

谁将引领 AI 新叙事？

本文复盘 6 月下旬以来 AI 板块调整，认为本轮回撤并非产业趋势逆转，而是高估值、高杠杆与 AI 资本回报率重估共同触发的阶段性出清。7 月末以来，随着北美云厂商财报验证、CapEx 指引继续上修，以及半导体和韩国存储链超跌反弹，AI 板块已出现初步企稳迹象。但企稳并不意味着重新回到单边上涨，后续更可能进入高波动、高轮动阶段。

本轮调整的核心触发来自三方面：一是拥挤交易松动，高估值资产在杠杆收缩和风险偏好下降中率先承压；二是 AI 应用增长未能持续超预期，市场开始重新评估巨额算力投入能否转化为足够的收入、利润和现金流；三是韩国存储链从“盈利上修”切换到“盈利高点与扩产压力”的交易逻辑，进一步放大了全球 AI 硬件链的波动。

企稳背后，三条新叙事正在重塑 AI 定价。

第一，市场不再单纯惩罚云厂商高 CapEx 和自由现金流恶化，而是转向奖励收入、订单和利润兑现。第二，云厂商 CapEx 上修重新成为产业链利好，缓解了市场对芯片、通信连接和存储订单放缓的担忧。第三，虽然 2027-2028 年传统云厂商 CapEx 增速可能回落，但模型商和新云厂商的推理需求乃至新增的 RSI 训练需求，有望成为下一阶段算力投资的重要接力来源。

我们认为，Agent 向 RSI 突破的迭代需求可能成为下一阶段 AI 投资的主线逻辑。

RSI 逻辑的核心在于，AI 能力提升可能同时带来“训练需求扩张”和“应用需求打开”两条主线。一方面，L2-L3 阶段的 AI 将从执行研发子任务，进一步走向自主优化工作流、参与下一代模型训练与部署，使训练范式从单次大模型训练转向高频、递归式实验，从而显著抬升算力需求，并支撑模型商和新云厂商的新一轮 CapEx 扩张。另一方面，RSI 推动模型能力突破后，Agent 形态也可能从 coding agent 扩展至企业级 work agent，甚至演化出当前尚未定义的新应用模式，进而打开第二波商业化需求。总体看，RSI 为 AI 投资提供了从“算力再扩张”到“需求再创造”的新叙事。

AI 板块可能形成第一个阶段性顶部，但这不是产业周期终点。后续主线或沿着“硬件 → 云厂商 → 模型商 → 应用”继续轮动。重点关注云厂商资本开支能否持续转化为收入和利润、模型商是否出现更明确的商业化和盈利迹象，以及应用端能否诞生具备用户规模、留存和付费能力的现象级产品。

风险提示：AI 投资回报率不及预期；模型价格竞争加剧；存储涨价斜率放缓；高估值和拥挤仓位反复，市场波动放大。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

主战场之外的“预备役”：如何看待当前红利&港股的机会？	2026-08-02
一份“前所未有”的基金季报、及最新配置思考：——基金二季报配置分析	2026-07-22
从杠杆繁荣到筹码松动：韩国杠杆去化走到哪一步？	2026-07-20

目录索引

一、复盘：这轮调整不是需求崩塌，而是拥挤交易与回报率重估4

 （一）交易先松动：高估值遇上杠杆收缩4

 （二）回报率被重估：算力投入开始接受应用增长检验.....4

 （三）存储盛宴降温：盈利高点、涨价放缓与扩产预期共振6

二、企稳：三条新叙事正在重塑 AI 定价7

 （一）叙事一：从惩罚 CAPEX 到奖励兑现，云厂商财报成为企稳锚7

 （二）叙事二：CAPEX 再上修，硬件链从订单担忧回到需求验证9

 （三）叙事三：增速缺口仍在，模型商与新云能否接棒 2027-202810

三、展望：从初步企稳到高波轮动15

 （一）中美韩修复分化：海外先行，A 股仍待验证15

 （二）RSI 逻辑拆解：训练需求本身与新一代 AGENT 需求共振.....18

 （三）AI 板块展望：高波背后或向中下游轮动19

四、监测：用三套框架跟踪 AI 景气与泡沫风险19

 （一）AI 景气框架：从上游存储到中游算力、下游收入19

 （二）美股泡沫框架：情绪、估值与实体投资的三维验证21

 （三）韩国风险框架：跟踪杠杆去化与流动性冲击22

五、风险提示.....25

图表索引

图 1：本轮科技调整始于 6 月 23 日，于 7 月末左右出现企稳迹象	4
图 2：Cursor 的年度经常性收入以及 2026 年末预期维持上升态势	5
图 3：通过 OpenRouter 调用的 token 总量在 7 月 20 日有所回落	5
图 4：在 Chatbot Arena 排名中，Kimi K3 作为国产模型跻身前 10	6
图 5：SK 海力士的资本密集度不断抬升，体现不断投资扩产	6
图 6：市场怀疑 DRAM 涨价最快的阶段已经过去	7
图 7：NAND 合约价格增长斜率或有放缓	7
图 8：美股四大云厂商和科技指数走势对照（以 7 月 29 日收盘价为基准）	8
图 9：二季报后，四大云的预期 2026E CapEx 进一步上行	9
图 10：截至最新的指引，2027E、2028E 资本开支也进一步扩张	10
图 11：2027E-2028E, CapEx 增速预计大幅回落	10
图 12：2027E CapEx 增速预计降到 45%，到 2028E 进一步回落至 9%	11
图 13：若要保持 2025A 的 CapEx 增速，2028 年将需要额外填补 5055 亿美元的资本投入	12
图 14：若要保持 2026E 的 CapEx 增速，2028E 需要补足的开支高达 19376 亿美元	12
图 15：模型商和新云 CapEx 增量，和所需 CapEx 增量对比	15
图 16：北美半导体、AI 应用、云计算与科技大盘指数的走势对比（以 7 月 29 日为基准）	16
图 17：美国四大云厂商近期走势对比（以 7 月 29 日为基准）	16
图 18：KOSPI、三星电子、SK 海力士均反映出高波反弹后的震荡筑底	17
图 19：韩股与美股科技板块的回升较大，A 股则小幅抬升	17
图 20：AI Agent 发展当前处于从 L1 向 L2-L3 突破阶段	18
图 21：谷歌的五年期 CDS 从 7 月末开始显著回落，反映信用风险下调	21
图 22：根据净申赎强度 vs 对应日 KOSPI 涨跌幅，落入四状态象限	24
表 1：四大云厂商 2026Q2 实际 CapEx 大多超预期，自由现金流普遍恶化	8
表 2：Amazon 和 Microsoft 的营收和利润超预期幅度最大，Meta 营业利润则不及预期	9
表 3：2027 年，模型厂和新云预计能补充的 GW 算力和 CapEx 金额	13
表 4：2028 年，模型厂和新云预计能补充的 GW 算力和 CapEx 金额	14
表 5：AI 产业链上中下游的景气度跟踪框架	20
表 6：AI 设备的实体投资远未过热	21
表 7：美股的投资者情绪已经升温	22
表 8：当前投资者对于基于市场整体的估值类比 1999 年左右水平	22
表 9：韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪总表（截至 8 月 7 日）	23
表 10：杠杆 ETF 去化幅度很大，信用融资和场内衍生品的出清相对有限	23
表 11：散户杠杆 ETF 反馈模块显示本土散户开始获利止盈，主动出清迹象初显	错误!未定义书签。

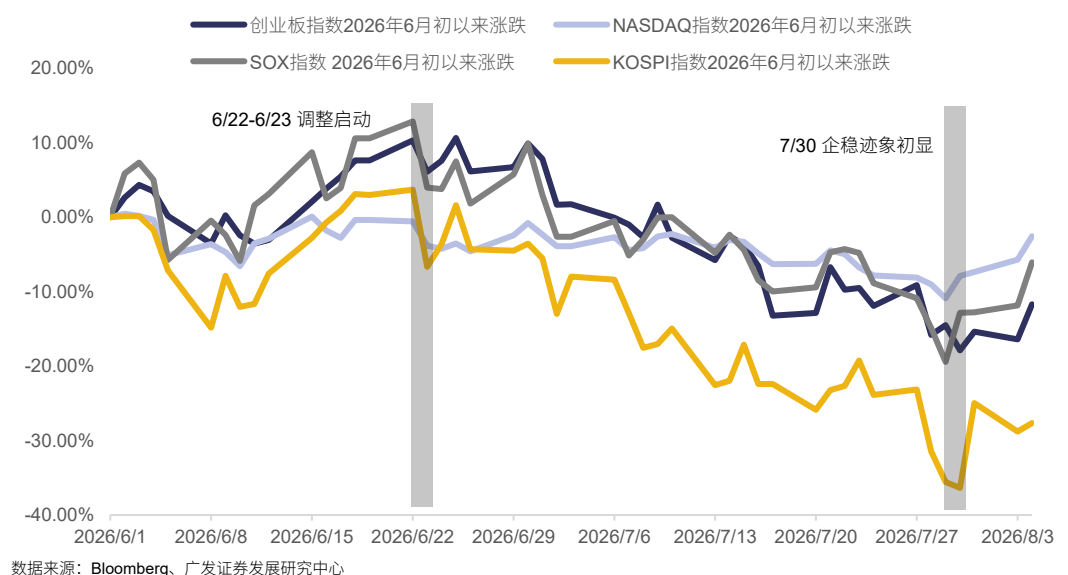
一、复盘：这轮调整不是需求崩塌，而是拥挤交易与回报率重估

（一）交易先松动：高估值遇上杠杆收缩

本轮科技调整始于 6 月 23 日前后，源于价格、杠杆和产业预期同时到达临界点。6 月 22 日，KOSPI 收于约 9,114 点，创业板升至 4,359 点，费城半导体指数也处于 14634 点附近的高位，市场已缺乏继续推升估值的安全边际。与此同时，韩国监管层表示，允许单只股票杠杆 ETF 上市的决定可能过于仓促，将重新审视投资者保护和产品风险。这一表态提高了收紧交易规则的预期，迅速触发融资平仓和杠杆产品减仓。

产业叙事也开始转向：存储涨价由上游盈利利好逐渐演变为终端成本压力。一个典型催化剂是，6 月 25 日苹果以存储和内存成本上涨为由上调部分 Mac 和 iPad 价格，次日费指下跌 5.29%，日经 225 下跌 4.15%。整体来看，这是高估值、高杠杆遇到一个足以形成共识的卖出信号后，引发集体风险收缩。

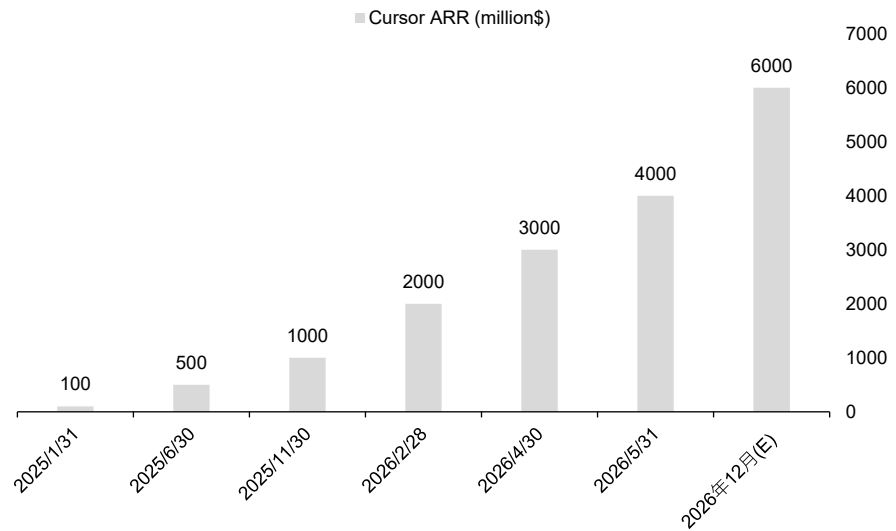
图 1：本轮科技调整始于 6 月 23 日，于 7 月末左右出现企稳迹象



（二）回报率被重估：算力投入开始接受应用增长检验

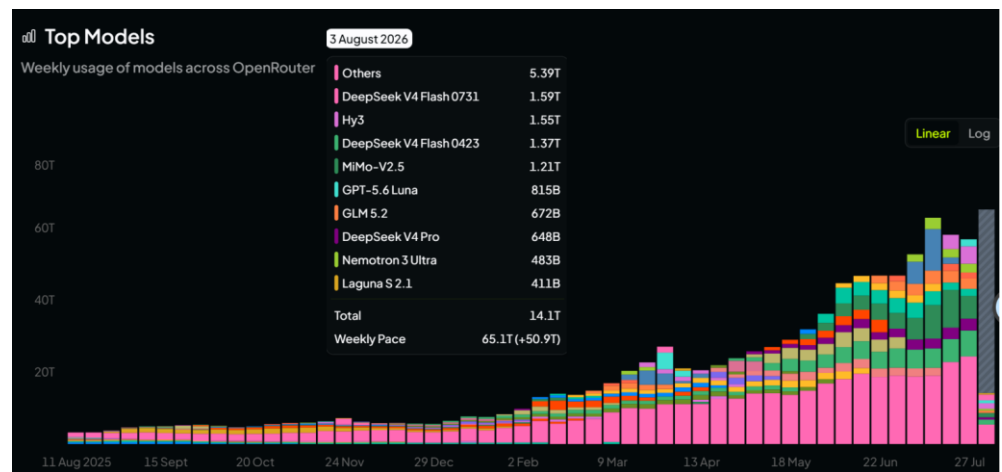
对于 7 月以来的持续回调，从北美市场对 A 股的映射来看，主要源于 AI Coding 带来的资本回报重估。Coding 需求本身并未收缩，AI coding agent 仍处于商业化扩张期，Cursor 等产品的企业收入、席位和使用量持续增长。但市场交易的是二阶变化：使用量即使增长，如果没有继续超预期，或 agent 落地慢于算力投入，硬件估值仍会下调。然而进入 7 月，应用增长未能持续超出高预期，token 需求甚至还短暂回落，而算力投入仍快速上升。7 月初 Meta 称 AI agent 进展慢于预期，并考虑出售多余算力，显著推动市场下调 AI 硬件的远期需求和估值。

图 2：Cursor 的年度经常性收入以及 2026 年末预期维持上升态势



数据来源：Bloomberg, Wikipedia, AI Business Weekly、广发证券发展研究中心

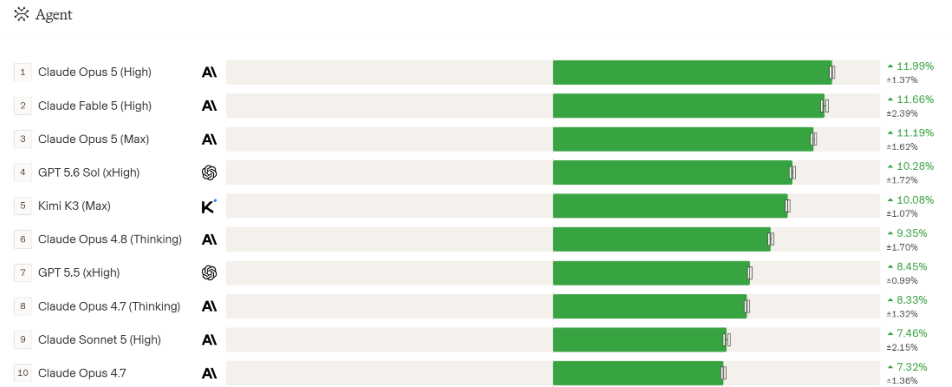
图 3：通过 OpenRouter 调用的 token 总量在 7 月 20 日有所回落



数据来源：OpenRouter、广发证券发展研究中心

与此同时，Kimi K3 更加强化了海外 AI 盈利模式面临的竞争压力。K3 于 7 月 16 日发布，科技股出现新一轮加速下跌，7 月 17 日 NASDAQ 下跌 1.40%，创业板更剧烈下挫了 7.15%。背后逻辑源于 K3 的能力提升和开源路线加剧了模型价格竞争：国产模型与海外前沿模型的差距缩小，推理及 API 价格承压，海外闭源厂商的定价权和护城河随之下降。市场因此重新评估，美国科技公司巨额 AI 资本开支能否最终转化为相匹配的收入和利润。

图 4：在 Chatbot Arena 排名中，Kimi K3 作为国产模型跻身前 10



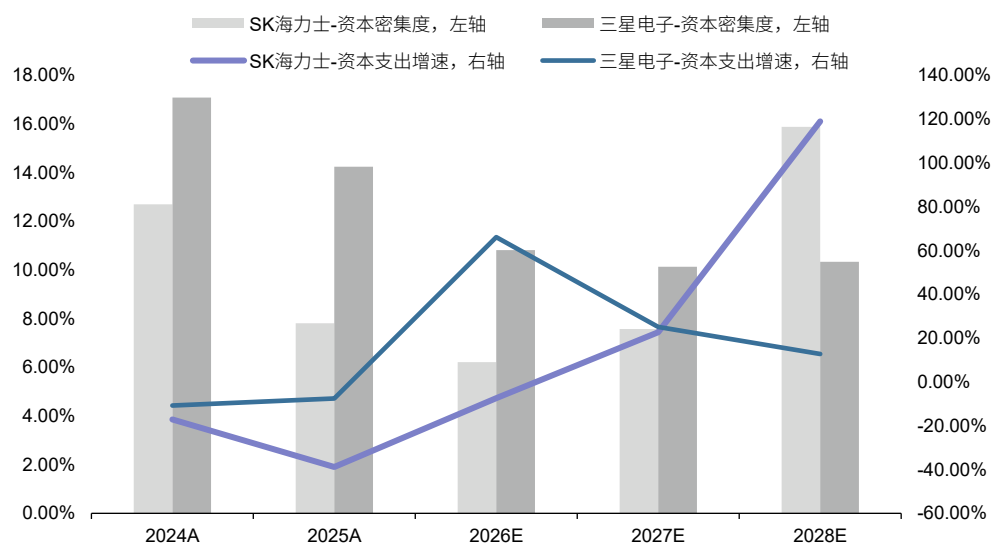
数据来源：LMSYS Chatbot Arena、广发证券发展研究中心

7 月末的北美云厂商财报窗口进一步放大了半导体仓位调整。7 月 23-29 日，美国超级云厂商进入集中披露财报前的风险窗口，因而投资者提前降低半导体敞口。当时市场面临两种风险：若云厂开始控制资本开支，英伟达、HBM 和服务器产业链的订单增速将放缓；若资本开支继续增加，云厂自身的 AI 收入又必须覆盖折旧、芯片更新和融资成本。市场正在等待数据验证资本开支是否形成可验证的利润和现金流，所以流动性的抽离加剧了调整。

（三）存储盛宴降温：盈利高点、涨价放缓与扩产预期共振

从韩国股市对 A 股的带动来看，韩国进一步交易存储行业“盈利增速见顶”，压制 A 股科技成长表现。“盈利见顶”应理解为，当期利润仍创纪录，但下一季度很难继续以同样速度增长，难以超过已经非常高的预期。

图 5：SK 海力士的资本密集度不断抬升，体现不断投资扩产

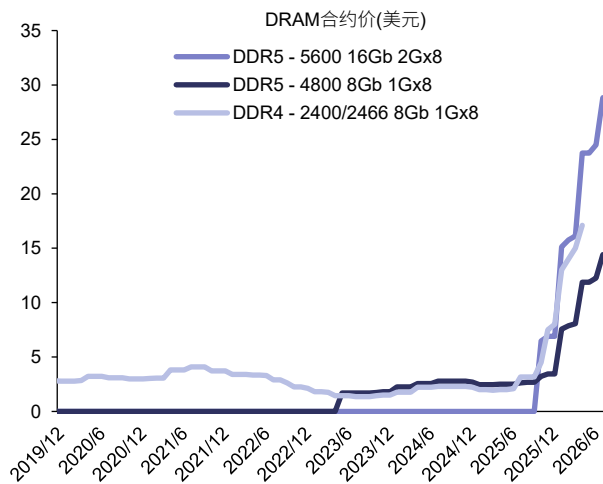


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

三星 7 月 7 日预计二季度营业利润约 89.4 万亿韩元，同比增长约 18 倍，并高于市场预期的 87.3 万亿韩元；但三星股价仍下行 6.9%。SK 海力士 7 月 29 日公布业绩，营业利润和营业收入均创公司历史新高，但仍未达

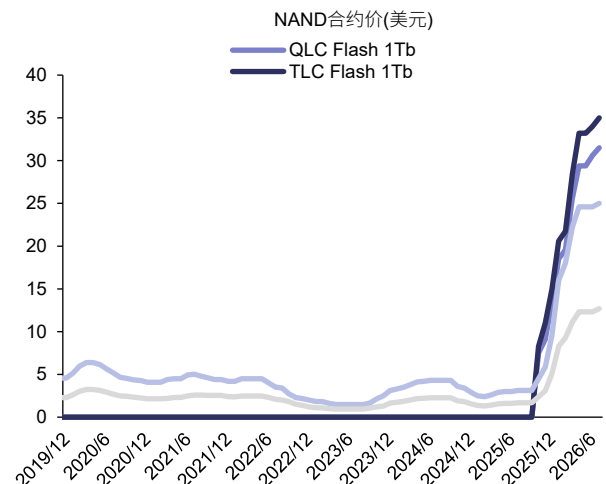
到更激进的市场预期，导致股价大跌超 9%。具体来看，市场玩家的担忧来自三点：两家公司的利润率已处于极高水平，继续提升空间有限；DRAM 实际涨价弱于市场隐含预期，价格上涨最快阶段可能已经过去；两家公司资本支出预期不断增长，尤其是 SK 海力士扩产速度太快，一旦 2027 年需求增速落后于产能增速，折旧上升和产品降价将同时压缩利润。

图 6：市场怀疑 DRAM 涨价最快的阶段已经过去



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 7：NAND 合约价格增长斜率或有放缓



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

中国存储扩产进一步削弱了韩国厂商的长期稀缺溢价。传导链条在于，中国存储扩产，国内客户减少对三星和 SK 海力士普通 DRAM 的进口依赖，全球商品型 DRAM 供给增加，进而压低 2027 年以后的价格和利润率预期。尤其是 7 月 27 日长鑫存储上市募资，为产线建设、工艺升级和设备采购提供资金，使得相关扩产预期在上市前已经形成。虽然其短期冲击主要集中于普通 DRAM 而非高端 HBM，但足以在交易拥挤阶段动摇“全球存储将长期绝对短缺”的估值假设，并放大韩国存储股的调整。

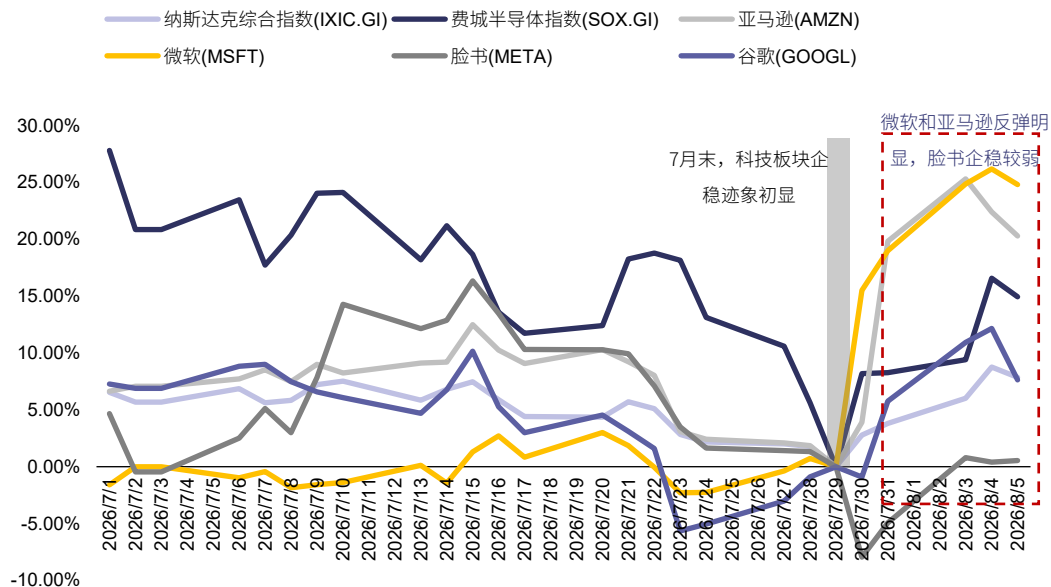
二、企稳：三条新叙事正在重塑 AI 定价

然而，近期 AI 板块开始出现企稳迹象，尤其是 7 月末以来，修复特征进一步显现。下面我们围绕三条主要驱动叙事展开讨论，并结合数据判断其是否成立。

（一）叙事一：从惩罚 CapEx 到奖励兑现，云厂商财报成为企稳锚

第一条企稳叙事是，市场不再单纯惩罚云厂商当期高 CapEx 和自由现金流恶化，定价重心逐渐转向订单、收入和利润能否兑现，并据此给予企业更多远期空间。尽管四大云厂商的自由现金流普遍恶化、甚至转负，但 7 月 29 日至 8 月 7 日，其股价整体出现明显反弹。其中，Amazon 和 Microsoft 的反弹力度尤甚，自 7 月 29 日盘中低点至 8 月 7 日收盘分别反弹 21.1% 和 28.0%。

图 8：美股四大云厂商和科技指数走势对照（以 7 月 29 日收盘价为基准）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

相比其他云厂商，Amazon 和 Microsoft 均在上调 CapEx 指引、自由现金流较去年同期恶化的背景下，实现了更明显的收入和营业利润超预期，因此获得了更大的股价修复空间。作为对比，Meta 在 7 月 29 日公布财报后，次日股价下跌 7.95%，此后的企稳幅度也处于四大云厂商末位。Meta Q2 营业利润低于预期，营收超预期幅度相对有限，同时自由现金流同比下降 91%，市场因而难以按照“资本投入正在转化为利润”的逻辑给予其同等幅度的估值奖励。

表 1：四大云厂商 2026Q2 实际 CapEx 大多超预期，自由现金流普遍恶化

公司	最新季报公布时间 (美东时间)	原本 CapEx 指引 (2026E)	最新 CapEx 指引 (2026E)	CapEx 对比	上年同期自由现金流 (FCF)	本期实际自由现金流 (FCF)	FCF 趋势
Amazon	2026/7/30	\$2,000 亿	\$2,200 亿	超预期	+\$182 亿 (TTM)	-\$76 亿 (TTM)	恶化 (由正转负)
Alphabet	2026/7/22	\$1,800 亿 – \$1,900 亿	\$1,950 亿 – \$2,050 亿	超预期	+\$53 亿 (Q2 单季)	-\$59 亿 (Q2 单季)	恶化 (由正转负)
Microsoft	2026/7/29	约 \$1,900 亿	约 \$1,750 亿	保持不变 (发生会计调整)	+\$256 亿 (FY25 Q4 单季)	+\$196 亿 (FY26 Q4 单季)	恶化 (下降 23%)
Meta	2026/7/29	约 \$1,250 亿 – \$1,450 亿	\$1,300 亿 – \$1,450 亿	超预期 (上调指引下调)	+\$85.5 亿 (Q2 单季)	+\$7.84 亿 (Q2 单季)	恶化 (下降 91%)

数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 2：Amazon 和 Microsoft 的营收和利润超预期幅度最大，Meta 营业利润则不及预期

公司	最新季报公布时间 (美东时间)	预期营业利润	实际营业利润	营业利润对比	预期营业收入	实际营业收入	营业收入对比
Amazon	2026/7/30	约 \$236 亿 (Q2 单季)	\$275 亿 (Q2 单季)	大超预期	约 \$1970 亿 (Q2 单季)	\$2006 亿 (Q2 单季)	超预期
Alphabet	2026/7/22	约 \$406 亿 (Q2 单季)	\$408 亿 (Q2 单季)	略超预期	约 \$1011 亿 (Q2 单季)	\$ 1036 亿 (Q2 单季)	超预期
Microsoft	2026/7/29	约 \$390 亿 (FY26 Q4 单季)	\$406 亿 (FY26 Q4 单季)	超预期	约 \$877 亿 (FY26 Q4 单季)	\$900 亿 (FY26 Q4 单季)	超预期
Meta	2026/7/29	约 \$215 亿 (Q2 单季)	\$188 亿 (Q2 单季)	低于预期	约 \$602 亿 (Q2 单季)	\$608 亿 (Q2 单季)	略超预期

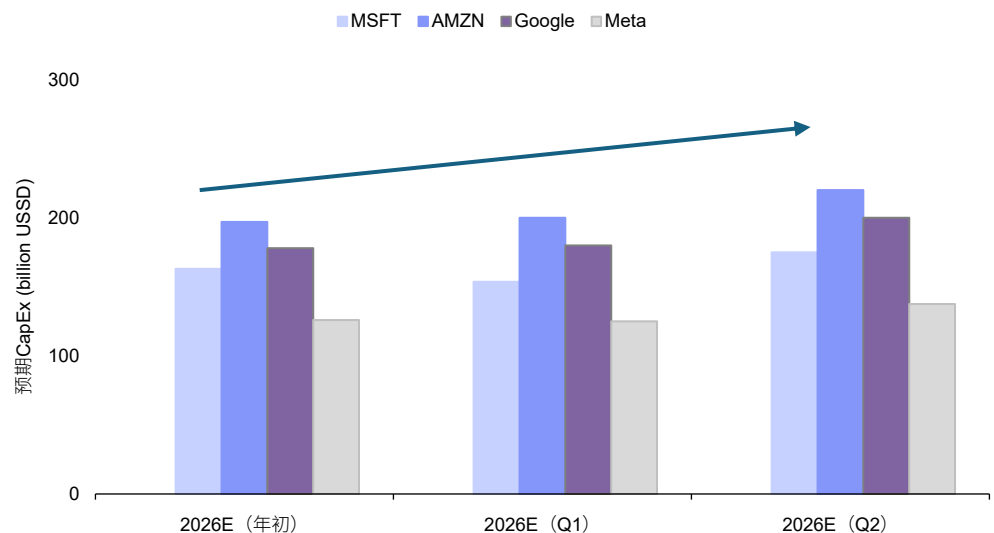
数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg、广发证券发展研究中心

综合四大云厂商的自由现金流趋势、营收及营业利润相对预期的表现，以及财报后的股价反应，可以判断第一条叙事基本成立：AI 交易的定价逻辑正在由关注“单季度自由现金流恶化”，逐步转向判断“CapEx 能否转化为订单、收入与利润”。

（二）叙事二：CapEx 再上修，硬件链从订单担忧回到需求验证

第二条叙事是，云厂商上调 CapEx 重新成为 AI 产业链利好。在云厂商的投资扩产已经开始带来一定利润回报的背景下，更高的 AI 基础设施投入一方面能够抬升云厂商自身的远期盈利预期，另一方面也意味着更强的硬件采购需求，从而缓解市场对于上游芯片、通信连接和存储订单增长放缓的担忧。

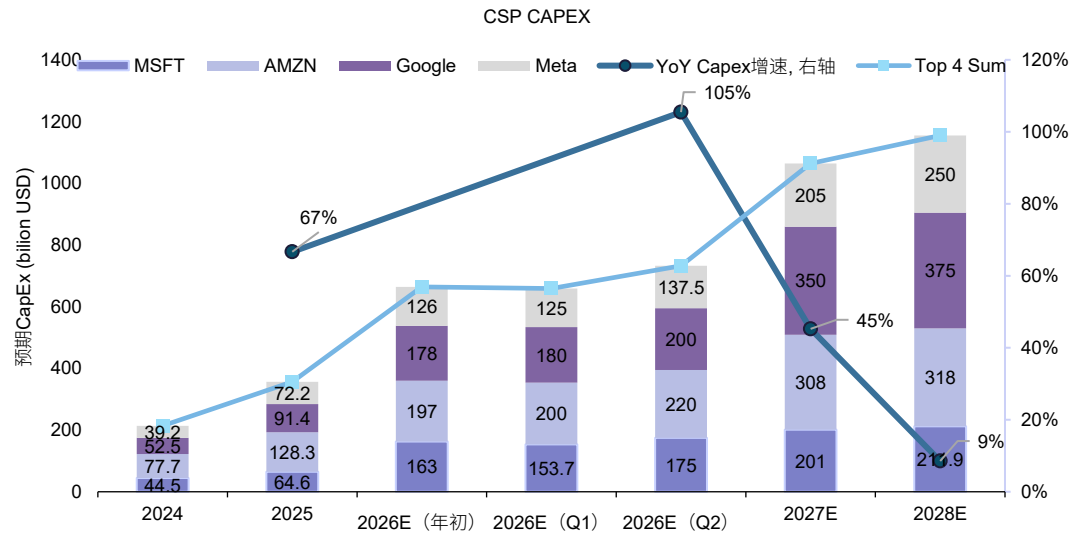
图 9：二季报后，四大云的预期 2026E CapEx 进一步上行



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg、广发证券发展研究中心

二季报公布后，除了微软 2026E 最新 CapEx 指引从 1900 亿美元下调至 1750 亿美元外，其余云商的 CapEx 预期均进一步上行。其中，微软的下调也是由于数据中心与办公楼租赁重分类的会计变动造成的，并没有实质性地削减任何设备采购或数据中心建设计划。且即使计入这一下调，四大云总体的 2026E CapEx 也预期增加 250 亿美元。整体来说，从公司指引来看，云厂商确实上调了本年 CapEx，且预计未来年份也会延续这一增长趋势，第二条叙事基本成立。

图 10：截至最新的指引，2027E、2028E 资本开支也进一步扩张



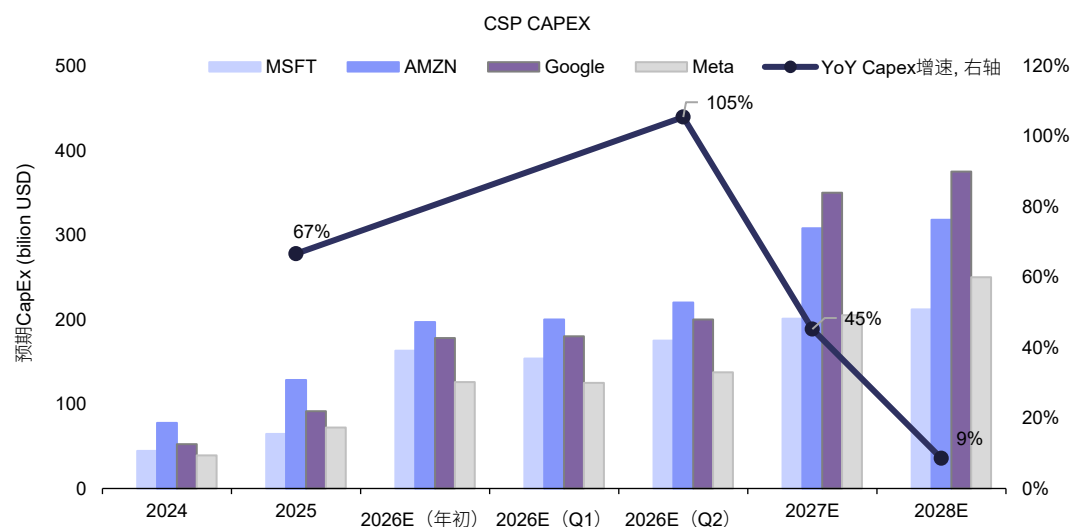
数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg、广发证券发展研究中心

（三）叙事三：增速缺口仍在，模型商与新云能否接棒 2027-2028

第三条叙事是，尽管云厂商继续上调 CapEx，但 2027—2028 年 CapEx 增速放缓的问题依然存在。市场进一步期待，模型商和新云厂商的 RSI 等训练需求能够接棒，填补传统云厂商 Coding 等商业化需求增速不足所留下的缺口。

如第二条叙事所述，四大云 CapEx 预计会保持增长势头，即 CapEx 的一阶变化为正。但是相比一阶变化，市场更关注 CapEx 的二阶变化，即资本投入的增速能否维持在现在水平、甚至进一步提速。然而，从增速的变化来看，未来 2 年的预期增速确实有所回落。

图 11：2027E-2028E, CapEx 增速预计大幅回落



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg、广发证券发展研究中心

在这一背景下，市场上找到了一条新叙事：2027-2028CapEx 的天花板并不是 coding 需求，而在于模型商

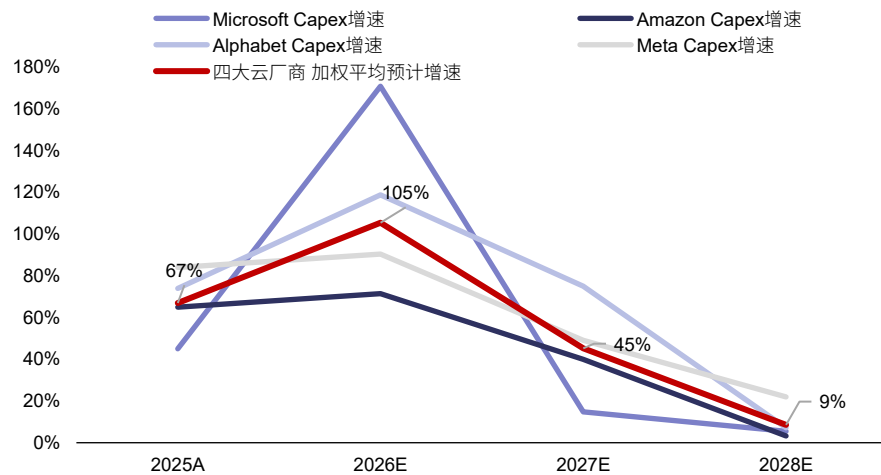
的 RSI (Recursive Super Intelligence)。模型训练需求或将重回 CapEx 牌桌的主要角色。

RSI 的全称是 Recursive Super Intelligence，递归超级智能，即可以自我训练而得到智能强化的人工智能训练方式。关键在于，不同于过去人训练模型，RSI 模式下演化成了模型训练模型。因而，新模式下，按照模型远高于人类的训练速度和效率，可以在短时间内进行巨量的方案尝试、进行不眠不休的迭代训练，所以所需的算力会远超旧模式的训练需求，从而带来一波新的 CapEx 上升潮。尤其在 SSI 公司宣布获得英伟达约 50 亿美元战略投资，并表示自身研究进展已进入值得进一步扩展规模的阶段后，市场对“模型商接棒算力需求”的逻辑给予愈加多的关注。

针对这一叙事，我们测算模型商和新云能否填补北美四大云厂商在 2027-2028 CapEx 增速下滑的窟窿。

首先，从四大云厂商角度，参考 Amazon、Alphabet、Meta 管理层自身在业绩会等场合的目标披露，汇总得到数据：截至到 2028E，四大云厂商预计的资本开支绝对数额维度保持上涨，但上涨增速维度下滑严重。从 2025A 到 2026E 增速跳升，合计 CapEx 增速从 67% 涨到 105%，然而 2027E 该上涨势头向 2025 年回归，到 2028E 预期进一步大幅回落，到只有个位数 9% 的速度。

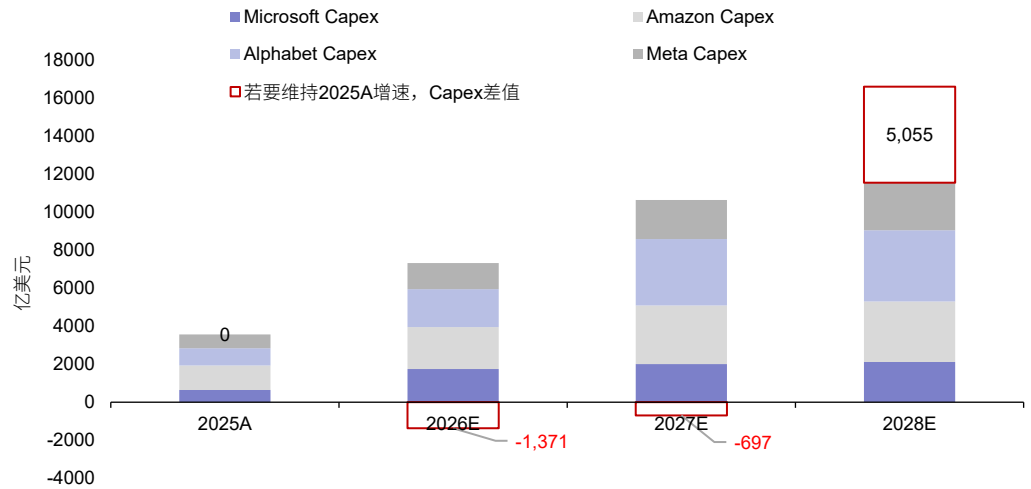
图 12：2027E CapEx 增速预计降到 45%，到 2028E 进一步回落至 9%



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg, Investing.com、广发证券发展研究中心

因此，取该资本开支的实际预计，对比假设从 2026 到 2028 年四大云厂商的 CapEx 增速都维持 2025A 的 67% 的情况，2027E CapEx 超过假设，但 2028E CapEx 将存在 5055 亿美元的窟窿需要填补。

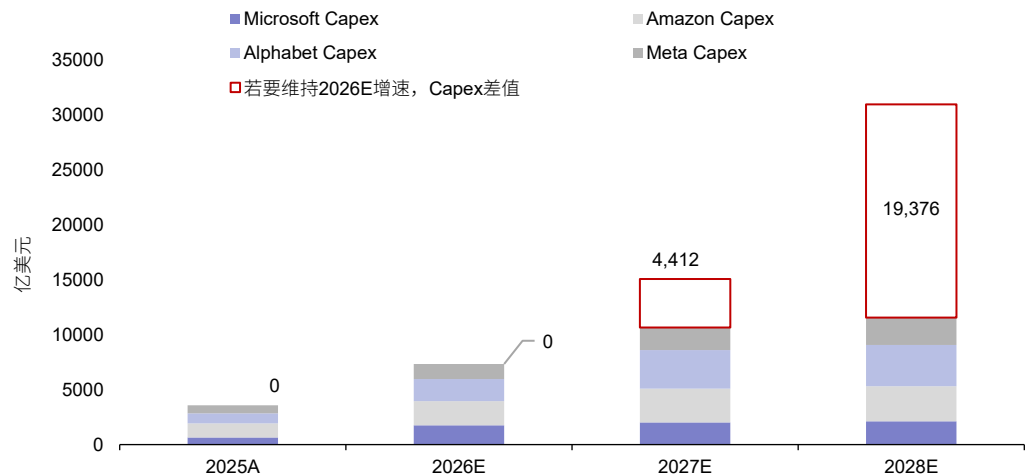
图 13：若要保持 2025A 的 CapEx 增速，2028 年将需要额外填补 5055 亿美元的资本投入



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg, Investing.com、广发证券发展研究中心

同样,若对比假设从 2027 到 2028 年四大云厂商的 CapEx 增速维持 2026E 的 105%的情况,则 2027E CapEx 相差 4412 亿美元, 2028E 缺少 19376 亿美元。

图 14：若要保持 2026E 的 CapEx 增速，2028E 需要补足的开支高达 19376 亿美元



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg, Investing.com、广发证券发展研究中心

然后，从模型商和新云角度：

首先统计截至当下已宣告的北美主要模型公司的数据中心建设项目、以及新云厂在业绩电话会上提及的签约容量，由此获得各个公司的预期新增算力 GW 数。

(a) OpenAI：以合作建设为主。OpenAI 于 2025 年 1 月宣布了 Stargate 计划，目标是在未来四年由 OpenAI、SoftBank、Oracle 等合作方共同投资 5,000 亿美元，建设约 10GW AI 基础设施。随着 2025 年 9 月五个新增数据中心项目公布，Stargate 已规划容量接近 7GW，对应未来三年超过 4,000 亿美元投资。此外，OpenAI 与 AMD 还达成了 6GW GPU 部署协议，首批 1GW 计划于 2026 年下半年即将启动。

(b) Anthropic：算力设备自持与租赁并行。Anthropic 与 AMD 达成了上限为 2GW 计算系统部署的协议，首批 1GW 计划于 2027 年上半年就会启动，同时采用自主控制与第三方租赁模式。

(c) xAI：具备自主建设算力中心和运营的能力。 xAI 自主建设并运营 “巨像”超级计算集群。其中 Colossus 1 集群位于田纳西州孟菲斯主厂区，以经典的 H100/H200 显卡为主；二期工厂 Colossus 2 集群位于密西西比州南黑文新厂区，这个集群容纳 NVIDIA 新一代旗舰显卡 Blackwell GB200 等。从贡献资本开支的角度，按 SpaceX 招股书追溯重列后的合并口径，其 AI 业务 2027 年资本开支将达到 739 亿美元，2028 年进一步升至约 1084 亿美元，主要的投入对象既是 xAI 的数据中心建设。

另外，新云算力商，即 Neocloud，也是新增算力规模、进而贡献 Capex 增量的重要玩家，一并纳入：譬如，在 2025Q4 业绩电话会上，Coreweave 管理层讲话预期 3.1GW 签约容量能在 2027 年末成功上线，而在 2026Q1 业绩会上又进一步提到有 1.7GW 的算力将在 2026 年底落成。

随后，我们根据各数据中心项目规划的算力规模，即 GW 口径，推算其对应的资本开支金额。测算中，土地购置、厂房土建和主电力接入等基础设施成本属于共性投入，单位成本约为 8-12 美元/W；在此基础上，不同 GPU 集群因采用芯片型号不同，还会产生差异化的 GPU 采购成本、服务器配置成本及液冷散热成本。因此，我们进一步按照各 AI 基础设施项目预计部署的芯片方案，将其分别归入 NVIDIA GB300 NVL72、Vera Rubin NVL72，以及 AMD MI300X/MI325X 等不同配置情景，并分别测算单位算力投资强度。

最终，我们得到各家公司、各个项目在 2027E 和 2028E 对应的预期 CapEx，并在项目层面加总，形成模型商与新云厂商未来资本开支增量的测算结果。

表 3：2027 年，模型厂和新云预计能补充的 GW 算力和 CapEx 金额

模型厂和新云：2027年GW与Capex测算									
公司	项目	2027E GW(低)	2027E GW(高)	中值 (GW)	GW估算来源/口径	2027E Capex低 (\$bn)	2027E Capex高 (\$bn)	中值 (\$bn)	Capex估算依据
OpenAI	Stargate生态	2.3	2.3	2.3	OpenAI官方公告，Stargate未来三年7GW的算力新增，假设平均分摊	133.3	133.3	133.3	OpenAI官方公告，Stargate未来三年>4000亿美元的项目投资，假设平均分摊
OpenAI	AMD 6GW协议	1.0	3.0	2.0	首批1GW自2026H2启动，取为低值；总计6GW为多年度，高值取6GW的50%	35.0	105.0	70.0	按照AMD每1W \$22.5-\$27.5的IT硬件成本，\$8-\$12数据中心基建和土地成本估算。
Anthropic	AMD Helios首批	1.0	1.0	1.0	2027H1启动首批1GW；总协议上限2GW	35.0	35.0	35.0	按照AMD每1W \$22.5-\$27.5的IT硬件成本，\$8-\$12数据中心基建和土地成本估算。
xAI	“巨像”超级计算集群	2.2	2.2	2.2	Morgan Stanley预计SpaceXAI在2027年新增约2.2GW地面算力	66.5	66.5	66.5	First American Bank基于Bloomberg等数据整理的卖方预期显示，SpaceX AI业务2027年Capex约739亿美元；其中主要部分预计投向Colossus算力集群，以90%来估算
模型公司	模型公司合计	6.5	8.5	7.5	/	269.8	339.8	304.8	目前大规模自建算力或合作建设的模型厂商合计
CoreWeave	CoreWeave算力中心	1.4	1.4	1.4	2025Q4earnings call上，预计3.1GW签约容量将在2027年末上线，而2026Q1业绩会上提到超过1.7GW active power将在2026年底落成。两者做差得到1.4GW	76.0	81.6	78.8	Coreweave 2027主要新增型号为GB300 NVL72和Vera Rubin NVL72共有。所以2027年按照两者混合约46.25美元/W的服务器和GPU成本，以及8-12美元/W的厂房和土地成本范围估算。
Nebius	Nebius算力中心	1.2	1.2	1.2	Northwise预测2027年底Nebius connected capacity为2142MW,2026年底为905MW,做差得到增量1.237GW	74.8	79.8	77.3	Nebius 2027-2028新增算力将主要为Vera Rubin NVL72，按照NVL72机柜硬件约\$2.5美元/W和数据中心厂房和土地约8-12美元/W估算。
Neocloud	CoreWeave+Nebius小计	2.6	2.6	2.6	/	150.8	161.3	156.1	Neocloud合计
非四大云厂商的其他AI Capex	合计	9.1	11.1	10.1	模型公司 + Neocloud算力中心	420.6	501.2	460.9	/

数据来源：Bloomberg, First American Bank, Morgan Stanley, Coreweave 2025Q4/2026Q1 业绩电话会、广发证券发展研究中心

表 4：2028 年，模型厂和新云预计能补充的 GW 算力和 CapEx 金额

模型厂和新云：2028年GW与Capex测算								
公司	项目	2028E GW(低)	2028E GW(高)	中值 (GW)	GW估算来源/口径	2028E Capex低 (\$bn)	2028E Capex高 (\$bn)	中值 (\$bn)
OpenAI	Stargate生态	2.3	2.3	2.3	OpenAI官方公告，Stargate未来三7GW的算力新增,假设平均分摊	133.3	133.3	133.3
OpenAI	AMD 6GW协议	1.5	2.0	1.8	首批1GW自2026H2启动，2028年进入第二个完整部署年度，低值假设部署1.5GW，高值按累计部署不超过6GW测算为2GW	52.5	70.0	61.3
Anthropic	AMD Helios首批	0.5	1.0	0.8	总协议上限2GW，首批1GW于2027H1启动；2028年底低值取剩余部分部署50%，高值则假设剩余部分全部部署完毕	17.5	35.0	26.3
xAI	“巨像”超级计算集群	3.7	3.7	3.7	Morgan Stanley预计SpaceXAI在2027年新增约3.7GW地面算力	97.6	97.6	97.6
模型公司	模型公司合计	8.0	9.0	8.5	/	300.9	335.9	318.4
CoreWeave	CoreWeave算力中心	1.6	1.7	1.7	以2027年底约3.1GW为起点，并将2030年超过8GW的增量平均分布在2028—2030年，为1.63GW	86.8	99.0	92.9
Nebius	Nebius算力中心	1.8	1.8	1.8	Northwise预测2028年底Nebius connected capacity为3964MW,2027年底为2142MW,能差得到增量1.822GW	110.2	117.5	113.9
Neocloud	CoreWeave + Nebius小计	3.4	3.5	3.5	/	197.0	216.5	206.8
非四大云厂商的其他AI Capex	合计	11.4	12.5	12.0	模型公司 + Neocloud算力中心	497.9	552.4	525.2

数据来源：Bloomberg, First American Bank, Morgan Stanley, Northwise、广发证券发展研究中心

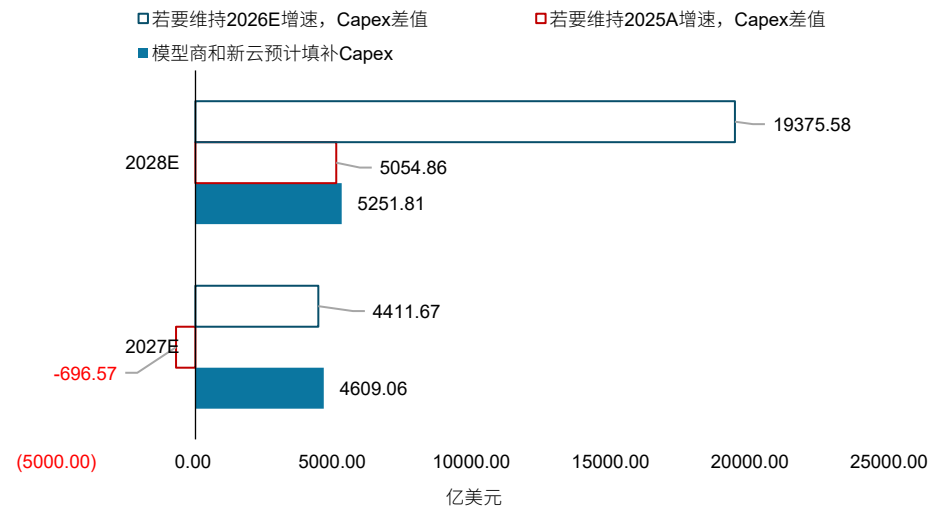
综合各个模型商和新云的项目算力规划、计划部署的显卡类型，以及不同类型显卡选择的成本，可估算得到上表的数据：

(1) 预期 2027 年，模型公司与新云一共会新增 10GW 左右的算力需求，对应中值为 4609 亿的 CapEx 投入；其中，模型公司这类前沿实验室预计投入 2698-3398 亿美元。

(2) 预期 2028 年，模型公司与新云的 CapEx 增量进一步增长，到中值为 5252 亿美元左右的水平。

因而，将 2027E 4609 亿美元和 2028E 5252 亿美元的数学期望和前文需要填补的数值进行对比。我们发现，(a) 如果参照 2025A 的 67%的 CapEx 增速继续，那么无论是源于 RSI 训练需求还是商业化的自用推理需求，非云厂商目前已知项目的 CapEx 增量已经能够填补差值。(b) 但是，如果要维持 2026E 的 105%的逐年增速，那么 2027E 可以覆盖，不过 2028E 所需的 19376 亿美元远不足以模型商和新云新增的 5252 亿美元 CapEx 被填补。

图 15：模型商和新云 CapEx 增量，和所需 CapEx 增量对比



数据来源：Amazon/Alphabet/Microsoft/Meta 财报、官网，Bloomberg, Investing.com、广发证券发展研究中心

综上所述，模型商的自建或合作项目对于算力的抢购确实在加快，同时，新云未来也会占据 CapEx 增长中的可观占比。在这两类公司的助推下，四大云 CapEx 增速下降之虞确实可部分化解。2025A 的增速已可得到维持，但若想以 2026E 速度持续上行，则需 RSI 等训练需求带来更多项目协议的达成。第三条叙事在方向性上正确，但在定量层面有待商榷。

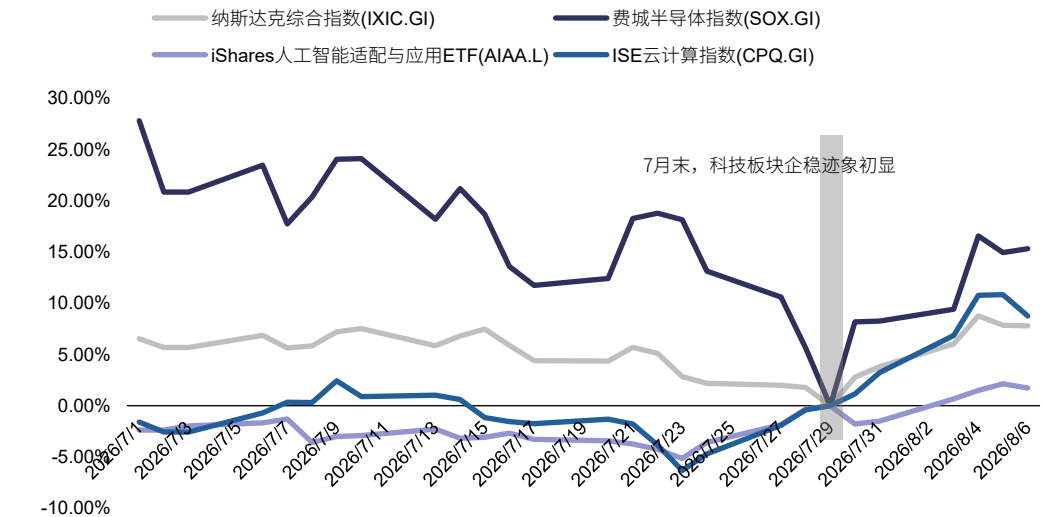
三、展望：从初步企稳到高波轮动

（一）中美韩修复分化：海外先行，A 股仍待验证

1. 美国：财报企稳驱动，云与半导体双线修复

基于以上叙事，北美已形成财报驱动的短期企稳。在 AI 板块内部，企稳从先前下跌最剧烈的 AI 硬件半导体起步，随后蔓延至云厂商，云厂商已显著反弹；AI 应用上涨力度较小，模型商板块则由于尚未有成熟上市标的难以观测。

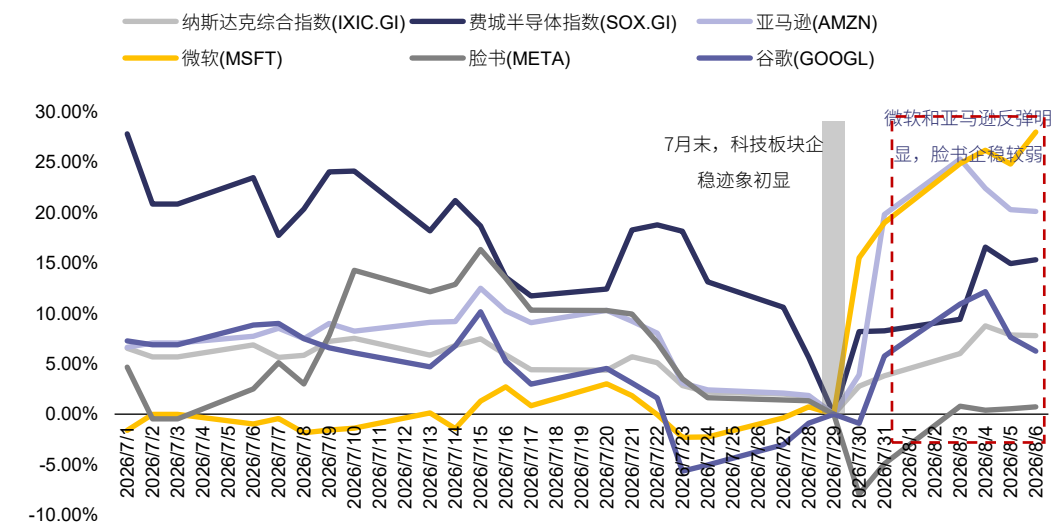
图 16：北美半导体、AI 应用、云计算与科技大盘指数的走势对比（以 7 月 29 日为基准）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

云厂商内部，分化也较为明显。营收和营业利润均明显超预期的微软和亚马逊反弹明显，营业利润低于预期的脸书则只小幅收回跌幅，谷歌的企稳力度介于两者之间。

图 17：美国四大云厂商近期走势对比（以 7 月 29 日为基准）



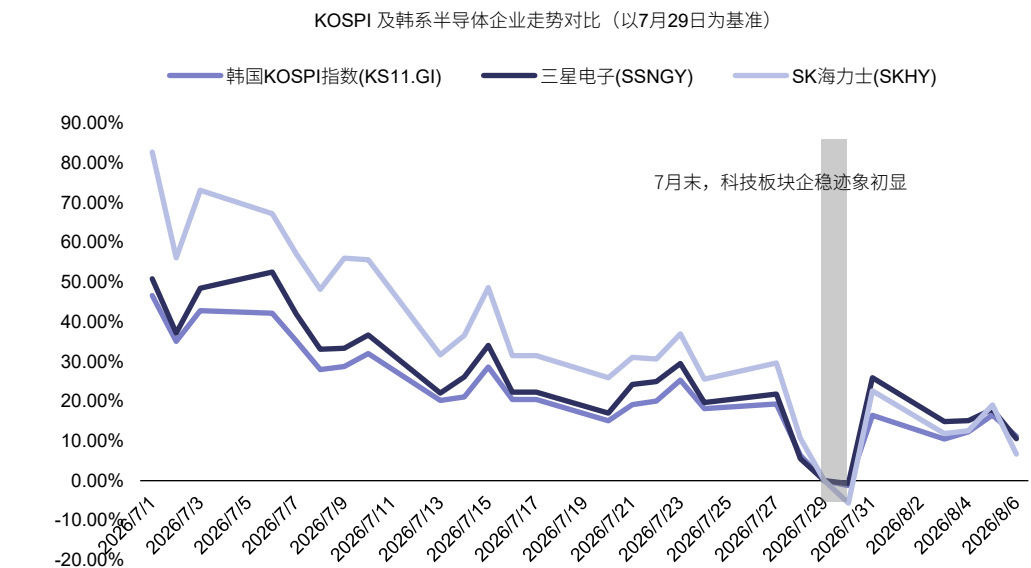
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2. 韩国：初步杠杆去化后的高波筑底

韩国近期的反弹是第一波去杠杆后的高波筑底，兼具技术性和基本面因素。交易结构上，韩国市场前期去杠杆已较为充分。KOSPI 从 6 月 22 日至 7 月 30 日下跌约 39%后，7 月 28-29 日又连续暴跌，融资盘和杠杆 ETF 经历集中的被动平仓与主动赎回后，新增卖盘明显减少。7 月 31 日 KOSPI 单日反弹 17.9%，典型地反映超跌回补。截至 8 月 7 日收盘，KOSPI 指数已从最低点企稳 18.9%。基本上，美国云厂商 Q2 业绩重新确认 AI 服务器的投资仍强，缓解了韩国市场对 HBM 订单回落的担忧。SK 海力士和三星分别是英伟达和多元云厂商

客户的 HBM 核心供应商，反映出较大的弹性。

图 18: KOSPI、三星电子、SK 海力士均反映出高波反弹后的震荡筑底

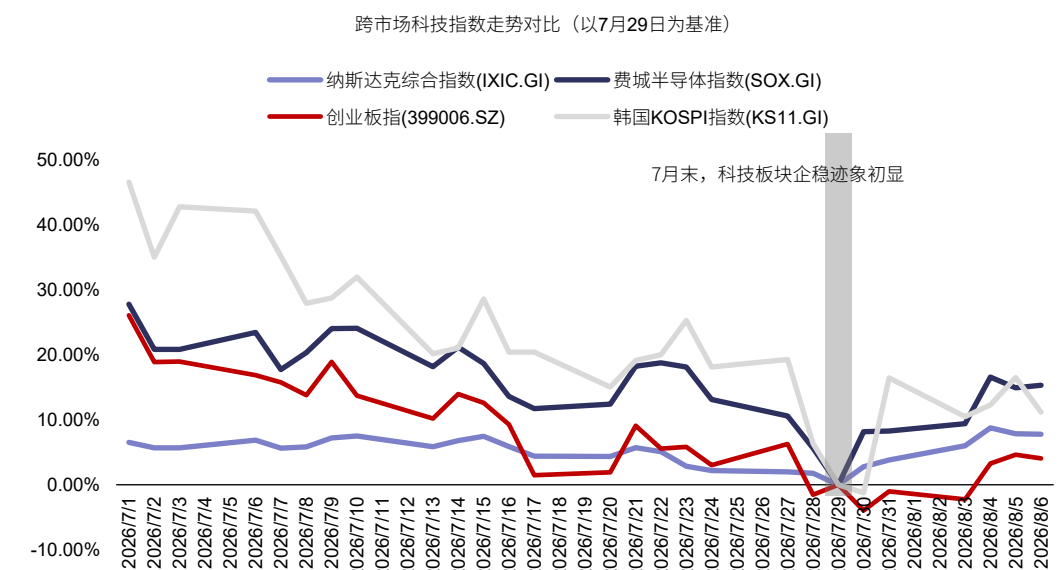


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3. 跨市场：A 股修复有限，仍待盈利与资金共振

如果从跨市场的角度观测，KOSPI 指数和美股 AI 板块回升幅度较大，创业板指数仅小幅抬升，体现出本轮企稳主要由海外 AI 产业链的业绩与订单验证驱动，而非全球成长风格的普遍修复。海外云厂商资本开支维持高位，带动半导体和韩国存储链率先反弹；A 股科技成长则缺乏同步的盈利验证与增量资金，修复力度相对有限。

图 19: 韩股与美股科技板块的回升较大，A 股则小幅抬升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）RSI 逻辑拆解：训练需求本身与新一代 Agent 需求共振

当前市场开始沿着 RSI 逻辑投资 AI，核心在于两点：一是 RSI 迭代过程本身可能带来更巨量地训练算力需求；二是自我递归进化后形成的更强智能，有望催生新一代商业化 Agent 产品，从而打开第二波需求浪潮。

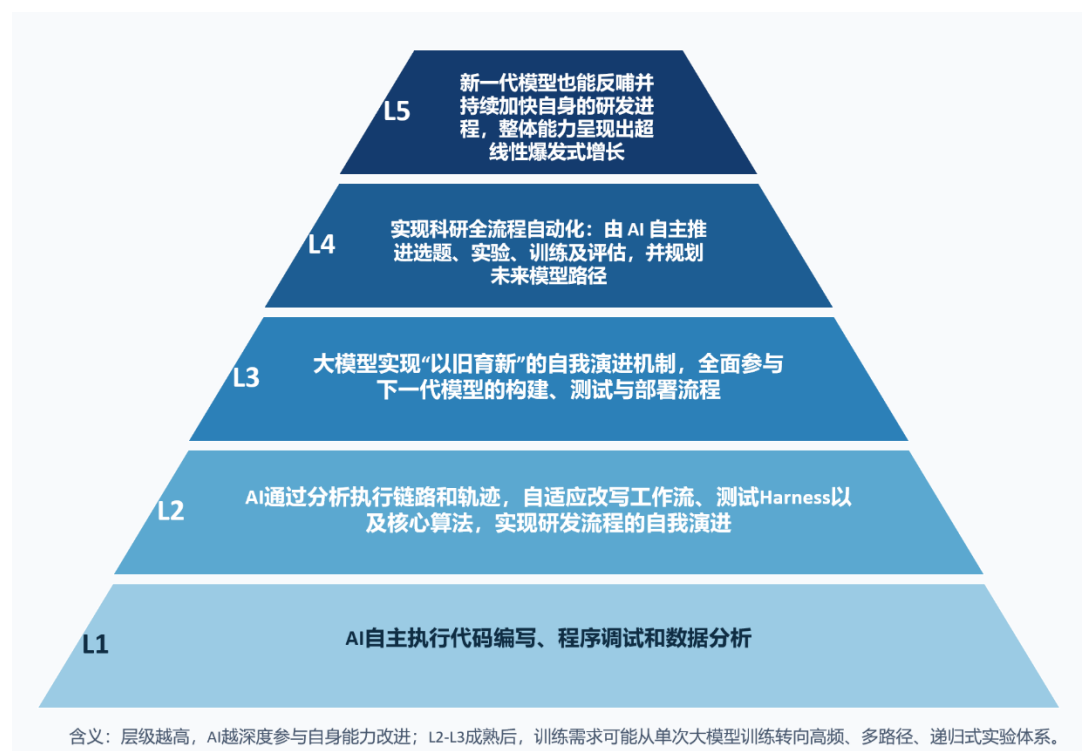
RSI 全称为 Recursive Super Intelligence，即递归超级智能，指 AI 通过自我训练、自我反馈和改进，实现智能持续强化的训练范式。当前广泛使用的 Agent 大多仍处于 L1 层级，主要根据人类指令完成编码、调试等子任务，其本质仍是“高效执行工具”。

真正的变化可能出现在 L2-L3 阶段。在 L2 阶段下，AI 不再只是遵循既定指令和约束条件完成任务，而是能够根据执行轨迹自主修改约束条件甚至算法。譬如，在财务预测中，模型可能发现需要加入“换机周期”等新因子，并将这类改进反哺训练数据和标签体系，从而实现高质量数据自产，推动自身 CoT 和工作流的递归进化。但由于其涉及抽象探索、多约束的判断和反复试错，这通常需要强化学习和大量算力支撑。

在 L3 阶段下，不同于过去人训练模型，而演化成了当前一代模型实质参与下一代模型的训练和部署，从而推进对“其他模型的递归进化”。因而，新模式下，模型可以在短时间内进行巨量的方案尝试、进行不眠不休的迭代训练，使人类无法干预或追赶其进化速度。因其远高于人类的训练速度和效率，所以所需的算力会远超旧范式下的训练需求。

所以，如果 L2-L3 能力继续成熟，模型商和新云厂商的训练需求可能重新成为 AI 基础设施投资的重要驱动力，从而带来新一轮 CapEx 上行周期。

图 20：AI Agent 发展当前处于从 L1 向 L2-L3 突破阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

除训练需求外，RSI 还可能打开新一轮应用需求。当前市场担忧在于，办公辅助和 coding agent 的渗透率是否已接近阶段性天花板，导致应用侧需求增长放缓。但 AI 投资本质上具有“供给创造需求”的特征，模型能力突破往往会打开新的需求边界，类似于通信代际升级从 2G 到 3G、4G 后带来的应用渗透浪潮。所以回到 RSI，如果 L2 阶段的 AI 开始从被动执行走向主动参与“规律探寻”和“规则制造”，从而完成 workflow 更抽象的任务，那么其商业化形态可能从 coding agent 扩展至面向企业级场景的 work agent、乃至现阶段尚未想象过其形态的新 agent 模式，进而打开更广泛的需求。

（三）AI 板块展望：高波背后或向中下游轮动

后续 AI 板块的核心，是判断本轮调整是否进入企稳区间；若企稳成立，修复顺序大概率仍会沿着“硬件 → 云厂商 → 模型商 → 应用”的链条展开。

我们倾向于认为，AI 板块已经出现第一个阶段性顶部，但这并不意味着产业趋势的终点。后续行情更可能进入 AI 内部的高波动、高轮动阶段：硬件链条很难长期一枝独秀，市场会逐步从算力供给侧，切换到云厂商的资本开支兑现、模型公司的商业化能力，以及最终的应用层爆发。

尤其需要关注即将上市或进入资本市场视野的模型商。这一轮 AI 周期本质上由 LLM 驱动，而模型公司已经开始出现更清晰的收入增长和实质性盈利迹象。再往后，若出现真正具备用户规模、留存和付费能力的现象级应用，AI 行情的主线可能会从“卖铲人”进一步扩散到“使用 AI 创造现金流”的公司。

四、监测：用三套框架跟踪 AI 景气与泡沫风险

（一）AI 景气框架：从上游存储到中游算力、下游收入

随着科技股出现较大波动，为了厘清当前 AI 投资的脉络，我们对 AI 产业链上、中、下游的关键环节进行跟踪：上游聚焦最核心的存储，中游着眼于算力租赁价格体现的景气度，下游则重点跟踪模型厂商 ARR、CSP 主营业务以及 Token 调用量的边际变化。

我们具体选取了其中的 13 个指标角度，并希望借此判断 AI 景气度的最新边际变动：

表 5：AI 产业链上中下游的景气度跟踪框架

AI上中下游产业链跟踪 (截至20260807)				
产业链	指标	指标动态	最新观察窗口	更新频率
上游：相对注重价，供需缺口	存储供需、价格	DDR5 - 4800/5600 16Gb 2Gx8, 8月6日最新现货价49.44美元	2026/8/6	日度/月度
	燃机相关订单	2026Q2, 西门子燃气服务订单, 同比增长26.02%	2026Q2	季报
中游：相对注重量以及新技术	算力租赁价格	8月6日最新B200租赁价格5.59美元/小时	2026/8/6	日度
下游：注重收入兑现	模型厂ARR	OpenAI ARR达470亿美元, Anthropic ARR达300亿美元, Minimax ARR达3亿美元	2026年5月	不定期
	CSP 云收入及增速	2026Q2, AWS收入同比增长37%, AI相关收入增长推动云业务加速	2026Q2	季报
	CSP 主业收入及增速	2026Q2, AWS收入422亿美元, 同比增长37%, 增速创近18个季度新高; 广告业务收入198亿美元, 同比增长26%	2026Q2	季报
	Tokens消耗量	OpenRouter上记录的tokens总消耗量在7月中旬小幅回落, 8月初再度回归上升态势	2026/8/3	周频
	Tokens价格	大模型API价格持续下降, 新一代模型通过优化架构提升推理效率, 单位Token成本持续降低。	2026年7月	不定期
	MAU	AI应用端用户持续扩张, ChatGPT、Gemini月活突破9亿, C端AI应用进入规模化阶段	2026年6月	不定期
	CSP CAPEX	海外CSP加速AI基础设施投资, Top4厂商2026年CAPEX预计同比增长105%至7325亿美元。	2026Q2	季报
	国内 CSP CAPEX季度数据	国内CSP资本开支自2024年以来明显上行, 阿里、腾讯、百度持续加码AI基础设施, 其中百度在2026Q1CAPEX同比增幅达104%	2026Q1	季报
	CSP CDS指数	海外CSP CDS整体回落, 主要云厂商信用风险指标较7月末显著回落, AI资本开支扩张尚未明显推升融资压力。	2026/8/6	日度
	CSP AI相关发债情况	微软、谷歌、Meta、甲骨文等加速AI融资, 2026年以来陆续公布数百亿美元级债务融资计划, 资金主要用于AI数据中心、GPU集群及云基础设施扩张。	2026年6月	不定期

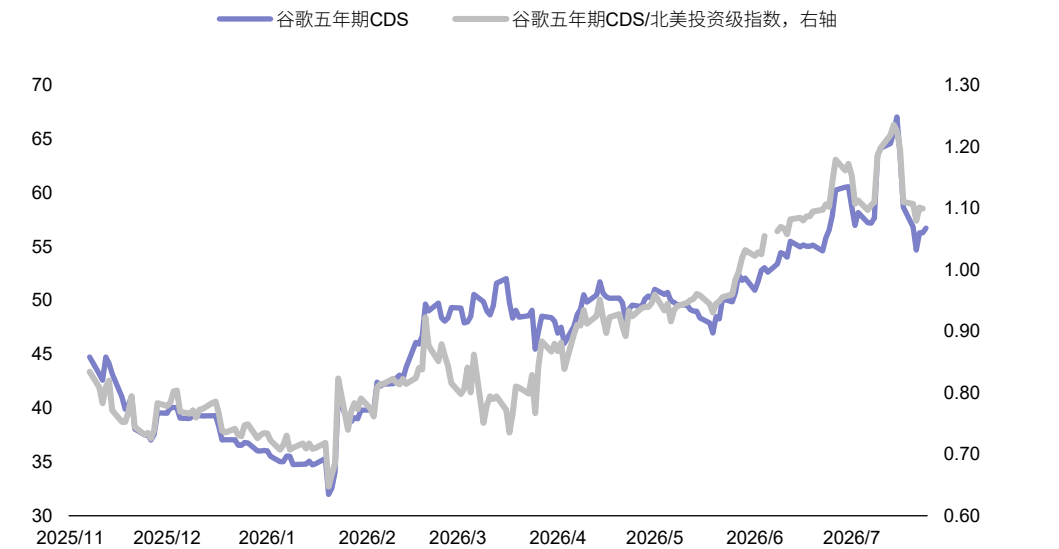
数据来源：Bloomberg，北美四大云与国内云业绩电话会与财报，OpenAI 官网，Click Vision，OpenRouter，YesOneApi，mungomash，CNBC、广发证券发展研究中心

上游硬件景气度仍然较高，存储价格与设备订单均保持强势。截至 8 月 6 日，DDR5-4800/5600 16Gb 现货价格升至 49.44 美元；2026 年二季度，西门子燃气服务订单同比增长 26.02%，表明 AI 数据中心建设仍在拉动存储、电力设备等上游需求。中游算力租赁价格同样维持高位，B200 最新租金为 5.59 美元/小时，尚未出现算力供给明显过剩的信号。

下游需求正在加速兑现。OpenAI、Anthropic 的 ARR 分别超过 470 亿和 300 亿美元；ChatGPT 和 Gemini 月活均突破 9 亿。需求扩张已开始向云厂商业绩传导，2026 年二季度 AWS 收入同比增长 37%，达到 422 亿美元，创近 18 个季度最高增速，说明 AI 不仅带来调用量，也在逐步形成真实收入。

整体来看，AI 产业链目前仍处于“需求扩张、投入加速、收入兑现”的高景气阶段。海外 Top4 云厂商 2027 年全年 Capex 预计同比增长 105%至 10639 亿美元，同时 CSP 信用利差回落，显示大规模投资尚未明显推升融资压力。不过，Token 价格持续下降，意味着使用量增长并不必然等比例转化为收入。后续判断景气度能否延续，关键要看模型 ARR、云收入与 Token 消耗量的增长，能否继续覆盖快速扩张的资本开支。

图 21：谷歌的五年期 CDS 从 7 月末开始显著回落，反映信用风险下调



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

(二) 美股泡沫框架：情绪、估值与实体投资的三维验证

同时，为提示当前市场的潜在泡沫化风险，我们搭建了“美股泡沫化程度跟踪框架”。核心思路是将泡沫拆成三个维度观察：实体投资扩张程度、投资者情绪和股市估值。每个维度选取若干可量化指标，并将当前最新数值放到长期历史分位数中比较，再映射到科网周期的历史阶段，从而判断当前市场究竟是“正常繁荣”、“局部过热”还是显示出泡沫迹象。

截至我们的最新数据更新：

从实体投资的角度看，目前 AI 相关投资远未过热，仅相当于 1994-1995 年的中期扩张阶段，说明当下的繁荣暂时还未建立在过分信贷扩张和资本开支激增的基础上。但同时，随着云厂商、芯片企业和数据中心产业链继续扩张，后续需要密切观察资本开支是否从“头部企业主导的理性投入”演变为“全行业追逐式扩张”。

表 6：AI 设备的实体投资远未过热

	实体投资		
	IT设备投资占GDP	设备投资占GDP	企业债务同比
最新值	2.46%	5.77%	0.00%
最新值对应的历史分位数	90.3%	28.0%	4.3%
最新值所处历史分位区间	80-100%	20-40%	0-20%
最新值所对应的历史区间	1995-1996年	1992年左右	1993年初水平

数据来源：Haver Analytics、广发证券发展研究中心

从投资者情绪的角度看，二级市场并未呈现单边亢奋。无论是隐波还是融资杠杆，当前情绪乐观但未狂热；不过，看跌保护需求已经超过 2000 年泡沫时期的极值水平，这说明市场的风险意识增强，在持续参与 AI 主线
 的同时，通过期权保护对冲潜在回撤。与此同时，一级市场上，投机行为有向初创企业蔓延的趋势。整体来看，
 投资者情绪大致相当于 1999-2000 水平。

表 7：美股的投资者情绪已经升温

	投资者情绪			
	纳斯达克隐含波动率	标普500看跌/看涨期权比	保证金余额同比增速	IPO+SEO融资(12月移动加总)
最新值	26.0%	93.0%	49.0%	304,186
最新值对应的历史分位数	64.4%	66.4%	95.8%	100.0%
最新值所处历史分位区间	60-80%	60-80%	80-100%	80-100%
最新值所对应的历史区间	1997年	超过科网期间极值水平，类似于2002年	类似于1999年	超过科网期间最高水平

数据来源：Haver Analytics、广发证券发展研究中心

从估值的角度看，投资者们给予基于当前市场的估值位置偏高,体现出市场对产业趋势和盈利前景的高度认可，
 整体大致位于 1999 年左右水平。但这也意味着，板块后续上涨需要更多基本面兑现来支撑，单纯依靠估值扩
 张的空间正在收窄。

表 8：当前投资者对基于市场整体的估值类比 1999 年左右水平

	股市估值							
	CAPE	标普500前瞻市盈率	标普500信息技术板块预期市盈率	巴菲特指标	超额CAPE收益率	股息率	派息率	股息 + 回购收益率
最新值	41.18	20.36	22.18	102.5%	0.8%	1.1%	30.8%	0.3%
最新值对应的历史分位数	98.5%	77.8%	69.6%	86.9%	11.9%	0.3%	5.0%	0.0%
最新值所处历史分位区间	80-100%	60-80%	60-80%	80-100%	0-20%	0-20%	0-20%	0-20%
最新值所对应的历史区间	1999年5月	无科网时期可比数据，类似2020年1月水平	无科网时期可比数据，类似2020年1月水平	1998年1月	1998年8月	无科网期间可比数据	2000年7月	无科网期间可比数据

数据来源：Haver Analytics、广发证券发展研究中心

（三）韩国风险框架：跟踪杠杆去化与流动性冲击

正如我们在上一篇报告已经提及，我们搭建了一套韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪体系，进行每日
 高频跟踪。试图回答两个核心问题：本轮调整是否已经从价格回撤演变为流动性冲击，以及不同类型的杠杆资
 金究竟出清到了哪一步？

截至 8 月 7 日，KOSPI 仍处于深度调整后的震荡修复阶段。指数较 6 月高点回撤 31.33%，较 50 日均线低
 17.48%，价格层面的趋势压力尚未解除。情绪指标则呈现分化：KOSPI PCR 及其相对纳指、标普 500 的 Z-
 score 仍低于历史常态，说明方向性看跌保护需求并不极端；但 VKOSPI 相对 VIX、VXN 的溢价仍处于+3σ 以
 上，显示韩国本地波动率恐慌仍显著偏高，只是过去 5 日已有所回落。

表 9：韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪总表（截至 8 月 7 日）

韩国KOSPI风险监测与杠杆去化跟踪总表						
风险模块	具体指标	数据日期	最新读数	对比口径	风险状态	信号解读
价格回撤	KOSPI较2026年6月高点回撤	8月7日	-31.33%	6月22日高点	深度回撤	价格层面已明显调整
	KOSPI距离MA50	8月7日	-17.48%	50日均线	趋势显著偏弱	中期趋势尚未修复
悲观情绪	KOSPI PCR Z-score	8月7日	-0.56σ	10年均值	略低	方向性看跌需求偏低
	KOSPINasdaq PCR Z-score	8月7日	-0.44σ	10年均值	正常	韩国与美股相对保护需求接近历史均值
	KOSPIVS&P 500 PCR Z-score	8月7日	-0.11σ	10年均值	正常	韩国相对标普500保护需求接近历史均值
	VKOSPI/VIX Z-score	8月7日	+3.37σ	10年均值	显著偏高	韩国相对VIX波动率溢价偏高
恐慌情绪	VKOSPI/VXN Z-score	8月7日	+3.69σ	10年均值	显著偏高	韩国相对VXN波动率溢价偏高
持仓存量	KOSPI外资持仓占比	8月7日	39.04%	10年历史分位 96.8%	结构偏高	反映外资存量定价权
资金流量	外资净买入 MAS（百万韩元）	8月7日	-1,180,328百万韩元	10年历史分位 2.9%	极端净流出	卖压处于10年尾部
	机构净买入 MAS（百万韩元）	8月7日	-397,833百万韩元	10年历史分位 3.7%	极端净流出	卖压处于10年尾部
	散户净买入 MAS（百万韩元）	8月7日	+1,578,161百万韩元	10年历史分位 98.0%	集中承接	散户集中承接外资与机构卖压
	最新一日外资净买入（亿韩元）	8月7日	-8,651亿韩元	10年历史分位 5.4%	极端净流出	卖压处于10年尾部
	最新一日机构净买入（亿韩元）	8月7日	+5,976亿韩元	10年历史分位 92.6%	集中净买入	净流入处于10年高位
	最新一日散户净买入（亿韩元）	8月7日	+2,675亿韩元	10年历史分位 73.8%	净买入	散户边际流入
杠杆去化	（信用融资余额/KOSPI市值）去化幅度	8月7日	21.24%	峰值日期2026年7月29日	去化较明显	信用融资风险边际释放
	（场内衍生品保证金余额/KOSPI市值）去化幅度	8月6日	10.50%	峰值日期2026年7月28日	初步去化	衍生品杠杆边际释放
	（杠杆ETF规模/KOSPI市值）去化幅度	8月7日	55.21%	峰值日期2026年6月22日	深度去化	ETF端风险边际释放
散户杠杆反馈	个股杠杆ETF净申赎强度（T-2调整）	8月5日 （经过T-2申赎机制调整后）	-2.56%	KOSPI当日+3.76%	获利止盈	上涨伴随赎回，杠杆压力边际释放
流动性挤兑	强平占未收盘 Z-score	8月6日	-1.00σ	10年均值	偏低	强平压力低于历史均值

数据来源：Bloomberg, KRX, KOFIA, Haver Analytics、广发证券发展研究中心

杠杆去化仍在推进，但节奏并不线性。杠杆 ETF 较年内峰值已去化 55.21%，去化进度继续加快；信用融资较峰值去化 21.24%，场内衍生品去化 10.50%，短期均有一定反复，但中期仍保留去杠杆成果。

表 10：杠杆 ETF 去化幅度很大，信用融资和场内衍生品的出清相对有限

杠杆去化模块：							
杠杆渠道	指标	峰值日期	峰值水平	最新日期	最新水平	较峰值去化	出清程度
信用融资	（信用融资余额/KOSPI市值）去化幅度	2026/7/29	0.56%	2026/8/7	0.44%	21.24%	去化较明显
场内衍生品	（场内衍生品保证金余额/KOSPI市值）去化幅度	2026/7/28	0.98%	2026/8/6	0.88%	10.50%	初步去化
杠杆ETF	（杠杆ETF规模/KOSPI市值）去化幅度	2026/6/22	0.92%	2026/8/7	0.41%	55.21%	深度去化

数据来源：Bloomberg, KRX, KOFIA, Haver Analytics、广发证券发展研究中心

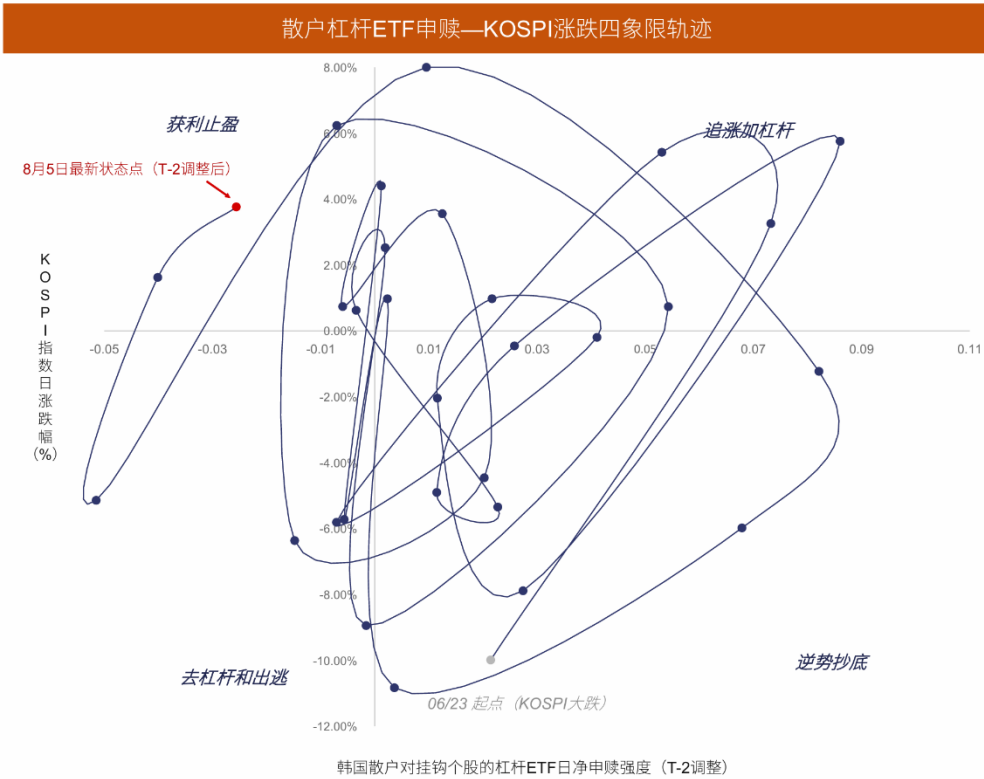
更值得关注的是,经过 T-2 机制调整后,8 月 5 日 KOSPI 上涨 3.76%的同时,散户个股杠杆 ETF 仍出现 2.56%的净赎回。说明反弹并未重新吸引杠杆资金追涨，反而伴随部分资金退出。

表 11：散户杠杆 ETF 反馈模块显示本土散户开始获利止盈，主动出清迹象初显

散户杠杆反馈模块	
项目	最新状态
观察日期	2026/8/5 (T-2申赎机制调整后)
个股杠杆ETF净申赎强度 (T-2调整)	-2.56%
KOSPI当日涨跌	3.76%
所处象限	第二象限，获利止盈
风险含义	上涨伴随赎回，杠杆压力边际释放

数据来源：Bloomberg, KRX, KOFIA, Haver Analytics、广发证券发展研究中心

图 22：根据净申赎强度 vs 对应日 KOSPI 涨跌幅，落入四状态象限
(统计期间：2026/6/23~2026/8/7，已经过 T-2 交易机制调整，图线遵循时间顺序)



数据来源：Bloomberg, KRX, KOFIA, Haver Analytics、广发证券发展研究中心

整体而言，韩国市场仍处于“价格深跌、波动高企、杠杆出清”的组合中，不过当前尚未看到系统性流动性挤兑迹象，因强平压力低于 10 年均值约 1 个标准差。

五、风险提示

AI 投资回报率不及预期；

模型价格竞争加剧；

存储涨价斜率放缓；

高估值和拥挤仓位反复，市场波动放大。

广发投资策略研究小组

刘晨明：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。
 郑 恺：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。
 陈振威：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。
 杨清源：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。
 毕露露：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。
 周慧钰：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。
 刘力行：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。
 马文芳：（上海）研究员，南开大学硕士。
 逸 昕：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。
 李如娟：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。
 余可骋：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
 SFC CE No. BVH021
 liuchenming@gf.com.cn



陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
 chenchenwei@gf.com.cn

请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

行业投资评级说明 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

公司投资评级说明 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在

任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。