仅供内部参考，请勿外传！

策略研究

一周回顾展望

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 07 月 04 日

若资金惯性被打破，新一轮上涨将更百花齐放

——申万宏源策略一周回顾展望(26/06/29-26/07/04)

相关研究

-

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com
张知来 A0230125070002
zhangzl@swsresearch.com

联系人

程翔 A0230518080007
chengxiang@swsresearch.com

- **一、Meta“卖算力”还不能认为就是“算力过剩”，但对股市叙事来说，从算力只要投入就有需求，到算力需求分层，也是一种“二阶导转负”。5-6 月行情显著分化，基本面分化客观存在，但资金面分化更加显著。**
- 短期，有争议的基本面展望，与不稳定的微观结构叠加，偏悲观的叙事容易有所定价。我们提示，5-6 月行情显著分化，基本面分化客观存在，但资金面分化更加显著。我们概括资金面有“三层分化”：1. 美联储紧缩预期发酵后，资金回流美股虹吸了其他股市的资金。2. 26 年 1 月中旬以来，行业 ETF + 科技赛道主动公募资金流入，而宽基 ETF 和传统权重股资金流出。3. 26Q2 以来，科技赛道主动公募虹吸了行业 ETF 的资金。资金面显著分化下，市场内在稳定性偏弱，短期资金面“二阶导转负”容易出现。本周，AI 算力链基本面分歧增加，海外科技下跌引发 A 股调整。后续还需关注，国内存储龙头上市，次新环节高估值、高换手，可能产生资金分化效应。
- 我们认为，6-7 月科技赛道行情“拉锯期”，5-6 月非科技方向率先调整，短期科技调整后，指数调整行情来到了尾声阶段。
- **二、短波段，若扰动延续，科技赛道可能短期超跌，如何跟踪？科技赛道基金交易热度显著回落，可能出现在持仓浮盈从高位回落到盈亏平衡附近的节点。短期，通信和电子的持仓浮盈开始高位回落，但仍有浮盈剩余。若“二阶导转负”扰动再出现，则需警惕资金惯性被打破，可能引发科技短期超跌。**
- 我们提示，短波段，需关注科技赛道短期超跌的可能性。我们结合持仓浮盈，讨论科技赛道基金申赎的规律：在持仓浮盈低位上行阶段，资金加速流入科技赛道基金；而当持仓浮盈刚见顶回落的阶段，资金还会有逆向流入特征；但如果持仓浮盈继续回落至盈亏平衡附近，则可能出现回避本金损失的集中赎回。本周，电子和通信的持仓浮盈高位回落，但距离盈亏平衡线仍有一定安全垫，对应短期行情还处于“拉锯期”。但若“二阶导转负”扰动再发酵，持仓浮盈进一步回落，则需警惕资金惯性被打破，引发科技短期超跌。
- **三、中波段，2025 年 11 月开启的算力通胀行情，细分领域挖掘越来越充分。对应，中期新技术变革产生算力通胀新方向的难度增加，而算力通缩方向更容易出现。若短期资金惯性被打破，海外算力行情演绎节奏可能放缓，进入等待新催化的阶段。科技赛道重新挑战前高，可能也依赖于新催化开启行情新阶段。**
- **四、短期调整更充分，对应下一轮上涨行情，市场结构将更加百花齐放。我们依然认为，本轮大波段行情 AI 产业趋势是主战场，算力通胀是高弹性细分行业的主要来源。百花齐放方向，首选券商。同时，短期战略资源受益于美联储紧缩预期缓和，关注出口/出海链 Alpha 和新消费。**
- **风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期**

图表目录

图 1：本周电子、通信持仓浮盈高位回落 4
图 2：本周半导体材料设备持仓同样脉冲式回落，且平均持仓时间已处于历史极低值 4
图 3：量化情绪指标跟踪 6
图 4：重点 ETF 跟踪 8



一、Meta“卖算力”还不能认为就是“算力过剩”，但对股市叙事来说，从算力只要投入就有需求，到算力需求分层，也是一种“二阶导转负”。5-6 月行情显著分化，基本面分化客观存在，但资金面分化更加显著。短期，有争议的基本面展望与不稳定的微观结构叠加，偏悲观的叙事容易被定价；另外，国内存储龙头 IPO 流程推进，我们判断，科技赛道行情“拉锯期”还将延续。

首先，趋势动量行情调整的条件可以概括为某种级别的“二阶导转负(不再加速/增速回落)”，主要是基本面/资金面的“二阶导转负”。

那么，如何理解 Meta“卖算力”？Meta 计划将上一代算力外租，同时，先进算力投资延续，我们认为，这还不是“算力过剩”的决定性信号，而更偏向于是企业为了把握产业上行趋势的资源腾挪。但对股市叙事而言，原本算力资本开支全面扩张，有投入就有需求；但现在算力需求出现了分层。那么，先进算力的资本开支是否会继续上修，上一代算力外租是否仍能够支撑盈利能力，都需要额外观察确认。这也是一种小级别的、局部叙事层面的“二阶导转负”。

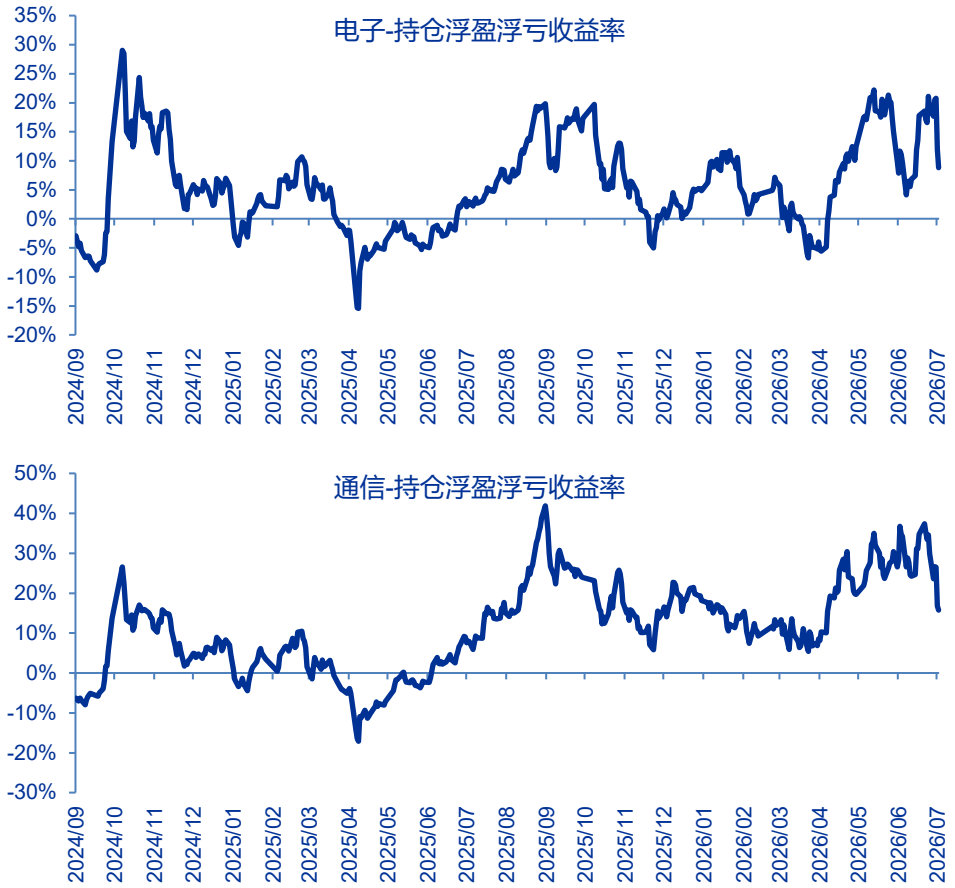
短期，有争议的基本面展望，与不稳定的微观结构叠加，偏悲观的叙事容易有所定价。我们提示，5-6 月行情显著分化，基本面分化客观存在，但资金面分化更加显著。我们概括资金面有“三层分化”：1. 美联储紧缩预期发酵后，资金回流美股虹吸了其他股市的资金。2. 26 年 1 月中旬以来，行业 ETF + 科技赛道主动公募资金流入，而宽基 ETF 和传统权重股资金流出。3. 26Q2 以来，科技赛道主动公募虹吸了行业 ETF 的资金。资金面显著分化下，市场内在稳定性偏弱，短期资金面“二阶导转负”容易出现。本周，AI 算力链基本面分歧增加，海外科技下跌引发 A 股调整。后续还需关注，国内存储龙头上市，次新环节高估值、高换手，可能产生资金分化效应。

我们认为，6-7 月科技赛道行情“拉锯期”，5-6 月非科技方向率先调整，短期科技调整后，指数调整行情来到了尾声阶段。

二、短波段，若扰动延续，科技赛道可能短期超跌，如何跟踪？科技赛道基金交易热度显著回落，可能出现在持仓浮盈从高位回落到盈亏平衡附近的节点。短期，通信和电子的持仓浮盈开始高位回落，但仍有浮盈剩余。若“二阶导转负”扰动再出现，则需警惕资金惯性被打破，可能引发科技短期超跌。

我们提示，短波段，需关注科技赛道短期超跌的可能性。我们结合持仓浮盈，讨论科技赛道基金申赎的规律：在持仓浮盈低位上行阶段，资金加速流入科技赛道基金；而当持仓浮盈刚见顶回落的阶段，资金还会有逆向流入特征；但如果持仓浮盈继续回落至盈亏平衡附近，则可能出现回避本金损失的集中赎回。本周，电子和通信的持仓浮盈高位回落，但距离盈亏平衡线仍有一定安全垫，对应短期行情还处于“拉锯期”。但若“二阶导转负”扰动再发酵，持仓浮盈进一步回落，则需警惕资金惯性被打破，引发科技短期超跌。

图 1：本周电子、通信持仓浮盈高位回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：本周半导体材料设备持仓同样脉冲式回落，且平均持仓时间已处于历史极低值





资料来源：Wind，申万宏源研究

三、中波段，2025 年 11 月开启的算力通胀行情，细分领域挖掘越来越充分。对应，中期新技术变革产生算力通胀新方向的难度增加，而算力通缩方向更容易出现。若短期资金惯性被打破，海外算力行情演绎节奏可能放缓，进入等待新催化的阶段。科技赛道重新挑战前高，可能也依赖于新催化开启行情新阶段。

回顾 2025 年以来的 AI 产业趋势行情，25 年春节后，DeepSeek 突破引领 A 股 AI 行情相对完整的扩散行情，但春季行情后市场休整，25 年 5 月开始，AI 行情的核心驱动力切换为海外资本开支高增，这部分行情从 25 年 9 月进入高位震荡波段。25 年 11 月行情再启动，而核心驱动力从海外 AI 资本开支 beta，切换为算力通胀 Alpha 线索，产业链上存在瓶颈的环节，量价齐升支撑基本面，同时估值中枢抬升形成双击。本轮行情演绎至今，算力通胀细分领域的挖掘越来越充分。对应一个中周期可能出现的“二阶导转负”是：新技术路线变革，带来新的算力通胀环节的难度增加，弹性减弱；而更可能出现新的算力通缩环节(与算力通胀相对，技术路线变化，使得相关环节的用量减少，业绩估值可能面临双杀)。这是股市投资机会密度和强度角度的“二阶导转负”。

若短期资金惯性被打破，海外算力通胀行情节奏放缓，可能进入等待中波段新催化的阶段。科技赛道方向重新挑战前高，可能需要产业趋势再进步的催化累积。即便短期资金惯性依然维持，微观结构不稳定性犹在，同时本轮算力通胀的中波段已演绎至后期的定位不变，行情更可能演绎成“拉锯期”的延伸。

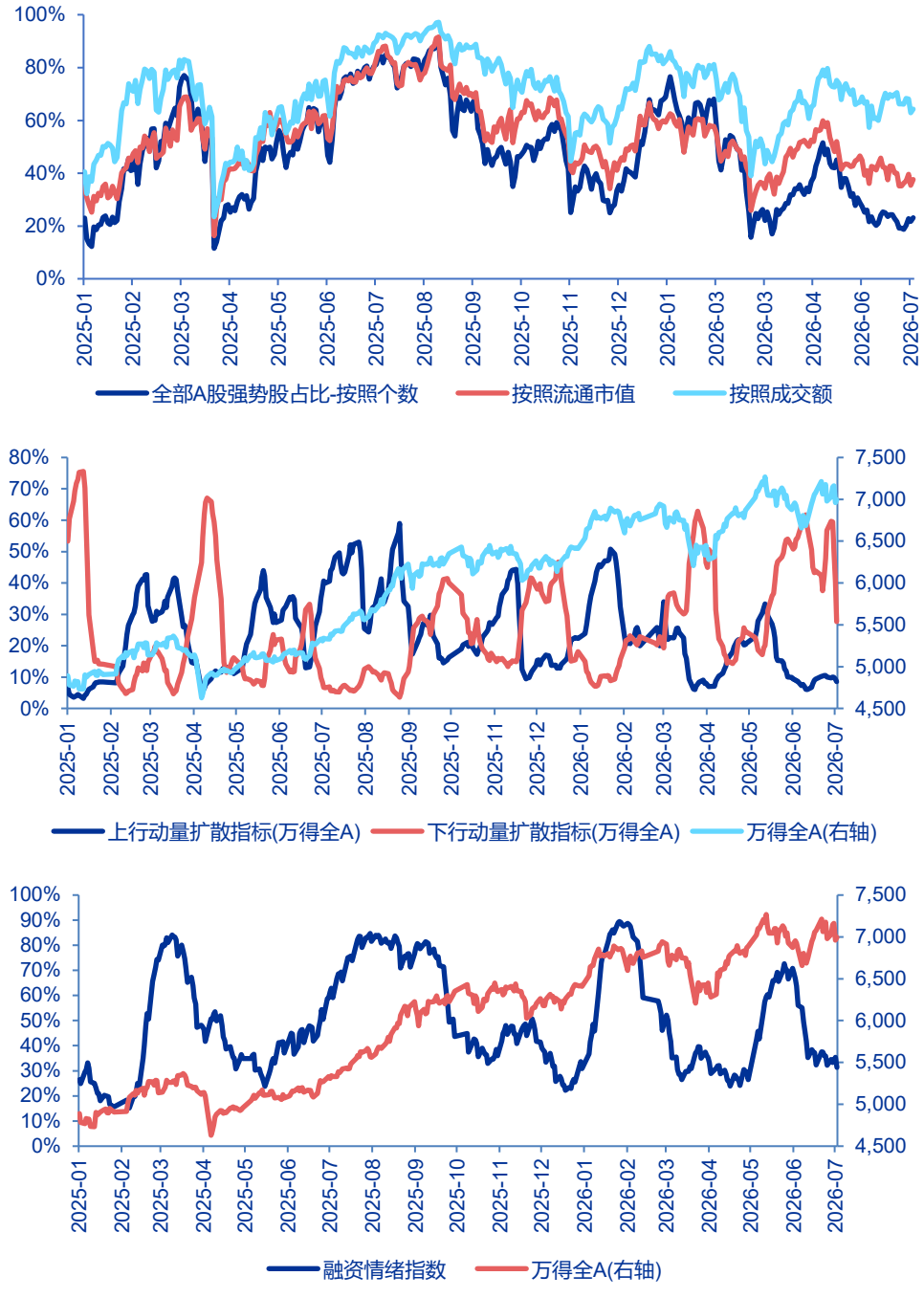
四、短期调整更充分，对应下一轮上涨行情，市场结构将更加百花齐放。我们依然认为，本轮大波段行情 AI 产业趋势是主战场，算力通胀是高弹性细分行业的主要来源。百花齐放方向，首选券商。同时，短期战略资源受益于美联储紧缩预期缓和，关注出口/出海链 Alpha 和新消费。

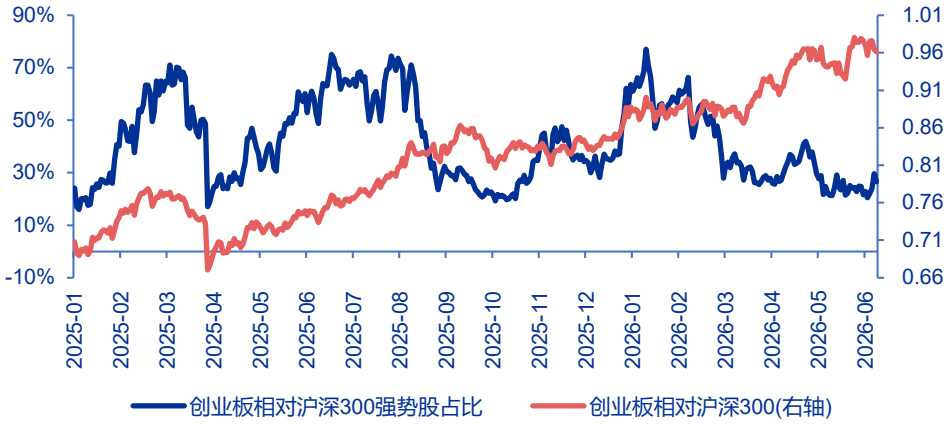
短期调整更充分，对应下一轮上涨行情，能够上涨的结构也会增加，市场将更百花齐放。

中期我们依然提示，本轮大波段行情，科技赛道领涨的判断不变，AI 产业趋势仍是主战场，算力通胀是高弹性细分行业的主要来源。

百花齐放的方向，首选券商(非银金融是唯一的“低 PB、高 ROE”一级行业；关键机构持仓出清充分；盈利顺市场周期，创投和出海提供 Alpha)。短期，美联储加息预期缓和，战略资源上涨阻力减小。同时，关注出口/出海链 Alpha 和新消费的中期机会。这两个方向贡献超额收益的条件：出口/出海链 Alpha 需要等待美伊冲突的短期扰动过去 + 潜在的新增贸易摩擦边界明确，中期基本面上行趋势认知强化。新消费等待消费 IPO 重启和消费新基金批文落地。

图 3：量化情绪指标跟踪





赚钱效应扩散指标 20260703	按照个数	相比 20260626	按照市值	相比 20260626	按照成交额	相比 20260626	状态
电子	61%	-4%	77%	-13%	89%	-4%	全面收缩
科创板	**44%**	**7%**	**77%**	**2%**	**86%**	**2%**	**继续扩散**
非银金融	42%	19%	71%	31%	79%	14%	继续扩散
机械设备	35%	8%	55%	8%	74%	-2%	-
有色金属	35%	5%	33%	2%	49%	-4%	-
基础化工	33%	2%	45%	0%	70%	-1%	-
中证500	**31%**	**7%**	**46%**	**4%**	**69%**	**0%**	**-**
家用电器	27%	12%	61%	53%	70%	53%	继续扩散
创业板	27%	3%	50%	-3%	67%	-4%	-
国证2000	**26%**	**4%**	**44%**	**0%**	**64%**	**-4%**	**-**
沪深300	**26%**	**6%**	**33%**	**3%**	**63%**	**0%**	**-**
建筑材料	25%	3%	64%	-2%	79%	-3%	-
国防军工	24%	4%	34%	10%	46%	-1%	-
通信	24%	-4%	76%	-9%	81%	-9%	全面收缩
纺织服饰	23%	12%	36%	11%	52%	8%	继续扩散
全部A股	**23%**	**4%**	**38%**	**2%**	**64%**	**-2%**	**-**
轻工制造	22%	6%	31%	4%	42%	-5%	-
汽车	21%	9%	22%	11%	41%	18%	继续扩散
主板	**20%**	**4%**	**32%**	**4%**	**61%**	**-2%**	**-**
医药生物	20%	13%	39%	21%	54%	22%	继续扩散
电力设备	19%	0%	19%	-3%	42%	-1%	全面收缩
建筑装饰	16%	-2%	17%	-2%	58%	-7%	全面收缩
环保	16%	0%	24%	2%	54%	4%	继续扩散
煤炭	13%	0%	4%	-1%	34%	7%	继续扩散
社会服务	11%	4%	18%	5%	33%	0%	继续扩散
商贸零售	11%	2%	10%	1%	33%	1%	继续扩散
农林牧渔	11%	8%	17%	14%	19%	15%	继续扩散
美容护理	11%	4%	8%	6%	14%	6%	继续扩散
交通运输	11%	1%	8%	-5%	15%	-10%	-
计算机	10%	0%	28%	1%	38%	-2%	-
中证红利	**9%**	**0%**	**3%**	**1%**	**8%**	**0%**	**继续扩散**
石油石化	9%	2%	8%	3%	29%	-5%	-
传媒	9%	3%	11%	5%	25%	9%	继续扩散
房地产	8%	0%	15%	0%	62%	9%	继续扩散
食品饮料	8%	3%	4%	1%	17%	-5%	-
公用事业	6%	-1%	26%	19%	31%	-3%	全面收缩
钢铁	5%	0%	4%	0%	14%	-4%	-
银行	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近一周净值走势
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来	最新	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	183.09	8.9	59.6	14.4	3.4	0.08	
医药生物	159748.SZ	富国中证沪港深创新药产业ETF	17.36	71.2	130.3	13.8	4.4	0.26	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	38.90	-2.1	19.6	13.1	1.8	-0.15	
医药生物	515950.SH	富国中证医药50ETF	6.16	0.8	23.9	11.2	0.2	-0.32	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	16.45	-0.6	-30.6	5.9	0.6	0.19	
家用电器	561120.SH	富国中证全指家用电器ETF	0.30	0.0	-56.8	4.8	-6.1	-0.21	
主题	515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	3.81	1.9	-35.2	4.0	-6.5	0.03	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	9.30	1.3	-66.1	3.4	-18.7	0.17	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	118.07	9.2	40.4	2.9	8.4	0.15	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	14.74	5.1	22.2	2.9	-6.7	0.03	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	125.62	2.4	17.5	2.9	-1.9	0.17	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	60.62	0.0	-16.3	2.6	-11.2	0.06	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	14.52	-1.6	40.6	2.5	0.8	0.08	
电气设备	561160.SH	富国中证电池主题ETF	25.73	-2.3	-2.2	1.3	3.8	-0.14	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	4.16	-2.6	14.0	1.3	5.9	0.36	
主题	560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	1.30	-1.1	-7.8	1.2	-0.6	-0.14	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	1.61	-3.6	0.0	1.2	14.4	-0.05	
指数	159591.SZ	富国中证A50ETF	3.47	-1.3	-27.5	1.0	3.5	0.02	
主题	562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	2.20	-3.9	300.1	0.4	-2.0	0.04	
指数	159629.SZ	富国中证1000ETF	3.85	8.4	-91.0	0.3	14.9	0.30	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	3.99	0.0	-26.9	-0.1	3.0	0.12	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	0.67	0.0	0.0	-0.1	-2.6	-0.04	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	30.03	-3.5	-30.0	-0.2	8.9	-0.04	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	91.75	-33.9	-86.1	-0.4	4.0	-0.05	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	170.70	-17.9	-80.8	-0.4	2.7	-0.01	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	54.28	-28.7	-86.7	-0.4	5.4	-0.11	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	75.49	-13.8	-84.1	-0.4	5.5	0.19	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	0.33	0.0	-10.8	-0.8	13.3	0.10	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	15.60	-2.1	-34.6	-1.3	-0.1	-0.10	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.11	1.8	-21.3	-1.3	0.9	0.13	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	111.17	1.4	-21.9	-1.8	33.2	0.01	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	1.86	-7.9	-31.1	-2.3	47.2	-0.30	
主题	560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	2.69	-1.8	-79.3	-2.6	37.6	-0.49	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	8.22	1.5	-42.5	-3.6	51.0	0.09	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	110.42	0.1	-64.9	-4.1	26.6	0.01	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	69.07	-0.8	-40.9	-4.4	-0.5	-0.02	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	112.60	4.8	-22.8	-4.9	72.2	0.83	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	115.37	-7.2	-42.7	-5.1	25.7	-0.02	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	26.91	7.1	-20.1	-5.2	55.5	-0.05	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	180.59	6.0	75.4	-8.3	63.8	-0.10	

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：数据对应时间为 2026/06/29-2026/07/03

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。