

# 最后一次买入： 买无人照看也能活的方向

6·12「只出不进」生效前夜，最后一笔美股买入应配置哪六个方向——以及为什么是这六个。

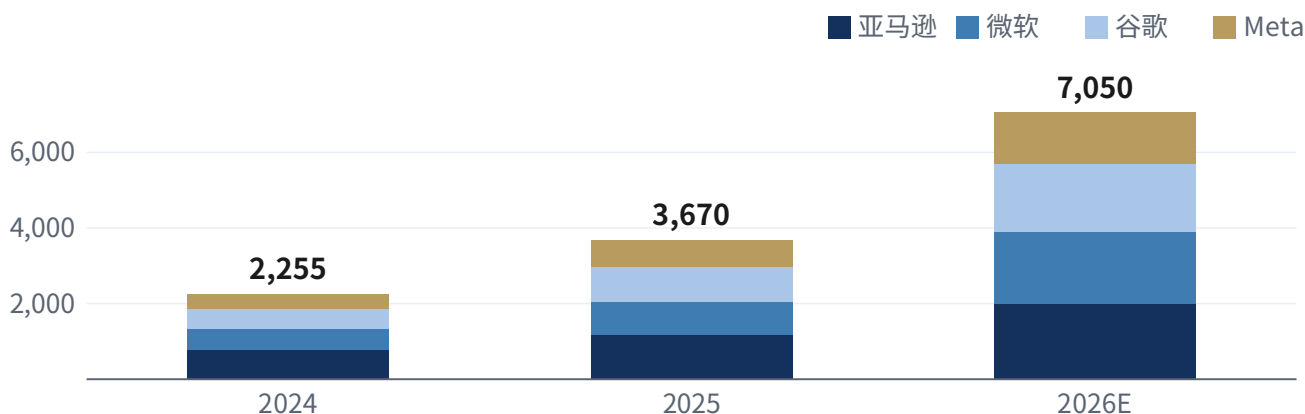
## 01 核心观点

在只许卖出、不许买入的世界里，最后一买的标准不是“谁涨得最快”，而是“谁在无人照看时活得最久”——AI 算力三个收税人节点，加电力、国防、代谢医药三条十年期顺风。

- 01 锁仓改写最优解：无法补仓与换仓时，“可持有性”压倒“弹性”，方向型 ETF 优先于单一股票。
- 02 科技三方向：算力平台双轨、制造与设备收税人、HBM 存储——共同分母是云厂商约 7,000 亿美元资本开支与“产能售罄到 2027”。
- 03 非科技三方向：电力、国防、GLP-1——三条十年期独立顺风，与 AI 链相关性低，承担压舱职能。
- 04 反共识：真正的约束是 2028 年 5 月 22 日 期满后境内服务关停——被动持有不是无限期期权。
- 05 HBM 是六方向中唯一强周期，供给缺口预计 2026 年末收敛，给最小权重。

### 7,000 亿美元资本开支海啸是六方向的分母

四大云厂商资本开支（亿美元，2026E 为公司指引中值）



来源：各公司财报与 2026 年指引、CNBC、Tom's Hardware、K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月，E 为公司指引

BEAR • 25%

#### 2027 资本开支转负

循环交易塌缩，存储价格 2026Q4 见顶回落

BASE • 55%

#### 2027 资本开支 +15-25%

Rubin 顺利爬坡，电力与国防订单兑现

BULL • 20%

#### AI 收入端爆发验证

企业与主权 AI 放量，定制 ASIC 兑现千亿

## 02 政策与催化

### 6·12 不是终点，2028·5·22 才是——规则的完整时间轴

八部门《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》执行节奏

- **2026年5月22日**  
证监会等八部门联合印发实施方案，启动两年集中整治老虎、富途、长桥被点名处罚，没收境内外相关主体全部违法所得
- **2026年6月4日**  
富途、老虎、长桥先后公告境内服务调整细则  
统一锁定 6月12日 为执行节点，只留“卖出+转出”单向通道
- **2026年6月12日**  
境内地理位置账户暂停一切买入（开仓）与资金转入  
卖出、平仓与资金转出不受影响；存量资产不强制平仓
- **2028年5月22日**  
两年集中整治期届满  
境外机构全面关停境内网站、交易软件及配套服务器

规则的颗粒度决定策略的形状。整治期内境内存量投资者保留完整的卖出与转出权，因此“今晚最后一买”获得的是一个**至少两年的持有窗口**，而非无限期。期满后持仓仍归投资者所有，但境内 App 与配套服务关停，届时操作需要境外地理位置或转户安排——这是被市场低估的二阶约束。

替代通道无法承接外溢需求：美股 QDII 基金近 50% 处于停购或限购状态，27 只 ETF 溢价率超 3%、个别超 20%，场外纳指与标普指数基金单日申购上限普遍不足 4,000 元。出口被压窄，正是“最后一买”必须一次配置到位的原因。

#### 关键数据

截至 2026年6月3日：美股 QDII 中 27 只 ETF 溢价率 > 3%，个别 > 20%；2026Q1 末全市场 QDII 额度 1,762 亿美元，3 月末新增 530 亿美元额度后，权益类美股 QDII ETF 两个月即净流入 37 亿元，额度缓冲快速耗尽。（来源：证券时报、新浪财经，2026年6月）

## 03 产业链全景

### 十二个候选方向，只有六个同时通过两道闸门

横轴：结构性顺风强度；纵轴：锁仓生存性（无人照看下的尾部风险承受力）；K Research 定性评估



来源：K Research 整理与定性评估，数据截至 2026年6月

筛选用两道闸门：第一道是**结构性顺风**——必须有十年级、由政策或物理约束背书的需求曲线，而非叙事；第二道是**锁仓生存性**——在无法补仓、无法调仓的两年里，方向本身的尾部风险必须可承受。中概股败于政策双重挤压，加密资产链与量子计算败于波动与 S 曲线过早，人形机器人未到量产拐点，银行与消费缺乏独立顺风，铀与大宗败于单一商品波动——它们不是不好，是不适合“无人照看”。

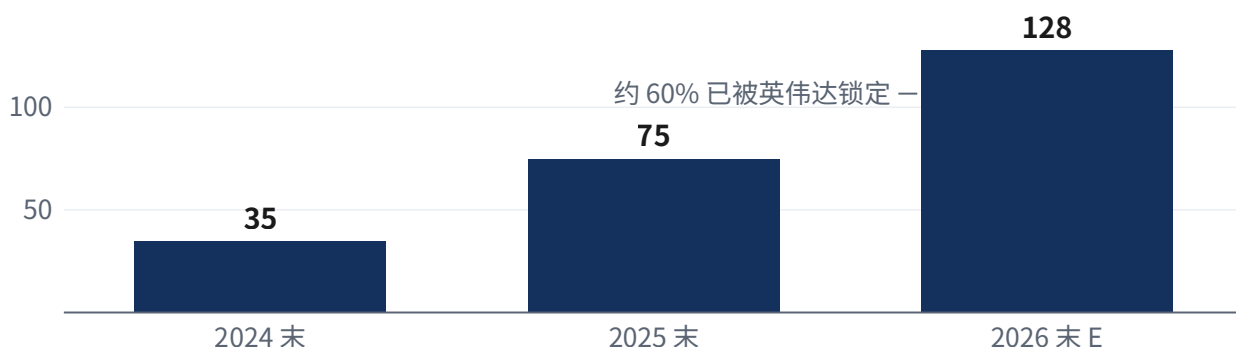
右上象限的六个幸存者天然分成两组：三个科技方向共享同一条 AI 资本开支需求曲线、彼此是上下游；三个非科技方向各自独立成链，与 AI 的相关性低，构成组合内的对冲结构。

## 04 供需与价格

科技三方向的买入理由全部写在供需表上。**方向一：算力平台双轨。**英伟达（NVDA）FY2027Q1 数据中心收入 752 亿美元（同比 +92%），网络业务 +199%；博通（AVGO）FY2026Q2 AI 半导体收入 108 亿美元（同比 +143%），在手 AI 订单 730 亿美元，并锁定 OpenAI 10 吉瓦定制加速器。GPU 与定制 ASIC 不是零和，是同一需求的两张船票。

### 方向二：先进封装产能一年翻三倍仍被预订一空

台积电 CoWoS 月产能（千片/月，2026E 为产业链调研值）

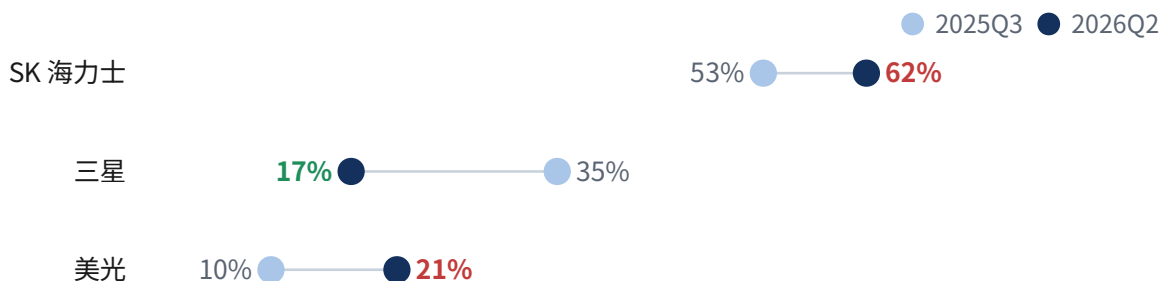


来源：DIGITIMES、TrendForce 产业链调研，K Research 整理，数据截至 2026年6月，E 为产业链预测

台积电（TSM）5月收入同比 +30.1%，全年指引上修至 +30% 以上，CoWoS 产能 2026 年底冲向约 13 万片/月、其中约 60% 已被英伟达锁定；阿斯麦（ASML）年末在手订单 388 亿欧元，High-NA 首台获英特尔量产验收；2026 年全球半导体设备支出预计创 1,390 亿美元纪录。制造、封装、光刻是全链唯一“无论谁赢都收税”的节点。

### 方向三：HBM 份额一年洗牌一次——上车但系好安全带

HBM 市场份额两时点对比（2025Q3 → 2026Q2，百分点）



来源：Counterpoint Research（2025Q3）、Chosun Biz（2026Q2），两源口径有差异，K Research 整理，数据截至 2026年6月

## 05 竞争格局

美国数据中心用电 2030E

**134.4** GW

▲ 较 2026 年 +77%

2025 全球军费 (SIPRI)

**2.9** 万亿美元

▲ 历史纪录

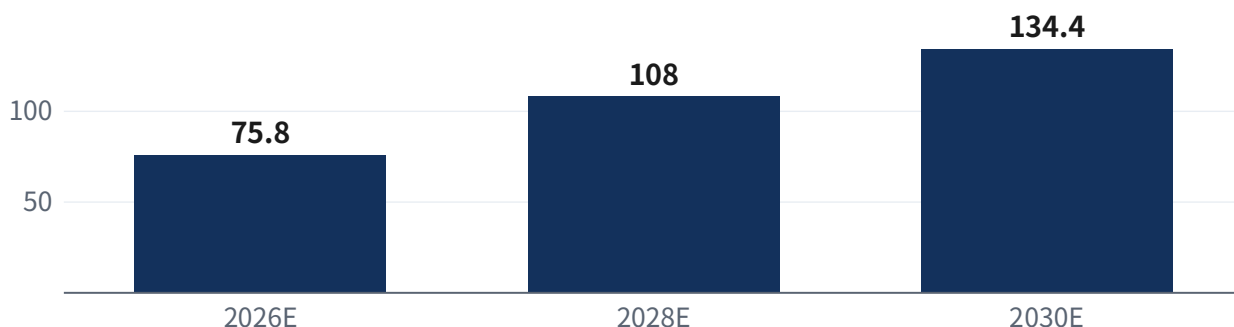
礼来 2026 收入指引中值

**815** 亿美元

▲ +25% 同比

### 方向四：电力是 AI 的二阶效应，缺口比芯片更难补

美国数据中心电力需求 (GW, DOE/LBNL 口径)



来源：美国能源部 LBNL 报告、S&P Global, K Research 整理，数据截至 2026年6月，E 为官方预测

电力链证据：PJM 容量拍卖连续两年创纪录、触及 329.17 美元/MW-日上限 (+22%)；GE Vernova (GEV) 2026Q1 订单 183 亿美元 (有机 +71%)、燃机在手订单破 100 吉瓦；Vertiv (VRT) 在手订单 150 亿美元 (+109%)。**方向五：国防**。NATO 已立约 2035 年前军费升至 GDP 的 5%，德国 2026 年预算 1,172 亿欧元，美国“金穹”首年拨款 134 亿美元——这是十年期、跨党派、有条约背书的需求曲线。**方向六：GLP-1**。礼来 (LLY) 口服药 orforglipron 于 2026年4月1日 获批 (2002 年以来最快新分子实体审批)，retatrutide 年内递交上市申请，口服化把渗透率天花板再抬一级。

## 06 情景与风险

### 三情景矩阵：用 2027 年资本开支增速做总开关

	BEAR	BASE	BULL
核心假设	循环融资塌缩，AI 收入端证伪	资本开支增速放缓但为正	企业与主权 AI 收入爆发
关键变量取值	2027 云厂商 capex 同比转负	2027 capex +15-25%	2027 capex +30% 以上
六方向表现	科技三方向深度回撤，非科技三方向承担压舱	科技三方向跑赢宽基，电力国防稳步兑现	算力与设备再上台阶，存储周期延长至 2027
概率	25%	55%	20%
触发信号	任一云厂商下调指引；HBM 价格环比转负	Rubin 按期爬坡；2027 指引为正	AVGO 千亿 AI 收入路径确认

来源：K Research 情景推演，数据截至 2026年6月

### 我们错了的信号

<input type="checkbox"/> 四大云厂商任一家下调 2026/2027 资本开支指引	2026Q4 前
<input type="checkbox"/> HBM 或 DRAM 合约价环比转负	2026Q4 前
<input type="checkbox"/> 英伟达 Rubin 爬坡延迟或出现大规模订单暂停	2026H2
<input type="checkbox"/> PJM 容量价格回落且 GEV/VRT 订单增速腰斩	2027H1
<input type="checkbox"/> NATO 5% 承诺遭关键成员国实质推翻	2027 年内

### 风险列表

- 循环融资风险**——产业链已识别逾 8,000 亿美元关联交易，OpenAI 八年 1.4 万亿美元算力承诺对应当前约百亿级收入——监测 OpenAI 融资进度与 Oracle 订单质量。
- 存储周期顶部**——三家扩产后供给缺口预计 2026 年末收敛——监测 DRAM 现货价与 2027 合约谈判。
- 政策尾部**——2028年5月 期满后境内服务关停，卖出与换汇操作复杂化——监测证监会后续细则。
- 地缘单点**——先进制造与封装高度集中于台湾地区，台海风险是科技三方向共同敞口——监测出口管制与产能外迁节奏。

## 07 结论与行动

最后一买的执行原则：六方向、宽口径、免维护——科技三方向吃同一条资本开支曲线，非科技三方向各自独立压舱；HBM给最小权重，并在日历上写下 2028年5月22日。

### 接下来盯什么

- **2026年6月24日**  
美光 FQ3 财报  
存储周期成色与 HBM4 定价的第一手验证
- **2026Q3-Q4**  
英伟达 Rubin 量产爬坡 + 云厂商 2027 资本开支初次指引  
三情景的总开关，决定科技三方向的持有底气
- **2026年末**  
HBM 供需缺口是否如期收敛  
验证 Key Call 05：存储仓位是否需要优先减持
- **2027 年中**  
PJM 新一轮容量拍卖与 NATO 各国预算落地  
电力与国防两条非科技曲线的年度体检
- **2028年5月22日**  
两年集中整治期届满，境内服务全面关停  
在此之前完成持有、减持或转户的最终决策

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。