



海外 AI 硬件或将通缩和模型商业格局恶化，AI 云商业格局有望改善——周观点

投资要点：

➤ 近期观点

- 1、 美国通胀下行和 AI 投融资回落趋势持续。
- 2、 AI 硬件通缩与国产替代有望加速，叠加模型厂商业格局恶化，推动 AI 云商业格局改善。
- 3、 海外央行边际增持美债，叠加美国通胀回落，美债利率或将下行。
- 4、 中国工业企业利润结构延续较优，中游制造价格强劲。
- 5、 中期看港股，创新药，红利，白酒，银行和国产算力。
- 6、 长期看好保险，央国企，反内卷，中概互联网，白酒。

➤ 风险提示

全球制造业复苏受阻；中美关系改善不及预期；美国地产市场不健康

团队成员

分析师： 李浩(S0210524050003)
lh30530@hfzq.com.cn
分析师： 李刘魁(S0210524050006)
llk30550@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、 稳进拓局，蓄势启新——2026.07.30
- 2、 政策加力、动能向新——7 月中央政治局会议解读——2026.07.30
- 3、 监测韩国股市资金动态——2026.07.30



正文目录

1 美国 PCE：通胀降温	3
2 中国工业企业利润	4
3 宏观流动性边际改善，但 AI 融资走弱	5
4 港股复盘：港股收涨	8
5 市场复盘：科技调整	9
5.1 宽基和因子：防御当先	9
5.2 产业和行业：科技收跌	11
5.3 外资期指持仓：分化	12
6 下周热点：美国非农就业	13
7 风险提示	13

图表目录

图表 1：美国 PCE 通胀分项（%）	3
图表 2：美国 PCE 实际消费支出（%）	4
图表 3：中国工业企业利润“量价利”	5
图表 4：海外官方托管美债规模	5
图表 5：海外官方托管美债规模变化	5
图表 6：美国工商业信贷与 NDFI 信贷环比（%）	6
图表 7：美银美林投资级与垃圾债 OAS（%）	6
图表 8：标普杠杆贷款 100 指数	6
图表 9：离岸美元流动性监测（%）	7
图表 10：美国获批/在建数据中心跟踪	7
图表 11：美国拟建数据中心跟踪	7
图表 12：美国新增装机数据中心跟踪	8
图表 13：美国粗钢产量（万短吨）	8
图表 14：港股宽基指数月涨跌幅（%）	9
图表 15：港股行业概念指数月超额涨跌幅（相对恒生指数：%）	9
图表 16：宽基指数月度涨跌幅	10
图表 17：股指期货基差走势	10
图表 18：月度因子表现（%）	11
图表 19：产业月度涨跌幅	11
图表 20：细分行业月度相对上证指数涨跌幅（%）	12
图表 21：重点关注细分行业超额情况（%）	12
图表 22：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）	13
图表 23：下周热点	13

1 美国 PCE：通胀降温

6 月美国 PCE 通胀同比增速走弱，核心商品通胀降温。核心商品同比从 5 月的 2.4% 降至 6 月的 2.1%，延续了缓和迹象。耐用品同比为 2.9%，低于 5 月的 3.4%，其中，其他耐用品 PCE 通胀回落明显，同比从 5.9% 降至 3.3%，与我们观察到的 AI 通胀下行相吻合。核心服务同比延续 5 月的 3.7%。医疗服务、休闲服务和金融服务通胀同比增速下行。当前 AI 硬件环节面临价格下行压力，叠加中国国产供应链能力提升，有望推动算力基础设施成本趋降，加速国产替代进程。同时，模型厂商竞争加剧，有利于 AI 云服务商拓宽客户基础、提升资源复用效率。

美国 PCE 实际消费支出 6 月走强。6 月 PCE 实际消费支出环比增长 0.4%，与 5 月持平，同比升至 2.5%；核心 PCE 实际支出环比增长 0.4%，同比持续爬升至 2.9%。结构分化鲜明，6 月消费扩张的最核心引擎在核心商品尤其是耐用品，而核心服务增速相对温和，食品与能源等非核心项对总量的拉动有限。

图表 1：美国 PCE 通胀分项（%）

分项	权重%	环比%			同比%		
		6月 2026	5月 2026	4月 2026	6月 2026	5月 2026	4月 2026
PCE 通胀	100.0	-0.1	0.5	0.4	3.7	4.1	3.8
食品	7.1	0.3	0.1	0.5	2.4	2.4	2.5
能源	2.3	-9.2	6.5	5.5	26.4	40.6	29.1
核心 PCE 通胀	89.0	0.1	0.3	0.3	3.3	3.4	3.3
核心商品	21.9	0.1	-0.1	0.3	2.1	2.4	2.8
耐用品	10.9	0.0	0.0	0.6	2.9	3.4	3.4
新车	1.9	0.0	-0.3	-0.2	0.5	0.2	0.2
二手车	1.1	-0.3	0.1	0.0	-1.8	-2.2	-2.9
家具	2.4	0.1	-0.4	-0.1	1.5	2.7	3.7
娱乐商品	3.5	0.9	0.1	1.6	6.3	6.4	6.3
其他耐用品	1.5	-2.3	0.8	1.0	3.3	5.9	4.6
非耐用品	10.9	-1.0	0.7	0.8	4.1	5.5	4.9
服装	2.7	-0.2	0.0	0.4	3.6	4.3	3.8
其他非耐用品	8.2	0.3	-0.3	-0.1	0.7	0.7	1.7
核心服务	68.8	0.1	0.5	0.2	3.7	3.7	3.5
住宅	15.6	0.2	0.3	0.5	3.2	3.2	3.2
房租	3.6	0.1	0.4	0.5	2.9	2.9	2.8
设算租金	11.8	0.2	0.3	0.5	3.3	3.3	3.3
医疗服务	16.9	0.3	0.3	0.1	3.0	3.1	2.9
运输服务	3.5	0.6	0.9	0.4	7.3	6.7	5.9
休闲服务	3.9	-0.1	0.2	0.3	3.1	3.2	3.0
餐饮住宿	7.0	-0.1	0.3	0.5	3.6	3.7	3.6
金融服务	8.3	0.2	1.3	-0.2	7.7	8.1	6.6
其他服务	8.3	0.3	0.6	-0.1	2.1	2.0	2.0

数据来源：Bloomberg，华福证券研究所



图表 2：美国 PCE 实际消费支出（%）

分项	权重%	环比%			同比%		
		6月 2026	5月 2026	4月 2026	6月 2026	5月 2026	4月 2026
PCE实际消费支出	100.0	0.4	0.4	0.1	2.5	2.4	1.9
食品	7.0	0.1	0.4	-0.1	0.6	0.9	0.3
能源	1.8	0.7	-3.3	1.5	-2.7	-1.6	-0.1
核心PCE实际消费支出	89.8	0.4	0.5	0.1	2.9	2.7	2.1
核心商品	25.7	0.9	1.1	-0.4	4.4	3.7	1.6
耐用品	13.1	1.5	1.3	-1.2	4.5	2.8	-0.7
新车	2.0	2.9	0.1	-2.1	2.1	-1.5	-11.6
二手车	1.1	2.2	5.9	-9.4	10.8	8.3	-1.1
家具	2.8	0.8	1.4	0.3	4.2	2.9	0.6
娱乐商品	5.0	0.9	1.0	0.1	5.2	4.3	4.3
其他耐用品	1.9	2.2	0.2	-0.5	4.1	2.2	2.8
非耐用品	12.6	0.3	0.3	0.4	2.2	2.5	2.2
服装	3.3	1.3	0.9	-0.2	4.0	3.5	4.0
其他非耐用品	9.2	0.1	1.0	0.6	4.3	4.9	3.8
核心服务	65.8	0.3	0.3	0.3	2.5	2.4	2.3
住宅	14.1	0.1	0.1	0.1	1.2	1.2	1.2
房租	3.3	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.7
设算租金	10.7	0.1	0.1	0.1	1.3	1.3	1.3
医疗服务	17.8	0.3	0.3	0.2	2.6	2.6	2.8
运输服务	3.1	0.3	0.3	0.4	2.4	1.8	2.5
休闲服务	3.8	0.9	0.2	0.7	3.9	2.9	3.4
餐饮住宿	6.5	0.3	0.9	0.4	0.5	0.8	-0.1
金融服务	7.2	0.6	0.4	0.2	3.0	3.0	2.5
其他服务	8.8	-0.2	-0.2	0.6	1.9	2.2	2.4

数据来源：Bloomberg，华福证券研究所

2 中国工业企业利润

6月中国工业企业利润增速回落，价格表现依然强劲。6月工业企业利润通同比增速 15.1%，较前值回落 3.7 个百分点；工业增加值和 PPI 同比增速上行，利润率增速下行。分产业链来看，中游制造利润增长强势，多数中游行业量价利同升。

图表 3：中国工业企业利润“量价利”

总量和产业链		利润同比（当月同比，%）			工业增加值（当月同比，%）			PPI（当月同比，%）			利润率（当月同比，%）		
		2026年6月	2026年5月	增速变化	2026年6月	2026年5月	增速变化	2026年6月	2026年5月	增速变化	2026年6月	2026年5月	增速变化
工业企业总量新解		15.1	18.8	-3.70	5.3	4.5	0.80	4.1	3.9	0.20	10.68	11.87	-1.19
上游采矿业	煤炭采选	83.5	88.5	-5.0	-5.9	3.5	-9.4	20.6	10.0	10.6	47.1	58.5	-11.4
	油气开采	13.4	59.7	-46.3	1.0	1.5	-0.5	16.8	35.7	-18.9	-1.7	20.8	-22.6
	黑色采矿	-22.5	35.3	-57.8	-1.7	-1.7	0.0	5.2	3.3	1.9	-17.4	45.4	-62.8
	有色采矿	24.1	92.2	-68.1	5.1	3.4	1.7	25.5	36.5	-11.0	1.8	42.0	-40.2
	非金属采矿	-60.4	-25.0	-35.4	1.2	1.2	0.0	-3.3	-3.4	0.1	-46.4	5.8	-52.2
上游原材料加工	燃料加工	-116.0	141.6	-257.6	-10.7	-6.6	-4.1	16.7	18.4	-1.7	-115.7	-140.8	25.2
	化工制造	37.0	53.3	-16.2	-0.1	0.3	-0.4	11.3	12.7	-1.4	31.5	46.0	-14.5
	医药制造	16.7	4.2	12.5	6.7	4.0	2.7	-4.5	-4.5	0.0	19.5	17.6	1.9
	化纤制造	10.8	223.3	-212.5	1.0	1.9	-0.9	7.4	8.5	-1.1	6.0	241.5	-235.5
	橡胶塑料	5.0	-18.9	23.9	6.5	6.2	0.3	1.4	0.5	0.9	-2.8	-18.5	15.7
	非金属矿物制品	-62.8	-52.1	-10.8	-2.3	-5.6	3.3	-4.4	-5.1	0.7	-54.8	-39.1	-15.8
	黑色冶炼	-6.8	-28.3	21.5	3.3	1.6	1.7	3.1	1.0	2.1	-8.4	-27.5	19.1
	有色冶炼	36.7	111.9	-75.2	-3.8	-4.5	0.7	23.4	24.0	-0.6	19.1	88.4	-69.2
	金属制品	-23.4	-11.5	-11.9	7.8	3.0	4.8	1.6	0.8	0.8	-25.0	-15.2	-9.8
中游制造业	通用设备	11.2	1.3	9.9	9.9	6.7	3.2	-0.7	-0.9	0.2	3.4	-1.4	4.8
	专用设备	10.3	-3.2	13.5	10.0	9.1	0.9	-0.6	-0.8	0.2	0.9	-6.1	7.0
	汽车制造	-22.5	-29.6	7.2	8.7	8.3	0.4	-2.1	-2.0	-0.1	-23.7	-31.5	7.7
	交通运输设备	46.8	-5.5	52.3	18.2	7.4	10.8	-0.2	-0.3	0.1	22.5	-7.6	30.1
	电气机械	7.9	-22.5	30.4	7.0	4.7	2.3	5.1	4.5	0.6	-3.8	-25.9	22.1
下游消费	电子通信	80.6	87.0	-6.3	15.7	17.0	-1.3	3.3	2.1	1.2	48.2	56.1	-7.9
	农副产品	-16.1	-30.0	13.9	3.1	1.5	1.6	-1.2	-1.4	0.2	-13.2	-24.5	11.4
	食品制造	-0.9	-7.1	6.3	8.9	6.9	2.0	-1.0	-1.0	0.0	-1.6	-3.0	1.5
	酒类饮料	-44.4	-21.6	-22.8	6.1	-2.7	8.8	-5.3	-1.9	-3.4	-25.6	-8.3	-17.3
	烟草制品	44.0	13.0	31.0	9.3	2.7	6.6	0.1	0.1	0.0	6.4	5.5	0.9
	纺织	16.4	-8.9	25.3	3.4	2.6	0.8	1.5	1.1	0.4	19.7	0.1	19.6
	纺织服装	-66.3	-28.4	-37.9	2.7	0.2	2.5	-1.3	-1.4	0.1	-61.6	-11.2	-50.4
	木材加工	-77.2	-69.7	-7.6	-4.9	-11.3	6.4	-1.9	-1.9	0.0	-69.9	-57.1	-12.9
	造纸	9.3	25.1	-15.8	5.6	4.7	0.9	-0.1	-0.7	0.6	4.4	25.2	-20.8
	印刷	-30.9	-9.6	-21.3	6.7	5.9	0.8	-2.8	-2.7	-0.1	-31.3	-1.3	-30.0
公用事业	电力热力	-14.9	-10.6	-4.2	7.8	8.7	-0.9	-4.4	-4.4	0.0	-14.5	-12.7	-1.8
	燃气生产	8.1	27.3	-19.1	9.6	7.2	2.4	4.0	2.5	1.5	-2.4	14.0	-16.4
	水的生产供应	-3.7	10.5	-14.3	1.3	-3.1	4.4	0.9	1.7	-0.8	-2.4	15.6	-18.0

数据来源：wind，华福证券研究所

3 宏观流动性边际改善，但 AI 融资走弱

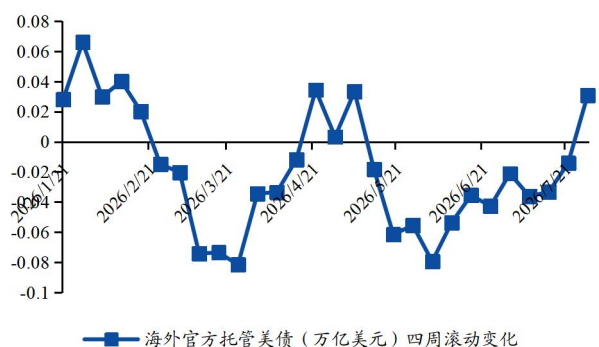
全球央行增持美债。海外官方托管美债四周滚动变化本周转为增持。

图表 4：海外官方托管美债规模



数据来源：FRED，华福证券研究所

图表 5：海外官方托管美债规模变化

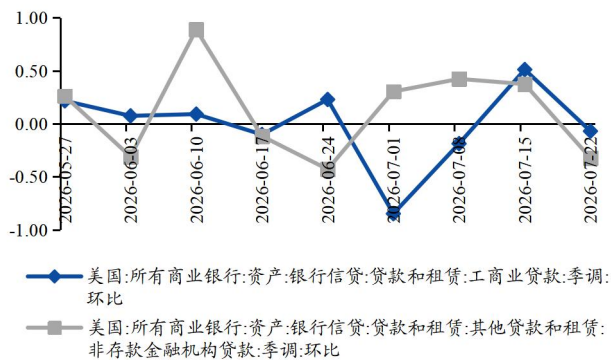


数据来源：FRED，华福证券研究所

美国 AI 融资边际收紧。美国工商业信贷和非存款金融机构贷款（NDFI）环比走弱；BBB 投资级债券 OAS 和垃圾债 OAS 上行。

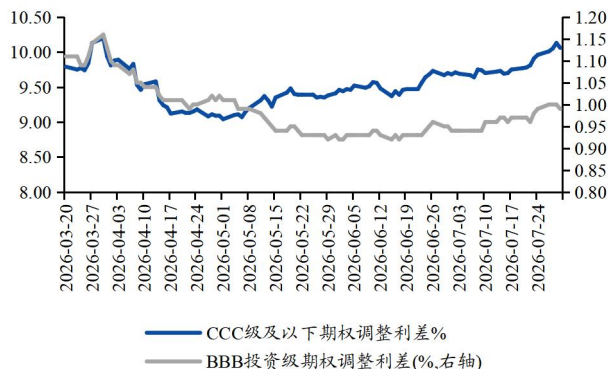


图表 6: 美国工商业信贷与 NDFI 信贷环比 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 7: 美银美林投资级与垃圾债 OAS (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

标普杠杆贷款 100 指数本周有所下行。市场对于杠杆贷款的定价情绪走弱。

图表 8: 标普杠杆贷款 100 指数

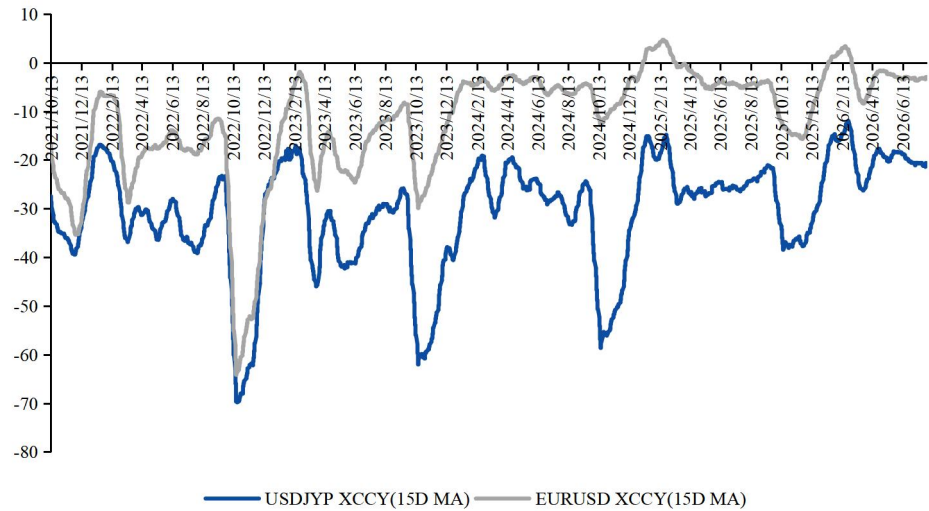


数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所

我们用欧元和日元 OIS 基差互换利差衡量离岸美元流动性,本周欧元和日元 OIS 基差互换利差有所收敛。



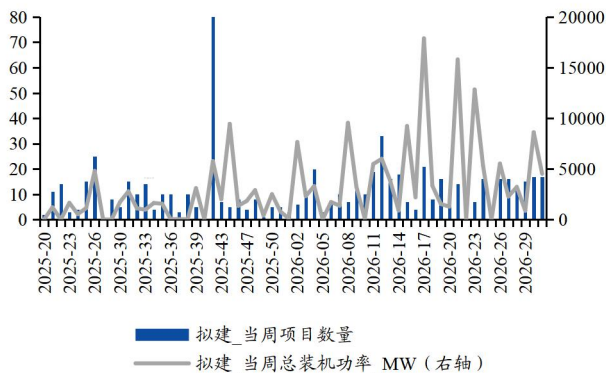
图表 9：离岸美元流动性监测（%）



数据来源：Bloomberg，华福证券研究所

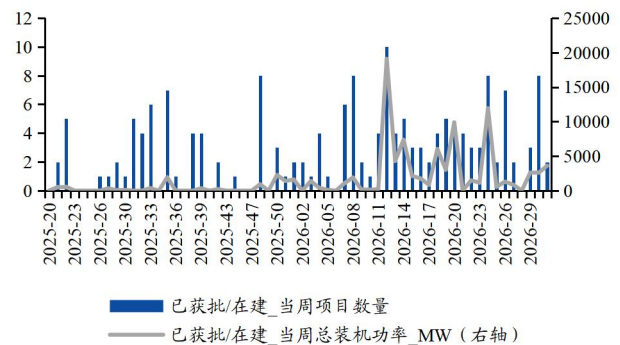
本周美国数据中心拟建装机功率走弱。

图表 10：美国获批/在建数据中心跟踪



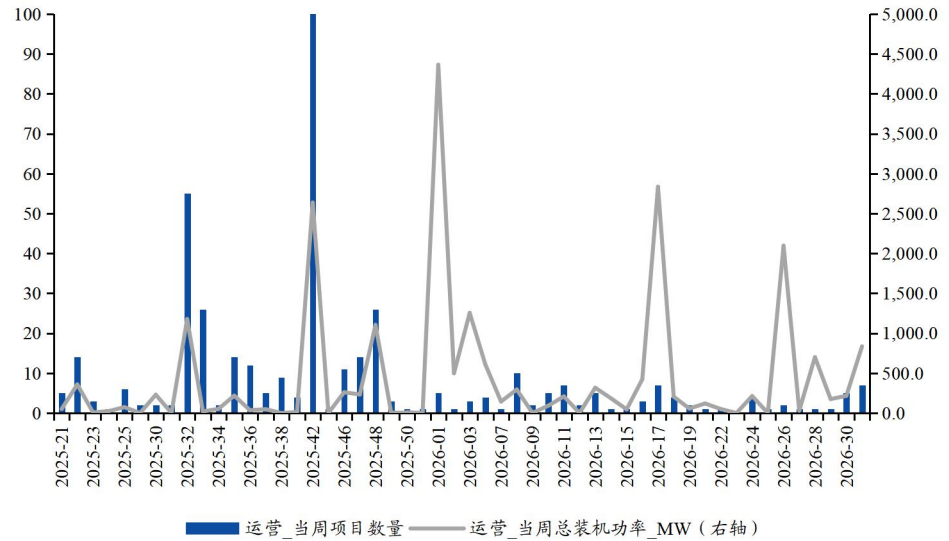
数据来源：FracTracker Data Centers，华福证券研究所

图表 11：美国拟建数据中心跟踪



数据来源：FracTracker Data Centers，华福证券研究所

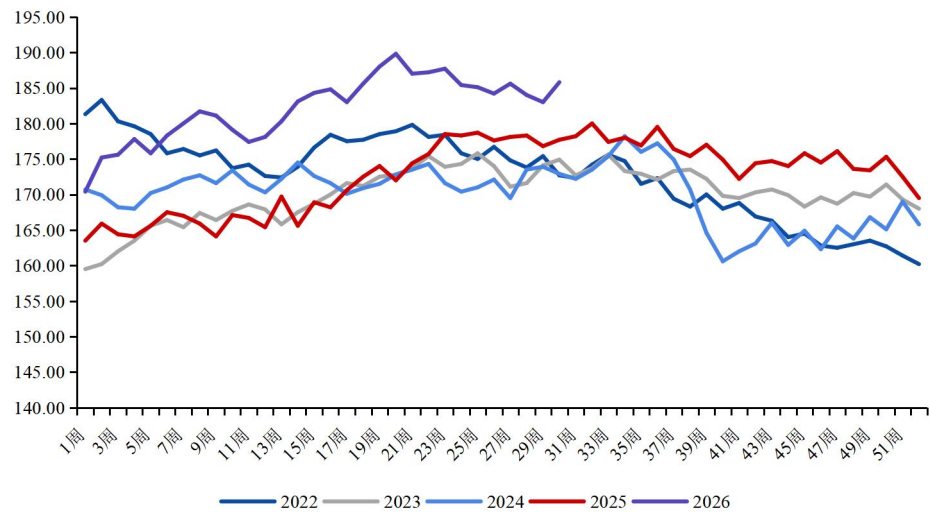
图表 12: 美国新增装机数据中心跟踪



数据来源: FracTracker Data Centers, 华福证券研究所

美国粗钢周度产量有所改善。

图表 13: 美国粗钢产量 (万短吨)



数据来源: wind, 华福证券研究所

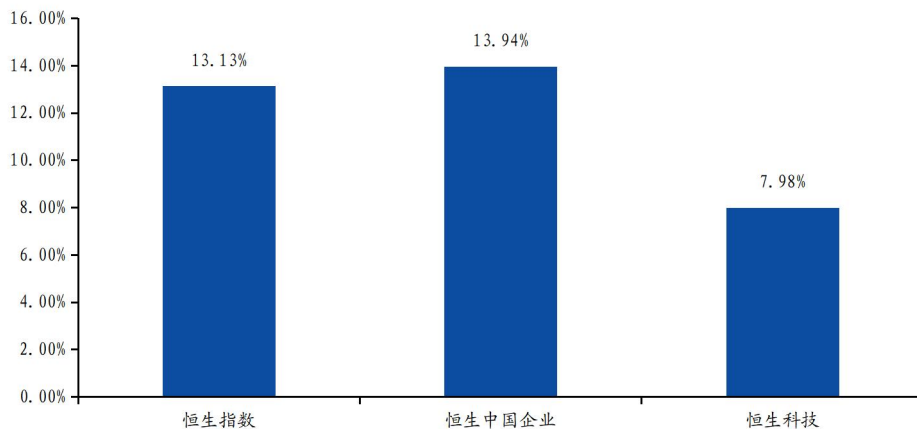
4 港股复盘：港股收涨

7月港股收涨。恒生指数收涨 13.13%，恒生中国企业指数收涨 13.94%，恒生科技指数收涨 7.98%。





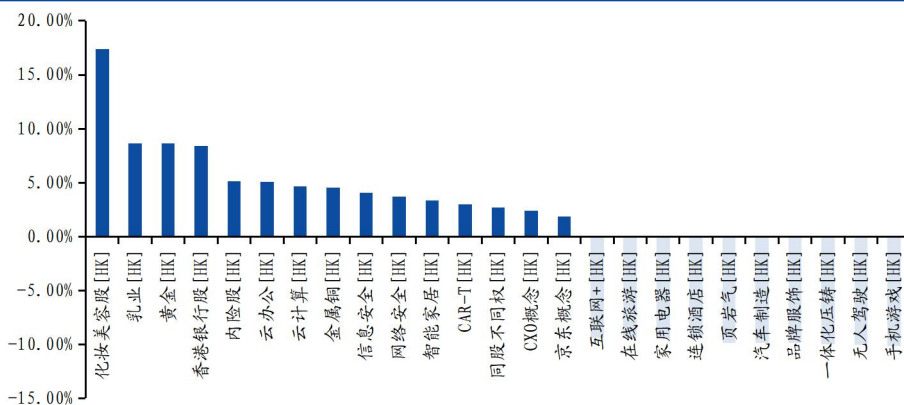
图表 14: 港股宽基指数月涨跌幅 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

7月港股细分方向分化。化妆美容股、乳业和黄金领涨。

图表 15: 港股行业概念指数月超额涨跌幅 (相对恒生指数: %)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

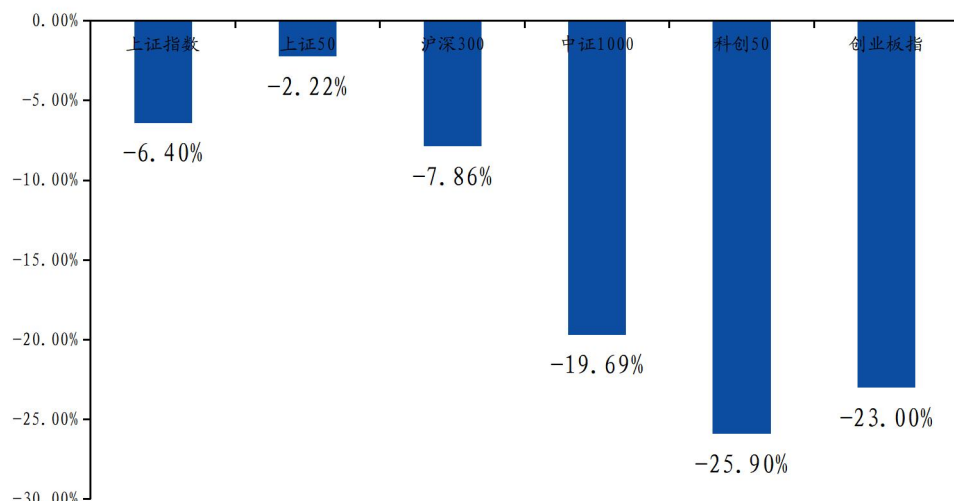
5 市场复盘: 科技调整

5.1 宽基和因子: 防御当先

7月宽基指数普跌, 科创 50 和创业板指跌幅较深。7月上证指数收跌-6.40%, 科创 50 收跌-25.9%, 跌幅领先。



图表 16: 宽基指数月度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

股指期货预期分化, IH 和 IF 下月贴水收敛, IC 和 IM 贴水全面加深。

图表 17: 股指期货基差走势

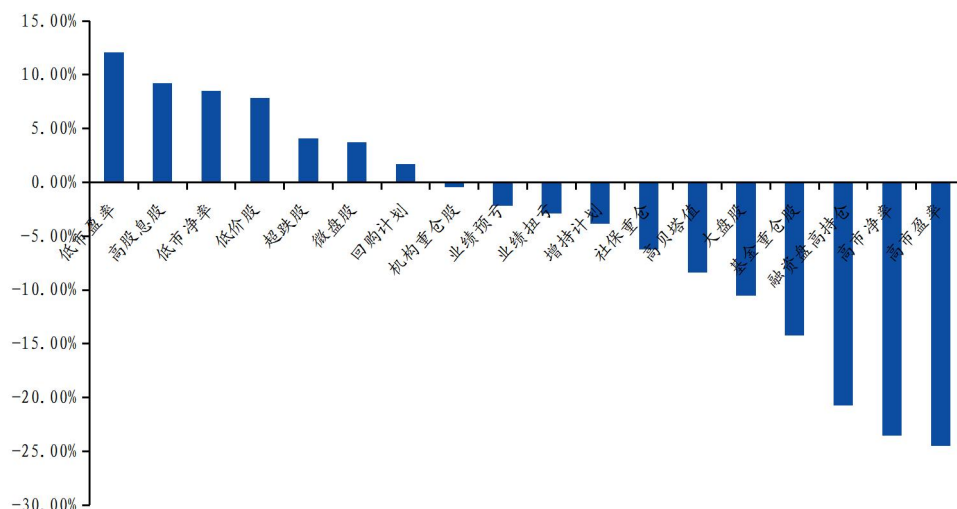
指数	合约	代码	月涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	(1.51)	12.97	
	下月	IH01	(1.72)	31.17	
	下季	IH02	(2.63)	69.37	
	隔季	IH03	(2.35)	92.37	
沪深300	当月	IF00	(7.23)	22.00	
	下月	IF01	(6.99)	50.20	
	下季	IF02	(7.92)	122.40	
	隔季	IF03	(7.71)	193.80	
中证500	当月	IC00	(16.66)	53.38	
	下月	IC01	(16.41)	98.99	
	下季	IC02	(17.32)	249.99	
	隔季	IC03	(16.95)	399.79	
中证1000	当月	IM00	(18.94)	32.11	
	下月	IM01	(18.61)	87.71	
	下季	IM02	(19.50)	244.91	
	隔季	IM03	(18.90)	409.51	

数据来源: ifind, 华福证券研究所

从因子表现来看, 防御成为主线。低市盈率、高股息和低市净率涨幅领先。



图表 18: 月度因子表现 (%)

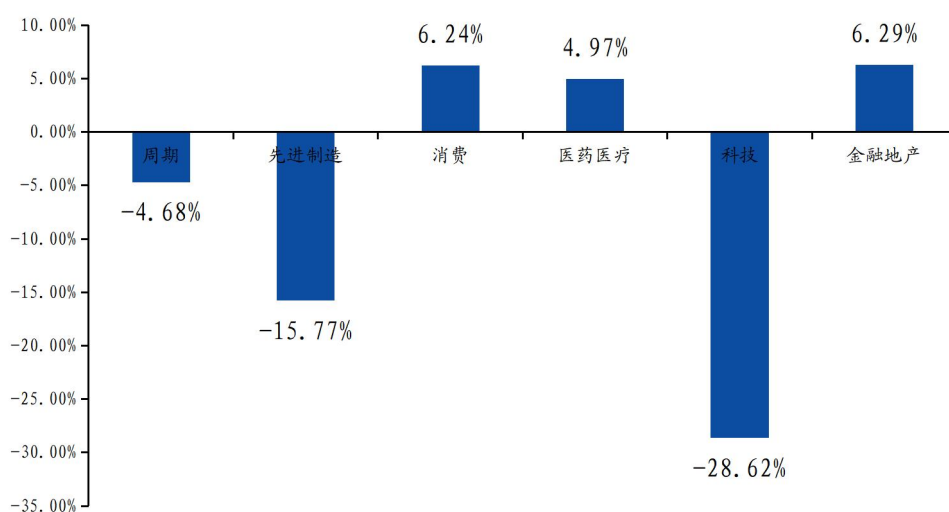


数据来源: ifind, 华福证券研究所

5.2 产业和行业: 科技收跌

从产业层面来看, 科技大幅收跌。金融地产和消费涨幅领先, 医药医疗小幅收跌。

图表 19: 产业月度涨跌幅

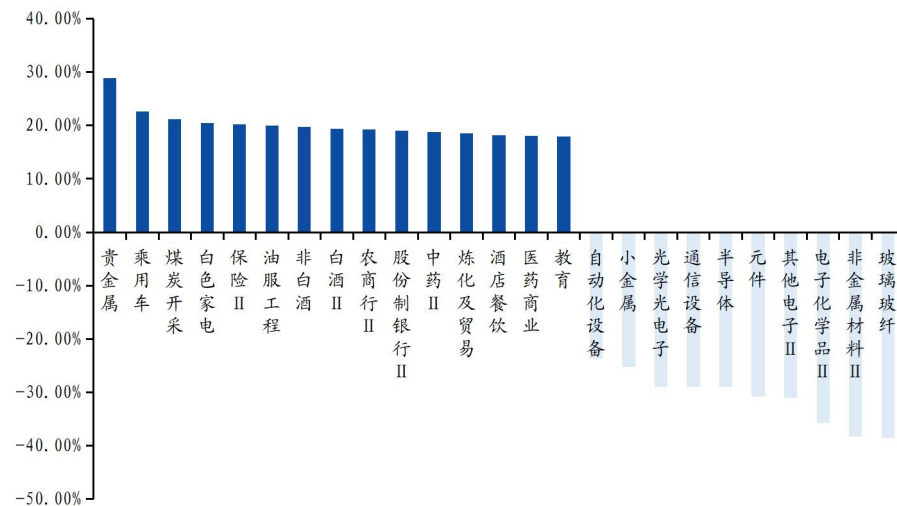


数据来源: ifind, 华福证券研究所

细分行业层面, 传统行业的细分行业超额相对领先。从相对上证指数超额收益来看: 贵金属、乘用车和煤炭开采领涨, 玻璃玻纤、非金属材料 and 电子化学品超额领跌。

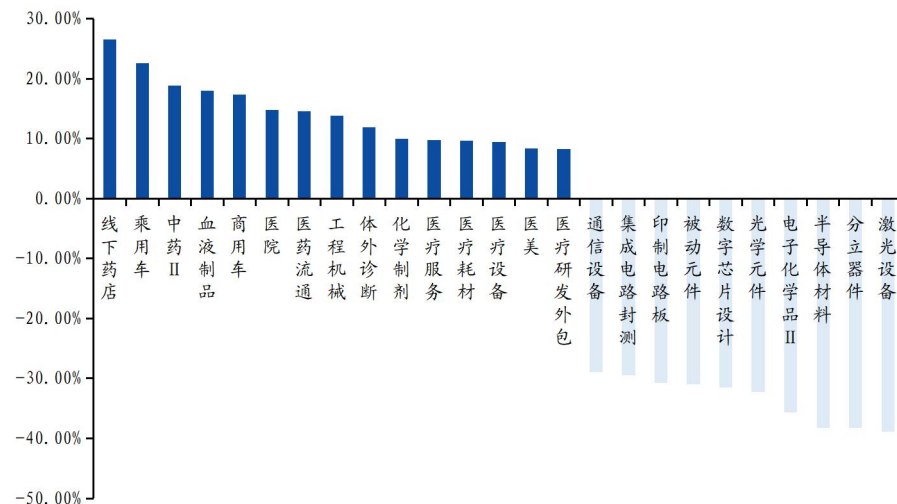


图表 20: 细分行业月度相对上证指数涨跌幅 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 21: 重点关注细分行业超额情况 (%)



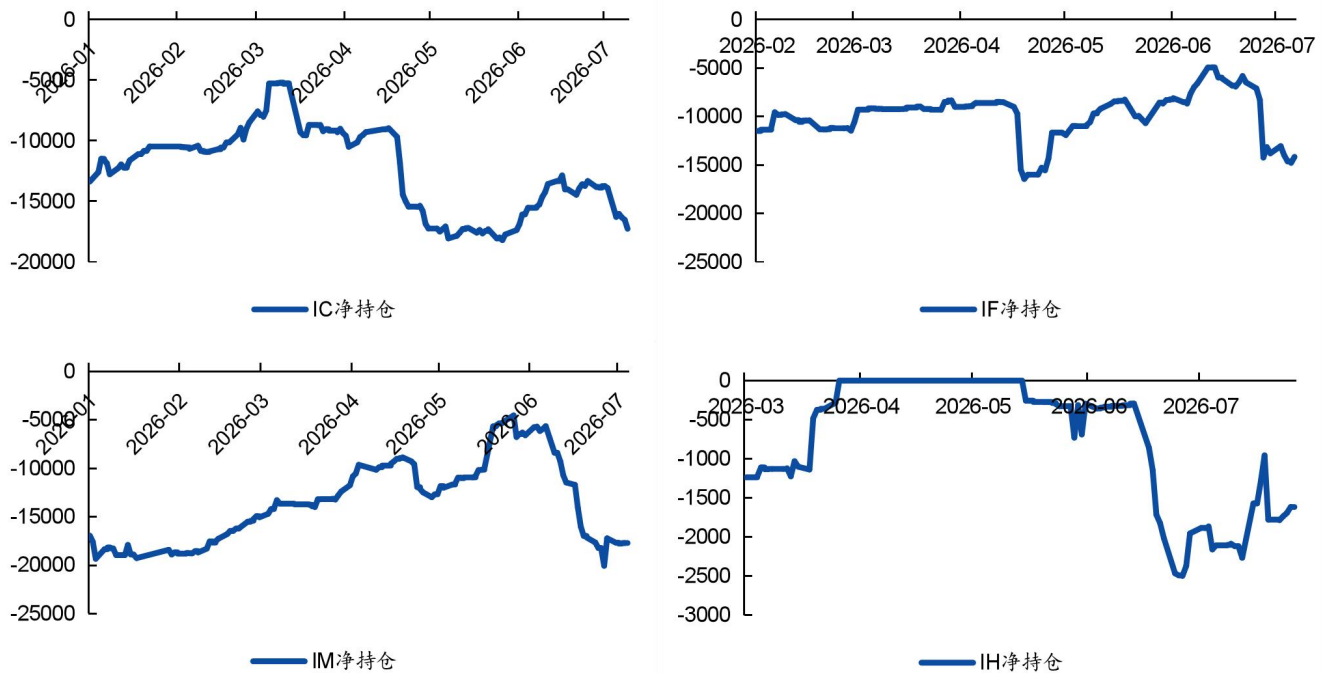
数据来源: ifind, 华福证券研究所

5.3 外资期指持仓: 分化

本周外资期指持仓分化, IF 和 IH 净空仓皆有所收敛, IC 净空仓扩大。



图表 22: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

6 下周热点: 美国非农就业

下周 (8.3-8.7) 重点关注美国非农就业数据。

图表 23: 下周热点

日期 Date	Weekday	会议/事件/数据
2026-08-03	1	美国 ISM 制造业 PMI
2026-08-05	3	美国 ADP 就业人数变动
2026-08-05	3	美国 ISM 非制造业 PMI
2026-08-07	5	美国季调后非农就业人口变动

数据来源: ifind, 华福证券研究所

7 风险提示

全球制造业复苏受阻: 科技突破带来制造业重要性阶段性回落, 从而影响全球制造业复苏。

中美关系改善不及预期: 大国博弈仍然为当前重要的宏观背景。

美国地产市场不健康: 可能对全球制造业复苏是一个较大隐患, 地产如若走弱, 对应美国制造业需求走弱, 商品需求下行也可能触发商品价格较大回调。

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，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn