

2026年下半年港股市场投资展望： 天高地迥

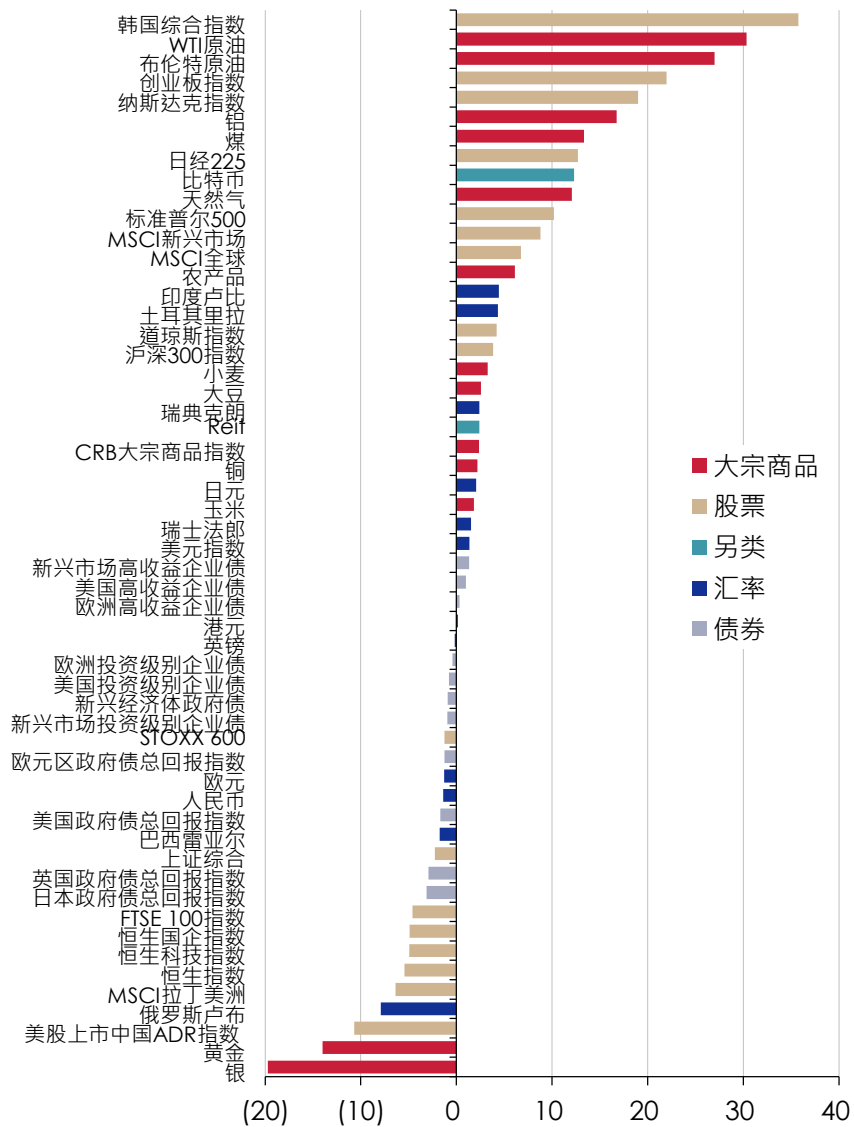
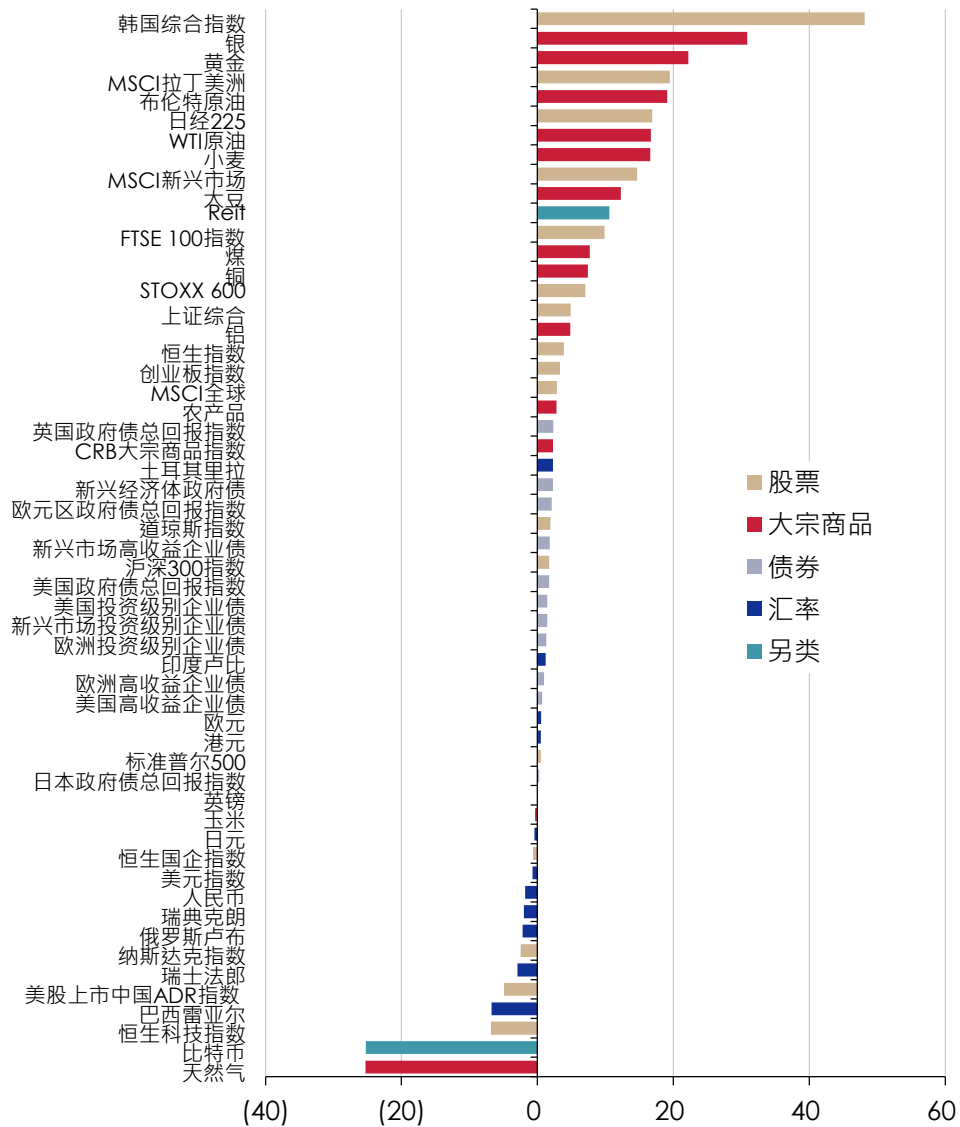
赵文利 邹炜 姜越

2026年6月2日

核心要点

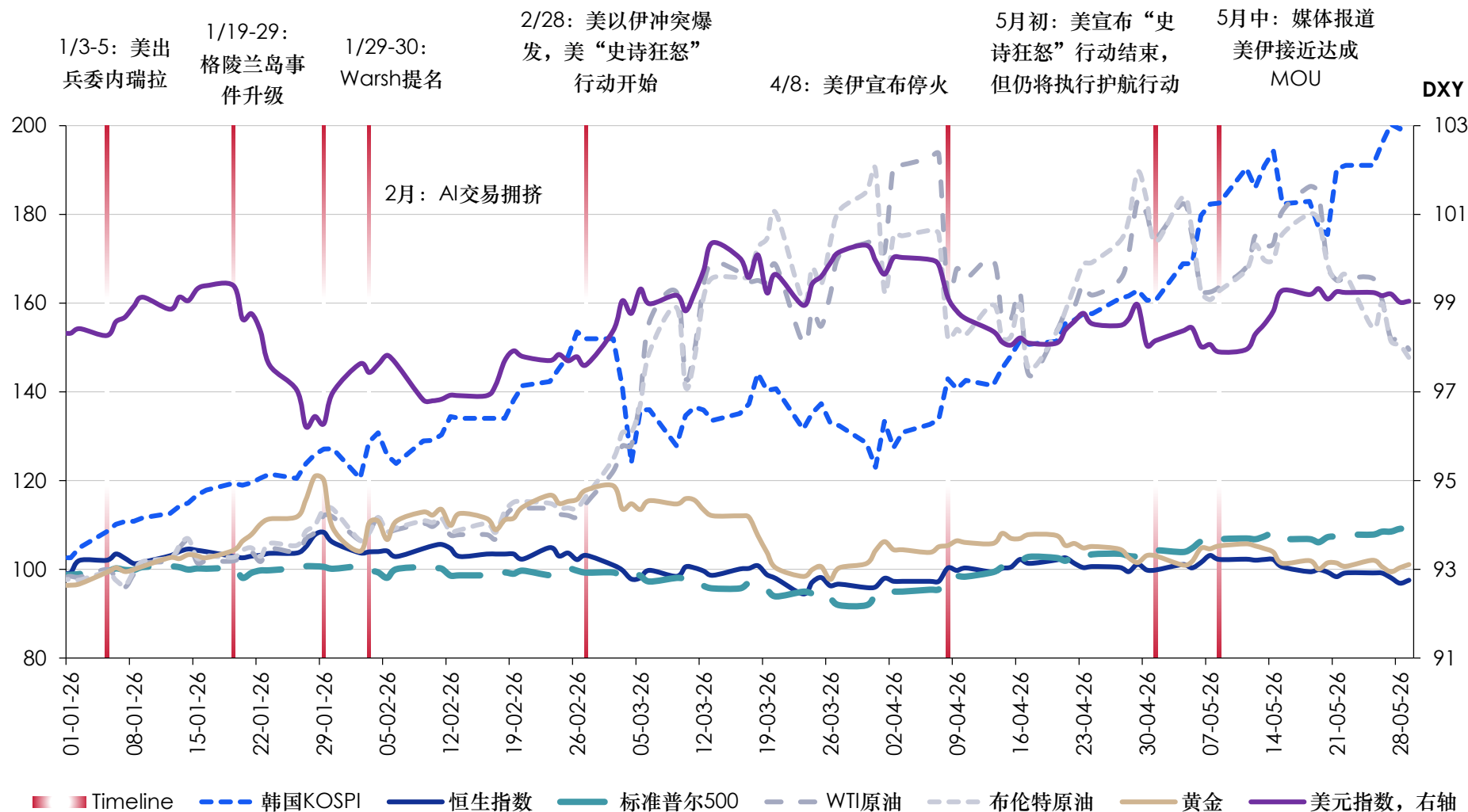
- ❖ 年初以来，市场预期经过反复修正：宏观上，地缘冲突带来的油价飙涨逆转了市场的降息预期；微观上，存储超级周期及环球科技龙头强劲的业绩表现主导了AI结构性行情的延续。
- ❖ 港股此前由于指数结构等因素，韧性有余而弹性不足。1月底恒指一度再创28056点的本轮牛市新高，但科技指数显著落后，后续只需传统板块总体稳住，科技股反弹确立，港股仍有条件再创新高。
- ❖ 下半年港股有望重整旗鼓，主要催化剂和事件窗口包括：伊朗局势逐步缓和，舒缓滞胀担忧；美联储主席8月Jackson Hole峰会有望重塑利率预期；科技股释放创新催化剂和企业盈利修复；中美建设性战略稳定关系进一步巩固，谈判成果落地；一线地产企稳复苏势头持续等。
- ❖ 长期来看，本轮AI创新周期仍有很大发展空间，“泡沫”指标也未达到不可持续的程度，但二级市场的拥挤化交易和预期抢跑，也难免造成短期波动。
- ❖ 主要风险因素：后续联储货币政策的不确定性、美国通胀风险挥之不去、高利率引发局部金融系统性风险、AI叙事变化及拥挤化交易平仓、美日财政及债务风险、地缘政治因素等。
- ❖ 预计下半年港股走势或先升后回，上行空间很大程度上取决于落后的科网股能否重新焕发光彩，恒生指数波动区间介于24000-29000点，国企指数波动区间介于8000-9800点，科技指数介于4500-6000点。
- ❖ **投资建议**：除继续基础配置高息股，重点关注有业绩支撑的硬科技龙头之外，建议在25000点附近逢低吸纳走势落后的中资科网股及房地产股，精选战略资源股和能源，为下一阶段市场反弹做好准备，并逐步加强进攻。

中东战争前后大类资产重新洗牌



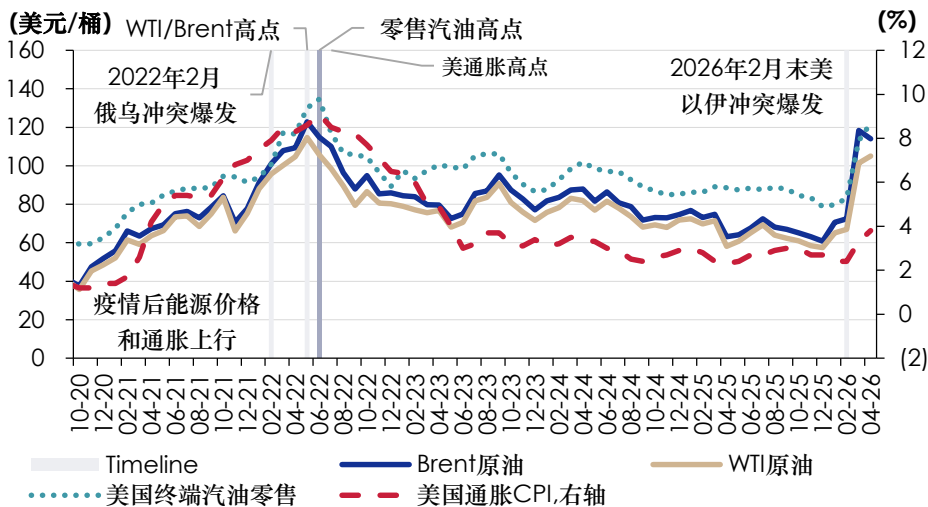
开年以来，地缘风险和预期反复修正

2025/12/25=100

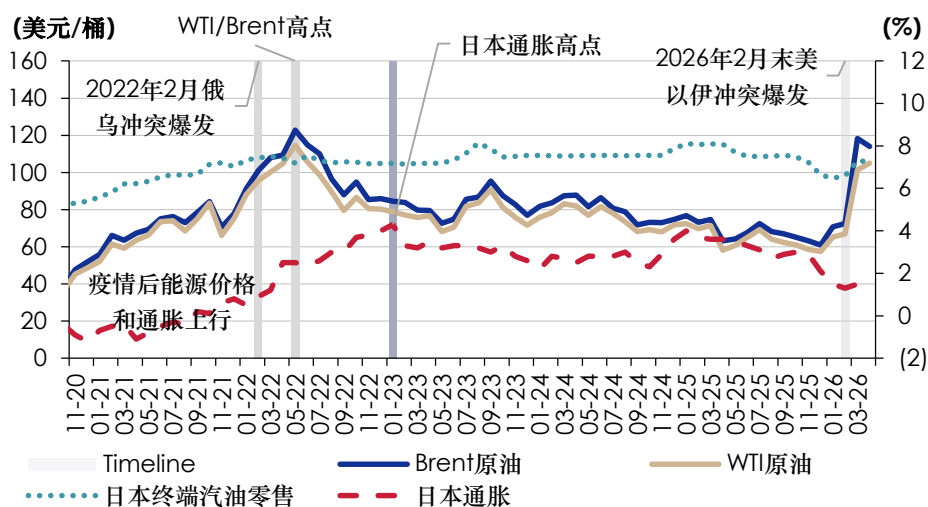


全球经济：能源冲击与历史相似，通胀传导各国各异

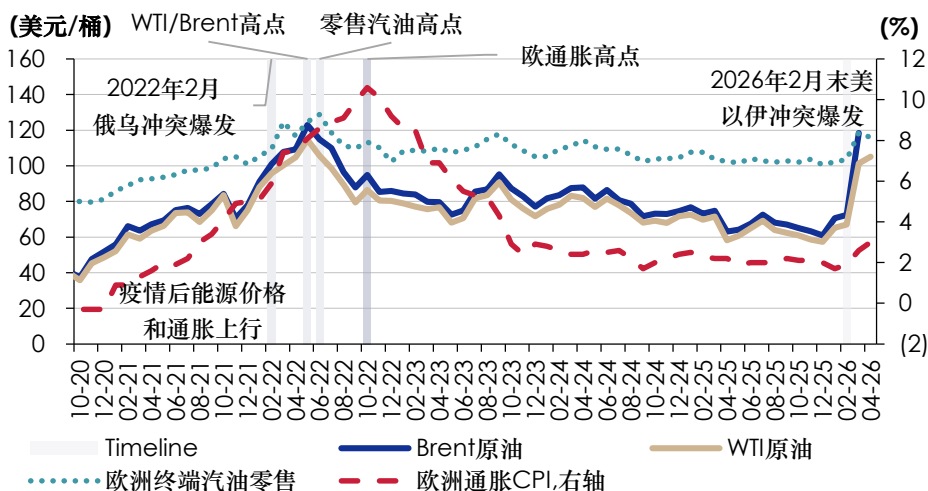
美国：汽油价格市场化，能源冲击最快传导至CPI



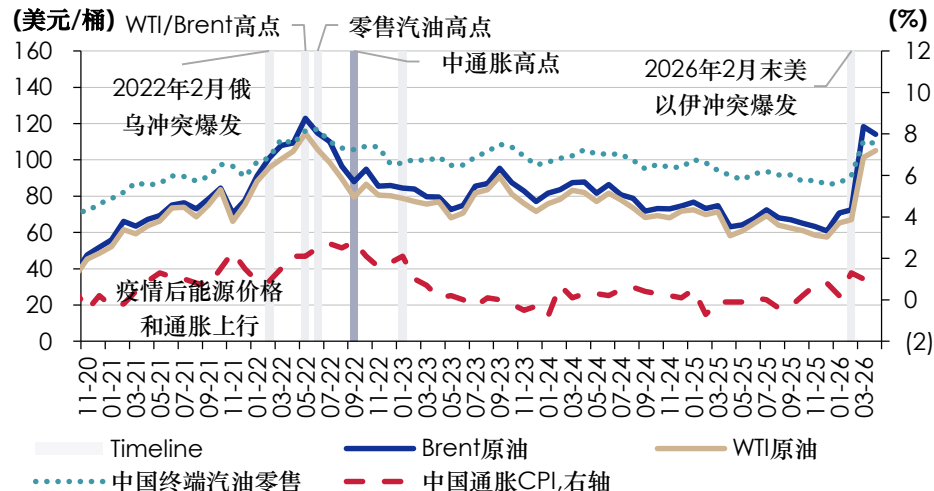
日本：日元汇率和政府补贴推后通胀达峰时点



欧洲：能源账单传导滞后，通胀压力释放更慢



中国：成品油调控和内需偏弱缓冲通胀传导



美国经济：Warsh带领下的联储会有什么不同？

- ❖ 2026年5月，Kevin Warsh正式接任美联储主席。与Powell时代相比，Warsh的政策变化可能不只体现在利率方向，更可能体现在前瞻指引、沟通机制、通胀口径和资产负债表管理方式的系统性调整。

一、政策路径：减少承诺，回到相机抉择

- Warsh对过度依赖前瞻指引持保留态度，更倾向于减少预设路径，让政策重新依赖实际数据。
→ 市场定价将更依赖数据变化，FOMC前后波动可能上升。

二、沟通机制：降低频率，提高信息质量

- Warsh对高频记者会、过度公开内部讨论及点阵图的“政策路线图”功能持谨慎态度。
→ Powell时代频繁稳定预期的模式可能弱化，数据和关键讲话的重要性上升。

三、通胀框架：提高截尾通胀指标权重

- Warsh更重视 trimmed / median inflation，用于区分广泛需求过热与能源、关税等相对价格冲击。
→ 若总体通胀受油价推升，截尾指标可能为后续降息提供技术口径。

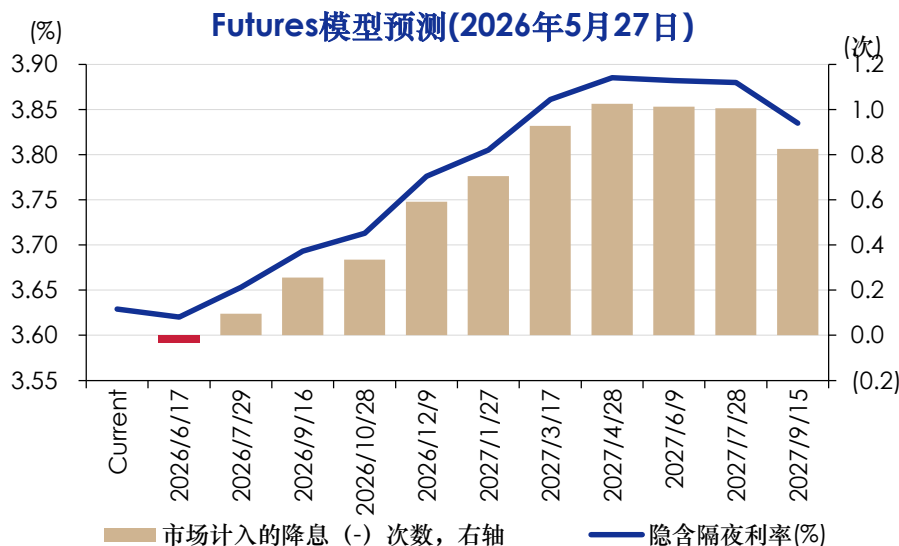
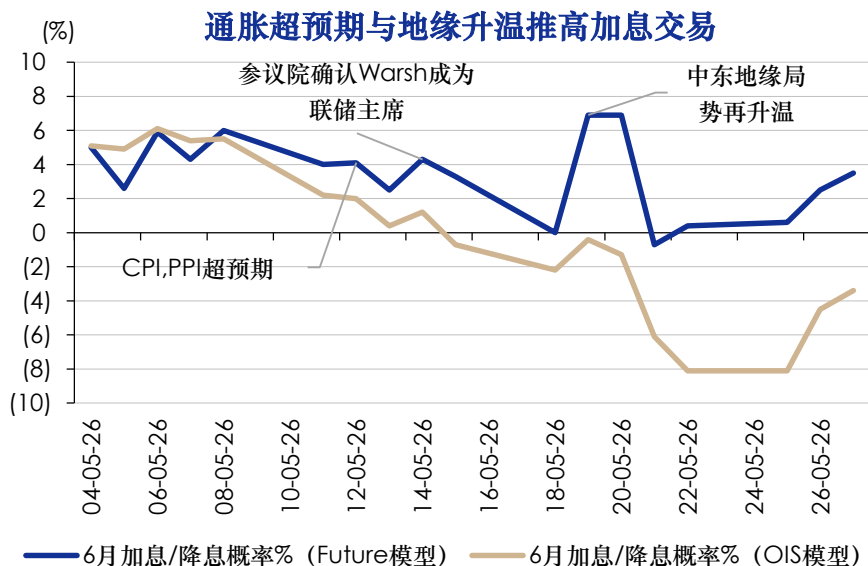
四、资产负债表：反对长期扩张，但激进缩表受限

- Warsh长期批评大规模资产负债表扭曲市场定价，但当前准备金需求、财政发债与货币市场稳定仍构成约束。
→ 更现实的路径是优化SOMA结构，而非立即重启激进QT。

美国经济：Warsh带领下的联储——加息并非最自然的基准情形

- ❖ **FOMC并未从“降息”直接转向“加息”**：4月会议的分歧，核心是部分票委反对继续保留“下一步偏向降息”的宽松指引，而非已经形成“下一步应加息”的共识。
- ❖ 但五月随着一系列超预期的**通胀数据**和**中东地缘局势再升温**反复，推动市场在交易加息。
- ❖ **更自然的政策路径是“更久暂停”而非“重新加息”**：当前利率已处于限制性区间，若通胀风险上升，联储更容易通过维持高利率更久来应对，而非立即进一步加息。
- ❖ **油价冲击本身不足以直接触发加息**：油价和地缘冲突首先是外生供给冲击，只有当其进一步传导至核心通胀、工资、服务价格和通胀预期时，才会构成更强的加息理由。
- ❖ **市场对加息的定价仍较混乱**：CME/FOMC定价中同时存在降息与加息概率，说明市场并未形成单一方向，而是在重新分配尾部风险；把“降息共识弱化”直接理解为“加息周期重启”，可能存在过度定价。
- ❖ **政治背景也不天然支持加息**：特朗普本人长期将降息与政治周期绑定，主席遴选过程中也曾关注“选前降息是否有利于民主党”的问题；因此，Warsh上任并不意味着政策方向自然转向加息。

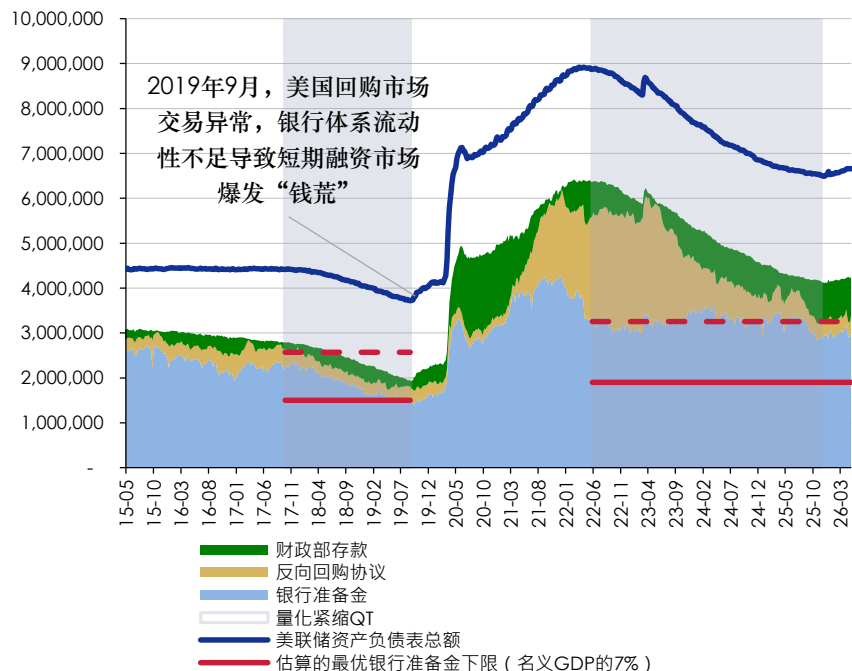
→ **基准判断**：降息空间被压缩，但加息仍是风险情景。短期更可能是“维持利率不变 + 删除宽松倾向 + 等待通胀确认”。只有在油价冲击持续化、核心通胀再上行、通胀预期失锚的情况下，加息才会从尾部风险转为现实选项。



美国经济：Warsh带领下的联储——缩表不是立刻选项

- ❖ 在参议院听证会中，Warsh明确将利率与资产负债表都视为美联储货币政策工具，但强调：利率应是货币政策的主要工具；长期、大规模、持续扩张的资产负债表会侵入财政政策边界。但他也承认资产负债表无法快速收缩，过程需要时间、耐心和FOMC共识。
- ❖ 当前联储资产负债表已经不再处于疫情高点。鲍威尔任期尾声开始的购买RMPs，也证明联储意识到融资市场的紧张。
- ❖ 历史上许多金融事件和经济危机中，加息/紧缩充当了触发器/放大器的工作，因而在人事过渡与金融体系敏感时间难以将缩表作为首选工具。
- ❖ Warsh上台后更可能推动资产负债表框架重估，而不是马上重启激进缩表。现实的政策路径可能是在资产负债表内通过 RMP / reinvestment 调整持仓结构，减少对长端久期扭曲，而不是简单追求总量快速下降。

准备金接近合理区间，激进缩表空间受到限制



缩表“事故史”：为何新主席难以一上台就QT

例子	当时的“缩表/紧缩”动作	市场出现的异常	传导机制
2013 Taper Tantrum	只是释放“要减少买债”的信号（连真正QT都还没开始）	长端收益率急升、波动放大，风险资产明显受压	资产负债表政策对预期极敏感，沟通或节奏稍不当就会触发非线性反应
2019 Repo Spike	2017-2019持续QT把准备金压到接近阈值	隔夜与回购利率突然飙升，资金市场“水管”失灵	QT的硬约束在流动性与准备金阈值；一旦逼近阈值，尾部风险会快速上升
2018Q4 (加息+缩表并行)	加息周期末仍强调runoff按既定路径走	金融条件急收紧、风险资产大跌，市场对“政策过紧”反应强烈	当利率与缩表同时收紧，更容易共振放大波动，

中美贸易：对等关税推翻、122过桥、301蓄势待发

- ❖ 在最高法判断IEEPA下的对等关税失效后，§ 122成为特朗普政府临时补位全球底税的主要工具，但它难以成为稳定的长期替代方案。其主要缺陷有三点：一是期限短，法定最长150天，本轮自2月24日生效，若无国会延长，将于7月24日前后到期；二是税率有上限，最高只能到15%，难以完全复制IEEPA对等关税原本对应的长期征收能力；三是法律争议仍高，其适用基础是“国际收支问题”，能否用于长期贸易逆差和全球底税仍存在司法风险。
- ❖ 因此，§ 122更像短期过桥，而不是十年财政收入底盘。当前关税收入已经成为美国财政框架中的重要变量：IEEPA失效不仅意味着潜在退税压力，也会削弱未来十年关税收入。后续若要补足缺口，美国仍需要依靠§ 301、§ 232、国别协议或国会授权等工具重建更稳定的关税收入基础。
 - 若§ 122只维持150天，301/232需补接近1.6万亿-1.8万亿美元；若§ 122 10%/15%可长期复制，则分别只需补约7000亿-8000亿美元 / 3000亿-5000亿美元。
- ❖ 在此基础上，贝森特所说“通过301恢复到此前水准、不高于此前水平”，更可能对应新增约10个百分点的对华301，使§ 122临时10%与对华301约10%合计重新接近IEEPA失效前的约20%新增水位。
- ❖ 若§ 122在7月下旬至8月初的政策续接窗口后无法维持，美国可能会提高301/232压力；但对华301若显著高于+10ppt，尤其达到+15-20ppt以上，就会从“恢复旧水位”转向“新一轮升级”，谈判和反制风险明显上升。

IEEPA 缺口	时间窗口	财政 / 收入缺口	与IEEPA缺口的关系	政策含义
IEEPA被否：长期收入损失	FY2026-2036	CBO估算赤字增加约 2.0万亿美元；其中主要是关税收入减少约 1.6万亿美元	这是长期财政缺口的官方锚	若无其他替代工具，301/232需重建接近全部长期关税收入基础
IEEPA退税压力	一次性	已收IEEPA关税潜在退款约 1660亿-1820亿美元；截至5月11日已处理退款约 355亿美元	一次性现金流和赤字压力	301/232无法追溯解决已收关税退款，只能补未来收入。
替代方案	时间窗口	财政 / 收入缺口	对IEEPA缺口的替代	政策含义
§ 122 10%：只维持150天	150天	CRFB估算收入约 350亿美元	只能部分替代150天内IEEPA收入断档；对十年缺口只是小额过桥	短期收入过低，长期仍需301/232/201补缺口；
§ 122 15%：只维持150天	150天	CRFB估算收入约 500亿美元	短期替代效果更强，但仍只是150天现金流；同时§ 122本身存在法律争议和到期DDL	若7月24日到期且无法延长，长期缺口基本回到IEEPA消失后的状态。
§ 122 10%：若永久化 / 被其他工具复制	中长期	十年CRFB估算约 9250亿美元	可覆盖长期IEEPA收入缺口约一半多	剩余约 7000亿-8000亿美元 需由301/232等补足。
§ 122 15%：若永久化 / 被其他工具复制	中长期	十年CRFB估算约 1.3万亿美元	可覆盖长期IEEPA收入缺口约四分之三	剩余约 3000亿-5000亿美元 需由301/232等补足。

美元汇率：美元短期高位震荡，年底前料温和回落

- ❖ 美元观点：美元观点较此前需要小幅上修，但尚未到趋势性看多美元的阶段。当前DXY在99附近，较年初小幅走强；市场对未来12个月的美元估计也仍偏向回落至97附近，说明美元并未重新进入单边强势周期。
- ❖ 从现在到三季度，美元大概率维持中性偏强震荡。主要支撑来自三点：一是美债收益率反弹，市场重新评估能源价格、通胀粘性与美联储政策路径；二是中东局势和霍尔木兹造成的通胀预期仍在，为美元提供阶段性避险溢价；三是美联储短期难以快速转向宽松，委员会将继续关注双重使命两端的风险。
- ❖ 但三季度到年底，美元更可能从“高位震荡”逐步转向温和回落，而不是延续强美元趋势。原因在于，当前支撑美元的因素更多来自风险溢价和利率再定价，而非美国经济相对优势的全面扩大。一旦中东局势边际缓和、石油库存逐渐修复、油价对通胀的冲击开始减弱，或者美国通胀数据重新回落、联储框架得到认可，市场仍可能重新交易未来的宽松，美元的利差支撑也会随之下降。
- ❖ 因此，到年底的基准判断是：DXY短期可能维持在98-101区间偏强震荡，若中东风险和油价压力持续，不排除阶段性上探102附近；但年底前更可能回落至95附近，整体呈现“先强后弱、震荡下行”的路径。



2026年5月预测结果

货币	美元指数权重 (%)	2026Q3预测*
欧元	57.6	1.18
日元	13.6	156.00
英镑	11.9	1.34
加拿大元	9.1	1.37
瑞典克朗	4.2	9.15
瑞士法郎	3.6	0.78
美元指数	100	97.9

*彭博市场预测, 截至2026年5月26日

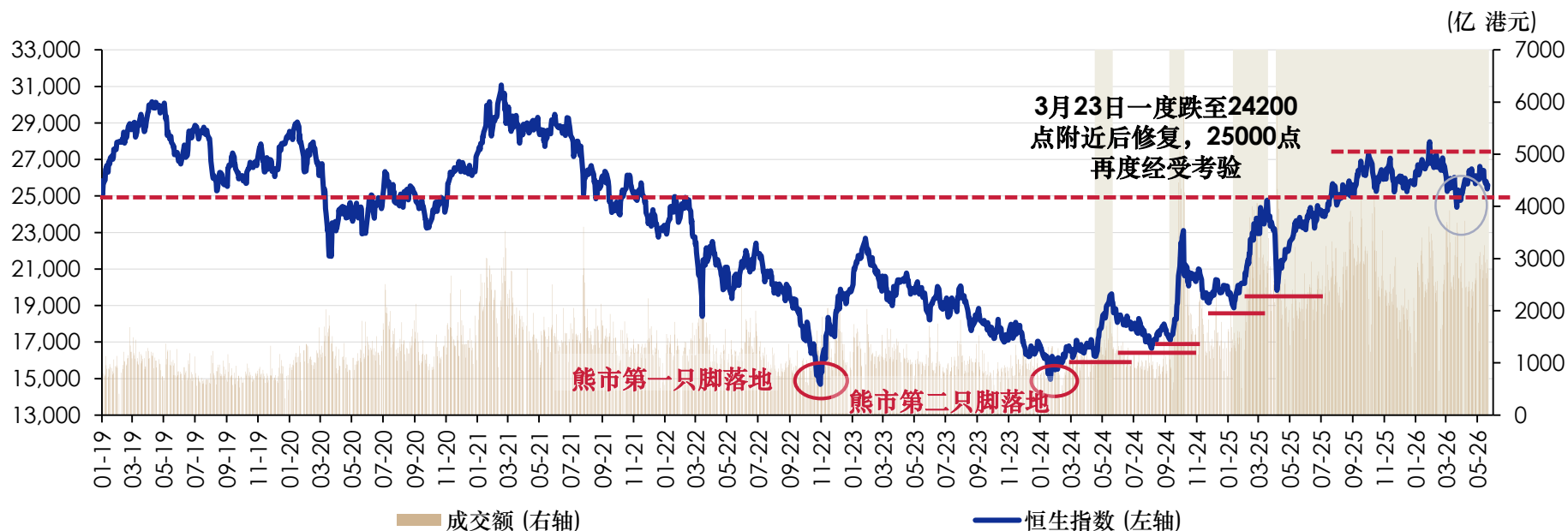
2026年5月预测结果

货币	美元指数权重 (%)	2026Q4预测*
欧元	57.6	1.19
日元	13.6	154.00
英镑	11.9	1.35
加拿大元	9.1	1.36
瑞典克朗	4.2	8.96
瑞士法郎	3.6	0.78
美元指数	100	97.0

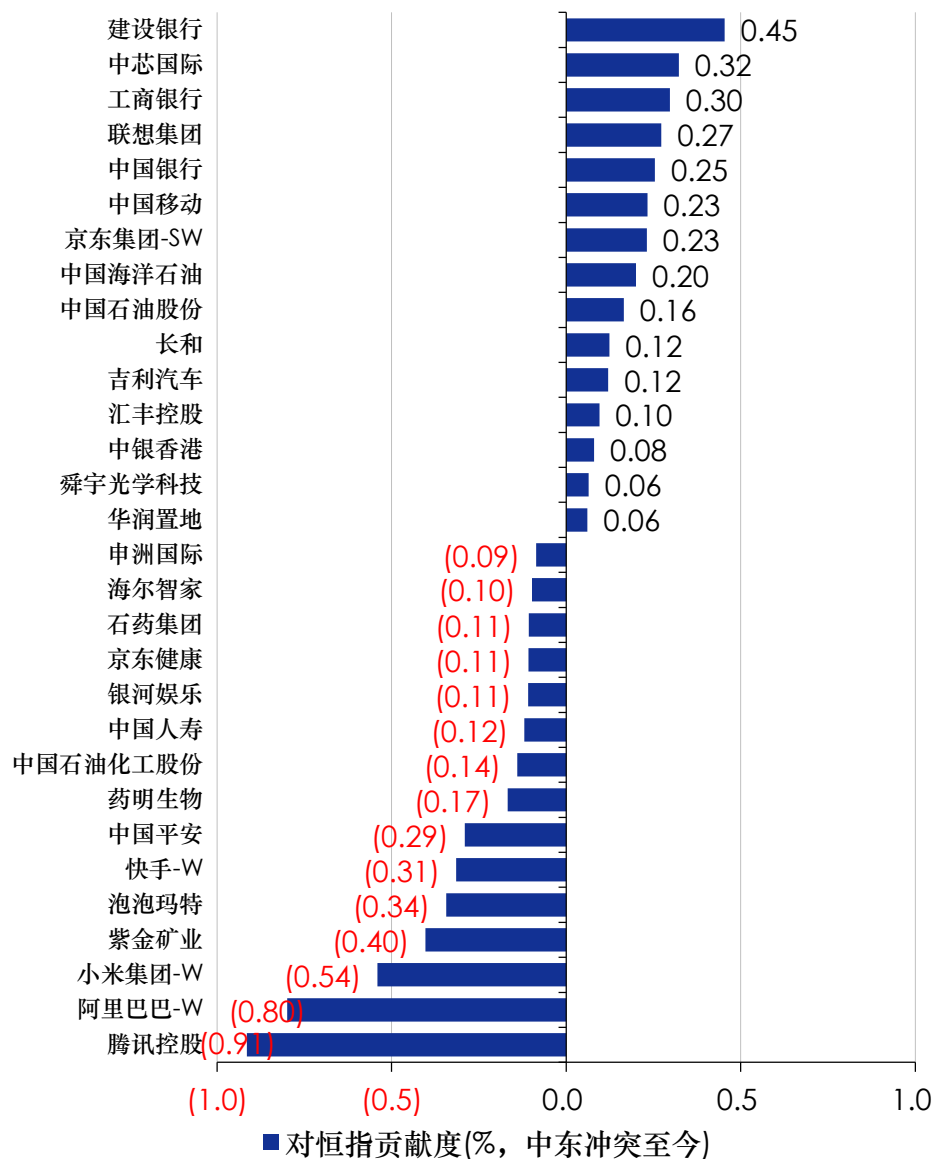
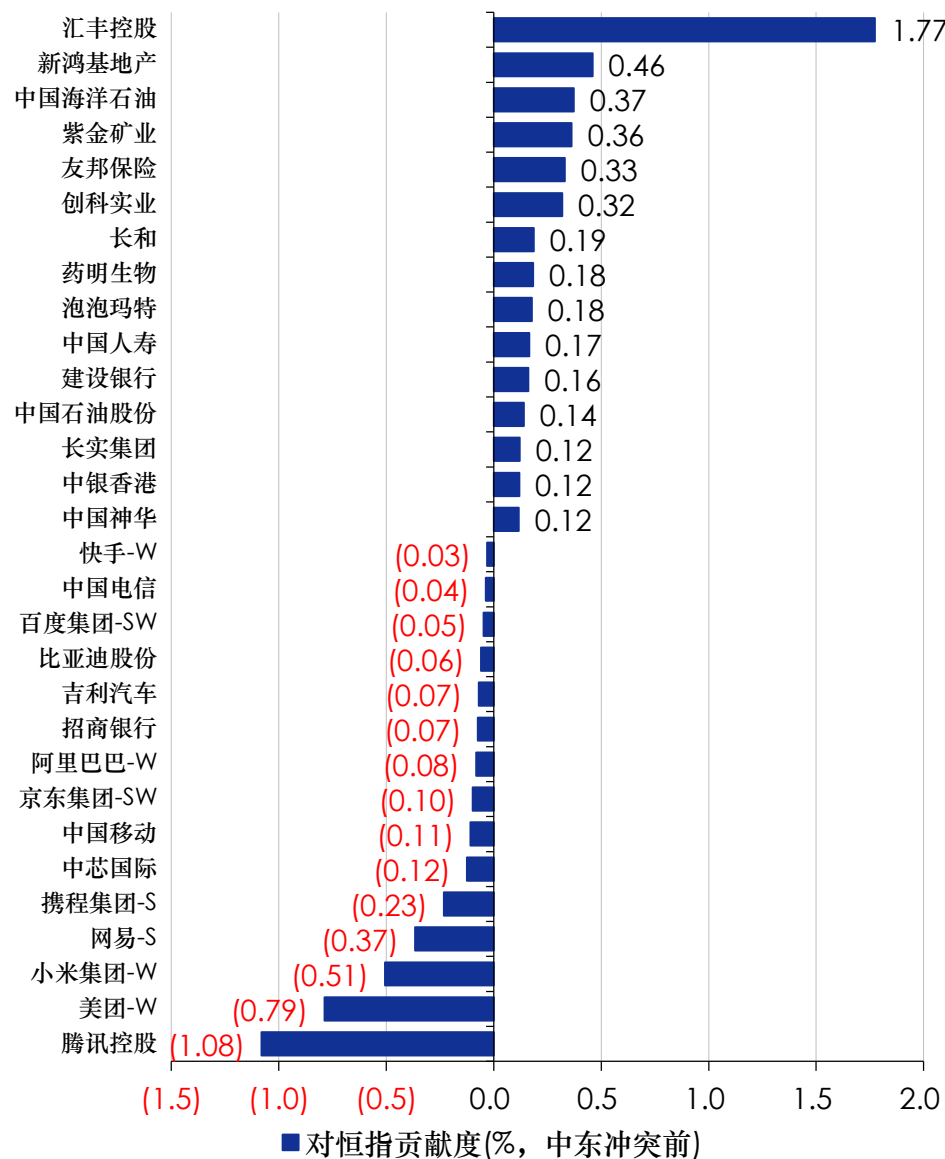
*彭博市场预测, 截至2026年5月26日

短期韧性有余，弹性不足

- ❖ **25000点是不容有失的牛熊分界线**：该位置既是本轮港股技术性牛市的重要支撑，也处于250天均线附近；更重要的是，2019至2021年间恒指多数时间运行在25000点上方，说明该位置曾是市场相对正常状态下的中枢水平，而在2021年下半年跌破后，指数运行区间明显下移，25000点也由支撑转为阻力。25000点是恒指估值中枢、风险偏好和市场强弱切换的关键分水岭。
- ❖ **25000点再度经受考验，震荡牛市框架暂未破坏**：3月23日恒指一度回落至24200点附近，短暂跌破25000点后并未进一步趋势性下行，随后重新修复至25000点上方，说明该位置附近仍有资金承接和情绪企稳力量。若后续25000点能够继续守住，港股仍可维持“震荡牛市”框架；但若再次有效跌破并失守，则22500点附近或成为下一道重要支撑，也意味着本轮行情可能重新进入技术性熊市区间。



今年金融石油驱动恒指，互联网成为最大拖累



AI次新股领跑，科技行情从平台修复转向新质生产力资产重估

平台龙头短期弹性下降

今年以来港股科技板块内部明显分化。传统平台龙头股价表现整体偏弱，主要并非基本面单一恶化，而是前期估值修复后进一步上行弹性下降，叠加平台企业进入新一轮竞争和投入周期。阿里、美团、京东等受到外卖、即时零售、电商补贴及本地生活竞争加剧影响，市场对利润率和股东回报持续性有所担忧；腾讯基本面相对稳健，但在AI投入、游戏增长节奏及估值性价比约束下，股价弹性亦不及高成长次新科技股。

资金扩散至 AI 模型与硬科技

随着风险偏好回升，资金开始从平台互联网龙头扩散至更具产业想象空间和交易弹性的AI次新股，包括智谱、MiniMax等AI模型公司，以及GPU、AI PCB、光模块、硅光芯片、图像传感器等AI硬件与算力基础设施标的。这一轮强势并非来自短期盈利释放，而是三重溢价共振：**稀缺性溢价**来自港股缺乏纯AI模型、GPU、AI PCB、硅光芯片等新质生产力标的；**产业趋势溢价**来自AI资本开支延续，算力瓶颈由模型和GPU扩散至高速互联、PCB、存储、散热、电源和光通信等环节；**流动性溢价**来自次新股流通盘较小、基石锁定、主题资金集中配置、南向关注度提升及潜在指数纳入预期，进一步放大股价弹性。

下半年进入兑现与筛选阶段

对下半年而言，科技板块仍可能是港股指数上行和结构性收益的重要来源。平台龙头若重新回到盈利改善、股东回报和AI赋能主线，将为恒生科技指数提供稳定器；AI模型和硬件新股则提供更强的估值弹性和主题扩散能力。但次新科技股估值更多基于未来空间而非当期利润，后续能否继续上涨，关键取决于订单、客户认证、商业化收入、毛利率和现金流兑现。若AI资本开支预期降温，或上市后收入兑现低于预期，前期稀缺性溢价也可能面临回吐。

平台龙头提供稳定器，AI 新股提供弹性

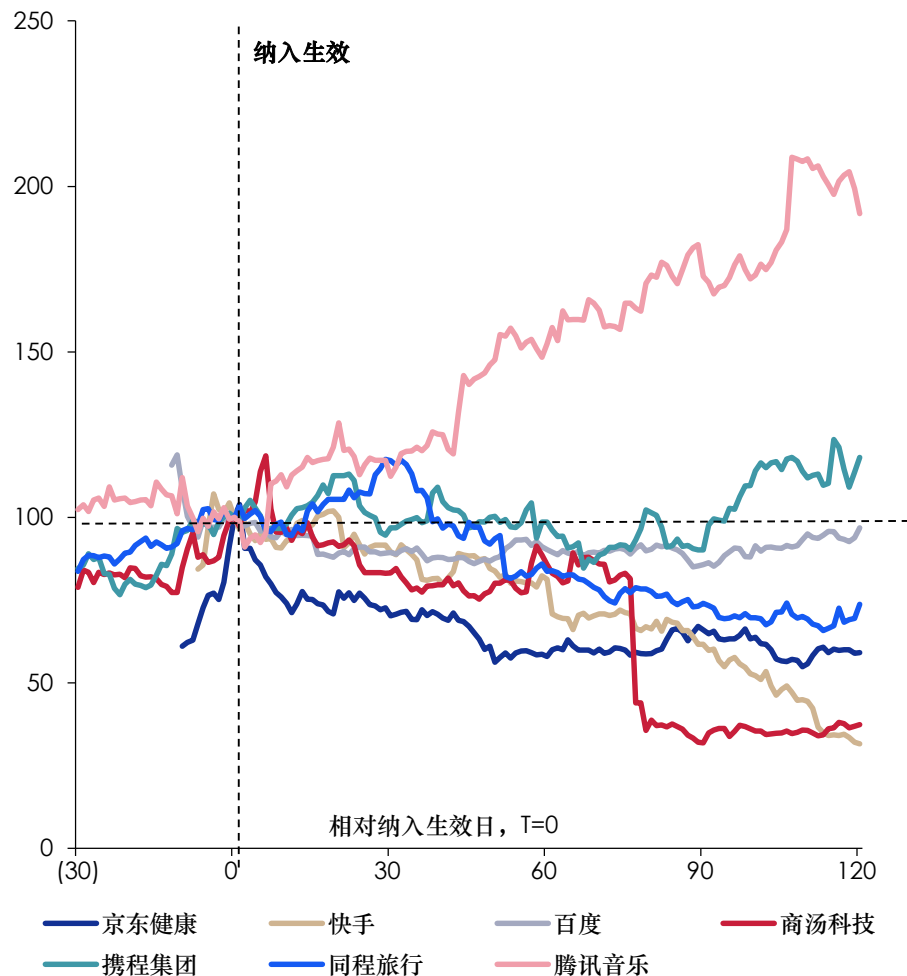


盈利确定性

科技主线仍在 AI 新质生产力重估，但下半年将进入估值、解禁与业绩兑现的验证期。

指数纳入提升 AI 代表性，高估值与解禁窗口将检验资金承接

短期看权重与被动买盘，中期看解禁与资金承接；真正的风险在于高估值、高权重与流通盘扩张叠加。



注：以各公司纳入恒生科技指数生效日为 T 日，并将 T 日表现指数化为 100；图中数值反映个股相对恒生科技指数的累计表现，低于 100 表示相对跑输，高于 100 表示相对跑赢。

指数纳入提升 AI 代表性，但波动进入指数层面

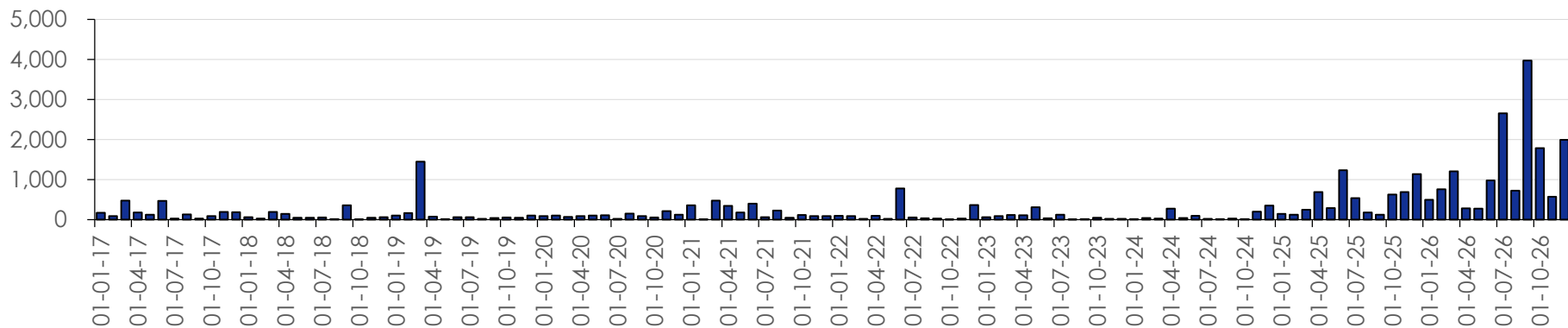
智谱、MiniMax 将于 6 月 8 日被正式纳入恒生科技指数，科技指数的 AI 原生资产代表性将明显提升，指数结构也将从传统平台互联网、消费电子和电动车，进一步扩展至大模型和人工智能新经济资产。但这也意味着高弹性、高估值、低流通盘的 AI 次新股，将开始对恒生科技指数产生更直接影响。

核心分歧在权重：初始影响有限，中期取决于解禁后自由流通扩张
本次市场分歧的核心并非“是否纳入”，而是“以多大权重纳入”。若按当前自由流通市值估算，由于智谱和 MiniMax 上市时间较短，基石及 Pre-IPO 投资者股份尚未充分解禁，当前可自由交易股份比例偏低，两家公司初始合计权重可能不足 1%，对恒生科技指数短期影响有限。但随着后续限售股逐步解禁、自由流通股本增加，其中期合计权重可能逐步提升至 5%–7%，届时其股价波动将从个股层面的主题交易，转化为恒生科技指数的重要变量。

历史经验显示：纳入不是单向利好，关键在基本面兑现和资金承接
指数纳入可带来短期被动资金买盘和市场关注度提升，但并不等于基本面兑现，也不必然带来持续上涨。快手、京东健康、商汤科技等高热度新经济公司，在纳入前曾受新股热度、稀缺性溢价和被动资金预期推动，但后续在估值消化、流动性收紧和基本面验证不足下，相对恒生科技指数明显跑输；相比之下，携程、同程旅行、腾讯音乐等互联网平台或内容生态公司，在纳入后阶段性跑赢恒生科技指数，核心在于其具备更清晰的收入、利润、现金流或复苏逻辑，能够在被动资金买盘之外获得主动资金接力。因此，对智谱和 MiniMax 而言，潜在纳入有助于提升指数 AI 代表性，但由于其更接近高热度、低流通盘、远期预期较强的新经济样本，关键仍在于初始权重、自由流通盘变化、解禁承接及商业化兑现；若未来权重随解禁逐步提升，而商业化收入和盈利路径未能匹配高估值，则两家公司可能从科技指数的弹性来源，转化为阶段性拖累。

IPO解禁高峰对市场扰动或有限

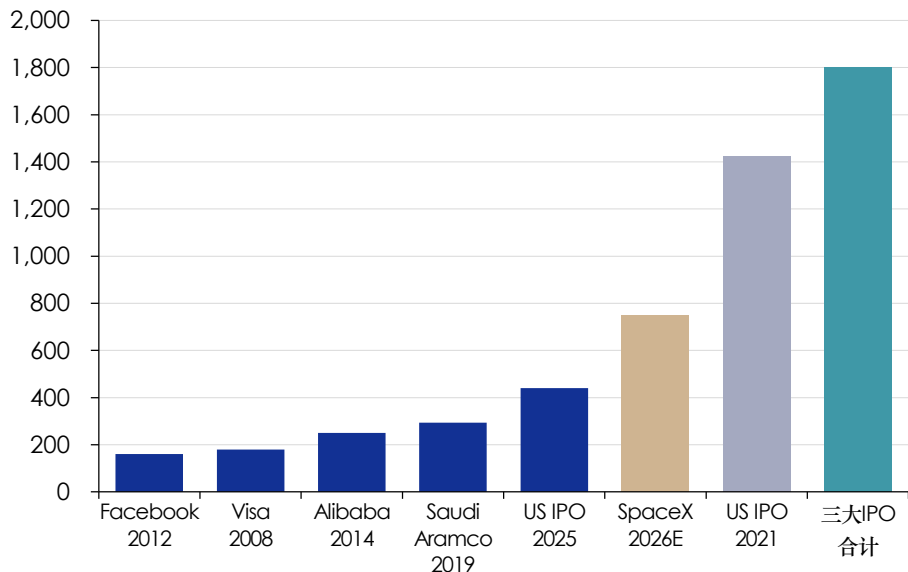
- ❖ 2017—2026年期间，港股解禁规模整体呈现上行趋势，尤其在2025—2026年阶段明显抬升，进入集中释放期。其中，**2026年9月**单月解禁规模预计达**3,973亿港元**，为历史最高；从结构看，解禁压力呈现一定集中度，原材料行业占比约34%，为最主要来源，其次为资讯科技及医疗保健板块。
- ❖ 我们选取2017年至2025年的数据，以月度回报率与波动率作为核心观测指标。历史分布显示，港股月度解禁规模的“均值加一倍标准差”约为885亿港元，已处于偏极端区间。考虑到若严格采用该阈值，样本数量偏少，不利于总结市场节奏特征，适度放宽识别标准后将600亿港元以上的月份界定为高强度解禁月份，并据此筛选出7个样本，重点考察解禁前一个月及解禁当月两个关键时间窗口的市场表现。
- ❖ 从结果看，高强度解禁阶段前后，市场呈现出较为清晰的节奏性特征。解禁前一个月平均回报率约为2.3%，明显高于整体市场水平0.32%；进入解禁当月后，平均回报率回落至约-0.4%，较前期明显转弱，并低于全样本均值。相比之下，波动率在解禁前一个月约为1.3%，在解禁当月升至1.6%，较整体市场水平1.31%有所抬升，显示市场不确定性边际增加。
- ❖ 解禁对港股市场的影响更多体现为收益节奏的阶段性的切换，即解禁前市场表现相对偏强，而解禁当月趋于转弱。波动率在解禁当月亦有一定抬升，但其变化幅度整体弱于收益率层面的切换。需要注意的是，整体扰动有限并不意味着个股风险可忽略，智谱7月基石解禁约5.8%；MiniMax 7月初约39%股份解禁，10月前后或再解禁约18%，其中7月解禁规模超800亿港元，低流通盘下的供给扩张仍需重点关注。



美股三大潜在IPO或构成历史级供给冲击，承接压力更多体现为配置再平衡

今年下半年，SpaceX、OpenAI、Anthropic等潜在超级科技IPO若集中进入发行窗口，或形成约1,800亿美元募资规模和约3.5万亿美元估值体量；通过一级供给、二级成交、现金池及成长资金风险预算四个维度，评估全球市场对这一轮科技股供给冲击的承接能力。

三大IPO合计或超过2021年美国IPO高峰



注：Alibaba、Visa、Facebook为美国市场历史上最具代表性的大型IPO样本，Saudi Aramco为全球最大单体IPO锚点；2021/2025年美国全年IPO募资用于衡量年度供给冲击。

交易流动性可吸收，配置压力更关键

维度	指标	结果	判断
一级供给	三大IPO / 2021年美国IPO募资高峰	126.4%	历史级供给冲击
二级成交	三大IPO / 纳斯达克100成分股近3个月月均成交额	3.16%	交易流动性可吸收
现金池	三大IPO / 美国货币基金资产	2.3%	绝对现金池充裕
成长资金 风险预算	三大IPO / QQQ、XLK、SMH合计AUM	27.3%	科技成长配置压力较大
主题资金	SpaceX / Space ETF AUM	22.7倍	窄口径太空主题资金不足

注：QQQ并非纯科技ETF，而是用于衡量大型科技成长敞口；XLK、SMH分别代表信息科技板块及AI硬件/半导体敞口。若以QQQ加美国科技ETF总AUM近似科技成长相关ETF资金池，QQQ、XLK、SMH合计AUM占比约77%，具备较强代表性。

三大IPO若集中落地，一级供给规模将达到历史级别，但相对Nasdaq 100成分股成交额和美国货币基金规模，直接流动性压力仍可**控**。真正约束在于**全球科技成长资金是否仍有足够风险预算**进一步增加AI和高估值科技资产仓位。以QQQ、XLK、SMH作为公开市场科技成长资金池代理，三大IPO合计募资约相当于三者合计AUM的27.3%，显示其对科技成长配置额度的占用并不低；若缺乏持续新增资金流入，机构可能需要**减持现有AI、半导体、软件、云计算及高估值成长股**来腾挪仓位。SpaceX若在Nasdaq上市，大概率于上市后第15个交易日左右纳入Nasdaq 100，初始权重或约0.47%至0.70%，带来被动指数资金配置需求。因此，其核心影响并非简单“抽水”，而是**科技资产内部的配置再排序、指数资金再平衡和估值锚重定价**。

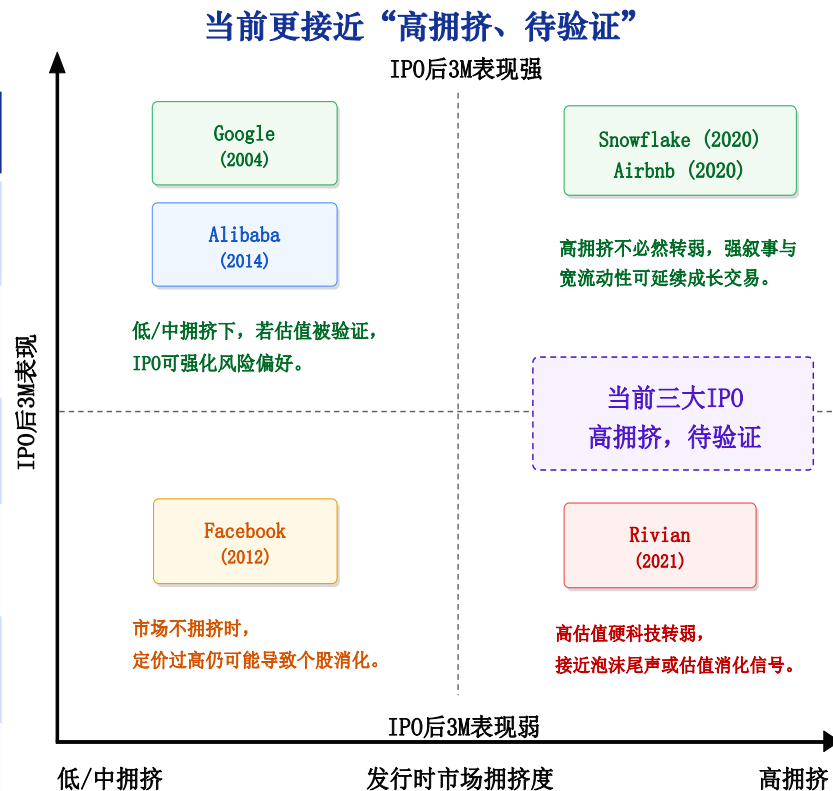
大型科技IPO既可强化风险偏好，也可能触发估值消化

大型科技IPO通常不是市场转折点本身，而是公开市场对高估值成长资产的一次压力测试：若上市后估值被验证，风险偏好可继续扩散；若承接失败，则可能触发成长风格估值消化。

IPO后3个月表现是估值承接的关键信号

IPO	募资 (亿美元)	IPO前 12M纳指	首日	IPO后 3M	纳指 3M	恒指 3M	判断
Google	17	+6.1%	+18.0%	+98.8%	+13.8%	+12.6%	科技修复早中期，个股与指数同步上行
Facebook	160	+7.1%	+0.6%	-47.3%	+11.0%	+4.7%	定价偏高，个股大幅消化但指数未被拖累
Alibaba	250	+27.0%	+38.1%	+52.9%	+4.4%	-4.4%	超级IPO被美股承接，恒指受自身周期拖累
Snowflake	34	+45.7%	+111.6%	+179.2%	+10.7%	+7.0%	高拥挤、低利率环境下成长交易延续
Airbnb	35	+47.9%	+112.8%	+164.7%	+3.1%	+9.1%	IPO热潮与宽流动性推动风险偏好
Rivian	137	+37.1%	+29.1%	-21.8%	-9.3%	+0.6%	高估值硬科技转弱，接近泡沫尾声信号

注：Google代表科技牛市早中期的优质成长IPO；Facebook代表超级平台公司上市初期定价消化；Alibaba代表全球超级科技IPO及中概资产错；Snowflake和Airbnb代表2020年低利率成长股IPO热潮；Rivian代表2021年高估值硬科技泡沫后段。

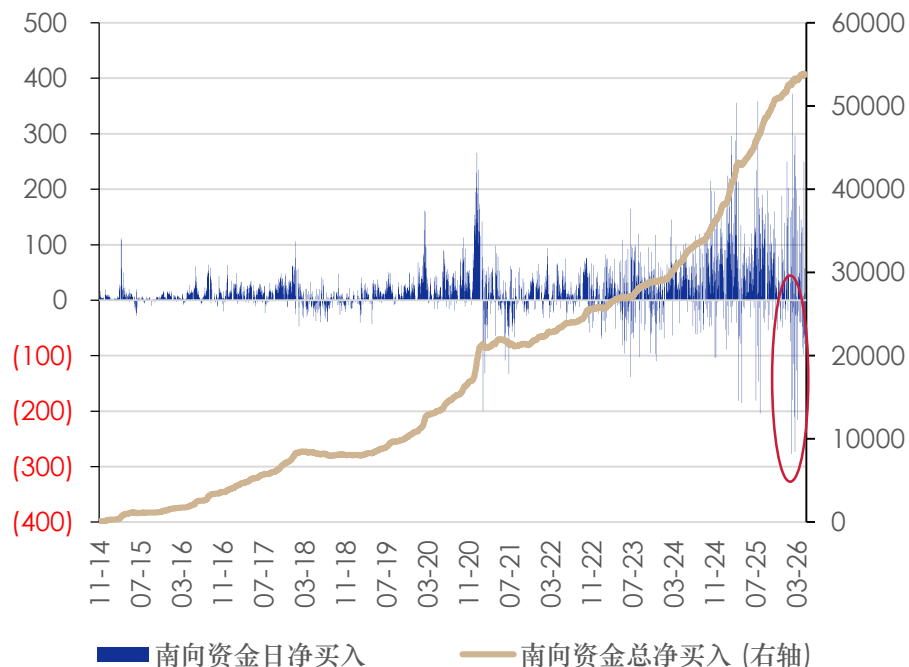
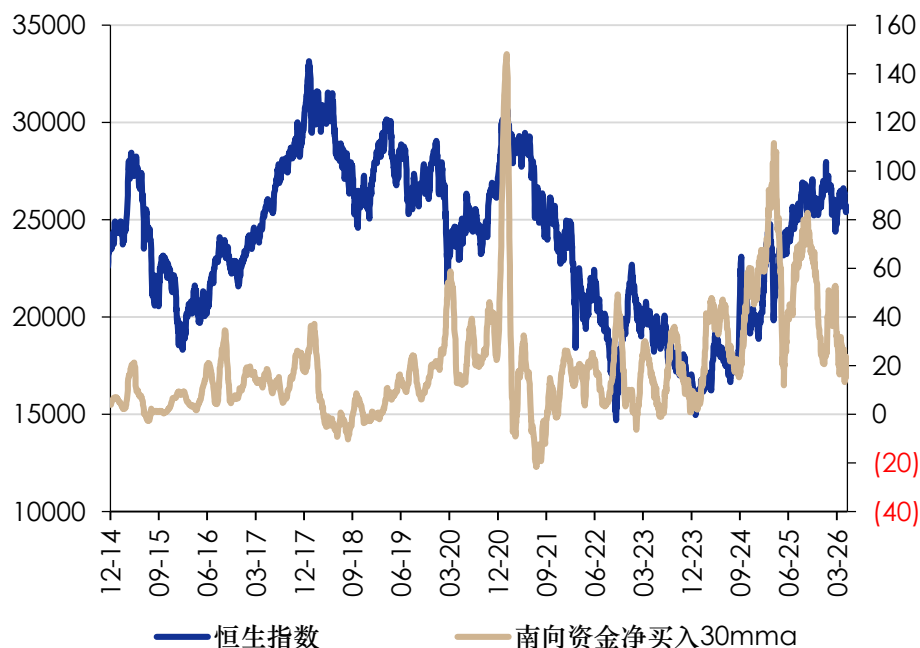


超级科技IPO不是简单流动性抽水，而是高估值成长资产进入公开市场后的“估值验证事件”。若流动性充裕、成长叙事强且上市后表现延续，IPO可成为**风险偏好加速器**；若定价过高或市场已处于高拥挤阶段，上市后破发/转弱则可能暴露公募市场对远期增长、盈利路径和资本开支的承接压力。当前三大IPO更接近“高拥挤、待验证”状态，关键观察不只是募资规模，而是首日定价和上市后三个月表现；对港股的影响主要来自**美股AI估值锚重定价和全球成长风格再平衡**，而非直接资金外流。

今年南向资金流入放缓，中东冲突以来托底作用减弱

港股通开通以来，南向资金并没有绝对定价权，但2024年以来定价权显著提升。

- ❖ 港股通开通以来，南向资金流向大约在40%的时间主导了当日港股走向，此比例自2024年后显著提高，2025年进一步提升至43%，但今年以来仅有28%，3月中东冲突以来，更仅有17% (冲突前47%)。
- ❖ 2024年以来南向交易占比显著提升，2025年南向交易占市场成交额的比例高达48%，但今年降至43.0%。同时南向资金净买入中枢也有所回落。
- ❖ 中东冲突以来，南向交易成交占比仍有44%，说明南向资金交易活跃度并没有降低，但南向资金的配置风格明显由趋势性增配转向波段化交易，托底作用较此前有所减弱，更倾向于在市场急跌时低位承接、反弹后快速兑现。



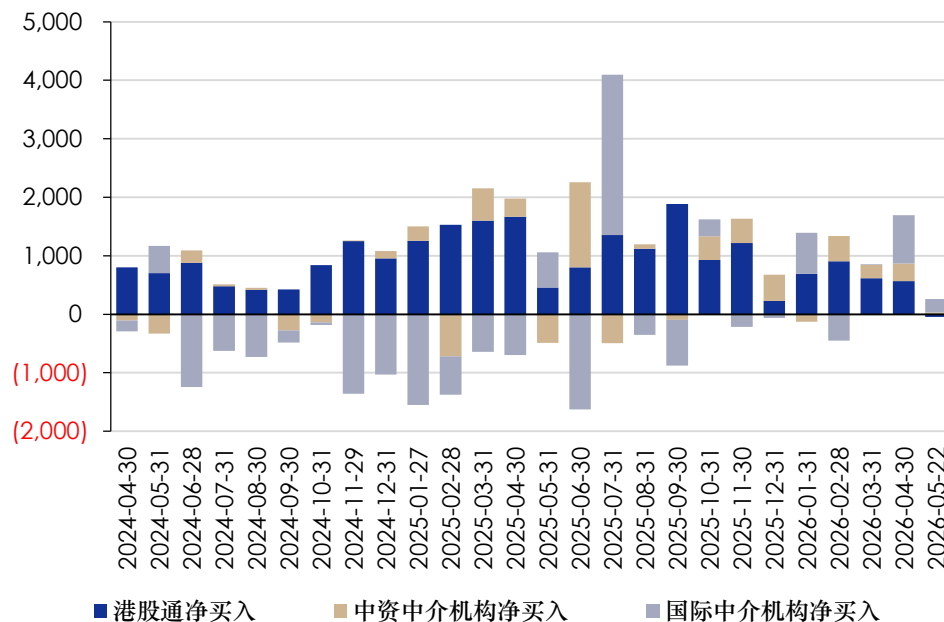
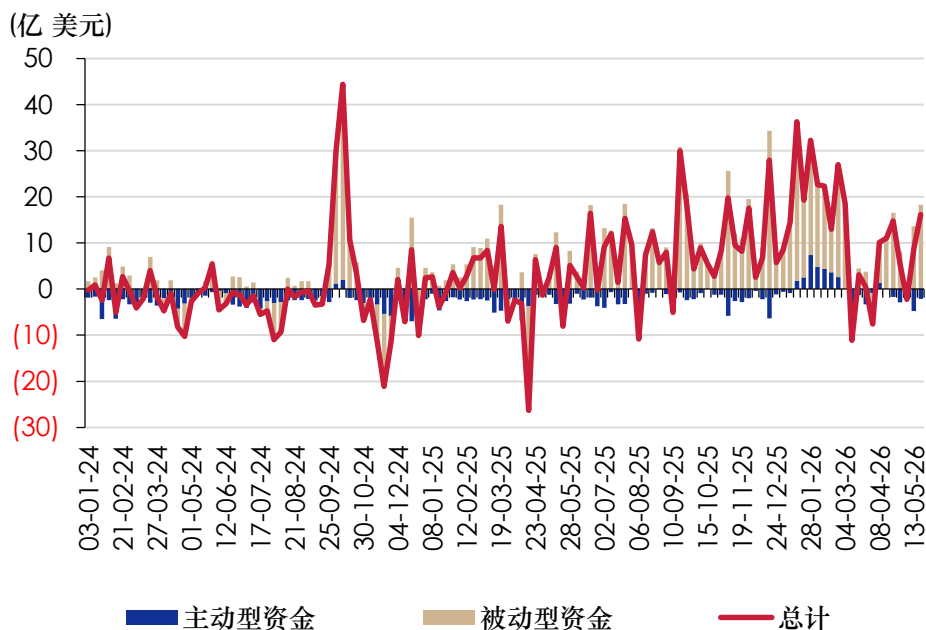
中东战争以来北水风格显著切换

排名	股票代码	公司名称	净买入 (亿港元)	股票代码	公司名称	净卖出 (亿港元)
1-2月份						
1	0700.HK	腾讯控股	336.66	0941.HK	中国移动	-146.49
2	1810.HK	小米集团-W	167.88	2899.HK	紫金矿业	-46.93
3	02800.HK	盈富基金	97.03	0981.HK	中芯国际	-17.48
4	03033.HK	南方恒生科技	88.69	2228.HK	晶泰控股	-8.73
5	9988.HK	阿里巴巴-W	87.40	2269.HK	药明生物	-7.39
6	1024.HK	快手-W	53.71	6869.HK	长飞光纤光缆	-4.74
7	3690.HK	美团-W	51.21	9926.HK	康方生物	-4.19
8	2628.HK	中国人寿	39.37	1138.HK	中远海能	-3.58
9	9992.HK	泡泡玛特	32.54	9880.HK	优必选	-2.58
10	02828.HK	恒生中国企业	23.18	1818.HK	招金矿业	-2.18
3月份以来						
1	0981.HK	中芯国际	126.35	9988.HK	阿里巴巴-W	-184.52
2	0883.HK	中国海洋石油	89.00	02800.HK	盈富基金	-65.06
3	9992.HK	泡泡玛特	84.42	6869.HK	长飞光纤光缆	-52.22
4	1810.HK	小米集团-W	50.37	0386.HK	中国石油化工股份	-6.49
5	0941.HK	中国移动	39.70	1818.HK	招金矿业	-4.46
6	1024.HK	快手-W	33.71	0175.HK	吉利汽车	-4.20
7	02828.HK	恒生中国企业	29.61	6088.HK	鸿腾精密	-3.62
8	6166.HK	剑桥科技	22.60	9880.HK	优必选	-2.36
9	6809.HK	澜起科技	19.37	1138.HK	中远海能	-2.27
10	03033.HK	南方恒生科技	18.44	3986.HK	兆易创新	-2.14

数据来源: Wind, 建银国际; 数据截至2026-05-22

国际Long-only开始回流，香港资金再配置依赖提升内在吸引力

- ❖ **新兴市场资金明显偏好中国市场：**根据IIF数据，2026年1至4月中国股市外资净流入239亿美元，而除中国外的新兴市场同期大幅净流出525亿美元，显示全球新兴市场资金在区域配置上明显向中国资产倾斜。
- ❖ **国际Long-only资金开始回流，香港市场成为重要承接平台：**
 - 根据EPFR数据，截至5月20日，今年被动型资金持续回流中国市场，累计流入规模达249亿美元，同比增长282%；主动型资金也由净流出转为小幅净流入，反映国际Long-only资金对中国资产的配置意愿边际改善。虽然中东冲突期间外资一度小幅流出，但随后迅速恢复流入，显示资金回流趋势具备一定韧性。
 - 与此同时，根据我们测算的中介机构持仓数据，今年以来国际中介机构净买入港股1,556亿港元，去年同期则为净流出3,288亿港元，说明香港市场正明显受益于国际资金对中国资产的再配置。



中国市场宽度偏弱，美日韩上涨扩散更充分但龙头贡献仍高

今年以来主要市场涨跌幅仍呈现明显头部集中。

- A股上涨家数占比仅36%，但前十大贡献股合计贡献度明显高于指数实际涨幅，显示指数表现主要由少数AI硬件及新能源权重股驱动。
- 美股、日本和韩国上涨家数占比分别达到58.5%、65.3%和68.0%，市场宽度相对更好，但前十大贡献股仍分别解释指数涨幅的85.6%、75.0%和76.0%，说明AI、半导体及大型权重股仍是核心主线。
- 港股则表现为指数下跌但内部并非全面走弱，前十大拖累股对恒生指数跌幅的解释比例显著超过100%，反映少数大权重股拖累被其他成分股部分抵消。

指数	年初以来涨跌幅	成分股总数	上涨家数占比	前十大贡献个股合计贡献度	前十大贡献占指数总涨跌幅比例	前十大贡献/拖累个股名称
沪深300	5.2%	300	36.0%	7.4%	143.0%	中际旭创、新易盛、宁德时代、兆易创新、东山精密、澜起科技、三环集团、寒武纪、天孚通信、潍柴动力
恒生指数	(2.6%)	90	48.9%	(7.1%)	274.6%	腾讯控股、小米集团、阿里巴巴、美团、快手、携程集团、中国平安、网易、比亚迪股份、京东健康
标普500	9.9%	503	58.5%	8.5%	85.6%	谷歌-A、美光科技、谷歌-C、苹果、英伟达、博通、超威半导体(AMD)、英特尔、亚马逊、闪迪
日经225	31.8%	225	65.3%	23.8%	75.0%	软银集团、迅销、东京电子、爱德万测试、揖斐电电子、TDK电子、村田制作所、信越化学工业、太阳诱电、藤仓
韩国KOSPI 200	121.6%	200	68.0%	92.4%	76.0%	SK海力士、三星电子、三星电机、SK SQUARE、现代汽车、三星生命、现代摩比斯、LG电子、三星SDI、三星物产

注：个股贡献度按年初权重乘以年初以来个股涨跌幅测算；指数涨跌幅采用实际指数表现作为分母。由于成分股调整、权重漂移、分红及指数编制差异，成分股贡献加总与指数实际表现可能存在误差。

数据来源：彭博，Wind，建银国际；数据截至2026-05-29

预计下半年恒指波动区间介于24000-29000点

预计下半年港股走势或先升后回，恒生指数波动区间介于24000-29000点，国企指数波动区间介于8000-9800点，科技指数介于4500-6000点。

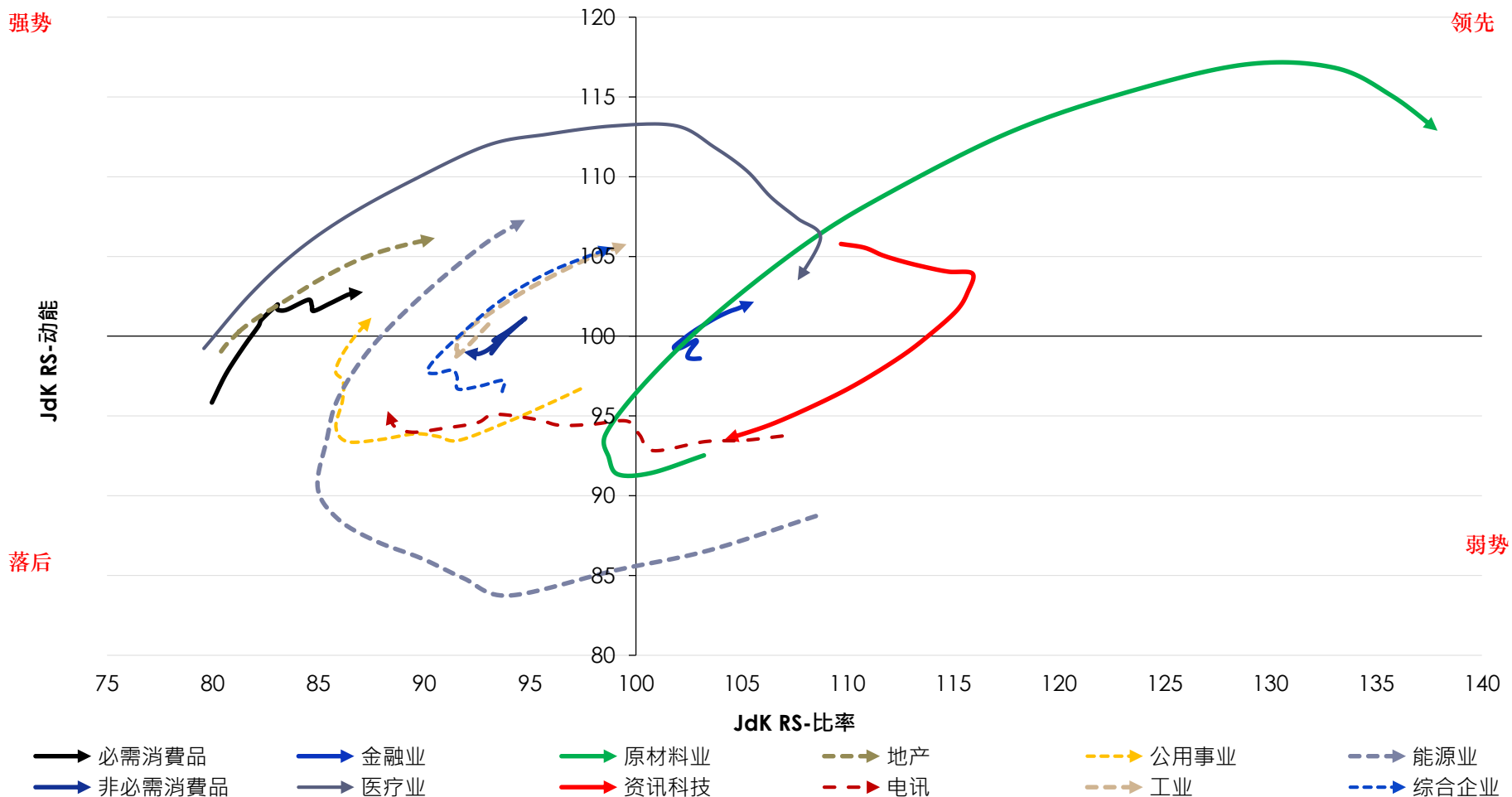
情景分析		2026E盈利增速						
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
恒生指数	预测估值 (X)	15	30,631	32,243	33,855	35,467	37,079	38,691
		14	28,589	30,093	31,598	33,103	34,607	36,112
		13	26,547	27,944	29,341	30,738	32,135	33,533
		12	24,505	25,794	27,084	28,374	29,663	30,953
		11	22,462	23,645	24,827	26,009	27,191	28,374
		10	20,420	21,495	22,570	23,645	24,719	25,794

情景分析		2026E盈利增速						
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
恒生国企指数	预测估值 (X)	14	10,849	11,420	11,991	12,562	13,133	13,704
		13	10,074	10,604	11,135	11,665	12,195	12,725
		12	9,299	9,789	10,278	10,768	11,257	11,746
		11	8,524	8,973	9,422	9,870	10,319	10,768
		10	7,749	8,157	8,565	8,973	9,381	9,789
		9	6,974	7,341	7,709	8,076	8,443	8,810

情景分析		2026E盈利增速						
		-5%	0%	10%	20%	30%	40%	
恒生科技指数	预测估值 (X)	30	7,169	7,546	8,301	9,055	9,810	10,565
		27	6,452	6,792	7,471	8,150	8,829	9,508
		24	5,735	6,037	6,641	7,244	7,848	8,452
		21	5,018	5,282	5,811	6,339	6,867	7,395
		18	4,301	4,528	4,980	5,433	5,886	6,339
		15	3,584	3,773	4,150	4,528	4,905	5,282

数据来源：彭博，建银国际

能源大幅走强，金融凸显防御性，科技、原材料趋弱



JdK RS-Ratio: 指数相对于参照指数的表现。大于100表示好于参照指数。但有一定时间滞后性，不能用以判断转折点，主要用以判断趋势的延续。

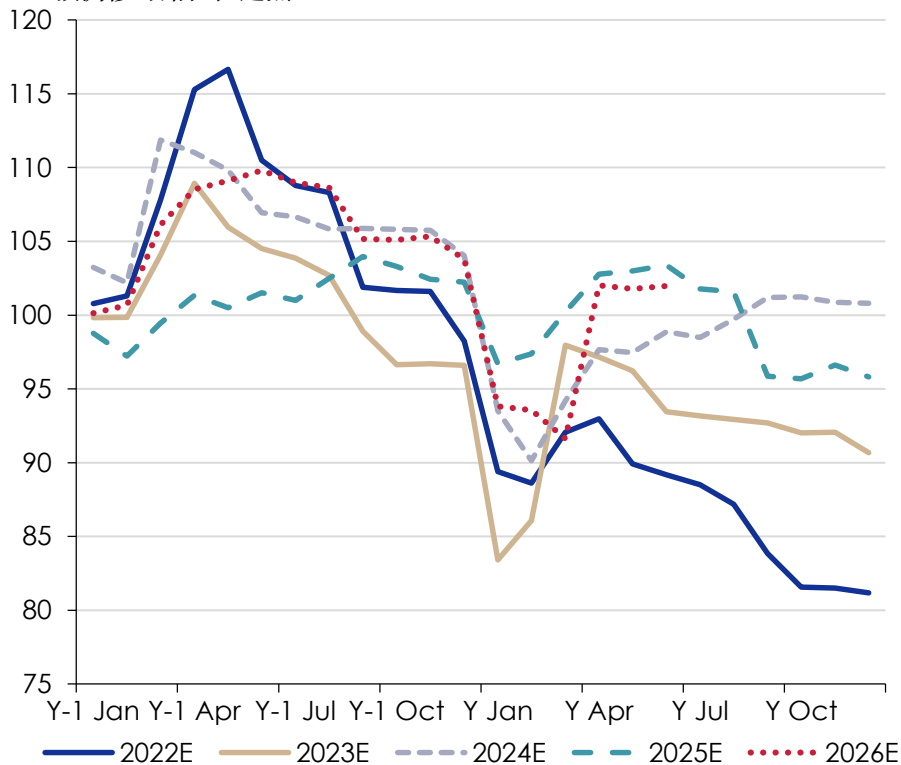
JdK RS-Momentum: 指数相对于参照指数的动能。大于100表示JdK RS-Ratio的向上转折点。强势：表现弱于参照指数但动能走强；领先：表现强于参照指数，相对走强；落后：表现弱于参照指数，相对走弱；弱势：相对走强但动能走弱。

数据来源：彭博，建银国际；数据截至2026-05-22

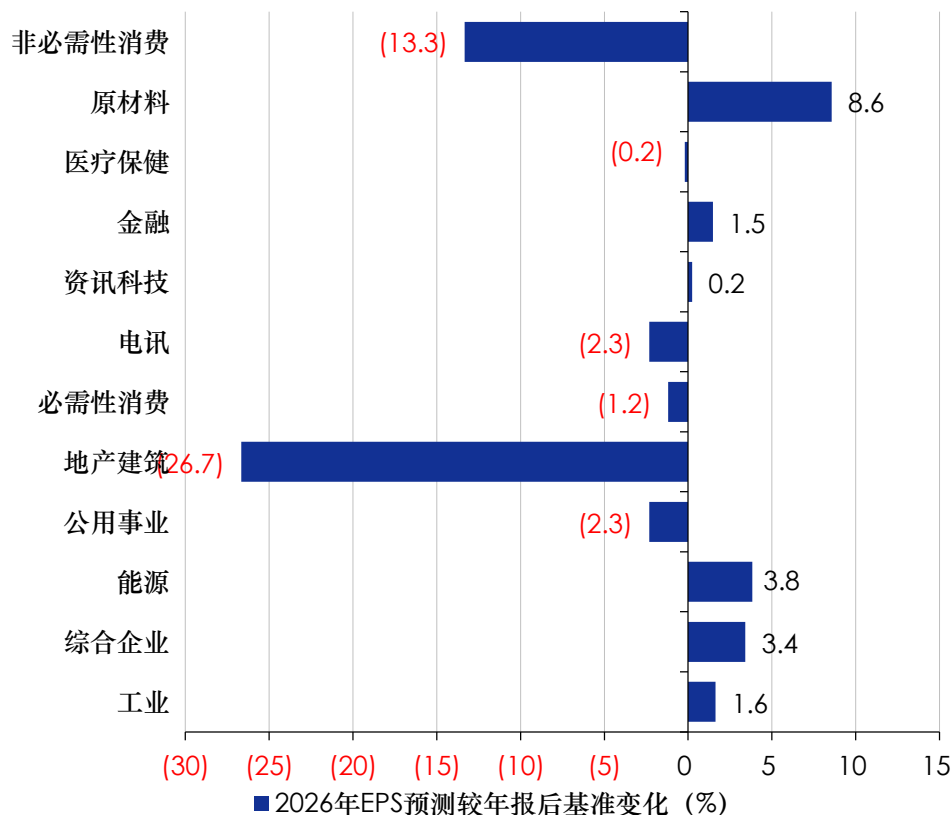
港股盈利预测阶段性回落，结构性分化仍是主线

- ❖ 从恒指年度EPS预测修订路径看，2026E盈利预测在2025年曾明显上修，年初一度回吐，年报后有所修复，但目前仍低于此前高点、仅较起点小幅上修。整体来看，2026E盈利预期明显好于持续下修的2022E和2023E，但修复斜率仍不稳定，显示盈利修复仍有基础但持续性有待验证。
- ❖ 行业层面，以年报披露后已修正的盈利预测为基准，5月底各板块2026年EPS预测边际变化明显分化。能源和原材料进一步上修，而非必需性消费和地产建筑回吐较多，显示盈利修复仍不均衡。

EPS预测修订路径，起点=100



注：各年度盈利预测以预测年前一年初始值为100，展示市场一致预期的累计修订路径；线条为10日平滑值。



注：以3月底作为年报披露后盈利预期基准

一季报验证结构分化，AI硬件盈利上修，金融仍为稳定器

- ❖ **互联网：一季报表现分化，市场更关注指引和 AI 兑现路径。**腾讯业绩整体偏 mixed，收入和利润低于预期，但游戏、广告和 AI 相关业务仍有韧性，管理层对后续 AI 应用和算力供给表态积极；阿里当期业绩大幅低于预期，利润受电商竞争、即时零售和 AI 投入拖累，但云业务与 AI 收入增长强劲，管理层指引明显优于市场此前预期。互联网龙头已从估值修复进入“业绩与指引再定价”阶段，后续 EPS 预测调整将决定股价分化。
- ❖ **硬件：景气度获得一季报和二季度指引共同验证。**兆易创新、澜起科技、胜宏科技等一季报表现较强，存储芯片、AI 服务器互连和 AI PCB 等方向从主题交易转向利润兑现；中芯国际一季度毛利率环比改善，二季度指引积极，进一步强化成熟制程、国产替代和价格修复逻辑。相比之下，璧仞科技、曦智科技、长光辰芯等港股硬科技次新股更多由稀缺性和风险偏好驱动，短期涨幅较快后需警惕业绩兑现和估值消化压力。
- ❖ **消费：强品牌制造正向预期差，但不能外推为全面复苏。**泡泡玛特一季度未经审核收入同比增长 75%至80%，明显好于市场此前对全年增速的线性预期，强化优质 IP 全球化、渠道扩张和产品迭代带来的盈利上修逻辑；老铺黄金此前披露的一季度销售额和净利润预期较强，也继续验证高端悦己消费和品牌稀缺性的韧性。相比之下，传统大众消费、餐饮链和部分可选消费仍缺乏明显向上惊喜。整体来看，消费不是全面复苏，而是少数强品牌、强 IP 公司持续制造正向预期差。
- ❖ **金融：港交所超预期，头部券商弹性释放，银行好于悲观预期但仍偏防御。**港交所一季报收入及利润创历史新高，净利润高于市场一致预期，直接受益于港股成交活跃、IPO 回暖和衍生品业务增长，是金融板块中业绩与预期差最强的方向；中信证券、中金公司等头部券商一季度利润增长较快，显示成交额回升、风险偏好修复及投行业务改善正在传导至业绩端。相比之下，建设银行、中国银行、工商银行等国有大行一季报整体好于此前悲观预期，收入和利润恢复正增长，息差压力边际缓和且资产质量保持稳定，但盈利弹性仍相对有限，更多承担高股息和防御底仓功能。

季报后EPS预测修正：
硬件链上修最明显，互联网盈利承压

公司	2026E	2027E	2028E
兆易创新	27%	30%	18%
澜起科技	11%	17%	14%
中芯国际	6%	8%	10%
京东	3%	3%	3%
港交所	3%	3%	3%
胜宏科技	0%	1%	-3%
腾讯	(1%)	(2%)	(2%)
阿里巴巴	(5%)	(6%)	(15%)

注：数据为季报公布后，市场对2026E至2028E EPS预测的调整幅度。

数据来源：彭博，建银国际；数据截至2026-05-22

免责声明

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定(i) 他们或其各自的关联人士(定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则)没有在本文发行日期之前的30个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后3个工作日(定义见《证券及期货条例》(香港法例第571章))内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及(iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际(控股)有限公司(「建银国际控股」)和中国建设银行股份有限公司(「建行」)全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司(统称「建银国际证券」)不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适用性作出任何形式担保、陈述及保证(不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性(或相关投资)做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失(不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的)概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意(i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的(至少12个月)，且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及(v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证(不论明示或默示)。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源(如有)的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证(不论明示或默示)。

免责声明

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097