



2026 年中期中美市场策略展望： 分化下攻守平衡

中美市场今年下半年将呈现由盈利验证驱动的结构性情。传统周期框架已难以解释当前市场，AI 科技革命作为独立主线，正穿透中美周期错位。美国“高利率、通胀黏性”压制估值，驱使市场转向盈利兑现；AI 仍为核心主线，关注超级 IPO 对金融板块的提振。中国“低利率、PPI 转正”打开估值修复空间，布局上需攻守平衡，采用 C.A.S.T. 框架杠铃策略。

- 结构性行情延续，分化是贯穿全局的主线。**下半年，我们预计美股将在高位震荡，而中国资产弹性更大。目前美股估值已处高位，扩张空间有限，指数上行将更多依赖盈利持续上修以及盈利扩散至更多公司。中国市场方面，我们更看好 A 股，因其估值合理、受地缘扰动较小、流动性充裕，且在 AI 硬件链汇聚了一批全球“隐形冠军”。而受益于低估值与外资回补，港股性价比突出，若 AI 应用层取得突破，估值具备提升潜力。若 AI 主线不变，下半年成长风格仍将占优，但四季度将迎来美国中期选举，风格或向大盘价值股再平衡。
- 流动性整体充裕，但内外分化与边际收紧并存。**美国方面，通胀韧性叠加油价扰动，加息概率上升，美元走强与高利率并存将抽紧流动性，但资金系统性大幅流出概率较低。中国方面，央行明确“保持流动性充裕”，资金面将维持宽松。发达市场仍受资金青睐，美股被动资金构成刚性买盘，但随着“美国例外论”叙事消退，资金再平衡需求上升。此前被低估的中国资产有望获得资金边际回流，港股通扩容与南向资金为离岸市场提供支撑。另外，跨境监管收紧、短期情绪偏负面，但潜在卖压有限，中长期利于投资者结构优化与合规资金加速入场。
- AI 正重塑中美经济和企业格局。**AI 成为美国经济增长的关键驱动力，相关投资对 GDP 的拉动作用已超过私人消费，数据中心建设强劲但传统投资放缓，AI 规模化应用帮助企业降本增效，切实改善盈利。中国 AI 以效率驱动，深度赋能实体产业，数字核心产业占比上升。短期内，AI 对中国经济增长的拉动主要来自半导体出口份额提升，且 AI 对上游芯片等硬科技利润提振明显，估值聚焦订单能见度、国产替代和商业化。
- 业绩将取代流动性，驱动估值提升。**美股一季度财报季中，业绩成为市场核心关注点，对不及预期的惩罚显著强于对超预期的奖励。盈利增速高度分化，科技股一枝独秀，“七巨头”增速持续高于标普 500 指数的其余公司。中国 A 股市场一季度整体盈利增长保持强劲。随着负面因素集中释放，港股盈利预期最悲观阶段或已过去，下半年有望趋稳转升。AI 投资逻辑从叙事交易转向 ROI 验证。估值锚点转向盈利可见度、PEG 及自由现金流对资本开支的覆盖能力。
- 配置上，中国市场采用 C.A.S.T. 框架杠铃策略，美股聚焦科技和金融板块。**中国市场需攻守平衡，防御端布局低估值、高股息、盈利可见度高的央企核心资产 (C) 与稳定现金流 (S)，如有色、电力等重资产板块；成长端聚焦 AI 基建 (A) 与技术壁垒 (T)，布局光模块、高端 PCB、算力芯片等。港股 IPO 打新仍有望贡献超额收益，但需精选 A+H 龙头与新经济行业标的。美股仍将以 AI 为核心主线，布局上可兼顾硬件确定性和软件弹性。金融板块有望受益于高利率与超级 IPO 周期。
- 投资风险：**地缘政治紧张局势升级，市场和汇率波动加剧，流动性趋紧、利率大幅上行、宏观复苏不及预期，AI 发展低于预期等风险。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026 年 6 月 4 日

浦銀國際

主题研究

2026 年中期中美市场策略展望



扫码关注浦银国际研究

目录

一、经济周期错位，中美市场均呈现结构性行情	5
1. 美国市场：AI 对冲油价冲击、通胀黏性与利率困局的可能性	6
2. 中国市场：经济再平衡下，结构性分化趋势将加剧	10
3. 中美关系：阶段性缓和有利于市场风险偏好提升	13
二、流动性与资金流向再平衡	16
1. 流动性整体保持充裕，但边际收紧预期上升	16
2. 全球股票市场：资金再平衡趋势深化	19
3. 美国股票市场：仓位高企下，增量资金或边际减弱	21
4. 中国股票市场：有望受益于外资和南向资金的再配置	22
三、盈利增长分化显著，业绩将引领估值重塑	25
1. 全球主要股市回报关键因素拆解	25
2. 中国股票市场：盈利预期下调压力或已被大部分释放	27
3. 美国股票市场：盈利增长有望从科技向其他行业扩展	32
四、下半年核心投资主题	37
1. AI 仍为中美市场投资主线，但进入业绩验证阶段	37
2. 美股 AI 投资框架重构	39
3. 以 C.A.S.T 框架重构杠铃策略的投资逻辑	44
4. 港股 IPO 打新仍有望带来超额收益	48
五、行业配置、轮动与风格切换	52
1. 中国股票市场：精选高景气科技赛道，增配高弹性周期行业	52
2. 美国股票市场：AI 结构扩散，周期股配置价值上升	61
六、投资风险	64

图表目录

图表 1：中美 GDP 增速对比	5
图表 2：中美利差仍处于偏高水平	5
图表 3：美股标普 500 指数行业轮动图	6
图表 4：A 股沪深 300 指数行业轮动图	6
图表 5：美国 4 月新增非农就业人数较 3 月减少，但继续高于预期	7
图表 6：美国 4 月失业率维持在 4.3%，就业仍有韧性	7
图表 7：美国 4 月整体 CPI 同比通胀率上涨 3.8%，核心 CPI 升至 2.8%	7
图表 8：美联储 4 月议息会议后，市场预期从降息逆转成了加息	7
图表 9：美伊和谈悬而未决，油价波动仍然较大	8
图表 10：..... 中期来看，AI 叙事可能难以完全抵消油价与利率带来的双重压力	8

图表 11: 中国一季度实际 GDP 和名义 GDP 同比增速均显著上升, 实际 GDP 环比增速亦略升.....	10
图表 12: 支撑中国一季度 GDP 良好表现的主要是投资, 消费的贡献大致持平, 净出口贡献下滑.....	10
图表 13: 除了出口之外, 中国 4 月经济数据大多走弱且低于市场预期.....	10
图表 14: 高科技产品的生产和出口增速加快显著.....	10
图表 15: 通胀在今年前四个月改善显著.....	11
图表 16: 中东局势恶化导致的能源价格大涨是造成 PPI 突然改善的主要原因.....	11
图表 17: 2026 年 5 月特朗普访华后中美声明对比.....	14
图表 18: 强劲的贸易顺差是人民币升值的首要原因.....	17
图表 19: 伴随着人民币逐渐升值, 结汇比例从去年年底开始逐渐提高.....	17
图表 20: 近年来, A 股 IPO 数量及募资规模.....	18
图表 21: 近年来, 美股 IPO 数量及募资规模.....	18
图表 22: 全球主要市场资金流向: 年初至今美股最受外资青睐.....	19
图表 23: 美国市场受本土资金加仓较多, 但中国内地受本土资金减仓较多.....	19
图表 24: 年初至今, 发达市场对资金吸引力更强, 但股价大幅跑输新兴市场.....	20
图表 25: 地缘政治风险升温下, 外资大幅净流入美股.....	21
图表 26: 年初至今, 被动型外资持续加仓美股市场.....	21
图表 27: 年初至今, 被动型外资转为净流出, 主动型外资保持净流出.....	22
图表 28: 年初至今, 本土资金保持净流出中国内地市场.....	22
图表 29: 根据 EPFR, 截至 4 月底, 专注中国的主动型基金相对 (追踪指数的) 被动型基金对大部分板块都是低配, 金融、信息和科技和能源低配程度较深.....	23
图表 30: 年初至今, 外资净流入港股放缓.....	23
图表 31:主动型外资重新转为净流入.....	23
图表 32: 年初至今, 南向资金净流入有所放缓.....	24
图表 33:在港股成交额占比较去年年底降低.....	24
图表 34: 全球主要市场盈利增速与估值.....	25
图表 35: 全球主要股票指数估值水平.....	26
图表 36: MSCI 中国指数中, 估值扩张驱动大部分板块上涨, 能源、信息技术板块涨幅居前.....	27
图表 37: MSCI 中国指数前瞻市盈率.....	28
图表 38: 恒生指数前瞻市盈率.....	28
图表 39: 上证综指前瞻市盈率.....	28
图表 40: 年初至今, AH 溢价平均值收窄至 19.6%.....	28
图表 41: 主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期: 今年 A 股增速较为领先.....	29
图表 42: MSCI 中国指数季度盈利增速.....	29
图表 43: 上证综合指数季度盈利增速.....	29
图表 44: 恒生综合指数季度盈利增速.....	30
图表 45: 纳斯达克金龙中概股指数季度盈利增速.....	30
图表 46: MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增速.....	30
图表 47: 上证综合指数 2026/2027 年的 EPS 增长一致预期: 企稳后重新被小幅下调.....	31
图表 48: 恒生指数 2026/2027 年的 EPS 增长一致预期: 也呈现类似趋势.....	31
图表 49: 年初至今, 美股各行业表现分化明显.....	32
图表 50: 标普 500 指数前瞻市盈率.....	33
图表 51: 道琼斯工业指数前瞻市盈率.....	33
图表 52: 纳斯达克指数前瞻市盈率.....	33
图表 53: 罗素 2000 指数前瞻市盈率.....	33
图表 54: 科技股驱动下, 美股主要指数 2026/27 年预期盈利增速较为强劲.....	34
图表 55: 标普 500 指数季度盈利及预期.....	34

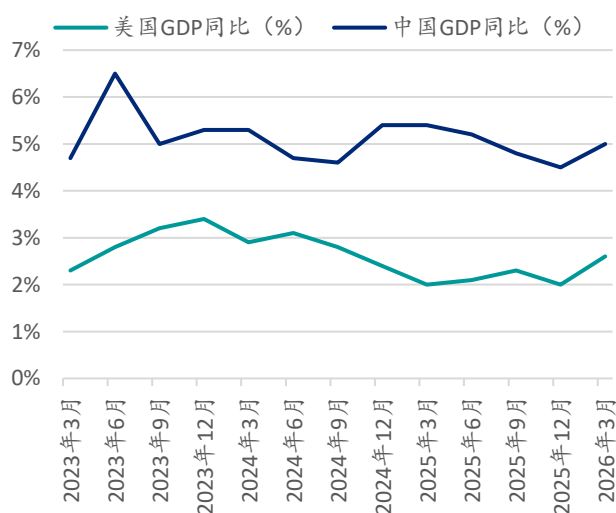
图表 56: 道琼斯工业指数季度盈利及预期	34
图表 57: 纳斯达克指数季度盈利及预期	35
图表 58: 罗素 2000 指数季度盈利及预期	35
图表 59: 标普 500 指数 EPS 增长一致预期	35
图表 60: 道琼斯工业指数 EPS 增长一致预期	35
图表 61: 未来三个季度大部分行业盈利呈现正增长, 能源、原材料和信息技术板块盈利增长最强劲	36
图表 62: 五大 Hyperscaler 资本支出保持较高水平	37
图表 63: AI 产业链内部股价高度分化	37
图表 64: 美股七大科技巨头的盈利增速仍高于标普 500 指数剩余 493 个企业	38
图表 65: 美股七大科技龙头公司的预期盈利上调带动标普 500 指数盈利上调	38
图表 66: 算力层主要环节的约束瓶颈	38
图表 67: 年初至今, 美股硬件行业明显跑赢软件行业	39
图表 68: 数据中心电力传输: 从电网到 GPU	40
图表 69: Salesforce Agentforce: 人类、智能体、数据与 CRM 协作的新模式	41
图表 70: Meta 与谷歌广告业务季度收入同比增速	42
图表 71: 海外 AI 产业链代表公司梳理	43
图表 72: 当前中国的利率处于偏低水平	44
图表 73: 中国更强调 AI 对经济、社会、产业发展的赋能	44
图表 74: 中美市场 HALO 交易的多维度对比	45
图表 75: 浦银国际 C.A.S.T. 框架释义	46
图表 76: 在全球复杂环境下, 中国工业增速止跌回升	46
图表 77: 过往 A 股周期股估值修复伴随 PPI 回升	46
图表 78: 中国 AI 基础设施产业链图谱	47
图表 79: 2026 年, 港股 IPO 规模持续扩大	48
图表 80: 今年以来, 港股新股破发率进一步下行	48
图表 81: 2019 年以来香港市场新股主板上市后表现回顾	49
图表 82: 港股 IPO 数量行业分布情况	49
图表 83: 港股 IPO 募资金额行业分布情况	49
图表 84: 2026 年以来香港主板新上市公司概览	50
图表 85: MSCI 中国指数各板块关键指标	53
图表 86: MSCI 中国指数各行业记分卡	53
图表 87: 恒生综合指数轮动热力图	54
图表 88: 沪深 300 指数轮动热力图	54
图表 89: 年初至今, 成长股大幅跑赢价值股	55
图表 90:小盘股跑赢大盘股	55
图表 91: 标普 500 指数各板块估值及其他关键指标	62
图表 92: 标普 500 指数轮动热力图	62
图表 93: 年初至今美国价值股跑赢了成长股	63
图表 94:美国小盘股明显跑赢大盘股	63

2026 年中期中美市场策略展望： 分化下攻守平衡

一、经济周期错位，中美市场均呈现结构性行情

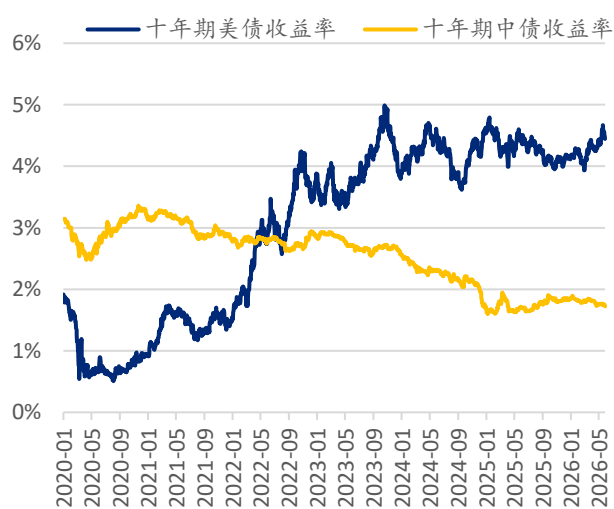
经济周期仍是中美资产定价的底层逻辑，然而，今年上半年结构性行情的核心驱动力已超越传统的周期框架。上半年，中美呈现经济周期与流动性周期的双重错位。美国“高利率、增长放缓、通胀反弹”，一季度美国 GDP 增速放缓，通胀反弹也限制了政策空间，美联储年内连续三次会议维持政策利率不变，导致年初的流动性宽松预期出现改变，分母端（估值）扩张受限的情况下，市场更依赖分子端（盈利）的韧性，只有保持较高的盈利质量和持续的超预期业绩，才能对冲高利率环境对估值带来的压力。中国则是“低利率、弱复苏、PPI 转正”，一季度中国 GDP 同比增长 5.0%，呈现出结构性弱复苏特征。预计央行将通过降准和多种结构性工具维持流动性合理宽松，估值修复从流动性驱动转向更为可持续的盈利驱动。然而，全球 AI 科技周期作为独立主线，穿透了两国周期的表面差异，中美股市均呈现分化的结构性行情——受益于 AI 发展的信息科技板块动能持续领先，但其他大部分动能相对不足。

图表 1：中美 GDP 增速对比



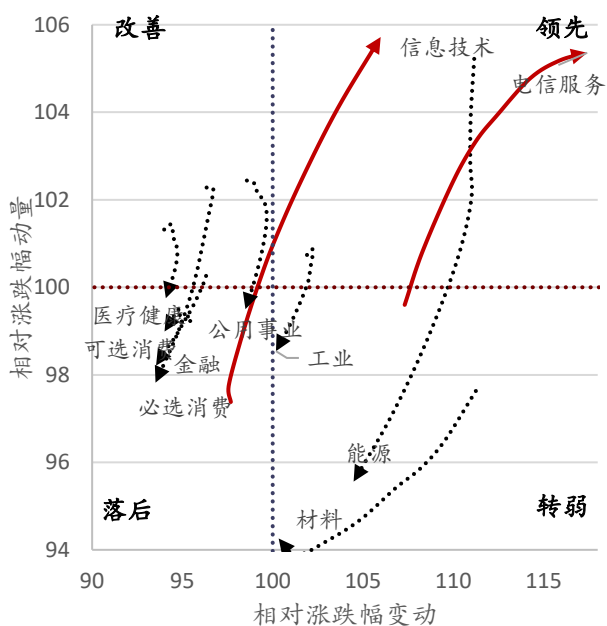
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：中美利差仍处于偏高水平



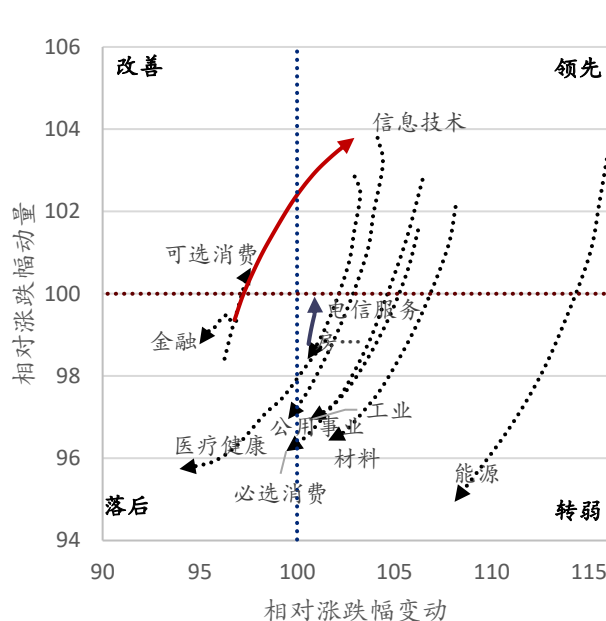
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：美股标普 500 指数行业轮动图



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：A 股沪深 300 指数行业轮动图



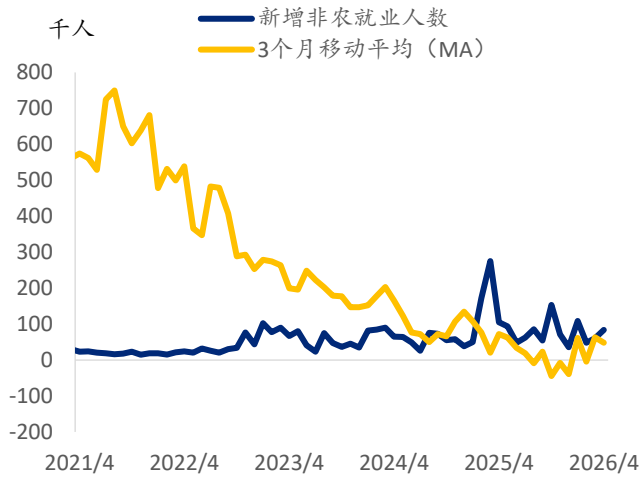
注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

1. 美国市场：AI 对冲油价冲击、通胀黏性与利率困局的可能性

美国经济仍有韧性。美国今年一季度实际 GDP 环比折年增长 1.6%，4 月非农就业数据再次超预期，非农就业人数增加 11.5 万人，但失业率维持在 4.3%，符合市场预期，说明增长放缓但未失速。尽管 3-4 月非农就业数据均好于预期，我们仍然认为下半年劳动力市场可能因为消费动能放缓、通胀上升等原因而走弱。不过，连续超预期的 3-4 月数据或强化美联储当前的偏鹰立场。

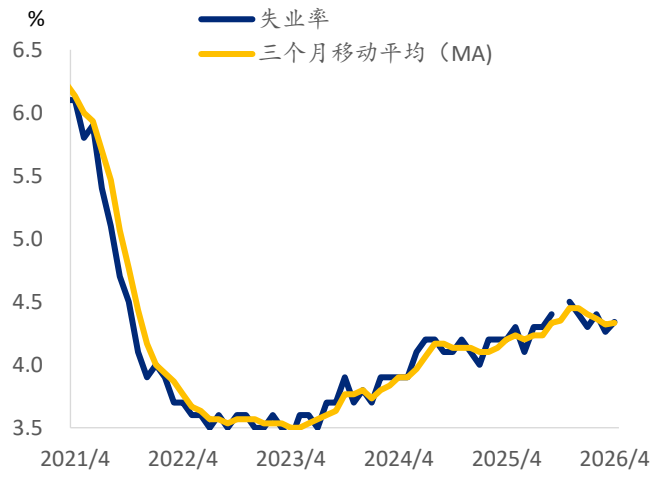
然而，通胀回升压制降息空间。美国 4 月 CPI 同比再显著上升 0.5 个百分点至 3.8%，核心 CPI 通胀率同比超预期上行 0.2 个百分点至 2.8%，这或加深美联储对通胀的担忧，从而压缩降息空间。未来通胀走向的关键仍取决于能源危机演变。鉴于美伊谈判悬而未决，霍尔木兹海峡通航尚未恢复冲突前水平，由此引发的油价上涨可能会对通胀产生滞后影响。叠加仍具有一定韧性的美国经济和高波动的非农就业数据，我们认为短期内美联储对政策利率仍将处于观望态度。美联储 4 月会议纪要显示，市场已预期年内利率几乎不变，甚至期权价格隐含了到 2027 年一季度前约 30% 的加息概率。然而，企业收入和利润对美股仍有支撑，但美股较难继续依赖利率下行带来的估值扩张，而必须依赖盈利预期上修、经营杠杆和资本开支周期。

图表 5: 美国 4 月新增非农就业人数较 3 月减少, 但继续高于预期



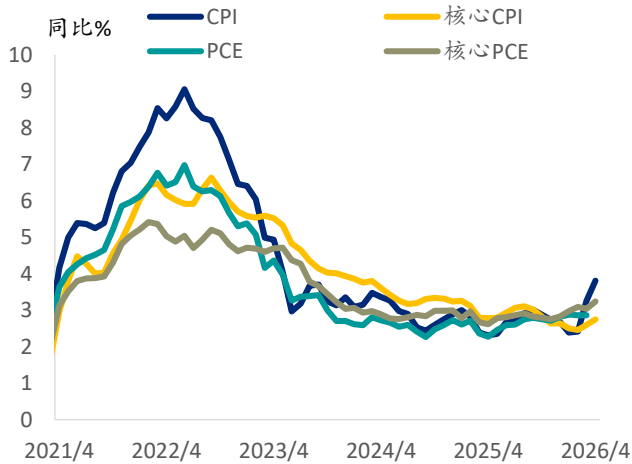
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 6: 美国 4 月失业率维持在 4.3%, 就业仍有韧性



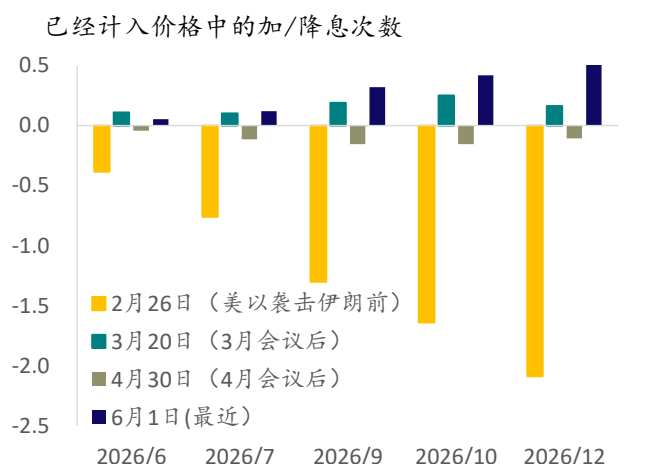
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 7: 美国 4 月整体 CPI 同比通胀率上涨 3.8%, 核心 CPI 升至 2.8%



资料来源: CEIC、浦银国际

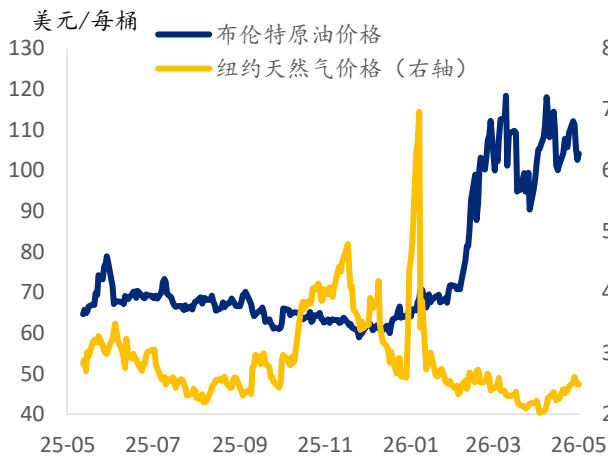
图表 8: 美联储 4 月议息会议后, 市场预期从降息逆转成了加息



资料来源: Bloomberg、浦银国际

中东冲突对美股的影响, 核心在于油价、通胀和利率。短期来看, 美国资本市场逐渐对美伊谈判免疫, 近期美债价格有所回升, 美股在 AI 叙事支撑下走强。然而, 中期来看, 如果双方和谈一直悬而未决, 或将导致油价波动, AI 叙事可能难以完全抵消油价与利率的双重压力。根据 5 月美国能源信息署 (EIA) 发布的能源展望报告, 受霍尔木兹海峡扰动, 布伦特原油 5-6 月均价将维持在每桶 106 美元附近, 并提示油价存在大幅波动的风险。基准情景下, 双方僵持局面延续, 油价高位震荡, 通胀黏性未消除, 美联储保持观望, 高利率将持续压制估值。悲观情景下, 若冲突再次升级导致供给中断, 油价可能升至每桶 130 美元或更高, 美国通胀预期将明显升温, 美联储缺乏提前降息的理由, 10 年期美债收益率大概率保持在 4.5% 以上。乐观情景下, 如果油价回落, 则有助于缓解通胀和居民实际收入压力, 降低市场对美联储再度转鹰的担忧。

图表 9: 美伊和谈悬而未决, 油价波动仍然较大.....



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10:中期来看, AI 叙事可能难以完全抵消油价与利率带来的双重压力



资料来源: 同花顺、浦银国际

AI 投资将是经济增长的重要支撑。AI 相关投资(信息处理设备与软件投资, IPE&S)开始成为美国经济保持韧性的原因之一。基于美国经济分析局(BEA)公布的季度数据,若按分项直接贡献计算, AI 相关投资对 GDP 的拉动作用超过了私人消费。根据美股大型科技企业的资本开支指引,预计 2026 年数据中心和 AI 基础设施等相关投资仍然旺盛,为经济带来支撑,但可能会被 AI 以外传统制造业投资放缓所部分抵消。

AI 从叙事转向业绩兑现。AI 技术从概念验证进入规模化应用阶段,对企业盈利产生实质性影响。在最新一个季度标普 500 指数成分股的财报电话会议中, AI 应用在多个维度产生正向效益,尤其在成本端。在客户服务领域, AI 助手可减轻人工客服工作量约 5.8%,同一团队可处理更高的业务量;在软件开发领域, AI 编码工具提升开发效率 20%以上;在供应链管理领域,预测性 AI 算法降低库存成本 20%-30%。而在收入端,个性化推荐系统提升电商转化率 20%以上,动态定价算法优化利润率 5-10 个百分点。

下半年的核心矛盾在于盈利扩张能否抵消估值压缩。今年以来,美元流动性的宽松预期出现边际转弱,但美国经济仍有韧性, AI 资本开支仍在扩张,企业盈利修正继续改善,这些因素使美股难以转入熊市。但油价冲击推升通胀,美联储降息被推迟, 10 年期美债收益率在高位震荡,又会限制估值继续扩张。因此,下半年美股更可能走出盈利驱动的震荡上行,而不是流动性驱动的全面“拔估值”。若盈利预期上修从“七巨头”继续扩散到标普 500 指数中其余的 493 家公司,那么美股可以在高利率环境下继续温和上行。但若盈利改善重新集中到少数 AI 龙头,同时利率仍位于高位,美股大盘的走势将会更依赖少数权重股, AI 仍是投资主线,波动也会放大。指数层面的上行空间或已不再依靠估值进一步扩张,而更多来自盈利预期的持续上调。

AI 仍是下半年美股的核心主线,但逻辑已切换至业绩验证。标普 500 指数一季度盈利增长大超预期,营收扩张、经营杠杆释放与利润率改善共同支撑了本轮反弹。我们认为 AI 依然是下半年美股的主导力量,但交易逻辑已切

换至业绩验证阶段。如果云厂商等 AI 企业的资本开支回报率被超预期验证，且电力等能源成本对利润的影响大幅减少，那么 AI 盈利验证有望继续成为指数上涨的引擎。不可忽略的是，利率上行普遍会对高估值成长股形成压力，但 AI 细分领域有望成为例外，只要盈利增速足够强劲，足以抵消利率上行带来的估值收缩，相关公司的股价仍有望继续走高。

油价和利率若回落，有望推动结构性行情向多板块扩散。若中东局势实质性降温、油价回落、带动核心通胀连续下行，美联储降息预期升温，长年期美债利率从高位回落，美股的结构性行情有望从 AI 向其他顺周期板块扩散，因为工业、金融、可选消费、航空运输和资本品都会受益于成本下降、需求修复和盈利修正。同时，利率回落对周期股和中小盘股也较为利好。然而，**若油价再次冲高，高估值科技股回调压力上升。**同时，因美联储将被迫维持更鹰派的姿态，美联储加息预期可能重新升温，10 年期美债收益率或维持在 4.5% 以上的高位。即使企业盈利仍然向好，也可能难以抵消估值受压带来指数潜在的高位回撤。当前对利率敏感性较高的科技股的估值偏高，不排除会出现大幅回调，而能源股短期相对受益，部分现金流强、利润率改善清晰、资产负债表稳健的公司亦可以提供部分对冲。

行业配置上，信息技术板块具有硬件确定性与软件弹性。布局上，一方面需保留对算力、基础设施领域的战略配置，另一方面可适当加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。**AI 硬件上**，算力芯片性能进一步提升，但竞争更激烈。网络设备中 Scale up 方案崛起，硅光技术将迎来爆发。**AI 软件上**，此前市场默认只要与 AI 相关，软件与平台都会受益，但当下资本市场把应用层公司区分为 AI 受益者、AI 中性者和 AI 潜在受损者。拥有深度 workflow、强大数据壁垒、已披露 AI 收入指标的 SaaS 龙头值得关注。对于平台公司，投资框架的焦点应从资本开支转向投资回报率验证。

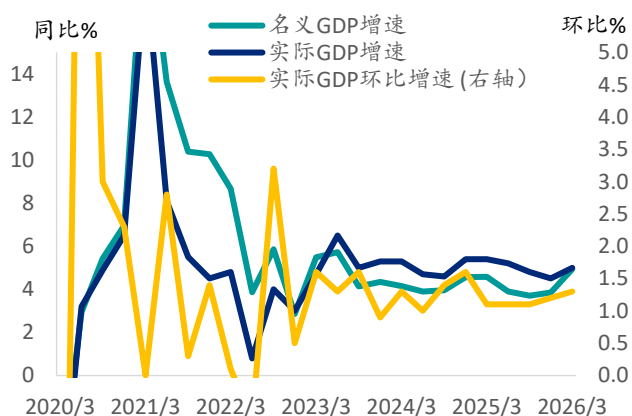
金融板块有望受益于高利率环境、超级 IPO 上市等利好。金融（尤其是银行股）对经济周期的敏感度较高，若下半年美联储降息步伐放慢，导致贷款利率依然可以保持在高位，或将直接增加银行的利差。值得注意的是，一季度投行业务收入上升成为多个银行业绩增长的关键驱动力。今年可能成为超级 IPO 年，多家投行预计 2026 年全年美股 IPO 数量将达 120 个，募资总额有望达 1,600 亿美元，是 2025 年的 2 倍以上。据新闻报道，SpaceX、Anthropic、OpenAI 等 AI 巨头都有望在今年上市。资本市场活动加速将利好投行机构。当前金融板块的估值低于历史平均水平，具有吸引力。

市场风格切换将加快。如果经济增速放缓、美联储在更长的时间内维持高利率，且地缘政治风险仍存，缺乏业绩支撑的成长股估值将会承压，防御性更强的价值股以及内需导向的小盘股预计更受资金青睐。但是，盈利能见度高的 AI 龙头可能走出独立于风格轮动的行情，其股价驱动更多来自盈利上调而非估值扩张。如果通胀持续回落，降息预期重新升温，成长股有望迎来技术性反弹，尤其是 AI 基础设施领域经历上半年的估值消化后，部分优质标的已具备估值吸引力。

2. 中国市场：经济再平衡下，结构性分化趋势将加剧

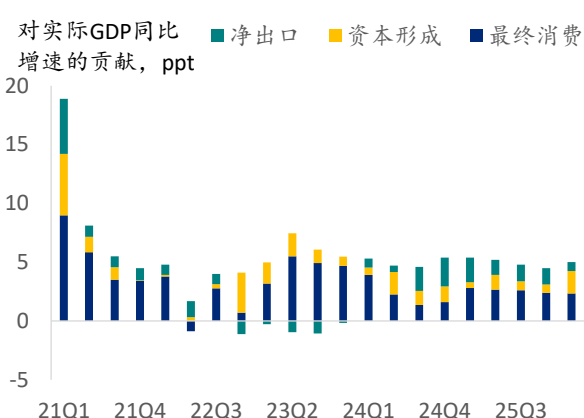
今年上半年中国经济的主线仍是“供给强、需求弱、价格回升”。一季度GDP同比增长5.0%，较去年四季度加快0.5个百分点，说明实现全年增长目标有基础。但是，4月和1-4月数据也显示结构分化程度仍然较深：规模以上工业增加值1-4月同比增长5.6%，高技术制造业增长12.6%，工业机器人、锂电池等新动能维持高景气；货物进出口总额1-4月同比增长14.9%，其中出口增长11.3%，机电产品出口增长17.6%。相比之下，社会消费品零售总额1-4月同比仅增长1.9%，4月单月同比仅增长0.2%；1-4月固定资产投资同比下降1.6%，房地产开发投资下降13.7%，新房销售面积和销售额仍分别下降10.2%和14.6%。这意味着中国经济增长仍由生产、出口和新产业投资驱动，居民消费和地产链尚未明显修复。

图表 11：中国一季度实际GDP和名义GDP同比增速均显著上升，实际GDP环比增速亦略升



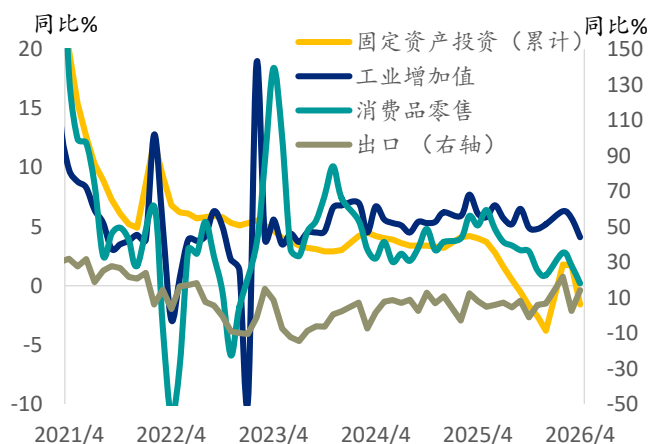
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 12：支撑中国一季度GDP良好表现的主要是投资，消费的贡献大致持平，净出口贡献下滑



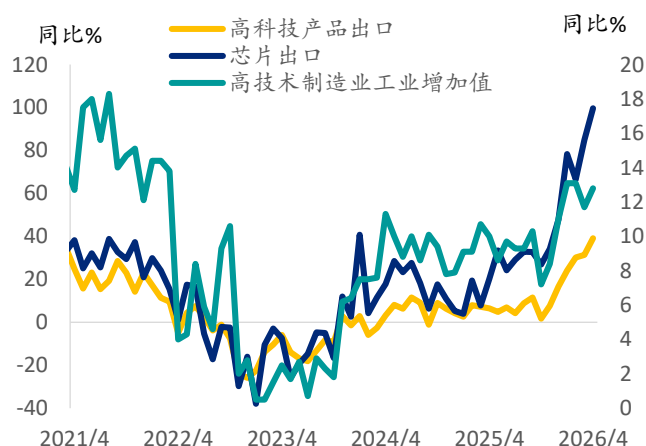
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：除了出口之外，中国4月经济数据大多走弱且低于市场预期



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14：高科技产品的生产和出口增速加快显著

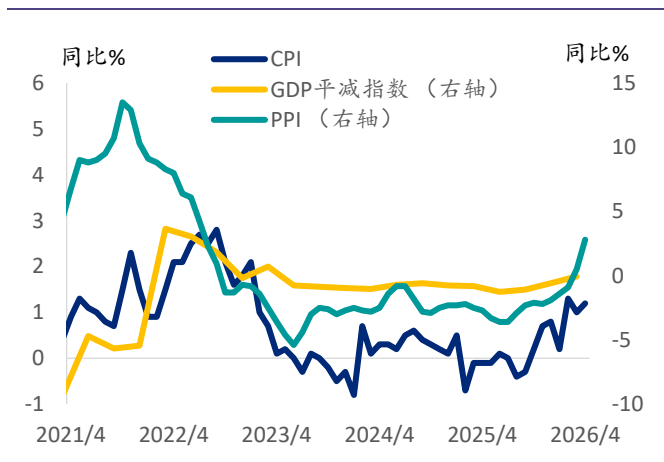


资料来源：同花顺、浦银国际

价格回升改善名义增长，但也会让政策更重视“精准托底”。4月CPI同比上涨1.2%，核心CPI也同比上涨1.2%，PPI同比升至2.8%，主要受国际大宗商品和部分行业需求改善影响。PPI转正有利于工业企业收入和利润修复，但这种再通胀并不均衡，更多集中在能源、原材料和高端制造链条，普通消费与地产需求仍偏弱。我们认为，今年下半年中国宏观政策仍会保持积极，但形态更可能是财政加快落地、结构性货币工具配合、地产政策温和延续，而不是一次性大规模总量刺激。

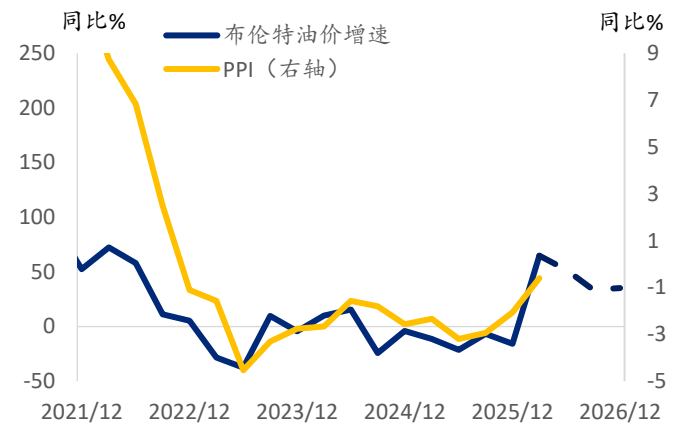
然而，高油价将带来输入性通胀和外需压力。中国对中东能源依赖高于美国，如果油价在三季度前仍维持高位，将推升PPI和进口成本，并压缩部分制造业和交通运输行业利润。积极的一面是，中国终端需求仍偏弱，CPI上行源于成本推动而非需求全面过热，货币政策仍有维持稳健偏宽松的空间。同时，负面影响是高油价会削弱居民真实购买力，叠加欧美利率维持高位，将对全球商品需求和中国出口订单都会形成二阶影响。

图表 15：通胀在今年前四个月改善显著



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16：中东局势恶化导致的能源价格大涨是造成PPI突然改善的主要原因



注：2026年二到四季度油价预测来自彭博社预测均值

资料来源：Bloomberg、CEIC、浦银国际

AI对中国经济增长的贡献体现为效率驱动。中国在AI发展上更注重通过技术创新和场景应用提升全要素生产率，这种效率优势正逐步传导至政务、金融以及制造和能源等实体经济领域。近年来，数字经济核心产业增加值占GDP的比重正稳步上升，增量来自传统行业的数字化改造和智能化升级。同时，在全球AI资本开支周期中，全球科技巨头的大规模投入通过产业链和贸易渠道带来需求外溢，中国作为全球AI基础设施的关键供应者，正在享受出口端的结构性红利。今年以来，中国在全球半导体出口中的份额快速提升，国产替代进程也全面提速。短期内，预计AI对中国经济增长的拉动主要来自出口端。中长期，由于效率驱动贴合产业实际需求、且更少受到电力瓶颈和基建周期等硬约束的限制，中国经济增长的可持续性反而可能更强。

AI对企业业绩的提振呈现明显的结构性特征。尽管AI对大多数上市公司的业绩提振仍处于早期阶段，但上游芯片设计与制造等“硬科技”环节利润增长突出，同时科技巨头资本开支高速扩张且市值与盈利的匹配度较好，财务

基础尚属稳健。国内芯片出口规模持续扩大，既受益于全球算力需求旺盛带来的价格红利，也反映了本土企业商业化能力的实质性提升。在当前的估值框架下，中国 AI 相关上市公司的定价更多来自订单能见度、国产替代进程和实际商业化进展。值得注意的是，日韩作为芯片上游核心节点，其股市波动直接映射产业景气度。今年以来，A 股科技主线与日韩股市的联动紧密程度明显增强，创业板与日经 225 和韩国 KOSPI 指数价格的相关系数均高达 0.91。

中国市场的估值修复需由流动性改善和盈利提升共同驱动。如果中东冲突逐步降温、中美关系阶段性缓和延续、中国政策托底继续发力，中国资产有望获得温和估值修复。值得注意的是，离岸市场（包括港股和中概股），将受到美国利率和美元流动性的影响。美债收益率若较长时间维持在 4.5% 以上，美元走强，离岸市场的估值扩张会受到压制，全球资金或倾向于回流美元资产导致离岸市场流动性收紧，且汇兑损失可能会使内地在港上市企业的盈利受损。但是，如果中东风险缓和、油价回落、美元走弱，海外资金对中国资产的再配置空间仍会打开。相比单纯看外部地缘政治风险是否降温、或是美联储是否降息，我们认为配置中国市场的根本逻辑在于企业盈利结构性修复、AI 产业趋势的落地，以及全球资金分散化的需求。

展望下半年，我们预期中国市场弹性较大。下半年美联储降息节奏的不确定性将影响外部流动性，增量资金配置或更集中于稀缺性资产，叠加估值扩张空间有限，这些因素都会加剧市场波动。盈利端的表现更可能决定市场的走势，配置上应聚焦企业的盈利能力，布局盈利增长强劲的行业和个股，才能获得较好的收益。预计下半年成长风格仍将占优，但四季度风格可能再平衡。风格演绎将受到 AI 产业趋势、通胀、企业盈利和地缘政治风险等因素影响。

中国市场中，**我们更看好 A 股：**虽然估值已趋合理，但盈利改善的行业有望增多，且受地缘政治风险的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，受益于政策利好更直接。与港股科技股集中在软件、互联网平台等领域不同，A 股 AI 硬件领域的可投资标的更丰富。从 AI 算力芯片、光模块、先进封装等底层核心元件，到 AI 手机、智能驾驶和机器人等终端整机制造环节，A 股汇聚了一批在全球市占率突出的“隐形冠军”，而且国产替代逻辑也带来了更高的业绩确定性。而**港股性价比较高：**在内外部流动性持续改善和低基数情况下，基本面改善空间较大，当前科技板块估值仍然偏低，若 AI 应用层出现突破，估值具备进一步提升潜力，港股有望获得超预期的表现。

结构性机会将更突出。当前，以科技引领的成长性板块仍是市场共识的核心交易主线，而在地缘政治风险仍存的背景下，布局防御性板块尤为重要。建议可采用 **C.A.S.T.策略框架布局结构性机会。**我们的 C.A.S.T.策略框架符合杠铃策略的核心思路：防御端依托央国企的资源禀赋与政策支持（C：核心资产）以及现金流优势（S：稳定现金流）；成长端受益于 AI 算力基建超级周期及国产替代（A：AI 基建 + T：技术壁垒），捕捉成长与弹性。另外，我们预计今年下半年**港股 IPO 打新仍能带来超额收益**，但需精选个股，建议积极布局 A+H 龙头、科技行业“隐形冠军”等潜在受益标的。

3. 中美关系：阶段性缓和和有利于市场风险偏好提升

中美关系阶段性缓和有利于中美市场的风险偏好提升。在特朗普于5月13-15日访华之后，中美在贸易、投资和市场准入等方面似乎达成了共识。我们对比了中美两国在会谈进行期间及之后发布的官方声明、官方发布会和高管采访（图表17），发现在中美关系整体定调、贸易关系和市场准入等问题上，双方的声明内容较为一致。双方同意设立贸易和投资理事会，为进一步谈拢双边贸易和投资等议题提供更为正式的框架结构。双方均提到了中美双方正在协商关于降低关税，并增加中国对美农产品、飞机等购买的贸易协议，有望降低企业供应链和关税成本的不确定性。我们认为若中美关系阶段性平稳延续，将有助于中美市场风险偏好在短期内回升。

从板块上看，对美股而言，这会利好有中国收入或中国供应链敞口的科技硬件、半导体设备、消费电子、零售、工业和航空链条产业，也有助于改善跨国企业利润率预期。但先进芯片、AI算力、出口管制和投资审查仍是结构性分歧，因此两国关系缓和更像是减少尾部风险，而不是给所有持有中国敞口的公司重新定价。对中国市场来说，在农产品、航空运输、原油、天然气等贸易直接相关领域，短期股价催化或将表现明显。科技板块尤其是半导体、AI等相关行业尾部风险下降，其估值有望提升。

然而，中美博弈将在中期持续，不确定性并未消除。双方在地缘政治和出口管制等问题上分歧仍大。在出口管制方面，双方声明均未提及芯片的出口管制问题。美国贸易代表格里尔（Greer）表示芯片出口管制并非主要议题。而在稀土出口方面，白宫声明仅提到“中国将回应美国对稀土和其他关键矿产供应链短缺问题的关切”，并未提出任何具体承诺。短期内关系的缓和并不保证双方关系可以一直稳定在现有水平，中美科技竞争和战略博弈的长期趋势并未改变。尤其是今年11月，为期一年的“对等关税”和出口管制措施暂缓期即将结束。我们亦不能排除在美国中期选举更为临近的时刻，美国领导人将对中国采取强硬立场，以此作为在选举中赢得民心手段的可能性。贸易摩擦如果重新升级，不排除会对市场造成明显扰动。

图表 17：2026 年 5 月特朗普访华后中美声明对比

核心议题	中国	美国
中美关系整体定调		
整体	<p>5 月 15 日新华社通稿称双方赞同将构建“中美建设性战略稳定关系”作为中美关系新定位，将为未来 3 年乃至更长时间的中美关系提供战略指引。</p> <p>“建设性战略稳定”应该是合作为主的积极稳定，应该是竞争有度的良性稳定，应该是分歧可控的常态稳定，应该是和平可期的持久稳定。</p>	<p>会后没有特别对中美关系定调，但在 5 月 17 日的白宫公告中确认了“中美建设性战略稳定关系”这一说法，并称习主席答应秋季访美。</p>
贸易问题		
贸易理事会和投资理事会	<p>商务部 20 日新闻稿提到中美双方同意成立政府间贸易理事会和投资理事会，双方经贸团队将保持密切沟通，尽快就理事会的架构、职能、运行模式等形成具体安排。两个理事会成立后，将为双方务实讨论贸易和投资领域彼此关切提供平台，有利于双方交流政策、拓展合作、管控分歧，推动中美双方经贸磋商由“危机式应对”转向“机制化管理”，为双方经贸合作提供有效机制保障。</p>	<p>白宫 17 日公告提到贸易委员会将允许美国政府和中国政府管理非敏感商品的双边贸易。投资委员会将提供一个政府间论坛，用于讨论与投资相关的问题。</p>
关税	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方将通过贸易理事会讨论有关产品降税等问题，原则同意对同等规模的各自关注产品降税。</p> <p>商务部 20 日新闻稿进一步明确：双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降税框架安排，规模各为 300 亿美元或更多，对双方商定的彼此关注产品，有望适用最惠国税率甚至更低。</p>	<p>财政部长贝森特在 15 日 CNBC 的采访中提出了双方就价值 300 亿美元的非敏感领域贸易调低关税的想法。</p>
扩大农产品贸易	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方同意推动扩大包括农产品在内等领域的双向贸易。20 日新闻稿称进口美国农产品可以弥补国内市场结构性供需缺口，中国乳制品、水产品、蔬菜、水果等特色农产品在美国市场也有较大潜在需求。双方就推动解决双方部分农产品非关税壁垒和市场准入问题达成一系列积极共识，并原则同意将相关产品纳入对等降税框架安排，同时还设定了扩大农产品双向贸易的指导性目标。</p>	<p>白宫 17 日公告称中方同意每年购买至少价值 170 亿美元的农产品，到 2028 年。</p>
飞机购买	<p>商务部 20 日新闻稿确认中国航空根据自身航空运输发展需要，将按照商业化原则引进 200 架波音飞机。同时，美方将为中方提供充足的发动机、零部件供应保障。</p>	<p>特朗普在访华途中就宣称中国同意购买 200 架波音飞机，在 17 日的白宫公告中再次提及。</p>
石油购买	<p>外交部在 15 日的例行记者会上没有直接回答未来购买美国石油的问题。在各个通稿中亦未提及石油购买。</p>	<p>白宫 16 日公告提到习主席表达了中国对购买更多美国石油产品的兴趣，但石油购买也没有出现在 17 日的最终公告中。</p>
市场开放和准入问题		
整体	<p>新华社 15 日通稿称中方强调中国开放的大门只会越开越大，美国企业正在深度参与中国改革开放，中方欢迎美国对华加强互利合作。</p>	<p>白宫 16 日公告提到双方讨论了扩大美国企业进入中国市场的渠道以及增加中国对美国产业投资的事宜。</p>
农产品市场准入	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方将解决或实质性推动解决部分农产品非关税壁垒和市场准入问题。美方将积极推动解决中方在乳制品和水产品自动扣留、介质盆景</p>	<p>白宫 17 日公告提到中方将重新对美国牛肉开放市场并恢复了美国 400 多家牛肉加工厂的进口许可证，并发</p>

	输美、山东禽流感无疫区认定等方面的长期关切。中方也将积极推动解决美方牛肉设施注册、部分州禽肉输华等关切。	了新的许可证；中方将恢复从美国农业部认可的无高致病性禽流感的州进口家禽。
地缘政治问题和台湾问题		
伊朗和霍尔木兹海峡	新华社 15 日通稿仅表示两国元首就中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见，但并未直接提及霍尔木兹海峡。15 日中国外交部发言人就伊朗局势答记者问时表示“中方在伊朗局势上的立场十分明确……这场本不该发生的战事没有任何进行下去的必要，早一点找到解决出路，对美伊双方有利，也对地区各国乃至整个世界有利。”	白宫 16 日公告称两国领导人一致认为伊朗不能拥有核武器，呼吁重新开放霍尔木兹海峡，并一致认为任何国家或组织都不得收取通行费。美方声明并未提及乌克兰问题。
朝鲜问题	仅简单提及。	白宫 17 日公告提到双方确认了他们实现朝鲜半岛无核化的共同目标。
台湾问题	习主席明确表示“台湾问题是中美关系中最重要的问题。处理好了，两国关系就能保持总体稳定。 处理不好，两国就会碰撞甚至冲突，将整个中美关系推向十分危险的境地。 ”	美方声明并未提及台湾问题。不过特朗普回美之后“告诫台湾不要正式宣布脱离中国独立”。
出口管制		
芯片进口	并未提及	官方公告未提及芯片。路透社引述消息人士报道，美国商务部已批准阿里巴巴、腾讯、字节跳动和京东在内的约 10 家中国公司购买英伟达 H200 芯片，每个获批客户最多可购买 7.5 万颗芯片。不过目前尚未有实际交易完成。 美国贸易代表格里尔（Greer）表示芯片出口管制并非主要议题，并暗示中国将自行决定中国企业是否购买 H200 芯片。
稀土出口	商务部 20 日新闻稿回应说中美经贸团队就有关出口管制问题进行了充分沟通交流， 双方将共同研究解决彼此合理合法关切。 中国政府依法依规对稀土等关键矿产实施出口管制，对合规、民用的许可申请予以审核。中方愿与美方一道共同为促进两国企业互利合作、保障全球产业链供应链安全稳定创造良好条件。	白宫 17 日公告提到中国将回应美国对稀土和其他关键矿产（包括钷、铀、铍和钽）供应链短缺问题的关切。中国还将回应美国对稀土生产加工设备及技术销售禁令或限制的关切。 格里尔提到虽然中国在批准部分稀土出口方面依然进展缓慢，但对美国的稀土出口正在改善。

注：信息截至 2026 年 5 月 27 日

资料来源：新华社、白宫、新闻整理、浦银国际

二、流动性与资金流向再平衡

1. 流动性整体保持充裕，但边际收紧预期上升

美国：美联储利率预期从“等待宽松”向“讨论进一步收紧”切换。通胀韧性叠加油价扰动，使得原先市场定价的降息路径基本被关闭，取而代之的是年内加息概率持续上升，以及政策声明潜在的鹰派转折。这种预期的重建，正在实质上收紧全球美元流动性环境。尽管目前基准利率暂未上调，2年期美债收益率在通胀和地缘风险驱动下已大幅抬升，本身已相当于一次隐性加息，其效果通过信贷渠道和金融状况指数(FCI)传导，推高企业融资成本与抵押贷款利率，并驱动美元指数阶段性偏强。美元强势与利率高位并存，会从两个维度抽紧离岸流动性：一方面直接提升持有美元资产的吸引力，引导资金从新兴市场和高估值成长板块回流美国；另一方面，套息交易与杠杆策略的融资成本上升，使得全球资金的风险偏好受到压制，信用收缩压力或从对利率最敏感的科技股及离岸中概股率先体现。

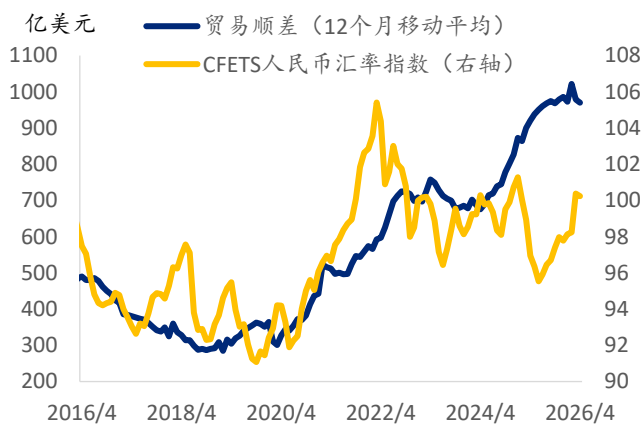
利率路径的最终兑现将影响美股流动性。若美联储长期维持现有利率不变，流动性压力将不断累积。高融资成本将侵蚀高杠杆企业的自由现金流，并抑制AI相关资本开支的持续扩张，市场将从估值驱动逐步转向盈利验证。但是，一旦通胀数据与非农就业数据配合，触发实质性加息，那么流动性将会受到剧烈的阶段性冲击。政策利率上调叠加缩表延续，可能会促使美元流动性溢价快速走高，从而引发回购市场间歇性紧张和信用利差走阔，并抬升高估值科技股回调压力。不过，也需要关注尾部风险反转情境——如果美股因流动性收紧出现超预期动荡，叠加美国中期选举窗口，可能触发美联储预防式降息，整体流动性环境将迅速逆转，受挤压的优质资产反而打开修复空间。

中国：央行对流动性的表述体现了“灵活适度”与“精准有效”的平衡。5月11日，中国人民银行发布的《2026年第一季度中国货币政策执行报告》，明确将继续“保持流动性充裕”，并“精准有效地实施适度宽松的货币政策”，同时指出“社会融资条件相对宽松”。此外，报告强调“灵活运用多种货币政策工具”，但相较于上一季度报告淡化了“降准降息”的具体表述。近期央行通过加量续做中期借贷便利(如“开展了6000亿元1年期MLF操作”)和加大逆回购操作，践行了上述政策基调。

人民币汇率下半年或稳中略微升值。截至5月26日，美元兑人民币汇率今年已经升值2.9%，在5月初更是突破6.8的关键点位，创造了2023年2月以来的新高。人民币对一篮子货币的CFETS指数亦升值2.5%。根据首席宏观分析师金晓雯，今年人民币升值主要有三点原因：首先也是最重要的，美伊冲突导致的能源危机凸显了中国供应链体系优势，再加上AI竞赛推动高科技出口、美国对华关税下调提升对美出口等因素，远超预期的出口有利于人民币表现(图表18)。其次，伴随着去年10月中美元首会晤商定暂缓“对等关税”一年，美国高等法院驳回特朗普政府加征关税措施，以及今年5月

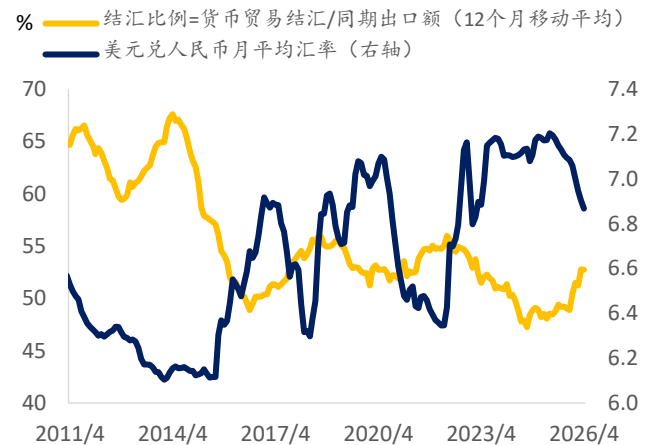
特朗普访华后中美双方透露可能会达成新一轮贸易协议（互降关税），中美“关税战”不确定性显著下降。中美关系的改善有助于提升市场对人民币的信心，这一点在结汇比例数据的稳步上升中得到了印证（图表 19）。最后，沪深 300 指数今年迄今为止上涨了近 7%，境外投资者对中国资本市场信心的恢复也有助于资金流入和人民币表现。我们的首席宏观分析师金晓雯预计美元指数到年底略微走低，美元兑人民币汇率在今年年底点位或在 6.75。

图表 18：强劲的贸易顺差是人民币升值的首要原因



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 19：伴随着人民币逐渐升值，结汇比例从去年年底开始逐渐提高



资料来源：同花顺、浦银国际

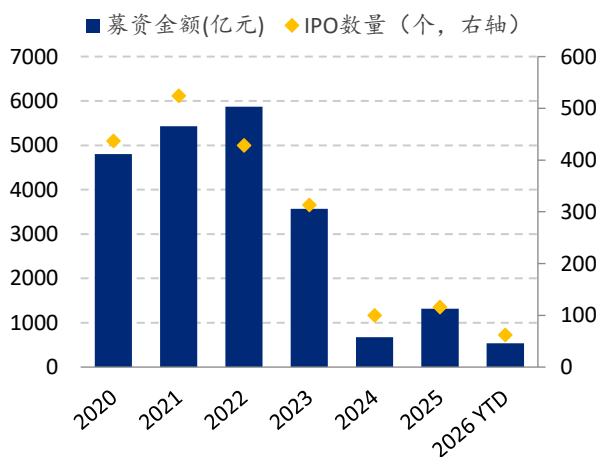
跨境监管收紧对港股流动性的影响相对有限。2026年5月22日，证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，宣布对老虎、富途、长桥境内外相关主体在境内非法经营证券业务等行为立案调查并拟没收全部违法所得，同时设置两年过渡期，存量投资者在此期间仅可卖出资产并转出资金，期满后境内服务全面关停。我们认为，此次多部门联合整治非法跨境证券经营活动的方案落地，标志着对无牌互联网券商存量业务的清理进入实质执行阶段。根据监管统计，截至2025年底，通过非持牌渠道参与港美股交易的境内投资者已逾500万人，年交易规模突破人民币1万亿元。从市场影响看，尽管所涉存量资产名义上约2000亿至2500亿港元，但该口径不仅包含港股持仓，还涵盖现金、货币基金及衍生品等多元头寸，真正对应到港股二级市场的持仓规模或远低于账面值。叠加为期两年“只出不进”的渐进式处置节奏，日均形成的潜在卖压十分有限。短期内，尽管监管收紧可能会对市场情绪产生较为负面的影响，但实质上对港股流动性的影响相对有限，引发大盘剧烈震荡的可能性很小。

中长期来看，此举有利于优化港股投资者结构，拓宽合规资金流入路径。我们预计，居民境外资产配置的需求不会因非法渠道收缩而消失，反而会加速向港股通、QDII基金及跨境理财通等合规渠道迁移。在此过程中，银行和保险公司可能会获得增量资金，香港财富管理行业整体收入受到的拖累或相对有限。已完成以香港为枢纽国际化布局的头部中资券商，在客户承接、产品供给与投顾服务上的综合优势将充分显现，有望承接大部分从未持牌平台溢出的客户与资产，并借此强化自身境外财富管理收入的增长引擎。展望

未来，港股增量资金的流入将更透明、更具持续性，也便于监管对跨境风险实施穿透式管理。伴随中概股有望加快回归，具备跨境投行能力的中资机构还可在 IPO、再融资等业务中获取结构性红利。我们判断，短期风波不会改变中期港股由南向资金扩容、互联互通深化与优质资产回流所支撑的修复逻辑，反而会为合规中介和港股通生态打开了更具确定性的成长空间。

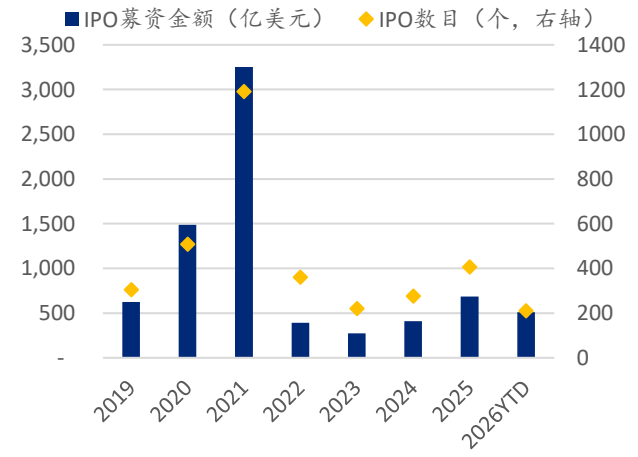
大型 IPO：对中美市场流动性的影响各异。美股方面，SpaceX、OpenAI、Anthropic 三家超大规模 IPO 有望上市，预计总潜在募资规模约为 2,000 亿美元。尽管美股当前流动性十分充裕，但是科技股权重已接近历史高位，若超级 IPO 落地后能被快速纳入主要指数，指数结构将发生剧烈重构，驱动被动资金进行大规模再平衡。届时，被动资金将不得不减持现有重仓股以腾挪出配置空间，可能在局部引发个股的剧烈波动。**A 股方面**，大型 IPO 存储龙头长鑫科技已于 5 月 27 日在科创板过会，预计募资金额为人民币 295 亿元，将成为 2026 年以来 A 股最大 IPO，科创板史上第二（仅次于中芯国际 2020 年的 532 亿元）。作为“人形机器人第一股”，“硬科技”独角兽宇树科技也已在 6 月 1 日过会。当前，A 股的交投活跃度较高，杠杆资金回暖，总量流动性较为充足，单次募资对指数层面带来的压力可能相对可控。但需要警惕增量资金主要集中在高景气成长股，大型 IPO 上市短期可能会对流动性承接能力较弱的传统价值板块造成一定的负面影响。预计下半年港股则处于多重压力的交汇之下，一方面自身正值 IPO 高峰叠加下半年解禁密集期，另一方面，A 股和美股大型 IPO 短期可能产生资金虹吸效应。值得注意的是，A 股科创板大型硬科技项目与港股 18C 特专科技公司上市通道在行业属性和投资者结构上重叠性较高。如果 A 股阶段性集中发行 IPO，可能对跨市场配置的内地机构资金形成虹吸效应，一定程度上分流原本可投向港股 IPO 的增量资金，但对港股整体流动性挤压相对有限。相比之下，美股超级 IPO 上市潮对全球资金的虹吸效应可能更强，多个巨型科技 IPO 集中上市将大量吸引国际长线基金和主权基金的注意力，从而挤压全球资本对港股 IPO 的配置空间。

图表 20：近年来，A 股 IPO 数量及募资规模



注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。
资料来源：Wind、浦银国际

图表 21：近年来，美股 IPO 数量及募资规模

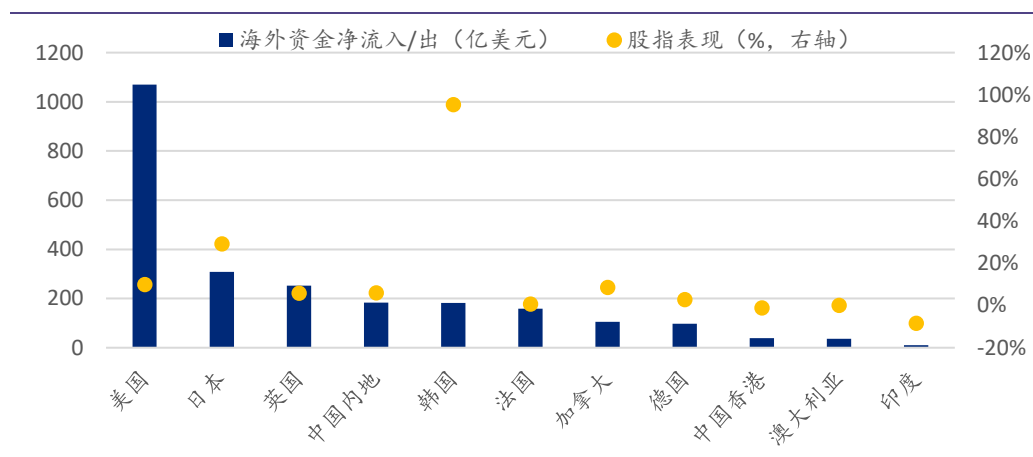


注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。
资料来源：Wind、浦银国际

2. 全球股票市场：资金再平衡趋势深化

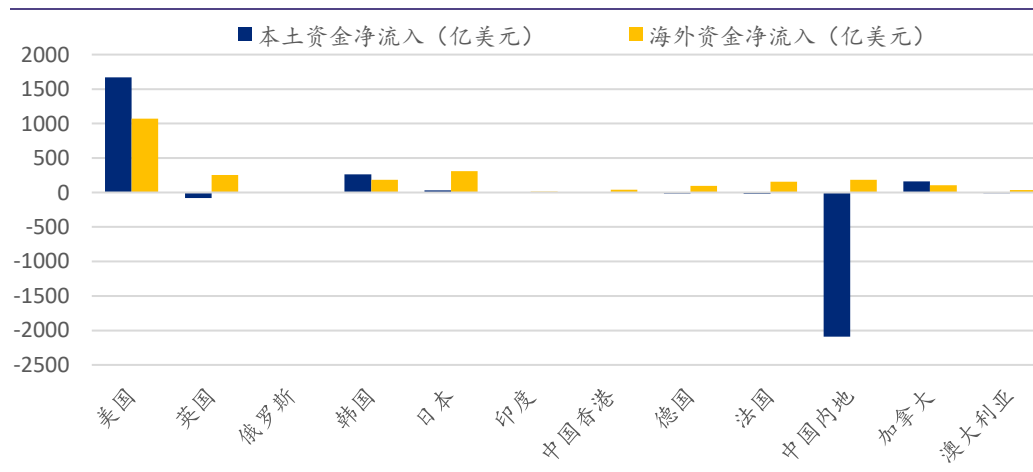
中东冲突升温，外资回流至美元资产。截至5月27日，年初至今全球股票市场的走势较为波动。值得注意的是，美股最受外资青睐，期间录得净流入1069.7亿美元。亚太市场中，日本、韩国和中国内地市场最受外资青睐，分别净流入308.6亿美元、182.4亿美元和183亿美元，而中国香港市场录得净流入38.8亿美元，印度股市净流入10.5亿美元。欧洲市场中，法国股市和德国股市分别录得净流入158.5亿美元和97.0亿美元，英国市场录得净流入252.3亿美元。从表现上看，韩国股市一枝独秀，但印度、中国香港、法国等股市表现落后（图表22）。美股持续受到本土投资者的较大加仓，但中国内地受本土资金减仓较多。截至5月27日，年初至今美国市场录得本土资金加仓较多，共录得1668.7亿美元，韩国和加拿大分别录得净流入265.1亿美元和159.6亿美元。然而，中国内地市场本土资金净流出规模较大，净流出2091.8亿美元。英国和法国市场分别净流出78.5亿美元和18.9亿美元。本土资金主要以被动基金（ETF）为主（图表23）。

图表 22：全球主要市场资金流向：年初至今美股最受外资青睐



注：截至2026年5月27日。资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

图表 23：美国市场受本土资金加仓较多，但中国内地受本土资金减仓较多



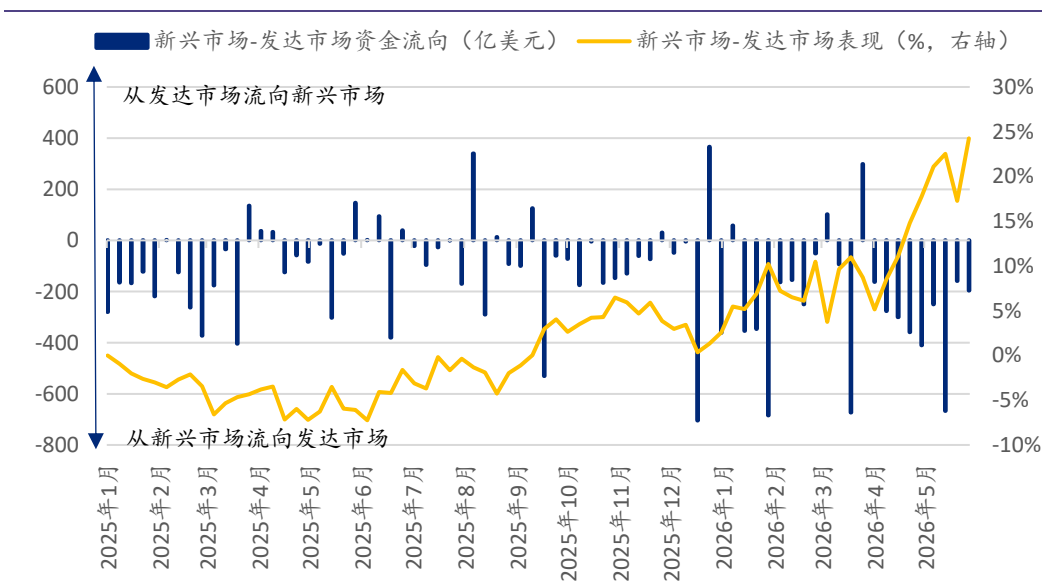
注：截至2026年5月27日。资料来源：EPFR、浦银国际

受益于 AI 发展和避险需求，发达市场对全球资金吸引力更强。根据 EPFR，截至 5 月 27 日，年初至今资金净流入发达市场 4270.9 亿美元（去年同期：+2431.5 亿美元），但净流出新兴市场 816.4 亿美元（去年同期：+105.8 亿美元）（图表 24）。从资金面上看，2 月，受存储芯片“超级周期”预期提振，韩国等新兴市场的盈利预期被大幅上修驱动，吸引全球资金大幅净流入新兴市场（+449.8 亿美元）。3 月，中东冲突升温，避险情绪攀升，资金开始回流至以美股为主的发达市场。4-5 月，美伊暂时停火，且美股科技巨头盈利强劲，AI 叙事持续发酵，吸引资金加速净流入发达市场。

从表现上看，新兴市场股价大幅跑赢发达市场。截至 5 月 27 日，年初至今 MSCI 新兴市场指数上涨 23.8%，大幅跑赢 MSCI 发达市场指数的涨幅 7.4%。我们判断，指数表现与资金面产生明显背离，或是因为新兴市场指数的权重高度集中在少数超大市值科技股，这些权重股大幅反弹直接推高了新兴市场指数，而发达市场尤其科技板块虽获资金大幅净流入，但行业分布更均衡，削弱了发达市场指数的上行幅度。

下半年，预计资金将进一步回流发达市场。尽管中东冲突不确定性仍存，但市场关注度较此前明显降低，全球风险偏好延续修复，美股、日股等在 4 月已重回冲突前水平，算力芯片、半导体设备及 HBM 存储等硬件，在美、日、韩和中国市场领涨。我们预计 AI 科技产业周期、企业基本面与宏观经济面将重新主导资金流向，驱动资金进一步回流美股等发达市场，而新兴市场仍面临资金净流出压力，但低估值中国市场可能获得边际回流。继大幅反弹后，资金回流日韩市场关键在于 AI 产业能否获得超预期突破以支撑其高估值。中期来看，在局部地区地缘政治风险频发的背景下，全球资金有较强的组合再平衡和资金分散的需求，新兴市场对全球资金的吸引力有望增强。

图表 24：年初至今，发达市场对资金吸引力更强，但股价大幅跑输新兴市场



注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。

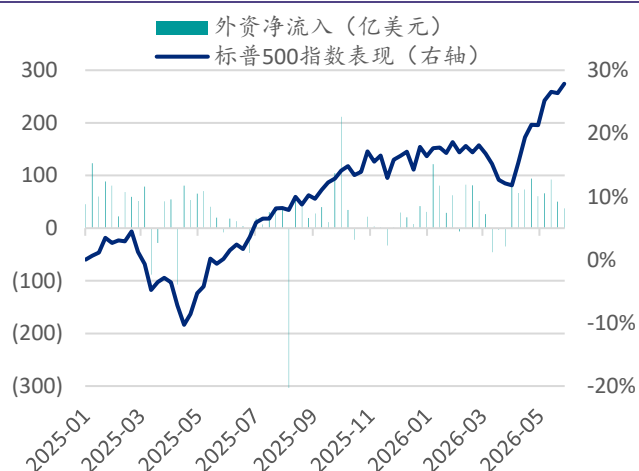
资料来源：EPFR、浦银国际

3. 美国股票市场：仓位高企下，增量资金或边际减弱

年初至今，AI 叙事叠加地缘政治风险升温，美股仍较受资金青睐。中东冲突升温前，部分资金基于降息预期押注美元走弱，积累了一定空头头寸，而中东冲突使空头集中平仓推动美元汇率快速走强，吸引全球资金回流美股及美债等美元资产。与此同时，美股 AI 龙头盈利持续超预期，带动美股指数屡创新高，赚钱效应下吸引资金持续流入。截至 5 月 27 日，年初至今美股市场共录得净流入 2738.4 亿美元（去年同期：1777.6 亿美元）。其中，美国本土资金净流入 1668.7 亿美元（去年同期：894 亿美元），外资净流入 1069.7 亿美元（去年同期：883.6 亿美元）。外资中主动型基金净流出 106.1 亿美元，被动型基金净流入 1175.8 亿美元（图表 25、图表 26）。

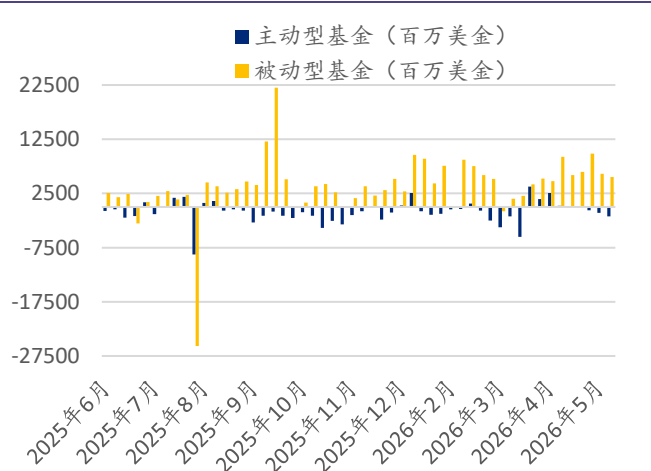
下半年，在全球资金再平衡趋势下，美股或有一定的净流出压力。目前，全球资金在美股的仓位仍较集中，对于其他市场的配置偏低。下半年美国经济的下行风险加大或推升美元指数的贬值压力。与此前不同，当投资者避险意愿上升，美元资产往往成为首选的“避风港”，但由于“美国例外论”的叙事有所消退，美元资产的避险功能下降，进而加深全球资金再平衡的趋势，在这种情形下，投资者有望加大对于其他非美国市场的仓位，届时美股也将面临一定的外资净流出压力。然而，即便存在再平衡压力，资金系统性大规模净流出美股的可能性较低，这主要得益于 AI 驱动下企业盈利的强劲增长提供支撑，而且被动基金占美股市值过半，构成了刚性买盘。

图表 25：地缘政治风险升温下，外资大幅净流入美股.....



注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。
资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

图表 26：年初至今，被动型外资持续加仓美股市场



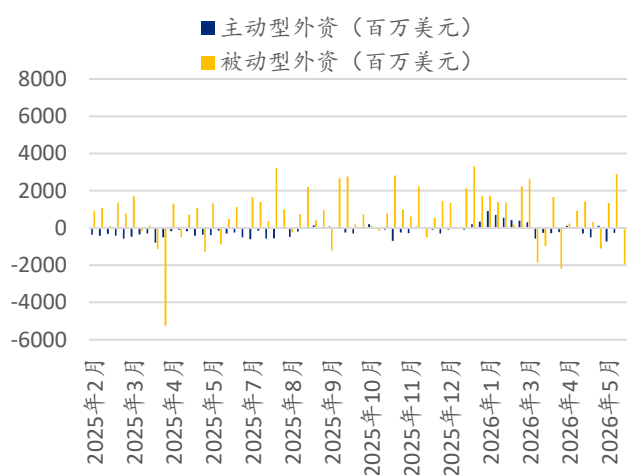
注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。
资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

4. 中国股票市场：有望受益于外资和南向资金的再配置

外资净流入中国内地市场。根据 EPFR，截至 5 月 27 日，年初至今共有 183 亿美元外资净流入中国内地市场，被动型外资录得净流入 175 亿美元，主动基金净流入 8 亿美元（图表 27）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，**外资仍有较大的回流空间。**在地缘政治不确定性延续的背景下，全球资金多元化配置的趋势有望持续强化。中国市场今年盈利增速稳健，估值水平更合理，在全球主要股票市场中的性价比凸显。尽管中美利差走阔背景下，资金或倾向回流至美元资产，但中东冲突若持续，将继续推升油价中枢，中国凭借战略储备和可再生能源加速替代，抗冲击能力较强，中国资产全球配置价值抬升。值得注意的是，中国经济和产业周期与海外市场关联度较弱，独立运行特征明显。同时，中国市场在高科技领域（如高端先进制造、AI 产业链等）提供了丰富的结构性机遇，使投资者得以在中美不同的产业逻辑间实现双重布局，中国资产的可投资性正系统性提升。

本土资金保持净流出中国内地市场。根据 EPFR，截至 5 月 27 日，年初至今共有 2091.8 亿美元的本土资金净流出中国股市，主要以被动型资金为主（图表 28）。同期，我们从中央汇金等“国家队”持仓最大的沪深 300 指数 ETF 的资金流向观察到，截至 5 月 29 日，年初至今其累计净流出人民币 8042 亿元，回吐了 2023 年-2025 年的净流入（累计约人民币 7025 亿元）。2023 年 10 月，中央汇金自 2015 年之后首次宣布买入交易型开放式指数基金(ETF)，并在此后继续大幅增持。从过往的交易情况上看，“国家队”整体交易风格偏向逆向投资，即在市场低迷的时候加仓，在市场过热的时候减持，有助于维护市场的稳定。根据上海证券交易所数据，今年前四个月个人股票账户新开户共 1449.3 万户，较去年同期增长 55%，反映个人投资者对 A 股投资热情十分高涨。我们预计，接下来本土增量资金有望主要来自居民超额储蓄入市，以及险资、公募等机构投资者加大对 A 股的配置。

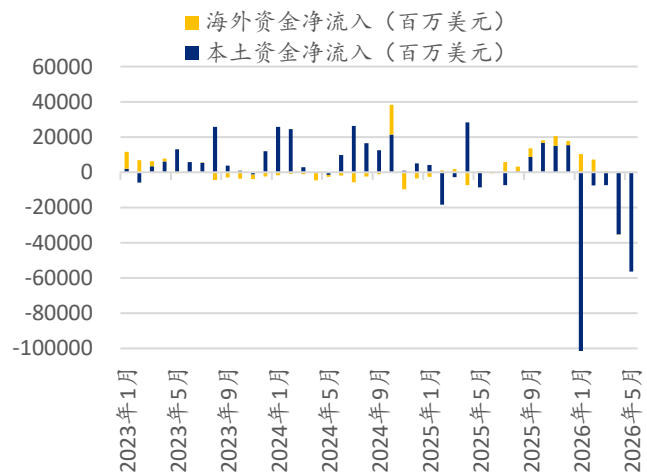
图表 27：年初至今，被动型外资转为净流出，主动型外资保持净流出



注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 28：年初至今，本土资金保持净流出中国内地市场

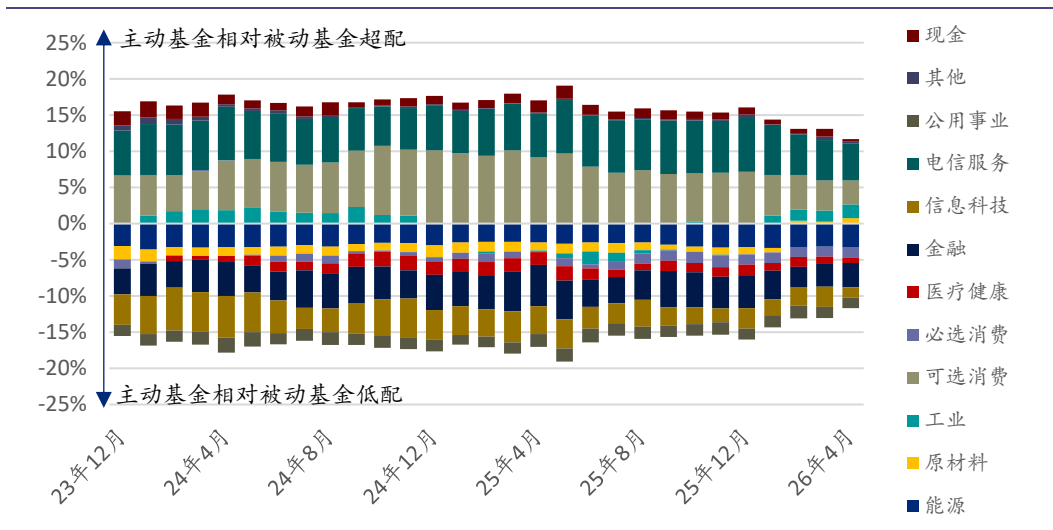


注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

继续关注低配行业重回标配的结构性机会。根据 EPFR，截至 4 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金低配了接近一半的板块，包括公用事业、金融、必选消费、医疗健康、能源和信息科技等，当中**金融、能源和信息科技**板块低配程度较深，而超配程度较高板块有可选消费、电信服务和现金（图表 29）。

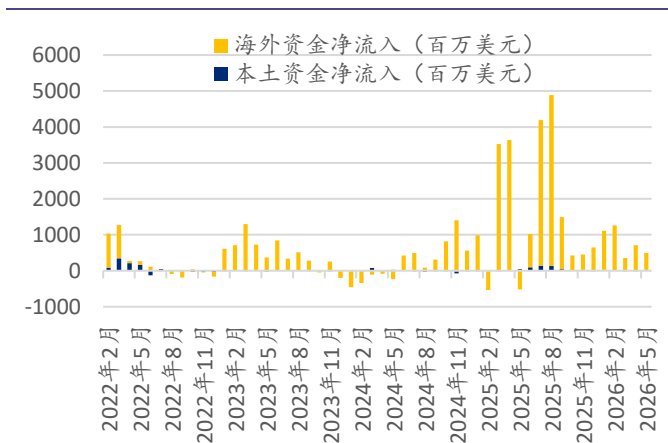
图表 29：根据 EPFR，截至 4 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金对大部分板块都是低配，金融、信息科技和能源低配程度较深



注：数据截至 2026 年 4 月 30 日。资料来源：EPFR、浦银国际

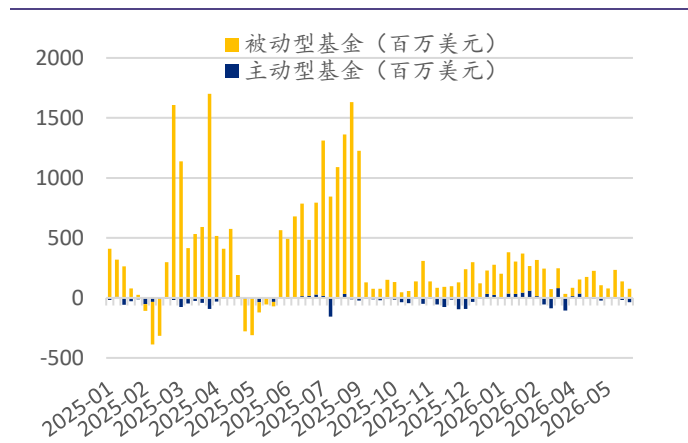
外资保持净流入港股，但幅度明显放缓。根据 EPFR，截至 5 月 27 日，年初至今港股市场录得本土资金净流入 0.4 亿美元，外资净流入港股市场约 38.8 亿美元（去年同期：67 亿美元）。值得注意的是，主动型外资重新转为净流入，年初至今累计净流入 0.6 亿美元，而被动基金仍为外资回流的主力，年初至今净流入 38.2 亿美元（图表 30、图表 31）。因为在 MSCI 新兴市场指数、富时环球指数等主流基准中，“中国资产”的敞口由港股主导（占比 70% 以上），港股有望率先受益于外资提升中国资产的配置至标配。

图表 30：年初至今，外资净流入港股放缓.....



注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 31：.....主动型外资重新转为净流入

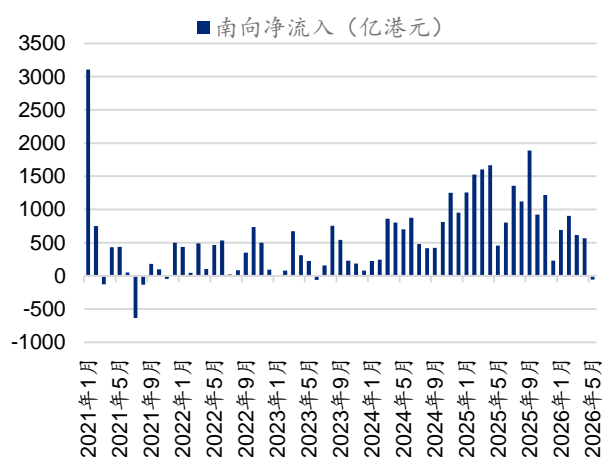


注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。资料来源：EPFR、浦银国际

5月以来南向资金转为小幅净流出，或是由于阶段性调仓。今年前5个月，南向资金累计净流入港股2739.3亿港元，日均净流入为29.1亿港元。值得注意的是，尽管3月地缘政治风险升温，南向资金仍保持净流入港股。4月，随着中东冲突有所降温，恒指明显反弹，投资者获利了结意愿较强，南向资金净流入开始放缓，前期因避险情绪流入能源、金融等防御性板块的资金明显受到南向资金减持。5月，由于AH溢价快速收窄、人民币汇率阶段性承压、叠加假期因素导致交易日减少，5月南向资金累计净流出35.5亿港元，日均净流出0.2亿港元（图表32）。总的来看，内地投资者对港股配置兴趣未减，近期流出更多是阶段性调仓，而非趋势逆转。

南向资金在港股的活跃度仍然不低。今年前5个月，南向资金的当月日均成交额在港股占比为21.4%，虽较去年日均成交额的23.7%有所下降，但活跃度仍然不低（图表33）。随着多个新上市AI概念股、新消费股和创新药股被纳入港股通，内地投资者的可投标的范围进一步拓宽，港股的吸引力有望增强。另外，我们观察到在中长期资金入市引导、AH溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的主要增量来源。

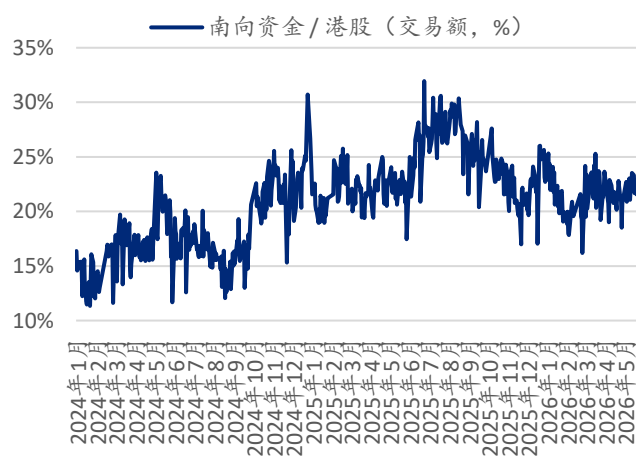
图表 32：年初至今，南向资金净流入有所放缓.....



注：数据截至2026年5月29日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 33：.....在港股成交额占比较去年年底降低



注：数据截至2026年5月29日。

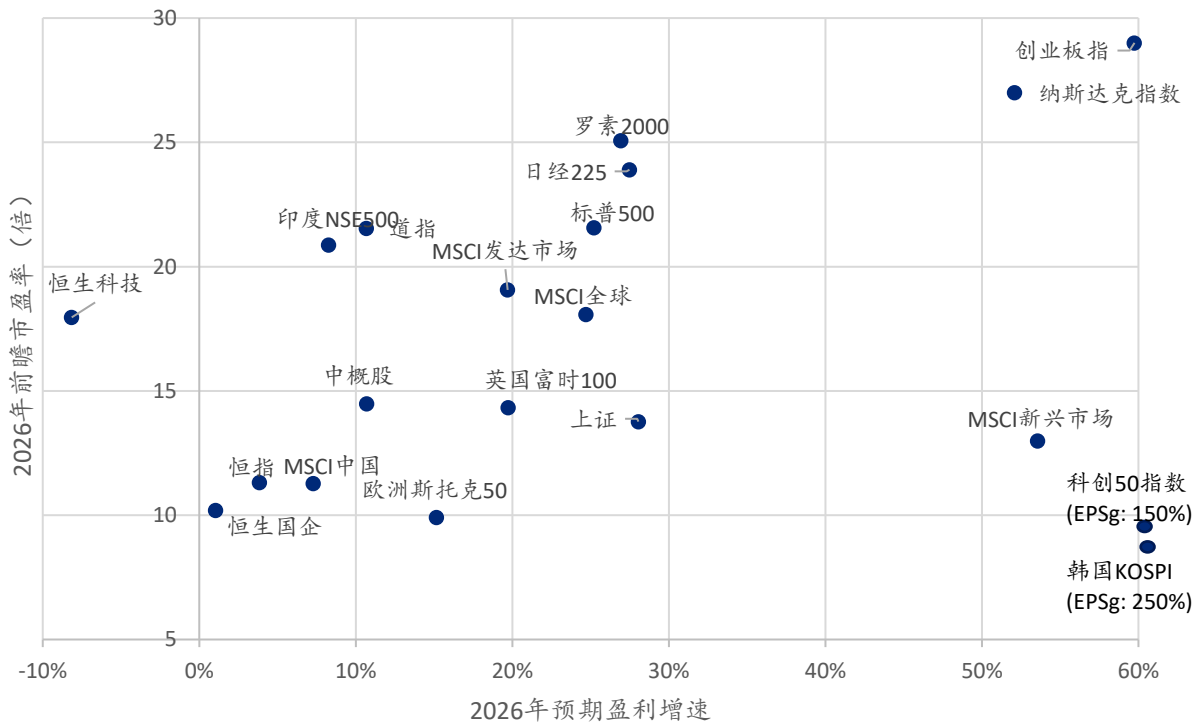
资料来源：Bloomberg、浦银国际

三、盈利增长分化显著，业绩将引领估值重塑

1. 全球主要股市回报关键因素拆解

AI 成为企业盈利增长的关键驱动力。目前，全球主要市场中，韩国 KOSPI 指数（250.8%）、科创板 50 指数（150%）、创业板指数（59.7%）、纳斯达克指数（52.1%）2026 年预期盈利增速较领先，主要由于这些指数科技成长属性较强，AI 驱动业绩增长的科技公司占比较高，带动整体指数盈利增速提升。根据彭博，MSCI 全球指数 2026 年预期盈利增速为 24.7%，MSCI 发达市场指数增速为 19.7%，MSCI 新兴市场指数增速为 53.6%。中国市场方面，A 股增速领先，除了科创板和创业板之外，上证综指预期盈利增速也较为强劲，增长 28.1%。然而，港股中恒生科技指数 2026 年预期增速较为落后，同比下跌 8.2%，恒生指数和恒生国企指数盈利预期增速也偏低，同比增长 3.9%和 1.0%。亚太市场中，日经指数预期盈利增速为 27.5%。欧洲市场中，欧洲斯托克 50 指数盈利预计增长 15.1%，英国富时 100 指数预计同比上升 19.7%（图表 34）。

图表 34：全球主要市场盈利增速与估值

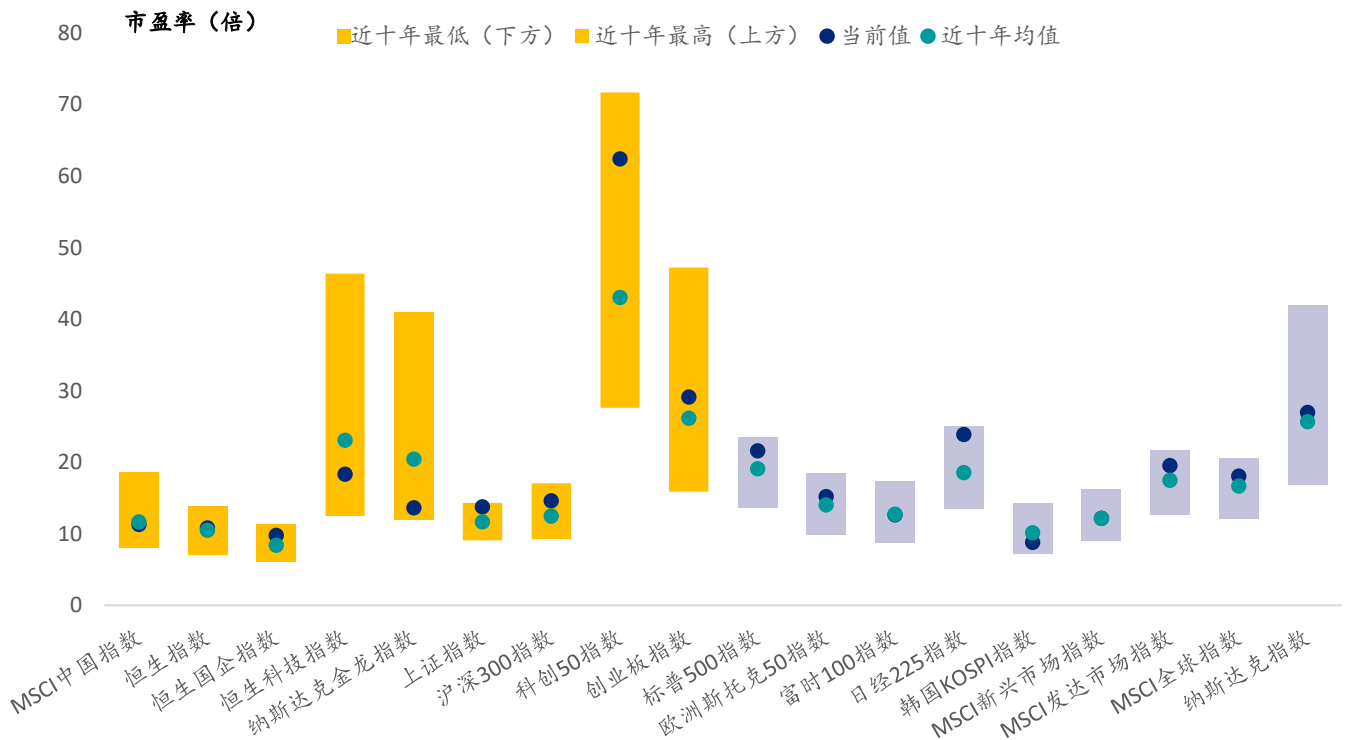


注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

全球利率分化背景下，AI 叙事驱动估值重估。今年上半年，尽管美联储维持利率不变，但在 AI 叙事推动下，美股的估值进一步抬升。欧洲央行因能源价格上升和经济疲弱而继续降息，但估值修复动能放缓。中国保持了相对宽松的货币政策基调，一季度 LPR 维持低位，结构性货币政策工具利率有所下调，为市场提供了流动性支撑。同时，中美 AI 顶尖模型性能差距加速收窄，AI 产业链崛起驱动估值提升，A 股创业板和科创板指数攀升，带动中国市场上涨。

在全球主要股市中，美股、日股等发达市场估值偏高，A 股科技股偏高。截至 5 月 26 日，MSCI 全球指数前瞻市盈率为 18.1 倍，高于其过去十年的均值（16.7 倍）。全球主要股票市场中，美股、日股的整体估值偏高，标普 500 指数和日经 225 指数的前瞻市盈率分别为 21.6 倍/23.9 倍，高于它们过去十年均值（19.1 倍/18.6 倍）。值得注意的是，科技成长属性较强的美股纳斯达克指数、A 股创业板和科创 50 指数的前瞻市盈率分别为 27.0 倍、29.1 倍和 62.4 倍。中国市场整体估值仍然处于合理水平，MSCI 中国指数的前瞻市盈率为 11.3 倍，上证综指的前瞻市盈率为 13.8 倍，恒生指数的前瞻市盈率为 10.9 倍（图表 35）。

图表 35：全球主要股票指数估值水平



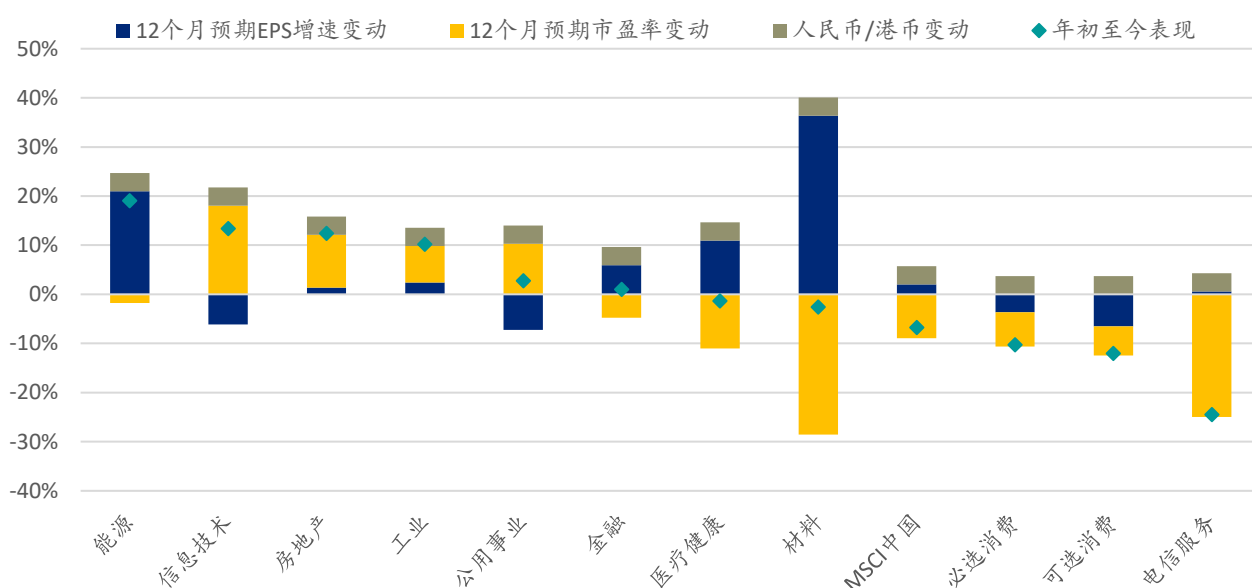
注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 中国股票市场：盈利预期下调压力或已被大部分释放

年初至今，盈利增长和人民币升值未能抵消估值收缩。截至5月26日，今年MSCI中国指数下跌7%，其中估值收缩贡献了-9%，成为下跌的关键因素，盈利增长贡献了2%，而人民币/港元汇率升值则贡献了4%。估值仍为大部分板块核心驱动力，在估值扩张下能源、信息技术涨幅居前，但电信服务和消费（可选+必选）表现落后（图表36）。

图表 36：MSCI 中国指数中，估值扩张驱动大部分板块上涨，能源、信息技术板块涨幅居前



注：数据截至2026年5月26日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

下半年，港股低估值提供一定的缓冲空间。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场的估值水平更低。截至5月26日，虽然主要中国股指的估值均较3月的低位有所修复，但港股尤其科技股的估值相对全球其他股市仍然偏低。MSCI中国指数的前瞻市盈率为11.3倍，位于其过去五年均值附近；恒生指数市盈率为10.9倍，高于其过去五年均值0.8倍标准差。上证综指市盈率在13.8倍，高于其过去五年均值1.8倍标准差（图表37-39）。

近期，AH溢价进一步收窄。截至2026年5月26日，AH平均溢价下降至19.6%，港股相对A股仍有折价，但较去年底时的23.5%已明显收窄（图表40）。年初至今，南向资金持续净流入港股，占港股成交比重保持在20%以上，在港股的定价权呈现上升趋势，有助于AH溢价在中期收窄。然而，AH溢价收缩空间将较前期缩窄，且个股层面的结构性分化将凸显，比如宁德时代等多个具有全球竞争力的行业龙头已出现H股高于A股的倒挂，反映外资在这类公司的定价权较强。

图表 37: MSCI 中国指数前瞻市盈率



注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 恒生指数前瞻市盈率



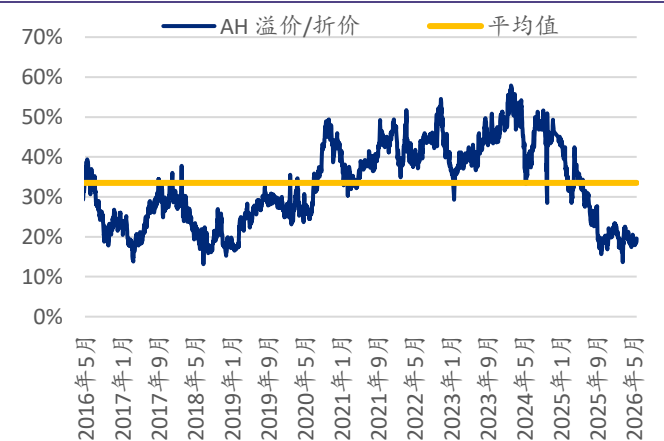
注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 39: 上证综指前瞻市盈率



注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

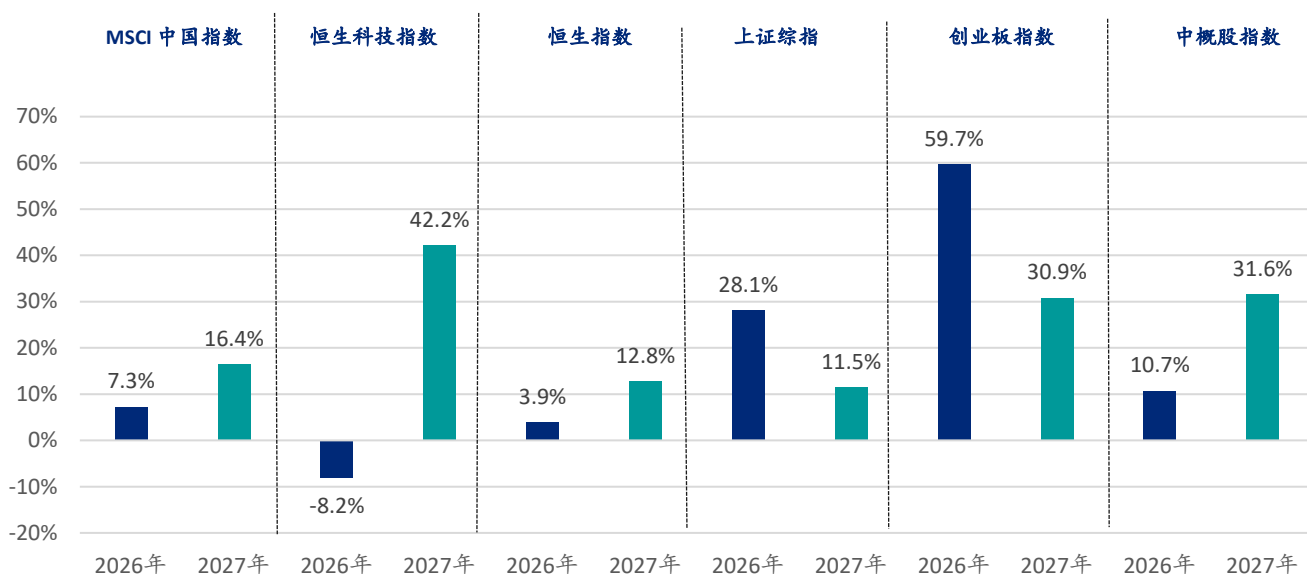
图表 40: 年初至今, AH 溢价平均值收窄至 19.6%



注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

今年 A 股盈利增速较为领先, 创业板指数一枝独秀。根据彭博, 卖方分析师对 MSCI 中国指数 2026 年/2027 年预期盈利增速为 7.3%/16.4%; 恒生指数预期盈利增速为 3.9%/12.8%; 恒生科技指数预期盈利增速为 -8.2%/42.2%; 上证综合指数预期盈利增速为 28.1%/11.5%; 创业板指数预期盈利增速为 59.7%/30.9%; 追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数预期盈利增速为 10.7%/31.6% (图表 41)。

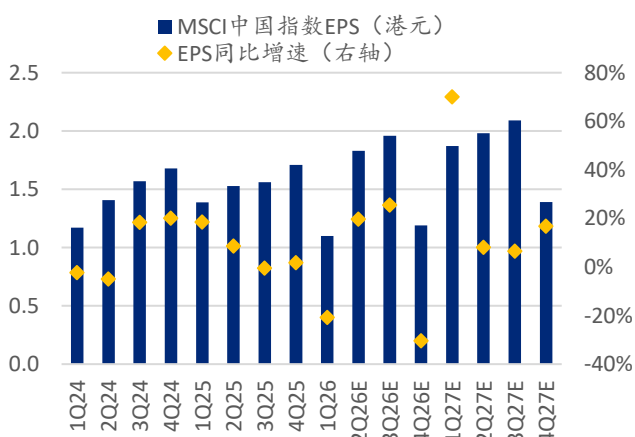
图表 41：主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期：今年 A 股增速较为领先



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

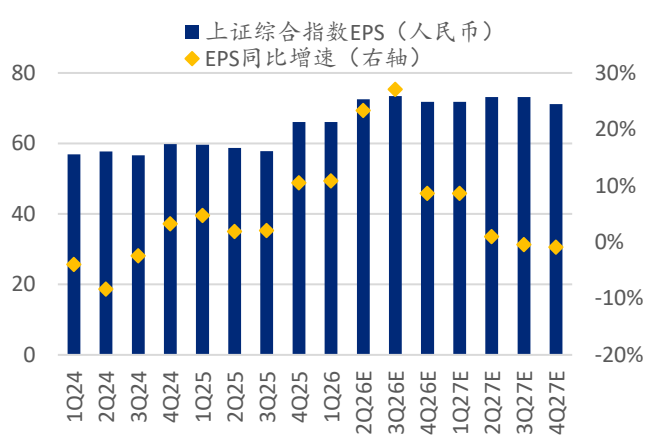
今年一季度企业盈利增长或已触底，未来两个季度有望恢复增长。MSCI 中国指数 1Q26 每股盈利为 1.10 港元，同比下降 20.7%（图表 42）。上证综合指数 1Q26 每股盈利为人民币 66.1 元，同比增长 10.8%（图表 43）。恒生综合指数 1Q26 每股盈利为 57.0 港元，同比下降 12.6%（图表 44）。追踪中概股的纳斯达克金龙指数 1Q26 每股盈利为 84.7 美元，同比下降 5.9%（图表 45）。

图表 42：MSCI 中国指数季度盈利增速



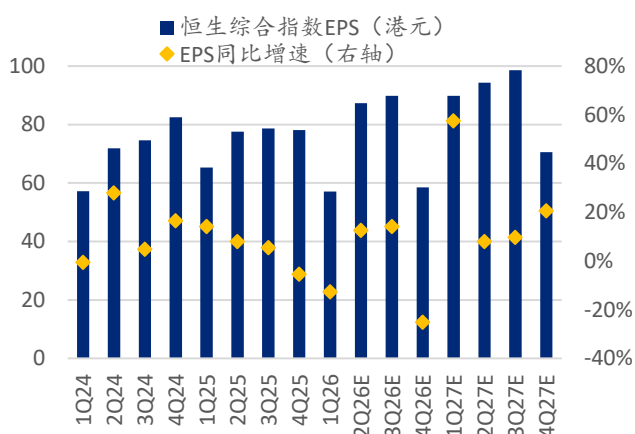
注：2Q26-4Q27 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 43：上证综合指数季度盈利增速



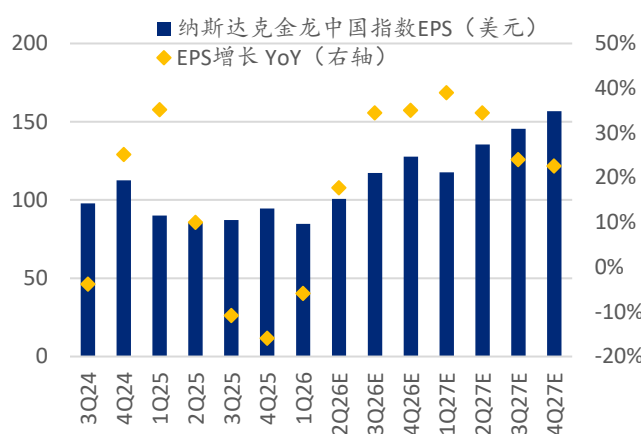
注：2Q26-4Q27 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44：恒生综合指数季度盈利增速



注：2Q26-4Q27 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45：纳斯达克金龙中概股指数季度盈利增速



注：2Q26-4Q27 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

今年以来 MSCI 中国指数板块盈利分化明显。根据彭博的一致预期，MSCI 中国指数中，一季度盈利增速最强劲的板块为电信服务和公用事业，但可选消费、工业和医疗健康板块较为疲弱。根据彭博，未来三个季度大部分板块的盈利增长将有所改善，其中，材料、能源和信息技术板块今年二、三、四季度的盈利增速较为领先，但房地产、医疗健康等较为落后（图表 46）。我们观察到，基本面在一季度财报季重回市场的核心关注点，股价变动与业绩的相关性较强。接下来，随着业绩增长持续恢复和市场情绪改善，我们认为盈利增长有望伴随估值修复重新成为市场向上的驱动力。

图表 46：MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增速

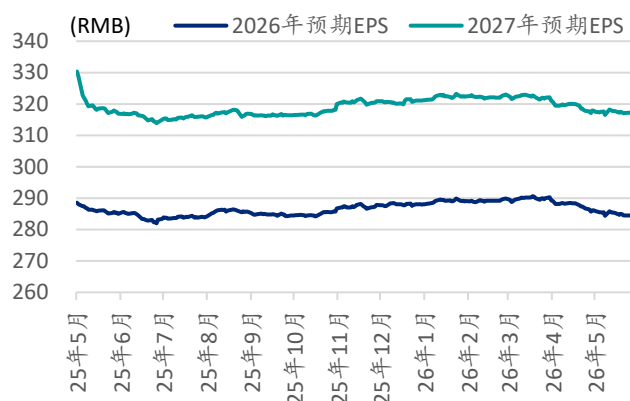
MSCI 中国行业	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
日常消费	-10%	-24%	2%	7%	-13%	6%	-31%	-243%	-10%	-8%	-6%	-15%
可选消费	32%	12%	-17%	-39%	-53%	2%	5%	70%	71%	34%	17%	-2%
能源	2%	-15%	-23%	-2%	-16%	20%	29%	34%	63%	-3%	-5%	1%
金融	10%	3%	7%	21%	0%	13%	15%	-23%	47%	2%	3%	5%
医疗健康	358%	195%	18%	18%	-35%	-28%	15%	12%	22%	12%	32%	41%
工业	3%	18%	-7%	-20%	-39%	0%	-4%	0%	34%	-20%	-12%	-12%
信息技术	14%	9%	48%	27%	-4%	8%	16%	15%	53%	48%	34%	23%
材料	45%	81%	50%	149%	-8%	90%	67%	58%	114%	9%	6%	9%
电信服务	13%	20%	13%	15%	13%	14%	14%	9%	18%	11%	9%	16%
公用事业	-7%	35%	-3%	-3%	11%	79%	-13%	-14%	-4%	6%	8%	9%
房地产	-165%	-171%	-72%	-69%	-5%	-145%	85%	89%	-184%	80%	35%	34%

注：2Q26-4Q27 为彭博一致预期的增速。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

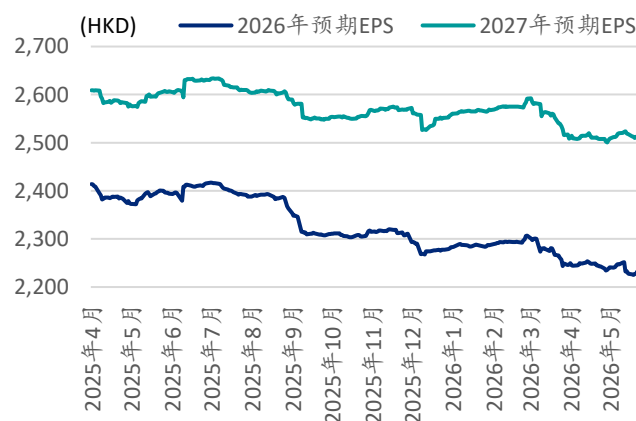
盈利预期下调压力或已被大部分释放。今年一季度，A股和港股今年的盈利增长预期基本企稳并呈现上调趋势，然而进入二季度，盈利预期趋势重新转为下调。年初至今，上证综指和恒生指数2026年盈利预期分别累计下调了1.2%/2.2%。值得注意的是，在一季度业绩期（4月24日-5月26日），恒指的盈利预期下调趋势进一步加剧，上证综指2026年每股盈利预期下调了0.8%，恒生指数2026年每股盈利预期下调了0.5%（图表47、图表48），主要是由结构性预期差导致。尽管一季度A股盈利增长呈现修复态势，但是行业结构性分化明显，AI算力等板块的高增长预期在业绩大幅逊于市场预期后被打破，汽车和消费等板块受政策透支与内需偏弱拖累。而港股互联网龙头利润率不及预期，叠加AI资本开支加大，导致恒生指数的盈利预期进一步下调。我们预计，随着一季报盈利下调压力集中释放，市场对短期负面因素的消化已较为充分，港股盈利预期最悲观的阶段或已过去。如果盈利在下半年回归修复态势，盈利预期有望逐步趋稳并转为上调。

图表 47: 上证综合指数 2026/2027 年的 EPS 增长一致预期：企稳后重新被小幅下调



注：数据截至2026年5月26日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48: 恒生指数 2026/2027 年的 EPS 增长一致预期：也呈现类似趋势

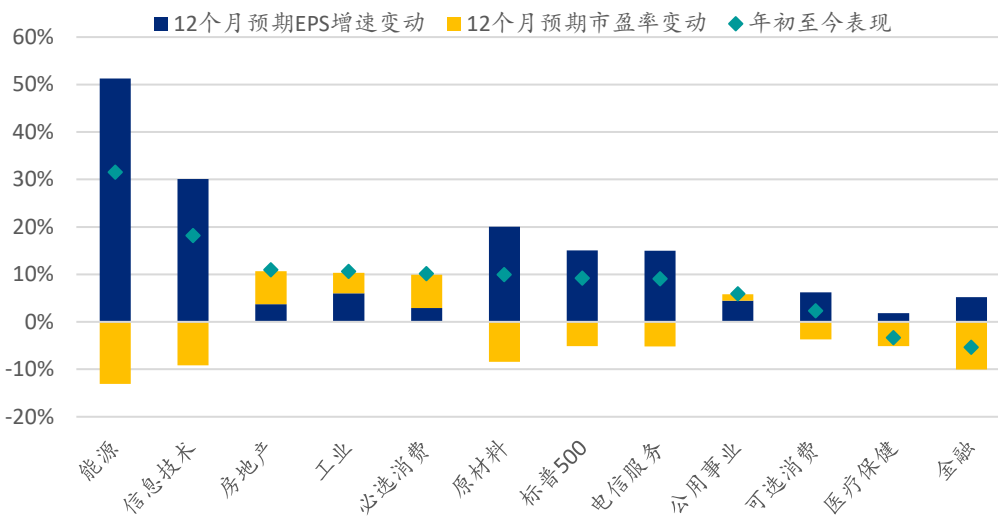


注：数据截至2026年5月26日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

3. 美国股票市场：盈利增长有望从科技向其他行业扩展

年初至今，美股各行业表现分化显著。截至 2026 年 5 月 26 日，标普 500 指数年初至今上涨 9.2%，但内部行业表现分化明显。领涨的行业大致可以归纳为两条主线：一是 HALO 交易下“实物资产重定价”，能源行业上涨 32%，因为地缘政治冲击推升能源价格；房地产上涨 11%，数据中心 REITs 受益于 AI 算力基础设施需求爆发，养老医疗 REITs 受人口老龄化趋势加速的支撑；工业行业上涨 11%，主要由 AI 基础设施建设拉动工业需求驱动。二是 AI 从叙事走向业绩验证，在科技股业绩持续超市场预期的驱动下，信息技术行业上涨 18%。然而，金融（-5%）和医疗健康（-3%）表现较弱，主要由于利率波动加剧、政策监管意外收紧等因素，估值收缩导致股价下跌（图表 49）。

图表 49：年初至今，美股各行业表现分化明显



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

相比全球其他市场，目前美股的估值已位于较高水平。仅从估值角度，我们认为美股估值进一步扩张难度较大。截至 5 月 26 日，标普 500 指数和道琼斯工业指数的前瞻市盈率分别为 21.6 倍/20.6 倍，在它们过去五年均值 0.8 倍和 1.5 倍标准差以上（图表 50、图表 51）。纳斯达克指数的前瞻市盈率为 27.0 倍，低于其过去五年均值负 0.1 倍标准差（图表 52）；罗素 2000 指数的前瞻市盈率为 27.2 倍，位于其过去五年均值正 1.2 倍标准差附近（图表 53）。

美国股市估值溢价存在一定的合理性。根据彭博，2025 年-2028 年标普 500 指数的每股盈利复合年增长率为 18.6%，显著高于日本 TOPIX（12%）、MSCI 新兴市场（11%）和 MSCI 欧洲（5%）。另外，美国企业 ROE 和利润率均高于国际同行，也为美股估值溢价的合理性提供了支撑。2000 年科网股泡沫的历史经验未必能直接套用，当前大盘股的自由现金流收益率几乎是 2000 年科技泡沫时期的三倍，美国企业的盈利增速也明显相对更强劲。

图表 50: 标普 500 指数前瞻市盈率



注: 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: 道琼斯工业指数前瞻市盈率



注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 纳斯达克指数前瞻市盈率



注: 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

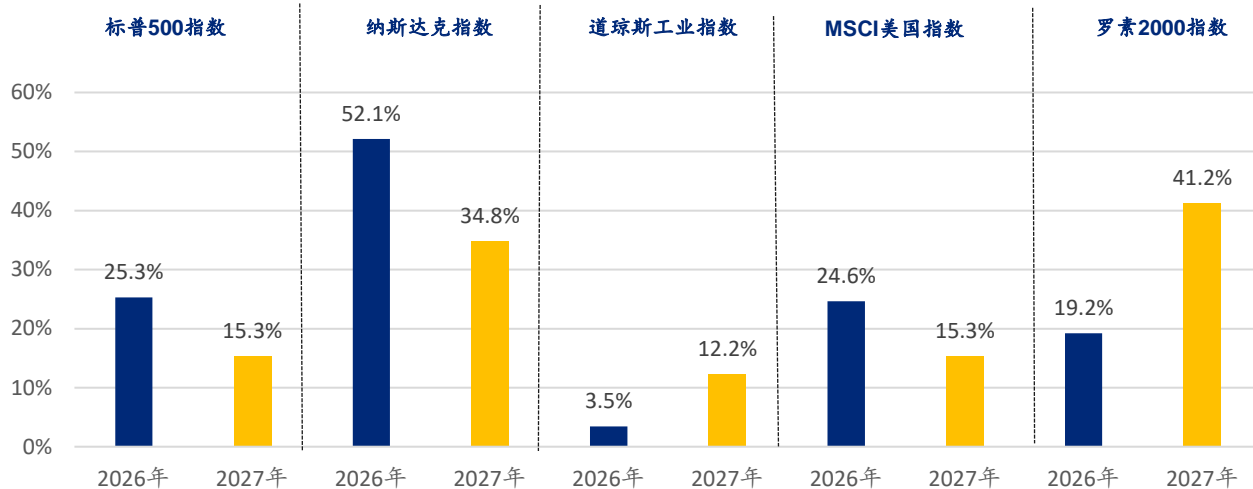
图表 53: 罗素 2000 指数前瞻市盈率



注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

盈利增长已成为股价核心驱动力, 今明两年科技股仍较领先。进入下半年, 在估值扩张空间有限的情况下, 盈利增长已成为美股走势的核心驱动力。根据彭博一致预期, 标普 500 指数 2026 年/2027 年预期盈利增速在 25.3%/15.3%, 远高于过去十年均值的 8%。道琼斯工业指数 2026 年/2027 年预期盈利增速在 3.5%/12.2%。科技股盈利增速最为强劲, 纳斯达克指数 2026 年/2027 年预期盈利增速在 52.1%/34.8%。追踪小盘股的罗素 2000 指数 2026 年/2027 年预期盈利增速在 19.2%/41.2% (图表 54)。

图表 54：科技股驱动下，美股主要指数 2026/27 年预期盈利增速较为强劲

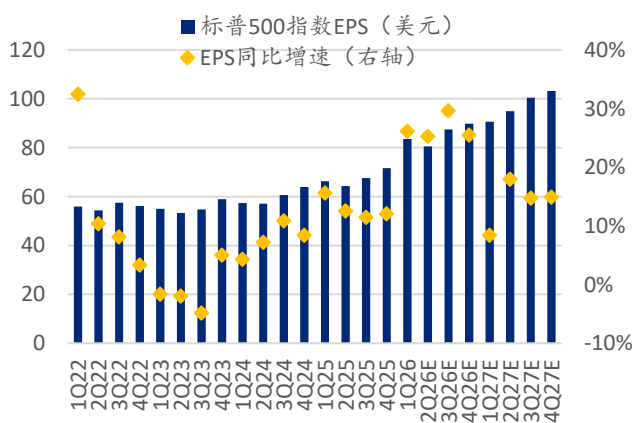


注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

一季度美股大部分公司盈利增长超预期。根据彭博和 FactSet，一季度标普 500 指数盈利同比增长约 26.1%，优于预期的 13.2%，创下近三年最强的季度增长。纳斯达克指数盈利同比增长约 51.0%，高于预期的 22.0%，主要由科技巨头强劲的盈利增长驱动。道琼斯工业指数盈利同比增长约 12.5%，不及预期的 15.1%。罗素 2000 指数盈利同比增长 14.5%，不及预期的 44.1%，但增速较前几个季度提升（图表 55-58）。

业绩不及预期使得股价承压。我们观察到，在一季度财报季，由于前期投资者对企业盈利增长的一致性预期偏高，当部分公司的实际业绩出现不及预期或者基本符合预期的时候，它们的股价会出现不同程度的下跌。根据 FactSet，业绩不及预期的公司在财报发布前两日至后两日内平均跌幅为 4.6%，跌幅显著大于 5 年均值 2.9%。而业绩高于预期的公司在财报发布前两日至后两日窗口期内平均上涨 1.1%，略高于 5 年均值 1.0%。这反映出当前市场对业绩不及预期的惩罚力度明显高于对于业绩超预期的奖励力度。

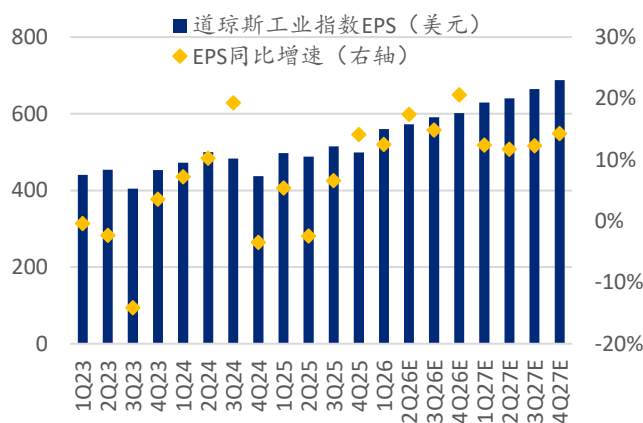
图表 55：标普 500 指数季度盈利及预期



注：2Q26-4Q27 基于彭博预测数据计算；数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

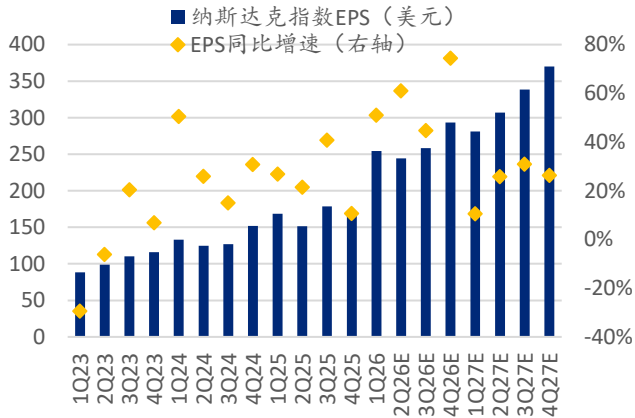
图表 56：道琼斯工业指数季度盈利及预期



注：2Q26-4Q27 基于彭博预测数据计算；数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

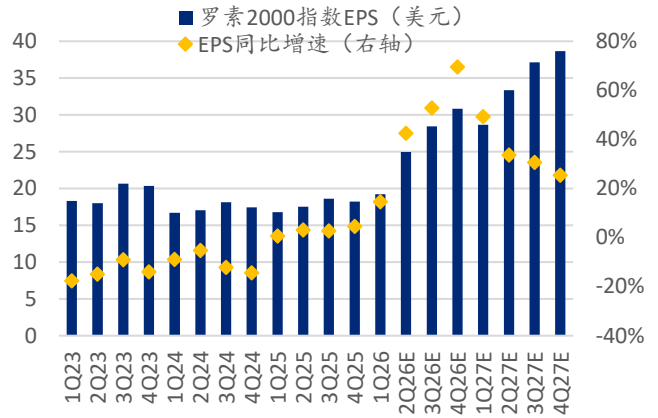
图表 57：纳斯达克指数季度盈利及预期



注：2Q26-4Q27 基于彭博预测数据计算；2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：罗素 2000 指数季度盈利及预期

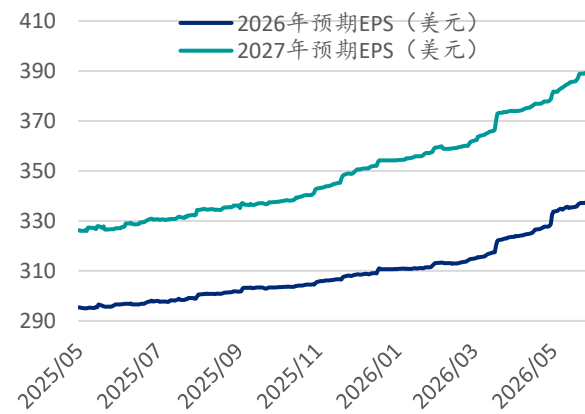


注：2Q26-4Q27 基于彭博预测数据计算；数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

年初至今，科技股带动美股指数盈利预期上调。截至 5 月 26 日，标普 500 指数 2026 年每股盈利预期较年初上调了 8.5%，主要由七大科技公司较为强劲的盈利增长所驱动（图表 59）。道琼斯工业指数 2026 年每股盈利预期较年初上调 2.9%（图表 60）。一季度业绩期开始后美股盈利预期上调速度加快。4 月 24 日-5 月 26 日，标普 500 指数今明两年每股盈利预期分别上调了 2.9%/3.0%；道琼斯工业指数今明两年每股盈利预期分别上调了 1.5%/1.2%。整体来看，科技公司受经济周期下行的负面影响可能有限，加上在 AIGC 浪潮的驱动下，科技龙头公司的盈利增长预计仍较强劲，而且不断得到上调，这有望驱动股价向上。

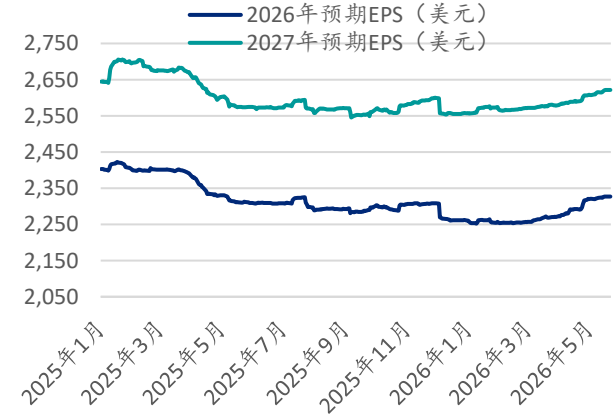
图表 59：标普 500 指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 60：道琼斯工业指数 EPS 增长一致预期

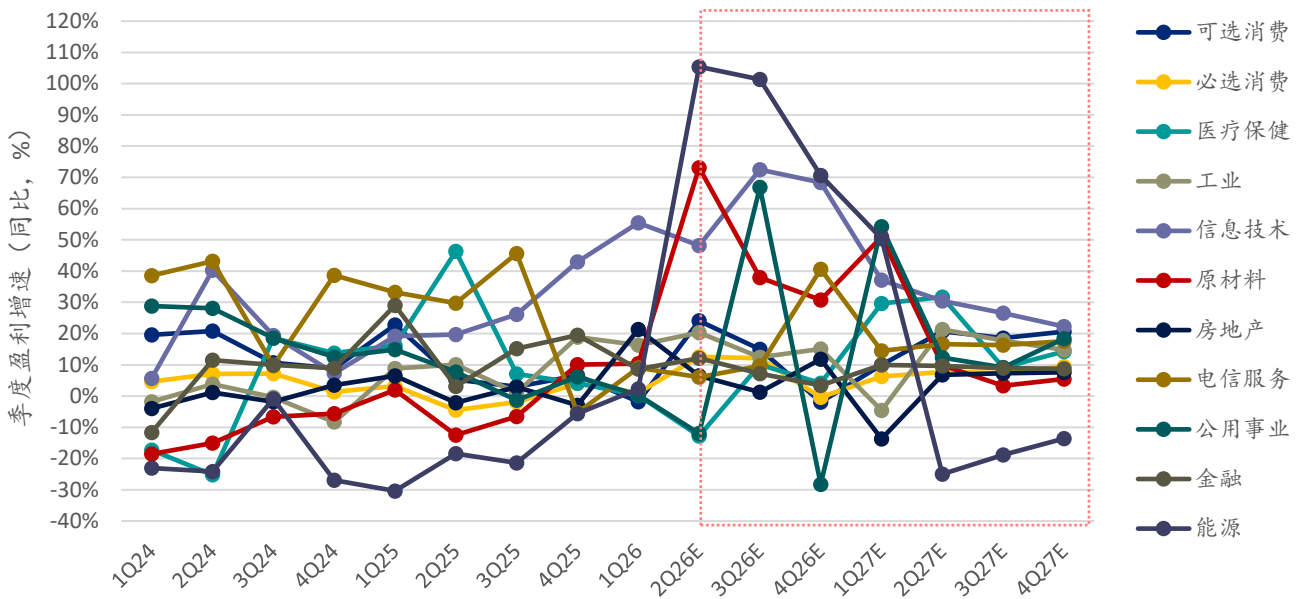


注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

未来三个季度大部分行业盈利呈现正增长。一般情况下，一轮完整的经济周期大致分为四大阶段：扩张、放缓、衰退和复苏。我们观察到，虽然目前美国正处于经济增速放缓的阶段，但各个行业所处周期并不一致。部分行业增长趋势有所放缓，而部分行业盈利仍在回升阶段。根据彭博，标普 500 指数大部分行业预计在未来三个季度盈利维持同比正增长，其中能源、原材料和信息技术等行业盈利增长较领先，但医疗保健、房地产等盈利增长较为落后（图表 61）。

图表 61：未来三个季度大部分行业盈利呈现正增长，能源、原材料和信息技术板块盈利增长最强劲



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。2Q26-4Q27 盈利增长为彭博预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

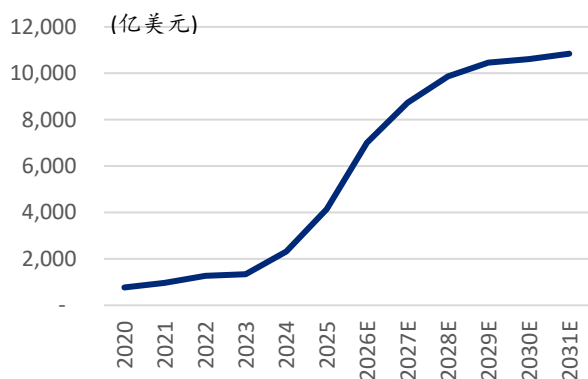
四、下半年核心投资主题

1. AI 仍为中美市场投资主线，但进入业绩验证阶段

过去三年，市场处于技术突破的兴奋期，投资者愿意为远期潜在市场规模和颠覆性愿景支付溢价。如今，资本开支进入高位平台期，利润向 HBM、电力及液冷等新瓶颈环节转移。估值驱动由情绪抬升转为盈利上修。尽管 DeepSeek 等算法突破削弱了高端芯片的估值溢价，但单位成本下降反而有望推升总算力需求。AI 投资叙事已从加码资本开支向验证回报率转换。

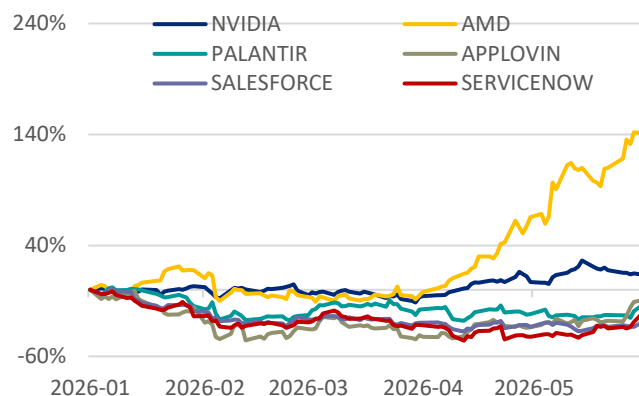
产业链内部景气度转换，从单边普涨进入高度分化。2022 年至 2025 年，“算力为王”的叙事占据主导，半导体公司和云基础设施提供商成为确定性最高的受益者，这本质上是对“算力即权力”逻辑的线性外推。但当资本开支从百亿美元级别跃升至千亿美元级别，以及部分科技巨头 2025 年的资本开支占经营现金流超 50%，市场开始担忧它们资本开支的变现能力和回报周期。今年以来，Hyperscaler（拥有并运营庞大云计算基础设施的超大规模企业）资本支出从加速上升阶段进入高位平台阶段（图表 62），将直接拉动上游硬件环节的需求，尤其是 GPU、ASIC、网络、光互联、电力与制冷等领域。年初以来，AI 产业链内部股价分化，算力芯片制造与存储的核心供应商涨幅领先，AI 应用层公司股价跌幅明显（图表 63）。

图表 62：五大 Hyperscaler 资本支出保持较高水平



注：图中为五大 Hyperscaler（亚马逊、谷歌、Meta、微软和甲骨文）的资本支出总和。E=Bloomberg 预测。资料来源：Bloomberg、浦银国际

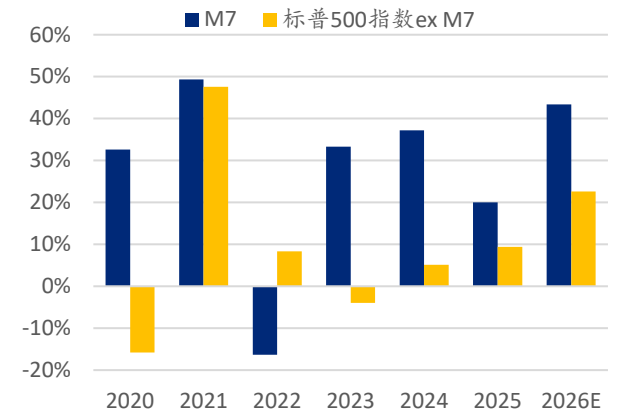
图表 63：AI 产业链内部股价高度分化



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

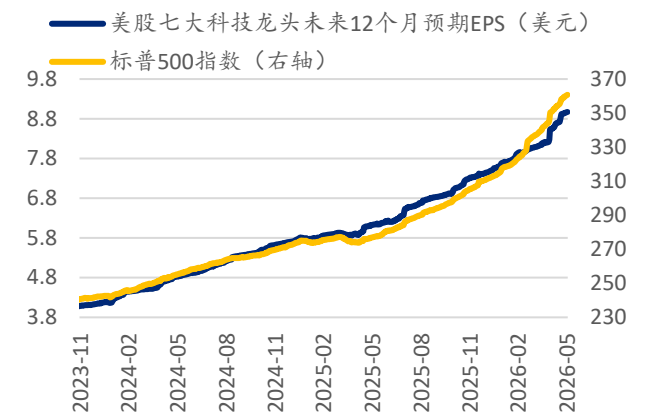
盈利质量与可持续性成为新的估值锚点。在 AI 行情的第一阶段，市场愿意给予高增长故事高溢价。但到第二阶段，市场更偏好那些盈利预测持续上修、利润率保持稳定、财报后股价能形成正反馈的公司。估值扩张的动力，已从情绪抬升转向盈利上修。根据部分美国企业去年四季度财报，企业自由现金流与净利润的比率持续改善，盈利质量提升。自 2023 年以来，科技龙头强劲的盈利增长带动了股指盈利的增长，美股七大科技龙头公司的盈利增速均高于标普 500 指数剩余的 493 家公司（图表 64）。年初至今，美股七大科技龙头公司未来 12 个月的每股盈利预期平均上修了 20.2%（图表 65）。

图表 64：美股七大科技巨头的盈利增速仍高于标普 500 指数剩余 493 个企业



注：数据截至 2026 年 5 月 29 日。E-Bloomberg 预测。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 65：美股七大科技龙头公司的预期盈利上调带动标普 500 指数盈利上调



注：数据截至 2026 年 5 月 29 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

从芯片短缺转向电力与存储的双重约束。此前，市场的核心矛盾在于 GPU（图形处理器）是否短缺。然而，随着 Blackwell 等新一代 GPU 架构的推出，AI 训练和推理性能较前代提升 30 倍，瓶颈已悄然转移至 HBM 的产能与价格，以及数据中心电力供需缺口。HBM 是一种通过 3D 堆叠技术将多个内存芯片垂直封装，从而实现超高数据传输速率的高性能内存。HBM 的供需紧平衡、价格持续上涨，使其从配套存储变为定价核心。而美国数据中心巨大的电力缺口，造成项目落地延迟和 GPU 闲置，影响资本开支的实际回报率。这种瓶颈的转移意味着产业链的超额利润池正从单一的芯片设计，向 HBM、供配电、液冷、ASIC（专用集成电路）等新瓶颈承接环节扩散（图表 66）。

图表 66：算力层主要环节的约束瓶颈

环节	当前景气驱动	约束瓶颈
GPU/加速芯片	训练与推理需求、平台生态	出口限制、ASIC 替代、增速高基数化
AI 服务器/机架系统	CSP 资本开支持续上行、整机复杂度提升	毛利率偏低、交付依赖上游器件与液冷配套
HBM	单卡容量提升、推理与训练双拉动	良率、认证、TSV 产能、供应集中
电力/供配电	数据中心持续扩建、单机柜功率提升	并网周期长、输配电扩容慢
液冷/热管理	Blackwell 及后续平台功率密度提升	标准化不足、初期投入高
ASIC	推理成本优化、自研需求增长	软件生态不足、训练侧适配有限

资料来源：TrendForce、浦银国际

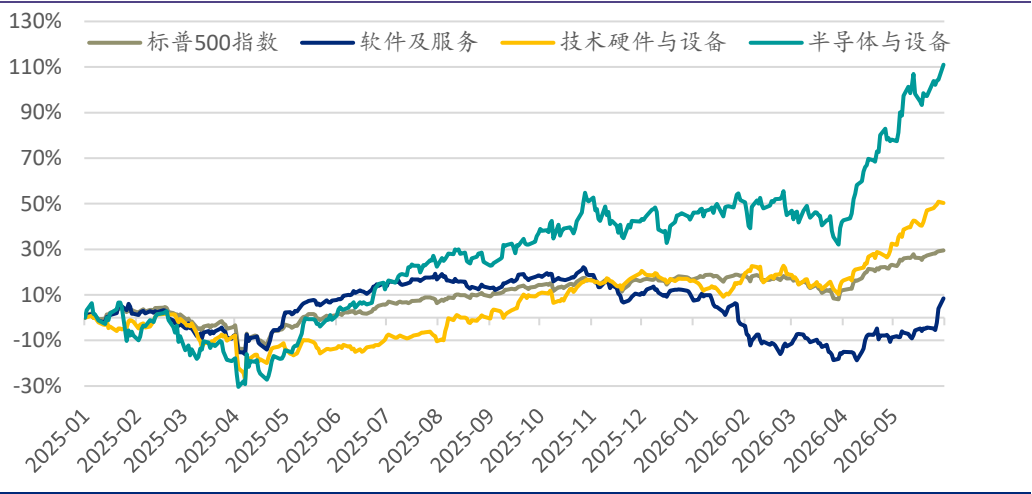
DeepSeek 并未削弱算力需求，而是改变了上游议价权。随着 DeepSeek 等模型在算法优化取得突破，市场开始重新审视每单位性能所对应的资本开支效率。如果模型性能可以通过算法和架构优化大幅提升，而非完全依赖高端芯片的堆叠，那么高端训练卡的稀缺溢价将不再无限增强。但这并不意味着算力总需求下行。多数研究都指向一个更接近“杰文斯悖论”的结果，即单位成本下降，反而会推动应用普及、词元（Token，AI 大模型处理信息的最小单元）调用量激增，进而抬升总推理需求。

2. 美股 AI 投资框架重构

在 AI 投资叙事的转变下，新的投资框架应是多维度的。可采用杠铃策略，兼顾硬件确定性与软件弹性。一方面需保留对算力、基础设施领域的战略配置，另一方面可适当加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。在新的框架下，AI 投资定价逻辑由“单一资本开支驱动”转向“行业景气度 + 商业化验证 + 现金流质量”并重。估值方法从单纯关注营收增速转向聚焦盈利可见度、PEG 及自由现金流覆盖率。同时，还需在资本开支效率、技术瓶颈与外部政策等维度展开动态监测。

可采用杠铃策略，兼顾硬件确定性与软件弹性。年初至今，美股技术硬件与设备 (+30%)、半导体与设备 (+43%) 行业大幅跑赢了软件及服务行业 (-6%) (图表 67)。我们的 AI 投资框架的底层是具备业绩支撑的算力核心资产，起到组合“压舱石”的作用。中间层是受益于推理需求扩张的网络、电力、数据中心等基础设施配套，分享瓶颈转移的红利。而最具进攻性的顶层，则是那些已完成收入与利润验证的应用龙头。杠铃策略的一端是景气的确定性，在算力、基础设施领域保留核心仓位，另一端是商业化的弹性，适当把部分资金配置于应用和生产率提升方向。

图表 67：年初至今，美股硬件行业明显跑赢软件行业



注：数据截至 2026 年 6 月 1 日。

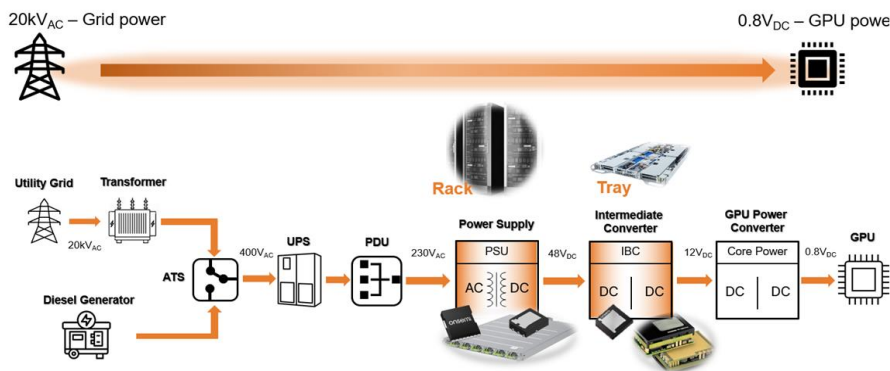
资料来源：Bloomberg、浦银国际

AI 硬件方面，算力芯片性能快速提升，但竞争更为激烈。主流 AI 加速芯片大多依赖台积电的先进逻辑制程与先进封装，但不同产品实际采用的节点、芯粒结构和封装方案有所不同。英伟达系列芯片虽然单价相对较高，但 CUDA 生态优势以及芯片并行后的高效能使得其产品极具竞争力，其最新 Vera Rubin 平台预计下半年出货，推理成本大幅压缩，继续保持着强大的产品力。谷歌的 TPU 主要突出性价比，在 Gemini3 成功研发后，其第七代 Ironwood 芯片已在 Google Cloud 上向企业客户开放，Anthropic 等大客户的批量订购表明谷歌正加速从内部专用走向对外供应。此外，云和模型厂商自研 ASIC 芯片的趋势则会使博通成为主要受益方之一。

网络设备中 **Scale up** 方案崛起，硅光技术将迎来爆发。AI 网络正在同步强化 **Scale out**（横向扩展）和 **Scale up**（纵向升级）两层互连架构，以解决算存瓶颈，其中 **Scale up** 的重要性显著上升。主流方案包括英伟达的 NVLink（专有协议，降低延迟和功耗）、AMD 和谷歌等厂商发起的 UALink 等。随着 **Scale up** 规模大幅扩张，网络连接方案也趋于多元化，而鉴于铜缆传输速率逼近物理极限、英伟达等巨头加速布局硅光技术的产业趋势，以及高速光模块正加速向硅光技术路线迁移的行业共识，硅光技术是 2026 年海外 AI 通信的发展重点。即使商业化放量节奏仍受到良率、成本和系统导入进展等因素制约，但通过光通信技术创新来突破算力硬件的性能瓶颈，已经成为海外科技大厂的主流观点。

电源与冷却系统在高密度算力需求下迎来升级。AI 机柜功率密度正向数十千瓦甚至更高水平提升，部分高端部署已远超传统数据中心标准。而 HVDC（高压直流）通过减少交流降压步骤提升效率，是高密度 AI 数据中心值得重视的供电方向之一。同时，电源和冷却系统是算力可靠性的基础，预计液冷渗透率将持续提升，其中的技术领先企业值得关注。

图表 68：数据中心电力传输：从电网到 GPU



资料来源：Onsemi、浦银国际

AI 软件方面，此前市场默认只要与 AI 相关，软件与平台都会受益，但当下资本市场把应用层公司区分为 AI 受益者、AI 中性者和 AI 潜在受损者。同时行业范式开始从 SaaS 向 SaaS (Software as a Labor, 软件即劳动力) 迁移。比如 Salesforce 把 CRM、Data Cloud 与智能体执行体系整合成统一工作平台，这种“系统记录+系统执行”的闭环，是公司能够从附加功能收费进一步走向 workflow 价值收费的前提（图表 69）。市场重点聚焦于 AI 收入/年度合同价值 (ACV) /年度经常性收入 (ARR) 披露是否持续提升，AI 是否带来 ARPU、客单价或定价层级上移，利润率或自由现金流是否同步改善，以及企业/广告主是否能量化看到投入产出比。因此，拥有深度 workflow、强大数据壁垒、已披露 AI 收入指标的 SaaS 龙头值得关注。

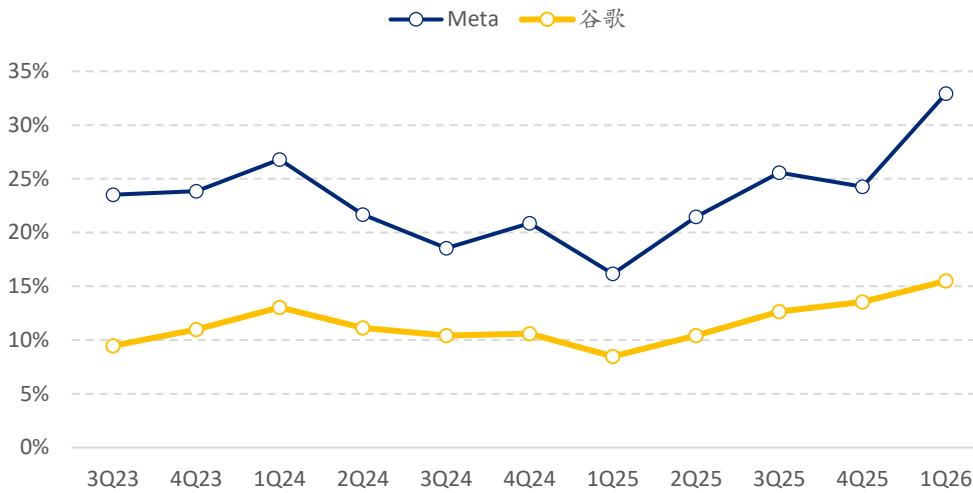
图表 69: Salesforce Agentforce: 人类、智能体、数据与 CRM 协作的新模式



资料来源: Salesforce、浦银国际

对于平台公司,投资框架的焦点应从资本开支转向投资回报率验证。这些平台拥有现成的流量和商业闭环,AI的影响能更快地反映在财务报表中。比如Meta,其广告业务在AI驱动下实现量价齐升,广告转化率和用户时长的持续改善,证明了AI投入已形成正反馈。谷歌则通过搜索和云业务双轮驱动,Google Cloud不仅收入增速显著提升,营业利润率也同步改善(图表70)。因此,我们认为评估平台公司的核心指标不再是有没有AI产品,而是广告ROI是否改善、云增速是否提速、利润率能否稳定。平台公司的重估逻辑是“AI投入已开始通过广告与云收入兑现”,估值更依赖ROI持续性而非单次惊喜。因此,已经在广告或云业务中验证AI提效,并能把收入增长传导至利润率的互联网平台值得关注。

图表 70: Meta 与谷歌广告业务季度收入同比增速



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新框架下的估值方法重构。在新的框架下,对 AI 产业链上的公司不能像以前一样都采用 PE 或 PS 估值,而是需要根据公司的发展情况来选择适当的估值方法。我们总结出以下三个估值方法:

一、盈利可见度,即单位盈利波动所对应的超额回报质量。市场并不会奖励所有高增长公司,而是更偏好业绩、预期与交易反馈一致性更高的标的。对于收入高增长但利润不稳定,依靠“持续烧钱换规模”的公司,它们的估值应更接近主题成长,而收入增速略低但利润兑现度高、现金流质量强的平台公司,应获得更高估值锚。

二、PEG 比率。当前美股 AI 龙头之间盈利增速差异显著,仅用 PE 估值容易误判,PEG 比静态 PE 更适合用于 AI 龙头的估值,可作为高增长龙头横向比较的辅助估值工具。

三、自由现金流 (FCF) / 资本开支 (Capex)。在 AI 军备竞赛背景下,云厂商的资本开支能否被自由现金流覆盖,成为衡量财务健康度的关键。如果 FCF/Capex 比率相对越高,则意味着企业在 AI 相关领域的投资对公司整体业务的稳健性影响越小,相关投资也更具可持续性。

新的投资框架应配置一套动态的风险监测指标。过去我们重点关注模型参数和芯片制程,现在我们需要持续跟踪三大类信号:一是财务验证信号, Hyperscaler 的资本开支增速是否与云收入增速匹配;二是瓶颈转移信号,例如 HBM 报价与认证节奏、数据中心并网进度等;三是外部政策信号,美国对华半导体出口管制、AI 芯片全球扩散框架等政策变化,将从全球需求侧和供给侧重塑美股 AI 企业的成长空间。

下面,我们梳理出 38 家海外人工智能产业链上的代表公司供大家参考,涵盖了基础层、技术层和应用层(图表 71)。

图表 71：海外 AI 产业链代表公司梳理

股票代码	名称	行业组	市值 (亿美元)	市盈率 (倍)	PEG (%)	FCF/ CAPEX	YTD 表现 (%)
NVDA US	英伟达	半导体与半导体设备	519,695	25.4	0.4	26.3	15%
TSM US	TSMC	半导体与半导体设备	226,488	27.9	0.9	0.7	44%
AVGO US	博通	半导体与半导体设备	226,900	41.7	0.8	54.5	39%
MU US	美光科技	半导体与半导体设备	121,747	17.4	0.1	1.5	278%
000660 KS	SK 海力士	半导体与半导体设备	107,130	7.9	0.1	3.6	252%
AMD US	AMD	半导体与半导体设备	88,463	70.1	1.3	6.8	153%
ASML NA	阿斯麦	半导体与半导体设备	66,900	45.7	1.4	6.5	62%
ARM US	ARM	半导体与半导体设备	43,987	185.8	6.5	5.7	277%
LRCX US	泛林集团	半导体与半导体设备	42,983	55.9	1.6	5.8	101%
AMAT US	应用材料	半导体与半导体设备	39,759	37.1	1.4	2.3	95%
QCOM US	高通	半导体与半导体设备	26,351	21.4	21.2	8.0	48%
MRVL US	美满电子科技	半导体与半导体设备	26,388	54.8	1.1	6.4	255%
ALAB US	Astera Labs	半导体与半导体设备	6,231	106.7	3.2	8.7	119%
ASM NA	ASM 国际	半导体与半导体设备	5,137	40.7	1.3	4.3	74%
BESI NA	BE 半导体	半导体与半导体设备	2,716	73.2	1.0	0.2	117%
AMZN US	亚马逊	非必需消费品分销	268,949	25.4	1.4	-0.1	8%
AAPL US	苹果	技术硬件与设备	455,690	35.0	2.6	8.6	14%
005930 KS	三星电子	技术硬件与设备	136,271	8.4	0.1	2.6	196%
DELL US	戴尔科技	技术硬件与设备	27,352	27.0	0.7	4.3	237%
ANET US	Arista 网络	技术硬件与设备	21,957	47.0	2.4	25.2	33%
SMCI US	超微电脑	技术硬件与设备	2,852	18.0	0.6	48.7	62%
GOOGL US	谷歌	媒体与娱乐	433,008	26.3	N/A	0.1	15%
META US	Meta	媒体与娱乐	158,139	17.0	1.1	0.0	-6%
RDDT US	Reddit	媒体与娱乐	3,263	30.4	0.6	116.7	-26%
SNAP US	Snap	媒体与娱乐	950	10.1	0.2	0.8	-29%
MSFT US	微软	软件与服务	317,447	26.9	1.5	0.4	-11%
ORCL US	甲骨文	软件与服务	66,244	33.2	1.6	-0.3	19%
PLTR US	帕兰提尔技术	软件与服务	34,090	110.2	2.1	108.9	-20%
NOW US	ServiceNow	软件与服务	12,155	32.7	N/A	3.1	-23%
ACN US	埃森哲	软件与服务	10,906	14.2	N/A	14.2	-33%
ADBE US	奥多比	软件与服务	10,357	11.7	0.9	33.5	-27%
DDOG US	数据狗	软件与服务	8,912	113.5	7.4	11.0	84%
SNOW US	Snowflake	软件与服务	8,363	146.0	5.5	5.3	10%
INTU US	财捷集团	软件与服务	8,519	14.9	1.0	5.3	-53%
MDB US	MongoDB	软件与服务	2,962	66.1	5.4	24.3	-12%
TEAM US	Atlassian	软件与服务	2,586	21.1	0.9	53.3	-37%
GTLB US	Gitlab	软件与服务	522	42.9	1.5	9.4	-18%
VRT US	维谛技术	资本品	12,731	50.1	1.5	3.3	105%

注：数据截至 2026 年 6 月 1 日。

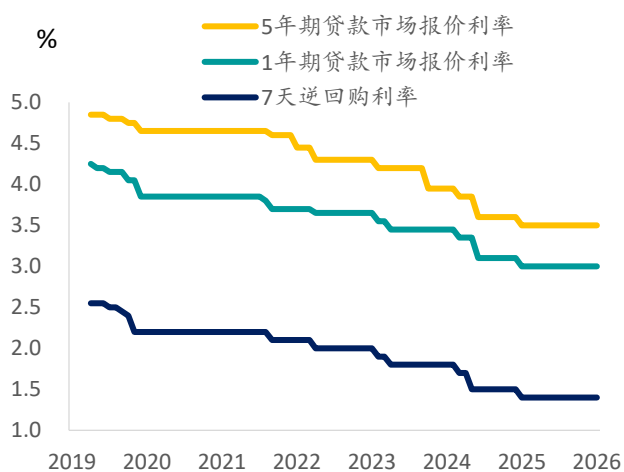
资料来源：Bloomberg、Wind、浦银国际

3. 以 C.A.S.T 框架重构杠铃策略的投资逻辑

中国 HALO 资产的核心价值在于体系完整性支撑下的优势资产价值重估。中美市场 HALO 交易的底层逻辑有一定相似之处，都是在 AI 技术加速迭代的背景下，寻找那些具有实物资产支撑、难以被技术迭代颠覆的投资标的。但在具体投资逻辑、底层资产基础、估值和政策环境等方面，中美市场有着明显的差异。美国 HALO 交易的核心在于对存量资产稀缺性的再定价，而中国则更多体现为对传统优势重资产与新兴科技成长股的价值重估。在投资逻辑上，中国传统重资产央国企的高股息与稳定现金流在低利率环境下被重新定价，而高端制造、半导体等硬科技企业则借助 AI 浪潮实现从周期向成长的估值跃迁。这种“体系完整、估值洼地、政策托底”的组合，构成了中国 HALO 资产区别于美国 HALO 资产的核心价值所在。

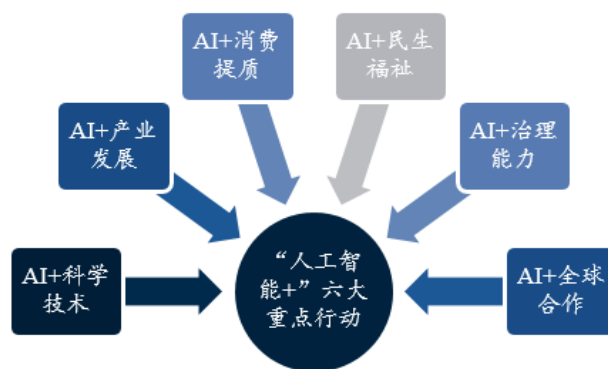
在政策上，中国特有的制度安排为 HALO 资产的盈利稳定性提供了额外支撑。以电力等传统重资产行业为例，容量电价机制和监管层对分红与市值管理的引导，使得这类板块在能源转型中仍能保持稳健的回报预期。此外，“六张网”（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网）作为国家顶层战略，正加速推进总投资规模达数万亿元的基建项目。通过算电协同、人工智能赋能等形成多网融合体系，有力释放现代化基础设施的全链条效能。正如“十五五”规划建议中所强调，“人工智能+”需要赋能科技创新与产业升级。人工智能将引领新一轮科技革命，并催生新质生产力，最终推动制造业转型与全要素生产率的根本性提升。短期来看，政策支持的价值主要体现在集中资源解决关键瓶颈问题和加速产业化落地。面对外部技术限制，我们预计政策资源将高度集中于攻克“卡脖子”领域的技术瓶颈，以期在核心关键环节实现技术突破和国产化替代，从而确保产业链和供应链的安全与稳定。“人工智能+”六大重点行动等政策为人工智能在各行业的应用落地提供了清晰的指引和支持，有助于加速人工智能技术的商业化进程。

图表 72：当前中国的利率处于偏低水平



注：数据截至 2026 年 5 月 27 日。资料来源：Wind、浦银国际

图表 73：中国更强调 AI 对经济、社会、产业发展的赋能



资料来源：Wind、浦银国际

图表 74：中美市场 HALO 交易的多维度对比

对比维度	美国市场	中国市场
投资逻辑	资产稀缺性重估： 聚焦“重资产、低淘汰率”特征，当实物资产因建设周期长、监管严、供给弹性有限而成为稀缺资源时，企业获得超越短期现金流的估值溢价。	优势资产价值重估： 一方面，传统重资产央国企的高股息与稳定现金流在低利率环境下被重新定价；另一方面，具备全球竞争力的硬科技企业（如高端制造、半导体）借助 AI 浪潮实现从周期股向成长股的估值跃迁。
底层资产基础	存量稀缺性： 以电力为例，电网建设周期长、新增供给受限。AI 数据中心带来的需求激增预期，迅速放大了存量资产的稀缺价值，驱动估值重估。	体系完整性： 中国电力工业体系在全球规模领先、体系较为完整，电源结构多元协同，特高压骨干网实现全国互联，产业链全链条自主可控，制度上统一规划与市场化并行。
估值水平	公用事业板块估值已处于历史较高水平，显著偏离历史中枢。	传统重资产板块估值普遍处于历史偏低分位，具备修复空间。
宏观与政策环境	高利率环境下防御需求上升。	低利率环境下高股息吸引力凸显，政策端支持提供盈利稳定性支撑。

资料来源：高盛、浦银国际

我们提炼出更符合中国本土化配置的 **C.A.S.T.框架——Core Assets（核心资产）+ AI Infrastructure（AI 基建）+ Stable Cash Flow（稳定现金流）+ Tech Moats（技术壁垒）**。C.A.S.T.框架结合中国市场杠铃策略的核心思路，使得两端的投资逻辑更清晰：防御端依托央国企的资源禀赋与政策支持（C：核心资产）、以及现金流优势（S：稳定现金流），为组合提供防御；成长端受益于 AI 算力基建超级周期及国产替代（A：AI 基建+T：技术壁垒），捕捉成长与弹性。

1. C.A.S.T.框架的构建逻辑与杠铃策略的融合

C.A.S.T.框架的核心在于将杠铃策略两端的内在驱动力进行结构化拆解。

杠铃左端（C+S）：硬核防御。防御端聚焦传统重资产价值重估，以高股息为主要特征。防御端的核心价值不仅在于有形资本的不可复制性，更体现在体系完整性支撑下的优势资产价值重估，具有“核心资产（Core Assets）”的战略地位与“稳定现金流（Stable Cash Flow）”的财务特征。在低利率环境下，这类防御性资产凭借高股息与稳定的自由现金流，具备穿越周期的配置价值。

杠铃右端（A+T）：永续成长。成长端的价值不仅在于“AI”的主题热度，更在于其“AI 基础设施（AI Infrastructure）”的业绩兑现能力与“技术壁垒（Tech Moats）”的护城河深度。光模块、高端 PCB、液冷散热、算力芯片等领域，已深度嵌入国内外 AI 算力集群建设，国产化进程与海外需求形成共振，订单可见度高、业绩持续兑现。这些环节的高技术壁垒，决定了其价值增长具有更强的可持续性，而非短期主题炒作。

图表 75：浦银国际 C.A.S.T. 框架释义

字母	英文	中文	对应内容	杠铃归属
C	Core Assets	核心资产	防御端：传统重资产（能源、资源、电力、交运） 依托国有骨干企业的资源禀赋与规模优势，构成国家经济运行的底层基础设施	杠铃左端：硬核防御
A	AI Infrastructure	AI 基建	成长端：算力芯片、光模块、PCB、液冷等 深度嵌入 AI 基建浪潮，业绩兑现能力强，国产替代空间广阔	杠铃右端：永续成长
S	Stable Cash Flow	稳定现金流	防御端的核心收益特征：高股息、低估值、盈利稳健，在低利率环境下具备显著的防御价值	杠铃左端：硬核防御
T	Tech Moats	技术壁垒	成长端的核心竞争要素：硬科技企业的全球竞争力与国产化突破能力，构筑难以复制的护城河	杠铃右端：永续成长

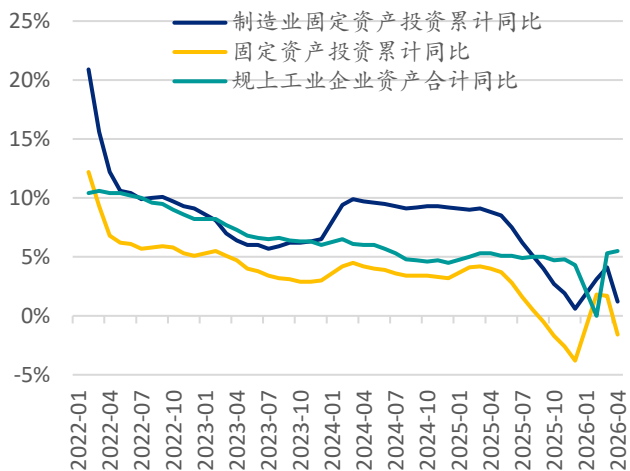
资料来源：浦银国际

2. C.A.S.T. 框架的双轮驱动：硬核防御与永续成长

防御端：聚焦传统重资产价值重估，以高股息为主要特征。重点关注石油石化、煤炭等上游资源品龙头企业。这类企业凭借对不可再生资源的占有，构筑了天然的进入壁垒。电力、交通运输等公用事业类资产，形成了难以被技术迭代侵蚀的护城河。在个股筛选上，建议重点关注具有低估值、高分红、现金流稳定、高 ROE、资产结构稳健特征以及顺应结构性转型方向的央企上市公司。

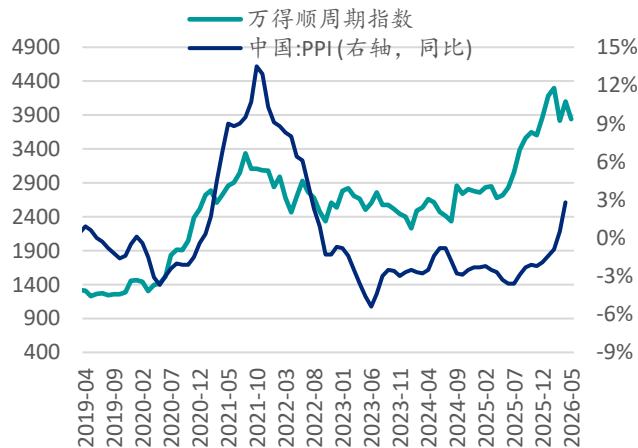
估值重塑需由周期反转带来的盈利提升驱动。随着国内经济走出通缩预期、工业品价格指数有望回升，价格因素或对重资产行业盈利形成一定支撑，有利于估值修复（图表 76、图表 77）。然而，盈利增长才是估值重塑的关键。房地产行业长期去杠杆导致新开工面积持续下行，传统基础设施建设规模收缩难以对冲房地产需求缺口，压制了钢铁、水泥等上游资源品需求。尽管 PPI 在过去三个月出现短期反弹，但是若缺乏终端需求的实质扩张，传统重资产行业将容易陷入“量缩价涨”格局，盈利弹性弱于“量价齐升”阶段。

图表 76：在全球复杂环境下，中国工业增速止跌回升



资料来源：Wind、浦银国际

图表 77：过往 A 股周期股估值修复伴随 PPI 回升



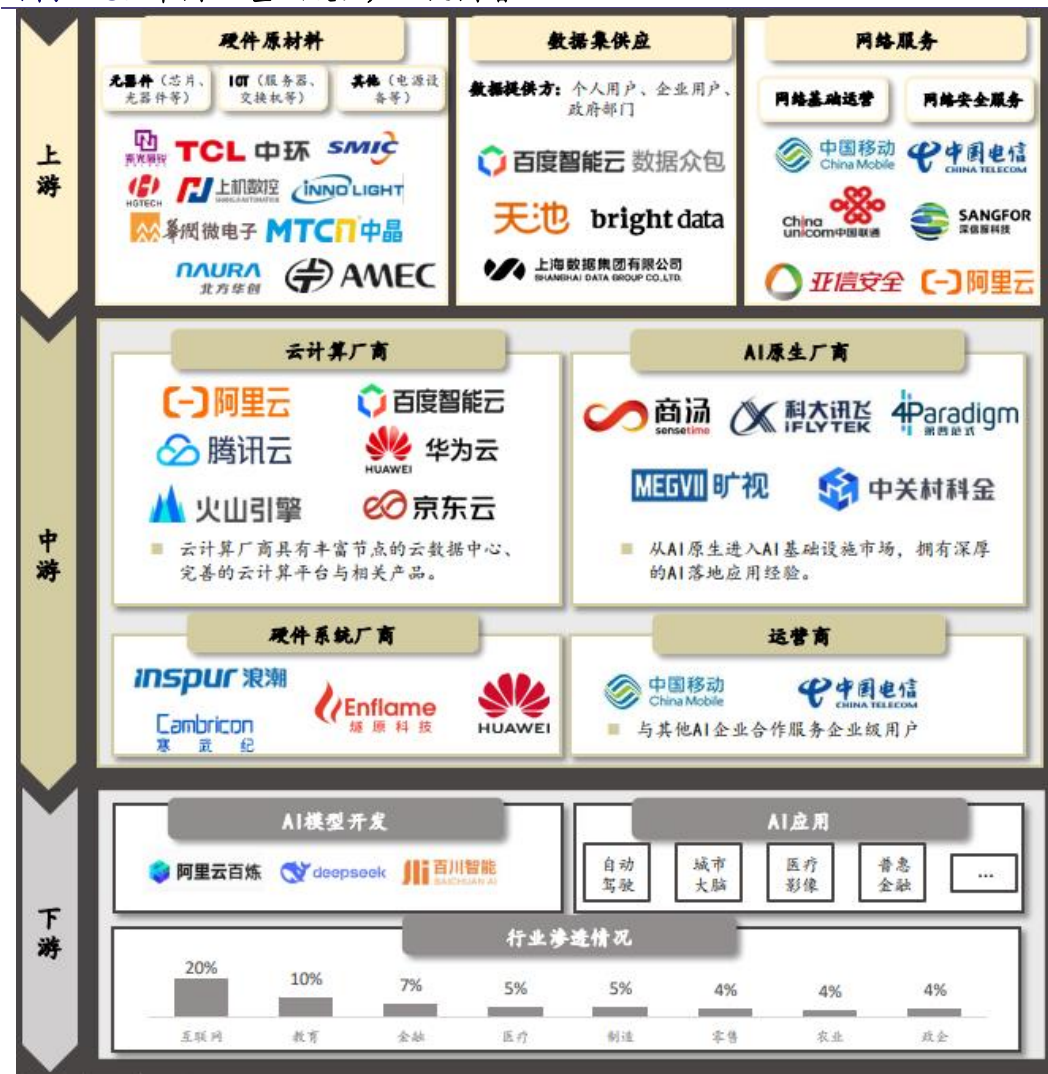
注：PPI 数据截至 2026 年 4 月，万得顺周期指数表现截至 5 月。

资料来源：Wind、浦银国际

杠铃右端 (A + T): 成长端聚焦 AI 产业链的战略性资产。当前, 中国 AI 产业链中算力基础设施板块 (如光模块、PCB/CCL) 的高增长具备强持续性。美国对中国先进技术的限制将加速中国先进技术的国产化进程, 2026 年仍将是中国 AI 基建超级周期。为了应对外部挑战并推动“人工智能+”战略, 国内算力基建的加速部署成为必然, 这意味着算力基础设施板块业绩的高增长具备较强的持续性。

算力产业链涵盖了服务器与硬件、数据中心 (IDC) 服务、云计算与软件、网络设备与解决方案 (包括光模块)、芯片与半导体、能源与制冷等多个细分赛道, 这些上游环节的需求有望持续增加。国产算力产业链受自主可控逻辑驱动, 表现出高弹性但波动较大的特征, 股价与国产化进度紧密相关。因此, 我们认为已经出现业绩兑现的光模块等算力基础设施领域, 其高增长并非短期现象, 在国产化替代和 AI 基建超级周期的双重驱动下, 有望在未来几年继续保持强劲势头。然而, 端侧硬件和应用目前仍以预期驱动为主, 其价值表现取决于未来产品落地和商业模式验证。

图表 78: 中国 AI 基础设施产业链图谱



资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

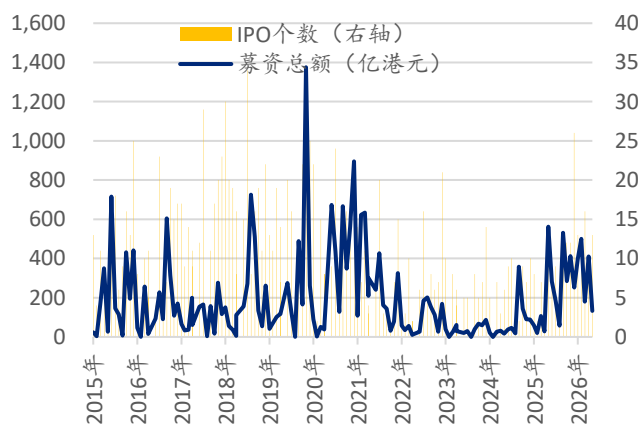
4. 港股 IPO 打新仍有望带来超额收益

港股 IPO 延续复苏势头，锁定新股超额收益。今年前 5 个月已有 62 只新股上市，共募资约 1,622.4 亿港元（图表 79）。新股首日平均涨幅达 48.3%，“硬科技”企业成为 IPO 的重要引擎，A+H 上市潮持续。胜宏科技(2476.HK)、华勤技术(3296.HK)等大型 A+H 项目陆续完成招股，进一步推高了今年前五个月的募资总额。我们预计今年打新仍能带来超额收益，但需精选个股，建议积极布局 A+H 龙头打新、科技行业隐形冠军等潜在受益标的。中签后上市当日卖出还是持有，高度依赖于行业赛道与公司质地、以及 IPO 募资净额等因素。

打新赚钱效应显著提升。从投资回报的角度，2025-2026 年港股新股的赚钱效应达到了近年来的最高水平。截至 5 月底，2026 年上市新股的平均首日收益率约为 68.6%，较去年全年的 36.6% 进一步上升，远高于 2019-2024 年的平均水平（约 8%），平均破发率由去年的 27% 进一步下行至 11%（图表 80）。值得注意的是，今年新股上市后短期表现较佳，上市后 5 天平均上涨 5.6%，上市后三个月平均上涨 12.1%（图表 81）。其中，多只硬科技新股表现尤为亮眼。比如，思格新能(6656.HK)上市首日涨幅达 103.4%，长光辰芯(3277.HK)首日上漲 75.5%，群核科技(68.HK)首日更是一度涨超 160%。这些高收益案例进一步激发了市场参与者的打新热情，形成了正向循环。

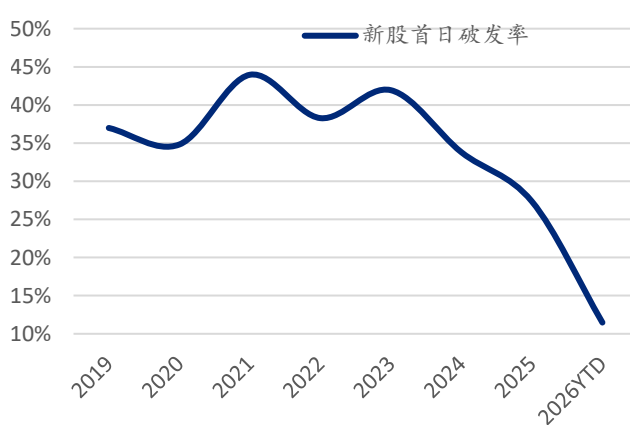
A+H 上市热潮兴起。A 股龙头企业赴港上市是本轮港股 IPO 复苏最显著的特征之一。港交所持续优化审批流程，为合资格 A 股公司提供“快速通道”，审核周期显著缩短。同时，AH 溢价指数持续收窄使得港股定价对 A 股公司更具吸引力。此外，国际投资者对中国优质资产的配置需求回升，港股市场提供了更为便利的跨境投资渠道。截至 5 月底，今年 A+H 上市公司已达到 19 家，正在筹备赴港上市及已递表的 A 股公司接近 75 家，其中不乏超大型科技和消费行业的龙头企业。后续这些企业将成为 2026 年下半年港股 IPO 市场强劲的储备。

图表 79：2026 年，港股 IPO 规模持续扩大



注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。资料来源：HKEx、浦银国际

图表 80：今年以来，港股新股破发率进一步下行



注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 81：2019 年以来香港市场新股主板上市后表现回顾

日期	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
首日涨跌幅	9.3%	16.7%	9.8%	5.6%	2.9%	8.6%	36.6%	68.6%
T+5D	-1.6%	-1.4%	0.9%	-0.2%	0.5%	1.5%	1.9%	5.6%
T+10D	1.5%	-1.7%	-0.9%	-1.9%	0.5%	2.5%	2.1%	-1.3%
T+20D	2.3%	1.2%	-3.7%	-0.7%	2.8%	5.3%	5.1%	-1.1%
T+3M	-2.4%	0.2%	-12.4%	4.2%	8.6%	26.7%	21.9%	12.1%
T+6M	-0.9%	0.0%	-24.6%	-7.3%	1.8%	31.6%	26.4%	
IPO 数量	148	136	91	82	70	70	117	61

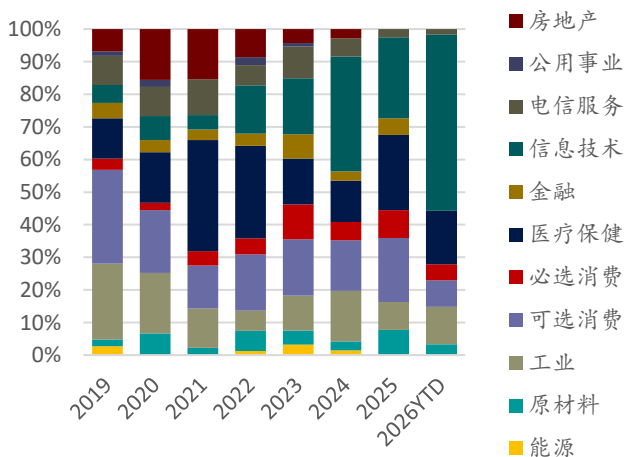
注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。D 为交易日，M 为月。

资料来源：Wind、浦银国际

2026 年以来，港股 IPO 呈现出鲜明的结构性复苏态势。从今年的上市数量来看，截至 2026 年 5 月底，信息技术行业以 33 家上市位列第一，在全部 IPO 数量占比超过“半壁江山”（约 54%），较去年的 25% 进一步上行，医疗保健行业以 10 家紧随其后，工业以 7 家排名第三（图表 82）。从募资规模来看，信息技术行业在总募资金额中占比为 65%，较去年的 31% 明显提升，其后为可选消费（21%）和原材料（11%）（图表 83）。

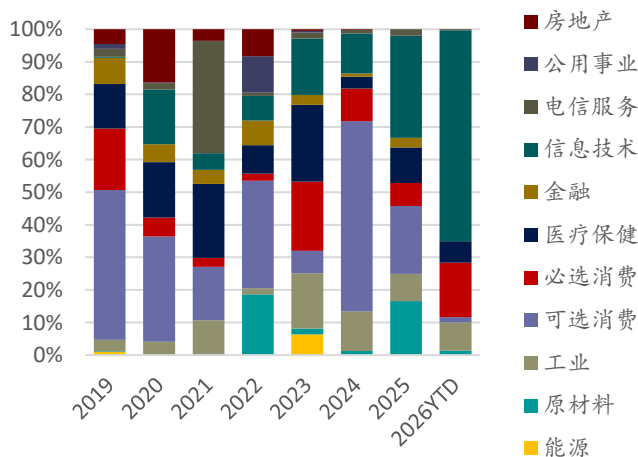
硬科技企业成为港股 IPO 的重要引擎。值得一提的是，2026 年以来半导体等 AI 硬件行业企业有加速上市的迹象，这反映出在地缘政治环境下，相关企业对拓展国际融资渠道的需求日益迫切。胜宏科技（2476.HK）、澜起科技（6809.HK）、大族数控（3200.HK）等大型 A+H 科技股等贡献了高额融资，而 MINIMAX（100.HK）、智谱（2513.HK）、群核科技（68.HK）、璧仞科技（6082.HK）等 AI 产业链相关企业也表现十分活跃。

图表 82：港股 IPO 数量行业分布情况



注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

图表 83：港股 IPO 募资金额行业分布情况



注：数据截至 2026 年 5 月 31 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

我们维持对下半年港股 IPO 市场的乐观判断。2026 年港交所有望继续领跑全球 IPO 市场，全年募资规模有望突破 4,000 亿港元。随着更多大型 A+H 项目和硬科技企业在港上市，港股市场的行业结构和投资者结构将持续优化。港股通纳入效应持续增强、南向资金来源不断流入，将为港股市场提供坚实的资金面支撑。香港市场作为连接中国优质资产与全球资本的核心枢纽地位将进一步巩固。

我们预计打新仍是 2026 年港股市场的有效超额收益来源。鉴于当前新股上市后的优异表现和相对合理的中签率，积极参与优质新股的申购具备较高的风险收益比。对于投资者而言，跟随 A+H 上市浪潮，可提前布局有港股上市预期的 A 股龙头的打新机会。A+H 公司 H 股上市后的 AH 溢价收敛过程将提供套利空间。行业方面，可重点关注生物医药、软件服务、半导体等硬科技赛道的优质个股打新。对于中长期投资者而言，可在新股上市后的合理估值区间布局具备核心技术壁垒和清晰成长路径的标的。同时，关注港股 IPO 复苏对港交所（388.HK）及头部券商的业绩产生提振效应。

精选个股之外，择时锁定收益亦十分重要。我们重点对今年港股新上市公司的表现进行分析（图表 84），发现中签后上市当日卖出还是持有，高度依赖于行业赛道与公司质地、以及募资净额。从行业上看，对于具备核心技术壁垒、处于高景气周期的半导体及 AI 算力公司，市场愿意给予更长时间的估值认知与更高的溢价，上市后持有至今跑赢首日卖出的概率较高，比如多个数码解决方案服务、半导体设备及电子零件等硬科技及 AI 应用公司。相反，消费、传统工业制造及部分周期性行业，更适宜采取上市首日兑现的策略。从市值上看，募资净额在 20 亿至 100 亿港元间，且具备行业稀缺性的个股，上市后持有至今跑赢首日卖出的概率较高。因为这类公司既具备一定的流动性基础，又尚未被市场完全定价，存在认知差带来的价值重估空间。然而，募资额偏低（小于 20 亿港元），或超大型项目（大于 100 亿港元），更适宜采取上市首日兑现的策略。

图表 84：2026 年以来香港主板新上市公司概览

证券代码	证券简称	行业	上市日期	募资净额 (亿港元)	IPO 首日 涨跌幅 (%)	上市以来 涨跌幅 (%)
6082.HK	壁仞科技	数码解决方案服务	2/1/2026	62.0	76%	199%
2513.HK	智谱	数码解决方案服务	8/1/2026	48.1	13%	739%
2675.HK	精锋医疗	医疗设备用品	8/1/2026	12.9	31%	23%
9903.HK	天数智芯	半导体	8/1/2026	35.1	8%	313%
0100.HK	MINIMAX	数码解决方案服务	9/1/2026	52.9	109%	397%
3636.HK	金寻资源	铜	9/1/2026	12.1	26%	-25%
6938.HK	瑞博生物	生物技术	9/1/2026	19.6	42%	5%
0501.HK	豪威集团	半导体	12/1/2026	52.0	16%	-14%
1641.HK	红星冷链	地产投资	13/1/2026	2.5	0%	-46%
3986.HK	兆易创新	半导体	13/1/2026	53.1	38%	220%
8610.HK	BBSB INTL	重型基建	13/1/2026	0.5	12%	0%
9611.HK	龙旗科技	消费性电讯设备	22/1/2026	15.2	4%	-26%
1768.HK	鸣鸣很忙	包装食品	28/1/2026	40.6	69%	97%
9980.HK	东鹏饮料	非酒精饮料	3/2/2026	109.4	2%	-30%
2768.HK	国恩科技	特殊化工用品	4/2/2026	10.0	12%	31%

2677.HK	卓正医疗	医疗及医学美容服务	6/2/2026	2.2	13%	-53%
2714.HK	牧原股份	禽畜肉类	6/2/2026	118.7	4%	13%
3200.HK	大族数控	工业零件及器材	6/2/2026	53.4	15%	49%
6809.HK	澜起科技	半导体	9/2/2026	79.5	64%	235%
0600.HK	爱芯元智	半导体	10/2/2026	28.3	0%	-17%
2720.HK	乐欣户外	玩具及消闲用品	10/2/2026	2.9	102%	105%
0470.HK	先导智能	工业零件及器材	11/2/2026	48.1	0%	25%
2706.HK	海致科技集团	数码解决方案服务	13/2/2026	6.6	242%	82%
9981.HK	沃尔核材	工业零件及器材	13/2/2026	27.3	3%	-19%
2649.HK	优乐赛共享	印刷及包装	9/3/2026	1.8	-44%	-65%
2692.HK	兆威机电	工业零件及器材	9/3/2026	18.3	2%	-3%
2715.HK	埃斯顿	重型机械	9/3/2026	14.1	-16%	-5%
3268.HK	美格智能	消费性电讯设备	10/3/2026	10.9	2%	-20%
7489.HK	岚图汽车	汽车	19/3/2026	0.0	-13%	-21%
1989.HK	广合科技	电子零件	20/3/2026	31.9	34%	192%
2701.HK	国民技术	半导体	23/3/2026	9.4	4%	19%
3355.HK	飞速创新	互联网服务及基础设施	23/3/2026	17.9	13%	4%
2632.HK	泽景股份	汽车零件	24/3/2026	6.5	-37%	138%
2729.HK	凯乐士科技	数码解决方案服务	24/3/2026	5.6	84%	118%
1021.HK	华沿机器人	工业零件及器材	30/3/2026	17.0	8%	7%
2526.HK	德适	医疗设备及用品	30/3/2026	7.2	112%	218%
2726.HK	瀚天天成	半导体设备与材料	30/3/2026	15.6	35%	53%
6636.HK	极视角	数码解决方案服务	30/3/2026	4.3	150%	148%
0664.HK	铜师傅	玩具及消闲用品	31/3/2026	3.9	-49%	-64%
3625.HK	傅里叶	半导体	31/3/2026	4.2	100%	229%
6656.HK	思格新能	能源储存装置	16/4/2026	41.9	103%	65%
0068.HK	群核科技	应用软件	17/4/2026	12.7	144%	235%
3277.HK	长光辰芯	电子零件	17/4/2026	25.0	76%	109%
2476.HK	胜宏科技	电子零件	21/4/2026	228.8	50%	57%
3296.HK	华勤技术	消费性电讯设备	23/4/2026	44.6	13%	40%
1879.HK	曦智科技	半导体设备与材料	28/4/2026	23.8	384%	387%
2493.HK	迈威生物	生物技术	28/4/2026	11.9	1%	-4%
6810.HK	商米科技	电脑及周边器材	29/4/2026	9.2	241%	217%
1609.HK	天星医疗	医疗设备及用品	5/5/2026	7.6	118%	120%
1187.HK	可孚医疗	医疗设备及用品	6/5/2026	10.1	-1%	-4%
1236.HK	乐动机器人	数码解决方案服务	11/5/2026	8.068	128%	43%
7630.HK	英派药业	生物技术	13/5/2026	7.595	108%	102%
7666.HK	剂泰科技	生物技术	13/5/2026	19.927	127%	45%
6871.HK	翼菲科技	工业零件及器材	18/5/2026	6.729	76%	18%
1511.HK	驭势科技	数码解决方案服务	20/5/2026	7.954	-5%	29%
7688.HK	拓璞数控	工业零件及器材	20/5/2026	16.064	80%	35%
6872.HK	丹诺医药	药品	22/5/2026	5.983	179%	154%
0901.HK	华曦达	消费性电讯设备	27/5/2026	5.700	87%	99%
2723.HK	深演智能	广告及宣传	27/5/2026	4.651	266%	541%
3310.HK	云英谷科技	半导体	27/5/2026	10.191	92%	47%
3388.HK	创想三维	电脑及周边器材	29/5/2026	12.723	21%	21%

注：数据截至2026年5月29日；

资料来源：Wind、浦银国际

五、行业配置、轮动与风格切换

1. 中国股票市场：精选高景气科技赛道，增配高弹性周期行业

MSCI 中国指数行业配置：今年下半年我们较看好信息科技和材料行业。

信息科技：AI 仍为下半年市场确定性较高的核心主线。上半年，受益于 AI 算力持续投资拉动，硬科技企业普遍迎来业绩与估值的双重提升，尤其光通信、存储芯片等细分赛道表现亮眼。下半年，我们预计在 Agentic AI 驱动的算力架构重构下，CPU 及其底层供应链有望迎来价值重估。Agentic AI 时代带动 agents 数量增加、单个 agent 任务执行频次及执行复杂度不断提升，驱动 token 消耗量指数级增长。AI 应用重心向高并发推理和多智能体编排倾斜，强化了负责调度协调的 CPU 取代负责计算的 GPU 这一变化，CPU 成为整个 AI 系统新的性能瓶颈和关键角色。同时，本轮结构性红利正迅速外溢到 AI 底层供应链，带动 CPU 配套的上游的 BT 载板/IC 载板、PCB 及材料和 DrMOS 等功率器件子板块呈现出周期性与成长性的共振。

材料：下半年，我们预计需求端将维持增长但增速放缓，总量扩张驱动的普涨行情或难再现，需要找到供给端格局稳定、同时具备结构性需求的确定性品种，比如铜、铝、锂等。铜：AI 超级周期下最受益的有色金属品种。需求端受 AI 数据中心扩张、电网升级、新能源汽车等增量需求拉动，但受全球铜矿供应增量影响，供给端缺口明显，供需格局持续偏紧。锂：价格经历近两年的大幅回调后已跌至成本线附近，随着全球 EV 渗透率继续提升，需求底部已逐步显现。铝：受国内 4500 万吨年产能天花板支撑，价格韧性优于铜，但需关注印尼新增供应的潜在压力。上述细分板块的股息率普遍在 3%-5%，在周期行业中属于攻守兼备品种。同时，电子化学品等受受益于 AI 芯片国产化与新能源汽车材料强劲需求驱动下，景气度较高，也值得关注。

行业轮动加快下，留意高成长科技板块与低估值重资产板块的相互切换。上半年，大部分行业都处于转弱和落后象限，只有信息技术和电信服务动能领先。恒生综合指数中，电信服务、综合企业、工业动能较强，信息技术、可选消费、医疗健康的动能有所改善，但必选消费、能源、房地产、金融和公用事业等动能转弱（图表 87）。沪深 300 指数呈现显著的结构性价行情，大部分板块（8 个）都处于落后和转弱区间，只有信息技术、电信服务动能较强，工业、能源和材料的动能转弱，医疗健康、可选消费、必选消费、公用事业和金融等动能落后（图表 88）。我们预计，下半年行业和风格轮动将会加快，需把握好主线与节奏才能获得更好的收益。

从关键指标来看：估值上，目前，大部分板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均高于其过去五年均值，但是消费（必选+可选）、医疗健康、电信服务整体估值仍偏低。从 2025-2028 年每股盈利的年复合增长率上看，信息技术和材料较为领先，但公用事业、金融和工业板块较为落后。从 ROE 来看，大部分行业的 ROE 都在 10% 以上，其中材料、必选消费行业的 ROE 在 15% 以上，但房地产和公用事业的 ROE 偏低。ROE 越高，表明公司的经营情况良好，盈利能力更好，股票长期收益率越高。从股利收益率来看，能源、金融和公用事业较高（图表 85）。

图表 85：MSCI 中国指数各板块关键指标

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	15.9	16.3	10.0	5.9	24.5	13.2	32.3	10.8	12.7	10.9	14.2
过去五年	22.3	22.2	7.3	5.1	36.7	9.3	22.8	11.4	20.1	10.2	10.1
过去十年	24.0	25.0	12.1	5.9	33.7	9.6	26.3	11.1	19.7	10.9	8.5
前瞻市净率											
当前	2.5	1.5	1.0	0.6	2.9	1.4	3.5	2.0	2.2	1.0	0.7
过去五年	3.9	2.4	0.8	0.6	3.1	1.0	2.7	1.5	2.6	1.1	0.7
过去十年	3.9	3.0	0.8	0.7	3.3	1.0	3.6	1.3	2.2	1.2	0.9
2025-2028 年 EPS 年复合增长率	12.0%	18.9%	10.4%	6.1%	9.6%	7.4%	26.5%	29.0%	11.9%	4.8%	33.8%
ROE	15.8%	9.2%	10.0%	10.2%	11.8%	10.3%	10.5%	18.1%	14.8%	8.7%	5.1%
股利收益率	3.9%	1.5%	5.9%	5.1%	1.0%	2.8%	0.6%	3.4%	1.5%	4.6%	3.0%

注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

量化解构与预测 MSCI 中国指数子行业 2026 年表现

我们在下面的计分卡中提供了 MSCI 中国指数的行业视图，主要是根据一组客观标准分配板块得分。这并不是纯粹的量化模型，而是一种工具，可以帮助我们系统地评估预计在未来几个季度推动相对表现的因素。同时，我们根据当下市场状况对不同类型的指标进行赋权。从综合得分上看，信息技术和材料板块得分较高（图表 86）。

图表 86：MSCI 中国指数各行业记分卡

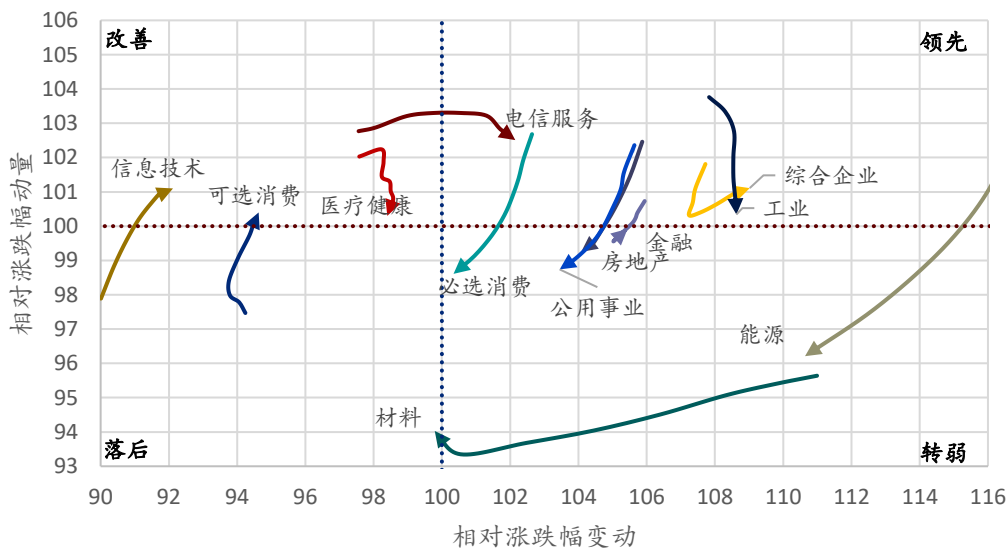
MSCI 中国行业	前瞻市盈率	2025-28 年 EPS CAGR	F12M ROE	F12M 自由现金流收益率	价格趋势与动量	盈利上调动能	赋权分数
标准	<5 年平均-0.5*3 年标准差	>MSCI 中国	>10%	>5%	L3M>0%	L3M>0%	
权重	10	30	10	10	20	20	
必选消费	10		10	10			30
可选消费		30					30
能源					20	20	40
金融						20	20
医药			10				10
工业					20		20
科技		30	10		20		60
材料		30	10	10		20	70
电信服务	10		10				20
公用事业							0
房地产		30		10			40

注：数据截至 2026 年 5 月 26 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

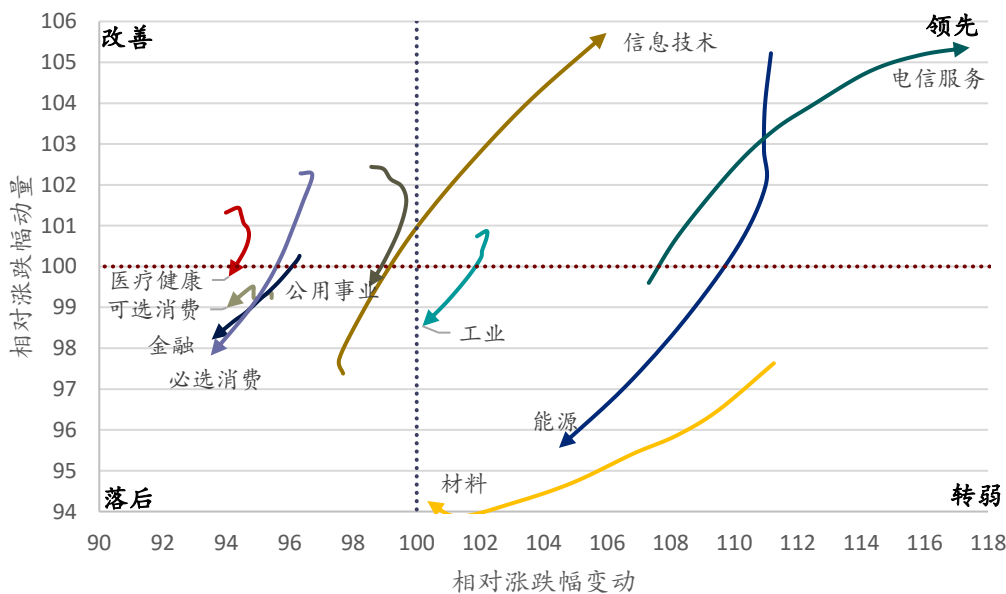
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来直观地显示板块轮动, X 轴代表相对强度 (RS-Ratio), 而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum), 界定出四象限, 即领先、转弱、落后和改善。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量, 各行业在图上一般按照顺时针方向移动。我们选取了截至今年 5 月 26 日的过去 8 周的数据, 来观察行业轮动趋势。

图表 87: 恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

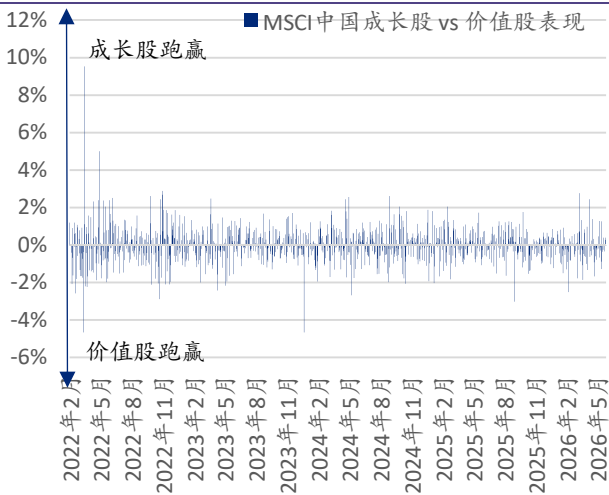
图表 88: 沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

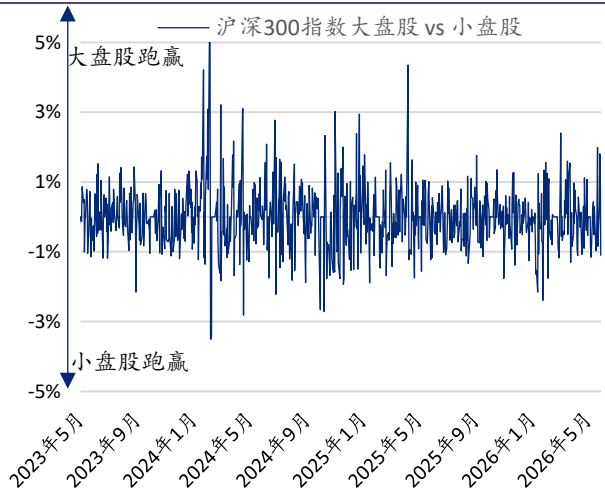
下半年成长风格仍将占优，但四季度风格可能再平衡。今年以来，尽管内外部不确定性较多，在 AI 主线的驱动下，成长股大幅跑赢了价值股 13.1%，小盘股跑赢了大盘股 6.5%（图表 89、图表 90）。下半年，风格演绎将取决于 AI 产业趋势、通胀、企业盈利和地缘政治风险等因素。如果中美关系阶段性持续缓和，宏观不确定性降低，投资者风险偏好提升，同时 AI 发展出现实质性突破，那么成长股和小盘股有望继续受到资金青睐。但如果 AI 进展不及预期，而国内 PPI 回升带动周期行业盈利改善，则大盘价值股吸引力将上升。进入四季度，尤其是临近美国中期选举，选情不确定性与美元阶段性走强可能叠加。如果全球流动性边际收紧，高估值成长股股价将承压，而大盘价值股相对防御优势更强。待选举结果明朗后，市场关注点将重新回归产业趋势和企业盈利。

图表 89：年初至今，成长股大幅跑赢价值股……



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 90：……小盘股跑赢大盘股



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们对 2026 年下半年 MSCI 中国指数各板块的主要观点

(1) 信息科技

硬件及半导体：细分板块来看，**1) 服务器/云端处理器 (CPU、Server SoC)：**Agentic AI 时代推动 agents 数量增加、单 agent 任务执行频次和单个任务复杂度上升，导致 token 消耗呈指数级增长。AI 应用重心向高并发推理与多智能体编排倾斜，强化了负责调度协调的 CPU 取代负责计算的 GPU 这一变化，CPU 成为整个 AI 系统新的性能瓶颈和关键角色，从而使对高核数、大缓存、高带宽 CPU 的需求大幅攀升，服务器架构中 CPU:GPU 的配比正由传统的 1:8 收敛至 1:1。受高核数/大缓存/高带宽诉求与供给受限驱动，CPU 交期拉长、ASP（平均售价）上行，景气度有望持续提升。**2) 高端 IC 载板 / 封装基板 (例如 ABF、BT 等)：**服务器 CPU 性能迭代与国产化推进带来基板订单强势放量，高端 IC 载板 (如 ABF 等) 持续供不应求，实现成长与国产替代的共振。**3) PCB 与高端覆铜板 (CCL) 及材料端：**CPU 配套 PCB 同步升级，AI 主板向高层、高速演进，带动高速 PCB 与高端覆铜板 (CCL) 等需求大幅增长；材料端新技术迭代与产品代际升级推动价格持

续跃迁，使得板块价格特征从以往的供需周期波动，转为由产品升级驱动的“持续通胀”。**4) 电源管理与功率器件 (DrMOS 等)**：随着 CPU 数量飙升与功耗上升，DrMOS 等电源类模拟芯片的用量呈倍数增长。目前该方向处于本轮模拟半导体周期反转启动初期，叠加国产替代机遇，可能出现周期与成长的共振行情。

软件及互联网：下半年投资机会在 AI 商业化落地带来的业绩与估值双重修复，“AI 浓度”仍是关键指标，地缘政治、全球流动性变化是扰动市场情绪的核心因素，重点关注业务转型、AI 子板块分拆带来的估值提升以及主业竞争格局优化对利润率的改善机会。细分板块来看：**1) 云服务**：Token 推理需求激增，云计算行业上行周期延续，板块或维持高景气度；**2) 电商**：国补基数影响逐渐减弱，竞争趋于理性，即时零售 UE 持续优化或为利润修复带来弹性；**3) 游戏**：长线运营仍是核心，渠道抽成下降优化利润结构；**4) 大模型**：聚焦 MaaS 模式向各领域深度渗透，推动 AI Agent 及垂直应用的商业化变现；**5) 具身智能**：出货量有望爆发式增长，但行业或迎来分化，从技术探索迈入资本化和商业化博弈阶段，资源进一步向头部集中。

(2) 可选消费

2H26 可选消费板块在需求端恐继续承压，且部分子板块或公司（尤其是新消费企业）面临较高的基数，收入表现短期可能仍面临挑战。然而，可选消费板块整体的估值已经回落到较低的水平，一旦出现需求改善或业绩反转的信号，股价有望表现出较强的弹性。值得注意的是，短期油价上涨对可选消费品整体成本的影响相比必选消费品更大，并可能在 2H26 影响部分可选消费品公司的毛利率。

(3) 必选消费

总体来看，在当下的消费环境下，必选消费的市场需求相较可选消费更稳定，且整体股息率更高。我们预计下半年市场避险情绪依然较强，投资者可能会更加倾向于配置必选消费板块。尽管必选消费今年无法再享受到 2025 年原材料价格大幅下降对毛利率带来的帮助，但原材料价格的企稳或小幅回升有利于行业竞争格局的改善，利好行业长期健康发展。

下半年我们相对更看好必选消费的表现，原因在于可选消费虽然当前的估值水平较低，但需求端恐持续承压，短期恐较难看到需求回暖的信号。在当下经济大环境下，必选消费品整体的市场需求与现金流相对更稳定，整体股息回报率也更高。而且，相比可选消费，短期油价上涨对必选消费整体成本的影响可能更小。

(4) 医疗健康

2026 年下半年，创新药出海与头部企业盈利改善仍将是医药板块的重要驱动因素。我们判断，创新药出海的中长期持续性主要来自四个因素：一是跨国药企在 2027-2028 年面临较集中的专利到期（LOE）压力，按不同统计口径，受影响的药品年销售额规模可达千亿美元级别，外部管线补充诉求持续提升；二是中国药企在分子设计、临床执行和开发成本方面的比较优势凸显，已成为跨国药企获取外部创新资产的主要来源之一；三是在国内支付端控费压力和商业化天花板约束下，海外授权、NewCo 和全球临床成为创新药资产价值重估的重要路径；四是 NewCo 模式在 2026 年上半年呈现更清晰的退出路径——Gilead 于 2026 年 3 月与 Ouro Medicines（康诺亚 NewCo）达成并购协议，Kailera Therapeutics（恒瑞 NewCo）于 2026 年 4 月登陆 Nasdaq，分别对应产业并购与二级市场 IPO 两类验证场景。

细分板块上，我们对创新药与 CXO 子板块持乐观态度。**创新药方面**，头部 Biotech 陆续进入收入与利润兑现期，叠加 License-out 交易高景气延续，板块中长期资产重估逻辑仍在延续。**临床催化剂方面**，芦康沙妥珠单抗（科伦博泰）联合 Keytruda 对比 Keytruda 一线治疗 PD-L1 阳性晚期 NSCLC 的 III 期 OptiTROP-Lung05 研究已公布积极结果（为全球首个在一线 NSCLC 达主要终点的 ADC+IO 联合方案）；后续重点观察下半年依沃西单抗（康方生物）HARMONI-3 鳞状队列（sq-cohort）的 PFS 数据，相关监管沟通以及 11 月 ivonescimab 美国 PDUFA 进展。**CXO 方面**，以药明康德为代表的头部公司 2026Q1 收入、利润与在手订单均现改善，显示海外需求与后期项目交付仍具支撑。风险方面，下半年需重点关注国内生物类似药集采进展与海外 BIOSECURE 法案的后续推进。

(5) 金融

银行：我们认为银行板块仍值得在红利端配置，但内部分化明显，下半年或受净息差持续压缩与房地产资产质量风险双重压制。从细分类型看，国有大行凭借负债端低成本优势与对公客户基础，净息差韧性优于同业，股息率最高可达 6%-7%，可在红利端配置；股份制银行中零售型银行受房贷重定价影响较小，但部分对公敞口较大的银行面临更大压力；城商行则受益于区域经济差异，长三角地区城商行资产质量与业绩增长均优于全国平均水平。

非银：“十五五”规划纲要对资本市场定调总体偏积极，提出要“增强资本市场制度包容性、适应性”，券商有望持续分享资本市场深化改革带来的发展红利。在 IPO 复苏以及科技驱动的行市下，经纪业务与投资收益将有望再创新高。若经济基本面和市场信心能够超预期恢复，其他的业务如投行、财富管理将进一步助力业绩提升。受益于 A 股明星 IPO 放量和市场活跃度提升，盈利增速在金融板块中领先，港交所以及投行能力突出的头部券商有望获取超额收益。

保险：在高基数下一季度保费收入已恢复正增长，下半年随着基数效应消退和预定利率下调后的行业竞争格局优化，盈利增速有望转正。从细分类型看，预计寿险 2026 年盈利波动较大，下半年随着基数效应消退，同比增速有望转正；银保渠道仍是 NBV 增长的核心驱动力，但需关注银行端销售动力的持续性；财险增长相对平稳，车险综合成本率在车险综合改革后逐步企稳，非车险中的健康险与责任险是增量来源。

(6) 能源

下半年地缘政治的高不确定性也会继续造成油价的高波动，原油市场的供应可能会瞬间变得紧张。具体细分行业上看，**油气开采：**受霍尔木兹海峡通航受阻带来的溢价支撑，当前盈利弹性最大，但这一景气基础建立在不可持续的地缘政治假设之上，景气度或处于虚高状态。**煤炭：**受能源安全政策托底，长协机制下价格维持合理区间，但长期来看清洁替代加速下需求峰值已现，景气处于缓慢下行通道。**储能：**政策强制配储要求与独立储能商业模式逐步跑通双重驱动下进入快速放量期。**火电：**受煤价高位与上网电价传导滞后双重挤压，一季度利润已同比下滑，景气度或较差。**氢能：**尚处产业化初期，短期对盈利贡献极为有限，但中长期值得跟踪。传统能源高股息特征突出，根据彭博数据，当前煤炭龙头股息率 6%-8%，油气央企股息率 5%-7%，适合作为防御底仓。

(7) 材料

下半年，我们预计需求端将维持增长但增速放缓，总量扩张驱动的普涨行情或难再现，需要找到供给端格局稳定、同时具备结构性需求的确定性品种，比如铜、铝、锂等。这三个细分板块的股息率普遍在 3%-5%，在周期行业中属于攻守兼备品种。同时，电子化学品等受算力和国产替代驱动的高景气方向也值得关注。

铜：需求端受 AI 数据中心扩张、电网升级、新能源汽车等增量需求拉动，但供给端受全球铜矿供应增量影响，缺口明显，供需格局持续偏紧，是 AI 超级周期下最受益的有色金属品种。**锂：**价格经历近两年的大幅回调后已跌至成本线附近，碳酸锂在下半年具备左侧布局价值，随着全球 EV 渗透率继续提升，需求底部已逐步显现。**铝：**受国内 4500 万吨年产能天花板支撑，价格韧性优于铜，但需关注印尼新增供应的潜在压力。**钢铁：**受房地产投资持续收缩拖累，尽管“反内卷”政策推进，单纯依赖市场化调整也是缓慢渐进的过程。**铁矿石：**供应放量与需求萎缩，供需组合较差。**电子化学品：**受益于 AI 芯片国产化与新能源电池材料强劲需求驱动下，景气度较高。

(8) 电信服务

电信服务的稳定现金流与 AI 驱动的结构成长将提供显著的超额收益。从盈利驱动来看，电信服务的增长逻辑已从传统 5G 用户红利切换至 AI 算力网络服务，三大运营商资本开支重心从 5G 基站转向算力基础设施，数据中心与边缘计算成为新的增长引擎。从细分子板块看，云计算与 IDC 服务景气度最高，运营商凭借网络资源优势与国企背景，在政企云服务市场持续获取份额，IDC 业务受益于 AI 训练推理对算力的爆发式需求，2026 年营收增速有望维持在 30% 以上。

5G 专网与工业互联网服务紧随其后，工业数字化升级驱动 B 端连接需求，运营商加速从管道商向平台服务商转型。传统移动业务进入存量竞争阶段，ARPU 增速放缓至低个位数，但用户规模稳定提供现金流基础。固网宽带业务增速趋于平缓，千兆光网升级提供有限增量。股息率方面，三大运营商股息率普遍在 4%-6%，是较高股息确定性的板块之一。

(9) 房地产

展望下半年，我们预计房地产行业仍将处于“总量磨底、结构分化”的筑底阶段，但边际改善的信号有望逐步增多。基数效应叠加部分核心城市供需关系的边际修复，下半年销售面积与开发投资的同比降幅大概率将有所收窄。房价整体仍面临库存压力和收入预期的双重制约，但分化将进一步加深。一线城市及人口持续流入、新兴产业集聚的高能级城市，其核心区域的房价有望跌幅放缓并逐步趋稳。政策端预计将转向更加精细化、结构化的方向。一线城市在保持“房住不炒”政策底线的同时，可能继续在限购范围、首付比例、公积金额度等维度优化调整；二三线城市则更多依赖购房补贴、税费减免、以旧换新等手段激活存量需求，同时城市更新和“好房子”建设将成为行业转型的核心政策抓手。此外，随着新兴产业（如 AI、高端制造等）在部分城市形成财富效应和人口集聚，城市之间的分化将更多取决于产业竞争力和人口结构的底层支撑。

投资上可关注：一是布局高能级城市、土储质量优、现金流稳健的大型龙头房企，有望率先受益于核心城市的结构性修复；二是业务模式轻、以交易量为驱动核心、与资产价格关联度较低的渠道服务龙头，有望受益于市场流动性的边际改善和存量房交易占比的持续提升。

（10） 公用事业

“十五五”规划纲要明确了新能源长期发展目标，公用事业中水电、风电光伏等细分领域是新旧能源转换主题下较为确定的受益方向。

细分板块中，**水电**：水电和水利公司盈利稳定，高股息属性突出，是典型类债券资产，在低利率环境中配置价值提升。**风电光伏**：装机放量驱动收入持续增长，长期受益于碳中和目标下非化石能源占比提升，是新旧能源转换主题下较为确定的受益方向。但平价上网项目占比提高导致单位收入呈下行趋势，且补贴到账进度影响短期现金流。**燃气**：受国际 LNG 价格波动传导，采购成本上升但居民端价格调整存在明显时滞，毛利率持续承压。**火电**：煤价高位运行与上网电价传导滞后形成剪刀差，一季度利润已同比下滑 3.2%，且短期内这一困局难以破解。股息属性是公用事业板块的核心配置逻辑，水电龙头股息率 3%-4%、经营极度稳定，是典型类债券资产；水务企业股息率 2%-3%，现金流可预测性强。绿电运营商当前股息率 2%-3%，随着补贴到账及新增平价项目贡献现金流，未来股息率有望稳步提升。

（11） 工业

工业板块正步入由产业升级与设备更新驱动的上行周期。核心长期驱动力包括人工智能向智能制造领域的扩散、高端装备的国产化加速以及企业全球化布局。机器人行业在 AI 技术赋能下进入高增长新阶段，尤其是人形机器人远期市场空间巨大。

从细分领域看，**电力设备**：AI 数据中心与新能源并网双轮驱动变压器、高压开关、特高压设备需求预计保持 20% 以上增长，是新旧能源转换的核心环节，也是工业板块中景气度持续上行的子领域。**工业机器人**：受益于 AI 赋能与制造业升级，渗透率处于快速提升阶段，但短期规模效应尚未完全显现。**自动化控制系统**：受制造业数字化升级驱动，需求稳健，但增速不及电力设备。**工程机械**：进入消化产能阶段，2022 年至 2024 年大规模产能扩张后企业资本开支意愿下降，今年一季度订单增速已显著放缓，景气度处于下行通道。**通用设备**：受制造业投资周期放缓影响最为直接，是工业板块中景气度最弱的环节。

2. 美国股票市场：AI 结构扩散，周期股配置价值上升

标普 500 指数行业配置：下半年我们较看好信息和金融行业。

信息科技板块将继续受益于 AI 仍为市场投资核心主线，但进入业绩验证阶段。可采用杠铃策略，兼顾硬件确定性与软件弹性。一方面需保留对算力、基础设施领域的战略配置，另一方面可适当加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。**AI 硬件上**，算力芯片性能进一步提升，但竞争更激烈。网络设备中 Scale up 方案崛起，硅光技术将迎来爆发。**AI 软件上**，此前市场默认只要与 AI 相关，软件与平台都会受益，但当下资本市场把应用层公司区分为 AI 受益者、AI 中性者和 AI 潜在受损者。拥有深度工作流、强大数据壁垒、已披露 AI 收入指标的 SaaS 龙头值得关注。对于平台公司，投资框架的焦点应从资本开支转向投资回报率验证。

金融板块有望受益于高利率环境、超级 IPO 上市等利好。金融（尤其是银行股）对经济周期的敏感度较高，若下半年美联储降息步伐放慢，导致贷款利率依然可以保持在高位，或将直接增加银行的利差。一季度投行业务收入上升已成为多个银行业绩增长的关键驱动力。今年可能成为“超级 IPO 年”，多家投行预计 2026 年全年美股 IPO 数量将达 120 个，募资总额有望达 1,600 亿美元，是 2025 年的 2 倍以上。据报道，SpaceX，Anthropic，OpenAI 都有望在今年上市，资本市场活动加速将利好投行机构。当前金融板块的金融板块的估值低于历史平均水平，具有吸引力。

综合来看，可选消费、能源行业性价比较高。从估值来看，多个标普 500 指数行业前瞻市盈率回归至他们过去 5 年均值以上，但是可选消费、能源、信息技术、材料、公用事业等预计仍有一定的估值扩张空间。从每股盈利 2025-2028 年复合增长率上看，信息技术、医疗健康、材料和电信服务较为领先，但金融、房地产较为落后。从 ROE 来看，大部分行业的 ROE 都在 10% 以上，其中信息技术、电信服务、必选消费行业的 ROE 超 25%，但房地产的 ROE 偏低。ROE 越高，表明公司的经营情况良好，盈利能力更好，股票长期收益率越高。从股利收益率来看，房地产、能源和公用事业较高（图表 91）。

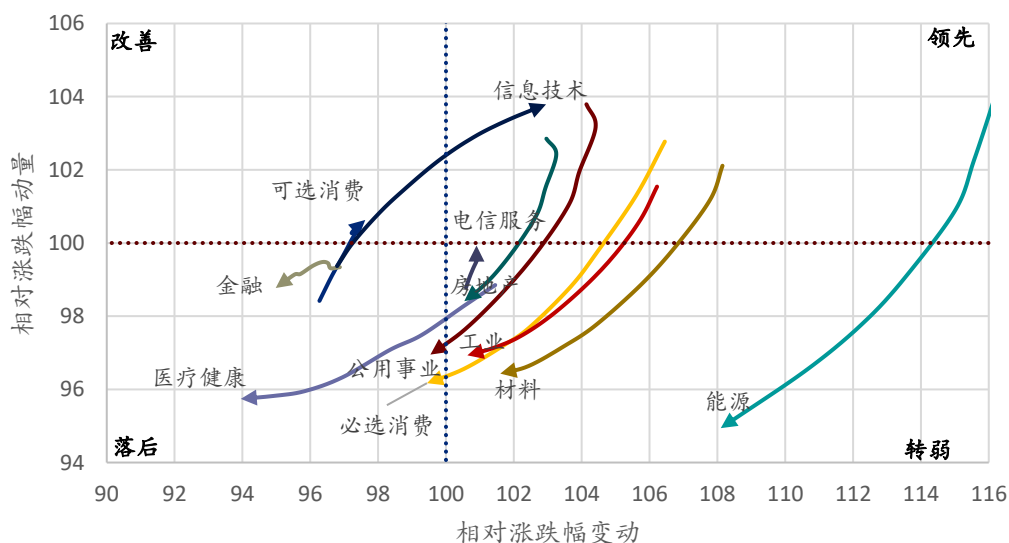
图表 91：标普 500 指数各板块估值及其他关键指标

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率 (x)											
当前	22.8	27.0	12.5	15.2	18.8	26.9	27.0	18.4	32.7	18.5	39.4
过去五年均值	21.4	27.3	13.3	15.1	18.5	23.2	30.4	18.9	20.2	18.9	39.3
过去十年均值	20.9	27.2	44.5	14.7	17.7	22.4	26.4	19.2	18.2	18.7	40.3
前瞻市净率 (x)											
当前	6.2	7.4	2.1	2.1	4.5	6.8	11.4	3.0	11.0	2.1	3.2
过去五年均值	6.2	8.5	2.1	1.9	4.6	5.6	10.4	2.8	6.3	2.1	3.1
过去十年均值	5.8	7.6	1.9	1.6	4.3	5.1	8.4	2.8	5.4	2.0	2.9
2025-2028 年 EPS 复合增长率	16.6%	20.5%	15.7%	6.6%	26.3%	14.0%	34.6%	26.7%	25.5%	11.7%	2.8%
ROE	26.7%	24.5%	17.2%	13.5%	19.0%	24.3%	40.4%	15.6%	28.3%	11.6%	8.3%
股利收益率	2.5%	0.7%	2.9%	1.9%	1.8%	1.3%	0.5%	1.6%	0.9%	2.9%	3.4%

注：数据截至 2026 年 5 月 26 日，市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。资料来源：Bloomberg、浦银国际

从行业轮动上看，与 A 股类似，美股亦呈现显著结构性行情。标普 500 指数中，大部分行业（8 个）处于转弱或落后的区间，只有信息技术和电信服务的动能较强，行业拥挤度需要引起重点关注，可选消费的动能正在改善。材料、能源、工业和房地产动能转弱，医疗健康、公用事业、必选消费和金融等行业动能较为落后（图表 92）。我们预计，若下半年中东局势实质性降温、油价回落，带动核心通胀连续下行，美联储降息预期重新升温，长端美债利率从高位回落，那么美股的结构性行情有望从 AI 向工业、金融、可选消费等顺周期板块扩散。

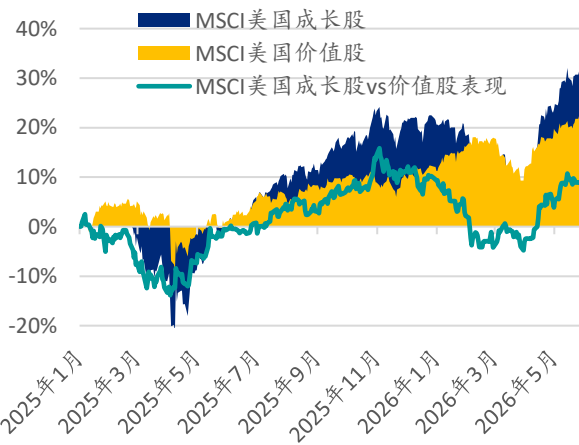
图表 92：标普 500 指数轮动热力图



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

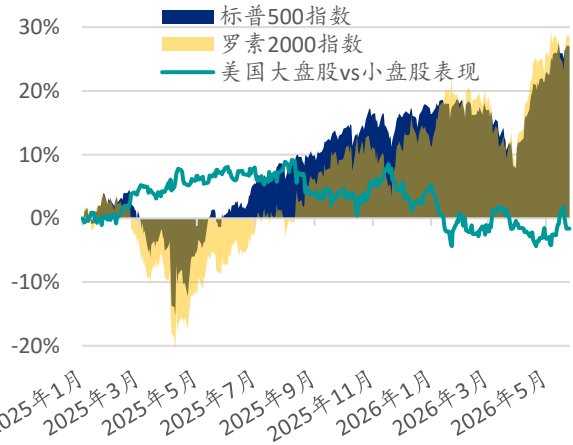
下半年美股市场风格切换将加快。今年以来，市场对缺乏明确回报验证的 AI 叙事产生怀疑，叠加 3 月美联储在议息会议维持利率不变，中东局势升温，HALO 交易受到市场热捧，资金从科技“七巨头”轮动至能源、工业、原材料、金融等传统周期性板块，以及小盘股。因此，年初至今防御性较强的价值股小幅跑赢了成长股，而小盘股跑赢了大盘股。我们预计下半年美股市场风格切换将加快。如果经济增速放缓、美联储在更长的时间内维持高利率，且地缘政治风险仍存，缺乏业绩支撑的成长股估值将会承压，防御性更强的价值股以及内需导向的小盘股预计更受资金青睐。但是，盈利能见度高的 AI 龙头可能走出独立于风格轮动的行情，因为其股价驱动更多来自盈利上调而非估值扩张。如果通胀持续回落，降息预期重新升温，成长股有望迎来战术性反弹，尤其是 AI 基础设施领域经历上半年的估值消化后，部分优质标的已具备估值吸引力（图表 93、图表 94）。

图表 93：年初至今美国价值股跑赢了成长股……



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 94：……美国小盘股明显跑赢大盘股



注：数据截至 2026 年 5 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

六、投资风险

- 1. 地缘政治风险。**中东局势和霍尔木兹海峡通航受阻若再次反复，油价可能重新上冲，进而推升美国通胀预期和长端利率，压制美股高估值成长股、港股离岸资产及中国制造业利润率。
- 2. 美联储更加鹰派与全球利率大幅上行风险。**美国4月CPI仍处高位，美联储4月会议纪要显示政策路径仍取决于通胀数据。若核心通胀或就业数据使降息预期继续后移，10年期美债收益率维持高位，将限制全球权益估值扩张。
- 3. 中国内需和地产修复不及预期风险。**中国5月制造业PMI回落至50.0%，新订单指数低于荣枯线，显示需求修复仍不稳。若消费、房地产和民营投资改善慢于预期，PPI回升可能难以顺利传导为企业盈利修复。
- 4. 中美贸易和科技管制重新升级风险。**中美阶段性缓和降低了尾部风险，但先进芯片、AI算力、稀土和关键矿产仍是结构性分歧所在。中美科技竞争和战略博弈的长期趋势并未改变，关税政策的不确定性可能对跨境资本流动和科技企业估值产生影响。
- 5. AI资本开支回报低于预期风险。**市场交易的核心主线依赖AI从叙事走向盈利兑现。若Hyperscaler资本开支与云收入、广告ROI或自由现金流改善不匹配，或HBM、电力、液冷等瓶颈拖慢项目落地，AI链条可能出现估值重估。
- 6. 市场波动风险。**美股、日韩科技股和A股部分AI硬件板块已反映较高盈利预期，财报季对业绩不及预期的惩罚更强。若盈利预期上修放缓，估值处于高位的行业可能面临较大回撤。而港股市场对外部流动性变化高度敏感。若美联储降息节奏出现变化或全球风险情绪恶化，可能导致市场波动加剧，进而影响新股发行节奏和定价水平。
- 7. 市场流动性风险和汇率波动风险。**尽管港股上市潮有望带来超额收益，但若大型项目集中发行、热门新股估值过高或二级市场波动加剧，打新收益率可能被摊薄，资金分流也会影响存量标的表现。若美元重新走强、人民币阶段性承压、南向资金继续放缓，中国离岸市场的估值修复可能受阻。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(璧仞科技 6082.HK、智谱 2513.HK、红星冷链 1641.HK、鸣鸣很忙 1768.HK、卓正医疗 2677.HK、先导智能 470.HK、优乐赛共享 2649.HK、国民技术 2701.HK、凯乐士科技 2729.HK、创想三维 3388.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

