



A 股策略周报 20260208

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）
mouyiling@gjzq.com.cn

分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
wu_xiaoming@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

高切低与简单题

风险事件密集冲击下，全球大类资产开启“Risk-off”模式

在 AI 产业叙事出现阶段性退潮、就业市场超预期降温等事件密集冲击下，近期全球大类资产开启“Risk-off”模式，对于流动性与风险偏好最为敏感的加密货币市场加速下跌，美国国债收益率下行，市场避险情绪严重，直至本周五（2026年2月6日）才有所缓解。而在权益资产内部，全球股票市场出现明显的成长向价值的加速风格切换。导致市场如此激烈风险再平衡的直接诱因在于近期 AI Agent 技术的快速进步，引发市场对于 AI 从赋能者变为掠夺者的担忧，大型软件股遭遇抛售潮；与此同时，当前美股财报季部分重要科技股业绩信号同样并不乐观，如 AMD、ARM、高通等业绩指引低于市场乐观预期，BIG7 大超预期的资本开支投入则加剧了市场对其业绩能否顺利兑现的质疑等。而风格的另一端，制造业修复的信号正在变得愈发明显，且工业、原材料、房地产等价值板块同样具备 AI 较难替代特征，因此在本轮风格切换中获得市场青睐。

海外风格切换的背后，是资本市场对于 AI 产业周期演绎的“抢跑”阶段步入尾声

当下 AI 产业本身增长与技术进步仍在延续，产业趋势本身当前并未出现明显变化，资本市场对于 AI 的担忧更多是交易层面第一阶段正在接近尾声的信号，即对新的颠覆性技术出现的憧憬期，任何释放加速拥抱信号、占据先发优势、以及受益于前期资本投入的行业与公司往往容易率先受到追捧；然而随着技术逐渐成熟，并开始从宏观层面产生真正的颠覆性影响，市场反而会因潜在的摩擦成本与不确定性而出现较大波动，这也是技术生命周期与资本市场交易周期的错配阶段演绎到瓶颈的典型特征。事实上 AI 内部软硬件分化在 2025 年 Q4 已经开始，彼时也是全球市场整体风格层面逐渐切换的开始。往后看，未来市场将重新评估 AI 技术本身与各行业的真正关系，普涨行情结束，在高波动中逐渐分化可能是未来一段时间的常态。容易被技术进步所替代，在巨变前夜缺乏资本纪律的扩张行为的行业与公司可能面临逆风，而真正的供需紧缺环节，具备技术领先性并率先商业化、商业模式具备高防御能力的公司与行业将是该阶段的胜者。当然，寻找谁是胜者是一个复杂的命题，但是产业发展的核心矛盾转移到了电力基础设施却是简单的事实。需要指出的是从泡沫化视角来看，2025 年 AI 杠杆扩张明显，资本投入逐渐从自由现金流转向债务融资，然而各类风险指标相较于“互联网泡沫”期依然有一定距离，出现类似“互联网泡沫”那般极端“挤泡沫”的概率较小。

本轮国内市场的高低切：内外需并不对立

近期 A 股跟随海外共振同样发生明显的风格切换，内需资产表现占优，然而这与过去又存在差异：在过去市场习惯性将内需作为外需走弱后的阶段性替代或避险品种，而本轮外需并没有出现走弱的信号：1 月韩国出口额同比增长 33.9%，历史同期首次突破 600 亿美元；高频数据中通过农历时间对齐后的中国港口集装箱吞吐量数据同样处于 24 年以来同期新高；中观视角 2026 年 1 月挖掘机电外销数据同样亮眼。而内需同样在外需改善的情况下有了更多积极变化：一方面，经过一系列渠道变革与稳价措施，茅台批价数据正在企稳；另一方面，春节假期的季节效应下，同样可以密切关注消费板块后续的基本面变化。我们年度策略中指出：之所以之前内外需时对立的，是因为房价压制消费，叠加出口企业并未将收入结汇导致了外需和内需出现了割裂。当下，伴随房价对于消费的影响进入钝化期，与此同时出口结汇数量正在大量增加，内外需的协同复苏时可以期待的。交易层面随着 ETF 大幅流出阶段的过去，前期被大量抛售的沪深 300 本身存在一定的低位修复空间；而消费板块在大类板块中最高赔率的估值分位数同样在转换期时一种优势。

做好简单题：实物资产 VS 中国资产

随着全球 AI 产业周期交易逐渐步入第二阶段，科技链的表现可能也会与过去有所不同。科技中谁会胜出，变成一个复杂的命题。而相较之下，简单题已经浮出水面：海外制造业修复的趋势正在强化，人工智能投资的核心矛盾已经转向以能源为代表的基础设施，无法被 AI 所颠覆的全球实物资产的重估悄然开始，而随着出口企业资金回流开启，内外需正在开始共振，中国资产的重估之路也蓄势待发。具体配置建议上，一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳：原油及油运、铜、铝、锡、锂、稀土；二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——电网设备、储能、工程机械、晶圆制造，以及国内制造业底部反转品种——石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉等；三是抓住资金回流+缩表压力缓解+人员入境趋势的消费回升通道——航空、免税、酒店、食品饮料；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的非银金融。

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、全球市场风险的再平衡..... | 3 |
| 2、技术生命周期与资本市场交易周期的错配与回归..... | 5 |
| 3、本轮国内的高低切同样并不简单..... | 7 |
| 4、做好简单题..... | 9 |
| 5、风险提示..... | 9 |

图表目录

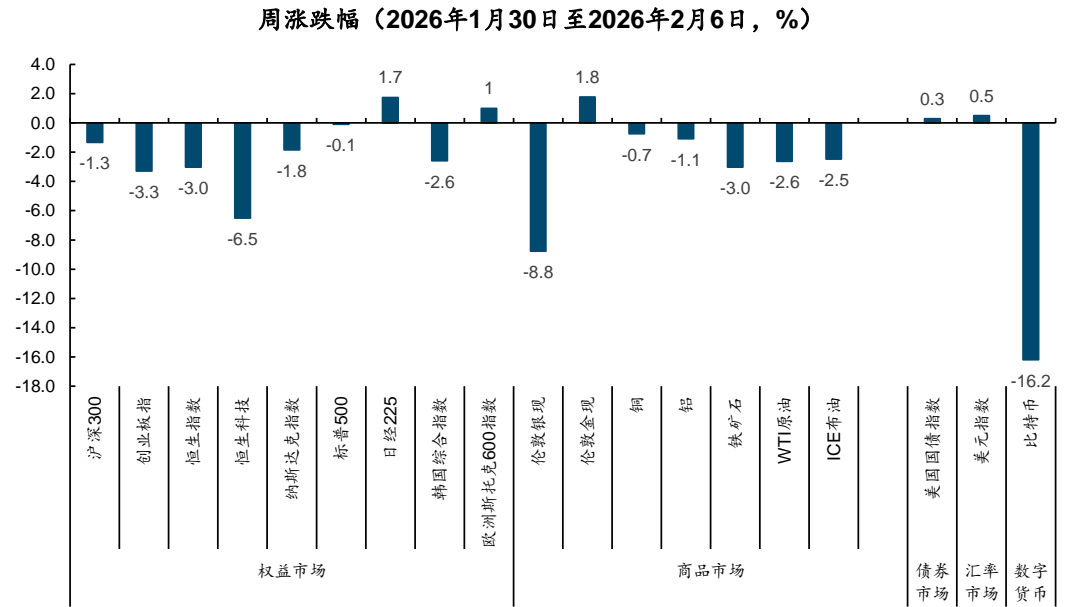
| | |
|--|---|
| 图表 1: 本周 (2026 年 1 月 30 日至 2026 年 2 月 6 日) 全球开启 “Risk-off” 模式..... | 3 |
| 图表 2: 而在权益资产内部, 全球股票市场出现明显的成长向价值的加速风格切换..... | 3 |
| 图表 3: AMD、ARM、高通等业绩指引低于市场乐观预期..... | 4 |
| 图表 4: 谷歌与亚马逊 2026 年资本开支投入远超预期..... | 4 |
| 图表 5: 1 月主要地区 PMI 生产活动均出现明显上行..... | 4 |
| 图表 6: ISM 口径下美国制造业 PMI 出现跃升..... | 4 |
| 图表 7: 近期表现出色的地产、能源、原材料等板块大多是 AI 不敏感行业..... | 5 |
| 图表 8: 本轮全球市场整体风格层面的切换开始于 2025 年 Q4..... | 6 |
| 图表 9: 2025 年下半年以来 AI 股票资产内部分化程度不断加大, 当前已上涨比例离散度已下降至历史低位..... | 6 |
| 图表 10: AI 产业内部分化加大, 不同板块表现差异逐渐凸显, 2025Q4 开始硬件上涨的同时软件明显下跌..... | 6 |
| 图表 11: 2025 年 AI 产业杠杆扩张明显, 然而各类风险指标相较于 “互联网泡沫” 期依然有一定距离..... | 7 |
| 图表 12: 近期 A 股市场同样发生了明显的风格切换, 内需相关资产表现相对占优..... | 7 |
| 图表 13: 春节假期临近部分两融余额出现下降..... | 8 |
| 图表 14: 2026 年 1 月韩国出口表现出色..... | 8 |
| 图表 15: 通过农历时间对齐后的中国港口集装箱吞吐量数据同样处于 24 年以来同期新高..... | 8 |
| 图表 16: 2026 年 1 月挖掘机外销数据同样亮眼..... | 8 |
| 图表 17: 内需消费与金融板块本身具备高赔率 (%)..... | 8 |
| 图表 18: 茅台批价数据正在企稳 (元)..... | 8 |



1、全球市场风险的再平衡

在特朗普官宣沃什担任下一任美联储主席、AI 产业叙事出现阶段性退潮、就业市场超预期降温等事件密集冲击下，近期全球大类资产开启“Risk-off”模式，对于流动性与风险偏好最为敏感的加密货币市场加速下跌，美国国债收益率下行，市场避险情绪严重，直至本周五（2026年2月6日）才有所缓解。

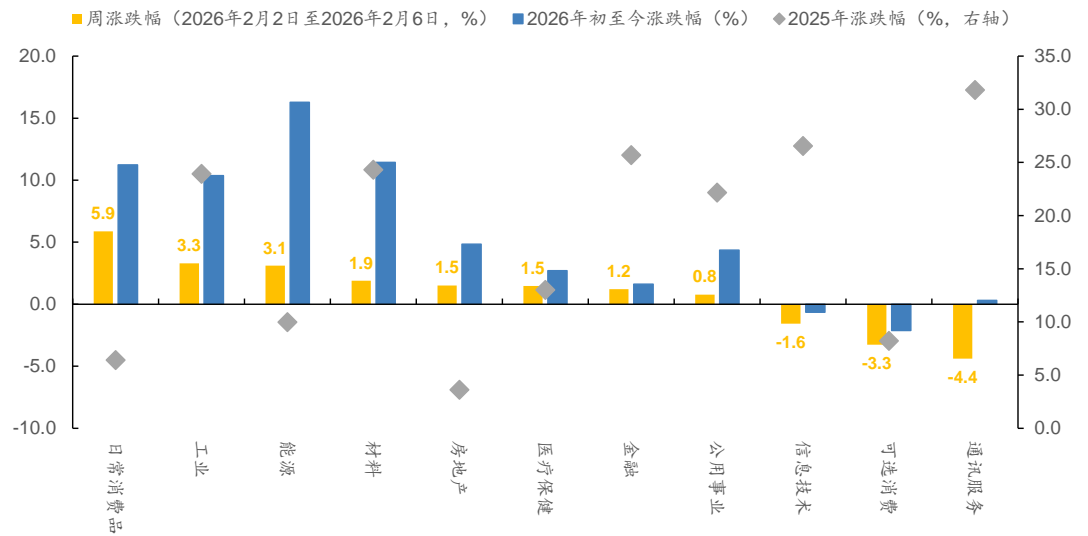
图表1：本周（2026年1月30日至2026年2月6日）全球开启“Risk-off”模式



来源：wind，国金证券研究所

而在权益资产内部，全球股票市场出现明显的成长向价值的加速风格切换。导致市场如此激烈风险再平衡的直接诱因在于近期 AI Agent 技术的快速进步，引发市场对于 AI 从赋能者变为掠夺者的担忧，大型软件股遭遇抛售潮；与此同时，当前美股财报季部分重要科技股业绩信号同样并不乐观，如 AMD、ARM、高通等业绩指引低于市场乐观预期，BIG7 大超预期的资本开支投入则加剧了市场对其业绩能否顺利兑现的质疑等。

图表2：而在权益资产内部，全球股票市场出现明显的成长向价值的加速风格切换



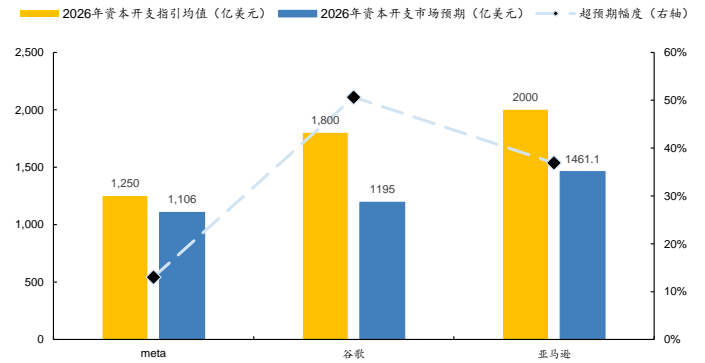
来源：wind，国金证券研究所



图表3: AMD、ARM、高通等业绩指引低于市场乐观预期

| 公司名称 | 业绩指引与市场预期 | 市场反应 |
|------|---|------------------------------|
| AMD | 四季度财报显示, 当期营收102.7亿美元(约合713.78亿元人民币), 高于LSEG给出的96.7亿美元普遍预期, 但其中3.9亿美元中国市场收入未被华尔街纳入前期预估, 剔除该部分后业绩仅略超预期。此外, 公司 预计一季度营收中值为98亿美元, 未达100亿美元的市场预期。 | 2月4日股价单日大跌17% |
| ARM | Arm公布的第三财季营收同比增长26%至12.4亿美元, 略高于分析师预期的12.3亿美元; 同时, 公司给出的第四财季营收指引中值为14.7亿美元, 也高于市场平均预期的14.4亿美元。然而, 据彭博汇编的数据, 部分乐观的买方预期已高达15亿美元。 Arm公司版权收入(按芯片出货量收取)为7.37亿美元, 同比+27%, 显著高于FactSet一致预期的7.08亿美元。然而, “许可及其他”收入为5.05亿美元, 低于市场预期的5.20亿美元。 由于许可收入往往与客户未来产品规划相关, 盘后交易中市场对这一缺口更为敏感。 | 2月4日盘后一度下跌约-7%至-10%, 随后出现修复。 |
| 高通 | 美国半导体巨头高通公布了超预期的2026财年第一财季业绩, 但受全球存储供应短缺拖累, 该公司业绩展望不及市场预期。 高通预计第二财季营收在102亿至110亿美元之间; 调整后每股收益在2.45美元至2.65美元之间。而接受LSEG调查的分析师预计, 高通第二财季营收为111.1亿美元, 每股收益为 | 2月5日下跌8.5% |

图表4: 谷歌与亚马逊2026年资本开支投入远超预期

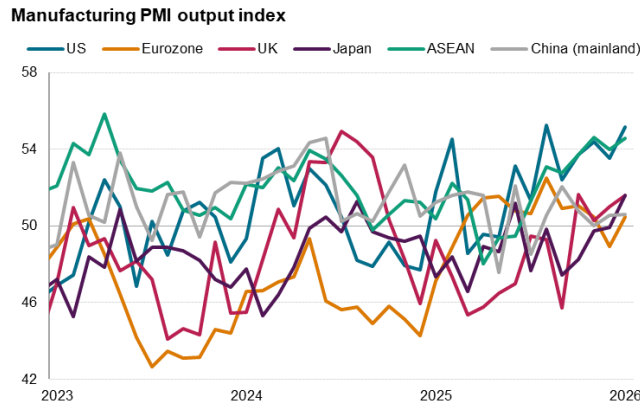


来源: 新浪财经, 国金证券研究所

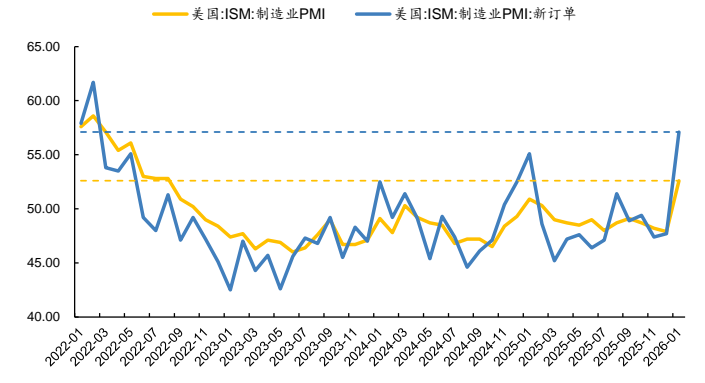
来源: wind, 国金证券研究所

而风格的另一端, 制造业修复的信号正在变得愈发明显, 2026年1月全球制造业PMI边际抬升0.5个百分点至50.9, 结构上主要地区生产活动均出现明显上行; 而ISM口径下美国制造业PMI整体与新订单分项分别跃升4.7与9.4个百分点至52.6与57.1, 创下40个月以来新高; 值得一提的是, 工业、原材料、房地产等价值板块同样具备AI较难替代特征, 因此在本轮风格切换中获得市场青睐。

图表5: 1月主要地区PMI生产活动均出现明显上行



图表6: ISM口径下美国制造业PMI出现跃升

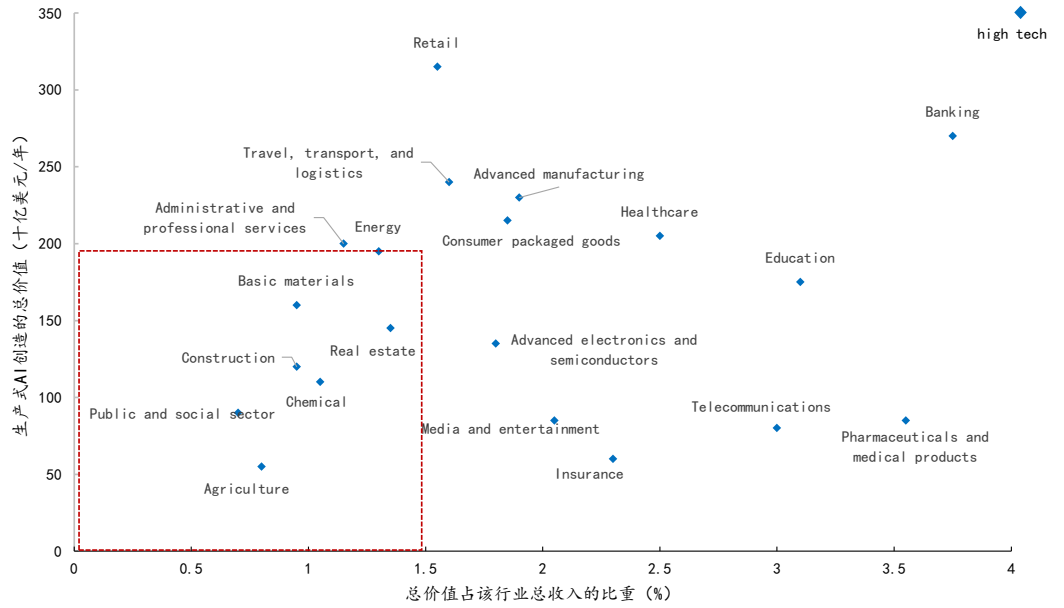


来源: S&P Global, 国金证券研究所。

来源: wind, 国金证券研究所



图表7：近期表现出色的地产、能源、原材料等板块大多是AI不敏感行业



来源：麦肯锡，国金证券研究所

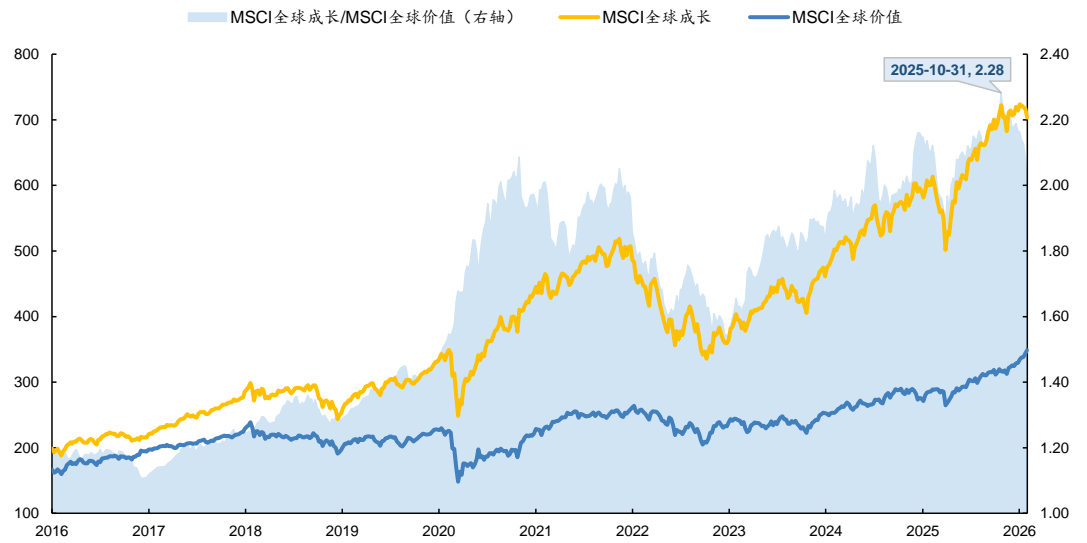
2、技术生命周期与资本市场交易周期的错配与回归

当下AI产业本身的增长与技术进步仍在延续，AI产业趋势本身当前并未出现明显变化，资本市场对于AI的担忧更多是交易层面第一阶段正在接近尾声的信号，即对新的颠覆性技术出现的憧憬期，任何释放加速拥抱信号、占据先发优势、以及受益于前期资本投入的行业与公司往往容易率先受到追捧；然而随着技术逐渐成熟，并开始从宏观层面产生真正的颠覆性影响，市场反而会因潜在的摩擦成本与不确定性而出现较大波动，这也是技术生命周期与资本市场交易周期的错配阶段演绎到瓶颈的典型特征。事实上AI内部硬件的分化在2025年Q4已经开始，而彼时也恰恰是全球市场整体风格层面逐渐开始切换的开始。

往后看，我们认为AI交易将逐渐步入第二阶段，即市场预期真正开始向技术本身回归，重新评估AI的发展对各行业的真正影响，普涨行情结束，在高波动中进一步分化可能是未来一段时间的常态。容易被技术进步所替代，在巨变前夜缺乏资本纪律的扩张行为的行业与公司可能面临逆风，而真正的供需紧缺环节，具备技术领先性并率先商业化、以及商业模式具备高防御能力（如受益于更广泛的投资扩张与技术进步对行业本身的赋能）的公司与行业将是该阶段的胜者。

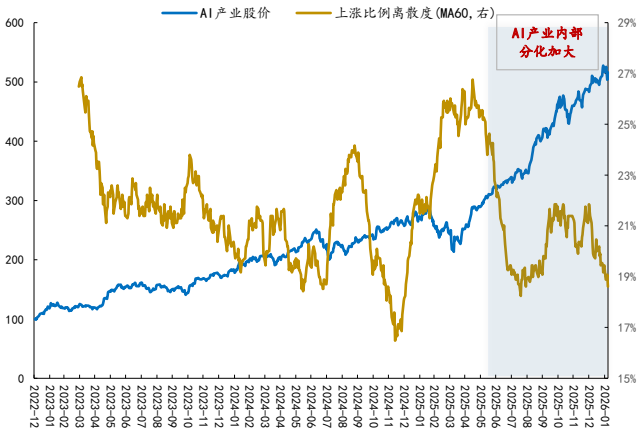


图表8: 本轮全球市场整体风格层面的切换开始于2025年Q4



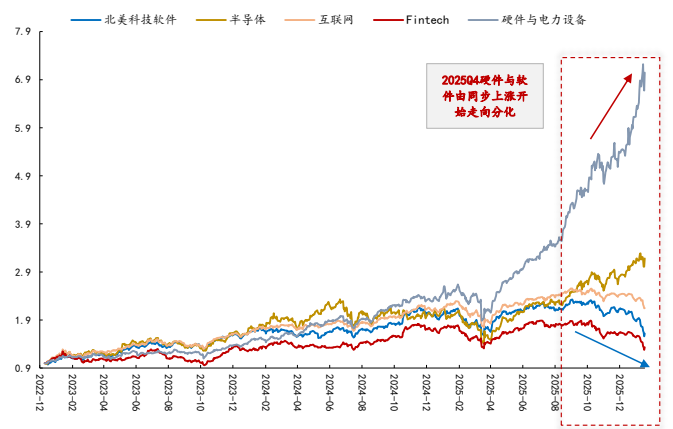
来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 2025年下半年以来AI股票资产内部分化程度不断加大, 当前已上涨比例离散度已下降至历史低位



来源: wind, 国金证券研究所; 注: AI产业股价以一揽子AI相关股票资产的股价表现等权测算而得到, 并以2022年12月31日为起始点进行标准化。

图表10: AI产业内部分化加大, 不同板块表现差异逐渐凸显, 2025Q4开始硬件上涨的同时软件明显下跌

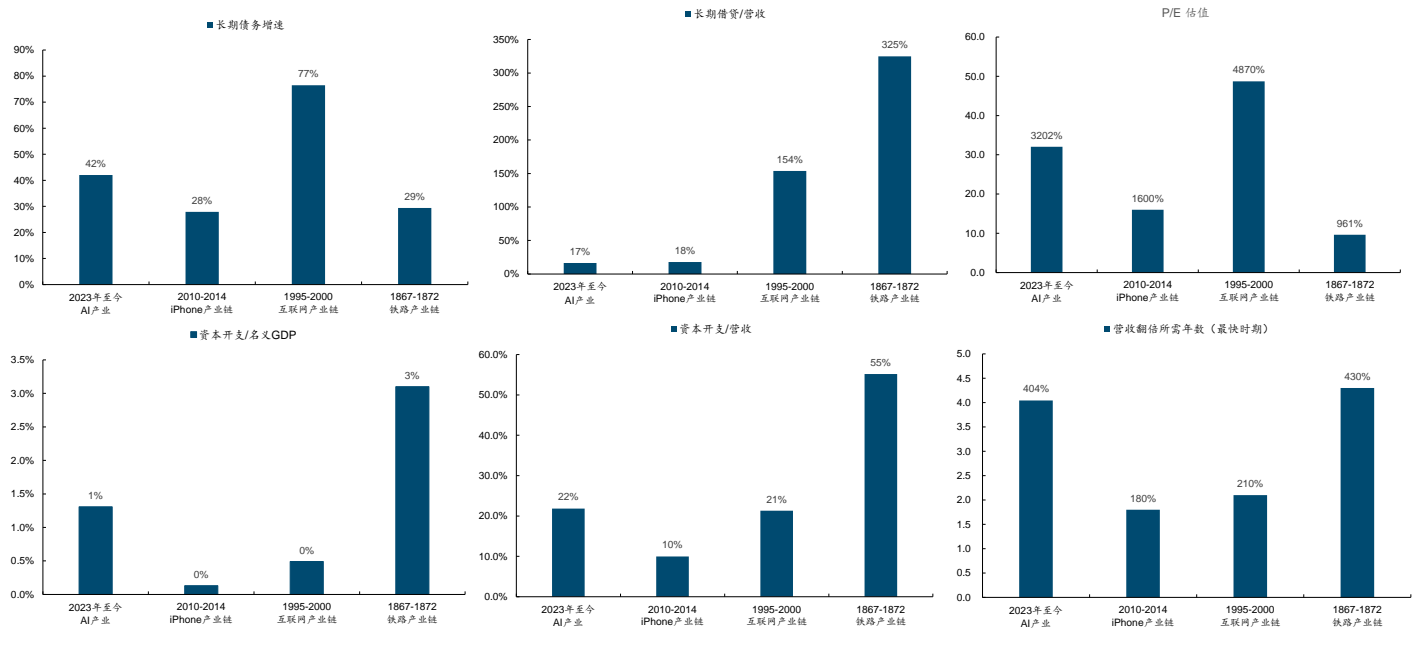


来源: wind, 国金证券研究所; 注: ①以股价表现均以2022年12月31日为起始点进行标准化; ②硬件个股组合采用标普二级行业“技术硬件和设备”成分股并按照市值排列选取TOP10个股剔除与费城半导体重复个股组合等权测算得到。

当然从泡沫化视角来看, 2025年AI产业杠杆扩张明显, 资本投入已经逐渐从自由现金流支撑转向债务融资, 然而各类风险指标相较于“互联网泡沫”期依然有一定距离, 因此本轮资本市场交易周期向技术生命周期回归的变轨期, 出现类似于“互联网泡沫”那般极端“挤泡沫”的概率较小。



图表11: 2025年AI产业杠杆扩张明显, 然而各类风险指标相较于“互联网泡沫”期依然有一定距离

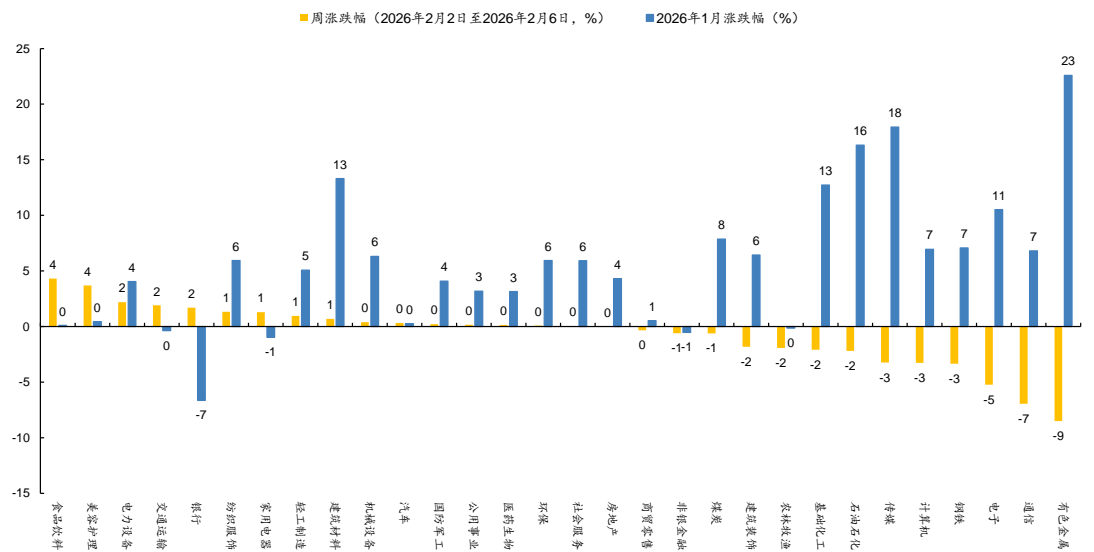


来源: wind, 国金证券研究所

3、本轮国内的高低切同样并不简单

近期 A 股市场跟随海外共振同样发生了明显的风格切换, 内需相关资产表现相对占优, 简单的解释是: 一方面, 春节假期临近部分高风险偏好资金季节性流出; 在过去市场习惯性地 将内需作为外需走弱后的阶段性替代或避险品种。但令人值得思考的是: 本轮外需也没有出现走弱的信号, 1 月韩国出口额达 658.5 亿美元, 同比增长 33.9%, 历史同期首次突破 600 亿美元; 高频数据来看, 通过农历时间对齐后的中国港口集装箱吞吐量数据同样处于 24 年以来同期新高; 而作为本轮全球制造业复苏周期受益的核心品种, 2026 年 1 月挖掘机外销数据同样亮眼。同期, 中国内需的茅台销量、出行数据开始出现了明显的修复, 外需和内需之间, 正在从对立, 开始走向统一。

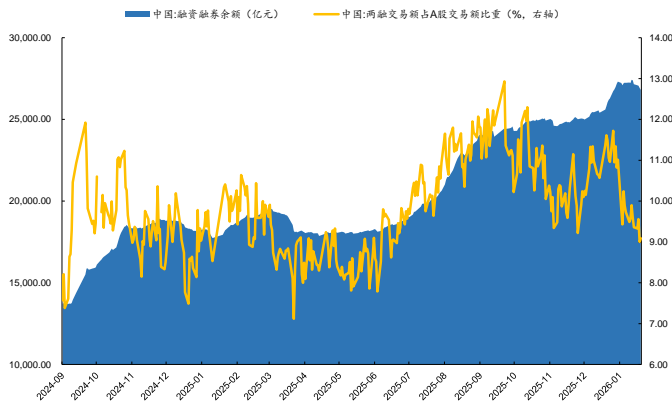
图表12: 近期A股市场同样发生了明显的风格切换, 内需相关资产表现相对占优



来源: wind, 国金证券研究所

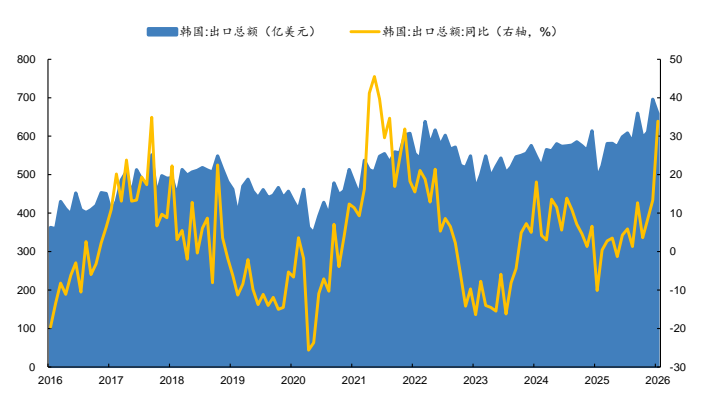


图表13: 春节假期临近部分两融余额出现下降



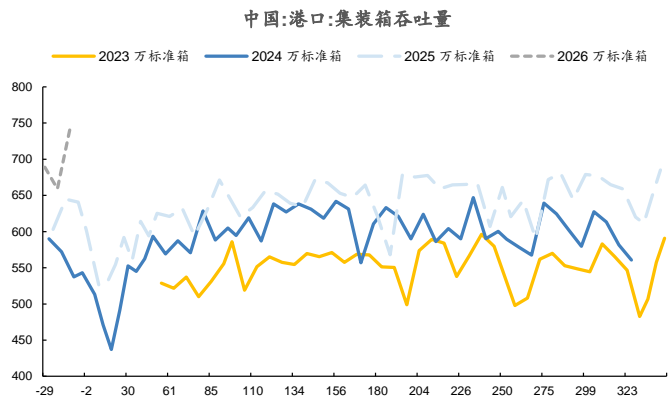
来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 2026年1月韩国出口表现出色



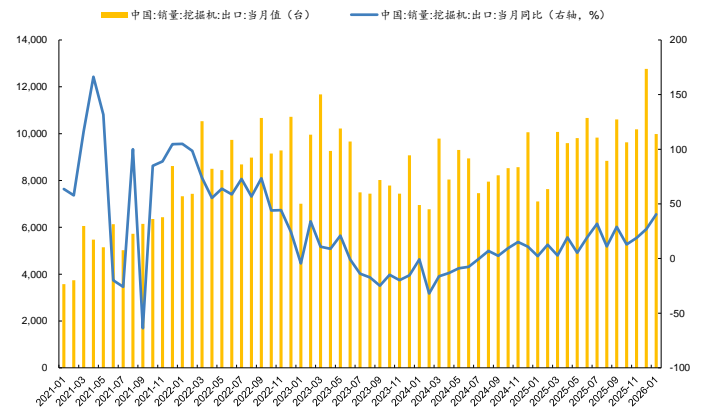
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 通过农历时间对齐后的中国港口集装箱吞吐量数据同样处于24年以来同期新高



来源: wind, 国金证券研究所

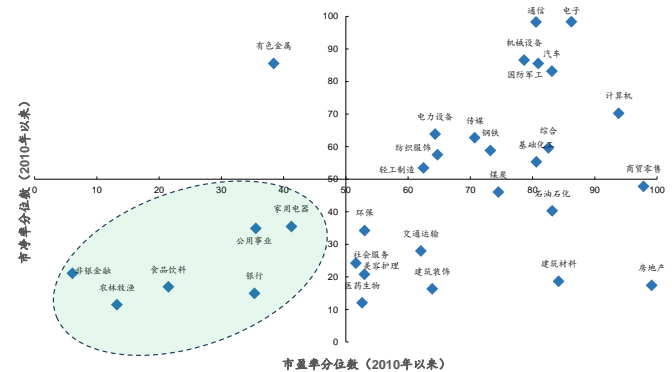
图表16: 2026年1月挖掘机外销数据同样亮眼



来源: wind, 国金证券研究所

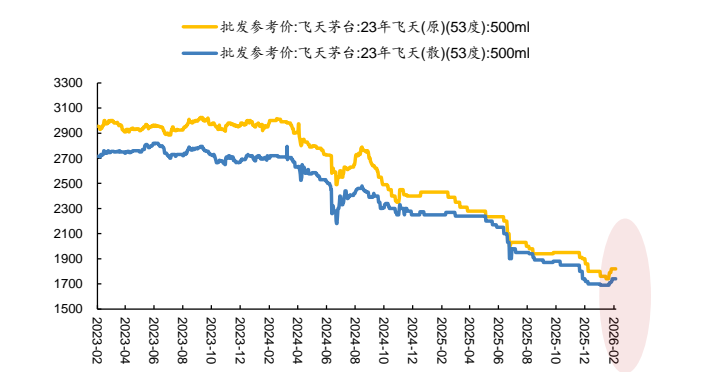
而内需消费与金融板块本身在市场风格轮动时具备高赔率(2010年以来市盈率与市净率水平均低于历史中枢的有非银、农林牧渔、食品饮料、银行、公用事业与家用电器)的同时,也事实上存在部分胜率层面的信号:一方面,经过一系列渠道变革与稳价措施,茅台批价数据正在企稳;另一方面,春节假期的季节效应下,可以密切关注消费板块后续的基本面数据变化。与此同时,交易层面随着ETF大幅流出阶段的过去,前期被大量抛售的沪深300本身存在一定的低位修复空间。

图表17: 内需消费与金融板块本身具备高赔率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 茅台批价数据正在企稳 (元)



来源: wind, 国金证券研究所



4、做好简单题

随着全球 AI 产业周期交易逐渐步入第二阶段，节后随着资金的回流，即使风格出现回摆，科技链的表现可能也会与过去有所不同。科技公司并非全无机会，但是相较于寻找谁会胜出的复杂题，简单题已经出现：科技基础设施的投资的核心矛盾正转向实物领域，全球制造业修复的确定性更高，在科技波动加剧之际，无法被 AI 所颠覆（甚至是真正受益其降本增效）的全球实物资产的重估悄然开始。而金融属性退坡后，实物属性回归的金属板块也将因此受益，产业定价的时期即将到来。

具体配置建议上，一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳：**原油及油运、铜、铝、锡、锂、稀土**；二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——**电网设备、储能、工程机械、晶圆制造**，以及国内制造业底部反转品种——**石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉**等；三是抓住资金回流+缩表压力缓解+人员入境趋势的消费回升通道——**航空、免税、酒店、食品饮料**；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的**非银金融**。

5、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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

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