

聚焦 Δ 策略：AI+红利+黄金

——2026 下半年资产配置报告

证券分析师

薛威

S0820526030001

021-32229888-25535

xuewei@ajzq.com

投资要点：

- **前言：**2026 年下半年，投资者对宏观的担忧从地缘与油价转移到了联储与美债上，科技主线的 AI 也迎来了变化，下半年在 AI 链变局中寻机的同时，也要加大对红利、黄金的关注。
- **回顾与思考：科技传统 K 型分化，海外通胀趋势回升。**上半年，在经济波动、地缘博弈、政策调整的交织影响下，有两股明显的趋势性力量在演绎，一个是 AI 科技与传统行业之间的 K 型分化，这也一直是关注焦点，也是当前经济系统与金融市场的最典型特征。另一个是全球供应链重构下的通胀回升，是物流枢纽的地缘博弈、大国科技竞争、贸易保护加强这三因子叠加作用的结果。这两个趋势是否把握住，决定了上半年投资业绩的基调。
- **探索与展望：变数不改战略趋势，巨震考验战术节奏。**展望下半年，AI 虽然面临云巨头资本开支侵蚀现金流等诸多担忧，但当前产业维度的趋势并没有受到显著干扰，以谷歌、亚马逊为代表的云巨头仍在大力投入，国产链也在紧密追赶中，AI 科技与传统行业的 K 型分化在实体经济层面恐还将延续。金融市场层面则受杠杆资金退潮引发市场调整的影响，科技板块在 7 月出现显著调整，市场情绪转为谨慎的同时，资金对 AI 基础设施投入的远期可持续性的担忧有所加深。同样的，全球供应链重构下的通胀回升仍在进行中，围绕航运物流枢纽的地缘博弈、大国科技竞争、全球经贸摩擦也还会成为下半年的叙事；已处于高位的美欧日等国无风险利率在三季度将维持在高位强势运行并走陡，中间可能有阶段性缓和并走平的行情；国内通胀将维持“强 PPI 叠加弱 CPI”的分化格局，无风险利率大概率偏弱运行，期限结构预计走平。在这样的背景下，我们提出年内聚焦“AI 科技软硬兼顾，提防通胀易上难下”的战略趋势。

节奏方面，美联储主席沃什在 8 月下旬 Jackson Hole 全球央行行长会议、年内剩余时间的 FOMC 发布会等场合的讲话，及其给当前遭受质疑的联储独立性带来何种影响；同时关注 10Y 美债利率走势，一旦触碰 4.7% 阈值，很可能触发特朗普 TACO，进而带来美债利率的回落和金融市场的企稳回升。需要注意的是，特朗普 TACO 的代价正在边际抬升，而 TACO 的效果也很难持久，海外无风险利率易上难下的趋势不会改变。另外，国内通胀链相关的贵金属、有色、煤炭等上游领域或将在全球通胀压力加大的阶段有较强表现；红利板块可以强化应对全球市场波动加剧的能力。战术节奏上，我们提出把握“白宫 TACO 与联储货币政策扰动”的战术节奏。

- **资产配置 Δ 策略：权益侧重 AI 与红利，显著提升黄金关注度。**在战略趋势基础上结合战术节奏，我们提出资产配置的 Δ 策略——在权益、固收、商品大类中挑出三类资产，构成盈利高增长、稳健现金流、防御抗风险的三角结构。投资者可根据资金属性和自身需要，选取合适风偏的组合，并做好国内和全球组合的配比。具体如下：

国际资产配置 Δ 策略：权益-AI 科技、权益-传统龙头、商品-黄金&有色&农产品。

国内资产配置 Δ 策略：权益-AI 科技、权益-红利&固收-长久利率债、商品-黄金。

- **风险提示：**AI 大模型收入滞涨引发泡沫破裂，全球经济需求弱化或地缘好转拉低通胀，国内反内卷叠加 PPI 上行引发 CPI 显著上行。

图表 1：2026 下半年资产配置 Δ 策略下各类资产观点汇总表

大类	国内/海外	资产类别	关注层级				
			超高 (++)	高 (+)	中性 (=)	低 (-)	超低 (--)
固收	国内	利率债-长久期		○			
		利率债-短久期			○		
		信用债			○		
	海外	利率债-长久期					○
		利率债-短久期			○		
		信用债			○		
权益	国内	科技-AI 硬科技/云/应用		○			
		科技-其他			○		
		传统-红利		○			
		传统-其他					○
	海外	科技-AI 硬科技/云/应用		○			
		科技-其他			○		
		传统-龙头		○			
		传统-其他					○
商品	国内	黄金等贵金属		○			
		有色金属		○			
		黑色金属			○		
		能源化工			○		
		农产品			○		
	海外	黄金等贵金属		○			
		有色金属		○			
		黑色金属			○		
		能源化工			○		
		农产品		○			

资料来源：爱建证券研究所

注：按照推荐程度由高到低依次为：超高 (++)、高 (+)、中性 (=)、低 (-)、超低 (--)

目录

1. 回顾与思考：科技传统 K 型分化，海外通胀趋势回升	6
1.1 趋势一：AI 科技与传统行业的 K 型分化.....	6
1.2 趋势二：全球供应链重构下的通胀回升	10
2. 探索与展望：变数不改战略趋势，巨震考验战术节奏.....	15
2.1 战略趋势：科技软硬兼顾，通胀易上难下	15
2.2 战术节奏：白宫联储加剧波动，TACO 紧盯美债阈值.....	20
3. 资产配置Δ策略：权益侧重 AI 与红利，显著提升黄金关注度	22
3.1 国际资产配置：AI 科技搭配传统龙头，优选商品对冲通胀风险	23
3.2 国内资产配置：权益兼顾 AI 与红利，长久期利率债叠加黄金	24
风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 2026 下半年资产配置 Δ 策略下各类资产观点汇总表	2
图表 2: 电子与全部制造业工业增加值累计同比分化	6
图表 3: 2026 年 1-6 月规上企业增加值同比后五/前五	6
图表 4: 高新技术产品出口累计同比增速显著高于总出口	7
图表 5: 2026 年 1-6 月高新技术细分产品累计出口同比	7
图表 6: 中日韩印巴等经济体出口累计增速对比	7
图表 7: 2026 年前五个月/上半年中日韩电子半导体出口所占比重	7
图表 8: 2026 年 1-5 月美制造业累计出货额分领域同比	7
图表 9: 26 年 1-5 月美制造业累计新订单额分领域同比	7
图表 10: 2026 年上半年主要宽基指数涨跌表现	8
图表 11: 2026 年上半年科创 50 与沪深 300 累计涨跌幅	8
图表 12: 2026 年上半年 A 股中信一级行业指数涨跌表现与成交占比	9
图表 13: 2026 年上半年费城半导体指数与标普 500 累计涨跌幅对比	10
图表 14: 2026 年上半年全球主要股指涨跌幅对比	10
图表 15: 上半年重大地缘事件涉及的海峡、港口在世界地图上的位置	11
图表 16: 美国 Hyperscaler 资本开支仍在加速增长	12
图表 17: 美国 Hyperscaler 自由现金流近年下滑明显	12
图表 18: 美部分 Hyperscaler 分季度融资规模一览	13
图表 19: 近三年美 Hyperscaler 发债规模迅速攀升	13
图表 20: 2026 年初以来欧盟实行的贸易保护举措	14
图表 21: 中美日 PPI 同比走势	14
图表 22: 美欧日 CPI 同比走势	14
图表 23: 美欧日主要经济体十年期国债收益率走势	15
图表 24: 2026 年 7 月更新后的美股四大云巨头 Capex 展望与上期对比	16
图表 25: 2026 年 7 月全球主要股指涨跌幅对比	16
图表 26: 2026 年 8 月初全球主要 AI Agent 大模型排名	17
图表 27: 全球 AI Text 大模型打分排名更新	18
图表 28: 全球 AI Image Edit 大模型打分排名更新	18
图表 29: 中国对美、欧出口金额累计同比走势	19
图表 30: 国内 CPI 与 PPI 当月同比走势	20
图表 31: 国内 iCPI 与 PPIRM 当月同比走势	20

图表 32：近期美债利率期限结构明显走陡	21
图表 33：CME“美联储观察”工具显示加息概率仍存	21
图表 34：10Y 美债利率与 MacroMargin 特朗普 TACO 指数走势	22
图表 35：2026 下半年资产配置 Δ 策略下各类资产观点汇总表	23
图表 36：全球 AI 科技代表公司分布	24
图表 37：A/H 股 AI 科技代表公司分布	25
图表 38：伦敦黄金现货价格走势	26

1. 回顾与思考：科技传统 K 型分化，海外通胀趋势回升

回顾上半年，可以发现趋势认知的重要性压过了一切。在经济波动、地缘博弈、政策调整的交织影响下，有两股明显的趋势性力量在演绎，一个是 AI 科技与传统行业之间的 K 型分化，另一个是全球供应链重构下的通胀回升。这两个趋势是否把握住，决定了上半年投资业绩的基调。不过，剖开经济、地缘、政策带来的扰动而直面趋势，从来都不是一件容易的事情。

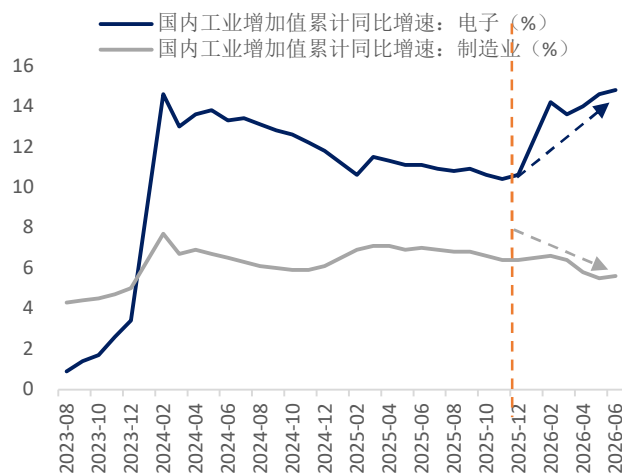
1.1 趋势一：AI 科技与传统行业的 K 型分化

年初以来，AI 科技与传统行业的 K 型分化一直是关注焦点，这也是当前经济系统与金融市场的最典型特征。

国内经济系统的 K 型分化集中体现在生产、出口这两个方面。生产端的 K 型分化明显，进入 2026 年，电子行业增加值异军突起，累计同比从 2025 年下半年 10-11% 的区间持续抬升至 14-15% 的水平，是制造业整体增加值 5-6% 的两倍以上，同时趋势呈现 K 型分化，与此前绝大多数时期的同步涨跌的格局迥异。

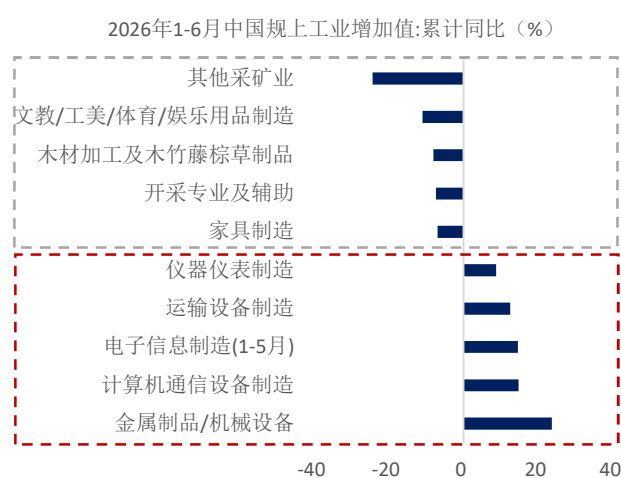
细分领域的对比更能凸显 K 型分化的剧烈。将 2026 年上半年分行业规模以上企业的工业增加值累计同比做排序后，前三行业分别为机械、通信、电子，而采矿、文娱用品、木材加工、家具制造等领域则显著负增。

图表 2：电子与全部制造业工业增加值累计同比分化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：2026 年 1-6 月规上企业增加值同比后五/前五



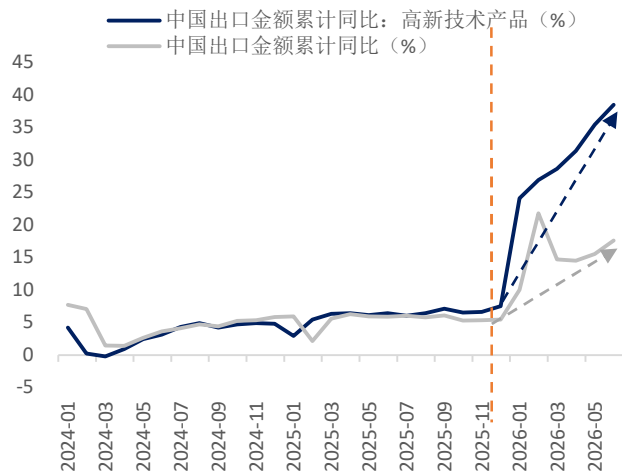
资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：电子信息制造缺失 6 月数据，延用 1-5 月累计增速代替

出口端同样呈现类似的规律，但是由于出口整体旺盛，所以 K 型分化更多体现在不同领域的增速差异上。年初以来，高新技术产品出口累计增速持续攀升，上半年出口金额同比增速达到 38.5%，是总出口金额同比增速 17.6% 的两倍有余，增速差异显著。

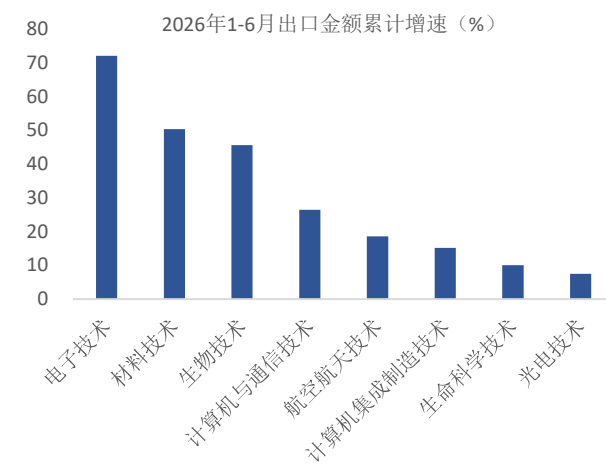
不过高新技术产品并非同步走强，内部分领域也能看出明显的 K 型分化。2026 年上半年电子技术产品以 72.0% 的累计出口同比一骑绝尘，而生命科学与光电技术产品同期累计出口仅为 10% 与 7.5% 的水平。

图表 4：高新技术产品出口累计同比增速显著高于总出口



资料来源：Wind，爱建证券研究所

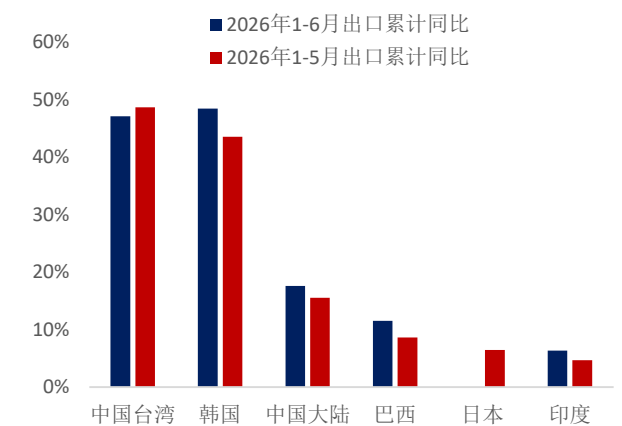
图表 5：2026 年 1-6 月高新技术细分产品累计出口同比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

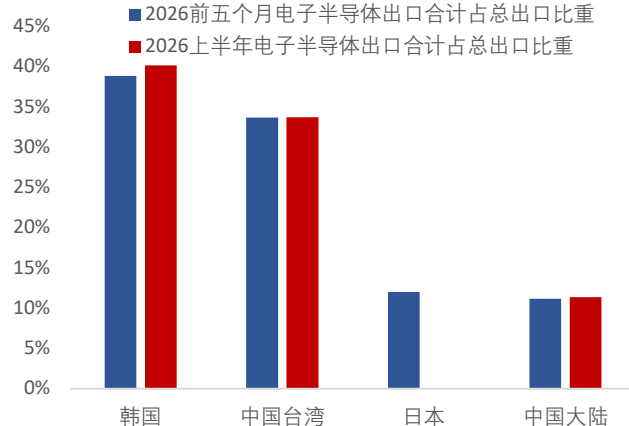
全球经济系统的 K 型分化则更多体现在国别和行业维度。比较中、日、韩以及印度、巴西的出口能看出，电子半导体占总出口比重最高的韩国与中国台湾，在 2026 年前五个月/上半年的出口累计同比也是显著领跑，而在电子半导体领域缺乏产业基础的印度、巴西出口就受到制约，特别是印度出口颓势更加明显。

图表 6：中日韩印巴等经济体出口累计增速对比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7：2026 年前五个月/上半年中日韩电子半导体出口所占比重

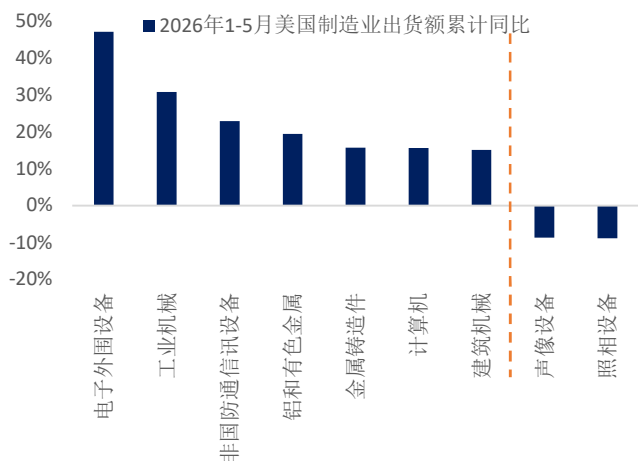


资料来源：Wind，爱建证券研究所

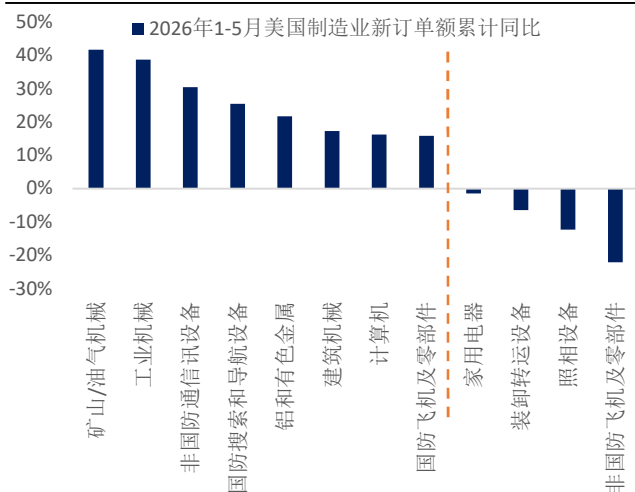
从美国耐用品制造业分领域的的数据可以看出，AI 科技相关的电子、机械、通信、有色等数据中心建设相关的设备和铸件出货量明显居前，年初以来前五个月出货量累计同比均高于 15%，而传统领域的照相设备、声像设备则显著负增。耐用品制造业新订单数据同样说明了这一点，AI 科技相关领域新订单累计增速高增，而偏家用和运输的设备显著负增；另外，油价上行和美以伊冲突也带动了矿山/油气机械、国防相关领域的新订单增长。

图表 8：2026 年 1-5 月美制造业累计出货额分领域同比

图表 9：26 年 1-5 月美制造业累计新订单额分领域同比



资料来源：Wind，爱建证券研究所



资料来源：Wind，爱建证券研究所

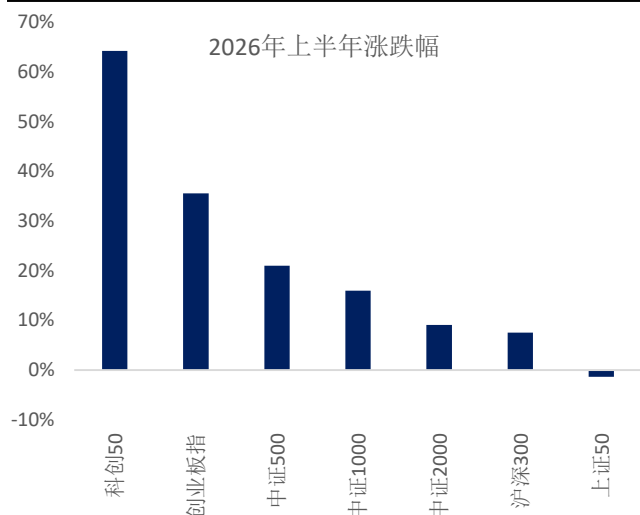
相较于实体经济系统的 K 型分化，金融市场呈现出更为剧烈和节奏分明的 K 型分化特征。就国内市场而言，2026 上半年宽基指数涨跌幅对比看，科创 50 以 64.3% 的涨幅遥遥领先，创业板指半年度涨幅也达到 35.6%，而上证 500、上证 1000 上半年涨幅也有 21.0% 与 16.0%，中证 2000、沪深 300 在上半年涨幅仅为 9.1% 与 7.5%，上证 50 甚至获得 1.4% 的半年度跌幅。含科量成为宽基表现的最重因子。

分行业对比看，K 型分化的现象更加显著。30 个中信一级行业中，仅 9 个行业指数在上半年录得上涨，其中电子、通信分别以 85.5% 与 74.5% 的涨幅分列前二，建材、基础化工、机械则先后以 43.7%、18.6%、16.2% 的涨幅分居三四五，电新、煤炭涨幅分别为 4.1% 与 3.2%，有色、电力公用涨幅则为 1.0% 与 0.6% 的微弱水平。在半年度涨幅超过 5% 仅 5 个行业的另一面，是 21 个行业半年度跌幅超过 5%，其中跌幅超过 10% 的有 15 个行业，跌幅超过 20% 的是商贸零售（下跌 22.2%）、农林牧渔（下跌 24.8%）、综合（下跌 25.1%）、综合金融（下跌 29.6%）、消费者服务（下跌 31.9%）。

以科创 50 与沪深 300 为例，可以发现科技与传统板块的走势在上半年可分为三个阶段，K 型分化格局在第三阶（4-6 月）显著加强。在年初 1-2 月，科技与传统板块之间的 K 型分化就初见端倪，但 2 月底爆发的美以伊冲突导致霍尔木兹海峡封闭，油价带动无风险利率飙升，科技与传统板块都出现了显著回调；但从 4 月开始，科技板块受盈利端预期抬高刺激，经历了一波 N 型上涨，与窄幅震荡的传统板块之间的 K 型分化明显放大，科创 50 指数上半年涨幅达 64.3%，而沪深 300 涨幅仅为 7.5%，两者涨幅之差超过 56%。

图表 10：2026 年上半年主要宽基指数涨跌表现

图表 11：2026 年上半年科创 50 与沪深 300 累计涨跌幅

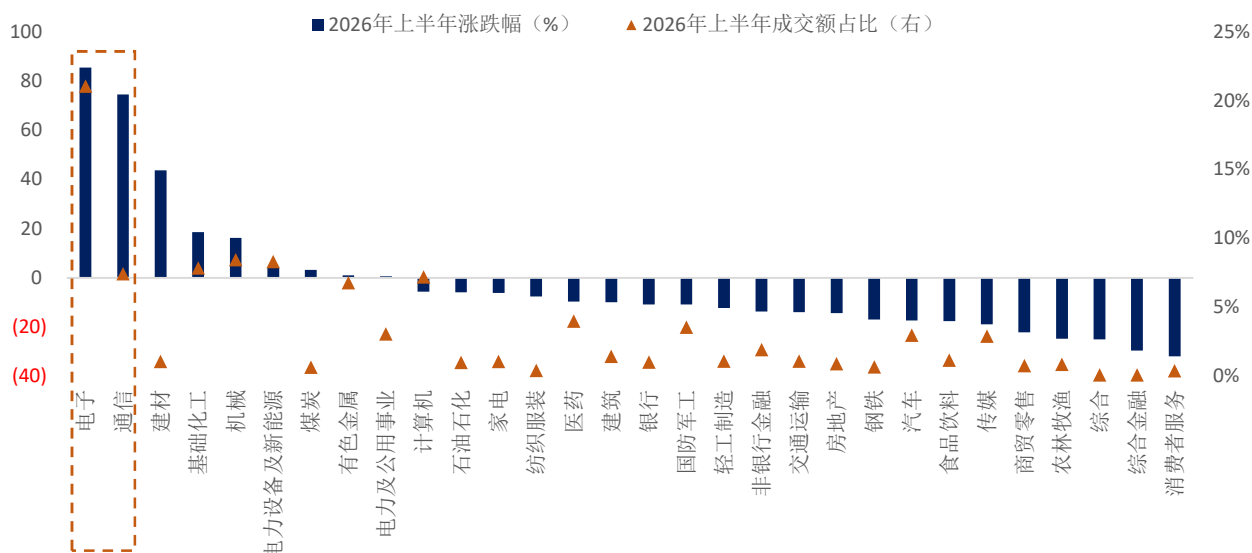


资料来源：Wind，爱建证券研究所



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 12：2026 年上半年 A 股中信一级行业指数涨跌表现与成交占比

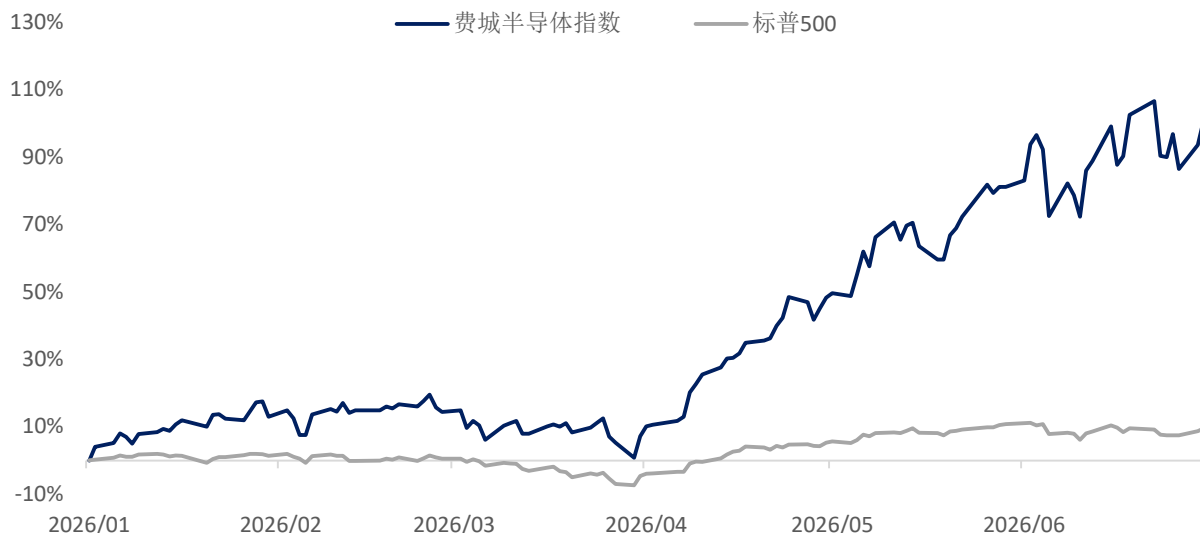


资料来源：Wind，爱建证券研究所

国际金融市场的 K 型分化体现的更加多元。费城半导体指数远远甩开标普 500，从上半年两者表现看，与科创 50 与沪深 300 的对比类似，在美以伊冲突爆发之前的 1-2 月，科技与传统板块之间的 K 型分化尚不特别明显；但在美以伊冲突爆发一个月后，也就是进入 4-6 月，科技与传统板块之间的 K 型分化明显强化。费城半导体指数半年翻倍有余，上半年涨幅 101.1%，标普 500 仅为 9.6%，两者涨幅差距超过 91%。

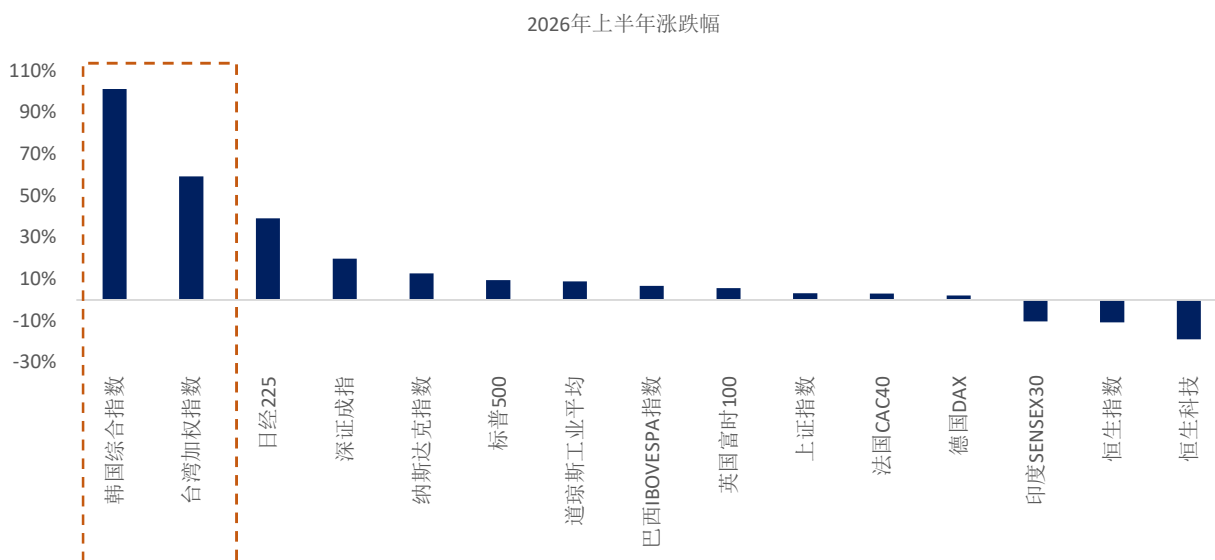
跨国别股指对比，可以发现 K 型分化在国别之间的体现。韩国、中国台湾股指在上半年领涨全球，与表现一般的欧、印度、巴西、港股股指形成明显的 K 型分化。这与韩国、中国台湾股市在电子半导体领域的高权重脱不开关系。按权重看，韩国、中国台湾股市的电子半导体权重超过 35%，而表现一般的欧股、印股、巴股、港股在电子半导体领域的权重常年低于 3%，其中巴西、英国股市几乎没有电子半导体领域的大中型标的。

图表 13：2026 年上半年费城半导体指数与标普 500 累计涨跌幅对比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 14：2026 年上半年全球主要股指涨跌幅对比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

1.2 趋势二：全球供应链重构下的通胀回升

2 月底爆发的美以伊冲突打破了全球通胀缓慢回落的路径，从表面看美以伊冲突引发能源价格飙升，进而带动全球通胀回升，是地缘冲突引发的阶段性通胀回升，但如果考虑美以伊冲突实际上是针对全球重要物流枢纽的大国博弈引致，加上贯穿上半年的两条通胀回升暗线——AI 资本开支高速增长、全球贸易摩擦加剧，可以发现从深层次上看，上半年通胀的波折回升是全球供应链重构趋势下围绕物流枢纽的地缘博弈、大国科技竞争、贸易保护加强这三大因子叠加作用的结果。

关于全球供应链重构的物流枢纽，特别是海峡、港口等全球海运物流重要节点的争夺一直是近现代史上的重要元素，当下的大国博弈概莫能外。早在 2025 年 3 月初，长和集团宣布将

以 227.65 亿美元的天价，把分布在 23 个国家的 43 个港口整体打包卖给美国财团贝莱德集团。该消息一经发布引发全球瞩目，中方紧急叫停该交易。同年 12 月因无法满足“中远海运必须获得交易的多数股权和实际控制权”的监管要求，贝莱德宣布退出交易，该事件才画上句号，但关于巴拿马海峡的争端并未随着交易的告吹而休止。2026 年 1 月 29 日，巴拿马最高法院裁定长和集团持有巴尔博亚港和克里斯托瓦尔港的经营合约存在违宪问题，直接废止具备法律效力的续约协议，当地政府于 2 月 23 日出动人员接管两座核心港口，征用全部设备设施，驱逐长和派驻管理人员。权益受侵犯后，长和旗下巴拿马港口公司启动完整法律维权流程，目前仍在复杂博弈之中。

除此之外，年初以来还发生了诸多地缘事件，与全球海运物流联系密切。2026 年 1 月初，美国突袭委内瑞拉并抓捕马杜罗；2 月底美以伊争端爆发，霍尔木兹海峡被封锁；4 月 13 日，美国与印尼共同签署《重大防务合作关系协议》。加上近期美伊冲突反复，伊朗施压可能封锁曼德海峡。

上述涉及到的巴拿马运河、委内瑞拉、曼德海峡、霍尔木兹海峡、马六甲海峡均是全球重要航道，可以预料的是，针对重要海峡、港口的控制权博弈还将在未来一段时间延续。

图表 15：上半年重大地缘事件涉及的海峡、港口在世界地图上的位置



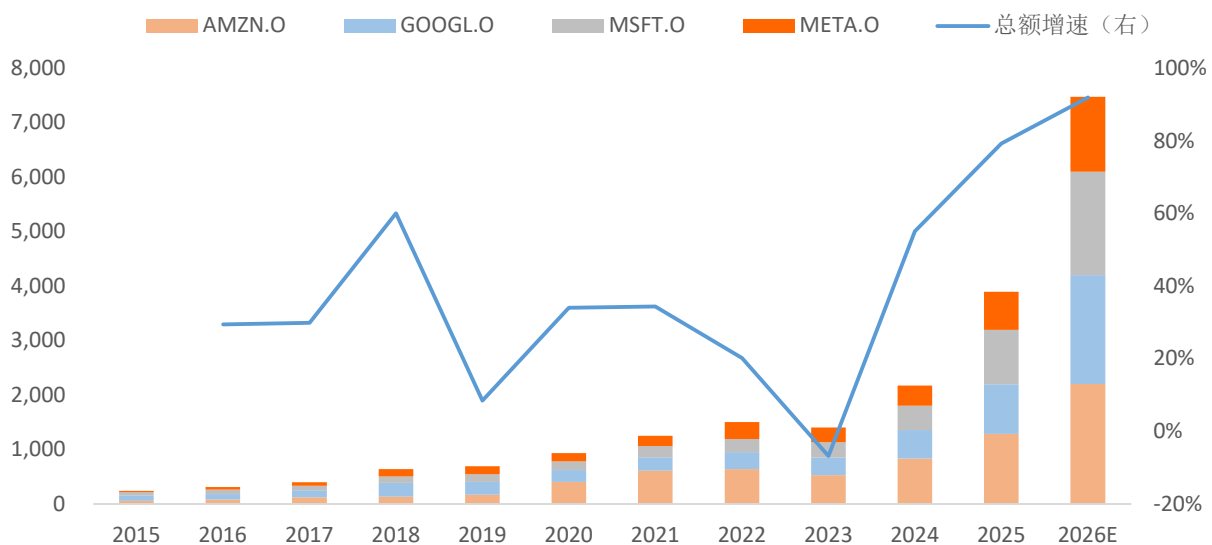
资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：图中标注▲自左向右分别为巴拿马运河、委内瑞拉、曼德海峡、霍尔木兹海峡、马六甲海峡

在全球供应链重构的背景下，大国科技竞争成为焦点。AI 资本开支在继续高速增长的同时，

也开始给宏观带来显著影响，主要体现为投资催生通胀、发债催生利率这两个方面。资本开支的持续高速增长，使得包括中美在内的全球经济呈现明显的 K 型分化，上节已讲述充分，这里不再赘述。但同时，高速增长的巨额资本开支吞噬了绝大部分自由现金流，以谷歌为例，在 Google Cloud 收入增长 82%超预期的同时，受巨额资本开支拖累，单季自由现金流转负，降至-58.55 亿美元，同时全年 Capex 指引从 1800 亿—1900 亿美元继续提高到 1950 亿—2050 亿美元。可以预见，谷歌未来资本开支将愈发以来对外融资。加上亚马逊、Meta 同样在继续提升资本开支规模，美国云巨头对外融资的规模预计还将攀升。

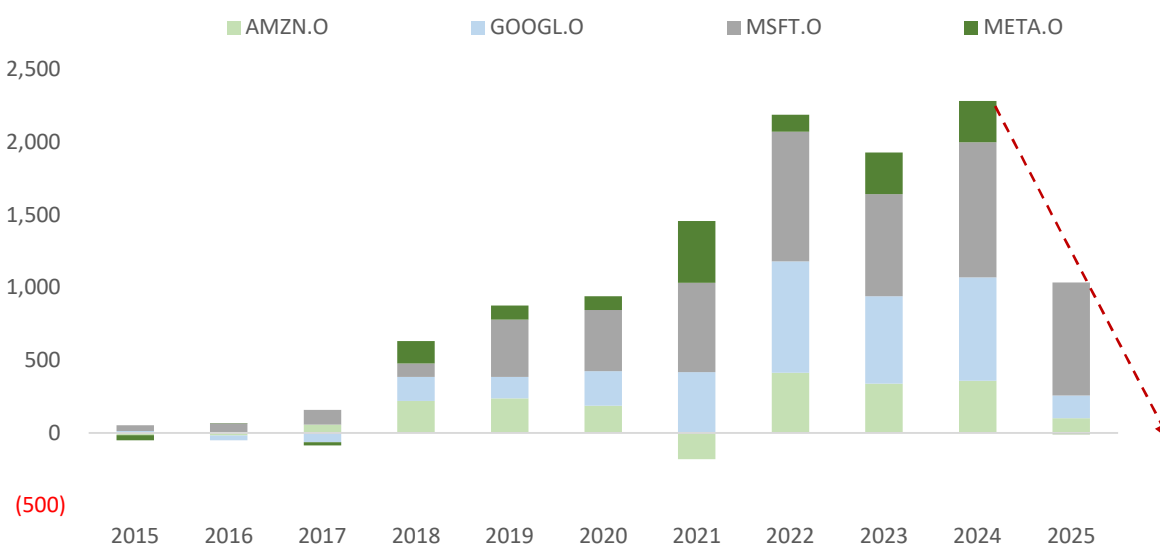
图表 16：美国 Hyperscaler 资本开支仍在加速增长



资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：2026Capex 预测数据均为 2026 年 7 月季度财报披露数据

图表 17：美国 Hyperscaler 自由现金流近年下滑明显

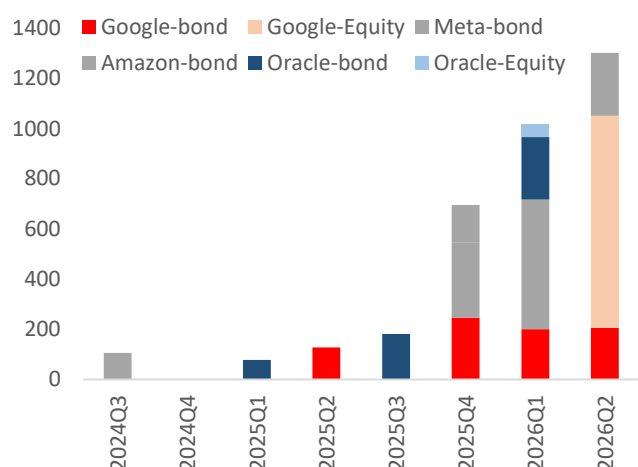


资料来源：Wind，爱建证券研究所

考虑到公司债利息的“税盾”效应和对股权持有人权益的保护，美国 Hyperscaler 普遍优先青睐债权融资。据华尔街日报报道，Alphabet、亚马逊、Meta、甲骨文等 Hyperscaler 公司，2026 年初以来已在全球债券市场累计发行约 2440 亿美元债券，已超过 2025 年的 1080 亿美元的两倍，更是 2024 年 170 亿美元的 14 倍有余。在如此大规模发债冲击下，7 月上半月已出现 Hyperscaler 发行的投资级公司债被市场消化不充分的现象。

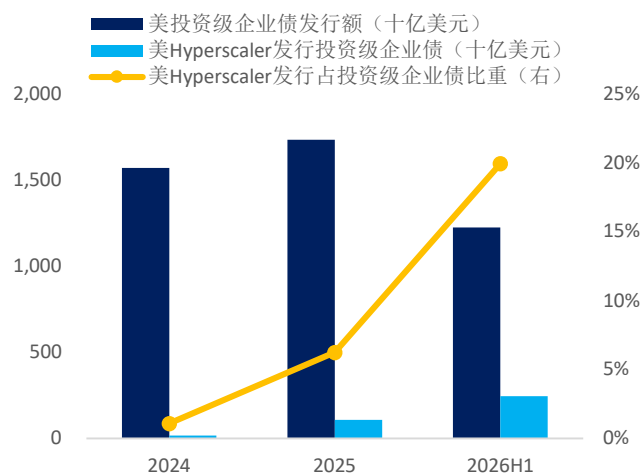
在债权融资剧增的同时，股权融资也成为美国 Hyperscaler 不得不着手的事项。以 Alphabet、甲骨文为代表，大规模股权融资已经落地，其中谷歌在 6 月初宣布的 800 亿美元股权融资成为当时市场关注的焦点事件。

图表 18：美部分 Hyperscaler 分季度融资规模一览



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 19：近三年美 Hyperscaler 发债规模迅速攀升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

与此同时，伴随全球供应链重构的贸易保护仍在推进，年初以来美欧各自实行了一系列贸易保护举措，提高贸易壁垒的同时，也加剧了逆全球化的进程。

2026 年 2 月 20 日，美国最高法院裁定《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 并未授权 2025 年实施的“对等关税”，但 232 条款和 301 条款征收的关税不受此次裁决影响。在此之后，美国海关宣布依据《1974 年贸易法》第 122 条对进口商品加征 10% 临时附加关税，自 2 月 24 日起实施，适用于所有国家进口商品，有效期 150 天（至 7 月 24 日）。

当时间来到 7 月 23 日，就在 10% 临时附加关税接近失效的前一天，美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布依据《1974 年贸易法》第 301 条，以所谓“强迫劳动”为名对数十个国家和地区加征 10%-12.5% 的关税，并于 7 月 24 日生效，以替代即将到期的临时附加关税。

此外，美国还发布了针对半导体、钢铁、铜铝、仿制药等领域的贸易保护条款，并针对西班牙、加拿大、巴西等经济体进行了关税威胁。

欧盟的贸易保护重点放在跨境电商、钢铁、电动汽车、风电设备这几个领域，从具体内容和涉及领域看，对中国进口商品的影响较大，具体见下表。

图表 20：2026 年初以来欧盟实行的贸易保护举措

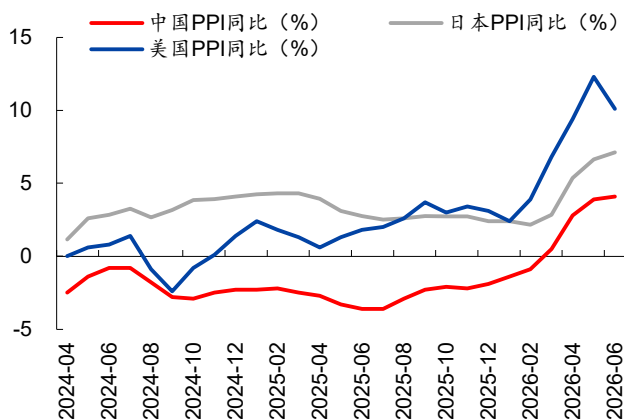
领域	发布主体	具体内容
钢铁	欧洲议会与理事会	该措施于 2026 年 7 月 1 日正式实施，取代 2018 年以来的旧保障机制。免税进口配额被压缩至 1830 万吨，较此前减少近一半，超配额部分关税最高达 50%。
跨境电商	欧盟、欧委会	自 2026 年 7 月 1 日起，欧盟取消 150 欧元以下低价值进口货物的关税豁免政策，改为按 HS 编码每类征收 3 欧元固定关税，并新增强制申报数据要求；欧委会还拟从 2026 年 11 月 1 日起对低价值货物新增全欧盟统一处理费。
电动汽车	欧盟	2026 年 1 月欧盟发布《关于提交价格承诺申请的指导文件》，允许中国车企以承诺最低进口价格，并配合欧洲建厂投资的方式替代高额关税，但欧盟并未撤销既有反补贴税（上汽 35.3%、吉利 18.8%、比亚迪 17%、特斯拉 7.8%）。 2026 年 3 月发布的《工业加速器法案》草案纳入公共采购本地化要求，规定电动汽车参与欧盟公共采购须在欧盟组装，非电池零部件价值至少 70% 须来自欧盟，欧盟中国商会认为该条款大幅排除特定第三国经济运营商的参与资格。
风电	欧委会	2026 年 2 月 3 日，欧委会宣布依据 FSR 对中国风电巨头在欧盟市场的经营活动启动深入调查，审查其是否受益于政府直接赠款、税收优惠及优惠贷款等外国补贴。此前已对铁路机车、光伏、安检设备等领域的中企发起过类似调查。
碳调节	欧盟	欧盟碳边境调节机制于 2026 年 1 月 1 日起正式实施，欧盟并提出立法草案，计划从 2028 年起将 CBAM 范围扩展至机械装备、汽车及零部件、家用电器等约 180 种钢铝密集型下游产品。

资料来源：european-union.europa.eu，commission.europa.eu，consilium.europa.eu，爱建证券研究所

在围绕物流枢纽的地缘博弈、大国科技竞争、贸易保护加强的叠加作用下，物流、金属、能源价格显著攀升，并带动全球通胀脱离了 2025 年温和回落的轨迹，进入震荡上行的路径中。在这样的背景下，美欧日等发达经济体无风险利率显著走高，延续了 2022 年以来的趋势。

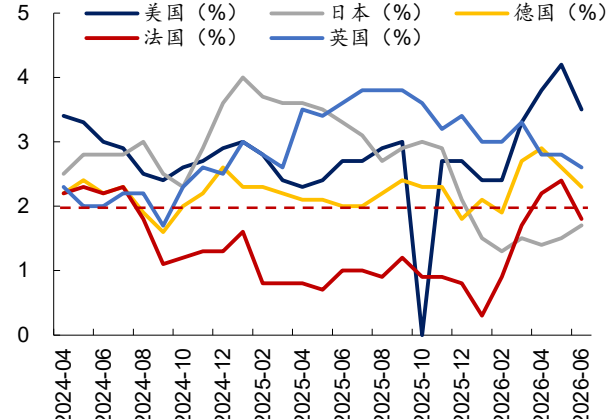
无风险利率的持续上行，对于政府部门杠杆率高企的主要发达经济体而言，是一件值得警惕甚至危险的事情。财政支出中偿付利息压力攀升的同时，政府融资的成本也显著上行，也增加了市场对各国财政可持续性的担忧。

图表 21：中美日 PPI 同比走势



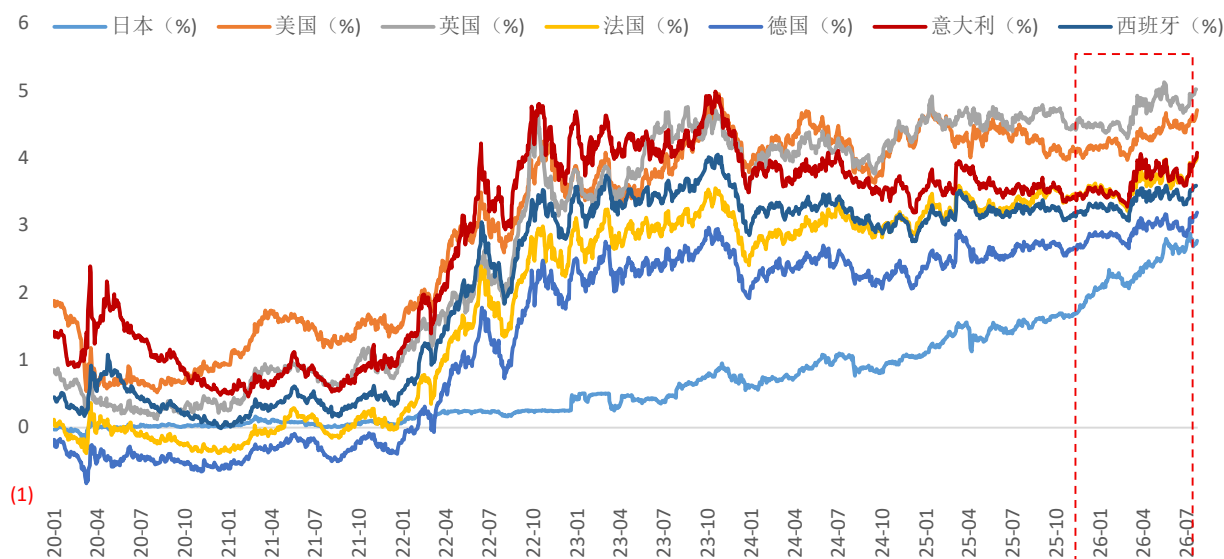
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 22：美欧日 CPI 同比走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 23：美欧日主要经济体十年期国债收益率走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2. 探索与展望：变数不改战略趋势，巨震考验战术节奏

展望来看，AI 虽然面临云巨头资本开支侵蚀现金流等诸多担忧，但当前产业维度的趋势并没有受到显著干扰，以谷歌、亚马逊为代表的云巨头仍在大力投入，国产链也在紧密追赶中，AI 科技与传统行业的 K 型分化在实体经济层面恐还将延续。金融市场层面则受杠杆资金退潮引发市场调整的影响，科技板块在 7 月出现显著调整，市场情绪转为谨慎的同时，资金对 AI 基础设施投入的远期可持续性的担忧有所加深，对云巨头投入 AI 基础设施取得回报和自由现金流的诉求有所上升。

同样的，全球供应链重构下的通胀回升仍在进行中，围绕航运物流枢纽的地缘博弈、大国科技竞争、全球经贸摩擦也还会成为下半年的叙事。

在这样的背景下，我们提出年内聚焦“AI 科技软硬兼顾，提防通胀易上难下”的战略趋势，以及把握“白宫 TACO 与联储货币政策扰动”的战术节奏。

2.1 战略趋势：科技软硬兼顾，通胀易上难下

作为 K 型分化向上的一头，AI 科技产业滚滚向前的趋势仍在加速。但新兴产业在基础设施大规模建设期之后，都会有利润在产业不同环节之间重新分配的规律。结合当前市场情绪显著回落的背景，聚焦 AI 投入回报率可观、自由现金流充裕的云计算与应用龙头，同时关注具备新技术渗透红利，业绩具备持续增长势头的结构性硬件，不宜单押硬件一端，做好 AI 产业内部硬件与软件的兼顾。

与此同时，尽管阶段性的联储放鹰、地缘缓和会给通胀降一些温，但总体来说通胀易上难下的格局是可以预料的。作为 K 型分化另一头的传统领域，受难以扭转的全球供应链重构带动，全球通胀波动上行趋势难改，传统领域内部不同资产的表现大概率将出现分化。在全球通胀易上难下的格局中，如何在传统资产中择优来对冲通胀风险，将是战略配置的重要任务。

先来看 AI 科技。当前产业基本面与政策面的强势毋庸置疑，但随着 7 月 Hyperscaler 的财报

陆续发布，能够看到持续高增的资本开支投入给 Hyperscaler 的现金流带来了显著压力，部分巨头已经或即将在 Q3 陷入自由现金流转负的境况，同时各家云巨头针对 AI 的布局也出现了分化：亚马逊、谷歌仍在加速投入，其中亚马逊称因存储卡涨价，将本年度 Capex 规模从 2000 亿美元更新为 2200 亿美元；谷歌母公司 Alphabet 将本年度 Capex 区间从 1800-1900 亿美元提升至 1950-2050 亿美元。而 Meta 仅上调了本年度 Capex 区间的下限 50 亿；微软维持此前公布的投入规模 1900 亿美元不变，但受会计核算方式变更影响，调整了数据中心和办公楼的预计使用年限，所以预计支出规模降至约 1750 亿美元。同时，各家对于明年的 Capex 指引比较模糊，没有给出具体数字区间，但继续增加 Capex 仍是大趋势。

图表 24：2026 年 7 月更新后的美股四大云巨头 Capex 展望与上期对比

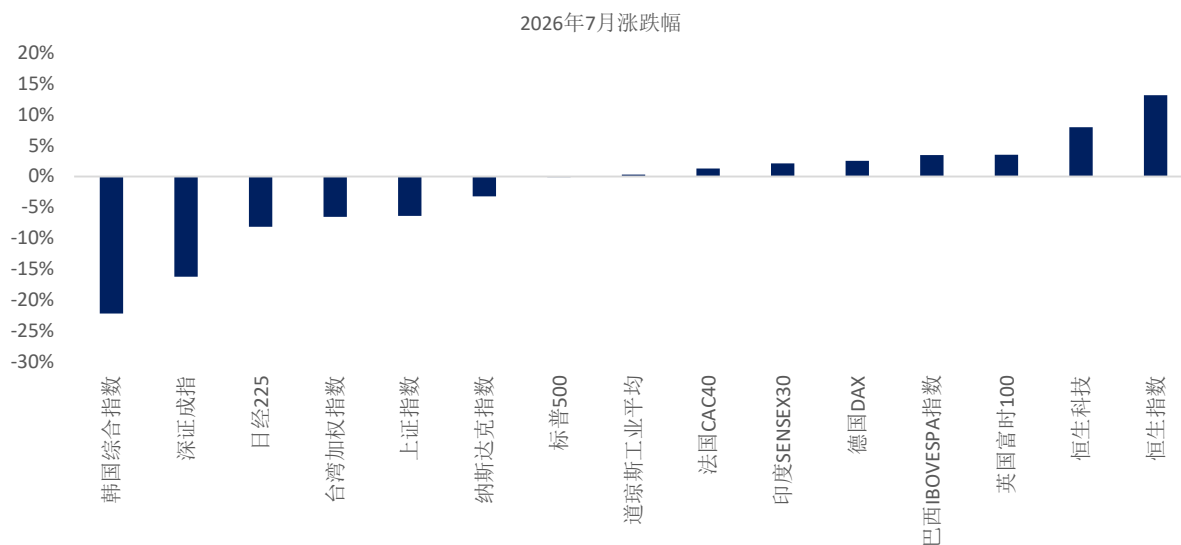
公司	2026Capex 展望更新-本期 (亿美元)	2026Capex 展望-上期 (亿美元)
Alphabet (Google 母公司)	1950-2050	1800-1900
Meta	1300-1450	1250-1450
Microsoft	1900 (会计核算调整后为 1750)	1900
Amazon	2200	2000

资料来源：公司财报，爱建证券研究所

在这样的背景下，对于 AI 基础设施硬件端订单在远期能否持续高增的讨论和担忧开始出现，此前市场主流将半导体等设备股从周期股定价逻辑切换至成长股定价逻辑的叙事被打破，加上高杠杆资金的集中拥挤在以韩股为代表的半导体高权重市场，面临严峻的去杠杆压力，在经历上半年的大涨之后，韩股在 7 月出现显著回调，同步迎来深度回调的还有日股、台股以及 A 股、美股的硬科技板块。

在硬件端担忧加深的同时，几大 CSP（云服务提供商）财报中关于云服务收入与累积订单的显著增长，加大了市场对大模型、云服务与 AI 应用的关注度。以大模型、AI 应用为主体的恒生科技一扫上半年的萎靡，在 7 月领涨全球主要股指。

图表 25：2026 年 7 月全球主要股指涨跌幅对比

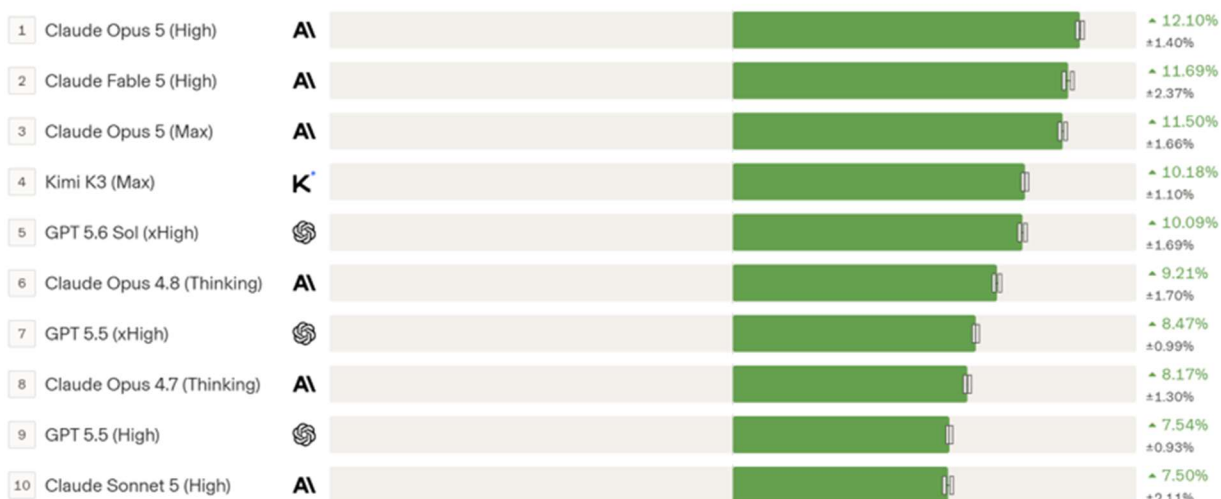


资料来源：Wind，爱建证券研究所

与互联网类似, AI 硬件端的周期性并不会受这一轮高速增长的人工智能基础设施热潮影响而消失, 只是这一轮周期的强劲超过了过往任何一次, 强势的上行动能容易让人产生“周期切换成长”的幻觉。但当下仍然是 AI 科技革新的早期, 在 AI 基础设施投资周期尚未预见到天花板何时出现的背景下, AI 硬件这一轮深度回调更多是资金去杠杆的踩踏式回调, 而非周期逆转的“A 杀”, 后续大概率仍将以宽幅震荡来演绎, 等待未来 AI 基建规模指引的方向。

图表 26：2026 年 8 月初全球主要 AI Agent 大模型排名

※ Agent



资料来源：Arena，爱建证券研究所

注：更新日期 2026 年 8 月 4 日

大模型目前呈现出三条路径，一是以美国 Anthropic 的 Claude 系列与 OpenAI 的 GPT 系列为代表的高定价模型来解决“贵且难”的问题，二是以中国 DeepSeek、Qwen、Kimi、GLM 等高性价比大模型来处理工作与生活中普遍存在的大量常见问题，三是出现了不少专业化的细分领域垂类大模型。由于类似使用场景的大模型市场具有典型的“马太效应”，加上当前市场还处于早期，所以各家大模型厂商还处于训练强化与抢占市场心智的阶段，对单个大模型而言，未来发展的不确定性很高。

以 AI 图片编辑领域为例，在 2025 年下半年谷歌出品的 Nano Banana 横空出世，一度在 AI 图片编辑领域掀起热潮，但很快一年不到的时间，Gemini 系列大模型在 AI 图片编辑已经落至第五。在其他领域同样也存在类似现象，可见 AI 大模型即使在垂类领域阶段性领跑，也容易被反超甚至颠覆，至少目前看大模型还没有构建出“护城河”。

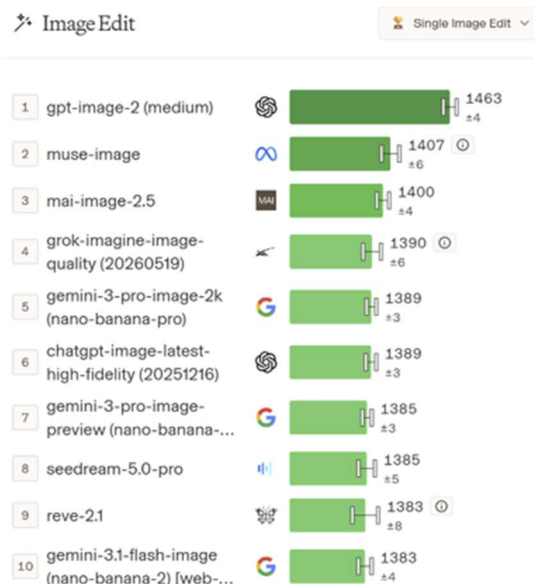
加上第三方打分排名的频繁更替，与不断更新迭代的大模型版本，对投资者来说，大模型领域的研判与投资兼具高壁垒与低容错率。

图表 27：全球 AI Text 大模型打分排名更新



资料来源：Arena，爱建证券研究所
注：更新日期 2026 年 8 月 4 日

图表 28：全球 AI Image Edit 大模型打分排名更新



资料来源：Arena，爱建证券研究所
注：更新日期 2026 年 8 月 4 日

相对而言，云服务与受益于 AI 应用的部分软件更值得关注。类似美国几大 CSP，国内云服务大厂也将受益订单收入的持续高增，并且国产替代也保证了国内云服务大厂的潜在订单规模。在软件领域，微软 Copilot 也做了很好的示范，Copilot 作为深度集成于 Office 办公生态、具备强上下文理解与任务执行能力的 AI 平台，功能集中于“AI+办公”深度集成、企业级 Agent（智能体）平台以及 AI 编程助手等，虽然微软截至目前还没有开发出顶尖大模型，但 Copilot 无疑可以强化微软已有的 Office 办公生态，并在选调大模型上具有强大的指引作用。国内金融、阅读、游戏、工作、生活类应用软件龙头们完成类似布局同样可以获取 AI 的极大助力，腾讯近期推出的 WorkBuddy 就是一例。对投资而言，云服务和 AI 受益软件领域是很好的长坡厚雪赛道。

由于 AI 链条的基础设施硬件、大模型、云服务与受益软件应用三个领域的投资逻辑差异，加上三个领域之间密切的甲方乙方关系，我们建议将重点放在基础设施硬件、云服务与受益软件应用这两个领域上。由于上半年资金过度拥挤在基础设施硬件，所以硬件设备端在业绩继续高增的同时，股价大概率会经过一段宽幅震荡来消化高杠杆，云服务、AI 受益软件领域的龙头与细分龙头值得增加关注。搭配软件与硬件的 AI 科技软硬兼顾将是下半年科技领域投资的重要思路，硬件端优选业绩增长前景可持续的品类，软件端选择受益 AI 而非被 AI 替代的领域龙头。

再来看通胀。当前全球通胀主要来自于中东地缘博弈、大国科技竞争、贸易保护加强这三个方面，同时无风险利率除了通胀预期，还受到以美、日为代表的主权财政信用的担忧刺激，而无风险利率的变化方向，决定了整个下半年全球金融市场的整体基调。整体看，全球通胀的运行还是倾向于上行，已处于高位的美欧日等国无风险利率在三季度将维持在高位强势运行并走陡，中间可能有阶段性缓和并走平的行情。国内通胀将维持“强 PPI 叠加弱 CPI”的分化格局，无风险利率大概率偏弱运行，期限结构预计走平。

中东地缘博弈在经历了自 2 月底至今共 5 个多月的拉扯后，伊方深受基础设施被击毁、武器装备供应困难、生活物资紧缺等影响，战争意愿有限；而美国在油价催升通胀、武器库存显著消耗、中期选举将至的背景下，特朗普表态重启美伊谈判。同时，伊朗方面宣称正与阿曼就霍尔木兹海峡问题进行协商，包括规划新航道、构筑未来的船舶通航管理机制等。尽管美方对谈判前景展望乐观，但根据之前五个多月的经验，美伊之间即使通过数次谈判达成阶段性成果，也很容易因擦枪走火而重新滑向战争状态。

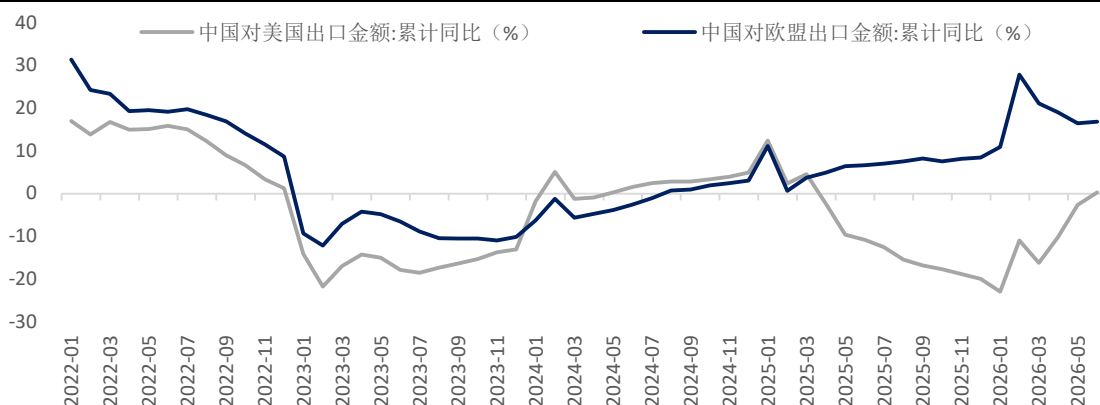
另外，1982 年通过、1994 年 11 月生效的《联合国海洋法公约》(UNCLOS) 第 38 条规定：在国际通行的海峡中，所有船舶相飞机均享有过境通行的权利，过境通行不应受阻碍。但同时另有条款规定：海峡沿岸国可于必要时为海峡航行指定海道相规定分道通航制，以促进船舶的安全通过；可于情况需要时，经妥为公布后，以其他海道或分道通航制替换任何其原先指定或规定的海道或分道通航制；同时并未限制海峡沿岸国就环保、引航、救援、卫生等附加服务进行收费。土耳其博斯普鲁斯海峡和达达尼尔海峡可作为已经存在的例证，但其依据的是远早于 1994 年 11 月 UNCLOS 生效，1936 年就已签署的《蒙特勒公约》。

所以伊朗与阿曼规划新通航路线和构筑未来的船舶通航管理机制的动作虽然符合 UNCLOS 的规定，但是如果指定新的船舶通航管理机制并收取相关费用，就相当于开了一个口子，不仅伊方可以将海峡置于常态化管理之中，相比战前有了新的重磅谈判筹码；而且其他国际重要航道的海峡沿岸国也会采取类似的举措，这将显著加大全球通航成本，带动通胀攀升的而同时，也将导致逆全球化进一步加深。

大国科技竞争正如火如荼，AI 资本开支的高峰还未到来，所以在中美甚至全球各国年内均继续大额投资 AI 基础设施的背景下，AI 基建相关的硬件设备、电网建设相关的铜材、能源等价格均易涨难跌，AI 高资本开支对通胀上行的支撑还将继续。

贸易摩擦目前正在中欧之间展开，经历过 2018 年开始的中美经贸摩擦洗礼后，中方的应对节奏很快，反制手段也很丰富。相对而言，欧盟的动作频率和应对速度就慢了不少。不过，考虑到欧盟针对中国产品进行贸易打击更多是为了保护自身相关产业发展这一长期战略，所以欧盟虽然应对慢了些，但这并不会改变贸易摩擦的初衷，只是经贸摩擦升级的速度和 2018 年中美经贸摩擦相比低了好多。从贸易量看，目前中国对欧盟出口累计同比增速仍处较高水平，中国对美出口累计同比刚刚回正，显示经贸摩擦对贸易金额增长的影响尚不明显，经贸摩擦对通胀的催升也需要一段时间方可发酵。

图表 29：中国对美、欧出口金额累计同比走势



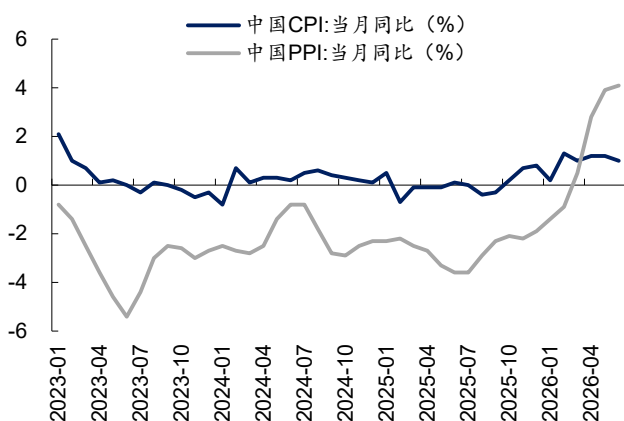
资料来源：Wind，爱建证券研究所

在中东地缘博弈、大国科技竞争、贸易保护加强均大概率延续的背景下，年内全球通胀仍是易上难下的格局。加上当前厄尔尼诺强度正在攀升，东南亚、南亚、拉美的种植业、矿山、渔业等经营正面临干旱、暴雨等恶劣天气的冲击，供给扰动将进一步给已处于易上难下格局中的全球通胀再添一把火。

考虑到中东地缘博弈有望在中期选举后出现缓和，全球强通胀格局可能在年底有所缓和，也将给易上难下的全球美欧日等发达市场无风险利率提供回落机遇。

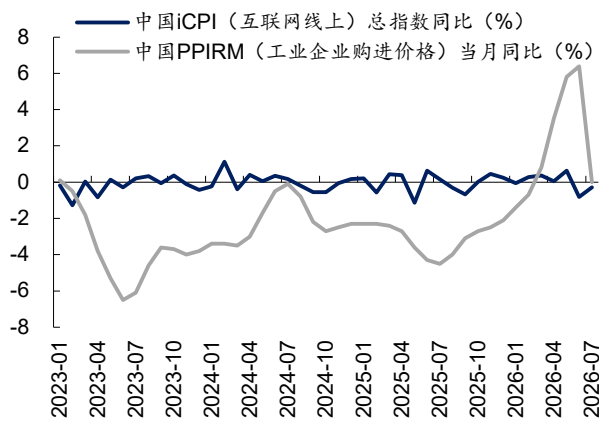
国内通胀在年初回正后开始进入“强 PPI、弱 CPI”的分化格局。主要是年初以来高企的全球通胀催升了工业企业购进的原材料与能源价格，导致工业企业购进价格趋势抬升，PPIRM 的持续攀升也带动了 PPI 的强势上行。而消费端受线上消费价格同比转负等因素的影响，CPI 在 1.0%附近维持偏弱震荡。预计国内通胀的“强 PPI、弱 CPI”的分化格局在年内还将延续，结合 7 月政治局会议对货币政策定调“适度宽松”，并“加大逆周期调节力度”，预计年内国内无风险利率偏弱运行的概率大。

图表 30：国内 CPI 与 PPI 当月同比走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 31：国内 iCPI 与 PPIRM 当月同比走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2.2 战术节奏：白宫联储加剧波动，TACO 紧盯美债阈值

在确立科技和通胀的趋势与相应战略后，战术节奏的把握成为重点，特别是在沃什新任美联储主席、美伊谈判推进、中美元首可能即将会晤的背景下，市场波动愈发剧烈，如何在动荡市场中把握交易机遇成为无法避开的重要命题。

我们建议关注美联储主席沃什在 8 月下旬 Jackson Hole 全球央行行长会议、年内剩余时间的 FOMC 发布会等场合的讲话，及其给当前遭受质疑的联储独立性带来何种影响；同时关注 10Y 美债利率走势，一旦触碰 4.7% 阈值，很可能触发特朗普 TACO，进而带来美债利率的回落和金融市场的企稳回升。需要注意的是，特朗普 TACO 的代价正在边际抬升，而 TACO 的效果也很难持久，海外无风险利率易上难下的趋势不会改变。另外，国内通胀链相关的贵金属、有色、煤炭等上游领域或将在全球通胀压力加大的阶段有较强表现；红利板块可以强化应对全球市场波动加剧的能力。

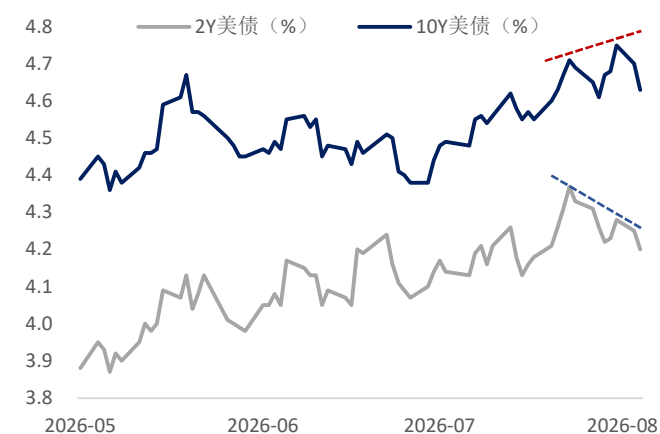
沃什就任联储主席之后，其言行前后不一引发了广泛质疑。在就任之初，沃什大谈特谈对抗

通胀和维护联储独立性，并在 6 月 FOMC 会议后的新闻发布会首秀上针对联储对外沟通机制做了压降频次、舍弃“前瞻指引”的改革。但在 CPI 回升、无风险利率上行之际，沃什在 7 月底 FOMC 会议后的新闻发布会上却一改此前措辞，声称利率的上行已经给市场起到了限制作用，来给 7 月底联储维持基准利率不变做辩护。这引发了市场对联储抗通胀意愿的质疑，并导致美债利率在会后迅速走陡，10Y 美债利率甚至一度上破 4.7% 的水平。幸而有特朗普和贝森特接连给美伊谈判吹风，才引导美债利率走平，长端利率有所回落。

作为新任联储主席的沃什，就任初期在发言上不够谨慎在所难免，鲍威尔和更早的耶伦都曾在就任初期出现过表达随意加剧市场波动的情况，不过后来鲍威尔与耶伦都成功胜任了联储主席这一角色。但对沃什而言，除了适应新角色需要时间调整之外，针对联储的改革和易上难下的通胀环境与无风险利率加大了其驾驭这一角色的难度，极低的容错率使得沃什压力明显大于当初的鲍威尔与耶伦。

即将于 8 月下旬举行的 Jackson Hole 全球央行行长会议和 9 月中 FOMC 新闻发布会是沃什登场的重头戏，能否通过简短的谈话说清他治下的美联储政策框架，以及针对联储沟通机制等一系列改革的思路，决定了市场对联储的信任度以及对联储独立性的认可度。一旦出现意外，在当前联储内部分化显著、通胀与无风险利率易上难下的背景下，市场波动可能加剧。

图表 32：近期美债利率期限结构明显走陡



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 33：CME “美联储观察”工具显示加息概率仍存

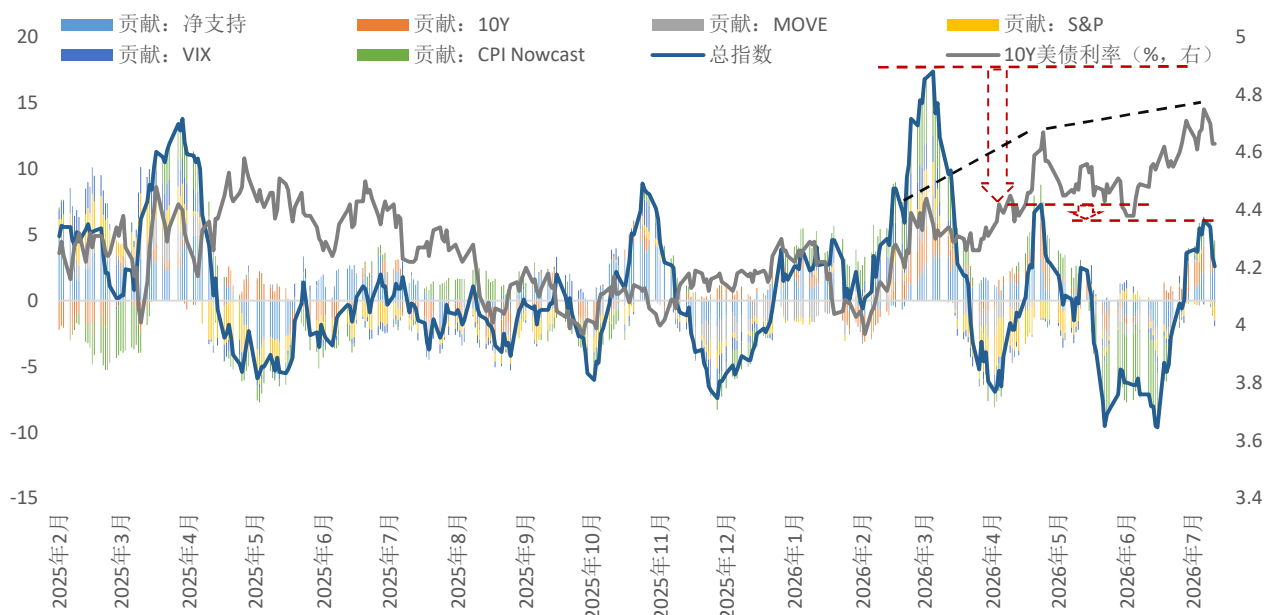
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES		
	350-375	375-400	400-425
2026/9/16	48.68%	51.32%	0.00%
2026/10/28	21.00%	79.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	76.37%	23.63%
2027/1/27	0.00%	58.00%	42.00%
2027/3/17	0.00%	31.57%	68.43%
2027/4/28	0.00%	23.00%	77.00%
2027/6/9	0.00%	13.89%	86.11%
2027/7/28	0.00%	15.00%	85.00%
2027/9/15	0.00%	19.41%	80.59%
2027/10/27	0.00%	24.00%	76.00%
2027/12/8	0.00%	32.09%	67.91%

资料来源：cmegroup，爱建证券研究所

沃什在 7 月底 FOMC 新闻发布会上的发言还带来了一个意外后果，那就是特朗普 TACO 的阈值明牌了。10Y 美债利率触碰 4.7% 之后，特朗普迅速主动寻求与伊朗谈判，并放任伊方与阿曼针对霍尔木兹海峡规划新通航路线和构筑未来的船舶通航管理机制的动作，而这恰恰是美债利率冲高之前白宫不愿看到的场景，因为这会给伊方更多后续的博弈筹码，并就天然海峡沿岸国可通过设立新名目进行收费开了口子，对未来全球自由通航形成极大隐患。可见，4.7% 的 10 年期美债利率就是目前白宫和特朗普 TACO 的阈值之一。

考虑到 2026 年中期选举临近，加上无风险利率关系到美国财政付息压力和金融市场表现，白宫的关注主要焦点自然放在金融市场。美股股指、通胀表现、无风险利率都是白宫与特朗普在意的指标，一旦出现股指显著下行、通胀或无风险利率显著攀升，TACO 的发生概率就会显著抬升。MacroMargin 整理的特朗普 TACO 指数就是根据上述指标加上波动率，结合选情变化得出的。从走势上看，可以发现进入 2026 年后，TACO 的阈值有明显的逐级回落现象，这一方面与中期选举临近，共和党面临的选情压力愈发加大有关；另一方面，也与美债无风险利率持续走高，给联邦政府带来更大财政压力脱不开关联。

图表 34：10Y 美债利率与 MacroMargin 特朗普 TACO 指数走势



资料来源：MacroMargin, Silver Bulletin, Cleveland Fed CPI Nowcast, Yahoo Finance, Wind, 爱建证券研究所

在资金面保持充裕的背景下，国内市场的节奏变化主要关注 10 月底政策如何定调，经济托底的政策力度需要结合三季度经济走势来看，可能会带来阶段性的市场风格切换。另外，通胀链相关的贵金属、有色、煤炭等上游领域或将在全球通胀压力加大的阶段有较强表现。

3. 资产配置Δ策略：权益侧重 AI 与红利，显著提升黄金关注度

我们汇总了对于 2026 下半年大类资产配置观点，将各类资产进行了国内与海外的划分，并针对固收、权益、商品资产的具体分类做出了关注层级，我们参考国际投行一般设置了五个层级，按照推荐程度由高到低分别为：超高 (++)、高 (+)、中性 (=)、低 (-)、超低 (--)。具体资产的选择与关注点将先后按国际与国内进行梳理，投资者可根据资金属性和自身需要，选取合适风偏的组合，并做好国内和全球组合的配比。

我们在权益、固收、商品大类中挑出三种类别资产，分别提供盈利高增长、稳健现金流、防御抗风险的功能，构成稳定三角结构，这也就是我们下半年国际/国内资产配置的 Δ 策略，具体汇总如下表：

图表 35：2026 下半年资产配置Δ策略下各类资产观点汇总表

大类	国内/海外	资产类别	关注层级				
			超高 (++)	高 (+)	中性 (=)	低 (-)	超低 (--)
固收	国内	利率债-长久期		○			
		利率债-短久期			○		
		信用债			○		
	海外	利率债-长久期					○
		利率债-短久期			○		
		信用债			○		
权益	国内	科技-AI 硬科技/云/应用		○			
		科技-其他			○		
		传统-红利		○			
		传统-其他					○
	海外	科技-AI 硬科技/云/应用		○			
		科技-其他			○		
		传统-龙头		○			
		传统-其他					○
商品	国内	黄金等贵金属		○			
		有色金属		○			
		黑色金属			○		
		能源化工			○		
		农产品			○		
	海外	黄金等贵金属		○			
		有色金属		○			
		黑色金属			○		
		能源化工			○		
		农产品		○			

资料来源：爱建证券研究所

3.1 国际资产配置：AI 科技搭配传统龙头，优选商品对冲通胀风险

国际资产配置建议关注“权益-AI 科技、权益-传统龙头、商品-黄金&有色&农产品”共同组成的Δ策略。

不论是科技与传统行业的 K 型分化，还是通胀与无风险利率易上难下，都还将在年内延续，这决定了**国际大类资产中权益与商品优于固收的格局**。细分看，权益兼顾科技与传统，科技领域以云巨头、AI 应用、AI 上游硬件为主；传统行业关注绝对龙头，可以给组合提供稳健性和平衡性。出于对冲通胀风险的考虑，商品需要在贵金属、有色金属、农产品中优选受益通胀因子且需求景气的品类。固收中降低长久期产品比重，优选短久期利率债和高等级信用债。

权益-AI 科技：全球科技产业处于中美激烈竞争之中，AI 科技链作为产业竞争的重中之重，AI 硬件设备、AI 云服务、AI 大模型、AI 应用都是中美竞争的重点领域。从战略配置趋势上看，AI 硬件设备、云服务、应用的投资机遇更优。考虑到在中美 AI 竞争中，美国优势在于高端芯片、闭源大模型、且主要依靠几大云巨头的资本开支推动，加上韩日与中国台湾股市在存储芯片、芯片代工等 AI 硬件端的不可替代性，国际权益配置需要在美、日、韩等市场选择其最有竞争力的 AI 相关资产。

图表 36：全球 AI 科技代表公司分布

领域	交易所	公司名称
AI 芯片设计	纳斯达克	NVIDIA、AMD、Broadcom、Qualcomm、Intel、Marvell Technology、Arm Holdings
AI 芯片代工/制造	台交所/纽交所 ADR	台积电 (TSMC)、联电 (UMC)
	韩交所	三星电子 (Samsung)
	纳斯达克	Intel、GlobalFoundries
AI 存储	韩交所	三星电子 (Samsung)、SK 海力士 (SK Hynix)
	纳斯达克	Micron、Western Digital
	东交所	铠侠 (Kioxia)
AI 硬件零部件/设备	纳斯达克	Applied Materials、Lam Research、KLA Corporation
	纽交所	Vertiv
	台交所	台达电子、鸿海精密、广达、纬创
	阿姆斯特丹泛欧交易所/纳斯达克 ADR	阿斯麦 (ASML)
AI 大模型	纳斯达克	Alphabet-Google DeepMind、Meta-Meta AI、SpaceX-xAI、Microsoft-OpenAI 合作
	待上市	OpenAI-GPT、Anthropic-Claude、Mistral AI
AI 云服务	纳斯达克	Amazon-AWS、Microsoft-Azure、Alphabet-Google Cloud、Oracle
AI 应用	纳斯达克	Microsoft-Copilot、Adobe、Palantir、Palo Alto Networks
	纽交所	Salesforce、ServiceNow

资料来源：爱建证券研究所

权益-传统龙头：在全球经济与通胀波动加剧的背景下，传统领域的龙头既能提供稳健的现金流回报，也可以增强资产组合抗通胀与抵御波动的功能，应当给予以金融、制造、周期、消费为代表的传统行业全球龙头公司较高的关注度。

商品-黄金：从通胀角度看，当前通胀回升压力是需求端的科技竞争与供给端的地缘、气候等因子共同催生的。即使联储年内加息，也无法压降科技竞争的热潮与供给端的通胀因子。加上美债庞大的存量规模和持续的付息压力，通胀一旦形成持续上行趋势，就可能演化为市场担忧美元信用的负反馈，也就是滞胀。尽管白宫会极力避免这种情景的出现，但近期针对伊朗局势的避退动作尚没有取得显著成效，沃什新官上任尚未形成匹配联储主席重任的表达体系，所以需要配置黄金等贵金属来对冲滞胀风险。

商品-有色&农产品：同时，科技竞争的需求端利好有色金属，地缘这类供给端因子虽然也会带来原油、航线等价格波动甚至阶段性趋势机会，但相较而言有色金属的机会更好把握。加上农产品普遍会受厄尔尼诺冲击而减产，所以农产品的相关机会也值得重视。

固收-短久期&高信用：在通胀易上难下的背景下，无风险利率也将同向运行，短久期固收资产相对而言较长久期受期限溢价走扩的冲击相对小些；信用债除了会受到长久期的侵蚀外，信用溢价也存在上行的可能性，所以信用债优先选择高等级短久期的品类。

3.2 国内资产配置：权益兼顾 AI 与红利，长久期利率债叠加黄金

国内资产配置建议关注“权益-AI 科技、权益-红利&固收-长久期利率债、商品-黄金”组成的 Δ 策略。

与海外类似，科技与传统行业的 K 型分化还将在年内延续；但不同的是国内通胀内部“PPI 强、CPI 弱”的分化与利率期限结构走平的格局。这决定了**国内大类资产中权益、商品、固收互相均衡的格局**。细分看，**权益兼顾 AI 科技与红利**：科技领域，A 股关注上游硬件与 AI 应用，港股关注大模型与云服务巨头；传统行业关注稳健红利，可以给组合提供稳健性和平衡性。**商品需要重视黄金；固收需关注长久期利率债。**

图表 37：A/H 股 AI 科技代表公司分布

领域	交易所	公司名称
AI 芯片设计	上交所	寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦股份、云天励飞、云从科技、乐鑫科技、恒玄科技、瑞芯微、晶晨股份、芯原股份
	深交所	北京君正、全志科技、中科蓝讯、富瀚微、国科微、星辰科技
	港交所	壁仞科技、天数智芯、黑芝麻智能、地平线机器人
AI 芯片代工/制造	上交所/港交所	中芯国际、华虹公司
	上交所	晶合集成
先进封测	上交所	长电科技
	深交所	通富微电
AI 存储	上交所	兆易创新、澜起科技、佰维存储、东芯股份
	深交所	江波龙、香农芯创、朗科科技
AI 硬件零部件/设备	上交所	工业富联、中科曙光、生益电子、中微公司、拓荆科技
	深交所	浪潮信息、沪电股份、紫光股份、中际旭创、新易盛、天孚通信、深南电路、胜宏科技、英维克、高澜股份、科华数据、北方华创
AI 大模型	港交所	智谱·GLM、MiniMax、阿里巴巴-通义千问、百度-文心一言
	待上市	Deepseek、月之暗面-Kimi
AI 云服务	港交所	阿里巴巴-Alibaba Cloud、腾讯-Tencent Cloud
AI 应用	港交所	商汤科技、美图公司、快手、涂鸦智能
	上交所	金山办公
	深交所	科大讯飞、昆仑万维、万兴科技、拓尔思、海康威视、大华股份

资料来源：爱建证券研究所

文末，单独讨论下黄金。其实金价最受追捧的时期是主权信用货币体系受质疑带来的通胀或者滞胀期。在这样的环境中，其他资产与主权信用货币体系联系紧密，且受经济波动影响显著，甚至在滞胀时期受需求停滞冲击很大，黄金由于其亘古以来强大且根深蒂固的代货币属性成为此时最受益的资产。由于现下美国联邦债务越滚越大，加上通胀易上难下，美债利率高企，给美国财政带来的压力愈发加大。加上沃什新任联储主席后，前期公开抗通胀决心的表达与 7 月底 FOMC 新闻发布会上按兵不动的说辞不一致，致使公众对联储独立性开始担忧。加上中东地缘问题悬而未决、强厄尔尼诺将带来农作物减产、大国科技竞争烈度提升、全球贸易摩擦愈发蔓延等都可能引发通胀显著上行，这将给美债利率上行带来更多燃料，进而导致联储左右为难：加息抗通胀会带来美债付息压力和财政压力进一步增加，引发市场对美债担忧；不加息难以阻挡通胀攀升的同时，也会造成美联储独立性进一步被质疑，同样会带来市场对美债的担忧。而这两者的共同结果——美债担忧加深，都会给美元信用体系带来质疑，进而催升金价显著走高。

图表 38：伦敦黄金现货价格走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

1) AI 大模型收入滞涨引发泡沫破裂

全球 AI 科技链的基础是大模型收入的持续高增，这是基于应用端的不断开拓带来收入的前提下的。一旦应用端在 coding 之外没有找到更多的广泛应用场景，导致大模型收入无法持续高速增长甚至滞涨，将导致几大云巨头的巨额未履约订单无法落地，进而导致整个 AI 科技链出现泡沫破裂的风险。

2) 全球经济需求弱化或地缘好转拉低通胀

一旦全球经济需求转弱，抑或地缘局势好转，厄尔尼诺强度弱于预期，带来大宗商品价格走弱，通胀超预期下行，美元地位获得巩固。

3) 国内反内卷叠加 PPI 上行引发 CPI 显著上行

由于 PPI 持续上行加大了生产端价格压力，叠加国内反内卷持续推进，CPI 摆脱此前的窄幅震荡开启显著上行，进而带来国内无风险利率回升，给国内长久期资产带来冲击。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。