

# 大类资产配置双周观点

## 资产配置的双A主线：AI+Au

### 资产配置 · 专题报告

证券分析师：王开

021-60933132

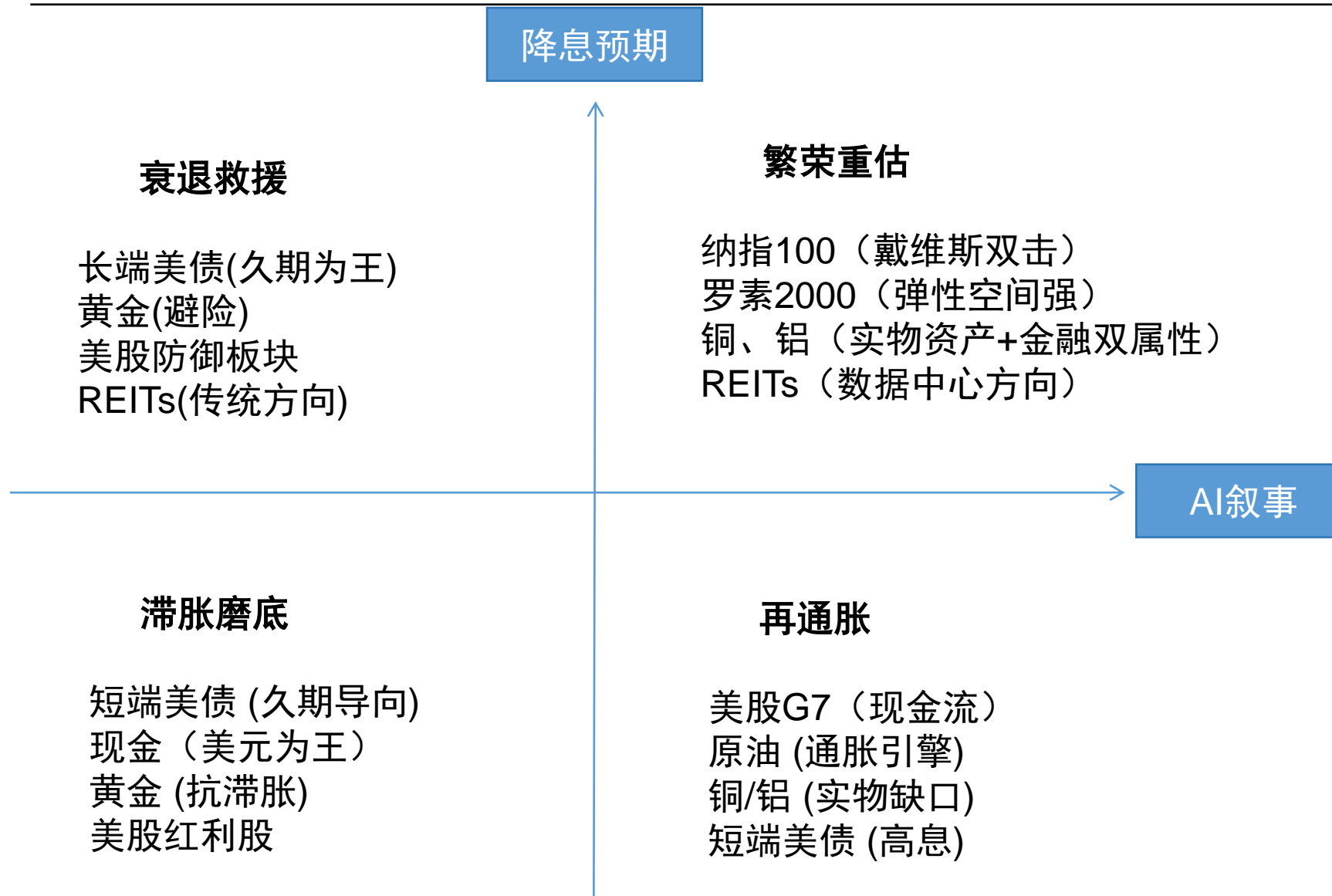
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

- **核心结论：股 > 商 > 债。**宏观象位锚定“货币+信用”双宽格局，全球宏观叙事由估值修复转向盈利兑现。权益端，美股科技与韩股存储共振，A股在极值性价比下迎来“反内卷”供需修复的新线索；商品端，黄金定价逻辑重塑，具备长期配置价值；债市则受制于美日财政溢价及通胀粘性，维持短久期防御。
- **贵金属：秩序重估，金稳银躁。**黄金定价锚从实际利率向秩序安全发生系统性迁移，地缘博弈背景下隐含看跌期权属性凸显，四大定价因子（通胀、利率、避险、央行）维持强劲，长牛格局稳固。白银虽随金价走强，但筹码结构呈现聪明钱撤离的背离信号，加之全球主要交易所风控保证金政策密集收紧，需警惕短期投机盘去杠杆引发的高位巨震。
- **汇率：人民币贬值预警，日元升值受限。**人民币涨幅滞后，传统岁末年初的强势规律失效，期权市场风险逆转指标由负转正，看跌情绪1月以来持续攀升。随着汇率进入季节性疲软的2月，需警惕贸易摩擦预期引发的离岸市场套保压力。日元的定价锚由利差转向财政，美日协同稳汇虽缓解了美债抛压的尾部风险，但受制于“股汇跷跷板”效应与2月大选维稳需求，日元升值空间受限，大概率维持区间震荡。
- **A股：降杠慢牛，结构突围。**政策引导市场由疯牛向慢牛平稳过渡，股债极端性价比是核心支撑。主线上，关注“反内卷”行情的纵深演绎。尽管政策脉冲后行情波折，但供需周期的内生性修复（产能利用率企稳）正成为新线索，重点挖掘供需双旺的高景气赛道（如轨交、电池）与供给收缩的困境反转方向（如养殖、工程机械）。
- **美股：定价苛刻，估值透支。**4Q25财报季进入巅峰披露期，市场对已披露股票表现出苛刻的负偏态反应（业绩超预期股价仍下跌），持续关注“科技七巨头”的业绩表现。S&P500的科技板块市值占比远超利润贡献，约8%的缺口暗示估值对未来增长极度透支。市场一致预期科技股盈利增长超38%，高增长门槛面临考验。
- **韩股：芯片驱动，盈利领跑。**新兴市场整体远期EPS展望升至金融危机以来最高水平。韩国股市受益于AI存储芯片（HBM）超级周期，其2026年盈利预期上修斜率在亚太区一骑绝尘。AI硬件产业链的重新对冲，驱动全球资金由传统行业向新兴科技动能溢价方向迁移。
- **美债：财政隐忧，短久配置。**美国经济数据显现韧性，短期内不降息预期已近乎完全定价，欧洲抛售美债实际风险可控，收益率具备阶段性企稳空间。但长期隐忧在于6%的赤字率及财政纪律缺失，长端利率受债券供给放量压制。建议采取“短久期核心+陡峭化卫星”策略，核心持仓3-5年期投资级债券，严控长端敞口以规避财政扩张风险。
- **风险提示：全球贸易保护政策升级；地缘政治突发扰动；海外降息节奏不及预期；新兴市场科技股高增长预期无法兑现。**

# 不择时：AI叙事和降息预期

图：2026年全球宏观环境、AI叙事机制下的资产定价传导路径

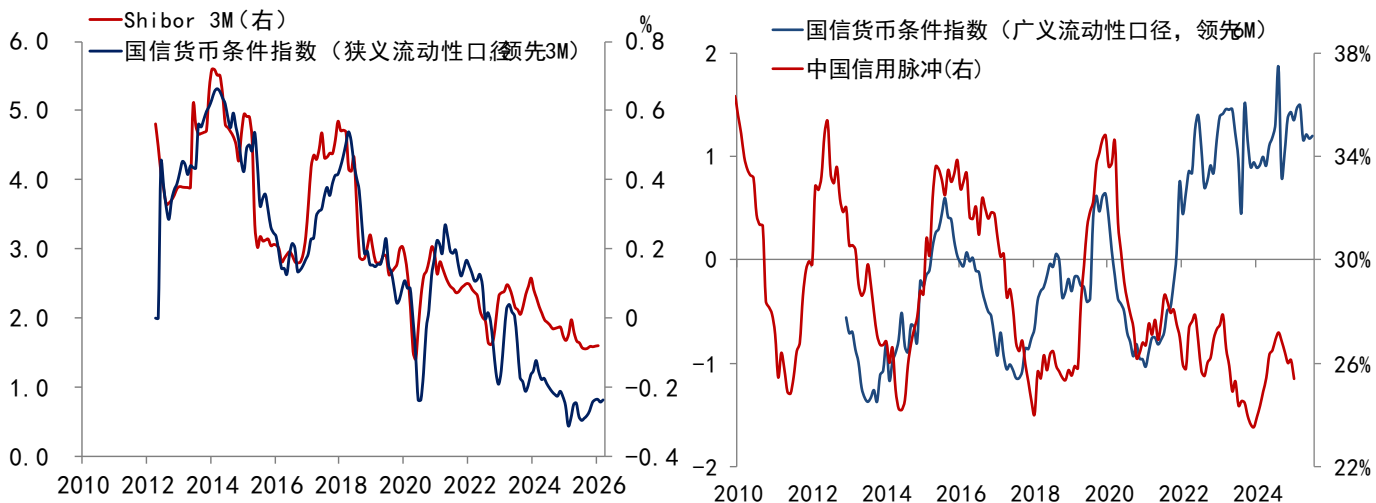


资料来源：Wind, Gemini Nano Banana Pro, 国信证券经济研究所绘制

# “货币+信用”双宽格局持续，股>商>债

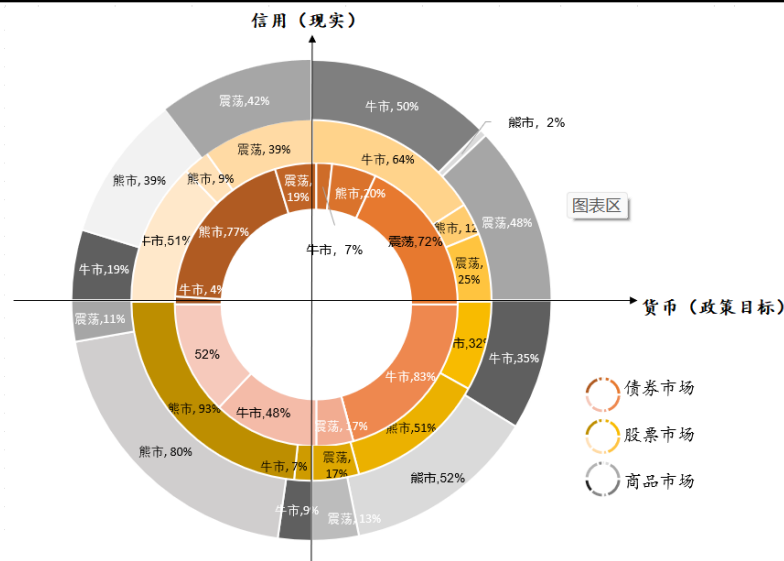
1. 流动充裕：Shibor 3M平稳波动，狭义货币条件指数低位运行，系统性资金趋紧风险极低
2. 信用托底：广义货币条件指数边际改善，新增社融数据超预期，抵消高基数引发的信用脉冲回落，金融对实体支撑坚实
3. 权益优先：模型锚定“双宽”象限，大类资产表现遵循“股>商>债”

图：前瞻指标提示流动性和信用环境持续宽松



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：四类“货币+信用”组合下大类资产表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 贵金属：黄金从利率对标到秩序重估

1. 秩序安全：定价锚从实际利率向秩序安全迁移，脱离单一机会成本范畴
2. 看跌属性：具备隐含看跌期权属性，央行与实物买盘提供下行保护，充当硬通货
3. 宏观驱动：地缘博弈取代利率成为新主线，金价与风险指数相关性显著抬升，溢价持续走阔

图：黄金与美债底层逻辑的转变



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

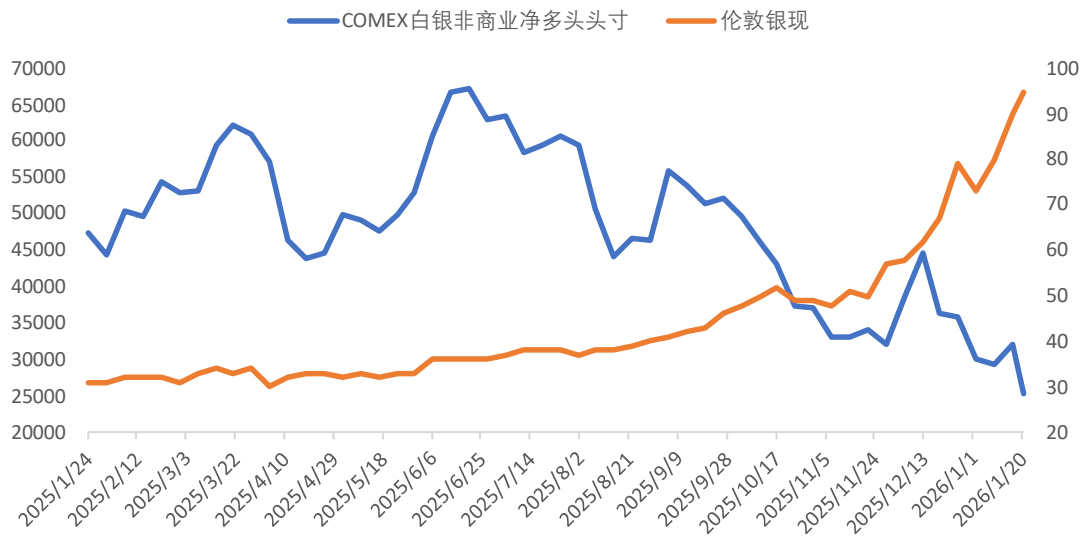
图：地缘政治风险指数与黄金相关性升至0.5



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

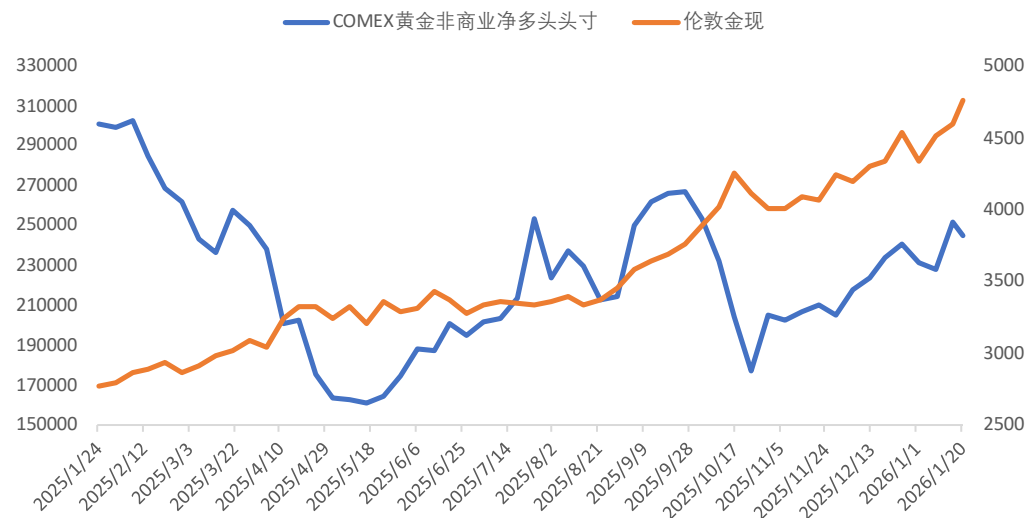
1. 筹码背离：银价创新高但COMEX净头寸持续回落，聪明钱高位套现
2. 风控趋严：全球主要交易所密集调升金银保证金比例，强制去杠杆，关注流动性风险
3. 动力切换：白银的投机持仓降至低位，虚火减退，价格推力由趋势投机转向工业端恐慌补货及散户入场，缺乏大型机构接棒

图：白银的背离信号明显



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：黄金相较持仓结构稳健

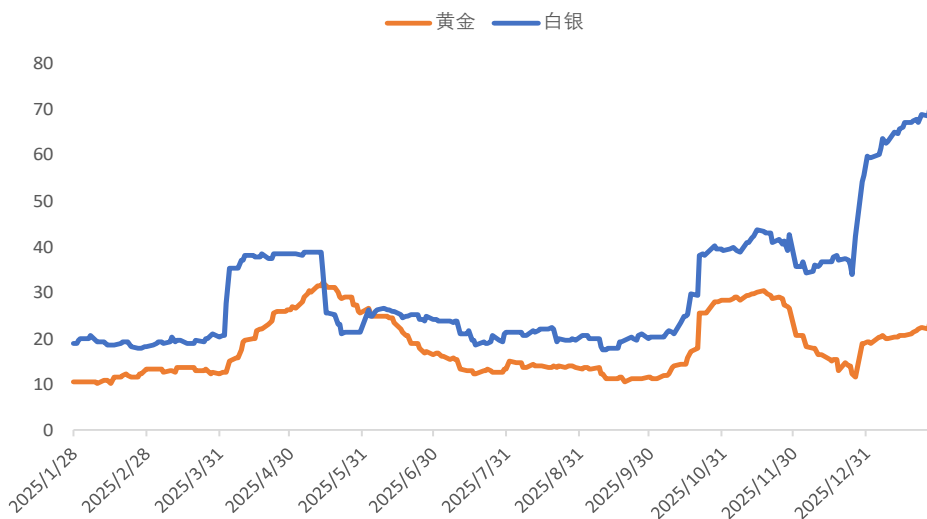


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 贵金属：金银比触及五年历史低位

1. 波动警示：白银波动率垂直攀升，远超黄金波动幅度，短期价格回踩压力逐步积聚
2. 比价极值：金银比快速下行至五年历史极低位，白银相对黄金的溢价过度透支
3. 长期支撑：黄金四大定价因子（通胀、利率、避险、央行）维持强劲，短期回调不改牛市格局

图：白银30日波动率垂直攀升



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

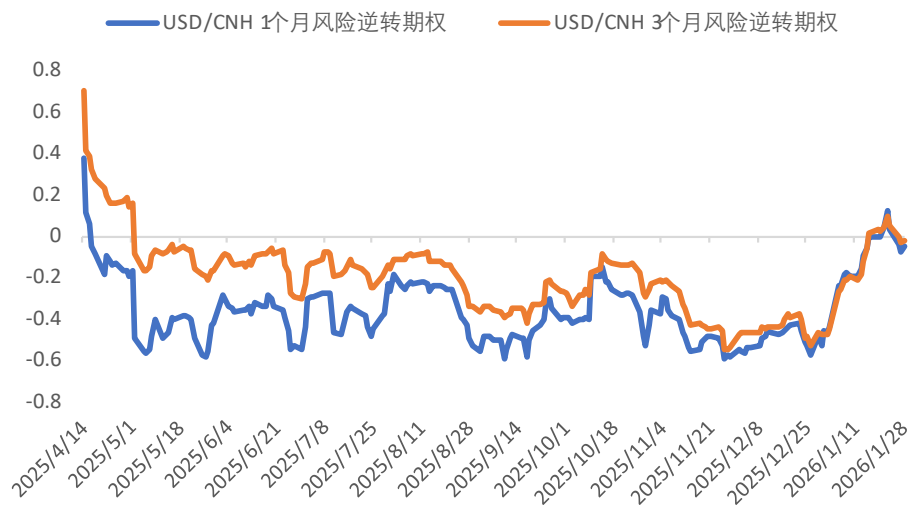
图：金银比下行至5年低位



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

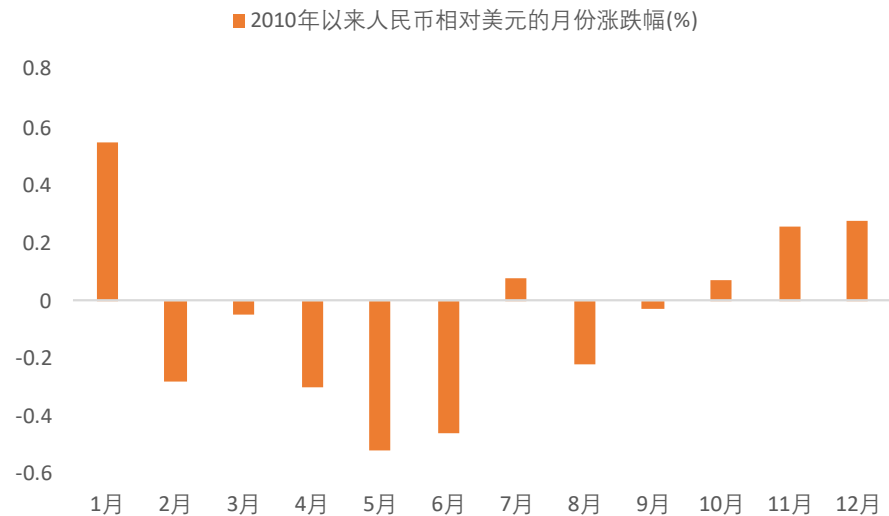
1. 表现滞后：1月人民币升幅（ $<0.6\%$ ）逊于美元指数跌幅（ $-2\%$ ）及多数G10货币，CFETS人民币指数创8月以来最大单周跌幅
2. 情绪逆转：看跌情绪1月以来持续升温，期权交易员大幅削减撤离升值押注
3. 季节规律：2月人民币或面临季节性疲软的压力

图：看跌情绪1月以来持续攀升



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：季节性规律显示离岸人民币2月疲软

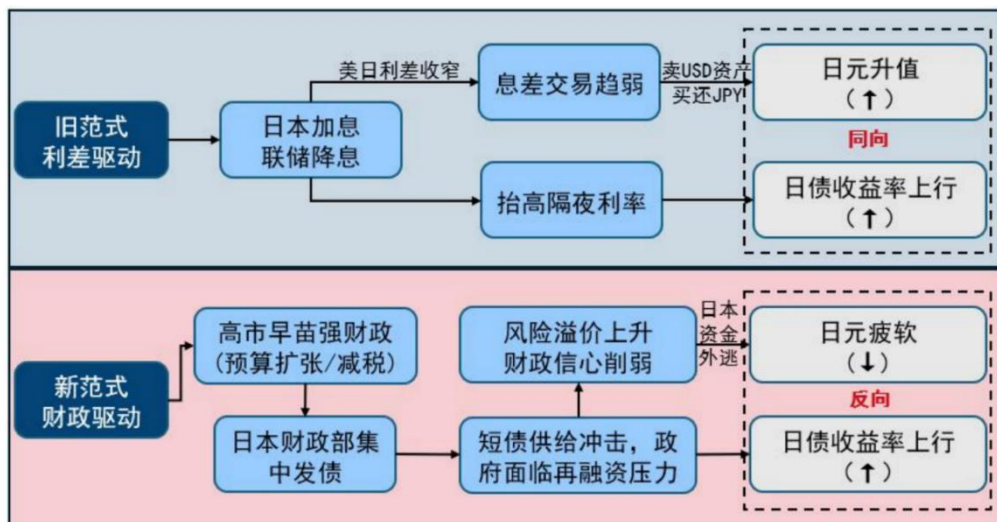


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 日元：财政主导叙事下的再定价

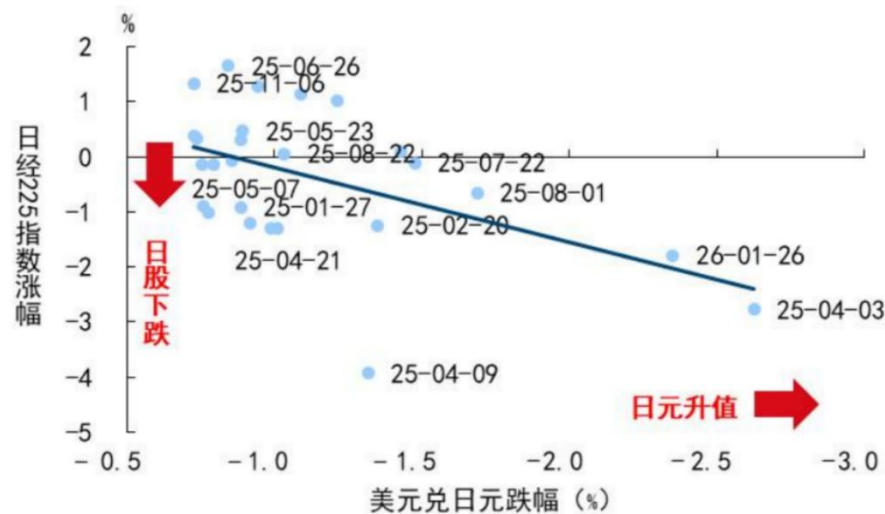
1. 定价失效：传统“利差锚”失效，财政担忧引发债汇双杀，央行鹰派难阻日元颓势
2. 政策意图：美国询价旨在防范美债抛压风险，美日联手稳汇是当前的共赢解
3. 后市展望：受制于2月大选与股汇“跷跷板”，日元升值空间受限，日债利率维持高位震荡

图：驱动日元贬值的新、旧范式



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

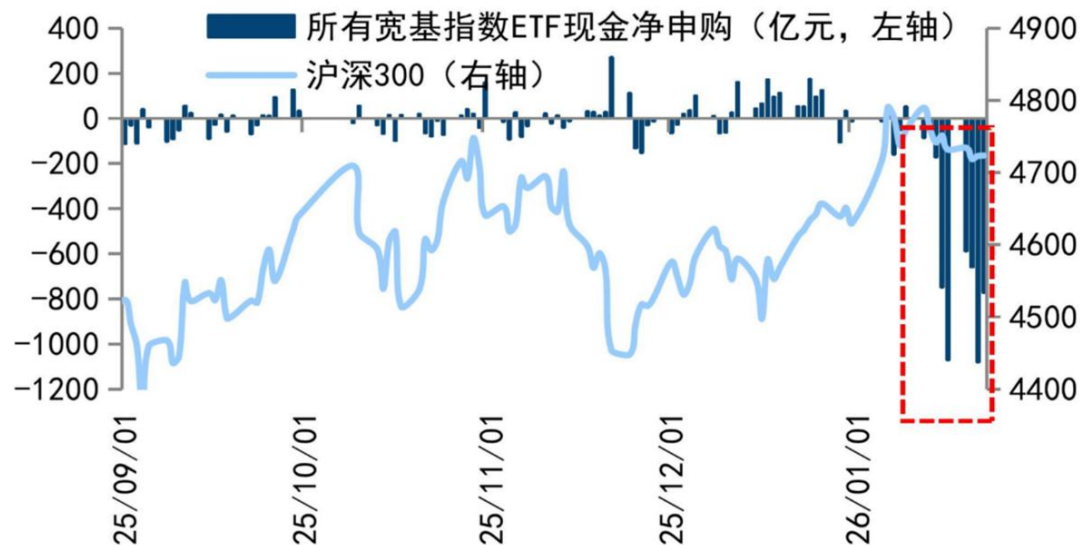
图：日元与日股存在“跷跷板效应”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

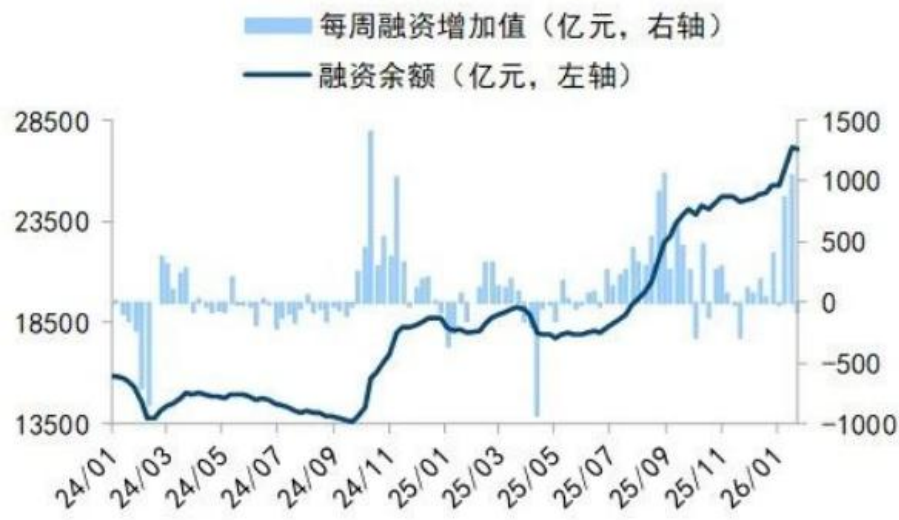
1. 情绪高热：换手率与融资交易占比均处于历史高位，交易热度高涨
2. 筹码松动：1月中旬以来宽基指数ETF持续净流出，政策面的降温压力突显
3. 杠杆收缩：融资买入额增速放缓，有效引导市场向慢牛节奏切换

图：1月中旬以来宽基 ETF 持续流出



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：融资交易情绪边际降温

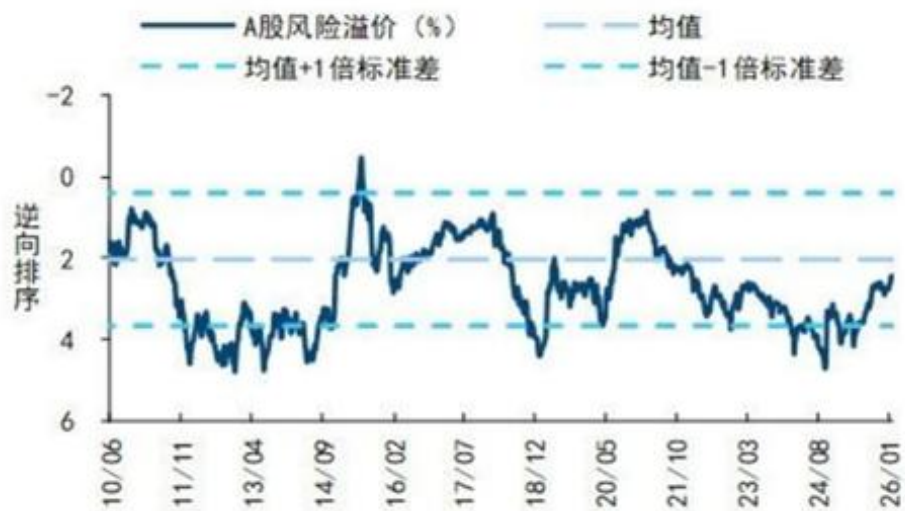


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# A股长期：性价比突显，维持吸引力

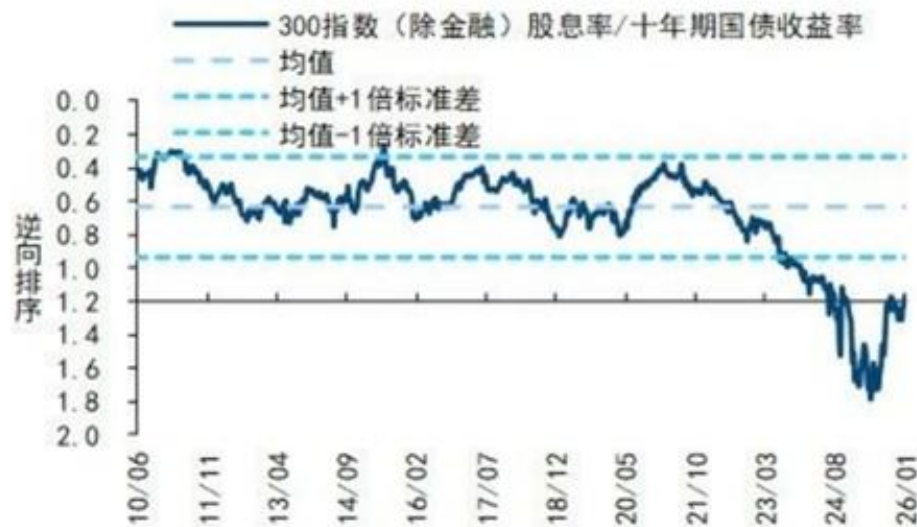
1. 估值中位：风险溢价处于中性分位，整体估值回归理性，具备较强的下行安全边际
2. 利差优势：沪深 300（除金融）股息率与十年期国债收益率之比处于极高位，相对债券吸引力极强
3. 长线蓄势：长期情绪指标处于历史低位，短线回调不改中长期震荡上行趋势，驱动长线资金入场

图：A 股风险溢价处于历史中位水平



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：股相对债的性价比极高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# A股长期：性价比突显，维持吸引力

1. 节奏复盘：呈现“预期发酵-分化降温-二次升温-震荡整理”四阶段，政策脉冲与基本面验证交织
2. 结构特征：电力设备受益产业链价格企稳领跑，上游资源板块受商品价格波动影响，呈二起二落
3. 关注方向：关注供需周期内生性修复，挖掘供需双旺的高景气赛道与供给收缩的困境反转方向

图：A股风险溢价处于历史中位水平



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：内卷二级行业周期所处位置

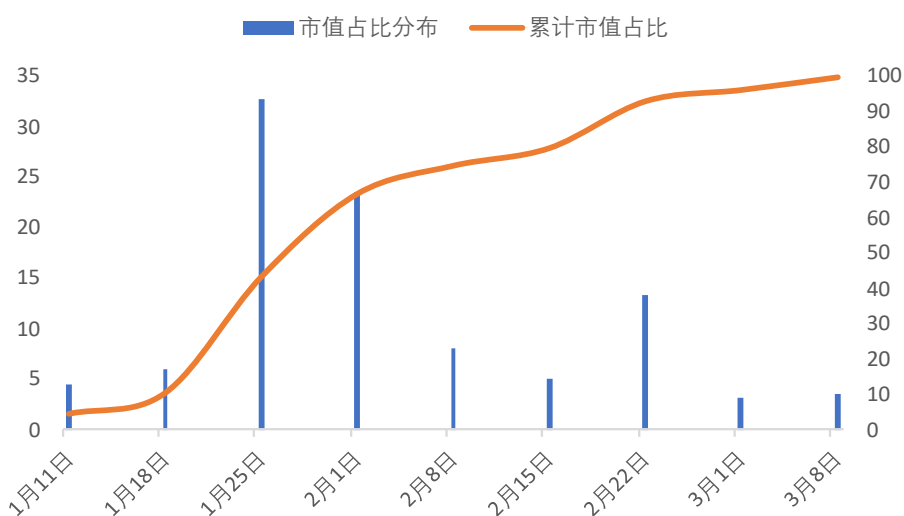
内卷二级行业	产能利用率所处区间	25Q3产能利用率变化	24Q3产能利用率变化	产能	库存	需求
养殖业	企稳	▼ -0.02	▼ -0.13	收缩	小幅去库	上行
化学原料	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.11	温和扩张	温和补库	温和回暖
化学制品	下行放缓	▼ -0.19	▼ -0.31	不变	小幅去库	温和回暖
化学纤维	仍在下行	▼ -0.31	▼ -0.21	扩张	温和补库	小幅下行
塑料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.20	收缩	温和补库	上行
橡胶	下行放缓	▼ -0.18	▼ -0.71	收缩	温和补库	温和下行
农化制品	下行放缓	▼ -0.14	▼ -0.20	不变	温和补库	温和回暖
非金属材料II	企稳	▲ 0.04	▼ -0.32	温和扩张	补库	上行
冶钢原料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.14	显著收缩	温和去库	下行
普钢	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.18	温和扩张	去库	下行
特钢II	仍在下行	▼ -0.12	▼ -0.13	不变	温和去库	小幅下行
金属新材料	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.36	温和扩张	补库	上行
工业金属	下行放缓	▼ -0.17	▼ -0.34	温和扩张	补库	上行
贵金属	上行	▲ 0.35	▼ -0.06	显著扩张	补库	显著上行
小金属	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.30	显著扩张	大幅去库	上行
能源金属	底部左侧	▼ -0.12	▼ -0.46	温和收缩	补库	上行
汽车零部件	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.18	不变	补库	上行
乘用车	企稳	▼ -0.01	▼ -0.15	显著扩张	补库	上行
商用车	下行放缓	▼ -0.01	▼ -0.29	温和扩张	补库	上行
白酒II	底部左侧	▼ -0.02	▼ -0.05	扩张	补库	下行
饮料乳品	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.18	不变	去库	温和回暖
造纸	加速下行	▼ -0.10	▼ -0.06	不变	持平	下行
水泥	下行放缓	▼ -0.10	▼ -0.12	不变	去库	下行
玻璃玻纤	下行放缓	▼ -0.05	▼ -0.09	扩张	温和去库	上行
光伏设备	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.42	显著扩张	大幅去库	下行
风电设备	上行	▲ 0.22	▼ -0.03	不变	大幅补库	显著上行
电池	底部左侧	▼ -0.05	▼ -0.46	显著扩张	大幅补库	上行
电网设备	下行放缓	▼ -0.07	▼ -0.07	显著扩张	补库	上行
通用设备	下行放缓	▼ -0.12	▼ -0.12	温和收缩	补库	持平
专用设备	下行放缓	▼ -0.15	▼ -0.24	收缩	不变	小幅上行
轨交设备II	上行	▲ 0.19	▼ -0.14	温和扩张	持平	上行
工程机械	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.26	温和收缩	温和补库	上行
自动化设备	底部左侧	▼ -0.04	▼ -0.24	扩张	补库	上行
煤炭开采	加速下行	▼ -0.15	▼ -0.11	温和扩张	小幅去库	下行
焦炭II	下行放缓	▼ -0.22	▼ -0.33	温和收缩	去库	下行
油气开采II	加速下行	▼ -132.09	▼ -3.91	显著收缩	补库	小幅下行
油服工程	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.10	收缩	温和补库	小幅上行
炼化及贸易	仍在下行	▼ -0.64	▼ -0.66	收缩	去库	下行

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 美股：财报季重磅窗口，市场定价苛刻

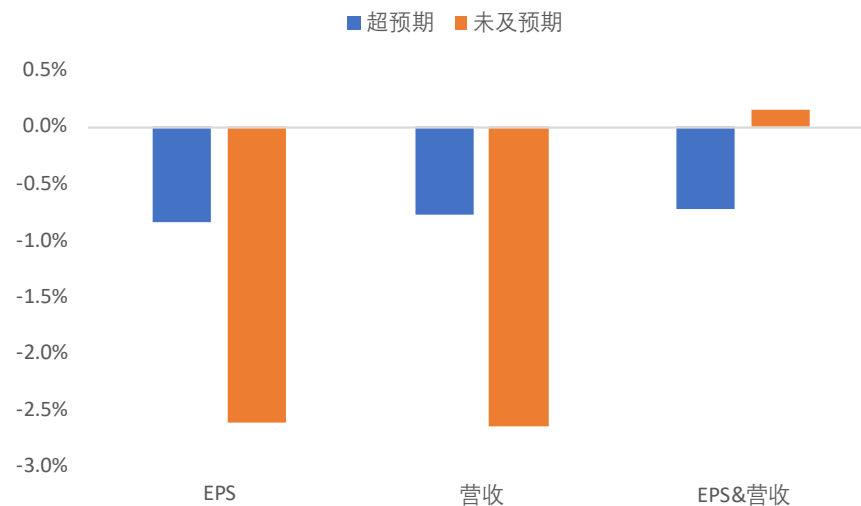
1. 高峰披露：本周迎来财报季重磅窗口，标普500披露市值占比高达33%，科技七巨头成为市场焦点
2. 反应负面：已披露公司的市场反应负偏态，即使营收与盈利双超预期股价亦下跌，利好兑现即利空
3. 定价趋紧：投资者惊喜阈值抬高，市场容错率极低

图：标普500本周迎来披露高峰



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

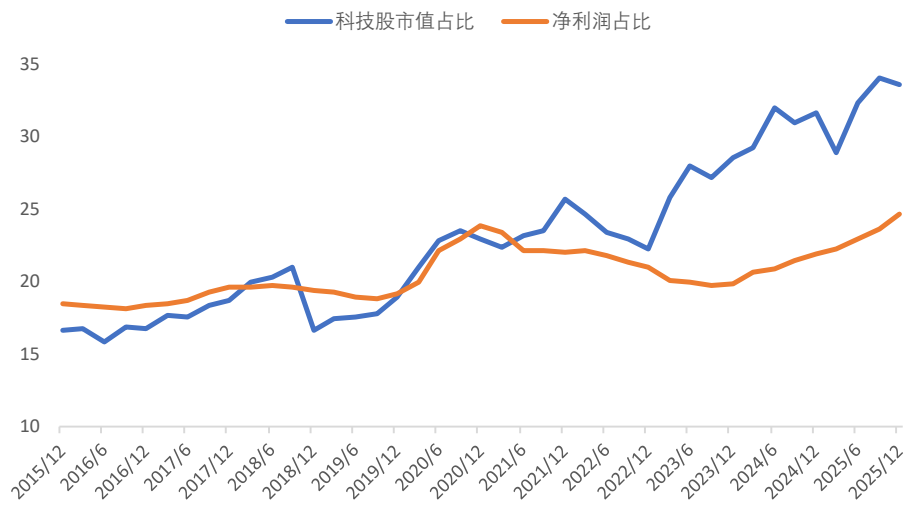
图：财报披露后次日的超额收益呈负偏态



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

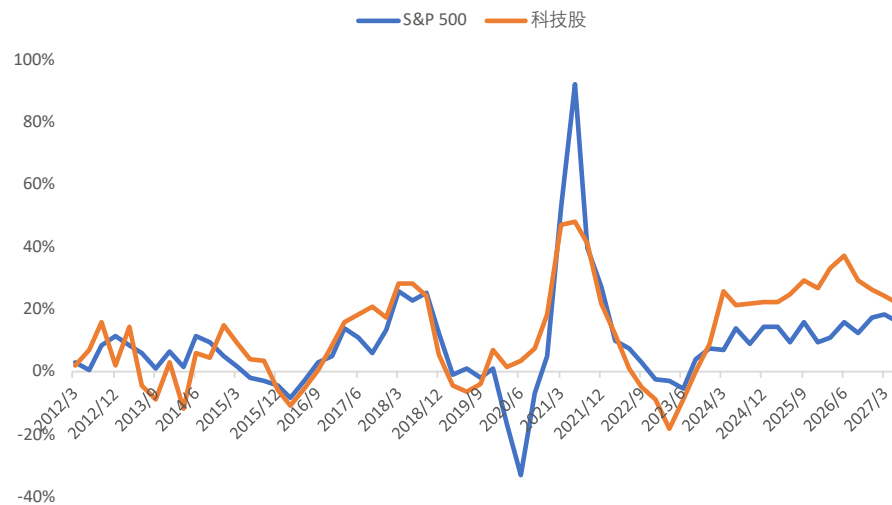
1. 权重背离：科技板块市值占比远超其利润贡献，约8%的缺口暗示估值对未来增长极度透支
2. 预期高企：市场一致预期科技股盈利增长超38%，仅2021年疫情后达此高点，高增长门槛面临考验
3. 动能趋缓：尽管科技股盈利增长仍大幅领先大盘，但内生增长动能已由高点回落

图：科技股的估值与盈利存在缺口



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：科技板块的盈利增长面临考验

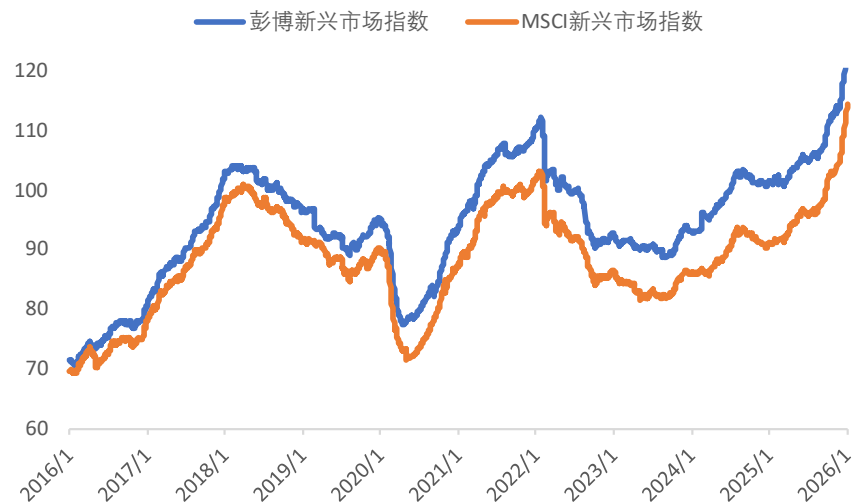


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 韩股：半导体驱动盈利预期遥遥领先

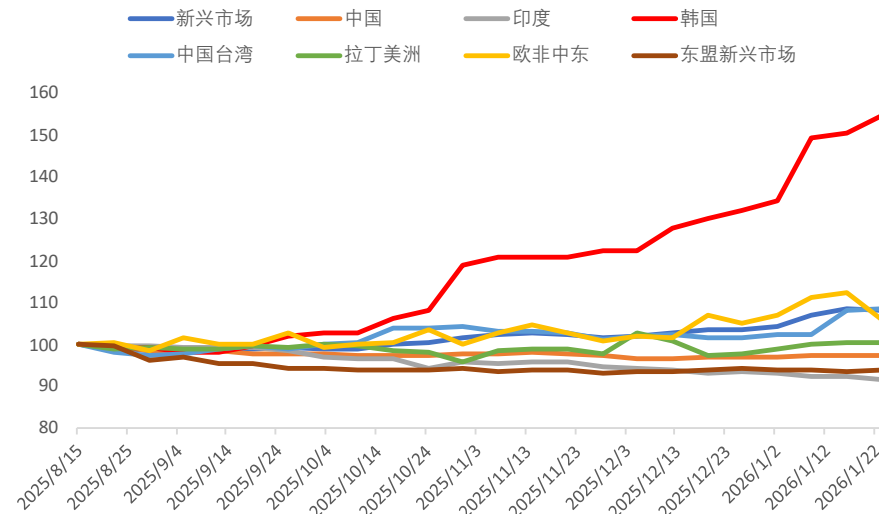
1. 领跑新兴：新兴市场远期盈利展望升至金融危机以来最高点，其中韩国受益于存储芯片超级周期，2026年盈利预测上修斜率遥遥领先
2. 芯片红利：AI硬件需求喷发，HBM（高带宽内存）供不应求，SK 海力士等核心巨头深度绑定全球AI产业链

图：新兴市场远期EPS处于17年高位



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

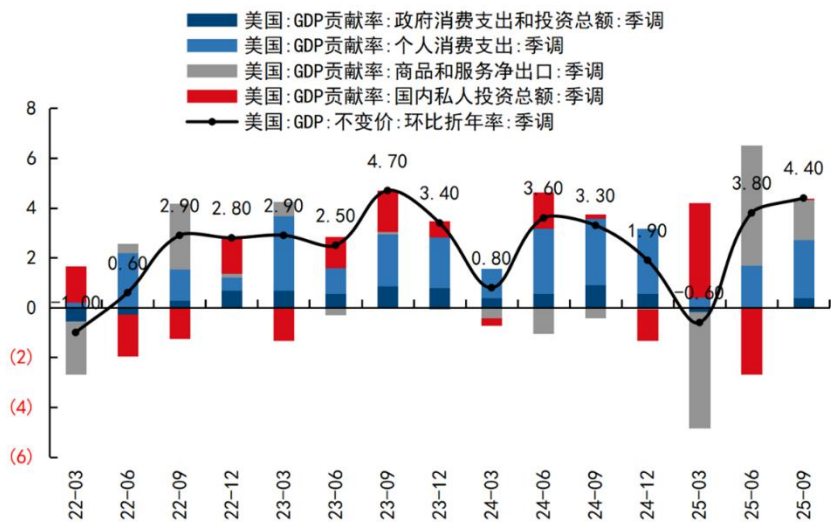
图：韩国2026年盈利预测一骑绝尘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

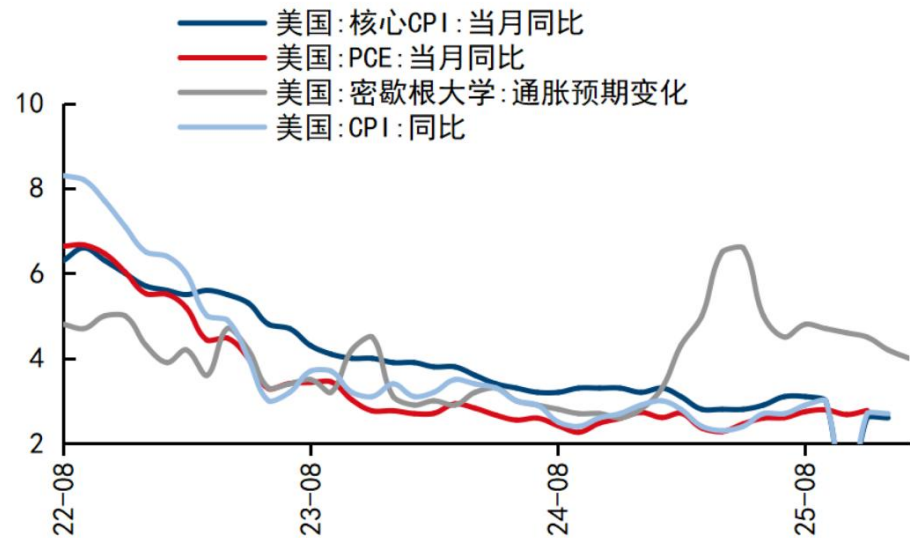
1. 经济强韧：三季度 GDP增速创两年最高，消费表现稳健，美联储1月利率按兵不动
2. 通胀温和：11月核心 PCE 持平，通胀路径符合预期，为收益率短期企稳提供支撑
3. 恐慌修复：欧洲抛售美债实际风险可控，当前市场久期仓位处于两年低位，缺乏恐慌性平仓基础

图：美国实际GDP创新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

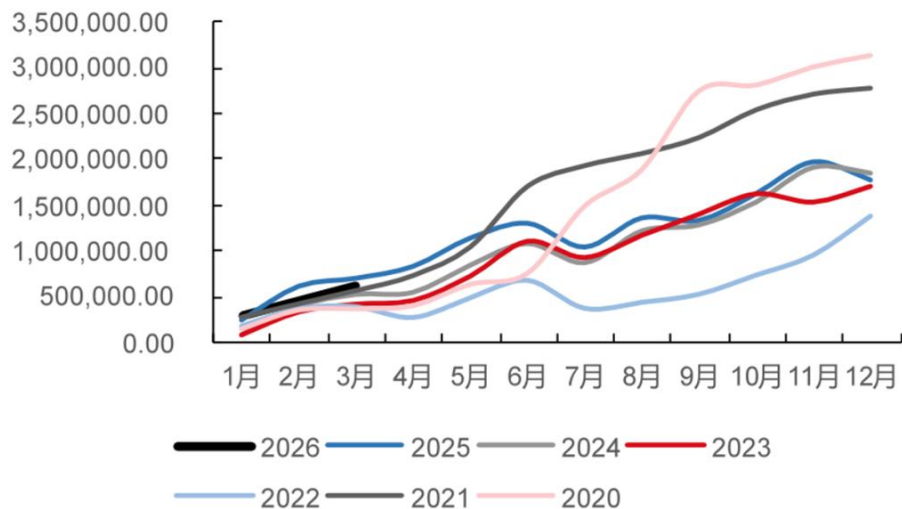
图：通胀温和运行未显著超预期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

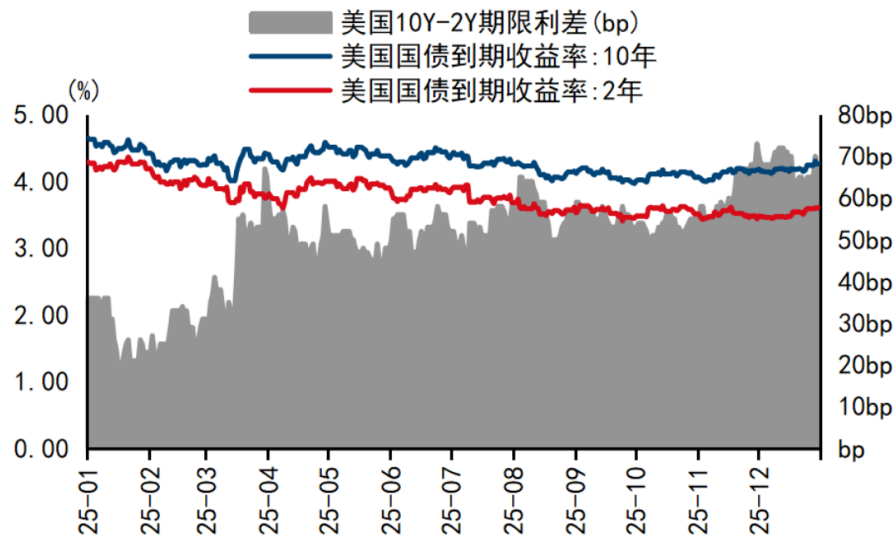
1. 财政隐忧：预算赤字占GDP比重约6%，财政纪律缺失导致未来债券供给持续放量
2. 期限溢价：10年期美债收益率突破前期高点，地缘风险及日债利率攀升对长端形成上行压力，长短期利差呈陡峭修复趋势
3. 配置策略：建议核心持仓3-5年期投资级债券，严控长端敞口以规避财政扩张风险

图：美国预算赤字占GDP比重持续走高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2Y及10Y美债利差陡峭化趋势明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、全球贸易保护政策升级；
- 二、地缘政治突发扰动；
- 三、海外降息节奏不及预期；
- 四、新兴市场科技股高增长预期无法兑现

## 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
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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、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