华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 08 月 08 日

【宏观专题】

当科技遇上主权，这次有什么不一样？——海外科技思辨系列五

- **核心观点：**本篇作为海外科技思辨系列第五篇报告，再对比互联网泡沫与当前 AI 周期，我们不想对具体订单、个股或市场走势做出判断，而是尝试从“科技遇上主权”的视角，补充当下研究框架较少涉及的思考盲点——这些因素游离于产业和商业逻辑之外，却同样值得关注。

我们认为，当前 AI 周期与互联网时期的两点核心差异（技术垄断与金融科技叙事不再是美国“一家独大”），导致美国身份有所转变，从贸易自由化的推动者，转变为贸易保护主义的主导者，带动全球贸易保护主义回潮。因此，当前科技企业估值框架中，应该在基本面因素之外，纳入“主权因子”。

“主权因子”或将从四个层面重塑定价逻辑：一是全球市场由统一走向分割，企业实际可触达的总需求盘子萎缩；**二是**由于缺乏统一大市场支撑，本轮估值上限或较互联网时期整体下移；**三是**同类公司或因所属国家不同而产生估值分化，“净主权溢价”取代传统基本面成为其差距来源；**四是**各国资产价格或因“主权因子”存在而错位轮动，在需求见顶前便提前转向结构性分化。**综合而言，本轮 AI 行情或不再呈现互联网时期统一叙事下的同步繁荣，而将出现国别分化、环节错位。**

- **一、差别一、核心技术垄断程度：美国独大 vs 中美竞争**

互联网时期，用户接入新技术的核心入口是各类互联网平台，全球前 50 家主要网络平台，其中 43 家为美国公司，垄断程度极高。

本轮 AI 周期，用户接入核心技术的入口是各类大模型，全球约 50 个主流大模型，美国接近 30 个，中国占 20 个，垄断程度明显低于 2000 年。

- **二、差别二、金融与科技叙事话语权：美国单极 vs 中美竞逐**

1、金融定价“话语权”降低：科技企业在美国 IPO 金额占比由半数左右降至不到 4 成

互联网时期，大量科技企业 IPO 发生在华尔街（美股），美国在当时科技企业金融定价叙事中处于核心地位。根据彭博数据，1995-1999 年全球科技企业在美国交易所完成的 IPO 金额，占全球科技企业 IPO 总金额的 52.2%，其中 1995-1997 年占比均高于 60%。

AI 时期：全球主要大模型公司的上市与融资地呈现多元化格局，中国科技企业更多选择在 A 股或港股完成上市与融资，华尔街已不再是唯一的叙事中心。2023-2025 年全球科技企业在美国交易所完成的 IPO 金额，占全球科技企业 IPO 总金额的 37.8%，同期在中国 A 股和 H 股完成的 IPO 金额占比约为 35.5%，与美国水平相近。

2、科技叙事“话语权”东移：中国高被引论文数量占比超越美国，位列第一

从当前数据看，中国在自然科学领域的学术影响力持续提升，高被引论文数量已超越美国。根据 NISTEP 统计，2022 年全球自然科学领域 Top10%高被引论文中，中国份额已跃居主要经济体首位，达 42.4%，美国则降至 25.1%；且两国走势分化明显，中国份额持续攀升，美国则不断下滑，与 2000 年美国独占 47.9%份额的格局形成鲜明对比。

- 三、结果、美国身份转变：贸易自由化 → 贸易保护主义

互联网时期与 AI 周期美国垄断地位的变化，或催动其在国际贸易政策上的立场发生变化，由贸易自由化的推动者，转变为贸易保护主义的主导者，其身份的转变，进而带动全球范围内贸易保护主义回潮。

对于互联网时期，技术垄断与金融科技叙事垄断均集中于美国一身，美国出于自身利益考量，自然有动力主动推动“贸易自由化+科技平权（技术通用化开放）”，其本质是垄断者在优势地位下主动打开市场，以换取更广阔的全球市场。

而当下 AI 周期，关键技术与金融科技叙事不再是美国“一家独大”，垄断地位的松动瓦解了美国推动开放的动力，美国由此走向“贸易保护主义+关键科技出口限制”，本质上是垄断者在优势丧失后转而收紧市场以自保。

- **四、影响、企业估值模型或应重构：主权溢价 vs 主权折价**

由于国际贸易环境与主要经济体政策取向发生系统性转折，与政府政策举措深度关联的“主权因子”，或正逐步成为影响企业未来现金流与估值中枢的重要变量，理应被纳入企业估值框架，即：***企业价值 = 基本面（盈利等公司层面因素）+所在主权国主权溢价–竞争国主权折价***。

“主权因子”有两个维度，一是本国的产业政策保护提供的便利，二是别国产业政策或贸易限制政策导致的损失，前者扣减后者即为净主权溢价，其能否维

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

证券分析师：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com
执业编号：S0360524070004

相关研究报告

《【华创宏观】六问韩股杠杆 ETF 危机》
2026-07-27

《【华创宏观】美股见顶前的财务信号——2000 年互联网泡沫期间典型标的复盘》
2026-07-20

《【华创宏观】循航定向，金融变迁——旧尺难刻新舟之货币政策思考》
2026-07-17

《【华创宏观】AI 的生产率悖论？——20+篇论文中找答案》
2026-07-16

《【华创宏观】全球加息潮启动？——全球货币转向跟踪第 14 期》
2026-06-30

仅供内部参考，请勿外传

持为正，将直接决定该公司的估值上限。

理论上讲，一国维持净主权溢价为正的能力，本质上取决于该国在国际体系中综合实力的相对强弱，综合实力越强，其产业政策的保护半径越广、他国施加限制措施的成本也越高，企业获得净主权溢价的确定性也就越强。

观察主要经济体综合实力得分，全球范围内大概率只有中美两经济体具备维持净主权溢价为正的能力，其余国家的主权溢价大概率为负（数据详见正文）。**此外，美国在政策实施层面往往表现得更为主动和强势。**

❖ **五、对市场行情演绎的四点推论**

1、全球市场由统一走向分割。主权因子的介入，会把统一的全球科技市场，切割为若干个由地缘因素划定的分裂市场，企业实际可触达的总需求盘子萎缩。

2、本轮估值上限或较互联网时期系统性降低。正因市场分裂、缺乏统一大市场支撑，本轮 AI 整体估值上限将低于 2000 年互联网时代。

3、同类公司估值或因所属国家不同而产生分化。传统估值通常以收入增长、利润率和现金流作为企业差异的主要来源。但在本轮 AI 周期中，企业总部国所在地、技术来源、主要客户市场以及对外国技术的依赖程度，同样会影响未来现金流的风险溢价，进而拉开同环节企业之间的估值差距。

4、资产价格可能在行业总体需求见顶前便出现结构性分化。各国相关资产价格未必同步运行，而可能出现错位分化，其根源在于主权因子对价格的影响权重已高度上升，市场对企业远期价值的预估，不再完全取决于行业需求基本面本身。这种分化在企业层面会呈现两种截然相反的路径。对于身处关键瓶颈环节、但净主权溢价为负的非美企业，即便当期订单和利润仍然强劲，也可能因主权因子的拖累而较早遭遇估值折价；反之，获得美国本土政策支持、净主权溢价为正的企业，则可能在盈利尚未完全兑现之前，便率先获得更高估值。**因此，本轮 AI 行情大概率难以像 2000 年互联网泡沫那样，长期维持一个全球统一的技术叙事与估值叙事。在行业整体需求尚未见顶之前，市场定价逻辑便可能提前从全面估值扩张转向国别、环节与企业之间的结构性分化。**

❖ **风险提示：历史比较存在局限；数据口径与代表性不足；估值模型不完善**

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本文并非重复比较互联网与 AI 在技术、商业模式或资本开支上的异同，而是沿着“当科技遇上主权”的思路，将分析重点放在两轮科技周期所处的政治与国际秩序，补充当前研究较少涉及的思维盲区。

投资逻辑

当前 AI 周期与互联网时期的两点核心差异（技术垄断与金融科技叙事不再是美国“一家独大”），导致美国身份有所转变，从贸易自由化的推动者，转变为贸易保护主义的主导者，带动全球贸易保护主义回潮。因此，当前科技企业估值框架中，应该在基本面因素之外，纳入“主权因子”。

“主权因子”或将从四个层面重塑定价逻辑：一是全球市场由统一走向分割，企业实际可触达的总需求盘子萎缩；二是由于缺乏统一大市场支撑，本轮估值上限或较互联网时期整体下移；三是同类公司或因所属国家不同而产生估值分化，“净主权溢价”取代传统基本面成为其差距来源；四是各国资产价格或因“主权因子”存在而错位轮动，在需求见顶前便提前转向结构性分化。综合而言，本轮 AI 行情或不再呈现互联网时期统一叙事下的同步繁荣，而将出现国别分化、环节错位。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、差别一、核心技术垄断程度：美国独大 vs 中美竞争 6
二、差别二、金融与科技叙事话语权：美国单极 vs 中美竞逐 7
三、结果、美国身份转变：贸易自由化 → 贸易保护主义 9
四、影响、企业估值模型或应重构：主权溢价 vs 主权折价 10
五、对市场行情演绎的四点推论 11

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 2000 年 8 月 TOP 50 互联网平台有 43 家公司总部在美国 6
图表 2 OpenRouter 模型周使用量排行 7
图表 3 科技企业 IPO 数量占比：美国交易所 vs A+H 股 8
图表 4 科技企业 IPO 金额占比：美国交易所 vs A+H 股 8
图表 5 自然科学领域高被引论文数量：2019 年，中国超越美国 9
图表 6 AI 领域：中国高被引论文数量显著领先 9
图表 7 每年新增歧视性措施数量激增，涉及 ICT 产品的措施占比增多 10
图表 8 Lowy 综合实力指数（2025） 11

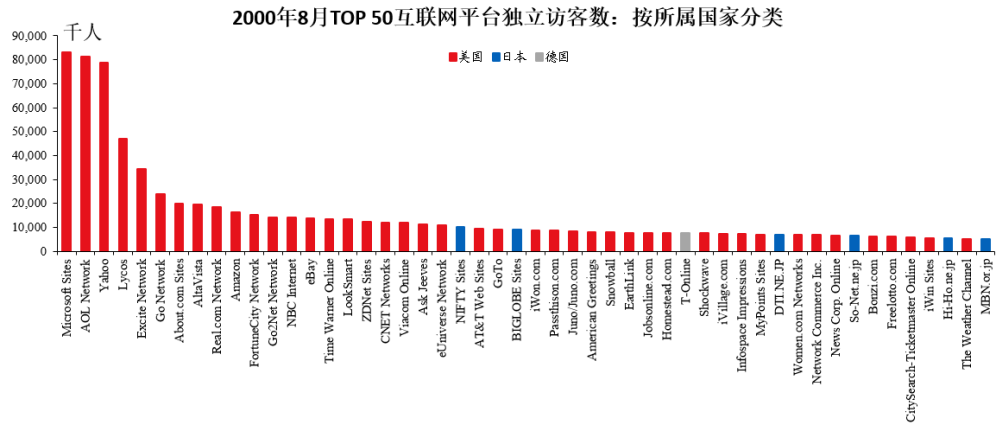
仅供内部参考，请勿外传

作为“海外科技思辨”系列第五篇，本文再次比较互联网泡沫与本轮 AI 周期。不同于既有研究多聚焦产业链分工、宏观环境和商业模式，本文着重考察两轮科技周期所处的政治与国际秩序差异。我们认为，这一差异意味着，理解本轮行情不能只算“经济账”，还要算“主权账”。

一、差别一、核心技术垄断程度：美国独大 vs 中美竞争

互联网时期，用户接入新技术的核心入口是各类互联网平台，全球前 50 家主要网络平台，其中 43 家为美国公司，垄断程度极高。Media Metrix 统计显示，2000 年 8 月美、日、英、德、法、加、澳七国家庭互联网用户访问的前 50 大数字媒体平台中，约 43 家为美国企业、6 家日本企业、1 家德国企业；按独立访问人次加总，美国企业约占 7.21 亿（占 93.5%），日本约为 4234 万（占 5.5%），德国约为 743 万（占 1.0%）。其中，前五大平台分别为 Microsoft、AOL、Yahoo、Lycos、Excite，前 21 名均为美国企业或美国主导平台；排名最高的日本平台 NIFTY 仅列第 22 位，德国 T-Online 列第 34 位。

图表 1　2000 年 8 月 TOP 50 互联网平台有 43 家公司总部在美国

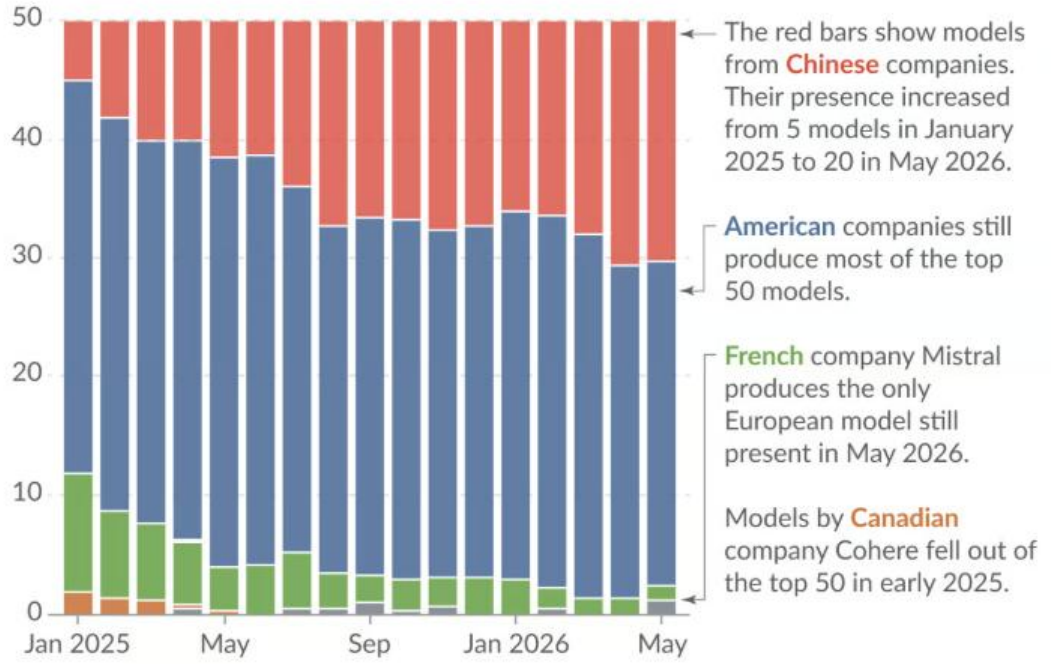


资料来源：Media Metrix[1]，华创证券　注：统计范围包括澳大利亚、加拿大、法国、德国、日本、英国、美国，统计的是居家互联网访问量（区别于办公）

本轮 AI 周期，用户接入核心技术的入口是各类大模型，全球约 50 个主流大模型，美国接近 30 个，中国占 20 个，垄断程度明显低于 2000 年。Our World in Data 基于 OpenRouter 数据，统计了 2025 年 1 月以来每日 Token 使用量前 50 模型的国别构成。结果显示，美国模型仍占多数但入榜数量有所下降；中国模型则从 2025 年初每日约 5 个上升至 2026 年 5 月约 20 个，美中之外其他国家占比仍很低[2]。

[1] https://clickz.com/top-50-properties-among-worldwide-users/70937/
[2] https://ourworldindata.org/data-insights/us-and-chinese-companies-train-almost-all-of-the-worlds-most-used-ai-models

图表 2 OpenRouter 模型周使用量排行



资料来源：Our World in Data，华创证券

二、差别二、金融与科技叙事话语权：美国单极 vs 中美竞逐

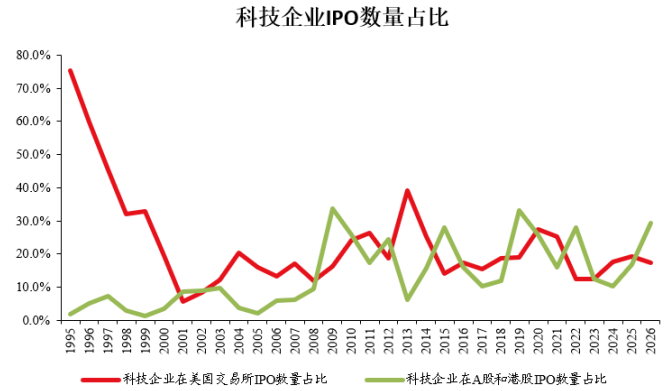
1、金融定价“话语权”降低：科技企业在美国 IPO 金额占比由半数左右降至不到 4 成

互联网时期，大量科技企业 IPO 发生在华尔街（美股），美国在当时科技企业金融定价叙事中处于核心地位。根据彭博数据，从 IPO 数量统计（按公告日期）来看，1995-1999 年全球科技企业 IPO 合计 1280 起，其中在美国交易所完成的有 603 起，占比 47.1%，接近半数；从 IPO 金额统计（按公告日期）来看，1995-1999 年全球科技企业在美国交易所完成的 IPO 金额，占全球科技企业 IPO 总金额的 52.2%，其中 1995-1997 年占比均高于 60%。

当下 AI 周期，全球主要大模型公司的上市与融资地呈现多元化格局，中国科技企业更多选择在 A 股或港股完成上市与融资，华尔街已不再是唯一的叙事中心。根据彭博数据，从 IPO 数量看，2023-2025 年全球科技企业 IPO 合计 458 起，其中在美国交易所完成的有 76 起，占比仅 16.6%，在中国 A 股和 H 股完成的有 61 起，占比 13.3%；从 IPO 金额来看，2023-2025 年全球科技企业在美国交易所完成的 IPO 金额，占全球科技企业 IPO 总金额的 37.8%，同期在中国 A 股和 H 股完成的 IPO 金额占比约为 35.5%，与美国水平相近。

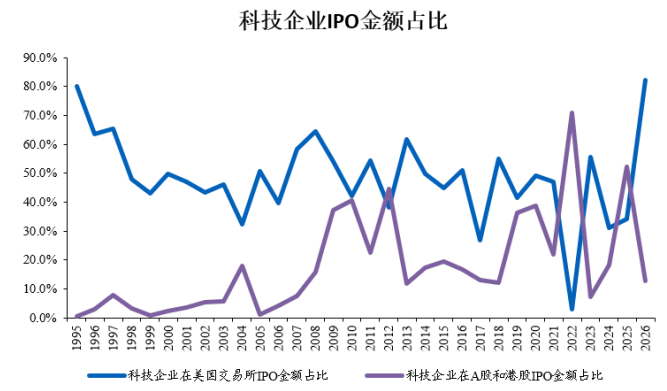
仅供内部参考，请勿外传

图表 3 科技企业 IPO 数量占比：美国交易所 vs A+H 股



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 4 科技企业 IPO 金额占比：美国交易所 vs A+H 股



资料来源：Bloomberg，华创证券

2、科技叙事“话语权”东移：中国高被引论文数量占比超越美国，位列第一

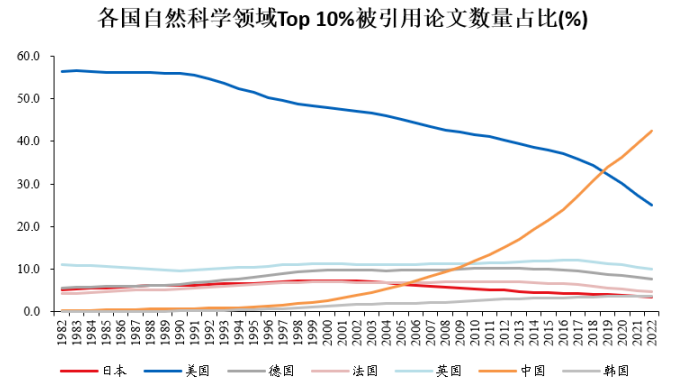
所谓科技叙事的“话语权”，或可通过有关学术论文的引用数量管中窥豹。一国研究人员的论文被引量越高，或反映该国在科技学术研究领域掌握的“话语权”越高。

从当前数据看，中国在自然科学领域的学术影响力持续提升，高被引论文数量已超越美国。根据日本科学技术学术政策研究所（NISTEP）统计，2022 年全球自然科学领域 Top10%高被引论文中，中国份额已跃居主要经济体首位，达 42.4%，美国则降至 25.1%；且两国走势分化明显，中国份额持续攀升，美国则不断下滑，与 2000 年美国独占 47.9%份额的格局形成鲜明对比。

若进一步聚焦人工智能（AI）领域，中国优势则更加突出。据 OECD 统计，2024 年全球 AI 领域 Top10%高被引论文中，中国以 2295 篇的绝对优势位居首位，较位列第二的美国（827 篇）高出约 1468 篇。

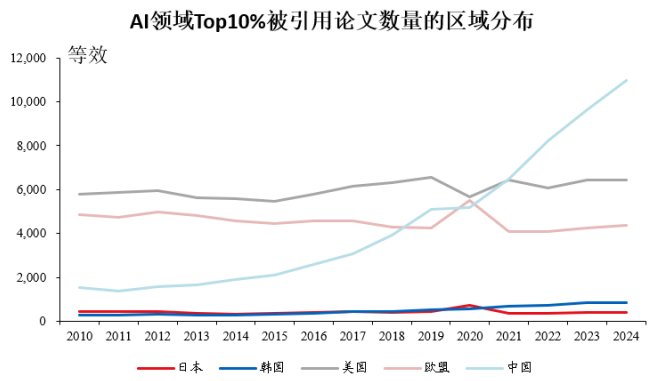
仅供内部参考，请勿外传

图表 5 自然科学领域高被引论文数量：2019 年，中国超越美国



资料来源：日本科学技术学术政策研究所（NISTEP），华创证券
注：NISTEP 基于 Web of Science 数据，按"年份×学科"分别依据被引次数筛选全球前 10%论文，并对临界值进行补正；各国份额为该国 Top10%高被引论文数占全球相应高被引论文总数的比重。图中采用 3 年移动平均。论文统计范围为自然科学领域论文，涵盖化学、材料科学、物理学、计算机与数学、工程学、环境与地球科学、临床医学和基础生命科学 8 大领域。

图表 6 AI 领域：中国高被引论文数量显著领先



资料来源：OECD，华创证券 注：OECD 基于 Scopus 数据，按学科识别全球被引次数前 10%的高被引论文，并采用分数计数法（fractional counting）按各国作者/机构贡献拆分国际合著论文；该指标表示各国在全球 Top10%高被引论文中的等效论文产出数量。

三、结果、美国身份转变：贸易自由化 → 贸易保护主义

互联网时期与 AI 周期美国垄断地位的变化，或催动其在国际贸易政策上的立场发生变化，由贸易自由化的推动者，转变为贸易保护主义的主导者。

对于互联网时期，技术垄断与金融科技叙事垄断均集中于美国一身，美国出于自身利益考量，自然有动力主动推动"贸易自由化+科技平权（技术通用化开放）"，其本质是垄断者在优势地位下主动打开市场，以换取更广阔的全球市场。

而当下 AI 周期，关键技术与金融科技叙事不再是美国"一家独大"，垄断地位的松动瓦解了美国推动开放的动力，美国由此走向"贸易保护主义+关键科技出口限制"，本质上是垄断者在优势丧失后转而收紧市场以自保。

美国身份的转变，推动全球范围内贸易保护主义回潮，跨国协作由效率优先的开放式分工合作深化，转向以安全为边界的有限合作。具体而言，互联网时期和当下 AI 周期，全球贸易政策环境形成鲜明对比：

互联网时期：贸易自由化加速，跨国产业分工深化。1996 年达成的世界贸易组织《信息技术协定》覆盖计算机、通信设备、半导体及半导体制造设备等主要信息技术产品。到 2000 年前后，协定参与方所代表的贸易额已经覆盖约 93%的全球信息技术产品贸易，相关产品的关税被分阶段大幅削减乃至取消。[3]

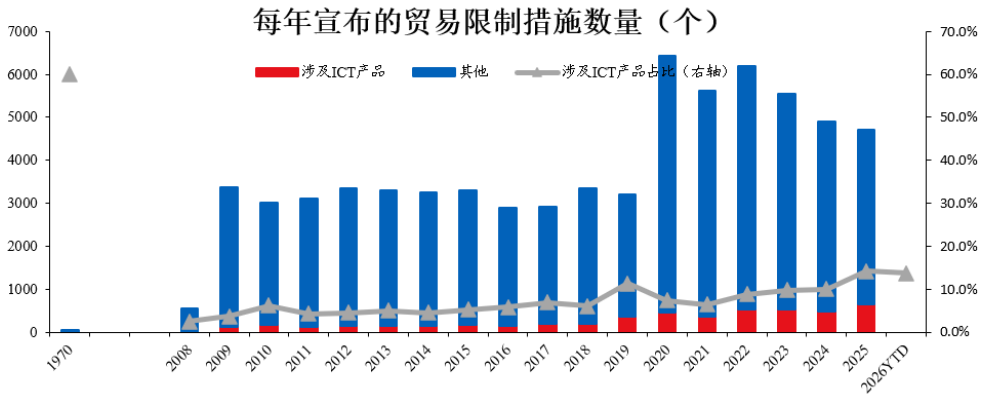
AI 周期：贸易保护主义回潮，科技安全约束强化。近年来各国采取的贸易干预措施明显增加。根据 Global Trade Alert 的统计，自 2020 年以来，被其归类为"有害"的贸易干预措施数量显著上升。2020—2025 年，全球平均每年新增约 5562 项贸易干预措施，较 2019 年高出 73.7%。与此同时，涉及信息通信技术产品（ICT 产品）的干预措施占比也有所提

[3] https://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min99_e/english/about_e/12ita_e.htm?utm

仅供内部参考，请勿外传

高，由 2017—2019 年平均约 8.1%，升至 2025 年的 14.2%。

图表 7 每年新增歧视性措施数量激增，涉及 ICT 产品的措施占比增多



资料来源：Global Trade Alert[4]，华创证券

四、影响、企业估值模型或应重构：主权溢价 vs 主权折价

由于国际贸易环境与主要经济体政策取向发生系统性转折，与政府政策举措深度关联的“主权因子”，或正逐步成为影响企业未来现金流与估值中枢的重要变量，理应被纳入企业估值框架，即：

企业价值=基本面（盈利等公司层面因素）+所在主权国主权溢价-竞争国主权折价

“主权因子”有两个维度，一是本国的产业政策保护提供的便利，二是别国产业政策或贸易限制政策导致的损失，前者扣减后者即为净主权溢价，其能否维持为正，将直接决定该公司的估值上限。

理论上讲，一国维持净主权溢价为正的能力，本质上取决于该国在国际体系中综合实力的相对强弱，综合实力越强，其产业政策的保护半径越广、他国施加限制措施的成本也越高，企业获得净主权溢价的确定性也就越强。

基于这一逻辑，我们引入 Lowy Institute Asia Power Index（亚洲实力指数）中的综合实力（Comprehensive Power）得分，作为侧面观察主要经济体“主权因子”影响力相对强弱的代理指标。该指数对“Power”的定义为：一个经济体引导或影响其他国家、非国家行为体以及国际事件进程的能力。其编制的 Comprehensive Power 用 8 个一级维度、30 个子维度、131 个底层指标来计算一国综合实力。8 个一级维度具体包括：经济能力（权重 17.5%）、军事能力（权重 17.5%）、韧性（权重 10%）、未来资源（权重 10%）、经济关系（权重 15%）、防务网络（权重 10%）、外交影响（权重 10%）、文化影响（权重 10%）。[5]

从最新数据看，全球范围内大概率只有中美两经济体具备维持净主权溢价为正的能力，其余经济体的主权溢价大概率为负。根据 2025 年 Lowy Institute Asia Power Index，全球仅有美国（80.5 分）与中国大陆（73.7 分）两个综合实力得分超过 70 分的“Super Power”（超级大国），其余经济体与中美差距悬殊，位列第三的印度得分仅为 40.0，刚好触及"Major Power"（40 分以上）的门槛。（图 8）

[4] https://globaltradealert.org/
[5] https://power.lowyinstitute.org/methodology

仅供内部参考，请勿外传

值得注意的是，两个“Super Power”中，美国在政策实施层面往往表现得更为主动和强势。即，美国往往更倾向于率先动用关税、出口管制、制裁清单等政策工具，主动为特定国家或企业设定“竞争国主权折价”。例如，美国利用“对等关税”谈判，与日本、韩国等达成投资协议，引导其他国家将资本投入美国的半导体、AI、能源和关键基础设施。

图表 8 Lowy 综合实力指数（2025）

Rank	经济体	Comprehensive Power Score	Power Tier
1	美国	80.5	Super Power (70+)
2	中国大陆	73.7	Super Power (70+)
3	印度	40.0	Major Power (40+)
4	日本	38.8	Middle Power (10+)
5	俄罗斯	32.1	Middle Power (10+)
6	澳大利亚	31.8	Middle Power (10+)
7	韩国	31.5	Middle Power (10+)
8	新加坡	26.8	Middle Power (10+)
9	印度尼西亚	22.5	Middle Power (10+)
10	马来西亚	20.6	Middle Power (10+)
11	泰国	20.1	Middle Power (10+)
12	越南	19.9	Middle Power (10+)
13	新西兰	16.8	Middle Power (10+)
14	中国台湾	15.7	Middle Power (10+)
15	菲律宾	15.2	Middle Power (10+)
16	巴基斯坦	14.5	Middle Power (10+)
17	朝鲜	12.8	Middle Power (10+)
18	文莱	10.6	Middle Power (10+)
19	柬埔寨	9.5	Minor Power (<10)
20	孟加拉国	9.0	Minor Power (<10)
21	斯里兰卡	7.8	Minor Power (<10)
22	老挝	7.2	Minor Power (<10)
23	缅甸	7.1	Minor Power (<10)
24	蒙古	6.0	Minor Power (<10)
25	尼泊尔	5.0	Minor Power (<10)
26	东帝汶	4.8	Minor Power (<10)
27	巴布亚新几内亚	4.6	Minor Power (<10)

资料来源：Lowy Institute，华创证券

五、对市场行情演绎的四点推论

1、全球市场由统一走向分割。主权因子的介入，会把统一的全球科技市场，切割为若干个由地缘因素划定的分裂市场，企业实际可触达的总需求盘子萎缩。例如，对于 NVIDIA 而言，尽管中国市场存在潜力巨大的 AI 算力需求，但受制于美国出口管制，其在中国市场赚取的收入大幅降低。财报数据显示，中国大陆及中国香港地区客户收入占 NVIDIA 总收入的比重，由 FY2025 的 19.2%大幅降至 FY2026 的 9.1%。

2、本轮估值上限或较互联网时期系统性降低。正因市场分裂、缺乏统一大市场支撑，本轮 AI 整体估值上限将低于 2000 年互联网时代。

仅供内部参考，请勿外传

3、同类公司估值或因所属国家不同而产生分化。传统估值通常以收入增长、利润率和现金流作为企业差异的主要来源。但在本轮 AI 周期中，企业总部国所在地、技术来源、主要客户市场以及对外国技术的依赖程度，同样会影响未来现金流的风险溢价，进而拉开同环节企业之间的估值差距。

4、资产价格可能在行业总体需求见顶前便出现结构性分化。各国相关资产价格未必同步运行，而可能出现错位分化，其根源在于主权因子对价格的影响权重已高度上升，市场对企业远期价值的预估，不再完全取决于行业需求基本面本身。这种分化在企业层面会呈现两种截然相反的路径。对于身处关键瓶颈环节、但净主权溢价为负的非美企业，即便当期订单和利润仍然强劲，也可能因主权因子的拖累而较早遭遇估值折价；反之，获得美国本土政策支持、净主权溢价为正的企业，则可能在盈利尚未完全兑现之前，便率先获得更高估值。**因此，本轮 AI 行情大概率难以像 2000 年互联网泡沫那样，长期维持一个全球统一的技术叙事与估值叙事。在行业整体需求尚未见顶之前，市场定价逻辑便可能提前从全面估值扩张转向国别、环节与企业之间的结构性分化。**

仅供内部参考，请勿外传

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。



分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522