

# 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 21 日 星期日 第 265 期)

“每周机构会谈”

————— 本期重点 —————

- ★美联储新主席首秀有惊无险：误读缩表引短线扰动，长期偏多不改
- ★美伊和谈底线已明，冲突进入“垃圾时间”
- ★全球科技不是泡沫是“共荣”：30 倍 PE 有盈利支撑，波动即机会
- ★锁定 AI 最强贝塔：“连接”成最大主线
- ★寻找下一个电子布：功率半导体之后，铜箔涨价确定性最强
- ★传统材料到极限，AI “骨骼”两大新材料空间超千亿，“世界模型”酝酿下一轮革命
- ★5 月消费数据至暗时刻：该恐惧还是贪婪？有人已在左侧布局
- ★红利回调是“假摔”，估值锚定国内低利率，长牛逻辑未破，静待修复
- ★极端分化下的资金大调仓：科技行情未完，下周再平衡或是进场窗口
- ★深挖海外链预期差：载板供需错配待爆发，MPO 连接器紧随光模块放量
- ★国产功率半导体将迎景气度爆发：主业见底回暖，涨价预期强烈
- ★煤价坚挺，股价却暴跌！煤炭股跌出 8 倍 PE 和 6%股息率“黄金坑”

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。

### ★美联储新主席首秀有惊无险：误读缩表引短线扰动，长期偏多不改

最近全球比较关注美联储新任主席沃什的首秀，短期市场给了比较负面的反馈，有两个原因。

一是美联储降息预期大幅走弱，加息预期提升。在本次议息会议上，利率决策的结果是维持不变，获得了委员会 12 票全票通过，一致认为美国的通胀偏大。

第二原因是在这次的会议当中，整体对未来指引的内容大幅删减，增加了政策不确定性。

所以会后美股先走跌，美元指数走强，黄金走弱，大家开始定价美元流动性紧缩。

这场会议跟市场之前的预期差别不大，不算很大的利空，更多是靴子落地，整体对于沃什的首秀和政策的方向，我们认为还是短空长多的。

因为沃什的核心政策主张整体是偏宽松的，虽然他提到了要缩表，其实市场对美联储缩表有一个过分的解读，因为美联储所谓的缩表是卖出一些国债、

拨回一些商业银行的超额准备金。

实际上这种冗余的流动性很大程度是商业银行去承担这一部分的角色，所以缩表不代表货币政策一定会紧缩。

另外美国债务现在处于一个比较重的位置，未来还会快速提升，所以高利率下美国整体的压力还是比较大的。

除了货币政策之外，美国经济的基本面本身也处于一个比较好的状态，没有特别大的风险。

因为市场已经开始计入可能两次左右的加息了，因此美联储只要不大幅加息，流动性的冲击不会太大，只是短期的扰动。

### ★美伊和谈底线已明，冲突进入“垃圾时间”

另外是美伊和谈的不确定性，包括周五又传出整体谈判变缓了，我们认为这个事情对市场的冲击基本已经过去了，因为两边都没有进一步升级的能力和意愿。

从双方的和谈到建立正式的协议，达成有约束力的协议，中间要经历比较长的时间。

4月初，他们形成的唯一的共识就是不打，之后的一些细节需要反复磋商，

现在有一些原则性的共识，有一些底线的要求，双方摸得比较清楚。

一个不稳定性的因素来自以色列，经常看到以色列发动一些袭击，哪怕在和谈的期间，主要原因是以色列对于协议的反馈其实是非常负面的，因为伊朗是把以色列作为生存威胁，而以色列对伊朗拥核是零容忍的。

同时，以色列总理内塔尼亚胡在国内受到的压力非常大，战争结束他大概率要下台，甚至有进入监狱的风险，他非常不希望结束战争，导致和谈战线拉的比较长。

比较乐观的情景是通过 60 天的谈判达成全面停火，但是可能性是比较小的，整体的形势基本上维持和平，对市场的冲击也会逐渐减弱。

### ★全球科技不是泡沫是“共荣”：30 倍 PE 有盈利支撑，波动即机会

从市场的结构来看，科技相对比较拥挤，但是景气度比较高。

全球科技板块的估值目前处在一个偏高的位置，但还能够接受，没有特别严重的像之前几轮大的泡沫当中估值不合理。

看一下主要的指数，标普 500 动态的 PE 在 30 倍左右，由于标普今年的盈利增速比较高，这个估值是有一定的支撑的。

半导体指数的 PE 大概是在 28 倍左右，全球除美股之外的 PE 是在 32 倍左右，

能够跟它的增速匹配，国内的科技产业市盈率也是 32 倍，略高于海外，处于历史偏上的区间。

台湾地区的科技指数 PE 是 26 倍，处于历史一个比较高的位置，韩国的 PE 也是 27 倍，处于历史比较高的位置。

我们可以看到今年呈现了一个比较有意思的现象，全球的科技产业通过贸易关系来共担 AI 的建设，以前美股相对于东亚的股市估值溢价是比较明显的，现在由于产业链一荣共荣一损共损，估值反而都拉到了 30 倍左右。

所以我们认为现在整个行业处于一个估值合理的状态，并没有明显的泡沫化，短期肯定会有一些波动和再平衡的诉求，确实这个方向还是全球配置的主线，尤其是 AI 方向。

### ★锁定 AI 最强贝塔：“连接”成最大主线

AI 方向展开说一些板块的变化，其中最强的贝塔肯定还是市场比较共识的，一个是连接方向，一个是存储方向，存储方向谈得比较多就不说了。

连接方向，现在 AI 硬件基础设施建设上瓶颈在于数据的传输，而不是数据的计算。

在数据的传输里，比较瓶颈的技术要通过光来突破，所以今年炒的比较热的是 CPO，主要是英伟达主导，它推动的力度比较大，但是像博通、AMD、英

特尔力度没有英伟达这么大，所以 CPO 的波动其实是偏大的。

从物料和落地时间上来看，现在整体 CPO 已经量产了，处于爬坡的阶段，明年是处于成熟可用的阶段。

虽然它的争议比较大，但是由于它能解决核心的问题，而且产业链的进展比预期要略快一些，这个方向还是不错的。

这也是为什么像英伟达去投资 Marvell 也是为了去解决互联的问题，国内有一些产业链的映射，像澜起科技、盛科通信、裕太微都是不错的。

整个连接方向肯定还是最大的主线。

### ★寻找下一个电子布：功率半导体之后，铜箔涨价确定性最强

另外是涨价链，最近市场开始形成共识，尤其是功率半导体。

功率半导体，海外的公司像英飞凌、安森美和意法都涨了不少，国内还没有怎么涨，存在较大的补涨机会。

原因在于 AI 的拉动，根据我们测算，现在 AI 占全球功率半导体的比例还很低，大概是 5%左右，但是到 2030 年 AI 数据中心相关的功率半导体，占整个功率半导体的需求大概是 1/4，这 5 年年复合增速接近 40%。

之所以有这样的表现，是因为单卡的功率在快速提升，单台服务器和单机柜的功耗又在快速提升，比方说 GPT300 的服务器单台的功耗只有 2~3kw，但是到 27 年 Rubin 架构服务器的功耗就跳转到 1MW 以上了，这就会带来大量的强弱电转换的需求。

在柜外肯定是一些电力设备，但是进入柜内就需要一些功率半导体，使得单台 AI 服务器功率半导体的使用的价值量是传统服务器的 10 倍以上。

功率半导体本身受限于产能，后面有一些涨价的空间，这个方向国内未来会外溢到的就是铜箔方向。

因为铜箔方向现在整个产业链扩产的是比较困难的，超过两年，比半导体扩产还要略长一些，主要原因就是表面处理设备是由日本的公司供应，所以铜箔的涨价确定性是比较强的。

现在大家也开始积极的把铜箔当成下一个电子布，整个 PCB 的上游轮番被炒，包括之前的 CCL、电子布，现在的铜箔还没有结束，MLCC 也是，CCL 方向最近表现非常强，像建滔积层板股价表现非常强。

**★传统材料到极限，AI “骨骼”两大新材料空间超千亿，“世界模型”酝酿下一轮革命**

AI 中第三个方向是新技术。

新技术肯定是一直有热度的，最近几个新技术值得大家重点研究和关注，一个是陶瓷，一个是玻璃基板。

因为在材料领域，随着芯片面积的提升，功耗的提升，传统材料已经不行了，我们更多的要去挖掘一些能够满足高算力、高功耗、高数据通信传输的非金属材料，主要就是陶瓷和玻璃基板。

比方在光模块里边，以前就已经用过氧化铝的陶瓷，随着光模块从 400 G 升级到 800 G 升级到 1.6T、甚至 3.2T，以 1.6T 的光模块为例，它将标配高纯的氮化铝粉体作为陶瓷板管壳和散热片，有明显的用量和价值量的提升。

比方说 1.6T 的光模块如果是四通道的，它对应的陶瓷价值量大概是 320 块钱，带动光模块陶瓷市场需求到 27 年会超过 300 亿，而 26 年数值不到 100 亿，这个增量是比较大的。

而陶瓷不仅仅只用在光模块。包括像 HBM4 里边也开始用陶瓷材料，市场规模也有小 200 亿，再加上像半导体设备、光刻机，这些半导体领域的高精尖也需要用到陶瓷材料。

所以整个 AI 用的陶瓷材料的市场空间是很大的，能够达到 800 亿到 900 亿，这个方向还是值得非常重视的。

另外一个玻璃基板，A 股现在开始有一定的热度，但是才刚刚开始。

因为玻璃基板想象空间是比较大的，它作为下一代的核心的载板材料，能同时能够解决散热、翘曲、信号传输损耗的问题。

现在巨头开始加速投入这个方向，我们之前也重点看好过，从产业链的节奏上来看，它的进展比预期的还要略快一些，因为巨头开始大量在里边砸钱。

我们判断 2028 年左右是商业化的第一年，当然它有一个降本的过程，前期会在对成本容忍度比较高像 GPU 芯片这些刚需领域落地，未来会逐渐渗透到其他芯片。

在先进封装领域它能够替代现有 ABF 载板，现在 ABF 载板也是非常紧缺的，国内产业链的实力不错，我们现在除了玻璃不能做，玻璃还是海外的像康宁、AEC、肖特基这些企业占据主导。

而在整个玻璃基板的制造环节，包括设备环节，像激光打孔设备、电镀设备、检测设备，还有玻璃基板的制造流程、面板，还有相应的下游应用这些，我们都是做的不错的，并不比海外落后很多。

所以像康宁这些企业在跟国内龙头公司加速合作，目前我们整体的进展比海外落后一年多，像京东方规划 27 年敲定量产，28 年直接投产，我们认为这个方向国产替代的空间还是比较大的。

现在一个新技术市场还没有开始炒，但是研究 AI 的人已经开始关注了，就是物理 AI，所谓世界模型，是非常值得关注的，逻辑很顺，空间也很大，

只不过对应的上市公司非常少。

先简单说一下视觉模型和物理 AI 的含义，世界模型主要是去仿真现有的物理世界，包括空间智能，还有隐含一些物理学的应用规律，思路跟大语言模型是完全不同的，它所要处理的问题比大语言模型要复杂很多。

现在整个世界模型是处在 GPT1 的发展阶段，还没有到 GPT2 的阶段，都没有形成统一的技术范式，技术路线也非常多，整个技术的难点也很大。

但是我们根据产业链专家的判断来看，2027 年有可能会达到世界模型的 GPT2 时刻，那时候就可以有一些可规模化的技术路线，这样就可以打开 AI 的想象空间。

因为现在 AI 无非是 TOB 和 TOC，TOB 主要是替代一些白领的工作、一些企业软件，TOC 就是替代一些互联网的流量，提高一些交互的效率。

但是如何去应用到像汽车、人形机器人、智能家居等等，真的需要到物理世界当中，需要物理的基本力的一些参数算法、一些规律的大模型，现在还是做的比较差的。

世界模型如果跑通之后，算力的想象空间和应用场景都是非常大的，甚至可以和我们国内的机器人行业、汽车行业有一些结合，这个方向能够落地想象空间是非常大的，但是确实二级上市公司比较少，现在有些在排队的主要还是以一级为主。

## ★5月消费数据至暗时刻：该恐惧还是贪婪？有人已在左侧布局

5月的社零出现了负增长，带崩了假期前的股市，也进一步带崩了消费，甚至求是也发了文章说要提振消费。

社零同比负增长0.6%，这是2023年以来的首次，说明消费确实非常弱，但确实也有结构性的因素，因为去年开始有一些补贴的退坡，尤其是耐用品、汽车、家电。

5月份汽车的数据和白电的数据可以说是非常差的，5月份汽油车同比下滑了22%，比上个月的增速更难看，白电下滑的压力也比较大，除了补贴的因素之外，更大反映了消费者现在还是受到了房价财富效应的影响，收入增速不行，整体消费的信心指数还是很弱。

可以看到另外一个层面，收入增速明显大于消费增速，大家拿钱去还债去储蓄，所以消费板块现在还没有到拐点的时刻。

现在有比较前瞻的投资者已经开始在布局内需了，认为从今年的节奏上来说，到下半年四季度这么差的数据会倒逼一些政策的出台，即使没有政策的出台内需本身也会慢慢见底，所以从绝对收益的角度有人已经开始在关注内需了。

但从短期来说，并不用特别着急去布局，内需板块确实大的，贝塔的压力还是比较大的，我们认为还可以再等一等。

## ★红利回调是“假摔”，估值锚定国内低利率，长牛逻辑未破，静待修复

近期红利跌得是比较多的，主要受损于美联储的加息，包括传言保险公司在减一些高股息的股票去追成长，后者传言不太真实，主要还是受损于美联储加息，导致港股一些高股息的股票跌的比较多。

现在来看，回调之后估值层面的支撑还是不错的，最终高股息其实是不是跟着美国的 10 年期国债去定价的，而是跟着中国的 10 年期国债去定价，中国 10 年期国债利率还是处在一个比较低的位置。

所以高股息本身的长逻辑支撑是没有破的，红利有一定的修复空间，但是不会有明显的反弹。

## ★极端分化下的资金大调仓：科技行情未完，下周再平衡或是进场窗口

市场本周演绎的非常极致，上周一度经历了几天的再平衡，但是随着本周经济数据相对走弱，又开始把仓位都挪到科技赛道上。

连续如此大规模的行情分化，肯定涉及到大资金的调仓，一方面金融板块有一些大资金在撤，另一方面考核压力比较大同时体量又比较大的这些资金在快速做切换，主要是像年金这类资金本周开始陆续把老登资产转换到科技赛道上，他们一旦开始做这样的切换，体量不会小，而且可能还会持续。

科技行情不管从基本面还是资金面来看，应该都还没有结束，但是确实涨得比较急，还在加速，有一些大体量资金的助推，同时伴随市场强烈的分化，短期来看交易的风险在增加。

临近 630 这个时点，公募基金需要把自己的报表去做一定的粉饰，所以在接下来一周多的时间里，行情会有一些反复，可能会再出现类似于上周的再平衡的情况。

但是一旦再平衡时的科技板块出现回调，又会是一个比较好的上车时点，如果继续涨的话不建议追，但是如果有回调还是建议把一些仓位继续往科技方向挪。

市场如果有再平衡的话，跌幅比较大的一些方向可能会有一定的反弹机会，像有色、化工、造船、出海、煤炭、金融，这些方向跌幅都比较大，但是基本面可能没有股价跌幅这么明显，甚至有些基本面还比较好的一类公司，可能有一定的反弹。

### **★深挖海外链预期差：载板供需错配待爆发，MPO 连接器紧随光模块放量**

科技里面，国产链和海外链里面业绩爆发性比较强、有通胀的环节是更好的选择。

在海外链里面去找一些可能没有被市场发掘比较充分，可能会成为下一个供不应求的品种。

比较典型的是载板环节，比如说包括 ABF 载板、BT 载板、M-sub 载板，主要逻辑就是台湾地区、日本传统龙头厂商目前产能占用率都是满的，而且扩产比较缓慢。

北美和中国大陆的 AI 芯片和存储芯片明年开始大规模的起量，今年国内的载板可以看到陆陆续续会有各种产业的验证突破。

像英伟达、三星、海力士现在在全球去找产能，载板这个环的供给不像传统的 PCB 比较充分，其实供需相对有一定错配。

从目前的涨价趋势来看，像 BT 载板年初以来大概涨了接近 30%，M-sub 类载板年初以来涨 10%，这个涨价幅度相比其他上游环节来看小了非常多，所以涨价现在才刚刚开始。

下半年大家可能就会发现这些载板品种是非常紧缺的，尤其像 M-sub 这一类载板，甚至会限制客户明年按预期量出货。

所以如果看到这样的现象，整个载板的价格弹性可能会比较大，而且现在股价位置也没有反映的特别充分，这块需要重视。

另外一个新技术没有被充分定价，就是玻璃基板，是目前科技里面比较好的一个进攻方向，核心标的今年的主业很好，未来的想象空间也比较大，这个赛道未来可能是以大陆为潜在供给的一类核心品种。

除此之外，海外我们也比较看好 MPO 这条链，MPO 是高速光模块的核心连接件，单个光模块配 1.2 个 MPO，随着光模块的放量，MPO 也有放量的需求，高速化也会驱动 MPO 从八芯向 12 芯、16 芯不断演绎。

其他像 NPO、CPO 这些架构也会推动 MMC 这些高密度的连接器升级，所以这里面上游的一些品种还是处在非常紧张的环节。

### ★国产功率半导体将迎景气度爆发：主业见底回暖，涨价预期强烈

在国产赛道里，除了传统的半导体设备、材料，还是比较看好功率半导体这一块，预期差可能比较大。

下半年看可能会看到，英飞凌这些企业开始把产能集中在 AI 高端功率芯片，所以低端功率芯片的供给会开始受限，国内的主流功率厂现在就开始不断的补稼动率。

再看他们的传统主业，国内这些公司都已经开始见到拐点在回暖，像汽车芯片目前的反馈就是汽车可能不会再降价了，所以传统主业的功率已经到了一个底部阶段，AI 功率又开始大规模起量，传统功率的供给肯定是会受到挤压，涨价是一个大概率会出现的事情。

除此之外，半导体设备里面我们还比较看好的是出海零部件，一些两存占比较高、订单容易上修的品种，像在去日本化的过程当中，一些国产 AI SoC

测试机的发展机会，这些我们都是比较看好的，尤其国产环节，很多公司下半年可能会迎来景气度的快速爆发，值得继续高度重视。

### ★煤价坚挺，股价却暴跌！煤炭股跌出 8 倍 PE 和 6%股息率“黄金坑”

煤炭过去两周回调幅度非常大，但是动力煤价格还是在 860 块钱每吨，是比较稳定的态势，焦煤的价格还在小幅上行，安监的压力还比较大，夏天的全国用电也处在高峰阶段，煤炭价格可能还处在一个易涨难跌的阶段。

从公司的基本面业绩层面来看，二季度的动力煤和焦煤的均价同比去年有 30%-40% 的涨幅，整个上半年来看，大概是 20 个点左右的涨幅。

这些煤炭公司单二季度的业绩可能相比于去年同比会有大几十的增速，上半年整体的业绩增速也是至少 30%-40%，下半年煤炭均价的确定性而且还高于上半年，业绩高增长的持续性还是能看到的。

再看估值水平，如果按全年 800 的煤价的中枢均值来测算，A 股这些煤炭公司估值现在大概 10 倍左右，股息率 4-6 个点。

如果按煤价提升到 900 的均价来算，PE 现在是 8 倍左右，股息率是 6-8 个点，这个水平还是比较有吸引力的。

最近跌下来这么多，可以开始逐渐考虑去配置，至少有一个反弹的机会。