

2026年05月09日

证券研究报告|策略研究|策略点评

市场焦点或将逐步回归至通胀

报告摘要

核心观点：

- ◆ 自美以伊冲突以来，全球主要股票市场先经历了共振式 risk off，再到缓和后共振式 risk on，其中多个主要股票指数创冲突前的新高。本周 A 股冲高回落，周中沪指创约近十一年新高，创业板指创历史新高。
- ◆ 全球地缘局势方面，5月以来，美伊停火协议延续，且双方重要政府领导人伊朗外长阿拉格齐、美国总统特朗普先后访华。这既推升了市场对于中东局势或将延续缓和态势的预期，又推升了中美双方关系缓和的预期。
- ◆ 地缘政治局势缓和背景下，科技产业趋势引导全球风险偏好。AI 方面，2026年以来，以 OpenClaw 为代表的 AI Agent（智能体）在全球爆火，将本轮科技革命推进入 Agent 阶段，并带动 Token 消耗量呈现指数级爆发。近期多家国内外科技巨头一季报印证了 AI 需求强劲，全球科技硬件板块持续拉升，中美股市相关性中枢有所提升。
- ◆ 但另一方面，霍尔木兹海峡仍未恢复正常通航，高油价仍在延续，4月美通胀水平平均抬升，创2023年6月以来最高水平。市场对美国通胀的担忧加剧，加息预期有所提升，美债收益率全线飙升。5月15日，全球主要股市全线重挫。国内方面，4月PPI连续第二个月上行，创2021年11月以来新高，跟踪后续成本抬升向下游及居民消费的传导情况。
- ◆ 中长期看，AI 科技革命趋势确定性强。从当前已发布的美股七姐妹中的公司一季报来看，整体投资水平较合理，除亚马逊以外，多数

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	分析师
SAC 执业证书：S0640526040001	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
宋浩田	分析师
SAC 执业证书：S0640524100001	
联系电话：	
邮箱：songht@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

公司的经营性现金流对于资本开支仍有较强的覆盖能力。估值层面，2023年5月以来，纳斯达克指数EPS持续快速提升，在纳指持续上涨下有效消化估值，纳指估值较为稳定并一直处于合理区间，与2000年科网泡沫明显不同。

- ◆ 从全球科技板块内部细分方向代表性公司上来看，细分领域估值存在一定分化。晶圆制造龙头公司台积电、光纤代表性公司康宁估值位于历史高位；存储和CPU板块代表性公司海力士和AMD估值位于近三年估值的中间水平；GPU、液冷、云服务代表性公司英伟达、超微公司和微软则位于历史相对低位。
- ◆ A股方面，相较沪深300，科创板与2025年四季度、2026年一季度业绩均维持高增速水平，帮助科创50估值进行了一定程度的消化。内部来看，估值同样呈现分化，液冷服务器、光纤、晶圆产业板块估值处于相对高位，GPU处于较高水平，CPU和存储器估值相对合理。
- ◆ 中航证券军工组认为，中长期看，商业航天产业化方向未改，燃机产业链等顺周期赛道景气度持续上行。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，商业航天、低空经济等方向仍有望成为军工板块后续突围的核心方向；二是基本面兑现情况，业绩确定性高的顺周期板块细分龙头有望获得资金青睐。

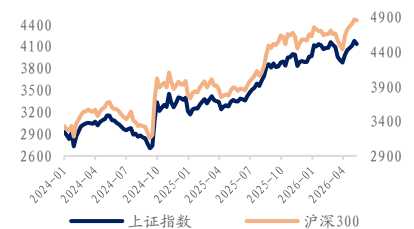
投资建议：

- ◆ 往后看，重要国家领导人访华结束，全球科技巨头一季度财报发布进入尾声，全球资金焦点或将逐步回归至通胀情况，市场波动或有所增加。结构上，短期建议关注红利、能源等板块，中期可关注AI科技成长及新能源板块。后续跟踪海峡恢复情况以及新美联储主席动态。

相关研究报告

- 中航策略周报：《“五穷六绝”在逐渐失效》
- 中航策略周报：《A股或已进入盈利驱动阶段，关注新能源板块中期机会》
- 中航策略周报：《油价持续高位，北向、公募同步加仓新能源》
- 中航策略周报：《牛市从流动性驱动转向盈利驱动，市场风格有何变化》
- 中航策略周报：《冲突低点或已形成，A进入盈利驱动阶段》
- 中航策略周报：《回顾70年代大滞胀，新能源优势经济体有望走出慢牛趋势》

市场走势：



本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，科创 50 (3.40%)、创业板指 (3.50%)，表现较强；上证指数 (-1.07%)、深证成指 (-0.02%)、沪深 300 (-0.25%)、中证 500 (-1.82%)、中证 1000 (-0.67%)，表现较弱。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 0.78%；周期风格表现较弱，下跌 2.62%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、机械设备表现较强，分别上涨 6.77%、4.70%、1.81%；有色金属、钢铁、美容护理表现较弱，分别下跌 7.39%、5.92%、5.63%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 33715.44 亿元，较上周增加 2080.15 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 24.35 倍，较上周下跌 0.74%。

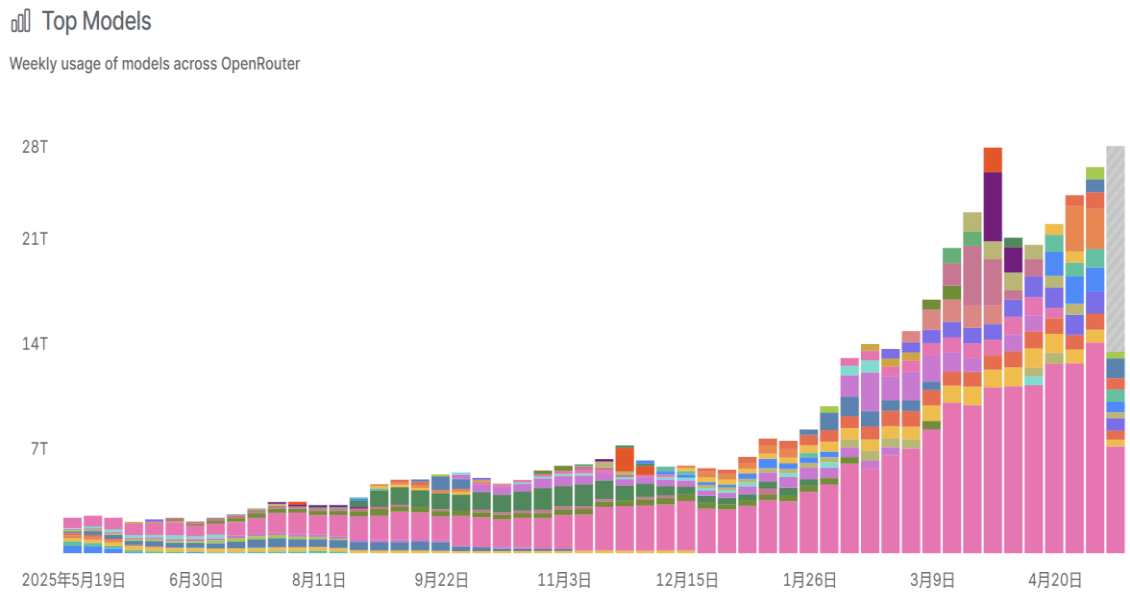
正文：

自美以伊冲突以来，全球主要股票市场先经历了共振式 risk off，再到缓和后共振式 risk on，其中多个主要股票指数创冲突前的新高。本周 A 股冲高回落，周中沪指创约近十一年新高，创业板指创历史新高。

全球地缘局势方面，5 月以来，美伊停火协议延续，且双方重要政府领导人伊朗外长阿拉格齐、美国总统特朗普先后访华。这既推升了市场对于中东局势或将延续缓和态势的预期，又推升了中美双方关系缓和的预期。应特朗普总统邀请，习近平主席将于今年秋季对美国进行国事访问。双方共同努力，为两国元首互动交往作出周全准备，营造适宜氛围，积累更多成果。

地缘政治局势缓和背景下，科技产业趋势引导全球风险偏好。AI 方面，2026 年以来，以 OpenClaw 为代表的 AI Agent（智能体）在全球爆火，将本轮科技革命推进入 Agent 阶段，并带动 Token 消耗量呈现指数级爆发。根据 OpenRouter 数据，伴随 AI Agent 加速落地、推理需求快速扩张，周度 Token 调用量由 2026 年 1 月初的约 6.42T 快速抬升，2 月初便已升至 13T，远高于 2025 年水平，且此后抬升加速，至 2026 年 3 月 30 日当周，Token 消耗量一度达到 27T 的阶段高点，近几周也持续维持在 20T 以上高位，反映出全球 AI 应用活跃度与推理需求旺盛。

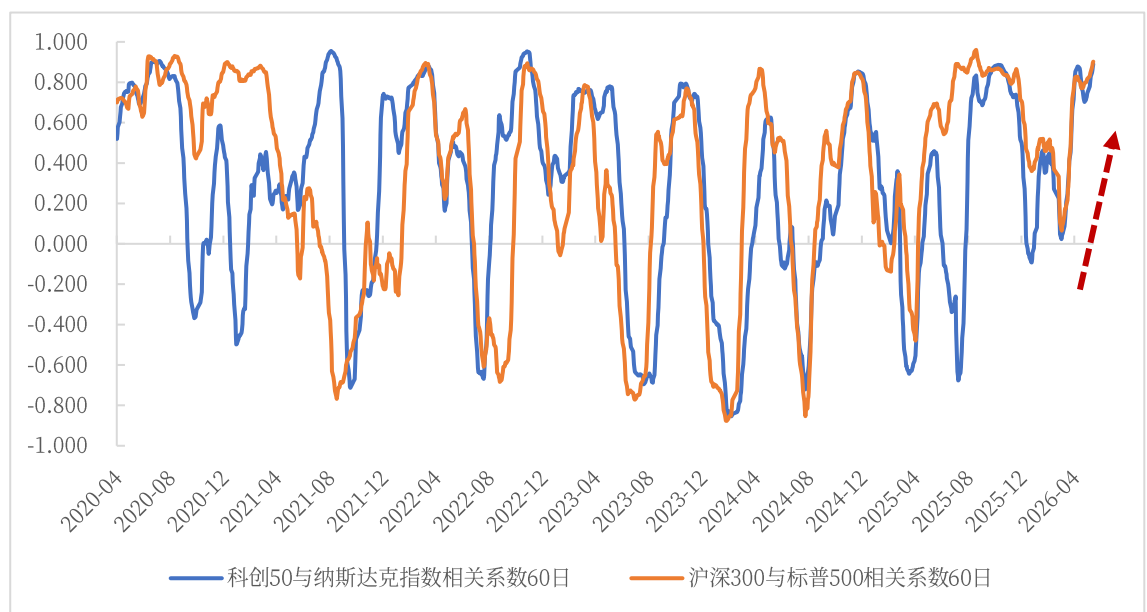
图1 2026年2月以来Token消耗量呈现指数级爆发



资料来源：OpenRouter，中航证券研究所整理（注：数据截至2026年5月11日）

近期多家国内外科技巨头一季报印证了 AI 需求强劲，全球科技硬件板块持续拉升，中美股市相关性中枢有所提升。美联储降息节奏变化、美伊冲突导致的高油价和避险情绪，以及 AI 科技革命爆发的上下游需求传导，均在全球层面造成流动性影响，近期中美股市科技领域与宽基指数相关性高度一致，同步走高。截至5月14日，科创50与纳斯达克指数60日相关系数达0.890，沪深300与标普500的60日相关系数达0.902。自2025年12月30日以来，中美科技板块已经连续呈现正向相关性，并在5月7日以来，60日滚动相关性超过0.8保持持续高位。

图2 近期中美股市相关性走高



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至5月14日）

但另一方面，霍尔木兹海峡仍未恢复正常通航，高油价仍在延续，4月美通胀水平均抬升，创2023年6月以来最高水平。市场对美国通胀的担忧加剧，加息预期有所提升，美债收益率全线飙升。5月15日，全球主要股市全线重挫。5月12日，据美国劳工统计局，美国4月CPI同比上涨3.8%，创2023年6月以来最高水平；环比上涨0.6%，较前值0.9%有所回落。4月核心CPI同比上涨2.8%，创2025年11月以来的最高水平；环比上涨0.4%，高于前值的0.2%。5月13日，美国4月PPI同比增长6%，为2023年1月以来最高水平，环比上涨1.4%，自2022年4月以来的最高水平。截至北京时间5月17日16点，据美联储观察工具，年内加息的概率上涨至50.6%，1周前为14.3%，1月前为0.5%。

图3 美联储利率路径

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	1.3%	98.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	1.2%	94.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.0%	81.2%	17.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.9%	67.0%	28.5%	3.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.6%	48.7%	39.1%	10.4%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.5%	39.9%	40.9%	15.7%	2.8%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.4%	28.5%	40.6%	23.0%	6.5%	1.0%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.3%	23.7%	38.5%	26.0%	9.3%	1.9%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.3%	22.4%	37.7%	26.7%	10.3%	2.3%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.3%	21.9%	37.3%	27.0%	10.7%	2.5%	0.4%
2027/9/15	0.0%	3.2%	24.0%	35.9%	24.7%	9.5%	2.2%	0.3%
2027/10/27	0.1%	3.7%	24.3%	35.7%	24.4%	9.4%	2.2%	0.3%
2027/12/8	1.4%	10.9%	28.3%	31.7%	19.1%	6.8%	1.5%	0.2%

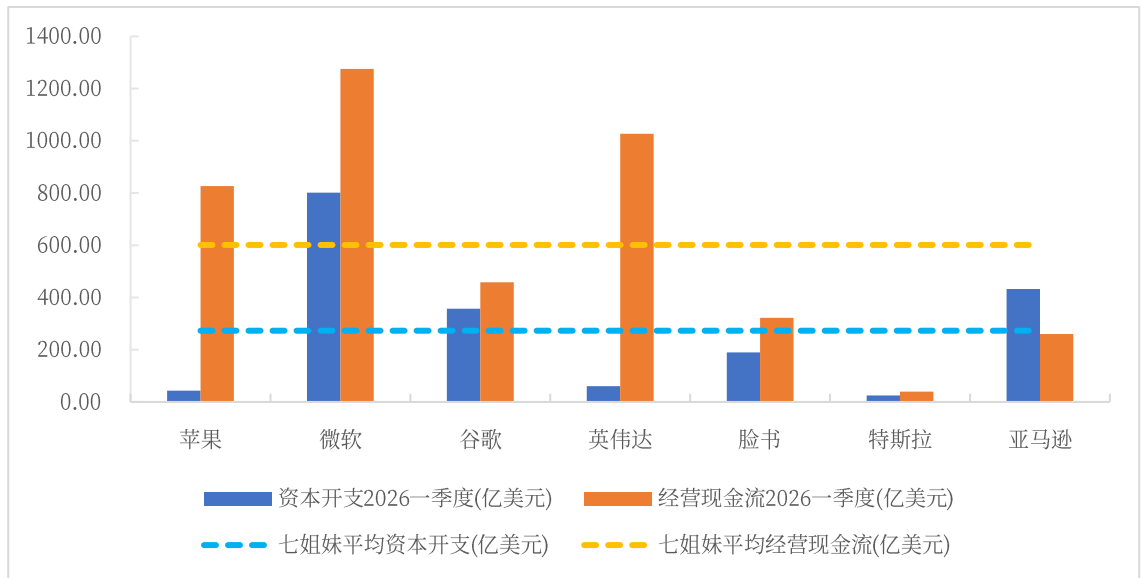
资料来源：CME，中航证券研究所整理（注：数据截至北京时间5月17日16点）

国内方面，4月PPI连续第二个月上行，创2021年11月以来新高，跟踪后续成本抬升向下游及居民消费的传导情况。4月PPI同比2.8%，较前值上行2.3pcts，连续2个月转正，PPI环比1.7%，较前值上行0.7pct，创2021年11月以来新高。但下游价格仍承压，生活资料端PPI同比录得-1.0%，降幅较前值缩窄0.3pct，环比录得-0.1%，较前值持平。

但中长期看，AI科技革命趋势确定性强。从当前已发布的美股七姐妹中的公司一季报来看，整体投资水平较合理，除亚马逊以外，多数公司的经营性现金流对于资本开支仍有较强的覆盖能力。截至2026年一季度，暂未发布一季报的英伟达以2025年年报数据观察，美股七姐妹中有6家的经营现金流足以完全覆盖其资本开支，未能覆盖的亚马逊资本开支为经营现金流的1.66倍。美股七姐妹的平均经营现金流为601.18亿美元，为平均资本开支272.76亿美元的2.20倍。结构较为健康，经营现金流占比较大，杠杆水平较为合理。当前较此前2025年三

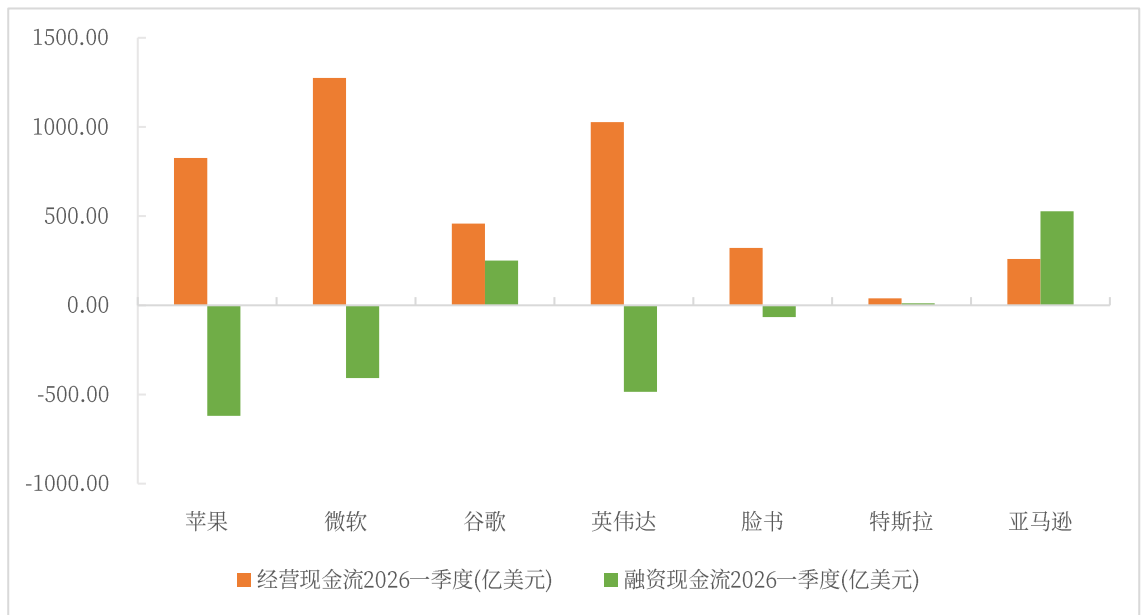
季度经营现金流有所缩窄，但资本开支覆盖率有所提升，三季度美股七姐妹的平均经营现金流为 729.94 亿美元，为平均资本开支 349.65 亿美元的 2.09 倍。

图4 美股七姐妹现金流覆盖资本开支缩窄（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：财务数据为 2026 年一季度，其中英伟达尚未发布一季报，财报截止日期为 2026 年 1 月 25 日，苹果财报截止日期为 2026 年 3 月 28 日，其余均为 2026 年 3 月 31 日）

图5 美股七姐妹现金流结构（单位：亿美元）

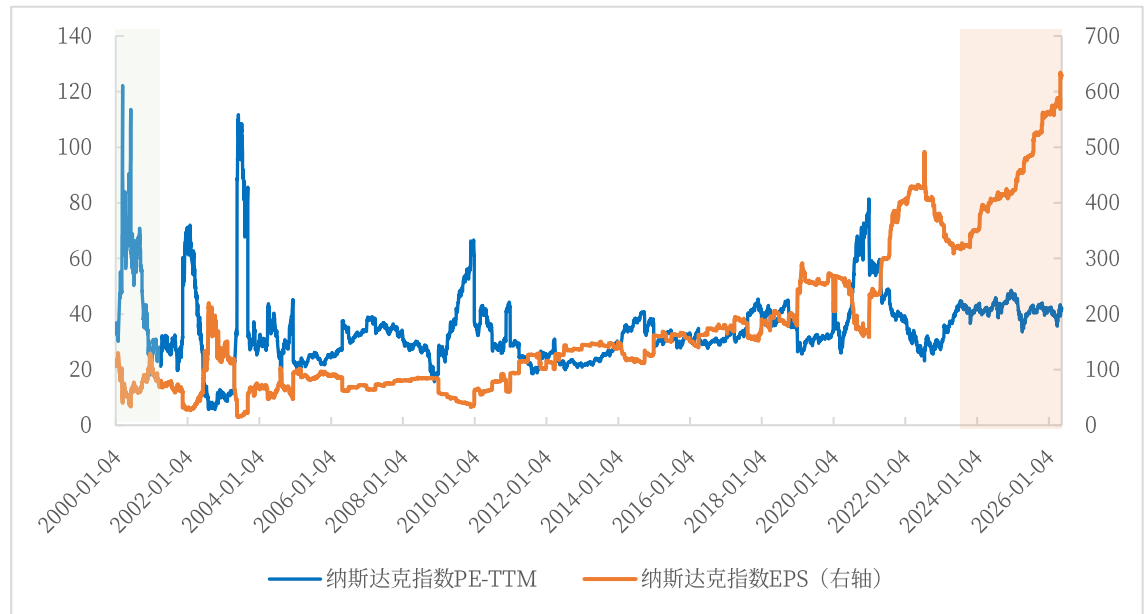


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：财务数据为 2026 年一季度，其中英伟达尚未发布一季报，财报截止日期为 2026 年 1 月 25 日，苹果财报截止日期为 2026 年 3 月 28 日，其余均为 2026 年 3 月 31 日）

估值层面，2023 年 5 月以来，纳斯达克指数 EPS 持续快速提升，在纳指持续上涨下有效消化估值，纳指估值较为稳定并一直处于合理区间，与 2000 年科网泡沫明显不同。

截至 2026 年 5 月 14 日，EPS 达 629.40；而估值表现仍较为稳定，自 2025 年 4 月估值回调至阶段低点后，纳指 PETTM 基本稳定在 40 左右，处于合理区间，显示市场对于美国科技股的估值较为温和。而科网泡沫时期，2000 年初纳斯达克指数市盈率一度达 122.21，但 EPS 由 139.09 阶段性高点回落至 40.16，盈利与估值明显背离。

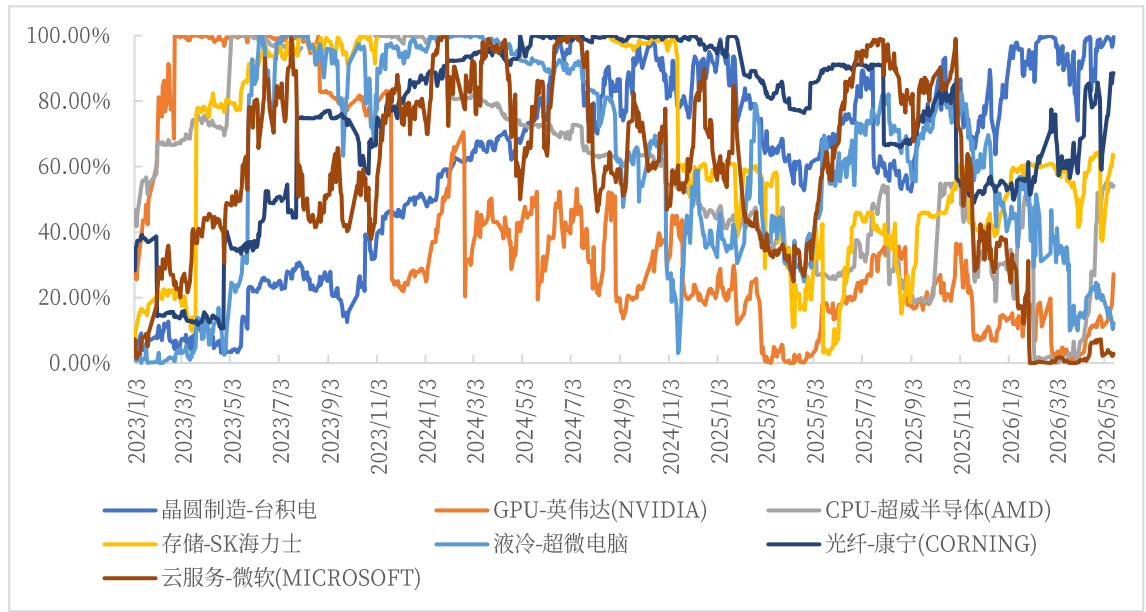
图6 美股纳指 EPS 持续突破前高，但估值较为稳定



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2026 年 5 月 14 日）

从全球科技板块内部细分方向代表性公司上来看，细分领域估值存在一定分化。晶圆制造龙头公司台积电、光纤代表性公司康宁估值位于历史高位；存储和 CPU 板块代表性公司海力士和 AMD 估值位于近三年估值的中间水平；GPU、液冷、云服务代表性公司英伟达、超微公司和微软则位于历史相对低位。我们选取海外美股及其他股市科技细分方向龙头个股的估值滚动三年历史分位情况，用于大致观测相关板块估值情况及背后反应的本轮全球科技牛市的热度。截至 2026 年 5 月 14 日，晶圆制造龙头公司台积电估值位置较高，当前分位数已接近历史极端水平，高达 99.58%；光纤代表性公司康宁亦达到 88.59% 的历史高位。而存储和 CPU 板块代表性公司海力士和 AMD 估值则位于近三年估值的中间水平，估值较为健康；GPU、液冷、云服务代表性公司英伟达、超微公司和微软则位于历史相对低位，当前行业龙头股估值分位数分别为 27.19%、12.22%、2.88%，位于历史较低水平，或显示估值上行空间仍较大。

图7 海外科技细分方向龙头个股估值情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取科技细分方向的海外龙头个股市盈率滚动三年分位数）

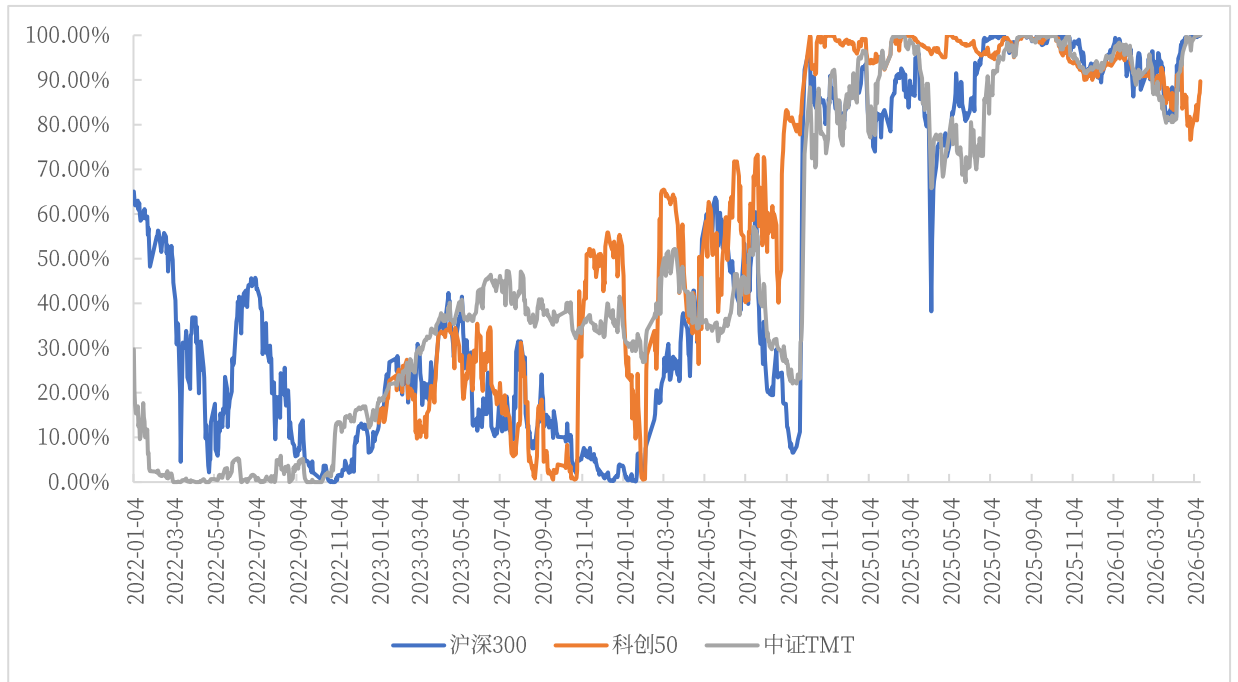
A 股方面，相较沪深 300，科创板于 2025 年四季度、2026 年一季度业绩均维持高增速水平，帮助科创 50 估值进行了一定程度的消化。因此，科创 50 估值分位数尚有一定上行空间。截至 5 月 14 日，沪深 300、TMT 指数市盈率滚动三年分位数分别为 99.31%、99.86%，已位于历史极值水平；科创 50 指数市盈率滚动三年分位数也位于 85.61%的历史较高水平。

图8 2025 年四季度、2026 年一季度科创板业绩均维持高增速水平

板块名称	25Q4单季度归母净利润同比	26Q1单季度归母净利润同比	边际变化	近4季度归母净利润同比增速变化
全部A股	-14.65%	6.76%	21.41pcts	
全部A股(非金融)	-37.75%	10.98%	48.74pcts	
全部A股(非金融石油石化)	-41.96%	11.26%	53.23pcts	
上证主板	-18.75%	3.37%	22.11pcts	
深证主板	270.80%	14.41%	-256.39pcts	
创业板	128.15%	21.75%	-106.40pcts	
科创板	410.52%	209.03%	-201.49pcts	
沪深300	-11.49%	5.01%	16.50pcts	
中证1000	-59.16%	3.09%	62.25pcts	
北证50成份	-2.01%	-9.70%	-7.69pcts	

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

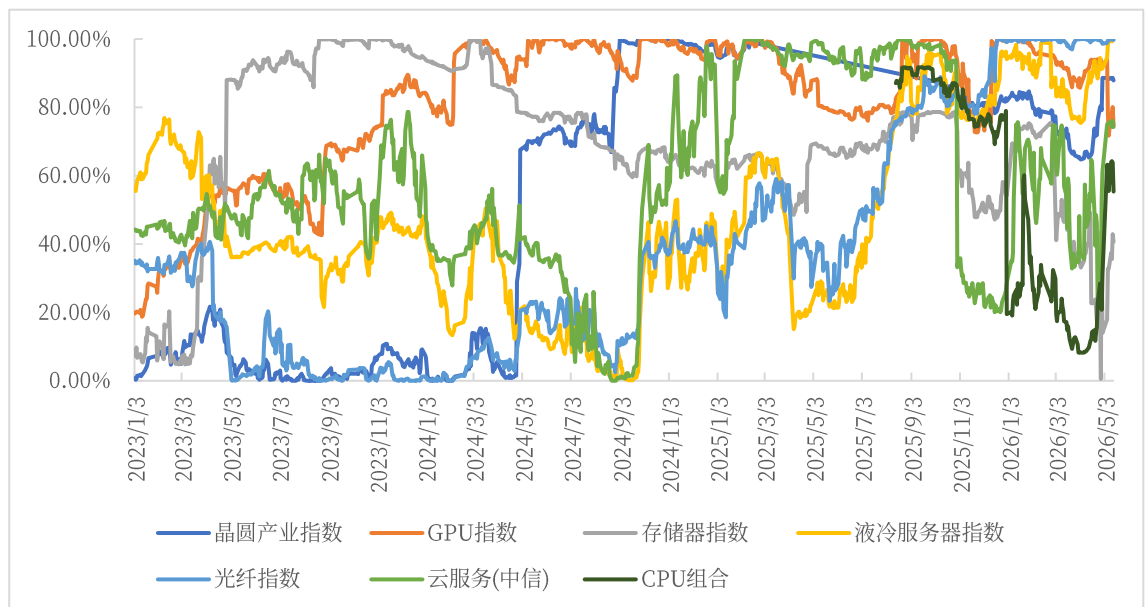
图9 科创50 估值相较沪深300 估值分位数仍有上行空间



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至5月14日）

具体到科技板块内部来看，估值同样呈现分化，液冷服务器、光纤、晶圆产业板块估值处于相对高位，GPU 处于较高水平，CPU 和存储器估值相对合理。其中，A 股光纤、晶圆产业链方向当前估值均位于历史较高水平，估值分位数分别达到 99.72%、87.90%，与海外算力基础设施相关方向整体偏强的估值表现较为一致。存储器、CPU 等方向则同样位于历史中游水平，整体估值尚未达到极端位置。

图10A 股科技板块细分方向估值水平表现分化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（CPU 组合：无较为合适的指数，故取海光信息、龙芯中科、中国长城三家公司组合来观测，用整体法计算组合的 PE TTM；估值水平计算市盈率滚动三年分位数）

中航证券军工组认为，本周军工板块由上周的强势上行转入显著回撤，国防军工（申万）指数周跌 5.18%，前期围绕商业航天等催化落地后进入集中兑现阶段。结构上，航天装备周跌-13.34%，显著弱于航空装备-3.63%、航海装备-2.31%、军工电子-5.68%，回撤主要集中在此前涨幅最大、估值抬升最快的新域新质方向。

细分板块方面，本周调整使“基本面兑现”和“产业催化”的边界更清晰。一方面，燃机产业链已成为军工内部业绩兑现最扎实的方向之一。GE Vernova 在新投标和中标活动中的价格仍保持着 10%到 20%的增长。同时，华秦科技公告与某客户签订日常经营重大销售框架协议，总金额上限约 14.80 亿元，标的为航空发动机用特种功能材料产品，是军工新材料领域近一年来少见的大手笔订单。我们认为，这是航发基本面改善、航发材料国产替代加速的集中体现，航发与燃机有望逐步成为军工板块盈利修复与估值扩张的重要边际变量。另一方面，商业航天仍是当前军工最强产业趋势方向之一，本周天舟十号+长征七号遥十一成功发射，SpaceX 也最早将于 6 月 12 日在纳斯达克上市，目标估值约 1.75 万亿美元，全球商业航天估值锚进入实质重构阶段。

中长期看，商业航天产业化方向未改，燃机产业链等顺周期赛道景气度持续上行。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，商业航天、低空经济等方向仍有望成为军工板块后续突围的核心方向；二是基本面兑现情况，业绩确定性高的顺周期板块细分龙头有望获得资金青睐。

投资建议：

往后看，重要国家领导人访华结束，全球科技巨头一季度财报发布进入尾声，全球资金焦点或将逐步回归至通胀情况，市场波动或有所增加。结构上，短期建议关注红利、能源等板块，中期可关注 AI 科技成长及新能源板块。后续跟踪海峡恢复情况以及新美联储主席动态。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637