

唯一的 95 分属于存储 拐点却写在产能表里

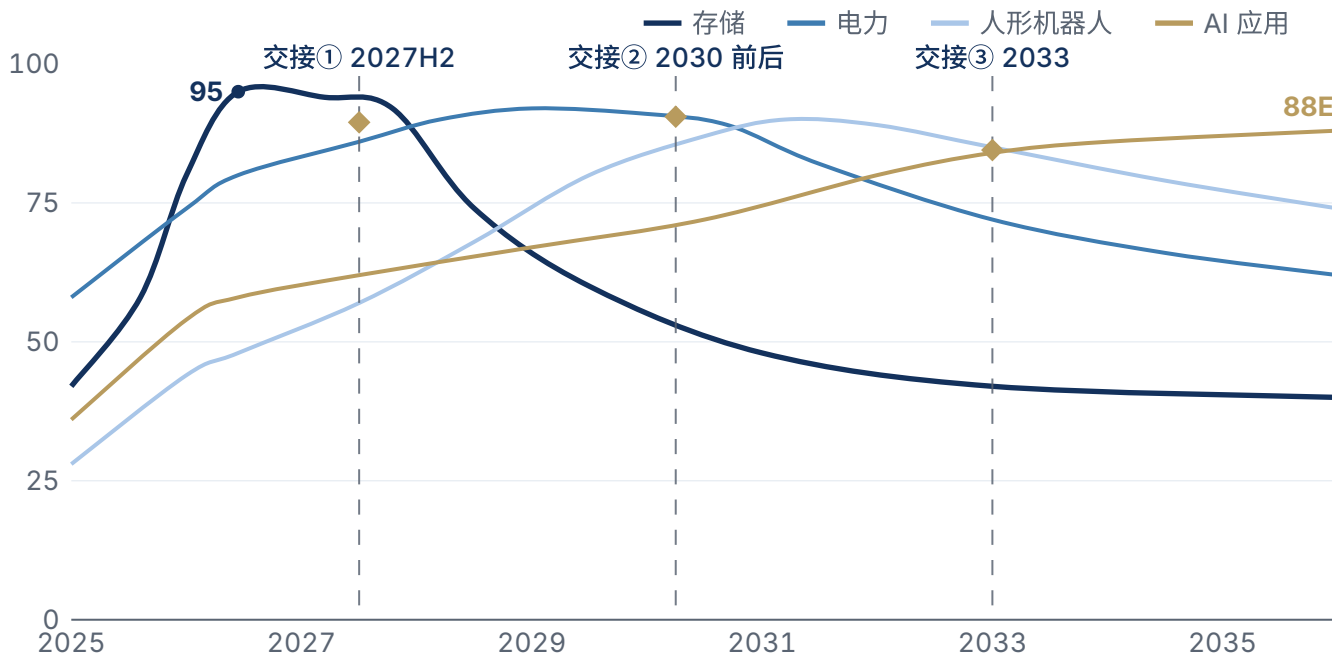
十年周期图谱 2026 年中观测：19 条产业与资产曲线的相位、强度与三次交接——谁在全盛、谁在筑底、谁来接棒。

01 核心观点

存储以 95 分独占全盛，拐点已写进 2027 年末的产能表；电力接棒、机器人续力，胜负手是利率与资金结构。

- 01** 存储是全图唯一 90 分以上的周期（95，全盛中段）：量价齐升、产能售罄、涨价函齐发；拐点窗 2027Q4 由新产能爬坡决定，而非需求。
- 02** 接力路径明确：电力 2027H2 接棒——GEV 燃机槽位卖到 2030 年、美国电力缺口 127GW；人形机器人 2030 年前后接第三棒。
- 03** 定价机制正在切换：市场从奖励 capex 转向验证现金流，谷歌（GOOGL）847.5 亿美元增发、甲骨文（ORCL）超预期反跌是同一个信号。
- 04** 巨震是全盛期的正常体征，利率是全图分母：12 月加息概率约 70%；2026H2 资金排序——同链补涨 > 跨链新叙事 > 深度价值。

四棒接力：存储交棒电力，机器人与应用候场



来源：K Research Cycle Conformer 周期引擎，K Research 整理，数据截至 2026年6月，E 为 K Research 预测

BEAR · 20%

拐点 2027 年初

现货 Q4 前转跌或年内加息两次

BASE · 55%

拐点 2027Q4

缺货延续，12 月加息一次后暂停

BULL · 25%

拐点 2028H1

缺货贯穿 FY2027，加息预期回摆

I 02 产业链全景

全产业链九相位：三个全盛节点全部卡在 AI 主链



议价权量化：DRAM 两季累计约 +200% 且 2027 年 LTA 售罄；燃机槽位排至 2030 年；光纤排产至 2027 年。

来源：K Research Cycle Conformer 周期引擎，K Research 整理，数据截至 2026年6月

供给侧短缺型周期：涨价由上游向下游传导

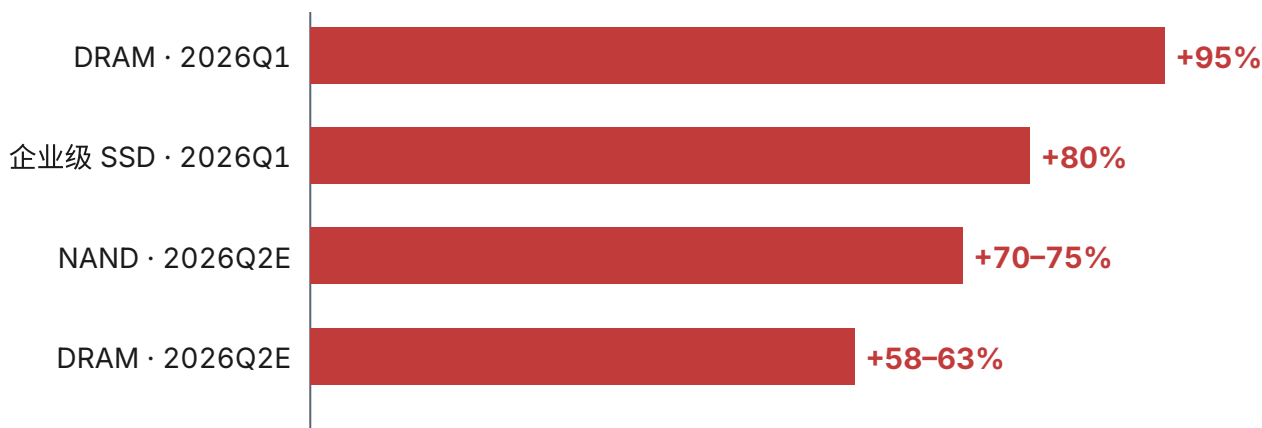
这是一轮典型的供给侧短缺型周期：5 月 PPI 同比 +3.9%，统计局罕见点名 AI 是涨价主因。上游，SK 海力士 2027 年产能已全部售罄，美光（MU）暂停 DRAM 报价、二季度合约价指引环比 +58-63%；中游，CSP 以 24 个月长约锁定 2027 年供给，佰维以 18.6 亿美元锁定颗粒；下游，GEV 燃机积压从 83GW 奔向 100GW，藤仓对 AI 数据中心光纤提价。三段链条同时出现「涨价函 + 售罄 + 长约」，是教科书级的全盛中段形态。

九相位分布：唯一的「顶部」是商业航天

九相位分布同样说明位置：启蒙 1 条、加速 10 条、全盛 3 条、顶部 1 条、出清 2 条、筑底 2 条。三个全盛节点——存储、光通信、电力燃机——全部卡在 AI 主链的咽喉位上；而 19 条曲线中唯一的「顶部」是商业航天，SpaceX 以 750 亿美元 IPO 在情绪顶点完成定价。业绩与股价的劈叉（美光绩优、股价反跌）不是周期见顶，而是定价机制切换的副产品。

I 03 供需与价格

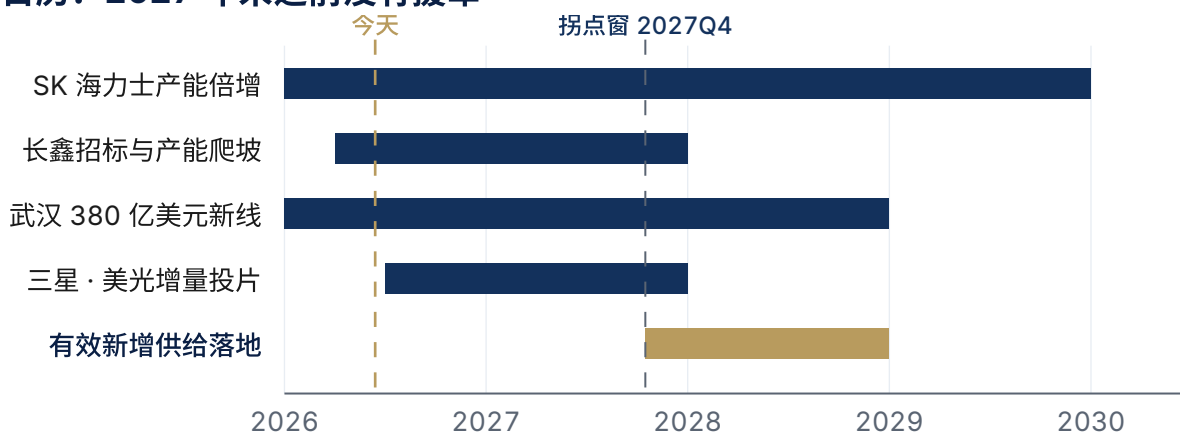
存储四条产品线合约价：单季涨幅全面失控



来源：TrendForce, K Research 整理，数据截至 2026年6月，E 为 K Research 预测

价格失控的另一面是锁单失控：CSP 与模组厂正以 24 个月长约提前锁定 2027 年供给，威刚董事长陈立白直言「明年缺货可能比今年更严重」。需求端没有给拐点投票权，投票权在产能表上。

供给端的日历：2027 年末之前没有援军

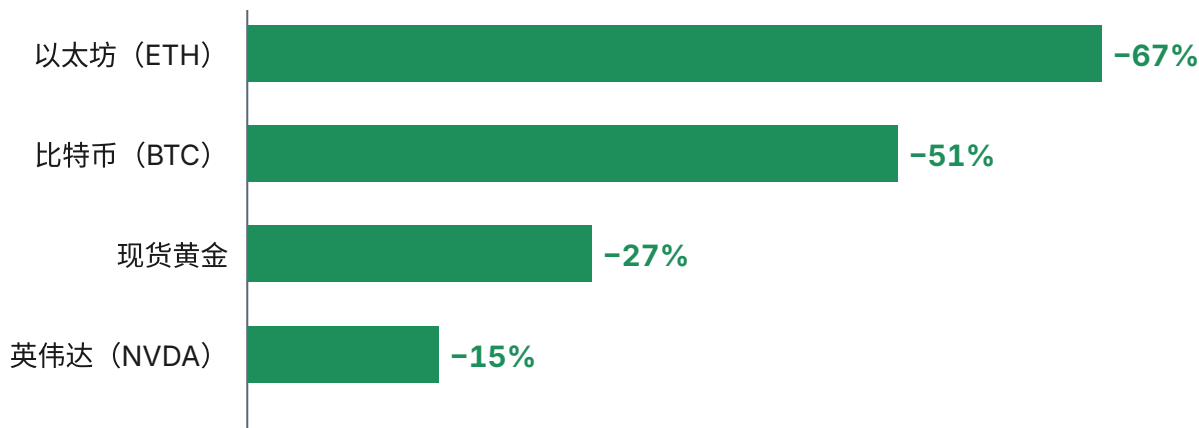


来源：公司公告、SemiAnalysis, K Research 整理，数据截至 2026年6月，E 为 K Research 预测

分歧只剩时点。Raymond James 警告存储股价将提前基本面 12 个月见顶；高盛则判断紧张贯穿 FY2027，将美光目标价从 400 美元上调至 900 美元；华泰测算 2027 年缺口在降规前约 -7%、降规后约 -3%。本引擎取中：拐点窗锁定 2027Q4，对应三星、美光增量投片与长鑫爬坡形成有效供给的时点。确认信号三个——DRAM 现货价连续两月环比转负、新线投片爬坡数据、LTA 重谈传闻，任一出现即下调相位评分。

04 资金与持仓

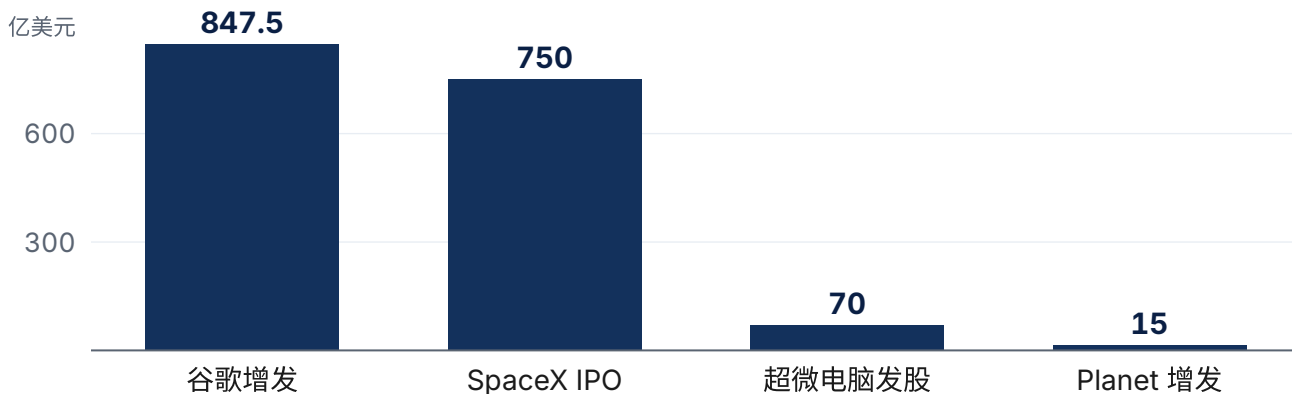
利率之墙下的回撤榜：加密最深，黄金入熊



来源：彭博、CoinDesk, K Research 整理，数据截至 2026年6月

回撤不是孤例：标普 500 有 68% 的成分股回撤超过 10%，AI 基建板块中位 PE 却仍站在 26 倍——ChatGPT 发布以来最高。高位估值叠加二元事件，市场对单点信息的敏感度本身就是相位信号。

一级与二级同时抽水：股权融资潮史上最密



来源：公司公告、SEC 文件, K Research 整理，数据截至 2026年6月

资金结构透视给出本期最重要的反共识：本轮 AI 投资的资金来源正从经营现金流转向「股权 + 债权 + 厂商担保」——英伟达 (NVDA) 为 OpenAI 俄亥俄项目提供 5,000 亿美元租约担保，谷歌为 Anthropic 的 350 亿美元 TPU 订单兜底，这是 2000 年电信泡沫 vendor financing 的变体。它不改变 2026-2027 年的景气，但决定 2028-2029 年下行的深度——这是我们与共识的最大分歧。甲骨文 capex 指引 557 亿美元超预期、股价盘后反跌 7-11%，定价机制切换已经发生；2026H2 资金排序维持：同链补涨 > 跨链新叙事 > 深度价值。

I 05 政策与催化

拐点日历：六个日期决定全图的分母与分子

- 2026年6月15日**
《两用物项出口管制条例》施行
 36 种战略矿产纳管，稀土·钨筹码完成制度化
- 2026年6月30日**
美国精炼铜关税报告窗口截止
 征则铜价上看 14,000 美元；不征则投机仓回吐至 12,800
- 2026年7月4日**
Oklo Groves 首堆临界
 SMR 从叙事估值切换到业绩验证
- 2026年8月**
SK 海力士 ADR 赴美上市
 存储全盛期的资金面放大器
- 2026年12月**
FOMC 议息·加息概率约 70%
 全图分母的年内最大变量，深度价值的启动闸门
- 2027年初**
SPARC 净能量窗口 × DRAM 现货方向
 聚变第一拐点与存储拐点的首次实弹验证

来源：K Research Cycle Conformer 周期引擎，K Research 整理，数据截至 2026年6月

博弈矩阵：管制武器化成为常态

政策博弈矩阵显示，双方筹码都已摆上台面：中方 6 月 15 日施行《两用物项出口管制条例》，36 种战略矿产纳入管理，叠加对日稀土禁运——93% 的氧化钽产能让价格一年涨了 69 倍，筹码货真价实；美方手握 6 月 30 日精炼铜关税报告与 1260H 实体清单扩容（阿里、比亚迪、药明在列）。均衡解是管制武器化常态化，意外解是矿产与关税被打包成一揽子交易。

分母侧：higher for longer 的底色没有变

分母侧同样拥挤：沃什就任美联储主席、CPI 同比 4.2%、PPI 6.5% 创三年新高，12 月加息概率约 70%，欧央行同步开启首次加息——higher for longer 是全图估值的底色。地缘反而是次要变量：美伊 6 月 10-11 日互袭后，白宫深夜取消打击、协议或于周末签署，油价在 88-93 美元间过山车，黄金收复 4,200 美元仍未脱离技术性熊市。三件事共同指向一个结论：分母的方向比分子的弹性更值得盯。

I 06 情景与风险

基准 55%：拐点 2027Q4，接力棒交给电力

	BEAR	BASE	BULL
核心假设	新产能爬坡快于预期，需求破坏显性化（Raymond James 情景）	缺货延续至 2027 年末新线投产形成有效供给（分歧中值）	缺货贯穿 FY2027，供需缺口不闭合（高盛情景）
关键变量取值	DRAM 现货 2026Q4 前环比转负；年内加息 ≥ 2 次	现货 2027H2 转负；12 月加息一次后暂停	2027 年 AI capex 共识上修至 1.1 万亿美元以上
目标区间	拐点提前至 2027 年初，全盛期腰斩，2028 年下行提前	拐点 2027Q4，电力 2027H2 接棒	拐点顺延至 2028H1，深度价值提前启动
概率	20%	55%	25%
触发信号	设备订单二阶导转负 + LTA 重谈传闻	现货连续两月转负 + GEV 毛利率跳升	加息预期见顶回摆 + CSP 上修 capex 指引

我们错了的信号

- DRAM 现货价环比转跌 2026Q4 前
- FOMC 年内累计加息两次以上 2026年12月前
- 任一头部 CSP 下修 2027 年 capex 指引超 20% 2027Q2 前
- 美伊协议破裂，油价站稳 100 美元 2026Q3
- Optimus 年度实际下线不足 1 万台 2027 年报季

风险列表

- 1 资金结构风险**——厂商担保与股权融资替代经营现金流，放大 2028–2029 年下行深度——监测 CSP 增发频率、AI 收入/折旧比。
- 2 利率分母风险**——higher for longer 压平加速段估值，高拥挤板块首当其冲——监测月度 CPI、10 年期实际利率。
- 3 预期重置风险**——单点报告即可砸崩高拥挤叙事（SemiAnalysis 之于 CPO）——监测龙头单日振幅、CPO 实装进度。

07 结论与行动

行动框架：用 2027 年末产能表倒推存储减仓时点；2026H2 按「同链补涨 > 跨链新叙事 > 深度价值」排序；只盯两个总闸门——12 月 FOMC 与 DRAM 现货方向。

接下来盯什么

- 2026年6月15日
管制条例施行
稀土·钨出口筹码的制度化确认
- 2026年6月30日
美国精炼铜关税报告截止
征则上看 14,000；不征则回吐 12,800
- 2026年7月4日
Oklo Groves 首堆临界
SMR 从叙事切换到业绩验证
- 2026年12月
FOMC 议息
加息概率约 70%，深度价值启动的总闸门
- 2027年初
DRAM 现货价方向初判
存储拐点的第一次实弹演习



扫码进入口罩哥知识星球·解锁全部 K Research 独家研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。