国泰君安期货
GUOTAI JUNAN FUTURES

2026 年 11 月 25 日

回归均衡，谋定而后动

---2027 年美股行情展望

戴璐　投资咨询从业资格号：Z0021475　dailu@gtht.com

杨藤（联系人）　从业资格号：F03158146　yangteng@gtht.com

马桢昊（联系人）从业资格号：F03151619　mazhenhao@gtht.com

报告导读：

我们的观点：2027 年美股或延续内部结构再平衡，非 AI 资产广度扩散有望支撑指数韧性，结构性波动仍大于指数整体波动。AI 和通胀构成两大核心矛盾：AI 产业景气度定全年增长斜率，通胀&利率定全年交易节奏

我们的逻辑：增长斜率和流动性的时间之争：（1）分子端-2027 年美股盈利增长动能或边际放缓。结构层面：2027 年美国 AI 与非 AI 板块间的 K 型分化有望收敛，周期和科技对于美股盈利增长的贡献趋于降速，盈利动能贡献有望更均衡。（2）分母端：宏观流动性先紧后松，AI 信用局部风险暴露。

投资展望：（1）战略层面：增配价值与防御，回归均衡配置。我们去年以来持续提示的 AI 产业四阶段框架，2027 年大致处于第二阶段向第三阶段逐步过渡的窗口：建议降低 AI 硬件，增配必选消费、医疗保健、公用事业等低 AI 相关性资产，回归盈利质量与现金流稳定性增强组合韧性。更长期的视角（第四阶段），AI 下游（CSP/应用/软件/物理 AI 等）将成为主线资产（目前仍然处于左侧观察区间）。（2）战术层面：顺势博弈通胀缓和与利率回落驱动的修复行情。若通胀改善、利率中枢下行且经济保持韧性，金融条件改善有望催化房地产、可选消费等传统型利率敏感资产+医疗保健代表的成长型利率敏感资产的阶段性反弹。

风险提示：美伊、俄乌等地缘冲突进一步升级，中美（贸易、科技领域）摩擦进一步升级，AI 产业商业化进展不及预期

目录

1. 2026 年海外权益行情回顾：市场从极致 K 型分化走向结构性再平衡 3

1.1 "AI 抱团-瓦解-再平衡"行情极致演绎：26 年美股更多为结构性波动，指数总体具备韧性 3
1.2 行情核心驱动：AI 产业景气趋势主导方向，抱团交易瓦解放大波动 4

2. 分子端：增长由高波动转向温和收敛，盈利增长降速，K 型分化收敛 6

2.1 宏观：增长由高波动转向温和收敛 7
2.1.1 中期选举后政经背景变化及对市场的影响 7
2.1.2 地缘-油价-通胀情景如何演变？通胀依赖同比基数效应 9
2.2 科技：年内估值下杀已基本消化 AI 产业降速的预期，2027 年更多面临现实端盈利的考验 11
2.2.1 CSP"ROIC-WACC"临界点渐近？AI 下游兑现与上游投资之间的"时差"是当前产业核心瑕疵 12
2.2.2 Capex 持续性的质疑是否会从预期走向现实？CSP 现金流的约束在显性化，对下游兑现容错率降低 15
2.2.3 Cycle 还是 Super Cycle？若下游需求放缓难以证伪，AI 基建定价体系回归周期属性 16
2.2.4 蓝色浪潮对于 AI 产业实质性影响几何？供给端因素更多影响节奏，需求端兑现决定产业方向 17

3. 分母端：宏观流动性先紧后松，AI 信用局部风险暴露 18

3.1 宏观流动性：我们总体判断起点偏紧，全年先紧后松 18
3.2 信用风险：AI 产业融资循环链条局部信用风险值得动态关注 21
3.2.1 AI 基建投资正在明显增加产业链相关公司对债务融资的依赖 21
3.2.2 AI 循环融资系统（Circular Financing）加大了债务、股权和未来收入之间的相关性 22
3.2.3 2027 年尚未出现全面信用收缩的典型特征，但 AI 链条局部信用风险值得动态关注 24

4. 美股结论与投资展望：增配价值，回归均衡，谋定而后动 25

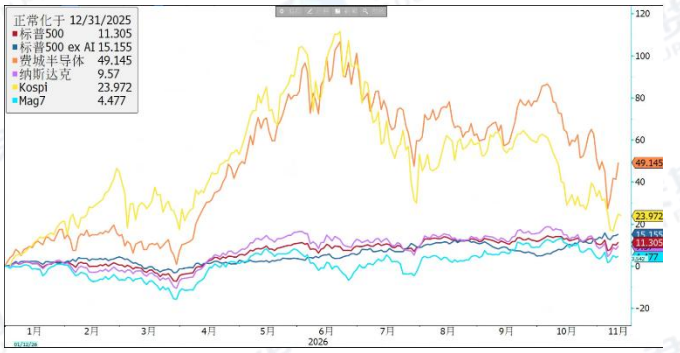
（正文）

1. 2026 年海外权益行情回顾：市场从极致 K 型分化走向结构性再平衡

1.1 “AI 抱团-瓦解-再平衡”行情极致演绎：26 年美股更多为结构性波动，指数总体具备韧性

回顾 2026 年，美股经历了“AI 抱团-瓦解-再平衡”行情的极致演绎，概括而言，美股指数韧性强于个股、结构波动大于总量波动。上半年，地缘冲突压制宏观风险偏好，AI 产业景气构成基本面狭窄的繁荣，市场缩圈至业绩确定性最强的 AI 硬件资产。下半年，AI 下游商业化增长动能边际放缓叠加市场对 CSP 资本开支可持续性及投资回报的质疑，前期极致抱团的 AI 行情逐步瓦解，拥挤的筹码结构放大了波动。与此同时，若排除地缘扰动的外生影响，非 AI 资产亦能展现较强的韧性，实现更广泛的行业扩散，一定程度对冲了 AI 板块调整的负面影响，使得指数整体波动相对收敛。

图 1：26 年美股更多为结构性波动，指数总体具备韧性



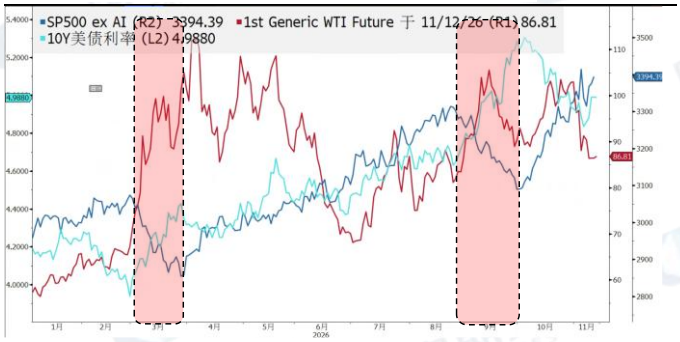
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 2：上半年 AI 资产贡献标普 500 上涨主要驱动，下半年非 AI 资产再平衡对冲科技下跌对于指数的拖累



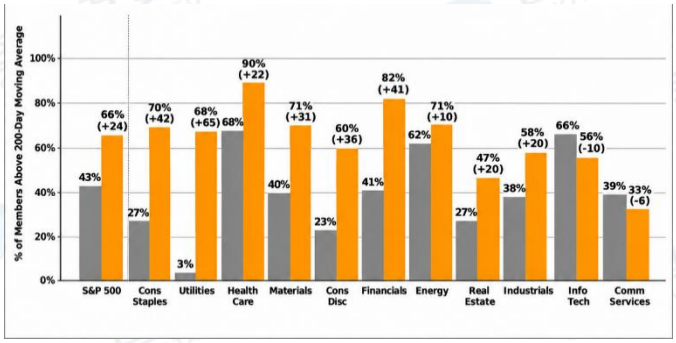
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 3：若排除地缘扰动的外生影响，非 AI 资产亦能展现较强的承接韧性，实现更广泛的行业扩散



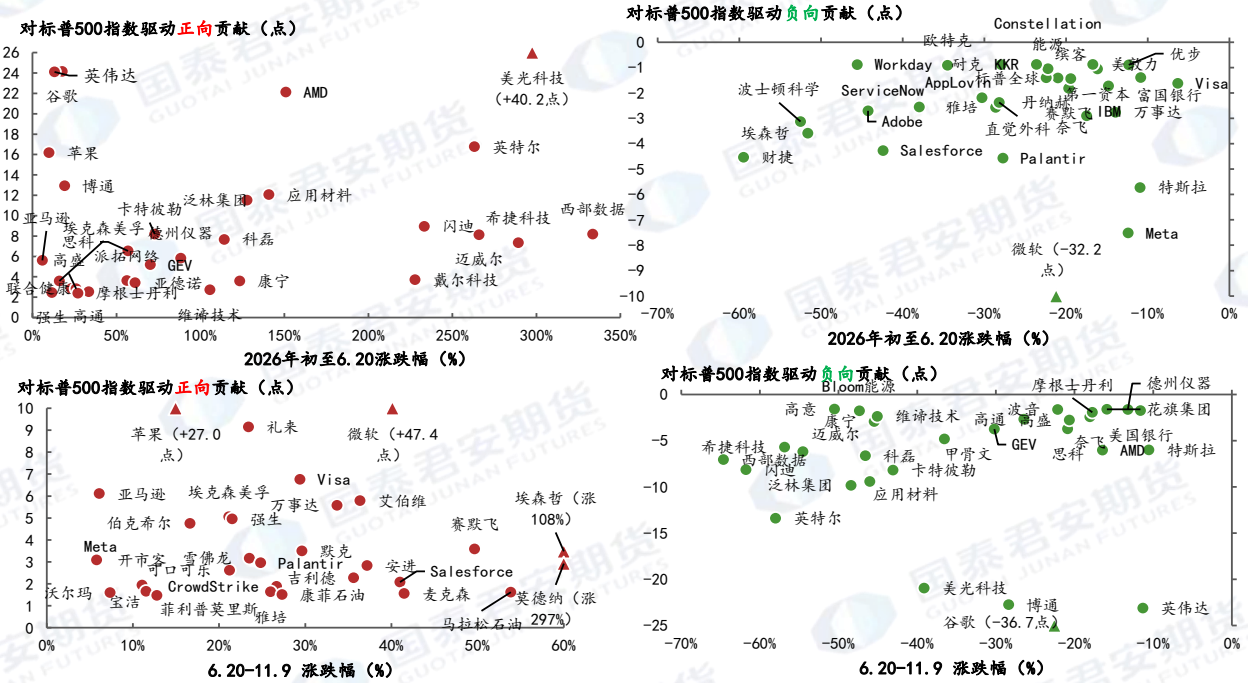
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 4：若排除地缘扰动的外生影响，非 AI 资产亦能展现较强的承接韧性，实现更广泛的行业扩散



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 5：上半年极致的动量效应（AI 硬件主要贡献指数上涨驱动），下半年极致的动量反转（AI 硬件主要拖累指数上涨驱动）



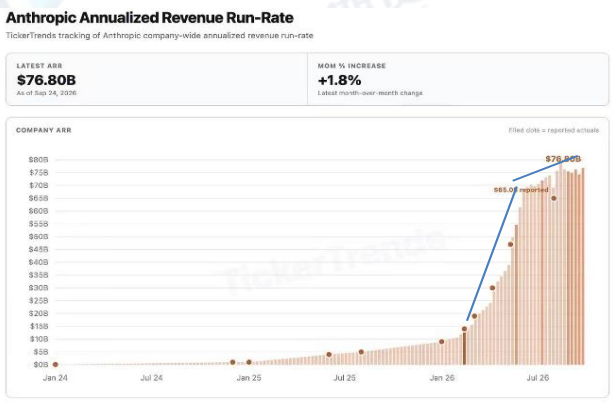
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

1.2 行情核心驱动：AI 产业景气趋势主导方向，抱团交易瓦解放大波动

2026 上半年：AI 产业景气突破成为核心驱动，盈利增长消化估值压力。上半年，尽管地缘冲突扰动持续压制宏观风险偏好，但 AI Agent（Anthropic）应用场景取得突破性进展进一步强化 AI 产业稀缺的景气度，较强的盈利增长对前期估值形成消化和支撑，驱动 AI 板块上涨。

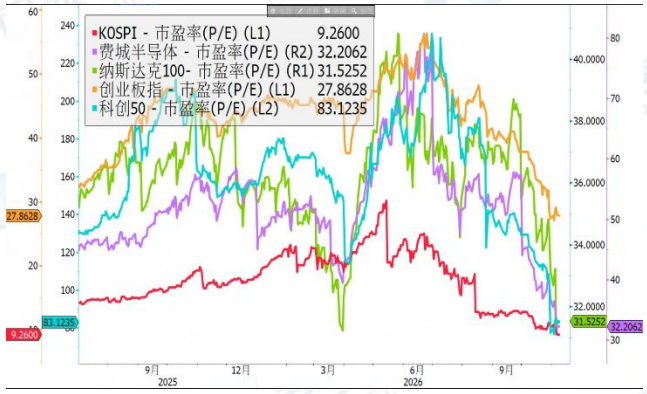
2026 下半年：AI 产业潜在风险逐步显现，市场对于 AI 产业叙事的预期开始松动，杀估值构成行情调整的核心驱动，此外，资金面微观结构恶化放大波动。2026Q3 以来，市场基本完成了对于“AI 二阶导（增速）”反转的确认，而对于“AI 一阶导（增长）”反转更多停留在预期层面质疑的加深而非现实端的确认。因此，从 DDM 拆解来看，下半年全球科技股调整更多表现为杀估值而非杀业绩。

图 5：AI 下游商业化“增速”放缓后对“AI 二阶导”反转的确认（对应 Q3 调整）



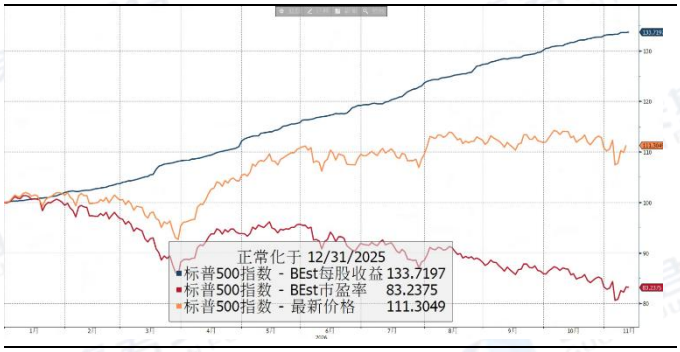
资料来源：TickerTrends，国泰君安期货研究

图 6：26H2：AI 产业潜在风险逐步显现，市场对于 AI 产业叙事的预期开始松动，全球科技杀估值为主



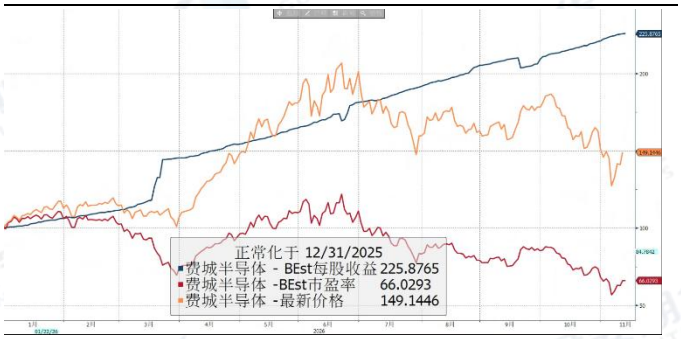
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 7：标普 500 DDM 模型驱动拆解



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 8：费城半导体 DDM 模型驱动拆解



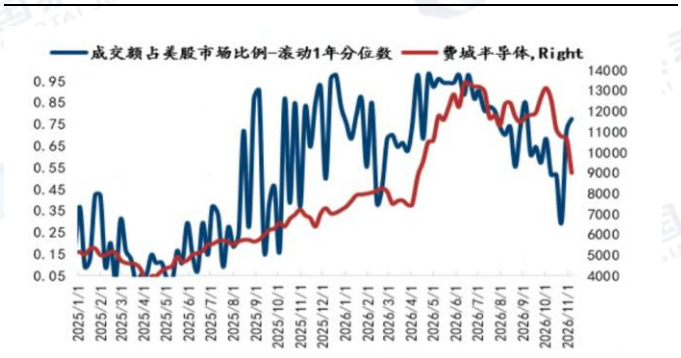
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 9：2026 年内 6 月和 10 月是我们提示美股微观结构恶化的两个重要时点



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 10：费城半导体代表的 AI 硬件核心资产当前成交额交易热度仍然偏向拥挤

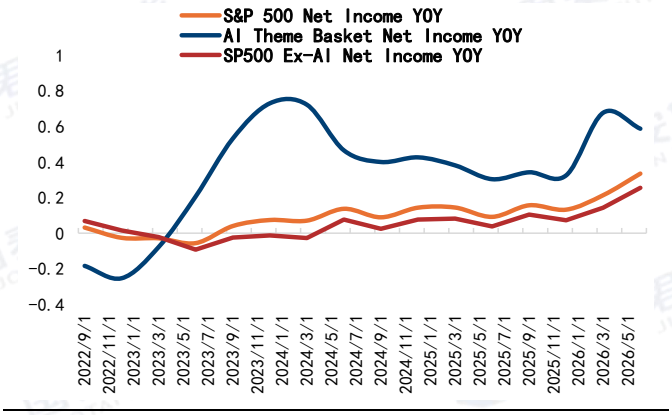


资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2. 分子端：增长由高波动转向温和收敛，盈利增长降速，K 型分化收敛

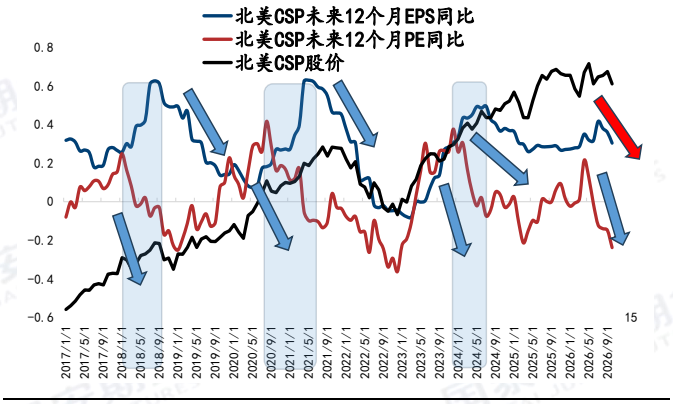
总量层面：2027 年美股盈利增长动能或边际放缓。结构层面：2027 年美国 AI 与非 AI 板块间的 K 型分化有望收敛，周期和科技对于美股盈利增长的贡献趋于降速，盈利动能贡献有望更均衡。具体而言：（1）科技板块：高基数效应下，若下游商业化兑现不及预期或进展偏慢，AI 算力链周期属性强化，2027 年美股科技板块盈利增长降速是中性假设；（2）能源板块：地缘和油价是核心变量，高基数效应下 2027 年盈利增长趋于降速；（3）传统板块：财政脉冲由支撑转为温和拖累，退税规模较 2026 年的高位回落，房地产、传统资本开支与低收入消费修复节奏更多取决于通胀和宏观流动性。

图 11：2027 年美股盈利增长动能或边际放缓，AI 与非 AI 板块间的 K 型分化有望收敛



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 12：2027 年美股科技板块盈利增长降速是中性假设



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2.1 宏观：增长由高波动转向温和收敛

增长由高波动转向温和收敛，通胀有望趋势回落，K 型分化收敛。2027 年美国实际 GDP 季环比折年率四个季度分别预计为 2.0%、2.1%、2.1%和 2.2%，全年均值约 2.1%，较 2026 年的 2.5%回落 0.4 个百分点；但季度间振幅由 2026 年的 3.2 个百分点降至 0.2 个百分点。2026 年的高波动源于政府停摆后的基数扰动、关税与能源价格冲击以及 AI 投资的一次性脉冲，这些因素在 2027 年基本淡出，增长回到 2%上下的潜在增速附近。以四季度同比衡量，2027 年预期为 2.1%，较 2026 年同期的 2.3%小幅回落 0.2 个百分点，全年同比在 2.0%–2.3%之间，呈"中枢微降、路径平坦"的形态。驱动来看，财政脉冲由支撑转为温和拖累，退税规模较 2026 年的高位回落；房地产、传统资本开支与低收入消费受高利率压制更为明显；AI 相关投资仍在贡献增量，但边际增速回落。

图 13：美国主要宏观经济指标展望及美联储 9 月 SEP 展望（26Q4 后为预期值）

	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	27Q3	27Q4
实际GDP同比	2.0%	2.6%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%	2.0%	2.1%
实际GDP季环比折年	0.2%	2.5%	2.2%	3.4%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%
CPI同比	2.7%	2.7%	3.9%	3.5%	3.8%	3.3%	2.4%	2.4%	2.0%
失业率	4.5%	4.3%	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
美联储SEP 9月	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	长期
实际GDP同比	2.5%	2.9%	2.8%	2.1%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
核心PCE同比	5.3%	4.2%	2.9%	2.8%	3.4%	2.5%	2.2%	2.0%	—
失业率	3.6%	3.6%	4.0%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%

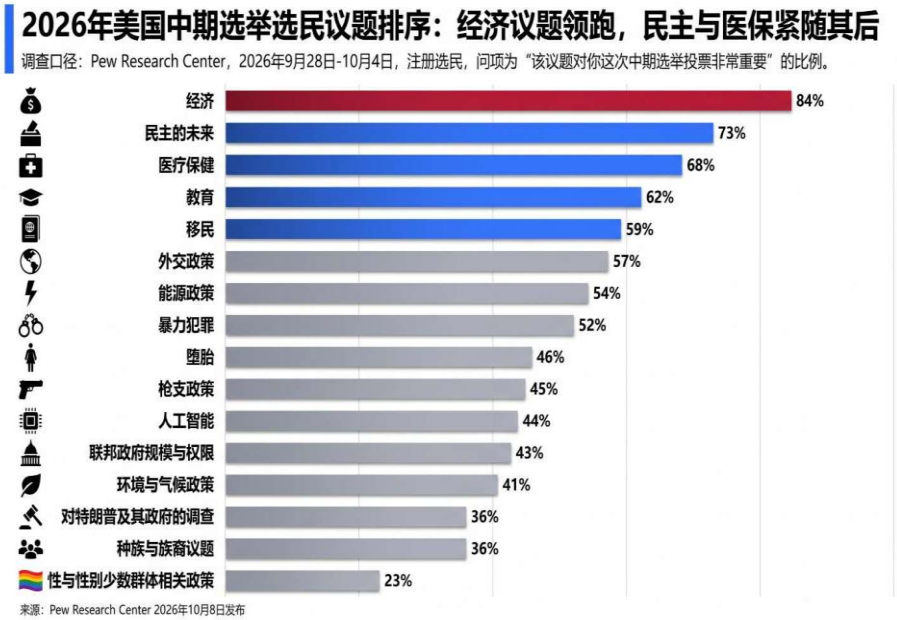
资料来源：国泰君安期货研究

2.1.1 中期选举后政经背景变化及对市场的影响

展望前方，经济议题将是 2027 年乃至 2028 年大选年中最关键的政治博弈战场，“降低通胀”和“弥合经济 K 分化”将是持续性的政治诉求——分别对应着降低油价的天然诉求和对 AI 板块的监管、再分配诉求。

本次中期选举点出美国政经气候变化最大的特征，是选民焦点已经从意识形态的“左右”之争转为经济阶层的“上下”之争、从文化之争转为经济之争，“K 型分化”最终清晰的显示在投票版图中，成为民主党的 Tailwind。在“由红转蓝”的部分关键摇摆州，民主党候选人以一种对“意识形态”分歧较为克制和中立的态度，但火力全开直指降低物价等经济诉求。在过去数十年的选举周期中，“左右”之争中如移民问题、少数群体、宗教、“美国至上”（MAGA）、去精英化等议题，在当前高物价、K 型分化、贫富分化等经济失衡加剧的背景下再度煽动意识形态武器已然不合时宜，而共和党候选人在应对经济议题时显然无法与特朗普政府进行切割。事实上，民主党正在获得部分 MAGA 选票，2024 共和党的 MAGA 群体与 2026 民主党的劳动人民群体在经济逻辑上并没有那么大差异。蓝色狂潮必然会阻碍科技和 AI 进展？我们不这么认为，基本面逻辑而非政经变化仍旧是我们前期相对看空科技板块的主因，选举只是阶段性强化这一方向。但是必须要看到“Technocracy”或者“科技寡头-政治”的联盟已经成为当前经济背景下的对立面。

图 14：2026 年美国中期选举选民议题关注度排序



资料来源：国泰君安期货研究

落到对金融市场影响看，美国政经变化如何影响中短期市场，哪些领域政策变化概率较大、哪些领域实质性影响不大？——我们从三类路径看可为和不可为。一是不依赖新立法、总统可自行决定：如 232、301 关税已在实际执行，对华 301 条款 10 月 7 日确认继续有效；先进芯片出口许可与对外投资审查已有法律基础（《综合对外投资国家安全法》）、军事行动属总统权限——无太大变化，国会能做的只有拨款附加条件、听证和诉讼，属于降低行政执行效率的施压手段。**二是需要新立法+参议院 60 票+总统签署：**如企业税率从 21%上调至 25%–28%、恢复 ACA 增强补贴与联邦医保补贴、恢复被削减的 IRA 清洁能源税惠、收回总统关税授权等——民主党推行自己的议程并非易事，对当前市场主线影响不大。普通法案在参议院需 60 票才能结束辩论，推翻否决需两院各三分之二多数。**三是必须通过的法案与参议院专属权力：**如 12 月 11 日到期的临时拨款（覆盖全部 12 项年度拨款）、已在众议院以 216:212 通过的 2027 财年国防授权法、延至 12 月 11 日的《国防生产法》授权、2027 年债务上限；以及参议院人事确认权（美联储理事、联邦法官、内阁）与众议院传票、监督权等。——重要财政变化和显著债务扩张难度仍大，但我们会更关注年底债务上限博弈和政府停摆风险。

图 15：参议院多数立法需 60 票（预算协调除外），且总统可否决，因此民主党掌控一院或两院，主要作用是阻止共和党议程，而非推行自己的议程

权限	众议院	参议院
监督	举行听证会与调查，要求提供信息	举行听证会与调查，要求提供信息
弹劾	调查并提出弹劾条款，负责起诉	审理并表决（定罪需三分之二多数）
人事确认	无角色	确认内阁官员、大使、联邦法官及其他总统任命
条约批准	无角色	批准或否决（批准需三分之二多数）
立法*	简单多数	简单多数——若遭冗长发言阻挠（filibuster）则需 60 票

注：*不包括预算调节（budget reconciliation）立法，该类立法遵循单独规则（两院均为简单多数）。

资料来源：国泰君安期货研究

2.1.2 地缘-油价-通胀情景如何演变？通胀依赖同比基数效应

我们认为 2027 年美国通胀趋势有所回落、中枢下降。但通胀趋势依赖同比基数，且近端 2026Q4-2027Q1 通胀读数仍旧较高，2027Q2 同比基数效应显现。

当前中东地缘形式总体看既保留谈判通道但局势也未实质性降温。2026 年 2 月底美伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡通行受伊朗方面制约，成为双方博弈的核心筹码。美国中期选举和以色列大选关键转折，美国中期选举中民主党夺回参众两院，以色列方面内塔尼亚胡阵营失去议会多数，两者强化了冲突降温预期。外交层面，卡塔尔、巴基斯坦持续斡旋，伊朗提出以美方解除制裁、解冻约 80 亿美元资产为条件、两天内重开海峡的“两天计划”，伊朗扬称最高领袖已下令结束“非战非和”状态、愿以谈判破局。但实质进展尚未落地，伊朗同时表示并未与美国直接谈判，11 月以来美军对伊朗仍有“小型打击”；伊朗革命卫队解除导弹射程限制、美军向阿曼湾货船开火；海峡接连发生油轮触雷起火与爆炸事件，沙特与胡塞武装的互袭亦未停止。

对于原油市场而言，我们的观点是“去繁存简”，中长期仍旧视作宏观风险，一方面，主要因地缘核心矛盾未解决，使得供给持续回归具有脆弱性（伊朗仍有袭击海峡油轮的能力、胡塞武装仍有干扰沙特原油供应能力），原油价格持续蕴含地缘溢价，低库存水平亦支持原油估值。但另一方面，中东供给流量逐步向战前水平恢复、运费价格有所回落、下游需求对高油价负反馈、高油价高通胀下的政治压力等也真实抑制油价上行空间。我们按照原油 75-110 美元/桶宽幅区间震荡，来对 2027 年通胀水平和趋势做测算。

我们大致测算，油价每变动 10 美元/桶，2027 年 CPI 同比约变动 0.35 个百分点。基准情形下：75 美元对应约 1.97%，85 美元对应约 2.32%，95 美元对应约 2.68%，100 美元对应约 2.85%，110 美元对应约 3.21%。不过，此模型仅仅考虑“油价-汽油-通胀权重-通胀”的传导路径，未能考虑 1）战略储备释放、燃油税调整等政策对冲；2）成品油裂解价差大幅走阔风险带来更强的通胀传导；3）工资—价格螺旋与通胀预期；4）下游需求负反馈程度。

另外，归总市场一致预期、彭博经济学家预测、市场定价和 BE Model 四方预测美国 CPI 同比在 2026Q4-2027Q1 维持在 3.0-3.8%区间，在 2027Q2 回落至 2.1-2.9%区间，在 2027Q3-2027Q4 回落至 1.9-2.6%区

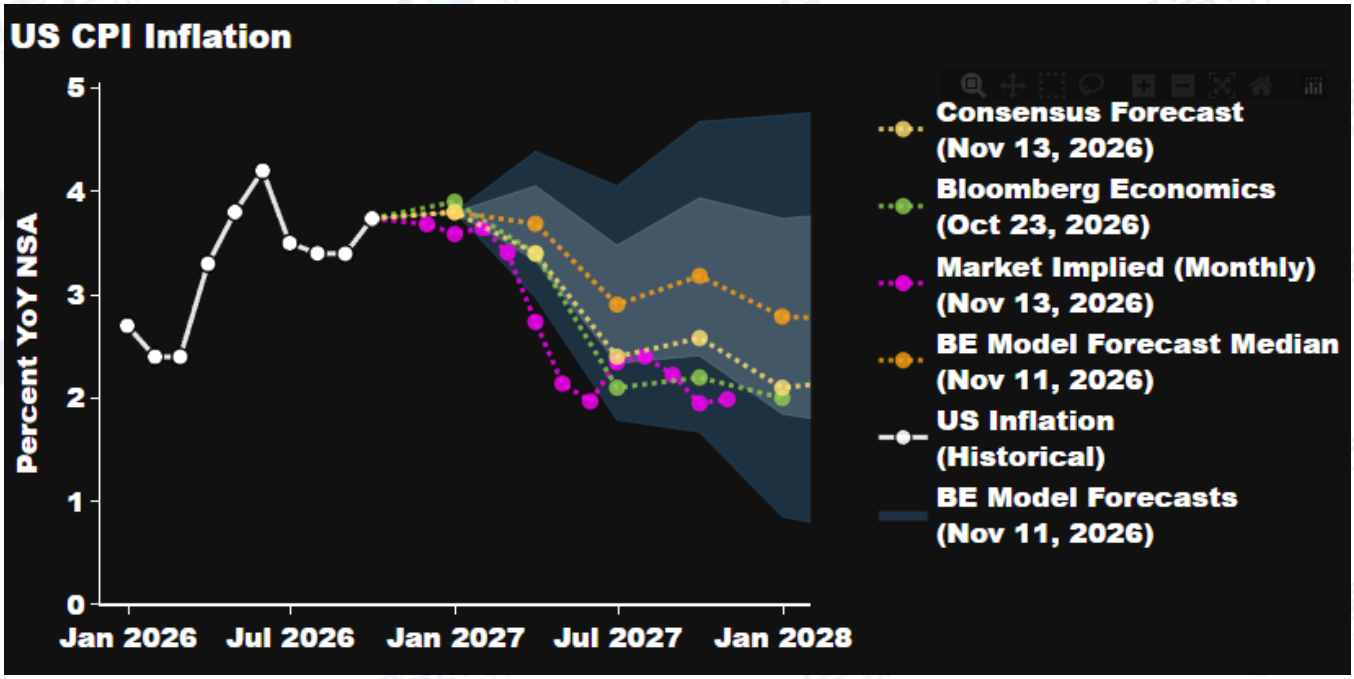
间，与模型预测接近，CPI 同比中枢下移。

图 16：测算不同油价下 CPI 读数

项目（布伦特年均价情景，美元/桶）	75	85	95	100	110
较基准油价（90美元）变动（美元/桶）	-15.0	-5.0	5.0	10.0	20.0
零售汽油价（美元/加仑）	3.09	3.32	3.56	3.68	3.92
汽油价格变动（%）	-10.4%	-3.5%	3.5%	6.9%	13.8%
其他能源价格变动（%）	-2.5%	-0.8%	0.8%	1.7%	3.3%
能源直接效应（个百分点）	-0.46	-0.15	0.15	0.31	0.61
二次传导效应（个百分点）	-0.07	-0.02	0.02	0.05	0.09
合计影响（个百分点）	-0.53	-0.18	0.18	0.35	0.71
2027年CPI同比（%，全年均值）	**1.97%**	**2.32%**	**2.68%**	**2.85%**	**3.21%**
较基准情形变动（个百分点）	-0.53	-0.18	0.18	0.35	0.71

资料来源：国泰君安期货研究

图 17：市场一致预期、彭博经济学家预测、市场定价和 BE Model 四方预测美国 CPI 同比在 2026Q4-2027Q1 维持在 3.0-3.8%区间，在 2027Q2 回落至 2.1-2.9%区间，在 2027Q3-2027Q4 回落至 1.9-2.6%区间，中枢下移



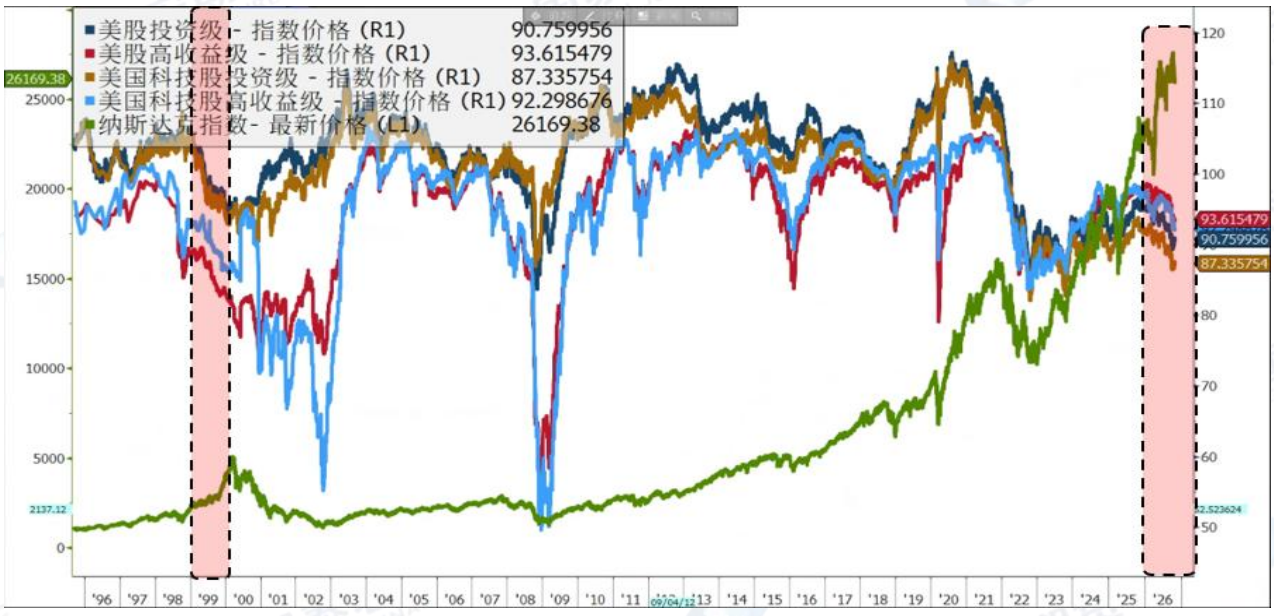
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.2 科技：年内估值下杀已基本消化 AI 产业降速的预期，2027 年更多面临现实端盈利的考验

自 2025Q4 开始，“AI 交易”的风险点逐步浮出，我们大致构建了对 AI 产业风险定位的框架：①一阶段（杀估值）是在 AI 下游商业化“增速”见顶放缓后对**“AI 二阶导”**反转的确认（对应 6-8 月全球科技板块调整的底层逻辑）；②二阶段是在中游 CSP 投资回报率回落&自由现金流转负&债务融资信用风险攀升背景下对于远期 Capex 持续性预期层面质疑的加深（对应 9 月以来海外股债背离加深的底层逻辑）；③三阶段（杀业绩）是在上游硬件价格松动、上游营收和盈利“增长”见顶回落后对于“AI 一阶导”反转的确认（尚未出现，2027 年可能逐步确认）。

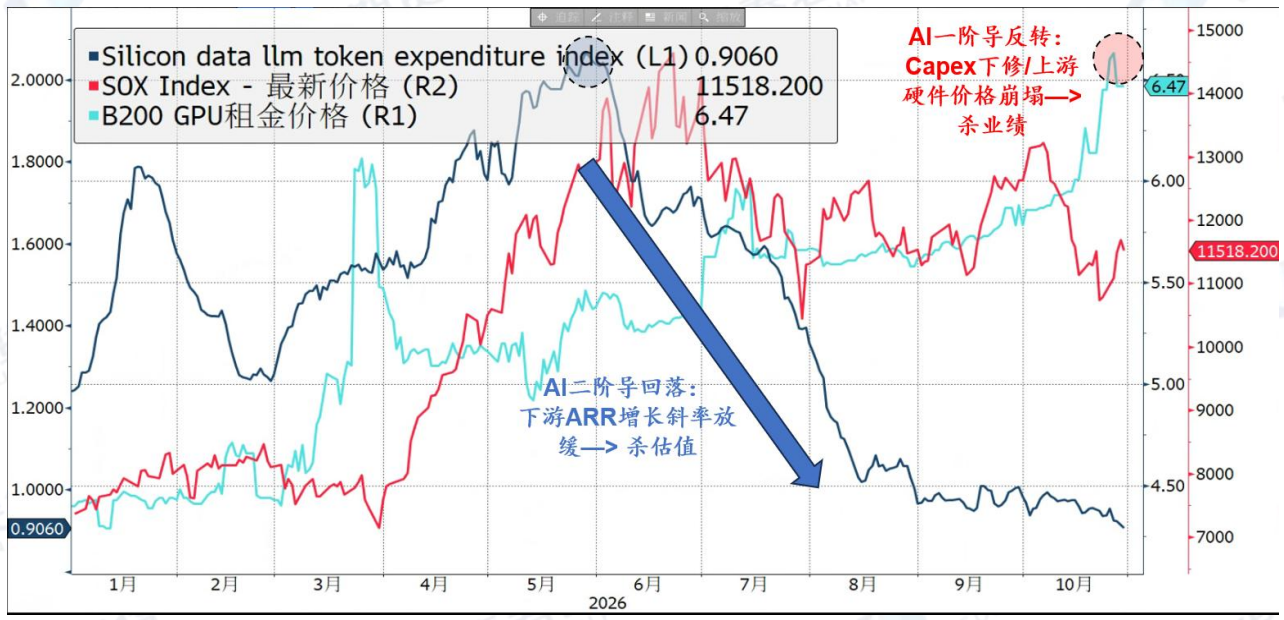
展望 2027 年，AI 交易的风险点随时间累积：两种情景–AI 下游商业化场景进一步兑现 OR 海外股债非对称定价逐渐收敛。2026Q3 以来，市场基本完成了对于“AI 二阶导（增速）”反转的确认，而对于“AI 一阶导（增长）”反转更多停留在预期层面质疑的加深而非现实端的确认。因此，从 DDM 拆解来看，下半年全球科技股调整更多表现为杀估值而非杀业绩。展望 2027 年，两种情景–AI 下游商业化场景进一步兑现 OR 股债非对称定价逐渐收敛：（1）乐观情景下，AI 下游实现更广义的商业化兑现（AI Agent&物理 AI）–>AI 投资链实现闭环（估值修复，业绩增长）；（2）悲观情景下，逐渐确认**“AI 一阶导”**反转（Capex 下修/上游硬件价格崩塌）—>市场担忧从 AI 产业增速见顶（杀估值）–>AI 产业增长见顶（杀业绩）。

图 18：股债定价背离定位 AI 投资周期进入苛刻的下半场：25Q4 以来海外信用市场率先定价 Capex 融资持续性与回报约束的风险，而海外权益市场定价明显隐含非对称风险



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 19：2026Q3 以来：市场基本完成了对于“AI 二阶导”反转的确认，而对于“AI 一阶导”反转更多停留在预期层面质疑的加深而非现实端的确认



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

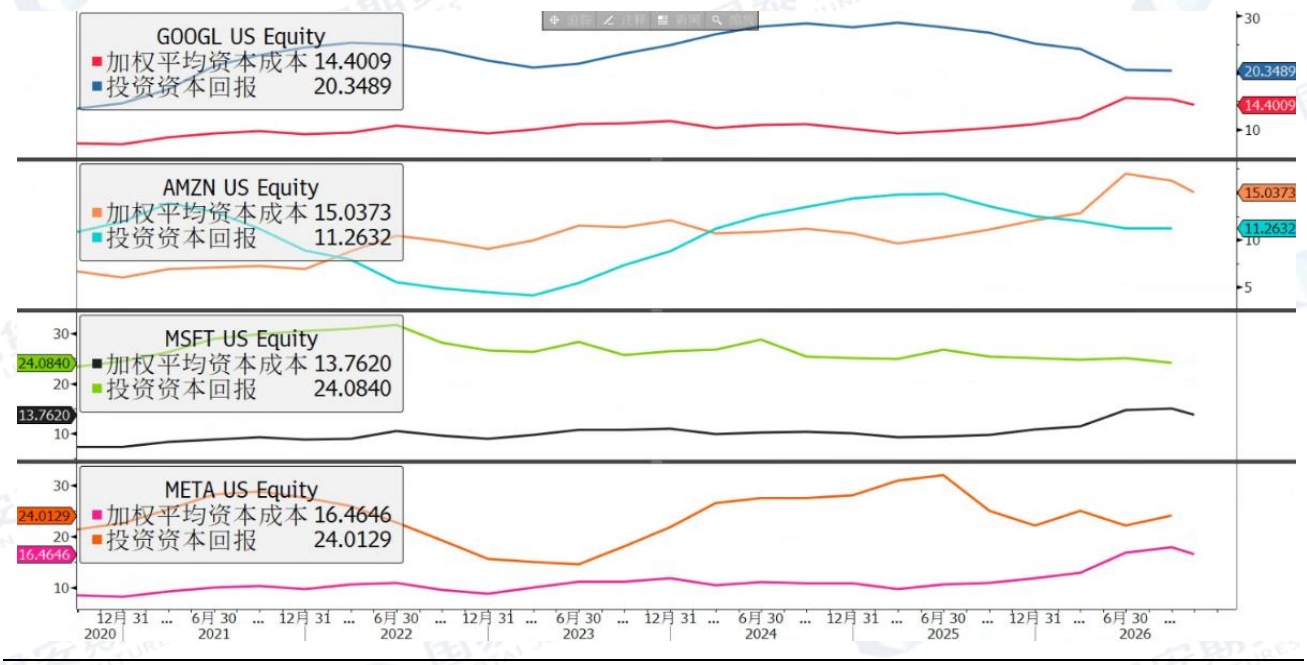
2.2.1 CSP“ROIC-WACC”临界点渐近？AI 下游兑现与上游投资之间的“时差”是当前产业核心瑕疵

北美云计算厂商 ROIC-WACC 的临界点持续逼近：过去一年，北美 CSP 的 ROIC-WACC 持续收敛，Neocloud 的 ROIC-WACC 几乎已全线倒挂。

AI 上游 Capex 维持高强度&下游兑现放缓（ROIC↓）：核心矛盾在于 AI 下游需求兑现速度尚未充分匹配上游基础设施投资扩张速度（26Q3 Anthropic ARR 放缓进一步激化矛盾）；另一方面，AI 投资下半场，前期巨额 Capex 投入对于利润的侵蚀正在逐步显性化，资产负债表对于下游需求兑现的容错率降低。

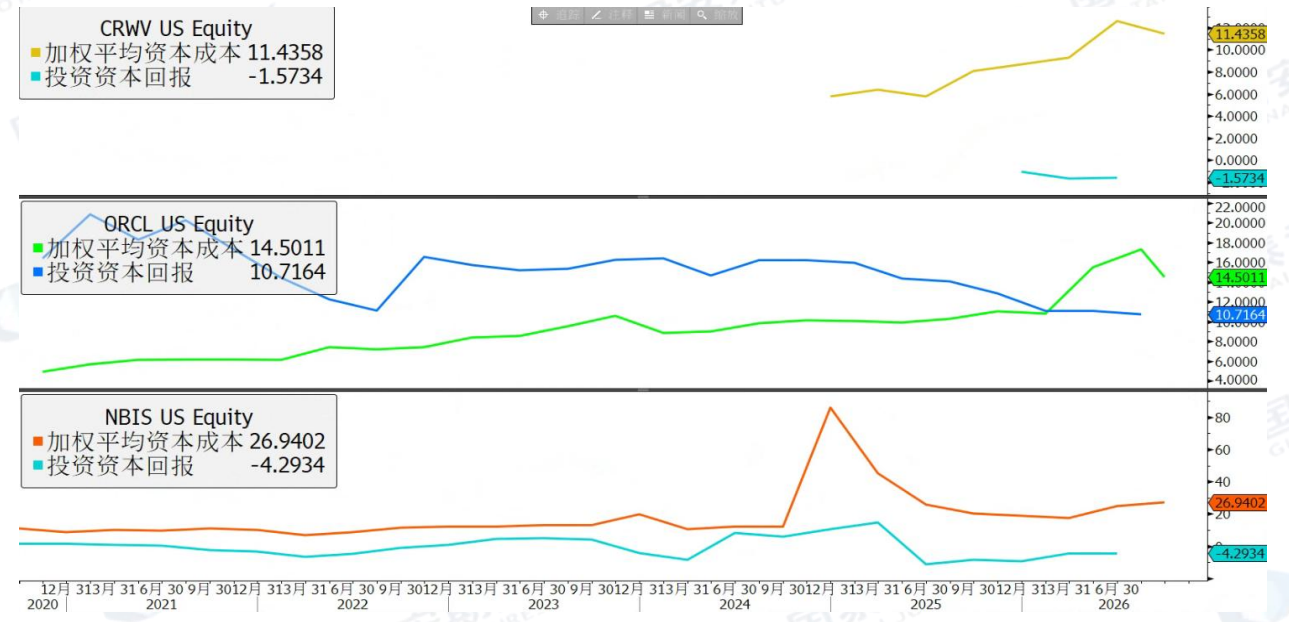
AI 产业信用溢价走廊&宏观利率高企（WACC↑）：一方面，信用利差走廊反映信用市场对于 AI 投资风险的重新定价：Capex 持续性与回报约束的焦虑加深&供给端恶化（科技企业大规模发债）；另一方面，地缘反复抬高油价&通胀&海外宏观利率中枢亦间接抬升科技企业融资成本中枢。

图 20：北美 CSP 的 ROIC-WACC 持续收敛：AI 上游 Capex 激进&下游兑现放缓（ROIC↓）+信用溢价走廊&宏观利率高企（WACC↑）



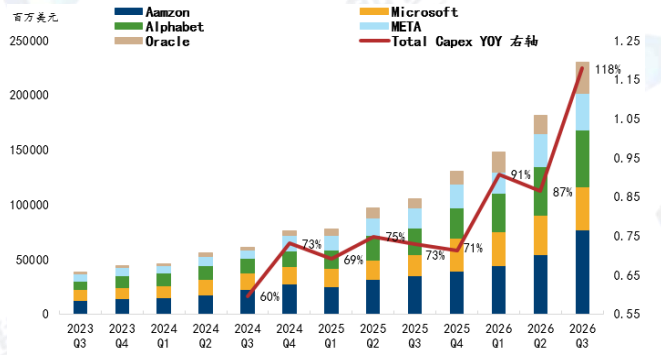
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 21：北美 Neocloud 的投资回报（ROIC）与融资成本（WACC）几乎已全线倒挂



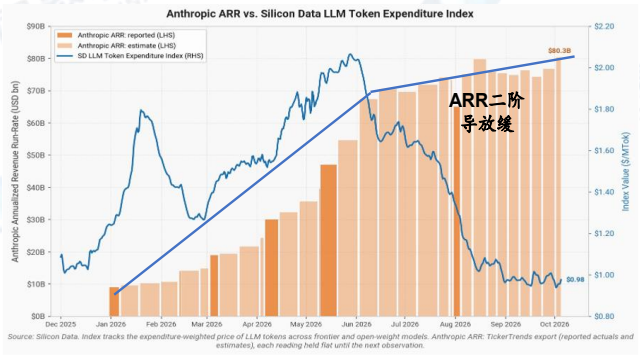
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 22：AI 上游投资维持较高强度：2026Q3 北美 CSP 维持高强度 Capex 扩张，2027 年 Capex 预计维持高增



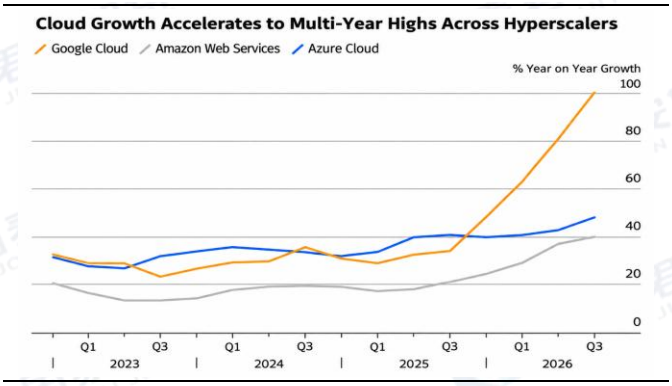
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 23：AI 下游需求开始逐步放缓：Anthropic 的 ARR 二阶导放缓



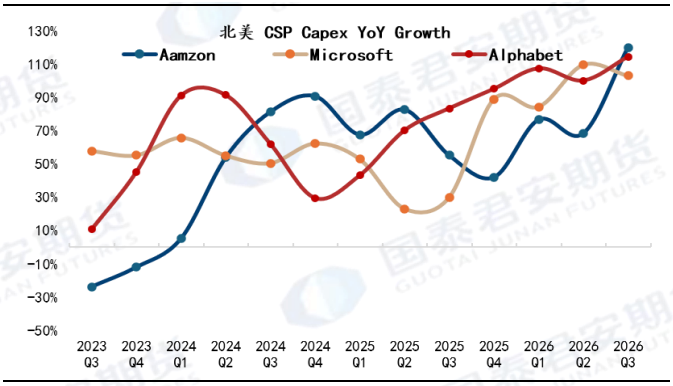
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 24：AI 下游需求兑现速度（云业务 YOY）尚未充分匹配上游基础设施投资扩张速度（Capex YOY）



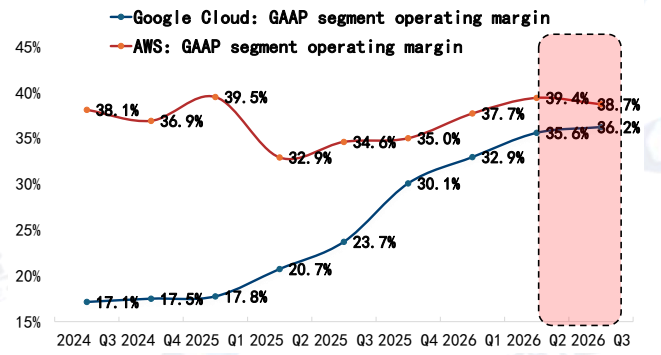
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 25：AI 下游需求兑现速度（云业务 YOY）尚未充分匹配上游基础设施投资扩张速度（Capex YOY）



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 26：需求放缓叠加资本开支折旧压力增加：北美 CSP 利润率进入瓶颈期



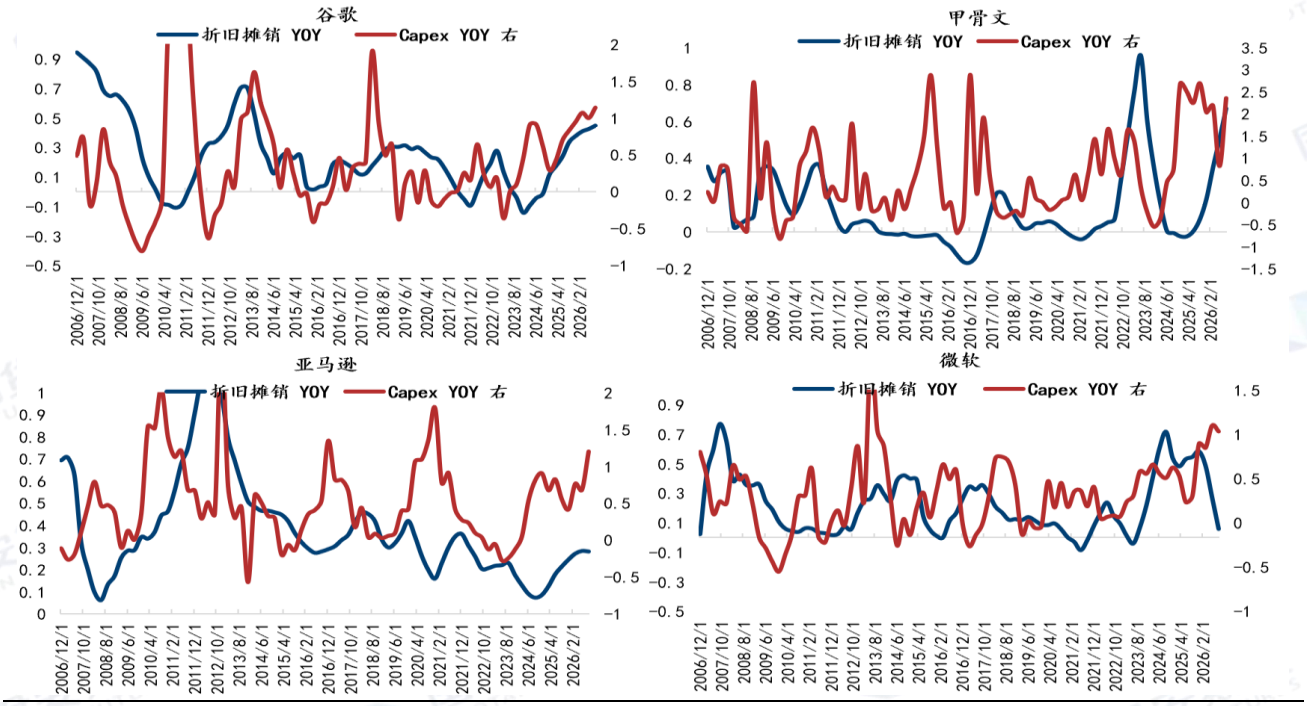
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 27：AI 投资下半场，前期巨额 Capex 投入对于利润的侵蚀正在逐步显性化



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 28：Capex 周期往往领先折旧周期：AI 投资下半场，前期巨额 Capex 投入对于利润的侵蚀逐步显性化

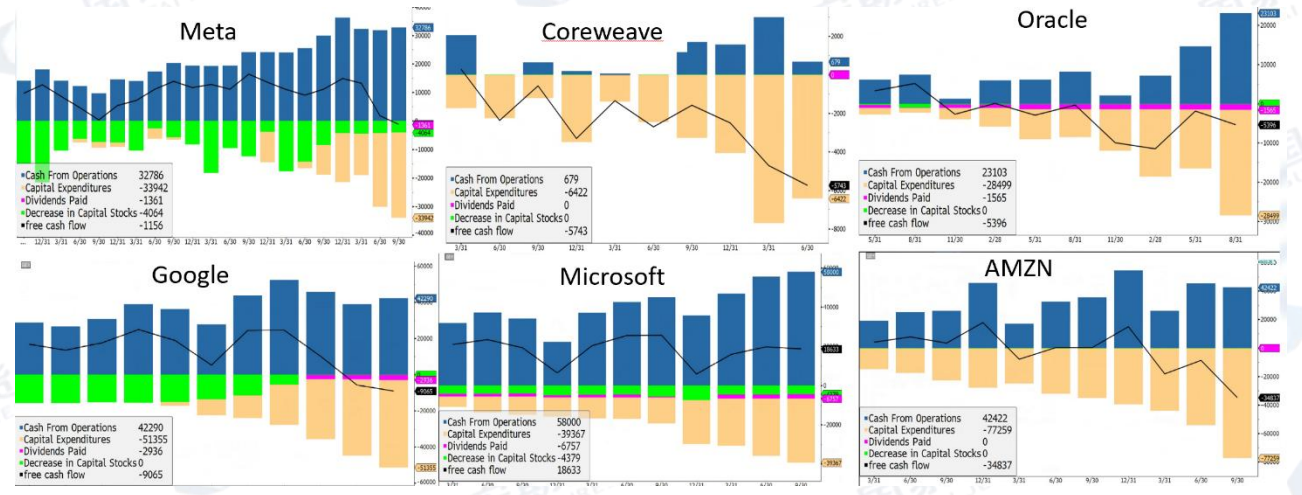


资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2.2.2 Capex 持续性的质疑是否会从预期走向现实？CSP 现金流的约束在显性化，对下游兑现容错率降低

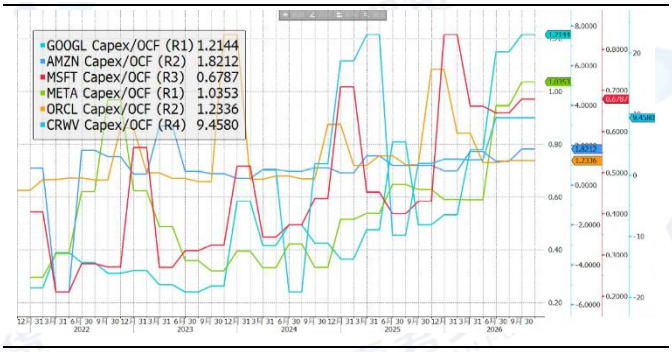
去年 Q4 以来海外股债定价开始背离，今年 9 月以来海外股债定价背离加深的底层逻辑：市场对 AI 资本开支可持续性的担忧，正在从对未来盈利与投资回报的预期博弈逐步转向对现实融资约束和资产负债表承载能力的审视。截至 2026Q3，北美 CSP 延续高强度 AI 资本开支，除微软外自由现金流均转负（需依靠外部融资维持 Capex），CSP 现金流约束正在逐步显性化，意味着后续对下游兑现容错率进一步降低。

图 29：北美 CSP 延续高强度 AI 资本开支，除微软外自由现金流均转负（需依靠外部融资维持 Capex）



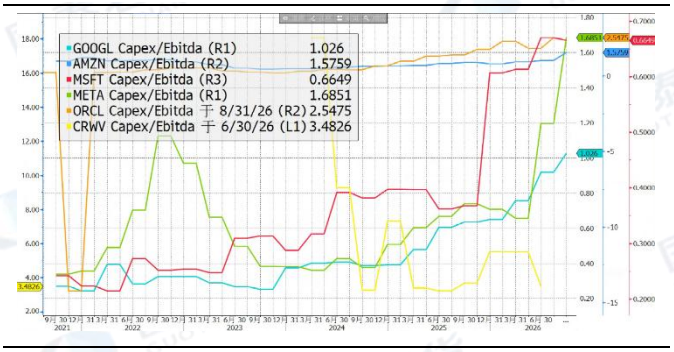
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 30：高强度 AI 资本开支持续侵蚀云厂商现金流，资产负债表压力逐步累积



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 31：高强度 AI 资本开支持续侵蚀云厂商现金流，资产负债表压力逐步累积



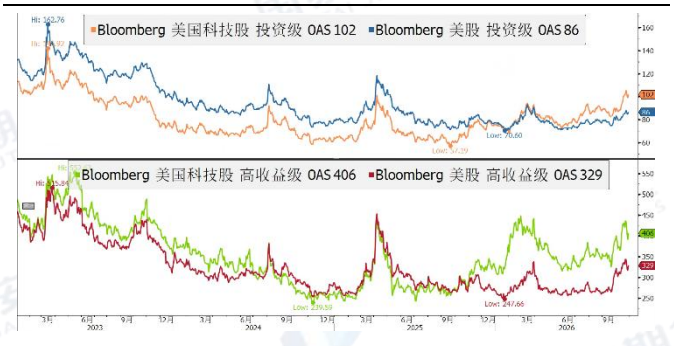
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 32：25Q4 以来，信用市场定价持续惩罚 Capex 战略激进的环节，26Q3 信用风险重估进一步加深



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 33：25Q4 以来，科技股信用利差较非科技抬升更为明显



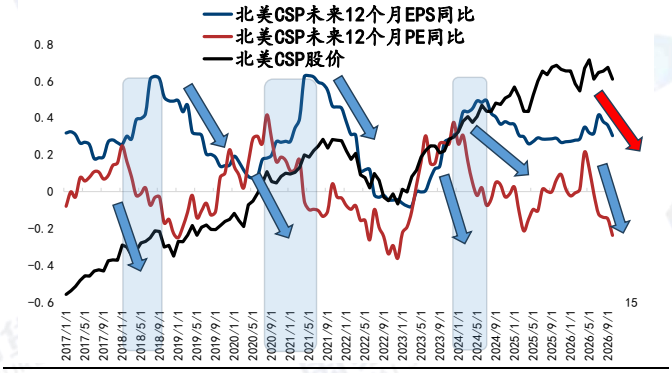
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2.2.3 Cycle 还是 Super Cycle？若下游需求放缓难以证伪，AI 基建定价体系回归周期属性

若 AI 下游商业化放缓、AI 上游投资回报承压等风险持续累积且难以证伪，市场对 AI 基础设施的定价逻辑或将从超级周期（Super Cycle）逐步回归传统资本开支周期（Cycle）：2027 年 AI 基建增长降速是中性假设。历史经验，北美 CSP 及费城半导体估值下修往往领先 EPS 增速下修 1-3 季度。

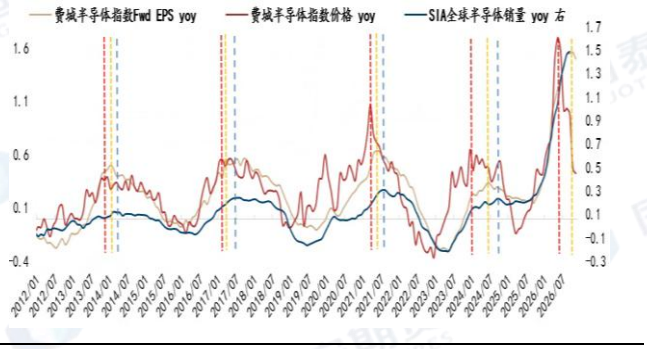
自 2025Q4 开始，“AI 交易”的风险点逐步浮出，我们大致构建了对 AI 产业风险定位的框架：①一阶段（杀估值）是在 AI 下游商业化“增速”见顶放缓后对“AI 二阶导”反转的确认（对应 6-8 月全球科技板块调整的底层逻辑）；②二阶段是在中游 CSP 投资回报率回落&自由现金流转负&债务融资信用风险攀升背景下对于远期 Capex 持续性预期层面质疑的加深（对应 9 月以来海外股债背离加深的底层逻辑）；③三阶段（杀业绩）是在上游硬件价格松动、上游营收和盈利“增长”见顶回落后对于“AI 一阶导”反转的确认（尚未出现）。关注：（1）GPU 租赁价格& HBM/DRAM 合约及现货价格；（2）头部 LLM ARR 环比增速；（3）GPU 及服务器订单砍单/延迟提货风险；（4）AI 融资链金融违约风险（主体评级、CDS 利差、IPO 认购倍数）；（5）Capex 预期是否下修等维度。

图 34：北美 CSP 估值下修往往领先 EPS 增速下修 1-3 季度



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 35：费城半导体估值下修往往领先 EPS 增速下修 1-3 季度



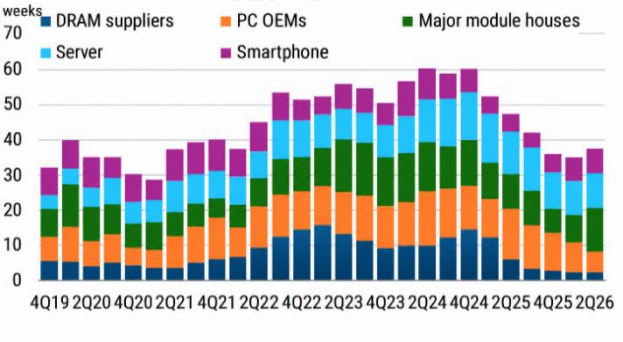
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 36：DRAM 价格上涨开始停滞



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 37：存储开始出现小幅累库迹象



资料来源：Trendforce，国泰君安期货研究

2.2.4 蓝色浪潮对于 AI 产业实质性影响几何？供给端因素更多影响节奏，需求端兑现决定产业方向

蓝色浪潮一定程度强化了地方层面对 AI 基础设施投资建设的政策约束。随着民主党在地方选举中取得进展，部分州及地方政府可能加强对数据中心建设的监管，重点涉及电力消耗、环保标准、土地使用、税收优惠及公用事业成本等方面，因此可能推高数据中心建设及运营成本，延长项目审批周期，并对新增产能的落地节奏形成约束。

整体而言，政策约束更多作用于 AI 基础设施的供给侧，可能影响资本开支的落地节奏、建设成本及区域布局，而 AI 下游需求端兑现最终决定产业方向。一方面，相关限制措施因州而异，且多数重大政策调整仍需经过立法、监管及行政审批程序，实际落地存在一定时滞；另一方面，已经开工或完成前期审批的项目短期受到的影响相对有限，CSP 也可以通过调整选址、迁移项目及增加能源配套投资等方式应对。

图 38:地方层面的政策约束可能成为蓝色浪潮对 AI 基础设施投资更为实质性的影响渠道

AI Buildout to Confront Blue Wave

Democratic gains in local races threaten more regulation, moratoriums

State	House	Senate	Governor	New governor's data-center stance
Texas	14D, 24R	D/R	D*	Called for an immediate moratorium on data centers, end tax giveaways
Pennsylvania	11D, 6R	D/R	D	Signed executive order to reinforce local decision-making while requiring stricter standards for energy use
Georgia	5D, 9R	D	D*	Called for a statewide temporary "pause" on new data center construction
New Mexico	3D	D	D	Called for an executive order upon taking office to pause all new large-scale data center proposals
Ohio	8D, 7R	D/R	D*	Supports conditional moratorium on data centers to ensure they cover utility costs, live by Ohio's environmental standards
Wisconsin	4D, 4R	D/R	D	Called for data-center regulation, supports repealing existing sales tax incentives and a pause of data centers during environmental review

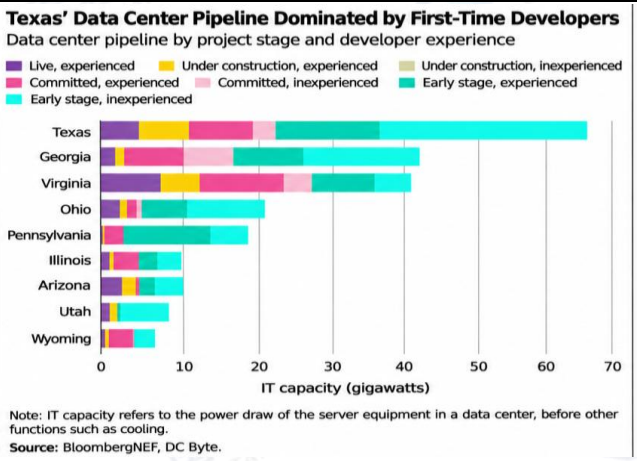
Note: * indicates a flipped seat from Republican incumbents. Votes have yet to be finalized

Source: Bloomberg, local media

Bloomberg

资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 39：大量 Under construction 的数据中心面临潜在的成本抬高约束



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

3. 分母端：宏观流动性先紧后松，AI 信用局部风险暴露

3.1 宏观流动性：我们总体判断起点偏紧，全年先紧后松

2027 年宏观流动性对整体宏观情绪定调有重要影响，我们总体判断起点偏紧，全年先紧后松。当前美国金融条件已处于边际收紧态势，主要来自利率上行、美元指数走强、信用利差走阔和美股下行多种原因共振。

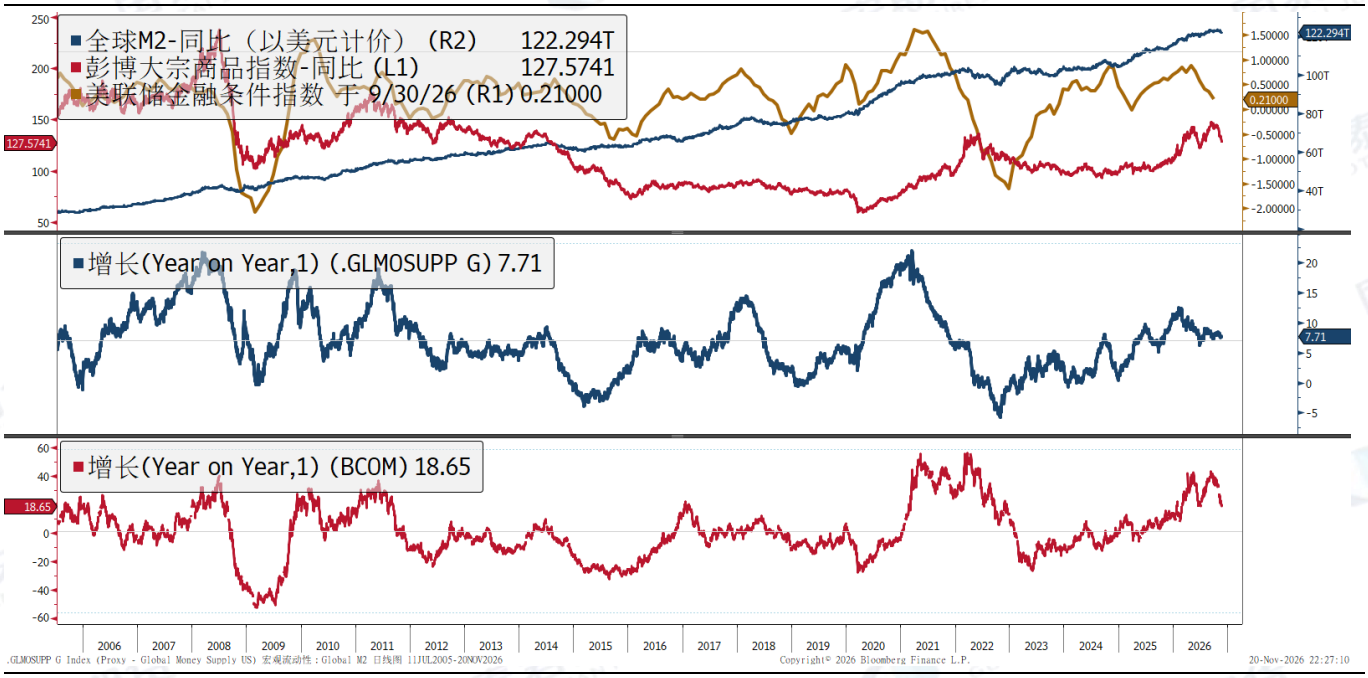
美联储预计在 12 月和明年 3 月各加息 25bp 至 4.25%-4.50%，此后按兵不动。也有观点认为降息最早在 2027 年 11 月启动。因此，全年大致是上半年维持偏紧、下半年视利率回落程度、股票市场和信用市场以及美元指数从“危机模式”中走出，带动整体金融条件指数逐步转松。

分项看 2027 年宏观流动性：

一方面看货币政策，上半年仍旧处在升息曲线中，对宏观流动性有所限制，三季度触峰回落对宏观流动性边际贡献宽松，对加息结束的定价或在通胀显著回落或油价明显下行的可能性下重新开启。当前市场预计 2026 年 12 月会议加息约 1 次，此后加息预期继续累积，2027 年 1 月底加息一次，隐含利率约 4.27%；至 3 月再度加息，隐含利率升至 4.4%以上。加息定价在二季度明显放缓，2027 年 7 月至 9 月前后见顶，峰值隐含利率约 4.55%，相当于较当前再上行约 65bp 左右。2027 三季度后，曲线小幅回落，至 2027 年 11 月至 12 月隐含利率回落至 4.45%左右。这说明市场预期本轮加息在 2027 年年中结束，下半年开始计入小幅降息，但全年政策利率仍明显高于当前水平。

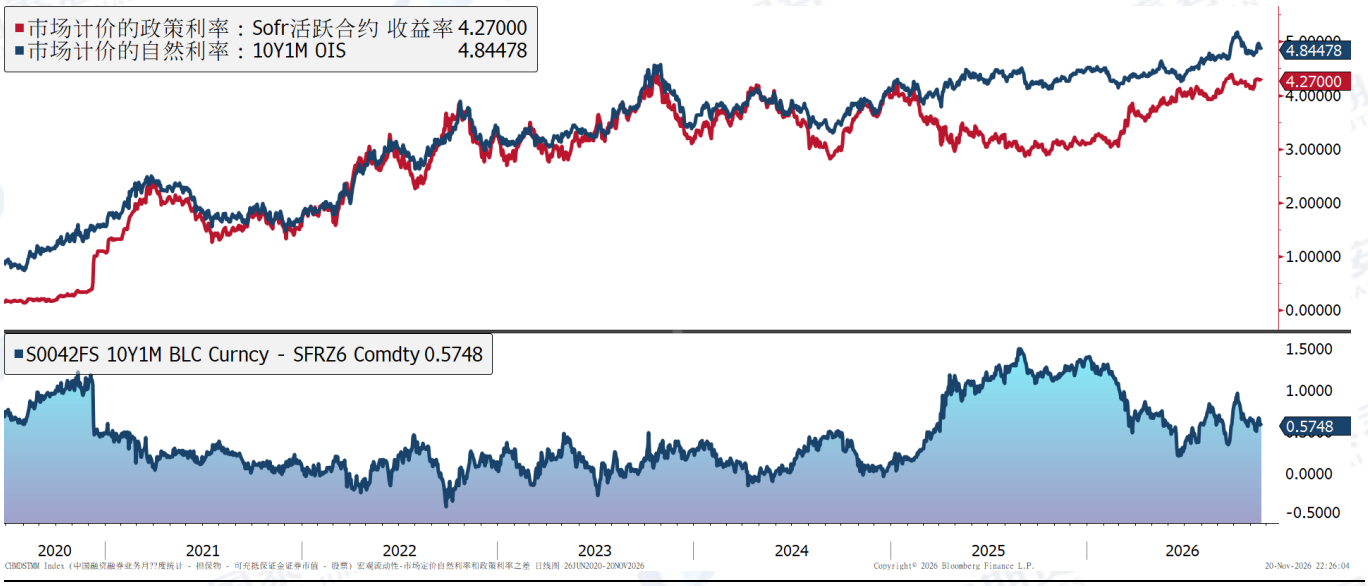
另一方面看金融条件如股票市场、信用市场和美元指数，整体上看，当前我们认为股票市场调整在中期尚未结束，而信用市场尤其是科技板块自由现金流恶化预计延续至 2027 年中，信用利差或对金融条件指数构成拖累，美元指数跟随利差逻辑和市场风偏较难判断，但预计美元指数在 2027Q1 维持相对强势，对金融条件构成抑制，而后回落对边际改善金融条件。

图 40：全球 M2 同比趋势在当前边际下行



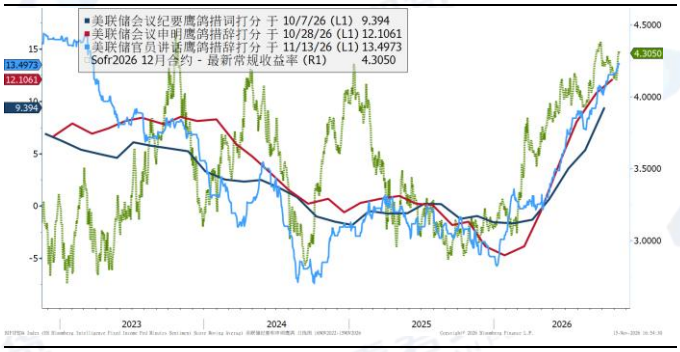
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 41：市场定价的政策利率正在逐步向市场定价的自然利率收紧，当前仍有空间



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 42：会议纪要、声明和委员讲话鹰鸽打分显示当前仍在持续鹰派态度



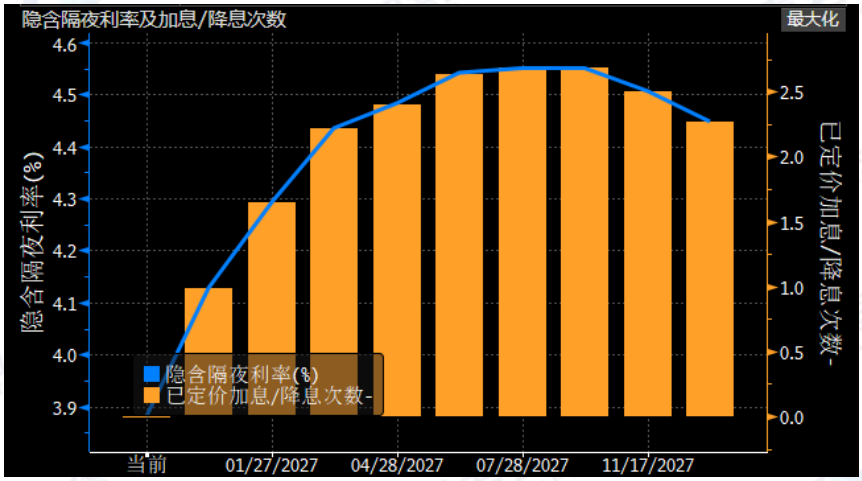
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 43：当前联邦期货基金定价美联储升息空间 60bp 左右



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 44：WIRP 定价美联储 2027 年货币政策空间一览



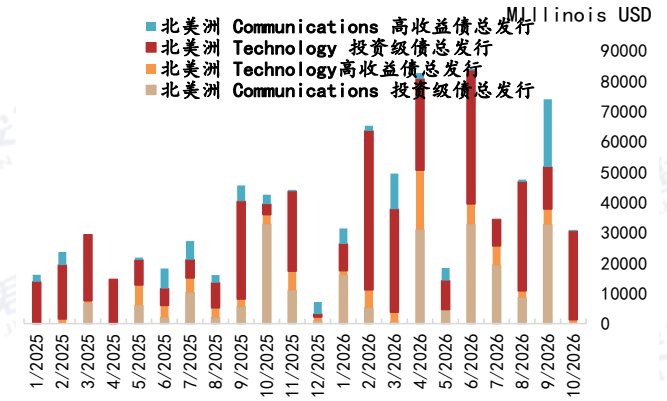
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

3.2 信用风险：AI 产业融资循环链条局部信用风险值得动态关注

3.2.1 AI 基建投资正在明显增加产业链相关公司对债务融资的依赖

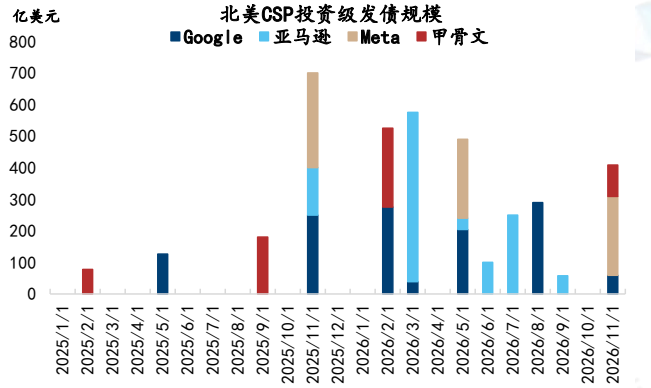
据 IMF 数据：北美云服务商在全球投资级债券发行中的份额从 2024 年的不足 1%升至 2026 年的约 10%。虽然其核心业务盈利强劲，但持续高额的 Capex 投资使得 FCF 快速下降（除微软外均已转负），AI 基建投资正在明显增加对债务融资的依赖。而 Neocloud 等企业通常负债更高、盈利能力更弱，可能成为 AI 生态体系中的薄弱环节。

图 45：AI 基建投资正在明显增加对债务融资的依赖：北美科技企业债供给跃升至历史高位



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 46：AI 基建投资正在明显增加对债务融资的依赖：北美 CSP 企业债供给跃升至历史高位



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 47：北美科技债供需格局持续弱化并传导至一级市场：今年来，北美科技债发行票息 Coupon 明显抬升

	10/2026	9/2026	8/2026	7/2026	6/2026	5/2026	4/2026	3/2026	2/2026	1/2026
Weighted Average Coupon (%)										
By Sector										
Total	5.9	6.0	5.6	5.6	5.3	5.2	5.4	5.0	5.0	4.9
Financial Institutions	6.0	5.7	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8
Banking	5.9	5.6	5.5	5.4	5.1	5.1	5.0	5.1	4.8	4.8
Brokerage Assetmanagers Exchanges	6.1	5.7	5.3		4.9	5.2	5.5	4.9	4.9	5.5
Finance Companies	6.9	6.2	6.4	5.5	6.0	6.1	5.8	4.9	5.0	5.2
Government Owned, No Guarantee										
Insurance	6.9	5.8	5.3	5.1	5.7	5.4	5.1	5.2	5.5	4.3
Other Financial	6.3			5.6	6.0				6.0	5.4
REITs	6.5	5.5	6.2	5.0	5.1	7.1	5.1	4.8	4.9	4.8
Industrial	5.7	6.3	5.5	5.7	5.3	5.2	5.8	5.0	5.0	4.9
Basic Industry	6.0	6.2	5.4	5.4	5.3	5.1	5.2	5.2	4.5	5.3
Capital Goods	5.9	5.2	5.2	5.2	5.1	4.8	4.4	4.7	4.8	4.3
Communications		7.3	6.7	6.7	5.7	6.0	5.7	6.5	4.4	5.0
Consumer Cyclical	5.7	6.1	5.4	5.3	4.9	5.4	4.7	4.9	5.1	4.6
Consumer Non-Cyclical	5.5	5.9	5.2	5.7	5.1	5.0	5.0	5.0	4.7	
Energy	6.5	5.7	5.2	5.8	6.0	5.7	5.4	5.2	5.4	5.1
Other Industrial			5.4	5.6	4.9		6.0	5.4	5.0	
Technology	5.7	5.8	5.6	5.2	5.0	5.2	6.5	5.2	5.3	4.9
Transportation	6.4	5.8	4.9	5.6		4.7	5.0	5.0		4.8

资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 48：北美科技债供需格局持续弱化并传导至二级市场：今年来，科技较非科技级债信用利差抬升更显著



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

3.2.2 AI 循环融资系统（Circular Financing）加大了债务、股权和未来收入之间的相关性

据《Urbanomics：Update on the AI spending boom》分析：AI 融资体系可能存在三类相互重叠的风险——循环融资（Circular Financing）、供应商融资（Vendor Financing）和表外杠杆（Off-balance-sheet Leverage）。它们并非相互独立的融资交易，而是横跨七类产业参与者、相互关联的信用风险结构。

从融资机制看，AI 产业正在形成资金循环，使得原本相互独立的双边交易，演变为具有自我强化机制的融资体系。芯片厂商及 Hyperscalers 向 AI Lab 提供股权投资，AI Lab 随后将获得的资金转化为对芯片厂商和云服务商的采购承诺，这些采购承诺进一步形成供应商的在手订单（Backlog）并支撑其债券融资；与此同时，金融机构通过 SPV 和私人信贷为整个 AI 基础设施建设提供资金。

AI 融资体系可能存在三类相互重叠的风险：（1）AI 循环融资可能放大表观需求。（2）关键主体的风险可能沿 AI 产业链同步传导，原本分散在不同环节的风险实际上依赖于同一底层需求假设。如果 OpenAI 无法履行相关承诺，Oracle/CoreWeave 的在手订单、NVIDIA 与 AMD 的销售预期，以及 SPV 贷款人的抵押品价值，都可能同时受到重新定价。**（3）风险可能向透明度较低的融资渠道转移（私人信贷和 SPV 等结构），近两年私人信贷市场的杠杆与流动性风险持续上升。**

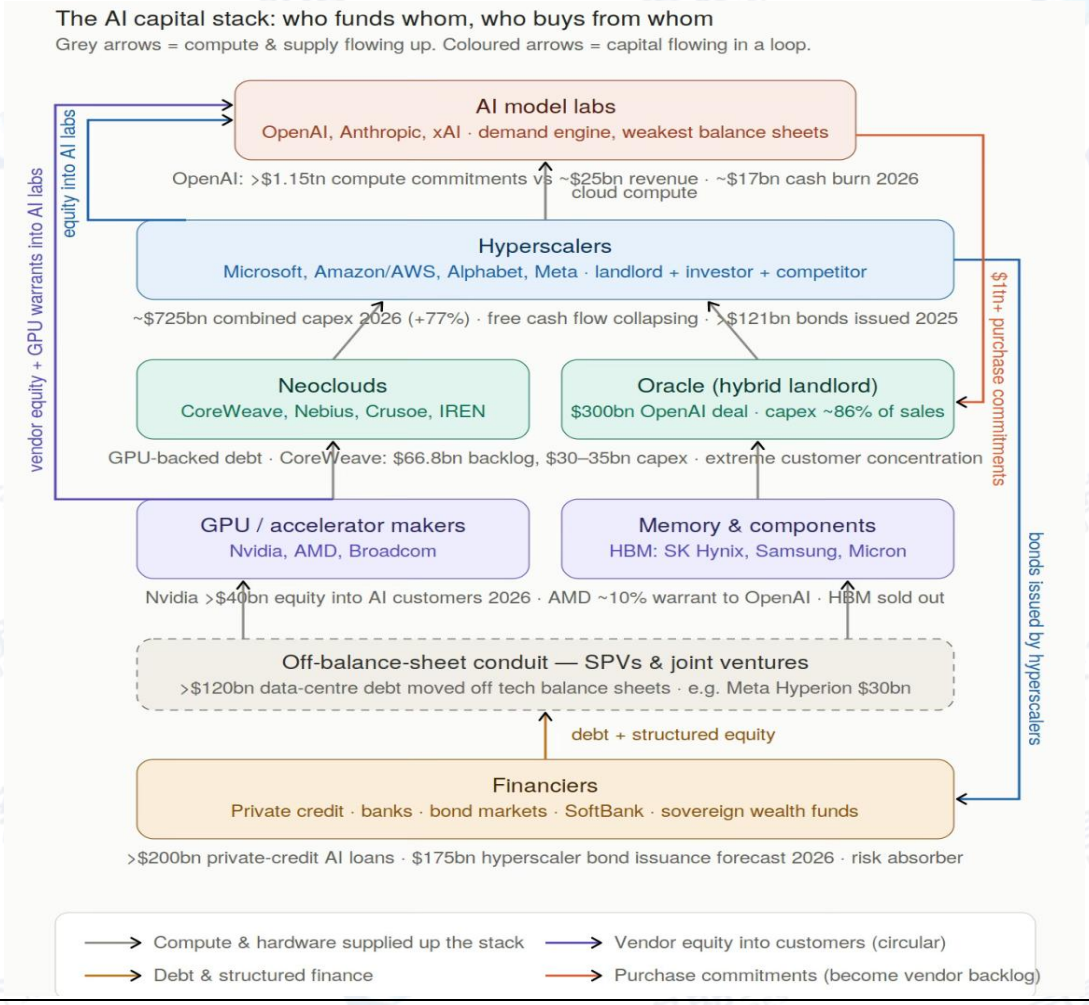
总体而言，只有当 AI 需求不及预期时，相关风险才可能集中显现，但由于七类参与者实际上共同承担对 AI 需求增长的押注，一旦需求明显放缓，相关风险可能在多个环节同步暴露，潜在冲击可能通过企业、金融机构及居民资产负债表向金融市场和实体经济扩散。

图 49：AI 循环融资（Circular Financing）的七类交易主体

Participant	Headline capital exposure	Key benefits	Key risks
Hyperscalers (MSFT, AMZN, GOOGL, META)	~$725bn combined 2026 capex (+77% YoY); >$121bn bonds issued in 2025; BofA sees ~90% of operating cash flow consumed by capex in 2026	Defend cloud franchises; lock in AI-lab customers; book large non-cash equity gains (Alphabet ~$36.8bn, Amazon ~$16.8bn on Anthropic in one quarter)	Free cash flow collapse (Amazon FCF fell to ~$1.2bn in a quarter; projected negative ~$17bn for 2026); ~20%/yr depreciation on AI assets; valuations tied to uncertain OpenAI/Anthropic contracts
Neoclouds & Oracle	CoreWeave: $66.8bn backlog, $30–35bn 2026 capex, $3.5bn convertible notes; Oracle: $300bn OpenAI deal, plans to raise $45–50bn in 2026, capex ~86% of [SOURCE TEXT OBSCURED]	Explosive revenue growth; "utility-fication" of AI compute; first-mover GPU access	Extreme customer concentration (Oracle on OpenAI; CoreWeave on Microsoft + OpenAI); debt secured by fast-depreciating GPUs; SLA penalty exposure
AI labs (OpenAI, Anthropic, xAI)	OpenAI: >$1.15–1.4tn compute commitments vs ~$25bn revenue; ~$17bn 2026 cash burn. Anthropic: >$1tn infrastructure commitments, $30bn run-rate, $14bn projected 2026 loss	Guaranteed compute at frontier scale; access to vendor equity & cloud credits; massive private valuations ($852bn / $380bn)	Commitments ~40x revenue; dependent on continued external funding for ~75% of costs; competitive displacement (OpenAI coding share slipped ~60% →51%)
GPU/accelerator chipmakers (Nvidia, AMD, Broadcom)	Nvidia >$40bn equity into AI customers in 2026 (incl. $30bn OpenAI); AMD ~10% equity warrant to OpenAI; Broadcom ~$350bn in custom-silicon commitments	Lock customers into silicon roadmap; convert backlog into valuation (Oracle +$244bn, AMD +$63bn in single days on deal news)	Vendor-financing circularity inflates apparent demand; Nvidia's Jensen Huang signalled the $30bn OpenAI stake "might be the last"; the $100bn LOI went "on ice"
Memory/components (SK Hynix, Samsung, Micron, Corning)	HBM effectively sold out multi-year; memory adds ~$25bn to Microsoft's 2026 capex alone; Nvidia stake of up to $3.2bn in Corning	Pricing power; long-dated visibility; structural shortage economics	Classic cyclicality — memory has crashed before; demand entirely derivative of the lab/hyperscaler bet
Financiers (private credit, banks, bond mkts, SoftBank, SWFs)	>$120bn in SPV data-centre financing; >$200bn private-credit AI loans (Morgan Stanley projects far higher); $175bn hyperscaler bond issuance forecast for 2026 (~6x prior 5-yr average)	Yield on investment-grade-rated structured paper; exposure to hyperscaler credit; origination fees	Asset-liability mismatch (long credit vs ultra-short-cycle tech); residual-value-guarantee triggers; record CDS spreads signal default concern; insurers forced to sell in a downturn
SPV / JV conduit (structural)	Single deals of $13bn (Oracle/Abilene), $18bn (New Mexico), $27–30bn (Meta Hyperion), $38bn (two-site package)	Off-balance-sheet treatment; preserves credit ratings; investment-grade structuring of new asset class	"Control without consolidation" hides leverage; UBS notes true tech-company credit quality may be worse than models show; opacity concentrates hidden systemic risk

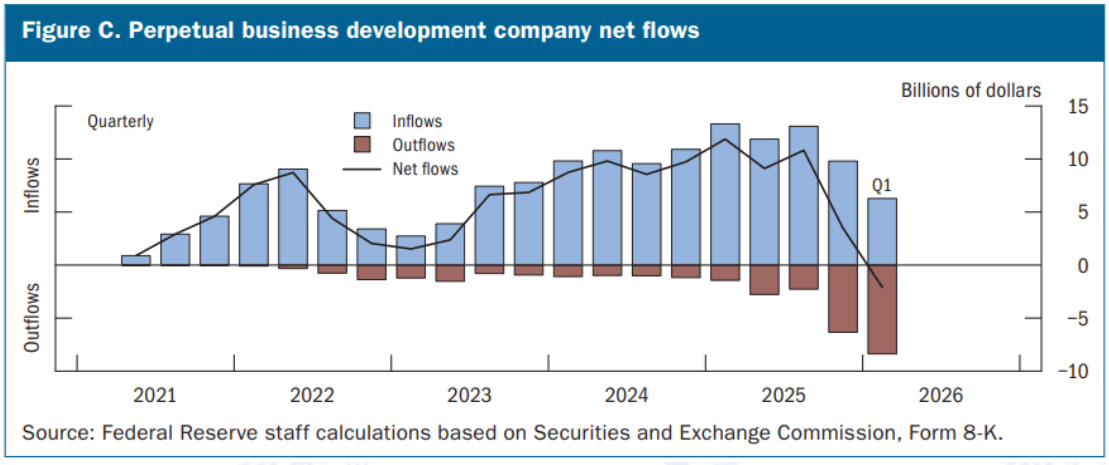
资料来源：Urbanomics，国泰君安期货研究

图 50：AI 融资循环（Circular Financing）：股权投资、采购承诺与债务融资相互嵌套，信用风险敞口高度关联



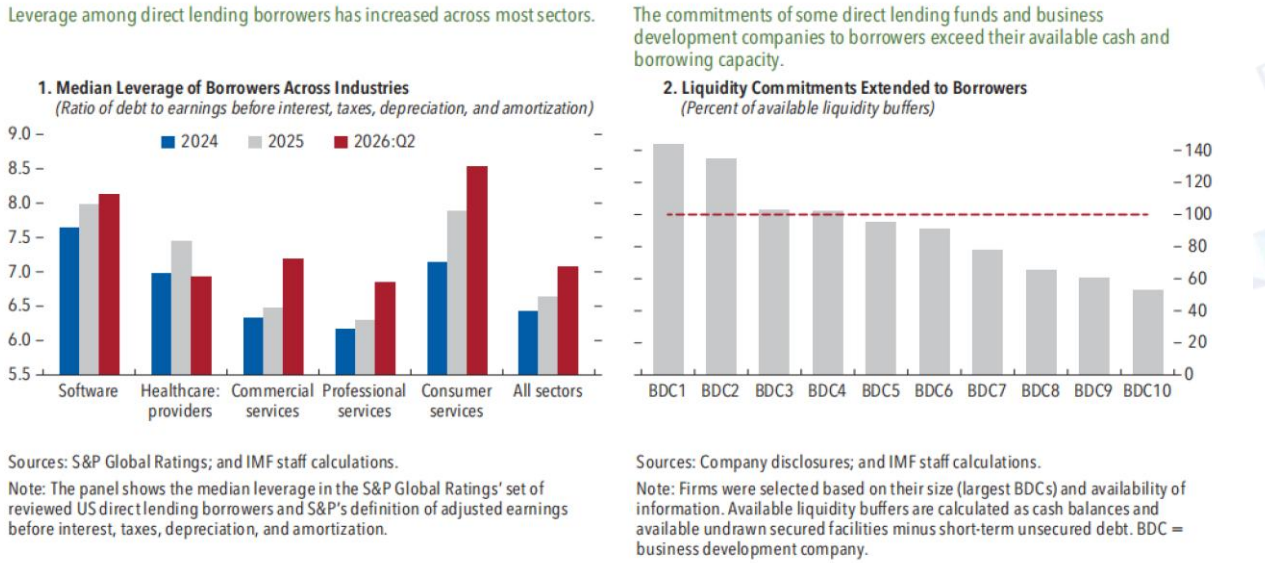
资料来源：Urbanomics，国泰君安期货研究

图 51：2026 年初，部分 BDC 开始出现资金净流出，反映局部流动性压力正在显现



资料来源：美联储，国泰君安期货研究

图 52：近两年私人信贷市场的杠杆与流动性风险持续上升：（1）Borrowers 借款人杠杆率恶化；（2）部分 BDC 的或有融资承诺超过可用流动性

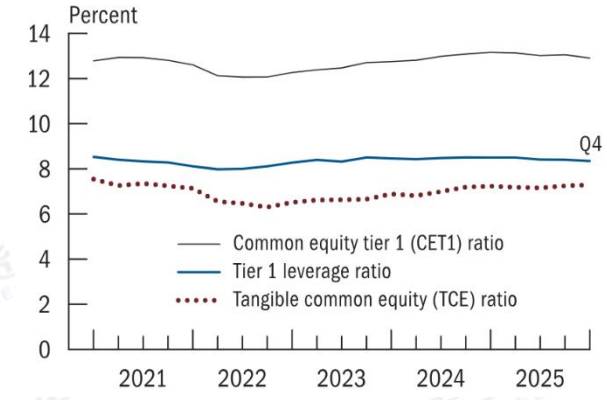


资料来源：IMF，国泰君安期货研究 注：左图为不同行业私募信贷借款人的杠杆率（债务相对于调整后息税折旧摊销前利润的倍数）中位数；右图统计指标为 BDC（美国私人信贷市场的重要放款机构）的流动性承诺 / 可用流动性缓冲，其中 10 家样本 BDC 中有 4 家超过 100%，即向借款人提供的或有流动性承诺超过自身可用流动性缓冲

3.2.3 2027 年尚未出现全面信用收缩的典型特征，但 AI 链条局部信用风险值得动态关注

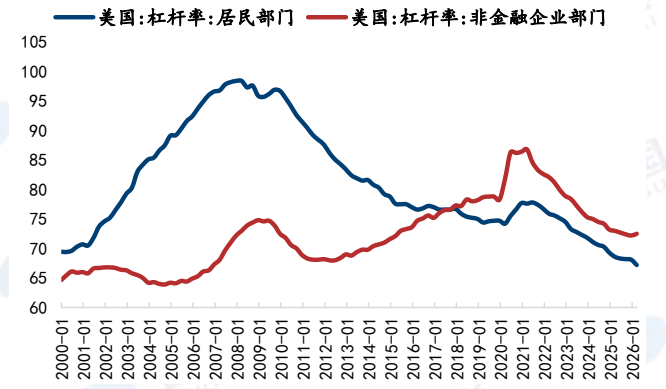
展望 2027 年：美国尚未出现全面信用收缩的典型特征，但 AI 链条局部信用及流动性脆弱性有所累积。当前，美国银行体系资本充足率仍接近历史较高水平，企业与居民债务占 GDP 比重持续回落，整体债务脆弱性及信用风险相对可控，尚未出现全面信用收缩的典型特征，但 AI 产业链条循环融资体系内结构性风险值得关注。

图 53：美国银行体系资本充足率仍接近历史较高水平



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 54：企业与居民债务占 GDP 比重持续回落



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

4. 美股结论与投资展望：增配价值，回归均衡，谋定而后动

市场判断：2027 年美股或延续内部结构再平衡，非 AI 资产广度扩散有望支撑指数韧性，结构性波动仍大于指数整体波动，AI 产业景气度定全年增长弹性，通胀&利率定全年交易节奏。

战略层面：增配价值与防御，回归均衡配置。我们去年以来持续提示的 AI 产业四阶段框架，2027 年大致处于第二阶段向第三阶段逐步过渡的窗口：建议降低 AI 硬件，增配必选消费、医疗保健、公用事业等低 AI 相关性资产，回归盈利质量与现金流稳定性增强组合韧性。更长期的视角（第四阶段），AI 下游（CSP/应用/软件/物理 AI 等）将成为主线资产（目前仍然处于左侧观察区间）。

战术层面：顺势博弈通胀缓和与利率回落驱动的修复行情。若通胀改善、利率中枢下行且经济保持韧性，金融条件改善有望催化房地产、可选消费等传统型利率敏感资产+医疗保健代表的成长型利率敏感资产的阶段性反弹。

图 55：战略层面：2027 年建议战略增配价值防御资产，组合配置回归均衡



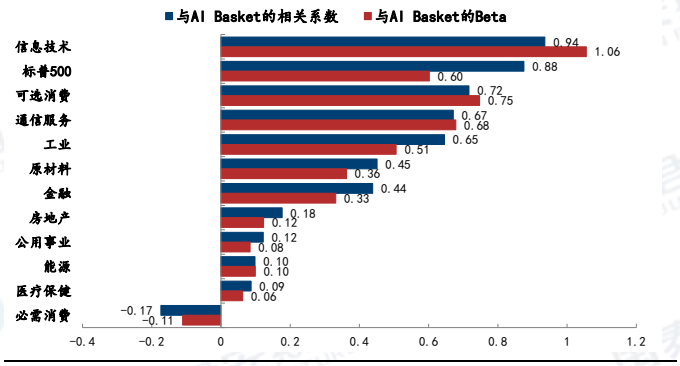
资料来源：国泰君安期货研究

图 56：我们去年以来提示的 AI 产业四阶段框架：2027 年处于阶段二逐步向阶段三过渡的阶段，战略增配防御资产（组合回归均衡配置），阶段四 AI 下游将成为主线资产（目前仍然处于左侧）



资料来源：国泰君安期货研究

图 57：必选消费、医疗保健、公用事业等板块与科技板块相关性较低，可以作为对冲均衡组合的选择



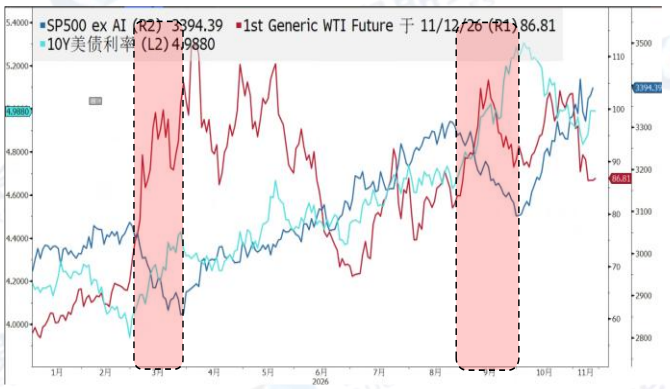
资料来源：彭博，国泰君安期货研究（统计区间为 2024.11-2026.11）

图 58：必选消费、医疗保健、公用事业等板块与科技板块相关性较低，可以作为对冲均衡组合的选择



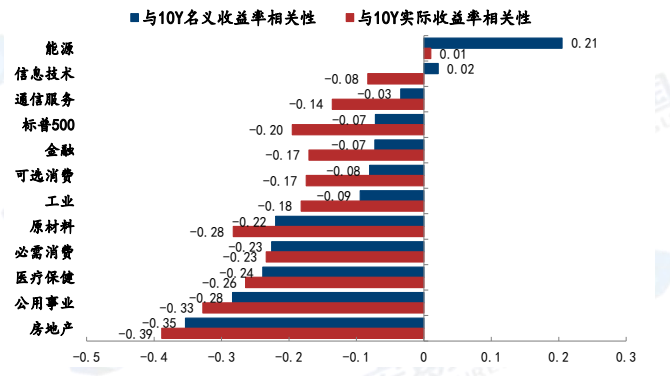
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 59：美股传统周期行业与宏观利率相关性偏高，信息技术&通信等科技行业相关性偏低



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 60：美股传统周期行业与宏观利率相关性偏高，信息技术&通信等科技行业相关性偏低



资料来源：彭博，国泰君安期货研究（统计区间为 2024.11-2026.11）

风险提示：美伊、俄乌等地缘冲突进一步升级，中美（贸易、科技领域）摩擦进一步升级，AI 产业商业化进展不及预期。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。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。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。

版权声明

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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，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个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或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个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或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个人或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。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。