下载日志已记录，仅供内部参考



AI 主线震荡期的逻辑再审视

资本开支扩张延续与现金流分化并行，韩股冲击缓而美债利率悬顶，历史对标指向 1998 而非 2000；AI 产业趋势仍在，但行情已逐步从“赛道β”步入“质量α”的定价转换期。

- **产业趋势：资本开支扩张延续，质量分化已开启。**AI 产业链的资本开支扩张尚未出现拐点，龙头企业的投入意愿和力度仍在加强。费城半导体与北美四大云厂 Capex 显示本轮上行斜率偏陡、景气仍高，产业主线未被证伪。但 AI 龙头企业的自由现金流已开始呈现出明显的分化特征：硬件公司维持相对高位，应用层龙头公司现金流则出现不同程度的承压或走弱迹象，产业链由内生现金流进入负债融资，利率敏感度上升。与 AI 产业链的高景气形成鲜明对比的是，传统经济动能仍偏弱。总体来看，分子端，AI 产业趋势未破，但质量分化已经开始——从“赛道β”转向“现金流质量α”是必然方向。产业逻辑从“所有环节受益”转向“强者恒强、现金为王”，市场定价的重心也将从增长预期转向现金流兑现能力。
- **分母端：流动性冲击缓和，利率约束上升。**当前来看，杠杆去化已经度过了最激烈的阶段，对于市场的影响也趋于缓和。对 A 股而言，韩股去杠杆的直接冲击已基本得到消化。当前更核心的约束来自美债高位震荡：利率上行对引发估值承压，对于当下运行至估值高位的风险资产（尤其是科技股）来讲，估值扩张的压力增加；其次，当前科技龙头对于利率敏感度提升，利率上行不仅压制估值，还会提高融资成本、降低项目 IRR，从而影响资本开支的可持续。与海外市场的脆弱性形成对比的是，A 股资金面的内生稳定性更强：类平准储备构成政策底，资金面正循环尚未打破。
- **历史对标：1998 年还是 2000 年？**科网周期的经验显示，产业见顶遵循“自由现金流恶化->营收增速见顶->资本开支增速见顶”的先后顺序，现金流拐点为领先指标。本轮 AI 行情中，部分云厂自由现金流转负仅意味着已进入压力区间，而作为卖铲人的英伟达对应科网中的思科角色，硬件端见顶历史上明显滞后于建网方。当前 AI 行情并非科网的“2000 年时刻”，而更接近 1998 年末至 1999 年初的预警区间——调整兑现了部分估值压缩，但盈利预期尚未下修，产业逻辑仍在兑现。
- **配置建议：从“赛道β”转向“现金流质量α”。**市场正处于从分母端（流动性）驱动向分子端（盈利质量）驱动的定价逻辑转换窗口，策略重心应从“赛道β”转向“现金流质量α”。建议优先关注 FCF 稳定、CAPEX 效率高的硬件龙头，对广告/电商类应用龙头的估值与现金流匹配度进行更严格的情景测试，并密切关注未来 2-3 个季度 EPS 预期的边际变化——若盈利预期开始下修，则行情可能正式进入类似 2000 年的调整周期。
- **风险提示：**AI 产业商业化进度不及预期；美联储加息路径超预期；韩股杠杆去化不彻底；全球经济意外走弱；地缘政治风险升级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

引言 4

产业趋势：AI 资本开支扩张延续，质量分化已然开启 6

AI 产业链景气高位延续，资本开支扩张尚未见顶 6
关键变化：自由现金流出现分化，AI 进入“负债融资”阶段 7

分母端：流动性冲击缓和，利率约束上升 10

韩股去杠杆冲击基本缓和 10
美债利率：当前最核心的估值约束 11
A 股资金面：维稳筹码充足，正循环未被破坏 13

历史对标——1998 年还是 2000 年？ 15

科网周期的历史规律 15
当前 AI 行情的位置判断 16
配置建议：从“赛道 β”转向“现金流质量 α” 19

风险提示 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

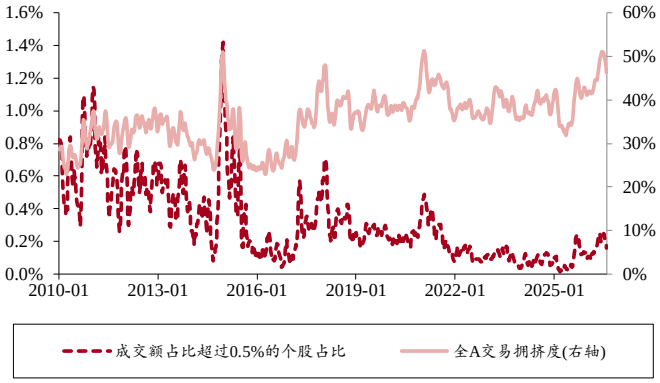
图表 1. 全 A 交易拥挤度上行与交易缩圈 4
图表 2. 全 A 拥挤度与上证指数走势 4
图表 3. 2013-15 年创业板牛市 4
图表 4. 美债利率与北上资金 4
图表 5. 本轮 AI 主线震荡期的三维度分析框架 5
图表 6. 费城半导体指数与产业周期 6
图表 7. 四大云厂商资本开支仍维持高增 7
图表 8. 全球科技巨头资本开支预测 7
图表 9. 本轮 AI 行情龙头公司自由现金流情况 7
图表 10. 本轮 AI 行情时期龙头公司经营性现金流情况 7
图表 11. 科网行情时期龙头公司现金流及营收情况 8
图表 12. 科网行情时期龙头公司资本开支情况 8
图表 13. 本轮行情龙头公司现金流及营收情况 8
图表 14. 本轮行情龙头公司资本开支情况 8
图表 15. 不同行业 PMI 呈现 K 型分化 9
图表 16. 不同行业工业增加值月度累计同比增速 9
图表 17. 全球投资韩股的杠杆 ETF 规模 10
图表 18. 韩股单支股票杠杆 ETF 规模 10
图表 19. 当前主要指数拥挤度去化情况 11
图表 20. 7 月以来长端利率加速上行 11
图表 21. 当前中美主要指数 PE 分位数（滚动十年） 12
图表 22. 当前美股 CAPE 12
图表 23. 本轮 A 股 AI 行情与 10Y 美债利率高度相关 13
图表 24. 今年以来谷歌亚马逊的长期债务占比有所提升 13
图表 25. 中韩股市融资余额占总市值比重 13
图表 26. A 股两融资金增量仍有支撑 13
图表 27. 今年以来 ETF 增量有所放缓 14
图表 28. 四只沪深 300ETF 规模变化与上证指数点位 14
图表 29. 1995-200 年纳斯达克指数走势 15
图表 30. 产业景气指标的领先滞后关系 16
图表 31. 科网行情与美债利率 16
图表 32. 本轮 AI 行情阶段与科网行情对标 17
图表 33. 科网行情龙头公司 EPS 预期（未来一个季度） 18
图表 34. 科网行情龙头公司股价表现 18
图表 35. 本轮 AI 行情龙头公司 EPS 预期（未来一个季度） 18
图表 36. 本轮 AI 行情龙头公司股价表现 18
图表 37. 主要市场宽基指数 PE 分位（近 10 年） 18

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

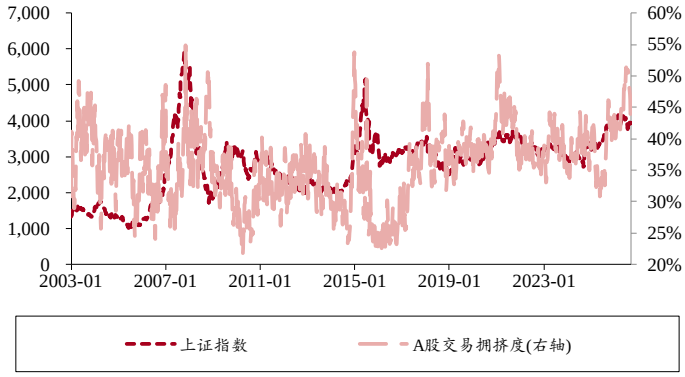
进入 2026 年三季度，全球 AI 定价主线经历了一次清晰的冲击—再定价过程。7 月全球科技股的急跌，并非单一叙事破裂，而是产业叙事阶段性扰动、美债利率与加息预期抬升、韩股杠杆去化暴露微观结构脆弱性三重压制的共振；在 A 股侧，本轮 AI 主线一个非常鲜明的特征，是机构抱团在持续升温，并出现“抱团缩圈”的现象。从交易拥挤度来看，上半年全 A 交易拥挤度持续上行，前 5%个股成交额占比一度上升至约 51%，创下 2021 年以来新高；而在拥挤度抬升的同时，高成交额个股的数量反而在减少。这说明上半年 AI 主线的演绎正在趋于极致，市场资金抱团的半径变得更窄了。**拥挤度上行叠加交易缩圈，是本轮微观结构最鲜明的特征。**

图表 1. 全 A 交易拥挤度上行与交易缩圈



资料来源：万得，中银证券

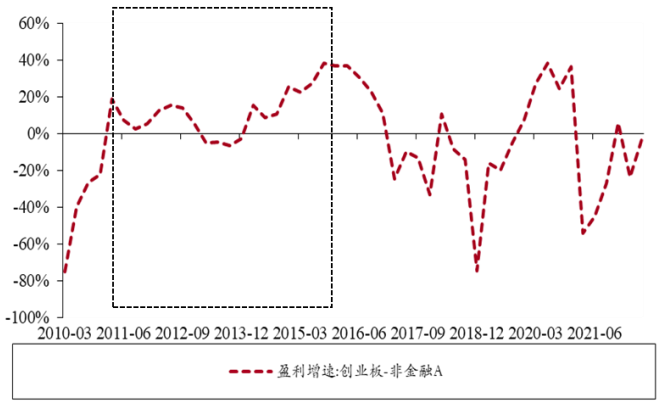
图表 2. 全 A 拥挤度与上证指数走势



资料来源：万得，中银证券

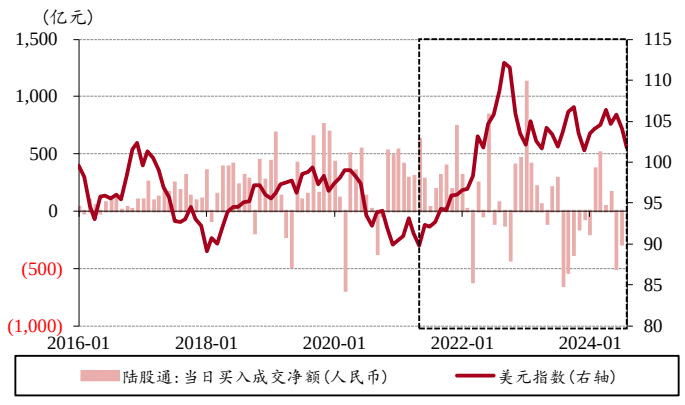
高拥挤之后，市场往往会走向哪里？历史给出的并不是单一答案。2007 年 11 月、2015 年 7 月、2018 年 2 月，拥挤度触顶与系统性下跌大体同步；而 2014 年 12 月、2021 年 1－2 月，高拥挤更多对应风格切换或再均衡，而非立刻演变为全面熊市。同为拥挤度触顶，后续既可以是牛熊转换，也可以只是结构再平衡——分野往往不在拥挤度数字本身，而在基本面相对优势、宏观与流动性约束、以及增量资金结构是否同时恶化。例如，2013－2015 年创业板行情背后是移动互联网盈利增速差的趋势性扩张；2020－2021 年抱团瓦解，则是产业边际变化、海外紧缩与内部资金结构脆弱化的共振。当下市场关注的焦点已不单纯是拥挤度的问题，而是这一次的调整是否意味着趋势的终结？

图表 3. 2013-15 年创业板牛市



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美债利率与北上资金

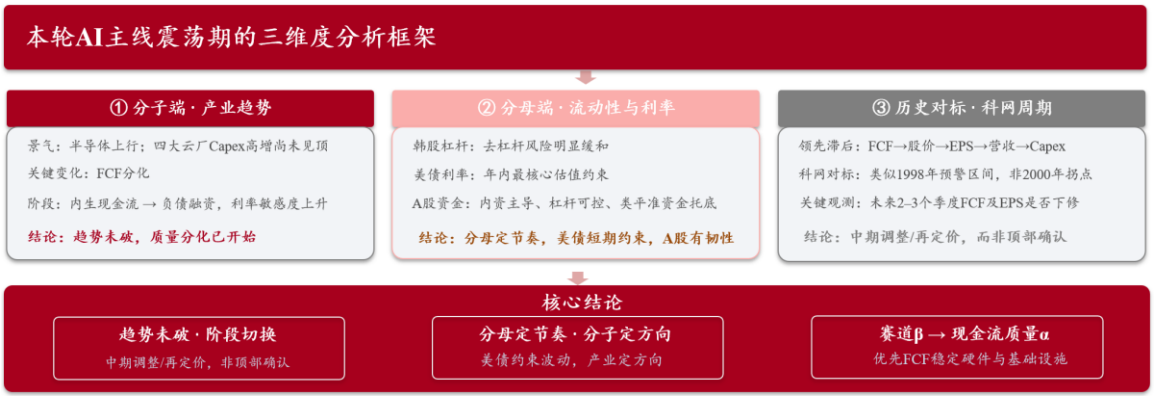


资料来源：万得，中银证券

当前，市场对本轮 AI 行情的持续性、成长与价值风格是否面临切换，均抱有高度关注与分歧。本文将立足产业趋势、增量资金与交易结构三大维度，并结合中美韩市场的横向比较，对当下 AI 行情进行逻辑再审视，提供更具比较视野的研判框架。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5. 本轮 AI 主线震荡期的三维度分析框架



资料来源：中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

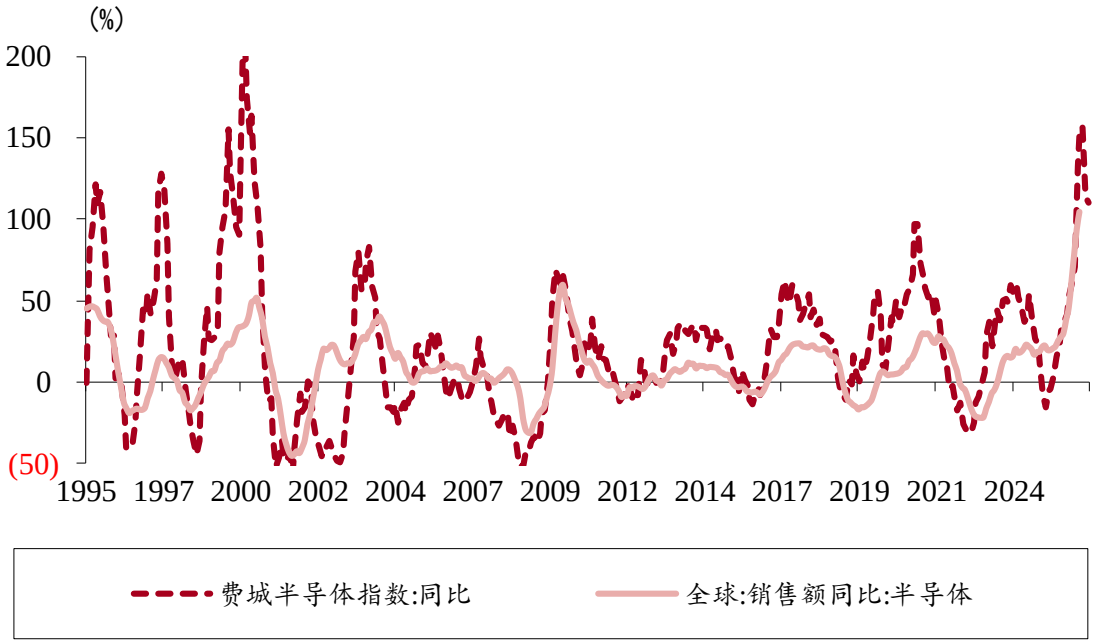
产业趋势：AI 资本开支扩张延续，质量分化已然开启

AI 产业链景气高位延续，资本开支扩张尚未见顶

当下成长与价值背后的基本面趋势如何？

从全球半导体周期的坐标来看，产业链景气仍处于高位。历史上，费城半导体指数走势始终与全球半导体销售高度共振，而当前我们正处在以 AI 算力需求为核心引擎的上行周期之中。历史来看，单轮完整的半导体周期通常跨度为 3 至 5 年；截至 2026 年 6 月末，本轮上行周期已持续大约 14 个月，费城半导体累计上涨幅度约 240%。将其与历史上各轮上行周期的持续时间和涨幅对比可以发现：本轮周期上涨时间低于历史均值，而累计涨幅却高于历史平均水平，说明本轮斜率更陡，也印证了本轮产业景气并不弱。

图表 6. 费城半导体指数与产业周期



			上行		下行	
	半导体周期	持续时长(月)	时长(月)	涨幅(%)	时长(月)	跌幅(%)
PC 互联网	1996.07~1998.09	25	13	140	12	44
PC 互联网	1998.09~2002.10	49	18	482	31	79
智能手机/移动互联网	2008.12~2012.11	46	25	126	21	20
智能手机/移动互联网	2012.11~2016.02	38	31	94	7	17
	平均	39.5	21.8	210	17.8	40
AI 时代	2025.04 至今		14	237		

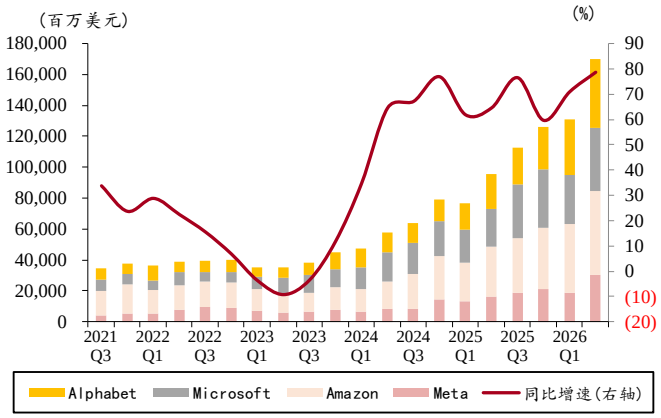
资料来源：万得，中银证券

产业景气最直接的观测指标是北美四大云厂商的资本开支。根据最新财报数据，北美四大云厂商的资本开支仍在高增：四家合计的季度资本开支，从 2024 年四季度约 790 亿美元，抬升到 2026 年二季度约 1700 亿美元，同比接近 80%。更关键的是指引的持续上修。二季报之后，各家又普遍上调全年资本开支指引，截至当前，四大云厂商 2026 年资本开支指引合计约 7200 亿—7450 亿美元，绝大部分增量投向 AI 算力基础设施。彭博给出的全球科技巨头资本开支预测同样显示，2024—2026 年是增长最快的年份，直到 2028 年之后增速才会出现二阶导的放缓。从龙头资本开支趋势看，产业投入并未发生逆转。

这一系列数据清晰地表明：**AI 产业链的资本开支扩张尚未出现拐点，龙头企业的投入意愿和力度仍在加强。**从产业周期的传导顺序来看，资本开支拐点通常是滞后于业绩拐点和现金流拐点的——这在历史上多轮科技上行周期中均得到验证。因此，仅凭资本开支仍在扩张这一事实，尚不足以得出产业趋势即将逆转的结论。

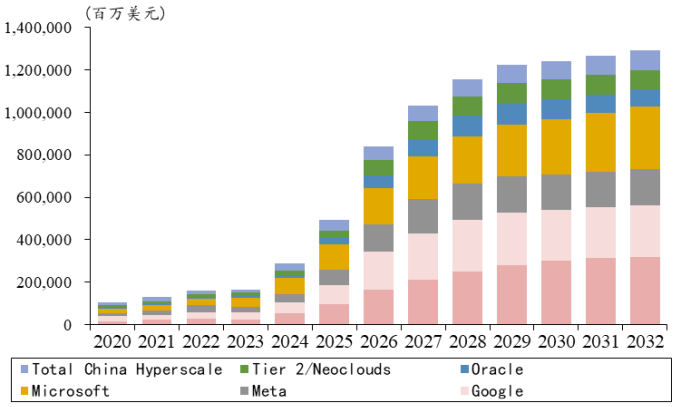
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7. 四大云厂商资本开支仍维持高增



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 全球科技巨头资本开支预测



资料来源：彭博，中银证券

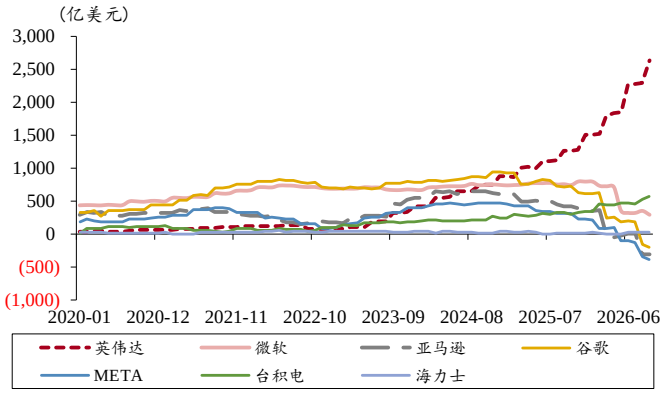
关键变化：自由现金流出现分化，AI 进入“负债融资”阶段

然而，一个重要的结构性变化正在发生——**AI 龙头企业的自由现金流（FCF）已开始呈现出明显的分化特征：**

从各龙头最新财报数据来看，英伟达是当前唯一 FCF 仍保持强劲的硬件龙头。2026 财年第二季度自由现金流 213 亿美元，持续维持相对高位。台积电自由现金流同样稳步上行。与此同时，应用层龙头公司现金流则出现不同程度的走弱迹象。谷歌 2026 年第二季度自由现金流降至负 59 亿美元，为数十年来首次转负，Meta 同期自由现金流仅剩 7.84 亿美元，同比下降 91%，引发市场担忧。综合来看，七大 AI 龙头合计 FCF 已在 2025 年 12 月后连续两个季度下行。核心拖累正是亚马逊、谷歌、Meta 三家广告与电商类 AI 应用层龙头，而 AI 硬件端（英伟达、台积电）的 FCF 仍保持韧性。从产业的角度，这一分化背后有清晰的逻辑支撑。AI 硬件端处于产业链上游，具备较强的议价能力和稀缺性溢价，英伟达 GPU、台积电先进制程均属于供不应求的状态，因此能够在资本开支扩张的同时维持甚至扩张自由现金流利润率。而 AI 应用层面临的是更为激烈的竞争格局和更长的变现周期，巨额资本开支投向数据中心和 AI 基础设施，但商业化变现的速度和规模尚不足以覆盖投入，导致自由现金流率先恶化。

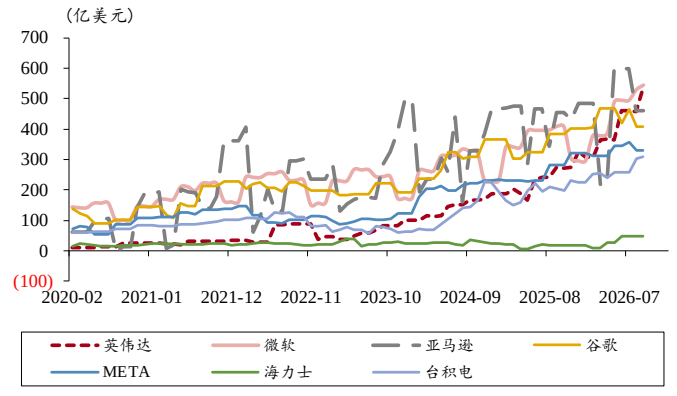
而这种分化格局意味着：市场此前对“AI 产业链整体受益”的简单叙事正在被打破，不同环节的龙头企业正在经历截然不同的现金流周期。

图表 9. 本轮 AI 行情龙头公司自由现金流情况



资料来源：彭博，中银证券

图表 10. 本轮 AI 行情时期龙头公司经营性现金流情况



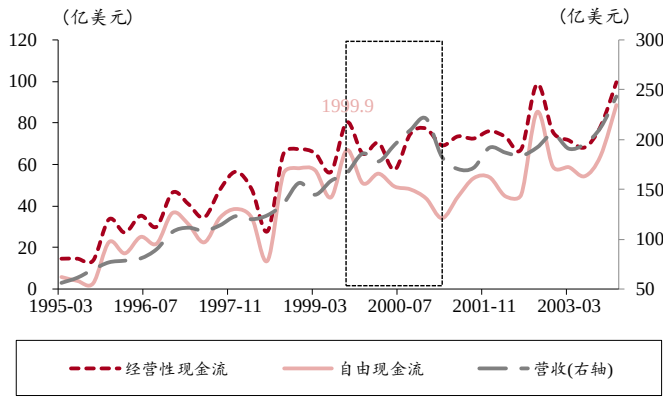
资料来源：彭博，中银证券

部分龙头进入负债融资驱动阶段。从资本市场的视角来看，这意味着 AI 产业已从此前的“内生现金流驱动”阶段，进入到“负债融资驱动”阶段。头部云厂商资本开支增速持续快于收入增速，自由现金流承压，外部融资占比和对信用敏感的敞口有所提升。在这一阶段，AI 产业链对利率的敏感度将系统性上升——这构成了我们判断分母端因素重要性提升的核心依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

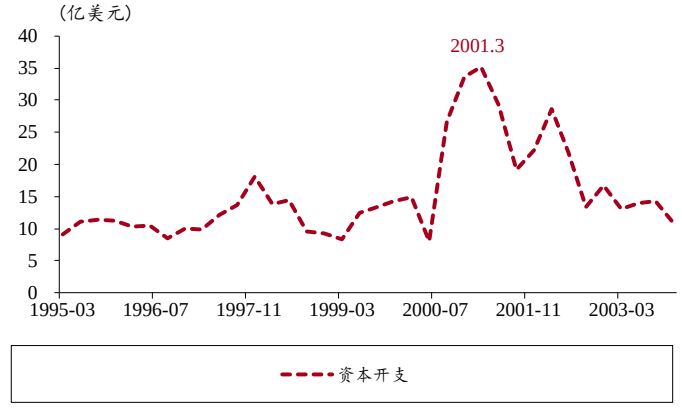
关注龙头现金流拐点信号。回顾科网时期的历史经验，这一规律同样成立。在科网泡沫形成过程中，龙头企业的现金流拐点往往领先于营收及资本开支拐点，部分情况下亦可视为股价拐点的同步或是领先指标。例如：思科的 FCF 拐点出现在 2000 年 4 月，与股价拐点基本同步；而英特尔的 FCF 拐点早在 1999 年 9 月就已出现，领先 2000 年 8 月的股价拐点约四个季度。现金流拐点的本质是：当资本开支增长的速度快于经营现金流增长的速度时，自由现金流就会先受损。这一顺序表明，市场最先定价的是“现金创造能力”的恶化，而非收入的即时放缓，现金流拐点是判断周期阶段最敏感的左侧信号。

图表 11. 科网行情时期龙头公司现金流及营收情况



资料来源：彭博，中银证券（龙头公司选取思科、微软、英特尔）

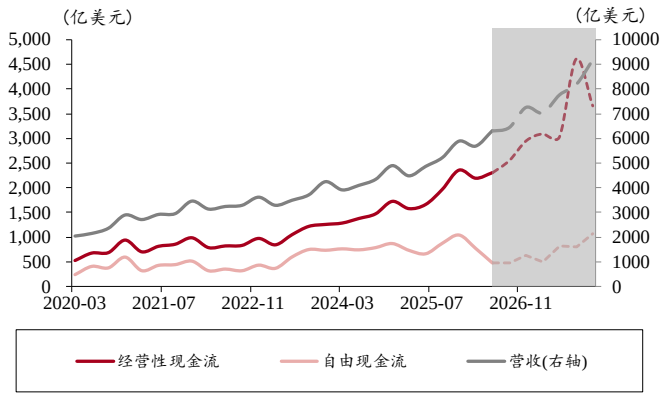
图表 12. 科网行情时期龙头公司资本开支情况



资料来源：彭博，中银证券（龙头公司选取思科、微软、英特尔）

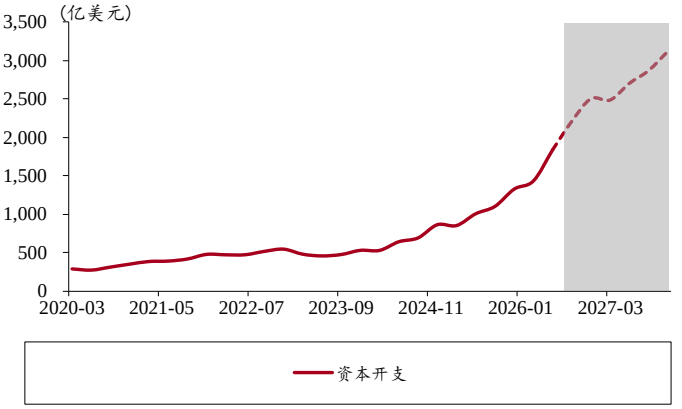
AI 龙头的现金流分化已经显现，但整体仍处调整早期。当前 AI 七大龙头（英伟达、台积电、海力士、微软、亚马逊、谷歌、Meta）合计 FCF 已在 2025 年 12 月后连续两个季度下行，主要拖累来自亚马逊、谷歌、Meta 等高资本开支的广告/电商类 AI 应用层，而 AI 硬件端（英伟达、台积电、海力士）的 FCF 仍保持韧性。与此同时，合计 CFO 与营收仍在增长，资本开支仍处扩张通道。这种现金流先弱、收入仍强的格局，与科网时期 1998 年末-1999 年初更为相似。

图表 13. 本轮行情龙头公司现金流及营收情况



资料来源：彭博，中银证券（龙头公司选取英伟达、海力士、台积电、微软、亚马逊、谷歌、META；阴影部分为彭博一致预期）

图表 14. 本轮行情龙头公司资本开支情况



资料来源：彭博，中银证券（龙头公司选取英伟达、海力士、台积电、微软、亚马逊、谷歌、META；阴影部分为彭博一致预期）

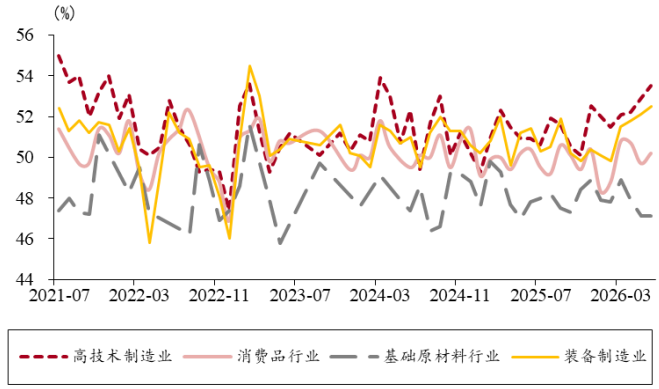
因此，我们判断当前 AI 行情并非科网泡沫的 2000 年拐点时刻，而更接近 1998 年末至 1999 年初的预警区间。策略上，建议客户从“赛道 β”转向“现金流质量 α”：优先关注 FCF 稳定、CAPEX 效率高的硬件龙头，对广告/电商类应用龙头的估值与现金流匹配度进行更严格的情景测试，并密切关注未来 2-3 个季度 EPS 预期的边际变化——若盈利预期开始下修，则行情可能正式进入类似 2000 年的调整周期。当前仍可维持 AI 超配，但需向高质量现金流方向收敛。

下载日志已记录，仅供内部参考

传统经济：动能依旧偏弱

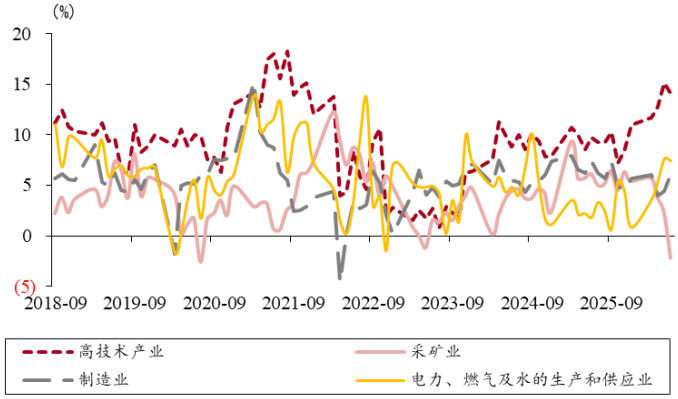
与 AI 产业链的高景气形成鲜明对比的是，**传统经济动能仍偏弱**。无论从 PMI 还是工业增加值来看，2026 年以来基本面的 K 型分化都比较明显：高端制造、科技相关行业景气更强，而传统行业相对偏弱。也就是说，传统经济的回暖，依然高度依赖政策发力，传统内需板块当前缺乏系统性的盈利弹性。与此同时，新产业方面，核心问题是 AI 产业链当下的景气能否延续。

图表 15. 不同行业 PMI 呈现 K 型分化



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 不同行业工业增加值月度累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

综合分子端的分析，我们的结论是：AI 产业趋势未破，但质量分化已经开始——从“赛道 β”转向“现金流质量 α”是必然方向。产业逻辑从“所有环节受益”转向“强者恒强、现金为王”，市场定价的重心也将从增长预期转向现金流兑现能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

分母端：流动性冲击缓和，利率约束上升

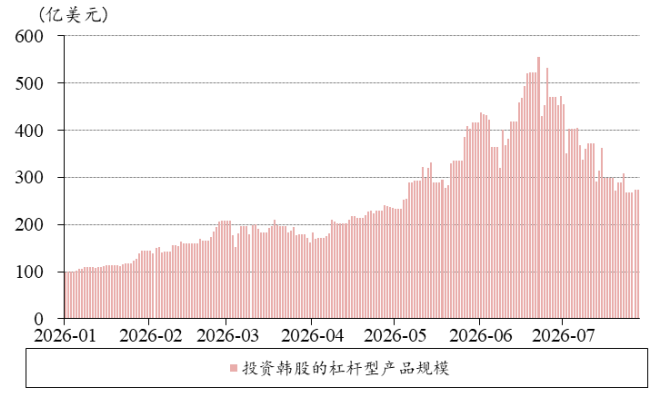
韩股去杠杆冲击基本缓和

本轮 7 月全球科技股调整的一个重要催化剂，是韩国股市杠杆 ETF 引发的微观流动性危机。以今年 5 月首发的几只个股 2 倍杠杆 ETF 规模为例，合计规模从最初的约 5 万亿韩元快速膨胀至 6 月末高点约 17.8 万亿韩元，到 7 月末又回落至约 9 万亿韩元，韩股去杠杆的过程及其引发的波动是引发 7 月以来全球（尤其是亚太市场）科技股调整的重要催化剂。本轮 AI 行情，韩国两大龙头（三星电子、SK 海力士）市值占比约 60%，在这样极致的抱团背景下，一旦市场出现调整，杠杆 ETF 的平仓压力会自我强化，形成负循环。这正是 7 月全球科技股联动下跌的重要微观机制。

当前来看，杠杆去化已经度过了最激烈的阶段，对于市场的影响也趋于缓和：单只股票杠杆 ETF 规模已从 6 月高点大幅缩减，大致回到了 5 月前后的水平，投机性仓位有效出清。与此同时，韩国监管当局近期针对杠杆 ETF 新增了成交金额限制等冷却机制，直接抑制了相关产品的高频换手和过度投机。

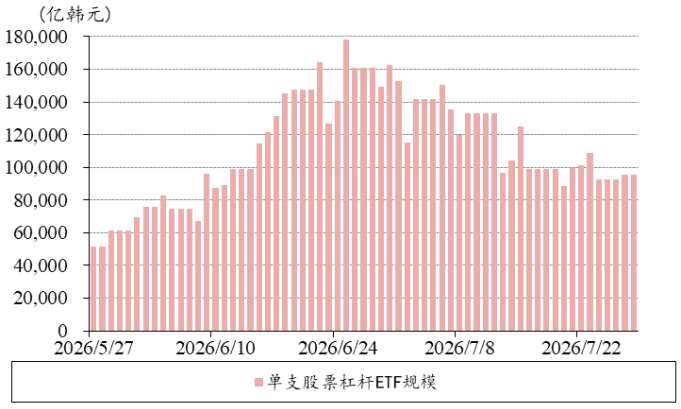
对 A 股而言，韩股去杠杆的直接冲击已基本得到消化。从拥挤度指标来看，6 月以来，中国的科创 50、美股的标普和纳指，其 AI 交易拥挤度都得到了一定程度的去化，过热情绪有所降温、筹码有所交换。横向比较下，韩股拥挤度仍然维持在极高的水平。从风险传导链条来看，韩股杠杆去化不彻底是当前全球 AI 交易结构中最主要的不确定性来源。

图表 17. 全球投资韩股的杠杆 ETF 规模



资料来源：万得，中银证券

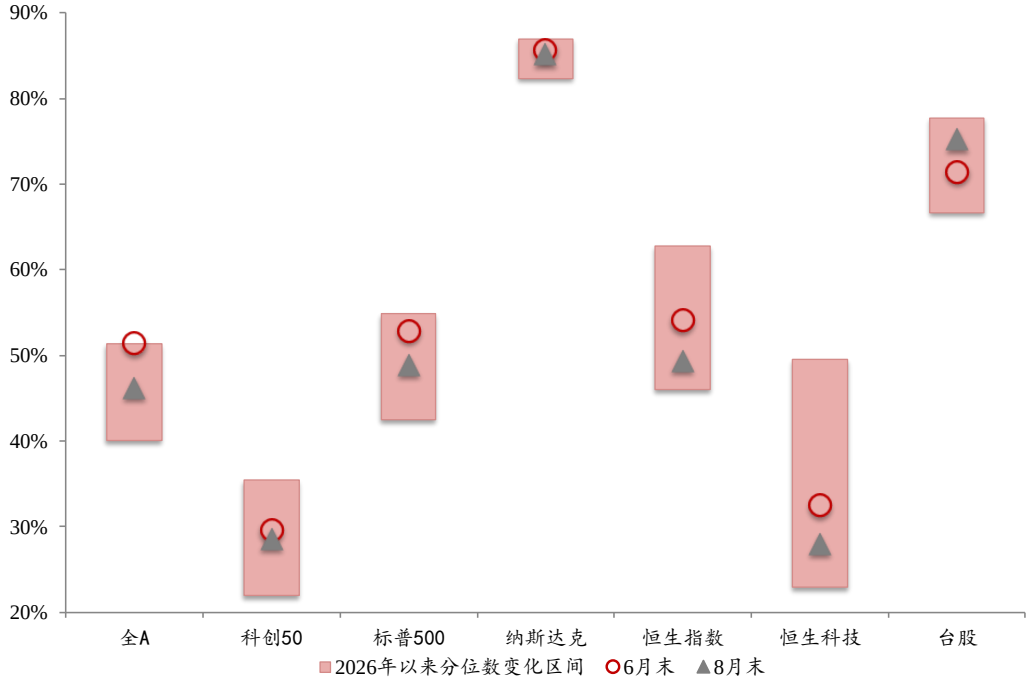
图表 18. 韩股单支股票杠杆 ETF 规模



资料来源：万得，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19. 当前主要指数拥挤度去化情况



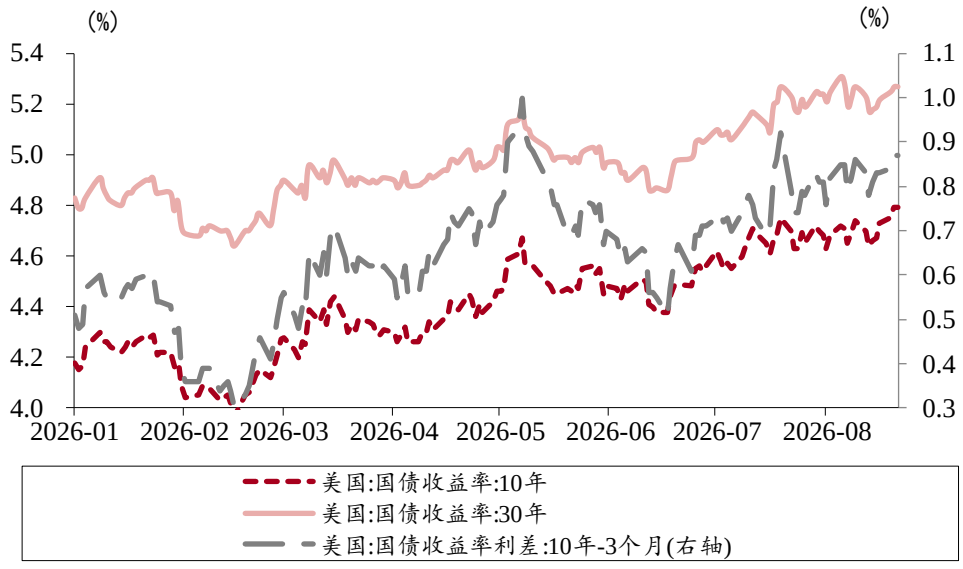
资料来源：万得，中银证券

美债利率：当前最核心的估值约束

与韩股去杠杆的一次性冲击不同，美债利率的高位震荡是更持久、更系统的分母端压制因素。

8 月以来，美债利率风险显著升温，成为继韩股去杠杆之后压制全球科技股估值的又一核心变量。从触发因素看，本轮长端利率上行源于两方面：一是 8 月下旬美债供需错配加剧，长端收益率持续走高，尽管财政部尝试通过回购操作缓解长端压力，但效果尚不显著；二是 8 月 28 日美联储主席在杰克逊霍尔全球央行年会的讲话被市场解读为偏鹰，9 月及年内的加息预期显著升温，联邦基金利率期货已开始定价年内仍有 1-2 次加息的可能性。本轮 A 股 AI 行情与长端美债利率的相关性较强，即便韩股微观冲击已基本缓和，美债利率高位震荡本身仍构成当下 AI 估值端核心压制因素。

图表 20. 7 月以来长端利率加速上行



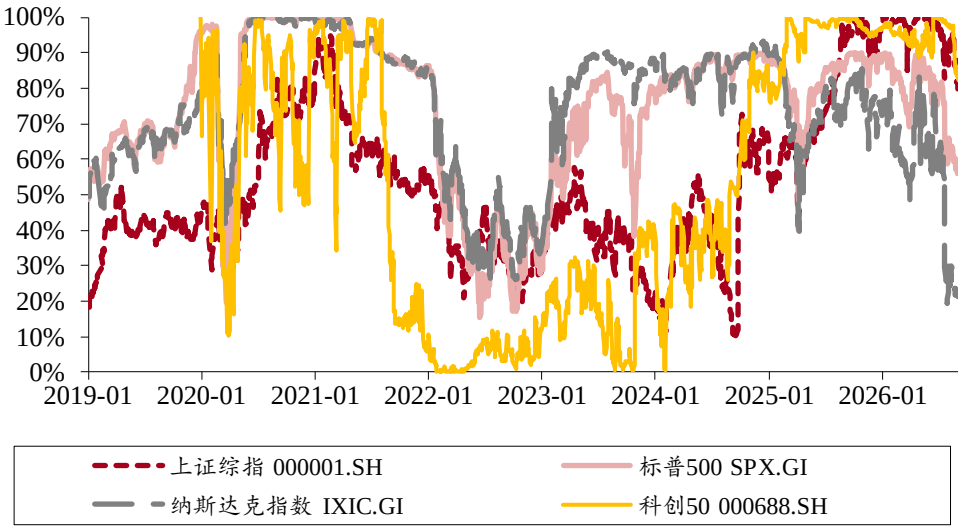
资料来源：万得，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

高利率环境对科技股估值的影响机制是清晰且多层次的：美债收益率上行➡贴现率上行➡成长股 DCF 估值承压➡风险偏好收缩➡全球科技股估值中枢下移。

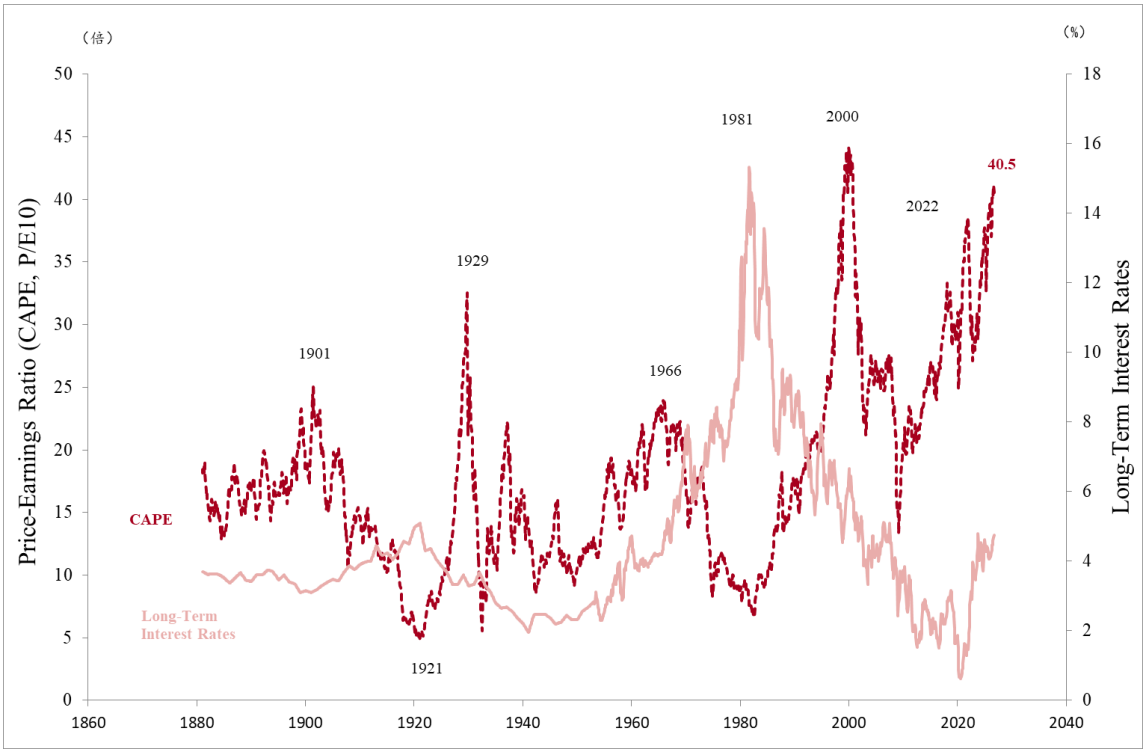
首先，利率上行引发估值承压，对于当下运行至估值高位的风险资产（尤其是科技股）来讲，估值扩张的压力增加。从当前估值位置来看，虽然经过 7 月调整后，纳指标普的市盈率水平已经从此前高位有所消化，但从 Shiller CAPE 维度来看，美股估值依然处于历史较高水平。考虑到利率仍将维持高位，高估值叠加紧缩金融条件，意味着科技股未来面临估值收缩的压力仍然较大。估值中枢也很难回到此前宽松流动性条件下形成的线性扩张模式。这意味着 AI 行情的驱动逻辑正在发生结构性变化，从“无风险利率下行驱动估值扩张”切换至“盈利增长消化高利率”，而后者对个股的筛选标准将更为严苛。

图表 21. 当前中美主要指数 PE 分位数（滚动十年）



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 当前美股 CAPE

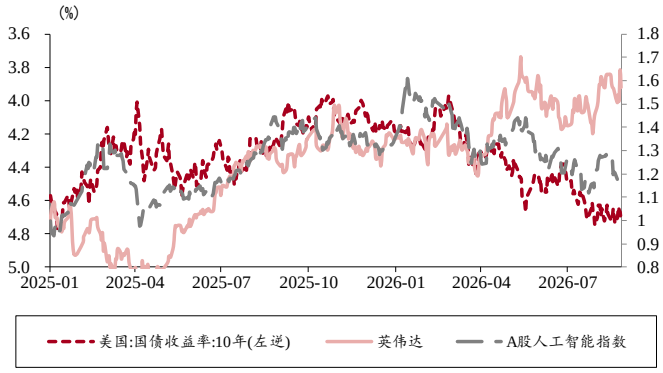


资料来源：Robert Shiller，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

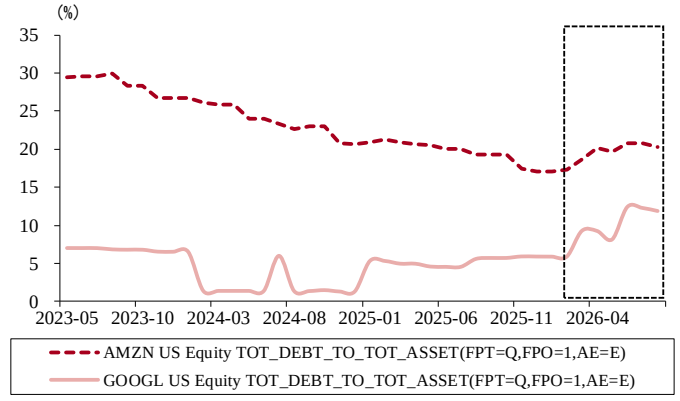
其次，当前科技龙头对于利率敏感度提升。如前文所述，AI 产业已进入高资本开支、高融资需求的发展阶段，其对于利率敏感度显著上升。利率不再仅仅是 DCF 模型中的贴现率问题，而是开始直接影响企业的资本成本和扩张节奏。当下平台型公司现金流已出现明显分化，市场对其定价逻辑正逐步从看收入增速转向看盈利质量的阶段，对于仍处于高资本开支阶段的 AI 产业链而言，利率上行不仅压制估值，还会提高融资成本、降低项目 IRR，从而影响资本开支的可持续。

图表 23. 本轮 A 股 AI 行情与 10Y 美债利率高度相关



资料来源：万得，中银证券（注：英伟达及指数收盘价归一化处理）

图表 24. 今年以来谷歌亚马逊的长期债务占比有所提升



资料来源：彭博，中银证券

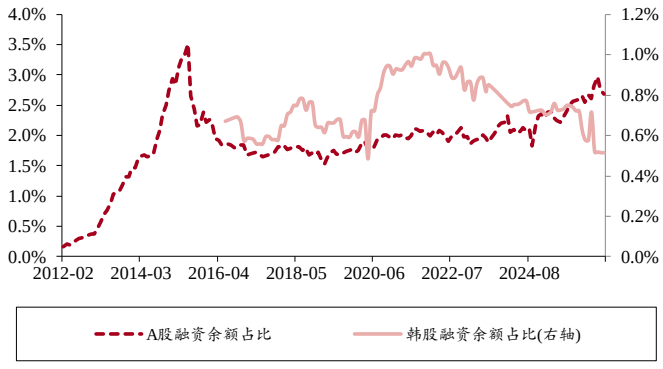
不过，边际上也有一些积极变化。7 月美国新增非农就业数据低于预期之后，市场对“持续收紧”的线性外推交易已开始松动。实质加息仍需等待 9 月通胀数据的进一步验证。美债利率风险仍是当前 A 股最大的外部不确定性来源。

综上，当下美债利率高位震荡是年内 AI 估值端最重要的制约因素，但并非不可逾越的障碍——它可能继续带来阶段性波动，但尚不足以单独终结 AI 产业趋势。真正需要警惕的情形是：美债收益率持续上行叠加 AI 龙头 EPS 预期开始下修，两者共振才可能构成产业牛终结的充分条件。

A 股资金面：维稳筹码充足，正循环未被破坏

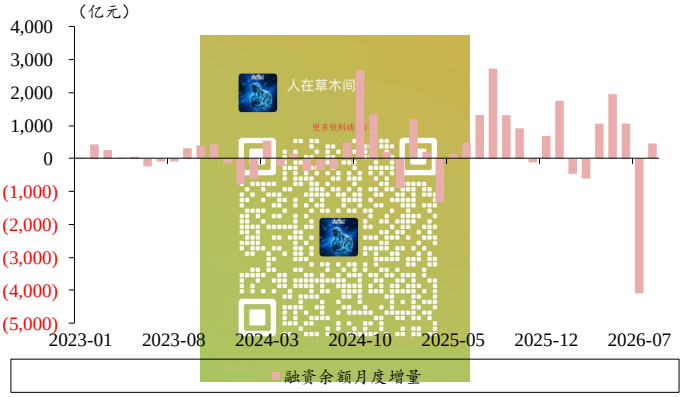
与海外市场的脆弱性形成对比的是，A 股资金面的内生稳定性更强。本轮 A 股行情以内资增量为主：公募、保险、国家队以及 2026 年以来两融资金都是本轮增量资金的主要来源。目前来看，两融方面，A 股融资余额占总市值比重本轮虽有抬升，但无论幅度还是斜率都明显弱于 2014 至 2015 年，融资杠杆整体可控。

图表 25. 中韩股市融资余额占总市值比重



资料来源：万得，KOFIA，中银证券

图表 26. A 股两融资金增量仍有支撑

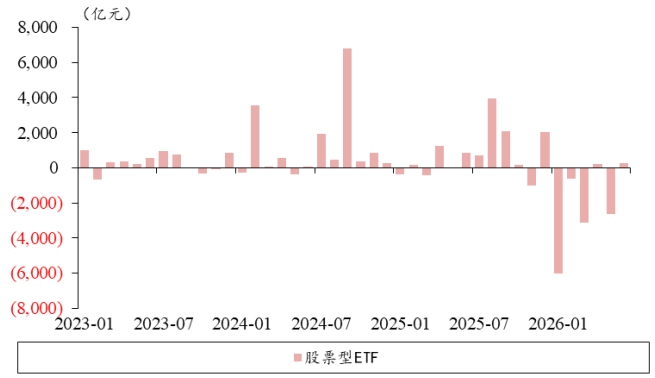


资料来源：万得，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

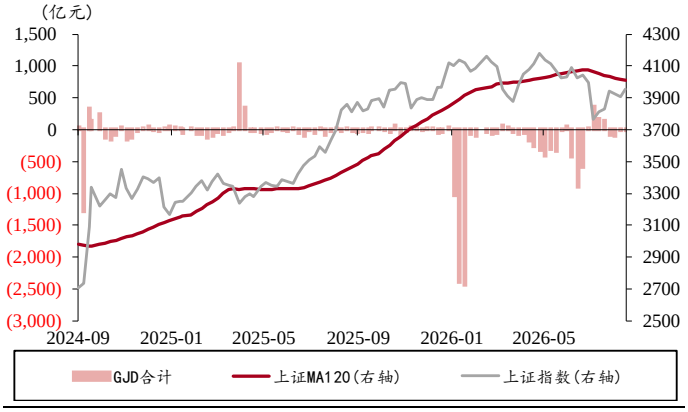
ETF 增量方面，2024 年 9 月至 2025 年 12 月，全市场股票型 ETF 共增加约 1.77 万亿元；而 2026 年 1 至 6 月，同口径 ETF 规模减少约 1.19 万亿元。如果以规模最大的 4 只沪深 300ETF 所表征的类平准基金来看，本轮行情前期累计增加约 6000 亿元，2025 年四季度至 2026 年一季度减少约 6300 亿元。这说明类平准基金在本轮行情前期积累的筹码已在年初逢高兑现，后续维稳的筹码更加充足。从历史行为规律来看，国家队资金大规模进场往往发生在上证指数跌破半年线之际，这构成了一个明确的观测信号。因此，从维稳意图和筹码储备两个维度看，类平准基金都提供了 A 股有别于海外市场的“政策底”支撑。

图表 27. 今年以来 ETF 增量有所放缓



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 四只沪深 300ETF 规模变化与上证指数点位



资料来源：万得，中银证券

综上，对于当下 A 股而言：韩股杠杆冲击最危险阶段已过，美债利率高位或为当下最核心的估值约束，而相较海外股市，A 股资金面在类平准基金托底下或具有较强韧性。

下载日志已记录，仅供内部参考

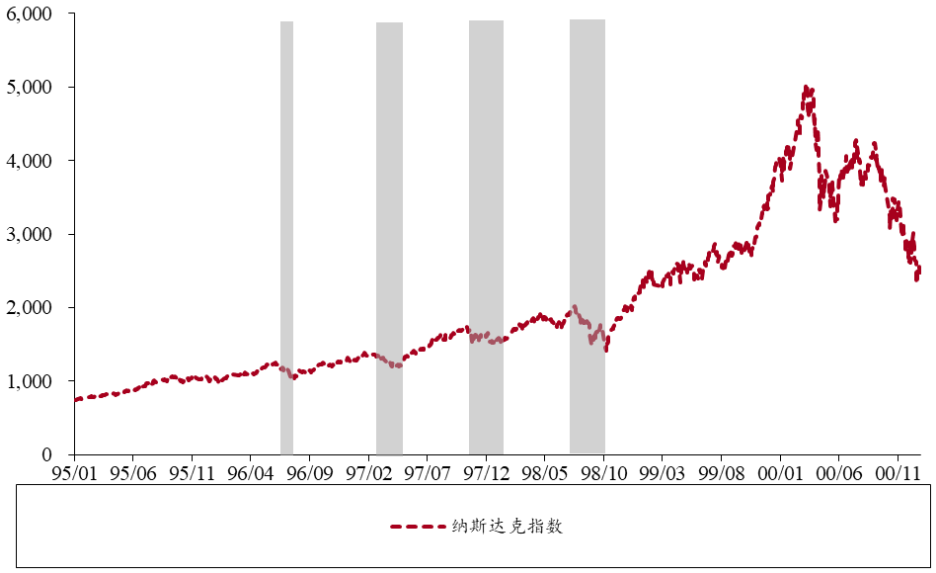
历史对标——1998 年还是 2000 年？

科网周期的历史规律

复盘 1995 至 2000 年科网泡沫的完整周期，有几个关键经验值得重视。

第一，**周期的见顶过程并非一蹴而就**。在 2000 年 3 月泡沫最终破裂前，纳斯达克至少经历了四轮规模较大、时间较久的回调：1996 年 5 至 7 月（跌幅 15%）、1997 年 1 至 4 月（跌幅 13%）、1997 年 10 月至 1998 年 1 月（跌幅 14%）、1998 年 7 至 10 月（跌幅 26%）。触发因素可以归结为产业叙事的波折、宏观环境逆风以及微观流动性和情绪过热。而止跌修复的来源，也往往是龙头业绩验证、宏观逆风因素缓和以及估值情绪回到更健康的位置。这一历史经验表明，行情的见顶是一个复杂过程，产业趋势的终结需要多重因素的共振，而非单一变量触发。

图表 29. 1995-200 年纳斯达克指数走势

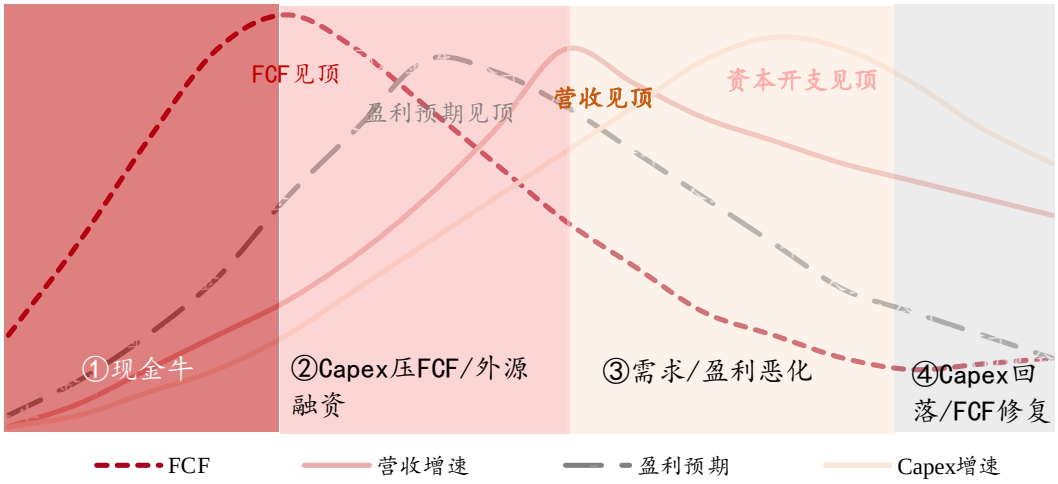


资料来源：万得，中银证券

第二，**产业指标之间存在一定的领先滞后关系**。在我们的分析框架中，现金流（FCF/CFO）拐点领先于盈利预期拐点，盈利预期拐点领先于营收拐点，营收拐点领先于资本开支拐点。这一顺序背后的经济逻辑是：当资本开支增速开始超越经营现金流增速时，自由现金流先行受损；市场首先定价这一“盈利质量”的恶化；随后当收入端也开始放缓时，盈利预期开始下修；最后才是企业削减资本开支。这一领先滞后关系是判断周期位置的重要工具。

下载日志已记录，仅供内部参考

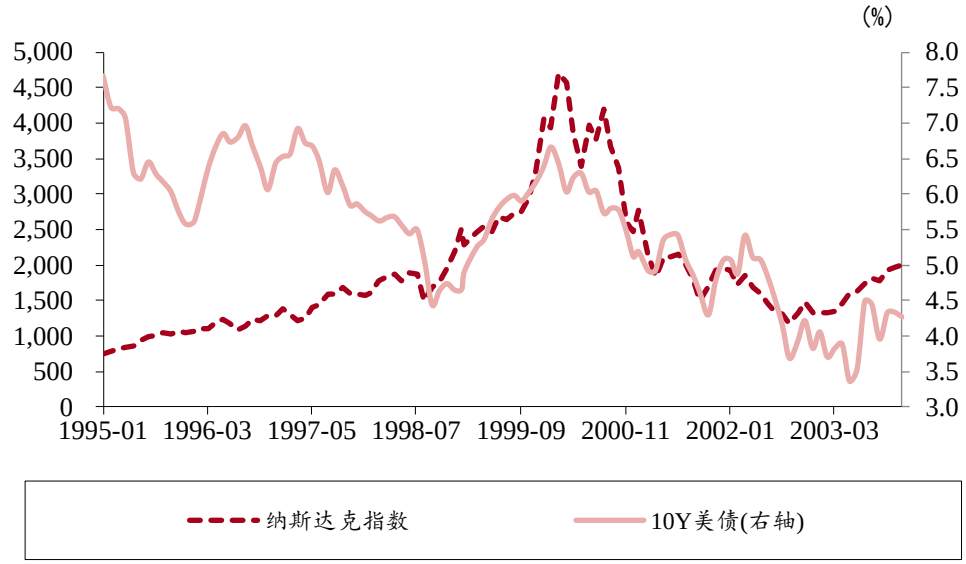
图表 30. 产业景气指标的领先滞后关系



资料来源：中银证券

第三，**利率与科技产业趋势之间不是简单的线性关系**。在产业订单持续兑现的阶段，利率上行会带来估值波动，但不会立即终结产业趋势。真正终结牛市的，是产业逻辑被证伪叠加宏观环境系统性逆转的共振。在科网时期，1999 年至 2000 年初，利率持续上行，但纳斯达克的最终崩盘发生在盈利预期系统性下修之后，而非利率首次上行之时。

图表 31. 科网行情与美债利率



资料来源：万得，中银证券

当前 AI 行情的位置判断

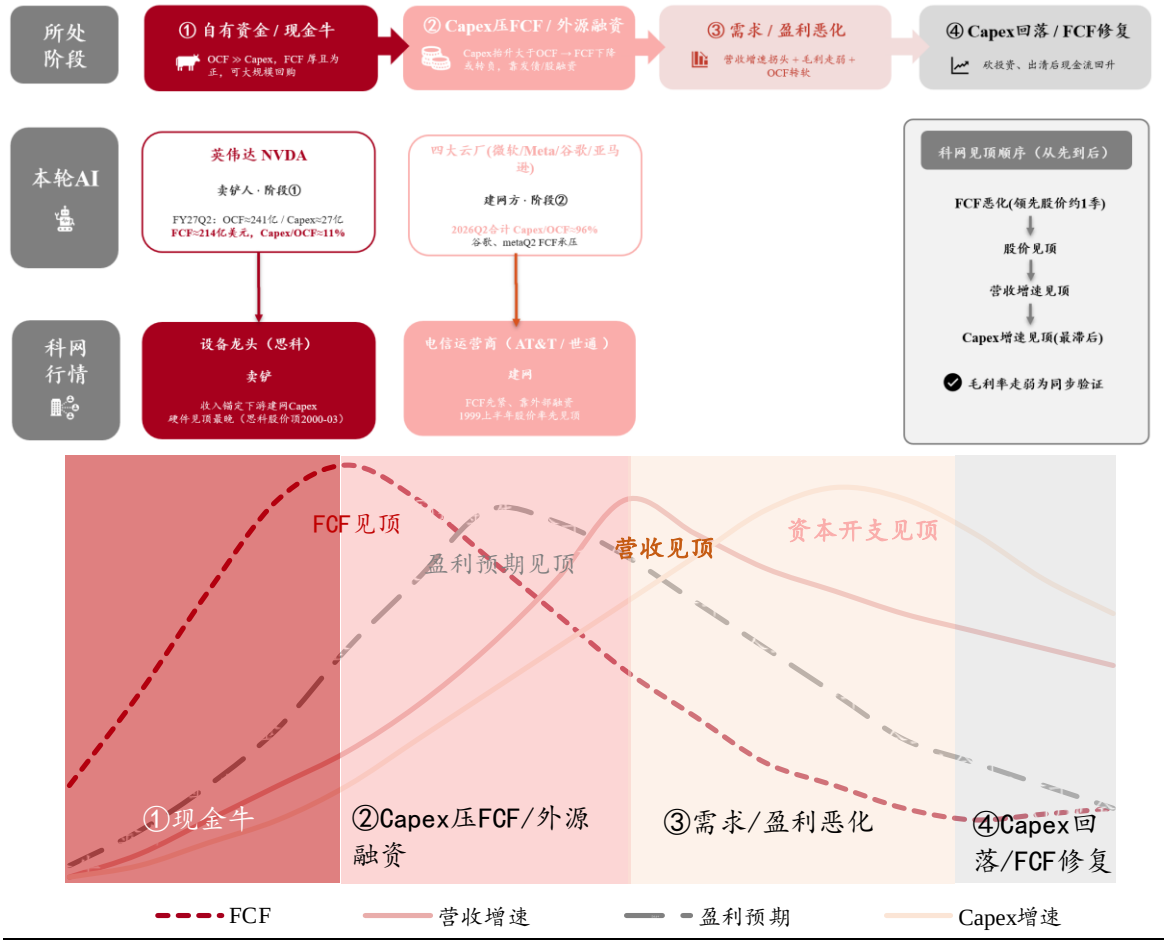
基于上述分析框架，我们对当前 AI 行情的位置做出判断：

现金流阶段与产业链错位。本轮 AI 行情的现金流结构呈现清晰的卖铲人与建网方分工：以英伟达为代表的算力芯片龙头仍处于自有资金驱动的现金牛阶段，其现金流由下游客户的资本开支拉动而非自身重资产投入侵蚀，公司在维持高额回购分红的同时通过供应与产能承诺、股权投资绑定上下游生态。与此同时，以谷歌、亚马逊、微软、Meta 为代表的四大云厂已整体进入资本开支压制自由现金流、转向外源融资的第二阶段：2026Q2 谷歌、亚马逊单季自由现金流分别转负至约-59 亿、-76 亿美元，合计口径下 Capex/OCF 已抬升至约 96%、内生现金流覆盖能力承压，资金决策正逐步切换到依赖发债融资补足缺口。产业链卖铲人仍在第一阶段、建网方已进入第二阶段的错位，本身即是当前 AI 资本循环的核心特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

科网对标与前瞻风险。对标 1995–2000 年科网周期，上述错位与当年运营商先承压、硬件设备后见顶的节奏类似：四大云厂扮演的是当年借钱建网的电信运营商角色——1999 年正是在自由现金流走弱、加息推升融资成本背景下，运营商股价率先于上半年见顶；而英伟达对应的是网络设备龙头（思科），其收入锚定下游资本开支、硬件见顶历史上明显滞后于建网方。科网行情见顶顺序为自由现金流恶化/股价见顶➡营收增速见顶➡资本开支增速见顶。据此我们判断：云厂自由现金流转负仅意味着 1999 年起的运营商分化行情或已启动，不等于作为卖铲人的英伟达已走到 2000 年 3 月思科式的顶部；且当前 AI 核心资产的估值泡沫程度显著低于科网巅峰，阶段可对标但深度不必等同。后续需重点跟踪云厂资本开支指引是否见顶回落、以及英伟达订单能见度、毛利率与需求增速的交叉验证。一旦下游 Capex 下修传导至上游收入与经营性现金流拐点，可能触发行情大级别的切换。

图表 32. 本轮 AI 行情阶段与科网行情对标

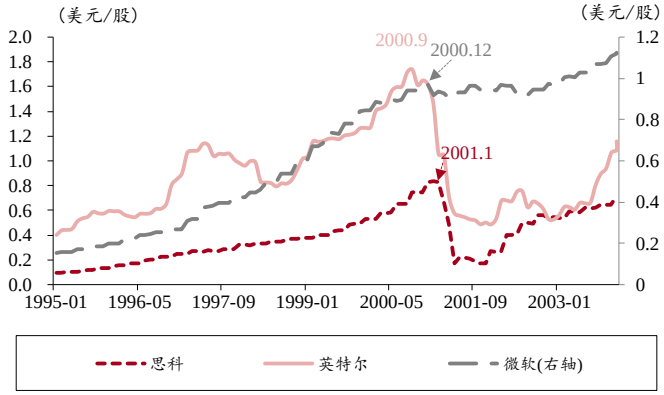


资料来源：万得，中银证券

从行情调整节奏来看，本轮更接近中期调整而非终局式拐点。当前龙头企业的 EPS 一致预期多数仍在持续上修，这与科网时期 2000 年的情形有本质区别——彼时盈利预期的系统性下修与股价崩盘同步发生。从估值位置看，压力得到部分释放但尚未充分：费城半导体指数市盈率已回到 3 月底水平。考虑到半导体公司预估盈利的复合增长率，当前估值水平虽谈不上深度便宜，但已脱离极端高估区域。从主要市场指数的相对估值来看，不同市场风险释放的进度也不一样，当前 A 股科创板及韩股估值偏高，日本及美股次之，欧股和港股估值相对便宜。

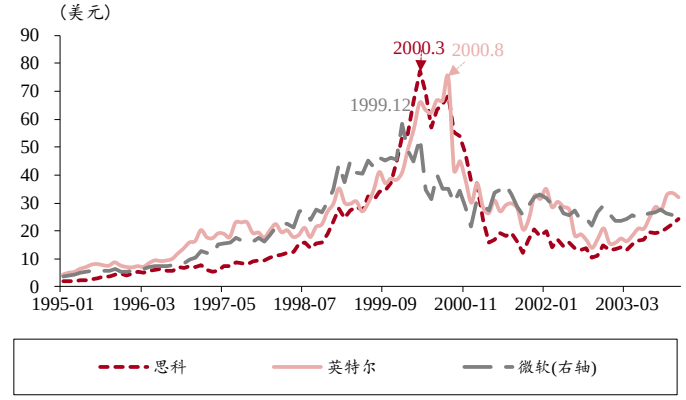
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33. 科网行情龙头公司 EPS 预期（未来一个季度）



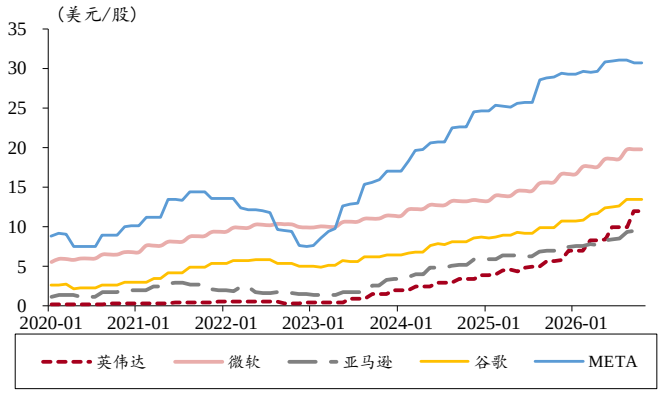
资料来源：彭博，中银证券

图表 34. 科网行情龙头公司股价表现



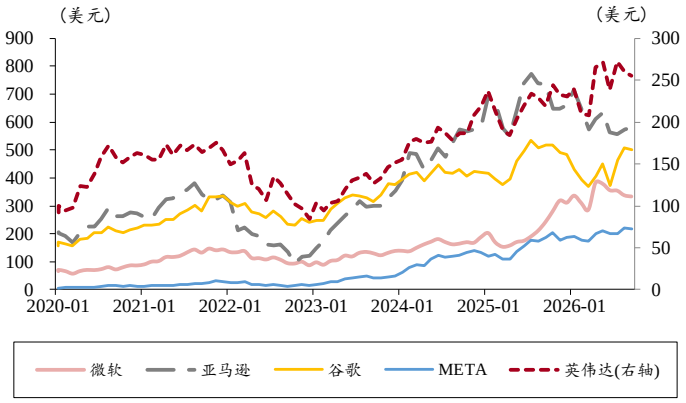
资料来源：彭博，中银证券

图表 35. 本轮 AI 行情龙头公司 EPS 预期（未来一个季度）



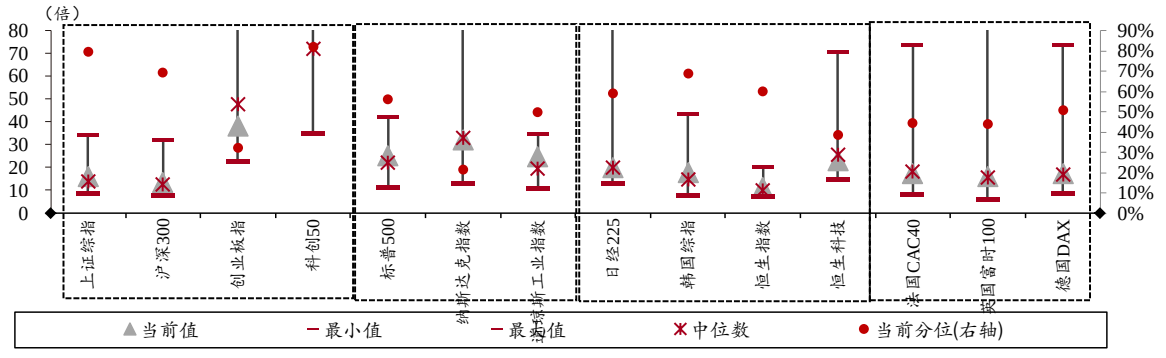
资料来源：彭博，中银证券

图表 36. 本轮 AI 行情龙头公司股价表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 37. 主要市场宽基指数 PE 分位（近 10 年）



资料来源：万得，中银证券

综合以上三个维度，我们的核心判断是：当前 AI 行情并非科网泡沫的“2000 年时刻”，而更接近“1998 年末至 1999 年初”的预警区间。两者之间的核心区别在于产业趋势及盈利预期是否已经开始系统性下修。2000 年的情形是盈利预期与股价同步崩塌，而 1998 年末的情形是市场经历了调整、但盈利预期继续上修、股价随后依托业绩重新上行。当前我们观测到的现象是：调整兑现了部分估值压缩和情绪出清，但盈利预期尚未下修，产业逻辑仍在兑现。因此，将当前定位在 1998 年末至 1999 年初，意味着我们认为后续仍有上行空间，但波动加大、分化加剧的特征将贯穿始终。但也需要指出如果未来 2 至 3 个季度 EPS 预期开始系统性下修，则 AI 行情可能正式进入类似 2000 年的调整周期。这是需要我们密切跟踪的关键变量。

下载日志已记录，仅供内部参考

配置建议：从“赛道β”转向“现金流质量α”

基于以上分析，我们认为，对于当下AI投资，可以将策略重心从“赛道β”转向“现金流质量α”。如上所述在上行周期的早期和中期，市场定价的核心是产业空间和增长预期，赛道β策略是有效的。但随着产业周期进入“现金流先行分化”的阶段，市场定价的重心将从增长预期转向现金流兑现能力，单纯的赛道β策略将面临波动风险。具体而言：

1） **优先关注FCF稳定、CAPEX效率高的硬件龙头。**英伟达、台积电等为代表的硬件端龙头，在当前分化格局中具有更强的防御性和业绩确定性。其核心优势在于产业链上游的议价能力和稀缺性溢价，能够在资本开支扩张的同时维持自由现金流的增长。

2） **应用龙头或面临更严格的现金流估值匹配要求。**亚马逊、谷歌、Meta等广告与电商类AI应用层龙头面临的现金流压力更为显著，市场对其估值与自由现金流匹配度关注度将会提升。后续持续关注：资本开支增速何时开始慢于经营现金流增速、自由现金流何时转正、商业化变现的路径是否清晰可验证。

3） **密切关注EPS预期的边际变化。**历史经验表明，盈利预期下修是行情从中期调整转为趋势逆转的关键临界点。只要EPS一致预期仍在向上修正，调整就属于上行途中的消化；一旦EPS预期开始系统性下修，则需重新评估整体仓位和配置方向。

4） **关注短期利率约束。**美债利率的高位震荡仍是科技行情年内最核心的估值约束。后续仍需密切关注、美联储加息预期的变化路径以及核心通胀数据的演进。若长债利率出现趋势性回落，将是科技股估值修复的重要催化剂。当前AI趋势未破，但整体行情或步入注重盈利质量与现金流的第二阶段，短期行业内分化与波动或有增加。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

AI 产业商业化进度不及预期：若 AI 应用层的变现速度持续低于资本开支增速，自由现金流的恶化将从应用层向硬件层传导，导致全产业链盈利质量下行。

美联储加息路径超预期：若 10 年期美债收益率持续上行并突破 4.7%的关键阈值，将对全球成长股估值形成系统性压制，AI 产业链的融资成本将进一步上升。

韩股杠杆去化不彻底：若韩股杠杆 ETF 的平仓压力再次释放，可能引发第二轮全球科技股联动调整，对 A 股科技板块形成阶段性情绪冲击。

全球经济意外走弱：若全球主要经济体出现超预期放缓，将拖累 AI 终端需求，影响云厂商广告收入和云服务需求，进而传导至资本开支意愿。

地缘政治风险升级：若全球半导体供应链遭遇进一步的地缘政治冲击，可能影响 AI 硬件的产能释放和交付节奏，打断产业景气的上行周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371