

直到尽头——2026年中期策略展望

分析师：牟一凌 执业编号：S1130525060002

分析师：吴晓明 执业编号：S1130525060005

分析师：纪博文 执业编号：S1130525060006

分析师：梅 锴 执业编号：S1130525060004

分析师：方智勇 执业编号：S1130525070001

分析师：王况炜 执业编号：S1130525060007

分析师：吴慧敏 执业编号：S1130523080003

分析师：季宏坤 执业编号：S1130526060001

2026/6/9

- 泡沫并非只有估值扩张一种形态，在新世界的盈利预期已较充分、旧世界的修复尚未兑现的非稳态阶段，风格切换不是核心。积极防御思路下，投资者应兼顾AI链条的真实景气和传统实物资产的再定价机会，两个世界将在各自尽头交汇。
- 首推具有战略资源价值、受益于实物消耗的**原油、煤炭、电力**，受益于国内制造业转型、基本面出现改善信号的**城商行**；
- 其次关注全球科技资本开支维持高位带来的AI实物消耗环节，包括**半导体/AI材料、半导体设备与制造**等；
- 中期则关注AI压制因素缓解后，受益于新兴市场传统制造业投资修复和海外消费复苏的方向，如**工业金属（铜、铝）、其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备、计算机设备、电商、厨卫家电和文娱休闲用品**等。

- **新世界：AI的资本开支周期。**这一轮AI的科技浪潮拥有真实的景气支撑，其占全球GDP的比例和扩张幅度已媲美历史上重要的产业建设周期。大量的投资、随之产生的需求造就了新世界的欣欣向荣，同时也扩散到了其他领域：与移动互联网带动更多商业模式和用户的指数扩张特征不同，AI并不直接提高增加值率，而是更直接拉动半导体、数据中心建设、电力等更广义的实物需求，并开始从美国科技巨头扩散至更广泛的制造业投资，一定程度促进了美国和相关经济体进入类似经济复苏的周期，这是与2000年科网和2013-2015年移动互联网最大的不同。真实的盈利、随处可见的短缺与通胀和宏大的叙事以及投资预期占全球GDP比例的抬升程度，与当年加入WTO后的中国制造业投资中的周期牛市有很多相似之处。
- **被压制的旧世界。**一方面，这一轮的AI产业浪潮造成了美国与非美经济体之间资本回报的K型分化，同时AI内部的通胀已经开始逐步影响到其他传统行业：AI需求推动存储、电子元器件价格上行，压制了智能手机等传统消费电子的终端需求；另一方面，由于霍尔木兹海峡的扰动始终存在，使新兴市场面临制造业和消费的多重约束：制造业的复苏受到供应链中断的影响，投资和消费活动也开始逐步受到高利率的压制。在上述背景下，新兴市场的外商直接投资也出现了与AI关联度的差异：越南、印度等与AI关联更强的经济体受益，而依赖于资源、低附加值制造和传统出口链的国家承压明显。上述变化叠加汇率升值的影响最终共同导致了我国出口的结构持续分化。但旧世界并非不值得关注，工业革命中期的“卢德运动”告诉我们，面对新技术冲击，大众生活成本的稳定依然重要，这是未来新世界推动过程中的潜在裂痕。
- **两个世界的定价。**在全球金融化扩张放缓、存量流动性竞争加剧的背景下，资金开始集中拥抱AI硬件、半导体等确定性更强的“新世界”的资产，科技含量更高的资本市场也表现更强。费城半导体指数，根据我们对于历史大资本开支周期的假设，可能落在的点位区间是15800-16400附近，仍有一定空间。但与此同时，A股成长股的估值扩张已明显快于美股，部分AI相关成长股的盈利定价已经接近2005-2007年周期股最乐观阶段，而PB估值长期 > 30倍对于大市值制造业股票而言并不可持续。当然估值并不能成为择时的精准信号。对于传统行业而言，整体估值并不在低位，盈利是否修复仍需观测。而在AI叙事之下，以铜为代表的有色金属股票开始出现了中美背离，这是需求流量与供给增量重新汇聚于美国的结果。值得一提的是，A股在创新高的牛市氛围之中，上涨个股数量的占比却已经跌落，回到了2024年“924”附近。
- **业绩的泡沫与未来的路标。**并非所有泡沫都是来自于想象力，业绩泡沫也是泡沫，当期盈利的真实性从来不是问题，而是市场对于久期的看法。我们并不认为行情结束，但是我们提示投资者到了关注路标的阶段，我们认为可以关注金融条件、产业链量价关系和外部宏观环境三类信号。参考2005-2007年的周期行情见顶因素，并非单一的资金面原因，而是信贷收紧、制造业投资见顶、商品“价升量减”以及外部风险扩散的共同作用。映射到当前的AI产业周期：海外科技巨头资本开支正从自有现金流转向外部融资，未来三年融资需求和融资缺口可能显著上升，使AI投资对流动性更敏感；同时，若云厂商资本开支增速在2026年三季度后回落，或韩国半导体数量指数跌破趋势线但价格仍上行，可能意味着产业链从量价齐升转向不稳定的阶段。此外，token的使用成本、企业AI投入回报率和美国消费的韧性也是未来需要关注的底层变量。
- **直到尽头：**在新世界的盈利预期已较充分、旧世界的修复尚未兑现的非稳态阶段，风格切换不是核心，积极防御思路下，投资者应兼顾AI链条的真实景气和传统实物资产的再定价机会，两个世界将在各自尽头交汇。首推具有战略资源价值、实物消耗型红利的**原油、煤炭、电力**，以及受益于国内制造业结构转型、基本面出现改善信号的**城商行**；其次关注全球科技资本开支维持高位带来的AI实物消耗环节，包括**半导体/AI材料、半导体设备与制造**等；中期则关注AI压制因素缓解后，受益于新兴市场传统制造业投资修复和海外消费复苏的方向，**工业金属（铜、铝）、其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备、计算机设备、电商、厨卫家电和文娱休闲用品**等。
- **风险提示：**1、海外地缘争端导致通胀上行超预期，导致全球流动性紧缩；2、AI对传统行业的压制持续超预期。

目录

01

科技的“新世界”

02

被压制的旧世界

03

两个世界的定价

04

未来路标

05

投资思路

06

风险提示

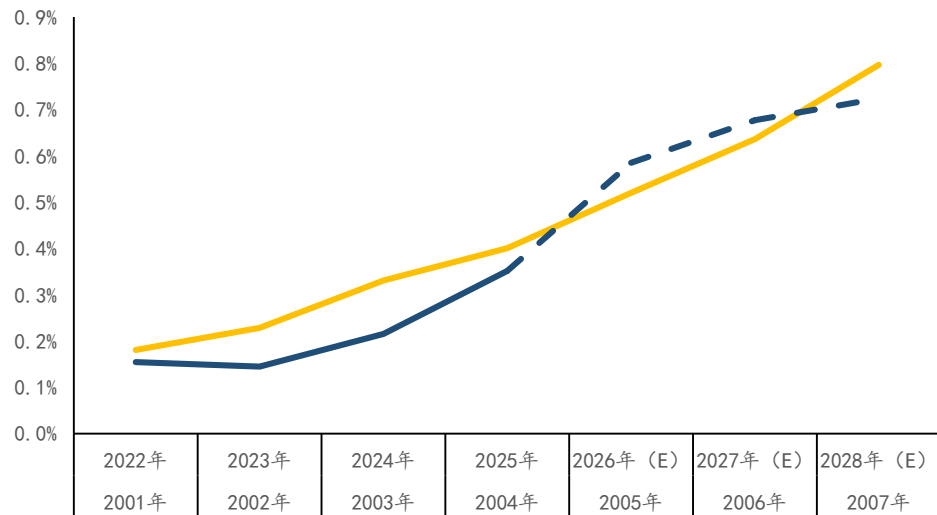
01 科技的 “新世界”

1.1 AI以内的世界：投资的繁荣

- 本轮AI资本支出占全球GDP的比重快速抬升，产业周期具备真实的景气支撑，这是与2000年科网泡沫后期、2014-2015年互联网行情的最大不同。

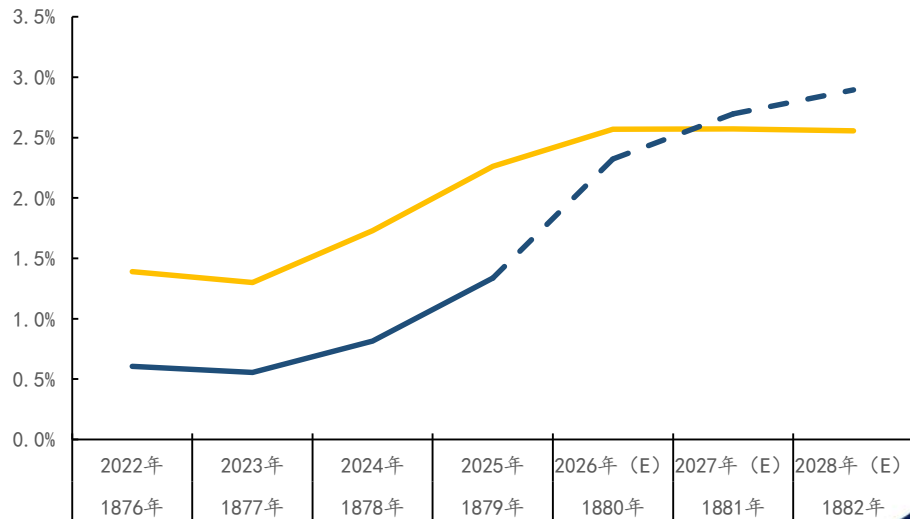
图表：当前AI资本开支占全球GDP的比例与抬升幅度均与当年加入WTO后的中国制造业投资相当

—— 中国制造业固定资产投资占全球GDP比重 —— 海外主流云厂商资本支出占GDP比重



图表：同样相较于当年的铁路投资，本轮AI资本支出抬升占美国GDP比重抬升的幅度更大

—— 1970年代至80年代铁路实际投资占美国GDP比重 —— 2022年至今海外主流云厂商资本支出占美国GDP比重

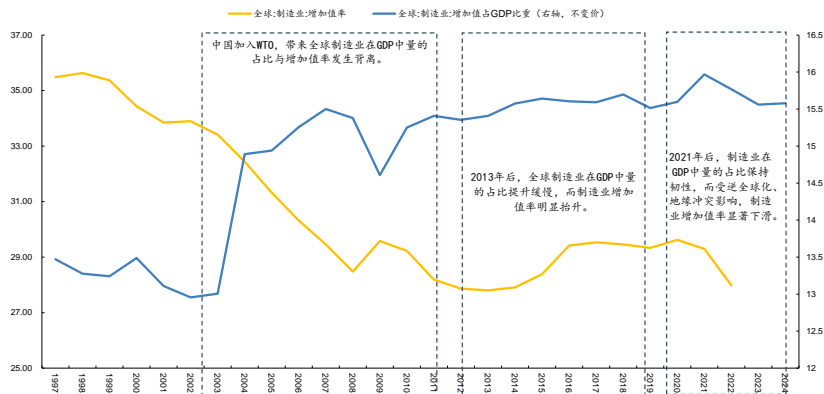


资料来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所。注：海外主流云厂商分别是亚马逊、META、谷歌、微软、甲骨文。

1.2 AI与移动互联网宏观意义的不同：更大的实物消耗

- 当下AI产业的发展对于广义实物需求明显强于移动互联网，后者更多是中间环节，带动的是增加值率的提升。

图表：2010年至2020年移动互联网浪潮期间，制造业增加值率回升，占GDP比重抬升有限（%）

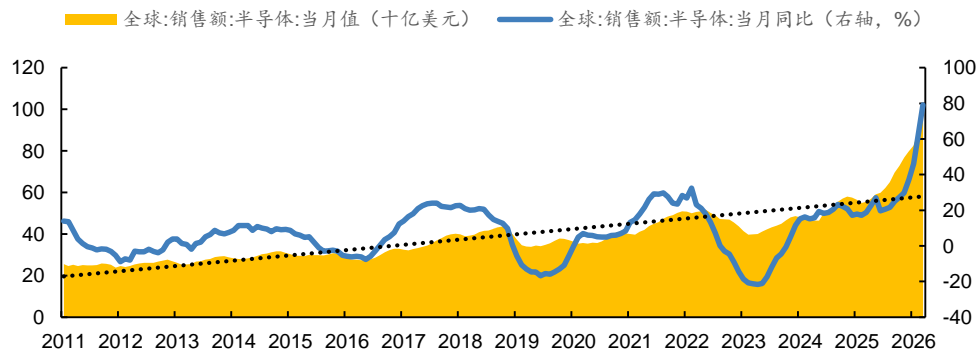


资料来源：wind, IEA, 国金证券研究所

图表：移动互联网的快速发展并未带动传统实物消耗的对等增加

2015-2022年全球数字化和能源指标趋势	2015	2022	变化幅度
互联网用户	30亿	53亿	+78%
互联网流量	0.6 ZB	4.4 ZB	+600%
数据中心工作负载	1.8亿	8亿	+340%
数据中心能源消耗（不包括加密货币）	200太瓦时	240-340太瓦时	+20-70%
数据传输网络能耗	220太瓦时	260-360太瓦时	+18-64%

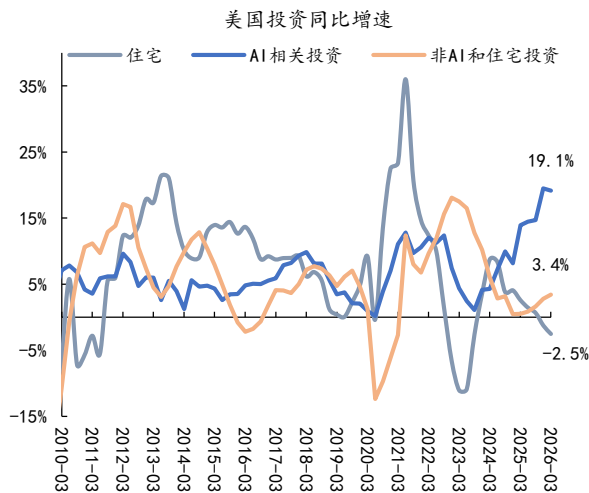
图表：即使在半导体产业中，AI发展对其的带动也明显强于移动互联网浪潮期间



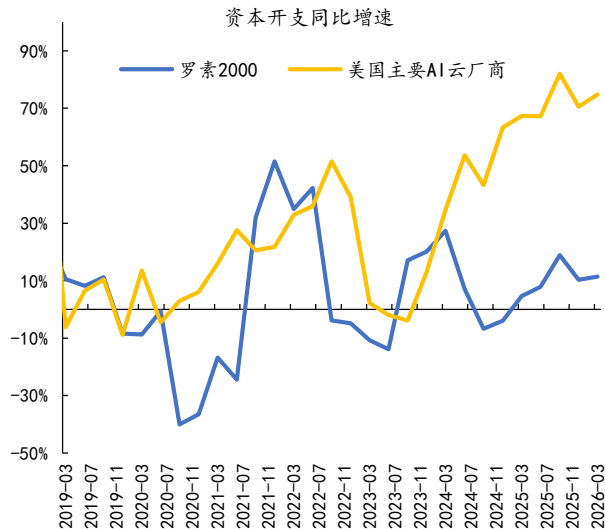
1.3 AI驱动的外溢：美国的结构复苏和外溢

- 美国AI投资正在向更广泛的制造业领域扩散：自2025Q4开始美国非AI与住宅投资增速便开始出现拐头向上，最近几个季度美股中小企业的资本开支亦开始出现底部边际修复的迹象。
- 当AI成为宏观经济运行过程中重要的驱动因素时，其景气度也开始在部分领域如韩国出现扩散。在AI需求拉动出口增长、股票市场上涨带来财富效应的共同作用下，韩国出口增长与高端消费复苏形成共振，并推动GDP增速边际改善。

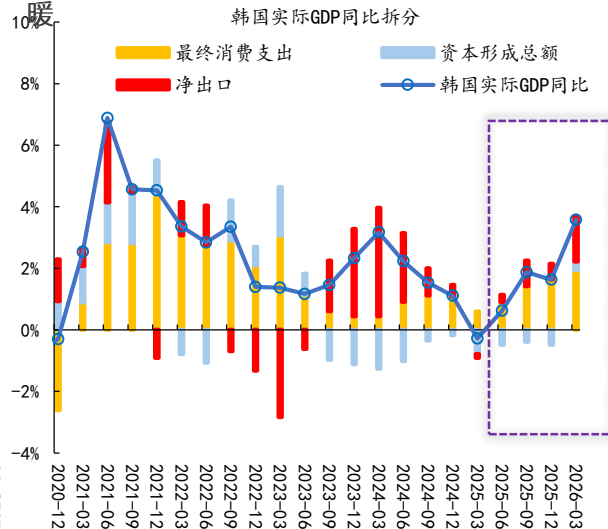
图表：投资侧，目前美国AI投资正在向更广泛的制造业领域扩散



图表：微观层面，最近几个季度美股中小企业的资本开支开始出现底部边际修复的迹象



图表：受益于AI所带来的外需景气和股市上涨，出口与高端消费共同带动韩国GDP增速回暖



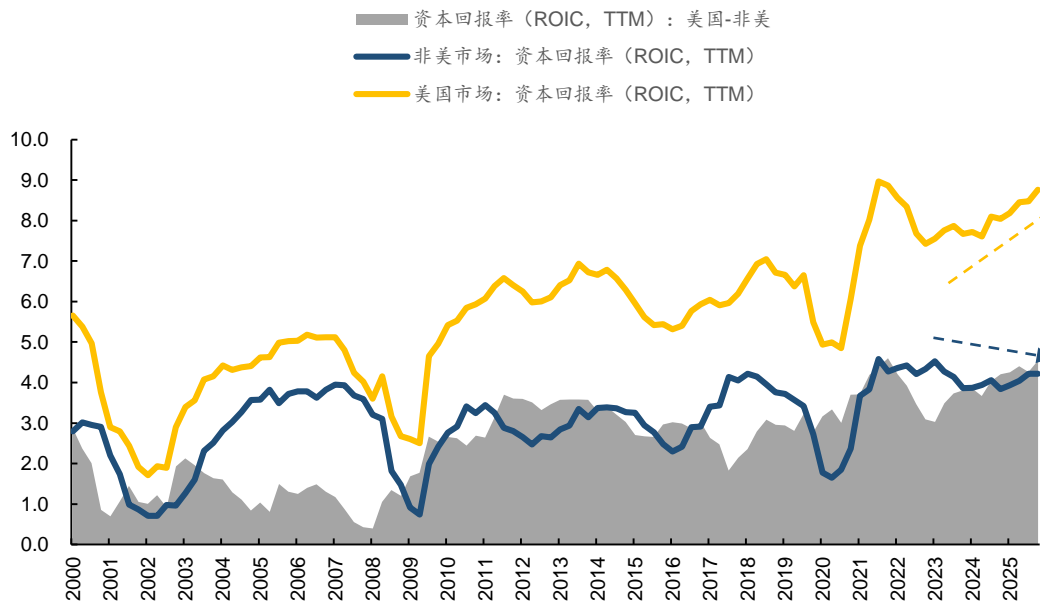
资料来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所。注：美国主要AI云厂商采用的是谷歌、亚马逊、meta和微软测算得到。

2 被压制的 旧世界

2.1 AI产业浪潮下,美国与非美国国家的资本回报率差重新回升

- 2023年以来, AI产业浪潮下, 美国市场资本回报率重新抬升, 非美市场则震荡下行, 两者资本回报率差值重新回升至历史高位, 成为全球资本向美国回流的核心驱动。

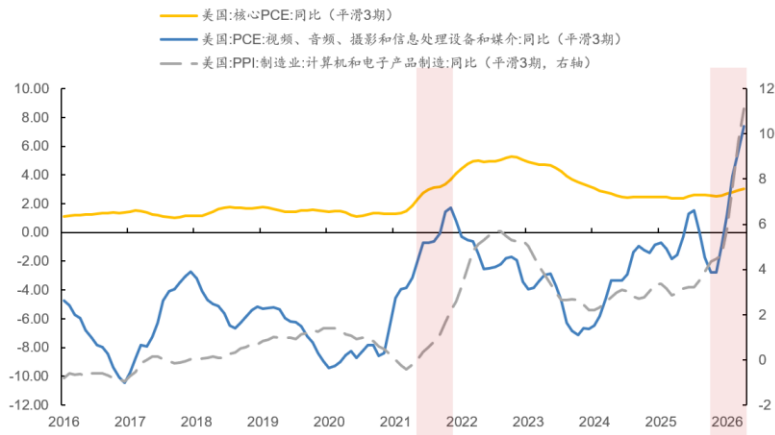
图表: 2023年以来, 美国市场资本回报率重新抬升, 非美市场则震荡下行



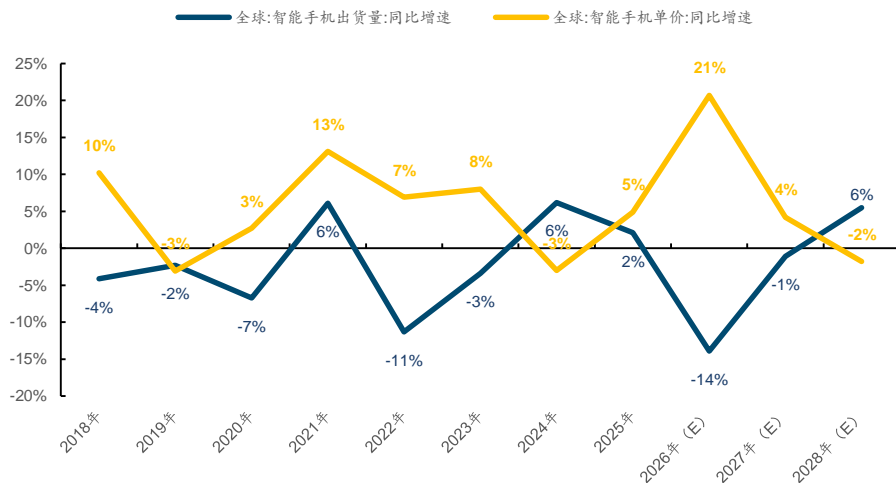
2.2 AI通胀开始影响传统行业

- 受AI涨价与产能挤压影响，存储、电子元器件等价格的大幅上涨导致PCE消费电子分项价格大幅上涨，扭转其长期负增长趋势，这在2020年也曾发生类似场景，并均带动了核心PCE同比增速的明显上行。
- 与此同时，AI通胀对于传统行业量的挤压也正在发生，以智能手机为例，受成本价格上涨被迫涨价、存储短缺与消费者信心不足等多方面因素影响，IDC预测2026年全球智能手机出货量同比下滑14%，创下近些年来最大降幅。

图表：近几个月来PCE中消费电子分项价格同比快速抬升（%）



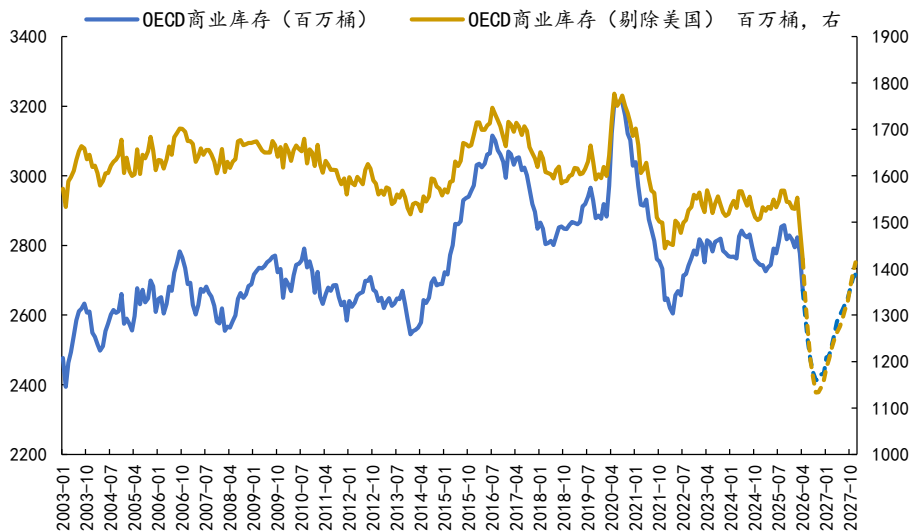
图表：IDC预测2026年全球智能手机出货量同比下滑14%，创下近些年来最大降幅



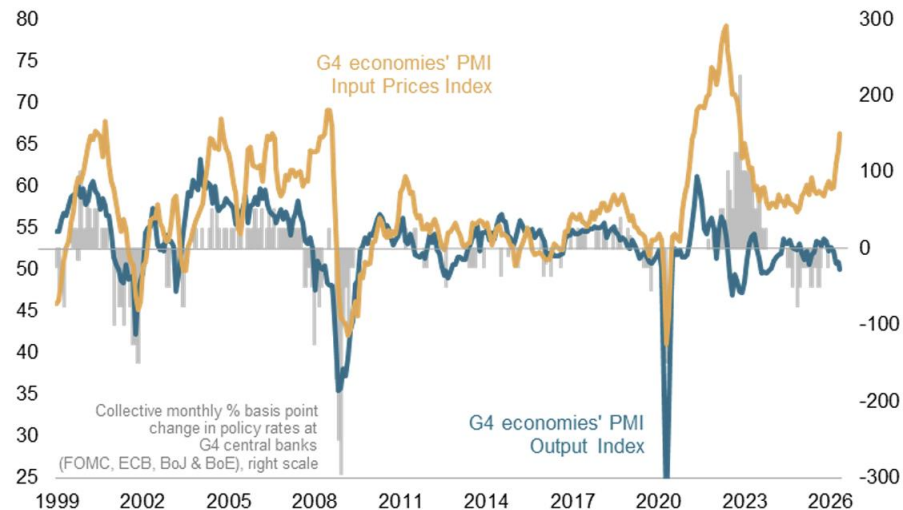
2.3 海峡关闭导致供应链压力上升，制造业复苏遇阻

- 霍尔木兹海峡的流量恢复仍较为缓慢，但全球原油库存自4月下旬以来正在加速去化。当前OECD国家的石油商业库存已经快要接近2022年3月的最低水平，而根据EIA的预测，后续石油库存可能将会下降至2003年以来的最低水平。
- 这意味着，如果海峡流量迟迟未实现实质性修复，全球供应链的压力可能会继续加大。事实上，从主要经济体PMI分项来看，美伊冲突前供应链价格的回升更多与制造业景气修复相伴；而冲突爆发后，全球供应链压力的上升使得两者已开始出现背离。

图表：霍尔木兹海峡关闭导致石油正在经历去库，而即便海峡开放也可能先经历一波去库，再开启补库



图表：美伊冲突之后主要经济体的投入价格指数与产出指数开始出现背离



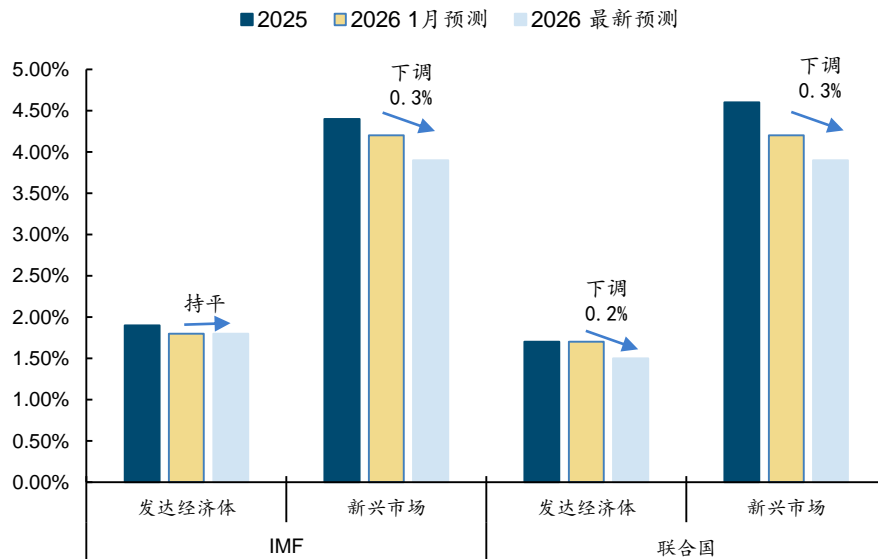
2.4 新兴市场受到高利率的压制

- 一方面，高利率抑制全球FDI流动，根据OECD发布于2026年4月的FDI跟踪数据，2026Q1跨境并购活动环比小幅放缓交易总额环比-2%，完成交易数量环比-13%，且预测2026年绿地投资继续疲软，新兴市场仍受压制。另一方面，为压制输入型通胀，大量能源进口新兴可能需要被迫加息，收紧国内货币环境，进一步抑制地产、制造业与消费需求；IMF与联合国均下调新兴市场GDP经济增速。

图表：依赖能源进口的新兴市场被迫加息

国家	印度尼西亚	菲律宾	南非
加息时点	2026.5.20	2026.4.23	2026.5.28
加息幅度	+50bp	+25bp	+25bp
加息前利率	4.75%	4.25%	6.75%
加息后现行政策利率	5.25%	4.50%	7.00%
加息原因	原油进口成本大涨、印尼盾贬值，燃油与食品输入通胀上行，抑制资本外流	原油几乎全进口，能源抬升CPI，IMF下调全年GDP增速1.5个点	燃油涨价抬升PPI、食品通胀，南非原油高度依赖进口

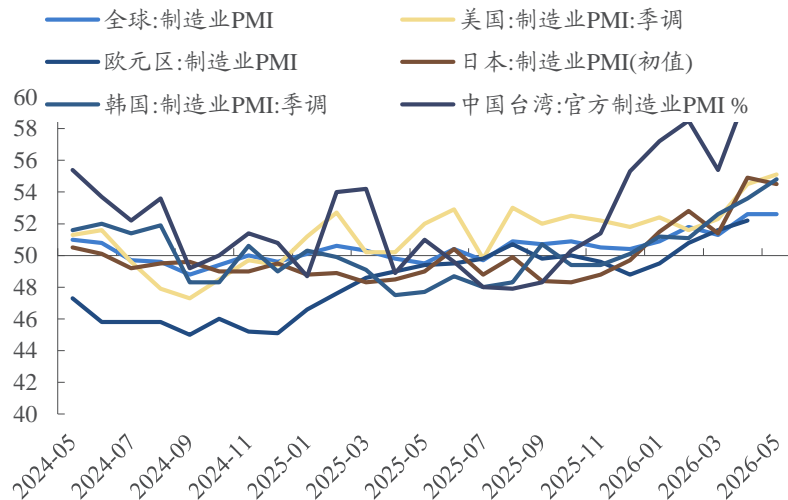
图表：IMF与联合国下调对新兴市场的GDP增长预测



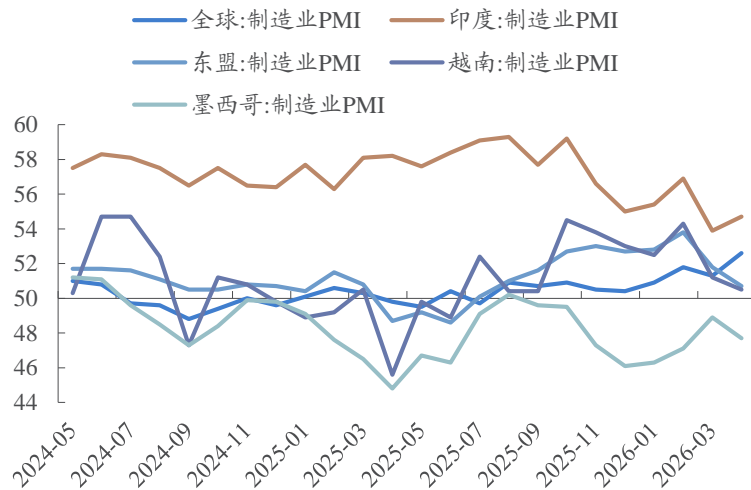
2.4 新兴市场受AI产业的拉动较小

- 从全球主要的制造业国家的制造业PMI对比来看，新兴市场虽然也大部分处于荣枯线以上，但景气改善幅度下行，与之相反的是进入2026年之后，发达国家PMI反而快速攀升。背后的差异在于：（1）在国际融资中，发达国家主权信用挤出新兴市场；（2）发达国家受AI产业带动更明显，新兴市场对AI产业的参与率不足，或参与的是偏低附加值的制造环节。

图表：发达国家制造业PMI快速攀升



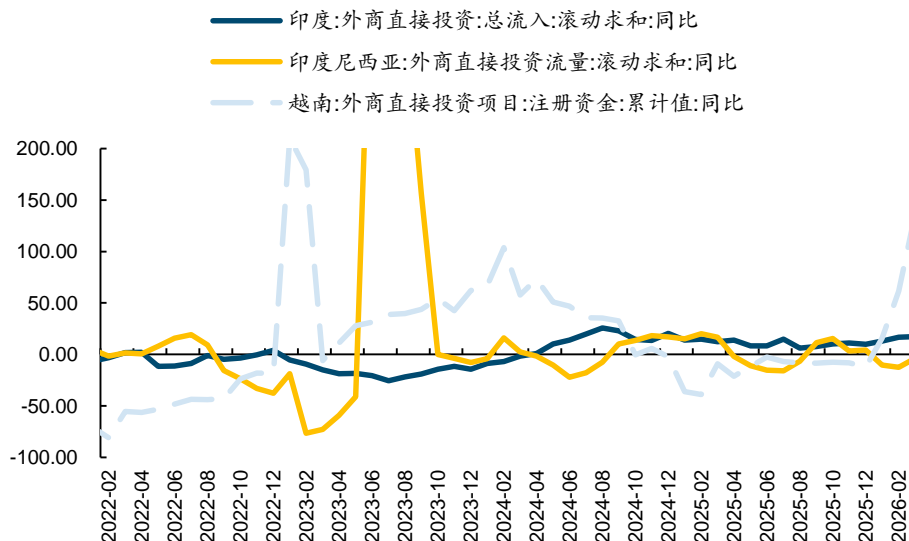
图表：新兴市场制造业PMI边际下滑



2.4 新兴市场内部也存在与AI关联度的差异

- 以亚洲新兴市场为例，作为电子制造业主要产能备份基地的越南在今年以来外商直接投资项目注册资金同比超高速增长*；而印度则利用其在IT产业的人才储备，加以政策补贴**，同样吸纳了大量外商直接投资；与上述相反的是，产业和出口集中在资源及冶炼，高端制造薄弱的印尼，外商直接投资则持续负增长。

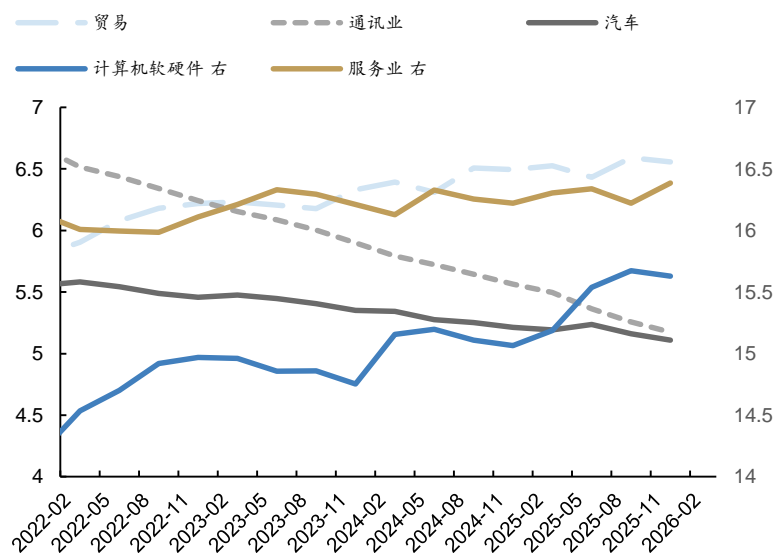
图表：印度、印度尼西亚、越南外商直接投资流入分化（%）



*注：越南新版《投资法》2026年3月正式落地，营商环境大幅放宽准入，新政鼓励高新、绿色项目，可享受优惠税率。

**注：印度联邦2026-27财年预算提议对使用印度基础设施向全球客户提供云服务的外国公司实行至2047年的税务假期。此外，印度提供数据中心服务的相关实体预计将享有15%的安全港成本利润。

图表：印度FDI中，投向计算机硬件的占比不断攀升（%）

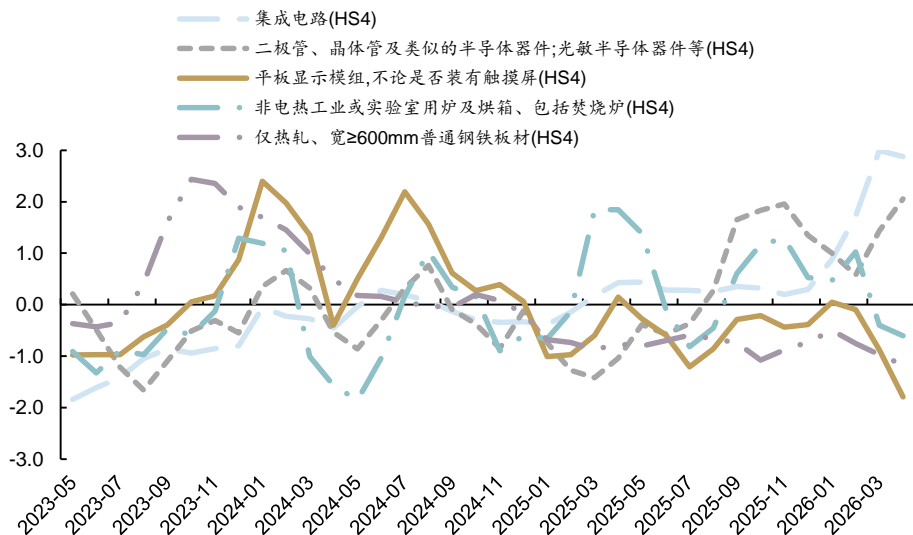


资料来源：wind，印度联邦政府，走出去服务平台，国金证券研究所

2.4 中国的出口结构：传统出口反而被压制

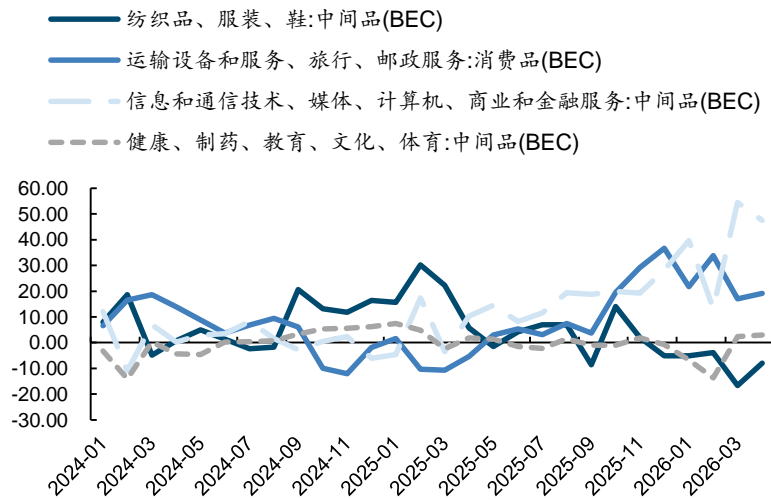
- 从制造业出口商品来看：与AI产业相关的产品（集成电路、半导体器件）出口景气度高昂，而与传统制造业密切相关的电子产业（面板）、原材料（板材）、设备（热炉）则景气快速下滑。
- 从汇率影响的视角来看，贬值受益的纺服中间品、文化娱乐和制药中间品，今年以来出口持续萎靡；而对汇率不敏感，甚至升值受益的运输设备消费品、信息通信技术服务则出口较强，该类行业出口结汇又反过来驱动了人民币升值，进一步压制非相关行业

图表：从量、价构造的综合指数来看，制造业外需分化



注：综合指数为每类产品的出口数量指数与出口价格指数按7:3权重形成新指标，再进行7值标准化以保证纵向、横向可比

图表：中国出口价值指数：出口结构中受人民币升值影响不同（%）



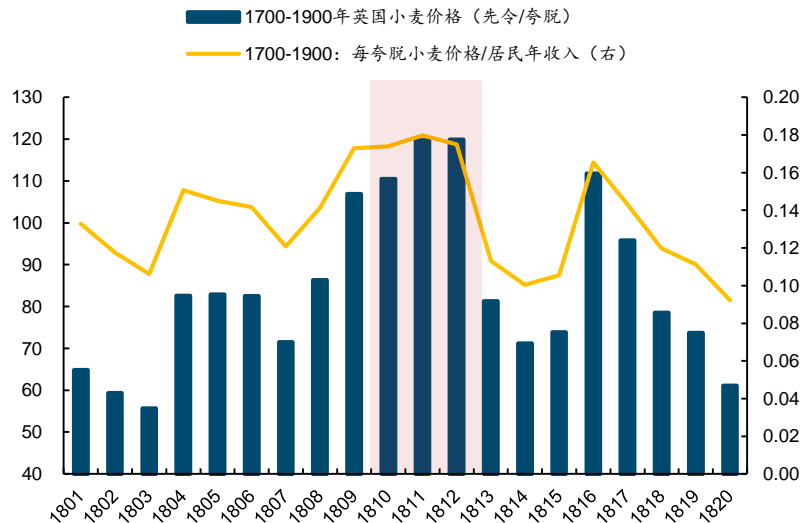
注：贬值受益是指该品类出口价值指数与美元兑人民币汇率呈现正相关（相关系数>0.5）；升值受益则是呈现负相关（相关系数<-0.5）

资料来源：wind，国金证券研究所

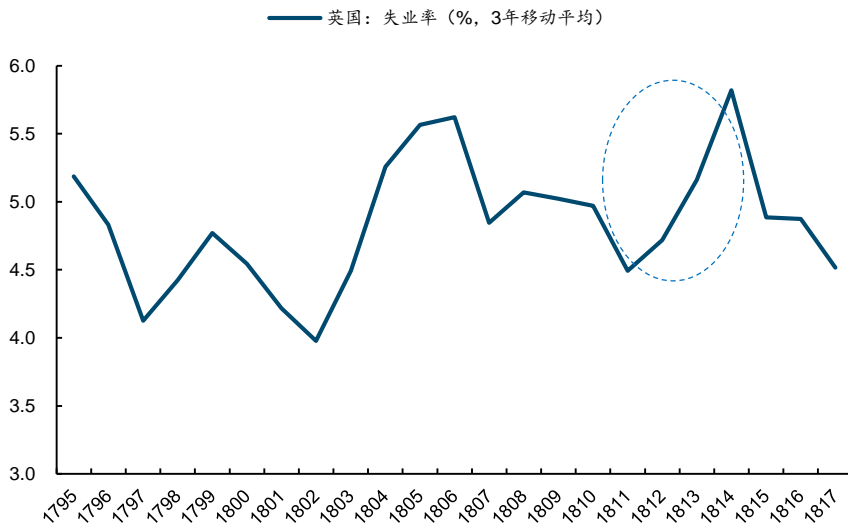
2.5 旧世界的再平衡：卢德运动

- 1811至1813年，以破坏机器为特征的卢德运动在英国爆发，阶段性阻碍了工业革命在英国的推进。卢德运动出现的背景一方面是在1810年之后，受拿破仑实行的大陆封锁政策影响，英国对原棉等工业生产原料的进口受限，导致失业率在此期间持续上升；另一方面是受粮食减产的影响，1810年后英国粮食价格持续处于高位，小麦价格相对于当时英国居民平均工资的涨幅在45%左右。

图表：1810-1812年间，英国小麦价格持续处于高位



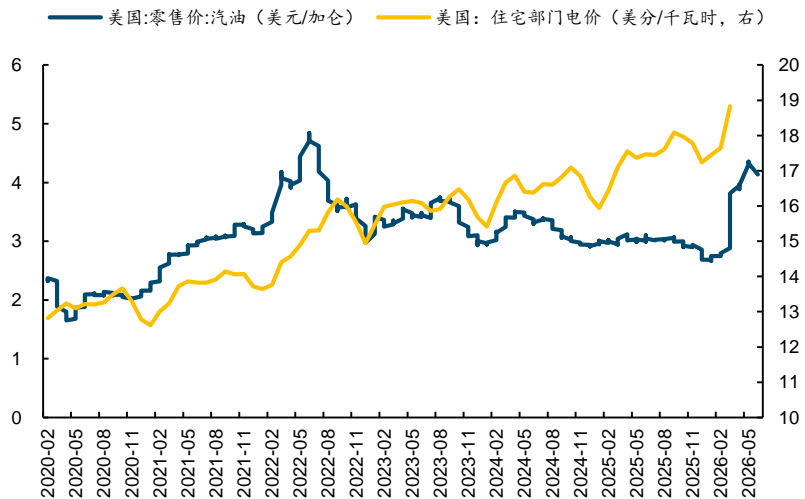
图表：卢德运动发酵时期，英国就业情况持续恶化，失业率上升



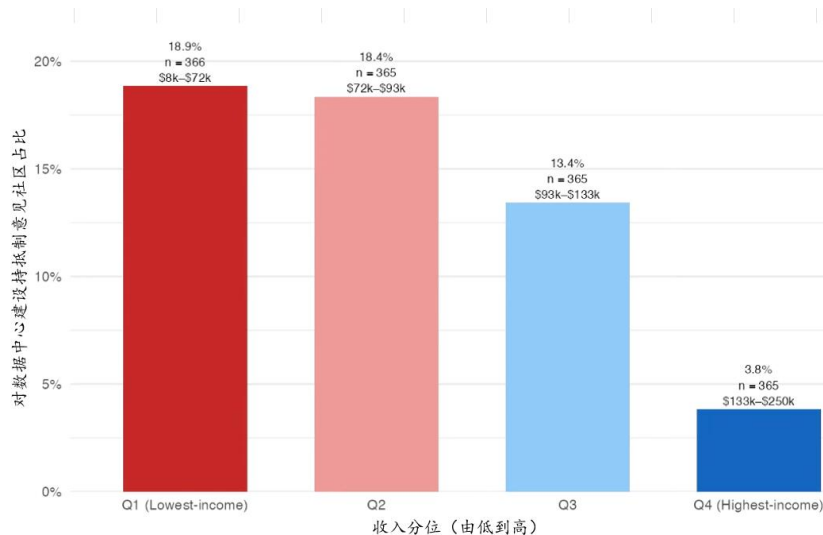
2.5 旧世界的再平衡：卢德运动

- 如果霍尔木兹海峡始终无法恢复通航，美国居民端将持续面对生活成本上升的压力。受AI数据中心建设及地缘政治冲突影响，美国汽油、电力价格显著上涨，对于低收入群体的影响将会更为显著。而根据Heatmap的调查，美国低收入群体对数据中心建设持反对意见的占比要远高于高收入群体。AI是硅谷和华尔街的选择，但“Main Street”呢？

图表：受AI数据中心建设及地缘政治冲突影响，美国汽油、电力价格显著上涨，居民部门面临生活成本上升压力



图表：Heatmap调查显示，美国低收入群体对数据中心建设持反对意见的占比要远高于高收入群体

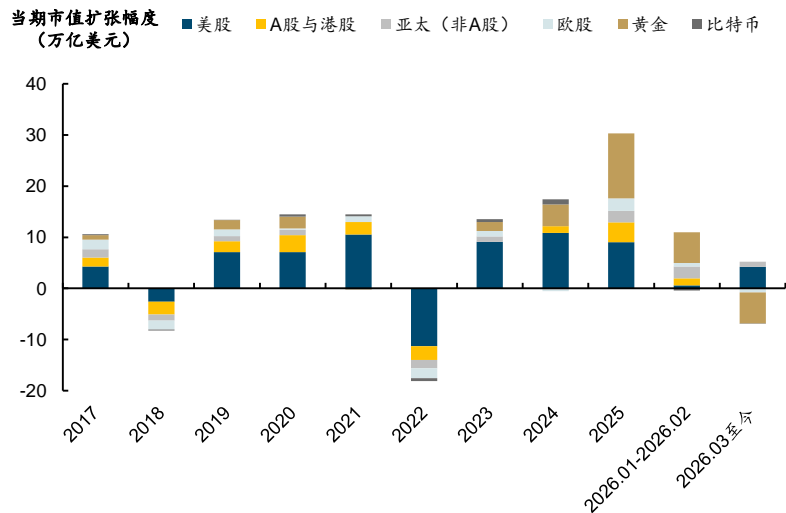


3 两个世界的定价

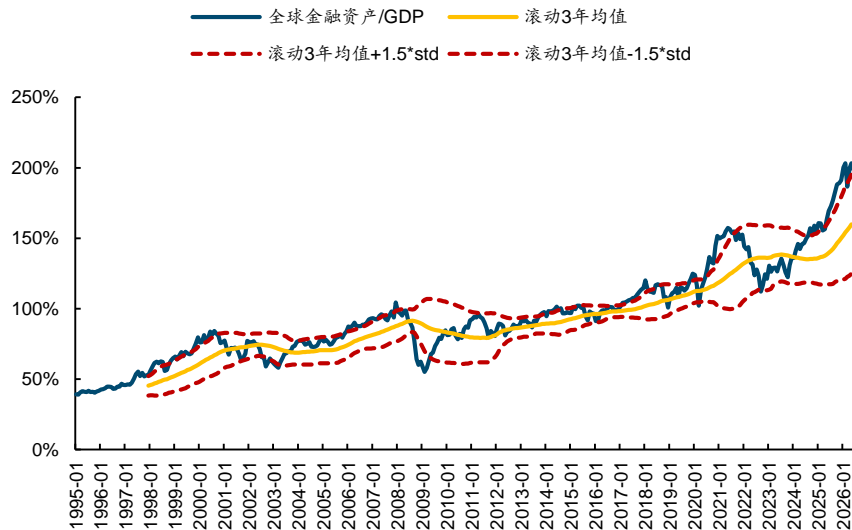
3.1 全球金融化扩张正在放缓，全球资产“争夺”存量流动性

- 过往三年中，在全球金融化扩张的背景下，全球主要金融资产大多呈现共同上行的特征。但是当前全球金融化扩张的进程可能正在放缓，2026年4月以来不同资产之间分化明显。虽然美伊谈判开启后各类资产有所反弹，但全球金融资产市值与GDP之比却并未创新高，全球范围内资产争夺存量流动性的特征正在显现。

图表：过去10年中，全球主要金融资产市值变化情况



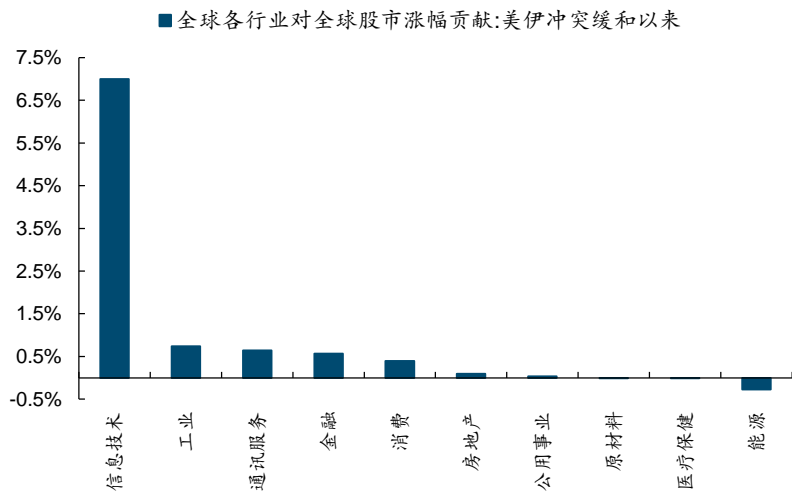
图表：4月以来各类资产虽有反弹，但全球金融资产与GDP之比未创新高



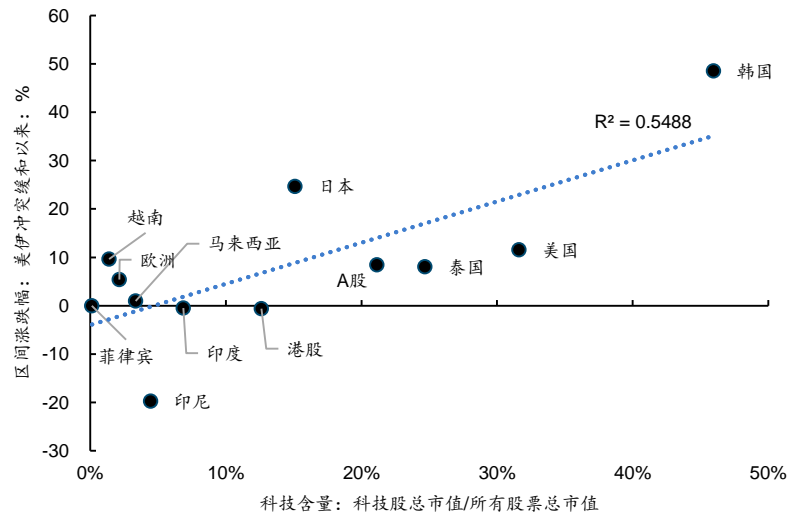
3.1 3月下旬以来，全球资金陆续转向拥抱确定性领域

- 一方面，美伊冲突缓和以来，全球权益市场的上涨主要由科技带动。
- 另一方面，从不同国家来看，科技含量更高的市场涨幅更大。具体体现在，韩国、美国本轮表现更强，而印尼、印度、欧洲则整体表现相对落后。

图表：美伊冲突缓和以来，全球股市的上涨主要由信息技术贡献



图表：与此同时，科技含量更高的股市其整体涨幅更大

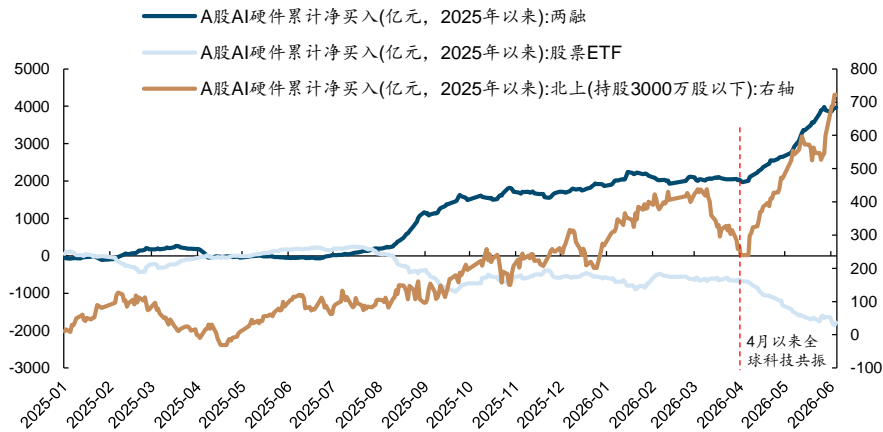


资料来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所。注：美伊冲突缓和以来的时间统计区间为2026/4/8-2026/6/5。

3.1 3月下旬以来，全球资金陆续转向拥抱确定性领域

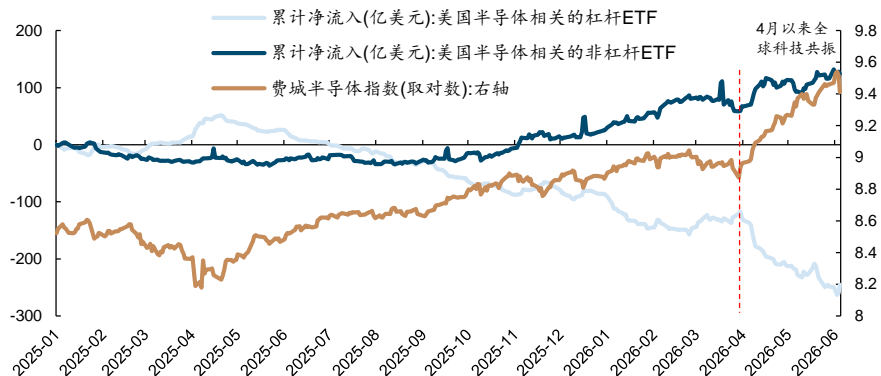
- 3月下旬以来，全球资金陆续转向流入AI硬件等确定性领域，韩股的参与者结构变化是明显的风向标，从时间上看：
 - 1) 3月下旬韩股的机构投资者率先净流入韩股；
 - 2) 自4月以来，外资开始主要净流入韩股，相应地，美股半导体相关的ETF开始被明显净申购、A股中的北上资金与两融也开始转向大幅净买入AI硬件板块；
 - 3) 5月以来，个人投资者开始成为韩股的主要买入力量，全球科技板块的波动也在逐步放大。

图表：4月以来，北上资金与两融大幅净买入A股的AI硬件板块

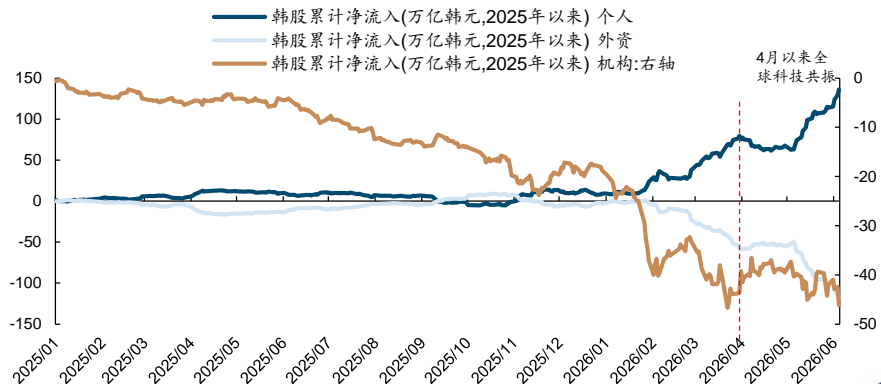


资料来源：wind，国金证券研究所。A股的AI硬件包括：半导体、通信设备等板块。

图表：3月底以来，美国半导体相关的ETF被持续净申购



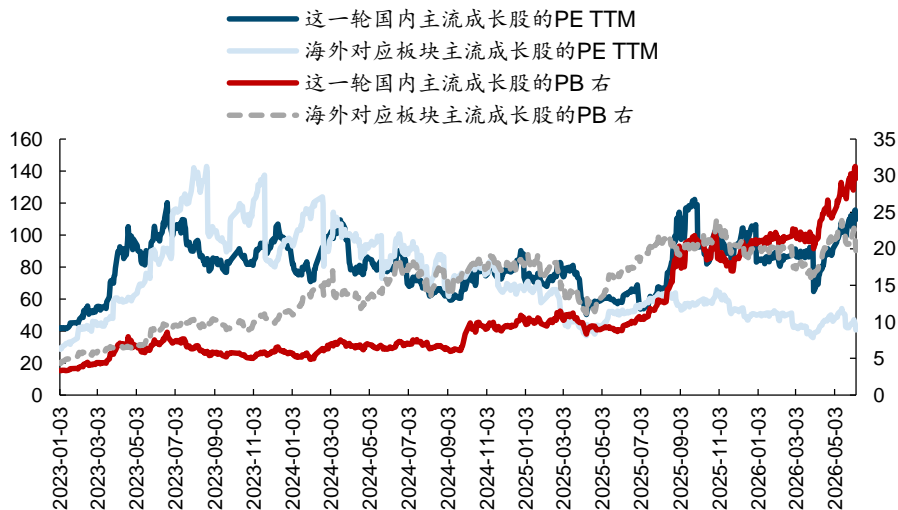
图表：3月23日以来韩股经历了机构、外资、个人分别主导净流入三个阶段



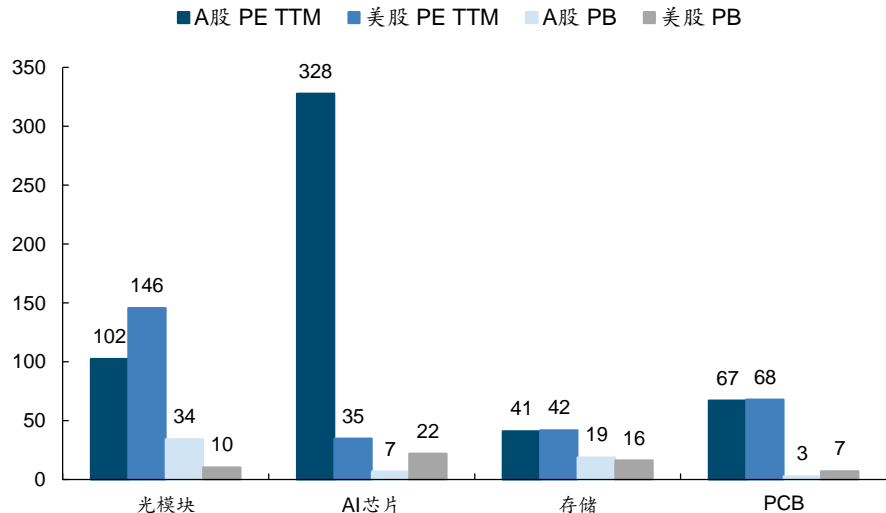
3.2 国内外成长股当前的定价对比

- 从当前国内外主要的AI相关成长股（集中于光模块、AI芯片、存储以及PCB）的估值对比来看，这一轮A股的成长股估值扩张明显要比美股更快、更多。而从细分行业来看，A股和美股的主要估值差异来自光模块和AI芯片，而存储和PCB的估值差异没那么大。

图表：这一轮A股的科技股估值扩张明显比美股还要多



图表：从细分行业来看，主要差异在于光模块和AI芯片的估值

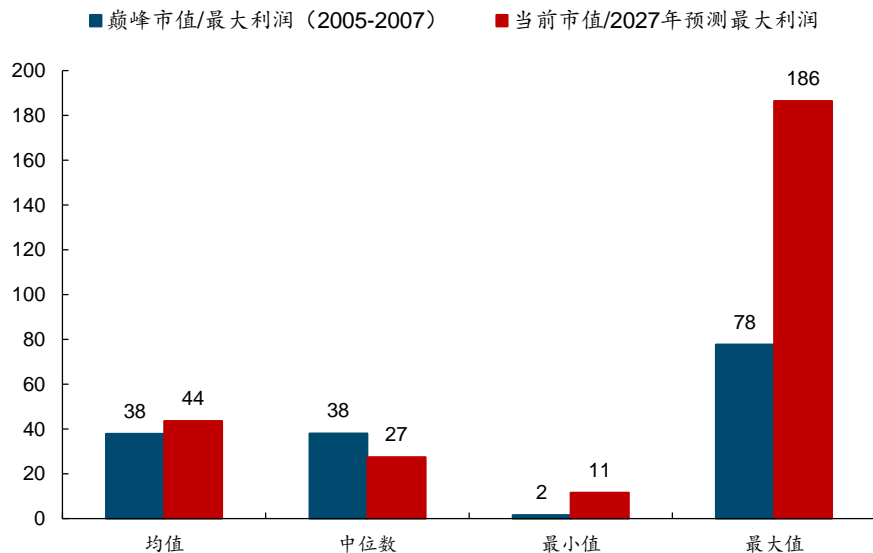


资料来源：wind，国金证券研究所。注：A股的主流成长股我们选取了TMT行业中2023年以来表现排名靠前的个股，主要集中于光模块、AI芯片、存储以及PCB；同理美股也是在这四个细分领域中选取典型的龙头股。

3.2 当前国内成长股 VS 2005-2007年周期股的定价

- 在2005-2007年，金色魔环下的中国周期股，同样具有真实的业绩，无限的想象空间，同样是中美政策的共振，那么，当时如何给资本开支周期下的成长行业估值：用巅峰市值/巅峰盈利来衡量2007年最终的PE估值上限，假设市场对于2027年的业绩预测正确，当前这一轮成长股定价已经接近2005-2007年时最乐观水平；如果从PB水平来看，扩张幅度也已经达到2005-2007年水平。

图表：当前这一轮成长股定价已经接近2005-2007年时最乐观水平



图表：从PB水平来看，当前这一轮扩张幅度也已接近2005-2007年

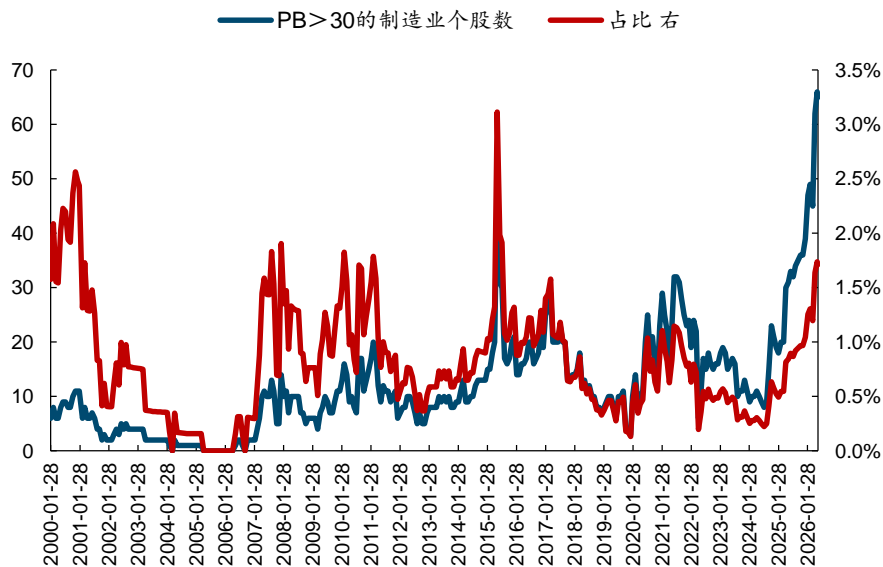


资料来源：wind，国金证券研究所。注：2005-2007年巅峰市值取2007-10-09的市值，典型个股选取涨跌幅排名前26的个股，与这一轮的成长股样本数保持一致；最大利润选取2007-2009年实现的最大利润TTM值。

3.2 制造业的长期PB估值能否维持在30-40倍？

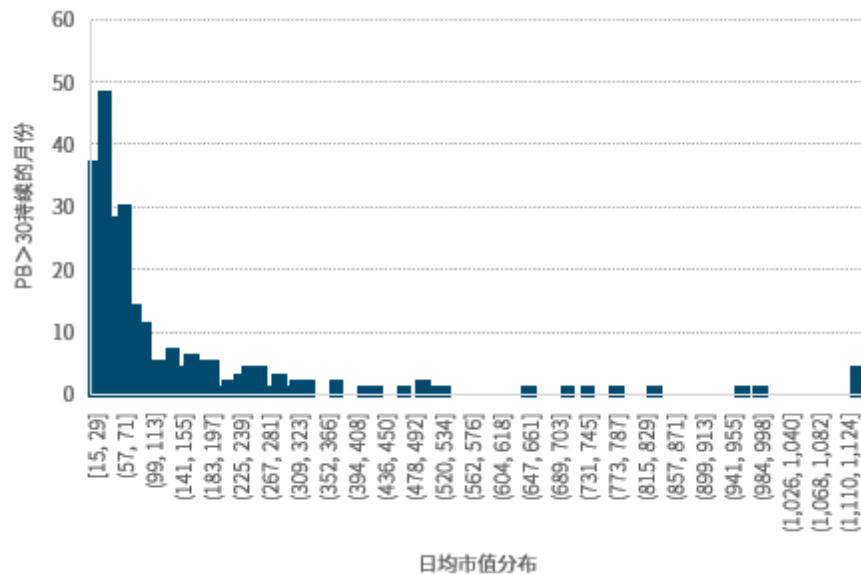
- 从A股的历史来看，2015年牛市时制造业PB>30的个股占比最大，但绝对值来看这一轮最高。不过可以看到基本上持续时间较长的个股集中于日均市值100亿以下的小盘股，而对于很多大盘股而言，基本上持续时间不超过4个月。

图表：当前PB>30制造业个股数绝对值创新高，占比处于历史高位



资料来源：wind，国金证券研究所

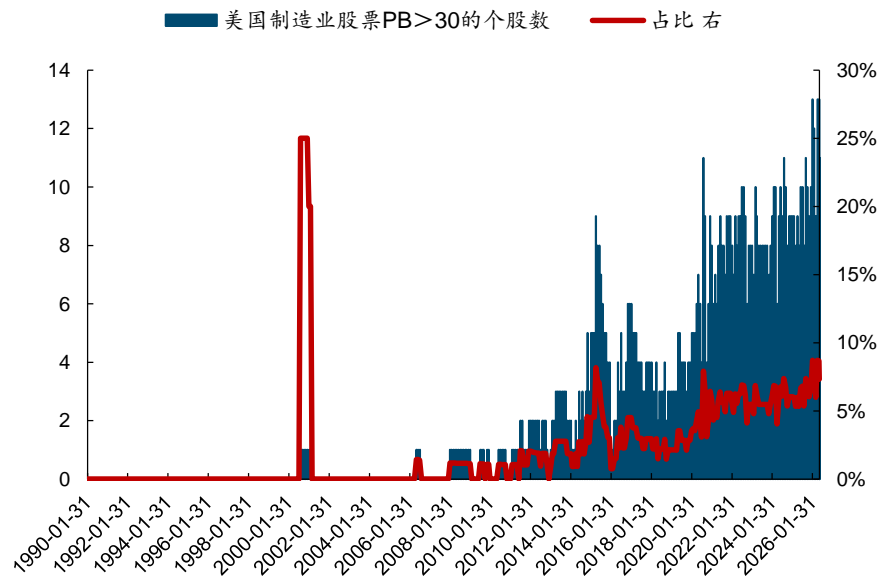
图表：可以看到PB>30持续月份，市值越大，月份数基本上越低



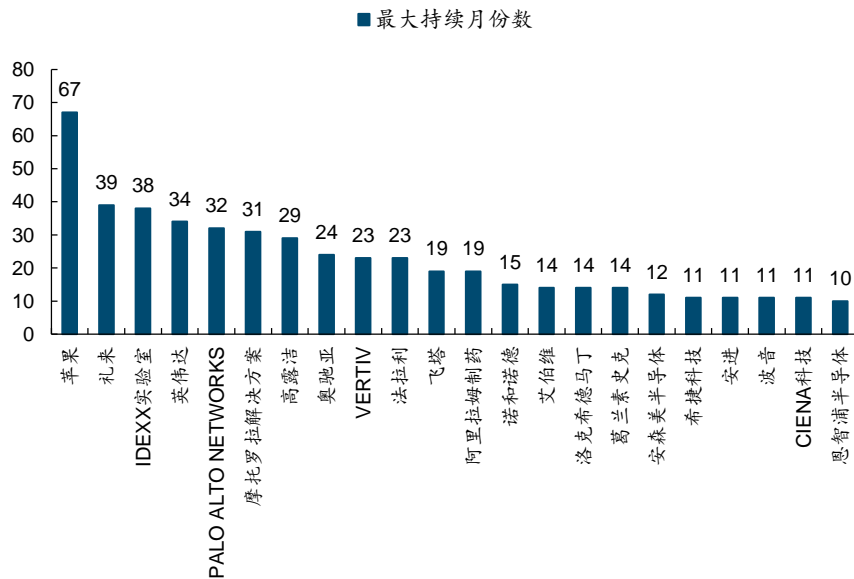
3.2 制造业的长期PB估值能否维持在30-40倍？

- 如果我们考察美股大市值（排名前150）制造业股票，可以看到这一轮美国制造业股票PB > 30的个股数绝对值也达到历史新高。从持续时间上看，最大持续月份均值为14，中位数为11，最高的是苹果的67个月，这背后可能与其大幅、持续回购股份也有关系。本轮也是美国40年来对于制造业最乐观的时刻。

图表：美国制造业市值前150的股票中，PB>30个股数绝对值也达到历史新高



图表：最大持续月份数最高的是苹果，均值为14，中位数为11



资料来源：wind，国金证券研究所

3.3 如何刻画费城半导体指数的极限

- 我们提供两种思路，三条路径进行估算：
- 思路1：当前AI是一轮类似于中国2005年至2007年的制造业投资级别的产业建设周期，参考当时最为受益的A股周期指数涨跌幅表现与股指扩张程度，收入增长给予同样乐观定价，我们预计费半指数点位可能达到16400点，相较2026年6月8日收盘价尚有27%左右的上涨空间。
- 思路2：参考美国自身历史上大级别的产业投资周期，分别假设本轮AI投资周期中，费半新增收入全部来自于AI（即市场乐观认为AI全面重构传统业务，并带来全新成长性，泡沫化假设）或传统业务以名义GDP增速维持增长，其余部分来自于AI（即AI作为新的业务增长曲线，中性假设），计算可得未来费半点位可能达到20600点与15800点左右（相较当下分别具有78%与22%的上涨空间。理性定价看，空间不大，但是基于盈利的泡沫化，仍然具有想象力。

图表：参考当时制造业投资最为受益的A股周期指数涨跌幅表现与股指扩张程度，当前费半尚有27%左右的上涨空间

估算口径		股价涨跌幅口径	市销率口径
历史类似大级别产业投资时期	行情表现区间	A股周期指数	A股周期指数
2005年至2007年中国制造业投资行情	2005/12/5	734.5	0.6
	2007/10/16	4909.3	3.0
	指数上涨与估值扩张倍数	6.7	5.1
	具体增幅	568.4%	409.0%
2023年至今的AI投资周期	行情表现区间	美国费城半导体指数	美国费城半导体指数
	2022/12/28	2453	4.8
	2026/6/8	12907	17.1
费半目标价格/估值	参考中国制造业投资周期	16399.54	24.2
费半未来潜在股价/估值上涨空间	参考中国制造业投资周期	27%	42%

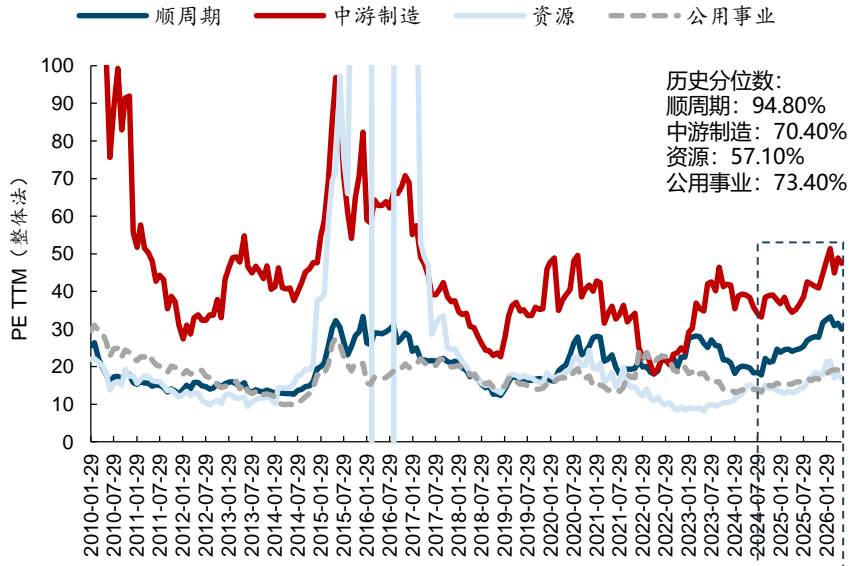
图表：参考历史可比区间的费半指数涨幅空间预测

情景假设	假设1	假设2	备注
	假设本轮AI产业向上周期中费半新增收入全部来源于AI	假设本轮AI产业向上周期中，传统业务收入维持GDP增速，其余新增收入来源于AI	
2022年末营收（亿美元）	4736	4736	费城半导体指数成分股2022年营收加总
2028年末营收预测（亿美元）	18730	18730	费城半导体指数成分股2028年营收预测加总
传统业务新增收入（亿美元）		6280	2022年至2028年名义GDP复合增速为4.8%
AI业务新增收入（亿美元）	13994.0	7713.8	2028年费半预测收入-2022年末费半实际营收
传统业务估值（PS表征）		4.3	采用2015年至2022年PS中枢
AI业务估值（PS表征）	17.7	17.7	采用1880年代铁路投资时期铁路股PS扩张倍数为2.0，1990年代电信投资时期通信设备股PS扩张倍数为5.5，本轮AI投资取均值3.7倍
预测市值（亿美元）	270959.7	186646.7	传统业务估值+AI业务估值
当前市值（亿美元）	152595.1	152595.1	截至2026年6月8日收盘总市值
预测点位	22918.1	15786.8	假设总股本保持不变
潜在上涨空间	77.6%	22.3%	相较于2026年6月8日收盘价

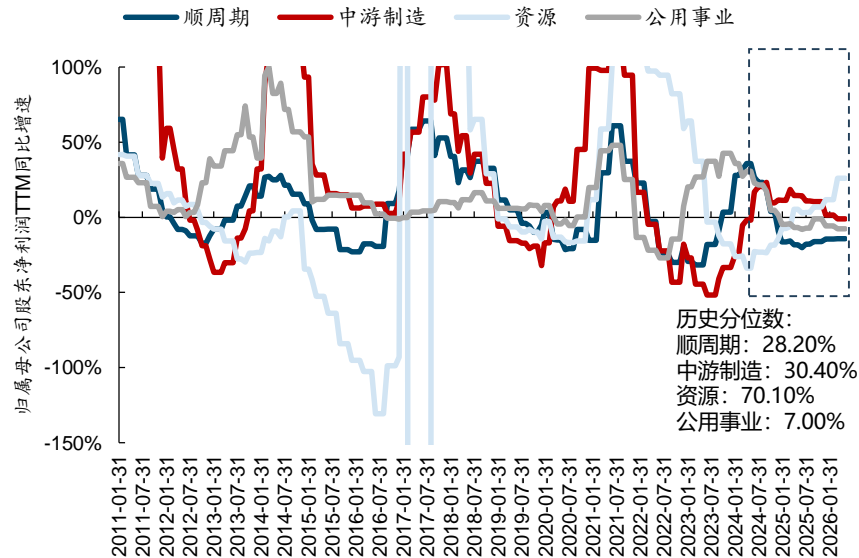
3.4 传统行业的估值：不算便宜，核心在于盈利仍在下行

- 可以看到市场的另一面：非AI的传统行业PE估值其实也并不便宜，除了资源以外其他顺周期、中游制造、公用事业的PE估值历史分位数都在70%以上，尤其是大部分顺周期行业。这背后其实是盈利跟不上股价：大部分传统行业（除了资源）盈利增速仍在下行，处于周期性低位。

图表：2024年“924”以来其实很多传统行业也在“拔估值”



图表：拔估值背后是大部分传统行业的盈利仍在下行，处于低位

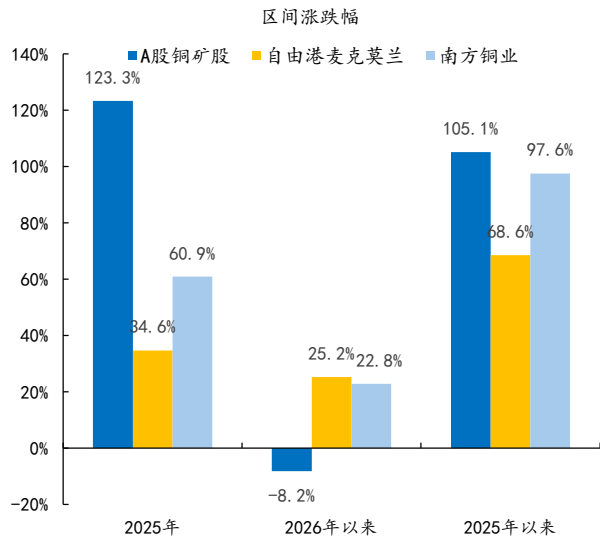


资料来源：wind，国金证券研究所。注：这里的顺周期、中游制造、资源以及公用事业行业是按照申万二级行业的属性进行划分。

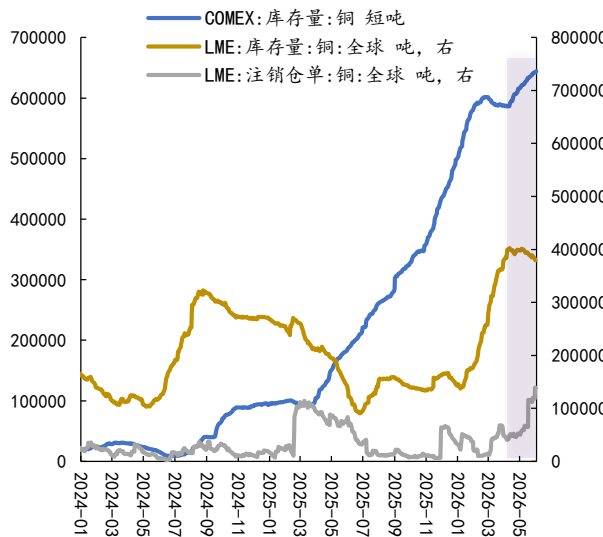
3.5 有色金属：中美定价分化，AI叙事下的实物流量逆转

- 去年在全球流动性宽松+全球需求修复的共同推动下，中国铜矿股表现更为突出，背后是中国铜矿供给侧有更多量增逻辑；而在美伊冲突爆发后，尤其是4月底以来，中美铜矿股开始明显分化：A股铜矿股震荡走弱，而美股铜矿股仍在震荡走高。这一分化的背后反映的是：美国AI驱动下的需求扩张仍在持续，与此同时，在铜关税预期升温的推动下，贸易商提前备货，全球铜库存再度向美国集中，供给侧，美国铜矿同样开始了扩张步伐。而对于A股铜矿企业而言，当能源价格上行压制了新兴市场需求，叠加新增铜矿受阻，反而使得A股铜矿股的定价逻辑与美股出现分化。AI叙事下，中美实物流量预期也在逆转。

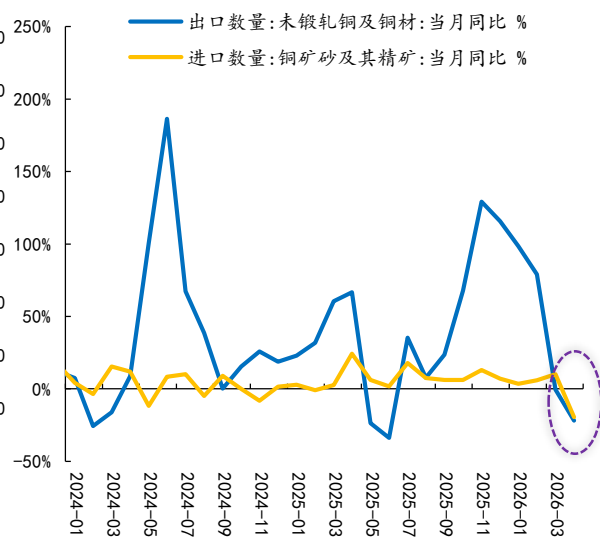
图表：2026年以来中美铜矿股表现分化：A股铜矿股震荡回落的同时美股铜矿股仍在震荡走高



图表：铜关税预期升温下，全球铜库存再度出现向美国迁移的迹象



图表：最近两个月中国铜的出口与进口均出现边际放缓

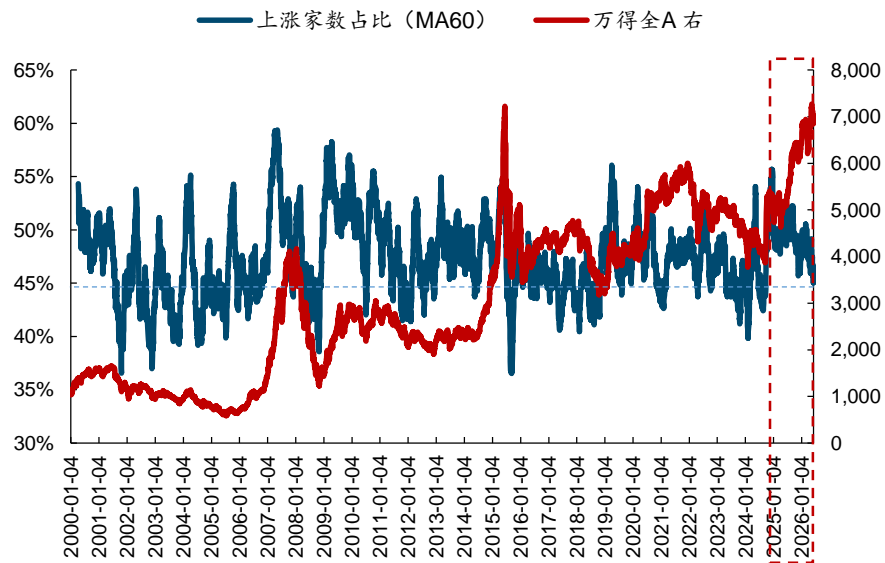


资料来源：wind，国金证券研究所。注：最左图中2025年以来和2026年以来的区间涨跌幅均截至2026年6月5日。

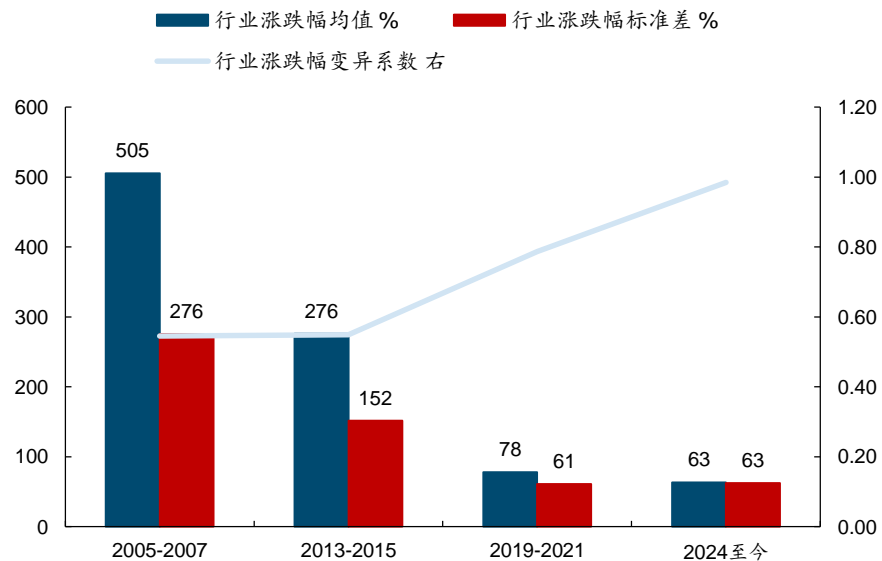
3.6 中国的牛市是否还在？

- 历史上令人印象深刻的牛市是全范围、不可阻挡的上涨，但这一轮在A股创新高的过程中，上涨个股数占比却持续下降。从行业之间的分化来看，这一次牛市行业的涨跌幅差异也远远高于历史上的任何一次牛市。

图表：这一轮A股创新高的过程中，上涨个股数占比却持续下降



图表：从行业视角看，这一次牛市比历史上任何一次牛市分化更大



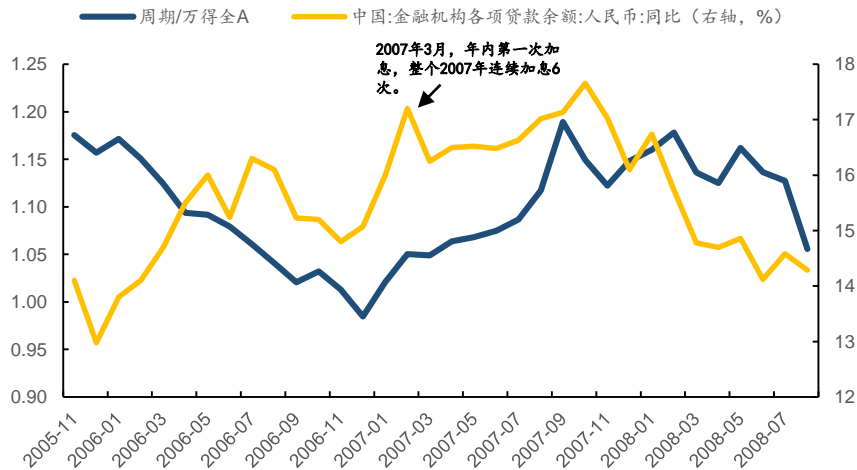
资料来源：wind，国金证券研究所

4 未来路标

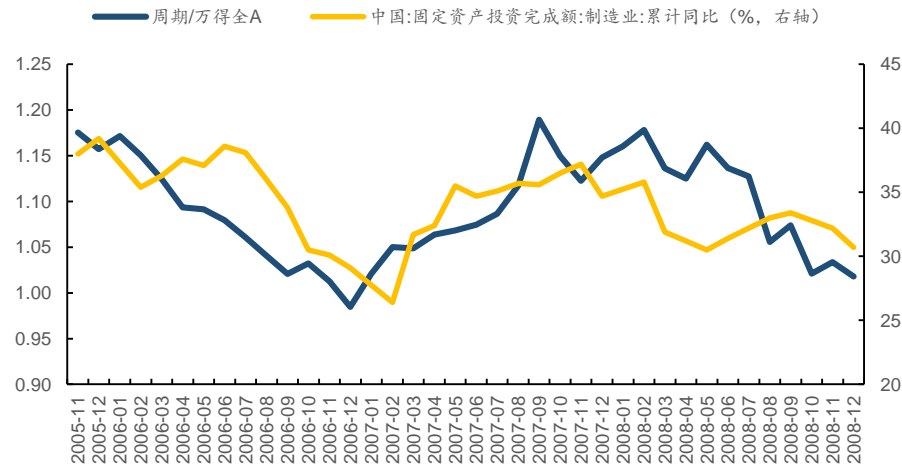
4.1 2007年故事的裂痕

- 2007年10月中的周期行情见顶，并非是单纯的资金面破灭所致，而是金融条件、产业链利润分配格局、以及外部宏观环境多方因素的共振：
- 一方面金融条件来看，中国央行年内多次加息，流动性环境逐渐紧缩，人民币信贷增速、制造业投资增速分别于10月与11月相继见顶。

图表：2007年中国央行年内多次加息，流动性环境明显紧缩，人民币信贷增速于10月同步见顶



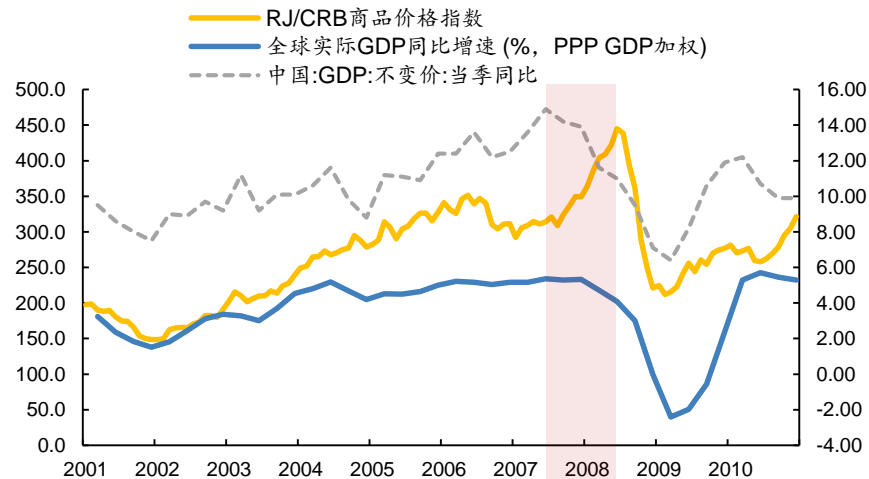
图表：与此同时，制造业投资增速同样于2007年11月见顶



4.1 2007年故事的裂痕

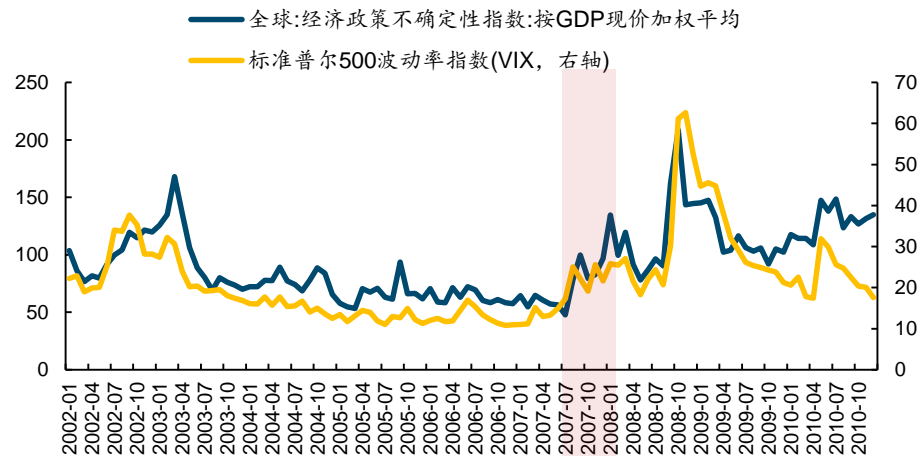
- 2007年周期行情见顶，并非是单纯的资金面破灭所致，而是金融条件、产业链利润分配格局、以及外部宏观环境多方因素的共振：
- 而另一方面产业链量价格局来看，2007年Q2以后商品价格仍在大幅抬升，然而全球GDP增速已经陷入增长瓶颈，即产业链已经步入价升量减的不稳定状态，类似于经济周期中的“滞胀”。
- 与此同时，海外次贷风险逐渐扩散，全球政策不确定性与市场波动率同步放大。

图表：2007年Q2以后商品价格仍在大幅抬升，然而全球GDP增速已经陷入增长瓶颈（%）



资料来源：wind，国金证券研究所

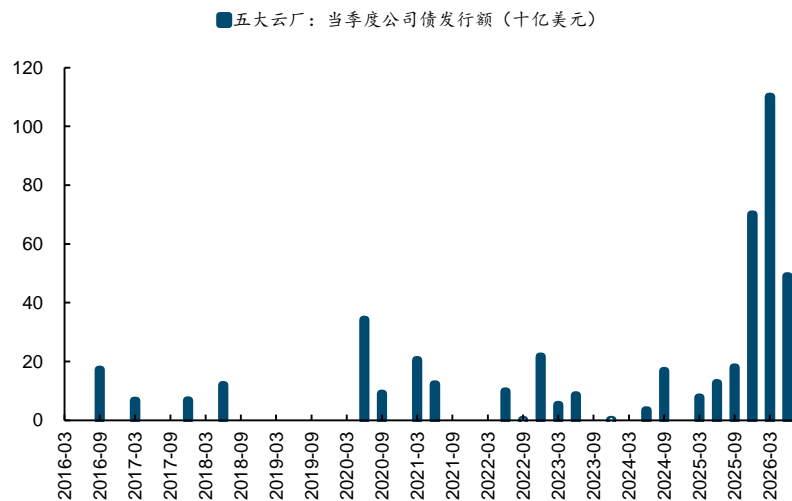
图表：海外次贷风险逐渐扩散，全球政策不确定性与市场波动率同步放大



4.2 AI的路标：融资状况

- 2025年以来，海外科技大厂通过举债融资的规模快速扩张。五大云厂2025年全年发行公司债规模达1080亿美元，为过去十年之最；而2026Q1单季度融资额就已突破1000亿美元。假设（1）AI大厂经营性现金流增速为15%、（2）资本开支进度与彭博一致预期相符、（3）速动比率逐步回落至2022-2024年低点，那么预期五大云厂未来3年融资需求将达到5000亿美元。即使这些公司不进行回购与分红，测算融资缺口仍然有2600亿美元。
- 当下AI投资正在从相对独立的自身现金流向外部市场化融资，对宏观流动性环境的敏感度逐渐提升，值得一提的是，以谷歌为代表现金流相对没有那么紧张的巨头企业仍然在进行大量的外部融资，一定程度上成为了流动性紧张的来源，这本身也是指示未来融资环境可能紧张。

图表：2025年以来五大云厂信用债发行规模大幅扩张



图表：对五大云厂未来三年融资规模的测算

	甲骨文	微软	谷歌	亚马逊	Meta	合计
未偿还债务余额	1235.0	463.7	1005.1	1225.1	840.0	4769.0
未来3年利息支出（按5%利息估算）	185.3	69.6	150.8	183.8	126.0	715.3
2025年TTM股息支出	53.7	252.69	100.49	0	53.24	460.12
未来3年股息支出（按2025年不变）	161.1	758.07	301.47	0	159.72	1380.36
2025年TTM回购支出	5.06	223.92	457.09	0	262.48	948.55
未来3年回购支出（按2025年不变）	15.18	671.76	1371.27	0	787.44	2845.65
2026资本开支一致预期	597.5	1161.5	1784.9	1975.6	1254.1	6773.6
2027资本开支一致预期	753.5	1386.9	2098.4	2216.2	1444.3	7899.3
2028资本开支一致预期	865.9	1497.6	2298.0	2418.6	1558.5	8638.7
未来3年资本开支一致预期	2216.8	4046.0	6181.3	6610.5	4257.0	23311.6
未来3年资本支出+融资支出需求合计	2578.4	5545.4	8004.8	6794.2	5330.1	28253.0
2025年经营性现金流	223.0	1605.1	1647.1	1395.1	1158.0	6028.3
未来3年经营性现金流（10%增长估算）	811.8	5844.0	5997.2	5079.7	4216.3	21949.0
2025年末流动负债	407.37	1366.61	1111.88	2167.56	467.53	5520.95
2022-2024最低速动比率	0.60	1.02	1.66	0.68	2.07	6.03
当前速冻比率	1.35	1.01	1.71	1.01	2.35	7.42
当前流动资金缓冲垫（亿美元）	303.0	-15.5	52.0	722.0	130.9	1192.4
未来3年全部融资需求测算（亿美元）	1463.6	0.0	1955.6	992.5	983.0	5394.7
未来3年全部融资需求测算（不考虑回购与分红支出，亿美元）	1287.3	0.0	282.9	992.5	35.8	2598.5

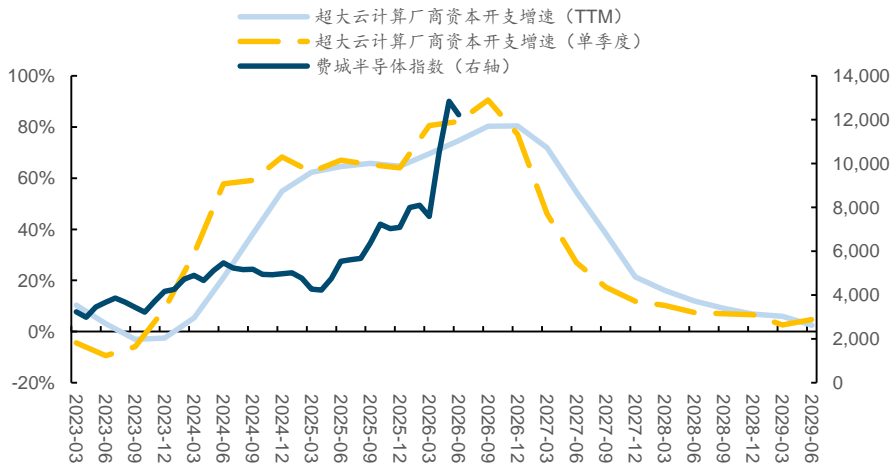
注：五大云厂为甲骨文、微软、谷歌、亚马逊、Meta。

资料来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

4.2 AI投资周期的路标：资本开支

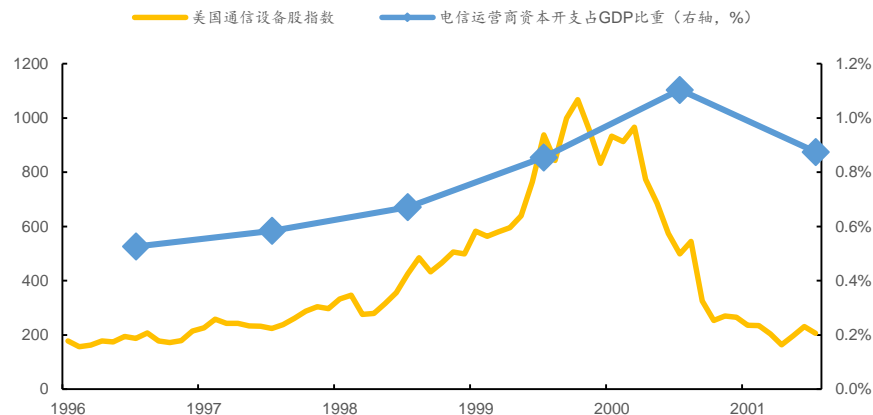
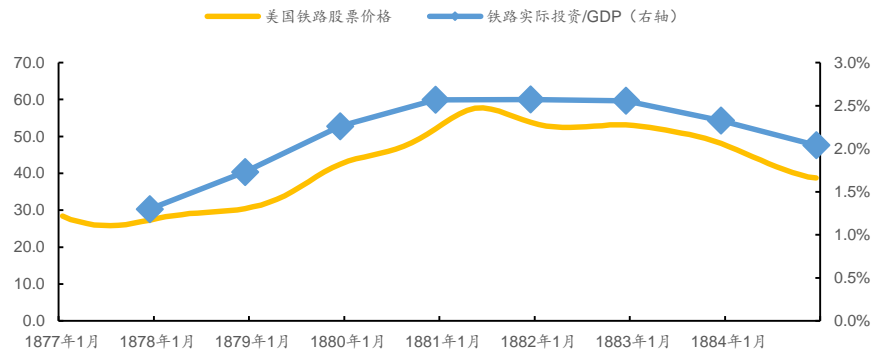
- 目前预测来看，2026年Q3过后超大云计算厂商的资本开支增速可能迎来高点回落，后续密切关注云厂商的资本支出上调情况。如果没有进一步上调，超额收益的速度可能进一步放缓。
- 而复盘美国自身历史上1880年代的铁路与1990年代互联网投资带来的产业浪潮行情来看，“铲子股”行情的高点小幅领先于投资规模占GDP比重阶段高点，那么目前静态假设前，高点可能出现在2028年之前某一时刻。

图表：当前预测来看，2026年Q3过后超大云计算厂商的资本开支增速可能迎来高点回落



资料来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

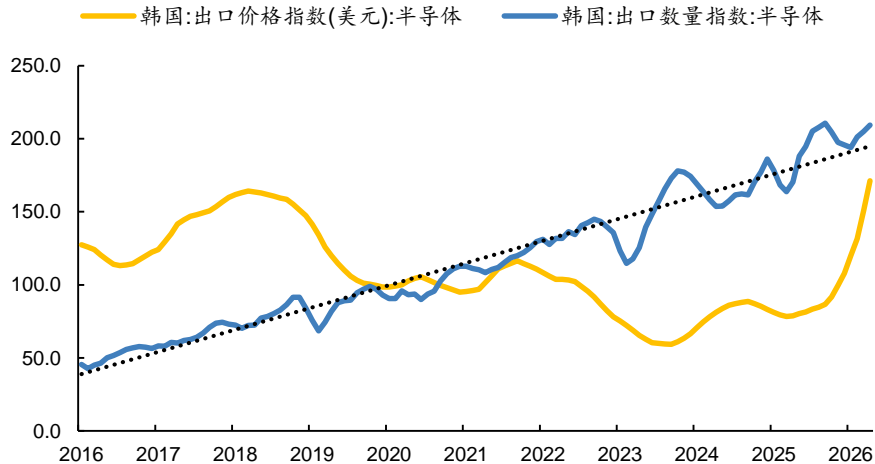
图表：历史上看，产业周期行情与其占GDP的比重走势密切相关



4.2 AI投资周期的路标：“类滞胀”时刻何时到来

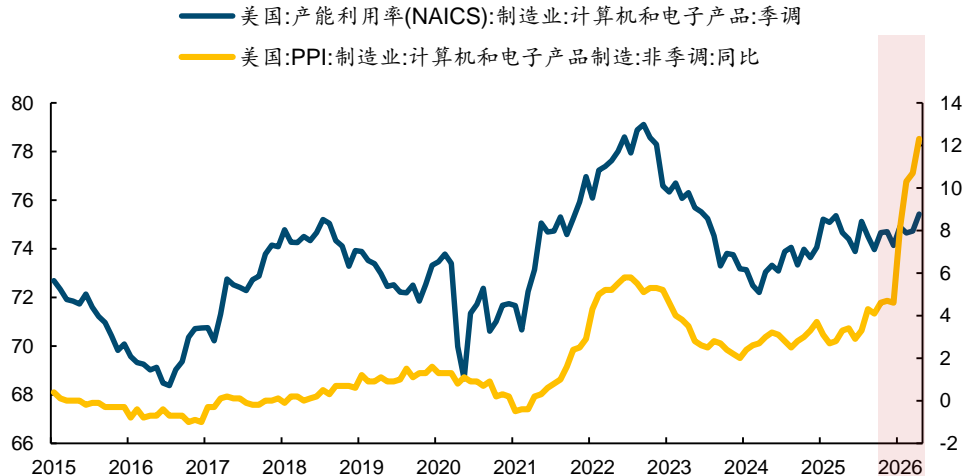
- 而从产业链量价视角来看，韩国半导体出口价格指数快速抬升，而数量指数于2025年Q2突破长期趋势线，当前仍处于趋势线上方，与此同时美国TMT制造PPI与产能利用率同样同步抬升，表明当下AI投资硬件核心环节仍处于量价齐升的阶段，**未来重点观测韩国半导体数量指数跌破趋势线，而价格仍在上行的节点。**

图表：韩国半导体出口价格指数快速抬升，而数量指数于2025年Q2突破长期趋势线



资料来源: wind, 国金证券研究所

图表：与此同时美国TMT制造PPI与产能利用率同样同步抬升（%）

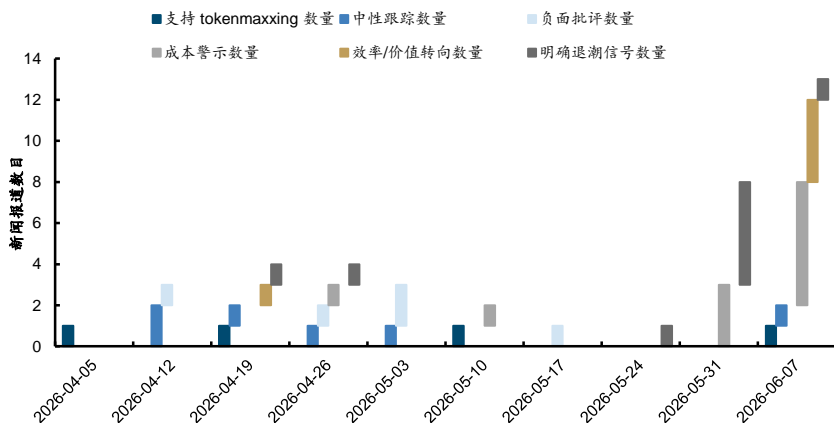


~

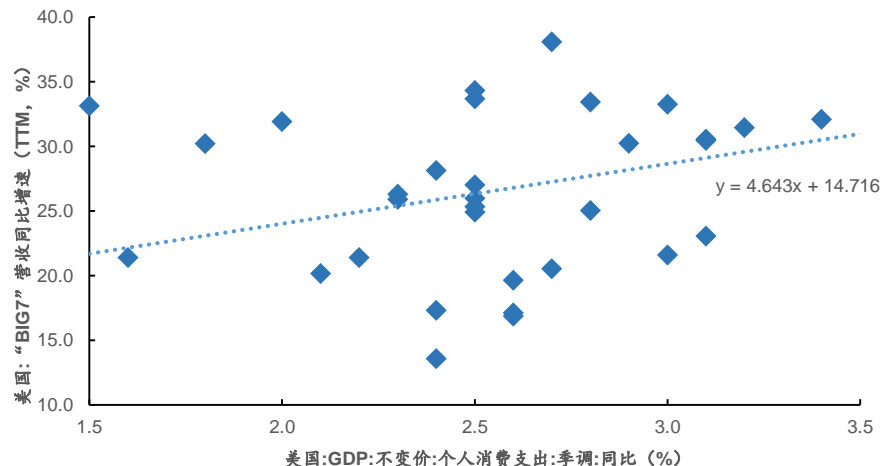
4.2 AI投资周期的路标：其他底层变量

- 与此同时，产业发展路径上的一些扰动与底层变量同样值得关注：
- 一方面，token价格尚未到达“非常廉价”的程度，越来越多的企业开始重估AI的成本与效率之间的平衡；
- 另一方面，本轮资本开支的核心，美国“BIG7”的底层增长依然高度依赖于美国宏观经济的稳定，尤其是消费环节的韧性，而当下消费恰恰是受AI冲击相对严重的环节。

图表：越来越多的企业开始重估AI的成本与效率之间的平衡



图表：“BIG7”的收入增长与美国消费者支出呈现出明显的正相关

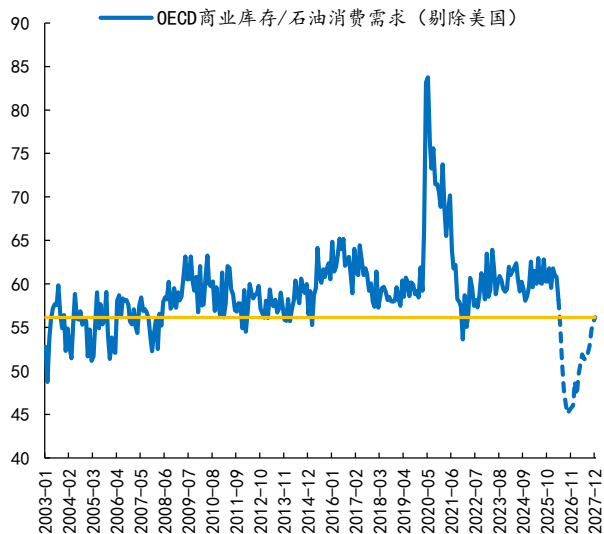


5 投资思路

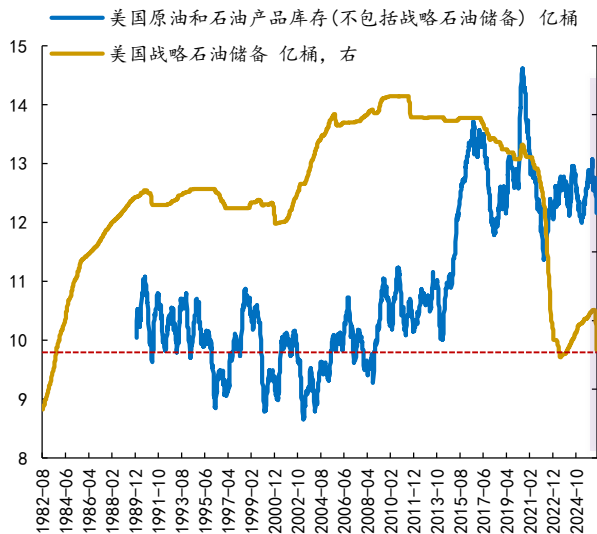
5.1 传统能源：关注未来原油补库周期的开启

- 以石油商业库存/石油需求进行衡量，即便是按照EIA所预期的石油补库节奏进行测算，2027年底该数值也仍低于历史中枢水平。与此同时，供给体系的脆弱性也可能使得全球经济体未来将倾向于持有更多的实物资产以增强自身抵御风险的能力，未来原油补库周期的开启有望对价格形成支撑。
- 长期维度来看，当前原油消费占GDP比重仍处于相对低位，而随着未来原油在经济中寻求中枢上移，能源相关资产的定价环境也将更为有利。

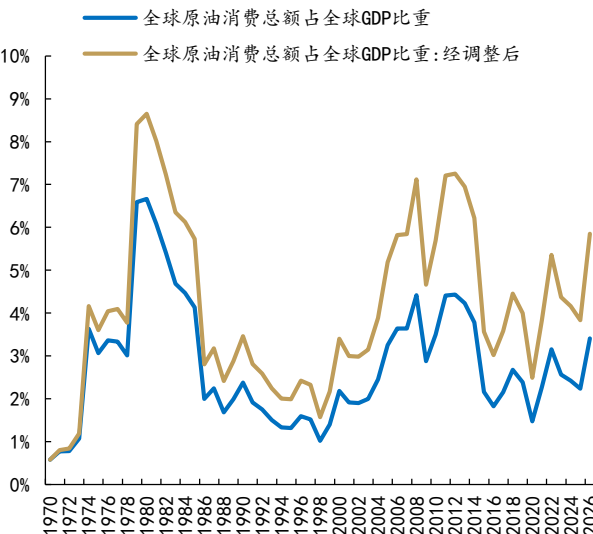
图表：石油库存/消费需求处于历史最低位，而供给体系的不稳定性或将使未来需要更高合意库存水平



图表：当前美国原油库存正在加速去化，尤其是战略库存已下降至历史低位



图表：长期看原油消费在经济中的占比或将迎来上升

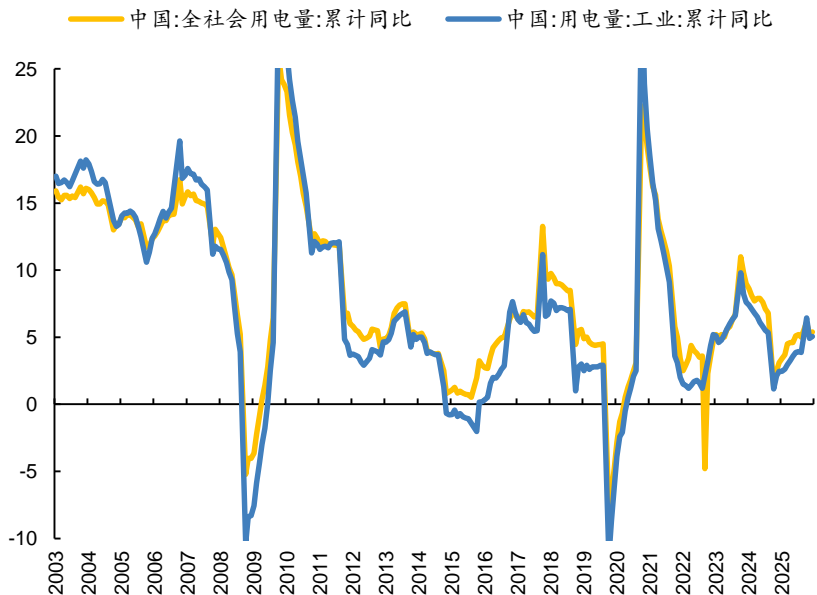


资料来源：wind, EIA, 国金证券研究所。注：①左图中虚线为EIA的预测数据；②右图中调整系数是(1-除原油以外其他能源占一次能源的比例)。

5.1 传统能源：与制造业相关的实物消耗型红利

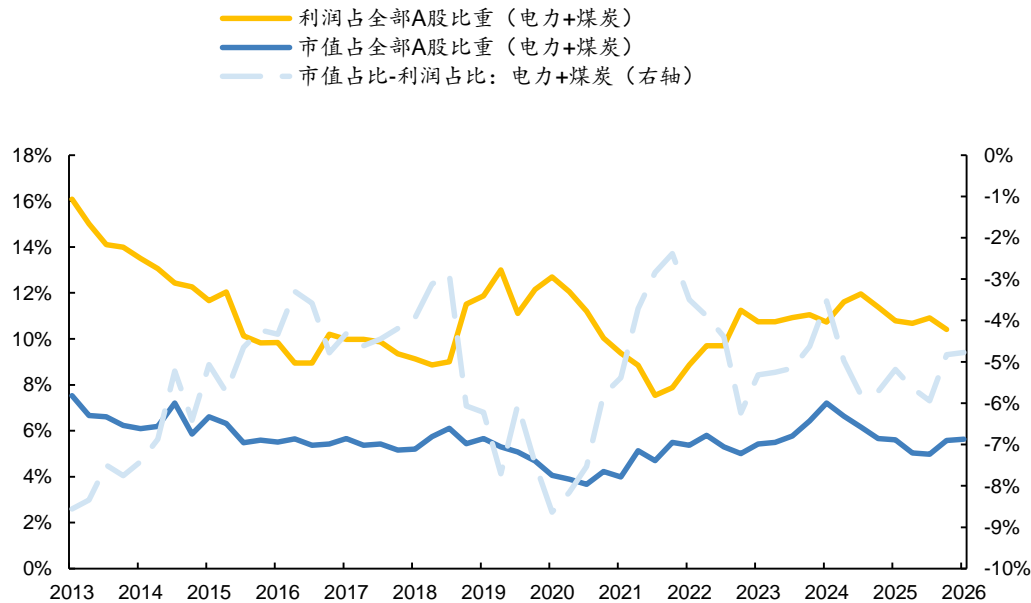
- 当前中国制造业用电量增长依然稳定，表明实物生产环节韧性仍在，当前煤炭+电力利润占比与市值占比相较于24年Q2的阶段高点仍有一定距离，未来随着盈利侧的逐渐底部回升，其市值抬升仍有空间。中国制造业的流量仍然是未来投资的稳定剂。

图表：当前中国制造业用电量增长依然稳定，表明实物生产环节韧性仍在 (%)



资料来源：wind，国金证券研究所

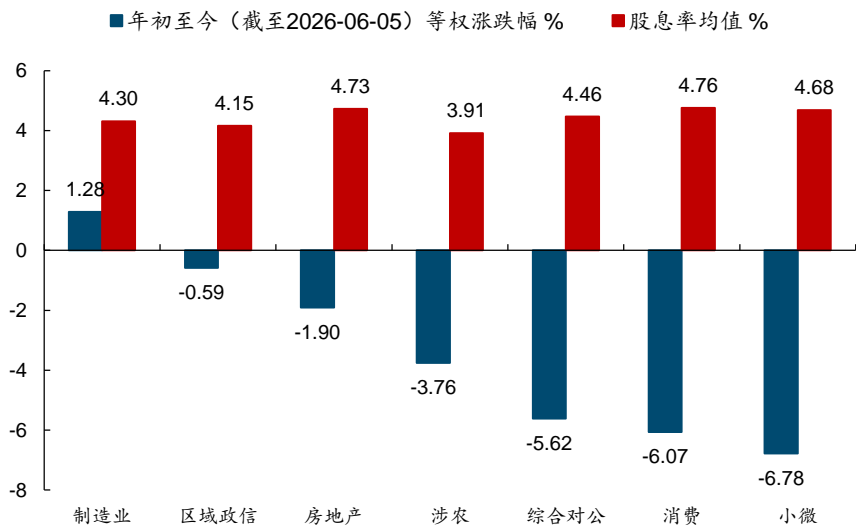
图表：当前（煤炭+电力）利润占比与市值占比相较于24年Q2的阶段高点仍有一定距离



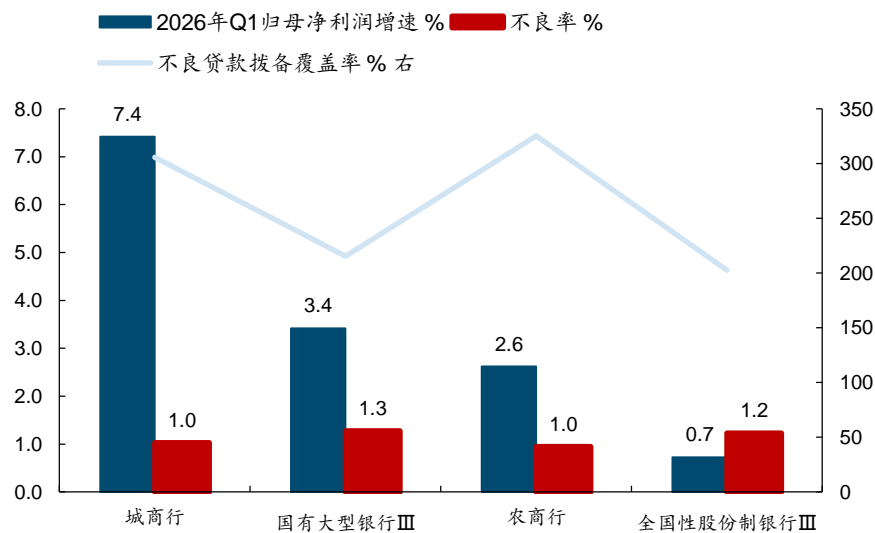
5.1 银行内部的分化：寻找经济结构变化下的亮点

- 与2022-2024年红利风格占优阶段时期不同，银行今年以来的涨跌幅分化十分明显：股息率最高的反而表现一般，而股息率中等的表现最好。这背后其实是投资者对不同银行的业务进行的定价：在经济结构向制造业转型的过程中，部分地方城商行的业绩开始出现反转信号；而很多全国性股份制银行由于大部分业务仍集中于消费端、零售端以及房地产。中国经济在制造业流量下的转型正在出现端倪。

图表：年初至今银行内部表现分化十分明显，业务和制造业相关的表现最好



图表：综合看，城商行的利润增速和资产质量整体最强（取中位数）

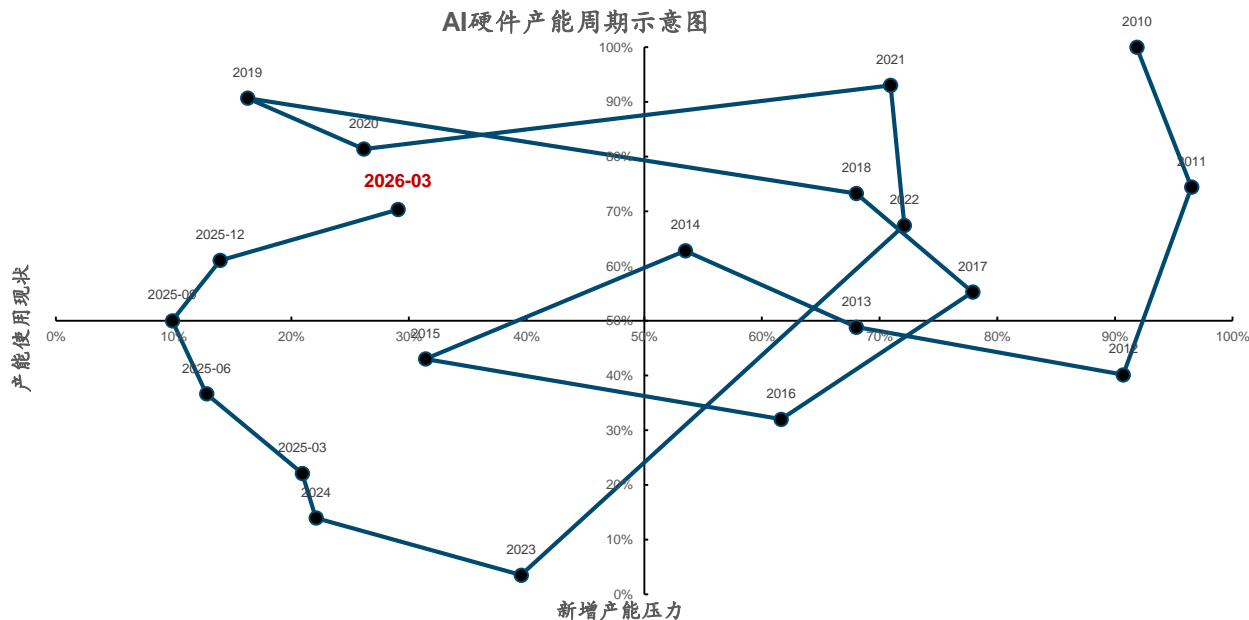


资料来源：wind，国金证券研究所

5.2 关注AI投资链的实物消耗环节

- 全球科技相关资本支出有望维持在高位，相较于互联网产业周期对于以半导体为代表的实物需求量更高，关注科技产业资本开支周期扩散下的科技类实物消耗环节：**半导体/AI材料、半导体设备与制造等。**

图表：当前A股AI硬件链步入产能扩张周期



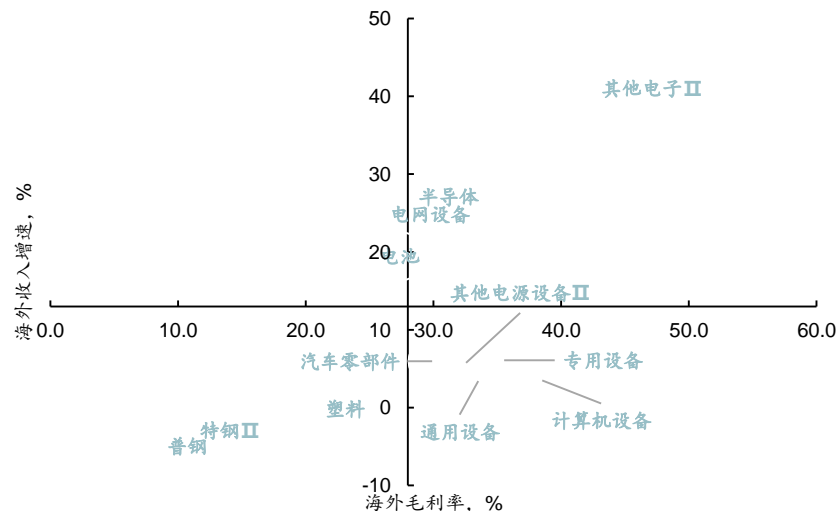
5.3 被AI压制行业修复的路径

- 若新兴市场的传统制造业投资修复：其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备、计算机设备或迎来外需复苏。我们统计了中国对东盟制造业国家（印尼、泰国、越南、马来西亚）近五年出口的品类，它们主要承接的产能集中在：芯片制造（进口集成电路和印刷电路）、汽车制造（进口汽车零部件）、家电制造（进口空气泵、压缩机），而为了产能的建设，它们自身产生了对电力设备、机械设备等设备类和钢铁、塑料等材料类的需求。从上市公司角度来看，其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备、计算机设备海外毛利率高于整体材料+设备类上市公司平均水平，但当前海外收入增速受压制。

图表：中国对东南亚四国出口的原材料+设备类：高增速品类一览

HS 编码	品类名	2024年出口金额 (百万美元)	2019-2024年复 合增速 (%)
8542	电子集成电路	30049.9	12.5
8471	自动数据处理设备及其部件；磁 / 光阅读器	8845.7	14.3
7208	铁或非合金钢；宽度≥600mm 热轧扁平轧材，未包覆镀层	6047.7	133.9
8507	蓄电池，包括隔板	5994.6	25.8
8504	变压器、静止式变流器（如整流器）及电感器	5808.1	19.3
8473	专用于品目 8470~8472 机器的机械零件及附件	5770.2	22.4
8544	绝缘电线、电缆及其他导电材料；光纤光缆	4892.2	14.4
8708	品目 8701~8705 机动车辆的零件及附件	4346.6	14.7
8534	印刷电路	4046.7	19.3
8414	空气泵、真空泵、压缩机、风扇、通风罩	3666.4	13.9
8479	本章未列名、具有独立功能的机械及器具	3360.4	15.1
8536	电压≤1000V 电路开关、保护、连接装置；光纤连接器	3205.1	15
8529	专用于品目 8525~8528 设备的传输装置零件	3163.0	15.7
3907	初级形状聚缩醛、聚醚、环氧树脂、聚碳酸酯、聚酯	2409.7	15
7326	第 73 章未列名钢铁制品	2393.4	21.8

图表：制造业外需的上市公司层面对比：毛利率&增速



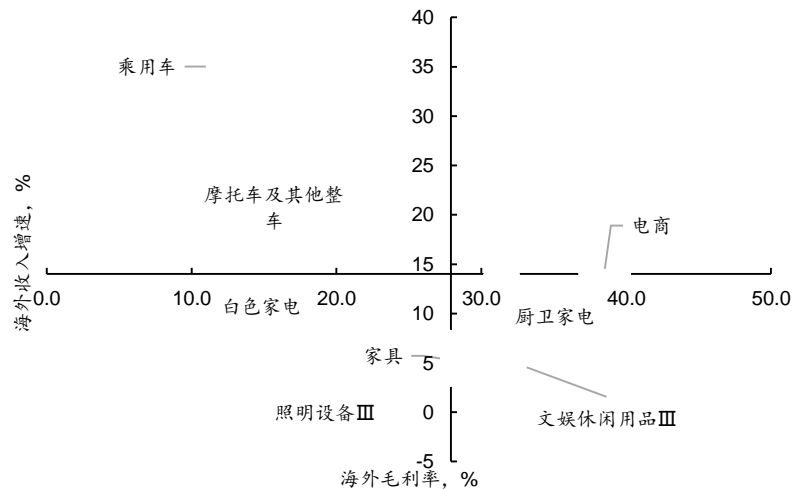
5.3 被AI压制行业修复的路径

- 若海外消费随经济复苏：**电商、厨卫家电、文娱休闲用品**。我们统计了中国对消费增量较快的国家和地区（非洲、东南亚、中东国家）的出口，消费分三个层次升级：轻工制品→汽车、厨卫家电→跨境电商、白电。目前来看，电商、厨卫家电、文娱休闲用品的上市公司海外毛利率高于消费品行业整体，但当前受汇率和新兴市场需求不振的压制，收入增速不高，未来有较大的反弹空间。

图表：中国对消费三个高增长地区的主要出口消费品

中国对东南亚出口增速高的消费品				中国对西亚出口增速高的消费品			
HS 编码	品类名	2024年出口金额 (美元)	2019-2024年复合增速 (%)	HS 编码	品类名	2024年出口金额 (美元)	2019-2024年复合增速 (%)
9999	未按种类具体列名的商品	19397634920	61.8	8703	主要载人机动车辆 (含旅行车、赛车)	11411715881	71.7721622
9403	第 94 章未列名家具及其零件	5914612174	14.4	8415	空调机;	4146349276	15.5521825
4202	衣箱、旅行包、工具包及类似容器	5660365423	14.2	9999	未按具体品类别列名的商品	3589168505	43.7612711
9503	三轮玩具车、踏板车、玩偶、玩具、模型、拼图	5155546367	11.8	8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	1609472811	15.0625159
8703	主要载人机动车辆 (含旅行车、赛车)	4934850941	40.6	8418	电动或其他制冷设备, 如冰箱、冷冻柜等	1156569825	17.6824923
9401	坐具 (可转床或不可转床) 及其零件	3591286332	10.7	8711	摩托车 (含机动脚踏两用车) 及装有辅助发动机的脚踏车, 不论是否带边车; 边车	997420625	33.4959471
8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	3314378246	17.9	中国对非洲出口增速高的消费品			
8415	空调机	2623445008	15.7	9405	未列名灯具及照明装置; 发光标志、铭牌及其零件	773395938	12.7
3924	塑料制餐具、厨具及其他家用制品	2603705438	17.7	8703	主要载人机动车辆 (含旅行车、赛车)	672950662	30.5
				9403	第 94 章未列名的家具及其零件	481729901	12.2
				9401	坐具 (品目 9402 除外) 及其零件	323252650	10.2
				8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	266199424	9.8

图表：消费外需的上市公司层面对比：毛利率&增速



注：标灰色为中低收入地区需求，蓝色为三类地区都有的需求，金色为中高收入地区需求。

- 当新的世界真实的景气逐步演变为投资者对未来的乐观预期，而被压制的旧世界的救赎还未到来，实际上新旧世界的定价都处于非稳态的阶段。面对未来新世界潜在的波动以及旧世界的“复仇”，配置推荐上：
- 首推具有战略资源价值、受益于实物消耗的**原油、煤炭、电力**，受益于国内制造业结构转型、基本面出现改善信号的**城商行**；
- 其次关注全球科技资本开支维持高位带来的AI实物消耗环节，包括**半导体/AI材料、半导体设备与制造**等；
- 中期则关注AI压制因素缓解后，受益于新兴市场传统制造业投资修复和海外消费复苏的方向，如**工业金属（铜、铝）、其他电源设备、汽车零部件、专用设备、通用设备、计算机设备、电商、厨卫家电和文娱休闲用品**等。

6 风险提示

6 风险提示

- 1、海外地缘争端导致通胀上行超预期，导致全球流动性紧缩；
- 2、AI对传统行业的压制持续超预期。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题