

A 股长期致胜的八个宏观视角

——“东升西降”系列之九

核心观点

● A 股市场将长期致胜。当前我国 A 股的长期趋势是向上的，整体市值是扎实的，投资机遇是广阔的，虽有少数个股泡沫现象，但整体市场没有系统性风险，产业进步和业绩成长显著。而美股全市场系统性泡沫因素极高，虽其仍有科技、货币优势，但全市场产业空心化、价格泡沫化系统性风险不容忽视。

● 相较美股，A 股有八个不同与优势。其一，总市值水平不同，为安全边际优势；其二，杠杆规模不同，为流动性条件优势；其三，货币信用不同，为主权信用优势；其四，AI 发展模式不同，为 AI 前景优势；其五，产业更新节奏不同，为向新速度优势；其六，产业链质量不同，为产业链优势；其七，产业实绩不同，为成长业绩优势；其八，未来潜力不同，为重估潜力优势。

内容要点

6 月以来，本轮美股科技板块下跌，主要是由其在商业化前景、流动性预期、监管干预、市值集中、散户杠杆、地缘冲突等六个方面的风险上行所引致。相较于美股市场的调整，A 股市场有八个不同，亦即八个优势：

其一，总市值与安全边际优势

其二，杠杆水平与利率方向优势

其三，主权信用与汇率趋势优势

其四，AI 发展模式与前景优势

其五，产业体系的全面性与向新力度优势

其六，产业链的自主可控与卡点多少优势

其七，营收成长性与业绩验证优势

其八，估值结构分化与重估潜力优势

展望三季度投资，由此八个优势，我国 A 股市场短期性、外生性、技术性的调整，正带来更多、更有价格吸引力的优质资产配置机遇——**A 股市场将长期致胜。**

风险提示：全球产业、经济、金融和地缘的不确定性风险。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 编号：S1440510120015

SFC 编号：BEO134

朱林宁

zhulinning@csc.com.cn

010-86451728

SAC 编号：S1440521020002

发布日期：2026 年 07 月 27 日

相关研究报告

26.06.15	英国崛起史（下）：美元货币体系的兴替——“东升西降”系列之八
26.06.15	美国崛起史（上）：美国经济架构的兴替——“东升西降”系列之七
26.06.09	英国崛起（下）：英镑货币体系的兴替——“东升西降”系列之六
26.06.09	英国崛起（上）：英国工业革命的兴替——“东升西降”系列之五
26.05.25	“东升西降”中的国际贸易重构——“十五五”时期的中国经济与资本市场系列报告之一
26.05.10	世界多极化，投资“十五五”
25.09.29	人民币国际化的历史机遇：资产的视角——“东升西降”系列之四
25.05.26	美国五次贸易战与资产价格：向好、震荡与恐慌——“东升西降”系列之三
25.04.27	贸易战难以持续：美国的软肋——“东升西降”系列之二
25.04.15	美国例外论的破产与全球资金再平衡——“东升西降”系列之一

目 录

引言：6 月以来，美股调整有六个成因，A 股市场有八个不同 1

其一、总市值与安全边际优势 3

其二、杠杆水平与利率方向优势..... 4

其三、主权信用与汇率趋势优势..... 5

其四、AI 发展模式与前景优势 5

其五、产业体系的全面性与向新速度优势..... 6

其六、产业链的自主可控与卡点多少优势..... 7

其七、营收成长性与业绩验证优势 9

其八、估值结构分化与重估潜力优势.....10

结论：由中美股市八个不同观之，A 股“新四牛”是长期致胜主线 11

风险提示.....13

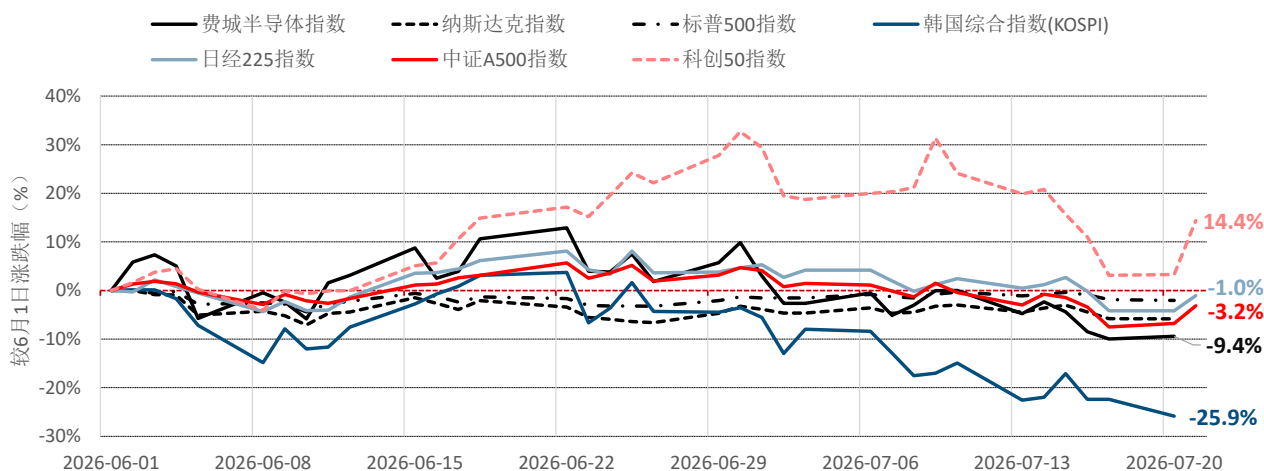
图表目录

图表 1：6 月以来，美股科技板块下跌，引致全球股市科技板块与股指承压.....	1
图表 2：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：营收增速、估值与 Capex 增速.....	2
图表 3：股市巴菲特指标：美国和中国.....	3
图表 4：利率调整的股市巴菲特指标：美国和中国.....	3
图表 5：主要杠杆品种挂钩市值对股市总市值的占比：美国和中国.....	4
图表 6：政府债对 GDP 占比：英国、美国、日本和中国.....	5
图表 7：美元指数和美元兑人民币汇率.....	5
图表 8：全球 AI 大模型调用量：美国和中国.....	6
图表 9：全社会总发电量：美国和中国.....	6
图表 10：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：上市企业家数.....	7
图表 11：WTO 全球供应链价值链报告：潜在链主份额，中国和美国.....	8
图表 12：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：企业家数与 Capex 增速.....	8
图表 13：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：营业收入增速.....	9
图表 14：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：主要指标一览.....	10
图表 15：我国 A 股场内 ETF 的资金净流入：主要指数分类，上半年和 7 月内.....	12
图表 16：中国货币条件：稳健宽裕，不随海外紧缩.....	12
图表 17：中国科技股指：强韧自主，从跟跑到领跑.....	12

引言：6月以来，美股调整有六个成因，A股市场有八个不同

6月以来，美股科技板块的下跌，引致了全球股市科技板块和核心股指的承压。以6月1日为基期，截至7月20日，美股费城半导体指数下跌了9.4%，美股纳斯达克指数下跌了5.8%，美股标普500指数下跌了2.1%，韩国综合指数（KOSPI）大幅下跌了25.9%，日经225指数下跌了1.0%；其中，部分AI和半导体板块成份标的回撤，从月内价格高点下行超过30%。

图表1：6月以来，美股科技板块下跌，引致全球股市科技板块与股指承压



资料来源：Wind，中信建投证券

从本次美股科技板块下跌的直接成因看，主要有六个方面的触发因素：

一是美国AI科技产业的商业化前景变化。根据新华社报道，6月以来，微软、Meta等部分美国头部科技企业表示将考虑出租闲置AI算力，科技巨头下调全年IT资本开支指引，引发美国市场对AI算力与商业化前景的预期调整。

二是美元货币流动性宽松预期变化。6月以来，新任美联储主席凯文·沃什的政策表态整体偏鹰，美债利率维持高位，联储缩表叙事抑制了美国市场对流动性宽松的乐观预期。

三是美国监管当局对韩国市场半导体板块的干预。综合新华社和澎湃新闻报道，美国贸易代表办公室副贸易代表里克·斯威策向韩国贸易部长吕翰九表示，美国方面应分得三星电子和SK海力士的巨额利润，另外，美国国际贸易委员会决定对特定动态随机存取存储器（DRAM）设备及其下游产品和组件启动337调查，韩国主要半导体企业名列其中，产业链不确定性加大。

四是市值的集中度过高引致了交易过于拥挤。美国市场方面，科技板块的市值集中度超过2000年互联网泡沫时期；韩国市场方面，在韩国综合指数（KOSPI）的821只成分股中，三星电子与海力士两家存储芯片企业的市值权重达到50%左右。

五是散户杠杆资金加剧了市场短线波动。与我国不同，美韩日股市有较大规模的一至三倍杠杆ETF，容易在下跌中形成降杠杆连锁抛售，而韩国市场当局在本轮下跌过程中收紧杠杆规则，进一步加剧了股价波动。

六是**美国与伊朗战火重燃再度影响市场信心**。根据新华社报道，美国方面在6月14日宣布与伊朗达成停战谅解备忘录后，近日宣布恢复对伊朗的海上封锁，并对伊朗发动新一轮打击，双方战火重燃。美国与伊朗冲突的持续反复，影响了美国市场投资者的信心。

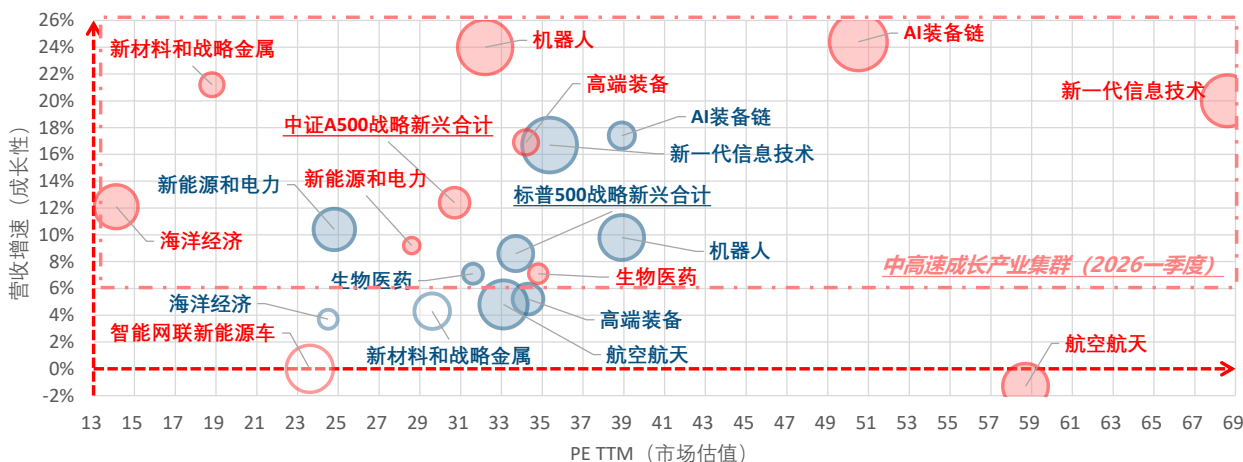
从我国市场看，上述六个美韩日市场的主要冲击因素，包括商业化前景、流动性预期、监管干预、市值集中、散户杠杆、地缘冲突，在我国的情况并不相同——但仍受外部股市普遍下跌影响，我国市场科技板块和核心股指也出现了技术性调整，但调整幅度整体小于外部市场，调整时长整体好于外部市场。以6月1日为基期，截至7月20日，我国科创50指数仍有14.4%涨幅，我国中证A500指数回调为3.2%，整体好于外部市场；同时，美股以及外部市场的本次下跌前的阶段高点，整体出现在6月15日当周，而我国市场的前期高点要延续至6月29日左右，且7月20日的月内反弹力度显著强于外部市场，显示了相当的市场韧性、投资者信心和政策呵护效果。

展望下一阶段，我们认为，A股市场尤其是核心的科技和战略新兴板块，有八个重要不同，亦即八个重要优势。其一，总市值与安全边际优势。其二，杠杆水平与利率方向优势。其三，主权信用与汇率趋势优势。其四，AI发展模式与前景优势。其五，产业体系的全面性与向新速度优势。其六，产业链的自主可控与卡点多少优势。其七，营收成长性与业绩验证优势。其八，估值结构分化与重估潜力优势。

A股市场的这八个优势决定了，虽然后续美股科技板块的波动或仍将存在，但是A股科技和战略新兴板块将引领A股核心股指走出独立长牛。如下图表2与后文图表14至图表17所示，从今年以来截至7月的最新数据看，相对于美股的对应板块，A股的战略新兴板块——整体成长性显著更高，产业链完整度显著更高，重点领域Capex支出更强劲，估值有更强劲的实体产业增长和广阔的商业市场前景支撑，且整体估值水平仍然低于美股。

强劲的科技和先进制造成长，叠加持续强劲的长线资金流入、持续有力的政策改革支持、持续释放的新消费磅礴潜力，这便是我们持续提出的我国资本市场的“新四牛”长期逻辑。这一逻辑的内生力量、强大韧性与强劲成长性，无惧外围市场扰动，已经、正在和将继续成为我国资本市场在新一轮产业革命和现代化产业体系建设重要时期的长期主线逻辑，最终把我国资本市场培育成为支持我国全面现代化的中流砥柱。

图表2：标普500与中证A500指数中的战略新兴产业板块：营收增速、估值与Capex增速



资料来源：Wind，中信建投证券 注：气泡大小表示Capex同比，气泡空心表示负值，Capex与营收数据皆来自2026年一季度汇总。

其一、总市值与安全边际优势

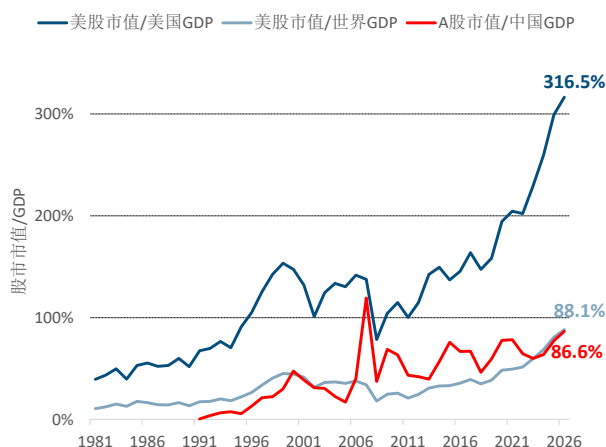
中美股市的总市值与安全边际不同，美股的总市值正在全历史极高、安全边际在全历史最低，A 股的总市值在合理水平、安全边际充裕，这是 A 股未来走势的第一个重要优势。

从股市巴菲特指标看，美股在 316.5% 是美股自身与全球所有主要股市的全历史记录，A 股在 86.6% 是可以有较高买入胜率的舒适水平。巴菲特曾在《财富》杂志撰文表示，巴菲特指标可能是衡量“任何特定时刻美股估值状况的最佳单一指标”，在 70% 或 80% 左右时买入大多会很合适，在 200% 左右时买入基本等同于“玩火”。

从利率调整的股市巴菲特指标看，美股在 13.6% 的全球股市全历史记录水平，隐含需要美国名义 GDP 增速需要达到 13.6% 才能“消化股市泡沫”，A 股在 1.5% 的“股市市值扎实”的长线配置机遇水平。利率调整的股市巴菲特指标，将股市总市值对 GDP 的倍数乘以无风险收益率，用以衡量“如果全部配置股市的资金”调整风险偏好“改为全部配置低风险资产”，则需要实体经济的名义经济增长所需要实现的均衡增速——美国市场当前的 13.6% 水平对于多数发达经济体来说都是几乎不可能完成的目标，我国市场当前的 1.5% 水平对于多数大型经济体来看几乎都处于长线配置的机遇水平。

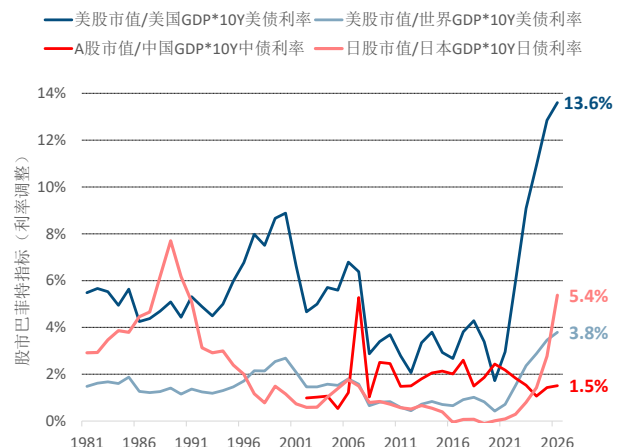
但另一方面，也值得注意，如果美股市场的巴菲特指标的计算参数，不用“美国 GDP”而用“全世界 GDP”，则其指标读数将回落至 88.1% 水平，这从另一个角度部分的解释了为何“美国 GDP 的巴菲特指标能冲高至 316.5% 的极端水平”——即美股是否是全世界 GDP 合力支撑的唯一股市资产？但答案当然是否定的，无论是传统的世界经济体系分布，还是新近的 AI 产业体系建设与国际货币体系改革，世界经济系统都是多元的、合作的，世界经济系统的多极化历史潮流并不支持单极股市叙事。

图表 3：股市巴菲特指标：美国和中国



资料来源：Wind，中信建投证券

图表 4：利率调整的股市巴菲特指标：美国和中国



资料来源：Wind，中信建投证券

其二、杠杆水平与利率方向优势

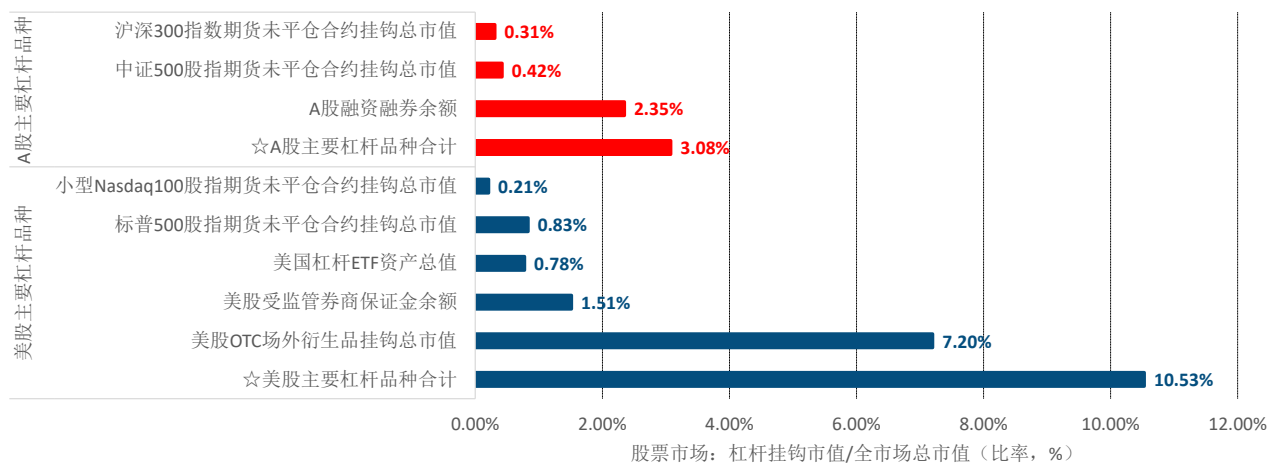
中美股市的杠杆水平与利率方向不同，美股主要公开杠杆品种挂钩市值对股市总市值的占比约在 10.53%，A 股主要公开杠杆品种挂钩市值对股市总市值的占比约在 3.08%，这是 A 股未来走势的第二个重要优势。

从美股方面看，有公开数据的杠杆品种主要是股指期货、杠杆 ETF、部分受监管券商保证金余额、OTC 场外衍生品，杠杆品种繁多，整体规模较大。其中，尤其是 OTC 场外衍生品的规模较大，根据国际清算银行的最新数据，截至 2025 年末的美股 OTC 场外衍生品的挂钩美股总市值，已经高达 6.4 万亿美元，创历史新高。

从 A 股方面看，有公开数据的杠杆品种主要是股指期货、融资融券余额，杠杆品种以场内为主，整体风险可控。其中，一是沪深 300 和中证 500 两种 A 股主要股指期货的未平仓合约的挂钩总市值占比合计为 0.73%，低于纳斯达克 100 和标普 500 两种美股主要股指期货的未平仓合约的挂钩总市值占比合计的 1.04%；二是 A 股没有美股市场的较大规模的杠杆 ETF，截至 7 月 20 日公开数据，美股市场约有 1804 只公开注册的杠杆 ETF，主要为两倍杠杆和三倍杠杆 ETF，也有少量的其他倍数杠杆 ETF；三是美股市场有全球最大规模的、复杂的 OTC 场外挂钩衍生品，A 股市场的场外衍生品规模远小于美股。

另外，自从今年 1 月和 5 月凯文·沃什被提名和正式成为新任美联储主席以来，其宣称的“缩表紧缩叙事”和采取的“利率模糊态度”进一步放大了美股市场的杠杆风险，美股杠杆交易的最大风险之一就是利率方向摇摆模糊、甚至上行，而这正是美国利率市场正在发生的情况，其实也是 6 月以来本次美股科技板块回撤的重要成因之一。但相对应的，显而易见，当前我国 A 股的流动性与利率条件与美股显著不同，如后文图表 16 所示，10Y 美国国债利率已从年初的 4.1% 上行至 4.7% 一线，反映其通胀压力与各类风险溢价要求，而我国的 10Y 中债国债利率在 1.9% 至 1.7% 区间附近平稳运行、稳中有降，反映我国市场流动性稳健充裕、货币信誉高。

图表 5：主要杠杆品种挂钩市值对股市总市值的占比：美国和中国



资料来源：Wind，中信建投证券

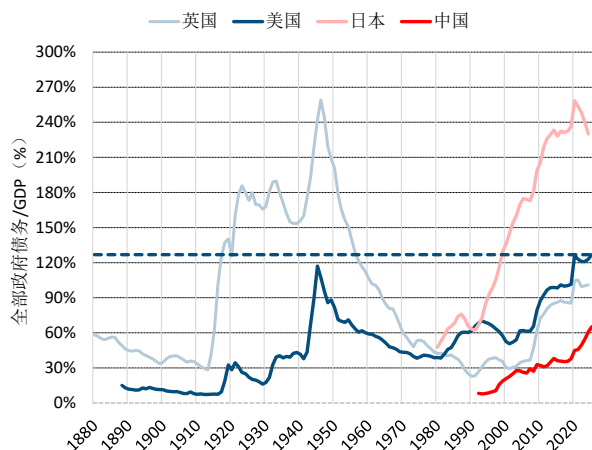
其三、主权信用与汇率趋势优势

中美股市所具有的主权信用与汇率趋势不同，美国政府债务高企、财政利息和军费开支高、陷入地缘战争的不确定性高、美元中长期有贬值压力，我国政府债务空间充裕、财政开支聚焦于生产生活发展、市场环境安全稳定、人民币中长期持续有升值动能，贬值货币与升值货币所对应资产的吸引力差异，这是 A 股未来走势的第三个重要优势。

从政府债务对 GDP 的占比看，当前美国的指标读数已经持续上行至 125% 左右，125% 及其以上正是英国在 1919 年第一次世界大战结束后负债高企、英镑国际单极铸币体系开始加速解构重构的指标读数区间。与此不同，如图表 6 所示，2025 年我国政府债务对 GDP 的占比为 65% 左右，是目前全球主要经济体中的最健康水平。

从美元和人民币的汇率看，美元有中长期贬值压力，人民币有中长期升值动能，尤其是对财富配置资金、长线资金和国际资金的吸引力差异，显而易见。如图表 7 所示，人民币对美元汇率中间价，从 2025 年以来累计升值接近 10% 左右，今年以来累计升值接近 3% 左右，尤其是在今年美联储货币政策叙事和预期反复摇摆的条件下，大浪淘沙见真金，成为全球主要货币中最强韧、稳健、坚挺的币种。

图表 6：政府债对 GDP 占比：英国、美国、日本和中国



资料来源：Wind，中信建投证券

图表 7：美元指数和美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中信建投证券

其四、AI 发展模式与前景优势

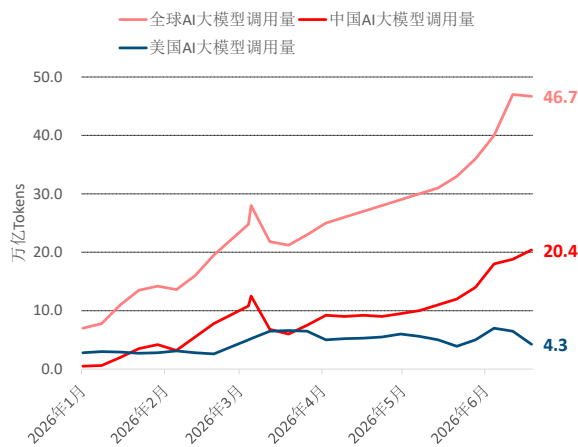
中美股市核心板块的 AI 产业的发展模式与前景不同，美股企业的 AI 产业发展模式大多是闭源封闭、追逐短线私人高盈利、对下游的价格收费贵、在上游的电力基座不足，A 股企业的 AI 产业发展模式大多是开源开放、兼顾企业获得合理利润与提供长期社会公共价值、对下游的价格收费远低于美股企业、在上游的电力基座扎实，这两种发展模式的长期后劲与市场商业前景的差异显著，这是 A 股未来走势的第四个重要优势。

从 AI 下游商业化的全球 AI 大模型调用量看，中国 AI 大模型在今年一季度实现与美国 AI 大模型的“并跑”之后，从二季度开始“逐步反超”和“拉开差距”。根据证券时报网报道，如图表 8 所示，由全球主要 AI 大模

型调用量统计平台 OpenRouter 发布的最新数据显示，6 月末周中国 AI 大模型周调用量达到 20.4 万亿 Tokens，是美国 AI 大模型周调用量 4.3 万亿 Tokens 的近 5 倍，已实现连续五周环比增长、连续九周位居全球 AI 大模型调用量第一。

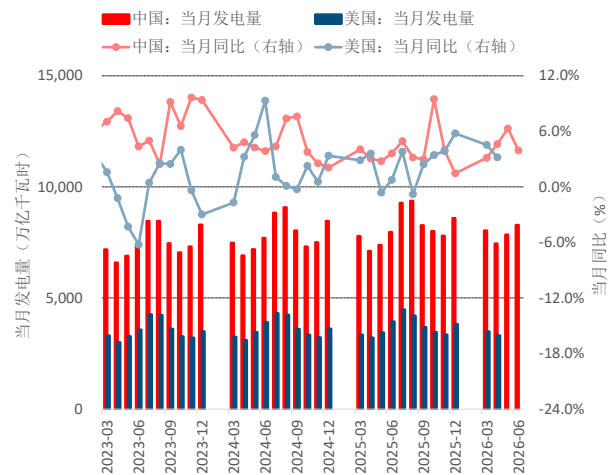
从 AI 上游电力供应的能源基座看，中国全社会总发电量已稳居美国的两倍以上，且新能源、清洁能源、特高压输变电、电算网络一体等全套先进新型电力系统技术全面领先。根据“十五五规划”相关部署和新华社报道，新一代的新型电力系统建设是我国新型能源基础设施体系建设的重点领域，包括水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网的“六张网”总投资预计超过 10 万亿元，其中，新型电网是“关键节点”和“数字经济时代基础设施建设成败的关键”，预计总投资将超过 5 万亿元。

图表 8：全球 AI 大模型调用量：美国和中国



资料来源：OpenRouter，证券时报网，中信建投证券

图表 9：全社会总发电量：美国和中国



资料来源：Wind，中信建投证券

其五、产业体系的全面性与向新速度优势

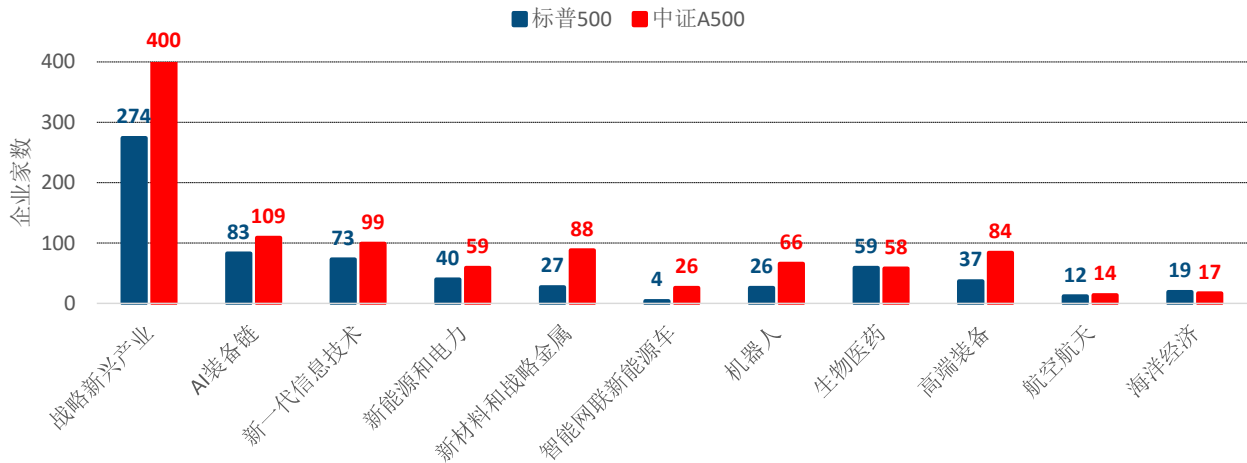
中美股市核心股指中的战略新兴板块的产业体系全面性与向新力度不同，A 股中证 A500 指数成分股中的战略新兴板块企业已高达 400 家左右，美股标普 500 指数成份股中的战略新兴板块企业数为 274 家左右，同时，在 AI 装备链与其它 9 个战略新兴产业的共计 10 个具体子板块中，A 股中证 A500 指数中的企业数量已经实现 8 个子板块领先、2 个子板块基本持平，科技产业革命需要产业体系的系统性全面向新更替能力，这是 A 股未来走势的第五个重要优势。

从我国资本市场全力支持产业向新的战略决心、实施速度和实际更新效果看，我国 A 股市场在近年的卓越努力之中，取得了相当振奋的快速产业更新进步。回首 2024 年初我们发布《新质生产力系列报告三：聚焦产业，战略新兴和未来产业》之时的测算，当时 A 股核心综合股指中的各个战略新兴领域的上市企业数量大多落后于美股，但仅仅不到三年之后，在美股标普 500 指数亦在进行成份企业的产业结构更新和向战略新兴领域集聚的基础上，我国 A 股市场实现了更大规模和更快速度的结构向新，实现了历史性的新兴产业体系超越。

另外，简要进行数据测算的说明：1）本文的数据测算，使用标普 500 指数、中证 A500 指数、及其成份企业的各项指标进行；2）对于战略新兴产业板块的划分标准，以我国统计局发布的战略性新兴产业分类目录为基

准，将其与上市企业的 Wind 行业分类标准、标普 GICS 行业分类标准、世界贸易组织的行业分类标准进行参考映射；3）对于上市企业所属的具体细分行业，Wind 数据库提供对标普 500 指数和中证 A500 指数的全部成份企业的细分行业，本文使用穿透到四级的细分行业向相应的战略新兴板块归纳汇总；4）对于主要统计结果的时效，企业家数、市盈率为截至 2026 年 7 月 20 日收盘的数据，营业收入同比增长、Capex 开支同比增长为 2026 年一季度的企业季度报告数据。

图表 10：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：上市企业家数



资料来源：Wind，中信建投证券

其六、产业链的自主可控与卡点多少优势

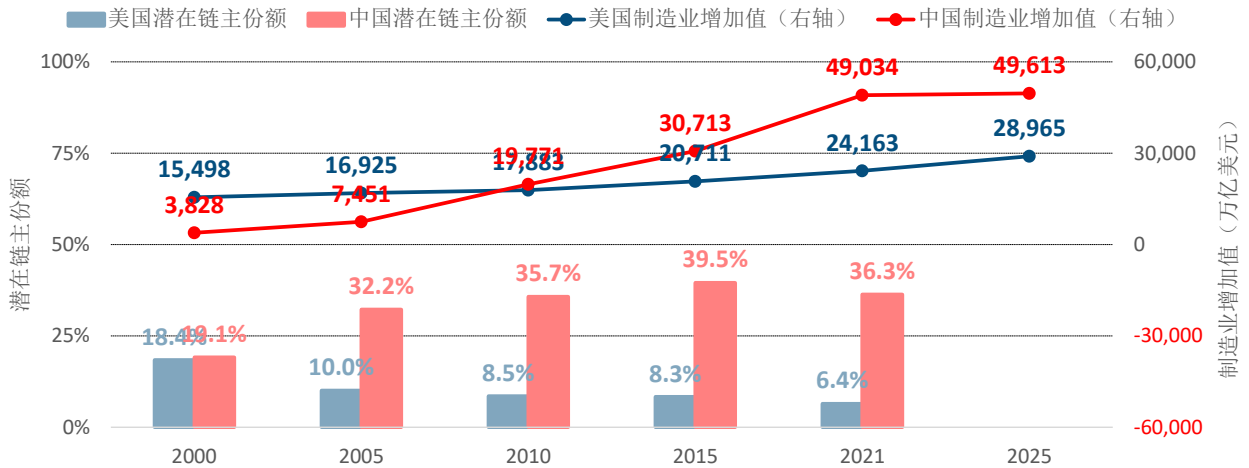
中美股市与其所属经济体的产业链的自主可控与卡点多少不同，美国实体产业的全球链主份额显著少于我国，美股核心股指中的战略新兴产业链企业已有较明显缺位、领域区域空白，这与我国科技和先进制造产业链领域的发展进步强韧有明显差异，这是 A 股未来走势的第六个重要优势。

从 WTO 发布的全球供应价值链报告看，其综合分析了技术、生产、市场等关键领域指标的各国的全球产业链份额占比，认为我国在全球供应价值链中的“潜在链主”份额已达到 36.3%，美国的“潜在链主”份额已经下降至 6.4%左右。如图表 11 所示，WTO 报告发布的从 2000 年以来的五年度全球供应链数据及其分析显示，一方面美国所保有的供应链优势份额正在持续衰退，另一方面其剩余的 6.4%份额的确主要聚集在半导体产业链等少数高科技产业链。

从标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块的细分成份企业看，美股标普 500 成份中的新能源车、海洋船舶、电力装备、机器人零部件、高端装备部件、高端化工材料、甚至航空航天的一部分装备环节，都已经出现较明显的断档甚至空白。如图表 12 所示：例如一，美股标普 500 指数在新能源汽车领域的上市企业，仅剩一家特斯拉在进行较大额的 Capex 开支，而我国中证 A500 指数中的上市企业有 26 家；例如二，美股标普 500 指数在新材料和战略金属领域的上市企业，仅剩 27 家左右且 Capex 开支增速为负，而我国中证 A500 指数中的相应上市企业高达 88 家且 Capex 同比为 7.1%，高端材料和稀有战略金属是包括 AI、航空航天、机器人、海洋装备等几乎全部高科技产业链的关键环节，没有先进材料就难有先进制造；例如三，美股标普 500 指数中，在海洋经济领域的 19 家成份企业中，有 15 家全部是海上油气开发企业，其余 4 家是涉及海工装备的机械企业，

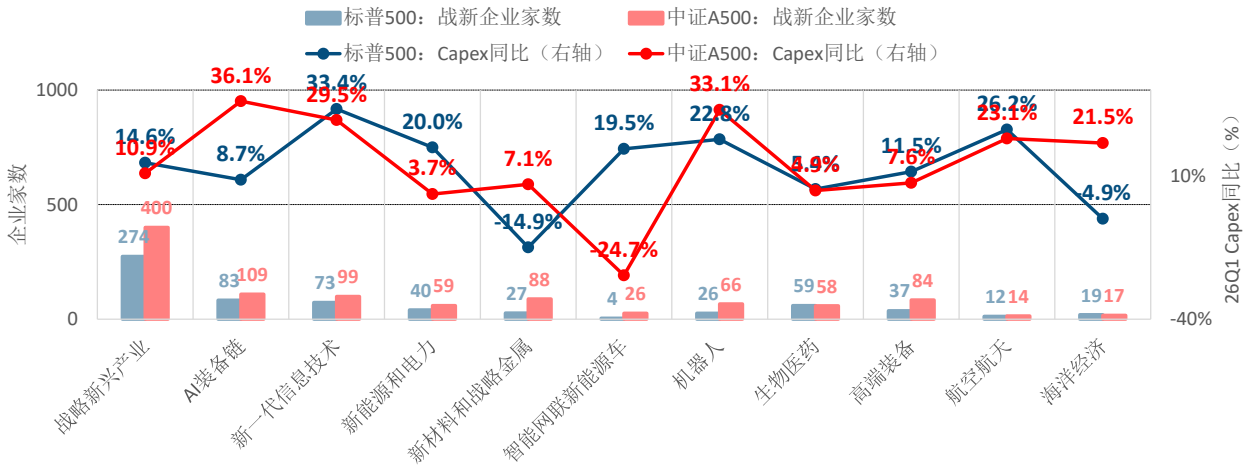
在整个船舶建造和海运产业链的成份企业已经衰退至空白，而相对照的，我国中证 A500 的 17 家海洋经济成份企业中，造船、机械、海运、油气等领域的企业均衡分布，且有中国船舶等全球产业链巨头；最后，例如四，在关键的 AI 装备产业链领域，美股标普 500 中的成份企业无论在数量、还是在 Capex 增速，实际上都已经整体低于 A 股中证 A500 的成份企业。

图表 11：WTO 全球供应链价值链报告：潜在链主份额，中国和美国



资料来源：Wind，中信建投证券

图表 12：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：企业家数与 Capex 增速



资料来源：Wind，中信建投证券

这些清晰而卓越的产业链条件变化，既是我国资本市场支持打造一个更先进、更强大实体产业体系的成绩所在，同时也是我国资本市场自身发展成为强大金融市场的底气所在。其再次证明了，我国资本市场有充分能力和潜力支持我国科技和高端制造打通产业链“卡脖子”关键环节，我国资本市场亦有充分信心和能力再接再厉加力支持我国产业链继续“补强全部剩余短板”和“打通全部卡脖子环节”。

另外，对美股标普 500 指数成份企业的产业链分布变化的理解，或者也可以为前期美股较极致的“AI 板块上涨”提供又一个视角与注脚，美股市场上能支撑其“资金吸引和持续上涨”的领先产业板块实在所剩不多了，故而其主导叙事与资金只能高度聚焦于 AI、半导体、或许还有医疗等其少数优势领域。如我们在本系列报告的

上一篇《美国崛起史（下）：美元货币体系的兴替——“东升西降”系列之八》中所分析，从次贷危机尤其是新冠疫情以来，美元货币体系进入了“美元、美股、美债的螺旋信用扩张模式”，美股市场需要持续保持“扩张预期和上涨叙事”，以保证美元单极国际货币体系下的美国本土对海外美元的回流吸引力。

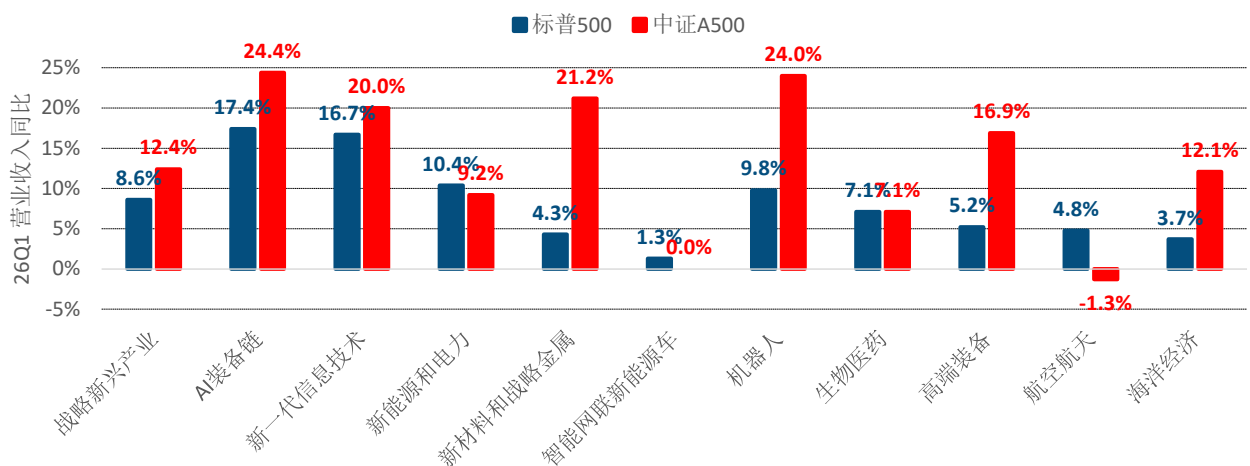
其七、营收成长性与业绩验证优势

中美股市战略新兴产业板块的营收成长性与业绩验证不同，今年一季度最新数据，美股标普 500 指数中的全部 274 家战略新兴成份企业的总营收增速是 8.6%，A 股中证 A500 指数中的全部 400 家战略新兴成份企业的总营收增速是 12.4%，以此来看，A 股战新企业成长速度高于美股战新企业约 3.8 个百分点，同时这是在美国通胀水平高于我国约 2.5 个百分点的条件下取得的“硬核新质成长”，这是 A 股未来走势的第七个重要优势。

在 6 个关键的战略新兴产业板块，A 股中证 A500 成份企业都表现出了显著更高的成长性。如图表 13 所示，这些板块包括 AI 装备产业链、新一代信息技术、新材料和战略金属、机器人、高端装备、海洋经济。

另外，在 4 个重要战略新兴产业领域，A 股中证 A500 成份企业的营收成长性基本持平、或稍慢于美股对应板块，其主要成因各有不同，需分别具体分析。一是，有两个产业是由于我国的产业已经处于较稳固成熟的全球绝对领先地位，包括新能源和电力的同比 9.2% 其实不算慢，以及智能网联新能源车的 26 家成份企业的同比 0.0%，相对照的美国仅剩的 4 家新能源车成份企业的增速是 1.3%；二是，生物医药产业的 A 股和美股相应板块增速都是 7.1%，考虑生物医药是美国的传统优势产业，增速基本持平已属进步，实际上，如图表 14 所示 A 股和美股的生物医药板块在营收增速、企业家数、市盈率、Capex 增速四个领域全部近乎一致的持平；三是，航天航空板块，A 股和美股的航空航天板块皆与国防军工板块高度重合，考虑美国财政的军费开支占比显著高于我国，和其今年以来的多数时间处于地缘战争之中，其航天军工营收短期的高于我国有其环境因素。

图表 13：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：营业收入增速



资料来源：Wind，中信建投证券

其八、估值结构分化与重估潜力优势

中美股市战略新兴板块的估值结构分化与重估潜力不同，A 股战新板块的总成长性显著更高、平均估值更低但估值分布区间更开阔、可选成分企业显著更多、Capex 开支更有侧重且亦分布区间更广，而美股战新板块的总成长性显著更低、平均估值水平更高且集聚在更相近水平、可选成分企业显著更少、Capex 开支的产业综合竞争力承压，由此，A 股战略新兴板块的价值发现和价格重估潜力是长期重要投资机遇，这是 A 股未来走势的第八个重要优势。

如图表 2 的矩阵分布图和图表 14 的更详细数据所示：在相对更高估值的板块方面，我国 A 股市场给予了 AI 装备链、航空航天两个产业板块更多的估值支持，从长远着眼看，这两个板块也的确具有更高的未来市场空间，并在当下给出了相应最高水平的 Capex 开支增速；在相对更低估值的板块方面，我国 A 股市场的海洋经济、新材料和战略金属板块总体营收和 Capex 增速其实并不慢，整体保持在 7%至 21%以上的水平，但整体平均市盈率只有 14.1 倍和 18.8 倍，穿越周期的长期投资安全边际显著；在相对中位的 30 倍左右估值的板块方面，我国 A 股市场有生物医药、新能源和电力、机器人和高端装备等，产业链上的成分企业合计已经超过 260 家、数量众多，在 A 股市场价值整体崛起的“新四牛主线行情”大潮中，可挖掘“潜力企业”甚至是“下一代产业巨头”的机遇众多。

图表 14：标普 500 与中证 A500 指数中的战略新兴产业板块：主要指标一览

	合计	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	战略新兴产业	AI 装备链	新一代信息技术	新能源和电力	新材料和战略金属	智能网联新能源车	机器人	生物医药	高端装备	航空航天	海洋经济
产业体系，全面显著领先：战略新兴产业的企业家数											
标普 500	274	83	73	40	27	4	26	59	37	12	19
中证 A500	400	109	99	59	88	26	66	58	84	14	17
成长性，全面显著领先：2026 年一季度的营收同比											
标普 500	8.6%	17.4%	16.7%	10.4%	4.3%	1.3%	9.8%	7.1%	5.2%	4.8%	3.7%
中证 A500	12.4%	24.4%	20.0%	9.2%	21.2%	0.0%	24.0%	7.1%	16.9%	-1.3%	12.1%
估值水平，整体平均更低，重点领域突出：截至 2026 年 7 月的市盈率											
标普 500	33.7	38.9	35.4	24.8	29.6	339.0	38.9	31.6	34.3	33.1	24.5
中证 A500	30.7	50.5	68.6	28.6	18.8	23.6	32.2	34.8	34.2	58.7	14.1
Capex 开支，整体平均更低，重点领域突出：2026 年一季度的 Capex 同比											
标普 500	14.6%	8.7%	33.4%	20.0%	-14.9%	19.5%	22.8%	5.4%	11.5%	26.2%	-4.9%
中证 A500	10.9%	36.1%	29.5%	3.7%	7.1%	-24.7%	33.1%	4.9%	7.6%	23.1%	21.5%

资料来源：Wind，中信建投证券

结论：由中美股市八个不同观之，A股“新四牛”是长期致胜主线

综上，A股市场将长期致胜。当前我国A股的长期趋势是持续向上的，整体市值是扎实强韧的，投资机遇是丰富广阔的，虽或有少数个股的泡沫现象、或有短期的调整，但整体市场没有系统性风险、产业进步和业绩成长显著；而美股整体性的全市场总市值达到了全历史最贵，系统性的隐含价格泡沫因素全球最高，虽然其仍有科技、货币等优点优势领域支撑，但总体上市企业的产业空心化、价格泡沫化的系统性风险不容忽视。

本轮美股科技板块从6月以来的下跌，主要是由于其在商业化前景、流动性预期、监管干预、市值集中、散户杠杆、地缘战争等六个方面的风险上行所引致的，进而由于国际间的资金、价格、叙事、情绪等因素传导至全球各主要资本市场。

建立在一系列宏观逻辑与数据分析的基础之上，本文展现了我国A股市场在短线外生性技术调整之外，有更深层内生性的“新四牛”长期成长主线，也就是中美股市未来走势条件有八个不同，这八个不同将尤其通过作用于科技与战略新兴板块成长，构成支持我国资本市场与实体经济长期致胜的八个优势。

其一，美股总市值极高，A股总市值舒适，此为安全边际优势。

其二，美股杠杆规模高，A股杠杆规模低，此为流动性条件优势。

其三，美元信用在走弱，人民币信用正走强，此为主权信用优势。

其四，美国AI闭源封闭，我国AI开源开放，此为AI共建模式优势。

其五，美股战新产业向新慢，A股战新产业向新快，此为向新速度优势。

其六，美股战新产业链断点，A股战新产业链健全，此为产业链强韧全优势。

其七，美股战新产业营收增速慢，A股战新产业营收增速快，此为高成长业绩优势。

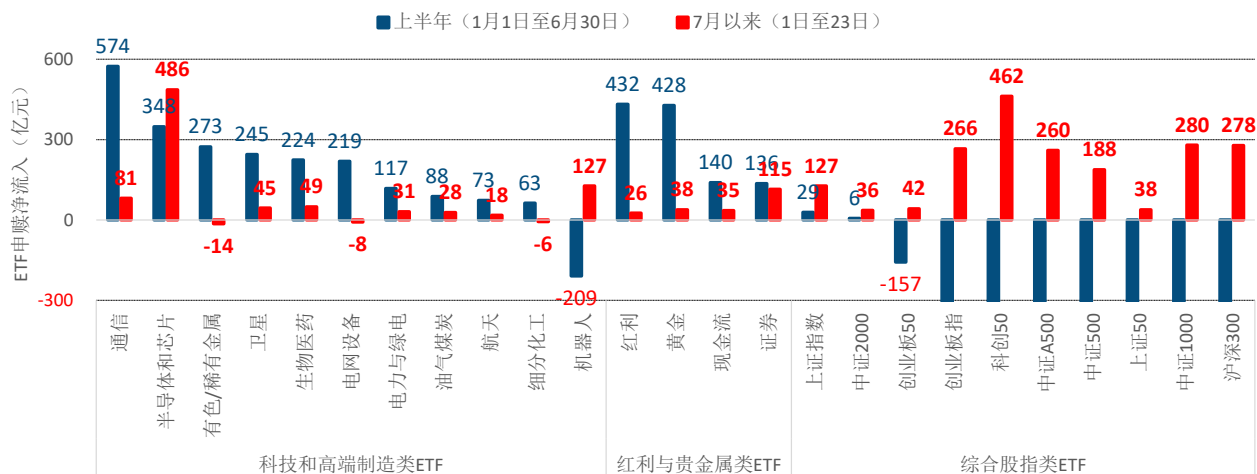
其八，美股战新产业潜力机遇少，A股战新产业潜力机遇多，此为整体崛起前景优势。

由此八个优势，如图表15所示，今年上半年和7月以来的资金流数据显示，我国A股市场的科技和高端制造板块持续保持了较强劲的资金整体流入状态，经历近期美股半导体等科技板块显著下跌的外围扰动洗礼，我国的半导体等科技板块仍保持着资金净流入的信心状态。

由此八个优势，如图表16和图表17所示，我国的国债市场和股票市场都正在走出更加稳健、独立的走势，对外围市场反复多变的扰动因素更加具有韧性、具有自信，国债利率稳中有降，科技股指趋势向上，货币汇率稳中有升。

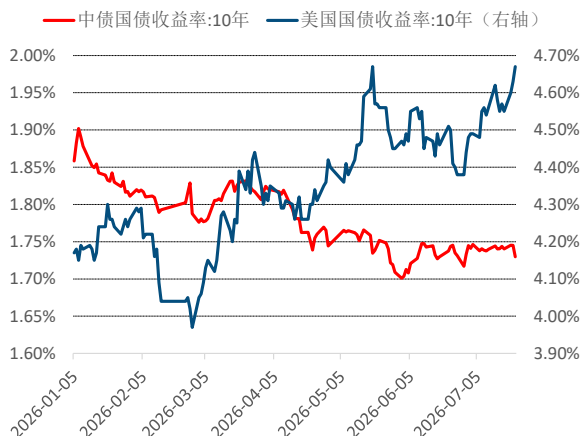
展望三季度投资，由此八个优势，我国A股市场短期性、外生性、技术性的调整，正在带来更多的、更有价格吸引力的优质资产的配置机遇。展望A股的更长期走势，我国资本市场正在与我国实体经济一道，携手迈向人民币资产的“新四牛”与现代化产业体系建设的崛起之路。

图表 15：我国 A 股场内 ETF 的资金净流入：主要指数分类，上半年和 7 月内



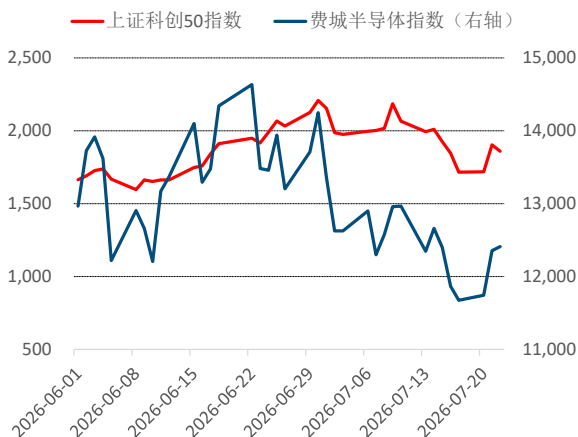
资料来源：Wind，中信建投证券

图表 16：中国货币条件：稳健宽裕，不随海外紧缩



资料来源：Wind，中信建投证券

图表 17：中国科技股指：强韧自主，从跟跑到领跑



资料来源：Wind，中信建投证券

风险提示

当前全球产业发展和经济形势复杂多变，需关注潜在的海外经济波动、金融稳定、地缘局势等不确定性因素的潜在风险和可能影响。2021 年以来，部分主要发达经济体通胀压力高位，经济增长持续放缓，货币等经济政策面临两难。2022 年以来，部分发达经济体央行持续加息对抗通胀，进一步增加了全球经济和债务压力，多数新兴和发展中经济体面临增长减速、资金流出和输入性通胀等压力。2023 年和 2024 年以来，全球经贸和产业链波动、地缘形势和债务风险等不确定性因素仍然存在，全球经济持续面临粮食、能源和供应链等供给侧扰动，部分发达经济体前期货币投放和补贴政策之后的通胀扰动仍未平抑。2025 年至今，美国特朗普新一届任期的政策调整正在较快进行，并对全球开启新一轮贸易战措施，下一阶段全球经济在总量增长、结构调整和发展前景等领域的不确定性风险正在进一步升高。

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究所所长、机构委委员、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士生导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

朱林宁：中信建投证券首席经济学家团队分析师，研究发展部副总裁，经济学博士，南开大学博士后，伦敦大学访问学者，英国不动产研究学会会员，英国雷丁大学亨利商学院博士，主要研究领域为国内外宏观经济及政策等，多次承担相关部委课题研究和形势研讨工作。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10%-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：(8610) 5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk