

摩根士丹利基金视窗

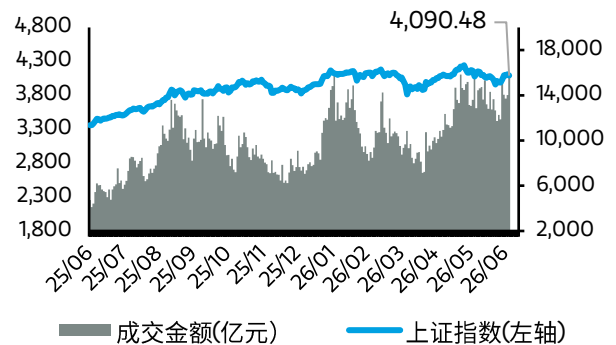
2026年6月22日 第22期 (总第152期)

市场洞察：行业指数分化加剧，景气资产仍是更优选择

上周市场显著反弹，上证指数一度收复4100点关口，但上周四小幅回落；双创指数领涨，并再创历史新高，两个指数均为2025年以来最大的单周涨幅，算力与半导体为主要贡献。其他指数也均有不同程度涨幅，持续弱势的中证2000也有显著上涨。风格角度，成长大幅领先于价值，中小盘成长表现更优，而前一周领涨的大盘价值遭受重挫；本月以来成长风格指数均实现了上涨，全年角度，大盘价值仍显著落后与其他风格。板块角度，科技、先进制造、医药三个板块实现明显上涨，金融、消费、能源等板块下跌，其中金融板块跌幅居前。上周行业指数分化程度为今年以来最高水平，行业指数极差近30%。上周日均成交额回升至3.15万亿元；上周三融资余额也创出历史新高。

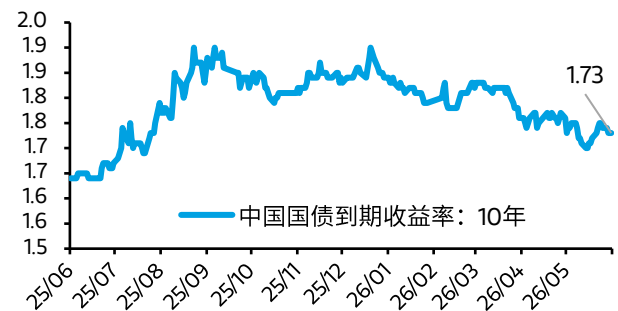
上周国内披露了5月份的经济数据，其中社零、投资等数据表现平淡，部分数据继续低于预期，即便6月份能够改善，2季度经济边际回落概率也较大；按照以往思路，数据下行、政策加力的组合会出现，但过去几年多次重复后，其对投资者的指引信号会逐步下降。从短期角度，疲弱的内需数据与A股中相关板块的表现也较为一致，其短期的财务数据也无需过多讨论，厘清长期的逻辑叙事才是更为重要的。

图表1
上证综合指数近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期:2026.6.18。

图表2
中国10年期国债到期收益率近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期:2026.6.18。

图表3
美元指数近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期：2026.6.19。

近期美联储加息预期再次增强，沃什出任美联储主席后主持首次会议，维持利率毫无悬念，但6月份的议息会议表述较4月份明显偏鹰，认为年内将加息的委员们人数增加，通胀预测显著上修，而GDP和失业率下修；沃什对2%的通胀目标表达了明确的观点。另一个外部因素美伊会谈则出现了一些积极因素，尽管期间几经反复，但终究朝向了进一步缓和的方向发展，当前相较美联储政策而言这可能是更重要的外部因素。

上周科技板块再次领先，该板块从4月至5月中旬几乎持续表现出可观的超额收益，仅在5月底至6月上旬出现短暂震荡，上周再次强势表现，即便在震荡期间板块中的部分非权重个股表现也较为突出。截至今年以来沪深A股中位数下跌接近10%，幅度进一步加大；从中长期看，这种变化是由经济结构变化、政策倾向决定的，从短期而言，是由盈利预期和风险溢价决定的。一旦分母端有所松动，市场会阶段性收敛，但中长期看仍需等待盈利预期、政策倾向等的配合。

景气资产仍是最优选择。当下看AI仍是最确定的景气资产，并带动半导体、上游元器件材料等景气度提升；其他板块包括储能、电力设备、机械及化工中的部分细分领域需求向好。金融也是一个值得重视的领域，基本面有望延续一季度态势，但估值处于低位。

专栏——基金经理手记：AI投资的Alpha正在向上游材料的迁移

AI仍然是这个时代最大的投资主题，但在AI里赚钱的方式，正在换挡。回头看过去一年多的全球市场，市场为AI付的钱，绝大部分付给了芯片本身。逻辑很朴素，这是一场算力军备竞赛，谁手里有GPU谁就赢，所以最确定的赢家，就是“卖铲子的人”。资金于是高度拥挤地涌向算力、涌向加速卡这条最直接、最显眼的主线，英伟达也确实兑现了业绩，这个逻辑几乎人人都懂、所有人都站在同一个仓位上。2026年我们观察到，价值量正在沿产业链向上游迁移，从GB200、GB300，到今年下半年量产的Rubin，再到2027年的Rubin Ultra，每一代机柜（rack）的整体物料价值（BOM）是台阶式上升的，但它绝不是均匀分布的。AI算力系统性能越来越被数据传输效率卡住，数据搬运的价值开始逼近数据处理的价值。代际升级真正放大的，是GPU周围那一圈上游。其中最值钱、也最容易被市场后知后觉的，是三个正在量价齐升的涨价环节：存储（Memory）、光通信上游、PCB上游，可能是今年AI投资alpha的所在。

（一）存储：Memory

这是这一轮价值迁移里最大的单一驱动，存储开启了超大周期，大宗NAND/DRAM 2026年QoQ价格持续大幅上涨，为十年来最大涨幅。美光和SK海力士的新增FAB产能最快也要2027年才放量，造成长期供给缺口。结构中，高端HBM更加紧缺，英伟达也在近期确认了三星、SK海力士、美光均通过Vera Rubin的HBM4认证，使得整体进一步紧缺。从HBM3E到HBM4、再到Rubin Ultra用的HBM4e，单柜的内存价值量增幅在四倍以上。HBM产能已经卖到2026年底全部断货。GB200时代内存只占机柜BOM的5-10%，到VR200因用量和价格双升，内存占比抬到约25-30%，绝对值较GB300增长约4倍。

这直接把 GPU 在 BOM 的占比从 GB200 的约 65% 压到 VR200 的约 51%，尽管 GPU 绝对值仍在增长。

(二) 光通信上游: Optics

往后每一代，机柜内部的互连带宽都在指数级上升，而铜互连的物理极限已经到了，只能换成光，例如共封装光学（CPO）就是在 Rubin 这一代开始上量。目前来看，更紧缺的是光芯片（EML、CW 激光器）、硅光芯片、光引擎，以及无源芯片这些，因此能自供或锁定上游的公司“吃肉”，只做组装的“两头被挤”。

(三) PCB 上游: 覆铜板及其原材料

PCB 增量来自两层：用量(层数、面积、新增模块)+材料升级。SemiAnalysis 的拆解也印证了材料这条线:VR NVL72 的 PCB 价值量较 GB200/GB300 显著增长,两大驱动是材料升级和高端 PCB 面积/层数的明显增加，这也带来的是 CCL 从 M7 升到 M8/M9,主算力板和网络板的铜箔全面升级到 HVLP4, 并需要升级玻纤布以降低介电损耗。PCB 这条链，最值钱的同样是上游的覆铜板（CCL）和它的原材料。逻辑是单板升级+用量翻倍双轮驱动：材料等级从 GB200 的 M8，升到后面放量的 M9/M10；层数不断翻倍。涨价已经实打实地发生，建滔今年内已经多次提价、累计超过四成。再往上一层，低介电玻纤布（low-dk 二代电子布）和 HVLP3+ 高端铜箔是最紧的瓶颈。

在每一轮瓶颈里,我们需要去找出谁有定价权（供给集中，能涨价落到自己的利润表）、谁有客户认证（NVIDIA/谷歌/META 等）、谁能扩产（设备

/材料/良率谁先拿增量）、谁的利润不会被快速竞争掉。芯片/CoWoS/EUV 依然是壁垒最高、护城河最深的“皇冠”，但 2026-2027 的边际价值增量在存储、光模块、PCB，以及它们的上游材料。价值量随代际上行、供给真正稀缺、且具备很强的成本转嫁能力，这就是今年 AI 的 alpha。

(专栏作者：权益投资部 陈修竹)

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司（“本公司”或“基金管理人”）立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见在任何情况下并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司及其关联方、董事、雇员、代理人对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证，本公司或本公司关联方、董事、雇员或代理人亦不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场二座19楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>