下载日志已记录，仅供内部参考

投资策略研究

证券研究报告

A 股投资策略

2026 年 06 月 22 日

2026 年下半年 AI 主线投资策略的框架性展望

——保持韧性，谨慎前行

科创 50 指数与沪深 300 指数对比



证券分析师：赵路启
执业证书编号：S0370523060001
公司邮箱：zhaolq2@jyzq.cn
联系电话：0755-83025607

- 2026 年上半年，全球权益市场的主线进一步向人工智能 AI 暴露度集中。美股科技链、日韩台半导体链与 A 股 AI 硬件链表现相对占优。
- 当前 AI 板块估值扩张已经发生，但仍伴随模型能力迭代、推理成本下降、应用扩张和盈利增长等支撑因素。
- 本轮 AI 相关公司估值偏高除了基于规模定律 Scaling Law 以外，还包含一定程度的错失恐惧 FOMO 和战略博弈溢价。AI Capex 军备竞赛仍是下半年的核心产业驱动力。
- A 股相关板块同时具备全球 AI 产业链配套、国产替代和产业技术加速迭代的三重估值支撑。
- 多重因素支撑本轮全球 AI 高估值行情，但风险在积累，需要密切关注相关风险因素迹象。
- 建议采取杠铃策略，在保守端配置短债或货币市场基金，在进攻端围绕 AI 基础设施和自主可控方向布局，优先关注半导体设备、国产芯片、存储、PCB、光通信模块、液冷和先进封装，以及头部大模型。
- 风险提示：AI 资本开支回报低于预期；模型能力迭代不及预期；AI 应用付费转化低于预期；国产算力生态进展低于预期；美债实际利率上行及加息压制高估值资产；市场交易拥挤导致波动放大；对 AI 大模型使用的管制升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、上半年 AI 板块市场情况 2
二、关于 AI 估值过高的忧虑 8
三、支撑本轮 AI 高估值行情的其他相关原因 12
四、如果是泡沫，则终归是要破裂的 16
五、当前 A 股 AI 板块的投资策略框架 20
六、风险提示 22

图表目录

图 1：2026 年初至今全球主要指数涨跌幅（截至 2026 年 6 月 18 日） 2
表 1：美股市值前十公司（截至 2026 年 6 月 18 日） 3
图 2：五大 AI 云厂商资本开支金额（2021A-2026E） 4
图 3：2026 年初至今 A 股 AI 链与非 AI 链涨跌幅（截至 2026 年 6 月 18 日、申万二级行业） 5
图 4：A 股 AI 链与非 AI 链 PE（截至 2026 年 6 月 18 日、申万二级行业） 6
图 5：中国 AI 出口链出口金额当月同比走势（%） 7
图 6：历史技术泡沫对比：Capex 增速 9
图 7：历史技术泡沫对比：PE 10
图 8：历史技术泡沫对比：盈利增速 10
图 9：AI 产业链 PE-盈利增速散点（26E 口径） 11
图 10：AI 产业链 PE-盈利增速与 PEG 分布（25A 口径） 12
图 11：前沿语言模型智能水平随时间演进 13
表 2：全球主要国家 AI 广泛采用率同比提升 14
表 3：1770 年至今的五次技术革命 16
图 12：五大 AI 云厂商资本开支/经营现金流 18
图 13：企业 AI 投资计划延续扩张 19

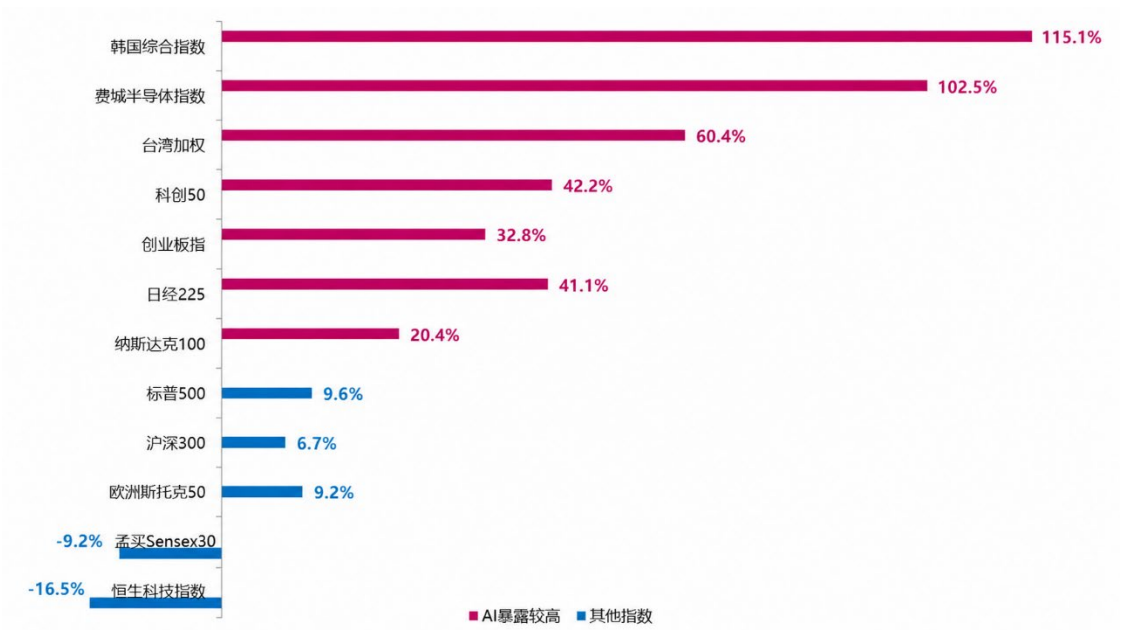
下载日志已记录，仅供内部参考

一、上半年 AI 板块市场情况

1、2026 年上半年，全球权益市场的主线是 AI 产业暴露度的再定价

截至 6 月 18 日，韩国 KOSPI 年初以来上涨 115.1%，费城半导体指数上涨 102.5%，中国台湾加权指数上涨 60.4%，科创 50 指数、日经 225 和创业板指数分别上涨 42.2%、41.1%和 32.8%，明显领先纳斯达克 100 的 20.4%、标普 500 的 9.6%和沪深 300 的 6.7%。这说明 2026 年以来全球资金主要是在围绕 AI 硬件、半导体制造、先进封装和算力基础设施等“AI 含量高”的领域寻找利润弹性。

图 1：2026 年初至今全球主要指数涨跌幅（截至 2026 年 6 月 18 日）



数据来源：Choice、金元证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：美股市值前十公司（截至 2026 年 6 月 18 日）

排名	公司	市值	业务锚点	PE-TTM
1	英伟达 NVIDIA	$5.10T	AI 加速计算/数据中心	31.9
2	Alphabet/Google	$4.48T	搜索广告/云/Gemini	28.0
3	苹果 Apple	$4.38T	终端硬件/软件生态	35.7
4	微软 Microsoft	$2.82T	Azure/Copilot/企业 AI	22.5
5	亚马逊 Amazon	$2.63T	AWS/AI 基础设施/零售	28.9
6	SpaceX	$2.43T	商业航天/卫星通信/AI 基础设施外延	--
7	博通 Broadcom	$1.96T	定制 ASIC/网络芯片	66.8
8	特斯拉 Tesla	$1.50T	FSD/Robotaxi/机器人	389.5
9	Meta Platforms	$1.47T	社交广告/AI 基础设施	20.8
10	美光 Micron	$1.28T	HBM/DRAM/数据中心存储	53.0

数据来源：iFinD、金元证券研究所整理

截至 2026 年 6 月 18 日，美股市值前十公司继续高度集中于科技与 AI 相关资产，市值排序本身反映了全球资金对 AI 产业链不同环节的重新定价。英伟达以约 5.10 万亿美元市值位居第一，直接对应 AI 加速计算和数据中心算力缺口；Alphabet、微软、亚马逊和 Meta 分别依托搜索广告、Azure、AWS 和社交广告生态承接 AI 基础设施投入与商业化落地；博通、美光分别受益于定制 ASIC、网络芯片、HBM/DRAM 和数据中心存储景气；苹果、特斯拉和 SpaceX 则更多代表端侧 AI、自动驾驶/机器人、商业航天和卫星通信等远期场景。

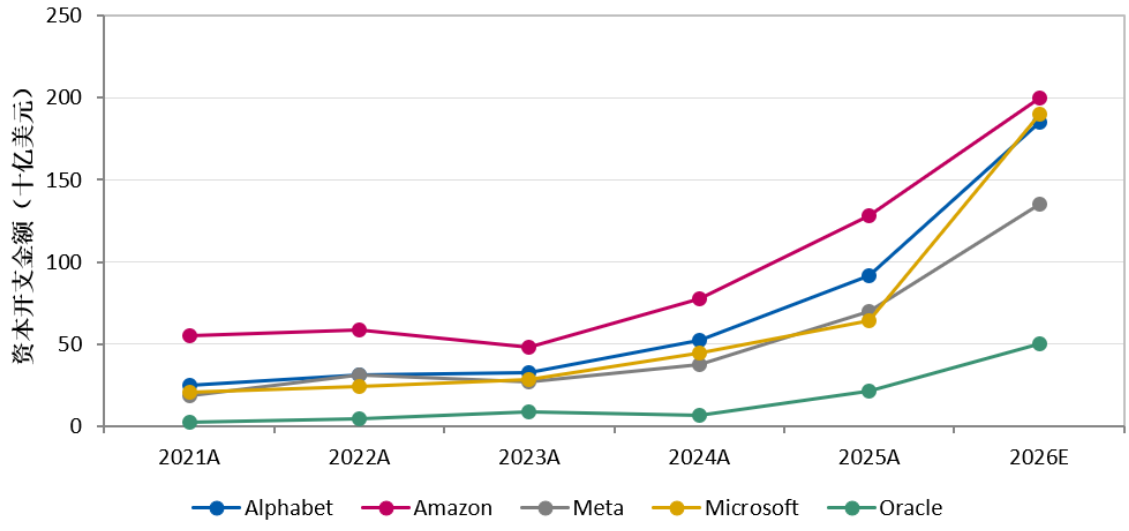
从基本面看，当前美股龙头并非单一的“AI 概念”交易，而是围绕算力芯片、云平台、存储网络、终端入口和新型基础设施展开的系统性重估。平台型公司凭借现金流、客户入口和云生态承接 AI 商业化；英伟达、博通、美光等硬件龙头则直接受益于算力、网络和存储环节的供需缺口及盈利上修；特斯拉、苹果和 SpaceX 更多代表物理 AI、端侧 AI 和下一代基础设施的远期选择权。整体而言，美股龙头处在“盈利兑现、高增长预期和市值集中度提升”共同驱动的阶段，估值已不便宜，但只要 AI Capex、云收入、模型迭代和应用商业化仍能相互验证，龙头溢价仍具备基本面支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

值得注意的是美国领先 AI 企业的高额且快速增长的资本支出 Capex，目前，美国五大 AI 云厂商资本开支合计从 2021 年的 1214 亿美元上升至 2025 年的 3752 亿美元，2026 预计进一步升至 7600 亿美元，约为 2021 年的 6.3 倍，也接近 2025 年的 2 倍。这个斜率意味着 AI 已经从“模型竞赛”扩展为“算力、网络、电力、土地和数据中心”的系统性资本竞赛。

分公司看，2026 年预计的资本开支中，亚马逊约 2000 亿美元，微软约 1900 亿美元，Alphabet 约 1850 亿美元，Meta 约 1350 亿美元，Oracle 约 500 亿美元。大型云厂商的共同选择说明，缺席 AI 基础设施的机会成本可能高于短期过度投资成本。也就是说，对云厂商和模型公司而言，算力不足不仅意味着短期收入损失，更可能意味着模型迭代、开发者生态和企业客户入口的长期落后。当 AI 能力存在非线性跃迁预期时，企业更倾向于提前锁定 GPU、数据中心、电力和网络资源，即使短期回报率尚未完全验证，也不愿在下一轮模型能力竞争中失去位置。

图 2：五大 AI 云厂商资本开支金额（2021A-2026E）



数据来源：公司年报、金元证券研究所整理

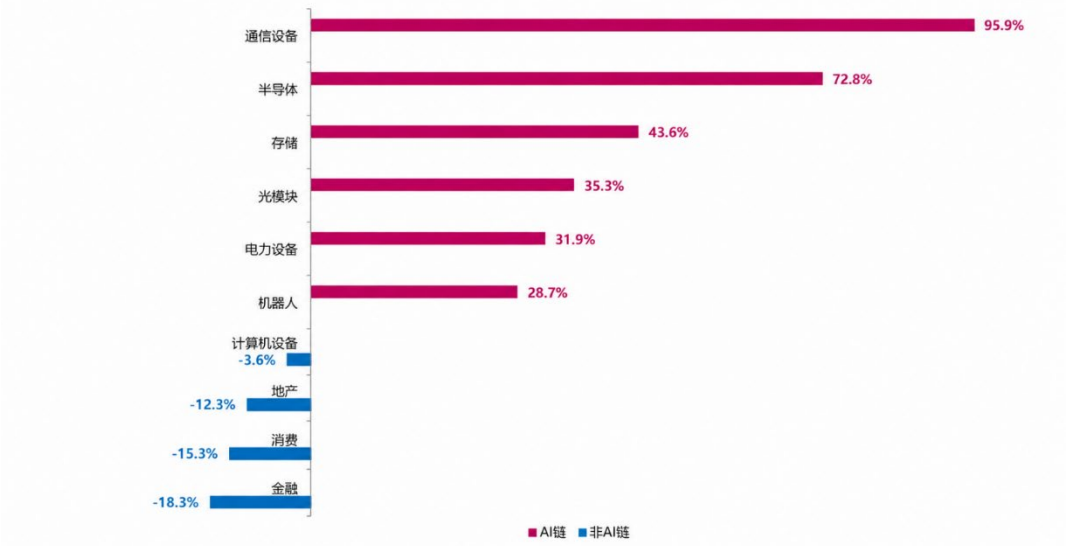
下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年美国五大云厂商 Capex 增速中位数约 74.1%，2026 年预计中位数约 102.3%；2025 年 Oracle 增速最高约 209.0%，2026 年预计 Microsoft 增速最高约 194.3%。。

2、A 股内部同样呈现 K 型结构，AI 相关方向整体表现明显占优

截至 2026 年 6 月 18 日，通信设备、半导体年初以来分别上涨 95.9%和 72.8%，存储、光模块分别上涨 43.6%和 35.2%，电力设备和机器人分别上涨 31.9%和 28.7%；相比之下，地产、消费、金融分别下跌 12.3%、15.3%和 18.3%。结构上看，资金仍在围绕算力基础设施、国产替代、出口链景气和技术迭代速度寻找确定性，但涨幅越向上游和硬件瓶颈环节集中，后续对业绩兑现的要求也越高。

图 3：2026 年初至今 A 股 AI 链与非 AI 链涨跌幅（截至 2026 年 6 月 18 日、申万二级行业）



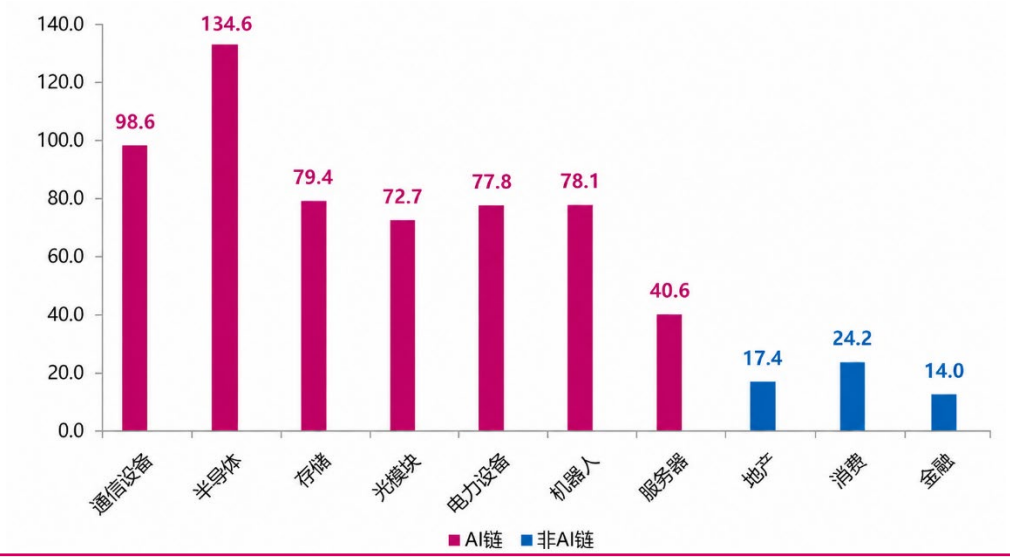
数据来源：iFinD、金元证券研究所整理

A 股估值层面，AI 链 PE 已显著高于传统板块。截至 2026 年 6 月 18 日，通信设备、半导体 PE 分别约 98.6 倍和 134.6 倍，存储、光模块分别约 79.4 倍和 72.7 倍，电力设备、机

下载日志已记录，仅供内部参考

器人和计算机设备分别约 77.8 倍、78.1 倍和 40.6 倍；相比之下，消费、地产、金融分别约 24.1 倍、17.4 倍和 14.0 倍。高估值本身并不必然意味着泡沫，但意味着市场已经对 AI 链盈利上修、国产替代和出口景气给出较高定价，后续需要更密切跟踪订单、价格和利润率兑现。

图 4：A 股 AI 链与非 AI 链 PE（截至 2026 年 6 月 18 日、申万二级行业）



数据来源：iFinD、金元证券研究所整理

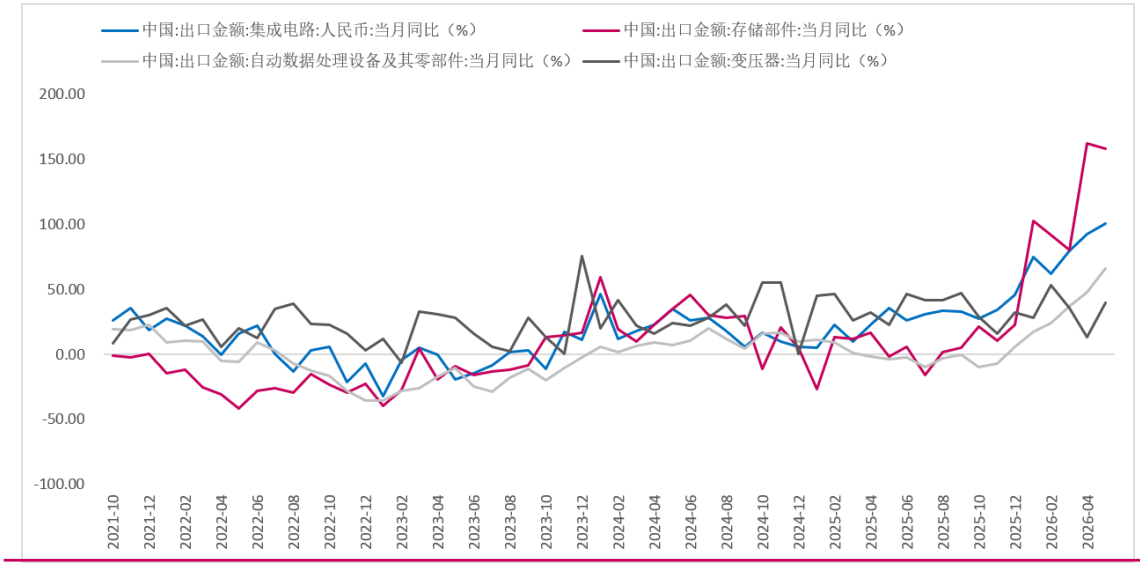
3、AI 产业链高估值拥有全球 AI 产业链配套、国产替代和技术进步三重坚实支撑

1）全球 AI 产业链配套主要体现在国内 AI 出口链上反映全球云厂商资本开支、算力基础设施建设和供应链再分工，是 A 股 AI 硬件行情的重要基础。

截至 2026 年 5 月，AI 出口链继续维持高景气。存储部件出口金额同比增长 157.9%，集成电路同比增长 100.7%，自动数据处理设备及其零部件同比增长 66.1%，变压器同比增长 39.4%。从结构看，本轮并非单一品类拉动，而是存储、芯片、服务器相关设备和电力设备同步改善，说明海外 AI 基础设施扩张正在通过硬件贸易数据映射到中国供应链。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：中国 AI 出口链出口金额当月同比走势（%）



数据来源：Wind、海关总署、金元证券研究所整理

分品类看，存储部件同比仍处于高位，是 AI 外需最强的边际信号，背后对应 HBM、SSD、服务器存储与数据中心扩容需求；集成电路同比升至 100.7%，说明芯片与算力硬件出口链仍处于景气扩张阶段；自动数据处理设备及零部件同比升至 66.1%，意味着服务器、整机及零部件订单正从上游芯片链向设备链扩散；变压器同比升至 39.4%，显示 AI 数据中心配套电力设备需求仍具韧性。总体看，AI 外需仍处在“硬件品类高增、链条扩散增强”的阶段。

2）AI 软件和硬件的国产替代和技术迭代动力来源是中美之间的 AI 技术竞赛和美国政府政策当前在半导体技术领域对中国的全面封锁趋势。

AI 技术对于生产率提升和国家安全稳固具有革命性的意义，正越来越成为中美两国之间高科技技术的竞争焦点。功能强大的 AI 技术，被 Anthropic CEO 阿莫迪喻为“数据中心里拥有 5000 万天才的国家”，指的是未来 AI 系统可以实现千万级的 AI 智能体功能，每个智能体都能达到人类顶尖专业博士及以上的知识储备和工作组织能力，通过指挥相

下载日志已记录，仅供内部参考

关的电脑和智能机器人系统,实现人类社会在各个领域的科研、生产和管理上全面超越。率先实现这一愿景的国家将在科技、经济和军事等领域的全球竞争中处于压倒性优势，类似于 1945 年美国曼哈顿计划的完成。从这个角度看，把 AI 领域的竞争说成一场在“宁愿投错，也不能错过”的错失恐惧（FOMO）中全速进行的军备竞赛并不为过。

在近年来美国头部企业 AI Capex 巨额投入的同时，美国特朗普政府对美国的人工智能（AI）国家战略进行了重大重塑。其核心诉求是“确立美国在 AI 领域的霸权（Make America First in AI）”，政策基调从拜登政府时期的“注重安全与强监管”大幅转向“全面放松管制、刺激底层创新与强化国家安全”。近日美国商务部对 Anthropic 公司最新的 AI 模型 Fable5 及 Mythos 实施管制并禁止非美国国籍用户访问，就是 AI 模型武器化的典型表现。

正是在这样的背景下，我们可以判断，在可预见的未来几年中,全球各国在 AI 领域的硬件和软件投资将持续加速，中美两国之间的激烈竞争态势还看不到尽头。

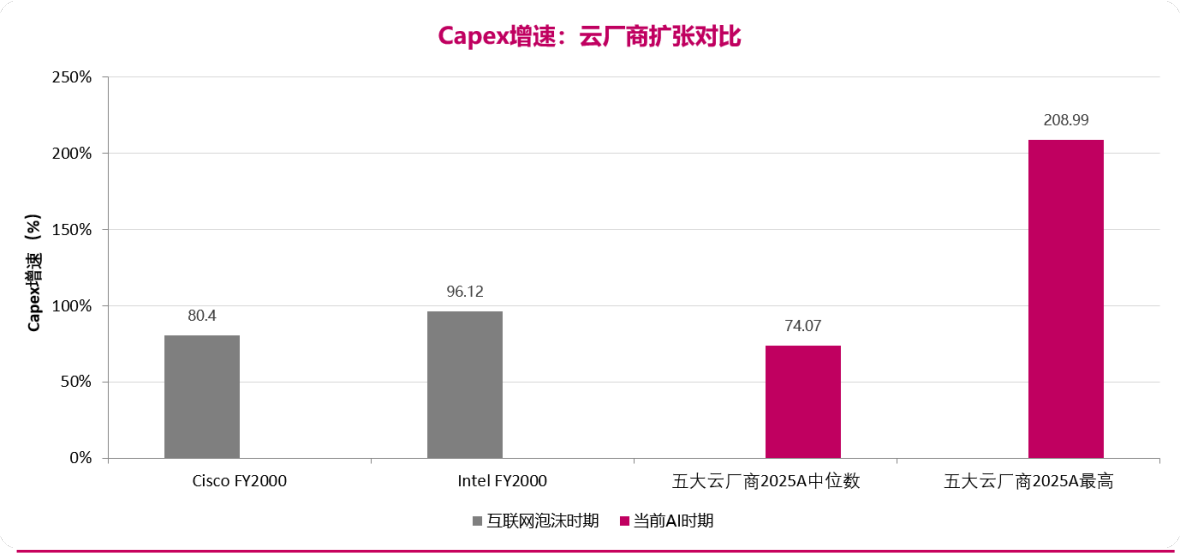
二、关于 AI 估值过高的忧虑

现在的问题是，当前的市场对于 AI 相关产业的估值是否已经形成了泡沫，如同 2000 年的互联网泡沫？对此，我们就相关指标做了对比分析。

1、美股主要相关企业的 Capex 增速对比

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：历史技术泡沫对比：Capex 增速



数据来源：公司财报、Wind、金元证券研究所整理

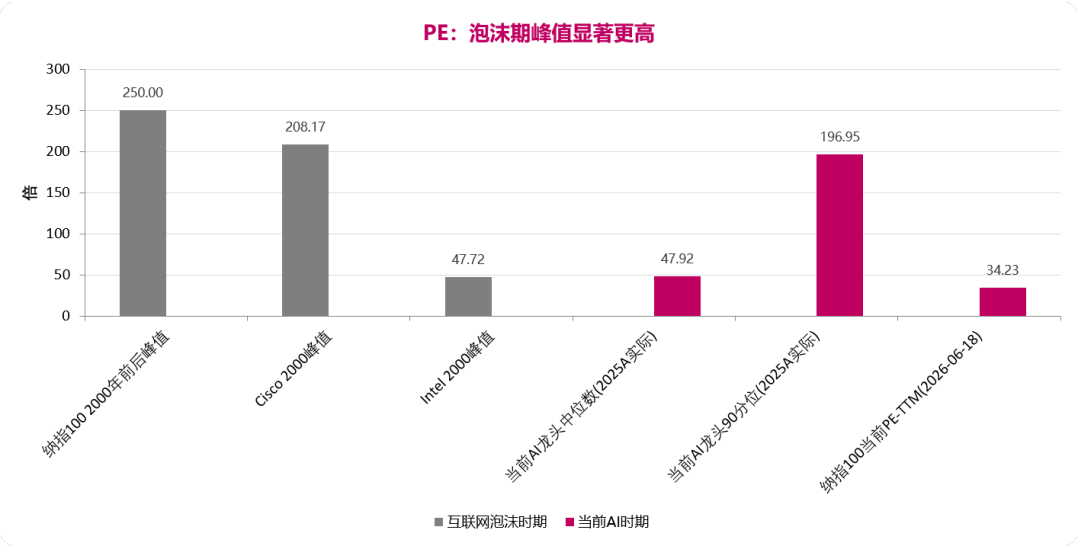
互联网泡沫时期，Cisco 和 Intel 资本开支增速分别约 80.4%和 96.1%；当前五大 AI 云厂商 2025A Capex 增速中位数约 74.1%，最高值约 209.0%，资本开支扩张斜率已接近甚至超过互联网泡沫时期部分硬件龙头。不同之处在于，当前 Capex 主要由 Amazon、Microsoft、Alphabet、Meta、Oracle 等现金流和云业务基础较强的厂商主导，并与云收入、RPO 和 AI 需求验证绑定。后续风险不在“有没有 Capex”，而在 Capex/OCF、算力利用率和收入转化能否支撑这轮投资。

2、美股主要企业的估值对比

从历史估值对比看，互联网泡沫时期的指数估值峰值显著更高。Nasdaq 官方资料显示，2000 年前后纳斯达克 100 指数 PE 峰值一度接近 250 倍；同期 Cisco 峰值 PE 约 208.2 倍，Intel 约 47.7 倍。当前 AI 链估值已经不低，2025A 实际口径 AI 龙头 PE 中位数约 47.9 倍、90 分位约 197.0 倍，局部高估值样本已接近历史泡沫尾部区间；但从指数层面看，截至 2026 年 6 月 18 日，纳斯达克 100 PE-TTM 约 34.2 倍，仍明显低于互联网泡沫高点。换言之，当前更像是“龙头与细分赛道局部高估值”，而不是宽基科技指数全面泡沫化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：历史技术泡沫对比：PE

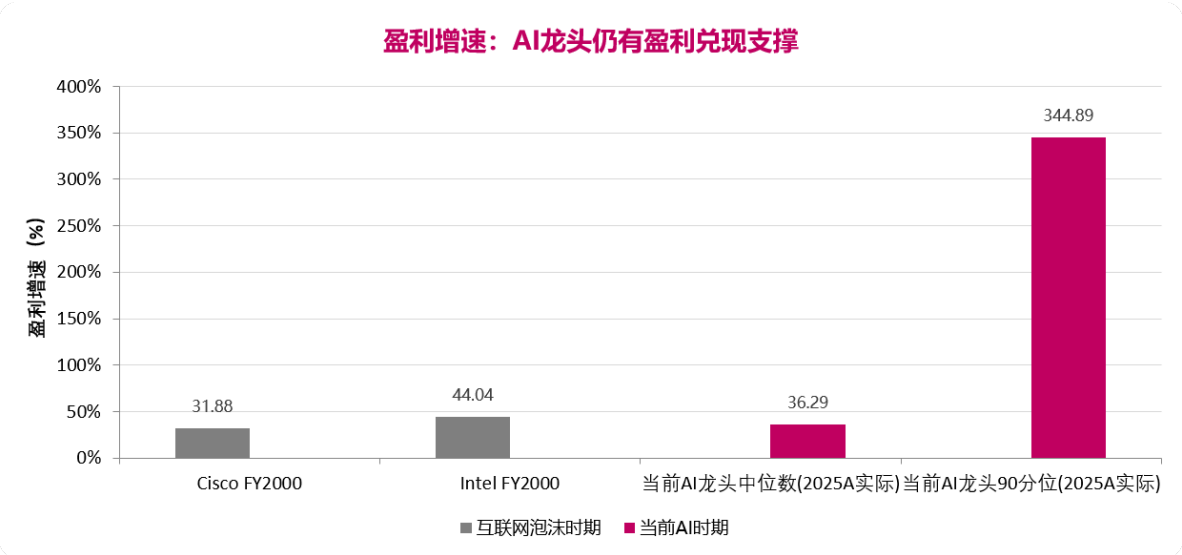


数据来源：公司财报、Wind、金元证券研究所整理

3、盈利增速对比

盈利增速是判断泡沫与否的关键指标。Cisco、Intel 在互联网泡沫高点附近的盈利增速分别约 31.9%和 44.0%；当前 AI 龙头 2025A 实际盈利增速中位数约 36.3%，90 分位约 344.9%。这说明本轮 AI 龙头并非只有估值扩张，盈利端仍有兑现支撑，但结构分化很大：中位数与互联网泡沫时期硬件龙头大体可比，少数高弹性样本则贡献了极高盈利增速。

图 8：历史技术泡沫对比：盈利增速



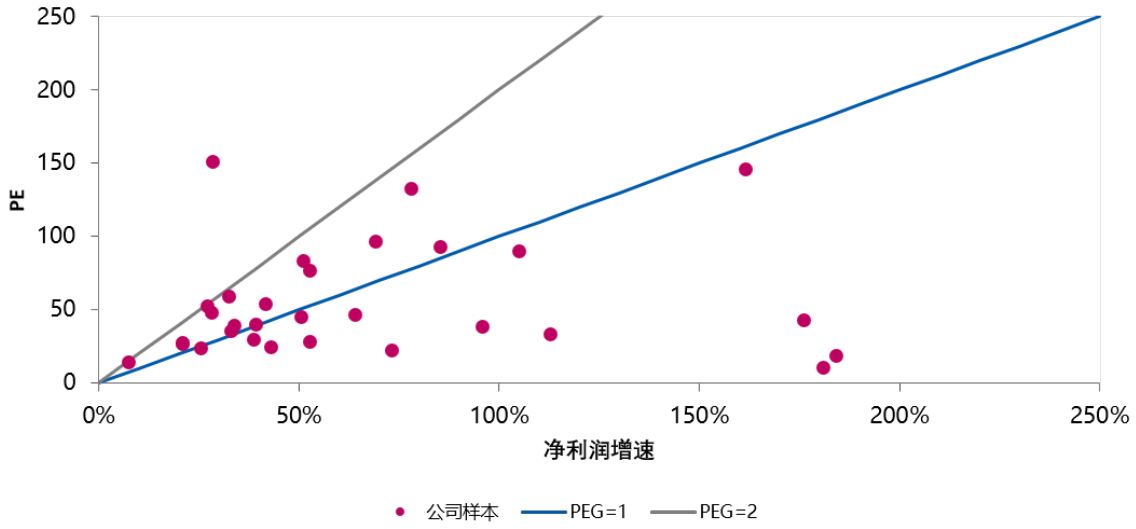
下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：公司财报、Wind、金元证券研究所整理

4、PEG 指标

盈利增速和估值的关系可以从 PEG 视角来看，AI 产业链样本多数仍分布在 PEG=1 附近，可比样本 PEG 中位数约为 1.07，PEG≤1 的公司为 16 家、接近一半，说明市场给予 AI 资产的估值溢价，仍有相当部分来自 2026E 盈利高增的支撑，而非单纯依赖主题叙事。结构上，存储、光模块、服务器、PCB 以及部分海外 AI 龙头更接近“高增长覆盖高估值”的区域，背后对应海外云厂商 Capex 扩张、AI 服务器出货、存储价格上行和国内算力建设共振；相反，PEG=2 以上的样本已经进入“估值先行、盈利追赶”的区域，对盈利预测上修高度敏感。

图 9：AI 产业链 PE-盈利增速散点（26E 口径）



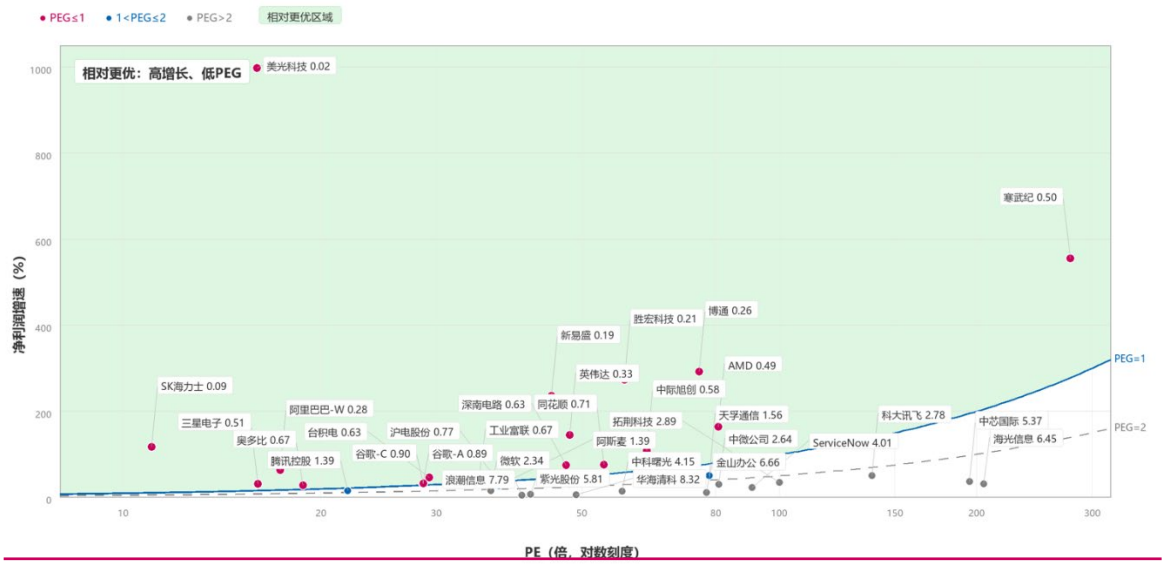
数据来源：Wind、iFinD、金元证券研究所整理

图 10 进一步说明，当前 AI 产业链更接近“盈利高增驱动下的结构性重估”，而不是全面泡沫化。横轴为 PE、纵轴为净利润增速，两条曲线分别对应 PEG=1 和 PEG=2：落在 PEG=1 上方、尤其是左上区域的公司，意味着盈利增速足以覆盖估值，是“高增长、低 PEG”的相对优势区；落在 PEG=2

下载日志已记录，仅供内部参考

附近或下方的公司，则说明估值对盈利兑现的依赖更高，若盈利预测不能继续上修，估值压力会更快暴露。图中可以看到，存储、光模块、AI 服务器、PCB 以及部分海外 AI 龙头仍处在盈利增速较高、PEG 较低的区域，说明 AI 链的估值扩张仍有订单和利润支撑；但也有少数公司位于右下方或 PEG=2 附近，呈现“高估值、低盈利增速”的局部泡沫特征。

图 10：AI 产业链 PE-盈利增速与 PEG 分布（25A 口径）



数据来源：Wind、iFinD、金元证券研究所整理

从以上比较来看，本轮 AI 行情整体仍处在由盈利兑现和远期预期共同支撑的高估值验证期。

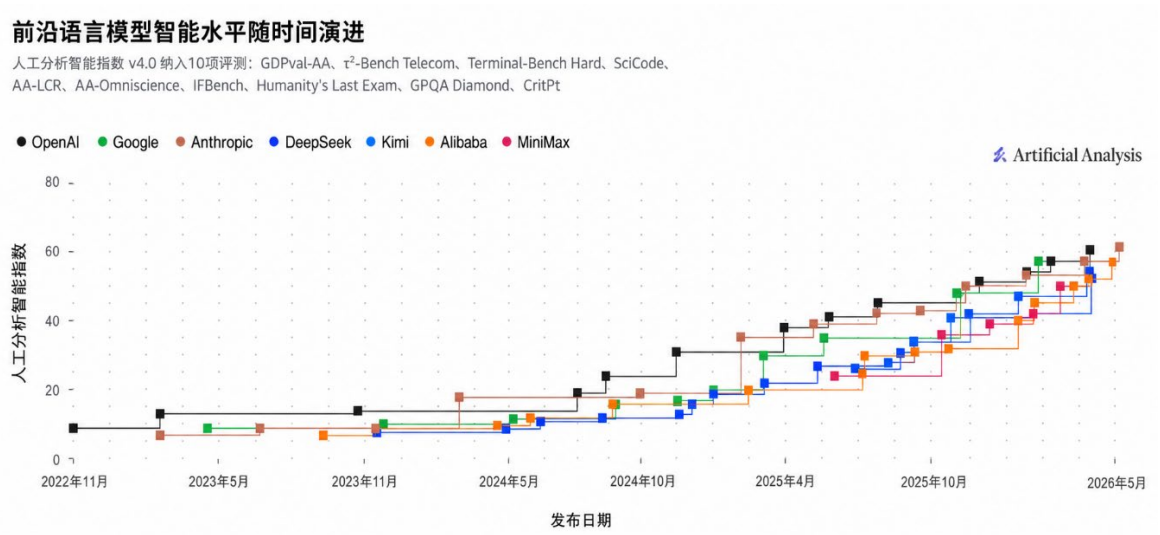
三、支撑本轮 AI 高估值行情的其他相关原因

1、本轮 AI 技术发展还在持续跃升

AI 技术成果主要表现在 AI 模型的性能上。2017 年谷歌研究团队发布的论文 Attention is all you need 以及 2020 年 OpenAI 团队推出的 GPT（Generative Pretraining Transformer）模型，是本轮 AI 大模型实现性能飞跃式发展的起点。GPT 模型快速迭代进化，2021 年 Deepmind 的 AlphaFold 模型破解人类蛋白质结构，

下载日志已记录，仅供内部参考

其创始人 Hassabis 后来因此获得诺贝尔化学奖。2022 年 ChatGPT 横空出世，以其优异的与人类进行自然语言对话能力让 AI 模型进入普通大众和投资者视野图 11：前沿语言模型智能水平随时间演进



资料来源：ArtificialAnalysis、金元证券研究所整理

图 11 展示的是前沿语言模型智能水平随时间的台阶式上行。2022 年以来，OpenAI、Google、Anthropic、DeepSeek、Kimi、Alibaba、MiniMax 等模型能力持续抬升。

未来的 AI 技术发展的上限可能非常高。根据马斯克、哈萨比斯、阿莫迪和奥特曼等 AI 巨头的预测，未来几年内可能实现 AGI，从而可能实现人类技术奇点突破。也就是说，现在的 AI 板块估值可能还远未达到顶峰。

2、AI 大模型性能的指数级快速提升的技术基础规模定律 Scaling Law 仍然有效

该定律指随着模型参数和算力的提升，模型的智能性能必然提升，目前这一定律还没有看到衰减的迹象。这一定律形成了全球 AI Capex 投资热潮的原始动力。而随着 AI Capex 扩张，AI 模型性能提高，使得 AI 军备竞赛更加激烈，相关各方就必须进行更大规模的 AI Capex 扩张。这个双螺

下载日志已记录，仅供内部参考

纹正向闭环的飞轮效应导致在可预见的未来时间里，全球 AI Capex 将持续扩张并促进 AI 大模型性能的持续提升。

3、由于 token 成本的快速降低，全球 AI 应用需求仍在快速增长

根据国家数据局的数据，截至 2026 年 3 月，我国日均 Token 调用量已超过 140 万亿，较 2024 年初 1000 亿增长 1000 多倍，较 2025 年底 100 万亿增长 40%多。

摩根大通则预测，中国 AI 推理 Token 消耗将从 2025 年的约 10 千万亿增长到 2030 年的 3900 千万亿，五年再涨 370 倍。

TE 的调查表明，2026 年企业采用 AI 率普遍较上年提升，除了中国和日本在较高基数上增长平缓外，美国、德国企业均增长较快。

表 2：全球主要国家 AI 广泛采用率同比提升

国家/地区	2026	2025	变化
中国	29%	28%	+1pct
德国	37%	15%	+22pct
印度	37%	25%	+12pct
日本	33%	31%	+2pct
美国	41%	15%	+26pct

资料来源：TE Connectivity《2026 Industrial Technology Index - Global Executive Summary》、金元证券研究所整理

4、要重点强调的是，AI 技术发展和相关投资在中美两个大国之间形成了哪一方都输不起也停不下来的军备竞赛态势

当技术发展使得 AI 正从“好用的工具”全面演变为整个文明的“数字底层操作系统”时，竞争本质上是大国之间一场关于全面控制权的非对称博弈，其意义跨越了经济上征收 Token 税的“顶层财富收割权”、政治上定义事实和塑造认知方向的意识形态 “防御之盾”、国家安全上的“曼哈顿计划”和科技上推进奇点到来的“加速器”四个维度。可以

下载日志已记录，仅供内部参考

说，AI 竞赛输赢关乎中国民族复兴伟业和美国 MAGA。

为此，中美两国面临着最典型、也最残酷的囚徒困境。双方合作共享基础技术，共同制定 AI 安全（Alignment）标准，共同享受 AI 带来的全要素生产率提升——这本应是对全人类最优的帕累托最优。单方面搞技术封锁、军备竞赛，试图利用 AI 优势在军事、情报和经济上形成对另一方的降维打击，从而导致双方效率下降，让中国得不到最好的芯片，而美国失去中国市场。博弈的纳什均衡则由于缺乏绝对互信，双方的占优策略（Dominant Strategy）只能是“不合作”——即不计成本地把钱砸进 AI 基础设施中，尽量减少产业链上的对外依赖度。

在这场博弈中，“国家安全焦虑”充当了最强的催化剂，AI 享受了明显的“国家战略溢价”。这正是为什么即便在很多人高呼泡沫的今天，核心硬件和算力基建依然能维持极高估值的底层政治经济学逻辑。

同时，中国“AI+”的长期战略定力带来相关基础设施投入的长期可预期性，反过来又刺激了美国的长期巨额投入的确定性。这种“安全困境驱动的投资正反馈”彻底改变了传统意义上的资产定价模型，把一个原本可能因为短期商业 ROI（投资回报率）不足而破裂的科技泡沫，锻造成了一个看似不会破的“硬泡沫”。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、如果是泡沫，则终归是要破裂的

1、从更宏观的历史角度来分析 AI 估值近高的问题

根据佩雷兹的技术革命理论，1770 年至今的五次技术革命，每次均经历“泡沫形成→破裂→制度重构→黄金时代”的完整周期：

表 3：1770 年至今的五次技术革命

技术革命	泡沫高峰期	泡沫破裂事件	关键特征
工业革命（1770s）	1790s：运河投机与早期工业基础设施投资热	1793—1797 年信用收缩与运河投机降温	以纺织机械和运河网络为核心。运河被视为当时的贸易基础设施，金融资本在安装期大量涌入，推动基础设施建设，也形成阶段性资产泡沫；泡沫出清后，已建成的基础设施继续支撑英国工业化扩散。
蒸汽与铁路（1840s）	1845—1846 年：英国铁路狂热	1847 年商业危机、1848—1850 年转折期	铁路作为蒸汽时代的核心基础设施，吸引大量私人资本和投机资金。1846 年英国通过 263 项铁路法案，拟建线路约 9500 英里，其中约三分之一最终未建成；但 1844—1846 年获批项目也带来了大量实际铁路里程，泡沫破裂后仍支撑维多利亚时期经济扩张。
钢铁、电力与重工程（1890s）	1880s—1890s：伦敦资本驱动的全球基础设施投资热	1890—1895 年：Baring 危机及相关衰退	廉价钢铁、电力、化工、远洋航运、跨大陆铁路和海底电报推动第一次全球化。金融资本大量流向阿根廷、澳大利亚、美国等全球市场基础设施，形成跨国资本过度扩张；泡沫出清后，钢铁、电力和重工程进入更广泛的生产资本部署阶段。
汽车、石油与大规模生产（1920s）	1920s：汽车、住房、广播、航空和电气化驱动的繁荣	1929 年股市崩盘及大萧条	福特 Model T 开启汽车、石油、石化和大规模生产时代。20 世纪 20 年代，美国股市在消费扩张、分期信贷、汽车普及和新产业想象下快速上涨；道琼斯工业指数由 1921 年 8 月约 63 点升至 1929 年 9 月约 381 点，随后泡沫破裂并引发大萧条。长期看，大规模生产体系在二战后进入更广泛的部署期。
信息与通信（1970s）	1999—2000 年：互联网与 TMT 泡沫	2000—2002 年互联网泡沫破裂	1971 年微处理器开启信息与通信技术革命，1990 年代互联网商业化引发资本市场狂热。纳斯达克综合指数在 2000 年 3 月见顶后至 2002 年 10 月低点跌幅约 78%；但泡沫出清后，互联网、云计算、电商、搜索、移动互联网和软件平台继续扩散，并孕育出 Google、Amazon 等长期价值创造者。

数据来源：Carlota Perez《Technological Revolutions and Financial Capital》及公开资料、金元证券研究所整理

同时，泡沫规模与技术颠覆性正相关：技术对旧范式的冲击越强，如互联网技术，金融资本脱离生产资本的程度越

下载日志已记录，仅供内部参考

高，泡沫越显著。

按这个框架，AI 终归是会形成泡沫并破裂的，而且会破裂得更加惨烈。

2、AI 链条链条上潜在短板的存在可能是泡沫破裂的导火索

斯坦福大学经济学家查德·琼斯(Chad Jones)提出 Weak Link（弱链）理论，解释了虽然历经包括汽车生产、电气化广泛应用、电脑及通讯等技术革命，近百年来美国生产率增长长期稳定在年均约 2%的现象。其原因并非技术革命无效，而是因为社会生产率提升受制于经济系统中的结构性瓶颈——经济作为一个由相互依赖任务组成的网络，其整体增长速度取决于最薄弱环节的改进速度，而非技术最先进的部分，即经济系统的“木桶效应”。同样，即使 AI 能将部分任务效率提升 10 倍，若其他环节如监管审批、供应链协调、数据完善程度和劳动力再培训等无法同步改进，整体生产率增速仍被“弱链”拖累。

我们认为该理论同样解释了历次技术革命都会带来巨大的股票市场泡沫并最终破裂的原因：市场按照整体线性预期技术革命对 TFP 的提升作用及相应的市场需求，但实际上技术革命效益的实现受制于技术、经济和社会系统中的各种短板，结果总是远逊于预期。

3、可能导致未来 AI 泡沫破裂的具体短板

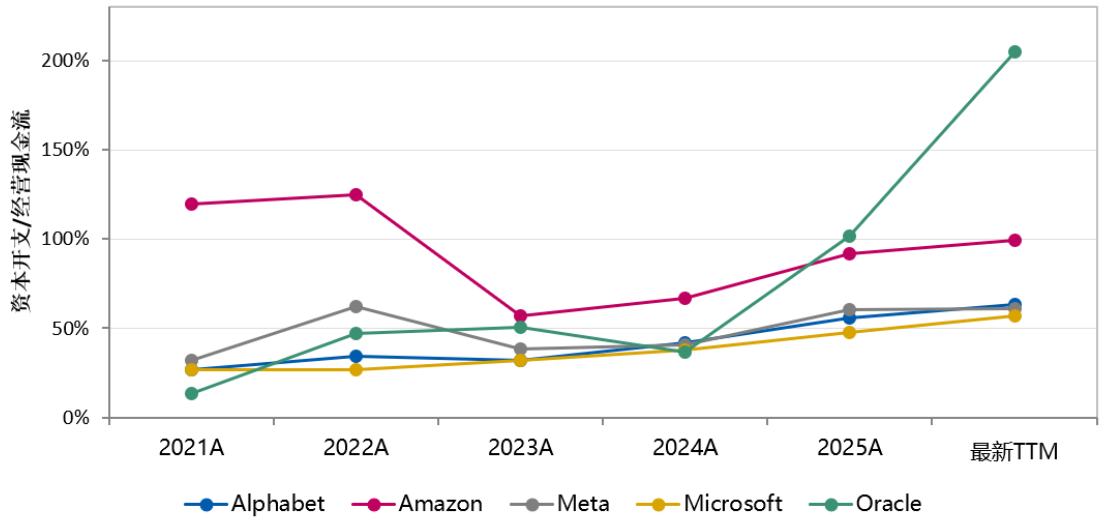
1）Capex 是否健康？

判断军备竞赛是否健康，需要同时观察三组变量：第一，Capex/经营现金流是否持续恶化；第二，云收入、RPO 和 AI 收入 run-rate 是否同步加速；第三，芯片、网络、电力和数据中心利用率能否证明新增资本形成有效产能。2025 年 Amazon 和 Oracle 的 Capex/OCF 分别约 92.0%和 101.9%，最

下载日志已记录，仅供内部参考

新 TTM 口径 Oracle 更升至约 205.2%，显示部分公司已经进入现金流压力敏感区。若后续云收入和 RPO 仍能消化资本开支，当前投入更像是高景气扩产；若收入和订单能见度放缓而 Capex 继续上修，则应警惕折旧压力和利用率回落对估值的反噬。

图 12：五大 AI 云厂商资本开支/经营现金流



数据来源：公司年报、Wind、金元证券研究所整理

2）Scaling Law 是否会失效？

从技术逻辑看，Scaling Law 仍是本轮硬件需求和模型性能竞赛的重要底层驱动，前沿模型厂商在竞争驱动下通过更大规模算力投入来换取性能领先。这是 AI Capex 难以快速降温的重要原因。

但 Scaling Law 并不是没有约束的线性外推。随着模型规模扩大，能源供应、芯片产能受限、数据稀缺和延迟墙等因素可能会导致边际效应递减，使得边际性能提升、训练成本、推理成本和能源消耗之间的权衡会更加重要。因此，后续需要同时观察两条线索：一是前沿模型性能是否仍能随算力投入持续提升；二是算法效率、模型蒸馏、推理优化和国产算力生态能否在成本约束下改善单位智能成本。

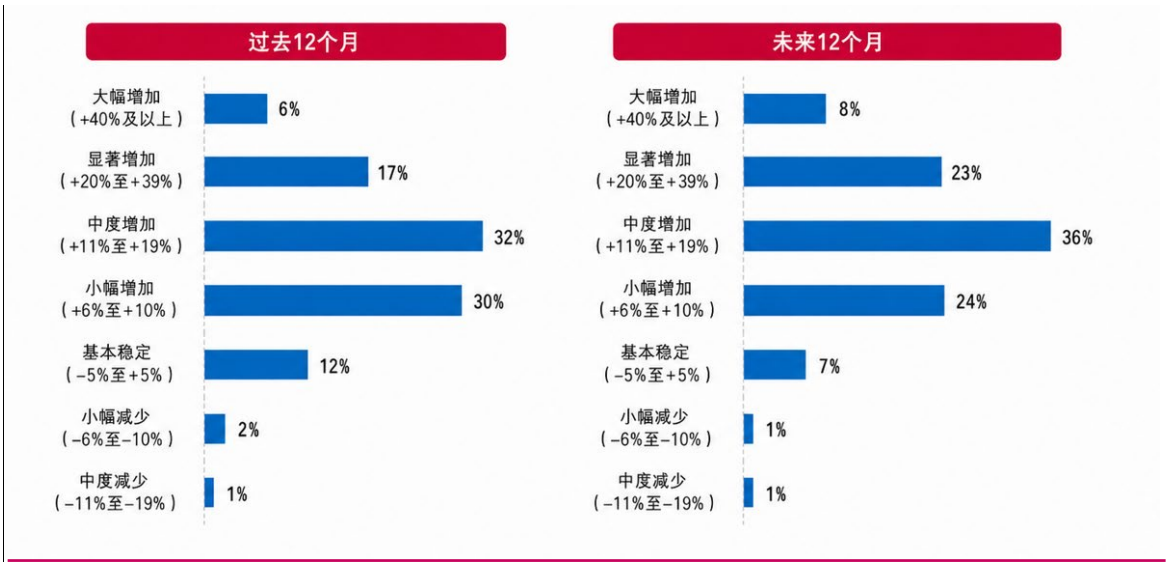
下载日志已记录，仅供内部参考

根据 Epoch AI 的预测，该定律将很有可能持续有效到 2030 年，训练算力达到 2e29 FLOP，是目前的一万倍左右，使得模型性能也将同步提升。

3）应用端推广增速是否会下降？

根据德勤的调查,90%以上的企业准备增加AI相关投入，即使企业的投入产出短期效益并不特别明显。

图 13：企业 AI 投资计划延续扩张



数据来源：Deloitte《AI ROI: The paradox of rising investment and elusive returns》、金元证券研究所整理

总的来说，企业与国家层面一样，也存在着错失恐惧 FOMO，在 AI 领域的投入动力仍然明显。

4）社会安全问题导致政府管制突然收紧

这个指的是因为 AI 模型发展到了实现通用人工智能 AGI 的境界，其自主或被控制可能威胁人类文明生存，各国政府因此达成共识，对全球 AI 发展进行紧急管制和限制的极端情况。

根据 SpaceX CEO 马斯克和 DeepMind CEO 哈萨比斯的预测，2030 年之前实现 AGI 的可能性很大，由此造成人类文明毁灭风险的概率明显大于零，甚至可能高达 20%左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

在这种情况下,各国政府理论上是有可能联合起来禁止相关研发行为的。

目前根据 Anthropic 的通告，其大模型的编程能力已经强大到接近递归自我改进 recursive self-improvement 的程度,但尚未有证据表明其能自主控制计算机或者智能机器人等物理 AI 硬件的能力，因此距离 AGI 还有相当距离。

5） AI 估值继续上涨而市场流动性紧张预期突然抬头

地缘冲突导致油价长期高位或者Capex居高不下引发的经济过热，均可能提高美联储加息预期。估值不断攀升、市场热情高涨之时，投资者加大杠杆比例的情况比较普遍，加息预期将对杠杆交易和宏观经济预期造成巨大压力,可能导致 AI 行情的突然终止，并形成泡沫破裂的局面。

股市投资本质上是一个零和博弈，当大量获利盘因为看不到更好的机会而决定落袋为安时,宏大叙事总是敌不过踩踏恐惧。而当这些短板中的一个或多个从“可管理约束”转为“系统性证伪信号”，AI 行情就可能从产业验证切换为泡沫出清。为此投资者应当心存警惕，有必要始终密切观察所有以上情况出现的迹象。

五、当前 A 股 AI 板块的投资策略框架

面对 AI 的极端行情，杠铃策略（Barbell Strategy）可能是合适的。彻底放弃那些“不好不坏、看似安全”的中间地带，把资产配置推向两个极端：一头是绝对的防御与极致的流动性，另一头是全仓押注 AI 链条上最坚固、最无法被绕过的“AI 硬通货”。

1、极端防御端（占资产 40% - 60%）

这一端的目标是提供可靠的现金流，在 AI 发生“中场

下载日志已记录，仅供内部参考

休息”或流动性危机时，确保有逢低买入的选择权。主要构成是短期国债与货币市场基金。

2、极端进攻端（占资产 60% - 40%）

集中投在“即便泡沫阶段性破裂，也绝不会倒下”的 AI 垄断巨头和超级生态上。主要有物理瓶颈的绝对垄断者：主要涉及半导体设备、国产芯片、存储、PCB、光通信模块、液冷和先进封装，以及头部大模型等环节。

3、必须拉黑的“中庸陷阱”

在杠铃策略中，中间那一截细杆必须是“空的”。这意味着剔除以下资产：

伪 AI 概念股——本身没有核心大模型技术，也没有垄断性数据，只是在产品里加了个 AI 功能，并宣称“拥抱 AI”的传统软件或互联网公司；

高防御、低增长的存量科技股——既没有吃到 AI 的真实红利，又在不断失去市场关注度的公司。在 AI 虹吸市场流动性的环境下，这类股票会因为“失血”而阴跌不止。

在具体的执行上，需要把市场由于极致拥挤可能出现的阶段性暴雷，当成买入期权：当新的超级大盘上市，或者头部企业的季度盈收不及乐观预期时，科技股大盘大概率会产生较大幅度的“技术性踩踏”或流动性短缺。

杠铃策略的精髓在于“控制风险，保留收益空间”。左端确保即使系统性崩盘，组合尚有能力抄底；右端则确保如果 AI 突破真的来临，该组合不会在这场可能是人类历史上最大的财富盛宴中踏空。

下载日志已记录，仅供内部参考

六、风险提示

AI 资本开支回报低于预期；

模型能力迭代不及预期；

AI 应用付费转化低于预期；

国产算力生态进展低于预期；

美债实际利率上行及加息压制高估值资产；

市场交易拥挤导致波动放大；

对 AI 大模型使用的管制升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

金元证券股票投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 15%以上；

增持：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 5%～15%；

中性：预期未来 6 个月内股价收益率相对沪深 300 指数涨跌幅的差异在-5%～+5%之间；

减持：预期未来 6 个月内股价收益率弱于沪深 300 指数的涨跌幅 5%以上。

金元证券行业投资评级标准：

强于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内超越沪深 300 指数表现；

中性：预期行业相关指数在未来 6 个月内基本与沪深 300 指数表现持平；

弱于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内明显弱于沪深 300 指数表现。

金元证券机构销售负责人：詹宝强

电子邮件：zhanbq@jyzq.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。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，金元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。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。