

市场回顾： 超跌修复，小盘搭台

PART 01

7月被恐慌情绪杀跌的科技板块在8月有所修复，但并非全面普涨。中证1000全月上涨约9.8%，中证小盘成长上涨约7.0%，弹性集中在中小盘；科技龙头指数上涨约6.2%，但内部明显分化。大盘蓝筹原地踏步，沪深300指数8月份微涨0.8%，大盘价值风格微跌；消费风格回调最深，中证消费跌逾4%。

行业层面，A股沿着资源品与科技两条主线交易：电子、通信领涨，有色金属紧随其后。当前AI方向是市场的绝对主线，与指数共振，海外云厂商资本开支持续上修，英伟达财报再超预期，AI的中期叙事被产业数据反复验证。我们要做的是持续跟踪产业变化，尤其是应用场景拓宽带来的行业利润上修，那是从“讲故事”到“算得出业绩”的关键一跃。

海外加息预期升温，美联储主席沃什在8月28日杰克逊霍尔年会上的讲话整体偏鹰，重申2%通胀目标，并认为当前金融条件并不具有限制性，市场随之上调9月及年内加息预期，利率期货对9月加息的定价已升至六成，12月前加息的概率超过九成。往后看，非农和通胀数据是加息预期变化的核心观察变量。

中美外交保持沟通，8月26日王毅部长会见美国驻华大使，双方均提及筹备下一阶段重要高层互动，近期外交层面继续保持沟通。与此同时，美国结构性产能301调查、232行业关税及科技领域相关政策仍在推进，部分措施尚未正式落地。9月重点关注高层互动以及301调查、行业关税和科技政策的后续进展。

一个世界 两套利率

PART 02

海外的麻烦：利率下不来

8月最后一个交易日，美国10年期国债收益率收于4.76%，30年期收于5.24%，后者8月17日收在5.31%，次日盘中一度触及5.34%，是2007年6月以来的高点。加息预期之外，还有一个更结构性的因素：AI巨头为资本开支大量举债，客观上在和国债“抢”久期供给，长端利率被顶在那里下不来。

这意味着什么？标普500目前市盈率约24倍，对应的盈利收益率只有4%出头，而无风险利率接近4.8%，买股票相对于买国债的风险补偿，已经由正转负。高估值成长股的远期现金流，正在被越来越贵的折现率一点点啃食。我们不下注美股见顶，但在这样的价格上继续加码，赔率不划算。

境内的现实：钱没地方去

同一个时点，中国10年期国债收益率只有1.69%，趴在历史低位。沪深300市盈率约13.8倍，对应的盈利收益率超过7%；恒生指数市盈率约11.1倍，股息率超过3.1%。翻译成大白话：在中国买一篮子主流股票，预期回报是长期国债的四倍上下，光股息也比把房子租出去收租金来得体面。

境内存款和理财收益率一降再降，楼市的赚钱效应还没回来，实业回报偏弱。钱不会消失，它只是需要一个新的去处。往哪儿去？算来算去，股票市场是当下性价比最高的那个选项。

AI这场仗，打到哪一步了

全球资产定价的主线，绕来绕去绕不开AI。我们对AI本身没有怀疑，问题从来不是AI行不行，而是这笔账怎么算。

美国那边，AI还处在“花钱阶段”。巨头的资本开支以历史罕见的规模往上堆，甚至开始靠发债支撑投入，这正是长端利率被顶住的深层原因之一。投入是真投入，但兑现仍在追赶：算力是当期买的，账单是当期付的，回报是远期收的。

这个模式本身没有错，但它意味着两件事：一是美股涨幅高度集中在少数硬件公司，估值兑现排着一张很满的时间表；二是只要资本开支不停，利率就很难真正松下来。买在当前位置的美国AI，本质上是押注“花钱的速度永远跑赢还钱的压力”。

中国这边，AI正在进入“用起来阶段”。国产大模型把使用成本打下来之后，AI开始真正嵌进制造、物流、营销这些具体的生意里。中国的优势从来不在算力芯片，而在把一项技术变便宜、变好用的能力，工程师红利叠加全球最全的应用场景，渗透速度可能超出报表的反映。所以“人工智能+”的业绩兑现，路径更像渗透率的故事，而不是军备竞赛的故事：不需要赢者通吃，用得深的行业都在慢慢受益。

落到投资上就一句话：不押注美国AI硬件的军备竞赛继续升级，但认真对待中国AI应用的早期渗透，用业绩兑现去筛选，而不是用故事去筛选。

市场展望： 中国资产（含港股）性价比更高

PART 03

海外利率高企、境内利率躺平，这个不同步本身，就是推动全球资金重新定价的力量。港股的特别之处在于：它以港币计价、直接挂钩全球流动性，装的却是中国资产的基本面，一旦海外利率压力缓解，它就是“跷跷板”先翘起来的那头。A股和港股相对美股的明显折价，叠加并购重组、资产注入带来的外延式业绩弹性，提供了足够的安全边际。

落实到操作层面，我们在适度保留一部分海外持仓的基础上，会逐步提高中国资产的配置权重，A股与港股并重：一部分放在有真实业绩兑现的“AI+”方向，特别是应用落地、成本优势清晰的环节；一部分放在现金流健康、股息率丰厚的价值资产上，跌有底，涨有弹性。

我们不确定美债利率何时回落，也不确定中国资产的行情会以什么节奏展开。但投资不需要每次都猜对终点，只需要在赔率明显偏向一边时，站在那一边下注。





深入 前瞻 原创 独立

THOROUGH

PROSPECT

ORIGINAL

INDEPENDENT

盘京投资

— 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

