

大类资产配置双周观点

运用AI判断投资时钟转到哪了

资产配置 · 专题报告

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

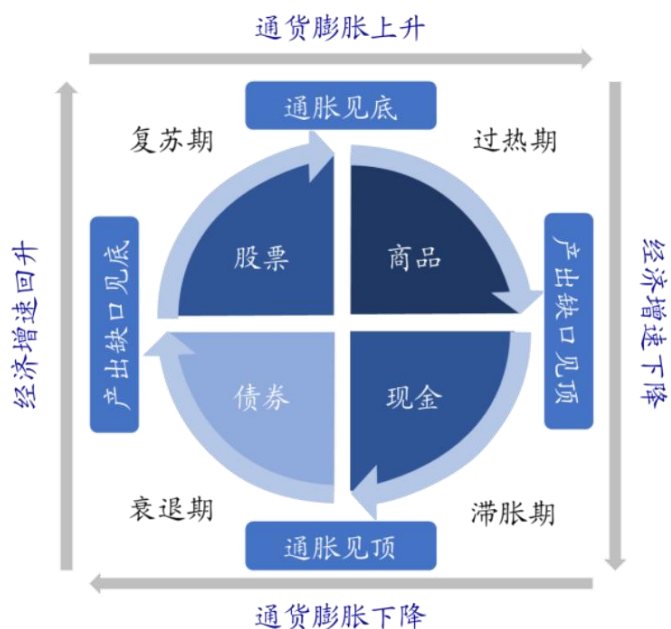
核心观点

- **核心结论：股>商=债>现金。**基于改进版美林投资时钟的AI判断，当前经济周期处于复苏窗口。AI建议大类资产配置：股票35%、债券25%、商品25%、现金15%。策略上，建议在保持权益类资产进攻性的同时，利用商品对冲通胀风险，并在债券端保持中性配置以应对流动性波动。
- **AI赋能投资时钟，多维捕捉周期拐点。**传统美林时钟在中国市场受限于“增长-通胀”二分法局限。我们引入名义与实际利率的流动性维度，结合AI对增长、价格、流动性三维宏观体系进行探究。2005年以来的回测显示，AI构建的动态资产配置体系表现优异。27类场景组合在21年间净值平均翻了4.48倍（年化8.43%），其中最优组合“PPI+工增+社融”翻了5.27倍，在20个AI划分周期中与改良版时钟结论匹配度高达74%。AI识别当前处于由流动性宽裕向信用扩张过渡的阶段，权益资产性价比凸显，建议超配。
- **做多新兴市场，修正美股依赖。**在全球大类资产（股、债、商）相关性走高、跨资产分散风险难度加大的背景下，新兴市场成为打破僵局的关键。战术层面，亚洲市场呈现高低切，资金从高估值的印度流出，回流至有AI硬科技业绩支撑的东亚（韩国等）。尽管面临美元升值的汇兑逆风，但强劲的AI资本开支与盈利预期（EPS）主导行情，形成“弱美元底座+AI盈利驱动”的戴维斯双击。战略层面，站在长期视角，当前全球市值权重组合过度依赖美股。EM与发达市场的因子相关性处历史低位，且EM的价值与动量因子夏普比率接近1，显著优于欧美。通过区域平价策略提升EM权重，可利用低相关性提升夏普比率逾40%。
- **做多PPI转正，交易“反内卷”下的产能出清。**国内宏观交易的核心主线在于通胀回归，预计PPI同比有望2026年上半年转正。大宗商品期货价格作为PPI的有效领先指标，其远期合约曲线预示工业品价格筑底回升。政策端“反内卷”加速低效产能出清。当前煤炭、非金属等行业产能利用率较低，历史数据显示产能利用率与PPI呈显著正相关。随着供给侧约束生效，利用率爬坡将大幅提升价格弹性，重点关注“低产能利用率+强供给约束”的涨价顺周期品种。
- **美债日债的定价逻辑重塑，告别绝对安全与低波时代。**2000年以来的复盘显示，美债定价在传统“增长+通胀”中纳入财政可持续性。虽然10Y-3M期限利差仍遵循周期轮回，但财政赤字与信用降级已永久抬升长端定价中枢。波动呈事件驱动特征，短端对流动性冲击极度敏感。建议维持短久期防御，规避长端财政风险。日债随着日本央行退出收益率曲线控制及负利率，从政策市向市场化转换。期限利差快速走阔至20年高位，通胀预期实质性回归。虽然波动低于美债，但长端对政策微调极敏感，需警惕政策正常化过程中的估值重估风险。
- **风险提示：**1) AI模型逻辑刚性导致的周期误判；2) 全球地缘政治冲突升级引发避险情绪超调；3) 新兴市场AI科技股盈利兑现不及预期；4) 美日财政风险超预期发酵。

资产配置有效的根源是投资时钟

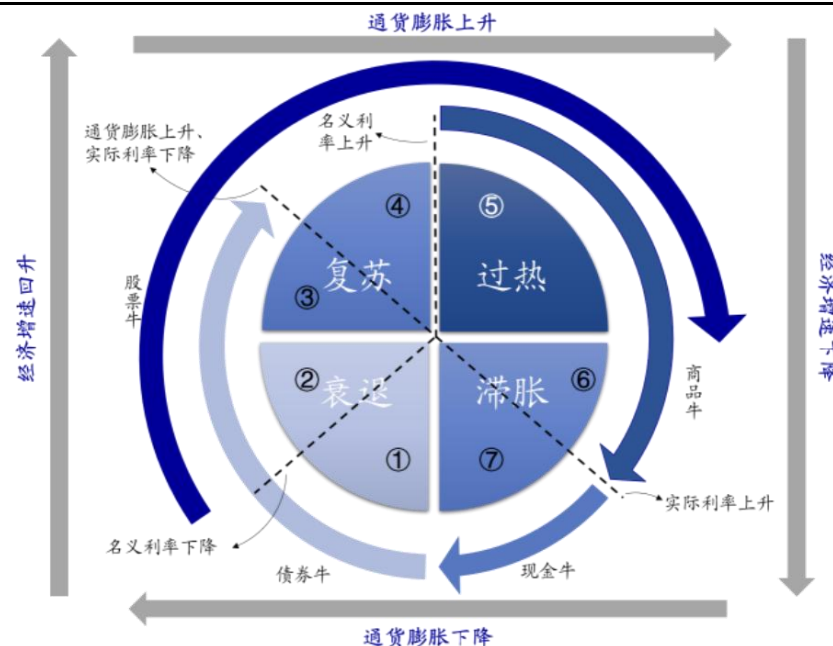
- 美林证券在2004年11月的一份报告中提出了著名的“美林投资时钟”，该报告利用美国历史数据，从经济和通胀两个维度将经济周期分为四个阶段，并发现在经济周期的每一个阶段，都有一类大类资产的表现明显优于其他资产，分别是：债券（衰退期）、股票（复苏期）、大宗商品（过热期）、现金（滞胀期）
- 美林投资时钟是美国历史的大致规律总结，在我国直接套用的效果欠佳，因为该模型缺少对流动性的分析。我们在传统投资时钟的基础上，引入了名义利率（代表着货币政策，如加息或降息）和实际利率（名义利率-通胀）两个流动性维度，构建了改进版投资时钟，将经济周期精细化为了7个阶段，遵循着债券牛-股票牛-商品牛-现金牛的轮动规律详见书籍《荀玉根讲策略：少即是多》

图1：美林投资时钟理论中的经济周期



资料来源：Merrill Lynch、国信证券经济研究所整理

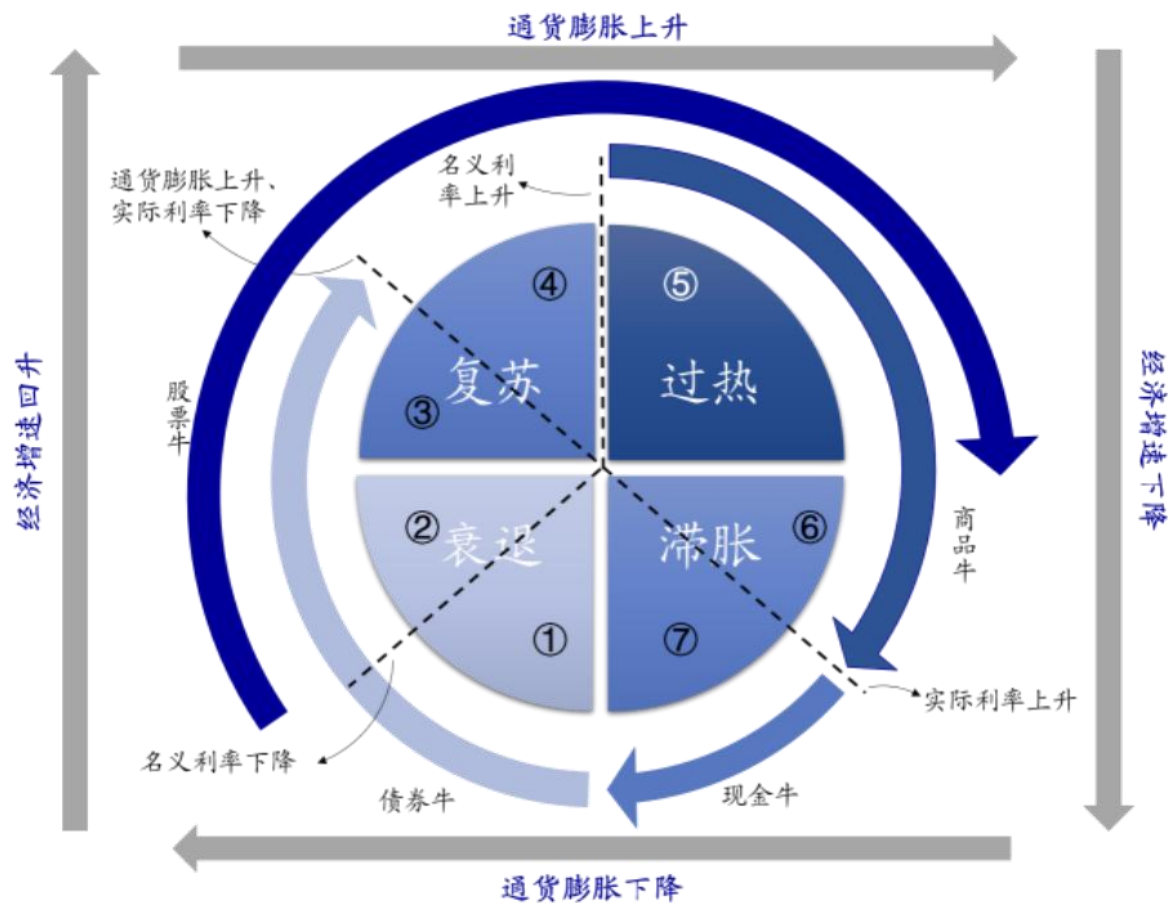
图2：改良版投资时钟的经济周期



资料来源：荀玉根《荀玉根讲策略：少即是多》（2021），国信证券经济研究所整理

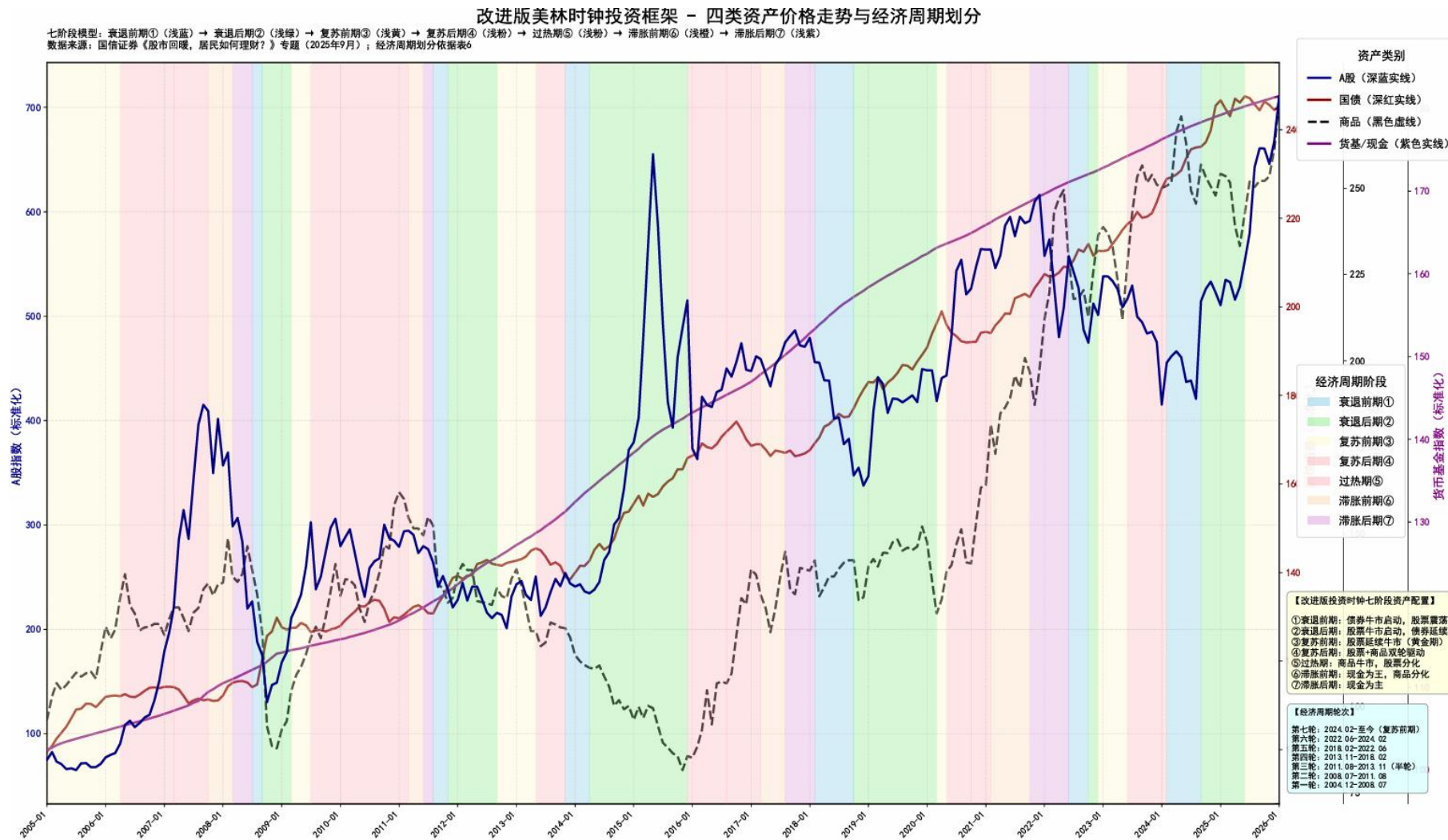
- 经济增长和通胀皆下行的阶段定义为衰退期，但是考虑货币政策后，我们将衰退分为政策还未发力的衰退前期（阶段①）和政策加码（名义利率下行）的衰退后期（阶段②）。衰退前期债券牛市启动，并延续至复苏前期，即债牛跨度：阶段①③。衰退后期股票开始走牛，并延续至过热期，即股牛跨度：阶段②⑤。
- 随着政策效果显现经济进入复苏期，考虑流动性后我们将复苏期划成复苏前期（阶段③）和复苏后期（阶段④），即实际利率（名义利率-通胀）见顶后复苏进入后期。判断经济从复苏后期（阶段④）走向过热期（阶段⑤）的标志是政策是否开始转向（名义利率是否回升）。步入过热期商品牛市开启，并延续至滞胀前期，即商品牛跨度：阶段⑤⑥。
- 政策收紧一段时间后，经济会开始转头向下，但通胀继续上行，投资时钟进入滞胀期。我们将滞胀期按照政策效果分为通胀快速上行的滞胀前期（阶段⑥），以及政策继续加码但是通胀上行斜率放缓的滞胀后期（阶段⑦），即名义利率在整个滞胀期继续上升，但是实际利率会因为通胀的斜率而先降后升。滞胀后期现金为王。

图3：改良版投资时钟的经济周期



资料来源：荀玉根《荀玉根讲策略：少即是多》（2021），国信证券经济研究所整理

图4：改良版投资时钟的经济周期定位和资产价格走势



资料来源：万得，Manus，国信证券经济研究所整理

改进版投资时钟的应用

- 改进版投资时钟应用的核心在于根据不同经济周期阶段动态调整资产配置权重。具体而言，增强型配置的策略是：在投资时钟的各阶段，对强势资产配置35%的权重，对中等资产配置25%的权重，对弱势资产配置15%的权重。
- 增强版资产配置效果较好。2005年以来增强版配置组合年化收益率为9.8%、累计收益率为575%，明显高于股市（6.9%、294%），也高于简单再均衡模型（8.1%、396%）。从最大回撤看，2005年以来增强配置组合的最大回撤-18.3%，同样低于股市的-70.8%、商品的-40.7%，高于简单再均衡组合（即各类资产比例起初设置为25%，价格变动导致触及35%上界和15%下界时，调整至25%比例的策略）的最大回撤-11.7%。年度最差表现为-7.4%，远好于股市的-65.9%、商品的-27.7%，略好于简单再均衡的-8.1%。

图5：增强配置组合能够实现超越单一资产类别的收益、以及更小的波动



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

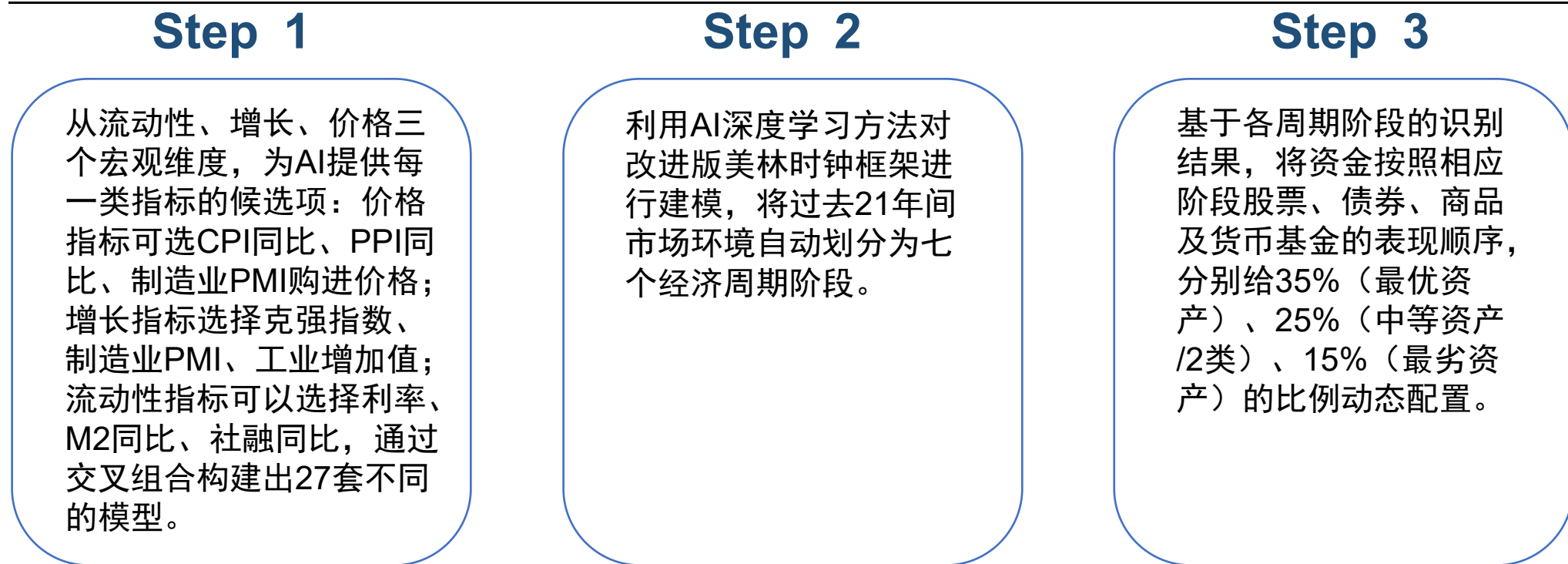
表1：增强配置组合表现回测

	股票	债券	商品	现金	再均衡模型	增强配置组合
年化收益率	6.9%	4.3%	9.0%	2.8%	8.1%	9.8%
区间累计收益率	293.6%	135.3%	484.5%	76.4%	396.3%	575.3%
波动率	27.4%	3.6%	16.3%	0.3%	8.1%	9.8%
最大回撤	70.8%	6.4%	40.7%	0.0%	11.7%	18.3%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 投资时钟的运用难点在于经济周期阶段的准确划分。改进版投资时钟的7阶段划分，需要根据流动性、增长、价格三大类指标的走势进行综合判断。然而，实际操作中存在诸多挑战：第一，同一类别内的不同指标走势可能相互矛盾，例如流动性指标中，M2同比与利率可能指向不同方向；第二，将三类指标综合起来划分1-7阶段时，可能出现阶段顺序颠倒或混乱的情况。因此，投资时钟阶段划分并非简单依靠指标就能直接得出答案，而是需要分析师具备较高的专业水平和丰富的市场经验，结合各大指标数据，做出主观判断。
- 基于上述挑战，我们探索让AI来替代人进行投资时钟的阶段判断。AI与人的分析框架体系一样，即根据流动性、增长、价格三大类指标来划分不同的投资时钟阶段，进而给出各类资产的配置排序和权重。具体实现方式为：

图6：改良版投资时钟的经济周期定位和资产价格走势 workflow



资料来源：万得，Manus，国信证券经济研究所整理

27种投资时钟组合呈现

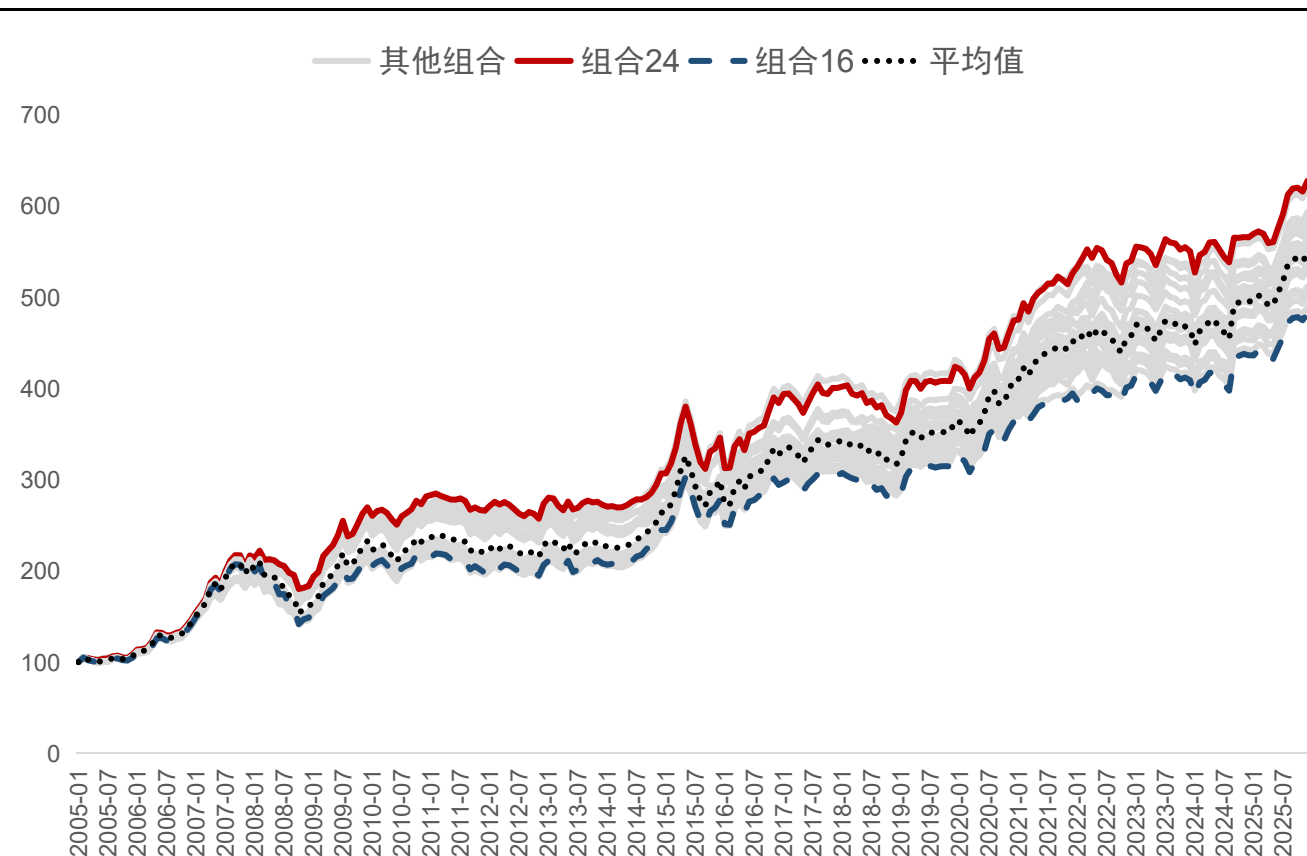
- 为实现每一步骤“去黑箱”和“可溯源”，我们统一用Manus来实现不同宏观数据组合下经济周期判断和资产组合收益率回测。从净值走势角度看，27种组合在过去21年间平均翻了4.48倍，年化收益率平均为8.43%，最大回撤平均为26.57%。其中，组合24（PPI+工增+社融）涨幅最大，翻了5.27倍，年化收益率9.14%。

图7：27种组合选出的投资时钟场景示意

投资组合	价格指标	增长指标	流动性指标
组合1	制造业PMI购进价格	制造业PMI	利率
组合2	制造业PMI购进价格	制造业PMI	社融同比
组合3	制造业PMI购进价格	克强指数	社融同比
组合4	制造业PMI购进价格	克强指数	M2同比
组合5	制造业PMI购进价格	克强指数	利率
组合6	PPI 同比	制造业PMI	利率
组合7	PPI 同比	制造业PMI	M2同比
组合8	PPI 同比	制造业PMI	社融同比
组合9	CPI 同比	克强指数	社融同比
组合10	CPI 同比	克强指数	M2同比
组合11	CPI 同比	克强指数	利率
组合12	CPI 同比	制造业PMI	社融同比
组合13	CPI 同比	制造业PMI	M2同比
组合14	CPI 同比	制造业PMI	利率
组合15	PPI 同比	克强指数	社融同比
组合16	PPI 同比	克强指数	M2同比
组合17	PPI 同比	克强指数	利率
组合18	制造业PMI购进价格	制造业PMI	M2同比
组合19	CPI 同比	工业增加值	社融同比
组合20	CPI 同比	工业增加值	M2同比
组合21	CPI 同比	工业增加值	利率
组合22	PPI 同比	工业增加值	社融同比
组合23	PPI 同比	工业增加值	M2同比
组合24	PPI 同比	工业增加值	利率
组合25	制造业PMI购进价格	工业增加值	社融同比
组合26	制造业PMI购进价格	工业增加值	M2同比
组合27	制造业PMI购进价格	工业增加值	利率

资料来源：万得，Manus，国信证券经济研究所整理

图8：27种投资时钟组合动态配置的净值走势复盘



资料来源：万得，Manus，国信证券经济研究所整理

27种投资时钟组合评判

- 我们汇总27个组合的最终净值、累计收益率、年化收益率、最大回撤、年化波动率、夏普比率及卡玛比率等关键绩效指标（图7），并交给DeepSeek、Gemini、ChatGPT、豆包、Kimi等5个AI大模型作为“裁判”，根据结果评判最优的组合，最后整体指向模型22效果综合最佳，即年化收益率9.08%、最大回撤18.85%，夏普比率0.79。

表2：各类大模型给出的投资组合推荐及相应评判依据

大模型	AI 推荐的场景组合及相应依据
Deepseek	组合24在收益、风险控制和风险调整后收益三个维度上达到了最佳平衡，无明显短板，因此综合表现最佳。如果你希望采用一个长期收益高、风险可控、回撤适中的组合进行动态配置，组合24是最优选。其净值曲线稳定，适合追求稳健增长的投资策略。
Gemini	从净值曲线趋势来看，组合22在保持高收益的同时，其波动明显比组合24和组合21更小。特别是在市场大幅波动期间，组合22展现了更强的防御能力，使得最终的净值表现既有高度又有厚度。如果追求长期稳健的复利增长，组合22是这27种方案中的最优选择。
Chatgpt	在27种基于不同宏观指标组合构建的动态资产配置策略中，组合22在收益能力、风险控制及稳定性方面表现最为均衡。该组合不仅取得了超过500%的累计收益和9%以上的年化收益率，同时将最大回撤控制在20%以内，夏普比率和卡尔玛比率均位居全体首位，显示出其在经济周期识别与资产配置决策上的显著优势。
豆包	综合来看，组合 22（PPI + 工增 + 社融） 凭借其最优的风险调整后收益、出色的回撤控制、稳定的盈利表现以及合理的指标组合逻辑，成为 27 个动态配置组合中表现最好的组合。该组合特别适合追求长期稳健收益、注重风险控制的投资者，其基于 PPI + 工业增加值 + 社融的经济周期判断框架，能够在不同宏观环境下有效调整资产配置比例，实现穿越经济周期的稳健回报。
Kimi	组合24（PPI、克强指数、M2）是综合表现最佳的配置策略，它在20年回溯期间（2005-2025）实现了：最高绝对收益（627.37净值），顶尖风险调整后收益（夏普0.71，卡尔玛0.48），最低回撤水平（18.85%）这一结果印证了“价格-增长-流动性”三维框架中，选用高频、综合、领先性指标对动态资产配置的的决定性作用。

图9：27种投资时钟组合动态配置策略业绩汇总

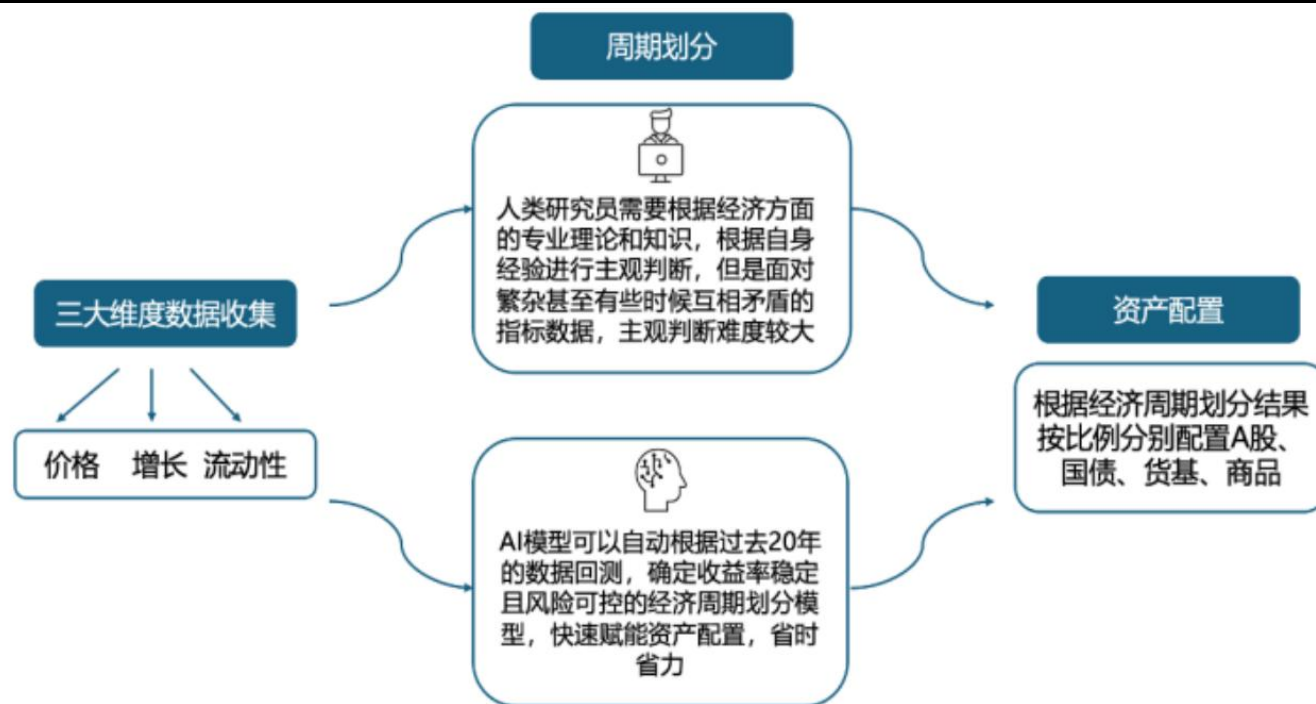
组合	最终净值	总收益率	年化收益率	最大回撤	年化波动率	夏普比率	卡尔玛比率	月度胜率
组合1	536.59	436.59%	8.33%	32.58%	11.01%	0.57	0.26	59.36%
组合2	508.74	408.74%	8.05%	30.60%	10.52%	0.58	0.26	58.57%
组合3	511.56	411.56%	8.08%	32.02%	10.76%	0.57	0.25	58.96%
组合4	511.54	411.54%	8.08%	30.28%	10.62%	0.57	0.27	58.96%
组合5	535.69	435.69%	8.32%	30.28%	10.66%	0.59	0.27	60.16%
组合6	565.47	465.47%	8.60%	21.13%	10.42%	0.63	0.41	58.17%
组合7	560.28	460.28%	8.55%	22.37%	10.15%	0.65	0.38	60.56%
组合8	576.8	476.80%	8.70%	19.65%	9.08%	0.74	0.44	60.16%
组合9	552.45	452.45%	8.48%	23.11%	9.86%	0.66	0.37	59.76%
组合10	545.67	445.67%	8.42%	23.11%	9.78%	0.66	0.36	59.36%
组合11	563.05	463.05%	8.58%	23.11%	9.85%	0.67	0.37	59.76%
组合12	507.55	407.55%	8.04%	31.32%	10.53%	0.57	0.26	59.76%
组合13	533.33	433.33%	8.30%	27.01%	10.20%	0.62	0.31	59.36%
组合14	501.75	401.75%	7.98%	27.01%	10.38%	0.58	0.3	59.76%
组合15	488.61	388.61%	7.85%	31.62%	10.52%	0.56	0.25	60.56%
组合16	481.86	381.86%	7.78%	31.62%	10.49%	0.55	0.25	60.16%
组合17	529.47	429.47%	8.26%	31.62%	10.53%	0.59	0.26	60.56%
组合18	509.32	409.32%	8.06%	30.28%	10.24%	0.59	0.27	58.96%
组合19	583.07	483.07%	8.76%	21.80%	10.46%	0.65	0.4	59.36%
组合20	589.03	489.03%	8.81%	23.50%	10.51%	0.65	0.37	58.17%
组合21	624.84	524.84%	9.12%	19.02%	10.34%	0.69	0.48	59.76%
组合22	619.77	519.77%	9.08%	18.85%	8.99%	0.79	0.48	60.96%
组合23	593.52	493.52%	8.85%	18.85%	10.19%	0.67	0.47	59.76%
组合24	627.37	527.37%	9.14%	18.85%	10.05%	0.71	0.48	59.36%
组合25	547.25	447.25%	8.43%	32.58%	10.99%	0.59	0.26	60.96%
组合26	533.73	433.73%	8.30%	32.58%	10.65%	0.59	0.25	60.16%
组合27	557.45	457.45%	8.53%	32.58%	10.82%	0.6	0.26	60.96%

资料来源：DeepSeek、Gemini、Chatgpt、豆包、Kimi，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，Manus，国信证券经济研究所整理

- 从收益率和风险控制角度看，AI的表现略弱于人。以最优组合22（PPI+工增+社融）为例，其年化收益率为9.08%，最大回撤控制在18.85%，与人基于改进版投资时钟进行配置的增强策略（年化收益率9.8%，最大回撤18.3%）相比，表现略差一些，差异不大。
- 然而，AI的核心优势在于省时省力、降低专业门槛。传统人工方法需要分析师具备深厚的宏观经济分析功底，能够在指标相互矛盾时做出准确的主观判断，这对专业性要求较高。而AI模型一旦训练完成，即可自动化运行，无需人工干预，大幅降低了投资时钟应用的门槛。

图10：AI赋能投资时钟：优化 workflow



资料来源：国信证券经济研究所绘制

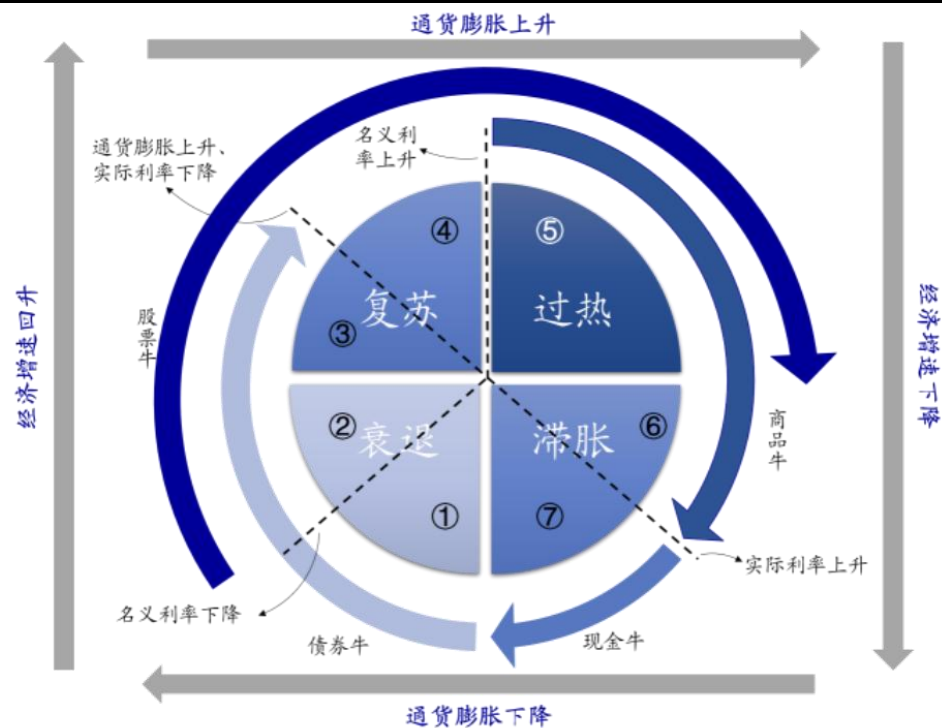
- 基于本报告第二部分筛选出的最优组合22（PPI+工增+社融），AI模型判断当前（2026年1月）经济处于复苏前期（阶段③）。根据改进版投资时钟的资产轮动规律，此阶段的资产配置为：股票35%（最优资产）、债券25%、商品25%、现金15%（最劣资产）。

图11：投资时钟：PPI、工增、社融预期走向复苏



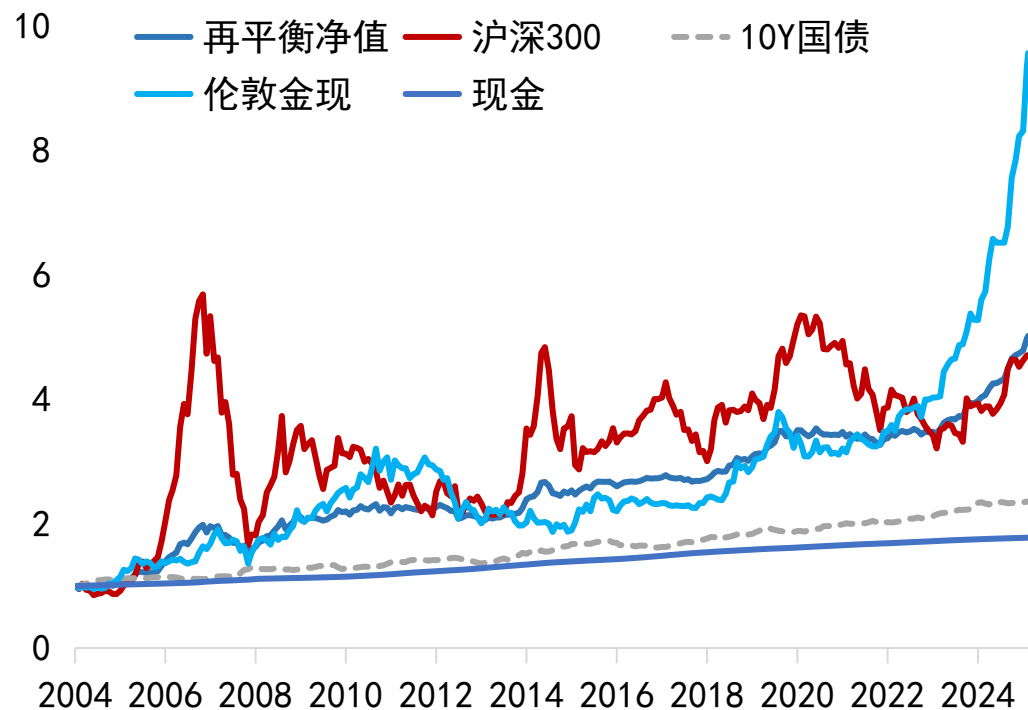
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：改良版投资时钟的经济周期



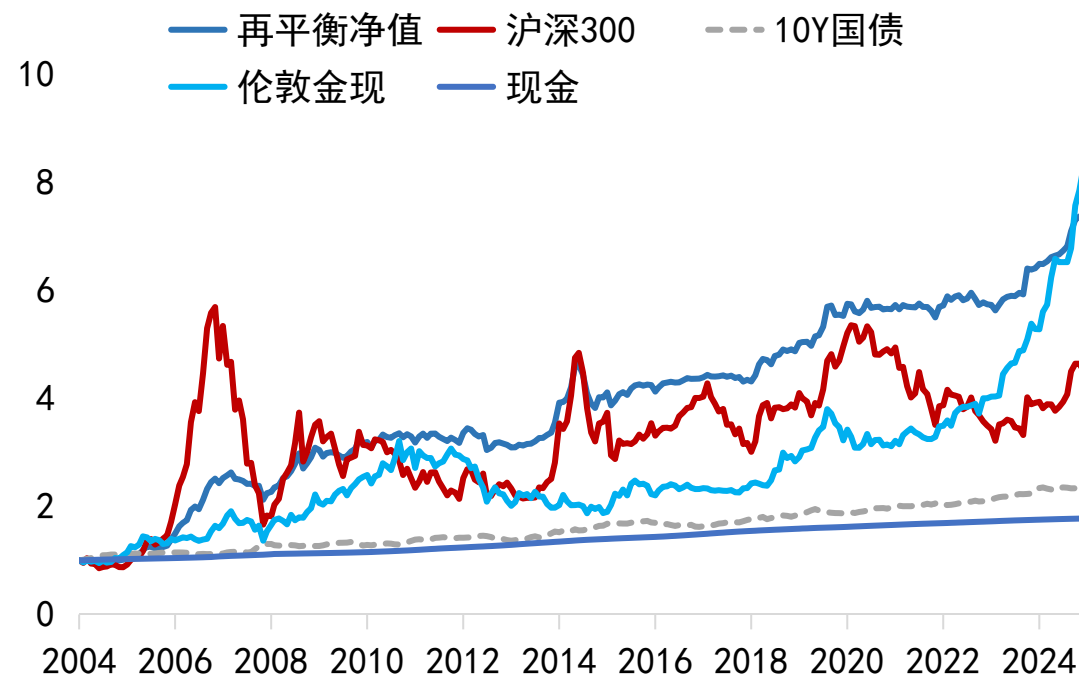
资料来源：荀玉根《荀玉根讲策略：少即是多》（2021），国信证券经济研究所整理

图13：简单再平衡策略净值走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：增强型再平衡策略净值走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

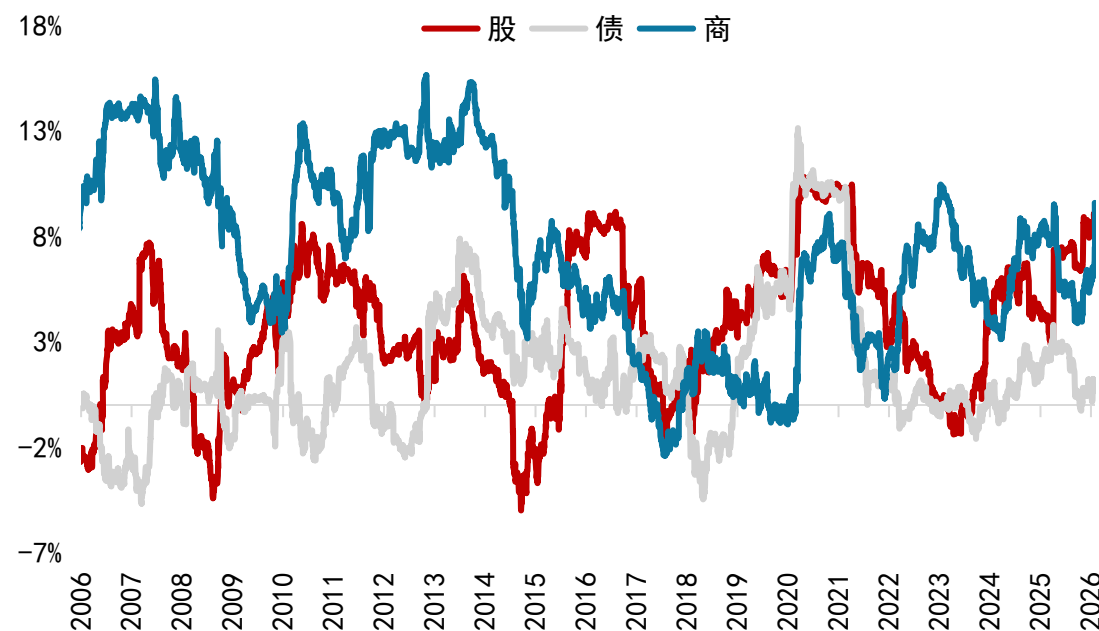
- **共振走高：**股债商相关性自23年起显著提升，地缘博弈与美元信用重构驱动资产同步波动
- **逻辑混淆：**AI叙事（风险）与贵金属（避险）同涨跌，中美货币周期由背离走向同步
- **配置难点：**传统跨资产分散失效，组合波动率难以压降，急需寻找低相关性的新资产来源

图15：大类资产相关性自在过去三年内趋于一致



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：分别计算中/美股市、中/美债市、南华/黄金价格在过去250个交易日内日度回报率的滚动相关性，最后求取均值

图16：背后商品和股市的系统性同步走强



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

新兴市场的战略机遇：低相关性重塑夏普

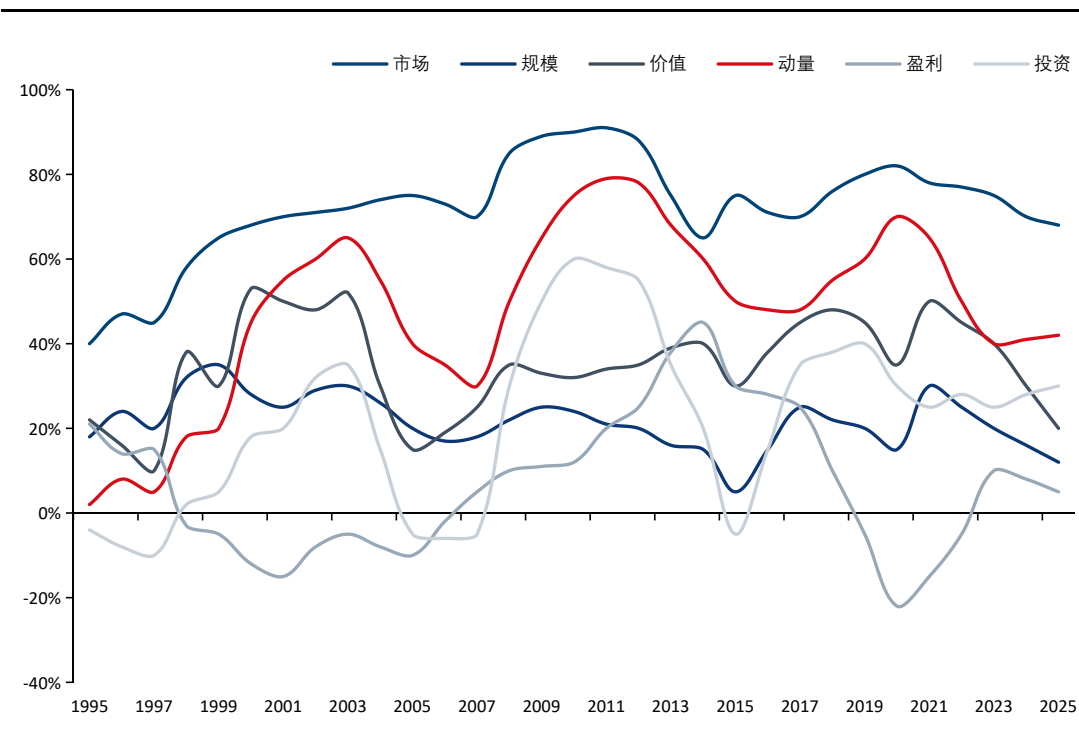
- **高性价比：**新兴市场价值与动量策略夏普比率近1.0，远超美欧同类因子
- **分散风险：**尽管宏观共振，但新兴与发达市场的因子相关性仍处历史低位(约0.2)，具备独立行情
- **配置建议：**修正过度依赖美股的偏差，提升新兴市场权重至18%，利用低相关性提升组合夏普比率逾40%

图17：发达vs新兴市场因子表现对比

因子	评价维度	美国	欧洲	日本	除日本外的亚太地区	新兴市场
市场	收益率	8.30%	5.50%	1.90%	5.50%	5.30%
	波动率	15.20%	17.00%	17.60%	19.90%	20.40%
	夏普比率	0.55	0.32	0.11	0.28	0.26
规模	收益率	0.40%	0.30%	0.40%	-1.70%	0.50%
	波动率	10.60%	7.30%	10.10%	9.70%	7.10%
	夏普比率	0.04	0.05	0.04	-0.18	0.06
价值	收益率	1.10%	4.00%	4.10%	6.60%	7.80%
	波动率	11.40%	9.20%	10.90%	10.60%	7.90%
	夏普比率	0.1	0.43	0.37	0.62	0.99
动量	收益率	3.50%	9.40%	0.00%	8.80%	9.60%
	波动率	16.30%	13.40%	14.20%	14.60%	10.00%
	夏普比率	0.22	0.71	0	0.61	0.96
质量	收益率	3.40%	2.90%	0.40%	3.60%	2.10%
	波动率	9.30%	5.60%	7.30%	9.10%	5.40%
	夏普比率	0.37	0.51	0.05	0.4	0.39
投资	收益率	1.80%	1.50%	0.50%	2.70%	3.00%
	波动率	7.60%	6.40%	8.10%	8.40%	6.60%
	夏普比率	0.24	0.23	0.06	0.32	0.45

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图18：发达与新兴市场的因子滚动相关性处于较低位

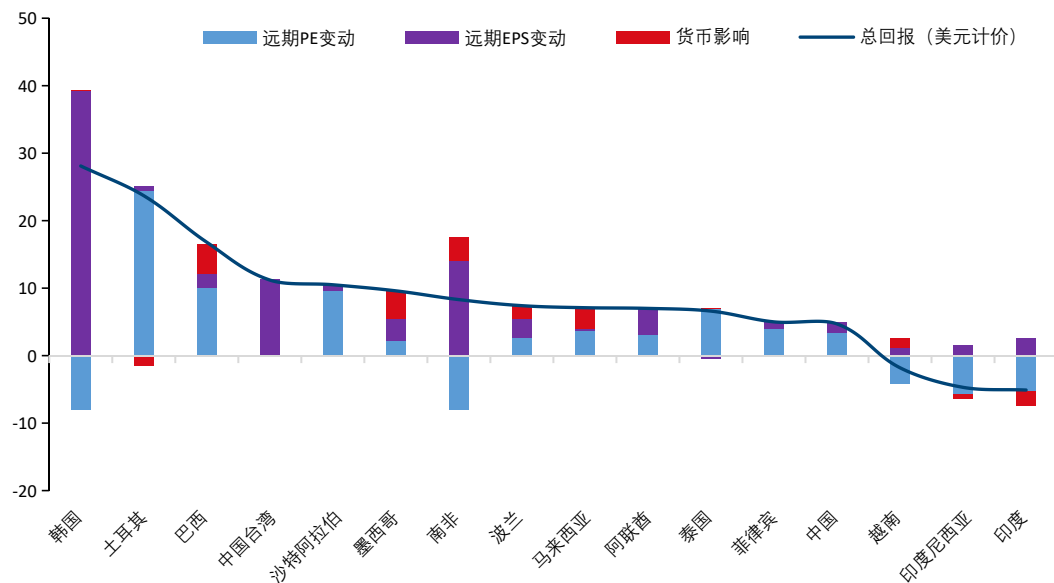


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

新兴市场的战术机遇：弱美元 + AI盈利

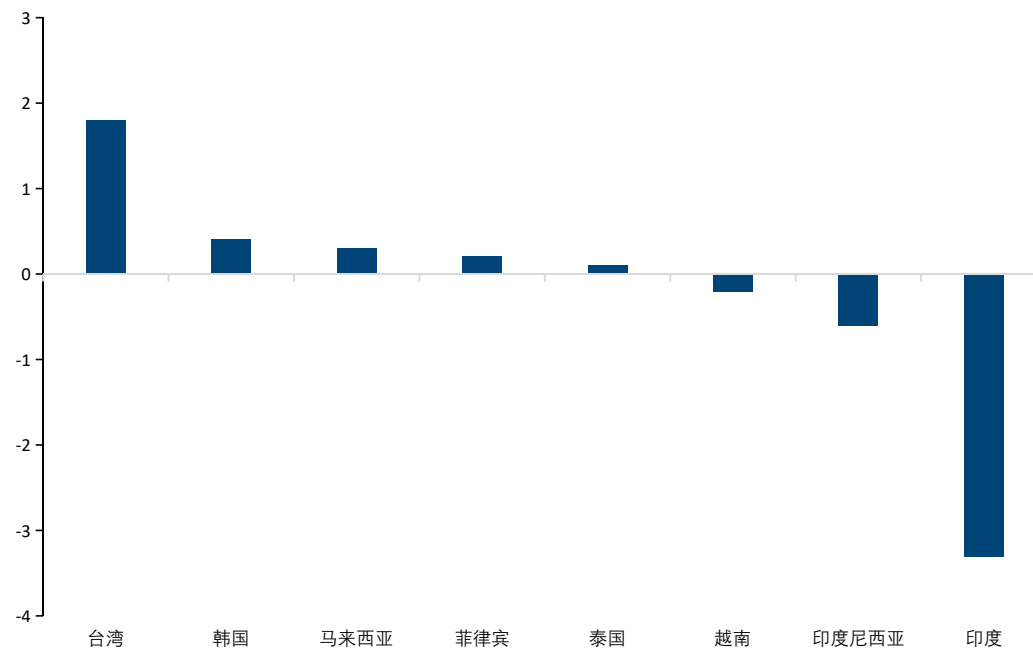
- 盈利主导：并非单纯估值修复，韩国和中国台湾的科技股靠AI硬科技订单兑现业绩，跑赢汇率逆风
- 资金高低切：亚洲资金流向分化，从高估值的印度撤出，回流至有业绩支撑的东亚半导体
- 双重收益：弱美元提供流动性Beta底座，AI资本开支落地提供Alpha超额收益

图19：1月新兴市场回报拆解



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图20：亚洲新兴市场的1月外资流入

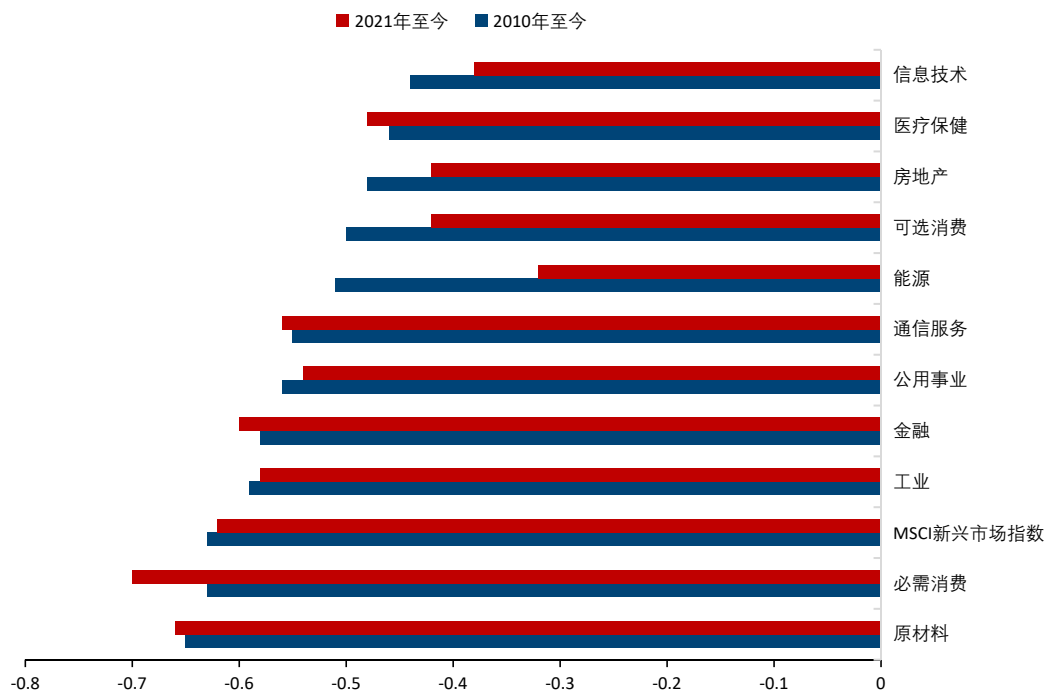


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

新兴市场的战术机遇：动量因子主导

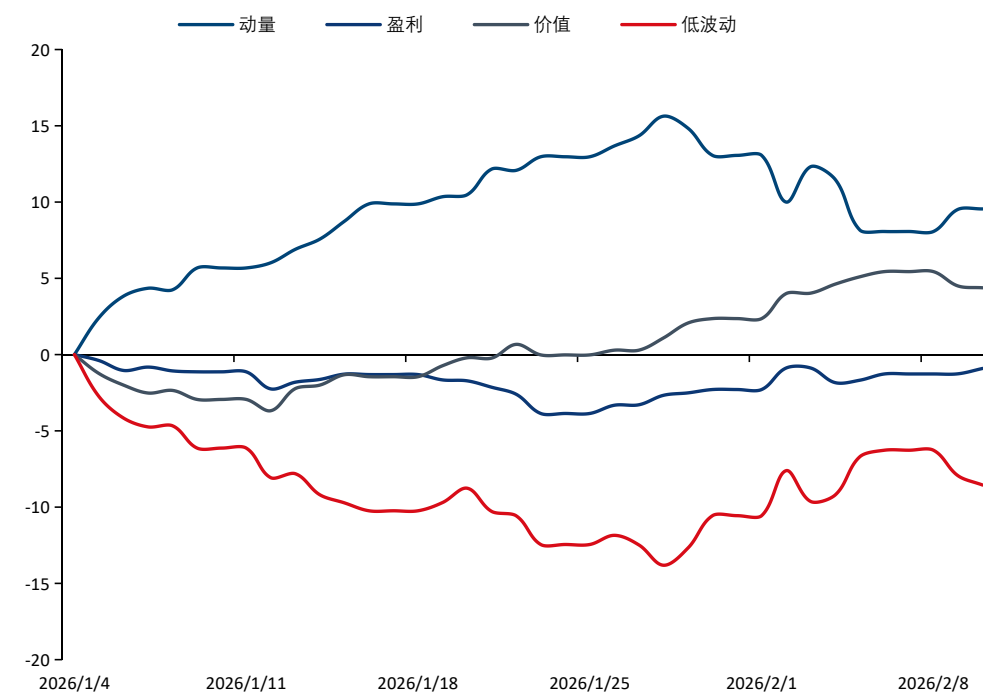
- **汇率敏感**：新兴市场各行业与美元指数呈普遍负相关，弱美元环境直接利好顺周期资产
- **赢家策略**：2026年以来动量因子表现最优，资金追逐趋势明确的科技龙头，呈现强者恒强
- **输家策略**：低波动因子表现垫底，在全球风险偏好回升环境下，防御型策略性价比极低

图21：新兴市场各行业与美元指数负相关性



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图22：新兴市场多空因子累计收益



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

PPI有望26H1转正：大宗远期定价指引

- **先行指标：**大宗商品期货价格是PPI的有效领先指标，预示工业品通胀正在筑底回升
- **转正时点：**结合大宗商品远期合约曲线推演，PPI同比增速有望在2026年上半年结束负增长
- **配置策略：**做多PPI回升，超配对价格敏感的上游资源品及具备涨价能力的工业板块

图23：大宗品期货价格对PPI具有良好预测效果

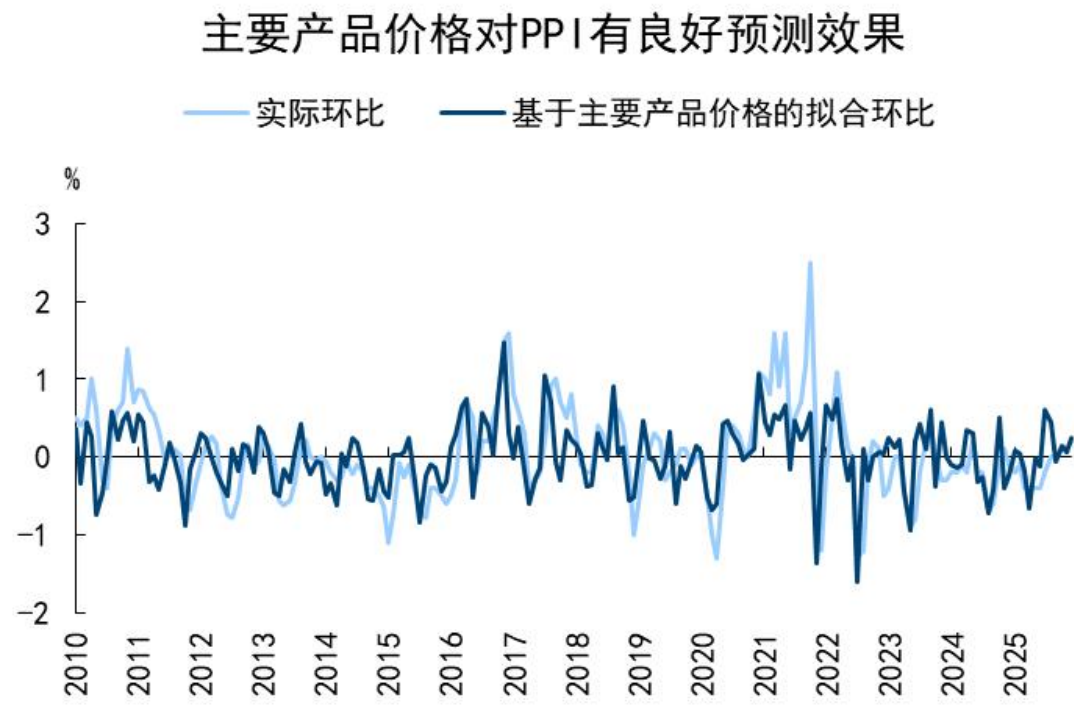
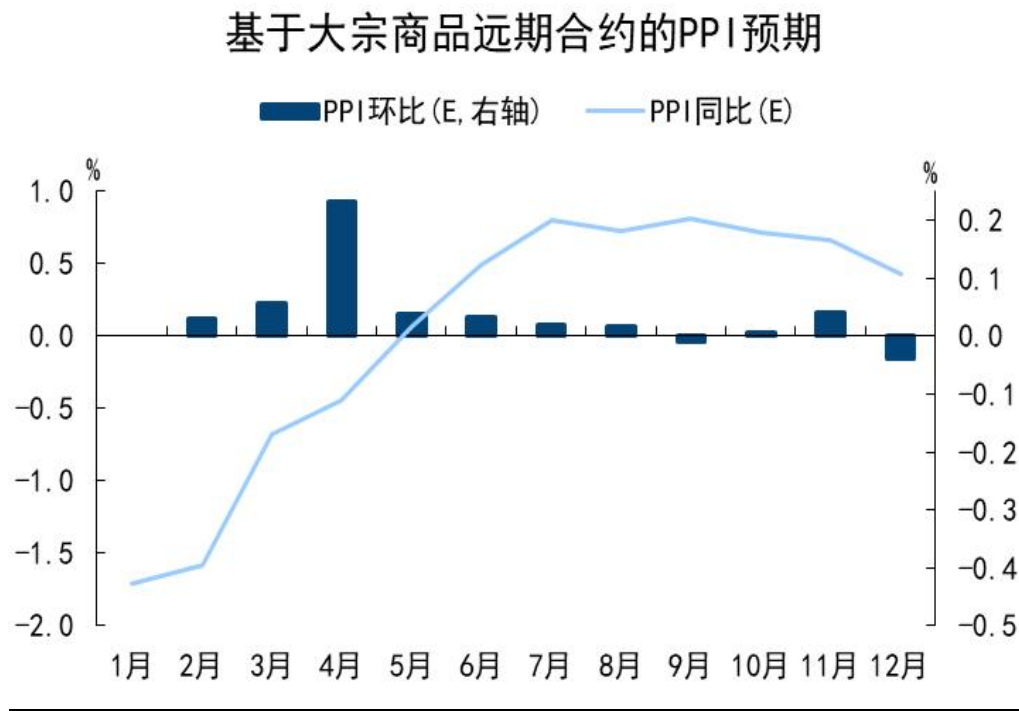


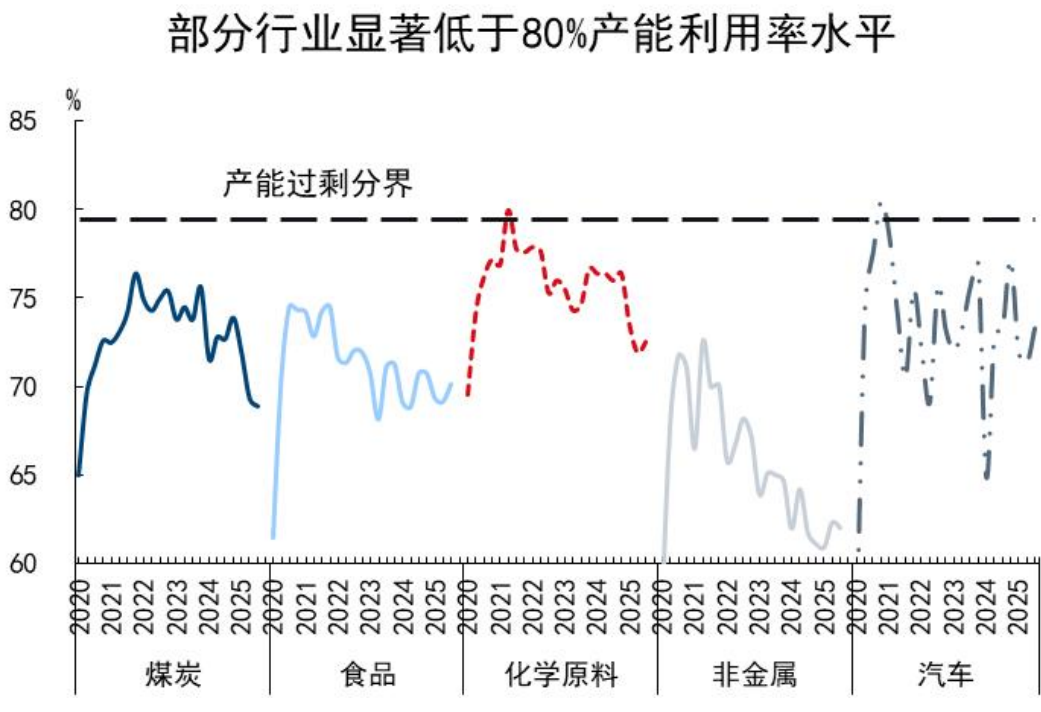
图24：基于远期合约模型预测PPI将于上半年转正



PPI有望26H1转正：“反内卷”出清供给

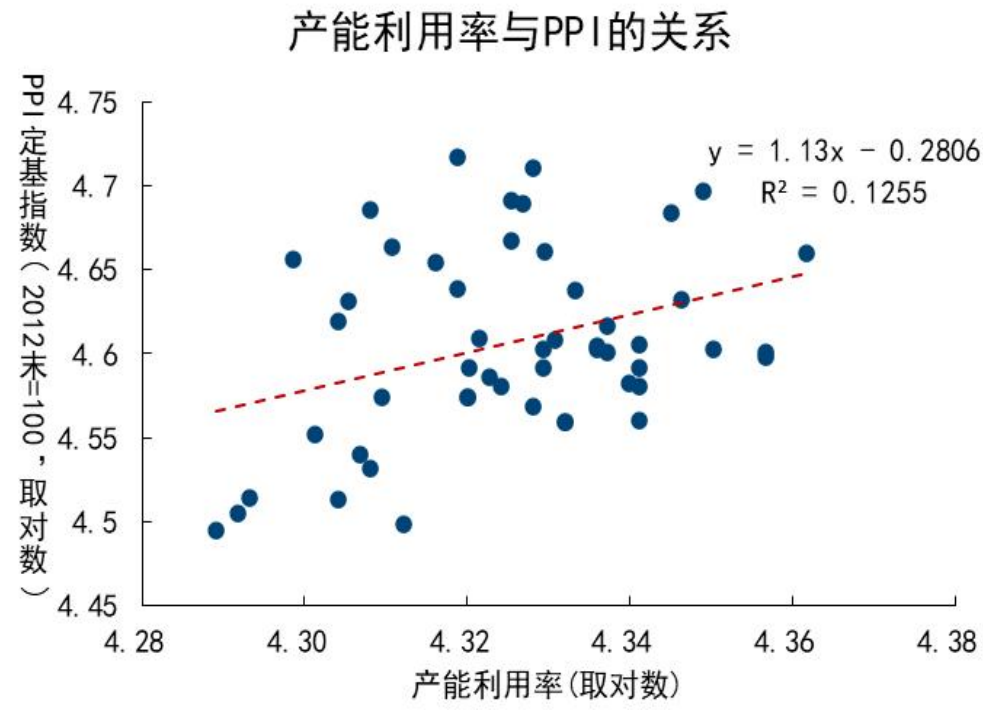
- **供给约束：**非金属、煤炭等行业产能利用率显著低于80%，“反内卷”加速低效产能出清
- **价格弹性：**产能利用率与PPI显著正相关。随着供给侧约束生效，利用率爬坡将大幅提升价格弹性
- **行业主线：**聚焦“低产能利用率+强供给约束”品种，供给侧改善将成为PPI回升的内生动力

图25：部分行业产能利用率显著偏低



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

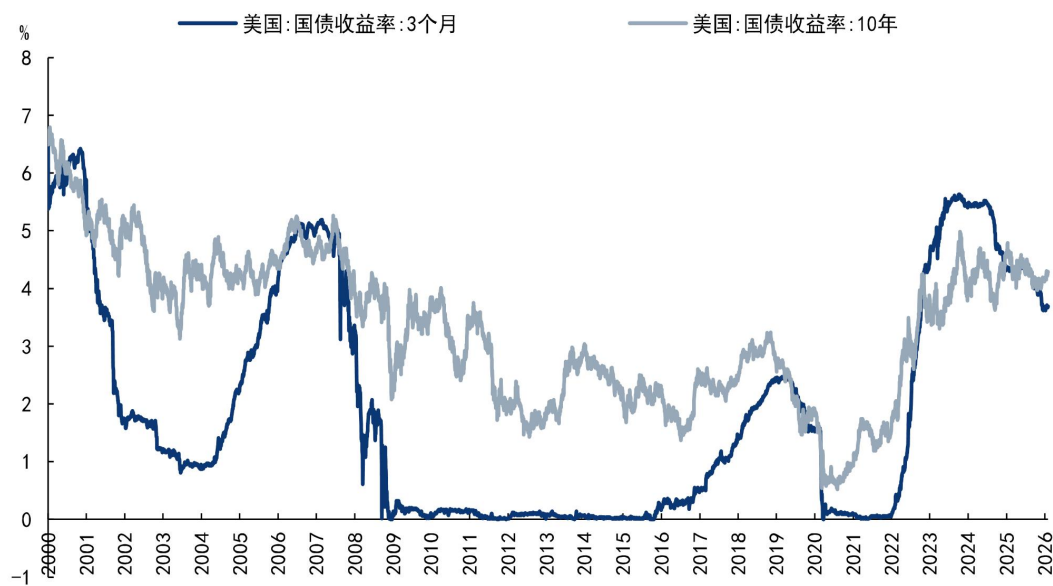
图26：整体产能利用率与PPI的弹性



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

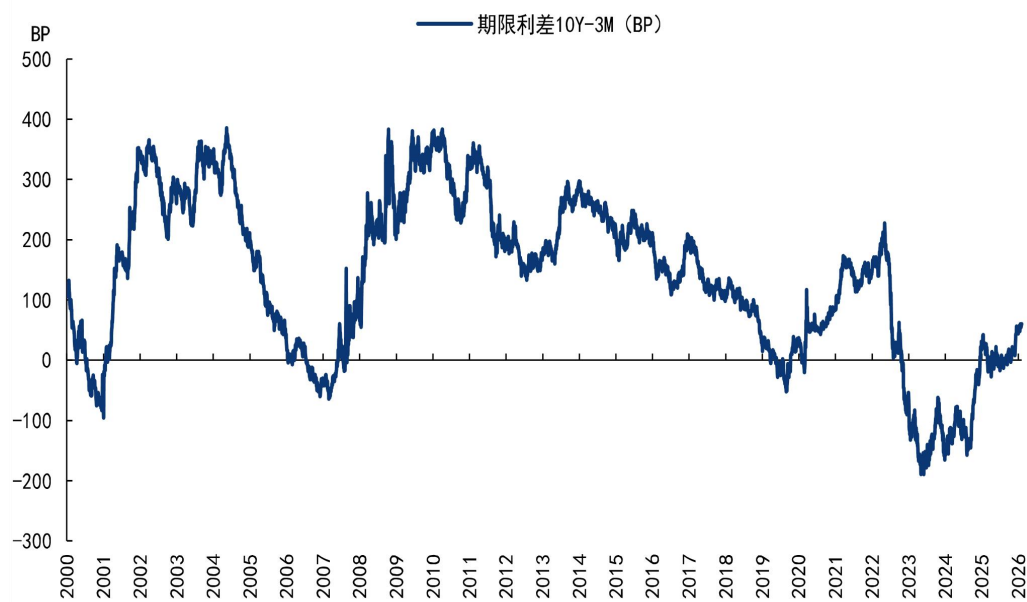
- **定价重构：**传统定价锚定基本面与通胀，但近期财政可持续性权重显著上升，冲击美债的绝对安全
- **波动特征：**事件驱动型脉冲（08金融危机/22加息），短端更敏感，脉冲后具备极强均值回归能力
- **利差规律：**遵循“复苏期走阔→紧缩期倒挂→衰退/宽松期修复”闭环，美联储激进加息是导致2000/06/22三次深度倒挂的推手

图27：美国3个月和10年期国债收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图28：美国10年期和1年期国债期限利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日债复盘：从“YCC政策市”回归“通胀定价”

- **驱动反转：**低由超宽松托底转向政策正常化，央行加息缩债瓦解YCC（收益率曲线控制）机制，价格由长期僵硬转向双向波动
- **波高敏：**虽受央行购债压制整体波动中枢低，但长端对政策微调极度敏感，平时静默、变盘剧烈
- **曲线陡峭：**摆脱长期低位压制，随着通胀预期实质性抬升及YCC松绑，期限利差进入快速修复周期

图29：日本3个月和10年期国债收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图30：日本10年期和1年期国债期限利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 一、AI模型逻辑刚性导致的周期误判；
- 二、全球地缘政治冲突升级引发避险情绪超调；
- 三、新兴市场AI科技股盈利兑现不及预期；
- 四、美日财政风险超预期发酵。

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