

地缘政治定价充分，新变量决定资产价格

■ 战术性大类资产配置周度点评（20260427）

本报告导读：

美伊谈判与中东地缘政治局势仍反复多变，但投资者对地缘政治与风险因素的敏感度已逐渐钝化，后续对边际变化与新变量的反应则可能更加敏锐。我们建议超配 A/H 股、美股、日股、欧股与工业金属。

投资要点：

- 投资者对本轮美伊博弈拉锯反复的预期已充分定价，后续大类资产价格对地缘政治因素或进一步钝化。尽管美伊谈判仍存分歧、双边对峙态势延续，但目前双方均以延长停火协议、保留外交沟通窗口的方式保持相对克制，由通胀焦虑驱动的全市场估值再度出现大幅下杀的风险已显著收敛。当前双方博弈重心已转向外交层面的谈判拉锯，核心围绕利益诉求交换与沟通机制磨合展开，尚未出现推动冲突大规模升级的实质性军事动作，冲突全面升级等极端尾部风险的发生概率已大幅下行。预计后续大类资产价格对地缘政治因素或进一步钝化，而对边际变化与新变量的反应则更加敏锐。
- 中国强韧性经济支持资本市场表现，建议超配 AH 股。风险边界和约束出现，投资者风险偏好与预期下修基本结束，市场回到内生发展逻辑。近期新一轮资本市场改革提速，隐含巩固资本市场稳中向好形势的政策态度。传统行业在逐步企稳；面向巨大的市场需求与较大的中美算力差距，中国新兴产业投入也将提速；此外，中国具有竞争力的制造业在走向全球，跨国公司涌现与 ROE 提升，2026 年中国增长的预期有望出现上修。港股则同样受益于中国内地强劲而有韧性的经济表现。
- 地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，全球风险资产 beta 系统性提升，建议超配美股、欧股、日股。
- 风险偏好触底反转，国债配置性价比低于风险资产。融资需求与信贷供给不平衡仍是客观现实，但风险偏好中枢趋势性上行，居民企业或进行资产配置再平衡。虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，国债配置性价比低于风险资产。
- 美国经济边际收敛，美联储降息预期边际升温，但风险资产配置性价比更高。虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，美债配置性价比低于风险资产。
- 通胀预期与油价高位上行，微观交易结构或阶段性压制黄金。长期看，黄金的战略配置价值依旧维持：特朗普政府实施的系列政策使得二战后全球秩序逐渐瓦解。在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，安全再次成了最为稀缺的资源，而黄金则是对抗这种不确定性的具象化。投机性资金与再通胀交易阶段性加剧了短期波动，但近期有所减缓。
- 地缘政治局势的改善与风险偏好的提升提高工业金属配置性价比。近年，电力相关建筑设备与交通工具大力发展，以及 AI 算力扩张、军事设施更新均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属或阶段性处于供需不平衡的情况。随着地缘政治局势的改善与风险偏好的提升，工业金属得以反弹，配置性价比有所提升。
- 风险提示：分析维度存在局限性，模型设计存在主观性，历史与预期数据存在偏差，量化模型局限性，地缘政治不确定性。



王子翌(分析师)

021-38038293

wangziyi@gtht.com

S0880523050004



方奕(分析师)

021-38031658

fangyi2@gtht.com

S0880520120005



李健(分析师)

010-83939798

lijian8@gtht.com

S0880525070013

相关报告

极端风险概率降低，大类资产定价积极变量

2026.04.20

风险边界已明确，资产或定价积极因素

2026.04.13

地缘政治局势仍延续，警惕逆转风险

2026.03.23

美伊冲突未明朗，安全资产成重点

2026.03.16

地缘政治强化再通胀预期，建议超配原油

2026.03.09

人在草木间

更多研报请扫码



目录

1. 大类资产表现回顾与资产配置观点	3
1.1. 大类资产表现回顾	3
1.2. 近期重要事件回顾	5
1.3. 重要事件定价分析	6
1.4. 重点资产战术性配置观点	7
2. 战术性资产配置组合追踪	9
2.1. 战术性资产配置组合	9
2.1.1. 组合运行情况	9
3. 风险提示	11

1. 大类资产表现回顾与资产配置观点

我们以周报的形式回顾上周（2026年4月20日至2026年4月26日，下文同）周内市场关注度高、对大类资产影响较大的事件或数据，并进行必要点评，同时及时更新我们的战术性主动配置观点。**战术性配置观点反映了我们对某项资产在未来1~3个月内相较于其他资产风险回报比的预期。**

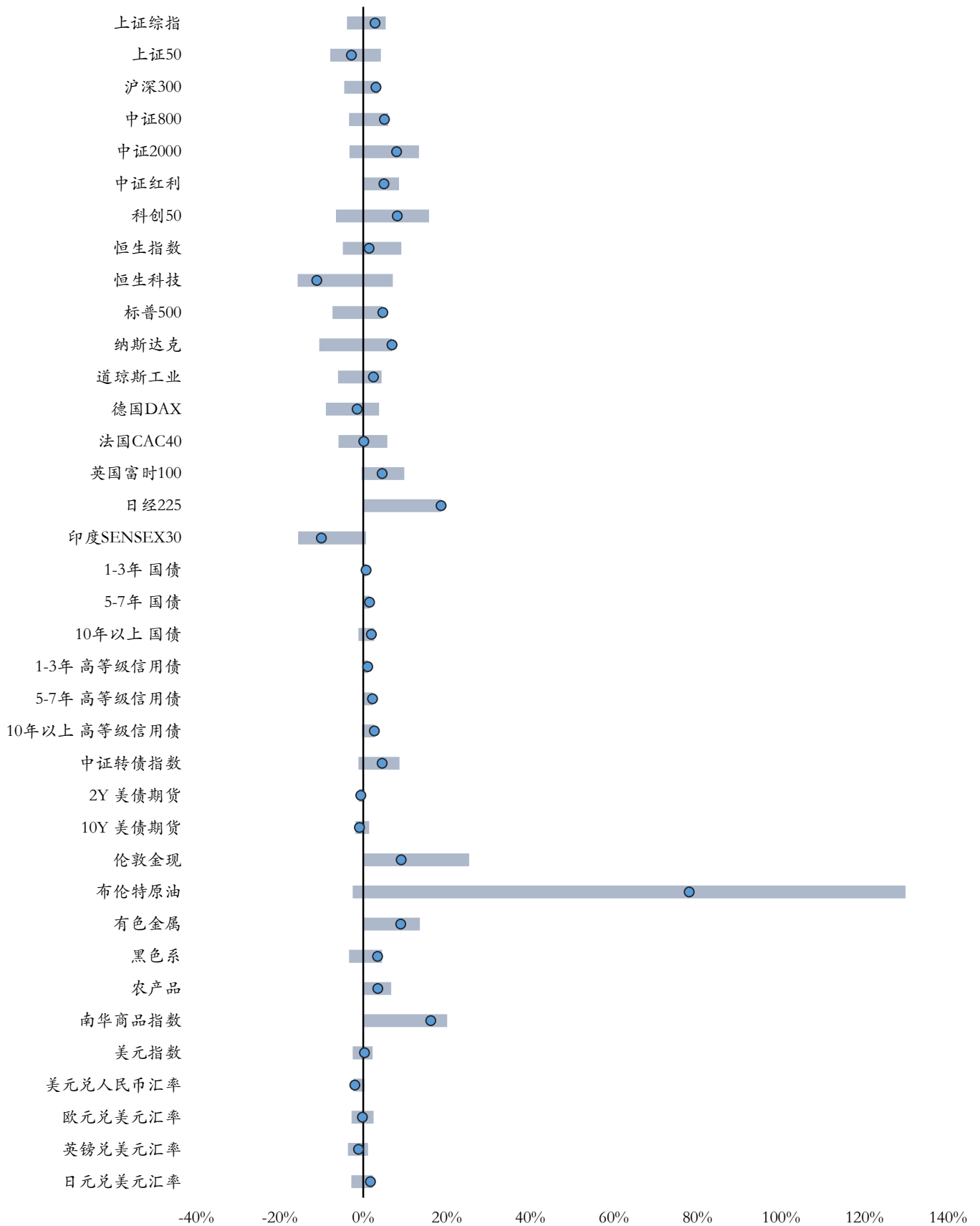
1.1. 大类资产表现回顾

表1: 全球主要大类资产上周表现情况汇总

大类资产		资产标的	涨跌幅							
			年初至今	过去1周	过去1月	过去3月	过去6月	过去1年	过去3年	过去5年
权益	A股	上证综指	2.80%	0.70%	5.12%	-1.36%	3.28%	23.74%	24.56%	17.44%
		上证50	-2.84%	1.17%	4.03%	-2.87%	-3.31%	10.91%	12.47%	-16.43%
		沪深300	3.01%	0.86%	6.58%	1.42%	2.33%	26.03%	19.75%	-7.13%
		中证800	5.03%	0.73%	7.14%	-0.18%	5.32%	31.42%	23.22%	0.51%
		中证2000	7.98%	-0.80%	7.65%	-3.50%	12.50%	43.19%	45.16%	67.04%
		中证红利	4.95%	1.42%	1.11%	2.94%	2.14%	6.96%	8.68%	16.55%
		科创50	8.15%	2.13%	12.62%	-6.44%	-0.58%	44.89%	32.59%	10.81%
	港股	恒生指数	1.36%	-0.70%	3.65%	-2.88%	-0.70%	18.57%	30.15%	-10.66%
		恒生科技	-11.13%	-2.79%	1.48%	-15.45%	-19.10%	-1.48%	23.76%	-42.11%
	发达市场	标普500	4.67%	0.55%	9.28%	3.61%	5.50%	30.64%	73.19%	71.41%
		纳斯达克	6.86%	1.50%	14.13%	5.68%	7.03%	44.68%	106.33%	77.19%
		道琼斯工业	2.43%	-0.44%	6.74%	0.27%	4.29%	22.79%	45.33%	44.61%
		德国DAX	-1.48%	-2.32%	6.59%	-3.10%	-0.46%	9.36%	52.10%	57.92%
		法国CAC40	0.10%	-3.17%	5.34%	0.18%	-0.82%	8.73%	7.71%	30.36%
		英国富时100	4.51%	-2.70%	4.15%	2.32%	7.60%	23.45%	31.18%	49.59%
日经225		18.63%	2.12%	14.28%	10.90%	21.13%	70.43%	108.85%	105.77%	
新兴市场	印度SENSEX30	-10.04%	-2.33%	3.50%	-5.98%	-8.96%	-3.93%	27.65%	60.12%	
债券	利率债	1-3年国债	0.69%	0.10%	0.23%	0.59%	1.14%	1.98%	7.95%	14.28%
		5-7年国债	1.48%	0.11%	0.57%	1.07%	1.85%	2.39%	14.54%	24.38%
		10年以上国债	1.93%	0.13%	2.04%	1.28%	-0.07%	-3.42%	26.94%	47.35%
	信用债	1-3年高等级信用债	1.04%	0.08%	0.34%	0.84%	1.50%	2.80%	11.10%	19.68%
		5-7年高等级信用债	2.20%	0.09%	0.86%	1.67%	3.01%	3.70%	17.31%	30.66%
		10年以上高等级信用债	2.63%	0.32%	1.68%	2.05%	2.57%	0.43%	21.46%	36.02%
	可转债	中证转债指数	4.50%	-0.34%	3.11%	-3.83%	6.82%	21.95%	27.70%	38.39%
	境外债	2Y美债期货	-0.60%	-0.12%	0.20%	-0.34%	-0.59%	0.02%	0.59%	-5.99%
10Y美债期货		-0.95%	-0.36%	0.52%	-0.46%	-1.92%	0.07%	-3.31%	-16.02%	
商品	贵金属	伦敦金现	9.04%	-2.66%	5.29%	-5.47%	14.52%	40.64%	136.72%	164.96%
	原油	布伦特原油	78.06%	12.66%	0.65%	62.96%	67.06%	66.34%	32.48%	70.24%
	其他	有色金属	8.96%	-0.20%	6.29%	-0.38%	19.85%	28.10%	29.94%	68.54%
		黑色系	3.43%	1.58%	-0.70%	1.85%	3.86%	6.35%	-5.48%	-2.85%
		农产品	3.46%	1.08%	0.08%	2.48%	2.99%	0.43%	3.03%	19.78%
南华商品指数	16.12%	0.44%	0.19%	9.69%	20.03%	24.50%	34.14%	66.79%		
外汇	美元	美元指数	0.26%	0.30%	-0.71%	1.05%	-0.42%	-0.77%	-2.78%	8.47%
	人民币	美元兑人民币汇率	-2.02%	0.27%	-0.84%	-1.64%	-4.09%	-6.22%	-0.96%	5.32%
	欧元	欧元兑美元汇率	-0.23%	-0.38%	0.96%	-0.92%	0.79%	2.89%	6.09%	-3.12%
	英镑	英镑兑美元汇率	0.42%	0.07%	0.89%	-0.84%	1.65%	1.43%	8.38%	-2.51%
	日元	美元兑日元汇率	1.72%	0.47%	0.41%	2.34%	4.24%	11.73%	18.72%	47.73%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图1: 2026年以来全球主要大类资产表现范围



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 当前资产价格在样本区间中的相对位置以深蓝色点表示。

1.2. 近期重要事件回顾

美伊第二轮谈判暂未正式落地。4月21日，伊朗拒绝出席原定于4月22日在伊斯兰堡举行的美伊第二轮面对面谈判，同日美国总统特朗普宣布延长对伊临时停火期限，为后续谈判保留窗口¹。4月23日，伊朗外交部正式明确，本轮谈判核心议题已从核管控转为彻底终结美伊战事，公布了终战损失赔偿、解决霍尔木兹海峡争端、全面解除对伊制裁、美以提供不侵略安全担保四大谈判核心底线²。4月25日，伊朗外长阿拉格齐结束在巴基斯坦的全部斡旋沟通过程，离境前往阿曼继续开展多边外交协调。同日，美国总统特朗普在社交媒体上宣布，取消原定美方代表团前往巴基斯坦伊斯兰堡与伊朗方面开展间接会晤的全部行程³，本轮谈判筹备进程未能如期推进。

沃什提名听证会召开，参议院分歧仍存。4月21日，美国参议院银行、住房和城市事务委员会就沃什提名美联储主席召开法定确认听证会。在听证会上，沃什承诺维护美联储货币政策决策的独立性，提出美联储独立性应聚焦货币政策核心领域，不应过度延伸至非货币职能范畴，同时批评美联储2021-2022年应对高通胀的政策失误，主张调整现有政策框架⁴。沃什并未对市场关心的降息和缩表等核心货币政策作出明确承诺⁵。针对该提名，参议院民主党议员集体持反对态度，核心质疑沃什的履职独立性、个人资产披露不完整及潜在利益冲突⁶。共和党阵营出现内部分歧，多数共和党议员认可沃什的政策主张⁷，但关键席位议员汤姆·蒂利斯明确表态，相关调查结束前不会支持该提名⁸。听证会结束后，参议院银行委员会未公布提名投票的具体时间表，提名最终能否通过参议院确认仍存在不确定性。

¹ <https://m.163.com/dy/article/KR3PDSGO05346RC6.html>

² https://www.toutiao.com/article/7632024098540880427/?&source=m_redirect

³ <https://www.chinanews.com.cn/gj/2026/04-26/10610988.shtml>

⁴ https://www.cnfin.com.cn/yw-lb/detail/20260422/4402837_1.html

⁵ <https://finance.sina.com.cn/wm/2026-04-22/doc-inhvixke5668502.shtml?cref=cj>

⁶ <https://www.banking.senate.gov/newsroom/minority/banking-committee-minority-staff-release-new-report-analyzing-kevin-warshs-financial-disclosures>

⁷ https://www.toutiao.com/article/7631439547955446298/?&source=m_redirect

⁸ https://www.toutiao.com/article/7631410830038385162/?&source=m_redirect

1.3. 重要事件定价分析

投资者对本轮美伊博弈拉锯反复的预期已充分定价，后续大类资产价格对地缘政治因素或进一步钝化。尽管美伊谈判仍存分歧、双边对峙态势延续，但目前双方均以延长停火协议、保留外交沟通窗口的方式保持相对克制，由通胀焦虑驱动的全市场估值再度出现大幅下杀的风险已显著收敛。当前双方博弈重心已转向外交层面的谈判拉锯，核心围绕利益诉求交换与沟通机制磨合展开，尚未出现推动冲突大规模升级的实质性军事动作，冲突全面升级等极端尾部风险的发生概率已大幅下行。预计后续大类资产价格对地缘政治因素或进一步钝化，而对边际变化与新变量的反应则更加敏锐。

沃什表态基本符合市场预期，需关注其缩表推动进度。沃什在提名听证会上的发言与其此前主张基本一致，强调美联储的独立性，承诺控制通胀，缩减资产负债表，倾向于降息，并主张改革美联储的政策沟通机制。在诸多主张中，沃什的缩表主张备受市场关注。虽然沃什在听证会上表示缩表的进程将温和谨慎，但实际推动情况仍需后续密切关注。

1.4. 重点资产战术性配置观点

权益方面：(1) 中国强韧性经济支持资本市场表现，建议超配 AH 股。 风险边界和约束出现，投资者风险偏好与预期下修基本结束，市场回到内生发展逻辑。近期新一轮资本市场改革提速，隐含巩固资本市场稳中向好形势的政策态度。传统行业在逐步企稳；面向巨大的市场需求与较大的中美算力差距，中国新兴产业投入也将提速；此外，中国具有竞争力的制造业在走向全球，跨国公司涌现与 ROE 提升，2026 年中国增长的预期有望出现上修。港股则同样受益于中国内地强劲而有韧性的经济表现。**(2) 地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，全球风险资产 beta 系统性提升，建议超配美股、欧股、日股。**

债券方面：(1) 风险偏好触底反转，国债配置性价比低于风险资产。 融资需求与信贷供给不平衡仍是客观现实，但风险偏好中枢趋势性上行，居民企业或进行资产配置再平衡。虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，国债配置性价比低于风险资产。**(2) 美国经济边际收敛，美联储降息预期边际升温，但风险资产配置性价比更高。** 虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，美债配置性价比低于风险资产。

商品方面：(1) 通胀预期与油价高位上行，微观交易结构或阶段性压制黄金。 长期看，**黄金的战略配置价值依旧维持：** 特朗普政府实施的系列政策使得二战后全球秩序逐渐瓦解。在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，安全再次成了最为稀缺的资源，而黄金则是对抗这种不确定性的具象化。投机性资金与再通胀交易阶段性加剧了短期波动，但近期有所减缓。**(2) 地缘政治局势的改善与风险偏好的提升提高工业金属配置性价比。** 近年，电力相关建筑设备与交通工具大力发展，以及 AI 算力扩张、军事设施更新均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属或阶段性处于供需不平衡的情况。随着地缘政治局势的改善与风险偏好的提升，工业金属得以反弹，配置性价比有所提升。

基于发布于2025年4月的《主动大类资产配置研究体系简析》中所述的研究框架，并结合增量信息分析，我们的战术性资产配置观点更新如下：

表2: 截至2026年4月26日的战术性资产配置观点

大类资产	配置观点	核心逻辑
权益	A股	超配 +1 风险边界和约束出现，投资者风险偏好与预期下修基本结束，市场回到内生发展逻辑。近期新一轮资本市场改革提速，隐含巩固资本市场稳中向好形势的政策态度。传统行业在逐步企稳；面向巨大的市场需求与较大的中美算力差距，中国新兴产业投入也将提速；此外，中国具有竞争力的制造业在走向全球，跨国公司涌现与ROE提升，2026年中国增长的预期有望出现上修。
	港股	超配 +1 中国总量政策预期稳定以及资本市场制度改革提振市场风险偏好，港股同样受益于中国内地强劲而有韧性的经济表现。地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，美股受益于全球风险资产beta。
	美股	超配 +1 美国经济韧性较强，内生性通胀粘性逐渐减弱，AI产业仍在趋势性发展，企业盈利预期或仍支撑美股中枢上行。地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，美股受益于全球风险资产beta。
	欧股	超配 +1 欧元区经济景气度温和上行，地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，欧股受益于全球风险资产beta。
	印股	低配 -2 印度面临地缘不确定性与挑战，市场持续下修印度经济增长预期。此外，印度在全球AI产业链中参与程度有限，产业发展对印度资本市场的惠利或偏低。
	日股	超配 +1 日本经济与全球AI产业链深度相关，半导体与存储产业的扩张有利于日股表现。地缘政治局势边际改善提振市场风险偏好，原油价格下行有利于宏观流动性预期改善，日股受益于全球风险资产beta。
债券	国债	低配 -2 融资需求与信贷供给不平衡仍是客观现实，但风险偏好中枢趋势性上行，居民企业或进行资产配置再平衡。虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，国债配置性价比低于风险资产。
	美债	低配 -2 美国经济边际收敛，美联储降息预期边际升温，但风险资产配置性价比更高。虽然地缘政治局势边际改善与全球能源价格下行有利于宏观流动性预期改善，但在风险偏好触底反转的背景下，美债配置性价比低于风险资产。
商品	黄金	超配 +1 长期看，黄金的战略性配置价值依旧维持：特朗普政府实施的系列政策使得二战后全球秩序逐渐瓦解。在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，安全再次成了最为稀缺的资源，而黄金则是对抗这种不确定性的具象化。投机性资金与再通胀交易阶段性加剧了短期波动，但近期有所减缓。
	原油	标配 中性 全球原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变。近期中东地缘政治局势急剧恶化，且有进一步扩大的趋势，在霍尔木兹海峡持续遭封锁且各主要经济体原油库存逐渐下降的背景下，原油价格或仍具备上行动能，但地缘政治发展的不确定性将加剧能源市场波动。
	工业金属	超配 +1 近年，电力相关建筑设备与交通工具大力发展，以及AI算力扩张、军事设施更新均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属或阶段性处于供需不平衡的情况。随着地缘政治局势的改善与风险偏好的提升，工业金属得以反弹，配置性价比有所提升。
外汇	美元	低配 -1 美国内部经济增长动能边际减弱有利于压制美元。地缘政治局势边际改善，原油价格下行，美元或难以趋势性走强。
	人民币	标配 中性 中国经济运行稳中向好，相较于其他主要经济体增长动能韧性较强，资本市场回报较好与景气预期改善有望支撑人民币汇率中枢稳定升值。预计在全球宏观环境愈加复杂的背景下，人民币汇率整体将呈现双向波动的态势，中枢震荡升值。

数据来源：国泰海通证券研究

注：战术性配置观点反映了我们对某项资产在未来1~3个月内相较于其他资产风险回报比的预期。

2. 战术性资产配置组合追踪

我们构建的战术性资产配置模拟组合细节如下：

1、调仓方式：我们每周审视一次组合资产配置与观点边际变化情况，如果发生调仓交易，则交易日期为审核日之后的下一个交易日。在观点没有发生显著变化的情况下，我们通常固定地以月度频率重新审视投资组合运作情况，并根据实际情况调整资产配置权重。但当我们的主动观点发生边际变化时，会基于变化显著程度与驱动因子对投资组合的配置权重进行不定期调整，以保持投资组合的灵活性。

2、比较基准：我们将基于宏观因子风险平价模型计算出来的战略性资产配置作为组合基准，其中大类资产配置权重分别为权益 45%（A 股 7.5%，港股 7.5%，美股 15%，欧股 5%，日股 5%，印股 5%）、债券的权重为 45%（其中长久期中国国债 10%，短久期中国国债 12.5%，长久期美国国债 10%，短久期美国国债 12.5%）、商品的权重为 10%（其中黄金 5%，原油 2.5%，南华商品指数 2.5%）。

3、偏离规定：大类资产偏离的上下限幅度设置为 $\pm 10\%$ ，内部细分资产的权重主要参考 Black-Litterman 战术性资产配置模型的运行结果，并结合主观分析设定。

2.1. 战术性资产配置组合

2.1.1. 组合运行情况

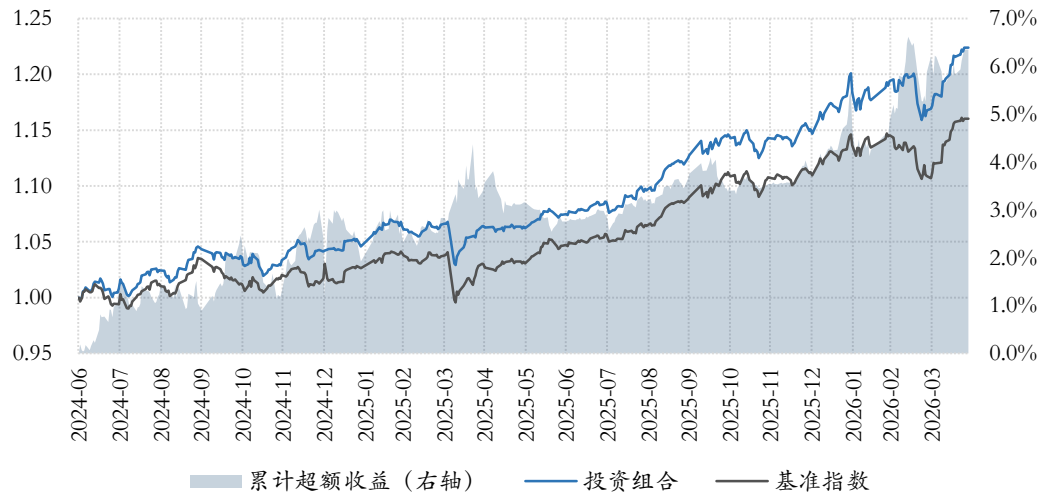
上周，战术性资产配置组合收益率为 0.66%。截至 2026 年 4 月 26 日，相对于基准组合，战术性资产配置组合实现累计超额收益率 6.35%，累计绝对收益率 22.37%。

表3: 战术性资产配置组合近期收益表现

日期	组合上周收益率	基准组合上周收益率	上周超额收益率	累计超额收益率	累计绝对收益率
2026-03-08	0.07%	-0.76%	0.83%	5.81%	19.48%
2026-03-15	0.17%	-0.53%	0.70%	6.62%	19.68%
2026-03-22	-1.92%	-1.36%	-0.56%	5.85%	17.38%
2026-03-29	-0.52%	-0.57%	0.05%	5.87%	16.76%
2026-04-05	1.26%	1.03%	0.23%	6.20%	18.23%
2026-04-12	1.15%	1.70%	-0.56%	5.64%	19.59%
2026-04-19	1.65%	1.57%	0.08%	5.83%	21.56%
2026-04-26	0.66%	0.25%	0.42%	6.35%	22.37%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图2: 战术性资产配置组合净值表现



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

战术性资产配置组合覆盖标的最新权重与表现情况如下。

表4: 战术性资产配置组合覆盖标的最新权重与表现情况

资产标的	配置权重	近1W	近1M	近3M	年初至今
权益	46.89%				
沪深300	10.29%	0.69%	7.95%	1.42%	3.01%
恒生指数	9.99%	-1.58%	6.54%	-2.88%	1.36%
标普500	7.89%	1.76%	8.88%	3.61%	4.67%
纳斯达克	8.23%	3.04%	13.17%	5.68%	6.86%
斯托克50	4.99%	-0.84%	5.55%	-1.09%	1.59%
日经225	5.50%	0.33%	15.92%	10.90%	18.63%
Sensex 30	0.00%	-1.70%	5.46%	-5.98%	-10.04%
债券	33.92%				
长久期中国国债	7.29%	0.17%	0.86%	1.37%	1.92%
短久期中国国债	9.68%	0.10%	0.31%	0.75%	0.91%
长久期美国国债	7.27%	0.20%	0.67%	0.42%	0.48%
短久期美国国债	9.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
商品	19.19%				
黄金	9.71%	-1.72%	6.47%	-6.41%	7.36%
原油	5.85%	6.53%	10.38%	69.93%	83.32%
南华商品指数	3.62%	1.19%	8.07%	21.40%	26.87%
现金	0.00%				
SOFR 利率					

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

3. 风险提示

分析维度存在局限性：研究框架基于分析师观点，分析维度或无法完全反映市场定价因素。

模型设计存在主观性：宏观因子模型的因子与权重选取基于主客观相结合，客观部分源自量化回测，而主观部分则源自经验与判断，或存在一定偏差。

历史与预期数据存在偏差：报告所采用的历史数据与预期数据或无法精准代表市场实际预期。

量化模型局限性：本结论仅从量化模型推导得出，与研究所其他研究团队的观点不重合。有关研究所其他研究团队对上述行业的观点，请参考相关已发布的研究报告。

地缘政治不确定性：全球地缘冲突、大国博弈及贸易与制裁政策变化或对供应链、能源价格及资本流动产生扰动，进而影响风险偏好与资产定价，若相关事件超预期演化，或导致模型结论发生调整。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（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。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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“国泰海通证券研究”，且不得对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。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666