仅供内部参考，请勿外传

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 07 月 19 日

深蹲起跳，关键是谁

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

邹卓青 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524060001
zouzq2@sdicsc.com.cn

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

本周上证指数跌 5.81%，中证 500 跌 11.64%，创业板指跌 10.78%，全 A 日均交易额 26412 亿，环比上周有所下降，市场在大跌过程中出现恐慌性抛盘。本周 A 股在韩股和美股负面影响下，叠加自身获利盘和“担心被套牢盘”集中释放，大盘指数出现较大跌幅，尤其是 AI 科技和风险偏好较敏感中小盘跌幅更深，即使是非 AI 方向也受到明显波及。自 6 月下旬之后我们反复提示随着二季度 AI 科技和双创指数不断上涨，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。需要承认的是对于本轮高切低过程中，上证综指再次跌破 3800 点（此前大致处于 3800-4200 震荡框架），创业板指高位回落超过 20%（历史高切低核心指数回落幅度不超过 20%）超出了我们此前预期，一方面惊讶于为何大盘在来之不易的慢牛预期下有如此剧烈波动，另一方面困惑于此轮“高切低”再均衡为何以低位补涨温和开局却为何迅速转向 17 日“高低普跌”的局面。

根据目前资金面评估来看，后续陷入“流动性危机”的概率不大，对应大盘形成年内“最后一跌”。此前 6 月，我们观察到沪深 300ETF 的大幅流出和融资盘的大幅流入，毫无疑问这放大高位 AI 科技的波动并加强大盘内生的脆弱性。本周这一趋势出现显著反转，股票型 ETF 在本周大规模净流入 2052 亿元，仅仅周五净流入就达到 763.49 亿元，位于 924 行情以来第三高点（仅次于 2024 年 10 月 8 日的 1061 亿元和 2025 年 4 月 8 日 1015 亿元）。而融资盘转向大规模流出，仅周五一个交易日净流出额超过 700 亿元，也是创下 924 以来单日净流出额最大的记录。目前融资余额已经回到 2.7 万亿附近，接近 5 月初的水平。具体来看：5-6 月电子/通信行业融资额分别净流入 1768 亿元和 526 亿元，这轮下跌中分别净流出 918 亿元和 186 亿元，各自剩下 48%和 65%的高位流入融资盘，总计规模为 1190 亿元。可以看到，杠杆资金压力已经在本周充分释放，剩余需要平仓资金量并不大，对应这些资金大概率是在上涨初期逐步买入的，目前还处于浮盈或亏损幅度不大的状态。

在周五市场大幅下跌后，目前“A 股高切低指数”加速回落至 33%，已经接近 30%的历史区间底部，据此推测本轮从 6 月中旬开启的高切低再均衡行情已经临近尾声。事实上，本轮“高切低”低位板块始终没有形成稳定清晰主线，随着眼下高切低指数回到低位，关键问题是后续还是 AI 么？基于历史高切低行情复盘规律来看，A 股每一轮"高切低"背后的领涨主线能否"延续"，取决于其产业景气的持续性——新能源(2020-21)和 AI(2024-26)之所以能跨轮次主导，是因为背后有强产业趋势支撑；而周期(2017)、消费(2019)、中特估/红利等更多是阶段性催化，因此更容易在下一轮被切换掉。目前来看，北美 AI 龙头财报和资本开支指引在 7 月下旬陆续披露，这是 AI 科技的一次大考，无论对美股科技还是国内 AI 都异常重要。基准情形下，景气和资本开支指引依然在高位，因此下一轮主线大概率仍是 AI。但尤为值得注意的是，每次高切低之后反弹最好的品种都未必是此前下跌最多的品种，这意味着即便还是 AI，但内部核心赛道很有可能将再次切换，总体原则还是围绕 AI 供需缺口环节的二三线品种会优于龙头品种，关注核心应落在"由 Agent/推理需求爆发驱动的量增链条"——即 Token 推理算力（含国产算力芯片、先进 Fab、先进封装、算力租赁等）。到目前为止，我们倾向于认为当前 AI 科技更多是基于阶段性过热获利了结而经历阶段性左侧高切低，所伴随产业争议，更多是股价到了高位天然对利空信息比较敏感，而对利多信息逐渐脱敏导致的。目前无清晰证据证明这些产业争议与产业逻辑最终受损相关。因此，我们依然笃信的是：1、在产业趋势没有结束（AI 产业链二季度财报的业绩兑现程度），没有明确宏观“灰犀牛”和行业竞争格局崩塌（算力出现产能过剩）这两只“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，此谓之“将军不下马”。2、2026 年 A 股行情自 3 月市场下跌后我们始终类比 2021 年，而不是 2015 年，本质上基于基本面信仰，AI 产业基本面爆发浪潮与 2015 年创业板指高景气背后存在外生并购形成巨额商誉减值风险的不同，而与 2021 年新能源车更为接近。综合眼下宏观“灰犀牛”和行业竞争格局崩塌并不明确以及 AI 高位资本开支难以验伪产业趋势，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，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，不纠结一顶，做好二顶，坚持到顶，对于这个判断我们并未改变。

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

2026 与 2021：再均衡的宿命	2026-03-29
最关键问题：类比 2021 年初还是类比 2022 年初？	2026-03-25
“躲”可以理解，但不至于“跑”	2026-03-22
“一边倒”行不通	2026-03-15
永立潮头，东方不败——基于实战检验的 A 股“抓主线”投资方法论	2026-03-13

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。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理 4
2. 内部因素：6月出口维持强劲增长，社零低位回暖 19
3. 外部因素：美国通胀压力缓解，上游成本降低，消费韧性仍存 23
3.1. 美国6月CPI不及预期，美联储7月加息预期降温 23
3.2. 美国6月PPI超预期回落，上游成本压力缓解 24
3.3. 美国6月零售符合预期，汽车消费支撑增长 24

图表目录

图1. 本周美股普跌、港股涨跌不一（%） 5
图2. 本周低市盈率指数占优 5
图3. 主要指数涨跌幅一览 5
图4. 本周涨幅居前的细分板块 5
图5. 本周万得全A日均成交额回落 6
图6. 南向资金年初以来流入速度小幅增加 6
图7. 1月以来南向资金流入方向 6
图8. 1月以来南向资金流出方向 6
图9. 科创板获得大幅净流入 7
图10. 股票型ETF在本周大规模净流入 8
图11. 融资资金流入趋势已经出现阶段性反转，同时沪深300ETF流出也开始放缓 8
图12. 当前融资余额回落到5月初的水平 8
图13. 目前5月以来流入电子行业的融资资金，通信行业的流出比例较低 9
图14. 电子行业整体回撤幅度大于35%的个股数量较多 9
图15. 通信行业的本轮跌幅中位数偏小 9
图16. A股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部 10
图17. A股高切低历史行情中高位主线的回顾和涨跌幅梳理 11
图18. 6月以来美股同样也出现高低切的情况 11
图19. 美股高切低也体现在科技内部“卖芯买云”的叙事 12
图20. 本轮科技股的下跌中，低位板块并未形成清晰主线 12
图21. 当前国产算力相对海外算力处于股价低位 13
图22. 当前AI成长相对非AI成长的优势进入高位震荡阶段 13
图23. 美伊协议落地后，全球大类资产的定价逻辑再度发生微妙变化 14
图24. 黄金价格目前更多与美债实际利率高度绑定 14
图25. 北美主要AI企业中报催化节点 15
图26. 3m10s利差收窄 16
图27. 近一周中美利差收窄 16
图28. 长端美债收益率收窄 16
图29. 本周美元指数走强 17
图30. 本周黄金走弱 17
图31. 本周原油价格走强（美元/桶） 18
图32. 本周铜价震荡上涨 18
图33. 6月社零同比转正 20
图34. 6月社零各分项情况 20
图35. 6月进出口同比变化 20
图36. 6月不同商品出口增速情况（%） 21

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。

仅供内部参考，请勿外传

图 37. 6 月中国对全球主要经济体出口增速（%） 21
图 38. 高频数据跟踪 21
图 39. 6 月主要宏观数据情况 22
图 40. 美国 6 月 CPI 大幅回落 23
图 41. 美国 6 月能源类商品大幅走低 23
图 42. 美国 6 月 PPI 小幅回落 24
图 43. 6 月美国零售小幅增长 25



仅供内部参考，请勿外传

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和A股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股指数全线下跌。纳指累跌2.90%，道指累跌0.93%，标普累跌1.55%。盘面上，能源板块领涨，周涨幅达4.55%；房地产上涨2.88%，日常消费品上涨1.26%，金融上涨0.66%。下跌板块方面，信息技术跌幅居前，周跌幅为4.06%；工业下跌3.21%，通讯业务下跌2.03%，原材料下跌1.75%，非日常生活消费品下跌0.78%，公用事业下跌0.68%，医疗保健下跌0.15%。总体来看，本周能源板块表现强势，房地产和日常消费品亦有所上涨；信息技术、工业及通讯业务板块承压明显。

本周推动美股走势的消息面因素主要包括以下几个方面：一、美伊军事冲突推动布伦特原油全周涨近16%，能源板块盈利预期提升，周涨4.55%领涨美股。二、Kimi K3超越Claude Fable 5登顶，引发市场对AI资本开支回报的疑虑，资金撤离芯片板块，费城半导体指数跌超4%进入熊市区间，信息技术板块周跌4.06%领跌大盘。三、美联储内部释放加息预期，市场预计7月加息概率一度升至45%，美债收益率走高施压科技股；随后6月CPI超预期降温，加息预期回落，美债收益率跳水，科技股反弹。加息预期一周内反复摇摆，科技股随之上下波动，整体仍承压，纳指全周跌2.90%。四、韩国KOSPI周一暴跌近9%，单股杠杆ETF触发"暴跌—平仓"负反馈，SK海力士暴跌15.37%，恐慌情绪蔓延至美股半导体板块，存储芯片指数全周跌超17%。

本周市场在美伊冲突驱动能源板块走强与AI叙事冲击科技股承压的拉锯中整体收跌，资金从芯片股流向能源及消费科技板块，费城半导体指数跌入技术性熊市。后续来看，一是二季度财报季已开启，市场对AI资本开支回报的质疑短期内难以消散，即将到来的科技巨头财报将验证AI营收增长能否支撑当前估值；二是美伊冲突仍在升级，霍尔木兹海峡风险未消，油价若持续走高将对通胀和市场风险偏好构成压制。短期市场以震荡为主，后续方向取决于科技巨头财报表现和地缘局势演变。

本周主要港股指数涨跌不一。恒生指数累涨1.60%，恒生科技累跌2.09%。盘面上，能源业板块领涨，周涨幅达4.64%；必需性消费上涨4.28%，地产建筑业上涨3.63%，综合企业上涨2.08%，公用事业上涨1.96%，金融业上涨1.70%，电讯业上涨1.59%，非必需性消费上涨1.41%。下跌板块方面，资讯科技业跌幅居前，周跌幅为7.32%；工业下跌3.24%，医疗保健业下跌1.72%，原材料业下跌1.55%。总体来看，本周港股能源业、必需性消费和地产建筑业表现强势，资讯科技业和工业板块承压明显。

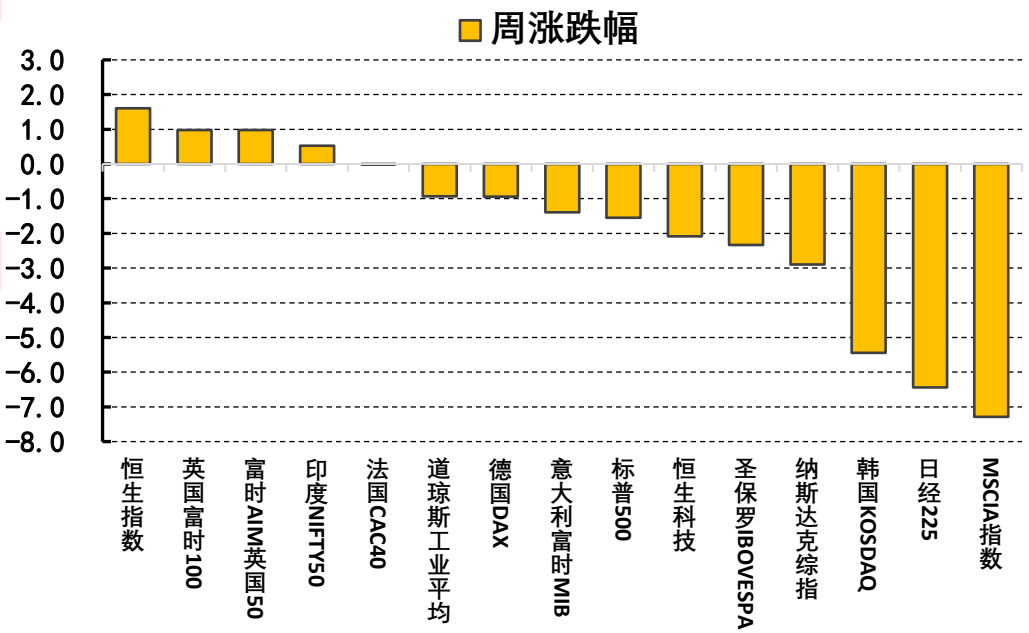
本周港股走势分化，核心驱动因素如下：一、国内政策面密集发力，习近平出席世界人工智能大会并宣布中国支持全球AI发展重大举措，国家发改委发布AI合作发展行动计划，李强强调推进AI新技术规模化商业化应用，《扩大消费"十五五"规划》提出到2030年社零总额达60万亿元，政策利好支撑恒指走强。二、中国6月出口同比增27%远超预期、上半年算力硬件进出口增55.6%，外需强劲显示经济韧性，提振港股整体情绪。三、Kimi K3超越Claude Fable 5登顶，引发全球AI估值重估，资金撤离芯片板块，港股资讯科技业全周大跌7.32%，拖累恒生科技收跌。

本周港股走势分化，恒指受国内政策利好上涨1.60%，恒生科技受Kimi K3冲击及全球芯片板块抛售拖累下跌2.09%，资讯科技业全周大跌7.32%。展望后市，国内政策面持续发力、适度宽松货币政策延续，为港股提供支撑；但港股AI板块内部分化加剧，Kimi K3冲击下智谱与MiniMax大幅回调，反映市场对AI大模型商业化前景的分歧加大，叠加美伊局势仍存不确定性、全球去杠杆进程尚未结束，港股后续走势仍面临较大波动。

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。

仅供内部参考，请勿外传

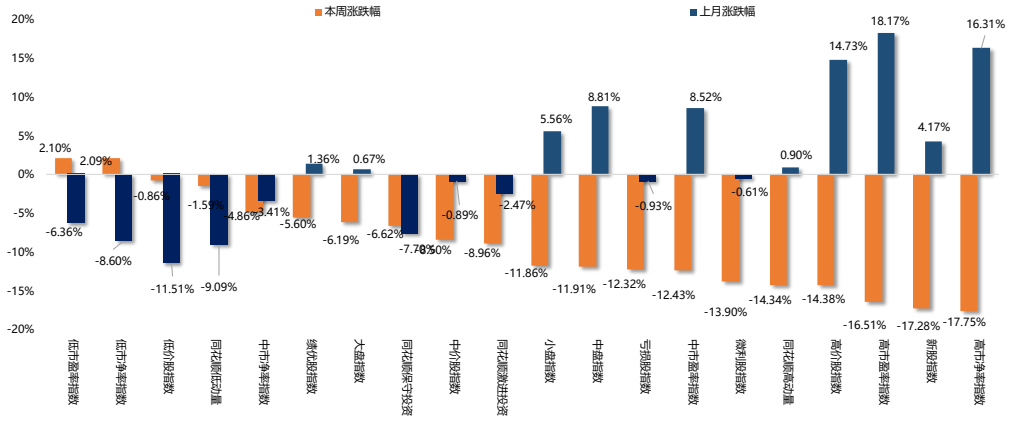
图1.本周美股普跌、港股涨跌不一（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

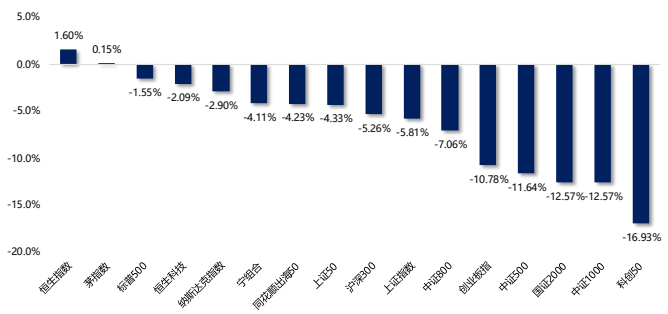
第一，本周上证指数跌 5.81%，沪深 300 跌 5.26%，中证 500 跌 11.64%，创业板指跌 10.78%，恒生指数涨 1.60%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前，行业方面禽流感和青蒿素行业领涨。本周全 A 日均交易额 26412 亿，环比上周有所下降。

图2.本周低市盈率指数占优



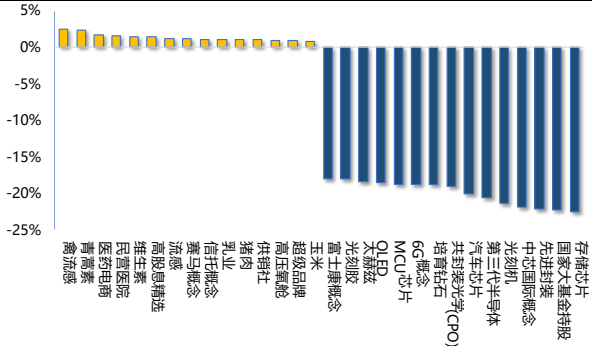
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图3.主要指数涨跌幅一览



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

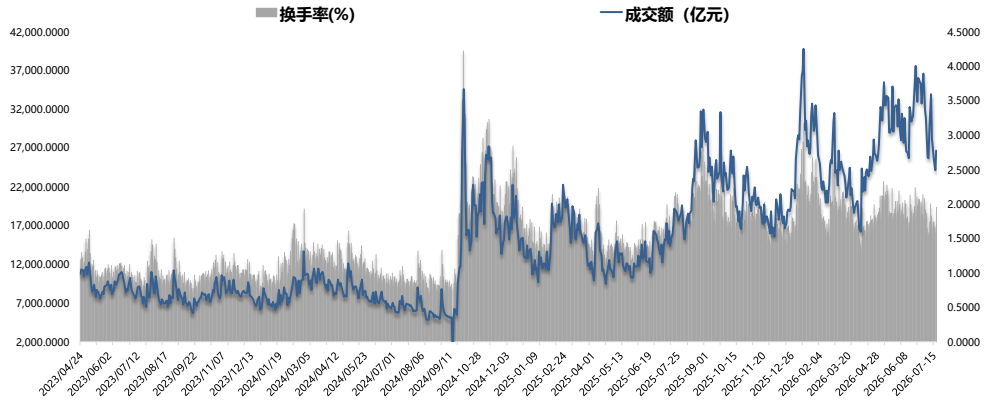
图4.本周涨幅居前的细分板块



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图5.本周万得全 A 日均成交额回落



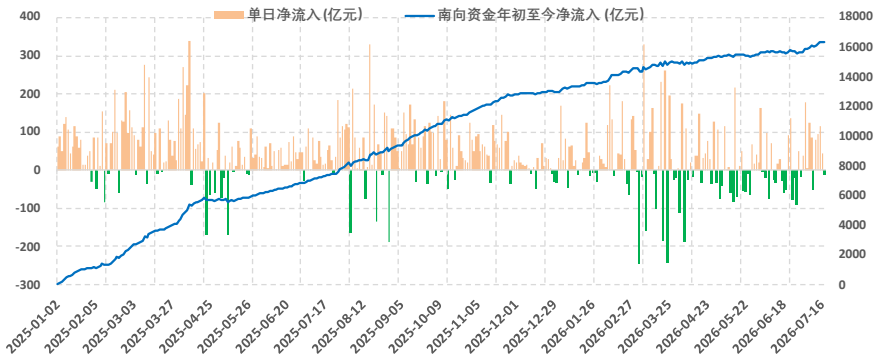
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 7 月 17 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 16349 亿元，今年以来净流入达到 3350 亿元，上周净流入 320.57 亿元。从结构上看，1 月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米）、金融股（建设银行、中国财险、中国银行）、半导体（中芯国际、建涛积层板、建滔集团）、油气开采（中国石油股份、中国海洋石油）等。从净流出方面来看，主要在集中在金融服务（香港交易所、中国平安）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、中国宏桥、洛阳钼业）、多品类销售（阿里巴巴-W）。而南向资金流入流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

分母端来看，受制于日央行加息和美联储放鹰等等因素，南向资金从去年 11 月开始流入速度大幅度放缓，同时亚洲其他市场如日本和韩国的强势表现，也导致港股市场流动性受到压制。

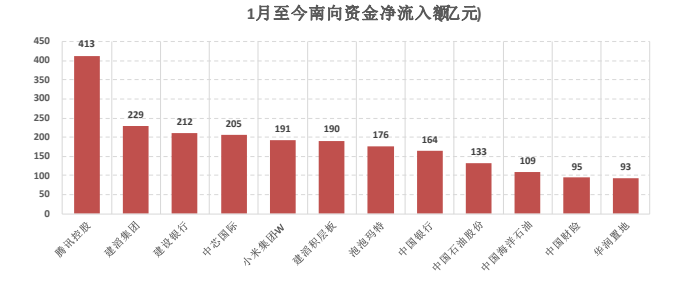
分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



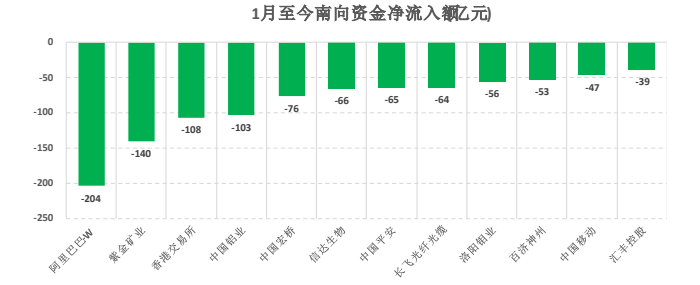
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图7.1 月以来南向资金流入方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图8.1 月以来南向资金流出方向

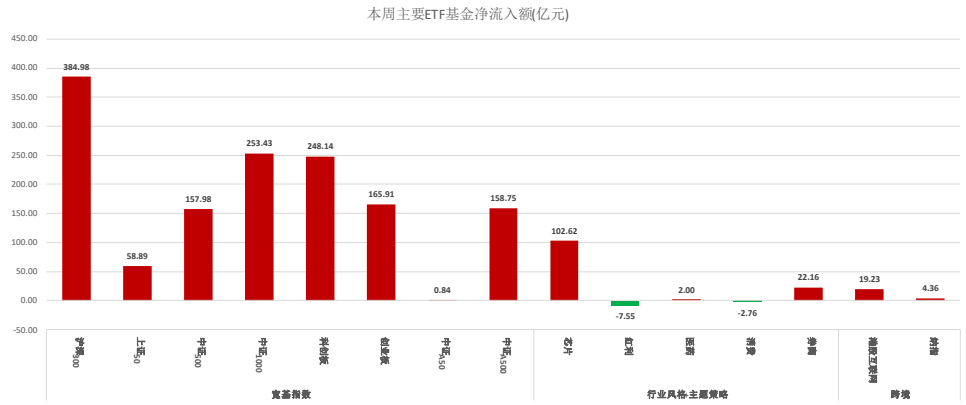


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

ETF 资金方面：本周 ETF 资金整体呈现净流入趋势，科创板、中证 1000、创业板、中证 A500、中证 500、沪深 300、中证 A50、上证 50 净流入 248.14、253.43、165.91、158.75、157.98、384.98、0.84、58.89 亿元。主题 ETF 方面，芯片 ETF、券商 ETF、医药 ETF 净流入 102.62、22.16、2.00 亿元，红利 ETF、消费 ETF 净流出 7.55、2.76 亿元。港股互联网、纳指净流入 19.23、4.36 亿元。

图9.科创板获得大幅净流入



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第三，增量资金层面，值得注意的是本周沪深 300ETF 较为显著的大幅流出趋势已经终止，而融资盘的持续流入也出现阶段性反转。

沪深 300ETF：今年一月份沪深 300ETF 就已经出现高达 5800 亿元的净流出，5 月份随着科技板块带领市场加速上涨，沪深 300ETF 再度大幅流出 1390 亿元，6 月份则是净流出 1580 亿元。目前全市场沪深 300 挂钩的被动指数产品规模已经从 2025 年末的 12391 亿元，下降至当前的 3606 亿元，接近 2023 年末的水平。目前沪深 300ETF 的流出趋势已经基本结束，本周转向大幅度净流入 384 亿元。而全部股票型 ETF 则是在本周大规模净流入 2052 亿元，仅仅周五净流入就达到 763.49 亿元，位于 924 行情以来第三高点（仅次于 2024 年 10 月 8 日的 1061 亿元和 2025 年 4 月 8 日 1015 亿元）。

融资余额：4 月美伊冲突缓和后，市场的反弹带动了融资资金的持续流入，融资余额在 6 月底突破 3 万亿并不断创下历史新高。而 7 月以来融资资金转向大规模流出，仅周五一个交易日净流出额超过 700 亿元，也是创下 924 以来单日净流出额最大的记录。目前融资余额已经回到 2.7 万亿附近，接近 5 月初的水平。换言之，5 月到 6 月两个月期间，AI 硬件加速上涨吸引了天量融资资金，而在 7 月以来的两周时间内，可以观察到规模与之接近的净流出。（阶段一：5 月 6 日~6 月 25 日融资资金净流入 3146 亿元，阶段二：6 月 26 日~7 月 17 日净流出约 2484 亿元）

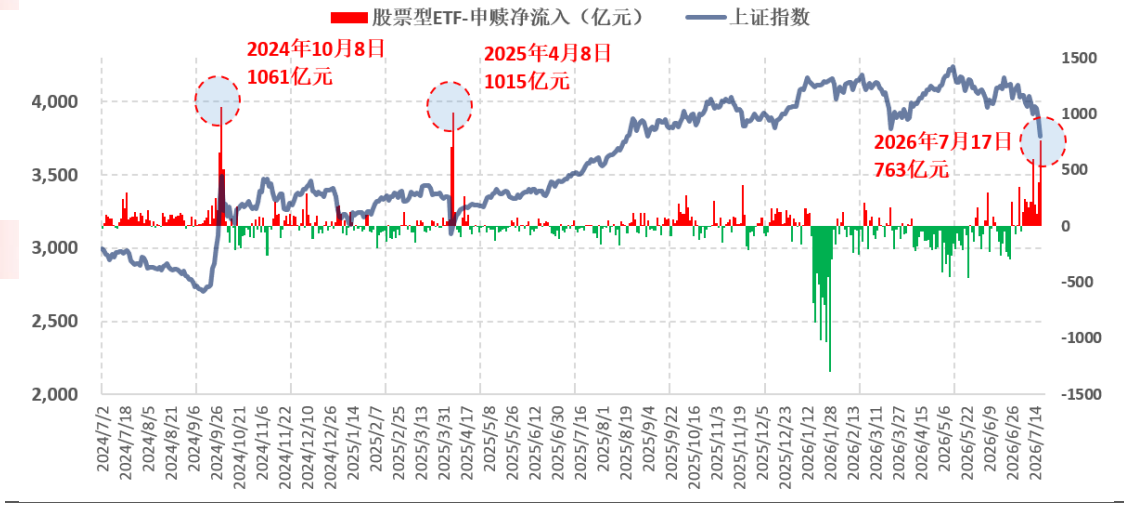
进一步从行业来看，阶段一的净流入主要集中在电子/通信行业（分别净流入 1768 亿元和 526 亿元），而在阶段二的净流入中，电子/通信行业分别净流出 918 亿元和 186 亿元，电子行业的融资盘下降速度明显更快，通信行业的流出比例则相对更低。

而从个股的回撤比例来看，也基本符合各行业的融资资金流出特征，我们重点研究电子和通信这两个行业，按照 A 股融资交易的规定，在保证金比例的设置上，较常见的警戒线是 150%，追保（margin call）线是 140%，强平线是 130%，对应跌幅分别是 25%、30%和 35%。而从本轮的回撤幅度来看，电子行业的 516 只个股中，回撤幅度大于 25%的占比高达 87.6%，回撤幅度大于 30%的占比是 77.52%，回撤幅度大于 35%的占比是 63.37%，一般认为回撤幅度大于 35%即会出现融资资金平仓的情况。这一占比和电子行业近期的融资净流出规模，是大致符合的（要考虑到融资资金是分布在不同的成本段，而并非集中在最高点买入）。

通信行业的情况相对更好，回撤幅度的峰值区间是 25%~30%这个区间，回撤幅度大于 25%/30%/35%的比例分别为 88.28%/78.13%/57.81%。这也解释了为什么目前通信板块的融资盘净流出幅度并不大。

仅供内部参考，请勿外传

图10.股票型 ETF 在本周大规模净流入



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图11.融资资金流入趋势已经出现阶段性反转，同时沪深 300ETF 流出也开始放缓



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图12.当前融资余额回落到 5 月初的水平

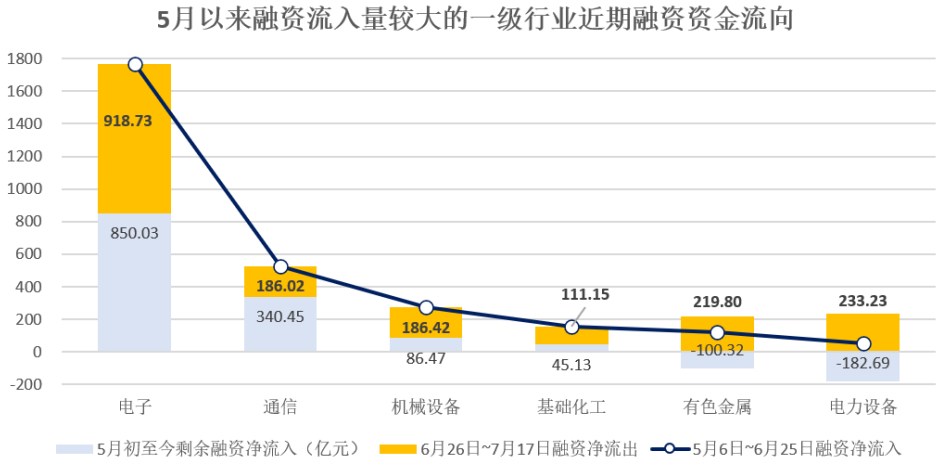


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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。

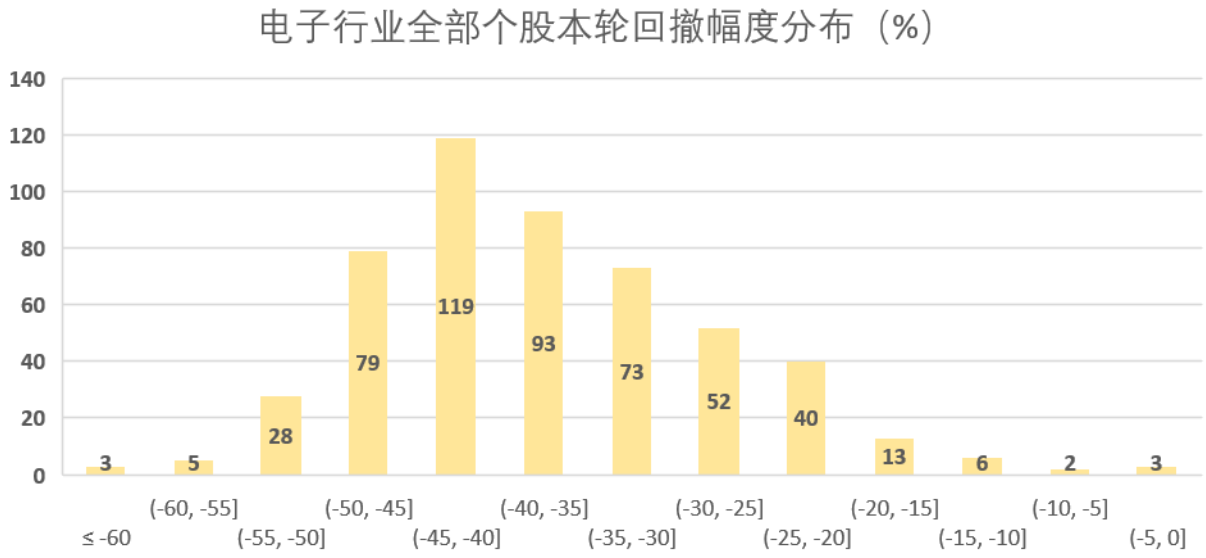
仅供内部参考，请勿外传

图13.目前5月以来流入电子行业的融资资金，通信行业的流出比例较低



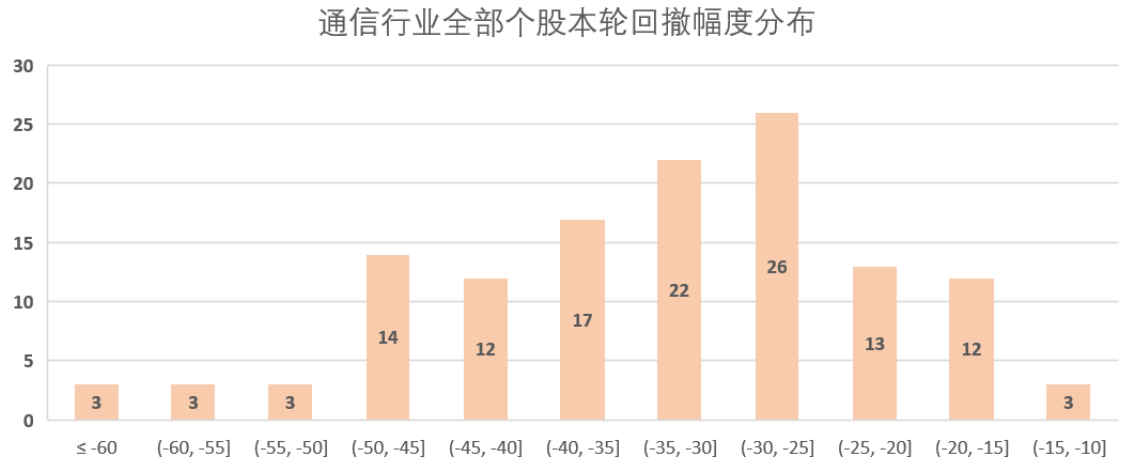
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图14.电子行业整体回撤幅度大于35%的个股数量较多



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图15.通信行业的本轮跌幅中位数偏小



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

第四，从本周的市场表现来看，“高切低”指数加速回落，经过 10 日移动平均处理的指数目前回落到 33%，但未经平滑的原值则因为周五市场加速下跌，已经触及 30%的历史区间底部。至此我们可以推测，本轮从 6 月中旬开启的高切低行情，已经临近尾声。

而本轮高位板块的跌幅明显高于历史平均水平，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%。6 月中旬科技板块开始下跌至今，电子行业下跌 27.94%，通信行业下跌 27.17%，上证指数下跌 9.58%。

那么，在高切低结束后，新一轮主线的诞生又有什么规律可循？

第一， A 股每一轮"高切低"（高位板块相对低位板块走强并分化）背后的领涨主线，其行业成分在绝大多数轮次之间会发生显著切换——上一轮的高位主线，在下一轮往往退居中游甚至垫底，新的高位主线由不同的行业构成。

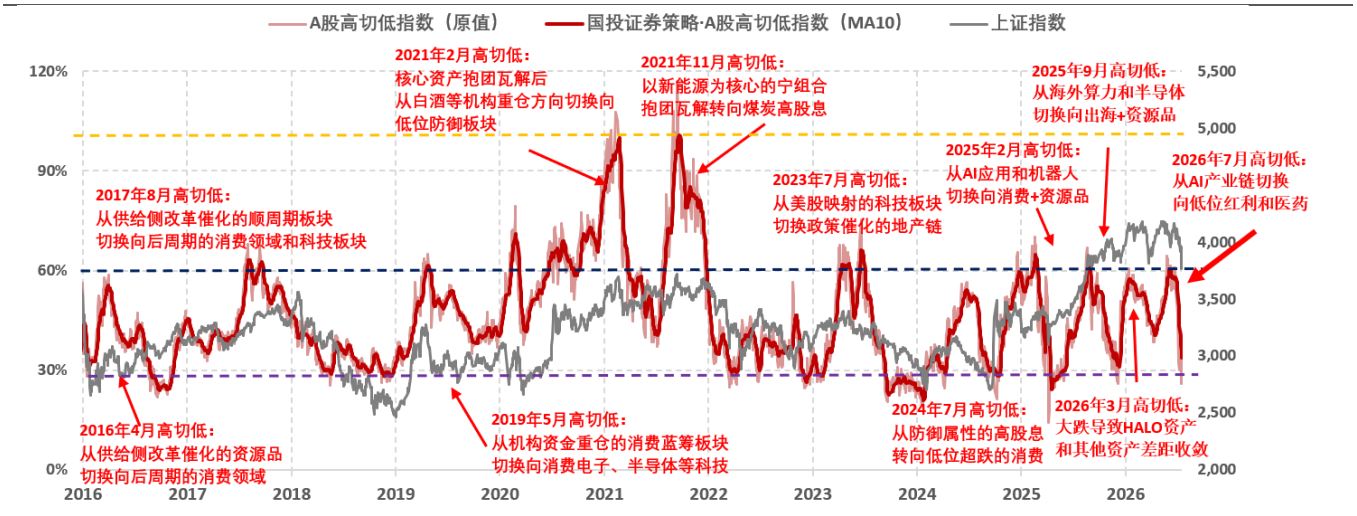
第二， 相邻两轮偶有"主线延续"而非"主线切换"：最典型的是 2020 下半年—2021 年，电气设备（新能源）连续两段都是涨幅第一，属于同一条主线的延续与强化，而非切换。本轮牛市（2024/9 以来）AI 链具有跨轮次的黏性：电子、通信在 2024/9–2025/2、2025/6–2025/9、2026/4–2026/6 三段都居于领涨前列，说明 AI 硬科技的主线切换更多表现为 AI 链内部的扩散/缩圈，而非被完全替换。

第三， AI 链条"形不变、神已变"：924 以来的三段主升，领涨行业始终是"电子/通信"，看起来 AI 链条从未变过。但一旦下沉到 AI 产业链的细分赛道层面，领涨核心赛道在三段 AI 主升中发生了三次几乎完全不重叠的切换，上一段的赛道龙头在下一段普遍大幅掉队。三段切换的主轴可以概括为：软件/应用+芯片设计+机器人（2024/9－2025/2）→ 光电互联硬件：光模块/CPO/PCB/铜连接（2025/6－2025/9）→ 更上游硬科技：半导体设备/存储/先进封装（2026/4－2026/6），即领涨核心沿着 AI 产业链从"最下游的应用与最具想象力的题材"，一路向上游的"设备、材料、制造"硬核环节迁移——这是一条清晰的、从"炒预期"到"炒业绩兑现"的产业链纵向轮动路径。

第四， 新一轮主线在哪里：主线能否"延续"取决于其产业景气的持续性——新能源(2020-21)和 AI(2024-26)之所以能跨轮次主导，是因为背后有强产业趋势支撑；而周期(2017)、消费(2019)、中特估/红利(2024、2026Q1)等更多是阶段性催化，因此更容易在下一轮被切换掉。

第五， 根据上述规律推断，下一轮高位主线大概率仍是 AI，但内部核心赛道将再次切换。上一轮主线的核心逻辑是“价涨”，而下一轮 AI 主线的核心可能落在"由 Agent/推理需求爆发驱动的量增链条"——即 Token 推理算力（含国产算力芯片、先进 Fab、先进封装、算力租赁等）、光模块出货量（1.6T 放量）、AIDC 电力配套、端侧 AI 等。

图16.A 股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

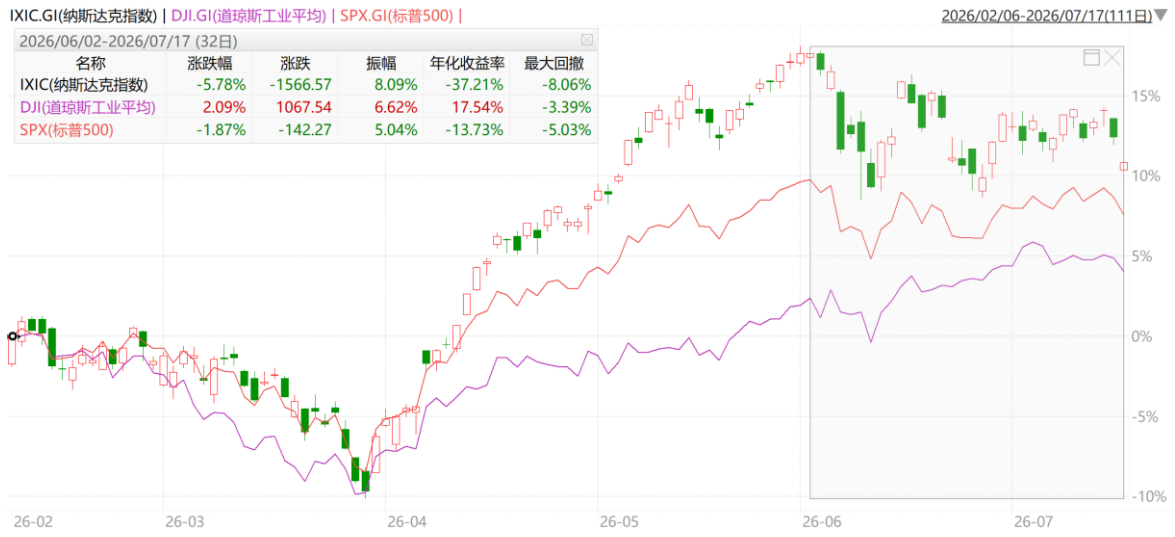
图17.A 股高切低历史行情中高位主线的回顾和涨跌幅梳理

高切低时点	分化期区间	涨幅前5行业及区间涨跌幅	高位主线归类
2016年4月	2015/12-2016/4	食品饮料-0.53%、银行-2.75%、煤炭-3.09%、家电-6.33%、有色-6.91%	消费+金融+资源（熊市抗跌）
2017年8月	2017/1-2017/8	钢铁+27.71%、有色+24.62%、食品饮料+22.35%、家电+21.77%、煤炭+20.23%	供给侧周期（钢铁/有色/煤炭）+消费白马
2019年5月	2018/12-2019/5	农林牧渔+49.59%、食品饮料+39.67%、家电+22.61%、计算机+18.15%、非银+16.07%	消费（猪+白酒）+科技（计算机）
2021年2月	2020/7-2021/2	电气设备+62.00%、休闲服务+56.68%、石油石化+53.51%、有色+53.06%、化工+45.07%	新能源（电气设备）+顺周期+核心消费
2021年11月	2021/3-2021/11	电气设备+56.78%、有色+30.60%、煤炭+30.13%、国防军工+24.63%、汽车+23.36%	新能源（延续）+资源（煤炭/有色）
2023年7月	2023/1-2023/7	通信+33.11%、传媒+28.39%、计算机+16.68%、非银+15.28%、建筑装饰+14.48%	TMT（AI：通信/传媒/计算机）+中特估
2024年7月	2024/1-2024/7	银行+16.58%、公用事业+9.08%、家电+6.73%、交运+3.32%、通信+2.81%	高股息防御（银行/公用/红利）
2025年2月	2024/9-2025/2	计算机+62.02%、电子+53.49%、综合+42.71%、机械+42.66%、传媒+38.39%	AI应用+机器人（计算机/电子/机械）
2025年9月	2025/6-2025/9	通信+59.84%、电子+56.64%、电力设备+54.17%、有色+49.24%、综合+37.63%	AI算力（通信/电子）+新能源+有色
2026年3月	2026/1-2026/3	石油石化+16.87%、煤炭+16.20%、综合+11.17%、公用事业+8.45%、建材+6.31%	资源+红利防御（石油/煤炭/公用）
最新 2026年7月	2026/4-2026/6	电子+88.35%、通信+56.88%、建材+35.58%、机械+23.78%、电力设备+4.68%	AI硬科技（电子/通信）

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

本轮高切低目前来看，有两点值得特别关注的特征：
其一是其与海外资产的联动性，美股同样出现了明显的高切低，无论是存储等硬件厂商还是CSP厂商，近两周都有明显回撤，而金融、医疗、消费等行业出现了反弹，整体形成“道琼斯>标普>纳指”的格局，这意味着本轮高切低固然有A股内部资金结构恶化的主导作用，但导火索和催化剂仍然是来自海外资产的联动影响。

图18.6月以来美股同样也出现高低切的情况



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图19.美股高切低也体现在科技内部“卖芯买云”的叙事



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

其二，本轮科技股的下跌中，低位板块并未形成清晰主线。6 月底以来，有七个交易日科技股出现大幅下跌，通信最先领跌，电子则是在最近跌幅开始放大。然而，这七个交易日低位领涨的板块差异较大，医药、消费、红利、金融交替出现，领涨的行业变动较快。这意味着在相对景气优势依然明显的情况下，从科技板块流出的资金并未立刻形成合力，低位的主线仍不清晰。

图20.本轮科技股的下跌中，低位板块并未形成清晰主线

科技大跌的七个交易日，低位上涨行业回顾							
排名	2026/6/26	2026/7/1	2026/7/2	2026/7/10	2026/7/15	2026/7/16	2026/7/17
跌幅前三							
1	通信 -6.48%	通信 -3.55%	通信 -7.36%	电子 -5.32%	电子 -4.6%	建筑材料 -4.37%	通信 -9.84%
2	计算机 -4.33%	电子 -1.99%	电子 -7.15%	通信 -3.51%	有色金属 -2.14%	电子 -4.25%	电子 -8.19%
3	有色金属 -4.28%	电力设备 -1.46%	建筑材料 -3.3%	电力设备 -2.72%	通信 -1.96%	通信 -3.61%	机械设备 -6.61%
涨幅前五							
1	建筑材料 1.97%	综合 6.83%	煤炭 1.6%	传媒 2.6%	美容护理 4.08%	传媒 1.66%	银行 0.9%
2	农林牧渔 0.39%	农林牧渔 4.89%	纺织服饰 1.58%	国防军工 2.56%	传媒 3.7%	农林牧渔 1.57%	石油石化 0.4%
3	家用电器 -0.43%	非银金融 4.63%	传媒 1.17%	医药生物 2.48%	食品饮料 3.43%	美容护理 1.23%	公用事业 0.11%
4	公用事业 -0.57%	医药生物 3.88%	银行 1.08%	商贸零售 2.09%	医药生物 3.39%	房地产 1.19%	煤炭 -0.64%
5	房地产 -0.92%	社会服务 3.32%	美容护理 0.77%	农林牧渔 2%	商贸零售 3.35%	商贸零售 1.09%	交通运输 -0.81%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第五，我们始终坚持对于当前 AI 的投资机会，在产业趋势没有结束，没有遇到宏观“灰犀牛”和行业竞争格局崩塌这两只“拦路虎”之前，经历阶段性高切低后依然会回归产业主线，记得终究会回来。而当前做切换或再平衡更合理的方向是在 AI 内部展开，典型的就是围绕国产算力链条。

- 海外算力产业指数的构建：主要跟随北美云厂商资本开支、承接海外算力需求外溢，选股标准偏重海外营收占比高、进入英伟达/GB200 等全球供应链、直接受益于海外 AI 资本开支的环节龙头，包括光模块/光器件、AI PCB/CCL、服务器/整机代工、高速铜连接、散热/液冷、光纤光缆等赛道，共计 30 只成分股，等权组合。
- 国产算力产业指数的构建：核心逻辑是"自主可控+国产替代"，围绕昇腾/寒武纪等国产芯片产业链，选股标准偏重从芯片设计到制造设备、封装载板、互联、存储、材料的全链条自主可控卡位。主要赛道包括：国产 AI 芯片、先进制程/封装/测试、昇腾链高速互联、昇腾整机/一体机、国内算力租赁/IDC、存储/HBM 国产替代、半导体设备、硅光/光芯片国产替代等，同样共计 30 只成分股，等权组合。

复盘这两个指数的相对表现可以看到，当前国产算力相对海外算力处于股价低位。类似于 2025 年底的行情，海外算力链条短期由于拥挤度过高而发生切换，国产算力链条往往成为承接 AI 领域资金的优先选择，而且在产业层面今年下半年开始，国产算力也开始出现积极变化：

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。

仅供内部参考，请勿外传

首先是模型侧，国产大模型实质性跨过可用性门槛，需求端 Token 非线性拉升。2026 年 4 月 DeepSeek V4 与 Kimi K2.6 密集发布，性能已实现国内与开源领域领先；SuperCLUE 3 月榜单显示豆包、Kimi-K2.5、Qwen3.5 等国产模型包揽全球开源前列、跻身全球第一梯队；2026 年起中国大模型调用量陡峭增长、于 2026 年 3 月前反超美国。更关键的是国产模型从"单向适配国产芯片"转向"国产算力+国产模型正循环"——V4、K2.6 发布首日即完成与华为昇腾、寒武纪、壁仞等国产芯片的 Day 0 适配，并明确昇腾 950 超节点下半年批量上市后推理成本将大幅下降，绕开英伟达 CUDA 生态壁垒。

其次是需求侧，**阿里、字节、腾讯资本开支持续超预期上修，且提高国产芯片采购比例。** 阿里已明确未来三年云和 AI 基建投入从原定 3800 亿元提升至约 4800 亿元人民币（约 690 亿美元），2026 年 CAPEX 达 1500-1700 亿元量级；字节 2026 年 AI 资本开支上调至逾 2000 亿元、内部甚至讨论提高至 4000-5000 亿元（590-700 亿美元），2027 年规划或达 1000 亿美元，且在预算调整中相应提高了国产 AI 芯片采购比例以响应自主可控;腾讯管理层明确下半年资本开支将明显放量、加大国产芯片采购。同时，**华为拟正式发布昇腾 950 超节点真机，Atlas 950 SuperPoD 支持最大 8192 张 NPU 卡高速互联，并且韩国云厂商已锁定首批 2000 片昇腾 950 订单，马来西亚计划部署 3000 台昇腾 AI 服务器，这意味着国产超节点已从单纯国内替代开始向外部供给扩展。**

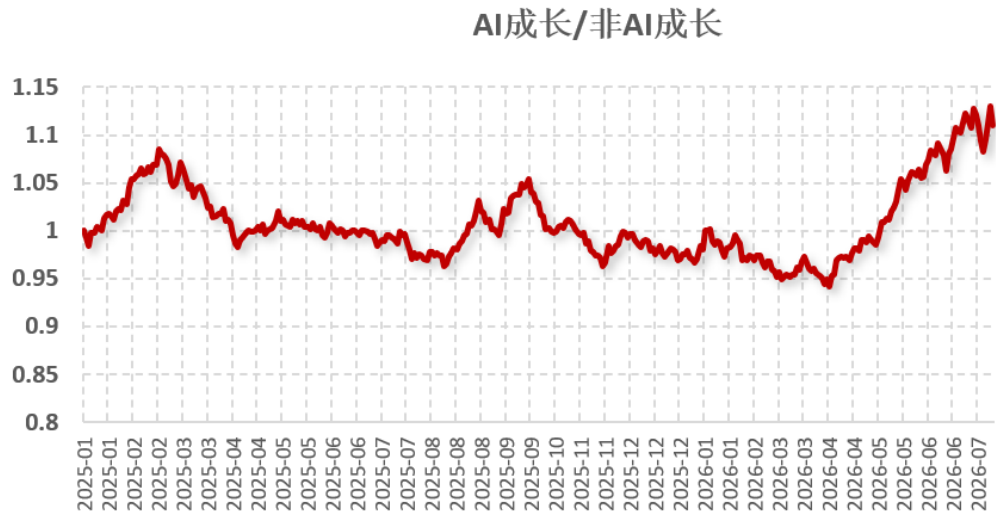
最后是供给侧，华为昇腾 950DT（8 月上市）、海光深算四号、阿里平头哥真武（4 月已交付 56 万片）等旗舰新品密集量产，叠加华为 Atlas 950 超节点四季度正式商用，国产化率已从 2024H1 的约 20%升至 2025H2 的约 46%。

图21.当前国产算力相对海外算力处于股价低位



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图22.当前 AI 成长相对非 AI 成长的优势进入高位震荡阶段



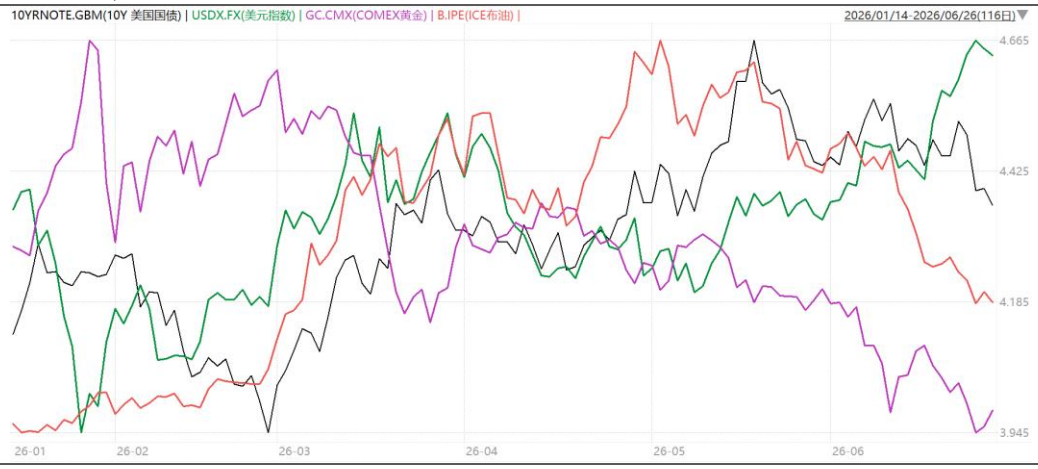
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

第六，美伊协议落地后，全球大类资产的定价逻辑再度发生微妙变化，从冲突爆发期间的“美债利率上升、美元走强、黄金走弱、油价上涨”，转变为“美债利率下降、美元走强、黄金走弱、油价下跌”。尤其是油价和金价的相关性从负相关转为正相关值得关注。核心原因是，美元和黄金的定价锚是实际利率而非名义利率，而美伊协议的达成的短期影响是油价的大幅回落，也就是通胀预期大幅走低，因此名义利率走低。而实际利率的下行则依赖于美联储加息预期的降温，或是美联储态度的鸽派转向。

目前看，美债实际利率在 PCE 数据公布后有所回落而后又走强，但对于黄金价格而言也仅是交易性修复机会，后续仍要看到 6 月及后续通胀数据的实质性改善，才能确认趋势性变化。

图23.美伊协议落地后，全球大类资产的定价逻辑再度发生微妙变化



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图24.黄金价格目前更多与美债实际利率高度绑定



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第七，2026 年中报季（7 月下旬至 8 月底）是海外 AI 主线全年最关键的验证窗口，验证的核心命题只有一个——五大云厂商资本开支的"上修惯性"能否延续，并对冲市场对"Meta 出售算力=算力过剩"的阶段性担忧。事实上，从已披露数据看，海外 AI 基建仍处于加速上行期而非见顶回落期：北美五大云厂（微软/谷歌/亚马逊/Meta/甲骨文）2026Q1 现金资本开支合计约 1474 亿美元，同比增长 89.6%，持续创历史新高。2026 全年指引合计已逼近 8000 亿美元量级，且过去两个季度呈现"逐季上修"特征——谷歌从 1750-1850 亿上修至 1800-1900 亿并明确表态 2027 年将显著增加，Meta 从 1150-1350 亿大幅上调至 1250-1450 亿，微软首次给出全年约 1900 亿的明确指引（其中约 250 亿为组件涨价因素），甲骨文 FY2026 资本开支 556.6 亿美元、同比增长 162%。

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。

仅供内部参考，请勿外传

更重要的是，本轮 Capex 由订单而非情绪驱动：四大 CSP 已披露 RPO 与在手订单合计超 2 万亿美元，这也意味着 2026-2028 年 AI 基建投入相当部分已被合同锁定。节奏上，验证链条自 7 月中旬台积电法说会（AI 收入占比与 CoWoS 扩产）开启，7 月 22 日起 Hyperscalers 陆续披露财报进入密集验证期，8 月下旬英伟达 FY2027Q2 财报（上季指引 910 亿美元）构成中报季"最后一棒"。

落地到跟踪层面，本次中报季的胜负手在于三点：微软 FY26Q4 单季 Capex 能否兑现 400 亿以上指引、Meta 是否借财报澄清算力出售争议并再度上修、以及谷歌/亚马逊对 2027 年 Capex 的定量表述——只要上述三点中两点以上兑现，海外 AI 算力链的景气叙事将在三季度完成再确认。

图25.北美主要 AI 企业中报催化节点

公司	财报口径	预计披露时间（可能发生变化）	2026年资本开支指引/最新数据	本次财报核心看点
台积电 TSM	2026Q2	2026/7/16	520-560亿美金	AI收入占比、CoWoS扩产节奏（2027年月产能指引约20万片）、下半年展望
特斯拉 TSLA	2026Q2	2026/7/22	超过250亿美金	FSD/Robotaxi进展、AI训练算力投入
谷歌 GOOGL	2026Q2	2026/7/22	1800-1900亿美元（已上修，同比约+102%）	**2027年Capex定量表述**；云在手订单（超4600亿）确认节奏
微软 MSFT	FY2026Q4	2026/7/29	全年约1900亿美元（同比+61%，含约250亿组件涨价）	**FY26Q4单季Capex能否兑现400亿+指引**；Azure增速回升验证
Meta META	2026Q2	2026/7/29	1250-1450亿美元（已上修，同比约+73%~101%）	**算力出售争议澄清**；Rubin采购与指引是否三度上修
苹果 AAPL	FY2026Q3	2026/7/30	—	端侧AI进展、与博通300亿美元芯片合作细节
亚马逊 AMZN	2026Q2	7月底-8月初	约2000亿美元（同比+50%以上）	AWS增速与3640亿美元backlog确认；2027年Capex表态
AMD	2026Q2	2026/8/4	—	OpenAI 6GW订单：MI450下半年首GW部署与4Q26收入起量确认
英伟达 NVDA	FY2027Q2	8月下旬	上季指引营收约910亿美元（±2%）	数据中心收入（上季752亿、+92%）、Rubin量产与OpenAI 10GW订单节奏
博通 AVGO	FY2026Q3	9月上旬	—	ASIC订单能见度（明年AI业务增速指引80%+）
甲骨文 ORCL	FY2027Q1	9月中旬	FY2026 Capex实际556.6亿美元（+162%）	RPO（6380亿美元）转化节奏、FY27 Capex指引

资料来源：Wind，公司公告与财报会等，国投证券证券研究所

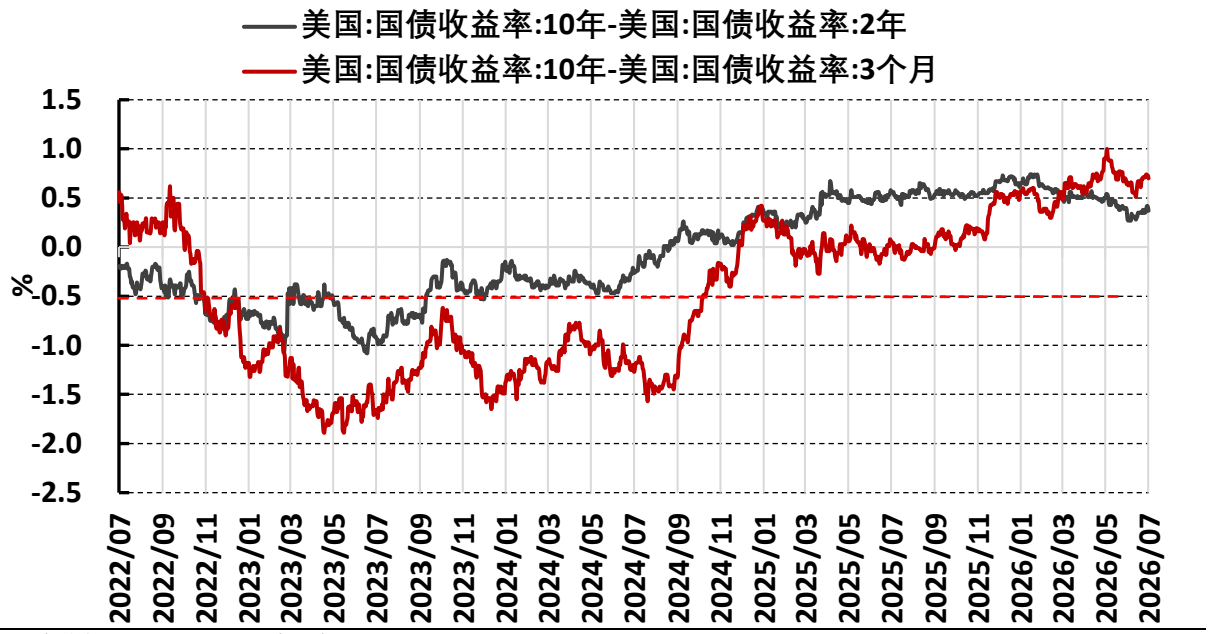
美国 3 个月国债收益率报收 3.85%，前值 3.85%；10 年期国债收益率报收 4.55%，前值 4.56%。本周美债收益率周内波动剧烈但全周基本持平微降，主要受以下因素驱动：一、周初美伊军事冲突升级与美联储理事沃勒放鹰暗示加息可能，通胀担忧推升长端利率，10 年期美债收益率周一升至 4.62%的周内高点。二、随后美国 6 月 CPI 超预期降温、PPI 亦缓解通胀压力，市场降息预期回升，美债收益率快速回落，此后全周在 4.55%-4.57%区间窄幅震荡，全周小幅收跌。

本周美债收益率基本持平微降，主要受周中 CPI 超预期降温推动收益率回落。展望后市，美伊冲突仍在升级，美军连续第七晚空袭伊朗，霍尔木兹海峡风险未消，若局势再度恶化可能推升通胀预期和长端收益率；同时美股去杠杆进程仍在持续，预计还需约三个月震荡行情才能恢复，美债后续走势仍面临较大不确定性。

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。

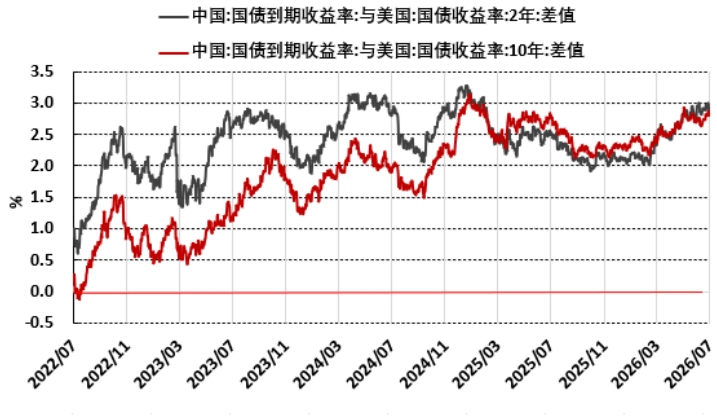
仅供内部参考，请勿外传

图26.3m10s 利差收窄



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图27.近一周中美利差收窄



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图28.长端美债收益率收窄



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

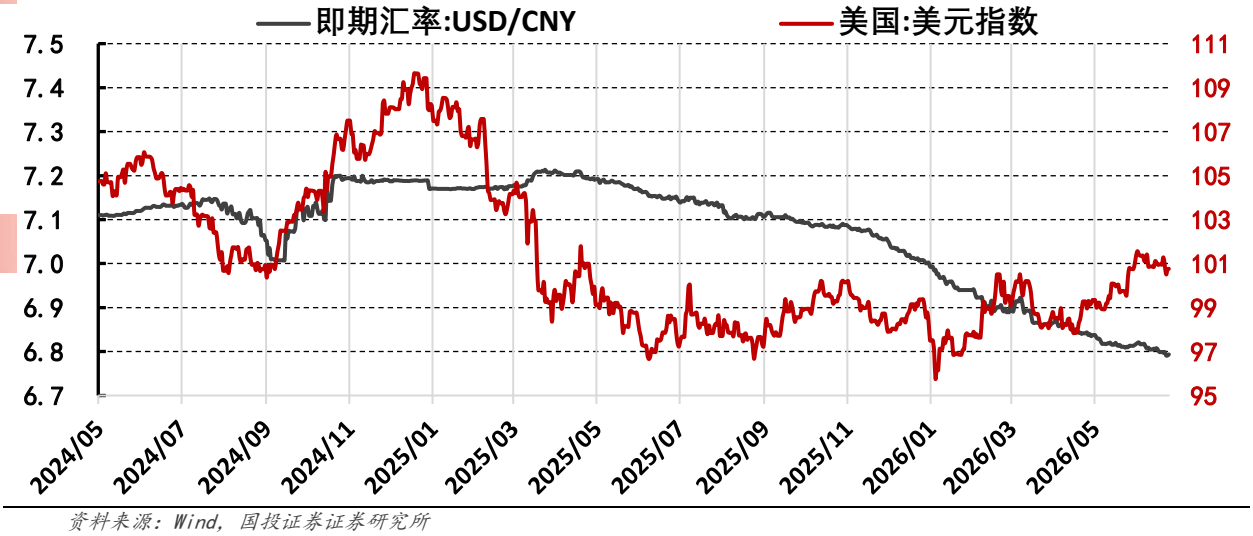
本周美元指数报收 100.76，前值 100.96。一、周初美伊军事冲突升级与沃勒放鹰，美元指数周一升至 101.28 的周内高点。二、随后 6 月 CPI 超预期降温，美元快速走弱，周三跌至 100.51 创近四周新低。三、周四初请失业金人数下降及零售数据体现经济韧性，美元反弹 0.31%。四、离岸人民币两日盘中涨破 6.77 创近四周新高，非美货币走强对美元形成一定压力。

本周美元指数小幅收跌。周初美伊冲突升级与沃勒放鹰一度推高美元周内高点，但随后 6 月 CPI 超预期降温推动美元快速回落，全周先涨后跌。展望后市，一、美伊冲突仍在升级，周五美军连续第七晚空袭伊朗，伊朗警告进入"全面进攻和摧毁"阶段，若局势进一步恶化可能重新推升美元避险需求。二、美联储政策走向仍存在不确定性，6 月 CPI 虽超预期降温但核心通胀是否持续回落仍需观察，后续通胀数据将影响美元走势。三、离岸人民币本周两日盘中涨破 6.77，日元走强，若非美货币走强趋势延续，可能对美元形成一定压制。

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。

仅供内部参考，请勿外传

图29. 本周美元指数走强

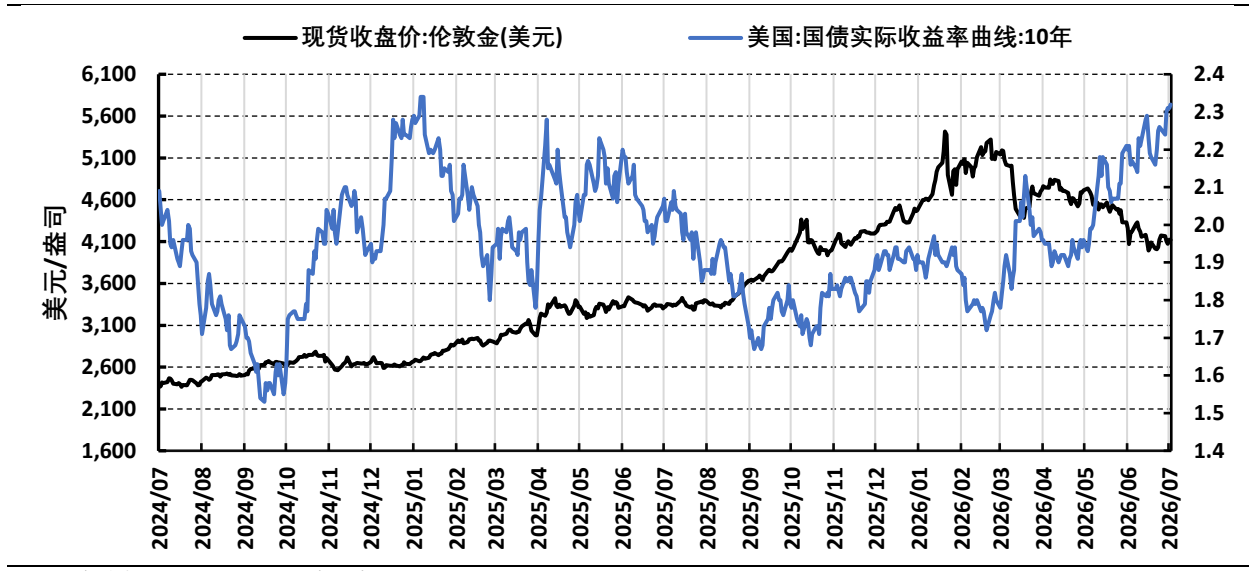


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

伦敦金现最新价格 4018.44 美元/盎司，前值 4120.35 美元/盎司；COMEX 黄金期货最新价格为 4023.00 美元/盎司，前值 4128.90 美元/盎司。本周黄金整体回落。一、美伊军事冲突贯穿全周并不断升级，但地缘风险未能有效提振金价；同时周一沃勒放鹰暗示加息可能，10 年期美债实际利率升至 2.36%创去年 4 月以来新高，黄金承压大跌 3%并跌破 4000 美元。二、周二美国 6 月 CPI 超预期降温，黄金反弹涨 1.6%重回 4060 美元。三、周四美国经济数据体现韧性、美元反弹 0.31%，黄金再跌超 2%跌破 4000 美元。全周黄金在 4000 美元附近反复拉锯。

本周黄金整体回落，美伊冲突贯穿全周并不断升级但未能有效提振黄金避险需求，金价更多受利率和美元驱动。展望后市，美伊冲突仍在升级，美军连续第七晚空袭伊朗，伊朗警告进入"全面进攻和摧毁"阶段，地缘风险反复扰动可能阶段性推升避险情绪；但 10 年期美债实际利率维持在高位，对黄金构成持续压制。此外，全球央行购金需求为金价提供中长期支撑。

图30. 本周黄金走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本周 WTI 报收 82.49 美元/桶，上周前值 71.19 美元/桶；IPE 布油报收 88.26 美元/桶，上周前值 75.22 美元/桶。一、美伊冲突贯穿全周并持续升级，美军恢复对伊海上封锁，霍尔木兹海峡通行量降至三周低点，伊朗将袭击范围扩大至科威特等国，供应中断风险推动油价暴涨。二、对冲基金以近十年最快速度狂押布伦特原油上涨，单周净多头增逾 7.5 万手，创 2016 年

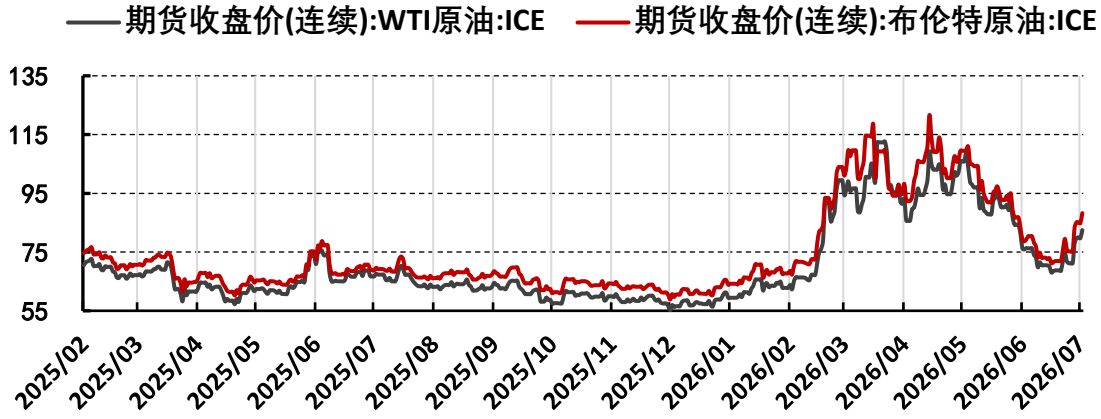
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

来最大单周增幅，资金持续涌入放大油价涨幅。三、阿联酋退出 OPEC 后 6 月产量激增 80%，OPEC 下调 2026 年全球需求预期，中国 6 月原油进口同比降 41.3%，供应过剩预期本为利空，但美伊冲突带来的供应中断风险完全盖过了基本面利空，油价无视增产和需求放缓持续走高。

本周油价大幅上涨，美伊冲突贯穿全周并持续升级，美军恢复对伊海上封锁，霍尔木兹海峡通行量降至三周低点，供应中断风险盖过了 OPEC+增产、中国进口下降等利空因素。展望后市，一、美伊冲突仍在升级，美军连续第七晚空袭伊朗，伊朗警告进入"全面进攻和摧毁"阶段，若冲突进一步扩大至周边国家能源设施，油价可能继续走高。二、但若局势出现缓和信号，此前积累的地缘溢价有望加速释放。三、阿联酋退出 OPEC 后产量激增 80%、中国 6 月原油进口同比降 41.3%、OPEC 下调 2026 年需求预期，基本面因素对油价构成中期压力。

图31. 本周原油价格走强（美元/桶）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

LME 铜本周报收 13525.50 美元/吨，上周前值 13484.50 美元/吨。一、美伊冲突推动油价暴涨，通胀预期升温令美债收益率和美元同步走高，对以美元计价的铜价构成压制，铜价周中从 13643 美元的周内高点震荡回落。二、矿端紧缺格局持续加剧，TC 加工费降至-146.15 美元/吨，国内铜库存周减少 3.30 万吨去化加速，为铜价提供底部支撑，限制了下行空间，铜价全周仍小幅收涨。

本周铜价整体微涨，美伊冲突推动油价暴涨，通胀预期升温带动美元走强，对铜价构成压制；但矿端紧缺格局持续、TC 加工费进一步下探，国内库存去化加速，为铜价提供底部支撑，多空拉锯下铜价全周小幅收涨。展望后市，矿端紧缺格局短期难以扭转，为铜价提供底部支撑；但美伊冲突推升的通胀预期和美元强势对铜价构成持续压制，铜价短期以震荡为主。

图32. 本周铜价震荡上涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

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。

仅供内部参考，请勿外传

2. 内部因素：6 月出口维持强劲增长，社零低位回暖

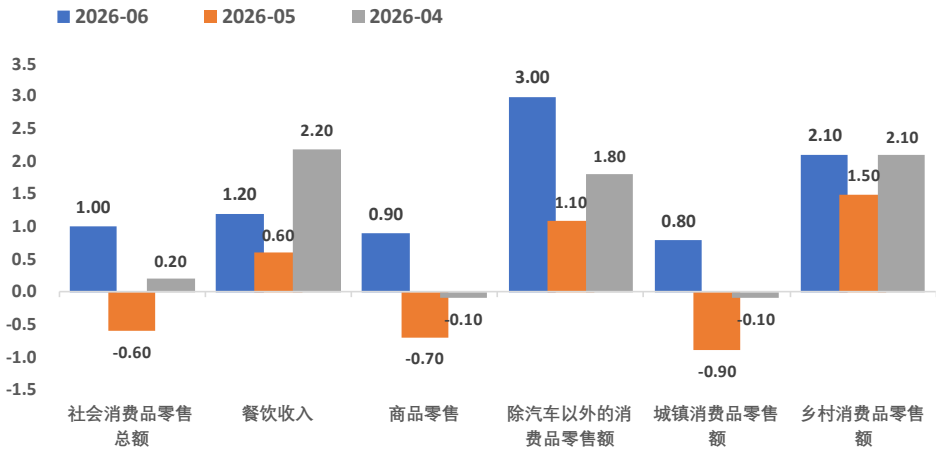
近期公布了 6 月社零和出口数据。社零方面，6 月社零同比增长 1.0%、环比增长 0.38%，增速由负转正，表现高于市场预期，回暖主要受益于“618”大促带动及去年同期基数回落——商品零售同比增长 0.9%由负转正，餐饮收入同比增长 1.2%较 5 月回升 0.6 个百分点；必选消费全面回暖，地产后周期类降幅收窄但仍承压，汽车类下降 16.1%仍是主要拖累；1-6 月网上商品零售额同比增长 4.8%，线下便利店与超市保持增长、百货店与专卖店延续下滑，业态分化持续。出口方面，6 月出口以美元计同比增长 27.0%、环比继续攀升，单月出口额达 4123.9 亿美元创历史新高，核心驱动力仍来自全球 AI 产业链持续高景气——集成电路出口金额同比增长 121.9%;高新技术产品出口增长 52.2%,汽车出口增长 69.6%;对韩国出口增长 42.6%，而对美出口增长 13.9%较 5 月明显回落，主要受基数抬高影响；韩国 6 月半导体出口同比增长 199.5%、对华出口增长 92.1%，与中国集成电路出口高增形成共振，印证 AI 产业链在东亚区域的深度协同效应。整体看，6 月社零在促销与基数效应下温和修复但汽车与地产后周期拖累未消，出口在 AI 产业链涨价效应支撑下保持强势、呈现“价高量稳”特征，后续关注消费修复的持续性、汽车消费何时企稳以及 AI 相关涨价动能是否延续。具体而言：

- 社零数据方面，6 月社零同比增长 1.0%，较 5 月（-0.6%）回升 1.6 个百分点，增速由负转正，表现高于市场一致预期；环比增长 0.38%。社零回暖主要受益于“618”大促带动及去年同期基数回落。分消费类型看，商品零售同比增长 0.9%，由负转正，较 5 月回升 1.6 个百分点；餐饮收入同比增长 1.2%，较 5 月回升 0.6 个百分点。限额以上单位消费品零售额同比下降 2.0%，降幅较 5 月收窄 2.9 个百分点。分区域看，城镇消费品零售额同比增长 0.8%，较 5 月回升 2.1 个百分点；乡村消费品零售额增长 2.1%，乡村增速继续快于城镇。从品类看，必选消费全面回暖，粮油食品类增长 7.9%、烟酒类增长 12.1%、日用品类增长 3.9%、中西药品类增长 4.4%；可选消费中，通讯器材类受数码产品国补及“618”大促带动增长 16.5%，化妆品类增长 12.6%，文化办公用品类增长 12.7%；地产后周期类降幅收窄但仍承压，家电类下降 8.7%、家具类下降 6.6%、建材类下降 10.5%；汽车类下降 16.1%，仍是社零主要拖累；金银珠宝类下降 3.4%，降幅较 5 月收窄 5.5 个百分点。渠道方面，1-6 月网上商品零售额同比增长 4.8%，线上渗透率达 29.2%；线下业态中便利店、超市零售额分别增长 6.6%、3.8%，专业店、百货店、品牌专卖店延续下滑，业态分化持续。
- 出口数据方面，6 月出口以美元计同比增长 27.0%，较 5 月的 19.4%进一步攀升 7.6 个百分点，超出市场预期，单月出口额达 4123.9 亿美元，创单月历史新高。出口高增的核心驱动力仍来自全球 AI 产业链的持续高景气，机电产品出口同比增长 34.2%，拉动出口约 20.4 个百分点；其中集成电路出口金额同比增长 121.9%（价格同比上涨 122.7%，数量仅下降 0.4%），在整体出口额中占比达 9.3%，为第一大类出口商品；自动数据处理设备及其零部件出口同比增长 53.1%。上述两类商品出口高增对整体出口增速的拉动达到 9.4 个百分点，贡献了当月整体出口增速的约 35%。高新技术产品出口增长 52.2%，汽车出口增长 69.6%。区域维度同样释放积极信号：对东盟出口增长 34.5%，较 5 月加快 10.2 个百分点，拉动出口 6.2 个百分点；对欧盟出口增长 18.5%，较 5 月回升 10.9 个百分点；对韩国出口增长 42.6%，对中国香港出口增长 58.0%；对美出口同比增长 13.9%，增速较 5 月（35.4%）明显回落，主要受去年同期基数抬高影响。值得关注的是，韩国 6 月半导体出口同比增长 199.5%、对华出口增长 92.1%，与中国集成电路出口高增形成共振，印证了 AI 产业链在东亚区域内的深度协同效应。整体而言，6 月出口增长呈现“价高量稳”特征，AI 产业链涨价效应仍是核心支撑。

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。

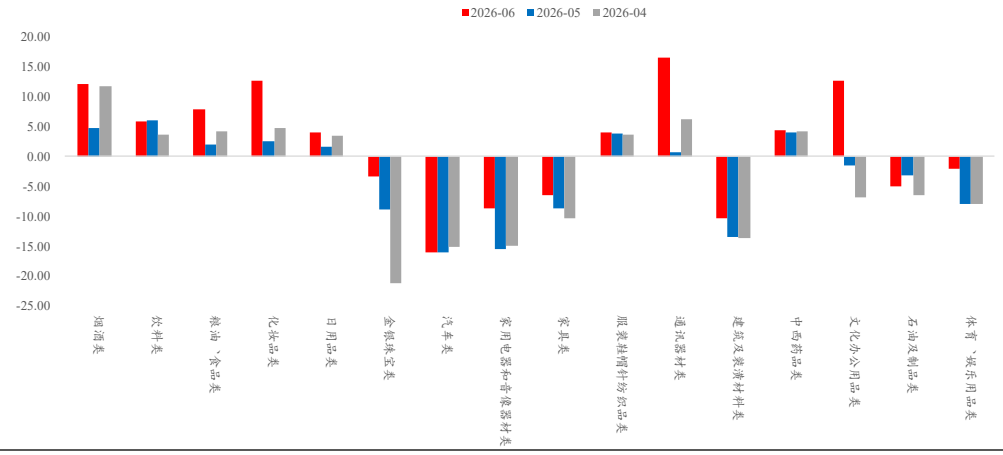
仅供内部参考，请勿外传

图33.6 月社零同比转正



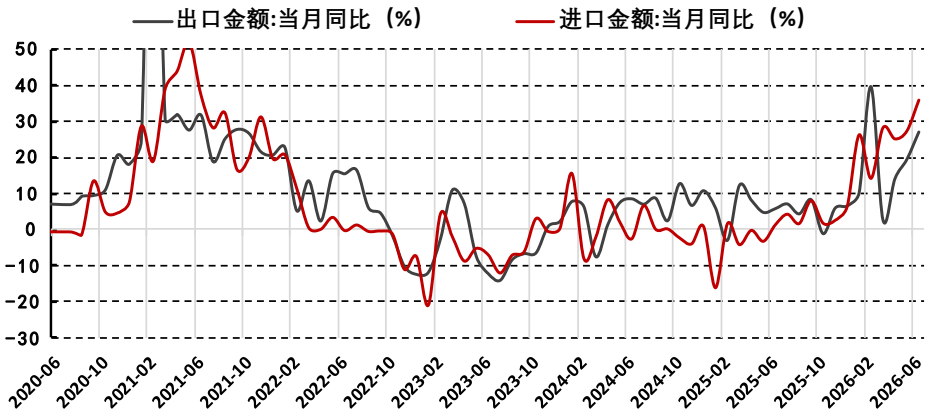
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图34.6 月社零各分项情况



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

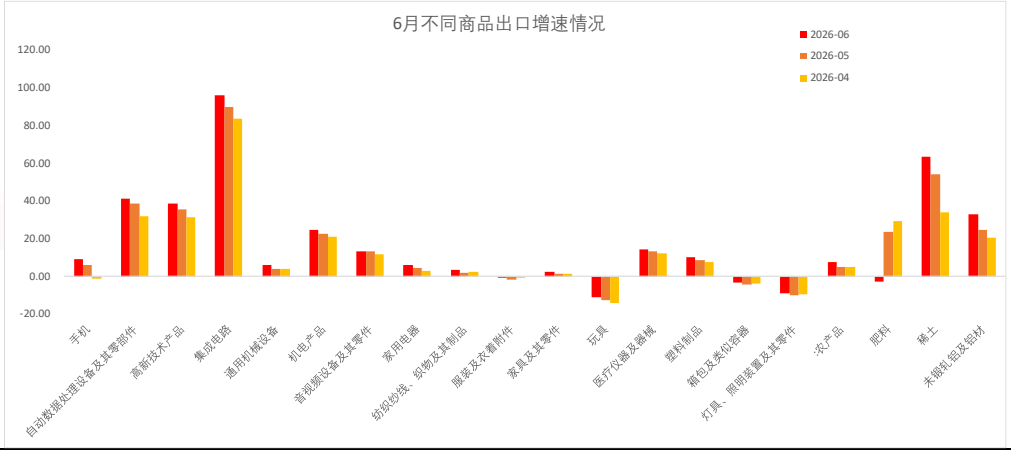
图35.6 月进出口同比变化



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

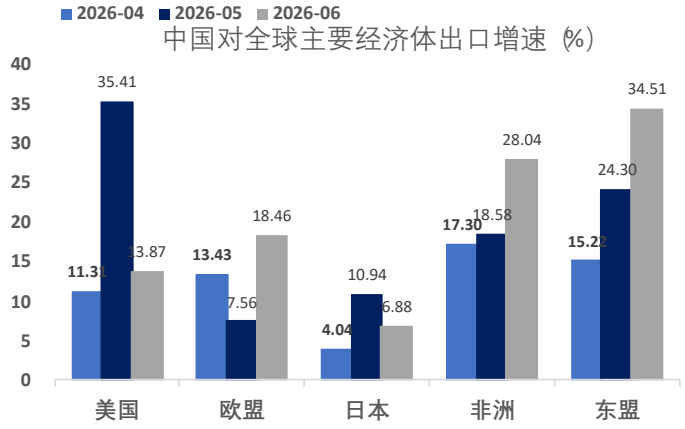
仅供内部参考，请勿外传

图36.6 月不同商品出口增速情况（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图37.6 月中国对全球主要经济体出口增速（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图38.高频数据跟踪

高频数据跟踪

行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2026/7/17	日度	113		-0.56%	0.20%
煤炭行业	煤炭库存	2026/7/17	日度	680	万吨	18.26%	3.34%
石油化工行业	地炼开工率	2026/7/16	周度	48.52	%	7.89%	4.16%
	涤纶长丝开工率	2026/7/16	周度	74.39	%	-19.96%	0.26%
	焦化企业开工率	2021/12/31	周度	66.99	%	-20.61%	0.66%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2026/7/17	周度	82.73	%	-0.51%	-1.32%
	生铁日均产量	2026/7/10	旬度	186.50	万吨/天	-3.42%	-1.84%
	粗钢日均产量	2026/7/10	旬度	202.20	万吨/天	-3.58%	-0.10%
	钢材日均产量	2026/7/10	旬度	188.20	万吨/天	-5.33%	-15.15%
	建筑钢材品种库存	2026/7/17	周度	258.87	万吨	15.64%	-0.79%
	高炉炼铁产能利用率	2026/7/17	周度	90.55	%	-0.56%	-0.85%
汽车行业	全钢胎开工率	2026/7/17	周度	62.10	%	-4.49%	3.53%
	半钢胎开工率	2026/7/17	周度	60.66	%	-20.05%	-3.21%
	乘用车销量	2026/7/12	周度	39045	辆/日	-7.26%	15.20%
房地产	30大城市商品房成交面积	2026/7/16	日度	27.40	万平方米	30.37%	9.53%
	一线	2026/7/16	日度	7.92	万平方米	5.69%	-8.86%
	二线	2026/7/16	日度	14.97	万平方米	68.57%	38.63%
	三线	2026/7/16	日度	4.52	万平方米	-2.83%	-18.39%
基建	石油沥青开工率	2026/7/15	周度	20.40	%	-38.37%	24.39%
	水泥发运率	2026/7/17	周度	40.14	%	0.65%	-3.07%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/7/17	周度	1910.67		45.44%	2.00%
	波罗的海干散货指数	2026/7/17	日度	2752		34.11%	-3.10%
商品价格	猪肉	2026/7/17	日度	15.81	元/公斤	-12.60%	0.13%
	农产品批发价格指数	2026/7/17	日度	111.80		-0.84%	0.96%
	蔬菜	2026/7/17	日度	4.26	元/公斤	-3.40%	3.40%
	布伦特原油	2026/7/17	日度	88.10	美元/桶	28.58%	15.91%
	螺纹钢	2026/7/17	日度	3120.00	元/吨	-0.13%	1.10%
	南华工业品指数	2026/7/17	日度	3761.68		3.99%	1.08%
	南华农业品指数	2026/7/17	日度	1057.43		-3.28%	-1.67%
	玻璃	2026/7/17	日度	917.00	元/吨	-15.33%	-4.88%
	LME铜	2026/7/17	日度	13373.50	美元/吨	39.85%	-0.26%

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

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。

仅供内部参考，请勿外传

图39.6 月主要宏观数据情况

指标名称	单位	2026-01	2026-02	2026-03	2026Q1	2026-04	2026-05	2026-06	2026Q2
GDP	同比(%)	5.00				4.30			
	环比(%)	1.30				0.90			
CPI	同比(%)	0.20	1.30	1.00	0.90	1.20	1.20	1.00	1.00
	环比(%)	0.20	1.00	-0.70	-	0.30	-0.10	-0.30	-
PPI	同比(%)	-1.40	-0.90	0.50	-0.60	2.80	3.90	4.10	1.50
	环比(%)	0.40	0.40	1.00	1.00	1.70	0.50	-0.30	-
PMI	指数	49.30	49.00	50.40	-	50.30	50.00	50.30	-
工业增加值	同比(%)	6.30		5.70	6.10	4.10	4.50	5.30	5.40
M1期末值	同比(%)	4.90	5.90	5.10	5.10	5.00	5.50	4.00	-
M2期末值	同比(%)	9.00	9.00	8.50	8.50	8.60	8.60	8.00	-
失业率	调查失业率(%)	5.20	5.30	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	5.10
社会消费品零售总额	同比(%)	-	-	1.70	2.40	0.20	-0.60	1.00	1.30
全国固定资产投资	累计同比(%)	1.80		1.70		-1.60	-4.10	-5.70	-5.70
全国居民人均可支配收入	累计同比(%)	5.00				5.60			
房地产开发投资	累计同比(%)	-11.10		-11.20	-11.20	-13.70	-16.20	-18.00	-18.00
农业增加值	累计同比(%)	3.70				3.60			
服务业增加值	累计同比(%)	5.20				5.20			
基础设施投资	累计同比(%)	-	11.40	8.90	8.90	4.30	0.60	-2.40	-2.40
制造业投资	累计同比(%)	-	3.10	4.10	3.10	1.20	-0.40	-1.20	-1.20
社融期末存量	同比(%)	8.20	8.20	7.90	7.90	7.80	7.70	7.40	-
进口总值	同比(%)	24.00	11.20	24.30	20.50	20.50	21.50	29.40	22.10
出口总值	同比(%)	8.00	36.00	2.50	11.90	9.70	13.80	20.80	13.40

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

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。

仅供内部参考，请勿外传

3. 外部因素：美国通胀压力缓解，上游成本降低，消费韧性仍存

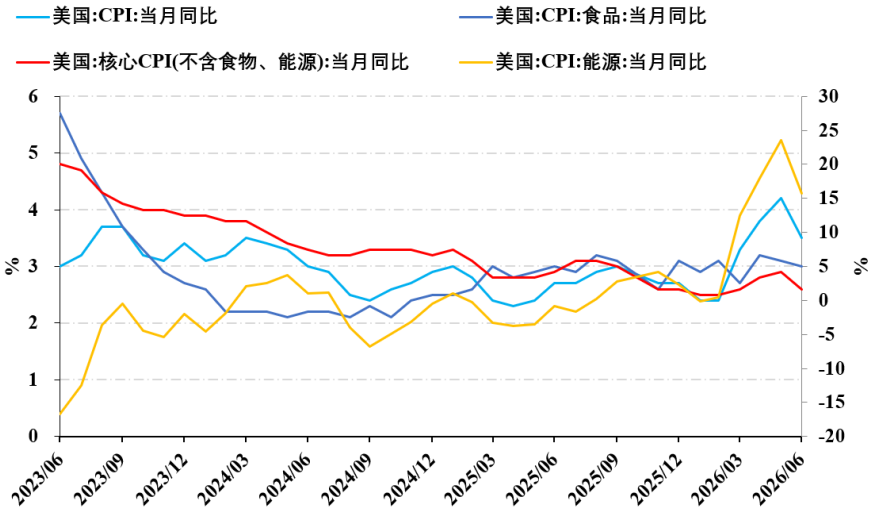
3.1. 美国 6 月 CPI 不及预期，美联储 7 月加息预期降温

6 月美国 CPI 同比增长 3.5%，低于预期 3.8%，远低于前值 4.2%。环比降低 0.4%，低于预期-0.1%，较前值 0.5%大幅回落。核心 CPI 同比增长 2.6%，低于预期 2.8%和前值 2.9%，环比录得 0%，低于预期 0.2%和前值 0.2%。

从具体指标来看，6 月核心服务环比降至 0%，前值为 0.3%，其中住房分项环比降至 0.1%，前值为 0.3%，非住房核心服务环比降至-0.2%，前值为 0.3%，2025 年 5 月以来首次转负。能源价格同比涨幅收窄至 15.7%，前值为 23.5%。能源相关项目回落最明显，汽油同比由 40.5%降至 26.7%，机动车燃料同比由 40.9%降至 27.2%。值得注意的是，6 月通胀下行的主要拖累是能源和除房租外的核心服务分项，核心商品通胀也延续走弱。

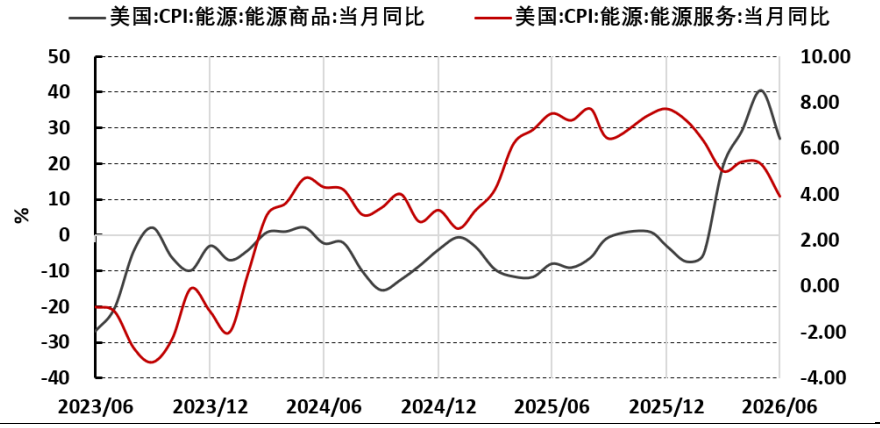
6 月美国通胀延续降温趋势，能源价格回落成为带动 CPI 改善的主要动力，住房通胀进一步放缓，核心商品价格继续回落。短期来看，能源价格回落和住房租金放缓有望继续压低整体通胀，但核心服务粘性表明通胀回落节奏仍将偏缓，市场对美联储政策转向的预期有所升温，但仍需观察劳动力市场和服务价格走势。

图40.美国 6 月 CPI 大幅回落



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图41.美国 6 月能源类商品大幅走低



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

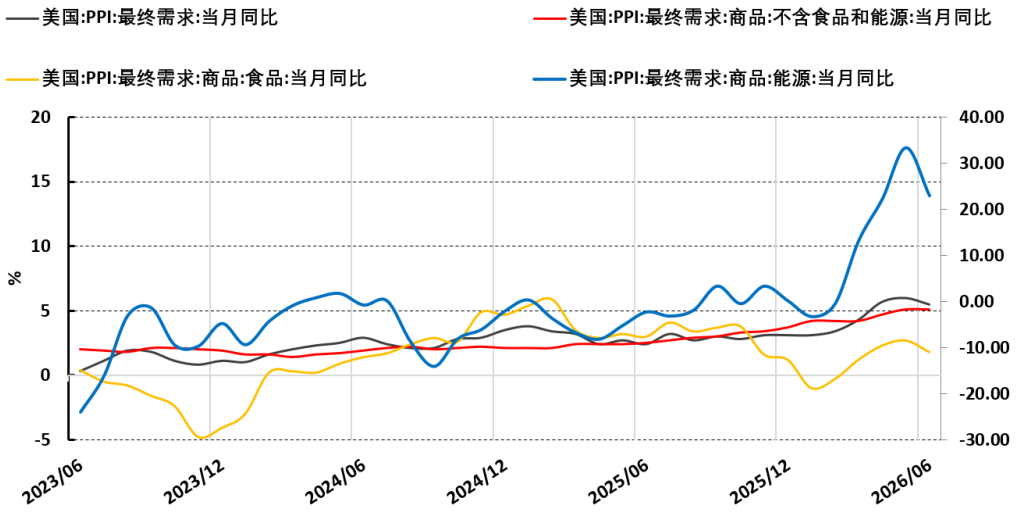
3.2. 美国 6 月 PPI 超预期回落，上游成本压力缓解

美国 6 月 PPI 同比增长 5.5%，低于前值 6%和预期 6.2%，环比下跌 0.3%，高于预期 0%，前值为 0.6%。核心 PPI 同比增长 4.7%，低于预期 5.1%，前值为 4.6%，环比增长 0.2%，低于前值 0.4%和预期 0.3%。

分项来看，6 月商品端 PPI 环比下行 1.4%，前值 2.3%，其中最终需求食品价格环比下跌 0.6%，前值为+0.5%，最终需求能源价格下跌 6.4%，前值 8.4%。除去食品和能源的核心商品 PPI 环比上涨 0.2%，前值 0.1%。6 月最终需求商品价格下降的主要拖累来自能源价格回落，其中约三分之二的降幅可归因于汽油指数下跌 12.0%。柴油、航空燃油、鲜蔬菜、原油以及热塑性树脂和材料等价格亦出现下跌。相比之下，塑料制品价格上涨 1.6%，居民用电及马铃薯价格也有所上升。服务端方面，6 月服务端 PPI 环比上升 0.2%，前值-0.1%，其中贸易分项环比 0.4%，前值-2.3%，交通仓储服务环比-0.1%，前值 2.0%，其他服务环比上涨 0.1%，前值 0.7%。6 月最终需求服务价格上涨的主要推动力来自燃料及润滑油零售利润率上涨 13.0%，贡献了约一半的服务价格涨幅。相反，机械及车辆批发利润率下降 8.4%，食品和酒类批发以及存款服务价格也出现回落。

美国 6 月 PPI 超预期回落，上游通胀压力明显缓解。能源价格大幅下跌，其中汽油价格降幅最为明显，带动商品端价格明显走弱，成为整体 PPI 环比转负的核心原因；服务价格结束前期回落，小幅回升，贸易服务利润率仍对价格形成支撑，显示服务价格仍保持一定韧性。整体来看，商品价格回落表明生产端成本压力进一步缓解，服务端价格黏性限制通胀下行。展望后续，若能源价格保持低位、供应链成本进一步改善，PPI 有望继续对 CPI 形成下拉作用，但服务端通胀能否进一步降温，仍是美联储后续政策决策的重要观察指标。

图42.美国 6 月 PPI 小幅回落



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

3.3. 美国 6 月零售符合预期，汽车消费支撑增长

美国 6 月零售额环比增长 0.2%，符合预期，修正后前值 0.9%，同比增长 6.7%，修正后前值 6.9%。

具体来看，6 月美国除汽车外零售销售环比下降 0.2%，前值 0.8%，同比增长 6.9%，前值 7.5%；核心零售（除汽车和加油站后零售）销售环比增长 0.4%，前值上涨 0.5%，同比上升 5.7%，前值 5.6%。从单项变动角度看，机动车及零部件销售环比上涨 1.9%，前值增长 1.2%，同比增长 5.7%，前值增长 4.4%，是本月零售增长的重要支撑项。相反，加油站销售环比下降 5.3%，

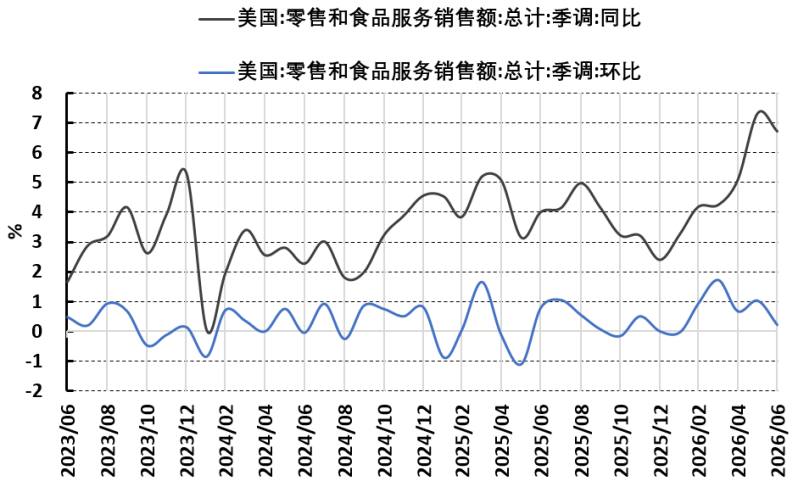
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

主要受汽油价格下跌影响，成为拖累整体零售销售表现的主要因素；服装、家具等可选消费表现相对偏弱，反映居民消费仍趋于结构性分化。

美国 6 月零售销售延续温和扩张态势，整体表现好于市场此前预期，显示居民消费仍保持较强韧性。汽车消费回暖及无店铺零售保持较快增长，成为拉动零售销售的主要动力；加油站销售则受汽油价格回落影响明显下降，对整体零售数据形成拖累。整体来看，美国消费保持增长，但不同消费品类表现继续分化，在通胀压力边际缓解和就业市场仍具韧性的背景下，短期内消费仍有支撑，但高利率环境及关税因素带来的价格压力仍可能抑制后续可选消费修复，美联储仍需继续观察消费需求和服务通胀的变化。

图43. 6 月美国零售小幅增长



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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。

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。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

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