

大类资产配置专题 穿越AI叙事的全天候组合

资产配置 · 专题报告

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

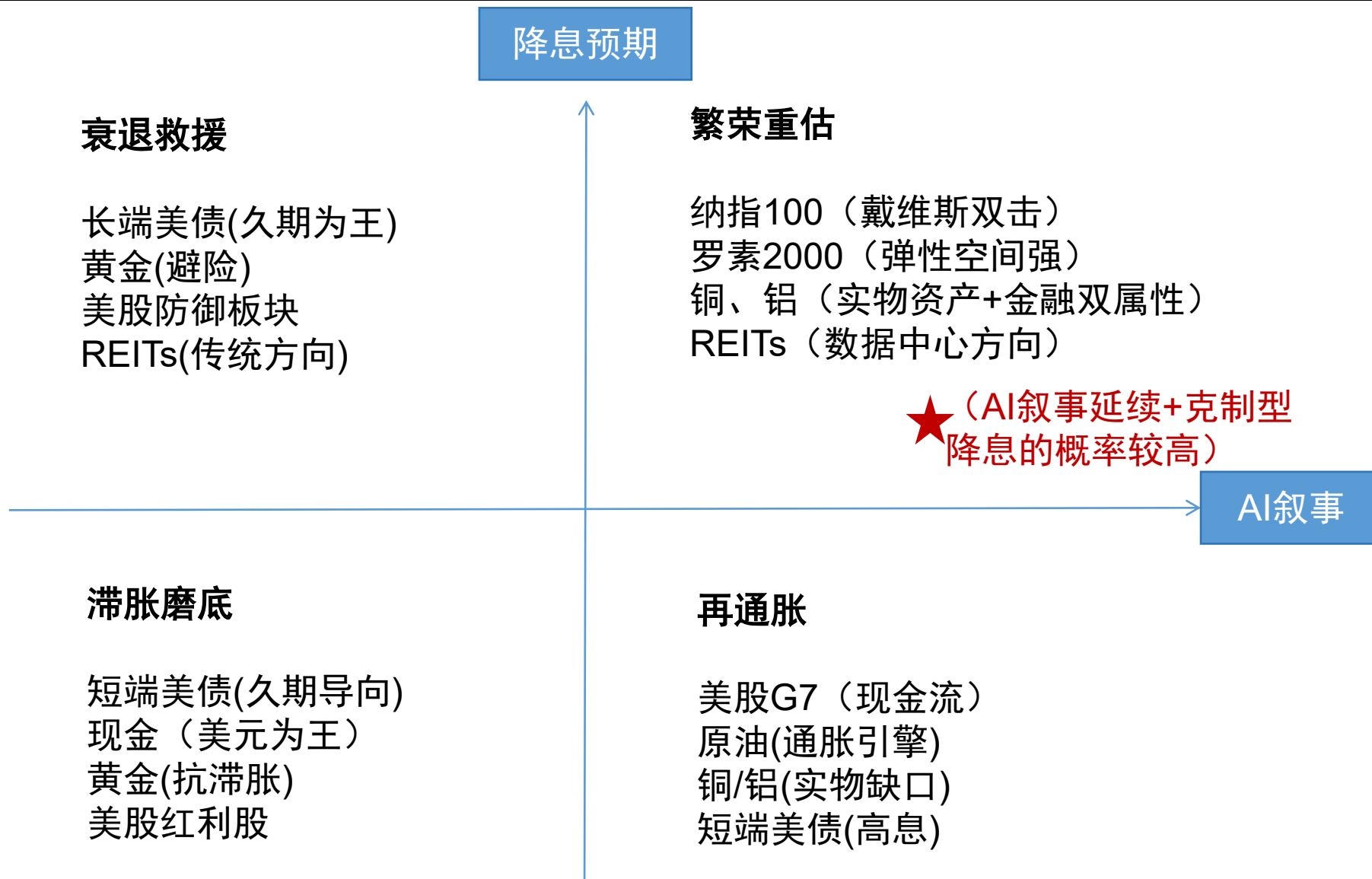
chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

- **大类资产配置优先选择权益资产，商品中长期具备配置价值，债券需严控长端风险。**当前全球资产配置逻辑向盈利兑现切换，A股依托债股比价优势与政策支持步入“慢牛”第二阶段，美股受益于AI效率红利实现利润率扩张，日韩股市凭借科技产业链优势盈利显著上修，权益资产整体向上弹性；商品受AI驱动的资源定价重构、实物囤积需求及地缘“安全溢价”支撑，长牛格局稳固；中债长端受风险偏好回升与发行压力影响震荡修复，美债面临财政风险与通胀预期上行压力，策略上宜采取“短久期+陡峭化”并搭配TIPS对冲通胀。
- **宏观情景聚焦“AI叙事延续+克制型降息”，不同风偏可以对应四象限来布局投资。**风险偏好型投资策略可关注“强降息+强AI”组合，重点配置中小盘成长、大盘成长及黄金，把握流动性与科技红利共振的高弹性收益；稳健型投资策略可选择“强降息+弱AI”防御组合，以长债、黄金、大盘价值股为核心，获取稳定收益并控制回撤；低波动需求策略可布局“弱降息+弱AI”现金为王组合，通过短债与大盘价值股锁定确定性收益，避免市场波动冲击。
- **采用风险平价策略可实现全天候配置，无视地缘、贸易、AI叙事、美联储等扰动。**该策略通过平衡各类资产风险贡献，既能够捕捉降息周期中债券与黄金的确定性收益，又能对冲AI叙事带来的估值波动风险。当前国内全天候策略组合以短债打底，适度搭配黄金及权益资产；投资过程中需密切关注海外货币政策不确定性、地缘与贸易扰动、流动性收紧超预期及技术估值泡沫回撤等风险，避免单一风险因素冲击组合收益高位，EPS强劲上修仍提供了安全垫。
- **风险提示：**海外货币政策节奏和幅度的不确定性；地缘与贸易扰动；流动性收紧超预期；技术估值泡沫回撤

从“大概率”到“不择时”：AI叙事和降息预期（海外）

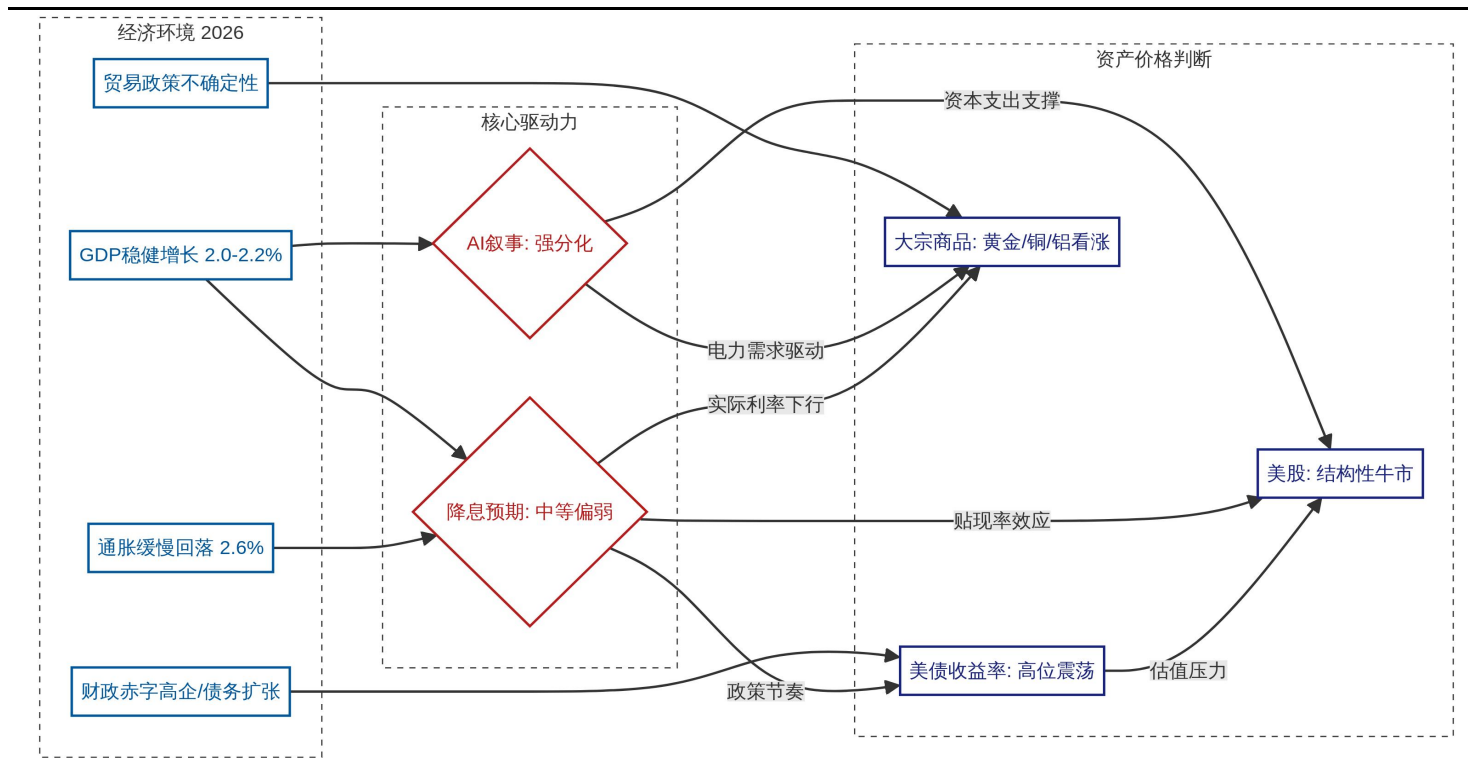
图：2026年全球宏观环境、AI叙事机制下的资产定价传导路径



资料来源：Wind, Gemini Nano Banana Pro, 国信证券经济研究所绘制

2026 年宏观环境、AI 叙事与资产定价的传导框架

图：2026年全球宏观环境、AI叙事机制下的资产定价传导路径



资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所绘制

表：美国经济基本面分析和对各类资产的影响核心矛盾

维度	核心趋势	关键数据/方向
经济增长	稳健但分化	美国GDP预计增长2.0%-2.2%，全球增长约3.1%。AI投资成为增长的主要引擎。
通胀水平	缓慢回落	全球通胀预计降至2.6%，但美国通胀受劳动力市场和贸易政策影响，仍具上行风险。
财政政策	债务扩张持续	美国财政赤字依然高企，债务占GDP比例预计升至118%，主权信用溢价压力增加。
贸易环境	保护主义阴霾	关税风险和贸易政策不确定性可能抑制全球贸易增速，并对供应链造成结构性压力。

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

从“大概率”到“不择时”：AI叙事和降息预期（国内）

图：2026年国内宏观环境、AI叙事机制下的资产定价传导路径

降息预期

结构性牛市(Quality Growth)

宏观平淡但产业强劲。资金从宽基流向有业绩龙头。

1. A股大盘成长(有业绩支撑的科技龙头)
2. 中国短期国债(资金闲置时的过渡)

全面牛市/泡沫化(Liquidity Boom)

流动性充裕叠加技术革命，风险偏好高。

1. A股中小盘(最大弹性，且需流动性支持)
2. A股大盘成长(核心资产修复)
3. 黄金(货币贬值/流动性溢出)

(AI叙事延续+克制型降息概率较高) ★

AI叙事

衰退式宽松(Defensive Easing)

经济疲软，科技熄火，资金避险并寻找“类债”收益。

1. 中国长期国债(核心赢家，博弈资本利得)
2. 黄金(避险+抗通缩+降息)
3. A股大盘价值(红利低波，债市替代品)

存量博弈/防御(Stagnation)

无增长亮点，且流动性不松。市场缺乏主线，现金为王。

1. 中国短期国债(防御、吃票息、低波动)
2. A股大盘价值(抗跌、高股息底仓)
(各类风险资产均承压)

不同宏观情景下的资产组合表现对比

- 象限III (强降息+弱AI, 防御型)**: 在2023-2025年间表现最为稳健, 年化收益率达到 16.67%, 夏普比率高达 2.48, 且最大回撤仅为 -3.90%。这反映了在经济转型期, 长债、黄金及大盘价值股作为避风港的极高配置价值。
- 象限I (强降息+强AI, 风险偏好型)**: 在2025年表现爆发, 单年收益率高达 40.15%。虽然在2023年经历了约 -15% 的回撤, 但其在流动性充裕和科技预期改善时的弹性最为显著。
- 象限II (弱降息+强AI, 质量驱动型)**: 表现相对分化, 2023年受大盘成长股估值收缩影响回撤较大 (-32.42%), 但在2025年随业绩兑现实现了 29.35% 的反弹。
- 象限IV (弱降息+弱AI, 现金为王)**: 中规中矩, 主要提供确定性收益, 2024年表现较好 (15.72%), 适合作为低波动配置底仓。

表: 四种情形下投资组合的业绩分析

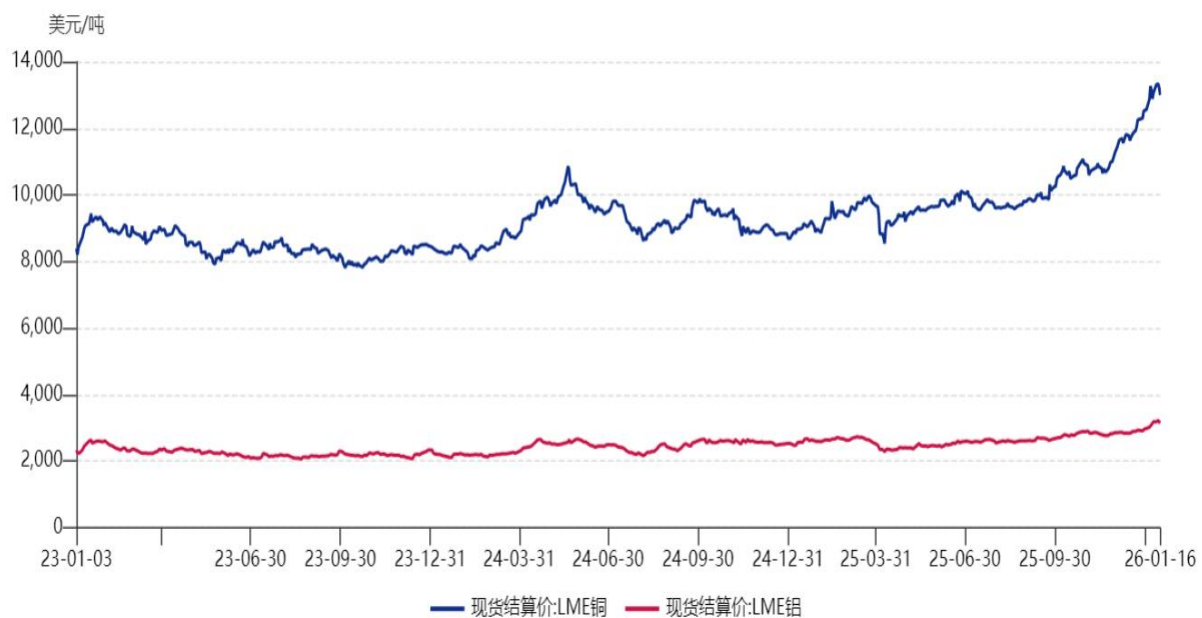
统计周期	绩效指标	象限I(Risk-On)	象限II(Quality)	象限III(Defensive)	象限IV(Cash)
2023年	收益率	-5.10%	-20.83%	7.16%	0.53%
	夏普比率	-0.5	-1.21	1.34	0.07
	最大回撤	-15.04%	-32.42%	-3.90%	-8.83%
2024年	收益率	15.48%	7.91%	22.84%	15.72%
	夏普比率	0.82	0.28	3.08	1.77
	最大回撤	-12.19%	-18.42%	-2.95%	-4.89%
2025年	收益率	40.15%	29.35%	20.64%	4.01%
	夏普比率	2.78	1.48	2.88	0.65
	最大回撤	-8.38%	-12.80%	-2.69%	-3.80%
历史时期 (23-25)	年化收益	15.41%	3.42%	16.67%	6.55%
	夏普比率	1.03	0.15	2.48	0.88
	最大回撤	-21.91%	-40.07%	-3.90%	-8.83%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

AI 叙事下的资源品与权益市场共振上行

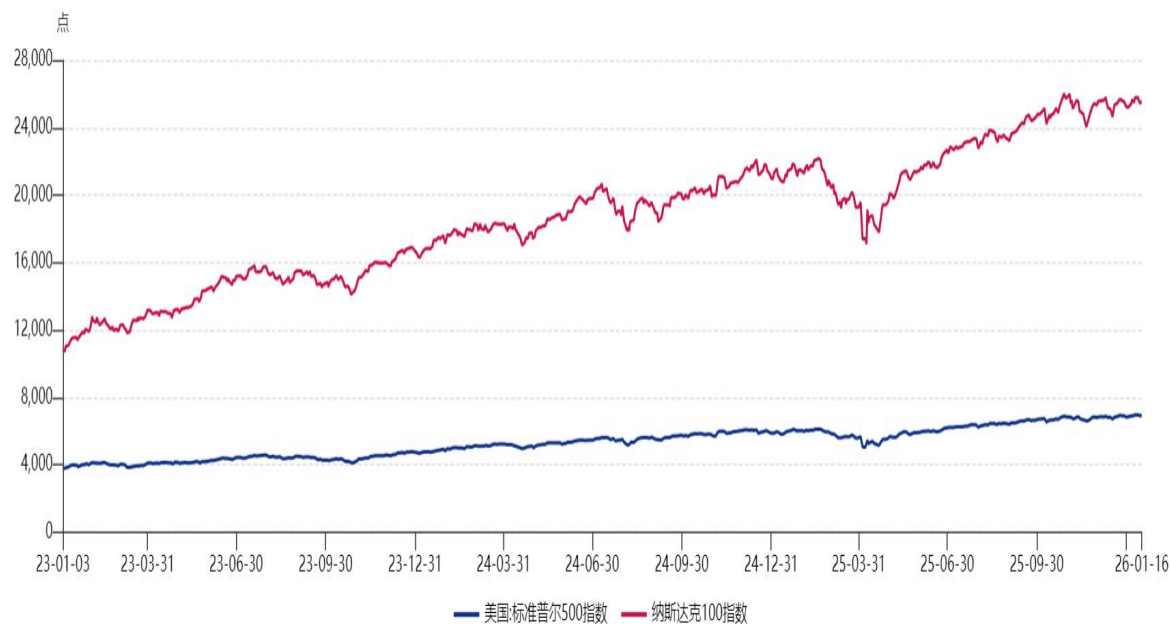
- 以铜为代表的 LME 有色金属价格自 2024 年以来加速上行，其走势已明显脱离传统制造业周期约束，更多反映AI算力扩张带来的电力需求、导电与散热材料消耗上升，以及地缘与贸易扰动下的“安全溢价”重估。
- 与此同时，A股市场主要指数同步走强，尤其是以科技与成长风格为代表的指数，在盈利预期上修与风险偏好回升的共同作用下持续抬升。

图：LME有色金属期货价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

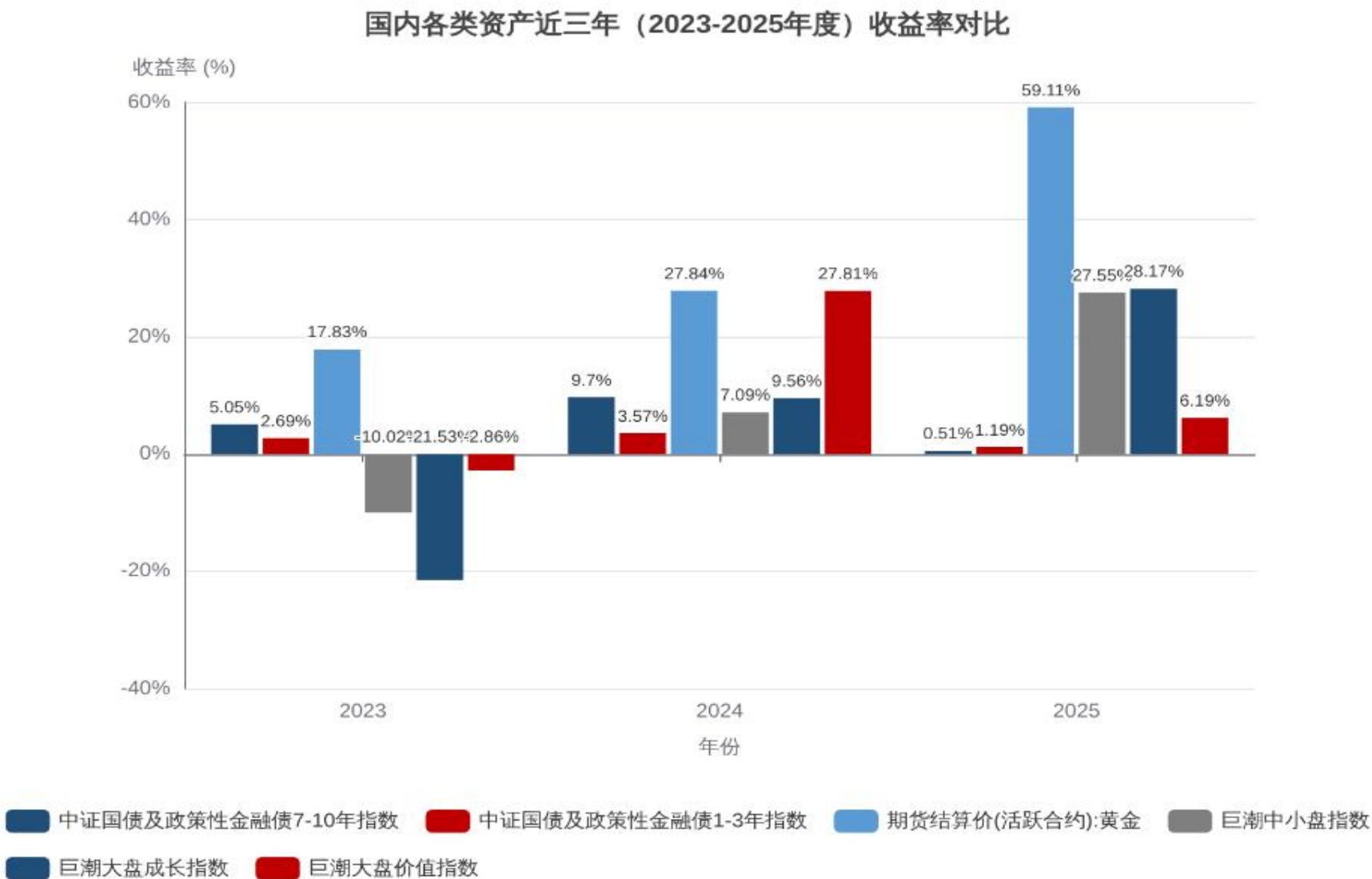
图：股票市场主要指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

不同宏观情景下的资产组合表现对比

图：2023-2025年国内主要资产的整体表现



资料来源：Wind，千问任务助理，国信证券经济研究所整理

不同宏观情景下的资产组合表现对比

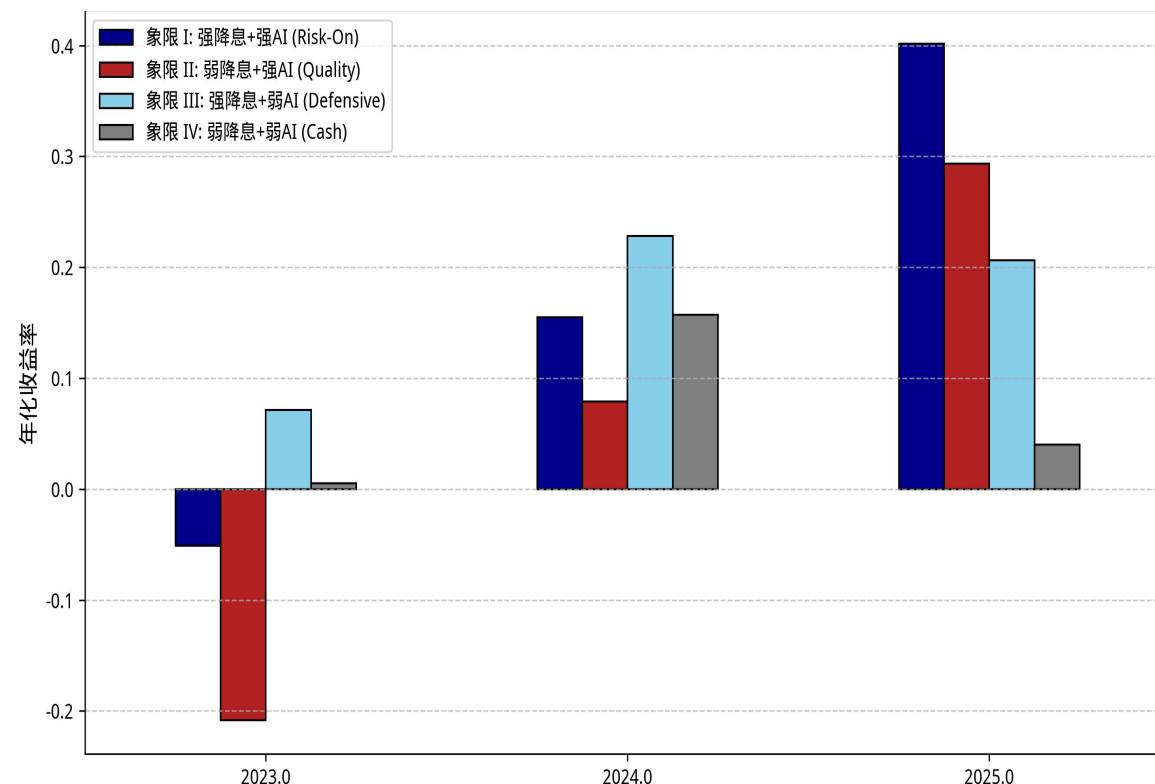
- 象限I: 中小盘成长+黄金+大盘成长;
- 象限II: 大盘成长;
- 象限III: 长债+黄金+大盘价值;
- 象限IV: 短债+大盘价值。

图：2023–2025年四类投资情景象限组合净值走势



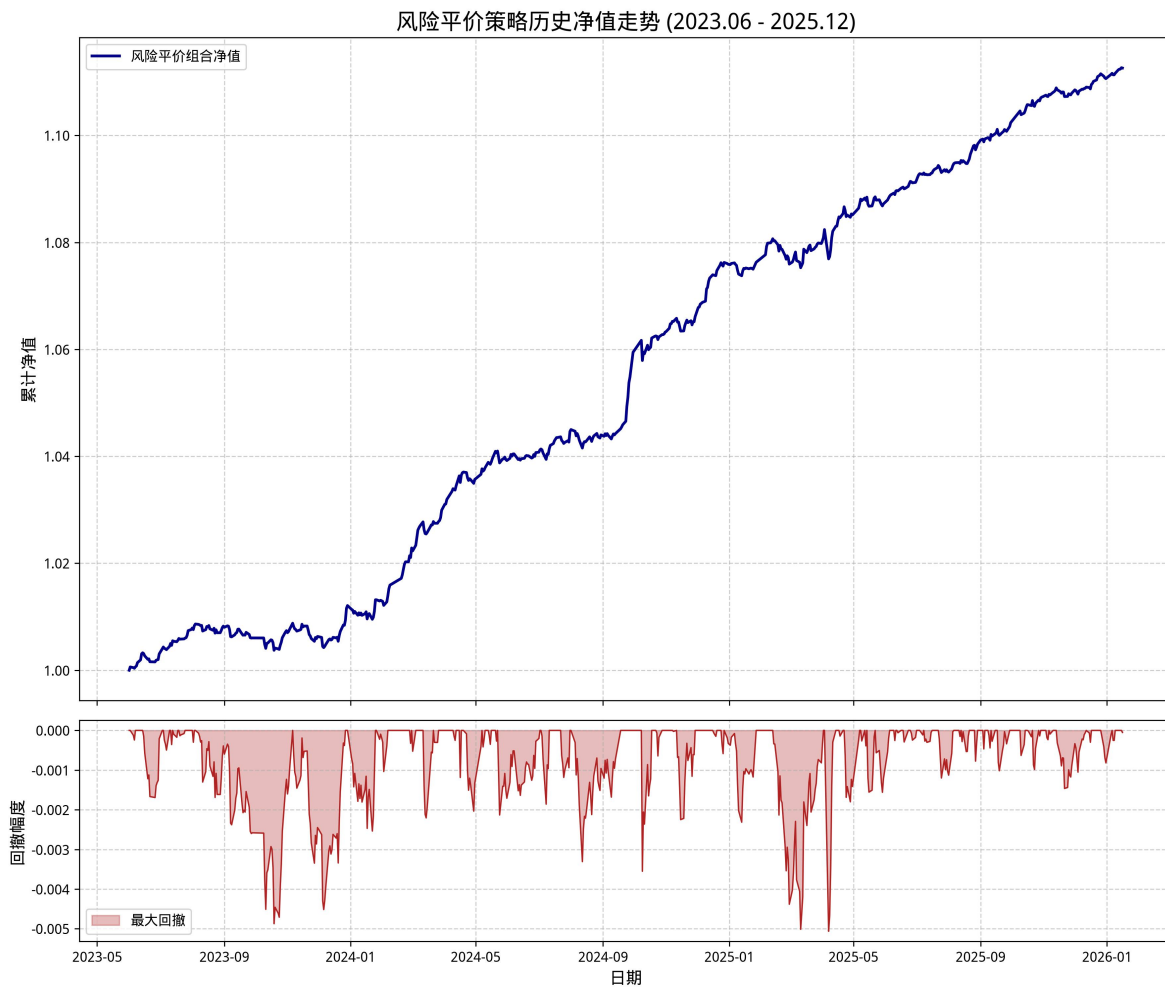
资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

图：各象限组合年度收益率对比（2023–2025）



资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

图：风险平价策略历史净值走势平稳



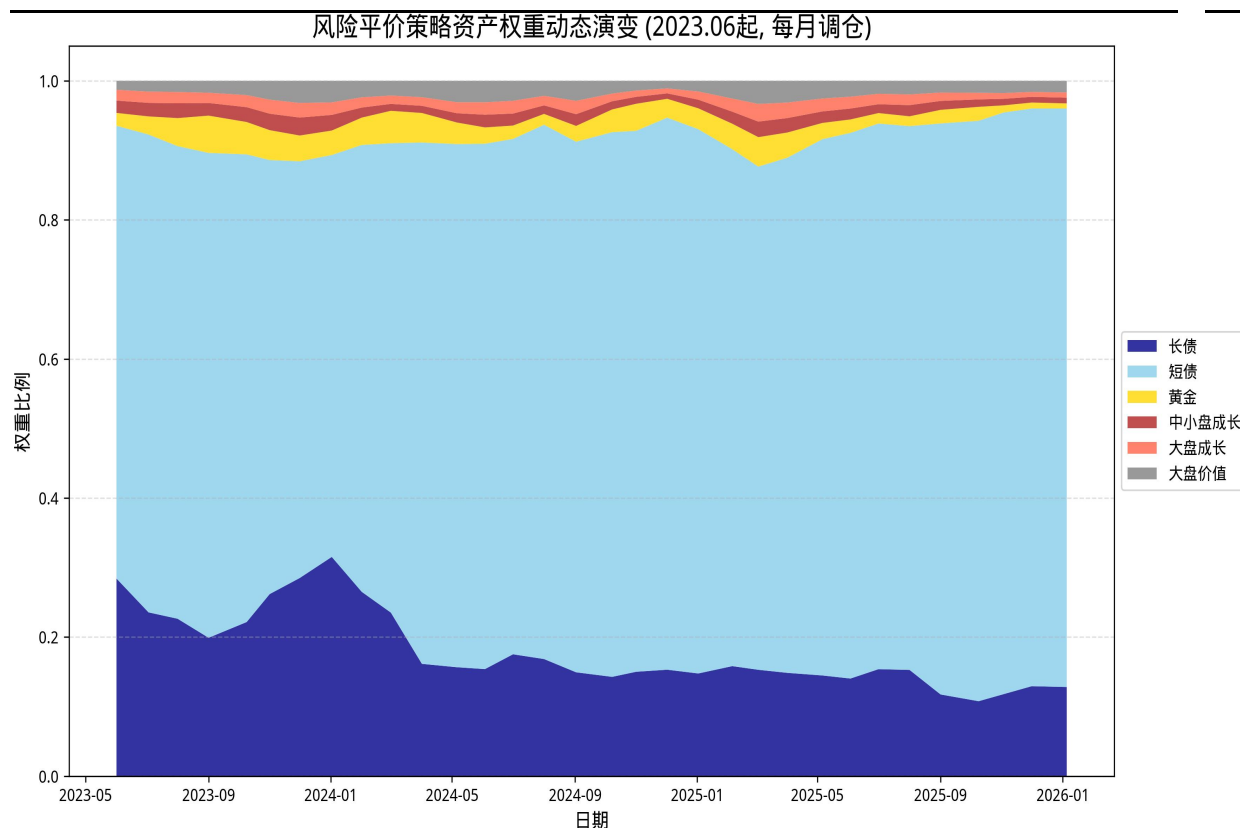
资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

- 基于过去两年半（2023.06起）的历史复盘，风险平价策略在AI叙事与降息预期的交织下展现了以下核心优势：
 - （1）捕捉“降息预期”的确定性收益：在降息预期主导的周期中，债券与黄金是核心受益资产。风险平价模型天然倾向于配置低波动的债类资产。在2024年降息预期反复的过程中，该策略通过高配长债与短债，获取了稳定的票息收益与资本利得，构成了净值上行的“压舱石”。
 - （2）对冲“AI叙事”的波动陷阱：AI叙事往往伴随着极高的估值弹性和随之而来的剧烈波动。风险平价策略不预判AI是否会“证伪”，而是通过监测波动率，在AI概念股过热、波动率激增时自动调低权重。这种非预测性的风险控制，使组合能够规避2023年下半年科技股回调带来的杀跌风险。

无需择时：穿越周期与规避风险

- 实现“全天候”的风险规避：无论2026年的情景是“流动性驱动的繁荣”还是“防御至上的垃圾时间”，风险平价策略的逻辑始终如一：不依赖单一资产的爆发，而是依赖风险贡献的平衡。
- AI叙事+降息预期“全天候”策略的配置比例：长债（13%）、短债（83%）、黄金（0.7%）、中小盘（0.9%）、大盘成长（0.7%）、大盘价值（1.7%）。

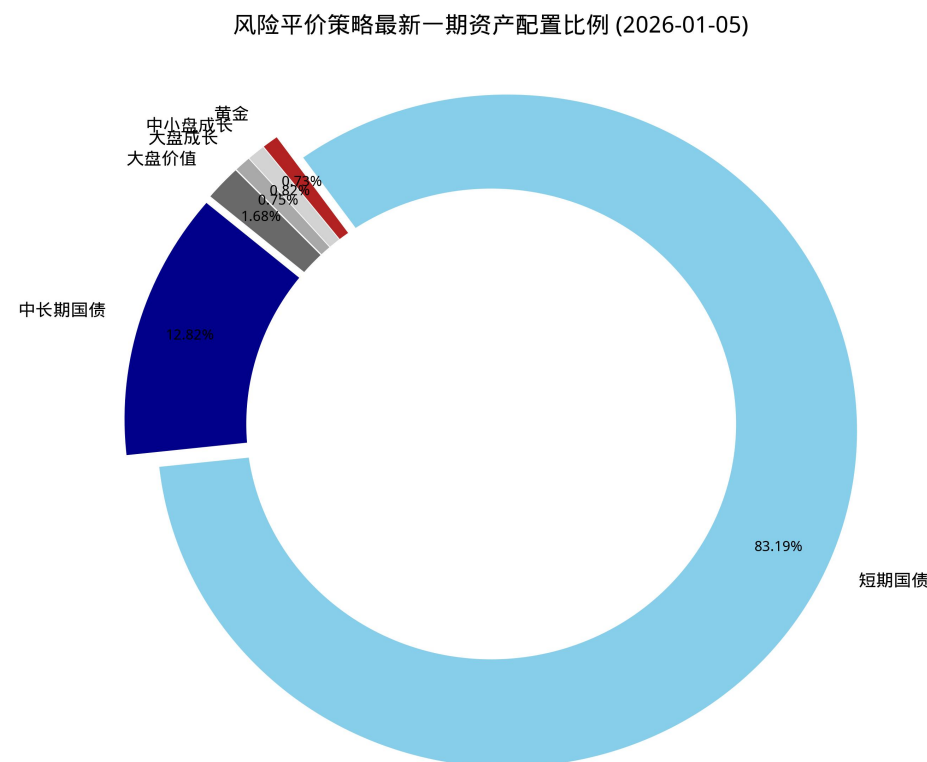
图：风险平价策略资产权重占比



资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：最新一期风险平价策略资产权重占比

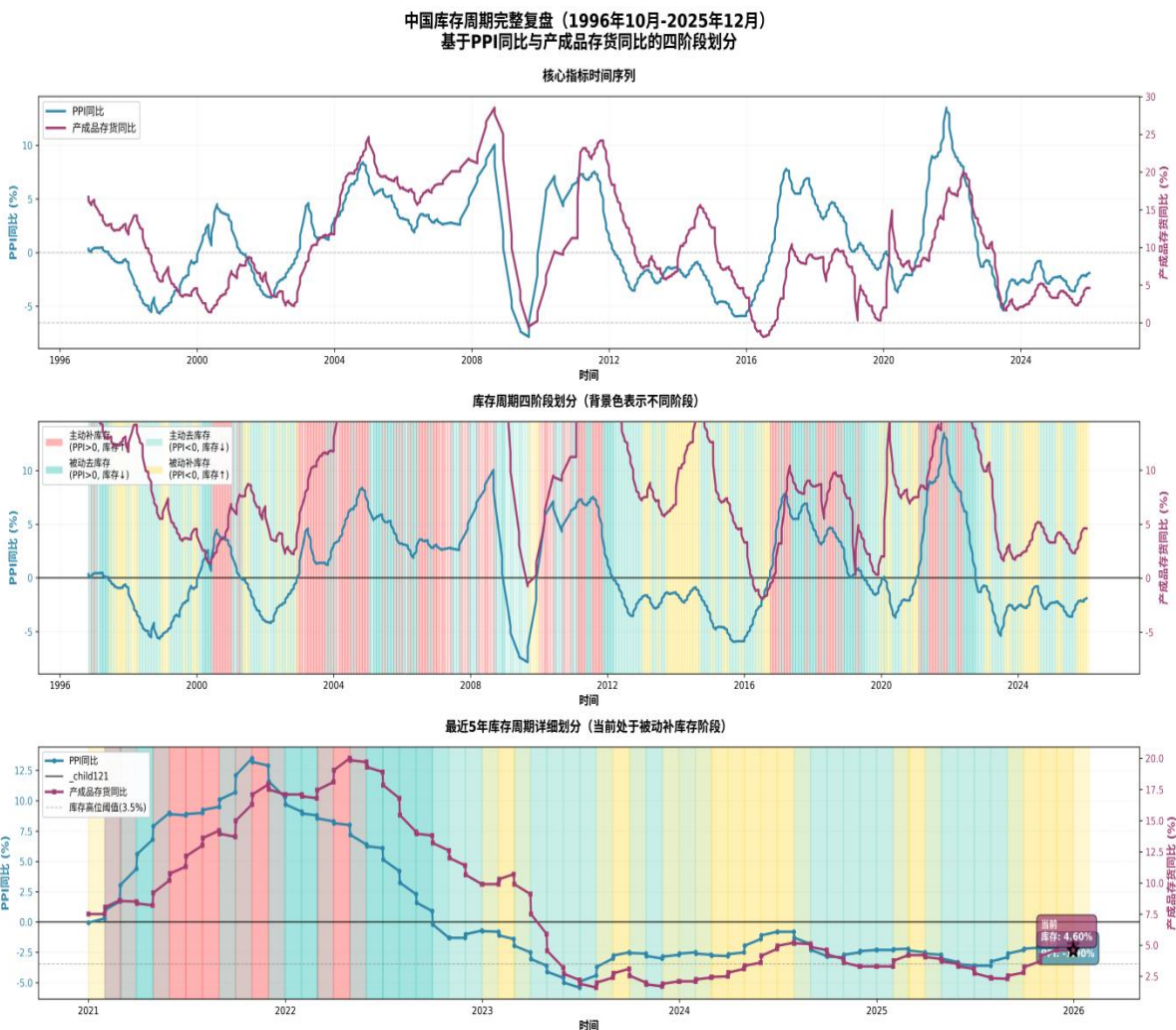


资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

中国库存周期研判

- 综合多重因素判断，中国经济处于被动补库存阶段的后期：

图：中国产能利用率历史周期



表：中国库存周期历史拐点复盘

指标	主动补库存	被动去库存	主动去库存	被动补库存
历史出现次数	173个月	147个月	199个月	139个月
平均持续时间	5.2个月	4.4个月	6.0个月	4.2个月
最长持续时间	20个月	19个月	20个月	12个月
最短持续时间	1个月	1个月	1个月	1个月
平均PPI同比	4.8%	3.5%	-2.1%	-1.5%
平均库存同比	11.2%	8.6%	3.2%	4.1%

资料来源：Wind, Manus, 国信证券经济研究所整理

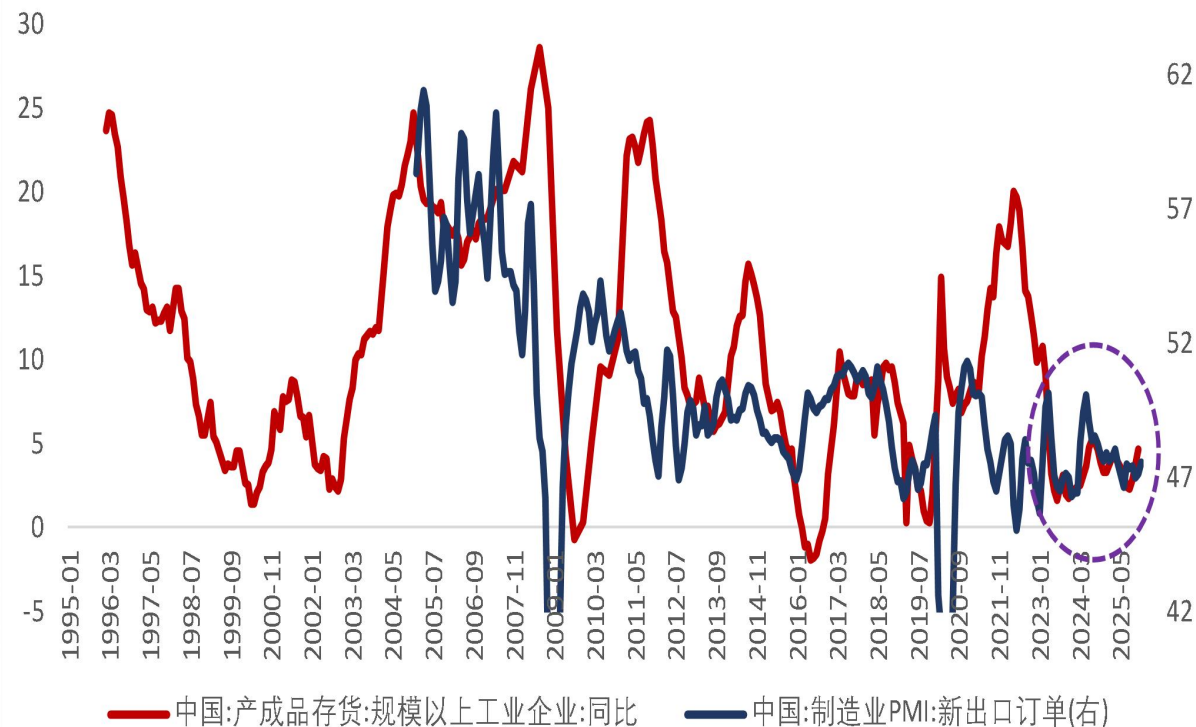
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

拿掉外需订单后再看内需导向的库存周期

- 库存的回暖是一波三折的，或者说严格依赖于周期划分本身，比如从25.8-11月数据来看，产成品存货同比依次为2.3、2.8、3.7和4.6%，25.7-12期间PPI同比从-3.6%逐期回暖至-1.9%。而从24.7最高的5.2%来看，过去一年半时间是震荡回弱的。
- 当前库存周期不完全是内需主导，和制造业出海休戚相关，近3-4个月轻微补库的行情持续性还有待观测验证，当前被动补库存的判断要好于主动补库存。

图：库存在过去三年间和出口订单挂钩紧密



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：外需撬动并且领先于制造业投资

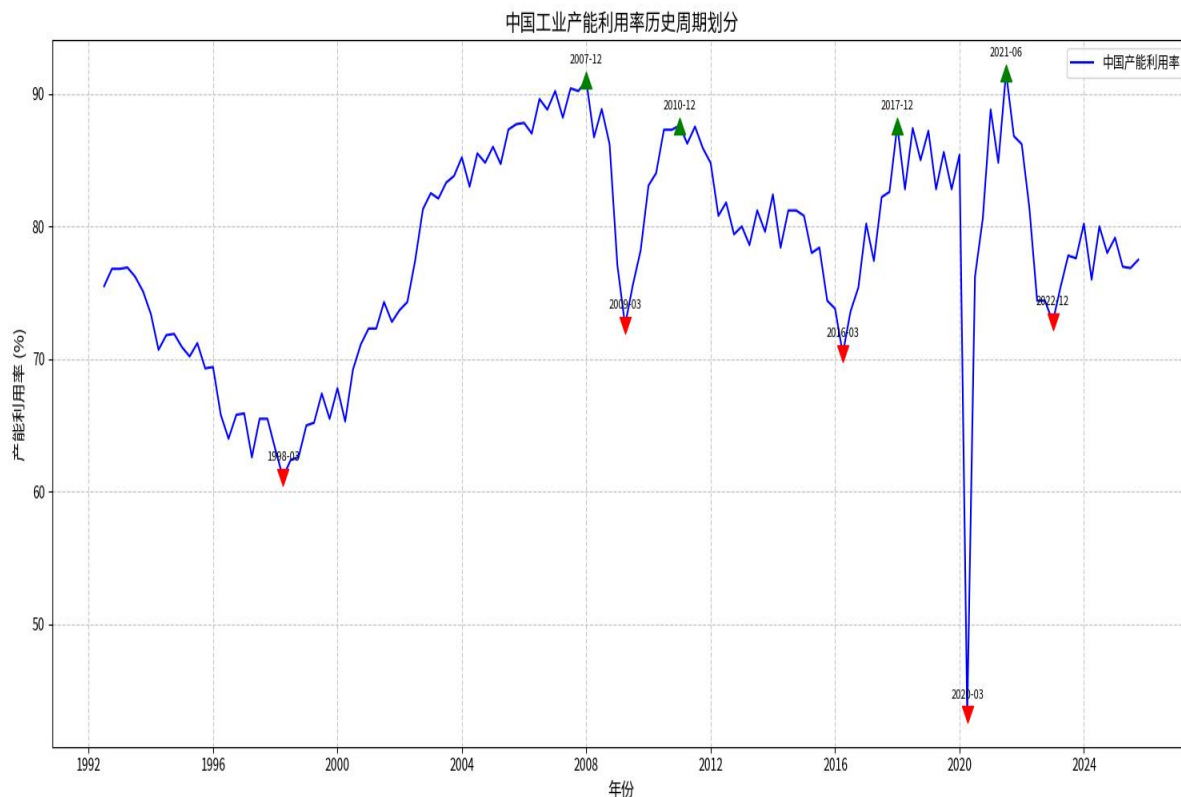


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **第一轮产能周期（1998年03月 - 2009年03月）**
 - 1998年亚洲金融危机后，中国经济面临下行压力，产能利用率触底。随后，中国加入WTO，全球化进程加速，出口导向型经济模式推动了工业生产的快速扩张。房地产和基础设施建设的投资也大幅增长，共同驱动了产能利用率的持续攀升，并在2007年底达到高峰。这一时期，中国成为“世界工厂”，工业化进程加速。2008年全球金融危机爆发，外部需求骤降，国内经济受到严重冲击，导致产能利用率迅速回落，并在2009年3月再次触底。
- **第二轮产能周期（2009年03月 - 2016年03月）**
 - 为应对全球金融危机，中国政府推出了“四万亿”投资计划，大规模的基础设施建设和产业刺激政策，迅速提振了国内需求和工业生产，产能利用率在2010年底迅速反弹至高峰。然而，过度投资也为后续的产能过剩埋下了伏笔。随着刺激政策效应减弱，以及全球经济复苏乏力，中国经济增速放缓，结构性矛盾日益突出，部分行业出现严重产能过剩。政府开始推动供给侧结构性改革，淘汰落后产能，导致产能利用率持续下行，直至2016年3月再次探底。
- **第三轮产能周期（2016年03月 - 2020年03月）**
 - 供给侧结构性改革深入推进，去产能政策取得阶段性成效，部分行业产能过剩状况有所缓解。同时，全球经济短暂复苏，外部需求改善，共同推动了产能利用率在2017年底再次达到高峰。中美贸易摩擦加剧，全球经济下行压力增大，以及2020年初新冠疫情的爆发，对中国工业生产造成巨大冲击，产能利用率在2020年3月跌至历史低点。
- **第四轮产能周期（2020年03月 - 2022年12月）**
 - 疫情初期，中国迅速控制疫情并复工复产，在全球供应链受阻的情况下，中国制造业承担了全球订单，出口强劲增长。同时，国内需求也逐步恢复，共同推动产能利用率在2021年6月迅速回升至高峰。随着全球疫情缓解，各国供应链逐步恢复，外部需求减弱。国内疫情反复，以及房地产市场调整等因素，导致经济下行压力增大，产能利用率在2022年12月再次回落。

- 中国最近一轮完整的产能周期为2020年03月（低点）至2022年12月（低点），高峰出现在2021年06月。在2022年12月触底后，产能利用率在2023年12月达到一个阶段性高峰（80.20%）。当前中国工业产能利用率在2025年三季度为77.48%，虽然处在阶段性回暖过程中，却仍然低于2023年12月的阶段性高峰。

图：中国产能利用率历史周期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国产能周期拐点分析复盘

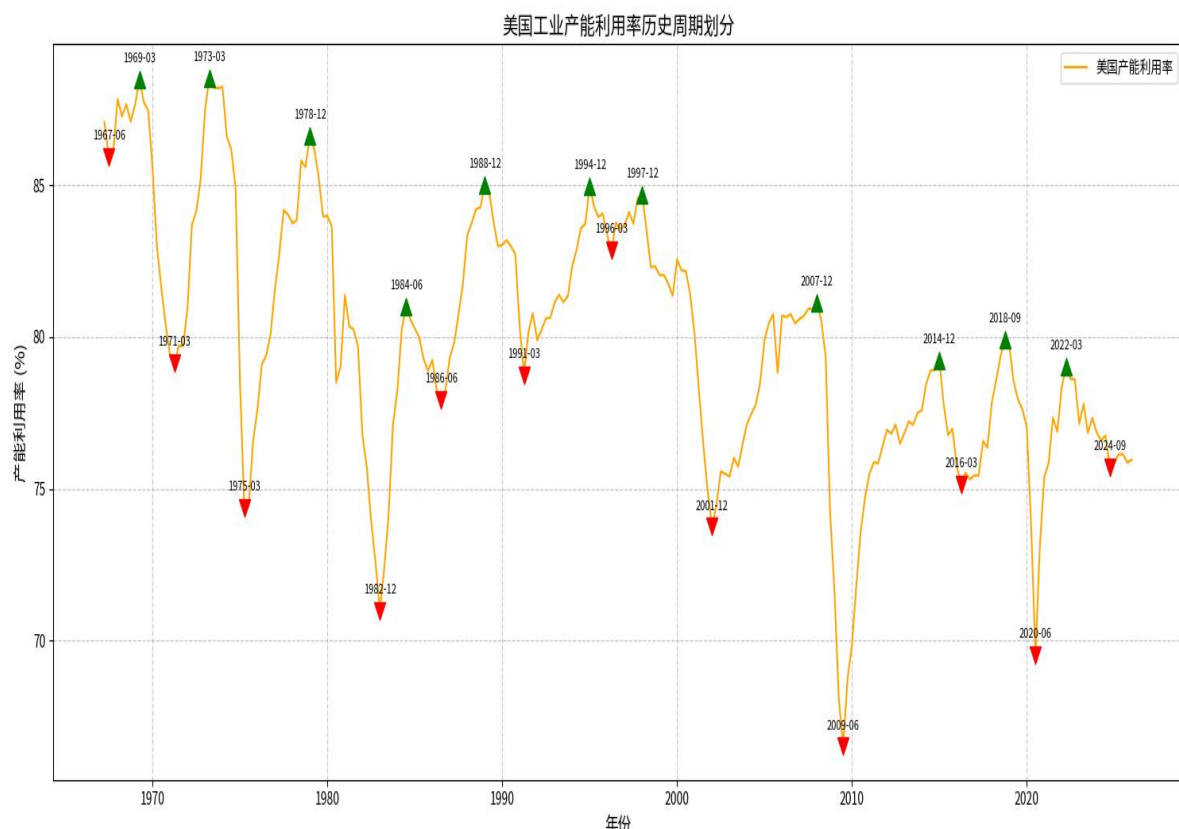
周期	起始低点	高峰	结束低点
第一轮	1998年03月	2007年12月	2009年03月
第二轮	2009年03月	2010年12月	2016年03月
第三轮	2016年03月	2017年12月	2020年03月
第四轮	2020年03月	2021年06月	2022年12月

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **早期周期 (1960s - 1980s)**: 这一时期美国工业产能利用率的波动主要受经济周期和宏观政策的影响。例如, 在经济扩张期, 需求旺盛, 产能利用率上升; 在经济衰退期, 需求萎缩, 产能利用率下降。石油危机、滞胀等因素也对工业生产造成冲击。宏观经济政策的调整、国际事件 (如石油危机) 以及技术进步等因素共同导致了产能利用率的起伏。
- **1990年代周期 (1991年03月 - 2001年12月)**: 1990年代, 美国经济进入“新经济”时代, 信息技术革命推动了生产力提高和经济增长。企业投资增加, 产能利用率持续高位运行。全球化也促进了美国制造业的发展。2000年互联网泡沫破裂, 以及随后的“9·11”事件, 对美国经济造成冲击, 导致产能利用率在2001年底触底。
- **21世纪初至全球金融危机 (2001年12月 - 2009年06月)**: 2001年经济衰退后, 美国经济逐步复苏, 房地产市场繁荣, 消费需求旺盛, 推动了产能利用率的上升, 并在2007年底达到高峰。2008年全球金融危机爆发, 信贷市场冻结, 消费和投资急剧萎缩, 导致产能利用率大幅下降, 并在2009年6月触底。
- **全球金融危机后至新冠疫情前 (2009年06月 - 2020年06月)**: 面对金融危机后的衰退, 美联储实施了量化宽松等非传统货币政策, 政府也出台了财政刺激措施, 推动经济逐步复苏。制造业回流和能源成本下降也为美国工业生产提供了支撑, 产能利用率在2014年底和2018年9月达到阶段性高峰。复苏的结构性问题、全球贸易摩擦以及2020年初新冠疫情的爆发, 导致产能利用率在2020年6月再次跌至低点。
- **新冠疫情后周期 (2020年06月 - 2024年09月)**: 疫情初期, 美国政府实施了大规模财政刺激和货币宽松政策, 提振了消费需求。全球供应链中断也促使部分制造业回流。这些因素共同推动了产能利用率在2022年3月迅速回升。随着全球供应链逐步恢复, 以及美联储为抑制通胀而采取的激进加息政策, 经济增长放缓, 需求有所减弱, 产能利用率在2024年9月再次回落。

- 美国产能利用率的未来走势将主要受美联储货币政策、通胀走势、全球经济环境以及制造业回流政策等因素影响。当前美国经济面临通胀压力，美联储可能维持较高利率一段时间，这可能对投资和消费需求产生抑制作用。然而，美国政府推动的制造业回流、基础设施建设以及清洁能源投资等政策，将为工业产能提供长期支撑。

图：美国产能利用率历史周期



表：美国产能周期拐点分析

周期	起始低点	高峰	结束低点
第一轮	1967年06月	1969年03月	1971年03月
第二轮	1971年03月	1973年03月	1975年03月
第三轮	1975年03月	1978年12月	1982年12月
第四轮	1982年12月	1984年06月	1986年06月
第五轮	1986年06月	1988年12月	1991年03月
第六轮	1991年03月	1994年12月	1996年03月
第七轮	1996年03月	1997年12月	2001年12月
第八轮	2001年12月	2007年12月	2009年06月
第九轮	2009年06月	2014年12月	2016年03月
第十轮	2016年03月	2018年09月	2020年06月
第十一轮	2020年06月	2022年03月	2024年09月

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- 二、地缘与贸易扰动；
- 三、流动性收紧超预期；
- 四、技术估值泡沫回撤。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032