2026 年 05 月 21 日

AI 交织通胀，权益主推算力链

——2026Q2 资产配置报告

证券分析师

薛威

S0820526030001

021-32229888-25535

xuewei@ajzq.com

投资要点：

- **前言：**2026 年以来投资者关注焦点集中在两个主题——通胀&AI，地缘推升通胀与 AI 产业热潮仍将成为未来一个季度资产配置的焦点。

- **通胀主题：油价推升通胀，利率结束下行。**美以伊冲突爆发后，油价高企推升能耗成本，全球主要经济体通胀水平集体上行，市场对联储重启降息的预期时点延后至 27 年 4 月。在这样的背景下，10Y 美债利率突破 4.6%，刷新 2 月以来新高。中国经济在适度宽松货币环境、“反内卷”加码以及油价攀升带来输入性通胀的叠加作用下，PPI 回正实现温和通胀，国内无风险利率结束下行。

- **AI 主题：算力投资旺盛，高景气可延续。**AI 产业已形成大模型、芯片、数据中心、能源底座的传导链。应用端爆发和大模型突破使得 token 需求暴增，算力供需日趋紧张，AI 算力投资高速增长，数据中心持续大规模建设，催生芯片、服务器、存储、光通信、液冷散热等领域投资热潮；海外落后的电力基建也亟需更新。算力链成为焦点，美国市场聚焦核心算力与巨头资本开支周期，在科技巨头资本开支持续高增背景下，算力链高景气仍可继续；中国市场重点在“国产替代”与“出海红利”双轮驱动。国产替代方面，国产 AI 芯片及配套的服务器、交换机环节具有极高战略价值和业绩弹性，从“可用”到“好用”的演进将加强其国内市场渗透率；出海红利方面，光模块、PCB、液冷散热、电力设备等环节的全球竞争力，能够深度受益全球 AI 基建需求爆发，这也是业绩确定性最强、直接兑现全球 AI 红利的方向。

- **资产选择：权益为主商品为辅，权益主推算力链。**2026Q2 利率结束下行、高油价维持、AI 热潮延续三大因素叠加，共同决定了大类资产的主基调：股强债弱，权益为主，商品为辅。具体而言，*权益：*主推 AI 云计算与算力链，兼顾传统行业中现金流充裕、低负债率、分红稳健的龙头企业。*固收：*低配利率债，优选信用债和可转债，短久期优于长久期。*汇率：*美元指数企稳，人民币汇率在 6.8 附近震荡，非美其他货币将转弱。*商品：*受美元企稳及伊朗局势变化影响，能化和高能耗品类波动加剧，出于稳健考虑，重点关注黄金、铜与美国小麦的机会。

- **组合配置：国内聚焦中证算力，全球重仓纳指标普。**基于配置逻辑得出资产池，选择核心指标构建量化模型。考虑到海内外市场和投资者风偏差异，将资产配置分为国内和全球两部分，各自构建平衡型、激进型、稳健型组合。参考金字塔搭建法，分层次构建各类型组合，并得出国内、全球各自的最优配置权重。不同风偏下国内与全球资产最优组合构建完毕后，发现稳健型组合性价比稍差故剔除，保留激进型和平衡型组合。可以发现国内组合集中度高，主要分布于中证算力、沪金、沪铜、短期高等级信用债，风偏主要影响权益与固收的配比；激进型组合为了博取更大年化回报，牺牲了波动率和回撤；而平衡型组合则着重于波动稳定和回撤控制。全球权益资产主要分布于美股的纳指与标普 500，亚太股市、德股也占三成左右权重，商品配置重点是黄金与铜，风偏对全球资产组合权重的影响主要体现为权益与商品内部配比差异上；平衡型组合与激进型组合的预期指标差异并不显著，预期年化仅差 0.4 个百分点，预期年化波动率与最大回撤更是仅差 0.1 个百分点。

- **风险提示：**AI 算力投资增速放缓，全球经济需求弱化拉低通胀与利率，量化模型依赖历史行情数据引发的潜在风险。

目录

1. 宏观经济： 油价推升通胀，利率结束下行 5
1.1 全球经济：油价推升成本，通胀卷土重来 5
1.2 全球利率：通胀推升利率上行 7
1.3 国内宏观：出口强势，固投修复 8
1.4 国内利率：PPI 同比回正，利率结束下行 9
2. AI 革新：算力需求旺盛，高景气可延续 10
2.1 AI 产业革新：大模型持续突破，算力需求迎爆发 10
2.2 算力产业链：从训练到推理的三阶段演进 10
2.3 中美算力竞争：差异化优势与互补格局 11
2.4 算力链投资：中美市场各有侧重 13
3. 资产选择：权益为主商品为辅， 权益主推算力链 13
3.1 大类资产总览：权益>商品>固收 13
3.2 固收：侧重短久期，高等级信用债与可转债优于利率债 14
3.3 权益：关注 AI 算力高景气，搭配传统龙头 15
3.4 商品：立足稳健，金铜为主 18
3.5 资产选择：高配权益，标配商品，低配固收 18
4. 组合配置：国内聚焦中证算力，全球重仓纳指标普 19
4.1 量化建模：海内外分开建模，构建不同风偏组合 19
4.2 量化组合：金字塔模型确认配比，国内聚焦中证算力 20
风险提示 21

图表目录

图表 1 ： 美以伊争端爆发后油价高企 5
图表 2 ： 美以伊争端后中东尿素离岸价暴涨 5
图表 3 ： 近两次 IMF《全球经济前瞻》对 2026 年全球和主要经济体实际增速预测对比 6
图表 4 ： 全球主要经济体 4 月经济运行状态（采用制造业 PMI&CPI 同比） 7
图表 5 ： 中美日 PPI 同比在 3 月开启上行 7
图表 6 ： 美欧日 CPI 同比开始回升 7
图表 7 ： 市场押注美联储维持基准利率不变直至 27Q2 8
图表 8 ： 美联储年初以来开始扩表 8
图表 9 ： 中国出口热门细项累计同比变化 8
图表 10 ： 中国出口热门细项累计占比变化 8
图表 11 ： 中国固定资产投资完成额分项累计同比走势 9
图表 12 ： “三驾马车”对 GDP 贡献率与实际 GDP 增速 9
图表 13 ： 中国金融条件指数与 PPI 同比走势 10
图表 14 ： 中国各期限国债收益率与各月末期限结构变化 10
图表 15 ： 黄仁勋提出 AI 产业“五层蛋糕”说 10
图表 16 ： 各类现象级产品接连出现 10
图表 17 ： 算力产业链爆发的三个阶段 11
图表 18 ： 算力产业链细分领域中美对比 12
图表 19 ： 美国科技巨头资本开支持续三年高速增长（单位：亿美元） 12
图表 20 ： 中美算力产业链龙头公司单季度营收增速（单位：%） 12
图表 21 ： 中美算力产业链投资聚焦领域与代表公司 13
图表 22 ： 2026Q2 大类资产配置权重与范围 13
图表 23 ： 2026 年前四个月大类资产涨跌幅排序 14
图表 24 ： 美元指数与离岸人民币汇率走势 14
图表 25 ： 中国产业债分评级走势（单位：%） 15
图表 26 ： 中国城投债分评级走势（单位：%） 15
图表 27 ： 2017 与 2024 年各经济体对中东石油进口依赖度 16
图表 28 ： 2017 与 2024 年各经济体对中东天然气进口依赖度 17
图表 29 ： 全球主要股市算力链市值规模与占比一览 17
图表 30 ： 美股云计算巨头市值规模与占纳指 100 比重 17
图表 31 ： 美元指数与伦敦金现走势 18

图表 32 ： CRB 商品指数与南华商品指数走势 18
图表 33 ： 2026Q2 资产配置标的池 19
图表 34 ： 三种组合类型对应的优化指标及其含义 19
图表 35 ： 不同风偏下的国内资产最优组合 20
图表 36 ： 不同风偏下的全球资产最优组合 20

1. 宏观经济：油价推升通胀，利率结束下行

1.1 全球经济：油价推升成本，通胀卷土重来

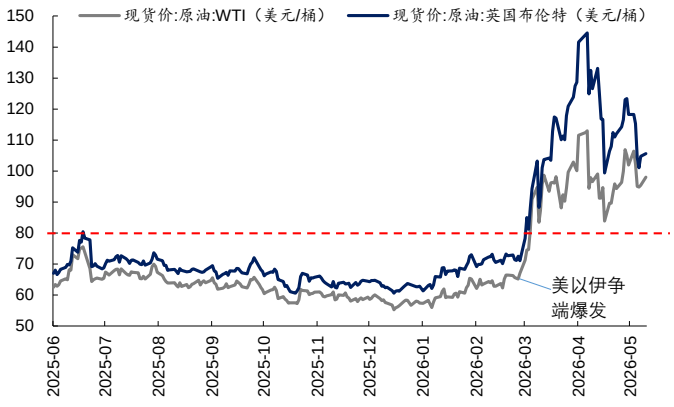
2026 年 2 月底开启的美以伊争端打破了年初全球“经济增长、通胀回落”的美好图景，能源成本回升使得通胀卷土重来。特别是在 3 月霍尔木兹海峡被封后，全球能源与工业成本全面上行，主要经济体 PPI 同比在 3 月起显著走高，此轮成本冲击呈现以下三大特征：

1) 能源成本高企。即使争端届时消停，海湾国家炼厂、油气输送管道及港口修复仍需相当时间，各国面临商业补库与战略补库的双重需求。布伦特原油与 WTI 原油价格在争端爆发后迅速突破 130 美元/桶，随后在 80-140 美元区间剧烈震荡。当前预判，5-6 月油价恐持续维持在 80 美元/桶以上，且存在战事升级引发再次飙升的尾部风险。

2) 工业成本攀升。LNG、甲醇、化肥（尿素）等供应链深受影响，工业成本显著攀升。伊朗大颗粒尿素 FOB 价格从争端爆发前的约 200 美元/吨暴涨至 800 美元/吨以上，埃及同期价格亦从 260 美元/吨攀升至 700 美元/吨。部分企业出现被迫减产现象，工业链扰动尚未消散。

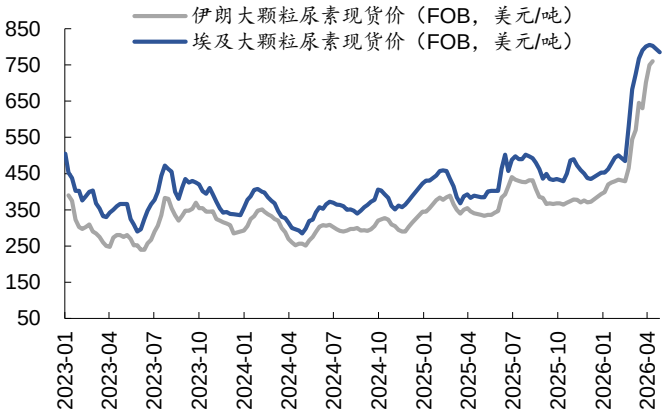
3) PPI 全面上行。在能源与工业成本共同拉升下，全球主要经济体 PPI 同比在 2026 年 3 月起显著上行：中国 PPI 同比由负转正，时隔三年半首次实现正增长；日本 PPI 同比维持较高水平；美国 PPI 同比亦显著回升，印证了全球通胀压力的广泛传导。

图表 1：美以伊争端爆发后油价高企



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：美以伊争端后中东尿素离岸价暴涨



资料来源：Wind，爱建证券研究所

在 PPI 全面上行带动下，发达经济体 CPI 开始回升，同时部分新兴经济体陷入类滞胀格局，全球整体滞胀风险正在加大。

经济增长方面也受到了负面冲击，全球不少地区迫于能源化工原材料紧缺而暂停甚至关闭部分产能，由于经济运行惯性和统计周期的存在，经济增长遇阻在数据层面体现有一定的时滞，二季度会清晰呈现。

IMF 在 4 月发布的《全球经济前瞻》报告中，对 2026 年全球实际 GDP 增速预期为 3.1%，虽

然与上一份报告（2025 年 10 月）的预期持平，但考虑到 2025 年全球实际 GDP 预期增速从上一份报告的 3.2%上调至本期的 3.4%，IMF 将 2026 年全球实际 GDP 增速预期较 2025 年增速下滑程度从 0.1 个百分点上调至 0.3 个百分点，体现了美以伊争端对全球经济的负面影响。如果将全球经济体分为发达经济体、新兴&发展中经济体，较上期报告的预测，IMF 在本期报告上调了 2026 年发达经济体的整体增速，其中美、日分别获上调 0.2 和 0.1 个百分点，英、德、意分别被下调 0.5、0.1 与 0.3 个百分点；同时 IMF 下调了 2026 年新兴经济体的整体增速，其中亚洲新兴整体获上调 0.2 个百分点（中、印分别获上调 0.2 与 0.3 个百分点），中东&中亚由于受争端冲击最为直接，被大幅下调一半，也就是 1.9 个百分点。

图表 3：近两次 IMF《全球经济前瞻》对 2026 年全球和主要经济体实际增速预测对比

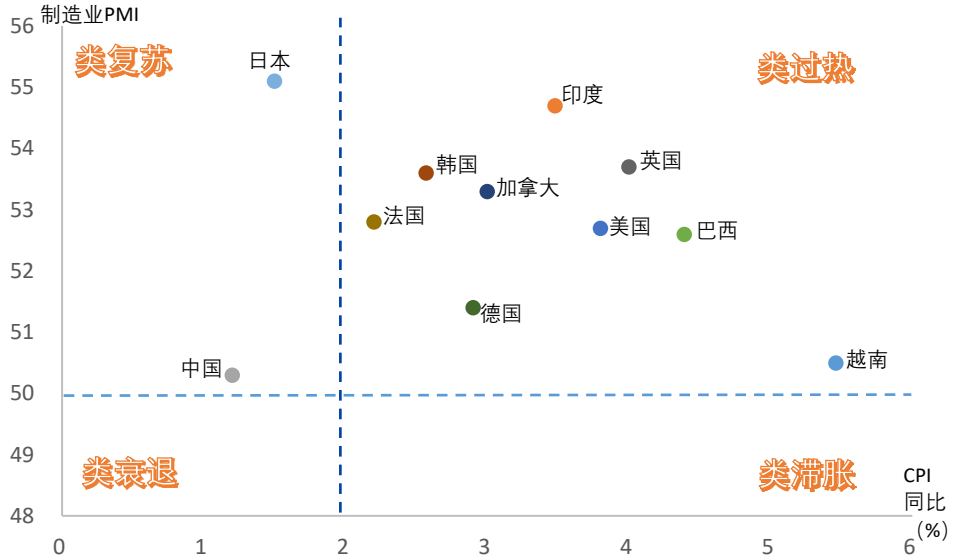
国别	2026年GDP增速（%）		
	2026.04预测	2025.10预测	相对上期变化
全球	3.1	3.1	0
发达经济体	1.8	1.6	0.2
美国	2.3	2.1	0.2
欧元区	1.1	1.1	0
德国	0.8	0.9	-0.1
法国	0.9	0.9	0
意大利	0.5	0.8	-0.3
西班牙	2.1	2	0.1
日本	0.7	0.6	0.1
英国	0.8	1.3	-0.5
加拿大	1.5	1.5	0
其他发达	2.6	2	0.6
新兴&发展中经济体	3.9	4	-0.1
亚洲新兴&发展中	4.9	4.7	0.2
中国	4.4	4.2	0.2
印度	6.5	6.2	0.3
欧洲新兴&发展中	2	2.2	-0.2
俄罗斯	1.1	1	0.1
拉美&加勒比地区	2.3	2.3	0
巴西	1.9	1.9	0
墨西哥	1.6	1.5	0.1
中东&中亚	1.9	3.8	-1.9
沙特	3.1	4	-0.9
撒哈拉以南非洲	4.3	4.4	-0.1
尼日利亚	4.1	4.2	-0.1
南非	1	1.2	-0.2
新兴和中等收入经济	3.8	3.9	-0.1
低收入发展中国家	4.8	5	-0.2

注：2026GDP 实际增速如获上调，变化数据标红处理
资料来源：IMF，爱建证券研究所

接下来，我们构建“增长-通胀”模型来衡量各主要经济体的运行状态，采用 4 月制造业 PMI 与 CPI 同比这两个指标，并按照 50 的制造业 PMI 与 2%的 CPI 同比水平进行分界，整个区间被划分为四个区域，考虑到目前仅有二季度首月——4 月的数据体现，我们在“衰退、复苏、过热、滞胀”每个词前面加了“类”，以示区别。

从下面图中可以看出，4 月各经济体通胀走高尚未影响制造业仍处于景气区间，但越南为代表的新兴经济体已接近类滞胀边缘。若通胀持续攀升将伤害实体经济，全球经济面临的滞胀风险将显著加大。

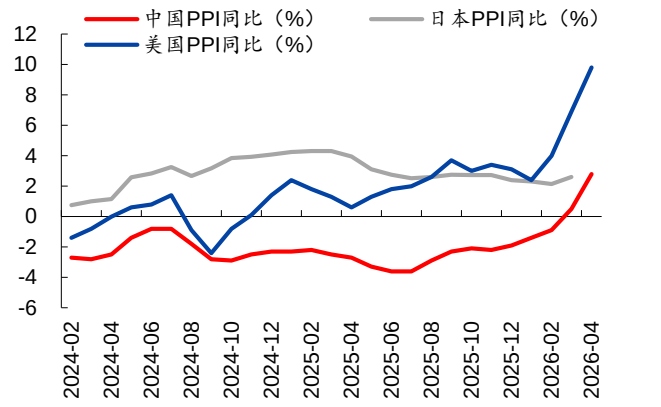
图表 4：全球主要经济体 4 月经济运行状态（采用制造业 PMI&CPI 同比）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

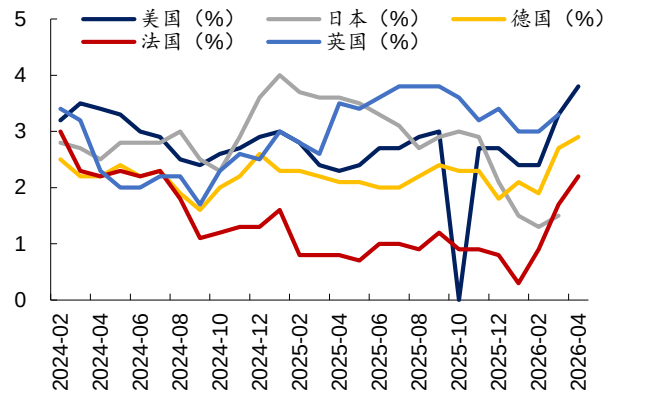
注：英国、加拿大、日本 CPI 同比为预期数据

图表 5：中美日 PPI 同比在 3 月开启上行



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：美欧日 CPI 同比开始回升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

1.2 全球利率：通胀推升利率上行

受全球经济体通胀回升影响，全球利率结构呈现明显的熊陡格局。目前流动性充裕和联储按兵不动支持短端利率相对稳定，而在通胀回升背景下，长端利率或震荡上行，美债期限结构呈现熊陡。

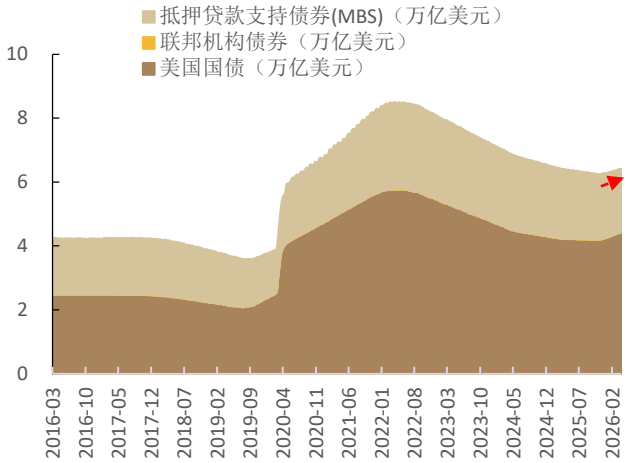
在 2025 年 12 月降息后，联储就一直保持降息暂停的状态。根据 CME FedWatch 数据，市场押注美联储至 2027 年 3 月前维持基准目标利率区间为 3.25-3.50%不变，重启降息时点延后至 2027Q2， 同时美联储资产负债表重新回到扩张周期，且以购买短期美债为主，配合以短换长的久期置换操作。在这样的背景下，美债短端利率维持平稳。联储扩表带来充裕美元流动性，叠加市场预期一年内基准利率不变，美国 3 个月国债收益率预计维持在 3.3-3.5%区间；但是，通胀回升背景叠加联储以短换长操作减少了对长端国债的购买支持，美国 10 年期国债收益率面临上行压力，甚至突破 4.5%的关口。

图表 7：市场押注美联储维持基准利率不变直至 27Q2

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES		
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400
2026/6/17	2.86%	97.14%	0.00%
2026/7/29	5.00%	95.00%	0.00%
2026/9/16	0.29%	99.71%	0.00%
2026/10/28	0.00%	87.00%	13.00%
2026/12/9	0.00%	78.19%	21.81%
2027/1/27	0.00%	69.00%	31.00%
2027/3/17	0.00%	54.07%	45.93%
2027/4/28	0.00%	38.00%	62.00%
2027/6/9	0.00%	48.57%	51.43%
2027/7/28	0.00%	53.00%	47.00%
2027/9/15	0.00%	70.11%	29.89%
2027/10/27	0.00%	77.00%	23.00%
2027/12/8	20.13%	79.87%	0.00%

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：美联储年初以来开始扩表



资料来源：Wind，爱建证券研究所

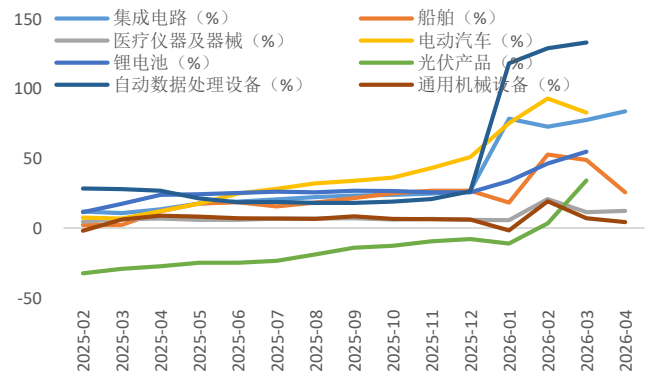
1.3 国内宏观：出口强势，固投修复

中国 2026Q1 实际 GDP 同比回升至 5.0%，超出市场前期预期，主要驱动力来自两个方面——出口延续强势与固定资产投资修复回升。

中国出口延续了强势。2026 年 1 月贸易顺差规模仅次于去年同期；2 月单月出口同比达 39.6%的高增速；3-4 月虽增速有所回落，但仍维持同比正增长。机电产品与高新技术产品是出口强势的核心支撑，两者占中国总出口分别为 6 成和 3 成左右。同时，机电、高新技术产品在 2026 年前四个月累计出口同比达两位数，分别为 31.4%与 21.1%，远高于去年的个位数增速。

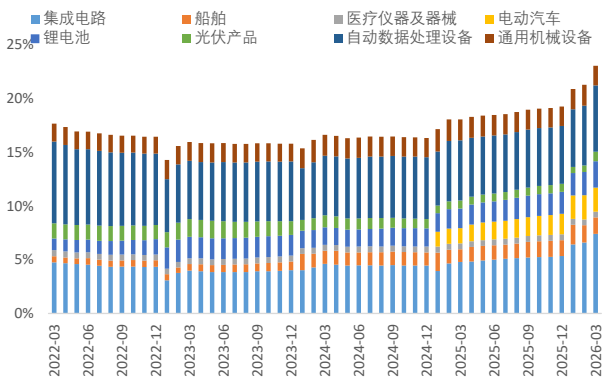
细分来看，2026Q1 集成电路、自动数据处理设备单项出口占总出口比重超 5%，电动汽车、锂电池、光伏产品组成的“新三样”出口占总出口比重也超过 5%，通用机械设备、船舶单项出口占比也超过 1%；增速上看，自动数据处理设备出口累计同比超过 130%，集成电路、新三样出口累计同比也处于 60-90%之间，船舶、医疗器械出口累计同比也达到两位数水平。正是上述高新产品出口发力带动中国出口延续了强势。

图表 9：中国出口热门细项累计同比变化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 10：中国出口热门细项累计占比变化

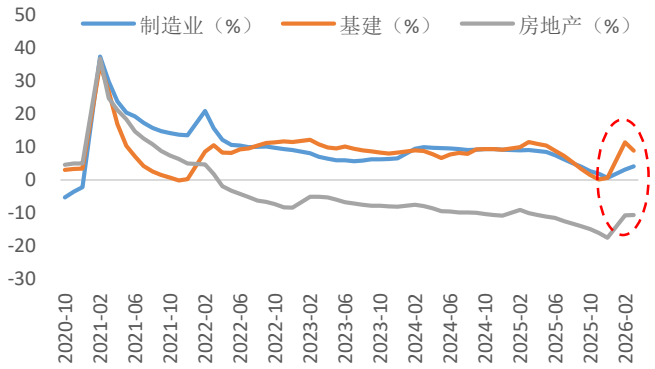


资料来源：Wind，爱建证券研究所

固定资产投资获得修复。从固投的三大组成看，基建的显著好转与制造业投资的企稳回升是固定资产投资获得修复的主推力。基建方面，在 2025 年下半年持续个位数增长之后，1-2 月中国基建投资增速重新回到两位数水平，3 月增速小幅回落至 8.9%，显著优于 2025 年下半年的表现；制造业投资波动相对小，在 2025 年底跌破 1.0%后连续反弹，2026 年 3 月制造业投资同比回升至 4.1%，2026 年初以来的增速回升扭转了 2025 年增速持续下滑的窘境；房地产投资虽仍处于负增长区间，但降幅在持续收窄，给固定资产投资带来的负效应也在减弱。

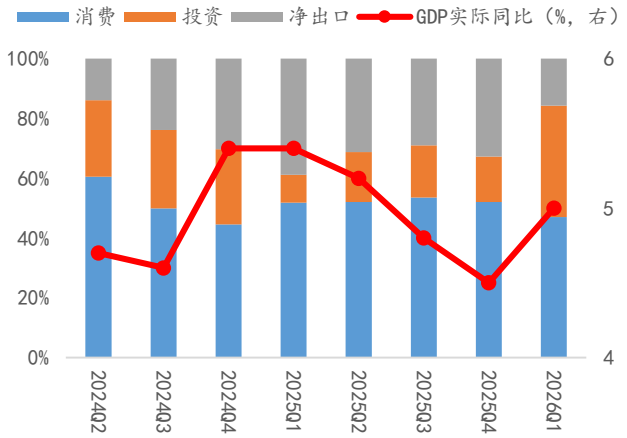
正是在出口延续强势与固定资产投资修复回升的共同带动下，中国一季度实际 GDP 重返 5%，实现了 2026 年开门红。

图表 11：中国固定资产投资完成额分项累计同比走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 12：“三驾马车”对 GDP 贡献率与实际 GDP 增速



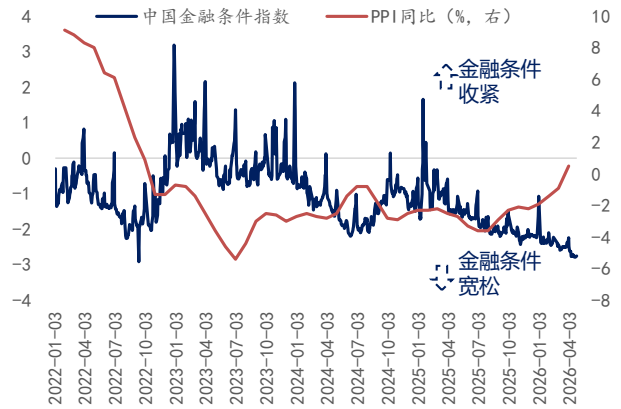
资料来源：Wind，爱建证券研究所

1.4 国内利率：PPI 同比回正，利率结束下行

在宽松金融环境和输入性通胀助推下，中国 PPI 同比时隔三年半首次回正，利率下行空间已变得极为有限，期限利率陡峭化格局预计将延续。

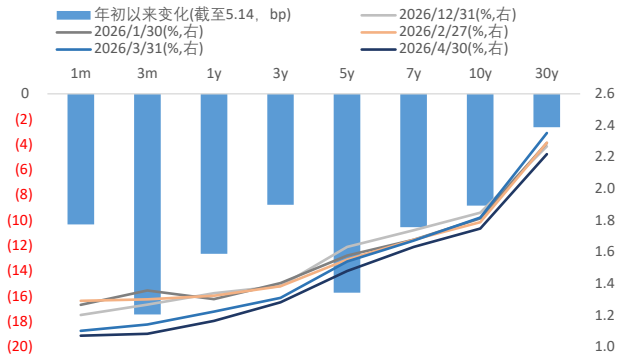
自 2022 年 10 月 PPI 负增以来，中国 PPI 同比终于在 2026 年一季度末实现回正。初步实现了 2025 年 12 月中央经济工作会议将“物价合理回升”纳入货币政策目标，也有中东局势带来输入性通胀的助推作用。十年期国债收益率在 4 月触碰 1.73%后小幅反弹，随着 PPI 同比回正，通胀预期延续修复，国债利率进一步下行的空间已非常有限。年初以来，各期限国债利率均有所下行，但长端下行幅度明显小于短端，1m/3m/1y 期国债利率年初以来下行幅度超 10bp，而 10y/30y 期利率仅下行 2-10bp，利率陡峭化（熊陡）结构将延续，长端利率率先企稳概率较大。

图表 13：中国金融条件指数与 PPI 同比走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 14：中国各期限国债收益率与各月末期限结构变化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

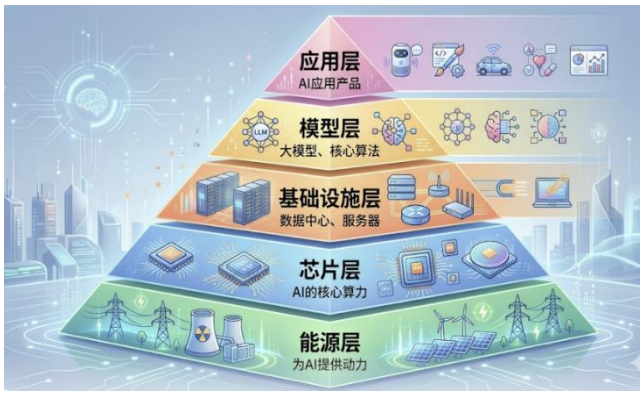
2. AI 革新：算力需求旺盛，高景气可延续

2.1 AI 产业革新：大模型持续突破，算力需求迎爆发

2026 年以来，大模型技术持续突破，成为 AI 产业快速增长的核心引擎。在英伟达 CEO 黄仁勋提出的五层蛋糕框架下，从应用层、模型层、基础设施层、芯片层到能源层，AI 产业的基建层、能源层先后出现产能短缺、供不应求的高景气态势。

模型层突破开启了 AI 产业快速增长的大门，2026 年初至今应用层迎来爆发，AI 应用爆发之下，token 使用量暴增，算力供需日趋紧张，AI 算力服务价格迎来上调；数据中心继续大规模建设，催生芯片、服务器、存储、光通信、液冷散热等领域投资热潮；海外落后的电力基建也亟需更新。

图表 15：黄仁勋提出 AI 产业“五层蛋糕”说



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 16：各类现象级产品接连出现

项目/产品名称	开发个人/所属公司	产品特色
OpenClaw	Peter Steinberger (奥地利个人)	AI Agent（智能体）执行框架，多 Agent 协同调度
ChatGPT	OpenAI（美国公司）	月活用户（MAU）突破 9亿，已成为全球普遍应用的代表产品
Grok (xAI)	SpaceX（美国公司）	与 X 平台实时打通数据，获取全球时政、即时动态能力强
Perplexity	Perplexity AI, Inc.（美国公司）	搜索能力强，对Google搜索霸主地位构成挑战
Kling AI (可灵)	快手（中国公司）	视频生成能力强
豆包（海外版 Dola）	字节跳动（中国公司）	语义理解能力极强，成为国民级 AI 助手
Kimi	月之暗面（中国公司）	长文档处理能力强，擅长专业调研领域
通义千问	阿里（中国公司）	阿里应用生态（钉钉、电商、闪购、支付宝）的深度整合

资料来源：Wind，爱建证券研究所

2.2 算力产业链：从训练到推理的三阶段演进

算力产业链呈现明显的阶段性特征，底层逻辑在于 AI 模型发展阶段对算力需求结构的重塑。当前市场处于第二阶段向第三阶段过渡的关键节点。

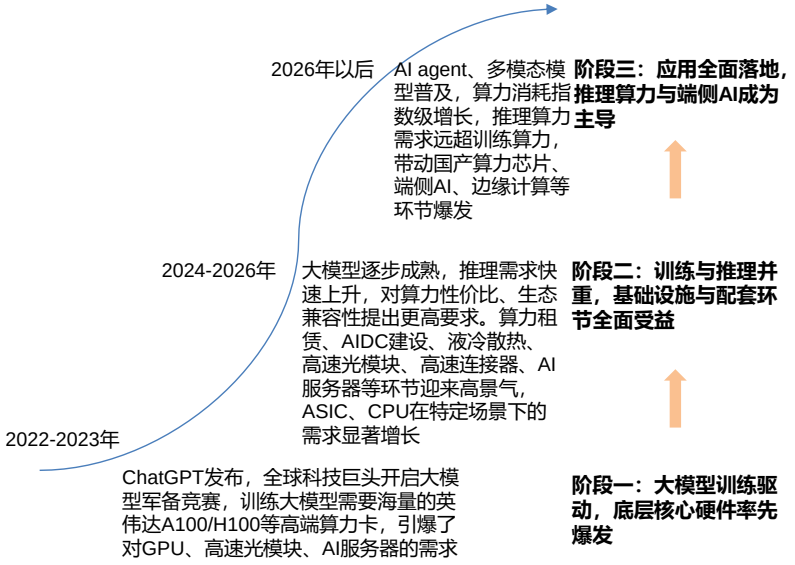
算力产业链共有三大环节，其中核心硬件与基础设备构成上游，数据中心服务构成中游，传

统领域的数字化升级和新兴颠覆性应用构成下游，本文说的算力产业链主要集中在上游和中游。

算力链上游主要由计算芯片（GPU/CPU/ASIC）、存储芯片、网络设备（交换机/光模块）、服务器、散热（液冷）设备等构成；算力链中游主要是数据中心（AIDC）建设运营、算力租赁、云服务等。

从 2022 年 ChatGPT 发布至今，算力产业链爆发遵循自“训练”到“推理”的演化过程，共分三个阶段——大模型训练驱动阶段、训练推理并重阶段、应用全面落地阶段，当下正处于从第二阶段到第三阶段的过渡期。

图表 17：算力产业链爆发的三个阶段



资料来源：爱建证券研究所

2.3 中美算力竞争：差异化优势与互补格局

中美两国处于全球算力产业链第一梯队，且各有独特优势，共同构成全球 AI 算力发展的双引擎。其中，美国在算力规模、高端芯片设计研发、闭源模型能力上领跑，中国在电力供给、基建效率、组件制造与芯片封装、开源生态上占优。具体如下表所示：

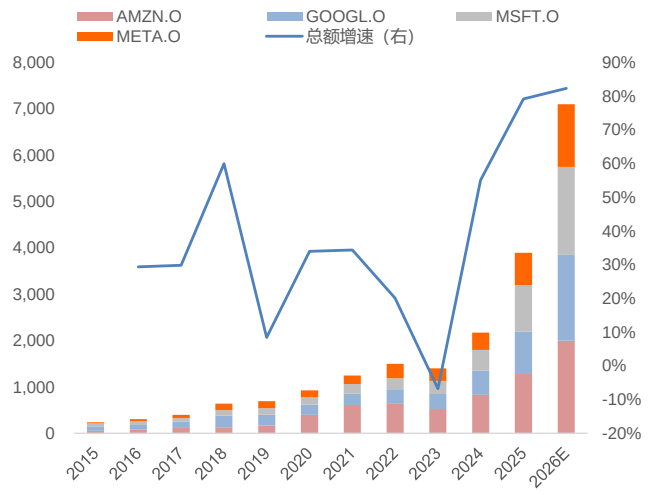
图表 18：算力产业链细分领域中美对比

算力产业链	细分领域	美国	中国
上游	芯片设计与架构	NVIDIA 通过硬件性能与 CUDA 软件生态的深度绑定，构筑了 GPU 领域极高的技术壁垒；AWS、Google 等云服务厂商也在积极自研 ASIC 芯片	受出口管理影响，难以获取最先进的 AI 芯片，国产厂商正加速追赶，试图通过开发高效算子来屏蔽底层算力差异，削弱 CUDA 的生态壁垒
	半导体制造与设备	主导半导体设备和 EDA 软件，联合荷兰、日本等盟友对华技术封锁，先进制程制造高度依赖台积电，台积电已量产 2nm 制程	7nm 以下的先进逻辑芯片制造产能有限，良率和产能扩充有挑战，但在半导体材料、成熟制程晶圆制造、先进封装测试等中下游环节的附加值占优
	核心组件-光模块/PCB/液冷等	少数企业涉及	具备显著技术和成本优势，国内企业承接了美国算力基建的外溢效应
中游	数据中心	数量和容量规模领先，云服务厂商在 AI 领域的资本开支极为庞大，“军备竞赛”态势明显	科技巨头资本支出相对保守，但算力基础设施建设质量不断提升
	电力供给	数据中心建设面临严重的电力供应和电网容量瓶颈，电价波动剧烈，近年更是上行明显	电力供应规模、新增电力装机规模均遥遥领先，主导可再生能源领域，电力成本（尤其是西部地区）显著低于美国
	算力调度	各州行政相对独立，自发算力调度进展有受限	“东数西算”工程构建全国一体化算力网络，提升了算力资源的全局调度效率和利用率
下游	模型能力	在闭源前沿大模型的研发上保持领先，模型智能得分高	以 Deepseek、Qwen 为代表的开源模型表现亮眼，在 LMArena 等榜单排名靠前，擅长通过算法优化和工程创新，不受算力受限制约训练高性能模型

资料来源：爱建证券研究所

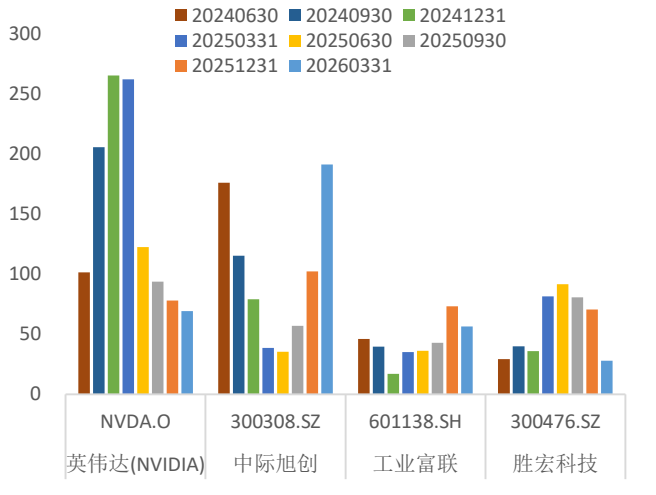
从驱动力看，美国科技巨头在 2024-2026 年连续高投入是主要驱动力，催升了整个算力产业链。从市场行情表现看，行情高景气度的传递遵循 GPU、光模块/PCB、服务器/液冷、国产应用大模型的顺序。2024 年 Q2 以来，中美算力龙头公司单季度营收增速持续高企，验证了算力链的高景气度。

图表 19：美国科技巨头资本开支持续三年高速增长（单位：亿美元）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 20：中美算力产业链龙头公司单季度营收增速（单位：%）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2.4 算力链投资：中美市场各有侧重

中美算力链差异化竞争格局，决定了两国市场的投资聚焦存在明显差别。美国市场关注核心算力与巨头资本开支，国内市场关注国产替代与出海红利两条主线。

美国市场聚焦核心算力与巨头资本开支周期，重点关注 NVIDIA（GPU）、Broadcom/Marvell（ASIC/网络芯片）、Amazon/Microsoft/Alphabet/Meta（云服务及资本开支）等龙头；

国内市场方面，国产替代关注国产 AI 芯片及配套服务器、交换机环节具有极高战略价值和业绩弹性。代表公司包括寒武纪、海光信息（AI 芯片）、中芯国际（晶圆代工）、北方华创（半导体设备）、浪潮信息（AI 服务器）等。出海红利关注光模块、PCB、液冷散热、电力设备等具备全球竞争力的环节，能够深度受益全球 AI 基建需求爆发。代表公司包括中际旭创、新易盛（光模块）、胜宏科技、沪电股份（PCB）、英维克（液冷散热）等，业绩确定性最强。

图表 21：中美算力产业链投资聚焦领域与代表公司

美国市场		国内市场-国产替代		国内市场-出海红利	
算力芯片与硬件	GPU：NVIDIA/AMD ASIC：Broadcom/Marvell CPU：Intel 晶圆代工/先进封装：Intel	基础硬件与芯片	AI芯片：寒武纪、海光信息、景嘉微等 ASIC：芯原股份、翱捷科技、灿芯股份等 晶圆代工/先进封装：中芯国际、华虹等 半导体设备：北方华创、中微公司等 存储芯片：兆易创新、江波龙等	光模块与该光芯片	中际旭创、新易盛、天孚通信、华工科技、源杰科技等
网络与通信设备	以太交换机&路由：Arista/Cisco/Juniper 光通信/光模块：Coherent/Lumentum/AOI	服务器及代工配套	AI服务器：浪潮信息、中科曙光等 服务器ODM代工配套：华勤技术、麦格米特等	服务器设备	浪潮信息、工业富联、中科曙光、紫光股份等
电力与配电设备	电力供应：Constellation/NextEra/Bloom 电气设备与配电：Eaton	交换机与交换芯片	交换芯片：盛科通信 交换机：中兴通讯、紫光股份等	铜连接与连接器	华丰科技、意华股份、博创科技等
AIDC与配套	AIDC运营：Equinix/DRT/American Tower 温控/液冷设备：Vertiv	AIDC与配套环节	AIDC机房运营：润泽科技、数据港、万国数据等 供电与电源系统：科华数据、中恒电气等	印制电路板（PCB）	胜宏科技、沪电股份、生益电子、深南电路等
云服务与算力平台	Amazon/Microsoft/Alphabet/CoreWeave/Lambda/Databricks/Snowflake	算力租赁与AI应用	算力租赁：宏景科技、有方科技、云赛智联等 AI应用/AI Agent：科大讯飞、金山办公、泛微网络等	温控散热（液冷）	英维克、申菱环境、高澜股份等

资料来源：爱建证券研究所

3. 资产选择：权益为主商品为辅， 权益主推算力链

3.1 大类资产总览：权益>商品>固收

2026Q2 大类资产配置的核心逻辑在于：利率结束下行、高油价维持、AI 热潮延续，三重因素叠加共同决定了大类资产的主基调——股强债弱，权益为主，商品为辅，所以对=大类资产选择如下：高配权益、标配商品、低配固收。

图表 22：2026Q2 大类资产配置权重与范围

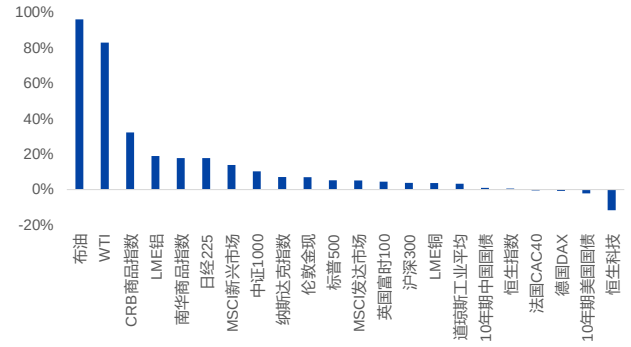
大类资产	配置等级	权重范围	配置等级	关注领域
权益	高配	40-80%	AI 军备竞赛持续，企业盈利改善	算力链、云计算、传统龙头
大宗商品	标配	20-40%	油价高企+黄金避险属性+铜需求韧性	黄金、铜、美小麦
固定收益	低配	0-20%	利率易上难下，债券性价比下降	短久期高等级信用债、可转债

资料来源：爱建证券研究所

2026 年前四个月，美以伊争端引发霍尔木兹海峡封锁引发油价大涨，在这样的背景下，原油成为 1-4 月表现最强的品类，在油价大涨带动下，商品指数与高能耗品类也出现较强走势。另一面，油价大涨抬升了通胀预期，长端利率转而上行，美元指数也在近期出现企稳迹象，这对于二季度资产配置将产生显著影响。

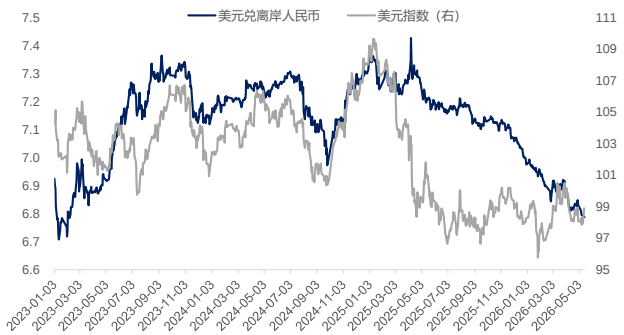
在油价高企的背景下，利率震荡走高将是大概率事件，AI 军备竞赛仍在加码前行，加上美元指数近期出现企稳迹象，共同决定了二季度资产配置的主基调：股强债弱，权益为主，商品为辅。

图表 23：2026 年前四个月大类资产涨跌幅排序



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 24：美元指数与离岸人民币汇率走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

3.2 固收：侧重短久期，高等级信用债与可转债优于利率债

无风险利率易上难下的判断决定了应低配长久期利率债。出于防范尾部风险的考虑，在信用债和可转债的选择上，应重点关注高评级、稳健现金流的主体。

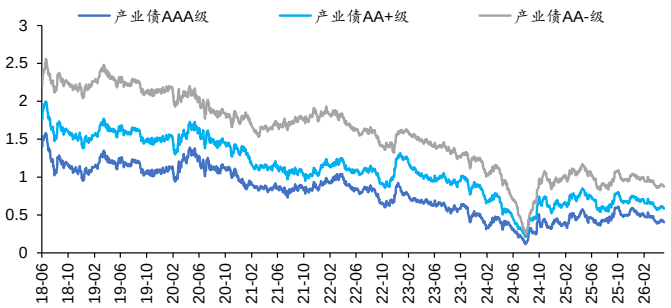
先来看全球债市，由于油价高企决定了无风险利率易上难下，而美元指数企稳回升概率较大，所以全球债市的重点应关注美债。而美债配置策略应聚焦短久期品类，信用和可转债优于利率债。

具体来看，利率债应关注 1 年以内的短久期品种，规避长期利率上行风险；信用债与可转债应集中于具有稳健现金流、高评级的龙头公司，避免信用利差扩大风险；行业层面聚焦科技大型企业（如 Amazon、Microsoft）、能源类（受益高油价）、消费必选等防御性板块。

再来看中国债市，在反内卷政策的催化和输入性通胀的助推之下，中国无风险利率缓慢回升是可预期的大概率事件，基于此，我们认为中债配置策略重点在短久期产品，高等级信用债、可转债优于利率债，利率期限结构陡峭化将延续。

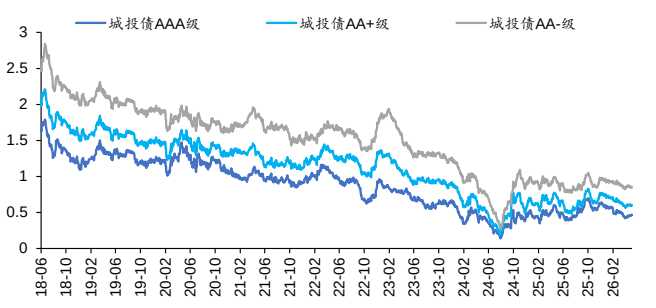
具体来看，利率债方面，长端利率易上难下，短端利率也可能出现阶段波动，性价比不高；信用债关注稳健现金流、AAA/AA+评级的短期高等级信用债；可转债关注中证转债 50 指数中的优质标的，选择正股基本面改善、转股溢价率合理的个券；

图表 25：中国产业债分评级走势（单位：%）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 26：中国城投债分评级走势（单位：%）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

3.3 权益：关注 AI 算力高景气，搭配传统龙头

能源安全基础上，具有高景气的科技高景气板块与高防御性的传统领域龙头共同构成的哑铃策略是 2026Q2 权益策略的重点。

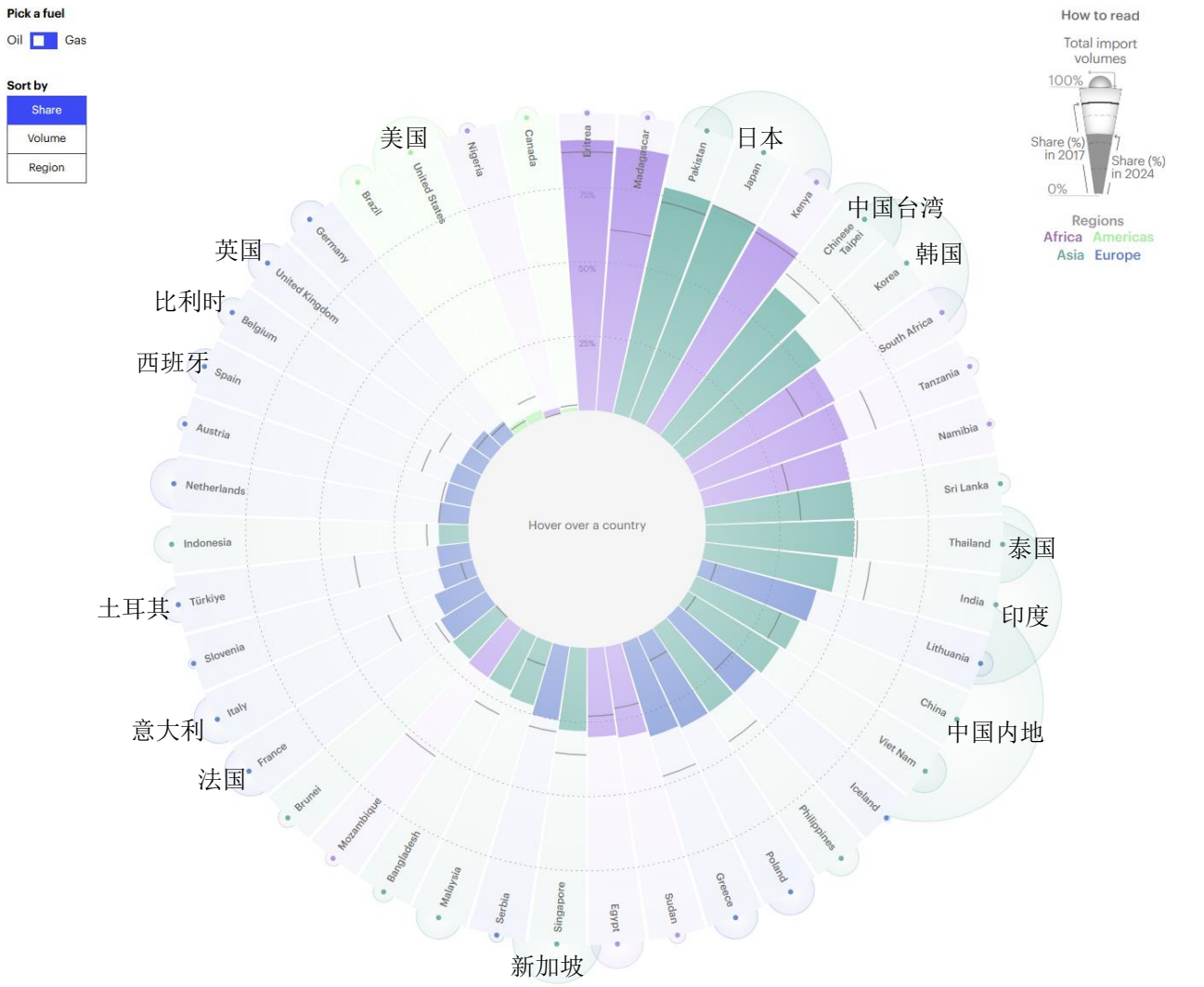
在当前中东局势持续动荡的背景下，能源安全至关重要。由于美以伊争端已经持续 2 个半月以上，且多次会谈并未出现明显进展，加上变数颇多，能源供给的尾部风险不容忽视。

从国别角度看对中东能源依赖度是一个不错的视角。由于美国能源自给率高，欧洲对中东能源依赖度偏低，所以美欧市场值得重点关注。中国、日本虽然对中东能源有较高依赖度，但中、日两国均有高库存保护，也具备不错的优势。但以印度、越南、韩国为代表的经济体就不那么具有吸引力了，除非个别行业具有极高景气度且可替代性弱。

基于上述分析，权益主要关注 AH（中国大陆+中国香港）、美、欧、日四大金融市场，外加韩国与中国台湾的半导体算力链即可。

另外，考虑到能源市场波动剧烈，具有高景气的科技高景气板块与高防御性的传统领域龙头共同构成的哑铃策略将是 2026Q2 权益配置的核心思路。

图表 27：2017 与 2024 年各经济体对中东石油进口依赖度



资料来源：世界能源统计年鉴 2025，爱建证券研究所

科技的重点是算力链和云计算巨头。在科技巨头高盈利和资本开支高速增长推动下，算力链盈利继续高增的确定性强，云计算巨头也值得关注。算力链方面，除了 AI 算力领跑的中、美之外，韩国、中国台湾股市的算力链覆盖程度很高，欧、日在算力链上也有一定份额。云计算方面，亚马逊、微软、Alphabet、Meta 均为纳指 100 头部公司，阿里、腾讯集中在恒生科技，字节、华为还未上市。

美股受益美国本土能源自给率高，受中东局势影响最小，AI 算力链最为完整，云计算巨头资本开支持续高增，是全球 AI 权益的核心配置。

A/H 股受益中国经济基本面改善，出口强势，加上 AI 国产替代与出海红利双轮驱动，算力链龙头弹性突出，且高原油库存壁垒也提供了能源安全垫。

欧日市场在算力链上有一定份额，可作为补充配置。

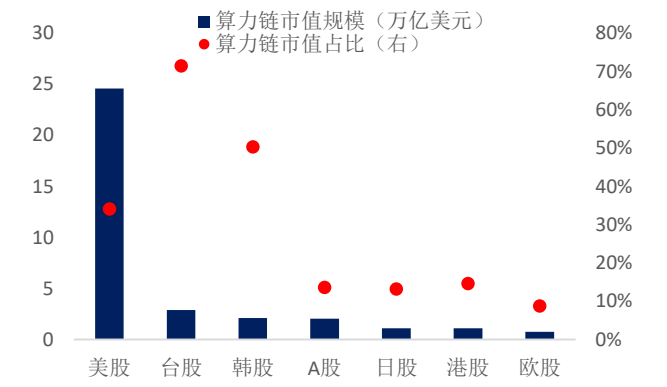
韩国与中国台湾股市的算力链覆盖度最高（三星/SK 海力士存储芯片、台积电先进制程等），高弹性机会突出，也可作为补充配置。

图表 28：2017 与 2024 年各经济体对中东天然气进口依赖度



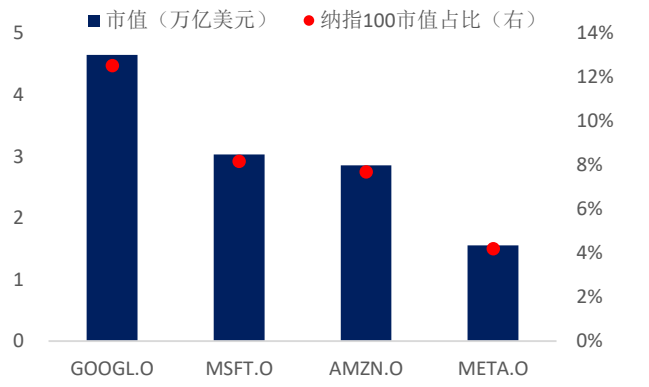
资料来源：世界能源统计年鉴 2025，爱建证券研究所

图表 29：全球主要股市算力链市值规模与占比一览



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 30：美股云计算巨头市值规模与占纳指 100 比重



资料来源：Wind，爱建证券研究所

传统领域主要是为了在科技板块剧烈波动时起到防御作用的。考虑巨头资本开支、AI 应用落地进度等诸多因素影响，AI 科技板块波动可能加剧，优择传统行业龙头进行搭配，可显著优化权益组合的鲁棒性。个股层面建议关注具有低负债率、充沛现金流、稳定分红能力的传统

行业龙头，标普 500、道琼斯工业、沪深 300、日经 225、德国 DAX 等指数同样可以实现该功能。

3.4 商品：立足稳健，金铜为主

利率高企支撑美元企稳，压制贵金属、有色涨价空间；油价高位巨震，化肥农药涨价抬升国际粮价；大宗建议配置黄金、LME 铜、美小麦。

先来看贵金属，伊朗局势缓和带动贵金属价格回升，但利率高企叠加美强于欧的经济基本面，决定了美元指数企稳概率大，压制了贵金属上涨空间，不过金比银要稳健得多。

再来看有色金属，美元企稳同样压制有色价格上涨空间，但 HALO 资产属性决定了有色基本面坚实，震荡整固概率大，铜价相对看好。

能源化工方面，美以伊局势走向仍存变数，能耗高峰将至，油气价格将高位巨震，油价波动中枢维持在 80-100 美元之间，化工受原料端价格巨震影响，供需均面临较大波动，国际化工价格难逃巨震，国内煤化工产业链稳健，波动幅度会小很多。

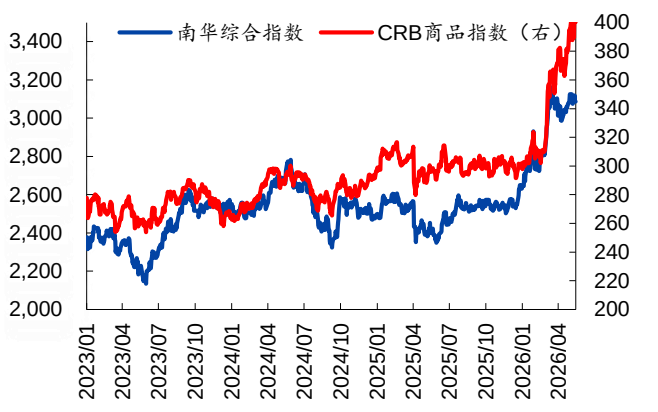
农产品方面，4-5 月化肥、农药涨价，正值北美冬小麦返青、拔节、孕穗期，叠加种植面积低、旱情严峻影响，6 月价格有望上行。

图表 31：美元指数与伦敦金现走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 32：CRB 商品指数与南华商品指数走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

3.5 资产选择：高配权益，标配商品，低配固收

综合以上分析，2026Q2 资产配置策略：高配权益，标配商品，低配固收。其中权益以宽基策略为主，商品可具体到品类。国内资产与全球资产暂放一起，具体标的如下：

权益科技方面，AI 云计算与算力链可重点配置纳斯达克 100、中证算力、恒生科技、韩国综合指数、台湾加权指数；

权益传统方面，传统行业龙头可配置道指、标普 500、沪深 300、恒生指数、日经 225、德国 DAX、法国 CAC40、富时 100；

大宗商品配置黄金、铜、美小麦；

固收选取流动性好的头部产品，国内选择中证转债 50 指数、短期高等级信用债指数；全球选择美国短期国债指数 ETF-iShares、巴克莱美国可转债 ETF-SPDR、Vanguard 短期公司债。

图表 33：2026Q2 资产配置标的池

大类	子类	具体标的/指数	配置逻辑
权益	AI 科技	纳斯达克 100、中证算力、恒生科技、韩国综合指数、台湾加权指数	AI 军备竞赛延续，算力链景气度高
	传统龙头	道琼斯工业、标普 500、沪深 300、恒生指数、日经 225、德国 DAX、法国 CAC40、富时 100	低估值防御+稳定分红，对冲科技波动
商品	贵金属	伦敦金现/沪金	通胀对冲+避险属性，美元企稳后有回升空间
	有色金属	LME 铜/沪铜	工业需求韧性+HALO 属性，震荡整固后可期
	农产品	CBOT 美国小麦	季节性涨价窗口，6 月前布局
固收	信用债	短期高等级信用债指数（国内）	利率债替代品，规避长端利率风险
	可转债	中证转债 50（国内）/巴克莱可转债 ETF（美国）	兼顾权益弹性与债券安全垫

资料来源：爱建证券研究所

4. 组合配置：国内聚焦中证算力，全球重仓纳指标普

4.1 量化建模：海内外分开建模，构建不同风偏组合

考虑到海内外市场环境与投资者风险偏好的差异，本报告将资产配置分为国内和全球两套体系，各自构建平衡型、激进型、稳健型三类组合，并采用不同的优化指标。

国内资产池：权益-科技以中证算力、恒生科技构建组合，权益-传统以沪深 300、恒生指数搭建组合，商品选择沪金、沪铜，固收选择中证转债 50 指数、短期高等级信用债指数，无风险利率选择十年期中债国债收益率；

全球资产池：权益-科技以纳斯达克 100、韩国综合指数、台湾加权指数构建组合，权益-传统以标普 500、道琼斯工业指数、日经 225、德国 DAX、法国 CAC40、富时 100 搭建组合，商品选择伦金、伦铜、美小麦，固收选择美国短期国债指数 ETF-iShares、巴克莱美国可转债 ETF-SPDR、Vanguard 短期公司债，无风险利率选择十年期美债收益率；

指标选择：平衡型组合选择夏普比率 Sharpe Ratio，激进型组合选择索提诺比率 Sortino Ratio，稳健型组合选择卡玛比率 Calmar Ratio。

图表 34：三种组合类型对应的优化指标及其含义

组合类型	优化指标	指标含义	对应投资者风偏
平衡型	夏普比率（Sharpe Ratio）	每承担一单位总风险（标准差）所获得的超额回报	风险收益均衡，追求长期稳健增值
激进型	索提诺比率（Sortino Ratio）	仅计算下行波动，评估单位下跌风险带来的超额收益	可承受较大波动，追求超额回报
稳健型	卡玛比率（Calmar Ratio）	评估每承受一单位最大回撤（损失）所能获得的年化收益	风险厌恶型，注重控制最大损失

资料来源：爱建证券研究所

4.2 量化组合：金字塔模型确认配比，国内聚焦中证算力

参考金字塔搭建法，分层次构建各类型组合，并得出国内、全球各自的最优配置权重。具体分下面四步：

Step1.选取资产池基础上，在同类资产组合内部量化得出细分标的最优配比；

Step2.在 Step1 基础上，量化得出权益内部的科技组合与传统组合之间的最优比例，构成权益组合；

Step3.基于前两步，在满足"高配权益、标配商品、低配固收"的条件下，得出权益、商品、固收的最优权重，构成满足不同投资者风偏的国内组合与全球组合；

Step4.剔除预期回报-波动率-最大回撤欠佳的组合，保留其余组合，针对不同类型投资者的风险偏好、对国内市场与全球市场的偏好进行个性化建议。

图表 35：不同风偏下的国内资产最优组合

	中证算力	沪金	沪铜	中证转债	短期高等级信用债	预期年化回报	预期年化波动率	预期最大回撤
激进型	60%	19.6%	20.4%	0	0	55.0%	25.0%	-24.1%
平衡型	40%	24.2%	15.8%	0.5%	19.5%	39.0%	17.4%	-15.3%

资料来源：爱建证券研究所

图表 36：不同风偏下的全球资产最优组合

	纳斯达克100	韩国综指	台湾加权	标普500	日经225	德国DAX	伦敦金	伦敦铜	预期年化回报	预期年化波动率	预期最大回撤
激进型	22.3%	6.4%	12.8%	18.6%	8.7%	11.2%	16.1%	3.9%	29.1%	9.5%	-10.6%
平衡型	21.2%	5.8%	13.6%	16.0%	7.2%	9.4%	21.4%	5.4%	29.5%	9.6%	-10.7%

资料来源：爱建证券研究所

不同风偏下国内与全球资产的最优组合构建完毕，国内与全球资产稳健型组合的性价比稍差被剔除，保留激进型和平衡型组合，可以发现如下规律：

国内组合集中度高，主要分布于中证算力、沪金、沪铜、短期高等级信用债，风偏主要影响权益与固收的配比。

在中证算力配置上，激进型配置 60%，平衡型配置 40%，考虑到平衡型组合还有 20%配置在固收产品上，而激进型组合并无固收产品配置，可以认为风险偏好的差异主要体现在 20%仓位配置在中证算力还是固收产品之上。商品方面，激进型在黄金、铜基本五五开，均是 20%左右仓位；平衡型在黄金上更为侧重。

就预期指标看，激进型组合为了博取更大年化回报，牺牲了波动率和回撤；而平衡型则着重于波动稳定和回撤控制。

全球组合相对分散，权益资产主要分布于美股、亚太股市、德股，商品配置重点是黄金与铜；风偏对全球资产组合权重的影响主要体现为权益与商品内部配比差异上，影响并不明显。

从配比看，全球组合在美股的配置有 4 成左右，权益总仓位超过 7 成，且无固收产品配置。激进型的权益仓位更重，商品权重为 20%；而平衡型的商品权重为 26.8%，权益仓位为 73.5%，略低于激进型的 80%；从预期指标看，平衡型与激进型差异并不显著，预期年化仅差 0.4 个百分点，预期年化波动率与最大回撤更是仅差 0.1 个百分点。

投资者可根据资金属性和自身需要，选取合适风偏的组合，并做好国内和全球组合的配比。

风险提示

1) AI 算力投资增速放缓

全球 AI 算力投资持续高增之后可能面临如下限制导致增速放缓：科技巨头现金流不足叠加融资利率上行限制巨头资本开支继续高增；数据中心建设受能源供给约束和社会政治因素被迫放缓进度；经济需求转弱快于预期，导致 AI 应用需求增长慢于预期，进而放缓算力投资增长。

2）全球经济需求弱化拉低通胀与利率

油价高企叠加部分经济体原油库存不足，可能会抑制工业制造业与服务业需求，进而拉低全球经济增长，通胀与利率出现超预期下滑，带来大宗商品价格走弱，进而降低组合获得超额的能力。

3）量化模型依赖历史行情数据引发的潜在风险

由于量化模型中的权重依赖 2023 年 1 月-2026 年 5 月 8 日的历史行情优化处理得出，一旦未来行情出现显著变化，会带来历史行情数据优化得出的量化模型适用性下降的风险。

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。