

渣打2026年下半年中国市场展望

驭风流沙, 掌舵变局

2026年下半年, 中国市场临近动能切换窗口, 政策托底支撑下行空间有限。上半年受出口强劲与工业生产支撑, 整体增长动能超出预期; 进入下半年, 增长动能有所减弱, 提振内需成为首要挑战, 但政策合力有望为内需修复提供有效托底。

我们维持中国股票超配评级, 核心逻辑在于相对全球主要市场依然存在显著估值折让, 叠加人工智能主线贯穿与产业升级趋势深化。

投资策略与关键主题



三大关键主题

1. 出口引擎强劲，但动能切换窗口临近。上半年出口受人工智能硬件与绿色转型产业链支撑表现亮眼，5月出口同比增速接近20%，工业增加值同比增长4.5%。中国充裕的电力产能与可再生能源优势，亦为参与全球人工智能算力竞争提供了战略基础——数据中心高耗能特性，恰好与中国充裕的电力产能形成战略互补。然而内需消费与投资仍处修复阶段，房地产调整延续，有赖政策合力为内需修复提供有效托底。

2. 能源价格回落，成本压力边际改善。随着美伊协议落地，国际油价从高位回落，输入性通胀压力明显缓解。PPI从2025年12月的-1.9%急升至2026年5月的+3.9%，主要由全球大宗商品价格上涨及AI相关供应链动态驱动，本质上是外部输入性通胀的结果。下游消费端价格保持温和可控，为货币政策维持宽松提供有利空间。能源成本下行有望逐步改善企业盈利环境，叠加政策定向支持，下半年经营条件具备边际修复基础。

3. 政策从「留空间」转向「加力落地」，效果验证是关键。上半年财政与货币政策节奏相对克制，为下半年预留空间。随着专项债提速与准备金率下调落地，政策合力将明显增强。但在私人投资意愿低迷、银行体系压力缓慢积聚的背景下，政策传导是否畅通、能否有效激活实体需求，将是本轮政策周期成效的核心验证维度。

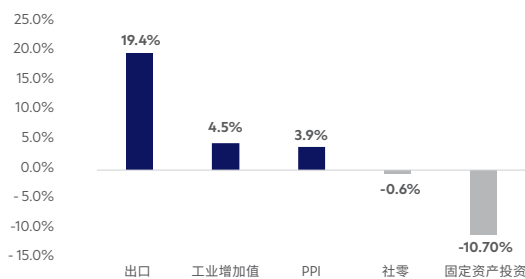
超配行业

- 信息科技、通信服务、原材料、工业

机会型投资观点

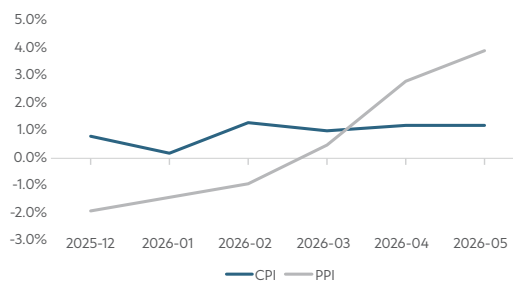
- AI产业链 • 高端装备制造 • 有色金属

图1. 中国主要宏观指标同比增速——生产强、内需弱的分化格局



数据源：渣打银行、Wind、Bloomberg

图2. PPI快速反弹而CPI温和——通胀格局两极化



数据源：渣打银行、Wind、Bloomberg

中国宏观概览

关键主题

- **出口引擎强劲,但动能切换窗口临近:**上半年出口受人工智能硬件与绿色转型产业链支撑表现亮眼,中国充裕的电力产能与可再生能源优势,亦为参与全球人工智能算力竞争提供了战略基础。内需消费与投资仍处修复阶段,房地产调整延续,有赖政策合力为内需修复提供有效托底。
- **能源价格回落,成本压力边际改善:**随着美伊协议落地、国际油价从高位回落,输入性通胀压力明显缓解,下游消费端价格保持温和可控,为货币政策维持宽松提供有利空间。能源成本下行有望逐步改善企业盈利环境,叠加政策定向支持,下半年经营条件具备边际修复基础。
- **政策从“留空间”转向“加力落地”,效果验证是关键:**上半年财政与货币政策节奏相对克制,为下半年预留空间。随着专项债提速与准备金率下调落地,政策合力将明显增强。但在私人投资意愿低迷、银行体系压力缓慢积聚的背景下,政策传导是否畅通、能否有效激活实体需求,将是本轮政策周期成效的核心验证维度。

2026年下半年中国经济临近动能切换窗口,政策托底支撑下行空间有限。上半年受出口强劲和工业生产支撑,整体增长动能超出预期。然而进入下半年,增长动能有所减弱,提振内需成为经济增长的首要挑战。

出口与高技术制造业保持强劲动能,5月出口同比增速接近20%,工业增加值同比增长4.5%,人工智能投资周期与绿色转型需求构成持续支撑。人工智能相关硬件需求和新能源产业链的全球渗透,成为中国出口超预期的核心驱动力。值得关注的是,中国近年大规模向可再生能源转型、电力产能持续扩张,在全球人工智能算力竞争中具备独特优势——数据中心高耗能的特性,恰好与中国充裕的电力产能形成战略互补。

内需方面,消费与投资仍处修复阶段,房地产调整延续,但一线城市房价已连续三个月环比回升,显示局部企稳迹象。随着下半年财政专项债提速落地、货币政策保持宽松,政策合力有望为内需修复提供有效托底,整体经济下行空间相对可控。

上半年的通胀格局呈现两极化特征,随着能源价格回落,成本压力边际改善。生产价格指数(PPI)从2025年12月的-1.9%急升至2026年5月的+3.9%,升幅显著,主要由全球大宗商品价格上涨(尤其是能源价格)以及人工智能相关供应链动态所驱动。中东地缘冲突推动能源价格阶段性走高,直接拉升了上游生产成本,PPI的快速反弹在很大程度上是外部输入性通胀的结果。

随着美伊临时协议达成,国际油价从高位回落,输入性通胀压力有望阶段性缓解。这对中国作为重要能源进口国而言是明确的利好,有助于PPI涨幅在下半年趋稳,并在一定程度上改善企业成本端压力。下游消费端价格温和稳定,通胀整体保持可控,为货币政策维持宽松提供了有利空间。展望下半年,能源成本回落有望逐步改善企业盈利环境,叠加政策定向支

持,经营条件具备边际修复的基础,然而消费通胀的实质性回升仍需以内需改善为前提。

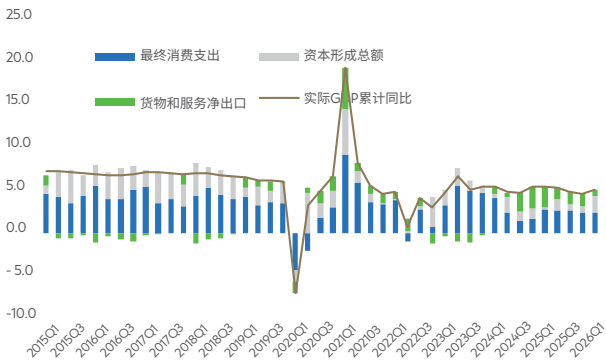
财政政策层面,当前整体节奏呈现出“控节奏、留空间”的鲜明特征。一季度较为积极的财政投放在二季度出现明显收敛,4月财政支出增长同比转负(-7%),这并非政策立场的根本性转变,而更像是一种“缓冲垫”式管理逻辑——先将政策空间留住,等经济压力更明确时再加速投放,同时避免债务快速累积形成新的系统性风险。

展望下半年,随着政府加快专项债发行与资金使用进度,财政支出预计将迎来明显反弹,为基础设施投资和重点行业提供定向托底支撑。当前中国总财政赤字规模可能接近GDP的9%,地方政府债务可持续性方面的长期风险已受到关注。

货币政策方面,结构性导向为主,下调准备金率可期。中国人民银行预计将于2026年底前将七天逆回购利率维持于1.4%的水平,总体保持稳健偏宽松的政策立场。与利率工具的相对克制不同,政策重心更多落在定向再贷款与精准滴灌,尤其向高技术制造、绿色转型等战略方向配置金融资源。下半年有望下调存款准备金率25个基点(时点较此前预判的二季度延后至三季度),释放明确的宽松货币信号,支持实体经济融资需求。

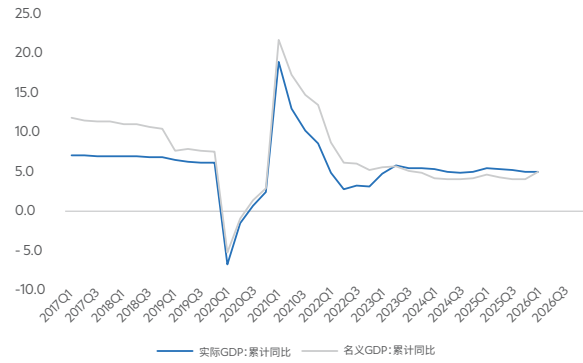


图3. 支出法GDP贡献率, 单季%



数据源: 渣打银行、Wind、Bloomberg

图4. 实际GDP和名义GDP, 缺口收敛%



数据源: 渣打银行、Wind、Bloomberg

中国股市概览

我们的观点

- **估值具吸引力, 重估潜力犹存。**维持中国股票超配评级, 核心逻辑在于相对全球主要市场依然存在显著估值折让。MSCI中国指数相对明晟全球指数的12个月预测市盈率折让目前约在30%水平, 处于历史较低区间, 估值优势叠加盈利改善, 持续吸引长期资金配置。
- **人工智能主线贯穿, 科技板块领跑。**中国「十五五」规划明确将科技自立自强列为核心战略支柱, 叠加大基金三期落地、科创板「1+6」新政提供IPO绿色通道, 高端制造与科技自主可控正成为A股市场新的核心增长引擎。
- **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; 公用事业、金融、医药卫生等维持中性; 必需消费品与房地产因内需疲软下调至低配。恒生科技指数作为机会型投资观点继续维持, 潜在IPO活动有望提振市场情绪。
- **主要风险:**市场已从估值驱动进入业绩验证期, 业绩是当前核心定价锚。需关注经济复苏节奏不及预期、监管政策变化、全球AI投资周期可持续性, 以及若市场风格轮动令集中度高的科技主线承压等风险。

图5. 全A TTM市盈率



数据源: 渣打银行、Wind、Bloomberg

图6. 中国股票相对全球股票估值折价%



数据源: 渣打银行、Wind、Bloomberg

超配行业详述

信息科技（超配）

政策与产业双轮驱动，共识最高。半导体超级周期深化，景气高度确定：生成式AI产业链有望加速投入与资本支出，国内新一代算力基建开启，全产业链国产化迎来新的景气周期。A股整体估值相较全球同类市场仍存显著折价，估值优势叠加盈利改善，持续吸引长期资金。

- **算力基础设施与国产半导体**：光模块、先进封装、高带宽存储（HBM）、AI电源及液冷基建。
- **AI应用与端侧生态**：AI Agent加速落地带动CPU需求，未来进一步带动AI眼镜、机器人、智能驾驶应用端需求。
- **软件与信创**：「十五五」政策驱动自主可控主线，节奏依赖政策催化。

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相关资本支出规模约6700亿美元，并将在2030年增长至约1.5万亿美元，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。

- **光通信全产业链**：光模块、光纤光缆、光芯片/光器件业绩驱动明确，海内外双需求共振，下半年关注供给瓶颈的结构性转移与新技术演进节奏。

- **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，Token运营模式商业化进程是核心催化剂。

原材料（超配）

资源品受益于政策支持：「反内卷」政策有望重塑化工、铝等周期制造板块供需格局，预期有效提升主要A股企业的利润率和回报率。

- **铜**：结构性供给短缺叠加AI/新能源需求爆发，资本开支不足与矿山项目管道受限是支撑紧张格局的结构性因素。
- **黄金**：主权信用与地缘风险双重驱动，全球央行购金成为支撑金价最重要因素之一。
- **稀土与战略小金属**：地缘博弈赋予定价权，中国稀土出口管制政策持续强化，为国内上市公司带来定价权溢价。
- **主要风险**：铝、锂等品种供给过剩压力不容忽视，结构分化显著；若内需修复不及预期，将制约整体需求弹性。

工业（超配）

中国优势制造出海，全球份额持续提升：「十五五」期间中国企业在全球价值链中的位置有望进一步抬升，将份额优势转化为定价权和利润率。AI基建带动工业自动化与制造设备需求，中游机械行业是最重要的基础支撑环节。

- **人形机器人核心零部件**：谐波减速器、丝杠、精密传动、力控关节等，技术门槛高、中国企业成本优势突出。
- **工程机械出海 + 矿用/能源设备**：出口景气度具备韧性，矿用设备受全球资本开支上行驱动，造船更新周期带来长繁荣窗口。



行业观点

行业/主题	观点	核心逻辑
信息科技	超配▲	受到AI产业发展、高于市场基准的景气度、以及市场情绪等多重支持。预计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。留意估值分位处于高位且短期交易拥挤，其潜在波动性可能放大。
通信服务	超配▲	兼具防御属性与成长动能。传统三大运营商稳定现金流支撑红利资产属性；同时，人工智能浪潮及数据要素政策催生AI算力基础设施建设带来成长溢价。
原材料	超配▲	受“十五五”顶层设计及全球供应链瓶颈，有色（铜、铝、金）等战略性矿产各细分领域需求旺盛，整体动能回升。化工与钢铁仍然处于去库存阶段，产能受到硬约束，反内卷持续发力是未来重塑供需关系的关键。
工业	超配▲	在海外缺电，AIDC配储，以及新能源替代的背景之下，电力设备需求大幅提升，营收保持高增长态势，制造业当中，AI上游硬件配套需求提升，通用设备在内需反弹的背景之下将迎来曙光。出口景气度具备韧性，其中工程装备，能源装备，以及船舶也将延续景气。
能源	中性◆	未来展望呈结构性转变。虽然原油价格回落令未来盈利增长承压，传统化石能源受益于地缘冲突溢价，具备稳定现金流驱动的红利防御属性；海外绿电需求提升带动绿色新能源龙头出海契机。
可选消费	中性◆	展望分化。内需动能偏弱，传统消费品面临结构性修整。但具备极致性价比与全产业链优势的汽车零配件、智能家电等出海链核心龙头，有助于提升出口表现并且缓冲国内市场的内需压力。
医药卫生	中性◆	展望分化。传统仿制药面临医保控费的常态化抑制和存量博弈，但创新药全链条政策支持及高端医疗器械出海红利利好行业龙头。当前估值充分反映悲观预期，未来或迎来行业拐点。
金融	中性◆	银行受益于高分红与低估值，资产负债表韧性足；券商与保险受益于资本市场改革及利率下行环境，估值修复弹性足。多空力量在高股息稀缺性与宏观弱复苏间博弈，达到平衡。
公用事业	中性◆	在容量电价、成本下行再加上AI需求拉动，构筑稳固的盈利护城河，在低利率环境下其红利属性仍具吸引力。需留意高拥挤度带来的短期回调风险及估值溢价的收敛。
主要消费	低配▼	消费动能、市场景气以及居民信心仍在修复阶段，主要消费板块进入存量博弈，营收增速放缓。
房地产	低配▼	居民加杠杆意愿及风险偏好仍处于历史低位，新房销售尚未观察到V型反转的拐点。仍待观察“收储+去库存”政策组合拳的资金支持规模和执行落地速度，对于供求关系变化的影响程度。

机会型投资观点

AI产业链

我们开启AI产业链的机会型投资观点。当前产业政策导向将明显倾斜AI产业，“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）。中国当前数据中心容量约为美国的61%，数据中心数量仅为12.5%，基础设施的投入空间巨大。

此外，AI产业链仍具备高景气优势，预计A股盈利周期见底回升，2026年全A非金融归母净利润增速约为10%，AI产业链2026年和2027年净利润增速分别为71%和47%，相对指数基准和沪深300具备相对景气优势。

需注意该主题潜在波动率高于市场基准，潜在风险包括：海外集中性资产调整、估值分位偏高、境内相关交易集中等。



高端装备制造

我们开启高端装备制造的机会型投资观点。A股高端装备制造主题囊括半导体设备/国产替代、航空航天与军工、低空经济与商业航天、国产大飞机、核电及工业母机等多个战略性赛道。这是2026年“十五五”开局年政策支持力度最密集的区域，兼具“科技自立自强”的战略必然性与全球制造业份额持续提升的商业逻辑，也是中美博弈下长期确定性最强的结构性机会之一。

“十五五”规划建议明确提出通过“超常规措施”推动集成电路、工业母机、高端仪器等重点领域关键核心技术攻关取得“决定性突破”，国产半导体和算力产业链有望成为政策主要着力点，政府对技术创新和先进制造的政策承诺将持续推动这一领域的高速增长。

需注意该主题的不同赛道间存在明显的商业周期差距，在成长逻辑与估值安全边际之间做出更精细的权衡，聚焦业绩兑现确定性而非主题炒作。

有色金属

我们开启有色金属的机会型投资观点。年初至今，中证有色金属指数上涨1.17%落后于同期的大盘和科创类指数，主要原因是全球宏观流动性在中东冲突的影响下有所紧缩，造成了黄金价格的下滑。这也造成了其市盈率回归到20X左右水平，位于近10年30%左右分位，交易拥挤度较今年以前有所下滑。

景气度来看，2026年营收预期增长22%，归母净利润同比增长86%大幅超过大盘水平。从细分领域来看，有色金属将受惠于资源品供需缺口带来的结构性涨价机会。贵金属方面，央行购金的趋势在美元信用下滑的背景之下预将延续，对于黄金具备长期支持，但需注意宏观流动性波动之下，黄金的金融属性导致清算压力。工业金属方面，大数据中心和电网的需求端具备韧性，AI的宏观叙事延续背景之下，对于以铜为主的工业金属需求也将保持。

能源金属方面，上半年能源价格上涨的背景下，海外对于新能源替代的需求提升，AIDC配储也将导致锂价达到更高水平。战略金属供需偏紧格局将延续，在以稀土和钨为代表的我国战略金属将在刚性供应延续，出口需求上升，以及内需回暖的背景之下价格中枢上移。

主要风险

市场已从估值驱动进入业绩验证期，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能否持续兑现。未来盈利兑现门槛抬升，需警惕伪科技概念炒作。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，并聚焦业绩兑现确定性。

披露

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, 买卖本文件提及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及的一项或多项金融工具有重大利益。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。

[机构全称及监管信息 — 待填入]