国泰君安期货
GUOTAI JUNAN FUTURES

2026 年 6 月 30 日

坚守主线，结构致胜

---中美权益市场 2026 半年度策略展望

戴璐　　投资咨询从业资格号：Z0021475　　dailu026543@gtjas.com

联系人 杨藤

报告导读：

投资展望：

展望下半年，对于中美权益资产的整体基调研判：(1)方向上：建议轻指数而重结构，继续坚守 K 型上端的科技主线资产，更多依靠结构致胜；（2）节奏上：建议重趋势而轻节奏，尤其对资金共识度高的核心资产（费城半导体/创业板指），若宏观/产业/资金面边际扰动引发阶段性调整，AI 产业趋势未见景气拐点的基准下，调整后即是 BUY THE DIP 的思路，淡化择时的节奏。

美股：（1）美股 AI 板块弹性大于非 AI 板块，具备高股息、低波动、高价值特征的板块可阶段性对冲科技下跌风险（必选消费、公用事业、金融）；（2）AI 科技板块内部维持“缩圈”的结构：AI 基建>HYPERSCALER>软件，AI 基建板块继续推荐存储&光通信&CPU&半导体设备等 AI 硬件制造链条+AI 电力链条。

中资股：（1）中资股 AI 板块弹性大于非 AI 板块，同样是具备高股息、低波动、高价值特征的板块可阶段性对冲科技下跌风险（必选消费、公用事业、银行）；（2）AI 科技板块维持“缩圈”的结构：AI 基建（硬件/北美缺电链）>HYPERSCALER>软件，基于此，维持 A 股优于港股的观点，A 股“AI 基建含量更重”而港股“软件含量更重”，AI 基建板块继续推荐（光通信/AI 材料/半导体设备/国产芯片/发电电网设备），其中 AI 外需链（创业板/光通信）业绩确定性最强&资金共识度最高，适合作为底仓长期配置；而 AI 内需国产算力链（科创板/国产芯片）相对更依赖市场风偏和产业突破的催化，可以适当择时作为进攻仓位（上涨获取弹性）或对冲仓位（下跌抵抗风险）。

目录

1. 2026H1 全球权益资产行情回顾：极致的“K 型分化”成为全球性主题 3

1.1 年报中三大核心预判基本得到验证 3
1.1.1 估值扩张空间有限，盈利扩张成为主导 3
1.1.2 AI VS 与非 AI 资产的 K 型分化延续，坚守科技主线而非寻求低位轮动 4
1.1.3 AI 科技板块内部 K 型分化延续，从 AI 泡沫论到 AI 末日论，市场锚定确定性溢价 5
1.2 新投资范式，很多传统的经验被打破 6
1.2.1 宏观周期的脱敏，产业叙事的主导 6
1.2.2 AI 支撑稀缺高增长，K 型结构下权益集中度阈值抬升常态化 7

2. 2026H2 美股展望：流动性扰动放大市场颠簸，AI 产业趋势决定市场方向 10

2.1 分子端：K 型增长结构延续，多头策略建议更多锚定 AI 产业主线而非宏观周期动能 10
2.1.1 宏观：展望下半年，美国经济增速总量维持韧性 10
2.1.2 中观：AI 产业趋势最终决定市场方向，当前 AI 行情走到哪一步了？ 11
2.2 分母端：宏观利率的风险相对“易解”，微观流动性强绑定“AI 景气度”，扰动或更大 19
2.2.1 宏观利率：地缘整体降级，利率抬升-融资受阻-缩减 Capex 的情景不是基础假设 19
2.2.2 微观流动性：下半年，美股面临“融资需求爆发”而“回购能力减弱”的双重考验 21

3. 2026H2 中资股展望：结构制胜，坚守主线资产 26

3.1 分子端：K 型增长延续，内需修复仍然是慢变量，AI 产业趋势更多锚定中美映射 26
3.2 分母端：A 股流动性环境相对充裕，港股或面临流动性逆风扰动 31

4. 2026H2 中美权益资产投资结论与配置思路 33

4.1 美股：K 型结构延续但有望收敛，把握科技缩圈，结构重于指数和节奏 33
4.2 中资股：K 型结构延续，坚守主线而非低位轮动，结构重于指数与节奏 40

（正文）

1. 2026H1 全球权益资产行情回顾：极致的“K 型分化”成为全球性主题

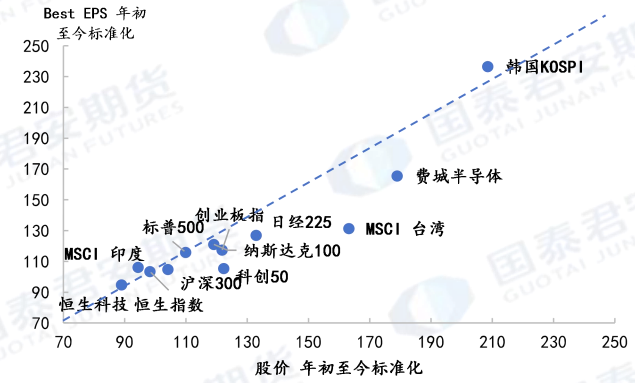
1.1 年报中三大核心预判基本得到验证

1.1.1 估值扩张空间有限，盈利扩张成为主导

去年 12 月，我们在年报《境外权益（港美股）2026 年度策略展望》中提示：展望 2026 年，中美权益市场估值扩张空间有限，盈利扩张将成为主导。一方面是中美估值均已行至偏贵水平；另一方面是 AI 泡沫论的担忧可能会抑制估值显著扩张。

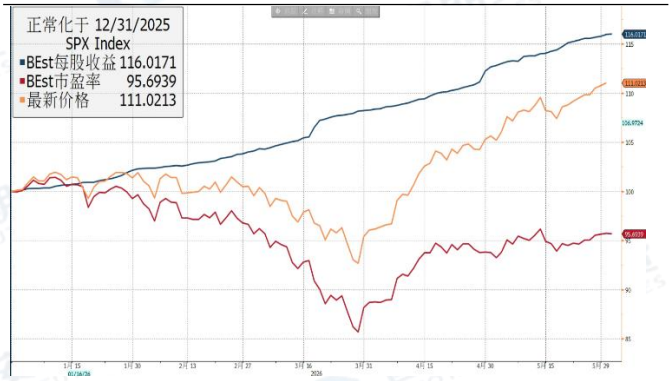
年初至今，AI 泡沫论&颠覆论叙事的转变叠加美伊地缘局势限制了全球权益市场估值空间的显著扩张，盈利扩张主导全球股指的涨幅。

图 1：年初至今，盈利扩张主导全球股指的涨幅



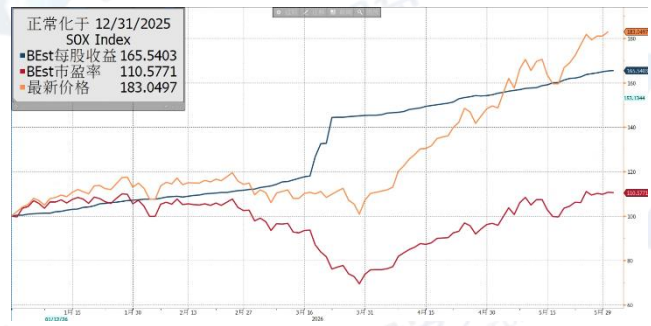
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 2：年初至今，标普 500 上涨主要由 EPS 增长驱动



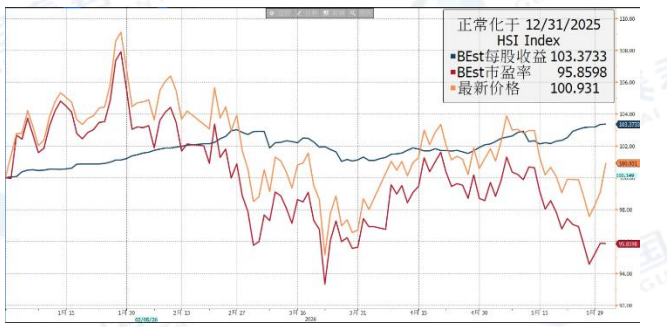
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 3：年初至今，费城半导体上涨主要由 EPS 增长驱动



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 4：年初至今，恒生指数相对落后的表现基于盈利动能的疲软



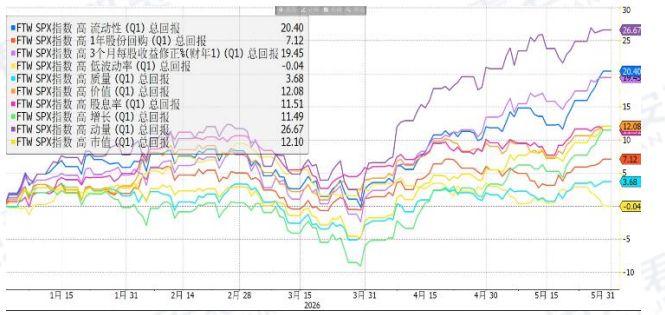
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

1.1.2 AI VS 与非 AI 资产的 K 型分化延续，坚守科技主线而非寻求低位轮动

去年 12 月，我们在年报提示：后疫情时代，AI 科技革命成为全球经济结构中的爆发点，展望 2026 年，K 型分化的格局有望延续。

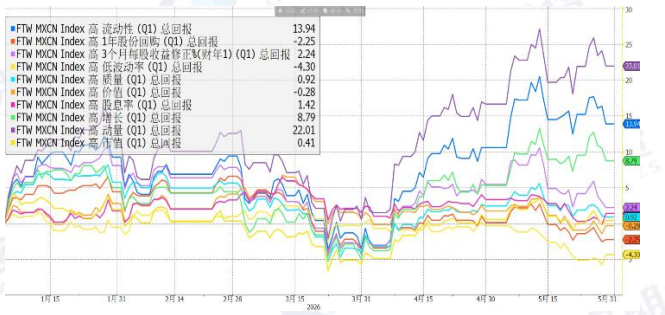
年初至今，中美 AI 资产与传统非 AI 资产均呈现极致的分化，美国更多是受到通胀&利率上行的拖累，而中国更多是受到房地产周期的影响。基于债务收缩期的定位，我们在年报提示：2026 年，中国传统内需资产“赔率合意但胜率能见度不高”的格局仍将延续，而“赔率不佳但高胜率”的科技+反内卷板块（尤其是“供给侧出清”叠加“需求侧改善”的部分环节，例如：储能）将主要贡献盈利增量，以上观点基本兑现。然而，年初至今，美伊冲突所引发的成本飙升、鹰派预期延后了美国的顺周期修复、进一步加剧了美国资产的“K 型分化”是我们始料未及的变化。

图 5：年初至今，美股动量效应显著，市场抱团科技主线而非寻求低位轮动，强者恒强



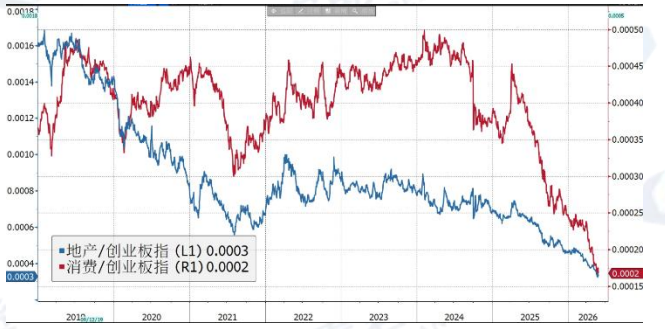
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 6：年初至今，中资股动量效应显著，市场抱团科技主线而非寻求低位轮动，强者恒强



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 7：年初至今，A 股“老登资产”依然缺乏持续的资金共识，低位轮动更多是随机性的



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 8：年初至今，美伊冲突所引发的成本飙升、鹰派预期等进一步加剧了美股的“K 型分化”



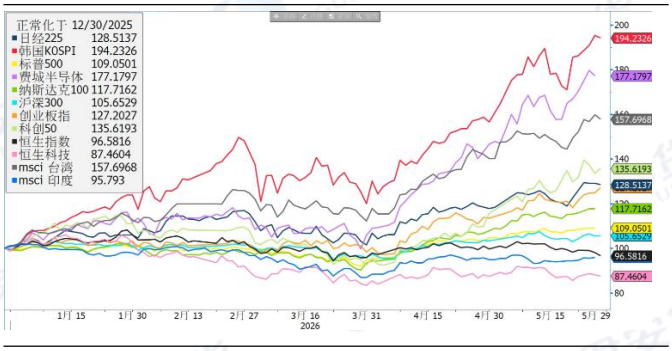
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

1.1.3 AI 科技板块内部 K 型分化延续，从 AI 泡沫论到 AI 末日论，市场锚定确定性溢价

去年 12 月，我们在年报提示：随着 AI 产业叙述从“军备竞赛”更多转向“考核投资回报率”，展望 2026 年，AI 科技板块内部缩圈结构将加剧，AI 科技上游基础设施将优于下游软件（我们推荐：AI 芯片/半导体设备/存储/Hyperscaler）。对于下游，市场将更为青睐商业模式闭环&财务状况更为稳健的公司。

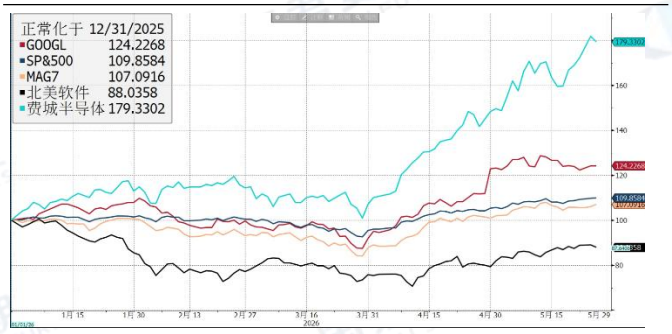
上半年，从 AI 泡沫论到 AI 末日论，全球 AI 板块极致缩圈背后的共识是寻求“确定性溢价”，“HALO 资产”成为上半年的主线资产。

图 9：2026H1，纵览全球市场，“AI 硬件”含量越高展现出更强的弹性



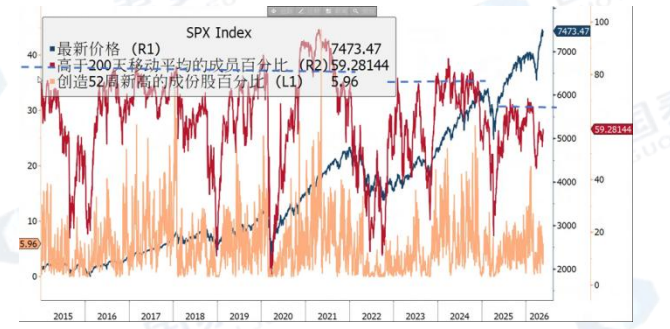
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 10：2026H1，纵览美股内部，AI 上游基础设施弹性大于下游软件，下游商业模式更为闭环的弹性大



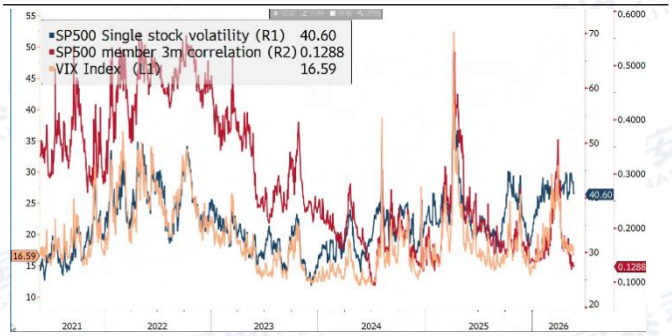
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 11：年初至今，美股市场上涨的广度进一步收敛



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 12：标普 500 成分股间相关性降至历史低位水平



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

1.2 新投资范式，很多传统的经验被打破

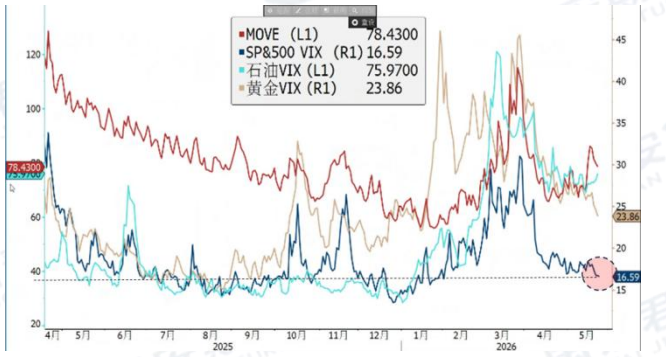
在很多最重要的时刻，关于大周期的“定位”往往主导了投资收益的大部分。2022 年以来，我们应该深刻感知到新投资范式的迭代，主导全球大类资产分析框架的两大核心要素：①AI 产业趋势+②逆全球化加剧。而对于中国资产，在此基础上我们还应纳入第三大核心要素：③债务周期。

新投资范式下，我们看到市场中很多传统的经验都再被打破——

1.2.1 宏观周期的脱敏，产业叙事的主导

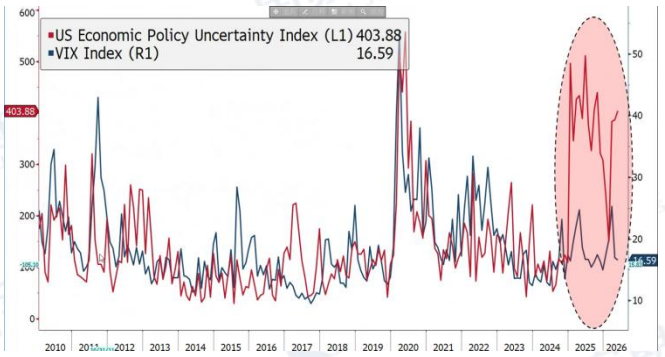
年初以来，权益资产定价对于宏观波动“脱敏”的特征显著加深。一方面，基于“特朗普 TACO 交易”的思维定势，市场选择性过滤短期宏观噪音，更多聚焦中长期主线；更进一步，微观层面，生产力级别的产业变化中，AI 链条较强的产业趋势景气度主导了全球股市的盈利韧性。

图 13：本轮地缘冲击下，美股波动率较其他大类资产“罕见脱钩”



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 14：去年以来，美国政治经济不确定指数与美股波动率 “罕见背离”



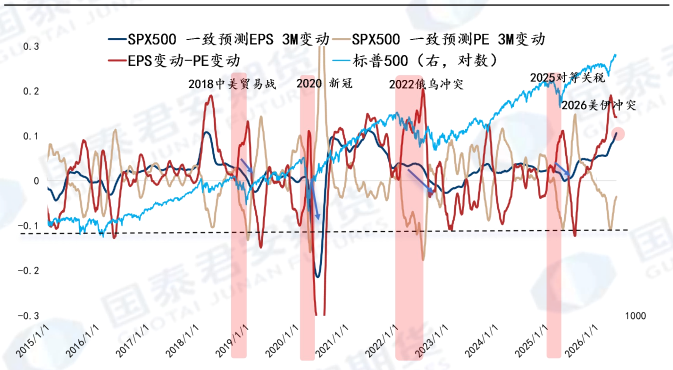
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 15：去年以来，密歇根消费者信心指数与美股风格表现“罕见背离”



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 16：本轮外部冲击下，美股盈利展现出“罕见韧性”



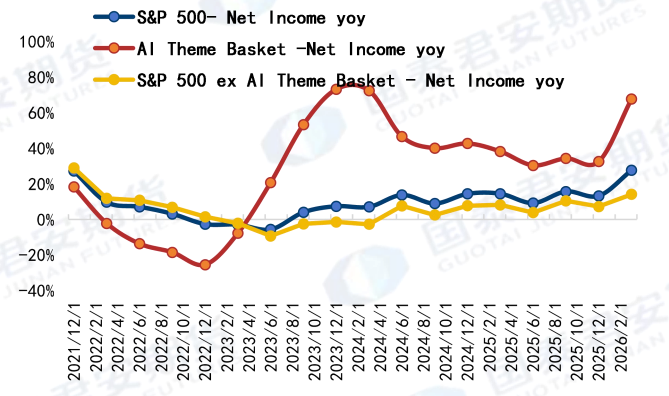
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

1.2.2 AI 支撑稀缺高增长，K 型结构下权益集中度阈值抬升常态化

后疫情时代，全球宏观周期进入窄幅波动区间，AI 产业趋势支撑了“狭窄”的高增长，AI 产业链亦成为全球股市盈利增长的核心驱动。以美股为例，随着科技板块的净利润占比创下 30 年来新高，头部科技公司的市值占比中枢抬升也是“K 型结构”下资金抱团的合理现象。

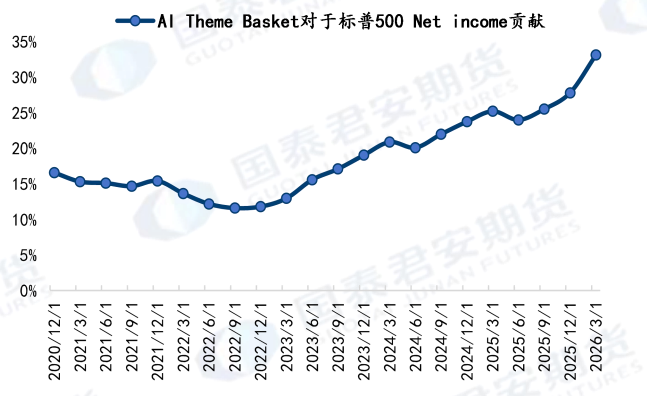
近两年来，AI 科技板块极致的“高集中度”一直被市场视作泡沫的标志。诚然，赔率不优意味着市场波动将开始放大，但胜率科技龙头的业绩能否为“AI 信仰”续费或许才是决定趋势的核心矛盾。

图 17：后疫情时代，AI 产业趋势支撑了“狭窄”的高增长



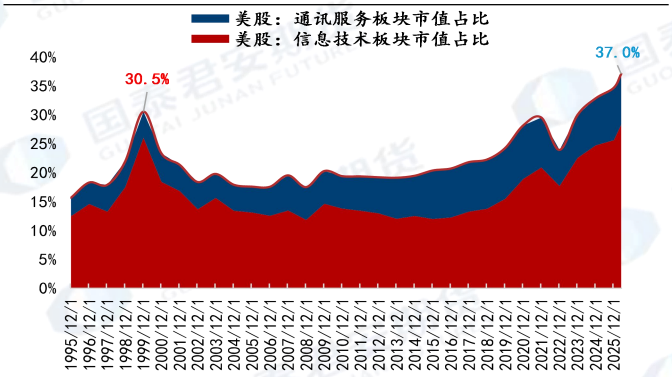
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 18：AI 产业链亦成为股市盈利增长的核心驱动



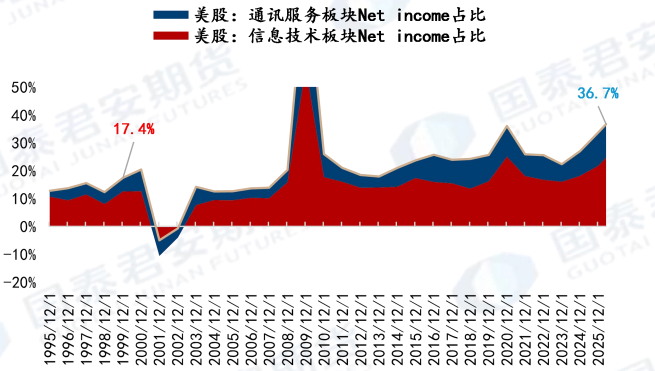
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 19：美股科技板块市值占比创 30 年来新高



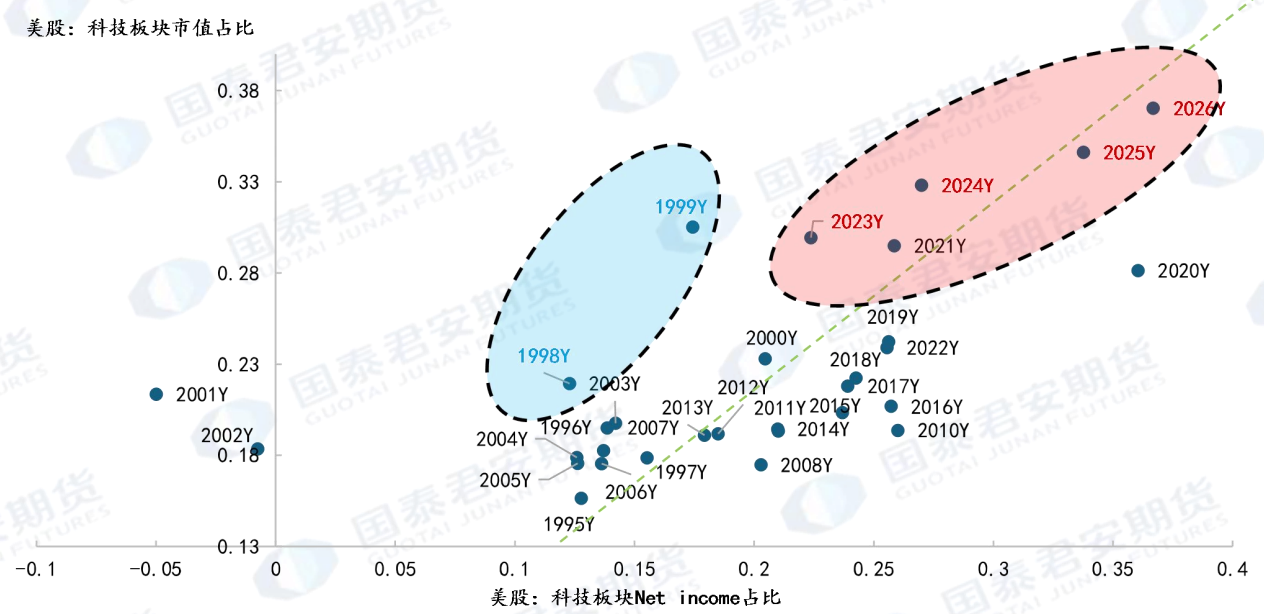
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 20：美股科技板块净利润占比同样创 30 年来新高



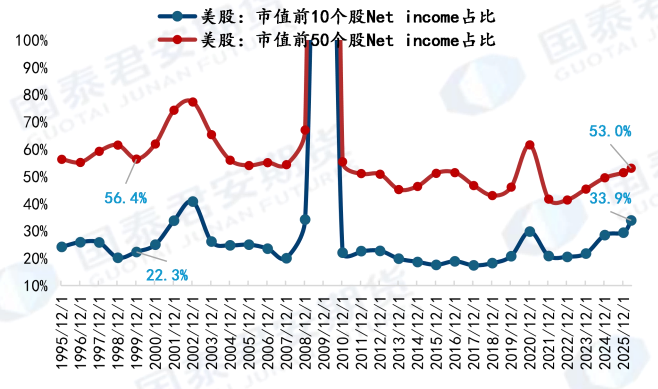
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 21：相较于科网泡沫破灭前夕，本轮美股上涨更多为业绩驱动为主，市场结构更为健康



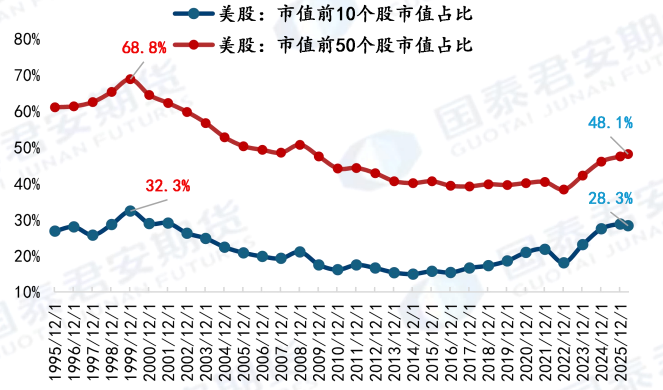
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 22：本轮 AI 革命中，美股头部科技公司的市值拥挤度随着利润贡献度同步创下新高



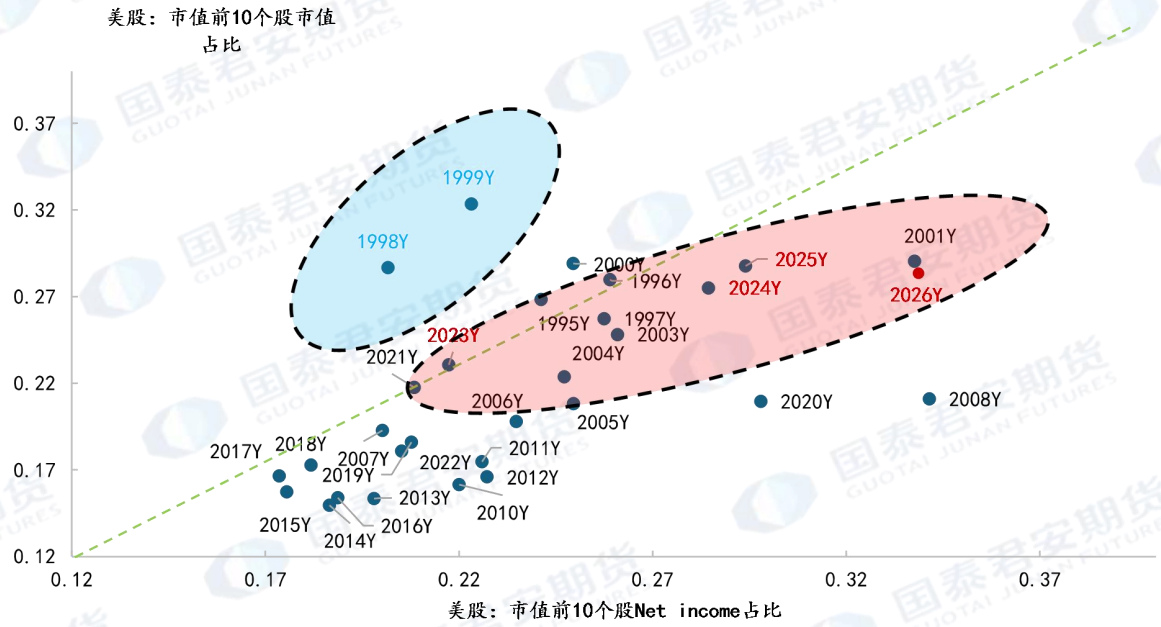
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 23：本轮 AI 革命中，美股头部科技公司的市值拥挤度随着利润贡献度同步创下新高



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 24：相较于科网泡沫破灭前夕，本轮美股上涨更多为业绩驱动为主，市场结构更为健康



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2. 2026H2 美股展望：流动性扰动放大市场颠簸，AI 产业趋势决定市场方向

2.1 分子端：K 型增长结构延续，多头策略建议更多锚定 AI 产业主线而非宏观周期动能

2.1.1 宏观：展望下半年，美国经济增速总量维持韧性

我们在《旧序余寒，新质去伪存真——2026 年下半年海外宏观经济及大类资产展望》中提示，展望 2026H2，我们认为美国经济增速总量维持韧性，实际 GDP 年同比在 2.1 附近。具体看：

上半年，美国 K 型下端的周期动能在地缘-油价-通胀-利率的传导链条下有所承压。当前，地缘现状的格局可概括为"容易的已经做完，困难的全部后置"，海峡有限开启，各方暂停诉求易得，核心分歧难解。

下半年主要观察以下关键验证节点。7 月中旬首批 120 亿美元资产解冻能否如期执行（谈判前置条件）、8 月中旬谈判期届满时双方声明性质，以及 11 月美国中期选举后特朗普对协议承诺的持续性。

通胀趋势看，关注两个逻辑：1）CPI 同比高点出现再 6 月，而后边际回落；2）下半年通胀中枢仍旧偏高，关注是否向核心通胀传导。从我们的框架和所追踪的数据看，我们对于通胀中长期偏乐观。

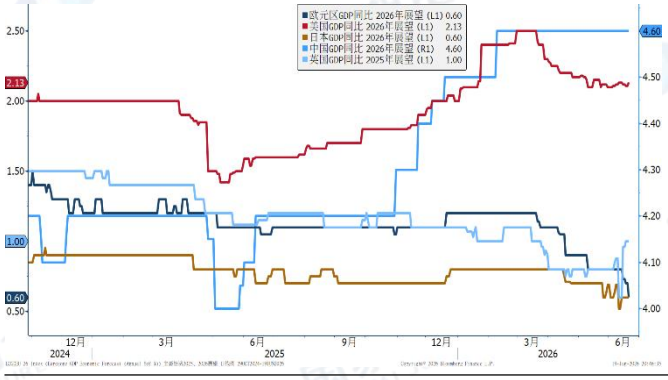
货币政策方面，我们认为美联储仍将按兵不动，且认为市场押注短期持续加息的预期或许过于激进。但从交易策略上看，由于通胀中枢偏高+货币政策"真空期"，2026H2"鹰派惯性"也难以证伪。需要注意的是，2026H2 至 2027 年货币政策预期分歧正在显著放大，反映出市场对沃什时代政策框架的深度不确定。

表 2：美国主要宏观经济指标展望及美联储 6 月 SEP 展望

	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2
实际GDP同比	2.0%	2.6%	2.2%	1.6%	2.1%	2.1%	2.0%
实际GDP季环比折年	0.5%	1.6%	2.5%	2.0%	2.4%	1.9%	2.1%
CPI同比	2.8%	2.7%	4.0%	3.7%	3.7%	3.3%	2.2%
失业率	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%
美联储SEP 6月	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
实际GDP同比	2.5%	2.9%	2.8%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%
核心 PCE 同比	5.3%	4.2%	2.9%	2.8%	3.3%	2.5%	2.1%
失业率	3.6%	3.6%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%

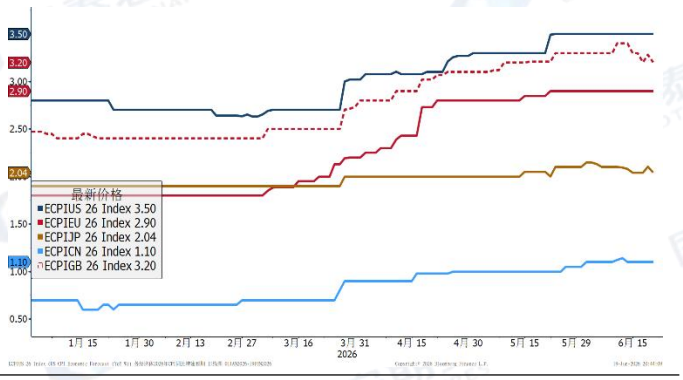
资料来源：国泰君安期货研究

图 44：市场共识在哪？主要经济体 2026 年实际 GDP 同比增速一览



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 45：市场共识在哪？主要经济体 2026 年 CPI 同比一览



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 4：美伊停火协议情景假设

场景	概率判断	触发条件	核心假设	观察时间节点
乐观：60天内形成最终框架	15%	伊朗接受可核查的铀浓缩大幅限制（<5%+严格库存处置）；特朗普绕过国会执行豁免；以色列克制行动	美方经济甜头足以让伊朗温和派压制强硬派；窗口期维持政治静默	8月中旬60天谈判结束
基准：MOU维持、最终协议延期（最可能）	55%	60天谈判就核问题无实质进展，但双方均不愿重启冲突；协议"延期续签"或进入无期限谈判	双方各自宣称胜利；霍尔木兹持续开放；核问题悬而未决	8月中旬延期，进入"管理性僵持"
悲观：MOU破裂、冲突重启	30%	以色列单方面打击伊朗核设施；伊朗强硬派否决协议；美伊在制裁解除节奏上谈崩；特朗普选后政策逆转	以色列视协议为"生存威胁"已公开宣示；伊朗强硬派存在否决权；经济激励不足以跨越核问题红线	2026Q3-Q4任何节点均可能触发

资料来源：国泰君安期货研究

2.1.2 中观：AI 产业趋势最终决定市场方向，当前 AI 行情走到哪一步了？

去年 12 月，我们在年报《境外权益（港美股）2026 年度策略展望》中提示：本轮 AI 行情的演绎大概经历以下四个阶段——

一阶段：上游基建的“贪婪”：AI 产业趋势起步（订单放量）—>上游基础设施公司扩产投资（7 姐妹代表的军备竞赛，巨额 Capex 投入抢占先机，资本逐利天性下过度投资风险逐步累积）；

二阶段：供需错配、过度杠杆、泡沫风险累积：下游商业模型探索往往需要更长的周期—>上下游供需错配矛盾—>上游债务扩张—>上游投资资本回报率 ROIC（投资资本回报率=税后营业利润/投资资本（股权+债权））逐步下滑。随着上游债务杠杆压力的持续扩大，对于任何下游需求的放缓都会更加敏感；

三阶段：事件戳破泡沫（往往是货币政策的收紧）：例如，2000 年科网泡沫被货币政策收紧戳破；

四阶段：下游应用爆发：辩证的视角而言，泡沫破灭短期会带来对资本市场/产业链上游的阶段性伤害，但伴随上游基建降价会为下游的发展提供可得性更强的基础设施条件，长期利好产业链的发展。

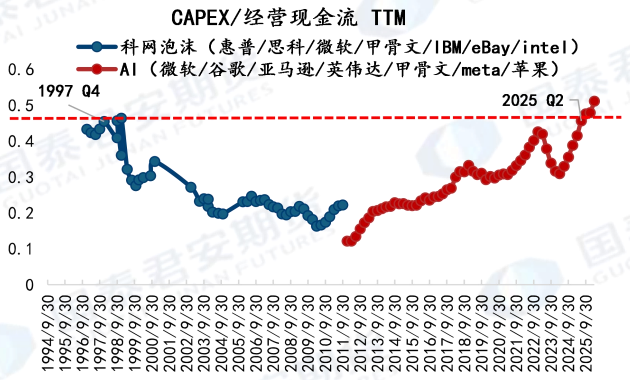
向后展望，行业前景本质上难以上帝视角判断，基于我们上述产业 ROIC 视角的分析框架能够相对有效把握本轮 AI 产业趋势的“位置感”——

当前，我们仍处于二阶段（上游债务扩张开始加速/ROIC 出现下滑拐点），但尚未步入二阶段“尾声”。我们判断，至少下半年并未达到“上下游供需极度错配-上游 ROIC 全线崩塌-上游触及杠杆融资零界点”几大风险共振的局面。当然，如果未来下游很快涌现出杀手级别的应用/生态/终端兑现商业模式，继而成功打通“上游投资-收入”的正循环，三阶段的风险能够相对最小化。

具体而言：

（1）本轮一阶段的演绎已经相对“极致”：巨额 Capex 投入计划下，美股科技巨头自由现金流已经逐步枯竭。本轮上游基建过度投资的风险更多在 7 姐妹为代表的科技龙头中累积，截至 2026Q1，美股 7 姐妹的 CAPEX/经营现金流已超科网泡沫代表公司 1997 年的高点水平。随着激进的 Capex 计划仍在扩张，未来两年美股科技巨头的自由现金流将回落至近 10 年的低点水平。

图 25：2025Q2 美股 7 姐妹的 CAPEX/经营现金流即已超过科网泡沫代表公司 1997 年的高点水平



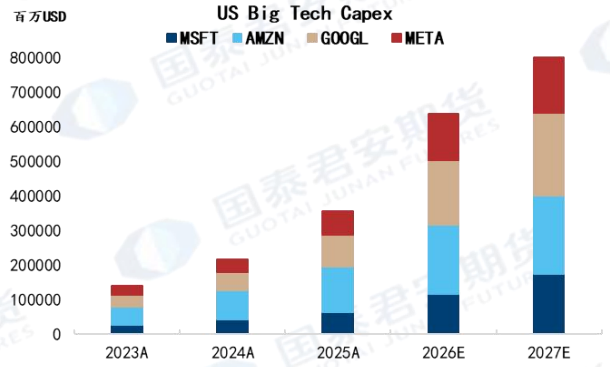
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 26：美股指数层面的 CAPEX/经营现金流仍显著低于科网泡沫水平



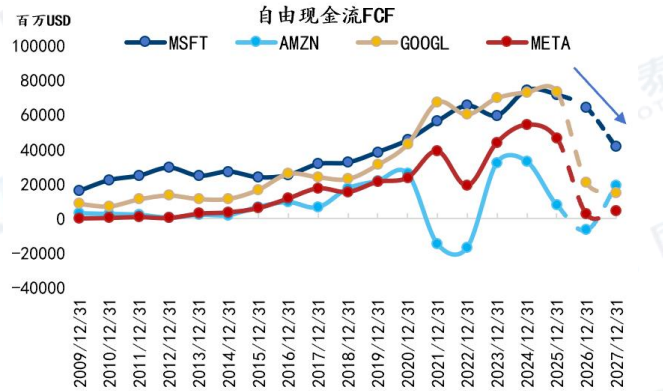
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 27：美股科技巨头未来的 CAPEX 计划仍相对激进



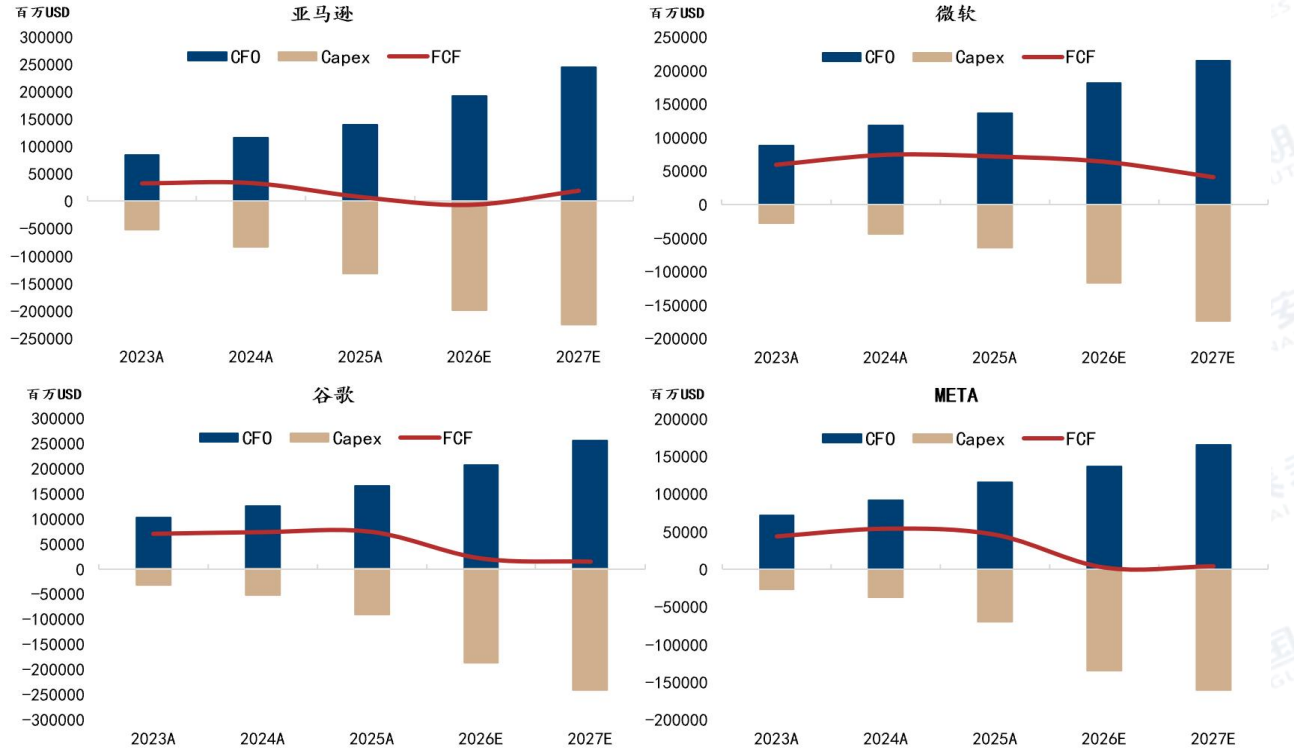
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 28：美股科技巨头自由现金流将回落至近 10 年低点



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 29：巨额 Capex 投入计划下，美股科技巨头自有现金流将逐步枯竭



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

（2）本轮二阶段的演绎“正在进行时”，但尚未步入“尾声”阶段：

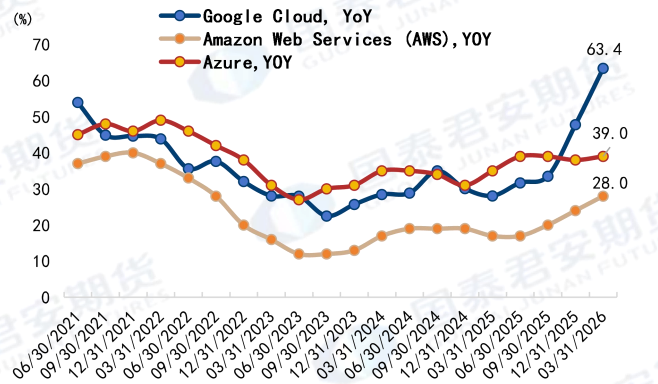
AI 上游基建与下游变现的时间差仍客观存在——Hyperscaler 收入增速仍大幅落后于同期 Capex 支出增速；

AI 上游头部公司外债杠杆压力加深——美股科技公司债券发行量在 2025 年创历史新高，今年总发行规模有望刷新历史纪录。同时，科技巨头总债务/EBITDA、自由现金流/总债务去年来均有所恶化；

AI 上游科技巨头 ROIC 去年相继迎来下滑拐点——参照 1990 年代科网泡沫经验，科技公司前期过度投资最终

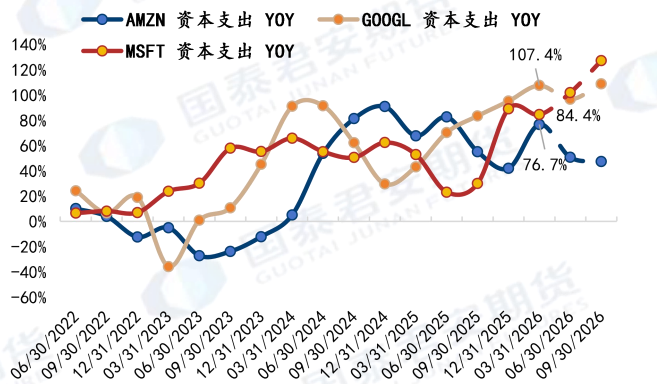
导致现金流枯竭（1997 年前后），后期美股整体债务负担加重，供需持续错配的矛盾下（下游收入难以兑现，而融资规模持续抬升），美股的 ROIC 逐步下滑。科网泡沫破灭前夕，标普 500 的 ROIC-WACC 近乎归零。本轮而言，前期昂贵的资本开支同样充分消耗自有现金流，AI 上游头部公司的债务压力去年来开始凸显，7 姐妹为代表的科技巨头 ROIC 相继出现下滑拐点，本质在于举债增速开始显著超越利润增速。截至 2026Q1，除了相对重资产属性的亚马逊和甲骨文，当前其余科技巨头 ROIC 仍显著高于 WACC。

图 30：Hyperscaler 收入增速持续抬升



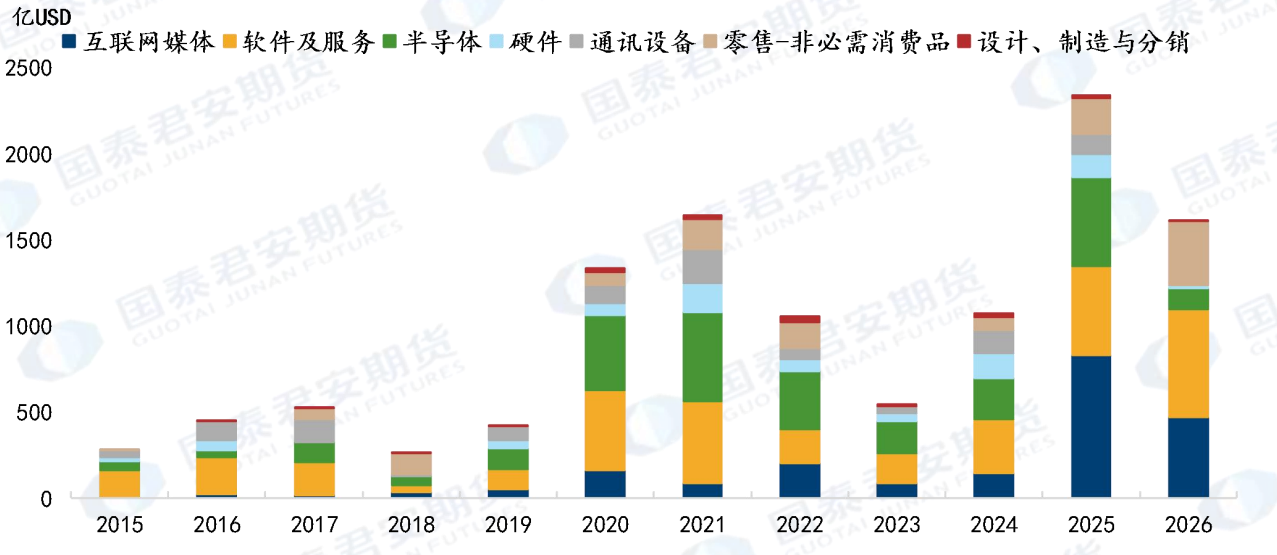
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 31:Hyperscaler 收入增速仍大幅落后于同期 Capex 支出增速



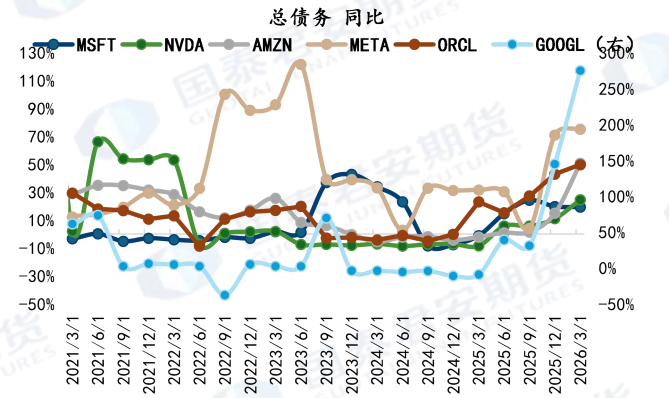
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 32：美股科技公司债券发行量在 2025 年创历史新高，今年总发行规模有望刷新历史纪录



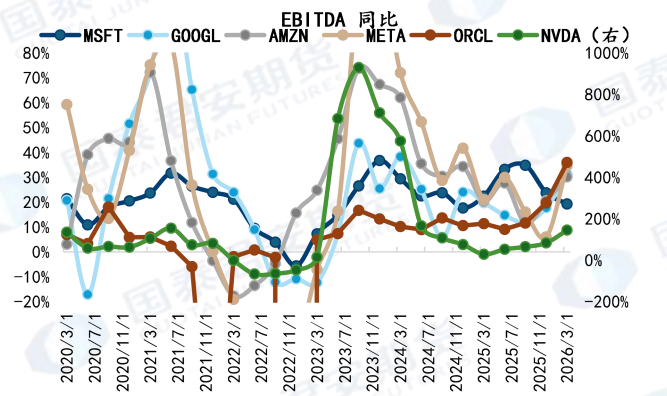
资料来源：彭博，国泰君安期货研究 数据截至 2026.6.15

图 33：科技巨头债务同比增速去年来显著抬升



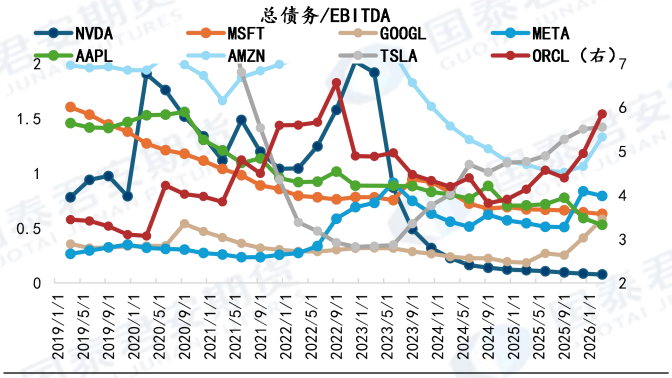
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 34：科技巨头债务同比增速已经显著超过 EBITFA 同比增速



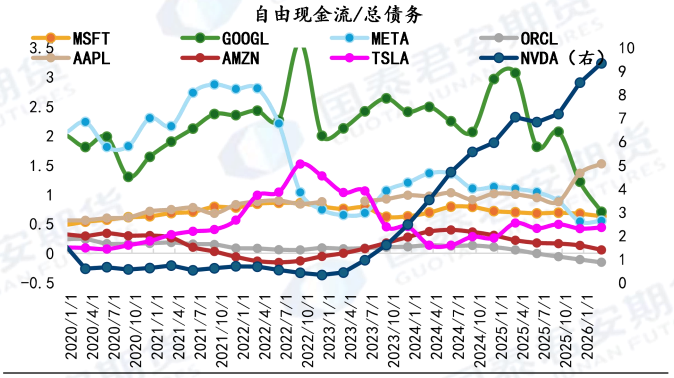
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 35：科技巨头总债务/EBITDA 去年来有所恶化



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 36：科技巨头自由现金流/总债务去年来有所恶化



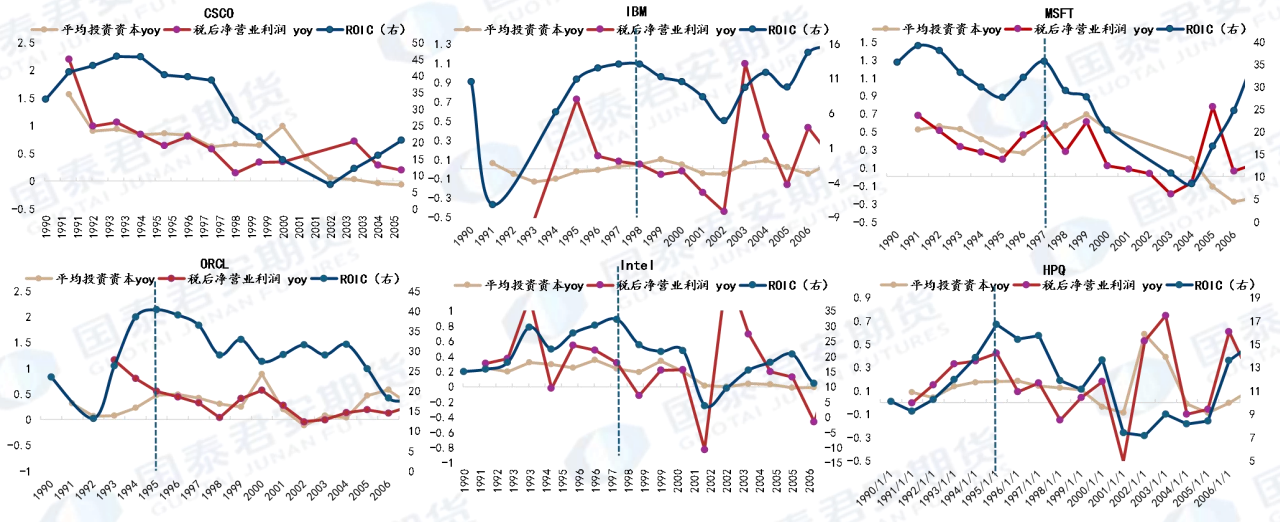
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 37：科技公司前期过度投资最终导致现金流枯竭（1997 年前后），后期美股整体债务负担加重



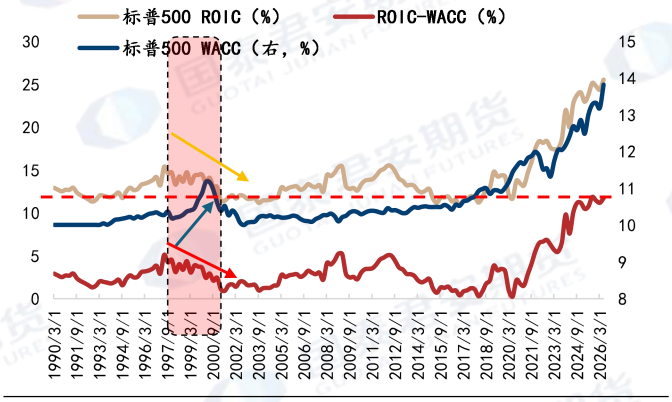
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 38：1990 年代中后期，下游收入难以兑现，而融资成本持续抬升，科网泡沫代表公司的 ROIC 逐步下滑



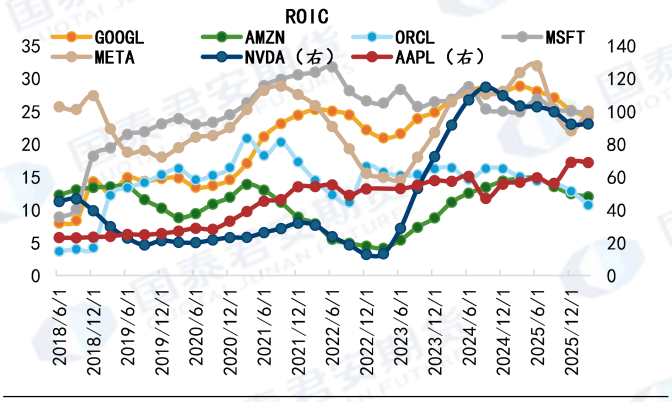
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 39：科网泡沫破灭前夕，标普 500 ROIC-WACC 近乎归零



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 40：去年来，科技巨头 ROIC 相继出现下滑拐点



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

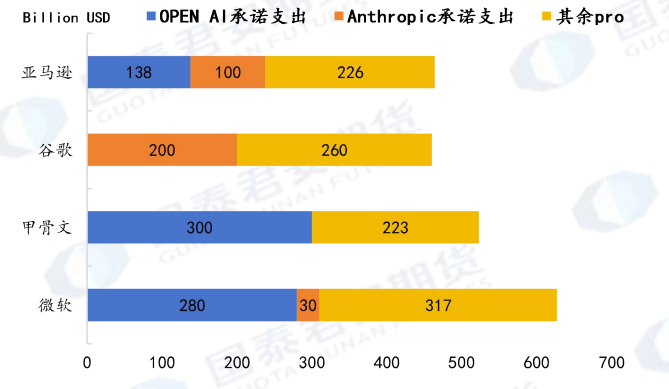
<u>综上，大致的定位是我们当前仍处于二阶段。展望 2026 年下半年，我们分别从短期/中期/长期三大维度提示后续如何动态追踪 AI 产业趋势的位置感/泡沫风险程度：</u>

短期（月度级别）：Open AI 和 Anthropic 的融资情况及商业化进展；

中期（季度级别）：AI 上游基建头部公司的财务追踪：“ROIC-WACC”是否出现急剧收敛趋势、算力基建“卖铲人”是否出现“降价销售->毛利率下降”的信号、折旧摊销对于利润的侵蚀是否被低估；

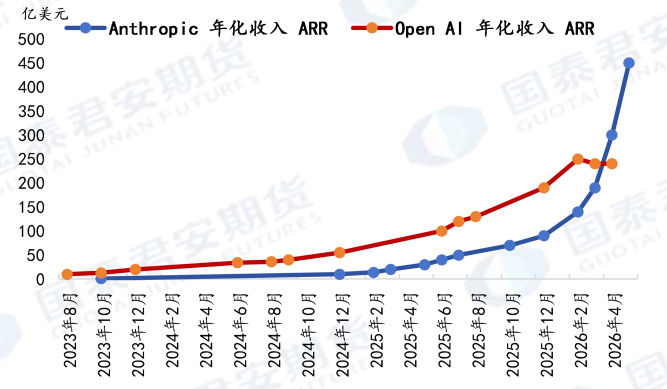
长期（年度级别）：AI 下游实现广泛的商业化落地，打通“投资-收入”的正循环；

图 41：OPEN AI 和 Anthropic 承接云计算龙头近一半的积压订单



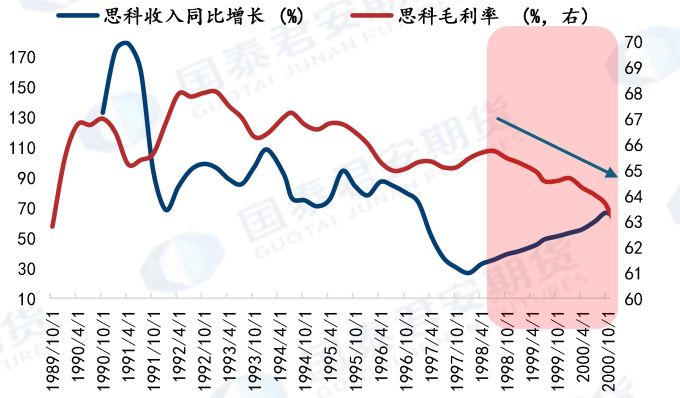
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 42：Anthropic 的 ARR 今年来呈现非线性的增长趋势



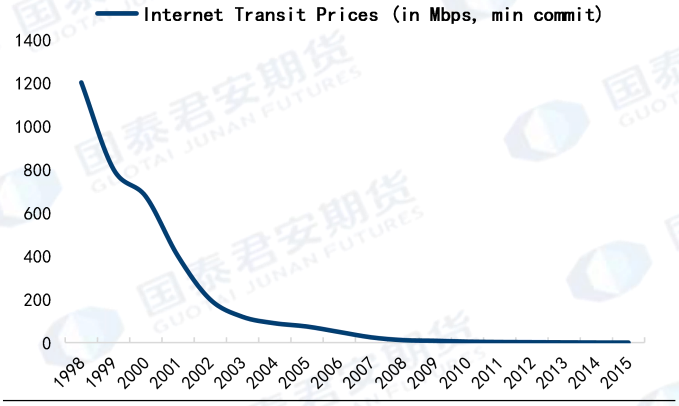
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 43：科网泡沫破灭前夕，思科的收入虽维持高增速，但毛利率显著下滑，可能是降价销售导致



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 44：科网泡沫破灭前夕，网络中转费用下降



资料来源：DrPeering，国泰君安期货研究

图 45：近期 OpenAI 和 Anthropic 的 Token 价格战引发市场焦虑



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 46:上游卖铲人硬件的价格追踪更为关键，目前 Dram 价格仍然稳步上涨



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 47：本轮 AI 上游基建龙头的毛利率仍然稳健



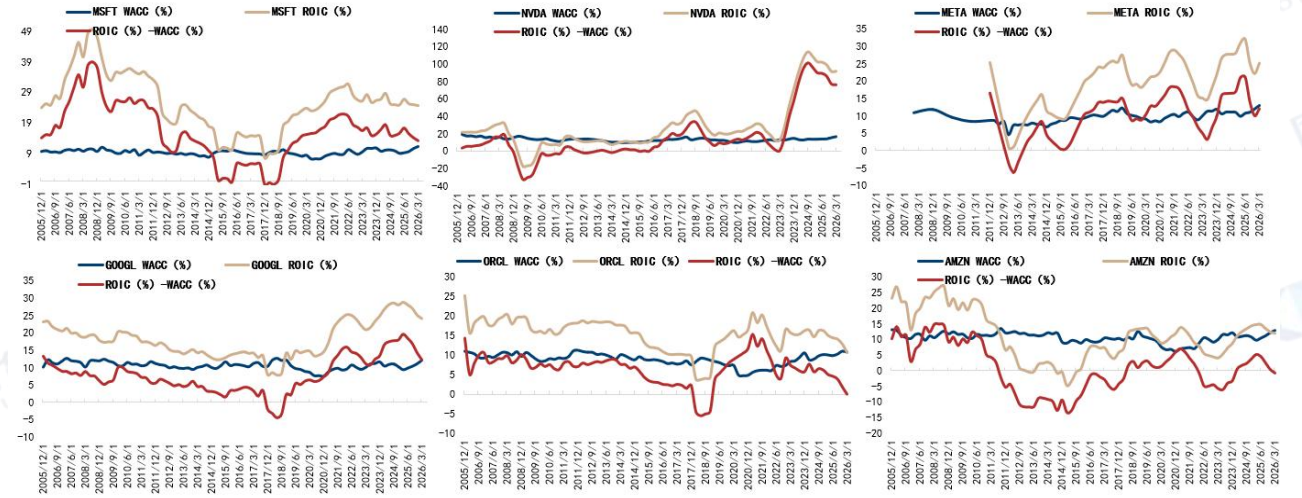
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 48：本轮 AI 上游基建龙头的收入增速仍然稳健



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 49：除了相对重资产属性的亚马逊和甲骨文，当前其余科技巨头 ROIC 仍显著高于 WACC



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

2.2 分母端：宏观利率的风险相对“易解”，微观流动性强绑定“AI 景气度”，扰动或更大

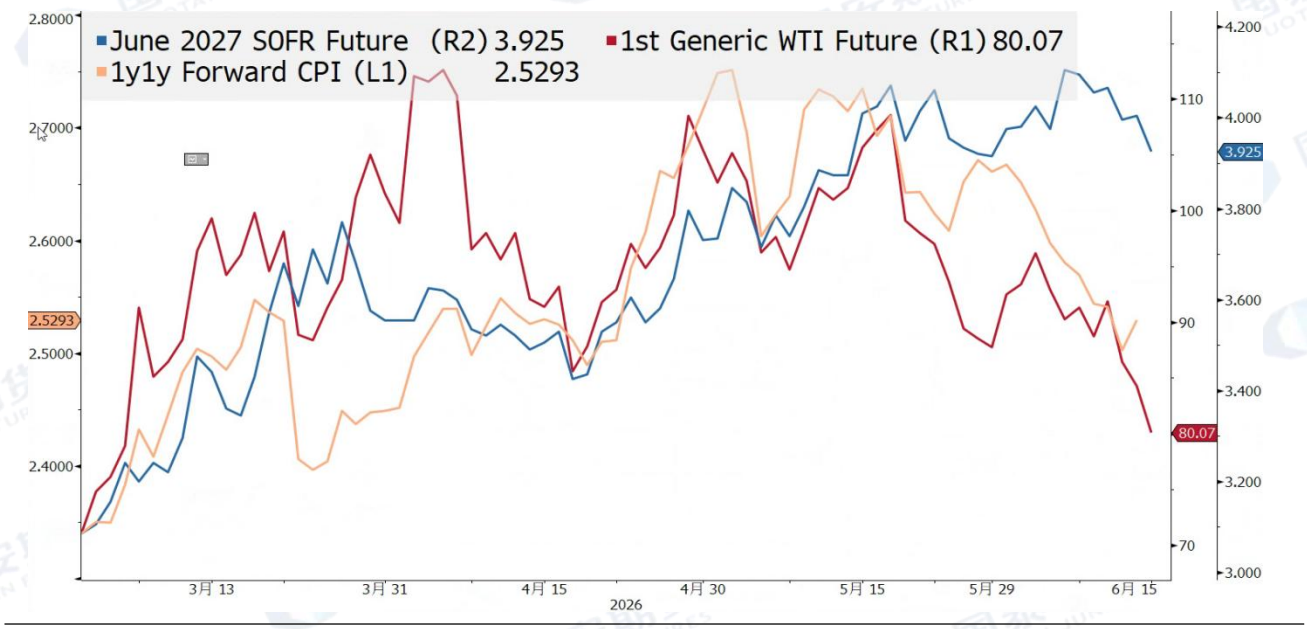
2.2.1 宏观利率：地缘整体降级，利率抬升-融资受阻-缩减 Capex 的情景不是基础假设

回顾上半年，从分子端而言，宏观流动性对于周期资产的影响较科技资产更为明显。

但我们提示：伴随美股科技公司重资产属性（Mag7 开始大量依赖外部融资投入 Capex）抬升的新范式下，宏观流动性对于科技公司基本面更长视角的风险传导路径在于：利率抬升-融资困难-缩减 Capex。

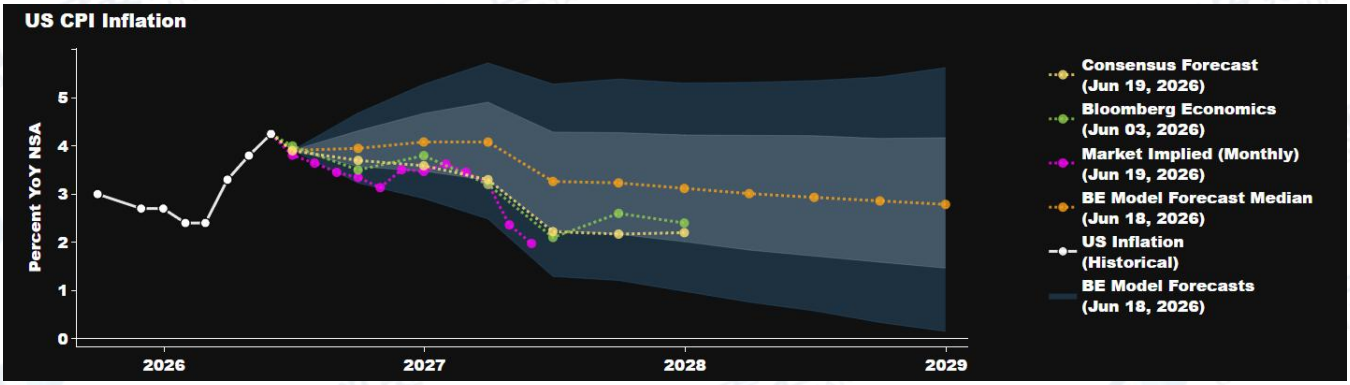
我们认为，下半年地缘整体降级的基准下，通胀若能逐步回落，宏观流动性的风险是相对“易解”的。当前市场普遍认为，6 月沃什掌舵下的 FOMC 首秀显著偏鹰派，下半年货币政策或收紧。从基本面逻辑上，我们不这么认为，我们认为美联储仍将按兵不动，且认为市场押注短期持续加息的预期或许过于激进。对于通胀我们判断，年内 CPI 同比高点已出，后续月度 CPI 温和回落，但通胀预期或已提前计价油价因素，年内对市场增量利好有限。从油价的角度看，若 2027H1 油价低于 90 美金（战后至今油价平均值），则明年能源价格将形成同比通缩贡献，驱动 Headline CPI 同比快速回落。

图 50：地缘缓和的基础情景下，油价、通胀若能逐步回落，宏观流动性的风险是相对“易解”的



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 49：Bloomberg BECO 美国 CPI 同比趋势预测



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

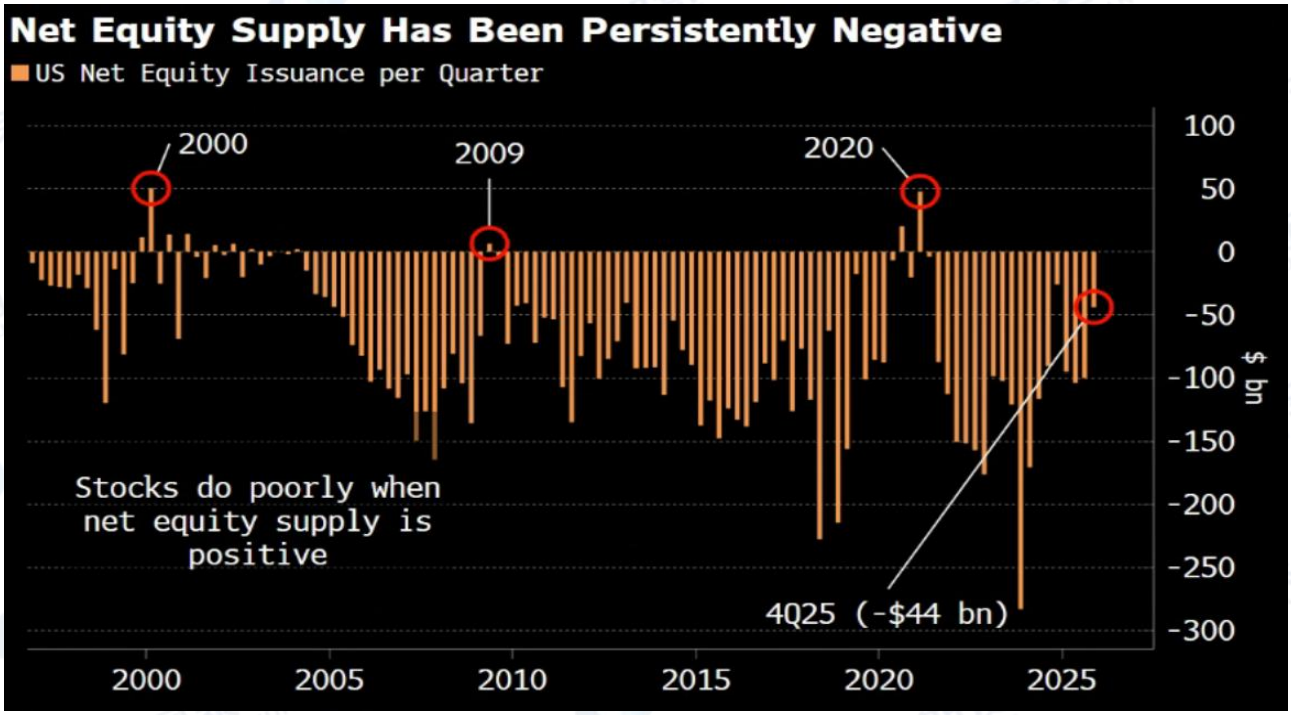
2.2.2 微观流动性：下半年，美股面临“融资需求爆发”而“回购能力减弱”的双重考验

地缘降级的基础情景下，油价、通胀若能逐步回落，宏观流动性的风险是相对“易解”的；

而微观流动性更依附于AI产业景气度的持续兑现，尤其在当前全球科技板块极度拥挤的筹码结构下，任何风吹草动下都易放大微观踩踏的风险。

向后展望，“融资需求爆发”而“回购能力减弱”的双重考验下，美股过去30年“投资市（净股票回购）”的市场定位正在向“融资市（净股票发行）”靠近，市场微观流动性的脆弱性正在加大。据彭博数据：2025Q4美股净股权供给逐渐逼近零附近，该指标近30年以来持续为负，是美股重要的结构性红利支撑。

图51：据彭博数据，2025Q4美股净股权供给逐渐逼近零附近，该指标过去30年以来持续为负，是美股重要的结构红利



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

一方面，AI军备竞赛下科技公司融资需求爆发

（1）股权融资：IPO初期实质性抽血的压力相对可控，更大的风险在于上市后多个解禁时点对于流动性抽血的长尾效应。

SpaceX、Anthropic、Open AI三家独角兽公司预计募集的资金金额达2000亿美元（SpaceX 750亿，Open AI和Anthropic预计600亿）。

绝对规模层面而言，2026年美股市场IPO金额有望刷新历史新高；相对规模层面而言，综合美国资本市场当前的容量，2026年美股IPO金额/美股市值仍显著低于科网泡沫前夕。

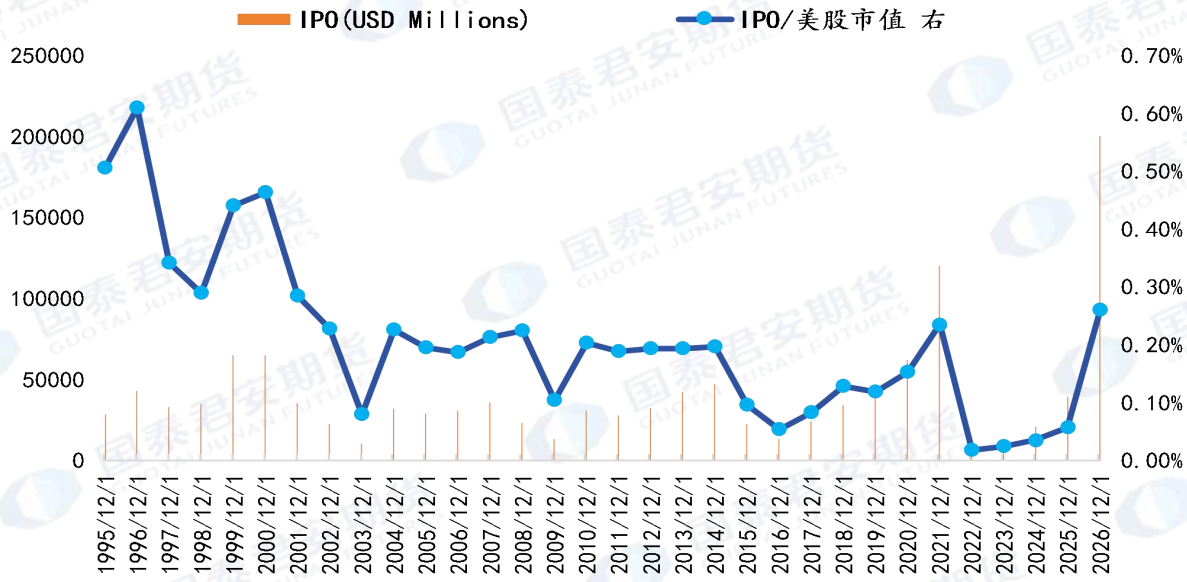
独角兽IPO初期对于流动性吸血的压力相对可控，我们提示更多关注上市后天量解禁引发的扰动。以SpaceX为例，IPO初始自由流通盘占比仅为4.1%，IPO初期实质性抽血压力相对可控，更大的流动性压力在于上市后阶梯式解禁：第一波冲击（2026年8月，第一次财报发布后）、第二波冲击（2026年11月，第二次财报发布后）、第三波冲击（上市一年后，纳入标普500成分股&马斯克允许解禁）。

（2）债权融资：美股科技公司债券发行量在2025年创历史新高（约2500亿美元），今年总发行规模有望刷新历史纪录。

另一方面，巨额资本开支的投入下，美股科技巨头的回购能力有所减弱

综上，两方面双重考验下，下半年美股微观流动性的压力边际递增。高度拥挤的筹码结构下，资金面引发的扰动可能更加频繁，同时会对于科技公司的增长兑现给予更苛刻的要求。我们提示，流动性的风险更多偏短期节奏上的扰动，市场最终的趋势仍然是基于AI产业趋势能否持续为“业绩信仰”续费。

图52：2026年美股IPO金额有望刷新历史新高，但美股IPO金额/美股市值仍显著低于科网泡沫前夕



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

注：SpaceX、Anthropic、Open AI三家独角兽公司预计募集的资金金额达2000亿美元，我们以此近似替代2026年美股市场IPO金额

图 53：美股巨型 IPO 上市后首日日历效应相对明显（偏短期流动性&情绪扰动），中长期更多为基本面主导

Company	Offer Date	Exchange	Sector	Deal Size	T+1 S&P500 %Chg	T+3 S&P500 %Chg	T+7 S&P500 %Chg	T+30 S&P500 %Chg	T+90 S&P500 %Chg	T+180 S&P500 %Chg	T+360 S&P500 %Chg
Alibaba	2014/9/18	NYSE	Technology	$21,767M	-0.05%	-0.85%	-2.26%	-5.34%	0.08%	3.13%	-2.90%
Visa	2008/3/18	NYSE	Financials	$17,864M	-2.43%	1.44%	1.67%	2.62%	2.21%	-10.37%	-43.15%
ENEL SpA	1999/11/1	NYSE	Utilities	$16,452M	-0.47%	0.63%	1.69%	3.22%	2.98%	8.43%	0.76%
Facebook	2012/5/17	Nasdaq	Technology	$16,007M	-0.74%	0.85%	1.21%	3.06%	7.72%	5.34%	25.21%
General Motors	2010/11/17	NYSE	Consumer Discretionary	$15,774M	1.54%	1.63%	1.68%	5.54%	12.68%	12.80%	6.21%
Deutsche Telekom	1996/11/17	NYSE	Communication Services	$13,034M	0.70%	0.78%	2.71%	-0.74%	10.76%	13.06%	24.37%
Rivian Automotive	2021/11/9	Nasdaq	Consumer Discretionary	$11,934M	-0.82%	-0.05%	0.33%	-0.38%	-4.30%	-14.81%	-19.52%
AT&T Wireless Group	2000/4/26	NYSE	Communication Services	$10,620M	0.27%	0.50%	-3.14%	-5.68%	0.92%	-4.46%	-16.20%
Kraft Foods	2001/6/12	NYSE	Consumer Staples	$8,680M	-1.13%	-3.30%	-3.45%	-3.80%	-13.00%	-9.23%	-18.18%
Uber	2019/5/9	NYSE	Technology	$8,100M	0.37%	-2.05%	0.20%	0.56%	0.46%	7.10%	-0.97%
France Telecom	1997/10/17	NYSE	Communication Services	$7,289M	1.21%	1.21%	-0.27%	0.22%	0.70%	18.55%	5.67%
Medline	2025/12/16	Nasdaq	Health Care	$6,265M	-1.16%	0.50%	1.61%	2.12%	-1.48%		
Telstra Corporation	1997/11/17	NYSE	Communication Services	$5,646M	-0.84%	1.35%	0.05%	2.04%	8.09%	16.87%	18.12%
Swisscom	1998/10/4	NYSE	Communication Services	$5,582M	-0.40%	-2.95%	0.93%	13.16%	24.23%	33.64%	29.76%
Cerebras Systems	2026/5/13	Nasdaq	Technology	$5,550M	0.77%	-0.55%	-0.15%				
United Parcel Service	1999/11/9	NYSE	Industrials	$5,470M	0.60%	2.25%	4.01%	3.14%	4.32%	4.31%	4.50%
Infineon	2000/3/12	NYSE	Technology	$5,230M	-1.77%	5.41%	5.28%	6.04%	4.51%	7.64%	-8.59%
China Unicom Ltd	2000/6/16	NYSE	Communication Services	$4,916M	1.47%	1.47%	-1.57%	3.14%	1.12%	-7.13%	-14.34%
Arm	2023/9/13	Nasdaq	Technology	$4,871M	0.84%	-0.31%	-1.46%	-3.13%	3.95%	14.56%	22.46%
CIT Group	2002/7/1	NYSE	Financials	$4,600M	-2.12%	2.10%	0.86%	-5.89%	-15.83%	-9.21%	1.77%
Coupang	2021/3/10	NYSE	Technology	$4,550M	1.04%	1.80%	1.93%	5.90%	8.42%	15.93%	7.75%
Lineage	2024/7/24	Nasdaq	Real Estate	$4,437M	-0.51%	0.67%	1.75%	3.82%	7.81%	11.46%	16.19%
DiDi Global	2021/6/29	NYSE	Technology	$4,435M	0.13%	1.41%	1.21%	2.97%	3.53%	11.64%	-8.86%
Conoco	1998/10/21	NYSE	Energy	$4,403M	0.80%	0.22%	-0.17%	8.75%	17.02%	20.52%	17.22%
Blackstone Group	2007/6/21	NYSE	Financials	$4,133M	-1.29%	-1.61%	-1.08%	1.27%	0.45%	-4.42%	-10.65%
		AVERAGE			-0.16%	0.50%	0.54%	1.78%	3.64%	6.32%	1.59%

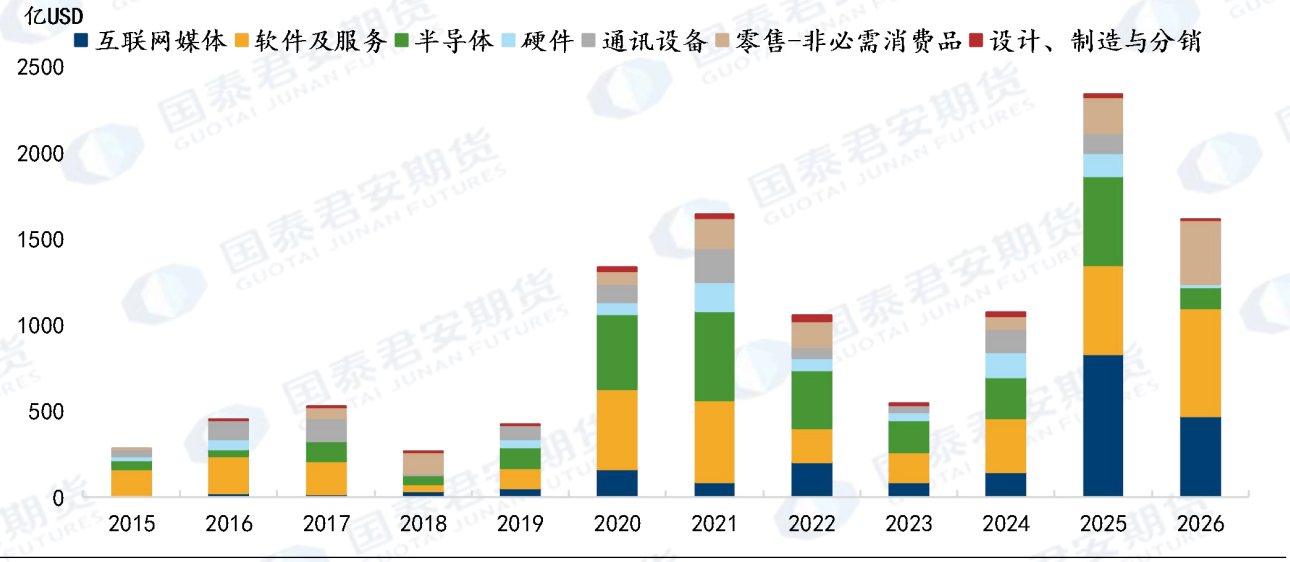
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 54：IPO 初期实质性抽血的压力相对可控，更大的风险在于上市后多个解禁时点对于流动性抽血的长尾效应

Trigger / Date	Index Add Timeline	Share Unlock Schedule (Mlns)	Cumulative Unlock of Shares	Estimated Float %
IPO pricing / trading begins	Nasdaq & Russell Indices Eligible	555.6	555.6	4.11%
Greenshoe Exercised?		83.3	638.9	4.72%
2nd trading day after 1st quarterly earnings release (August?)	N/A	911.5	1,550.40	11.46%
If stock price performance hurdle of ~30% above IPO price is reached	N/A	455.8	2,006.20	14.83%
Day 70 after IPO	N/A	319	2,325.20	17.19%
Day 90 after IPO	N/A	319	2,644.20	19.55%
Day 91 after IPO	N/A	59.1	2,703.30	19.99%
Day 105 after IPO	N/A	328.4	3,031.70	22.42%
Day 120 after IPO	N/A	328.4	3,360.10	24.85%
Day 135 after IPO	N/A	328.4	3,688.50	27.27%
2nd trading day after 2nd quarterly earnings release (November?)	N/A	1,300.00	4,988.50	36.89%
Day 180 after IPO	FAILED S&P Early Eligible	328.4	5,316.90	39.31%
2nd trading day after 3rd quarterly earnings release (February 2027?)	N/A	351.9	5,668.80	41.92%
Day 280 after IPO	N/A	176	5,844.80	43.22%
2nd trading day after 4th quarterly earnings release (May 2027?)	N/A	351.9	6,196.70	45.82%
Day 340 after IPO	N/A	176	6,372.70	47.12%
Day 366 after IPO (includes Musk's Shares)	S&P Index Eligible	6,751.90	13,124.60	97.06%
2nd trading day after 5th quarterly earnings release (August 2027?)	N/A	351.9	13,476.50	99.65%

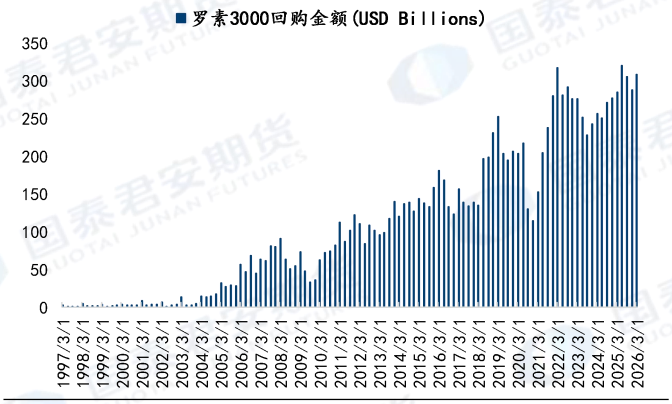
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 55：美股科技公司债券发行量在 2025 年创历史新高，今年总发行规模有望刷新历史纪录



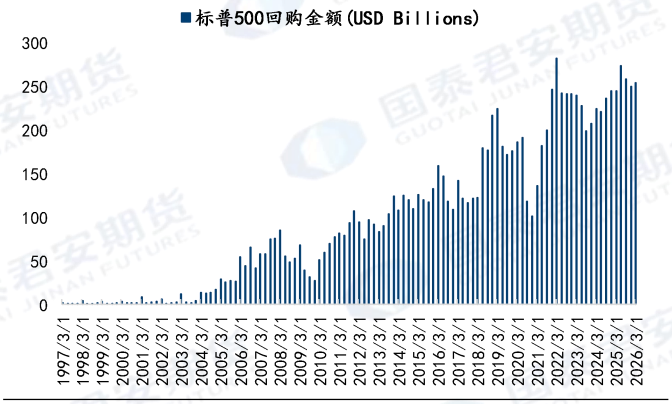
资料来源：彭博，国泰君安期货研究 数据截至 2026.6.15

图 56：2025 年美股市场回购金额大约为 1.2 万亿美元



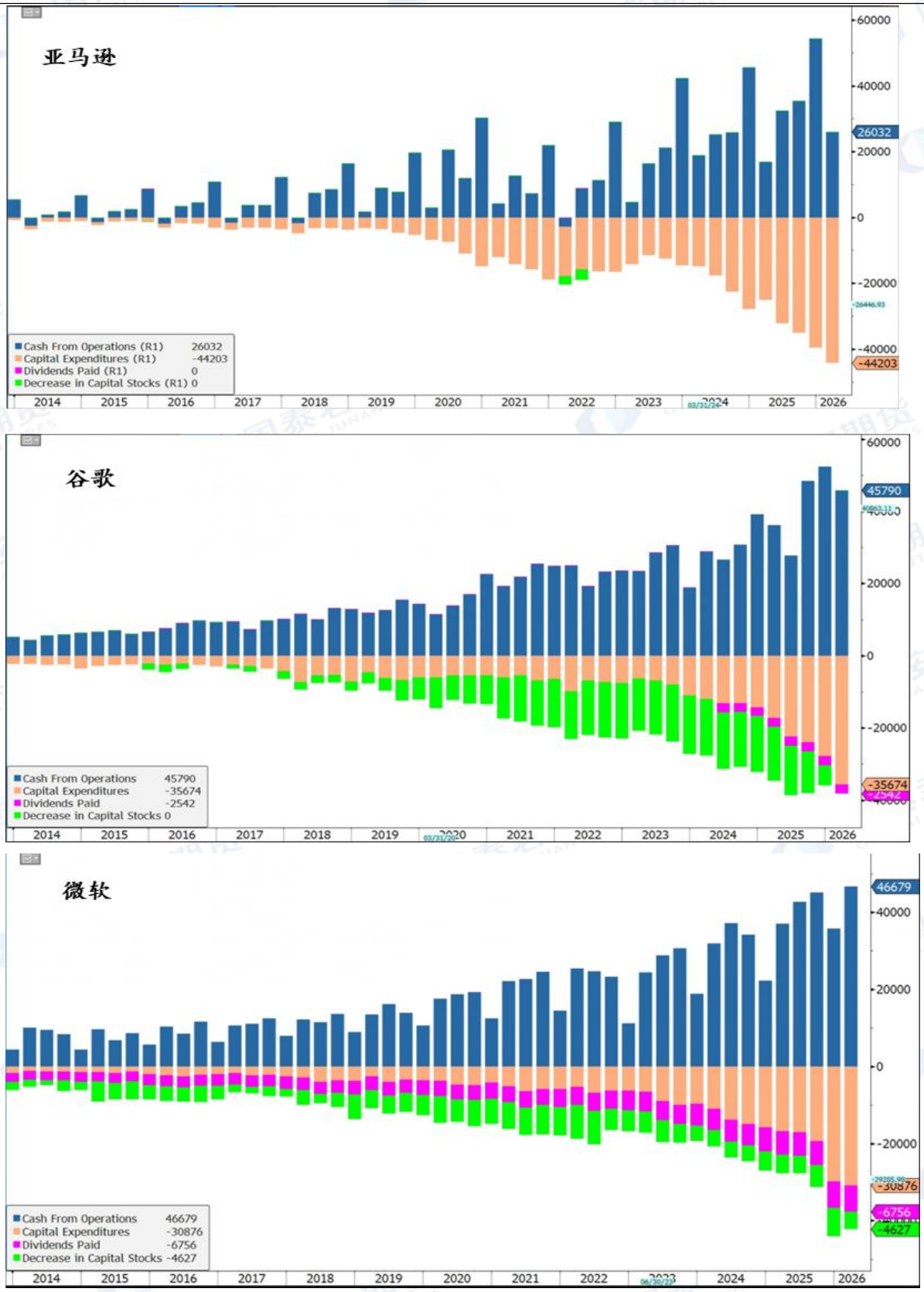
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 57：其中，标普 500 代表的大盘股贡献近 85%



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 58：巨额 Capex 消耗科技巨头现金流，7 姐妹的回购节奏有所放缓



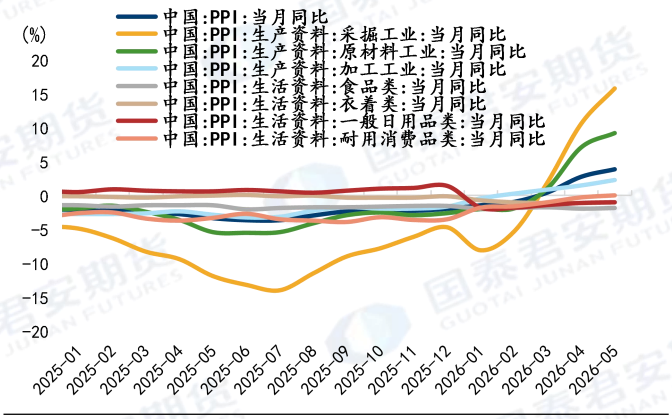
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

3. 2026H2 中资股展望：结构制胜，坚守主线资产

3.1 分子端：K 型增长延续，内需修复仍然是慢变量，AI 产业趋势更多锚定中美映射

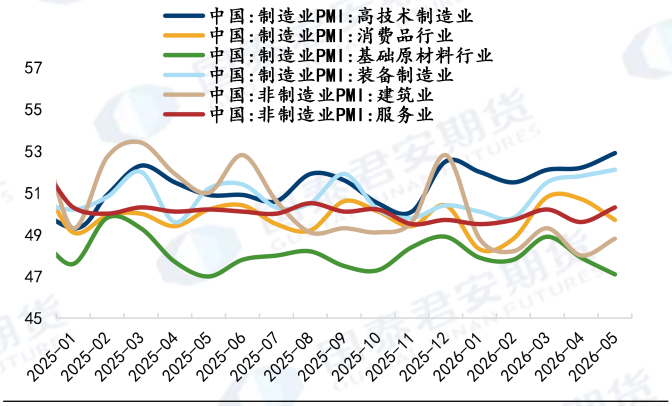
回顾上半年，国内宏观的两大主线围绕 AI 产业趋势和 PPI 回正：整体而言，上半年中国宏观延续 K 型分化的特征，新旧经济、内需外需间的温差仍然较大。我们前文也曾提示，上半年美国内需的疲软更多是地缘-通胀-利率的传导，而中国内需的疲软更多还是受到房地产的影响。从 PPI 的结构而言，上半年国内 PPI 回升更多为供给侧驱动，需求侧自发的广谱修复力度仍然较弱。

图 59：PPI 回升更多为供给侧驱动，需求侧自发的光谱修复力度仍然较弱



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 60：上半年中国延续 K 型分化结构：新旧经济温差仍然较大



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

展望下半年，房地产仍然是中国能否从 K 型复苏迈向全面复苏的“桥梁”：当前股市造富效应仍然是相对狭窄的，广泛的房价预期和收入预期能否企稳对于中国内需的把脉是更为关键的。

展望下半年，对于国内 K 型的下端——内需板块仍然是“赔率较好，但胜率尚不清晰的格局”，我们维持低配的思路。上半年，上海房地产浮现结构性企稳的迹象，但整体广度较弱。据冰山指数数据，企稳房源更多集中在 500 万以下的低价房，底层逻辑在于这部分低价房源的租金回报率相较高价房源更具性价比，政策支持下率先修复。从更广义的层面，差距虽然在持续的收敛，但一线城市整体的二手住宅租金回报率仍显著低于房贷利率，我们认为一线城市更广义的地产企稳仍需要观察，核心城市和非核心城市间的分化会继续延续。

参照香港楼市的经验：我们认为，一线租金企稳可能是房价企稳的先行指标。2023 年在香港人才政策的虹吸效应以及疫情后居民收入增速回暖两大支撑下，香港租金率先开始修复，租金回报率在租金上涨的情况加速抬升，随后带动香港房价逐步修复。

图 61：房价预期和中国消费者信心相关性较高



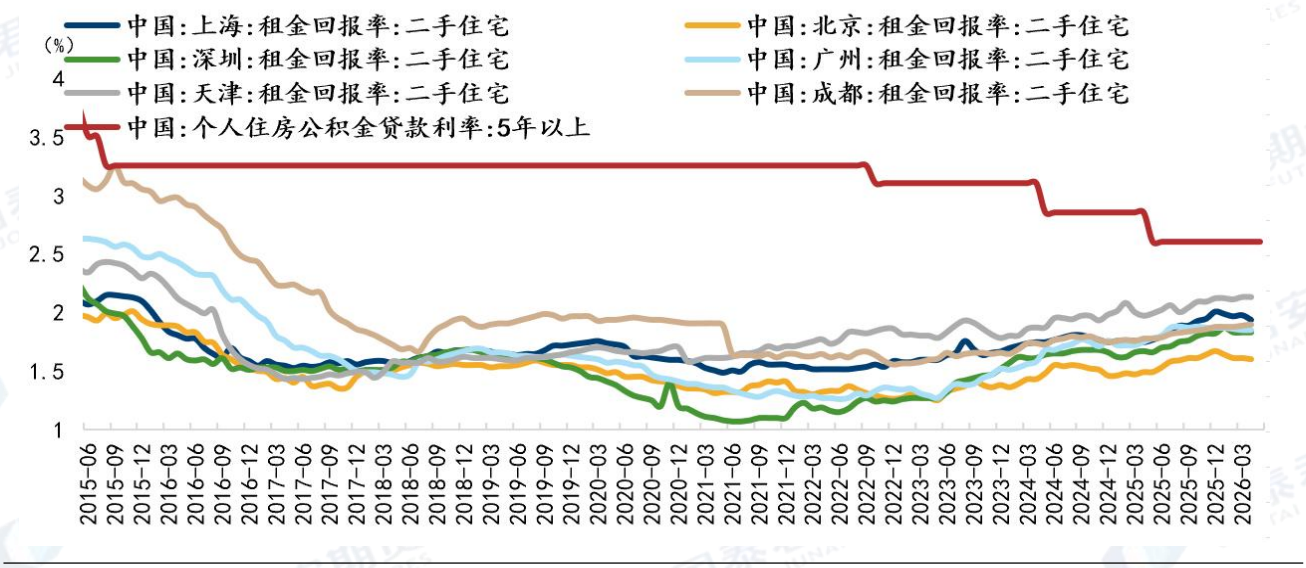
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 62：过去几轮稳增长周期，地产造富效应对于消费的拉动明显



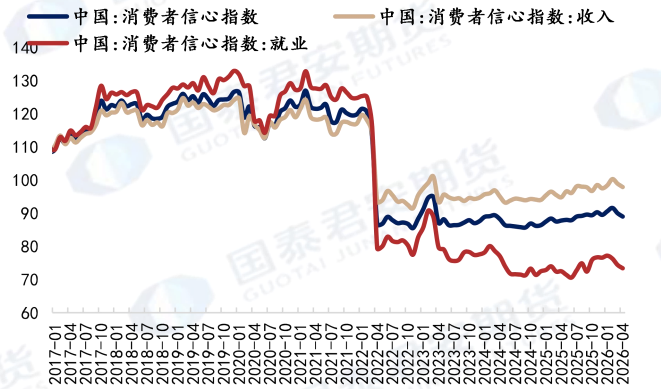
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 63：一线城市二手住宅租金回报率仍小幅高于房贷利率，但差距仍在收敛



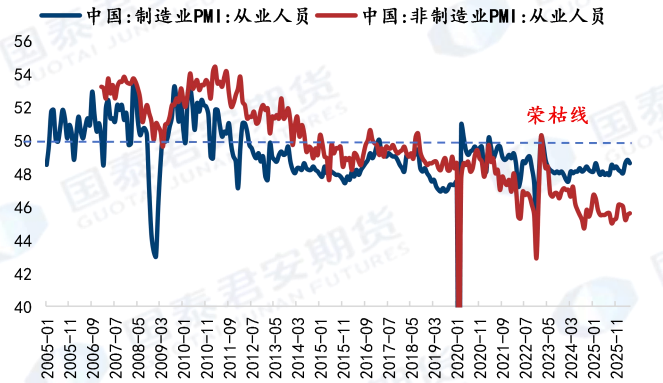
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 64：收入&就业预期与消费者信心指数相关性较高



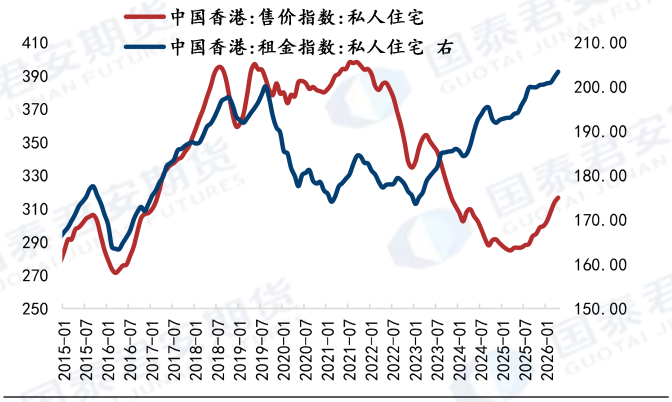
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 65：就业数据仍相对疲软



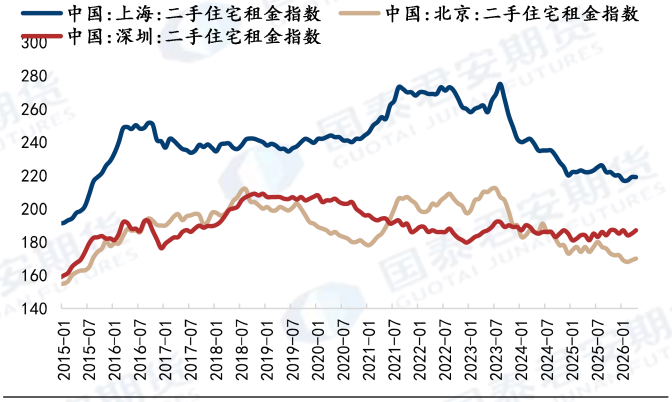
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 66：香港租售比企稳更多依赖租金的回暖带动



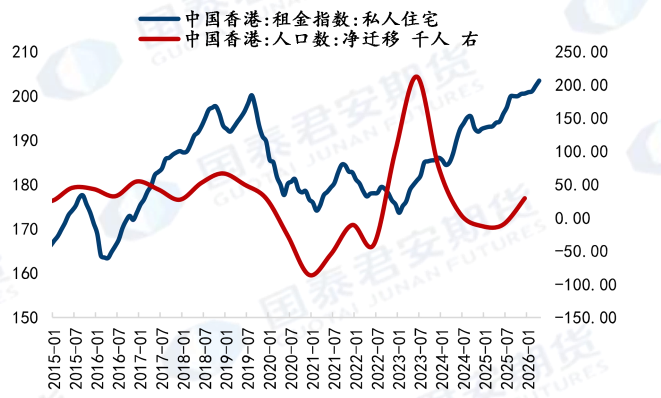
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 67：一线租金仍在筑底阶段



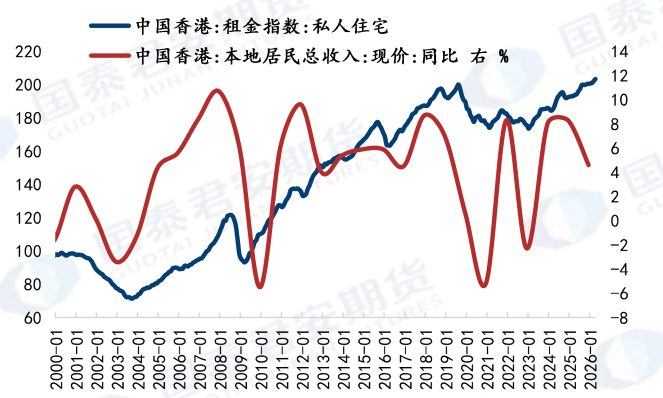
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 68：香港租金企稳的驱动之一：人口虹吸效应支撑需求



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 69：香港租金企稳的驱动之二：居民收入增速回暖支撑需求



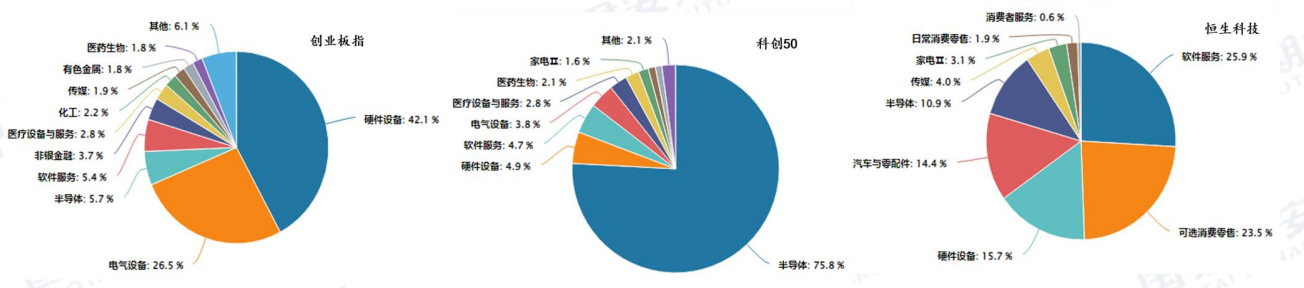
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

展望下半年，对于国内 K 型的上端——科技板块“仍然是赔率性价比低，而胜率仍然较高的格局”。对于中国资产，我们维持坚守科技主线而非低位轮动的思路，A 股相较港股的科技“硬含量”更重，我们维持 A 股弹性大于港股的判断。

对于本轮 AI 产业趋势的把脉，当前中美 AI 产业的核心矛盾有所不同，对于中资股而言，我们短期更多还是锚定中美映射的思路。美国本轮投资起步更早、强度更大，据彭博数据 2026 年美股科技巨头 Capex 支出金额大约是中国科技巨头的 20 倍。对于美股科技巨头而言，当下大家更多开始担忧投资回报率的问题；而对于中国科技公司而言，一方面，光模块、PCB 等代表的 AI 外需链条高度绑定海外订单需求；另一方面，半导体设备、国产芯片等自主替代内需链条更多仍处于技术突破的阶段。因此，近两年，我们看到中美科技板块高度显著的映射关系，费城半导体和创业板指&科创 50 的相关性非常强，标普 500 软件指数和恒生科技的相关性非常强。

年初以来，AI 经历了从“AI 泡沫论”到“AI 颠覆论”的两轮叙事递进，AI 板块内部呈现极致的缩圈效应，AI 硬件>AI 软件，本质是市场对于确定性溢价的追逐。中美 AI 硬件板块均显著跑赢软件板块，其中费城半导体和中国 AI 外需链（创业板）主要依靠 EPS 增长驱动上涨，而中国 AI 内需链（科创 50）更多依靠国产替代逻辑下的估值溢价支撑上涨。

图 70： A 股科技板块“硬件”含量更重，港股科技板块“软件”含量更重



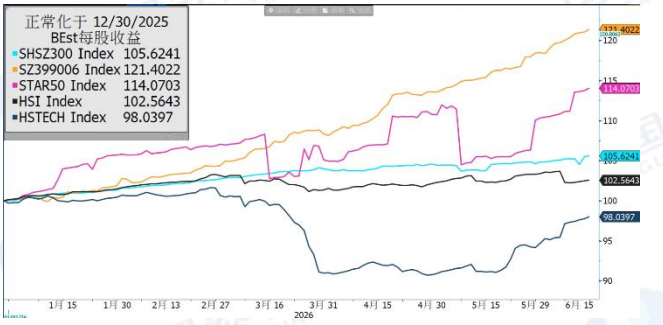
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 71：硬件（创业板指和科创 50 ）较软件（恒生科技和恒生指数）更易获得估值溢价



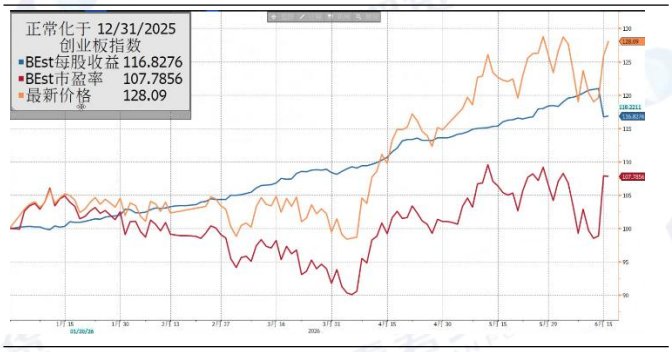
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 72：硬件（创业板指和科创 50 ）EPS 增长显著跑赢软件（恒生科技和恒生指数）



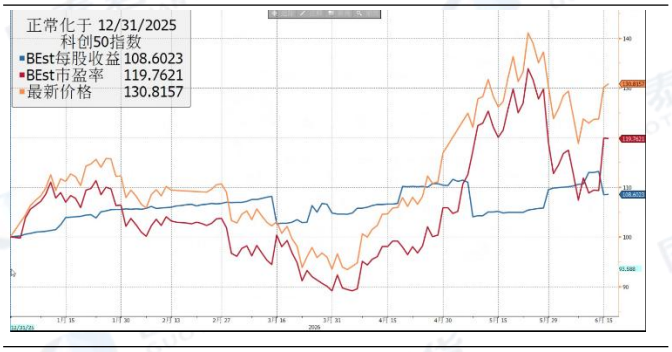
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 73：AI 硬件外需链条（创业板指）更多为业绩驱动为主



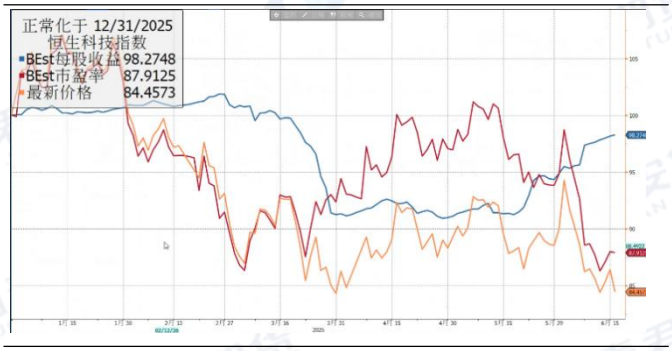
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 74：AI 硬件国产自主替代链条（科创 50）更为估值驱动为主



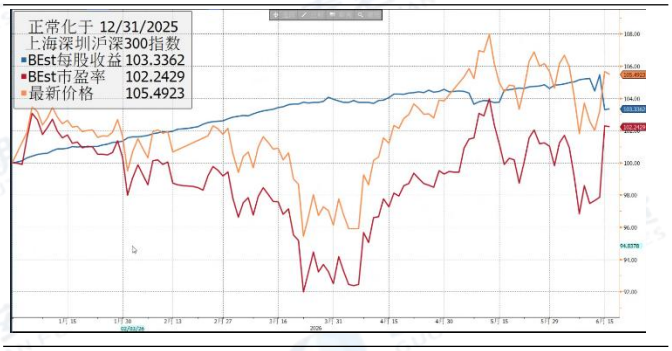
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 75：AI 软件链条（恒生科技）受到估值和业绩的双重拖累



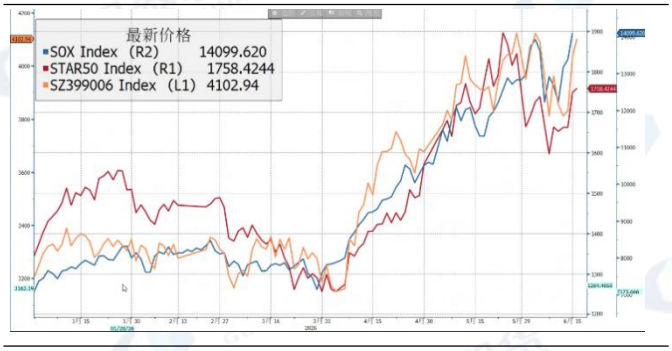
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 76：沪深 300 更多在 K 型下端板块的拖累下呈现弱复苏的特征



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 77：年初以来，中美映射效应显著，费城半导体和创业板指、科创 50 的相关性非常强



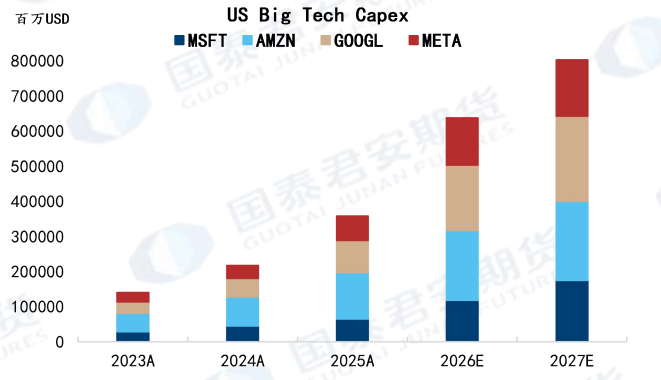
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 78：年初以来，中美映射效应非常显著，标普 500 软件指数和恒生科技的相关性非常强



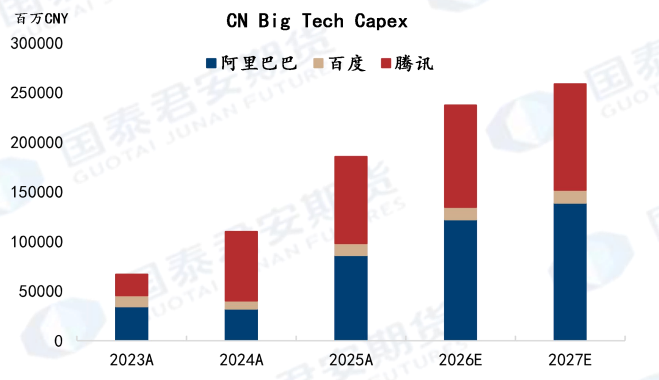
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 79：2026 年美股科技巨头资本开支强度大约是中国科技巨头资本开支强度的 20 倍



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 80：2026 年美股科技巨头资本开支强度大约是中国科技巨头资本开支强度的 20 倍

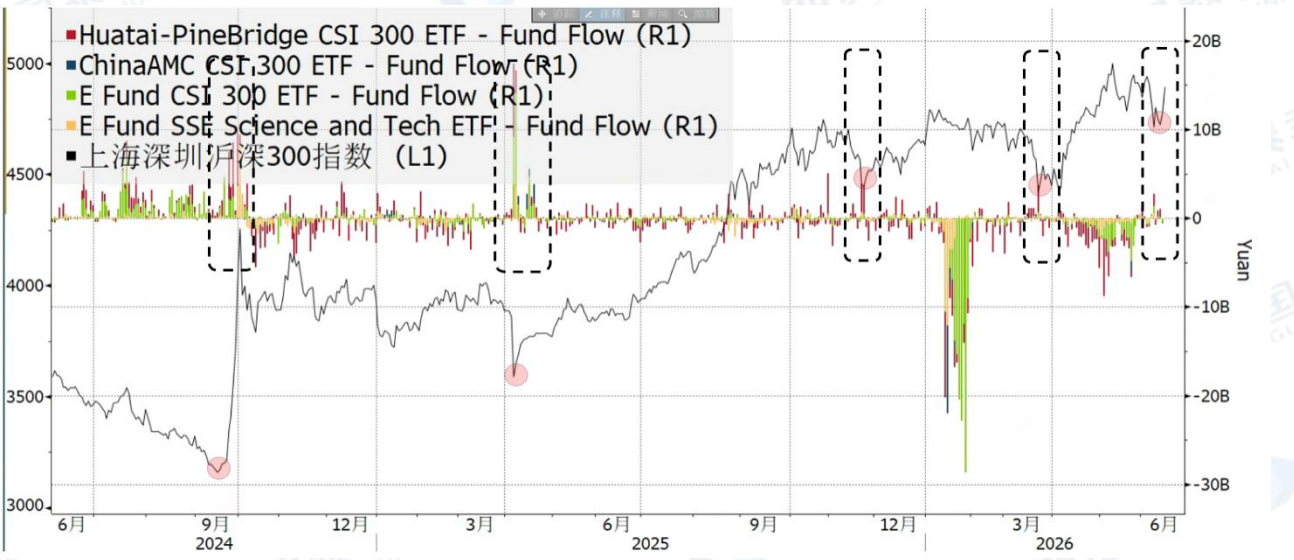


资料来源：彭博，国泰君安期货研究

3.2 分母端：A 股流动性环境相对充裕，港股或面临流动性逆风扰动

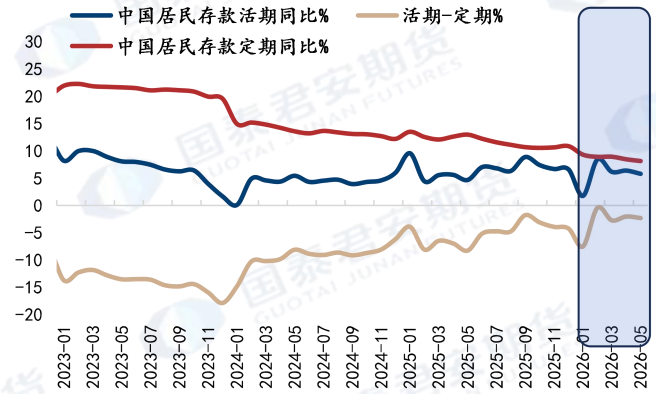
展望下半年，A 股相较于港股的流动性环境更优：一方面在于内地居民资金的持续渗透、另一方面在于国家队资金潜在的托底保护；而港股流动性面临的逆风扰动相对更大：一方面在于南向资金流入的持续降温（A 股硬件板块对于资金的虹吸效应）、另一方面在于下半年天量解禁对于港股市场流动性的吸血。

图 81：国家队资金往往对于 A 股市场适当托底保护



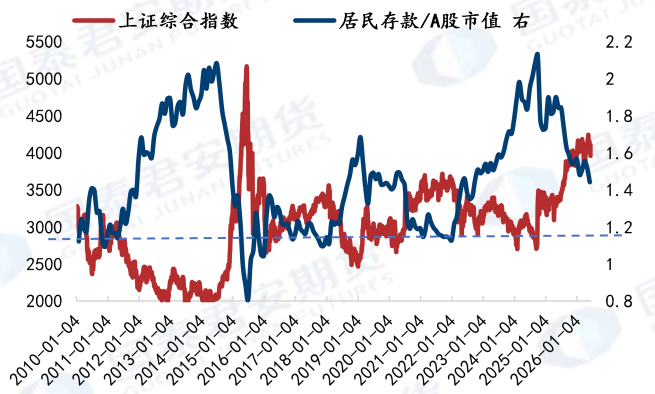
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 82：内地居民存款搬家仍在进行中



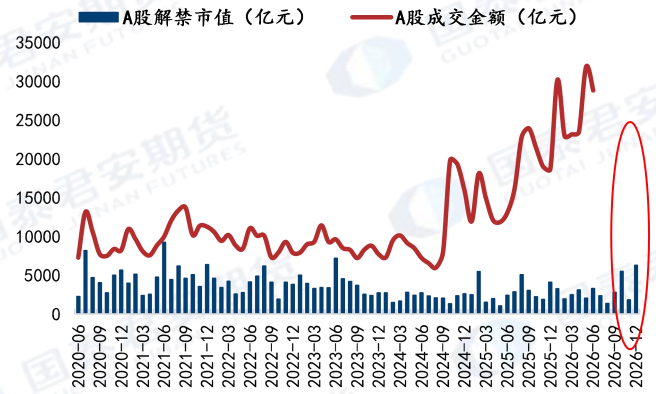
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 83：内地居民存款入市仍有较大的潜力入标题



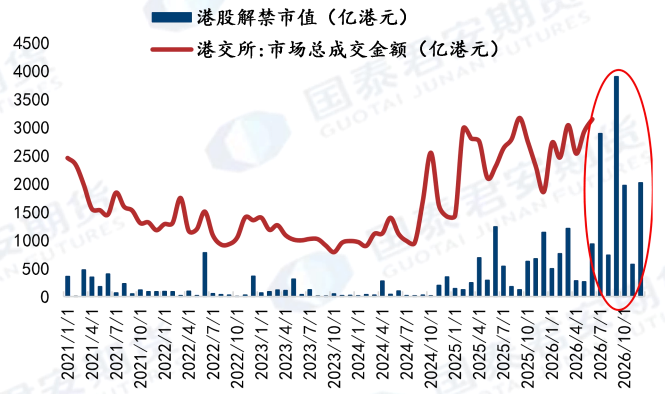
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 84：A 股四季度解禁量有所放大，但仍处于历史中性水平，且 A 股成交额量级足以吸收解禁量级



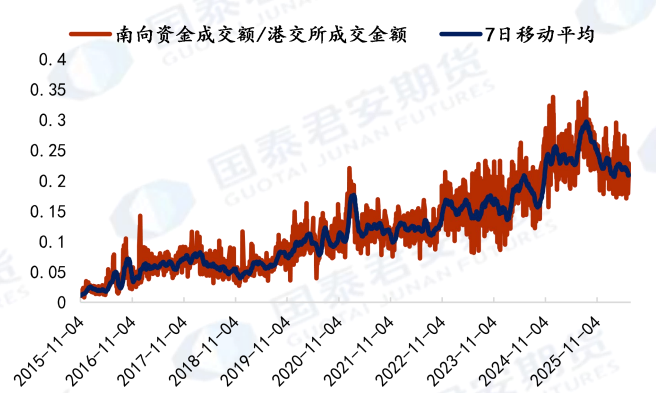
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 85：港股三季度解禁量将达到 2021 年以来新高水平，对于当前港股成交额量级，解禁高峰月流动性或迎来压力测试



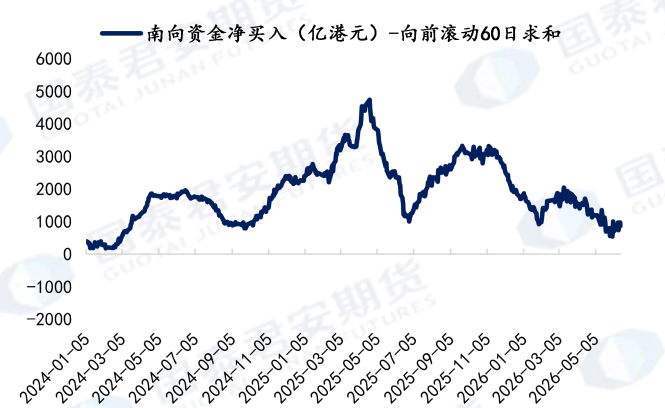
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 86：2025 年 Q4 以来，南向资金流入放缓



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 87：A 股硬件板块对于资金的虹吸效应亦是南向资金流入放缓的原因之一



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

4. 2026H2 中美权益资产投资结论与配置思路

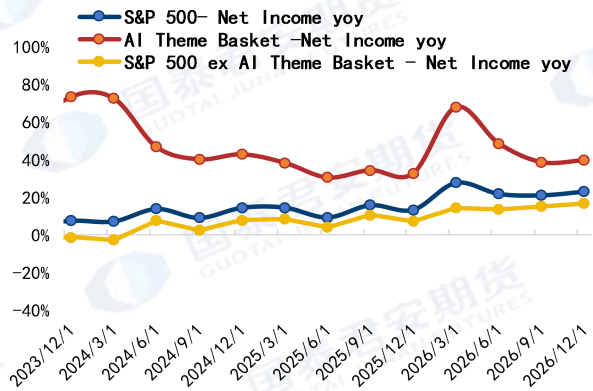
4.1 美股：K 型结构延续但有望收敛，把握科技缩圈，结构重于指数和节奏

指数层面：年初至今，美股更多呈现“狭窄”的繁荣，费城半导体近乎翻倍，而标普 500 涨幅不足 10%，大盘的赚钱效应并不显著。因此，我们更多建议大家下半年继续把握 K 型上端的结构而淡化指数整体。26Q1 标普 500 盈利增速创疫情以来新高，基数效应下我们判断下半年美股整体上涨的斜率有望边际放缓。

结构层面：（1）我们整体维持上半年的 K 型基调，美股 AI 板块弹性仍然大于非 AI 板块。一方面，美股 AI 板块增速仍然高于非 AI 板块增速，但地缘缓和的基准下 K 型分化结构有望较上半年收敛。另一方面，本轮美股 AI 板块上涨更多依赖 EPS 驱动，当前 AI 板块较非 AI 板块仍然具备估值性价比，美股 AI/非 AI 的估值中枢仍然处于近 5 年来中性偏低水平。**（2）若科技主升浪阶段性遭遇波折，我们推荐以具备高股息、低波动、高价值特征的板块来做阶段性防御策略（必选消费、公用事业、金融等）。**主街资产在地缘缓和的基准下胜率较上半年亦会有所抬升。

节奏层面：前文我们分析，下半年美股流动性扰动或放大市场颠簸，但 AI 产业趋势最终决定市场方向。<u>**我们更多建议大家重趋势而轻节奏，尤其对于具有资金共识的核心资产（年初以来 10 日均线均构成费城半导体/韩国 Kospi/创业板指等 AI 核心资产的有利支撑位），若宏观/产业边际扰动引发阶段性的调整，更多仍是 buy the dip 的思路。**</u>对于节奏的把握，我们提供两大中短期择时的维度供大家参考：（1）财报季绩优资产往往迎来主升浪：过去一年，基于强劲业绩超预期的前提下，财报季市场共识的绩优资产（费城半导体）均能较大盘（标普 500）跑出显著超额。（2）资金筹码结构拥挤度可以作为短期高抛低吸的有利信号：尽量避免在筹码结构极度拥挤的时候介入（风险回报非对称），筹码结构出清更多是“左侧拐点”的有利信号。

图 88：下半年，美股 K 型结构延续，但地缘缓和的基准下 K 型分化有望较上半年边际收敛



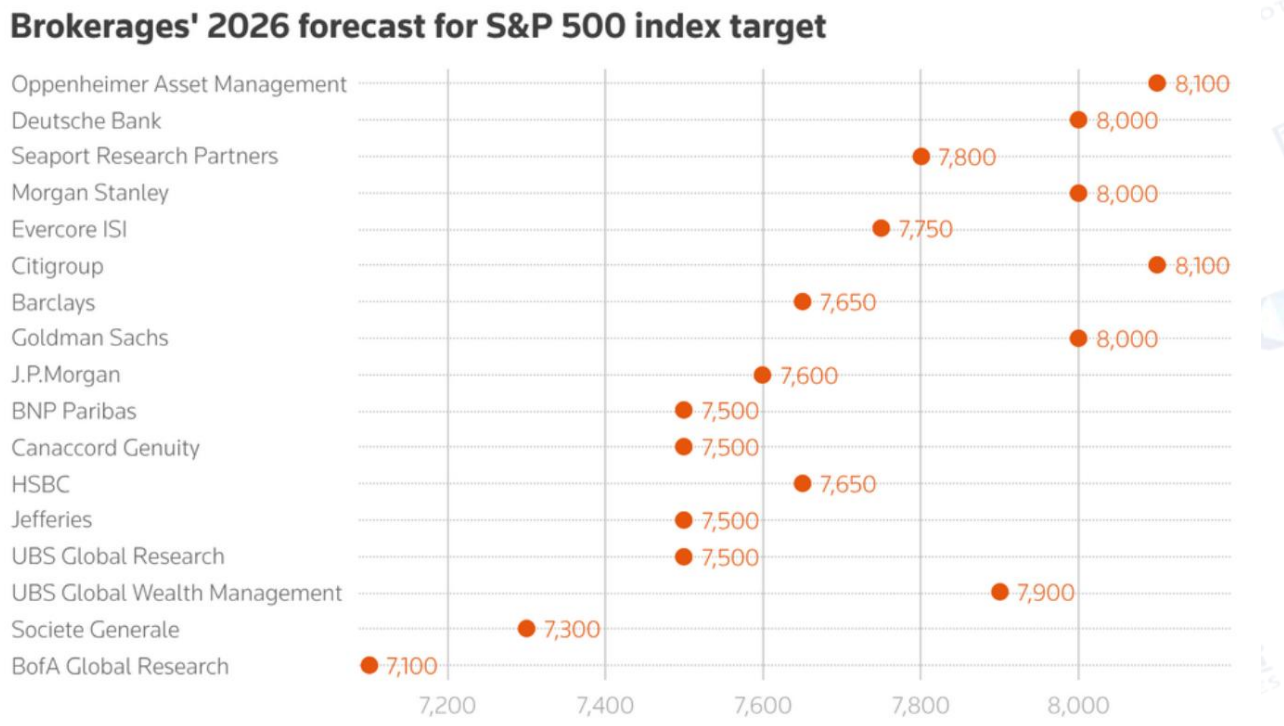
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 89：AI 相较非 AI 板块的远期 PE 仍然处于中性偏低水平



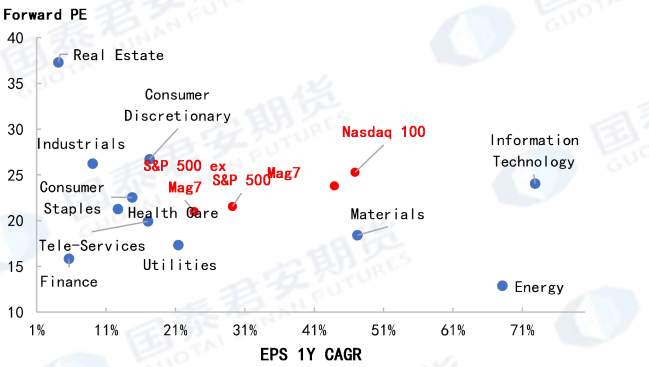
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 90：当前市场共识在哪里？主流机构对于 2026 年年底美股点位预测多数偏乐观看涨



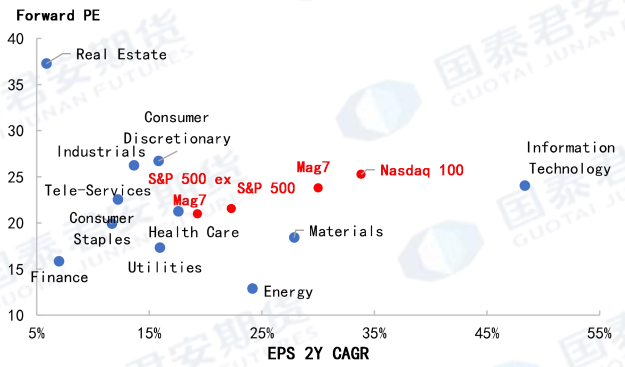
资料来源：Research notes| Siddarth S，国泰君安期货研究

图 91：AI 板块赔率 VS 胜率性价比仍然较高



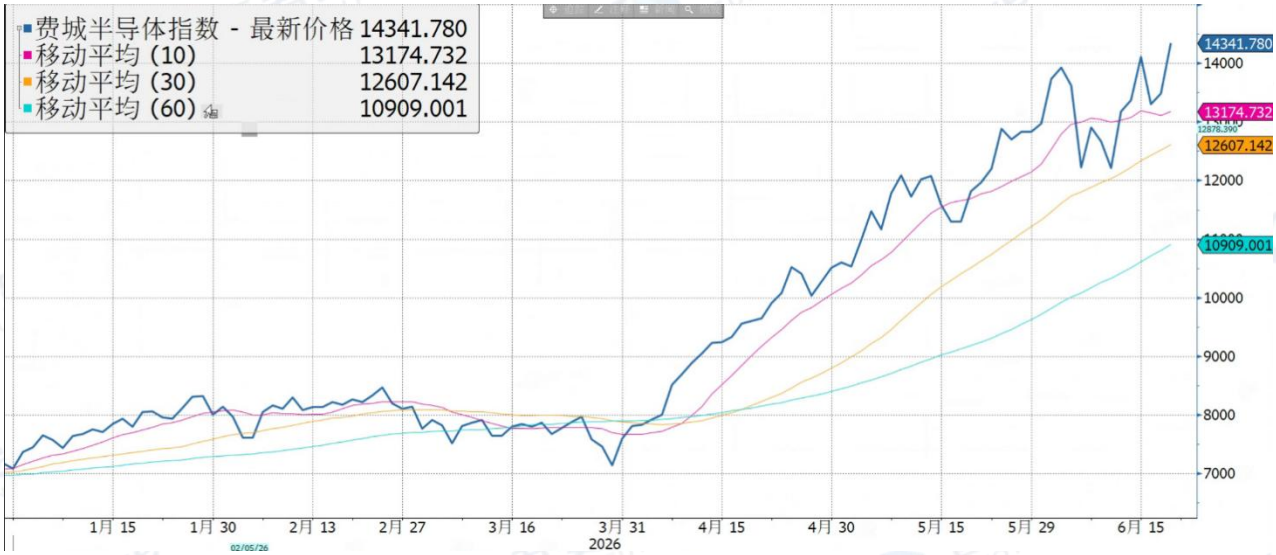
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 92：AI 板块赔率 VS 胜率性价比仍然较高



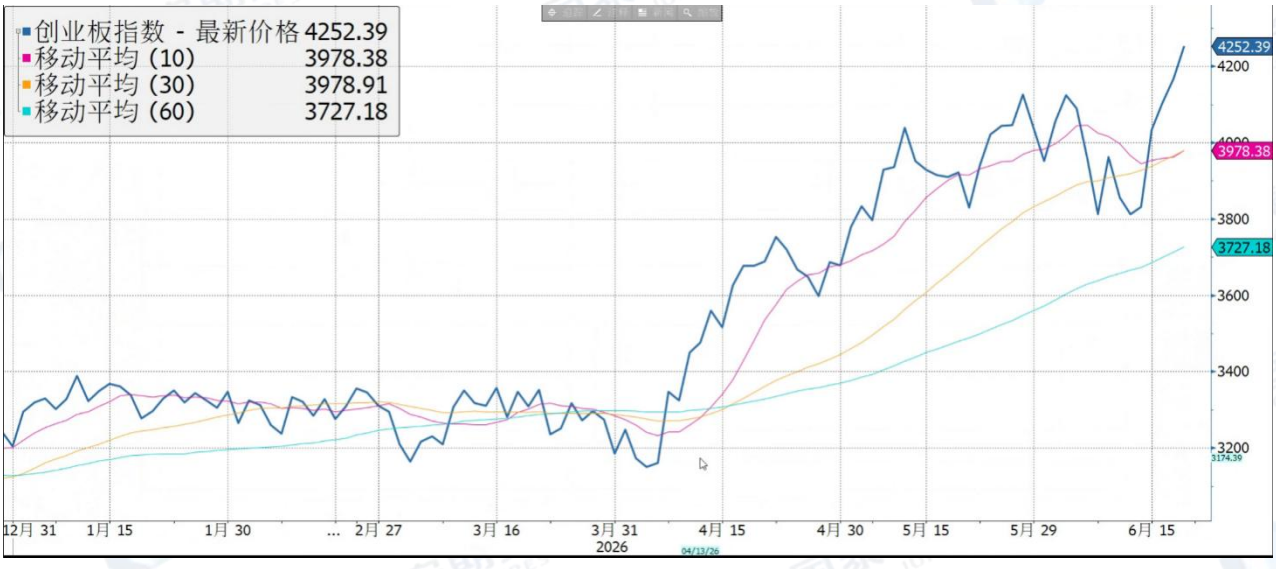
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 93：尤其对于具有资金共识的核心资产，建议大家重趋势而轻节奏：若宏观/产业边际扰动引发阶段性的调整，更多仍是 buy the dip 的思路（年初以来 10 日均线均构成费城半导体/创业板指等 AI 核心资产有利支撑）



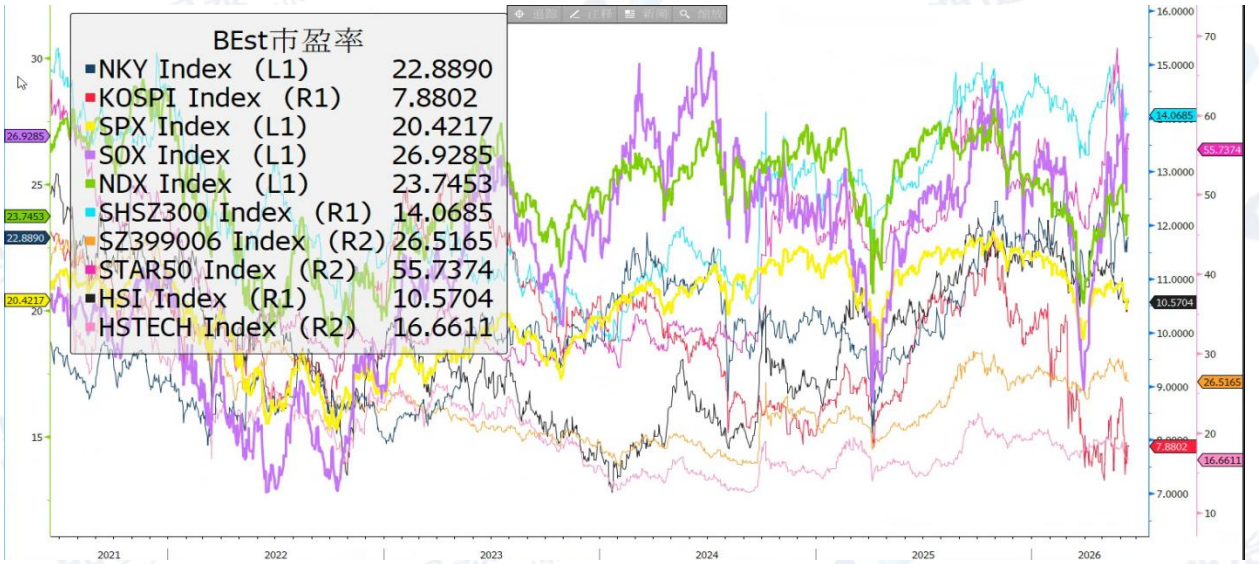
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 94：尤其对于具有资金共识的核心资产，建议大家重趋势而轻节奏：若宏观/产业边际扰动引发阶段性的调整，更多仍是 buy the dip 的思路（年初以来 10 日均线均构成费城半导体/创业板指等 AI 核心资产有利支撑）



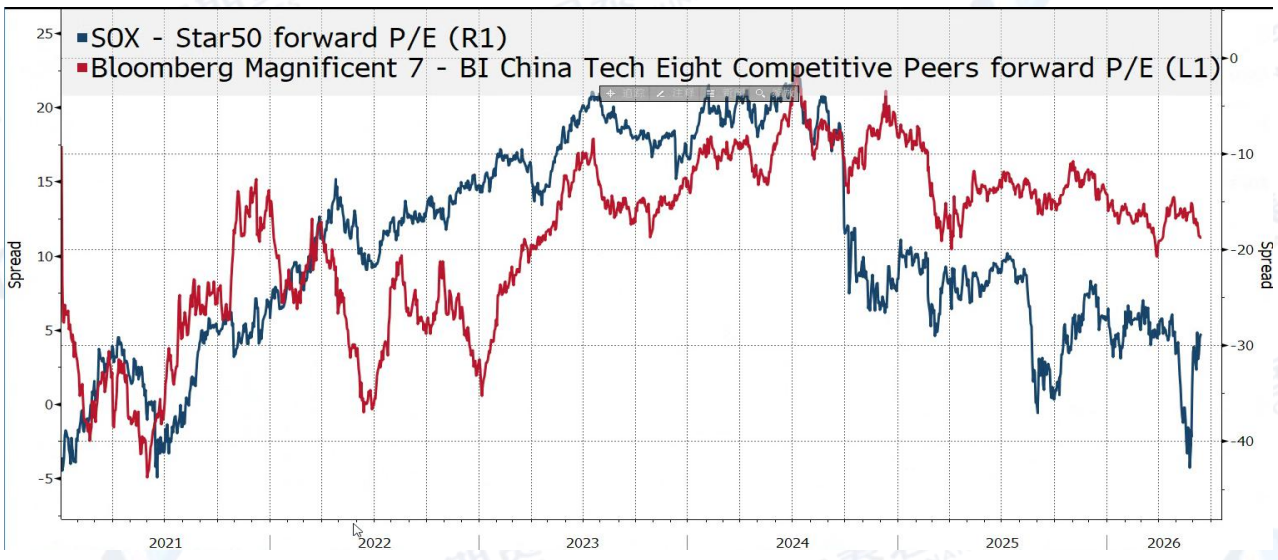
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 95：横向对比：美股当前估值并非过于极端，费城半导体、标普 500、纳斯达克 100 的远期 PE 仍然低于 2024/2025 的峰值水平



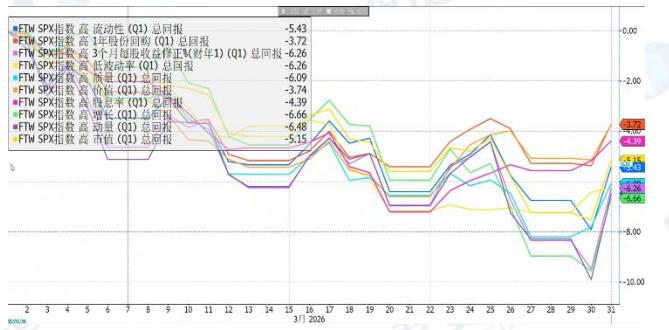
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 96：纵向对比：美股科技板块估值较中资股更具性价比，费城半导体/科创 50 远期 PE、MAG7/中国科技 8 巨头远期 PE 均处于近 3 年偏低水平



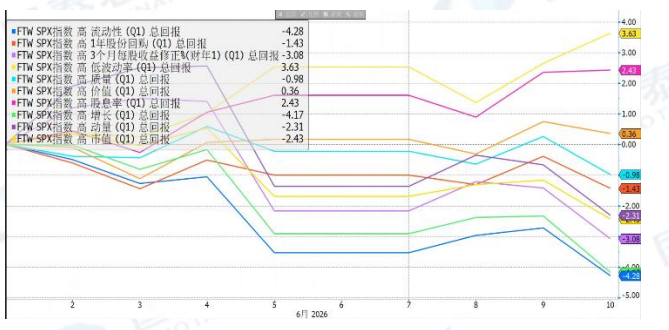
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 97：上半年市场两次大跌的情况下，高股息、低波动、高价值特征的板块具备阶段性的防御属性



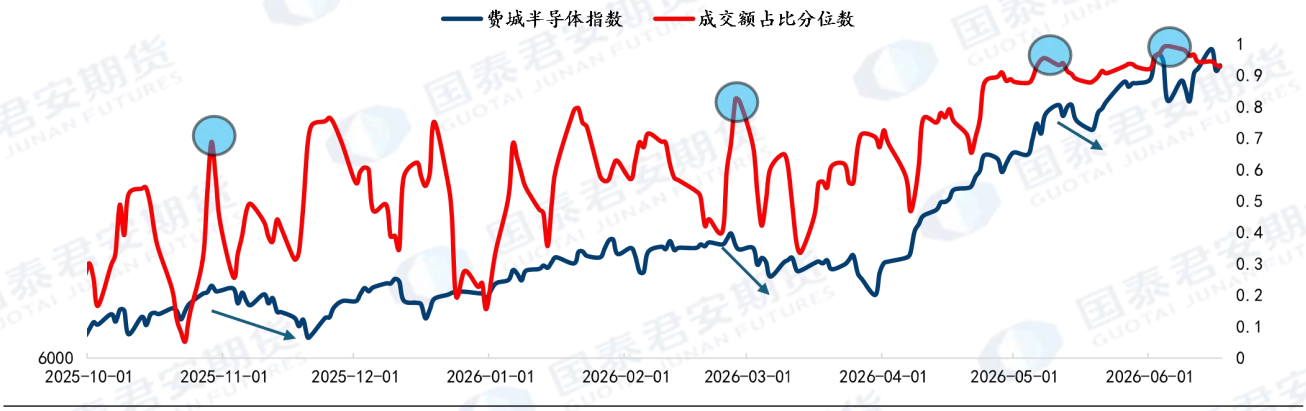
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 98：上半年市场两次大跌的情况下，高股息、低波动、高价值特征的板块具备阶段性的防御属性



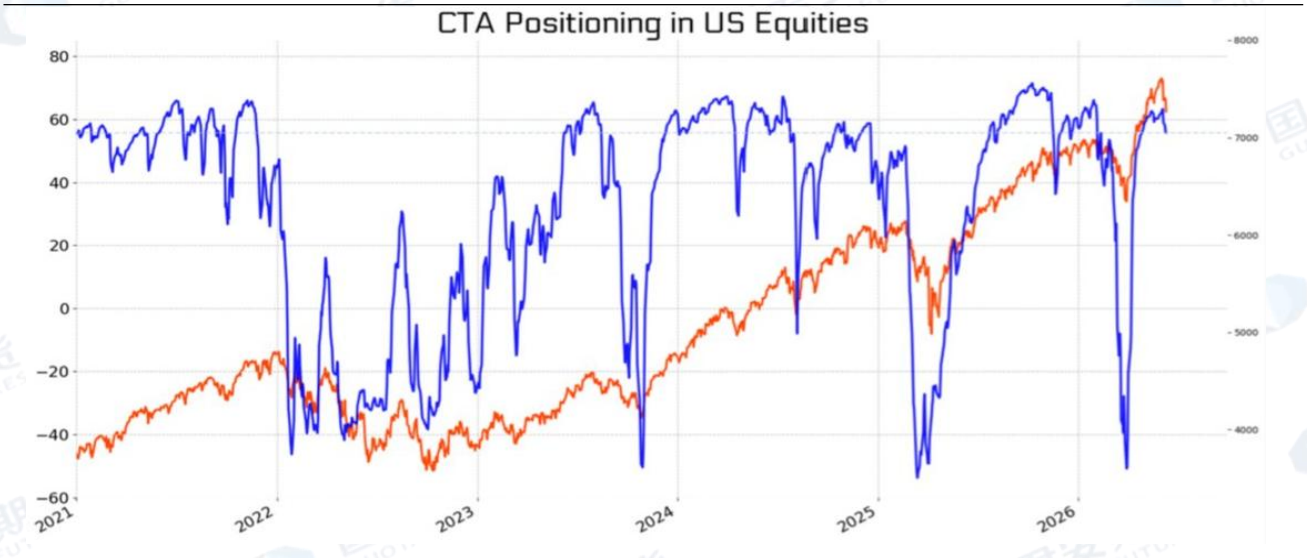
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 99：尽量避免在筹码结构极度拥挤的时候介入（风险回报非对称）



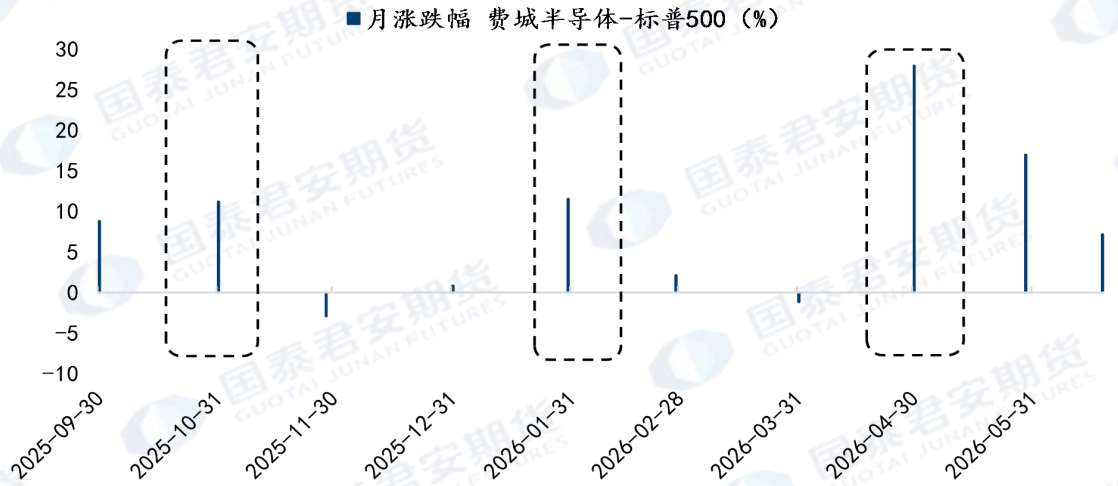
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 100：筹码结构出清更多是“左侧拐点”的有利信号



资料来源：Tier1Alpha.com，国泰君安期货研究

图 101：财报季美股绩优资产（费城半导体）往往迎来主升浪



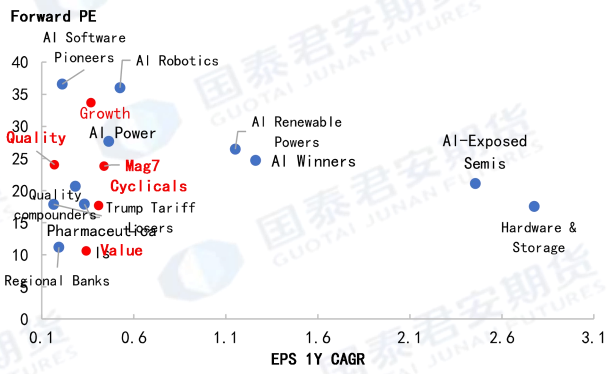
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

AI 科技板块内部，我们维持推荐“科技缩圈的结构”：

（1）AI 基建>Hyperscaler>软件，AI 基建板块继续推荐存储&光通信&CPU&半导体设备等 AI 硬件制造链条+AI 电力链条。从 AI 泡沫论到 AI 颠覆论，市场极致缩圈背后的共性仍是追求“业绩的确定性溢价”。人工智能最终会颠覆软件股或是重构软件股目前仍无定论，近期软件股的上涨势头被证明是昙花一现，反映市场对人工智能颠覆性影响的担忧仍持续存在。综合 AI 板块细分赛道的赔率 VS 胜率性价比：基建>Hyperscaler>软件，上游板块供需格局更优的公司具有 α 溢价、中下游板块中商业模式更为闭环的公司具有 α 溢价。

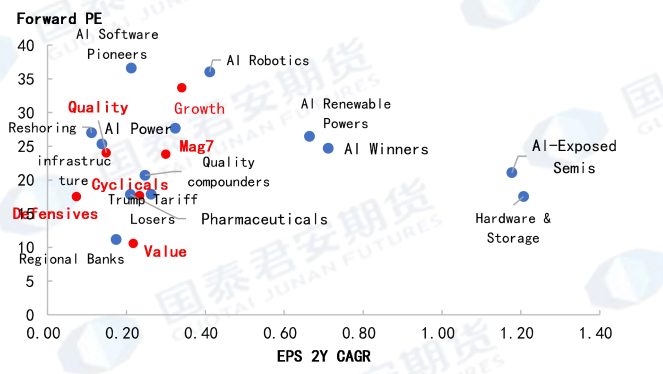
（2）硬件板块内部亦有分化：存储/光通信/CPU/半导体设备仍是年初以来美股硬件板块中资金共识度较高的环节。伴随 AI 产业的迭代更新，硬件板块已经从领头羊英伟达（GPU）逐步轮动至存储/光通信/CPU/半导体设备等环节。综合当前 AI 硬件板块细分赛道的赔率性价比，以上细分赛道的性价亦高于板块平均水平。

图 102：AI 板块细分赛道赔率 vs 胜率性价比：硬件>Hyperscaler>软件



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 103：AI 板块细分赛道赔率 vs 胜率性价比：硬件>Hyperscaler>软件



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 104：北美软件行业 ETF 6 月以来连续下跌，近乎抹去了 5 月的全部涨幅，而软件行业是同期标普 500 指数中表现最差的板块



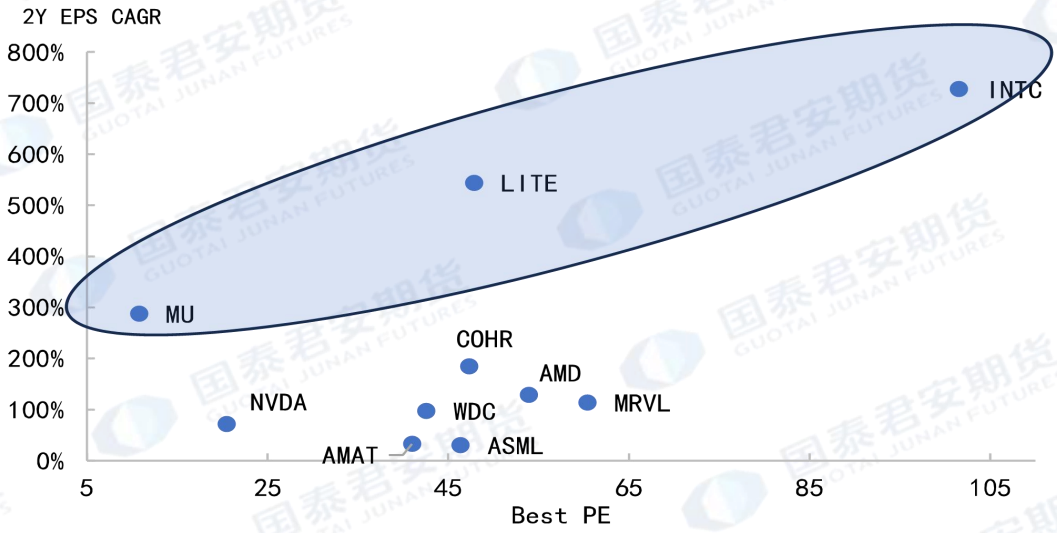
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 105：年初以来，美股科技硬件板块中存储/CPU/光通信/半导体设备的资金共识度较高



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 106：AI 硬件板块内部赔率 vs 胜率性价比较优的赛道集中在存储/光通信/CPU 等环节



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

4.2 中资股：K 型结构延续，坚守主线而非低位轮动，结构重于指数与节奏

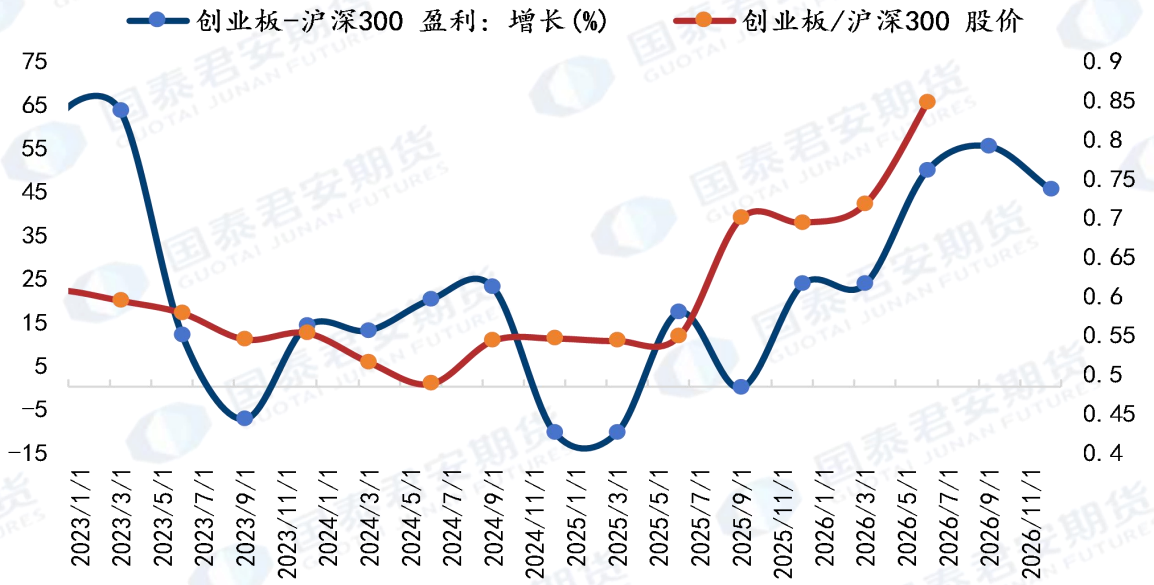
指数层面：年初至今，中资股同样呈现“狭窄”的繁荣，科创/创业板块双双刷新历史新高，而上证指数涨幅不足 5%，大盘的赚钱效应并不显著，科技 vs 非科技板块的股价差达到历史极端水平。因此，我们更多建议大家下半年继续把握 K 型上端的结构而淡化指数整体。

结构层面：（1）我们整体维持上半年的 K 型基调，中资股 AI 板块弹性仍然大于非 AI 板块。新旧板块景气度持续劈叉仍是 K 型的底层逻辑，中资股 AI 板块增速仍然高于非 AI 板块增速，中国内需的广义修复相较美国门槛更高（房地产广义企稳的拐点仍需观察）。**（2）若科技主升浪阶段性遭遇波折，我们推荐以具备高股息、低波动、高价值特征的板块来做阶段性防御策略（必选消费、公用事业、银行等）。**

节奏层面：前文我们分析，AI 产业趋势最终决定市场方向，我们更多建议大家重趋势而轻节奏，尤其对于具有资金共识的核心资产（年初以来 10 日均线均构成费城半导体/韩国 Kospi/创业板指等 AI 核心资产有利支撑位），若宏观/产业边际扰动引发阶段性的调整，更多仍是 buy the dip 的思路。对于本轮 AI 产业趋势节奏的把脉，短期对于中资股而言，我们更多还是锚定中美映射的思路。

AI 科技板块维持“缩圈”的结构：（1）AI 基建（AI 硬件/北美缺电链）>Hyperscaler>软件，AI 基建板块继续推荐（光通信/AI 材料/半导体设备/国产芯片/发电电网设备），基于此，我们维持 A 股优于港股的观点，A 股“AI 基建含量更重”而港股“软件含量更重”；（2）AI 基建内部：AI 外需链（创业板-光通信）业绩确定性最强&资金共识度最高，适合作为底仓长期配置；而 AI 内需国产替代链（科创板-国产芯片）相对更依赖市场风偏和产业突破的催化，可以适当择时作为进攻仓位（上涨获取弹性）或对冲仓位（下跌抵抗风险）。

图 107：中国新旧板块景气度持续劈叉仍是 K 型的底层逻辑



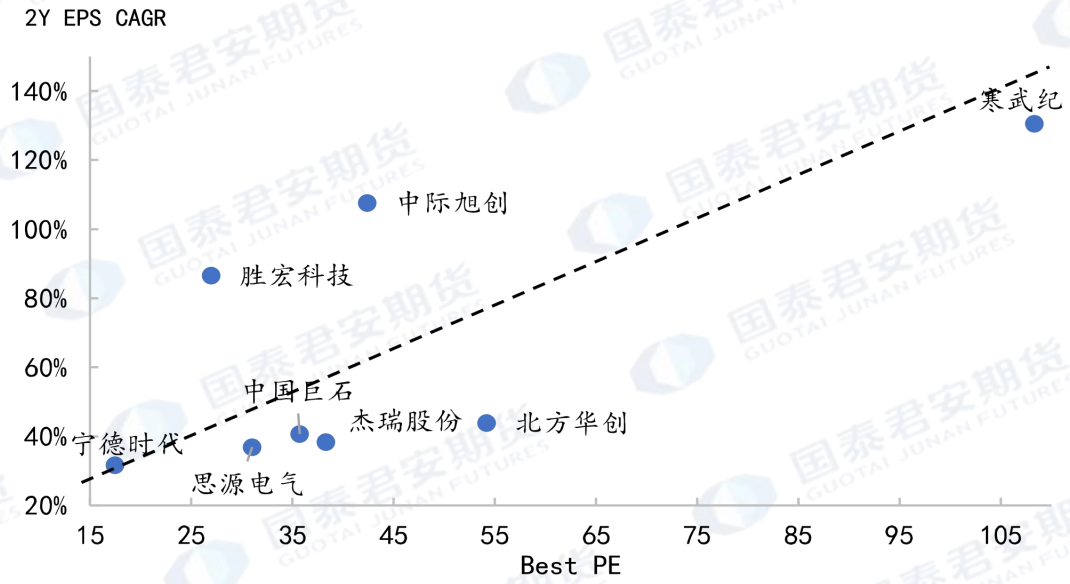
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 108：中资股 AI 基建赛道中：上半年 AI 外需板块（光通信/AI 材料）资金共识度较国产替代链更高



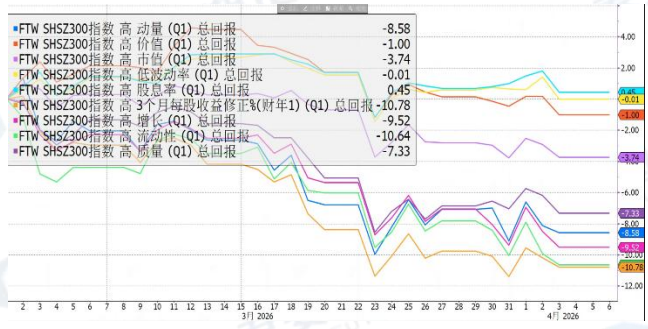
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 109：中资股 AI 基建板块内部而言：光通信和 AI 材料的赔率 vs 胜率性价比仍然较高



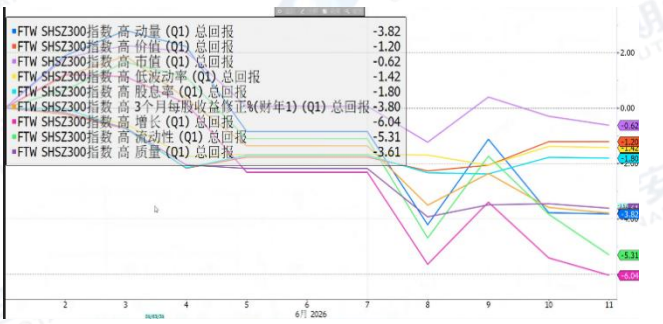
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 110：科技主升遭遇波折阶段，中资股高股息、低波动、高价值阶段性跑赢



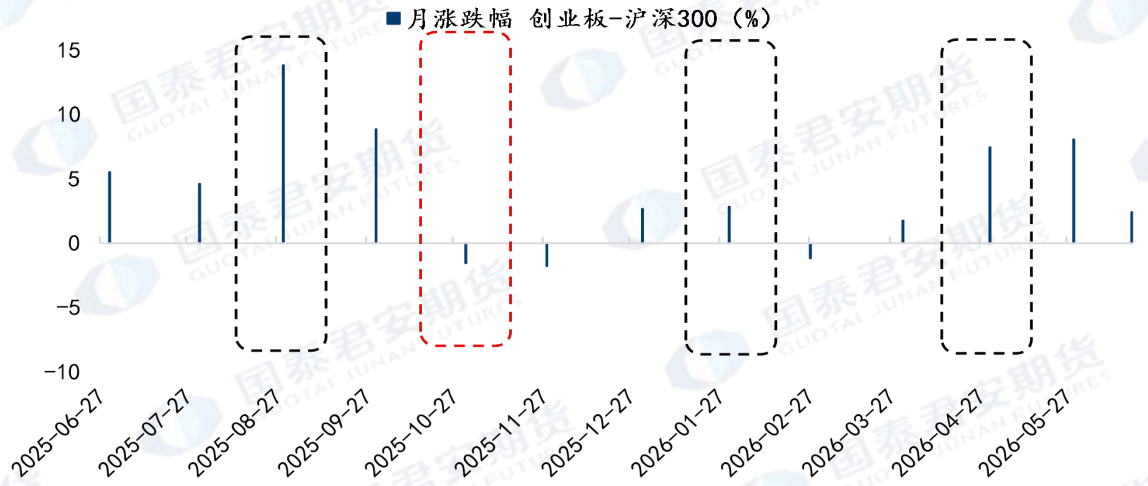
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 111：科技主升遭遇波折阶段，中资股高股息、低波动、高价值阶段性跑赢



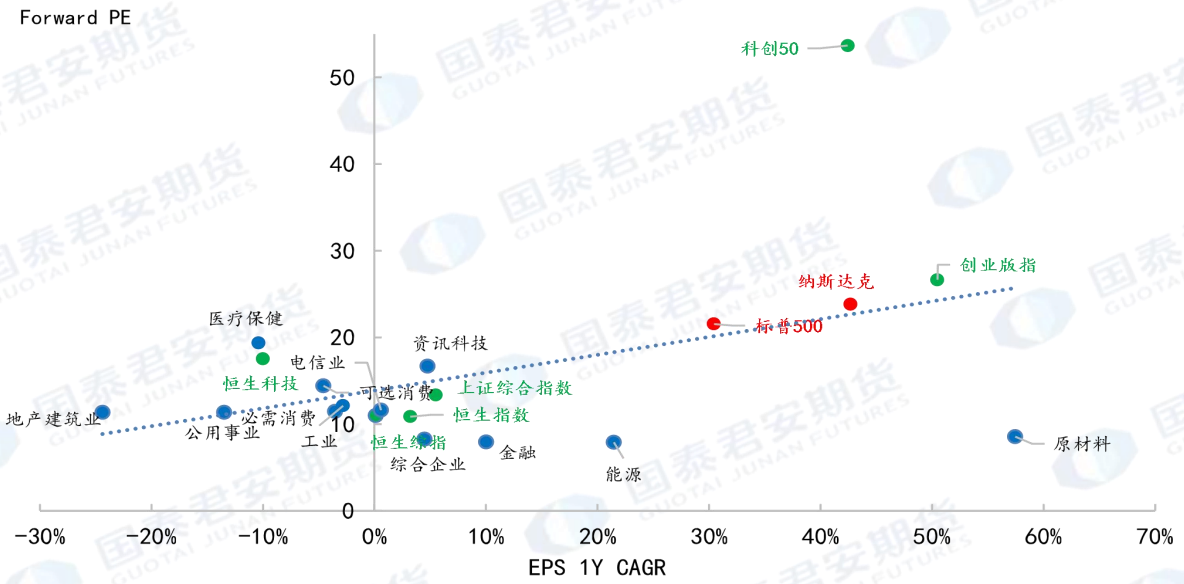
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 112：财报季 A 股绩优资产（创业板指）往往迎来主升浪



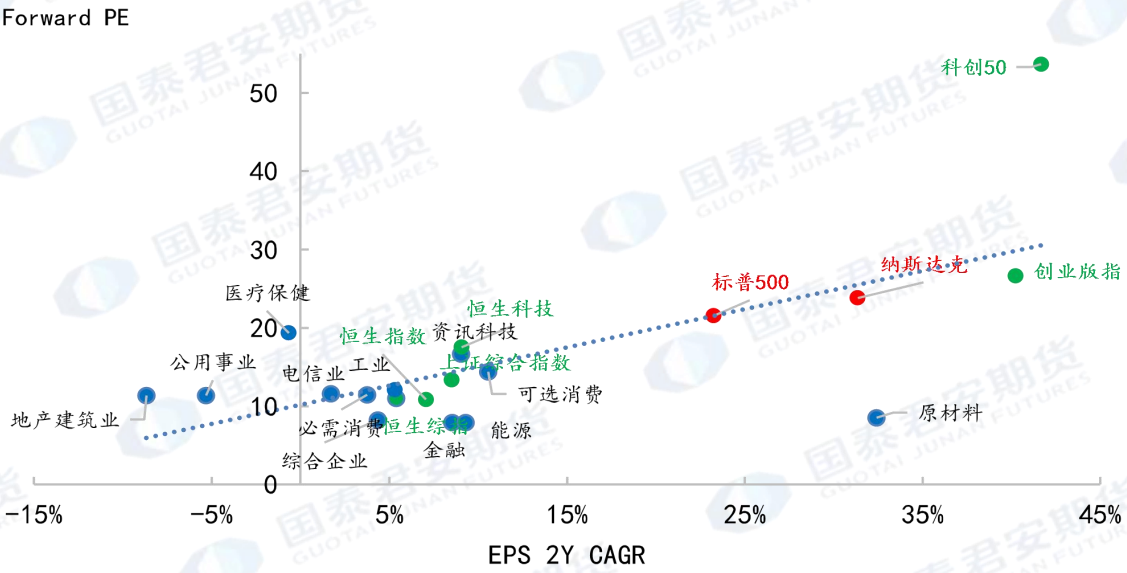
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 113：中资股一级行业及中美宽基指数的估值 vs 盈利性价比



资料来源：彭博，国泰君安期货研究 数据截至 2026.6.15

图 114：中资股一级行业及中美宽基指数的估值 vs 盈利性价比



资料来源：彭博，国泰君安期货研究 数据截至 2026.6.15

风险提示：中国基本面修复不及预期、地缘政治冲突升级致使全球通胀超预期上行、美联储货币政策超预期鹰派、AI 产业应用商业化模式落地不及预期等

本文感谢实习生薛怡洁、舒歆的贡献

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。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。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。