下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 07 月 02 日

“烧冷灶”与“扒热灶”

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010001
linrx1@sdicsc.com.cn
黄玮宗 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525070002
huangwz1@sdicsc.com.cn

在过去一段时间，我们反复强调，眼下宏观“灰犀牛”并不明确以及 AI 资本开支难以验伪，本轮 AI 科技抱团眼下不会轻易结束，其核心大主线定位并未随着股价高位波动而受到动摇。到目前为止，我们倾向于认为当前 AI 科技更多是经历阶段性左侧高切低。面向科技，不纠结一顶，做好二顶，坚持到顶，守着“大光”买“光圈”，基于产业浪潮股最终结束 M 顶第一个顶部大概率还未到来。同时，事实上我们一直坦率地承认一点，当前 AI 科技也好，"新宁组合"也好，创业板指也好，随着二季度不断上涨，A 股高切低指数 6 月中旬已经达到 60%的高位，达到常规区间上沿，再平衡内生动力在不断增强。客观而言，左侧阶段性高切低视角下的低位板块，并不是所有方向都具备同等修复弹性：1、消费、地产和港股（恒生科技）并没有看到明确的政策和逻辑信号，即便有反弹，向上空间能有多大难以捉摸；2、低位景气板块中券商具备显著优势，事实上除券商和高股息外，目前较难承接科技资金。这意味着当前并不是低位板块会迎来普遍反转，真正需要区分的是：低位究竟来自短期风格压制，还是来自中长期景气下修；估值便宜究竟是错杀，还是基本面弱化后的合理折价。总结评估看：眼下系统性“烧冷灶”太早！。

在当前环境下，我们的建议非常明确：3 分预测，7 分应对。应对的核心不是忙着找低位板块，而是如何处理好高位科技的问题。对于科技的应对，核心一定是盯着美股。在这里，我们始终强调三句话，1、 当产业浪潮开始步入中期后，产业趋势定价都会经历趋势——抱团——疯狂三个阶段。2、"将军不下马"。 本质是强调在 AI 产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观"灰犀牛"和行业竞争格局崩坏这两个"拦路虎"之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上。3、面向科技，不纠结一顶、做好二顶，坚持到顶。到目前为止，我们倾向于认为当前 AI 科技基于产业浪潮股最终结束的 M 顶视角下，第一个顶部大概率还未到来。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期，历史测算不代表未来。

相关报告

少预测多应对：AI 科技三句箴言	2026-06-28
坚持到顶	2026-06-21
黄金和 AI：谁在见顶？——兼论 M 顶卖点方法论	2026-06-17
将军不下马	2026-06-14
科技的 M 顶：第二个顶	2026-06-11

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 当前低位板块配置价值深度梳理 3

图表目录

图 1. A 股高切低指数目前上升到区间高点附近，且已经出现拐头向下的迹象 3
图 2. A 股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理 3
图 3. 从估值角度来看，PB-ROE 框架中红利相关行业估值性价比较高 4
图 4. 从景气角度来看，关注券商、钢铁、化工、有色的边际景气 4
图 5. A 股科技风格和顺周期的分化情况 6
图 6. A 股 HALO 资产相对 AI 资产的收益率差值回落至历史低位水平 6
图 7. A 股消费/创业板指的分化情况与人民币信贷脉冲的关系 6
图 8. 当前红利资产整体股息率明显回升，相对 10Y 收益率利差达到 400BP 7
图 9. 从相对估值来看，下半年存在向红利风格再平衡的空间 7
图 10. 美元陡然走强的背景下，港股整体的大 β 向下 7
图 11. 6 月美国 PMI 制造业继续走高，服务业疲软 8
图 12. 6 月欧元区服务业 PMI 初值回升但仍处于负区间 8

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

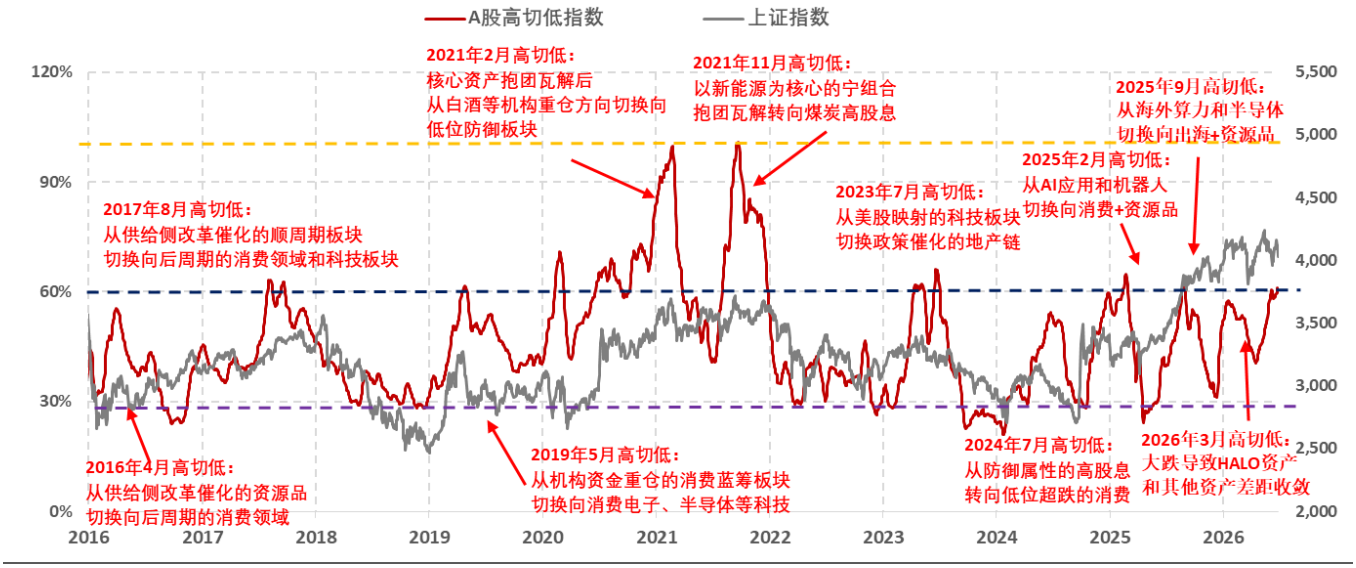
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 当前低位板块配置价值深度梳理

近期市场围绕“高切低”的讨论升温，在此，我们强调基于产业趋势和基本面逻辑对于AI供需缺口（即“新宁组合”）的看好。事实上，我们一直承认的一点是当前AI科技也好，“新宁组合”也好，创业板指也好，随着二季度不断上涨A股高切低的内生动力在不断增强

本轮AI硬件的上涨推动高切低指数来到区间顶点。**从我们判断市场结构切换的高切低指数来看，本轮高低分化行情的起点是4月7日美伊停火，从高低分化程度来看6月5日该指数已经达到60%的高位，也是近三年高低分化行情的顶部位置。换言之，泛AI领域作为本轮的高位板块可能已经来到了高切低的重要节点，这种高低分化的极端水平，会使得本次科技板块的上涨和调整与此前并不一样。从A股高切低指标的历史复盘来看**，2016年至今一共8轮典型的高切低行情，高位板块（一级行业）在切换过程中平均的下跌幅度是-12.8%，但当科技链作为高位板块时，切换后的跌幅明显大于其他类型的高切低行情，历史上科技行业切换过程的平均跌幅是-16.1%。

图1.A股高切低指数目前上升到区间高点附近，且已经出现拐头向下的迹象



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图2.A股高切低历史行情的回顾和涨跌幅梳理

轮次	高位板块	高位平均涨跌幅	切向低位时上涨/相对抗跌的板块	低位平均涨跌幅	判断	过程解释
2017年8月	煤炭、钢铁、有色金属	-9.80%	家用电器、食品饮料、电子	8.60%	低位补涨	上游资源品在供给侧改革后涨幅过大，后续回落；但景气传导到后周期消费和电子，低位方向承接明确。
2021年2月	食品饮料、医药生物、电力设备、美容护理	-10.50%	钢铁、煤炭、公用事业	16.70%	低位补涨	核心资产抱团松动，高位消费成长回撤；通胀和利率上行预期强化红利价值风格，低位资源和公用事业明显上涨，是最典型的“高位跌、低位涨”。
2021年11月	电力设备、汽车、有色金属、国防军工	-16.80%	建筑装饰、煤炭、建筑材料、交通运输、银行	2.80%	低位补涨	这一轮本质是新能源和高景气赛道杀估值，电力设备、汽车、有色、军工跌幅都比较大；但同期稳增长链条和部分红利方向并没有一起跌，建筑、地产链、煤炭、交运、银行反而上涨或相对抗跌，因此不是高低普跌。
2023年7月	通信、电子、传媒、计算机	-11.30%	煤炭、房地产、石油石化、建筑材料	1.60%	高低普跌	TMT从美股AI映射行情中回落，政策催化地产链和顺周期修复；但低位涨幅很弱，整体形成普跌，仅有红利板块相对抗跌。
2024年7月	银行、公用事业、煤炭	-8.60%	商贸零售、社会服务、医药生物	22.60%	先普跌后补涨	前半段高股息和低位超跌方向都承压，本质偏普跌；但9月底政策行情启动后，零售、社服、医药等低位超跌板块大幅反弹，最终表现为低位补涨完成。
2025年2月	计算机、传媒、电子、通信	-15.20%	国防军工、钢铁、煤炭、机械设备	-3.70%	高低普跌	DeepSeek链情绪驱动后回撤，高位科技大跌；低位资源和制造最然相对抗跌，但阶段收益仍为负，说明这轮不是靠低位上涨完成，而是高位补跌叠加市场整体风险偏好下降。
2025年10月	通信、电子、计算机、传媒	-11.70%	煤炭、石油石化、钢铁、公用事业、银行	6.50%	低位补涨	AI链条内部表现分化，通信仍强，但计算机、传媒、电子回落；低位顺周期、红利和部分消费链条有修复，不过幅度不大，更像温和再平衡。
2026年3月	有色金属、钢铁、基础化工、建筑材料	-9.00%	通信、银行、煤炭、公用事业	6.10%	低位补涨	前期资源/AHLO方向回落，资金切向通信、银行、煤炭、公用事业等相对低位方向；低位组合取得正收益，属于比较清晰的结构切换。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

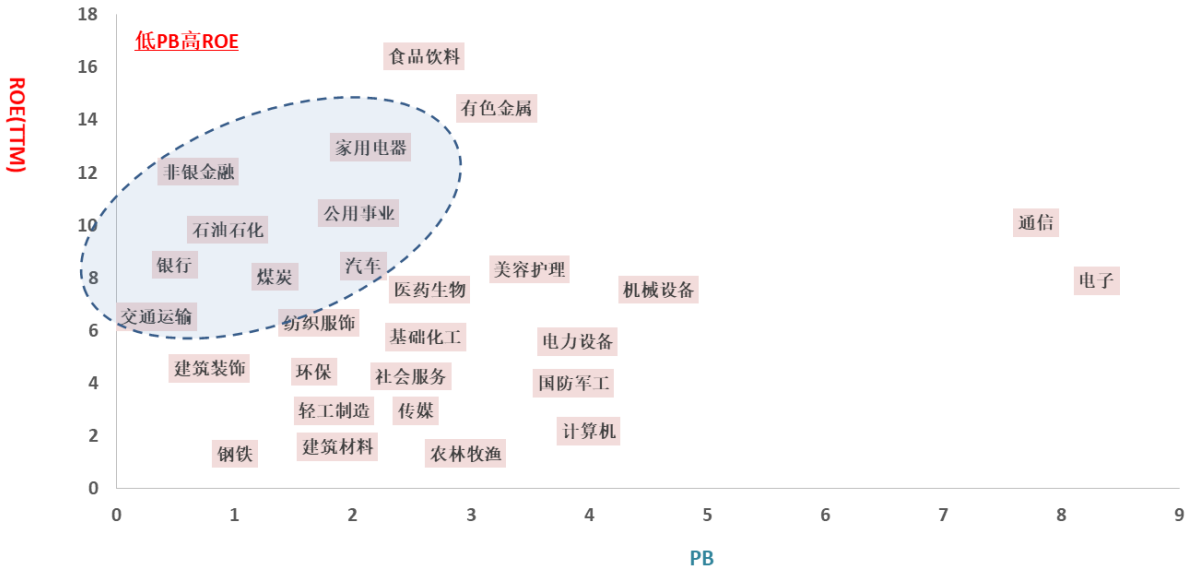
下载日志已记录，仅供内部参考

进一步观察来看，在低位资产内部，并不是所有方向都具备同等修复弹性：

从估值角度来看，PB-ROE 框架中红利相关行业估值性价比较高，当前银行、交通运输、石油石化、煤炭、公用事业及非银金融等红利属性板块，集中落于“低 PB、高 ROE”区域。但需作两层甄别：其一，低 PB 本身不等于低估，钢铁、建筑材料、农林牧渔等同处低 PB 区间却因 ROE 仅个位数低位而更近“价值陷阱”，故性价比结论须以 ROE 的水平与可持续性为前提；其二，高股息、低估值、现金流稳定的红利资产兼具防御与类 carry 配置价值，但其相对吸引力的核心变量是股息率与无风险利率之利差，而非股息率的绝对水平。

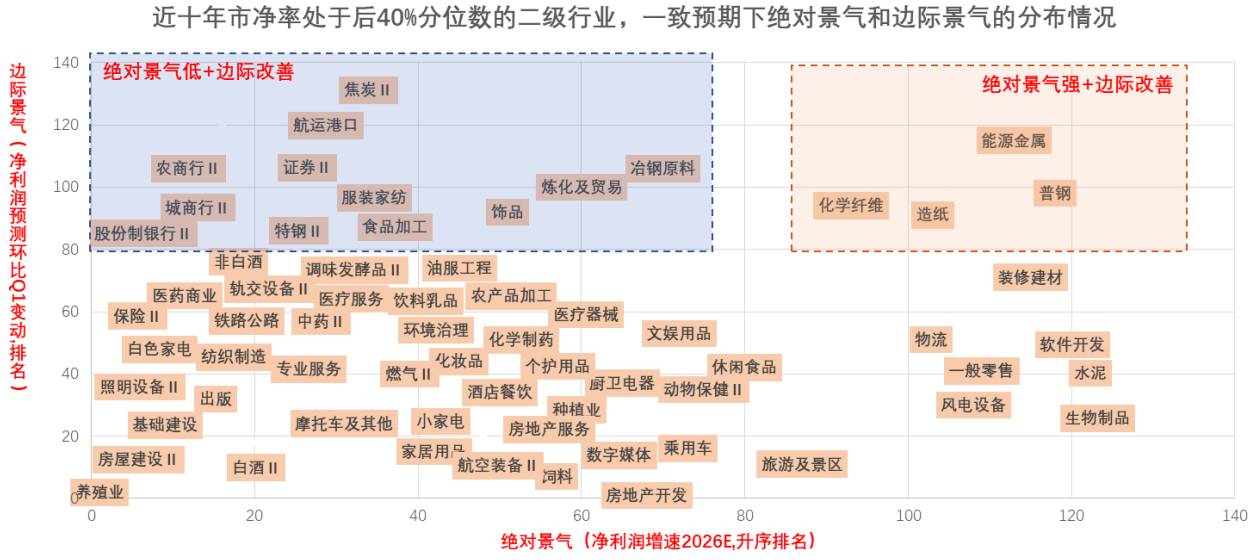
从景气角度来看，关注券商、钢铁、化工、有色的边际景气，当前市场极致高低分化的背景下，许多板块处于低位的根本原因是景气度偏弱，低估不但不是加分项，反倒是“价值陷阱”的表征。结合宏观线索来看，“非 AI 领域”最核心的景气逻辑是 PPI 回升、上游价格弹性、部分制造业景气扩散带来的结构性修复。比如图里右上角的能源金属、普钢、化学纤维、造纸等行业，如果叠加“反内卷”、产能约束、海外价格共振，盈利提振和估值修复有望共振。

图3.从估值角度来看，PB-ROE 框架中红利相关行业估值性价比较高



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图4.从景气角度来看，关注券商、钢铁、化工、有色的边际景气



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文：客观而言，左侧阶段性高切低视角下的低位板块并不是所有方向都具备同等修复弹性：1、消费、地产和港股（科技）并没有看到明确的政策和逻辑信号，即便有反弹，向上空间能有多大难以捉摸；2、低位景气板块中券商具备优势。真正需要区分的是：低位究竟来自短期风格压制，还是来自中长期景气下修；估值便宜究竟是错杀，还是基本面弱化后的合理折价。这意味着当前并不是低位板块会迎来普遍反转，眼下系统性“烧冷灶”太早。

1、红利资产经过前期调整后，重新具备较清晰的相对性价比。它的定价锚主要落在股息率相对无风险利率的溢价上，而不是单看股息率高低。当前中证红利股息率已回升至约 5.6%，相对 10 年期国债收益率的利差重新走阔至 400BP 附近，说明红利资产相对债券的吸引力已有明显恢复。考虑到国内利率仍处低位，市场风险偏好也并不稳定，红利资产在组合中更适合作为稳定收益和波动缓冲来源；若后续海外紧缩担忧再起，其防御属性和对冲价值也会更容易被重新定价。

2、周期资源品目前处在一个有弹性但在宏观上仍需验证的位置。过去一段时间，PPI 同比回升给钢铁、化工、有色、部分上游制造等方向提供价格修复线索，部分细分行业（化纤、普钢、能源金属等）也已经出现边际景气改善。后续如果“反内卷”、产能约束、海外价格共振等因素继续发酵，顺周期资产可能出现盈利预期和估值修复的联动。这条线的定价关键仍在海外宏观拎不清，价格修复如果不能传导到企业利润，低位更多只能带来阶段性交易弹性，而黄金基本上已经明确见到历史大顶。

3、消费虽然也处于低位，但修复节奏可能偏慢。当前信贷脉冲向下，反映内需仍然偏弱，消费板块当前面临的约束更多来自居民收入预期、消费意愿和信用扩张不足。估值低可以解释当前位置，但还不能直接推导出强修复，后续消费能否重新获得资金关注，仍要看居民部门预期是否改善，以及社零、收入、信贷等数据能否出现更连续的企稳信号。在此之前，消费内部更可能是结构性机会，全面β行情的基础还不够扎实。

4、地产的低位更多反映行业基本面和风险偏好的持续压制。板块能否修复，仍然取决于房价、销售和信用循环能不能稳定下来。当前房价寻底过程仍有反复，居民购房预期尚未明显扭转，地产链条的盈利和资产负债表修复也就缺少连续性。配置上，地产更偏政策预期和阶段性反弹交易，确定性不宜高估。只有房价企稳、销售改善和融资环境修复之间形成更稳定的正反馈，板块才更可能真正从低位交易转向中期配置。

5、港股当前的低位定价，短期仍受美元和海外流动性压制；对于港股互联网，中期我们在等待其能在未来有 AI 层面的重大积极进展。在美元走强背景下，港股整体大β偏弱，恒生科技、恒生指数和港股高股息都难以完全摆脱这一约束。港股估值和股息率已经有吸引，但当前美元走强的影响因素主要是欧元区及日本汇率低迷，经济相对美国偏弱，叠加美联储加息预期升温，考虑到美国经济拉动项来自 AI 相关资本开支，短期扭转强美元的走势或许难度较高。

6、成长内部 AI 科技与非 AI 成长：成长内部 AI 与非 AI 严重分化的深层含义是，市场当前对“成长”的定价已经非常窄。AI 硬件、算力、通信设备、半导体、计算机设备等方向吸走了成长风格中的主要资金，而创新药、新能源、军工、包含机器人在内的高端制造行业即使具备成长属性，也没有获得同等定价。如果后续高位 AI 科技出现基于拥挤度的再均衡，最先承接资金的也可能是同属成长风格、但前期明显跑输的非 AI 成长。

总结而言：事实上，我们一直坦率地承认一点，当前 AI 科技也好，"新宁组合"也好，创业板指也好，随着二季度不断上涨，A 股高切低指数 6 月中旬已经达到 60%的高位，达到常规区间上沿，A 股发生左侧高切低的内生动力在不断增强。事实上，左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶在实战过程中容易产生混淆，重要区别在于： 阶段性高切低虽然时有伴随产业分歧，但回顾看往往与产业逻辑受损无关，多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（含监管）与低位板块出现政策和基本面催化相关。综合眼下宏观“灰犀牛”并不明确以及 AI 资本开支难以验伪，本轮 AI 科技抱团眼下不会轻易结束，其核心大主线定位并未随着股价高位波动而受到动摇。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

在当前环境下，我们的建议非常明确：3 分预测，7 分应对。应对的核心不是忙着找低位板块，而是如何处理好高位科技的问题。对于科技的应对，核心一定是盯着美股。在这里，我们始终强调三句话，1、 当产业浪潮开始步入中期后，产业趋势定价都会经历趋势——抱团——疯狂三个阶段。2、"将军不下马"。 本质是强调在 AI 产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观"灰犀牛"和行业竞争格局崩坏这两个"拦路虎"之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上。这点是颠扑不破、屡试不爽的。3、面向科技，不纠结一顶、做好二顶，坚持到顶。 到目前为止，我们倾向于认为当前 AI 科技基于产业浪潮股最终结束的 M 顶视角下，第一个顶部大概率还未到来。

图5.A 股科技风格和顺周期的分化情况



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图6.A 股 HALO 资产相对 AI 资产的收益率差值回落至历史低位水平



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图7. A 股消费/创业板指的分化情况与人民币信贷脉冲的关系

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图8.当前红利资产整体股息率明显回升，相对 10Y 收益率利差达到 400BP



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

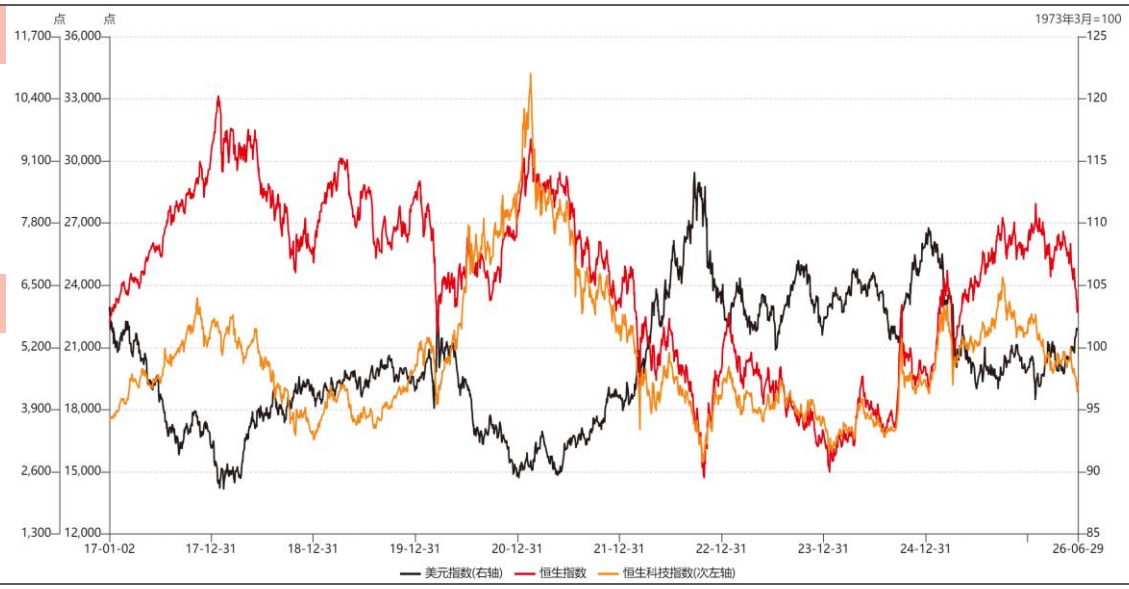
图9.从相对估值来看，下半年存在向红利风格再平衡的空间



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

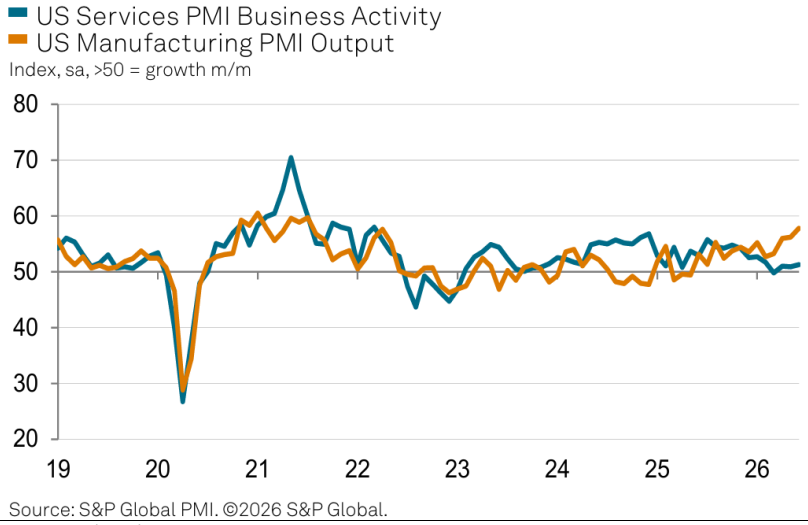
图10.美元陡然走强的背景下，港股整体的大β向下

下载日志已记录，仅供内部参考



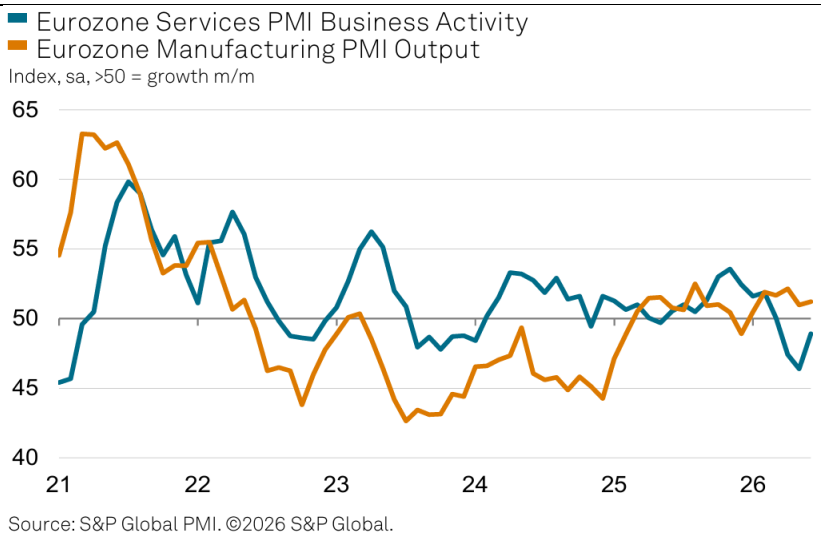
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图11.6 月美国 PMI 制造业继续走高，服务业疲软



资料来源：S&P，国投证券证券研究所

图12.6 月欧元区服务业 PMI 初值回升但仍处于负区间



资料来源：S&P，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034