

国投瑞银基金策略报告

2025. 12

黄金的长期逻辑依然稳固，A股需密切关注年底中央经济工作会议

- 全球经济平稳、中国经济有支撑；看好黄金、A股及美股回调买入机会；债市大概率区间震荡
- 权益市场：短期关注政策会议，中长期可把握反内卷、红利股息、出海、科技创新四大机会
- 债券市场：多重因素影响债市，短期或以震荡为主，中端期限及信用债确定性更强
- 海外市场：处于由流动性主导转向盈利与产业逻辑主导的过渡期，对美股呈中性偏积极态度



周珞晏
资产配置部
副总经理



吴默村
国投瑞银
基金经理



敬夏玺
国投瑞银
基金经理



钟星杰
国际业务部
投资经理



扫码查看完整版
国投瑞银基金策略报告

风险提示：以上观点仅供投资者参考，不构成具体的投资建议，基金投资需谨慎。本报告中的观点是基于我公司认为可信的公开资料 and 目前市场情况分析得出，具有时效性，仅供参考，不作为投资建议。投资有风险，请谨慎选择。我国基金运行时间短，不能反映股债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成新基金业绩表现的保证。请投资者仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告，全面认识基金产品的风险特征。

国投瑞银基金月度策略报告

黄金的长期逻辑依然稳固，A 股需密切关注 年底中央经济工作会议

战略看多黄金、A 股，对 美股持中性态度

全球经济平稳、中国经济有支撑，2026 年增长可期。资产配置上，看好黄金、A 股及美股回调买入机会，债市大概率区间震荡。

短期关注政策会议，锁定 四大中长期机会

短期关注年底政策会议；2026 年 A 股有望由估值修复转向基本面驱动，中长期可把握反内卷、红利股息、出海、科技创新四大机会。

短期或以震荡为主，中端 期限及信用债确定性更强

投资者年末行为、重要会议、资金面季节性波动等因素将共同影响债市，预计整体仍将是震荡格局，但波动幅度或加大。中端期限及信用债确定性更强。

海外市场正由流动性主导 转向盈利与产业逻辑主导

美国经济温和放缓且有新增长着力点，美股或转为盈利驱动；黄金长期逻辑稳固；港股缺乏盈利改善共识；中国经济可寻高景气结构性机会。

前言

战略看多黄金、A 股，对美股持中性态度



周珞晏

资产配置部副总经理

一、市场回顾

11 月至今，全球主要股指大多呈 V 型走势，各股指的阶段性低点发生在 11 月中旬至下旬之间。进入 11 月中旬，美国政府结束停摆，财政部一般账户余额释放，流动性压力显著缓解。之后随经济数据恢复发布，9 月非农超预期，但失业率升至四年新高，综合来看就业数据偏向于支持鸽派货币政策。后联储官员的鸽派言论叠加哈塞特当选美联储主席概率较高，市场对降息预期筑底回升，12 月降息 25bp 概率超 90%。在此期间，英伟达财报以及谷歌 Gemini 3 大模型表现也均超出预期，稳定了科技股的情绪。至此，11 月初开始压制市场的各项负面因素大多获得缓解，市场也进入修复的阶段。

尽管权益市场动荡中略有下行，但各类商品表现相对更强。其中工业金属全线上行，贵金属结束此前急涨急跌，重启震荡上行态势，白银、铜在交易所流动性危机下再创历史新高。从工业品价格的上行，固然有其微观原因，但同时指向宏观基本面的现实状态并不弱。但我们同时认为当前的平衡有其脆弱性（AI 争议持续、货币政策预期重启再次透支降息、美国 K 型经济等），这使得持有黄金白银等贵金属成为战略性的正确选择。同时，AI 叙事下数据中心、算力竞赛驱动铜需求结构性上涨，叠加年内铜矿山供给端下滑，铜逐渐成为继金银后的交易热点。

二、市场展望

全球经济方面，短期来看全球经济增长虽有放缓，但整体保持平稳。

随着关税与贸易摩擦有所缓和，全球经济波动性相应降低。11月全球制造业 PMI 为 50.5%，虽较上月回落 0.4 个百分点，但仍处于扩张区间，印证了经济的韧性。中期来看，我们预计全球经济增速温和放缓，美、欧等发达经济体增速虽不是一帆风顺但并不显著弱于 2025 年。

美国方面，短期内经济有望受到相对走低的利率、美元和油价，以及财政支出修复所形成的支撑。

“美国方面，短期内经济有望受到相对走低的利率、美元和油价，以及财政支出修复所形成的支撑。”

2026 年则会受益于较强的财政政策以及人工智能资本支而维持合理的增长，预计 2026 年实际增长或可接近 2% 左右。而欧元区则受益于边缘国结构性改革所取得的成效以及德国财政支出的加强而维持当前 1.2% 左右的增速。

中国方面，中美关系缓和带动 11 月出口和工业生产边际改善，但 12 月受基数抬升仍存压力。

投资端呈现明显分化，基建投资有望边际修复，制造业房地产投资延续弱势。10 月数据与预期的偏差主要在基建，虽有 5000 亿元新型政策性金融工具投放支撑，但财政预算内支出强度回落，准财政工具资金尚未形成实际工作量，导致基建投资大幅回落。11 月建筑业 PMI 回升，政府债券净融资改善，后续基建有望边际修复。制造业投资受设备更新拉动减弱、“反内卷”产能优化影响将延续回落；11 月商品房销售面积与土地成交总价同比降幅扩大，房地产市场销售投资持续弱势。消费补贴退坡，且效果减弱，叠加基数影响，预计社零增延继续边际回落。

10 月经济偏弱背景下，四季度经济目标压力略有上升，但全年完成 5% 增长的目标难度整体有限，因此对短期政策不必报以过高的预期。前期政策发力的措施，包括 5000 亿元准财政工具 and 新增安排 5000 亿元地方债限额，需要一些时间才能形成实物工作量。

“全年完成 5% 增长的目标难度整体有限，因此对短期政策不必报以过高的预期。”

近期资本市场另一个关注点是日债收益率的上行，当下似乎正沿着日债传导至美债，进而对美股、港股等风险资产形成抑制的逻辑在演绎。日债上行的背后包括宽财政背景下日债供给压力上升，通胀上行背景下加息预期上升。**目前我们并不认为套息交易反转会在中期尺度成为影响资本市场的核心变量**，但由于客观上日债收益率进入了长期历史中较为罕见的高位区间，因此日元、日债的后续的变化也值得持续关注。

三、资产配置

美债方面，近期日本长期利率飙升削弱套息交易，带动美债收益率上行。**但我们认为美债收益率在明年仍有些许下降的空间**。展望 2026 年全年经济，我们的中性情景是美国经济增长适度放缓，因此降息周期不会终止。同时，必须意识到当下美债期限溢价已处于极低水平，同时市场已预期了截止 2026 年底的 75bps 降息幅度。因此，除非经济出现失速，否则**美债收益率下行幅度相对有限**。

“我们对美股仍倾向于回调买入，中长期能否延续牛市需要紧密观察。”

美股方面，美股在重新定价 12 月降息后出现了反弹，但当前日债收益率上行推动套系交易反转仍值得关注，因此短期我们持中性观点。考虑到 AI 的发展仍在正向推进且难言严重泡沫、而宽松的货币政策正在对老经济形成支撑，我们对美股仍倾向于回调买入。 战略上，美股高估值、低 ERP、高集中度客观上限制其赔率，因此美股中长期能否延续牛市需要紧密观察。

黄金方面，黄金经历了大幅上涨和快速回落，当下延续高位盘整。考虑到去美元化、央行购金等长期逻辑仍然存在，结合对美债利率仍有下行空间、以及美元熊市仍未结束的观点，我们维持对黄金战略看多的观点。进入 12 月以来，美债实际利率延续上行势头，其中 10Y Tips Yield 上行 10bps,但黄金则处于盘整状态，可以说金价在逆风状态下维持了易涨难跌的态势。因此，我们维持对黄金战略看多，以及战术上择机加仓的观点。

国内权益方面，近期市场关注年底经济工作会议，宏观政策上有望延续财政和货币政策的宽松，叠加对明年促消费拉动经济的政策预期，A 股春季躁动发生的概率不低。同时伴随美股 AI 进展仍较为积极，A 股情绪逐渐回暖，短期市场走强，年底前后可以积极一些。中期来看，宏观基本面虽弱但下有底部，A 股中期仍有上行空间。其中科技成长、反内卷相关的上中游仍是主线，处于低位的消费作为中长期政策目标，或有阶段性机会。另外，价值及红利板块、军工仍是适合配置的方向。

“我们维持对黄金战略看多，以及战术上择机加仓的观点。”

国内债市方面，前期超长债大跌带动各期限收益率上行。就短期而言，已观察到配置资金入市的迹象，因此年底前后反弹可期。就 2026 年而言，对债市也不必过于悲观，尽管通胀与名义增长上行会对债市有所抑制，但目前债市已落后于疲弱的基本面，因此与 2025 年初的情景正好相反。另外，可以预期未来一年会有至少 1-2 次的降息，叠加具备压降空间的期限利差、回落的社融增速以及增量减弱的财政政策，我们倾向于与债市整体处于区间震荡的走势。

注：数据来源于 Wind，数据截至 2025/12/9。

权益市场投资展望

短期关注政策会议，锁定四大中长期机会



吴默村
国投瑞银基金经理

25 年国内权益市场表现先抑后扬，上半年受美债利率跳升、地缘冲突、关税扰动等因素影响，权益市场一直在 3000-3400 点区间箱体震荡；下半年得益于宏观政策持续发力、反内卷治理助力 PPI 修复，国内企业盈利改善，而美联储持续降息及中美贸易战阶段缓和也为权益市场的持续回暖提供了较为宽松的外部环境，沪指 6 月之后迎来年内主升浪，并于 10 月重新回到 4000 点以上，创下十年新高。Wind 数据显示，截至 12 月 5 日，年内表现较好的创业板指上涨 45.2%，沪深 300 上涨 16.5%，上证指数上涨 16.4%，表现最差的是红利指数，下跌 3.8%；同时，中信一级行业之间的表现也分化巨大，有色金属（+83.1%）、通信（+73.0%）、电子（+39.5%）行业涨幅领先，食品饮料（-4.2%）、交通运输（+2.1%）、煤炭（+2.7%）表现大幅落后。

展望后市，短期建议多关注年底前的各种政策会议，因为今年处于十四五末十五五初这一承前启后关键节点，未来五年的政策定调、产业方向、改革蓝图，对资金流向、投资机会分布有直接影响。从已公布的十五五建议稿来看，政府部门的重点工作重新聚焦“**以经济建设为中心**”，并强调通过“**超常规**”科技攻坚和扩大居民消费来推动高质量发展。

“今年处于十四五末十五五初这一承前启后关键节点，短期建议多关注年底前的各种政策会议。”

要点	十四五建议稿	十五五建议稿
环境判断	战略机遇期； 和平与发展 ；发展不平衡不充分问题 仍然突出	战略机遇和风险挑战并存 ；主动运筹国际空间、塑造外部环境；大国博弈；人口结构变化
环境应对	底线思维	续写经济快速发展和社会长期稳定两大奇迹新篇章
总基调	深化 供给侧结构性改革 为主线；统筹发展和安全	坚持以经济建设为中心 ；人的全面发展
主要目标	产业链现代化水平明显提高	居民消费率明显提高 ；科技自立自强水平大幅提高；劳动报酬提高和劳动生产率提高同步；重提“美丽中国”
现代化产业体系	制造强国、质量强国、网络强国、数字中国 战略性新兴产业： 新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备	制造强国、质量强国、 航天强国 、交通强国、网络强国； 以先进制造业为骨干 ； 传统产业 ：矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑 战略性新兴产业： 新能源、新材料、航空航天、低空经济 ；量子科技、生物制造、 氢能和核聚变能 、脑机接口、具身智能、 第六代移动通信
科技创新	国家战略科技力量；人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海	全面增强 自主创新能力 ； 原始创新 ； 超常规措施推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造取得决定性突破

数字经济	数字经济和实体经济深度融合	工业互联网；算力、算法、数据等高效供给；全面实施“人工智能+”行动
扩内需	同深化供给侧结构性改革有机结合	以新需求引领新供给， 以新供给创造新需求 ；合理提高公共服务支出占财政支出比重
反内卷		综合整治“内卷式”竞争
宏观治理	以财政政策和货币政策为主要手段；财政支出标准化	发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性；完善地方税、直接税体系，健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策； 提高中央财政支出比重
金融	提高直接融资比重	加快建设金融强国；提高资本市场制度包容性、适应性
绿色	绿色低碳	新型能源体系； 能源强国 ；推动煤炭和石油消费达峰
地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位	推动 房地产高质量发展
人口	人口老龄化国家战略	人口高质量发展；优化生育支持政策和激励措施
国家安全	国家经济安全	政治安全摆在首位 ；加强网络、数据、人工智能、生物、生态、核、太空、深海、极地、低空等新兴领域国家安全能力建设
军工	推动重点区域、重点领域、新兴领域协调发展	加快 先进战斗力建设 ；壮大战略威慑力量；加快 无人智能作战力量及反制能力建设

中长期则建议把握以下**四个方向**的结构性机会：

“中长期则建议把握反内卷、红利、出海、科技四大方向的结构性机会。”

- 1) **反内卷带来供给侧优化。**十年前的供给侧改革在削减过剩产能方面取得了良好效果，此后 PPI 反弹、企业盈利能力回升，全国 PPI 从 2015 年低点的-5.9%回升至 2017 年 2 月的 7.8%，名义 GDP 增长从 2015 年 4 季度的 6.6%回升至 2017 年 1 季度的 11.8%。本轮反内卷以自下而上为主，强调法治化与市场化措施，像化工原料、光伏、快递等行业通过协会自律、产能整合等方式，通过供给侧优化，避免无序价格竞争，实现供需再平衡及盈利大幅改善，预计效果更长效。
- 2) **红利股息。**过去几年随着国内地产持续调整，理财收益率不断下行，使得 A 股高股息资产配置价值突显。虽然从股息率角度来看，经过过去 3 年演绎，传统高股息的银行、煤炭、运营商等行业的股息率已经回落到 4.5%以下水平，但是在家电、高端酒、纺服等传统内需行业中，有不少公司股息率已经超过 4.5%，只是市场担心内需基本面还没触底，当前盈利水平不稳定，因而股价处于历史底部，考虑到股息，相关公司股价可能已处于磨底阶段，值得重视。
- 3) **积极出海，寻找增量需求。**海外经验启示，当国内有效需求不足时，积极出海的企业有希望达到新的高度。根据中信研究，过去 3 年以 ROE 的视角来看，境外业务收入占比提升超过 20%的公司，其 ROE (TTM) 从 2023 年低点 7.2%修复至 2025Q1 的

“在捕捉 AI、高端制造等景气方向机会的同时，也应关注传统内需方向可能的基本面反转机会。”

8.7%，提升 1.5 个百分点；境外业务收入比重超过 60% 的公司，同期 ROE (TTM) 从 8.0% 提升至 9.1%，提升 1.1 个百分点；对比之下，内需主导的公司 ROE (TTM) 从 8.6% 下滑至 7.6%，下滑 1 个百分点。海外市场不仅提供了增量收入来源，更有效对冲了国内需求疲软与行业内卷带来的利润挤压。

- 4) **拥抱科技创新**。过去以人工智能、半导体、光模块等为代表的硬科技赛道表现突出，AI 产业上升为国家战略，虽然科技的起点是算力、大模型等基建，但是要想产业链能真正实现自我循环，最终一定会在应用上有实质性的生产力拉动，产生经济效益，与消费相关的游戏/传统+AI 应用等方向同样值得长期跟踪。

2025 年，中国资本市场在政策支持、产业转型与全球资本再平衡的共同作用下，稳健性提升。进入 2026 年，经济基本面的巩固与企业盈利能力的改善，将成为市场从估值修复迈向基本面驱动的新支撑，投资者在捕捉 AI、高端制造等景气方向结构性机会的同时，也应适当关注传统内需方向可能的基本面反转机会。

债券市场投资展望 短期或以震荡为主，中端期限及信用债确定性更强



敬夏玺
国投瑞银基金经理

11 月以来债券收益率整体震荡上行，但品种间分化明显。1-5 年中短期期限信用债表现最优，其次是 5 年以内中短利率债，上述两个品种均获得了正收益，7 年以上品种及超长债则有所回调。

指数名称	11 月涨跌幅
中债-中期票据总财富(5-7 年)指数	0.19%
中债-中期票据总财富(1-3 年)指数	0.10%
中债-中期票据总财富(3-5 年)指数	0.09%
中债-固定利率债券财富(1-3 年)指数	0.08%
中债-固定利率债券财富(3-5 年)指数	0.01%
中债-固定利率债券财富(5-7 年)指数	-0.09%
中债-固定利率债券财富(7-10 年)指数	-0.18%
中债-中期票据总财富(7-10 年)指数	-0.23%
中债-中期票据总财富(10 年以上)指数	-0.26%
中债-固定利率债券财富(10 年以上)指数	-1.13%

数据来源：wind，国投瑞银基金，数据截至 2025/11/30。

首先，资金面延续了相对宽松的格局，叠加央行通过国债买卖、MLF、买断式回购等工具向市场净投放中期流动性，因此中短端债券品种相对受益比较直接；

“投资者的年末行为、重要的经济工作会议以及资金面季节性波动等因素将共同影响债市。”

其次，虽然三季度以来宏观经济基本面表现不如上半年亮眼，但全年来看经济增长目标达成的压力不大，因此四季度增量的财政、货币政策力度较为温和，从侧面限制了债券收益率的上下行空间；

再次，理财、基金等非银机构继续增配票息资产，尤其是兼顾票息收益和久期风险的中短端信用债品种，信用利差先压缩再小幅反弹。

展望 12 月，临近年末时点，机构投资者的年末行为、重要的经济工作会议以及资金面季节性波动等因素将共同影响债市，预计收益率整体仍将是震荡格局，但波动幅度或加大。

年末面临银行的考核、基金的赎回、理财的回表等压力，但机构又有开门红和提前配置等潜在动力，还有中央经济工作会议对明年经济工作及财政货币政策的定调变化，上述多重扰动势必会放大市场的交易情绪、提高收益率波动幅度。

整体配置上，我们相对看好中短端债券品种尤其是中短信用债的相对表现，在年末不确定因素增多的月份，把握确定性的票息机会。

利率债方面，在资金面环境偏宽松及央行重启买债的背景下，**3-5 年中端利率可继续作为底仓配置**，交易仓位的选择上，7-10 年中长端国债、国开债为重点，30 年国债等超长债待超跌后或可快进快出小仓位参与。

信用债方面，长期信用债缺乏稳定的配置需求，5 年以内信用债相对抗波动，但年末各类机构调仓控指标的行为较多，信用债可能会被先抛后买、收益率先上后下，**调整后会有比较好的配置点位**。

可转债方面，估值仍处相对高位，股指在 4000 点附近震荡，转债缺乏趋势性机会，同时需关注年末基金潜在的赎回风险，配置上重视行业和个券的筛选，**逢调整加仓、谨慎追高**。

海外投资展望

海外市场正由流动性主导转向盈利与产业逻辑主导

过去几个月，海外市场在上涨趋势中遭遇一些波折，特别是政策预期反复推动投资情绪在乐观与谨慎之间切换，**目前正是由流动性主导向盈利与产业逻辑主导的过渡期**。

美国市场在 9 - 11 月呈现出由预期驱动转向盈利驱动，再回到估值压力下的震荡格局。9 月降息预期升温叠加 AI 产业链消息刺激，使科技板块成为最强势的资产；10 月开始，美股表现更多来自盈利本身的支撑；11 月由于流动性紧张迹象与政策指引不明，使估值有所收缩，市场再度进入磨合状态。



钟星杰

国投瑞银投资经理

“宏观层面，我们认为美国经济并未进入衰退区间，而是在寻找新增长的着力点。”

“我们认为美股未来的表现将更多由盈利驱动，而非估值扩张。”

港股在这段时间表现出更明显的波动性。9月在科技板块突破与外部利率预期变化带动下出现反弹，但10-11月受内需偏弱、中美摩擦扰动、AI泡沫担忧升温等因素影响震荡回调。整体市场并未缺少流动性，而是缺乏明确的增长共识。

黄金则在同一时期走出“强势—调整—再上行”的节奏。降息预期、美国政治不确定性与地缘因素共同推动金价大幅上行，而流动性担忧又造成短期回调。

宏观层面，美国经济正处在温和放缓阶段，但动能结构正在悄然重塑，我们认为其并未进入衰退区间，而是在寻找新增长的着力点。

从增长端来看，居民消费虽已较年初放缓，但支撑性因素尚在；企业库存调整进入尾声，使得补库需求逐步显现；更重要的是，科技相关投资已成为新的增长支柱，资本开支持续上修，并已对上下游制造业与服务业产生外溢效应。

劳动力市场方面，就业增长趋缓但并未显著恶化，工资增速温和回落，与经济放缓相匹配。这种“有序降温”降低了政策误判风险，也使得未来几个月的通胀路径更具可控性。

通胀方面，中短期内仍在可控区间内下滑，并未出现再度抬升的趋势。通胀路径整体决定了政策节奏，而当前环境为温和降息预留了空间。因此，美国宏观框架呈现“中速增长 + 温和通胀 + 潜在宽松”的组合，这种结构既不会给予市场无条件乐观，也为资产提供了基本面的托底。

在这样的一个宏观背景下，我们认为美股未来的表现将更多由盈利驱动，而非估值扩张。

从三季报可看到，企业盈利的改善具有明显的广度。中位数企业盈利增速出现多年未见的同步向上，这不是局部行业的偶发现象，而更像是一个成本结构优化、需求结构改善与资本开支扩张共同作用的结果，无论是在工业、医疗、科技还是金融板块，都能看到不同程度的利润率改善迹象。企业库存周期见底后的补库需求、技术发展带来的效率提升、资本开支形成的产业拉动以及稳定的消费结构对营收的支撑，均构成这一轮盈利周期的拉动因素。

估值层面，**美股整体仍处高位，但风险并未到极端水平。**科技龙头估值偏高，但其盈利增速也相对可支撑；而剔除少数权重科技企业后，整体估值更接近合理区间。市场当前的估值更偏结构，而非“一致的泡沫”。

流动性方面，美股的短期波动往往与政策预期变化同步。当降息路径不明、美元流动性边际收紧时，市场会快速反应；相反地，只要金融条件未明显恶化，美股的盈利逻辑仍可主导市场走势。对于美股，我们维持中性偏积极的态度。**科技主线仍未结束，但配置应逐步从单一增长扩展至盈利修复明确的周期领域，在估值和基本面之间取得更好的平衡。**

“黄金的长期逻辑依然稳固，当前利率结构与风险溢价变化仍支持黄金作为组合的对冲资产。”

黄金的长期逻辑依然稳固，国际秩序的重塑、欧美财政的不可持续性、美元信用的松动对黄金价格都形成了支撑，而短期，黄金的走势则更取决于实际利率趋势与宏观不确定性。当前利率结构与风险溢价变化仍支持黄金作为组合的对冲资产。

中国经济的关键特征是信用扩张缺乏持续性，使得经济处在“托底为主、改善有限”的阶段。

信贷数据自三季度开始边际放缓，社融节奏回落，M1 增速边际回落，房地产链条继续承压。这一背景下，居民与企业的需求恢复偏弱，总量层面的上行空间有限。然而，结构性的亮点确实存在。外需端在全球补库周期的推动下有所改善，与科技制造相关的产业链出口表现相对坚韧；制造业升级、高端设备投入与医药创新在政策引导下逐步积累景气度；数字经济、人工智能应用等新方向虽仍处早期，但具备较高的成长弹性。政策层面，货币政策的空间受到外部利差制约，节奏偏稳；财政政策的发力虽有期待，但其强度需要观察经济会议后的具体安排。

因此，中国经济短期内难以提供全面的增长推力，但我们依然可以在高景气行业中寻找结构性机会。

港股的核心矛盾在于估值已明显修复，而盈利改善仍未形成全面共识，使得市场难以形成趋势性行情。经历一年的反弹后，港股整体估值不再处于极端低位。在基本面缺乏同步改善的情况下，指数层面的上行空间受到限制，而盈利成为下一阶段能否突破的关键。

科技互联网板块依旧是确定性较高的方向。随着全球科技投资周期持续，云计算、广告、海外业务等因素构成业绩增长驱动，同时政策在数据要素、平台经济等方面逐步明朗，提升了盈利可见度。

红利板块在利率中枢下行预期下具备配置价值。银行、电信、公用事业等行业凭借现金流稳定与可预期分红，在震荡市中提供稳健回报。

部分顺周期与外需驱动行业，如半导体设备、有色、工程机械，可能在外部补库与出口恢复的阶段出现弹性。

风险提示：国内逆周期政策调节不达预期的风险；经济基本面和上市公司盈利大幅下滑的风险；中美贸易格局继续恶化的风险；美元指数大幅上行的风险等。

风险提示函：

以上观点仅供投资者参考，不构成具体的投资建议，基金投资需谨慎。本报告中的观点是基于我认为可信的公开资料和目前市场情况分析得出，具有时效性，仅供参考，不作为投资建议。

尊敬的投资者：

投资有风险，请谨慎选择。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映资本市场发展所有阶段。请仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告。请投资者做好风险测评，并根据您的风险承受能力选择与之相匹配的风险等级的基金产品。定期定额投资不等于零存整取的储蓄品种，有损失本金的风险，投资者应充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。基金如果投资港股通标的股票，需承担汇率风险以及境外市场的风险。基金由国投瑞银基金管理有限公司发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

投资有风险，投资须谨慎。公募证券投资基金(以下简称“基金”)是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识本基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑本基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，国投瑞银基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同，基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例(开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外)时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。国投瑞银基金管理有限公司提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

免责声明：本报告由国投瑞银基金管理有限公司(以下称“国投瑞银”)制作。除非另有规定，本报告版权仅为国投瑞银所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式修改、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为国投瑞银，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，我公司对报告的内容和信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，国投瑞银可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而发生更改。文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成对收件人在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给收件人作参考之用，不是或不应视为出售、购买或认购金融工具或金融服务的要约或要约邀请。国投瑞银不因收件人收到本报告而视其为国投瑞银的客户。

本报告不构成咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、风险承受能力、财务状况或需要。市场有风险，投资需谨慎。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。