

分化行情延续，“哑铃”策略应对

——2026年中期策略

策略深度

● 大势研判

业绩消化估值压力，“慢牛”中结构性行情延续。展望2026年下半年，美伊冲突、美联储政策路径分歧较大，风险偏好仍受外部因素扰动，全球流动性收紧对估值扩张形成约束，在宏观经济总量层面缺乏明显亮点、新旧动能“K型”分化延续的大背景下，上市公司盈利改善或仍主要来自于产业趋势。综合来看，内部边际变化较小，下半年海外因素和产业趋势仍是市场走势的重要影响因素。我们认为，下半年估值压力需由业绩逐步“消化”，市场在“慢牛”中延续结构性行情。

①基本面对市场的支撑偏中性。二季度经济同比增速下滑较快，下半年存量政策或加快落地，但难以弥补2026年广义赤字率的下降，我们预计全年经济增速4.5%左右。结构上看，AI投资、生产、需求与出口全链条维持旺盛，但消费、地产等内需有待提振。

②流动性环境中性略偏收紧。全球央行呈现共振收紧态势，海外流动性环境边际趋紧。国内货币政策“适度宽松”的基调未变，但政策重心在于发挥存量政策效能，以结构性宽松为主。上半年AI主线行业经过大幅上涨后，成交拥挤度与估值水平存在一定压力，对流动性边际变化的敏感度上升。

③风险偏好或呈现较大波动。海外方面，地缘政治扰动不容忽视，美伊双方核心矛盾难以调和，7月以来冲突再次加剧；美联储内部对加息已现明显分歧，取消前瞻性指引后，市场缺乏明确的政策锚。

● 权益配置策略

AI主线与“对立面”切换，即“哑铃”策略。AI产业大趋势明确，但上涨绝非坦途，市场对于高额资本开支对企业现金流的快速消耗、硬件成本向终端传导后消费者的接受度、资本开支能否持续兑现为回报等担忧时有出现。我们认为，市场或不断在AI主线与“对立面”之间切换，因此建议采用“哑铃”策略。

①把握AI主线，锚定大模型迭代与全球算力基建扩张产业趋势，筛选具备技术壁垒与需求确定性的产业链环节。上中游硬件赛道需求刚性充足、业绩兑现逻辑清晰，算力集群规模化落地进程中，算力供给、高速互联、温控散热、配套电力四大硬性瓶颈逐步显现，构成现阶段AI板块核心配置主线，即算力（存储）、通信（光模块+PCB）、散热（液冷）、电力（电源设备）四个方向。

②“哑铃”策略的另一端建议选择具备承接资金“高切低”诉求与空间的行业。结合大势研判中下半年以业绩驱动为主的判断，我们认为行业景气度偏高或边际改善为必要条件，估值低位与负相关二者至少满足其一。可重点考虑三个方向：一是医药生物；二是煤炭、石油石化；三是有色金属。

● 风险提示：全球流动性收紧超预期；美伊军事冲突大幅升级，地缘政治冲突超预期；中美、中欧贸易摩擦超预期；国内宏观经济政策基调出现明显调整；AI产业趋势发生重大变化，导致资本开支不及预期等。

张运智（分析师）

zhangyunzhi@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280526070001

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280525060001

窦凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280124090001

相关报告

《美联储新任主席凯文·沃什的政策路径预演及投资线索》2026-07-31

《流动性冲击不改市场中期趋势——长鑫科技上市对市场流动性及风格的影响》2026-07-31

《上开局之年，择优而进——2026年市场投资策略展望》2026-01-14

《科技业绩领先，周期、制造有亮点——2025年中报解读》2025-10-15

目 录

1、2026 年上半年 A 股回顾：市场主要受外部因素扰动，行业表现分化显著	3
2、2026 年下半年 A 股大势研判：业绩消化估值压力，“慢牛”中结构性行情延续	4
2.1、基本面对市场的支撑偏中性	4
2.2、流动性环境中性略偏收紧	7
2.3、风险偏好或呈现较大波动	9
3、2026 年下半年 A 股配置策略：AI 主线与“对立面”切换，即“哑铃”策略	10
3.1、把握 AI 主线，锚定大模型迭代与全球算力基建扩张产业趋势	11
3.2、“哑铃”策略的另一端建议选择具备承接资金“高切低”诉求与空间的行业	14
4、2026 年下半年大类资产配置策略：围绕流动性收紧与基本面韧性布局	16

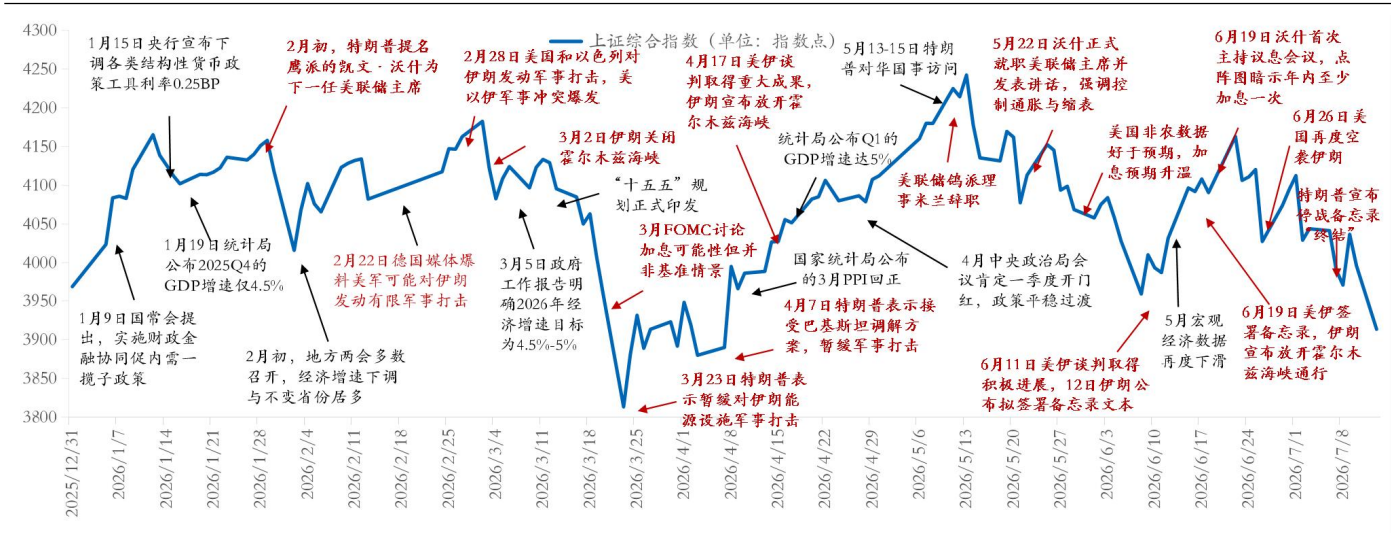
图表目录

图 1：2026 年上半年上证指数走势与重大事件	3
图 2：2026 年上半年 SW 一级行业涨跌幅分布	3
图 3：全球 AI 科技股价共振风险抬升	3
图 4：二季度 GDP 增速略低于 Wind 一致预测	4
图 5：二季度 GDP 平减指数同比增速回正	4
图 6：制造业景气度改善，我国出口高增	5
图 7：我国对韩国、日本、欧盟、美国出口增速上升幅度较大	5
图 8：消费增速有待提升	5
图 9：投资仍有发力空间	5
图 10：我们预计 2026 年广义赤字率下行	6
图 11：美国与欧盟制造业自 2025 年景气度持续改善	7
图 12：高技术产业投资维持较高增速	7
图 13：美国产出增速整体高于潜在增速	8
图 14：前期美联储降息加之股市上涨，金融条件改善，经济动量上升	8
图 15：二季度以来 AI 板块的行业拥挤度与估值水平偏高（PE 分位数为 2015 年以来）	8
图 16：GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 5.8%（8 月 6 日数据）	9
图 17：CME Fed Watch 工具显示市场预期美联储 2026 年 9 月维持利率不变的概率为 50.1%（8 月 12 日数据）	9
图 18：2021 年一季度使用“哑铃”策略捕捉投资机会（主线为疫情防控取得积极成效，带动社会服务改善，另一端为“高切低”与景气度支撑的钢铁、环保等）	11
图 19：IDC 预测全球存储行业营收 2027 年达到 7904 亿美元	12
图 20：TrendForce 预测 2026 年三季度服务器 DRAM 价格继续上涨	12
图 21：LightCounting 预测 2026 年上半年光模块销售规模持续增长	12
图 22：IDC 预测中国液冷服务器市场规模持续增长	13
图 23：主流芯片设计功率快速增长，冷却方式逐渐转向液冷	13
图 24：IEA 预测数据中心电力需求持续增长	14
图 25：银行、煤炭、石油石化、医药生物等行业与电子负相关性较强	15
图 26：非银、食品饮料、有色、银行等估值偏低	15
图 27：基本药物目录新增 116 种药物	15
图 28：能源价格进入 2026 年逐步回升	15
图 29：全球大类资产表现	16
图 30：2026 年下半年大类资产配置建议与主要逻辑	17

1、2026 年上半年 A 股回顾：市场主要受外部因素扰动，行业表现分化显著

2026 年上半年，国内经济基本面平稳过渡，A 股主要受外部因素扰动。具体包括两条线索：一是美伊冲突；二是美联储货币政策路径预期（海外流动性）演变。由于美伊冲突推升油价、加剧通胀压力，二者在部分时段同频共振，市场波动放大。

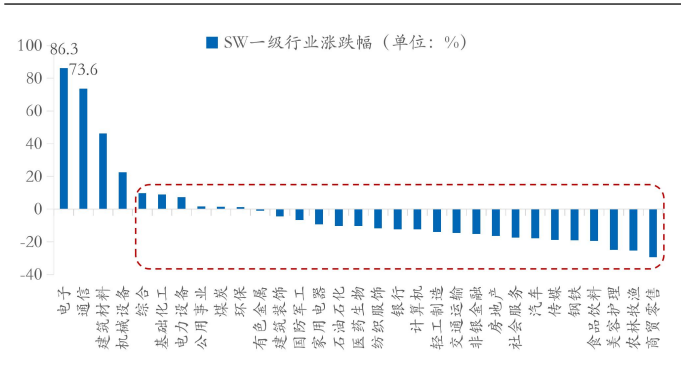
图 1：2026 年上半年上证指数走势与重大事件



资料来源：Wind，诚通证券研究所。注：红色表示外部事件，黑色表示国内事件。

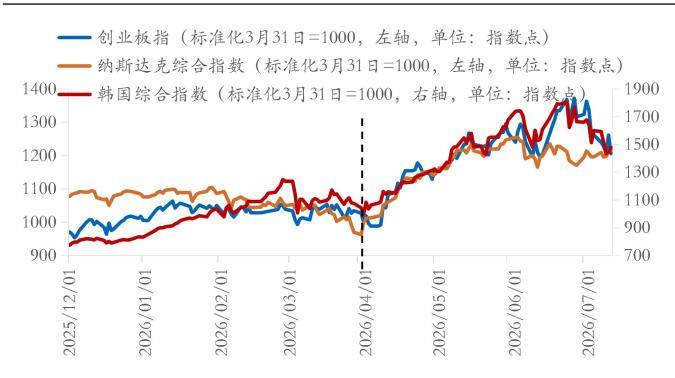
行业方面，行业表现极致分化，AI 主线突出。从 SW 一级行业表现来看，上半年 AI 主线突出。电子（86.3%）和通信（73.6%）涨幅居前、超额收益明显，AI 算力爆发直接拉动上游电子级玻璃纤维布（电子布）需求带动建筑材料（46.3%）涨幅位居第三。与 AI 主线关联度不高的其余行业涨跌幅差异相对较小。同时，二季度以来全球 AI 共振风险加剧。全球资本市场普遍看好 AI 引领新一轮产业技术革命，市值与投资者持仓向 AI 板块集中。由于当前 AI 产业链仍广泛分布于全球，产业链上下游联系较为紧密。尤其是二季度以来，大模型演绎对于存储芯片需求暴增，全球 AI 乃至科创板之间的风险传染大幅提升，尤其是以三星电子和 SK 海力士占主导地位的韩国综合指数。

图 2：2026 年上半年 SW 一级行业涨跌幅分布



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 3：全球 AI 科技股价共振风险抬升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、2026 年下半年 A 股大势研判：业绩消化估值压力，“慢牛”

中结构性行情延续

业绩消化估值压力，“慢牛”中结构性行情延续。展望 2026 年下半年，美伊冲突、美联储政策路径分歧较大，风险偏好仍受外部因素扰动，全球流动性收紧对估值扩张形成约束，在宏观经济总量层面缺乏明显亮点、新旧动能“K 型”分化延续的大背景下，上市公司盈利改善或仍主要来自于 AI 产业趋势。综合来看，内部边际变化较小，下半年海外因素和产业趋势仍是市场走势的重要影响因素。我们认为，下半年估值压力需由业绩逐步“消化”，市场在“慢牛”中延续结构性行情。

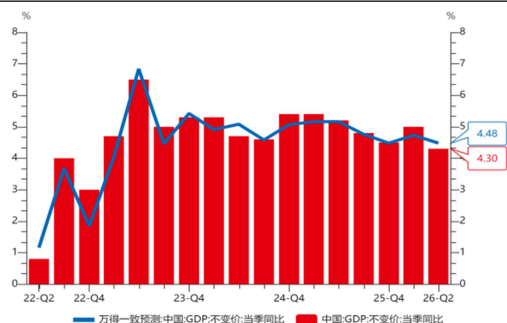
2.1、基本面对市场的支撑偏中性

基本面对市场的支撑偏中性。二季度经济同比增速下滑较快，下半年存量政策或加快落地，但难以弥补 2026 年广义赤字率的下降，我们预计全年经济增速 4.5% 左右。结构上看，AI 投资、生产、需求与出口全链条维持旺盛，但消费、地产等内需有待提振。总的看，基本面边际变化较小，名义价格改善最快阶段已过，新旧动能“K 型”分化有望延续，因而上市公司盈利改善或主要来自产业趋势而非基本面。

2026 年上半年，我国经济运行处于合理区间，价格水平改善与经济“K 型”分化为突出特点。一季度、二季度，实际 GDP 同比增速分别为 5%、4.3%，一季度增速高于市场预期，二季度增速低于市场预期。上半年，实际 GDP 同比增速 4.7%，在年初政府工作报告确定的 4.5%-5% 区间内。上半年我国经济基本面特点可以总结为以下三个方面：

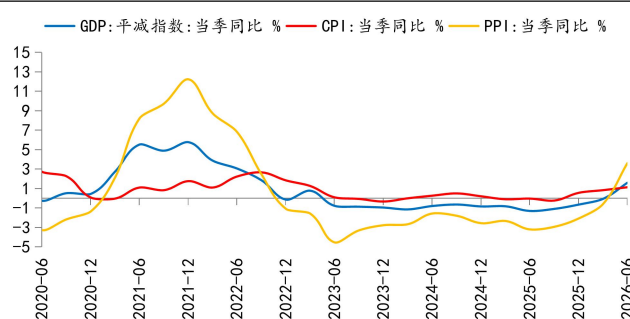
①**价格增速回正为上半年最突出的变化。**二季度，名义 GDP 同比增速 5.9%，GDP 平减指数同比增速 1.6%，在 12 个季度负增长后转正。上半年名义 GDP 同比增速 5.4%，高于实际增速。二季度，CPI 同比上涨 1.13%，涨幅较一季度扩大 0.3 个百分点；PPI 同比上涨 3.6%，涨幅较一季度上升 4.2 个百分点；GDP 平减指数同比增长 1.6%，增幅较一季度上升 1.7 个百分点。上半年，采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 累计同比上涨 4.8%、3.6%、1.3%，增速较 2025 年全年上升 13.8、7.0、3.7 个百分点。

图 4：二季度 GDP 增速略低于 Wind 一致预测



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 5：二季度 GDP 平减指数同比增速回正

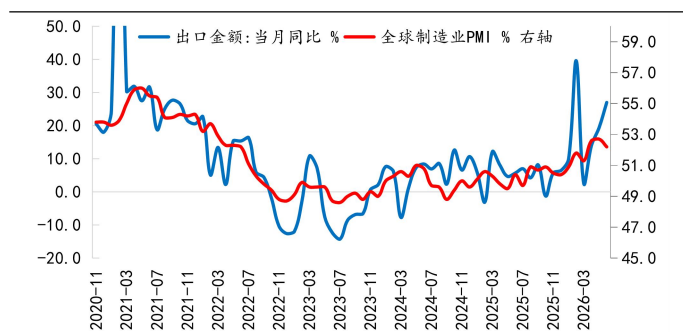


资料来源：Wind，诚通证券研究所

②**全球制造业周期向上，我国出口高增。**2023 年年中以来，海外经济进入疫情后第二个短周期，全球制造业景气度改善，中国出口增速触底回升。2025 年 8 月以来，全球制造业 PMI 连续 11 个月维持在 50% 以上。受此影响，中国对主要经

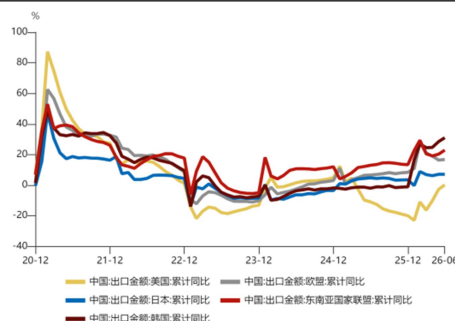
济体出口普遍改善，其中对韩国、日本、欧盟、美国出口增速上升幅度较大。

图 6：制造业景气度改善，我国出口高增



资料来源：Wind，诚通证券研究所

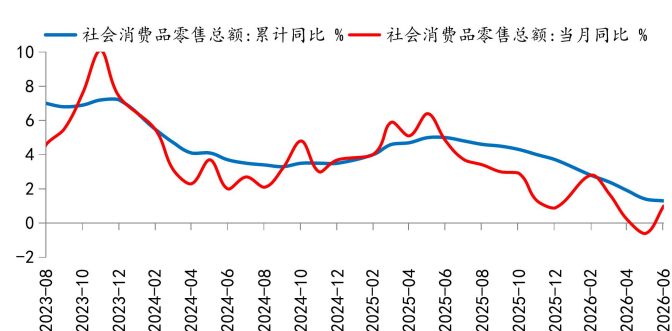
图 7：我国对韩国、日本、欧盟、美国出口增速上升幅度较大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

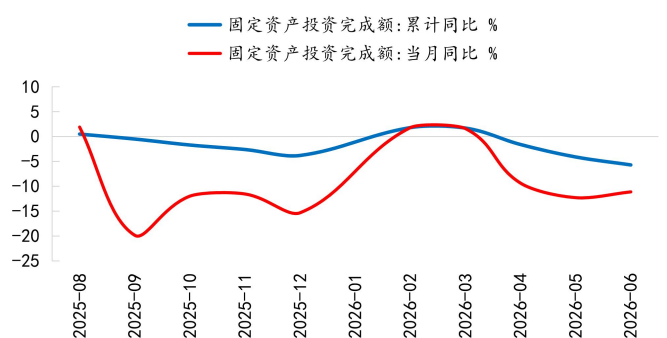
③内需不足，尚待新一轮政策提振。2026 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增速 1.3%，低于 2025 年全年的 3.7%。6 月，新一批以旧换新补贴下发，加上“6·18”网络促销，社零增速从-0.6%上升至 1%。一季度，固定资产投资转正，同比增速 1.7%，但二季度再次转负，上半年同比增速-5.7%。上半年，房地产开发投资、房屋新开工面积、房屋施工面积、房屋竣工面积、商品房销售面积分别同比下降 18%、23.4%、12.5%、23.7%、11.6%，降幅较 2025 年全年扩大 0.8、3、2.5、5.6、2.9 个百分点。

图 8：消费增速有待提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 9：投资仍有发力空间

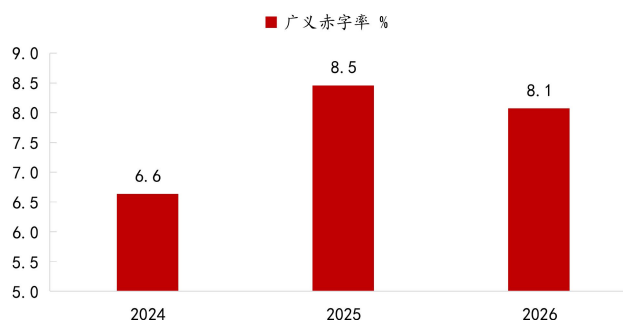


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2026 年下半年，经济内生动能仍依赖宏观政策发力托底。出口因外需韧性有望维持较高景气，内需延续缓慢修复，一方面居民部门信心偏弱、消费品“以旧换新”补贴退坡影响逐步显现；另一方面投资端压力仍存，企业扩大资本开支意愿不强，房地产景气度修复并未从一线城市向二三线扩散。7 月 13 日李强总理主持召开经济形势专家和企业座谈会，明确提出“保持高质量发展战略定力，加大逆周期调节力度，用好用足存量政策，预研储备增量政策，切实巩固拓展经济稳中向好态势”。7 月 30 日中央政治局会议召开会议部署下半年经济工作，明确指出要“实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”，我们预计下半年将加快财政支出和债券资金使

用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作，同时，综合运用并适时调整货币政策工具。总的看，下半年以落实存量政策为主，可能出台一些增量政策，但规模和力度需密切跟踪，我们预计难以弥补 2026 年广义赤字率的下降。同时，考虑到全球杠杆率周期仍在扩张阶段，我们预计全球制造业景气度仍较高，我国出口或继续保持韧性，对我国经济仍有一定支撑，**我们预计全年经济增速 4.5% 左右。**

图 10： 我们预计 2026 年广义赤字率下行



资料来源：Wind，诚通证券研究所

结构上看，我们预计新旧动能“K 型”分化延续，AI 投资、生产、需求与出口全链条维持旺盛，但消费、地产等内需有待提振。①消费与投资急需政策支持。一方面，“国补”资金退坡，耐用品消费走弱。自 2024 年下半年“国补”落地以来，消费表现对“国补”力度依赖度较高。特别是在消费品“以旧换新”实施的前 12 个月，“国补”资金从无到有，推动社零同比增速从 2.7% 反弹至 5.4%。但进入 2025 年下半年后，“国补”资金逐步退坡，社零增速有所回落。从“国补”对象来看，补贴退坡对范围相对固定但标准优化的汽车、家电冲击较为明显，而 2025 年才纳入“国补”、2026 年补贴范围优化的通讯器材类社零增速相对具有一定韧性。另一方面，投资端受制造业与地产拖累较为严重。具体来看，一是外需出口拉动作用有限，内需尚待提振导致产能利用率处于较低水平，制造业投资意愿不强；二是房地产景气度仅一线城市改善，全年可持续性尚待观察。“小阳春”仅局限于一线城市，景气难向二三线扩散。

②美欧制造业景气度持续改善，带动中间品和对东盟出口。进入 2026 年美国 ISM 制造业 PMI 升至 52% 以上的偏高景气区间、欧洲制造业 PMI 自 2022 年 8 月以来首次回升到 50% 的荣枯线上方。终端需求持续改善过程中，带动我国中间品和对东盟出口维持较高增速。

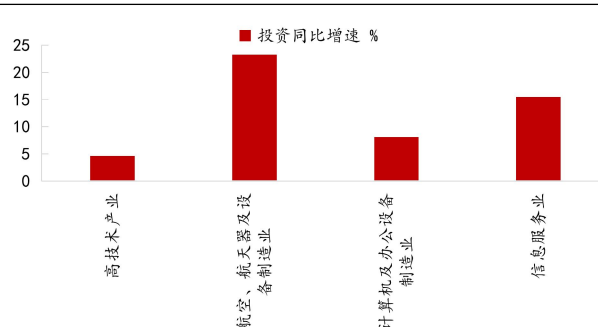
③高技术产业保持快速发展态势，出口、生产和投资均有望保持较高增速。出口端，上半年高新技术、机电产品出口同比增速分别为 38.5%、24.5%，高于 2025 年全年的 7.5%、8.4%。生产端，装备制造业增加值同比增长 9.3%，高技术制造业增加值增长 13.3%，增速分别快于全部规模以上工业增加值 3.9 和 7.9 个百分点。投资端，高技术产业投资同比增长 4.6%，其中航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，信息服务业投资同比分别增长 23.3%、8.1%、15.5%。

图 11: 美国与欧盟制造业自 2025 年景气度持续改善



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 12: 高技术产业投资维持较高增速



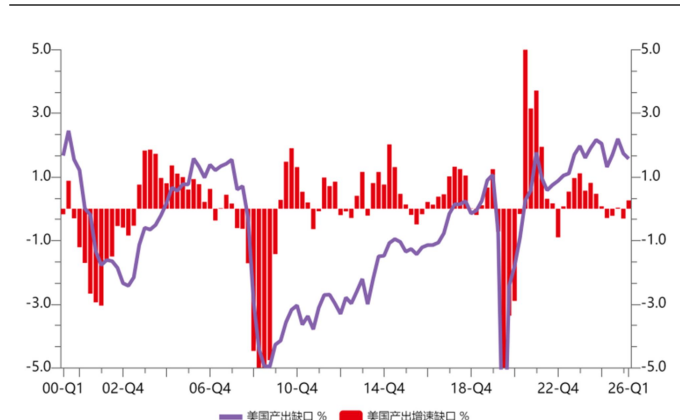
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2.2、流动性环境中性略偏收紧

流动性环境中性略偏收紧。宏观层面，全球央行呈现共振收紧态势。供给冲击与周期因素叠加下美国通胀风险仍在，市场对美联储年内加息的预期仍存，海外流动性环境边际趋紧。国内方面，货币政策“适度宽松”的基调未变，但政策重心在于发挥存量政策效能，央行以结构性宽松为主，总量层面进一步宽松的空间有限。微观层面，上半年市场赚钱效应高度集中于 AI 主线，其余行业表现平淡，全市场赚钱效应不强，缺乏明确的增量资金来源；同时，主线行业经过大幅上涨后，成交拥挤度与估值水平存在一定压力，对流动性边际变化的敏感度上升。我们认为，下半年流动性环境对 A 股估值进一步扩张的约束或有所增强。

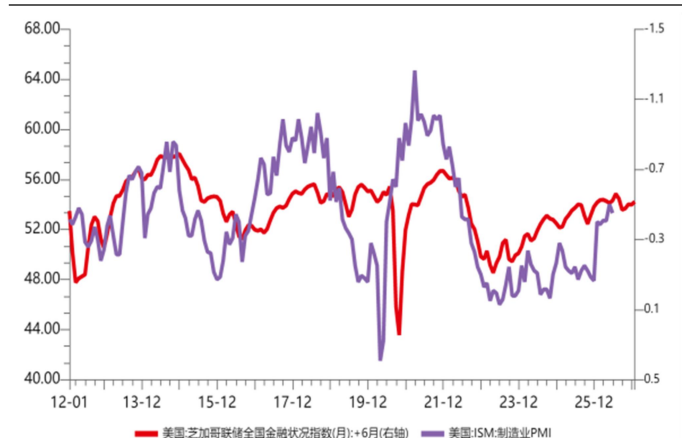
①受美联储影响，全球央行呈现共振收紧态势。2026 年 5 月美联储新任主席凯文·沃什正式就职，其政策主张强调控制通胀优先，将缩减资产负债表视为关键的政策工具，政策基调偏向于紧缩。叠加美伊冲突推升油价、拉高通胀影响，欧洲、日本、韩国在 6-7 月进行加息，全球央行呈现共振收紧态势。**下半年美国经济周期仍处于扩张阶段，美国通胀风险仍在，美联储或继续保持鹰派，全球流动性预期继续偏紧。**2026 年一季度美国 GDP 同比增速 2.7%，二季度同比增速 2.1%，上半年同比增速 2.4%，略高于潜在增速。疫情后，受财政支出、再工业化、股市财富效应等因素影响，美国产出增速整体高于潜在增速，产出缺口持续扩张。从金融条件、制造业 PMI、信用脉冲等数据来看，目前美国经济动量处于疫情后第二个周期上升阶段。2026 年，美国政府减税、加大支出，叠加前期美联储预防性降息，以及 AI 产业链加大资本开支，我们预计全年经济增速约为 2.5%。

图 13: 美国产出增速整体高于潜在增速



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 14: 前期美联储降息加之股市上涨, 金融条件改善, 经济动量上升

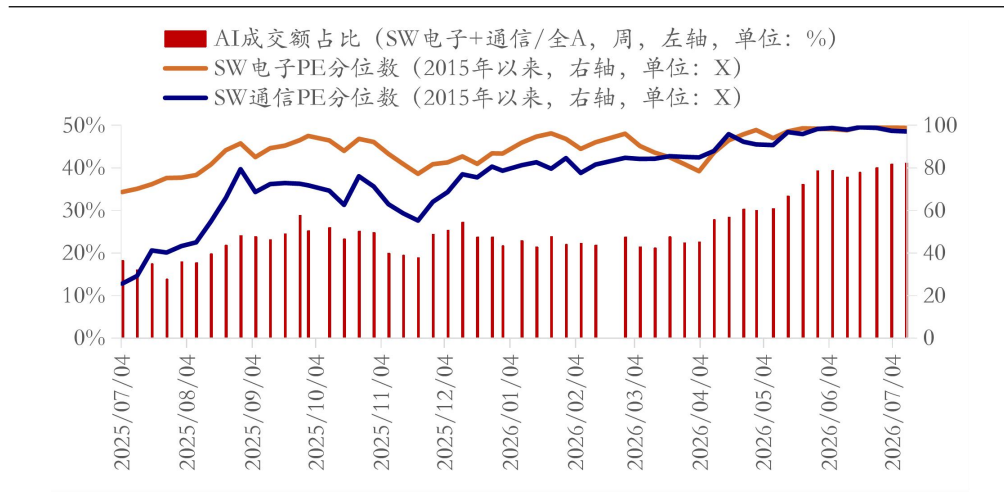


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

②国内货币政策“适度宽松”的基调未变，但我们预计以结构性宽松为主，总量层面进一步宽松的空间有限。7 月 30 日中央政治局会议提出为“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”，落脚点在优化协同、促进内需，这与结构性货币政策工具关联度更高，与偏总量的降准降息工具关联度偏低，结合前面“综合运用并适时调整”的表述，我们认为，降息依旧不是下半年货币政策的必要选择。

③微观流动性层面，关注主线成交拥挤度和估值压力。上半年市场赚钱效应高度集中于 AI 主线，其余行业表现平淡，全市场赚钱效应不强。我们认为，市场当前仍然缺乏明确的增量资金来源。同时，主线行业经过大幅上涨后，成交拥挤度与估值水平存在一定压力，对流动性边际变化的敏感度上升，应密切关注。

图 15: 二季度以来 AI 板块的行业拥挤度与估值水平偏高 (PE 分位数为 2015 年以来)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

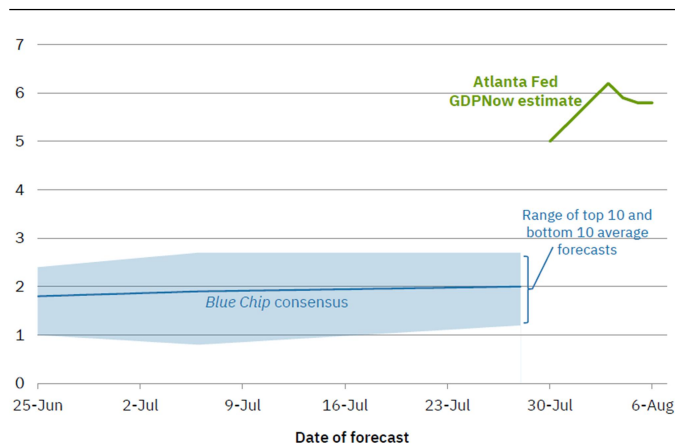
2.3、风险偏好或呈现较大波动

风险偏好或呈现较大波动。国内下半年政策重点在于加快财政支出和债券资金使用进度、推进“两重”建设和“两新”工作，重结构、轻总量的态势延续，因此扰动主要来自于海外。一方面，地缘政治扰动不容忽视，美伊双方核心矛盾难以调和，7月以来冲突再次加剧。另一方面，美联储内部对加息已现明显分歧，取消前瞻性指引后，市场缺乏明确的政策锚。两大因素或继续在下半年扰动 A 股市场。

①美伊冲突依旧悬而未决。7月上旬，美伊双方均宣布谅解备忘录失效，美军连续多日对伊朗境内目标发动空袭，双方互袭不断升级。7月24日，美国总统特朗普下令暂停打击伊朗，美军连续13天的空袭暂告一段落。然而短暂停火仅持续数日，7月29日凌晨伊朗率先对约旦境内美军目标发动导弹袭击，随即美军于当晚对伊朗境内数十个目标实施大规模空袭。进入8月，冲突烈度有所下降，但僵局未解。双方围绕霍尔木兹海峡通航问题持续博弈，美方试图转向外交与经济施压，以开放霍尔木兹海峡通行为前提条件，而伊朗则将霍尔木兹海峡通行与其诉求绑定，双方核心矛盾冲突暂未看到明确的缓和迹象。

②供需因素共振下，美联储加息预期或反复波动。2026年7月，美联储“按兵不动”，内部分歧加大。7月美联储利率决议基本和上次一致，继续强调“美联储致力于实现价格稳定”，再次重申“中东冲突导致经济高度不确定性，通胀仍处于高位、部分源于能源价格上涨，经济稳步扩张、失业率基本保持不变”。7月议息会议有九人赞成保持利率不变，三人主张立即加息，美联储内部分歧加大。新闻发布会上，沃什明确表示不存在“宽松通胀目标”，美联储将全力致力于把通胀回落至2%。从供给冲击和周期性因素来看，美国通胀风险仍在。供给因素方面，美伊双方核心矛盾难以调和，7月以来，美伊冲突再次加剧，布油期货价格上升至90美元/桶附近。周期因素方面，美国产出缺口、经济周期仍在扩张，而经济动能（经济短周期）也处于疫情后第二轮的上升阶段。如果经济继续扩张，就业改善广度扩散，劳动力需求缺口也将上升，这有助于稳定薪资增速，使周期性通胀保持黏性。二季度美国GDP季调环比折年率为1.5%，低于一季度的2.1%。这主要受到净出口的拖累，而消费对GDP环比折年率的拉动从一季度的0.4个百分点上升至2.1个百分点，美国内需仍很稳健。8月6日，GDP Now 预测三季度美国GDP环比折年率为5.8%。截至8月12日，市场对美联储政策路径分歧依然较大。

图 16: GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 5.8%（8 月 6 日数据）



资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图 17: CME Fed Watch 工具显示市场预期美联储 2026 年 9 月维持利率不变的概率为 50.1%（8 月 12 日数据）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	50.1%	49.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	36.8%	50.0%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	21.4%	44.4%	28.7%	5.6%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	17.9%	40.7%	31.2%	9.3%	0.9%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	13.5%	35.1%	33.5%	14.6%	2.9%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	12.5%	33.5%	33.6%	16.1%	3.8%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	11.4%	31.6%	33.6%	17.7%	4.9%	0.7%
2027/7/28	0.0%	0.1%	11.6%	31.6%	33.5%	17.5%	4.9%	0.7%
2027/9/15	0.0%	0.6%	12.5%	31.7%	32.8%	17.0%	4.7%	0.7%
2027/10/27	0.0%	1.2%	13.4%	31.8%	32.0%	16.4%	4.5%	0.7%
2027/12/8	0.1%	2.2%	14.9%	31.8%	30.8%	15.4%	4.2%	0.6%

资料来源：CME Fed Watch，诚通证券研究所

我们认为，年内加息是小概率事件，如美联储下半年维持按兵不动，或小幅提振市场。特朗普上台执政、开启第二任期后，强化“美国优先”政治理念，发起全面变革，迫切需要大量财政资金支持。扩张性财政支出推升美国财政赤字与债务利息负担，保障美债顺利发行、降低利息支出、控制通胀成为特朗普政府对美联储的主要诉求。新任美联储主席沃什已在公开场合对上述诉求予以积极回应。在公开场合均将维护美联储独立性置于首位（维护美元信用以支撑美债发行）；以“更加合理”（通胀回落、缩表成功等前提条件）的依据推动降息；强调控制通胀作为美联储的核心职能。沃什最终的政策组合大概率是“缩表+降息”，其中缩表是“必选项”，降息需要满足一定条件。“缩表”将采取到期不再续作的“被动式”推进，主要方式为调整银行业监管规则推动私人银行部门承接财政部新增发债，研究具体实施方案我们预计 2026 年年底前完成，方案落地所需流程还需要至少 6 个月，因此我们预计启动时点最快在 2027 年下半年。调整政策利率最终方向为降息，如美伊冲突未大幅升级推高油价则今年下半年大概率维持利率不变，启动降息时点相对较晚，视通胀的回落速度而定，我们预计 2027 年下半年开启降息周期，2028 年或降至长期中性利率 3% 左右。

3、2026 年下半年 A 股配置策略：AI 主线与“对立面”切换，即“哑铃”策略

自上而下来看，市场风格方面，我们预计成长 > 周期 > 金融 ≈ 消费。产业趋势明确、盈利兑现能力最强的成长风格仍是核心机会；价格修复最快阶段虽已过去，但产业发展带动上游需求，周期风格略微占优；内需偏弱、基本面缺乏突出亮点，大消费与大金融暂难见到明确拐点，表现或相对平淡。

配置思路方面，市场或不断在 AI 主线与“对立面”切换，建议采用“哑铃”策略。如前所述，下半年上市公司盈利改善或仍主要来自于 AI 产业趋势，市场在“慢牛”中延续结构性行情。AI 产业大趋势明确，但上涨绝非坦途。市场对高额资本开支对企业现金流的快速消耗（标普下调甲骨文债券评级）、硬件成本向终端传导后消费者的接受度（苹果终端产品涨价的市场反馈）、市场关注资本开支能否持续兑现为回报等担忧时有出现。叠加板块拥挤度与估值水平偏高，AI 主线仍需要业绩持续兑现予以消化。因此，我们认为，市场或不断在 AI 主线与“对立面”之间切换，因此建议采用“哑铃”策略。

图 18： 2021 年一季度使用“哑铃”策略捕捉投资机会（主线为疫情防控取得积极成效，带动社会服务改善，另一端为“高切低”与景气度支撑的钢铁、环保等）

2020H2			2021Q1		
排名	SW一级行业	涨跌幅（%）	排名	SW一级行业	涨跌幅（%）
1	电力设备	65.7	1	社会服务	16.7
2	社会服务	63.0	2	钢铁	16.6
3	食品饮料	51.8	3	环保	12.2
4	国防军工	51.1	4	公用事业	12.1
5	汽车	46.4	5	银行	11.7
.....					
13	钢铁	16.6	21	电力设备	-3.0
18	银行	12.3	24	食品饮料	-6.2
21	公用事业	7.4	27	汽车	-7.0
27	环保	-1.5	31	国防军工	-15.5

资料来源：Wind，诚通证券研究所

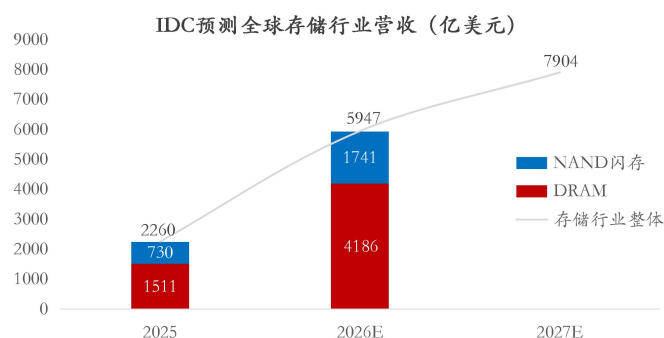
3.1、把握 AI 主线，锚定大模型迭代与全球算力基建扩张产业趋势

AI 主线配置锚定大模型迭代与全球算力基建扩张产业趋势，筛选具备技术壁垒与需求确定性的产业链环节。算力集群规模化落地进程中，算力供给、高速互联、温控散热、配套电力四大硬性瓶颈逐步显现，上中游硬件赛道需求刚性充足、业绩兑现逻辑清晰，构成现阶段 AI 板块核心配置主线。

①**计算层/存储层：算力与存储是 AI 产业落地的底层支撑。**AI 产业重心正由大模型训练逐步转向推理规模化落地与智能体业务运行，Token 消耗呈指数级增长，算力芯片需求持续拓宽，除传统训练场景外，大规模推理部署成为新增核心拉动力量。伴随 Agentic AI 加速演进，单一任务对应的 Token 消耗量级显著抬升，进一步夯实算力主线逻辑。海量模型训练与持续扩容的推理需求，持续放大大国内算力供给缺口，同步推升存储容量与带宽需求。叠加海外高端芯片供给约束，国产 AI 芯片进口替代诉求持续凸显，构成现阶段 AI 产业链发展亟待突破的核心痛点。

存储板块，供给约束叠加需求高增长，景气度有望延续。AI 模型快速迭代，大模型任务越来越多样化，Token 的消耗量呈指数级增长，对于数据存储的需求远超传统方式，同时由于存储厂商在上轮周期过度扩张导致利润快速下滑，本轮需求高增下存储厂对资本开支较为保守，叠加海外头部厂商将产能向 HBM、DDR5 等具备高毛利的产品转移，老一代存储芯片产能也被过度挤压，现阶段存储产能远不及需求规模，产品整体价格持续上涨。据 IDC 预测，2026 年全球存储行业营收有望实现 5947 亿美元，同比增长 163.1%；2027 年全球存储行业营收有望达到 7904 亿美元，同比维持高增。存储涨价趋势延续。Trend Force 预测 2026 年三季度一般型 DRAM 合约价将季增 13-18%，NAND Flash 合约价季增 10-15%。2027 年存储器需求仍由 AI 应用主导，DRAM 因 AI Server 需求强劲，CPU 所用的存储器与 HBM 采购动能持续增加，市场维持供给紧张格局。

图 19: IDC 预测全球存储行业营收 2027 年达到 7904 亿美元



资料来源: IDC, 诚通证券研究所

图 20: TrendForce 预测 2026 年三季度服务器 DRAM 价格继续上涨

2Q26-3Q26 DRAM、NAND Flash 合约价格预测		
	2Q26	3Q26E
Total DRAM	Conventional DRAM: up 58~63% HBM Blended: up 53~58%	Conventional DRAM: up 13~18% HBM Blended: up 8~13%
Total NAND Flash	up 55~60%	up 10~15%

Source: TrendForce, July 2026

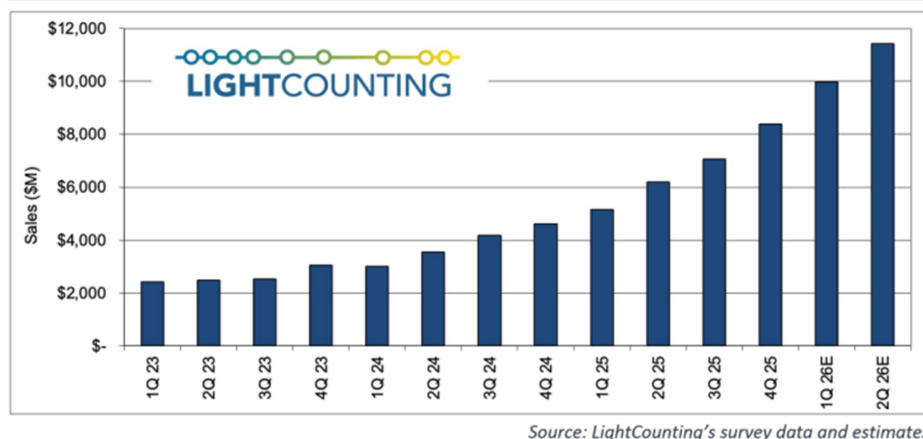
TrendForce

资料来源: TrendForce, 诚通证券研究所

②通信层: 多芯片、多服务器集群协同场景下, 高速互联的通信带宽不足, 亟须提高通信速度, 光模块与 PCB 作为集群互联的核心载体直接受益。

光模块 800G 迭代至 1.6T, 年内增长空间充足。随着 AI 集群规模持续扩大, 网络互连在提升算力利用效率、降低系统时延中的重要性日益凸显。数据中心网络从 800G 向 1.6T 升级, 以及 CPO 等硅光子技术的演进, 共同推动高速互连环节的价值量提升。AI 推理的爆发和算力 ASIC 化趋势, 使得需要互联的端点总数同步增加, 为光模块市场带来了长期的增长动力。Light Counting 4-5 月上调了对光互连的预测, 7 月预测又进一步提高, Light Counting 预测光模块销售额将在 2026 年增长 73%, 到 2031 年该市场规模也将达到 800 亿美元。

图 21: LightCounting 预测 2026 年上半年光模块销售规模持续增长



Source: LightCounting's survey data and estimates

资料来源: LightCounting, 诚通证券研究所

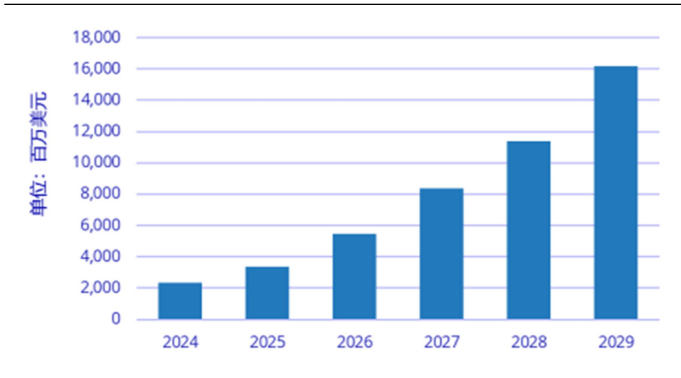
PCB 行业 AI 服务器带动下量价齐升。AI 服务器、智能电动汽车以及高速通信设备构成当前 PCB 快速增长的关键三大支撑。且 AI 服务器对高多层板、HDI 及低损耗覆铜板的需求不断增加, 单位价值量显著高于传统服务器。目前, 全球具备高端 PCB 制程量产能力的厂商有限, 供应紧张的状况有望持续。Prismark 预测, 全球 PCB 市场 2026 年增长 12.5%至 958 亿美元, 2025 至 2030 年 CAGR 达 7.7%, 核心来自 AI 基础设施、高速网络、卫星通信。展望下半年, PCB 上游原材料涨价

带来的成本压力有望自三季度起向下游传导。同时英伟达 Vera Rubin 新一代算力平台将于下半年进入量产爬坡周期，单机 PCB 价值量将显著抬升。

③散热层：高功率芯片集群发热量大，易引发宕机，而传统风冷散热效率不足，液冷成为重要的解决路径之一。

算力芯片功耗提升，液冷成为数据中心刚需配置。全球数字化转型进程持续深化，AI 大模型、超算、云计算等领域的快速发展，推动算力需求呈现指数级增长，单机柜功率从传统的 20kW 飙升至 100kW 以上，高端 AI 芯片（如 NVIDIA H100、GB300）功耗突破 500W~1400W，传统风冷技术已触及物理散热极限，无法满足高功率密度设备的温控需求及绿色低碳发展要求。液冷技术凭借其换热效率高、能耗低、温控精准的特点，逐步替代传统风冷技术，广泛应用于数据中心等核心场景，行业迎来高速发展期。根据 Global Info Research 数据，2025 年全球液冷市场规模达到 203 亿美元，数据中心液冷市场占比 70%，已成为第一大应用场景。另根据 IDC 预测，全球液冷市场将保持稳健高增长态势，2030 年全球液冷市场规模预计达到 474 亿美元，2025 年至 2030 年复合增长率约为 18.5%，行业增长空间广阔。IDC 同时预测，2023 年-2028 年中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 45.8%，2028 年市场规模将达到 102 亿美元。展望三四季度，随着英伟达新一代 AI 平台全面采用液冷架构，将带动液冷渗透率持续提升。

图 22： IDC 预测中国液冷服务器市场规模持续增长



资料来源：IDC 中国，诚通证券研究所

图 23： 主流芯片设计功率快速增长，冷却方式逐渐转向液冷

芯片型号	单GPU热设计功耗	单机柜典型功耗	冷却方式
H100	700W	30-40kW	风冷
GH200	1000W	40-60kW	风冷/液冷
GB300 NVL72	1200W	120kW	全液冷

资料来源：Leviathan Systems，诚通证券研究所

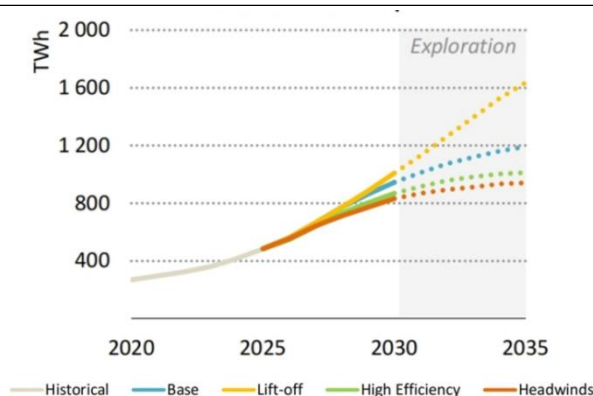
④电力层：算力扩容带动电源设备需求迎来长期上行周期。AI 数据中心功耗大，用电需求指数级攀升，电力成为产业链中景气确定性较高的领域之一。IEA4 月报告显示，基准情景下全球数据中心用电量将由 2024 年约 415 太瓦时增长至 2030 年约 950 太瓦时。但受限于电网接入周期长、主电设备交付慢、变压器短缺、施工与劳动力不足等因素影响，北美电力基础设施扩张速度远弱于 AI 算力扩张速度，算力园区自备分布式供电方案需求全面爆发。

从算力园区供电链路拆分，行业硬件可划分为主电源、后备电源、终端配电架构三大层级。主电源层，对应园区基础供电供给，核心解决算力基地基础电力来源问题。设备矩阵覆盖燃气轮机、燃气内燃机、固体氧化物燃料电池（SOFC）多路线分布式发电设备，适配不同规模园区稳态供电需求。后备电源层，对应故障冗余保障，核心应对电网断电、负荷波动等突发供电中断场景。由 UPS 与储能形成短时桥接电源，搭配柴油发电机组、燃气备用机组构成长效备电体系。配电与机架供

电架构层，对应大功率算力终端高效输电需求，覆盖升压主变、中压配电设备、800VDC 直流系统、中压整流器、固态变压器、超级电容等高低压配电硬件，实现能效优化。

电力设备扩产周期长，全球头部厂商交付持续承压，行业高景气具备持续性。海外 AIDC 缺电背景下，燃气轮机、变压器等重型电力装备生产线建设、产能爬坡周期漫长，短期供给弹性严重不足，如海外 GE、西门子订单已到 2030 年。国内电力设备企业依托全产业链成本优势、高效交付能力、全球化本地化产能布局等优势，有望持续抢占海外增量份额。

图 24： IEA 预测数据中心电力需求持续增长



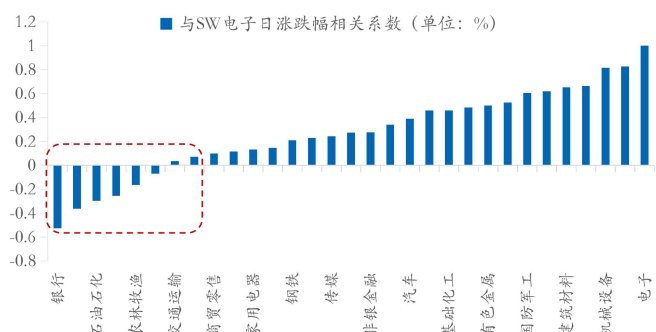
资料来源：IEA，诚通证券研究所

除 AI 硬件主线外，科技板块其他细分方向同样具备配置价值。材料端，光纤、电子布、MLCC、磷化铟等关键电子材料年内供给约束未解、需求刚性延续，供需缺口仍存，价格中枢有望维持上行；国产算力方面，长鑫科技上市推进中长期资本开支上行，有望对半导体设备、材料、芯片及晶圆制造等上游环节形成持续拉动，支撑产业链高景气；端侧 AI 芯片则受益于存储价格涨幅边际放缓，成本端压力缓和，毛利率有望迎来修复；AI 应用等领域亦有望随算力成本下修与终端渗透提速而间接受益。

3.2、“哑铃”策略的另一端建议选择具备承接资金“高切低”诉求与空间的行业

“哑铃”策略的另一端，建议选择具备承接资金“高切低”诉求与空间的行业。具体按照三个标准进行筛选：估值低位修复、行业景气度支撑或边际改善以及与主线行业走势负相关。结合大势研判中下半年以业绩驱动为主的判断，我们认为行业景气度偏高或边际改善为必要条件，估值低位与负相关二者至少满足其一。基于以上分析，“哑铃”策略另一端可重点考虑三个方向：一是医药生物（与主线相关性弱、估值处于中低水平、行业景气度较高）；二是煤炭、石油石化（与主线负相关、估值水平中等、行业景气度存在边际改善可能）；三是有色金属（与主线中等相关、估值处于低位、行业景气度存在边际改善可能）。

图 25: 银行、煤炭、石油石化、医药生物等行业与电子负相关性较强



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 26: 非银、食品饮料、有色、银行等估值偏低



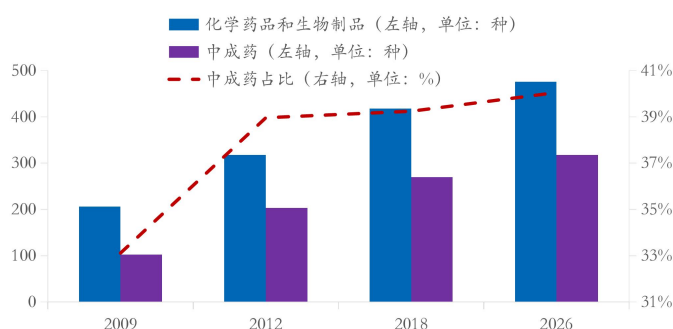
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

①**医药生物关注创新药、CXO**。上半年中国创新药 BD 出海持续火热，License-out 交易总额逼近千亿美元大关，占全球医药交易 TOP10 中的 8 席，龙头公司在手订单充足、回购股份托底市场信心，创新药、CXO 维持较高景气。政策端，卫健委发布《国家基本药物目录（2026 年版）》，新版目录新增 116 种药品，同时创新药继续获得政策扶持。

②**煤炭与石油石化受益于地缘政治与供给扰动带来的能源价格提升**。7 月，美伊宣布谅解备忘录失效，双方军事冲突重新爆发，全球能源供应面临扰动。整治“内卷式”竞争推动煤炭供需平衡，年内重大事故影响下安全生产检查拔高生产门槛，能源转型大趋势对电力尤其是调峰电力需求不弱。

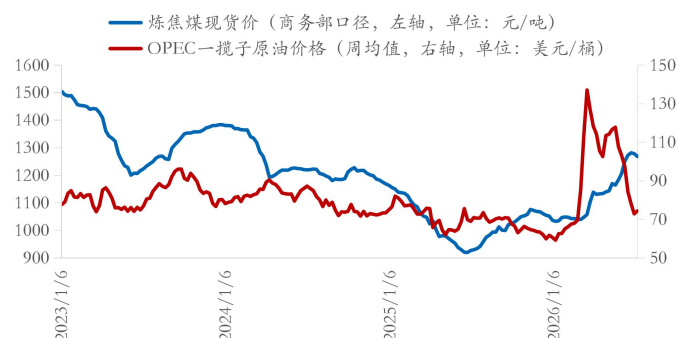
③**有色金属有望受益于美国金属关税**。特朗普关税政策推动部分品种库存向美国本土转移、加剧非美地区供需缺口，价格中长期仍有支撑。但在美联储“预防式”加息落地（或加息担忧缓解前），宜保持观望态势，自下而上供给约束较强品种有望表现领先。

图 27: 基本药物目录新增 116 种药物



资料来源: 国家卫健委, 诚通证券研究所

图 28: 能源价格进入 2026 年逐步回升



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

4、 2026 年下半年大类资产配置策略：围绕流动性收紧与基本 面韧性布局

2026 年上半年大类资产表现复盘：全球流动性预期由宽转紧。2025 年权益与大宗商品整体领先，进入 2026 年上半年，权益表现领先、大宗商品（除原油外）则相对靠后。背后是全球流动性预期发生了扭转，从全面宽松转向潜在收紧，最大的变化表现在美元指数从 2025 年下跌 9.4% 转为上涨 3.02%。一方面，美伊冲突加剧全球能源价格上行，引发通胀担忧。另一方面，美联储新任主席沃什表态偏鹰。

图 29： 全球大类资产表现

2025 年全球大类资产表现			2026 年上半年全球大类资产表现		
排名	名称	涨跌幅 (%)	排名	名称	涨跌幅 (%)
1	伦敦银	147.79	1	日经225	39.18
2	伦敦金	64.56	2	WTI原油	33.94
3	创业板指	49.57	3	创业板指	33.91
4	COMEX铜	32.39	4	纳斯达克指数	11.93
5	恒生综合	30.98	5	标普500	8.75
6	日经225	26.18	6	COMEX铜	4.79
7	纳斯达克指数	20.36	7	南华工业品	3.81
8	上证指数	18.41	8	上证指数	3.26
9	标普500	16.39	9	美元指数	3.02
10	美国国债	3.77	10	中债-全价	0.91
11	中债-全价	-1.59	11	美国国债	0.2
12	美元兑人民币（离岸）	-4.93	12	美元兑人民币（离岸）	-2.87
13	南华工业品	-6.03	13	伦敦金	-7.66
14	美元指数	-9.41	14	恒生综合	-12.86
15	WTI原油	-10.79	15	伦敦银	-23.23

资料来源：Wind，诚通证券研究所整理。注：1.灰底色为权益、红底色为债券、黄底色为大宗商品、紫底色为外汇。2.中债为全价指数，美债为 iSharesETF。

2026 年下半年大类资产配置建议：围绕流动性收紧与基本面韧性布局。美伊冲突彻底缓解、达成和平协议前，全球流动性偏紧格局不改，欧洲、日本等发达经济体央行持续加息，外部因素掣肘下我国央行总量宽松概率不大，固收类资产建议低配，超配美元。同时，关注基本面强支撑，能够对冲流动性收紧带来估值压力的品种，如美股、人民币以及部分供需强逻辑支撑的大宗商品（例如铜）。

图 30： 2026 年下半年大类资产配置建议与主要逻辑

大类资产	配置建议	参考标的	主要支撑逻辑	
全球大类资产	美股	推荐	标普500指数 纳斯达克指数	美国经济数据维持韧性，“硬着陆”风险偏低，年内美联储不会启动缩表，加息概率不高，无需担忧流动性冲击。AI产业大趋势明确，龙头企业业绩表现亮眼，算力需求高企，行业高景气持续验证。
	美债	回避	iShares 7-10年期美国国债ETF	缩表作为美联储主席沃什政策工具中的“必选项”较为明确，支撑长端利率。美伊冲突存在反复风险，通胀预期易上难下。
	大宗商品	中性	布伦特原油期货 COMEX黄金 COMEX铜 GFEX碳酸锂 CBOT玉米	市场对美联储政策预期、美伊冲突等多重因素交织反复，原油、黄金等品种之间负相关趋势明确，大宗商品价格整体不确定性较高。可重点关注供给端存在潜在扰动的品种，如农产品（极端天气扰动），以及需求端存在较强支撑的品种，如碳酸锂（储能）、铜（AI算力与数据中心）。
	美元	推荐	美元指数	美国总统特朗普与财政部长贝森特在公开表态中，强力支持对美联储新任主席沃什独立决策。沃什重申美联储对严控通胀的决心，缩表等回收流动性不改，市场对美联储独立性信心明显修复。
	A股	中性	沪深300指数	基本面对市场支撑力度有限，流动性、风险偏好等均暂难以支撑估值快速抬升，静待业绩持续兑现消化估值压力。在震荡格局中推荐采用“哑铃”策略作为配置思路：一方面注重把握当前以泛AI产业链为代表的成长产业趋势，算力及配套等方向；另一方面关注资金“跷跷板”效应，关注医药生物、银行、煤炭等阶段性配置机会。
国内大类资产	国债	回避	中债国债净价指数	下半年经济企稳回升概率大，并且名义增长或超预期。央行对进一步宽松相对谨慎。若无重大外部冲击，短期降息或难落地。利率延续震荡回升势头。
	人民币	推荐	美元兑离岸人民币现价	价格水平回正带动名义GDP增速回升，AI等新兴产业持续发展，中美经贸关系阶段性缓和，境外投资者对于中国经济信心回升。名义利率上升推动中美“利差”倒挂收窄，人民币有望维持升值态势。

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>