

2026 年 9 月

# 中国市场展望

## 稳舵徐行，深耕新机

中国经济转型的挑战和机遇并存，政治局会议定调逆周期调节。新旧动能切换进入关键期，出口韧性与财政提速对冲内需及地产压力，弱复苏与低通胀格局延续，流动性继续宽松

---

我们维持中国股票资产超配评级，中国股票资产调整后的股权风险溢价已经回到历史中位，并且相对全球其他市场存在估值折让。此外，新质生产力驱动的产业变革仍将持续。

---

# 投资策略与关键主题



## 核心观点

- **中国经济转型的挑战和机遇并存**，政治局会议定调逆周期调节。新旧动能切换进入关键期，出口韧性与财政提速对冲内需及地产压力，弱复苏与低通胀格局延续，流动性继续宽松。
- **我们维持中国股票资产超配评级**，中国股票资产调整后的股权风险溢价已经回到历史中位，并且相对全球其他市场存在估值折让。此外，新质生产力驱动的产业变革仍将持续。

## 三大关键主题

1. **7月经济数据普遍弱于预期，“弱复苏+低通胀”仍是宏观运行主基调：**

我们估算7月GDP同比或降至4.3%，但全年增速仍将处于4.5-5.0%官方目标区间；通胀修复进程仍受内需偏弱制约，预计下半年CPI、PPI中枢分别维持在1.1%、2.9%附近。

2. **AI周期支撑出口韧性，中美博弈重心转向科技领域：**

前七个月AI相关产品贡献约40%中国出口增长，新三样产品贡献约12%；12.5%的301关税对贸易实质冲击可控，下半年中美重要议程较为密集，吉隆坡关税豁免安排存在较大延期可能。

3. **政治局会议重提逆周期调节，重心转向存量政策执行：**

前八个月政府债净发行同比下降14%，下半年财政支出有望回升；基准情景下，预计央行将降准25个基点，央行或转向隔夜OMO利率作为新的政策利率。

### 超配行业

- 信息技术、通信服务、原材料、工业

### 机会型投资观点

- AI产业链
- 高端装备制造
- 有色金属
- 新型电力系统



# 中国宏观概览

## 概览

- **7 月经济数据普遍弱于预期，“弱复苏+低通胀”仍是宏观运行主基调：**我们估算 7 月 GDP 同比或降至 4.3%，但全年增速仍将处于 4.5-5.0% 官方目标区间；通胀修复进程仍受内需偏弱制约，预计下半年 CPI、PPI 中枢分别维持在 1.1%、2.9% 附近。
- **AI 周期支撑出口韧性，中美博弈重心转向科技领域：**前七个月 AI 相关产品贡献约 40% 中国出口增长，新三样产品贡献约 12%；12.5% 的 301 关税对贸易实质冲击可控，下半年中美重要议程较为密集，吉隆坡关税豁免安排存在较大延期可能。
- **政治局会议重提逆周期调节，重心转向存量政策执行：**前八个月政府债净发行同比下降 14%，下半年财政支出有望回升；基准情景下，三季度预计降准 25 个基点，央行或转向隔夜 OMO 利率作为新的政策利率。

**7 月经济数据普遍弱于预期，PPI 通胀见顶回落。**尽管去年同期存在低基数，7 月工业增加值、服务业生产指数、社零、固定资产投资、出口同比增速分别降至 4.5%、4.3%、0.6%、-12.8%、23.9%，均低于 6 月的 5.3%、4.7%、1%、-10%、26.9%。受地方专项债发行放缓和极端天气扰动，7 月基建投资同比下降 11.2%；房地产投资同比下降 27.5%，住宅销售面积同比跌幅扩至 15.1%，一线城市新建住宅价格环比持平（此前连续四个月正增长），二三线城市延续环比下跌。我们估算 7 月 GDP 同比增速或降至 4.3% 左右，低于 6 月的 4.6%。彭博市场一致预期下半年 GDP 增速为 4.6%，仍处于全年官方目标区间 4.5-5.0%。

通胀方面，PPI 同比连续五个月为正，但随着国际油价步入区间震荡，7 月 PPI 同比降至 3.5%，低于 6 月的 4.1%；CPI 同比和核心 CPI 同比分别降至 0.5% 和 0.9%，时隔六个月后重新回落至 1% 下方，反映再通胀进程仍受内需偏弱制约。预计下半年 CPI 中枢维持在 1.1% 左右，PPI 逐季回落且中枢约在 2.9% 附近。综合来看，后续宏观经济大概率延续“弱复苏+低通胀”格局。

**全球 AI 周期支撑中国出口韧性，中美博弈重心正从关税向科技领域转移。**6 月全球半导体销售额同比增长 124%，世界半导体贸易统计组织（WSTS）预测 2026-27 年全球半导体销售额将分别增长 90%、27%。前七个月，以集成电路、电脑及零部件为代表的 AI 相关产品出口同比增长 71.5%，贡献了约 40% 的中国出口增长；以新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的“新三样”产品则贡献了约 12% 的中国出口增长。与此印证的是，前七个月电子行业利润同比增长 105%（较上半年加快 8.1 个百分点），拉动全部规模以上工业企业利润增长 9.3 个百分点。美国对中国加征 12.5% 的 301 关税在 7 月 24 日正式生效，以

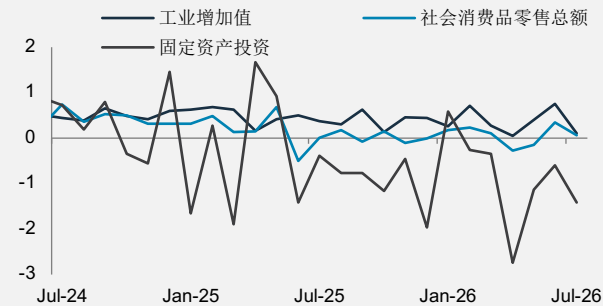
替代到期的 122 关税（10%），美国对华平均关税从此前 20.8% 升至 22.2%，美国整体平均关税从 10.6% 升至 11.1%，二者差值维持在 11 个百分点左右，对中国贸易的实质影响相对可控；市场关注点正向中美科技领域竞争与摩擦倾斜。下半年中美重要议程较为密集，元首会晤、中期选举、APEC/G20 峰会或交织推进，预计中美将延续“建设性战略稳定关系”基调，以管控分歧、规避冲突为主要方向，吉隆坡关税豁免安排存在较大延期可能（11 月 10 日到期）；此外，中美各 300 亿美元对等降税框架安排或取得进一步进展。

**7 月政治局会议重提逆周期调节，更加注重存量政策的落地执行。**会议强调“加快财政支出和债券资金使用进度”以及“综合运用并适时调整货币政策工具”，意味着下半年财政政策有望发挥主导作用，货币政策或承担补充角色。前七个月广义财政支出同比下降 3.1%（远低于去年同期 9.3% 的增速），而广义财政收入同比增长 1.9%（高于去年同期的零增速）。前八个月政府债券净发行量同比下降 14%，占全年额度的 64%，低于去年同期的 72%，表明下半年财政可用空间较为充裕。随着地方专项债发行与预算执行加快，下半年财政支出有望回升，带动基建投资增速企稳，并进一步支撑“六张网”和“AI+”等新型基建领域建设。

货币政策方面，尽管二季度银行业净息差较一季度回升 1 个基点至 1.41%，为 2022 年以来首次环比改善，但预计央行短期内难以直接下调政策利率（7 天期 OMO 利率），未来则可能采用隔夜 OMO 利率作为新的政策利率，并使其低于 7 天期利率。8 月以来隔夜 OMO 操作频率显著提升，确保税期及跨月流动性平稳，标志着货币市场利率锚已从 DR007 切换至 DR001。基准情景下，预计央行将降准 25 个基点，并维持银行间流动性充裕，以配合政府债券发行提速。

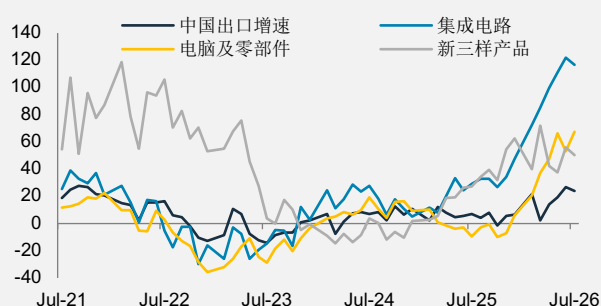
## 关键图表

图 1. 7 月经济数据普遍弱于预期 (% 当季季调环比)



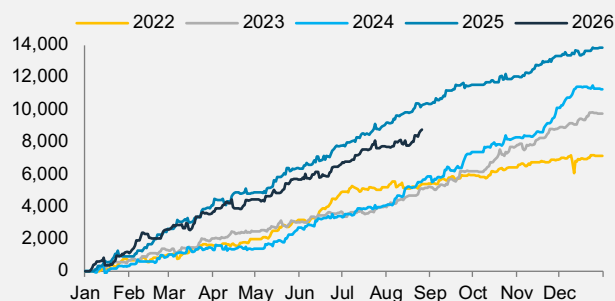
数据来源：Wind, 渣打银行

图 2. 今年前七个月 AI 相关产品贡献了 40% 出口增长 (% 当月同比)



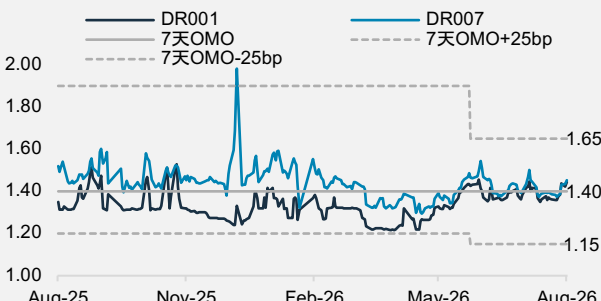
数据来源：Wind, 渣打银行

图 3. 年初至今国债和地方政府债净发行额 (十亿元)



数据来源：Wind, 渣打银行

图 4. 隔夜逆回购利率有望在未来成为新的政策利率 (%)



数据来源：Wind, 渣打银行

# 中国固定收益资产概览

## 我们的观点

- 核心观点：**利率债维持拉长久期策略，预计三季度 10 年期国债收益率运行区间在 1.65-1.75%；信用债以高等级票息策略为主，规避资质下沉；中资美元债维持短久期投资级防御；南向通扩容与离岸人民币流动性宽松对点心债构成双重利好；熊猫债受益于人民币国际化驱动，外资参与度同步提升。
- 主要风险：**增量财政刺激超预期、流动性边际收紧、信用评级整改与城投融资政策变化超预期。

**利率债：**供给冲击已被充分定价，维持拉长久期策略。8 月地方专项债发行如期提速，三季度政府债券供给高峰集中兑现，但市场对此已充分定价。7 月央行通过买断式逆回购、MLF 及国债买卖操作净投放中长期流动性 8,500 亿元，结束连续四个月的净回笼；8 月以来隔夜 OMO 操作频率显著提升，确保税期及跨月流动性平稳。以滚动 12 个月社融增量/GDP 同比变动衡量的信用脉冲指数，截至 7 月已连续五个月为负，反映实体

融资需求走弱。截至 8 月 28 日，中债国债总财富指数年初至今总回报为 2.73%，其中票息收益 1.50%、资本利得 1.23%；7 月单月总回报 0.57%。当前 10 年期国债收益率已跌破 1.70%，收益率曲线平坦化延续，10 年/5 年与 30 年/10 年期限利差分别处于近五年 85%、68% 分位数，后续仍有收窄空间。我们预计三季度 10 年期国债收益率运行区间为 1.65%-1.75%，收益率阶段性回升将提供更优的布局窗口。

**信用债：需求韧性支撑信用利差低位，以中高等级票息策略为主。**截至8月28日，中债信用债总财富指数年初至今总回报为2.06%，其中票息收益1.60%、资本利得0.46%。7月广义基金（包括银行理财和公募基金）连续四个月维持债券净买入，对信用债已连续十个月净买入；银行理财规模7月季季节性环比增加1.75万亿元，与2021-25年同期均值接近，叠加新一轮摊余成本法债基申报重启，对信用债配置需求形成有力支撑。当前1年、3年、5年期AAA级中票信用利差分别处于近五年11%、19%、5%分位数，3年期AA-AAA等级利差也压缩至近五年最低，而信用评级虚高整治进一步收窄了资质下沉的空间，资质下沉的票息安全垫已显著收窄。相比之下，3年期AAA-级商业银行二级资本债与普通债的利差自6月中旬以来虽有收窄，但仍处于近五年41%分位数，以条款溢价替代信用下沉增厚收益仍具吸引力。策略上，建议继续以中高等级票息为主，规避信用下沉和久期波动风险。

**熊猫债：人民币国际化驱动市场扩容提质，配置价值稳步提升。**今年以来熊猫债市场扩容提速，前八个月发行额达2,140亿元，同比增长67%，存量规模突破5,000亿元。发行结构呈现两大升级趋势：一是境外发行人占比升至50%，较2025年末提升11个百分点，主权类发行人加速入场；二是整体信用资质稳步接轨国际，58%存续发行人具备国际评级，其中投资级占比87%。今年以来平均发行期限3.16年，平均发行利率1.85%，较境内同期限AAA级信用债具备一定溢价。投资者结构同步多元化，截至7月末商业银行、广义基金、境外机构持仓占比分别为40%、37%、14%。同时募集资金汇往境外使用的比例持续提升，进一步拓宽了人民币跨境使用场景。随

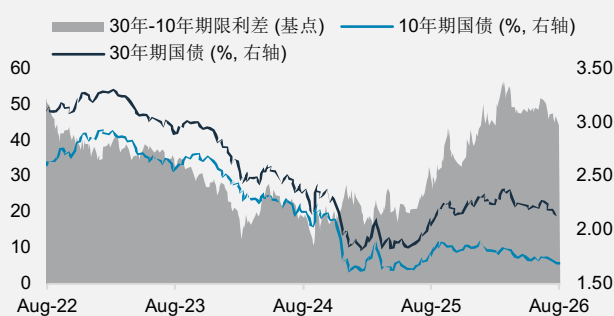
着二级市场流动性边际改善，熊猫债已成为人民币资产组合的重要配置补充。

**点心债：南向通扩容与离岸人民币流动性宽松构成双重利好，总回报表现稳健。**截至8月28日，彭博离岸人民币债券指数年初至今总回报为2.87%，其中票息收益1.77%、资本利得1.10%，7月单月总回报0.57%，为2025年6月以来最佳月度表现。7月香港金管局将人民币资金安排从2,000亿元扩至5,000亿元，带动离岸人民币流动性边际宽松，CNH HIBOR持续下行。另外，央行将南向债券通年度投资净额从5,000亿元扩至8,000亿元，境内配置需求集中释放，截至7月末南向债券通持仓规模达9,311亿元，单月净增495亿元。供给端同步扩容，前八个月点心债发行额达7,856亿元，同比增长30%，存量突破2万亿元。策略上，建议以中高等级品种为主，把握较境内同品种的收益率溢价，在流动性宽松支撑下适当拉长久期。

**中资美元债：美债收益率高位震荡，维持短久期防御策略。**截至8月28日，彭博亚洲（除日本）投资级中资美元债指数年初至今总回报（以美元计价）仅为0.44%，其中票息收益2.73%，资本利得为-2.28%；7月单月总回报转负（-0.75%），主因指数4.6年久期敞口受美债收益率上行明显冲击。近期美国财政部计划将10-30年期美国国债的回购规模“至少”倍增至40亿美元，意在遏制长端收益率升势，但我们认为此举难以显著拉低收益率。我们维持美联储年内利率不变的判断，策略上建议以短久期投资级品种防御为主，锁定票息收益，待收益率下行信号明确后逐步拉长久期。

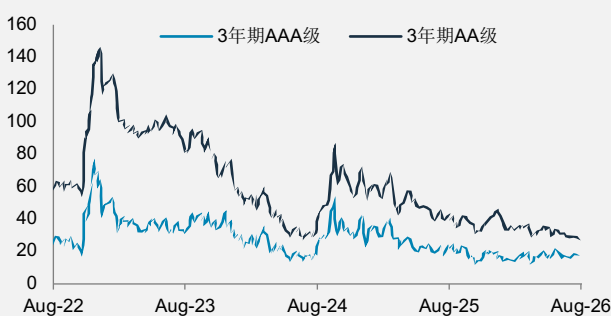
关键图表

图 5. 10 年期和 30 年期中国国债收益率 (%)



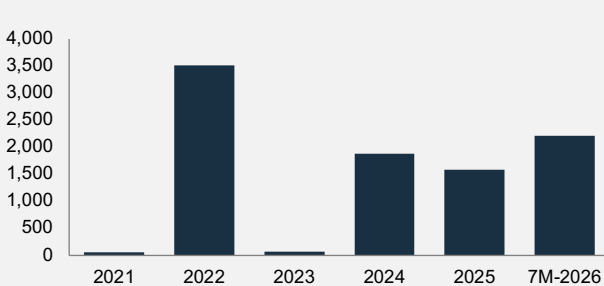
数据来源：Wind, 渣打银行

图 6. 3 年期 AAA 和 AA 级中票信用利差 (基点)



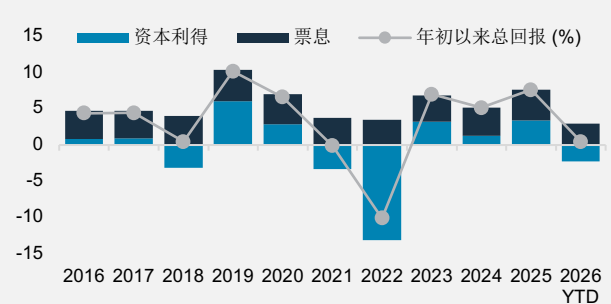
数据来源：Wind, 渣打银行

图 7. 境内机构“南向债券通”持仓规模 (亿元)



数据来源：Wind, 上清所, 渣打银行

图 8. 彭博亚洲（除日本）投资级中资美元债指数总回报 (%)



数据来源：Bloomberg, 渣打银行

# 中国股票资产概览

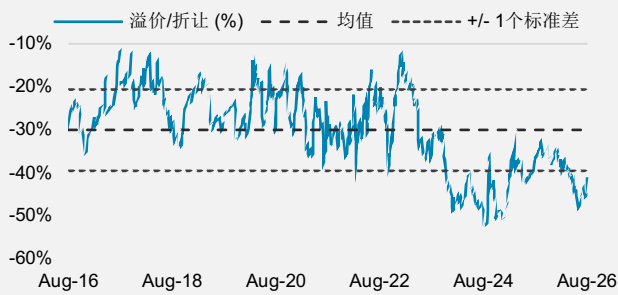
## 我们的观点

- **估值具吸引力，重估潜力犹存。**维持中国股票资产超配评级，在于相对全球主要市场依然存在显著估值折价，MSCI 中国指数相对 MSCI 世界指数的 12 个月滚动市盈率折让目前约在 40%水平，在全球范围内仍具配置价值。下半年以来的市场调整使得让在岸市场股权风险溢价重回历史 50%分位以上。
- **人工智能主线贯穿。**中国「十五五」规划明确将科技自立自强列为核心战略支柱，高端制造与科技自主可控正成为中国经济中新的增长引擎。此外，中国在 AI 下半场应用变现和对生产率提升，具有更广义的生态链。
- **结构性机会值得关注。**板块层面，科技与通信服务为首选，原材料与工业同步超配；能源、金融、医药等行业维持中性，可构成杠铃配置思路；必需消费与房地产因内需疲软维持低配观点。
- **主要风险：**业绩不及预期或者降速，海外扰动仍然存在，主要包括地缘挑战不确定性，全球集中性交易平仓，美国债务担忧等。此外，市场若出现风格轮动，资金流动将令集中度高的科技主线承压。

## 关键图表

图表 9：MSCI 中国指数的估值依然有吸引力

MSCI 中国指数相对 MSCI 世界指数的 12 个月滚动市盈率 PE TTM



数据来源：Wind、渣打银行

图表 10：中国股票资产的盈利周期筑底小幅回升

万得全 A 非金融指数的净利润增速 %



数据来源：Wind、渣打银行



# 超配行业详述

## 信息科技（超配）

我们看好中国股票资产的信息技术行业。主要受到 AI 产业发展、行业高景气度、以及潜在政策等支持。预计未来数年时间内，AI 产业发展将从“建造 AI，前端算力”逐步发展到“AI 应用”等更广泛的领域，中国在下半场具有更有深度的制造业和广义 AI 生态链。随着中报逐渐披露，26/27 年净利润增速分别上修至 70%和 35%，领先于 2026 年万得全 A 非金融指数净利润增速（预计约为 10%）。同时，考虑到行业估值仍偏高，处于历史 80-90%分位，交易集中度亦偏高，海外扰动仍然存在，行业潜在波动性较大。

- **全球算力供应链（硬件制造出海）**：海外云厂商资本开支带动外需，聚焦光模块、先进封装、HBM、液冷等核心硬件。
- **AI 商业化落地（从基建到变现）**：算力建设驱动，同时关注 Agent 和行业 AI 落地，以及端侧 AI 硬件迭代期。
- **软件与信创**：「十五五」政策驱动自主可控为长期主线，节奏依赖政策落地催化，以结构性机会为主。

## 通信服务（超配）

全球 AI 资本开支、通信基础设施需求刚性：渣打银行测算，2026 年全球 AI 相关资本支出规模超过 7000 亿美元，并将在 2030 年增长至约 1.6 万亿美元，五年复合增长率 30%。数据中心、算力网络、电力配套及冷却系统等 AI 基础设施将在 2026 至 2030 年间累计吸引约 5.4 万亿美元投资。这将拉动光模块、光纤光缆、液冷散热等中国通信设备商的出口。运营商「现金牛+第二曲线」双重价值重估——传统业务高分红吸引长线资金，Token 运营为代表的新兴业务有望加速放量。

- **海外 AI 基建外需链（设备出海）**：全球算力建设，围绕光模块、光纤光缆、高速交换机。1.6T 进入规模交付，CPO 商用延后，重点跟踪海外客户订单结构。
- **运营商**：高派息率构成防御底仓，算力及 AI 资本开支持续向运营商侧倾斜。后续重点跟踪算力上架率、Token 运营模式商业化兑现，将是估值空间打开的进一步催化剂。
- **算力网络设备和海缆**：国内超算超节、跨区域算力互通建设持续推进。长期订单逻辑情绪，短期释放节奏以招标落地情况为主。

## 原材料（超配）

贵金属收益于“去美元化”的长期逻辑强化，反内圈政策下，铝和钢铁等库存继续去化，供给市场化出清已开始出现，基本面有望修复。

- **贵金属**：美国经济数据温和下滑，加息必要性降低；美国长债供需错配之下，对于黄金形成支撑。
- **工业金属**：供应有所分化，铝方面国内继续去库库存，锡价格在供应扰动下有所支撑。
- **能源金属**：长期的能源转型逻辑不变，短期内锂供应过剩压力不容忽视。
- **稀土与战略小金属**：地缘博弈之下为国内公司带来定价权溢价，但国内下游行业处于需求淡季。
- **风险**：铝和钢铁等仍然受限于库存压力，原材料内部分化显著。

## 工业（超配）

全球能源转型叠加 AI 基建带动工业化转型与制造业装备需求，利好中国高端装备出海；中国企业在全球高端制造产业链当中的份额进一步提高。

- **新能源和电力设备**：在电力市场供应当中，中国呈现断档领先，未来方向是从份额到定价权和利润的拓展。
- **人形机器人核心零部件**：核心零部件比如谐波减速器、丝杠、精密传动等国产化水平持续提升，部分零部件实现突破，正加速向规模化量产迈进。

行业观点

| 行业/主题 | 观点  | 核心逻辑                                                                                                                            |
|-------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 信息科技  | 超配▲ | AI 产业确定性高，26/27 年利润增速上修。AI 产业将从“建造 AI，前端算力”逐步发展到“AI 应用”等更广泛的领域，中国拥有更广义的 AI 生态链。留意估值分位处于高位且短期交易拥挤，易受海外扰动造成阶段性波动增加。               |
| 通信服务  | 超配▲ | 大模型多模态与 AI 应用发展，以及受益于潜在两万亿数据中心建设，在一级行业中相关性仅次于信息技术。同时传统三大运营商稳定现金流支撑红利资产属性。但行业集中度高且受美国政策限制影响。                                     |
| 原材料   | 超配▲ | 本月原材料板块走高，主要的贡献来自于有色金属。贵金属部分，短期内美国财政部的回购支持了贵金属，贵金属长期逻辑坚实。工业金属方面：美国就业及居民消费数据疲弱，同时美关税方面尚未落地，铜价高位承压。能源金属：供需偏紧格局不变，库存继续去化，库存总量已经不高。 |
| 工业    | 超配▲ | 本月工业板块持续波动，表现落后于中证全指。长期来看，终端能源需求方面，由电力代替传统能源的趋势不变。中国在电力相关的工业领域断层领先，特别是未来电动车和 AI 基建方面的用电比例增量需求之下，中国在工业层面的相关需求将得到显著提升。            |
| 能源    | 中性◆ | 地缘不确定推高短期油价中枢，风险偏好下降市场潜在重新关注股息策略；但整体行业成交占比仍然较低，且成长性略有不足。                                                                        |
| 医药卫生  | 中性◆ | 医药卫生近一个月表现与中证全指相仿，但是内部分化比较严重，其中医疗研发外包和原研药涨幅居前，但是线下药店和血液制品跌幅居前。展望后市，医药创新出海、CXO 产业链与生命科学仍然是核心的驱动，医药的行情仍可能延续。                      |
| 金融    | 中性◆ | 银行业净息差二季度环比回升，券商中报业绩高增，保险权益投资升至历史新高；板块基本面边际改善，估值分位数和公募基金持仓偏低，股息率性价比提升。                                                          |
| 公用事业  | 低配▼ | "六张网"及新型电力系统规划加码，AI 算力与容量电价带来支撑；但盈利修复仍有不确定性，低估值+高股息提供防御价值。                                                                      |
| 可选消费  | 低配▼ | 呈现内部分化态势，通讯器材与化妆品类仍具韧性，而汽车、家电板块表现疲软。当前需求侧压力最为集中，居民信心不足、消费意愿低迷，为修复的主要制约，致使整体板块处于弱复苏与结构强分化的格局。                                    |
| 主要消费  | 低配▼ | 估值水平与持仓比例皆处于历史相对低位，政策面亦提供相应支撑。但低通胀环境、终端需求疲软与居民信心不足三重宏观因素叠加制约下，消费复苏仍属偏缓，底部配置仍需保持审慎。                                              |
| 房地产   | 低配▼ | 投资、新开工、销售面积跌幅扩大，一线房价修复动能放缓；行业仍在磨底出清，房企以去库存、去杠杆为主。                                                                               |



# 机会型投资观点

## AI 产业链

我们维持 AI 产业链机会型投资观点。“十五五规划”对新兴产业提出战略性部署，明确人工智能为培育新质生产力的核心引擎。据彭博社消息，中国将在 2026-2030 年累计投入 2 万亿建设全国一体化算力网（年均 4000 亿元投资）。中国当前数据中心撞机容量约为美国 61%，数据中心数量仅为 12.5%，基础设施投入空间巨大。

此外，AI 产业链仍具备高景气优势，预计中国股票资产的盈利周期见底回升，AI 产业链 2026 年和 2027 年净利润增速分别为 114%和 49%（较 7 月小幅上修），相对指数基准和沪深 300 具备相对景气优势。景气度能否实现持续高增且不明显下滑是主题投资的关键。

需留意该主题潜在波动率高于市场基准，潜在风险包括：海外扰动仍在、高估值且交易集中、美国政策限制影响。

## 高端装备制造

维持机会型投资观点。7 月下旬延续深度调整后，8 月呈现强劲修复，半年报验证范围从个别龙头扩大至行业整体（创业板 17 个行业营收净利双增。据 Wind 统计创业板上市公司半年报披露进度过半（1403 家中 781 家，截至 8 月 26 日）：合计营收 1.61 万亿元(+24.04%)、净利润 1485.35 亿元(+43.27%)；电力设备、机械设备等 17 个行业营收净利双增，电子/通信/电力设备等 9 个行业净利增速超 50%——验证范围已从个别龙头扩大至行业整体。

- 半导体设备：外资机构态度显著转向乐观。
- 国产大飞机：迎来重大里程碑。8 月 12 日，C919 首条国际航线（北京-乌兰巴托）正式开通，标志走完国内规模化运营阶段、进入常态化跨境载客新征程；7 月 29 日 C919 高原型完成首飞，产品谱系持续丰富。国产发动机 CJ-1000A 三季度装机验证飞行仍是后续核心催化。
- 低空经济：8 月国际低空经济博览会持续释放热度，展会接待 65 个国家 6.64 万人次观众，产业链从整机制造向核心配套、基建安全全链条延伸；市场开始预热 11 月珠海航展。

分歧与风险：虽然市场普遍认可产业趋势，但对短期估值消化程度看法不一。

主线切换：AI 算力硬件（DRAM、先进封装、光模块）取代 7 月的机床/人形机器人成为资金主要共识方向，机床板块仍处于“修复验证”阶段，尚未形成一致看多。

风险提示：8 月反弹的可持续性依赖三季度业绩验证，前期跌幅较大的机床、商业航天板块估值修复节奏仍有分歧，建议保持机会型仓位而非全面加仓。

## 有色金属

本月有色金属表现较为亮眼，黄金近期涨幅较多，背后最根本的原因在于长端债券市场的供需错配，供应在 AI 基建和财政发行之下不断上升，而系统性的债券买家正在退出，造成了长端利率的骤升。与此同时，美国财政部推出债券回购来抑制债券长端收益率，对于资产类别的影响是美元下跌，黄金上涨。展望后市，债券供应和需求短期之内仍然很难达成平衡，叠加如果更多的行政干涉本质是破坏美债的信用和稳定性，这样的背景之下，黄金和贵金属部分将得到支撑。但是风险是，如果行政干预造成美债的信用大幅下滑，造成大幅抛售，真实利率进一步上升，美联储不得不加息来应对，那可能对贵金属造成压制。

## 新型电力系统

本月我们提出新型电力系统的机会型投资观点。其中主要包含新型电力系统电源端、电网端、负荷端、储能端、电力系统智能化、碳交易服务和设备制造等电气自动化，涉及能源转型和 AI 基建更相关的题材。相比于传统电力能源以发电为主的投资机会，我们更专注于研发投入高，以及海外收入占比高的企业。根据彭博的预测，全球终端能源消费正在持续向电力转移，2025 年，电力约占总量的 21%，明显低于石油产品的 38%。但是到 2047 年前后，电力将超过石油产品，全球用电量到 2050 年将增长 69%。工业方面仍然是近期需求主力，但是电动车和数据中心的重要性不断上升，预计到 2050 年这两项占比将达到 20%的份额。区域方面，亚洲将是新增需求最大的贡献，2025-2050 年预计占全球同期新增需求约 60%。在电力与电力设备市场供应当中，中国呈现断档领先，我们预计此板块将受益于全球电力与电气化转型叙事。风险主要是三点，首先是海外需求端，如果 AI 叙事波动，可能带来影响。另外就是海外对于国内设备的比如关税或者贸易层面的磨擦是会有短期影响的，但是长期的供需关系依然稳健，另外就是内卷式竞争扩大对盈利将产生影响。

# 主要风险

业绩是当前市场的核心定价锚，超配逻辑的持续性取决于产业基本面持续保持高增不降速。海外扰动仍然存在，主要包括地缘挑  
战不确定性，全球集中性交易平仓，美国债务担忧等。

此外，市场若出现风格轮动，资金流动将令集中度高的科技主线承压。投资者应在不同板块间保持适度分散，维持杠铃配置的基本思路。

# 市场表现汇总

数据截至 2026 年 8 月 28 日；年初至今统计区间：2026 年 1 月 1 日 — 2026 年 8 月 28 日

| 主要市场表现           | 年初至今    |  | 近一月    |
|------------------|---------|--|--------|
| 股票               |         |  |        |
| 沪深 300 指数        | -0.45%  |  | 0.87%  |
| 上证综指             | -0.42%  |  | 3.64%  |
| 恒生指数             | -0.18%  |  | 1.08%  |
| 恒生科技指数           | -16.51% |  | -2.65% |
| 创业板指             | 6.91%   |  | 2.93%  |
| 债券               |         |  |        |
| 中债国债指数           | 2.73%   |  | 0.41%  |
| 中债信用债指数          | 2.06%   |  | 0.21%  |
| 汇率 / 大宗商品        |         |  |        |
| 人民币兑美元 (USD/CNY) | 4.00%   |  | 0.70%  |
| 黄金 (人民币计价)       | 2.22%   |  | 12.90% |
| 原油 (Brent)       | 44.95%  |  | 6.36%  |
| 铜 (LME)          | 14.31%  |  | 4.69%  |

数据来源：Bloomberg、Wind

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打发表本文件时的意见、预测和估计，渣打可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。投资价值及其收益可升可跌，阁下可能无法收回原始投资的金额。阁下不一定能赚取利润，可能会蒙受损失。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打环球私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打环球私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。

版权所有©2026, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到 CFRA 的书面许可，否则不得以任何形式复制 CFRA 提供的内容。CFRA 的内容不是投资建议，引用或观察 CFRA SERVICES 提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA 的内容包含 CFRA 根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。虽然 CFRA 在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但 CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于在法律允许的范围内，对适销性或适用于特定目的或使用的保证，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经 CFRA 事先书面许可，CFRA 提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA 和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用 CFRA 内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

## 市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及 / 或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。请参阅渣打网站的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去 12 个月的意见 / 建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司 / 发行人的债务或股票证券的财务权益。所有相关策略师均获新加坡金融管理局或香港金融管理局发牌提供投资建议。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

## 可持续投资

任何使用或提及的 ESG 数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1) 晨星网站的可持续投资部分；2) Sustainalytics 网站的 ESG 风险评级部分；3) 明晟网站的 ESG 业务参与筛选研究（ESG Business Involvement Screening Research）部分，以及 4) 彭博的绿色、社会及可持续债券指南。ESG 数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。ESG 数据供应商提供的数据，未必能涵盖我们可持续投资范围（Sustainable Investment Universe）或基金精选（Fund Select）基金中的所有公司或证券。因此，小部分公司或证券将不在排除性筛选的范围内。可持续投资：这是指晨星归类为“ESG 意向投资 – 整体”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘



中已明确表示，它们或将 ESG 因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的公司所发行的股份 / 股额。就债券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的发行人所发行的债务工具，以及 / 或那些经彭博核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会（Sustainable Finance Governance Committee）另行批准。Sustainalytics 所显示的 ESG 风险评级是真实的，并不是该产品在任何特定分类系统或框架下被分类或销售为“绿色”、“可持续”或类似产品的指针。

中国内地：本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受国家金融监督管理总局、国家外汇管理局和中国人民银行监管。

# 免责声明

---

本报告仅供参考，不构成投资建议或买卖要约。过往表现不代表未来。投资有风险，请结合自身情况谨慎决策。