



A 股策略周报 20251214

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001）

mouyiling@gjzq.com.cn

fangzhiyong@gjzq.com.cn

齿轮仍在转动

海外科技股波动放大，但不影响 AI 投资趋势下的宏观效应

本周五（2025-12-12）以甲骨文、博通为代表的美股 AI 科技股出现了明显的下跌，与当期业绩是否超预期已经关联不大，因为虽然甲骨文财报不及预期，但博通却明显超预期。我们认为问题核心仍在于市场对于它们未来业绩兑现的担忧：包括完成订单的可能性、增长持续性、利润率维持以及客户的集中度等等。与此同时，虽然美国光模块、PCB 相关的股票在本周续创新高，不过在周五也出现了大幅回落。类似 2025 年 10 月底三季报部分 AI 股票业绩不及预期之后，当时 AI 的行情阶段性见顶回落，市场风格出现了再均衡，与此同时广泛受益于 AI 投资的“泛 AI”领域迎来了更多关注。我们认为未来 AI 投资与 AI 股票表现之间的背离将会是常态，类似 2021 年之后的新能源投资与新能源股票的表现一样，投资者不应该再拘泥于 AI 泡沫的讨论和关注，而是应该转向受益于 AI 投资趋势下的宏观效应的领域。

海外降息落地，投资 > 消费的趋势将被强化

从海外来看，本周最大的边际变化在于降息落地、美联储宣布启动购买短期国债以维持流动性充裕。与 AI 类似的是，虽然宽松的靴子落地，但市场预期层面开始定价未来降息的节奏可能放缓，这带来了对资产定价的扰动；而实际上在实体经济层面，降息之后可能会强化当前投资 > 消费的趋势。而在 AI 投资占比不断上升的过程中，失业率上升的压力和美国非农时薪下降的压力都会带来对降息的催化。未来一个阶段，美联储对于失业率的考量应该会大于对通胀的担忧，当前失业率已经接近美联储制定的 4.5% 目标，一旦突破那么明年将会有多次降息。我们认为未来从失业率传导至货币政策再到实体经济的潜在路径可能是：AI 激进投资持续 → 失业率突破 4.5% 的阈值 → 货币政策兜底进行多次降息 → 刺激全球制造业投资需求 → 失业率下降但通胀上升 → 引发二次通胀风险。但无论如何，在通胀上升之前，AI 投资 + 受益于降息的制造业投资都将带来实体经济的需求恢复。

国内中央经济工作会议定调扩内需、反内卷：走出通缩的路径明晰

本周中央经济工作会议定调明年的经济目标，我们认为走出通缩的路径逐步明晰：（1）扩大内需依旧是首位，但实现路径可能不在于加大财政补贴和政府投资，而是中长期提升居民收入的目标（从 2024 年的中低收入人群 + 养老金 → 更广泛群体的城乡居民增收计划）以及激活民间资本。（2）继续强调中游制造的反内卷，这为企业盈利的修复打下基础。以光伏的收储计划为例，未来可能会逐步落地。多晶硅的价格已稳定在 5.5 万元/吨附近。从通胀数据来看，走出通缩的政策思路已经有所体现：11 月 CPI 同比上涨 0.7%，为 2023 年 3 月以来最高。同比涨幅扩大主要是食品价格由降转涨拉动，但除此以外服务性消费价格指数也在上涨：飞机票、家政服务和在外餐饮价格分别上涨 7.0%、2.4% 和 1.2%。PPI 虽然同比下降 2.2%，但主要受上年同期对比基数走高影响，环比上看上涨 0.1%。在反内卷政策的影响之下，2025 年以来 PPI 环比继续走弱的分项占比趋势性下降，9-10 月有所回弹但 11 月重新下降，目前仅有不到 1/3 的行业 PPI 环比仍在继续下降。当工业企业“盈利底”出现后，回顾 2016-2017 年的历史经验，居民就业与薪资往往随之出现趋势性好转，形成“企业盈利改善 → 就业增加与薪资提升”的传导路径。当前 2025Q3 企业盈利底部的信号已逐渐明朗，未来我们或将有望看到居民薪资的边际改善，从而带来内需的恢复。

经济的齿轮不曾停下

面对市场对于未来 AI 业绩、降息预期带来的资产价格扰动，投资者更应该关注的是实际已经发生的事情对于基本面的影响传导，即 AI 的投资仍在被上调指引，这是不受 AI 股票波动所影响的；而降息之后对于制造业投资需求的刺激实际上也不会受到下一次降息节奏的影响，更何况我们认为在二次通胀并未到来、失业率仍有可能在 AI 激进投资之下继续突破的组合下，降息方向是确定性的。因此投资者的关注点应该在于基本面未来潜在的变化，而非在于资产定价本身所隐含的预期波动。基于上述逻辑，我们推荐：第一，继续受益于 AI 投资指引上调和降息周期下全球制造业复苏预期的工业资源品链条（铜、铝、锡、锂、原油、油运）；第二，非银（保险、券商）资本扩容与长期资产端受益于资本回报见底回升形成共振；第三，中国的设备出口（电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车、照明设备）和中国制造业优势产业行业底部反转的机会（印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉）；第四，在资本回流和入境人数增加下，中国的消费进入回升通道（航空、酒店、免税、食品饮料）。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、AI 投资带来的宏观效应将比 AI 本身更重要	3
2、海外降息落地之后，强化实体经济投资>消费的趋势	4
3、国内：中央经济工作会议定调扩内需、反内卷，走出通缩路径明晰	5
4、经济的齿轮仍在转动	7
风险提示	8

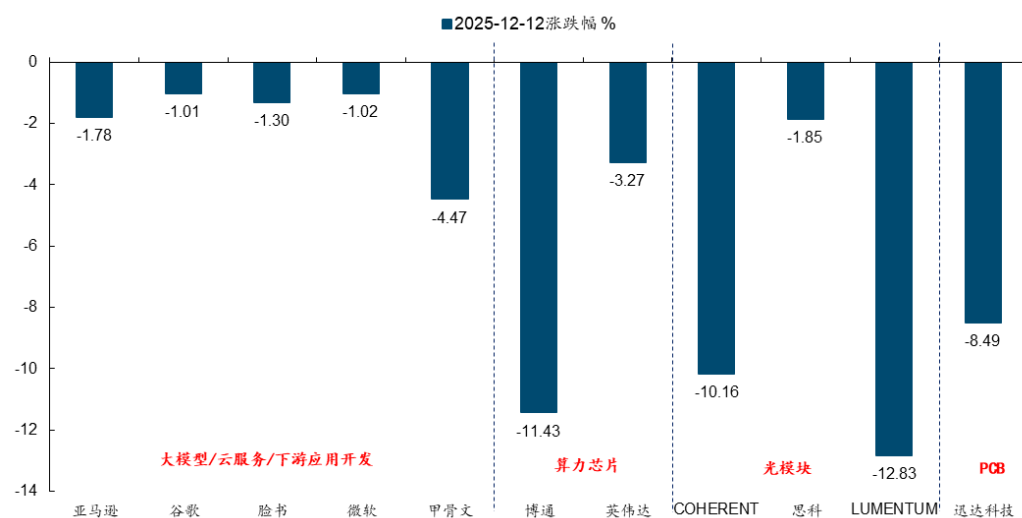
图表目录

图表 1：周五美股 AI 产业链代表性股票全线下跌	3
图表 2：10 月底至 11 月中旬，当 AI 主要产业链下跌时泛 AI 产业链仍在继续上涨	3
图表 3：2021-2022 年期间也会出现新能源本身和受益于新能源资本开支的行业表现明显背离的阶段	3
图表 4：2026 年 1 月利率维持不变的概率抬升	4
图表 5：当前美国的投资信心明显要好于消费者信心	4
图表 6：2025 年以来随着 AI 的不断发展，美国失业率持续走高，非农平均时薪同比增速逐步走低	4
图表 7：本周公布的美国初请失业金人数处于 2022 年以来的高位	4
图表 8：认为未来一年失业率增加的调查人数占比依旧处于历史高位	5
图表 9：12 月无论是长期还是短期的通胀预期都在持续回落	5
图表 10：2025 年扩内需的侧重点更强调内生性驱动	5
图表 11：未来收入信心制约了消费意愿转化为消费行为	5
图表 12：光和谦成的十大股东与多晶硅产能排名靠前的企业密切相关	6
图表 13：自下半年以来多晶硅的价格中枢明显抬升，稳定在 5.5 万元/吨附近	6
图表 14：11 月 CPI 同比大幅抬升，达到 2023 年 4 月以来最高，而核心 CPI 持平	7
图表 15：11 月 PPI 同比有所回落，但环比仍为正	7
图表 16：2025 年以来 PPI 走弱分项占比趋势性下降，9-10 月有所回弹但 11 月重新下降	7

1、AI 投资带来的宏观效应将比 AI 本身更重要

本周五（2025-12-12）美股 AI 科技股出现了大幅下跌，核心原因仍在于市场对于 AI 未来业绩兑现的担忧。甲骨文和博通在本周先后公布了业绩，其中甲骨文营收和云业务收入均低于市场预期，而博通的芯片业务收入其实超出了市场的预期，但积压订单不及预期，所以在业绩发布之后这两家公司的股价都出现了明显的下跌。受此影响，本周五美股的光模块、PCB 代表性公司也出现了明显的下跌。尽管 AI 股票出现了下跌，但甲骨文关于 AI 未来资本开支的指引却依旧上调了约 150 亿美元。

图表1：周五美股 AI 产业链代表性股票全线下跌

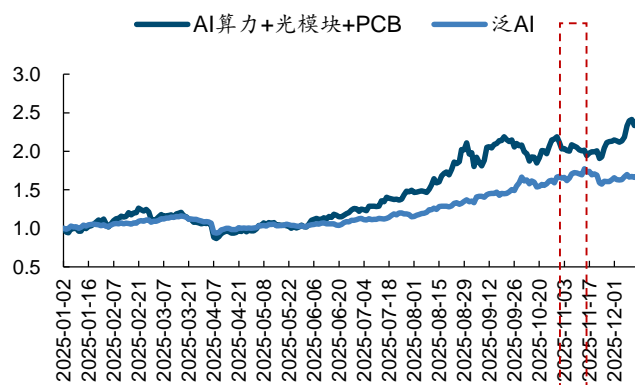


来源：wind，国金证券研究所

类似的情形其实在 2025 年 10 月底也曾发生过，当时中美 AI 股票三季报集中披露，由于部分公司 AI 相关业务的业绩不及预期，也带来了市场对于未来业绩兑现的担忧，但当时的资本开支指引其实仍在大幅上调。而实际上在那之后，市场的目光更多地开始转向受益于 AI 投资的“泛 AI”领域，AI 投资带来的宏观效应开始逐步体现在市场定价上。

我们在 2026 年的年度策略展望中提到 AI 的宏观风险较小，但微观层面存在收入验证的隐忧，当下正在发生。投资者需要区分 AI 股票投资和实体投资，股票投资波动可能放大，但实体投资层面的趋势却依旧是市场的共识。类比 2021 年下半年之后新能源产业的资本开支趋势仍在继续，但股票波动已经开始放大，而受益于新能源产业资本开支的其他行业表现更好。所以我们对于周五跟随美股 AI 科技股一同下跌的、但其实更受益于 AI 投资带来的宏观效应的资产（以铜铝为代表）继续保有乐观的态度。

图表2：10 月底至 11 月中旬，当 AI 主要产业链下跌时
泛 AI 产业链仍在继续上涨



图表3：2021-2022 年期间也会出现新能源本身和受益于
新能源资本开支的行业表现明显背离的阶段



来源：wind，国金证券研究所。注：这里的泛 AI 产业包括铜铝锂、储能和电气设备。

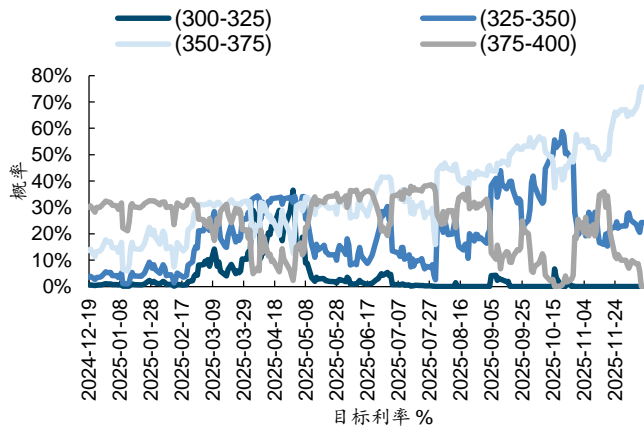
来源：wind，国金证券研究所



2、海外降息落地之后，强化实体经济投资 > 消费的趋势

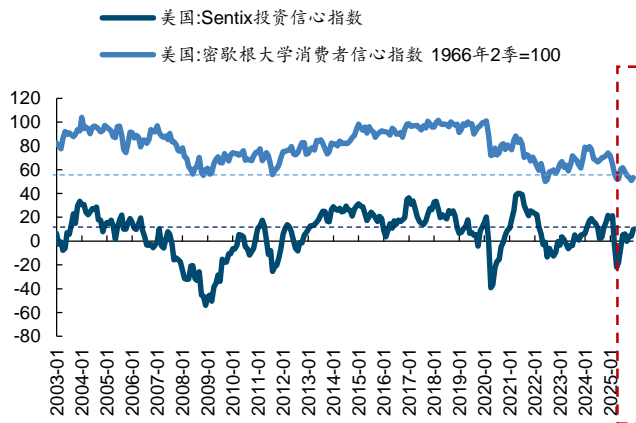
从海外来看，本周最大的边际变化在于降息落地、美联储宣布启动购买短期国债。与 AI 类似的是，虽然宽松的靴子落地，但市场预期层面开始定价未来降息的节奏可能放缓，这带来了资产定价的扰动；而实际上在实体经济层面，降息之后可能会强化当前投资 > 消费的趋势。

图表4：2026 年 1 月利率维持不变的概率抬升



来源：CME，国金证券研究所

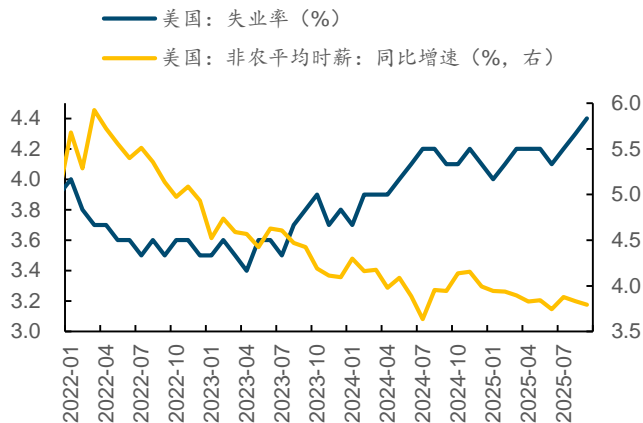
图表5：当前美国的投资信心明显要好于消费者信心



来源：wind，国金证券研究所

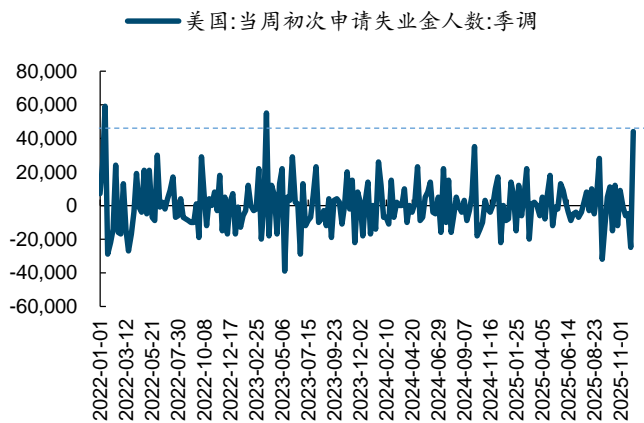
而在 AI 投资占比不断上升的过程中，失业率上升的压力和美国非农时薪下降的压力都会带来对降息的催化。未来一个阶段，美联储对于失业率的考量应该会大于对通胀的担忧，当前失业率已经接近美联储制定的 4.5% 目标，一旦突破那么明年将会有多次降息。我们认为未来从失业率传导至货币政策再到实体经济的潜在路径可能是：AI 激进投资持续 → 失业率突破 4.5% 的阈值 → 货币政策兜底进行多次降息 → 刺激全球制造业投资需求 → 失业率下降但通胀上升 → 引发二次通胀风险。但无论如何，在通胀上升之前，AI 投资+受益于降息的制造业投资都将带来实体经济的需求恢复。

图表6：2025 年以来随着 AI 的不断发展，美国失业率持续走高，非农平均时薪同比增速逐步走低



来源：wind，国金证券研究所

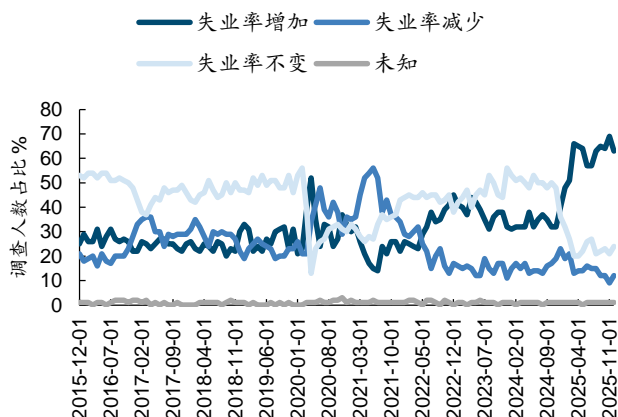
图表7：本周公布的美国初请失业金人数处于 2022 年以来的高位



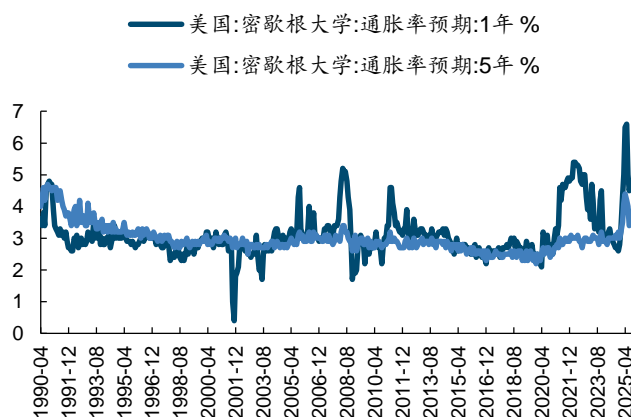
来源：wind，国金证券研究所



图表8：认为未来一年失业率增加的调查人数占比依旧处于历史高位



图表9：12月无论是长期还是短期的通胀预期都在持续回落



来源：密歇根大学，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3、国内：中央经济工作会议定调扩内需、反内卷，走出通缩路径明晰

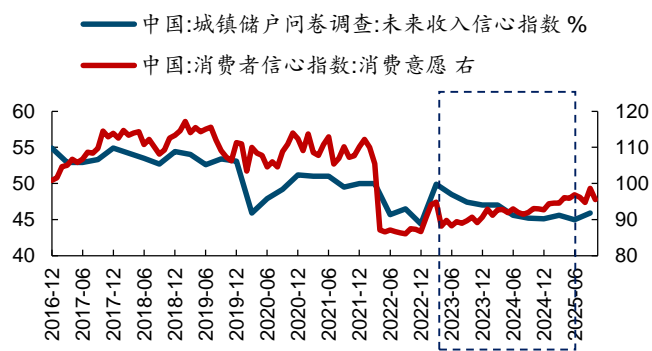
本周国内对于基本面预期影响最大的事件便是中央经济工作会议的召开，我们认为在中央经济工作会议定调扩内需和注重反内卷的背景下，未来国内走出通缩的路径已经明晰：

(1) 扩内需依旧是在第一顺位提出的重要任务，但侧重点已经从政府引导转向内生性驱动。对比 2024 年的中央经济工作会议表述，可以发现有关扩内需的表述和实现路径出现了明显的变化：收入侧，2024 年侧重于提升中低收入人群收入与退休人员福利，而 2025 年则是在“十五五”规划的指导下“制定实施城乡居民增收计划”；而在“两新两重”政策方面，相较于 2024 年的表述都有所收敛，从“加力扩围”、“更大力度”转变为“优化实施”，在投资侧也注重“激发民间投资活力”而不是“以政府投资有效带动社会投资”。结合上述表述的对比，我们可以判断 2026 年扩内需更依赖于居民收入预期改善而非政府补贴，更依赖于民间投资而非政府投资，更依赖于内生性、市场自我运行机制的修复而非政策强刺激或政府干预。我们可以看到其实 2023 年以来消费者的消费意愿在稳步修复，但未来收入信心却不断下降，一直到 2025 年 Q3 有企稳回升的迹象，可以认为过去是收入信心的下降而非消费意愿的下降导致消费过于依赖于补贴政策。

图表10：2025 年扩内需的侧重点更强调内生性驱动

	2025年中央经济工作会议表述	2024年中央经济工作会议表述
总体目标	坚持内需主导，建设强大国内市场	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求
收入	制定实施城乡居民增收计划	推动中低收入群体增收减负；适当提高退休人员基本养老金等
两新政策	优化“两新”政策实施	加力扩围实施“两新”政策
投资、两重政策	推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施“两重”项目	加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资
其他	有效激发民间投资活力。高质量推进城市更新	以政府投资有效带动社会投资。大力实施城市更新

图表11：未来收入信心制约了消费意愿转化为消费行为



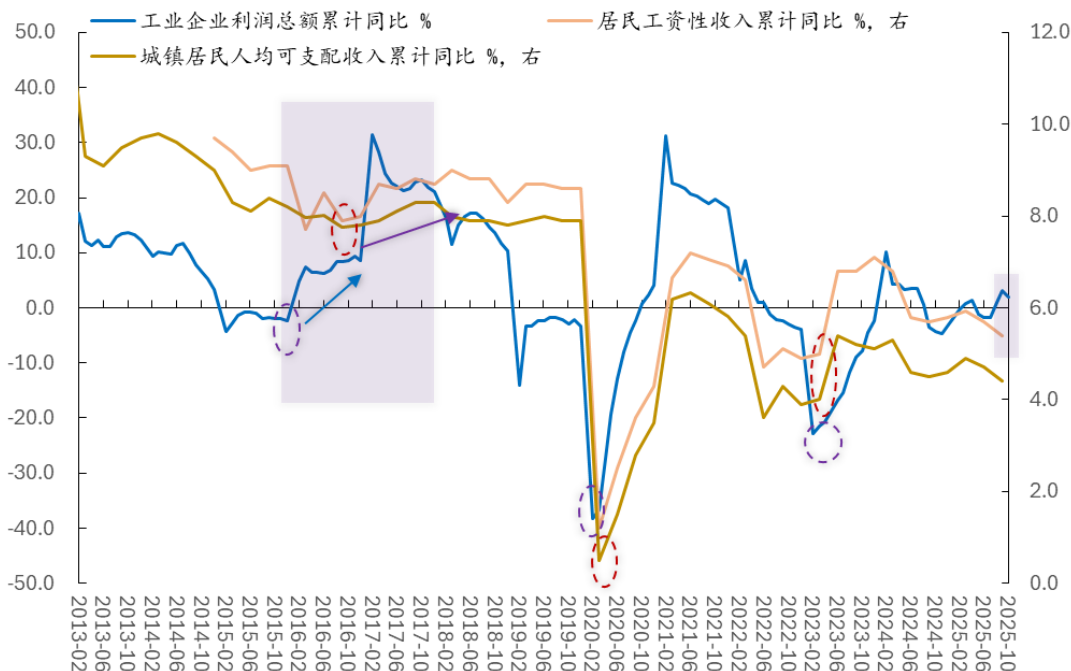
来源：新华网，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

(2) 会议提出“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”。制造业反内卷继续深入，这是中游企业盈利修复的重要前置条件，从而为企业盈利→居民收入的传导打下基础。回顾 2016-2017 年的历史经验，当工业企业“盈利底”出现后，居民就业与薪资往往随之出现趋势性好转，形成“企业盈利改善→就业增加与薪资提升”的传导路径。当前 2025Q3 企业盈利底部的信号已逐渐明朗，未来我们或将有希望看到居民薪资的边际改善。



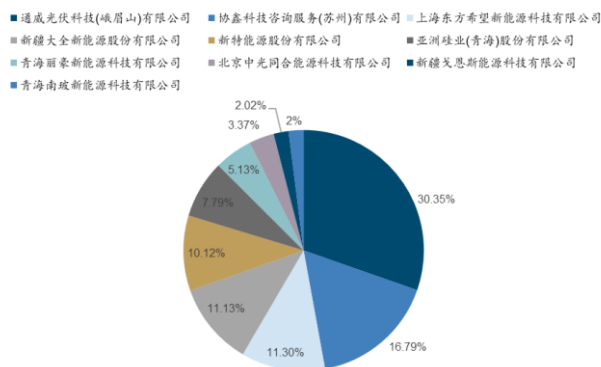
图表12: 历史经验显示, 当企业“盈利的底”出现后居民薪资增速将有望出现趋势性改善



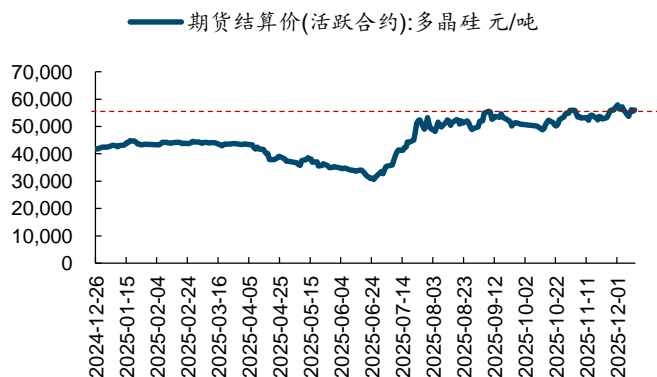
来源: wind, 国金证券研究所

以光伏为例, 硅料的收储计划是其反内卷重要的举措之一, 而平台公司的成立是收储计划的第一步: 12月9日北京光和谦成科技有限责任公司成立, 背后的主要股东包括众多多晶硅产能排名靠前的企业控股公司, 虽然目前光伏协会还未官方明确该公司为收储平台, 但却未进行否认且表示收储的相关工作正在稳步推进。随着光伏“反内卷”的推进, 多晶硅的期货价格已连续多周稳定在5.5万元/吨中枢附近, 行业的盈利预期有所改善。

图表13: 光和谦成的十大股东与多晶硅产能排名靠前的企业密切相关



图表14: 自下半年以来多晶硅的价格中枢明显抬升, 稳定在5.5万元/吨附近



来源: wind, 国金证券研究所

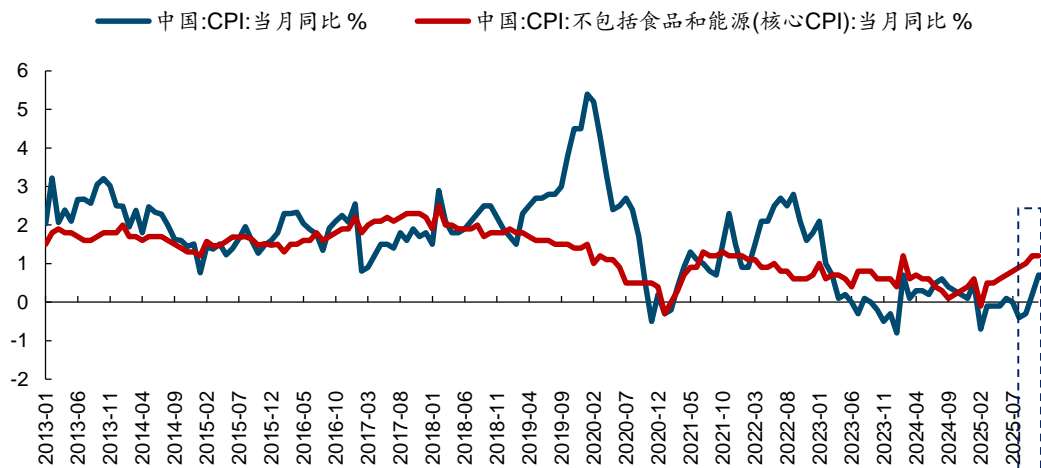
来源: wind, 国金证券研究所

从11月的通胀数据来看, 上述政策思路已经开始在价格信号上有所体现:

(1) 从CPI来看, 11月CPI同比上涨0.7%, 为2023年3月以来最高。同比涨幅扩大主要是食品价格由降转涨拉动, 除此以外部分服务性的价格指数也出现上涨: 飞机票、家政服务和在外餐饮价格分别同比上涨7.0%、2.4%和1.2%。



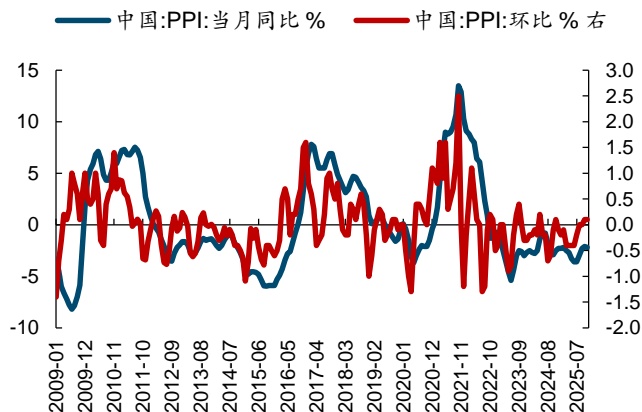
图表15: 11月CPI同比大幅抬升, 达到2023年4月以来最高, 而核心CPI持平



来源: wind, 国金证券研究所

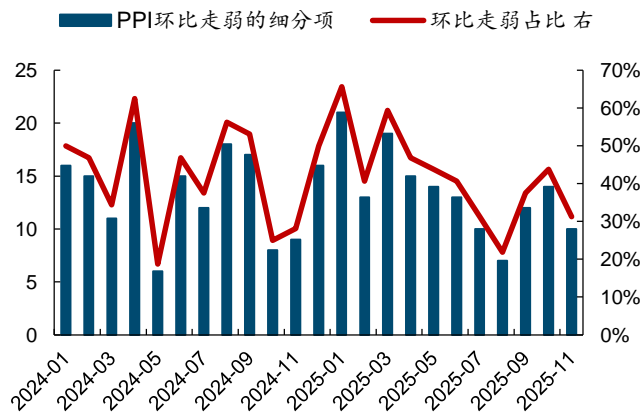
(2) 从PPI来看, 同比下降2.2%, 但主要受上年同期对比基数走高影响, 环比上看上涨0.1%, 连续两个月上涨。而在反内卷政策的影响之下, 2025年以来PPI环比继续走弱的分项占比趋势性下降, 9-10月有所回弹但11月重新下降。

图表16: 11月PPI同比有所回落, 但环比仍为正



来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 2025年以来PPI走弱分项占比趋势性下降, 9-10月有所回弹但11月重新下降



来源: wind, 国金证券研究所

4、经济的齿轮仍在转动

本周海外市场的波动再次放大, 背后的导火索与10月底类似, 美股AI科技股的业绩不及预期导致市场又开始担忧AI的“泡沫化”, 而与之相关的受益于AI投资趋势的资产也出现了不同程度的下跌。此外, 降息落地之后市场反而又开始将目光放在未来的降息节奏上, 由此也带来了相关资产的波动。我们认为, 面对市场对于未来AI业绩、降息预期的扰动, 投资者更应该关注的是实际已经发生的事情对于基本面的影响传导, 即AI的投资仍在被上调指引, 这是不受AI股票波动所影响的; 而降息之后对于制造业投资需求的刺激实际上也不会受到下一次降息节奏的影响, 更何况我们认为在二次通胀并未到来、失业率仍有可能在AI激进投资之下继续突破的组合下, 降息方向是确定性的。因此我们的关注点应该在于基本面未来潜在的变化, 而非在于资产定价本身所隐含的预期波动。基于上述逻辑, 我们推荐:

- 第一, 继续受益于AI投资指引上调和降息周期下全球制造业复苏预期的工业资源品链条(铜、铝、锡、锂、原油、油运);
- 第二, 非银(保险、券商)资本扩容与长期资产端受益于资本回报见底回升形成共振;
- 第三, 中国的设备出口(电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车、照明设备)



和中国制造业优势产业行业底部反转的机会（印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉）；

第四，在资本回流和入境人数增加下，中国的消费进入回升通道（航空、酒店、免税、食品饮料）。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究