下载日志已记录，仅供内部参考

长期坚守和短期波动的平衡

报告日期： 2026-8-30

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：陈博
执业证书号：S0010525070002
电话：18811134382
邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1.策略月报《积极因素不断，市场有望企稳回暖 — 2026 年 8 月 A 股市场研判及配置机会》2026-08-02

2.策略月报《高景气 VS 多扰动，坚定抱团 — 2026 年 7 月 A 股市场研判及配置机会》2026-06-28

3.策略中报《将成长第二阶段盈利行情进行到底 — 2026 年 A 股中期投资策略》2026-06-22

主要观点：

● 9 月市场核心在于月中美联储议息会议，扰动与修复并存，近日央行年会后加息预期升温，但我们预计仍将按兵不动，会后有望出现预期修复。国内经济韧性、结构惯性格局延续，美国拟新征关税对风险偏好和出口影响均有限，地产信贷政策后效果有待观察。整体来看，风险未见明显抑制或有效提振，预计市场震荡运行。配置上，AI 产业链尤其是上中游硬件方向仍是中长期最优解，在当下整体宽幅震荡阶段坚守的同时，可考虑将煤炭进行波动率对冲平衡。

● 市场观点：风偏未见有效提振，市场预计震荡运行

外部因素仍是影响当下市场的核心矛盾，但扰动与修复并存，对风险不会形成持续向下的压力或显著向上的提振。其中最重要的观察事件是 9 月中旬美联储议息会议，近日央行年会上，沃什放鹰扰动 9 月议息会议加息预期从而阶段性干扰市场风险偏好持续修复，但我们预计将平稳过渡。Jackson Hole 年会上沃什不仅强调通胀目标不变还额度增加对通胀回落速度的重视，加剧市场对 9 月加息的预期，但我们考虑到沃什讲话存在一定的弹性解释以及来自于特朗普和美国财政的压力,9 月中旬会议预计仍将按兵不动，会议后有望对市场预期进行修复。

国内层面，经济韧性、结构惯性的延续性仍在。近日美国拟对中国商品额外加征 7.5%关税，从历史情况看预计不会对出口高景气形成影响，对市场情绪的扰动也将非常有限且短暂。此外近日出台的房地产信贷措施对贷款人的压力有所放松，但能否有效提振房地产购买需求仍需观察。经济并不构成当下市场运行的核心矛盾。

流动性层面，宏观流动性保持充裕，微观流动性有望整体稳定。国内货币政策延续宽松定调，宏观流动性较为充裕，降准降息概率偏低。市场交投情绪，8 月较 2 季度热烈态势显著降温，较 7 月恐慌情绪明显趋稳，尤其下半月稳定态势更显，在 9 月未预期重大刺激或抑制性事件的情况下，预计将维持整体稳定。

● 行业配置：科技仍是中长期最优解，煤炭可提供短期平衡

8 月市场整体在波折中延续反弹之势，上证指数和双创板均小幅上涨。行业层面，涨多跌少与 7 月镜像反转，其中 AI 产业链尤其是中上游方向领涨而应用端跌幅靠前，此外受地缘和美债等事件催化，能源及化工、金属领涨。红利类资产跌幅靠前，消费品行业出现分化，7 月强势方向领跌、弱势方向补涨。**展望 9 月，外部仍是市场核心矛盾所在，虽有扰动但将平稳过渡，国内韧性十足提供下行支撑，预计市场整体将呈震荡运行态势。配置思路上，AI 产业链尤其是上中游硬件方向景气硬支撑被持续验证，但当下市场担忧未来业绩持续性和微观流动性扰动下，共识较难凝聚。配置应对上，从中长期角度考虑短期情绪扰动不改产业景气趋势，近期的反复与扰动仅是中长期大周期行情中的插曲并非是拐点，因此 AI 产业趋势仍可作为最重要的坚守方向。从短期角度考虑，AI 相关板块波动剧烈，可适当进行波动率对冲平衡，择优选取低估、滞涨叠加有景气改善或催化剂的品种。**综合评估后，建议重视以下三条投资线索：

第一条主线是业绩持续验证、景气硬支撑的 AI 产业链，尤其是上中游硬件方向仍是最核心所在，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导

下载日志已记录，仅供内部参考

体设备链、电源设备、数据中心等。除了业绩持续高增长以及海外龙头的乐观前瞻指引外，我们独家性利用产业周期投资节奏把握机会，根据我们的框架,当下AI产业景气周期的资本市场演绎正处于第二阶段中段震荡期，年内可期待第二阶段尾声加速上涨有新高可能，更远期可期待第三阶段拔估值行情。

第二条主线是AI下游应用仍有望成为资金外溢承接方向从而带来轮动机会，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。如机械设备同时受益多主题如机器人、商业航天、液冷、高端制造等主题辐射。机器人、游戏和软件一是天然作为AI算力最贴近方向，二是也存在潜力催化可能。

第三条主线是可利用煤炭进行波动率平衡。一是历史复盘显示科技行情震荡期内，煤炭多次成为哑铃策略B端。二是在供给持续扰动和地缘冲突导致能源价格上涨过程中，近期煤价持续回升仍有一定持续性。三是煤炭亦有高股息资产的属性加持。

● 风险提示

美债违约危机实质性爆发；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势再现反复扰动；美联储货币政策紧缩预期持续扰动美股；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 市场观点：风偏未见有效提振，市场预计震荡运行 5
1.1 外部扰动有限，9 月议息会议预计按兵不动 5
1.2 宏观流动性维持充裕，微观流动性有望整体稳定 6
1.3 外需强劲、内需韧性的基本面格局未变 8
2 行业配置：科技仍是中长期最优解，煤炭可提供短期平衡 10
2.1 主线一：业绩高增持续验证，景气硬支撑下的 AI 产业周期，尤其是上中游硬件 11
2.2 主线二：AI 下游应用仍有望成为资金的外溢方向迎来轮动机会 14
2.3 主线三：多因素催化的煤炭板块也可关注 15
风险提示： 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 DR001 小幅回落 7
图表 2 DR007 接近 7 天逆回购利率，流动性较为充裕 7
图表 3 国债利率期限利差小幅收窄 7
图表 4 中美利差维持高位，人民币汇率升值趋缓 7
图表 5 8 月乘用车批发和零售增速持续下降 8
图表 6 8 月白酒价格继续下降、纺织价格小幅震荡 8
图表 7 8 月唐山高炉开工率、钢胎开工率、PX 开工率均有不同程度回升 9
图表 8 粗钢产量有所回落，但好于去年同期 9
图表 9 8 月食用农产品价格稳定，猪肉价格小幅回升 9
图表 10 8 月原油价格震荡、有色金属价格小幅回升 9
图表 11 8 月建材价格持续走低 10
图表 12 8 月 30 城商品房销售面积除一线城市外均大幅回落 10
图表 13 英伟达业绩再度实现高增 12
图表 14 2026 年中报显示通信设备、元件代表性标的仍呈高景气 12
图表 15 全球 TOKEN 周消耗量已达到 114 万亿 12
图表 16 液冷市场规模预测 12
图表 17 数据中心新一代巴拿马电源市场规模预测 13
图表 18 2026 年国内数据中心市场规模预测 13
图表 19 机械设备板块中包含较多主题概念 14
图表 20 关注机器人上游价值量最高的核心零部件环节 14
图表 21 互联网厂商对 AI 的投入或逐步反映在广告等收入上 15
图表 22 AI 大模型市场规模预测 15
图表 23 煤炭价格持续上涨 16
图表 24 欧线价格指数仍处于高位 16

下载日志已记录，仅供内部参考

1 市场观点：风偏未见有效提振，市场预计震荡运行

1.1 外部扰动有限，9 月议息会议预计按兵不动

凯文沃什央行年会上基调偏鹰，市场对 9 月美联储议息会议的加息预期升温。美联储主席凯文·沃什在 2026 年杰克逊霍尔全球央行年会发表主旨演讲，整体基调较此前明显偏鹰，政策立场更趋明晰。**一是明确指出当前金融条件并不具有限制性。**与 7 月议息会议声明中“名义与实际美债利率均有所上行，已在一定程度上收紧金融条件”的措辞形成对比，此次其强调工商业贷款标准处于历史区间的偏宽松一端，现有金融环境并未形成限制性约束，暗示货币政策收紧条件成熟。**二是对通胀回落的要求更为迫切。**沃什强调，短期利率仍是实现双重使命的核心政策工具，若通胀未能以足够快的速度向 2%目标回落，美联储仍需采取进一步行动。这表明其不仅关注通胀是否持续回落，也更加重视回落速度，后续若通胀黏性持续，政策利率存在进一步上调的可能。**三是对经济基本面的评估偏乐观。**沃什认为当前经济仍具韧性，就业市场接近充分就业水平，意味着当前经济基本面尚未对加息形成明显制约。整体来看，本次演讲相较于此前相对谨慎的表态更为明确，释放出更强的鹰派信号，市场对美联储后续收紧流动性的担忧也明显升温。根据 CME Fed Watch 数据显示，9 月美联储议息会议加息的概率由会前约 35%快速升至 55%左右，受政策预期转向影响，美股、美债及贵金属价格均出现不同程度跳水回落。

考虑到沃什的政策沟通仍保留一定弹性，且美联储进一步加息仍面临财政、政治等多重约束，我们认为 9 月 17 日 FOMC 议息会议实际落地加息的概率较低。①政策表态仍留有回旋余地。尽管沃什本次讲话基调偏鹰，但其同时强调相关表述并非前瞻指引，亦未给出明确的政策落脚点。沃什更强调关注通胀趋势而非孤立的数据点，指出需确信潜在通胀正朝着 2%目标“明确且足够快速地”移动，但“通胀趋势”与“足够快”等措辞缺乏清晰的量化标准，客观上为政策调整保留了双向弹性。**②特朗普持续施压降息叠加高额政府债务，对美联储进一步加息形成潜在约束。**近期特朗普多次强调希望美联储降息，而美国政府债务规模已突破 40 万亿美元，若进一步加息，将推高政府利息支出，加重财政负担。在 2026 年中期选举临近的背景下，美联储加息面临的政治压力也可能有所上升。因此，我们倾向于认为 9 月 17 日的议息会议加息概率有限。需要关注的是，9 月议息会议前将公布 8 月就业和通胀数据，若相关数据明显偏离市场预期，或将对美联储政策预期形成阶段性扰动。

美国拟对中国进口商品额外加征 7.5%关税，若下月落地实施或对市场情绪形成有限扰动，但对出口及经济基本面的实际影响预计更有限。近期美方以“产能过剩”为由对包括中国在内的 16 个经济体发起 301 调查，并拟在现有关税基础上对中国进

下载日志已记录，仅供内部参考

口商品额外加征 7.5%关税，短期或对市场风险偏好形成一定扰动。但从实际基本面传导效果来看，本轮关税加码的冲击预计相对可控，无需过度担忧。从前期的经验来看，在美国关税加征的大背景下，中国出口仍保持超预期的较高增速，反映出外部需求韧性及中国供应链的竞争优势。当前在 AI 产业周期加速演进、全球算力需求持续扩张的支撑下，预计关税上调对整体出口及经济增长的实际冲击相对可控。

房地产信贷管理制度进一步完善，购房者权益保护力度显著增强，有助于稳定市场预期、推动房地产行业向新发展模式转型。8 月 28 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》）。《意见》坚持以人民为中心，加强制度规范，配合商品住房销售制度改革，重点改革开发建设和销售阶段的信贷制度，强化资金封闭管理、专款专用，更好维护购房人合法权益。在开发建设阶段，《意见》明确由开发贷款主办银行对项目资金实行封闭管理，有助于减少资金挪用风险。在销售阶段，延后个人住房贷款发放时点，防范住房逾期交付引发金融风险。实行预售的，应严格在项目竣工备案后发放，确保购房人“能拿房、再还贷”，购房者的权益保护力度显著增强。《意见》还专设“房地产金融宏观审慎管理”章节，明确购房贷款最低首付比例、利率、房地产贷款集中度等房地产金融宏观审慎管理工具，建立房地产金融逆周期调节机制，促进房地产市场平稳运行。

1.2 宏观流动性维持充裕，微观流动性有望整体稳定

货币政策延续宽松定调，9 月降息概率仍偏低。8 月，1 年期、5 年期 LPR 均与上月持平，预计 9 月降息概率不大：①上半年 GDP 同比增长 4.7%，处于全年 4.5%-5.0%的经济增长目标区间内，总量层面缺乏进一步宽松的迫切性。②外部环境构成一定约束。韩国已于 8 月启动加息，部分主要发达经济体仍面临通胀上行风险，货币政策收紧预期有所升温，尤其是美联储整体偏鹰基调，构成了降息的外部约束。③商业银行净息差仍处于历史低位，全面降息或仍需降低银行负债成本作为重要前提条件。

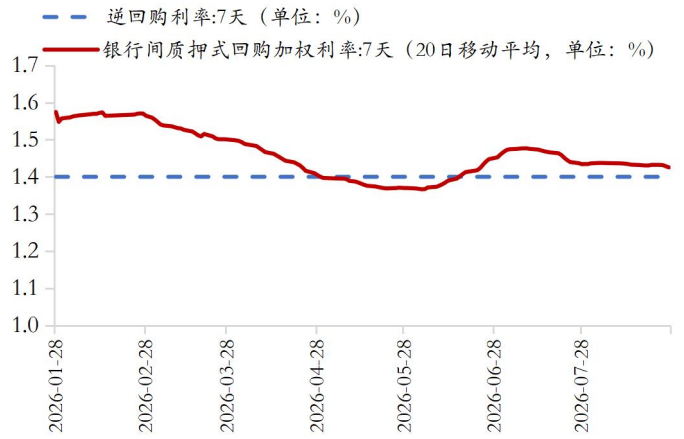
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 DR001 小幅回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

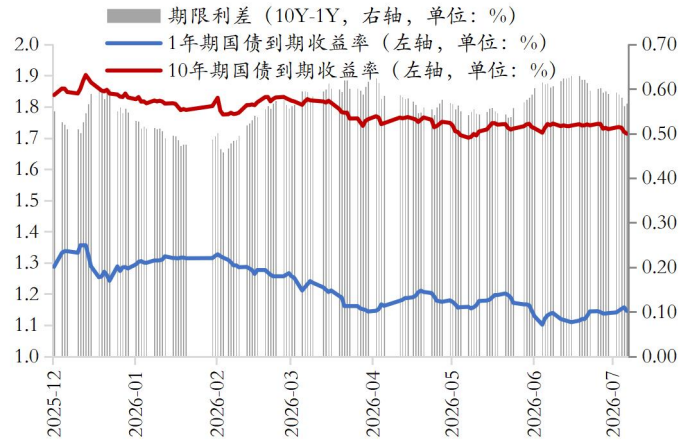
图表 2 DR007 接近 7 天逆回购利率，流动性较为充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。

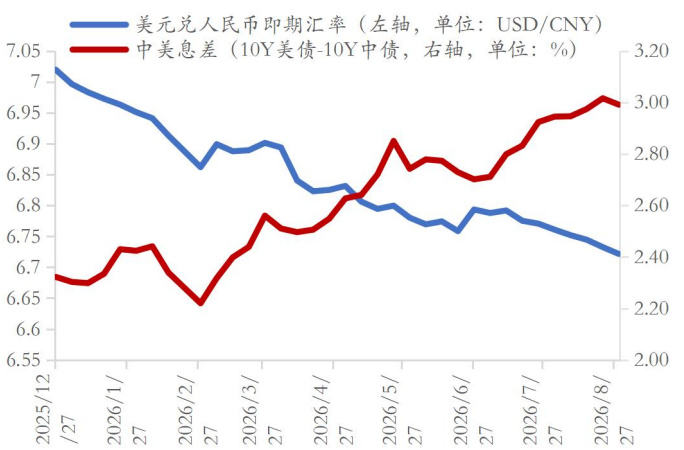
国内价格水平回落，期限利差或小幅收窄。7 月 PPI 同比较 6 月大幅回落，同时，随着美伊局势逐步趋于稳定，地缘冲突对国际原油价格的扰动有望减弱，油价中枢或进一步回落，通胀预期降温进而带动国债长端利率下行。同时央行保持社会综合融资成本低位运行的诉求下，短端利率保持低位震荡，国内期限利差预计小幅收窄。

图表 3 国债利率期限利差小幅收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 中美利差维持高位，人民币汇率升值趋缓



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据为周均值。

微观流动性有望维持整体稳定。①从境外资金看，我们认为尽管沃什在杰克逊霍尔年会上的表态偏鹰，但 9 月 FOMC 会议实际加息落地的概率较低，加之美债持续遭遇抛售引发市场对美元信用的担忧，美元资产吸引力有所削弱。此背景下，人民币仍有潜在升值空间，对境外资金的吸引力有望小幅提升。②从国内 A 股成交情况来看，8 月交易日均成交额约 2.15 万亿元，较 7 月的 2.7 万亿元下降约 20%，当前

下载日志已记录，仅供内部参考

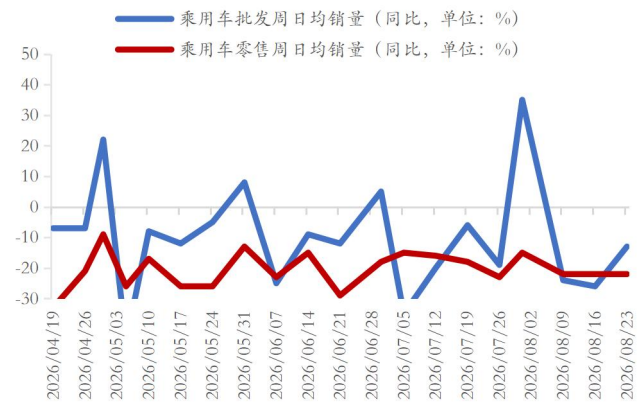
市场交投情绪相对谨慎，在本月成交额已有较大幅回落的基础上，上行动力不足但下行压力释放，预计有望维持稳定。

1.3 外需强劲、内需韧性的基本面格局未变

8月经济基本面继续呈现外需强劲、内部韧性、结构惯性分化的特征。出口延续高景气。内需修复动能整体偏弱，消费端耐用品表现低迷，服务消费亦托底不足。投资端，出口景气对生产链形成一定带动改善，制造业开工率小幅提升。基建实物工作量仍然不足，建材价格多下行，等待政策发力的效果显现。地产链景气分化，一线改善难向二三线传导，整体仍偏低迷。

消费端延续惯性弱势。8月前3周乘用车批发和零售日均销量平均值分别为4.53万辆和4.22万辆，同比分别下降20.15%和22%，以汽车为代表的耐用品消费持续走弱，批发和零售同比数据剪刀差收窄，意味着厂家进入去库存周期，经销商主动减少提车，是批发走弱最直接原因。商品价格变动不大，全国白酒批发价格指数为109.3，同比回落0.75%。柯桥纺织指数为106.5，同比增幅0.54%，但较7月边际回落。可选服务类消费亦托底不足，8月电影票房收入为53.23亿，同比下降11.13%，海南旅游总指数为103.3，同比上涨2.98%。**总的看，当前消费内生动能依然不强。**

图表5 8月乘用车批发和零售增速持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表6 8月白酒价格继续下降、纺织价格小幅震荡



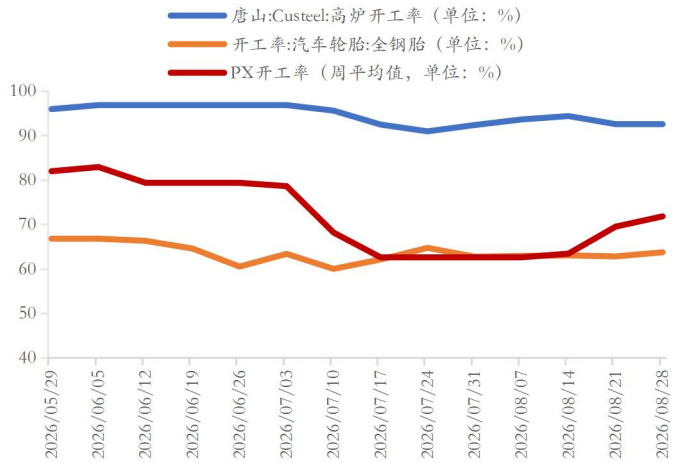
资料来源：Wind，华安证券研究所。

人在草木间

出口延续高景气。8月周均集装箱吞吐量为659万标准箱，同比增速1.14%，较7月-1.08%有所上升，意味着出口景气继续保持乐观势头。典型工业品开工率持续分化，唐山高炉开工率维持在93%左右高位，汽车全钢胎开工率63.1%略微改善，PX开工率边际提升显著。8月钢材预估日产量249万吨/天左右，同比增加2.89%。**总的看，8月出口景气度依然维持偏高水平同时对国内制造业链条有所带动。**

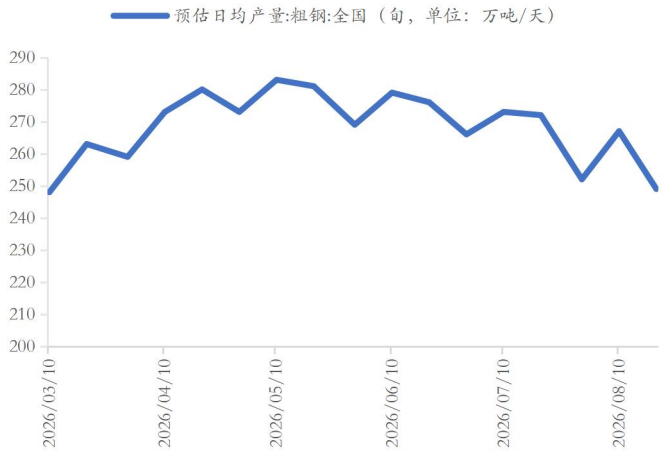
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7 8 月唐山高炉开工率、钢胎开工率、PX 开工率均有不同程度回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

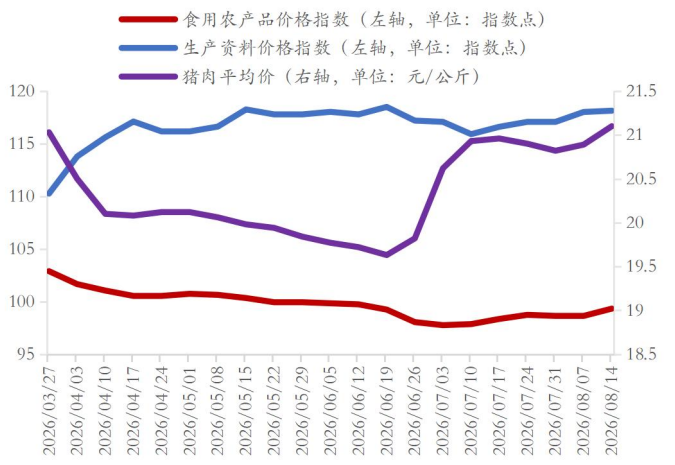
图表 8 粗钢产量有所回落，但好于去年同期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

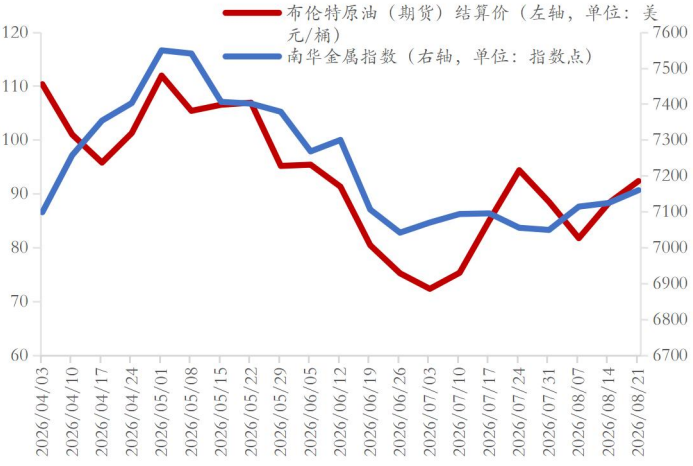
通胀方面，价格修复拐点向下，但无通缩风险。8 月前三周猪肉平均价 20.94 元/公斤，同比下降 16.19%，环比上月均值上升 0.29 元/公斤。食用农产品价格指数稳定延续，8 月为 98.98，同比增幅 0.73%。国际大宗品方面，8 月国际油价呈现震荡格局，月内波动明显。月初美伊缓和预期推动地缘风险溢价快速回吐，油价阶段性下行。月中美伊冲突反复，谅解备忘录到期霍尔木兹海峡航运并未完全恢复，甚至可能出现升级，叠加全球原油夏季实物需求仍有支撑，油价回落之后再度反弹。月末预期则是再度出现缓和。输入性通胀压力较前期明显降温，边际缓和。国内终端内需对工业品价格拉动依旧偏弱，化工、黑色链更多体现供给端扰动。

图表 9 8 月食用农产品价格稳定，猪肉价格小幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 10 8 月原油价格震荡、有色金属价格小幅回升

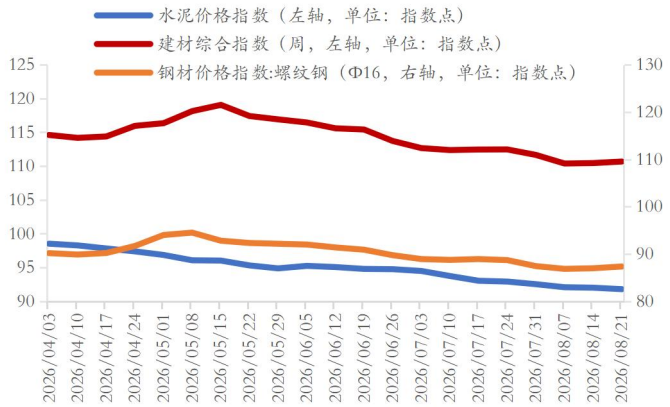


资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资端整体偏弱，政策托底效果尚未充分显现。8 月建材价格继续走弱，水泥价格指数持续下探达到 91.95，同比下降 11.9%，螺纹钢、建材综合指数同步回落至 87.45 和 110.98，反映地产、基建相关实物工作量修复力度不足。30 城新房高频成交来看，8 月周度成交面积波动放大，除一线城市同比增长 11.5%以外，整体同比持续下行，结构分化进一步加剧。我们认为，地产景气由一线向二三线传导的难度依旧较大，叠加传统季节性淡季，地产景气大概率延续低迷。

图表 11 8 月建材价格持续走低



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 12 8 月 30 城商品房销售面积除一线城市外均大幅回落

指标（8 月各周）	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	7 月累计值
成交面积（万平方米）	140.07	125.85	116.68	174.60	655.67
同比	-12.34	0.36	-10.41	7.33	2.75
其中：一线	45.64	40.86	45.74	47.21	205.65
同比	13.31	11.65	34.98	-6.06	13.28
二线	69.94	61.51	47.07	88.85	311.80
同比	-21.33	17.62	-27.39	8.95	1.85
三线	24.49	23.48	23.86	38.53	138.22
同比	-19.97	-35.69	-24.28	24.87	-8.10

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。

2 行业配置：科技仍是中长期最优解，煤炭可提供短期平衡

8 月市场整体在波折中延续反弹之势，上证指数和双创板均小幅上涨。行业层面，涨多跌少与 7 月镜像反转，其中 AI 产业链尤其是中上游方向领涨而应用端跌幅靠前，此外受地缘和美债等事件催化，能源及化工、金属领涨。红利类资产跌幅靠前，消费品行业出现分化，7 月强势方向领跌、弱势方向补涨。**展望 9 月，外部仍是市场核心矛盾所在，虽有扰动但将平稳过渡，国内韧性十足提供下行支撑，预计市场整体将呈震荡运行态势。配置思路上，AI 产业链尤其是上中游硬件方向景气硬支撑被持续验证，但当下市场担忧未来业绩持续性和微观流动性扰动下，共识较难凝聚。配置应对上，从中长期角度考虑短期情绪扰动不改产业景气趋势，近期的反复与扰动仅是中长期大周期行情中的插曲并非是拐点，因此 AI 产业趋势仍可作为最重要的坚守方向。从短期角度考虑，AI 相关板块波动剧烈，可适当进行波动率对冲平衡，择优选取低估、滞涨叠加有景气改善或催化剂的品种。综合评估后，建议重视以下三条投资线索：**

第一条主线是业绩持续验证、景气硬支撑的 AI 产业链，尤其是上中游硬件方向仍是最核心所在，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链、电

下载日志已记录，仅供内部参考

源设备、数据中心等。除了业绩持续高增长以及海外龙头的乐观前瞻指引外，我们独家性利用产业周期投资节奏把握机会，根据我们的框架，当下 AI 产业景气周期的资本市场演绎正处于第二阶段中段震荡期，年内可期待第二阶段尾声加速上涨有新高可能，更远期可期待第三阶段拔估值行情。

第二条主线是 AI 下游应用仍有望成为资金外溢承接方向从而带来轮动机会，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。如机械设备同时受益多主题如机器人、商业航天、液冷、高端制造等主题辐射。机器人、游戏和软件一是天然作为 AI 算力最贴近方向，二是也存在潜力催化可能。

第三条主线是可利用煤炭进行波动率平衡。一是历史复盘显示科技行情震荡期内，煤炭多次成为哑铃策略 B 端。二是在供给持续扰动和地缘冲突导致能源价格上涨过程中，近期煤价持续回升仍有一定持续性。三是煤炭亦有高股息资产的属性加持。

2.1 主线一：业绩高增持续验证，景气硬支撑下的 AI 产业周期，尤其是上中游硬件

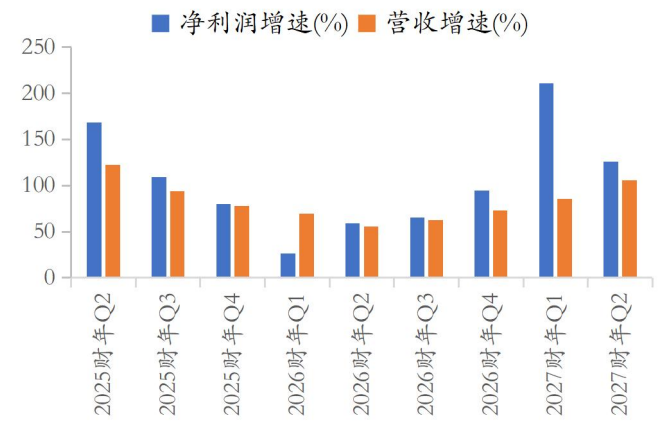
（1）算力核心方向：代表性标的业绩实现高增，光模块、PCB 高景气被继续验证

英伟达业绩指引大超市场预期。美东时间 8 月 26 日，英伟达公布 2027 财年二季度数据显示，公司单季营收 962 亿美元，同比增长 106%，环比增长 18%，高于市场此前约 922 亿美元的一致预期。数据中心业务收入 890 亿美元，同比增长 117%，占总营收九成以上。展望第三财季（“三季度”），英伟达预计营收中值为 1080 亿美元，同比增长将近 90%，高于分析师预期的 1051.5 亿美元。同时管理层对下一财年的指引大超市场预期，2028 财年预计营收增长约 70%，市场共识仅在 44%左右，而这也是英伟达首次提前一年给出完整财年营收指引，并同时称业绩指引较为保守，代表性标的业绩大超预期进一步验证了当前和未来 2 年内 AI 算力依旧呈高景气状态。

A 股算力代表性标的中报业绩高增同样验证当前算力板块有硬景气支撑。截至 2026 年 8 月 30 日，已披露的 2026 年中报数据显示，PCB 代表性标的如东山精密、生益科技、沪电股份、深南电路单季归母净利增速分别为 511%、147%、83%、61%，光通信代表性标的如中际旭创、新易盛单季归母净利增速分别为 228%、100%。国内算力代表性标的业绩高增被验证，算力行情继续上行有硬景气基本面支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13 英伟达业绩再度实现高增



资料来源：中投产业，华安证券研究所。

图表 14 2026 年中报显示通信设备、元件代表性标的仍呈高景气

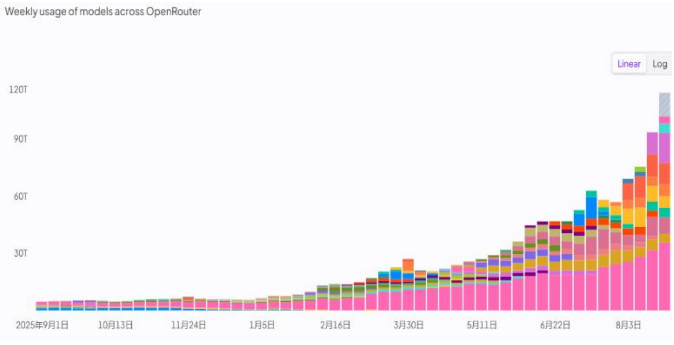


资料来源：Wind，华安证券研究所。

（2）算力配套环节：数据调用量周度环比高增且再创新高，存储需求易上难下

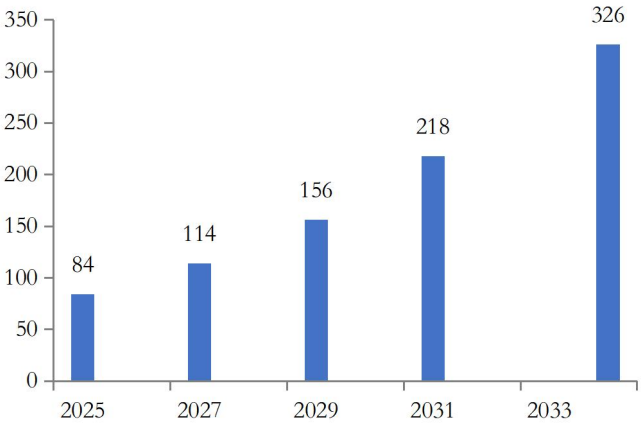
新增产能短期难以落地但需求仍在扩张，存储板块景气度易上难下。据 Openrouter 数据显示，Token 的周度消耗量已来到 114 万亿级别，环比增长 22%且再度创下历史新高，伴随着 Token 消耗的爆炸式增长，数据处理存储的需求有望在高基数条件下继续高速扩张。同时由于存储厂在上轮周期过度扩张导致经历利润快速下滑的阵痛，本轮需求高增下存储厂对资本开支较为保守，叠加海外头部厂商将产能向 HBM、DDR5 等具备高毛利的产品转移，老一代存储芯片产能也被过度挤压，现阶段存储产能仍然存在较大缺口。参考存储从资本扩张至生产端实际扩产仍有以年为单位的时滞留性，未来一段时间内存储景气快速下滑风险较小。

图表 15 全球 TOKEN 周消耗量已达到 114 万亿



资料来源：Openrouter，华安证券研究所。

图表 16 液冷市场规模预测



资料来源：Dataintelo，华安证券研究所。注：单位为亿美元

算力配套环节：数据中心成为关键基础设施；无人机、AI 数据传输等多轮驱动

下载日志已记录，仅供内部参考

光纤价格上涨；液冷正成为数据中心散热刚需配置；电源设备加速迭代以适配 AI 服务器

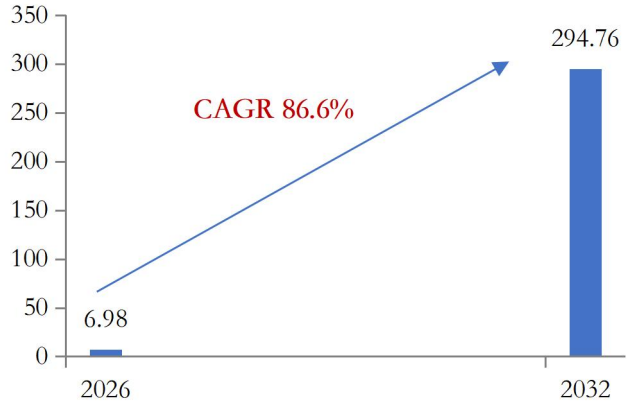
多因素驱动下，我国光纤出口价格显著上涨。本轮光纤产业需求产生自多方面，包括无人机需求、数据中心大规模建设以及 AI 训练需求的极速扩张等，在多个方向共振下，光纤光缆进入高景气时期。据海关总署统计，中国出口的光纤光缆制品价格自 2025 年底大幅上涨。中长期看，光纤需求持续性较强，未来随着 AI 带动数据需求的广谱性增长，AI 需求方面的数据处理端、传统电信对于传输线路的更新都会稳步推动光纤需求增长。

关注浸没式液冷等渗透率有提升预期的细分方向。据 Dtaintelo 数据，2025 年全球 IDC 液冷服务器市场规模达 84 亿美元，预计到 2034 年将达到 326 亿美元，在 2026 年至 2034 年 CAGR 为 16.2%。细分赛道来看，浸没式液冷由于期初建设投资较大，目前仅适用于高密度 AI 训练等特殊场景，但随着后续功耗的持续攀升以及标准进一步趋严，价值更大的浸没式液冷等细分方向的渗透率有望在未来逐步提升。

现代处理器的供电技术正在发生深刻变革，电源设备迎来代际更换需求。GPU 和 TPU 的尺寸增大、供电电压降低，其电流消耗预计将飞速攀升，极高的电流水平要求较为严苛，类似液冷，新技术规格的约束下，垂直供电等新技术进入高速发展期，传统供电设备和技术出现迭代更新上的边际增量。

数据中心资本开支有望持续扩张，国内增速或高于全球。AI 大模型应用的爆发下，数据中心从数据存储设施向复合型数字基础设施进行转变，直接带动相关建设快速铺开，全球数据中心资本开支预计将持续增长。据艾诺仪器预测，2026 年国内数据中心市场规模同比增速达 14%，2026-2030 年间复合增速有望达到 27%左右，全球数据中心增速未来两年预计维持 10%左右的增速水平。

图表 17 数据中心新一代巴拿马电源市场规模预测



资料来源：QYRESEARCH，华安证券研究所。注：单位为亿美元。

图表 18 2026 年国内数据中心市场规模预测



资料来源：艾诺仪器，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 主线二：AI 下游应用仍有望成为资金的外溢方向迎来轮动机会

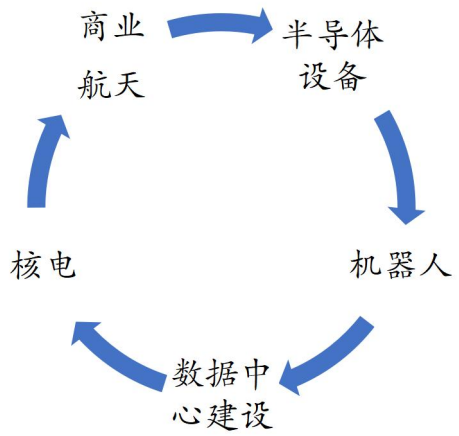
（1）机械设备：多主题有望形成轮动式催化

半导体设备、机器人等主题行情均能带动机械设备板块。机械设备板块中包含众多热门主题型概念的细分领域，如商业航天中的航天复合材料成型设备、高精度数控机床等，自动化设备细分则包含机器人上游零部件环节，如滚柱丝杠制造、减速器、关节伺服器以及传感器等关键环节，专用设备细分中则包含有半导体制造的晶圆制造工艺设备、封装测试设备等公司。近半年以来，商业航天、半导体、机器人等主题出现轮动行情时均能映射至机械设备板块。

（2）机器人：零部件环节最有望率先受益于终端需求爆发

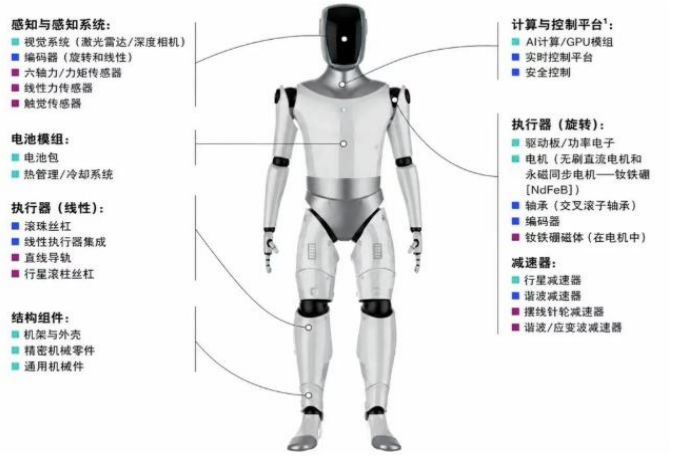
聚焦有望跟随整机放量而出现业绩增长的上游核心零部件环节。根据麦肯锡拆解，人形机器人的核心硬件栈横跨五个领域：执行器（占 40%—60%）、传感与感知系统（10%—20%）、计算与控制平台（10%—15%）、结构件（5%—10%）以及电池模块（5%—10%），五个领域合计占单机总成本的 85% 至 90%。根据我们对成长产业周期的复盘，三次周期中，最具有上涨弹性的环节普遍聚焦在成长产业链的上游关键原材料或基础构件环节，因此从机器人整机制造的角度出发，机器人板块更应聚焦于价格占比较高的执行器、传感器等核心成本环节。

图表 19 机械设备板块中包含较多主题概念



资料来源：华安证券研究所整理。

图表 20 关注机器人上游价值量最高的核心零部件环节



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所。

（3）互联网平台&软件：重磅应用迭代催化以及算力热度扩散行情可期，同时也具备一定程度上的低位反弹性价比

互联网平台有望作为 AI 算力热度扩散的下游主题方向，长期调整后也具备一定

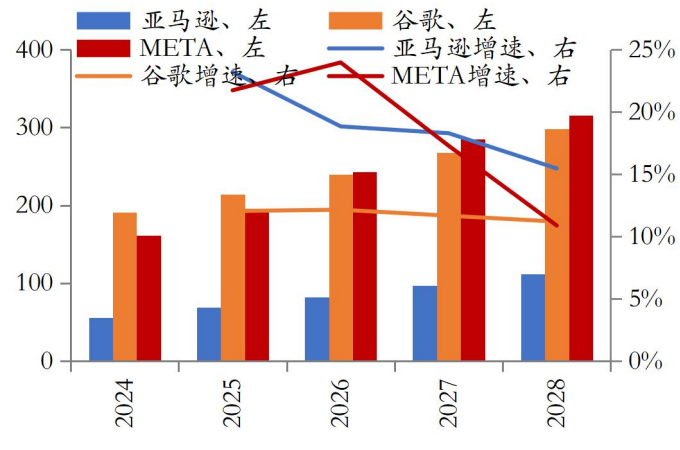
下载日志已记录，仅供内部参考

性价比。头部互联网平台当前正在竞相布局抢夺成为 AI 的主要入口，但受资本开支投入持续加大、经营现金流恶化以及海外算力链条债务风险传导、盈利模式尚未完全清晰等影响下，互联网平台板块已回调较长时间，恒生科技指数从 2025 年 10 月初开始震荡下行，截至 2026 年 7 月 31 日，最大调整幅度达到 36%，经过前期对经营预期恶化的负面计价后，当前也具备主题催化加低位反弹的逻辑。

AI 重构软件行业生态，商业模式和战略模式加速迭代。AI 对软件行业逻辑形成了全面冲击，生成代码的传统技术壁垒已经可被自然语言生成，开发成本大幅降低，小团队在大规模代码编写上的效率差距也和大公司显著缩小，软件企业加速从“产品供应商”向“解决方案服务商”转型，商业模式加速向服务化、订阅化演进。当前市场仍对软件行业传统盈利模式有一定担忧，基本面预期承压，软件行业板块当前也已跌至 DeepSeek 发布前的相对低位水平，与互联网平台类似，软件板块也有算力热度扩散的承接能力，以及重磅大模型迭代形成的催化性机会，后续可持续关注事件主题带来的反弹行情。

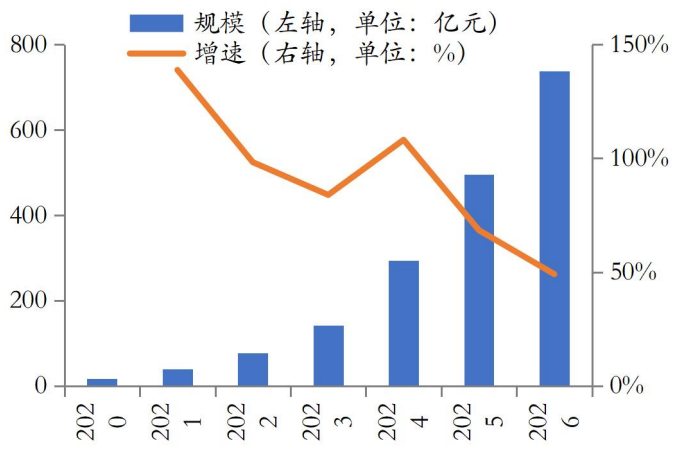
国产 AI 大模型也在加速迭代更新，加速迭代后的相关产品性能跃居世界前列的重磅催化时有发生。7 月中旬发布的 kimi K3 在 Arena 前端代码榜登顶，使用成本方面远低于顶尖闭源模型的消耗，再度展现出了国内在 Ai 大模型上优异的工程优化能力。软件板块预计将持续受益于 AI 模型方向出现的重磅催化。

图表 21 互联网厂商对 AI 的投入或逐步反映在广告等收入上



资料来源：Emarketer，华安证券研究所。注：所示为广告收入以及增速，广告收入单位为亿美元，增速单位

图表 22 AI 大模型市场规模预测



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所。

2.3 主线三：多因素催化的煤炭板块也可关注

检修、美伊冲突反复对煤炭供给形成持续扰动，煤价短期仍有上行动能，同时中报业绩也有望对煤炭行情形成阶段性支撑。当前煤炭受多方面因素催化：

下载日志已记录，仅供内部参考

一是供给端仍未完全恢复。当前山西煤矿仍呈“复产不复量”状态，自 5 月山西出现煤矿瓦斯爆炸事故以来，山西启动专项整治，自 5 月下旬起，累计 192 座炼焦煤矿停产，涉及产能约 2.6 亿吨。6 月以来山西地区供应量持续减量，导致全国相关煤供应偏紧。

二是美伊冲突持续反复，能源价格短期难以大幅下行。当地时间 8 月 24 日，美国财政部长贝森特在华盛顿召开新闻发布会，公布多项针对伊朗的经济制裁措施，以进一步对伊施压。8 月 29 日，伊朗总统电视讲话称，在美履行承诺前，霍尔木兹海峡不会开放。短期内美伊冲突仍未见明显缓和，欧线运价指数于 7 月 31 日见顶后小幅回落但仍处于今年以来的高位，霍尔木兹海继续处于封闭状态也仍将对能源供应形成严重阻滞，原油、煤炭等能源大宗品价格短期仍难以下行。国际地缘冲突叠加内部专项整治导致供给偏紧的格局下，国内煤价持续上涨，秦皇岛动力末煤截止 8 月 28 日价格已较 7 月低点上涨 11%左右。

三是中报业绩有望形成催化，今年上半年秦皇岛动力末煤均价较去年同期上涨 14%，煤炭板块行情、业绩均和煤价呈强相关，预计中报完全公布后，短期内业绩也有望对煤炭板块形成催化。

图表 23 煤炭价格持续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为元/吨

图表 24 欧线价格指数仍处于高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。

风险提示：

美债违约危机实质性爆发；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势再现反复扰动；美联储货币政策紧缩预期持续扰动美股；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。