



A 股策略周报 20260802

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：王况炜（执业 S1130525060007）
wangkuangwei@gjzq.com.cn

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

再静候

如何看待 AI 链的反弹的国内外差异

从筹码出清的角度来看，国内 AI 链出清信号相较海外更弱，因此本周的反弹更像是“暴跌后的修复”。国内筹码结构当前状态：（1）根据测算，以公募基金为代表的机构投资者在对 AI 链高持仓的情况下仍加仓（也可能是赎回后的被动行为）；（2）两融为代表的个人投资者已经降杠杆但还未企稳；（3）绝对收益者（“固收+”基金）在 2026Q2 大幅增配 AI 链方向，而这些板块的下跌可能导致触及止损并陆续离场，但目前尚未发生。（4）托底力量的 ETF 的申赎可能延缓了出清的进程。相比而言，海外市场的出清信号更为剧烈且明确，因此周五时韩股、美股的反弹也更强。韩国本周经历了：连续两个交易日熔断→财长召开紧急会议致歉并“制定纠正措施，尽快使市场恢复正常”→SK 集团董事长买入 SK 海力士股票→韩国政府向主权财富基金注资，更像是筹码出清后获得了增量资金进场的特征。美股同样具备典型的“出清信号”：对冲基金态势感知（Situational Awareness）爆仓清盘，将基金资产全数出售给城堡基金（Citadel）。从基本面来看，巨头财报“缓解”而非“消除”担忧，AI 投入正在产生可量化的收入回报，但高 Capex 对利润的侵蚀也是真实的，投资者开始关注“在手订单增速 vs 资本支出增速”的相对速度；同期，国产大模型的进步也在挑战行业利润空间。因此，基本面支撑反弹，但不足以强大到驱动反转——市场需要看到更多公司的 AI 投入产出比改善，而下一个验证点是 8 月下旬的英伟达财报发布前的反弹各个市场可能同向，但幅度可能不尽相同。

AI 以外的世界：底部已现，但积极的变化还需等待

本周美联储“按兵不动但内部分裂”+“政治局”加大逆周期调节”。前者意味着：AI 投资偏强仍然构成支撑实际利率的理由，但也不足以强大到支撑加息：高利率对非美经济体和非 AI 行业的压制逐步见顶但又依然存在。国内政治局会议重提“加大逆周期调节力度”，与 7 月 31 日公布的 7 月官方制造业 PMI 跌破荣枯线，形成共振，强化三季度降准、降息预期和下半年财政发力预期，但内需仍处于“强预期，弱现实”，本周公布的 6 月工业企业利润增速下行 6 个百分点至 15.1%。总体而言，当前基本面处于“青黄不接”的阶段，换言之，无论是在经济增长层面还是在股票投资层面，都还没有能够出现一个信号强烈的“新共识”。左侧值得关注的机会是我们在上周周报《静候》中论述的：若 AI 投资放缓，将形成美国实际利率从当前高位下行的催化，那么过去被压制的东新兴市场的需求则会得到释放，我国外需的 K 型分化有望得到收敛，除 AI 链以外的更普遍的出口链将展现出弹性，也会拉动全球的实物需求。

能源链：积极防御下的“确定性锚”

在 AI 链去杠杆未完成、市场风格切换的背景下，能源链（煤炭+电力+石油石化）因其供给刚性、业绩确定性和高股息三重优势，或将成为资金从科技撤出后的核心承接方向。煤炭的供给刚性凸显，山西“十七条”安全新规标志着煤炭供给约束从临时性安监升级为制度化长效机制；电力同时具备“火电转型和需求增长”的双重驱动；当前时点不同于 5-6 月的美伊停火初期，石油石化迎来估值修复的机遇，未来全球的补库需求释放加快与供给收缩并存，油价中枢高于冲突前水平，且国内炼厂开工率与价差有望同步回暖。

青黄不接，积极防御

全球的反弹力度或不尽相同。基本面上，非 AI 世界的全面改善还需要等待，但部分领域已经出现明确信号，我们的推荐是：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，石油石化板块在能源价格底部确定下盈利估值修复。第二，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，底部或已出现，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。第三，红利风格受益于绝对收益者的切换，在 AI 链去杠杆未结束、市场波动加剧的背景下，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产将成为绝对收益资金的配置回流方向。

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、如何看待 AI 链的反弹.....	4
1.1 交易面：筹码出清到什么程度了？.....	4
1.2 基本面：巨头财报“缓解”而非“消除”担忧.....	6
2、AI 以外的世界：底部已现.....	7
3、能源链：积极防御下的“确定性锚”.....	8
4、青黄不接，积极防御.....	11
5、风险提示.....	12

图表目录

图表 1： 周内 AI 链重要指数和个股大幅震荡（%）	4
图表 2： 周五，AI 链指数和个股实现较大涨幅后回落（%）	4
图表 3： 机构持有为主的 ETF 在 7 月以来持续净申购	4
图表 4： 本周 ETF 净买入电子、电新、通信行业	4
图表 5： 融资余额本周进一步下降	5
图表 6： 电子、通信的两融余额占市值比本周大幅下降	5
图表 7： 韩股重要指数与个股周内涨跌幅表现（%）	5
图表 8： 美股重要指数与个股周内涨跌幅表现（%）	5
图表 9： 三大云厂商云业务收入增速继续上行	6
图表 10： 三大云厂商剩余履约业务同比增速略微下行但处于高位（%）	6
图表 11： 5B 自由现金流转负的压力仍然存在，担忧并未完全消除	6
图表 12： 美债收益率维持高位，曲线陡峭化（%）	7
图表 13： 实际利率继续上升，通胀预期维持平稳（%）	7
图表 14： 6 月，出口量价齐升的主要是 AI 数据中心建设相关的电子产品、电气产品、机械产品	7
图表 15： 7 月中国制造业 PMI 和新订单指数跌破荣枯线，工业企业利润增速下行 6 个百分点	8
图表 16： 当前美国原油战略储备库存已下降至 80 年代初的水平，且库存释放的斜率在 6 月以后出现放缓...	9
图表 17： 6 月以来美国出口、中国进口共同回落，但最近中国原油海运进口触底回升（单位：百万桶/天） ..	9
图表 18： 6 月以后中国主营炼厂开工率开始出现回升	9
图表 19： 6 月以来中国炼厂开工主要靠消耗库存实现	9
图表 20： 今年以来汽油的裂解价差持续扩大，正逐步接近 2022 年的最高水平	10
图表 21： 当前柴油裂解价差水平已超过今年 3 月最高值，相比 2022 年美国还有差距，欧洲已超过	10
图表 22： 航空煤油裂解价差近期回升，不过仍低于 3 月最高水平	10
图表 23： 7 月以来美国成品油现货价格均出现回升	10
图表 24： 今年 3-6 月欧洲主要国家炼厂产能利用率持续处于 2021 年以来的最高水平	11



图表 25: 美国炼厂开工率同样已经打满, 目前已上升至 97.2%的水平	11
图表 26: 2026Q2 全球炼油厂加工量同比下滑	11

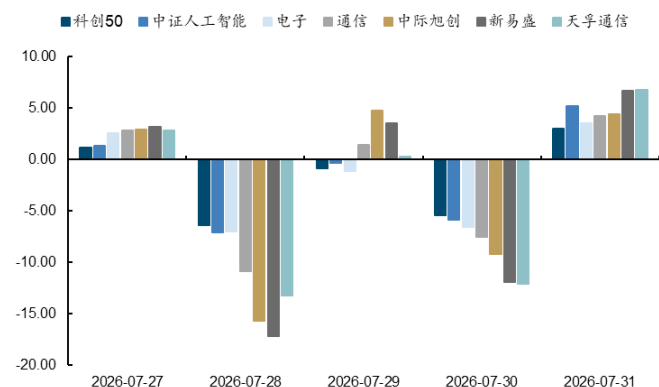


1、如何看待 AI 链的反弹

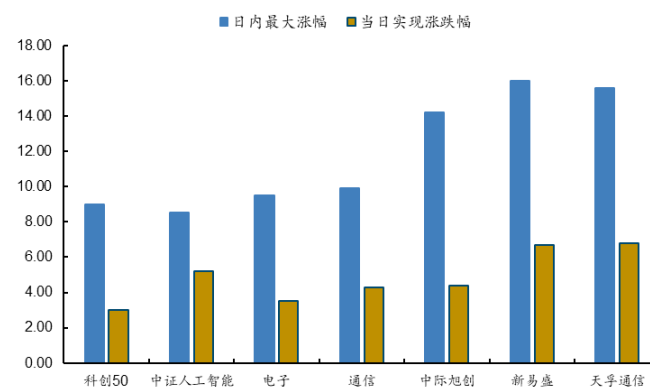
1.1 交易面：筹码出清到什么程度了？

本周的周二至周四，AI 硬件板块跌幅较大：周二，通信板块跌超 10%，"易中天"（新易盛-17.1%、中际旭创-15.7%、天孚通信-13.2%），单日跌幅创年内纪录；周四，科创 50、电子、通信板块均跌超 5%。但周五 AI 板块强势反弹：上述指数日内最大涨幅均超过 8%，"易中天"日内最大涨幅超过 14%，收盘时指数和个股涨幅均有所回落，但当日仍实现周内最好表现。

图表1：周内 AI 链重要指数和个股大幅震荡（%）



图表2：周五，AI 链指数和个股实现较大涨幅后回落（%）



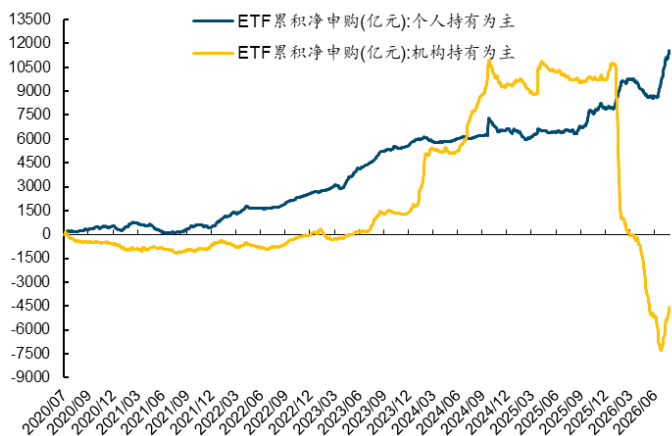
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从筹码出清的角度来看，国内 AI 链出清信号相较海外更弱，因此本周的反弹更像是“暴跌后的修复”。国内筹码结构当前呈现的状态是：（1）根据测算，以公募基金为代表的机构投资者在对 AI 链高持仓的情况下仍逆势加仓（也可能是赎回后的被动行为），我们在上周的周报《静候》中 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，7 月以来机构持有为主的 ETF 累计净申购 2542 亿元，本周净申购 745 亿元，申购主要集中在电子、电新和通信行业；

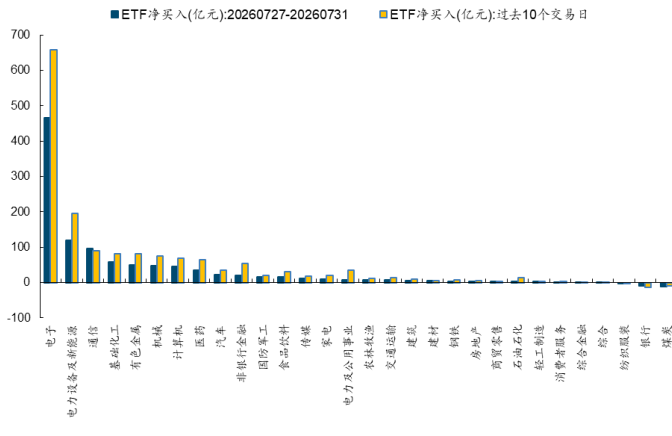
（2）两融为代表的个人投资者已经降杠杆但还未企稳，本周融资余额下降 991 亿元至 24280 亿元，分行业来看电子、通信两行业的两融余额占两融标的自由流通市值之比大幅下降；（3）更值得关注的潜在风险是在我们的 2026Q2 基金持仓深度分析《极致的分化与极致的加仓》中所提到的绝对收益者（“固收+”基金）在 2026Q2 规模、仓位创近三年新高，同时还主要加仓了电子、通信、计算机、建材等 AI 链方向，而这些板块的下跌可能导致它们的陆续离场，但目前尚未发生。一定程度上来说，托底力量的 ETF 申赎延缓了出清的过程。

图表3：机构持有为主的 ETF 在 7 月以来持续净申购



来源：Wind，国金证券研究所

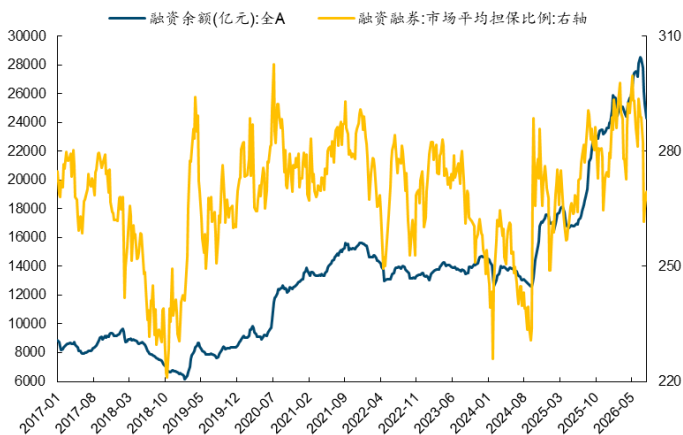
图表4：本周 ETF 净买入电子、电新、通信行业



来源：Wind，国金证券研究所

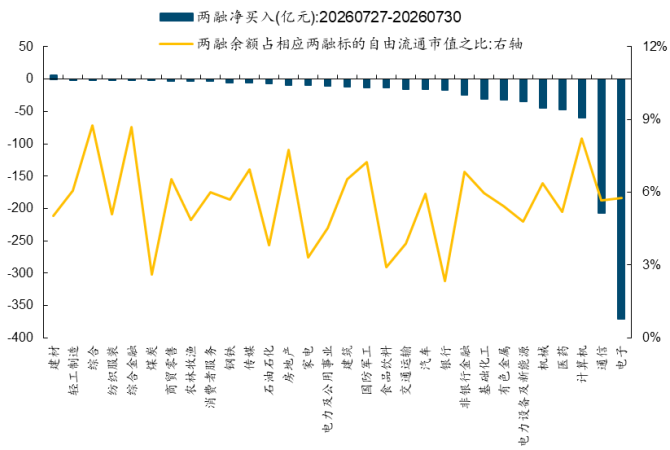


图表5: 融资余额本周进一步下降



来源: Wind, 国金证券研究所

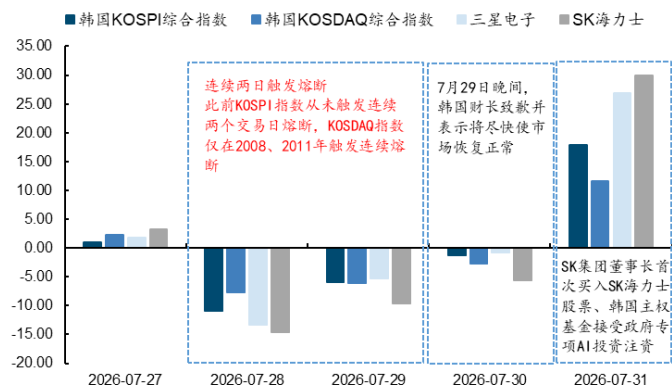
图表6: 电子、通信的两融余额占市值比本周大幅下降



来源: Wind, 国金证券研究所

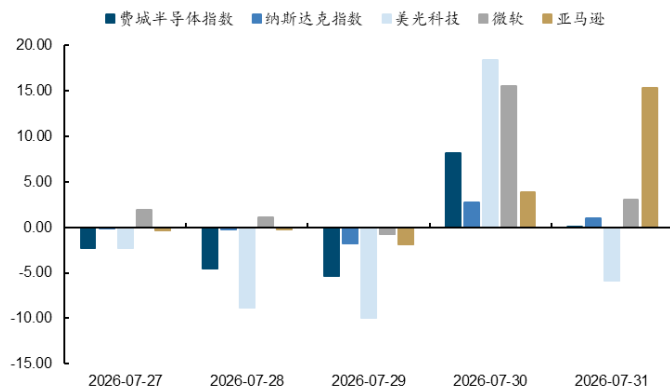
相比而言,海外市场的出清信号更为剧烈且明确,因此周五时韩股、美股的反弹也更强。韩国 KOSPI 自 6 月 19 日高点 9385 点暴跌至本周最低 5593 点,回撤约 40%,多次触发熔断,韩国《中央日报》称,7 月以来,韩国综合股价指数(KOSPI)市值累计蒸发超过 2116 万亿韩元(1000 韩元约合 4.75 元人民币),这一数字几乎相当于去年韩国国内生产总值。7 月 28 日、7 月 29 日韩国 KOSPI 指数、KOSDAQ 指数双双跌超 8%触发熔断,这是年内首次连续两日触发熔断。7 月 29 日晚间,韩国财长召开紧急会议并对当局在批准高风险金融产品时审查不严而致歉,同时,会议还指出将“制定纠正措施,尽快使市场恢复正常”,7 月 30 日,韩国 SK 集团董事长崔泰源买入 3620 股 SK 海力士股票,这是他首次以个人身份投资 SK 海力士;7 月 31 日,韩国政府宣布向主权财富基金韩国投资公司(Korea Investment Corporation, KIC)注资 20 万亿韩元(约 139 亿美元),专项投资人工智能、数据中心及基础设施,并首次将国内资产纳入投资范围,当日海力士单日暴涨 30%、三星电子涨近 27%,KOSPI 单日反弹近 18%——更像是筹码出清后获得了增量资金进场的特征。美股同样具备典型的“出清信号”:路透社在 7 月 31 日报道,美国时间周四,对冲基金态势感知(Situational Awareness)创始人在给投资者的公开信中表示,为 7 月基金资产暴跌 67%承担全部责任,并将基金资产全数出售给城堡基金(Citadel),费城半导体指数从 7 月 29 日的最低点 10445 点最高反弹至 7 月 31 日盘中的 11885 点,反弹幅度 13.8%,发布超预期业绩的云厂商微软和亚马逊,连续两个交易日上涨。

图表7: 韩股重要指数与个股周内涨跌幅表现(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 美股重要指数与个股周内涨跌幅表现(%)



来源: Wind, 国金证券研究所



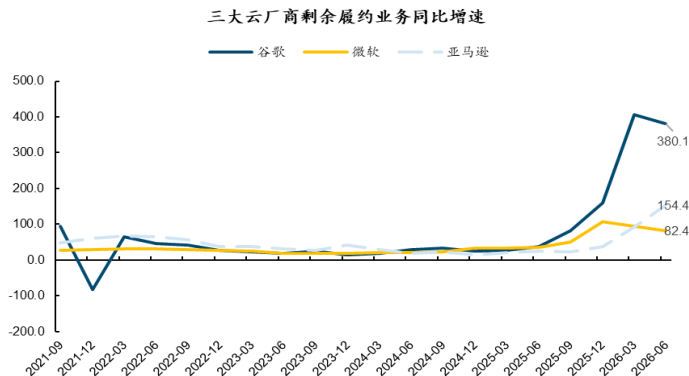
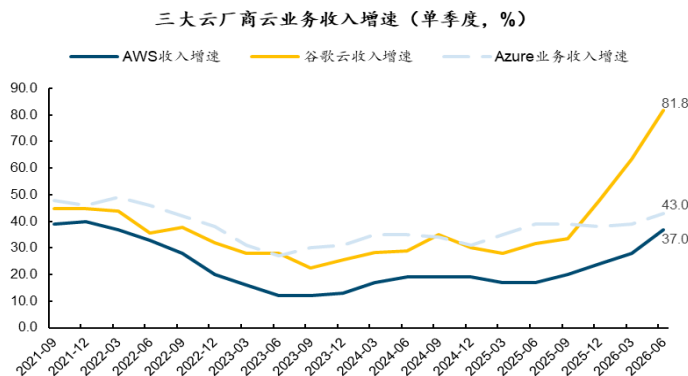
1.2 基本面：巨头财报“缓解”而非“消除”担忧

本周微软、Meta、亚马逊财报整体偏积极，AI 资本开支的“收入转化”开始兑现，但市场对 ROIC 的担忧并未完全消除。Azure 加速+Copilot 商业化爆发是本周最重要的基本面信号——AI 投入正在产生可量化的收入回报，“烧钱无底洞”的叙事出现裂痕。但 Meta 自由现金流骤降 91%也提醒市场：高 Capex 对利润的侵蚀是真实的，市场开始关注“在手订单增速 vs 资本支出增速”的相对速度。微软 FY26Q4（截至 6 月）：营收 900 亿美元（+18%），超预期 3%；Azure 增速 43%→指引 45%，加速趋势明确；M365 Copilot 付费席位突破 3000 万（单季净增 1000 万）；全年资本开支 1750 亿美元。Meta Q2：营收 608 亿美元（+28%），超预期；但全年 Capex 下限上修至 1300 亿美元，自由现金流同比骤降 91%至仅 7.84 亿美元；宣布未来 AI 支出承诺近 7000 亿美元。亚马逊 AWS：营收 422 亿美元（+37%），为 2021Q4 以来最快增速。

同期，国产大模型的进步也在挑战行业利润空间，7 月 31 日 Deepseek V4 Flash 正式版发布，官方消息基础测试超越 GLM-5.2 和 Opus-4.8，而与国产高性价比模型竞争的海外模型同样降价，7 月 30 日 OpenAI 下调 GPT-5.6 Luna 和 Terra 的 API 价格分别 80%和 20%，并同步降低它们在 Codex 与 ChatGPT Work 中的 credits 消耗；综合来看，基本面支撑反弹，但不足以强大到驱动反转——市场需要看到更多公司的 AI 投入产出比改善。而下一个验证点是 8 月下旬的英伟达财报发布，意味着接下来近 1 个月的时间内基本面难以出现更多的积极信号。这之前各个市场的反弹可能同向，但幅度可能不尽相同。

图表9：三大云厂商云业务收入增速继续上行

图表10：三大云厂商剩余履约业务同比增速略微下行但处于高位（%）

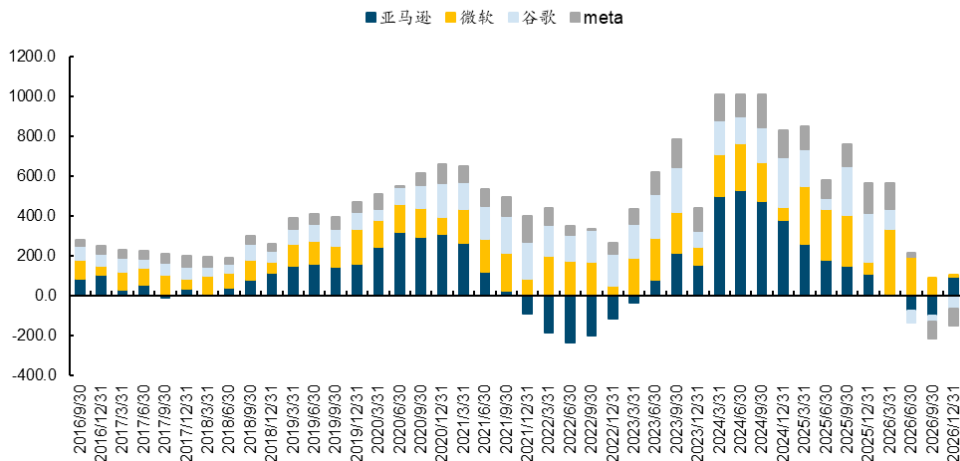


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表11：自由现金流转负的压力仍然存在，担忧并未完全消除

美国四大云厂商的自由现金流（单季度，亿元）



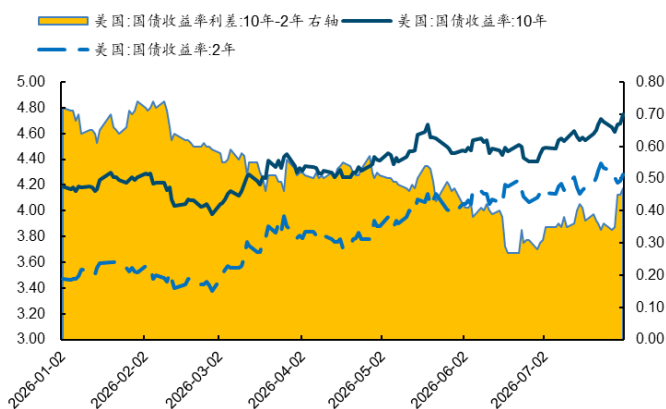
来源：Bloomberg，国金证券研究所



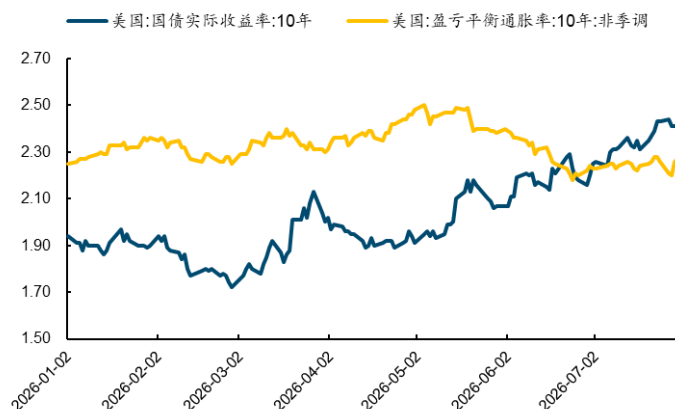
2、AI 以外的世界：底部已现

本周也是政策的“超级周”：美联储“按兵不动但内部分裂”+“政治局”加大逆周期调节”。前者意味着：AI 投资偏强仍然构成支撑实际利率的理由，但也不足以强大到支撑加息，高利率对非美经济体和非 AI 行业的压制逐步见顶但依然存在。具体而言，美联储在北京时间 7 月 29 日凌晨宣布维持利率 3.5-3.75% 不变，但 3 票反对（主张加息 25bp），为 2016 年以来最显著鹰派异议；沃什重申 2% 通胀目标“不存在软化空间”，但也承认市场利率自发上行提供了“部分宽慰”，议息会议后美债收益率曲线陡峭化（2Y 下行、10Y/30Y 上行），美股先涨后跌。以 TIPS 计算的实际利率在本周上升 4BP，处于 2023 年 AI 产业趋势以来的较高位置（仅次于 2023 年 10 月），以盈亏平衡通胀率代表的通胀预期本周上升 2BP，但处于 2023 年以来的相对低位。因此，正如我们在上周周报中所讨论的那样：若未来 AI 投资放缓，会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，我国外需的 K 型分化有望得到收敛，除 AI 链以外的更普遍的出口链将展现出弹性，也会拉动全球的实物需求。

图表12：美债收益率维持高位，曲线陡峭化（%）



图表13：实际利率继续上升，通胀预期维持平稳（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表14：6月，出口量价齐升的主要是AI数据中心建设相关的电子产品、电气产品、机械产品

分类	出口的量、价比较									
消费	主要载人的机动车辆(8702的车辆除外)	空气调节器、装有电扇及调温、调湿装置	冷藏箱、冷冻箱及其他制冷设备；热泵	电热水器、浸入式液体加热器等电热设备	其他家具及其零件	玩具；娱乐用模型；各种智力玩具	未列名灯具及照明装置；发光标志、名牌等	摩托车及装有辅助发动机的脚踏车；边车	家用电动器具、品目8508的真空吸尘器除外	纺织原料及纺织制品
量价状态	量升价跌	量价齐跌	量升价跌	量升价跌	量升价跌	量升价跌	量价齐跌	量价齐升	量价齐跌	量升价跌
制造业	蓄电池、包括隔板、不论是否矩形	印刷电路	集成电路	二极管、晶体管及类似的半导体器件；光敏半导体器件等	平板显示模组，不论是否装有触摸屏	本章未列名的橡胶或塑料及其产品的加工机器	非电热工业或实验室用炉及烘箱、包括焚烧炉	仅热轧、宽≥600mm普通钢铁板材	本章未列名的具有独立功能的机器及机械器具	叉车；其他装有升降或搬运装置的作业车
量价状态	量价齐升	量价齐升	量价齐升	量跌价升	量升价跌	量升价跌	量价齐升	量价齐跌	量价齐升	量价齐升
基建	推土机、筑路机、平地机、铲运机等工程机械	专用于或主要用于8425至8430所列机械的零件	起重机等；移动式吊运架、跨运车等	其他升降、搬运、装卸机械	发电机组及旋转式变流机	变压器、静止式变流器(例如整流器)及电感器	用于电气控制或电力分配的盘、板、台、柜及其他底座等	绝缘电线、电缆及其他绝缘电导体；光缆	钢铁结构体及其部件和所用的已加工钢材	货运机动车辆
量价状态	量升价跌	量升价跌	量升价跌	量升价跌	量价齐升	量价齐升	量升价跌	量价齐升	量升价跌	量升价跌

来源：海关总署，国金证券研究所

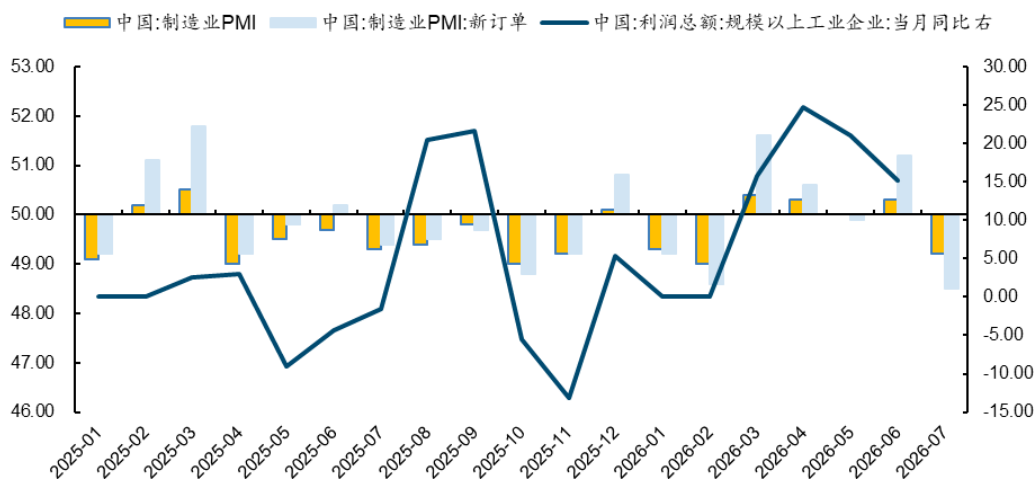
国内政治局会议重提“加大逆周期调节力度”，与 7 月 31 日公布的 7 月官方制造业 PMI 跌破荣枯线，形成共振，强化三季度降准降息预期和下半年财政发力预期。内需刚刚从“弱



预期，弱现实”转向“强预期，弱现实”，从本周公布的经济数据来看，6月工业企业利润增速下行6个百分点至15.1%，制造业PMI和新订单分项均跌破荣枯线，接下来需要更多的经济数据验证才能使内需走向“强预期、强现实”。

总体而言，当前基本面处于“青黄不接”的阶段，换言之，无论是在经济增长层面还是在股票投资层面，都还没有能够出现一个系统性地替代AI的机会。左侧值得关注的机会是我们在上周周报《静候》中论述的：AI投资的高点将构成有色金属和出口出海的底部。

图表15：7月中国制造业PMI和新订单指数跌破荣枯线，工业企业利润增速下行6个百分点（%）



来源：wind，国金证券研究所

3、能源链：积极防御下的“确定性锚”

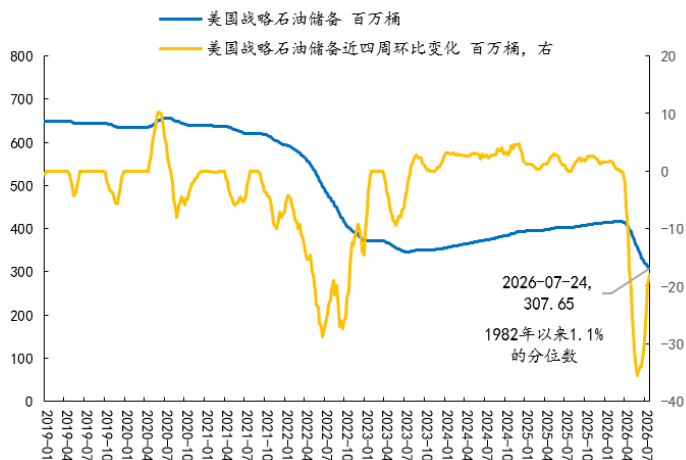
在AI链去杠杆未完成、市场风格切换的背景下，能源链（煤炭+电力+石油石化）因其供给刚性、业绩确定性和高股息三重优势，或将成为资金从科技撤出后的核心承接方向。

煤炭的供给刚性凸显，山西“十七条”安全新规标志着煤炭供给约束从临时性安监升级为制度化长效机制，叠加6月全国原煤产量同比-9%、秦港库存持续去化，煤价中枢上移的条件正在成熟。截至7月31日，秦皇岛港Q5500动力煤平仓价（现货）826元/吨，综合交易价25元/吨，迎峰度夏旺季维持坚挺。电力同时具备“火电转型和需求增长”的双重驱动，7月23日，《可再生能源发展“十五五”规划》正式落地，明确火电从“基础电源”向“调节性电源+容量支撑”转型，容量电价机制有望在全国推广——火电收入结构将从单一“电量收入”升级为“电量+容量”双轨制，盈利稳定性大幅提升。国内制造业的流量稳定性和AI产业所需的电力新增量构成了电力需求端的增长。

当前时点，石油石化迎来估值修复的机遇，未来全球的补库需求释放加快与供给收缩并存，油价中枢高于冲突前水平，且国内炼厂开工率与价差有望同步回暖。首先，从库存来看，5-6月原油市场依靠消耗库存和中国减少消费“渡过难关”，但当前库存回落至极低，当前美国战略石油储备已由美伊冲突前的4.15亿桶降至3.07亿桶，处于1982年以来1.1%的分位数水平，库存水位的下降也使得美国战略储备的释放速率从5月底以后开始出现放缓，美国原油海运出口规模也出现回落，截至7月18日美国原油海运出口约3.67百万桶/天，已逐步回归冲突之前的水平，这也就意味着倘若海峡的流量迟迟未得到缓解，美国原油出口的增加为国际原油市场的缓冲作用可能会逐步降低。

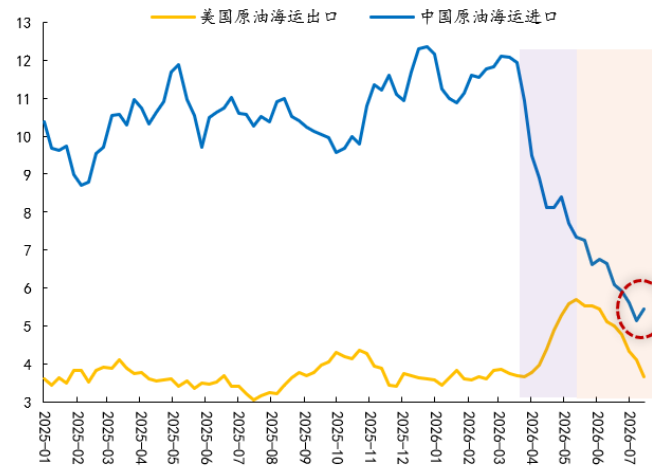


图表16：当前美国原油战略储备库存已下降至 80 年代初的水平，且库存释放的斜率在 6 月以后出现放缓



来源：wind，国金证券研究所

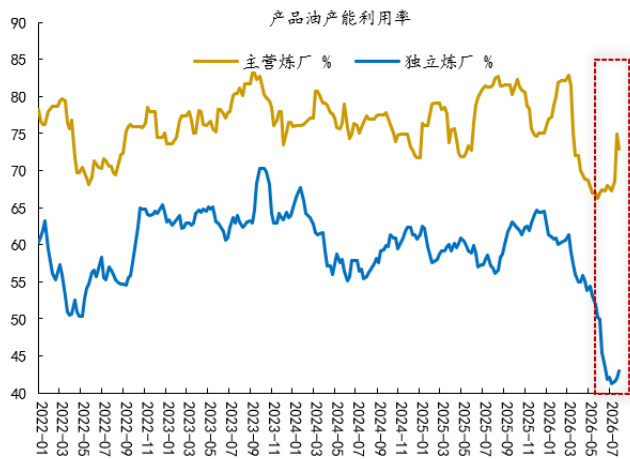
图表17：6 月以来美国出口、中国进口共同回落，但最近中国原油海运进口触底回升（单位：百万桶/天）



来源：Vortexa，国金证券研究所

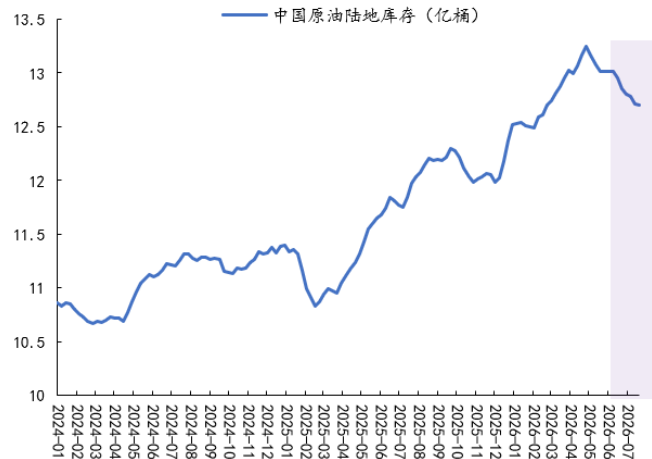
其次，从需求端来看，此前中国原油进口的持续回落也是市场担忧全球原油供需格局可能会进入过剩的主要因素之一。但从 6 月以来国内主营炼厂的产能利用率开始出现拐头回升，尤其是 7 月以后出现明显的陡增，与此同时独立炼厂产能利用率自 7 月下旬开始出现底部企稳回暖的迹象，并带动了中国原油海运进口量触底回升，而从美伊冲突以来，中国原油海运进口量较 3 月初高位的降幅最高接近 700 万桶/日。若后续中国炼厂补库需求进一步释放，则有望对全球原油需求形成重要支撑。

图表18：6 月以后中国主营炼厂开工率开始出现回升



来源：wind，国金证券研究所

图表19：6 月以来中国炼厂开工主要靠消耗库存实现

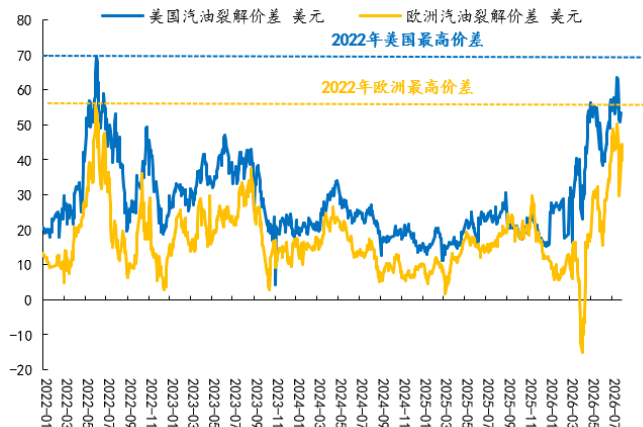


来源：Vortexa，国金证券研究所

最后，当前国际成品油市场依然处于供给紧张的状态，且短缺从柴油和航油开始蔓延至汽油，从欧洲蔓延至美国。一方面，从裂解价差来看，3 月美伊冲突爆发之后，柴油和航空煤油的裂解价差快速攀升，并一度超过 2022 年的最高水平。但值得关注的是，成品油供给紧张的态势正逐步蔓延至汽油市场。此前，为保障柴油和航空煤油供应，海外主要国家最大化柴油和航空煤油的产出，一定程度上挤压了汽油产量。而这导致汽油的裂解价差正在持续走阔，7 月美国和欧洲的汽油裂解价差最高分别为 63.6 美元/桶和 50.2 美元/桶，正在逐步接近 2022 年的最高水平，这意味着当前国际汽油市场的供需矛盾或正在加剧。这种供给紧张还将持续，由于中东出口炼油厂尚未重启、俄罗斯因袭击受限、亚洲加工量回落等因素的影响，全球炼油厂加工量同比下降。而欧洲部分炼油厂和美国炼油厂已处于接近满负荷运行的状态，美国截至 7 月 24 日当周的炼油厂产能利用率也已上升至 97.2%，均处于近年来同期的最高水平。这意味着，当前全球炼油厂市场仍面临着部分地区炼油产能释放受限、同时欧美炼厂剩余增产空间已较为有限的局面，这也使得成品油的裂解价差近期继续出现走强。



图表20：今年以来汽油的裂解价差持续扩大，正逐步接近2022年的最高水平



来源：wind，国金证券研究所；注：以现货价格进行测算，美国原油基准为WTI现货价，欧洲原油基准为布伦特现货价。

图表21：当前柴油裂解价差水平已超过今年3月最高值，相比2022年美国还有差距，欧洲已超过



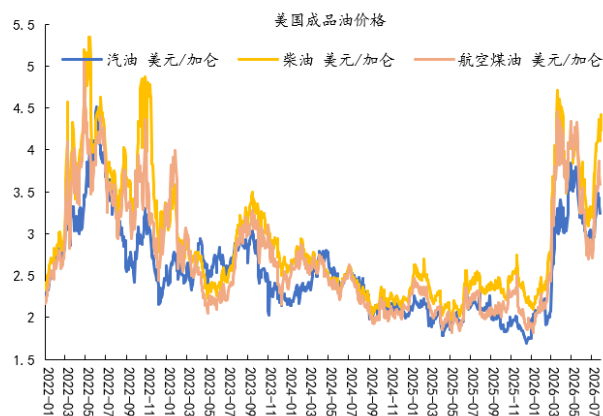
来源：wind，国金证券研究所；注：以现货价格进行测算，美国原油基准为WTI现货价，欧洲原油基准为布伦特现货价。

图表22：航空煤油裂解价差近期回升，不过仍低于3月最高水平



来源：wind，国金证券研究所；注：以现货价格进行测算，美国原油基准为WTI现货价，欧洲原油基准为布伦特现货价。

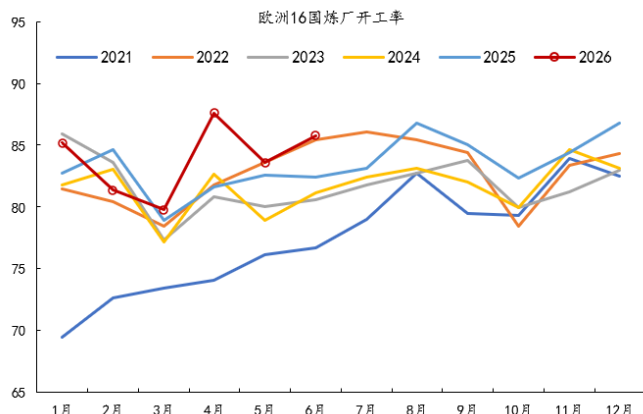
图表23：7月以来美国成品油现货价格均出现回升



来源：wind，国金证券研究所

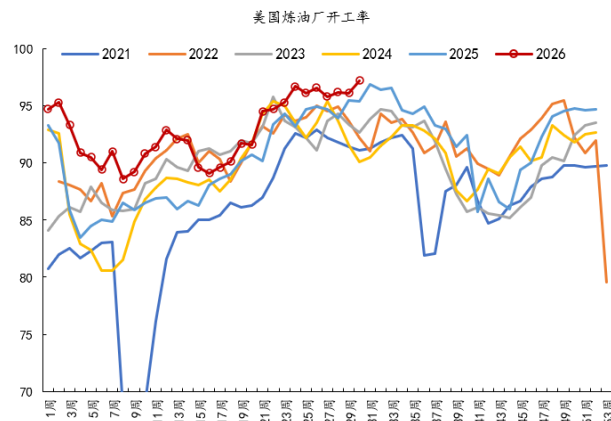


图表24：今年3-6月欧洲主要国家炼厂产能利用率持续处于2021年以来的最高水平



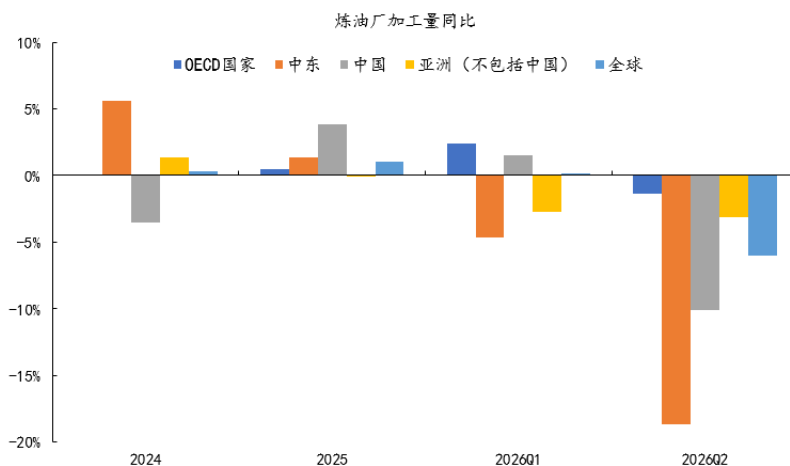
来源：wind，国金证券研究所

图表25：美国炼厂开工率同样已经打满，目前已上升至97.2%的水平



来源：wind，国金证券研究所

图表26：2026Q2 全球炼油厂加工量同比下滑



来源：OPEC，国金证券研究所

4、青黄不接，积极防御

基本上，非 AI 世界的全面改善还需要等待，但部分领域已经出现明确信号，我们的推荐是：

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，石油石化板块在能源价格底部确定之后，盈利和估值同步修复。

第二，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，底部或已出现，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。AI 投资对经济的拉动决定了利率的顶部，新兴市场需求底部明确但全面逆转时机未到。

第三，红利风格受益于绝对收益者的切换。在 AI 链去杠杆未结束、市场波动加剧的背景下，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产将成为绝对收益资金（固收+、保险、银行理财）的核心回流方向。



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、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