



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 變

私人銀行季度投資觀點

二零二六年 第一季度

PRIVATE
BANKING
助您家業常青
是我們的份內事



► 方兴未艾

2025年，海内外宏观与政策环境的变化高度不一，全球大类资产在波动中重塑定价逻辑，新的震荡格局逐渐形成。境外方面，高利率环境趋向缓和，AI革命提振产业投资与盈利预期，流动性宽松与科技浪潮共同推动全球股票市场中枢不断上移；与此同时，贸易摩擦反复、美联储独立性博弈以及政府停摆等压力，逐步动摇“美国例外论”的宏观叙事，传统货币信用预期趋弱，贵金属价格显著走强。境内方面，政策改革精准发力，稳增长与促转型并举，市场预期逐步改善；以科技创新、高端制造为代表的新质生产力领域亮点纷呈，宏观经济结构转型成效初显，资本市场在结构分化中企稳向好，长期资金入市与制度建设持续夯实市场底座。

展望未来，境内外宏观经济如何演变？政策如何调整？又如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对2026年的资本市场展望。

助您家业长青 是我们的份内事

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



Private Banking
私人銀行

► 2025年大类资产表现回顾：贵金属领涨大宗商品，权益市场走强

回顾2025年，全球大类资产表现呈现“贵金属领涨大宗商品、权益市场走强、债市趋弱”的格局，市场交易围绕“地缘不确定性、全球流动性宽松、AI科技革命以及中国A股价值重估”展开。境外市场方面，美股上涨，黄金大幅走强，美债、美元指数走弱，非美货币多数上涨。境内市场方面，股票指数大幅上行，上证指数年内一度突破4000点，创下十年新高，中债利率小幅上行，债券市场波动加大。

表1：2025年全球各大类资产表现回顾

大类资产		现价	近1个月	近6个月	25年	
境内	A股	上证指数	3969	2.06%	15.23%	18.41%
		沪深300	4630	2.28%	17.63%	17.66%
		中证500	7466	6.17%	26.21%	30.39%
		中证1000	7595	3.56%	19.49%	27.49%
		创业板指数	3203	4.93%	48.78%	49.57%
		科创50	1344	1.28%	33.96%	35.92%
		中证红利	5504	-0.75%	1.73%	-1.39%
	万得大消费指数	2437	-2.06%	3.10%	4.09%	
	港股	恒生指数	25631	-0.88%	6.47%	27.77%
		恒生科技	5516	-1.48%	4.02%	23.45%
		港股高股息	5587	-3.52%	2.77%	10.68%
	中债	10Y国债(BP)	1.85%	-1.66	20.35	23.25
		中证国债	244	-0.45%	-1.24%	-0.39%
中证信用债		213	0.04%	-0.17%	1.00%	
中证转债		492	2.13%	10.88%	18.66%	
境外	美欧	道琼斯工业指数	48063	0.73%	9.00%	12.97%
		标准普尔500指数	6846	-0.05%	10.32%	16.39%
		纳斯达克指数	23242	-0.53%	14.10%	20.36%
		欧洲STOXX50	5791	2.17%	9.21%	18.29%
	亚太	日经225	50339	0.17%	24.33%	26.18%
		印度SENSEX30	85221	-0.57%	1.93%	9.06%
	美元债	MSCI越南	671	6.66%	44.39%	64.66%
		美国10Y利率(BP)	4.18%	-9.00	-8.00	-39.00
汇率	QDII债券基金	1360	-0.37%	1.64%	4.73%	
	美元指数	98.27	-1.18%	1.55%	-9.41%	
另类	美元兑人民币	6.99	-1.28%	-2.46%	-4.24%	
	伦敦金	4318.26	2.36%	30.77%	64.56%	
	上海金	977.56	2.83%	26.99%	55.77%	
	布伦特原油	60.91	-1.86%	-3.91%	-7.94%	

数据来源：Wind，截至2025年12月31日

► 2026年大类资产配置展望：美国政策“双重宽松”，境内政策“开局之年”

对于2026年一季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外：美国政策“双重宽松”，美债牛陡，美股缓升。展望2026年，特朗普政府或致力于推进双重宽松的宏观政策，以期同时创造繁荣的宏观经济与金融市场，全力冲刺中期选举。政治干预下，美联储立场或趋于鸽派，降息3次至3%附近。美国经济“金发女郎”格局有望延续，“三驾马车”齐头并进，预计全年实际GDP同比增速达到2.4%。在宽松交易成为主导逻辑的背景下，预计10Y美债利率中枢小幅回落，美股上涨速度将放缓，美元区间震荡，黄金继续闪耀，伦敦金价中枢有望升至4500。

境内：政策“开局之年”，债市震荡，权益向阳。2026年是“十五五”规划的开局之年，承载着“开好局、起好步”的重要使命。我国经济增速有望达到4.8%，呈现外需企稳、内需改善、价格修复的特征。宽松的外部流动性环境为中国资产向上生长进一步提供了“托力”，若2026年政策与AI红利持续释放，并成功传导至企业盈利端，流动性宽松与业绩改善催化，有望驱动AH股继续向上生长，大盘运行中枢有望不断上升，成长风格继续占优；降息放缓叠加通胀改善，债市或持续低位波动，10Y中债利率中枢或小幅上行至1.8%。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：大类资产配置建议表

资产类别		市场前瞻
权益	A股	当前市场虽未过热，但存在结构性泡沫，叠加境外扰动因素，短期预计高位震荡，行业轮动加快。中期看，政策稳市态度明显，流动性支撑估值，企业盈利有望企稳回升，短期扰动大概率仅构成一次性冲击，市场仍有望呈现震荡向上态势。需要注意的是，A股整体估值已大幅提升，其向上动力的强度和持续性可能不及过往半年，需做好预期管理。
	港股	境外扰动对港股的冲击更大，短期内港股波动加剧。中长期来看，港股具有结构性优势（外资流入 + 上市条件偏宽 + 优质标的集中 + 民企价值重估），仍将维持震荡上行的格局，结构上关注红利 + 科技成长。
	美股	当前美股估值处于历史高位，但流动性宽松将对估值提供支撑，未来美股上行将主要依赖于盈利驱动而非估值扩张，整体上涨斜率可能趋缓。结构上均衡配置，避免过度集中于高估值科技股。
固收	国内固收	债市仍将面临多空交织的局面，预计维持震荡。短债利率处于较为利好的环境中，长债利率仍有上行风险，但上行有顶。
	美元债	美债利率维持高位震荡，中短久期美债确定性更高。
另类	黄金	美国启动降息叠加短期避险助推金价持续创新高，目前金价已充分定价降息、美国政府停摆等因素，短期注意波动，中期继续看涨。

定稿日期：2025/1/16

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

表3：投资策略配置建议表

资产分类	投资策略	配置建议（未来6个月）	策略建议
现金	现金	—	银行间资金利率近期中枢整体稳定，现金类产品投资收益相对平稳。从长期来看，存款产品和现金类产品收益仍在下降趋势之中。
	存款	—	
固收	纯债	中低配	优先配置安全性较高的中短债，有一定波动承受能力的投资者可适度配置长债，也可配置固收+增厚收益。
	固收+	标配	权益市场中期上涨趋势未改，流动性充裕有利于股债偏强共振，固收+产品的配置价值凸显。
权益	主观多头	中高配	短期市场波动加大，中期利好因素仍将支撑股市上涨，维持中高配，配置时需做好预期管理。结构上红利为长期底仓，科技成长为进攻方向。
	量化多头	标配	市场活跃度维持在历史高位，管理人在市值风格的暴露整体下降，有利于量化选股策略获取超额收益，前期快速上涨期积累的潜在风险已逐渐释放，维持标配建议。
另类	黄金	标配	对黄金维持标配，建议继续持有，但不要盲目追涨，可把握短期回调窗口逐步定投配置。
	市场中性	标配	市场活跃度维持在历史高位，对冲成本收敛至近几年的平均水平，前期快速上涨期积累的潜在风险已逐渐释放，维持中性策略标配建议，但需降低收益预期。
	多策略	标配	商品期货市场波动率和趋势性均处于中低位，未来或存在反弹机会，维持标配建议。
	结构化	标配	报价有所提升，但市场点位已经不低，建议选择胜率更高的结构进行配置。

正文目录

2026年一季度主题： 境外货币财政双重宽松，境内开局之年提质增效

● 境外：美国政策双重宽松，经济K型分化	4
● 境内：“十五五”开局之年，经济稳步启航	4
● 境内固收：趋向震荡	5
（一）利率债：中枢持稳略升，曲线小幅陡峭	6
（二）信用债：维持区间震荡，利差小幅走阔	6
（三）固收投资建议：维持区间震荡，利差小幅走阔	6
● 境内股票：向阳拔节	7
（一）A股大盘：重心抬升	7
（二）A股结构：成长占优，科技主线	7
（三）港股展望：慢牛延续	8
（四）策略建议：中高配A股主观多头、标配量化多头	8
● 美股：脆弱平衡	9
● 美元债：延续牛陡	10
● 汇率：维持震荡	10
● 商品：维持标配	11

大类资产配置策略：增配权益，重视结构股债均衡

2026年一季度主题：境外货币财政双重宽松，境内开局之年提质增效

► 境外：美国政策双重宽松，经济K型分化

回顾2025年，美国经济保持平稳增长，关税冲击低于预期，财政政策继续扩张。2025年前三季度，美国实际GDP环比年化增速中枢达到2.2%，“三驾马车”齐头并进，消费与投资同步扩张，出口表现亦不算弱。居民消费中枢1.9%，企业投资中枢4.2%，出口中枢1.2%（图1）。但从结构上看，美国经济K型分化显著加剧。企业部门动能集中在“AI+金融”领域，并向极少数企业加速集聚。居民部门呈现“低质量增长”，财务状况与消费结构均不乐观，不断加剧的失衡正在威胁美国经济既有的正向循环。

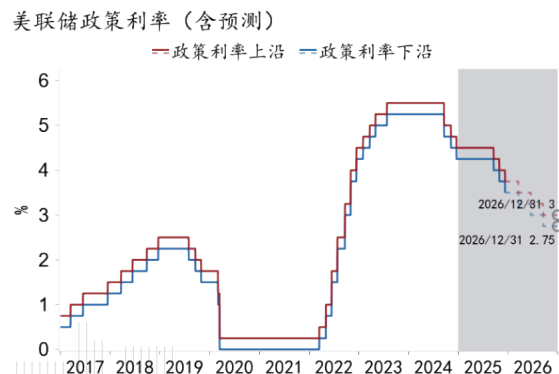
展望2026年，为冲刺11月中期选举，特朗普政府将着力推动宏观政策走向“双宽松”。同时，美国经济金发女郎格局有望延续，预计全年实际GDP同比增速达到2.4%。CPI通胀中枢位于2.5%附近，波动区间2-3%；失业率中枢位于4.3%附近，波动区间4.0-4.6%。财政政策方面，《大而美法案》扩张性效果已于2025年四季度开始展现，并将在2026年持续。货币政策方面，政治因素或将成为决定美联储政策走向的关键力量，美国政策利率或将降至3%附近（图2）。总体上看，一面是中期选举年宏观政策支撑，另一面是固有的K型分化问题，2026年美国经济或走向“脆弱平衡”。

图1：美国经济保持平稳扩张态势



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：美联储政策利率或降至3%附近



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

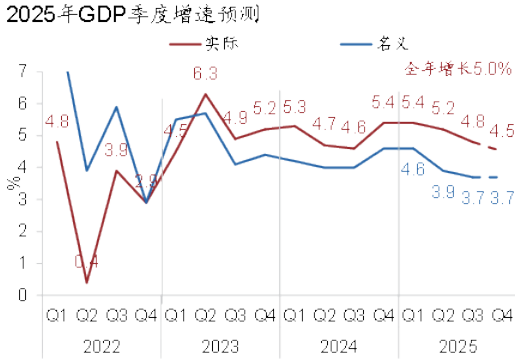
► 境内：“十五五”开局之年，经济稳步启航

回顾2025年，我国经济发展的外部环境更趋复杂严峻、国内有效需求相对不足，宏观政策加大逆周期调节力度，巩固经济回升向好基础，顺利实现经济社会发展主要目标。面对内外部多重压力，全年经济预计将实现5%的增长。上半年经济实现超预期增长，实际GDP累计同比增速达5.3%，主要得益于政策前置发力与“抢出口”效应（图3）。下半年以来，实体经济减速慢行，四季度更为突出，特别是投资增速明显下行，从6月2.8%降至11月-2.6%。实体经济供强需弱，导致价格运行持续低迷。7月以来，“反内卷”政策对价格的正面影响逐步显现，具有明显的结构性特征。得益于财政政策积极发力、流动性保持合理充裕，金融总量实现较快增长，结构明显分化。

展望2026年，经济有望稳步启航。2026年是“十五五”规划的开局之年，承载着“开好局、起好步”的重要使命。从中长期增长目标看，“十五五”期间我国经济增长中枢或为4.5%（图4）。聚焦2026年，经济增长目标或继续锚定“5%左右”。积极进取的增长目标有利于提振信心、稳定预期，激励经济主体行为扩张。政府、居民、企业部门的经济行为有望延续此前开局之年的特征，实现扎实平稳起步。一是政策力度边际扩张，中央财政更多发力，货币政策适度宽松，政策重心倾向提升全要素生产率和居民消费率。二是经济金融总量平稳增长，出口保持韧性，投资边际回暖，消费温和复苏。三是供需结构趋于平衡，价格平缓修复。

综上，在开局之年的积极定调和更加有为的宏观政策托举下，我国经济增长预计保持平稳，实际GDP增速有望达到4.8%。宏观政策增强前瞻性、针对性、协同性，加大逆周期和跨周期调节力度。其中财政政策将拓展政策空间，优化支出结构，深化税制改革。货币政策将保持“适度宽松”，兼顾“三重平衡”，强化利率比价，淡化数量目标，优化结构工具。

图3：2025H2中国经济边际减速



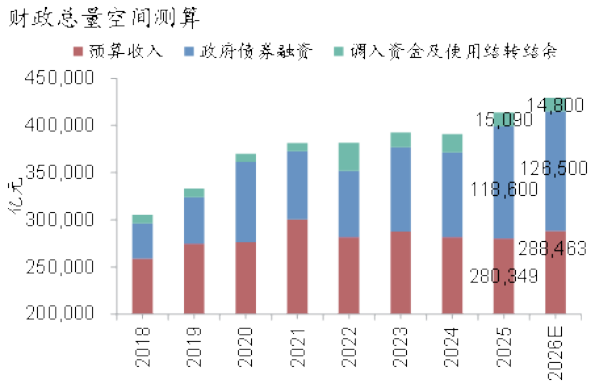
数据来源：Wind，招商银行研究院

图4：“十五五”经济增速中枢或为4.5%



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图5：2026年我国财政总量或达43万亿



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 境内固收：趋向震荡

（一）利率债：中枢持稳略升，曲线小幅陡峭

2025年，中债利率中枢进一步下行，10Y国债利率年均值1.74%，较前一年下行48bp。尽管名义GDP增速逐季放缓，利率走势却一改“单边下行”行情，转为在1.6-1.9%的区间内窄幅震荡，节奏“快下慢上”。

展望2026年，基准情形下，预计债券市场延续震荡走势，10Y国债利率中枢较2025年小幅升至1.8%（图6）。

基准情形下，预计2026年国内GDP平减指数降幅收窄，名义经济增速将小幅回升，私人部门融资需求持稳，将给利率中枢带来一定上行压力，会部分抵消政策利率下行的力量。

策略上，建议主要持有中短期品种，长久期品种介入需重视赔率。债市区间震荡，利率处于历史偏低水平，票息保护有限，下行空间不足，博取资本利得的空间相对有限，纯债产品的预期收益需要进一步调低。

（二）信用债：维持区间震荡，利差小幅走阔

2025年，信用债利率中枢下移，走势震荡，利率曲线转为陡峭，中短久期利率维持偏低水平，长久期利率波动加大，国内信用债“供给略偏弱、需求有支撑”的资产荒格局并未根本改观。

展望2026年，基准情形下，预计信用债市场区间震荡，信用利差小幅走阔，5年以下中短久期相对占优，长端波动将加大（图7）。

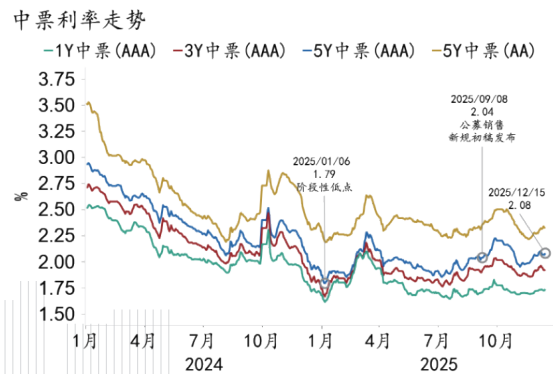
策略方面，以中短久期品种作为底仓，抓住高等级、中长久期品种波段机会以增厚超额收益，短久期品种把握信用下沉的票息机会。

图6：10Y国债与名义经济增速较一致



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图7：2025年信用债市场震荡下行



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

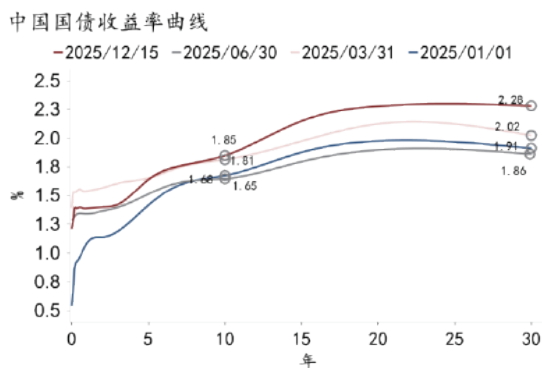
（三）固收策略建议：收益中枢下移，多元策略主导

2025年，债市震荡，收益率曲线陡峭化运行，长债波动加大。各类固收产品虽然均获取正收益，但多数产品2025年以来的年化收益率处于近十年偏低水平。分产品看，含权债基表现领先，同业存单指基与短债基金表现相对较好，中长期债基表现较差。

展望2026年，基准情形下，纯债类产品的收益预期需要继续下调，债市维持震荡，中短期纯债产品是较好的大类配置底仓品种。在底仓配置基础上，可增加对多资产和多元策略产品的配置。具体关注以下三点：

第一，对于流动性管理类产品，由于短端利率中枢有望小幅下移，现金类产品年化收益或将进一步趋近于1%水平。
第二，对于纯债类理财产品，中短久期的稳健理财产品相较于存款仍具有比价优势，具有配置价值。产品净值波动进一步显性化，债市波动增加或导致理财-债基赎回小型风波的概率上升，但发生大规模流动性踩踏的可能性不高。
第三，对于“固收+”产品，考虑到国内债市利率区间震荡，单一资产收益下降，而股市仍有一定上行动力，理财产品从单一资产转向多元化策略和资产的趋势已非常明确，应关注固收+产品。固收+可以考虑的策略包括：+量化中性策略、+权益指数增强、+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品/大宗商品/公募REITs）等。

图8：2025年收益率曲线整体陡峭上行



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

► 境内股票：向阳拔节

（一）A股大盘：重心抬升

2025年，在全球流动性宽松与人工智能浪潮的双重推动下，A股市场迎来牛市行情。尽管中美关税战对市场节奏产生了短暂扰动，但大盘整体仍从3,000点附近最高攀升至4,000点上方。在本轮行情中，科技与高端制造等新动能行业表现突出，成为行情的领跑者，其业绩改善也最为显著；相比之下，传统行业业绩受宏观经济偏弱影响，整体涨幅相对较小。

展望2026年，A股有望迎来业绩和资金双重驱动的慢牛行情，预计上证指数中枢会进一步抬升。

第一，A股业绩有望进一步好转。一是“反内卷”进入实质性落地阶段，价格—利润传导机制将得到修复（图9）。基准情形下，2026年物价进一步改善，上证指数利润增速或修复至10%左右。二是中美关系有望趋缓，或带动我国出口链企业盈利增速边际修复，对美依存度高的行业出口降幅有望显著收窄。三是科技与高端制造等新动能板块仍将是A股业绩的核心引擎（图10）。在当前AI产业浪潮的推动下，这一趋势有望在2026年延续。新能源与有色金属等中游制造板块同步受益于智能化、绿色化升级，叠加通胀温和回升，2026年业绩或仍具改善空间。

第二，2026年国内外资本有望进一步向权益市场迁徙。一是跨境资本有望流入。美联储2026年大概率降息幅度高于我国央行，这有助于人民币汇率企稳回升，并吸引跨境资本回流（图11）。二是居民资产配置或有利于权益类资产。当前债券收益率降至近二十年低位，房地产价格连续五年回落，传统“蓄水池”吸纳能力下降，而A股分红率与股息率相对较高，两融余额屡创新高，财富效应显现，增量资金在资产荒背景下仍将继续流入，2026年动量效应与羊群效应或继续放大（图12）。三是中长期资金入市将提供持续增量。2025年初发布的《推动中长期资金入市工作的实施方案》要求公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%；2024年发布的《推动中长期资金入市的指导意见》明确大型国有保险公司自2025年起每年将新增保费的30%投资于A股。机构资金年均增量确定性增强，为市场提供稳定且可量化的长期筹码。

第三，当前A股估值虽偏高，长期预期回报被压缩，但对2026年走势约束有限。上证指数市盈率已触及十年高位区间，而市净率与股息率分别仅处于64%与50%的历史分位，距离“泡沫”警戒线仍有缓冲空间（图13）。从中短期看，估值更多是资金博弈的结果，在盈利改善与流动性充裕的背景下，尚难成为行情反转的触发因素。

第四，2026年资本市场政策仍处友好周期。2024年以来，“资本市场持续稳定活跃”逐步成为宏观政策重要关注点，在此定位下，政策工具箱已明确涵盖流动性支持、交易端降费、中长期资金引入、上市公司质量提升及逆周期预期管理等一揽子举措，显示出“有形之手”既有能力也有意愿“持续稳定和活跃资本市场”，A股政策风险溢价有望继续收敛。

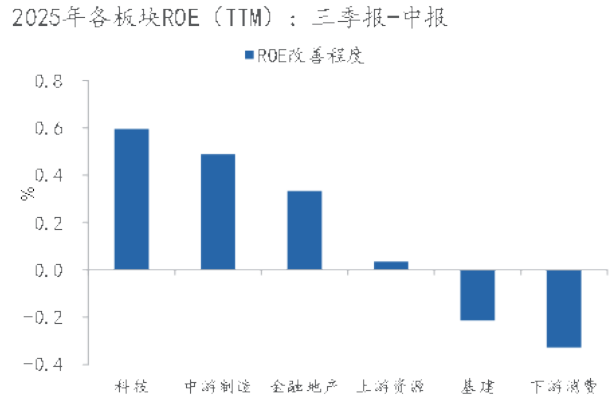
第五，牛市延续具备历史规律支撑。A股历史上的牛市平均持续24-28个月，本轮行情自2024年9月宏观政策转向后启动，2026年仍处于这一合理时间跨度内。需要注意的是，经过一年的估值修复，当前市场高位震荡，局部高估与价值洼地并存，后续将更多体现为结构化行情。

图9：“反内卷”推升物价和A股业绩



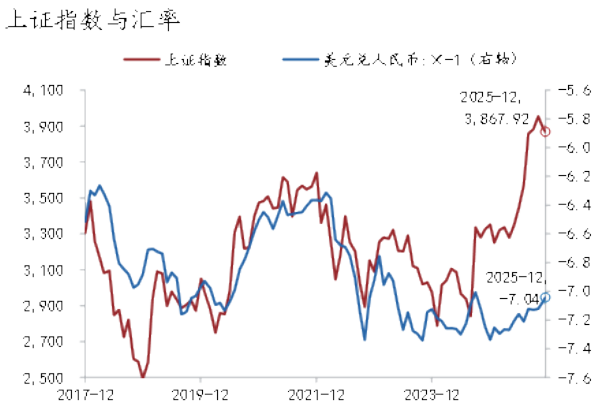
数据来源: Wind, 招商银行研究院

图10: 业绩主要贡献在科技与中游制造



数据来源: Wind, 招商银行研究院

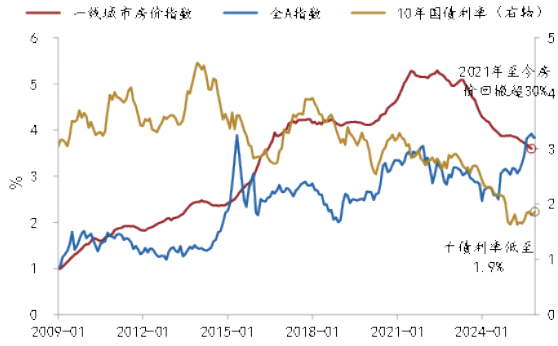
图11: 海外降息利于人民币资产



数据来源: Wind, 招商银行研究院

图12: 国内居民资产配置再平衡向股倾斜

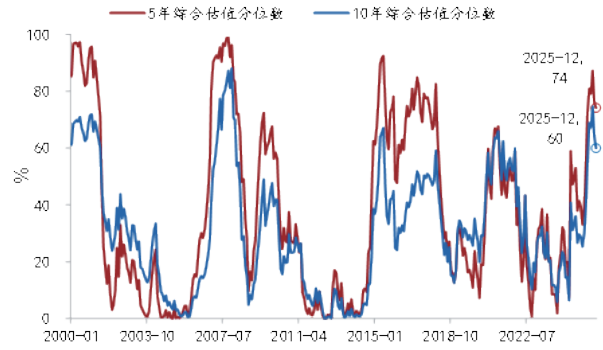
大类资产走势对比: 股市、债市、楼市



数据来源: Wind, 招商银行研究院

图13: 上证指数估值偏高但未至泡沫

上证估值: PE、PB与股息率倒数三者加权



数据来源: Wind, 招商银行研究院

（二）A股结构：红利+周期+科技成长均衡配置

2025年，A股成长和小盘风格占优。板块方面，科技>周期>红利>消费，消费板块表现较弱，食品饮料行业在所有一级行业中表现垫底，主要受到白酒的拖累。

展望2026年，预计成长将继续占优，小盘风格的优势缩小。结构上，红利+周期+科技成长均衡配置。

成长：流动性宽松与产业趋势仍是双重驱动。首先，流动性宽松的趋势预计将延续，美联储货币政策趋于宽松并继续降息，中国也偏宽松，成长股一方面作为长久期资产，受益于流动性宽松，另一方面A股成长股境外营收占比较高，对全球流动性也较为敏感（图14）。其次，从产业趋势与政策看，成长风格优势明显。全球AI产业大方向未变，“十五五”规划中，“科技自立自强水平大幅提高”被提高到靠前位置。当然，景气的另一面是估值的快速透支和拥挤度的快速走高，这将限制科技板块的上行空间，抬升波动率，配置时需控制好预期。

红利：无风险利率持续下行，长期资金入市的背景下，股息率较高的红利板块可作为长期的稳健底仓配置。在成长风格和科技板块涨幅过大、估值过高的背景下，红利资产与高估值成长股形成天然的对冲，能够有效平滑整个投资组合的波动。

周期：“反内卷”政策落地有望修复价格一利润传导机制，进而推动周期板块盈利改善，可关注在周期板块配置机会。

大小盘风格方面，小盘风格仍有望占优，但是优势将缩小。小盘风格的有利条件包括三方面，一是IPO数量处于低位，监管的态度仍是严把上市准入关。二是国内流动性偏宽松。三是A股整体风险偏好较高。不过由于A股已经大幅上涨，当前估值水平不低，市场风险偏好进一步提升的空间有限。

配置策略方面，红利+周期+科技成长均衡配置。产品方面，建议关注科技行业基金、红利低波基金、周期价值类基金，小盘股基金，同时可关注指数基金。低风险偏好者也可关注市场中性类的对冲基金。

图14：成长价值风格受美联储利率影响

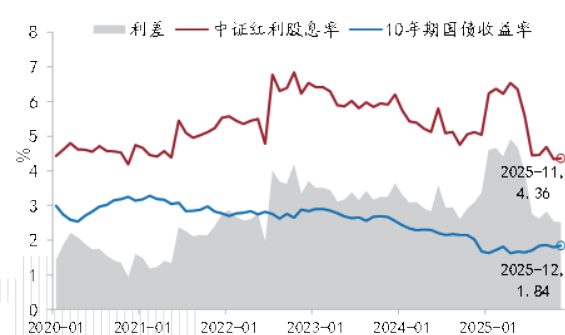
全球流动性宽松期间成长占优



数据来源：Wind，招商银行研究院

图15：股息率高于债券收益率

红利指数股息率与债券收益率



数据来源：Wind，招商银行研究院

港股展望：慢牛延续

回顾2025年，恒生指数与上证指数虽同步波动，却跑出相对收益，核心差异源于行业、汇率与估值的三重共振。

首先，港股汇聚头部互联网平台、创新药、新消费等新经济龙头，估值较低同时质地更佳；而A股则更倚重顺周期蓝筹股，对宏观贝塔较为敏感。其次，人民币升值带动港币计价的港股业绩被动提升。最后，年初AH溢价率高达43%，有向均值回归的需求，目前已收敛。

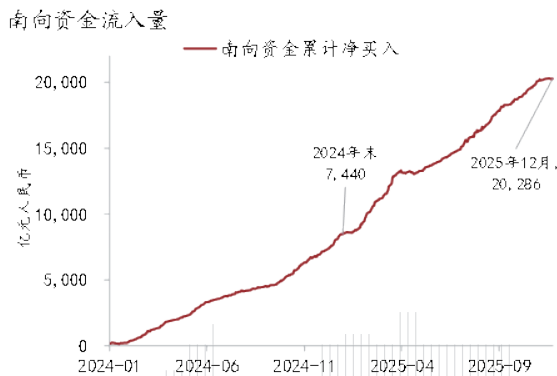
展望2026年，港股慢牛有望延续，盈利修复与流动性宽松构成双重支撑，恒生指数中枢或进一步抬升。盈利端，中国名义GDP增速预计温和回升，港币计价口径下增速更高。资金端，国内低利率资产荒，有望加速资金流向港股寻求收益，南向资金2025年净流入规模约1.3万亿，远超2024年的0.7万亿；与此同时，美联储宽松预期推动全球资金再平衡，港股等新兴市场将优先受益。估值端，恒指市盈率、市净率分别位于近十年80%分位，虽处高位但未至泡沫水平。

港股结构配置上，红利板块作为防御的“盾”，科技板块作为进攻的“矛”。

港股红利资产当前配置价值略高于A股。截至2025年12月31日，港股通高股息指数股息率约为6.4%，同期A股的中证红利指数股息率约为5.1%。即便扣除港股通20%的分红税，港股股息收益仍占优。更关键的是，保险资金持股满12个月即可免征红利税，在巨量高股息配置需求的推动下，港股股息率未来大概率向A股靠拢，AH溢价有望进一步收敛甚至抹平。

港股科技股建议上调配置，可从五个层面来看。一是调整基本到位：恒生科技本轮回调约20%，历史上牛市中的调整通常为20-30%，技术性抛压接近尾声（图16）。二是流动性顺风：美联储2026年仍有较大概率降息，历次宽松周期科技股往往相对占优。三是产业周期开启：国内AI资本开支仍处于起步阶段，远未到美国般的泡沫争议阶段，在即将开启的“十五五”时期有望获得长足发展。四是估值合理：当前恒生科技市盈率为22倍，低于A股和美股科技。五是业绩稳健：彭博一致预期显示，2025年营收增速预计为2.3%，2026年和2027年分别提升至11.6%和10.2%。

图16：南向资金加速流入港股



数据来源：Wind，招商银行研究院

图17：恒生科技牛市回调基本到位



数据来源：Wind，Factset，招商银行研究院

（四）策略建议：中高配A股主观多头、量化多头

主观多头：中高配主观多头产品。中期上涨趋势未改，维持主观多头产品中高配。当前市场高位震荡，局部高估与价值洼地并存，后续将更多体现为结构化行情，建议均衡配置红利+周期+科技成长板块。

量化多头：中高配量化多头产品。市场活跃度处于历史较高水平，前期积累的各类市场风格风险已有所释放，未来获取超额收益的负面影响将边际递减，量化多头策略仍是较好的参与权益市场的方式，建议中高配，但需降低收益预期。

► 美股：脆弱平衡

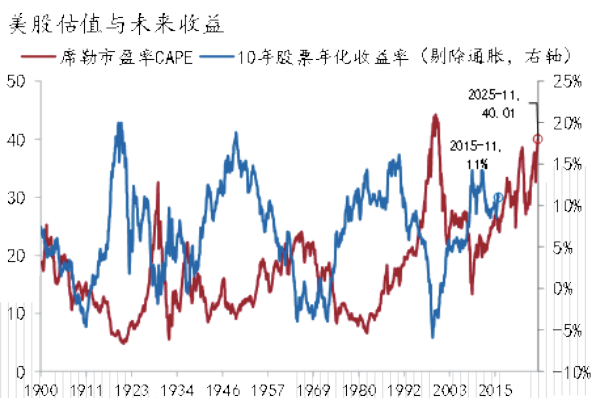
回顾2025年，美股受人工智能革命与美联储降息的驱动，继续上行。2025年一季度，DeepSeek横空出世，美国AI例外论被打破，美股有所回调。4月份“对等关税”政策出台，美股大跌，从最高点回撤近20%，险些进入技术性熊市。随后关税政策缓和，市场开始反弹。之后，美国科技巨头不断推出新的AI模型，巩固了AI领域的优势，美股重新回到上行趋势。宏观层面，美国通胀风险并未发生，美联储持续降息，进一步助推了美股的上涨。截至12月15日，标普500上涨15.9%，高于美股长期年化回报率。

展望2026年，预计美股上涨速度将放缓。当前美股估值偏高，存在泡沫成分，但强劲的盈利基础和宽松的货币政策将构成关键支撑。

当前美股呈现出若干泡沫特征，值得持续监控。首先，投资规模空前，过度投资风险显现。其次，估值处于高位且市场集中度高（图17）。第三，货币化挑战与产业链资金循环风险。尽管存在上述风险，但当前市场与历史泡沫有重要区别，使其尚未进入典型泡沫阶段。

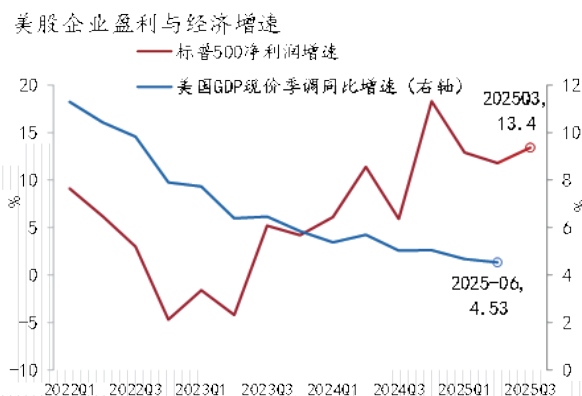
整体看，预计美股的快速上涨阶段接近尾声，过去盈利增长+估值扩张的双重驱动难以为继。未来将进入脆弱平衡时期，盈利增长仍是核心支撑，但估值上升空间收窄，市场波动加剧。

图18：美股估值处于高位



数据来源：Wind，招商银行研究院

图19：美股企业盈利强劲



数据来源：Bloomberg，招商银行研究院

策略上，维持对美股的标配，仍可正常配置，并在估值回落时增加配置。

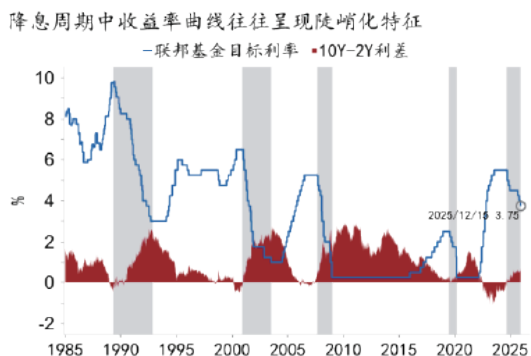
收益预期方面，年化回报或回落至个位数水平，与盈利增速相匹配。若市场出现10-20%的回调，估值将回归合理区间，可考虑加大配置力度。配置上适度分散化，在科技股之外，可以关注工业、公用事业、能源和医疗板块。

► 美元债：延续牛陡

回顾2025年，美债收益率表现分化。截至2025年12月15日，30Y超长端利率横盘，10Y美债利率回落40bp，2Y美债利率回落超70bp，收益率曲线呈现牛陡行情（图19）。

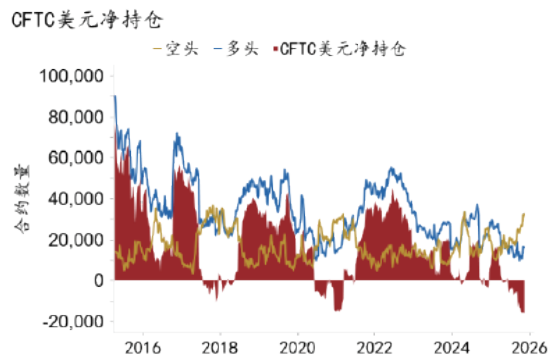
展望2026年，10Y美债利率中枢预计将小幅回落，美债短端利率的下行或更具确定性，长端利率需消化经济预期、通胀前景、政治因素等多重变量，或呈现波折中缓慢回落的态势，利率曲线也将延续陡峭化特征。策略上，建议维持对2-5Y中短久期美债的配置，长债建议逢低布局。另外，对于使用人民币通过QDII等渠道配置美债的投资者来说，由于当前锁汇成本已经显著降低，建议优先考虑锁汇或部分锁汇类产品，以对冲汇率波动风险。

图20：降息周期中美债利率曲线往往牛陡



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图21：美元净空头持仓已经相对拥挤



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

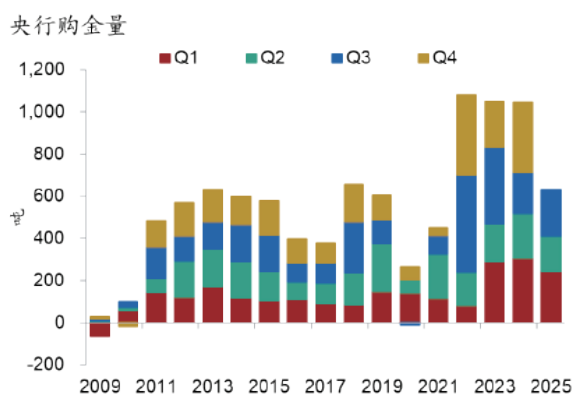
► 美元：维持震荡

回顾2025年，在全球贸易战与美国财政可持续风险发酵的先后催化下，去美元化一度成为全球金融市场交易的主导逻辑，叠加市场对美国降息交易的押注，美元在上半年明显走弱，下半年维持低位震荡走势，截至2025年12月15日，美元跌幅为9.4%。

展望2026年，预计美元将先经历阶段性承压，随后或有望出现修复性行情，中枢小幅下降。一方面，美元仍面临流动性宽松的利空影响。另一方面，预计美元的下跌态势难以持续，最终可能形成先跌后反弹的震荡格局。从3-5年的长周期视角看，定义美元进入熊市的理由尚不充分。

综合上述因素，预计美元将维持区间震荡格局，波动区间在95-103之间。

图22：2025Q1-Q3央行购金仍维持高位



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 另类：维持标配

黄金：长期看好。

2025年，在关税担忧、去美元化叙事、美联储重启降息、地缘政治风险反复的影响下，黄金延续上涨形态且涨幅明显扩大，伦敦金从\$2,600涨至\$4,300，上海金从600元/克涨至1,000元/克，涨幅一度超过60%，这也是自1980年以来的最大年度涨幅。

展望2026年，预计黄金仍将维持上涨走势。不过考虑到当前黄金估值已经处于历史最高，预计2026年金价或很难复刻2025年的极端涨幅，上涨节奏将有所放缓，但伦敦金仍有望挑战更高整数关口，中枢将进一步上行。

黄金继续上涨的逻辑有三方面。一是美联储降息周期延续。二是央行购金趋势尚未出现逆转苗头（图21）。三是地缘政治冲突频发。

实际上，市场对黄金基本面的分歧并不大，投资者关心的问题可能更多集中于黄金是否已存在泡沫？

第一，从估值看，黄金作为不生息资产，虽无传统意义上的估值概念，但以“剔除通胀后的黄金真实价格”作为替代指标可发现，当前金价已远远超过1980年二次石油危机时期的历史峰值。

第二，从拥挤度看，以黄金ETF为代表的投资类资金持仓规模与历史高点仍有一定差距，且央行的黄金储备也刚从低位回升。这意味着黄金的配置型资金并不拥挤，后续仍有增持空间。

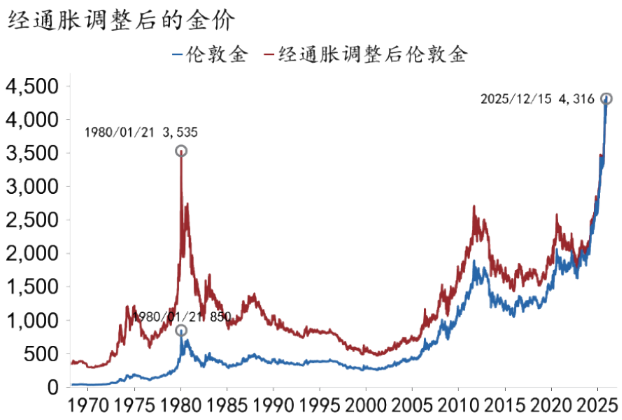
第三，从历史周期来看，黄金牛市的平均持续时长约为4.5年，平均涨幅为344%。本轮牛市从2022年末启动，持续时长约3年，涨幅为164%，与历史规律相比并不极端（图22）。

策略上，对黄金维持标配，建议投资者继续持有，但不要盲目追涨，可把握短期回调窗口逐步定投配置。

CTA：在宏观环境高度不确定的情况下，商品市场未来有可能产生持续的供需矛盾。当前商品期货市场波动率和趋势性均处于中低位，未来有较高的反弹机会，且CTA类策略管理人的整体规模暂未出现拥挤情况。**整体来看，对CTA类策略继续维持标配建议。**

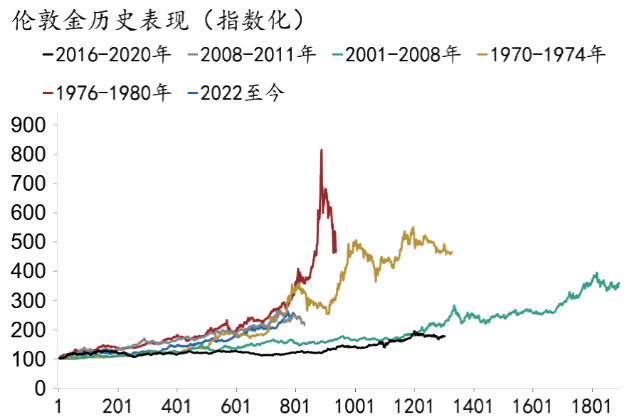
市场中性：市场活跃度维持在历史高位，对冲成本收敛至近几年的平均水平，管理人在市值风格的暴露整体下降。**维持中性策略标配建议，但需降低收益预期。**

图23：经通胀调整后的伦敦金超历史高点



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图24：2022年以来的黄金表现并不极端



数据来源：Macrobond，招商银行研究院



重要免责声明

理财非存款，市场有风险，投资须谨慎

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行有权在法律法规和监管规定允许的范围内对本报告予以解释。



招商银行私人银行持续创新，打造极致的金融服务体验，以全球化视野和本土化洞察，
整合招行内外部资源，搭建“人-家-企-社”综合服务体系，
为您个人、家族和企业提供财富管理、家业传承、企业投融资、慈善公益等优质服务。

更多信息，请致电 40066-95555 微信服务号: 招商银行私人银行





更多信息，请致电 95555，或登录 cmbchina.com