



## 本周主题：

《技术性修复开始放缓，主线叙事未变但需降低风险敞口》

### 执行摘要 | Executive Summary

上周美股连续第三周强势上涨，主要指数继续走高并逼近或刷新阶段高位，其中 Nasdaq 领涨，Russell 2000 与 S&P 500 也录得明显升幅。风格上，**大盘成长公司继续跑赢价值公司**，AI 板块产仍是市场最核心的相对收益来源。整体来看，上周市场情绪明显改善，背后主要由三股力量共同推动：

- 一是**中东局势边际缓和**，美伊停火与后续谈判预期改善，叠加伊朗方面表态霍尔木兹海峡对商船“完全开放”，推动油价明显回落；
- 二是**首批美国大型银行一季度财报整体好于市场担忧**，管理层对当前经济环境、尤其是消费者支出的表述偏积极；
- 三是**宏观数据总体偏正面**，PPI 低于预期、初请失业金人数维持低位、区域制造业数据改善，共同强化了“增长未显著恶化、通胀压力暂未重新失控”的市场认知。

但从我们的角度看，过去一周的上涨虽然表面上得到了宏观与地缘层面的配合，本质上仍更接近**一轮技术性修复的延续**，而不是长线资金系统性回流后开启的新一轮基本面重估。

- 推动市场上行的核心力量，仍然主要来自**指数层面的空头回补、CTA 被动买入**，以及利率与跨资产波动率回落。换句话说，上周市场表现得很强，但其背后的驱动，仍然偏向“仓位修复 + 风险偏好改善”，而不是“长期资金重新全面做多”

- 更值得重视的是，市场已经出现一个边际变化：**买盘仍在，但价格反应开始钝化**。也就是说，过去几周支撑市场的资金尾风尚未完全消失，但大概率已经进入后半段。随着美国市场层面的指数空头回补基本完成，接下来市场要继续上行，将越来越依赖两件事：第一，财报能否给高位资产提供新的基本面锚点；第二，长线资金是否愿意在当前位置继续接力。与此同时，税季回笼带来的短期流动性抽水，也意味着未来一到两周的宏观环境大概率不会再像前两周那样顺风。

因此，我们当前的核心判断是：**中期主线没有变化，但短期不宜继续无差别追高**。地缘扰动并未真正打断市场主线，AI 基础设施、算力、光连接和互连架构仍然是最清晰的中期方向；

但在短期资金驱动接近尾声、市场开始切换到财报验证阶段的背景下，仓位上更合理的动作是先做部分避险与兑现，等待财报和回撤后的再配置机会。

## 二、行业和个股分析

### AI 基础设施仍是最清晰的主线

美国头部模型 Anthropic 的“变慢”与“降智”进一步说明算力供给仍然紧张。市场短期仍会把资金优先集中在“卖算力、建算力、连接算力”的环节上，就 AI 整体板块来看，埃米资本仍优先看好：

- AI 算力链
- 光连接 / DCI
- 互连架构 (CXL 等)
- 为算力通缩带来核心技术迭代的板块

### 个股层面：

#### Nokia：当前位置最适合承担配置属性的名字之一

- Nokia 依然是埃米资本认为最适合承担“配置属性”的名字之一。原因很直接：它的现有电信业务相对稳定，同时光通信 / AI 网络相关新业务占比已足够大，增量开始能够体现在整体业绩里。
- 和很多过去几周相同行业内短期拉升较多的公司相比，Nokia 的估值水平仍然相对理性，叙事层面仍然有部分上行空间未被定价，因此在当前阶段，它仍然是我们更偏好的中期配置标的。我们相信 Nokia 本月的季报公布将进一步让市场理解它在光通信尤其是 Scale Across 板块中的独特生态位置。



### Intel: 叙事没有改变, 但短期位置与节奏风险上升

- Intel 仍然是市场最愿意交易的故事之一, 尤其是晶圆代工厂的价值重估和 CPU 在未来算力中的地位 and 缺货逻辑, 给了它很大的想象空间。然后从短期来看, 埃米资本认为这个叙事被交易得太快、估值被提升得太满。市场当前估值已经脱离把一季度财报当成核心锚点, 而是在提前交易更远期的预期 (2028 年), 这种情况下, 只要流动性边际变弱、财报没有继续提供新催化, 股价就很容易进入高波动区间。
- 因此, 我们对 Intel 的判断不是看空, 而是: 中期叙事依旧强劲, 短期更适合逢强部分兑现、等调整后再重新加满仓位。

### AMD: 仍在主线内, 但预期差不如 Nokia / Intel 明确

- AMD 仍然受益于 AI 算力主线, 但它的吸引力更多来自“不会缺席”, 而不是“具备最强预期差”。它没有 Intel 的晶圆代工厂的第二层弹性, 也没有 Nokia 那种“传统业务稳定 + 新业务放量”的结构清晰度。因此, AMD 更像一个仍可持有、但在当前排序里略低于 Nokia 与 Intel 的标的。



### MRVL: CXL / LPU 板块中的核心 beta

- 在 CXL 这条技术路线上，MRVL 是最核心的平台型参与者，能够跟客户一起去设计和落地更完整的系统方案，比如 LPU。我们认为公司主要将会受益于 CXL / 异架构整体起量之后的设计订单与平台扩张。
- 从组合角度看，MRVL 仍然值得重点跟踪，但它的弹性更多来自路线成立之后的系统性受益，因此更适合定义为这条主线里的 beta 仓位。

### ALAB (Astera Labs) : CXL / LPU 板块中的高弹性 alpha

- 如果说 MRVL 更像是跟着 CXL / LPU 平台扩张去拿设计机会，那 ALAB 更像是其中的关键连接部件供应商。它有点像 AI 基础设施里的“光模块”逻辑：只要这套架构开始放量，很多客户都需要采购中间这些连接部件，而 retimer 正是其中最核心的一类。

### 软件: 短期会有技术型反弹，但核心叙事仍然逆风

- 软件板块的问题，不只是短期被做空，而是估值中枢整体下移。这意味着，就算短期因为空头过于拥挤而出现剧烈反弹，那也更接近交易性挤压，而不是配置性逆转。
- 在软件里面，Palantir 是少数值得单独拿出来关注的标的。原因在于它并不是传统 SaaS 框架，它绑定的是政府与大机构的系统入口、数据接入和工作流，因此它的成长逻辑和壁垒都更硬。如果软件板块后面出现反弹，Palantir 仍然会是其中质量最高的一档。

### 三、持仓交易考量

埃米资本认为：当前阶段最合理的操作，不是全面翻空，也不是继续线性追高，而是把组合从“全面进攻”切到“主线保留 + 短线避险”。这意味着：

- **第一，应主动降低部分直线拉升、预期过满、纯故事驱动仓位的风险敞口：**这类资产并非中期看错，而是短期已经进入“继续上涨需要新资金和新锚点”的阶段。一旦资金尾风减弱，它们的回撤速度通常会很快。
- **第二，保留中期核心主线仓位，但把加仓时点往后移。**  
像 Nokia、部分 AI 基础设施核心资产，并不需要因为短期波动全部清掉；但新的增量仓位，不宜在当前阶段继续追高，更适合等待财报验证或市场回撤后再建立。
- **第三，战术上可以留意软件空头挤压带来的交易机会，但不能把它误判成新主线。**  
如果指数继续上推，而高位大盘成长涨幅开始扩散到别的板块，那么软件中的拥挤空头股确实可能出现暴力反弹。这类机会可以做，但只能用战术仓位处理。
- **第四，仓位管理的核心，是为下一轮更好的再配置点保留现金与耐心。**  
当前市场的问题不是主线结束，而是节奏过快。既然如此，最优解不是否定主线，而是先把短期不对称的风险收下来，等更好的价格再回归主线叙事。



#### 四、总结

整体来看，上周市场的强势表现，有其合理的宏观背景：地缘局势边际缓和、银行财报偏积极、PPI 与就业数据支持“增长未明显恶化、通胀暂未失控”的判断，这些都给了风险资产继续上行的条件。

本周我们认为更重要的结论不是“市场为什么还能涨”，而是：**推动市场上涨的那股最强资金尾风，已经开始边际减弱**。这决定了未来一到两周，市场逻辑会逐步从“仓位修复”切换到“财报验证”。

**短期应优先做仓位避险，但中期主线没有改变。**

地缘扰动尚未真正打断风险偏好，AI 基础设施、算力链、光连接和互连架构仍然是最清晰的方向；问题不在于方向错，而在于短期市场交易情绪过度高涨所导致的预期过度被打满。



## 免责声明 | Disclaimer

**本报告仅供参考。** 本报告由 ANG CAPITAL (埃米资本) 投研部编写, 仅供本公司客户及内部交流使用。本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但 ANG CAPITAL 不保证其准确性或完整性。报告中的信息、意见及预测仅反映发布当日的判断, ANG CAPITAL 可随时更改且无须另行通知。

**非投资建议。** 本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会波动。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。投资者应自行评估报告中的信息是否符合其自身的投资目标、财务状况和风险承受能力, 并在必要时咨询独立财务顾问。本公司及其雇员不对因使用本报告及其内容而引致的任何直接或间接损失承担任何责任。

**权益披露。** ANG CAPITAL 及其关联机构可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等相关服务。

**版权声明。** 本报告版权归 ANG CAPITAL 所有。未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用本报告的任何部分。