

产品及投资方案部

| 2026年8月17日



每周投资策略

上周环球
大类资产表现

本周主要地区
经济数据公布日程

(1) 日本市场焦点

央行仍面临推进货币政策
正常化的压力

股票

对三季度日股观点较为积极；
铠侠；SMC

ETF

南方东英日经225指数ETF

(2) 韩国市场焦点

出口带动经济增长强劲

股票

高波动下重估进程持续；
SK海力士；HD现代重工

ETF

南方东英KOSPI 200ETF

(3) 光通信专题

大模型时代的必然选择

股票

资本开支高增带动行业高景气；
Lumentum；中际旭创

ETF

Roundhill Photonics &
Optics ETF

资料来源：中信证券财富管理(香港)

环球主要股票市场表现

指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI ACWI全球指数	1,160.34	0.7%	3.5%	4.0%	21.9%	14.4%	939.4	1,163.1	1.7%	17.3	14%
MSCI WORLD国际资本	5,029.48	0.4%	3.5%	4.6%	20.5%	13.5%	4,116.1	5,044.2	1.6%	19.0	12%
MSCI 新兴市场	1,701.17	2.6%	2.9%	(0.9%)	33.7%	21.1%	1,254.5	1,808.6	2.7%	10.1	24%
美国市场											
道琼斯	53,732.41	(0.6%)	2.3%	7.3%	19.6%	11.8%	44,579.0	54,744.3	1.5%	20.7	8%
标普500	7,785.76	0.4%	3.2%	3.8%	20.4%	13.7%	6,316.9	7,816.7	1.1%	20.1	13%
纳斯达克	26,729.16	0.1%	2.4%	0.4%	23.1%	15.0%	20,690.3	27,190.2		24.5	32%
欧洲市场											
MSCI 欧洲	223.17	0.5%	3.4%	8.5%	20.1%	13.3%	180.4	224.2	3.1%	15.5	11%
STOXX 600	657.86	(0.4%)	2.5%	6.8%	18.8%	11.1%	543.2	663.4	3.3%	15.1	9%
英国富时100	10,750.11	(1.4%)	2.1%	3.6%	17.1%	8.2%	9,107.4	10,989.5	3.7%	12.9	5%
法国CAC 40	8,636.80	(0.9%)	3.2%	6.9%	9.7%	6.0%	7,505.3	8,755.0	3.3%	14.9	8%
德国DAX 30	26,440.31	0.5%	5.1%	8.1%	8.5%	8.0%	21,863.8	26,573.5	2.8%	15.7	15%
日本市场											
日本东证	4,197.20	3.0%	3.9%	8.2%	37.3%	23.1%	3,042.6	4,220.3	2.2%	16.9	5%
日经225	68,713.80	4.7%	1.4%	9.7%	61.1%	36.5%	41,835.2	72,831.7	1.6%	22.4	0%
亚太市场											
MSCI 亚太除日本	1,128.80	3.3%	3.3%	(0.5%)	35.5%	23.6%	820.8	1,203.6	2.4%	10.4	27%
沪深300	4,665.88	(0.6%)	(2.7%)	(5.1%)	11.8%	0.8%	4,190.6	5,064.3	2.8%	13.5	17%
恒生指数	25,116.85	(2.1%)	3.2%	(4.8%)	(1.6%)	(2.0%)	22,518.0	28,056.1	3.5%	10.5	12%
澳洲ASX200	9,115.22	(1.6%)	3.5%	5.5%	2.7%	4.6%	8,262.4	9,296.7	3.5%	17.8	9%
印度NIFTY	24,366.00	(0.8%)	1.3%	2.9%	(1.1%)	(6.7%)	22,182.6	26,373.2	1.8%	18.3	11%
台湾加权	45,811.01	3.6%	2.4%	9.7%	89.0%	58.2%	23,620.2	48,218.9	2.3%	17.5	30%
韩国KOSPI	6,977.94	11.5%	1.8%	(12.6%)	116.3%	65.6%	3,079.3	9,385.6	2.1%	5.6	34%
东盟市场											
MSCI 东盟	830.71	0.6%	3.6%	8.0%	10.7%	8.9%	732.4	836.2	4.0%	15.2	10%
新加坡STI	5,743.59	0.8%	4.5%	15.0%	34.9%	23.6%	4,182.0	5,774.2	4.1%	16.5	8%
印度尼西亚JCI	6,401.89	(0.1%)	6.0%	(4.8%)	(19.3%)	(26.0%)	5,317.9	9,174.5	6.0%	9.8	13%
泰国SET	1,609.06	(0.2%)	(1.0%)	4.5%	27.0%	27.7%	1,228.4	1,657.6	3.8%	14.1	5%
马来西亚吉隆坡综指	1,727.39	(0.5%)	0.4%	(1.0%)	9.3%	2.8%	1,561.4	1,771.3	4.4%	14.7	7%
菲律宾综指	6,297.30	0.1%	0.7%	4.7%	0.1%	4.0%	5,584.4	6,673.6	3.8%	9.4	9%
拉美市场											
MSCI 拉丁美洲	2,945.21	(3.2%)	(3.3%)	(5.0%)	26.7%	8.7%	2,290.8	3,387.7	5.7%	9.4	4%
巴西IBOV	166,934.20	(3.2%)	(5.5%)	(6.4%)	22.4%	3.6%	133,874.4	199,354.8	7.3%	7.9	5%
墨西哥综指	64,397.45	(3.8%)	(3.2%)	(6.9%)	10.7%	0.1%	57,623.9	72,111.4	4.4%	12.1	10%

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2026年8月14日

上周环球债市表现

市场	当前 收益率 (%)	收益率 1周变动(bp)	收益率 1个月变动(bp)	1个月回报	3个月回报	本年度回报	当前 利差(bp)	利差 1周变动(bp)	利差 1个月变动(bp)	10年平均 利差(bp)
国债										
美国国债	4.51	1	5	(0.2%)	(0.1%)	(0.5%)				
欧洲核心	3.03	6	8	(0.3%)	(0.1%)	(0.5%)				
英国金边债	4.95	9	6	(0.2%)	0.8%	(1.5%)				
日本国债	2.54	6	18	(1.1%)	(1.2%)	(4.4%)				
中国国债	1.47	-1	-4	0.7%	1.3%	2.6%				
企业债										
美国投资级	5.43	4	8	(0.3%)	(0.5%)	(0.5%)	79	2	1	110
美国高收益	7.53	0	2	0.6%	1.3%	2.6%	265	1	(4)	372
欧洲投资级	3.68	5	6	(0.0%)	0.5%	0.6%	77	(0)	0	107
欧洲高收益	6.17	0	10	0.2%	1.2%	2.1%	279	(6)	4	380
英国投资级	5.63	6	3	0.1%	1.3%	0.1%	86	(1)	(0)	136
亚洲投资级	5.19	1	5	(0.1%)	0.0%	0.6%	74	0	3	146
亚洲高收益	8.42	-7	-22	1.1%	1.8%	4.3%	383	(6)	(39)	696
AT1 债券指数	6.56	0	-2	0.6%	1.1%	2.9%	212	(1)	(5)	358
新兴市场外币	6.29	2	5	(0.1%)	0.7%	1.5%	165	(1)	(1)	334
新兴市场本币	6.39	3	4	1.5%	1.6%	1.3%				
中资美元债										
中资美元债	5.50	0	1	0.1%	0.3%	1.2%	109	0	1	269
中资美元债投资级	4.90	1	4	(0.1%)	0.1%	0.6%	46	1	3	134
中资美元债高收益	9.70	-4	6	1.4%	1.8%	5.1%	513	(2)	(17)	864
中国境内债										
中国境内债	1.59	-1	-3	0.5%	1.1%	2.5%	11	(0)	0	30
中国境内企业债	2.01	-1	-4	0.2%	0.6%	2.0%	37	(1)	(1)	84

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2026年8月14日



上周环球外汇及商品表现								
		1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年度变动	52周最低	52周最高
货币	当前价格							
美元指数	99.67	0.1%	(1.2%)	0.9%	1.4%	1.4%	95.55	101.80
欧元/美元	1.16	0.1%	1.3%	(0.8%)	(0.7%)	(1.5%)	1.13	1.21
美元/日元	159.32	1.0%	(1.8%)	0.6%	7.8%	1.7%	145.49	163.99
英镑/美元	1.35	0.3%	1.1%	1.0%	0.0%	0.5%	1.30	1.39
美元/瑞典克朗	9.53	0.3%	(1.4%)	1.8%	(0.6%)	3.5%	8.75	9.80
美元/挪威克朗	9.44	(0.7%)	(2.6%)	2.2%	(7.6%)	(6.4%)	9.12	10.31
美元/瑞郎	0.81	0.7%	0.5%	3.8%	0.7%	2.6%	0.76	0.82
美元/加元	1.39	(0.5%)	(1.3%)	1.1%	0.4%	1.1%	1.35	1.42
澳元/美元	0.71	0.2%	1.6%	(1.9%)	9.1%	6.2%	0.64	0.73
纽币/美元	0.59	0.0%	1.3%	(0.3%)	(0.4%)	2.3%	0.56	0.61
在岸人民币/美元	6.74	(0.0%)	(0.4%)	(0.6%)	(6.1%)	(3.5%)	6.74	7.19
港币/美元	7.85	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.8%	7.77	7.85
能源								
WTI原油期货	82.40	5.4%	3.9%	(18.6%)	28.8%	43.5%	54.98	119.48
布伦特原油期货	88.52	5.9%	4.5%	(16.3%)	32.4%	45.5%	58.72	126.41
NYMEX天然气期货	2.73	2.7%	(5.9%)	(5.6%)	(3.8%)	(25.9%)	2.48	7.83
金属								
COMEX期金	4,380.40	0.9%	7.6%	(6.5%)	31.3%	0.9%	3,310.10	5,586.20
COMEX期银	65.11	2.5%	10.8%	(23.3%)	71.0%	(7.8%)	36.96	121.79
LME期铜	14,576.21	2.8%	6.9%	4.9%	50.6%	16.9%	9,611.74	14,625.00
LME期铝	3,246.07	(0.9%)	2.3%	(13.2%)	24.1%	9.0%	2,559.13	3,857.00
LME期锡	55,934.00	1.3%	4.3%	2.6%	67.3%	37.9%	33,432.00	57,925.00
DCE铁矿石	699.50	(0.8%)	(5.4%)	(16.5%)	(13.5%)	(13.4%)	689.00	878.50
SHFE螺纹钢	2,920.00	(0.2%)	(6.9%)	(7.5%)	(8.5%)	(6.0%)	2,857.00	3,295.00

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2026年8月14日

(1) 日本市场焦点

央行仍面临推进货币政策正常化的压力

股票

对三季度日股观点较为积极；铠侠；SMC

ETF

南方东英日经225指数ETF

- 7月31日，**美国与日本联合实施了罕见的汇率干预行动，以推动日元升值**。这是自2011年以来两国首次开展联合汇率干预。此次干预行动成功推动日元兑美元汇率由接近164日元/美元升值至157日元/美元。不过，此后日元再度出现走弱迹象。
- 根据媒体报道，美国方面出售了其外汇储备组合中的欧元资产，并将所得资金用于买入日元。与此同时，美国财政部长允许媒体拍摄其手写备忘录，其中写有“买入50亿至100亿美元日元 (JPY)”的内容，并多次公开表达对本次干预行动的支持。
- 据报道，日本于7月30日买入约6万亿至9万亿日元，并于7月31日进一步买入5.3万亿日元。以此计算，本轮汇率干预累计规模约达13.9万亿日元，约合900亿美元。值得注意的是，**该规模相当于日本官方外汇储备的约7%**。而在2026年期间，日本官方外汇储备规模本已出现明显下降。
- 另一方面，美国方面参与干预的具体规模目前尚未披露。



资料来源：Macrobond、中信里昂

- 日本政府表示，此次汇率干预旨在应对市场出现的“过度波动”及“无序走势”。同时，政府认为当前日元汇率水平已偏离经济基本面。此外，日本政府明确表示，若认为有必要，未来仍保留进一步实施汇率干预的可能性。我们认为，**除非日本央行采取更为激进的加息措施，否则后续再次干预汇市的可能性较高**。不过，考虑到日本官方外汇储备已因近期干预而出现较大规模消耗，此类干预措施难以无限持续。
- 美国方面表示，日元汇率稳定对于区域及全球金融市场稳定具有重要意义。我们同时认为，美国参与本轮汇率干预的原因之一，或是为了**避免日本单方面实施汇率干预时通过抛售美国国债筹集资金**，从而导致美国债券市场收益率大幅上升。
- 本次干预行动也对套息交易 (Carry Trade) 融资活动造成一定影响。此前，投资者通过在日本低成本借入资金，将其兑换为其他货币并投资于海外市场。日元快速升值将削弱此类交易的收益，并可能抑制投资者建立新的套息交易头寸。
- 不过，我们认为，仅依靠汇率干预难以从根本上改变汇率走势。若要实现更持久的效果，仍需配合进一步收紧货币政策。
- 尽管日元走强有助于缓解输入性通胀压力，但我们仍维持今年平均通胀率为2.2%的预测不变。考虑到通胀压力仍然存在，且当前货币政策环境整体仍偏宽松，**我们认为日本央行后续仍面临进一步推进货币政策正常化的压力**。

东京CPI同比增速 (%)

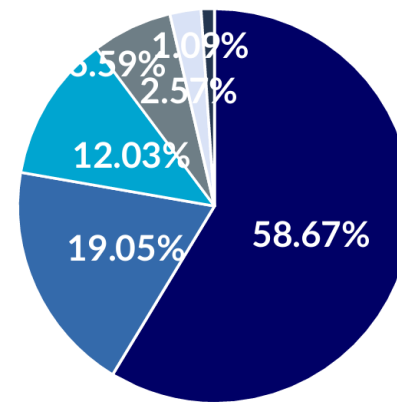


资料来源：Macrobond、中信里昂

- **日股中期基本面支撑依然稳固**，日本企业价格传导能力、利润率修复、股本回报率改善以及公司治理改革仍在延续，日本企业盈利仍处在上修通道。同时，居民资金和机构资金流入也继续为日股提供中期支撑。
- 我们认为三季度全球权益市场交易主线仍是AI infra，**日本企业在半导体设备、材料、存储链条、电子元件等环节具有较强产业优势**。只要美国AI CapEx增速预期未出现明显下修，日本科技企业每股盈利仍有进一步上修空间，Nikkei 225相较TOPIX也可能继续体现更高的AI弹性。
- 我们认为日股三季度仍具备较好的风险收益比，配置上围绕**半导体设备、存储/电子元件、金融以及公司治理改善方向展开**。

日经225指数科技占比较高

■ 科技 ■ 消费品 ■ 材料 ■ 资本品及其他 ■ 金融 ■ 交通运输及公用事业



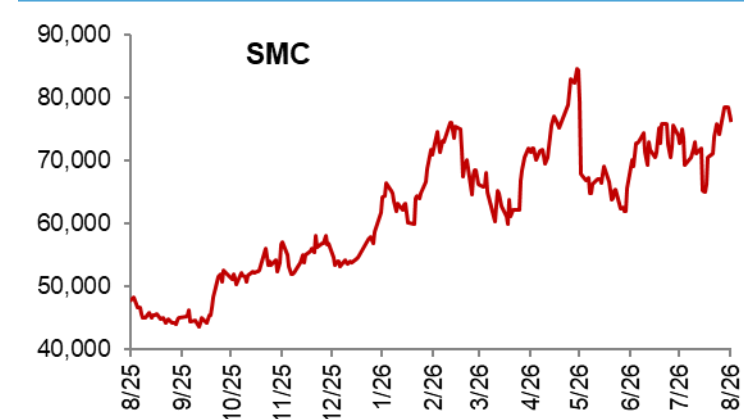
资料来源：Nikkei、中信证券

- **铠侠 (285A JP; 53,740 日元; 目标价: 89,300 日元) 加速提升股东回报, 释放现金创造价值。** 铠侠发布2027财年二季度 (截至今年9月) 业绩指引整体表现稳健, 公司预计产品平均售价环比增长约20%。与此同时, 管理层宣布实施1拆3股票分拆计划, 并推出最高规模达8,000亿日元的股份回购计划, 约占当前市值的3.1%。公司表示, 此举旨在提升资本使用效率及每股盈利水平, 而回购计划提前落地, 也体现出管理层对近期股价回调的积极回应。行业层面来看, 我们认为NAND市场前景依然稳固。同时, 长期供货协议 (LTA) 的签约条件及执行情况保持良好。基于最新经营表现及行业展望, 我们上调盈利预测。 (中信证券 – Yu Yoshida)
- **SMC (6273 JP; 76,430 日元; 目标价: 92,000 日元) 一季度业绩大超预期, 但全年指引维持不变。** SMC公布2027财年一季度 (截至6月) 业绩, 营收达2,709亿日元, 同比增长35.4%; 营业利润达739亿日元, 同比增长66.4%, 双双创下历史新高, 并超市场预期。尽管首季业绩强劲, 管理层仍维持2027财年2,190亿日元营业利润指引不变, 并表示当前面临的主要制约因素来自供应链产能限制。管理层方面, 新任首席财务官宫崎恭一在业绩沟通中展现出较强的业务细节掌握能力及行业认知。不过, 在股东回报方面, 公司并未提出新的资本回报计划, 仅重申现有500亿日元股份回购额度安排。基于最新经营表现, 我们上调盈利预测, 仍建议重点关注。 (中信里昂 – Morten Paulsen)

一年股价走势图*



一年股价走势图*



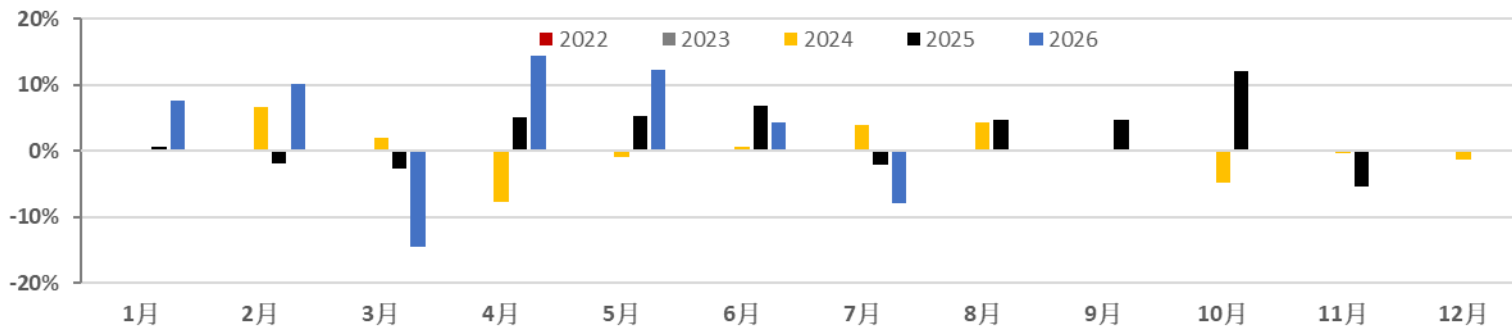
资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至14/8/2026

- 南方东英日经225指数ETF (「子基金」) 的投资目标是提供紧贴日经平均指数 (净总回报)(「指数」) 表现的投资回报 (未扣除费用和开支前)。为达致其投资目标, 子基金主要采取全面复制策略。

总回报图*



月度表现图 (2024年2月至2026年7月)



资料来源: 彭博 *截至2026年8月14日

ETF信息

收盘价	138.6
总资产(百万)	24543.9
总资产日期	14/8/2026
主要基准	NKYNTR
货币	HKD
代码	3153 HK
ISIN	HK0000986254

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	Equity
所在国	HK
基金目标	Japan
基金市值侧重	Large-cap
基金地域侧重	日本
基金货币侧重	NA
基金行业侧重	NA

业绩

	ETF	基准
总回报 1个月	9.7	7.1
总回报 3个月	10.5	12.0
总回报 6个月	16.7	22.3
总回报 1年	47.0	60.6
年迄今总回报	35.2	37.4

(2) 韩国市场焦点

出口带动经济增长强劲

股票

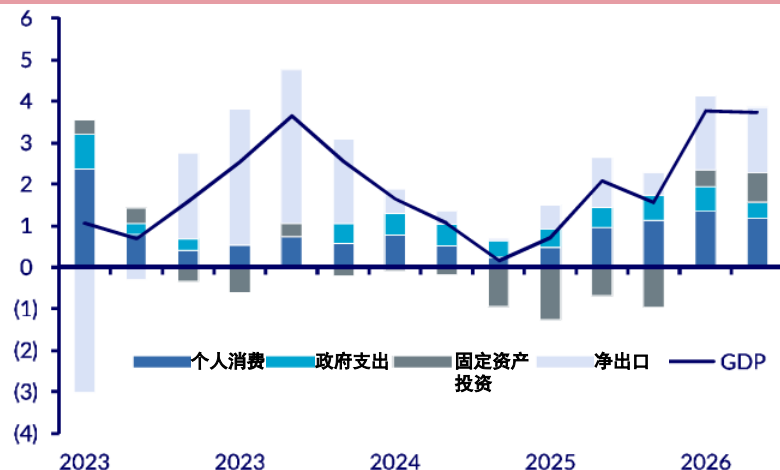
高波动下重估进程持续；SK海力士；HD现代重工

ETF

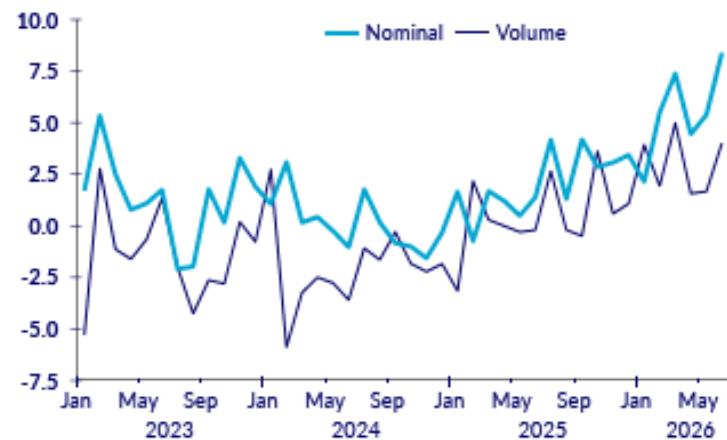
南方东英KOSPI 200 ETF

- **韩国经济上半年表现超预期。** 一年前，韩国央行、市场一致预期均认为2026年经济增速将低于2%。2026年上半年，韩国实际GDP同比增长约 3.8%，整体经济表现超出预期，并可能进一步上修。
- **半导体出口景气有望维持至2027年。** 推动经济增长超预期的核心原因是出口大幅增长，尤其是存储芯片产品的需求激增。过去六个月，半导体出口占韩国总出口的比重约达到三分之一，而此前这一比例仅约为五分之一。北美AI相关Capex仍将维持高位，半导体出口将持续支撑韩国经济增长，并延续至2027年。
- **景气正在扩散。** 半导体行业繁荣带来的影响并不仅限于出口领域。在工资增长强劲、消费者信心改善以及财富效应推动下，半导体行业景气度有望进一步传导至私人消费领域，从而形成更广泛的内需支持。近期股市调整确实削弱了财富效应对消费的边际提振作用，但影响较为温和，并未改变消费复苏的大方向。

韩国GDP同比增速及分部贡献



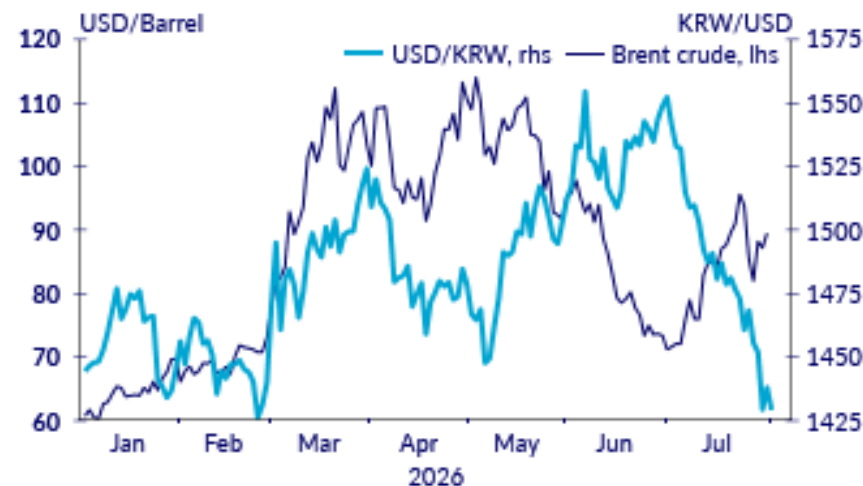
韩国零售销售出现高增



资料来源：Macrobond、中信里昂、中信证券财富管理(香港)

- **短期通胀压力较大**，油价和汇率的冲击逐渐传导到消费端。7月通胀虽然低于预期，通胀率已连续六个月高于韩国央行2%的目标水平。美伊和谈推进缓慢令8月油价再度反弹，韩国仍面临较大的短期通胀压力。
- **房地产火热需要降温**。房地产市场是韩国目前重要政策关注点，高收入群体将股市与产业红利兑现并涌入楼市，首尔平均房价突破10亿韩元，引发资产分化加剧及政府对调控政策与泡沫风险的警惕。近期韩国政府宣布税改方案，房地产税制调整是市场重点关注的内容，将极大程度影响韩国央行的利率路径。
- **韩国央行将继续加息**。韩国央行7月如市场预期加息，随着经济增长和通胀趋势进一步增强，继续加息的理由仍然较为充分。**预计韩国央行将在8月会议上再次加息25个基点，将政策利率提高至 3.00%。**在此之后，政策路径将更多取决于房地产市场是否降温。货币方面，近期韩元的反弹有助于控制通胀，料韩国央行将继续支持货币温和升值。更高的利率有助于提高韩元资产吸引力，如果后续海峡通航顺利油价回落则韩元面临的外部压力也将减轻。

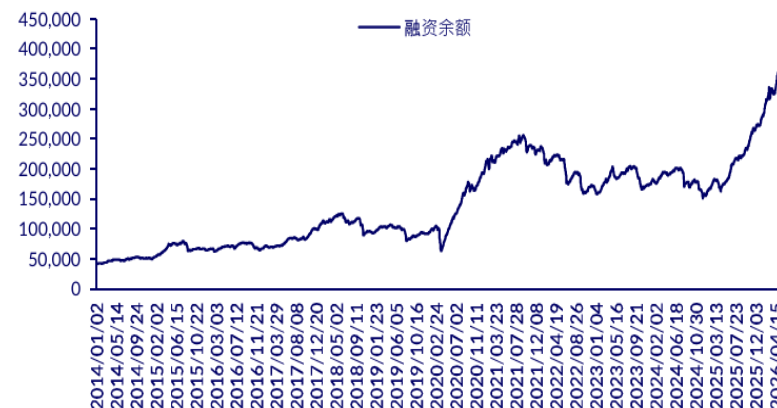
油价和韩元汇率走势



资料来源：Macrobond、中信证券财富管理(香港)

- **杠杆已大幅缩水，但风险尚未完全出清。**场内指标如KOFIA公布的信用交易融资余额在近期市场的大幅调整与连环强平后，已回到2026年1月水平。但7月底强制平仓总额、爆仓率等数据显示场内杠杆风险仍未出清。
- **市场将维持高波动。**本轮下跌拖累韩国散户购买力明显受损，市场天然买盘缓冲垫变薄，市场抵御新一轮集中抛压的流动性韧性偏弱。同时韩国“国家队”托底能力有限，难以在下跌时进行有效救市。近一周KOSPI指数波动率虽然较6-7月明显降低但仍处在相对偏高水平，市场仍有一定的极端波动预期。
- **基本面驱动的韩股重估进程持续。**此前的大幅调整更多是流动性、杠杆而非基本面因素导致，未来两到三年，AI高景气、企业回购、股东回报、盈利增长的扩散以及公司治理改革，仍是韩股长期估值提升的核心力量。
- **对于存储板块，**存储公司Q2业绩整体符合预期，显示AI需求下的高景气。展望未来，我们认为：1) 尽管存储产品的涨价幅度在放缓，未来1-2年市场供不应求格局未改，公司毛利率以及盈利能力具备支撑。2) LTA帮助存储企业提前锁定大客户需求，同时通过采用灵活的定价机制，后续有望降低公司盈利的波动性，进而提高估值水平。

融资余额7约缩水11万亿韩元至年初水平



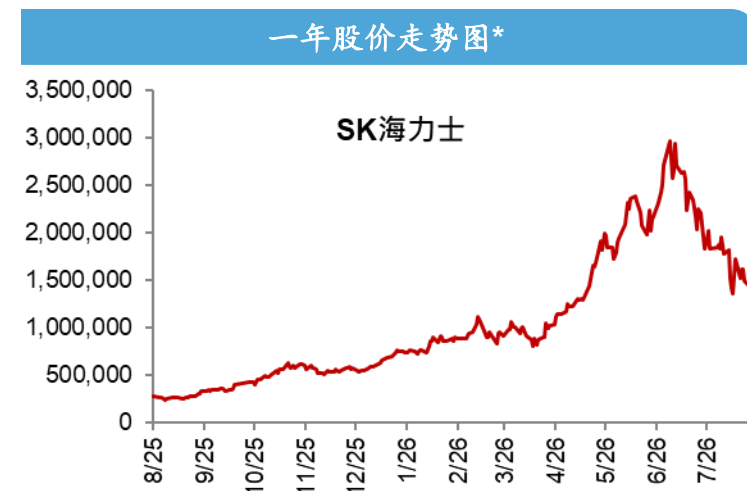
资料来源：CEIC、中信证券财富管理(香港)

KOSPI波动率仍处于相对偏高位置

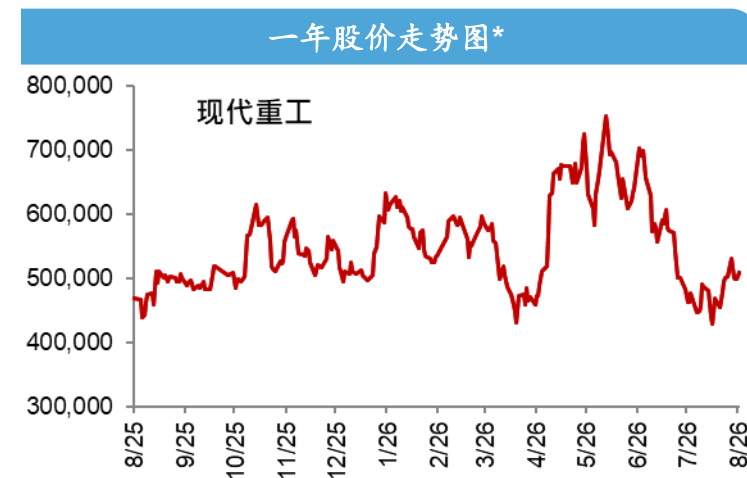


资料来源：KOFIA、Investing.com、彭博、中信证券财富管理(香港)

- **SK海力士 (000660 KS; 1,667,000韩元; 目标价: 3,700,000韩元) 预计三季度公布大规模股东回报方案。**SK海力士近期表示公司正在“积极评估”进一步提升股东价值的措施，并将在2026年第三季度内公布更详细方案。这一表态受到市场高度关注。。基于公司未来几年极强的盈利能力和自由现金流创造能力，我们认为SK海力士2026年的股东回报规模有望超过100万亿韩元。如果兑现，这将显著提升股东回报水平，并可能成为推动估值重估的重要催化剂。存储方面行业仍居于高景气，虽然市场对于HBM4定价和Rubin Ultra配置存在短期担忧，但这些因素并未改变行业供需紧张和公司竞争优势。当前公司2026E PE约5倍，具备极高吸引力。(中信里昂 – Sanjeev Rana)



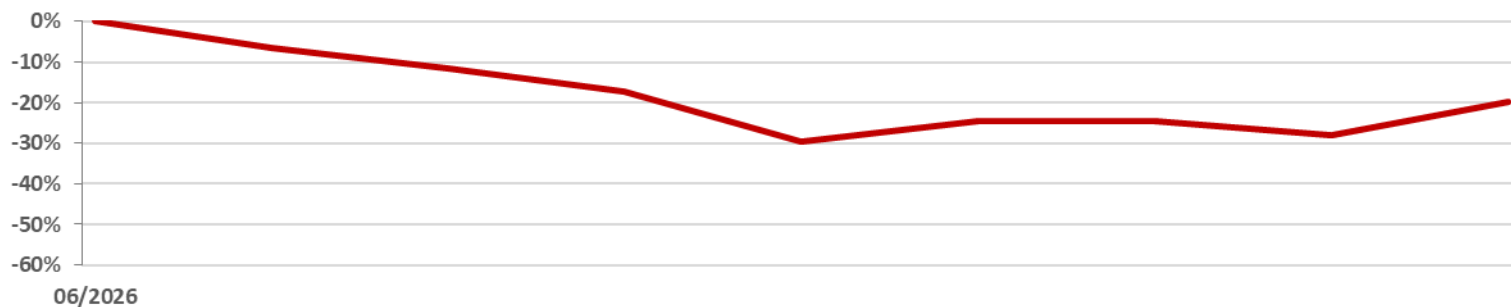
- **HD现代集团 (329180 KS; 510,000韩元; 目标价: 990,000韩元) AIDC电力的韩国标的。**HD现代集团是韩国规模最大的综合企业集团之一，业务涵盖造船与海洋工程、重型机械、机械制造、石油精炼、石油化工及能源产业。当前公司存在三个重要增长逻辑：第一，数据中心对稳定电力供应需求快速增长，带动大型天然气发动机订单持续增加。第二，过去市场主要将HD HHI视为造船企业，而未来发动机业务有望成为新的利润增长极。第三，美国能源基础设施扩张；美国海军及国防订单机会。这些都为公司提供额外上行空间。近期公司获得美国Corban Energy Group价值9,560亿韩元的大型发电设备供应合同，是公司第二笔AIDC发电订单。此次订单不仅金额巨大，更重要的是再次验证了AI数据中心发电需求的持续性，其发动机业务可能进入长期成长周期。(中信里昂 – Dong Choel Shin)



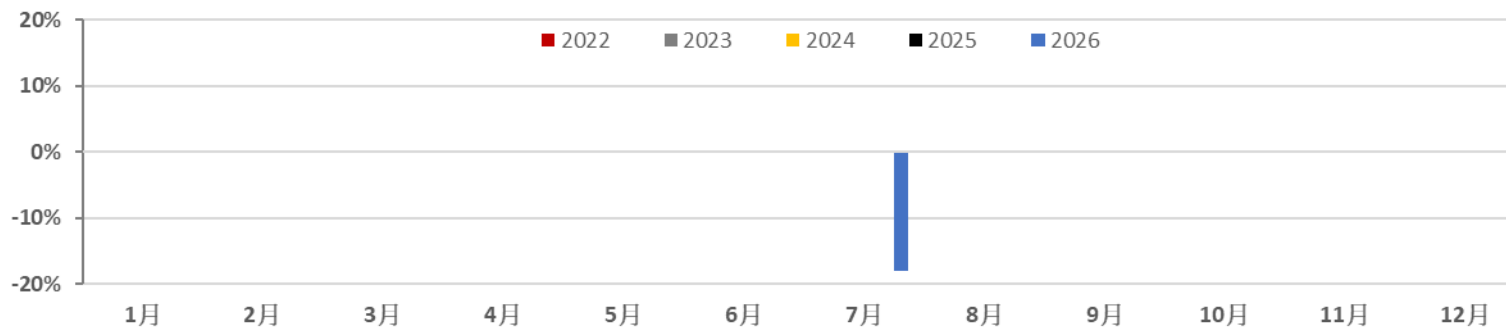
资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至14/8/2026

- 南方东英KOSPI 200 ETF的投资目标是提供紧贴KOSPI 200指数 (净总回报版本)(「相关指数」) 表现的投资成绩 (扣除费用及开支前)。基金经理主要采取全面复制策略, 将子基金的所有或绝大部分资产直接投资于相关指数成分股, 以达致子基金的投资目标。

总回报图*



月度表现图



资料来源: 彭博 *截至2026年8月14日

ETF信息

收盘价	6.45
总资产 (百万)	146269.5
总资产日期	14/8/2026
主要基准	KSP2NTR
货币	HKD
代码	3121 HK
ISIN	HK0001309035

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	Equity
所在国	HK
基金目标	Korea
基金市值侧重	Large-cap
基金地域侧重	韩国
基金货币侧重	NA
基金行业侧重	NA

业绩

	ETF	基准
总回报 1个月	13.9	1.7
总回报 3个月	N/A	-6.1
总回报 6个月	N/A	35.7
总回报 1年	N/A	158.6
年迄今总回报	N/A	82.4

(3) 光通信专题

大模型时代的必然选择

股票

资本开支高增带动光互联行业持续高景气；

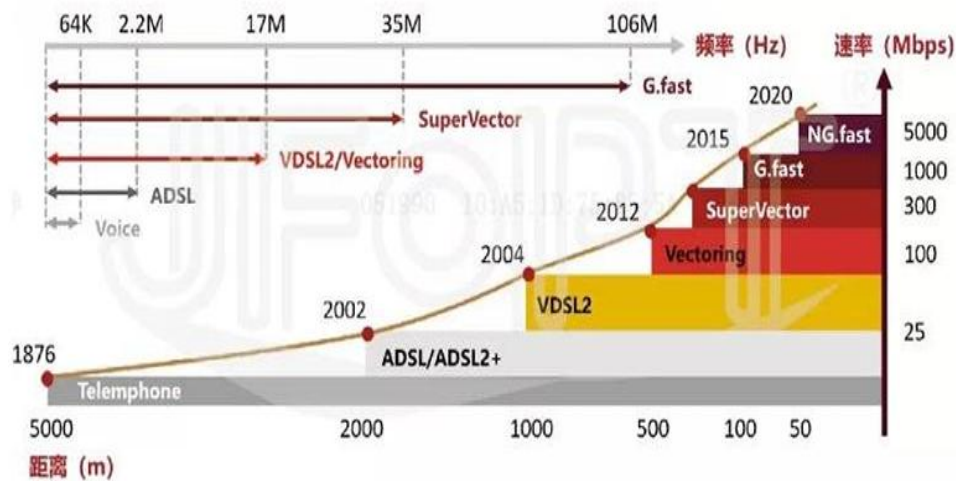
Lumentum；中际旭创

ETF

Roundhill Photonics & Optics ETF

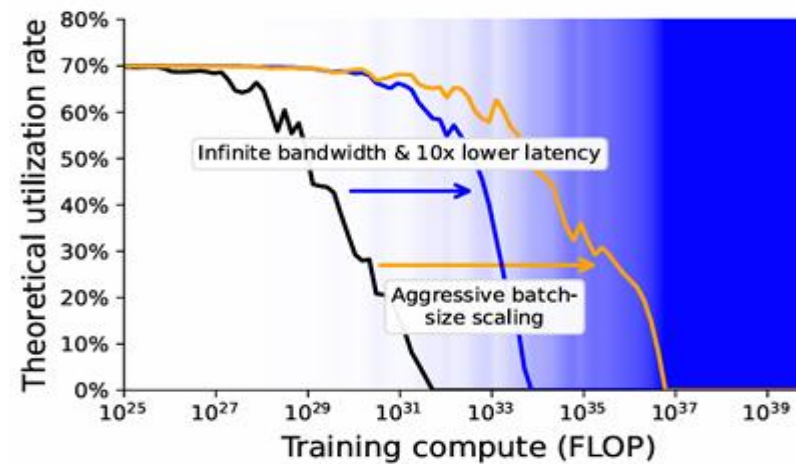
- 大模型训练与推理需求持续攀升，AI计算正从“单芯片性能竞争”系统性转向“集群级性能竞争”，**互联成为集群计算效率瓶颈**。在超大规模并行计算条件下，互联效率已从“配套能力”升级为“核心生产要素”。
- **光互联是AI时代必然的发展趋势**。传统铜互联方案因为物理限制，最大传输距离会随数据速率的增加而降低，无法适应大模型时代高速通信越来越高的要求，光互连成为必然的选择。短期内铜方案仍具备成本低、技术成熟可靠、短距离功耗低的优势，但光方案有望未来逐步渗透。

铜缆最大传输距离与传输速率呈现负相关



资料来源：JFOPT（嘉富光通信）官网

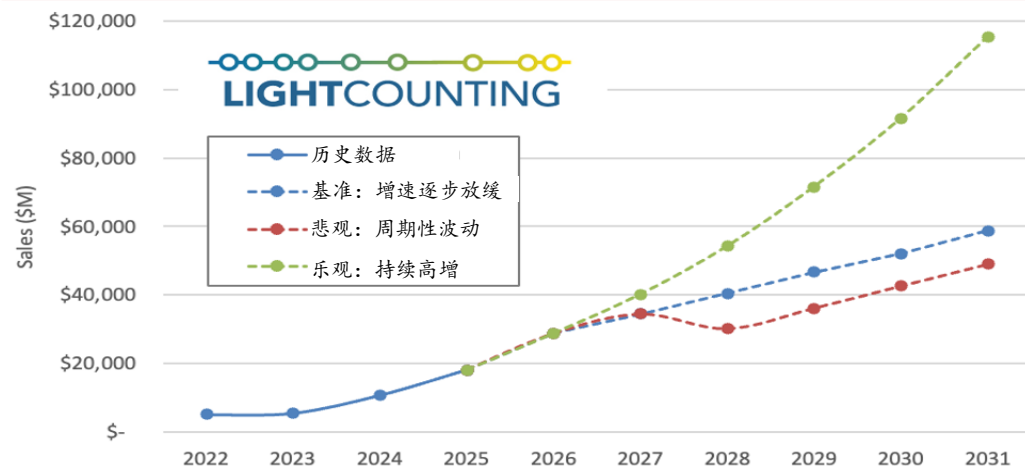
通信时延迟随训练规模扩大变得显著



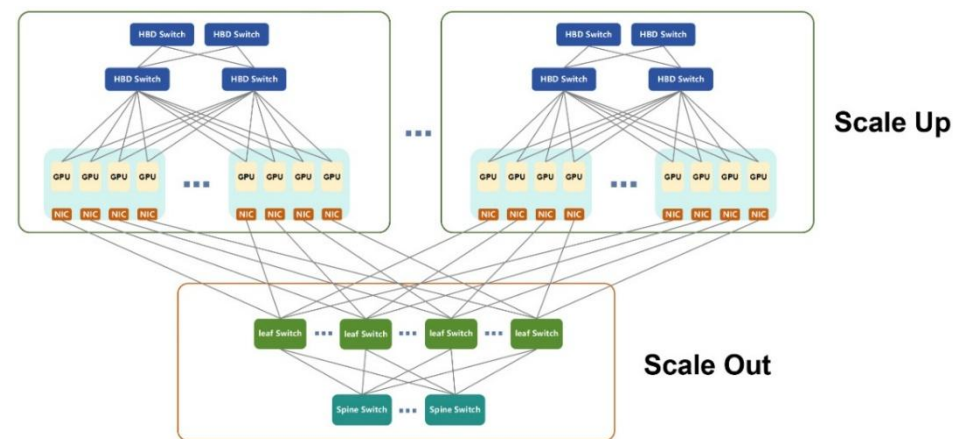
资料来源：Erdil, E., & Schneider-Joseph, D. (2024). Data movement limits to frontier model training.

- **全球AI产业链仍保持高景气。**2026年一季度北美四大云厂商的资本开支累计达到1297.5亿美元，同比增速提升至80%，依照各公司一季报指引，全年CSP资本开支已达约7,250亿美元。以光互联为代表的AI数据中心支出将维持高增。
- **量×价×供给共同支撑，光模块市场持续高增。**AI集群规模扩大叠加端口速率升级，带动光模块市场需求呈“翻倍式”增长，产业前景清晰度高；光模块每代速率升级对应ASP显著跃迁，“价”的弹性成为市场规模增长的核心引擎。伴随各大公司半年报，2026-2027光模块市场的高增长已得到逐步确认。
- **光互连市场的长期趋势仍然向上。**根据Lightcounting预测，未来五年即便行业存在增速放缓和周期性波动下跌的可能，市场年复合增长率仍有望超过20%，Scale-up柜内互联将是重要的潜在增量，相较于目前应用较多的Scale-out网络，Scale-up网络对于带宽的需求高出近10倍，因此其对高速光互连的需求将打开庞大市场空间。

2022-2031 年全球以太网光模块市场空间 (单位: 百万美元)



Scale-Up & Scale-Out 网络架构图



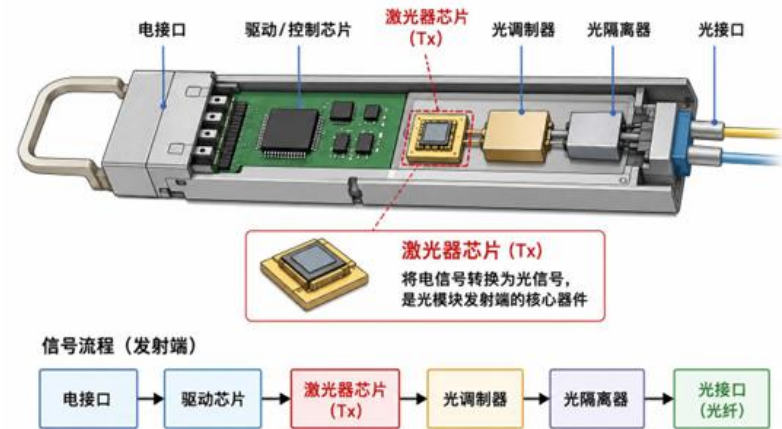
资料来源: Lightcounting、AscentOptics官网、中信证券财富管理(香港)

	描述	部分相关企业
网络设备和传输系统	面向各类型网络的系统级解决方案。	思科 (CSCO US), 诺基亚 (NOKIA FH), Ciena (CIEN US) 等
测试	负责器件、模块和系统级验证, 包括高速性能测试、可靠性测试及老化测试。	Keysight (KEYS US), Aehr Test Systems (AEHR US), FormFactor (FORM US), Advantest (6857 JP), 泰瑞达 (TER US) 等
光互连基础设施	包括光纤、连接器、MPO、光缆及机柜布线系统等基础设施。	康宁 (GLW US), 住友电工 (5802 JP), 长飞光纤 (6869 HK), 安费诺 (APH US), Credo (CRDO US) 等
光模块	将各类组件集成为最终可部署的光模块, 是AI数据中心建设最直接的受益环节。市场热议的LPO/NPO/CPO均属于光模块的不同架构。	中际旭创 (3308 HK), 新易盛 (300502 CH), 天孚通信 (300394 CH), Fabrinet (FN US), AAOI (AAOI US) 等
平台和代工	提供硅光子晶圆制造、先进封装和特殊材料工艺平台。随着PIC和CPO需求增长, 产能和良率成为关键瓶颈。	Tower 半导体 (TSEM US), GlobalFoundries (GFS US), 联电 (2303 TT), 台积电 (2330 TT) 等
各类组件	包含光芯片 (激光器、调制器和光探测器)、电芯片 (DSP、TIA、Driver、SerDes和Retimer等) 以及配套元器件等, 以激光器为代表是整个光通信链条技术壁垒最高的环节之一。	Lumentum (LITE US), Coherent (COHR US), 博通 (AVGO US), 住友电工 (5802 JP), Marvell (MRVL US), MaxLinear (MXL US), Semtech (SMTC US), Sitime (SITM US) 等
原材料	包括InP衬底、SOI晶圆、TFLN薄膜铌酸锂、EO聚合物及MOCVD设备, 是AI光网络资本开支周期最早受益环节。	AXTI (AXTI US), Soitec (SOI FP), IQE (IQE LN), Aixtron (AIXA GR), Veeco (VECO US) 等

资料来源: : 中信证券财富管理 (香港)

- **光模块速率快速迭代，1.6T2026年开启商业化元年。** AI算力需求正在重塑光模块行业的产品迭代节奏，1.6T于2026年进入商业化元年。
- **龙头厂商的产能供给与研发能力拉大优势。** 高端光模块制造涉及复杂的供应链协调，核心在上游物料的保障，头部厂商在产能扩展与物料锁定具备显著优势。在技术快速演进的过程中，行业龙头依托技术积淀与创新能力，将持续巩固技术领先优势并引领产业升级方向。
- **FCC草案实施难度较高。** 中国厂商供应全球约 2/3 数据中心光模块，并掌握约 70% 全球铟供应及关键InP材料产能；叠加龙头企业已完成海外产能布局，历史上多轮贸易摩擦亦未改变中国厂商全球份额持续提升趋势，美国短期难以实现供应链替代。
- **关注龙头厂商。** 中际旭创 (300308 CH)、新易盛 (300502 CH)、天孚通信 (300394 CH)、光迅科技 (002281 CH)技术领先的同时锁定海内外核心大厂，未来业绩具备显著弹性。

光模块内部结构示意图



资料来源：CEIC、中信证券财富管理(香港)

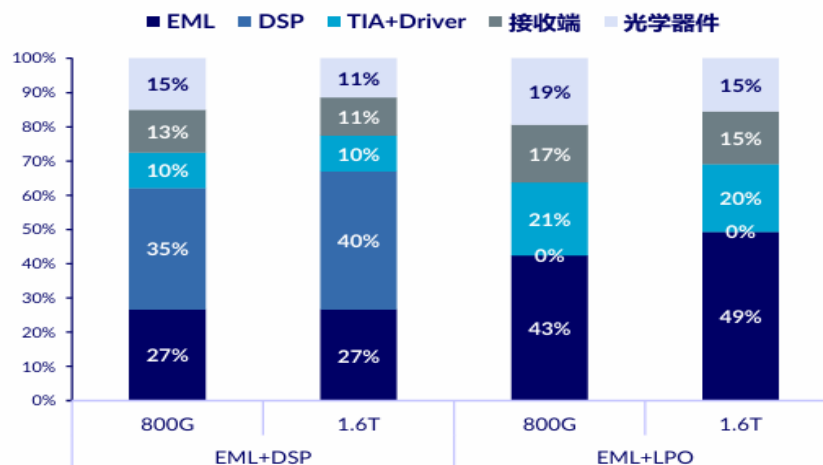
龙头企业具备与云厂商长期生态技术协作的强壁垒



资料来源：：欧洲央行、彭博、中信证券财富管理(香港)

- **光芯片是光模块的关键部件。**激光器芯片承担“电→光”转换功能，是决定光模块速率上限、传输距离、功耗与可靠性的核心有源器件。根据Lumentum，在800G/1.6T光模块BOM中，激光器芯片价值量占比超25%，是第二大价值组成。
- **技术驱动价值量增长，定价逻辑根本性改变。**光模块速率与传输距离带动光芯片技术切换，VCSEL→EML→“CW+硅光”技术迭代的ASP涨幅稳定，速率升级通常对应单价翻倍起步，价值量提升显著。
- **设备+扩产+良率三重壁垒，短期产能瓶颈明显。**根据Aixtron官网，MOCVD关键设备全球仅Aixtron (AIXA GR)、Veeco (VECO US)两家供应，新建InP产线完整周期可达2-3年。全球100G以上EML产能集中在Lumentum (LITE US)/Broadcom (AVGO US)/Coherent (COHR US)/住友电工 (5802 JP) 四家厂商，国内厂商如源杰科技 (688498 CH)、长光华芯 (688048 CH)、索尔思光电)目前处于200G EML量产追赶中，在CW激光器领域进度差距相对较小。

EML光芯片在光模块BOM占比约25%-50%



光芯片主要参与厂商



资料来源：中信证券、中信证券财富管理(香港)

- **NPO/CPO开启光引擎增量市场。**传统可插拔在3.2T速率下面临功耗散热/SerDes墙/面板密度三重瓶颈，单台51.2T交换机32个端口总功耗超1.5kW，端口数受模块体积限制；NPO（近封装）和CPO（共封装）通过将光引擎装在ASIC旁边，大幅缩短电链路，从根本上解决功耗和SerDes瓶颈。
- **NPO有望率先落地。**3.2T直接上CPO技术风险太大（光引擎损坏整个交换机ASIC都要换），可插拔又吃力，NPO作为“近封装+保留独立可更换性”的折中方案，刚好命中2.4T的需求窗口，我们预计2.4TNPO会率先于27年实现量产，驱动光引擎市场爆发式增长。
- **CPO放量节奏担忧拖累板块回调，长期趋势不改。**全球光通信板块5月以来整体由上涨转向波动，市场对CPO的放量节奏和规模争议是主要的拖累。长期看预计CPO仍将为产业大趋势，产业链整体也较为乐观，Lumentum电话会表示2027H2将是量产时间点，并称NPO与CPO并非零和竞争，而是相互叠加的增量机遇。
- 展望后续，**预计NPO与CPO龙头将交替上升**，NPO的业绩释放和四大CSP对CPO订单的正式合作是各自的主要催化剂；另外，**下游的光纤、光连接器、测试等需求受技术路线影响较低**，短期具备较高确定性。

英伟达近期宣布CPO交换机开始全面量产

NVIDIA AI Infrastructure
@NVIDIAAIInfra

关注

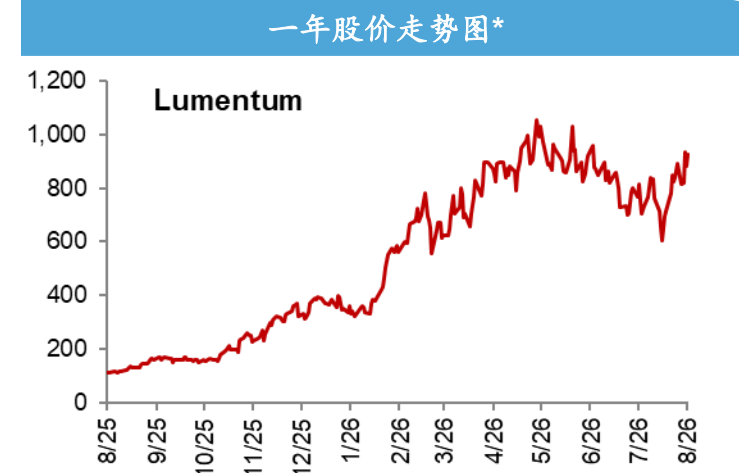
显示翻译

**NVIDIA Spectrum-X Ethernet Photonics
is now in full production.****4x fewer lasers. 5x lower power. 10x
higher mean time between incidents.**See how we built it nvidia.ws/45so1a7

资料来源：：英伟达官方账号、中信证券财富管理（香港）

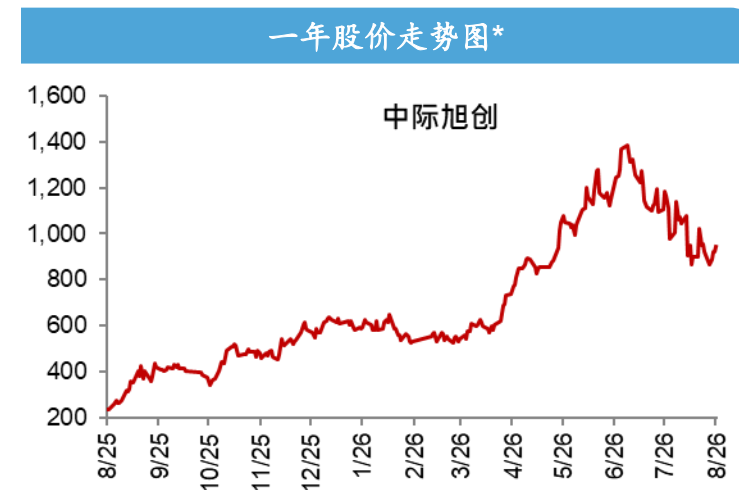
■ **Lumentum (LITE US; 926.14美元; 目标价: 1,186美元) 光领域核心卡位。**

Lumentum 是垂直一体化布局的光通信厂商，尤其激光器这一关键领域在技术和市场份额具备明显优势。FY26第四季度表现大幅超预期，各条业务线均同比高增，公司指引显示100G/200G EML及高功率CW激光器在FY26-27F期间需求依然强劲，供需失衡状况未见改善；NPO作为全新的增量机会未完全反映在此前的财务目标中，其有望显著扩大光通信行业市场规模。公司在EML激光器、CPO和OCS领域具备卡位优势，同时光模块和Scale-out组件业务有望快速增长。(中信证券—乔文作)



■ **中际旭创 (300308 CH; 943元; 目标价: 1,542元) 全球光模块龙头。**

中际旭创是全球光模块龙头，亦是全球目前少数已经实现高端大规模供应的厂商，是微软、英伟达、谷歌等多家科技巨头的核心供应商，且份额相对领先。技术布局方面，公司已获头部CSP明确需求并联合开发2.4T NPO方案，根据公司公告，预计26年完成送样验证，27年实现柜内部署；同步推出3.2/6.4T光引擎、12.8T XPO光模块，布局领先。近期fcc禁令传闻对公司基本面影响有限，当前股价对应2027E 市盈率约16x，考虑到公司业绩仍高速增长当前估值具有吸引力。(中信里昂—Tony Zhang/中信证券—李赫然)



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至14/8/2026



主要国家本周经济数据公布日程						
公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
8/17/2026 7:50	日本	GDP年度化经季调季环比	2季度	2.00%	1.80%	1.90%
8/17/2026 7:50	日本	GDP经季调季环比	2季度	0.50%	0.50%	--
8/17/2026 12:30	日本	工业产值(月环比)	6月	--	1.30%	--
8/18/2026 14:00	英国	失业救济金申领人数变动	7月	--	6.7k	--
8/19/2026 14:00	英国	CPI 月环比	7月	0.30%	0.10%	--
8/19/2026 14:00	英国	CPI 同比	7月	2.90%	2.60%	--
8/19/2026 14:00	英国	核心CPI同比	7月	2.50%	2.60%	--
8/19/2026 17:00	欧元区	CPI 同比	7月	2.90%	2.90%	--
8/19/2026 19:00	美国	周度MBA抵押贷款申请指数环比	8月14日	--	3.60%	--
8/20/2026 20:30	美国	周度首次申领失业救济人数	8月15日	211k	209k	--
8/21/2026 7:30	日本	国民消费物价指数同比	7月	1.90%	1.60%	--

免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2026版权所有，并保留一切权利。