

战略看多港股互联网

证券研究报告

2026 年 08 月 06 日

资产的信号（20260805）

● 核心结论

我们 5 月上旬判断美元指数易上难下，港股可能遭遇“最后一跌”。当前我们认为美元指数或易下难上，港股或已具备战略做多的基础。我们认为 AI 叙事重心正从北美迁移到中国，从硬件迁移到应用，战略看多港股互联网。

1、全球 AI 叙事重心切换到中国，战略看多港股互联网

我们在今年 5.11《港股会有“最后一跌”吗？》中提示：5-6 月美元指数不具备明显回落的条件，港股可能会有“最后一跌”。当前我们判断：美元指数易下难上，港股已具备战略做多的基础。同时，当前全球 AI 的叙事也正在从北美链切换到国产链，从算力端切换到应用端，港股互联网的上行空间有望打开：(1) 中国 AI 链的景气开始追赶北美链；(2) 全球 AI 叙事重心从硬件切换到应用；(3) AI 硬件资金抱团松动，更容易流向低估值港股。

2、美元指数易下难上，港股上涨的空间有望打开

港股的外资占比接近 6 成，因此港股对海外流动性很敏感，历史上港股走势和美元指数高度负相关：(1) 美元指数上行时，资金会从全球回流美国，港股大概率会调整；(2) 美元指数下行时，资金会从美国流向全球，港股有望受益。美元指数构成中接近 60% 是欧元，因此美国经济相对欧洲走弱 or 美国货币政策相对欧洲更加宽松，都会增加美元指数的下行风险，并有望打开港股的上行空间

(1) 美国 AI 投资持续遭受质疑，美国经济增长预期可能回落，会拖累美元指数；(2) 6 月欧央行加息落地，而美联储连续维持利率不变，美联储相对更加宽松的货币政策也会拖累美元指数；(3) 上周末特朗普再次 TACO，全球避险情绪回落也会拖累美元指数；(4) 美元的非商业头寸仍是多头，仅此指标支撑美元指数。

同时，7 月美联储议息会议上，沃什“名鹰实鸽”的态度，正在削弱其“缩表重塑美元信用”的预期，导致市场开始担忧“去美元化”进程可能重启，这也会拖累美元指数。

3、AI 景气锚地迁移：从北美链到国产链

得益于 AI 的先发优势，美国更早形成 AI “资本-算力-模型-应用”的产业闭环。本轮全球科技股行情的景气锚地主要由美国的 AI 资本开支定义。当前国产高性价比模型，不仅正在挤压美国高价模型，也能够弥补国产算力性能不足的短板。这导致美国的 AI 资本开支持续性进一步遭受质疑，而中国 AI 产业有望进入加速发展阶段，故我们认为全球科技股的景气锚地有望从美国转移到国内。

4、AI 叙事重心迁移：从算力硬件到 AI 应用

港股互联网从 25Q4 开始调整，主要遭遇了双重利空：(1) 外卖大战“内卷”。

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

分析师

曹柳龙 S0800525010001
13817664054
caoliulong@research.xbmail.com.cn
毛君杰 S0800524100007
13641817824
maojunjie@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁
19921876895
miaoyining@research.xbmail.com.cn

但截止今年一季度利空或已消化完毕；(2) AI 高投资但回报高度不确定。我们认为港股互联网 5 月以来的下跌很大程度上可能是受到 AI 硬件涨价的挤压，但 6 月下旬开始反转，AI 硬件投资最终需要通过应用平台链接到消费者，AI 硬件与应用的叙事开始收敛：掌握流量入口的港股互联网平台值得重点关注。此外，港股互联网还具有消费属性，有望受益于下半年国内潜在的消费复苏。

5、抱团资金开始松动：港股互联网成为全球价值洼地

7 月全球（包括 A 股）的 AI 硬件抱团行情出现明显松动。我们在今年 7.27《一鲸落，万物生？》中指出，AI 流动性“黑洞”虹吸的各类资金，有望至少阶段性释放到其他方向。我们判断：港股互联网，无论是从估值水位、指数位置还是从资金吸引力等角度来看，或是全球价值洼地，有望承接从 AI 硬件中流出的资金。

6、大类资产展望

国内股市：指数底部或已确认，结构上继续关注 AI+涨价“牛市杠铃”：PPI 链的有色/化工/医药；CPI 链的地产/白酒等；AI 链的国产算力/港股互联网。

国内债市：市场资金面预期偏宽，但如果利率下行过快可能引发流动性调控，现阶段可关注经济数据变化适当做降息交易，而在利率回升后再做配置。

海外股市：全球流动性紧缩预期有望缓和，美股指数风险可控，但 AI 硬件股可能延续高震荡。

海外债市：美联储加息预期缓和难以对冲长期通胀风险和美债信用风险带来的长债利率上行压力，10 年期美债利率下行空间有限。

大宗商品：特朗普 TACO 有望带动地缘局势缓和，油价或将回落，黄金短期受益于美联储加息预期降温，中长期可能受益于“去美元化”进程重启。

外汇：美元指数易下难上，国内出口的景气有望支撑人民币有望保持稳步升值态势。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化等。

索引

内容目录

引言	5
一、 战略看多港股互联网	5
1.1 全球 AI 叙事重心切换到中国，战略看多港股互联网	5
1.2 美元指数易下难上，港股上涨的空间有望打开	6
1.3 AI 景气锚地迁移：从北美链到国产链	8
1.4 AI 叙事重心迁移：从算力硬件到 AI 应用	9
1.5 抱团资金开始松动：港股互联网成为全球价值洼地	12
二、 全球基本面观察	14
2.1 国内基本面：6 月经济边际企稳，7 月 PMI 体现压力	14
2.2 国内政策：逆周期调节力度有望加码	16
2.3 海外基本面：6 月就业与通胀均有所放缓	17
2.4 海外政策：美联储议息会议“名鹰实鸽”	18
三、 月度大类资产回顾与展望	20
3.1 国内股市：A 股总体震荡调整，风格明显切换	20
3.2 国内债市：流动性偏宽预期推动利率下行	20
3.3 海外股市：日韩股市大幅调整，美股宽幅震荡	21
3.4 海外债市：长债利率普遍上升	21
3.5 商品：油价上涨，有色金属多数上涨	22
3.6 外汇：美元走弱，人民币小幅升值	23
四、 风险提示	23

图表目录

图 1：四重因素反转，战略看多港股互联网	5
图 2：历史上港股走势和美元指数高度负相关	6
图 3：5 月美元指数不具备大幅回落的条件，但现在四大因素中有三条边际改善	7
图 4：近期美国股债汇三杀频率和幅度都有所提升	8
图 5：美日联合干预汇率让日元兑美元大幅升值	8
图 6：美国云厂商资本开支力度和预期增速都强于港股互联网	8
图 7：美国大模型对中国大模型总体保持领先地位	8
图 8：Kimi K3 以更低的价格实现好于 Opus 4.8 的效果（Bench V2）	9
图 9：26Q1 财报确认外卖大战带来的亏损正在逐步减弱	10
图 10：港股互联网平台资本开支不断扩张，侵蚀自由现金流	10
图 11：内存等硬件明显涨价，下游支付能力却相对有限	10
图 12：美股硬件与美股云厂商&港股互联网呈现负相关性	10

图 13: 蒸汽化、电气化、信息化以及当前智能化革命的本质是升高生产效率，为消费繁荣创造条件	11
图 14: 苹果宣布涨价确认成本压力，也让市场启动对上下游的重定价，对应苹果股价低点和美光股价高点	11
图 15: 港股互联网与 A 股消费行情具有正相关性	12
图 16: 当前社零和社融均处于低位，“扩内需”政策窗口有望打开	12
图 17: 港股互联网今年涨跌幅仍低于多数宽基和科技指数	12
图 18: 港股互联网估值处于历史较低水平	12
图 19: 二季度内地公募基金减配港股互联网	13
图 20: 港股互联网指数见底前外资已较充分出清，提前转为流入	13
图 21: 美股杠杆仍处于高位未完全出清	13
图 22: A 股科技股杠杆结构型高位	13
图 23: 6 月中国出口进一步加速	14
图 24: 6 月高新技术产品出口同比增速扩大	14
图 25: 6 月社融多个分项同比少增	15
图 26: 7 月目前中长期资金净投放超 7000 亿元	16
图 27: 6 月美国非农就业低预期	18
图 28: 6 月美国通胀超预期回落	18
图 29: A 股&港股宽基指数 7 月涨跌幅	20
图 30: A 股行业指数 7 月涨跌幅	20
图 31: 国内长债和超长债利率变化	21
图 32: 资金价格在 6 月见顶后回落	21
图 33: 海外宽基指数 7 月涨跌幅	21
图 34: 美国短债和长债利率变化	22
图 35: 7 月各国长债收益率变动	22
图 36: 全球大宗商品 7 月涨跌幅	22
图 37: 全球汇率 7 月涨跌幅	23
表 1: 过去 10 年美元指数大幅回落通常伴随着美国经济景气回落、流动性宽松、避险情绪回落、非商业头寸由多转空等因素	6
表 2: 科技巨头过高的资本开支可能会引发市场不满导致下跌	9
表 3: 港股互联网平台公司广泛布局 AI 产业链，本身也掌握流量入口	11
表 4: 6 月国内 PPI 同比进一步抬升	14
表 5: 6 月国内 CPI 同比回落	14
表 6: 二季度实际 GDP 承压，6 月单月生产、消费和投资均有所回暖	15
表 7: 7 月国内 PMI 超预期回落	16
表 8: 7 月政治局会议主要内容	17
表 9: 7 月美联储议息会议主要内容	19

引言

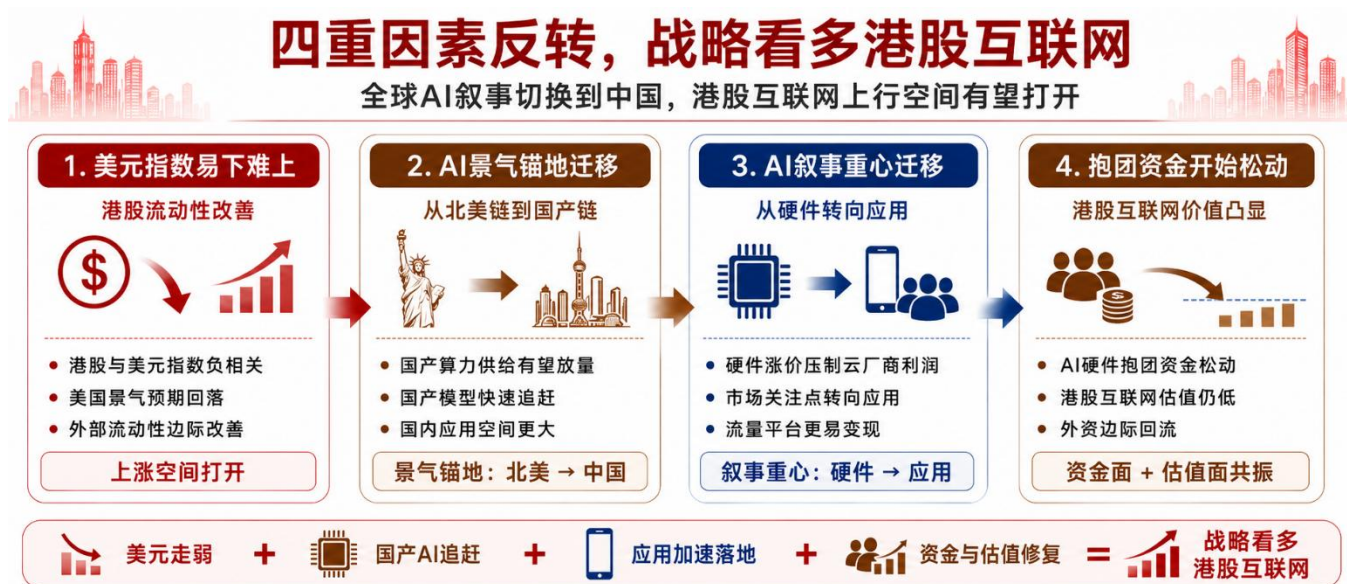
我们5月上旬判断美元指数易上难下，港股可能遭遇“最后一跌”。当前我们认为美元指数或易下难上，港股或已具备战略做多的基础。我们认为AI叙事重心正从北美迁移到中国，从硬件迁移到应用，战略看多港股互联网。

一、战略看多港股互联网

1.1 全球AI叙事重心切换到中国，战略看多港股互联网

我们在今年5.11《港股会有“最后一跌”吗？》中提示：5-6月美元指数不具备明显回落的条件，港股可能会有“最后一跌”。当前我们判断：美元指数易下难上，港股已具备战略做多的基础。同时，当前全球AI的叙事也正在从北美链切换到国产链，从算力端切换到应用端，港股互联网的上行空间有望打开：(1) 中国AI链的景气开始追赶北美链；(2) 全球AI叙事重心从硬件切换到应用；(3) AI硬件资金抱团松动，更容易流向低估值港股。

图1：四重因素反转，战略看多港股互联网



资料来源：西部证券研发中心绘制

1.2 美元指数易下难上，港股上涨的空间有望打开

港股的外资占比接近 6 成，因此港股对海外流动性很敏感，历史上港股走势和美元指数高度负相关：（1）美元指数上行时，资金会从全球回流美国，港股大概率会调整；（2）美元指数下行时，资金会从美国流向全球，港股有望受益。美元指数构成中接近 60%是欧元，因此美国经济相对欧洲走弱 or 美国货币政策相对欧洲更加宽松，都会增加美元指数的下行风险，并有望打开港股的上行空间。我们在今年 5.11《港股会有“最后一跌”吗？》中指出，恒生科技走势和美元指数负相关（港股互联网也类似）。并且美元指数大幅回落通常伴随以下 4 个核心要素的共振：①美国比欧洲景气更差；②美国比欧洲货币政策更宽；③全球避险情绪回落；④美元的非商业头寸由多转空。

图 2：历史上港股走势和美元指数高度负相关



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：过去 10 年美元指数大幅回落通常伴随着美国经济景气回落、流动性宽松、避险情绪回落、非商业头寸由多转空等因素

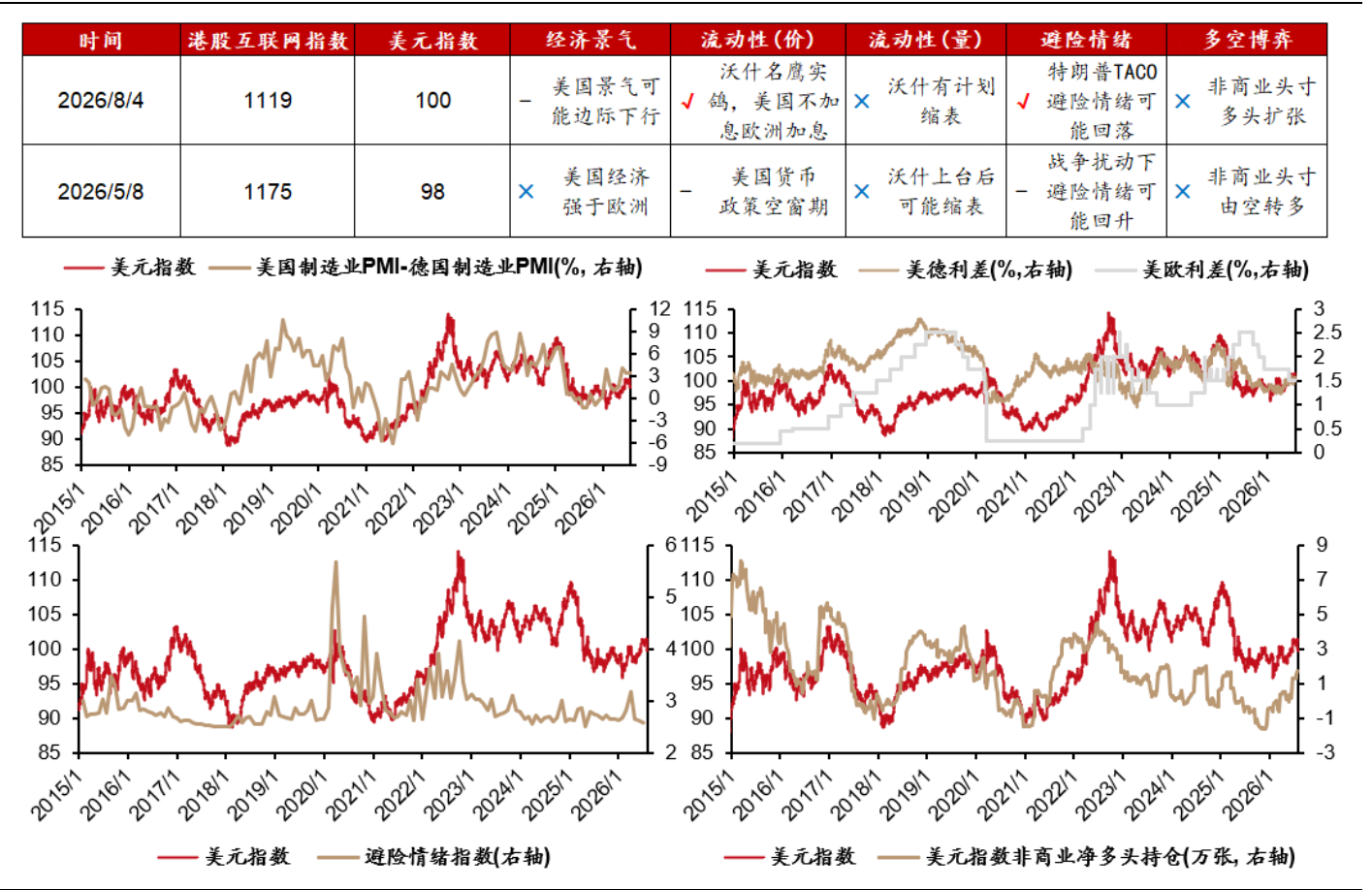
时间区间	港股互联网涨幅(%)	美元指数	经济景气	流动性(价)	流动性(量)	避险情绪	多空博弈
2017/1/3~2018/1/26	45	103→89	美国比欧洲景气更差 ✓	✗ 美国比欧洲加息更多	✗ 美国缩表	全球避险情绪回落 ✓	非商业头寸由多转空 ✓
2020/3/24~2021/2/17	191	102→91		✓ 美国比欧洲降息更多	✓ 美国扩表		
2022/10/31~2023/1/27	80	111→102		✓ 美国比欧洲加息更少	✗ 美国缩表		
2025/1/14~2025/10/2	65	110→98		✗ 美国比欧洲降息更少	✗ 美国缩表		

资料来源：Wind，Choice，Financial Proxies to Risk Aversion and Economic Uncertainty，西部证券研发中心 注：2017 年美元大幅走弱的原因是市场 2016 年过度交易了美国加息和欧洲经济疲软带来的强美元，2017 年欧洲经济意外强劲、货币政策有紧缩预期，市场开启弱美元交易

我们在今年 5.11《港股会有“最后一跌”吗？》中判断美元指数不具备大幅回落的条件：①AI 叙事强化美国经济预期；②美国货币政策不确定性较大；③地缘局势不确定性导致全球避险情绪较难回落；④美元的非商业头寸尚未由多转空——四大因素均不满足，美元指数有上行压力。

而现在美元指数已部分满足回落的条件：①美国 AI 投资持续遭受质疑，美国经济增长预期可能回落，会拖累美元指数；②6 月欧央行加息落地，而美联储连续维持利率不变，美联储相对更加宽松的货币政策也会拖累美元指数；③上周末特朗普再次 TACO，全球避险情绪回落也会拖累美元指数；④美元的非商业头寸仍是多头，仅此指标支撑美元指数——四大因素中有三条边际改善，我们认为美元指数或易下难上。

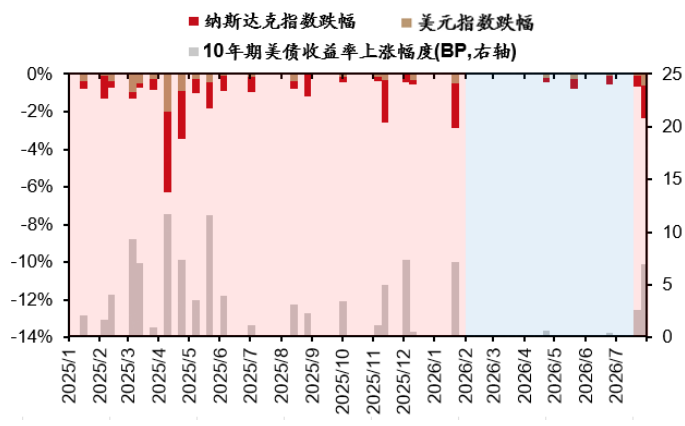
图 3：5 月美元指数不具备大幅回落的条件，但现在四大因素中有三条边际改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

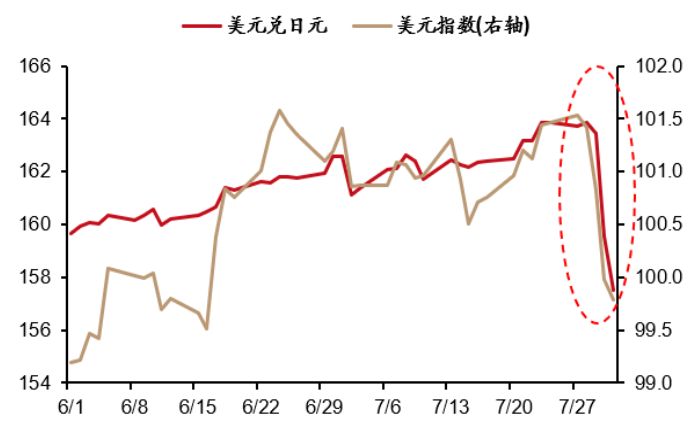
7 月美联储议息会议上，沃什“名鹰实鸽”的态度，正在削弱其“缩表重塑美元信用”的预期，导致市场开始担忧“去美元化”进程可能重启，这也会拖累美元指数。另外美日联合干预汇率，日元贬值压力缓解，也会导致美元指数易下难上。

图 4：近期美国股债汇三杀频率和幅度都有所提升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美日联合干预汇率让日元兑美元大幅升值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.3 AI 景气锚地迁移：从北美链到国产链

得益于 AI 的先发优势，美国更早形成 AI “资本-算力-模型-应用”的产业闭环——

(1) 资本：美国云厂商资本开支规模比港股互联网大一个数量级，且资本开支不断加速已成为市场共识，而港股互联网资本开支仍有很大扩张空间；

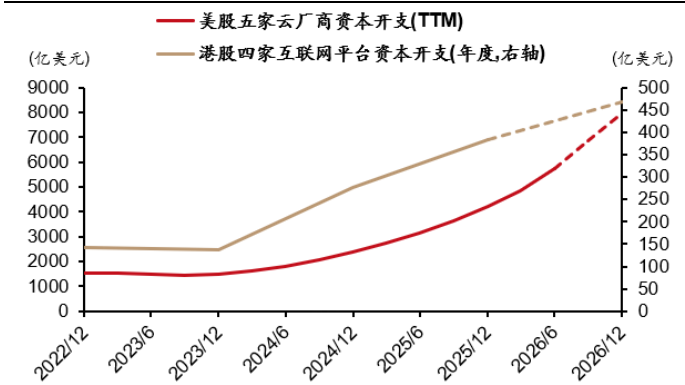
(2) 算力：美国以英伟达 GPU 为代表的先进算力芯片性能和供应能力都领先国内，配套的韩国存储、日本半导体材料、中国光模块、中国台湾芯片制造在各个环节均处于全球领先地位，而国内高端算力的缺口对资本开支、模型、应用均形成制约；

(3) 模型：美国大模型对中国大模型总体保持领先地位，在逻辑推理、多模态、长流程工程 Agent 等领域都率先取得突破且目前仍保持模型性能的领先地位；

(4) 应用：美国 AI 面向全球用户，用户基数大、付费能力强，在订阅式聊天机器人、办公智能体、AI 设计等领域已形成商业模式，谷歌、微软等头部企业还掌握着全球最大的流量入口，广告、服务等变现能力也很强。

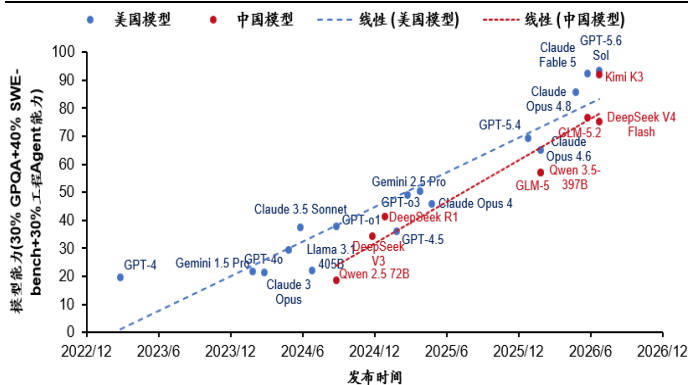
因此，本轮全球科技股行情的景气锚地主要由美国的 AI 资本开支定义。

图 6：美国云厂商资本开支力度和预期增速都强于港股互联网



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：美国五家云厂商包括谷歌/微软/META/亚马逊/甲骨文，港股四家互联网平台包括腾讯/阿里/百度/快手

图 7：美国大模型对中国大模型总体保持领先地位



资料来源：官方技术报告，tokencalculator，precisionaiacademy，vals.ai，西部证券研发中心

当前美国 AI 资本开支持续性遭受质疑，而中国 AI 产业有望进入加速发展阶段，故我们认为全球科技股的景气锚地有望从美国转移到国内——

(1) 资本：我们在今年 7.27 《一鲸落，万物生？》中指出，美国科技巨头的大量资本开支侵蚀现金流，引发投资持续性担忧，而国内资本开支增长空间更大；

(2) 算力：由于供应链问题，英伟达 Kyber NVL144 将推迟一年以上，而根据 DeepSeek 4 月披露的信息，国产芯片有望在下半年迎来放量（昇腾 950 超节点批量上市），腾讯 26Q1 财报也提到下半年将得到更多国产 ASIC 芯片供应；

(3) 模型：国产模型不断取得突破，性能上逼近美国模型，价格更具有明显优势，不仅有望实现对美国模型的替代，更有望弥补国产算力与美国算力的差距，让产业实现闭环的可能性加大；

(4) 应用：国产算力供应压力缓解，同时国产模型带动推理成本下降，叠加港股互联网平台的产品布局和内需的潜在复苏，国内应用增长空间更大。

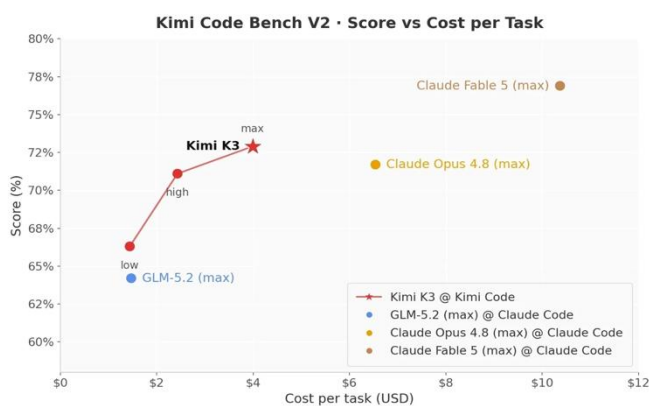
因此，在下个阶段国产 AI 链有望成为重点重估方向，特别是前期未被重估的港股互联网方向。

表 2：科技巨头过高的资本开支可能会引发市场不满导致下跌

发布时间	科技公司	财季	资本开支变化	公布后涨跌幅
2026-07-23	谷歌	2026/6/30	资本开支的大幅上调导致自由现金流转负	-7.13%
2026-06-11	甲骨文	2026/12/31	当年资本开支超预期，上调新财年预计资本开支计划	-8.53%
2026-04-30	META	2026/3/31	大幅上调全年资本开支指引	-8.55%
2026-04-29	微软	2026/9/30	第四财季资本开支预计将环比大幅提升	-3.93%
2026-01-28	微软	2026/6/30	季度资本支出高达375亿美元，比市场普遍预期高出9%	-9.99%
2025-10-30	META	2025/9/30	上调全年资本支出指引，并提示明年将继续显著增长	-11.33%
2025-01-29	微软	2025/6/30	总资本支出226亿美元，同比增长96.5%	-6.18%
2024-10-31	META	2024/9/30	上调全年资本支出指引，并提示明年将显著增长	-4.09%

资料来源：Wind，华尔街见闻，西部证券研发中心 注：涨跌幅为财报发布后的首个交易日的涨跌幅

图 8:Kimi K3 以更低的价格实现好于 Opus 4.8 的效果(Bench V2)

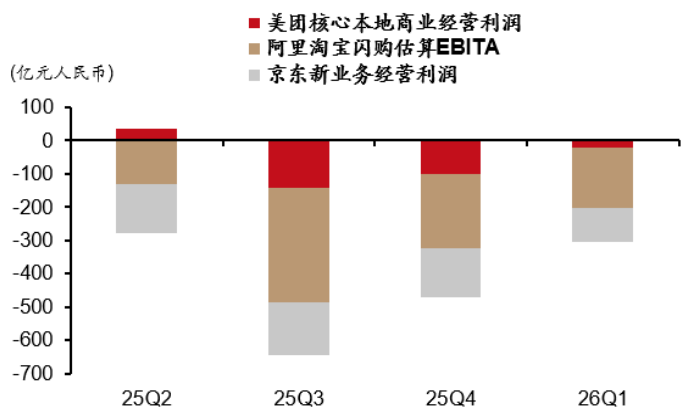


资料来源：月之暗面，西部证券研发中心

1.4 AI叙事重心迁移：从算力硬件到AI应用

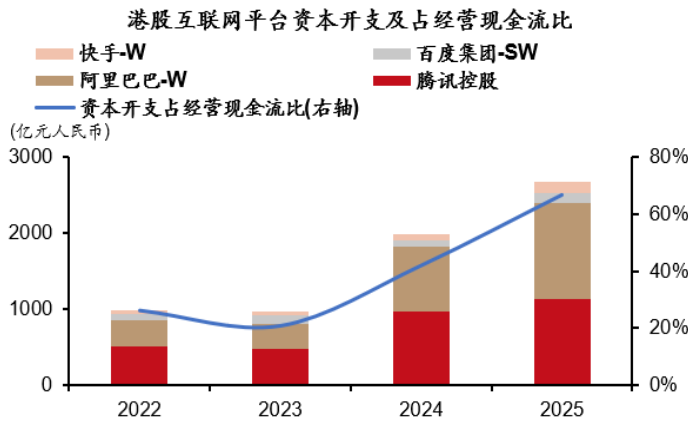
港股互联网的调整从 25Q4 开始，其基本面主要面对双重利空：(1) 外卖大战“内卷”：25Q3 是外卖大战投入最大的季度，美团、阿里、京东三家外卖相关业务单季合计亏损约人民币 645 亿元，随后逐季缓解，到 26Q1，财报显示相关业务明显减亏，企业高层给出较积极指引，叠加市场监管总局直接定调“外卖大战该结束了”，市场对外卖大战利空或已基本消化完毕；(2) AI 高投资但回报高度不确定：港股互联网平台从 2024 年开始明显加大资本开支，主要投入 AI 算力，资本开支占经营现金流比重越来越大，自由现金流被侵蚀，而 AI 业务回报能见度较低，短期 AI 收入很难覆盖成本。

图 9：26Q1 财报确认外卖大战带来的亏损正在逐步减弱



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据为日历年季度数据

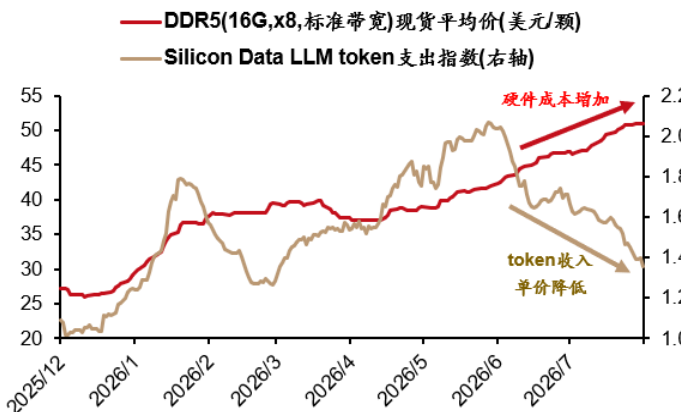
图 10：港股互联网平台资本开支不断扩张，侵蚀自由现金流



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据为日历年数据，由于财季差异，阿里巴巴 25 年采用 26FY 数据，22-24 年同理

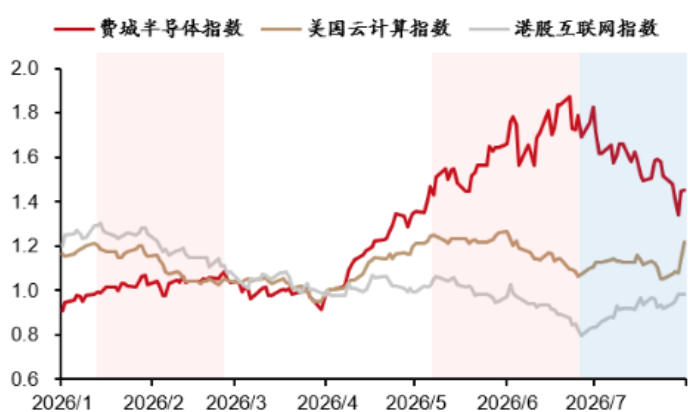
我们认为 5 月以来港股互联网的下跌，很大程度上可能是受到 AI 硬件涨价的挤压：以内存为代表的 AI 硬件涨价，加大了云厂商资本开支压力，但是 AI 下游用户难以承受过高的 token 费用，倾向于使用性价比更高的模型，压制了云厂商收入增长预期。这种压制在美国云厂商与港股互联网上都有体现：今年二季度随着 26Q1 财报陆续披露，费城半导体指数加速向上，而美国云计算指数和港股互联网指数却承压下跌，直到 6 月下旬形势才发生反转。

图 11：内存等硬件明显涨价，下游支付能力却相对有限



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：美股硬件与美股云厂商&港股互联网呈现负相关性



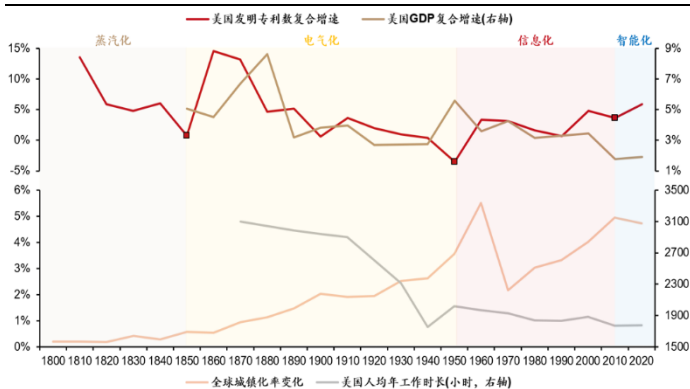
资料来源：Wind，西部证券研发中心

硬件的景气最终需要通过应用平台连接消费者，AI 硬件与应用的叙事开始收敛。我们在今年 6.8 《“硅基”的尽头是“碳基”》中指出，技术革命为人类积累财富的同时，也带来了人类对于美好生活的需求（城镇化率提升、工作时长下降）。实际上，硬件厂商从云厂商赚取收入的前提，是云厂商相信现阶段的投入会在未来获得回报，硬件厂商无法无限制地挤压云厂商的利润，利润分配比例的回归也就决定了行情分化的收敛。

苹果与美光之争清晰地反映出上下游硬件与应用的分化与收敛的过程：过去苹果作为消费电子“链主”长期把握议价主动权，AI 产业周期带动存储涨价，美光阶段性获得主动权，苹果被动接受成本涨价，但当苹果在成本压力下宣布涨价，下游需求收缩的风险才被市场关注到，随后美光股价见顶回落，这时硬件远期价格预期回落，苹果股价也见底回升，资

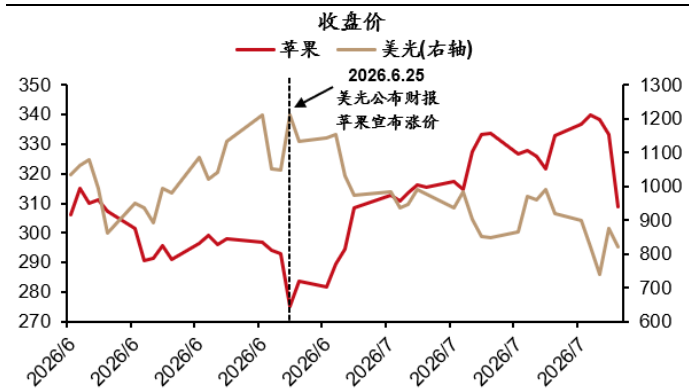
本市场预演了消费电子上下游的利润再分配。

图 13：蒸汽化、电气化、信息化以及当前智能化革命的本质是升高生产效率，为消费繁荣创造条件



资料来源：Our World in Data, Wind, 西部证券研发中心

图 14：苹果宣布涨价确认成本压力，也让市场启动对上下游的重定价，对应苹果股价低点和美光股价高点



资料来源：Wind, 财联社, 腾讯科技, 西部证券研发中心

当 AI 叙事从硬件切换到应用，掌握流量入口的港股互联网平台值得重点关注。今年上半年办公智能体快速发展，虽然办公智能体目前难以带来足以覆盖 AI 投入的收入，但 Agent 能力的提升打开了 C 端 AI 智能体的想象空间。6 月 20 日腾讯的微信智能体“小微”进入灰测阶段，或标志着 AI C 端应用即将加速落地，有望带来广告、服务收入的增长，腾讯、阿里、百度等拥有流量入口的平台更有条件将 AI 业务变现。

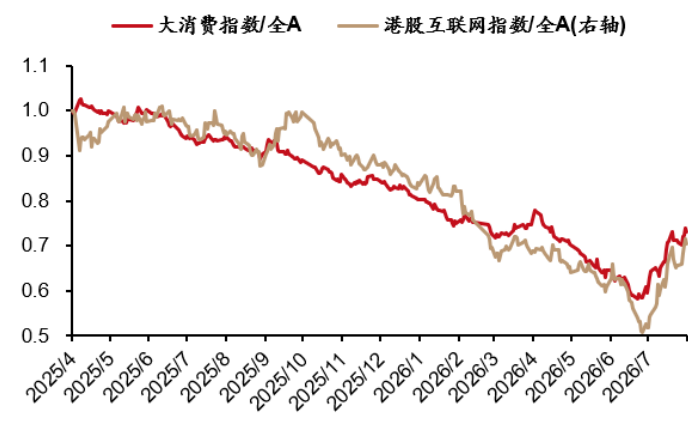
表 3：港股互联网平台公司广泛布局 AI 产业链，本身也掌握流量入口

科技平台公司	大模型	AI 云服务	聊天机器人	办公智能体	自研算力芯片	对外投资
阿里巴巴	通义千问	阿里云	千问App	悟空	平头哥	智谱AI、百川智能、零一万物、月之暗面、MiniMax、生数科技
腾讯	混元大模型	腾讯云	腾讯元宝	WorkBuddy	-	智谱、百川、MiniMax、深言、DeepSeek、可灵
百度	文心大模型	百度智能云	文心一言	文心智能体	昆仑芯	-
小米/金山	MiMo 大模型	金山云	小爱同学	灵犀Claw	-	智谱AI、百川智能
京东	言犀大模型	京东云	京小智	JoyAgent	-	-
美团	龙猫大模型	美团云	LongCat	CatPaw	-	智谱AI、月之暗面
快手	可灵大模型	-	-	KroWork	-	-

资料来源：公司官网，投资界，西部证券研发中心

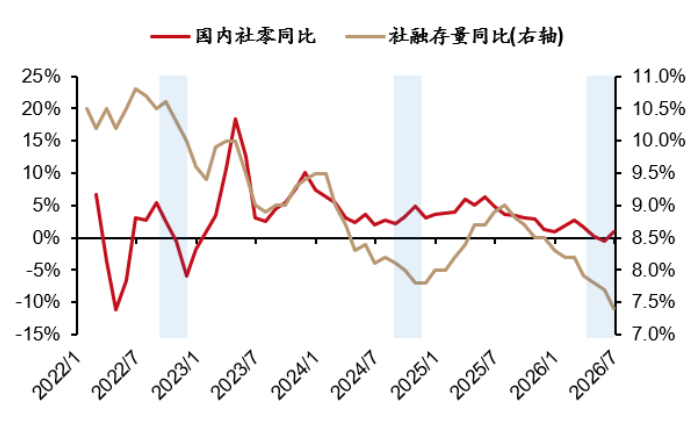
AI 应用和港股互联网都具有消费属性，有望受益于下半年国内潜在的消费复苏。港股互联网企业的零售、游戏、广告、服务等业务确实属于消费，与国内消费趋势挂钩，港股互联网与 A 股消费行情也呈现显著正相关性。我们在今年 7.6《消费底，价值牛》中指出：当外部环境改善 or 内部压力加大的时候，政策可能会转向“扩内需”。今年 5 月特朗普访华中美确立“建设性战略稳态关系”（外部环境改善），5 月社零和社融数据同步低位（内部压力加大）。因此我们判断国内“扩内需”政策窗口期有望再次打开。港股互联网平台是 AI 赋能消费的重要参与主体，响应国家“扩大优质供给、发展智能经济”的号召，有望激发社会消费活力，同时也有望从消费复苏中获益。

图 15：港股互联网与 A 股消费行情具有正相关性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：当前社零和社融均处于低位，“扩内需”政策窗口有望打开



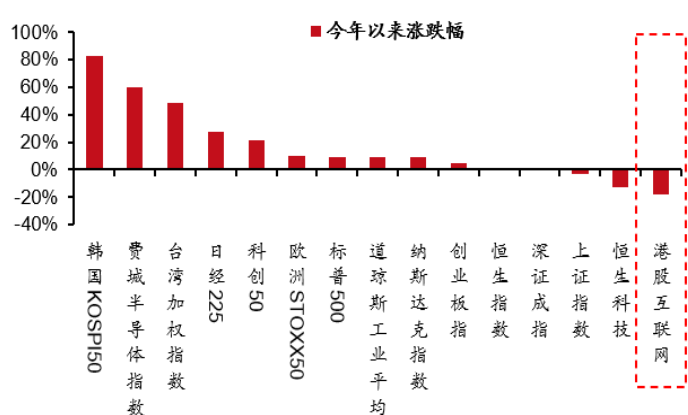
资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.5 抱团资金开始松动：港股互联网成为全球价值洼地

7 月全球（包括 A 股）的 AI 硬件抱团行情出现明显松动。我们在今年 7.27 《一鲸落，万物生？》中指出，AI 流动性“黑洞”虹吸的各类资金，有望至少阶段性释放到其他方向。我们在今年 7.27 《一鲸落，万物生？》中指出，AI 流动性“黑洞”虹吸的各类资金，有望至少阶段性释放到其他方向。

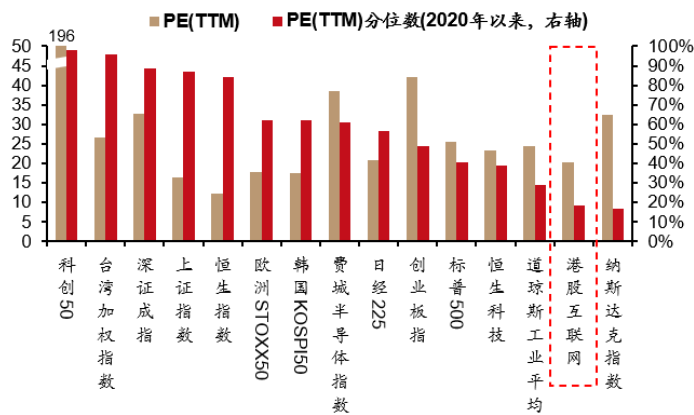
估值水位和指数位置角度，港股互联网是全球价值洼地：（1）尽管 7 月已有所修复，但港股互联网今年涨跌幅仍低于多数宽基和科技指数；（2）估值角度，港股互联网 PE(TTM) 仅为 20 倍，处于 2020 年以来 18%分位的历史较低水平。

图 17：港股互联网今年涨跌幅仍低于多数宽基和科技指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：截至 2026/7/31

图 18：港股互联网估值处于历史较低水平

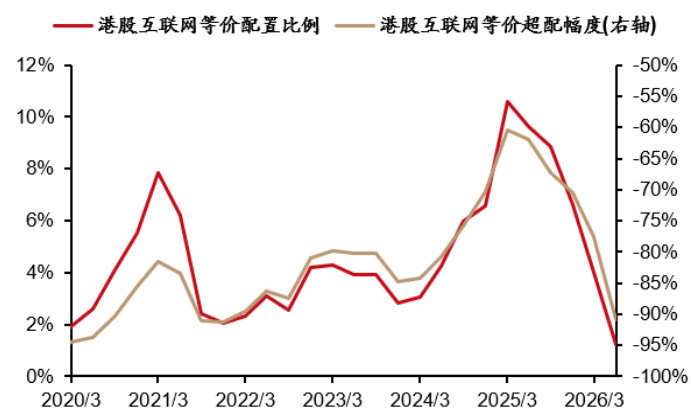


资料来源：Wind，西部证券研发中心

资金面角度，港股互联网也有望吸引增量资金：（1）内地公募对港股互联网等价配置比例从 26Q1 的 4.01%下降到 26Q2 的 1.22%，降幅近 70%，处于大幅低配状态；（2）外资对港股互联网自去年 8 月起持续流出，但今年 5 月开始逐步转为净流入，先于指数见底，

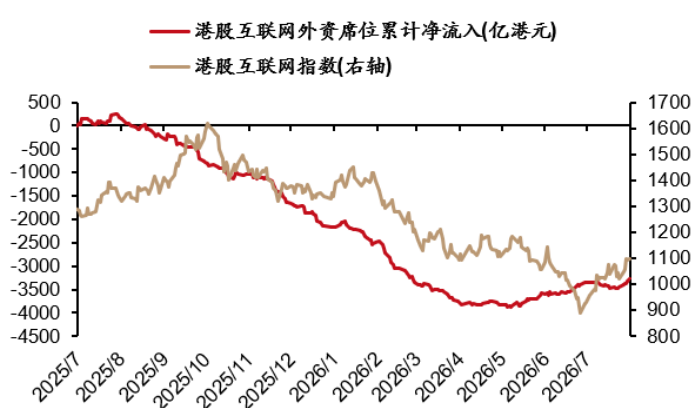
说明外资可能已较充分出清。

图 19：二季度内地公募基金减配港股互联网



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：港股互联网的配置比例和自由流通市值占比均换算为相对全 A 的比例，超配幅度=配置比例/自由流通市值占比-1

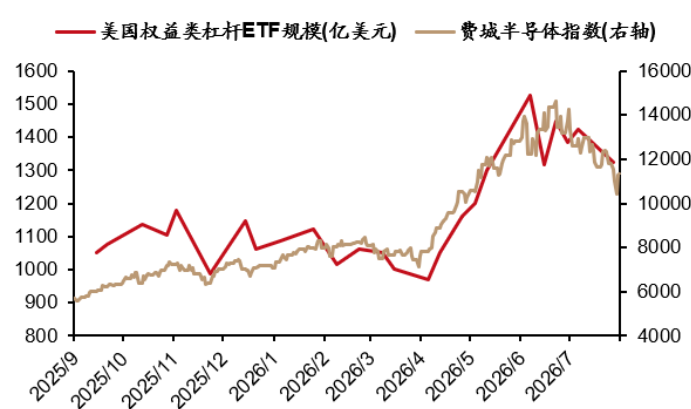
图 20：港股互联网指数见底前外资已较充分出清，提前转为流入



资料来源：Wind，西部证券研发中心

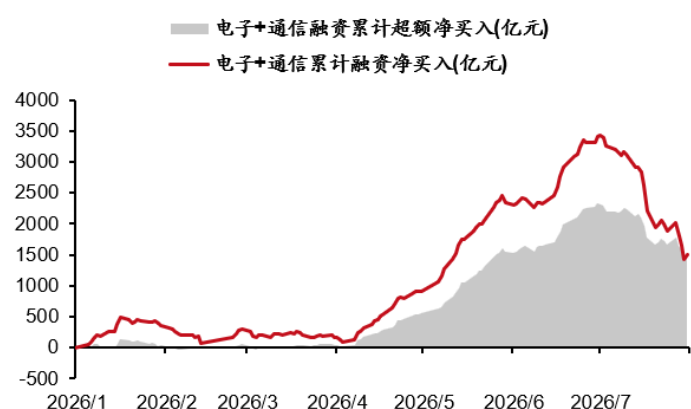
相比之下，美股、韩股甚至 A 股科技杠杆仍未完全出清，AI 产业链的其他方向难免面临较大波动。

图 21：美股杠杆仍处于高位未完全出清



资料来源：Wind，ETF Action，西部证券研发中心

图 22：A 股科技股杠杆结构型高位



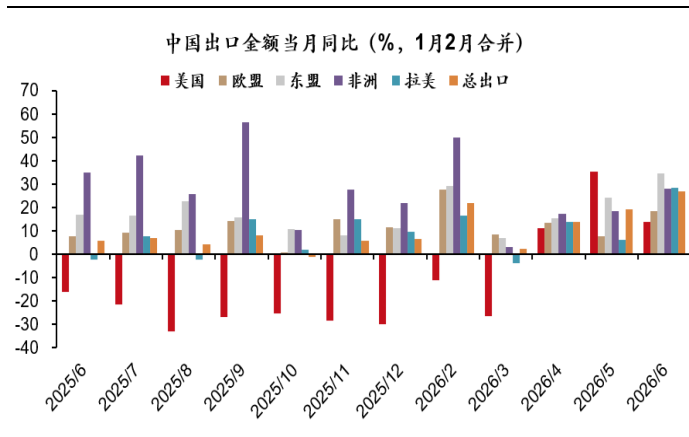
资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、全球基本面观察

2.1 国内基本面：6月经济边际企稳，7月PMI体现压力

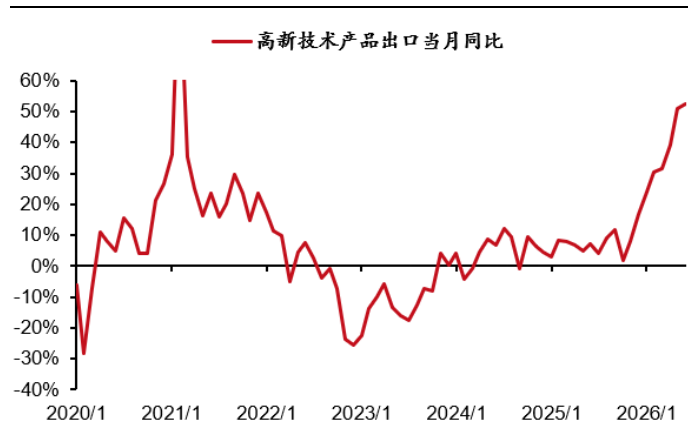
6月出口进一步加速，个方向出口增速加速，高新技术出口同比增速进一步扩大。6月出口金额同比增长27%，较5月的19.3%进一步加速，进口金额同比增速也加速到36%。6月对美出口增速有所回落，但对欧盟、东盟、非洲、拉美出口均明显加速，体现能源价格冲击缓解后，海外特别是新兴市场的需求有所改善，另外对欧出口增长可能有贸易壁垒提升前的抢出口因素。高新技术产品出口同比增速进一步扩大到52.5%，验证科技景气持续性，相关产品涨价的影响较大。

图 23：6 月中国出口进一步加速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 24：6 月高新技术产品出口同比增速扩大



资料来源：Wind，西部证券研发中心

6月国内PPI同比上行，CPI同比下行。6月国内PPI同比增长4.1%，高于5月的3.9%，有去年低基数的因素，CPI同比增长1.0%，低于5月的1.2%。PPI与CPI环比均下降0.3%，体现出外部能源价格冲击过后，国内价格传导偏慢，低通胀压力仍然存在。结构上，PPI生产资料特别是采掘工业同比创阶段新高，但环比也开始转负，主要与国际油价回落有关；PPI生活资料以及CPI继续低位运行，其中CPI同比回落也与燃油和金饰品价格回落有关。

表 4：6 月国内 PPI 同比进一步抬升

时间	2025/11	2025/12	2026/1	2026/2	2026/3	2026/4	2026/5	2026/6
PPI当月同比	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1
生产资料	-2.4	-2.1	-1.3	-0.7	1.0	3.8	5.2	5.5
·采掘工业	-6.1	-4.7	-8.1	-5.3	2.0	10.6	15.8	16.5
·原材料工业	-2.9	-2.6	-2.0	-1.9	1.1	7.1	9.2	8.6
·加工工业	-1.9	-1.6	-0.4	0.3	0.9	1.5	2.3	3.0
生活资料	-1.5	-1.3	-1.7	-1.6	-1.3	-1.0	-0.8	-0.9
·食品类	-1.5	-1.5	-1.9	-1.8	-1.7	-1.9	-1.8	-2.1
·衣着类	-0.3	-0.1	-0.7	-1.0	-1.1	-1.1	-1.0	-1.0
·一般日用品类	1.1	1.4	-1.8	-1.8	-1.4	-1.1	-1.0	-1.0
·耐用消费品类	-3.6	-3.5	-1.8	-1.6	-1.0	-0.3	0.0	0.1

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：单位为%

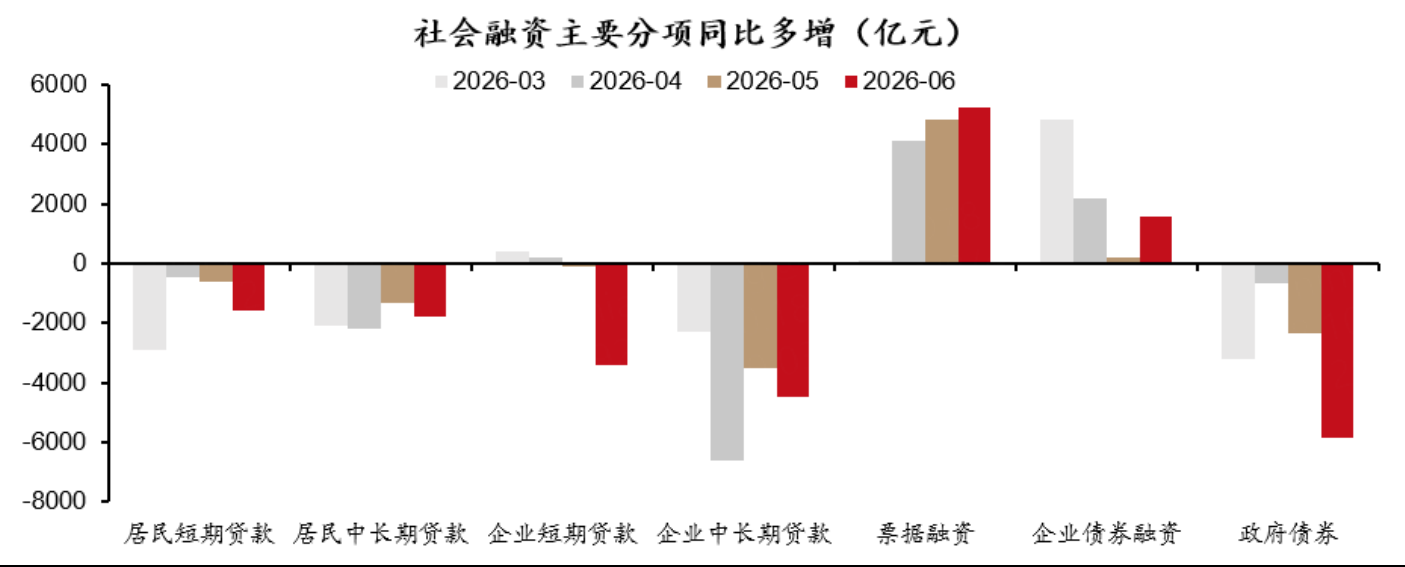
表 5：6 月国内 CPI 同比回落

时间	2025/11	2025/12	2026/1	2026/2	2026/3	2026/4	2026/5	2026/6
CPI同比	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0
·食品	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6	-1.7	-1.6
·衣着	1.9	1.7	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4	1.4
·居住	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
·交通和通信	-2.3	-2.6	-3.4	-0.7	0.9	4.6	5.4	4.1
·教育文化和娱乐	0.8	0.9	0.0	2.0	1.1	1.3	1.3	1.4
·医疗保健	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.2	2.1	2.3
·其他用品和服务	14.2	17.4	13.2	15.4	13.5	11.0	9.9	6.6
核心CPI同比	1.2	1.2	0.8	1.8	1.1	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：单位为%

6 月社融低于预期，居民、企业、政府融资需求均偏弱。6 月新增社融 3.36 万亿元，低于预期的 3.53 万亿元，社融存量同比增长 7.4%，较 5 月回落 0.3pct。政府债同比大幅少增 5825 亿元，上半年一共少增 1.2 万亿，但考虑到全年财政支出强度相当，下半年政府融资需求和财政空间较大。企业债券融资改善，中长贷同比进一步少增，总体中长期资金需求相对稳定，票据融资小幅多增，企业短贷大幅收缩，我们判断主要原因是去年短贷基数较高，到期后新增融资偏少或反映出短期资金压力的缓解。居民部门短贷和中长贷均有所恶化，居民资产负债表修复过程预计仍将持续较长时间。

图 25：6 月社融多个分项同比少增



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二季度国内 GDP 低预期，6 月单月生产、消费和投资均有所回暖。上半年经济 K 型分化明显，二季度经济增速放缓体现上游成本抬升对传统行业的冲击，这一冲击在 6 月有所减弱。生产方面，工业增加值同比增 5.3%，回到近两年平均水平，高技术产业与传统行业剪刀差有所收窄。消费方面，社零回归正增长但仍属于低位，耐用消费品仍是主要拖累项，其中家电对比 22-24 年明显增长，但受 25 年高基数拖累，而汽车对比 22-24 年回落也较明显，需求呈现透支迹象。固投边际小幅改善，但仍然偏弱，基建、制造业、地产投资均同比负增，且若财政侧重消费，投资或将持续偏弱。

表 6：二季度实际 GDP 承压，6 月单月生产、消费和投资均有所回暖

时间	2024												2025												2026					
	Q2			Q3			Q4			Q1		Q2			Q3			Q4			Q1		Q2							
	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M2	M3	M4	M5	M6					
工增	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9	7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	5.7	4.1	4.5	5.3					
· 制造业	7.5	6.0	5.5	5.3	4.3	5.2	5.4	6.0	7.4	6.9	7.9	6.6	6.2	7.4	6.2	5.7	7.3	4.9	4.6	5.7	6.6	6.0	4.0	4.4	6.0					
· 高技术产业	11.3	10.0	8.8	10.0	8.6	10.1	9.4	7.8	7.9	9.1	10.7	10.0	8.6	9.7	9.3	9.3	10.3	7.2	8.4	11.0	13.1	11.7	12.8	15.1	14.1					
社零	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8	1.7	0.2	-0.6	1.0					
· 商品零售	2.0	3.6	1.5	2.7	1.9	3.3	5.0	2.8	3.9	3.9	5.9	5.1	6.5	5.3	4.0	3.6	3.3	2.8	1.0	0.7	2.5	1.5	-0.1	-0.7	0.9					
· 餐饮收入	4.4	5.0	5.4	3.0	3.3	3.1	3.2	4.0	2.7	4.3	5.6	5.2	5.9	0.9	1.1	2.1	0.9	3.8	3.2	2.2	4.8	2.9	2.2	0.6	1.2					
· 城镇	2.1	3.7	1.7	2.4	1.8	3.1	4.7	2.9	3.7	3.8	6.0	5.2	6.5	4.8	3.6	3.2	2.9	2.7	1.0	0.7	2.7	1.5	-0.1	-0.9	0.8					
· 乡村	3.5	4.1	3.8	4.6	3.9	3.9	4.9	3.2	3.8	4.6	5.3	4.7	5.4	4.5	3.9	4.6	4.0	4.1	2.8	1.7	3.2	2.7	2.1	1.5	2.1					
固投(累计)	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8	1.7	-1.6	-4.1	-5.7					
· 房地产开发(累计)	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1	-11.2	-13.7	-16.2	-18.0					
· 制造业(累计)	9.7	9.6	9.5	9.3	9.1	9.2	9.3	9.3	9.2	9.0	9.1	8.8	8.5	7.5	6.2	5.1	4.0	2.7	1.9	0.6	3.1	4.1	1.2	-0.4	-1.2					
· 基建(累计)	7.8	6.7	7.7	8.1	7.9	9.3	9.4	9.4	9.2	10.0	11.5	10.9	10.4	8.9	7.3	5.4	3.3	1.5	0.1	-1.5	9.8	9.2	4.9	0.8	-2.4					
实际GDP	4.7			4.6			5.4			5.4			5.2			4.8			4.5			5			4.3					
名义GDP	3.9			4.0			4.6			4.6			3.9			3.7			3.9			4.9			5.9					

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：表中数据均为同比增速，单位为%

7 月国内 PMI 超季节性回落，需求特别是内需压力仍大。7 月 PMI 回落至 49.2，年内仅高于春节所在的 2 月，原因可能包括内需偏弱态势延续、输入性成本抬升和极端天气带来的一次性冲击、外需和科技的提振效应减弱。结构上，生产、内外需均有下滑，但新订单指数降幅最大且为年内低点，体现内需压力更大。价格方面，尽管 7 月国际油价明显上行，但原材料价格和出场价格指数均有所下行，其中出厂价格指数大幅低于荣枯线，通胀修复态势也不稳固。

表 7：7 月国内 PMI 超预期回落

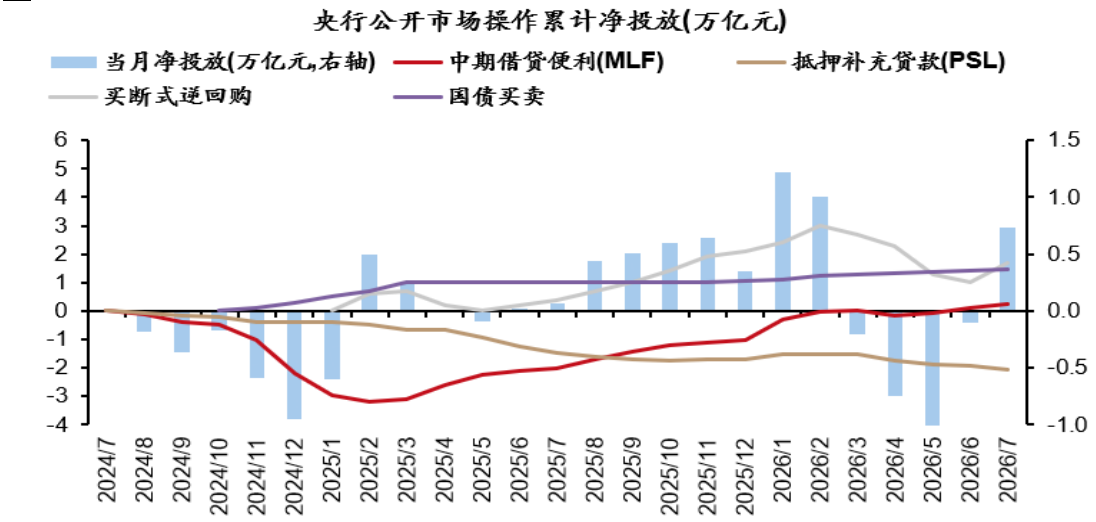
时间	2025-07-31	2025-08-31	2025-09-30	2025-10-31	2025-11-30	2025-12-31	2026-01-31	2026-02-28	2026-03-31	2026-04-30	2026-05-31	2026-06-30	2026-07-31
PMI指数	49.3	49.4	49.8	49	49.2	50.1	49.3	49	50.4	50.3	50	50.3	49.2
生产	50.5	50.8	51.9	49.7	50	51.7	50.6	49.6	51.4	51.5	51.2	51.4	49.9
新订单	49.4	49.5	49.7	48.8	49.2	50.8	49.2	48.6	51.6	50.6	49.9	51.2	48.5
原材料库存	47.7	48	48.5	47.3	47.3	47.8	47.4	47.5	47.7	49.3	48.6	48.4	48.3
从业人员	48	47.9	48.5	48.3	48.4	48.2	48.1	48	48.6	48.8	48.6	48.5	49
主要原材料购进价格	51.5	53.3	53.2	52.5	53.6	53.1	56.1	54.8	63.9	63.7	60.5	54.2	53.2
出厂价格	48.3	49.1	48.2	47.5	48.2	48.9	50.6	50.6	55.4	55.1	51.9	48.2	47.8
供应商配送时间	50.3	50.5	50.8	50	50.1	50.2	50.1	49.1	49.5	49.5	49.2	49.9	49.5
新出口订单	47.1	47.2	47.8	45.9	47.6	49	47.8	45	49.1	50.3	48.6	50.1	49.6
进口	47.8	48	48.1	46.8	47	47	47.3	45.6	49.8	50.1	48.8	49.6	47.5
采购量	49.5	50.4	51.6	49	49.5	51.1	48.7	48.2	50.9	51.1	49.8	51.4	49.4
产成品库存	47.4	46.8	48.2	48.1	47.3	48.2	48.6	45.8	46.7	47.5	49.3	47.7	48.6
在手订单	44.7	45.5	45.2	44.5	45.5	46	45.1	44	47.1	46.2	46.8	47.1	45.8
生产经营活动预期	52.6	53.7	54.1	52.8	53.1	55.5	52.6	53.2	53.4	54.5	53.9	54.3	54.1

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 国内政策：逆周期调节力度有望加码

7 月央行重启净投放中长期资金。7 月央行净投放 2000 亿 3 个月期买断式逆回购、5000 亿 6 个月期买断式逆回购、1000 亿 MLF、500 亿国债买卖，时隔 4 个月再次净投放中长期资金，稳定市场对利率的预期，保障市场流动性适度宽裕。央行提前公告隔夜逆回购，时间再次定为月末，体现当前隔夜逆回购的意义在于对冲月末流动性冲击，帮助央行加强对短期流动性的管理能力，与 6 月相比操作时点延长。此外全国首单以 DR（存款类金融机构间债券回购利率）为定价基准的贷款落地，有助于应对 LPR 报价质量受限的情况，加快形成以短期逆回购利率为核心的利率走廊，提高货币政策传导效率，推动更低的融资成本从金融体系向实体传导。

图 26：7 月目前中长期资金净投放超 7000 亿元



资料来源：Wind，西部证券研发中心

7 月政治局会议：逆周期调节力度加码。在二季度经济降速的背景下，7 月会议总体基调是加大逆周期调节力度，稳增长力度略超预期，特别是“及时谋划出台务实管用的增量政策”“适时调整货币政策工具”等增量政策表述。结构上，针对上半年内需偏弱的形势，会议强调有效扩大国内需求，主要隐含三种改善路径：①稳就业和加强重点人群服务保障（保障民生）②供给提质③稳定地产和化债（修复资产负债表）。而对于科技，会议提出加强基础研究支持，并延续对 AI 等产业的支持力度。

表 8：7 月政治局会议主要内容

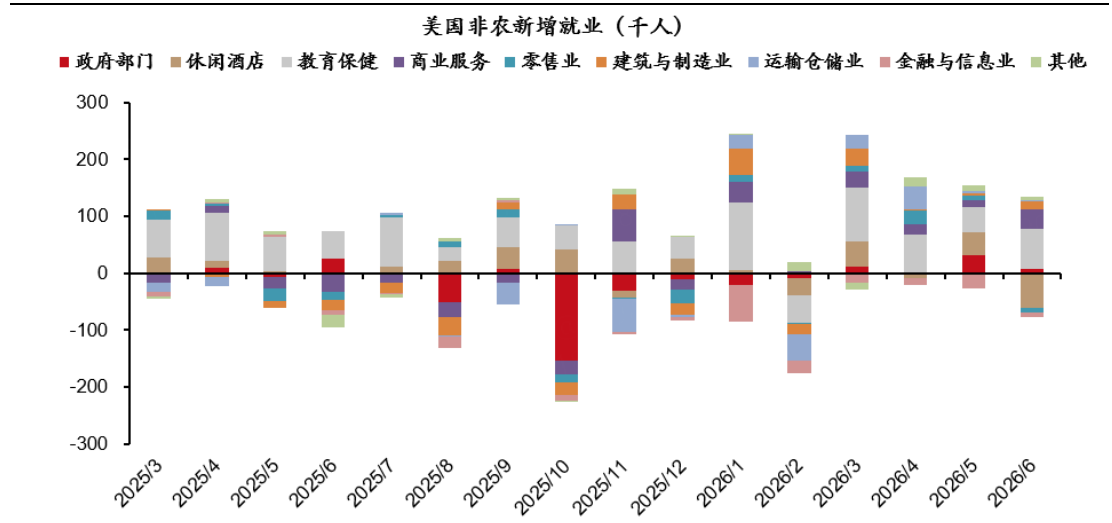
方向	7 月政治局会议表述
政策基调	加快推动新旧动能转换，实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，切实保障和改善民生，增强发展动力、激发社会活力，推动经济持续向新向优向好发展
财政政策	加快财政支出和债券资金使用进度，兜牢基层“三保”底线
货币政策	综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策
扩大内需	要有效扩大国内需求，适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。扎实推进“六张网”规划建设。有力推进“两重”建设和“两新”工作。
市场环境	制定实施全国统一大市场建设条例，继续综合整治“内卷式”竞争，常态化解决企业账款拖欠问题
产业政策	加快现代化产业体系建设，加强对基础研究的长期稳定支持，深入实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理体系。积极推动前沿技术突破和未来产业发展，着力打造新兴支柱产业，持续推动传统产业改造升级
对外开放	拓展国际经贸互利合作空间，大力发展服务贸易。完善对外投资管理制度和海外综合服务体系，积极吸引和利用外资
风险防范	切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场，实施好一揽子化债方案，扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质。深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心。深入排查整治各类风险隐患，做好防汛应急抢险救灾各项工作。

资料来源：中国政府网，西部证券研发中心

2.3 海外基本面：6 月就业与通胀均有所放缓

6 月美国新增非农就业不及预期但保持增长。6 月新增非农 5.7 万人，大幅不及预期的 11.3 万人，4-5 月就业合计下修 7.4 万人。失业率下降到 4.2%，低于预期。结构上，休闲酒店大幅收缩，减少 6.1 万就业，反映上个月的高增为临时冲击，政府就业同样转弱，教育保健继续支撑新增就业。金融和信息合计减少 0.9 万，AI 替代效应存在但影响相对较小。劳动力市场回到供需双弱局面，按照美联储此前态度倾向于宽松，加息预期缓和，但就业也未到衰退的程度，支持降息的理由尚不充足，还需要后续通胀数据以及沃什工作小组提供支撑。

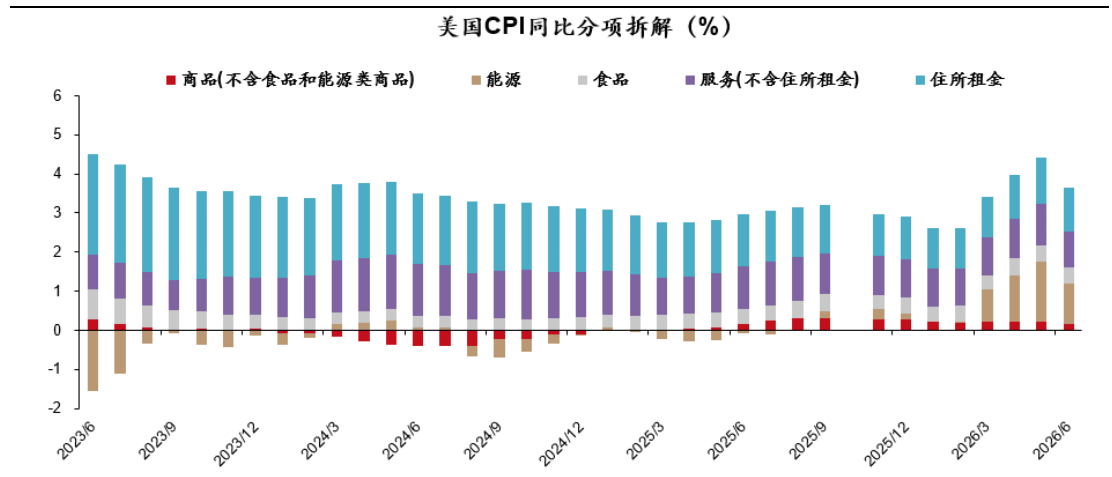
图 27：6 月美国非农就业低预期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

6 月美国 CPI 大幅低于预期。6 月美国 CPI 同环比分别为+3.5%/-0.4%，均低于预期 0.3pct，核心 CPI 同环比+2.6%/0%，均低于预期 0.2pct。能源价格如期回落，服务和核心商品超预期回落。核心商品价格回落可能反映关税冲击减弱，住所租金趋势性回落且有加速，但加速可能是临时扰动，核心服务通胀大幅回落，重回下行趋势，与偏弱的非农就业薪资相匹配。总体而言，美国通胀或处在回落趋势中，但 6 月部分数据超预期回落可能为临时扰动。美联储实际加息必要性不强。

图 28：6 月美国通胀超预期回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.4 海外政策：美联储议息会议“名鹰实鸽”

美联储议息会议按兵不动，发布会名鹰实鸽遭受质疑，沃什在政策掌控上趋于被动。7 月议席会议维持利率不变，符合预期，投票中 3 名鹰派地方联储主席主张加息，也不算意外。发布会上沃什表面强调通胀决心，但被质疑缺乏实际行动，总体属于“名鹰实鸽”。市场

表现也体现质疑：期限利差走阔显示通胀预期失控，美元走弱、金价抬升体现美元信用裂痕扩大。

表 9：7 月美联储议息会议主要内容

政策类别	具体内容	具体变化
货币政策工具	联邦基金利率目标区间	维持在3.50%-3.75%
	超额准备金利率	维持在3.65%
	资产负债表扩表	继续购买短期国库券以保持充足的准备金水平
现状描述	经济前景表述	尽管不确定性升高，部分原因是中东冲突，经济活动仍以稳健的速度扩张。生产率增长和资本投资都很强劲
	就业市场描述	就业增长与劳动力市场同步，失业率变化不大
	通胀描述	通胀相对于委员会设定的2%目标仍然偏高，部分反映了供应冲击推动了包括能源在内的某些行业的价格上涨。委员会将带来价格稳定
发布会 (市场沟通)	通胀目标	联储内部不存在高于2%的软通胀目标，只有一个2%的目标
	国债市场变化	国债曲线名义收益率和实际收益率都大幅上升，前瞻指引的减少可能是一个因素，乐见市场对最新信息做出实时反映
	科技投资	科技资本开支激增非常显著，有助于维持制造业产出的健康势头，也为未来增长做准备，不过对供应端影响的具体时机和幅度仍难以预测
	政策重心和传导机制	通胀和就业双重目标未必矛盾，当前通胀更需要关注。不会微调总需求以匹配总供给，而是寻求供需大体平衡。当前总供给的判断存在难度
	通胀数据	今年仍会以（核心）PCE为目标函数，明年可能会变化，同时会关注多个指标

资料来源：FOMC，西部证券研发中心



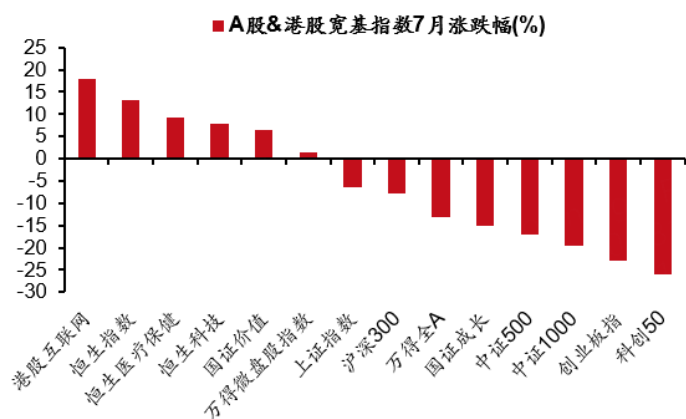
三、月度大类资产回顾与展望

3.1 国内股市：A股总体震荡调整，风格明显切换

7月A股震荡下跌，科技深度调整，港股明显修复。7月上证指数下跌6.40%，沪深300、中证500、中证1000分别下跌7.86%、17.02%和19.69%。风格层面，价值>成长：国证价值风格指数上涨6.39%，国证成长风格指数下跌15.08%。行业层面，煤炭、石油石化、银行领涨，电子、通信、建筑材料领跌。恒生指数、恒生科技分别上涨13.13%、7.98%。

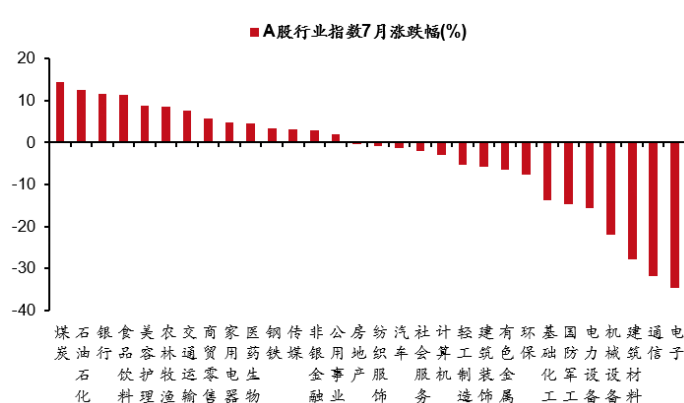
展望：指数底部或已确认，结构上继续关注AI+涨价“牛市杠铃”——（1）PPI链：黄金受到的压制缓解，有望映射到A股有色并驱动反弹，另外用出口链（化工/医药）对冲内需复苏不及预期；（2）CPI链：“扩内需”政策窗口打开，如果下半年居民资产负债表得到修复，建议关注消费反转机会（地产/白酒等）；（3）AI链：或已进入高波动区间末段，重心海外链切换回国产链（国产算力/港股互联网）。

图 29：A股&港股宽基指数7月涨跌幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 30：A股行业指数7月涨跌幅



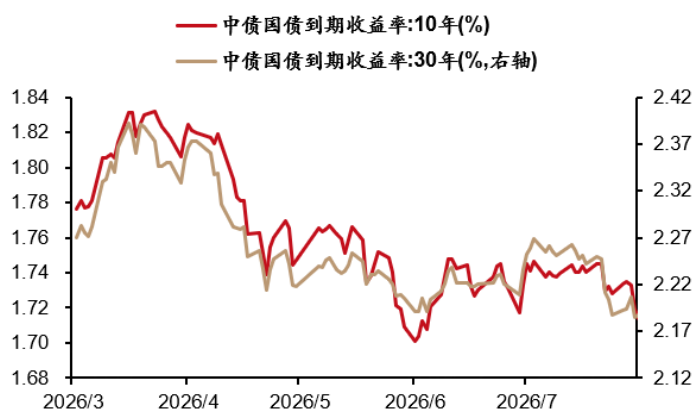
资料来源：Wind，西部证券研发中心

3.2 国内债市：流动性偏宽预期推动利率下行

流动性预期平稳偏宽，债市整体震荡下行。7月央行买断式逆回购重新净投放流动性，月末继续超额续作MLF，买断式逆回购相比6月操作时点延长，资金面保持宽松。月末政治局会议提到“适时调整货币政策工具”，带动10年期国债收益率下降到1.71%附近，30年期国债收益率下降到2.19%左右。

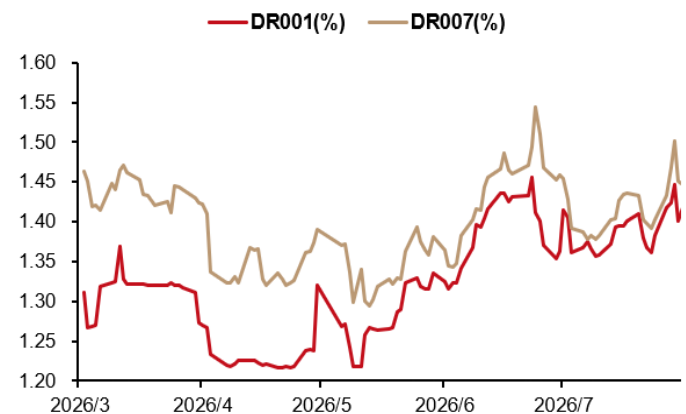
展望：市场资金面预期偏宽，但如果利率下行过快可能引发流动性调控，现阶段可关注经济数据变化适当做降息交易，而在利率回升后再做配置。

图 31：国内长债和超长债利率变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 32：资金价格在 6 月见顶后回落



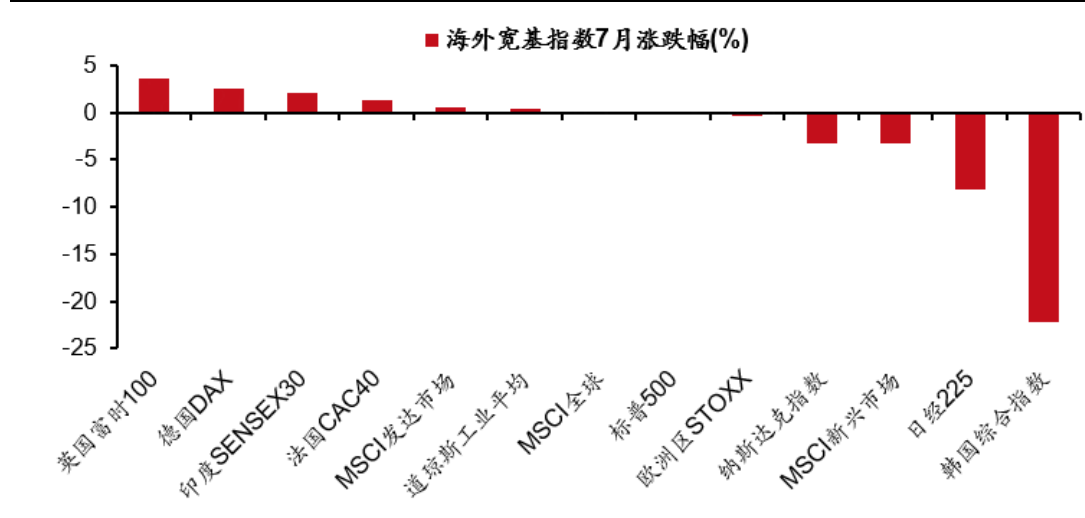
资料来源：Wind，西部证券研发中心

3.3 海外股市：日韩股市大幅调整，美股宽幅震荡

7 月海外 AI 硬件调整拖累日韩股市，美欧股市韧性相对较强。美股方面，7 月纳斯达克指数下跌 3.20%，标普 500 下跌 0.13%，道琼斯指数上涨 0.32%。欧股方面，英国富时 100 上涨 3.53%，法国 CAC40 上涨 1.26%，德国 DAX 上涨 2.53%。

展望：全球流动性紧缩预期有望缓和，美股指数风险可控，但美国 AI 资本开支持续性遭受质疑，海外科技杠杆也未完全出清，AI 硬件股可能延续高震荡。

图 33：海外宽基指数 7 月涨跌幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

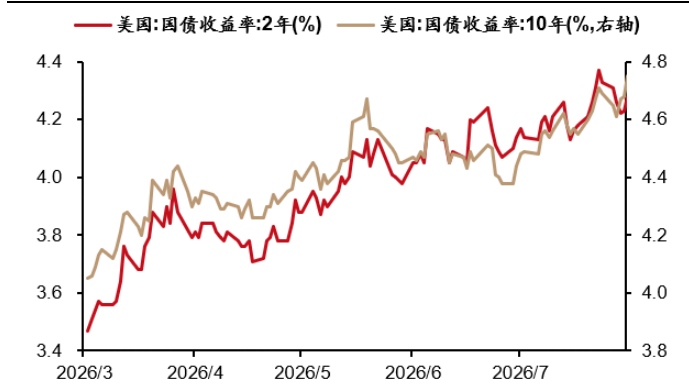
3.4 海外债市：长债利率普遍上升

地缘局势反复导致通胀预期上行，各国债券利率普遍上行。7 月 10 年期美债利率上升 31 个 bp 至 4.75%，英国、欧元区、德国、法国、日本 10 年期国债收益率分别上升 28bp、

30bp、28bp、35bp、11bp 至 5.03%、3.23%、3.21%、4.00%和 2.80%。

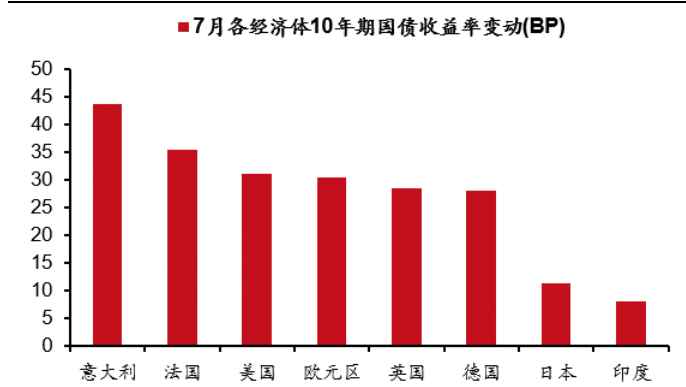
展望：美联储加息预期缓和难以对冲长期通胀风险和美债信用风险带来的长债利率上行压力，10 年期美债利率下行空间有限。海外债市间存在联动，美日财政风险对海外债市形成普遍压力。

图 34：美国短债和长债利率变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 35：7 月各国长债收益率变动



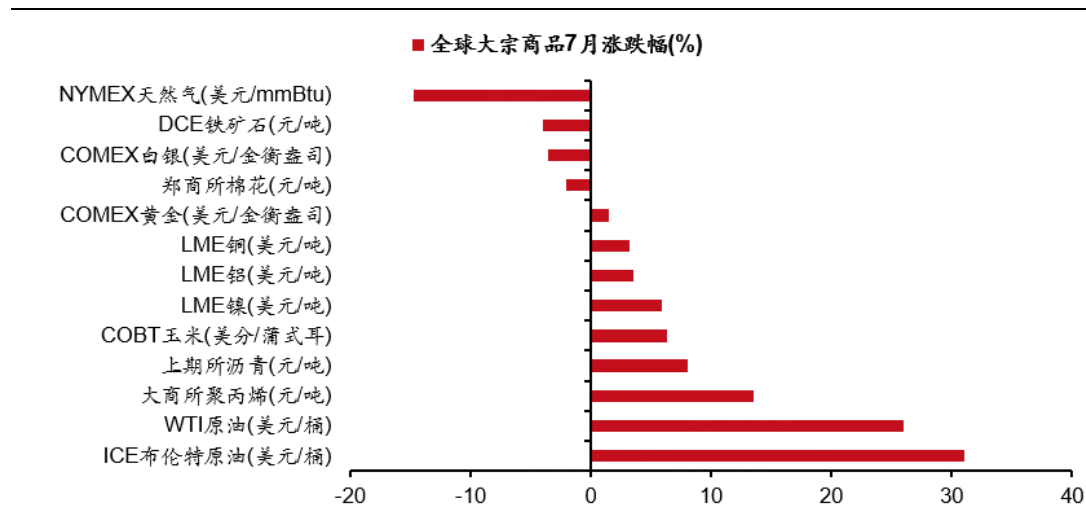
资料来源：Wind，西部证券研发中心

3.5 商品：油价上涨，有色金属多数上涨

地缘局势反复，推高油价，美国实际利率下行导致有色金属多数上涨。7 月 WTI 原油、布伦特原油分别上涨 25.98%和 31.01%至 86.80 和 91.04 美元/桶。金属方面，DCE 铁矿石下跌 3.96%，LME 铜上涨 3.20%，LME 铝上涨 3.55%，COMEX 黄金上涨 1.49%，COMEX 白银下跌 3.58%。

展望：特朗普 TACO 有望带动地缘局势缓和，油价或将回落，黄金短期受益于美联储加息预期降温，中长期可能受益于“去美元化”进程重启。

图 36：全球大宗商品 7 月涨跌幅



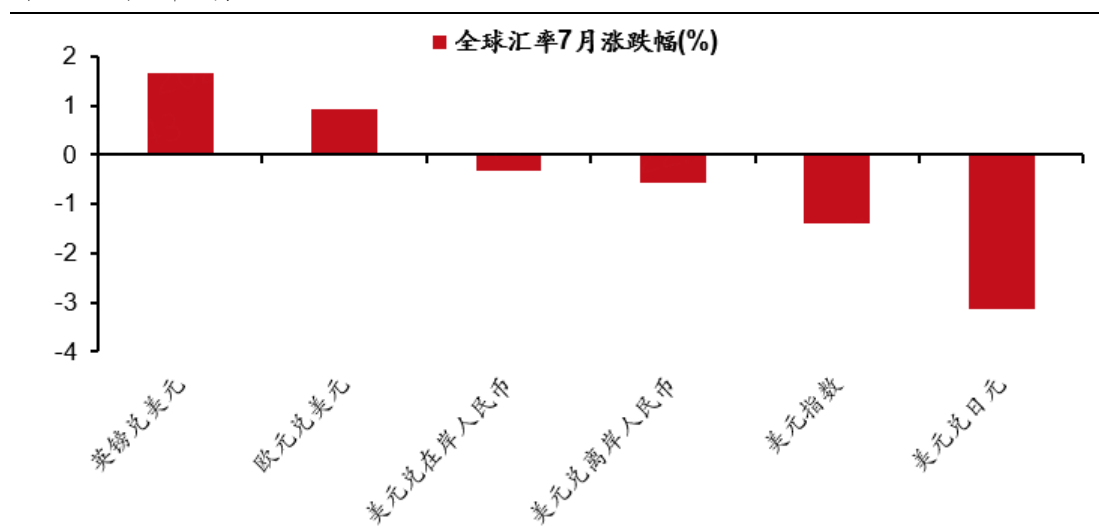
资料来源：Wind，西部证券研发中心

3.6 外汇：美元走弱，人民币小幅升值

美日干预汇率带动日元走强、美元走弱，人民币小幅升值。7月美元指数跌至100点，整月下跌1.38%，欧元兑美元升值0.94%，英镑兑美元升值1.67%，美元兑日元贬值3.13%，美元兑在岸人民币和离岸人民币分别贬值0.32%和0.57%至6.79和6.75。

展望：美元指数易下难上，国内出口的景气有望支撑人民币有望保持稳步升值态势。

图 37：全球汇率 7 月涨跌幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、风险提示

全球宏观数据超预期变化，可能引发货币政策预期超预期变化，例如当美国通胀超预期走高或者美欧景气分化超预期加大，可能导致全球流动性收紧和美元指数上行，压制包括港股互联网和黄金在内的各类资产。

海外地缘局势超预期变化，如果美伊冲突烈度超预期，可能导致原油供给冲击加大，油价走高并推升全球通胀（预期），加剧货币政策紧缩预期和避险情绪，也可能导致流动性收紧和资产价格调整。

技术进步与应用落地节奏变化，如果下半年国内 AI 应用落地不及预期，可能加大市场对 AI 投入回报的担忧，包括港股互联网在内的国内 AI 应用股市场表现可能不及预期。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。