下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

发布时间：2026-09-22

证券研究报告 / 宏观年度报告

全年策略：AI 行情之后，各国安全垫几何？

报告摘要：

2025—2026 年，全球权益市场的累计表现与“AI 资本开支兑现距离”高度相关。本轮全球牛市实质上是“AI 单引擎”与“多引擎扩散”的叠加，AI 叙事走弱后，非 AI 基本盘的厚度将决定各国市场的下行保护。

从宏观环境和资金流向来看，年初以来，海外资产定价主线由贸易政策不确定性逐步转向中东冲突与货币政策收紧。地缘冲突推高原油风险溢价和能源通胀，带动国债收益率上行，并压制股票和黄金表现。参考互联网泡沫破裂时期的资金流向，即使 AI 叙事阶段性走弱，资金也更可能由高估值成长股第一步走向具备盈利兑现能力、合理估值和红利或避险属性的市场，而非全面退出权益，此后则会转向债券市场、货币市场、避险资产及新兴资产（如 2000 年代的房地产）。全球资金流向已经呈现“AI 核心聚集→行业与国家分散→部分流向防御资产”的结构。

当前 AI 产业链已经走向资本开支驱动的第三轮叙事，市场对可持续性和可兑现性更加明显。关键变量或在于美联储货币政策、美国长债、企业债利差影响下的企业债利率，这些变量同时对估值和融资可持续性造成影响。在过往报告中，我们认为 2027 年一季度或为风险集中爆发点，在这一前提下，分国家来看：

美国已由 AI 普涨转向多驱动分化，国防、能源、医疗和金融构成四大安全垫；日本由 AI 链提供弹性，企业出海及海外收益构成盈利底线；韩国指数高度集中于三星电子和 SK 海力士，防务、造船和汽车构成 AI 之外的传统产业基本盘；德国受益于财政约束松绑，基建与国防成为主要安全垫，汽车行业则仍面临产销恢复不足和中国市场份额下降的压力；法国整体基本面较弱，航空航天与防务龙头经营改善，但订单厚度及韧性尚不足以形成指数级安全垫；英国依靠银行和能源形成支撑；新加坡凭借低 AI 权重、高金融权重以及银行高股息和财富管理业务，具备较强防御属性；澳大利亚和加拿大均由资源驱动、金融压舱，但保护效果取决于地缘政治、资源价格及货币政策变化。

具体到安全垫测算，AI 链公司回归至 2022 年 9-10 月行情启动前水平；受 AI 行情外溢影响的非 AI 公司，则根据基本面回归至历史平均估值；对于当前估值与基本面已处于合理区间的公司，进一步计入流动性收缩造成的 10%—20%回撤，其中红利和避险属性越强，回撤幅度越接近下限；德国则考虑财政扩张、企业订单增长及其向盈利传导的结构性改善，给予基本面乐观预期。测算结果如下：

德国和新加坡为第一梯队，中性安全线均为-7%；英国、加拿大和澳大利亚位于第二梯队，分别为-16%、-16%和-21%；美国和日本位于第三梯队，分别为-34%和-37%；韩国由于双龙头集中度最高、对冲板块权重最小，位于第四梯队，中性安全线为-44%。总体而言，德国财政扩张和新加坡银行现金流提供的保护最强，美日韩作为 AI 核心市场的潜在回撤较大，其中韩国的 AI 风险暴露最为集中。

风险提示：宏观经济超预期变化；地缘政治超预期变化

相关数据

	中性安全线	相比2026/6/30跌幅	类型	备注
美国	4938.1	-34%	科技	AI链核心
韩国	1655.2	-44%	科技	AI链核心
日本	45601.2	-37%	科技	AI链核心
法国	7063.3	-25%	红利	多行业无基本面改善
德国	1977.4	-7%	周期	财政扩张
英国	8803.0	-16%	红利	银行+能源，银行驱动
加拿大	29452.8	-16%	周期	能源+黄金，部分AI
澳大利亚	6970.1	-21%	周期	银行+能源，能源与材料驱动
新加坡	4803.84	-7%	红利+科技	银行+AI

相关报告

《台湾专题 1：繁荣的悖论——出口高光下的内需坍塌》

--20260916

《东北海外经济专题报告：K 型经济的双响炮危机》

--20260909

《日经的未来：弹性靠 AI，兜底靠出海——日本系列专题二》

--20260808

《K 型二阶导，红利加成长》

--20260804

《日本系列专题一：国民性重塑的缺失、1940 体制与经济惯性》

--20260703

证券分析师：杨旭
执业证书编号：S0550523070001

研究助理：郭思源
执业证书编号：S0550125070035
guosy@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 地缘扰动，加息苗头初现，科技成为多国主线 5
1.1. 全球权益牛市：AI 含量与涨跌幅正相关 5
1.2. 宏观环境：地缘扰动推动加息进程 7
1.3. 资金流向：参考互联网泡沫，转向安全行业、分散配置与防御资产 8
2. AI 链：美日韩为弹性先锋，传统优势行业打造安全垫 10
2.1. 美国安全垫：国防、能源、医疗与金融 14
2.2. 日本：弹性靠 AI，兜底靠出海 19
2.3. 韩国：防务、造船、汽车三大安全垫 22
3. 欧洲：财政国防驱动修复，能源银行阶段性受益 26
3.1. 德国：基建与国防构成安全垫 26
3.2. 法国：基本面整体较弱，关注航空航天与防务龙头 30
3.3. 英国：银行与能源构成安全垫 33
4. 新加坡：较低权重受益 AI，银行成为避险首选 36
5. 资源周期：澳加受益资源周期，持续性取决于地缘政治 39
5.1. 澳大利亚：降息周期结束，资源推动上涨 39
5.2. 加拿大：银行与资源共同驱动，中东冲突带来定价切换 40
6. 安全垫测算：新加坡、德国最安全，美日韩风险较大 41
7. 风险提示 52

图表目录

图 1：部分权益市场 2025 年以来涨跌幅 5
图 2：部分权益市场 2025 年涨跌幅 6
图 3：部分权益市场 2026 年内涨跌幅 6
图 4：主要大类资产年内走势 7
图 5：互联网泡沫破裂资金流向示意图 8
图 6：主要市场 2025-2026 年资金流向 9
图 7：全球 AI 产业链图谱 10
图 8：AI 行情与互联网行情景气度复盘 11
图 9：集中度已高于互联网泡沫峰值 12
图 10：AI 核心链月度偏离值已与互联网行情类似 12
图 11：行业分化略逊于互联网行情 12
图 12：六行业离散度快速提升 12
图 13：互联网泡沫复盘：企业债利率在股价见顶前提升，加息是关键 13
图 14：AI 链现状：部分企业债利差出现上扬 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：美股及 10 年期国债利率复盘 14
图 16：美国 2026 年至今分行业涨跌幅 14
图 17：美股分行业权重 15
图 18：美国前十名权重股权重 15
图 19：美国军工 ETF 表现复盘 15
图 20：美国军费支出及 YoY 16
图 21：全球军费支出及 YoY 16
图 22：美国能源 ETF 表现、油价与 LNG 出口复盘 16
图 23：美国医疗 ETF 表现复盘 17
图 24：美国医疗支出、YoY 及老龄人口占比 17
图 25：美国金融 ETF 表现复盘 18
图 26：日经 225 表现复盘 19
图 27：日经前十大权重股及占比 20
图 28：日经分行业权重 21
图 29：分行业对日经当日涨跌幅贡献（点） 21
图 30：日本企业出海历程复盘 21
图 31：韩国股市及高权重股票复盘 22
图 32：韩国主要成分股权重 23
图 33：韩国分行业权重 23
图 34：韩国军工业复盘 23
图 35：韩国造船业复盘 24
图 36：韩国汽车行业复盘 25
图 37：德国 2025 年至今股价及利率表现复盘 26
图 38：德国 2026 年至今分行业涨跌幅 27
图 39：德国 MSCI 分行业权重 27
图 40：德国 MSCI 前十名权重股权重 27
图 41：德国一般政府固定资本形成占 GDP 比重持续抬升 28
图 42：德国重要基建企业订单与订单储备明显增长 28
图 43：德国军费规模及占 GDP 比重近年快速抬升 29
图 44：德国代表性军工企业订单储备明显扩张 29
图 45：德国乘用车产量与出口仍未恢复至高位 29
图 46：德国头部车企中国销量占比普遍下降 29
图 47：法国股价及利率表现复盘 30
图 48：法国 2026 年至今分行业涨跌幅 30
图 49：MSCI 法国目前分行业权重 31
图 50：法国全市场指数前十大成分股权重 31
图 51：法国航空航天与防务龙头收入整体改善 31
图 52：法国国防预算自 2017 年以来持续上升 31
图 53：法国奢侈品龙头表现分化 32
图 54：英国股价及利率表现复盘 33
图 55：英国 2026 年至今分行业涨跌幅 33
图 56：英国分行业权重 34
图 57：英国前十名权重股权重 34
图 58：英国央行政策利率 34
图 59：英国主要银行有形股本回报率 34

下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：Brent 油价呈现明显的周期性波动 35
图 61：壳牌、英国石油经营现金流随油价周期波动 35
图 62：新加坡 2025 年至今股价表现复盘 36
图 63：新加坡 2026 年分行业涨跌幅（%） 37
图 64：STI 当前行业权重 37
图 65：STI 前十大权重股 37
图 66：新加坡 AI 布局 38
图 67：新加坡银行业复盘 38
图 68：澳大利亚股市行情与大宗价格复盘 39
图 69：加拿大股市与大宗行情复盘 40
图 70：美国 AI 链公司净利润及总市值指数 43
图 71：美国安全垫公司净利润及总市值指数 43
图 72：美国其他公司净利润及总市值指数 43
图 73：韩国 AI 链公司净利润及总市值指数 44
图 74：韩国安全垫公司净利润及总市值指数 44
图 75：韩国其他公司净利润及总市值指数 44
图 76：日本出海营收指数 45
图 77：日本出海净利润指数 45
图 78：2026 年前出海指数市值与净利润走势趋同 45
图 79：德国 AI 链公司净利润及总市值指数 46
图 80：德国安全垫公司净利润及总市值指数 46
图 81：德国其他公司净利润及总市值指数 46
图 82：英国 AI 链公司净利润及总市值指数 47
图 83：英国安全垫公司净利润及总市值指数 47
图 84：英国其他公司净利润及总市值指数 47
图 85：法国 AI 链公司净利润及总市值指数 48
图 86：法国核心制造业公司净利润及总市值指数 48
图 87：法国其他公司净利润及总市值指数 48
图 88：新加坡 AI 链公司净利润及总市值指数 49
图 89：新加坡安全垫公司净利润及总市值指数 49
图 90：新加坡其他公司净利润及总市值指数 49
图 91：加拿大 AI 链公司净利润及总市值指数 50
图 92：加拿大安全垫公司净利润及总市值指数 50
图 93：加拿大其他公司净利润及总市值指数 50
图 94：澳大利亚 AI 链公司净利润及总市值指数 51
图 95：澳大利亚安全垫公司净利润及总市值指数 51
图 96：澳大利亚其他公司净利润及总市值指数 51

表 1：安全线测算公式 41
表 2：安全垫测算结果 42

下载日志已记录，仅供内部参考

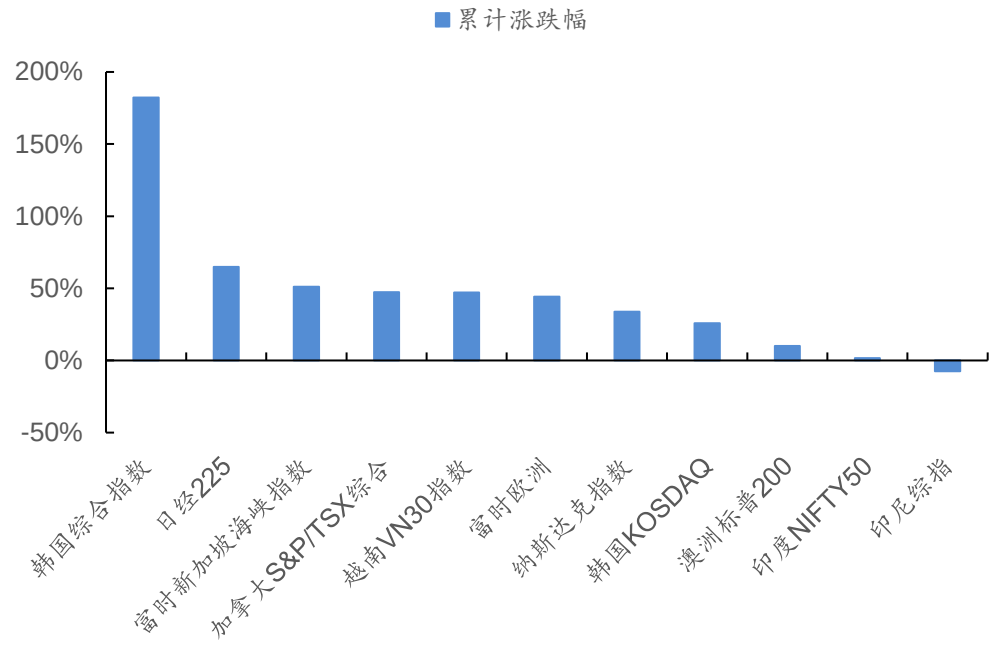
1. 地缘扰动，加息苗头初现，科技成为多国主线

1.1. 全球权益牛市：AI 含量与涨跌幅正相关

2025—2026 年，全球权益市场的累计表现与“AI 资本开支兑现距离”高度相关。与 AI 资本开支收入兑现端越接近、供给瓶颈和议价能力越强、相关企业在指数中权重越高的市场，累计涨幅通常越大。美国（算力与云平台）、韩国（HBM 存储）与日本（半导体设备材料）成为本轮行情的科技先锋，越南等在 2025 年因经济上行大涨后、2026 年因前期估值过快上涨、融资盘较高、油价与关税冲击及地产银行权重股获利回吐而转入调整。

但全球股市的上涨并不全部来源于 AI 链及其扩散。新加坡主要靠银行净息差带动；加拿大受益于 AI 电力需求带来的资源走强；澳大利亚受益于黄金及能源周期；欧洲则主要由银行 ROE 改善、国防扩张、德国财政转向和低估值修复共同驱动。总而言之，本轮全球牛市是"AI 单引擎"与"多引擎扩散"的叠加，当 AI 叙事走弱时，非 AI 基本盘的厚度决定市场的下行保护。

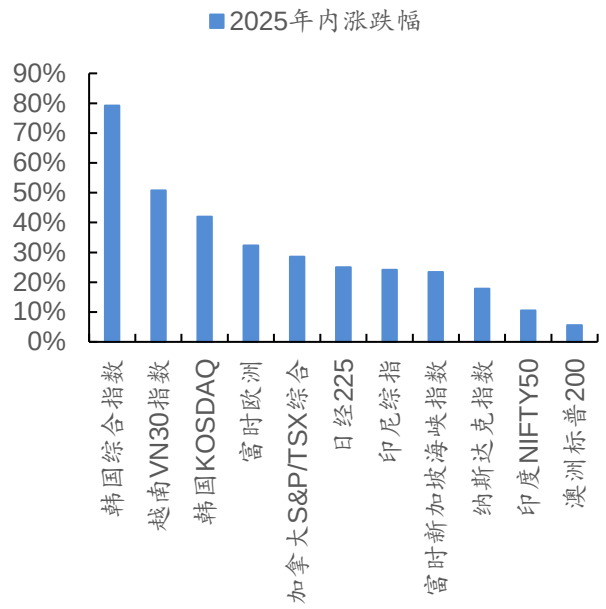
图 1：部分权益市场 2025 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，东北证券；注：2026 年内涨跌幅截止到 8 月底

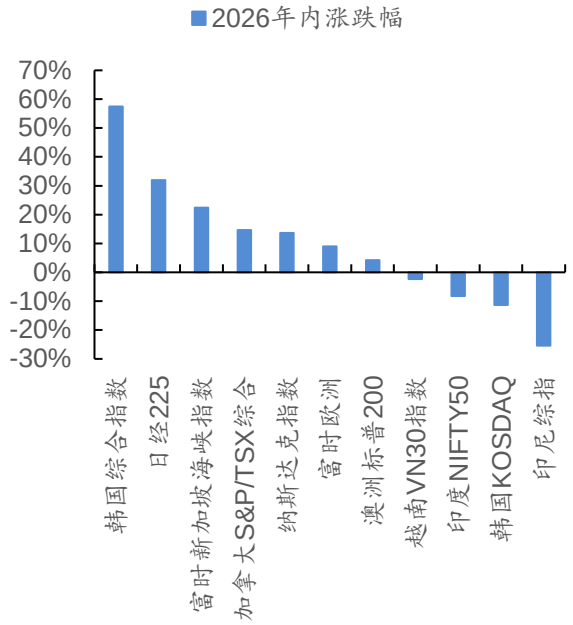
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：部分权益市场 2025 年涨跌幅



数据来源：Wind，东北证券

图 3：部分权益市场 2026 年内涨跌幅



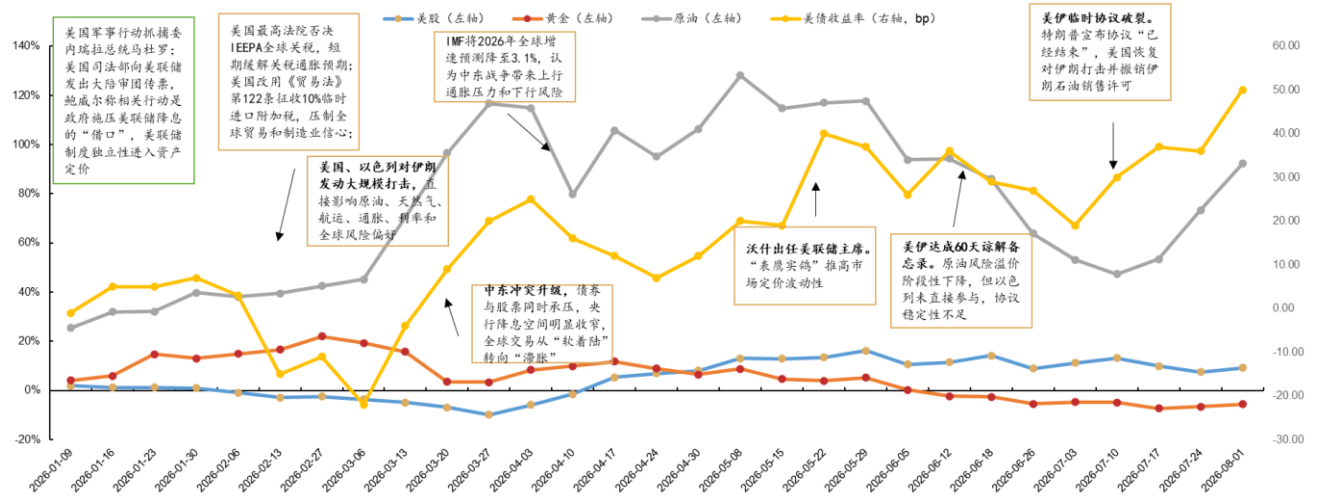
数据来源：Wind，东北证券；注：2026 年内涨跌幅截止到 8 月底

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 宏观环境：地缘扰动推动加息进程

2025 年初以来，海外资产定价主线由贸易政策不确定性逐步转向中东冲突与货币政策收紧。2026 年 2 月底美以对伊朗发动打击后，原油风险溢价快速上升，能源通胀推动美债收益率大幅走高，并压制股票和黄金表现；美伊临时停火一度缓解油价及利率压力，但 7 月协议破裂后原油重新反弹。当前，美国 9 月就业数据与 CPI 数据进一步支持加息，加息已成为基准情形，但权益行情是否真的结束仍需关注是否连续猛烈加息。整体来看，美股在经济与 AI 投资支撑下保持韧性，而原油与美债成为地缘冲突及通胀预期变化最敏感的资产。

图 4：主要大类资产年内走势



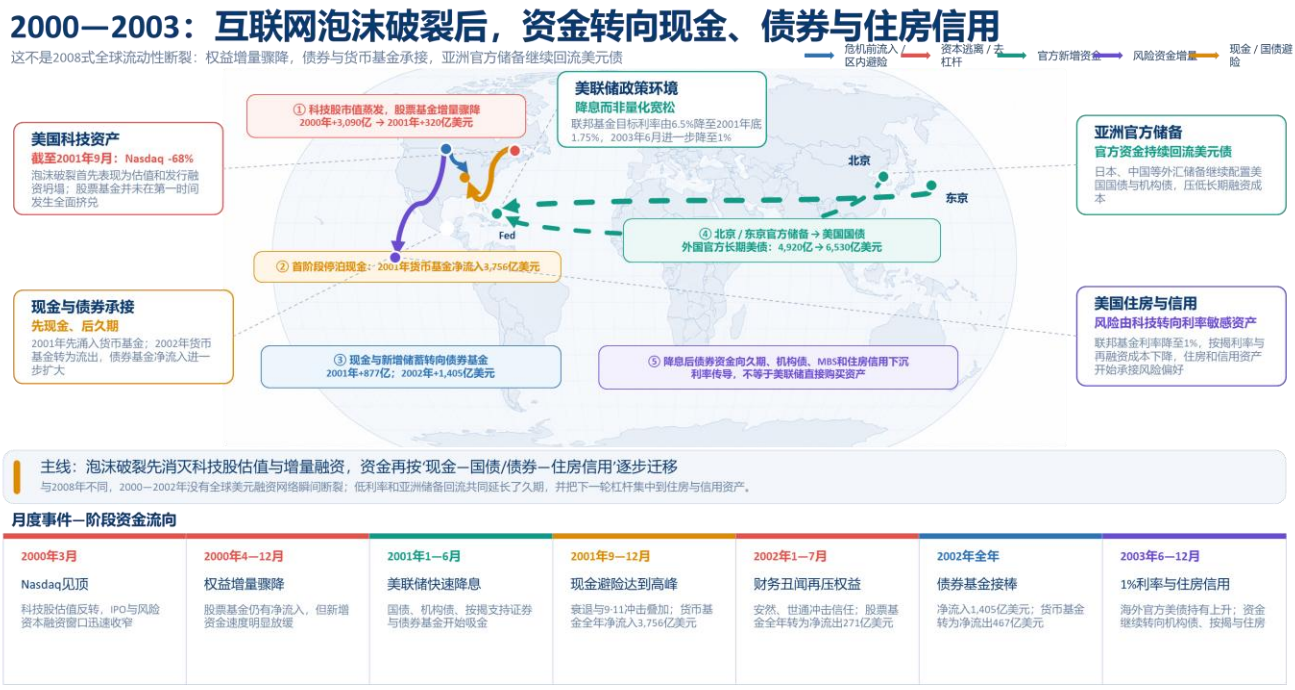
数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3. 资金流向：参考互联网泡沫，转向安全行业、分散配置与防御资产

2000 年互联网泡沫破裂期的资金流向为当前提供了重要参照。泡沫见顶前后，资金从权益市场（尤其是高估值科技股）撤出，与货币政策救市同步发生：资金并未全面离开金融体系，而是在“撤出成长股—流入债券与货币市场—等待盈利验证—重新回流”的循环中完成再配置。此后，住房类新资产完成对资金的承接。

图 5：互联网泡沫破裂资金流向示意图



数据来源：东北证券绘制

2025—2026 年的全球资金流向呈现“AI 核心聚集→行业与国家分散→防御资产”的三层结构。美国仍是全球最大的权益资金承接市场：资金阶段性流出高估值成长股，但盈利兑现后重新回流。欧洲受益于低估值、银行和国防工业以及财政扩张预期，成为非美分散配置的重要去向。日本由 AI 链提供弹性、出海提供兜底，短期公司治理、通胀正常化和产业投资吸引增量资金。韩国及亚洲 AI 链在上涨前期受 AI 盈利和外资流入推动，但 6—7 月外资明显兑现。新兴市场整体的资金主要流向债券而非股票，权益表现更依赖 AI、资源和本国政策等结构性因素。

当前，AI 行情仍未结束，资金仍未退出，但我们在此前的报告《K 型经济的双响炮危机》认为 2027 年第一季度或许为危机的集中爆发点。参考互联网经验，我们认为全球资金或将沿安全行业-避险市场-防御资产及其他新兴资产的顺序分三阶段流动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：主要市场 2025-2026 年资金流向



数据来源：东北证券绘制

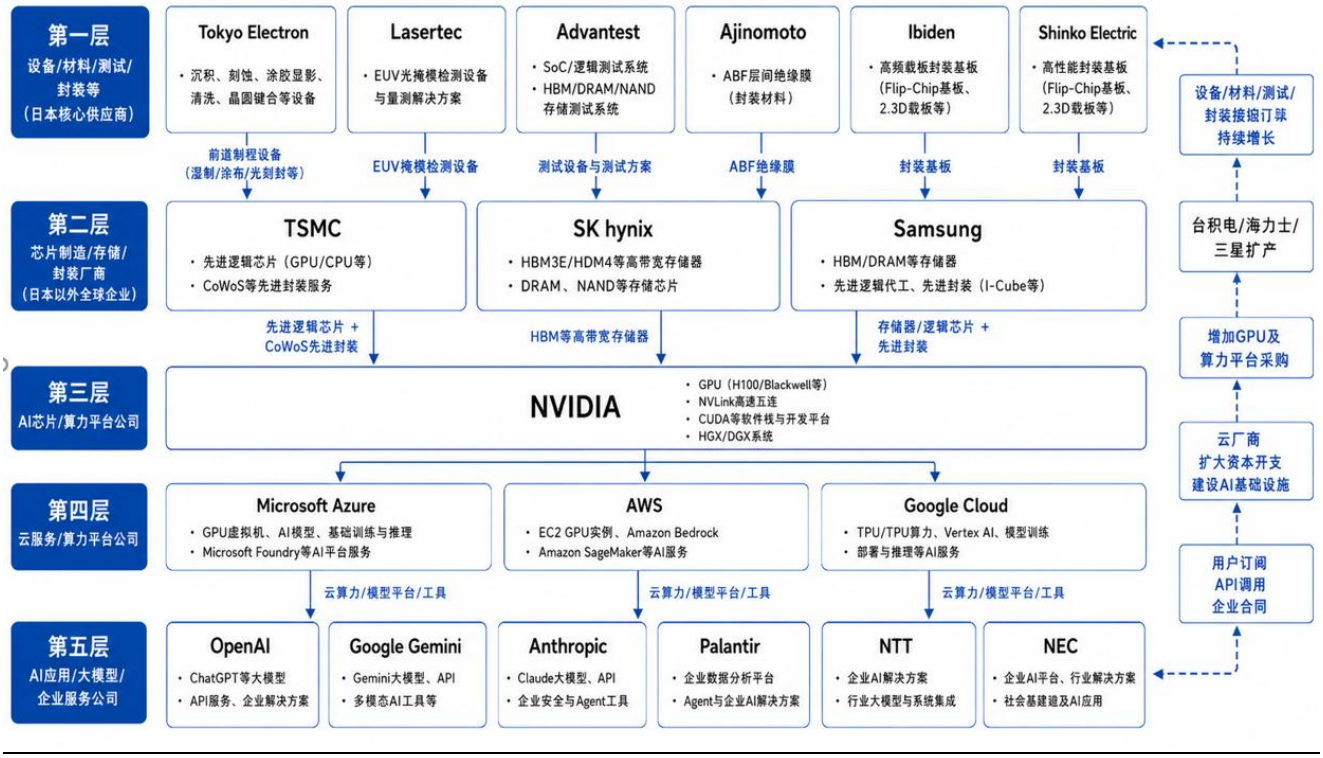
下载日志已记录，仅供内部参考

2. AI 链：美日韩为弹性先锋，传统优势行业打造安全垫

当前 AI 已经进入高速发展阶段，形成了一套完整的全球产业链。从全球产业分工来看，美国主要控制 GPU、算力平台、云服务和大模型应用等核心环节；中国台湾主要承担先进逻辑芯片代工和先进封装；韩国主要提供 HBM、DRAM 等存储产品；日本则集中于半导体设备、检测、测试、材料及封装基板等上游环节。

AI 链的上游是半导体元器件，实际对应传统半导体链的中下游。随着下游模型调用和云厂商资本开支增长，**需求依次向 GPU、先进代工、HBM 及设备材料环节传导。**这一传导次序解释了本轮行情的扩散路径：最先受益的是美国算力核心资产，随后景气度扩散至韩国存储与日本设备材料——美日韩因此成为科技先锋市场，其指数表现与 AI 资本开支周期的绑定程度高度相关，其中韩国由于杠杆 etf、外资配置、散户比重大等资金行为股价弹性最强，美国股价弹性次之、但利润兑现同样较强，日本相对业绩弹性与股价弹性最弱。

图 7：全球 AI 产业链图谱



数据来源：东北证券绘制

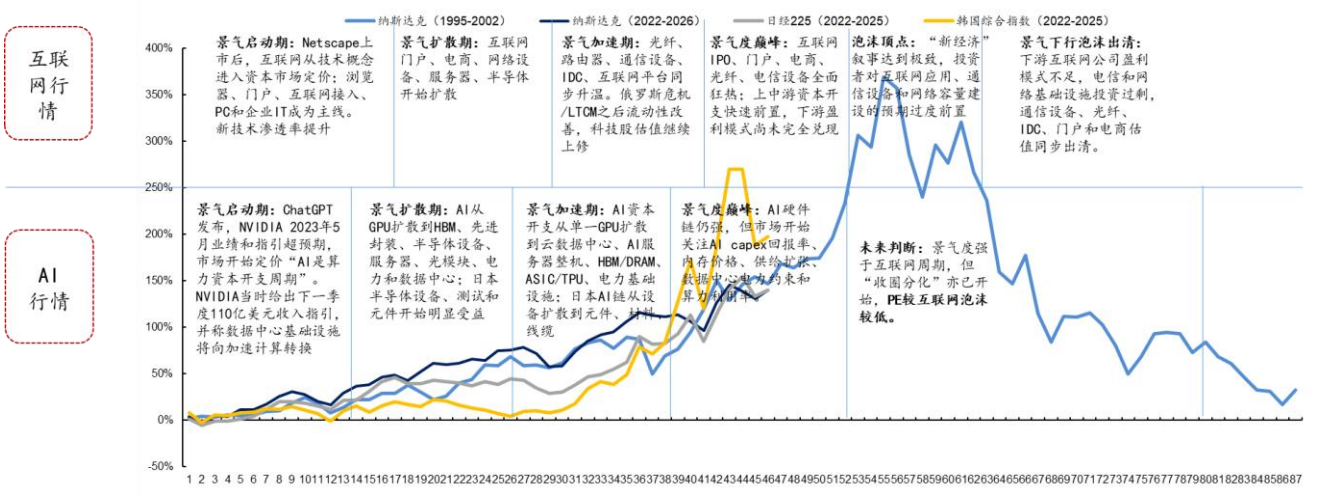
当前 AI 链已经完成从概念到财报、从 GPU 到服务器/数据中心/电力的扩散。与 2000 年互联网泡沫相比，当前估值没有达到极端状态，且生成式大语言模型在代码方向等应用已具备成熟落地的商业化场景，真实收入正在兑现。但景气度具备持续性不等于仍会长期上涨，行情已经逐步从验证期向景气度顶点期转化，市场对企业财报和业绩指引高度敏感，分歧明显加剧，波动率中枢抬升。

从行情演进看，AI 行情已历三轮：第一轮由模型能力突破驱动，第二轮由算力军备竞赛驱动，当前第三轮的核心命题是资本开支的可持续性——即“融资—支出—再

下载日志已记录，仅供内部参考

融资”循环能否在现有利率与信用环境下维系。当前行情研判的焦点已经不仅仅关注于产业业绩验证，宏观利率与信用市场的权重也在增加。

图 8：AI 行情与互联网行情景气度复盘



数据来源：Wind，东北证券

从泡沫化特征指标来看，当前 AI 行情已经具备了一定的泡沫化特征，大约为互联网行情 1999Q4—2000Q1 水平。

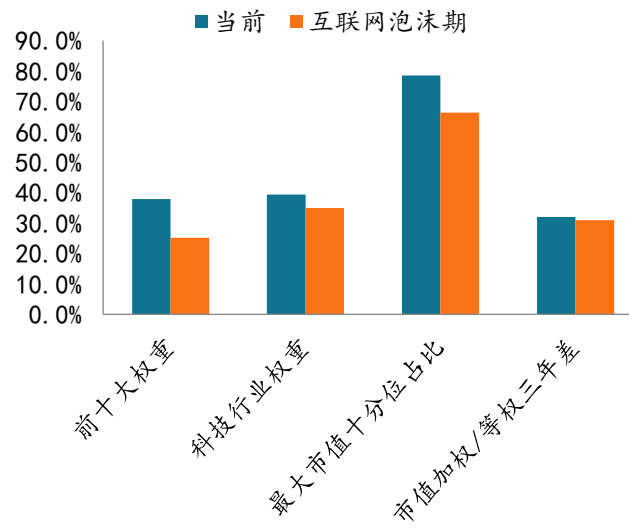
（1）集中度已高于互联网泡沫峰值。标普 500 前十大权重合计 37.9%，超过 2000 年峰值的 25.2%；最大市值十分位股票占全市场市值的 78.5%，亦高于前值的 66.3%。

（2）价格偏离度与市场集中度已处于历史高位。近年来，市值加权指数持续跑赢等权指数，AI 核心链条相对宽基指数的超额收益明显扩大，偏离程度已接近互联网泡沫后期的高位区间，但尚未突破当时极值。与此同时，指数上涨越来越依赖少数龙头公司，个股上涨广度明显收窄，行情由普涨转向头部集中，泡沫化特征有所增强。

（3）行业分化略逊于互联网行情，但离散度快速提升。六大行业收益极差为 45.4%，略低于 2000 年的 66%；从月度离散度走势看，分化仍在上升通道。

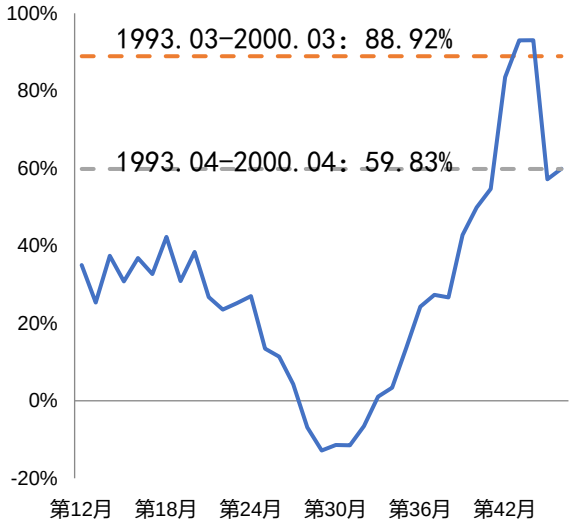
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：集中度已高于互联网泡沫峰值



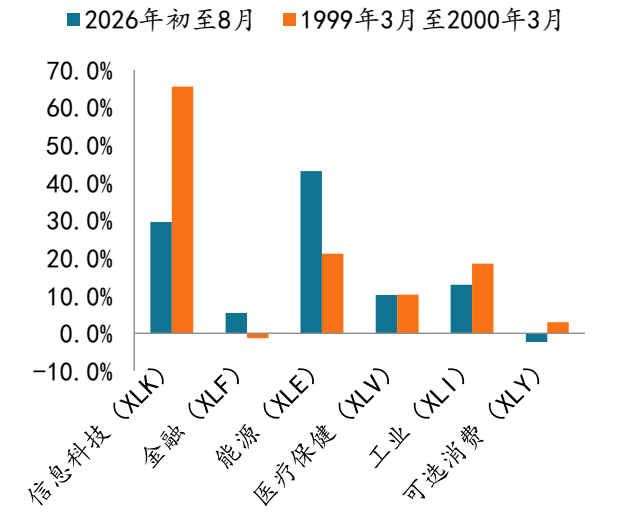
数据来源：GW&K 投资管理公司、路透社、加拿大皇家银行财富管理，东北证券

图 10：AI 核心链月度偏离值已与互联网行情类似



数据来源：Digrin，东北证券

图 11：行业分化略逊于互联网行情



数据来源：Stooq，Digrin，东北证券

图 12：六行业离散度快速提升



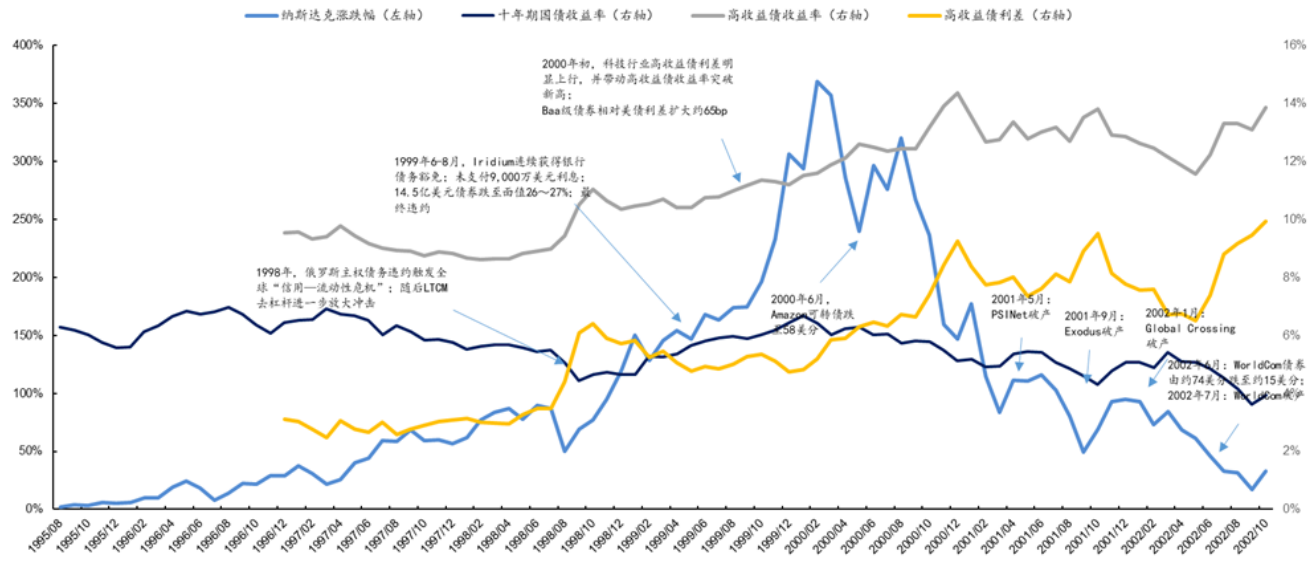
数据来源：Stooq，东北证券

因此，我们认为无论是从基本面情况验证，还是从泡沫化特征度量，当前 AI 行情都已经处于最后阶段，市场表现更加敏感，在这种情况下，我们从互联网时代复盘，结合当前的 AI 行情叙事，宏观环境或为行情走向的重要变量。其关键在于利率上行或信用利差导致融资成本上行，将使资本市场怀疑"融资—支出—再融资"循环。

复盘互联网行情后期，泡沫破裂并非由单一信用事件触发，而是商业模式盈利验证缓慢、货币政策持续收紧与信用环境恶化共同作用的结果。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：互联网泡沫复盘：企业债利率在股价见顶前提升，加息是关键

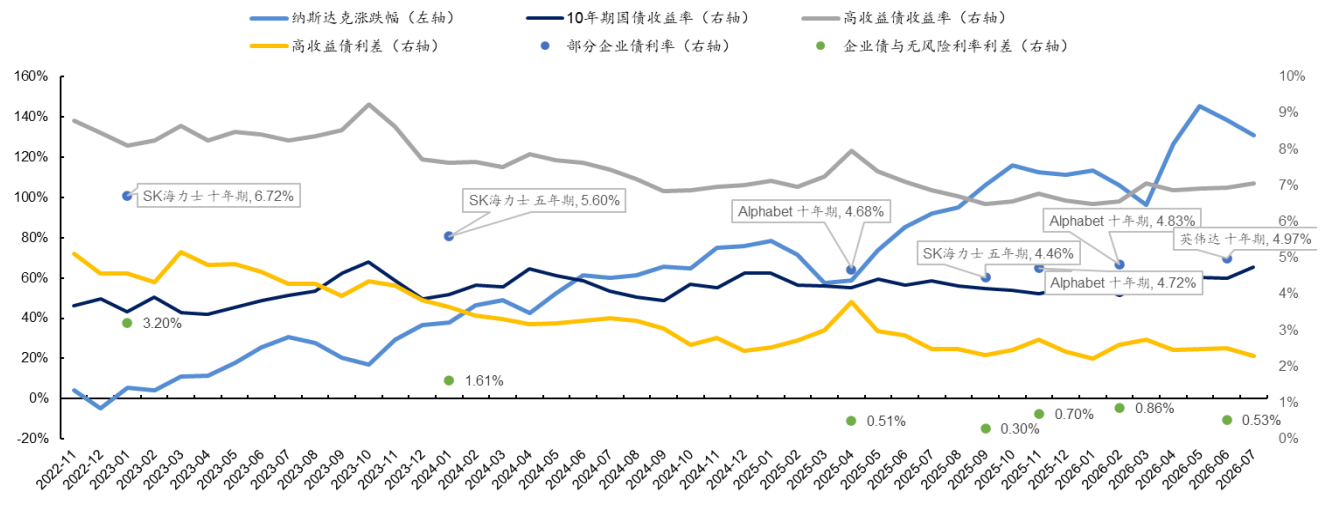


数据来源：Wind，东北证券

当前 AI 应用的盈利能力及其持续性仍处于验证阶段，市场情绪对企业财报和业绩指引高度敏感。虽然头部云厂商与硬件企业的现金流和资产负债表明显强于互联网泡沫时期的初创公司，但融资端已经出现信用分层和利差边际扩大的迹象。由于企业实际融资成本由无风险利率与信用利差共同构成，美联储政策利率、美国国债收益率及 AI 相关企业信用利差，可能成为判断后续资本开支可持续性的重要先行指标。

目前，美国高收益债受十年期国债影响上行，部分 AI 相关企业债券利差亦有所扩大，贷款成本亦有所上升。若 OpenAI、Anthropic 相关算力项目贷款收益率持续升高，CoreWeave 等主体的融资交易出现延期、缩量或发行失败，或云厂商债券认购倍数持续低于 1.5 倍，则可能出现行情转弱。

图 14：AI 链现状：部分企业债利差出现上扬



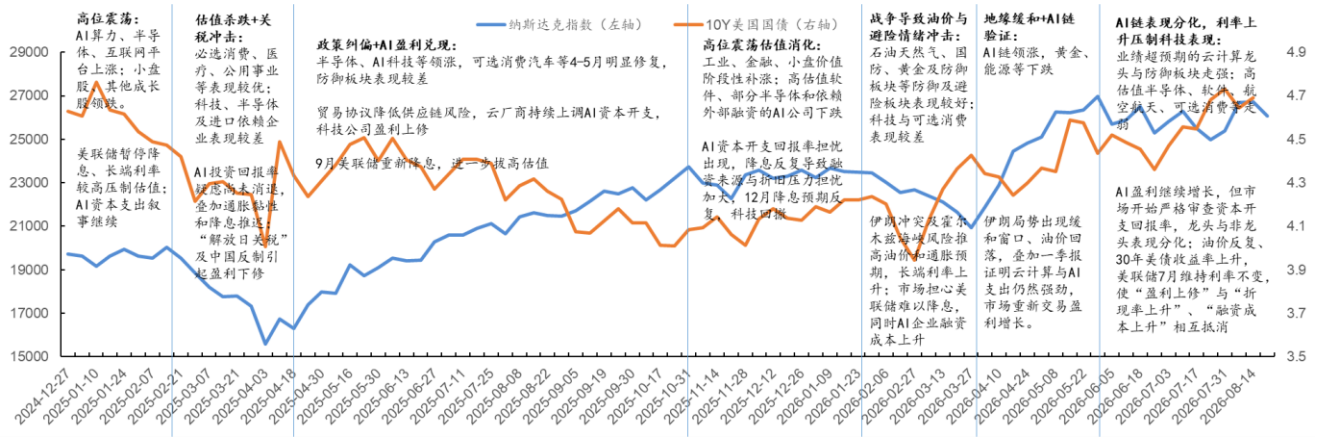
数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1. 美国安全垫：国防、能源、医疗与金融

美国复盘：已经开始从 AI 普涨走向多驱动分化。2025 年初，降息放缓与关税冲击压低估值；4 月后贸易风险缓和、AI 资本开支延续，半导体和互联网平台领涨。2025 年四季度，长端利率回升与 AI 回报率担忧引发高位震荡，市场由题材交易转向盈利验证。2026 年初，美伊冲突推高油价和通胀预期，科技与消费承压；地缘缓和后 AI 盈利重新占优，但高利率推动云计算龙头、防御板块与高估值半导体、软件进一步分化。

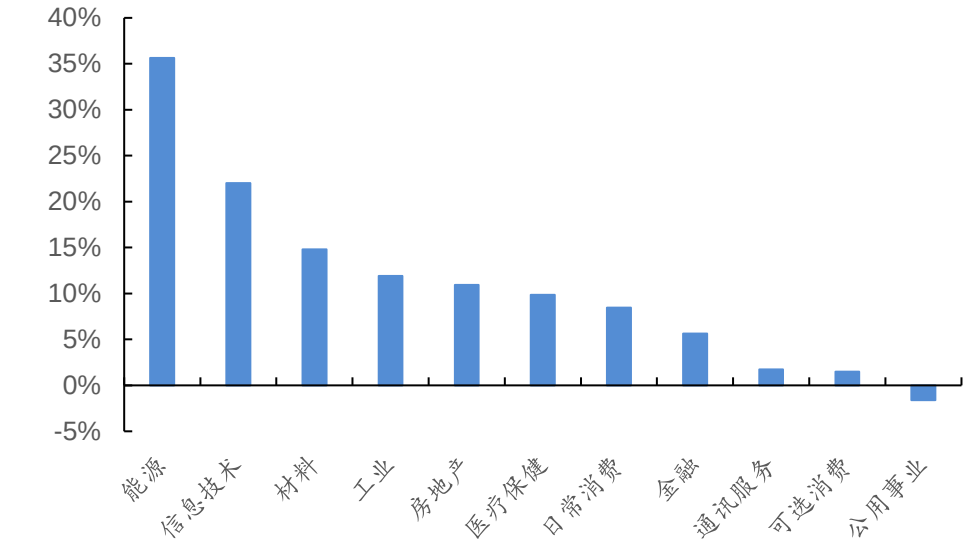
图 15：美股及 10 年期国债利率复盘



数据来源：Wind，东北证券

分行业看，能源受事件驱动领涨；AI、工业、部分医疗相关企业基本面持续验证，订单积压较多；材料、金融、房地产受宏观周期影响，基本面部分验证；可选消费、通信服务基本面验证较差，需求恢复较差；公用事业、必需消费整体受需求不足压制。指数权重进一步向科技集中，前十大权重股主导指数表现。

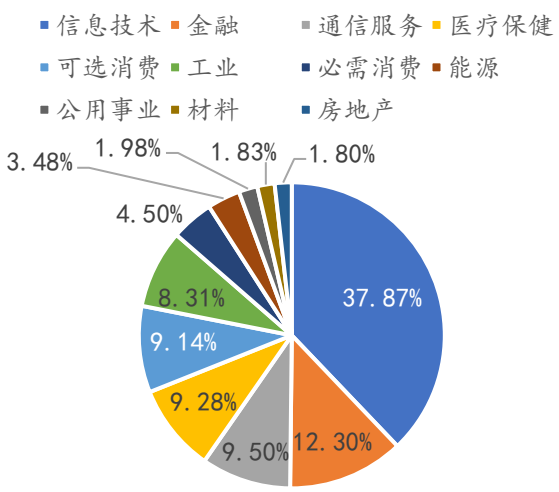
图 16：美国 2026 年至今分行业涨跌幅



数据来源：Wind，东北证券；注：2026 年内涨跌幅截止到 8 月底

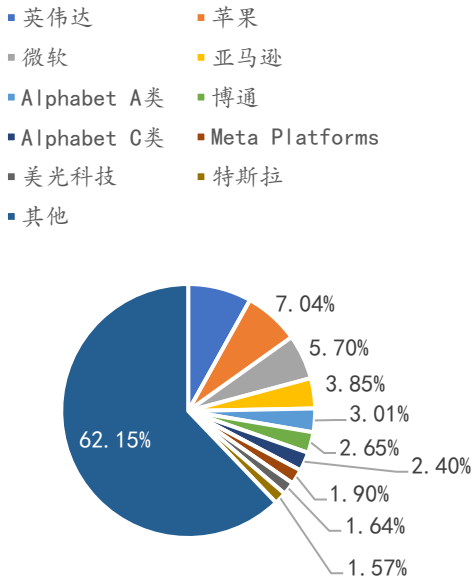
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：美股分行业权重



数据来源：Global X，东北证券

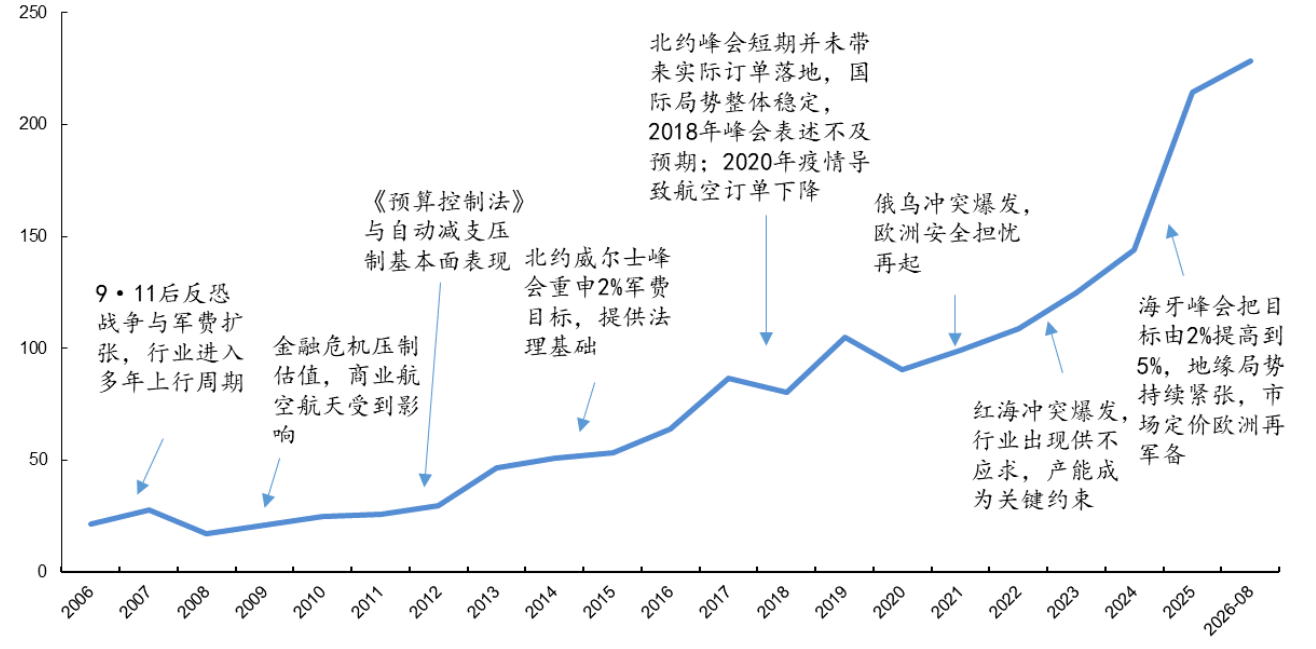
图 18：美国前十名权重股权重



数据来源：Global X，东北证券

安全垫一：国防。自 911 事件之后，美国军费及全球军费进入长期上行周期。2026 年 4 月提出 2027 财年 1.5 万亿美元增量支出，进一步提高需求的可验证性。国防行业的特征是供应约束为主、下游需求旺盛：订单可见度高、收入兑现确定性强，使其成为 AI 之外最具基本面支撑的板块之一。

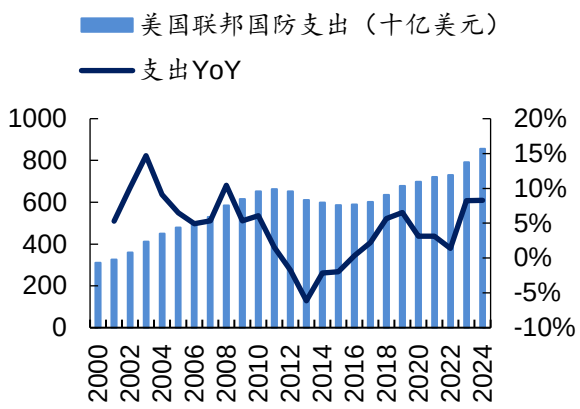
图 19：美国军工 ETF 表现复盘



数据来源：Digrin，东北证券

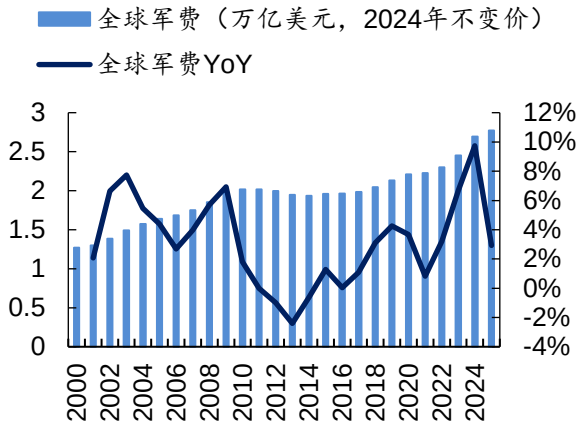
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：美国军费支出及 YoY



数据来源：美国国防部，东北证券

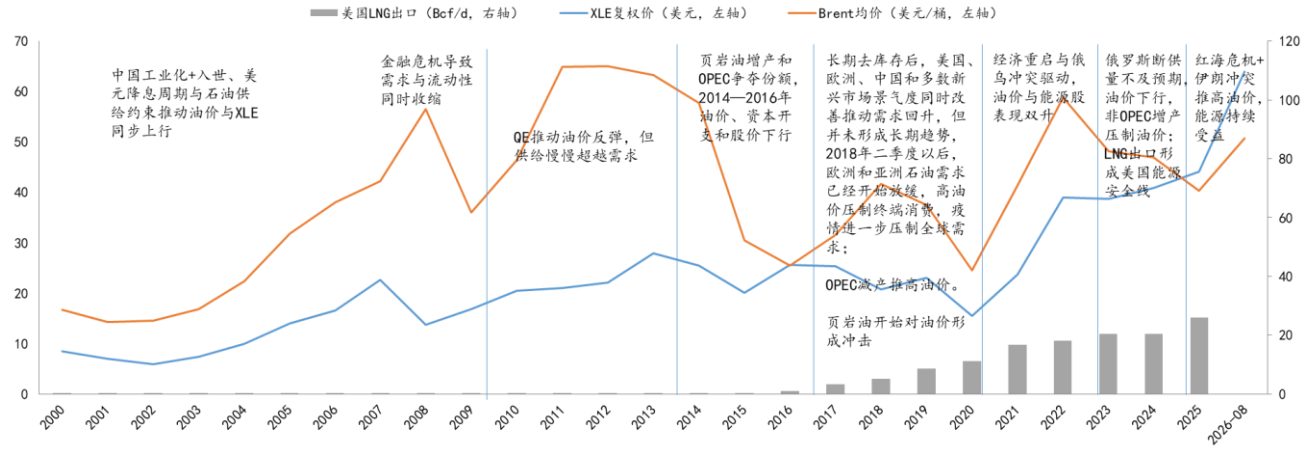
图 21：全球军费支出及 YoY



数据来源：SIPRI，东北证券

安全垫二：能源。2016 年前，美国能源股表现与油价保持高度一致；此后 LNG 出口成为美国能源股另一大利润源，2017 年后，虽然美国能源股仍然随着油价波动，但在油价下跌时更有韧性，油价上涨时更具弹性。俄乌冲突、红海冲突、伊朗冲突放大了美国能源股的利润弹性。能源板块因此兼具“周期弹性”与“地缘对冲”双重属性：当地缘风险冲击市场时，能源股的盈利上修部分对冲了指数的估值压缩。

图 22：美国能源 ETF 表现、油价与 LNG 出口复盘



数据来源：Digrin，FRED，EIA，东北证券

安全垫三：医疗，支出稳步提升，提供基本面支撑。老龄化和医疗支出增长构成需求底盘，但创新药、器械及保险的盈利驱动并不相同，因此较少出现共振下杀的情况，安全性较高。2026 年 GLP-1 持续放量、保险赔付率边际改善，提高基本面验证度。

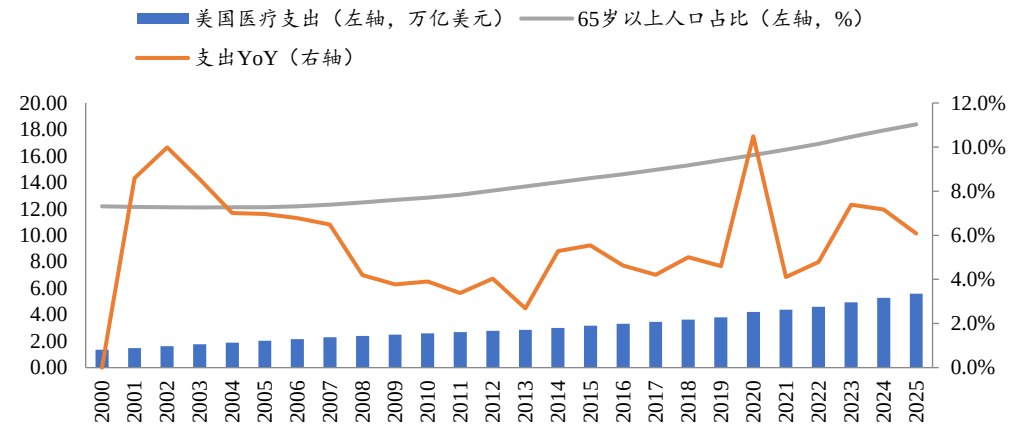
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：美国医疗 ETF 表现复盘



数据来源：Digrin，东北证券

图 24：美国医疗支出、YoY 及老龄人口占比

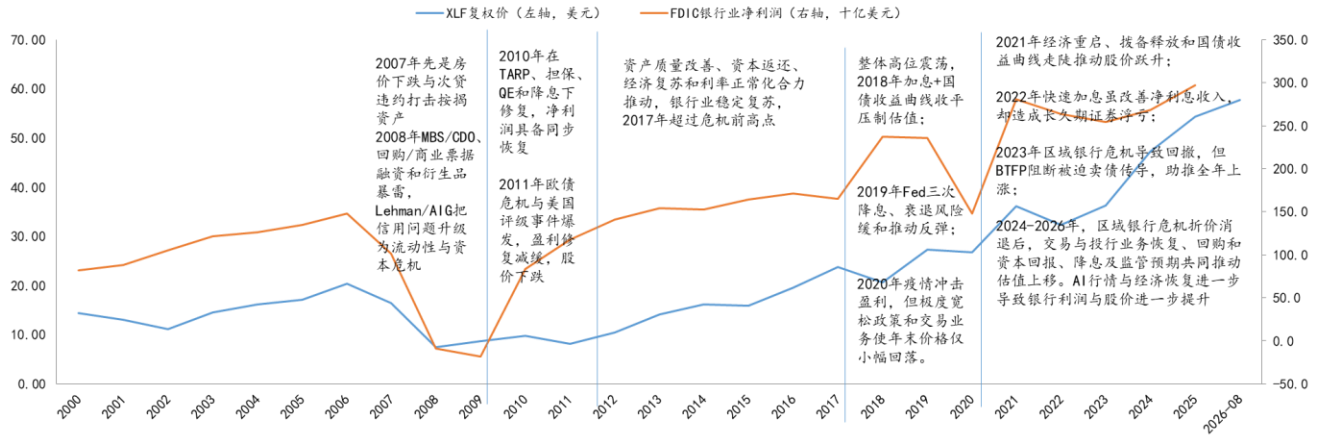


数据来源：CMS，世界银行，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

安全垫四：金融，利润稳定提升，但受制于宏观环境。2026 年银行业净利润和 ROA 继续改善，基本面验证较强，但持续性仍取决于收益率曲线和信用成本。历史经验值得参照：2000—2002 年科技泡沫、企业信用损失与衰退使 XLF 下跌 9.4%/14.7%；2003—2006 年 Fed 快速降息托住房贷和再融资，XLF 受信贷需求上升影响连续上涨；2004—2006 年再加息提高资产收益率，但增长越来越依赖房贷、证券化和杠杆——金融板块的安全垫作用，由于需求尚未被完全压制，加上净息差的改善，在货币政策加息转向初期最为可靠，在信用周期尾部则需要警惕需求的下降。

图 25：美国金融 ETF 表现复盘



数据来源：Digrin，FRED，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 日本：弹性靠 AI，兜底靠出海

日经表现：AI 搏弹性，出海有抬底，经济弱恢复，政策高扰动。疫情后日本经济一转颓势，实现了 GDP 稳定的正增长和日经指数的新高；同时，公司治理改革、通胀正常化与产业投资吸引增量资金流入，使日本成为非美配置的重要组成部分。但政策层面（央行正常化节奏、财政与政治事件）对指数的扰动明显偏高，放大了短期波动。

图 26：日经 225 表现复盘

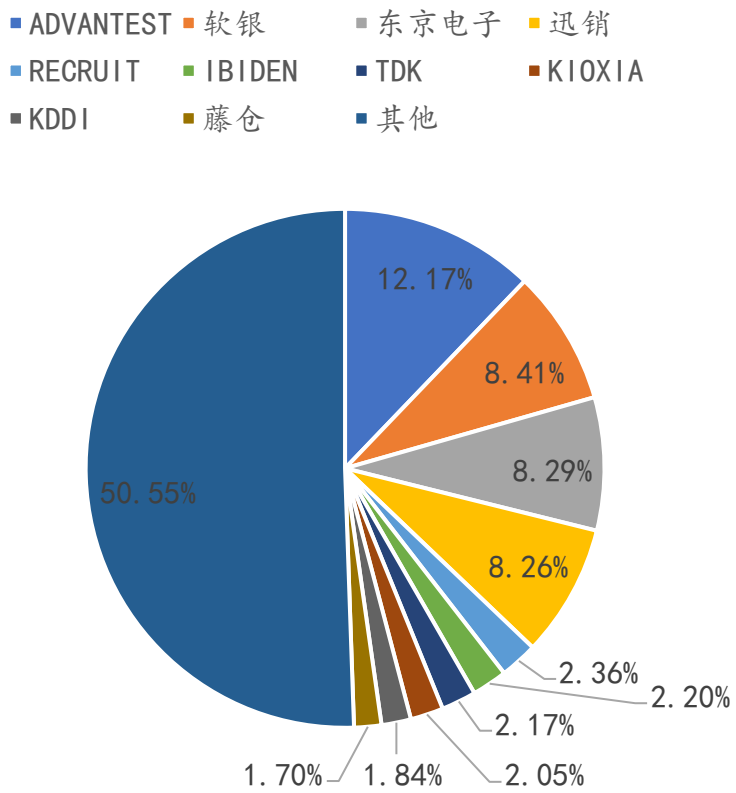


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

从前十大成分股来看，日经 225 当前的上涨动力已明显集中于以半导体、电子元器件和自动化设备为核心的“电机”行业。分行业来看，科技占比约 56%，较低的涨跌幅即可对日经造成较大的影响。

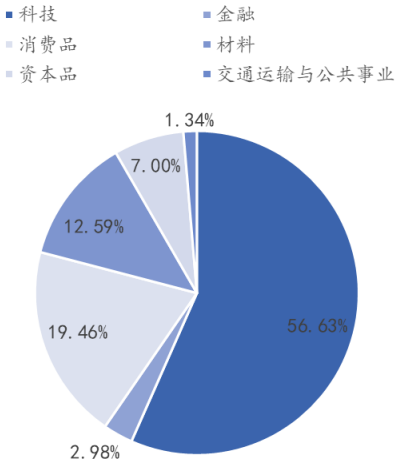
图 27：日经前十大权重股及占比



数据来源：日经指数官网，东北证券；注：数据时间为 2026 年 9 月 9 日，图 28、29 同

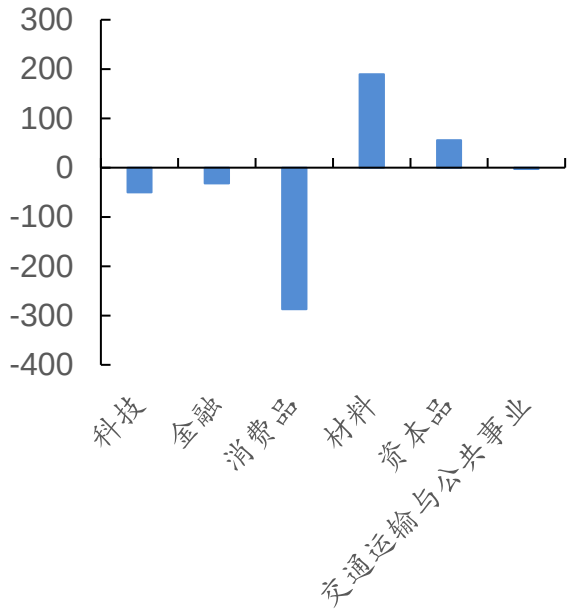
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：日经分行业权重



数据来源：日经指数官网，东北证券

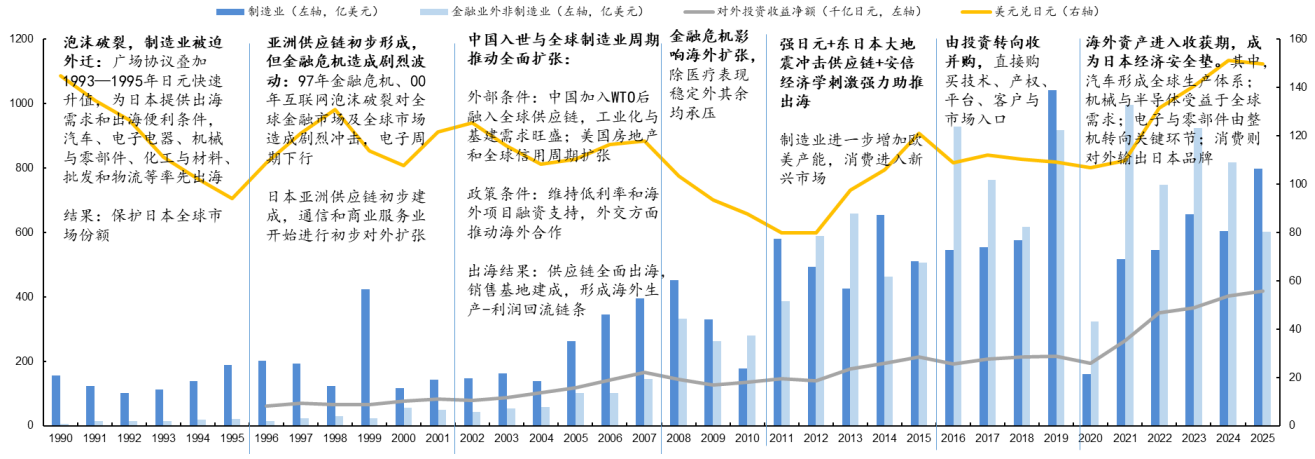
图 29：分行业对日经当日涨跌幅贡献（点）



数据来源：日经指数官网，东北证券

日经的安全垫：出海。日本企业出海的顺序是"先制造再消费"，特点是“合资+收购、对外直接投资、带动供应链迁移”。从经济增长和日经表现的角度，疫情后日本经济实现 GDP 稳定正增长和指数新高；同样地，日本出海带动了大量的海外收益，GNI 与 GDP 的差值保持较大的正值，海外净资产占比及收益较高。海外收益通过企业现金流、投资回流、股东和养老金体系、促进高端消费等渠道反哺国内经济与市场。即便国内需求疲弱、日元波动或 AI 资本开支放缓，全球化的收入结构仍能维持企业盈利的底线。

图 30：日本企业出海历程复盘



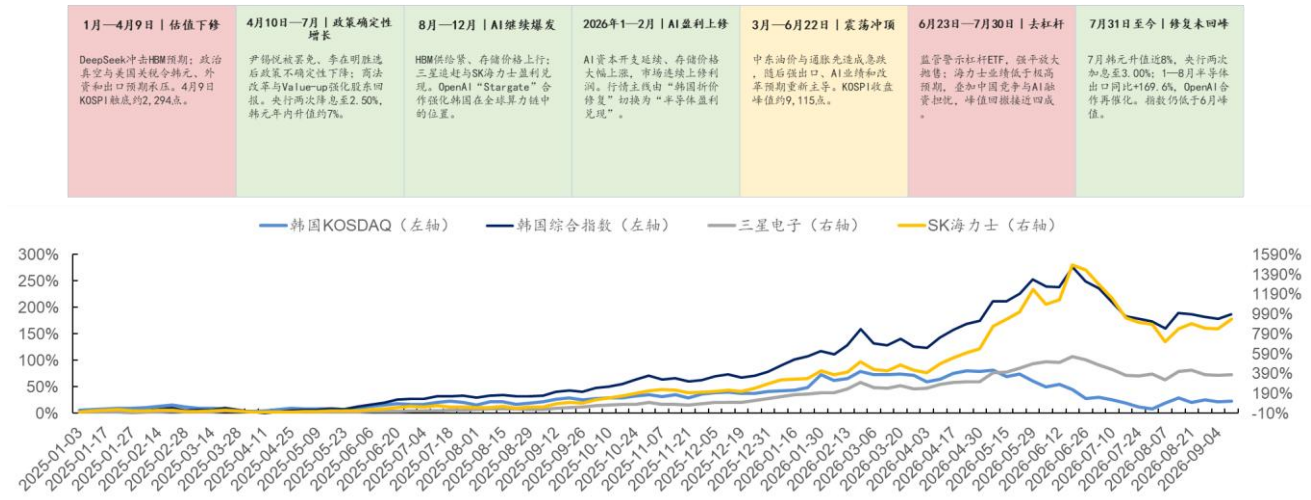
数据来源：Jetro，日本财务省，东北证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 韩国：防务、造船、汽车三大安全垫

韩国股市的表现几乎完全由 AI 主线驱动，SK 海力士与三星电子具备极高集中度。2025 年至 2026 年，KOSPI 经历了完整的"估值下修—价值重估—AI 爆发—盈利上修—震荡冲顶—去杠杆—修复"七段行情，区间波动之剧烈在全球主要市场中罕见：2025 年 4 月 9 日 KOSPI 触底约 2,294 点，随后在政策不确定性下降、商法改革与 Value-up、央行降息至 2.50%、韩元升值等因素推动下重估；2025 年 8 月后 HBM 供给紧张、存储价格上行、OpenAI"Stargate"合作强化韩国在全球算力链中的位置；2026 年上半年盈利持续上修，KOSPI 于 2026 年 6 月 22 日前后收于峰值约 9,115 点；此后监管警示杠杆 ETF 引发强平抛售，叠加海力士业绩低于极高预期、中国竞争与 AI 融资担忧，峰值回撤接近四成；7 月 31 日以来随韩元升值、央行两次加息至 3.00%、1—8 月半导体出口同比+169.6%及 OpenAI 合作再催化而修复，但指数仍低于 6 月峰值。

图 31：韩国股市及高权重股票复盘

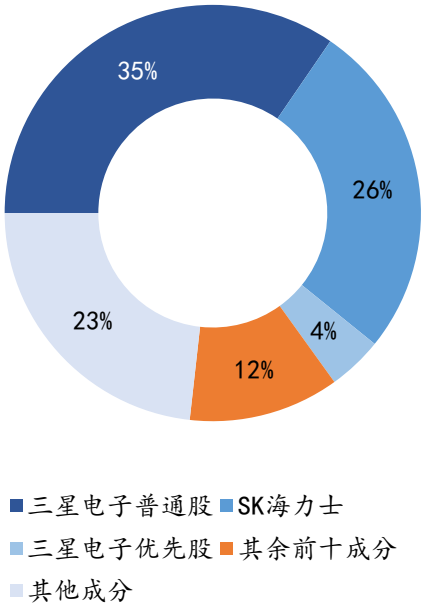


数据来源：Wind，东北证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

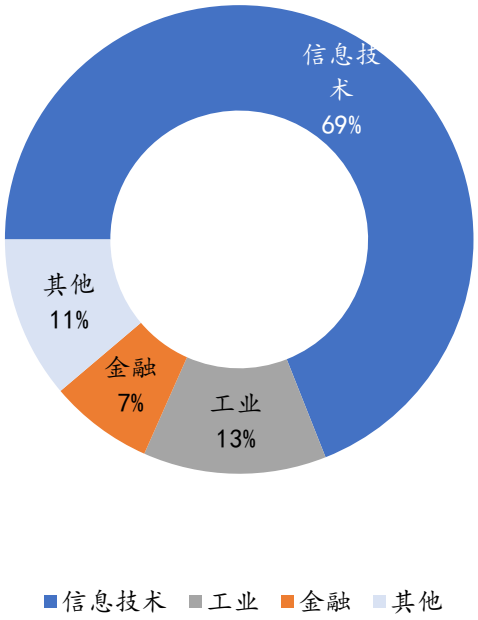
MSCI 韩国信息技术权重 68.99%；三星电子普通股与 SK 海力士合计 60.82%，加上三星电子优先股达 65.07%。韩国指数的波动本质上是存储周期与两只股票的波动；AI 叙事一旦走弱，韩股恐将陷入较大的下跌。

图 32：韩国主要成分股权重



数据来源：MSCI，东北证券

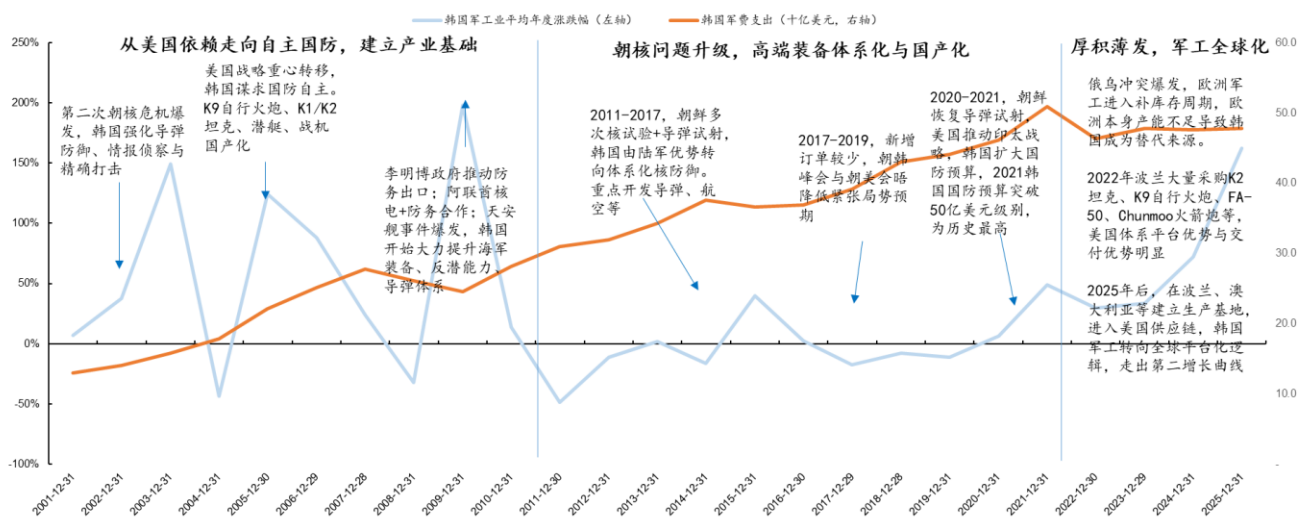
图 33：韩国分行业权重



数据来源：MSCI，东北证券

韩国安全垫一：防务，国内需求打下良好军工基础，地缘冲突+欧洲再军备推高韩国防务价值。半岛长期紧张导致韩国具备强大的军工基础和领先欧洲的交付能力；在欧洲再军备的背景下，韩国军工成为莱茵金属等欧洲企业的“低定位搭配+快速交付替代”。

图 34：韩国军工业复盘

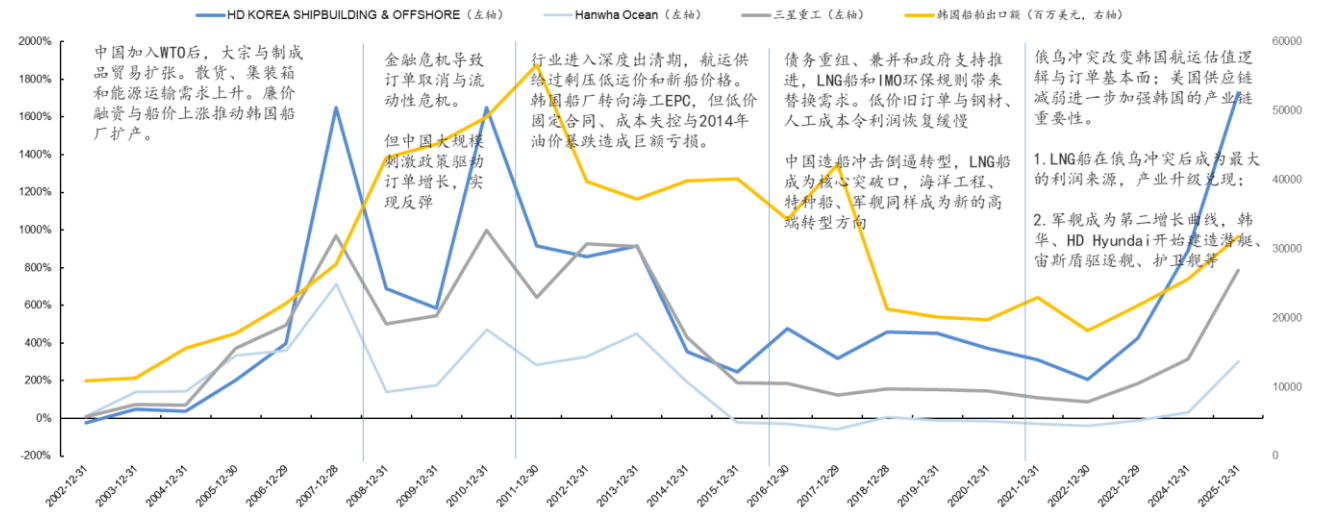


数据来源：Wind，SIPRI，东北证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

韩国安全垫二：造船，韩国老牌优势产业，地缘催化+产业升级推动其重回世界核心。全球能源安全与海洋竞争推动高端船舶需求，韩国凭借 LNG 船、海工装备及军舰制造优势，在中国规模竞争和美国供应链重构中保持战略价值。从数据来看，韩国新接订单由 2020 年的 823 万 CGT 跃升至 2021 年的 1,744 万 CGT，2022 年仍达 1,559 万 CGT；其中 2022 年取得全球高附加值船订单的 58%和大型 LNG 运输船订单的 70%。随着订单进入交付期，韩国船舶出口由 2022 年的约 171 亿美元升至 2025 年的约 299 亿美元。尽管中国依靠规模和本土需求将韩国 2024 年新增订单份额压至 17%，但韩国 2024 年底仍持有约 3,716 万 CGT 订单、对应约 4 年工作量，且由于高端船单价较高，高船价订单正在持续转化为收入和利润。因此，韩国仍是全球 LNG 船、环保动力船及复杂高端船舶的核心供给者；美国造船与海军合作则构成额外的地缘上行期权。

图 35：韩国造船业复盘

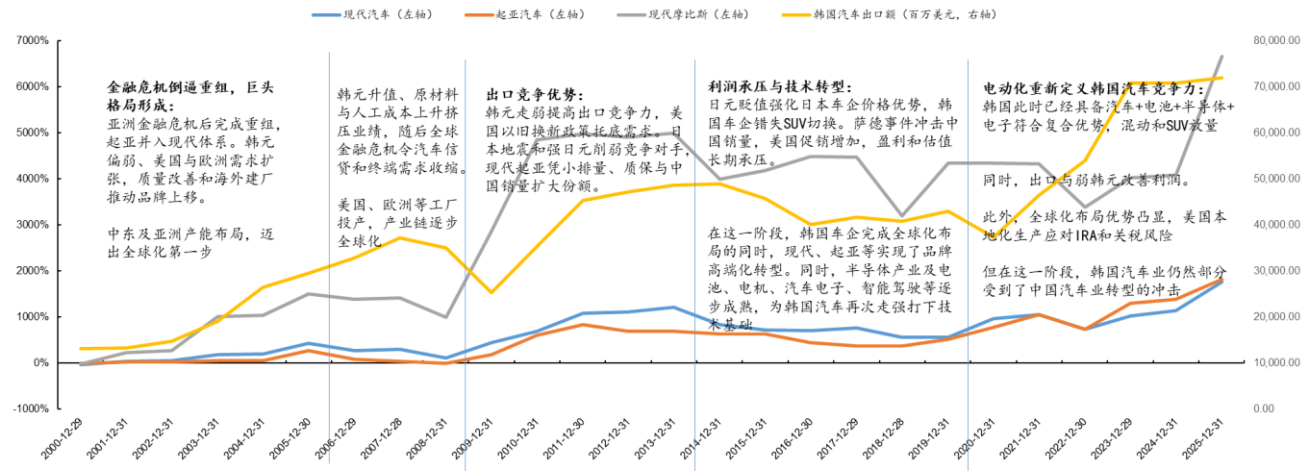


数据来源：Wind，东北证券绘制

韩国安全垫三：汽车，品牌、全产业链优势与海外产能构造安全底线。经过半个世纪国产化、全球化和产业链升级，现代起亚集团已从区域汽车企业成长为全球竞争者；新能源汽车时代，韩国汽车产业凭借整车、电池、电子零部件协同优势，继续承担韩国制造业基本盘角色，在智驾等方面表现突出。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36：韩国汽车行业复盘



数据来源：Wind，东北证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

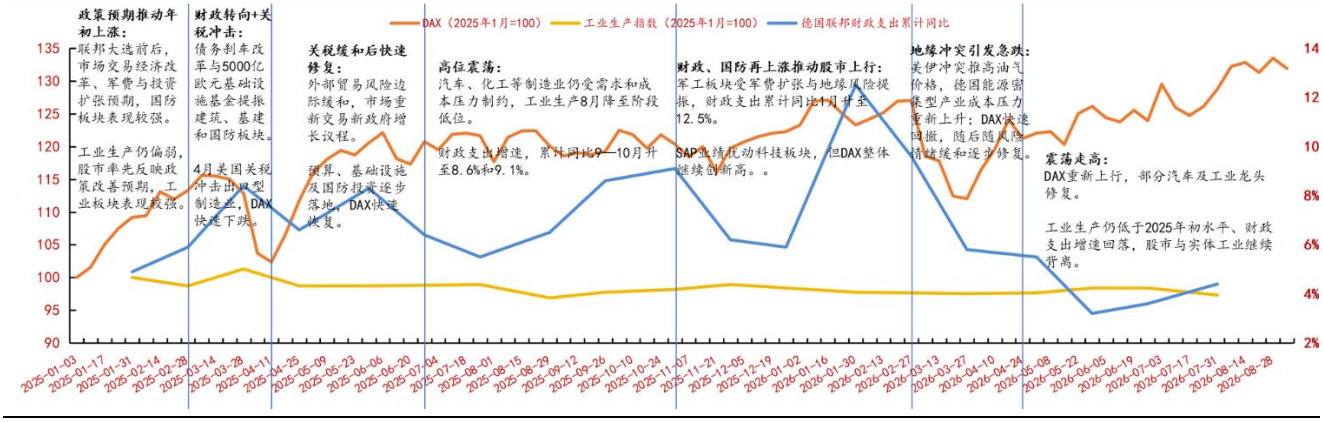
3. 欧洲：财政国防驱动修复，能源银行阶段性受益

3.1. 德国：基建与国防构成安全垫

2025 年初大选与政策改革预期推动德股上行；债务刹车改革与 5000 亿欧元基础设施基金落地，提振基建、国防板块。2025 年 4 月关税冲击引发快速回撤，此后贸易风险缓和、财政投资逐步落地，DAX 快速修复。2026 年初，财政发力与国防主题推动 DAX 再创新高；此后美伊冲突推升能源成本、引发市场调整，风险缓和后股市重新走高，但工业生产仍弱、财政支出增速回落，汽车、化工等传统制造业承压，实体改善仍待兑现。

值得注意的是股市与实体工业的背离：工业生产仍低于 2025 年初水平，而 DAX 已创新高——德股的上涨目前主要由“财政预期➡订单➡盈利”的预期链条驱动，实体兑现是后续验证点。财政支出是最关键的跟踪指标，其累计同比在 2025 年 9-10 月升至 8.6%和 9.1%、2026 年 1 月升至 12.5%，若财政支出持续增长，且其持续反映于相关企业订单，则德股具备较大的上升空间。

图 37：德国 2025 年至今股价及利率表现复盘

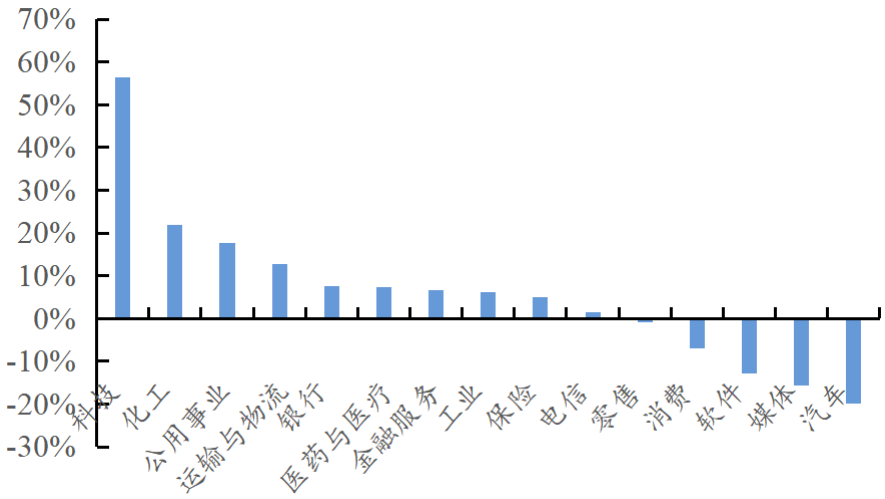


数据来源：STOXX，德国联邦统计局，东北证券绘制

分行业：工业与金融领涨，汽车、化工等传统制造业相对承压。基建、国防投资扩张提振科技、化工、公用事业相关龙头表现；金融利率仍处较高水平，银行及金融服务板块表现较强；关税、中国市场竞争及需求偏弱压制消费、汽车等板块。

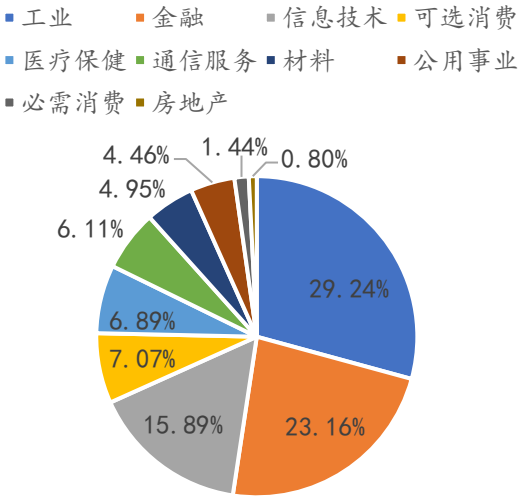
下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：德国 2026 年至今分行业涨跌幅



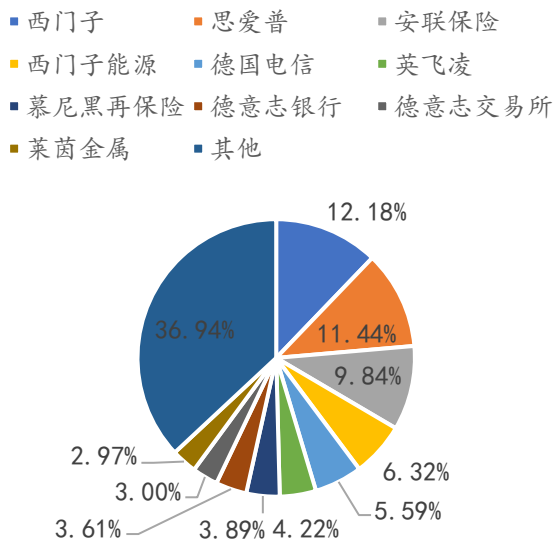
数据来源：STOXX，东北证券

图 39：德国 MSCI 分行业权重



数据来源：MSCI，东北证券

图 40：德国 MSCI 前十名权重股权重



数据来源：MSCI，东北证券

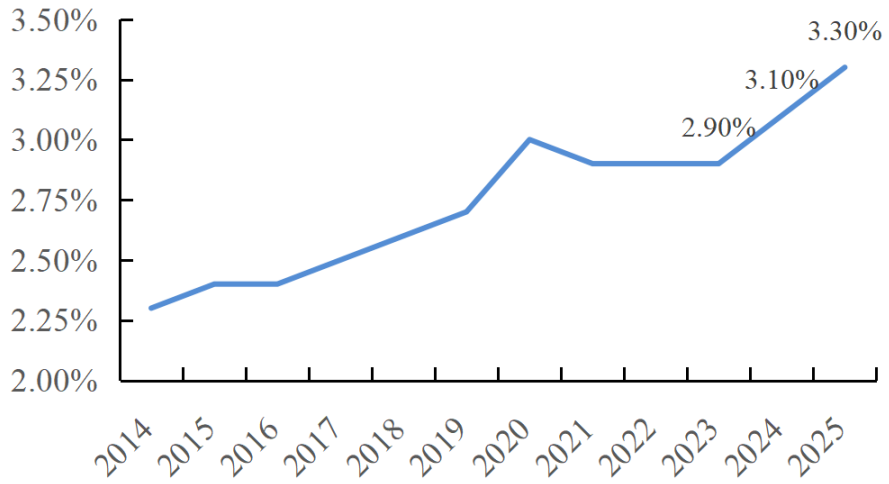
下载日志已记录，仅供内部参考

德国安全垫一：基建，财政扩张补足投资短板，企业订单已出现改善。

一方面，财政约束松绑打开基建投资空间。2025 年德国改革“债务刹车”，设立 5000 亿欧元基础设施特别基金，为未来公共投资提供增量财政空间；德国长期公共投资偏弱，2024 年以来一般政府固定资本形成占 GDP 比重已明显抬升；

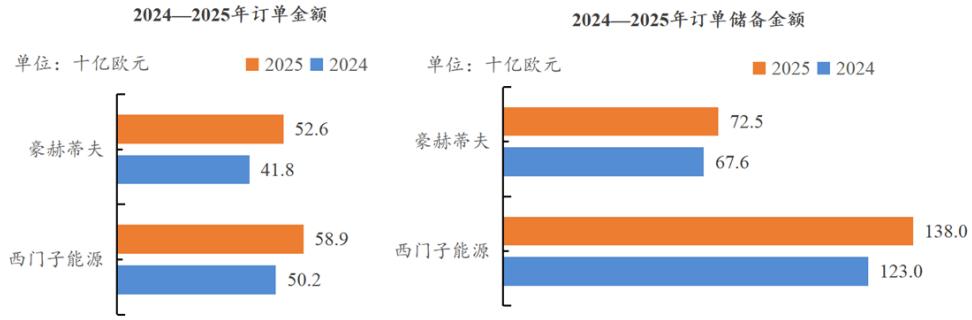
另一方面，政策扩张已开始向企业订单传导。2025 年豪赫蒂夫、西门子能源订单金额分别同比增长约 26%、17%，订单储备亦进一步上升；较高的在手订单为后续收入兑现提供支撑。

图 41：德国一般政府固定资本形成占 GDP 比重持续抬升



数据来源：Eurostat，东北证券

图 42：德国重要基建企业订单与订单储备明显增长



数据来源：HOCHTIEF、Siemens Energy 公司公告，东北证券

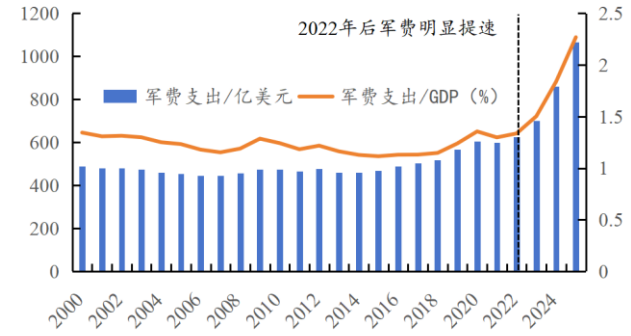
德国安全垫二：国防，财政约束松绑支撑军费扩张，军工订单储备加速增长。

财政规则调整进一步打开国防支出空间。2025 年德国改革“债务刹车”，将超过名义 GDP 1%的国防及部分安全相关支出无期限地排除在债务约束之外；叠加地缘安全压力，德国军费持续扩张，2025 年军费占 GDP 比重已升至约 2.3%；

军费扩张已向企业订单端传导。2025 年莱茵金属、亨索尔特及瑞克订单储备较 2024 年均明显增长，其中莱茵金属由 469 亿欧元升至 638 亿欧元，增幅最为显著，较高的在手订单为后续业绩兑现提供支撑。

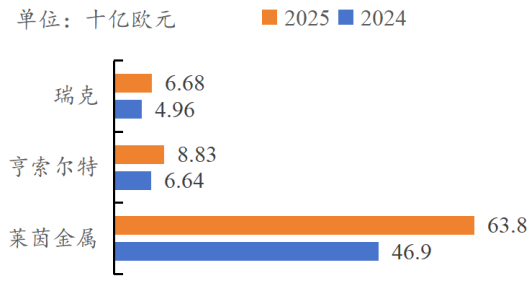
下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：德国军费规模及占 GDP 比重近年快速抬升



数据来源：SIPRI，东北证券

图 44：德国代表性军工企业订单储备明显扩张



数据来源：Rheinmetall、HENSOLDT、RENK 公司公告，东北证券

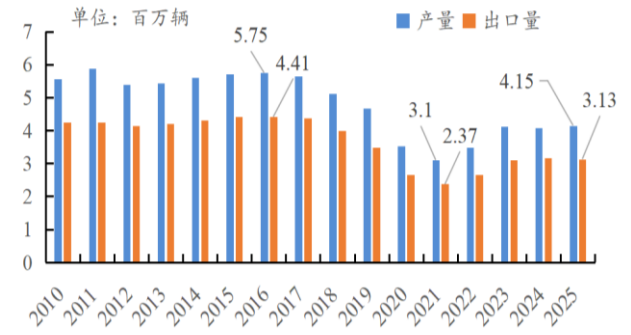
汽车：产销尚未回到历史高位，中国市场占比继续下降。

德国汽车生产与出口仍未恢复至上一轮高位。2010 年代中期，德国乘用车年产量一度接近 580 万辆、出口约 440 万辆；疫情后虽逐步修复，但 2025 年产量和出口分别约 415 万辆和 313 万辆，仍明显低于历史高位。

中国市场对德国头部车企的重要性有所下降。2025 年奔驰、宝马、大众中国销量占全球销量比重分别降至约 30.6%、25.4%、30.0%，较 2024 年分别下降约 3.9、3.8 和 2.4 个百分点，德国车企在华销售普遍承压。

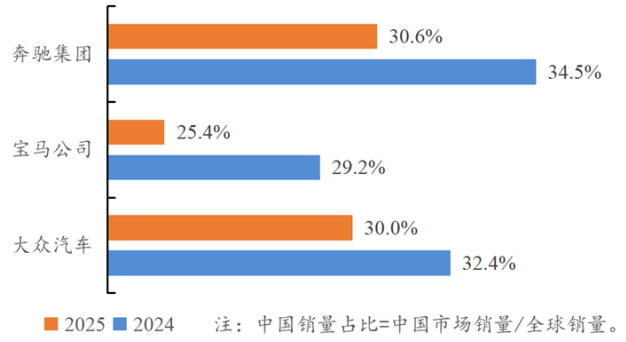
我们认为，在中国汽车行业的冲击下，德国汽车行业恐难以作为安全垫考虑。

图 45：德国乘用车产量与出口仍未恢复至高位



数据来源：VDA，东北证券

图 46：德国头部车企中国销量占比普遍下降



数据来源：Volkswagen Group、BMW Group、Mercedes-Benz Group 公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 法国：基本面整体较弱，关注航空航天与防务龙头

法股复盘：围绕"政治财政、贸易冲击与奢侈品需求"三条主线波动。2025 年初，奢侈品权重股修复推动法股上行；美国关税冲击后，奢侈品板块承压，引发快速回撤。2025 年中期，贸易风险缓和与货币环境转松推动市场修复，但政府信任危机与预算争议反复扰动股债表现，政治与财政风险推升国债风险溢价，银行和奢侈品承压。2025 年四季度至 2026 年初，政治风险阶段性缓和、长端利率回落，推动法股再度走强；2026 年 3 月后，地缘冲突、能源价格上涨及高利率重新压制估值，市场转入高位震荡。此前 2026 年预算迟迟未能通过，财政问题一直是法国资产的重要风险因素；预算僵局缓解后，CAC 重拾升势并创阶段高位，但预算尚未反映至基本面，股价上升目前快于基本面。

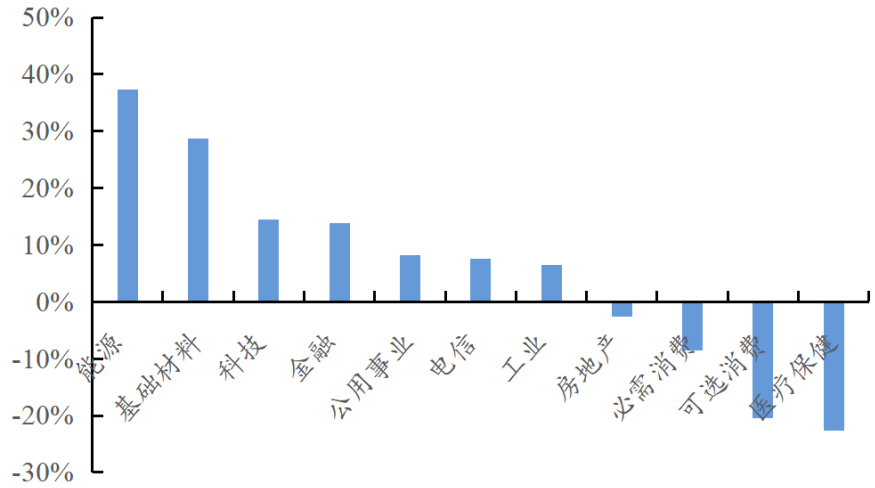
图 47：法国股价及利率表现复盘



数据来源：Euronext，Investing，东北证券绘制

分行业：资源与金融领涨，消费及通信板块表现偏弱。能源、基础材料受资源品价格与周期因素驱动；科技、金融部分龙头基本面改善、估值修复；可选消费受奢侈品需求偏弱拖累；通信、医疗保健基本面催化相对有限，表现落后。

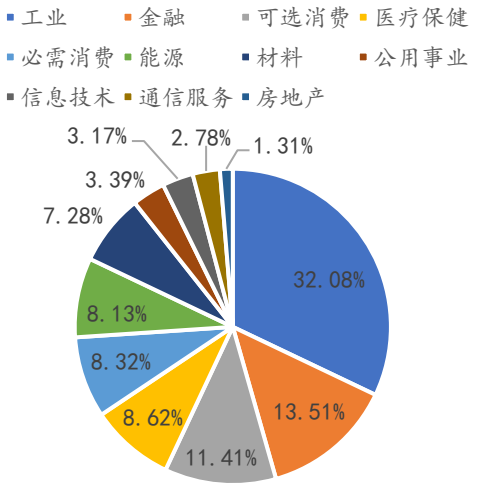
图 48：法国 2026 年至今分行业涨跌幅



数据来源：Euronext，东北证券

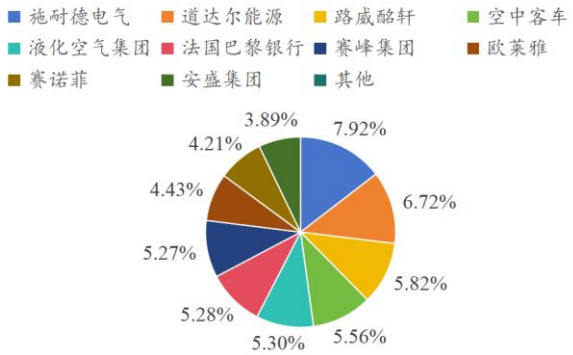
下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：MSCI 法国目前分行业权重



数据来源：MSCI，东北证券

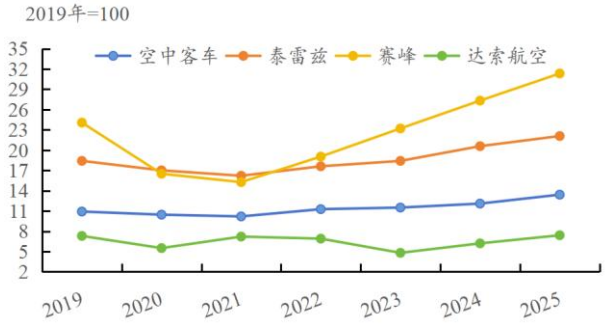
图 50：法国全市场指数前十大成分股权重



数据来源：Euronext，东北证券

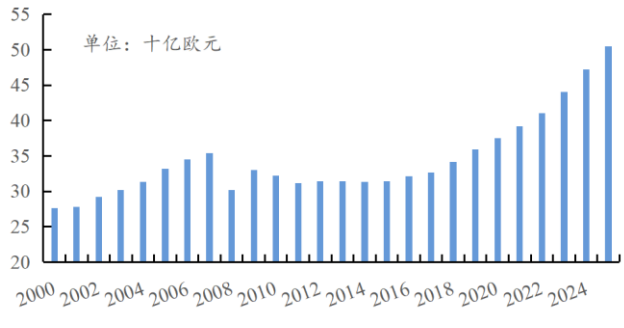
国防：军费持续扩张，但航空航天订单不足。新一轮国防规划延续军费扩张趋势。法国《2024—2030 年军事规划法》计划七年投入约 4133 亿欧元，较上一轮规划明显增加；2025 年国防预算升至约 505 亿欧元。2019 年以来，空客防务与航天业务、Thales、Safran 收入整体上行，达索受交付节奏影响波动较大；国防投入扩张叠加民航需求修复，共同支撑相关企业经营表现。但从市值与基本面的关系来看，当前股价上涨已经快于基本面修复，订单厚度及韧性不足，难以成为指数级别的安全垫。

图 51：法国航空航天与防务龙头收入整体改善



数据来源：Airbus、Thales、Safran、Dassault Aviation 公司公告，东北证券；注：2019=100 意为以当年各公司营收总值为基数，各公司营收指数

图 52：法国国防预算自 2017 年以来持续上升



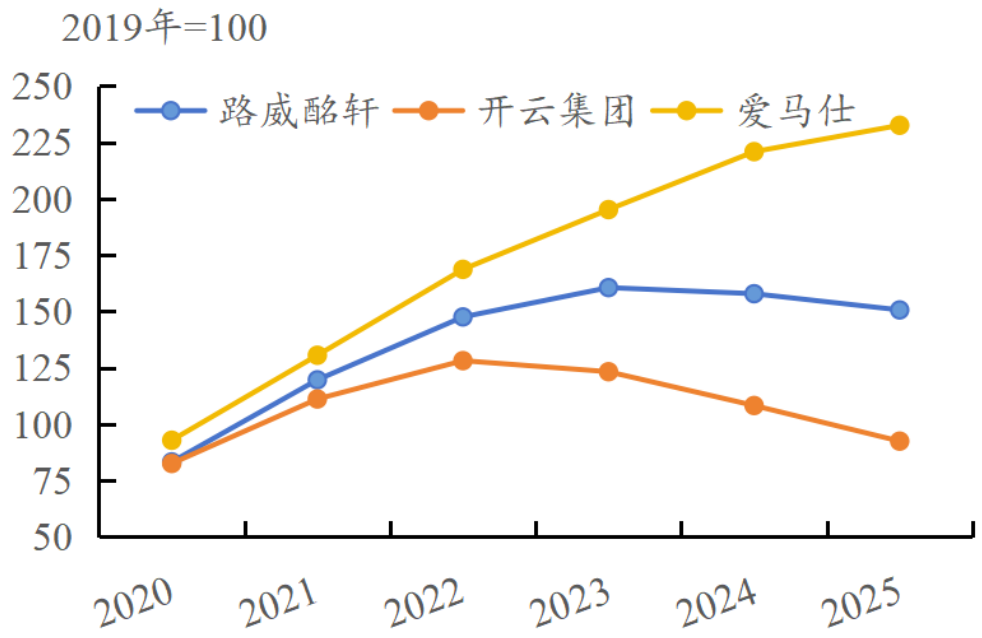
数据来源：法国国防部，东北证券

奢侈品：全球需求增长放缓，龙头表现明显分化。全球奢侈品市场疫后快速修复后增速明显放缓。个人奢侈品市场规模自 2020 年低点快速恢复，2023 年升至阶段高位，2024 年增速转弱；同时区域消费结构持续调整，中国大陆占比自 2021 年高位回落。

高端消费需求放缓背景下，法国奢侈品龙头经营表现明显分化。爱马仕收入持续高增，2025 年较 2019 年已翻倍以上；LVMH 在高位趋于平稳，开云集团则持续承压。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 53：法国奢侈品龙头表现分化



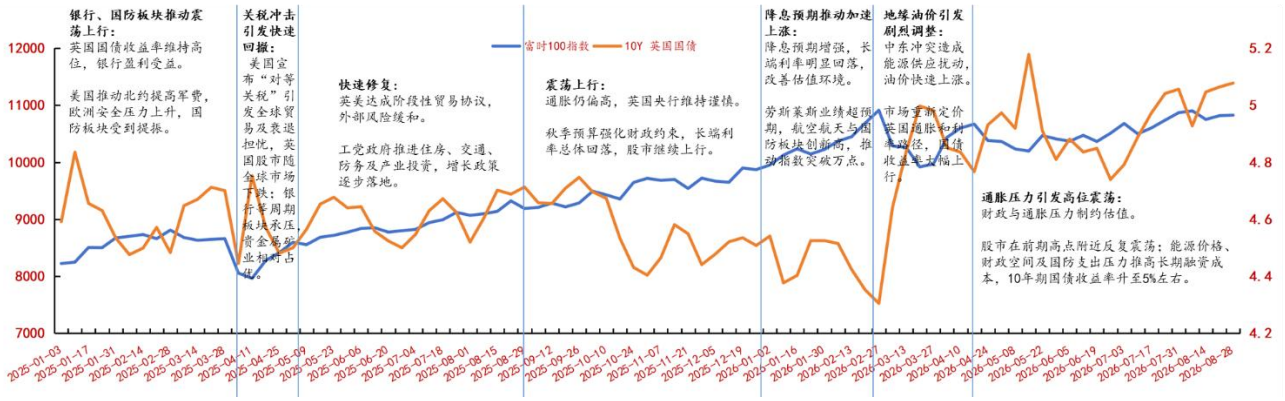
数据来源：LVMH、Kering、Hermès 公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. 英国：银行与能源构成安全垫

英股围绕“增长政策、利率+财政、外部冲击”三条主线波动。2025 年初，高利率环境下银行盈利保持韧性，国防板块受欧洲安全压力提振；4 月美国关税冲击引发快速回撤，此后贸易风险缓和、工党增长政策逐步落地，英股快速修复。2025 年下半年，通胀与财政担忧制约降息空间，住房、交通、防务及产业投资提供政策支撑，英股震荡上行；降息预期增强后长端利率明显回落，劳斯莱斯业绩超预期、航空航天与国防板块创新高，推动指数突破万点。2026 年 3 月后地缘冲突推高油价和通胀预期，国债收益率快速上行，市场转入高位震荡。

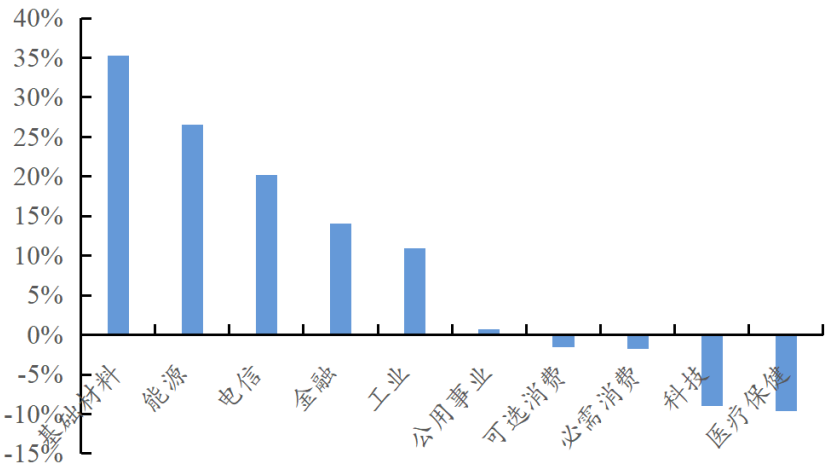
图 54：英国股价及利率表现复盘



数据来源：lseg.com，英格兰银行，东北证券绘制

分行业：资源板块领涨，金融与传统行业主导指数结构。基础材料、能源受地缘因素驱动；金融受高利率支撑银行盈利，且指数权重最高；工业、电信部分龙头基本面改善；科技、医疗保健表现相对落后。英国指数的结构特征是“低 AI 含量、高红利属性”——这决定了它在 AI 叙事走弱环境中的相对防御价值。

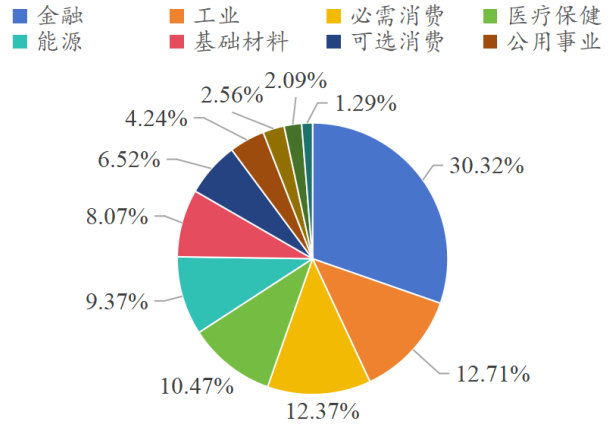
图 55：英国 2026 年至今分行业涨跌幅



数据来源：Investing.com，东北证券

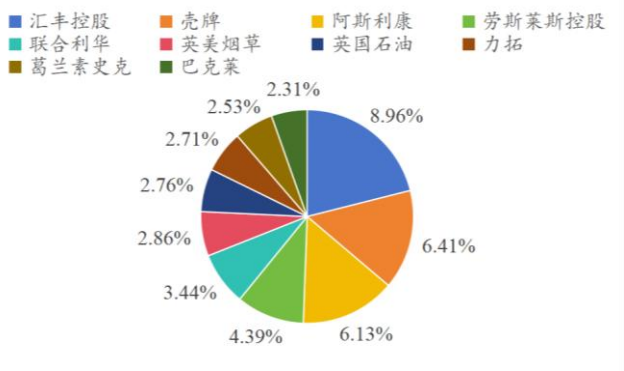
下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：英国分行业权重



数据来源：iShares / BlackRock，东北证券

图 57：英国前十名权重股权重



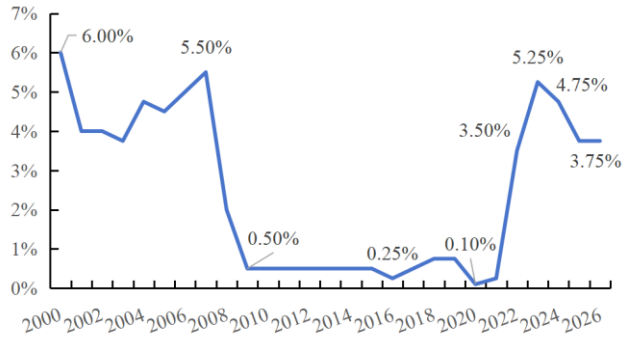
数据来源：FTSE Russell，东北证券

金融：利率中枢仍处高位，主要银行盈利保持韧性。

英国过去长期降息，但利率中枢仍明显高于上一轮低利率时期。政策利率由 2023 年末 5.25%降至目前 3.75%，但仍显著高于 2009—2021 年长期接近零利率的水平，为银行息差及盈利提供一定支撑。

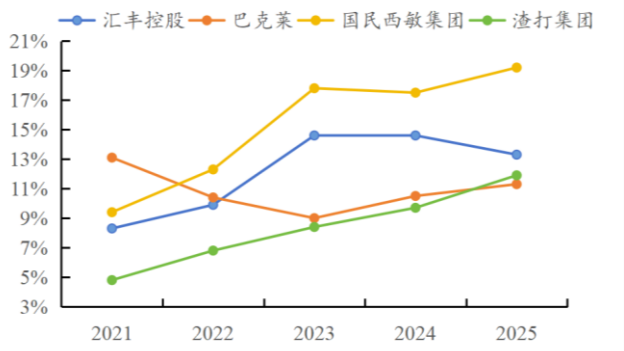
主要银行盈利能力整体维持较高水平。2025 年国民西敏集团、汇丰、渣打、巴克莱 RoTE 分别约 19.2%、13.3%、11.9%和 11.3%；除汇丰较 2024 年有所回落外，其余三家均进一步改善，银行基本面整体保持韧性。

图 58：英国央行政策利率



数据来源：英格兰银行，东北证券

图 59：英国主要银行有形股本回报率



数据来源：HSBC、Barclays、NatWest Group、Standard Chartered 公司公告，东北证券

能源：油价周期主导盈利，龙头现金流随资源价格明显波动。

英国能源龙头盈利对国际油价具有较强敏感性。Brent 年均油价在 2016 年降至约 44 美元/桶后，于 2022 年升至约 101 美元/桶高位；壳牌和英国石油经营现金流亦在 2022 年分别升至 684 亿和 409 亿美元，呈现明显的油价周期特征。油价回落后，企业现金流同步降温但仍高于上一轮周期低位：2025 年 Brent 年均油价降至约 69 美元/桶，壳牌、英国石油经营现金流分别回落至 429 亿和 245 亿美元。**油价受事件推动上行时，能源龙头具有较明显的基本面弹性——在当前地缘冲突频发的环境中，这是英股下跌时的重要缓冲。**

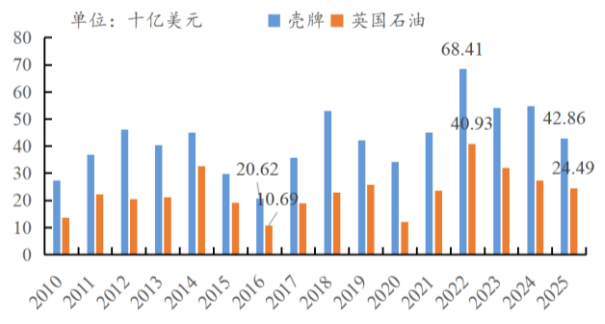
下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：Brent 油价呈现明显的周期性波动



数据来源：EIA，东北证券

图 61：壳牌、英国石油经营现金流随油价周期波动



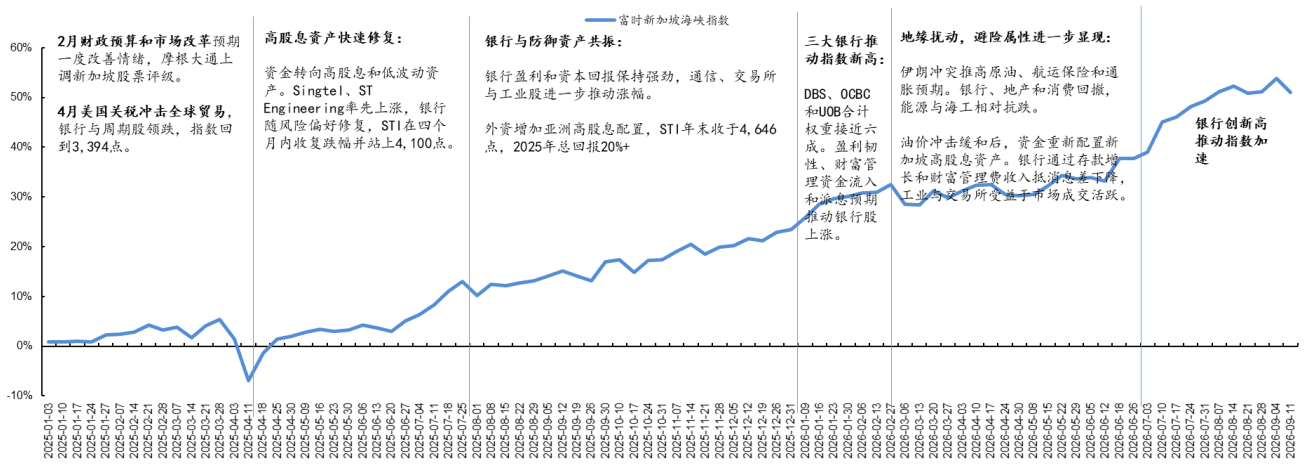
数据来源：Shell、BP 公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 新加坡：较低权重受益 AI，银行成为避险首选

新加坡股市复盘：高股息与银行重估推动上行，中东油价冲击造成阶段回撤。2025 年关税冲击后，资金持续转向新加坡高股息资产。2026 年银行盈利和财富管理收入推动指数突破 5,000 点，但能源与航运成本使高位波动放大。新加坡的市场特征是“低 AI 权重+高金融权重”：它既受益于 AI 数据中心建设的外溢，又不依赖 AI 叙事维续估值——这使其与德国一同成为资金的避险选择。

图 62：新加坡 2025 年至今股价表现复盘

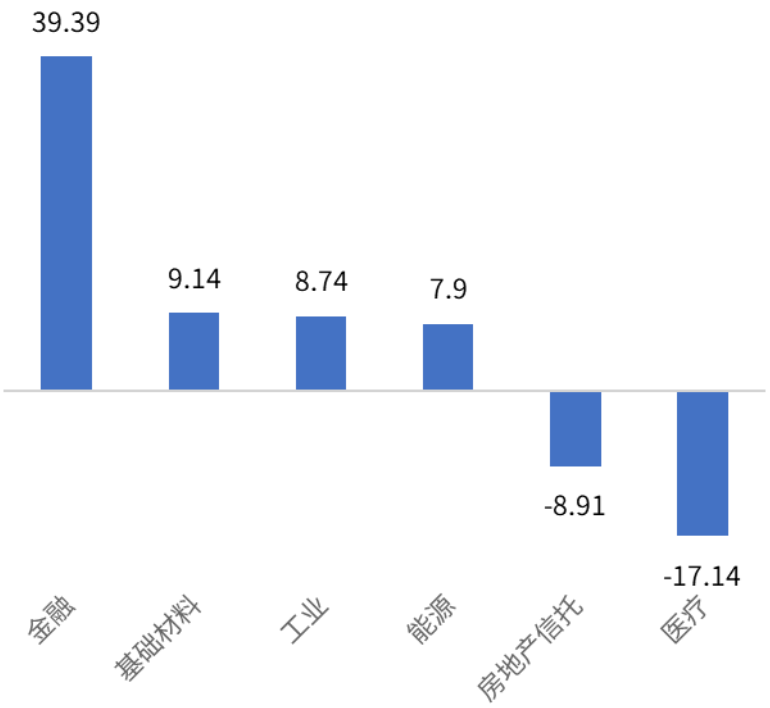


数据来源：Wind，东北证券

分行业：银行为绝对领导行业。金融行业年初至今上涨 39.4%，三大银行合计占 STI 的 57.8%，是指数上涨的主要来源。工业、基础材料和能源上涨约 8%至 9%，受国防、港口、海工和油价支撑。REIT 下跌 8.9%，医疗下跌 17.1%——利率和盈利压力使高股息防御资产内部出现明显分化：同为防御属性，银行因息差与财富管理收入改善而重估，REIT 与医疗则因利率敏感与盈利压力被抛售。

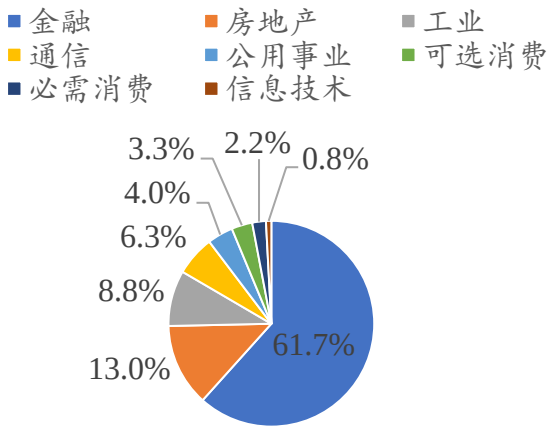
下载日志已记录，仅供内部参考

图 63：新加坡 2026 年分行业涨跌幅（%）



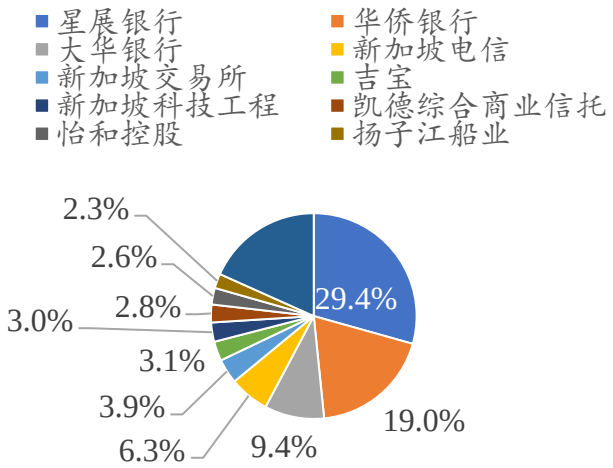
数据来源：tradingview，东北证券

图 64：STI 当前行业权重



数据来源：FTSE，东北证券

图 65：STI 前十大权重股



数据来源：FTSE，tradingview，东北证券

AI 数据中心：权重较低，政策新增容量与大型资本投入同步推进。新加坡的 AI 敞口主要通过数据中心基础设施实现：2024 年绿色数据中心路线图新增至少 300MW 容量；Jurong Island 园区规划最高 700MW（20 公顷，结合低碳能源与储能）；STT GDC 新加坡运营 6 座数据中心、超过 110MW，2026 年再获批 50MW 容量；Singtel 旗下 Nxera Tuas 单体 58MW、计划 2026 年运营（绿色贷款 6.43 亿新元）；AWS 计划 2024—2028 年新增投入 120 亿新元（叠加此前 115 亿新元）；Google 累计投资 50

下载日志已记录，仅供内部参考

亿美元。本地土地和电力约束促使低延迟容量向 Batam 与 Johor 外溢（DayOne Batam 72MW、融资约 4.11 亿美元）。

图 66：新加坡 AI 布局

近期容量规划	Jurong Island园区	STT GDC新加坡	Nxera Tuas	AWS计划投入
至少300MW	最高700MW	6座 / 超过110MW	58MW	超过230亿新元
2024年绿色数据中心路线图	20公顷，结合低碳能源与储能	2026年再获批50MW容量	计划2026年运营，绿色贷款6.43亿新元	截至2028年累计计划投入

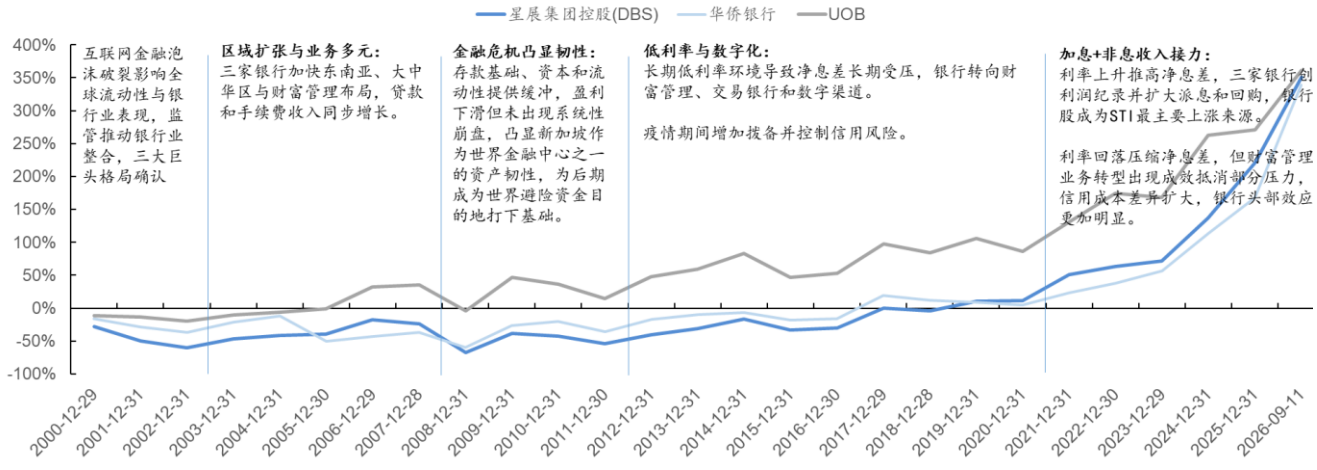
主要投资数据

主体	容量或投资	布局说明
AWS	2024—2028年新增120亿新元	叠加此前115亿新元，云与AI基础设施持续扩容
Google	累计投资50亿美元	覆盖数据中心和云区域基础设施
STT GDC	新增50MW；控制权交易66亿新元	集团设计容量约2.3GW，隐含企业价值138亿新元
Singtel Nxera	Tuas单体58MW；绿色贷款6.43亿新元	新加坡本地高密度AI负载的重要新增项目
DayOne Batam	72MW；融资约4.11亿美元	本地土地和电力约束促使低延迟容量向Batam与Johor外溢

数据来源：IMDA、EDB、Reuters、STT GDC，东北证券；容量含已运营、在建或规划项目

银行：长期安全垫，财富管理打开增长空间。息差方面，政策利率回落使贷款收益率下降，2026 年 NIM 仍是主要拖累；财富管理方面，亚洲资金流入推动 AUM 与管理费收入增长，成为第二增长极。新加坡银行业的安全垫属性来自三点：一是盈利能力与高股息提供的估值底；二是区域财富管理中心的结构性成长；三是在区域动荡中的避险资金承接地位。

图 67：新加坡银行业复盘



数据来源：Wind，路透社等，东北证券

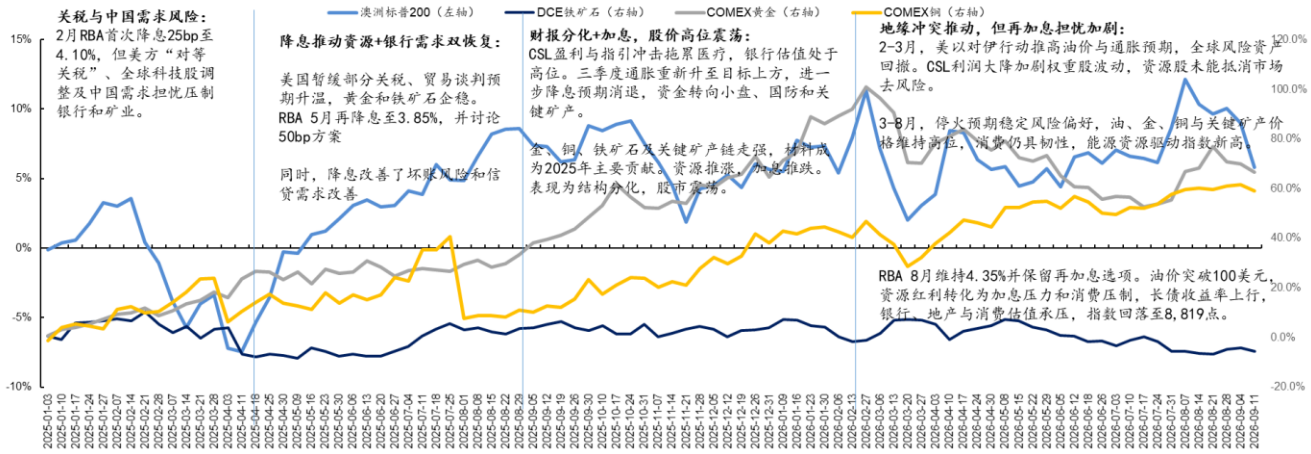
下载日志已记录，仅供内部参考

5. 资源周期：澳加受益资源周期，持续性取决于地缘政治

5.1. 澳大利亚：降息周期结束，资源推动上涨

2025 年 ASX 200 价格上涨主要由银行与材料贡献；2026 年资源继续托底，但政策从降息转为加息，波动明显放大。分结构看：资源与工业链是 2026 年主要上涨来源；金融是最大权重，但从贡献项转为波动源——当前澳大利亚信贷需求并未过热，加息相比于净息差改善更倾向于抑制需求；医疗与科技盈利和估值同时下修；消费与地产与利率强相关。澳大利亚受益于黄金及能源周期，但其资源行情的价格上涨快于基本面改善。

图 68：澳大利亚股市行情与大宗价格复盘



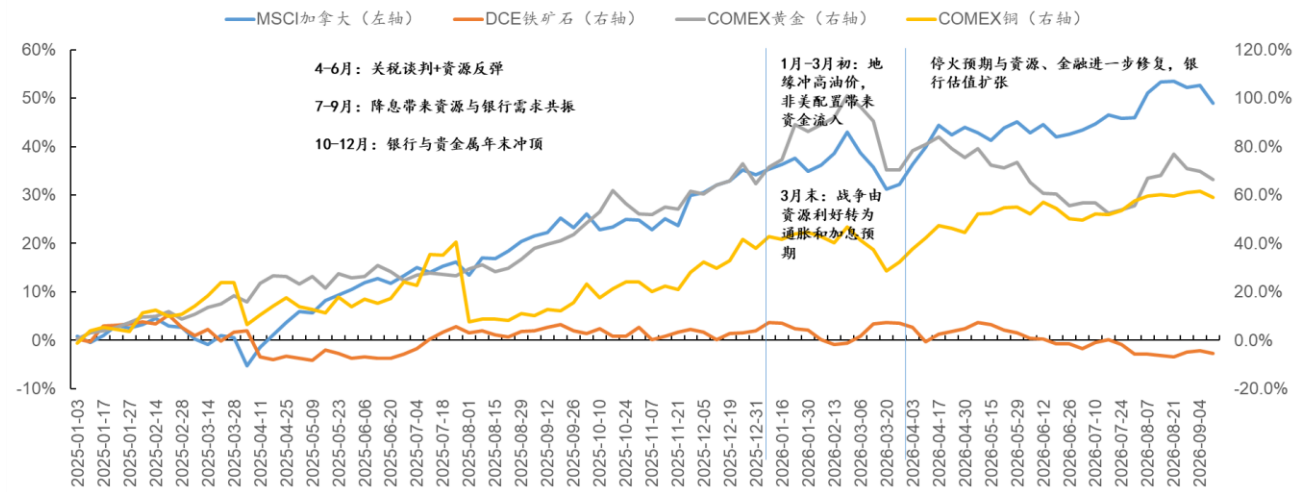
数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2. 加拿大：银行与资源共同驱动，中东冲突带来定价切换

2025 年 TSX 上涨 28.25%，金融与贵金属共同贡献；2026 年先受益于油价和非美配置，随后在战争、通胀与贸易风险之间高位震荡。分行业来看：金融盈利稳定；能源盈利提升；黄金、铜、铀构成第二条资源主线；科技工业提供增量，但不作为主线。

图 69：加拿大股市与大宗行情复盘



数据来源：Wind，东北证券

总而言之，澳加两国的共同点是资源驱动、金融压舱；区别在于资源品种结构（澳大利亚偏黄金与能源、加拿大偏贵金属与铀铜）与货币政策取向（澳大利亚已转向加息）。两国资源周期的持续性均取决于地缘政治——中东局势决定油价，全球避险需求决定金价，AI 电力建设决定铜铀需求。我们认为，当前地缘冲突尚未表现出明显的降温趋势，市场对澳大利亚加息解读较为分化，而从历史经验看，加拿大可以承担一部分美国的第一批避险资金，因此二者的银行+能源股将共同兜底成为安全垫，但澳大利亚相较而言能源周期属性更强。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 安全垫测算：新加坡、德国最安全，美日韩风险较大

安全垫测算回答的问题是：如果 AI 叙事走弱（以 2027 年一季度悲观情绪集中爆发为假设），各国指数的中性安全线在哪里？测算遵循四条标准：

- 标准一：因 AI 链暴涨的，回归至 2022 年 9 月行情启动前水平。即剥离 AI 行情带来的全部估值与盈利溢价。AI 链公司定义即处于本文所述的 AI 产业链，包括 AI 软件、AI 硬件、上游半导体设备及其他机械设备、金融支持及金融受益企业等。
- 标准二：非 AI 链因 AI 链估值提升的，参考基本面情况回归到往年平均估值水平。即剔除"AI 扩散"带来的估值外溢。
- 标准三：如果当前估值与基本面已处于合理区间，给予流动性收缩带来 10%—20%跌幅，具体取决于是否为红利/避险属性——红利与避险属性越强，跌幅取下限。
- 标准四：德国财政扩张，给予基本面乐观预期。财政订单向盈利的传导可视同基本面的结构性上修。

测算方法论：安全线的表达公式如下。

表 1：安全线测算公式

中性安全线（指数点位）：	$S(i) = w_{AI}(i) \cdot P_{AI}(i, 2022\text{-}09) + w_{nonAI}(i) \cdot P_{nonAI}^{fair}(i)$
非 AI 链公允价值（估值均值回归）：	$P_{nonAI}^{fair}(i) = P_{nonAI}(i) \cdot [\ Net\ Profit_{curr}(i) / EV_{curr}(i)\ ]$
流动性冲击调整（估值合理市场）：	$S'(i) = S(i) \cdot (1 - \delta(i)),\ \delta(i) \in [10\%, 20\%]$
安全垫厚度（相对 2026/6/30）：	$Cushion(i) = S'(i) / P(i, 2026\text{-}06\text{-}30) - 1$

数据来源：东北证券

测算结果：

- 第一梯队：德国（-7%）、新加坡（-7%）。德国靠财政扩张的基本面上修对冲 AI 缺口，新加坡靠银行高股息与财富管理现金流；两者均有望成为 AI 走弱环境中的资金避险选择。
- 第二梯队：英国（-16%）、澳大利亚（-21%）、加拿大（-16%）。银行+能源/资源的组合提供现金流底，但资源价格的地缘敏感性使保护存在条件，其中英国、加拿大红利属性更强。
- 第三梯队：美国（-34%）、日本（-37%）。AI 链核心市场，回撤可能较大；但美国有国防、能源、医疗、金融四大安全垫，日本有出海托底。
- 第四梯队：韩国（-44%）。双龙头集中度最高、对冲板块权重最小，AI 风险集中暴露。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：安全垫测算结果

	中性安全线	相比 2026/6/30 跌幅	类型	备注
美国	4938.1	-34%	科技	AI 链核心
韩国	1655.2	-44%	科技	AI 链核心
日本	45601.2	-37%	科技	AI 链核心
法国	7063.3	-25%	红利	多行业无基本面改善
德国	1977.4	-7%	周期	财政扩张
英国	8803.0	-16%	红利	银行+能源，银行驱动
加拿大	29452.8	-16%	周期	能源+黄金，部分 AI
澳大利亚	6970.1	-21%	周期	银行+能源，能源与材料驱动
新加坡	4803.84	-7%	红利+科技	银行+AI

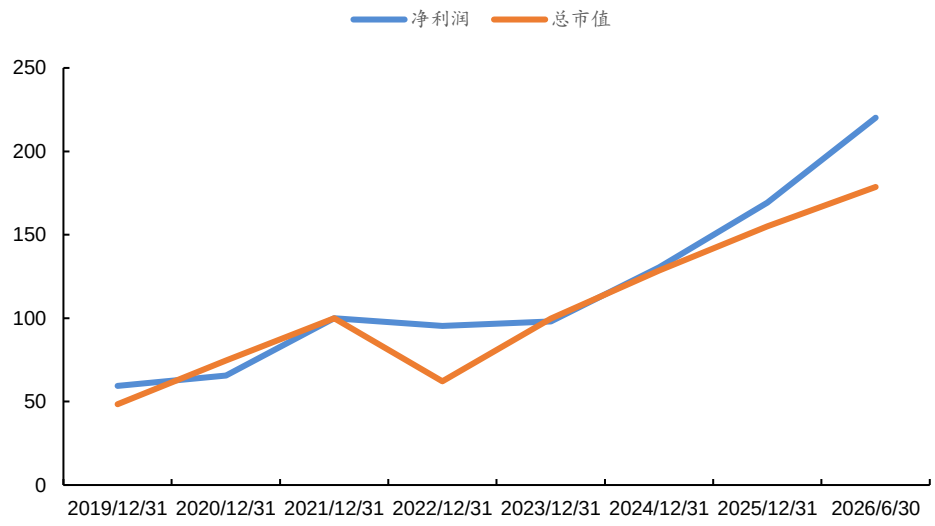
数据来源：Wind，东北证券测算

下载日志已记录，仅供内部参考

下附部分国家自编制指数结果，分别以 2021 年 12 月 31 日为基期，编制市值指数与净利润 TTM 指数，基期值为 100，部分国家 2021 年 12 月 31 日的净利润 TTM 绝对值过低或为负，采取 2022 年 12 月 31 日为基期，不影响测算结果。

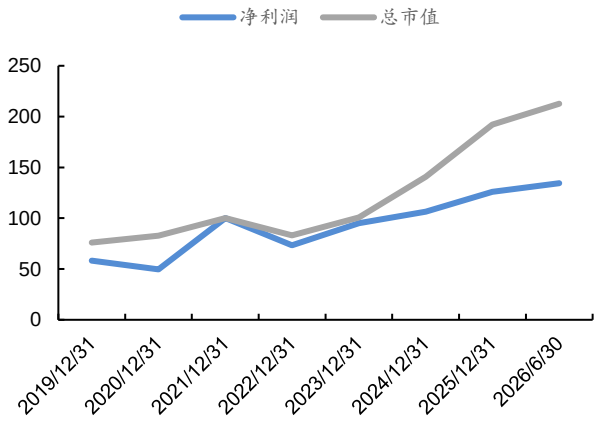
美国：

图 70：美国 AI 链公司净利润及总市值指数



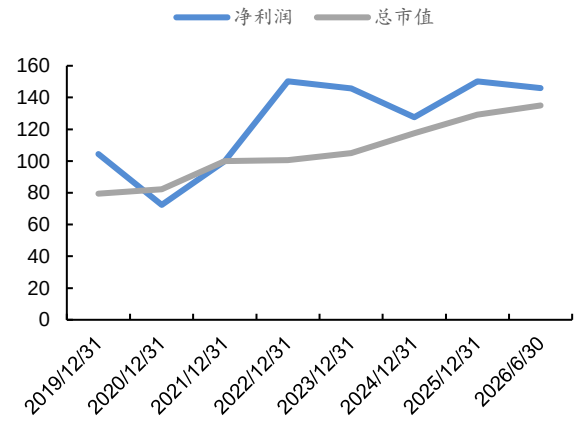
数据来源：Wind，东北证券

图 71：美国安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 72：美国其他公司净利润及总市值指数

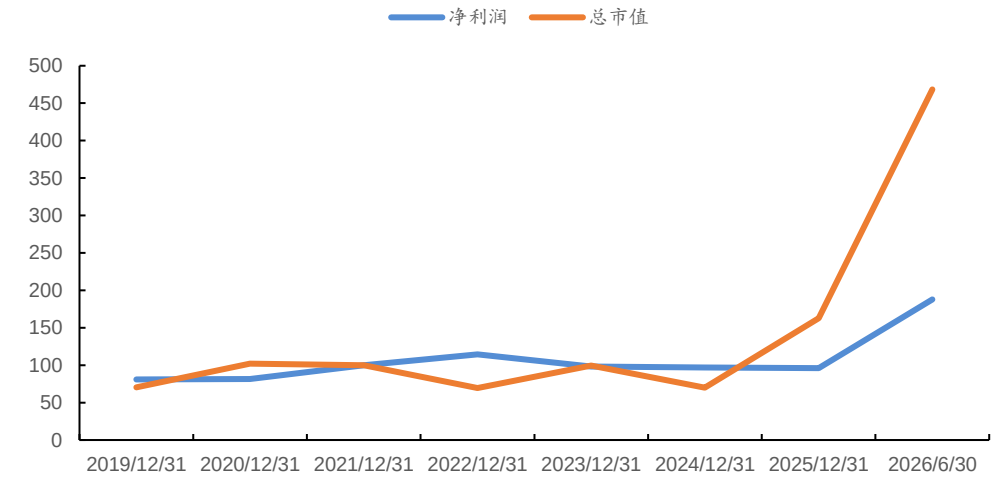


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

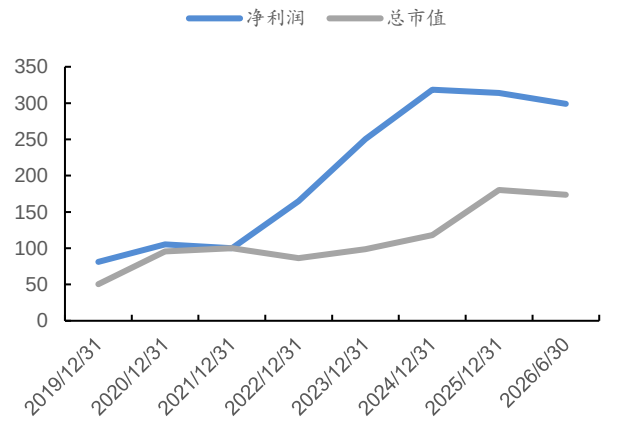
韩国：

图 73：韩国 AI 链公司净利润及总市值指数



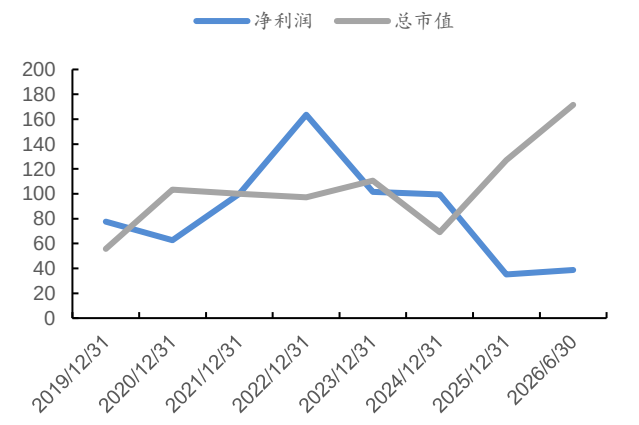
数据来源：Wind，东北证券

图 74：韩国安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 75：韩国其他公司净利润及总市值指数



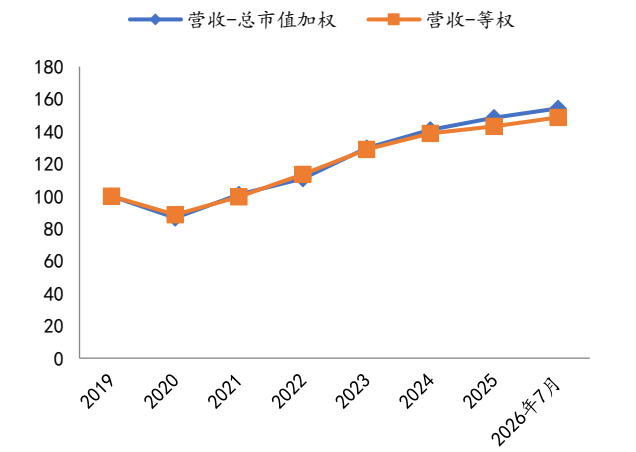
数据来源：Wind，东北证券



下载日志已记录，仅供内部参考

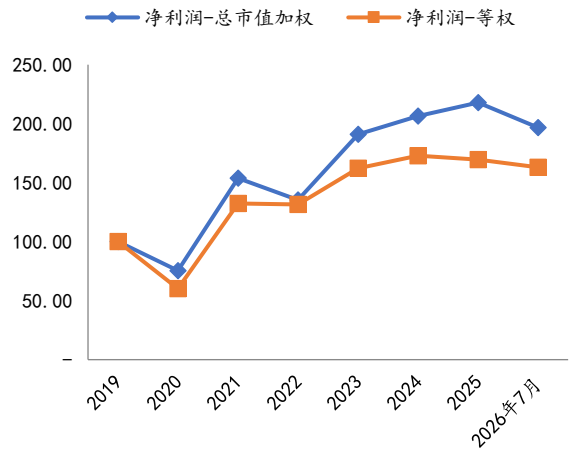
日本：参考过往深度报告《日经的未来：弹性靠 AI，兜底靠出海》第三章测算

图 76：日本出海营收指数



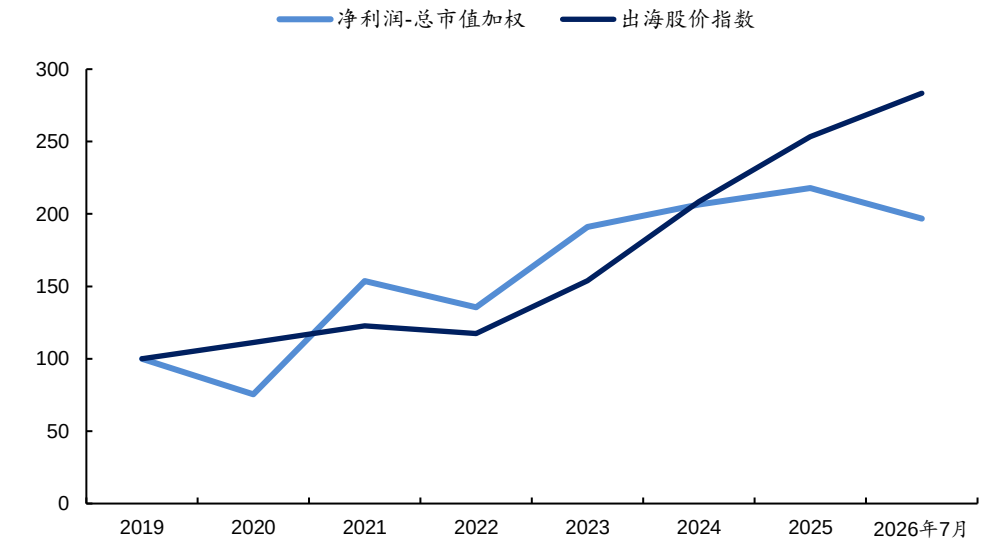
数据来源：Wind，东北证券

图 77：日本出海净利润指数



数据来源：Wind，东北证券

图 78：2026 年前出海指数市值与净利润走势趋同

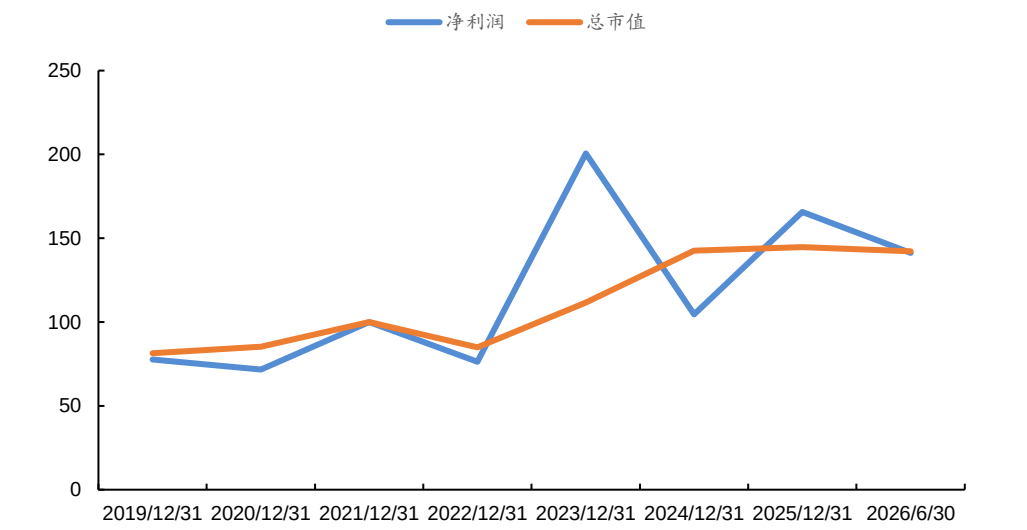


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

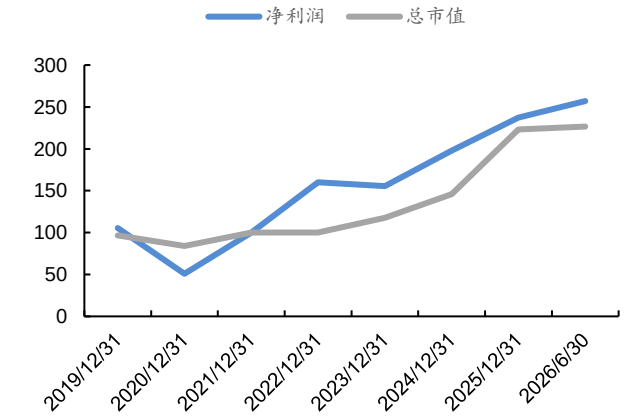
德国：

图 79：德国 AI 链公司净利润及总市值指数



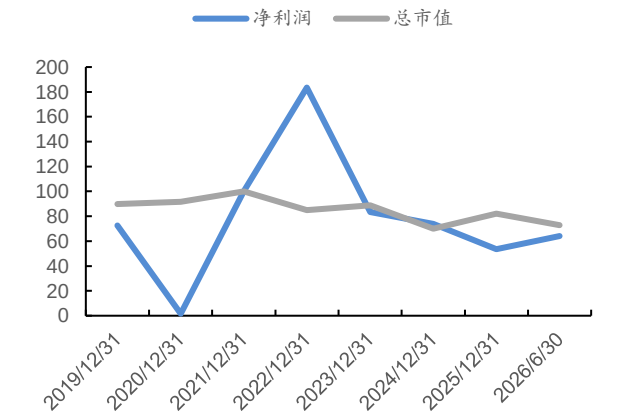
数据来源：Wind，东北证券

图 80：德国安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 81：德国其他公司净利润及总市值指数

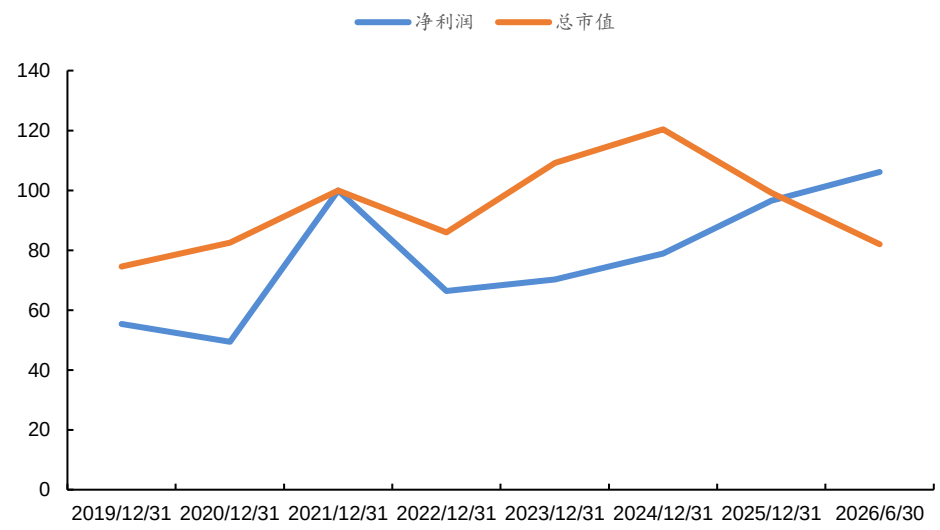


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

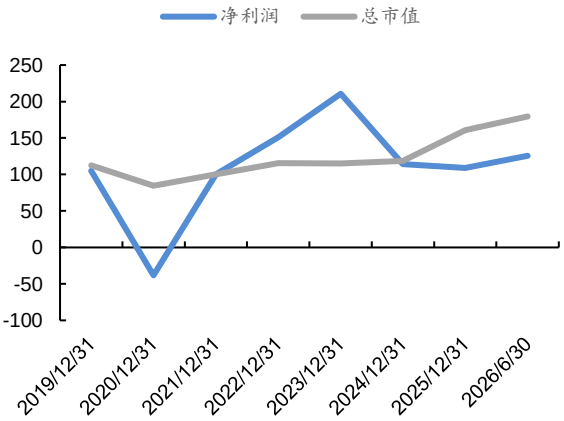
英国：

图 82：英国 AI 链公司净利润及总市值指数



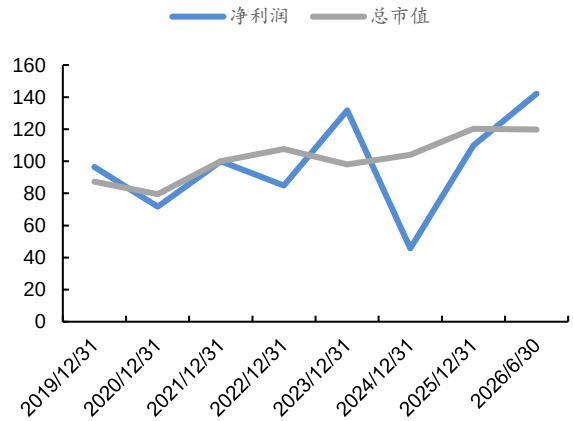
数据来源：Wind，东北证券

图 83：英国安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 84：英国其他公司净利润及总市值指数

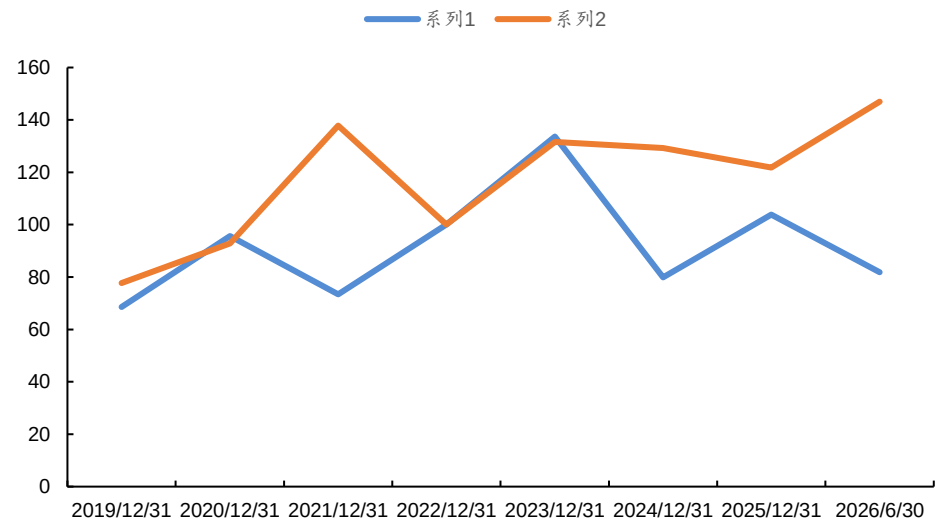


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

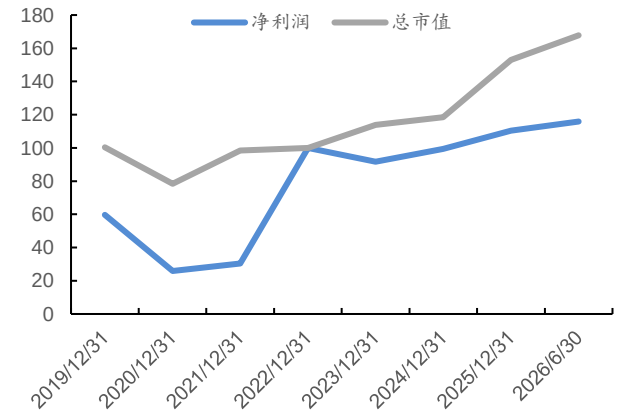
法国：

图 85：法国 AI 链公司净利润及总市值指数



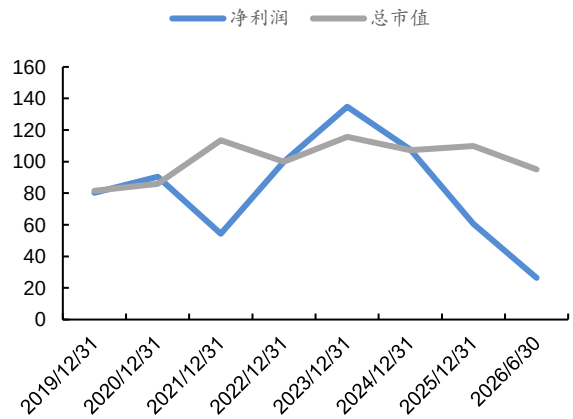
数据来源：Wind，东北证券

图 86：法国核心制造业公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 87：法国其他公司净利润及总市值指数

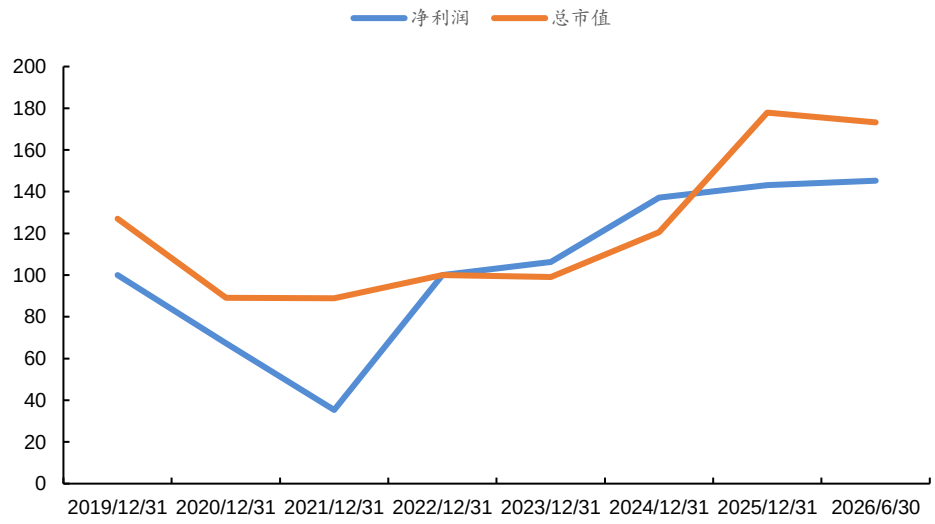


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

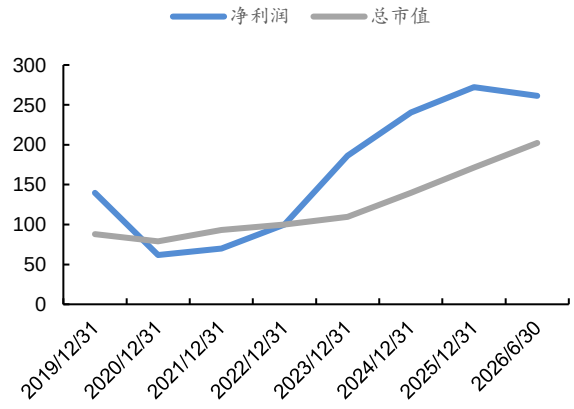
新加坡：

图 88：新加坡 AI 链公司净利润及总市值指数



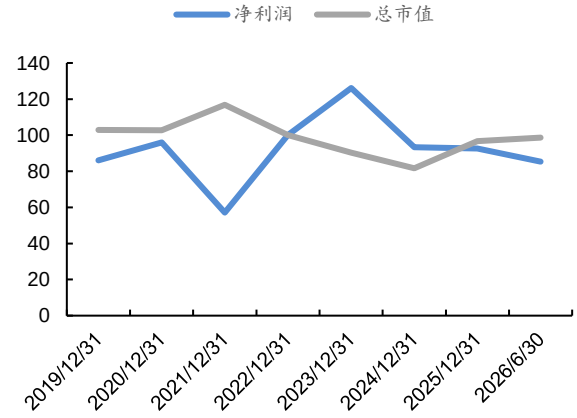
数据来源：Wind，东北证券

图 89：新加坡安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 90：新加坡其他公司净利润及总市值指数

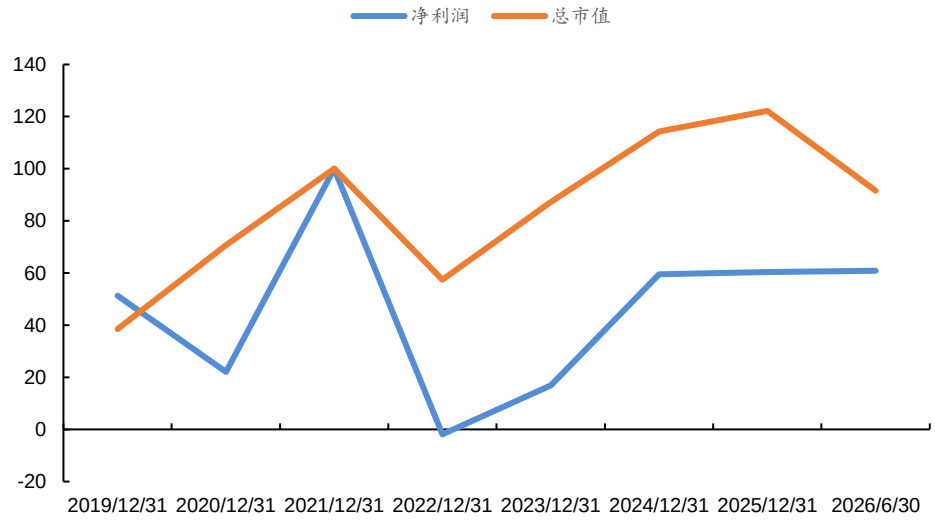


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

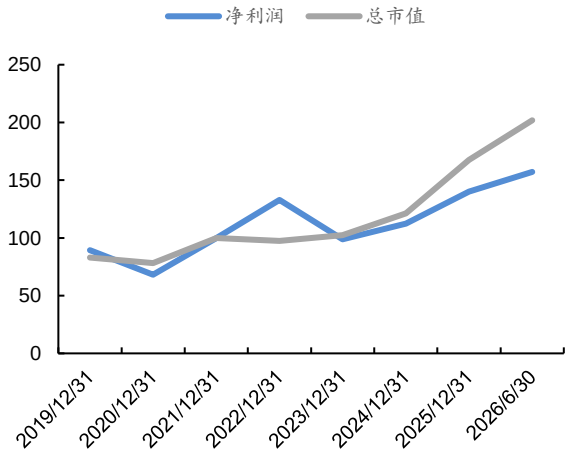
加拿大：

图 91：加拿大 AI 链公司净利润及总市值指数



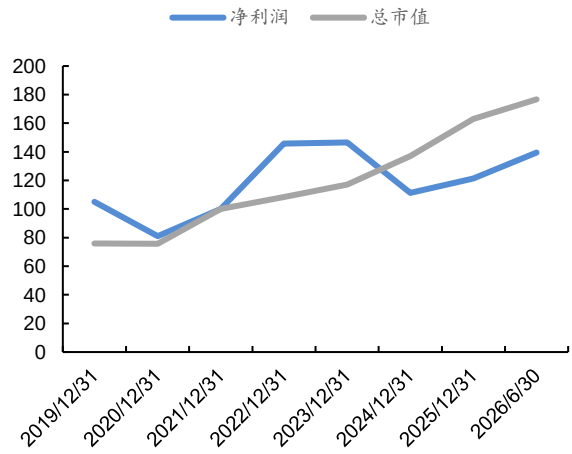
数据来源：Wind，东北证券

图 92：加拿大安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 93：加拿大其他公司净利润及总市值指数

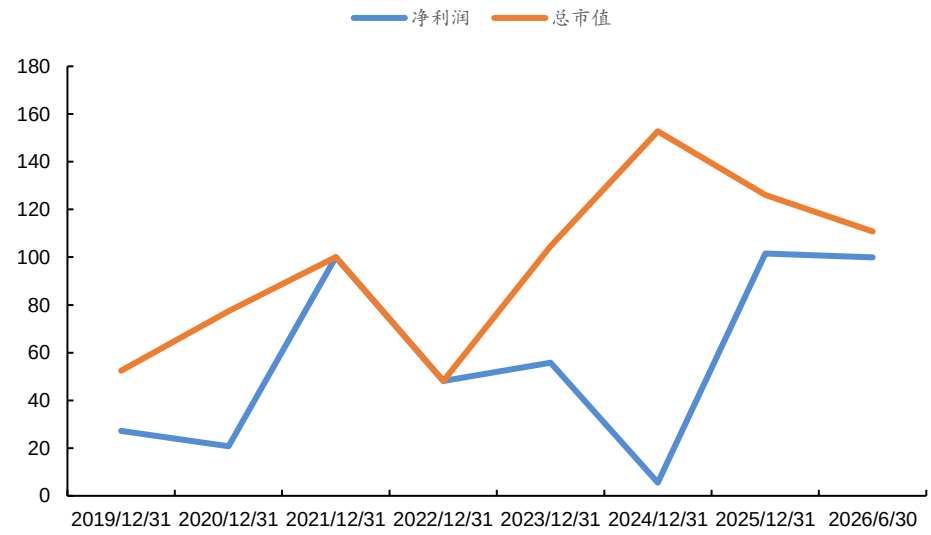


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

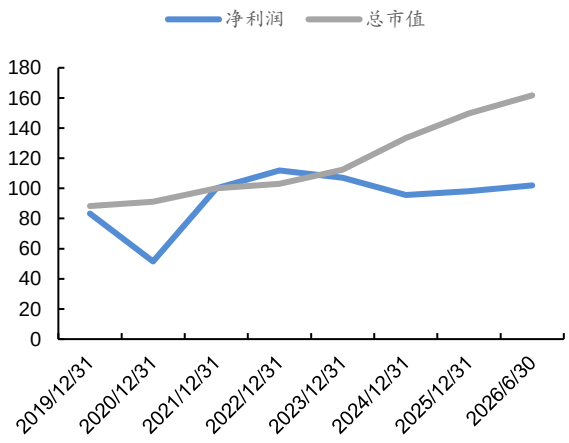
澳大利亚：

图 94：澳大利亚 AI 链公司净利润及总市值指数



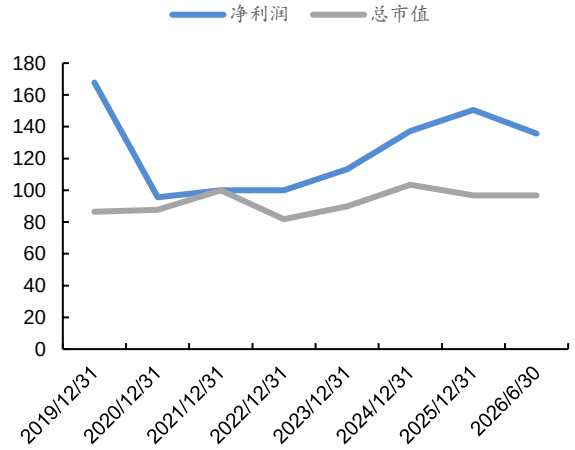
数据来源：Wind，东北证券

图 95：澳大利亚安全垫公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

图 96：澳大利亚其他公司净利润及总市值指数



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

7. 风险提示

宏观经济超预期变化；
地缘政治超预期变化；

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

杨旭：南开大学金融硕士，东南大学经济学学士，2021 年加入东北证券。

郭思源 ：复旦大学金融学硕士，复旦大学历史学学士，专业方向日本史。2025 年 7 月加入东北证券，现任海外经济组研究助理，主要覆盖日本国别研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

