

国投瑞银基金策略报告

2026 一季度

# 多类资产向好，人工智能热潮能否持续对市场表现极为关键

- 多市场、多资产向好，对发达市场股市中性乐观、A股牛市或延续，配置机会凸显
- 权益市场：市场重心或将上移，居民资产再配置与企业盈利有望边际改善为主要推力
- 债券市场：虽债市难以趋势性走熊，但利率中枢或继续抬升，年初建议维持中性偏短久期
- 海外市场：在“流动性仍在+回报难扩散”的背景下，港股分化或进一步加剧



周珞晏  
资产配置部  
副总经理



綦缚鹏  
基金投资部  
总经理



李达夫  
固定收益部  
总经理



李安杰  
专户投资部  
部门总监



扫码查看完整版  
国投瑞银基金策略报告

风险提示：以上观点仅供投资者参考，不构成具体的投资建议，基金投资需谨慎。本报告中的观点是基于我认为可信的公开资料 and 目前市场情况分析得出，具有时效性，仅供参考，不作为投资建议。投资有风险，请谨慎选择。我国基金运行时间短，不能反映股债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成新基金业绩表现的保证。请投资者仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告，全面认识基金产品的风险特征。

# 国投瑞银基金季度策略报告

## 多类资产向好，人工智能热潮能否持续 对市场表现极为关键

### 多市场、多资产向好，配置机会凸显

对发达股市中性乐观、A 股牛市或延续；美债收益率或小幅下行；对部分贵金属、工业金属战略看多，债市非牛但仍有配置意义。

### 居民资产再配置与企业盈利改善双轮驱动

市场重心或将上移，居民资产再配置与企业盈利有望边际改善为主要推力，市场风格或趋向均衡；关注反内卷、出海、类现金重估、成长方向分化等。

### 虽债市难以趋势性走熊，但利率中枢或继续抬升

年初建议多看少动，维持中性偏短久期，保持流动性以应对波动，中短端高票息信用资产可作为底仓。春节前后若安全边际改善，可择机逐步介入。

### 流动性仍在但回报难扩散，分化或进一步加剧

流动性暂未收紧，美债利率震荡、降息空间受限，中资美元债需深耕筛选；港股中期或向上但分化进一步加剧；人民币或温和走扬。

## 前言

### 多市场、多资产向好，配置机会凸显



周珞晏

资产配置部副总经理

## 一、 市场回顾

纵观 2025 年，多数资产表现颇为正面，全球主流股指、工业和贵金属、以及美债均走出牛市行情。当然，上述资产价格的上行并非一帆风顺，4 月的贸易争端一度使得各类风险资产承压，但随着 TACO 交易的展开，相关资产又重新回归上涨的势头，牛市氛围大体贯穿了整个下半年。相比之下，全年表现较弱的资产则包括美元、国内债券、能源、农产品。

多数资产的牛市由若干基本面因素共同构成：

- 1) 美国例外论的消退，以及央行去美元化进程在延续，对应了弱美元和贵金属牛市；
- 2) 全球基本面在软着陆的路径上前行，也即是增长不弱的同时通胀回落，这一组合对风险资产较为有利；
- 3) 以 AI 为代表的科技领域持续推进，为成长板块以及相关工业金属进一步奠定了超额收益的基础；
- 4) 美国内部的特殊现状：TACO 交易、K 型经济（或者说就业弱于增长）以及宽松的货币政策同时对美股、美债形成了利好。

另外，上述理由也互相交织，没有强劲的科技领域资本支出以及 TACO 交易，基本面也难以出现软着陆的局面。

能源、农产品由于缺乏供给侧限制、新经济需求和去美元化的支撑，表现偏弱符合预期。但国内债市的弱势则较为意外。股债跷跷板、经

“尽管赔率相对有限，我们对以美股为代表的发达市场股市仍持中性乐观的态度，冲高止盈和回调买入的背景仍然成立。”

“结合修复中的基本面，筑底回升的企业盈利增速和 ROE，国内权益市场的牛市或仍可延续。”

济表现预期强、机构行为、超长端供给量过大等等因素在不同阶段为债市的调整提供了理由。但除了上述原因之外，实际基本面在宽财政背景下可能略好于公布的数据（尤其是固定投资），以及基数剧烈波动所导致的经济数据同比下行对债市指导意义有限也是债市弱于预期的重要因素。

## 二、 市场展望

展望 2026 年，中性假设下我们预计全球经济增速温和放缓但不失稳健，美、欧等发达经济体增速虽未必一帆风顺但并不显著弱于 2025 年。

**首先**，美国的 AI 相关投资依然火热，可以观察到美国大型 IT 公司在资本开支增速依然不低，即便投资增速不如 2025 年，但仍对经济有一定支撑，0.5 至 1 个百分点的 GDP 拉动即可有效缓解美国经济进入衰退的风险。

**其次**，财政政策方面，美国、德国、日本等主要经济体都是财政加码的状态，对经济的拉动强于 2025 年。

**再次**，低利率、弱美元、低油价形成的宽松金融环境对传统经济有短期支撑，尽管其不足以拉动基本面上行，但对预防经济失速仍能起到正面的作用。

**综合这些因素，海外权益市场仍可获得盈利增长的支撑，也即是分子端仍偏正面。**

在分母端，最重要的无疑是 AI 的泡沫问题。通过对美国大型 IT 公司的分析，可以观察到多数估值指标指向 1997-1998 年，也就是股市冲高之前，但也有部分指标（PB、PS、Capex/营收、经济中的占比）指向估值更高的时期。综合来看，分析结果可能比乐观观点（认为目前为 98 年，仍有 99 年的大行情）要谨慎一些，或者说能否维持 ROE，盈利增长能否如期消化估值极为重要（市场一致预期估值回落）。考虑到市场有学习效应，其未必出现 1999-2000 年的大涨大跌行情，整体上震荡上行，波动放大。

**综合来看，尽管赔率相对有限，我们对以美股为代表的发达市场股市仍持中性乐观的态度，冲高止盈和回调买入的背景仍然成立。**

中国方面，通胀走势是 2026 年基本面乃至股、债走势的核心因素。我们的中性假设是 PPI 月环比均值未必能转正，但同比随基数趋于上行，而 CPI 月环比弱于季节性但强于 2023、2024 年，同比修复并稳定于正值区间。结合实际 GDP 的增长，我们预测名义与实际 GDP 增速均呈现逐季走高的态势，强于 2025 年下半年名义增长低迷的环境，国内基本面再通胀渐行渐近。

**结合修复中的基本面，筑底回升的企业盈利增速和 ROE，国内权益市场的牛市或仍可延续。**

### 三、 资产配置

**全球资产方面，我们认为美债收益率在 2026 年仍有些许下降的空间。**展望 2026 年全年经济，我们的中性情景是美国经济增长适度放缓，因此降息周期不会终止。同时，必须意识到当下美债期限溢价已处于较低水平，大幅压缩的空间有限。因此，除非经济出现失速（例如 AI 投资大幅低于预期），否则美债收益率下行幅度相对有限。

“我们对美股仍倾向于回调买入，美股中长期能否延续牛市需要紧密观察，但不必过早回避。”

**美股方面**，考虑到 AI 的发展仍在正向推进且难言严重泡沫、而宽松的货币政策正在对老经济形成支撑，**我们对美股仍倾向于回调买入。**战略上，美股高估值、低 ERP、高集中度客观上限制其赔率，因此美股中长期能否延续牛市需要紧密观察，但不必过早回避。

**商品方面**，黄金经历了大幅上涨和快速回落，当下延续高位盘整。考虑到去美元化、央行购金等长期逻辑仍然存在，结合对美债利率仍有下行空间、以及美元熊市仍未结束的观点，**我们维持对黄金战略看多的观点。**尽管央行在金价高位时购金量变小，但黄金持仓占比仍低，所以不必对金价处于绝对高位的现状过于谨慎。结合美债利率仍有一些下行空间，而与之反向相关的全球黄金 ETF 的持有量尚未达到历史高点，可以推断市场化的力量也有增配黄金的需求。

除了黄金之外，**铜等工业金属也是我们继续看好的品种**，有限的供给、低位的库存，AI 和新能源等新经济需求都对铜价保持胜率提供了条件。不过相比于央行购金限制了下行风险，工业金属的走势需要更关注供给和需求端的边际变化。

**国内权益方面，A 股春季躁动已趋于启动，春节至两会期间需关注止盈时点。**全年来看，同时伴随美股 AI 进展仍较为积极，A 股情绪逐渐回暖，短期市场走强，年底前后可以积极一些。中期来看，国内基本面逐渐再通胀仍是合理预期，盈利增速、ROE 筑底回升，居民配置需求逐渐加强，**A 股中期仍有上行空间。**

“我们维持对黄金战略看多的观点，铜等工业金属也是我们继续看好的品种。”

其中**科技成长、反内卷相关的上中游**仍值得持有，但可以适度分散至其他处于低位的板块。例如**非银、消费、恒生科技**等相对低位的板块。另外，考虑到基本面仍有待整固以及全球政经环境的不确定性，**价值及红利板块、军工**仍是适合长期配置的方向。

**国内债市方面，基于对名义增长上行的中性假设，2026 年债市较难成为牛市，但也不必过于悲观，不确定性仍存。**

首先，债市的表现明显滞后于基本面（这一点与股市相反），利率进一步向上空间有限。其次，当前期限利差已处于偏宽的状态，叠加潜在的降息可能性，而 26 年财政政策相比 25 年却有所减弱。最后，尽管我们的中性假设是名义增长逐季上行，再通胀渐行渐近，但此情景所面临的下行风险是大于上行风险的，这也使得债券仍有其配置价值。

数据来源：WIND、中信证券，数据截止日期 2026 年 1 月 8 日

权益精选			
产品名称	基金经理	产品代码	风险等级
国投瑞银策略智选混合型证券投资基金A	吉莉	017216	中高风险(R4)
国投瑞银专精特新量化选股混合型证券投资基金A	赵建	015842	中高风险(R4)
国投瑞银景气驱动混合型证券投资基金A	汤龔	017749	中高风险(R4)
国投瑞银境煊灵活配置混合型证券投资基金A	周思捷	001907	中高风险(R4)
国投瑞银锐意改革灵活配置混合型证券投资基金A	马柯	001037	中高风险(R4)
国投瑞银港股通价值发现混合型证券投资基金A	刘扬	007110	中高风险(R4)
国投瑞银行业睿选混合型证券投资基金A	綦缚鹏	015887	中高风险(R4)
国投瑞银上证科创板综合价格指数增强型证券投资基金A	殷瑞飞, 钱瀚	023903	中高风险(R4)
国投瑞银中证A500 指数增强型证券投资基金A	殷瑞飞	023861	中高风险(R4)
国投瑞银国家安全灵活配置混合型证券投资基金A	李轩	001838	中高风险(R4)
固收精选			
产品名称	基金经理	产品代码	风险等级
国投瑞银恒泽中短债债券型证券投资基金 A	李达夫	005725	中低风险 (R2)
国投瑞银优化增强债券型证券投资基金A/B	杨枫, 綦缚鹏	121012	中低风险 (R2)
国投瑞银双债增利债券型证券投资基金 A	李达夫, 宋璐	161216	中低风险 (R2)
国投瑞银中高等级债券型证券投资基金A	宋璐	000069	中低风险 (R2)
国投瑞银融华债券型证券投资基金	杨枫	121001	中风险 (R3)
指数精选			
产品名称	基金经理	产品代码	风险等级
国投瑞银中证港股通央企红利指数型发起式证券投资基金A	刘扬, 钱瀚	022151	中高风险(R4)
国投瑞银中证全指自由现金流指数型发起式证券投资基金A	赵建, 钱瀚	024400	中高风险(R4)
国投瑞银上证科创板人工智能指数型发起式证券投资基金A	赵建, 钱瀚	024898	中高风险(R4)
国投瑞银中证机器人指数型发起式证券投资基金A	赵建, 钱瀚	021895	中高风险(R4)

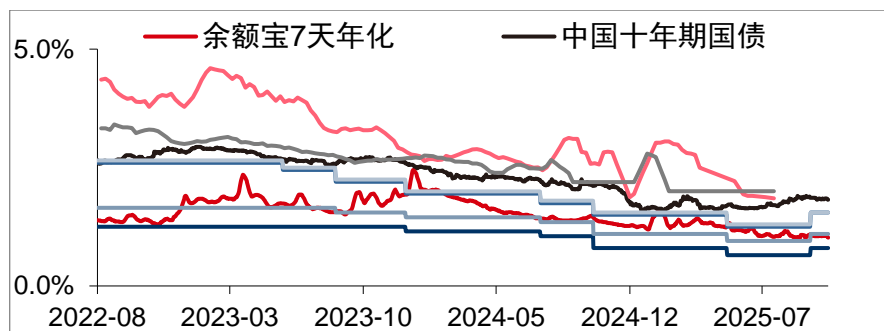
## 权益市场投资展望 居民资产再配置与企业盈利改善双轮驱动



綦缚鹏  
国投瑞银基金投资部总经理

回顾 2025，权益市场宏观环境不平淡，既有外部贸易问题引发的震荡，也有经济持续下行的内部压力，但全年下来市场涨幅可观。我们在两年前开始翻多权益市场，核心逻辑是无风险收益率持续下行叠加房地产长上升周期结束，居民资产配置有限选择情况下，权益性价比排首位。两年后的今天，我们看法依然不变，居民权益资产占比提升才刚刚开始。

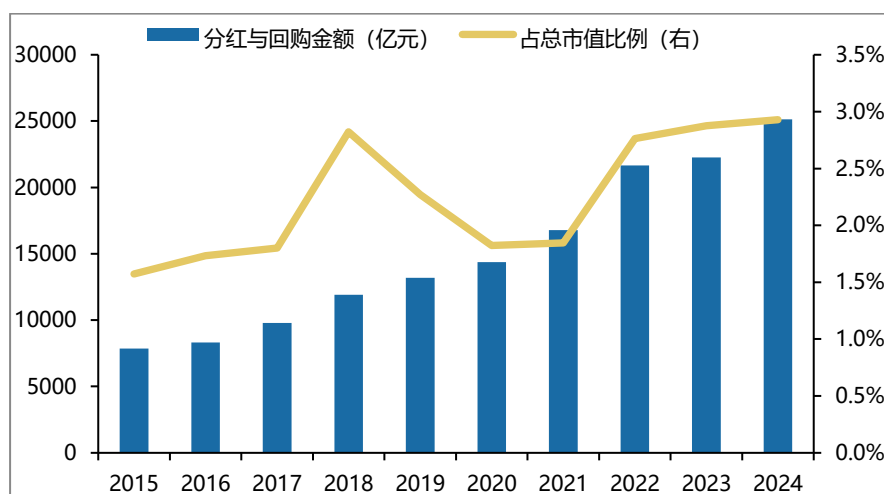
低利率背景下，160 万亿居民储蓄，30 万亿银行理财，30 万亿保险如何配置？



注：1、余额宝是蚂蚁集团旗下支付宝平台推出的货币基金互联网直销与增值服务产品，是货币市场基金的互联网化理财工具。2、数据来源：WIND、中信证券，数据截止日期 2025 年 11 月底。

“权益市场盈利模式在单一的交易模式之外，持有价值显著增加，这是 A 股市场走长期慢牛的基石。”

当然，我们也看到尽管过去两年权益市场表现不错，但居民资产进入权益市场的规模还不显著。我们理解的是，宏观经济体感不好，权益市场波动大，长期体验不好等等。这都是居民资产进入权益市场的阻碍。不过，事情也在发生变化，在监管层的努力下，市场波动率开始下降，上市公司分红回购规模持续增加，权益市场盈利模式在单一的交易模式之外，持有价值显著增加，这是 A 股市场走长期慢牛的基石。



数据来源：Wind，数据截至 2025 年 12 月 31 日

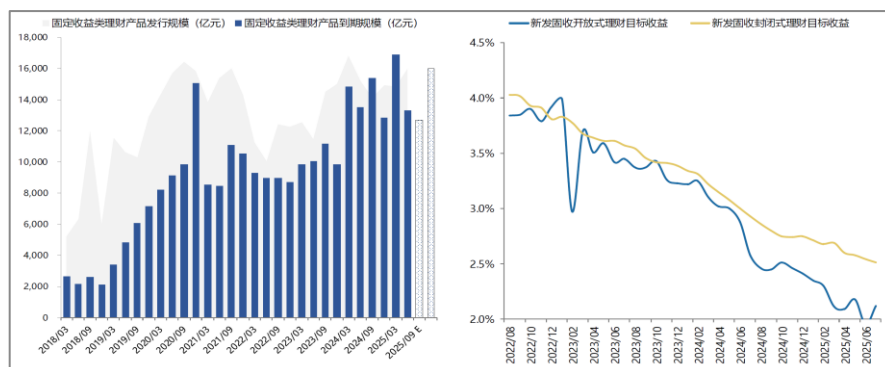
“从宏观周期维度看，26 年实体经济有望触底。”

结构上，过去两年宏观经济持走弱，上市公司盈利持续承压。流动性推动下，市场结构两端特征显著，一方面是极致保守的高股息策略，是债券的替代；另一方面是极致的星辰大海，成长投资主体化。

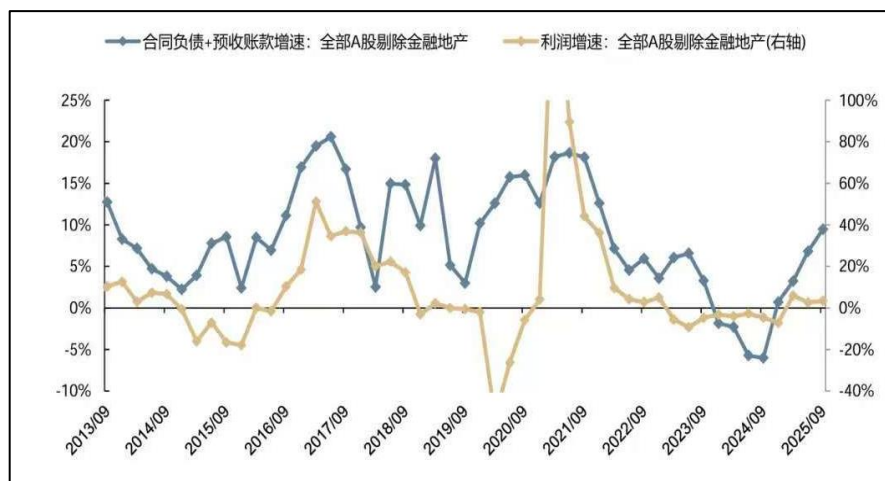
展望 2026，我们认为市场重心继续上移，市场主要推动力依然将来自居民资产再配置压力。我们会看到越来越多的资金直接或者通过保险、银行理财渠道增配权益。不利的地方是估值同两年前提升较多，有利的地方是企业盈利有望边际改善，权益投资难度加大。

从宏观周期维度看，26 年实体经济有望触底。PPI 改善和反内卷也有助于企业盈利边际改善，企业盈利对市场上行不再是拖累项，市场风格也因此有望走向均衡。

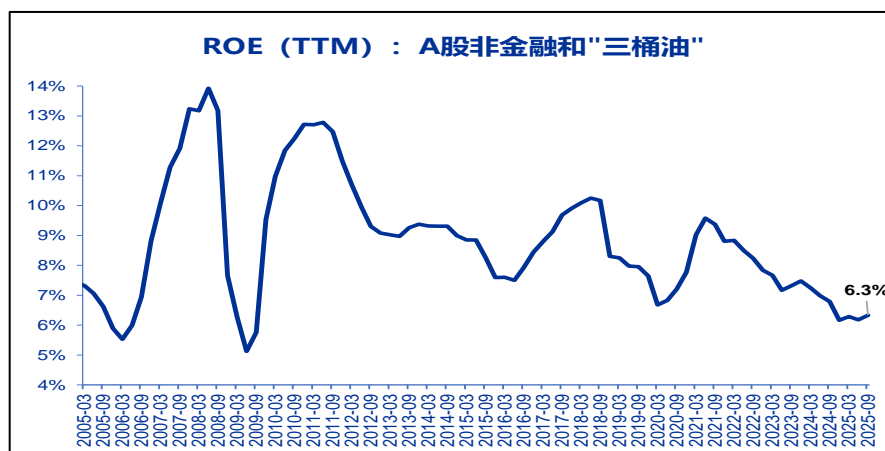
### 固收理财面临到期高峰，新发固收理财收益持续下行



### 合同负债指标领先于利润



### 上市公司 ROE 有企稳迹象



数据来源: Wind, 申万宏源研究、广发证券 (数据更新至 25 年 3 季报)

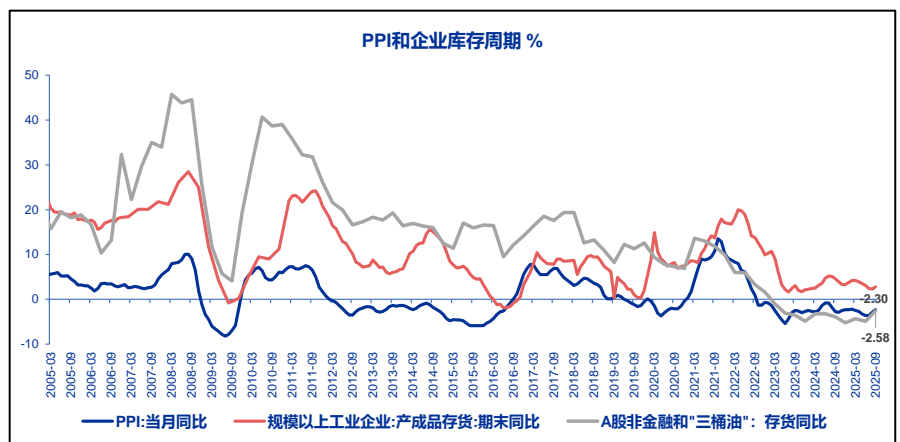
“2026年盈利有望边际改善，尤其是出海业务开始进入收入期的公司。”

结构上，我们看好以下几条主线：

### 一是 PPI 和反内卷叠加的中游制造业

PPI 持续下行，企业增量不增收，库存持续低位。当前市场对反内卷争议较多，多数投资者也还在盯着有没有实质性政策，但我们微观调研的情况看，企业自发控产能减亏才是主因。反内卷是助力，不是核心因素。

以化工为代表的中游制造业，中国企业已经占据了绝对的领导地位，在产能释放周期结束后，部分产能利用率高、需求持续增长的环节，头部企业有能力推动盈利能力向合理利润率回归，类似锂电中游、部分化工行业中紧平衡的子行业，四季度的表现仅仅是预热。

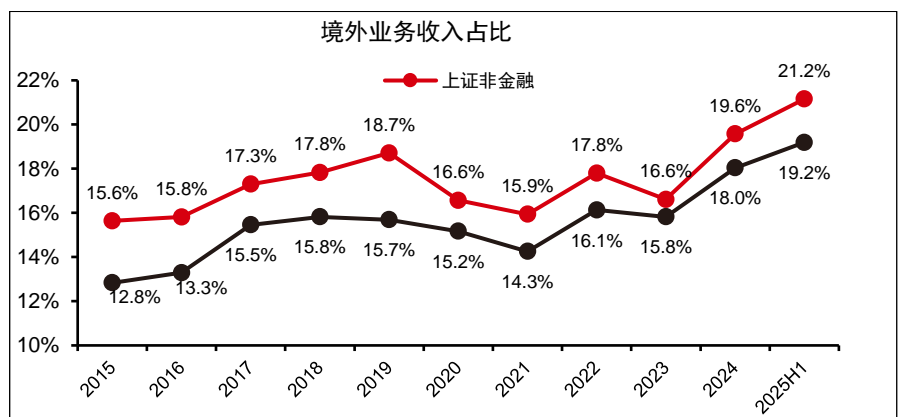


数据来源：Wind，申万宏源研究（数据更新至 25 年 3 季报）

### 二是稳定增长类公司的估值修复，其中出海是重要方向

过去两年宏观持续下行背景下，稳定增值类公司短期增速承压，在市场风格追逐两端的情况下，估值被进一步压缩。2026 年盈利有望边际改善，尤其是出海业务开始进入收入期的公司。2025 年的经营节奏被四月份贸易冲突扰动，2026 年有望回归正常，同时展望 2026 年，中美关系会进入相对的均衡状态，这些公司存在盈利和估值同修复的机会。

#### 上市公司海外收入占比持续提升



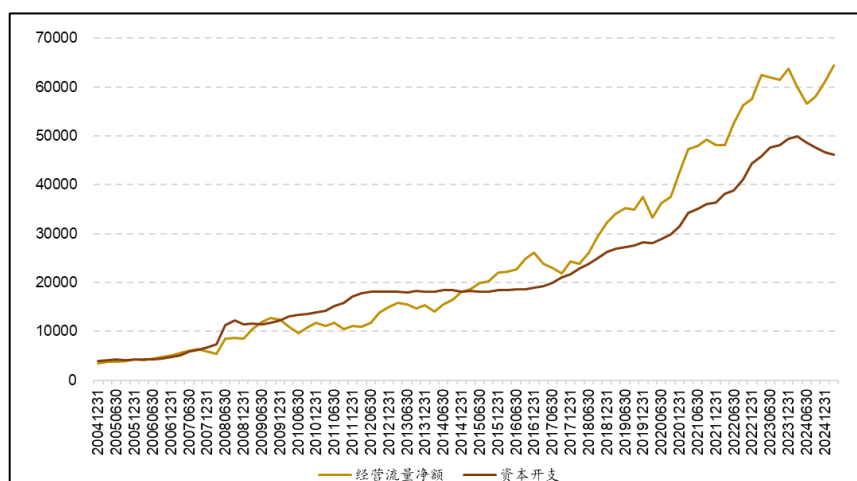
数据来源：Wind，数据截止日期 2025 年 12 月 31 日

### 三是类现金和资源类资产的重估。

居民资产再配置是我们看多权益的核心逻辑。从上市公司数据看，尽管企业盈利承压，但企业现金流状况远远好于盈利，而资本开支拐点已现。无论是自上而下的反内卷，还是越来越多的企业自发减少资本开支，会有越来越多的企业倾向于提高分红和回购，这是确定的绝对回报主线。

“单纯的高股息没有意义，持续从现金流能力以及现金流转变为高股息回报才能有更多的超额。”

当然，正如我们之前说过的，单纯的高股息没有意义，持续从现金流能力以及现金流转变为高股息回报才能有更多的超额。



数据来源：Wind、国投瑞银，数据截止日期 2025 年 12 月 31 日

### 四、成长方向分化

AI 硬件延伸、机器人、商业航天会继续演绎，内部会结构也会分化。2026 年是海外大厂 AI 投入能否最终形成闭环的重要观察节点。硬件技术变革、国内企业海外替代都会有机会，但技术迭代也存在风险，分化不可避免。机器人、商业航天、智能驾驶也会反复演绎，但同两年前比，投资难度会显著增加。

## 债券市场投资展望

### 虽债市难以趋势性走熊，但利率中枢或继续抬升



李达夫  
国投瑞银固定收益部总经理

#### 一、宏观经济回顾及展望

**2025 年，中国经济在复杂多变的国内外环境中整体平稳运行，结构上内需与外需的结构性分化特征显著。**

总量上，我国前三季度 GDP 达 5.2%，完成全年 5% 目标无虞，其中净出口成为重要的增长引擎，拉动经济增长 1.5 个百分点，有效对冲了内需增长波动。节奏上，财政发力相对前置，带来经济表现先高后低，上半年内需表现强势，但下半年，在财政接续力度有所减弱、且内生动能尚未稳固的情况下，经济复苏步伐有所放缓。

**出口的超预期韧性是 2025 年经济的突出亮点。**

尽管面临地缘政治加速演变与美国关税政策反复的挑战，我国出口在产品竞争力提升和多元化市场开拓下表现强劲，增速持续超出市场预期。

一方面，出口结构持续优化，传统劳动密集型产品出口走弱，而以机电产品、交通运输为代表的中国强势产业在全球范围内竞争优势显著，二者剪刀差持续走扩；

另一方面，对美出口显著下滑，但多元化渠道开拓效果显著，虽然对美出口在高关税壁垒下持续收缩，但以东盟、拉美为代表的转口贸易，以非洲、中西亚等“一带一路”国家为代表的新兴市场贸易均维持高增速，加之欧洲经济在财政扩张下小幅修复带来的需求，共同构成了多元化的出口新格局，成功抵消了对单一市场依赖的风险。

**内需复苏则仍显乏力，但结构性亮点显现。**

消费方面，以旧换新补贴品在政策节奏影响下增速先上后下，非补贴品表现则基本稳定；地产链相关消费，如石油和建筑装潢等表现仍差，但“新消费”蓬勃发展。

投资回落则成为 GDP 的核心拖累因素，截止 11 月，固定资产投资累计增速由一季度的 4.2% 快速收缩至 -2.6%，结构上仅制造业投资在设备更新政策下保持增长，狭义基建在地方政府还债压力、政策导向转向“投资于人”等因素拖累下四季度转负，地产投资则在房价持续难以企稳下回落幅度加大。

在此背景下，物价水平虽在低基数等因素下触底反弹，但年内并未形成趋势性回升，同时社会融资规模增速也处于低位徘徊，反映出经济内生的复苏动力仍需加强。

**展望 2026 年，作为“十五五”规划的开局之年，预计宏观经济政策将保持温和积极的基调，经济增长有望保持韧性，但弹性可能相对有限，结构性机会将成为关键看点。**

“我国出口在产品竞争力提升和多元化市场开拓下表现强劲，增速持续超出市场预期。”

总量上，“十五五”开局之年，GDP目标增速或仍在5%。

**政策层面**，财政政策预计适度加力，赤字率维持4%，专项债规模有望温和扩张，方向上更加注重“投资于人”，“一老一小”是核心关注对象。货币政策在银行净息差面临压力的约束下，操作空间可能较为审慎，年内或降息0到1次，LPR跟随调降；同时，“反内卷”将更聚焦重点领域，整体力度保持温和，以平衡“稳增长”与“调结构”的关系。

“经济层面，预计出口略回落但仍显韧性，投资企稳回升、消费稳定为主。”

**经济层面**，预计出口略回落但仍显韧性，投资企稳回升、消费稳定为主。出口中枢预计3%到4%，但在人民币升值压力、高基数压制下，净出口对GDP的贡献或较2025年下降，内需则需承担起边际拉动的主要角色。其中，投资有望成为关键抓手，受益于“十五五”开局之年项目需求的释放、多项资金（如专项债、政策性金融工具等）的支持以及较低的基数，投资增速有望企稳回升；消费预计平稳为主，社零增速预计仍在4%左右，核心增量在服务消费及国补外的实物消费的温和复苏。在此背景下，预计价格在基数优势下小幅回升，但受制于内需修复程度，难以实现强劲的“再通胀”，CPI全年中枢在0.5%-0.8%附近窄幅波动。

## 二、利率走势回顾及展望

**2025年，债市结束了连续两年的快速下行进入低位震荡偏弱，全年受央行政策调控、关税博弈、股债跷跷板三大主线驱动，收益率“N型”走势运行，10年期国债收益率从年初的1.61%上行至年末的1.85%（含税）。**

**具体而言，Q1央行主动收紧资金应对长债利率过快下行：**2024年末的快牛余温带动下，10年期国债活跃券在2025年初顺势下行突破1.60%，但随后央行暂停国债买卖并收紧资金，债市向正CARRY回归，叠加权益风偏压制，共同推动收益率回调至年内高点1.90%。

**Q2关税扰动与稳增长政策博弈成为主线：**4月初美对华加征“对等关税”引发贸易摩擦升级，带动利率下行，与此同时，国内稳增长压力凸显，央行降准降息等系列宽松政策落地，收益率快速消化关税影响后进入窄幅震荡区间，基本围绕1.65%附近的中枢运行。

**Q3股债跷跷板与监管新规触发调整压力：**7月后外围扰动减弱，“反内卷”政策下股债跷跷板效应凸显，同时基金销售新规导致债基赎回担忧加剧，债市进入年内阶段性逆风期，收益率大幅上行，曲线熊陡。

**Q4赎回新规、货币宽松预期弱化与超长端供需结构压力提升：**10月关税摩擦再度升级，市场对赎回新规的担忧使得机构投资者开启预防性赎回债基，叠加央行重启买债后规模不及预期、地产风险事件以及超长债供需结构弱化，债市熊陡明显。全年来看，国债收益率曲线整体熊陡，10年期国债中枢上移。

“债市结束了连续两年的快速下行进入低位震荡偏弱，全年受央行政策调控、关税博弈、股债跷跷板三大主线驱动。”

**展望 2026 年，内生动能仍有待修复，政策整体取向偏温和，决定了债市难以趋势性走熊；但低基数下通胀中枢回升较为确定，对债市形成压制，利率债中枢继续抬升仍是大概率事件。**

“债市难以趋势性走熊；但低基数下通胀中枢回升较为确定，利率债中枢继续抬升仍是大概率事件。”

预计 10 年期国债收益率与政策利率的利差将小幅走阔至 50BP 左右，对应 10 年期国债收益率中枢或上移至 1.85%-1.90%（含税券）。不过，在大行仍有配债诉求、央行考评机制注重债市稳定性的背景下，市场波动率有望趋势性回落，全年运行区间或在 1.70%-2.00% 之间。

**节奏上看**，年初信贷“开门红”、春节取现需求以及高息定存集中到期等因素，或阶段性扰动资金面，叠加权益市场春季躁动预期较强，**春节前债市胜率或相对偏低。**

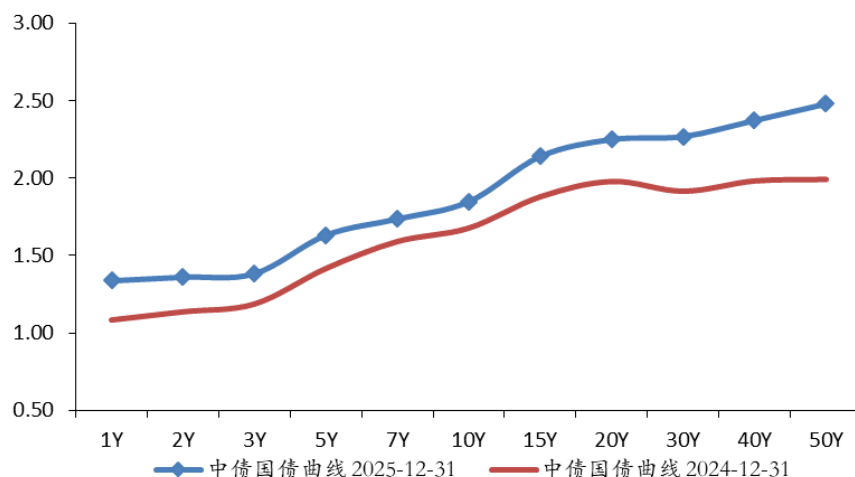
**二季度为关键观察窗口**：一季度在项目推进和资金环境相对充裕的支撑下，经济表现预计不弱；但进入二季度后，高基数叠加项目与资金可能边际收敛，经济下行压力或逐步显现。在此背景下，若基本面边际走弱、降息预期再度升温，或“反内卷”政策实施力度不及预期导致“再通胀”逻辑被证伪，债市或迎来较为理想的做多时点。

**对应策略上**，年初建议多看少动，维持中性偏短久期，并保持充足流动性以应对阶段性波动，中短端高票息信用资产兼具稳健性与收益性，可作为底仓配置。**春节前后若安全边际改善，可择机逐步介入。**

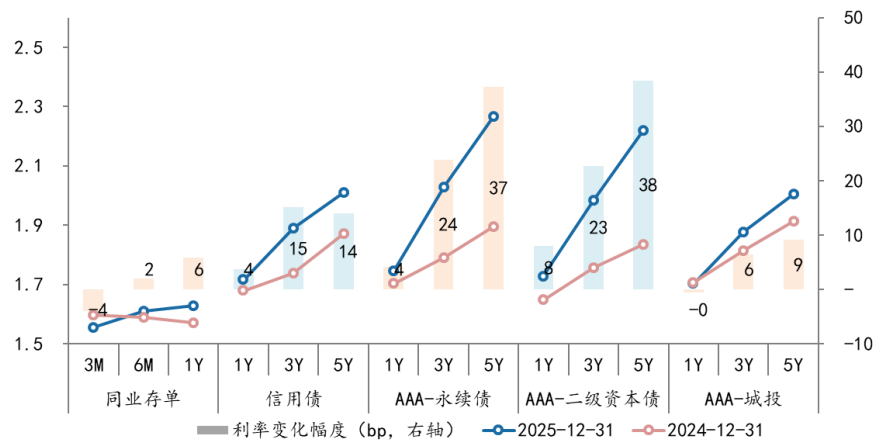
“对应策略上，年初建议多看少动，维持中性偏短久期，并保持充足流动性以应对阶段性波动”

考虑到市场对 2026 年利率“先上后下”（“N”型）路径已有一定预期，交易或存在抢跑，介入节奏需重点关注赔率。品种选择上，优先关注 10Y 国债，其次为 30Y 国债，最后为 20Y、50Y 国债：若 10Y 国债收益率调整至 1.95% 以上，可分批介入；30Y 国债交易机会或主要集中于二季度供给高峰阶段，其核心仍在供需压力，若发行放量叠加监管与大行边际介入，可关注一、二级价差带来的阶段性机会；20Y 与 50Y 国债更适用于右侧交易，在 10Y、30Y 收益率下行后赔率不足、市场情绪改善且其与 30Y 国债利差处于偏高水平时，弹性相对更优，可择机参与。

2025 年中债国债曲线变化



## 2025 年各品种利率变化幅度



数据来源：Wind，数据截止日期 2025 年 12 月 31 日

## 海外市场展望

### 流动性仍在但回报难扩散，分化或进一步加剧



李安杰

专户投资部门总监

2025 年是充满变化的一年。美国新任总统特朗普上台后，其不顾传统，不念旧情，有时甚至是无视法律的各类作为在方方面面影响了世界变化，对于金融市场的短期影响也十分显著。海外世界各地国家间的军事冲突也来到了二战后范围最为广泛的一年，多国民粹主义势力抬头。

局势虽然动荡，但全球经济表现不俗，主要增长点集中于科技产业资本支出。金融市场也在人工智能话题带动下屡创新高，人工智能热潮能否持续对于 2026 年金融市场表现将有极为直接的关系。

在「繁荣：泡沫和停滞的终结(Boom: Bubbles and the End of Stagnation, Byrne Hobart and Tobias Huber)」这本书中，作者将历史上的金融泡沫分为二种，拐点泡沫(Inflexion Bubbles)与均值回归泡沫(Mean-reversion Bubbles)。

**拐点泡沫**是基于技术进步的泡沫，当经历拐点所驱动的泡沫后，世界会变得有些不同，例如飞机、铁路、互联网的诞生与后续而来的金融泡沫。新事物的产生激发人们的想象与大举投资，进而加速发展，虽然最终金融投资迎来泡沫，但新事物也的确改变了世界。

**均值回归泡沫**则是人们对于风险回报关系抱有幻想时所产生的金融泡沫，当经历此类泡沫，人们承受了金融损失，但世界没有什么根本化

“对于那些将彻底改变人类世界的变化，我们难以确认这些颠覆性变革如何产生，更难确切判断最终从中获利的企业。”

的变化，例子如荷兰郁金香、英国南海泡沫、美国次贷危机等等。对于金融从业人员而言，均值回归泡沫可以透过理性分析风险回报是否具可持续性来判断，但对于拐点泡沫，**对于那些将彻底改变人类世界的变化，我们难以确认这些颠覆性变革如何产生，更难确切判断最终从中获利的企业。**

对于目前日常大众使用场景，各种人工智能工具有高度的可替代性，人工智能提供商透过更快更好的模型互相竞争，背后的代价是源源不绝的资本投入到电力算力与研发等。意即目前的人工智能发展尚不具备网络效应、规模经济与法律保护，企业仍在探索如何将投入化为稳定获利，一切充满期待但又不是那么确切。另一方面，这可是众所周知改变世界的科技变革，投资热潮怎么能停止？

在人工智能投资明确产生获利之前，我们预期人工智能的投入仍直接受市场信贷宽松与否影响，在目前全球主要央行仍偏宽松之际，热潮仍可维持，但当信贷市场趋紧之际，投资人对于人工智能投资的谨慎程度势必得更上层楼。

### 美债市场

债券市场方面，美债利率在 2025 年跌宕起伏，但收益率最终整体回落。

上半年特朗普政策的推行引发了市场对美国财政与美国例外论的怀疑，拉动美债利率上扬，进入下半年，美国关税收入的增加一定程度缓和了市场对于财政扩张的忧虑，基本面逻辑开始成为市场主要的驱动因素。随着高利率环境对实体经济滞后影响的显现，美国就业市场从紧平衡开始边际走弱，失业率温和上升迫使美联储在通胀并未大幅度反弹的背景下选择采取更加宽松的货币政策基调。

总体来看，虽然欧洲财政发力以及日本央行加息，但全球流动性整体呈现宽松态势。美债十年期利率在年初冲高至接近 4.8% 水平之后震荡回落，年末收于 4.16%，曲线在降息预期和期限溢价回归的双重作用下显著走陡。牛陡行情为久期策略提供了较好的资本回报。

在美债利率整体走低的加持下，中资境外债同样收获良好表现。

“美债利率在 2025 年跌宕起伏，但收益率最终整体回落，中资境外债同样收获良好表现。”

尽管年初时市场普遍担忧信用利差已处于历史低位，缺乏进一步下行空间，但现实却极具张力。一方面受限于境内外融资成本倒挂及监管导向，新发规模依然受限；另一方面，流动性充裕的环境下，资金对高信用质量的中资资产（尤其是城投、金融及优质央企）表现出极强的粘性。中资美元债供需失衡的局面在 2025 年更为加剧。

钱多券少的局面打破了传统估值框架，推动了利差的极致压缩。点心债市场同样表现抢眼。随着离岸人民币流动性的改善，长期持续的离岸在岸利差从年中开始快速收窄，离岸人民币收益率曲线大幅下行。市场的火热表现，使点心债市场在沉寂多年后再次成为市场的焦点，供需两旺，流动性和参与度都明显改善。

“在信用层面，投资应将重心转向基本面改善逻辑下的信用分化机会。”

步入 2026 年，我们认为美债市场前期在美联储降息预期仍存的情形下，美债利率仍可保持当前水平，但下半年在劳动力结构演变及全球化退潮的逐步影响下，通胀中枢可能维持相对高档，加之美国经济在个人消费与 AI 产业投资的支撑下尚未出现明显失速，这使得美联储的降息空间受到挤压，终点利率可能高于市场当前预期。震荡的市场和预期差可能带来更多阶段性的交易机会。

在信用层面，当前环境要求中资美元债的投资策略需要从买入持有转向深耕筛选，鉴于 2025 年利差已收窄至历史低位，部分超长端品种的估值风险在利率震荡背景下显著提升，投资应将重心转向基本面改善逻辑下的信用分化机会。

点心债市场在境内外收益率趋同的背景下，其溢价优势已大幅收敛，这预示着点心债正从单纯的收益增强品种转向核心的人民币资产配置工具，未来的机会同样将取决于对具有独特利差补偿个券的审慎识别。

总体而言，2026 年对于利率节奏的把控和信用风险的识别将提出更高要求。

### 港股市场

股票市场方面，回顾 2025 年港股表现，其核心特征并非盈利周期的全面反转，而是资产风险溢价的系统性下移。在产业趋势演进、政策预期改善与流动性环境的共同作用下，市场完成了一轮“去悲观化”的再定价。尤其在科技板块，估值修复对指数贡献显著高于盈利增长本身，反映投资者对长期不确定性的折价显著收敛。

推动这一变化的因素主要来自三个层面：**其一**，AI 相关技术与应用场景的进展，为中长期增长提供了叙事；**其二**，财政与政策信号改善带来宏观预期的阶段性修复；**其三**，内外部流动性环境宽松，提升了风险资产的定价弹性。在这一背景下，港股对情绪和资金变化的敏感性明显增强。

从宏观层面看，尽管政策支持已带动需求出现边际改善，但信用周期尚未进入自我强化阶段。当前经济环境的关键约束并非资金可得性，而是投资回报与预期不足，导致流动性更多滞留于金融体系内部。这一格局决定了市场难以出现全面同步的盈利扩张，也意味着流动性环境并未发生根本性逆转。所以与指数修复形成对比的是，2025 年港股内部结构高度分化。上涨更多由少数权重与龙头资产推动，个股收益呈现明显“头部集中”特征。同时，市场风格切换频繁，季度级别的主题轮动成为常态。更值得注意的是，不同逻辑资产阶段性同涨，反映资金并非围绕单一宏观假设展开配置，而是更倾向于在不确定环境中追逐“确定性叙事”。这也意味着，市场并未进入稳定、线性的趋势行情，而是维持在高波动、强结构性的运行状态。

展望 2026 年，我们判断港股中期向上的基础仍在，但行情性质将从“估值修复”逐步转向“结构验证”。

“在信用层面，投资应将重心转向基本面改善逻辑下的信用分化机会。”

当前流动性环境尚未显现收紧迹象，但是全市场普涨行情出现的难度依然较高，因为整体信用周期仍处于震荡阶段，政策发力仍然是决定性变量。

随着前期风险溢价压缩告一段落，市场对盈利兑现与产业落地的要求明显提高，预计分化将进一步加剧。在此过程中，国际格局演变与新一轮技术变革仍是重要背景变量。相关产业进入商业化与业绩验证阶段，有望为市场提供新的结构性支点。同时，新经济板块权重提升，使指数对局部景气的敏感度增强。

在“流动性仍在、回报难扩散”的基准情形下，**建议以红利资产作为底仓平滑波动、对冲政策节奏与内需不确定性；同时以景气结构为进攻主线，在 AI 技术发展、困境反转与外需映射三条线索中动态选择更具确定性与更低拥挤度的方向。**

最终在汇率表现上，无论是由美元估值或由新的多极世界格局而论，美元指数仍具下行空间，因此我们预期在美元走弱之际，人民币将有序地温和走扬。

数据来源：Wind，数据截止日期 2025 年 12 月 31 日

**风险提示：**国内逆周期政策调节不达预期的风险；经济基本面和上市公司盈利大幅下滑的风险；中美贸易格局继续恶化的风险；美元指数大幅上行的风险等。

**风险提示函：**

以上观点仅供投资者参考，不构成具体的投资建议，基金投资需谨慎。本报告中的观点是基于我认为可信的公开资料 and 目前市场情况分析得出，具有时效性，仅供参考，不作为投资建议。

尊敬的投资者：

国投瑞银策略智选混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银港股通价值发现混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银中证港股通央企红利指数型发起式证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银境煊灵活配置混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银专精特新量化选股混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银锐意改革灵活配置混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银景气驱动混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银行业睿选混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银恒泽中短债债券型证券投资基金的风险等级为中低风险(R2)，国投瑞银双债增利债券型证券投资基金的风险等级为中低风险(R2)，国投瑞银中高等级债券型证券投资基金的风险等级为中低风险(R2)，国投瑞银融华债券型证券投资基金的风险等级为中风险(R3)，国投瑞银优化增强债券型证券投资基金的风险等级为中低风险(R2)，国投瑞银上证科创板综合价格指数增强型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银中证 A500 指数增强型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银国家安全灵活配置混合型证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银中证全指自由现金流指数型发起式证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银上证科创板人工智能指数型发起式证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)，国投瑞银中证机器人指数型发起式证券投资基金的风险等级为中高风险(R4)。

**投资有风险，请谨慎选择。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成本基金业绩表现的保证。**我国基金运作时间较短，不能反映资本市场发展所有阶段。请仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告。请投资者做好风险测评，并根据您的风险承受能力选择与之相匹配的风险等级的基金产品。定期定额投资不等于零存整取的储蓄品种，有损失本金的风险，投资者应充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的差别。基金如果投资港股通标的股票，需承担汇率风险以及境外市场的风险。基金由国投瑞银基金管理有限公司发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

**投资有风险，投资须谨慎。**公开募集证券投资基金(以下简称“基金”)是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识本基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑本基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，国投瑞银基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同，基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例(开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外)时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。国投瑞银基金管理有限公司提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

五、国投瑞银策略智选混合型证券投资基金，国投瑞银港股通价值发现混合型证券投资基金，国投瑞银中证港股通央企红利指数型发起式证券投资基金，国投瑞银境煊灵活配置混合型证券投资基金，国投瑞银专精特新量化选股混合型证券投资基金，国投瑞银锐意改革灵活配置混合型证券投资基金，国投瑞银景气驱动混合型证券投资基金，国投瑞银行业睿选混合型证券投资基金，国投瑞银恒泽中短债债券型证券投资基金，国投瑞银双债增利债券型证券投资基金，国投瑞银中高等级债券型证券投资基金，国投瑞银融华债券型证券投资基金，国投瑞银优化增强债券型证券投资基金，国投瑞银上证科创板综合价格指数增强型证券投资基金，国投瑞银中证 A500 指数增强型证券投资基金，国投瑞银国家安全灵活配置混合型证券投资基金，国投瑞银中证全指自由现金流指数型发起式证券投资基金，国投瑞银上证科创板人工智能指数型发起式证券投资基金，国投瑞银中证机器人指数型发起式证券投资基金，由国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“基金管理人”）依照有关法律法规及约定申请募集，并经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）许可注册。本基金的基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要已通过中国证监会基金电子披露网站：[eid.csrc.gov.cn/fund](http://eid.csrc.gov.cn/fund) 和基金管理人网站 [www.ubssdic.com](http://www.ubssdic.com) 进行了公开披露。中国证监会对本基金的注册，并不表明其对本基金的投资价值、市场前景和收益作出实质性判断或保证，也不表明投资于本基金没有风险。

**免责声明：**本报告由国投瑞银基金管理有限公司(以下称“国投瑞银”)制作。除非另有规定，本报告版权仅为国投瑞银所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式修改、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为国投瑞银，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，我公司对报告的内容和信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，国投瑞银可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而发生更改。文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成对收件人在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给收件人作参考之用，不是或不应视为出售、购买或认购金融工具或金融服务的要约或要约邀请。国投瑞银不因收件人收到本报告而视其为国投瑞银的客户。

本报告不构成咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、风险承受能力、财务状况或需要。市场有风险，投资需谨慎。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。