



01 市场回顾

2026年上半年A股呈现明显的结构分化，大盘指数表现温和，科技产业链显著跑赢大盘，市场围绕全球AI资本开支、国产半导体替代、产业链上游原材料涨价和具备业绩支撑的方向进行交易。

当前市场依然处于上行阶段，科技是贯穿始终的主线。指数到一定程度以后无法简单依靠宽松的流动性和增量资金而驱动上行，理应是回归业绩与盈利最确定的方向。从全球市场来看，EPS^Q交易已经成为权益市场的共识，科技板块的盈利相较于其他方向较为领先，指数有望在科技板块的推动下温和上行。

最近几天全球科技板块大幅震荡，扎克伯格关于算力会从紧缺慢慢变得充足的表态成为导火索。Meta自家的AI业务其实算不上行业第一梯队，这次打算对外租赁的也都是淘汰下来的旧款算力芯片^Q，本质只是想把现阶段闲置的算力资源变现，补上空窗期的现金流缺口。

资本市场给整条AI产业链估值时，核心逻辑一直是“算力长期供不应求”，这是支撑股价的底层根基。而扎克伯格的言论相当于让这个根基出现了一道小裂痕，哪怕裂痕本身微不足道，但恐慌情绪会无限放大这个负面信号，直接引发市场抛售。

理性地讲，不能把Meta出租算力这件事，简单理解成AI行业投资降温，或是全球算力已经供大于求。更客观的看法是，当下全行业都还在持续大手笔加码AI硬件投入，Meta把闲置算力对外租赁，只是单纯盘活自有硬件资产、提高资金使用效率、拉高投资回报的常规商业操作。虽然市场因为这件事出现剧烈震荡，但这完全不是算力过剩的预兆，只是企业在高额硬件投入周期里，优化自身盈利效率的正常经营手段。

02 关于科技股的再思考

AI不是一个已经讲完的故事。相反，它可能刚刚进入更复杂、也更值得认真研究的阶段。

过去两年，市场对AI的讨论更多集中在模型能力、算力需求和科技巨头资本开支上。但现在，一个更重要的变化正在发生：AI正在从“工具”逐步变成“生产力”。尤其是在编程领域，这个变化已经比较清楚。[Anthropic^Q](#)的异军突起是强力的佐证，其ARR在半年内暴涨了10倍以上。OpenAI也紧随其后，发布了Codex，也说明AI编程Agent正在从辅助代码生成，走向更复杂的软件工程任务。

AI商业模式的进入验证阶段，这不再只是“用户很多、体验很好”这么简单，而是开始进入可计量的效率提升、成本节约和收入创造阶段。机器、模型、算力和数据，正在变成新的生产要素。资本市场真正定价的，也不只是某几个公司的订单，或者某些产业链环节的短期景气，而是整个产业未来增长曲线的变化。

我们对AI这条主线整体仍然偏乐观。原因不只是短期需求强，而是这件事的长期空间还没有被充分看清楚。

第一，AI的天花板可能比市场最初理解的更高。

现在市场争论很多，但最核心的问题其实只有一个：AI最后到底能做到什么程度？

如果AI只是提升办公效率、替代部分重复劳动，那它当然是一轮重要的技术升级，但影响范围仍然有限。真正值得重视的是另一种可能：随着模型推理能力提升、单位智能成本下降，以及Agent能力逐步成熟，AI有机会进入更多原本依赖人力判断和知识积累的环节，包括软件开发、客户服务、数据分析、金融研究，甚至部分科学研究流程。

这时，AI的价值就不只是“降本增效”，而是可能重构很多行业的交付方式和商业模式。过去软件公司的[边际成本^Q](#)已经很低，但AI如果进一步把“知识工作”的边际成本压低，影响的就不只是软件行业，而是更大范围的服务业和生产组织方式。

第二，需求不是靠想象，已经开始有商业化和资本开支的双重验证。

市场最担心的问题，是AI需求会不会突然放缓。过去几年，北美科技巨头在GPU、数据中心、网络设备、电力基础设施上的投入非常大，如果应用端变现跟不上，资本市场一定会重新审视这轮投资的回报率。但从目前看到的数据看，需求并没有明显走弱，反而还在被继续验证。

一方面，应用端开始出现更清晰的商业化范例。[Claude Code^Q](#)收入快速增长，说明AI Agent并不是停留在演示层面，而是已经能在开发者群体中形成真实付费。与此同时，云厂商的收入和订单也在继续验证需求。

另一方面，资本开支并没有出现退坡信号。Alphabet预计2026年资本开支达到1750亿至1850亿美元，主要用于AI算力、云需求和技术基础设施；Meta将2026年资本开支指引上调至1250亿至1450亿美元。其他CSP厂商也纷纷加码AI建设力度。

这说明头部公司把AI当成下一代战略入口。**在这种竞争格局下，主动放缓投入看似能保护短期利润，但可能带来更大的长期风险。**

第三，AI投资的核心矛盾，仍是需求的快速扩张，和供给的缓慢爬坡。

AI时代最特殊的地方在于，需求端和供给端的增长速度并不对称。

需求来自模型能力提升、Agent能力扩散、企业工作流改造，很多时候是非线性的。一旦某个应用证明有效，用户增长和使用量放大可能非常快。尤其是编程、办公、客服、数据分析这些场景，原本就是数字化程度较高的领域，AI渗透的速度可能明显快于传统产业。

但供给受制于半导体行业的扩张速度。芯片要设计，先进制程要排产，HBM和封装要扩产，服务器要交付，光模块和交换机要配套，数据中心要建设，电力、散热、土地和并网都要跟上。这些环节都不可能短时间内实现产能的大幅扩张。

电力也是一个越来越关键的约束。IEA预计，全球数据中心用电量到2030年将较当前水平翻倍；2024年至2030年，数据中心用电量年均增长约15%，增速超过其他行业总用电增长的四倍。换句话说，AI需求越往后发展，约束条件就越不只是芯片，而是会扩展到电力、数据中心、冷却、网络、工程建设等更广泛的基础设施体系。

AI投资不能只看最表层的应用热度。真正有持续价值的环节，往往出现在供给最难扩张、技术壁垒最高、客户粘性最强的位置。GPU、ASIC、先进封装、HBM、光通信、高速交换、液冷、电力设备、IDC资源，都会在不同阶段成为市场关注的重点。但同样需要注意，产业链每个环节的价值并不一样，不能简单因为“沾AI”就给予同样的估值。

第四，继续看好AI，但更需要重视产业结构和估值。

投资上，重点不是判断AI是不是还有机会，而是判断谁能真正受益。简单说，要看四类能力：

一是需求能不能被验证。产品是否真的带来效率提升，客户是否愿意持续付费。

二是供给是否足够稀缺。公司是否处在产能、技术、资源或生态的关键瓶颈上。

三是商业模式能不能放大。AI带来的不是一次性订单，而是持续使用量、持续订阅、持续算力消耗和持续客户粘性。

四是估值能不能被业绩消化。好公司如果估值过高，短期也可能波动；但如果长期逻辑没有破坏，波动反而可能是重新定价的过程。

总结来看，AI不是一轮简单的科技股行情，也不是传统意义上的半导体上行周期。它同时包含了技术革命、基础设施建设、商业模式重塑和全球科技竞争几个维度。因此，我们对AI投资依然保持积极态度，但会更强调结构选择。未来真正值得重视的，不是所有带AI标签的公司，而是那些能够把AI能力转化为真实收入、真实效率、真实壁垒和真实现金流的公司。

下半年进入美国中期选举前的关键窗口，政策与市场之间的扰动可能增强。若经济与就业数据仍偏强、通胀回落不及预期，市场将重新担忧美联储维持偏紧立场，长端美债收益率和美元可能阶段上行，对高估值成长板块形成估值压制。另一方面，若股市回调、就业或消费出现走弱迹象，白宫往往会加大对货币政策、贸易、财政或监管政策的表态与施压力度，以维持“经济表现良好”的选举叙事。

展望下半年A股行情，板块分化大概率进一步加剧，全球市场围绕AI的交易已经步入考察盈利能力的阶段，科技板块内部出现分化，概念炒作终将偃旗息鼓，资金有望切换至业绩确定且产业趋势明显的方向，以及部分有望实现产业“从0到1”跨越的领域。

从长期角度看，以AI为代表的科技进步和应用仍将会是未来相当长一段时间促进经济和社会发展的主要推动力，而且不会因为短期的节奏或其它干扰因素而改变方向，会继续在扰动中上行。下半年更需要密切关注AI相关的应用需求的发展，潜在的风险是长期确定的发展方向和短期需求节奏可能出现的阶段性不匹配，从而对AI叙事及投资机会带来的扰动。特别是当资本市场相关板块和个股的估值出现泡沫化的时候，短期的干扰因素往往会带来和加剧股价较大的波动。

对于非AI相关的板块和个股，特别是传统的制造业、消费和大宗商品等，投资机会更多来自阶段性的估值方面的超跌反弹和均值回归，幅度相对有限，较难大幅跑赢科技板块。就A股权重指数而言，我们判断未来一个阶段上行和下行的空间都相对有限。港股估值已经很具备吸引力，超跌反弹的概率在增大，但由于流动性缺乏以及AI相关投资机会不多等因素，反弹的空间相对也有限。



— 免责声明 —

在阅读本资料后，务必请您细阅此重要声明。

- 请确认您或您所代表的机构是一名“合格投资者”（参照中华人民共和国证券、基金相关法律法规认定要求），并将遵守对您适用的司法区域的有关法例及法规。
- 本资料所载内容仅供参考，并不构成广告或分销、销售要约，或招揽买入任何证券、基金或其他投资工具的邀请或要约。
- 投资涉及风险，投资者应详细审阅本公司基金产品的发售的文件以获取进一步资料及了解有关投资于股票及衍生品或股权等市场所涉及之风险因素，并寻求适当的专业投资和税务咨询意见。基金的股份或单位价格及其收益可升可跌，而过往的基金表现数据并不预示基金未来的表现。
- 本资料所提供的信息并非投资建议或税务咨询意见，投资者不应依赖本资料所提供的信息作出投资决策。
- 上海盘京投资管理中心（有限合伙）及雇员不对本资料所提供信息之任何错误或遗漏承担任何法律责任。您在任何情况下均不得复印、复制或再分发本资料的全部或其任何部分，或对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。
- 与本资料有关的所有版权、专利权、知识产权及其他产权均为上海盘京投资管理中心（有限合伙）所有。本公司概不向浏览本资料的人士发出、转让或以任何方式转移任何种类的权利。

 盘京投资

阅读 2375

留言

写留言



