

百亿基金经理洞察

每天10分钟 同步百亿基金经理的最新顶层认知

(2026年6月7日 星期日 第263期)
“每周机构会谈”

本期重点

- ★境外投资堵偏门开正门，QDII 和收益互换的额度空间或将打开
- ★重仓科技的人没有理由切消费，胜负手在 27 年业绩上修
- ★SpaceX 救不了光伏设备，太空算力的故事早就讲完了
- ★人民币狂飙+欧盟围堵，出口链遭双杀！利空出尽或是布局窗口
- ★煤炭炒作尚未完结，短期逻辑顺畅，可作再平衡重要方向
- ★美国经济面临滞胀风险，美股短期波动不可避免
- ★A 股机构现形记：要么满仓硬扛科技，要么清仓等暴跌
- ★科技浪潮下的防守利器：银行净息差拐点确立，“稳稳的幸福”又回来了
- ★科技回调=倒车接人，先上这两趟业绩最确定的快车
- ★工控站在周期起点，或受益 AI 外溢资金
- ★欧洲离不开中国货！新能源遭误伤砸盘，恐慌过头正是捡漏时
- ★化工板块出黑马！涤纶长丝先涨价、再提量

本期会谈，《百亿基金经理洞察》邀请数位买方机构的基金经理，对大盘、政策、以及后市投资机会等进行深度交流。

★境外投资堵偏门开正门，QDII 和收益互换的额度空间或将打开

之前讲过中国在收紧境外券商对大陆客户的服务，现在这个事情在扩散。

香港的外资行在境内展业可能也会收紧，像渣打、汇丰近期都有比较大的调整。

比方说渣打，它有大约 15%的资产规模来自于内地客户，很多是做财富管理的；汇丰有些银行卡也是暂停了对大陆居民的开放申请。

除了银行还有保险，因为香港的保险是比较发达的，很多是分红险这种理财类型，包括香港最头部的友邦近期也有明显下跌。

所以跨境投资收紧可能是大势所趋，要引起高度重视。

跨境收紧的话，未来往境外投资有什么路径？现在大家也还在讨论当中，我们从产业聊的来看，想让你合规化符合大陆的法律，比方你本身就有境外的身份，相当于是类似外籍，这条路径是比较通的。

再就是 QDII，所以公募保险肯定会大力发展 QDII，只不过现在是受限于额度。

境内机构本身会出海，我们预判未来会放越来越多的东西出去，额度通道肯定会打开，它不能只堵一头不让你钱出境，这个需求是很强的，这就是去走合规化的。

甚至包括券商是有收益互换，在两年前额度也停了，未来会不会进一步的加码，也是有可能的。甚至很多私募，他们买美股是通过收益互换出去的，这是第二条国内的合规路径。

第三个是通过银行和保险出去，比方刚才提到的汇丰和渣打，它不是所有的境内业务都是不合规的，大部分境内业务是合规的，然后去买它的财富管理产品，通过它们的银行渠道去买，因为他们本身在国内是备案的，这样的就能去监管。

国内最不喜欢的就是通过灰色的渠道出去之后没法监管，不知道你在干什么，通过银行操作流水会留在那，只要银行跟国内的金融监管总局合作，那肯定是比较 OK 的。

通过券商是比较难管理的，因为钱在托管行，但资金的使用和流水是在券商，去买香港的保险也是一样的，路也肯定会被堵。

券商之前连会不会查第二梯队都不知道，已经开始去聊汇丰、渣打还有友邦

了，也受到了一些负面的冲击。

相对于之前富途三家券商 2.0，都没有官宣，只是大家的预测，股价跌这么多，肯定有人先知道，因为资本很聪明，不会是空穴来风，值得高度重视。

之前我们也讲过，这次文件的下发是很高层级的，多部门联合的，肯定这个事情是布局很久了，持续的动作会出来，不是临时起意，突然就查一下这几个券商而已。

★重仓科技的人没有理由切消费，胜负手在 27 年业绩上修

周五过完之后，大家最关注的就是全球股市大跌，尤其是美股领跌、科技领跌。

这个事情是什么原因引起的？怎么去看？国内的科技要不要去做均衡和切换？这是近期讨论最多的话题。

先说纳指大跌，最主要的触发因素是周五晚上非农就业数据超预期，引起了比较明显的加息预期。

从整个 AI 产业来说，我们认为 AI 产业链近期剧烈波动不来自产业内部的基本面，更多的是来自于风险偏好的变化、流动性的变化。

以美股、A 股还有东亚的股市为例，现在 AI 的占比是非常高的，整个市场

的交易结构也比较畸形，全都涌到 AI 产业链，所以整个交易结构非常脆弱。

在这种背景下的大跌，一般都是外部性的因素，像 3 月份的美伊战争，近期美联储的加息预期，在历史上也发生过，但是好在这次整体的估值并没有处在一个很高的位置，在合理的水平，所以市场的调整是合理的有前提条件的。

随着 6 月份美股和 A 股进入中报季，可能还是会提供买入机会的。

国内情况也是类似的，它跟全球的宏观逻辑非常类似。

在这次大跌之前，市场就已经开始有一个偏一致的预期，科技经过甜蜜的 5 月之后，资产的波动率肯定要上升，不是说只有周五的大跌才这么去看，我们一直看到很多人在讲。

尤其在美联储整体表述偏硬的情况下，还有油价持续维持在 90~100 美金这样的高位，所以市场的宏观层面是比较脆弱的。

说回 A 股的科技，从上周开始就有不停的有策略出来喊要做均衡配置，一个最经典的话题就是拿科技的投资者会不会切消费。

我们认为不会，观点是比较明确的，这次科技调整之后，周一 A 股的科技肯定压力比较大，虽然我们在周五领先美股已经跌了一波了，但是由于美股的震荡幅度比 A 股大，所以 A 股肯定还有补跌空间。

跌完之后会不会形成一个拐点，形成一个触发的事件，投资风格从科技移出来做再平衡是很困难的。

从估值的角度能看得比较清楚，虽然涨了很多，但科技的估值并不比其他传统板块高，像消费、制造业、医药板块的 CXO 和互联网。

当然现在说的估值都是 27 年，看 26 年的话，科技股肯定远远高于刚才说的这些板块，之所以要比 27 年，因为 26 年科技这些所谓的高估的公司，之所以被高估，是因为 27 年的业绩能见度是比较高的，所以市场是直接看 27 年的业绩的。

我们对标去看，消费制造、CXO、互联网 27 年的估值，科技股很多主链上的公司也就十几倍，跟这些板块的估值是一样的。

要不要做再平衡？

很简单，当明年的估值处在同一水平线上，胜负手就在于谁 27 年的业绩预期能够上修。

现在来看，科技业绩上修的概率更高，至少重仓科技的人这么认为，所以不会大量切到其他板块。短期做一些防守是有可能的，但是不会做战略性的调整。

具体说一些板块大家感受会更深一些，像 PCB 的龙头公司对应 27 年的估值

是 20~25 倍，跟板块的历史估值中枢能够贴合到，不是一个很夸张的估值。

光模块对应 27 年的估值是 10~15 倍，尤其龙头公司是 13 倍以内，这也是跟它的历史估值的均值差不多，周一开盘再大跌也就回到了历史均值的位置。

像 MLCC 方向之前我们重点推荐的三环集团，27 年业绩比较乐观的估计可以算到 100 亿以上，因为它有比较强的涨价逻辑，100 亿以上对应现在 30 倍的估值，也就是公司历史均值估值的水平。

我们看市场其他板块，像传媒 27 年的业绩也是十几倍到 20 倍，消费当中的社服零售也是 11 倍到 20 倍，CXO 也是，包括汽车这些行业对应明年也都是十几倍，还有有色和锂电等。

所以从估值的角度，看不到买科技的人要去切其他板块，这跟之前 2015 年的互联网泡沫，还有美股 2000 年的科网泡沫，是完全不同的。

在那个时候去喊顶，可能明确说基本面和估值是背离的，现在全球的科技和非科技板块是不存在这个逻辑的。

我们再看一下 AI 的基本面，其实整体还是在上修的，AI 算力军备竞赛是在持续进行的，这周比较典型的谷歌增发超过了 800 亿美金，OpenAI 这些公司也开始去规划更大的投资，整个产业链还是在上修业绩预期。

比方光通信像 Lumentum 还有 Coherent 这些都上修了 CPO 的预期，NPO 的预

期也在向上，像光纤代表性的公司亨通光电近期表现是最强势的，因为他们拿到了海外大客户的订单，指引二季度业绩非常强。

产业链一些很重要的公司，他们的基本面还是在继续上修的。

★SpaceX 救不了光伏设备，太空算力的故事早就讲完了

讲一个下周会发生的比较重要的事，刚好有粉丝问到光伏设备，这个事情跟 SpaceX 是相关的。

SpaceX 下周五要上市，这是近期科技板块最大的事情，也有人认为周五美股的大跌跟这个事情也有一定的关系，虽然美联储变得更鹰，不应该跌这么多。

因为 SpaceX 是有史以来最大的 IPO，会对美股市场形成比较强的抽水，主动和被动都需要提前为 SpaceX 的上市做准备。

SpaceX 整体的估值是偏贵的，它的基本面也还可以，但它主要是靠讲故事，像星链和太空 AI，去讲一些差异化的故事。

但是我们认为，它不是引起周五美股大跌的核心原因，融资也就 750 亿美金，不需要指数跌这么多去反映这一个事情。

这刚好就对应了我们要聊的另外一个问题，为什么光伏设备会回调？

之前光伏整体国内基本面是很烂的，整个产业本身是没有什么基本面的，下游都是非常过剩的，所以光伏设备本身没有基本面。

但是之前爆炒过一波，因为 SpaceX 讲要做太空算力，要在太空去布局光伏的组件，拉动光伏设备的出口。

其实在今年三月份的时候 SpaceX 的总裁就明确说，星链卫星的规模要从 3 万颗削减到 2 万颗以下，这个主题就熄火了，而本身国内是没有太强基本面的。

★人民币狂飙+欧盟围堵，出口链遭双杀！利空出尽或是布局窗口

出口链近期是比较逆风的，人民币升值导致二季度汇率压力比较大，因为整个出口一季度同比是负增长的，二季度可能也是这个趋势，因为人民币升值的比例实在太高，中报之前都相对比较困难，欧盟现在可能要对中国加大在出海方面的限制。

彭博社也报道了，欧盟认为中国抢走了他们大量制造业机会，所以出海的公司在中期肯定要在欧洲建厂。

但出口链我们仍然保持看好，中报和海外的摩擦其实改变不了中国制造业在海外的竞争优势，所以中报利空出尽之后，反而是再布局的一个重要的时间窗口。

★煤炭炒作尚未完结，短期逻辑顺畅，可作再平衡重要方向

煤炭这周炒的是比较凶的，之前讲的是偏短的逻辑，我们也是看好的。

因为山西矿难是历史近 20 年来最大的，山西省内展开的安全调查工作力度还是比较大的。

同时又叠加到了今年夏季的旺季，所以煤价有比较强的上升压力，同时电价现在能够消化煤价，不会导致火电亏损，所以只要煤价没有突破 1000 块，火电企业是不会亏损的。

煤炭板块现在短期的逻辑是非常顺的，我们认为炒作没有完，中长期看不清楚，但好在煤炭本身估值也不贵，还是会接着炒。

尤其现在要是做再平衡，煤炭是一个很重要的选择方向，也能够容纳比较大量的资金。

★美国经济面临滞胀风险，美股短期波动不可避免

昨天晚上出了美国的 5 月非农数据，看上去显著超预期，具体拆开看，还是能找到一些其他的线索。

这次表面上虽然很好，整个失业率并没有出现回落，长期失业数量还是出现

了一个很明显的上涨，表现出整个美国就业还是一个割裂的状态，是一个低招聘率、低离职率，这就代表着大家不太愿意去做就业的调整。

再结合最近美国公布的 PMI 数据比较弱，通胀数还是比较强，不排除美国经济可能会有滞胀的风险，可能跟市场主流观点不是特别一样。

我们最近看到薪资增速连续两个月低于名义的通胀增速，高利率和高通胀其实挤压了实体的经济，所以虽然大家都在担心加息，也不排除会有降息可能性。

现在美联储在高通胀的环境下，可能还是比较维持鹰派的观望状态，所以利率可能还是处在一个比较高的位置。

但是再回到历史上来看，美国非农就业数据引发加息预期，加息这件事情会不会带来整个市场的熊市，其实不一定。

即使加息了，像 99~00 年互联网泡沫期间，美联储连续加息 6 次，但市场还是接近翻倍的上涨，主要就是因为 EPS 增长非常快。

如果 AI 产业能继续保持非常高的景气度，那美股不能说有特别大的风险，但是短期的波动肯定是有必要的。

★A 股机构现形记：要么满仓硬扛科技，要么清仓等暴跌

再回到 A 股，我们最近也跟同业做了一定交流，发现大家现在分成两伙。

一伙是坚决抱在科技产业赛道里，死守在这里。

另一伙人觉得现在风险大，很多事情看不清，资金面扰动比较大。一方面很多中小保险公司在减仓，另一方面就是美联储进入到 6 月份还会有表态，态度有不确定性，与其在高位板块里进一步做博弈，不如直接就空仓等更好的回调机会，回调了之后还是买科技最核心的赛道。

主要就是这两类人，大家都看好科技，看好其他方向的人很少，基本没有，整个市场现在就是这样一个情况。

★科技浪潮下的防守利器：银行净息差拐点确立，“稳稳的幸福”又回来了

我们的建议还是跟之前一样，在科技赛道里和其他赛道里，需要不断的均衡做高抛低吸，科技里面涨多了肯定是要减，跌多了也要加，在其他方向要兼顾一定防守。

虽然我们看不到顺周期有特别好的机会，但是先推一个方向，做防守肯定还是银行。

银行最近最重要的一个逻辑是筹码出的已经差不多了，国家队不管是 ETF 还是证金，拿的银行股票现在已经降到了非常低的水平，再往后面看抛压肯定是非常少。

从基本面来看，银行是有业绩支撑的，净息差基本是比较确定的，资产端定价已经开始筑底。

负债端来看，高息存款到期重定价在明年还有一定的规模，所以息差筑底比较确定。

再从股息率层面来看，现在部分股份行股息率都在5个百分点以上，PB很多不到1倍，甚至0.5倍以下PB，都是一个非常便宜的状态，拿银行做防守肯定没有太大的问题。

★科技回调=倒车接人，先上这两趟业绩最确定的快车

科技里面，目前还是建议等回调之后，买业绩最确定的海外算力，和海外算力上游最紧缺的那几个方向。

其他的偏低位的关注的是消费电子和模拟功率。

消费电子的基本面拐点大概是从三季度到明年开始出现，明年业绩弹性可能会比较大超预期的潜力，现在估值也相对便宜。

整体对AI，还是找一些确定性跟最景气的方向。

★工控站在周期起点，或受益AI外溢资金

在 AI 之外，我们推荐一下工控板块，短期的景气度是很好的，一季度的增速有 30%，4 和 5 月份有 40%，主要的逻辑新兴产业扩产，加上原来的传统行业复苏。

工控可能是在两年周期起点，去年下半年的基数是比较低的，这一轮整个市场涨这么多，工控板块其实没怎么涨，位置又比较好，可以承接一些 AI 外溢的资金。

★欧洲离不开中国货！新能源遭误伤砸盘，恐慌过头正是捡漏时

新能源最近受到中欧可能的贸易冲突影响，下跌非常多，这件事情在本周初就开始有人传，到了周五市场越来越多的人开始知道这件事情，跌幅其实是比较大的。

单看贸易战这件事情，落地其实是比较困难的，这个事情从去年下半年开始一直有这种传言，我们仔细来看，欧洲脱离中国产品的概率是比较低的，其实比美国更离不开中国的。

新能源产业落实的难度是比较大的，后续需要再观察，如果说新能源板块再跌，或者这件事情能落地的话，新能源其实还是可以再重新考虑布局的。

主要就是回归基本面来看，像储能整个二季度业绩都是不错的，同环比都是大幅增长，尤其是户储更为明显，往三季度来看，环比继续增长，还是非常

好的状态。

★化工板块出黑马！涤纶长丝先涨价、再提量

化工里面具体说一个行业，涤纶长丝。

从供给端来看，上游挺价意愿比较强，成本端油价下跌也要保证利润空间，大家不买账，就会加大减产的力度，进入到6月份，几家涤纶长丝已经陆续开始减产，开工率现在是来到70%出头的水平。

现在是以量换价这种策略，整个产业链的价差还是比较可观的，往后看可能还有补库的行情，这个方向可以继续再关注。

免责声明 | 本文件涉及的相关信息均为个人观点，不构成投资建议。