



A 股策略周报 20260301

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：纪博文（执业 S1130525060006） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
mouyiling@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn wuhuimin@gjzq.com.cn

中国即 HALO，实物即方舟

“HALO”概念的背后：对 AI 的冷静认知

本周英伟达业绩超预期但股价大幅下行，去年 11 月以来 EPS 与股价走势的背离仍在延续，指向市场对于 AI 颠覆的担忧仍在持续。这一现象的原因可能和 2022 年国内新能源相关资产的走弱相似性：彼时国内新能源资本开支仍在上升且景气度较高，但 A 股整体 ROE 进一步走低，企业转型新能源增多，供给格局的恶化担忧让资本市场不再定价新能源相关资产景气，转而定价产业矛盾激化的稳定能源资产（煤炭、火电）。类似的情况正在美国出现，科技巨头资本开支仍在提升但中小企业盈利能力持续恶化，AI 并没有带来下游收入的提升，更多是大型企业的降本和切蛋糕的行为，这就无法像科网泡沫时期由于应用收入增长以支撑市场对于全产业链进行成长定价，但企业本身的资本开支会持续。投资者的关注点一方面转向 AI 拉动的基础设施和资源品领域；一方面开始担忧 AI 对于整个高附加值+轻资产行业的负面影响，同时随着“HALO”概念的提出，不易被 AI 取代的领域也成为了担忧下的避风港。今年以来美股重资产组合表现显著强于轻资产组合，同时美股中能源、材料、工业、公用事业板块在 25Q4 有明显超预期表现。在上述行业中，如果需求端还有 AI 受益的资产自然更具弹性。

HALO，中国资产

相比于美股，A 股营收分布集中于采矿业、制造业等不易被 AI 取代的行业；从行业中性的视角来看，大多数行业中 A 股上市公司有形资产占总资产比重往往高于同行业的美股上市公司。中国企业在对抗 AI 颠覆潜在冲击的能力相对更强。从全社会各部门增加值的角度来看，中国的制造业增加值占比、材料相关行业增加值占比同样高于其他主要发达经济体。全球投资者可能会发现，自己苦苦寻找的不被颠覆的 HALO 资产，将广泛分布于中国市场中，中国资产的产能价值将具有不可替代性，我们去年以来一直强调的“生产力即是财富”将逐步照进现实，中国制造业资产重估已经开始，资金回流+内需修复同样在途。

海外政府层面对资源品的关注度提升

美国金库计划、津巴布韦暂停锂矿出口表明海外政府对战略资源品的关注度持续提升。尽管以铜为代表的美国库存上升较快，但是从历史来看，库存/年消耗占比仍有空间，特别考虑到 AI+制造复苏本身将加大这一比值的分母。值得关注的特征有三：一是需求端来看，以美国为代表的政府层面储备需求上升；二是供给端来看，由于资源国对这些关键矿产供给端的控制比例比较高，当资源国开始采取一些提高税率、出口管制等政策时，更容易对供给端产生扰动并带来价格的上涨；三是资源国更希望以资源谋求发展，向下游延长产业链，在“人口红利”和“资源禀赋”的长期优势下，叠加降息周期，或将有望吸引资金加速布局新兴市场，这将有利于国内资本品出口出海活动。

中东局势反覆，年末油价若升至 90 美元方能扭转美国通胀下行趋势

美以对伊朗发动袭击后，短期内油价波动是大概率事件，油价对美国通胀的影响值得关注。过去 3 年中油价变化对美国 CPI 的边际影响减弱，原因在于服务业通胀使得能源相关分项权重的下降、能源转型下能源分项读数油价变化的弹性下降、以及 AI 对就业活动的压制下美国上游价格向下游传导可能更为困难。我们的测算表明：单月油价上涨 1% 对美国 CPI 同比增速的边际影响约为 0.14%。如果年末油价升至 90 美元/桶附近，年内美国 CPI 同比方有较高概率转为上行，这意味着降息周期与制造业周期在此前受到的干扰仍然较小。

中国即 HALO，实物即方舟

我们长期呼吁市场重视的实物资产如今正在以各种催化，进入全球投资者的视野。当下世界面对科技挑战产业秩序，地区冲突挑战全球化秩序，在秩序繁荣期被遗忘的实物资产将具有系统重要性，而中国资产在全球最接近实物生产属性，重估同样在途。推荐：一是不易被 AI 取代、同时受益于 AI 发展与海外政府对资源品关注度提升的铜、铝、锡、原油及油运、稀土、金；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：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。
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。



内容目录

海外市场：AI 颠覆的担忧与 AI 之外的机会	4
对 AI 颠覆的担忧仍在持续	4
AI 之外的机会正在出现	5
AI 颠覆的担忧下，中国资产更具韧性	7
海外政府层面对资源品关注度提升	9
中东局势反复，年末油价若升至 90 美元才将扭转美国通胀下行趋势	11
AI 颠覆担忧下的应对之策	13
风险提示	13

图表目录

图表 1： 25Q4 英伟达季报 EPS 超预期 5%以上，但季报公布后 3 个交易日的跌幅为过去三年最大	4
图表 2： 2025 年四季度以来，英伟达 EPS 与股价走势出现背离	4
图表 3： 美国企业 AI 采纳率仍在持续提升	4
图表 4： 当前市场对科技大厂 2026 年资本开支的一致预期约为 6700 亿美元，维持 60%以上增速	4
图表 5： 2022 年国内新能源资本开支仍在增长，但市场整体 ROE 在持续下行	5
图表 6： 美国企业盈利向少数大企业集中的现象当前仍在持续	5
图表 7： 科网时期美股互联网设备商资本开支快速扩张	5
图表 8： “互联网+实体”的经营方式推动亚马逊营收增速快速提升	5
图表 9： 过去 3 个月以来，美股当中固定资产占比较高的组合明显跑赢轻资产组合	6
图表 10： 美股中不易被 AI 取代的行业包括公用事业、石油石化、煤炭、有色等行业	6
图表 11： 25Q4 美股公用事业、能源、工业、材料行业的业绩超预期幅度较大	6
图表 12： 25Q4 美股工业行业上市公司资本开支增速上升，公用事业行业上市公司资本开支保持较高增速 ...	7
图表 13： 具体来看，25Q4 美股上市公司中，电气设备、交通运输、耐用品消费等细分行业资本开支增速较快	7
图表 14： 以铜为代表的有色金属行业受益于 AI 发展，数据中心建设是其需求的重要来源	7
图表 15： 电力行业同样受益于 AI 发展，数据中心的建设将拉动对电力的需求	7
图表 16： 从营收的行业分布来看，采矿业、制造业营收占 A 股总营收比重较高	8
图表 17： 行业中性视角下，A 股上市公司有形资产占比往往高于同行业美股上市公司	8
图表 18： 全社会视角下，中国制造业、材料相关行业增加值占比相较于其他主要经济体明显更高	9
图表 19： 美国、欧盟和日本的关键矿产清单比较	9
图表 20： 2025 年以来以铜为代表的矿产资源大幅流向美国	9
图表 21： 当前美国铜库存占消耗量比重约 30%，相比于历史水平仍有提升空间	10



图表 22: 资源国所掌握的关键矿产资源在全球占据较高的比重	10
图表 23: 新兴市场国家在多种关键金属上的集中度较高	10
图表 24: 当前资源民族主义政策与历史进行对比	11
图表 25: 相比 2022 年, 美国 CPI 分项中能源相关的私人交通、家用能源分项权重下降.....	12
图表 26: 近年来, 美国 CPI 能源相关主要分项读数与油价相关性持续走弱.....	12
图表 27: 2025Q4 以来美国 CPI 同比增速持续回落, 而美国 PPI 同比增速基本走平.....	12
图表 28: 当前状况下, 单月油价上涨 1%对美国 CPI 同比增速的影响约为 0.14%.....	12

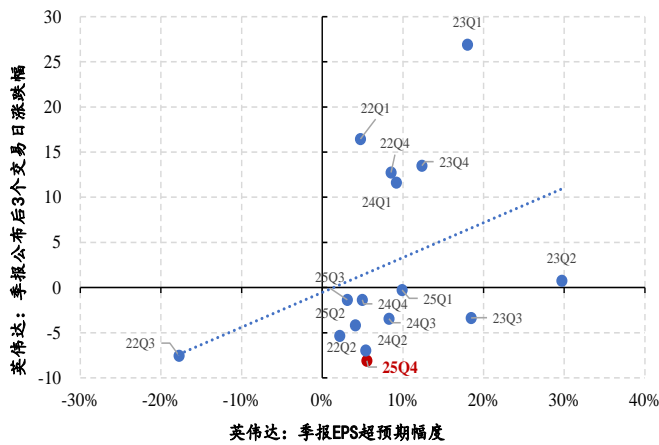


海外市场：AI 颠覆的担忧与 AI 之外的机会

对 AI 颠覆的担忧仍在持续

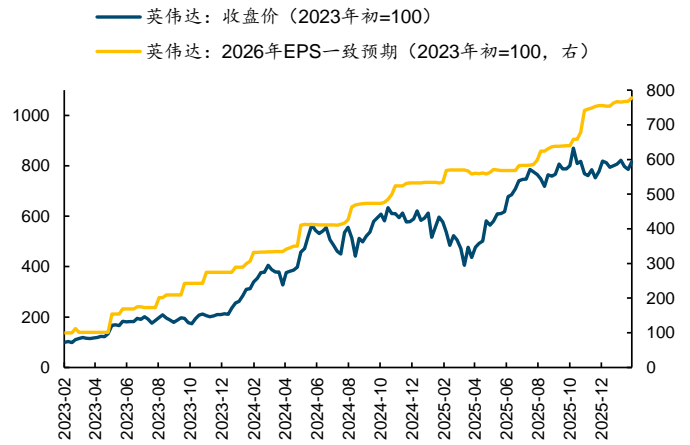
本周英伟达发布了 2025 年（2026 财年）四季度，尽管 EPS 超出市场预期 5.5% 的情况下，但英伟达股票价格反而在三个交易日内下跌超过 8%。虽然英伟达公布业绩超预期而股价下行的情况虽不鲜见，但本次市场的反应却显著低于历史平均水平，为过去三年中最大的跌幅。此外，自去年 11 月以来英伟达股价走势与 EPS 的变化出现背离，远期 EPS 持续上行但股价反而边际走弱；而在此之前，英伟达股价在较长时期内存在股价向远期 EPS 回归的特征。从基本面的角度来看，在过去的一个季度 AI 行业并未出现显著恶化的迹象：美国企业 AI 采用率持续上升，特别是大型企业的 AI 采用率已接近 35%，为历史最高值；同时美国科技巨头资本开支尚未出现放缓的迹象，数据中心相关活动的业绩指引持续提升，当前市场对亚马逊、谷歌、微软、Meta、甲骨文五家公司 2026 年全年资本开支的一致预期为 6700 亿美元，隐含资本开支同比增速在 60% 以上。

图表1：25Q4 英伟达季报 EPS 超预期 5% 以上，但季报公布后 3 个交易日的跌幅为过去三年最大



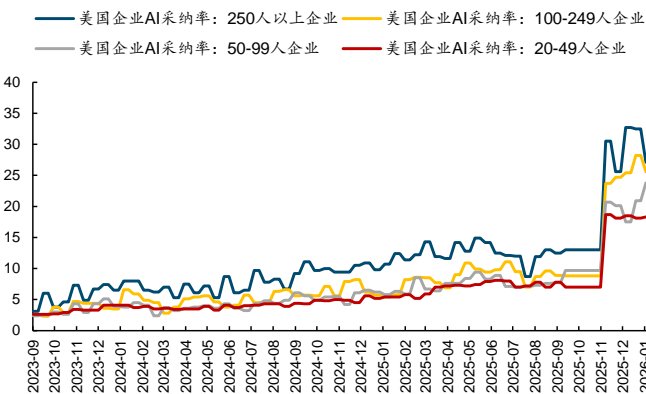
来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表2：2025 年四季度以来，英伟达 EPS 与股价走势出现背离



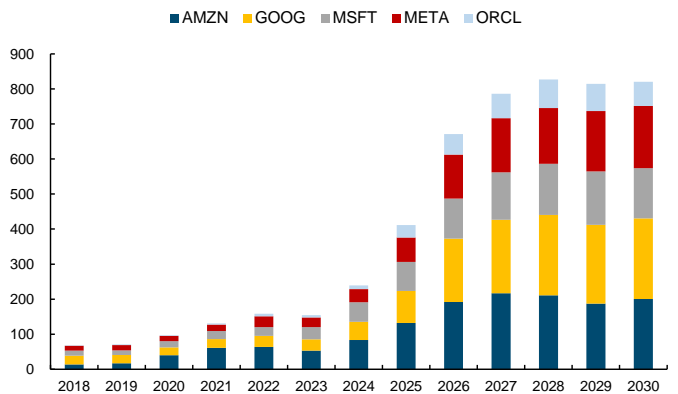
来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表3：美国企业 AI 采纳率仍在持续提升



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表4：当前市场对科技大厂 2026 年资本开支的一致预期约为 6700 亿美元，维持 60% 以上增速



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

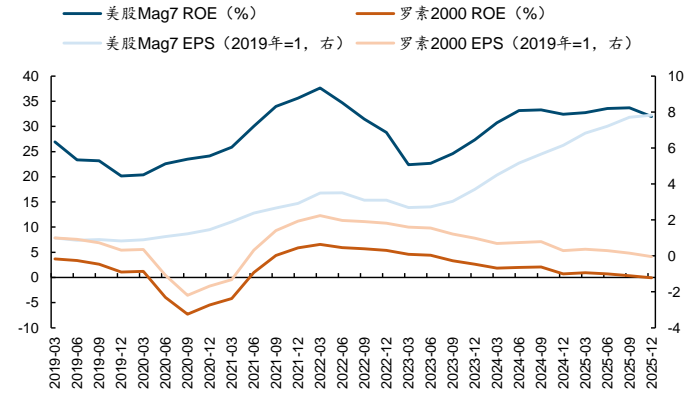
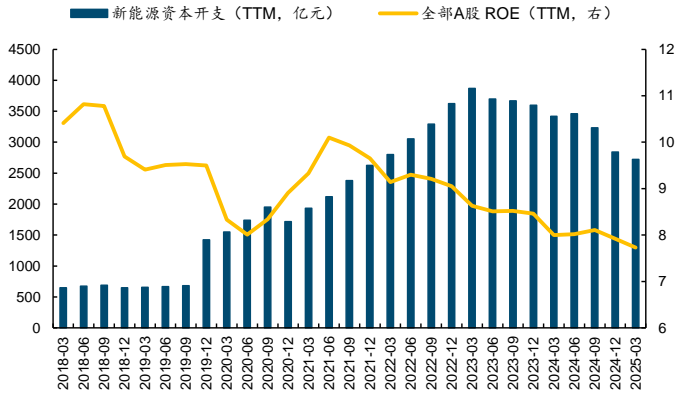
实际上，本周英伟达的下跌以及最近 3 个月股票价格与基本面的背离，其原因可能和 2022 年国内新能源相关资产的走弱存在一些相似性。2022 年，尽管新能源相关行业资本开支仍然在持续上升，但市场整体的基本面持续走弱，全部 A 股 ROE 进一步走低；在终端需求支撑较差的情况下，市场对于新能源相关企业资本开支及盈利的可持续性的担忧逐步上升，电新相关资产价格也在 2022 年出现较大的调整。



当前类似的情况也在美股出现，尽管科技巨头的资本开支仍在提升，但市场基本面整体情况却在恶化、盈利持续向大企业集中：当前 Mag7 的 ROE 水平接近 32% 而罗素 2000 指数 ROE 则基本在 0 附近，同时 Mag7 和罗素 2000 指数的 EPS 也出现显著分化。由于 AI 在降低生产成本方面有着很大的潜力，因此企业部门存在部署 AI 的动力，短期内数据中心相关资本开支仍有支撑；但是真正让投资者担心的是，当前 AI 的发展并没有带来下游收入的提升，反而是潜在的 AI 颠覆风险正在威胁下游需求端收入的可持续性。这和科网时期存在着显著差异，当时中游互联网设备企业资本开支的快速扩张，最终带来了以亚马逊为代表的互联网企业营收的快速扩张。当前，市场对 AI 颠覆下资本开支及盈利可持续性的担忧正是当前美股科技股出现异象的原因所在

图表5：2022 年国内新能源资本开支仍在增长，但市场整体 ROE 在持续下行

图表6：美国企业盈利向少数大企业集中的现象当前仍在持续

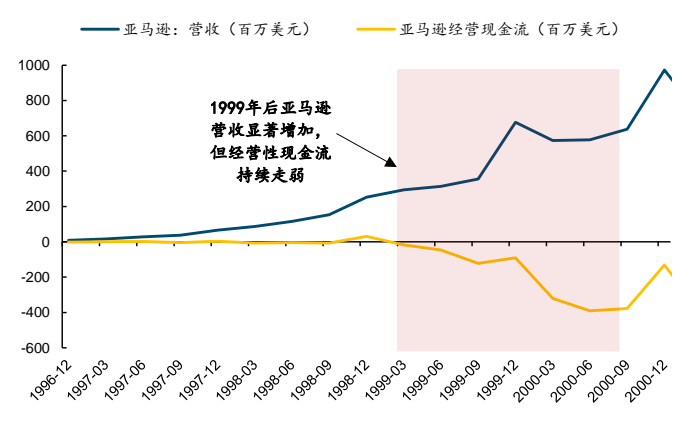
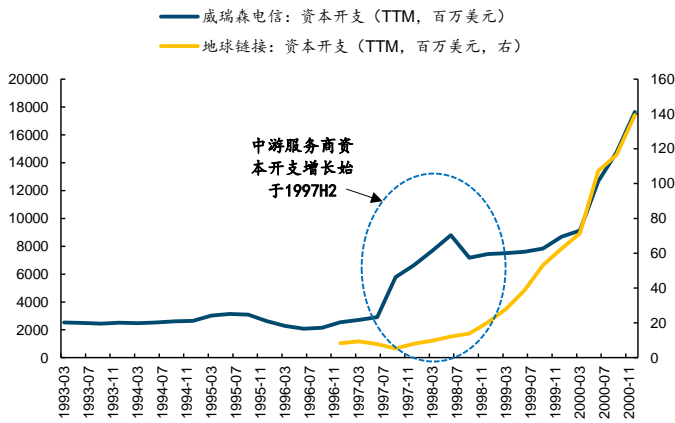


来源：wind，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表7：科网时期美股互联网设备商资本开支快速扩张

图表8：“互联网+实体”的经营方式推动亚马逊营收增速快速提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

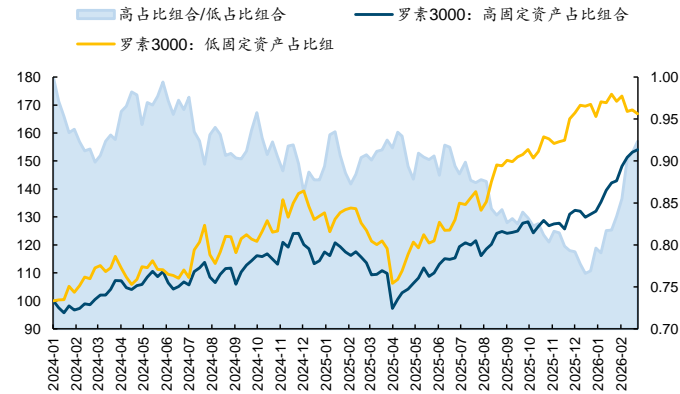
来源：Bloomberg，国金证券研究所

AI 之外的机会正在出现

在 AI 颠覆的担忧下，当前投资者的关注点逐渐转向不易被 AI 取代的资产。从目前经验来看：比较容易被 AI 取代的行业大多是信息密集型、通过消除信息不对称性创造价值的行业。这类行业往往具有轻资产的特征，人力资源是其核心竞争力，单位雇员对应的实体资产规模普遍较低；而不易被 AI 取代的行业则是与实体经济联系更为紧密、参与实物生产的行业，这类行业普遍具有重资产特征，有形资产占总资产比重较高。对比美股罗素 3000 成分股中固定资产占比最高 10% 组合与固定资产占比最低 10% 组合的来看，2026 年以来重资产组合明显跑赢轻资产组合。如果以雇员人均有形资产规模、有形资产占总资产比重两个条件进行筛选，可以发现美股当中不易被 AI 取代资产的行业包括公用事业、石油石化、有色、煤炭等行业

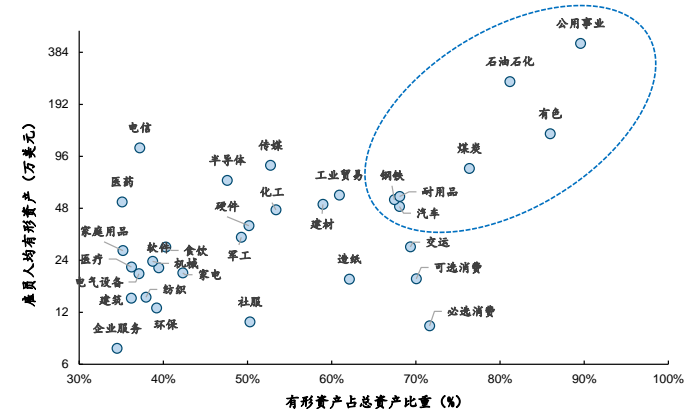


图表9：过去3个月以来，美股当中固定资产占比较高的组合明显跑赢轻资产组合



来源：wind，国金证券研究所

图表10：美股中不易被AI取代的行业包括公用事业、石油石化、煤炭、有色等行业

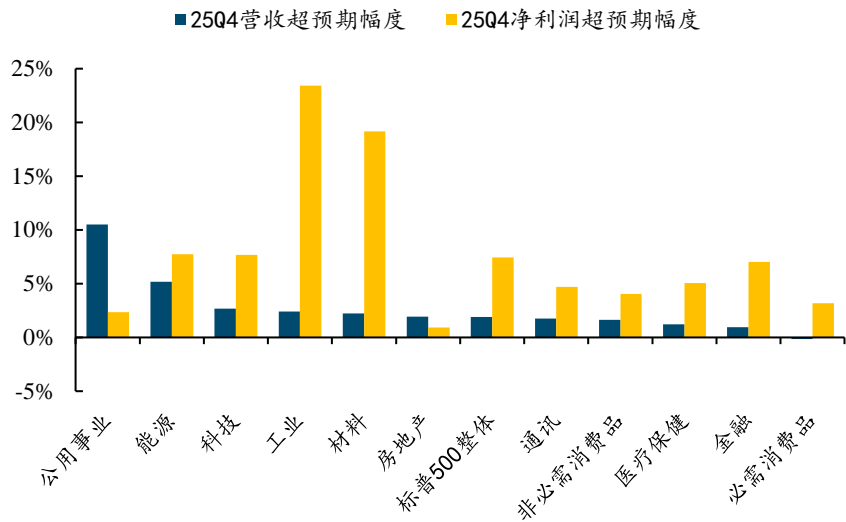


来源：wind，国金证券研究所。注：有形资产定义为总资产减去货币资金、应收账款、商誉及无形资产

有意思的是，上述行业在 2025 美股四季报中普遍有着不错的业绩表现。美股公用事业、能源板块营收超预期幅度均在 5% 以上，工业、材料板块净利润超预期幅度均在 15% 以上。此外，美股 AI 以外的投资活动也在修复，25Q4 美股工业行业上市公司资本开支增速上升，公用事业行业上市公司资本开支保持较高增速，具体到细分行业上来看，电气设备、交通运输、耐用品消费等细分行业资本开支增速较快。

不易被 AI 取代的行业可以进一步分为受益于 AI 发展的行业和对 AI 免疫的行业。受数据中心等 AI 相关基础设施建设的拉动，以铜为代表的有色金属以及电力行业是较为典型的受益于 AI 的行业；而与实物生产关联较为密切的钢铁、石化、耐用品制造等行业则更呈现出与 AI 关联性较弱、免疫 AI 的特征。在当前对 AI 颠覆的担忧持续、同时科技大厂对 AI 相关资本开支持续增长的环境下，受益于 AI 的行业具有较好的进攻性；如果之后在 AI 颠覆的影响扩散、同时 AI 相关资本开支放缓时，具有 AI 免疫特征的行业可能具有更强的防御性。

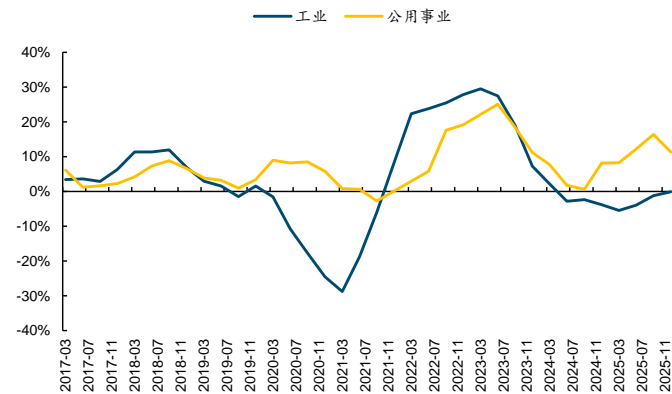
图表11：25Q4 美股公用事业、能源、工业、材料行业的业绩超预期幅度较大



来源：Bloomberg，国金证券研究所

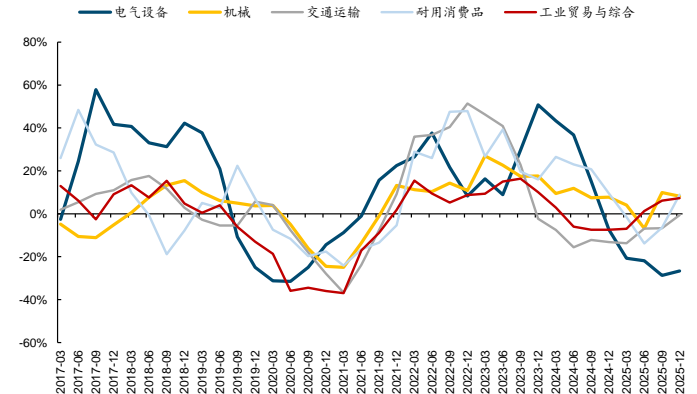


图表12: 25Q4 美股工业行业上市公司资本开支增速上升, 公用事业行业上市公司资本开支保持较高增速



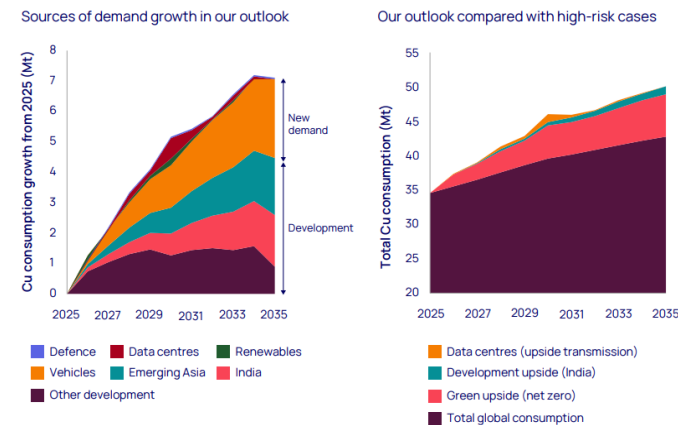
来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 具体来看, 25Q4 美股上市公司中, 电气设备、交通运输、耐用品消费等细分行业资本开支增速较快



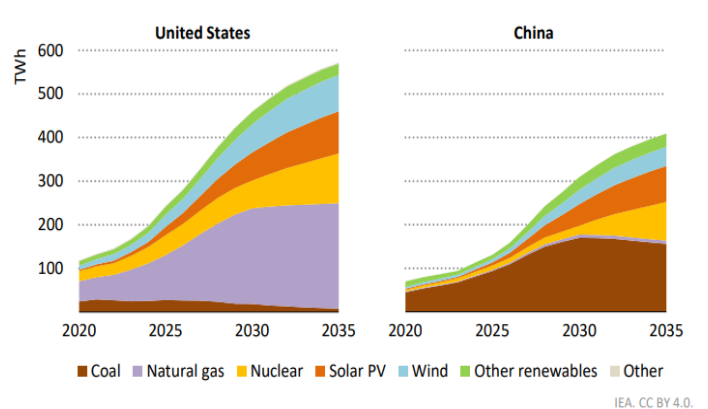
来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 以铜为代表的有色金属行业受益于AI发展, 数据中心建设是其需求的重要来源



来源: WoodMac, 国金证券研究所

图表15: 电力行业同样受益于AI发展, 数据中心的建设将拉动对电力的需求



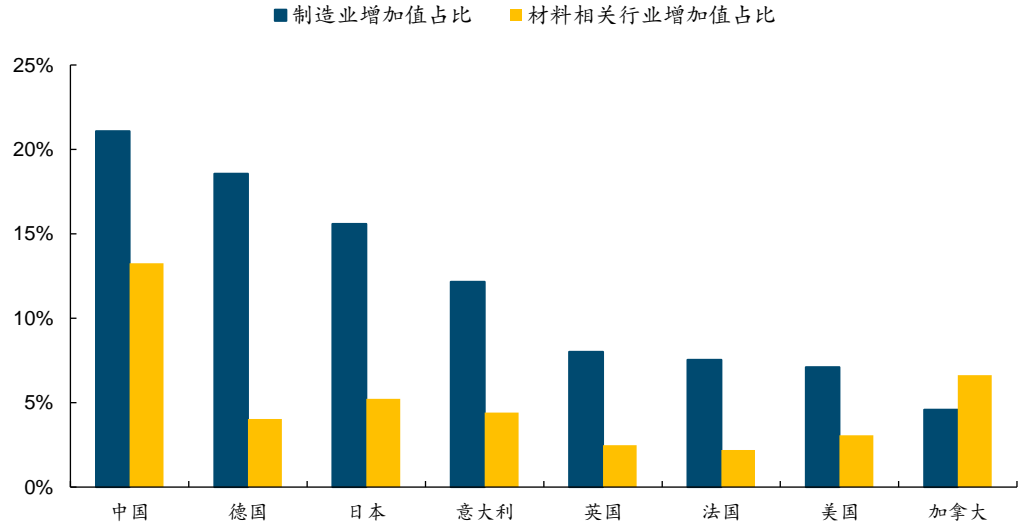
来源: IEA, 国金证券研究所

AI 颠覆的担忧下, 中国资产更具韧性

从 A 股与美股上市公司来看, A 股非金融资产的营收更集中分布于采矿业、制造业板块中与实体经济关联性更强、更不易被 AI 取代的行业; 而美股营收分布则更集中于医疗服务、零售、传媒等服务业相关领域, 相对来说可能被 AI 取代的风险更强。从行业中性的视角来看, 在大多数行业中, A 股上市公司与美股上市公司的雇员人均固定资产规模较为接近, 但有形资产占总资产比重往往高于同行业的美股上市公司; 即在大多数行业内部横向比较来看, 中国企业在对抗 AI 颠覆潜在冲击的能力相对更强。从全社会各部门增加值的角度来看, 中国的制造业增加值占比、材料相关行业增加值占比同样高于其他主要发达经济体。在对 AI 颠覆的担忧持续增强的背景下, 聚焦中国资产正是当前投资者更为稳健的选择。



图表18: 全社会视角下, 中国制造业、材料相关行业增加值占比相较于其他主要经济体明显更高



来源: ADB, 国金证券研究所

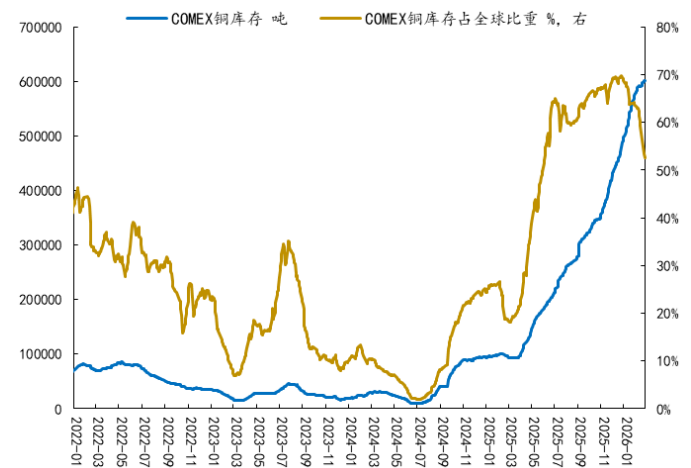
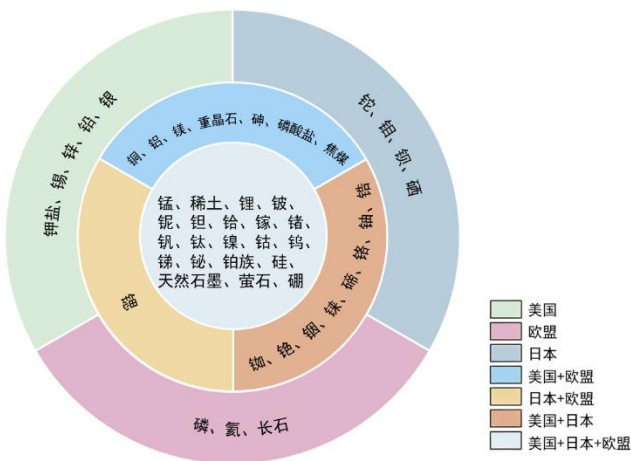
海外政府层面对资源品关注度提升

今年以来, 海外政府层面对战略资源品的关注度持续提升: 2026年2月2日特朗普宣布启动“金库计划”, 用于储存美国地质调查局在《2025年关键矿产清单》种列出的矿产资源; 就在本周, 津巴布韦也临时暂停锂矿出口, 政府方面希望向下延申产业链以提高矿产资源在其境内创造的附加值。值得关注的特征有三:

(1) 需求端来看, 以美国为代表的政府层面储备需求上升。当前关键矿产供应链安全已成为国家战略议题, 其内涵不仅局限于能否获得这些矿产, 更关乎能否在战略性新兴产业中维持乃至提升产业竞争力。在这一背景下, 美日欧纷纷推出关键矿产清单, 呈现出两点特征: ①所覆盖矿种持续扩容, 如美国2018年关键矿产清单涉及35种, 而2025年11月发布的新清单已扩充至60种; ②美日欧关键矿产清单重合度高, 意味着部分金属矿物的战略属性正在不断抬升。而当全球对于关键矿产的战略定位持续上移, 其对过往市场长期维持的低库存状态正在不断构成挑战。以铜为例, 2025年在美国关税政策扰动下, 全球其他地区的铜资源呈现出趋势性向美国集中的特征, 进一步凸显关键矿产在地缘与产业双重逻辑下的“战略化”定价与配置; 此外, 相比于历史水平, 当前美国铜库存/年消耗占比仍有提升空间, 特别考虑到AI+制造复苏本身将加大这一比值的分母。

图表19: 美国、欧盟和日本的关键矿产清单比较

图表20: 2025年以来以铜为代表的的关键矿产资源大幅流向美国



来源: USGS, European Union, 日本经济产业省, 国金证券研究所; 注: 图中金

来源: wind, 国金证券研究所

属矿物依据美国、欧盟和日本最新关键矿产清单进行绘制。



图表24：当前资源民族主义政策与历史进行对比

	主战场	国有化方式	政策整体特点	对外资态度	核心目标
过去	油气领域	“直接国有化”	粗暴严厉，对矿企影响大	零和博弈下的对立抗争，排斥态度	去殖民化
当前	关键矿产领域	“间接国有化”	温和理性，负面影响较小	合作基础上的利益之争，开放态度	现代化
区域	国家	限制措施类型	具体内容		
亚太	印尼	出口禁令&本地加工	(1) 印度尼西亚于2020年1月1日对镍矿石出口实施禁令。 (2) 从2023年6月开始，政府将禁止铝土矿出口，并推动在本国加工铝土矿的发展。		
	菲律宾	出口禁令&下游产业化	2025年2月，菲律宾参议院曾通过法案提议禁止出口未经加工的原矿，以推动国内加工产业、提高矿业的附加值。法案设定5年宽限期，以便矿业公司建立加工设施。然而，在立法过程中，最终版本未纳入原矿出口禁止条款。		
非洲	刚果(金)	出口配额&下游产业化	1、2025年2月21日，战略矿产市场监管局(ARECOMS)为应对全球钴供应过剩，发布了为期四个月的钴矿产品出口禁令。随后，该出口禁令于2025年6月21日再次延长三个月。 2、自2025年10月16日起正式实施钴出口配额管理制度，以规范出口秩序，促进战略矿产的本地增值利用。		
	津巴布韦	出口管制&本地加工	1、2022年12月，《基础矿物出口管制令(含锂矿石和未选锂矿)》禁止出口未经加工的含锂矿石，除非经矿山矿业发展部部长书面许可； 2、2023年1月，《第5号法令》将出口禁令扩大至所有“基础矿物”，包括除贵金属、宝石、石油和天然气之外的所有矿物； 3、2023年5月，《第57号法令》进一步细化、锂矿的开采、运输、储存、境内销售、加工和出口的程序并引入了相关许可制度。 4、政府已宣布自2027年1月起，禁止锂精矿出口，仅允许出口更高加工度的锂盐或硫酸锂产品。该政策旨在推动境内形成锂化工及电池材料产业链，促进矿业投资向下游延伸。		
	加纳	出口禁令&本土加工	(1) 自2024年6月起实施禁止原铝土矿的出口，以确保约9亿吨铝土矿储量在国内进行精炼和加工。(2) 2023年出台了“绿色矿产政策”，明确要求锂矿不得以原矿形式出口，必须在本国内进行提炼加工后再对外销售。		

来源：《当前一轮“资源民族主义”特点及前景》，中国贸促会服务企业平台，商务部，中国有色网等，国金证券研究所

中东局势反复，年末油价若升至 90 美元或将扭转美国通胀下行趋势

本周中东地区地缘政治冲突再度升级，2月28日美国和以色列分别展开“史诗怒火”、“咆哮的狮子”行动，对伊朗发动军事袭击，随后伊朗启动“真实承诺-4”行动对美国 and 以色列进行反击。考虑到伊朗本身是重要的产油国，且对霍尔木兹海峡这一中东石油运输要道有着较强的军事干预能力，本轮美以对伊朗的袭击事件后，短期内油价出现大幅波动是大概率事件，而油价上涨对美国通胀的影响程度可能是当下投资者最为关心的问题。

值得注意的是，过去3年中油价变化对美国CPI的边际影响似乎正在持续减弱，主要原因在于以下三点。其一是能源相关分项权重的下降：过去3年中美国服务业通胀更为明显，服务价格的上涨使得服务类分项在CPI统计中的权重上升，而与能源价格相关性较强的私人交通、家用能源等主要分项的权重有所下降。其二是能源相关分项的价格变化对油价变化的弹性有所下降，2023年以来，家用能源、私人交通、公共交通价格分项指数与布伦特原油价格滚动24个月的相关系数均呈现出下降趋势，其背后的驱动因素可能在于美国能源结构转型的持续推进。其三是目前美国上游价格向下游传导可能更为困难。受AI对就业活动压制的影响，当前美国的终端消费动能有所减弱，体现为美国PPI同比增速在2025年9月以来稳定在3%附近，而美国CPI同比增速则则逐步走低。这有些类似于2022年后国内在房地产价格下行后终端需求受到压制、上游成本压力难以向下游传导的情况。

经过测算，我们认为单月油价上涨1%对美国CPI同比增速的边际影响约为0.14%。考虑到2026年1月美国CPI同比增速边际下降0.3%，假设未来每个月油价的上涨能够产生对CPI的边际向上拉动作用能达到0.3%，那么单月油价的涨幅要在2%左右。结合当前布伦特原油73.2美元/桶的价格来看，这意味着如果年末油价升至90美元/桶附近，美国CPI同比增速才会转为上行。

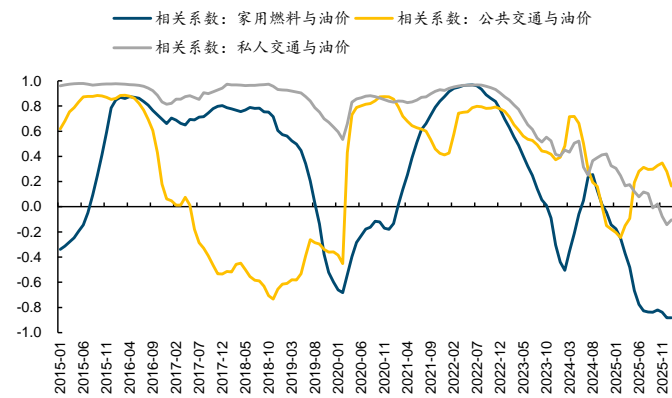


图表25: 相比2022年, 美国CPI分项中能源相关的私人交通、家用能源分项权重下降

类别	当前CPI权重 (%)	2022年CPI权重 (%)	相比三年前差异 (%)	类别	当前CPI权重 (%)	2022年CPI权重 (%)	相比三年前差异 (%)
住所及租金	35.6	34.4	1.2	个人护理	2.5	2.2	0.3
私人交通	14.8	16.0	-1.1	医疗商品	1.5	1.5	0.0
食品	13.7	13.5	0.2	公共交通	1.5	0.8	0.7
医疗服务	6.9	6.7	0.3	女士服装	0.9	1.0	-0.1
娱乐	5.1	5.4	-0.3	男士服装	0.6	0.6	-0.1
家用能源	4.5	4.7	-0.2	鞋靴	0.6	0.5	0.1
家具	4.3	5.3	-1.0	烟草	0.4	0.5	0.0
通讯	3.2	3.6	-0.3	珠宝手表	0.2	0.2	-0.1
教育	2.6	2.3	0.3	儿童服装	0.1	0.1	0.0

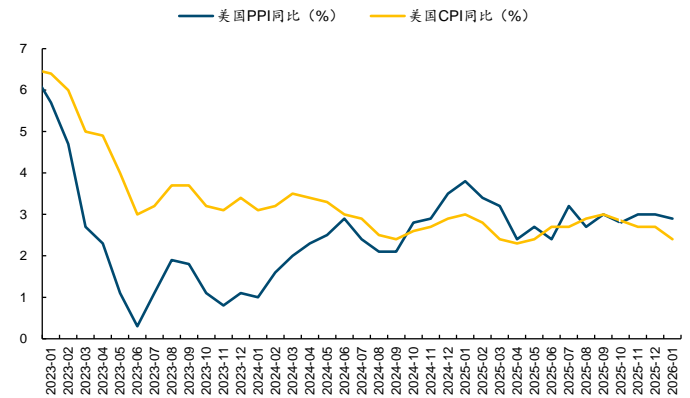
来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

图表26: 近年来, 美国CPI能源相关主要分项读数与油价相关性持续走弱



来源: wind, 国金证券研究所。注: 滚动窗口期为24个月

图表27: 2025Q4以来美国CPI同比增速持续回落, 而美国PPI同比增速基本走平



来源: wind, 国金证券研究所

图表28: 当前状况下, 单月油价上涨1%对美国CPI同比增速的影响约为0.14%

油价相关分项	权重	当前CPI读数	当前布油价格 (美元/吨)	回归系数: 读数vs油价	弹性系数	油价上涨1%, 对CPI环比影响	油价上涨1%, 对CPI同比影响
家用燃料	0.14%	346.04	73.21	0.76	0.16	0.0002%	0.0027%
私家车燃料	2.98%	275.75	73.21	1.41	0.37	0.0112%	0.1339%
公共交通服务	1.49%	276.17	73.21	0.15	0.04	0.0006%	0.0071%
合计影响						0.0120%	0.1437%

来源: wind, 国金证券研究所



AI 颠覆担忧下的应对之策

市场对 AI 颠覆担忧的背后，是投资者对 AI 能否带动下游收入扩张、AI 相关资本开支增长持续性的质疑。科技领域未来谁将成为最终胜者的道路并不清晰，但 AI 之外的投资机会正涌现，投资活动向更广谱的实体部门扩散，上游资源、中游制造业等重资产行业正在得到投资者的青睐，中国资产在 AI 颠覆的担忧下反而将更具韧性。

具体配置建议上，一是不易被 AI 取代、同时受益于 AI 发展与海外政府对资源品关注度提升的上游资源品：铜、铝、锡、原油及油运、稀土、金；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：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

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