大摩闭门会：亚洲新兴市场 2026 年下半年展望-融合短期观点与长期主题 20260728

2026 全球投研展望：AI 与能源安全驱动结构性牛市，北亚权重崛起

摘要

- 新兴市场指数结构转型：台湾、韩国权重已超越中国内地，半导体与科技硬件合计权重接近 45%，全球结构性力量（AI、供应链安全、能源转型）取代传统人均收入增长成为主驱动力。
- 盈利驱动估值修复：预计 2026 年新兴市场盈利同比增 40%-50%，韩国 ROE 或达 35%-40%；日本盈利修正广度优于美国，1/3 来自日元贬值，2/3 来自基本面改善。
- AI 资本开支强度超预期：五大云厂商资本支出预计 2027 年超 1 万亿美元；DRAM 及高带宽内存价格上涨约 600%，市场定价重心从轻资产转向高资本密集度的上游供应链。
- 能源安全与数据中心联动：能源安全相关投资规模约 5 万亿美元，钠离子电池预计 12-18 个月内商业化；推理环节全球化带动亚洲数据中心及配套电力、储能需求激增。
- 中日韩经济路径分化：中国受房地产遗留问题影响深陷通缩框架，杠杆率达 350%限制政策空间；日本摆脱 20 年通缩，回购规模达 10 年前 10-12 倍，财政与企业利润率显著改善。
- 资金配置高度集中：全球纯多头基金超配资本品与半导体，国家层面超配巴西、韩国，中国为最大低配市场；投资者在金融、食品饮料等表现不佳的消费板块仍持有重仓。

Q&A

从宏观主题框架来看，当前全球及亚洲新兴市场的核心驱动力是什么，这些驱动力如何反映在不同板块的市场表现上？

当前市场研究高度聚焦于资本开支而非消费领域。这一趋势由四大长期主题驱动：多极世界格局、人工智能与技术扩散、能源未来以及社会变迁。这些主题共同推动了市场的结构性变化，具体表现为资本开支相关板块的强劲表现和消费相关板

块的相对弱势。2026 年以来，全球股市中表现领先的板块主要集中在资本开支领域，包括半导体、科技、能源、资本品和材料。这些板块均与前述的长期主题紧密相关。相比之下，表现不佳的板块主要面向消费者，涵盖传统耐用消费品、服装、汽车、家居及个人用品等。此外，软件和服务行业也面临挑战，部分原因是生成式 AI 革命正在改变这些领域的运营模式，投资者正通过股价表现向相关企业施加适应新技术的压力。这一由长期主题驱动的业绩分化趋势被认为是结构性的。

新兴市场指数的构成在近期发生了哪些重大变化？这些变化背后的驱动因素是什么？

新兴市场指数的构成正在经历显著的结构性转型。首先，市场权重排名发生了变化，台湾地区已超越中国内地成为新兴市场的最大市场，韩国紧随其后，同样超越了中国内地。目前的权重排名依次为台湾地区、韩国、中国内地。印度的权重则持续下降，从约 20%的份额降至 2026 年 6 月初的约 10%。其次，从行业板块结构来看，半导体权重持续上升，若将半导体与科技硬件合并计算，其在新兴市场指数中的占比已接近 45%。这些变化的背后，是全球结构性力量取代了传统经济发展理念（如人均收入快速增长），成为指数表现的主要驱动力。具体而言，变革性 AI 的经济影响、多极世界格局下的供应链安全与国防投资、能源转型、因脱碳导致的碳氢化合物供应链投资不足，以及 AI 算力需求等因素，共同推动了上游受益方的显著增长，而下游的消费和服务行业则面临成本压力。

2026 年以来新兴市场的估值和盈利增长呈现出怎样的特点？不同市场之间存在哪些差异？

2026 年至今，新兴市场的整体估值实际上在下降而非上升，这主要是由强劲的盈利增长所驱动。预计新兴市场全年的盈利同比增长将超过 40%，甚至可能达到 50%。从过去五年的标准来看，当前估值并未处于高位区间。具体到不同市场，韩国和台湾市场的表现显著跑赢，其预期盈利增长也十分惊人，12 个月预期每股收益呈现出明显的“曲棍球棒”形态，这几乎完全由大型科技股、半导体巨头以及少数能源和矿业股推动。韩国的 ROE 预计到 2026 年底可能达到 35%至 40%的水平，其估值倍数已超过印度，这是过去约 25 年中未曾出现的情况。相比之下，日本市场的盈利修正广度最好，其盈利改善约有三分之一来自日元贬值，三分之二来自其他因素，全年来看，日本的盈利修正积极性优于美国。而中国市场的相对估值较整体新兴市场有适度折价。从行业层面看，新兴市场中几乎所有地区的消费者都面临压力，只有韩国和台湾因半导体繁荣带来的薪资和奖金大幅增长而成为例外。

在当前复杂的宏观环境下，美元走势对新兴市场股市有何影响？历史周期提供了哪些参考？

历史上，新兴市场股市若要实现持续跑赢大盘的表现，通常伴随着美元的下行周期．例如 1985 年广场协议时期以及 21 世纪初美元强势周期的反转阶段。尽管 21 世纪 20 年代初美元自高点有所回落，但这尚不足以确立一个明确的美元下行周期。当前，由于中东局势、供应链风险以及 3 月份发生的事件，原先关于美联储将开启降息周期的简单叙事已变得复杂。外汇策略师对美元短期前景的看法更为均衡，尤其是在亚洲外汇方面，难以看到令人信服的升值逻辑。因此，美元因素对新兴市场股市而言，目前更偏向中性而非积极推动。需要警惕的是，如果美联储未能如股市预期的那样降息，部分宏观基本面较脆弱的新兴市场可能会陷入被动。

从基金持仓来看，全球纯多头基金在新兴市场的配置策略是怎样的？在国家和行业层面有哪些超配和低配的现象？

尽管新兴市场的整体权重已回升至与基准持平的中性水平，但资金配置高度集中。自上一个十年末以来，资金主要流向韩国。从国家层面看，专注于新兴市场的全球纯多头基金目前超配巴西和韩国。中国是最大的低配市场，而台湾地区也存在低配，这可能与市场上最大市值股票的规模以及个别基金持有单一股票不得超过 10%的限制有关。从行业板块来看，资本品和半导体是超配最多的板块。然而，科技硬件设备和材料板块并未被超配，例如铜板块在投资组合中的占比较预想的要低。在表现不佳的板块中，投资者仍然持有大量头寸，包括金融服务、耐用品与服装以及食品饮料等消费板块。

当前人工智能周期的核心驱动力是什么？它如何影响整个供应链？

当前 AI 周期的核心驱动力在于，超大规模云服务商和前沿实验室展现出极强的资本投入意愿与能力。这些机构正在调动整个生态系统的资源来推动数据中心的建设和上线。在此过程中，它们对关键组件的价格敏感度极低，需求弹性也很小，这为供应链带来了显著的增长。

考虑到 AI 发展对资本密集度的影响，以及由此引发的供应链和商品市场变化，当前市场对半导体及相关领域的定价和营收结构有何预期？特别是在超大规模厂商资本支出持续增长的背景下，市场关注的焦点是什么？

AI 领域的革命性变革正推动资本密集度达到前所未有的水平，并重塑通用技术的交付模式。随着代币需求的激增和企业试点项目进入运营阶段，AI 的实际使用价值和代币强度持续释放。这一趋势正在改变传统轻资本企业的业务结构，并直接影响到台湾、韩国及日本供应链的营收和出口成本构成。同时，影响[illegible]至 AI 算力的二级衍生品及大宗商品领域，导致部分关键瓶颈环节显著受[illegible]如 DRAM 价格上涨约 600%，尤其是高带宽内存。 市场普遍预期存储领域的[illegible]

人在草木间

将持续上升，核心问题在于市净率走高，但强劲的盈利表现使得市盈率隐含了内存价格将显著回落的预期。因此，市场争论的焦点在于这一趋势的持续时间，以及包括内存在内的关键输入向 AI 数据中心发生的潜在长期转变，将催生出何种新的定价和营收结构。 具体来看，预计五大云服务厂商的超大规模资本支出将从约 8,000 亿美元增长至 2027 年的超过 1 万亿美元。市场正密切关注中国超大规模厂商的动向，观察其资本密集度是会维持在远低于美国厂商（约 10%）的水平，还是会普遍提升竞争态势。 从行业盈利预期来看，半导体、设备和科技硬件板块的盈利上修呈现非常积极的态势。同时，能源、材料和工业板块也出现了强劲的盈利上修广度，例如材料板块的 12 个月远期每股收益预计增长 102%。相比之下，消费和服务板块在盈利和盈利轨迹上仍面临挑战，其估值仅在部分领域处于合理水平。

在全球能源安全格局重塑的背景下，有哪些关键的投资主题和价值创造机遇？数据中心建设与能源需求之间存在怎样的关联？

能源安全是当前市场的一个核心主题，与多个子领域交叉，包括核能复兴、可再生能源与储能，以及天然气的全球化（如美国液化天然气基础设施建设和亚太地区再气化终端的发展）。据估算，围绕能源安全多元化、韧性建设和库存积累的投资计划总额约达 5 万亿美元，并有望在相关关键领域创造约 9 万亿美元的经济价值。 在这一框架下，可再生能源发电领域预计将创造 2 万亿美元的价值。该领域不仅契合全球的脱碳与净零目标，其储能解决方案也能更好地支持公用事业级别的电容量。随着数据中心建设的推进，对备用电力的需求也随之增加。成本结构的下降，特别是钠离子电池等技术预计在未来 12-18 个月内实现商业化，将为商业电池组领域带来独特的机遇。 数据中心建设与新增用电量（太瓦时）之间存在紧密关联，研究发现亚洲在此方面的规模与美国的发展基本一致。尽管前沿模型的训练主要在美国进行，但推理环节正日益全球化。考虑到数据集构建的限制，市场将更关注那些在能源供应、土地、劳动力和互联资源方面具备优势的地区，这使得数据中心建设成为一个全球性主题。

从全球主题投资的角度分析，不同区域在人工智能、多极世界转型等核心主题上的风险敞口有何差异？这如何影响当前的投资偏好？

从全球核心主题（包括人工智能、多极世界转型、能源未来和社会变革）的风险敞口来看，各区域呈现出明显的分化格局。北美在人工智能关键主题上的敞口最大，尤其是在上游半导体芯片、模型层和下游应用层的组合方面。 亚洲市场内部则呈现“两个世界”的格局。外环的北亚地区（日本、台湾、韩国）在关键主题上的敞口显著更高，叠加企业改革等因素，使其备受关注。相比之下，中国、香港、印度、澳大利亚在这些主题上的风险敞口则低得多。这种分化趋势推动了当前市场对北亚的相对偏好，尤其青睐上游板块，包括资本品和大宗商品。通过分析历史估值、相对估值、估值与销售增长的关系以及风险回报偏差，可以判断特定主题的定价是否过高或存在上升空间，从而发现部分被忽视或低估的机会。

亚洲区域内的企业改革议程呈现出怎样的发展轨迹和特点？这些改革如何为投资者创造机会？

亚洲的企业改革范围正在扩大，呈现出一种“竞争性重塑”的态势，即部分国家的行动促使其他国家做出竞争性回应。例如，中国在全球制造业的成功及向价值链上游的攀升，推动了日本政策制定者加大对经济韧性与竞争力的再投资。同时，韩国的“价值释放计划”也在持续推进，以维持其在全球市场的关键优势。 这一改革议程为投资者创造了一系列由股东回报、交叉持股解除、母子公司合并及资产组合重组等行动驱动的机会。这些因素共同推动了日本企业改革、中国国企改革及韩国相关改革标的持续跑赢市场，为偏好价值投资和软事件驱动策略的投资者提供了颇具吸引力的机会组合。

当前中国市场的核心经济挑战是什么？经济呈现出哪些结构性分化特征？

当前中国市场的核心框架是通缩问题，这主要源于房地产泡沫破裂的遗留影响，而政策应对力度相较于实际需求仍显温和。尽管预计通缩在整体层面将在 2026 年年底前结束，但这主要是受进口价格上涨推动，而非国内定价能力的根本性改善。经济距离实现工资-价格-名义 GDP 正向增长的健康复苏仍有很长的路要走。经济呈现出显著的双速分化特征。从就业 PMI 数据来看，制造业 PMI（蓝线）仍保持在荣枯线以上，表现明显好于服务业 PMI，后者已跌至多年来的低位。这种背离反映出服务业企业正面临更严峻的经营环境。因此，市场关注点更倾向于资本开支、制造业及 A 股，而非传统的 H 股电商标的。 此外，中国经济曾高度依赖房地产行业，地方政府融资与其深度绑定，导致整体国民杠杆率（债务/GDP）处于约 350%的极高水平，这严重限制了政策的操作空间。从净资产收益率的走势来看，其在 2024 年末至 2025 年初触底后，当前增速再次有所回落，未来走向远未确定。

与中国相比，日本经济的基本面和市场驱动因素有何不同？日本政府的战略议程与全球投资主题是如何关联的？

日本的经济状况与中国完全不同。日本正在摆脱长达二十年的结构性通缩，名义 GDP 较“安倍经济学”改革启动时增长了约 40%。私人资本支出在实际和名义层面均大幅上升，企业管理水平显著提升，推动营业利润率持续改善。同时，日本正在经历一场资本管理革命，股票回购规模已达到十年前的 10 至 12 倍。其财政状况也显著改善，总债务和净债务正快速下降，并开始向其他 G7 国家靠拢。 日本政府的议程与全球核心投资主题高度契合。例如，高桥议程提出的 17 个战略领域可归纳为六大板块，这些板块与人工智能、多极世界转型、能源未来等全球趋势紧密关联，从而形成了一系列具有高投资价值的股票组合。