下载日志已记录，仅供内部参考



策略研究

资产配置周报

证券研究报告

# 关注能源与产业趋势，循主线配置

■ 战术性大类资产配置周度点评（20261025）

王子翌(分析师)
021-38038293
wangziyi@gtht.com
登记编号 S0880523050004

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
登记编号 S0880520120005

李健(分析师)
010-83939798
lijian8@gtht.com
登记编号 S0880525070013

**本报告导读：**

**目前能源价格与 AI 产业趋势仍是影响全球市场风险偏好和资产表现的主要变量，考虑到中东局势仍存在较大不确定性，需持续关注其对能源价格和全球流动性的影响。建议超配 A 股、美股、日股与国债。**

**投资要点：**

- **目前能源价格与 AI 产业趋势仍是影响全球市场风险偏好和资产表现的主要变量，考虑到中东局势仍存在较大不确定性，需持续关注其对能源价格和全球流动性的影响。**
- **权益方面：（1）关键点位或提供战术配置窗口，建议超配 A 股。**从宏观层面看，稳市场政策托底，A 股系统性下行风险有限。从交易层面看，前期调整已释放部分悲观情绪，进一步悲观的性价比有所下降，近期股指涨跌幅与股票成交金额涨跌幅同步回落，成交变化指标接近历史中枢下方两个标准差区域（接近 2024 年“924”水平）。当前配置宜侧重把握反弹窗口，后续仍需观察成交能否持续回暖、指数能否企稳，以确认反弹的力度与持续性。**（2）美国经济韧性较强，受地缘政治冲击相对较轻，企业盈利预期或仍支撑美股中枢震荡上行，建议超配美股。**虽然近期中东地缘政治不确定性以及对美联储独立性的担忧使投资者的全球宏观流动性预期边际紧缩，但受益于强劲的企业盈利以及 AI 产业趋势，美股对宏观流动性预期的波动相对钝化。美股的微观交易结构在调整后得以稳固，估值相对合理，进一步下行的空间或有限，波动将提供“buy the dip”配置机会。**（3）全球 AI 需求扩张有望通过半导体设备、电子材料和精密制造等产业链转化为盈利增量，建议超配日股。**虽然宏观流动性与通胀预期扰动权益估值，但 AI 产业趋势仍在强劲发展，对相关设备的客观需求有利于提升日股的盈利增量。
- **债券方面：（1）融资需求与信贷供给仍不平衡，资本市场高波动提升债券配置性价比，建议超配国债。**在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。**（2）美国经济韧性尚存，投资者或反复修正宏观流动性预期，建议低配美债。**美国经济韧性尚存，通胀粘性较强，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；美联储如期加息彰显其独立性以及控制通胀的决心，但在中东地缘政治尚存在不确定的背景下，美债利率下行空间有限，大概率高位震荡，配置性价比低于风险资产。
- **商品方面：（1）微观交易结构改善趋势渐弱，建议标配黄金。**市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，微观交易结构改善趋势渐弱，黄金战术性配置价值或处于主要大类资产中性水平。**（2）地缘政治局势扰动或提振全球油价中枢，建议标配原油。（3）高利率与通胀预期或阶段性压制工业金属价格中枢，建议标配工业金属。**AI 算力扩张对工业金属带来了新增需求，但美债利率高企且仍有上行趋势，通胀预期亦会阶段性压制工业金属价格中枢，并加剧其波动。
- **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。

**相关报告**

宏观不确定性下降，风险资产更具性价比 2026.09.21
大类资产定价主线延续风险偏好修复 2026.08.17
地缘局势反复，风险资产维持高性价比 2026.07.27
微观交易风险释放，风险资产性价比回归 2026.07.20
地缘局势扰动有限，风险资产仍具配置优势 2026.07.13

下载日志已记录，仅供内部参考



# 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 ..... 5
1.4. 重点资产战术性配置观点 ..... 5
2. 战术性资产配置组合追踪 ..... 8
2.1. 战术性资产配置组合 ..... 8
2.1.1. 组合运行情况 ..... 8
3. 风险提示 ..... 10

下载日志已记录，仅供内部参考



# 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 10 月 19 日至 2026 年 10 月 25 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**

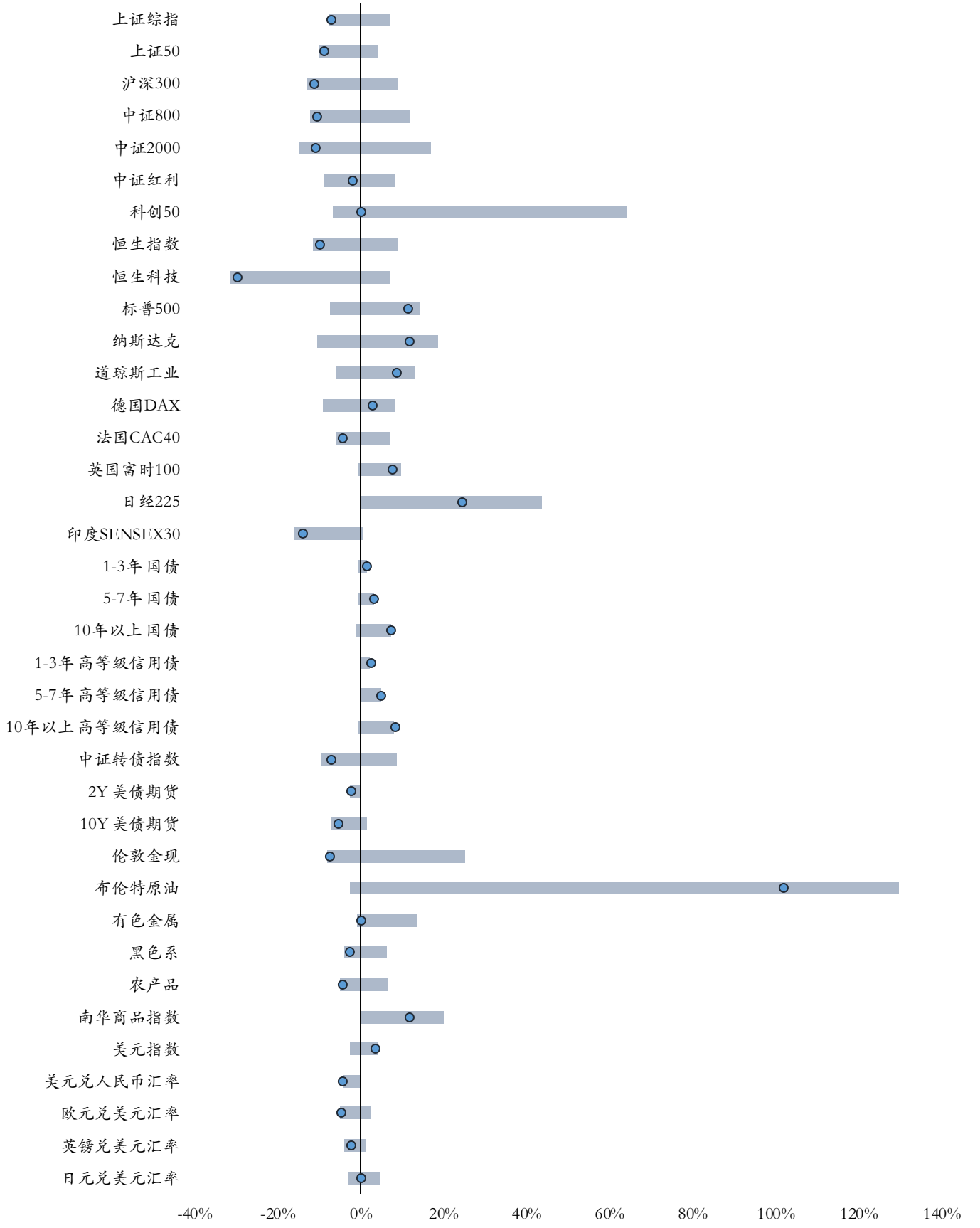
| 大类资产 | | 资产标的 | 涨跌幅 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 年初至今 | 过去1周 | 过去1月 | 过去3月 | 过去6月 | 过去1年 | 过去3年 | 过去5年 |
| 权益 | A股 | 上证综指 | -7.01% | -0.69% | -6.25% | -4.81% | -9.84% | -5.91% | 25.56% | 3.01% |
| | | 上证50 | -9.02% | -0.38% | -4.37% | -7.42% | -5.81% | -8.89% | 16.36% | -16.89% |
| | | 沪深300 | -11.33% | -1.57% | -9.12% | -13.17% | -14.23% | -10.88% | 18.16% | -17.23% |
| | | 中证800 | -10.61% | -0.99% | -10.06% | -12.83% | -15.25% | -9.20% | 20.96% | -13.80% |
| | | 中证2000 | -10.83% | -0.44% | -12.38% | 0.83% | -18.05% | -6.22% | 30.81% | 21.93% |
| | | 中证红利 | -1.91% | -3.26% | -1.55% | -1.94% | -6.62% | -5.15% | 9.83% | 4.83% |
| | | 科创50 | 0.10% | -0.97% | -18.99% | -24.82% | -6.08% | -3.98% | 60.15% | -1.65% |
| | 港股 | 恒生指数 | -9.90% | -4.52% | -7.01% | -8.40% | -10.89% | -11.07% | 34.48% | -11.61% |
| | | 恒生科技 | -29.81% | -5.76% | -11.59% | -17.60% | -20.43% | -34.95% | 5.72% | -42.68% |
| | 发达市场 | 标普500 | 11.37% | -0.47% | -1.07% | 2.91% | 7.25% | 13.14% | 80.78% | 67.74% |
| | | 纳斯达克 | 11.67% | -0.71% | -3.64% | 3.25% | 6.21% | 13.14% | 99.38% | 72.00% |
| | | 道琼斯工业 | 8.64% | 0.41% | 1.37% | 0.97% | 5.89% | 11.73% | 58.53% | 46.36% |
| | | 德国DAX | 2.82% | -1.72% | -0.90% | 1.69% | 4.25% | 4.02% | 70.14% | 62.01% |
| | | 法国CAC40 | -4.50% | -2.19% | -4.19% | -6.22% | -5.40% | -5.39% | 13.61% | 15.58% |
| | | 英国富时100 | 7.64% | -1.76% | -0.14% | 0.48% | 2.23% | 11.61% | 44.96% | 48.38% |
| | | 日经225 | 24.54% | -4.03% | -3.58% | -5.61% | 6.01% | 28.89% | 102.24% | 117.65% |
| | 新兴市场 | 印度SENSEX30 | -14.19% | -2.15% | -2.28% | -4.28% | -5.85% | -13.52% | 13.24% | 20.23% |
| 债券 | 利率债 | 1-3年 国债 | 1.40% | 0.04% | 0.15% | 0.35% | 0.73% | 1.86% | 7.41% | 13.26% |
| | | 5-7年 国债 | 3.21% | 0.12% | 0.31% | 0.86% | 1.71% | 3.55% | 14.27% | 23.37% |
| | | 10年以上 国债 | 7.09% | -0.18% | 0.84% | 3.09% | 4.70% | 4.75% | 28.18% | 48.92% |
| | 信用债 | 1-3年 高等级信用债 | 2.27% | 0.10% | 0.27% | 0.64% | 1.22% | 2.75% | 10.50% | 18.67% |
| | | 5-7年 高等级信用债 | 4.91% | 0.22% | 0.55% | 1.55% | 2.62% | 5.79% | 17.34% | 29.68% |
| | | 10年以上 高等级信用债 | 8.16% | 0.20% | 1.18% | 3.45% | 5.40% | 8.12% | 24.68% | 38.49% |
| | 可转债 | 中证转债指数 | -7.12% | 1.86% | -4.47% | -8.32% | -11.43% | -4.41% | 18.39% | 12.21% |
| | 境外债 | 2Y 美债期货 | -2.21% | 0.07% | 0.44% | -0.60% | -1.51% | -2.19% | 0.75% | -6.89% |
| | | 10Y 美债期货 | -5.50% | 0.47% | 1.04% | -1.88% | -4.41% | -6.43% | -0.25% | -18.67% |
| 商品 | 贵金属 | 伦敦金现 | -7.48% | -4.08% | -6.79% | -1.33% | -15.08% | -3.18% | 102.55% | 122.92% |
| | 原油 | 布伦特原油 | 101.80% | 8.55% | 5.51% | 20.72% | 14.40% | 92.38% | 36.12% | 49.36% |
| | 其他 | 有色金属 | 0.19% | 0.69% | -5.60% | -5.28% | -8.04% | 10.96% | 23.21% | 34.51% |
| | | 黑色系 | -2.77% | -0.48% | -3.17% | -3.94% | -5.71% | -3.01% | -16.93% | -12.63% |
| | | 农产品 | -4.48% | -0.90% | -4.28% | -5.85% | -7.99% | -4.98% | -10.09% | -1.30% |
| | | 南华商品指数 | 11.60% | -0.12% | -2.15% | 3.43% | -4.02% | 15.44% | 17.12% | 43.08% |
| 外汇 | 美元 | 美元指数 | 3.54% | -0.03% | 0.62% | 0.30% | 2.96% | 2.85% | -3.64% | 8.70% |
| | 人民币 | 美元兑人民币汇率 | -4.39% | -0.26% | -0.63% | -1.61% | -2.44% | -6.40% | -8.77% | 4.47% |
| | 欧元 | 欧元兑美元汇率 | -4.61% | -0.32% | -1.58% | -1.52% | -4.10% | -3.56% | 5.00% | -3.76% |
| | 英镑 | 英镑兑美元汇率 | -0.71% | 0.36% | 1.05% | 0.49% | -0.65% | 0.41% | 9.22% | -2.75% |
| | 日元 | 美元兑日元汇率 | 0.11% | -0.72% | -0.94% | -4.28% | -1.81% | 2.80% | 4.77% | 38.19% |

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**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。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 1.2. 近期重要事件回顾

**Meta 上调资本开支指引并宣布设立无投票权股票，AI 投资回报担忧升温，**Meta 公司于 10 月 21 日公布第三季度财报，将 2026 年资本开支指引下限由 1300 亿美元上调至 1350 亿美元，上限维持 1450 亿美元，并宣布设立无投票权 C 类普通股，以提升后续融资灵活性[1]。2026 年第三季度自由现金流为负，高额投入与潜在股权稀释引发市场担忧。

## 1.3. 重要事件定价分析

Meta 资本开支上调与股权融资安排，使市场更加关注 AI 投资的回报周期、现金流压力及融资可持续性，推动科技资产定价进一步转向盈利兑现验证。短期风险偏好回落对高估值成长资产形成约束，美债等高流动性资产的战术性配置价值相对提升，科技板块内部则更应重视现金流质量与投入产出的匹配程度。

## 1.4. 重点资产战术性配置观点

**权益方面：（1）关键点位或提供战术配置窗口，建议超配 A 股。**从宏观层面看，稳市场政策托底，A 股系统性下行风险有限。从交易层面看，前期调整已释放部分悲观情绪，进一步悲观的性价比有所下降，近期股指涨跌幅与股票成交金额涨跌幅同步回落，成交变化指标接近历史中枢下方两个标准差区域（接近 2024 年“924”水平）。当前配置宜侧重把握反弹窗口，后续仍需观察成交能否持续回暖、指数能否企稳，以确认反弹的力度与持续性。**（2）美国经济韧性较强，受地缘政治冲击相对较轻，企业盈利预期或仍支撑美股中枢震荡上行，建议超配美股。**虽然近期中东地缘政治不确定性以及对美联储独立性的担忧使投资者的全球宏观流动性预期边际紧缩，但受益于强劲的企业盈利以及 AI 产业趋势，美股对宏观流动性预期的波动相对钝化。美股的微观交易结构在调整后得以稳固，估值相对合理，进一步下行的空间或有限，波动将提供“buy the dip”配置机会。**（3）全球 AI 需求扩张有望通过半导体设备、电子材料和精密制造等产业链转化为盈利增量，建议超配日股。**虽然宏观流动性与通胀预期扰动权益估值，但 AI 产业趋势仍在强劲发展，对相关设备的客观需求有利于提升日股的盈利增量。

**债券方面：（1）融资需求与信贷供给仍不平衡，资本市场高波动提升债券配置性价比，建议超配国债。**在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。**（2）美国经济韧性尚存，投资者或反复修正宏观流动性预期，建议低配美债。**美国经济韧性尚存，通胀粘性较强，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；美联储如期加息彰显其独立性以及控制通胀的决心，但在中东地缘政治尚存在不确定的背景下，美债利率下行空间有限，大概率高位震荡，配置性价比低于风险资产。

**商品方面：（1）微观交易结构改善趋势渐弱，建议标配黄金。**在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，黄金仍具有较高的长期战略性配置价值。市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，微观交易结构改善趋势渐弱，黄金战术性配置价值或处于主要大类资产中性水平。**（2）地缘政治局势扰动或提振全球油价中枢，建议标配原油。**原油价格近期或受地缘政治不确定性扰动，但全球经济原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变，长期看，原油中枢仍缺乏上行动能。**（3）高利率与通胀预期或阶段性压制工业金属价格中枢，建议标配工业金属。**AI 算力扩张、军事设施更新、电力相关建筑设备以及新能源交通工具发展均对工业金属带来

[1] https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2026/Meta-Reports-Third-Quarter-2026-Results/

下载日志已记录，仅供内部参考



了新增需求，以铜为代表的工业金属在供给方面除了受到产业供给的限制，还受到关税与地缘政治不确定性的扰动，供需仍阶段性不平衡。但美债利率高企且仍有上行趋势，通胀预期亦会阶段性压制工业金属价格中枢，并加剧其波动。

下载日志已记录，仅供内部参考



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 10 月 25 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 | 从宏观层面看，稳市场政策托底，A股系统性下行风险有限。从交易层面看，前期调整已释放部分悲观情绪，进一步悲观的性价比有所下降，近期股指涨跌幅与股票成交金额涨跌幅同步回落，成交变化指标接近历史中枢下方两个标准差区域（接近2024年“924”水平）。当前配置宜侧重把握反弹窗口，后续仍需观察成交能否持续回暖、指数能否企稳，以确认反弹的力度与持续性。 |
| | 港股 | 标配 中性 | 港股市场当前具备较强的融资属性。在全球资本市场去杠杆背景下，国际资金的再平衡行为或加剧港股的波动。 |
| | 美股 | 超配 +2 | 虽然近期中东地缘政治不确定性以及对美联储独立性的担忧使投资者的全球宏观流动性预期边际紧缩，但受益于强劲的企业盈利以及AI产业趋势，美股对宏观流动性预期的波动相对钝化。美股的微观交易结构在调整后得以稳固，估值相对合理，进一步下行的空间或有限，波动将提供“buy the dip”配置机会。 |
| | 德股 | 标配 中性 | 欧元区经济温和修复，景气度持续上行。地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，全球风险资产波动或加剧。 |
| | 印股 | 低配 -2 | 印度在全球AI产业链中参与程度有限，AI产业发展对印度资本市场的带动作用或偏低。 |
| | 日股 | 超配 +1 | 虽然宏观流动性与通胀预期扰动权益估值，但AI产业趋势仍在强劲发展，对相关物理设备的需求是客观存在的，有利于提升日股的盈利增量。 |
| 债券 | 国债 | 超配 +1 | 在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。 |
| | 美债 | 低配 -2 | 美国经济韧性尚存，通胀粘性较强，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；美联储如期加息彰显其独立性以及控制通胀的决心，但在中东地缘政治尚存在不确定的背景下，美债利率下行空间有限，大概率高位震荡，配置性价比低于风险资产。 |
| 商品 | 黄金 | 标配 中性 | 在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，黄金仍具有较高的长期战略性配置价值。市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，微观交易结构改善趋势渐弱，黄金战术性配置价值或处于主要大类资产中性水平。 |
| | 原油 | 标配 中性 | 原油价格近期或受地缘政治不确定性扰动，但全球经济原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变，长期看，原油中枢仍缺乏上行动能。 |
| | 工业金属 | 标配 中性 | AI算力扩张、军事设施更新、电力相关建筑设备以及新能源交通工具发展均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属在供给方面除了受到产业供给的限制，还受到关税与地缘政治不确定性的扰动，供需仍阶段性不平衡。但美债利率高企且仍有上行趋势，通胀预期亦会阶段性压制工业金属价格中枢，并加剧其波动。 |
| 外汇 | 美元 | 标配 中性 | 美国内部经济增长动能边际减弱有利于压制美元。地缘政治不确定性扰动下，美元或以震荡为主。 |
| | 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。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 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%，德股 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±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-1.00%。截至 2026 年 10 月 23 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 6.72%，累计绝对收益率 21.47%。

**表3：战术性资产配置组合近期收益表现**

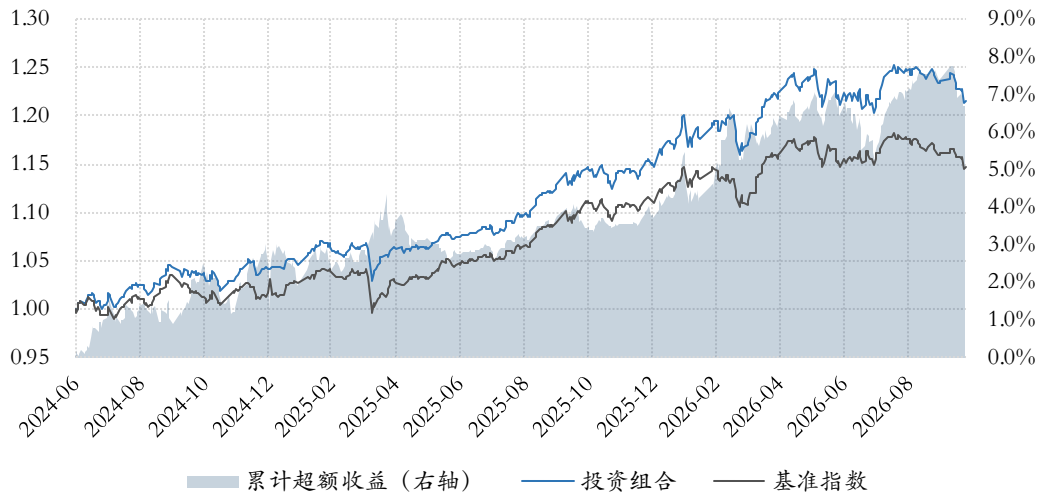
| 日期 | 组合上周收益率 | 基准组合上周收益率 | 上周超额收益率 | 累计超额收益率 | 累计绝对收益率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2026-08-28 | -0.26% | -0.28% | 0.03% | 7.06% | 24.71% |
| 2026-09-04 | 0.09% | -0.10% | 0.19% | 7.29% | 24.83% |
| 2026-09-11 | -0.32% | -0.58% | 0.26% | 7.57% | 24.42% |
| 2026-09-18 | -0.12% | -0.10% | -0.02% | 7.54% | 24.27% |
| 2026-09-25 | 0.07% | 0.13% | -0.06% | 7.48% | 24.36% |
| 2026-10-09 | -0.02% | -0.26% | 0.24% | 7.76% | 24.34% |
| 2026-10-16 | -1.32% | -0.66% | -0.66% | 6.89% | 22.70% |
| 2026-10-23 | -1.00% | -0.92% | -0.09% | 6.72% | 21.47% |

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



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 | 53.86% | | | | |
| 沪深 300 | 9.71% | -1.46% | -9.67% | -12.97% | -11.33% |
| 恒生指数 | 7.42% | -4.03% | -7.95% | -7.23% | -9.90% |
| 标普 500 | 15.01% | -1.55% | -1.82% | 1.66% | 11.37% |
| 纳斯达克 | 9.73% | -2.84% | -4.73% | 1.03% | 11.67% |
| 斯托克 50 | 5.05% | -1.62% | -4.06% | -3.94% | 4.78% |
| 日经 225 | 6.94% | -2.69% | -3.58% | -5.18% | 24.54% |
| Sensex 30 | 0.00% | -1.60% | -1.89% | -4.73% | -14.19% |
| 债券 | 35.86% | | | | |
| 长久期中国国债 | 15.38% | 0.30% | 0.65% | 1.48% | 4.61% |
| 短久期中国国债 | 10.21% | 0.08% | 0.22% | 0.51% | 1.90% |
| 长久期美国国债 | 5.17% | 0.68% | 0.37% | -0.33% | -0.87% |
| 短久期美国国债 | 5.11% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 商品 | 10.28% | | | | |
| 黄金 | 4.91% | -3.84% | -8.37% | -4.83% | -10.90% |
| 原油 | 2.87% | 10.82% | 23.03% | 39.16% | 148.46% |
| 南华商品指数 | 2.49% | 0.27% | -0.02% | 6.26% | 40.10% |
| 现金 | 0.00% | | | | |
| SOFR 利率 | | | | | |

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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”）授权客户使用。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**

**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。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%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 |
| | 无评级 | 对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点 |
| 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