



A 股策略周报 20260816

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：吴晓明（执业 S1130525060005） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn wuhuimin@gjzq.com.cn

市场是流动的

揭牌时刻逐渐过去，市场反弹或逐渐步入平台期

2026年8月以来，全球风险资产表现回暖，前期跌幅较大的科技板块表现相对占优，然而产业链矛盾与基本面预期过高的风险依然存在，“财报全面超预期，股价却大跌”的现象屡次发生，因基本面利好而出现的上涨大多偏结构性或是阶段性缓和市场对于产业链局部环节的担忧，而非是扭转市场预期，迎来新一轮趋势行情的板块整体性催化。随着流动性驱动的上漲动能的走弱，科技资产本轮的全面反弹可能也将步入瓶颈期，我们此前讨论过，利率上行本身是AI产业投融资加速的一种体现，利率下降反而会驱使着美股市场风格的再平衡。国内来看，市场纠结在于：与美股反弹接近新高相比，A股反弹的下跌，反弹力度却相对有限，且波动率降幅有限，相较之下跌幅同样较大的韩股则展现出更高的修复弹性。需要指出的是，AI产业周期本身便是由美国主导，投资的底层资金支撑就是全球资本回流美元资产。本轮美国AI产业链反弹基本面因素中，无论是AI应用商业化兑现，云厂商资本扩张与商业化路径初步闭环，或是美国光模块厂商产能扩张与美国政府对中国光模块厂商进口限制报道，都在表明着美国政府与企业正在做AI产业链利润重新分配与资金回流的尝试，前期三星、海力士与美国科技巨头的大规模供货协议与台积电对美增加投资，也同样是其深度绑定美国AI产业链的表现，本轮AI产业浪潮带来的韩国贸易顺差通过金融项回流了美国。相较之下，对于A股来看，面对两重约束：第一，产业链本身中国与美国在多个环节存在较大的脱钩，云厂商与AI应用在A股的映射并不明显，第二，中国要赚取美元资金面对两重阻碍：联系密切的海外算力链被美国政府的进口政策所压制；即使盈利实现，从市场整体来讲，由于出口结构单一，中国开始出现出口未结汇的资金占比重新增加，类似于韩国高毛利的盈利实现后资金无法回流本国的现象出现，这也会限制A股市场流动性层面的弹性。从这个意义看，中美科技股表现分野是有内在驱动的。

AI的自证期：债务扩张与收入增长的竞速

随着AI资本支出逐渐由自有现金流转向外部债务融资，市场关注点逐渐从“AI投资扩张”转向“AI投资回报的验证”。从下游需求侧来看，企业端对于AI产品的支付意愿的快速提升开始于2025年下半年以来Claude Code、OpenClaw等为代表的AI Agent快速普及，截至当前企业端对于AI产品的核心需求依然在于API的调用（占AI产品支出比重超50%），这也意味着目前支撑AI产业链债务扩张的叙事底层来主要自于Token市场规模的非线性增长，即理想的商业化路径为：下游Agent的渗透与扩散带来更频繁的API调用——Token收入（市场规模）的增长——算力供不应求格局延续——云厂商与大模型厂商进一步增加资本支出投入——大规模的债务扩张存在合理性。此路径下如果Token市场规模的扩张速度慢于债务，出现类似于产业链杠杆率的抬升，市场对于债务压力的担忧便会同步加剧。2026年Q2开始，杠杆率指标整体呈现下行趋势，商业化路径的清晰为科技行情上涨提供顺风的环境，然而在7月中下旬以来，模型厂商的“以价换量”并未带动token市场总规模的明显扩张，杠杆率出现重新抬升；从资金的供给端来看，以银行为代表的保守投资者释放出对于AI产业链融资债务压力的警惕信号，逐渐收紧对于VC/PE等的信贷投向。往后看，如果没有出现新的AI产品或技术非线性进步带动收入侧的新一轮快速扩张，不断加剧的债务压力将会压缩产业链进一步大规模融资扩张的能力与空间，对实际利率的支撑力量也将有所减弱。当下AI产业链股价中隐含了（非线性变化再次出现）看涨期权的价值，时间的流逝本身即是对这一价值的耗损。

实物需求：底部确认后的等待

当下AI投资依然处于相对高位，实际利率下降幅度有限，10年期实际利率开始拐头，但30年期仍在高位震荡，霍尔木兹海峡通航量恢复缓慢，非美经济体的全面需求回升可能仍需等待，然而底部位置已经逐渐探明，对于大宗商品而言，当前实际利率开始下行并向通胀预期收敛，其等权价格已经开始见底回升，但是进一步表现仍需等待，这也是回调的核心原因。未来，如果参考2025年四季度到2026年一季度AI杠杆率快速抬升至高位，美债实际收益率下行后，HALO资产的真实趋势向上时刻也将到来。

等待纠结期过去

市场仍在纠结期，推荐：第一，大宗商品底部已经确立，能源+金属的组合将从3月以来整体下行转换进入整体上行时期，美伊冲突只决定内部分配关系，当前推荐：能源（煤炭、石油石化）、有色金属（金、铜、铝）。第二，红利风格受益于绝对收益者的切换，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产仍是绝对收益资金的核心回流方向。第三，南方国家故事与中国制造的共振正在孕育，关注工程机械、电网设备、炼化等方向。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、揭牌时刻逐渐过去，市场反弹或逐渐步入平台期.....	3
2、债务与收入的匹配：时间似乎不在 AI 资产这一边.....	6
3、实物资产的底部正在出现.....	7
4、市场的来回拉扯时期，更需关注“注意力资产”以外变化.....	8
5、风险提示.....	9

图表目录

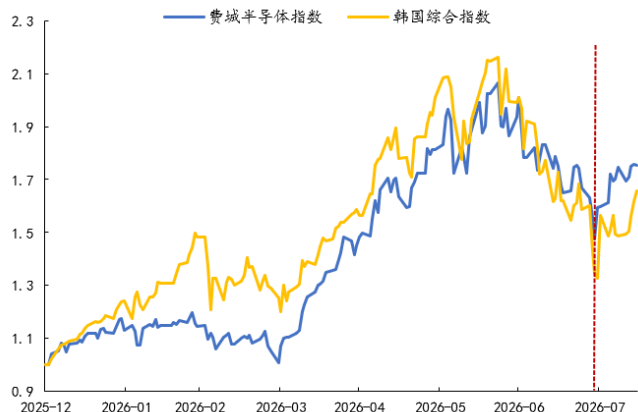
图表 1： 8 月以来以费半、韩国综指为代表的科技资产股价开始出现逐步回暖.....	3
图表 2： 近期美国就业、通胀、零售等系列数据的边际走软，带动美国硬数据放缓.....	3
图表 3： 美国通胀连续两个月边际放缓.....	3
图表 4： 7 月下旬以来，市场对于美联储年内美联储货币紧缩预期出现回摆.....	3
图表 5： 近期科技股反弹中，“财报全面超预期，股价却大跌”的现象仍在不断发生，产业链矛盾与基本面预期过高的风险依然存在.....	4
图表 6： 本周科技（电子+通信）资产内部收益率标准差回升+上涨个股占比回落，内部分化程度加大.....	4
图表 7： 行业涨跌幅来看，除了通信之外，医药、房地产、食品饮料等非 AI 领域亦录得较为不错的涨幅....	4
图表 8： 本轮美股 AI 产业链反弹，软件与云服务厂商反弹幅度反而高于硬件端.....	5
图表 9： 纳斯达克 100 指数将要修复至前高，本轮反弹对创业板指的映射相对有限.....	5
图表 10： 与纳斯达克 100 相比，创业板指的波动率明显更高，且降波的幅度更小.....	5
图表 11： 2025 年下半年以来韩国私人部门对外投资趋势抬升.....	6
图表 12： AI 相关出口主导下，出口商结汇意愿回落，海外资产规模重新扩张.....	6
图表 13： 在 2025 年下半年以来企业端对于 AI 产品的支付意愿才开始迎来真正意义上地快速提升.....	6
图表 14： 截至当前，企业端对于 AI 产品的核心需求依然在于 API 的调用.....	6
图表 15： 在 7 月中下旬以来，AI 产业链杠杆率的再次抬升.....	7
图表 16： 近期商业银行对于非银行金融机构的信贷支持力度逐渐走平，增速出现下降.....	7
图表 17： 当下 AI 投资依然处于相对高位.....	7
图表 18： 近期美债实际收益率有所下降，然而整体幅度并不大，尤其 30 年长债几乎无明显波动（%）.....	7
图表 19： 霍尔木兹海峡也仍处于关闭状态，通航量恢复缓慢（艘/天）.....	8
图表 20： 2026 年 6 月全球景气扩张的国家数目出现下降，非美经济体的全面需求回升可能仍需等待.....	8
图表 21： 当前实际利率开始下行并向通胀预期收敛，其等权价格已经开始见底回升.....	8
图表 22： 去年 4 季度，在 AI 杠杆率快速抬升至高位，美债实际收益率下行后，HALO 资产表现开始迎来相较于大盘收益的弹性时刻（%）.....	8



1、揭牌时刻逐渐过去，市场反弹或逐渐步入平台期

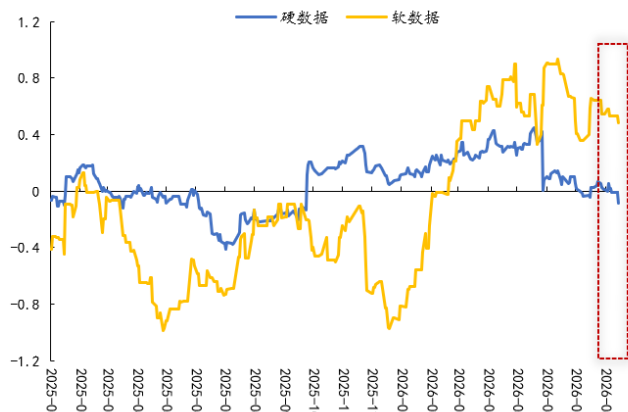
7月全球AI资产的快速下跌有产业内部基本面矛盾担忧加剧、美伊地缘风险与流动性紧缩预期抬升等多方面的原因，8月以来在美伊重新释放和谈信号、世界杯后美国就业与通胀数据走弱后联储紧缩预期缓和，科技资产表现逐渐回暖。

图表1：8月以来以费半、韩国综指为代表的科技资产股价开始出现逐步回暖



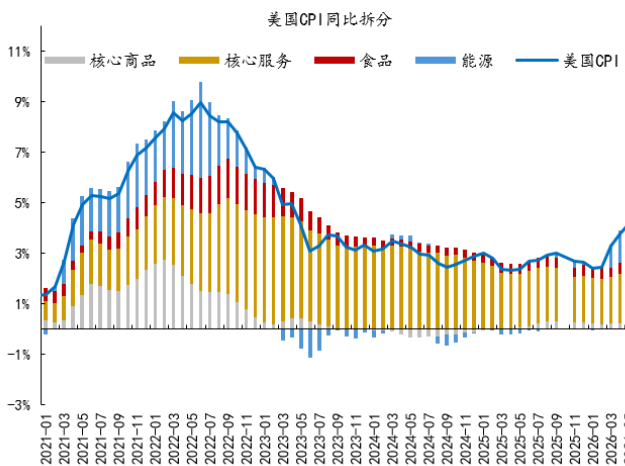
来源：wind，国金证券研究所；注：以2025年底数据作为起始点进行标准化

图表2：近期美国就业、通胀、零售等系列数据的边际走软，带动美国硬数据放缓



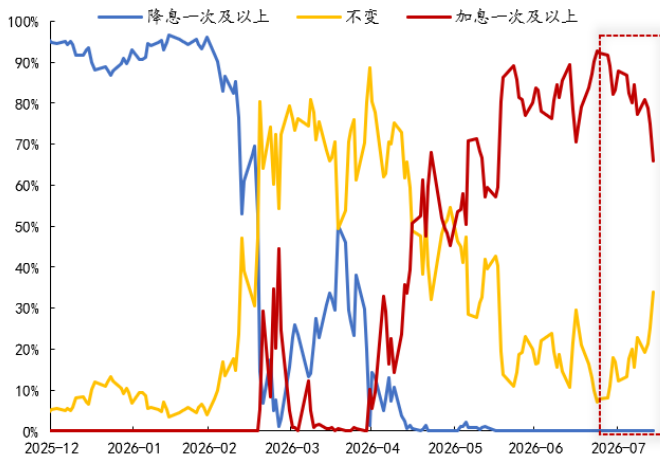
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国通胀连续两个月边际放缓



来源：wind，国金证券研究所

图表4：7月下旬以来，市场对于美联储年内美联储货币紧缩预期出现回摆

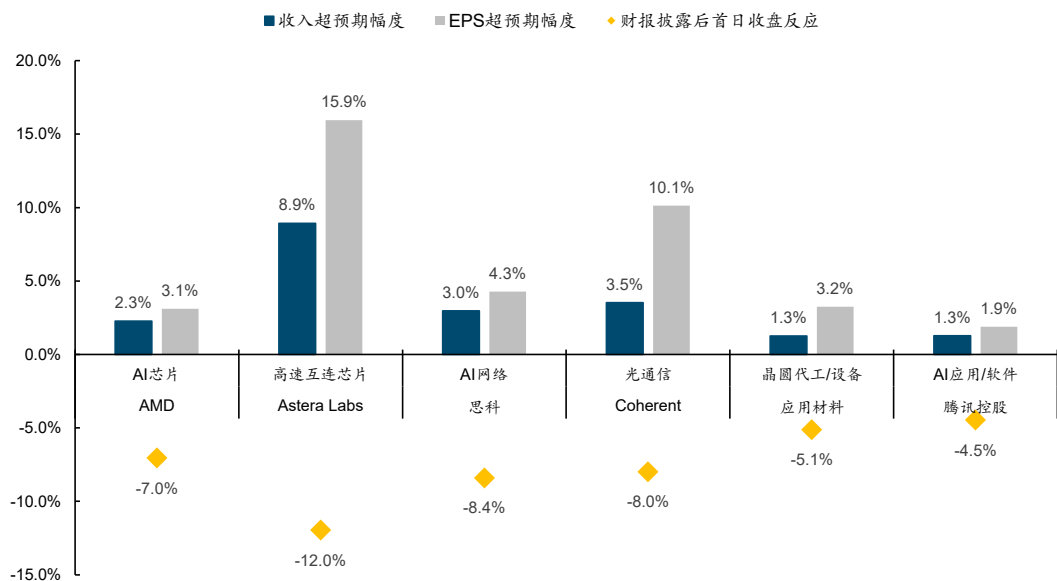


来源：CME，国金证券研究所

然而产业链矛盾与基本面预期过高的风险依然存在，“财报全面超预期，股价却大跌”的现象屡次发生，近期科技资产的反弹，因基本面利好而出现的上涨大多偏结构性或是阶段性缓和和市场对于产业链局部环节的担忧，而非是扭转市场预期，迎来新一轮趋势行情的板块整体性催化，而随着流动性驱动的上漲动能的走弱，科技资产本轮的全面反弹可能也将步入瓶颈期，高利率对于科技股更为有利，利率水平下降后也可能驱使着美股市场风格的再平衡。而A股市场来看，市场风格同样延续再均衡态势，非领域领域医药、房地产、食品饮料等非AI领域亦录得不错的涨幅；而科技资产内部出现分化，通信表现靠前，而电子则已出现一定的滞胀迹象。

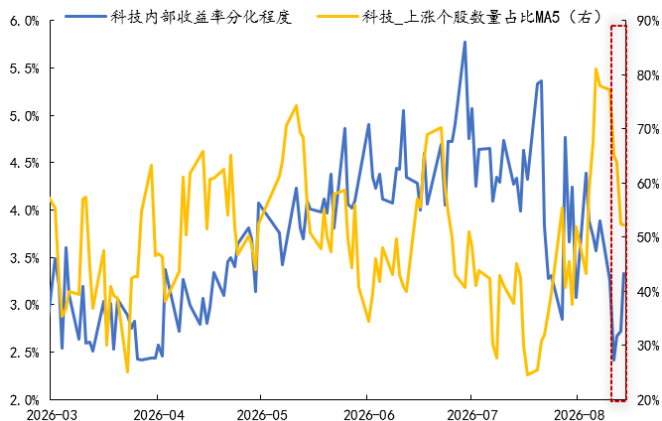


图表5：近期科技股反弹中，“财报全面超预期，股价却大跌”的现象仍在不断发生，产业链矛盾与基本面预期过高的风险依然存在



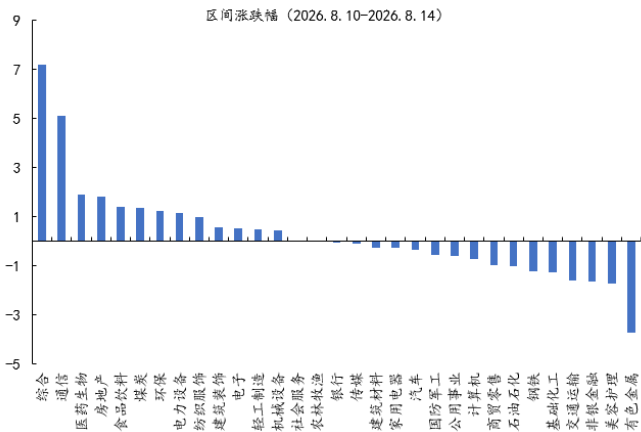
来源：wind，国金证券研究所

图表6：本周科技（电子+通信）资产内部收益率标准差回升+上涨个股占比回落，内部分化程度加大



来源：wind，国金证券研究所

图表7：行业涨跌幅来看，除了通信之外，医药、房地产、食品饮料等非AI领域亦录得较为不错的涨幅

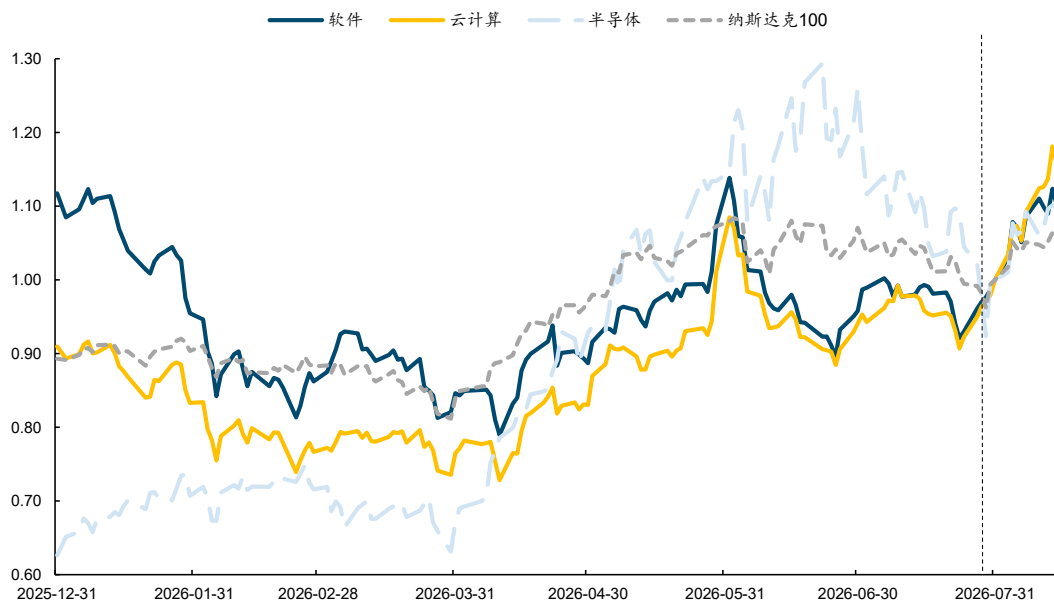


来源：wind，国金证券研究所

值得一提的是，本轮AI产业周期由美国所主导，本轮美国AI产业链反弹的驱动因素中，无论是AI应用侧商业化兑现，云厂商资本扩张与商业化路径的初步闭环，抑或是美国光模块厂商的产能扩张与美国政府对中国光模块厂商的进口限制报道，某种意义上都在表明着美国政府与企业正在做AI产业链利润重新分配与资金回流的尝试。三星、海力士与美国科技巨头的大规模供货协议与台积电对美增加投资，也同样是其深度绑定美国AI产业链的表现。而相较之下，受地缘约束中国与美国在AI链上多个环节本身便存在较大的脱钩，而联系密切的海外算力链又被美国政府的进口政策所压制，这也导致了本轮美国科技股的反弹叙事并不能简单映射或传导到A股。事实上，伴随着出口侧的“K型分化”加剧，AI相关出口主导下，出口商结汇意愿回落，海外资产规模重新扩张。



图表8：本轮美股AI产业链反弹，软件与云服务厂商反弹幅度反而高于硬件端

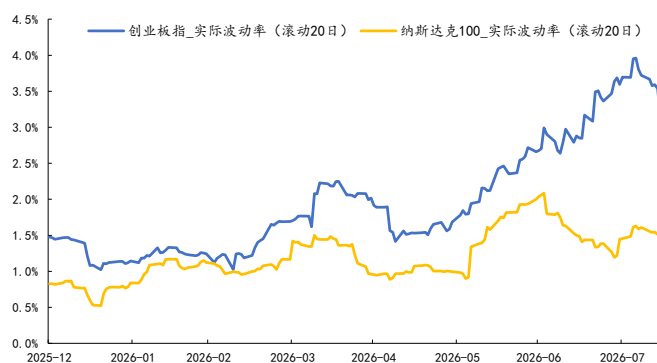
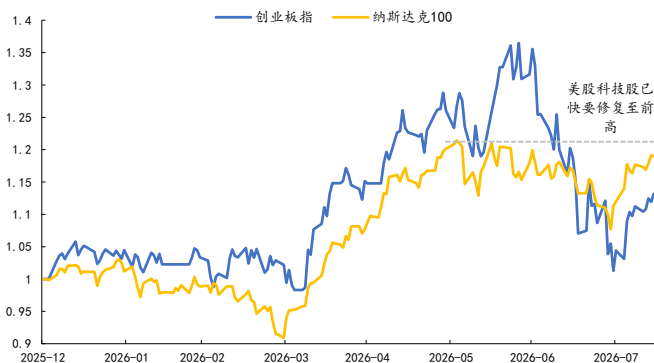


来源：wind，国金证券研究所

备注：2026年7月31日为基期1。

图表9：纳斯达克100指数将要修复至前高，本轮反弹对创业板指的映射相对有限

图表10：与纳斯达克100相比，创业板指的波动率明显更高，且降波的幅度更小



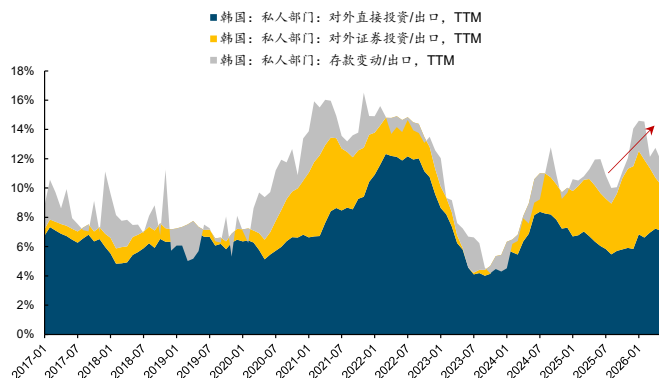
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

备注：2025年12月末=1。

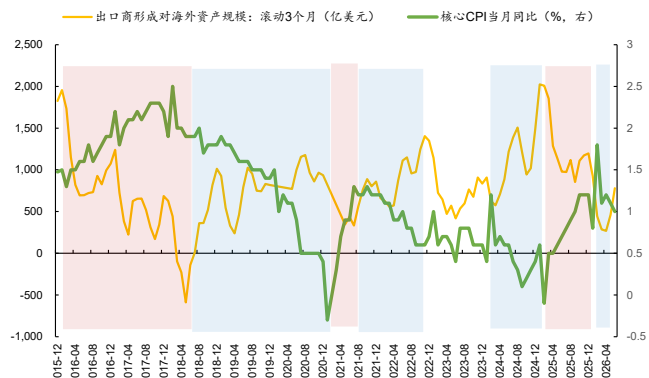


图表11：2025年下半年以来韩国私人部门对外投资趋势抬升



来源：wind，国金证券研究所

图表12：AI 相关出口主导下，出口商结汇意愿回落，海外资产规模重新扩张

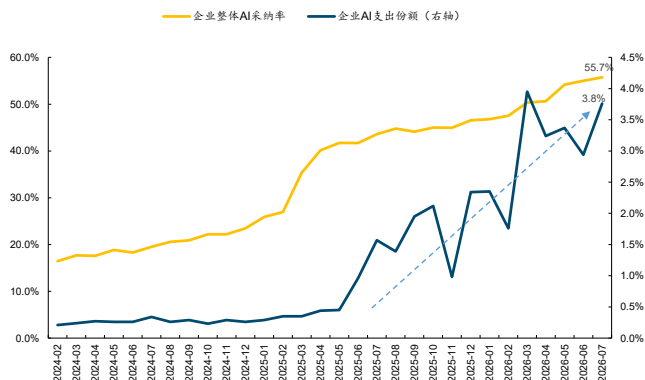


来源：wind，国金证券研究所

2、债务与收入的匹配：时间似乎不在 AI 资产这一边

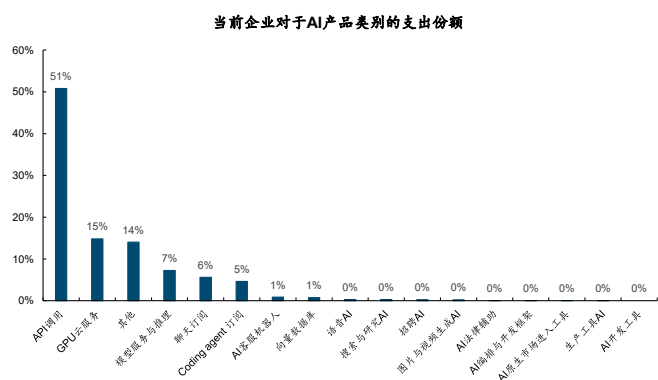
由于 AI 资本支出逐渐由自有现金流转向外部债务融资，市场关注点逐渐从“AI 投资扩张”转向“AI 投资回报的验证”。而从下游需求侧来看，在 2025 年下半年以来 Claude Code、OpenClaw 等为代表的 AI Agent 快速普及后，企业端对于 AI 产品的支付意愿才开始迎来真正意义上地快速提升，而截至当前，企业端对于 AI 产品的核心需求依然在于 API 的调用（当前占 AI 产品支出比重超 50%），这也意味着支撑 AI 产业链债务扩张的叙事底层来主要自于 Token 市场规模的非线性增长，即理想的商业化路径为：下游 Agent 的渗透与扩散——Token 收入（市场规模）的增长——算力供不应求格局延续——云厂商与大模型厂商进一步增加资本支出投入——大规模的债务扩张存在合理性。

图表13：在 2025 年下半年以来企业端对于 AI 产品的支付意愿才开始迎来真正意义上地快速提升



来源：Ramp，国金证券研究所

图表14：截至当前，企业端对于 AI 产品的核心需求依然在于 API 的调用

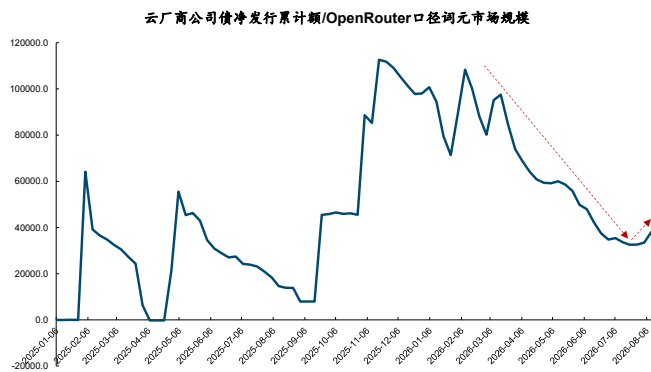


来源：Ramp，国金证券研究所

因此如果 Token 市场规模的扩张速度慢于债务，出现类似于产业链杠杆率抬升的迹象，市场对于债务压力的担忧也会出现加剧。2026 年以来，杠杆率指标整体呈现下行趋势，商业化路径的清晰为科技行情的上涨提供了顺风的环境，然而在 7 月中下旬以来，我们看到了杠杆率的再次抬升，如果这一趋势得以延续，市场对于债务压力担忧将不断加剧，并约束云厂商进一步债务扩张的空间，而大模型与云厂商本身也会重新度量资本支出投入与回报之间的匹配度。而从资金的供给端来看：非银行金融机构（如 VC/PE）作为 AI 云计算资本开支的重要边际资金来源，近期商业银行对于其的信贷支持力度不再增加，这本身可能也是一种保守投资者对于 AI 产业链融资债务压力开始警惕的信号。

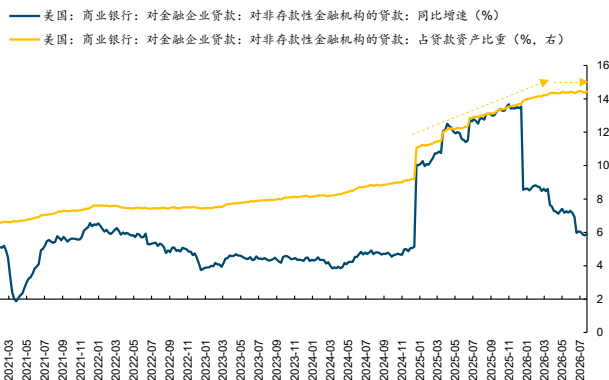


图表15：在7月中下旬以来，AI产业链杠杆率的再次抬升



来源：OpenRouter, Bloomberg, 国金证券研究所

图表16：近期商业银行对于非银行金融机构的信贷支持力度逐渐走平，增速出现下降



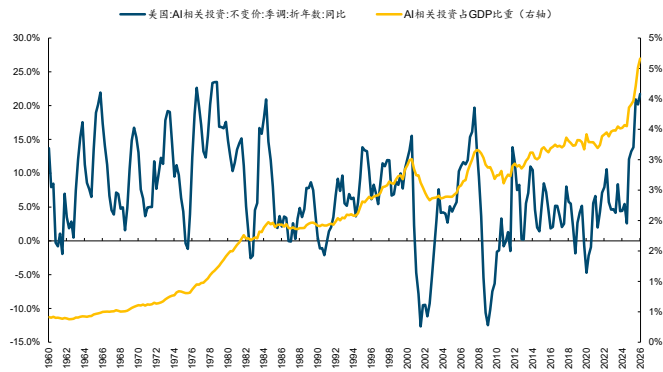
来源：wind, 国金证券研究所

备注：美联储统计口径中，美国商业银行对PE/VC的贷款属于对非存款性金融机构的贷款

3、实物资产的底部正在出现

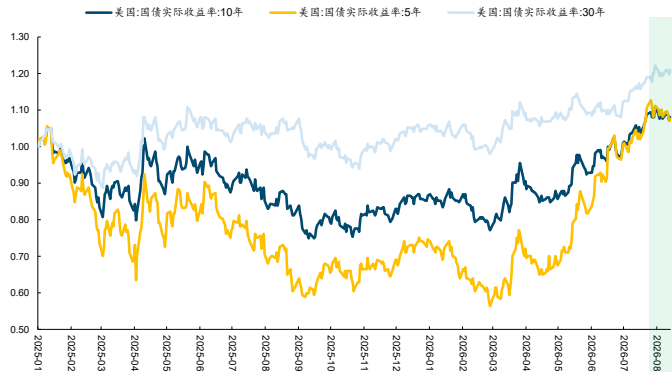
而对于实物或 HALO 资产而言，当下 AI 投资依然处于相对高位，实际利率下降幅度有限，美国经济只是从高位缓慢回落，但远未到需要降息的程度，霍尔木兹海峡也仍处于关闭状态，通航量恢复缓慢，非美经济体(尤其是新兴市场)的全面需求回升可能仍需等待。

图表17：当下 AI 投资依然处于相对高位



来源：wind, 国金证券研究所

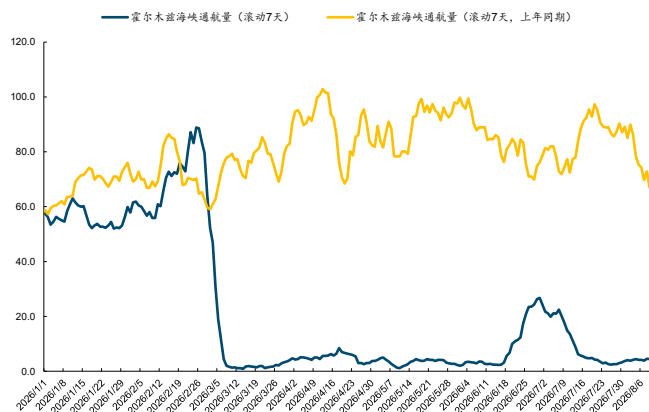
图表18：近期美债实际收益率有所下降，然而整体幅度并不大，尤其30年长债几乎无明显波动(%)



来源：wind, 国金证券研究所

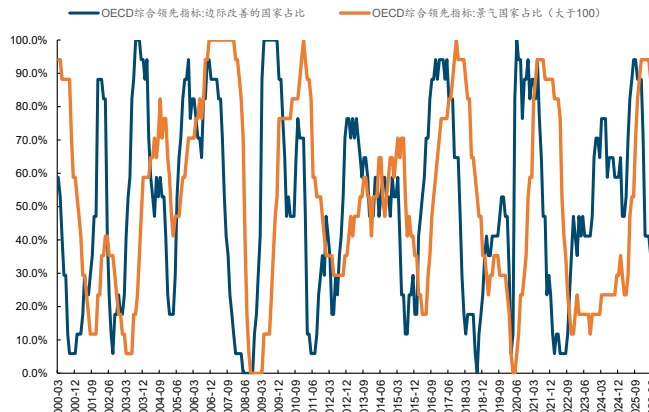


图表19：霍尔木兹海峡也仍处于关闭状态，通航量恢复缓慢（艘/天）



来源：IMF，国金证券研究所

图表20：2026年6月全球景气扩张的国家数目出现下降，非美经济体的全面需求回升可能仍需等待



来源：wind，国金证券研究所

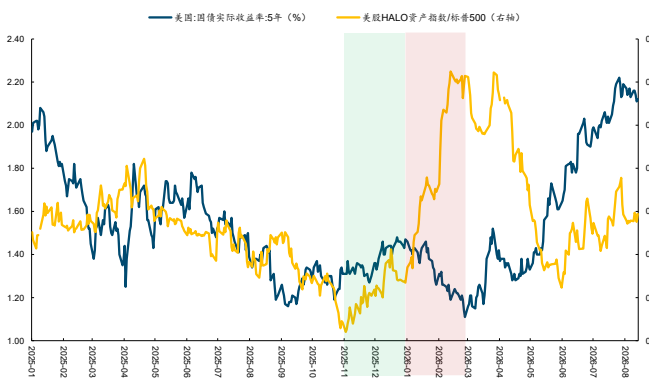
然而与 AI 需要证明自己将要迎来新一轮扩张相比，实物资产某种意义上却是时间站在的一边，底部位置已经逐渐探明，对于大宗商品而言，当前实际利率开始下行并向通胀预期收敛，其等权价格已经开始见底回升。未来伴随着利率与美元的走弱，美国经济和南美经济之间的，科技资产与 HALO 资产表现的裂口将重新弥合：参考 2025 年四季度到 2026 年一季度 AI 杠杆率快速抬升至高位，美债实际收益率下行后，HALO 资产表现开始迎来相较于大盘收益的弹性时刻。

图表21：当前实际利率开始下行并向通胀预期收敛，其等权价格已经开始见底回升



来源：wind，国金证券研究所

图表22：去年4季度，在 AI 杠杆率快速抬升至高位，美债实际收益率下行后，HALO 资产表现开始迎来相较于大盘收益的弹性时刻（%）



来源：wind，国金证券研究所

备注：商品价格等权指数由铜、铝、原油、黄金价格的等权合成。

4、市场的来回拉扯时期，更需关注“注意力资产”以外变化

在分母端阶段性缓和带来的修复逐渐步入尾声，而分子端尚未出现系统性的重大催化或者说彼此拉扯之际，当前市场注意力集中的 AI 资产与非 AI 相关的实物资产均步入了平台期，然而往后看，AI 相关资产的优势是当下仍在高景气，不利因素在累积，但市场投资者根据过往经验，更加愿意在股价中支付一笔期权费用：即非线性的变化总会再次出现。那么本身期权费本身也会随着时间推移而流失。对于广义的实物需求侧，站在时间流失的友好面：基本面与资产价格的底部正在得到确认，而如果 AI 产业链新发债务与收入兑现比值持续抬升，这将极大约束云厂商与大模型厂商的融资能力与资本扩张，且伴随着美国经济与南美经济基本面的收敛，类似于 2025 年末与 2026 年初的 AI 杠杆率上行，美债实际收益率下行的场景重新出现后，实物资产的弹性也将显现。具体配置建议上，我们推荐：

第一，大宗商品反弹已经确立，能源+金属的组合将从 3 月以来整体下行转换进入整体上行时期，美伊冲突只决定内部分配关系，考虑到短期冲突正在加剧，当前资源品排序：



能源（煤炭、石油石化）、有色金属（金、铜、铝）。

第二，红利风格受益于绝对收益者的切换，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产仍是绝对收益资金的核心回流方向。

第三，南方国家故事与中国制造的共振正在孕育，关注工程机械、电网设备、炼化等方向。

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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

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。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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