，主要受春节错期、高基数以及中东地缘冲突等因素影响。中东地缘冲突对全球贸易和中国出口的潜在影响，仍有待进一步观察。

图表 16 中国出口金额累计值 (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

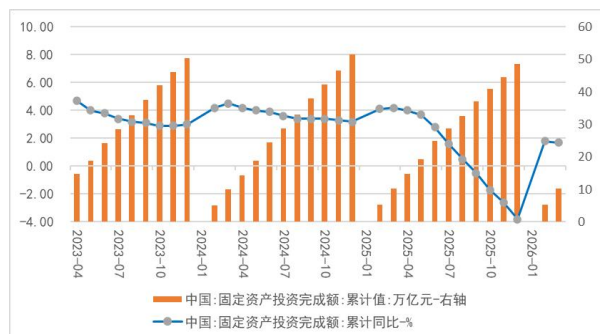
对东盟、欧盟、非洲、印度、拉丁美洲出口均保持较高增速，对美出口继续下降态势。按海关口径（美元），2026 年 1-3 月份，对美国出口同比增长-16.3%，前值（2026 年 1-2 月份）-11.0%；对欧盟出口增长 21.1%，前值 27.8%（德国 24.4%，前值 31.3%；法国 23.0%，前值 31.9%；意大利 25.7%，前值 36.4%）；对英国出口增长 18.30%，前值 26.7%，对澳大利亚出口 23.5%，前值 29.4%；对日本出口增长 6.9%，前值 8.9%；对韩国出口 24.5%，前值 27.0%。**对东盟国家保持两位数增速**，同比增长 20.5%，前值 29.4%（越南 20.9%，前值 26.4%；马来西亚 23.6%，前值 32.1%；泰国 25.3%，前值 35.6%；印度尼西亚 14.7%，前值 18.6%）。对拉丁美洲出口增长 9.3%，前值 16.4%（巴西 19.7%，前值 24.2%；墨西哥-1.4%，前值 4.7%；阿根廷-2.2%，前值 2.1%）；对印度出口增长 17.5%，前值 20.0%；对俄罗斯出口增长 22.1%，前值 22.7%；对非洲出口增长 32.1%，前值 49.9%。

投资：国企投资带动固定资产投资增速转正。2026 年 1-3 月份，固定资产投资（不含农户）102708 亿元，同比增长 1.7%，维持低个位数增速。其中，国有控股企业同比大幅增长 7.1%，民间投资增长-2.2%，港澳台商投资增长-5.0%，外商投资增长-6.3%。分项目看，制造业投资同比增长 4.1%，比上月增速提高 1.0 个百分点；基础设施建设投资增长 8.9%，比上月增速回落 2.5 个百分点。

固定资产投资同比下降的行业主要包括：医药制造业下降 7.7%，化学纤维制造业下降 11.8%，专用设备制造业下降 0.4%。

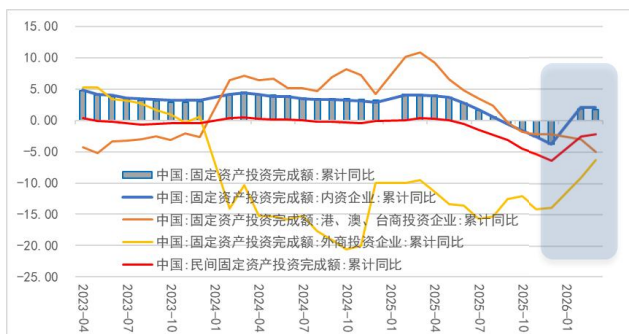
固定资产投资增长的行业主要包括：采矿业增长 15.0%，煤炭开采增长 25.5%，石油天然气开采增长 1.0%，黑色金属矿采选业增长 20.1%，有色金属冶炼及压延业增长 3.7%，农副食品加工业增长 5.5%，食品制造业增长 0.7%，纺织业增长 17.6%，通用设备制造业增长 12.5%，电气机械增长 0.8%，铁路、船舶、航空航天增长 27.7%，汽车增长 4.8%，计算机、电子、通信和其他电子设备制造业同比显著增长至 5.4%（1-2 月同比增速 1.2%），电力、热力、燃气及水生产供应业增长 9.0%。

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

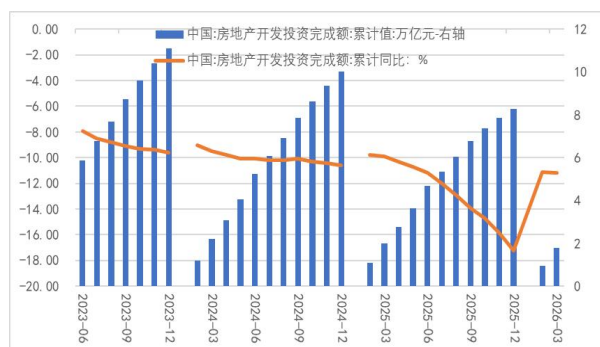
图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



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。3 月份，70 大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降 3.6%，环比下降 0.2%；二手住宅销售价格指数同比下降 6.3%，环比下降 0.2%，均延续 2022 年以来的下降态势。

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

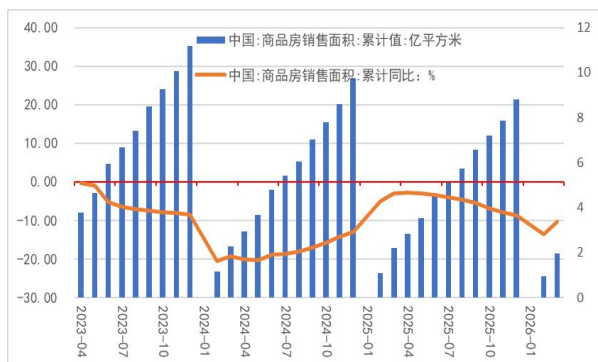
图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

1-3 月份，全国房地产开发投资 17720 亿元，同比下降 11.2%；其中，住宅投资 13531 元，同比下降 11.0%。房屋新开工面积累计 1.04 亿平方米，同比下降 20.3%。商品房销售面积累计 1.95 亿平方米，同比下降 10.4%。商品房销售额累计 1.73 万亿元，同比下降 16.7%。3 月末，商品房待售面积 78601 万平方米，同比下降 0.1%；其中，待售 3 年以下面积 59012 万平方米，下降 1.8%。1-3 月份，房地产开发企业到位资金 20524 亿元，同比下降 17.3%。其中，国内贷款 3419 亿元，下降 23.7%；自筹资金 7762 亿元，下降 5.3%；定金及预收款 5858 亿元，下降 20.1%；个人按揭贷款 2204 亿元，下降 34.6%。

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

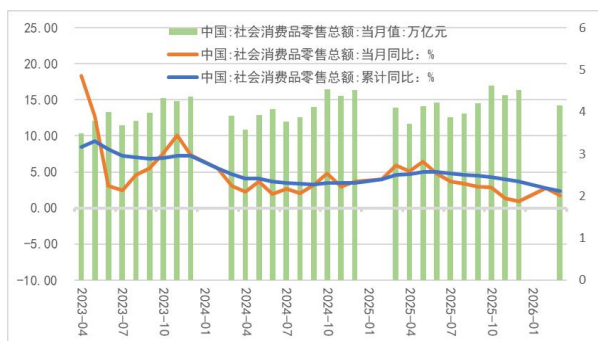
图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

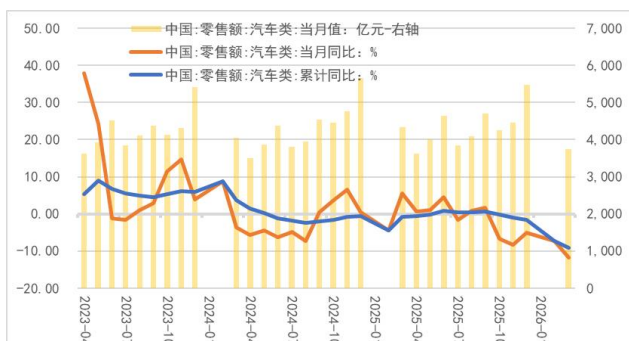
消费：消费增速低位运行。1-3 月份，社会消费品零售总额 12.77 万亿元，同比增长 2.4%，比上月增速下降 0.4 个百分点。其中，城镇消费品零售额增长 2.3%，比上月增速下降 0.4 个百分点；乡村消费品零售额增长 3.1%，比上月增速下降 0.1 个百分点。全国网上商品和服务零售额 49774 亿元，同比增长 8.0%。其中，网上商品零售额 31614 亿元，增长 7.5%；网上服务零售额 18160 亿元，增长 8.8%。

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



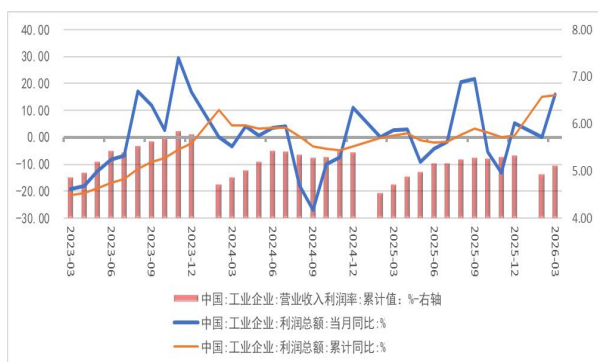
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

各分项情况：通讯器材类销售持续走高，汽车销售持续下降。1-3 月份，汽车销售累计 9968 亿元，同比增长-9.1%（1-2 月增速-7.3%）；家用电器和音响器材销售额同比增长 0.0%，通讯器材类增长 20.8%（1-2 月同比增速 17.8%），体育娱乐用品类增长 1.9%，家具类增长 1.9%，金银珠宝类增长 12.6%，中西药增长 2.4%，烟酒类增长 16.0%，饮料类增长 6.7%。

（3）工业企业盈利情况：盈利触底回升

工业企业利润：2026 年 1-3 月，工业企业利润总额 16960 亿元，同比增长 15.5%；3 月当月同比增长 15.8%，呈加快增长态势。工业企业利润率 5.11%，同比回升 0.41 个百分点，回升力度有所加快（1-2 月累计同比回升 0.39 个百分点，3 月单月拉动整体回升幅度进一步扩大）。工业企业应收账款余额 270300 亿元，同比增长 6.7%；应收账款平均回收期 72.60 天，同比增加 1.7 天，仍处于历史高位水平。

图表 26 工业企业盈利触底回升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

从大类行业看，原材料制造业、高技术制造业和装备制造业一季度利润总额同比保持高增速，分别为 77.9%、47.4%和 21.0%。

原材料制造业是指以自然资源或初级产品为原料，通过物理或化学加工生产基础材料的工业部门。高技术制造业是指研发投入强度高、技术水平先进、产品附加值高的制造业。装备制造业包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。

具体看，利润同比高增速的行业包括：计算机、通信和其他电子制造业（124.5%）、有色金属矿采选业（95.6%）、有色金属冶炼和压延加工业（116.7%）、化学原料和化学制品业（54.5%），铁路船舶航空航天制造业（16.7%）、黑色金属（24.5%）。利润边际改善的行业包括：煤炭（6.7%，1-2 月同比增速为 4.5%），石油（-1.4，前值-16.8%）、医药制造（-9.6%，前值-12.0%）。利润同比下滑较多的行业：汽车（-17.7%）、酒、饮料和精制茶制造业（-17.4%）、专用设备（-8.2%）。

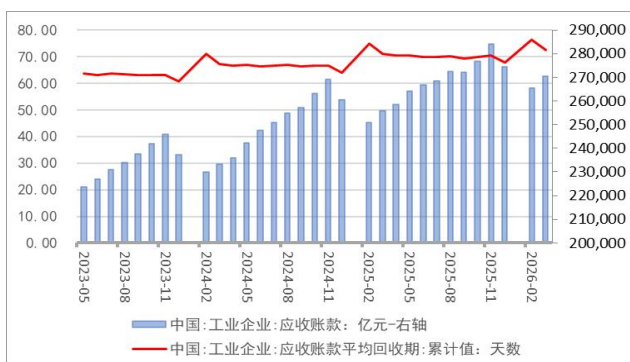
（4）PMI 指数

制造业 PMI：大型企业延续景气，中小企业显著回升。2026 年 3 月，制造业采购经理指数（PMI）为 50.4%，比上月上升 1.4 个百分点。大型企业 PMI 为 51.6%，上升 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 49.0%，上升 1.5 个百分点；小型企业 PMI 为 49.3%，上升 4.5 个百分点。

细分项目看，订单指数显著回升。新订单指数 51.6%，比上月上升 3.0 个百分点；新出口订单指数 49.1%，上升 4.1 个百分点；在手订单指数 47.1%，上升 3.1 个百分点；生产指数 51.4%，上升 1.8 个百分点；采购量指数 50.9%，上升 2.7 个百分点；主要原材料购进价格指数 63.9%，大幅上升 9.1 个百分点；出厂价格指数 55.4%，上升 4.8 个百分点。在订单指数大幅抬升的同时，也应注意到成本端原材料购进价格指数上升幅度大于出厂价格指数，中下游企业难以完全转嫁成本，利润空间存在被压缩的风险。

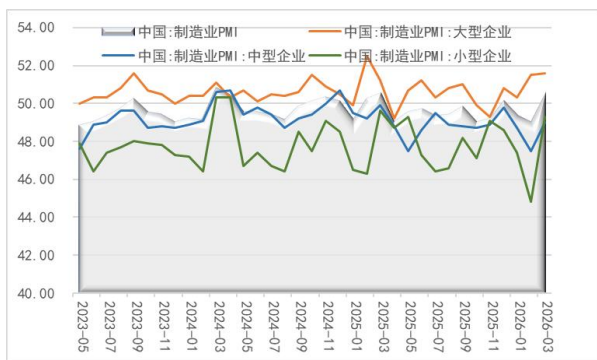
图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数

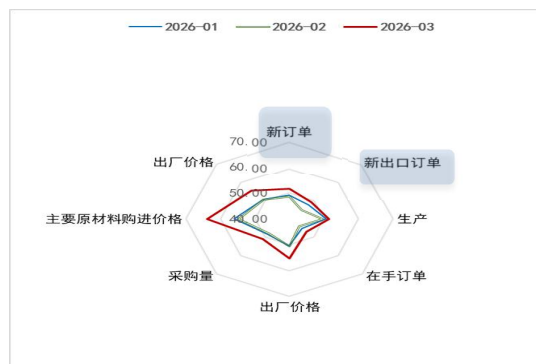


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



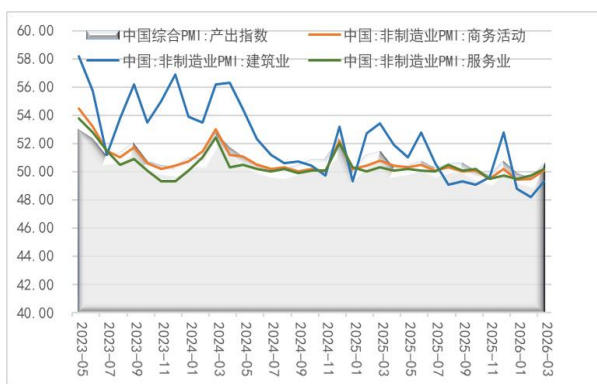
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

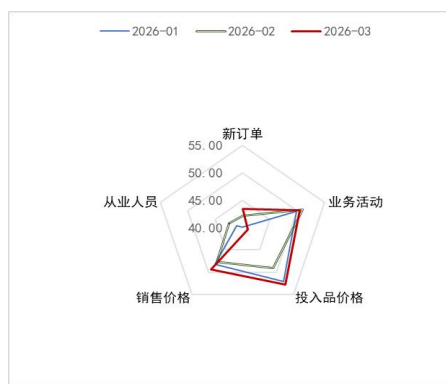
非制造业 PMI: 3 月份, 非制造业商务活动指数为 50.1%, 比上月上升 0.6 个百分点; 其中, 建筑业商务活动指数为 49.3%, 上升 1.1 个百分点; 服务业商务活动指数为 50.2%, 上升 0.5 个百分点。

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, 投入品价格指数上升幅度大于销售价格指数, 建筑类企业业绩承压。建筑业新订单指数为 43.5%, 环比上升 1.3 个百分点; 服务业新订单指数为 45.3%, 环比下降 0.4 个百分点。建筑业投入品价格指数 52.7%, 环比上升 3.6 个百分点; 销售价格指数 49.3%, 环比上升 1.7 个百分点; 从业人员指数 39.1%, 环比下降 3.4 个百分点。

2.2 货币环境分析

(1) 利率

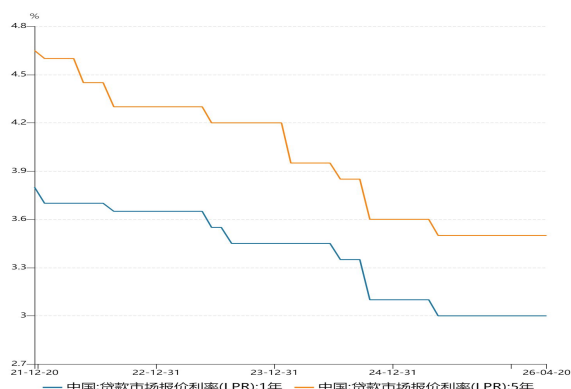
在资金面宽松背景下, 国债利率 4 月份加快下行至年内新低, 市场降息预期升温。4 月 24 日, 1 年期国债收益率 1.15%, 比上月末下降 6BP, 比上年末下降 19BP; 10 年期国债收益率报收 1.74%, 比上月末下降 7BP, 比上年末下降 12BP, 均为年内新低水平。4 月 20 日, 贷款市场利率 1 年期 (LPR) 为 3.00%, 5 年期 (LPR) 为 3.50%, 7 天逆回购利率为 1.40%, 均与上月持平。

央行货币政策委员会 2026 年第一季度例会指出, 面对供强需弱及外部冲击等挑战, 将继续实施适度宽松的货币政策, 并加大逆周期和跨周期调节力度, 以更好发挥政策工具的总量和结构双重功能。这一政

策定调，释放了后续货币环境可能进一步宽松的信号。

在此背景下，继今年1月结构性货币政策工具优化措施落地后，新一轮宽松政策的接续具备明确的政策基础。从具体操作来看，央行已公告将于4月27日开展4000亿元1年期MLF操作，并采用“固定数量、利率招标、多重价位中标”方式，此举旨在维持银行体系流动性充裕，也体现了货币政策持续发力的意图。

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



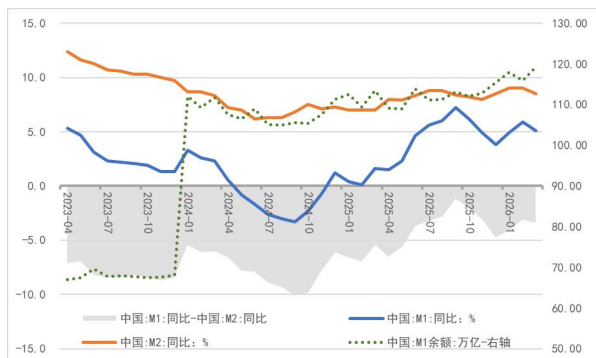
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）货币投放

3月货币供应量保持充裕，M1、M2同比增速维持高位。企业活期存款实现同比与环比双增长，印证金融体系流动性支持有效传导，企业经营活跃度与现金流状况逐步改善。

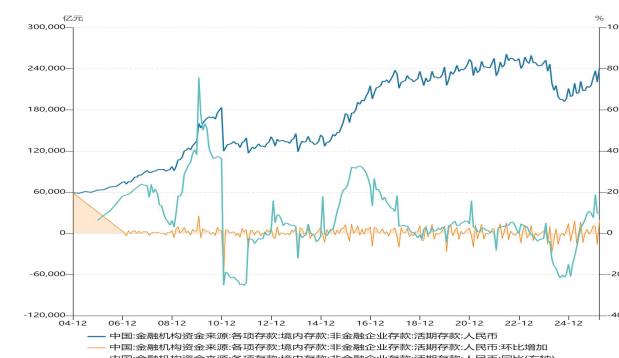
2026年3月末，M2余额353.86万亿元，同比增长8.5%，增速保持在高位水平；M1余额119.32万亿元，同比上升5.1%，比上月增速下降0.8个百分点，比去年同期增速提高3.5个百分点；M1-M2增速剪刀差-3.4%，比上月扩大0.3个百分点。

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

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

1-3月份，社会融资规模增量累计为14.83万亿元，比上年同期少3545亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8.9万亿元，同比少增7960亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加852

亿元，同比多增 1819 亿元；企业债券净融资 1.05 万亿元，同比多 5213 亿元，显示企业在融资方式上向债券融资加大力度；非金融企业境内股票融资 1173 亿元，同比多 211 亿元；政府债券净融资 3.54 万亿元，同比少 3303 亿元。

3 月，社会融资当月值 52260 亿元，比上年同期少增 6690 亿元。其中，政府债券当月值 11658 亿元，同比少增 3208 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 428 亿元，同比多增 16 亿元；新增人民币贷款当月值 31522 亿元，同比少增 6712 亿元。金融机构口径，3 月，企事业单位中长期人民币贷款同比少增 2300 亿元，企事业单位短期人民币贷款同比多增 400 亿元；居民中长期贷款同比少增 2094 亿元，居民端短期贷款同比少增 2885 亿元。

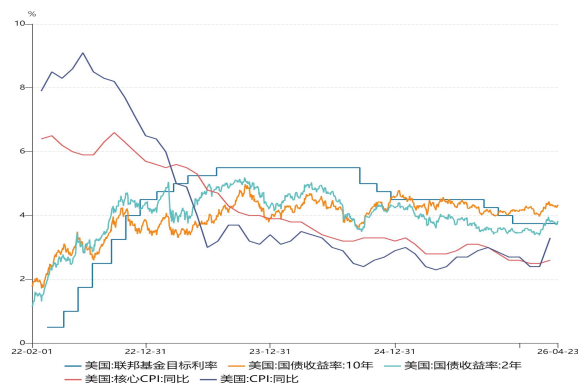
3 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 24.03 万亿元，同比上升 9.73%，较上月增长 1.97 万亿元。这表明企业现金流状况改善，资金活性提升，不仅反映出企业交易活跃度提高、经营预期向好，也印证了金融体系对实体经济的资金支持力度。

(3) 美国利率及其他

3 月美国通胀数据如期反弹，CPI 同比录得 3.3%，比上月增速提高 0.9 个百分点，核心 CPI 同比升至 2.6%，比上月增速提高 1.1 个百分点。拆解结构可见，本轮通胀上行主要系美以伊冲突引发的能源供给冲击所致，核心通胀尚未出现广泛扩散迹象。但若地缘冲突持续，“一次性扰动”的判断可能面临挑战，需观察 4-5 月数据以确认通胀轨迹。截至 4 月 23 日，10 年期美债收益率 4.34%，比上月末上行 4BP，比上年末上行 16BP；2 年期美债收益率 3.83%，比上月上升 4BP，比上年末上升 36BP。

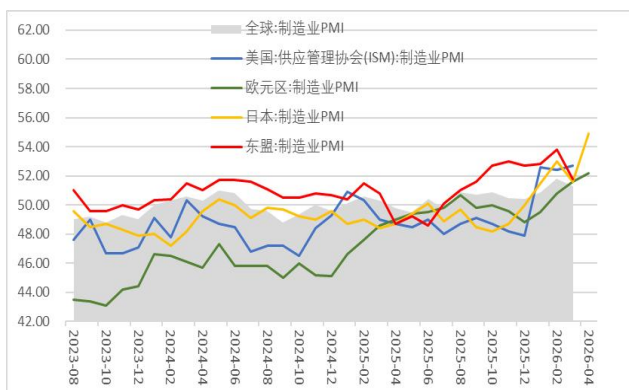
全球制造业 PMI 保持景气。2026 年 3 月份，全球制造业 PMI 为 51.3%，比上月小幅下降 0.5 个百分点，连续八个月保持景气区间；东盟国家 PMI 为 51.8%，比上月下降 2 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 52.7%，连续 3 个月保持在景气区间。4 月份，日本制造业 PMI 为 54.9%，比上月上升 3.3 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 52.2%，上升 0.6 个百分点。

图表 36 美联邦基金利率/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 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

■ 沃什货币政策前瞻：职能回归本位，缩表与降息并举

4月24日，美国司法部撤销了对现任美联储主席鲍威尔的刑事调查，此前持阻挠立场的共和党参议员蒂利斯随即表态支持沃什提名。预测市场 Kalshi 当天的数据显示，凯文·沃什在5月15日鲍威尔任期到期前被正式确认的概率从30%上涨至84%，意味着美联储权力交接的“靴子”即将落地。

4月21日，在参议院银行委员会的确认听证会上，沃什首次系统性地构建了其货币政策框架。其核心逻辑在于通过重塑美联储的职能边界与修正资产负债表策略，实现货币政策的“再正常化”。

战略角度：重塑美联储职能，回归法定本位

沃什明确提出，美联储不应充当美国政府的“万能机构”，必须回归“守好本分”的传统职能——即专注于价格稳定与充分就业的双重法定使命。他主张剥离美联储非核心职能以捍卫其独立性。他严厉批评了过往央行试图将影响力延伸至法定职责之外的倾向（如气候政策、社会公平等），主张剥离货币政策中混杂的财政属性与社会政策目标。沃什认为，只有守住边界，美联储才能避免陷入政治博弈，从而真正捍卫其政策独立性。

战术角度：重构资产负债表，以“缩表”换取“降息”空间

尽管沃什未直接使用“缩表”这一术语，但他对限制资产负债表扩张的坚持，实质上指向了资产负债表的正常化路径。他反对无限制的量化宽松（QE），主张美联储应退出持有特定长期资产等类财政领域，通过收缩资产负债表规模来修复货币政策的传导机制，避免央行过度介入市场定价。

沃什并未直接对短期利率路径作出承诺，但其政策逻辑清晰——倾向于通过缩减资产负债表（QT）来回收过剩流动性并控制通胀预期，从而为降低名义利率创造必要的政策空间——即“缩表换降息”策略。这意味着未来美联储可能逐步退出非常规政策工具，回归更为审慎的资产负债表管理。

沃什的“缩表”主张将回收市场流动性，短期对金价构成心理压力；同时高油价导致部分国家（如土耳其）为缓解财政和汇率压力而抛售黄金来造成现实卖压，黄金或需经历一段技术性整理周期。但长期上涨趋势并未改变。若未来其降息落地，则或成为金价再度上升的契机。

■ 国际局势动荡反复，组合配置胜过单一资产

当前国际局势呈现动荡反复态势，地缘政治冲突的不确定性持续传导至全球金融市场，单一资产的波动风险显著抬升，在此背景下，科学的大类资产组合配置已成为应对市场波动、实现稳健收益的核心策略，其重要性远超单一资产押注。

2026年4月8日，美国与伊朗正式宣布停火，并启动为期两周的谈判进程，但谈判推进过程中多次出现立场反转，地缘政治不确定性持续扰动原油市场，布伦特原油价格围绕100美元/桶关口呈现大幅震荡走势。从当前谈判进展来看，美伊双方核心诉求仍存在根本性分歧，截至目前尚未达成任何实质性协议，市场对原油供给端的预期始终处于反复调整中。

地缘冲突的潜在风险并未因停火谈判而得到有效缓解，反而潜藏着进一步升级与长期持久化的隐患。谈判期间，美国在中东地区部署了数十年来规模最大的空中作战力量，明确宣布将部署超1万名军事人员、十余艘军舰及数十架作战飞机，并对进出伊朗港口的各类船只实施全面封锁，进一步加剧了区域局势的紧

张度；与此同时，以色列明确表态，此次美伊停火范围不涵盖黎巴嫩地区，将持续对该区域相关目标实施军事打击，进一步放大了地缘政治的不确定性，也让冲突的持久化风险进一步凸显。

地缘政治驱动下的原油市场剧烈波动，即便对专业投资机构及知名投资者也形成了显著冲击。素有“原油交易之神”之称的埃尔·安杜兰（Pierre Andurand）旗下规模最大的对冲基金，在4月1日至17日期间遭遇大幅回撤，净值暴跌约52%，直接吞噬了该基金2026年第一季度的全部累计收益（该基金第一季度的收益，主要来源于伊朗冲突升级对后对油价上涨的方向性押注）。回溯至3月份，该基金（Andurand Commodities Discretionary Enhanced）曾凭借精准的原油仓位布局，斩获31%的高额单月收益，短期收益与回撤形成鲜明对比，凸显单一资产押注的高风险性。

当前国际局势复杂多变，地缘冲突、大国博弈等多重变量交织，风险因素的可预测性显著下降。从投资逻辑来看，单一资产押注虽可能在短期内凭借精准判断获得高额收益，但同时也承担着极端市场环境下的大幅回撤风险，即便国际顶尖投资者也难以完全规避此类风险。

综上，在百年变局下，国际局势的动荡性与不确定性将成为市场常态，对于追求稳健收益的投资者而言，摒弃单一资产押注的激进策略，构建科学合理的大类资产组合配置，通过不同资产间的风险对冲的收益互补，能够有效平滑市场波动带来的回撤压力，实现资产的长期稳健增值，这也是当前市场环境下最为理性的投资选择。

2.3 政策环境分析：扩内需与强科技双轮驱动，构建高质量发展闭环

4月政策组合拳的核心逻辑在于：通过科技创新创造新供给，通过扩大内需释放新需求，两者深度融合，旨在打通国内经济大循环的堵点，构建“技术—产业—消费”的正向反馈闭环。

第一，扩大内需方面：从“传统刺激”向“结构升级”跃迁。内需战略正经历深刻的结构性调整，重点从传统基建和消费，转向以“人工智能+”为核心的新基建与消费升级。

战略锚定：4月17日，国家发展改革委召开新闻发布会，介绍2026年一季度经济形势。会上明确提到要制定《2026—2030年扩大内需战略实施方案》，将“人工智能基础设施”列为投资重点。这意味着，算力网络、数据中心等数字底座将成为未来五年稳增长的压舱石，内需的“含科量”显著提升。

战术落地：第二批625亿元超长期特别国债资金下达，重点投向“消费品以旧换新”。这不仅是短期的需求侧管理，更是通过财政杠杆推动耐用消费品的迭代升级，加速绿色、智能产品的市场渗透。

第二，科技创新方面：从“要素投入”向“生态赋能”深化。科技创新的政策重心，正从单纯的研发投入，转向构建“技术—资本—场景”全链条产业生态，通过金融改革拓宽融资渠道，通过场景开放加速技术迭代，为技术产业化扫清制度性障碍。

资本赋能：证监会发布《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》，明确积极支持优质未盈利创新企业及新型消费、现代服务业等领域优质创新企业上市。这一制度突破将资本市场对新质生产力的包容性提升至新高度，为处于“战略亏损期”的硬科技企业打通直接融资通道，实质性地拓宽了“耐心资本”的退出路径，形成“募投管退”良性循环。

场景开放：以超大规模市场为“试验田”，推动技术迭代与商业验证。国务院《关于推进服务业扩能提质的意见》及教育部《“人工智能+教育”行动计划》，依托服务业（2025 年增加值 80.9 万亿元）和教育（2025 年 C 端市场规模约 1.3 万亿元）两大万亿级乃至数十万亿级市场，系统性开放应用场景。前者明确“深入实施人工智能+行动，支持采购大模型、智能体服务”，并提出“建设垂直行业工业互联网平台”“实施综合性重大场景和高价值应用场景项目”；后者推动智能学伴、虚拟实验室等教育场景规模化落地。超大规模市场的场景开放，有望加快从“实验室猜想”转向“市场验证”的技术迭代，实现“以用促研、以研带用”的螺旋上升。

4 月 28 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。推动科技自立自强、产业链自主可控，**全面实施“人工智能+”行动**，发展智能经济新形态，完善人工智能治理。另一方面，要深入挖掘内需潜力，深入实施服务业扩能提质行动，**加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设**。

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
4月21日 国务院印发《关于推进服务业扩能提质的意见》	服务业扩能提质，AI+行动	提出到2030年服务业总规模迈上100万亿元台阶，培育更多“中国服务”品牌。深入实施“人工智能+”行动，支持采购大模型、智能体服务，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。
4月10日 国家发改委、财政部下达第二批625亿元超长期特别国债资金	特别国债，消费品以旧换新	支持消费品以旧换新，加快推进央地平台高效直联，严防严查骗补套补行为，确保补贴资金用到实处。
4月22日 中办、国办印发《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》	节能降碳，源头减排	把节能降碳贯穿经济社会发展全过程各方面，坚决遏制能源消费总量不合理增长，协同推进节能降碳与产业优化升级、能源绿色转型、消费模式转变。
4月10日 教育部五部门印发《“人工智能+教育”行动计划》	AI+教育，人才培养	要求到2030年人工智能与教育深度融合格局基本形成，构建人工智能全学段教育和全社会通识教育体系，提升人工智能人才培养规模与质量。
4月3日 工信部等七部门印发《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029年）》	老旧装置，安全升级	到2029年全面完成石化化工老旧装置更新改造任务，提升本质安全水平，促进行业高端化、智能化、绿色化发展。
4月21日 工信部介绍一季度工业和信息化发展情况	5G/6G，算力布局	推进5G千兆光网深度覆盖，推动双千兆向双万兆演进，系统布局6G、下一代互联网等前沿技术；支持开展太空算力技术前瞻性研究。
4月24日 国务院常务会议研究科技创新有关工作	科技创新，海洋经济	锚定2035年建成科技强国目标，强化企业科技创新主体地位；提高经略海洋能力，推动海洋经济高质量发展。
4月10日 证监会发布《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》	创业板改革，支持创新	增设第四套上市标准，支持优质未盈利创新企业上市；建立IPO预先审阅机制保护技术安全；试点地方政府推送拟上市企业信息；优化融资制度和定价机制。
4月7日 国务院公布《国务院关于产业链供应链安全的规定》	产业链安全，反制措施	建立产业链供应链安全调查制度，针对损害我国产业链供应链安全的外国主体，可采取反制措施。

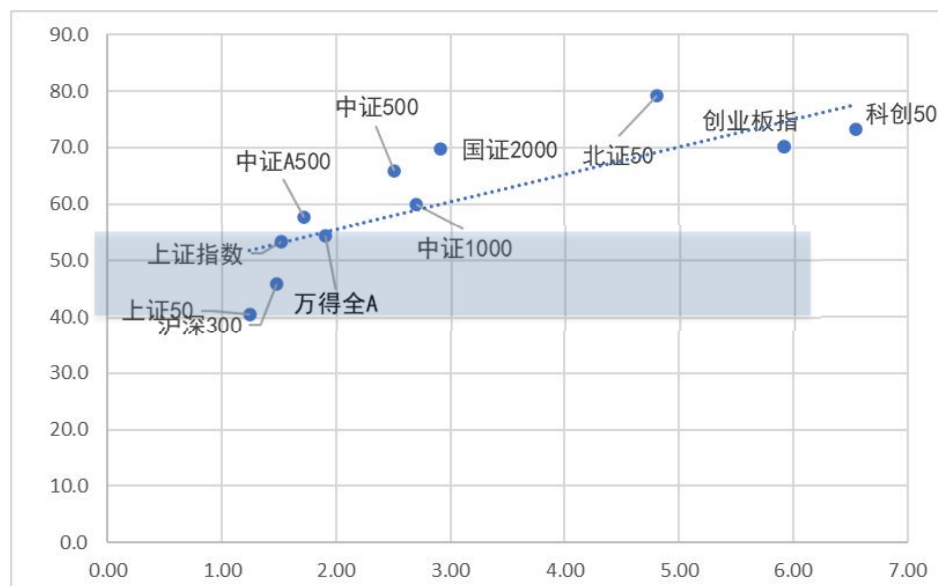
资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

三、投资策略

3.1 大盘判断

4 月份，风险偏好提升市场估值水平。4 月 27 日，Wind 全 A 市净率为 1.91x（2025 年 12 月 31 日为 1.84x，上月末 1.81x），2010 年以来分位值为 55.0%；上证指数市净率为 1.52x（2025 年 12 月 31 日为 1.50x，上月末 1.46x），分位值 53.7%；创业板指市净率为 5.87x（上月末 5.30x），分位值 69.2%。沪深 300 市净率为 1.48x（上月末 1.42x），分位值 45.5%；中证 500 市净率为 2.52x（上月末 2.37x），分位值 66.4%；中证 1000 市净率为 2.72x（上月末 2.50x），分位值 60.8%；国证 2000 市净率为 2.93x（上月末 2.70x），分位值 70.1%；北证 50 市净率为 4.78x（上月末 4.41x），分位值 78.2%。

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

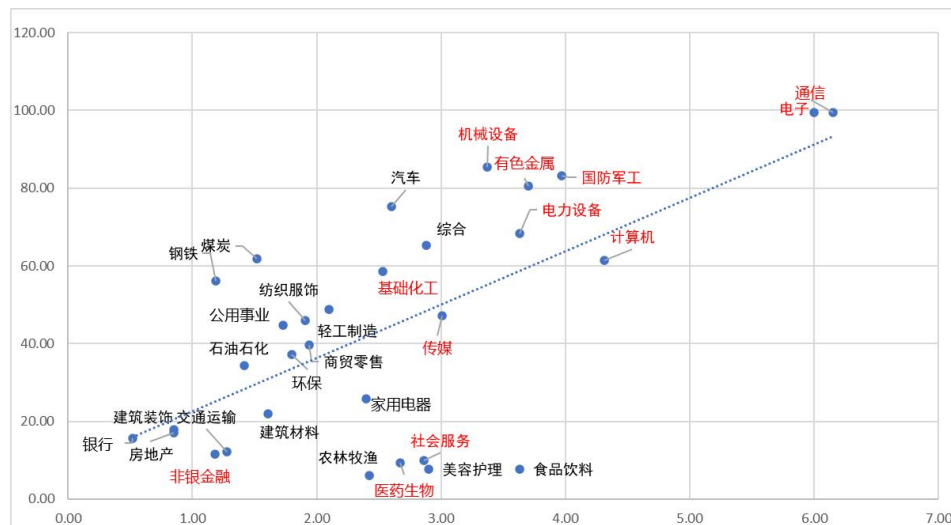
市场脱敏与宏观定价逻辑：4 月以来，资本市场对美伊谈判的反复逐渐脱敏，其冲击程度显著弱于 2025 年 4 月“对等关税”事件。究其本质，在全球流动性过剩与主权信用货币体系信任度边际走弱的宏观背景下，资金出于对冲法币购买力贬值的诉求，持续涌入并追逐风险资产与实物资产，从而推动了资产价格的系统性重估。

高估值水位与业绩结构性验证：当前，上证指数 PB 估值处于 2010 年以来中高水位，PE（TTM）位于近 10 年来最高水位，反映了资本市场对中国未来的乐观预期。这种高定价水位需要业绩的持续落地来消化。从一季度工业企业盈利看，盈利延续前两个月两位数增长态势，其中原材料制造业、高技术制造业和装备制造业利润总额维持高增长，资本市场也正是延续这一核心逻辑，持续追踪高景气行业。同时也要注意，消费行业仍然表现低迷，因此市场在保持韧性的同时，仍以结构性行情为主。

3.2 行业配置

面对复杂多变的风险因素，我们持续坚持两大应对策略：**第一，构建多元化的资产配置组合以平滑波动。坚持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构**，既捕捉成长弹性又夯实防御底座。同时，严格贯彻大类资产配置与动态择时的核心原则，充分利用 ETF 工具高效、透明的特性，优化风险收益比，平滑投资曲线。**第二，效法巴菲特的风控哲学，保持充裕的现金储备，以掌握应对极端行情的主动权。**

图表 40 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（红色字体行业为推荐关注行业）

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。

本月建议投资者重点关注两类机会：一是行业景气落地的中游制造与科技创新方向，如消费电子 ETF、人工智能 ETF、化工 ETF、创新药 ETF；二是年初至今调整较深的品种，如恒生科技 ETF、证券 ETF。

仓位管理方面，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。

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华泰柏瑞	000300.SH	沪深300	022699.OF, 006131.OF, 460300.OF, 022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF华夏	000016.SH	上证50	005733.OF, 022959.OF, 001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF华泰柏瑞	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF, 020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF华安	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF, 022653.OF, 000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF易方达	930713.CSI	CS人工智	012733.OF, 012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技ETF华夏	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF, 013403.OF, 013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF华夏	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华泰柏瑞	931151.CSI	光伏产业	012680.OF, 012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF华夏	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF, 025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF国泰	399967.SZ	中证军工	
上游周期	12	159667.SZ	工业母机ETF国泰	931866.CSI	中证机床	017472.OF, 017471.OF
	13	159870.SZ	化工ETF鹏华	000813.CSI	细分化工	022792.OF, 014942.OF, 014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF华夏	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF, 021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF广发	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF, 019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF银华	931152.CSI	CS创新药	012782.OF, 012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF富国	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF国泰	399975.SZ	证券公司	012362.OF, 022509.OF, 012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF华夏	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）

■ 证券板块：市场定价过度悲观，长期配置价值凸显

图表 42 证券行业收入及净利润增长情况（2023-2025 年度）

项目	2025年金额 (亿元)	2025年同比增速	2024年金额 (亿元)	2024年同比增速	2023年金额 (亿元)
营业收入	5,411.71	19.95%	4,511.69	11.15%	4,059.02
净利润	2,194.39	31.20%	1,672.57	21.35%	1,378.33
代理买卖证券业务 (含席位租赁)	1,637.96	42.25%	1,151.49	16.98%	984.37
证券投资收益 (含公允价值变动)	1,853.24	6.47%	1,740.73	43.02%	1,217.13
利息净收入	646.87	29.07%	501.19	-5.70%	531.5
证券承销与保荐业务	337.11	13.74%	296.38	-38.26%	480.03
资产管理业务	238.87	-0.25%	239.47	6.53%	224.79
投资咨询业务	76.94	41.36%	54.43	9.08%	49.9
财务顾问业务	57.84	7.25%	53.93	-14.19%	62.85

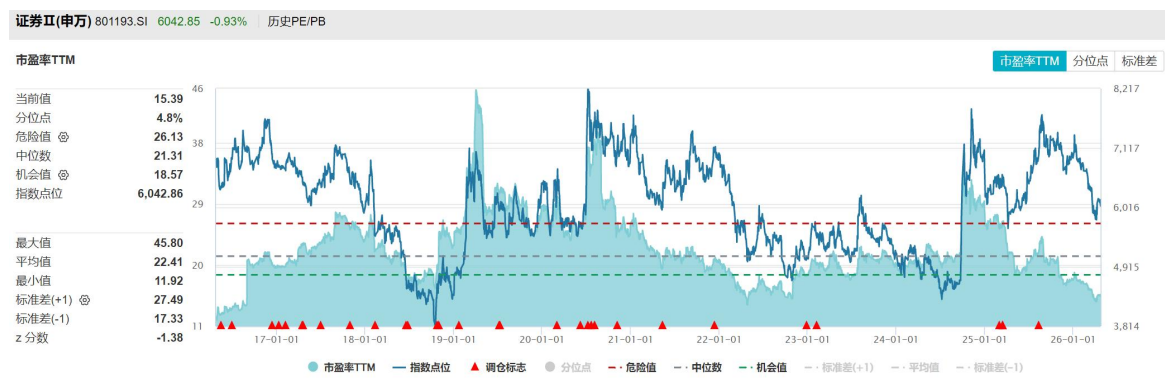
资料来源：中国证券业协会、金圆统一证券研究所（2025 年末、2024 年末总计 150 家券商，2023 年末总计 145 家券商）

经营绩效：盈利弹性显著，但收入结构依赖引发估值折价。2023—2025 年，证券行业经营绩效显著提升，盈利能力进入上行通道。根据中国证券业协会披露数据，2025 年行业净利润同比增长 31.20%，显

著高于营收增速（19.95%），展现出强劲的经营杠杆效应。不过，券商行业收入结构与二级市场景气度高度相关，2025 年自营、经纪及利息净收入合计占营业收入比重高达 77%。这种“靠天吃饭”的特征，使得市场对其盈利的稳定性与周期性风险保持高度警惕。尽管基本面持续改善，但券商板块指数至今仍未突破 2024 年 11 月高点，反映市场在定价中计入了对潜在熊市风险的担忧，导致板块估值持续承压。

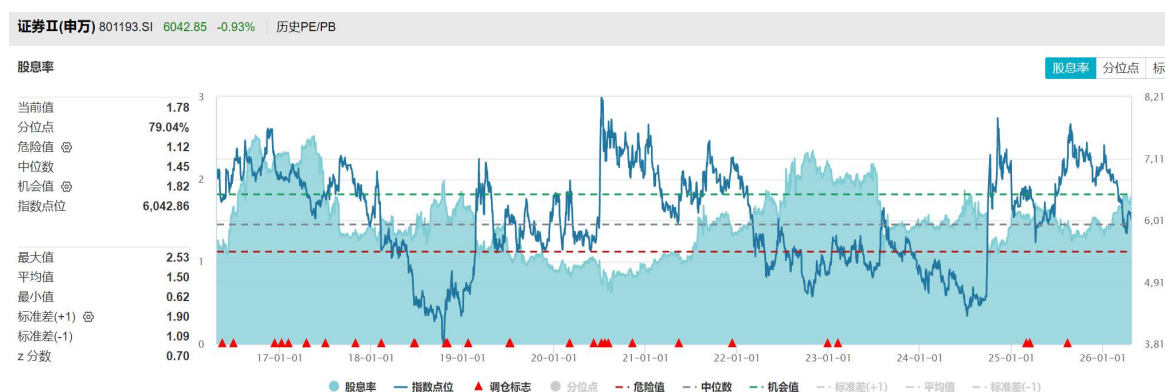
估值现状：历史低位提供安全边际。截至 4 月 24 日，证券行业市盈率（PE）为 15.39 倍，处于近十年 4.8%的极低分位；市净率（PB）为 1.19 倍，处于近十年 15.36%的历史低位。从股息率角度，证券板块当前股息率 1.78%，处于近十年 79.04%较高历史水位。这种估值水平与行业当前的盈利能力形成了显著背离，高股息率水平体现了一定的类固收配置价值，为长期投资者提供了极具吸引力的安全边际。

图表 43 证券Ⅱ（申万）市盈率处于近 10 年极低分位水平



资料来源：中国证券业协会、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 4 月 24 日）

图表 44 证券Ⅱ（申万）股息率处于较高历史分位



资料来源：中国证券业协会、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 4 月 24 日）

尽管券商行业仍存在一定的周期性特征，但当前极低的估值水平已充分计价了市场的悲观预期。随着资本市场韧性的增强和行业转型的深化，券商盈利的稳定性有望改善，估值修复空间较大。当前券商板块处于“低估值+高安全边际”的配置窗口，长期布局的赔率与胜率均占优。

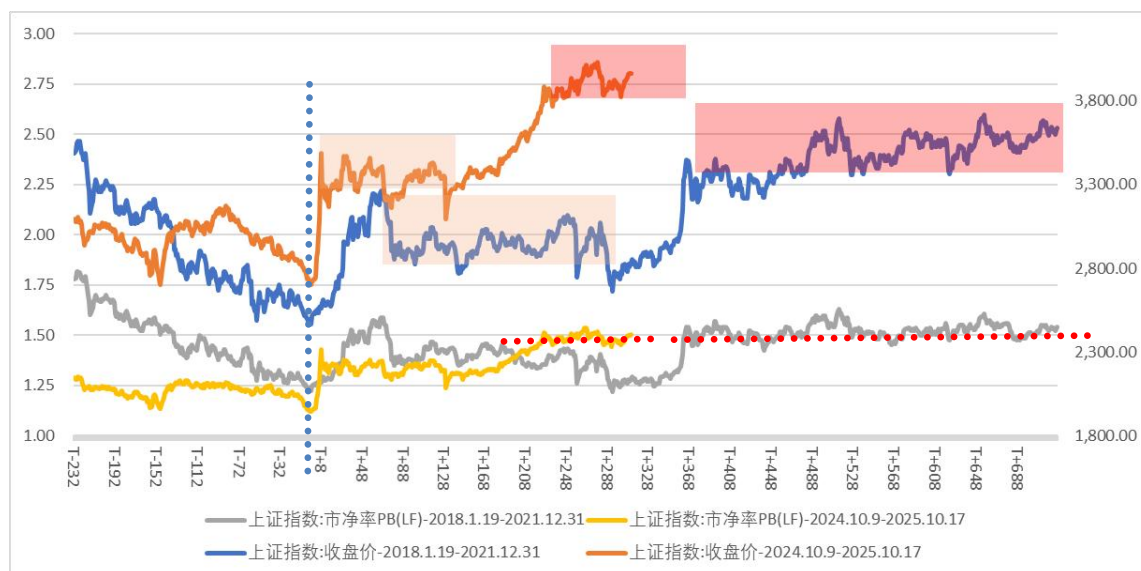
一方面，市场韧性增强，周期性担忧存在预期差。从长期视角看，随着资本市场基础制度的持续完善、投资者结构的不断优化以及宏观经济的稳步复苏，资本市场的内在韧性显著增强。这意味着，即便面临外部冲击，市场出现持续大幅下跌极端行情的概率已显著降低。当前市场可能过度放大了市场贝塔对券商盈利波动的影响，随着资本市场稳定性的增强，行业盈利稳定性的预期差有望带来估值修复。

另一方面，行业转型深化，阿尔法能力逐步显现。证券行业正积极推进业务转型，头部券商向“客需型”综合服务商升级，中小券商则聚焦差异化特色发展。通过财富管理、机构服务、资本中介、投行及海外业务等多元化业务的协同发展，券商正努力降低对市场贝塔的依赖，提升自身的阿尔法（Alpha）能力。这一转型进程有望逐步平滑业绩波动，提升盈利质量和稳定性，从而支撑估值中枢的上移。

（2）镜像对比：与 2021 年的形似和神似

我们最早于 2024 年 12 月发布的《2041201 策略月报：大行也需顾细谨慎》中提出：2024 年以来的“924 行情”可参照 2019—2021 年行情进行运行；此后先后发布《20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性》《20250831 策略月报：保持信心、耐心和敬畏心（2025 年 9 月）》《20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利》三篇研报持续进行镜像对比。

图表 45 2019—2021 年行情与本轮行情运行节奏上的形似



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（T 日分别指 2019 年 1 月 4 日和 2024 年 9 月 18 日）

综合来看，两轮行情在运行节奏与估值阈值上呈现出显著的“形似”，而在产业趋势与结构性机会上则展现出深刻的“神似”。

一是运行节奏的“形似”：四阶段演进路径。两轮行情均遵循了“超跌反弹→震荡整固→主升浪→再次震荡”的四阶段演进路径。

政策驱动的超跌反弹：2019 年初，中央经济工作会议首次定调“资本市场在金融运行中起到牵一发

而动全身的作用”后市场迎来快速上涨；2024年9月24日，管理层对外公布了创设证券、基金、保险等金融机构互换便利和股票回购增持再贷款等一系列金融新政，强力提振信心，市场短期迎来井喷式上涨。

第一次技术性震荡整固：2019年4月至2020年5月，市场整固约13个月；2024年11月中旬至2025年5月末，市场整固约6个月。

基本面驱动的主升浪：2020年6月至2021年2月，主升浪持续约8个月；2025年6月至2026年3月初，主升浪同样持续8个多月。

第二次震荡整固：2021年2月至2022年2月，市场进入长达一年的高位震荡；自2026年3月起，市场再次进入高位震荡整固阶段。

二是估值阈值的“神似”：1.50-1.60倍PB呈现关键阻力。历史经验表明，1.50-1.60倍市净率（PB）是上证指数单边上涨行情的关键阻力区间。

历史参照：2019年4月19日，上证指数PB触及1.59倍后估值开始回落；2021年2月19日，PB触及1.63倍后见顶回落。

本轮验证：2024年10月8日，上证指数PB最高触及1.51倍后进入震荡；2026年2月2日，PB再次触及1.58倍，市场如期进入第二次高位震荡。（2024年10月8日，上证指数收盘价3490点，对应市净率1.43倍，但若以当天最高价3674点静态测算，其最高点位对应的市净率为1.51倍）。

图表 46 2021 年度市场表现居前的申万一级行业，其行业归母净利润当年多保持较高增速

序号	证券简称	2021年度涨幅 [单位] %	2021年度归母净利润 (同比增长率%)	序号	简称	2021年度涨幅 [单位] %	2021年度归母净利润 (同比增长率%)
1	电力设备(申万)	47.86	19.66	16	建筑材料(申万)	4.46	-2.08
2	有色金属(申万)	40.47	176.56	17	纺织服饰(申万)	3.39	179.20
3	煤炭(申万)	39.60	74.14	18	通信(申万)	3.05	-63.55
4	基础化工(申万)	37.19	142.56	19	交通运输(申万)	2.57	1,268.41
5	钢铁(申万)	34.06	83.58	20	计算机(申万)	1.37	-18.36
6	公用事业(申万)	31.38	-68.77	21	美容护理(申万)	0.13	50.23
7	环保(申万)	20.64	21.30	22	传媒(申万)	-0.47	504.35
8	石油石化(申万)	20.25	152.82	23	银行(申万)	-4.58	12.62
9	汽车(申万)	17.20	22.63	24	商贸零售(申万)	-4.60	-265.21
10	建筑装饰(申万)	16.39	-4.56	25	农林牧渔(申万)	-4.93	-151.93
11	电子(申万)	16.04	90.63	26	医药生物(申万)	-5.73	49.63
12	机械设备(申万)	14.83	-2.49	27	食品饮料(申万)	-6.01	11.35
13	综合(申万)	13.81	-30.31	28	社会服务(申万)	-10.27	49.42
14	轻工制造(申万)	11.65	4.04	29	房地产(申万)	-11.89	-79.70
15	国防军工(申万)	11.17	-5.07	30	非银金融(申万)	-17.55	8.61
*	*	*	*	31	家用电器(申万)	-19.54	9.69

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

三是结构性行情的“神似”：科技创新与新旧能源双轮驱动。尽管指数波动有限，但市场整体保持活跃，行业表现显著分化，涨幅居前的行业均符合“产业发展新趋势+财报业绩强验证”的双重逻辑。

2021 年复盘（新能源周期）：新能源变革驱动全产业链共振。2021 年，市场主线紧扣“双碳”目标下的能源变革，电力设备板块以全年 47.86% 的涨幅领涨市场，其高景气度直接拉动上游资源品与化工新材料的需求扩张，有色金属（全年涨幅 40.47%）、基础化工（全年涨幅 37.19%）等上游板块同步走强。从 2021 年财报数据看，电力设备归母净利润同比增长 19.66%，有色金属同比增长 176.56%，基础化工同比增长 142.56%，产业高景气度与业绩高增长形成共振，最终推动相关板块实现戴维斯双击。

2026 年现状（AI 与资源、能源共振）：人工智能引领产业链延伸。2026 年，市场主线切换至人工智能（AI）领域，其产业浪潮正沿着“算力基建—上游资源—能源配套”的路径深度演绎。截至 4 月 24 日，作为 AI 算力核心的通信板块年内涨幅高达 32.13%，电子板块涨幅达 18.07%，在申万一级行业中表现居前，清晰地勾勒出资金对科技主线的聚焦；电力设备年内涨幅 15.13%，有色金属、基础化工涨幅均超过 10%。

图表 47 申万一级行业 2021 年度与 2026 年内市场表现及行业利润增长情况

序号	证券简称	区间涨跌幅 [区间首日] 2021-01-01 [区间尾日] 2021-12-31 [单位] %	归属母公司股东的净利润 (同比增长率) [报告期] 2021 年报 [单位] %	区间涨跌幅 [区间首日] 2026-01-01 [区间尾日] 2026-04-24 [单位] %	归属母公司股东的净利润 (同比增长率) [报告期] 2025 三季 [单位] %
1	通信(申万)	3.05	-63.55	32.13	8.80
2	煤炭(申万)	39.60	74.14	18.80	-29.70
3	电子(申万)	16.04	90.63	18.07	38.29
4	综合(申万)	13.81	-30.31	17.30	2,842.63
5	建筑材料(申万)	4.46	-2.08	16.40	28.69
6	石油石化(申万)	20.25	152.82	15.58	-11.15
7	电力设备(申万)	47.86	19.66	15.13	20.87
8	基础化工(申万)	37.19	142.56	12.82	9.65
9	有色金属(申万)	40.47	176.56	11.75	41.43
10	公用事业(申万)	31.38	-68.77	9.90	2.93
11	环保(申万)	20.64	21.30	9.77	-5.40
12	机械设备(申万)	14.83	-2.49	7.60	14.52
13	建筑装饰(申万)	16.39	-4.56	5.45	-10.11
14	国防军工(申万)	11.17	-5.07	1.73	0.02
15	钢铁(申万)	34.06	83.58	1.45	749.59
16	轻工制造(申万)	11.65	4.04	0.67	-22.50
17	纺织服装(申万)	3.39	179.20	0.44	-10.01
18	医药生物(申万)	-5.73	49.63	-0.14	-5.14
19	计算机(申万)	1.37	-18.36	-0.88	32.63
20	食品饮料(申万)	-6.01	11.35	-2.56	-4.56
21	传媒(申万)	-0.47	504.35	-2.62	37.38
22	汽车(申万)	17.20	22.63	-2.82	2.88
23	交通运输(申万)	2.57	1,268.41	-2.82	-5.52
24	社会服务(申万)	-10.27	49.42	-3.01	-2.73
25	银行(申万)	-4.58	12.62	-3.10	1.46
26	家用电器(申万)	-19.54	9.69	-3.38	10.21
27	房地产(申万)	-11.89	-79.70	-4.72	-191.58
28	农林牧渔(申万)	-4.93	-151.93	-6.77	12.96
29	美容护理(申万)	0.13	50.23	-7.66	-11.34
30	非银金融(申万)	-17.55	8.61	-12.88	38.65
31	商贸零售(申万)	-4.60	-265.21	-13.77	-35.43

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

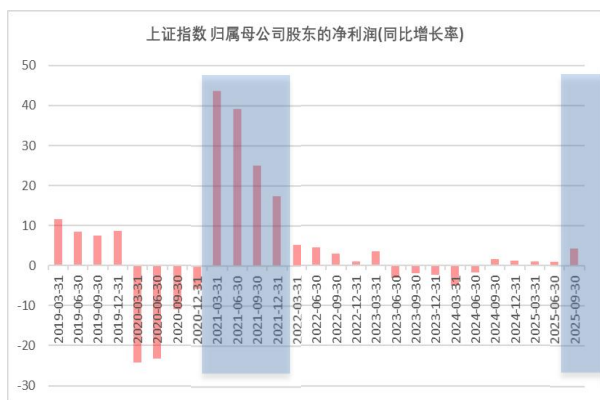
从业绩验证维度看，这一产业趋势已得到财务数据的初步印证。2025 年前三季度财报显示，电子行业归母净利润同比增长 38.29%，展现出 AI 硬件需求的强劲拉动；同时，AI 算力扩张对上游原材料和能源的巨大消耗，也带动了资源品的景气上行，有色金属、电力设备、基础化工的归母净利润分别同比增长 41.43%、20.87%、9.65%，形成了科技与周期共振的格局。

展望后市，AI 产业链的行情能否持续深化，核心仍在于各财报季业绩的持续兑现与验证，即产业趋势能否转化为持续且可预测的盈利增长。

四是底层逻辑的跃迁：本轮行情或展现更强的韧性与支撑。与 2019—2021 年行情相比，本轮行情的底层逻辑已实现系统性跃迁，具体表现在三个方面：

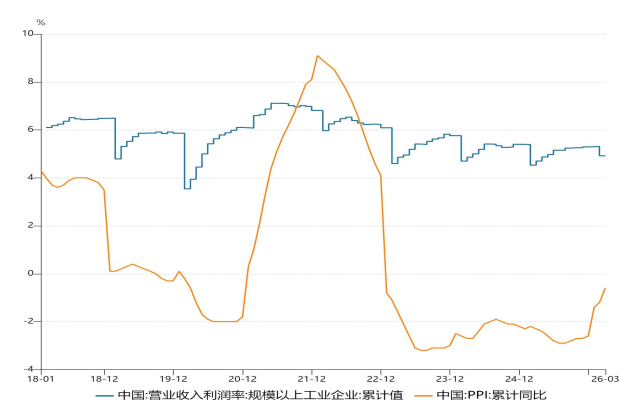
企业盈利周期：从周期高点转向触底回升。2021 年，市场繁荣建立在上证指数每个财报季的高速增长，但 2022 年盈利增速进入下行周期，市场亦随之长期调整。当前，宏观数据与企业盈利均指向基本面触底回升：2025 年三季度上证指数归母净利润增速已现回升，2026 年前两月 PPI 累计同比增速逼近回正，规模以上工业企业营业收入利润率首次扭转下降趋势，同比提升 0.39 个百分点至 4.92%。这一系列数据确认了“盈利底”的夯实，为资本市场提供了更为坚实的基本面支撑。不过，2026 年的盈利复苏仍属预期范畴，其复苏的强度和持续性决定市场的上限空间。

图表 48 上证指数归母净利润增速处于见底回升期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 49 规上工业企业营业收入利润率与 PPI 触底回升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

政策调控框架：中国资本市场此前政策调控多呈现“被动应对”的特征，而自 2024 年“924”以来，政策思路已转向“主动管理”，通过构建中央汇金公司类平准基金的逆周期调节机制，并与央行的宏观审慎管理体系相协同，加之常态化的国新办新闻发布会政策解读，构建了从政策宣导到平准基金入市多层次的资本市场长效稳定机制，为市场的平稳健康运行构筑了坚实的制度“防火墙”。

大国博弈格局：2018 年中美贸易摩擦开启时，中国尚处于被动适应阶段。历经八年博弈，至 2025 年新一轮关税挑战时，中国的应对已更显从容与自信。在此期间，中国的国际地位不降反升，出口展现出强

大韧性，科技创新持续突破，标志着中国在大国博弈中已赢得更高的战略主动和国际声望。

总体而言，在业绩验证消化估值的年份，综合指数的系统性风险相对可控，市场结构性机会亦将不断涌现。然而，受限于市场整体估值难以大幅抬升，投资难度系数加大。建议稳健型投资者避免单一资产过度集中，应通过组合配置与动态调整来应对波动，或采取宽基指数网格化交易策略以增强收益。

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10% 以上；

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。

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