

A股調整進尾聲 新升浪蓄勢待發

申萬宏源：AI產業趨勢值博 關注光電芯片與機器人

投資人語

A股首階段上漲行情已行至低性價比區域，第二階段上漲空間尚待打開。申萬宏源研究A股投資策略首席分析師傅靜濤向《大公報》表示，繼5、6月非科技板塊率先調整後，科技賽道在6、7月迎來盤整，目前市場賺錢和動量效應減退，A股調整波動料進入尾聲。盤面上，A股科技賽道正處於「等待新的產業重大催化」階段，相信下半年「AI產業趨勢」仍是大波段行情的主戰場，科技板塊料續領漲，中線看，「國產鏈突破」值得憧憬。

行情結構方面，傅靜濤預期A股整體上漲將呈現百花齊放，建議首選券商股，並關注戰略資源類別，包括工業金屬、基礎化工、出口和「出海」鏈Alpha（測試版本），以及新消費股。

大公報記者 倪巍晨

上半年A股表現亮眼，上證指數、深證成指、創業板指分別累升逾3%、近20%和35%，科技成長成為市場核心主線。在傅靜濤看來，近期A股走勢雖現波折，但中期上行格局並未改變，6、7月可能是市場快速調整的窗口，市場波折是為了蓄勢再發，調整完成後市場風格將迎來更均衡的契機，「下半年還有新一輪的上漲行情」。他強調，季報驗證窗口是觀測市場的重要節點，二季度A股總體業績增速預計偏高，三季度業績增速或相對偏低，但2026至2027年總體處在「盈利能力底部夯實+改善可期」的窗口期。

季績表現成重要節點

傅靜濤認為，下一階段行情中，AI產業趨勢仍是主戰場，算力通脹是尋找高彈性投資案件的典型模式。他續稱，傳統業務正被AI增強而非被替代，「有質量的增長」仍是未來市場的關切。同時，大模型算力成本雖然較高，但其定價亦有騰挪空間。

「算力產業鏈利潤分配遷移，是去年以來全球科技資產收益變化的線索。」傅靜濤補充說，去年至今北美AI基建需求與製造業供給的錯配，驅動算力產業鏈利潤向「瓶頸環節」遷移，比芯片更貴的是「芯片能否被高效調度」，決定資本開支回報率的系統約束被重估。在亞洲製造國，科技資產中「瓶頸環節」含量更高，因此去年以來股價表現更靠前，總體看「A股海外算力基本面變化=算力Beta+系統瓶頸溢價Alpha」。

傅靜濤相信，中國科技產業縱深正在被低估，AI產業鏈、泛軍工領域的創投融資預期表現活躍。具體看，AI產業鏈中可關注光電芯片、功率半導體等上游硬件，中游的大模型和下游應用的機器人；泛軍工領域可關注衛星火箭製造、無人機等。他重申，科技大概率仍是A股大周期上行主線，行情內涵料獲得延伸，鑒於目前科技的靜態估值整體偏高，後續要重點關注業績消化估值的能力，「短期或僅有科技龍頭的上漲，但中期科技擴散行情料更有彈性」。

券商股行情大概率重啟

未來行情結構方面，傅靜濤提醒，科技賽道領漲A股的同時，隨着基本面改善、增量資金結構更豐富，A股整體上漲將呈現百花齊放格局，建議首選券商，而景氣周期、出口製造、新消費等，可作為風格再平衡與景氣度投資的結合。

傅靜濤解釋，非銀金融是當前唯一「低PB（市淨率）、高ROE（淨資產收益率）」行業，短期券商板塊的波折，主要源自市場調整波段，後續上漲波段重啟，券商行情大概率將重新啟動，且A股大波段行情的縱深，將決定未來券商行情的級別。

至於其他方向，傅靜濤指，新消費、出口與出海鏈Alpha已具備貢獻超額收益的條件，前者要等待消費IPO重啟和消費新基金批文落地，後者要等待中東衝突擾動過去、潛在新增貿易摩擦邊界明確。

►對於A股展望，分析料下半年「AI產業趨勢」仍是大波段行情的主戰場，科技板塊續領漲。



申萬宏源 股票	資產子類別	配置觀點
	A股	溫和超配
	港股	標配
	美股	標配
	歐股	標配
	日股	溫和低配
	其他新興市場	溫和低配
債券	中國利率債	標配
	中國信用債	標配
	中國可轉債	標配
	美國國債	溫和低配
商品	原油	溫和超配
	黃金	溫和超配
	銅	溫和超配
	農產品	顯著超配
	VIX指數	溫和超配
貨幣	美元指數	標配
	人民幣	溫和超配
	日圓	溫和低配

大公報記者 倪巍晨整理

中國經濟穩中有進 地產景氣度溫和改善

穩健運行

今年以來，中國經濟持續在合理區間穩健運行，新質生產力培育壯大的同時，高質量發展向新向優。國家統計局最新數據顯示，上半年中國GDP（國內生產總值）增長4.7%；其中，一、二季度增速分別為5%和4.3%。申萬宏源證券首席經濟學家趙偉認為，今年經濟延續修復態勢，經濟增長的積極線索不斷增加，基準情境下，中國下半年實際GDP增速有望逐季修復，全年或呈「N形」走勢。

趙偉指出，6月製造業、服務業、公用事業等投資增速均改善。目前看，投資端主要受到四大擾動，包括一季度化債提速的滯後影響、去年二季度盈利走弱的滯後傳導、項目前置形成的「透支效應」，以及監管政策從嚴的影響等。不過，上述擾動因素對投資的影響可能僅持續至7月。

外圍策略

美元流動性擾動本季依然存在，投資者需關注市場波動風險。申萬宏源研究資產配置首席分析師金倩婧表示，地緣政治風險的不確定性，預期油價仍可能反覆，油價中樞易漲難跌。她並指出，隨着四季度美國中期選舉的臨近，美國政策不確定性將有所上升，美股市場恐面臨較大壓力。不過，中期維度看，建議繼續布局AI產業趨勢的擴散機會，並「標配」美股。

金倩婧坦言，基本面的角度看，AI科技產業趨勢與滲透



▲美國中期選舉臨近，政策不確定性上升，美股市場恐面臨較大壓力。

隨着存量約束的緩解，8月後中國投資增速或邊際修復，且6月以來專項債發行提速、「兩重」資金撥付完畢等將對投資帶來支撐。

消費延續結構性復甦勢頭

在趙偉看來，今年中國經濟將呈現「N形」修復，結構上看好四大板塊：一是供給出清帶動中游和下游行業漲價，該現象5月以來已開始演繹；二是AI與下游出口，後者受益於關稅導致美國後置的進口回升周期；三是隨着6月以來投資用專項債發行的增加，以及去年下半年盈利改善的滯後影響，8月後投資有望邊際修復，地產景氣度亦可能溫和改善；四是大眾消費和服務消費，料延續結構性復甦勢頭。

臨近中期選舉 美股壓力增

率仍有較大提升空間，AI基本面趨勢尚未被系統性證偽。目前，全球AI滲透率正從科技行業，朝着金融、專業服務等領域擴散，相關公司雲業務收入與利潤的同步高增，進一步驗證了AI的產業趨勢。不過，隨着AI資本開支的走高，美股AI雲商對債務融資的依賴度攀升，投資者未來應關注部分企業的運營壓力和資本開支預期波動風險。

美債波動牽連科技股

在談到美股風險話題時，金倩婧認為，當前標指、納指的PE（市盈率）估值尚未觸及極端泡沫水平，但PB（市淨率）分位數已在較高位置，本季要警惕市場的戰術性波動風險，包括美債波動率飆升對美國科技股的壓制、中期選舉年較高的政策不確定性，以及歷史上大型IPO後市場中期表現不佳等。她又指，目前半導體相對其他行業的超額收益已接近2000年高點，但科技行業整體相對超額收益率距離2000年高點仍有差距。此外，美股大盤成長股相對小盤價值股的漲幅，也遠低於互聯網泡沫時期的水平。美股AI硬件今年的營收狀況顯著改善，且明年有望維持高位。從債務和資本開支看，部分龍頭公司債務和資本開支壓力可控，其中，谷歌、Meta、微軟今年債務壓力維持高位，明年有望邊際回落。

港股性價比高 未反映估值修復

吸引力增

今年以來全球科技主線敘事更強，海外市場科技與非科技板塊之間的差距均大幅走闊，惟港股例外。申萬宏源研究資產配置首席分析師金倩婧指出，今年港股科技板塊持續跑輸，在南向資金相對缺位背景下，港股對美債利率的敏感性上升，海外流動性風險對港股仍有短期壓制。鑒於當前港股整體盈利預期的調整已較為充分，負面因素得到一定程度消化。她相信，港股正處於高性價比階段，本季建議「標配」港股。

金倩婧認為，目前全球資金尚未充分定價中國製造業的價值，以及中國AI（人工智能）產業的趨勢。與此同時，全球投資者對中國股市的配置比例亦處在歷史較低分位數水平，「從全球股

票「PB（市淨率）和ROE（淨資產收益率）」視角看，港股正處在性價比較高位置」。

人民銀行行長潘功勝7月明確表態，國家外匯儲備將繼續提高在香港的資產配置比例，並宣布深化互联互通等11項鞏固香港國際金融中心的新政。隨着外資的回流、南向資金的爆發，以及空頭回補壓力的釋放，7月以來港股重拾升勢，月內恒指、恒生科技指數升幅均接近10%。

金倩婧坦言，今年恒指的盈利預期整體較穩定，但以平合經濟、新能源車為主的恒生科技指數EPS預期，在年報季後出現大幅下修，目前整體預期下修幅度與過去數年同期相比處在顯著低位，表明負面預期已被一定程度的計價。她重申，港股正處在較高性價比位置，隨着人民幣底

層資產預期的修復，中期維度看，全球資金對人民幣資產的配置仍有較大提升空間，三季度建議「標配」港股。

年內恒指潛在收益空間15.4%

申萬宏源研究海外策略資深高級分析師董易認為，科技行業內部敘事轉變，或令下半年全球交易主線出現變化。一是全球AI硬件交易受融資環境惡化、算力過剩擔憂、AI商業化路徑不明及擁擠交易等因素制約，風格逆轉概率上升；二是中國互聯網公司主業盈利受「反內捲」政策影響逐步企穩，AI產品化和商業化已有實質進展，相較二季度「主業預期下修+AI投入侵蝕利潤難見回報」的局面有明顯轉變；三是算力硬件「國產



▲分析指出，今年恒指的盈利預期整體穩定，港股正處較高性價比位置，三季度建議「標配」。

替代」，有助於中國科技資產整體重估。他說：「依據ERP模型，中性情景下，年內恒指潛在收益空間約為15.4%。」