

外资持续流入 国际投行看好A股三大投资方向

国际投行近期密集发声。在全球资金重新寻找确定性资产的背景下，高盛、瑞银、摩根士丹利、摩根大通等多家外资机构一致上调对中国资产的预期，认为A股和港股仍具备进一步上行空间。

外资机构普遍认为，中国经济韧性、企业盈利修复以及人民币资产吸引力提升，正在推动全球资金流入中国市场；重点看好人工智能、先进制造、能源安全等方向。

● 本报记者 葛瑶



视觉中国图片

在5月的策略报告中，高盛继续维持对中国股市的“超配”评级，并将沪深300指数未来12个月目标位上调至5300点，MSCI中国指数目标位提升至95点。高盛同时将中国A股2026年盈利增速预测上调至20%，将港股盈利增速预测上调至16%。

瑞银将A股2026年盈利增幅预测上调至11%，看好AI产业链、反内卷、企业出海、清洁能源等方向的投资机遇。

摩根士丹利预计，到2027年二季

度，恒生指数有望升至28400点，MSCI中国指数和沪深300指数目标位分别达到91点和5400点。摩根士丹利中国首席股票策略师王滢表示，在盈利改善、全球上游供应链主导地位增强以及人民币走强的支撑下，市场存在温和上行空间。

支撑外资机构乐观判断的重要原因之一，是境内外资金在持续加仓中国市场。

从境内资金情况来看，摩根大通中国股票策略师张晓宁表示，A股换手率

自4月7日触及阶段性低点后快速修复，5月以来持续维持在5%以上，单日最高接近6%，市场交易处于活跃状态。与此同时，融资买入额占市场成交额比例稳定在10%至11%之间，表明当前杠杆水平整体可控，市场风险偏好正在稳步回升。

海外资金方面，外资回流趋势同样明显。摩根大通数据显示，亚洲（除日本）类型的主动基金已将中国的低配比例从2024年2月底的-8.3%缩减至-1%，新兴市场类型主动基金则从

-4.5%缩减至-2%，外资增配中国资产的趋势明显。

中证海外资讯的数据显示，今年4月外资流入A股的净额估计约为2000亿元人民币，为1月以来最高水平。

摩根大通中国首席经济学家朱锋也观察到了国际投资者情绪的变化。他表示，近期在与海外投资人交流时，明显感受到全球资金对中国市场的态度正在转变，“现在大家感觉中国是可投资的市场，外资对中国市场的关注度持续提升。”

朱锋认为，人民币国际化需要中长期思维。他以日元为例说明，货币国际化过程中，金融维度的深度才是核心，包括人民币发债、支付等金融工具。

长约10倍，显示用户对算力需求的爆发式增长。在供不应求的格局下，模型厂商之间价格战的风险相对较小，各家实际动作显示词元定价整体呈上行趋势。瑞银的企业AI采用率调查显示，约78%的受访企业已进入AI项目实施落地阶段，生成式AI相关开支占2025年整体IT预算的12%左右，未来增速预计将明显快于整体IT预算的增长。

币交易总额则从2017年的9万亿元增长至2024年的64万亿元。高盛认为，下一阶段人民币国际化将更多依赖离岸市场的发展，同时以香港为核心枢纽。

项的背景下，其全球市场份额持续提升。同时，摩根士丹利亦看好半导体板块，并对金融板块及高股息策略维持适度配置。

在AI应用层面，瑞银中国互联网分析师熊玮认为，2026年可能成为AI智能体（AI Agent）大规模普及的关键转折点。

熊玮援引第三方平台数据称，目前全球词元（token）消耗量同比增

国际油价“过山车” 供需缺口托底下行空间或有限

● 本报记者 马爽

近期，国际原油市场上演“过山车”式行情：此前受中东地缘冲突影响冲高的国际油价骤然“变脸”，NYMEX WTI原油期货和布伦特原油期货价格均出现高位跳水，自5月18日高点以来，累计最大跌幅均超过14个百分点；截至5月26日记者发稿时，两者日内价格涨幅均超1%。

业内人士表示，短期内中东地缘局势变化仍是国际原油价格的核心主导因素。当前全球原油市场供应端断崖式缩水，库存持续下降，需求降幅有限，供需失衡问题愈发突出，强劲的基本面从中长期角度为油价筑牢底部支撑，短期内油价下跌空间或受限，后续仍需关注中东地缘局势变化与霍尔木兹海峡的通航情况。

短期行情波动加剧

受中东地缘局势谈判相关消息刺激，近期国际原油期货价格一度迎来显著下跌，NYMEX WTI原油期货价格一度跌破90美元/桶，布伦特原油期货价格同步走低，最低跌至94美元/桶左右。Wind数据显示，5月25日盘中，NYMEX WTI原油期货、布伦特原油期货价格分别下探至89.41美元/桶、93.21美元/桶，相较于5月18日创下的阶段性高点，累计跌幅分别为15.02%和14.56%。

不过，此后油价再度受到提振而上涨。截至北京时间5月26日15时，NYMEX WTI原油期货、布伦特原油期货分别报91.68美元/桶、95.27美元/桶，分别上涨1.53%、1.98%。

海通期货能源研究负责人杨安表示，中东地缘局势的不确定性让国际油价容易出现剧烈波动。

回顾2月底美以伊冲突爆发至今的原油市场走势，地缘局势谈判消息始终左右油价短期波动，其中直接引发油价大幅跳水的关键节点共计四个，分别为4月7日、4月17日、5月6日及5月25日。以布伦特原油期货为参考标的，Wind数据显示，上述四个时间节点的单日跌幅分别为5.78%、7.01%、7.20%、6.56%。

通过对上述异动行情进行复盘，国投期货原油分析师王盈敏总结出共性规律：四轮油价下跌的底层逻辑高度一致，均源于市场预判美伊谈判将取得实质性进展、霍尔木兹海峡通航条件有望改善，从而导致市场主动回吐了此前因地缘冲突产生的风险溢价。她同时补充道，当前美以伊冲突已持续近三个月时间，美伊双方寻求谈判和解的意愿持续增强；叠加前期油价攀升至高位区间，布伦特原油期货、NYMEX WTI原油期货最高分别超过110美元/桶、105美元/桶。高位油价叠加地缘局势缓和预期，使得油市对谈判相关消息的敏感度大幅提升。

供需格局失衡

虽然短期地缘局势谈判消息一度令国际油价承压，但从供需基本面角度来看，原油市场并不具备持续下行的基础。

从供应端来看，全球原油供给弹性不足。王盈敏表示，此前霍尔木兹海峡通航受阻问题难以彻底解决，国际油价便难以出现大幅回落。因此，多方推动美伊和谈、缓和与中东地缘矛盾是大势所趋，且大概率将在6月至7月迎来局势转折点，届时国际油价或会迎来真正意义上的回落。

不过，从基本面情况来看，王盈敏认为，中东地缘局势缓和的消息阶段性压制国际原油价格，但“供应断崖下跌、需求缓慢回潮、库存急速消耗”的基本面逻辑短期内难以改变，供需缺口难以快速弥合，从根本上支撑油价，限制其下行空间。

据，今年二季度全球石油需求量同比减少约240万桶/日，而同期全球炼厂原油加工量同比减少约500万桶/日，降幅远超终端需求的减少幅度。此外，目前多国成品油的短缺甚至比原油更为严峻，美国汽油库存已低于五年季节性低点，裂解价差长期维持历史极端高位，直接反映出行业结构性短缺的现状。

库存数据则更加直观地体现市场紧缺程度。王盈敏援引IEA与EIA（美国能源信息署）两大权威机构数据分析，3月至4月全球可监测原油库存合计减少2.46亿桶，其中OECD（经济合作与发展组织）国家4月单月陆地原油库存就减少1.46亿桶，单月去库规模刷新历史纪录。除此之外，EIA大幅上调去库预期，将2026年全球原油日均去库规模从此前30万桶上调至260万桶，二季度日去库峰值更是高达850万桶，为有记录以来最高的去库预期。

从原油物流运输维度分析，短期内市场也难以迎来大规模新增供应。国投期货航运分析师李海群表示，自中东地缘冲突爆发后，霍尔木兹海峡船舶通行量始终是油市交易的核心风向标。冲突爆发前，霍尔木兹海峡日均通行船舶120艘，进湾、离湾船舶各60艘，其中油轮日均进湾、离湾各10艘，对应每日1650万桶的运输流量。2月28日冲突爆发后，霍尔木兹海峡通行量急剧下降。克拉克森研究数据显示，4月中旬通行量曾一度回升，但进入5月后并未出现进一步增长迹象，目前通行仍严重受限，其中油轮仅有个别零散离湾。此外，根据舰视宝统计，截至5月25日凌晨，波斯湾内船舶总量为2602艘，占全球1.39%。其中，原油船101艘（全球占比3.07%）。一旦通航消息真正确定，预计通行量将出现集中释放。

参考冲突爆发当天，离湾油轮也仅10艘，因此后续日离湾量很难超过这一水平，大约需要10天才能将波斯湾内积压的油轮全部疏散。此外，通航大概率采取差异化管控模式，受伊朗航行规则约束，初期实际通行量或将低于预期。整体而言，物流恢复将呈现渐进式特征，短期内难以给市场带来大规模增量原油。

综合供需基本面、物流运输、地缘局势等多重因素来看，业内人士认为，短期地缘局势仍将主导油价波动，由于基本面的影响，油价有较强支撑，难以大幅下跌。

地缘局势仍是短期核心变量

从影响油价的核心变量来看，王盈敏表示，短期来看，美伊谈判进展、霍尔木兹海峡通航恢复情况是左右油价走势的关键。由于美伊双方核心诉求存在根本性冲突，因此谈判仍具备较高不确定性。

隆众资讯原油分析师李彦认为，美国当前处于高通胀、弱经济增长的双重困境，经济基本面无法支撑油价长期高位运行。反之，若霍尔木兹海峡通航受阻问题难以彻底解决，国际油价便难以出现大幅回落。因此，多方推动美伊和谈、缓和与中东地缘矛盾是大势所趋，且大概率将在6月至7月迎来局势转折点，届时国际油价或会迎来真正意义上的回落。

不过，从基本面情况来看，王盈敏认为，中东地缘局势缓和的消息阶段性压制国际原油价格，但“供应断崖下跌、需求缓慢回潮、库存急速消耗”的基本面逻辑短期内难以改变，供需缺口难以快速弥合，从根本上支撑油价，限制其下行空间。

从断供周期角度来看，一德期货能源化工分析师许鹏艳也表示，霍尔木兹海峡断航周期已接近三个月，日均1300万桶的断供量持续累积，下游炼厂缺货困境日益凸显，迫使全产业链加速去库存，间接推高原油估值。从一德期货能化专属原油估值模型来看，在霍尔木兹海峡无法实现完全通航的前提下，90美元/桶附近的布伦特原油期货价格具备极强支撑力。

除了权益市场，人民币资产本身的国际吸引力也正在提升。

高盛称，当前人民币国际化进程稳步推进，但其国际地位与中国全球经济

体量仍不匹配，未来成长空间广阔。

该行数据显示，人民币在中国商品贸易结算中的占比，已经从2019年的13%提升至2025年的30%；跨境人民

币交易总额则从2017年的9万亿元增长至2024年的64万亿元。高盛认为，下一阶段人民币国际化将更多依赖离岸市场的发展，同时以香港为核心枢纽。

策中期目标为30%、远期目标为50%，中长期成长空间充足。机器人板块方面，人形机器人受益于部分新锐公司上市计划带来的阶段性催化，工业机器人则有望受益于年底可能重启的资本支出上行周期。

摩根士丹利看好上游资源方向，包括能源、原材料以及工业板块。王滢认为该板块受AI超级周期冲击相对较小，在能源效率重新成为优先事项

与协同展业，但多业务线协同不可避免会导致敏感信息流动。调研问卷把投行与研究联动、投行与资管协同、投行与自营（含另类/私募子）协同、自营做市与客户驱动交易交叉、经纪与资管协同、两融与多业务线交叉等高频场景逐一列出，并进一步追问：公司对潜在利益冲突的核心管控措施到底是什么——是所有跨业务协同必须经合规事前评估审查，还是仅对监管明确要求的跨业务事项进行识别、其余由业务部门自行把控？

针对自营、做市、资管等业务交叉场景，问卷细致追问防范交易顺序、价格倾斜类利益冲突的执行层面：审视公司是否建立明确的交易优先级与公平交易制度，客户交易优先于自营/做市，交易顺序、价格分配由系统刚性控制，全流程留痕可追溯；是否制定交易顺序与价格公允性管理流程，通过事前审批、人工复核管控交易优先级与价格倾斜风险，留存审批记录，等等。

“这道题考的不是态度，是技术能力与治理意志。”一位受访券商合规人士对记者坦言。

同样尖锐的调研问题还包括：同一客户同时涉及多项业务时，公司如何识

别、防范利益冲突；同一业务的销售、研究、产品设计、投资决策、交易执行等主要环节，公司如何建立隔离机制；公司是否存在同一部门同时开展自营、做市、客户驱动型交易、投资顾问等存在利益冲突的业务条线的情况……

“你可以把这些题目理解成一份‘行业错题集’。”有券商合规人士对记者直言，投行与研究交叉、自营与客户交易优先级、利益冲突条线人员隔离等，几乎都能在近年监管处罚与自律检查的典型问题中找到“原型”，这也折射出中证协此番摸底意在把风险控制节点从纸面制度转移到可核验的执行链条上。

此外，调研专设条目询问了券商的新业务/创新业务的利益冲突前置评估机制，贴合近年来衍生品、跨境结构化产品、综合财富管理等快速扩张的现实。

在业内人士看来，随着头部券商普遍完成“境内母公司+公募子公司+另类+香港/海外持牌主体”的集团化布局，利益冲突管理的难点已从局部隔离升级为集团治理。

券商利益冲突管理迎来全面“体检”

46问直指制度落地与管控抓手

● 本报记者 赵中昊

当证券业的竞争从牌照红利转向综合金融服务能力的深水区，如何平衡商业利益与客户利益，如何在集团化扩张中守住合规底线，如何在跨境展业中化解监管与文化差异，正成为行业内部治理的重中之重。

中国证券报记者日前从业内获悉，中国证券业协会近期在行业内启动证券公司利益冲突管理现状调研。调研问卷共计46问，覆盖公司基本情况、管理框架、业务利益冲突管理、跨业务协同、集团化管理及跨境业务、高管利益冲突、关联交易等八大维度。在业内人士看来，此次针对行业利益冲突防范与管理实践的“全景式扫描”，不仅是对当前管理现状的一次摸底，也为未来相关机制的完善与升级探路。

从架构到实操：全链条穿透式摸底

记者梳理发现，调研问卷用很大篇幅审视了行业存在的一个核心矛盾：券商当前的盈利模式越来越依赖业务交叉

项的背景下，其全球市场份额持续提升。同时，摩根士丹利亦看好半导体板块，并对金融板块及高股息策略维持适度配置。

在AI应用层面，瑞银中国互联网分析师熊玮认为，2026年可能成为AI智能体（AI Agent）大规模普及的关键转折点。

熊玮援引第三方平台数据称，目前全球词元（token）消耗量同比增

别、防范利益冲突；同一业务的销售、研究、产品设计、投资决策、交易执行等主要环节，公司如何建立隔离机制；公司是否存在同一部门同时开展自营、做市、客户驱动型交易、投资顾问等存在利益冲突的业务条线的情况……

“你可以把这些题目理解成一份‘行业错题集’。”有券商合规人士对记者直言，投行与研究交叉、自营与客户交易优先级、利益冲突条线人员隔离等，几乎都能在近年监管处罚与自律检查的典型问题中找到“原型”，这也折射出中证协此番摸底意在把风险控制节点从纸面制度转移到可核验的执行链条上。

此外，调研专设条目询问了券商的新业务/创新业务的利益冲突前置评估机制，贴合近年来衍生品、跨境结构化产品、综合财富管理等快速扩张的现实。

在业内人士看来，随着头部券商普遍完成“境内母公司+公募子公司+另类+香港/海外持牌主体”的集团化布局，利益冲突管理的难点已从局部隔离升级为集团治理。

调研问卷专设了一组问题追问境内外子公司跨境利益冲突的管控及穿透模式：是高度集中、按母公司标准完全穿透，还是允许属地差异，抑或各子公司自行其是。跨境利益冲突管理面临的结构性障碍也被逐项摊开——数据隐私与数据出境限制阻碍信息共享，境内外监管口径不一致，难以统一审查标准，境内外信息系统架构未打通、依赖线下沟通，境内外团队管理方式存在差异、难以达成一致，集团内管理责任划分不清等。此外，问卷还关注到高管兼任多个利益冲突业务条线的隔离有效性以及关联交易有没有真正纳入利益冲突事前评估。

业内人士认为，利益冲突管理本质上不是“防坏人”，而是现代投行运营模式的一种内生属性。综合性券商既是资本中介又是交易对手，既要研究独立又要服务创收，既要业务协调又要隔离敏感信息，既要追求集团化规模效应又要防止风险跨墙传染。券商应把合规风控与利益冲突管理嵌入公司治理架构与决策机制，以制度化的制衡、留痕与问责，确保商业拓展与盈利目标的实现始终处于受托义务与监管底线的框架之内。

在业内人士看来，随着头部券商普遍完成“境内母公司+公募子公司+另类+香港/海外持牌主体”的集团化布局，利益冲突管理的难点已从局部隔离升级为集团治理。