

►上半年A股市場盈利增速加快，主因是AI浪潮帶動電子和有色兩大行業貢獻了較高利潤。圖為蘇州工業園動電一家企業技術人員在工作。



經濟觀察家

上半年中國GDP增速呈現先高後低，一季度為5.0%，二季度則降至4.3%，但A股半年報卻十分亮麗，5550餘家A股上市公司上半年營業收入合計同比增長7.09%，歸母淨利潤同比增長18.57%，似乎與宏觀數據及體感差異較大。

但從另一層面看，上半年全國規模以上工業企業實現利潤總額同比增長18.7%，增速比一季度加快3.2個百分點，與A股上市公司的業績表現幾乎一致。為此，本文對上市公司的上半年業績進行細化分析，找出其主要特徵。

A股中報揭示經濟轉型進程



經濟探針

2021年是A股上市公司總利潤額和增速的高點，之後連續三年下行，似乎與房地產周期見頂後回落一致。到了2025年盈利增速見底回升，其中營收增長1.0%，淨利潤增長2.7%。

2026年上半年全市場營收37.76萬億元(人民幣，下同)，同比增6.6%；歸母淨利潤3.58萬億元，同比增長約19.4%。利潤增速快於營收，盈利能力改善。二季度單季歸母淨利潤同比增長29.5%，較一季度抬升約16.2個百分點，為2022年以來最快的單季增速；剔除金融和「三桶油」後的實體企業淨利潤同比約增長25.5%。

全市場扣非（扣除非經常性收益）後歸母淨利潤增速為18.2%，與扣非前（19.4%）差距很小，說明本輪利潤增長主要由經營性主業驅動，而非一次性收益。

上半年科创板淨利增長437.6%（淨利潤已超2024年全年）、創業板淨利增長32.7%（創近五年新高）、北交所營收突破1380億元；滬深300成份公司則以佔全A約59%的營收，貢獻了全市場78%的淨利潤，說明大盤藍籌的盈利中樞依然穩固，科创板的盈利增速雖然驚人，但畢竟其總市值佔比並不大。

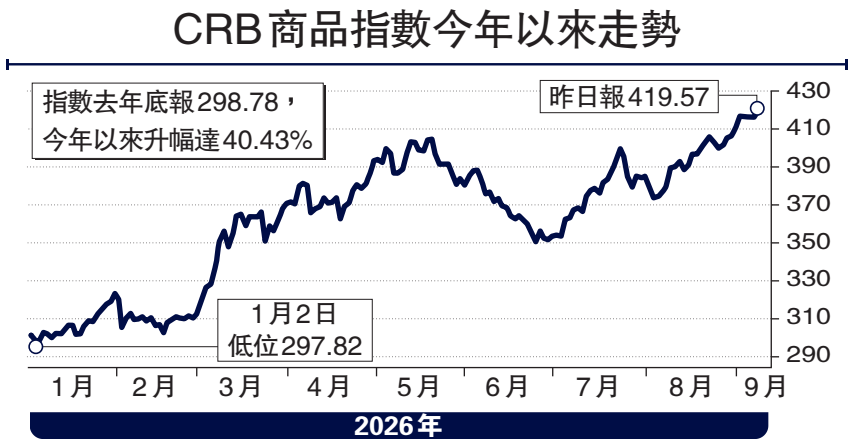
因此，利潤增速高並不等於A股上半年的總利潤貢獻大。對A股利潤增長貢獻最大的是非銀金融行業，淨利增速達到68%，其淨利潤總額超過5000億元，佔A股上半年總淨利的14.1%。排名第二的是電子行業，貢獻了約7.2%的淨利潤，盈利權重顯著抬升。銀行雖然淨利增速偏弱（2.5%），但1.13萬億元的利潤體量仍是全市場利潤佔比最大的「基本盤」。相應地，地產鏈與農林牧漁成為主要的利潤拖累項。

據統計，美國七巨頭2025年利潤總額5672.5億美元，而標普500總利潤約2.09萬億美元，則七巨頭的利潤佔比達到27.1%。2025年中國台灣股市，台積電的利潤佔所有上市公司總利潤接近40%；而韓國股市中，2026年上半年三星電子加SK海力士的淨利佔比超過80%。

類似的情況在今年上半年的A股市場也有所體現。例如，5550家公司裏，中國人壽、長鑫科技、中國平安、中國石油、中國海油、紫金礦業、宏橋控股、寧德時代、工業富聯、江波龍這10家公司，貢獻了A股全部歸母淨利潤增量5812.2億元的一半以上（約3008.9億元）。前百家佔據全A上市71.6%利潤，前500家公司佔據全A上市92.8%的利潤。

2026年上半年，儘管實際GDP增速不及2025年同期，但名義GDP同比增長約5.3%，名義GDP增量達3.6萬億元，是近五年同期最大增量。同時，PPI也由負轉正。從2011—2025年，PPI累計漲幅為零，應是建國以來從未出現的情形。

PPI轉正與今年以來地緣軍事衝突及AI的「淘金熱」有關。如國際原



油價格的大幅上漲，其他相關的大宗商品如天然氣、煤炭等也出現了上漲。AI從算法、算力到應用，正在得到普及，導致存儲芯片、消費電子產品、AI芯片與服務器、電子元器件、電力與能源設備、大宗有色金屬如銅鋁、數據中心設施（光纖電纜、儲能設備、冷卻設備等）等出現上漲。

從CRB商品指數看，年初至今已上漲40%左右，說明價格上漲對於上市公司利潤有顯著貢獻。不僅對企業利潤，同樣對財政收入的貢獻也很明顯。上半年中國一般公共預算收入增長4.7%。從6—7月份的出口產品數據看，出口增速靠前的有：一是資源品，包括稀土、未鍛軋鋁及鋁材；二是AI產業鏈相關的，包括集成電路、自動數據處理設備；三是體現中國製造業轉型升級的產品，包括汽車及底盤、船舶和機電產品。

目前全球正經歷商品貿易的超長上升周期，尤其當AI時代來臨時，中國電子產品的進出口都大幅上升，這也是中國出口增速大幅上升的原因。全球貿易的景氣度上升，帶動了造船業的巨大需求，而中國又具有造船的巨大優勢，有些造船企業的訂單已經排到了2030年以後。

上半年中國金融業增加值增速為6.7%，排第三，僅次於信息傳輸、軟件和信息技術服務業和租賃和商務服務。金融業增加值的提速，與資本市場有較大關係，尤其是股市交易活躍，非銀金融成為上半年盈利增長規模最大的板塊。當然，由於銀行業上半年的盈利增速扣非後只有2.5%，故即便剔除金融業，非金融上市公司整體盈利增速仍達到19%以上。

海外業務收益大增

總體來看，上半年A股市場盈利增速大幅上升主要原因是AI浪潮推動下，帶動電子和有色兩大行業貢獻了較高利潤；地緣戰爭爆發推動原油、天然氣、煤炭等能源價格的上漲，也給相關板塊帶來了利潤高增長；非銀金融板塊則受益於資本市場的活躍及投資收益的大幅提升。但在另一方面，以房地產為代表的傳統產業仍處在下行周期中，家電、建築裝飾、汽車、鋼鐵、公用事業、食品飲料等行業則出現盈利負增長。

今年半年報的一個顯著亮點是上半年共有3196家上市公司披露境外收入，合計實現境外營收6.06萬億元，同比增22.9%，其中553家境外營收佔比超過營業收入一半。由於海

外收入不是強制披露項，披露的公司數一直逐年增長（即全部披露公司的口徑可能出現海外業務之前存在但未披露，從而可能高估了增長率）。

從行業分布看，上半年境外營收規模居前的百家公司中，電子公司數量最多，達17家，電力設備、交通運輸、汽車等行業公司數量也較多。

從境外銷售的產品結構上看，高技術、高附加值產品貢獻度躍升。中國上市公司協會數據顯示，人工智能硬件領域，電子元件出口額同比增長62.6%，電子行業上市公司境外營收同比增速超40%；新能源領域，鋰電池、風電機組出口額同比增長超30%，儲能產業上市公司境外營收同比增長27.1%；高端裝備領域，船舶與海洋工程裝備出口額同比增長19.9%，航海裝備行業上市公司境外營收延續上年高增速。

AI與創新藥積極出海

近年來，AI產業鏈、創新藥等高附加值領域的企業積極「出海」。中國企業在全球化過程中，正推動盈利模式從製造溢價向技術溢價轉型。由於中國國內製造業增加值已經佔到全球三分之一，故出海應該是必然之選。相比西方國家製造業的全球化布局歷史，中國製造業的全球化進程事實上是偏慢的，這可能與人民幣國際化進程有關。

今年半年報的另一個亮點是上市公司現金流繼續改善。與兩年前的半年報相比，非金融上市公司的經營性現金流增長約60%，且現金流2.11萬億元超當期1.94萬億元的淨利。說明公司賺的錢是真金白銀落袋，盈利含金量比較高，而不是停留在賬面上的「紙上富貴」。

但現金流整體改善的同時，同樣存在分化現象，即行業間冷熱不均。如資源能源領域的鋼鐵、石油石化、煤炭現金流回報率領先。其中煤炭、石化現金流比例相比去年同期分別擴張31%、30%。在AI算力與存儲領域，長鑫科技現金流超過淨利潤；協創數據由負15.6億轉正至18.25億。

總體來看，2026年上半年上市公司現金流改善，反映出企業在宏觀環境壓力下主動加強營運資本管理的成效，以及部分上游資源品和AI產業鏈的景氣高漲。但光模塊、存儲模組等行業「利潤與現金流」的嚴重背離表明，部分高增長行業的盈利質量仍需時間檢驗。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

日本金融面臨雙重困境



張明

經濟透視

日本的原油高度依賴進口，進口原油95%來自中東，其中絕大部分要通過霍爾木茲海峽進行運輸。因此，自2026年2月底美以伊衝突爆發以來，全球原油價格飆升直接推升了日本的進口成本，進而造成日本通脹率上升。日本經過季節調整後的消費價格指數（CPI）同比增速由2026年2月的1.2%上升至7月的2.0%。

受通脹上升影響，日本央行在2026年6月加息25個基點，政策性利率上升至1.0%，這是自1995年以來的新高。此前，日本央行在2024年7月、2025年1月、2025年12月均宣布了加息，成為該時期內主要發達國家央行中唯一連續加息的央行。

受通脹預期抬頭、央行連續加息影響，日本10年期國債收益率過去一年顯著上升，由2025年中期的1.5%上升至目前的3.0%，幾乎翻了一番。考慮到最近美以伊衝突再度惡化以及美國財政部部長貝森特點名日本央行要求其繼續加息，不出意外的話，日本長期利率有望繼續上升。而隨着長期利率攀升，日圓、日本金融市場與日本政府將會面臨雙重困境。

政府債台高築

困境之一，是利率攀升使得日本的政府債務狀況變得越來越危險。當前日本政府債務佔名義國內生產總值（GDP）的比率已經超過200%。當日本長期利率處於零左右或者很低水平時，政府債務的可持續性不是大問題。但隨着10年期國債利率上升至3.0%，若全部存量債務按照3%的利率重新定價，則意味着未來每年日本政府要用名義GDP的6%去償還債務利息，如此高的利息負擔絕對是難以承受的。此外，高市早苗政府最近還在實施非常寬鬆的財政政策，由此導致的財政赤字更是雪上加霜。

更重要的是，過去有一種觀點認為，由於絕大部分日本國債都被本國家庭和金融機構持有，日本國債不會出現被外國投資者拋售的情況，因此比較安全。然而，國際投資者在日本國債現券交易中的佔比已經從2009年的12%上

升至目前的三分之二，這意味着國際投資者的買賣行為能夠對日本國債市場產生重要影響。

儘管目前新發日本國債的高收益率能夠吸引部分增量配置資金，但一旦國際投資者預期日本國債收益率將會顯著上升，其拋售存量國債的行為將會導致國債價格大幅下跌、收益率繼續飆升，這無疑會加劇日本政府的債務壓力，甚至可能釀成危機。

困境之二，是利率攀升可能導致日圓套利交易大規模反轉。在過去很長一段時間內，由於日圓長期利率顯著低於美元長期利率，導致大量國內外投資者以加槓桿方式借入日圓再換成美元，到美國金融市場上投資美債甚至美股。日圓套利交易事實上是當前美國股市人工智能板塊大漲的重要資金來源。然而，隨着日本長期利率的上升，上述加槓桿的套利操作將會遭遇虧損，從而可能引發大規模平倉的反轉行為，這意味着國際投資者會首先出售美國債券與股票，然後拿獲得的美元去換日圓，最終償還日圓貸款。套利交易的反轉將會導致美國債券與股票價格顯著下跌，從而給美國金融市場造成重大調整壓力。

有趣的是，上述兩種困境對日圓匯率的影響方向是相反的。如果日本政府債務危機爆發，日圓將會顯著貶值。如果日圓套利交易大規模反轉，日圓將會顯著升值。因此，目前對日圓匯率作出方向性判斷，其實是不太容易的。

此前，美國與日本政府對外匯市場進行了聯合干預，試圖穩定日圓匯率。美國政府穩定日圓的初衷，是防止日本央行以大規模減持美國國債的方式穩定日圓匯率，因為這將加劇美國國債長期收益率上升，從而殃及美國。近期，美國對日本央行施壓，希望日本央行通過加息來穩定日圓匯率。但加息將造成日圓長期利率進一步上升及日圓套利交易反轉，事實上也會傷害美國債市與股市。由此看來，日圓的雙重困境其實折射出美國金融市場的深層次矛盾。

冰川正在響動，坍塌恐難避免。未來一段時間內，全球金融市場將相當動盪，我們應未雨綢繆，做好準備。

（作者為中國社會科學院金融研究所副所長）



◀受通脹上升影響，日本央行在過去兩年來共加息四次。法新社

北都潛力大 財團踴躍投資



廖偉強

樓市新態

還有約半個月，今年三季度就結束了，下季樓市也隨着新盤接連推出而再度升溫。市場幾個月，新盤的確吸引了不少即時需求，但要說香港未來二十年的城市主軸，則一定是北部都會區。筆者相信，隨着政策大力推動，以及區內多項發展快速落地，在9月中下旬至四季度期間，市場的目光亦會聚焦於北都這片土地上。

事實上，北都的發展正迎來關鍵的一年，多個項目相繼有突破。其中，洪水橋／厦村片區項目是今年最具象徵性的突破。政府以片區開發模式招標，最終由中國海外、華潤置地、京東、信置等組成的財團以10.3億元投得。片區總面積約11公頃，包含住宅、企業及科技園用地，將提供逾3000個單位及智慧物流中心。這種「住宅+產業」的組合，與過往新市鎮先建屋後補產業的模式截然不同。

更重要的是，片區開發涉及168億

元投資，六大企業共同參與，象徵北都的發展已從政府主導走向「市場共建」的模式。

此外，河套香港園區亦迎來重要進展，第一期兩組地塊接獲六份標書，反映創科企業對深港合作的期待。河套與新田科技城將形成香港最重要的創科走廊，而新皇崗口岸的啟用更是關鍵一環。新口岸採用「一地兩檢」，配合北環線支線，將大幅縮短港深核心區的通勤時間，並釋放舊落馬洲管制站約20公頃土地，為創科產業提供珍貴的擴展空間。

至於發展商的動向同樣值得關注。屯門第16區站第二期項目由新鴻基地產投得，提供最多5510伙，是近年罕見的大型鐵路上蓋項目。四大財團爭逐，反映龍頭發展商對新界西北的長線人口增長、成熟配套及鐵路溢價充滿信心。發展商願意以真金白銀押注，說明他們已把北都視為未來最具增長潛力的板塊。

（作者為利嘉閣地產總裁）



◀北都發展拓展居住、商業、六大企業項目。資料圖