

布局成长超跌反弹，保留部分再平衡配置

——A 股流动性与风格跟踪月报（202608）

8 月季节效应显示，近 10 年以来 8 月偏价值的风格指数相对占优，但是，中证 2000、TMT 板块胜率同样较高。在沃什模糊的表述和弱化前瞻指引的沟通机制下，资产端仍需要警惕长端美债与期限溢价波动。经过 7 月杠杆出清压力释放后，成长风格的胜率和赔率已经明显提升。综合来看，风格推荐布局成长超跌反弹，同时保留部分再平衡配置，推荐的指数组合包括：中证 1000、创业板指、300 质量、价值 100、科技龙头。

□ **风格展望：布局成长超跌反弹，部分保留再平衡配置。** 第一，8 月季节效应显示，近 10 年以来 8 月偏价值的风格指数相对占优，但是，中证 2000、TMT 板块胜率同样较高，胜率仅次于金融指数。第二，8 月美联储议息会议落地后，市场对美联储加息预期有所降温，但在沃什模糊的表述和弱化前瞻指引的沟通机制下，资产端仍需要警惕长端美债与期限溢价波动。第三，6 月下旬以来，全球科技 AI 交易去杠杆，此前高度拥挤的半导体存储领域去杠杆激烈，杠杆出清压力释放，海外冲击正逐步由系统性风险转向尾部波动，市场超跌反弹蓄力中，成长风格的胜率和赔率已经明显提升。第四，历史上 A 股大幅调整后的反弹中，中证 1000、创业板指为代表的成长指数胜率和涨幅都比较靠前。第五，当前 A 股市场仍处于上行周期，历史数据显示，上行阶段的中后期红利资产配置价值凸显，且经历 7 月的大幅调整后，市场或难以回到此前的单边行情，再平衡的需求增加。不过单从 8 月来说，红利资产短期进一步上行空间可能受限。

□ **大类资产表现复盘：全球股市普跌，A 股跌幅居前，港股逆势上涨。** 美元指数冲高回落，非美货币普遍走强，人民币汇率坚挺；大宗商品方面，原油冲高回落，贵金属与工业金属承压；债市方面，美债收益率明显上行，长端升至阶段新高、曲线陡峭化，中债窄幅震荡，中美利差走阔。

□ **流动性与资金供需：8 月增量资金供需有望净流入，融资有望转为边际净流入。** 外部流动性方面，7 月美联储议息会议后沃什强调长端美债收益率上行已部分替代政策紧缩、淡化即刻加息紧迫性，9 月加息预期有所回落，后续路径将高度依赖 7-8 月通胀与就业数据验证。股票市场资金供需方面，7 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 6 月回落；融资资金风险偏好回落，由前期的连续 3 个月净流入后转为大幅净流出；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模扩大，再融资规模回落，资金需求规模保持平稳。7 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。

□ **市场情绪与资金偏好：上半年演绎到极致的 K 型分化，在 7 月出现了回摆。** 前期涨幅较多的科技方向，在海外去杠杆的影响下出现了显著回调，科创 50、科技龙头与创业板指领跌；而价值与消费则受益于资金切换，消费龙头、大盘价值领涨。风格上，大盘价值风格为 7 月份相对占优的风格，中证 1000、小盘价值交易集中度目前相对偏低。

风险提示：经济数据不及预期，海外政策超预期收紧

定期报告

相关报告

《高波动下的短期风格再平衡，成长未止——A 股流动性与风格跟踪月报（202607）》

《阶段性均衡，但不改中期成长占优——A 股流动性与风格跟踪月报（202606）》

《中大盘为主，成长修复有待于流动性担忧缓解——A 股流动性与风格跟踪月报（202604）》

《小盘相对占优，成长价值均衡配置——A 股流动性与风格跟踪月报（202603）》

《成长占优，大小盘表现差异收敛——A 股流动性与风格跟踪月报（202602）》

李昊阳 S1090524120005

lihaoyang1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001

tujingqing@cmschina.com.cn

田登位 S1090524080002

tiandengwei@cmschina.com.cn

王德健（研究助理）

wangdejian@cmschina.com.cn

正文目录

一、市场风格展望：布局成长超跌反弹，保留部分再平衡配置.....	5
1、季节效应：中报披露窗口，各类风格胜率相对均衡.....	5
2、海外流动性：加息预期延迟，但预期波动仍大.....	6
3、历次 A 股急跌后反弹阶段的风格特点.....	7
4、交易层面：成长指数的交易集中度和估值已明显下降.....	7
5、市场上行中后期，重视红利资产的配置价值.....	8
二、大类资产表现复盘与大事前瞻.....	9
1、大类资产表现.....	9
2、A 股复盘：震荡上行，重回科技.....	9
三、流动性与资金供需.....	11
1、国内政策与宏观流动性.....	11
■ 国内流动性：8 月资金面有望保持平稳.....	11
■ 外部流动性：美联储 9 月加息预期回落.....	12
2、股市资金供需.....	12
3、小结.....	18
四、市场情绪与偏好.....	19
1、市场风险偏好.....	19
2、宽基指数和风格交易集中度.....	19
3、行业交易集中度与资金偏好.....	19

图表目录

图 1: 近 10 年以来 8 月偏价值风格相对占优	5
图 2: 最近十年 8 月各类风格下指数占优概率	6
图 3: 最近十年的 8 月各类指数跑赢万得全 A 的概率	6
图 4: 7 月会议后加息预期短暂回落后又回升	6
图 5: 当前年内加息预期概率为 87.9%	6
图 6: 创业板指、中证 1000 等指数的估值和交易热度均明显下降	8
图 7: 主要指数交易集中度与估值分位	8
图 8: 各类资产 7 月涨跌幅	9
图 9: A 股 7 月复盘	10
图 10: 风格: 大盘价值>小盘价值>大盘成长>小盘成长	10
图 11: 大类行业: 必选>金融>医药生物>可选>周期>TMT	10
图 12: 7 月央行公开市场净投放	12
图 13: 7 月利率围绕政策利率窄幅运行	12
图 14: 美国 6 月 CPI 及核心 CPI 大幅弱于市场预期	12
图 15: 市场预期美联储 9 月加息概率为 67%	12
图 16: A 股月度资金供需与主力资金变化	13
图 17: A 股主力资金变化	13
图 18: 7 月北向资金日均成交额有所回落	14
图 19: 7 月以来外资流出压力整体回升	14
图 20: 7 月偏股基金发行份额回落	15
图 21: 7 月股票型 ETF 转为净申购	15
图 22: 6 月偏股类公募基金总份额继续回落	15
图 23: 6 月偏股类老基金持续净赎回	15
图 24: 7 月双创 ETF 大幅净申购	16
图 25: 7 月净申购与净赎回份额最高的前十大 ETF	16
图 26: 7 月各类 ETF 均为净流入	16
图 27: 6 月私募证券基金管理规模继续回升	17
图 28: 6 月私募证券基金新增备案规模回升	17
图 29: 7 月融资资金大幅净流出	17
图 30: 7 月融资余额占 A 股流通市值比例回落	17

图 31: 7 月重要股东净减持规模缩小	18
图 32: 限售解禁规模板块分布	18
图 33: 7 月 IPO 发行规模回升	18
图 34: 7 月货币认购定增规模回落	18
图 35: 7 月万得全 A 股权风险溢价整体回升	19
图 36: 7 月宽基指数交易热度变化	19
图 37: 当前宽基指数所处交易集中度和估值分位	19
图 38: 7 月行业交易热度变化	20
图 39: 当前行业交易集中度和估值分位	20
表 1: 8 月市场风格指数推荐	5
表 2: 2015 年以来 A 股急跌企稳反弹阶段统计（万得全 A）	7
表 3: 2015 年以来历次 A 股急跌企稳反弹后 20 个交易日，各主要风格指数涨幅（%）	7
表 4: 2015 年以来历次 A 股急跌企稳反弹后第 20-60 个交易日，各主要风格指数涨幅（%）	7
表 5: 创业板指调整的不同阶段红利资产表现对比	8
表 6: 2026 年 7 月流动性概览	11
表 7: 7 月各类资金行业流向	14

一、市场风格展望：布局成长超跌反弹，保留部分再平衡配置

进入 8 月，风格选择推荐布局成长超跌反弹，同时保留部分再平衡配置。第一，8 月季节效应显示，近 10 年以来 8 月偏价值的风格指数相对占优，但是，中证 2000、TMT 板块胜率同样较高，胜率仅次于金融指数。第二，8 月美联储加息会议落地后，市场对美联储加息预期有所降温，但在沃什模糊的表述和弱化前瞻指引的沟通机制下，资产端仍需要警惕长端美债与期限溢价波动。第三，6 月下旬以来，全球科技 AI 交易去杠杆，此前高度拥挤的半导体存储领域去杠杆激烈，整体去杠杆进度已基本过半，杠杆出清压力释放，海外冲击正逐步由系统性风险转向尾部波动，市场进一步下行空间已相对有限，超跌反弹蓄力中，成长风格的胜率和赔率已经明显提升。第四，当前 A 股市场仍处于上行周期，历史数据显示，上行阶段的中后期红利资产配置价值凸显，且经历 7 月的大幅调整后，市场或难以回到此前的单边行情，再平衡的需求增加。不过单从 8 月来说，红利资产短期进一步上行空间可能受限。

表 1：8 月市场风格指数推荐

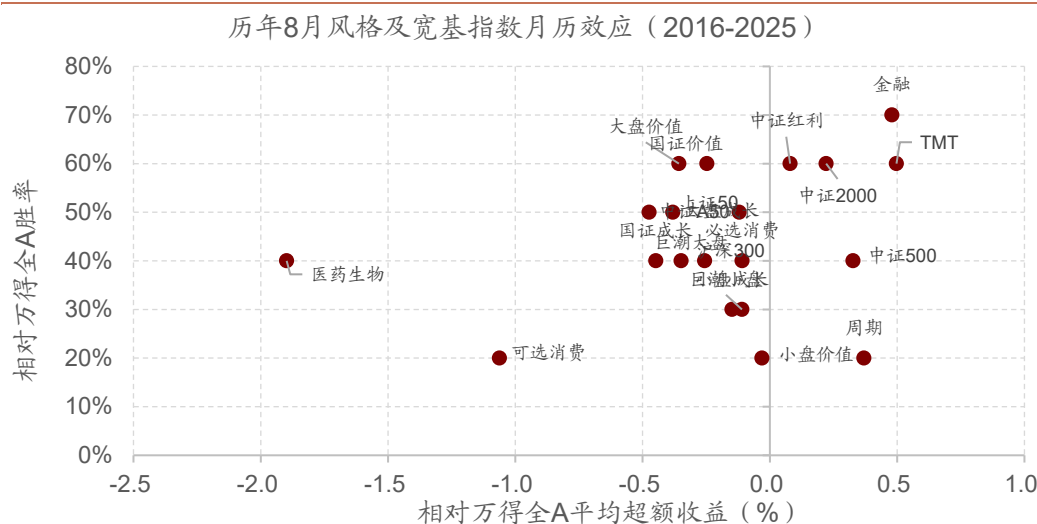
分类	推荐指数简称	指数代码
宽基指数	中证 1000	000852.SH
	创业板指	399006.SZ
风格指数	300 质量	932431.CSI
	价值 100	980081.CNI
大类板块指数	科技龙头	931087.CSI

资料来源：Wind、招商证券

1、季节效应：中报披露窗口，各类风格胜率相对均衡

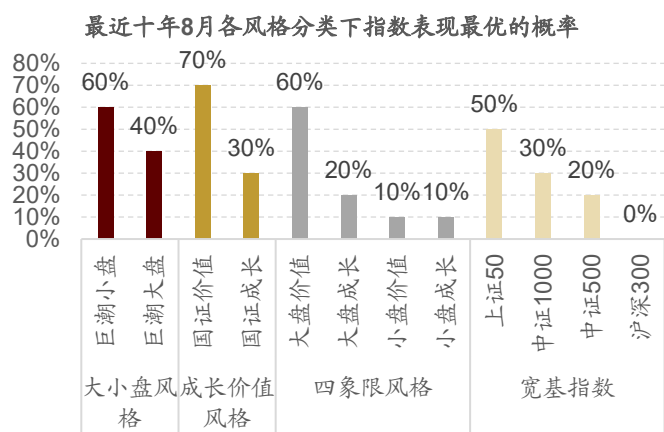
从近 10 年以来 A 股 8 月风格的日历效应来看，由于 8 月是中报披露最密集的窗口，业绩确定性成为资金定价的第一权重，高景气且业绩兑现的行业相对占优；同时 7 月底政治局会议定调落地后，政策预期进入消化期，增量催化相对匮乏。总体来看近 10 年以来 8 月偏价值的风格指数相对占优，金融、中证红利、大盘价值风格相对万得全 A 的胜率超 60%。但是，中证 2000、TMT 板块胜率同样较高，胜率仅次于金融指数，消费及医药板块较万得全 A 取得超额收益的概率相对较低。

图 1：近 10 年以来 8 月偏价值风格相对占优



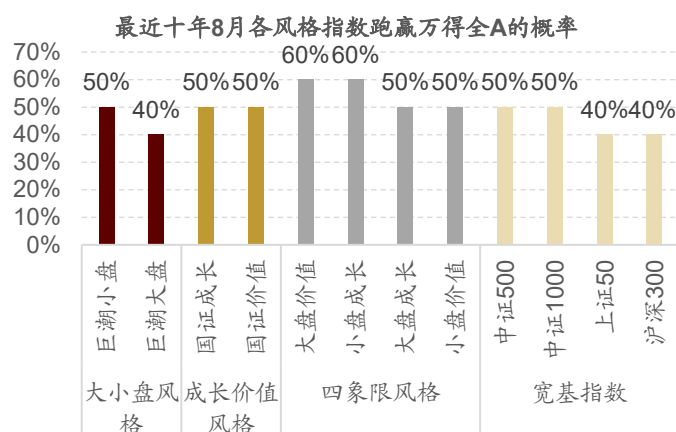
资料来源：Wind、招商证券

图 2：最近十年 8 月各类风格下指数占优概率



资料来源：Wind、招商证券

图 3：最近十年的 8 月各类指数跑赢万得全 A 的概率



资料来源：Wind、招商证券

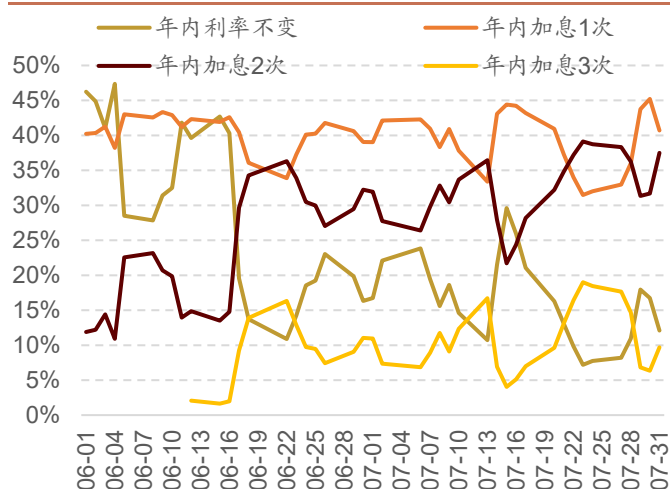
2、海外流动性：加息预期延迟，但预期波动仍大

7 月美联储议息会议如期按兵不动，基本符合主流预期，但多个因素增大了未来的政策不确定性。第一，美联储内部的分歧进一步加剧，三张反对票主张加息 25bp。第二，会议声明基本没有太大改动、沃什主张削弱前瞻指引，为市场带来的增量信息比较有限。第三，答记者问中，沃什表示会使用更丰富的通胀指标体系，以及更重视通胀本身的贡献因素，未来如果引入截尾平均 PCE，则美联储短期加息的动力和必要性将会明显削弱。第四，沃什指出，两次会议期间美债名义和实际收益率均明显上升，市场已经替美联储完成紧缩，即市场在加息预期下已经实现了金融条件紧缩的效果。

受此影响，议息会议后市场对 9 月加息预期概率有所下降，9 月利率不变的预期从会议前的 20% 提升至 33%，加息预期整体推迟，带动美元指数和 2 年期美债利率快速回落，对于股票市场的反弹提供了有利的流动性环境。

往后去看，尽管加息预期有所降温，但在沃什模糊的表述和弱化前瞻指引的沟通机制下，资产端仍需要警惕长端美债与期限溢价波动，直到沃什给出更清晰的通胀度量框架与政策信号。后续重要的观察窗口包括：8 月 27-29 日的杰克逊霍尔年会沃什讲话；9 月 15-16 的美联储议息会议；另外，非农、CPI/PCE、油价与地缘等变化对短期定价的扰动也会比较明显。此外，在当前油价再度反弹、美股连续调整，十年美债利率冲高突破 4.7% 的环境下，特朗普在美伊问题上 TACO 的概率明显增大，一旦释放缓和信号，将带动原油价格和美债利率快速回落。

图 4：7 月会议后加息预期短暂回落后又回升



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/7/31）

图 5：当前年内加息预期概率为 87.9%

Meeting Date	350-375	375-400	400-425	425-450
2026/9/16	33.00%	67.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	22.80%	56.50%	20.80%	0.00%
2026/12/9	12.10%	40.70%	37.50%	9.70%
2027/1/27	9.10%	33.50%	38.30%	16.70%
2027/3/17	6.20%	25.90%	36.80%	23.40%
2027/4/28	5.40%	23.40%	35.40%	25.10%
2027/6/9	5.20%	22.60%	34.90%	25.60%
2027/7/28	5.60%	22.90%	34.70%	25.20%
2027/9/15	7.20%	24.00%	33.80%	23.80%
2027/10/27	8.30%	24.60%	33.10%	22.80%
2027/12/8	10.50%	25.80%	31.70%	20.80%

资料来源：CME、招商证券（截至 2026/7/31）

3、历次 A 股急跌后反弹阶段的风格特点

6月下旬以来，全球科技 AI 交易去杠杆，此前高度拥挤的半导体存储领域去杠杆激烈，整体去杠杆进度已基本过半，杠杆出清压力释放，海外冲击正逐步由系统性风险转向尾部波动，市场进一步下行空间已相对有限，超跌反弹蓄力中，成长风格的胜率和赔率已经明显提升。

2015 年以来，A 股经历多次急跌，急跌企稳后，A 股短期内的平均反弹窗口有 34 个交易日。其中，2015 年急跌和 2016 年 1 月急跌、2022 年急跌后，企稳反弹的时间较长，达到 45 个交易日以上。

从反弹幅度来看，万得全 A 平均反弹幅度达到 19.06%。如果按照固定时间窗口来算，企稳反弹后 10 个交易日、20 个交易日、60 个交易日万得全 A 的平均反弹幅度分别为 9.7%、9.8%、17.21%，反弹幅度比较可观。此外，对比历史急跌幅度和后期企稳反弹幅度，可以发现，前期跌幅越大，后期反弹的空间往往也相对更高一些。

表 2：2015 年以来 A 股急跌企稳反弹阶段统计（万得全 A）

事件	低点日期	指数低点	跌幅(%)	企稳反弹日	持续反弹截止日	反弹幅度(%)	反弹持续时间(天)	反弹后10日(%)	反弹后20日(%)	反弹后60日(%)
2015年6-8月融资收紧下跌	2015/8/26	2927	-49.40	2015-08-27	2015-11-11	33.93	48	8.97	3.39	27.80
2016年1月熔断	2016/1/28	2656	-32.43	2016-01-29	2016-04-14	22.01	49	12.24	9.03	15.53
2019年4-5月贸易摩擦升级	2019/6/6	2851	-15.92	2019-06-10	2019-07-01	10.06	16	7.78	9.04	6.07
2020年1-3月疫情冲击	2020/3/23	2660	-12.67	2020-03-24	2020-05-08	10.20	30	6.40	6.96	15.59
2022年2-3月俄乌冲突+封控	2022/4/26	3064	-22.26	2022-04-27	2022-07-04	24.70	45	9.01	10.51	20.04
2024年1-2月微盘股踩踏	2024/2/5	2702	-16.56	2024-02-06	2024-03-20	20.87	26	16.43	19.30	20.24
2025年4月对等关税	2025/4/7	3097	-13.76	2025-04-08	2025-05-14	11.67	24	7.07	10.34	15.21
平均			-23.29			19.06	34	9.70	9.80	17.21

资料来源：Wind、招商证券（截至 2026/7/31）

从不同指数的表现来看，创业板指为代表的成长风格在历次急跌反弹中表现更大的弹性和更高的胜率。反弹后的 20 个交易日、以及 20-60 个交易日期间，创业板指、中证 1000 跑赢万得全 A 的胜率居前，且涨幅的平均排名靠前，表明在急跌企稳后，市场主要寻找受益于流动性改善和风险偏好提升的高弹性方向。

表 3：2015 年以来历次 A 股急跌企稳反弹后 20 个交易日，各主要风格指数涨幅（%）

	2015	2016	2019	2020	2022	2024	2025	胜率	平均排名
上证50	12.40	7.35	9.43	8.79	3.06	8.65	6.46	42.86%	4
沪深300	6.82	7.17	9.22	7.87	5.74	12.41	7.34	42.86%	4
中证1000	1.28	8.82	7.82	6.58	17.92	28.03	12.04	42.86%	3
创业板指	6.93	5.28	9.30	10.78	8.00	21.98	12.30	71.43%	3
沪深300红利	8.05	6.37	5.26	5.92	1.58	3.29	5.45	14.29%	6
300质量	7.90	7.66	10.04	9.35	4.29	9.14	6.45	42.86%	3
300现金流	0.39	6.55	5.60	5.73	10.15	8.00	6.62	0.00%	5

资料来源：Wind、招商证券

表 4：2015 年以来历次 A 股急跌企稳反弹后第 20-60 个交易日，各主要风格指数涨幅（%）

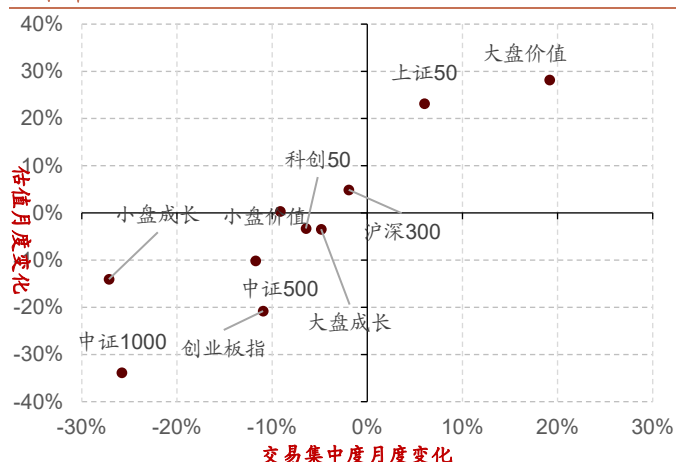
	2015	2016	2019	2020	2022	2024	2025	相对万得全A胜率	平均排名
上证50	6.69	4.51	-2.74	3.76	3.36	2.20	2.61	14.29%	4
沪深300	8.28	3.45	-1.90	6.36	5.50	1.89	3.93	28.57%	4
中证1000	25.28	7.52	-4.10	6.61	11.59	1.56	3.28	57.14%	3
创业板指	25.77	6.00	5.10	13.51	16.54	-1.84	8.00	71.43%	2
沪深300红利	5.52	3.49	-6.49	0.96	-4.69	1.28	6.83	28.57%	6
300质量	5.97	6.58	3.30	11.17	3.17	2.61	2.54	57.14%	4
300现金流	2.25	2.86	-5.74	3.13	-5.05	4.24	3.49	14.29%	5

资料来源：Wind、招商证券

4、交易层面：成长指数的交易集中度和估值已明显下降

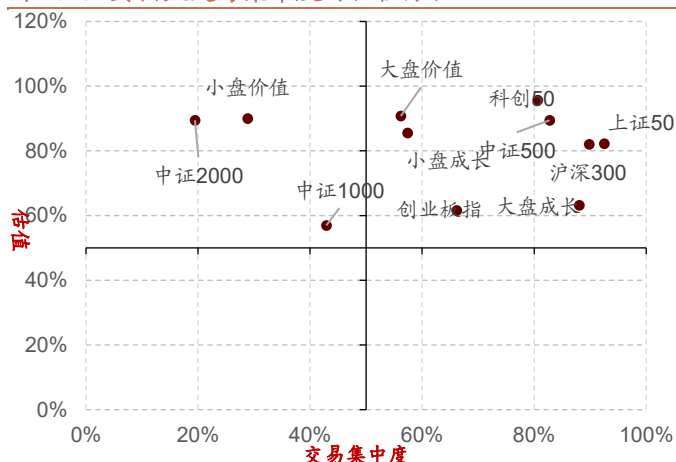
从交易和估值层面来看，经历 7 月的调整后，成长指数的交易集中度和估值分位已经明显下降。具体来看，创业板指的交易集中度分位当月下降 11%，估值分位下降 20.8%。

图 6: 创业板指、中证 1000 等指数的估值和交易热度均明显下降



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 主要指数交易集中度与估值分位



资料来源: Wind、招商证券

5、市场上行中后期，重视红利资产的配置价值

在 2014-2015 以及 2019-2021 年市场上行周期的不同阶段:

第一，上行阶段中后期，随着主线高估值方向波动增大，代表市场主线的创业板指调整期间，红利资产取得正收益，即红利资产在这个阶段能够用来平滑组合的波动，并为组合带来绝对收益，防御属性得以体现。

第二，市场上行周期转跌后（标黄色的区间），伴随着主线方向的调整，红利板块也有调整，有相对但没绝对收益（跌的少），防御属性更多表现为相对抗跌。

基于此，当前 A 股市场仍处于上行周期，随着科技方向的波动增大，应保留一定比例的红利资产配置进行组合平衡；并且经历 7 月的大幅调整后，市场或难以回到此前的单边行情，再平衡的需求增加。不过单从 8 月来说，考虑到前期红利资产已经历一个多月的修复，科技板块酝酿反弹，红利资产短期进一步上行空间可能受限。

表 5: 创业板指调整的不同阶段红利资产表现对比

起始时间	2014/2/18	2014/7/4	2014/12/16	2015/6/5	2015/12/18	2019/4/8	2019/9/11	2020/2/25	2020/7/13	2021/2/18	2021/8/4	2021/12/14	2022/7/8
截止时间	2014/5/16	2014/7/24	2015/1/5	2015/9/2	2016/1/28	2019/6/6	2019/10/9	2020/3/24	2020/9/10	2021/3/15	2021/9/29	2022/4/26	2022/10/28
创业板指	-21.31	-10.59	-11.63	-52.96	-32.77	-20.32	-5.96	-17.10	-10.63	-22.55	-8.69	-38.50	-21.03
中证1000	-12.61	-2.43	-9.14	-50.17	-33.51	-19.64	-5.87	-13.53	-7.22	-1.99	-1.50	-34.04	-11.39
沪深300	-7.17	2.61	13.19	-35.04	-24.02	-12.25	-2.93	-12.29	-3.60	-13.30	-2.04	-25.57	-20.30
中证红利	-7.05	2.48	9.60	-37.61	-23.97	-14.30	-2.70	-9.20	-0.65	5.97	7.35	-6.85	-8.90
万得微盘	0.34	1.48	-7.99	-37.16	-27.31	-11.69	-2.92	-2.15	7.51	13.81	1.94	-11.00	4.29
银行	-1.03	0.30	26.99	-18.57	-13.66	-6.07	2.30	-8.84	-5.10	-0.54	3.94	-6.69	-17.41
保险 II	-1.67	7.19	32.71	-31.91	-19.89	-5.27	-2.05	-15.03	-5.50	6.48	-6.30	-16.73	-18.60
公用事业	-8.86	1.36	6.50	-33.81	-30.34	-13.61	-3.85	-4.52	0.57	12.98	25.67	-20.94	-11.84
铁路公路	-5.87	4.33	1.58	-39.34	-29.07	-10.72	-3.25	-7.32	-5.81	7.97	4.81	-4.23	-5.39
煤炭	-7.09	3.74	14.80	-44.68	-17.54	-15.29	-4.85	-10.31	-2.39	14.17	33.95	6.71	-6.64
石油石化	-7.61	-0.38	8.80	-40.05	-24.78	-17.49	-4.05	-11.08	2.66	-9.49	8.72	-19.98	-7.94

资料来源: Wind、招商证券

二、大类资产表现复盘与大事前瞻

1、大类资产表现

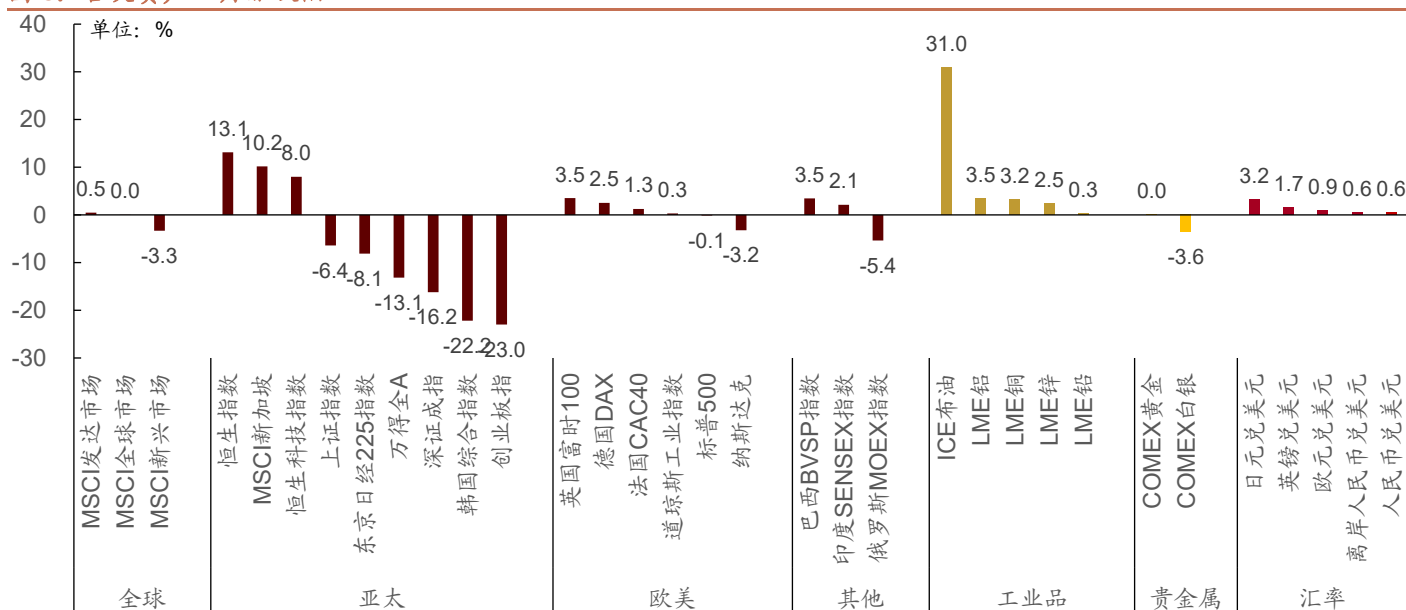
股票市场：全球股市涨少跌多，A股跌幅居前，港股逆势上涨。A股7月大幅调整，跌幅集中于7月下旬，创业板指单月跌幅创历史纪录。前期涨幅较高的科技成长风格回撤最深，核心压制因素为美联储鹰派议息推升美债长端利率、韩国股市暴跌引发外围风险偏好收缩，以及前期融资盘拥挤后的踩踏出清。月末证监会、央国企及上市公司密集增持回购分红，政策底信号明确，叠加超跌反弹需求释放，市场止跌回升。美股7月高位震荡，AI财报验证与资本开支担忧反复交织，费城半导体指数一度较高点回撤逾20%；月末议息落地后市场对9月加息的极端定价回摆，美股企稳。港股前期大跌后7月成为避险资金流入首选，恒生指数与恒生科技逆势上涨。

外汇：美元指数冲高回落。7月中上旬，美伊冲突升级叠加美联储官员鹰派表态推升加息预期，美元指数重返101上方；月末美国6月PCE通胀降温、二季度GDP增速低于预期，叠加议息落地与日本干预传闻，美元快速跌破100关口，全月由月初101.4附近回落至99.9，跌幅约1.2%。非美货币普遍走强，人民币汇率保持坚挺、稳中有升。

大宗商品：原油冲高回落，贵金属震荡走弱。美伊军事对峙升级一度推升布伦特原油突破90美元/桶；月末双方重启谈判，油价大幅回落。贵金属受美元先强后弱，白银及铜等工业金属同步承压。

债市：美债收益率明显上行，中债窄幅震荡，中美利差走阔。通胀黏性与美联储鹰派预期推动10年期美债收益率升至4.68%附近的年内高位，30年期突破5.2%创2007年以来新高，收益率曲线陡峭化。国内资金面均衡偏松，央行收短放长，10年期国债收益率围绕1.7%窄幅波动。中美利差走阔，但人民币汇率保持稳定。

图 8：各类资产 7 月涨跌幅



资料来源：Wind，招商证券（2026/7/1-2026/7/31）

2、A股复盘：震荡上行，重回科技

整体走势来看，7月市场呈现“先快速去拥挤、后低位修复与政策博弈”的特征，核心矛盾是极致成长交易瓦解与风格再平衡，可以分为两个阶段：

第一阶段（7/1-7/24）：科技拥挤交易集中出清，资金由成长向防御切换。6月大幅上涨后，AI算力、光模块、存储、半导体材料、PCB及玻纤等方向进入估值与筹码双重消化期。首先是海外meta出售算力，AI叙事出现逆转。国内则出现了拥挤度过高的情况，二季报持仓数据显示，主动权益基金对电子和通信的持仓合计达到60.2%；在海外科技估值波动、国内中报验证和杠杆资金降仓共同作用下，科技龙头与高弹性中小盘连续回撤。与此同时，资金转向银行、煤炭、石油石化、食品饮料和医药等低估值、低拥挤方向。



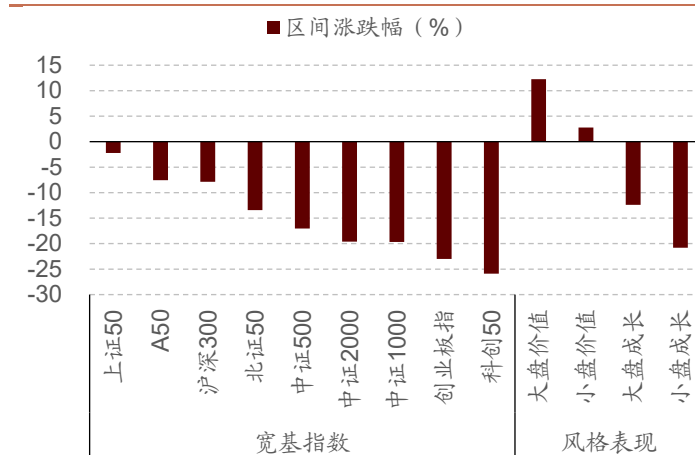
第二阶段（7/27-7/31）：政策与海外财报催化超跌修复，但未扭转全月风格。7月30日中央政治局会议提出加大逆周期调节力度、加力扩大内需，并部署深化资本市场投融资综合改革，稳定了政策预期。月底微软、亚马逊等海外云厂商财报验证AI商业化和资本开支韧性，AI应用与部分硬件方向出现脉冲式反弹。与此同时，ETF持续净流入，对指数形成一定支撑。

图 9：A 股 7 月复盘



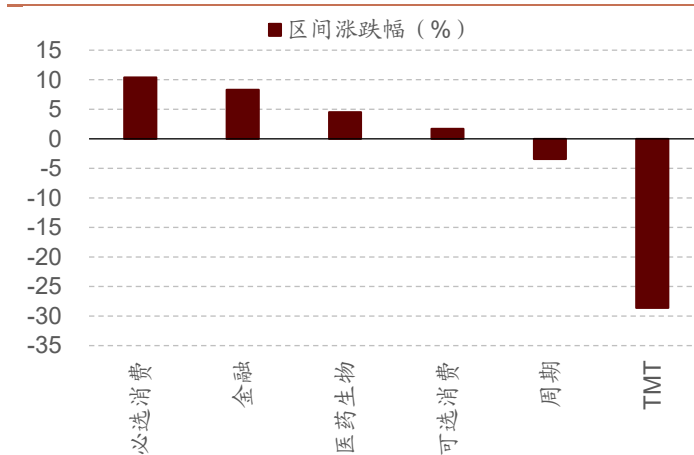
资料来源：Wind，招商证券（2026/7/1-2026/7/31）

图 10：风格：大盘价值>小盘价值>大盘成长>小盘成长



资料来源：Wind，招商证券（2026/7/1-2026/7/31）

图 11：大类行业：必选>金融>医药生物>可选>周期>TMT



资料来源：Wind，招商证券（2026/7/1-2026/7/31）

三、流动性与资金供需

表 6：2026 年 7 月流动性概览

海外流动性概览		2026-07	2026-06	变化
美元指数		99.78	101.19	-1.40
十年期美债收益率(%)		4.75	4.44	+31bp
十年期美债实际收益率(%)		2.47	2.20	+27bp
宏观流动性概览		2026-07	2026-06	变化
逆回购净投放(亿元)		-2495	11826	↓
国库现金定存(亿元)		300	0	↑
降准投放(亿元)		0	0	↓
MLF净投放(亿元)		1000	2000	↓
买断式逆回购净投放(亿元)		7000	-3000	↑
国债净买入(亿元)		0	100	↓
7天逆回购利率(%)		1.40	1.40	→
DR007(%)		1.45	1.46	-1bp
R007(%)		1.46	1.53	-6bp
十年期国债收益率(%)		1.71	1.73	-2bp
微观流动性影响因素(亿元)		2026-07	2026-06	变化
资金供给	偏股类公募基金发行	305	386	↓
	ETF净流入规模	4778	-1414	↑
	融资净买入	-4080	1061	↓
	股票回购	217	163	↑
资金需求	重要股东净减持	233	381	↓
	IPO融资	810	375	↑
	限售解禁	5105	3394	↑
	定增上市规模	300	911	↓
二级市场资金净流入(可跟踪资金估算)		-340	-1634	↑

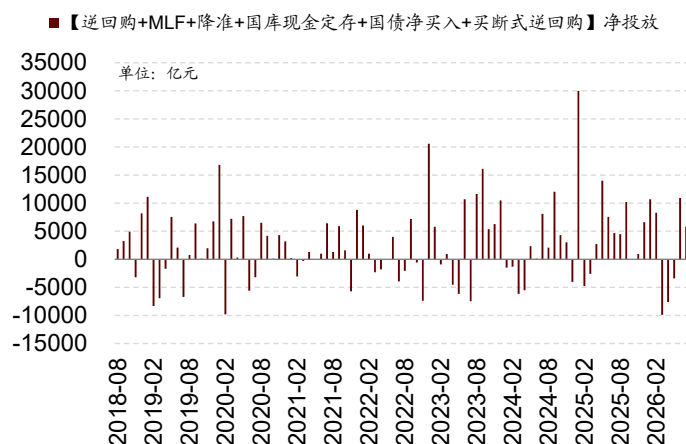
资料来源：Wind，招商证券

1、国内政策与宏观流动性

■ 国内流动性：8 月资金面有望保持平稳

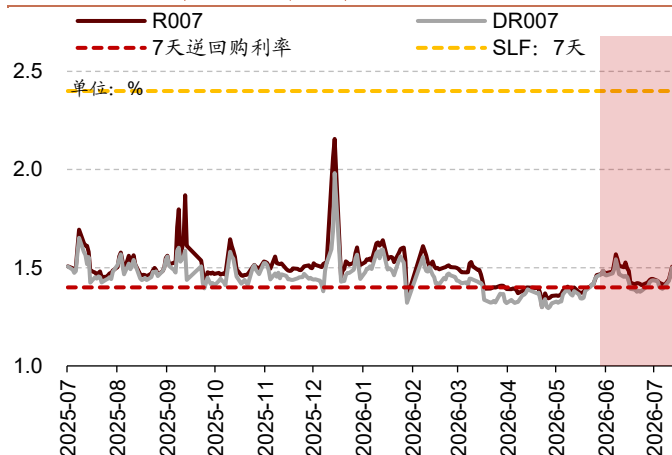
2026 年 7 月资金面整体呈现“央行前置呵护、流动性充裕、利率围绕政策利率窄幅运行”的特征——央行通过 MLF 加量续作（净投放 1000 亿）、3 个月和 6 个月期买断式逆回购（分别净投放 2000 亿、5000 亿）合计实现中期流动性净投放约 8000 亿元，并于 7 月 29—31 日及 8 月 3 日开展合计 2.1 万亿元隔夜逆回购提前锁定跨月供给；全月 DR001 均值约 1.38%、DR007 均值约 1.41%，税期短暂扰动后迅速平复，跨月在央行精细化对冲下平稳收官，资金利率中枢稳定在 OMO 利率（1.4%）附近，为政府债发行及债市运行提供了合意环境。展望 8 月，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，预计将通过 7 天逆回购灵活续作、MLF 及买断式逆回购等工具平滑缺口，DR007 中枢大概率继续围绕 OMO 利率窄幅波动。

图 12: 7 月央行公开市场净投放



资料来源：Wind、招商证券

图 13: 7 月利率围绕政策利率窄幅运行

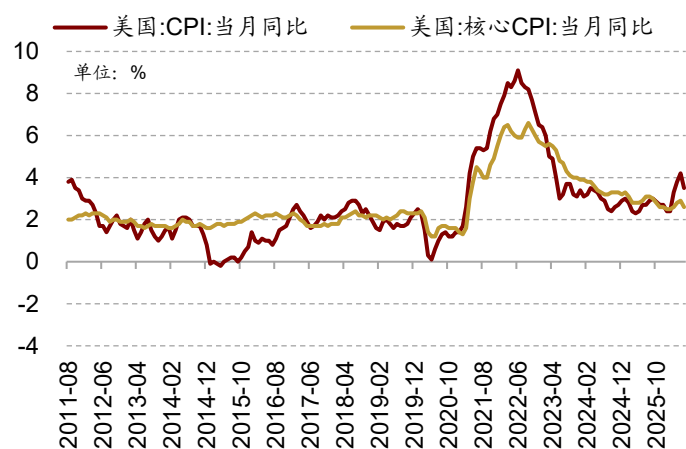


资料来源：Wind、招商证券

■ 外部流动性：美联储 9 月加息预期回落

2026 年 7 月美联储 FOMC 会议以 9:3 投票维持联邦基金利率 3.50%—3.75% 不变，三名票委主张加息 25bp 释放鹰派信号，但主席沃什强调长端美债收益率上行已部分替代政策紧缩、淡化即刻加息紧迫性，会后市场呈现短端宽松、长端定价再通胀的分裂——CME FedWatch 显示 9 月加息概率从会前约 80% 回落至 67%。市场对年内是否加息仍持观望，后续路径将高度依赖 7—8 月通胀与就业数据验证。

图 14: 美国 6 月 CPI 及核心 CPI 大幅弱于市场预期



资料来源：Wind、招商证券

图 15: 市场预期美联储 9 月加息概率为 67%

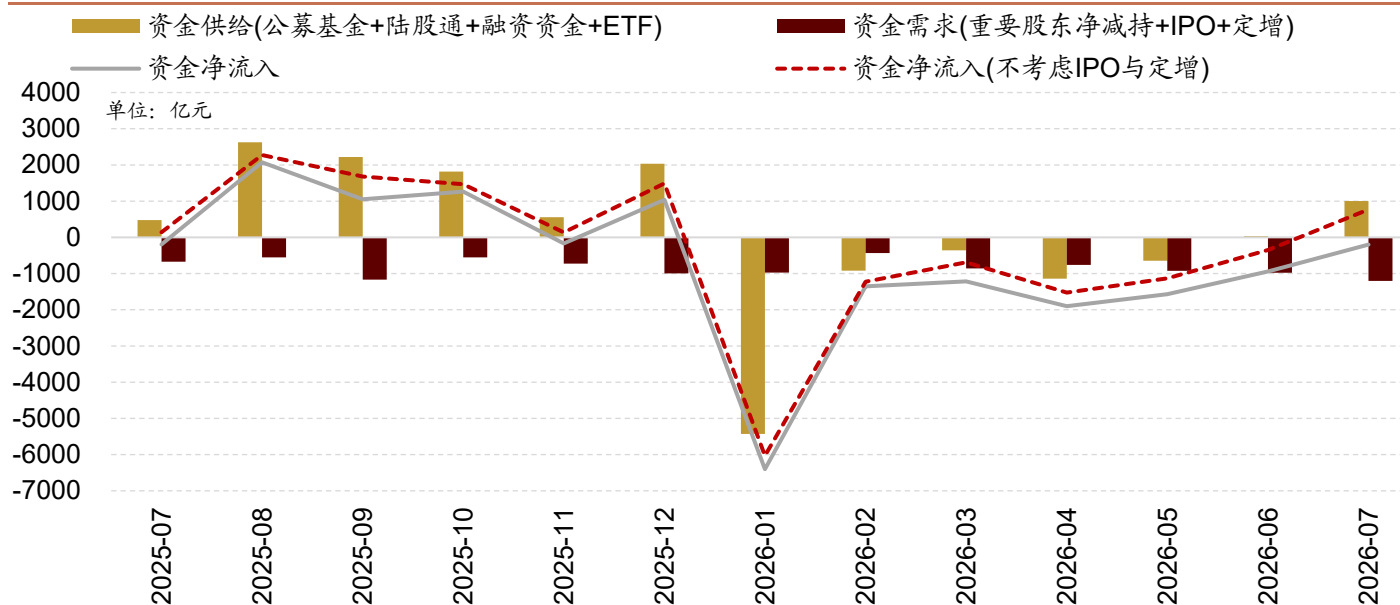
加息幅度与概率	降息 50bp	降息 25bp	不变	加息 25bp
2026/9/16	0.00%	0.00%	33.00%	67.00%
2026/10/28	0.00%	22.80%	56.50%	20.80%
2026/12/9	0.00%	12.10%	40.70%	37.50%
2027/1/27	0.00%	9.10%	33.50%	38.30%
2027/3/17	6.20%	25.90%	36.80%	23.40%
2027/4/28	5.40%	23.40%	35.40%	25.10%

资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/1）

2、股市资金供需

7 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 6 月回落；融资资金风险偏好回落，由前期的连续 3 个月净流入后转为大幅净流出；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模扩大，再融资规模回落，资金需求规模保持平稳。7 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。

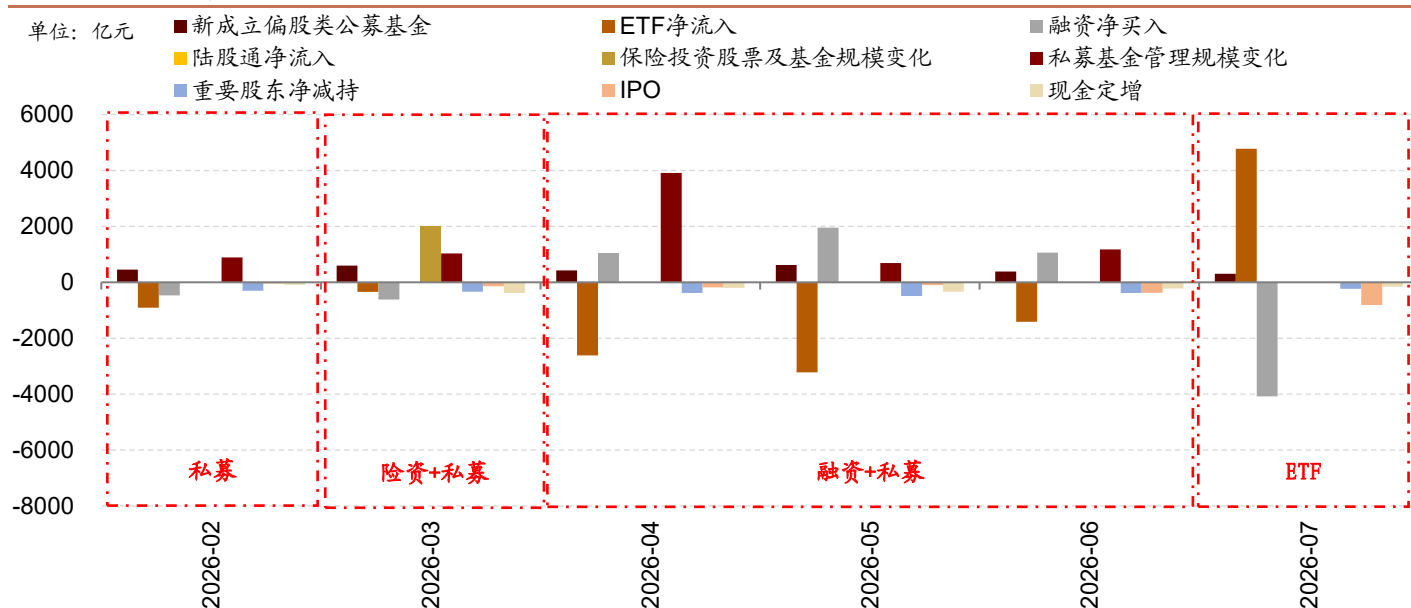
图 16: A 股月度资金供需与主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券

注：公募基金更新至 2026/7、融资资金更新至 2026/7/30；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q1；私募基金数据更新至 2026/6；

图 17: A 股主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券

注：公募基金更新至 2026/7、融资资金更新至 2026/7/30；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q1；私募基金数据更新至 2026/6；

表 7：7 月各类资金行业流向

当月各类资金净买入额（亿元）					最近四周各类资金行业流向走势			
行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)	行业	融资资金	ETF	重要股东增减持
电子	-1492.70	2244.31	-82.92	668.69	农林牧渔			
非银金融	-93.86	229.05	-1.42	133.77	基础化工			
医药生物	-100.49	167.58	-19.51	47.58	钢铁			
国防军工	-97.79	134.75	-10.51	26.45	有色金属			
公用事业	-48.94	68.85	0.09	20.00	电子			
石油石化	-11.46	24.92	4.64	18.09	家用电器			
传媒	-37.85	57.61	-2.06	17.71	食品饮料			
煤炭	-9.06	22.22	0.20	13.36	纺织服饰			
家用电器	-42.09	52.53	-1.69	8.76	轻工制造			
农林牧渔	-11.27	21.16	-3.28	6.61	医药生物			
钢铁	-10.71	12.60	1.22	3.12	公用事业			
美容护理	-0.10	2.67	0.00	2.57	交通运输			
环保	-18.63	14.54	3.42	-0.67	房地产			
纺织服饰	-8.44	8.32	-1.29	-1.41	商贸零售			
社会服务	-11.25	7.04	1.00	-3.21	社会服务			
商贸零售	-17.96	13.48	0.79	-3.69	综合			
综合	-6.85	2.41	-0.45	-4.89	建筑材料			
轻工制造	-9.01	6.85	-4.38	-6.54	建筑装饰			
食品饮料	-56.49	48.84	-0.32	-7.97	电力设备			
电力设备	-357.08	356.82	-10.86	-11.13	国防军工			
交通运输	-46.49	37.55	-2.66	-11.61	计算机			
房地产	-24.55	13.48	-1.07	-12.13	传媒			
银行	-78.86	70.32	-3.87	-12.40	通信			
计算机	-163.69	150.79	-3.08	-15.98	银行			
建筑材料	-28.24	20.33	-22.25	-30.16	非银金融			
汽车	-114.77	87.55	-4.90	-32.12	汽车			
建筑装饰	-51.61	25.30	-16.03	-42.34	机械设备			
有色金属	-226.74	155.27	-9.14	-80.61	煤炭			
通信	-480.54	394.03	-11.23	-97.74	石油石化			
机械设备	-316.06	225.35	-22.43	-113.14	环保			
基础化工	-194.37	78.55	-8.96	-124.78	美容护理			
合计	-4167.94	4755.08	-232.95	354.18				

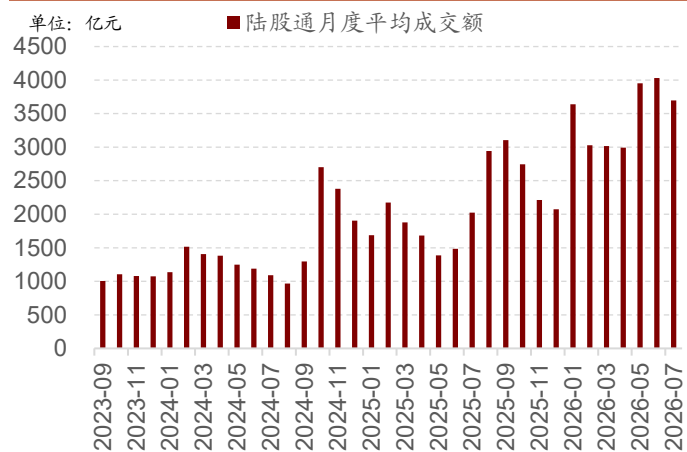
资料来源：Wind、招商证券

注：数据统计区间为 2026/7/1-2026/7/31，ETF 拆分所有股票型 ETF

■ 外资

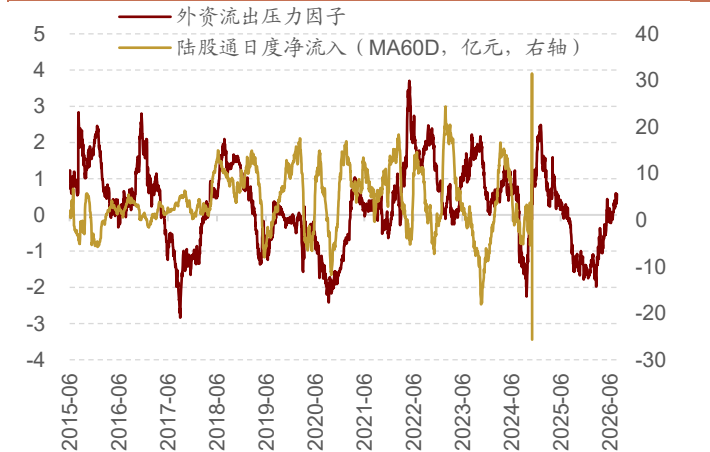
7 月初起美伊冲突持续升级，霍尔木兹海峡航运风险升温，油价重拾升势。与此同时，美联储理事沃勒等官员密集释放鹰派信号，叠加核心 PCE 同比 3.4% 且自 1 月起持续走高，市场对 7 月加息概率一度定价至接近 50%、9 月加息概率一度突破 82%，对政策敏感的 2 年期美债收益率升至 4.28% 的年内新高，利差与避险溢价共同推升美元指数站上 101，外资流出压力有所回升。在此背景下，7 月外资活跃度有所回落，陆股通日均成交额从 6 月前值的 4031 亿元大幅回落至 3698 亿元。

图 18：7 月北向资金日均成交额有所回落



资料来源：Wind、招商证券

图 19：7 月以来外资流出压力整体回升

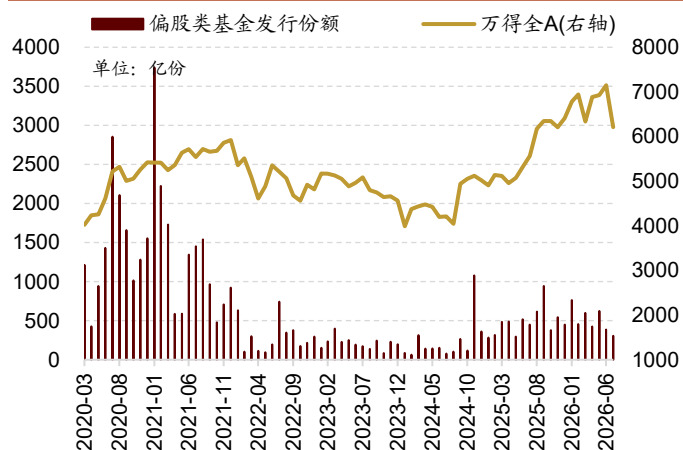


资料来源：Wind、招商证券

■ 基金发行与 ETF 申赎

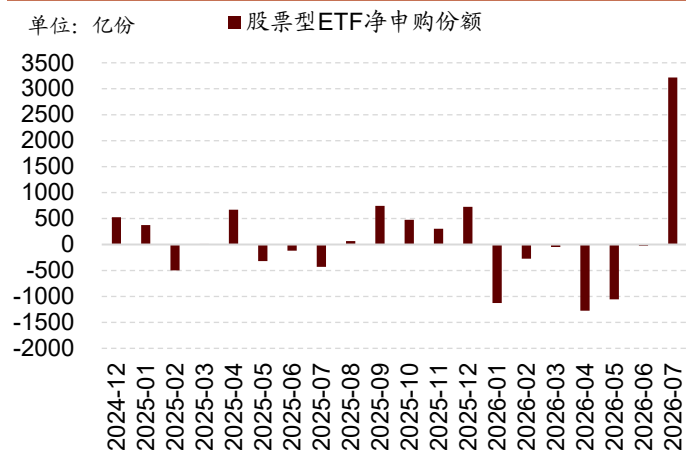
7 月偏股类公募基金发行规模有所回落，7 月主动与被动偏股基金发行份额 305 亿份，较 6 月前值 386 亿份回落。2026 年 6 月，股票型公募基金份额较 26 年 5 月末减少 676 亿份，混合型基金份额减少 422 亿份，二者合计减少 1099 亿份。考虑到当月新成立份额后，估算 6 月偏股类老基金净赎回 1773 亿份，净赎回比例为 2.87%。7 月 ETF 净申购 3217 亿份，对应净流入 4778 亿元。

图 20：7 月偏股基金发行份额回落



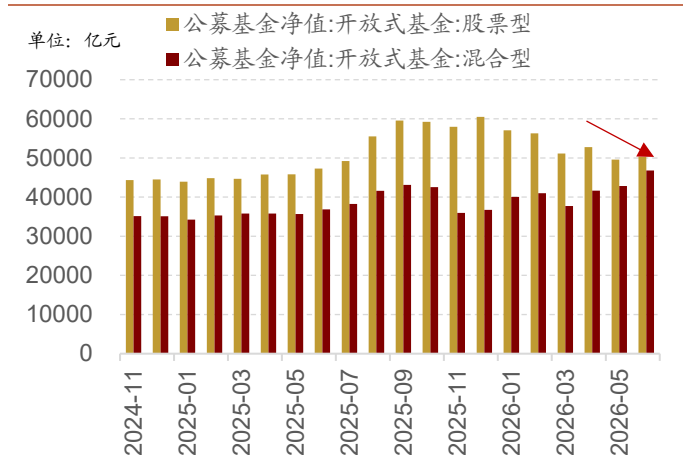
资料来源：Wind、招商证券

图 21：7 月股票型 ETF 转为净申购



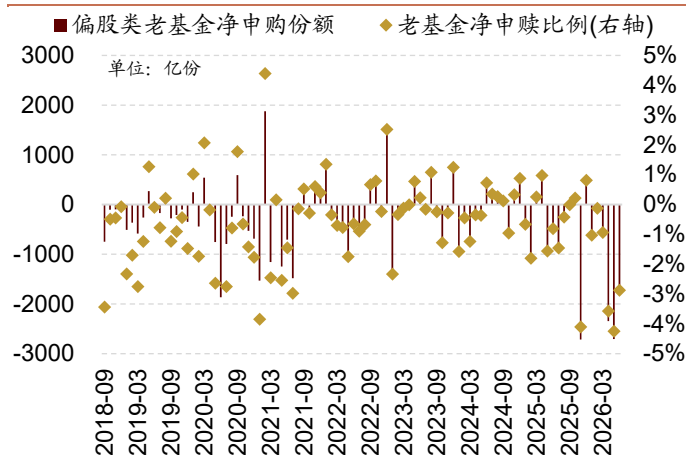
资料来源：Wind、招商证券

图 22：6 月偏股类公募基金总份额继续回落



资料来源：Wind、招商证券

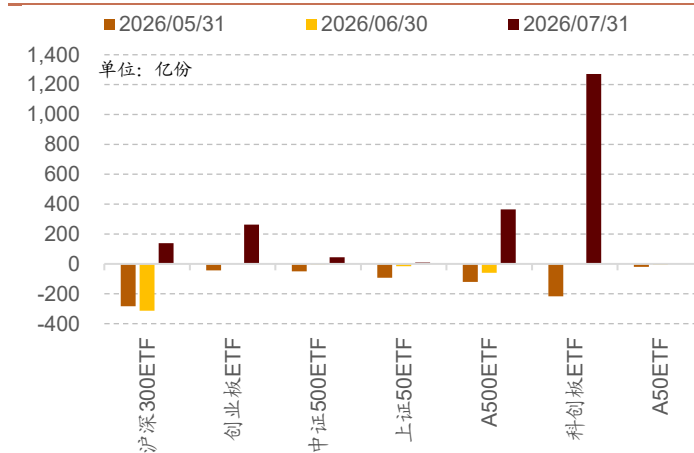
图 23：6 月偏股类老基金持续净赎回



资料来源：Wind、招商证券

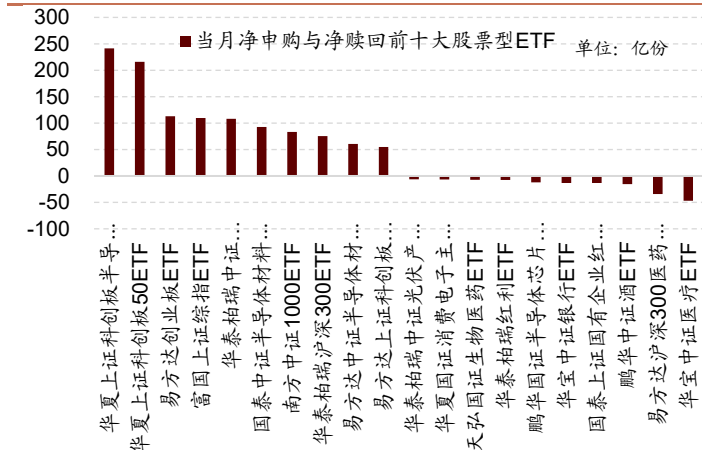
结构上，7 月科创板、创业板 ETF 净申购规模扩大，行业类 ETF 净申购规模靠前的主要为半导体 ETF，净赎回规模靠前的主要为医疗、酒、红利等宽基指数 ETF。

图 24：7 月双创 ETF 大幅净申购



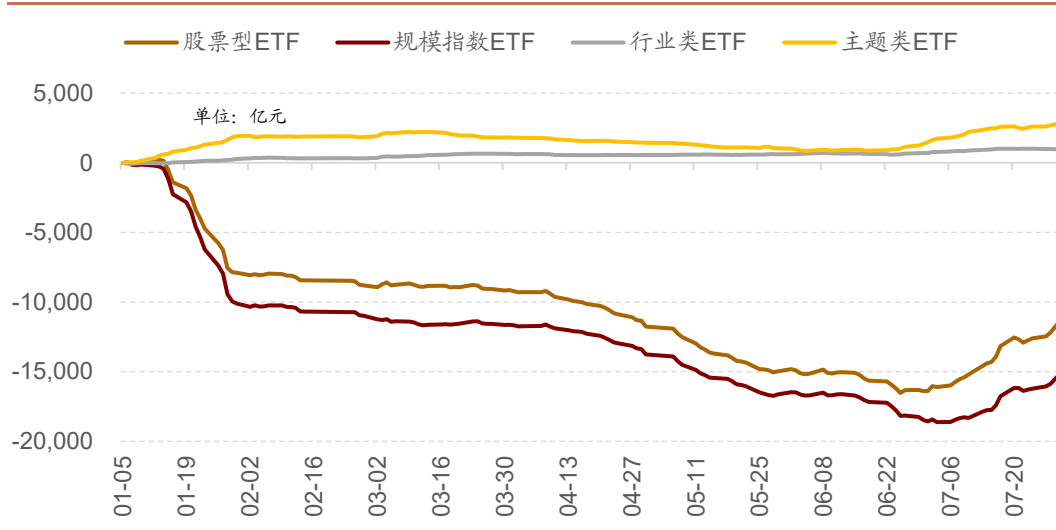
资料来源：Wind、招商证券

图 25：7 月净申购与净赎回份额最高的前十大 ETF



资料来源：Wind、招商证券

图 26：7 月各类 ETF 均为净流入

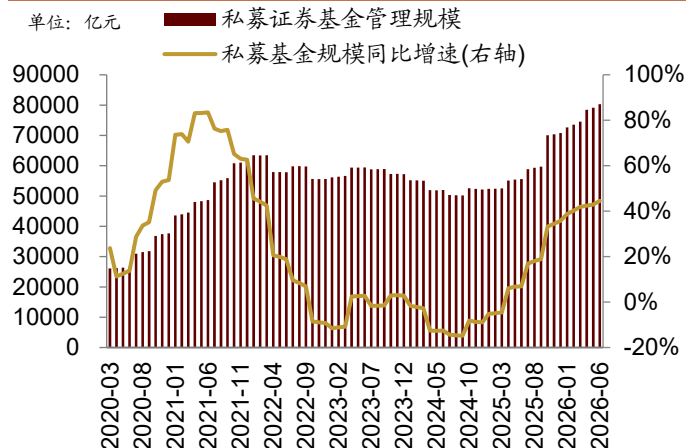


资料来源：Wind、招商证券

■ 私募基金

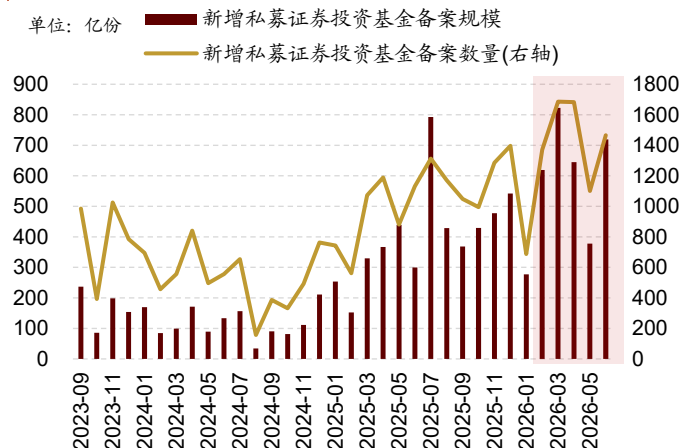
基金业协会最新数据显示，截至 2026 年 6 月，私募基金管理规模 8.03 万亿元，管理只数 8.31 万只，分别较 2026 年 5 月增加 1174 亿元和 347 只，6 月私募基金管理规模继续回升。此外 6 月新增私募证券投资基金备案规模 719 亿元，新增私募证券投资基金备案数量 1466 只，新增备案规模较 5 月前值再度回升。

图 27：6 月私募证券投资基金管理规模继续回升



资料来源：Wind、招商证券

图 28：6 月私募证券投资基金新增备案规模回升

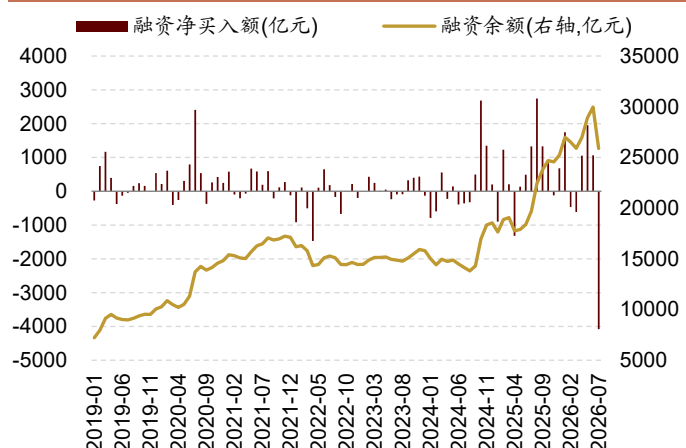


资料来源：Wind、招商证券

■ 融资资金

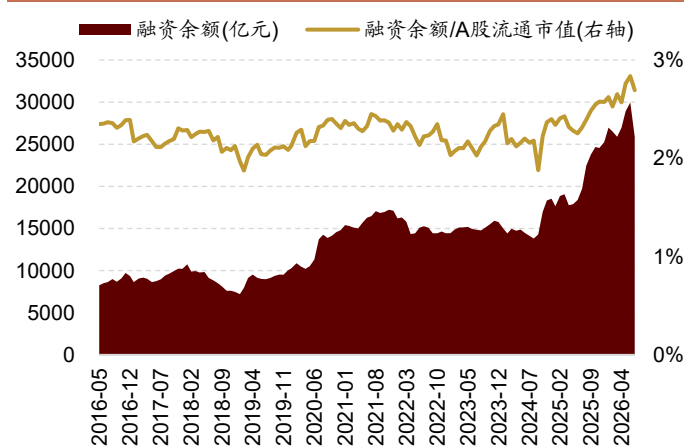
截至 2026 年 7 月 31 日，融资余额 2.59 万亿元，当月融资净流出规模由 6 月净流入 1061 亿元转为净流出 4080 亿元，结束了连续 3 个月净流入的态势，融资余额占 A 股流通市值的比例由 6 月前值 2.84% 降至 2.69%，处于 2010 年以来的 90.42% 分位。

图 29：7 月融资资金大幅净流出



资料来源：Wind、招商证券

图 30：7 月融资余额占 A 股流通市值比例回落

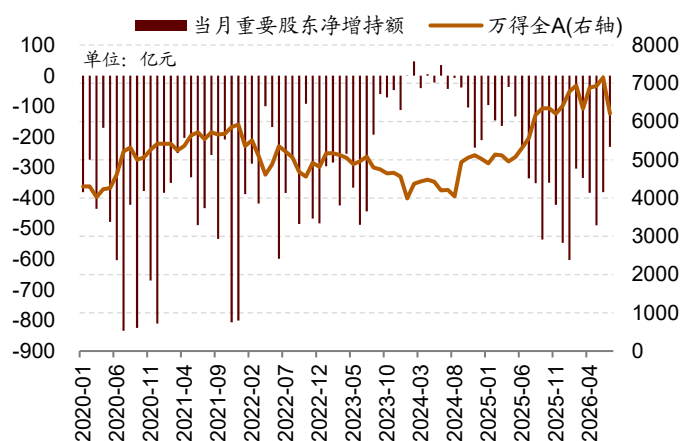


资料来源：Wind、招商证券

■ 限售解禁与股东增减持

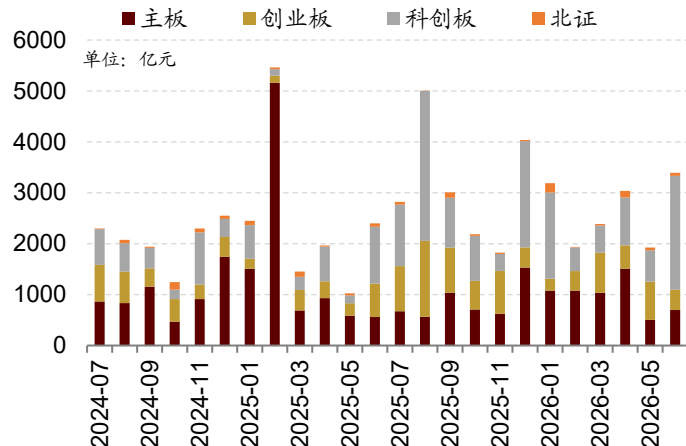
7 月重要股东增持 63 亿元，减持 296 亿元，净减持 233 亿元，净减持规模较 2026 年 6 月前值 381 亿元有所回落。按照截至 2026 年 7 月 31 日收盘价估算，2026 年 8 月解禁规模为 1116 亿元，解禁规模较 2026 年 7 月前值 5104 亿元有所回落，不同板块解禁规模来看，主板 464 亿元、创业板 367 亿元、科创板 234 亿元、北证 52 亿元。考虑到 2026 年 8 月解禁规模回落，2026 年 8 月重要股东二级市场净减持规模继续回落。

图 31：7 月重要股东净减持规模缩小



资料来源：Wind、招商证券

图 32：限售解禁规模板块分布

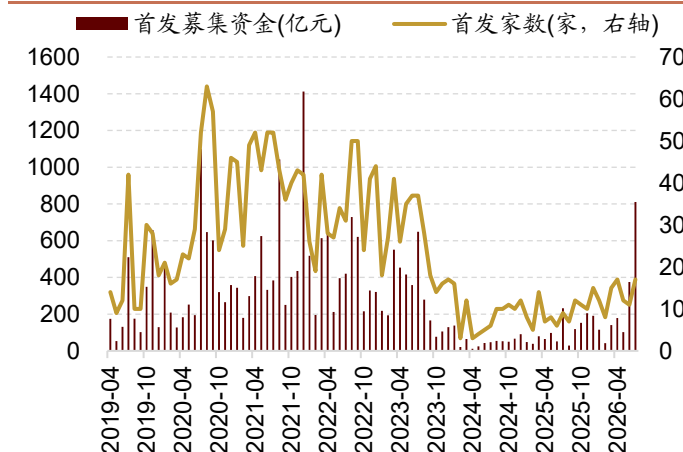


资料来源：Wind、招商证券

■ IPO 及再融资

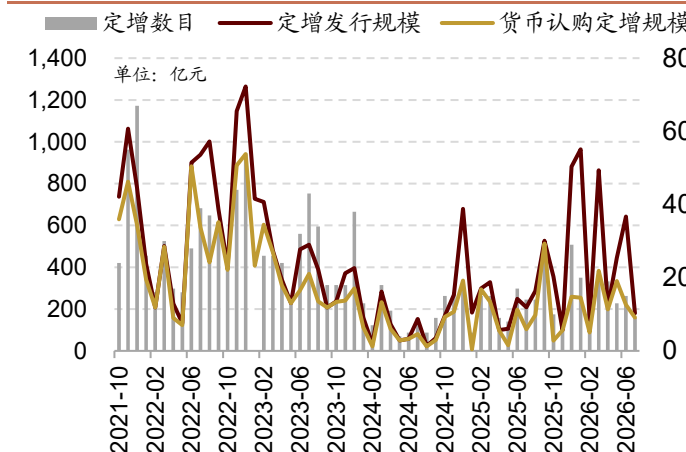
以发行日期为参考，2026 年 7 月有 17 家公司 IPO，合计募资规模 810 亿元，较 6 月前值 375 亿元回升。按发行日期统计，7 月货币认购定增募资规模 159 亿元，较 6 月前值 221 亿元回落。展望 2026 年 8 月，IPO 发行规模或有望保持平稳。

图 33：7 月 IPO 发行规模回升



资料来源：Wind、招商证券

图 34：7 月货币认购定增规模回落



资料来源：Wind、招商证券

3、小结

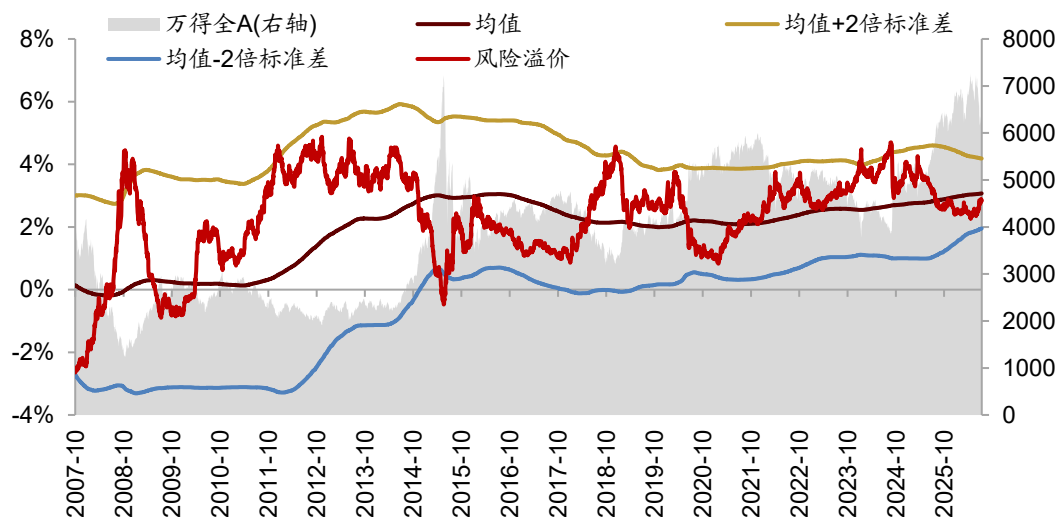
8 月增量资金供需有望净流入，ETF 有望继续成为主力增量资金。宏观流动性方面，7 月资金面整体呈现央行前置呵护、流动性充裕、利率围绕政策利率窄幅运行的特征，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，8 月资金面有望维持宽松。**外部流动性方面**，7 月美联储议息会议后沃什强调长端美债收益率上行已部分替代政策紧缩、淡化即刻加息紧迫性，9 月加息预期有所回落，后续路径将高度依赖 7-8 月通胀与就业数据验证。**股票市场资金供需方面**，7 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 6 月回落；融资资金风险偏好回落，由前期的连续 3 个月净流入后转为大幅净流出；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模扩大，再融资规模回落，资金需求规模保持平稳。7 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。

四、市场情绪与偏好

1、市场风险偏好

上半年演绎到极致的 K 型分化，在 7 月出现了回摆。前期涨幅较多的科技方向，在海外去杠杆的影响下出现了显著回调，科创 50、科技龙头与创业板指领跌，分别下跌 25.9%、25.4%、23.0%；而价值与消费则受益于资金切换，消费龙头、大盘价值领涨，分别上涨 12.3%、12.2%。风格上表现为成长方向迅速调整，红利防御板块及消费板块阶段性占优。

图 35：7 月万得全 A 股权风险溢价整体回升

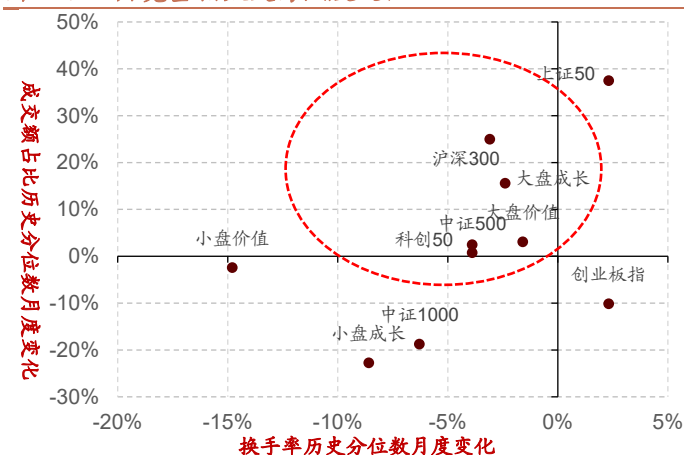


资料来源：Wind，招商证券

2、宽基指数和风格交易集中度

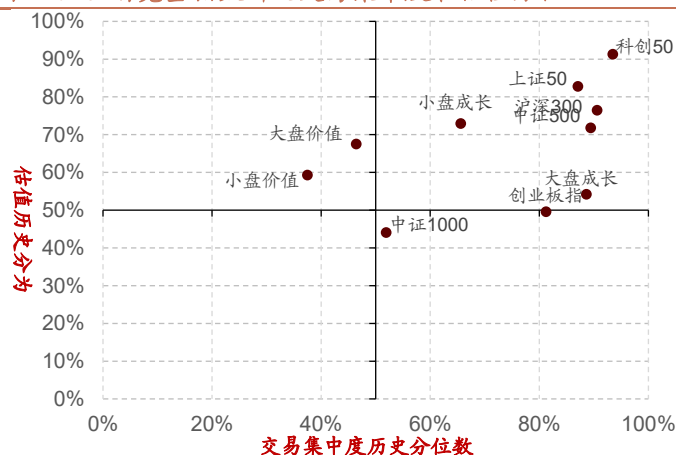
7 月多数宽基指数成交额占比和换手率有所回落。风格上，大盘价值风格为 7 月份相对占优的风格，中证 1000、小盘价值交易集中度目前相对偏低。

图 36：7 月宽基指数交易热度变化



资料来源：Wind、招商证券（截至 2026/7/31）

图 37：当前宽基指数所处交易集中度和估值分位



资料来源：Wind、招商证券（截至 2026/7/31）

3、行业交易集中度与资金偏好

行业层面，上涨的行业主要围绕两条主线：中东冲突再起带来的油价中枢上移（煤炭、石油），风格切换与阶段性避险（银行、食品饮料、农林牧渔）。而通信、电子等科技方向则在极致的拥挤度与阶段性叙事逆风的影响下大跌。

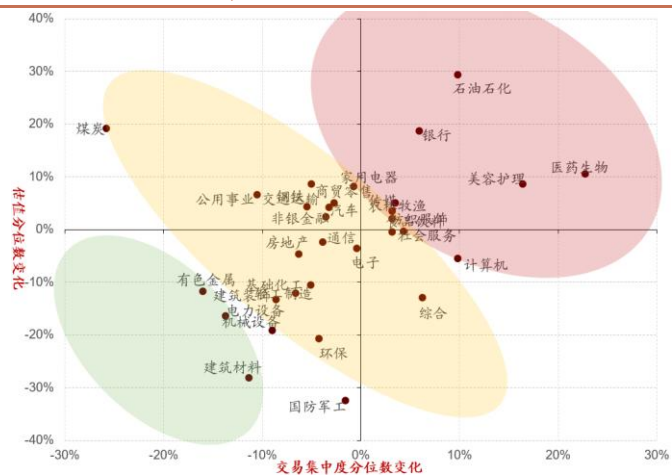
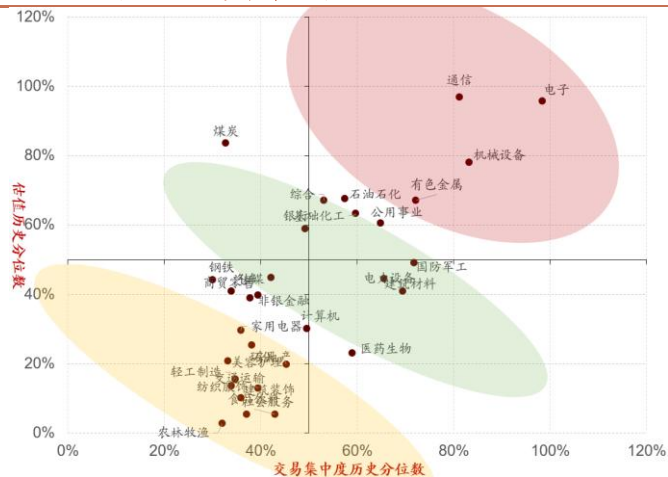


图 39: 当前行业交易集中度和估值分位



20

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。