“三重约束”下的市场方向


缪延亮 分析员
SAC 执证编号：S0080525060005
SFC CE Ref：BTS724
yanliang.miao@cicc.com.cn


李昭 分析员
SAC 执证编号：S0080523050001
SFC CE Ref：BTR923
zhao3.li@cicc.com.cn


黄凯松 分析员
SAC 执证编号：S0080521070010
SFC CE Ref：BRQ876
kaisong.huang@cicc.com.cn

7 月以来AI产业链引领全球股市回调，市场对牛市的分歧加大。2026 年上半年全球股票市场强劲上涨，但 7 月以来AI产业链引领全球股市共振回调，市场对于牛市持续性的质疑声音明显增多。我们认为本轮回调的本质，是AI产业趋势、美元流动性和中国经济这三大变量，从此前相对积极的“三重支撑”阶段性变为不利于市场的“三重约束”，市场开始重新检验此前的乐观假设。本篇报告我们将重点解析“三重约束”未来的演变方向，以及对于市场的展望，并提出当下在市场验证期的应对策略。

一、从“三重支撑”到“三重约束”，市场进入验证期

上半年“三重支撑”支持市场上涨。年初市场的共识是全球和中国股票有望延续牛市，但围绕三个变量存在显著分歧，一是AI产业趋势是泡沫还是革命，二是沃什上任后是偏鹰还是偏鸽，三是中国经济能否继续改善。上半年这三大变量一度形成有利组合，AI产业趋势方面，AI agent在面向企业用户端取得重要突破，Anthropic的ARR（年化经常收入）呈现指数级增长，市场开始看到AI的商业模式形成盈利闭环的可能。美元流动性方面，美伊冲突一季度引发油价大涨，但随后双方间歇停火并签署停战谅解备忘录，一度引发油价大跌和通胀风险改善。中国经济方面，年初国内经济实现较好开局，出口保持较快增长，GDP平减指数结束连续 13 个季度负增长，一季度A股企业盈利增长创下过去五年最佳水平。在产业趋势、流动性预期和国内增长三方面支撑下，A股和全球股票市场共振上涨，并且AI产业链含量越高的指数景气度越高，上半年涨幅越大。

从“三重支撑”到“三重约束”。但 7 月以来AI产业链引领全球股市回调，中国指数更是抹去上半年大部分涨幅，年初至今在全球表现从领先到靠后（图表 1）。原因在于上述变量再度朝不利的方向演变，AI产业趋势的投资回报率质疑和泡沫担忧再起，海外流动性紧缩预期升温，国内经济的传统行业面临一定的下行压力，使得国内股票无论是传统领域还是新兴领域，分子端和分母端均面临挑战（图表 2）。但从以往经验来看，市场往往容易高估短期冲击，而低估中长期结构性趋势，因为投资者倾向于对短期极端事件赋予过高权重[1]。我们认为，短期风险与冲击必须重视，但更重要的问题是，这些冲击是否代表趋势的逆转与终结，因此我们需要对“三重约束”背后的逻辑展开分析。

二、“三重约束”阶段性打破乐观的趋势外推

（一）AI产业趋势：由叙事转向回报验证

AI叙事动摇的本质是对AI投资回报和资本开支持续性的质疑。本轮全球AI产业链的调整自 6 月下旬开始，期间诸多负面叙事本质与过去类似，都可以归结为对AI投资回报的质疑，以及对于资本开支持续性的质疑。7 月的财报季期间，北美五大云厂商的资本开支预期仍在上修，2027 年资本开支预测已接近万亿美元；但另一方面 26Q2 五大云厂商的资本开支/经营现金流已经达到 97%，谷歌的自由现金流已经转负，市场关注点开始由投入规模转向回报验证，此时若出现对AI大模型创收不利的因素，市场容易再次质疑AI资本开支持续性。**6 月下旬以来，市场出现了几个相对负面的变化，成为行情回调的导火索：**1）6 月 25 日，苹果因内存成本上涨而上调iPad及Mac系列产品价格，上游涨价已经开始向终端传导。但更重要的是，市场开始认识到上游全面涨价，意味着单位资本开支的产出能力受到侵蚀，如果Token产出效率无法通过算力架构优化同步改善，云厂商需要投入更多资本才能维持原有服务能力，投资回收期也会相应拉长。2）7 月 16 日，月之暗面正式发布的Kimi-K3，模型在 Artificial Analysis的综合测评榜单中位列全

[1] De Bondt W F M, Thaler R. Does the Stock Market Overreact?[J]. The Journal of Finance, 1985, 40(3):793-805.

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

球第四位[2]，编程能力在Frontend Code Arena登顶全球第一[3]，其对AI圈的震撼，被市场称为又一次的“DeepSeek时刻”。而国内大模型在价格上相比海外有明显竞争优势，Kimi-K3 的Token价格在当前国内主流大模型中较高，但无论从输入价格还是输出价格来看，其价格约为海外代表性大模型Fable 5 的三分之一、GPT-5.6 Sol的二分之一（图表 3）。低价高性能模型会加剧中美大模型竞争，压低同等性能服务的单位收费，加剧海外大模型投资回报率不足和资本开支持续性的担忧。3）7 月 27 日，英伟达为OpenAI提供 2,500 亿美元融资担保后[4]，市场对AI产业链循环融资的担忧快速升温，甚至引发市场的恐慌，五大云厂商CDS价差明显上升（图表 4）。

资本市场杠杆和高拥挤度加剧调整幅度。二季度AI产业链大涨过程中，全球主要市场的杠杆资金起到重要的助力作用。其中韩国市场尤为突出，韩国本地市场信用融资余额在二季度增幅超过 5 万亿韩元至 38 万亿韩元，但更突出的问题是二季度大量发行杠杆ETF，6 月下旬全球范围内韩国股市相关杠杆ETF规模一度超过 500 亿美元，杠杆ETF交易额达到韩国股市交易额的 70%以上，市场下跌导致的ETF持仓再平衡容易引发进一步的下跌螺旋。A股市场融资余额也在二季度由 2.6 万亿元提升至 3 万亿元左右，相对市场本身规模而言并不算高，但绝对规模创出历史新高。除了资金集中流入以外，资金流向高度集中于AI硬件环节加剧了交易拥挤风险，韩国股市的杠杆ETF以三星和海力士的单股ETF为主，A股市场融资资金也有 80%以上流向AI硬件领域。国内主动偏股型公募基金二季度，对电子和通信的配置比例达到 60%，超配幅度接近 30%，持股集中程度超越历史上的 4 轮“抱团”（图表 5），成为全球资金集中交易AI硬件的缩影。杠杆资金、交易高拥挤度叠加部分大型IPO吸收流动性，放大了AI负面叙事的冲击，跨市场之间的风险情绪传染下，全球各市场AI硬件产业链均大幅下跌，尤其是盈利预期并未下调，估值受到较为明显的冲击。其中，韩国股市和费城半导体均创下金融危机以来最大月跌幅，创业板指则创下历史第二大月跌幅。

（二）全球流动性：从降息预期转向加息预期

美伊局势反复影响通胀路径和加息预期。2 月底美伊冲突爆发引发油价大涨，4 月初美伊停火并在 6 月签署停战谅解备忘录，布伦特油价一度下跌至冲突前的水平，美国CPI同比也出现见顶回落迹象。但是美联储并未随着油价阶段性回落而转鸽，在 7 月初美伊局势反复，霍尔木兹海峡再度限制通行引发油价上涨后[5]，联储加息预期快速升温（图表 6）。相比于 2026 年初市场一度预期美联储年内降息 3 次，截至 8 月 7 日非农就业低于预期的情况下，仍然计入年内加息一次的预期。当降息交易转为加息交易，依靠流动性推升的估值便需要重新定价。

全球债券利率上升，流动性紧缩成为市场压力来源。美国、德国、日本和英国 10 年期国债收益率年内同步上行约 30 至 60 个基点，7 月美联储会议没有加息，2 年期美债收益率随之回落，但 10 年和 30 年期收益率仍升至 4.7%和 5.3%左右，反映市场对长期通胀、财政债务等深层次问题的担忧。长端利率持续上行，对于举债需求上升的AI产业而言，融资成本上升会进一步提高投资回报要求，也成为冲击AI产业链估值的重要因素。

（三）中国经济：经济“K型分化”，降低景气端容错率

国内经济“K型分化”，逆周期政策力度有待提升。国内经济呈现为两大“K型分化”，一是新兴行业强于传统行业，AI产业链成为 2026 年重要的增长驱动力，我们测算上半年工业增加值中，高技术产业增加值同比增长 13.3%，非高技术产业增长 3.8%，且增速持续放缓；二是外需强于内需，上半年出口累计同比增长 17.6%，为近 5 年最高。而社会消费品零售总额同比仅增长 1.3%。传统行业与内需行业走弱，本身受到房地产下行惯性较大的影响，过去 12 个月居民中长期贷款累计仅新增 3300 亿元，规模相比 2021 年高点时期大幅下降；另一方面，上半年财政支出进展相对缓慢，上半年政府性基金支出+公共财政支出的增速明显回落（图表 7），呈现为政策在一季度靠前发力，二季度专项债发行和项目开工偏缓，内生与外生因素叠加之下，导致传统行业面临一定的下行压力。

[2] https://artificialanalysis.ai/
[3] https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_33614650
[4] https://stcn.com/article/detail/4042615.html
[5] http://world.people.com.cn/n1/2026/0714/c1002-40760628.html

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

股市分化已持续较长时间，景气端的容错率下降。经济的K型分化，在过去一年多的股市已经充分定价，我们将全A指数分为AI产业链和非AI产业链后发现，自 2024 年 9 月——2026 年 6 月，AI产业链相关行业指数累计上涨约 200%，非AI产业链指数累计仅上涨约 34%（图表 8）。传统经济偏弱以及景气产业前期涨幅较大，意味着对于A股而言，景气产业容错率在下降，负面因素出现时将导致指数整体跌幅较大。

三、“三重约束”未必改变趋势，牛市持续仍是基准情景

“三重约束”虽然改变市场的运行节奏，但趋势是否终结，仍需观察产业趋势、美元流动性和国内经济基础未来的变化。我们认为当前市场的大幅回调与前期的极致分化，市场资金交易过于拥挤有较大的关联，回调过程中悲观情绪也被过度放大。在基准情形下，我们对AI产业趋势前景保持积极，并且认为市场可能高估了美联储货币紧缩风险，中国经济基本面也具备改善的条件，“三重约束”未必走向市场预期的悲观情形，叠加过去A股所形成的“新秩序、新动能、新生态”等有利条件，我们认为“慢牛”仍是基准情形。

（一）AI产业趋势并未改变，当前未到泡沫破裂阶段

结合我们年初在《2026 年市场共识与分歧——国际货币秩序重构视角》提出判别AI泡沫破裂风险的三个维度：第一，是否带来生产力提升？第二，是否存在严重的债务杠杆风险？第三，是否极度非理性定价？AI带来生产力提升毋庸置疑，当前市场更关注的是投资回报率，而后两者仍然是重要的判断标准。

市场可能低估了AI的需求增长，以及模型和硬件性能提升。当前市场对 AI 产业链的核心质疑，一是大模型创收与可持续变现能力不足，二是持续高企的算力成本对行业盈利水平形成显著压制。但是从量的角度来看，主流转接平台OpenRouter的周频Token用量 7 月底最新水平，已经达到去年同期近 20 倍（图表 9），随着AI Agent渗透率提升，以及应用领域进一步从B端扩展至C端，Token用量仍有望保持较快的增长速度。从价格角度来看，随着AI从问答走向工具调用和agent协同，客户更关注的是整体任务能否更快、更准地完成，因此随着前沿模型性能提升，Token定价反而可能提升。具体来看，Anthropic Claude Fable 5 的输入价格和输出价格分别为 10/50 美元/百万token，较前代Claude Opus 4.8 翻倍；国内大模型Kimi-K3 相比前一代Kimi-K2.6 的token单位价格上涨约 3 倍。从OpenAI历次模型性能提升的过程来看，token价格中枢也通常跟随抬升（图表 10）。长期来看，大模型难免面临价格竞争，但如果前沿模型本身性能提升则有望提高服务的定价水平，算力架构迭代带来的硬件效率改善也可以部分抵消存储等上游环节涨价的影响，如果使用量和应用范围扩张较快，算力需求和总收入仍可保持增长。

头部公司的杠杆仍低，整体估值未到科网泡沫水平。虽然我们看到五大云厂商的资本开支即将超过经营现金流，今年以来也陆续开始发行债券募资，但是五大云厂商负债权益比仍然仅为 43%左右，明显低于互联网革命时期约 124%的均值。因此当前五大云厂商的财务杠杆水平仍然相对健康，投资仍以企业内生现金流为主要来源，并未出现全行业普遍依赖高杠杆扩张的情况，而且真正需要警惕的不是企业增加债务本身，而是低回报项目通过高杠杆持续扩张。2000 年前后的互联网热潮中，电信运营商大规模举债铺设光纤，但实际利用率不足，低回报与高杠杆叠加最终造成了更大的资产负债表风险。估值层面，截至 7 月底，标普信息技术前向市盈率约 21 倍，相比去年底估值下降的原因主要是科技企业盈利较快增长，并且也明显低于 2000 年科网泡沫时期约 55 倍的估值水平（图表 11）。当前AI产业链的龙头公司整体估值相对健康，但需要注意二季度的上涨过程中，部分二线厂商受益于景气扩散，股价涨幅一度好于核心龙头，而本身所处细分行业壁垒并不高，这一类公司可能存在一定的估值泡沫。

科技牛市在终结前可能经历多次深度调整，但核心还是取决于产业趋势是否终结。历史上大的科技产业趋势中，市场难免因为阶段性的泡沫质疑而出现明显调整，以科网泡沫为例，纳斯达克在 2000 年见顶前曾出现 4 次明显回撤。其中 1998 年三季度受LTCM事件影响，最大跌幅超过 25%，但由于产业趋势并未终结，指数最终创出新高，并在前期高点的基础上又上涨了 150%。因此不能简单以近期回撤幅度较大而判断行情终结，关键在于技术进步、使用需求和企业盈利所反映的产业趋势是否终结，基于前述判断标准，我们仍然看好AI产业链整体牛市延续，但未来内部难免分化和轮动。

（二）当前环境不支持美联储实施货币政策紧缩

美国通胀下半年或进入下行通道，经济增长也正在降温，并不支持货币紧缩。7 月以来美伊局势再度变差，但考虑到美国中期选举临近，出于对油价和通胀的考虑，我们认为特朗普对外政策再次趋于缓和的

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

概率并不低，不宜把近期冲突升级线性外推为长期能源供给冲击，能源对海外通胀的一次性冲击正在消退，与此同时，房租、二手车、食品和其他核心商品的领先指标指向下行。我们在《油价冲击会导致央行加息潮吗？》指出央行是否加息，取决于油价上涨是否引发“二次效应”，本轮冲击的二次效应风险有限。而且近期美国非农就业数据显示劳动力市场正在降温，叠加AI的替代效应，将有望进一步抑制工资与服务通胀，难以形成工资与通胀相互强化的螺旋。此外，二季度美国实际GDP环比折年率约 1.5%、同比约 2.1%，AI部门与非AI部门之间的增长分化也在扩大，不支持美联储货币政策紧缩。

沃什“名鹰实鸽”，市场可能高估了货币紧缩风险。7 月美联储FOMC会议并未加息，会议延续了沃什期望的“极简”和“模糊”的风格，沃什表示过去这一段时间美债利率大幅上行已经相当于替美联储加息了，用行动证明自己的实际政策选择没有此前市场预期的那么鹰派。更值得关注的其实是沃什推出的五个工作组，还可能提供新的解释框架：一是数据来源工作组更加关注低于名义与核心通胀的截尾均值通胀，它剔除了通胀中涨跌幅最高和最低的极端分项，对油价、交通等波动较大的供给冲击天然不敏感，这一口径显示的通胀压力低于核心PCE等传统指标（图表 12）。二是生产率与就业工作组，可能把AI纳入政策反应函数，沃什也多次表达对AI提升生产率的信心，历史上重大科技革命期间，生产率提升往往伴随通胀回落，这也为较高增长与较低通胀并存提供了参照。综合来看，我们认为沃什“名鹰实鸽”，市场可能高估了货币紧缩风险，随着通胀回落和增长转弱，下半年美联储政策具备重回宽松的空间。

（三）国内政策空间充足，经济有望保持韧性

国内政策空间仍然充足，下半年发力有望稳住经济。7 月底召开的政治局会议释放出较多积极政策信号，首先在经济形势判断方面，相比于 4 月强调“经济起步有力，主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力”，7 月会议面对二季度增速有所回落的情况，着重指出经济呈现“动能向新、结构向优”的发展态势，同时要求高度重视经济运行中的困难挑战。并且本次会议[6]，重提“加大逆周期调节力度”，强调“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”。在具体财政政策方面，上半年财政支出仅完成全年预算的 44%，二季度专项债发行与项目开工偏慢（图表 13），本次会议明确提出下半年“加快财政支出和债券资金使用进度”，意味着政策并非没有空间，而是发力时点有所后移。我们认为随着财政支出和项目落地加快，将有助于稳定下半年经济基本面的预期。

当前经济的微观基础也好于过去三年。过去三年，国内低通胀除了受总需求不足影响，前期制造业供给端大幅扩张产能也导致部分领域供需失衡。随着制造业各领域先后开始去产能，我们看到A股制造业资本开支明显下滑，资本开支/折旧摊销已降至 1.4 倍左右的历史低位，资本开支下降也逐渐传导至企业在建工程的下滑，反映产能利用率趋势的营业收入/(固定资产+在建工程)指标也开始企稳反弹（图表 14）。在美伊冲突之前，国内PPI已经连续 5 个月环比改善，正是反映落后产能逐步退出、供需缺口逐步收敛对物价的积极影响。因此我们认为当前经济的微观基础好于过去三年，若政策应对得当，中期经济基本面有望展现较强的韧性。

（四）慢牛仍是基准情形

基于前述分析，当前的“三大约束”并不代表趋势的逆转，我们认为随着时间推移反而可能重新变为有利因素，市场有望重拾升势。并且我们在年初发布的《“有底无顶”的慢牛如何形成？》中，提出当前A股可能比历史任何时候更具备慢牛的条件，其中支持慢牛的“三新”逻辑并未发生根本变化：

1）新秩序：我们在 2025 年 6 月发布的《货币秩序重构下的资产变局》中提出国际货币秩序在加速重构，格局转换和资金流动的力量要远远大于一时、一市场和一个国家基本面的变化，成为看多中国资产的重要起点。其中，国际货币秩序重构的本质是美元资产安全性下降，其根源既包括美国政府债务无序扩张且缺乏财政纪律，也由于部分政策更加强调本国利益优先和短期交易结果，削弱了美元体系作为全球公共品的中立性、可预期性和制度信任。今年以来随着美元走强，美股投资表现良好与 AI 革命加速推进，市场对于“去美元化结束”的讨论有所升温，我们在《“去美元化”结束了吗？》指出“去美元化”仍是大势所趋：由于美国政府债务持续攀升，侵蚀美债“安全资产”共识，美元外储占比短期企稳并不意味着长期趋势发生变化；股票和债券两种资产特性具有本质区别，美股难以替代美债承担储备资产功能；AI 革命的产业趋势与债务影响具有较大变数，且存在“逆巴拉萨—萨缪尔森”效应，未必能够强化美元

[6]https://www.12371.cn/2026/07/30/ARTI1785393527182283.shtml

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

的国际货币地位。最终国际秩序重构将推动全球资金走向“碎片化”和“多元化”，中国资产在这个过程中有望实现长期配置价值重估。

2）新动能：经济转型和科技产业驱动形成“新动能”。随着经济转型不断深化，科技产业逐渐成为经济的新驱动力，股市内部行业结构已经在反映这些变化，我们测算AI产业链、新能源产业链、高端制造在全A指数中的权重高达 60%左右。而银行、非银、石油、煤炭和公用等利润体量较大的传统行业在A股指数中的权重仅 15%（图表 15）。“新动能”成为重要驱动力意味着中国股市有更好的成长性，也为中长期慢牛创造了条件。

3）新生态：制度面上投融资更加平衡，资金面上多股资金力量共同形成正向循环。以往的A股更偏向“融资市”，2024 年“新国九条”推动企业提高分红，并且企业自由现金流水平也处于历史最优状态，分红水平明显提升。2024 年以来，A股公司的自由流通股本分红规模已超过IPO及再融资，市场生态持续优化（图表 16）。并且 2025 年成为中长期资金加速入市的元年，在政策推动下，保险持有权益仓位占比突破了以往的中枢水平；汇金作为“国家队”的稳市机制成熟，既防“大落”也防“大起”；公募基金高质量发展管理办法落地[7]，推动公募基金关注中长期考核。多重力量推动资金入市且持续性好于以往，有利于形成正向循环。

四、验证期的市场特征与应对策略

验证期的特征是“轻叙事，重现实”，市场波动性加大。尽管我们认为前述“三大约束”对于市场最终可能有惊无险，但是三个支撑市场的乐观假设都需重新证明，在此之前，市场可能进入需要耐心等待的验证期。验证期的市场有两大特征，一是“轻叙事，重现实”，2025 年A股上涨主要由风险溢价下降推动，2026 年以来依靠风险偏好推升估值的空间已经收窄，风险溢价不再进行正贡献，并且近期市场下跌阶段风险溢价转为负向拖累（图表 17）。这对应市场处于验证期，投资者决策并非主要依据叙事的线性外推，而是更重视业绩、现金流能否在现实中落地。另一大特征是市场处于验证期意味着容错率降低，指数波动率可能加大，除沪深 300 代表的蓝筹指数外，其余主要指数隐含波动率普遍抬升，创业板指和中证 1000 的隐含波动率在 7 月一度上行至 52 和 45 的历史偏高水平（图表 18）。当前阶段市场整体投资难度预计大于上半年，我们建议当前验证期的应对策略如下：

股票市场从普涨转向慎估择优。对于中国股票，我们认为慢牛基础尚未改变，指数经历调整后有望重回震荡上行，但市场驱动力不再简单依靠叙事，而需要依靠前期的乐观假设逐步兑现和验证，指数上升斜率可能相比过去放缓。结构层面，对于行业的估值扩张空间需要相比此前更加审慎，更加重视自下而上的行业逻辑，在风格上需要相比此前更加平衡。**针对AI产业链，**我们预计内部将进一步分化，不再是硬件环节一枝独秀，从产业规律来看，初期“卖铲子”的环节受益于基础设施建设，但随着商业模式进一步成熟和清晰，大模型的盈利能力逐步提升，下游应用环节的AI渗透率也在提升，我们预计AI产业链整体表现可能从基础层向模型层和应用层进行均衡。基础设施环节中，具备技术壁垒、订单可见度的龙头公司，后期有望重拾升势，而壁垒不高，仅阶段性受益于景气扩散的环节预计仍需要消化估值过高的问题，建议关注光通信、国产AI芯片、大模型领域的龙头公司，以及AI在下游应用的机会。针对AI以外的行业，我们建议兼顾能源转型（电池、电网设备、传统能源），以及产能周期改善叠加出海需求增长（创新药、化工），以及美元流动性改善（有色金属）等景气产业。此外，对于自由现金流稳定、分红持续性好的红利标的也可作为底仓，作为成长资产波动的缓冲。

大类资产方面，看好中美股市，超配黄金、有色等流动性敏感资产。具体来看：1）从AI产业趋势角度我们继续看好权益，建议超配A股港股，标配美股。近期全球股市调整后估值更加合理，AI领域的基本面仍在兑现，并且资金面也消化了部分高拥挤和杠杆风险，在科技产业趋势驱动下，我们认为中美股市下半年可能都有不错表现。2）**从全球流动性改善角度，我们建议超配黄金，**7 月市场对黄金极度悲观时，大类资产团队建议逢低增配（《黄金牛市结束了吗？》）。我们认为前期压制黄金的两种叙事正在被证伪：第一，全球流动性并未真正进入紧缩周期。随着美国通胀回落、增长放缓，经济基本面支持货币政策走向宽松。市场可能将沃什强调通胀纪律和缩表简单等同于全面鹰派，却忽略其政策改革也可能为未来宽松打开空间。第二，“去美元化”并未结束。沃什政策主张客观上有助于修复美元信誉，但其政策受到金融

[7] https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202505/content_7022806.htm

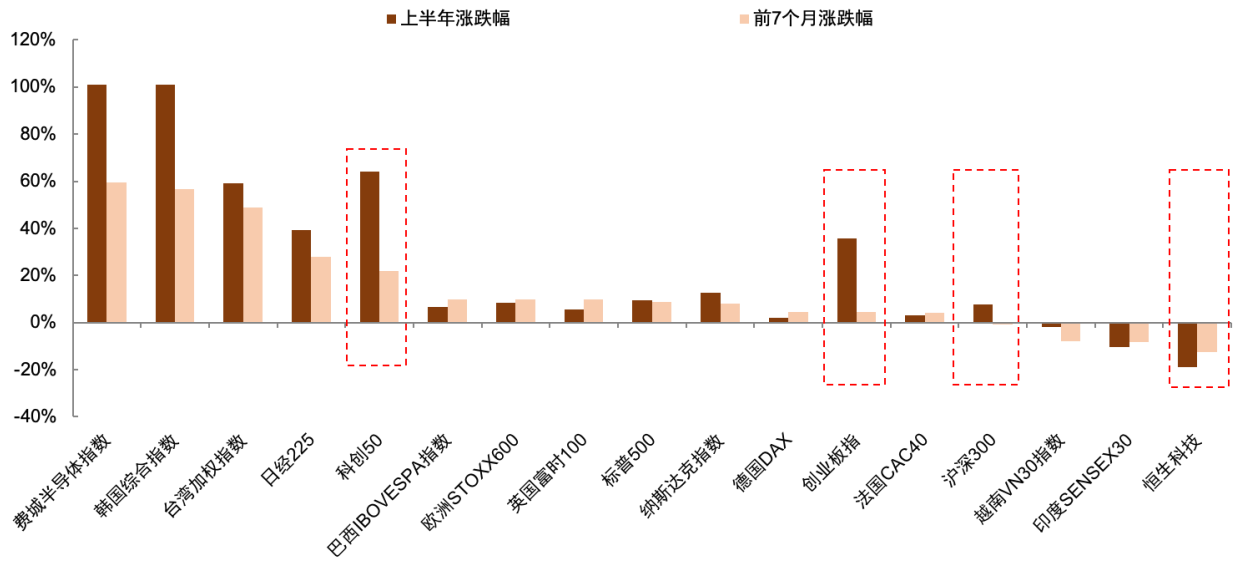
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

市场与政治的多重约束，未来落地的不确定性高。全球央行二季度净购金反弹至 289 吨，同比增长 62%，储备多元化仍会在中长期支撑黄金需求。随着全球流动性改善，黄金或重新获得流动性和货币体系多元化的双重支撑。3）**对于美债我们建议维持标配，**通胀回落、就业降温和美联储政策预期转松有利于利率下行，高票息也提供了安全垫。如果美国增长进一步放缓，中长久期美债还可以对冲权益资产波动，建议标配美债，逢低增配。**4）商品内部或将继续分化。**AI数据中心、电网扩容和能源转型继续支撑铜、铝需求。在供给约束仍强的背景下，有色兼具流动性改善与AI实物投资两重逻辑，建议超配。石油等能源商品仍具备对冲价值，但未来波动可能增大，建议维持仓位，不宜追高。5）**流动性改善对中债也有支持，但考虑到利率水平偏低，回报空间有限，建议低配中债。**

风险提示：AI 资本开支回报低于预期；全球通胀和货币政策超预期收紧；美伊局势进一步升级并推高能源价格；国内经济与政策效果低于预期。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：上半年全球股市表现优异，近期明显回调，中国资产阶段性承压



资料来源：Wind，中金公司研究部

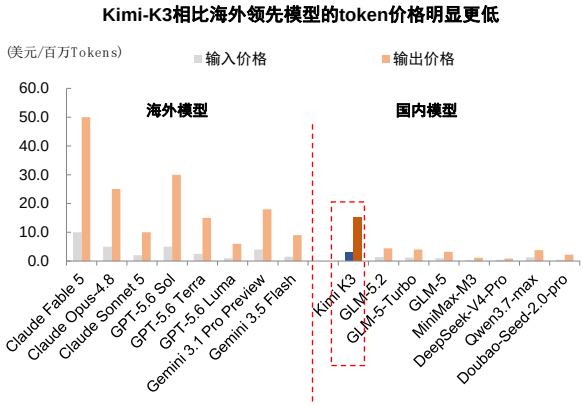
图表 2：年初三大分歧上半年一度向好，当前再度转向不利

年初三大分歧	上半年一度向好	当前再度转向不利
AI究竟是泡沫还是革命？	Anthropic收入爆发增长，AI应用和Agent加速落地，市场看到商业模式在形成盈利闭环，技术革命兑现成为AI行情催化	市场再度质疑AI投资回报率，以及大规模资本开支持续性，叠加交易拥挤、杠杆等问题导致市场大跌
沃什是鹰派还是鸽派？	美伊停火和签订备忘录，油价从高位大幅回落，全球流动性预期一度走向宽松	美伊局势再度升温，油价反弹，美联储官员持续释放鹰派信号，降息预期变加息预期
中国经济在改善还是恶化？	一季度中国经济开门红，出口高增长，通胀明显改善，GDP平减指数结束13个季度的负增长，支持上市公司盈利改善	经济“K型分化”，宏观政策支持力度有限，传统经济面临压力

资料来源：中金公司研究部

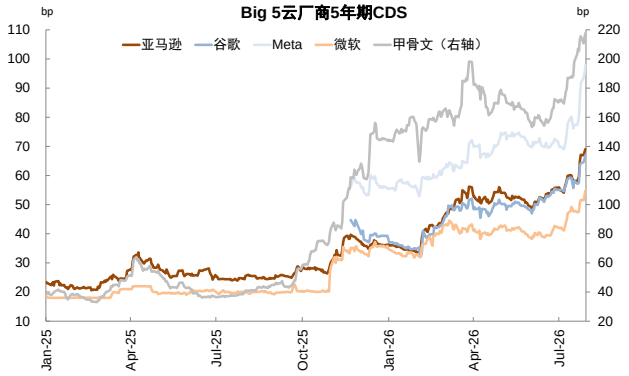
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 3：Kimi-K3 相比海外领先模型的 token 价格明显更低



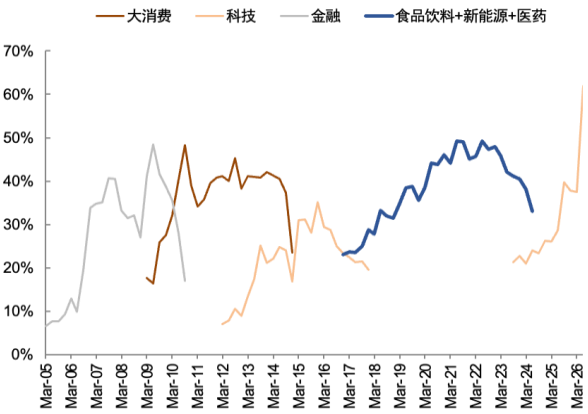
注：数据截至 2026 年 7 月
资料来源：各公司官网，中金公司研究部

图表 4：五大云厂商的 CDS 价差明显上升



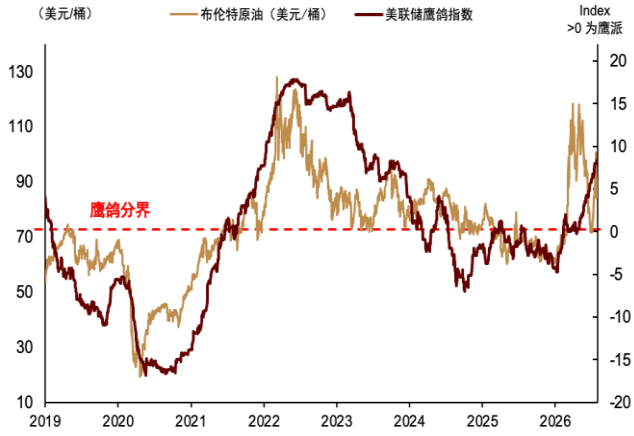
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 5：主动偏股型公募基金在各个赛道的历史配置比例



资料来源：Wind，中金公司研究部

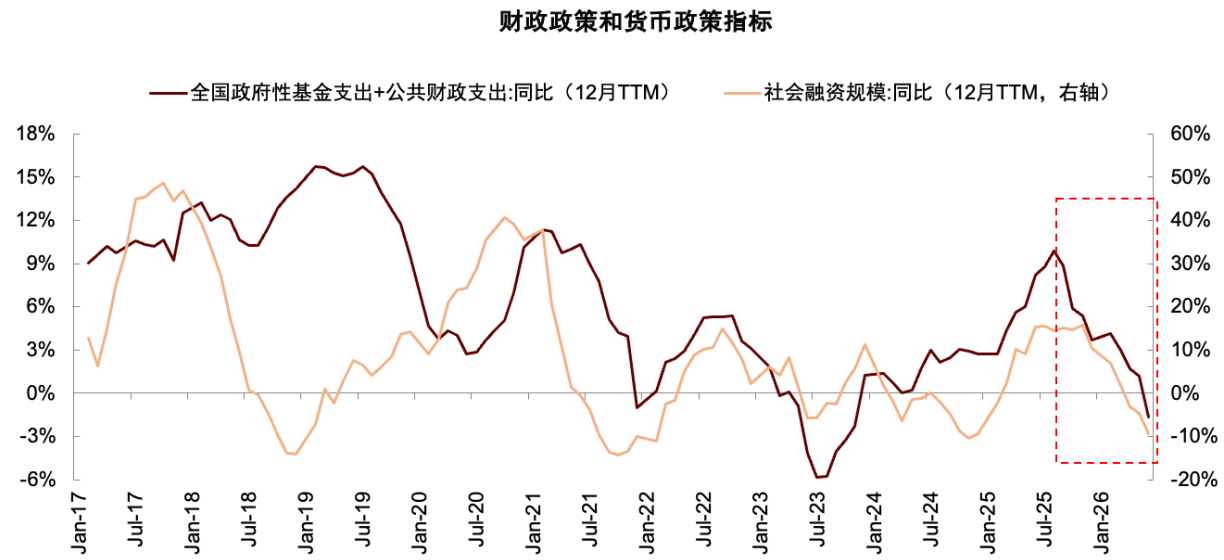
图表 6：油价大幅冲高，美联储鹰派政策持续强化



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 7：上半年财政支出重回收缩区间



资料来源：Wind，中金公司研究部

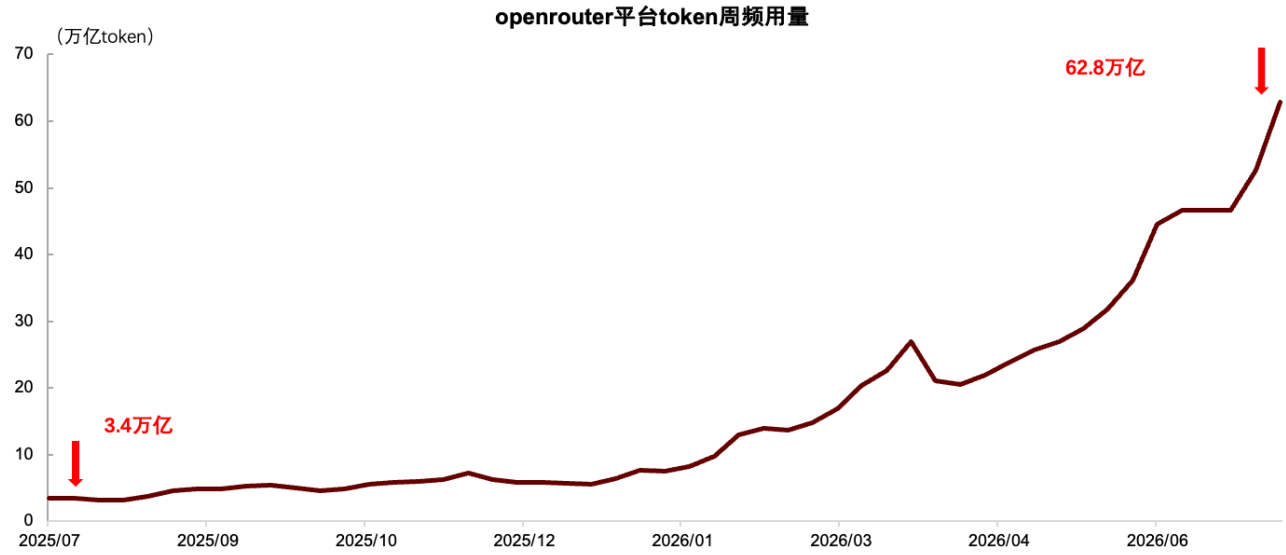
图表 8：本轮 A 股牛市呈现明显结构化特征，AI 产业链相关行业表现大幅领先其它行业



资料来源：Wind，中金公司研究部

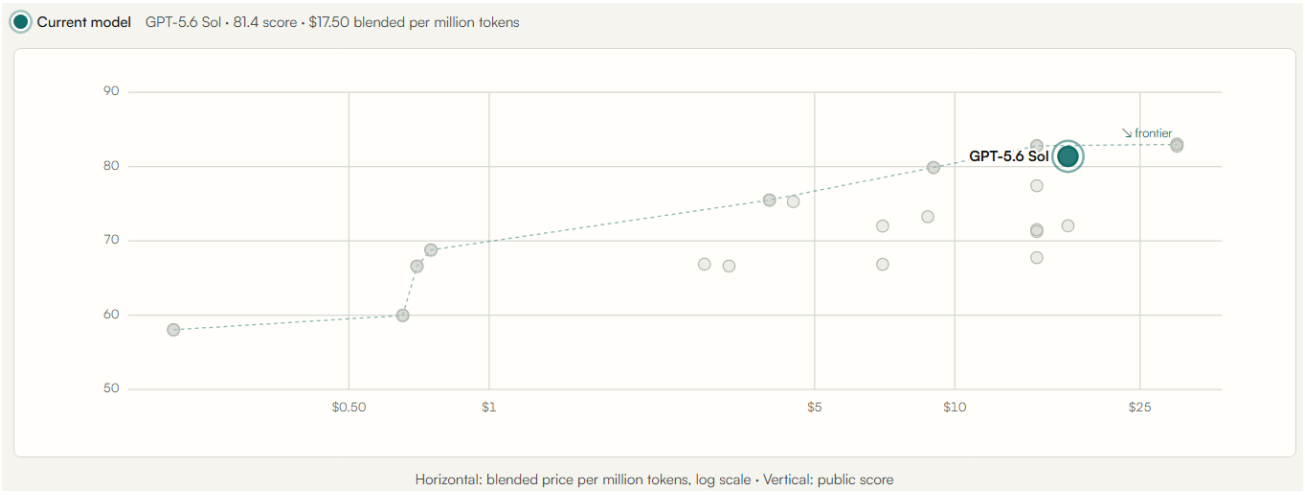
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 9：主流转接平台 openrouter 周频 token 用量快速增长，达到去年同期的近 20 倍



资料来源：Wind，openrouter，中金公司研究部

图表 10：前沿模型性能提升持续推升服务定价中枢



资料来源：BenchLM 官网，中金公司研究部

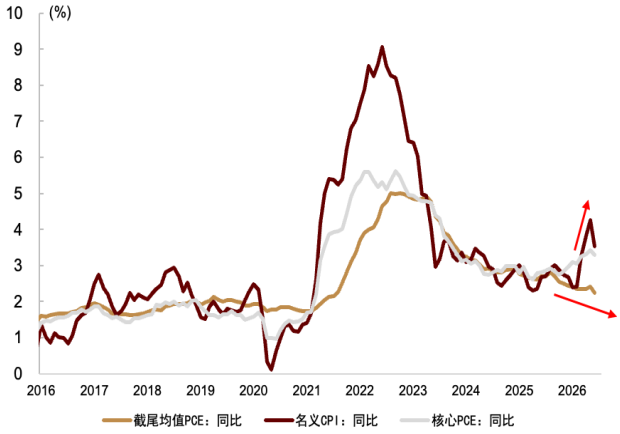
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 11：当前美股的信息技术板块，估值仍远低于 2000 年科网泡沫时期



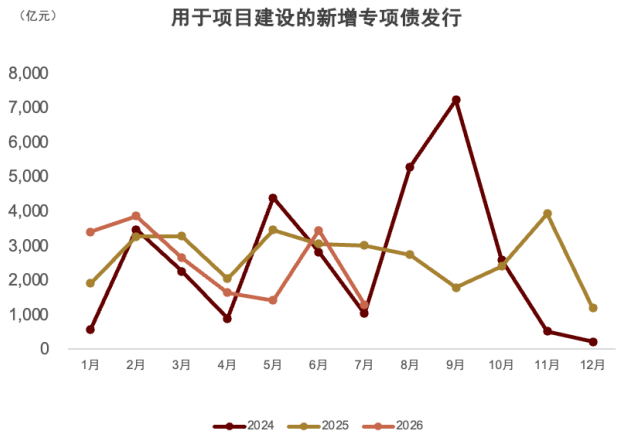
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 12：截尾均值通胀明显低于名义与核心通胀



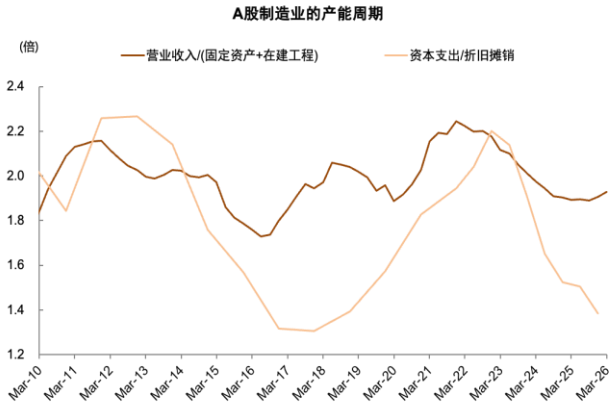
资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

图表 13：今年二季度专项债发行与项目开工偏缓



资料来源：Wind，钢联，中金公司研究部

图表 14：A 股制造业过去三年整体削减资本开支，当前资本开支/折旧摊销降至历史低位

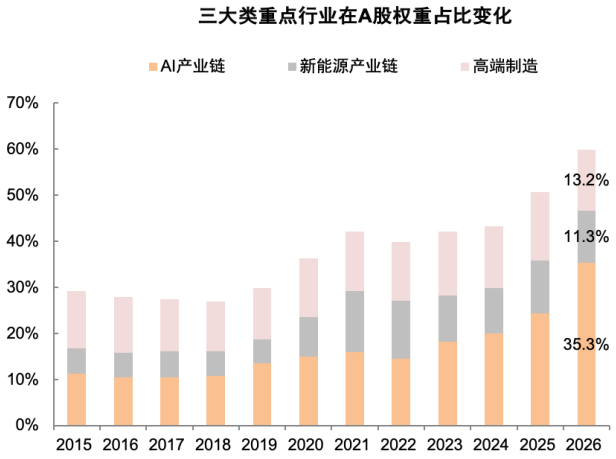


资料来源：Wind，中金公司研究部



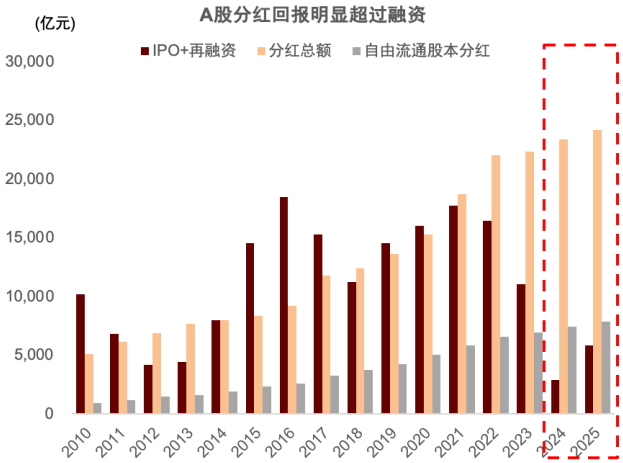
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 15：A 股新动能相关产业权重高达 60%，其中 AI 产业链一度达到 35%



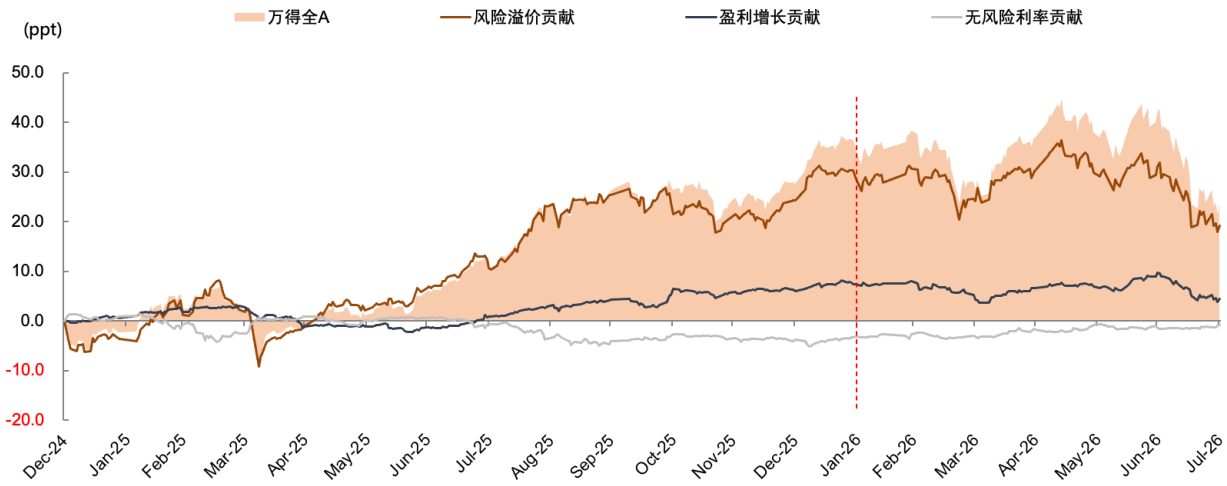
注：截至 2026 年 6 月底
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 16：融资市逐步转型为投资市，企业分红明显超过 IPO 和再融资



资料来源：Wind，中金公司研究部

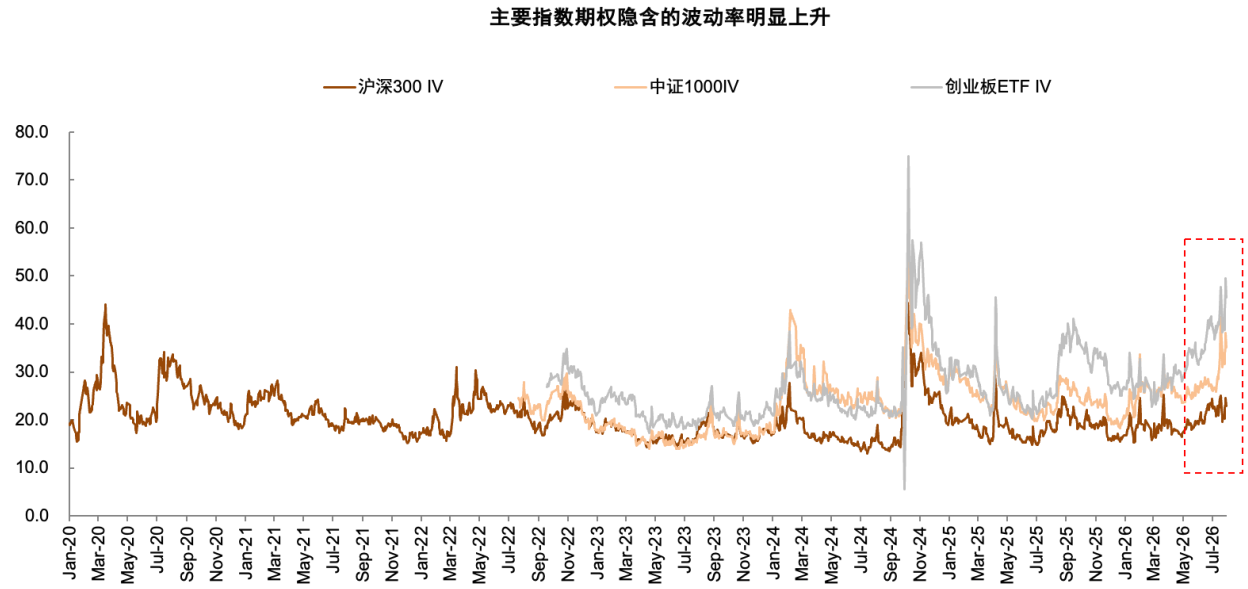
图表 17：万得全 A2025 年主要由风险溢价驱动，2026 年风险溢价开始成为负向拖累



资料来源：Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 18：除了沪深 300 作为国家队稳市的重点，其余指数的波动率均出现系统性上升



资料来源：Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：金灿

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。