



## 2026 年 1 月投资策略报告 -春季行情或逐步开启

日期：2026 年 1 月 4 日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

### 核心要点：

2026年1月份行情研判：春季行情或逐步开启。外部形势方面，三季度 美国经济数据依旧偏强，但“K”型分化的特征也较为明显，且失业率 持续上行；货币政策上，12月美联储降息如期落地，但FOMC内部分歧 进一步加大，2026 年一季度美联储降息步伐或有所放缓；国内环境方面，11 月出口延续强韧性，CPI同比涨幅继续修复，但消费与投资等内需端指 标整体偏弱，制造业PMI时 隔9个月重新升至扩张区间；12月中央政治 局会议和中央经济工作会议相继 召开，为2026年经济工作定向，并将扩 大内需、培育新动能、化解风险等作 为重点任务，旨在推动经济实现质 的有效提升和量的合理增长，确保“十五 五”良好开局。市场方面，12 月下旬沪指走出十一连阳，市场情绪明显回暖。此外，12月末A股成交 额重回2万亿上方，两融余额再创历史新高。

目前大盘正处在慢牛行情中的整固阶段，往后看，随着“十 五五”产业指 引、海外流动性宽松、国内政策托底效应等多重利好因素 释放，将继续为A 股市场提供支撑。后续增量稳经济政策的出台将不断 驱动市场风险偏好回升， 市场有望继续向上演绎，迎接春季行情。

**投资建议：**超配机械设备、TMT、电力设备、有色金属等。综合市场 以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，1月建议超配：机械设 备、TMT、 电力设备、有色金属等。



## 一、11 月经济数据指引

11 月经济数据显示内需压力仍大，消费、固定资产投资、地产链仍偏弱。结构上的变化主要有以下几点：1) 生产端 增速放缓，价格底部波动，中高端制造业和部分资源品保持领先增速，但部分增速放缓；消费品制造业随着旺季来临，生产端低位略有改善；价格端底部震荡，上游原材料和部分消费领域价格边际修复；反内卷背景下主要产品产量增速 部分放缓；2) 投资端同比负值扩大，基建、制造业投资增速继续放缓，地产投资持续低位，高新技术制造业投资明显高于整体，汽车、运输设备等保持两位数投资增速；“两重两新”的驱动作用边际放缓。3) 消费市场边际承压，社零增速收窄至年内低点，家电、汽车等耐用品消费由于较高基数和补贴退坡增速明显下降；4) 出口保持一定韧性，对美出口持续大幅下滑，高附加值和科技含量较高的出口产品增速明显领先，集成电路、汽车等产品出口增速均超 30%，出口结构升级明显。

具体看：

### 1.1 生产端增速继续放缓，价格端底部波动

11 月规模以上工业增加值当月同比增长 4.8%（前值 4.9%），1-11 月累计增速 6.0%（前值 6.1%）。其中：

1) 中高端制造业和部分资源品保持领先增速，但部分增速放缓，其中汽车制造业（11.9%）、运输设备（11.9%）、电气机械（4.4%）增速较高但均边际放缓；通用设备、专用设备、TMT 制造业保持增速韧性；资源品生产



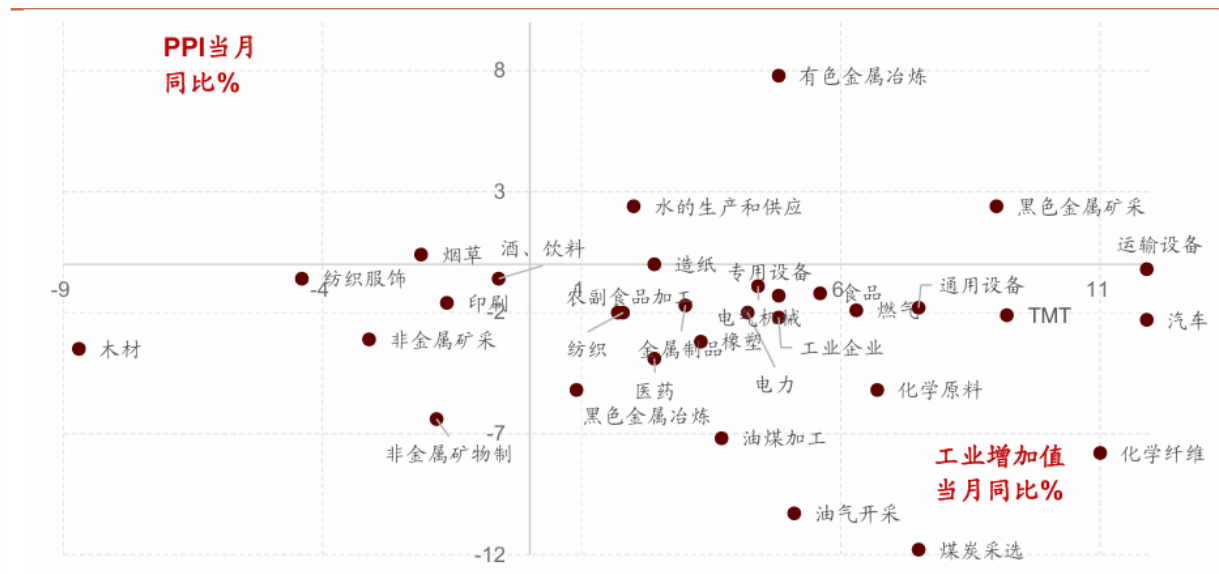
端增 幅扩大,煤炭、石油和天然气、黑色金属等工业增加值较前值明显改善;

2) 消费品制造业随着旺季来临,生产端低位略有改善,其中,食品制造业由前值 2.1%提升至 5.6%、酒饮料降幅收 窄至-0.6%,纺织业、纺织服装、造纸(1.2%)等增速均有改善,家具等地产链仍然偏弱,负值持续扩大。

3) 生产端呈改善趋势的领域主要集中在:资源品中(煤炭、石油天然气、黑色、化纤等),中游(通用、专用设备、TMT 制造业),以及消费领域(食品制造、纺织业、造纸、医药等)。

价格端底部波动。11 月全部工业品 PPI 当月同比降幅扩大至-2.2%,价格中枢较上半年有所上移但仍处于历史低位, 生产资料价格维持-2.4%,生活资料价格降幅扩大至-1.5%。细分领域价格的修复主要集中在上游原材料和部分消费 领域,如煤炭开采、黑色金属开采、有色金属开采以及化纤等同比增速均有所改善;消费领域农副产品价格、纺织业、 纺织服饰、造纸、文娱等价格在旺季来临催化下均边际回升;中游制造业价格普遍放缓。

### 11 月有色金属黑色金属等价格端增速较高

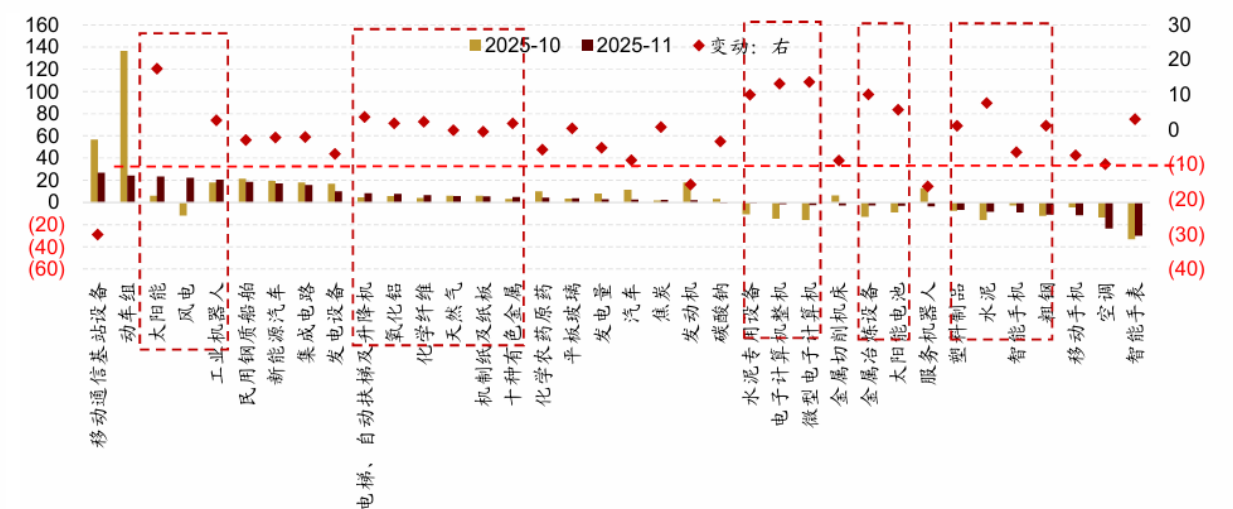




资料来源：Wind

反内卷背景下主要产品产量增速部分放缓，1）太阳能、风电、工业机器人等高新技术产品保持较高增速且增幅扩大；2）氧化铝、化学纤维、有色金属、焦炭等资源品产量增幅扩大；3）新能源汽车、发电设备、汽车、金属切削机床、手机、空调等产量增速边际放缓；4）地产链相关的水泥、粗钢等尽管延续负增长，但增幅较前值有所收窄。

11月太阳能、风电、工业机器人等产量同比增速领先且增幅扩大



资料来源：Wind

## 1.2 投资端：基建、制造业投资增速继续放缓，地产投资持续低位

1-11月固定资产投资完成额同比降幅扩大至-2.6%（前值-1.7%），制造业、基建等投资增速均有所放缓，地产投资降幅扩大。制造业方面，1-11月投资同比1.9%（前值2.7%），自3月份以来，设备工器具购置累计同比持续收窄至12.2%，“两重两新”的驱动作用边际放缓。煤炭、石油石化、黑色金属等采矿业投资增幅改善，消费品制造业和汽车、电气机械、TMT等中游制





制造业投资增幅普遍收窄。高新技术制造业投资明显高于整体，汽车、运输设备等保持两位数投资增速。

广义基础设施投资同比增幅收窄至 0.13%（前值 1.51%），基建投资的托底作用明显减弱。房地产开发投资降幅继续扩大至-16.0%（前值-14.9%），新开工、施工、竣工投资同比降幅均扩大；国内贷款同比降幅扩大至-2.5%，自筹资金同比降幅扩大至-11.9%。

设备工器具购置投资完成额同比增速持续放缓（%）



资料来源：Wind

### 1.3 消费方面，11 月社零同比增速降至年内低点

1-11 月社会消费品零售总额累计同比增幅收窄，单月同比增幅继续收窄。1-11 月份社会消费品零售总额同比增幅收窄至 4.0%，单 11 月份同比增长 1.3%，连续 6 个月增幅收窄，处于年内低点。

结构上，服务零售额增长 5.4%，领先商品零售；文化办公用品（11.7%）、



通讯器材（20.6%）等消费相对活跃，汽车、家电等耐用品消费由于较高基数和补贴退坡影响增速明显下降。

### 11 月细分行业零售增速

同比增长情况%		2023年	2024年	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	环比变
		累计	累计	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	1-11月	动方向
社会消费品零售总额		7.2	3.5	3.0	3.7	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	4.0	↓
限额以上单位消费品零售总额		6.5	2.7	1.3	4.0	4.3	8.5	6.3	8.0	5.0	2.8	2.4	2.3	1.6	-2.0	3.8	↓
餐饮收入		20.4	5.3	4.0	2.7	4.3	5.6	5.2	5.9	0.9	1.1	2.1	0.9	3.8	3.2	3.3	↓
限额以上单位餐饮收入		20.9	3.0	2.5	1.2	3.6	6.8	3.7	4.8	-0.4	-0.3	1.0	-1.6	3.7	1.2	2.3	↓
商品零售		5.8	3.2	2.8	3.9	3.9	5.9	5.1	6.5	5.3	4.0	3.6	3.3	2.8	1.0	4.1	↓
限额以上单位商品零售总额		5.5	2.7	1.2	4.2	4.4	8.6	6.6	8.2	5.5	3.1	2.6	2.7	1.4	-2.2	4.0	↓
大众消费品	粮油、食品类	5.2	9.9	10.1	9.9	11.5	13.8	14.0	14.6	8.7	8.6	5.8	6.3	9.1	6.1	9.9	↓
	饮料类	3.2	2.1	-4.3	-8.5	-2.6	4.4	2.9	0.1	-4.4	2.7	2.8	-0.8	7.1	2.9	1.0	↓
	烟酒类	10.6	5.7	-3.1	10.4	5.5	8.5	4.0	11.2	-0.7	2.7	-2.3	1.6	4.1	-3.4	3.3	↓
	服装鞋帽针纺织品	12.9	0.3	-4.5	-0.3	3.3	3.6	2.2	4.0	1.9	1.8	3.1	4.7	6.3	3.5	3.5	↓
	化妆品类	5.1	-1.1	-26.4	0.8	4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3	4.5	5.1	8.6	9.6	6.1	4.8	↓
	金银珠宝类	13.3	-3.1	-5.9	-1.0	5.4	10.6	25.3	21.8	6.1	8.2	16.8	9.7	37.6	8.5	13.5	↓
	日用品类	2.7	3.0	1.3	6.3	5.7	8.8	7.6	8.0	7.8	8.2	7.7	6.8	7.4	-0.8	6.5	↓
中西药品类		5.1	3.1	-2.7	-0.9	2.5	1.4	2.6	0.3	-0.7	0.1	0.9	1.9	3.6	4.9	1.8	↑
地产	家用电器音像器材	0.5	12.3	22.2	39.3	10.9	35.1	38.8	53.0	32.4	28.7	14.3	3.3	-14.6	-19.4	14.8	↓
	建筑及装潢材料类	-7.8	-2.0	2.9	0.8	0.1	-0.1	9.7	5.8	1.0	-0.5	-0.7	-0.1	-8.3	-17.0	-1.5	↓
	家具类	2.8	3.6	10.5	8.8	11.7	29.5	26.9	25.6	28.7	20.6	18.6	16.2	9.6	-3.8	16.9	↓
其他	文化办公用品类	-6.1	-0.3	-5.9	9.1	21.8	21.5	33.5	30.5	24.4	13.8	14.2	6.2	13.5	11.7	18.2	↓
	通讯器材类	7.0	9.9	-7.7	14.0	26.2	28.6	19.9	33.0	13.9	14.9	7.3	16.2	23.2	20.6	20.9	↓
	石油及制品类	6.6	0.3	-7.1	-2.8	0.9	-1.9	-5.7	-7.0	-7.3	-8.3	-8.0	-7.1	-5.9	-8.0	-5.2	↓
	汽车类	5.9	-0.5	6.6	0.5	-4.4	5.5	0.7	1.1	4.6	-1.5	0.8	1.6	-6.6	-8.3	-1.0	↓
大众消费品当月加权平均增速		7.4	5.0	-0.6	4.3	6.4	7.9	8.5	8.9	4.0	5.3	4.8	5.1	8.9	3.8	6.5	↓
地产产业链当月加权平均增速		-0.3	9.5	18.7	30.7	9.7	30.4	34.0	45.4	29.2	24.6	13.2	4.7	-10.3	-16.9	13.3	↓

资料来源：wind

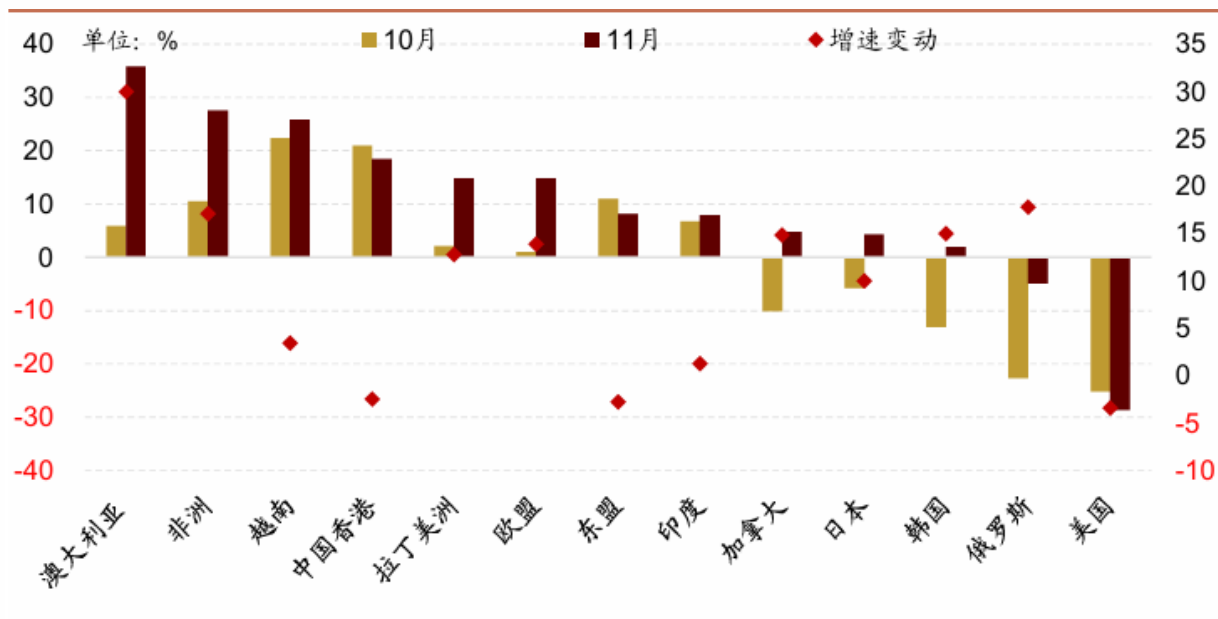
### 1.4 出口韧性凸显，高附加值产业表现突出

11 月以美元计价出口金额当月同比在低基数背景下修复至 5.9%，（前值为-1.1%）；进口金额同比增幅扩大至 4.3%（前值为-0.3%）。

出口国别地区方面，11 月对主要出口目的地的出口同比增速多数改善，其中对越南、东盟和欧盟出口保持较高正增长；由于中国积极拓展贸易伙伴，出海投资带动 11 月对非洲出口同比增幅扩大至 27.6%，也成为当前出口增长的主要动力之一；对美国出口同比降幅扩大至-28.6%，已经连续 8 个月回落。



## 11 月对主要出口目的地的出口同比增速多数提升



资料来源：wind

出口结构来看，受基数和海外圣诞节备货影响，多数品种出口增速较前值改善，高附加值和科技含量较高的出口产品 增速明显领先，集成电路、汽车等产品出口增速均超 30%，出口结构升级明显；手机出口下降至-12.6%，自动数据 处理设备出口同比降幅收窄至-7%，家电出口同比降幅收窄至-5.8%；劳动密集型产品出口增速普遍较低，尤其玩具、 服装、箱包等。

## 11 月我国集成电路、汽车等出口高增；劳动密集型产品出口普遍较低

分类	细分领域	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	边际变化	走势
农产品	农产品	10.9	7.4	12.1	2.6	2.8	10.4	3.0	-1.9	-6.3	1.6	-3.9	4.5	-1.3	2.3	↑	
	纺织纱线、织物及	15.6	9.3	17.2	12.2	-25.4	16.1	3.2	-2.0	-1.6	0.5	1.4	6.4	-9.1	1.0	↑	
	箱包及类似容器	0.4	-3.3	-7.1	-9.6	-38.0	-2.7	-9.1	-10.3	-7.1	-10.0	-14.9	-12.3	-25.7	-19.5	↑	
	服装及衣着附件	6.8	3.8	6.2	7.0	-28.7	8.8	-1.2	2.5	0.8	-0.6	-10.1	-8.0	-16.0	-10.9	↑	
	玩具	3.1	4.5	-2.9	-3.1	-26.7	5.1	-6.5	-1.1	8.1	-3.3	-21.0	-28.0	-31.0	-25.6	↑	
	家具及其零件	2.5	-2.7	3.1	-8.1	-29.8	7.2	-7.8	-9.7	0.6	3.0	-3.2	0.4	-12.7	-8.8	↑	
	塑料制品	8.6	3.4	4.2	0.2	-23.0	7.3	-1.2	-2.0	2.2	3.2	0.8	3.8	-9.8	-3.5	↑	
高新技术及机电产品	高新技术产品	9.1	6.4	4.3	2.6	8.0	7.3	6.5	4.9	6.9	4.2	8.9	11.5	1.8	7.7	↑	
	机电产品	13.7	7.9	12.1	7.7	-1.5	13.4	10.1	7.2	8.2	8.0	7.6	12.6	1.2	9.7	↑	
	通用机械设备	30.3	14.0	29.0	19.1	-25.1	24.9	17.0	5.6	1.4	5.3	4.3	24.8	-9.1	4.5	↑	
	家用电器	22.8	10.1	14.1	10.5	-0.1	12.5	-2.9	-8.9	-9.0	-3.8	-6.6	-9.7	-13.6	-5.8	↑	
	集成电路	17.7	11.0	5.3	3.9	19.5	7.9	20.2	33.4	24.2	29.2	32.8	32.7	26.9	34.2	↑	
	印刷电路	17.4	15.3	22.8	12.1	33.6	26.4	30.7	27.6	32.2	32.9	26.5	32.8	23.3	29.4	↑	
	手机	-0.7	-0.6	-15.8	-13.2	10.6	7.7	-21.4	-23.2	-10.4	-21.8	-18.9	-1.9	-16.6	-12.6	↑	
	自动数据处理设备	15.7	16.2	9.5	10.7	9.5	0.8	-1.7	-3.8	-2.8	-9.6	-3.0	-0.3	-10.0	-7.0	↑	
	汽车包括底盘	3.9	-7.7	12.1	7.8	-3.7	1.6	4.4	13.7	23.1	18.6	17.3	10.9	34.0	53.0	↑	
	医疗仪器及器械	19.5	9.7	16.3	12.7	-7.4	9.7	8.4	2.3	5.0	12.2	6.1	8.8	-1.0	9.7	↑	
大宗商品	贵金属或包贵金属	-38.8	-33.3	-24.9	-29.4	40.4	-4.7	-12.9	-5.7	14.9	6.0	2.4	34.0	21.3	30.1	↑	
	钢材	24.4	2.6	11.8	-4.3	-3.3	-6.4	1.3	0.8	-1.6	11.7	-7.5	-2.7	-14.4	4.3	↑	
	稀土及其制品	-1.5	-7.7	-0.5	-0.2	-12.0	-4.5	-49.2	-69.0	-37.7	3.2	25.3	30.6	22.6	34.9	↑	
	合成有机染料	-1.2	3.4	21.4	7.1	-6.6	-10.5	9.5	-6.4	-17.0	-14.9	-10.0	14.0	-10.4	-1.3	↑	
	基本有机化学品	8.6	9.2	11.4	3.9	13.9	-2.4	-0.4	-5.9	-8.5	-1.1	-3.0	11.2	-0.5	10.7	↑	





资料来源：Wind

## 二、消费与 AI 投资推升美国经济增长

美国第三季度实际 GDP 环比折年率为 4.3%，高于市场预期的 3.3% 和上一个季度的 3.8%。从分项来看，主要贡献来自强劲的消费支出。三季度私人消费支出环比年化增长 3.5%，较二季度的 2.5% 加快，对 GDP 增长贡献高达 2.4 个百分点。其中，非耐用品与服务支出增速加快，耐用品支出增速则放缓。

强劲的消费支出或与资产价格上涨带来的财富效应有关。三季度美国股市在 AI 主题的带动下进一步反弹，提振了消费者的购买力。此前也有 Moody 研究显示，当前美国近一半的消费支出由最富有的 10% 人口贡献，而该群体持有约 87% 的美国股票，并在过去几年中持续受益于资本市场的显著回报。与此同时，三季度居民实际可支配收入的环比年化增长为零，为 2022 年二季度以来的最低值，这也表明消费支出的主要来源并非工资性收入。往前看，四季度以来美国股市呈现震荡走势，加上加密货币价格下跌（例如比特币价格从 10 月初高点累计下跌超过 20%），可能会削弱财富效应。而就业前景的弱化，加上实际工资增速并未改善，也可能对消费产生拖累。

固定资产投资增速放缓，与 AI 相关的投资需求仍在，但传统行业表现低迷。第三季度整体固定资产投资环比年化增长 1.0%，较二季度的 4.0% 放缓。分项来看，受益于美国科技企业持续扩大的资本开支，设备投资增长 5.4%，其中的计算机设备投资增长约 44%，增幅较上一季度加快。软件投资增长 5.4%，





也较有韧性。相比之下，建筑类投资下跌 6.3%，连续 6 个季度负增长。房地产投资下跌 5.1%，连续 3 个季度负增长。这表明，固定资产投资的扩张主要由 AI 相关领域拉动，其他行业未出现明显改善。另外三季度库存变动的贡献也较上一季度有所降低。这反映出在政策不确定性持续存在的背景下，美国企业的投资意愿依然偏弱，补库存动力不强。

往前看，**需要关注 AI 相关投资增速放缓的风险**。四季度以来，随着资本市场对科技企业大规模资本开支回报的怀疑加深，叠加部分 AI 项目融资条件趋紧（例如甲骨文债券 CDS 明显上升），这些因素都可能对未来 AI 投资形成制约。考虑到今年 AI 对设备投资的拉动尤为明显，这一趋势的潜在变化值得高度关注。

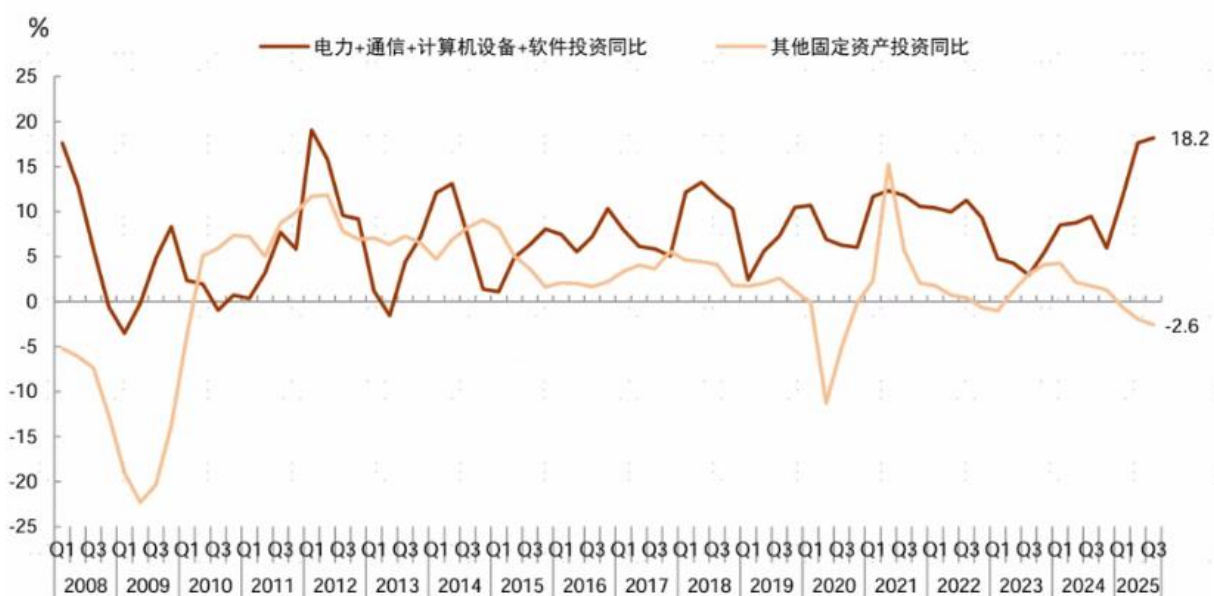
**出口超预期增长，进口连续两个季度环比萎缩**。三季度出口环比年化增长 8.8%，其中，飞机、引擎与零部件出口大幅增长 64%，对出口增长的贡献接近 30%。进口环比年化下降 4.7%，汽车及零部件、消费品进口均下降，但计算机及相关零部件进口仍上升。这意味着，在年初因关税因素引发的“抢进口”过后，**美国进口商整体已放慢进口节奏**，但与 AI 相关的进口仍在继续增长，显示相关行业需求依然存在。这一现象与前面提到的投资数据相互印证：AI 相关投资仍保持扩张态势，而其他传统行业投资低迷，补库存动力减弱。

**GDP 的韧性或打压短期内降息的呼声，我们维持美联储 1 月按兵不动，下一次降息或在 3 月的判断**。自 12 月 FOMC 会议以来，主要美联储官员相继释放了不急于再次下调利率的信号。例如，美联储主席鲍威尔表示，当前的政策利率已处于中性利率估计区间以内[3]；纽约联储主席威廉姆斯在上周



五表示，短期内无迫切需要降息。今天的 GDP 数据虽然滞后，但其韧性仍在一定程度上支持了这些观点。因此，我们认为美联储内部倾向于“等等看”的声音将占据上风，1 月维持利率不变的可能性更大。

美国固定资产投资增速分化，与 AI 相关的投资需求仍在，但传统行业表现低迷



资料来源：中金公司研究部



## 美国 GDP 细项一览

项目	实际GDP折年数（万亿美元）		占比（%）	同比增速（%）	季调环比折年增速（%）		环比增速贡献（%）
	Jun-25	Sep-25			Jun-25	Sep-25	
实际GDP	23.8	24.0	100.0	2.3	3.8	4.3	4.3
个人消费支出	16.4	16.6	69.0	2.6	2.5	3.5	2.4
耐用品	2.1	2.1	8.9	3.2	2.3	1.6	0.1
非耐用品	3.5	3.5	14.7	3.0	2.2	3.9	0.5
服务	10.8	10.9	45.5	2.4	2.6	3.7	1.7
国内私人投资总额	4.4	4.4	18.2	-0.3	-13.8	-0.3	-0.0
建筑	0.7	0.7	2.7	-6.3	-7.5	-6.3	-0.2
设备	1.4	1.4	6.0	7.4	8.5	5.4	0.3
知识产权	1.6	1.6	6.7	6.4	15.0	5.4	0.3
住宅	0.8	0.8	3.2	-1.8	-5.1	-5.1	-0.2
库存变动	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2
出口	2.6	2.7	11.3	1.5	-1.8	8.8	0.9
商品出口	1.7	1.8	7.4	1.1	-4.7	7.4	0.5
服务出口	0.9	0.9	3.9	2.1	3.5	11.2	0.4
进口	3.7	3.7	15.2	-1.8	-29.3	-4.7	0.7
商品进口	3.0	2.9	12.2	-3.0	-35.0	-7.5	0.8
服务进口	0.7	0.7	3.0	2.5	-1.2	6.3	-0.2
政府消费支出与投资总额	4.0	4.0	16.7	1.1	-0.1	2.2	0.4
联邦政府	1.5	1.5	6.4	-1.0	-5.3	2.9	0.2
州与地方政府	2.5	2.5	10.4	2.4	3.1	1.8	0.2

资料来源：中金公司研究部

## 三、1 月行业配置关注：春季躁动与年报业绩前瞻的线索

展望 1 月，行业配置重点关注春季躁动与年报业绩前瞻的线索：

从过去 2006-2025 年 20 年来看，出现春季躁动的概率超过 90%。从历次春季行情涨幅前五的行业来看主要有以下特征：1）出现概率较高的行业一方面是科技成长领域，另一方面集中在部分顺周期领域，典型的如计算机、电子、通信、有色金属、汽车、建材、基础化工等；2）前一年业绩年报业绩增速较高的行业，在春季行情中获得较高涨幅的概率更高。3）估值的角度看，低估值的行业更有望在春季躁动行情中取得领先增速。

本轮受益于“政策确定性+资金面宽松+产业趋势”等多重催化，行情有望





持续演绎。行业方面，一方面，考虑年报业绩增速有望较高或改善的领域预计主要集中在部分涨价品种、中高端制造业、出口韧性较高以及景气持续的TMT板块；另一方面考虑估值等因素，推荐重点围绕顺周期+科技领域布局，典型行业如电力设备、机械设备、非银、电子、有色金属、基础化工等。

### 3.1 历次春季躁动的行业线索

进入1月份，市场进入政策、业绩真空期，同时进入新的一年，市场情绪往往较为乐观高涨，发生春季躁动行情的概率较高。从过去2006-2025年20年来看，出现春季躁动的概率超过90%。其中12月份启动的概率最高为47.4%、其次1月启动的概率为36.8%、2月启动的概率为10.5%，11月启动的概率最低为5.3%。

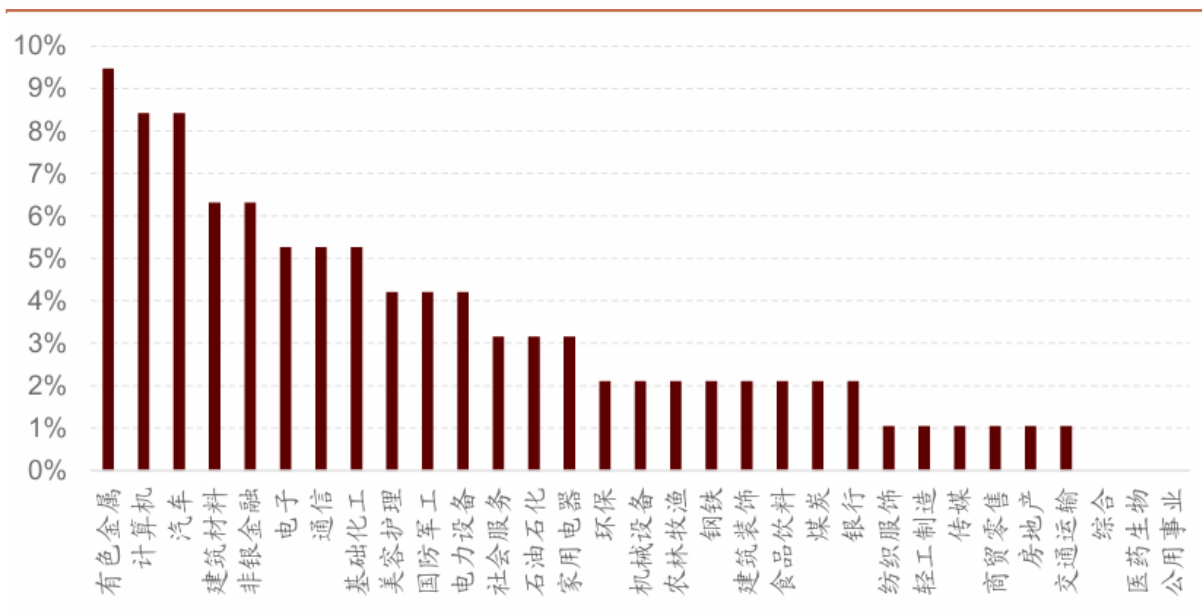
从催化因素来看，主要分为三类：1）货币政策的宽松，如降准降息等是大多数春季行情的驱动因素，同时流动性宽松的年份，春季行情的上涨幅度往往更高，典型的如2009年、2015年、2019年等流动性宽松的年份，春季行情期间上涨指数分别上涨30.36%、84.6%、31.7%；2）经济基本面相对较好或前一年12月中央经济工作会议定调较为积极宽松，典型的如2008年、2009年、2014年、2018年、2024年等12月中央经济工作会议的积极部署对次年的春季行情带来一定催化；3）重大事件催化，如2006年股权分置改革、2015年互联网+、2016年供给侧改革、2025年AI等催化了较为明显的春季行情。

从历次春季行情涨幅前五的行业来看，出现概率较高的行业一方面是科技成长领域如计算机、电子、通信，主要受流动性和重大事件催化；另一方



面集中在部分顺周期领域，如有色金属、汽车、建材、基础化工等，主要受经济乐观增长预期和大规模基建投资上行驱动。

过去 20 年春季躁动行情中涨幅前五的行业分布



资料来源：wind

前一年业绩年报业绩增速较高的行业，在春季行情中获得较高涨幅的概率更高。过去 20 年的春季躁动行情中涨幅前五的行业中，有 22.1% 的行业前一年年报业绩增速处于行业前六，而业绩增速在行业中排名靠后的行业在春季行情中取得前五涨幅的概率仅为 16.8%。

### 3.2 本轮行情的展望

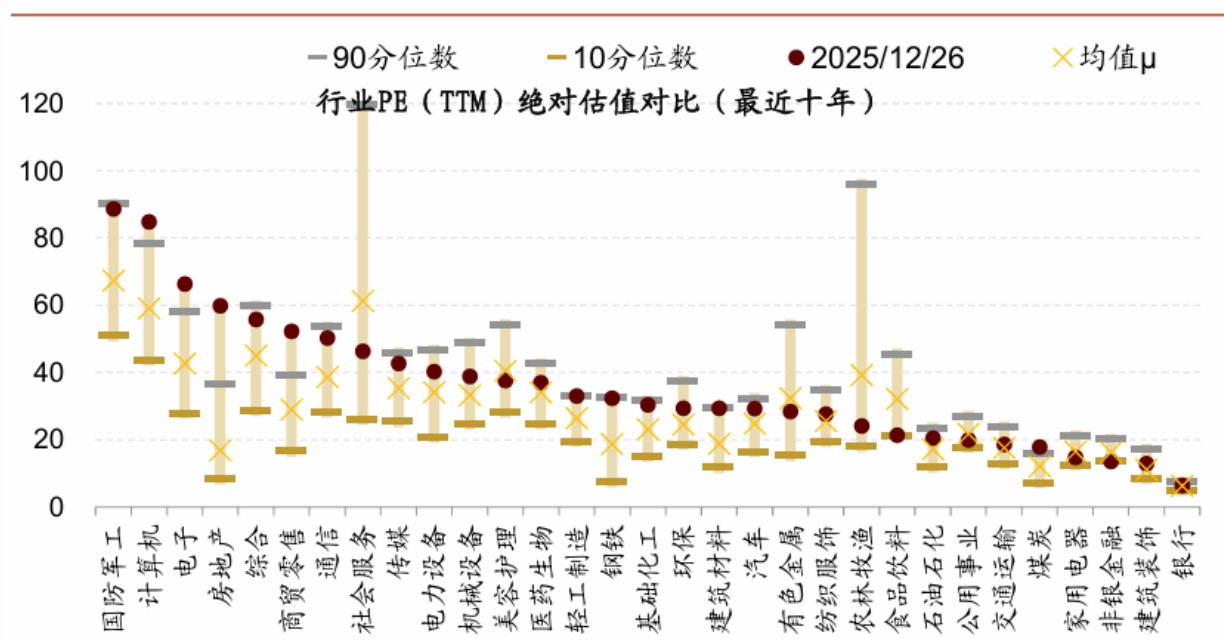
对比历年春季行情的驱动因素，本轮春季行情有望获得“政策确定性+资金面宽松+产业趋势”等多重催化。政策层面，一方面，2026 年适逢国内“十五五”开局之年叠加美国中期选举之年，有望迎来政策和需求端的共振；另一方面，2025 年 12 月中央经济工作会议表态相对积极，并且直面内需偏弱的



问题，后续针对需求端的政策有望密集出台。流动性方面，当前处于美联储降息周期，整体流动性偏宽松；国内处于经济复苏爬坡期，内需和物价相对低位，后续货币政策有进一步宽松的空间；同时人民币有望进入升值通道，带动更多资金回流，为春季行情带来支撑。此外，当前国产算力、商业航天、可控核聚变等领域的技术突破持续推进，有望提升春季行情的弹性。推进重点围绕顺周期+科技领域布局。

具体行业方面，参考前文对历史行情的分析，一方面，估值分位数较低的行业有望在春季行情中获得较大涨幅。截至目前多数行业估值处于最近十年50%以上分位数，估值分位数相对较低的行业主要集中在消费板块如食品饮料、农林牧渔、家用电器、美容护理、社会服务等以及非银、有色金属、医药生物、电力设备等。

### 申万一级行业估值

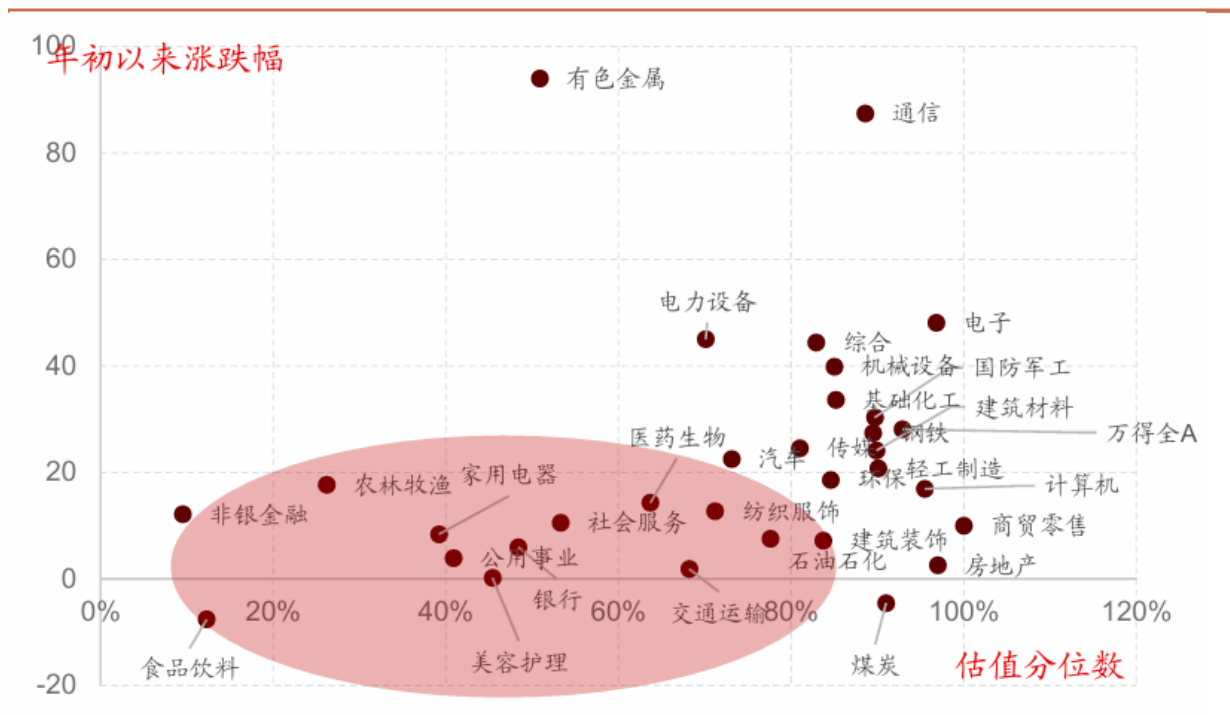


资料来源：wind





## 今年行业涨跌幅与估值分位数（近十年）



资料来源：Wind

另一方面，前一年业绩年报业绩增速较高的行业，在春季行情中获得较高涨幅的概率更高。1-11月工业企业盈利增幅收窄至0.1%，单11月同比降幅扩大至-13.1%。细分领域中采矿业利润同比-27.2%，尤其煤炭开采、石油天然气开采、黑色金属开采等亏损明显，有色金属矿采选利润同比32.3%；消费领域盈利相对乏力，酒饮料、纺织服饰、家具、文娱等持续负增；高新技术制造领域，盈利增速明显，高技术制造业、装备制造业利润分别增长10.0%、7.7%，电子设备、新能源相关行业表现突出。新旧动能分化加剧，短期盈利修复仍承压。

从四季度中观景气数据来看，年报业绩有望改善或持续高增的领域预计主要集中在：



1) 部分涨价商品：四季度以来 CPI、PPI 延续回暖态势，全球流动性改善、下游储能等新兴领域需求改善，叠加部分品类供应收缩，推动部分商品价格同环比均明显抬升，企业盈利空间有望修复，典型的如有色（工业金属、贵金属）、部分化工品（己内酰胺、溴素、TDI 等）、造纸、锂电解液、存储器、多晶硅等；

2) 新能源和高端制造业：新能源及中高端制造业受益于政策支持和需求回暖双轮驱动，内外需共振，盈利修复确定性较强，例如军工电子、航空装备、自动化设备、风电设备、电池、电网设备等；

3) 出口韧性板块：虽然四季度出口增速较三季度有所放缓，但在内需走弱的背景下，出口表现仍然有一定韧性，并且部分优势制造领域仍然保持较高出口增速，典型的如工程机械、集成电路、印刷电路、汽车、稀土、医疗器械等；

4) 需求旺盛预计延续景气的 TMT 板块：四季度以来，信息技术领域延续高景气态势，算力需求旺盛推动部分核心硬件价格上涨，光模块、液冷等持续受益；半导体和软件国产化持续推进，通信设备、半导体、传媒行业盈利有望延续较高增长。重点如通信设备、半导体、传媒；以及非银行业等其他景气延续领域。



## 四、行业配置：超配机械设备、TMT、电力设备和有色金属

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，1月建议超配：  
机械设 备、TMT、电力设备和有色金属

### （1）机械设备

机器人方面，特斯拉完成年前最后一次较为严格的审厂，部分企业已陆续收到新设计图及订单。结合马斯克在公开交流活动讨论相关信息，我们预计 Optimus Gen3 有望于 2026 年 1 月底亮相，量产事宜将在 26H2 陆续落地。美国政府加大力度关注机器人行业，正考虑 2026 年发布关于机器人的行政命令。此外，国内企业陆续赴北美建厂予以应对税务问题，也将助力企业加速布局海外市场。近期，机器人上太空概念再次被提及，商业航天板块涨势较好，机器人及核心零部件板块随之上涨，主要系机器人核心零部件技术基本相同，高端化后能应用于航天航空产品。另外，宇树内地上市备受关注，有望在 2026 年一季度提上日程。目前来看，人形机器人先进技术仍以特斯拉为主，OptimusGen3 新设计稿或将带来一场技术革新；灵巧手核心模组需求量增加，将带动核心零部件需求。中央及各地方政府持续助推机器人发展，叠加技术迭代和产业化进程加速，核心零部件需求将放量。经历数月盘整，机器人及相关领域筑底回升态势明显，关注资金提前布局。

工程机械方面，国内房地产需求仍相对低迷，基建固定资产投资累计同比呈下降趋势，采矿业固定资产投资累计同比增速连续三个月小幅回升，11





月工程机械主要产 品月平均工作时长、开工率环比有所回暖。我们认为，未来随着工程机械在矿山领域 渗透率提升，叠加国家重大工程陆续开工、资金加速落地和更新替换政策等因素驱动， 有望加快启动新周期。出口方面，11月工程机械产品出口贸易额同比增长 16.69%， 环比增长 12.04%，1-11 月累计同比增长 12.30%。海外国家降息、海外基建需求修复 等因素驱动，海外销量增速有望维持增长。

## （2）TMT

近期主要原材料价格上涨，其中伦敦铜 突破 1.2 万美元/吨，7628 电子布价格也有所回升。受此影响，多家覆铜板厂商对旗 下产品进行调价，其中龙头企业建滔积层板 12 月密集下发 2 份涨价函。目前原材料 价格仍然维持高位，下游 PCB 厂稼动率较高，同时覆铜板厂相较于 PCB 厂的议价权较高，因此产品调价趋势有望进一步持续。从成长性来看，2026 年英伟达新平台产品 Rubin 有望陆续采用 M8.5+材料，部分环节可能会采用更高端 M9 材料，覆铜板产品价 值量将会大幅提升，预计 ASIC 阵营客户也将积极跟进。覆铜板材料升级，也将带动 电子铜箔、电子布、树脂等原材料升级，比如电子铜箔将采用 HVLP4+、电子布往二代 布/Q 布方向升级，由于高端铜箔及高端电子布供应较为紧张，预计 2026 年旺季供需 缺口将会加大，产品价格有望进一步走高。

通信方面，2025 年前 10 个月，通信业运行总体平稳。电信业务 量及收入保持增长，新型基础设施建设有序推进，5G、千兆、物联网等用户规模持续 扩大，移动互联网接入流量保持较快增长。光模块是算力集群必要构成部



分，支撑跨 机架高速连接需求人工智能算力集群需大量光模块进行计算节点间的有效连接，以实 现算力调度汇聚，使计算规模延伸至机架之外。目前满足低能耗、大容量、大带宽需 求是主要趋势，线性光模块、芯片级光互连和全光交换新型产品应运而生。光互连行 业下游需求持续旺盛，密切关注前沿应用领域的发展。展望后市，2025 年通信行业处 于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释 放增长动能，蜂窝物联网模组从库存调整中复苏回暖，基站、光缆线路、数据中心等 通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术 商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

计算机方面，智谱、 MiniMax 角逐大模型第一股，AI 医疗赛道再迎新突破》报告的观点，12 月，被称为 AI 大模型“六小虎”的智谱、MiniMax（稀宇科技）两家公司陆续通过港交所聆讯， 并披露招股书，争夺成为“大模型第一股”。从核心技术路线看，智谱以 AGI（通用 人工智能）基座模型为核心，MiniMax 则聚焦多模态模型领域。从商业模式看，智谱 以 B 端、G 端服务为核心，自身的商业基调定位为 MaaS（即大模型 API 调用）为主， 通过 MaaS 平台提供大模型服务，收入主要来源于本地私有化部署。而 MiniMax 主要 面向 C 端个人用户，收入来源于 AI 原生产品的订阅制服务，以及开放平台及其他基 于 AI 的企业服务。若两家大模型初创企业成功上市，有望引导国内更多 AI 大模型厂 商实现从技术研发到商业价值的兑现，也为后续行业内企业融资及估值提供参考依据。 AI 应用方面，近期，蚂蚁集团宣布旗下 AI 健康应用 AQ 品牌升级为“蚂蚁阿福”，并 发布 APP 新版本，升级健康问答、健



康陪伴、健康服务三大功能。截至 12 月 15 日，“蚂蚁阿福”APP 的月活用户已超 1500 万，成为 To C 端 AI 医疗领域的现象级产品。随着国内科技巨头积极布局 AI 医疗赛道，有望快速推进我国医疗信息化和普惠化进程，并加速 AI 垂类应用场景落地，医疗或成为 AI 垂类应用场景的重要突破口。与此同时，随着 AI 应用场景不断拓展，AI 算力需求有望维持高位，建议关注 AI 应用及 AI 算力相关领域的投资机遇。

### **(3) 电力设备**

风电方面，2025 年 1-11 月，全国风电新增装机 82.5GW，同比+59.4%。2025 年 11 月，全国风电新增装机 12.5GW，同比+109.9%。2025 年 1-11 月全国风电新增装机保持同比较快增长趋势，全市场风电整机商风电机组投标均价呈企稳回升态势。海上风电深远海化是未来的重要发展趋势，未来海上风电项目的国内外招投标景气度有望提升。

电网方面，根据国家能源局数据，2025 年 1-11 月，全国电网工程累计投资完成额达 5604 亿元，同比+5.9%，保持同比增长态势。当前我国智能电网、西电东送、城乡电网改造等重要项目都需要大量的电网设备，并提出了新的要求，高效、节能、环保的变压器将成为未来市场的主流，电源电网的转型升级为我国的电网设备制造业创造了巨大的发展机遇。根据海关总署数据，2025 年 1-11 月，国内变压器出口额达 80.80 亿美元，同比+35.19%，保持同比较快增长态势。美国人工智能技术的迅猛发展带动了数据中心的大规模建设，而这些数据中心耗电量巨大，为了保障稳定高效的电力供应，需要大量高性能变压器。同时，美国电网中大量变压器已严重老化，这些老旧设备故





障风险高，亟需更换，其电网的升级改造也进一步拉动了需求。2025 年 1-11 月，中国出口的液体介质变压器合计约 55.33 亿美元，其中，对美国的出口金额约 5.06 亿美元，同比增长 44.68%，出口占比约 9.14%。建议关注技术和规模领先的新能源头部企业。

#### **（4）有色金属**

贵金属方面，12 月 23 日，COMEX 黄金价格收于 4515 美元/盎司，首度突破 4500 美元，较年初上涨 1844 美元。COMEX 白银价格收于 71.61 元/盎司，较年初上涨 41.62 美元，持续刷新历史高点。上海黄金交易所黄金 Au（T+D）价格收于 1006.45 元/克，首次站上 1000 元大关。黄金方面，受益于美元信用弱化、全球央行维持净购金、地缘政治因素及美联储降息预期等因素，资金涌入推升金价；白银价格上行主要因金融属性回归与工业需求爆发，叠加金银比加快均值回归等因素，推动白银价格快速冲高。短期需警惕获利资金了结等风险因素。

工业金属方面，近期，随着宏观情绪转暖，以及铜铝等主要工业金属供需格局加快转好等因素推动下，铜价持续刷新历史高点，伦铜价格于 12 月 23 日首度突破 12000 美元，伦铝价格升至 2022 年 3 月份以来的高位。展望 2026 年，美联储依然留有降息空间，且随着工业金属下游新能源领域的持续发力，工业金属价格或仍具备上行动力。截至 12 月 24 日，LME 铜价收于 12133 美元/吨，LME 铝价收于 2956.50 美元/吨，LME 铅价收于 1999.50 美元/吨，LME 锌价收于 3086.50 美元/吨，LME 镍价收于 15660 美元/吨，LME 锡价收于 42490 美元/吨。



**股掌柜证券咨询**  
GUZHANGGUI SECURITIES CONSULTING

小金属中钨的方面，供给侧偏紧预期持续，硬质合金、国防军工等传统需求稳中 有升，且在核聚变等新兴需求提振下，钨价快速冲高。截至 12 月 25 日，仲钨酸铵价 格收于 67.50 万元/吨，较年初价格上涨 221.43%，白钨精矿价格收于 45.60 万元/吨， 较年初价格上涨 225.71%。



## 【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得





本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。