



A 股策略周报 20260823

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：纪博文（执业 S1130525060006）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

当答案变成问题

当回报预期正在减弱

AI 大模型厂商收入指数式增长的时期阶段性告一段落：Anthropic 的 7 月 650 亿美元的 ARR 收入不及预期且环比增速下行，同期以谷歌 Gemini 为代表的大模型厂商也开始降低 Token 价格以价换量。在 Token 价格的下降和大模型厂商收入增速的放缓的背景下，投资者对 AI 产业的回报预期减弱：7 月下旬以来投资者开始评估云厂商的 EPS，陆续出现了一致预期下调且 CDS 利差上行、美国科技行业投资级债券信用利差上行。2020 年以来，海外政府开支和投资支出进入上行周期同居民部门低储蓄率形成矛盾，债务不可持续的压力增加。过去一年中，AI 产业的发展与科技巨头的融资为海外债务压力的上升提供了一种可能的解决路径，即 AI 企业通过债务扩张换来未来更高的经济增长速度，而阶段性链条上的通胀又压低了 AI 链融资的真实利率。但当前，债务/TOKEN 总值的比值重新回升，指示这一路径开始失效，考虑到当下 AI 投资额度绝对量已经明显大于现有产值，回报率预期的下降指示 AI 这轮投资可能不但没有缓解低储蓄与高负债之间的矛盾，反而可能强化了矛盾。

利率：定价之锚的转变逻辑

从海外债务可持续性的角度出发，可以更好的理解过去三年黄金等实物资产的走势：2024 年以来债务扩张的不可持续担忧发酵，引发投资者对美联储的货币政策独立性的质疑，实物资产所具备的资产储备功能愈发受到重视，在央行够金等配置力量支撑下，逐渐与实际利率脱锚；但今年上半年 AI 产业收入快速增长暂时缓解了债务压力的担忧，一方面把实物资产拉回了原有的实际利率机会成本框架，另一方面天量融资需求从流动性的角度拉高了实际利率，美国对于全球资本的虹吸也拉高了单位 GDP 实物消耗更高的非美经济体的资金成本。然而，当前美国 AI 产业资本回报可能正在走弱，且云厂商又存在着 2.3 万亿美元的待履约义务，部分需要债务融资推动资本开支，而链条上的顺价矛盾又让链条真实利率也在重新回升。当下，科技企业可能重新回到与全市场一样受到高利率限制的状态。下周的杰克逊霍尔会议成为重要观测时点，如果没办法进入宽松，科技企业偿债压力的增加持续扩大投资者对 AI 产业发展前景的担忧；如果降息或者宽松开启，本身也是对 AI 投资回报率下行的一种确认，全球资本可能会开启与 3 月以来截然不同的再平衡，流向去年底以来正处于复苏周期的非美市场，带来实物消耗强度的上升。对于以黄金为代表的实物资产而言，未来演绎路径的第一步是实际利率上行对价格的压制减弱，第二步是资产储备功能再次受到投资者的重视，在资产配置组合中的占比重新系统性提升。

海峡通航受限，当下与 3 月的不同

霍尔木兹海峡的通航情况仍未出现改善，然而国内外石油石化产品的库存都出现下降，紧缺程度相比于 3 月初中东冲突刚爆发时可能要更高。当前欧洲及美国的柴油裂解价差创下中东冲突以来新高，同时国内主要石化产品库存处于过去 5 年同期的最低值。3 月以来，随着资金回流美国，全球实际利率上行，海峡影响下，以能源+有色形成了一个短期对冲但中期受压制的“必输”组合。当下，随着我们讨论的实际利率压制因素解除，实物资产的低库存下，将形成一个整体得到资金流入的组合，差异只是在能源和金属之间平衡，我们建议组合配置。

市场的路径正在清晰

随着 AI 投资回报预期的下降，科技公司天量的债务扩张从答案变成了问题的一部分。我们过去讨论的 2024 年以来发达国家债务扩张不可持续的问题开始重新显现，实物资产的资产储备功能将愈发受到重视，如果紧缩预期逆转，非美实物需求的修复也值得期待。具体配置建议上，我们推荐：第一，“回流美国”故事正在放缓，有色金属（黄金、铜、铝）、能源（煤炭、石油、油运）迎来顺风；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

当回报预期正在减弱.....	3
利率：定价之锚的转变.....	5
海峡通航受限，本轮商品与 3 月可能会有实质不同.....	8
市场的路径正在清晰.....	10
风险提示.....	10

图表目录

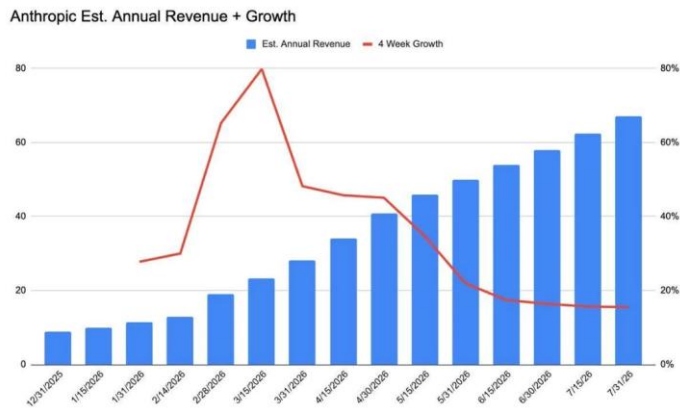
图表 1： 7 月 Anthropic 公司年化经常性收入 650 亿美元，环比增速下行.....	3
图表 2： 6 月下旬以来大模型厂商 Token 价格开始下降，以价换量特征显现.....	3
图表 3： 近期市场对于谷歌、Meta 的每股净收益一致预期已经出现下降.....	3
图表 4： 6 月以来美国科技行业投资级债券的信用利差开始走阔.....	3
图表 5： 近期主要云厂商信用互换利差上行.....	4
图表 6： 2020 年以来，发达经济体居民储蓄率走低与投资及政府债务扩张的矛盾持续放大.....	4
图表 7： 主要发达经济体政府及非金融企业部门的杠杆率高于疫情前水平.....	4
图表 8： AI 产业链当中云厂商债务规模与 token 市场规模的比值重新扩张.....	5
图表 9： 2024-2025 年间黄金与美债实际利率脱锚，2026 年以来黄金与美债实际利率的负相关性回归.....	5
图表 10： 2024-2025 年间美债实际利率震荡期金价持续上行，但今年以来金价受实际利率压制.....	5
图表 11： 2025Q3 以来黄金在全球央行储备资产中的比重超越美债.....	6
图表 12： 过去一年中，非美资金对美国企业债净流入最高的 4 个月全部对应云厂商大规模发债的时期.....	6
图表 13： 2026 年 6 月流入美国股票市场的非美资金超 1400 亿美元，为历史最高值.....	6
图表 14： 当前美国主要云厂商的待履约义务总规模约为 2.3 万亿美元.....	7
图表 15： 制造业增加值占 GDP 比重越高的国家，单位 GDP 实物消耗强度更高.....	7
图表 16： 单位 GDP 实物消耗强度偏高的国家主要集中在东南亚、南亚地区.....	8
图表 17： 美元指数下行期，东南亚、南亚地区外商直接投资存量增速多有上行.....	8
图表 18： 美伊双方在霍尔木兹海峡的问题上互不相让.....	8
图表 19： 霍尔木兹海峡的通航情况仍未出现恢复的迹象.....	8
图表 20： 全球原油陆地及水上库存下行速度较快.....	9
图表 21： 海外汽油、柴油裂解价差再度上行.....	9
图表 22： 6 月以来国内原油库存量持续下降.....	9
图表 23： 近期国内炼厂开工率开始上行.....	9
图表 24： 国内主要石化产品库存水平普遍处于过去 5 年内历史同期最低水平.....	9



当回报预期正在减弱

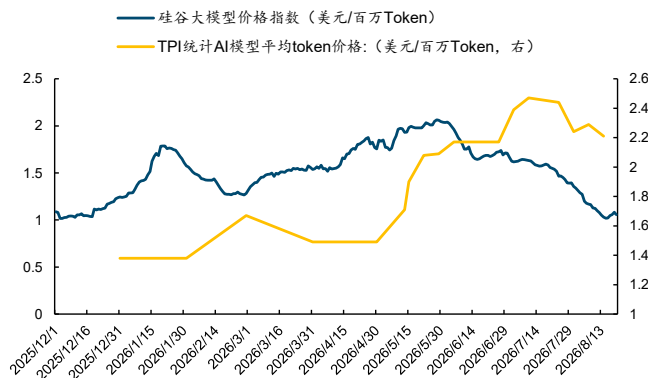
根据本周彭博通讯社的报道，AI 大模型厂商 Anthropic 在 7 月份的年化经常性收入为 650 亿美元。低于此前市场预期的 750-800 亿美元。自从 6 月以来，Anthropic 的年化经常性收入环比增速回落至 20% 以下且仍在持续下降，AI 大模型厂商收入指数式增长的时期可能正在成为过去。与此同时，大模型厂商自 6 月下旬以来以价换量的特征也开始显现：谷歌先是在 7 月 21 日降低了 Gemini 3.6 的使用价格，之后在 8 月 13 日发布 Gemini 3.7 时给予年内首发优惠价，价格为原价的一半；硅谷大模型价格指数和 Token Price Index 网站上统计的大模型平均价格指数在 7 月后都开始下行。

图表1：7月 Anthropic 公司年化经常性收入 650 亿美元，环比增速下行



来源：TMTB，国金证券研究所

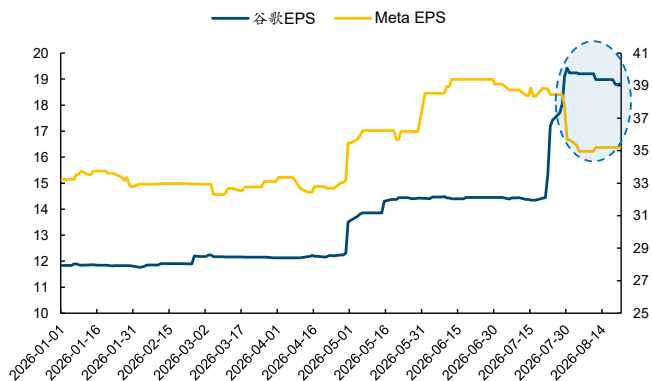
图表2：6月下旬以来大模型厂商 Token 价格开始下降，以价换量特征显现



来源：Bloomberg，TokenPriceIndex，国金证券研究所

在 Token 价格的下降和大模型厂商收入增速的放缓的背景下，投资者对 AI 产业的回报预期正在减弱。由于 AI 产业链下游模型厂商收入下降，投资者对需要承担大量资本开支的中游云厂商担忧有所增强：7 月下旬以来，Meta、谷歌两家云厂商的 2026 年 EPS 一致预期被下修，同时主要云厂商的信用违约互换利差出现上行，且美国科技领域投资级债券经期权调整后的信用利差也开始走阔。

图表3：近期市场对于谷歌、Meta 的每股净收益一致预期已经出现下降



来源：Bloomberg，国金证券研究所

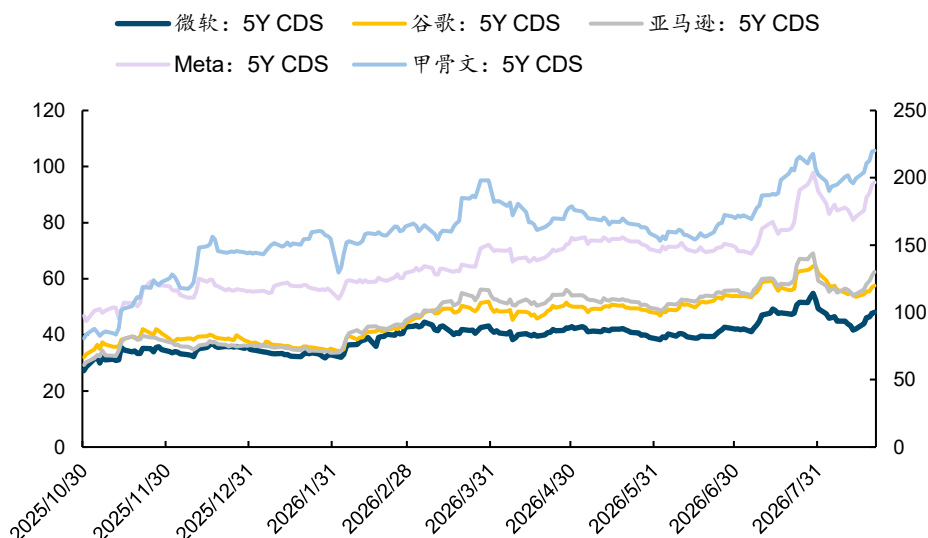
图表4：6月以来美国科技行业投资级债券的信用利差开始走阔



来源：Bloomberg，国金证券研究所



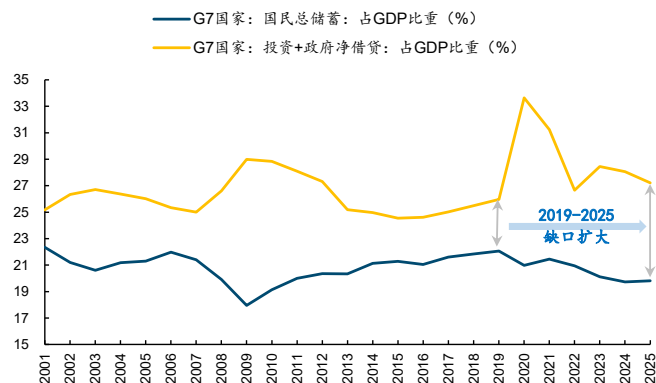
图表5：近期主要云厂商信用互换利差上行



来源：Bloomberg，国金证券研究所

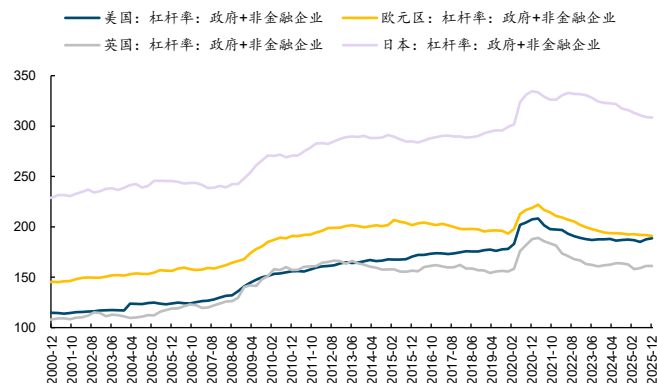
AI 产业预期回报减弱，会加剧发达经济体的债务压力。在 2020 年新冠疫情爆发后，美联储再次启动量化宽松将全球利率压至极低水平，也开启了全球投资扩张和政府财政开支扩张周期。然而，在中国以外，特别是西方发达经济体，偏低的居民储蓄率与政府和企业部门开支的增长形成了矛盾：G7 国家投资和政府借贷占 GDP 的比重与居民储蓄占 GDP 比重之差从 2019 年的 7.7% 上升至 2025 年的 12.7%。这一矛盾演化为发达经济体债务规模的扩张，当前美国、欧元区、英国和日本政府和金融企业整体的杠杆率相比疫情前要更高。过去一年中，AI 产业的发展与科技巨头的融资为发达经济体债务压力的上升提供了一种可能的解决路径：尽管 AI 相关科技企业的债务扩张，但可能换来未来更高的经济增长速度，表现为在今年 7 月以前，云厂商债务余额与表征 AI 产业终端收入的 Token 使用量之比持续下行。即期看是资本开支等投资活动驱动的经济上行，对应远期的前景是债务增长速度慢于 AI 产业回报率的提升。但当前，债务/TOKEN 总值的比值重新扩张，考虑到当下 AI 投资额度绝对量已经明显大于现有产值，AI 产业预期回报的减弱意味着 AI 这轮投资可能不但没有缓解低储蓄与高负债之间的矛盾，反而可能强化了矛盾。

图表6：2020 年以来，发达经济体居民储蓄率走低与投资及政府债务扩张的矛盾持续放大



来源：wind，IMF，国金证券研究所

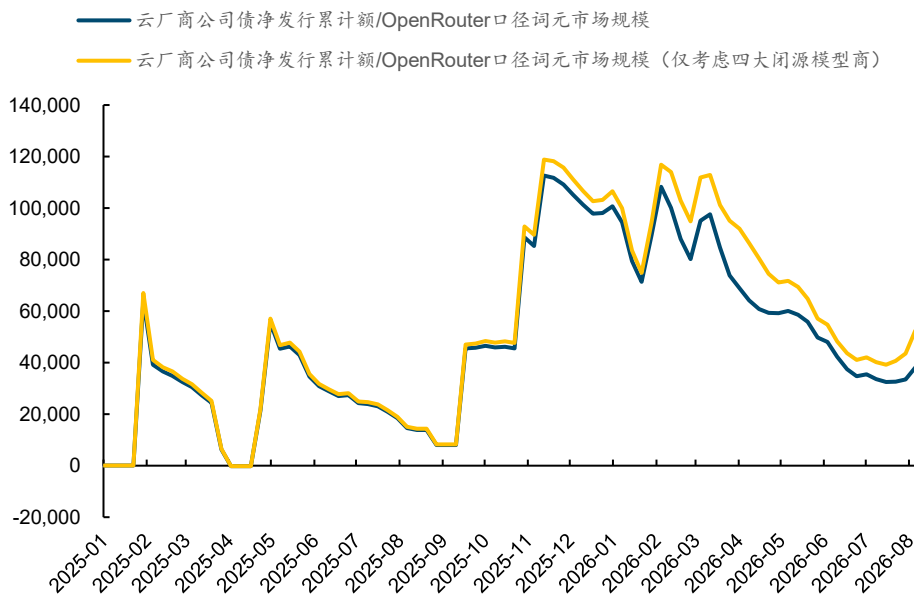
图表7：主要发达经济体政府及非金融企业部门的杠杆率高于疫情前水平



来源：wind，国金证券研究所



图表8: AI 产业链当中云厂商债务规模与 token 市场规模的比值重新扩张



来源: Bloomberg, OpenRouter, 国金证券研究所

利率: 定价之锚的转变

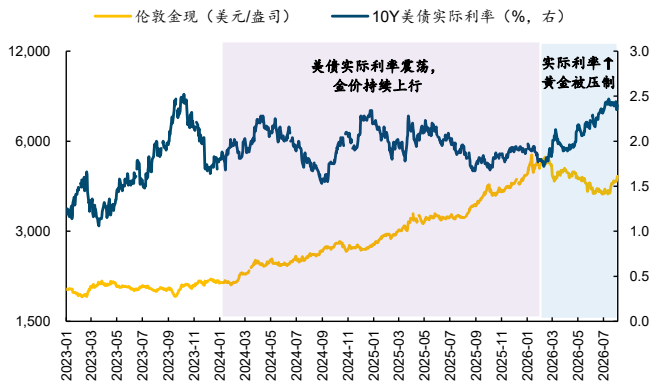
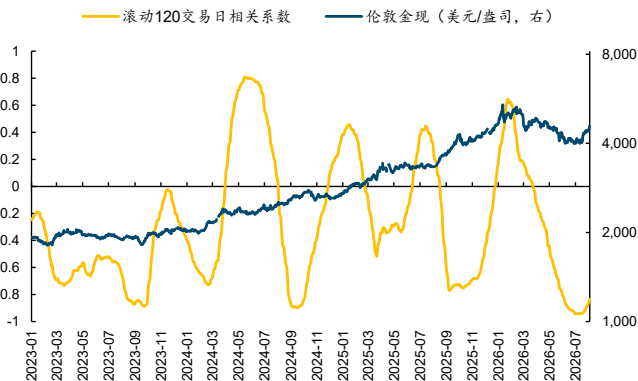
从海外 AI 产业发展对债务可持续性影响的角度出发,便可以更好的理解以黄金为代表的实物资产的价格为何在 2024-2025 年间脱钩于实际利率,而今年又被压制于实际利率。

从 2024 年开始,债务扩张的不可持续担忧一直在发酵,但同时美联储又处于降息周期中,两者的共同作用下 2024-2025 年间美债实际利率以 2% 为中枢震荡,实际利率稳定的代价是美联储的货币政策独立性遭受质疑。这让实物资产所具备的资产储备功能愈发受到投资者的重视,而不再是服从于实际利率定价的一种资产,自 2025 年三季度以来黄金在各国央行储备资产中的占比超越美债。

但是今年以来,由于 AI 重新塑造了投资回报率提升的可能,特别是 7 月以前 AI 产业收入增速快于债务增速的现实,使得海外发达经济体债务不可持续的担忧得到了缓解。这一方面把实物资产拉回了原有的实际利率机会成本框架,另一方面天量融资需求从流动性的角度拉高了实际利率。过去一年中,非美资金对美国企业债净流入最高的 4 个月全部对应云厂商大型发债的时期;本周美国财政部最新公布的数据显示,6 月海外向美股的资金净流入达到历史最高值。

图表9: 2024-2025 年间黄金与美债实际利率脱锚, 2026 年以来黄金与美债实际利率的负相关性回归

图表10: 2024-2025 年间美债实际利率震荡期金价持续上行, 但今年以来金价受实际利率压制

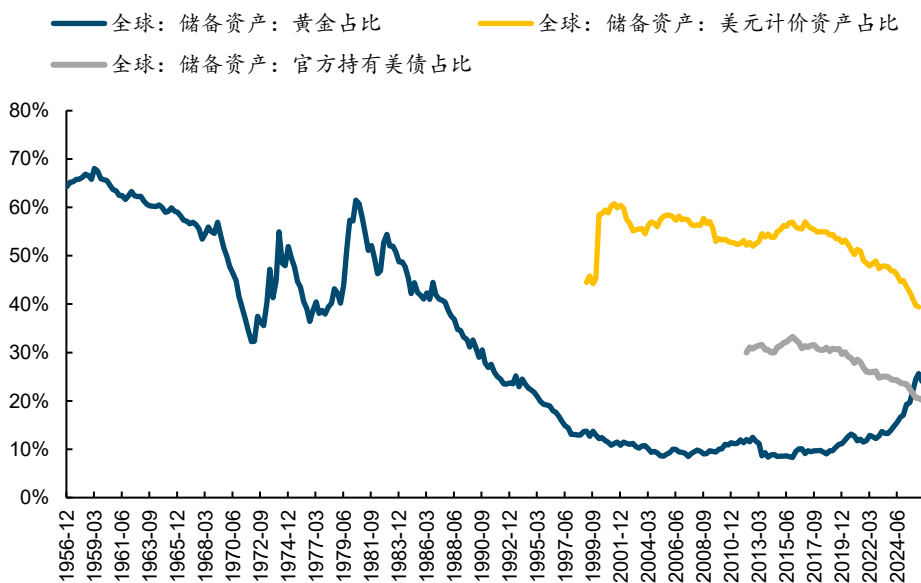


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

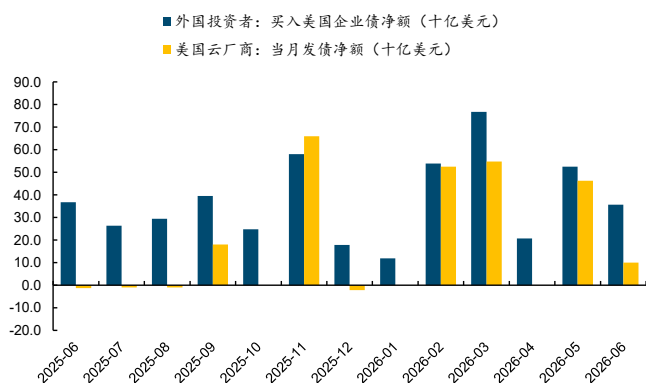


图表11：2025Q3 以来黄金在全球央行储备资产中的比重超越美债



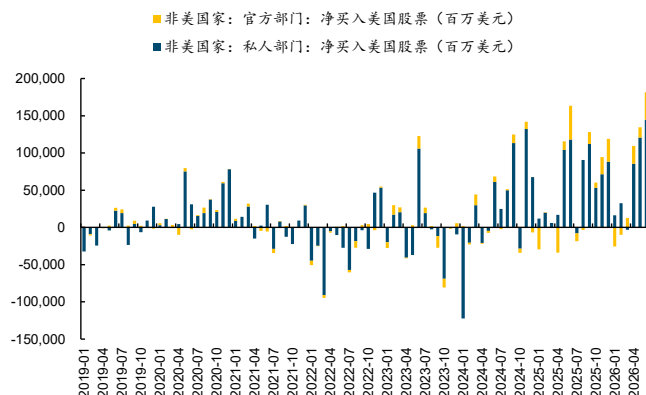
来源：IMF, wind, 国金证券研究所

图表12：过去一年中，非美资金对美国企业债净流入最高的4个月全部对应云厂商大规模发债的时期



来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表13：2026年6月流入美国股票市场的非美资金超1400亿美元，为历史最高值



来源：wind, 国金证券研究所

当前美国云厂商正在面临收入预期减弱引发债券利差上升的环境，同时又面临着大量的待履约义务。当前微软、谷歌、亚马逊和甲骨文四家云厂商合计待履约的合同规模达到2.3万亿美元，这虽然是云厂商未来的收入来源，但在成为收入之前云厂商也需要通过借贷进行资本开支去完成。在没有新技术突破带来收入再次呈现爆发式增长的情况下，美国科技企业的债务压力很可能会持续上升。考虑到当前AI对美国经济的重要性，未来可能有两条路径：

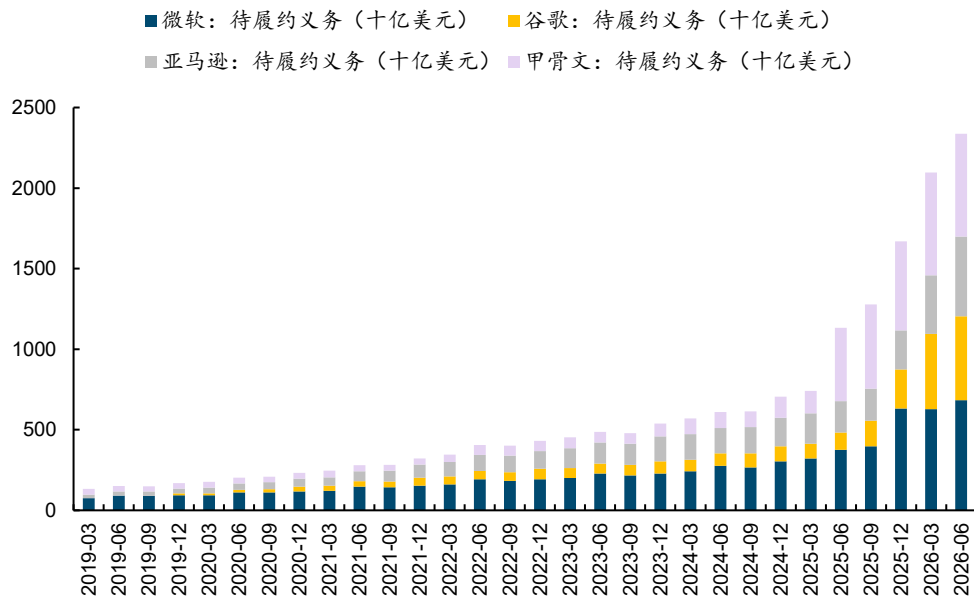
一是美联储有可能会配合科技企业降息，缓解债务压力，由此推动实际利率的下行，下周的杰克逊霍尔会议可能是这一路径的重要观测时点，那么宽松也是对AI投资回报率走弱的确认。在在确认AI回报走弱后，资金从更注重人工智能的领域向更注重人本身的领域的再平衡将会开启。对碳基更为重要的制造业修复有望开启，带来实物消耗强度的上升。此外，从过往经验来看，美元指数走弱后东南亚、南亚地区的外商投资普遍会有扩张，而单位GDP实物消耗强度偏高的国家主要集中在东南亚及南亚地区。

二是美联储不配合降息的情况下，科技企业偿债压力的增加持续扩大投资者对AI产业发展前景的担忧，压低对美国长期增长潜力的预期，在这一情境下海外出现系统性金融风险的可能性较高。AI的投资当下又回到了类似于美债的回报率不足以覆盖债务扩张的叙事中。

那么对于以黄金为代表的实物资产而言，未来演绎路径的第一步是实际利率上行对价格的压制减弱，第二步是资产储备功能再次受到投资者的重视，在资产配置组合中的占比系统性提升。

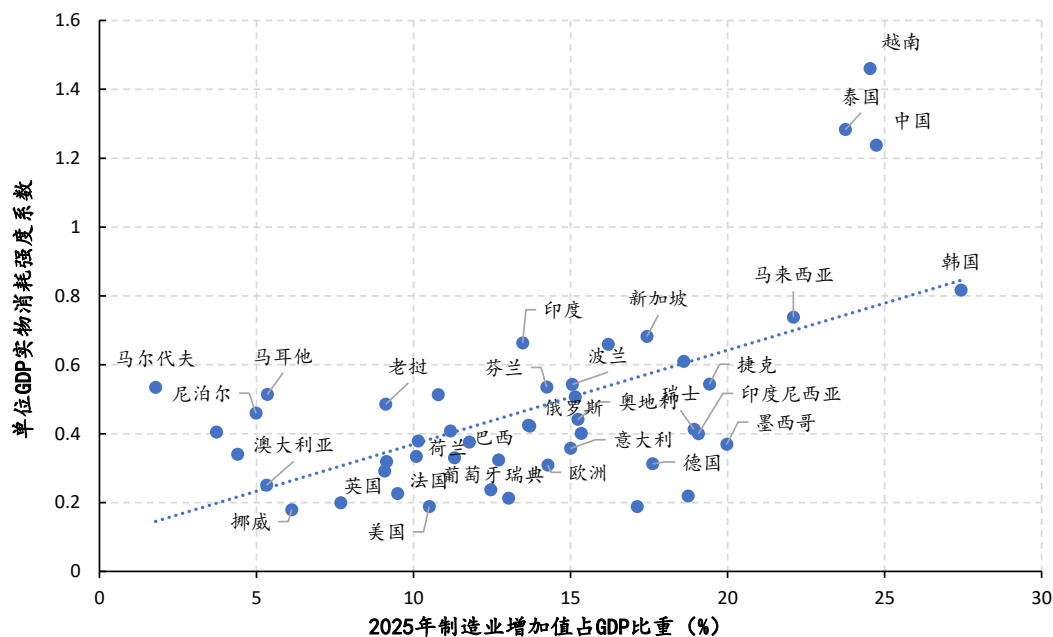


图表14：当前美国主要云厂商的待履约义务总规模约为 2.3 万亿美元



来源：Bloomberg，国金证券研究所

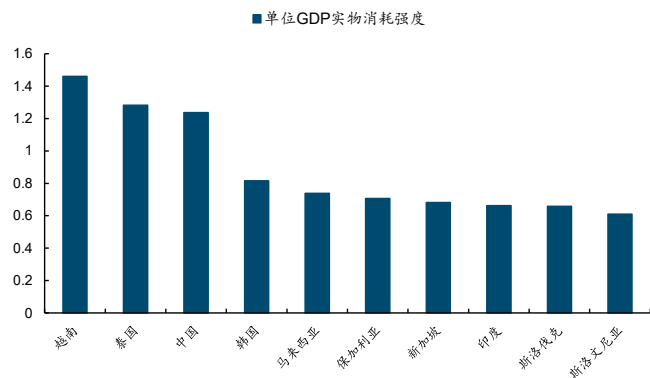
图表15：制造业增加值占 GDP 比重越高的国家，单位 GDP 实物消耗强度更高



来源：wind，世界银行，国金证券研究所

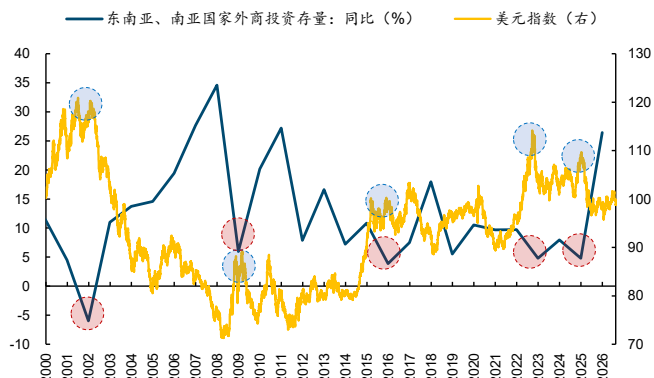


图表16：单位GDP实物消耗强度偏高的国家主要集中在东南亚、南亚地区



来源：wind，国金证券研究所

图表17：美元指数下行期，东南亚、南亚地区外商直接投资存量增速多有上行



来源：wind，国金证券研究所

海峡通航受限，本轮商品与3月可能会有实质不同

最近两周，伊朗与美国之间的矛盾并无缓和迹象。伊朗方面要求美国放松制裁、进行赔偿才可以解封霍尔木兹海峡；而美国方面则通过经济封锁对伊朗进行威胁，最近一周又派出华盛顿号航母前往中东接替林肯号，以维持军事存在。在双方互不相让的政治博弈下海峡“双封锁”可能会常态化。当前霍尔木兹海峡的日均通航量只有个位数。

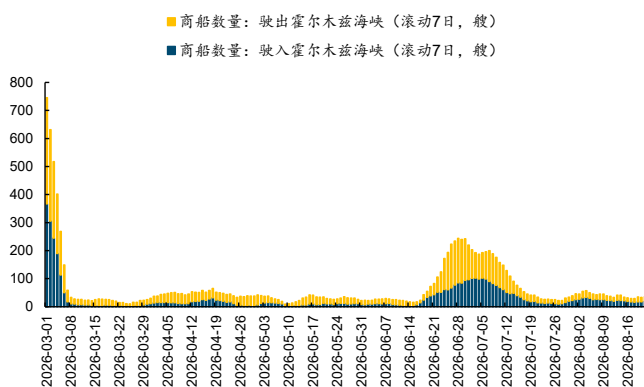
在此前的中东冲突过程中，国内外石油石化产品的库存都出现下降，紧缺程度相比于3月初中东冲突刚爆发更高。当前全球原油陆上库存与海上库存总量的下行幅度很快，且相较3月初的规模要下降1亿桶，与此同时海外成品油的裂解价差近期再度上行，欧洲与美国的柴油裂解价差创下本轮中东冲突以来的最大值。国内陆地原油库存自5月以来持续下降，累计下降幅度约为8000万桶，与此同时PTA、甲醇、乙二醇、聚丙烯等主要化工产品的库存量处于过去5年历史同期的最低水平。考虑到本轮资金回流美元的趋势已经放缓，大宗商品补库意愿将会更强。

而国内石油石化领域存在供给刚性，本周发布的《石化化工行业稳增长工作方案(2025—2026年)》明确石化化工行业增加值年均增长5%以上的同时，严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。近期国内主营炼厂与独立炼厂的产能利用率均有上行，在反内卷与低库存的共振之下，石油石化的估值修复有望持续。

图表18：美伊双方在霍尔木兹海峡的问题上互不相让

日期	近期美伊双方关于霍尔木兹海峡的表态
2026-08-10	伊朗方面声称全面重开霍尔木兹海峡与美国解除封锁、停止军事威胁、放松制裁及赔偿等条件挂钩。
2026-08-14	两艘阿联酋 ADNOC 油轮在穿越霍尔木兹海峡时遭无人机袭击受损。
2026-08-17	60 天停火协议届满，美国拒绝延长期限，伊朗称可能为打破美国海上封锁采取行动。
2026-08-18	阿曼斡旋未实现，美国称暂未计划与伊朗会谈，伊朗仍称海峡不会重开。
2026-08-19	美国军方试图在阿曼沿岸南部航道组织有限油轮通行
2026-08-20	“乔治·华盛顿”号航母抵达中东，接替长期部署、支援对伊作战的“林肯”号，显示美国维持地区军事存在。
2026-08-21	美国宣布将对伊朗实施前所未有程度的经济孤立与施压，意在迫使伊朗全面重开霍尔木兹海峡。

图表19：霍尔木兹海峡的通航情况仍未出现恢复的迹象



来源：美联社，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

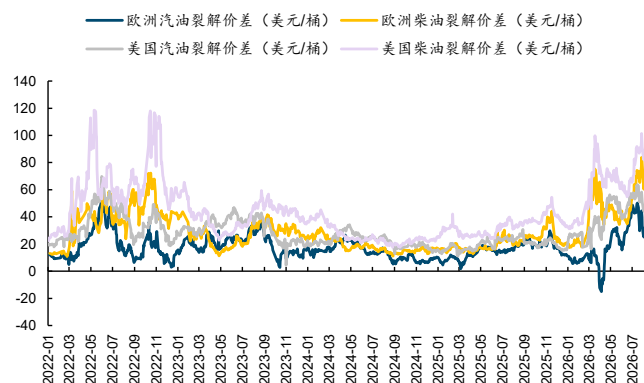


图表20：全球原油陆地及水上库存下行速度较快



来源：wind，国金证券研究所

图表21：海外汽油、柴油裂解价差再度上行



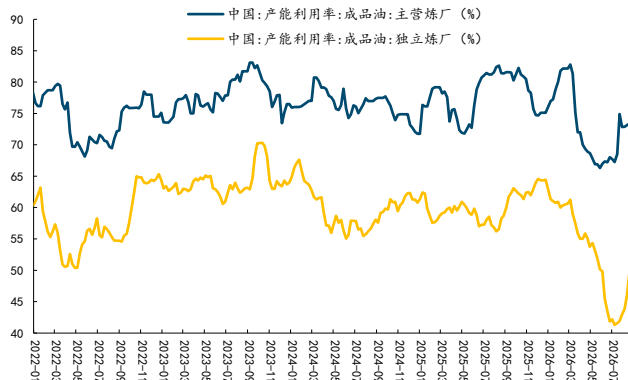
来源：wind，国金证券研究所

图表22：6月以来国内原油库存量持续下降



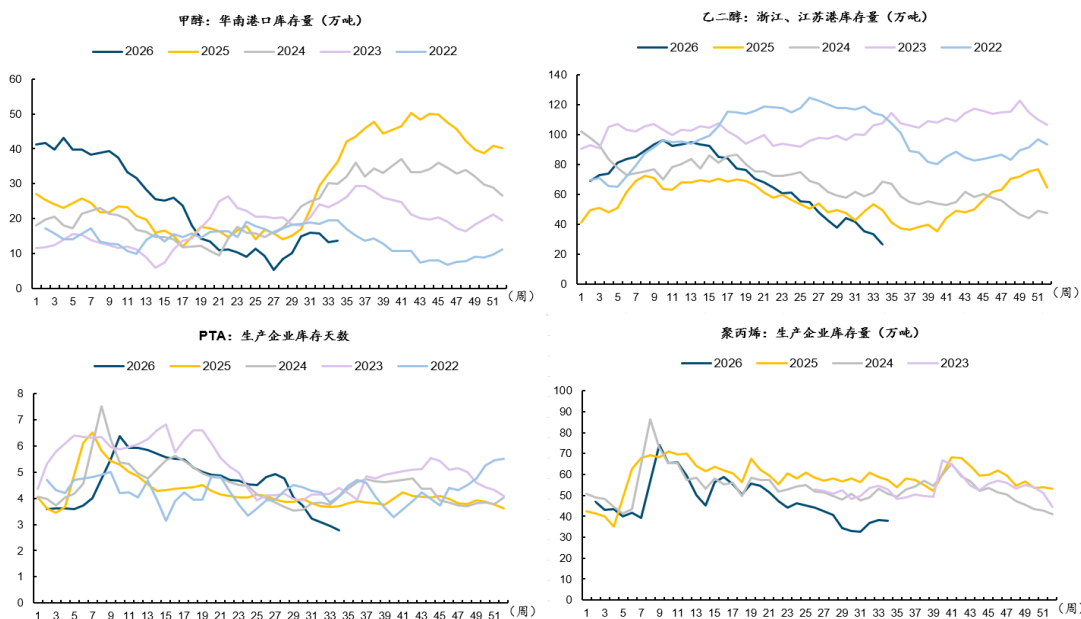
来源：wind，国金证券研究所

图表23：近期国内炼厂开工率开始上行



来源：wind，国金证券研究所

图表24：国内主要石化产品库存水平普遍处于过去5年内历史同期最低水平



来源：wind，国金证券研究所



市场的路径正在清晰

2026 年上半年 AI 终端大模型厂商的 Token 收入快速增长推动 AI 产业累计债务与当期收入比值的持续下降，一方面在产业层面上对云厂商大规模发债进行资本开支形成了支撑，另一方面在经济总量层面上缓和了海外市场对债务可持续性的担忧。然而，当前 AI 大模型厂商的资产回报预期已经出现减弱的迹象，AI 产业整体的债务收入比重新上升，云厂商与大模型厂商融资能力与资本开支扩张的能力正在受到约束。实际利率向下的拐点正在来临，而投资者对债务不可持续的担忧将会成为新的关注焦点，实物资产的资产储备功能将愈发受到重视。具体配置建议上，我们推荐：

- 第一，受益于实际利率下行、AI 回报预期走弱之下非美资本再平衡的**有色（黄金、铜、铝）、能源（煤炭、石油石化）**。
- 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：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

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。

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