



A 股策略周报 20260726

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：季宏坤（执业 S1130526060001）

mouyiling@gjzq.com.cn

jihongkun@gjzq.com.cn

静候

AI 产业链担忧仍存，资金出清可能更加漫长

本周谷歌上调全年资本支出指引，此前市场对于 AI 硬件端的担忧有所缓解，扣除价格上涨后仍有边际增长，但是云厂商仍未回答市场关切的另一个核心问题：天量资本开支如何转化为企业盈利。当下国产大模型加速追赶海外，这使得闭源模式的高利润根基受到质疑，这是高 ARR 个案往全行业外推的一个潜在的供给侧质疑。AI 产业链上游涨价但下游竞争加剧的格局也并非稳态。此外，谷歌二季度自由现金流流转负，**资本开支总量增长有限的情况下，涨价本身是对量增的一种压制，需要随时关注滞胀的出现。**交易侧，韩国继续提高散户投资单一个股杠杆 ETF 的要求，结合当前韩国两倍杠杆 ETF 规模/韩股总市值相对于前期高点回落的幅度仍有限，韩国去杠杆程度还在继续，并不已托底市场为主，仍将压制投资情绪。从国内筹码出清的节奏来看：2026Q2 主动偏股基金对 AI 硬件的超配比例已升至历史主流赛道峰值，而 7 月以来主动偏股基金仍在加仓电子与通信，筹码出清远未完成。尽管近期基本面国产算力相对稳健，且投资者认为科创板存在政策底，但需要思考的是：维稳力量本周虽有所介入，但从两融担保比例回升后科创 50ETF 申购明显放缓来看，其作用更多在于缓解流动性风险而非拉升市场；可能正是由于这种“信心”，主动偏股基金超配与两融持仓高位并存，导致了筹码出清的缓慢。从逻辑上，当海外链是主逻辑时，行业利润持续周期预期较长此时国产链享受成长性估值，但如果国产链条成为主逻辑，那陷入当年新能源产业的产业优势与盈利趋势脱钩的担忧可能会重现。我们认为，一致预期中的反弹终会到来，但大概率不是现在。

均衡中的基本面暗线：有色金属与出海的底部

今年以来，在 AI 投资驱动与资金回流下，美国经济开始出现复苏，美债实际利率明显上行已超过通胀预期，美国和非美经济体出现明显分化。从历史经验看，当美债实际利率高于通胀预期时，往往对应大宗商品价格的阶段低点。目前看 AI 投资二次加速的概率偏低，美国实际利率上行空间有限；若后续 AI 投资斜率放缓，实际利率回落将释放新兴市场需求。这些新兴市场的单位实物消耗更高，也会助推全球实物需求的上行。同时伴随着新兴市场能源转型+工业化诉求，中国相关的部分出口中非 AI 部分可能迎来修复。结构上，主要体现为电力设备（变压器、蓄电池、电线及电缆等）、汽车（乘用车、商用车）、工程机械、通用机械设备、机床、汽车零配件等。从这个意义上，再均衡有了一定的理由，这也是跷跷板效应出现的基本面暗线。

但需要承认的是，上述传导机制路径上的不确定性

尽管再均衡的基本面逻辑正在积累，但前方不确定性仍然较多。地缘层面，本周美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡通航量接近归零，全球供应链修复进程受阻。货币政策预期层面，油价大幅上行+美国当周初次申请失业金人数降至三年最低，**市场对美联储加息预期进一步极致化**：当前市场定价今年加息概率已超 90%，7 月议息会议开启加息的概率也升至三成以上，短期对有色构成一定压力。综合来看，AI 投资定利率中枢+阶段矛盾定波动区间来看，底部明确但全面逆转时机确实未到。

青黄不接，积极防御

青黄不接之际，积极防御仍是核心。我们对需要停留在市场中的投资者推荐如下：第一，能源价格低位逐步确定，受益于中国制造业流量的（煤炭+电力）是较好的绝对收益组合，石油石化板块迎来估值修复。第二，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，底部或已经出现，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。第三，AI 投资尚在过热期后段，未来反弹时期应该依据周期性规律寻找锐度资产，但时间点不确定性较大：半导体/AI 材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外货币政策预期大幅收紧。



内容目录

1、AI 产业链担忧仍存，资金出清可能更加漫长	3
2、均衡中的基本面暗线：有色金属与出海的底部	7
3、但需要承认的是，上述传导机制路径上的不确定性	9
4、青黄不接，积极防御	11
5、风险提示	11

图表目录

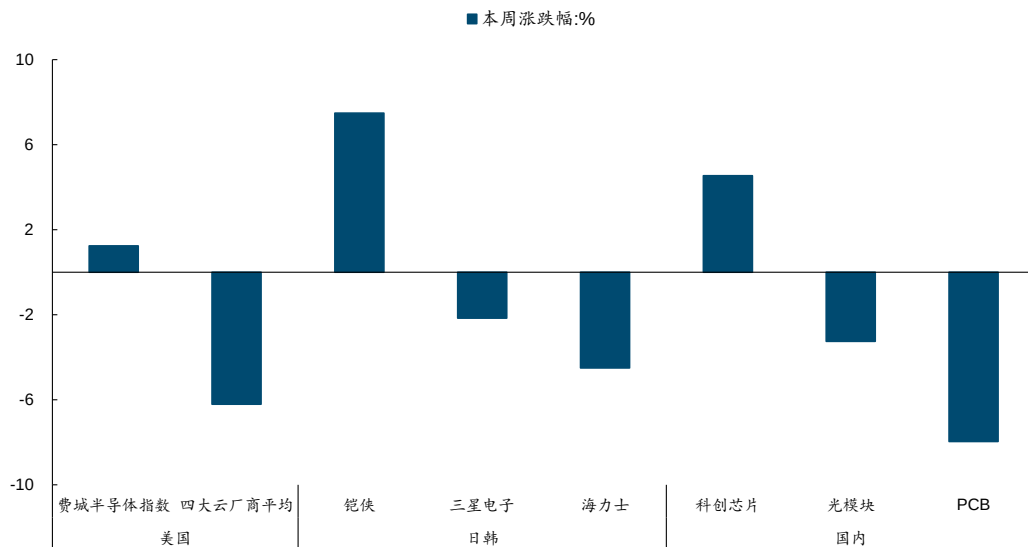
图表 1： 本周美股费半阶段性止跌，但是云厂商跌幅扩大	3
图表 2： 下游大模型呈现以价换量的格局	3
图表 3： 国产大模型正加速追赶海外大模型，Kimi K3 在部分大模型测评中登顶榜首	4
图表 4： 谷歌二季度自由现金流转负	4
图表 5： 云厂商的资本开支增速可能在今年三季度见顶	4
图表 6： 从韩国正向 2 倍 ETF 规模/韩股总市值看来，韩国仍有很大去杠杆空间	5
图表 7： 2026Q2 主动偏股基金对于 AI 硬件的配置比例仅次于 2009Q2 的金融地产	5
图表 8： 而超配比例则为主动偏股基金对于主流赛道超配比例的最高值	5
图表 9： 7 月以来，主动偏股基金可能仍在加仓电子和通信板块	6
图表 10： 维稳力量的作用主要在于缓解市场流动性风险	6
图表 11： 今年二季度主动偏股基金大幅超配科创 50	7
图表 12： 虽然过去几周两融有所卖出科创 50，但对于科创 50 的持仓仍在高位	7
图表 13： 今年美国和非美经济体出现明显背离	7
图表 14： 近期美债实际利率高于通胀预期	8
图表 15： 而实际利率高于通胀预期时期，往往对应商品价格的阶段低点	8
图表 16： 美国利率的回落往往有利于促进非美国国家 FDI 的增长	8
图表 17： 对比单位 GDP 实物消耗来看，新兴国家整体显著高于发达国家	8
图表 18： 南美洲和非洲整体的人均用电量水平仍明显低于全球平均水平	9
图表 19： 非洲、东盟、拉美的人均基础设施投资额同样低于全球平均水平	9
图表 20： 从中国出口至印尼的品类来看，电池、工程机械等为代表的细分产品获得更高的增长率	9
图表 21： 中国出口至非洲和拉美份额提升幅度较高且增速较高的品种主要集中于中间品和资本品领域	9
图表 22： 本周美伊冲突继续升级	10
图表 23： 霍尔木兹海峡通航量再度归零	10
图表 24： 由于美伊冲突升级，近期油价大幅上涨	10
图表 25： 本周美国当周初次申请失业金人数低于预期，降至三年以来最低	10
图表 26： 本周美联储货币政策紧缩预期大幅升温	11



1、AI 产业链担忧仍存，资金出清可能更加漫长

前期报告我们提到美国云厂商的业绩是重要的观测指标，本周谷歌上调了 2026 年全年资本支出指引，区间调整至 1950-2050 亿美元（此前为 1800-1900 亿美元），这缓解了市场此前对于 AI 硬件端的担忧，扣除价格上涨后仍有边际增长，我们看到费城半导体指数阶段性止跌。但是谷歌并没有回答市场一直关注的另一个问题：天量资本开支如何实现企业盈利。与之对应的是，美国四大云厂商的股价表现则要明显弱于 AI 硬件。

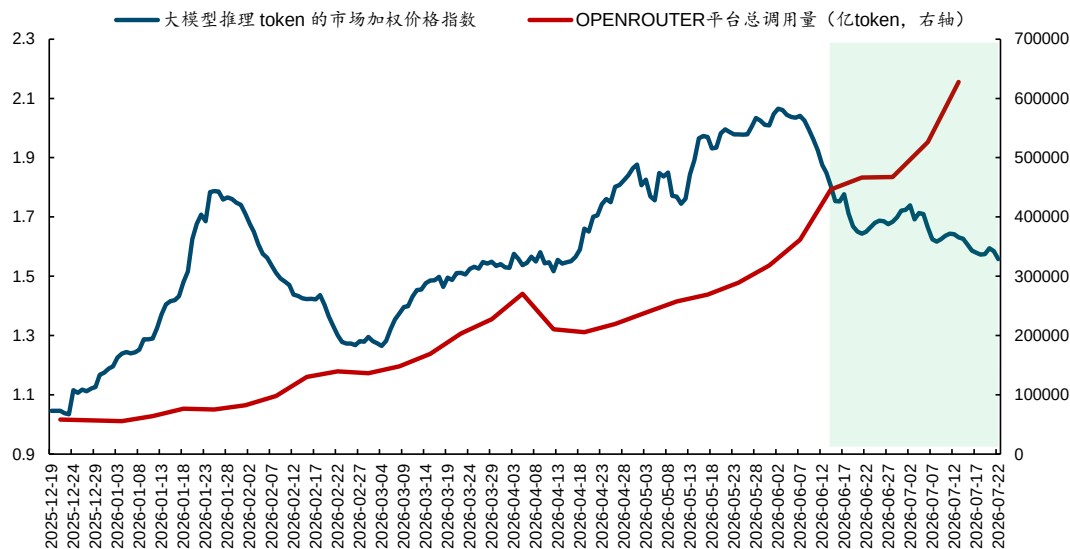
图表1：本周美股费半阶段性止跌，但是云厂商跌幅扩大



来源：wind，国金证券研究所

市场认为本轮 AI 硬件的持续周期比 2021 年新能源更长的一个很重要原因是海外扩产较慢，可以维持较长时间的高利润。但近期国产大模型出现追赶信号，当国内外大模型差距明显缩小时，下游竞争会进一步加剧，市场对于闭源模式的高利润也将提出更多质疑，这是高 ARR 个案往全行业外推的一个潜在的供给侧质疑。当前 AI 产业链上游广泛涨价，而下游模型应用侧却出现以价换量的现象，这并不是一个稳态。

图表2：下游大模型呈现以价换量的格局



来源：Bloomberg，OpenRouter，国金证券研究所



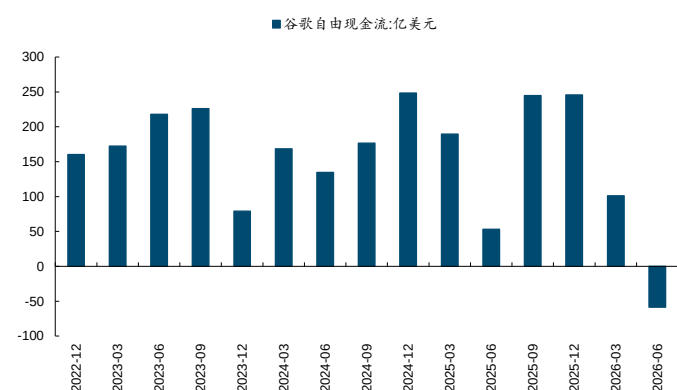
图表3: 国产大模型正加速追赶海外大模型, Kimi K3 在部分大模型测评中登顶榜首

Rank	Rank Spread	Model	Score	Votes	Price \$/M	Context
1	1 ~ 1	kimi-k3 Moonshot - Proprietary	1682 +13/-13 Preliminary	3,774	\$3 / \$15	1M
2	2 ~ 3	claude-fable-5 Anthropic - Proprietary	1630 +10/-10	5,570	\$10 / \$50	1M
3	2 ~ 3	gpt-5.6-sol-xhigh (codex-harness) OpenAI - Proprietary	1625 +10/-10	4,996	\$5 / \$30	1.1M
4	4 ~ 4	glm-5.2 (max) Zai - MIT	1588 +10/-10	5,537	\$140 / \$4.40	1M
5	5 ~ 8	claude-opus-4-8-thinking Anthropic - Proprietary	1568 +8/-8	8,060	\$5 / \$25	1M
6	5 ~ 9	claude-opus-4-7 Anthropic - Proprietary	1559 +7/-7	10,882	\$5 / \$25	1M
7	5 ~ 10	claude-opus-4-7-thinking Anthropic - Proprietary	1558 +7/-7	11,485	\$5 / \$25	1M
8	5 ~ 14	grok-4.5 SpaceXAI - Proprietary	1550 +12/-12	3,178	\$2 / \$6	500K
9	6 ~ 13	claude-opus-4-6-thinking Anthropic - Proprietary	1546 +6/-6	13,411	\$5 / \$25	1M
10	7 ~ 16	claude-sonnet-5-high Anthropic - Proprietary	1541 +11/-11	3,849	\$2 / \$10	1M
11	8 ~ 16	claude-opus-4-8 Anthropic - Proprietary	1539 +8/-8	7,043	\$5 / \$25	1M
12	8 ~ 16	claude-opus-4-6 Anthropic - Proprietary	1537 +6/-6	14,632	\$5 / \$25	1M
13	8 ~ 19	muse-spark-1.1 Meta - Proprietary	1536 +12/-12 Preliminary	3,030	\$1.25 / \$4.25	N/A
14	10 ~ 19	seed-2.1-pro-preview ByteDance - Proprietary	1528 +10/-10 Preliminary	4,776	N/A	N/A
15	9 ~ 20	gemini-3.6-flash Google - Proprietary	1526 +13/-13 Preliminary	2,409	\$1.50 / \$7.50	1M

来源: Arena.ai, 国金证券研究所

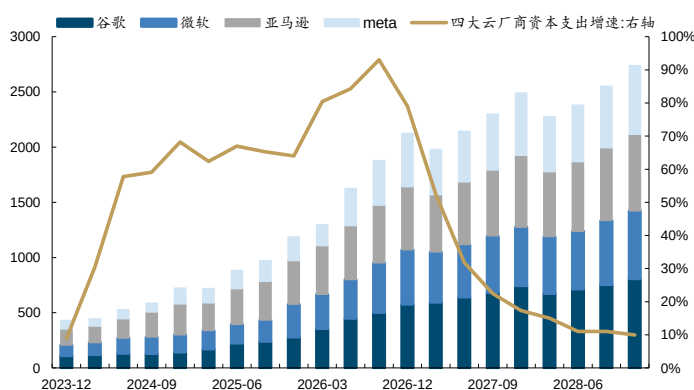
另一方面, 谷歌财报显示其第二季度自由现金流已经转负, 未来继续增大资本开支的空间可能有限, 从最新一致预期来看, 2026 年三季度云厂商的资本开支增速将会见顶, 未来需要继续观测其他云厂商的业绩情况, 以及 AI 实物消耗量是否出现拐点。同时, 在资本开支总量增长有限的情况下, 涨价本身是对量增的一种压制, 需要随时关注滞胀的出现。

图表4: 谷歌二季度自由现金流转负



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表5: 云厂商的资本开支增速可能在今年三季度见顶

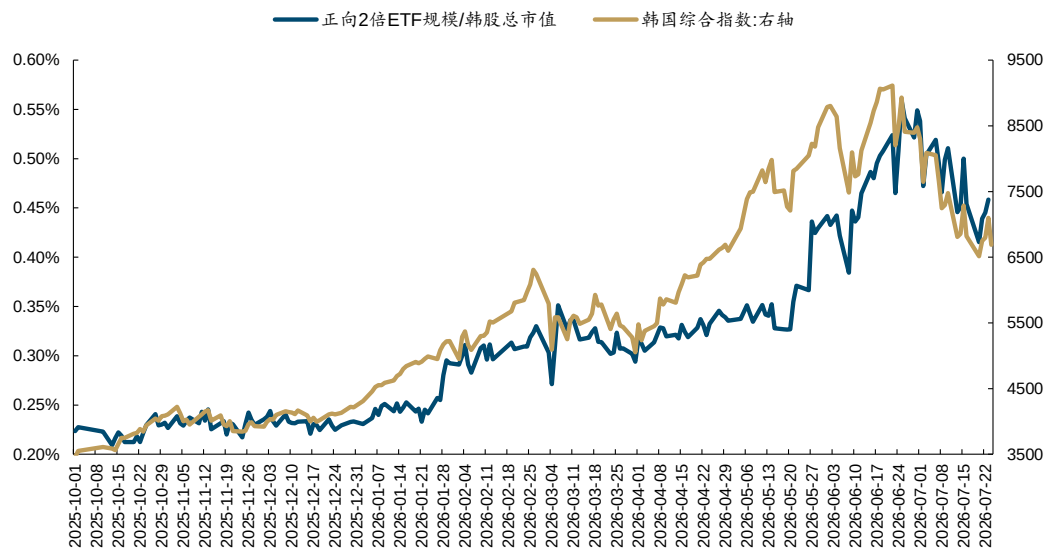


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

对于韩国来说, 去杠杆的进程可能还未结束。一方面, 韩国金融服务委员会声称韩国将把针对散户投资者交易单个股杠杆 ETF 的更严格存款额要求提前至 7 月 31 日实施, 存款额要求由 1000 万韩元提高至 3000 万韩元, 且为现金形式。另一方面, 从韩国两倍杠杆 ETF 规模/韩股总市值来看, 当前位置相较于高点下降幅度有限, 仅下降了约为 20%。韩国去杠杆程度还在继续, 并不已托底市场为主, 仍将压制投资情绪。



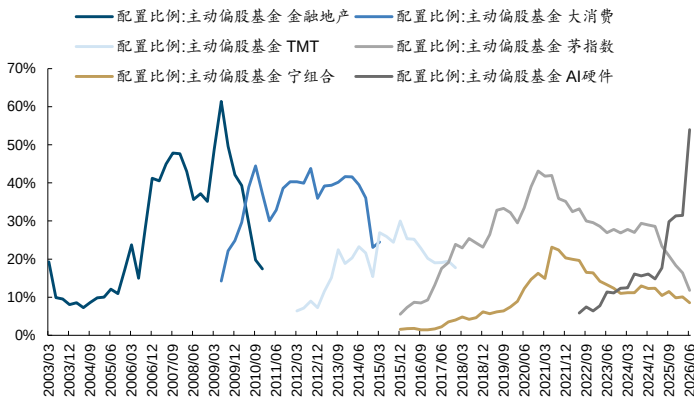
图表6: 从韩国正向2倍ETF规模/韩股总市值看来, 韩国仍有很大去杠杆空间



来源: wind, KRX, 国金证券研究所

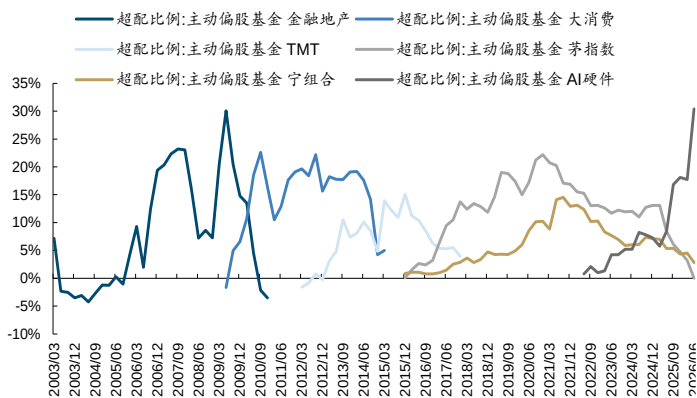
从国内筹码出清的节奏来看: 2026Q2 主动偏股基金对于 AI 硬件(光模块、PCB、半导体等)的配置比例/超配比例进一步提升至 54%/30.4%, 其中配置比例仅次于 2009Q2 的金融地产, 而超配比例则为主动偏股基金对于主流赛道超配比例的最高值。同时, 市场体感可能认为 7 月以来公募基金已明显减仓电子和通信, 但经过我们测算, 7 月以来, 主动偏股基金可能仍在加仓电子和通信。

图表7: 2026Q2 主动偏股基金对于 AI 硬件的配置比例仅次于 2009Q2 的金融地产



来源: wind, 国金证券研究所。注: 1、AI 硬件包括: 光模块、PCB、高速铜连接、算力租赁、AI 芯片、半导体设备/材料、服务器、液冷等; 2、大消费包括: 轻工(家居等)、汽车(乘用车、商用车)、商贸零售、消费者服务、家电、纺服、医药、食品饮料、农林牧渔、航空机场等, 下同。

图表8: 而超配比例则为主动偏股基金对于主流赛道超配比例的最高值



来源: wind, 国金证券研究所



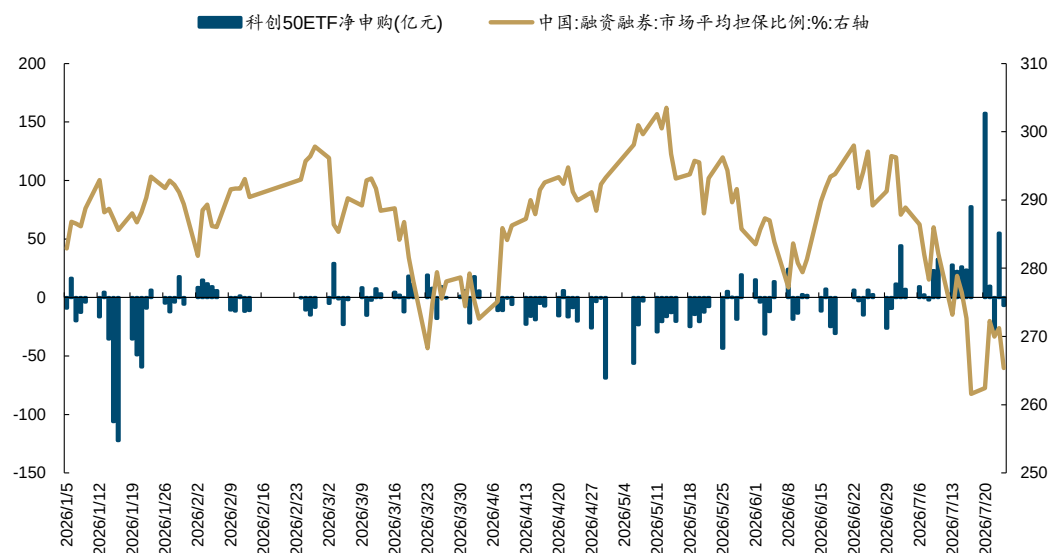
图表9：7月以来，主动偏股基金可能仍在加仓电子和通信板块

行业	北上(持股3000万股 以下的标的)	ETF	普通股票型基金	偏股混合型基金	两融	龙虎榜	合计净流入/流出 市值	区间涨跌幅：20260701 至20260724
煤炭	-3.8	43.1	5.5	12.8	-7.9	2.9	0.32%	10.4%
银行	0.5	99.4	3.3	16.3	-61.8	0.0	0.06%	10.3%
石油石化	9.5	30.9	2.8	2.7	-17.7	-2.7	0.08%	6.6%
食品饮料	0.4	51.5	0.0	-8.7	-41.9	3.5	0.01%	5.9%
交通运输	8.5	39.6	-2.5	-16.0	-31.8	0.2	-0.01%	4.3%
农林牧渔	-0.1	28.5	0.9	-8.9	-8.0	-2.7	0.11%	4.2%
非银行金融	1.6	220.6	1.8	5.1	-53.8	3.1	0.33%	2.2%
医药	2.9	183.7	-9.4	-65.5	-43.3	9.5	0.14%	2.1%
电力及公用事业	-4.1	79.1	-3.1	-8.2	-54.2	6.0	0.04%	1.2%
综合金融	1.3	1.5	-0.6	-1.8	-1.4	0.1	-0.12%	0.9%
家电	2.0	33.1	-3.4	-15.3	-27.5	-0.1	-0.07%	0.4%
消费者服务	5.5	7.0	-1.3	-10.6	-2.8	2.2	0.00%	-0.3%
商贸零售	3.1	10.0	-0.3	-1.9	-9.4	4.1	0.08%	-2.0%
钢铁	0.6	15.6	-4.1	-14.6	-11.7	1.9	-0.14%	-2.8%
建筑	6.1	21.6	-4.1	-12.0	-28.3	-0.5	-0.12%	-3.8%
汽车	6.2	65.3	-13.2	-66.2	-78.0	4.4	-0.28%	-5.7%
房地产	-4.8	13.9	-2.5	-16.5	-23.9	0.4	-0.36%	-7.0%
传媒	4.2	61.0	-2.8	-19.6	-22.8	10.6	0.23%	-7.7%
综合	0.4	1.2	-0.2	-1.1	-3.1	-0.1	-0.30%	-7.8%
纺织服装	0.6	5.2	-2.0	-8.5	-7.4	-2.7	-0.31%	-8.1%
有色金属	6.1	124.8	-28.4	-131.9	-187.4	-5.3	-0.51%	-8.8%
轻工制造	2.8	8.0	-2.9	-10.1	-9.1	2.6	-0.11%	-9.8%
计算机	14.8	191.6	5.1	52.7	-145.6	51.0	0.34%	-12.5%
电力设备及新能源	6.9	246.2	-4.2	12.6	-183.9	13.9	0.15%	-13.4%
国防军工	-13.0	112.1	-5.5	-34.2	-83.0	6.5	-0.08%	-19.2%
基础化工	76.7	147.6	-3.3	8.4	-268.2	30.6	-0.01%	-19.9%
机械	21.1	192.5	4.4	19.3	-273.7	3.1	-0.06%	-20.1%
通信	3.5	248.1	32.2	192.1	-247.6	11.4	0.49%	-25.0%
电子	-26.9	1370.5	38.9	244.2	-1106.4	21.3	0.31%	-27.7%
建材	0.2	10.9	-13.6	-25.0	-36.9	-6.9	-0.76%	-28.7%

来源：wind，国金证券研究所。注：两融、北上数据截至7月23日。

本周还值得关注的是，中国国新、中国诚通等公司均公告称要增持中国股票资产。尽管近期基本面国产算力相对稳健，且投资者认为科创板存在政策底，但需要思考的是，当下的维稳力量可能更多的是为了缓解市场的流动性风险，而不是为了托举市场上涨：上周五两融平均担保比例快速降至年内新低，本周一科创50ETF出现大幅净申购，但随着两融平均担保比例的回升，本周二至周五科创50并未有明显被大幅净申购。可能正是由于这种“信心”，主动偏股基金超配与两融持仓高位并存，导致了筹码出清的缓慢。

图表10：维稳力量的作用主要在于缓解市场流动性风险

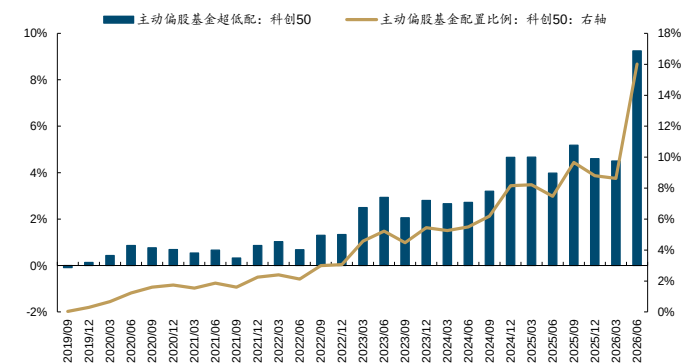


来源：wind，国金证券研究所

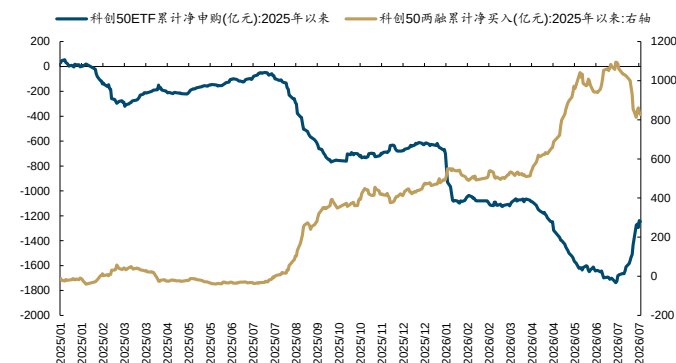


图表11：今年二季度主动偏股基金大幅超配科创50

图表12：虽然过去几周两融有所卖出科创50，但对于科创50的持仓仍在高位



来源：wind，国金证券研究所。注：按照科创50 现有成分股计算，下同。



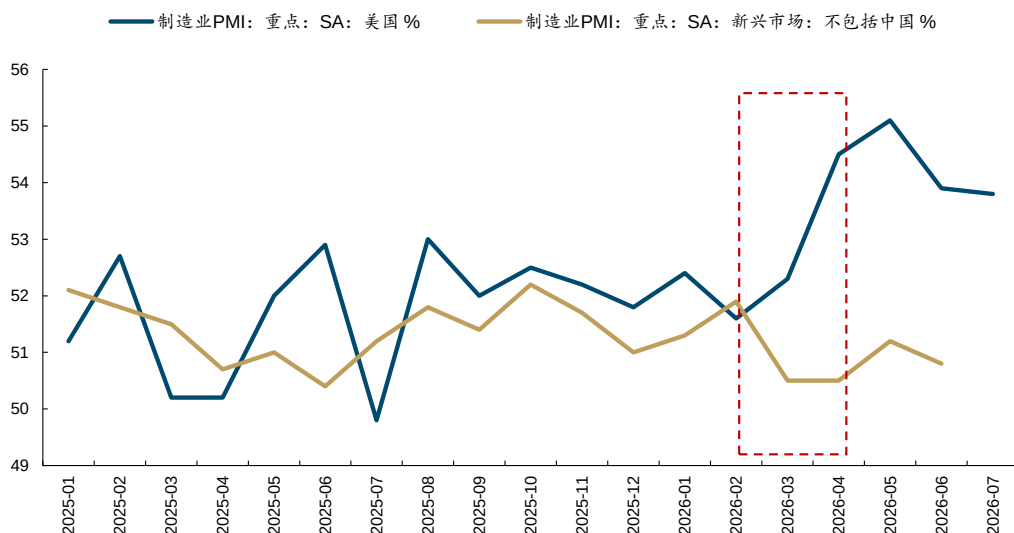
来源：wind，国金证券研究所

从逻辑上,当海外链是主逻辑时,行业利润持续周期预期较长此时国产链享受成长性估值,但如果国产链条成为主逻辑,那陷入当年新能源产业的产业优势与盈利趋势脱钩的担忧可能会重现。我们认为,一致预期中的反弹终会到来,但大概率不是现在。

2、均衡中的基本面暗线：有色金属与出海的底部

今年以来,在AI 投资驱动与资金回流下,美国经济开始出现复苏,美债实际利率明显上行,非美经济体的需求走弱,美国和非美出现背离。当前美债实际利率已高于通胀预期,从历史来看,实际利率高于通胀预期时,往往对应商品价格的阶段低点。

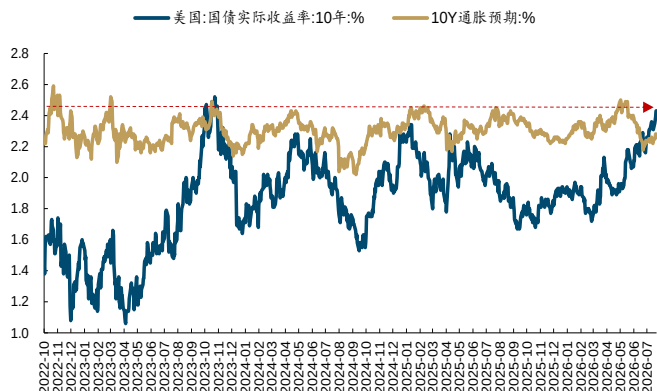
图表13：今年美国和非美经济体出现明显背离



来源：Bloomberg，国金证券研究所

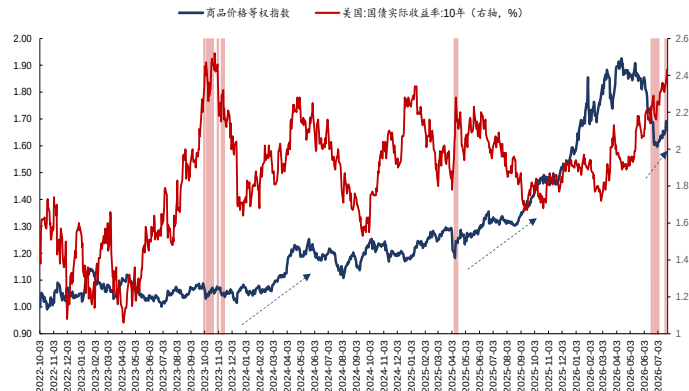


图表14：近期美债实际利率高于通胀预期



来源：wind，国金证券研究所

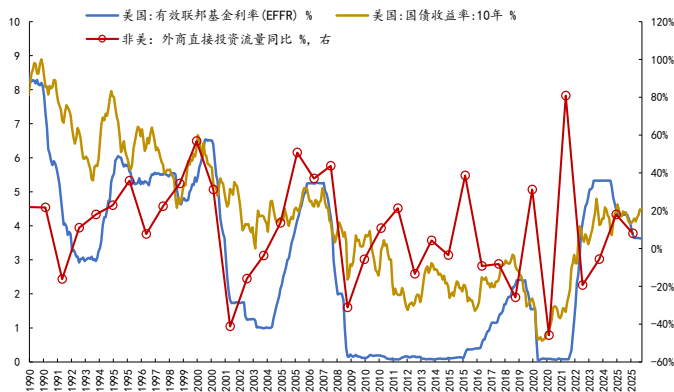
图表15：而实际利率高于通胀预期时期，往往对应商品价格的阶段低点



来源：wind，国金证券研究所。注：阴影部分为实际利率超过通胀预期的时期，商品价格等权指数计算方法为铜铝油金设定 2022 年 10 月为基期等权加总。

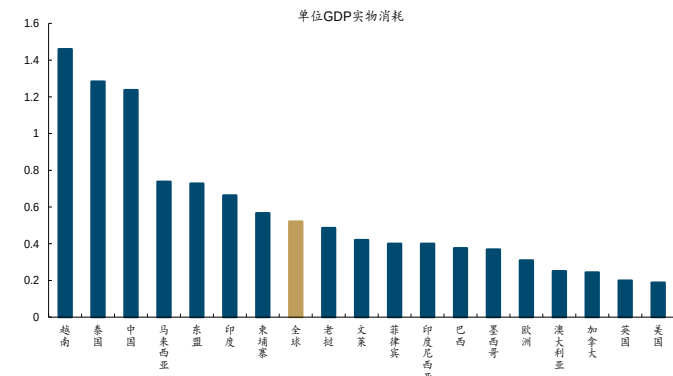
当下美债实际利率已突破 2025 年 1 月前高，目前 AI 投资二次加速的概率偏低，那么实际利率继续上行的空间有限。同时，如果未来 AI 投资放缓，则会进一步催化美国实际利率下行，过去被压制的东盟、非洲和拉美等新兴市场的需求则会得到释放，新兴市场的外商直接投资有望趋于回暖。这些新兴市场的单位实物消耗更高，也会助推全球实物需求的上行。

图表16：美国利率的回落往往有利于促进非美国国家 FDI 的增长



来源：wind，国金证券研究所

图表17：对比单位 GDP 实物消耗来看，新兴国家整体显著高于发达国家

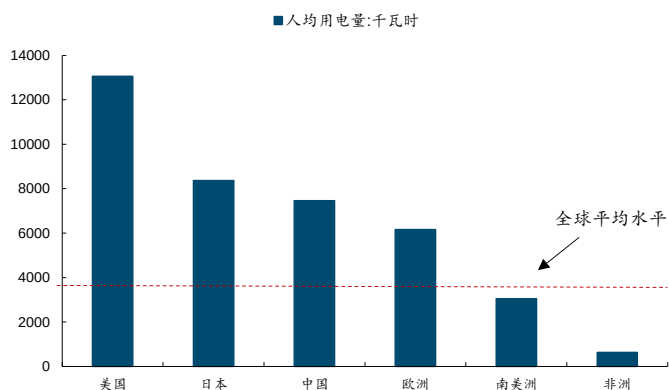


来源：ADB，国金证券研究所

当前新兴市场无论是人均用电量还是人均基础设施投资额均仍明显低于全球平均水平，其发展空间还很大。近几年新兴市场也出台了一系列能源转型和大力发展基础设施建设的政策，伴随着新兴市场能源转型+工业化诉求，中国相关的部分出口中非 AI 部分可能迎来修复。结构上，主要体现为电力设备（变压器、蓄电池、电线及电缆等）、汽车（乘用车、商用车）、工程机械、通用机械设备、机床、汽车零配件等。从这个意义上，再均衡有了一定的理由，这也是跷跷板效应出现的基本面暗线。

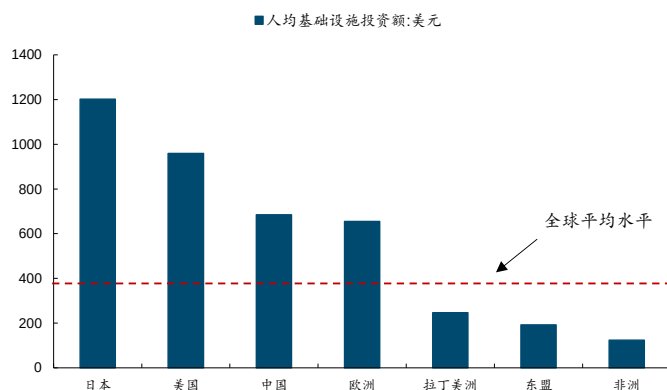


图表18：南美洲和非洲整体的人均用电量水平仍明显低于全球平均水平



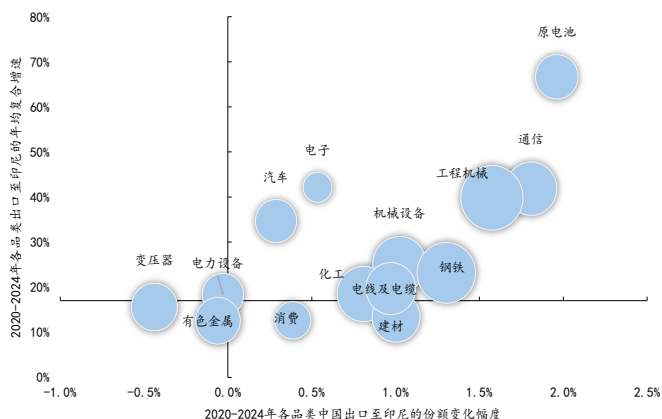
来源：Our World in Data，国金证券研究所

图表19：非洲、东盟、拉美的人均基础设施投资额同样低于全球平均水平

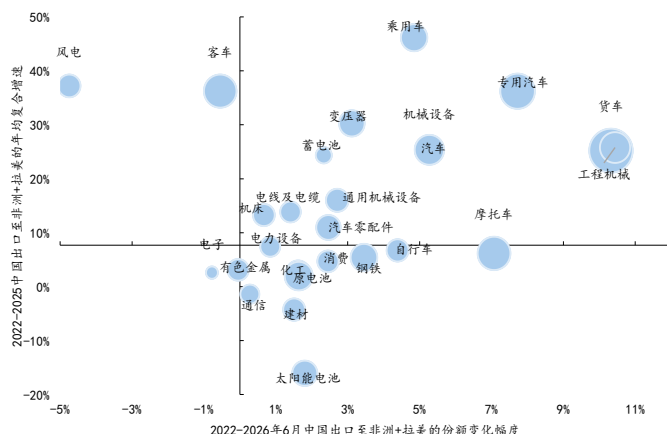


来源：Our World in Data，国金证券研究所

图表20：从中国出口至印尼的品类来看，电池、工程机械等为代表的细分产品获得更高的增长率



图表21：中国出口至非洲和拉美份额提升幅度较高且增速较高的品种主要集中于中间品和资本品领域



来源：wind，国金证券研究所。注：1、纵轴的交叉点对应的是2020-2024年中国出口至印尼的年均复合增速。2、图中各品类的出口相关数据则是按照HS编码对应至各行业测算得到。

来源：wind，国金证券研究所。注：纵轴交叉点为2022-2025年中国出口至非洲+拉美的年均复合增速。

3、但需要承认的是，上述传导机制路径上的不确定性

但短期因为外部扰动仍在，有色的反弹也遇上了一定的阻力：一方面，本周美伊冲突再度升级，特朗普表示正“认真考虑”重启对伊朗大规模作战行动，霍尔木兹海峡通航量接近归零，全球供应链的修复进程放缓。

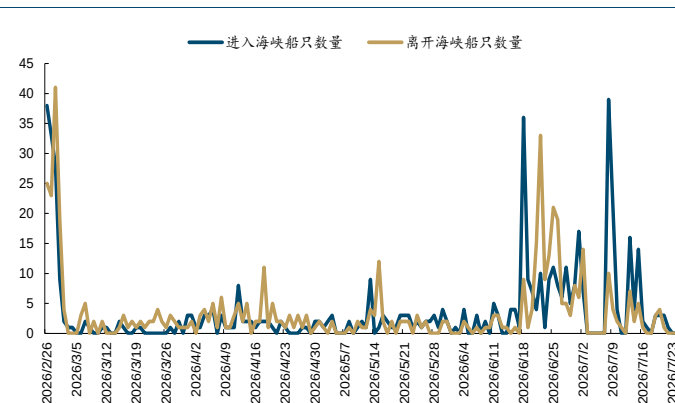


图表22：本周美伊冲突继续升级

日期	美伊冲突升级
2026/7/20	伊朗：两艘油轮在试图穿越霍尔木兹海峡时爆炸。 特朗普：伊朗每杀死一名美军士兵，都必将为此付出数倍代价。
2026/7/21	伊朗军方：如果美国袭击伊朗核设施，地区内所有美国及其盟友的利益都将成为目标。 以媒：10天停火提议系由伊方提出，特朗普要求伊朗“付出代价”。
2026/7/22	特朗普：若伊朗袭击霍尔木兹海峡船只，美将摧毁其桥梁或发电厂。 伊军：如果美国兑现威胁，伊朗将切断海湾地区全部石油流动，并打击该地区的石油、天然气、电力及经济基础设施。 以媒：美国已通知以色列，计划在未来几天内升级对伊朗的打击行动。或轰炸锡安核设施。
2026/7/23	特朗普：正“认真考虑”重启对伊朗大规模作战行动，正接近作出决定。伊朗希望谈判，但伊朗还没准备好，他们遭受的痛苦还不够。
2026/7/24	特朗普：美方正与伊朗谈判，不排除加大军事打击。

来源：央视网，新华网，新浪财经，腾讯网，国金证券研究所

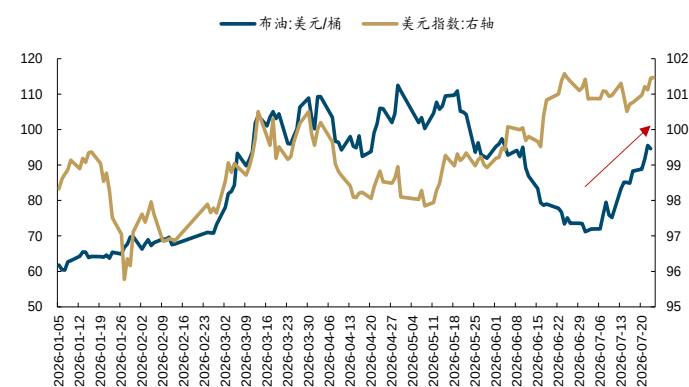
图表23：霍尔木兹海峡通航量再度归零



来源：wind，国金证券研究所

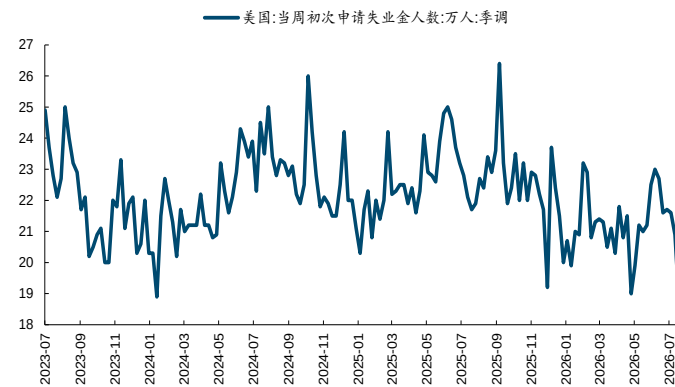
另一方面，由于油价上涨+美国当周初次申请失业金人数跌至三年最低，市场对于美联储货币政策紧缩的预期更加极致：市场当前定价今年加息的概率已经升至90%以上，下周的7月议息会议开启加息的概率也已有三成以上（实际利率水平最近也开始明显上升），货币政策紧缩的预期短期对有色反弹也带来一定压力。综合来看，AI投资定利率中枢+阶段矛盾定波动区间来看，底部明确但全面逆转时机确实未到。

图表24：由于美伊冲突升级，近期油价大幅上涨



来源：wind，国金证券研究所

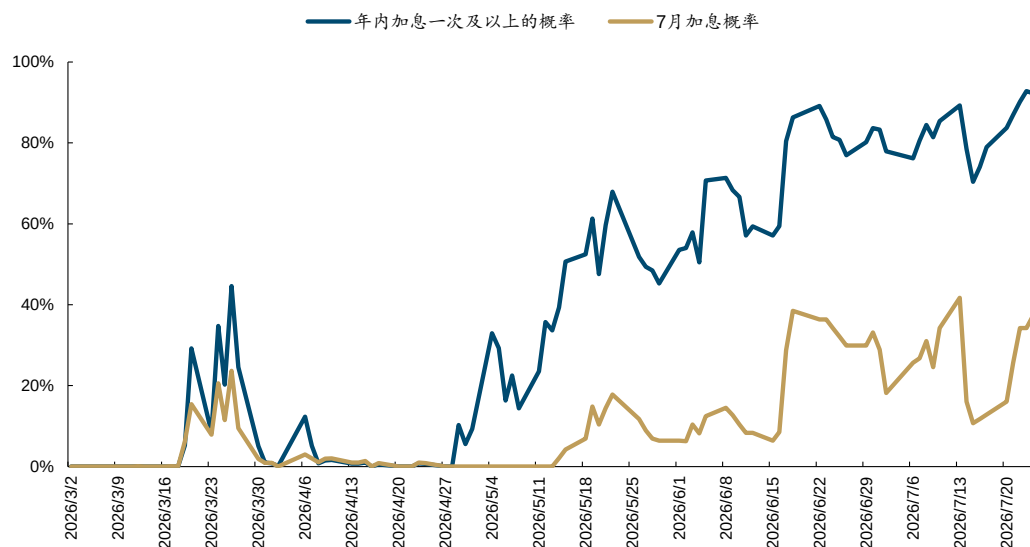
图表25：本周美国当周初次申请失业金人数低于预期，降至三年以来最低



来源：wind，国金证券研究所



图表26：本周美联储货币政策紧缩预期大幅升温



来源：CME，国金证券研究所

4、青黄不接，积极防御

本周谷歌上调资本支出暂缓硬件担忧，但天量开支如何转化为盈利仍未解决；资本开支总量增长有限的情况下，涨价会压制量增，需警惕滞胀。国产大模型加速追赶海外，这是高ARR个案往全行业外推的一个潜在的供给侧质疑。交易侧，韩国去杠杆延续，仍会压制投资情绪；国内维稳力量仅是缓解流动性风险，主动偏股基金与两融对于国产算力链持仓高位并存，导致了筹码出清的缓慢。值得关注的是，再均衡下的基本面暗线正逐步浮现：今年以来，AI投资+资金回流驱动美债实际利率上行致美国与非美分化；若AI投资放缓，实际利率回落将释放新兴市场需求，中国非AI出口有望修复。但短期因美伊冲突推升油价叠加美国就业市场强劲，强化了加息预期，AI投资并未真正放缓，风格转换难一蹴而就。青黄不接之际，积极防御仍是核心。我们对需要停留在市场中的投资者推荐如下

第一，能源价格低位逐步确定，受益于中国制造业流量的（煤炭+电力）是较好的绝对收益组合，石油石化板块迎来估值修复。

第二，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，底部或已经出现，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。

第三，AI投资尚在过热期后段，未来反弹时期应该依据周期性规律寻找锐度资产，但时间点不确定性较大：半导体/AI材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御。

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。

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。



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。且本报告中的资料均来源于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：北京市东城区建国门内大街 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