

2026 年 07 月 26 日

无科技不成牛

SDIC

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

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	2026-03-25
还是类比 2022 年初?	
“躲”可以理解, 但不至于	2026-03-22
“跑”	
“一边倒”行不通	2026-03-15
永立潮头, 东方不败——基	2026-03-13
于实战检验的 A 股“抓主线”	
投资方法论	

本周上证指数涨 1.33%，沪深 300 涨 2.65%，创业板指涨 1.52%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前。本周全 A 日均交易额 24995 亿，环比上周有所下降。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。本周随着 A 股高切低指数迅速回落到 30% 附近接近区间下沿，科技板块本周止跌回升，据此推测本轮从 6 月下旬开启高切低再均衡行情已经接近尾声。从近期北美 AI 龙头披露的财报来看，景气基本面和资本开支指引依然在高位，下一轮主线或仍是 AI，低位板块压倒性占优难度偏大。尤为值得注意的是：每次大跌之后总会有变化，每次高切低之后也都不会与此前一模一样，有些品种跌下去后就再也回不来了，且反弹最持续的品种都未必是此前下跌最多的品种，这意味着后续主线即便还是 AI，但内部核心赛道很有可能将再次切换，有相当大的概率 AI 核心定价将在本次高切低后从“涨价”信号逐渐转向“量增”信号，这点是需要重点提示的。

对于大盘而言，可以看出“科技不稳则大盘难涨”，随着下周一重要半导体设备公司上市，将成为又一重要考验，要珍惜和维护来之不易的慢牛预期。相对积极的一面是，随着高位融资资金整体已经接近出清，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”。从 ETF 资金来看：全部股票型 ETF 则在上周大规模净流入 2052 亿元，仅仅 7 月 17 日净流入就达到 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），7 月以来更是净流入达到 3893 亿元；从融资资金来看：7 月以来融资资金转向大规模流出，仅 7 月 17 日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。可以看到 5 月到 6 月两个月期间，AI 硬件加速上涨吸引巨额融资资金，对应 5 月 6 日~6 月 25 日融资资金净流入 3146 亿元，而在 6 月底至今内观察到规模与之接近的净流出，对应 6 月 26 日~7 月 24 日净流出约 3213 亿元。截止 7 月 24 日，全市场融资余额从 3 万亿以上回落至 2.67 万亿，回到今年 4 月中旬的水平，意味着高位融资盘风险回落。

对于结构而言，随着近期基金二季报披露，我们可以看到 TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，机构本轮 AI 科技持仓显著超越历史茅宁抱团水平，结合近期 AI 科技大幅下跌在交易上破位，相当多人认为“AI 科技抱团”已经开始瓦解，这种顾虑并不能排除其合理性。一是美伊冲突反复再次推高油价，通胀预期随之回升，霍尔木兹海峡通行量已降至战前约十分之一，全球石油备用产能和库存均较此前大幅减少。市场对美联储的加息预期一周内从约 10% 急升至约 34%，高估值科技股定价基础受到动摇。二是科技巨头财报揭示 AI 投资叙事的转折信号，Alphabet 交出强劲的云业务增长，但资本支出急剧扩张直接导致自由现金流自上市以来首次转负，叠加特斯拉利润大幅下滑，市场对“烧钱换增长”的态度已从过去三年的无条件支持转为审慎追问回报，这一逻辑转向在下周面临更集中的检验。下周将迎来 FOMC 利率决议及微软、Meta、亚马逊的财报发布，若美伊冲突短期内难以平息，油价若维持高位将持续推升通胀预期，市场忧虑进一步压缩降息空间并压制成长股估值。

事实上，我们之所以坚持左侧阶段性高切低而非 M 顶一顶，是因以上争议时有反复或以偏概全，更多界定为股价到高位后天然对利空信息比较敏感，大量获利盘与担心被套牢盘落袋为安，而非与产业逻辑的最终受损相关。根据我们此前研究，一顶是交易顶，二顶是基本面顶，交易顶领先于基本面顶。如果满足以下三个条件的任意一个，基本上就是 M 顶一顶明确。1、交易上定性信号：第一个顶过热阶段冲顶特征是在股价透支业绩增长超过 3 年后，龙头带着二三线冲顶，最后冲顶阶段龙头超额相较二三线不遑多让，例如宁组合冲顶中龙头企业宁德时代带领二三线出现最后大幅“拔估值”。根据过去观察，二季度 AI 科技二三线品种超额远高于龙头，这个信号不明确。2、交易上定量信号：A 股高切低指数从远高于 60% 的水平回落。6 月下旬 A 股高切低指数接近常规上沿（60%），但与历史两次抱团瓦解时仍存距离在“茅指数”和“宁组合”抱团真正瓦解的时候，A 股高切低指数高达 90% 以上。3、产业逻辑上的信号：从茅宁来看，一顶模糊且有效对应于龙头单季度盈利增速最高位置。因此，即便当前 AI 科技在交易层面已在此前大跌中破位，但依然无法确认基于产业浪潮最终结束类似于“茅指数”和“宁组合”抱团瓦解 M 顶一顶已经到来。

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。

目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理	4
2. 内部因素：6 月投资增速有下行压力，楼市仍是核心拖累	23
3. 外部因素：美国 7 月 PMI 保持扩张，经济韧性延续但高利率仍压制房地产修复	27
3.1. 7 月 PMI 初值美国扩张提速、欧元区重返扩张，价格压力继续分化	27
3.2. 美国 6 月新屋销售回升，房价继续回落	28

目 录

图 1. 本周美股普跌、港股普涨 (%)	5
图 2. 本周绩优股指数占优	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. 沪深 300 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. 7 月至今 ETF 净流入的方向集中在科技成长领域	8
图 12. 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 13. 当前融资余额回落到 5 月初的水平	9
图 14. 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 15. 电子行业整体回撤幅度大于 35% 的个股数量较多	9
图 16. 通信行业的本轮跌幅中位数偏小	10
图 17. A 股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部	11
图 18. 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 19. 6 月以来美股同样也出现高低切的情况	12
图 20. 美股高切低也体现在科技内部“卖芯买云”的叙事	12
图 21. 本轮科技股的下跌中，低位板块并未形成清晰主线	12
图 22. 当前国产算力相对海外算力处于股价低位	13
图 23. 当前 AI 成长相对非 AI 成长的优势进入高位震荡阶段	14
图 24. 国际油价自 7 月以来再度攀升	15
图 25. 黄金价格当前呈现对美债和油价逐步脱敏的特征	15
图 26. 美债实际利率不断创下新高，但黄金并不跟随下跌	15
图 27. 美伊冲突自 7 月中旬开始升级的时间线	16
图 28. 北美主要 AI 企业中报催化节点	17
图 29. 本周公布的美股科技股财报对市场的影响偏负面	17
图 30. 历史巨型 IPO 上市前后市场整体走势	18
图 31. 历史巨型 IPO 上市前后市场变化梳理	18
图 32. 3m10s 利差走阔	19
图 33. 近一周中美利差走阔	19
图 34. 长端美债收益率走阔	19
图 35. 本周美元指数走强	20
图 36. 本周黄金走强	20
图 37. 本周原油价格走强（美元/桶）	21

图 38. 本周铜价震荡上涨	22
图 39. 6 月中大城市新房与二手房价格同比变动情况 (%)	24
图 40. 6 月各城市新房与二手房价格环比变动情况 (%)	24
图 41. 6 月中大城市新房与二手房价格环比变动情况	24
图 42. 6 月固定资产投资累计同比 (%)	25
图 43. 6 月固定资产投资完成额分项累计同比 (%)	25
图 44. 高频数据跟踪	26
图 45. 6 月主要宏观数据情况	26
图 46. 7 月美国 PMI 制造业小幅回落，服务业改善	28
图 47. 7 月欧元区服务业 PMI 大幅回升	28
图 48. 美国 6 月新屋销售小幅走低	29
图 49. 美国 6 月新屋售价下跌	29

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 2.13%，道指累跌 0.38%，标普累跌 0.61%。盘面上，能源板块领涨，周涨幅达 3.60%；原材料上涨 2.49%，公用事业上涨 1.78%，房地产上涨 0.78%，医疗保健上涨 0.61%，信息技术上涨 0.37%，工业上涨 0.36%，金融上涨 0.25%。下跌板块方面，通讯业务跌幅居前，周跌幅为 5.58%；非日常生活消费品下跌 3.26%，日常消费品下跌 1.46%。总体来看，本周能源和原材料板块受油价大涨带动表现强势，公用事业和房地产亦有所上涨；通讯业务和非日常消费品受科技股波动及宏观不确定性影响承压明显。

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、美伊军事冲突持续升级推动布伦特原油全周涨近 10%，能源板块盈利预期提升，周涨 3.60%领涨美股。二、特朗普政府新关税框架落地，并启动对欧盟 301 调查，贸易摩擦升温压制风险偏好，通讯业务板块周跌 5.58%领跌大盘。三、科技巨头财报分化：特斯拉 Q2 利润率仅 1.4%，单日暴跌 15%；英特尔 Q2 营收增 25%超预期。AI 投资回报疑虑重燃，“科技七巨头”周四一日蒸发近 8000 亿美元，纳指全周跌 2.13%。四、中东冲突推高油价，通胀预期升温，美债收益率全周上行，高估值成长股持续承压。五、韩国收紧个股杠杆 ETF，新规覆盖海外个股产品（含特斯拉、英伟达等），韩国投资者被迫减仓平仓，恐慌情绪蔓延至美股半导体板块，费城半导体指数周五收跌超 4%。

本周美股在地缘冲突与 AI 开支担忧的双重冲击下整体收跌，纳指全周跌 2.13%领跌。一是美伊冲突持续推高油价，通胀预期随之回升，霍尔木兹海峡通行量已降至战前约十分之一，全球石油备用产能和库存均较此前大幅减少，油价仍有继续上行的空间。市场对美联储的加息预期一周内从约 10%急升至约 34%，高估值科技股的定价基础受到动摇。二是科技巨头财报揭示 AI 投资叙事的转折信号，Alphabet 交出强劲的云业务增长，但资本支出急剧扩张直接导致自由现金流自上市以来首次转负，叠加特斯拉利润大幅下滑，市场对“烧钱换增长”的态度已从过去三年的无条件支持转为审慎追问回报，这一逻辑转向在下周面临更集中的检验。后续来看，下周将迎来 FOMC 利率决议及微软、Meta、亚马逊的财报发布，美伊冲突短期内难以平息，油价若维持高位将持续推升通胀预期，进一步压缩降息空间并压制成长股估值。短期市场以震荡为主，后续方向取决于 FOMC 立场、科技巨头 AI 营收成色及地缘局势演变。

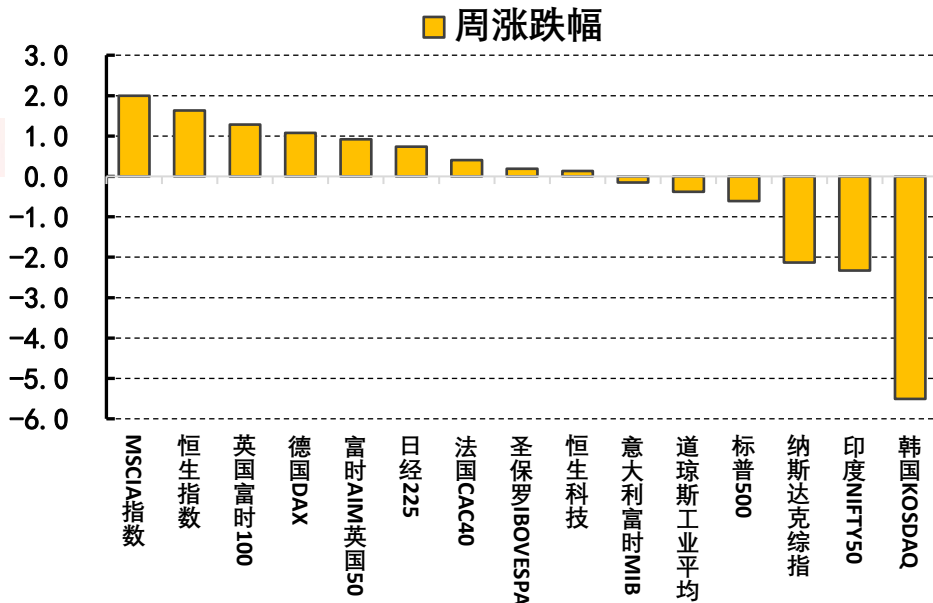
本周主要港股指数普涨。恒生指数累涨 1.63%，恒生科技累涨 0.14%。盘面上，原材料业板块领涨，周涨幅达 10.87%；综合企业上涨 4.74%，能源业上涨 4.58%，金融业上涨 4.19%，工业上涨 3.29%，医疗保健业上涨 3.00%，公用事业上涨 2.95%，资讯科技业上涨 1.77%，电讯业上涨 1.91%，地产建筑业上涨 0.02%。下跌板块方面，必需性消费跌幅居前，周跌幅为 1.15%；非必需性消费下跌 0.69%。总体来看，本周港股原材料业、综合企业和能源业表现强势，必需性消费和非必需性消费板块承压。

本周港股涨幅不一，恒生指数累涨 1.63%而恒生科技仅微涨 0.14%。一是国内政策利好与中美关系缓和信号集中释放，直接提振港股整体情绪。证监会全力维护市场平稳运行，推动中长期资金入市；中国国新、中国诚通领衔大额增持央企，释放维稳信号；中美探讨推进各自 300 亿美元对等降税框架安排，缓解贸易摩擦担忧，成为恒指走强的重要支撑。二是美伊冲突推高油价，大宗商品板块成为恒指上行的主要驱动力。布伦特原油全周涨近 10%，港股原材料业大涨 10.87%、能源业涨 4.58%，这些板块在恒指中权重较大，直接拉动指数上行。三是全球科技股调整波及港股科技板块。新关税框架落地叠加 Alphabet 自由现金流转负引发市场对 AI 回报的质疑，海外科技股承压，港股科网股受拖累同步走弱，导致恒生科技全周涨幅不足 0.2%。

本周恒指受大宗商品板块大涨及政策利好支撑收涨 1.63%，恒生科技受全球 AI 投资回报疑虑波及仅微涨 0.14%，显著跑输恒指。展望后市，国内政策面持续发力、中美关系缓和信号为港股提供支撑；但 Alphabet 自由现金流转负及特斯拉利润大幅落空引发市场对 AI 巨额资

本支出回报的重新审视，全球科技股估值承压，港股科网股难以独善其身。叠加美伊冲突尚未平息、全球贸易政策走向仍有不确定性，港股后续走势仍面临较大波动。

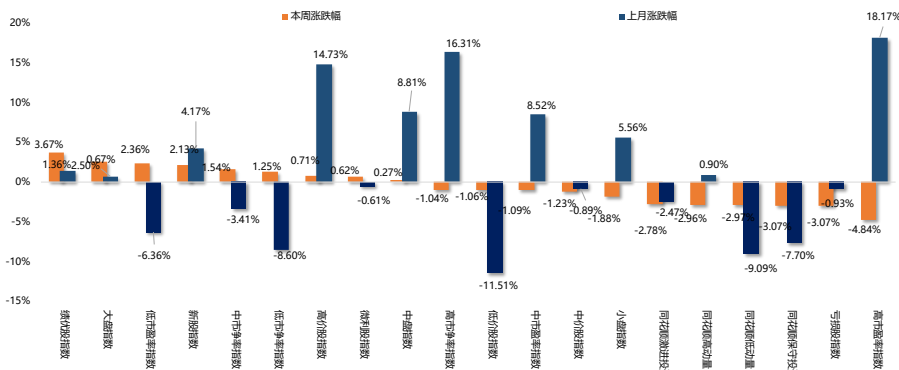
图1. 本周美股普跌、港股普涨（%）



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

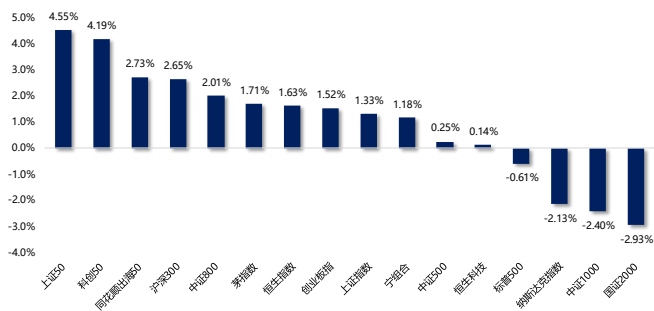
第一，本周上证指数涨 1.33%，沪深 300 涨 2.65%，中证 500 涨 0.25%，创业板指涨 1.52%，恒生指数涨 1.63%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前，行业方面兵装重组概念和可燃冰行业领涨。本周全 A 日均交易额 24995 亿，环比上周有所下降。

图2. 本周绩优股指数占优



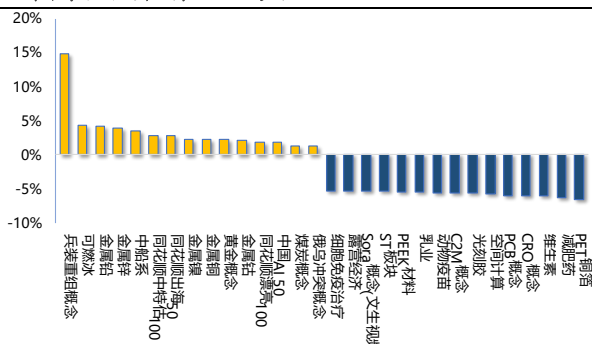
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3. 主要指数涨跌幅一览



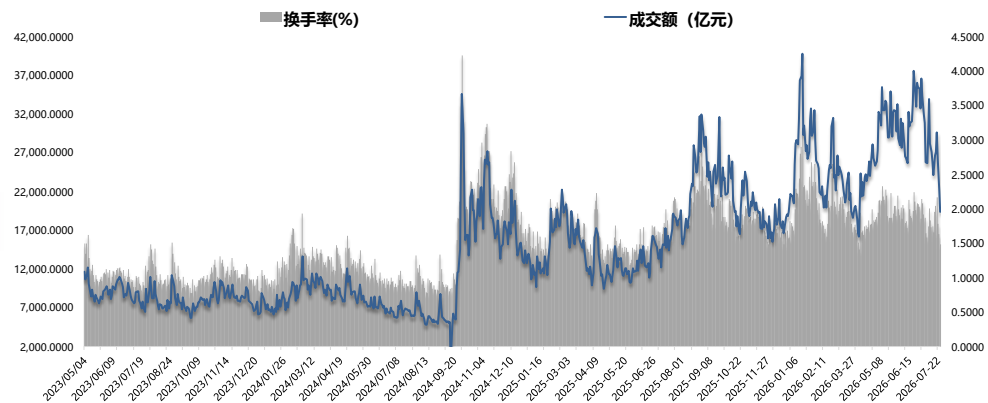
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

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

图5.本周万得全A日均成交额回落



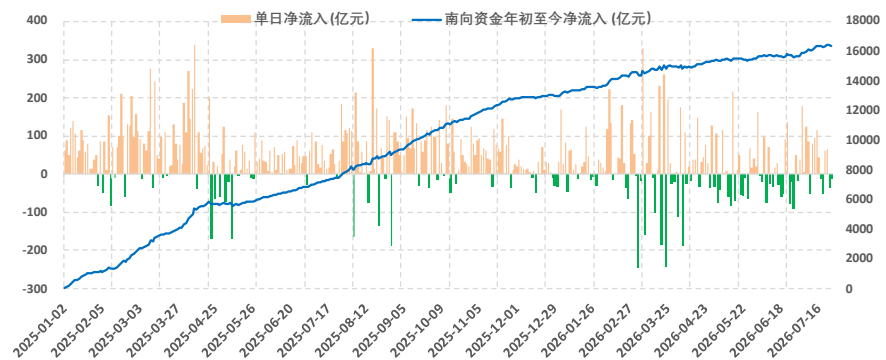
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026年以来南向资金重启流入。截至7月24日，2025年以来南向资金累计流入港股达到16375亿元，今年以来净流入达到3376亿元，上周净流入25.78亿元。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、建滔积层板、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資的相对高景气度。

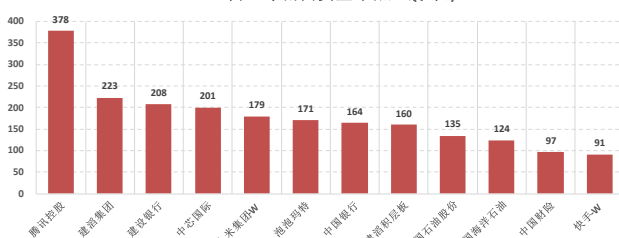
图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



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

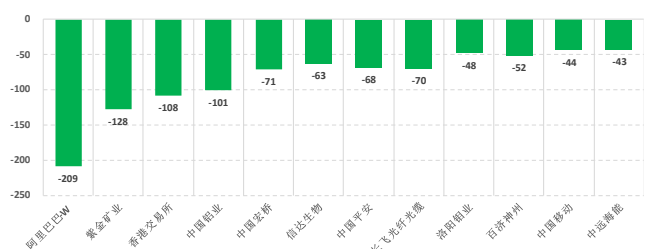
1月至今南向资金净流入额(亿元)



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

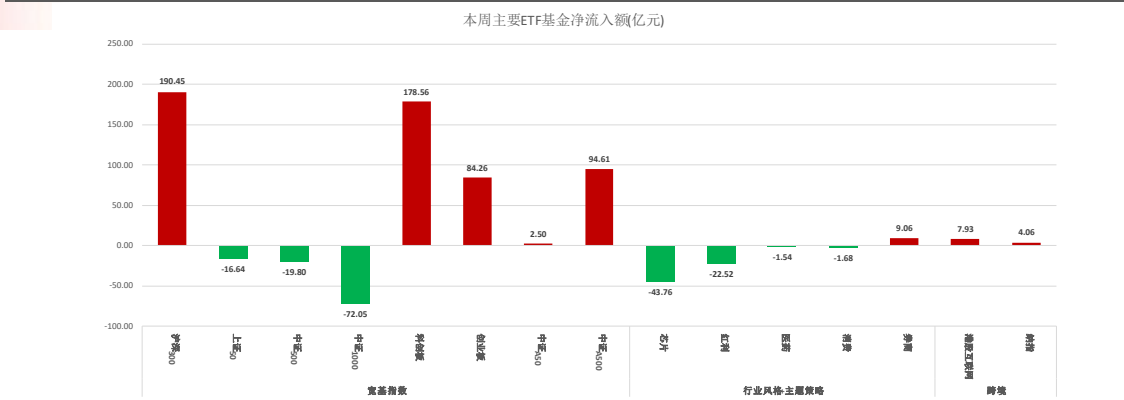
1月至今南向资金净流出额(亿元)



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

ETF 资金方面：本周 ETF 资金整体呈现分化趋势，科创板、创业板、中证 A500、沪深 300、中证 A50 净流入 178.56、84.26、94.61、190.45、2.50 亿元，上证 50、中证 500、上证 1000 净流出 16.64、19.80、72.05 亿元。主题 ETF 方面，芯片 ETF、红利 ETF、医药 ETF、消费 ETF 净流出 43.76、22.52、1.54、1.68 亿元，券商 ETF 净流入 9.06 亿元。港股互联网、纳指净流入 7.93、4.06 亿元。

图9.沪深 300 获得大幅净流入



第三，增量资金层面，值得注意的是6月开始持续的股票型ETF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。

股票型ETF：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7月17日净流入就达到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），7月以来更是净流入达到3893亿元。

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7月17日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24日净流出约3213亿元）

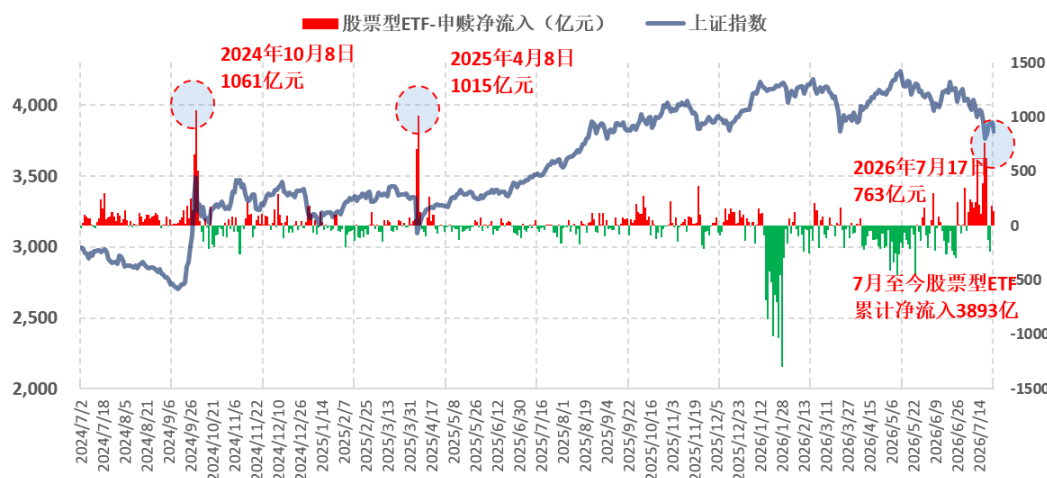
整体而言，截止7月24日，全市场融资余额从3万亿以上回落至2.67万亿，对应今年4月中旬的水平，而科创50和电子行业指自4月中旬以来还有10%以上的涨幅，换言之在市场下跌的过程中，融资资金整体已经接近出清。

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1160亿元和272亿元，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）。

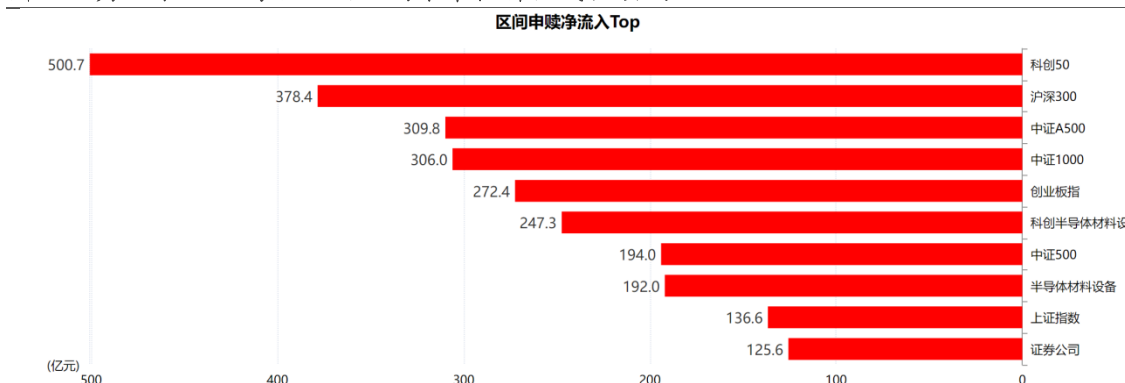
通信行业的情况相对更好，回撤幅度的峰值区间是 25%~30%这个区间，回撤幅度大于 25%/30%/35%的比例分别为 88.28%/78.13%/57.81%。这也解释了为什么目前通信板块的融资盘净流出幅度并不大。

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11.7月至今 ETF 净流入的方向集中在科技成长领域



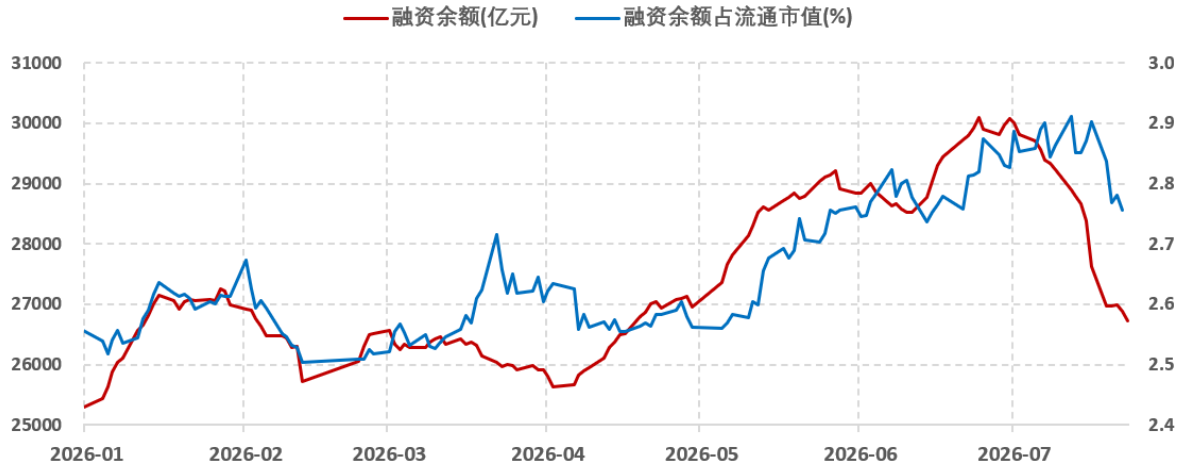
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图12.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



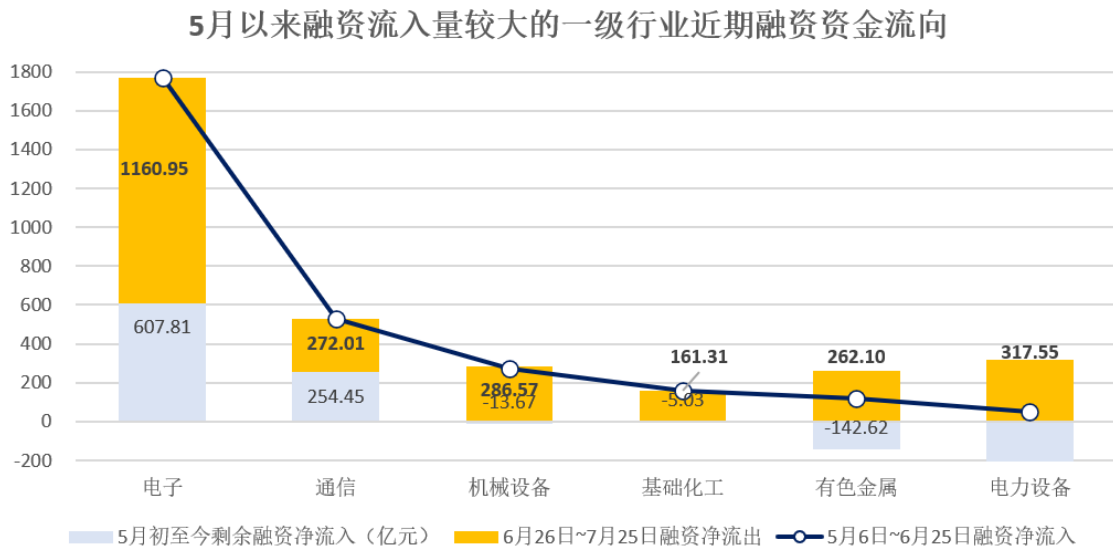
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图13.当前融资余额回落到5月初的水平



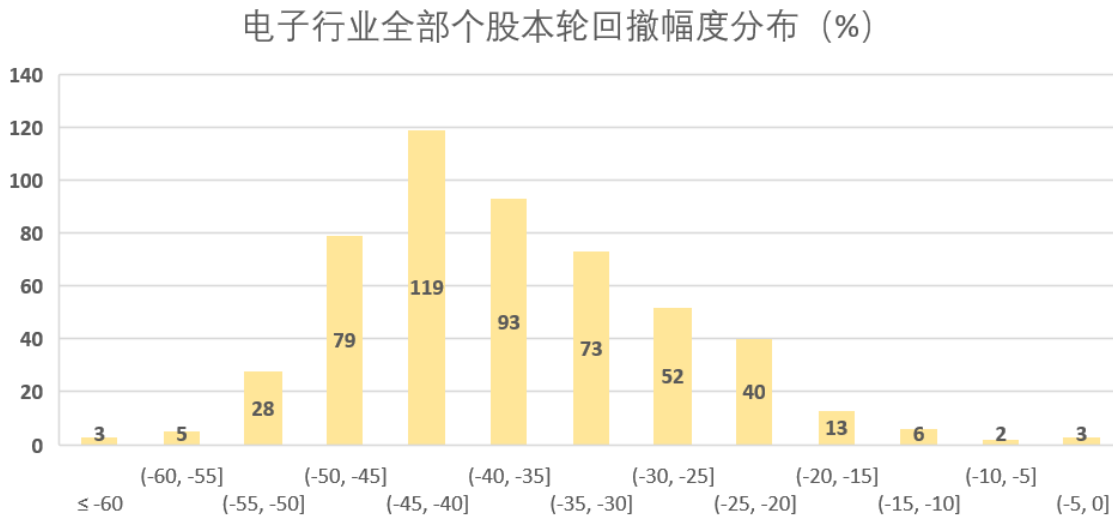
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图14.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

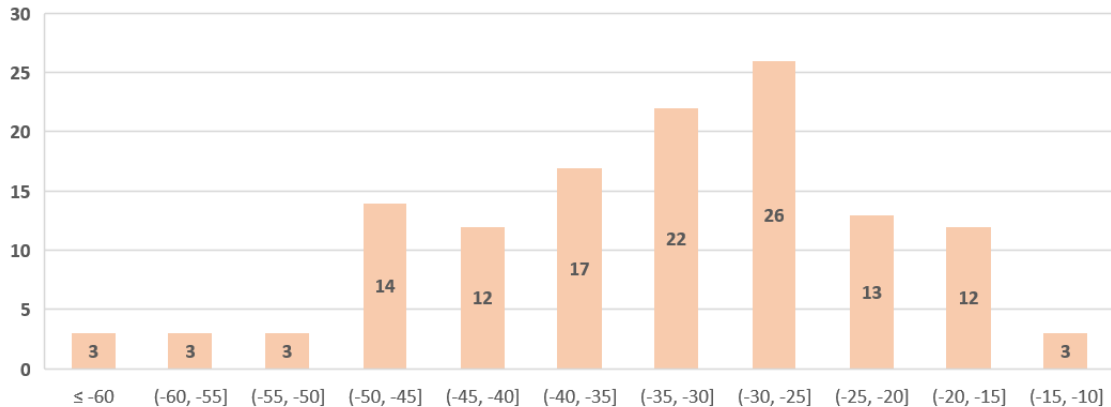
图15.电子行业整体回撤幅度大于35%的个股数量较多



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图16.通信行业的本轮跌幅中位数偏小

通信行业全部个股本轮回撤幅度分布



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第四，从本周的市场表现来看，“高切低”指数自上周加速回落，本周随着科技整体分化震荡，高切低指数的回落持续，但斜率已放缓。经过 10 日移动平均处理的指数目前回落到 33%，本周。至此我们可以推测，本轮从 6 月中旬开启的高切低行情，已经接近尾声。

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%。7 月初科技板块开始下跌至今，电子行业下跌 28.44%，通信行业下跌 24.01%，上证指数下跌 6.84%。

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 年下半年—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。

第六，从高位下跌结束到下一轮主线出现，要等多久？一般而言，高切低结束后市场会迎来一段“空窗期”，也就是指数调整已经结束但主线尚不清晰，进入到无序轮动的混沌阶段。这一“空窗期”在历史的高切低行情中，平均的长度在 1 个月~6 个月。而影响“空窗期”

长短的因素有三个：

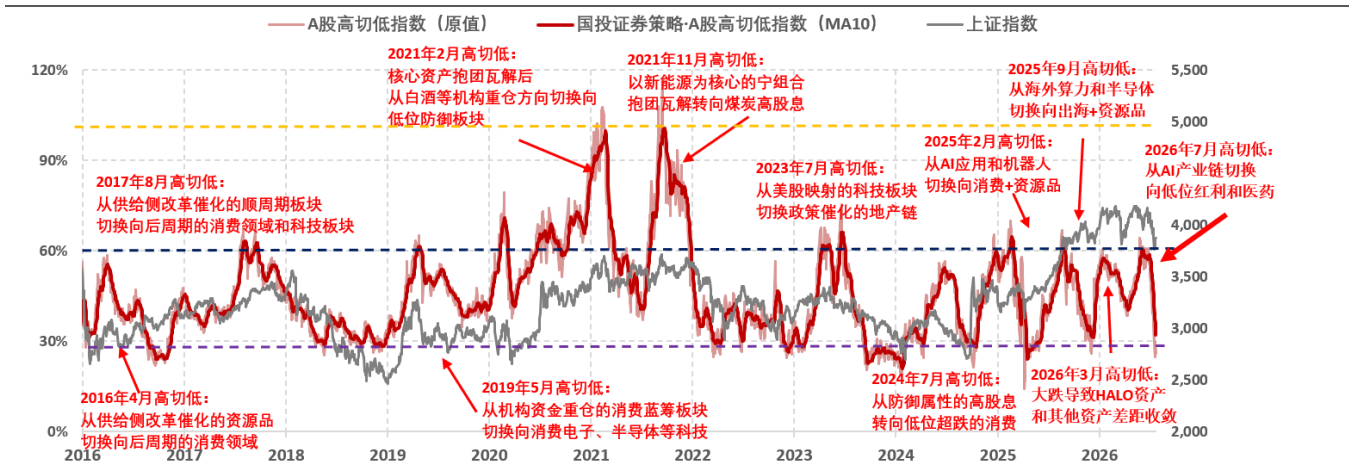
首先，最主要的因素是“市场背景”，如果市场在切换期间明显走弱，类似 2018 年和 2023 年，则空窗期会长达一个季度到半年，而如果市场在切换期间维持高位震荡，牛市预期仍在，类似 2025 年至今，则空窗期往往在 1-2 个月之间；

其次，是否存在强产业趋势和强催化，类似 2019 年~2020 年、2024 年~2025 年，产业趋势明确时，市场资金会在板块止跌企稳后，较快回流确定性更高的方向。

最后，出清是否彻底/下跌是否充分，跌幅较深下跌较快的情况，如 2025 年 4 月、2024 年 9 月，则主线出现更快，类似 2018 年、2022 年持续阴跌、出清较慢的情况则混沌轮动的阶段会更差。

综合来看，我们认为“本轮市场下跌的空间已经较为充分，但时间上仍需要经历一段空窗期来完成筹码的出清”，结合当前牛市叙事、产业趋势仍在、短期跌幅较深，我们认为本轮“空窗期”的长度在 1-2 个月之间，这期间市场可能进入主线较为混乱的阶段。

图17.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

图18.A 股高切低历史行情中高位主线的回顾和涨跌幅梳理

高切低轮次	①分化期领涨行业（高位主线，指数上行）	②高切低期上涨/抗跌板块（指数回落）	③见底反弹期领涨行业（新主线）	前后主线一致性	逻辑解释
2016/4（分化2015/12-2016/4）	食品饮料+0.53%、银行-2.75%、煤炭-3.09%（照市抗跌）	食品饮料-1.41%、银行-4.14%、有色-6.79%（继续抗跌）	电子+19.99%、计算机+16.02%、军工+13.73%（反弹初期）	发生变化	分化期为熊市抗跌的消费+金融+资源，反弹期切换向电子/计算机/军工科技成长；熊市见底后低估值周期与科技估值修复逻辑，主线从防御抗跌切换为成长
2017/8（分化2017/1-2017/8）	钢铁+27.71%、有色+24.62%、食品饮料+22.35%（供给侧周期+白马）	食品饮料+3.49%、银行-12.50%、石油石化-14.19%（只有白马抗跌）	综合+21.82%、房地产+18.04%、电气设备+13.06%（反弹初期）	发生变化	供给侧周期（钢铁/有色）行情行至尾声，叠加2018年杠杆杆深跌，见底后资金切换向低估值地产链与电气设备成长，主线从上游周期和底轮切换为周期消费与科技
2019/5（分化2018/12-2019/5）	农林牧渔+49.59%、食品饮料+39.67%、家电+22.61%（消费+科技）	电子+3.68%、休闲服务+3.56%、食品饮料+2.86%（成长+消费抗跌）	电子+19.65%、计算机+15.56%、食品饮料+11.06%（反弹初期）	部分变化	分化期以周期+白酒（农林牧渔/食品饮料）为核心，反弹期周期见底，资金向半导体/计算机等科技成长扩散，食品饮料仍在但逻辑弱化；主线由消费主导切换为科技主导，消费部分延续
2021/2（分化2020/7-2021/2）	电气设备+62.00%、休闲服务+56.68%、石油石化+53.51%（新能源+顺周期+核心消费）	公用事业+14.18%、环保+11.02%、建筑装饰+3.97%（低位防御补涨）	美容护理+25.71%、医药+15.49%、电气设备+13.00%（反弹初期）	主线延续	白酒核心资产抱团瓦解，但新能源（电气设备）产业趋势强，反弹期仍居前列，抱团对象从“白酒+新能源”收效为“新能源+周期资源”，是同一条主线的延续与内部再平衡而非切换
2021/11（分化2021/3-2021/11）	电气设备+56.78%、有色+30.60%、煤炭+30.13%（新能源延续+资源）	煤炭+15.79%、休闲服务+9.29%、商业贸易+2.43%（仅资源/消费抗跌）	电力设备+54.11%、汽车+46.04%、有色+36.10%（反弹初期）	短期延续、随后变化	2022年市面真空期，反弹初期仍是新能源/资源弹性反应，但新能源估值难以支撑，无新产业趋势，资金随后在存量板块无序轮动，直到AI-主线（2023）出现才真正切换
2023/7（分化2023/1-2023/7）	通信+33.11%、传媒+28.39%、计算机+16.68%（TMT/AI一期+中特估）	煤炭+11.79%、医药+3.39%、公用事业-6.42%（仅煤炭上涨，普跌）	银行+9.07%、煤炭+8.42%、家电+4.77%（反弹初期）	发生变化	TMT/AI一期行情见顶叠加2023年下半年阴跌，风险偏好回落，资金避险转向高股息红利（银行）与资源（煤炭），主线由科技成长切换为红利防御与资源
2024/7（分化2024/1-2024/7）	银行+16.58%、公用事业+9.08%、家电+6.73%（高股息防御）	非银-3.10%、家电-3.41%、传媒-4.53%（普跌，防御相对抗跌）	计算机+50.72%、电子+41.08%、非银+40.93%（924后AI另起炉灶）	发生变化	"924"政策组合拳引爆牛市，资金从防御红利（银行/公用）大举切换向AI应用与科技成长（计算机/电子），高低主线完全切换，属政策催化下的另起炉灶
2025/2（分化2024/9-2025/2）	计算机+62.02%、电子+53.49%、综合+42.71%（AI应用+机器人）	农林牧渔+2.83%、公用事业-1.30%、食品饮料-1.48%（防御抗跌，AI大跌）	美容护理+20.67%、汽车+14.75%、商贸零售+14.24%（反弹初期）	大方向延续（AI链内部扩散）	关税冲击引发AI应用急跌，反弹初期是超跌消费/汽车修复逻辑，但主线随后回到AI算力（通信/电子）内部扩散；AI仍是本轮牛头，属主线内部再平衡而非替代
2025/9（分化2025/6-2025/9）	通信+59.84%、电子+56.64%、电力设备+54.17%（AI算力+新能源+有色）	石油石化+8.55%、银行+8.12%、煤炭+7.19%（红利/资源抗跌，AI回落）	通信+21.81%、军工+20.57%、有色+17.52%（反弹初期）	主线延续	AI算力阶段性获利回调，资金短暂避险切换向红利/资源，但反弹期迅速回到通信+军工+AI硬科技，AI主线未被替代，仅经历浅回调后的再确认
2026/3（分化2026/1-2026/3）	石油石化+16.87%、煤炭+16.20%、综合+11.17%（资源+红利防御）	通信+4.44%、石油石化+3.17%、医药+1.94%（回调短，微涨）	电子+38.87%、通信+34.79%、机械+19.87%（反弹初期）	发生变化	红利/资源行情快速退潮，AI硬科技景气回升，快速接力（无干净空），主线由红利切换为AI硬科技（电子/通信）
2026/7（分化2026/4-2026/6）	电子+88.35%、通信+56.88%、建材+35.58%（AI硬科技）	煤炭+12.79%、石油石化+10.31%、银行+8.57%（6/30后红利资源抗跌）	新主线尚不明确		本轮高切低已于6/30发生，AI硬科技高位主线下挫，资金切换向石油石化/银行等红利资源防御；新主线尚不明确，暂表现为由AI换向红利资源

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19.6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

图20.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21.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、封装基板、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：

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 DeepSeekV4 与 KimiK2.6 密集发布，性能已实现国内与开源领域领先；SuperCLUE3 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 Day0 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，Atlas950SuperPoD 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 Atlas950 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22.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23.当前 AI 成长相对非 AI 成长的优势进入高位震荡阶段

AI成长/非AI成长



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第六，7月以来，美伊冲突再次升温，伊朗开始攻击走“未经批准航线”的船只，并宣布部分航道关闭；美国则坚持南侧航线属于国际通道，甚至表示可能直接“接管”海峡。双方争夺的已经带有主权和国际秩序含义。这件事对美国很难让步。霍尔木兹正常情况下承载全球约五分之一的油气运输。如果美国接受伊朗拥有事实上的航线审批权，意味着伊朗以后可以通过收费、检查、选择性放行，把海峡变成长期战略杠杆。7月23日，布伦特原油盘中触及100美元/桶，武装袭击两艘沙特油轮，并宣布限制沙特石油通过红海运输，部分油轮已经掉头。与此同时，霍尔木兹海峡通行仍然受限，美国与伊朗连续交火。中东冲突进入了第二轮运输通道升级。此前市场主要担心霍尔木兹海峡，现在连沙特绕开霍尔木兹、经管道运往红海的替代线路也受到威胁。战前约20%的全球石油供应经过霍尔木兹，沙特和阿联酋可以通过陆上管道绕行约790万桶/日，但出口仍需经过红海或苏伊士航线。一旦曼德海峡也不安全，绕行好望角可能把部分运输周期从约20天拉长至50天。

但在大类资产层面，值得关注的信号是，油价上涨重新推升美国通胀和加息预期，实际利率与美元走强一度继续压制黄金。但随着美债收益率接近阶段高位，收益率上升的含义开始发生变化：它既包含货币政策紧缩预期，也逐渐反映期限溢价、财政供给压力和政策不确定性。与此同时，美国就业动能转弱，高油价可能进一步压制居民消费和企业利润，而美联储受制于通胀难以提供及时的降息对冲。市场因而开始交易一种更不利的宏观组合——增长承压、利率维持高位、美元资产风险溢价上升。

在这一环境下，黄金虽然仍受到实际利率上行的压制，但也开始获得滞胀风险、政策失误风险以及美国资产信用折价的支撑。实际利率创新高而美元仅回到前期高位、黄金未再明显创新低，说明传统的实际利率定价已不再占据绝对主导，黄金在4000美元附近逐渐形成新的均衡。

图24.国际油价自7月以来再度攀升



图25.黄金价格当前呈现对美债和油价逐步脱敏的特征

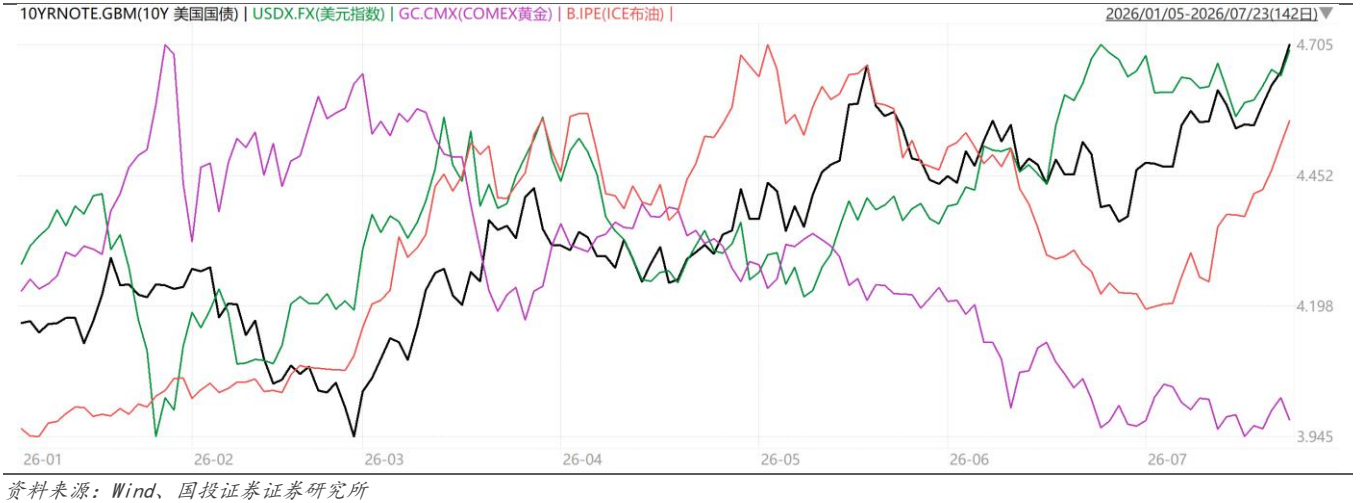


图26.美债实际利率不断创下新高，但黄金并不跟随下跌

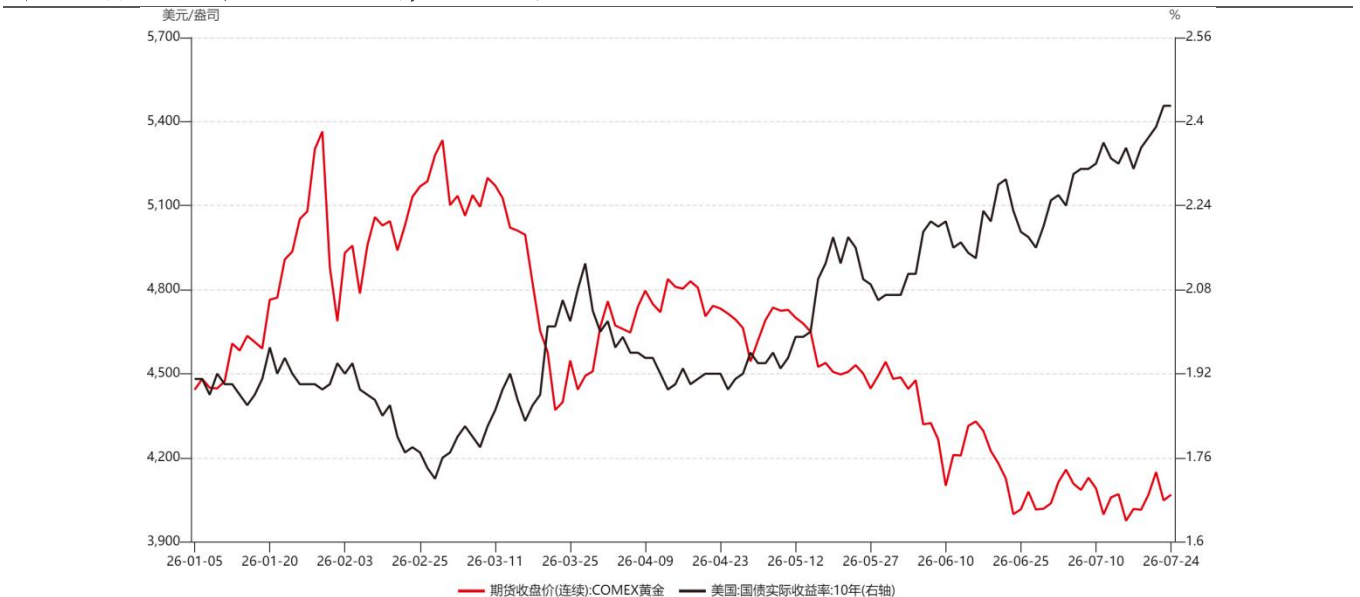


图27.美伊冲突自7月中旬开始升级的时间线

日期	关键事件
7月14日	美国恢复对伊朗港口封锁，并对 霍尔木兹 附近沿海防御目标展开新一轮空袭；伊朗称 霍尔木兹 海峡再次关闭，并袭击约旦阿兹拉克等美军目标。
7月15日	美军扩大打击范围至大通布岛、阿巴斯港及沿海导弹、防空、无人机设施；伊朗报复巴林、科威特、约旦境内美军目标。
7月16日	美国持续夜间打击，伊朗继续袭扰海湾美军设施； 红海 与曼德海峡可能受胡塞武装干扰的信号升温。
7月17日	打击对象延伸至桥梁、交通和军事后勤；科威特电力与淡化设施起火， 霍尔木兹 商船风险上升。
7月18—19日	美军确认新增人员伤亡；对伊朗海岸监视、防空和海上作战能力的打击加码，伊朗继续以无人机和导弹实施报复。
7月20日	胡塞武装宣布对沙特实施“ 海上封锁 ”，威胁攻击运输沙特石油的船只；美伊军事行动继续推进。
7月21日	两艘装载沙特原油的油轮在 红海 掉头；美军继续空袭，伊朗继续攻击地区美军设施。
7月22—23日	胡塞武装称袭击两艘沙特油轮，至少5艘油轮改道；特朗普威胁若再袭船将加大惩罚；布伦特原油一度突破 100美元/桶 。

资料来源：CNBC、路透社、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。

然而目前来看，美股本周已披露的主要企业财报对市场定价的影响均偏负面，例如Alphabet的Cloud增长82%，超出海外投行预期，但市场此前已经接受了AI需求高速增长这一前提。真正的新信息是，公司还要投入更多资本，而且自由现金流短期恶化。因此，即便收入和利润高于一致预期，市场仍然选择“sell the news”。目前AI交易内部也出现了更明显的分化：对于卖算力、存储和基础设施的公司，更容易直接兑现收入，Micron财报后大涨就是例子；对于购买算力、建设数据中心的平台公司，开始被追问资本开支何时转化为自由现金流。一旦公司同时提高资本开支、发债融资或降低回购，市场就会担心AI投入已经超过内部现金创造能力。

当前宏观环境又放大了这一压力。7月23日，布伦特原油突破100美元，美债收益率上升，市场重新提高对美联储加息的押注，当天纳斯达克跌约2.2%。在这种折现率冲击下，哪怕公司财报不错，估值收缩也可能压过盈利上修。

展望下周，有Meta、亚马逊和微软三家巨头集体发布财报，我们认为美股现在并不需要一份“收入和EPS超预期”的财报，而是看到一家公司能够证明：AI收入增量已经开始接近或覆盖新增折旧、资本开支与融资成本。目前来看，Meta最接近这个要求，因为广告收入的AI回报已经体现在量价指标和自由现金流中。微软的AI收入更直接，但投入规模也更大。亚马逊的AWS数据可能很好看（类似谷歌），但现金流压力却最难回避。

图28.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%）	RP0（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

图29.本周公布的美股科技股财报对市场的影响偏负面

7月下旬以来美股科技股财报后首个交易日表现

统计口径：7月20日至7月24日已披露、且已完成首个财报后交易日的
“第二天涨跌幅”按财报发布后的首个完整交易日收盘涨跌幅计算。

公司	财报时间	财报相对预期	首个交易日	涨跌幅
Alphabet	7月22日盘后	营收、利润“超预期”；资本开支及现金流承压	7月23日	-7.13%
Tesla	7月22日盘后	营收尚可，利润“低于预期”；自由现金流转负	7月23日	-14.52%
IBM	7月22日盘后	收入、利润小幅“低于预期”，下调收入增速展望	7月23日	-0.4%
Texas Instruments	7月22日盘后	营收、EPS“超预期”，三季度收入指引高于预期	7月23日	-3.13%
ServiceNow	7月22日盘后	多项指标超过指引上沿，上调全年订阅收入展望	7月23日	-3.69%
Intel	7月23日盘后	营收、EPS及三季度指引均明显“超预期”	7月24日	-7.89%
MaxLinear	7月23日盘后	业绩“超预期”，上调全年光通信数据中心收入指引	7月24日	-22.27%

统计结论

- 样本数：7家公司
- 等权平均跌幅：-8.4%
- 财报后首个交易日全部下跌：100%
- 中位数跌幅：-7.1%

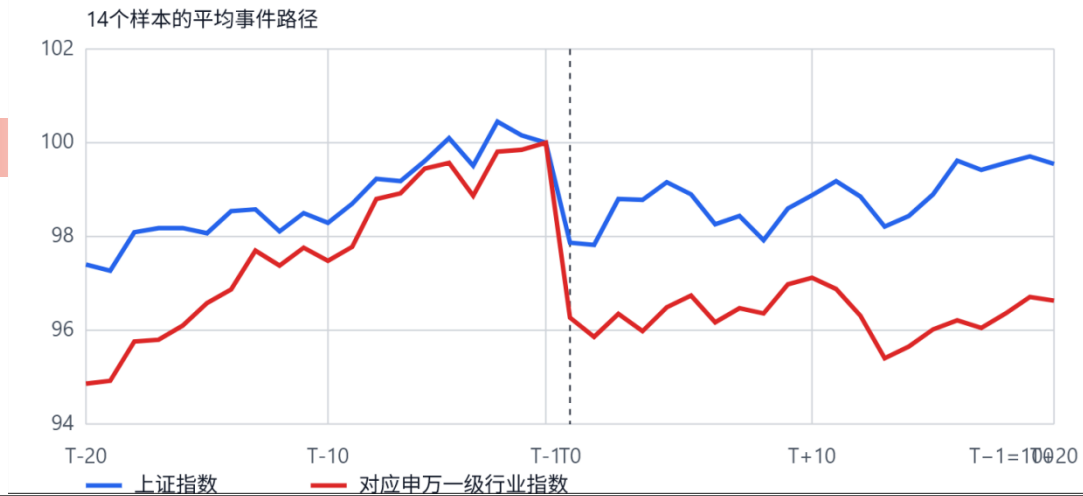
资料来源：Wind，公司公告与财报会等，国投证券证券研究所

第八，长鑫科技将于2026年7月27日在上交所科创板上市，发行价格为8.66元/股，发行后总股本为668.8亿股，对应发行后总市值约5792亿元。按发行价测算，本次发行募资约579.19亿元。市场近期较为关注长鑫上市后对市场微观流动性的影响，为此，我们统计了A股历史上首发募集金额超过300亿元的14宗IPO案例，从结论上看，募集规模与市场跌幅之间看不出简单的线性关系。农业银行募资685.29亿元，是样本中规模最大的项目之一，但上市后10日上证上涨7.19%；国泰海通募资仅300.58亿元，却对应上证下跌14.36%。所以不能直接用“募资越大，市场冲击越大”来解释，上市时点、市场趋势、板块估值和IPO定价可能更关键。同时，本次长鑫科技的上市，对半导体尤其存储链条的中期意义偏正面。长鑫科技作为中国第一、全球第四的DRAM厂商，其上市强化了资本市场对“国产存储主线”的识别度。

从投资框架看，长鑫上市是“存储产业资本化”的标志性事件，不宜仅以短期抽血视角理解，更应将其放在国产DRAM崛起、AI驱动存储景气、国产设备材料验证加速的三重背景下考量。

若后续股价表现温和，产业链映射标的反而更容易走出持续性机会；若首日成交过热，则更适合等待交易拥挤度回落后再布局具备订单兑现能力的二级受益方向。

图30.历史巨型 IPO 上市前后市场整体走势



资料来源：Wind，公司公告与财报会等，国投证券证券研究所

图31.历史巨型 IPO 上市前后市场变化梳理

上市日	公司	Wind代码	首发募集资金 (亿元)	申万一级行业	T日上证	T日行业	T+10上证 累计	T+10行业 累计
2006/10/27	工商银行	601398.SH	466.44	银行	-0.19%	-2.18%	4.02%	8.37%
2007/3/1	中国平安	601318.SH	388.7	非银金融	-2.91%	-5.66%	2.45%	3.90%
2007/9/25	建设银行	601939.SH	580.5	银行	-1.08%	-1.99%	11.07%	11.80%
2007/10/9	中国神华	601088.SH	665.82	煤炭	0.41%	-4.40%	1.42%	-16.30%
2007/11/5	中国石油	601857.SH	668	石油石化	-2.48%	-7.06%	-8.79%	-15.81%
2009/7/29	中国建筑	601668.SH	501.6	建筑装饰	-5.00%	-6.48%	-9.47%	-9.58%
2010/7/15	农业银行	601288.SH	685.29	银行	-1.87%	-2.07%	7.19%	3.56%
2015/6/26	国泰海通	601211.SH	300.58	非银金融	-7.40%	-8.46%	-14.36%	-9.83%
2019/12/10	邮储银行	601658.SH	327.14	银行	0.10%	-0.39%	2.34%	3.38%
2020/1/16	京沪高铁	601816.SH	306.74	交通运输	-0.52%	-0.62%	-6.93%	-9.23%
2020/7/16	中芯国际	688981.SH	532.3	电子	-4.50%	-6.22%	-2.22%	-3.06%
2021/8/20	中国电信	601728.SH	479.04	通信	-1.10%	-1.68%	3.35%	-4.08%
2022/1/5	中国移动	600941.SH	519.81	通信	-1.02%	-1.57%	-2.04%	-0.94%
2022/4/21	中国海油	600938.SH	322.92	石油石化	-2.26%	-3.41%	-3.66%	-2.56%
平均涨跌幅					-2.13%	-3.73%	-1.12%	-2.88%

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 3.96%，前值 3.85%；10 年期国债收益率报收 4.69%，前值 4.55%。本周美债收益率全周上行，主要受以下因素驱动：一、美伊冲突持续升级推高油价，布伦特原油全周涨近 10%，通胀预期随之升温，10 年期美债收益率从 4.55%一路攀升，周四随布油突破 100 美元升至 4.71%的周内高点，全周累计上行约 14bp。二、市场对美联储加息的押注一周内从约 10%升至约 34%，推动短端利率上行，2 年期收益率全周累计升约 15bp 至 4.33%。

本周美债收益率全周上行，主要受美伊冲突推高油价及加息预期升温驱动。展望后市，美伊冲突尚未平息，霍尔木兹海峡通行量仅战前约十分之一，若局势再度恶化将继续推升通胀预期和长端收益率。同时 AI 资本开支浪潮推动科技巨头大规模发债，与美国国债争夺长端买家，叠加美国国债规模持续膨胀、财政状况恶化，长端收益率面临结构性上行压力。下周 FOMC 利率决议临近，若释放鹰派信号将进一步施压债市，美债后续走势仍面临较大不确定性。

图32.3m10s 利差走阔

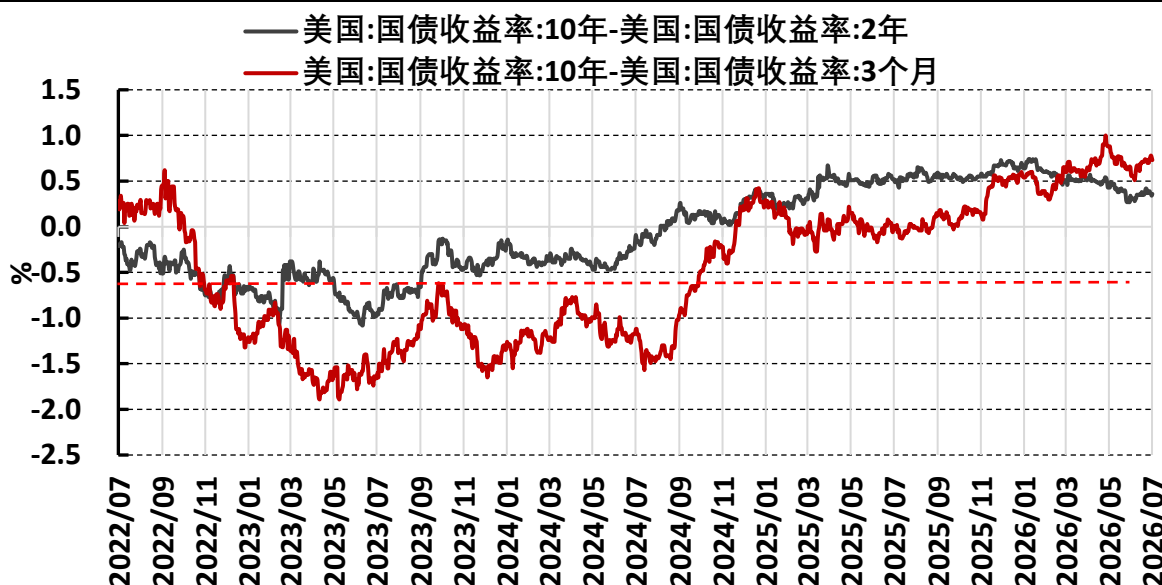


图33.近一周中美利差走阔



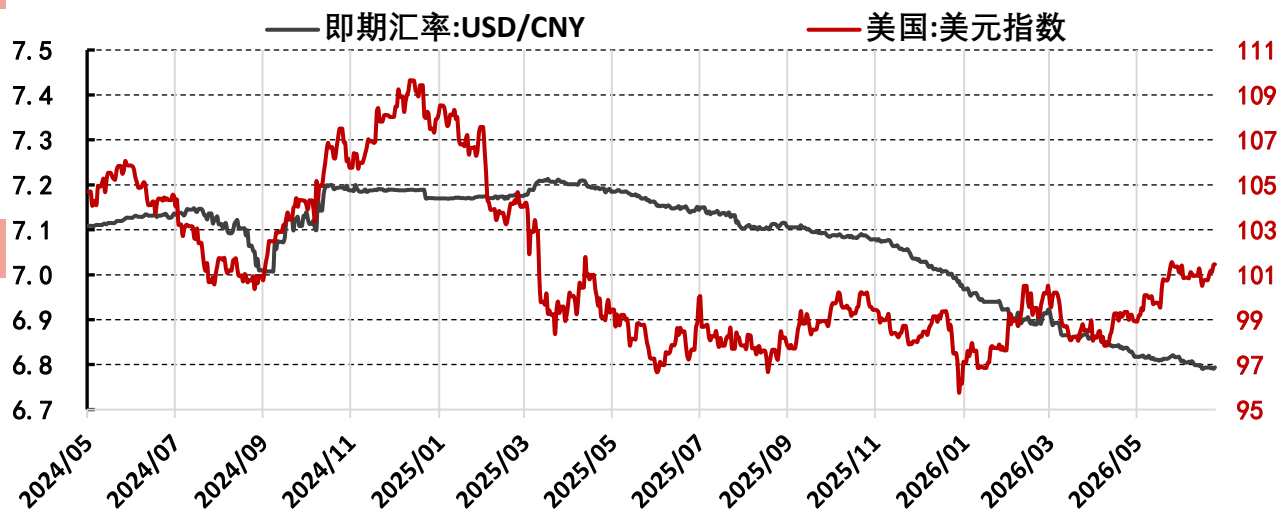
图34.长端美债收益率走阔



本周美元指数报收 101.46，前值 100.76。一、周初美伊冲突持续升级推高油价，市场避险情绪升温，美元指数站上 101 关口，周一报收 101.00。二、美伊冲突未见缓和，布伦特原油持续走高逼近 100 美元，通胀担忧升温，美元指数周二升至 101.18。三、周四布油突破 100 美元，市场对美联储加息的押注大幅上升，美元指数进一步走高至 101.44，全周呈持续上行态势。四、日元跌破 163 创 40 年新低，英镑受新首相政策不确定性拖累，非美货币整体偏弱，离岸人民币在 6.79 附近窄幅波动，对美元未形成明显压制。

本周美元指数全周上行，周初美伊冲突持续升级推高油价，美元指数站上 101 关口，此后随布油逼近 100 美元及加息预期升温持续走强。展望后市，一、美伊冲突尚未平息，霍尔木兹海峡通行量仅战前约十分之一，若局势再度恶化将继续推升避险需求并支撑美元。二、下周 FOMC 利率决议临近，若释放鹰派信号将进一步提振美元。三、日元已跌破 163 创 40 年新低，日本央行干预风险上升，若非美货币走强可能对美元形成一定压制。

图35. 本周美元指数走强

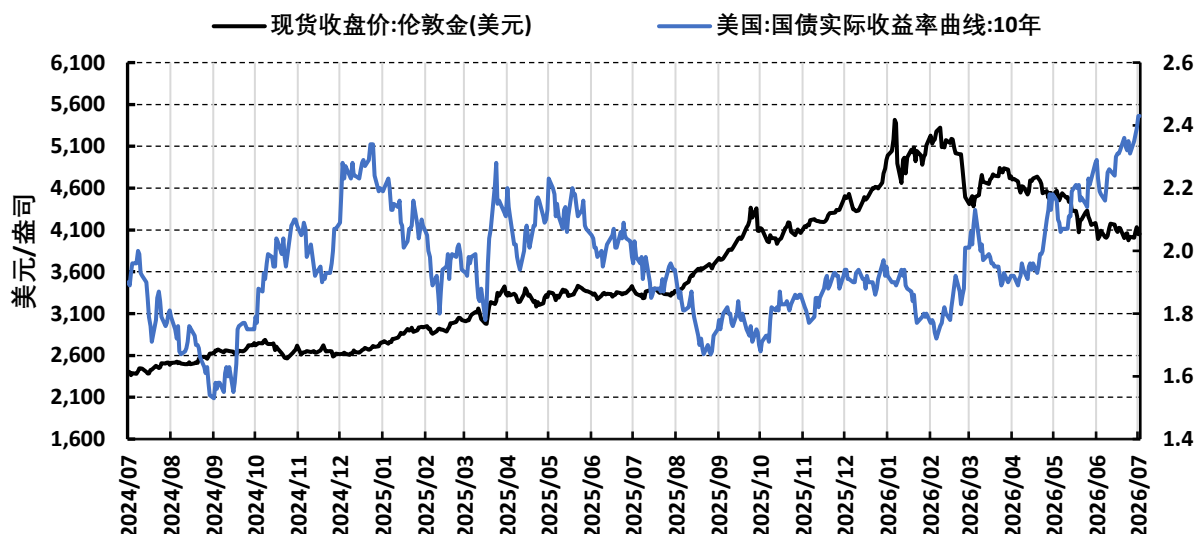


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

伦敦金现报收 4052.60 美元/盎司，前值 4018.44 美元/盎司；COMEX 黄金期货报收 4055.70 美元/盎司，前值 4023.00 美元/盎司。一、周初美伊冲突升级推高油价，通胀预期升温带动美债收益率上行至 4.60%，金价承压跌破 4000 美元。二、周二美伊冲突持续加剧，避险情绪升温，黄金在美元走强逆势中仍大涨重回 4077 美元。三、周三布油逼近 100 美元推高地缘避险需求，叠加上海金交所溢价升至 6-8 美元反映实物需求回暖，金价继续走强至 4131 美元创周内高点。四、周四布油突破 100 美元、美元指数升至 101.44、美债收益率升至 4.71%，三重压制下金价回落至 4049 美元。全周黄金在地缘避险与强势美元的拉锯中宽幅震荡，最终小幅收涨。

本周黄金先跌后涨再回落，全周小幅收涨。此前金价已连续多月下行，跌深后卖压减弱，叠加上海金交所溢价回升反映实物需求回暖，触发了反弹，美伊冲突升级也提供了避险情绪支撑。但由于美元走强和美债收益率上行持续压制，反弹空间有限，最终仅小幅收涨。展望后市，一、美伊冲突仍在持续，霍尔木兹海峡通行受阻令油价维持高位，若局势进一步恶化将阶段性推升避险情绪。二、下周 FOMC 利率决议临近，若释放鹰派信号将进一步推高美元和利率，对金价形成压制。三、实物需求回暖及央行购金为金价提供中长期支撑，但美元走强和高利率的压制短期内难以消除，金价仍以区间震荡为主。

图36. 本周黄金走强

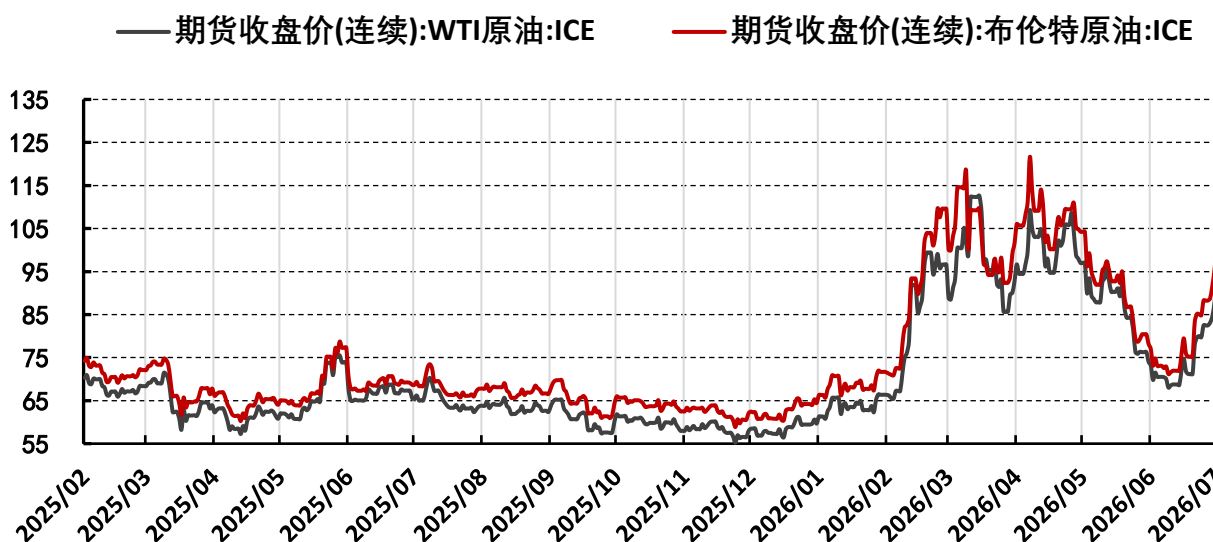


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本周 WTI 报收 90.78 美元/桶，前值 82.49 美元/桶；IPE 布油报收 98.70 美元/桶，前值 88.26 美元/桶。一、美伊冲突持续升级是本周油价上涨的核心驱动。胡塞武装宣布对沙特海上封锁，霍尔木兹海峡通行量降至三周低点，全球约 25% 石油供应面临风险。布油周三突破 100 美元，周中一度触及 101 美元。二、供应端多方收紧进一步支撑油价。俄罗斯 6 月原油产量降至 892.8 万桶/日，为两年半来最低；乌克兰局势升级导致哈萨克斯坦黑海出口终端遭攻击，替代航线亦受制约。沙特在此背景下将 8 月面向亚洲的轻质原油售价大幅下调 11 美元/桶。三、需求端虽承压但被地缘风险盖过。中国 6 月原油进口同比下降 41.3%，OPEC 下调 2026 年全球需求预期，但供应中断风险完全盖过了基本面利空，油价无视需求放缓持续走高。

本周油价大幅上涨，美伊冲突持续升级推高油价，布油全周涨近 10%。展望后市，一、美伊冲突仍在持续，霍尔木兹海峡通行量仅战前约十分之一，若冲突进一步扩大至周边能源设施，油价仍有上行空间。二、但巴基斯坦等方正在推动重启谈判，若局势出现缓和信号，此前积累的地缘溢价可能加速释放。三、中国 6 月原油进口同比下降 41.3%，OPEC 下调 2026 年全球需求预期，需求端疲软对油价构成中期压力，但全球供给仍低于冲突前水平，油价短期以高位震荡为主。

图37. 本周原油价格走强（美元/桶）



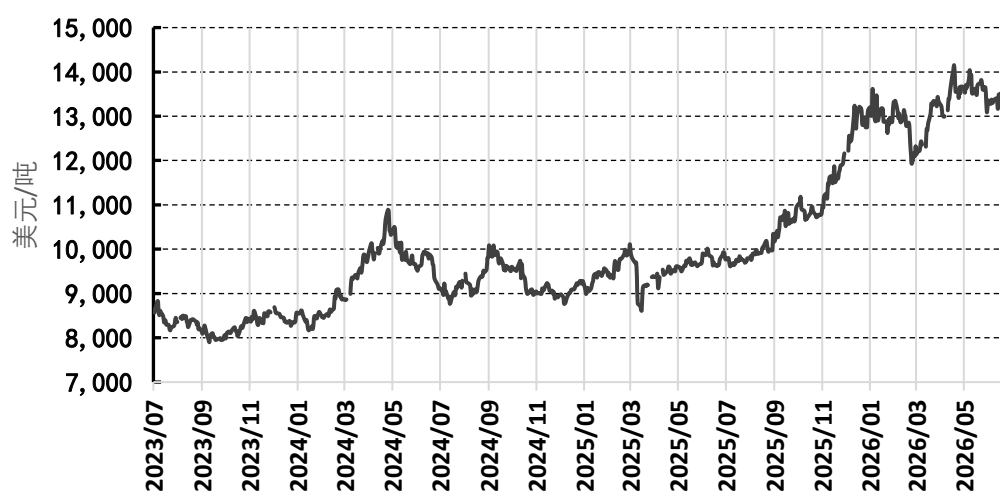
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

LME 铜本周报收 13645.00 美元/吨，前值 13525.50 美元/吨。一、周初美伊冲突推高油价带动大宗商品整体走强，铜价跟随上涨，周二升至 13885 美元创周内高点；随后美元走强和美债收益率上行对铜价形成压制，铜价从高点回落至 13594 美元。二、矿端紧缺格局持续加剧，TC 加工费降至 -154.76 美元/吨再创新低，国内铜库存周减少 3.85 万吨至 13.14 万吨的近四年低位，现货升水走强至 200 元/吨，智利暴雪亦扰动部分矿企生产，为铜价提供底部支撑，限制了下行空间，全周小幅收涨。

本周铜价在矿端紧缺与宏观压制的拉锯中收涨，TC 加工费进一步下探至 -154.76 美元/吨、国内库存降至近四年低位，为铜价提供底部支撑，但强势美元和美债收益率上行限制了上行空间。展望后市，一、矿端紧缺格局短期难以扭转，TC 加工费持续走低，国内库存去化为铜价提供底部支撑。二、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38. 本周铜价震荡上涨

——期货收盘价:LME铜(3个月):场内



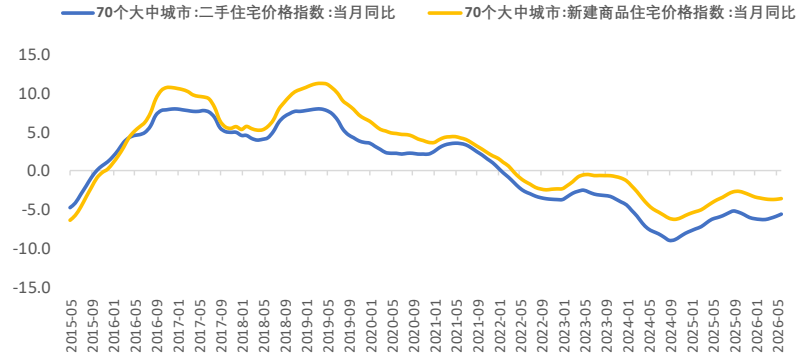
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

2. 内部因素：6月投资增速有下行压力，楼市仍是核心拖累

近期公布了6月房地产销售数据和固定资产投资数据。新房方面，70城新建商品住宅价格环比下降0.2%，降幅与上月持平，一线城市环比上涨0.1%且连续五个月正增长；二三线城市环比分别持平 and 下降0.3%，降幅有所收窄，环比上涨城市增至20个、为近14个月最多，市场复苏面明显扩大但整体价格仍处负区间。二手房方面，70城二手房价格环比下降0.3%；一线城市环比上涨0.3%，涨幅回落0.1个百分点，北上广深全线回升；二三线城市环比分别下降0.3%和0.4%；环比上涨城市有9个，比上月减少1个。核心城市“量在价先”特征延续，但二三线调整通道未改。固定资产投资方面，1—6月固投同比下降5.7%；房地产开发投资同比下降18.0%，降幅较上月扩大1.8个百分点，是总量下行的核心拖累；制造业投资同比下降1.2%，基建投资同比下降2.4%。整体看，房地产“销售端价格边际改善、投资端持续探底”的分化格局延续，一线城市已连续五个月上涨但向二三线传导仍需时日；固投总量降幅扩大主因地产与基建拖累，但高技术制造业、设备工器具购置（增长8.1%）等新质生产力方向逆势增长，投资结构优化趋势明显。三者共同勾勒出“政策托底初显成效但内生动力仍弱”的图景——房价环比跌幅持平、一线城市持续企稳，但投资端尤其是房地产投资降幅仍在扩大，专项债发行提速向实物工作量转换偏慢，后续关注一线城市房价回暖能否向二三线扩散，以及财政资金加快投放能否带动基建投资企稳回升。具体而言：

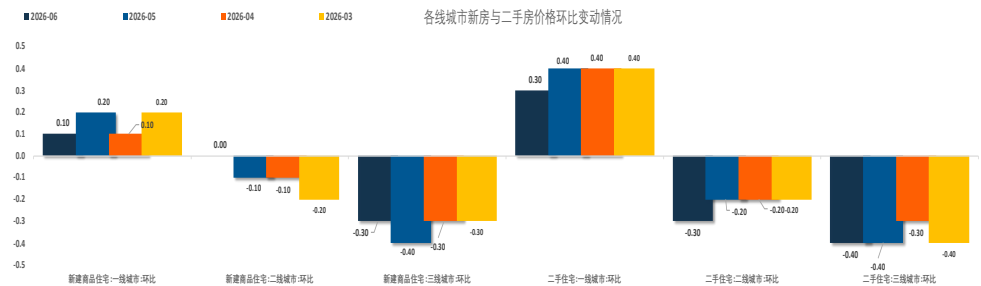
- 新房方面，6月70城新建商品住宅价格环比下降0.2%，降幅与上月持平。一线城市延续回暖表现，环比上涨0.1%，已连续五个月正增长；其中上海、广州和深圳分别上涨0.3%、0.2%和0.3%，北京下降0.3%。二线城市环比由上月下降0.1%转为持平，三线城市环比下降0.3%，降幅比上月收窄0.1个百分点。环比上涨城市有20个，比上月增加4个，为2025年5月以来最多。同比层面，70城新房价格同比下降3.5%，一二三线城市同比降幅总体继续收窄；其中一线城市同比下降1.3%，降幅收窄0.38个百分点，上海以3.1%涨幅领跑。环比降幅持平、上涨城市增至20个，说明市场复苏面明显扩大，但同比仍处负区间，价格整体仍承压。
- 二手房方面，6月70城二手房价格环比下降0.3%，降幅较上月扩大0.04个百分点。一线城市仍是修复核心引擎，环比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点；北上广深全线回升，分别上涨0.1%、0.4%、0.4%和0.3%。二线城市环比下降0.3%，降幅扩大0.1个百分点；三线城市环比下降0.4%，降幅与上月相同。环比上涨城市有9个，比上月减少1个。一线城市“量在价先”特征延续——核心城市成交量持续高位运行支撑价格企稳（上海二手房6月网签量达25158套，连续4个月保持在25000套以上），但二三线城市整体仍处调整通道，市场分化格局依然显著。
- 固定资产投资数据方面，2026年1—6月全国固定资产投资（不含农户）同比下降5.7%，降幅较1—5月扩大1.6个百分点。扣除房地产开发投资后，全国固定资产投资增速仍面临下行压力，房地产投资的深度调整是拖累固投总量下行的核心变量。民间固定资产投资同比下降8.5%，降幅较1—5月扩大1.4个百分点；民间投资与国有控股投资延续分化态势。制造业方面，1—6月制造业投资同比下降1.2%，增速较1—5月回落0.8个百分点；但铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资同比增长24.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资增长6.5%，成为制造业投资中的结构性亮点。设备工器具购置投资同比增长8.1%。高技术服务业投资方面，信息传输业投资增长25.6%，航空运输业投资增长11.0%。基建方面，1—6月基础设施投资同比下降2.4%，增速较1—5月回落3.0个百分点；6月单月基建投资同比下降约10.2%，反映基建实物工作量释放节奏有所放缓。投资增速降幅扩大、总量承压的核心原因在于房地产投资降幅持续扩大、专项债发行虽在6月明显提速但向实物工作量转化仍需时日，以及地方财力与化债约束下传统基建投资走弱，此时投资结构向新质生产力方向持续优化的趋势值得关注。

图39.6 月中大城市新房与二手房价格同比变动情况 (%)



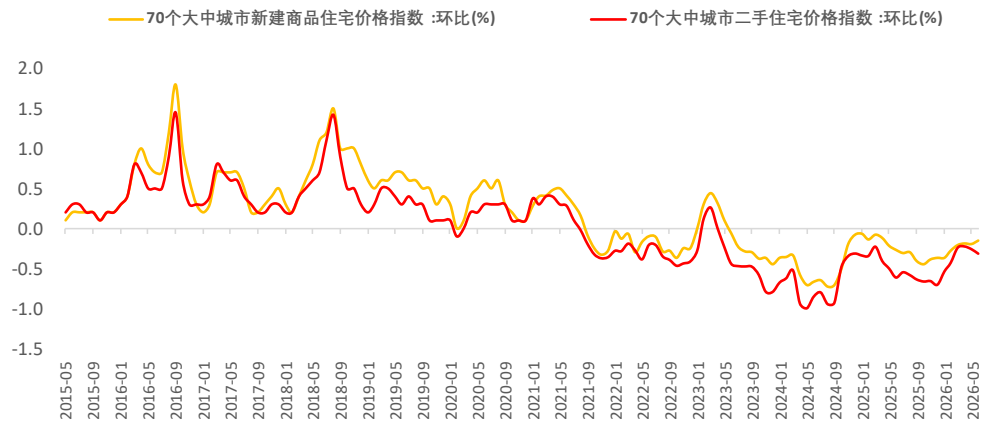
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图40.6 月各城市新房与二手房价格环比变动情况 (%)



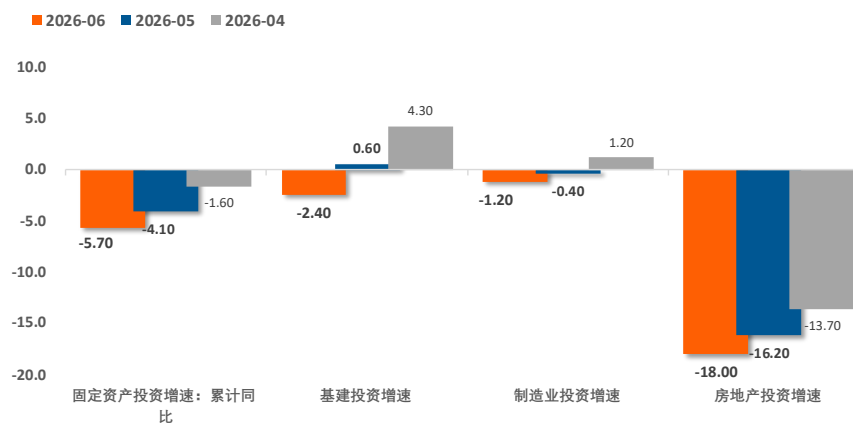
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图41.6 月中大城市新房与二手房价格环比变动情况



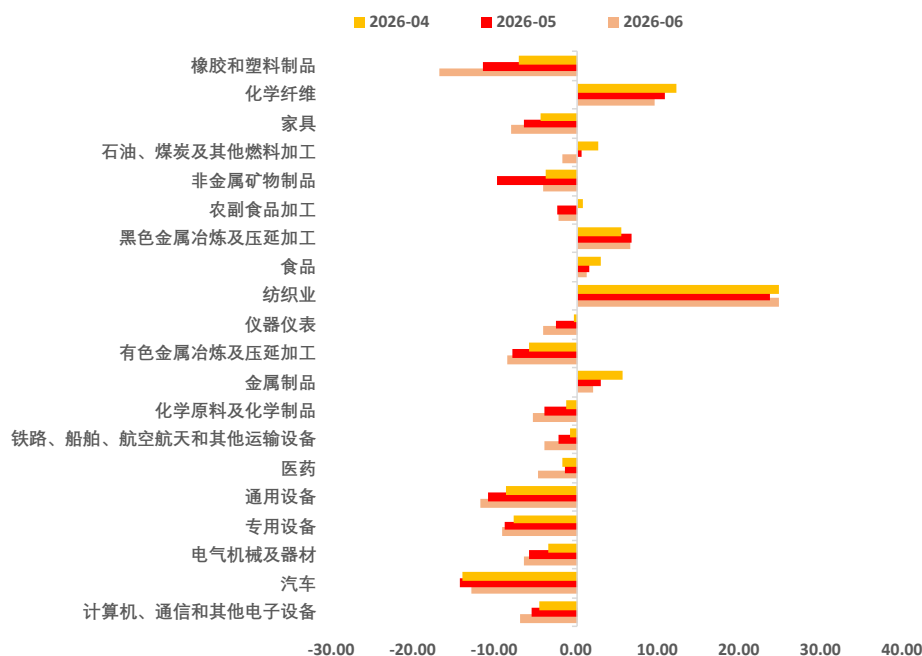
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图42.6月固定资产投资累计同比(%)



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图43.6月固定资产投资完成额分项累计同比(%)



资料来源：Wind，国投证券证券研究所



图44.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	更新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2026/7/24	日度	112		-3.82%	-0.20%
煤炭行业	煤炭库存	2026/7/24	日度	645	万吨	13.96%	-2.57%
石油化工业	地炼开工率	2026/7/23	周度	48.36	%	4.81%	-0.33%
	涤纶长丝开工率	2026/7/23	周度	74.39	%	-19.22%	0.00%
	焦化企业开工率	2021/12/31	周度	66.99	%	-20.61%	0.66%
	高炉开工率(247家)	2026/7/24	周度	82.09	%	-1.64%	-0.77%
钢铁行业	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	2026/7/24	周度	256.82	万吨	14.93%	-0.34%
	高炉炼铁产能利用率	2026/7/24	周度	89.78	%	-0.77%	-0.63%
汽车行业	全钢胎开工率	2026/7/24	周度	64.71	%	5.94%	4.20%
	半钢胎开工率	2026/7/24	周度	65.39	%	-12.17%	7.80%
	乘用车销量	2026/7/19	周度	46719	辆/日	-11.34%	19.65%
房地产	30大城市商品房成交面积	2026/7/23	日度	28.81	万平方米	-6.28%	11.88%
	一线	2026/7/23	日度	9.93	万平方米	42.38%	-9.64%
	二线	2026/7/23	日度	10.77	万平方米	-30.52%	6.02%
	三线	2026/7/23	日度	8.11	万平方米	-1.87%	76.16%
基建	石油沥青开工率	2026/7/22	周度	21.30	%	-32.81%	4.41%
	水泥发运率	2026/7/24	周度	39.64	%	1.05%	-1.25%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/7/24	周度	1901.27		45.85%	-0.49%
	波罗的海干散货指数	2026/7/24	日度	2743		21.53%	0.66%
商品价格	猪肉	2026/7/24	日度	15.90	元/公斤	-10.67%	0.44%
	农产品批发价格指数	2026/7/24	日度	113.62		0.78%	1.35%
	蔬菜	2026/7/24	日度	4.35	元/公斤	-1.36%	2.11%
	布伦特原油	2026/7/23	日度	100.69	美元/桶	46.80%	19.54%
	螺纹钢	2026/7/24	日度	3073.00	元/吨	-6.31%	-1.51%
	南华工业品指数	2026/7/24	日度	3891.64		2.58%	3.45%
	南华农业品指数	2026/7/24	日度	1069.06		-3.32%	1.10%
	玻璃	2026/7/24	日度	900.00	元/吨	-28.63%	-1.85%
	LME铜	2026/7/23	日度	13745.00	美元/吨	39.99%	1.33%

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图45.6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

3. 外部因素：美国 7 月 PMI 保持扩张，经济韧性延续但高利率仍压制房地产修复

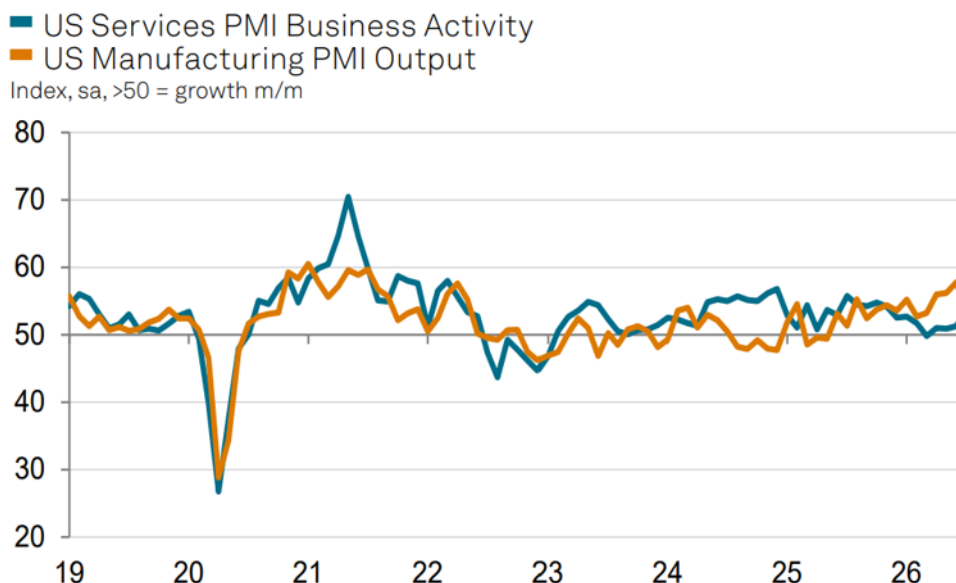
3.1. 7 月 PMI 初值美国扩张提速、欧元区重返扩张，价格压力继续分化

7 月 24 日本周五，标普公司公布了美国和欧元区 7 月 Markit PMI 初值。美国 7 月综合 PMI 初值升至 53.6，高于市场预期的 52.2 和前值 51.9，为八个月来最高水平；欧元区综合 PMI 升至 51.9，突破 50 荣枯线，重返扩张区间。近期中东局势升级加剧了两地的供应链和通胀风险，但经济活动表现均好于预期。美国服务业继续支撑经济扩张，但成本压力重新上升；欧元区经济活动有所改善，价格压力进一步缓解。

具体来看，美国制造业 PMI 初值录得 53.8，较前值 53.9 小幅回落，连续第二个月下降。制造业产出指数降至 53.6，为四个月低点，新订单增速及产出增长均有所放缓，企业补库存节奏较 5、6 月有所放缓，表明前期由于关税和中东局势引发的预防性补库存效应开始消退；出口订单继续下降，反应出外需恢复仍然疲弱。服务业商务活动指数升至 53.6，创八个月新高，新订单增长明显改善，主要受世界杯赛事、美国建国 250 周年庆典等短期因素带动。价格方面，中东局势导致运输及能源成本上升，供应商交货时间延长程度达到 2022 年 8 月以来最严重。就业方面，整体就业在连续两个月收缩后重新恢复增长，但企业招聘仍较为谨慎，高成本及贸易环境不确定性持续抑制用工扩张。欧元区方面，综合 PMI 升至 51.9，重返扩张区间并创五个月新高，制造业 PMI 升至 52.0，为三个月高位，制造业产出指数升至 53.0，创 2022 年 3 月以来最高，服务业商务活动指数回升至 51.6，同样创五个月新高。需求端出现改善，新订单实现五个月以来首次增长，也是 2023 年 4 月以来最快增速，出口订单仍在收缩区间，但降幅已明显收窄。价格方面，投入成本和产出价格通胀连续第二个月放缓，投入成本涨幅降至 2 月以来最低，制造业和服务业价格压力同步缓解。供应链扰动有所减轻，供应商交货时间延长程度为中东冲突爆发以来最轻，企业投入品库存结束连续 41 个月下降。就业方面，欧元区整体就业实现今年以来首次增长，但制造业仍持续裁员，新增就业主要来自服务业及德国、法国以外国家；企业信心持续改善，达到五个月高点，但仍低于中东冲突爆发前水平。

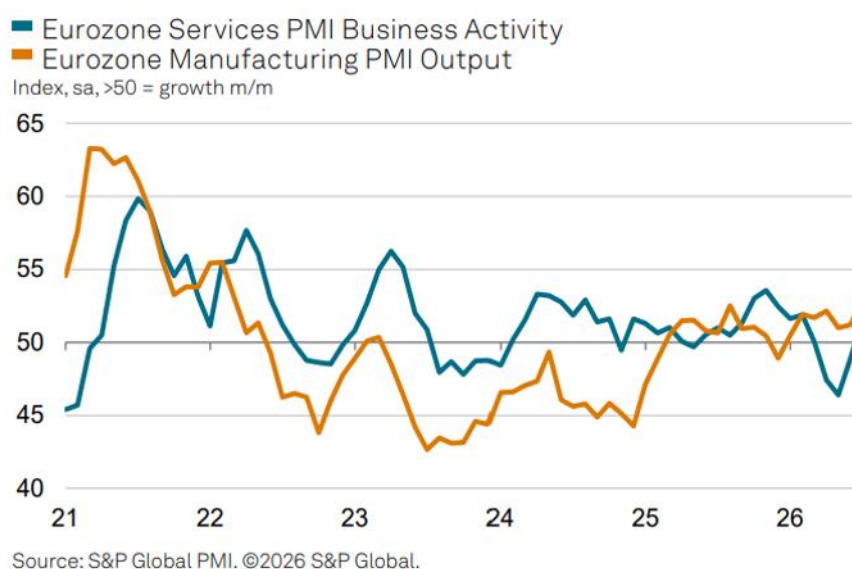
美国综合 PMI 升至八个月高点，显示三季度初经济保持较强韧性，但增长主要由服务业带动，制造业扩张已有边际放缓迹象；同时，中东局势导致供应链扰动再度加剧，运输及能源成本上升推动企业成本和售价同步抬升，通胀压力重新积聚。欧元区综合 PMI 则重返扩张区间，制造业与服务业同步改善，新订单恢复增长，就业和企业信心均出现修复，经济复苏基础较二季度明显改善。整体来看，美国经济延续韧性，但增长更多依赖服务业支撑，制造业边际走弱、成本压力回升仍是主要制约因素；欧元区经济景气有所修复，成本压力继续缓解，但复苏基础仍不牢固。若中东局势持续扰动能源供应和全球物流，欧美经济仍将面临增长放缓与通胀反复的双重风险。

图46.7月美国 PMI 制造业小幅回落，服务业改善



资料来源：S&P，国投证券证券研究所

图47. 7月欧元区服务业 PMI 大幅回升



资料来源：S&P，国投证券证券研究所

3.2. 美国 6 月新屋销售回升，房价继续回落

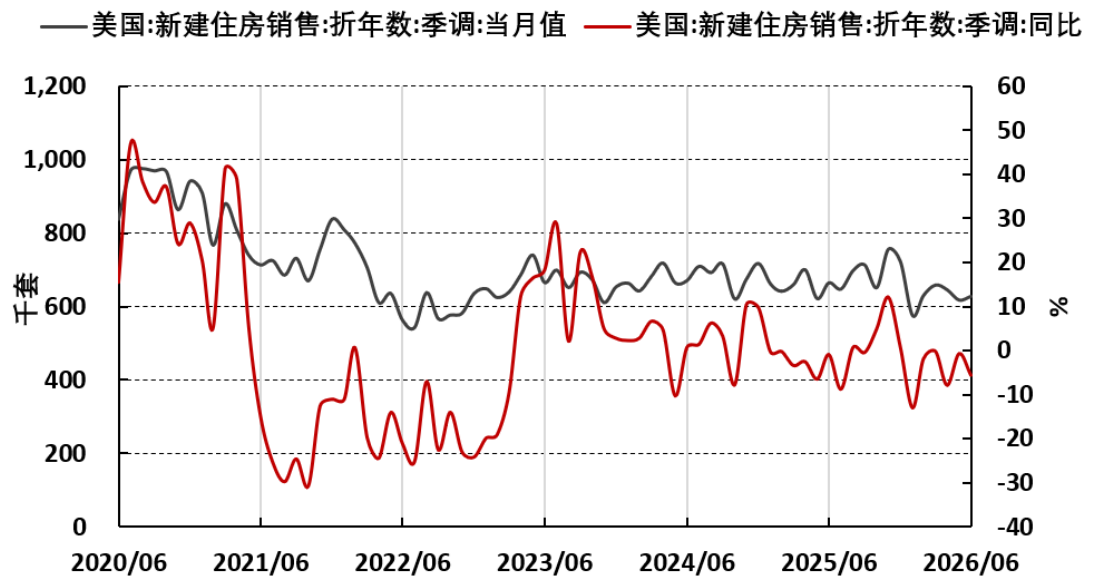
根据美国商务部人口普查局公布的数据，美国 6 月新屋销售总数年化 62.8 万套，预期 60.7 万套，修正后前值 61.8 万套，环比增长 1.6%，同比下跌 5.6%。

房价方面，新屋销售中位价同比下降 2.7% 至 39.8 万美元，表明开发商持续通过降价和优惠等措施刺激购房需求，以对冲高按揭利率和消费者信心偏弱带来的影响。库存方面，待售新屋库存为 48.5 万套，同比下降 3.2%，库销比为 9.3 个月，较前期有所改善。分地区来看，美国最大的新屋市场——南部地区销售环比增长 9.9%，创去年 11 月以来新高，东北部和中西部销售同样回升，而西部地区继续下滑，反映高房价和高融资成本对西部需求形成压制。

近期建筑商普遍放缓新房开工，并通过降价促销、提供购房补贴等方式加快去库存，房地产市场仍处于供给端主动调整阶段。

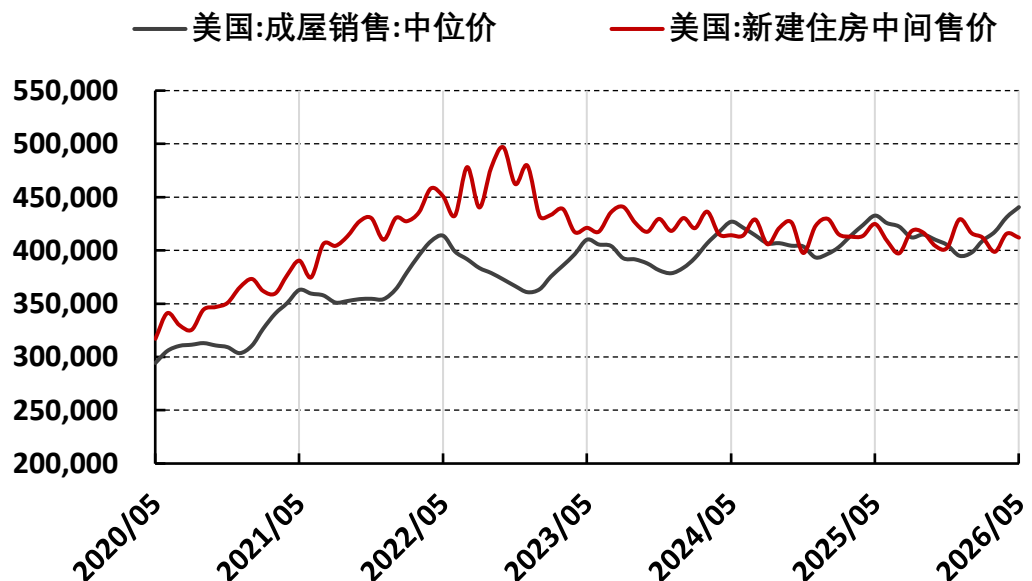
6月新屋销售数据显示，美国房地产市场出现一定企稳迹象，但改善更多来自供给端主动让利，而非居民购房需求的实质性修复。开发商通过降价和销售激励带动成交改善，推动销量在连续三个月低迷后首次增长，但高按揭利率、消费者信心不足等因素仍制约终端需求，房地产市场尚未摆脱调整格局。展望后市，若抵押贷款利率维持高位，开发商仍将面临较大的去库存压力，房价或继续承压；若长期利率逐步回落、居民购房能力改善，房地产市场才能稳固复苏，短期内房地产仍难以成为美国经济增长的重要支撑。

图48.美国6月新屋销售小幅走低



资料来源: WIND, 国投证券证券研究所

图49.美国6月新屋售价下跌



资料来源: WIND, 国投证券证券研究所

目 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。

目 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。



目 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