

■ 券商掌舵人·共话新征程

国联民生证券董事长顾伟： 充分发挥“国资+市场化”优势 走好资本市场服务经济转型之路

◎ 卢伊 记者 徐蔚

作为新“国九条”后首家完成并购重组的企业，国联民生证券因改革而生、向融合而兴。近日，国联民生证券党委书记、董事长顾伟在接受上海证券报记者专访时表示，当前证券行业正处于转型变革的关键阶段，机遇与挑战并存。国联民生证券将充分释放合并重组带来的资源聚合优势，全面提升综合金融服务能力，走出一条根植区域、多维赋能、特质鲜明的差异化发展道路。

从“机会驱动”迈向“能力驱动”

当前证券行业正迈入转型关键期，机遇与挑战共存。顾伟认为，行业正从“机会驱动”转向“能力驱动”，面临的核心挑战可以概括为“三个错位”：

一是行业同质化竞争与高质量发展要求之间的错位。“十五五”时期，行业进入“低增速、高波动”新常态，“头部综合化、中小特色化”的分化趋势不可逆转。佣金率持续下滑，传统通道业务的红利见顶，但很多券商仍未找到清晰的差异化路径，“大而不强”“小而分散”的问题突出。

二是传统业务模式与新质生产力服务需求之间的错位。国家大力发展新质生产力，人工智能、生物医药、商业航天、半导体等硬科技企业的融资需求，已从单一的IPO演变为涵盖天使投资、VC/PE、并购重组、股权激励、跨境资本运作的全生命周期服务需求。然而，很多券商的服务模式仍停留在通道化、碎片化阶段，缺乏对产业的深度理解、对资产的精准定价。

三是居民财富迁徙与券商服务能力之间的错位。随着利率中枢下移和房地产市场调整，百万亿级居民储蓄正加速向资本市场转移，养老金融、普惠金融需求爆发。但行业普遍存在“重销售、轻配置”“重产品、轻服务”的问题，真正以客户为中心、实现资产保值增值的买方投顾能力尚未成为主流。

□ 通过建立以实体经济成效为核心导向的考核体系，将服务企业数量、融资规模、产业赋能效果等作为衡量业绩的关键标尺，实现业务拓展与服务实体经济的高度统一

□ 以系统性的布局主动拥抱AI，坚持“统一底座，共享赋能”的理念，集中力量建好公司级的智能平台和公共技术基础设施，让各业务条线可以在统一的底座上高效开展创新

□ 从三大方向精准布局，重点发力国际化与跨境金融，第一，做强跨境精品投行业务；第二，夯实FICC（泛固收）及衍生品增长引擎；第三，做精跨境资产管理

如何平衡业务拓展与服务实体经济的关系？顾伟分析称：两者从来不是“二选一”的取舍，而是“一体两面”的共生。服务实体经济是“道”，是根本；业务拓展是“术”，是结果。

国联民生证券通过建立以实体经济成效为核心导向的考核体系，将服务企业数量、融资规模、产业赋能效果等作为衡量业绩的关键标尺。“当我们把金融资源精准配置到科技创新、绿色转型、中小微成长这些最需要‘阳光雨露’的领域时，业务拓展与服务实体经济就实现了高度统一，业绩回报自然也就水到渠成。”顾伟说。

AI重塑行业竞争规则

科技尤其是AI正在重写证券行业服务能力的底层逻辑。顾伟认为，未来五到十年，证券行业的竞争规则将发生根本性变化。

“证券行业长期面临一个结构性矛盾，即客户对专业化、个性化服务的需求是无限的，而专业人才的时间、精力和服务半径是有限的。”顾伟认为AI的深度应用，正在从底层改变这一格局：在服务广度上，AI不只是在某个业务点上发挥作用，而是在重构整个服务链条的效率基线；在服务深度上，AI的角色不在于替代，而在于重新定义人机协同分工。

在此背景下，技术能力正在成为业务竞

争力的核心底座。“各家机构都在密集加码技术投入，科技正从后台支撑职能，上升为决定未来行业格局的关键变量。”顾伟说。

在顾伟看来，这一趋势的深层内核在于：客户在市场上看到的、感受到的，始终是业务层面的竞争——谁的产品更优、谁的服务更快、谁的体验更好。但未来决定这些业务表现高低的，将越来越体现为一家机构在多大程度上用技术重构了自身的业务能力。

国联民生证券正以系统性的布局主动拥抱这一历史性机遇。顾伟介绍，在能力建设层面，公司坚持“统一底座，共享赋能”的理念，集中力量建好公司级的智能平台和公共技术基础设施，让各业务条线可以在统一的底座上高效开展创新。

在人才梯队建设方面，公司构建三层递进式人才体系。具体来看：内层为核心技术力量，筑牢公司技术平台与关键能力底座；中层为业技融合复合型人才培养，既理解业务逻辑又具备技术视野；外层面向全员数字化赋能，让每一位员工都能成为智能工具的熟练使用者和价值创造者。三层体系相互支撑、层层递进，形成稳固可持续发展的金融科技人才生态。

把握制度型开放的历史窗口

在顾伟看来，“十五五”时期，资本市场

高水平制度型开放提速，既是国家金融战略落地的关键期，也是券商抢抓机遇、实现跨越式发展的历史窗口期。国联民生证券围绕国际化与跨境金融，从三大方向精准布局、重点发力：

第一，做强跨境精品投行业务。公司紧跟中资企业出海浪潮，依托国资背景与长三角产业腹地优势，聚焦高端制造、硬科技等赛道，为企业境外上市、再融资、跨境并购提供方案设计、资本运作、风险管控等全生命周期服务，打造特色跨境投行品牌。

第二，夯实FICC（泛固收）及衍生品增长引擎。国联民生证券持续扩充海外资产负债，完善全品类产品布局，发力利率、外汇衍生品与结构化产品，有效助力企业对冲跨境经营中的汇率、利率波动风险，同步筑牢一体化跨境风控体系。

第三，做精跨境资产管理。公司依托香港子公司平台与本土投研优势，抢抓中东主权基金等海外机构配置中国资产需求，以OFII、北向通、跨境理财通为抓手，打通境内外投融资双向通道，完善跨境服务生态。

放眼未来，证券行业将进入低增速、高波动的发展新阶段，行业格局、专业能力与市场价值将迎来深度重塑。顾伟认为，券商唯有坚守专业化、差异化发展路径，深耕区域市场与特色产业，借力数字技术赋能业务升级，深耕特色赛道，方能稳步实现转型突围与长效发展。

站在“十五五”开局的重要节点，顾伟介绍，国联民生证券将充分释放合并重组带来的资源聚合优势，全面提升综合金融服务能力。立足无锡科创优势与长三角产业底蕴，深耕“产业投行、科技投行、财富投行”三大战略方向，充分发挥“国资+市场化”的优势，在投行业务、研究业务等行业领先业务的基础上，持续巩固资产证券化、基金投顾等领域的差异化优势，走出一条根植区域、多维赋能、特质鲜明的差异化发展道路。

■ 记者观察

伯恩斯坦“折叠”中国消费，别过度解读为风向标

◎ 记者 覃秘

5月26日，华尔街知名研究机构伯恩斯坦(Bernstein)宣布终止对中国消费行业的研究覆盖。消息一出，市场迅速发酵。有人把这件事视为消费赛道“坠落的隐喻”，也有人将其解读为外资机构“对中国消费投下不信任票”。一时间，情绪化解读满天飞。

稍加拆解，这件事真没有那么复杂。首先，研究机构增减跟踪标的、切换重点研究赛道，是很常见的现象。

资本市场的游戏规则本就如此。券商和投行的研究覆盖，从根本上来说是商业行为：由市场需求驱动，随研究力量而变化。分析师流动、团队调整、业务重心的战略迁移，在任何一个成熟市场都是司空见惯的日常，同时，没有任何一家机构的覆盖范围是永远不变的。

过度解读，本身就是一种市场情绪过热的体现。当然，这并非否认其信号价值。伯恩斯坦调整的时点确实值得留意——一家长期追踪中国消费的专业投资机构选择主动离场，本身表达了一种态度：在这个板块继续投入研究的性价比暂时到了一个低点。这更多反映了市场短期内对消费板块关注度的降温。如同十多年前，国内一些券商研究所一度选择不覆盖煤炭和钢铁。

其次，科技与消费的冷暖交替，是市场常态。近年来，全球资本市场最鲜明的旋律就是“科技当道”。A股的AI、机器人、半导体轮番唱主角，资金高度涌入TMT板块内部循环，持续轮动，而传统板块——尤其是消费，明显受到冷落。

数据印证了这种冷暖交替：今年以来，A股商贸零售板块以约14%的跌幅在31个申万一级行业中排名垫底，美容护理、家用电器、食品饮料等传统消费板块今年以来悉数录得负收益。部分基金经理被迫减持消费持仓、加仓科技赛道，“消费提款，科技充值”成了增量资金的现实写照。

这不是中国消费不行了，而是资金潮汐的自然涨落。在过去相当长一段时间，消费股曾是A股的“压舱石”，茅台、美的们创造了无数财富神话。如今，科技创新站在了舞台中央。资金在两大板块之间的流动，表明其中一个板块表现得更加出色，投资者能获得更丰厚的回报。

再其次，从中长期来看，消费作为经济“中流砥柱”的地位不会动摇。巨大的市场已经孕育出一批全球领先的消费类公司，一定会涌现出更多享誉全球的品牌消费企业。

2025年，我国社会消费品零售总额首次突破50万亿元大关，消费对经济增长的贡献率达到52%，内需作为经济增长“压舱石”的地位进一步巩固。中政院最新发布的研究报告指出，中国已成为全球消费大国，消费占全球比重从2012年的8%提升至2024年的13%。

当然，短期的挑战也不可忽视。消费复苏不均衡、社零增速放缓、消费信心偏弱等问题客观存在。

但我们也要看到那些积极的信号。在消费结构升级方面，2025年，服务性消费支出占比已升至46.1%，从“吃得饱”向“更会生活”的转变正在进行中，健康、情绪、体验等新消费需求正在重塑赛道，一些新兴消费公司也正在快速发展壮大。政策端的支持力度也在加码。2026年政府工作报告明确安排超长期特别国债2500亿元支持消费品以旧换新，同时设立1000亿元财政资金协同促内需专项资金。

最后，科技和消费并没有严格的界限。辩证地看，科技可以赋能消费，消费也能反馈促进科技的发展。许多优质消费品公司本身也是高科技公司，很多高科技公司也直接或间接为消费者提供高品质的产品。伯恩斯坦放弃研究覆盖，自有其自身研究资源配置的逻辑，但这种短期商业决策，对消费板块长期的基本面并无实质影响。或许是巧合，通知发布后的第二天（5月27日），A股白酒板块带领消费板块出现一波反弹。无论如何，咱们得吃好吃好，穿得漂漂亮亮的，带着早已离不开的高科技产品，多出去转转，这不都是消费吗？

(上接1版)

装备制造制造业利润保持两位数增长。数据显示，前4个月，规模以上装备制造业利润同比增长15.4%，拉动全部规模以上工业企业利润增长5.4个百分点。其中，电子行业受需求增加、价格持续回升等因素带动，行业利润增长107.7%，对全部规模以上工业企业利润增长的贡献率达43.8%，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。

高技术制造业引领作用明显。数据显示，前4个月，规模以上高技术制造业利润同比增长44.8%。其中，半导体相关产业快速发展，带动电子专用材料制造业利润同比增长601.7%、光纤制造行业利润同比增长347.6%、光电子器件制造业利润同比增长51.0%。

“利润数据的结构亮点突出，新质生产力展现高盈利弹性，半导体与智能制造持续领跑。”国家金融与发展实验室特聘高级研究员庞溟对记者表示。

工业企业盈利仍有上行动能

从其他指标来看，工业企业补库意愿增强。4月末，规模以上工业企业产成品存货6.95万亿元，同比增长6.7%。民生银行首席经济学家温彬对记者表示，工业企业产成品存货名义增速回升1.5个百分点，营业收入也实现回升，显示出进入“主动补库存阶段”迹象。

章俊认为未来工业利润仍具备进一步修复基础，但行业分化或继续加剧：一方面，高端制造、AI产业链及出口相关行业仍是景气主线；另一方面，若油价维持高位，中下游消费品制造、地产链及传统加工行业可能继续面临成本挤压，需关注盈利改善由上游向中下游传导的节奏。

针对利润修复行业分化的特征，庞溟认为，宏观政策层面应采取精准调控，比如通过“两新”政策撬动各类更新置换需求、加快地方政府专项债发行等，改善中下游行业的盈利分配格局。

于卫宁表示，要强化宏观政策调节，持续扩大内需、优化供给，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，推动工业经济持续健康发展。

“展望下一阶段，工业企业盈利仍有上行动能。价格修复、利润率提升、补库启动和资金周转改善仍将提供支撑。”温彬说。

A股板块轮动明显 机构：关注主线扩散机遇

◎ 记者 费天元

5月27日，A股主要股指呈现高位休整态势，创业板指盘中一度再创历史新高，但午后震荡回落。截至收盘，上证指数报4093.73点，跌1.25%；深证成指报15736.47点，跌0.88%；创业板指报4045.77点，涨0.07%；科创综指报2136.75点，跌2.53%。沪深两市合计成交32385亿元，与前一交易日基本持平。

芯片板块冲高回落

昨日早盘，A股芯片板块一度大幅冲高，佰维存储、国科微、北京君正等热门公司股价涨幅最高超过10%，华天科技、华微电子等触及涨停。但午后资金情绪逐步冷却，芯片股整体冲高回落。截至收盘，申万半导体指数下跌1.88%，板块内没有个股涨停（不包括ST股）。

消息面上，近一个月股价实现翻倍的先进封装龙头长电科技于5月26日晚发布公告称，股价连续两个交易日内的累计换手率高达34.37%，短期换手率较高，敬请广大投资者注意投资风险，理性投资。

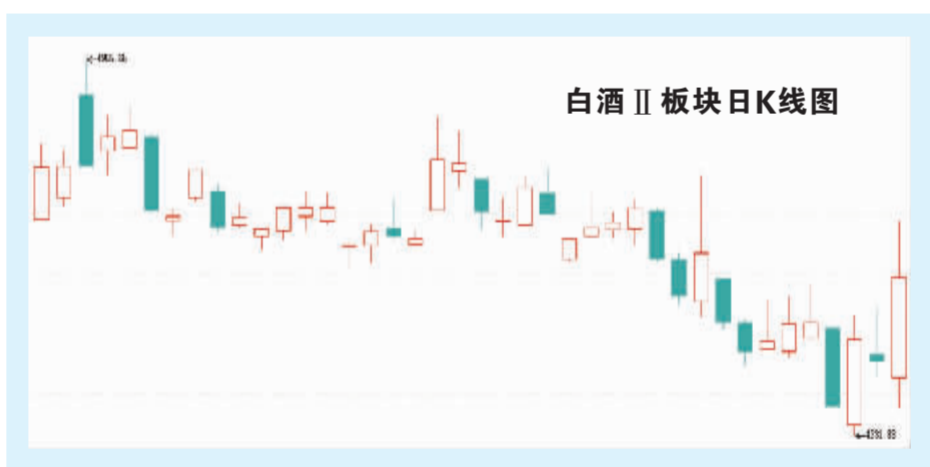
昨日午后，白酒板块突然发力，多只白

酒股股价直线拉升，申万白酒指数收盘大涨2.15%，水井坊收获涨停，舍得酒业涨幅9%，贵州茅台上涨2.33%，股价最新报1303元/股。

今年以来，白酒板块连续调整，申万白酒指数5月26日创出年内新低，自年初以来跌幅接近15%。中信证券日前发布酒类行业2026年下半年投资策略报告提到，白酒板块股价自2021年至今已连续6年出现下跌，2024年以来大幅跑输沪深300等核心指数。该机构判断，白酒行业底部已至。从近期情况看，白酒整体动销同比降幅已有一定程度收窄，若未来需求逐步企稳，考虑到2025年的基数效应，预计2026年二季度开始白酒公司业绩有望出现一定程度改善。同时，头部白酒公司纷纷通过提高分红率、回购、增持等措施不断提升股东回报，提供较好的投资安全边际支撑，建议关注配置头部名酒企业。

机构：市场对结构的分歧度正在上升

昨日，A股板块轮动明显加快：早盘存储芯片等AI主线继续发力，而其他多数板块个股出现调整；午后AI主线高位回落，白酒等低位板块发力。在部分机构看来，存储芯片等热点板块已出现交易拥挤现象，后续股价波动可能加剧，可考虑关注更多兼具产业



景气与安全边际的主线扩散机遇。

东方财富证券首席策略官陈果在研报中表示，经历了前期涨幅显著的“复常交易+季报行情”后，市场对于结构的分歧度正在上升，部分资金寻求结构再平衡与轮动切换，表现为前期涨幅较高的AI算力（光模块、存储）热门赛道出现回调，部分资金选择阶段性止盈兑现。

“总体来看，短期热门板块回调更多是

战术性的，主要是涨速过快叠加海外利率攀升共振，催化释放了止盈需求。”陈果判断，中期维度，AI产业资本开支、订单落地、业绩兑现三重高增逻辑未变，叠加宏观经济K型分化强化科技板块盈利优势，科技仍是全年较为确定的主线赛道。建议规避前期涨幅透支的高位题材，优先布局产业景气确定性高、订单业绩扎实、前期涨幅相对滞后的硬核细分环节。

中信证券：“AI+能化”构成今年杠铃配置结构

◎ 记者 费天元

5月27日，中信证券2026年资本市场论坛在上海举行，本次论坛以“韧性强基，科创自立”为核心主题，全面展望“十五五”开局之年的产业趋势与资本市场新机遇。

对于资本市场建设，中信证券执行委员、中信证券国际董事长李春波表示，随着全球科技革命飞速发展，中国企业在全球价值链中的地位提升，以及市场制度与生态的不断成熟，中国资本市场运行的积极动能正在不断积累，市场韧性和抗风险能力也在明显增强。

“新的产业与政策格局，将深刻重塑资本市场生态，成为资本市场践行金融强国”的关键抓手。”李春波说：从融资端来看，政策层面明确大力支持新产业、新业态、新技术企业发展，为资本市场带来更多彰显中国价值的优质标的；从投资端来

看，“长钱长投”制度环境日益完善，更多投资者伴随科技型企业发展壮大，在更好服务新质生产力发展的同时，也为投资者分享中国科技进步成果打开了广阔通道。

对于宏观经济，中信证券宏观与政策首席分析师杨帆表示，今年上半年，中国宏观经济出现两条区别于传统周期的新线索：一是AI产业周期加速向上传导，成为外需与工业增长的重要支撑；二是海外地缘政治因素推高上游资源品价格，重塑新能源等行业景气态势。

具体来看：一方面，上半年全球AI产业扩张带动硬件组件、智算储能等需求快速上行，2026年4月中国AI相关产品出口同比增长73%，显著高于非AI产品的7.5%，对出口增长形成重要拉动。尽管AI相关投资在固定资产投资中占比仍低，但后续增长潜力较大；另一方面，海外地缘冲突强化了资源品安全溢价，推动能化和有色价格上涨，并带动物价回升、出口韧性和上游企业

利润改善。同时全球能源价格上行可能进一步激发中国新能源产品需求，对出口形成额外支撑。

展望下半年，杨帆预计，下半年我国宏观政策的聚焦点或更多转向结构性改革，以“反内卷”和“碳中和”优化供给，以财税改革引导需求。在供给端，“反内卷”仍是政策关注的重点，短期重点或在于新能源行业，中长期可能向原材料行业扩展。随着考核体系的完善和考核责任的压实，强化“双碳”约束有望成为推动产能去化和供给优化的重要着力点。在需求端，更加积极的财政政策需要拓宽财源渠道，提高财政资源配置效率。

对于A股市场，中信证券首席A股策略师袁翔给出了应对市场波动的三个底层框架：继续站在全球视角去看中国，用K型思维去看市场，从“建造AI”到“适应AI”去看技术。

其中，“K型分化”作为今年资本市场的热词，袁翔从市场微观层面进行了阐述。他表

示，当前全球主要股指成分股的K型分化特征越来越明显，表现为股指涨幅由头部领涨公司集中贡献，这背后的本质驱动力是全市场盈利向少数头部公司聚集，而这部分头部公司基本都是靠全球市场（不仅仅依靠本土）获得了不断超预期的盈利。例如，截至今年一季度末，科创50、创业板50、纳斯达克100、KOSPI 200指数中，前十大公司分别贡献了净利润(TTM)的100.2%（相当于扣除这10家，其他样本净利润总和为负）、87.2%、78%和65.6%。

对于下半年配置，袁翔明确表示，“AI+能化”将构成今年新的杠铃结构，其本质是在K型分化加剧的全球环境中，真正具备可持续供需缺口和超预期利润的领域并不多，而AI和能化恰好分别从需求端和供给端提供了这种稀缺性。长期来看，A股投资的底层逻辑依然是中国优势制造业定价权的重估。