

# 2026年中展望

## 在投资中避免“消极防御”



在世界杯足球赛上，一些球队可能会被指责采取将大部分球员布置在球门前以防输球的消极策略。

全球经济正面临着诸多不确定性，其中包括未完全落幕的中东冲突、央行对通胀回升的潜在应对措施、美国政治与政策环境的可能转变，以及人工智能（AI）领域的迅猛发展。鉴于我们的“球队名单”（资产配置表）中拥有广泛的资产种类，保持消极并一味持有现金\*可能并非明智之举。

在我们的《2026年中展望》中，我们将讨论若干关键的市场问题，以及这些问题对投资者的具体意味着什么。

1. 中东冲突将如何演变？
2. 全球AI投资的机会与风险：是否会再次引发对持仓集中度的担忧？
3. 中国经济和资产配置：如何应对结构分化增长结构？
4. 中国离岸市场：AI能否推动市场反转？
5. 美国中期选举：国会格局的变动将如何改变政策？
6. 央行政策：如何在通胀与增长挑战之间取得平衡？
7. 新的多元化机会：通胀世界中的另类资产策略
8. 价值股 vs. 成长股：价值股是否会再获关注？

\*现金的回报基于美国短期国债的收益率。

## 1. 中东冲突将如何演变？

### 摘要

- 我们考虑了中东冲突随时间推移演变的三种情景。即使霍尔木兹海峡保持开放，短期通胀仍有可能保持在较高水平，但投资者会忽视这一短期影响，将目光投向更长远的未来。
- 海峡的再度封锁或将使全球经济风险从通胀转向“滞胀”。
- 油气生产及基础设施受到的破坏具有持续性，可能带来经济增长长期下调的风险，同时也会促使各国政府寻求更持久的解决方案以提高能源独立性。

2026年下半年的全球经济和市场表现，核心决定因素仍是中东局势的发展。由于霍尔木兹海峡继续受到封锁，快速逆转油气供应中断造成的经济损害的时间窗口正在缩小。尽管危机随时可能化解，但就目前而言，华盛顿和德黑兰似乎都无法打破这一僵局。以下我们概述了可能发生的情景及其对投资者具体意味着什么。我们依然认为第一种情景—海峡保持开放，或是最有可能的情景。

### 可能情景一：海峡保持开放

#### 背景

双方维持停火状态并同意重新开放霍尔木兹海峡。航运交通在6至8周内恢复到冲突前水平。

#### 经济反应

- 由于各国政府和企业需要重建库存及战略储备，能源价格下行空间或有限。
- 航运保险成本可能会在更长时间内保持较高水平，并传导至能源价格中。
- 整体通胀率在2026年下半年和2027年初可能保持高位，随后逐步下降。
- 由于较高的能源和食品价格削弱了可支配收入，消费受到轻微冲击。
- 企业资本支出，尤其是对人工智能（AI）的投入，依然保持强劲。

#### 政策反应

- 美联储可能会维持利率不变，并保持观望态度；在2026年降息的可能性似乎越来越小。
- 欧洲央行和英格兰银行等更关注通胀的央行可能会小幅加息以防范通胀压力。如果通胀预期能够稳定在政策目标附近，这些举措随后可能会被逆转。
- 各国政府可能会继续通过消费或收入补贴来支持家庭和企业。财政赤字可能会上升，但债券投资者可能会认为这些措施是暂时的，从而国债收益率急剧上升的风险受到限制。

#### 市场影响

- 尽管在通胀具有粘性的背景下美国国债收益率可能保持高位，但由于美联储减少了对进一步紧缩政策的关注，美债收益率曲线可能会出现“牛陡”（短端收益率相对于长端收益率下降更多）走势。
- 风险偏好情绪的回升可能会对全球股市形成支撑。近期表现落后的板块（如对周期敏感的行业）可能会迎来补涨，从而扩大市场的上涨广度。
- 随着风险偏好改善，美元兑主要货币可能会贬值。
- 全球增长前景的明朗化可能会提升市场对私募信贷和私募股权的投资意愿。

### 可能情景二：霍尔木兹海峡再度封锁

#### 背景

尽管处于停火状态，但德黑兰和华盛顿对和平协议内容仍有不少分歧，加上6月下旬美伊之间再现军事冲突，不排除霍尔木兹海峡再度面临短期封锁，这或导致在2026年下半年的大部分时间里，进出波斯湾的航运流量仍远低于冲突前水平。

#### 经济反应

- 全球库存继续迅速消耗。
- 压力不仅局限于石油和天然气，用于肥料的石油化工产品以及许多工业投入品也受到影响。
- 上涨的原油和天然气价格推高通胀，而由于原材料配给和需求收缩（因价格过高导致需求减少），经济活动有所减弱。
- 由于对波斯湾能源和原材料的依赖程度更高，亚洲经济体比美国和欧洲更为脆弱。然而，鉴于亚洲在全球供应链中的核心角色，这种中断将会对全球产生连锁反应。
- 生活必需品的短缺在某些情况下可能会引发公众不满，甚至导致政治动荡。

政策反应

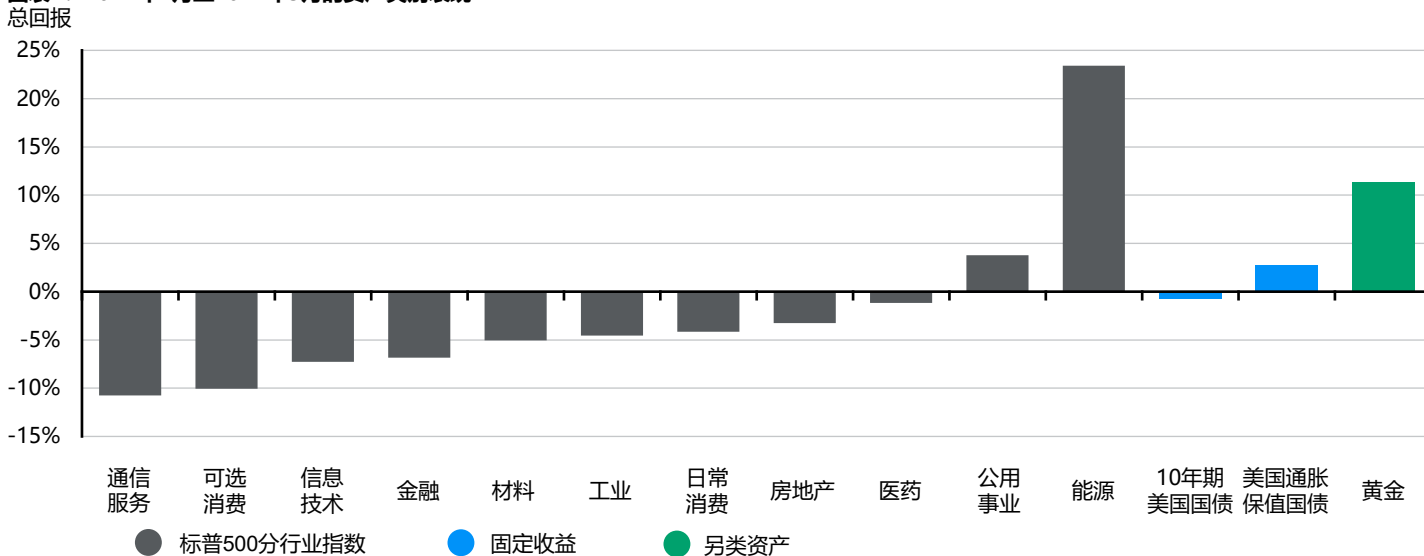
- 包括美联储在内的主要央行初期可能会提高利率以应对更高的通胀，但随着时间的推移，由短缺和需求减少驱动的增长走弱，可能会促使央行放宽政策，以限制企业破产或防止房地产市场低迷。
- 各国政府可能会将财政支持扩大到燃料补贴之外，包括临时减免税收和各项收费，以保护企业和家庭。
- 针对能源和石化供应的国际协调可能会增加，以平衡资源拥有方与缺乏资源方之间的分配。

市场影响

- 对滞胀的担忧可能会引发避险交易，使股票和债券同时承压。在这方面可以参考的历史先例并不多，图表1展示了2022年俄乌冲突爆发时的情形，当时俄罗斯的石油和天然气供应因制裁而中断，尽管这只是全球经济从疫情中恢复过程中的一个相对短暂的阶段。
- 从历史上看，在通胀冲击时期，通胀保值债券的表现跑赢基于名义利率的政府债券。随着增长动能减弱，政府债券收益率曲线可能会出现“牛平”。
- 随着增长疲软推高违约风险，信用利差可能会走阔；高收益债（不含能源板块）可能更为脆弱。
- 在股票市场内部，面对来自能源供应侧的冲击，能源和公用事业板块在历史上更具韧性，而工业、可选消费和科技板块在收益率上升和消费缩减的背景下可能会面临更大的逆风。
- 避险情绪通常会支撑美元走强，因为投资者更偏好流动性。
- 在石油价格上涨的环境中，黄金通常表现良好，但是其历史表现并不完全一致。
- 采用多空策略的另类投资（如对冲基金）和能带来现金流收益的实物资产（如交通相关资产）可能会提供一定的韧性。

当投资者担忧滞胀时的资产表现

图表1：2022年1月至2022年3月的资产类别表现



资料来源：FactSet、摩根资产管理。黄金以纽约黄金现货价格代表，数据截至2022年5月8日。过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。

### 可能情景三：区域范围内的军事冲突再度升级

#### 背景

停火协议破裂，伊朗恢复对其他海湾国家的军事行动，重点针对能源生产与加工设施，以及交通基础设施。这导致能源供应面临长期减少。

#### 经济反应

- 对中东能源生产和加工能力的破坏，将长期减少一部分市场供应。例如，如果类似卡塔尔液化气工厂的某个重要设施受损，液化天然气产量可能会在数年内大幅下降。
- 整体经济影响取决于破坏的规模以及维修和重建所需的时间。该情景假设其他地区的闲置产能无法完全弥补损失，且恢复生产至少需要 2-3 年。
- 能源价格可能会更加急剧地上涨，远期能源期货价格也可能走高。
- 高企的价格将压制经济活动和消费，随着时间的推移，这将在一定程度上限制价格的进一步上涨。
- 需求受到破坏的情况将类似于海峡长期封锁的情景（情景二），但各国政府和企业可能会更紧迫感地寻找替代方案。发展可再生能源将是一个必然的选择，特别是在欧洲和其他发达经济体。一些新兴市场（如印度）可能会扩大煤炭在发电中的使用。调整工业流程以减少对石油化工产品的依赖可能需要更长的时间。

#### 政策反应

- 央行可能会优先考虑经济增长和金融体系的正常运作，包括根据需要提供流动性。美联储可能会降息，并有可能重新引入资产购买（即量化宽松），不过扩大资产负债表的意愿可能取决于美联储的领导层和政策立场。
- 如果政府通过实施巨额财政赤字来支持经济（类似于疫情时期），央行资产负债表的扩张也可以限制国债收益率的过度上升。
- 各国政府可能需要通过减税和扩大财政支出来说显著提升财政支持力度。部分支持将通过自动稳定器（如失业救济金）自动实现。
- 一些政府还可能加大对上述能源转型的投资。

#### 市场影响

- 随着市场试图对“平衡通胀风险与衰退风险”的政策路径进行定价，固定收益市场的波动率可能会大幅上升。如果央行重新启动量化宽松，收益率的下降将直接有利于长周期资产的配置。
- 最初的避险情绪可能会引发股市调整，但激进的政策支持可能会促使股市反弹（2020年上半年的新冠疫情时期是此类政策刺激的一个相关参考点）。
- 持续的供应中断可能会将投资者的注意力转移到能源自给政策的受益者，包括非化石燃料（太阳能、风能、水能、核能）、电池储能、重构供应链的基础设施以及电动汽车。
- 这种投资周期的转变可能会增加对交通及相关基础设施的需求，从而为投资期限较长且流动性需求较低的投资者创造投资机会。

## 2. 全球AI投资的机会与风险：是否会再次引发对持仓集中度的担忧？

### 摘要

- AI依然是核心的市场主题，但指数集中度的上升意味着宽基指数正日益变成对AI持续动能的单向押注。
- 然而，AI领域的市场龙头正在发生演变，从超大规模云服务商转向更广泛的板块受益者，如半导体、设备制造和零部件供应商；而金融和工业等板块的终端用户，可能推动下一阶段的投资机遇。
- 主要风险包括过度投资超过变现速度，以及监管复杂性和业绩不及预期可能引发的广泛去风险行动。Token的成本也可能迫使企业限制员工使用AI，并缩小开发范围。
- 将投资范围从超大型龙头企业扩大到更广泛的AI生态系统和区域多元化，以及配置私募市场，有助于降低与高市场集中度相关的风险。

尽管存在地缘政治逆风，市场焦点依然紧密锁定在AI上。近几个季度，美国大盘科技股的表现支撑了标普500指数强劲的回和盈利。虽然AI带来的颠覆性变革可能会带来未来的机遇，但投资者应警惕股票市场高度集中带来的风险，并考虑区域多元化和AI相关的投资机会、以及在私募市场的配置。

### 机遇：在不断演变的AI趋势中识别赢家

AI趋势的初始阶段集中在物理基础设施的建设和资本支出上。随着生成式人工智能的到来，对算力的结构性需求显著上升。今年，规模居前的几家AI超大规模服务商的资本支出可能达到7000亿美元，比2025年增长70%。即使快速上升的AI需求推高了整个供应链的价格，但在效率成为首要任务的情况下，这部分企业的利润率依然保持稳定。至关重要的是，近期的市场反弹得到了强劲盈利的支持，科技行业依然牢牢占据主导地位，其收入主要由云服务的销售和AI智能体的订阅服务所支撑。

随着AI驱动对半导体和内存芯片的需求，科技行业内部的受益者正在发生演变，市场领涨板块正向AI供应链的上游转移。今年以来半导体行业相对于超大规模云服务商的表现，印证了AI趋势中的相对赢家正在发生变化的观点。这也使亚洲半导体供应链的部分环节受益，特别是韩国和中国台湾。同时，中国大陆在成熟制程的比较优势及其对国内自给自足的推动，正催生出一条日益独立于美国及更广泛亚洲周期的AI创新轨迹。

在科技行业之外，其他行业的盈利表现也很强劲。金融业受益于AI驱动的融资需求和资本市场活动，而工业则受到数据中心扩张的提振。

我们一直强调，未来的关键在于通过消费者和企业更广泛地采用来实现AI的变现。虽然目前各行业的AI采用率参差不齐，但在提高可衡量的生产力提升方面，仍有结构性提升的空间。这可能会在一定程度上缩小金融、医疗保健、工业与拥有市场最高利润率的软件行业之间的利润率差距。

### 风险：当强大的主题遇到脆弱的市场机制

当前AI交易中显而易见的风险是，宽基股票基准指数在不知不觉中变成了单一主题的狭窄赛道。截至6月10日，“科技七巨头”\* (Magnificent 7) 已占标普500指数总市值的34%，使其日益成为对AI持续动能的单向押注。亚洲也呈现出类似的动态：韩国和中国台湾的基准指数受到少数几家半导体巨头的驱动。科技或通信服务领域如果发生任何营收不及预期的情况，都可能触发AI相关投资组合中无差别的去风险化行动。此外，有报告称高昂的Token成本正迫使企业限制员工访问AI模型或限制开发任务的范围。市场预期中的头部AI企业即将IPO，可能会使风险敞口进一步向少数知名个股集中。

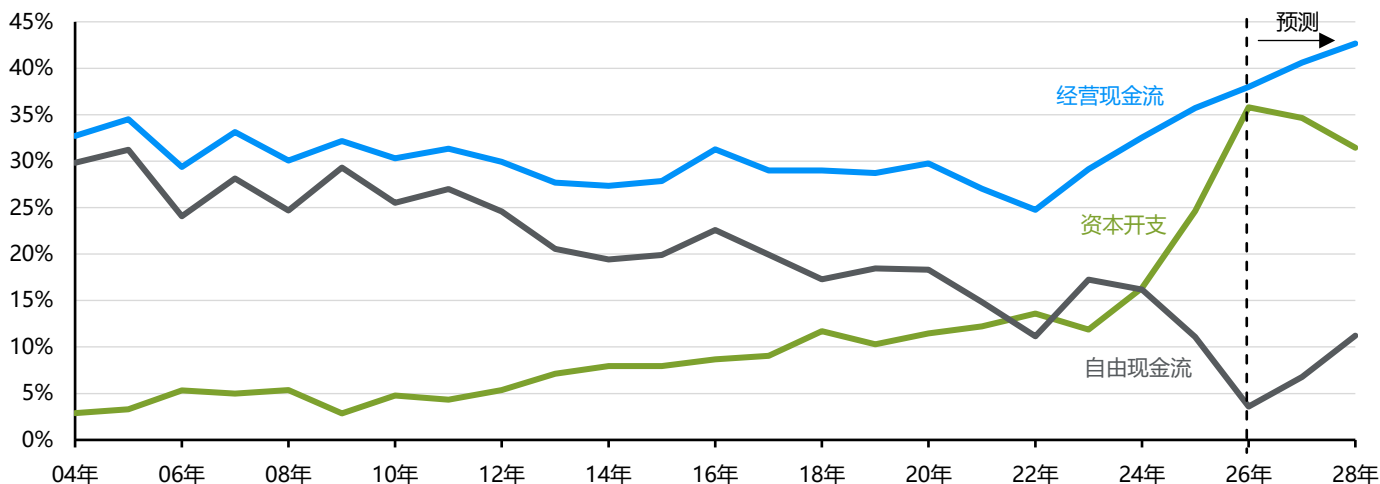
竞争动能正迫使超大规模云服务商继续加速在芯片、算力和电力方面的支出。随着超大规模云服务商收入的增加，自由现金流预计将开始上升，这一预期为高企的资本支出周期提供了合理性。风险不在于AI需求被证明是虚假的，而在于投资的速度超过AI盈利变现的速度。如果超大规模云服务商的盈利令人失望，资本支出承诺可能会被迅速下调，其下游效应将波及整个价值链。

政策环境增加了第三层复杂性，投资者目前可能低估了这一风险。各国政府正在积极构建针对AI的治理框架：欧盟通过了《人工智能法案》和《人工智能大陆行动计划》，美国则通过了一个涵盖从儿童安全、社区影响到AI赋能诈骗等社会关注问题的国家立法框架。这些框架并非对AI发展持敌视态度；然而，不断扩大的合规义务带来了运营复杂性和法律不确定性，可能会拖累部署时间表，而这些成本尚未完全反映在估值上。

\* “科技七巨头”包括苹果 (AAPL)、亚马逊 (AMZN)、谷歌 (GOOGL/GOOG)、脸书 (META)、微软 (MSFT)、英伟达 (NVDA) 和特斯拉 (TSLA)。此处个股名称仅用于计算和展示特定市场指标的用途，不应视为对个股的推荐。

超大规模云服务商投资依然强劲，助力整个AI生态系统的增长。

图表2：超大规模云服务商的现金流与资本支出  
占销售额的百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理。2026年、2027年和2028年的数据反映了市场共识预期。显示的资本支出为公司总计。超大规模云服务商是指拥有并运营数据中心的大型云计算公司，这些数据中心配备横向连接的服务器，结合冷却和数据存储能力，使其能够承载和运行AI工作负载。反映截至2026年5月19日的最新可用数据。

**投资启示：继续关注AI投资，但需构建韧性组合**

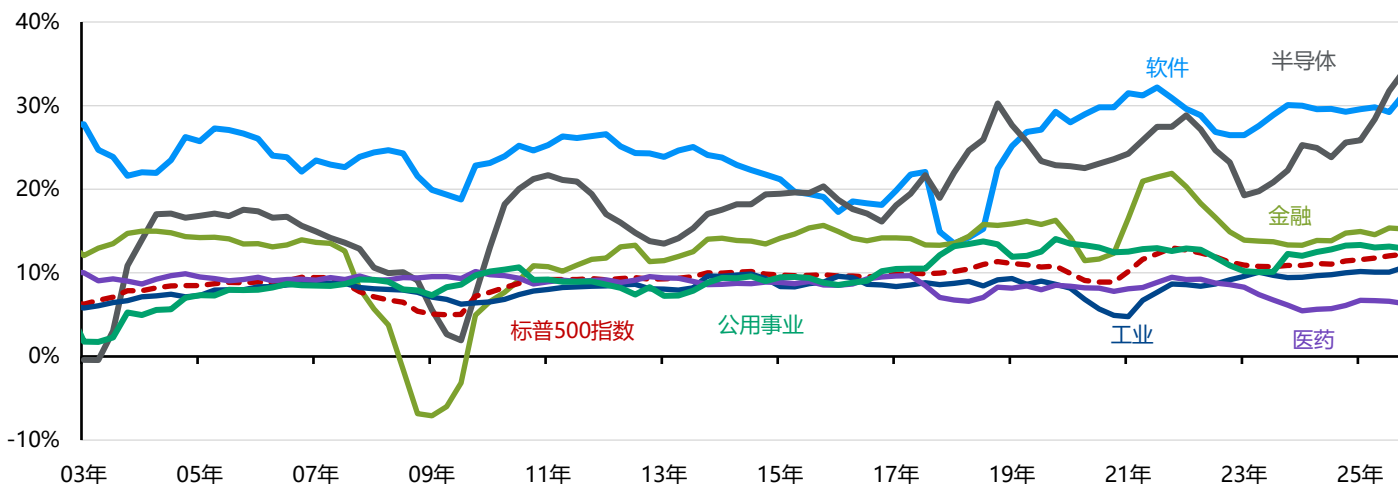
继续关注AI的结构性理由依然成立，但指数层面的风险敞口将风险集中在少数超大市值个股上。较有效的方法是通过在更广泛的生态系统中进行主动选择来扩大投资机会——将目光投向硬件龙头之外的基础设施层，包括数据中心、电网、冷却系统和赋能设备，在这些领域，即使市场龙头发生轮换，需求也可能持续存在。

医疗保健、金融和工业领域的AI应用提供了由生产力驱动的利润率扩张，且不具备超大市值个股那样的估值溢价。公用事业也受益于AI驱动的电力需求和电网投资（图表3）。多元投资的目标不是要避免龙头企业，而是要避免对它们的过度依赖。

私募市场可以作为公开市场AI风险敞口的补充，提供更早期阶段以及资本结构不同部分参与建设的机会，且通常与公开市场股票和债券的相关性较低，逐日盯市（mark-to-market）的日常波动性也较小。同时，产生收益的资产配置或可在应对股市回撤时提供缓冲（压舱石），同时使投资组合切实地参与到AI的建设进程中。

市场可能会发现，难以对AI颠覆性创新带来的风险和机遇进行定价。

图表3：部分标普500指数板块的利润率  
过去12个月净利润率，季度数据



资料来源：FactSet、标普全球（S&P Global）、摩根资产管理。净利润率衡量扣除所有日常开支和费用后的总盈利能力。数据截至2026年5月19日。

### 3. 中国经济和资产配置：如何应对结构分化的增长结构？

#### 摘要

- 中国经济增长在二季度出现放缓迹象，增长结构上呈现明显的结构分化：出口和先进制造业部门保持强劲增长，而国内消费需求和企业固定资产投资则再度走弱。
- 投资者在中国市场继续寻找具有确定性的投资标的，受到全球AI资本开支拉动的科技硬件部门仍具增长前景。
- 在继续重点关注成长股的同时，也需要关注海外经济和政策的潜在风险因素，成长股和股息资产的哑铃型均衡配置或可继续提供具韧性的风险收益特征。

今年以来，中国的宏观经济增长继续展现韧性，但结构上的转型和分化也不断加剧。一方面，出口和高科技制造业受到全球AI资本开支的拉动，行业景气度维持高位；另一方面，国内消费和传统制造业继续面临压力，对增长构成压力。在经济结构转型的过程中，货币政策和财政政策显示定力，尚难看见大规模刺激的前景，而股市在提振经济信心、支持科技企业融资方面的作用则日益凸显。在此背景下，A股市场得以维持较高热度，而在风格上追随美国和东北亚市场，展现出很强的科技成长偏好。

#### 经济结构或继续分化

年初以来的中国经济数据指向极强的外需和科技主导特征，前五个月以美元计价的出口金额同比增长15.5%，其中半导体、锂电池、电力变压器、电子元件等产品出口受到全球AI资本开支的拉动，增长尤为强劲（图表4左图）。同时，中东冲突造成的原油供应扰动和能源多元化需求，也支持了中国新能源车、太阳能电池等产品的出口。由于供给侧扩产的步伐尚未跟上需求侧的快速扩张，芯片、锂电池等产品的价格出现快速上涨，上游原材料的价格也获得提振（图表4右图），有助于缓解通缩压力和提升制造业企业利润。

另一方面，内需疲弱的势头尚未得到抑制。居民部门的消费支出在年初一度有所提升，但由于对就业和收入前景的信心未能有效恢复，增长势头在最近几个月重新放缓，社会消费品零售总额在5月录得0.6%的同比下降，为2023年1月以来的最低值，此前受到以旧换新补贴支持的家用电器和汽车等耐用消费品的下降速度尤为显著。由于终端需求疲弱，传统制造业企业继续面临压力，生活资料的PPI在5月同比下降0.8%，继续处于通缩区间。在此背景下，企业部门总体固定资产投资继续承压，中长期贷款需求也持续下行。

经济政策关注的重点继续在科技创新和机构转型，因而在刺激内需方面展现出定力，避免采取大水漫灌的刺激措施。在财政政策方面，今年政府债券的新增额度较2025年减少2万亿元，以旧换新补贴的规模也从2025年的3000亿元下调至2500亿元。在货币政策方面，由于信贷需求下降压低市场利率，银行的净息差在一季度末已经降至1.4个百分点，制约了央行降息的空间。中国人民银行目前主要通过公开市场操作和流动性便利等政策工具维稳市场流动性，但降准降息的空间变得非常有限。

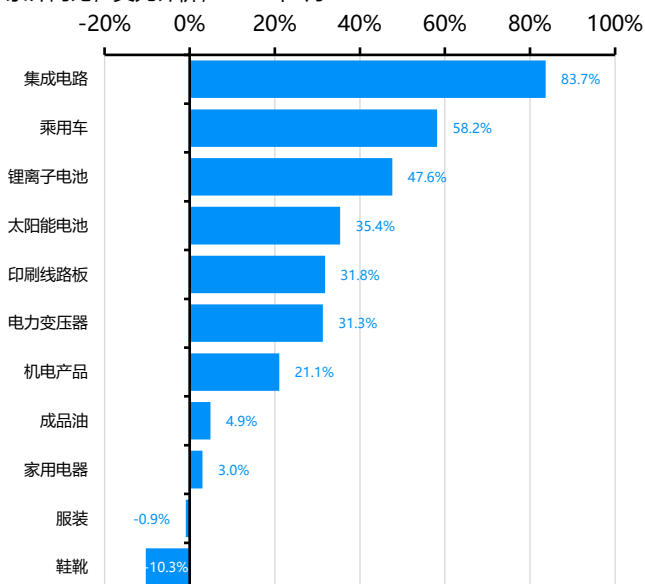
在美伊达成协议背景下，海外经济增长的风险下降，AI资本开支有望继续快速增长，因而中国经济可能继续获得来自外需的缓冲，经济增长水平或者资产价格出现大幅下行的概率有限，上述政策环境在年内可能持续，进而继续强化结构分化的增长结构。

#### 海外人工智能资本开支大幅拉升国内相关产业的出口和产品价格。

图表4：制造业出口额和出厂价格指数

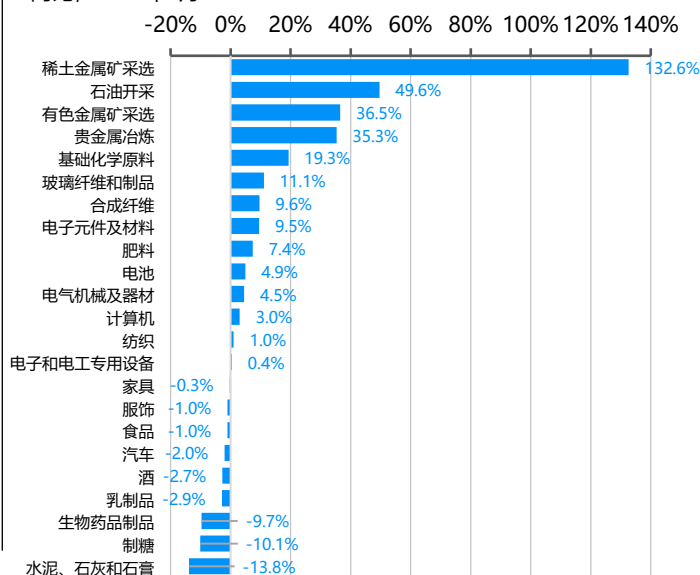
##### 部分制造业产品出口增速

累计同比，美元计价，2025年4月



##### 部分制造业行业出厂价格指数

同比，2026年5月



资料来源：万得，中国海关总署，中国国家统计局，摩根资产管理。数据截至2026年6月16日。

### 科技成长板块更具盈利确定性

与以往经济周期的经验不同，本轮周期中科技成长板块的股价走势与经济增长数据呈现脱钩迹象。科技行业上市公司的盈利并未受到内需疲弱的拖累，反而因为海外市场的需求扩张而快速增长。从图表5可以看出，A股上市公司中科技行业的盈利增长预期远超传统周期行业，同时原材料行业的预期也受到科技相关需求的强力拉动。这一特征反映在股市结构上，具体表现为资金持续流入盈利具有确定性的科技硬件板块，同时市场出现虹吸效应，传统周期和内需主导的行业表现持续落后。

在A股科技板块中，供需结构持续改善的赛道主要包括：1) 通信与光模块订单能见度高，海外大模型迭代和算力中心升级有望拉动需求增长；2) 半导体设备与先进材料受益于国内成熟制程的需求扩张，先进制程和封装等核心环节自主化加速，正从国产替代叙事转向基本面兑现；3) 消费电子和端侧硬件需求可能开始受到AI应用落地的推动，端侧SoC芯片、散热与电源管理、创新终端等细分赛道有望吸引资金关注；4) 锂电池产业链和电力设备行业受到动力和储能需求的双轮驱动，不仅来自海外算力中心储能的需求提升，美伊冲突也有望继续推动各国在能源多元化方面的投入，供需结构系统性改善。

在政策方面，监管部门近期宣布持续深化科创板和创业板改革，扩大第五套标准适用范围至人工智能领域，积极支持优质人工智能大模型企业上市；同时落实发展未来产业战略部署，支持量子科技、生物制造、具身智能更多领域“硬科技”企业在科创板上市。A股市场的政策环境也有望继续为科技成长主导的长期行情提供支撑。

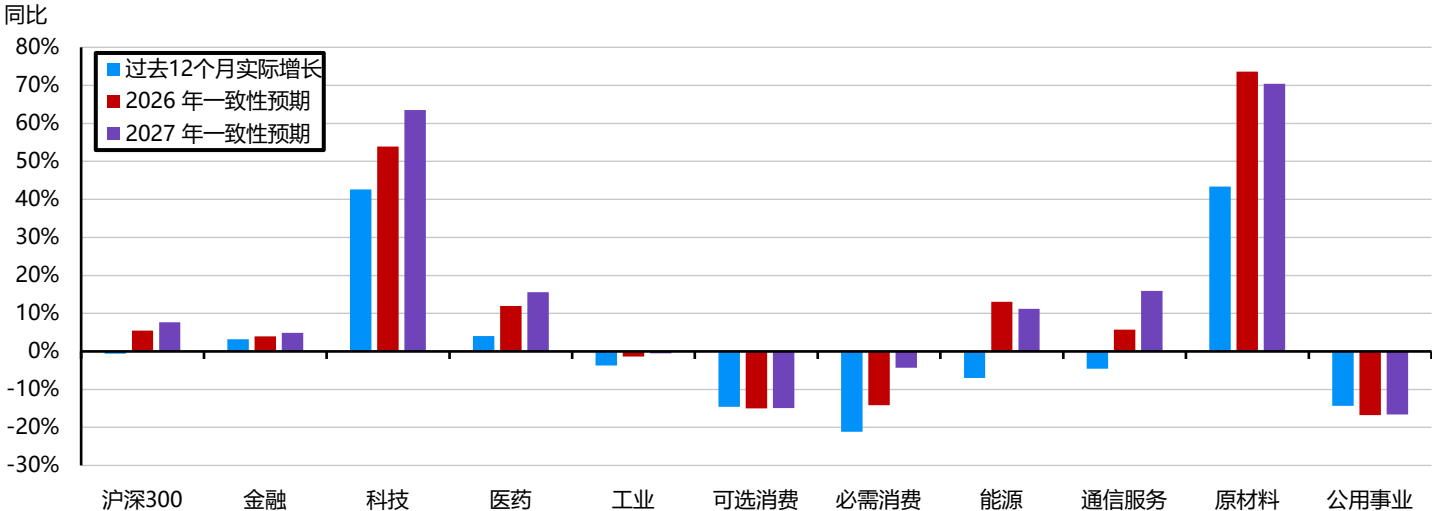
### 仍需关注资产配置的重要性

投资者对于AI发展的乐观预期正在推动A股市场和美国、东北亚市场形成共振，A股市场的集中度也进一步向科技头部标的集中。虽然科技行业的盈利增长具有较高确定性，但在市场处于高位区间时，波动率也有可能持续放大。一方面，海外地缘政治冲突可能继续反复，沿着油价上涨、通胀上升、美联储紧缩预期这一路径影响风险资产定价，目前与海外科技板块存在高度相关性的A股也可能受到影响。另一方面，海外投资者对AI营收兑现和资本开支的预期出现分化，加上大型科技企业融资活动上升，可能在短期引发对市场估值的担忧，造成海外市场的高位震荡并传导至A股。

在市场继续面临不确定性的背景下，多元化配置的作用仍值得重视。配置方面，在继续跟踪AI产业趋势、保持重点关注科技的同时，可关注现金流充裕、股息率较高的防守侧标的，以及可能存在预期差的细分消费、医药等标的，利用资产间的负相关性，力争提升组合的稳健性。

### A股市场企业盈利受到科技和原材料行业的拉动，但内需部分持续构成拖累。

图表5：沪深300指数分行业盈利增长



资料来源：中证指数有限公司，摩根资产管理。行业分类基于指数供应商的分类标准。  
 近年来沪深300地产行业盈利一致性预期由于收入及利润端的波动较大，导致容易受到扰动而失真，暂不展示。  
 《环球市场纵览 - 中国版》。数据映截至2026年6月16日。

## 4. 中国离岸市场：AI能否推动市场反转？

### 摘要

- 由于盈利动能减弱、资金流出、板块配置不利以及地缘政治敏感度较高，离岸中国股票表现滞后。
- 可能需要中国在岸市场需求稳定、平台企业竞争趋缓、AI变现以及政策的持续落地，才能助力离岸市场的表现。
- 投资机会需要聚焦于公司基本面的主动投资组合构建，在与AI相关的成长龙头与高质量的高股息标的之间取得平衡。中国AI公司可作为分散美国AI投资风险的多元化选择。

今年以来，中国股市的表现出现了显著分化。离岸中国股市表现滞后，MSCI中国指数下跌10.8%，而沪深300指数则上涨2.0%并保持高位。恒生科技指数下跌约5%，跑输MSCI世界指数（MSCI AC World）约14个百分点。\*

这种分化反映了结构性差异，而不仅仅是仓位问题。在岸指数受益于工业升级、硬件技术、电力设备和受到政策扶持的制造业。相比之下，离岸中国股市则继续暴露在互联网平台、消费、金融、房地产、全球流动性和地缘政治风险之中。此外，全球投资者也更青睐韩国和中国台湾地区，将其视为更直接的AI硬件受益者。

### 为什么恒生科技指数表现滞后？

今年以来恒生科技指数跑输恒生指数\*，反映了其板块结构、盈利压力以及AI叙事重心的转移。互联网平台、汽车和消费类个股各自面临着不同的逆风：监管与竞争压力、价格竞争以及需求疲软。

AI交易也在演变。市场已经从对软件可选性的关注，转向硬件赋能者—芯片、服务器、电力基础设施以及北亚供应链的龙头企业。中国大型平台企业被认为正处于“重投资、轻回报”的阶段：AI资本支出和研发投入正在上升，但通过广告、云服务和AI应用实现的变现尚未加速到足以支持估值重估的程度。

尽管如此，指数的回撤并不意味着基本面的恶化。领先的平台企业依然保持盈利，但投资者的态度已从期待估值重估转向要求看到实际的盈利增长机会。如果AI投资开始转化为收入增长、对利润率的支撑或新产品的落地采用，市场可能会出现更具建设性的格局。

投资者还应关注AI叙事是否会再次扩大。从历史上看，恒生科技指数与美国软件板块具有相关性（参见图表6）；随着市场开始辨别哪些公司容易受到AI颠覆的影响，哪些公司处于AI建设的核心地位，市场情绪可能会有所改善。

恒生科技指数与美国软件板块的相关性表明，随着市场辨别出AI受益者与颠覆风险，市场情绪可能会有所改善。

图表6：恒生科技指数 vs. 美国软件公司

以本币计价的价格回报，以2023年12月指数水平重设为100



资料来源：彭博、恒生、标普全球、摩根资产管理。数据截至 2026年5月31日。

\*资料来源：彭博、恒生、标普全球、摩根资产管理。数据截至 2026年6月11日。

## 资金流、盈利与地缘政治

资金流加剧了市场压力。南向资金动能放缓，而IPO和增发则增加了筹码供应。盈利预测有所恶化，科技板块在过去12个月中约有37%的个股遭遇盈利下调\*，这主要与外卖领域的竞争和补贴强度有关。

不过，竞争已出现缓和的早期迹象。一家头部平台表示，其外卖业务的亏损较上季度大幅收窄，表明竞争激烈程度可能正在减弱。未来财报对这一趋势的进一步确认将至关重要。

地缘政治仍是一个主要的波动因素。H股对地缘政治风险具有更高的敏感度，而伊朗冲突后新兴市场的抛售可能使离岸股票承压。美国对高端AI芯片的限制也继续影响市场情绪。这解释了为什么H股看起来很便宜，但仍需要盈利上调和更低的风险溢价来维持可持续的上涨趋势。

## 宏观与政策观测点

4月份的宏观数据疲软。国内需求降温，零售额几乎持平，疲软态势从汽车扩大到与以旧换新补贴相关的品类。在房地产拖累和制造业活动放缓的引领下，投资重新陷入萎缩——这使得第二季度的增长路径更具挑战性。

然而，情况并非完全消极。服务业消费保持韧性，政策支持的新经济板块表现稳健，部分地区的房地产交易也出现改善。4月份数据的不及预期，还可能促使针对性的财政或行政支持提前出台。核心观测点在于经济活动能否在5月和6月企稳。

## 下半年的催化剂

地缘政治和政策将是核心。中美工作层面的讨论、贸易与投资承诺、以及未来潜在的AI安全对话都是关键所在。地缘政治不确定性的任何降低，都可能降低离岸股票中隐含的风险溢价。

板块层面的催化剂也在显现。鉴于国内煤炭的供应能力以及可再生能源的不断扩大，中国的材料和工业板块可能对全球能源冲击具有相对的免疫力。高油价可能会增强电动汽车的相对吸引力，从而使国内电动汽车、电池及相关技术龙头受益。

AI基础设施是一个潜在的亮点。电池制造商的定位日益重要，它们不仅是电动汽车的受益者，而且还成为AI数据中心储能和集成电力系统的供应商。电力设备公司可能会受益于备用电源需求，而燃气发电机可能会服务于离网或电力供应受限的AI站点，这使中国的AI机遇从互联网平台扩大到物理基础设施。

对于互联网平台而言，潜在的国内大语言模型的推出、AI云服务的加速、可扩展AI智能体的部署以及外卖竞争的缓解，都可能重振投资者信心。

## 投资启示

H股对地缘政治和全球流动性的敏感度仍高于A股，持续的上涨可能需要利润增长以及盈利预测的正向修正。然而，离岸中国股市提供了估值和现金收益（股息）的支持。离岸中资银行的股息率在5%以上，MSCI中国指数估值接近其历史平均水平，若盈利预测调整趋稳，仍有上升空间\*。

将主题成长龙头与高质量高股息个股相结合的哑铃型策略值得考虑。鉴于板块间的巨大分化，主动构建投资组合仍然至关重要。在AI领域，关注焦点可从资本支出的宣布转向盈利变现的证据。其他方面，股东回报和中国企业出海也是2026年下半年的重要结构性主题。

\*资料来源：彭博、恒生、标普全球、摩根资产管理。数据截至2026年6月11日。

## 5. 美国中期选举：国会格局的变动将如何改变政策？

### 简报

- 在11月的美国中期选举中，民主党可能重新夺回众议院多数席位，但赢得参议院的难度更大。
- 分裂的国会可能会制约特朗普政府通过扩大财政政策来刺激增长的能力。
- 美国总统特朗普手中仍有许多可能影响市场的工具。关税、监管执法和外交政策是政府在无需与国会合作的情况下仍能施加影响的领域。

11月3日，众议院的全部435个席位和参议院100个席位中的33个席位将面临改选。虽然五个月的时间足以让公众情绪发生转变，但历史规律和当前的经济背景仍能为投资者提供有用的指导。归根结底，经济增长和企业盈利仍将是资产回报的主导驱动力。然而，选举结果可能会制约财政政策，并在美国总统特朗普任期的后半段增加对行政措施的依赖。

### 分裂的国会

从历史来看，中期选举一直被视作对现任总统的公投。在过去的一个世纪里，除了三次中期选举（1934年、1998年和2002年）外，总统所在的政党在中期选举中都失去了众议院席位。鉴于目前共和党在众议院仅拥有四个席位的微弱优势，历史先例表明民主党重夺控制权的可能性很高。美国总统特朗普及其政党的公众支持率也受到生活成本上升，尤其是近期汽油价格上涨的压力。

相比之下，参议院的选情对共和党更为有利。考虑到参与改选的具体席位，以及在50比50的对峙情况下副总统拥有的决定性投票权，共和党仍有很大机会维持控制权。

分裂的国会将使总统更难以在立法程序上推进其重点政策措施，尤其是在财政政策方面。即便如此，特朗普政府此前已经表现出依靠行政权力来实施关键政策的意愿，包括关税以及针对伊朗的外交政策行动。

### 财政约束

最近几届的美国政府一直依赖预算和解程序来通过重大的财政立法，因为该程序允许法案以简单多数在参议院通过，而不需要克服冗长辩论所需的60票。近期的重要案例是美国总统特朗普在2025年推出的“《大而美法案》”。

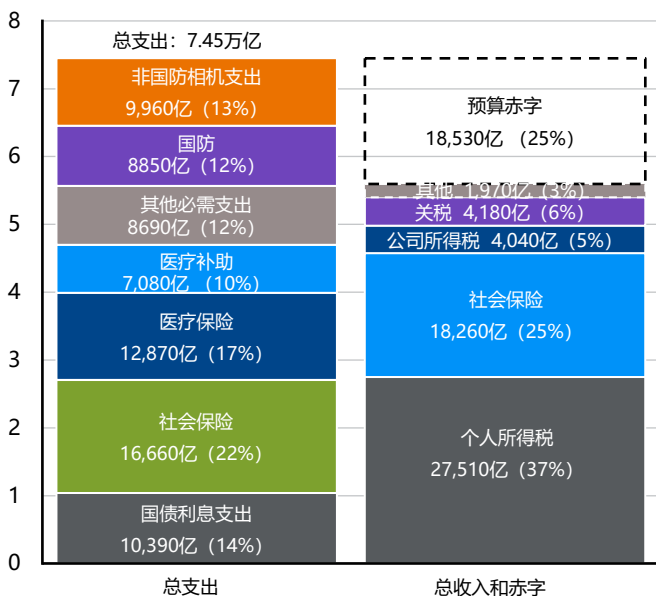
如果民主党控制众议院，即使是这条预算和解路径也会变得更具挑战性。任何财政方案都必须首先通过众议院，这就需要跨党派的支持。诸如进一步削减企业所得税、在与伊朗关系紧张之际增加国防开支、或者削减社会支出等政策，都可能面临民主党议员的强烈反对。因此，除非经济出现显著恶化，推出额外财政刺激措施的可能性将会下降，尽管特朗普政府可以重新调配部分已获批的资金来促进居民家庭支出。

虽然民主党领导的众议院会限制美国总统特朗普的财政扩张，但考虑到利息支出和几乎没有削减空间的支出，美国的财政赤字可能会保持在高位。

图表7：美国联邦财政

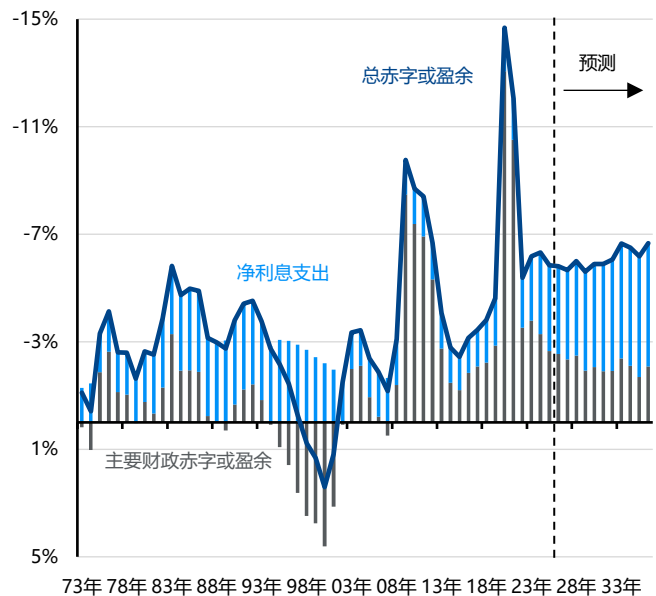
#### 2026年联邦预算\*

万亿美元



#### 联邦赤字与净利息支出

名义GDP占比



资料来源：美国国会预算办公室，美国经济分析局，美国财政部，摩根资产管理。

\*2026财年度时间为2025年10月1日至2026年9月30日。预测数据基于美国国会预算办公室2026年2月发布的《2026至2036年预算展望更新》。由于四舍五入，各分项百分比加总可能不等于100。其他必需支出包括但不限于：医疗保险补贴、收入保障、联邦文职和军队雇员退休金等。以上图表仅作为要点展示，并非对未来可能情景的全面可靠描述。预测、推算以及其他前瞻性观点包含不确定性和风险，未来所发生的事件、结果和表现可能与以上图表存在差异。

《环球市场纵览 - 中国版》。数据截至2026年3月31日。

与此同时，财政赤字的剧烈削减似乎也不太可能。共和党控制的参议院可能会抵制有效缩小赤字所需的增税措施。补充中东冲突中所消耗弹药所需的支出，以及针对关税的法律诉讼造成的潜在收入损失，也可能会限制财政状况的改善。最后，美国联邦政府目前面临的大部分财政赤字来自利息支出（见前一页图表7）。

债务上限增加了另一层不确定性。2025年的“《大而美法案》”将美国债务上限提高5万亿美元，达到41.1万亿美元。根据预算与政策优先中心的估计，这一上限可能会在2027年达到。毫无疑问，债务上限最终会被提高，但在达成这一妥协过程中的政治博弈仍可能让债券市场保持警惕。

**更加依赖行政措施**

在立法途径受限的情况下，政府可能会更加依赖行政权力。贸易和移民等关键政策领域很大程度上属于行政权力的管辖范围。

尽管最高法院已裁定根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收的关税是非法的，但政府正在寻求其他合法的途径。商务部和美国贸易代表办公室对不公平贸易行为的调查，可能会为加征关税提供更持久的法律依据。

移民政策预计也将保持限制性，从而限制劳动力供应的增长。在外交政策方面，政府保留了广泛的裁量权，包括对被视作敌对的经济体（如伊朗）使用武力。

综合来看，更趋紧的贸易和移民政策带来了通胀上行的风险，这反过来可能会限制美联储放宽货币政策的能力。

**经济基本面更为重要**

虽然中期选举将日益占据新闻头条，但宏观经济环境仍然是市场的主要驱动力（见图表8）。从历史上看，由于不确定性的存在，市场波动性往往会在选举前上升，而无论哪位党派获胜，一旦结果揭晓，波动性就会回落。

潜在的财政僵局可能会对长久期国债形成支撑，因为这降低了赤字大幅超出当前预测的可能性。然而，债务上限谈判可能会引发债券市场的周期性波动。

在监管方面，某些改变需要国会的批准，特别是涉及新立法的改变。然而，政府通过调整部门规章和执法实践，保留了相当大的灵活性。例如，监管机构可以在不需要新法律的情况下修改银行压力测试的严格程度。因此，整体监管走向可能不会因为选举结果而发生剧烈的转变。

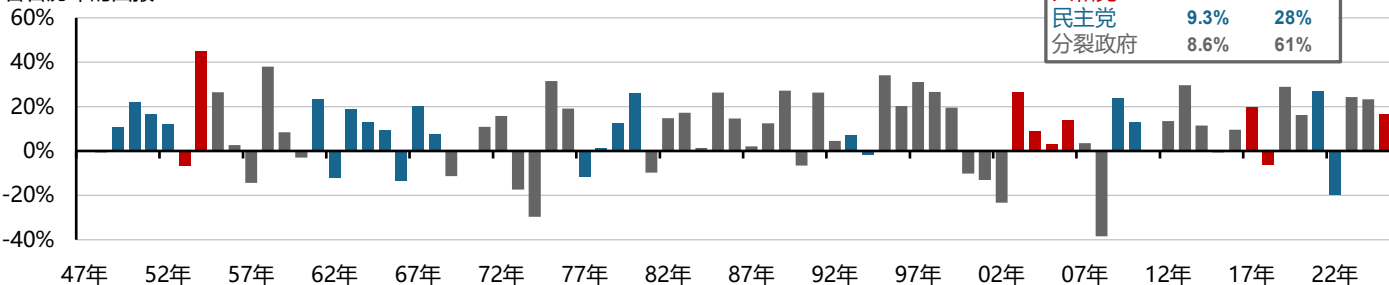
总之，尽管政治方面的进展将影响政策环境，但它们对市场的影响很可能次于更广泛的经济周期和企业盈利前景。

**经济背景比行政与立法机构的构成更为重要。**

图表8：不同党派主政时的标准普尔500指数和美国实际GDP表现

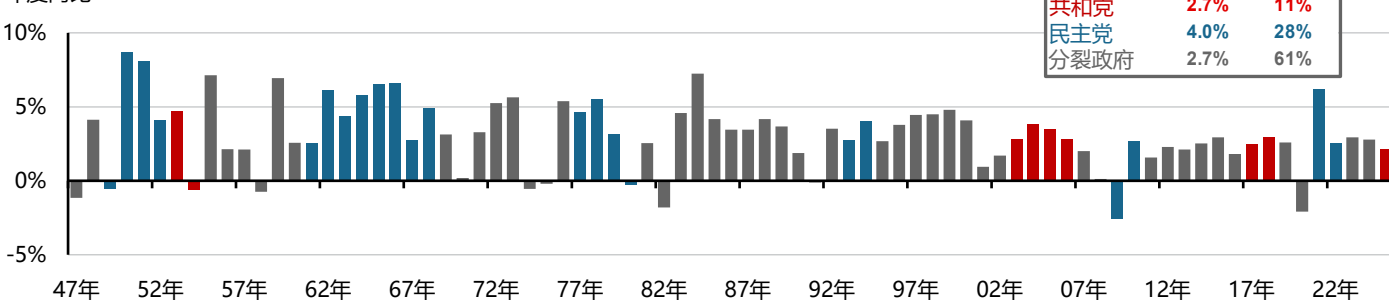
**标普500指数**

各日历年的回报



**实际GDP**

年度同比



资料来源：美国经济分析局，标普全球，FactSet，摩根资产管理。数据截至2026年6月9日。

## 6. 央行政策：如何在通胀与增长挑战之间取得平衡？

### 摘要

- 能源冲击抬高了全球通胀风险，但由于各经济体本土的增长挑战、资本流动和汇率反应各不相同，中央银行的应对措施也将有所差异。
- 美国潜在增长走软，为美联储维持政策不变提供了空间；而欧洲央行和英国央行可能会采取更具前瞻性的方法来防范通胀风险。
- 尽管有所推迟，日本央行仍应会继续走在政策正常化的道路上，而亚洲利率的走势分化预计在未来将会扩大。

在中东冲突持续的背景下，能源供应链的扰动已显著重塑了全球通胀与增长的前景，进而改变了对各大央行政策路径的预期。随着冲突对宏观经济的影响正逐渐明朗，多数央行在冲突爆发以来维持了观望态度。然而，市场对利率的看法却转向了更为鹰派的立场。与今年年初相比，市场定价已从预期美国年内将降息两次以上，转变为预期年内将加息一次，其他主要发达市场的定价也出现了类似的调整。

虽然大多数经济体的通胀率已重新回升至目标水平之上，且长期的供给侧扰动可能会继续在全球范围内施加通胀压力，但区分各大央行货币政策的关键可能在于如何平衡通胀上行风险与经济增长下行风险。由于各国国内经济状况和央行反应函数存在巨大差异，未来几个月政策利率的路径很可能会进一步分化。

### 美联储表象的背后

就美国而言，整体经济活动数据似乎表明经济依然强劲：经济增长保持在接近趋势增长率的水平，而稳定的失业率暗示劳动力市场总体平衡。然而，底层数据却显示出更为疲弱且不均衡的迹象。近期的增长主要集中在企业的固定资产投资上，特别是由AI上行周期驱动的设备 and 知识产权领域。相较之下，实际消费支出增长相对温和，而且由于能源价格上涨逐渐侵蚀居民家庭的实际可支配收入，下行风险正在积聚。

劳动力市场也表现出一种不寻常的动态。尽管由于招聘率低于平均水平且就业增长放缓，劳动力需求表现低迷，但移民流入的下降从结构上限制了劳动力供给，缓解了失业率的上行压力。因此，尽管整体失业率仍略高于美联储的长期预测值（在通胀上升时期，这通常预示着会引发鹰派反应），但劳动力市场的底层疲软可能会为加息设置更高的门槛。与较低的失业率不匹配的是，薪资增长温和且正在放缓，这进一步表明服务业通胀受到薪资增长而螺旋上升的风险有限，这可能让美联储不急于调整利率。

### 欧洲上空鹰派盘旋

然而，在英国和欧洲，未来的货币政策可能会显著偏向鹰派。英国劳动力市场疲软，而欧元区经济增长陷入停滞，反映这两个经济体都容易受到下行风险的影响，然而，英格兰银行和欧洲央行都对通胀预期脱锚表达了类似的担忧，并释放信号表明可能采取先发制人、积极主动的紧缩政策姿态。欧洲央行6月的研究预测隐含了三次加息，而在英国央行4月的情景分析中，中性情景指向未来至少一次加息。此外，由于短期内供应链正常化的迹象有限，这些情景落地的可能性也相应增加。虽然仍有可能出现经济下行的意外（例如今年4月英国由服务业带动的通胀下降），从而推迟下一次加息的时点，但若中东局势无法得到实质性解决，整体政策前景可能仍将保持鹰派。

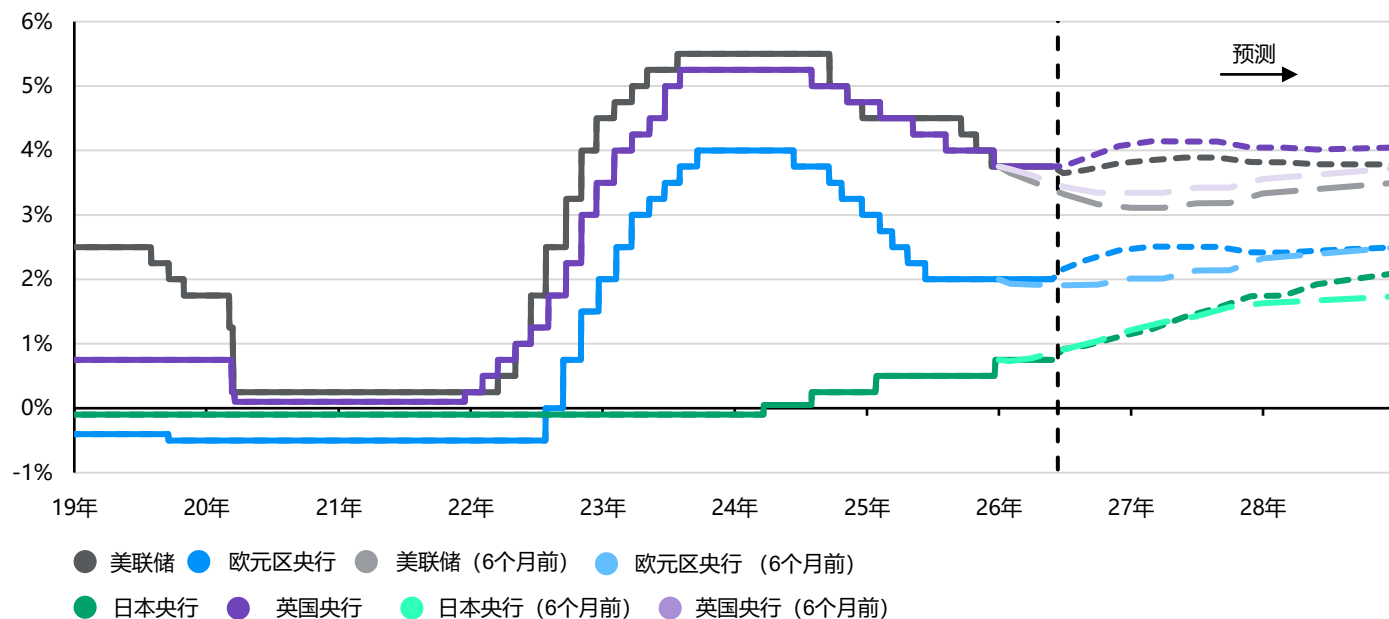
### 亚洲的政策分化

在发达市场中，日本仍然是一个主要的例外。能源价格上涨，加上持续疲软的货币，推高了输入型通胀，这在常理下应该指向同样更为鹰派的政策前景。然而，日本央行谨慎的反应函数及其将增长置于通胀之上的非对称目标，意味着外部供应冲击反而可能对国内需求构成更大的下行风险，从而使薪资增长驱动通胀趋势的底层逻辑受到挑战，进而指向政策正常化进程的进一步推迟。虽然短期内可能继续保持渐进式加息的步伐，但政策反应滞后的风险已变得更加突出。随着市场开始消化更高的终端利率，这可能会促使日本央行在中期内逐渐加快其加息日程，使日本的货币政策路径与其它发达市场进一步分化。

亚洲其他地区的走势分化同样明显。包括东北亚部分地区的一些经济体石油库存较充裕、居民消费价格指数（CPI）篮子中燃料权重较低、经常账户较稳健，且经济增长受到AI投资的主导，可能能够在目前的冲击中坚持更长时间。相反，那些对能源进口依赖度更高、财政缓冲能力更弱或货币脆弱性更大的市场，则可能更早做出货币政策反应，例如印度尼西亚和菲律宾的紧缩进程已经开始。然而，这些经济体采取更审慎和积极的姿态，应有助于限制通胀波及到更广泛的商品篮子，并减少在利率达到顶峰前所需的整体紧缩幅度。短期内的汇率疲软也为鹰派倾向增添了另一层因素，因为更高的利率有助于稳定资本流动、重塑对本土货币的信心，并防止因进一步贬值而引发输入型通胀。我们预计亚洲央行将根据各自的具体情况来制定货币政策，而不是单纯地跟随美联储或其他发达市场的央行。

与年初的预期相比，利率路径已被大幅重新定价，但短期内各家央行的最终政策行动是否符合预期，仍然存在不确定性。

图9：主要政策利率与市场预期\*  
历史政策利率与市场隐含远期利率



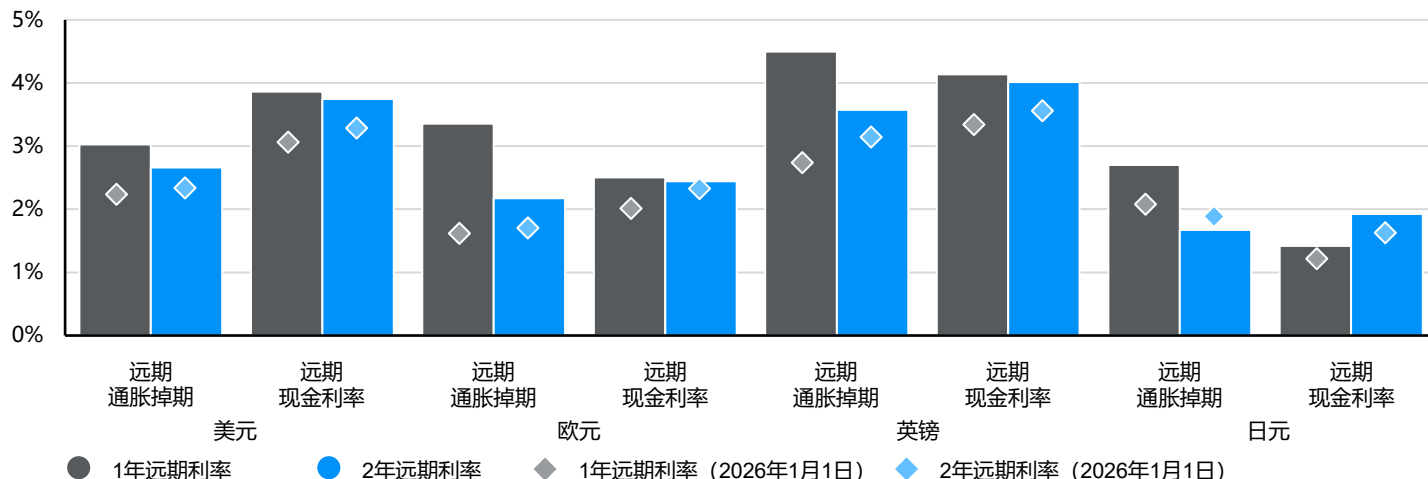
资料来源：彭博，FactSet，英国央行，日本央行，欧洲央行，美联储，摩根资产管理。预期基于远期掉期利率。过往表现及预测并非当前和未来结果的可靠指标。《环球市场纵览 - 亚洲版》。反映截至2026年5月28日的最新可用数据。

投资启示

总而言之，决定不同央行货币政策差异的核心因素仍将是国内经济状况和央行的政策反应函数，尤其是各央行在通胀与增长风险之间的权衡。不过，短期内不确定性可能仍将保持在高位，无论是来自已知因素的冲击，例如在沃什领导下的美联储，还是来自未知的异常事件，例如另一次由地缘政治引发的外部冲击。因此，尽管市场对中期或未来一年远期利率和通胀预期已经前置性定价，但来自更具粘性的通胀或反应函数结构性变化的任何额外压力，都可能指向利率市场的剧烈转变。虽然这一复杂前景对全球债券市场上久期的静态配置构成挑战，但为更具前瞻性和选择性的固定收益投资策略带来机会，其中主动久期管理变得更为重要。

市场重新定价主要集中在1年期远期利率和通胀预期上，但通胀溢出或外部冲击的风险可能会改变这一状况。

图10：市场隐含远期利率与通胀掉期  
市场隐含利率



资料来源：彭博，摩根资产管理。过往表现及预测并非当前和未来业绩的可靠指标。《环球市场纵览 - 亚洲版》。数据截至2026年5月28日。

## 7. 新的多元化机会：通胀世界中的另类资产策略

### 摘要

- 宏观环境在2026年已经发生转变，通胀维持高位和财政失衡的威胁推动了股债正相关的出现，并改变了投资组合的风险特征。
- 另类资产、私募股权、私募信贷和基础设施资产具有较低的波动性\*，以及与公开市场的弱相关性，有助于提现金流供收益和多元化的益处。
- 私募股权活动表现强劲，尤其是在科技股IPO和私募股权二级市场等领域，而私募信贷虽然面临来自软件行业贷款的特异性风险，但或可争取具有吸引力的浮动利率收益。
- 基础设施投资提供稳定且具抗通胀韧性的现金流，对于增强投资组合的韧性正变得越来越至关重要。

### 多元化红利

进入2026年，市场原本预期经济将强劲增长且通胀将消退，这将允许各大央行适度放宽货币政策。然而，现实情况发生了剧烈背离，与2022年的情形相似：当时债券和股票市场双双下跌，股债相关性转为正值。虽然这种相关性的激增最终可能被证明是暂时的，但债券收益率的上升反映了通胀、政策行动和财政失衡方面更深层次的结构化变化，表明这种格局可能会持续下去，并改变投资组合的风险特征。

另类资产具备复制或补充公开市场风险敞口的特性，通过较低市值波动以及与公开市场资产的相关性，改善投资组合波动。在当今的环境下，这些特性尤为宝贵，有助于应对市场面临的核心压力。

投资者也在评估人工智能（AI）对私募市场的影响。这使得管理人的选择对于成功的投资组合配置至关重要。

### 私募股权市场的纵深发展

私募股权市场在今年开局强劲，一季度的全球并购和IPO活动超越了前几年。2025年较低的融资成本以及更稳定的公开市场，为私募股权投资者的退出提供了稳定的背景。尽管市场动荡可能会使二季度更加波折，但在多笔巨型交易的支持下，2026年下半年的前景依然强劲。

即将到来的科技股IPO的潜在规模令人瞩目，最大的三笔交易市值总计可能达到约3.5万亿美元。鉴于私募股权资产对科技行业的风险敞口相对较高，这些交易如果获得成功，可能对整个私募股权市场的投资者情绪产生巨大影响。

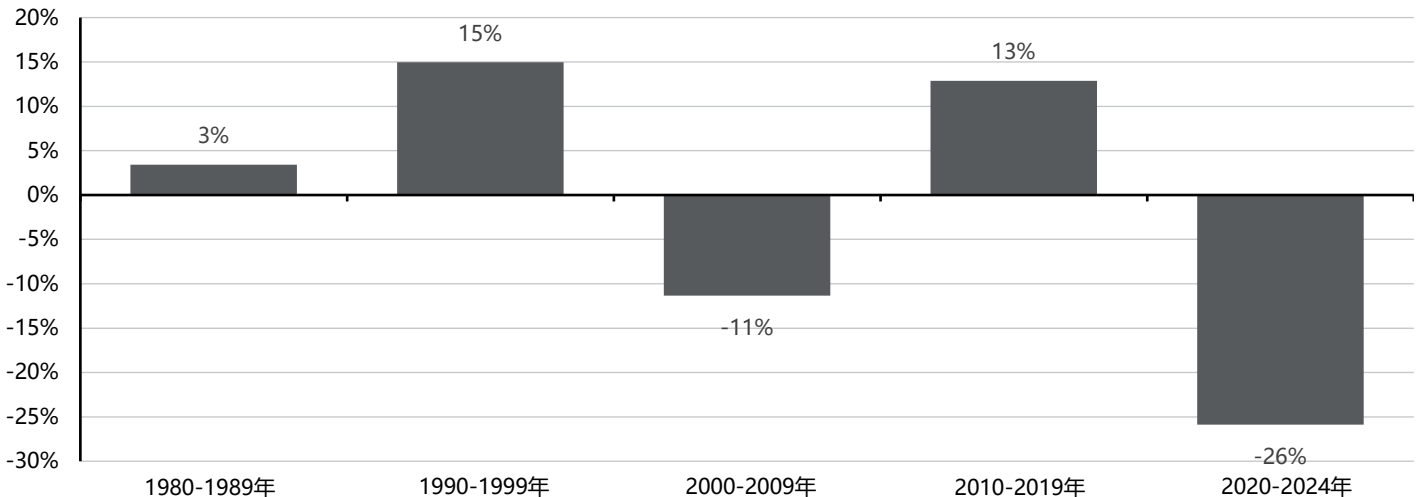
私募股权基金在科技行业的投资权重高达36%，显著高于罗素2000指数（15%）\*\*，这既代表着机遇，也代表着风险。新上市科技公司如果表现不佳，可能会为私募股权投资带来负反馈循环。IPO后的表现并不能得到保证（见图表11），且在上市交易第一天就进行投资的结果往往成败参半。真正的机遇或在于当公司仍处于私有阶段时进行投资，因为它们在上市前正变得规模更大且盈利能力更强。

对于行业和规模集中度风险的担忧，或可通过私募股权二级市场交易来解决，这能创造流动性并实现不同管理人之间的重新分配。随着企业寻求新的资金或不通过公开上市的替代退出策略，成长型股权和联合投资领域也正在涌现出新的机遇。通过私募股权二级市场进行投资，其投资期更短，并且可能获得相对资产净值的折价，在一定程度上有助于降低风险。

**2026年可能会成为有记录以来IPO规模最大的一年，上市后的表现可能会对私募股权市场的情绪产生重大影响。**

**图表11：按年代划分的IPO后股票表现**

IPO后第一年的平均年化回报



资料来源：彭博，佛罗里达大学杰伊-里特（Jay Ritter），PitchBook Data Inc.，标准普尔、摩根资产管理。

数据说明：2024年是《首次公开募股：最新统计数据》报告中可用的最新年度数据。图中显示的IPO后表现是等权重平均第一年回报率，计算从发行价到一年后CRSP（证券价格研究中心）上市收盘价的变化。IPO后一年回报率适用于该报告所追踪的、在所列期间内公开上市的公司。发行价低于每股5.00美元的IPO、单位发行（unit offers）、小型尽力推销发行（small best-efforts offers）、自然资源有限合伙企业、房地产信托基金（REITs）、封闭式基金、银行和储蓄贷款协会（S&Ls）、存托凭证（ADRs）以及在发行后六个月内未在CRSP列名的IPO均已被排除在外。过往表现并非当前和未来结果的可靠指标。

《另类投资市场纵览》。数据截至2026年4月30日。

\*资料来源：彭博、Burgiss、FactSet、NCREIF、PivotalPath、标准普尔、摩根资产管理。数据截至2026年4月30日。

\*\*资料来源：Cambridge Associates、摩根资产管理。数据截至2025年6月30日数据。

## 私募信贷：增长的代价

在全球金融危机后监管收紧的背景下，私募信贷填补了银行留下的空白，并在随后几年实现了快速增长。这种扩张可能以降低承销的标准为代价，从而导致违约率上升，这可能是该行业将要面临的第一次真正考验。

截至今年5月底，私募信贷的违约率仍处于低位，但压力的迹象正在显现。实物支付（payment-in-kind, PIK）使用的上升和非应计贷款（non-accruals）水平等指标是私募信贷市场方向性的指标。PIK的使用一直在上升，并被视作现金流压力的一种形式，因为支付被推迟到了贷款期限结束的时点。但非应计贷款（表示借款人已完全停止支付利息或本金）仍保持稳定。

真正的压力存在于上市交易的商业发展公司（business development companies, BDCs）中。今年早些时候，由于投资者试图从其未上市的同行中赎回资金，BDCs的交易价格跌至2022年以来的低点\*。大多数私募信贷基金都有每季度5%的赎回门槛以保护其他投资者。这种有限的流动性意味着赎回请求可能会继续，并可能压制整体市场情绪。

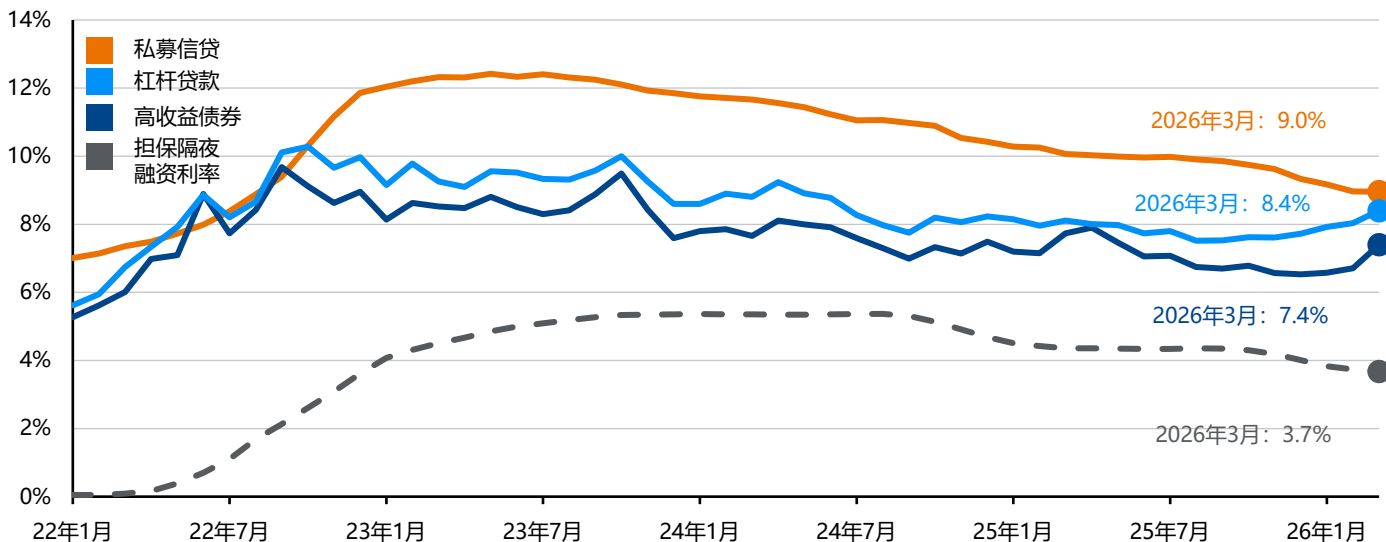
私募信贷的风险具有特异性，集中在软件行业的贷款和潜在的由AI驱动的颠覆性行业，这也是BDCs风险敞口较高的领域。不过，因为私募信贷在整体贷款中所占比例相对较小，并且与银行和上市保险公司的关联可控，该板块风险向整个金融体系蔓延的风险有限。在软件行业贷款方面，结果可能会参差不齐，这取决于该软件是深度嵌入在业务流程中还是更为通用，从而导致私募信贷基金的表现出现更大的分化。

在当前环境下，私募信贷的吸引力在于大多数直接贷款都是浮动利率（见图表12）。为对抗通胀而上升的利率可能会提高投资者的收入，如果底层贷款具备足够的质量来吸收更高的相关成本，或能有效提供具有一定抗通胀保护的收入。

此外，私募信贷不是单一的资产类别，而是包含风险光谱中的各个细分领域，包括资产支持融资、直接贷款、夹层融资和不良债务。在这些细分领域中的仓位配置将是平衡收益与风险的关键。

现金利率上升可能意味着私募信贷投资者获得更多收入。

图表12：私募与公开市场收益率



资料来源：彭博，FactSet，纽约联邦储备银行，摩根信用研究，KBRA DLD，摩根资产管理。

私募信贷：来自KBRA DLD指数的到期收益率。杠杆贷款：来自摩根杠杆贷款指数的到期收益率。高收益债券：来自彭博美国企业高收益指数的最低收益率。担保隔夜融资利率：90天平均有担保隔夜融资利率。过往表现并非当前和未来结果的可靠指标。

《另类投资市场纵览》。数据截至2026年4月30日。

## 基础设施：真正的力量

自2008年以来，全球基础设施在不同的周期和通胀环境中实现了约10%的年化回报率\*\*。其中的一个关键原因是投资的长期合同性质，这使得现金流稳定且能够抗通胀。电力占全球基础设施基准的58%\*\*，而电气化工业、确保能源安全以及满足AI需求的驱动，意味着电力可能会成为一种稀缺商品。

基础设施具有类似债券的特征，波动性低并且与股票呈现低相关性，这使其成为投资组合中公开市场债券的合适补充。然而，投资者的强劲需求可能意味着在某些情况下资金部署需要等待时间。

在投资组合中，私募市场资产应被视为公开市场资产的补充，而不是替代。它们或有助于提高回报、提供现金收益机会并实现多元化。私募股权二级市场为新配置提供了一个切入点，具有流动性选择权和年份多元化（vintage diversification）优势。同时，私募信贷的浮动利率收益或部分抵消传统债券配置中的久期风险。

宏观环境已经从结构上改变了多元化投资组合应该具备的面貌。私募市场不再仅仅是最成熟客户的卫星配置，而在构建具韧性、具通胀意识的投资组合中正变得越来越核心。

\*资料来源：彭博，Cliffwater，摩根资产管理。数据截至2026年4月30日。

\*\*资料来源：MSCI，摩根资产管理。数据截至2026年4月30日。

## 8. 价值股 vs. 成长股：价值股是否会再获关注？

### 简报

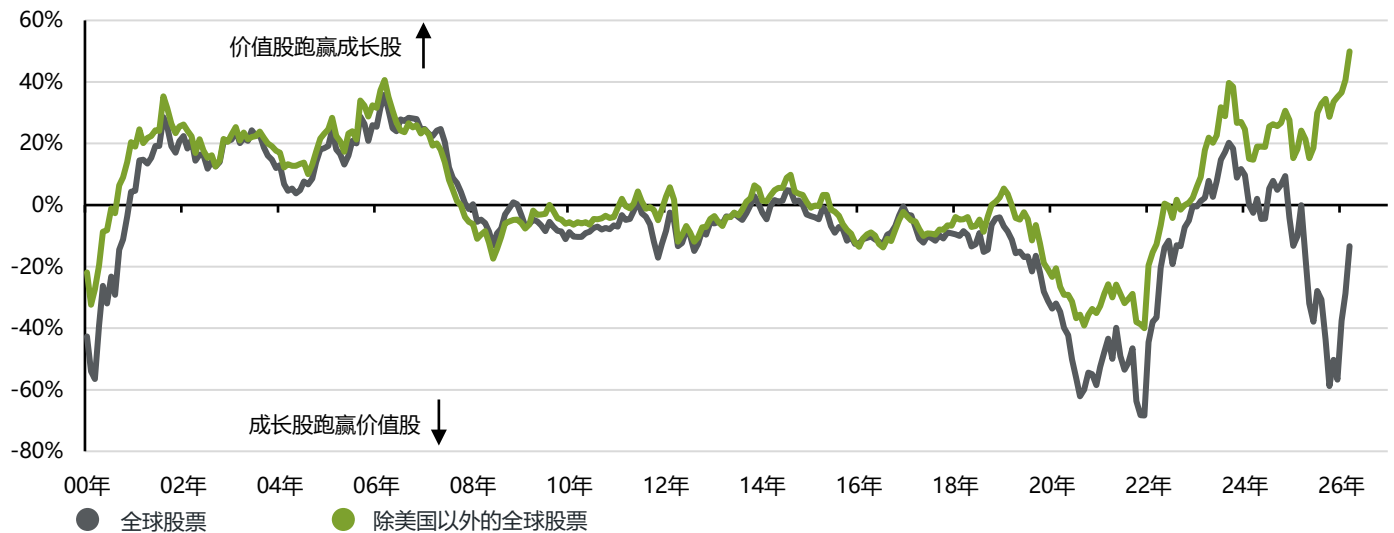
- 今年在美国以外的市场，价值股的表现优于成长股，而美国市场则继续由成长股主导，这使得风格表现更具区域性，并在地缘政治动荡中受到通胀和利率走势的影响。
- 债券市场的走势指向利率可能在更高水平维持更长时间，这可能有助于支撑价值股。
- 当盈利动能强劲时，成长股仍可能表现优异。需要通过主动管理来挑选优质价值股，以避免陷入“价值陷阱”。

今年以来，在美国以外的市场，价值股往往跑赢成长股，而美国股市则继续由成长股主导，这突显出价值与成长风格之争日益呈现出区域性和市场环境依赖性，而非单一的全球化交易风格，如图表13所示。在地缘政治动荡影响全球经济并波及贸易路线和能源市场的背景下，投资者需要考虑宏观经济基础，尤其是通胀和利率的走势，将如何支撑市场风格的表现。

若将美国排除在外，全球市场价值股的表现优于成长股。

图表13：按市场划分的价值股相对成长股表现\*

价值指数 / 成长指数，美元计价，3年周期滚动回报率



资料来源：彭博，FactSet，MSCI，摩根资产管理。

\*市场表现基于MSCI世界价值指数、MSCI世界成长指数、MSCI除美国以外世界价值指数和MSCI除美国以外世界成长指数计算。过往表现并非当前和未来结果的可靠指标。《环球市场纵览 - 亚洲版》。数据截至2026年3月31日。

### 价值股可以帮助对冲利率上行的影响

在当前充满宏观不确定性的时期，利率上行压力仍在，价值股作为防御性缓冲显得越来越有吸引力。与市场对更持久的通胀和高利率环境的重新定价相一致，长期国债市场面临持续抛售的压力，特别是在日本和美国（截至5月底，两国的10年期国债收益率年内分别上升了约60个和30个基点）。这对于权益资产的配置非常重要，因为更高且更具波动性的利率往往对成长股不利。成长股更倾向于低利率，以便更容易地偿还债务并以更低的资金成本为扩张提供资金。在诸如日本等地区，收益率曲线与市场风格表现之间的互动备受关注。一般而言，如果利率保持结构性的高位且收益率曲线的动态提供支撑，价值股可能有空间重新夺回失地。

与此同时，成长股的故事并未消失。具有持久长期叙事领域的强劲盈利预测仍在强化市场的预期，尤其是软件服务和人工智能（AI），但也包括能源相关技术和基础设施等间接相关的领域。即使宏观故事和利率环境被认为不那么友好，当盈利兑现足够强劲且投资者愿意为具有长发展周期的商业模式买单时，成长股或能胜出。

### 不能仅仅根据低估值做出决策

估值是这场辩论的另一个支柱：价值股比成长股更便宜（见下一页图表14），并且在过去几年中一直如此；目前价值股相对成长股的估值折价达42%。然而，仅靠便宜并不能成为行情的催化剂，反而可能成为“价值陷阱”，即股票在统计数据上可能看起来很便宜，但背后可能有隐藏的问题，例如糟糕的公司治理或结构性逆风。

随着盈利增长在不同行业间的扩散，强调质量因子，而非依赖单一风格，可能是更具现实性的参与市场的方式。投资者可以专注于资产负债表更稳健、盈利更稳定的公司，以帮助筛选价值股，从而规避“价值陷阱”，或者作为成长股的风险缓冲工具，以控制利率快速上行时的回撤。

\*资料来源：FactSet、摩根资产管理。数据截至2026年5月29日。

宏观周期的背景将最终决定哪种叙事占据主导。在扩张/复苏阶段，价值股往往成为提高组合稳定性的因子之一。而在亚太部分地区，日本和韩国等经济体的企业治理改革也提供了额外的支撑—这些旨在优化资本配置和提高股东回报的计划有助于推动估值重估，并且或可提供估值扩张的空间。但在经济放缓阶段，由于市场广度收窄，投资者往往会涌入低波动性和高质量等更具防御性的因子，价值股在历史上通常会跑输大盘。这提醒我们，价值股策略起到作用的前提往往是经济未陷入增长恐慌。

就相对估值而言，价值股仍然比成长股便宜。

图表 14: 价值股相对成长股估值对比

价值指数相对成长指数的动态市盈率折价



资料来源：彭博，FactSet，MSCI，摩根资产管理。  
《环球市场纵览 - 亚洲版》。数据截至2026年6月11日。

地缘政治正逐渐告别背景噪音的角色，转而成为风格走势的直接驱动因素。中东局势的紧张，尤其是霍尔木兹海峡等关键通道周围面临的威胁，可能会催化由能源板块带动的价值股超额表现，并引发地缘政治通胀恐慌，从而通过推高预期利率来压制成长股的估值。大宗商品的前景则是一把双刃剑：在结构性供需扰动下，大宗商品类价值股的回报可能颇具吸引力，但它也增加了印度和菲律宾等石油进口经济体的脆弱性，在这些国家，能源冲击可能会对利润率和债务偿还能力带来压力。

鉴于当今地缘政治风险与利率不确定性并存，价值股作为防御侧的锚在短期内具有更充分的理由，尤其是在美国以外地区以及受改革驱动的亚太局部市场。中东持续的紧张局势可能会让某些价值板块受益。能源建设、支持工业的基建项目、受益于高利率的银行业以及国防开支的增加，预计都将从当前环境中获益。价值股的防御属性和较高的股息可能有助于为抵御波动提供一些缓冲。在盈利预期异常强劲的领域（如 AI 驱动的股票），成长股依然具有吸引力。一个平衡的结论是，谁是赢家不在于选择哪种标签，而在于选择性地配置价值股，同时保持对结构性强劲成长型盈利股的敞口，并利用质量因子作为投资组合的稳定器，同时对我们所处的经济扩张与放缓周期阶段保持清醒的认识。

作者



Tai Hui  
许长泰  
香港



Raisah Rasid  
新加坡



Kerry Craig, CFA  
墨尔本



Chaoping Zhu, CFA  
朱超平  
上海



Marcella Chow  
周奂彤  
香港



Ian Hui  
许慧恒  
香港



Arthur Jiang  
蒋先威  
上海



Fumiaki Morioka  
森冈文明  
东京



Agnes Lin  
林雅慧  
台北



Katrina Chiu  
焦艺娴  
香港



Shogo Maekawa  
前川将吾  
东京



Adrian Wong  
黄良谦  
香港

“市场洞察”系列（“本系列”）在并无提及产品的情况下，提供关于全球市场的全面性数据及评论。本系列探讨当前经济数据及不断变化市场状况的启示，是帮助客户了解金融市场并为其投资决策提供支持的工具。

摩根基金管理（中国）有限公司在中国内地使用「摩根资产管理」及「J.P. Morgan Asset Management」作为对外品牌名称，与JPMorgan Chase & Co.集团及其全球联署公司旗下资产管理业务的品牌名称保持一致。摩根基金管理（中国）有限公司与股东之间实行业务隔离制度，股东不直接参与基金资产的投资运作。

风险提示：上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。投资涉及风险，不同资产类别有不同的风险特征。过往业绩并不代表未来业绩表现，投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

版权所有。2026 JPMorgan Chase & Co.。不得转载。