

海外流动性冲击下，A 股市场及科技方向后续如何演绎？

——A 股投资策略周报（0606）

周五市场再次演绎“美元涨，其他一切资产都跌”的流动性冲击局面，AI 方向领跌市场，导火索是 5 月非农超预期，使得市场开始正视美联储加息概率。我们认为这仅仅是一次流动性冲击，并非 AI 泡沫的破裂，但若市场风偏出现阶段性扰动，融资资金可能转为净流出，从而也会使得抱团的方向阶段性暂缓，增大短期波动。中期来看，当前尚不到市场风格或主线切换的时点，6 月下旬随着市场逐渐进入中报交易窗口，业绩确定性强、景气度最高的科技有望继续占优。

【观策·论市】海外流动性冲击下，A 股市场及科技方向后续如何演绎？周五美元指数和美债利率推升，全球股票市场调整，尤其 AI 方向领跌，其导火索是 5 月非农超预期，使得市场开始正视美联储加息概率，并且当前全球资金在权益资产的高仓位以及科技抱团的极致化增大了市场的脆弱性。往后去看，我们认为这仅仅是一次流动性冲击，并非 AI 泡沫的破裂，加息对于 AI 方向的扰动更多在融资成本端，但也不是唯一影响因素；短期若市场风偏出现阶段性扰动，融资资金可能转为净流出，从而也会使得抱团的方向阶段性暂缓，增大未来一到两周的市场波动；中期来看，当前尚不到市场风格或主线切换的时点，6 月下旬随着市场逐渐进入中报交易窗口，业绩确定性强、景气度最高的科技有望继续占优。

□【复盘·内观】本周 A 股市场震荡走弱，主要原因包括：（1）盘面结构上，市场无增量资金进场，但 AI 硬件链交易拥挤度处于高位，导致资金集中兑现；（2）窗口期上，临近机构资金半年度考核，前期风格漂移的基金产品面临调仓压力，集中流出科技板块；（3）宏观方面，30 年期美债收益率再度突破 5%，欧、日央行加息预期升温，全球权益市场整体风险偏好收敛，资金避险情绪抬升、降低权益仓位。

□【中观·景气】5 月制造业 PMI 环比下行，存储器价格持续上涨。本周景气改善的领域主要有：1）煤炭供给受限，需求因迎峰度夏预期改善，价格上涨；2）5 月建筑业 PMI 环比修复，本周商品房成交同比转正，水泥价格指数上行；3）TMT 持续景气，存储器价格持续上涨，4 月北美 PCB 订单量三个月滚动同比增幅扩大。后续关注景气较高或有改善的煤炭、建材、农化制品、半导体、通信设备等。

□【资金·众寡】融资净流入与 ETF 净申购，基金发行回落。融资资金前四个交易日合计净流入 87.6 亿元；新成立偏股类公募基金 107.2 亿份，较前期下降 175.2 亿份；ETF 净申购，对应净流出 160.5 亿元。融资资金净买入通信、电子、煤炭等；医药 ETF 申购较多，信息技术 ETF 赎回较多。重要股东净减持规模缩小，计划减持规模提升。

□【主题·风向】多厂商在 COMPUTEX 2026 上推出重磅产品。COMPUTEX 2026 于 6 月 2 日至 5 日在台北举办，本届展会以“AI Together”为核心主题，汇聚了全球超过 1500 家厂商、跨越 6000 个展位，展现出全球科技的中心引力正在加速从云端大模型向端侧设备以及实体 AI 大步迈进的趋势。本届展会的核心看点包括：英伟达 AI 基础设施建设进一步升级，同时发布多款 Agent Toolkit、端侧 AI 和物理 AI 产品；英特尔不仅推进 Xeon 6+、Diamond Rapids 和 Crescent Island AI GPU，还将计算能力延伸至掌机和边缘 AI；高通以

定期报告

相关报告

《聚焦科技主线、出口高增与产能出清领域——A 股投资策略周报（0524）》

《海外最新流动性变化以及对 A 股的影响——A 股投资策略周报（0517）》

《近期产业趋势进展和一季报景气方向——A 股投资策略周报（0509）》

《聚焦一季报验证与景气延续方向——A 股投资策略周报（0426）》

《多类资产收复战争跌幅，后续怎么看？——A 股投资策略周报（0419）》

张夏 S1090513080006

zhangxia1@cmschina.com.cn

李昊阳 S1090524120005

lihaoyang1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001

tujingqing@cmschina.com.cn

陈星宇 S1090522070004

chenxingyu@cmschina.com.cn

田登位 S1090524080002

tiandengwei@cmschina.com.cn

郭佳宜 S1090525040003

guojiayi@cmschina.com.cn

杨晨（研究助理）

yangchen4@cmschina.com.cn

王德健（研究助理）

wangdejian@cmschina.com.cn

Snapdragon C 和 Snapdragon X2 Elite 生态强化 Windows on Arm，从入门笔电到 AI mini PC 扩大覆盖面。

- **【数据·估值】**本周整体 A 股估值水平较上周下行，万得全 A 指数 PE（TTM）为 18.7，较上周下行 0.2，处于历史估值水平的 81.5%分位数。本周指数估值多数下行，其中，煤炭、机械设备、通信估值涨幅居前，建筑材料、电力设备和医药生物估值跌幅居前。

风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧

观策·论市——海外流动性冲击下，A股市场及科技方向后续如何演绎？

作为本轮市场上行中的主力增量，融资资金对科技的抱团进一步推动了科技板块的加速行情。在经历了5月短期快速集中流入后，融资资金流入有所放缓。A股市场的融资杠杆率呈现出显著攀升的态势，融资余额占流通市值的比例创下新高。从融资交易活跃度来看，近期融资交易活跃度呈现阶段性降温态势，参与两融交易的投资者数量占比自5月11日以来震荡回落至5.8%。尽管融资交易活跃度有所回落，但市场整体的杠杆安全垫依然充足。截至6月4日，融资融券市场平均担保比例达287%。从融资抱团的行业结构看，TMT板块融资余额占比呈现趋势性突破，电子和通信两大细分行业成为融资资金抱团的核心细分方向。当前A股市场存量博弈特点鲜明，ETF的持续大幅流出对冲了融资资金的流入，市场整体增量资金有限，资金在不同板块和方向之间腾挪。若市场风偏出现阶段性扰动，融资资金可能转为净流出，从而也会使得抱团的方向阶段性暂缓。

周五市场再次演绎“美元涨，其他一切资产都跌”的流动性冲击局面，AI方向领跌市场。推升美元指数和美债利率、引发股票市场调整的导火索是5月非农超预期，使得市场开始正视美联储加息概率。此外，之所以股票市场反应如此激烈，一个重要的原因在于，当前全球资金在权益资产的高仓位以及科技抱团的极致化增大了市场的脆弱性。往后去看，我们认为这仅仅是一次流动性冲击，并非AI泡沫的破裂；短期市场的不确定因素正在积聚，将增大未来一到两周的市场波动；中期来看，当前尚不到市场风格或主线切换的时点，6月下旬随着市场逐渐进入中报交易窗口，业绩确定性强、景气度最高的科技有望继续占优。

港股市场方面处于向下有底，向上等待催化的阶段。目前科技板块H/A折价来到历史极值附近，弱势的行情是盈利与资金面共同作用的结果。当前港股处在左侧底部，向上弹性主要来自两个方向：盈利上修（关注8月中报）与AI新进展（微信AI助手、豆包付费）。

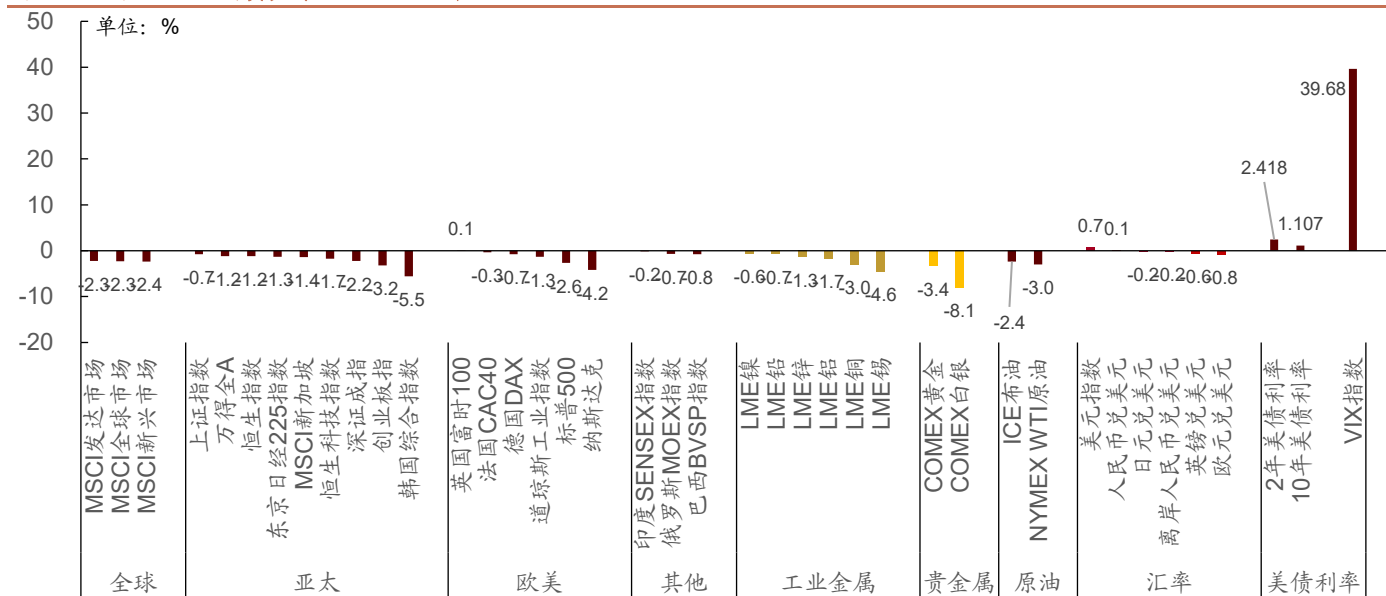
当前市场已经进入结构性牛市后半程，指数层面的弹性逐步让位于产业景气和盈利兑现。前期市场主要交易风险偏好修复和中国资产重估，当前定价核心转向盈利加速度、订单兑现和供需瓶颈。海外算力、国产算力、商业航天三条主线景气度较高，但交易属性存在明显差异。海外算力更偏业绩验证，国产算力更偏产业链安全和国产替代，商业航天更偏主题重估和政策催化。配置上应优先选择订单清晰、价格传导顺畅、客户绑定紧密、产业位置稀缺的环节，降低单纯依赖远期叙事和估值扩张的品种权重。

海外算力仍是短期弹性最强的方向。其产业逻辑来自北美云厂商资本开支延续、英伟达生态链持续扩张、AI服务器互联复杂度提升。边际变化集中在：第一，光纤光缆涨价反映数据中心互联需求抬升和预制棒供给刚性；第二，高端MLCC供给瓶颈反映AI服务器电源和高速信号链价值量上升；第三，Marvell业绩和指引验证交换芯片、ASIC、光互联需求仍在释放。国产算力的推荐逻辑在于产业链安全约束下，国产替代从芯片和整机向先进封装、设备、材料递进。前期市场更关注GPU、服务器和整机替代，后续更应关注决定国产算力上限的基础环节。先进封装解决高端算力芯片在制程受限下的算力密度问题；半导体设备决定扩产速度，刻蚀、薄膜沉积、等环节需要结合订单和国产化率判断；上游材料决定供应链稳定性，12英寸硅片、电子特气的客户验证进度更为关键。商业航天的行情是主题重估，主要由SpaceX上市预期、火箭复用技术扩散、卫星互联网组网提速和国内商业发射链条重估驱动。与算力硬件相比，商业航天短期利润弹性有限，市场更关注估值锚和产业进度。SpaceX的高估值预期强化了全球商业航天的资本市场定价参考，国内方向则取决于星座招标、卫星批产、复用验证和商业发射频次。地缘变量方面，霍尔木兹海峡通行变化会影响市场风格和成本链条。若通行恢复，油价和运费回落将压低能源风险溢价，油气上游和油运追高价值下降，成本敏感资产更具弹性。航空、物流、炼化化纤、汽车链和部分制造业将受益于成本端修复。有色金属则可能受地缘风险降温后风险偏好修复，工业金属重新回到需求和库存定价。

1、超预期非农引发全球市场波动，后续怎么看？

周五市场再次演绎“美元涨，其他一切资产都跌”的流动性冲击局面。具体来看，美元指数大幅上涨0.66%，向上突破100；十年美债利率再度上行突破4.5%；VIX指数上行40%至21.5；全球股票市场普跌，其中纳斯达克指数和韩国综合指数领跌。

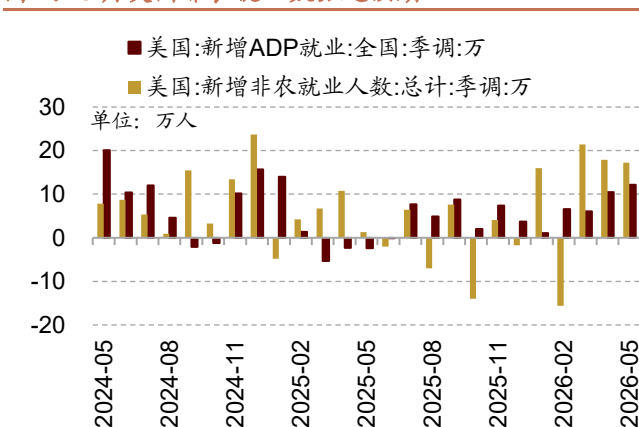
图 1：全球各类主要资产表现（2026 年 6 月 5 日）



资料来源：Wind，招商证券

推升美元指数和美债利率、引发股票市场调整的导火索是 5 月非农超预期，使得市场开始正视美联储加息概率。美国劳工部周五发布数据显示，5 月非农就业新增 17.2 万人，较市场预期高出近一倍；4 月数据从最初公布的 11.5 万人上修至 17.9 万人，3 月和 4 两个月非农新增就业合计较初值上修 9.3 万人。失业率连续第三个月持平于 4.3%。连续超预期的就业数据弱化美国劳动力市场下行风险，美联储短期的政策焦点在于居高不下的通胀数据，这使得市场开始认真审视美联储年内加息的可能性。截至 6 月 6 日，CME 数据显示，市场预期年内美联储加息预期超过 50%，其中加息两次的预期为 12%。

图 2：5 月美国非农就业数据超预期



资料来源：Wind，招商证券

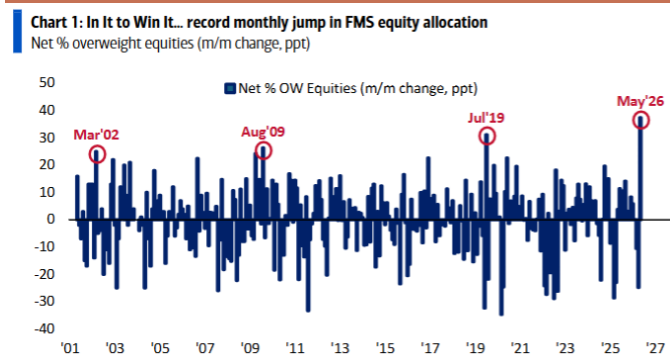
图 3：市场预期年内美联储加息预期超过 50%

Meeting Date	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/6/17	4.60%	95.40%	0.00%	0.00%
2026/7/29	4.20%	87.70%	8.20%	0.00%
2026/9/16	3.40%	72.00%	23.00%	1.50%
2026/10/28	2.90%	62.90%	29.60%	4.40%
2026/12/9	2.20%	47.40%	38.20%	10.90%
2027/1/27	1.80%	40.10%	39.70%	15.30%
2027/3/17	1.40%	30.50%	39.80%	21.40%
2027/4/28	1.20%	26.70%	38.60%	23.80%
2027/6/9	1.20%	26.20%	38.40%	24.10%

资料来源：CME，招商证券

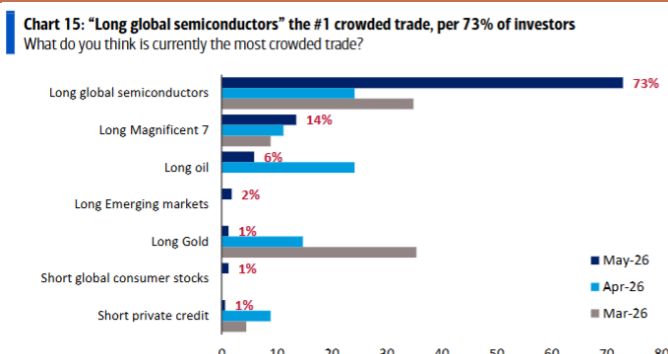
此外，之所以股票市场反应如此激烈，一个重要的原因在于，当前全球资金在权益资产的高仓位以及科技抱团的极致化增大了市场的脆弱性。美银基金经理月度调查显示，5 月基金经理净超配股票比例从 4 月的 13% 大幅升至 50%，创 2022 年以来新高；与此同时，现金配置比例从 4.3% 降至 3.9%。在 4 月以来的全球风偏修复过程中，大量的资金从现金和债券转向股票和科技，但本轮 risk-on 并非全面扩散，而是高度集中于 AI 相关交易，73% 的基金经理认为“做多全球半导体”是当前最拥挤的交易，远高于其他资产；其次是做多 Mag7。由此可见，当前市场对科技的抱团程度和交易拥挤度来到了一个较高水平，在科技板块的业绩驱动短期集中兑现以及后续增量资金不足的情况下，股票市场的脆弱性开始显现，对于市场的利空变化显得更加敏感。

图 4: 美银基金经理月度调查显示, 5 月基金经理对股票的净超配比例来到历史高位



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey, 招商证券

图 5: 5 月基金经理调查显示, 73% 的基金经理认为“做多全球半导体”是当前最拥挤的交易



资料来源: BofA Global Fund Manager Survey, 招商证券

往后去看, 短期市场的不确定因素正在积聚, 将增大未来一到两周的市场波动。

第一, 美伊谈判之路反反复复, 双方说辞不一, 市场预期波动较大, 也使得通胀和加息的预期不确定性较大。6 月 1 日, 伊媒表示将暂停与美国通过中间人沟通; 特朗普则表示, 与伊朗的谈判“正快速推进”, 美伊或于一周内达成协议, 延长停火并重开霍尔木兹海峡。最新消息显示, 伊朗伊斯兰革命卫队发表声明称, 6 日凌晨拦截试图非法驶出霍尔木兹海峡的油轮, 后遭美军无人机攻击。

第二, 6 月 12 日 SpaceX 将上市交易, 短期对市场形成资金分流。SpaceX 募资规模 750 亿美元, 打破全球 IPO 规模历史记录。SpaceX 上市后, 将通过两个路径对市场形成抽血, 其一, 为了吸引 SpaceX, 纳斯达克交易所对纳斯达克 100 指数的纳入规则做了调整, 针对大盘股, 豁免了“自由流通股至少占比 10%”的入选门槛, 允许 SpaceX 在挂牌 15 个交易日后即自动纳入纳斯达克 100 指数。除快速纳入外, 纳斯达克将对其 750 亿美元的实际自由流通股市值乘上 3 倍因子用于计算在指数的权重, 这将导致跟踪纳斯达克 100 指数的基金在短期内需要被动买入 SpaceX。其二, 投资者为了投资火热的 SpaceX, 可能需要卖出部分当前的资产头寸进行腾挪, 从而对市场形成抽血效应。

第三, 北京时间 6 月 18 日凌晨, 美联储将召开 6 月议息会议, 预计美联储将继续保持利率不变, 但需要重点关注政策声明表述的变化以及在新闻发布会中沃什的发言表态。一方面, 这是沃什上任后的首次议息会议, 当前环境并不支持去推进“缩表+降息”的政策组合, 其发言可能重塑市场对未来的政策预期。另一方面, 尽管美联储 6 月会议大概率按兵不动, 但如果加息的讨论明显增多或者会议声明中透露出未来政策转向的信号, 则可能导致加息预期在短期进一步升温, 从而加剧短期的流动性冲击; 但另一方面, 议息会议的表态也能够使得市场对未来政策预期的不确定性下降, 在担忧兴许释放后则会形成短期靴子落地的效果。

图 6: 近期美联储官员的表态

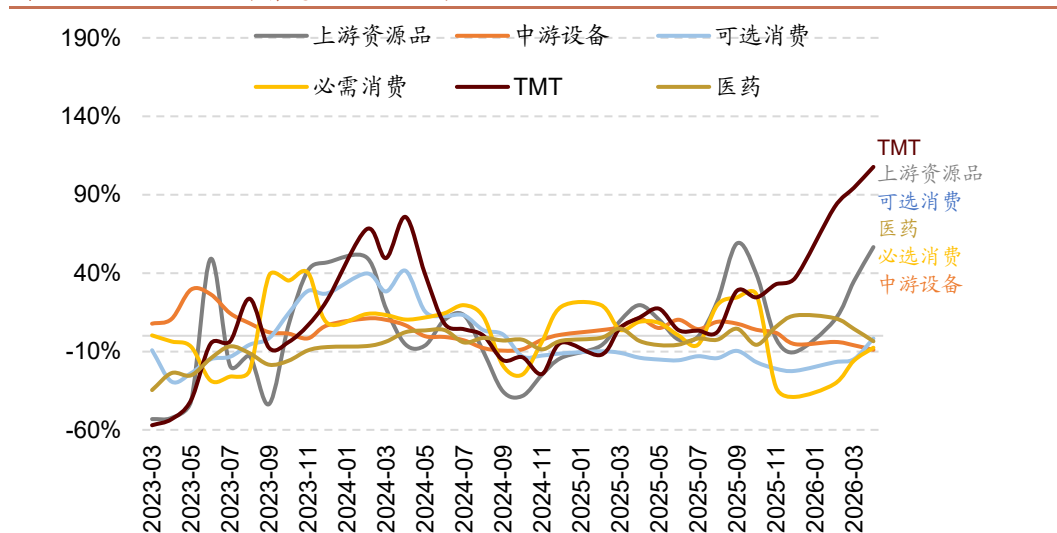
时间	美联储官员	讲话内容
5月20日	费城联储主席保尔森	当前美国的通胀水平依然处于过高区间, 尽管部分家庭正因物价上涨而陷入困境, 但从整体来看, 美国经济和消费者依然展现出了较强的韧性。当前保持利率稳定, 能够为美联储提供宝贵的窗口期, 以便更清晰地研判经济走势。
5月27日	美联储理事库克	当前维持利率不变是正确的, 但若通胀未如期及时回落, 我准备好支持加息
5月28日	圣路易斯联储主席穆萨莱姆	若未来一两个季度看不到通胀降温, 我会非常担忧。目前来看, 风险天平已明显偏向通胀, 而非就业市场。在当前环境下, 依赖未来生产率提升来解决当下通胀问题, 风险极高。
5月28日	纽约联储主席威廉姆斯	当前政策立场合适, 但若通胀持续高企, 加息将在所难免
5月28日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	现在就断言我们需要立即加息还为时过早。在做出任何政策调整之前, 我们需要继续观察数据, 并关注中东冲突的后续发展, 强调政策路径仍需保持灵活。
5月28日	美联储理事沃勒	对于美联储下一步利率行动, 加息的可能性与降息相当。如果通胀不能很快开始放缓, 不排除未来加息的可能; 他还表示将支持从政策声明中删除“宽松倾向”的措辞。

资料来源: Wind, 招商证券

中期来看，当前尚不到市场风格或主线切换的时点，6月下旬随着市场逐渐进入中报交易窗口，业绩确定性强、景气度最高的科技有望继续占优。

第一，当前全球市场这种极端分化的结构性行情是K型复苏和景气度分化的结果，在传统经济增长预期改善之前，这种分化将得以持续。

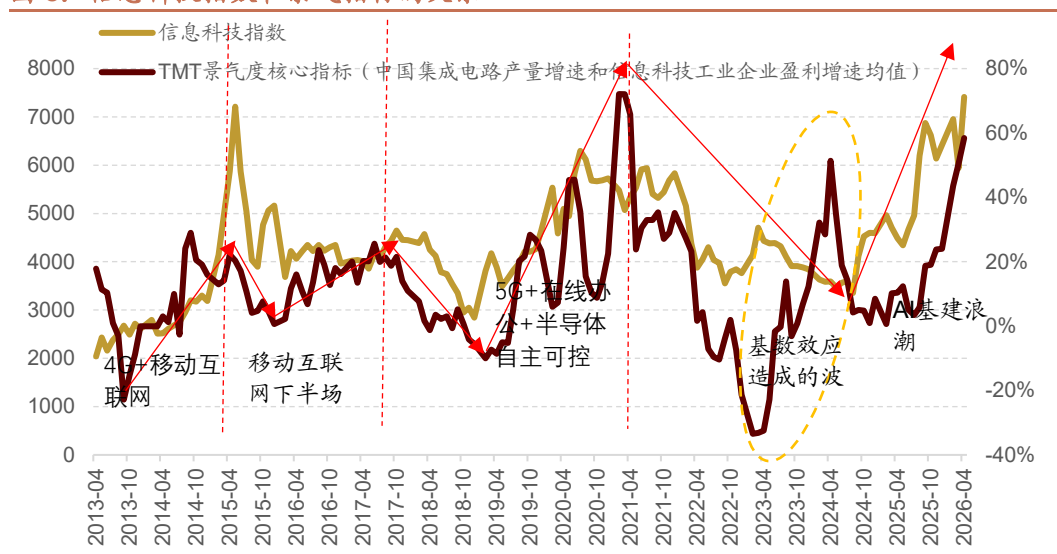
图 7：工业企业盈利增速呈现 K 型分化



资料来源：WIND，招商证券

第二，从中国半导体产量增速和 TMT 工业企业盈利增速的情况来看，由于全球 AI 基建浪潮并未减速，而国产算力崛起，AI 领域高景气度并未发生实质性变化。从 TMT 行情结束时间 2015 年 6 月，2017 年 10 月，2021 年 6 月，对应的都是 TMT 景气高点的出现。从目前环比加速和基数效应来看，2026 年 8 月，2027 年 2 月出现双高点的可能性较大。7 月 15 日之前上市公司发布中报业绩预告，TMT 高盈利增速或再度得到验证，2026 年三季度和年报依然是高增速。因此，我们认为 TMT 行情尽管可能由于交易指标等因素出现阶段性波动，但是，一旦调整，仍有资金会因为高景气而继续拥抱 TMT。

图 8：信息科技指数和景气指标的关系



资料来源：WIND，招商证券

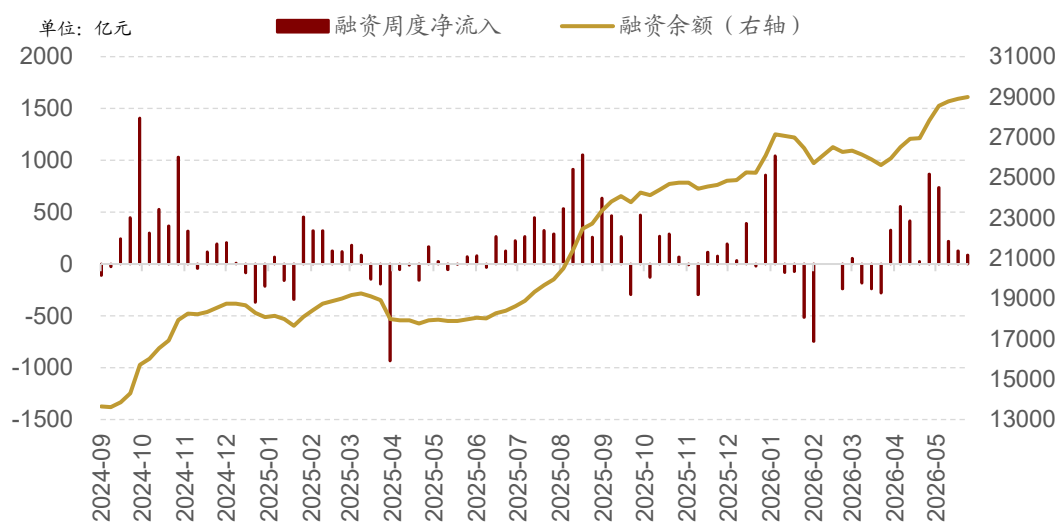
第三，随着时间推移，中期选举的压力可能迫使特朗普迅速结束伊朗战事，一旦美伊达成协议、霍尔木兹海峡重回开放，通胀担忧将明显得到缓解。美伊战事导致油价上涨、生活成本增加，且根据美联储发布的褐皮书，中东冲突带来的能源价格上涨已经并外溢至航运、包装、食品杂货和化肥等领域，随着中期选举临近，高通胀给共和党选情造成压力，此外，共和党内部希望特朗普能够尽快摆脱伊朗问题的拖累。

2、当前 A 股融资现状和杠杆率

(1) 融资资金整体杠杆率

截至 2026 年 6 月 4 日，融资余额 2.990 万亿元，6 月首周前四个交易日累计净流入 88 亿元。作为本轮市场上行中的主力增量，融资资金对科技的抱团进一步推动了科技板块的加速行情。在经历了 5 月短期快速集中流入后，融资资金流入有所放缓。

图 9：6 月前四个交易日融资流入有所放缓



资料来源：Wind，招商证券

经历 5 月融资快速净流入后，A 股市场的融资杠杆率呈现出显著攀升的态势，两项关键指标均创下阶段性新高。截至 6 月 4 日，融资余额占流通市值的比例升至 2.78%，处于 2015 年以来的历史高位。单独以有两融资格标的的流通市值来衡量，融资余额占有两融资格标的的流通市值的比例已升至 3.01%，同样创下阶段性新高。

图 10：融资余额占流通市值比重创阶段新高



资料来源：Wind，招商证券

图 11：融资余额占有两融资格标的的流通市值比重创阶段新高

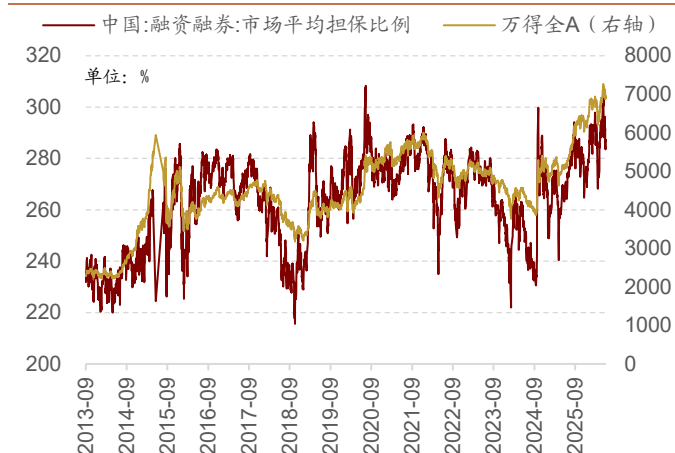


资料来源：Wind，招商证券

从融资交易活跃度来看，近期融资交易活跃度呈现阶段性降温态势。从资金参与强度看，融资买入额占两市交易额的比例降至 11.7%，较前期高位明显回落，反映出杠杆资金的交易热情有所收敛；同时，参与两融交易的投资者数量占比自 5 月 11 日以来震荡回落至 5.8%，说明短线杠杆交易的参与群体规模也在收缩。

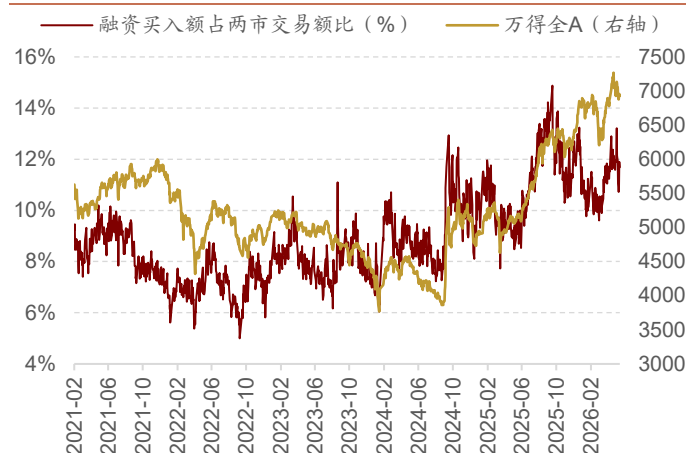
尽管融资交易活跃度有所回落，但市场整体的杠杆安全垫依然充足。截至 6 月 4 日，融资融券市场平均担保比例达 287%，这一水平意味着融资盘面临股价波动时，拥有较为充足的缓冲空间——即使市场出现一定幅度的回调，融资账户因担保品价值支撑而触发强制平仓的风险相对可控。

图 12: 融资融券平均担保比例高位回落



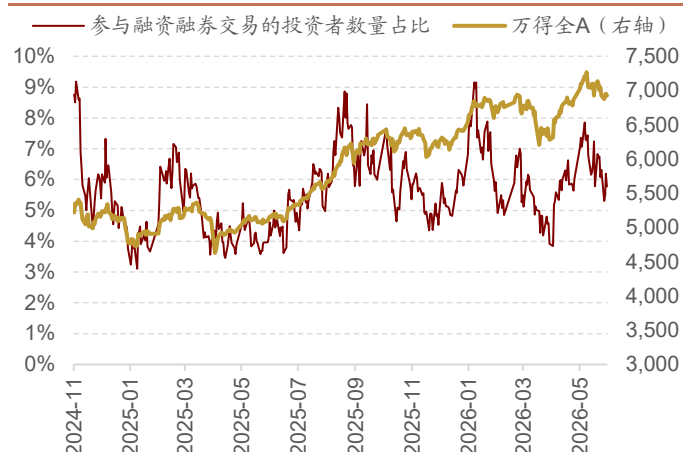
资料来源：Wind、招商证券

图 13: 融资买入额占两市交易额比例高位回落



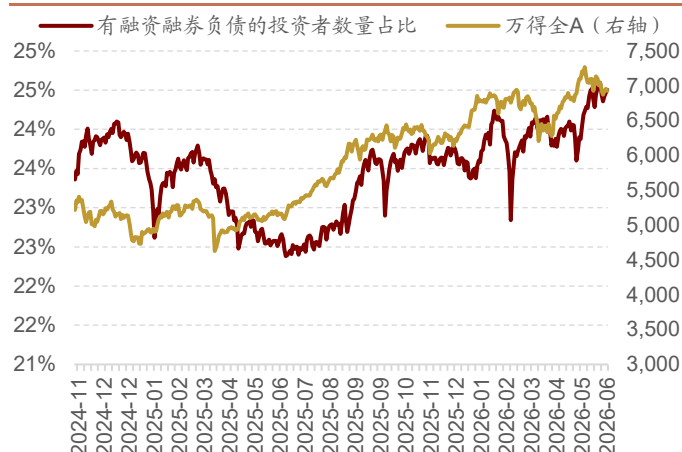
资料来源：Wind、招商证券

图 14: 参与融资融券交易的投资者数量占比高位回落



资料来源：Wind、招商证券

图 15: 有融资融券负债的投资者数量占比创新高

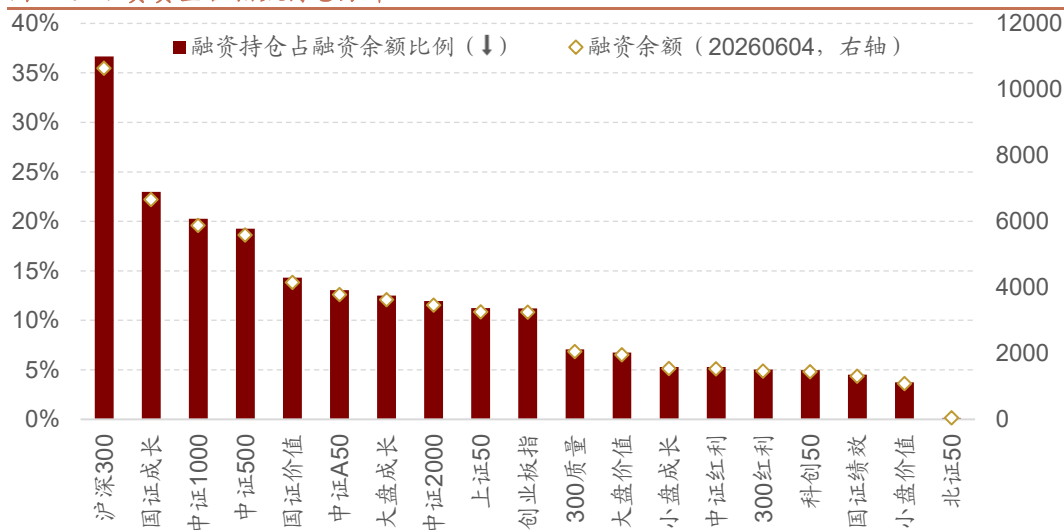


资料来源：Wind、招商证券

（2）融资资金指数分布

从融资余额的指数分布看，融资资金对大盘核心资产以及小盘指数上的持仓相对集中。在宽基及核心风格指数中，沪深 300 的融资持仓占融资余额比例最高，接近 37%，显著高于其他指数；其次是国证成长（23%）、中证 1000（约 20%）和中证 500（19%），这四类指数的融资持仓占比均处于 20% 左右及以上的较高水平，反映出融资资金对大盘蓝筹、成长风格及中小盘龙头的集中配置。

图 16：融资资金各指数持仓分布

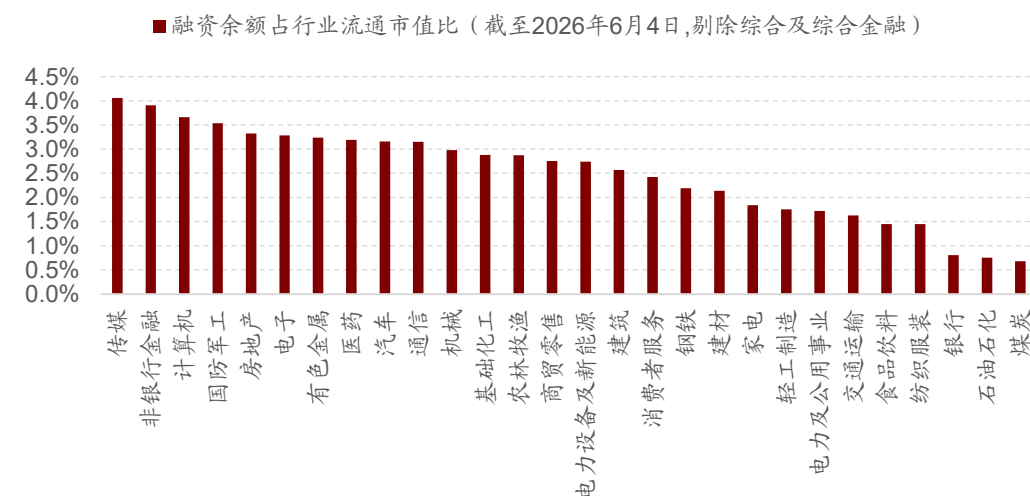


资料来源：Wind，招商证券

（3）融资资金行业分布

从行业融资杠杆率情况看，融资客对 TMT 板块的杠杆运用程度较高。截至 6 月 4 日，传媒、计算机、电子、通信板块融资余额占行业流通市值比重分别为 4.1%、3.7%、3.3%、3.2%，投资者对科技成长类资产的博弈情绪较为浓厚。融资余额占流通市值比例相对较低的行业主要集中在煤炭、石油石化、银行。

图 17：一级行业融资杠杆率分布



资料来源：Wind，招商证券

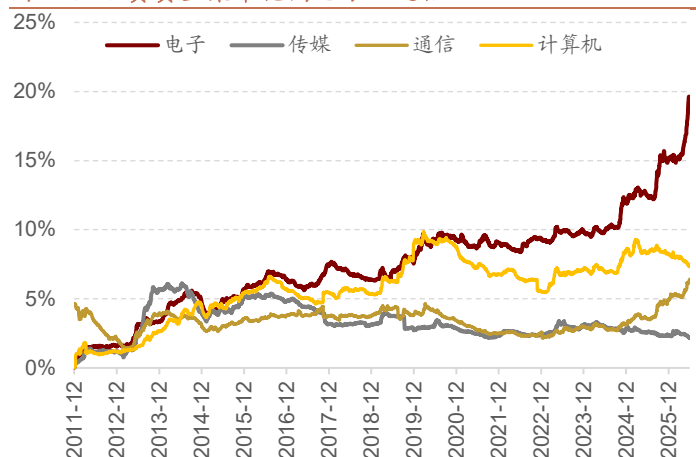
从融资余额的板块分布看，TMT 板块融资余额占比呈现趋势性突破。截至 6 月 4 日，TMT 板块融资余额占全市场融资余额的比例已提升至约 34%，突破了 2012 年以来 15-25% 的长期稳定区间；自 2024 年 9 月以来，这一占比呈现加速上行趋势形成显著的融资资金抱团效应。从 TMT 内部各行业融资余额占比看，电子板块的融资占比自 2018 年以来始终位居 TMT 内部四大行业首位，且呈现长期稳健增长+近期加速突破的趋势，通信板块持仓占比自 924 以来也呈现上升趋势，电子和通信两大细分行业成为融资资金抱团的核心细分方向。

图 18: TMT 板块融资余额占比创新高



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 融资资金集中抱团电子、通信



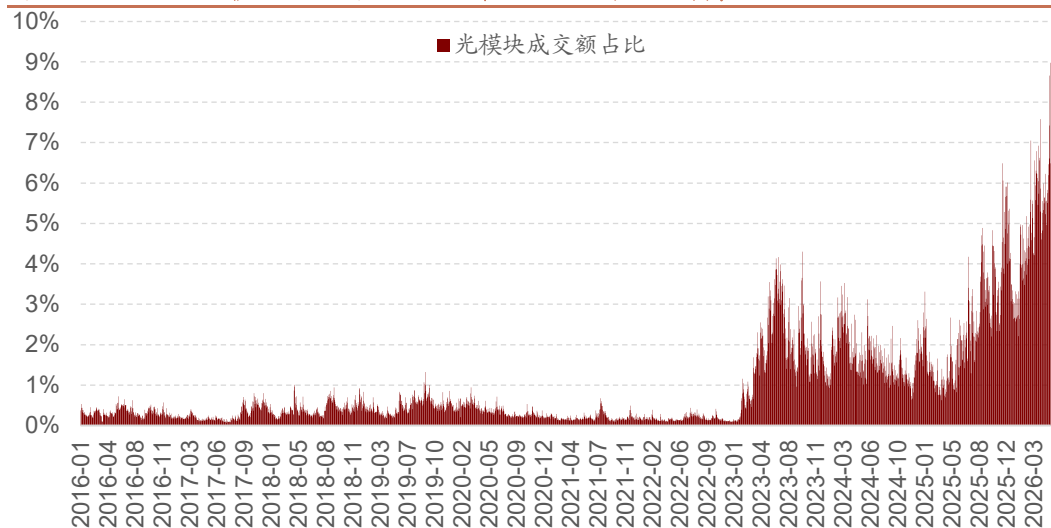
资料来源: Wind、招商证券

整体来看，作为本轮市场上行中的主力增量，融资资金对科技的抱团进一步推动了科技板块的加速行情。在经历了 5 月短期快速集中流入后，融资资金流入有所放缓。A 股市场的融资杠杆率呈现出显著攀升的态势，融资余额占流通市值的比例创下新高。从融资交易活跃度来看，近期融资交易活跃度呈现阶段性降温态势，参与两融交易的投资者数量占比自 5 月 11 日以来震荡回落至 5.8%。尽管融资交易活跃度有所回落，但市场整体的杠杆安全垫依然充足。截至 6 月 4 日，融资融券市场平均担保比例达 287%。从融资抱团的行业结构看，TMT 板块融资余额占比呈现趋势性突破，电子和通信两大细分行业成为融资资金抱团的核心细分方向。当前 A 股市场存量博弈特点鲜明，ETF 的持续大幅流出对冲了融资资金的流入，市场整体增量资金有限，资金在不同板块和方向之间腾挪。若市场风偏出现阶段性扰动，融资资金可能转为净流出，从而也会使得抱团的方向阶段性暂缓。

3、光模块板块成交额占比创历史新高

光模块板块近期在交易层面呈现出极端火热后的历史性分歧与结构扩散特征。截至 6 月 4 日，光模块板块整体成交额占比已飙升至 9%，创下历史新高，标志着该板块在经历前期的极窄抱团后，迎来了资金情绪的全面宣泄。与此同时，市场结构正发生显著变化，从之前的极窄抱团转向混沌扩散。虽然光模块内部出现剧烈震荡，但资金并未完全离场，而是开始向低位且具有独立逻辑的板块（如光纤光缆方向，受益于中天科技大额中标等基本面催化）以及传统低估值领域进行试探性扩散。这种扩散虽然目前散乱，但为市场提供了新的看点。当前核心矛盾在于高位天量分歧后的方向选择：一方面，光通信的产业趋势（如全球算力基建、订单排产至 2027 年）尚未破坏，Q2 财报窗口将是分子端的重要考验；另一方面，短期需要观察 CPO 核心标的能否在关键均线缩量企稳以消化抛压。整体来看，光模块板块正处于从极致抱团向震荡消化、资金寻求新共识过渡的关键节点。

图 20：6 月 4 日光模块板块成交额占比升至 9%，创历史新高



资料来源：Wind，招商证券

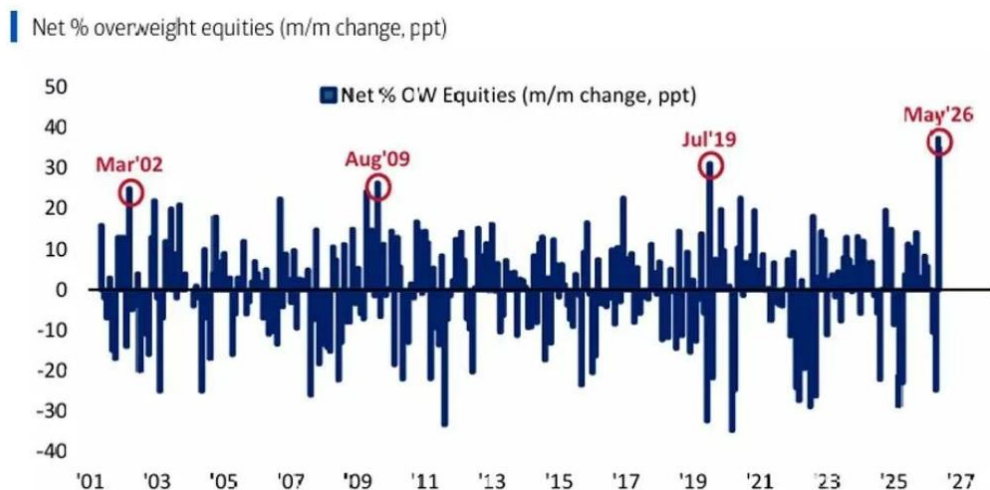
4、AI 是否出现泡沫破裂的情况

本周五美股市场普跌，AI 方向领跌市场，但我们认为这仅仅是一次流动性冲击，并非 AI 泡沫的破裂：

➤ **第一，这仍是一次流动性冲击，而非产业逻辑被证伪。**

首先需要明确，这是加息扰动带来的宏观冲击，并非产业逻辑变化。每当交易资金极度拥挤，仓位达到较高水平时，面对大的流动性冲击时，下跌最多的总是前期涨幅最高的方向，同时悲观的声音与叙事接踵而至，这和基本面无关，只是资金面的踩踏与去杠杆。同样的事件在近期发生过三次：第一次是 2025 年四季度的美股，在 Open AI 带动的相互投资趋势下，美股市场过于乐观。而流动性方面，联储鹰派表述叠加政府关门，使得市场短期遭到巨大冲击，AI 泡沫论一时间甚嚣尘上，但短暂调整后科技依然创下新高。第二次是今年一月底，贵金属快速上行带来的乐观行情，遇到了降息缩表的“沃什交易”，微观去杠杆带来的流动性冲击，伴随着 AI 吞噬软件等悲观叙事，使得科技与有色普跌，但站在当前时点看，那时的悲观最终也被证伪。第三次便是当下的行情，AI 拥挤度再度提升，全球超配权益的趋势持续，美银基金经理月度调查显示，5 月基金经理净超配股票比例从 4 月的 13% 大幅升至 50%，创 2022 年以来新高；与此同时，现金配置比例从 4.3% 降至 3.9%。当同样的情景第三次出现时，学习效应或将使得市场以更快的速度恢复平静。

图 21：美银基金经理月度调查显示，5 月基金经理对股票的净超配比来到历史高位



资料来源：美国银行，招商证券

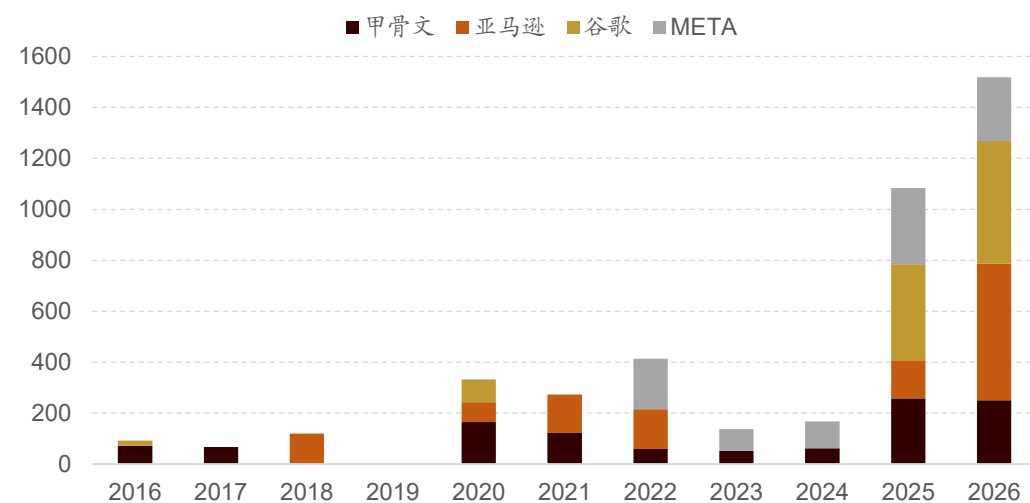
➤ **第二，本轮 AI 是按照 EPS 交易，并未在估值端注入过多信仰。**

本轮全球 AI 产业行情与历史上科技泡沫的区别在于，本轮科技领涨的基础在于 EPS 的持续上修，而非对未来技术愿景的信仰溢价，这一特征决定了本轮 AI 行情具备更强的抗利率波动能力和可持续性。从历史规律来看，加息周期引发的科技板块泡沫破裂，无一例外都发生在估值处于历史极端高位的阶段。而当前无论是美股科技、韩国存储，或是 A 股海外算力链，都严格按照 EPS 交易，估值相对安全。

➤ 第三，加息对于 AI 方向的扰动更多在融资成本端，但也不是唯一影响因素。

债券融资是支持本轮 AI Capex 的主要资金来源。美股头部 CSP 2024 年全年发债仅约 168 亿美元，2025 年一举突破 1000 亿美元，2026 年仅过去 5 个月，发债规模已超过 1600 亿美元。这种历史性的发债潮直接对应着四大 CSP 2026 年合计超过 7000 亿美元的资本开支指引，在自有现金流已无法覆盖巨额投资需求的背景下，债券市场已成为 AI 基础设施建设最主要的资金来源。

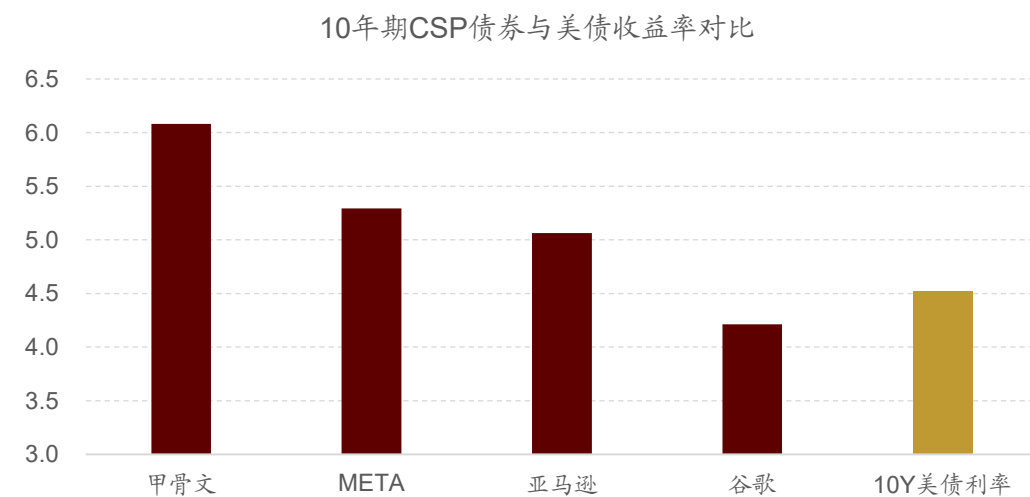
图 22：美股 CSP 债券发行规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg，招商证券

美债利率并非影响 CSP 债务压力的唯一因素，公司与产业层面的变化更重要。当前市场部分观点认为美债收益率上行，将导致 CSP 发债成本增加，进一步造成现金流恶化，最终导致 AI 泡沫破裂。我们认为这个观点较为片面，按照公式：债券收益率=无风险收益+风险溢价，风险溢价在融资成本中影响同样很大。通过数据对比可以发现，不同 CSP 的债券收益率之间存在较大差距，主业更稳健、现金流更充足的公司，发债成本有明显优势。所以相较于美联储行动带来的无风险利率变化，CSP 自身与 AI 行业的变化，或对融资成本有更大的影响。

图 23：不同 CSP 发债成本相差较大



资料来源：Bloomberg，招商证券

5、港股市场最新观点

我们认为当前港股市场处于向下有底，向上等待催化的阶段。目前科技板块 H/A 折价来到历史极值附近，弱势的行情是盈利与资金面共同作用的结果。当前港股处在左侧底部，向上弹性主要来自两个方向：盈利上修（关注 8 月中报）与 AI 新进展（微信 AI 助手、豆包付费）。

（1）最近港股走弱原因

➤ 盈利下修是主因

首先是盈利端的持续下修。从盈利预期来看，恒生指数和恒生科技的盈利预期从 5 月以来持续下调，是导致港股持续偏弱的重要因素。从最新数据来看，两个指数的盈利预期在近期略有企稳，但尚未出现明显反转。

图 24：恒生科技盈利预期在连续下调后近期有所企稳



资料来源：Bloomberg、招商证券

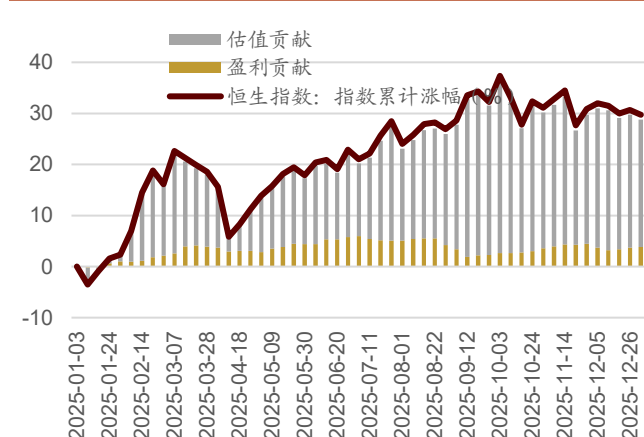
图 25：恒生指数盈利预期近期略有企稳



资料来源：Bloomberg、招商证券

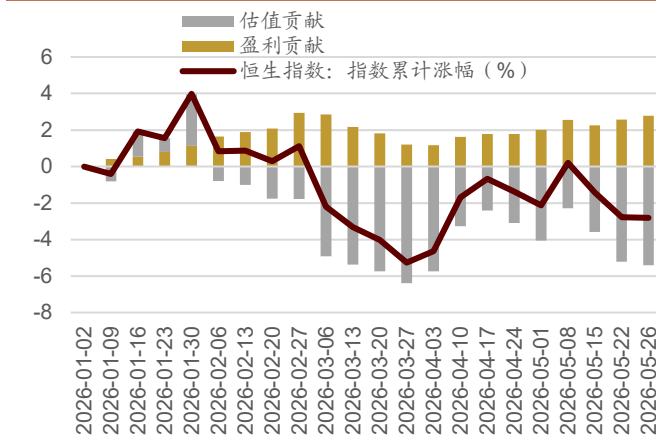
而目前全球都进入了 EPS 交易阶段，港股今年也已经进入盈利驱动的阶段，因此有盈利支撑的方向整体表现更好。以恒生指数为例，2025 年的涨幅中，估值增长贡献全年涨幅的 84%；而 2026 年以来，盈利驱动为主，估值反而在美元流动性边际收敛的环境下对指数形成拖累。

图 26：2025 年港股主要靠估值驱动（贡献全年涨幅的 84%）



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 27：2026 年港股主要靠盈利驱动



资料来源：Bloomberg、招商证券

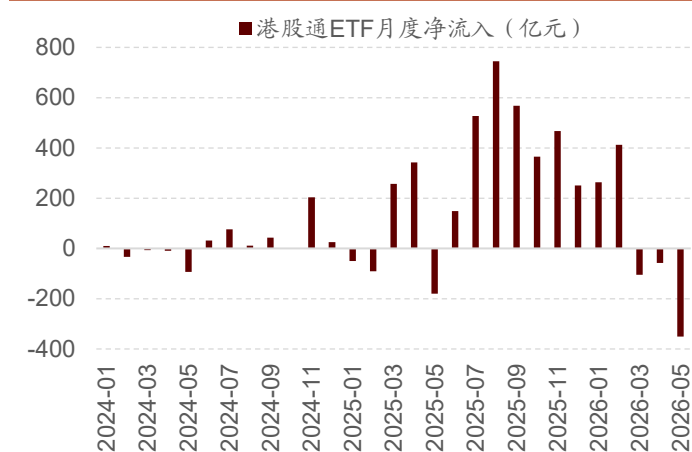
➤ 资金面既是原因也是结果

南向资金首次月度净流出。本轮港股牛市以来，南向资金是港股最重要的增量资金，超万亿南向资金的涌入，成为港股上

行的主要推手。但近期这一现象发生了逆转：首先是南向资金出现了 2024 年以来的首次净流出，南向资金 5 月净卖出 26 亿港元。其次是原本倾向于越跌越买的个人投资者，似乎也对港股失去了信心：在沪深交易所上市的港股通 ETF（主要为个人投资者购买），5 月净流出 351 亿元，创 2024 年以来最大净流出。

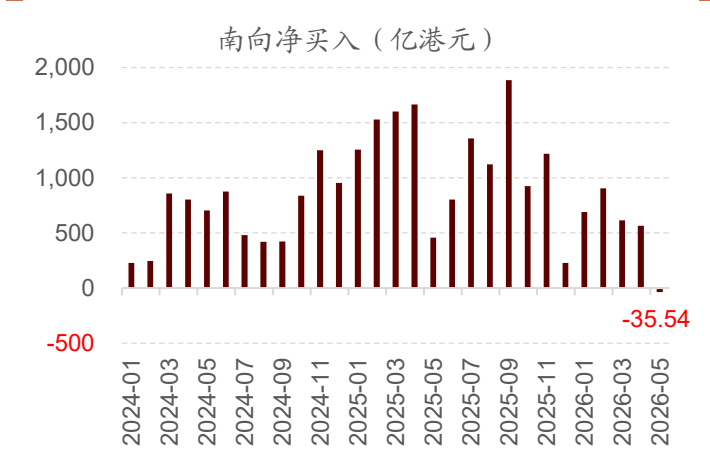
此外，部分港股通 ETF 每日被顶格赎回，也表明部分 FOF 等配置机构也在系统性的减仓港股市场。

图 28：南向成交额占比上行至 22%



资料来源：Wind、招商证券

图 29：南向资金 5 月首次净流入转负



资料来源：Wind、招商证券

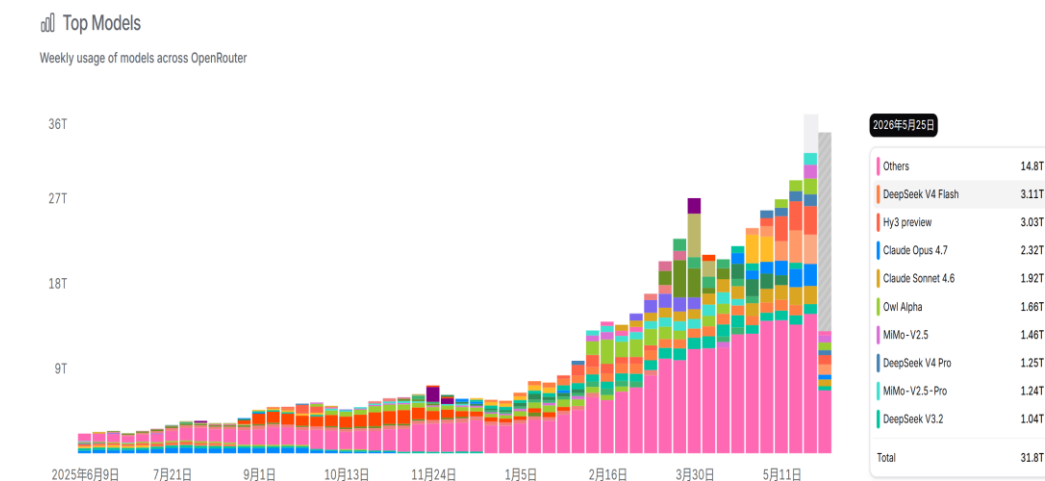
（2）港股市场潜在向上催化

➤ 模型能力与成本、入口之争：

当前市场对于港股科技龙头较为悲观，认为国内模型能力的差距将导致过去的互联网龙头成为本轮的“AI Loser”。

但我们认为在当前环境下，模型能力仅是 AI 竞争的一方面，模型性价比与入口的争夺，一定程度上比模型能力更加重要。在 ChatGPT 刚推出的阶段，模型能力的确是区分 AI 公司强弱、判断未来潜力的重要方向，当时巨大的模型能力差距使得 Open AI 在竞争中领先。但随着模型的不断迭代，当前各家模型的差距在显著缩小，成本与性价比的重要性大幅提升。根据 Openrouter 数据，目前全球 token 消耗最多的模型是相对便宜的国产模型 DeepSeek 与混元，模型落后造成“AI Loser”的情况并不成立。展望未来，我们认为 AI 入口也将像互联网入口一样成为兵家必争之地，而国内互联网龙头的先发优势将充分体现。

图 30：Openrouter 大模型调量国产模型排名靠前



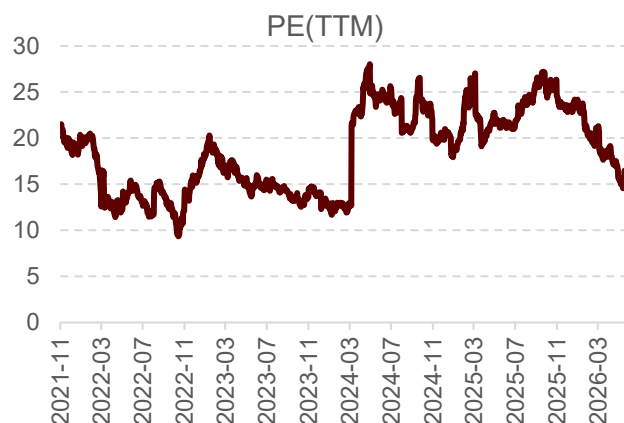
资料来源：Openrouter，招商证券

➤ 成熟期企业的估值 VS AI 期权：

敬请阅读末页的重要说明

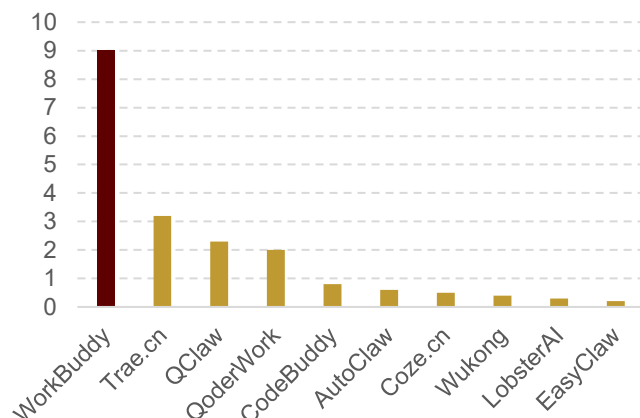
当前市场对港股科技龙头按照成熟期企业估值，腾讯等头部公司的估值基本回到本轮科技牛市之前，估值中基本不隐含 AI 叙事。但同时可灵、WorkBuddy 等爆款产品类似一张张等待兑现的 AI 期权，豆包付费版、微信 AI 助手等未来的催化，也将带来潜在货币化率提升。

图 31：腾讯估值回到 AI 叙事之前



资料来源：Wind、招商证券

图 32：国内 PC 端原生办公软件访问量（百万）



资料来源：Wind、招商证券

6、三大热点产业趋势近期进展与投资分析

➤ 海外算力

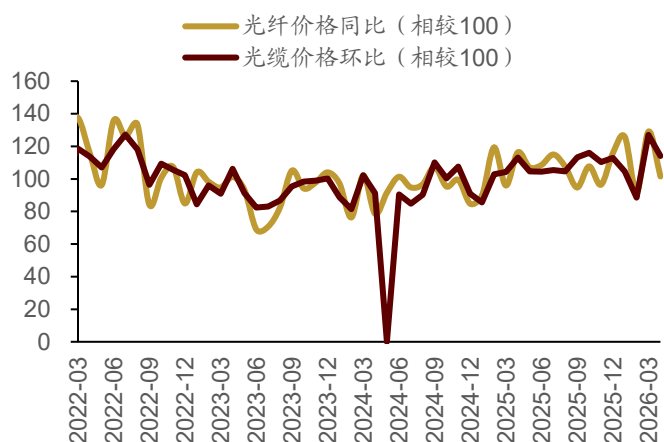
6月1日，高盛近期研报认为 MLCC 已成为 AI 服务器 BOM 中仅次于 GPU 和存储的第三大成本项，AI 服务器细分市场约 13 亿美元并以约 80% 年复合增速增长。对板块影响：高容高压 MLCC、介质粉体、离型膜、载带等“卖铲人”环节具备涨价和国产替代弹性。

3月31日，NVIDIA 与 Marvell 宣布通过 NVLink Fusion 扩大 AI 生态合作，并披露 NVIDIA 已投资 20 亿美元；5月27日，Marvell 发布 FY2027 一季报，收入 24.18 亿美元创新高，同比+28%，数据中心收入 18.33 亿美元，同比+27%；6月1日，公司推出 102.4Tbps AI 交换芯片 Teralynx T100。对板块影响：Marvell 验证“算力互联+光模块+交换芯片”景气度，海外算力链从 GPU 向网络、光互联和被动元件外溢。

投资上，海外算力仍是 AI 硬件中确定性较强的方向，核心逻辑来自云厂商资本开支延续、训练和推理需求同步扩张、网络和电力基础设施持续升级。短期重点在供需缺口最明显的环节，包括光纤光缆、MLCC、高速光模块、PCB、存储等。涨价是最直接的盈利验证信号，能够把产业景气从订单预期转化为收入和毛利率改善。

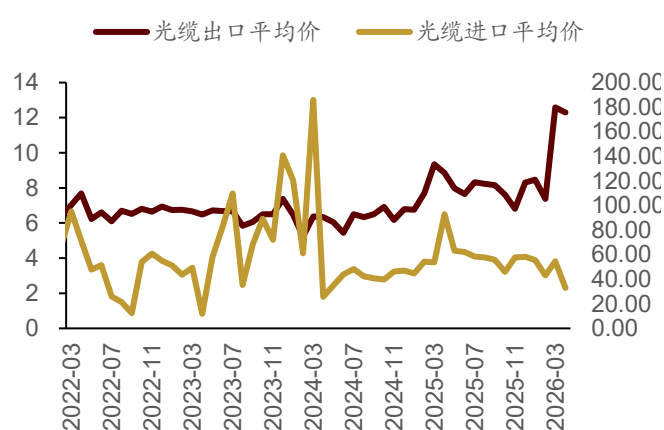
估值层面需要降低纯主题资产权重，优先选择订单可见度高、客户结构清晰、价格传导顺畅的公司。成交层面，海外算力链已经成为市场共识方向，局部交易拥挤度偏高。后续配置应从泛 AI Beta 转向盈利兑现能力，短期看涨价弹性，中期看 ASIC、交换芯片、800G/1.6T 光互连，长期看数据中心电力、液冷和园区基础设施。

图 33：光纤光缆涨价持续



资料来源：Wind，招商证券

图 34：光缆出口价持续高增



资料来源：高盛 MLCC 产业逻辑，招商证券

当前，海外算力链对光纤光缆的拉动已经从需求预期进入价格验证阶段。光纤价格同比与环比在 2022 年至 2024 年上半年整体偏弱，但从 2024 年下半年开始，两条价格指数明显修复，并在 2025 年下半年至 2026 年一季度继续上行，表明价格修复具有持续性。此外，光缆出口平均价自 2025 年后明显抬升，至 2026 年初升至阶段高位，而进口平均价整体偏弱，形成出口价格强于进口价格的结构性分化。国内光纤光缆企业在海外需求改善、AI 数据中心建设、光网络升级和部分区域供给偏紧的背景下，出口端议价能力增强。结合产业链看，价格上涨的核心约束来自预制棒环节，预制棒技术壁垒高、扩产周期长、成本占比高，一旦 AI 数据中心带动光纤连接密度提升，短期供给难以快速释放，价格弹性会优先体现在散纤和光缆出口均价上。

➤ 国产算力

4 月 23 日，高盛研报称，AI 服务器拉动 MLCC、ABF 载板、PCB/CCL、存储、晶圆代工供需收紧，紧缺周期可能延续至 2027 年甚至更久。对板块影响：国产算力核心瓶颈从芯片扩展到先进封装与材料，ABF 载板、T-glass、电子铜箔、钽粉、InP 衬底等环节更容易获得估值重估。

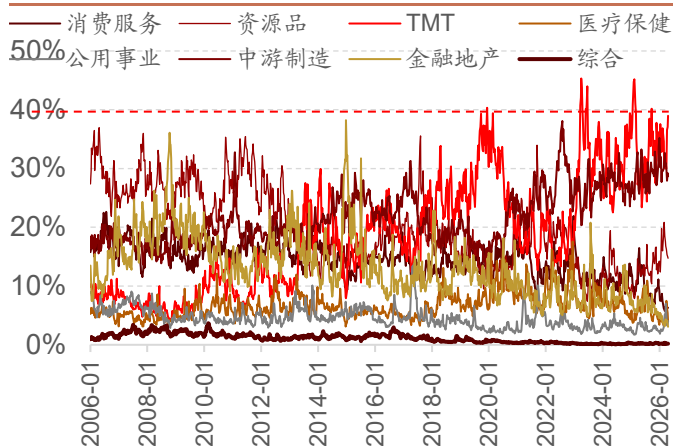
5 月 5 日，Nikkei 等媒体报道称，中国推动 2026 年 12 英寸硅片国产化比例提升，西安奕斯伟目标到 2026 年月产 120 万片 12 英寸硅片。对板块影响：硅片、靶材、光刻胶、电子气体等上游材料国产替代逻辑强化，成熟制程扩产和 AI 芯片供给安全成为主线。

6 月 2 日，半导体设备 ETF 易方达盘中涨超 3%，报道强调国产算力产业逻辑从“替代”走向“验证”。对板块影响：先进封装设备、量测检测、刻蚀、薄膜沉积、清洗、CMP 及封测环节更具持续性，资金开始从整机芯片扩散到设备和材料。

投资上，国产算力应按照先进封装、设备、材料的顺序展开。先进封装解决算力密度和互联效率，是国产算力突破高端制程约束的重要抓手。设备决定扩产速度，材料决定供应链安全。短期重点跟踪先进封装订单、国产设备中标、材料验证和客户导入进度。

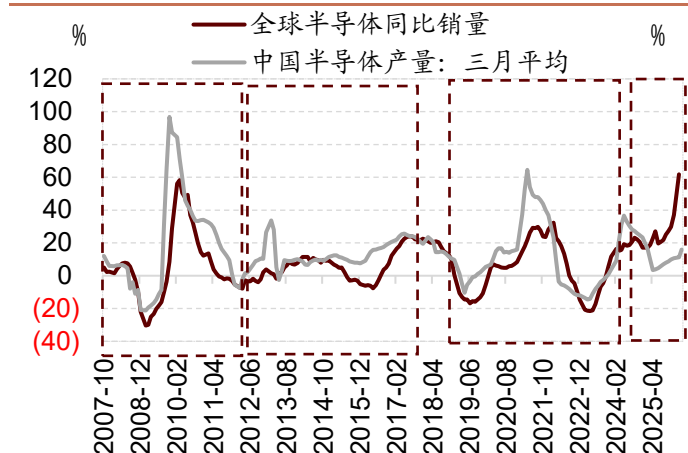
估值层面，国产算力容易出现预期先行，部分环节基本面兑现仍需时间。配置上应优先选择已经进入核心客户供应链、具备量产能力和毛利率改善空间的公司。中期重点关注 Chiplet、HBM 相关封测、2.5D/3D 封装、高端基板、刻蚀、清洗、薄膜沉积、CMP 材料等环节。风险在于扩产节奏偏慢、良率爬坡不及预期、部分公司估值提前透支。

图 35: TMT 板块成交拥挤度接近 40%



资料来源: Wind, 招商证券

图 36: 全球半导体销量和中国半导体产量均持续回升



资料来源: Wind, 招商证券

从抱团情况看，TMT 板块融资余额占全部融资余额的比例已提升至 32%，自 2012 年以来融资资金 TMT 持仓占比长期稳定维持在 15-25% 区间，自 924 以来则呈现加速上行趋势，目前已超过 30%，形成了抱团趋势。除 TMT 外，融资余额主要集中在中游制造板块（占比 27%），二者合计持仓占比 59%。

从市场交易热度来看，TMT 板块的成交拥挤度 45% 往往是一个临界点，超过 45% 短期交易风险升温。从历史数据看，抱团板块成交占比的绝大多数极端峰值均接近或触及 45% 红线；而历史上 TMT 相关行业成交占比超 45% 的阶段，后续多伴随成交占比回落、板块短期调整。

商业航天

6 月 3 日，Axios 报道称 SpaceX 计划 IPO 融资 750 亿美元，发行 5.556 亿股、每股 135 美元，对应估值约 1.77 万亿美元；6 月 4 日，TechWeb 援引新华财经称 SpaceX 最快 6 月 12 日在纳斯达克挂牌，股票代码“SPCX”。对板块影响：资本市场将首次以公开估值定价“可复用火箭+Starlink+低轨卫星互联网”，商业航天的卫星制造、星载通信、地面站、遥感与发射服务有望获得主题重估。

5 月 29 日，Space.com 报道称 SpaceX 完成年内第 61 次 Falcon 9 发射，新增 29 颗 Starlink 卫星，活跃 Starlink 卫星超过 10400 颗。对板块影响：高频发射证明可复用火箭的规模经济，低轨星座从“建设期”进入“运营期”，国内星座建设有望提升卫星载荷、相控阵天线和地面终端需求。

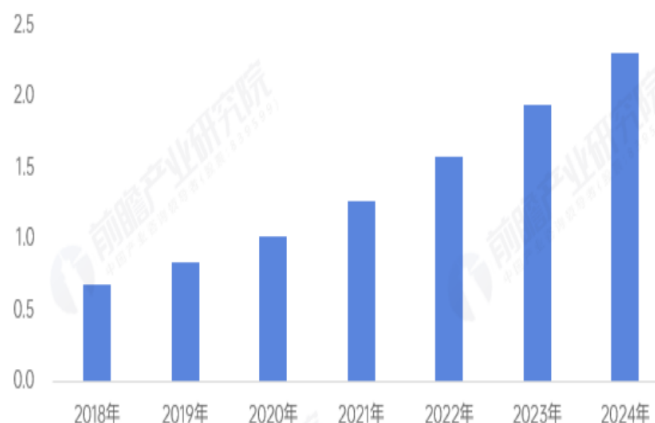
中美市场对比方面，2024 年全球空间经济中商业卫星产业占全球空间业务约 71%，2024 年全球 259 次发射部署 2695 颗卫星，美国发射市场份额升至 65%，美国企业制造了全年发射商业卫星的 83%。2024 年中国商业航天市场规模预计超过 2.3 万亿元，2025 至 2030 年进入发展黄金期，预计 2030 年中国市场规模达到 8 万亿元。据中国航天工业质量协会统计，商业航天市场规模逐年增长，从 2018 至 2023 年，市场规模年均增长率达 23%。初步统计 2024 年我国商业航天市场规模预计超过 2.3 万亿元。

图 37：商业航天产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

图 38：中国商业航天市场规模



资料来源：中国航天工业质量协会，招商证券

投资上，商业航天行情主要来自一级市场估值外溢、SpaceX 上市催化、国内星座招标和火箭首飞节点。短期市场更关注事件密度，股价弹性通常集中在卫星制造、火箭总装、发动机、测控、星载通信、地面终端等方向。若招标、首飞和组网节奏连续落地，板块风险偏好仍有支撑。

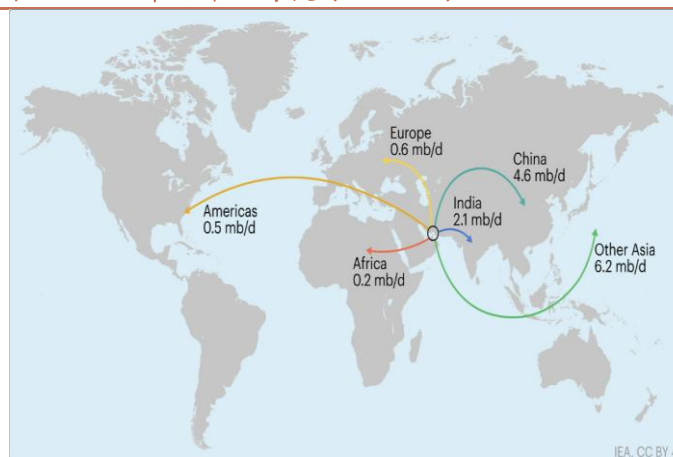
估值层面，商业航天的远期空间较大，短期现金流仍需订单和发射频次验证。配置上应区分事件弹性和产业兑现能力，优先关注有明确订单、批产能力、核心部件壁垒和军民两用场景的公司。中期看卫星批产、火箭复用、星地通信和数据服务商业化。风险在于估值依赖长期现金流，国内订单确认节奏和发射频次仍有不确定性。

➤ 地缘方面：霍尔木兹海峡通航

6月1日，同花顺霍尔木兹跟踪显示，海峡通行量仍在低位，封锁前日均约126艘，近期7日均值仅个位数；EIA 5月展望称，军事行动前约20%全球石油供应经由该通道。对板块影响：若后续通行恢复，Brent、航煤、LNG、LPG、运费和战争险费率回落，前期受油价和运费压制的航空、快递物流、炼化、PTA/化纤、汽车零部件和高能耗制造存在修复。

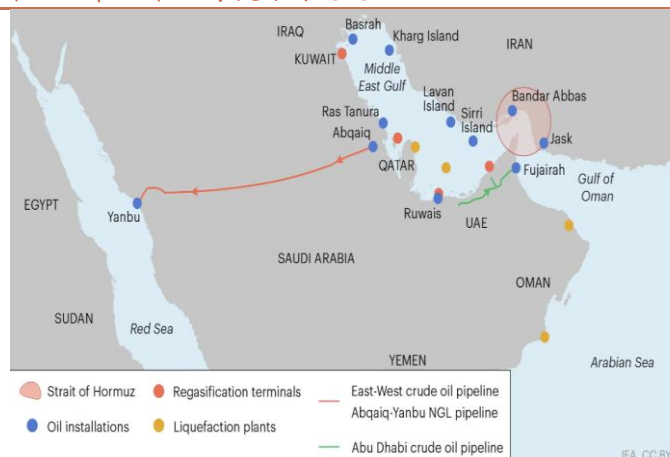
6月4日前后，油轮“熄灯”通行和安全通行费新闻显示海峡风险仍高。对有色金属影响：若通行恢复，中东硫磺与硫酸链条修复，有利于铜、镍等湿法冶炼成本回落；同时风险偏好回升，有色金属中的铜、铝和新能源金属更容易从“避险压制”转向“需求交易”。

图 39：经由霍尔木兹海峡的油运目的地



资料来源：IEA，招商证券

图 40：霍尔木兹海峡可行通道



资料来源：IEA，招商证券

投资上，霍尔木兹海峡交易本质上是能源风险溢价交易。通行恶化阶段，市场会优先定价供给冲击、油价上行、航运受阻和避险需求升温，油气上游、油运、煤炭、黄金及能源安全相关资产占优。若通行量连续下降，Brent 维持高位，头部航运公司延迟恢复通行，能源链和避险资产仍具备阶段性配置价值。

通行恢复阶段，油气和油运追高性价比下降，投资重点应转向成本端修复和需求端补库。航空、炼化化纤、物流、汽车链、有色加工和部分制造业更受益于油价风险溢价回落。核心验证指标包括连续 3 日通行量、头部航运公司是否恢复通行。若指标同步改善，配置应从避险链切向成本改善链。

7、小结

作为本轮市场上行中的主力增量，融资资金对科技的抱团进一步推动了科技板块的加速行情。在经历了 5 月短期快速集中流入后，融资资金流入有所放缓。A 股市场的融资杠杆率呈现出显著攀升的态势，融资余额占流通市值的比例创下新高。从融资交易活跃度来看，近期融资交易活跃度呈现阶段性降温态势，参与两融交易的投资者数量占比自 5 月 11 日以来震荡回落至 5.8%。尽管融资交易活跃度有所回落，但市场整体的杠杆安全垫依然充足。截至 6 月 4 日，融资融券市场平均担保比例达 287%。从融资抱团的行业结构看，TMT 板块融资余额占比呈现趋势性突破，电子和通信两大细分行业成为融资资金抱团的核心细分方向。当前 A 股市场存量博弈特点鲜明，ETF 的持续大幅流出对冲了融资资金的流入，市场整体增量资金有限，资金在不同板块和方向之间腾挪。若市场风偏出现阶段性扰动，融资资金可能转为净流出，从而也会使得抱团的方向阶段性暂缓。

周五市场再次演绎“美元涨，其他一切资产都跌”的流动性冲击局面，AI 方向领跌市场。推升美元指数和美债利率、引发股票市场调整的导火索是 5 月非农超预期，使得市场开始正视美联储加息概率。此外，之所以股票市场反应如此激烈，一个重要的原因在于，当前全球资金在权益资产的高仓位以及科技抱团的极致化增大了市场的脆弱性。往后去看，我们认为这仅仅是一次流动性冲击，并非 AI 泡沫的破裂；短期市场的不确定因素正在积聚，将增大未来一到两周的市场波动；中期来看，当前尚不到市场风格或主线切换的时点，6 月下旬随着市场逐渐进入中报交易窗口，业绩确定性强、景气度最高的科技有望继续占优。

港股市场方面处于向下有底，向上等待催化的阶段。目前科技板块 H/A 折价来到历史极值附近，弱势的行情是盈利与资金面共同作用的结果。当前港股处在左侧底部，向上弹性主要来自两个方向：盈利上修（关注 8 月中报）与 AI 新进展（微信 AI 助手、豆包付费）。

当前市场已经进入结构性牛市后半程，指数层面的弹性逐步让位于产业景气和盈利兑现。前期市场主要交易风险偏好修复和中国资产重估，当前定价核心转向盈利加速度、订单兑现和供需瓶颈。海外算力、国产算力、商业航天三条主线景气度较高，但交易属性存在明显差异。海外算力更偏业绩验证，国产算力更偏产业链安全和国产替代，商业航天更偏主题重估和政策催化。配置上应优先选择订单清晰、价格传导顺畅、客户绑定紧密、产业位置稀缺的环节，降低单纯依赖远期叙事和估值扩张的品种权重。

海外算力仍是短期弹性最强的方向。其产业逻辑来自北美云厂商资本开支延续、英伟达生态链持续扩张、AI 服务器互联复杂度提升。边际变化集中在：第一，光纤光缆涨价反映数据中心互联需求抬升和预制棒供给刚性；第二，高端 MLCC 供给瓶颈反映 AI 服务器电源和高速信号链价值量上升；第三，Marvell 业绩和指引验证交换芯片、ASIC、光互联需求仍在释放。国产算力的推荐逻辑在于产业链安全约束下，国产替代从芯片和整机向先进封装、设备、材料递进。前期市场更关注 GPU、服务器和整机替代，后续更应关注决定国产算力上限的基础环节。先进封装解决高端算力芯片在制程受限下的算力密度问题；半导体设备决定扩产速度，刻蚀、薄膜沉积、等环节需要结合订单和国产化率判断；上游材料决定供应链稳定性，12 英寸硅片、电子特气的客户验证进度更为关键。商业航天的行情是主题重估，主要由 SpaceX 上市预期、火箭复用技术扩散、卫星互联网组网提速和国内商业发射链条重估驱动。与算力硬件相比，商业航天短期利润弹性有限，市场更关注估值锚和产业进度。SpaceX 的高估值预期强化了全球商业航天的资本市场定价参考，国内方向则取决于星座招标、卫星批产、复用验证和商业发射频次。地缘变量方面，霍尔木兹海峡通行变化会影响市场风格和成本链条。若通行恢复，油价和运费回落将压低能源风险溢价，油气上游和油运追高价值下降，成本敏感资产更具弹性。航空、物流、炼化化纤、汽车链和部分制造业将受益于成本端修复。有色金属则可能受地缘风险降温后风险偏好修复，工业金属重新回到需求和库存定价。

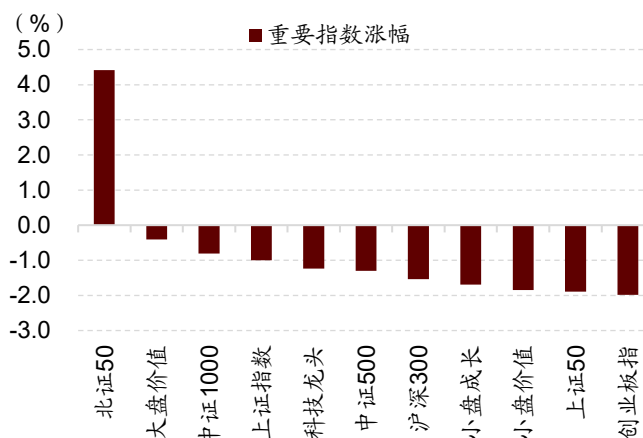
复盘·内观——A股市场主要指数涨少跌多，北证50表现较好

本周(6月1日-6月5日)A股市场主要指数涨少跌多。主要指数中，北证50表现较好，上涨4.42%；主要指数中，科创50、大盘成长表现较弱，下跌4.74%、2.91%。本周日均成交额29,485.10亿元，环比下降8.3%。

本周A股市场震荡走弱，主要原因包括：(1)盘面结构上，市场无增量资金进场，但AI硬件链交易拥挤度处于高位，导致资金集中兑现；(2)窗口期上，临近机构资金半年度考核，前期风格漂移的基金产品面临调仓压力，集中流出科技板块；(3)宏观方面，30年期美债收益率再度突破5%，欧、日央行加息预期升温，全球权益市场整体风险偏好收敛，资金避险情绪抬升、降低权益仓位。

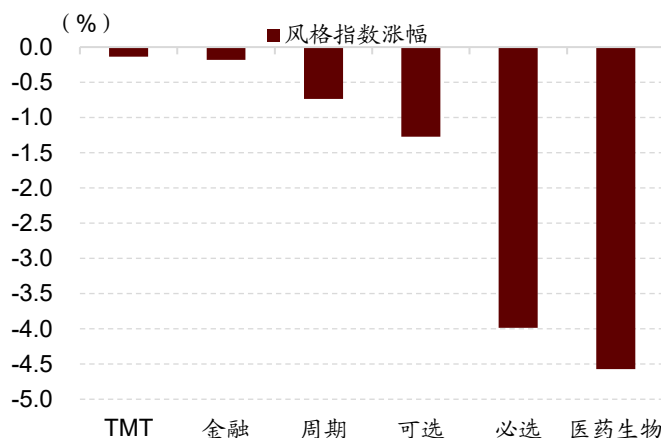
从行业上看，本周申万一级行业涨少跌多，煤炭(6.36%)、通信(3.87%)、机械设备(2.33%)等表现较好；电力设备(-5.14%)、建筑材料(-4.97%)、综合(-4.65%)等表现相对较差。从上涨原因看，本周涨幅较大的板块及主要原因：煤炭(6月全国多地气温快速攀升，市场交易夏季用电高峰，叠加震荡市中板块防御属性，推动煤炭股估值修复)、通信(工信部发布6G创新发展专项试点通知，明确2029年落地商用配套，自上而下政策落地点燃6G、光通信题材)、机械设备(人形机器人产业链零部件国产化加速，叠加海外设备厂商产能受限，国产机床、自动化设备进口替代提速)；跌幅居前的行业原因，电力设备(煤价高位运行抬升火电燃料成本，汛期水电提升挤压火电发电空间，“缺电涨价”逻辑证伪)、建筑材料(5月百强房企销售金额同比仍大幅下滑，新开工面积持续负增长，建材需求端承压)、综合(市场风格切换、题材退潮，叠加个股基本面缺乏支撑，跟随高位赛道集体回调)。

图 41：本周重要指数涨跌幅



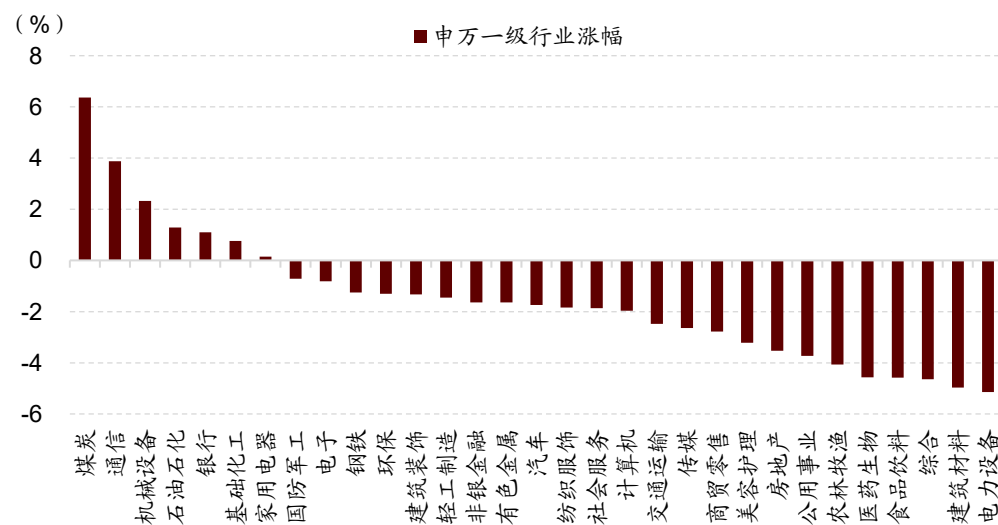
资料来源：Wind，招商证券

图 42：本周风格指数涨幅



资料来源：Wind，招商证券

图 43：本周申万一级行业指数涨幅

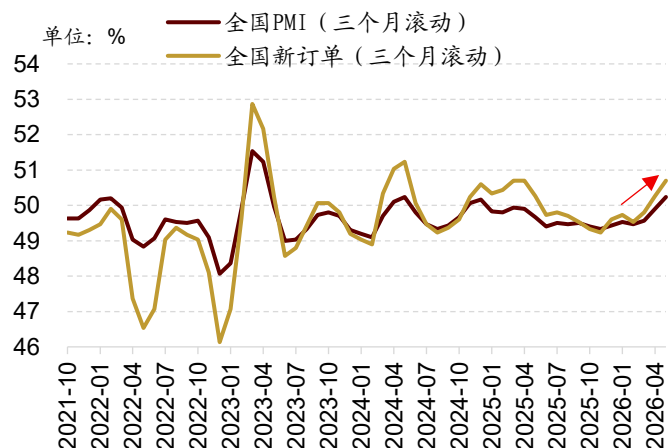


资料来源：Wind，招商证券

中观·景气——5月制造业 PMI 环比下行，存储器价格持续上涨

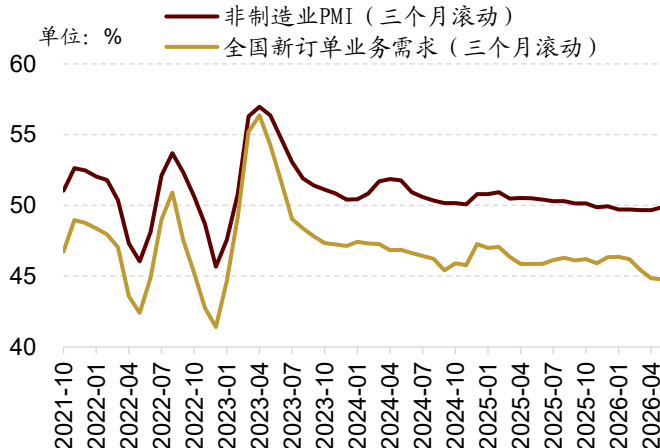
5月制造业 PMI 录得 50.0%，环比下行 0.3 个百分点，处于近十年同期 50%分位数水平；非制造业 PMI 为 50.1%，环比上行 0.7 个百分点，回升至荣枯线以上。从三个月滚动趋势上来看，制造业回升 0.33 个百分点至 50.23%，延续温和复苏态势，非制造业上行 0.20 个百分点至 49.87%，边际改善。

图 44：制造业 PMI 三个月均值回升至 50.23%



资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

图 45：非制造业 PMI 三个月均值回升至 49.87%



资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

制造业 PMI 分项来看，通胀持续上行，购进和出厂价格延续高位，高油价抑制需求，出口订单和采购量均下滑，新订单降至荣枯线以下。生产端，生产指数 51.2%，环比下行 0.3 个百分点；采购量指数环比下行 1.3 个百分点至 49.8%、进口指数环比下行 1.3 个百分点至 48.8%，主要因为内需动能仍然偏弱，且高油价进一步抑制内外需求；需求端，新订单指数环比下行 0.7 个百分点至 49.9%，但总体处于历史同期中等水平，新出口订单指数 48.6%，环比下行 1.7 个百分点，总需求有待提振，新旧动能分化明显。价格端，购进价格指数、出厂价格指数环比均下行 3.2 个百分点，分别至 60.5%和 51.9%，同比仍明显抬升，通胀预计持续上行，CPI 和 PPI 增速差或进一步拉大。库存方面，产成品库存 49.3%，环比上行 1.8 个百分点，主要原材料库存 48.6%，环比下行 0.7 个百分点，两者均处于近十年同期历史高位，上市公司目前处于主动补库阶段。生产经营活动预期环比下行至 53.9%，处于近十年同期低位。国内经济目前延续温和复苏，通胀回暖，但供给仍然大于需求，上下游价格传导不畅，下游传统领域和新兴领域需求分化明显。

表 1：5 月制造业细分项中全国购进价格和出厂价格延续高景气

时间	制造业全国指标	数值	环比值	同比值	近十年同期历史分位数
2026-05	全国 PMI	50.0	-0.3	0.5	50%
2026-05	全国新订单	49.9	-0.7	0.1	50%
2026-05	全国购进价格	60.5	-3.2	13.6	90%
2026-05	全国出厂价格	51.9	-3.2	7.2	80%
2026-05	全国产成品库存	49.3	1.8	2.8	90%
2026-05	全国生产量	51.2	-0.3	0.5	40%
2026-05	全国雇员	48.6	-0.2	0.5	60%
2026-05	全国出口订单	48.6	-1.7	1.1	70%
2026-05	全国进口	48.8	-1.3	1.7	60%
2026-05	全国主要原材料库存	48.6	-0.7	1.2	90%
2026-05	全国供应商配送时间	49.2	-0.3	-0.8	20%
2026-05	全国现有订货	46.8	0.6	2.0	100%
2026-05	全国生产经营活动预期	53.9	-0.6	1.4	10%
2026-05	全国采购量	49.8	-1.3	2.2	40%

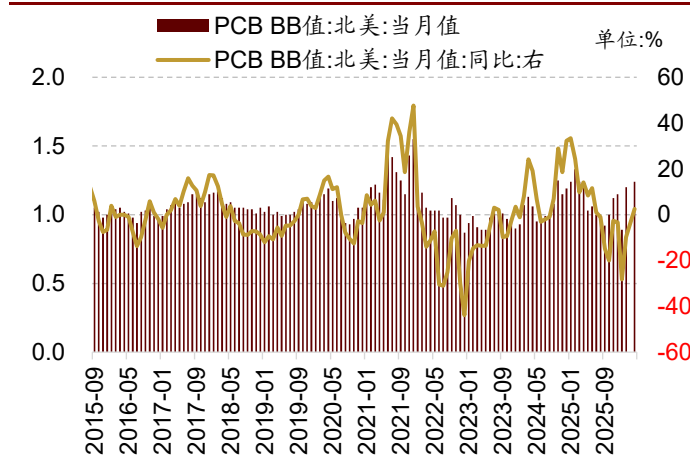
资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

4月北美 PCB 出货量同比增幅收窄，订单量同比转正，北美 PCB 出货量三个月滚动同比增幅收窄，订单量三个月滚动同比增幅扩大。4月北美 PCB 出货量同比增幅收窄 11.8 个百分点至 5.8%，三个月滚动同比增幅收窄 2.6 个百分

点至 11.70%；PCB 订单量同比转正至 25.50%（前值-4.30%），三个月滚动同比增幅扩大 4.8 个百分点至 12.57%。

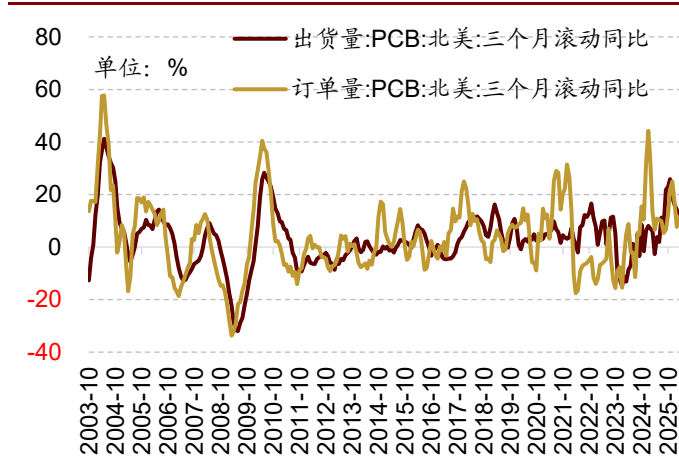
4 月北美 PCB BB 当月值为 1.24，前值 1.20。

图 46：4 月北美 PCB BB 当月值为 1.24



资料来源：Wind、招商证券

图 47：4 月 PCB 出货量三个月滚动同比增幅收窄

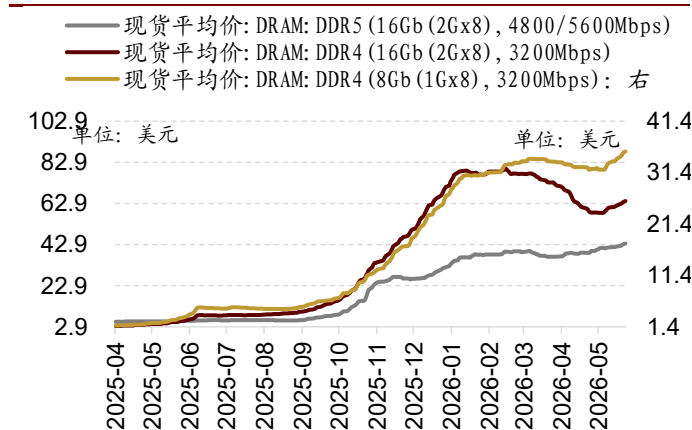


资料来源：Wind、招商证券

本周 **DDR5、DDR4 DRAM 存储器**价格环比上行。截至 6 月 5 日，8GB DDR4 DRAM 价格周环比上行 4.11% 至 35.50 美元，16GB DDR4 DRAM 价格周环比上行 3.51% 至 64.13 美元，16GB DDR5 DRAM 价格周环比上行 3.58% 至 43.40 美元。

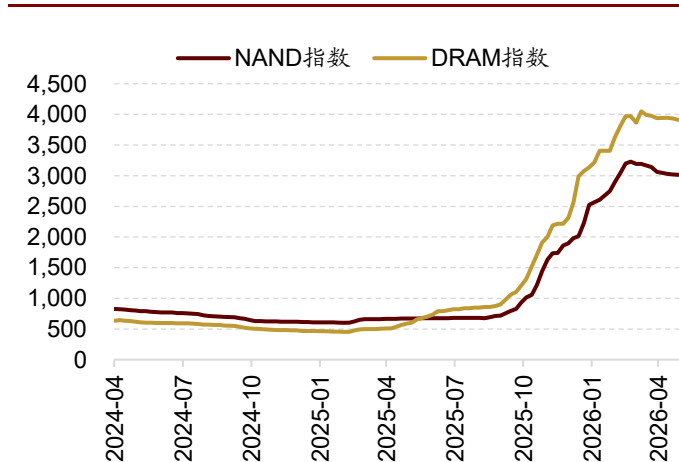
本周 **DRAM 指数持平，NAND 指数**环比下行。截至 6 月 2 日，本周 DRAM 指数与上周持平为 3913.15，NAND 指数周环比下行 0.01% 至 3,014.38。

图 48：本周 DDR4 存储器价格环比上行



资料来源：Wind、招商证券

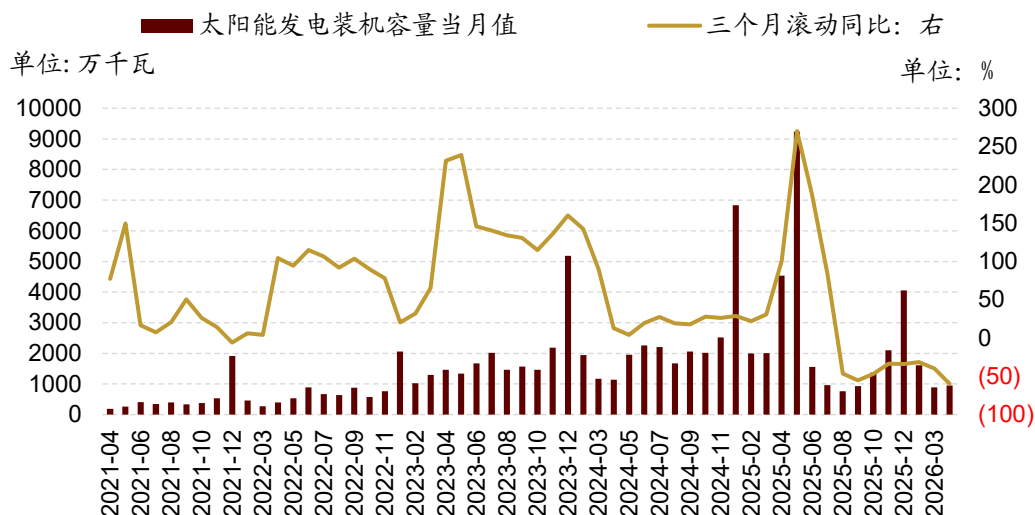
图 49：NAND 指数周环比下行 0.01%



资料来源：Wind、招商证券

4 月太阳能发电装机容量三个月滚动同比降幅扩大。1-4 月太阳能发电装机容量累计值为 125,224.91 万千瓦，累计同比增幅收窄 5.04 个百分点至 26.23%，三个月滚动同比跌幅扩大 20.05 个百分点至 -59.65%。

图 50：4 月太阳能发电装机容量三个月滚动同比降幅扩大



资料来源：Wind，招商证券

价格方面，秦皇岛优混动力煤价格、京唐港山西主焦煤库提价上行；焦炭、焦煤期货结算价上行。截至 6 月 1 日，秦皇岛优混动力煤报价 850.60 元/吨，周环比上行 1.87%；截至 6 月 5 日，京唐港山西主焦煤库提价 2070 元/吨，周环比上行 13.11%；截至 6 月 5 日，焦煤期货结算价收于 1444.00 元/吨，周环比上行 12.37%；焦炭期货结算价收于 2052.00 元/吨，周环比上行 7.94%。

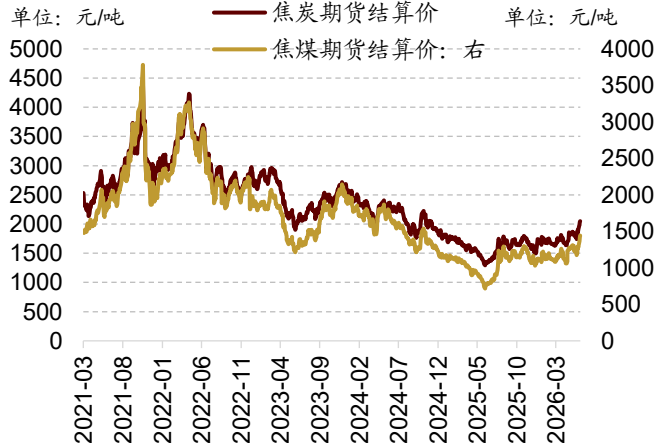
库存方面，秦皇岛港煤炭库存、天津港焦炭库存均下行，京唐港炼焦煤库存上行。截至 6 月 5 日，秦皇岛港煤炭库存报 691 万吨，周环比下行 1.00%；截至 6 月 5 日，京唐港炼焦煤库存报 182.15 万吨，周环比上行 4.47%；截至 6 月 5 日，天津港焦炭库存报 86 万吨，周环比下行 7.53%。

图 51：京唐港山西主焦煤库提价上行 13.11%



资料来源：Wind、招商证券

图 52：焦煤期货结算价周环比上行 12.37%

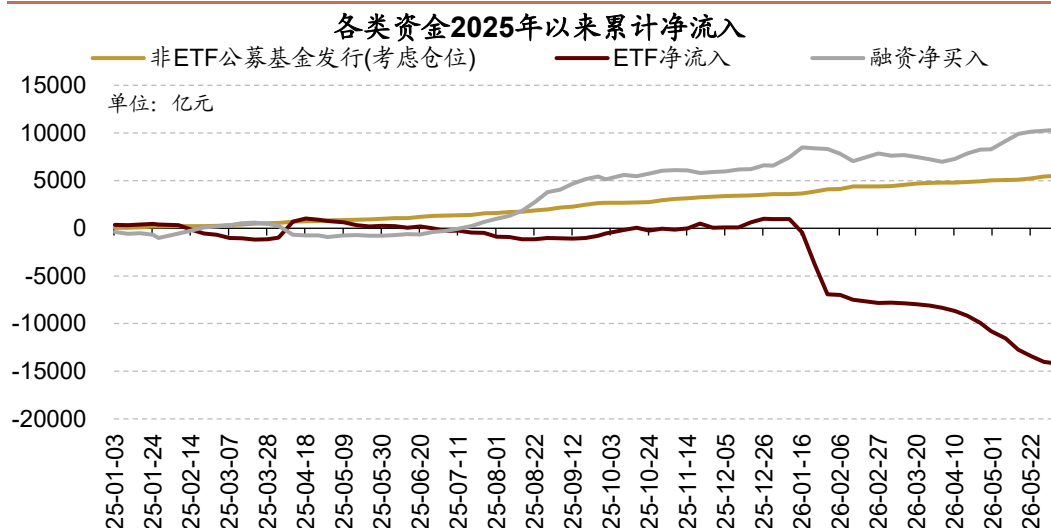


资料来源：Wind、招商证券

资金·众寡——融资净流入与 ETF 净申购，基金发行回落

从全周资金流动的情况来看，本周融资资金净流入，新成立偏股类公募基金下降，ETF 净申购。具体来看，融资资金前四个交易日合计净流入 87.6 亿元；新成立偏股类公募基金 107.2 亿份，较前期下降 175.2 亿份；ETF 净申购，对应净流出 160.5 亿元。

图 53：融资净流入与 ETF 净申购，基金发行回落



资料来源：Wind，招商证券

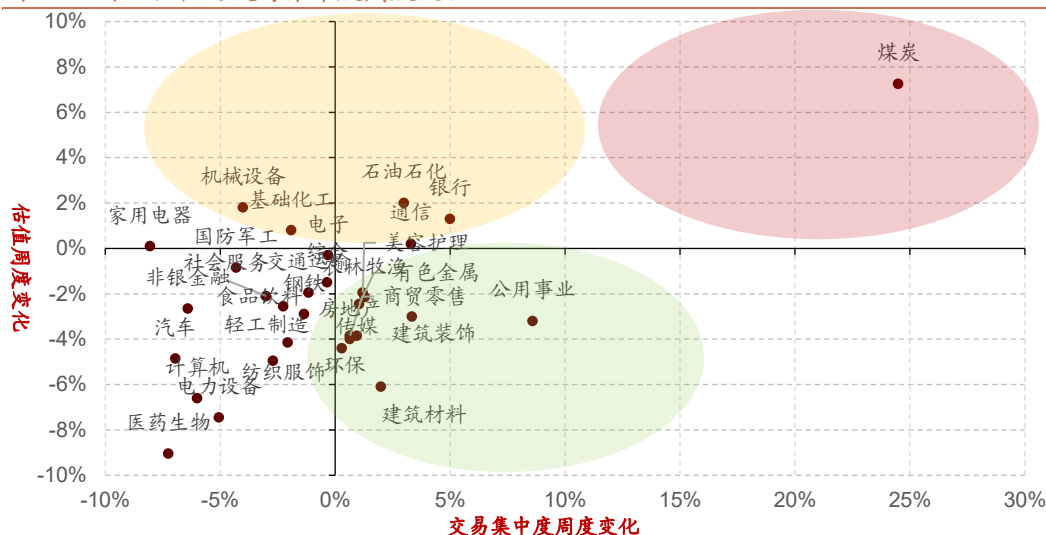
表 2：各类资金分行业当周净流入规模（单位：亿元）

行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
通信	60.95	10.00	-0.74	70.21
公用事业	7.07	41.16	-1.48	46.75
煤炭	12.84	24.63	0.00	37.47
非银金融	-5.50	25.92	-2.19	18.23
医药生物	-11.07	30.00	-3.10	15.83
食品饮料	3.22	3.48	0.01	6.71
石油石化	6.67	-2.20	0.00	4.47
环保	2.84	0.28	-0.22	2.90
银行	1.62	1.12	0.01	2.75
综合	1.53	0.31	0.00	1.84
交通运输	2.80	-3.02	1.65	1.43
美容护理	-0.32	0.83	0.00	0.51
纺织服饰	1.37	-0.98	0.01	0.40
商贸零售	0.28	0.06	0.00	0.35
社会服务	-1.23	0.14	0.39	-0.71
钢铁	1.01	-1.79	-0.04	-0.82
轻工制造	-1.30	0.18	0.08	-1.04
基础化工	-2.72	-15.11	16.11	-1.72
农林牧渔	-0.03	0.84	-2.66	-1.85
建筑装饰	-1.02	-0.54	-0.54	-2.10
建筑材料	6.48	-1.00	-8.67	-3.20
房地产	-3.57	-0.61	0.00	-4.18
传媒	-6.20	0.03	-0.42	-6.59
国防军工	-1.51	-6.53	0.01	-8.04
汽车	-2.65	-7.78	-0.12	-10.55
计算机	-1.13	-3.82	-7.71	-12.65
机械设备	5.75	-13.23	-6.03	-13.51
有色金属	2.08	-9.55	-9.06	-16.53
家用电器	-5.36	-0.99	-16.82	-23.17
电力设备	-14.95	-59.08	-0.85	-74.88
电子	24.11	-173.18	-10.09	-159.16
合计	82.04	-160.42	-52.47	-130.86

资料来源：Wind，招商证券

注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；融资截至周四；ETF 拆分所有股票型 ETF

图 54：行业估值与交易集中度周度变化

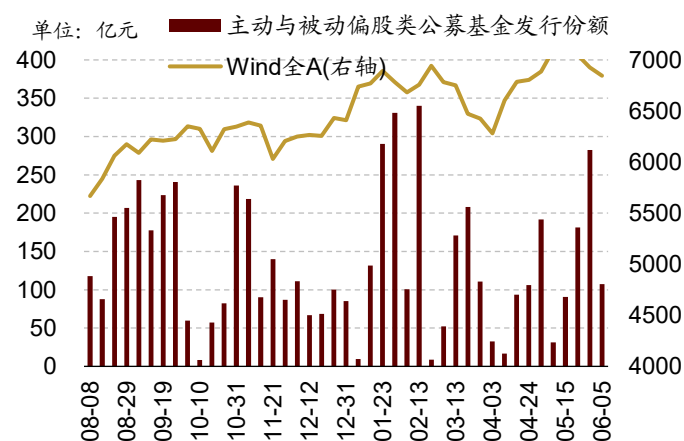


资料来源：Wind，招商证券

从ETF净申购来看，ETF净申购，宽指ETF以净赎回为主，其中科创50ETF赎回最多；行业ETF申赎参半，其中医药ETF申购较多，信息技术ETF赎回较多。具体来看，股票型ETF总体净申购1.3亿份。其中，沪深300、创业板ETF、中证500ETF、上证50ETF、双创50ETF和科创50ETF分别净赎回2.8亿份、净赎回0.9亿份、净申购2.1亿份、净赎回1.6亿份、净赎回17.9亿份、净赎回37.8亿份。行业方面，信息技术ETF净赎回44.6亿份；消费ETF净申购13.8亿份；医药ETF净申购73.5亿份；券商ETF净申购33.6亿份；金融地产ETF净申购4.1亿份；军工ETF净赎回3.8亿份；原材料ETF净赎回21.6亿份；新能源&智能汽车ETF净赎回25.4亿份。

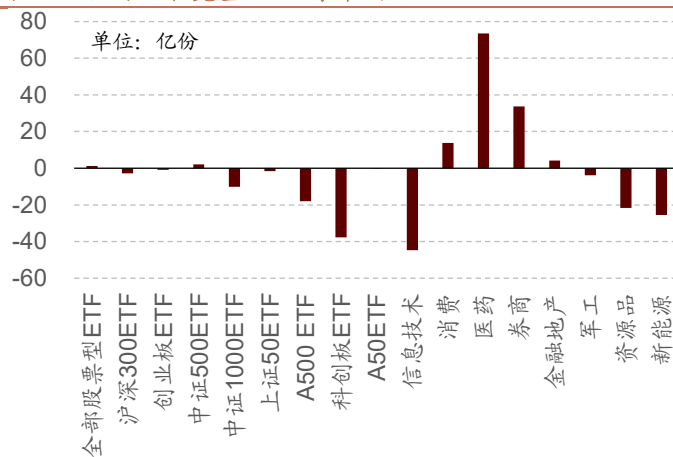
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回落，新成立偏股类基金107.2亿份。

图 55：新成立公募基金发行份额



资料来源：Wind，招商证券

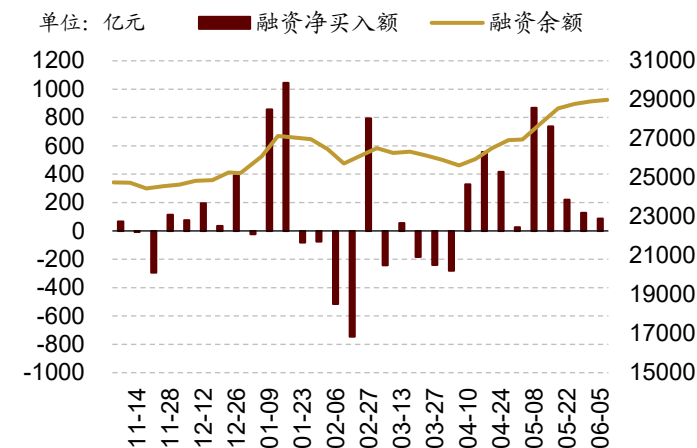
图 56：各行业和宽基ETF净申购份额



资料来源：Wind，招商证券

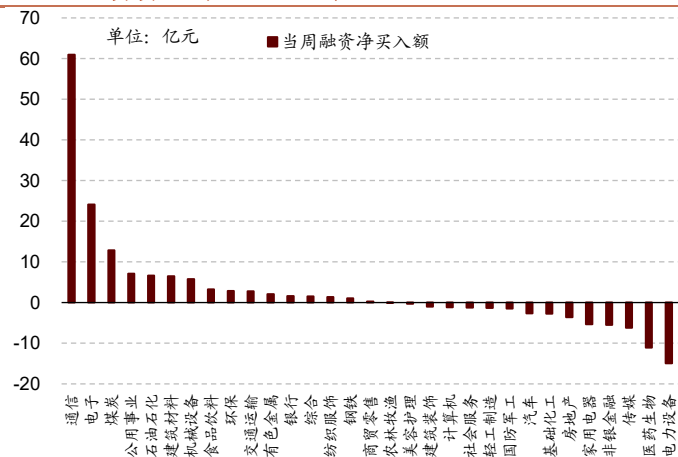
两融方面，融资资金前四个交易日净流入87.6亿元。从行业偏好来看，本周融资资金集中买入通信，净买入额达60.9亿元，其他净买入规模最高的行业主要包括电子、煤炭、公用事业等；净卖出的主要是电力设备、医药生物、传媒等。

图 57: 融资资金每周净买入额



资料来源：Wind、招商证券

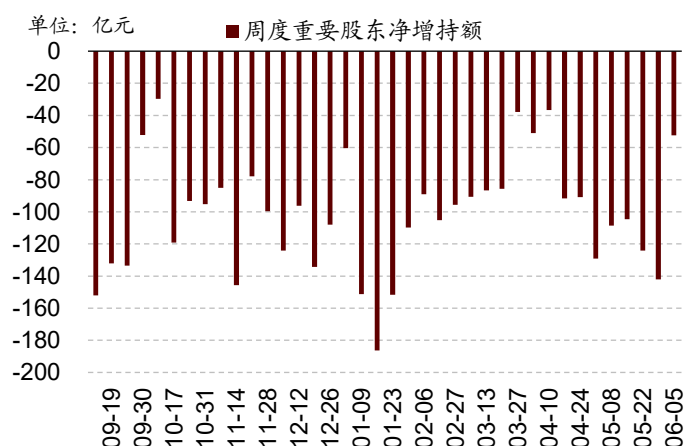
图 58: 融资资金周度各行业净买入额



资料来源：Wind、招商证券

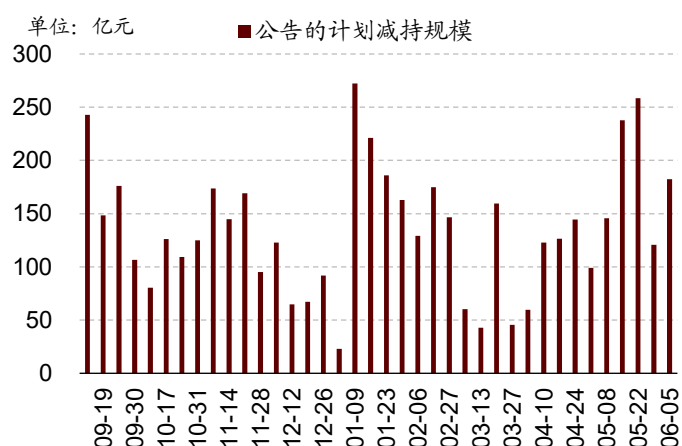
从资金需求来看，重要股东净减持规模缩小，计划减持规模提升。本周重要股东二级市场增持 32.8 亿元，减持 85.3 亿元，净减持 52.5 亿元，净减持规模缩小。其中，净增持规模较高的行业包括基础化工、交通运输、社会服务等；净减持规模较高的行业包括家用电器、电子、有色金属等。本周公告的计划减持规模为 182.4 亿元，较前期提升。

图 59: 重要股东净增持规模



资料来源：Wind、招商证券

图 60: 计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

主题·风向——多厂商在 COMPUTEX 2026 上推出重磅产品

COMPUTEX 2026 于 6 月 2 日至 5 日在台北举办，本届展会以“AI Together”为核心主题，汇聚了全球超过 1500 家厂商、跨越 6000 个展位，展现出全球科技的中心引力正在加速从云端大模型向端侧设备以及实体 AI 大步迈进的趋势。本届展会的核心看点包括：英伟达 AI 基础设施建设进一步升级，同时发布多款 Agent Toolkit、端侧 AI 和物理 AI 产品；英特尔不仅推进 Xeon 6+、Diamond Rapids 和 Crescent Island AI GPU，还将计算能力延伸至掌机和边缘 AI；高通以 Snapdragon C 和 Snapdragon X2 Elite 生态强化 Windows on Arm，从入门笔电到 AI mini PC 扩大覆盖面。

➤ 英伟达围绕六条主线发布产品

英伟达本次发布 NVIDIA DSX，证明了其逐渐重视 AI 工厂的系统性工程建设。过去市场讨论 AI 基础设施，尤其提及英伟达时，更多关注 GPU 数量、单卡算力、HBM 容量和训练集群规模，但随着大模型训练和推理规模持续扩大，真正限制 AI 商业化的瓶颈开始转向电力、液冷、网络、部署效率、运维稳定性和单位 Token 成本。DSX 正是在于将芯片、服务器、机柜、网络、供电、液冷、数据中心设计、仿真和运营软件整合为一套基础设施，使 AI 工厂不再是简单的数据中心扩建，而更接近高度标准化、可复制、可持续优化的工业生产系统。尤其是 DSX MaxLPS 和 Omniverse 的深度整合，能够在既定电力预算下提高 Token 产出，使得在推理需求爆发的当下，云厂商和 AI 实验室算力成本显著下降。英伟达通过 DSX 把自己嵌入 AI 工厂从设计到运营的全生命周期，既增强客户粘性，也提升其在服务器、网络、电力、冷却的多生态中的标准制定能力。

图 61：英伟达最新发布的 NVIDIA DSX



资料来源：英伟达，招商证券

此外，英伟达宣布 Vera Rubin 平台进入全面量产爬坡，也是本次 GTC 台北硬件层面最重要的消息之一。英伟达将 Vera Rubin NVL72、Vera CPU、BlueField-4 STX、Spectrum-6 SPX Ethernet 机架、Spectrum-X Ethernet Photonics 等组件组合成面向代理式 AI 工厂的 POD 级平台，围绕多机柜、多网络、多存储、多工作负载协同运行来设计，成为接替 Blackwell 的新一代机架级超级系统。其底层突破在于通过 NVLink 6 互联，将全新 Rubin GPU 与 88 核 Vera CPU 深度绑定，并率先集成了三星、SK 海力士和美光完成认证的 288GB HBM4 高带宽内存，在面对长链推理、多轮规划的 Agent 负载时，其智能体吞吐量直接飙升至 Blackwell 时代的 10 倍。代理式 AI 对 GPU 算力、CPU 调度、内存带宽、网络延迟提出综合要求，Vera Rubin 能做到把这些环节在系统层面打通，使训练、测试和智能体推理都可以在同一类 AI 工厂底座上运行。

英伟达证实了 AI 系统的性能瓶颈正在从纯 GPU 计算扩展到 CPU、内存、数据处理和任务调度层面，传统大模型训练主要依赖 GPU 完成矩阵运算，但代理式 AI 的工作方式更加复杂：一个 Agent 需要理解任务、拆解步骤、检索外部知识、调用数据库和工具、运行代码、验证结果，并在多轮反馈中形成最终输出。这些环节中，大量工作并不完全发生在 GPU 上，而是依赖 CPU 处理数据流和调度。因此，本次重点介绍的 Vera CPU 正是为这种新型负载提供更高效率的系统支撑，使 AI 工厂不再只有 GPU 强，而是在 CPU-GPU 之间形成更高效率的协同。英伟达过去长期依赖 x86

CPU 补齐数据中心调度能力，而 Vera CPU 进一步针对代理式 AI 和学习场景优化，随着智能体应用规模化，推理将转变为长链路、多步骤、高并发的任务系统，CPU 的重要性会显著上升。

图 62：英伟达 Vera CPU

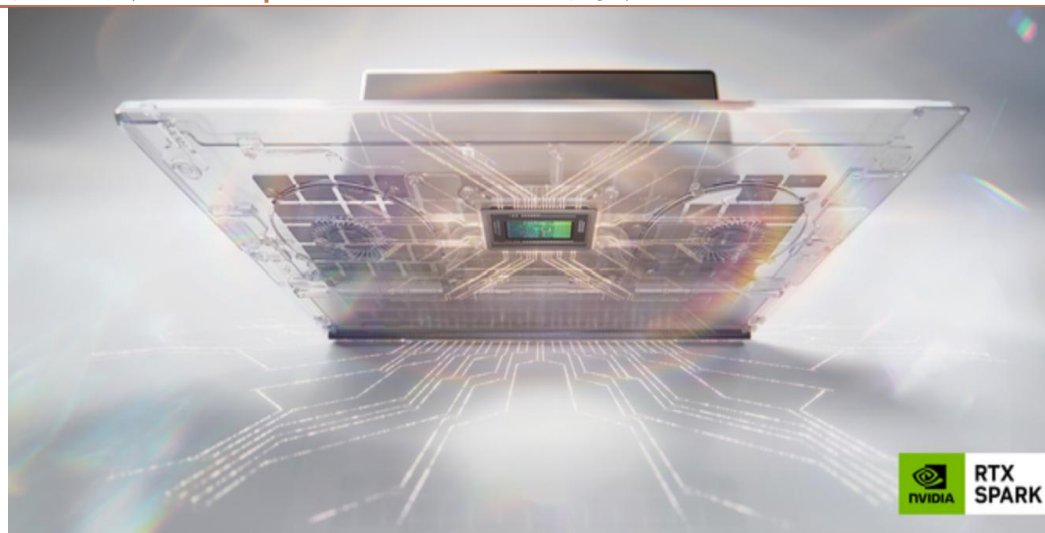


资料来源：英伟达，招商证券

英伟达发布了全新的 **Agent Toolkit**，旨在将单纯的大语言模型转化为能长期运行、自主协同的数字员工。技术核心是由 NemoClaw 蓝图、Nemotron 模型、OpenShell 安全运行时沙盒和 CUDA-X 组成，它不仅支持传统的 IT 框架，还首次把英伟达的 Cosmos、Isaac 等物理 AI 库转化为智能体可直接调用的技能，保障了企业级智能体的安全落地。英伟达新一代 Nemotron 3 Ultra 是一个更小、更快的长上下文智能体，在处理复杂代理任务时，拥有 5 倍更快的推理速度和最高 30% 更低的开支。企业级 Agent 真正落地的难点不只是模型能力，而是安全权限、策略执行和数据访问等基本红线需求，Agent Toolki 正是围绕这些问题搭建的软件栈，让模型不只是回答问题，而是进入企业生产流程执行任务，提高其在 AI 应用层和企业软件生态中的话语权。

在端侧 AI 方面，英伟达 RTX Spark 与微软 Windows 生态结合，提出了新一代 **AI PC**，把 PC 从传统生产力设备升级为本地智能体载体。RTX Spark 超级芯片将云端的异构优势直接平移至个人电脑终端，在单一硬件上整合了 Blackwell 架构 RTX GPU、Grace CPU 以及高达 128GB 的统一内存，通过与微软 Windows 生态的深度联调，RTX Spark 让开发者和用户能够在本地无缝跑通原本只能在云端运行的复杂多智能体 workflows。RTX Spark 能让创作者、AI 开发者和游戏玩家渲染超大型 90GB+ 的 3D 场景、编辑 12K 4:2:2 视频、生成 4K AI 视频、通过代理本地运行最高 1200 亿参数的大型语言模型，以及以 1440p 分辨率和超过 100 帧每秒的性能运行 3A 级游戏。RTX Spark 若能与 Windows、Adobe 创作软件、游戏和开发工具深度结合，就可能推动 AI PC 更新至 Agent 驱动的个人计算平台。

图 63：英伟达 RTX Spark 与微软 Windows 构建新一代 AI PC



资料来源：英伟达，招商证券

此外，英伟达还发布了 **Cosmos 3**、**Alpamayo 2 Super** 等面向真实世界的模型，将 AI 从数字内容生成和语言推理进一步推向机器人、自动驾驶、工业视觉和物理世界交互。Cosmos 3 作为开放世界基础模型，服务于物理 AI 的数据生成、场景模拟、视频理解、动作预测和数字孪生；Alpamayo 2 Super 则更偏向自动驾驶场景，是面向 Robotaxi 的推理型 VLA 模型，基于 Cosmos 世界基础模型构建，具备 360 度全景感知与因果链推理能力，强调感知、推理、规划和行动的一体化。

➤ 英特尔发布掌机处理器和 AI 基础建设产品

端侧方面，英特尔发布了 **Arc G-Series** 掌机处理器，首批产品包括 **Arc G3** 和 **Arc G3 Extreme**，面向 **Windows 11 游戏掌机**，基于 **Core Ultra Series 3 / Panther Lake** 架构，并针对掌机形态优化核心数量、功耗管理和软件体验。其图形部分最高采用基于 Xe3 架构的 **Arc B390**，支持实时光追、XeSS 3、超分、多帧生成和低延迟技术，同时配合 Xbox Mode、Intel Precompiled Shaders、Day-0 驱动支持，试图解决 Windows 掌机过去“性能强但体验碎片化、续航不稳定、游戏兼容依赖厂商调校”的痛点。更关键的是，Arc G 系列采用 2 个 P-Core、8 个 E-Core、4 个 LP E-Core，并使用英特尔 18A 工艺，搭载 Wi-Fi 7 R2、双 Bluetooth 6、Thunderbolt 4 等连接能力，这意味着英特尔正在把先进制程、异构 CPU、GPU、NPU、连接协议和游戏软件栈一起下沉到移动游戏终端。

图 64：英特尔发布了 **Arc G-Series** 掌机处理器



资料来源：英特尔，招商证券

此外，英特尔围绕 **AI 数据中心基础设施** 释放了多个积极信号。Xeon 6+ 正式面向高密度云原生、通信网络和 agentic AI 工作负载推出，采用 18A 工艺，最高 288 个能效核，支持 12 通道 DDR5、96 条 PCIe Gen 5 与 CXL，强调在机架功耗约束下提升并发、吞吐、能效和数据搬运能力；Diamond Rapids 被定位为下一代服务器 CPU，计划 2027 年推出，采用 18A-P 工艺，支持 16 通道内存与 PCIe 6.0，英特尔希望在内存带宽、I/O 扩展和制程节点上继续追赶 AMD EPYC 与 Arm 服务器阵营；Crescent Island AI GPU 面向数据中心推理推出，采用 Xe3P 架构、LPDDR5x 内存，最高 480GB 容量，350W 风冷 PCIe 形态，并支持从 FP4/MXFP4 到 FP64 的多种数据格式，目标是降低对 HBM 的依赖，用更高内存容量和更低部署门槛服务长上下文、token 密集型代理式 AI。

➤ 高通聚焦 Windows on Arm 的两端扩张

高通在 **COMPUTEX 2026** 的核心产品线更聚焦 **Windows on Arm** 的两端扩张：一端是面向入门笔电的 **Snapdragon C** 平台，另一端是面向高性能 AI mini PC 的 **Snapdragon X2 Elite**。Snapdragon C 的技术看点在于，高通不再只把 Arm PC 定位在高端轻薄本，而是下探到 300 美元以上的入门级笔电市场，面向学生、家庭和小型企业，强调全天候续航、低噪音、低发热，适用日常办公使用场景，并且在入门平台中集成 NPU，让 AI 能力进入低价位段，预计 2026 年晚些时候上市。另一端，ASUS Ascent QN10 是首款搭载 Snapdragon X2 Elite 的 AI mini PC，其把 Snapdragon X 系列从 Windows 笔电扩展到 mini PC，配备 18 核 Qualcomm Oryon CPU、Adreno X2 GPU、最高 80 TOPS Hexagon NPU，支持本地 AI agent、模型推理、开发者工作流、企业级 chip-to-cloud 安全，并在小体积中支持多 USB

接口、四屏 4K 输出、Wi-Fi 7、最高 32GB LPDDR5x 和双 SSD。

➤ 产业趋势

新一代数据中心系统 Vera Rubin 量产爬坡以及 NVIDIA DSX 平台的推出，表明 AI 算力基础设施的建设正从传统的服务器堆叠全面走向系统性工业化。随着模型规模和 Agent 消耗的 Token 呈指数级增长，未来的算力中心将是超级工业实体，面对恐怖的物理尺寸和电力消耗，传统数据中心各个组件互相独立组装将失去效率，NVIDIA DSX 平台将电力、液冷、网络、部署效率等方面打造成一套可完全仿真的标准基础设施蓝图，使数据中心的建设进入了工业化标准时代。对于全球供应链而言，这加速了液冷技术、先进封装、光通信以及电网配套设施等产业的洗牌，能耗比将成为衡量企业数字资产能力的核心指标，引发 AI 产业链各环节的深度捆绑。

AI 已经从云端扩展到 PC、边缘计算和物理世界，产业空间由数字智能走向真实世界自动化，虚拟与现实深度结合。RTX Spark、DGX Station for Windows、Cosmos 3、Alpamayo 2 Super 等发布，显示英伟达正在把 AI 从云端训练和推理进一步扩展到真实世界，过去 AI 产业主要围绕大模型、云厂商和数据中心展开，但本次 GTC 传递出的信号是，AI 将逐步成为一种真实生活中无处不在的计算能力。在 PC 端，AI Agent 可以基于本地文本、图片、视频和个人工作流持续运行，带来 AI PC 硬件和软件生态的升级；在企业端，工程师和研究人员能够本地运行大模型，形成云端 AI 工厂与本地 AI 开发协同；在物理世界端，Cosmos 3 和 Alpamayo 2 Super 代表物理世界模型，大模型逐渐服务机器人、自动驾驶、工业视觉和数字孪生。AI 投资机会将从半导体和云计算向端侧芯片、AI PC、机器人、传感器、执行器、智能制造扩散，AI 也将从提升数字生产效率，进一步转向替代和增强真实世界劳动。

本周和下周值得关注的主题事件有：

➤ 国内重要资讯与产业政策

（1）太空算力—北京市首个太空算力产业创新中心正式成立

财联社 6 月 1 日电，北京市卫星物联网行业发展大会 6 月 1 日在海淀成功举办。大会现场宣布，北京市首个太空算力产业创新中心正式成立，该中心由北京市经济和信息化局批复设立，由北京邮电大学在海淀区的支持下，联合行业龙头企业共同牵头组建。北京邮电大学计算机学院院长王尚广教授介绍，该中心采用“公司+联盟”模式，围绕太空算力全产业链系统布局六大攻关方向——高可靠强耐热的太空原生算力芯片、高性能超互联的太空算力载荷、太空算力卫星平台与标准体系、面向功耗与可靠性约束的太空大模型、天地一体通信测控组网与云化、太空算力服务化与 Token 化运营，贯通“芯片—硬件—平台—智能—网络—应用”全栈协同，系统打造太空算力原生产业体系。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2387423>

（2）光通信—我国光通信技术实现重要突破 全球首条三波段超低损耗多芯光缆线路正式开通

财联社 6 月 2 日电，全球首条 S+C+L 三波段（短波段+常规通信波段+长波段）超低损耗多芯光缆线路近日在山东青岛正式建成开通。这条新型光缆线路突破传统光纤的传输容量极限，标志着我国空分复用光纤与多波段融合技术迈入商用化新阶段，为智能时代算力互联、超大带宽传输提供了全新技术方案。三波段指通信光信号的 S 波段（短波段）+C 波段（常规通信波段）+L 波段（长波段），是 AI 算力、全光网络、5G-A/6G 的核心升级方向。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2388785>

（3）算力—Token 超市来了 买算力就像买水电一样方便了

财联社 6 月 2 日电，当前，Token 的调用量正迎来爆发式增长。国家数据局数据显示，我国日均 Token 调用量已从 2024 年初的 1000 亿跃升至 2026 年 3 月的 140 万亿。Token 正成为智能时代的新型“硬通货”。最近，江苏无锡上线城市级“Token 超市”，把 AI 服务从“卖算力”变成“卖能力”，让企业用 AI 更简单、更省钱。过去，企业想用 AI，基本得自建机房、买高端显卡、招算法工程师，加上托管、电费和运维，一年费用超百万。而这个“Token 超市”，就像水电表一样按用量收费，一站式调用多种大模型，连接企业、高校和科研机构，串起算力、模型和应用生态。对小微企业来说，变化很直观。一家本地智能安防企业，用上 Token 超市后，研发效率猛增、成本大降。企业负责人表示：“接入 token 超市之后，公司软件开发费用每月不到 1 万，研发和人员的成本大约缩减了 50%，而且开发效率提高了 80%。以前觉得在产品里嵌入 AI 是大厂才做得起的事，现在调用几个接口就可以了。”

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2388745>

(4) 人工智能—微信将推出一款 AI 智能体？腾讯人士回应：无法确定何时推出

财联社 6 月 3 日电，昨日有媒体报道称，微信将推出一款 AI（人工智能）智能体，计划最快将于本月启动公开上线前所需的合规审批流程。腾讯人士告诉记者，目前无法确定微信 AI 智能体何时推出，其上线时间很大程度上取决于监管方对智能体的审批进度，微信 14 亿的用户体量，合规流程可能比其他产品更加严格。关于微信智能体，腾讯相关负责人表示暂无回应。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2389189>

(5) 人工智能——阿里 QoderWork 中国版推出 AI 生产力计划

《科创板日报》3 日讯，6 月 3 日，阿里桌面智能体工作台 QoderWork CN 推出 AI 生产力计划，即日起将免费发放百亿积分。据了解，QoderWork CN 支持 Qwen3.7-Max、Qwen3.7-Plus、GLM-5.1、DeepSeek-V4-Pro、Kimi-K2.6 等模型；QoderWork CN 不仅有通用对话入口，还支持面向产品、财务、法务等岗位的专家套件，并上线了设计工作台、幻灯片工作台、写作工作台三大深度垂直任务的交互入口，可满足不同岗位、不同工作场景的任务需求。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2389595>

(6) Token 服务——中国信通院：即将召开研讨会 启动高质量 Token 服务能力攀登计划

财联社 6 月 4 日电，为深入贯彻落实国家关于推动人工智能高质量发展的战略部署，推动产业加快高质量 Token 服务能力建设，中国信息通信研究院人工智能研究所、人工智能大模型与软硬件评测工业和信息化部重点实验室、中国人工智能产业发展联盟（AIIA）模型服务（MaaS）工作组将于 6 月 16 日在北京联合召开“高质量 Token 服务研讨会”。论坛将成立“高质量 Token 服务特别研究组”，并启动“高质量 Token 服务能力攀登计划”，从组织机制、能力提升方面系统布局，凝聚行业力量共同推动 Token 服务服务高质量发展，为 Token 服务产业规范化发展提供坚实基础。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2390422>

(7) 通信—工信部：强化 6G 前沿技术布局 加强通信与人工智能、卫星互联网、无线感知等融合技术方案和系统架构研究

财联社 6 月 4 日电，工业和信息化部办公厅发布关于组织开展 6G 创新发展部省协同试点专项行动的通知。重点任务方面，加强技术攻关协同。瞄准全球新一代信息通信技术制高点，强化 6G 前沿技术布局，加强通信与人工智能、卫星互联网、无线感知等融合技术方案和系统架构研究，支撑 6G 标准研制和产业研发。深化基础理论创新，围绕信息理论、编码理论、电磁理论等基础理论与技术持续研究，形成一批基础性、原创性、颠覆性科研成果，为移动通信发展长期演进做好技术储备。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2390695>

(8) 光纤—高端光纤预制棒价格涨幅近 550% 业内人士：短期内光棒供给紧缺的情况仍会阶段性固化

财联社 6 月 4 日电，光纤预制棒也称“光棒”，是控制光纤性能的原始棒体材料。光棒可分为 A、B、C 三大类，其中，A2 类光纤预制棒作为高端产品分类正出现爆发式需求。业内人士表示，光纤预制棒作为光缆产品的上游材料，占行业利润分配的 70%。目前最抢手的光棒产品是“A2 类光纤预制棒”，这类光棒拉出来的光纤抗弯曲能力强，在 AI 算力基建与入户通信场景中广泛应用。数据显示，A2 类预制棒报价由 2025 年初的 22 元至 30 元/等效芯公里涨至 2026 年的 160 元/等效芯公里，涨幅近 550%。业内人士表示，光棒的扩产周期一般需要 18 至 24 个月，短期内，光棒供给紧缺的情况仍会阶段性固化，拥有光棒产能的企业将成为本轮行情的最大受益方，中小厂商可能会面临供应不足、接受代工、利润挤压等情况。

新闻来源：<https://www.cls.cn/detail/2391089>

(9) 私募监管—事关私募基金高质量发展 国办公布指导意见

财联社 6 月 5 日电，国务院办公厅公布《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，按照问题导向和目标导向对私募基金行业监管和发展工作进行全面系统的顶层设计，着力实现促进私募基金高质量发展的目标。根据指导意见，严厉打击私募基金领域重大违法违规行为，依法加大处理处罚力度，为私募

基金行业规范健康稳定发展创造良好环境。坚持系统思维，加强各方情况通报、信息共享和协同配合，形成加强监管和防范处置风险“组合拳”，构建加强监管、防范风险的制度体系和长效机制。此外，指导意见在健全私募基金规则体系建设、加强政府投资基金和国有企业投资基金管理等方面进行了具体安排。同时，进一步提出了推动私募基金规范发展的若干举措。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2391940>

(10) 未来产业发展—李强主持召开国务院常务会议 研究未来产业发展有关工作

财联社 6 月 5 日电，李强主持召开国务院常务会议，研究未来产业发展有关工作。会议指出，要根据未来产业特点，进一步加强前瞻布局、加大推动力度，牢牢把握发展主动权。要筑牢技术根基，持续增加基础研究投入，系统布局原创性、颠覆性技术攻关。要注重生态建设，推动产学研用深度融合，鼓励产业链上下游密切合作，在重点赛道培育更多初创企业和“独角兽”企业。要完善支持政策，发挥好政府投资基金等引导作用，建立投入增长和风险分担机制。要引导科学合理布局，完善监管治理，防止一哄而上、盲目跟风。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2392168>

➤ 国外重要资讯与产业政策

(1) 美国宏观—美国 5 月非农就业人数增加 17.2 万人 远超市场预期

财联社 6 月 5 日电，美国 5 月非农就业人数增加 17.2 万人，预估为增加 8.8 万，前值为增加 11.5 万。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2392249>

(2) 美伊冲突—特朗普说将迅速结束伊朗战事

新华社华盛顿 6 月 5 日电（记者颜亮）美国总统特朗普 5 日在威斯康星州的一场助选活动上表示，将迅速结束对伊朗的战事，从而消除导致物价高企的一个重要因素。随着中期选举临近，美国媒体普遍认为，美伊战事导致油价上涨、生活成本增加，给共和党选情造成压力。

新闻来源: <https://www.news.cn/world/20260606/36d9d89f91644a28946ca5dc19ffdb0c/c.html>

(3) 人工智能—阿尔特曼：OpenAI Token 消耗量最大的用户每月消耗约 1000 亿个 Token

《科创板日报》3 日讯，OpenAI 首席执行官萨姆·阿尔特曼表示，OpenAI Token 消耗量最大的用户每月消耗约 1000 亿个 Token。“且这不是全球 Token 用量最高的用户，我们发现其他人消耗量更大。”六年前，OpenAI Token 使用量最大的用户每月仅消耗约 10 万个 Token。此外阿尔特曼承认，成本问题已成为一个“巨大难题”。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2389437>

(4) Computex 2026—英特尔在 Computex 2026 发布多项 AI 成果 英伟达 Blackwell 负责解耦推理系统预填充

财联社 6 月 2 日电，财联社记者获悉，英特尔在 Computex 2026 电脑展上发布多项 AI 成果，包括机架级 AI 基础设施、面向解耦推理的智能体云服务、至强 6+ 等。此次，英特尔与 SambaNova、Vista Equity Partners、Cambium Capital 首次展示了解耦推理系统的真实应用，该系统由 Vector Core Compute 数据中心驱动，基于至强 6 编排执行，SambaNova SN40 RDU 负责解码，NVIDIA Blackwell GPU 负责预填充。同时，英特尔、SambaNova 和富士康宣布计划构建机架级 AI 基础设施，富士康将提供系统集成支持，已具备量产条件的机架此次在现场展出。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2388869>

(5) AI PC—英伟达入局 PC 领域，端侧 AI 赛道全面打开

财联社 6 月 4 日电，6 月 1 日，英伟达 CEO 黄仁勋宣布英伟达正式进军 PC 处理器市场，并发布了面向 Windows PC 的新款处理器系统级芯片 RTX Spark，推动 AI 从数据中心走向个人终端。受此消息影响，A 股 AI PC 板块接连上涨。截至 6 月 3 日收盘，春秋电子、雷神科技、英力股份等个股涨幅显著。“英伟达与联发科、Arm 合作，推出 CPU+GPU 的方案，确实可能对 Wintel（Windows+Intel）联盟形成冲击，但其更为重要的意义是，这意味着端侧 AI 的解决方案将更强调算力和生态。”Omdia 分析师总监何晖在接受上海证券报记者采访时表示，英伟达入局 PC，是端侧 AI 爆发的起点和风向标，AI 推理时代就此全面开启。国内产业界可对标英伟达的“组圈”模式，在应用端发力，落地更多 AI 推理场景应用。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2390162>

(6) 存储—英伟达 CEO 黄仁勋称三大存储芯片生产商均有资格供应 HBM4 芯片

财联社 6 月 5 日电，英伟达首席执行官黄仁勋表示，三大存储芯片制造商已通过认证，可为英伟达 AI 加速器供应最先进的高带宽存储芯片。这一决定意味着，SK 海力士、三星电子和美光科技即将开始大规模生产和供应 HBM4 芯片。这三家公司主导着全球存储芯片市场，并一直在激烈争夺这一业务的份额。黄仁勋在抵达首尔展开为期数天的访问时对记者表示，这三家供应商都已通过认证，并且都已投产，竞相支持英伟达最新的 AI 芯片 Vera Rubin。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2391630>

(7) 物理 AI—英伟达官宣推出全球首款完全开放的全模态物理 AI 模型 NVIDIA Cosmos 3

财联社 6 月 4 日电，在 2026 中国台北 GTC 大会上，英伟达正式官宣重磅产品——NVIDIA Cosmos 3，这款面向物理 AI 的开放世界基础模型，凭借全新混合 Transformer 架构，打通视觉推理、世界生成、动作预测三大核心能力，成为全球首款完全开放的全模态物理 AI 模型。与此同时，英伟达牵头成立全球开发者协作联盟，正式拉起物理 AI 生态阵营，宣告物理 AI 规模化落地时代加速到来。英伟达同步祭出生态大招，正式成立 NVIDIA Cosmos Coalition 全球协作联盟，集结全球顶尖世界模型研发团队与 AI 开发者，共同推动下一代开放世界模型的技术迭代与落地普及。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2390826>

(8) 美股动态—标普全球公司：SpaceX 等巨型 IPO 不会被快速纳入标普 500 指数

财联社 6 月 5 日电，标普全球公司表示，将维持其对标普 500 指数等主要基准指数的现有资格要求，拒绝了加快 SpaceX 等巨型公司上市后快速纳入该基准指数的提案。周四，标普指数在一份新闻稿中指出，不会缩短目前对新上市公司设定的 12 个月“成熟期”，也不会根据公司规模豁免现有的盈利能力和公众持股比例要求。这意味着，SpaceX 至少在上市一年后才能被纳入标普 500 指数，还需要满足该指数现有的盈利能力和公众持股比例要求，即公司必须在最近一个季度以及最近四个季度的总和中，按照 GAAP 实现盈利，且公众持股比例不低于 50%。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2391591>

(9) IPO—SpaceX 已启动 IPO 路演 预计每股价格为 135 美元

财联社 6 月 4 日电，SpaceX 已启动首次公开募股（IPO）路演，拟向公众发行 555,555,555 股 A 类普通股。散户投资者将能够以与大型机构相同的价格参与，预计 SpaceX 每股价格为 135 美元。拟授予承销商 30 天期权，可额外购买最多 83,333,333 股 A 类普通股。已申请将其 A 类普通股在纳斯达克全球精选市场和纳斯达克德克萨斯上市，股票代码为“SPCX”。高盛、摩根士丹利、美银证券、花旗、摩根大通、巴克莱及其他公司将担任本次发行的账簿管理人。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2390992>

(10) 云服务—SpaceX 与谷歌达成每月 9.2 亿美元的云服务协议

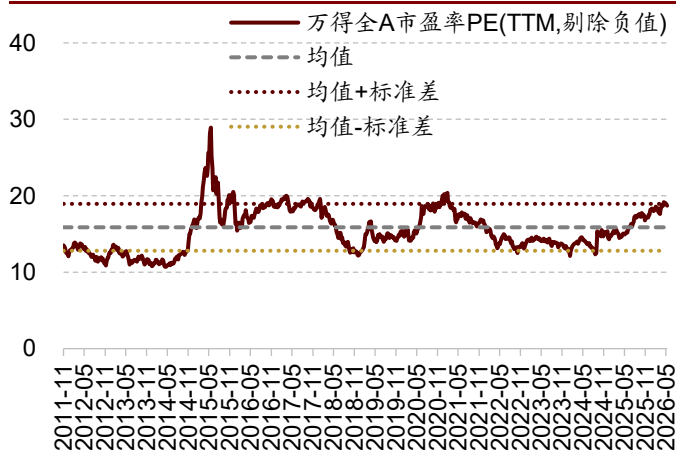
财联社 6 月 6 日电，SpaceX 和谷歌达成云服务协议。根据该协议，谷歌同意从 2026 年 10 月到 2029 年 6 月每月向 SpaceX 支付 9.2 亿美元。SpaceX 提供的算力包括 11 万块英伟达 GPU、CPU 以及内存。

新闻来源: <https://www.cls.cn/detail/2392480>

数据·估值——整体 A 股估值较上周下行

本周整体 A 股估值水平下行。截至 6 月 5 日收盘，万得全 A 指数 PE (TTM) 为 18.7，处于历史估值水平（10 年以来）的 81.5%分位数。创业板指 PE (TTM) 下行 1.0 至 41.5，处于历史估值水平的 47.3%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE (TTM) 下行 0.2 至 13.7，处于历史估值水平的 77.9%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE (TTM) 下行 0.5 至 29.3，处于历史估值水平的 60.7%分位数。

图 65: 本周万得全 A 指数 PE (TTM) 下行 0.2 至 18.7



资料来源：Wind、招商证券

图 66: 本周创业板指 PE (TTM) 下行 1.0 至 41.5



资料来源：Wind、招商证券

图 67: 本周沪深 300 指数 PE (TTM) 下行 0.2 至 13.7



资料来源：Wind、招商证券

图 68: 本周中证 500 指数 PE (TTM) 下行 0.5 至 29.3



资料来源：Wind、招商证券

在行业估值方面，本周指数估值多数下行，其中，煤炭、机械设备、通信估值涨幅居前，建筑材料、电力设备和医药生物估值跌幅居前。煤炭指数估值上涨 1.30 至 20.26，处于 90.9%历史分位（近十年，下同）；机械设备估值上涨 1.12 至 42.07，处于 86.8%历史分位；通信指数估值上涨 1.03 至 33.58，处于 55.5%历史分位；建筑材料指数估值下跌 2.16 至 37.12，处于 99.6%历史分位；电力设备指数估值下跌 1.88 至 34.90，处于 58.7%历史分位；医药生物指数估值下跌 1.33 至 26.80，处于 27.5%历史分位。截至 6 月 5 日收盘，一级行业估值排名前五的行业分别是电子、国防军工、计算机、机械设备、建筑材料。

表 3: 一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE(TTM,剔除负值)		PB(LF,内地)		PS (TTM)	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	27.27	52.0%	2.15	0.7%	0.91	1.7%
基础化工	27.32	84.1%	2.30	51.4%	1.97	92.3%
钢铁	18.21	74.9%	1.04	44.0%	0.49	57.3%

有色金属	21.19	33.2%	3.33	84.1%	1.37	78.8%
电子	74.84	99.6%	6.94	99.6%	4.79	99.6%
汽车	25.14	62.0%	2.39	63.6%	1.11	63.4%
家用电器	15.92	45.4%	2.29	7.2%	1.25	56.3%
食品饮料	19.83	2.3%	3.18	0.0%	3.87	2.3%
纺织服饰	19.66	48.5%	1.73	27.3%	1.29	14.4%
轻工制造	23.28	44.6%	1.95	44.6%	1.65	42.0%
医药生物	26.80	27.5%	2.36	3.3%	2.44	14.2%
公用事业	20.93	72.7%	1.78	74.1%	1.92	79.0%
交通运输	15.67	47.5%	1.20	1.1%	0.66	22.8%
房地产	11.39	47.7%	0.87	30.5%	0.69	48.9%
商贸零售	23.19	44.8%	1.75	47.5%	0.72	48.1%
社会服务	31.50	26.4%	2.61	5.2%	2.36	9.5%
银行	6.85	78.6%	0.50	16.4%	2.57	84.7%
非银金融	9.66	0.0%	1.08	8.4%	1.85	49.3%
综合	114.88	99.0%	2.88	87.0%	2.52	82.1%
建筑材料	37.12	99.6%	1.62	34.0%	1.91	78.4%
建筑装饰	11.02	75.1%	0.79	18.0%	0.24	39.1%
电力设备	34.90	58.7%	3.45	65.5%	2.38	52.4%
机械设备	42.07	86.8%	3.61	99.4%	3.21	92.9%
国防军工	60.03	53.4%	3.57	76.9%	4.27	82.9%
计算机	48.77	52.0%	3.87	48.5%	3.20	32.4%
传媒	25.44	37.3%	2.68	60.4%	2.83	44.8%
通信	33.58	55.5%	7.52	100.0%	3.13	100.0%
煤炭	20.26	90.9%	1.60	86.3%	2.04	100.0%
石油石化	14.14	47.9%	1.39	51.8%	0.69	92.5%
环保	22.13	62.0%	1.69	46.9%	2.42	55.3%
美容护理	28.91	20.1%	2.51	1.9%	2.62	33.6%

资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。