下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 08 月 09 日

大跌之后：总会有些变化

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

本周上证指数涨 2.81%，沪深 300 涨 2.32%，创业板指涨 6.55%，恒生指数跌 0.84%。成长风格表现强于价值风格，小盘股涨幅居前，本周全 A 日均交易额 23938 亿，环比上周有所上升。在过去一段时间，我们强调在新老经济 K 型分化没有收敛之前，市场处于“无科技不成牛”状态，除股息外其他低位板块较难系统性承接科技外溢资金，对应 7 月至今煤炭石化等高股息板块领涨。目前看，一方面我们在 6 月下旬提示阶段性过热而形成的高切低获得验证，随着 A 股高切低指数迅速回落接近区间下沿 30%，科技板块逐渐止跌回稳，本轮 6 月下旬开启的再均衡行情已临近尾声；另一方面，对于本轮 AI 科技浪潮更倾向于是 M 顶，从"杀情绪、杀估值、杀逻辑"三杀框架看，“杀情绪”和“杀估值”已经明确，但“杀逻辑”依然是无法确认的。事实上，当前市场有相当多人认为机构本轮 AI 科技持仓（6-7 成）显著超越历史茅宁抱团水平，结合在交易层面已经明确破位，“AI 科技抱团”正在瓦解，类比 2021 年春节后“茅指数”和 2021 年底“宁组合”式产业浪潮最终结束的 M 顶一顶已经明确。根据日常模拟跟踪主动偏股公募基金持仓看，7 月下旬至今涨跌幅误差在上涨时转正下跌时转负，对应基金实际仓位比估算更低，这意味着机构在 AI 暴露出现明显下降。在交流过程中，我们客观承认市场对 AI"烧钱换增长"的态度已从过去三年无条件支持转为审慎追问回报，但目前巨大争议在宏观上时有反复或在产业上以偏概全，更多界定为股价到高位后天然对利空信息比较敏感，仍无法明确其与产业逻辑的最终受损相关，结合一顶模糊且有效地对应龙头单季度盈利最高位置且偏离度一般不会超过一个季度，直到目前我们对一顶明确仍有所保留。

同时，我们反复强调 A 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。基于 2016 年 4 月至 2026 年 7 月共十一轮高切低样本进行观察，可以看到 1、低位补涨式高切低后前后主线一致性较强，高低普跌式高切低前后主线一致性较弱。前者例如去年 Q3 双创板块暴涨后 Q4 进入 HALO 资产低位补涨，同期双创板块作极为有韧性的高位波动，直到今年 4 月再次开启暴涨；后者例如今年 3 月美伊冲突导致市场高低普跌，高切低之后可以看到黄金持续走弱，而 AI 硬件供需缺口作为“新宁组合”崛起；2、相邻两轮主线显著不一样是常态，约 70%-80%概率下是主线大换血，20%-30%概率是仍然是同主线，决定主线切不切的不是涨幅大小，而是旧主线产业景气能否跨期验证，即便前后是同主线，核心品种也发生一些变化。1、全样本中仅有新能源（2020-2021）与 AI（2024-2026）两段构成系统性延续。当产业趋势可被反复验证时，中途所有下跌都不构成主线切换，而只是内部再平衡或外部冲击导致的节奏中断，行情虽会被利率、关税、地缘等叙事打断，但最终仍回归景气方向。例如 2021 年春节后美债利率上行虽瓦解白酒抱团，新能源却在前后两段均居涨幅第一，抱团对象仅由“白酒+新能源”收敛为“新能源”。又例如本轮 AI 主线中 2025 年 4 月对等关税导致 AI 应用+机器人集体暴跌后，但资金并未离开 AI，前后关键变化是沿产业链由应用迁徙至景气验证度更高的算力硬件。

2、在科技产业定价中，这种变化多体现为或在核心龙头还是二三线品种切换（根据“大-小-大-小（强阿尔法）”规律），或在产业链上中下游间切换（根据科技产业投资四阶段逻辑），或在海外映射和国产替代，在硬件和软件以及在涨价和量增（根据产业实时催化）间切换。以 2020-2022 年新能源产业链大-小-大-小四阶段为例，2020 年新能源趋势从宁德开始→2021 年 10 月之前抱团扩散到锂电产业链和汽车零部件→10 月之后过热阶段宁德时代带着二三线品种冲顶→2022 年 M 顶一顶到二顶之间转入以德方纳米天齐锂业等量价齐升二三线强阿尔法品种。

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，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，这点是需要重点提示的。在此，我们依然想着重强调的是：所谓“将军不下马”，即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”（国内严监管与海外步入激进加息周期）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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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：7 月出口增速仍然强劲，但制造业分化持续加剧 20
3. 外部因素：美国制造业改善但就业降温，全球政策风险扰动市场预期 24
3.1. 特朗普推动罢免美联储理事，联储独立性成为市场关注焦点 24
3.2. 美国 7 月 ISM PMI 延续扩张，制造业生产明显加速但服务业就业承压 24
3.3. 美国 7 月非农新增就业大幅走弱，美联储政策转向压力增加 26

图表目录

图 1. 本周美股普涨、港股涨跌不一（%） 5
图 2. 本周高市净率指数占优 5
图 3. 主要指数涨跌幅一览 6
图 4. 本周涨幅居前的细分板块 6
图 5. 本周万得全 A 日均成交额有所上涨 6
图 6. 南向资金年初以来流入速度小幅增加 7
图 7. 1 月以来南向资金流入方向 7
图 8. 1 月以来南向资金流出方向 7
图 9. 中证 1000、创业板获得大幅净流出 7
图 10. 股票型 ETF 在市场企稳后停止流入 8
图 11. 7 月份 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，同时股票型 ETF 在 7 月份也大规模流入 9
图 13. 融资余额下降至 2.58 万亿，逼近年内低点 9
图 14. 核心科技领域的融资资金已经接近出清 9
图 15. 主动偏股基金大概率在 7 月底到 8 月初才有明显降仓行为 10
图 16. A 股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部 11
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 12
图 18. A 股高切低主线切换逻辑图 12
图 19. AI 领域内部细分出现明显分化现象 13
图 20. 本轮科技反弹呈现“超跌反弹”特征，前期跌幅越深，本轮反弹越快 13
图 21. 四大 CSP 厂商财报重要信息汇总 14
图 22. 近期美股软件股走强，硬件内部出现明显分化你 15
图 23. 历次政治局会议对资本市场的表态梳理 15
图 24. 3m10s 利差收窄 16
图 25. 近一周中美利差收窄 16
图 26. 长端美债收益率收窄 16
图 27. 本周美元指数走弱 17
图 28. 本周黄金走强 18
图 29. 本周原油价格走弱（美元/桶） 18
图 30. 本周铜价上涨 19
图 31. 7 月制造业 PMI 及其各分项情况（%） 21
图 32. 7 月不同制造业企业规模 PMI（%） 21
图 33. 7 月非制造业 PMI 回升（%） 21
图 34. 7 月进出口同比变化 22
图 35. 7 月不同商品出口增速情况（%） 22
图 36. 7 月中国对全球主要经济体出口增速（%） 22

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37. 高频数据跟踪 23
图 38. 6 月主要宏观数据情况 23
图 39. 美国 7 月制造业 PMI 保持扩张区间 25
图 40. 美国 7 月 PMI 商业活动指数暴涨 25
图 41. 美国 7 月非农就业数据大幅降温 26
图 42. 美国 7 月失业率持平预期 27
图 43. 美国 7 月 ADP 就业数据不及预期 27
图 44. 美国 7 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比 28

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 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收涨，纳指累涨5.19%，标普累涨3.58%，道指累涨2.96%，其中标普500周五刷新收盘历史新高，道指亦于周中连续创出收盘历史新高。盘面上，原材料板块领涨，周涨幅达8.78%；信息技术上涨8.45%，工业上涨7.27%，非日常生活消费品上涨2.59%，医疗保健上涨2.43%，通讯业务上涨1.72%，金融上涨1.48%，日常消费品上涨0.14%。下跌板块方面，能源板块跌幅居前，周跌幅为3.26%；公用事业下跌0.89%，房地产下跌0.27%。总体来看，本周美股受非农数据意外疲软、加息预期降温以及霍尔木兹海峡风险溢价消退带动而整体走强；板块层面，AI财报季业绩兑现带动科技与半导体板块大涨，铜价上行及AI基建需求亦支撑原材料和工业板块表现，而能源板块则受油价大幅下跌拖累明显承压，公用事业和房地产小幅调整。

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、霍尔木兹海峡重开预期升温、伊阿协议总体框架明确，WTI原油全周累跌12.47%，油价回落压低通胀预期，美债收益率随之下行，成长股估值压力缓解，成为美股全周反弹的主引擎；但油价大跌同时压缩能源板块盈利预期，能源板块周跌3.26%、领跌美股。二、上半周ADP就业仅增4.4万人、创年内最低，但7月ISM服务业支付价格指数超预期升至70.3，同时就业分项降至47.4，呈现滞胀特征，叠加美联储理事库克、票委卡什卡利先后放鹰，市场反而一度担忧9月加息；周五非农意外减少2.3万人、前两月合计下修10.3万人，虽然失业率降至4.1%创逾一年新低，但市场仍将就业报告整体解读为劳动力市场降温，交易员迅速下调9月加息押注，10年期美债收益率全周下行约10个基点，美元指数跌至一个半月低位，利率压力缓解直接推升美股风险偏好，三大指数周五应声齐涨。三、AI财报季业绩分化主导结构性行情。SpaceX、Palantir财报大超预期，亚马逊、Meta绩后走强，强化AI盈利兑现信心；AMD、闪迪、西部数据指引不及预期，则一度引发AI资本开支回报疑虑、压制科技股短线表现。最终业绩兑现逻辑占优，费城半导体指数全周累涨超9%、英伟达一周涨超10%，科技板块成为纳指的核心拉动。

本周美股整体走强，背后是两条主线的共振：一方面，非农数据意外疲软令加息预期降温，叠加霍尔木兹海峡风险溢价消退，市场风险偏好明显改善；另一方面，AI财报季业绩兑现带动科技与半导体板块大涨，成为指数上行的主要拉动。后续来看，一是AI财报季的定价仍在延续，本周SpaceX、Palantir等超预期财报获得资金奖励，但AMD、闪迪、西部数据指引不及预期已引发抛售，市场对已披露财报的消化和对AI资本开支回报的质疑短期内难以消散，若后续指引转弱，科技板块波动将明显放大；二是霍尔木兹海峡协议尚未正式落地，谈判仍存反复，若海峡通行再度受阻，油价可能重新上行并推升通胀预期，对市场风险偏好形成压制；三是下周美国7月CPI与成屋销售数据将检验通胀回落成色，若核心通胀延续降温，加息预期将进一步弱化，反之9月加息风险将重新抬升。短期市场或以震荡为主，后续方向取决于通胀数据、AI业绩兑现持续性及地缘局势演变。

本周主要港股指数涨跌不一。恒生指数累跌0.84%，恒生科技累涨0.60%。盘面上，原材料业板块领涨，周涨幅达10.00%；医疗保健业上涨8.50%，资讯科技业上涨5.89%，工业上涨5.81%，非必需性消费上涨0.18%。下跌板块方面，金融业跌幅居前，周跌幅为3.83%；电讯业下跌2.98%，公用事业下跌2.91%，必需性消费下跌2.59%，能源业下跌2.34%，综合企业下跌1.32%，地产建筑业下跌0.40%。总体来看，本周港股原材料业、医疗保健业和资讯科技业表现强势，主要受铜价上行、创新药业绩爆发及AI大模型行情带动；金融业、电讯业、必需性消费及能源业则承压明显。

本周港股走势分化，核心驱动因素如下：一、市场传出境外保单收益将按20%征税，保险股承压，保诚、汇丰、渣打股价一度走低，金融业领跌恒指板块。二、中国7月服务业PMI扩张放缓，反映内需修复偏慢，必需性消费和综合企业承压；与此同时，市场风格向科技成长倾斜，资金从电讯、公用事业等防御板块流出，相关权重板块明显走弱。三、政策与AI产业

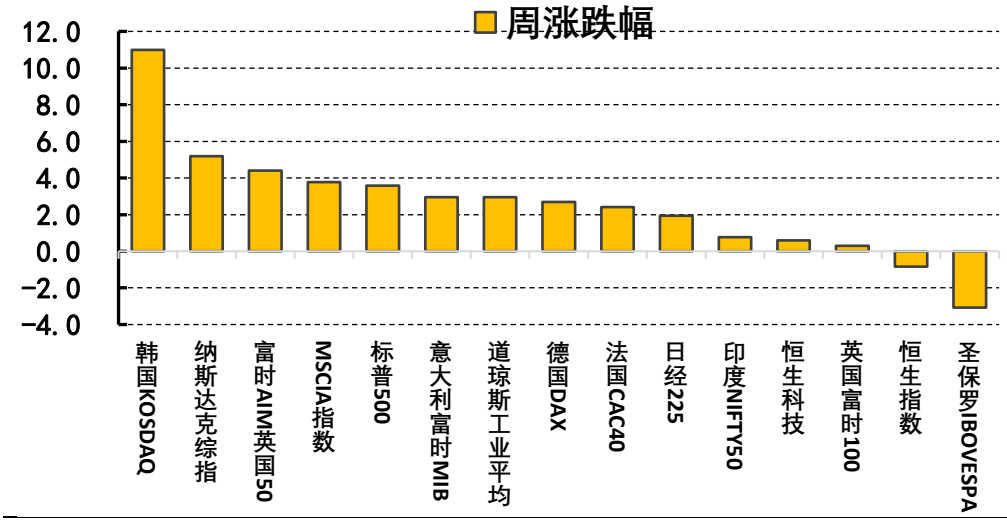
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

催化提供对冲。证监会主席吴清表态推进人民币股票交易柜台、REITs 纳入沪深港通并支持优质港股境内上市；阿里巴巴发布千问 3.8-MAX 带动阿里港股大涨，DeepSeek 单周调用量登顶全球第一并宣布涨价，AI 行情支撑资讯科技板块和恒生科技收涨。四、外需与结构性行情提供支撑。中国 7 月出口同比增 23.9%、进口同比增 27.5%，其中芯片出口同比大增 117%，外需韧性提振市场情绪；铜价全周上涨 2.09%，带动港股原材料业大涨 10.00%；药明康德上半年营收同比增 38.93%、净利同比增 29.43%，并全面上调全年指引，带动医疗保健业上涨 8.50%；而国际油价全周累跌逾 12%，拖累能源业下跌 2.34%。

本周恒指收跌 0.84%、恒生科技收涨 0.60%，恒指受金融、电讯等权重板块拖累，恒生科技则靠 AI 大模型行情支撑，两者明显分化。展望后市，支撑与压制因素并存。支撑方面，证监会推进人民币股票交易柜台、REITs 纳入沪深港通等政策若加快落地等，将改善港股流动性与制度环境；阿里、DeepSeek 等 AI 大模型产业催化仍在发酵，科技板块情绪有望延续。压制方面，下周美国 7 月 CPI 是关键变量，若核心通胀反弹，9 月加息担忧将重燃并压制港股估值；霍尔木兹协议落地存变数，油价反复可能扰动风险偏好；AI 资本开支回报疑虑与美联储独立性扰动短期难消，港股科网仍将跟随海外科技波动。整体看，港股预计维持高波动，方向取决于通胀数据、海峡协议进度及 AI 行情持续性。

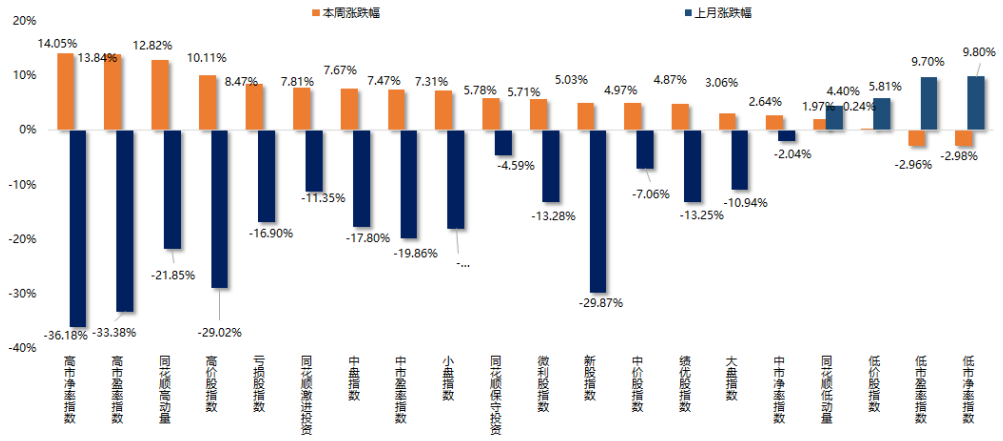
图1. 本周美股普涨、港股涨跌不一（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第一，本周上证指数涨 2.81%，沪深 300 涨 2.32%，中证 500 涨 6.49%，创业板指涨 6.55%，恒生指数跌 0.84%。成长风格表现强于价值风格，小盘股涨幅居前，行业方面 PET 铜箔和共封装光学(CPO)行业领涨。本周全 A 日均交易额 23938 亿，环比上周有所上升。

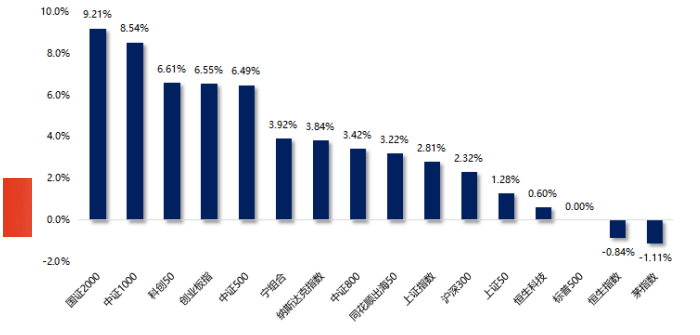
图2.本周高市净率指数占优



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

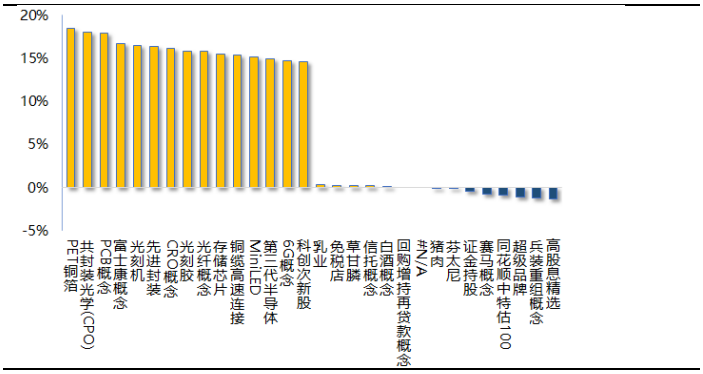
下载日志已记录，仅供内部参考

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 日均成交额有所上涨



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

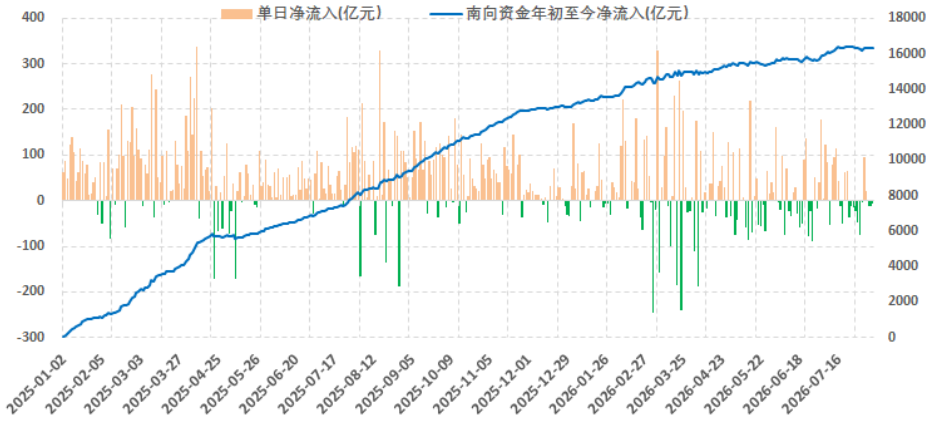
第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 8 月 7 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 16300 亿元，今年以来净流入达到 3301.76 亿元，上周净流入 86.30 亿元。从结构上看，1 月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米）、金融股（建设银行、中国银行）、半导体（中芯国际、建涛积层板、建滔集团）、油气开采（中国石油股份、中国海洋石油）等。从净流出方面来看，主要在集中在金融服务（香港交易所、中国平安、中国太保）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、长飞光纤光缆、洛阳钼业）、多品类销售（阿里巴巴-W）。而南向资金流入流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

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。

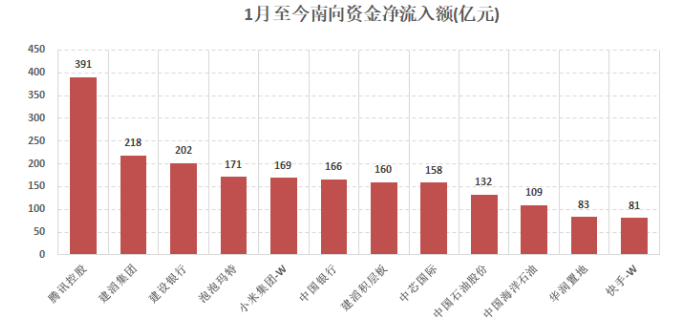
下载日志已记录，仅供内部参考

图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



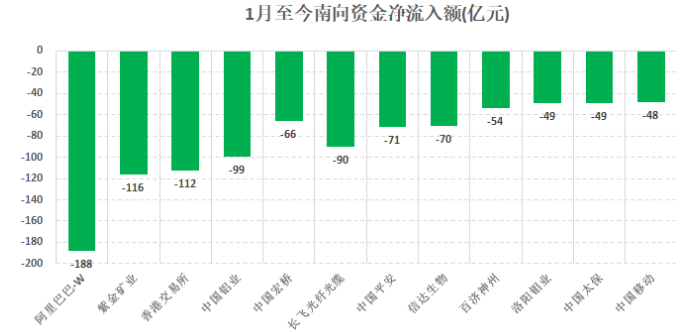
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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

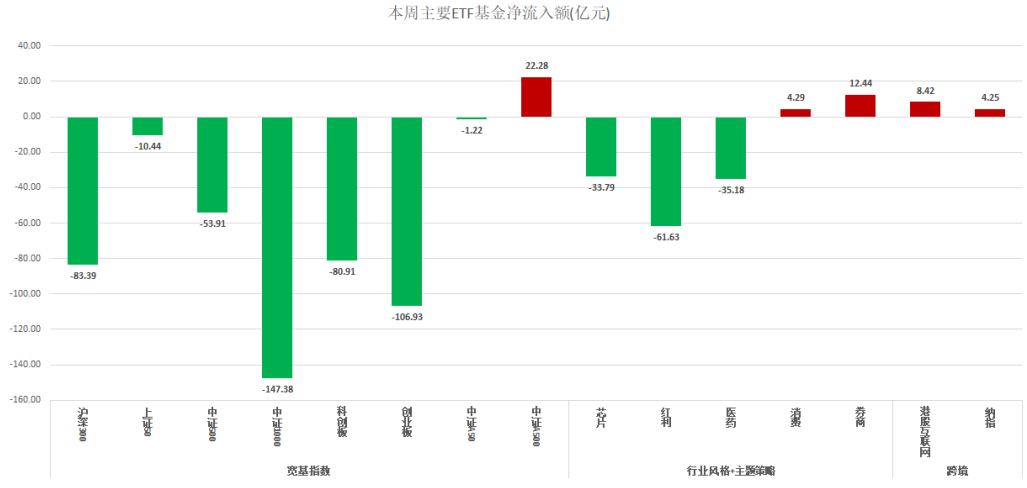
图8.1月以来南向资金流出方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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.中证 1000、创业板获得大幅净流出



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

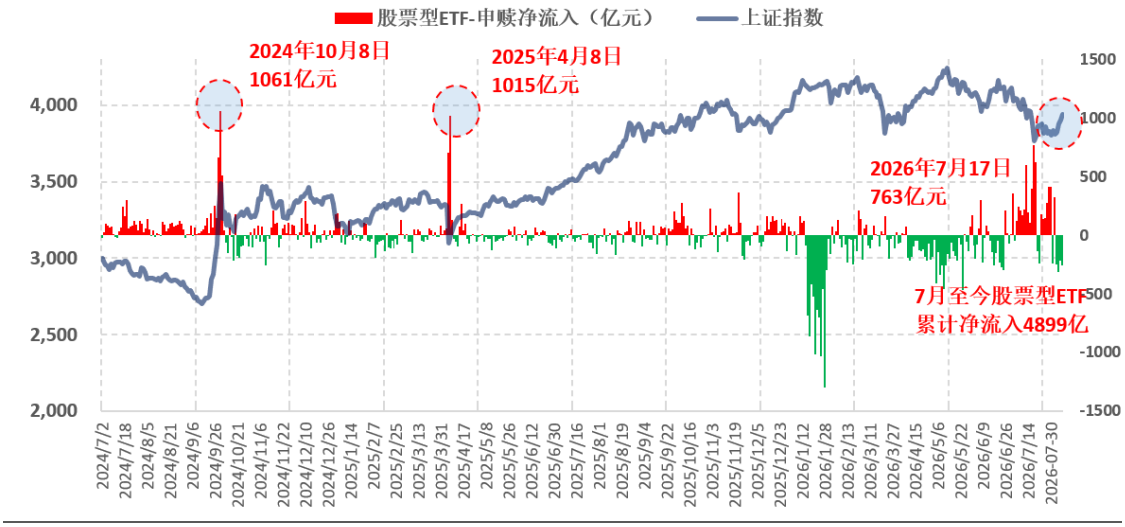
下载日志已记录，仅供内部参考

第三，进一步挖掘增量资金层面，值得注意的是 7 月以来大幅度净流入的股票型 ETF 资金以及大规模流出的融资资金，两者的趋势均在 8 月市场反弹开始后出现休整。

股票型 ETF：7 月份在科技板块带动市场持续下跌的环境下，融资资金大规模流出引发流动性担忧。股票型 ETF 开始持续大规模净流入，集中流向科创 50、创业板指、中证 A500 等偏成长领域，对冲了融资盘流出带来的流动性冲击。7 月份股票型 ETF 总计净流入达到 4899 亿元。而 8 月以来随着市场企稳反弹，本周股票型 ETF 转向净流出 716 亿元。

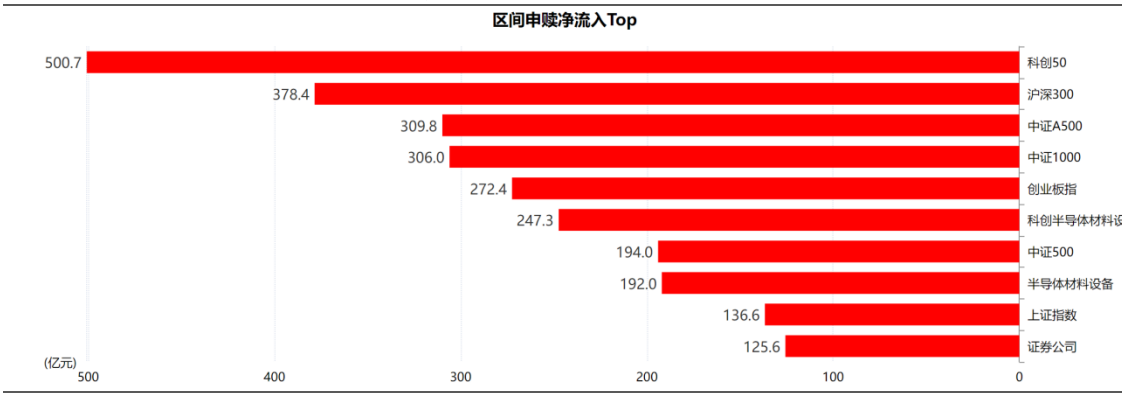
融资余额：截至 8 月 7 日全市场融资余额从 3 万亿以上回落至 2.61 万亿，对应今年 4 月中旬的水平，7 月份当月融资资金净流出达到 4079 亿元，而科创 50 和电子行业指自 4 月中旬以来还有 10%以上的涨幅，结合主要科技行业融资资金的流出情况看，当前融资资金整体或已经接近出清。

图10.股票型 ETF 在市场企稳后停止流入



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

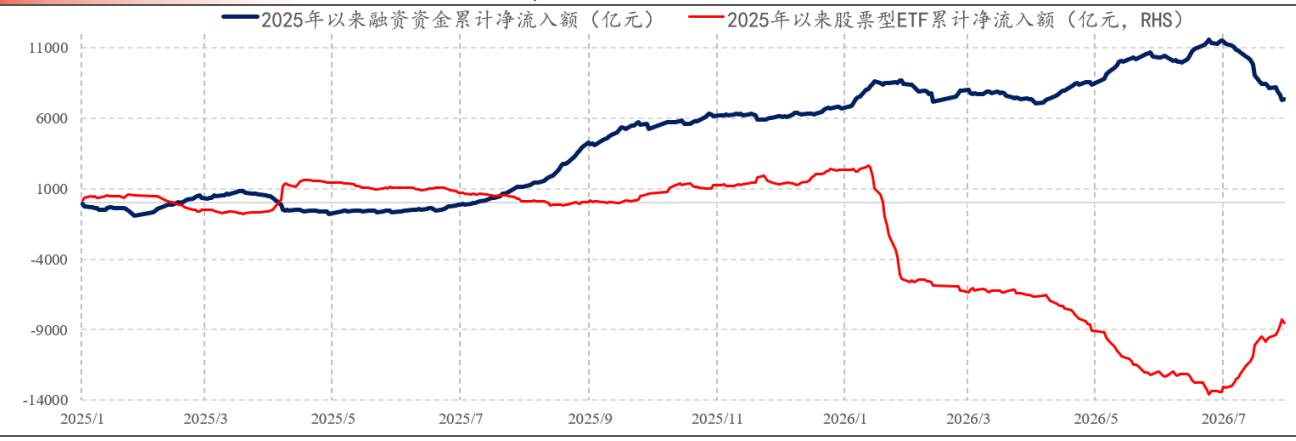
图11.7 月份 ETF 净流入的方向集中在科技成长领域



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

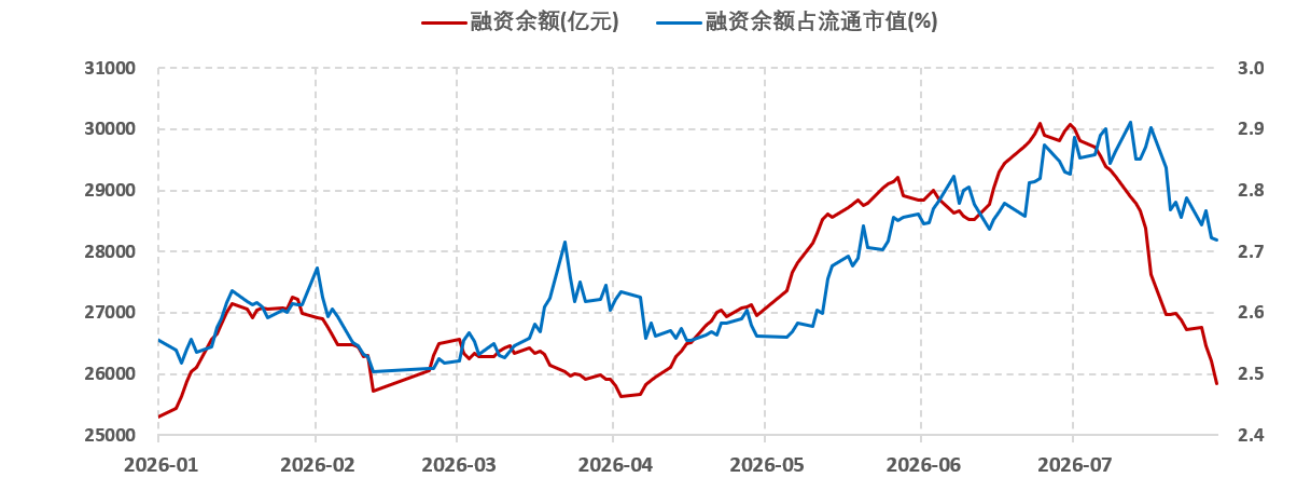
下载日志已记录，仅供内部参考

图12.融资资金流入趋势已经出现阶段性反转，同时股票型 ETF 在 7 月份也大规模流入



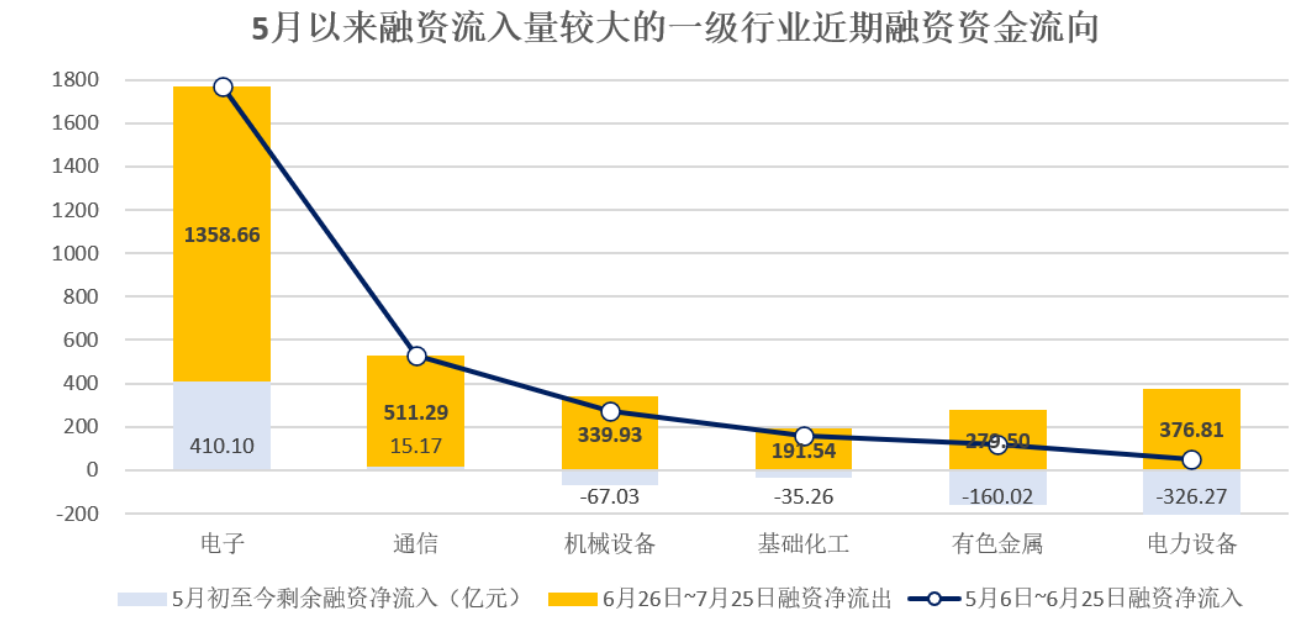
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图13.融资余额下降至 2.58 万亿，逼近年内低点



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图14.核心科技领域的融资资金已经接近出清



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。

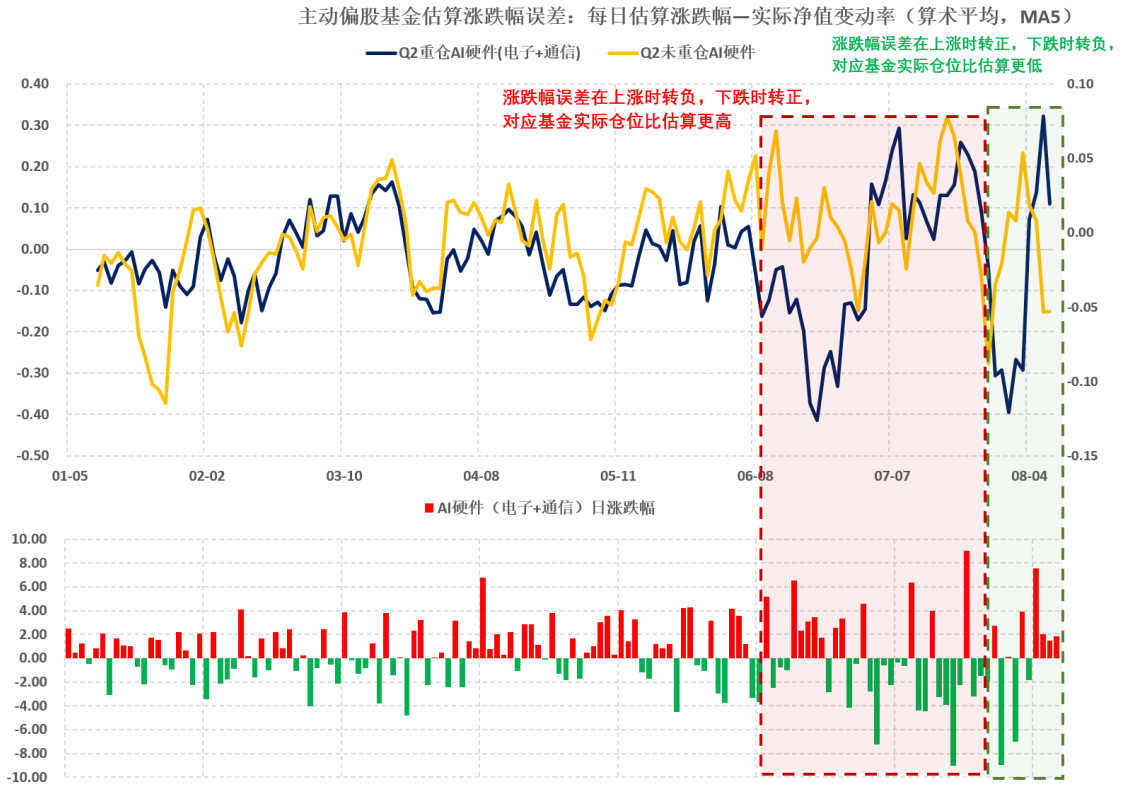
下载日志已记录，仅供内部参考

反观本轮 AI 硬件行情另一股核心力量——主动偏股公募基金的表现，则与融资盘呈现完全不同的特征。我们基于基金历史持仓和净值走势估算出当日的基金涨跌幅，并减去基金实际的涨跌幅得到“基金估算涨跌幅误差”这一指标（简称估算误差），解读要点有以下两点：

第一，评估重仓 AI 硬件与未重仓 AI 硬件的估算误差，以未重仓 AI 硬件的组作为对照组，当两者走势接近时，意味着估算误差基本由市场整体波动和测算精度解释。而当两者出现明显差异，典型阶段是今年 6 月份至今，则意味着重仓 AI 硬件的基金出现了一些显著的调仓行为。

第二，当涨跌幅误差在板块上涨时转负，下跌时转正，对应基金实际上在该板块的仓位比估算值更高，也就是“上涨时实际涨幅更大，下跌时实际跌幅也更大”，对应是今年 6 月到 7 月下旬。而从 7 月底开始到本周五，涨跌幅误差在上涨时转正，下跌时转负，对应基金实际仓位比估算更低，也就是“上涨时实际涨幅更小，下跌时实际跌幅也更小”，这意味着重仓 AI 硬件的主动偏股基金在硬件板块上的暴露出现了明显下降。

图15.主动偏股基金大概率在 7 月底到 8 月初才有明显降仓行为



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”指数已经完全回落至区间底部并企稳，本周科技板块有一定幅度的反弹，同时医药、有色等板块均有所表现。至此我们可以推测，本轮从 6 月中旬开启的高切低行情，已经全面结束，新一轮的主线行情正在孕育中。

需要注意的是，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。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。而“空窗期”恰恰也是进行充分研究和布局的最佳时点

那么，具体而言，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，基于 2016 年 4 月至 2026 年 7 月共十一轮高切低样本，核心判断是：相邻两轮主线“显著不一样”是常态，约七八成为主线的大换血，决定主线切不切的不是涨幅大小，而是旧主线产业景气能否跨期验证。

第二，伪主线由短期催化驱动，快速轮动，约七八成概率在下一轮被切换换血。 其典型形态有三类：一是周期涨价，如 2017 年供给侧改革驱动的钢铁、有色、煤炭，本质是一次性去产能催化，价格见顶后盈利弹性递减，无法形成可跨期验证的产业趋势；二是主题炒作，如 2023Q1 的通信、传媒、计算机，叙事强而盈利闭环弱，主题退潮后缺乏基本面托底；三是红利避险，如 2024 年的高股息银行、公用事业，其定价前提是宏观悲观预期与避险溢价，一旦政策或风险偏好反转，前提条件可能在数个交易日内失效。三类催化的共同特征是缺乏“渗透率上行、资本开支扩张、订单与量价可延续”的产业支撑，因而上一轮的高位品种在下一轮往往不仅不再领先，甚至沦为跌幅居前。

第三，真主线由中长期驱动、具备持续性，产业趋势本身构成资金定价的“引力中心”。 全样本中仅有新能源（2020-2021）与 AI（2024-2026）两段构成系统性延续，其判别标准不是涨幅高低，而是景气能否跨期验证。当产业趋势可被反复验证时，中途所有下跌都不构成主线切换，而只是内部再平衡或外部冲击导致的节奏中断，行情虽会被利率、关税、地缘等叙事打断，但最终仍回归景气方向：2021 年春节后美债利率上行虽瓦解白酒抱团，新能源却在前后两段均居涨幅第一，抱团对象仅由“白酒+新能源”收敛为“新能源+资源”；2025 年 4 月对等关税导致 AI 应用+机器人集体暴跌后，资金并未离开 AI，而是沿产业链由应用迁徙至景气验证度更高的算力硬件。因此，当一轮下跌发生，首要判断不是“切换到什么风格”，而是“这条主线背后的产业景气是否已到达拐点”；若订单、资本开支与量价逻辑未被证伪，多数属于上车点而非下车点。

第四，落到当前，2026 年 7 月起 AI 硬科技高位补跌、煤炭与石油石化及银行等红利资源相对占优，其结构与 2021 年 11 月新能源估值极致后深跌去化的形态高度相似，而尚未出现足以定义下一主线的新现象级产业趋势。据此框架，判断的核心仍在于 AI 产业景气（订单、资本开支、量价）在估值消化之后能否重新主导定价：若能，则更接近 2025 年式急跌后回归，下一轮主线仍是 AI；若出现可匹敌的新趋势或强政策主线，则转为风格切换；若长期滞留红利资源而缺乏新的产业锚，则 2022 年式混沌空窗的风险相应上升。

第五，根据上述规律推断，我们认为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

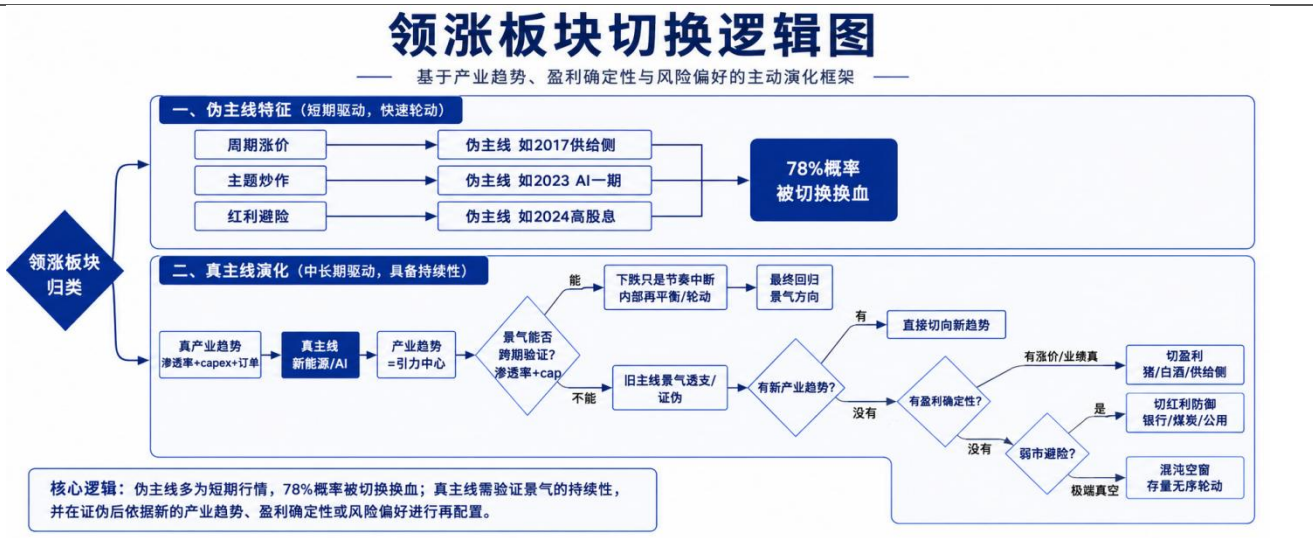
下载日志已记录，仅供内部参考

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%（熊市抗跌）	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接棒，主线从防御抗跌换血为成长
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去杠杆深跌，见底后资金切向低估值地产链与电气设备成长，主线从上游周期彻底换血为顺周期消费与科技
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	分化期以猪周期+白酒（农林牧渔/食品饮料）为核心，反弹期猪周期见顶，资金向半导体/计算机等科技成长扩散，食品饮料仍在但退居其后；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"收敛为"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熊市真空期，反弹初期仍是新能源/资源惯性反抽，但新能源估值难以为继，无新产业趋势，资金随后在存量板块无序轮动，直到AI一期主线（2023）出现才真正换血
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），主线由科技成长彻底换血为防御红利
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）大举切向AI应用与科技成长（计算机/电子），高低主线完全换血，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，反弹初期虽是超跌消费/汽车修复领涨，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被替代
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%（回调极短，微涨）	电子+38.87%、通信+34.79%、机械+19.87%（反弹初期）	发生变化	红利/资源行情快速见顶，AI硬科技景气回升、快速接力（无干净空窗），主线由资源红利换血为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）	新主线尚不清晰		本轮高切低已于6/30发生，AI硬科技高位主线大幅回落，资金切向煤炭/石油石化/银行等红利资源防御；新主线尚不清晰，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

图18.A 股高切低主线切换逻辑图



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第五，本周科技领域尤其是 AI 硬件集体反弹，部分个股反弹幅度较大，整体来看我们认为本周的行情属于情绪极致释放后的超跌反弹，从前面对于高切低行情的复盘来看，大概率不是全面反转和冲击前高的行情。我们从行业和个股两个层面深入观察：

从细分行业层面看，领涨的 PCB(+30.1%)、半导体材料(+20.2%)、光通信(+19.7%)、电子布(+17.2%)、MLCC(+13.9%)本质是同一条逻辑——"AI 硬件涨价+放量"双击。这些方向的共同点是"涨价验证、订单锁定"，且中报业绩正在兑现。**排名靠前但更依赖"算力增量"的光通信、GPU、服务器指数（+10%~+20%）由英伟达催化+龙头业绩预告驱动。总计而言，本轮 AI 硬件的反弹，优先关注"涨价+放量+业绩兑现"三重确定性的中上游材料/元件（PCB 链、MLCC、光模块），其次才是逻辑正确但需等待利空落地的存储、设备。若后续存储反噬利空充分释放（关注 CSPcapex 指引、韩系厂商长协/反买动向），存储有望迎来"二次产业回归"的补涨，这是当前排名靠后方向的潜在超额收益来源。**

从个股层面看，呈现“超跌反弹”特征，前期跌幅越深，本轮反弹越快：8 月反弹幅度与 7 月跌幅呈清晰的负相关：7 月跌幅在-40%~-60%区间的个股，8 月反弹普遍落在 15%~40%甚至更

下载日志已记录，仅供内部参考

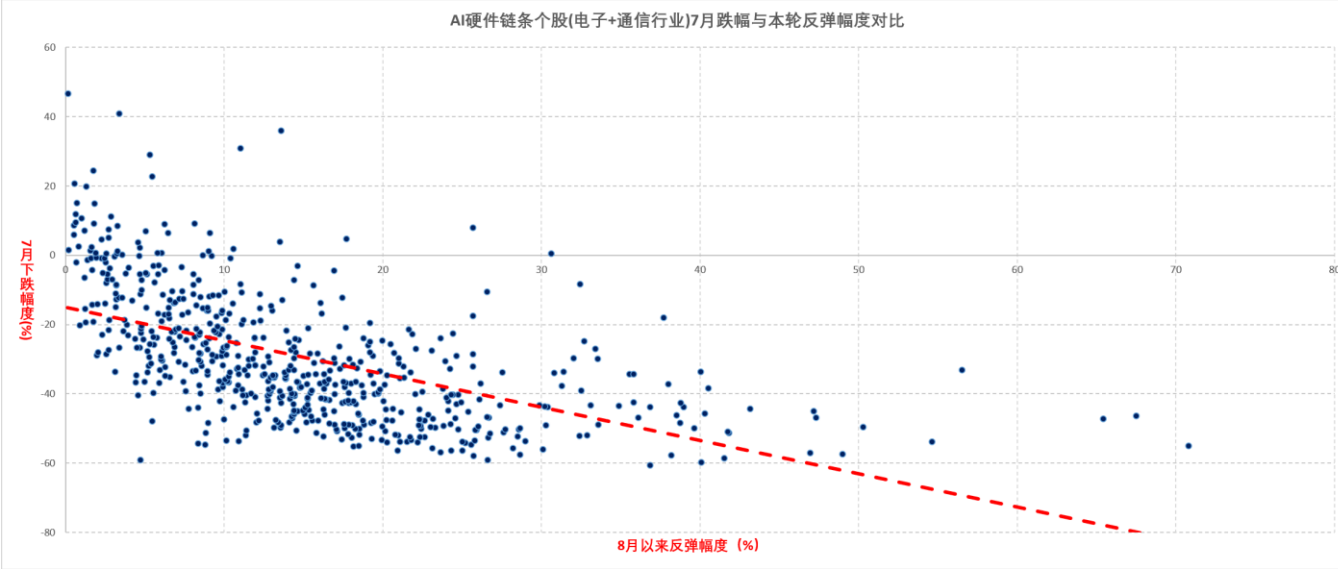
高；而 7 月仅微跌或逆势上涨（纵轴 0 以上）的个股，8 月反弹幅度大多挤在 0~10%的左侧。这说明**本轮反弹在个股维度上，弹性首先由"前期超跌深度"决定，是资金对错杀筹码的技术性修复。值得注意的是散点的"发散度"很高——相同 7 月跌幅下，8 月反弹幅度差异巨大。**例如 7 月同样跌-40%的个股，8 月反弹从 5%到 55%都有分布。这正是**基本面分化的体现。换言之，超跌是反弹的"必要条件"，但涨价/业绩兑现才是决定弹性上限的"充分条件"。**

图19.AI 领域内部细分出现明显分化现象



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图20.本轮科技反弹呈现“超跌反弹”特征，前期跌幅越深，本轮反弹越快



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第六，2026 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。**而根据目前已经公布的核心公司财报来看，AI 产业趋势仍然处在强景气阶段，而且正在从“资本开支驱动的算力建设期”，进入“算力建设继续高增+推理/Agent 需求开始验证+商业化收入逐步兑现”的阶段。现在看到的还不太像 AI 投资周期见顶，反而更像产业链进入了第二阶段。具体而言，海外链条有以下三个信号：**

第一，CSP 的算力需求没有降温，甚至重新加速。

微软最新季度 Azure 收入同比增长 43%，明显高于此前约 40%的水平；AWS 增长 37%，是过去 18 个季度最快增速；Google Cloud 增长更达到 82%。与此同时，AMD 数据中心收入同比增长

下载日志已记录，仅供内部参考

超过 100%。如果只是 CSP 基于 AI 预期提前囤算力，通常会出现 CapEx 与云业务收入增速的背离。现在暂时没有看到这个情况。反而是新增算力开始被需求消化，而且消化速度还比较快。**所以至少从本轮财报判断，市场年初比较担心的"2026 年 AI CapEx 见顶—产能过剩"逻辑，目前缺乏财报层面的证据。**

第二，CapEx 周期也没有结束，2027 年之前基础设施链仍有较高确定性。

Alphabet 把 2026 年 CapEx 再次上调至 1950–2050 亿美元，并明确表示需求仍然超过已经增加的供给，2027 年 CapEx 预计还会继续显著增长。Meta 将全年 CapEx 区间收窄至 1300–1450 亿美元，实际上抬高了区间下限。微软此前也明确表示，即使大规模增加 GPU、CPU 和存储供给，2026 年仍然存在算力约束。

第三，更重要的变化发生在需求端：推理和 Agent 开始接过训练的接力棒

Amazon 披露 AWS 的 AI 业务年化收入已经超过 250 亿美元，同比仍保持三位数增长；Bedrock 二季度客户支出超过此前任何季度，并且过去半年新增客户超过此前两年的总和。微软 Microsoft 365 Copilot 付费用户已经超过 3000 万。这背后其实对应一个产业阶段变化：2023–2025 年主要在训练模型，2026 年越来越多算力开始用于"模型被真正使用"。而推理和 Agent 有一个非常不一样的地方。训练大模型相对属于一次性项目式需求：模型训练→算力消耗→模型完成。Agent 则更接近持续性的 Token 消耗：用户增加→Agent 调用增加→推理 Token 增加→云算力增加→AI 基础设施继续扩张。

所以如果 Coding Agent、办公 Agent、搜索 Agent、企业 Agent 继续渗透，AI 算力需求可能逐渐从 CapEx 周期逻辑，变成类似互联网流量增长的 Usage 逻辑。

而进一步从美股在 7 月下旬财报季至今的表现来看，美股 AI 交易开始从单纯押注算力供给，转向同时验证 AI 商业化和 ROI；但硬件内部并没有整体走弱，而是分化明显加大。7 月 20 日至 8 月 7 日，微软+24.3%、Oracle+21.1%，明显排在前列，Amazon 也有+9.8%。这说明财报之后，市场对"云端 AI 需求正在转化成收入"这件事给了比较高的定价。而硬件内部开始分化。服务器、网络及核心算力链仍有较强表现，AMD、MU、ASML、QCOM 明显落后，市场开始根据盈利兑现、竞争格局、估值以及各自所处产业环节重新定价。

图21.四大 CSP 厂商财报重要信息汇总

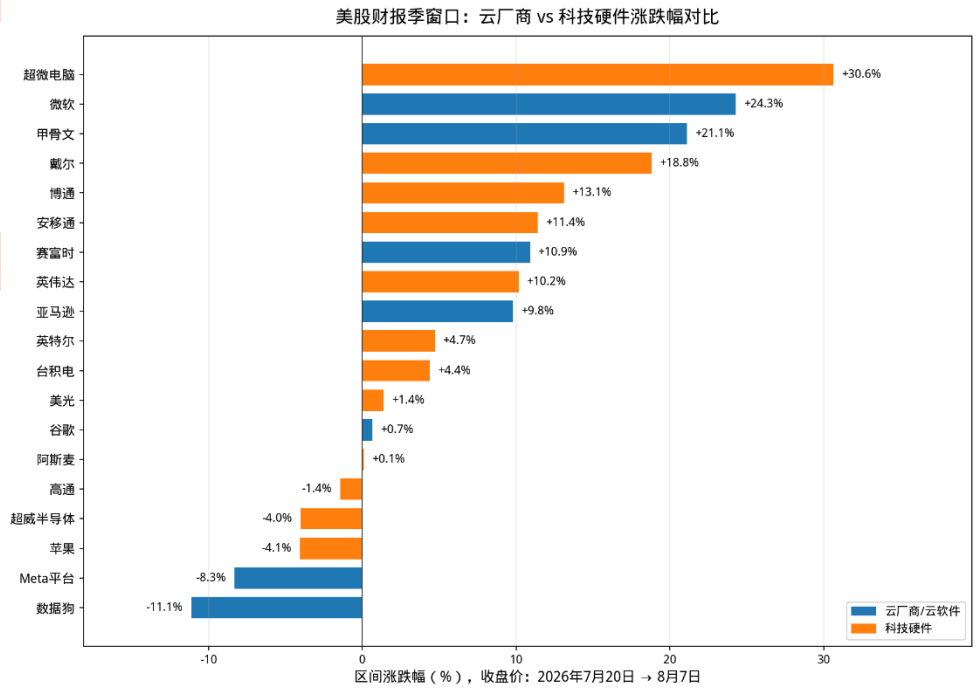


资料来源：Wind，公司公告与财报会等，国投证券证券研究所

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图22.近期美股软件股走强，硬件内部出现明显分化你



资料来源：Bloomberg，国投证券证券研究所

第七，中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。相较 4 月会议，本次会议对经济形势的判断更强调结构亮点，使用了“动能向新、结构向优”的表述，同时明确要求“高度重视经济运行中的困难挑战”。政策端的主要变化，是从 4 月的“用好用足”存量政策，进一步转向“充分发挥存量政策效能”与“及时谋划出台务实管用的增量政策”并举，增量政策由此前保留的后手，进入明确的政策部署。

整体而言，本次会议传递的信号可以概括为：逆周期政策进一步前置，但政策发力仍然突出务实性和传导效率。当前政策并未转向全面总量刺激，而是围绕财政资金使用、财政金融协同促内需、“六张网”建设、服务消费、反“内卷”、清理企业账款拖欠和重点领域风险化解等现实堵点展开。

产业政策仍保持较强连续性。“人工智能+”、智能经济、未来产业和传统产业改造升级延续 4 月部署，新增“加强对基础研究的长期稳定支持”，政策重心进一步向底层技术能力和产业化结果延伸。风险领域则由 4 月的“稳定和增强资本市场信心”，调整为“深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”，资本市场政策开始更多指向制度建设。、

图23.历次政治局会议对资本市场的表态梳理

会议时间	关于资本市场的表述	政策解读
2023年7月政治局会议	"要活跃资本市场，提振投资者信心"	历史首次"活跃"表述，被市场视为政策转向标志
2024年4月政治局会议	"多措并举促进资本市场健康发展"	回归常规中性表述
2024年9月政治局会议	"要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市"	"9·24"行情前夜，转向"提振"
2024年12月政治局会议	"稳住楼市股市"	简化为"稳"字基调
2025年4月政治局会议	"持续稳定和活跃资本市场"	"稳定"+"活跃"并列，应对关税冲击
2025年12月政治局会议	"持续深化资本市场投融资综合改革"	偏改革取向，未单独强调稳市
2026年4月政治局会议	"稳定和增强资本市场信心"	**首提“增强”对应中长期的"主动性"政策意图**
2026年7月政治局会议	"提升资本市场**韧性**和信心"	关注市场面对外部冲击、流动性波动和风险事件时的自我修复能力

资料来源：新华社，国投证券证券研究所

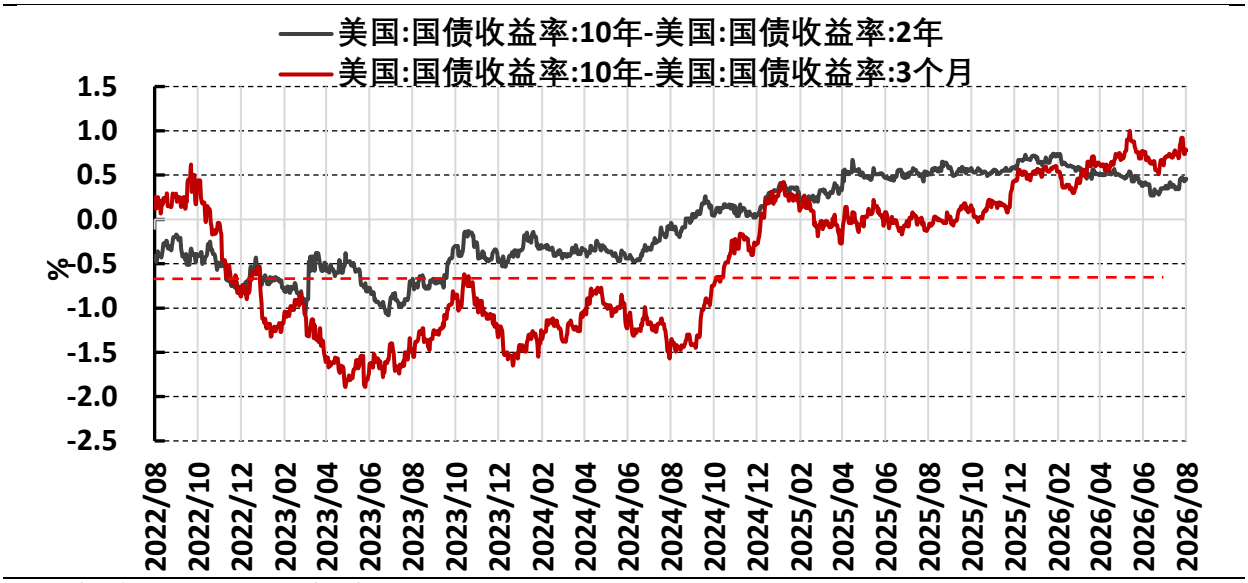
美国 3 个月国债收益率报收 3.87%，前值 3.83%；10 年期国债收益率报收 4.65%，前值 4.75%。本周美债收益率整体回落，主要受以下因素驱动：一、地缘风险溢价消退压低通胀预期。霍

下载日志已记录，仅供内部参考

尔木兹海峡重开预期升温、伊阿协议总体框架明确，WTI 原油全周累跌 12.47%，油价回落带动通胀预期降温，10 年期美债收益率从 4.75%回落至 4.65%，全周累计下行约 10 个基点；周中受 Alphabet 250 亿美元发债及伊朗打击海峡附近目标消息扰动，一度升至 4.69%。二、非农爆冷令加息预期降温。上半周美联储官员放鹰一度加剧加息担忧，3 个月国债收益率累计上升约 7 个基点至 3.90%，但周五非农意外减少 2.3 万人、前两月合计下修 10.3 万人，交易员迅速下调 9 月加息押注，2 年期美债收益率全周累计下行约 9 个基点至 4.19%；但 3 个月期收益率仍较前值 3.83%小幅上行 4 个基点。

本周美债收益率整体回落，主因油价大跌压低通胀预期、非农爆冷压制加息预期。展望后市，美债面临的主要风险包括：一是地缘反复。霍尔木兹协议尚未正式落地，若谈判生变、油价重新上行，将再度推升通胀预期和长端收益率。二是供给压力。AI 资本开支推动企业密集发债，与美债争夺长端买家，叠加美国联邦债务逼近 40 万亿美元，长端面临结构性上行压力。三是政策路径。下周美国 7 月 CPI 数据将影响 9 月加息预期走向，若核心通胀反弹，加息担忧将重新施压债市，叠加美联储独立性扰动，美债后续走势仍面临较大不确定性。

图24.3m10s 利差收窄



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图25.近一周中美利差收窄



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图26.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 99.60，前值 99.79；欧元兑美元报收 1.1560，前值 1.1517；美元兑日元报收 157.55，前值 159.18。本周美元整体走弱，主要受以下因素驱动：一、霍尔木兹海峡重开预期升温、国际油价大幅回落，避险需求降温，美元指数承压回落。二、美联储政策预期

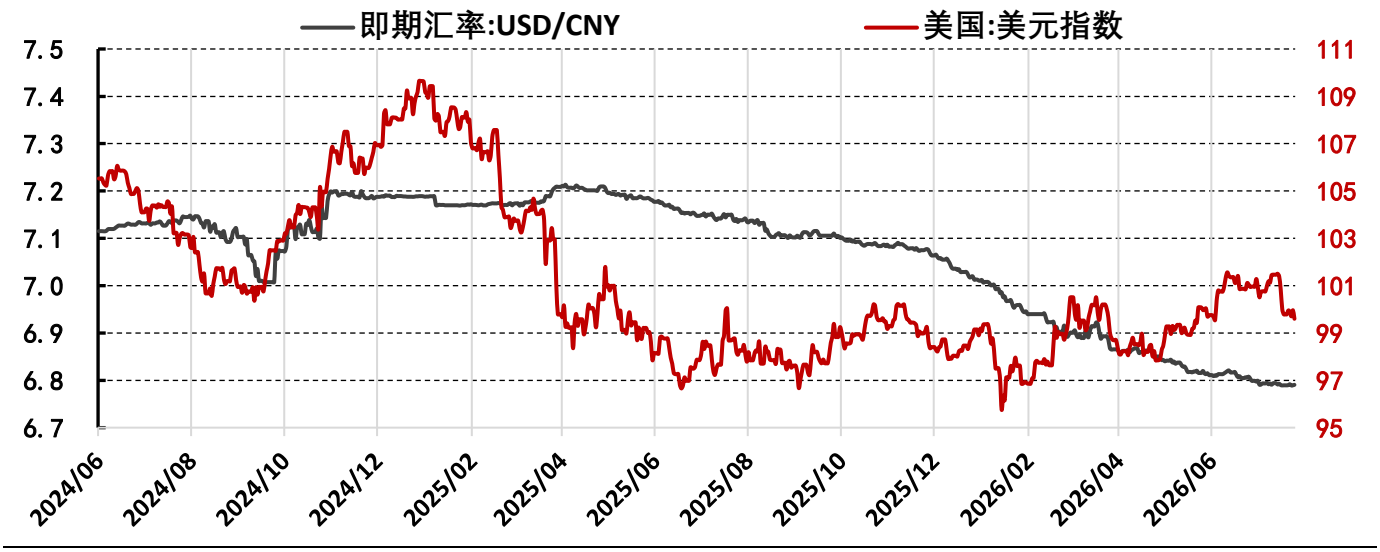
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

先紧后松。上半周美联储官员放鹰一度对美元形成支撑，但周五非农意外减少 2.3 万人、市场下调 9 月加息押注，美元指数加速下跌至一个半月低位，全周累计下行约 0.2 点。三、日元明显走强。美日利差收窄预期升温，叠加日本财相表态必要时将毫不犹豫干预汇市，日元全周升值约 1%，美元兑日元从 159.18 降至 157.55，对美元指数形成压制。四、惠誉将法国主权评级由 AA-下调至 A+，一度压制欧元表现，但欧元全周仍随美元走弱升值至 1.1560。汇率表现方面，离岸人民币盘中一度逼近 6.74、创三年新高，美元兑人民币即期汇率全周在 6.79 附近窄幅波动。

本周美元指数全周下行约 0.2 点，周初美伊谈判希望重燃、油价大幅回落令避险需求降温，此后非农爆冷、加息预期降温及日元走强进一步压制美元。展望后市，一、地缘局势存在反复风险。霍尔木兹协议尚未正式落地，若谈判生变、油价重新上行，通胀预期和避险需求将再度升温，对美元形成支撑。二、政策路径是下周关键变量。美国 7 月 CPI 数据将影响 9 月加息预期走向，若核心通胀反弹、加息担忧重燃，将提振美元；若通胀延续降温，美元或继续承压。三、日元偏强形成压制。美日利差收窄预期叠加日本财相表态必要时干预汇市，若日元及非美货币继续走强，将限制美元反弹空间。

图27. 本周美元指数走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

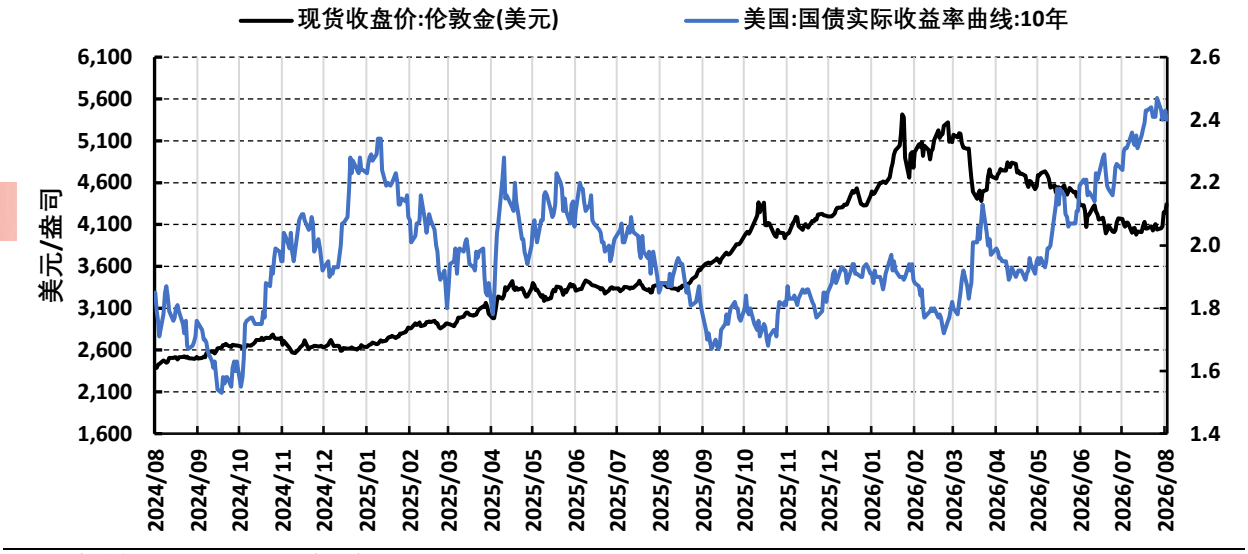
伦敦金现报收 4341.52 美元/盎司，前值 4041.18 美元/盎司；COMEX 黄金期货报收 4401.3 美元/盎司，前值 4098.6 美元/盎司。一、周初美伊谈判希望重燃、油价大幅回落，通胀预期与避险需求同步降温，金价承压，周一伦敦金现收报 4054.83 美元。二、周二油价继续下跌、美债收益率回落，实际利率下行支撑金价，伦敦金现回升至 4077.54 美元，盘中一度站上 4100 美元。三、周三 ADP 就业仅增 4.4 万人，美元指数跌破 100，叠加 CTA 空头回补，伦敦金现单日大涨 4.1%至 4247.17 美元，重返 4200 美元上方。四、周四伊朗打击霍尔木兹海峡附近目标，避险需求一度推升金价，但美债收益率反弹形成压制，金价回落至 4239.77 美元。五、周五非农爆冷、美元加速下跌、美债收益率下行，金价再度拉升，伦敦金现突破 4300 美元、报收 4341.52 美元。

本周黄金在美元走弱与实际利率回落主导下大幅收涨，周内波动剧烈：周三 ADP 爆冷、美元跌破 100，叠加 CTA 空头回补触发单日暴涨，周五非农后再度放量上行，最终收于周内高位附近。展望后市，一、霍尔木兹协议尚未正式落地，若局势再度恶化，油价上行将推升通胀预期和美债收益率，实际利率走高对金价形成压制。二、下周美国 7 月 CPI 数据是关键变量，若核心通胀反弹、9 月加息担忧重燃，美元和美债收益率回升将压制金价；若通胀延续降温，实际利率回落将继续利好黄金。三、央行购金提供中长期支撑：中国央行连续 21 个月增持黄金、7 月购金力度提速，韩国央行亦时隔 13 年重启购金；但美元与利率的压制短期难消，金价或以震荡偏强为主。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图28. 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 77.11 美元/桶，前值 88.10 美元/桶；布伦特报收 82.38 美元/桶，前值 90.09 美元/桶。一、地缘风险溢价消退是本周油价下跌的核心驱动。特朗普 8 月 1 日释放暂停军事行动信号，美伊谈判希望重燃，伊阿通行协议总体框架逐步明确，美国拟在协议公布后解除对伊封锁，市场对霍尔木兹海峡供应中断的担忧大幅缓解，油价连续两日重挫。二、供给端增产信号构成次要压制。OPEC+七国 8 月 2 日决定 9 月增产 18.8 万桶/日，为 2 月底以来第 7 次提高配额，且欧佩克 7 月产量已环比增加 116 万桶/日至 1944 万桶/日；但海峡封锁下新增产量暂无法进入市场，增产更多是预期层面的压制。三、需求端偏弱但不构成主导。OPEC 连续三个月下调全球需求增长预测，IEA 预计 2026 年供应过剩约 370 万桶/日，需求端对油价形成温和压制。

本周油价大幅下跌，核心驱动是霍尔木兹海峡重开预期升温、地缘风险溢价快速出清。展望后市，一、地缘仍存反复风险。伊阿协议尚未正式落地，美伊对海峡管理仍存分歧，若谈判生变、冲突再度升级，油价可能重新上行。二、协议若顺利落地，供应中断担忧将进一步缓解，前期积累的地缘溢价可能加速释放，油价仍有下行空间。三、需求端疲软构成中期压力，OPEC 连续三个月下调全球需求增长预测，IEA 预计 2026 年供应过剩约 370 万桶/日；但全球供给仍低于冲突前水平，沙特阿美亦警告库存恢复需 18 个月，油价短期或以偏弱震荡为主。

图29. 本周原油价格走弱（美元/桶）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

LME 铜本周报收 14076.00 美元/吨，前值 13791.00 美元/吨。一、霍尔木兹海峡重开预期升温、国际油价全周大跌，通胀预期降温，美元指数走弱至一个半月低位，以美元计价的大宗商品持有成本下降，铜价周初连续上行，周三升至 14110.5 美元/吨的周内高点。二、美国精炼铜关税预期发酵，贸易商加速向美国运铜，7 月 20 万吨铜创纪录流入美国，COMEX 铜库存升至 71.6 万短吨的历史高位，而 LME 库存降至不足 25 万吨、中国社会库存降至不足 13 万吨，非美市场供应收紧支撑铜价。三、矿端扰动密集：8 月 7 日 SMM 进口铜精矿指数降至-173.91 美元/干吨、续创新低，Codelco 暂停 El Teniente 铜矿 Andes Norte 项目开发，刚果（金）收紧铜精矿出口政策，智利、秘鲁天气导致船期延误，矿端紧缺进一步向冶炼端传导。四、现货结构转紧：LME 现货升贴水由 7 月中旬贴水 65 美元/吨转为升水，中国电解铜进口溢价升至 2022 年以来最高，冶炼厂检修叠加 CSPT 控制产能利用率，现货偏紧限制铜价回落空间。

本周铜价在矿端紧缺与宏观扰动中收涨，矿端加工费续创新低、库存去化提供底部支撑。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，Codelco 暂停 El Teniente 铜矿 Andes Norte 项目等扰动仍在，叠加库存去化，将为铜价提供底部支撑。二、若下周美国 7 月 CPI 超预期、9 月加息担忧重燃，美债收益率和美元回升将对铜价构成压制；反之，通胀延续降温将缓解宏观压制。短期宏观预期反复，铜价或以震荡为主。

图30. 本周铜价上涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 内部因素：7 月出口增速仍然强劲，但制造业分化持续加剧

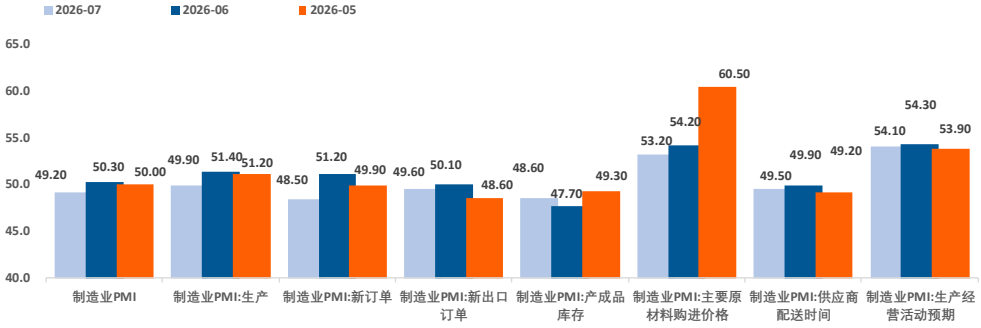
近期公布了 7 月 PMI 和进出口数据。PMI 方面，7 月制造业 PMI 为 49.2%，较上月下降 1.1 个百分点，景气水平有所回落，产需两端均有放缓——生产指数为 49.9%，新订单指数为 48.5%，需求回落幅度更大；大、中、小型企业 PMI 均低于临界点，行业分化延续，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别达 53.3%和 51.4%，而消费品与高耗能行业仅 47.8%和 47.0%，通用设备、计算机通信电子等行业活跃，汽车、黑色金属等偏弱；非制造业商务活动指数为 49.0%，服务业降至 49.3%，建筑业因高温暴雨影响降至 47.0%。出口方面，7 月出口以美元计同比增长 23.9%，较 6 月回落 3.1 个百分点，但单月出口额 3978.5 亿美元仍超市场预期的 23%，核心驱动力仍来自 AI 产业链——机电产品出口增长 33.9%，其中集成电路出口增长 116.6%至 387.4 亿美元，高新技术产品增长 52.7%贡献近六成增量，汽车、船舶等延续高增长，电动汽车等绿色产品连续 17 个月两位数增长；区域上对东盟出口增长 38.4%拉动最强，对韩国增长 46.6%，对欧盟增长 16.0%，对美增长 17.0%较 6 月有所回升。整体看，7 月 PMI 在需求走弱和极端天气扰动下重返收缩区间，非制造业同步放缓，但高技术装备制造韧性犹存；出口增速虽边际放缓但仍保持强势，AI 产业链与高技术产品持续构成核心支撑，后续关注需求端政策落地效果、汽车等拖累行业能否企稳以及 AI 涨价动能是否延续。具体而言：

- PMI 方面，7 月 PMI 为 49.2%，较上月下降 1.1 个百分点，景气水平有所回落。从分类指数看，产需两端均有放缓——生产指数为 49.9%，比上月下降 1.5 个百分点，制造业生产活动有所放缓；新订单指数为 48.5%，比上月下降 2.7 个百分点，制造业市场需求回落。生产与订单同步收缩，需求端回落幅度大于生产端。从企业规模看，景气分化有所收窄但整体承压——大型企业 PMI 为 49.5%，比上月下降 1.2 个百分点；中型企业 PMI 为 49.7%，比上月下降 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 47.4%，比上月下降 0.8 个百分点，三类企业均低于临界点。行业结构方面，新旧动能分化持续：高技术制造业 PMI 为 53.3%，比上月微降 0.2 个百分点，仍显著高于制造业总体；装备制造业 PMI 为 51.4%，继续发挥支撑引领作用；消费品行业 PMI 为 47.8%，比上月下降 2.4 个百分点；高耗能行业 PMI 为 47.0%，景气水平偏低。通用设备、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均高于 53.0%，市场活跃度较高；非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等行业供需景气度偏弱。非制造业方面，7 月商务活动指数为 49.0%，比上月下降 1.2 个百分点。分行业看，服务业 PMI 为 49.3%，比上月下降 1.1 个百分点；在暑期消费带动下，航空运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数较上月明显回升；批发、货币金融服务等行业下降幅度较大；资本市场服务、房地产等行业低于临界点。建筑业 PMI 为 47.0%，比上月下降 2.0 个百分点，主要受近期部分地区高温暴雨洪涝灾害等不利因素影响，施工进度有所放缓。综合 PMI 产出指数为 49.3%，比上月下降 1.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动较上月放缓。
- 出口数据方面，7 月出口以美元计同比增长 23.9%，较 6 月的 27.0%回落 3.1 个百分点，单月出口额为 3978.5 亿美元。出口增速虽较上月有所放缓，但仍超出市场预期的 23%，延续高位运行。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 33.9%至 2592 亿美元；其中集成电路出口金额达 387.4 亿美元，同比增长 116.6%；自动数据处理设备及其零部件同环比均改善。高新技术产品出口 1192.5 亿美元，同比增长 52.7%，贡献了近六成的出口增量；汽车、船舶、通用机械延续高增长；电动汽车、锂电池等绿色低碳产品出口连续 17 个月两位数增长。区域维度同样释放积极信号：对东盟出口增长 38.4%，较 5 月加快 3.9 个百分点，贡献出口增速 6.5 个百分点，成为当月对出口拉动最大的地区；对韩国出口同比增长 46.6%；对欧盟出口增长 16.0%，较 6 月的 18.5%略有放缓；对美出口同比增长 17.0%，较 6 月的 13.9%有所回升。整体而言，7 月出口呈现“增速放缓但韧性仍强”特征，AI 产业链与高技术产品持续构成核心支撑。

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。

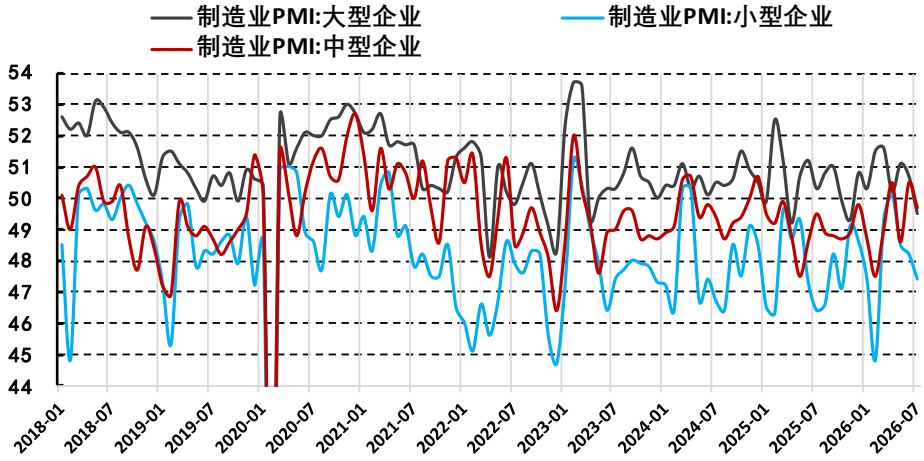
下载日志已记录，仅供内部参考

图31.7 月制造业 PMI 及其各分项情况（%）



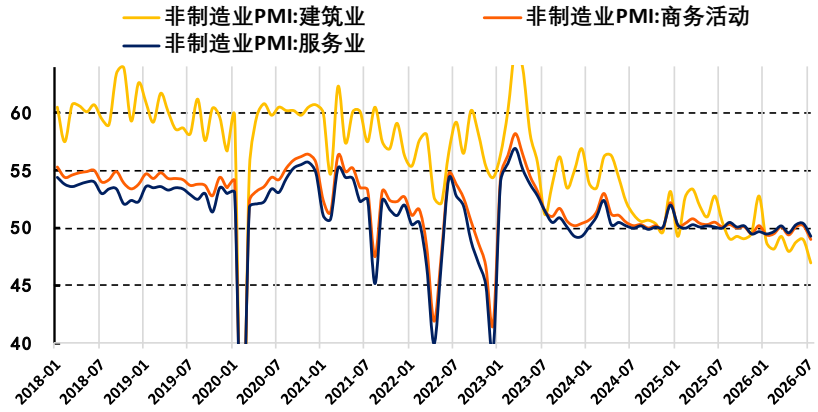
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图32.7 月不同制造业企业规模 PMI（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

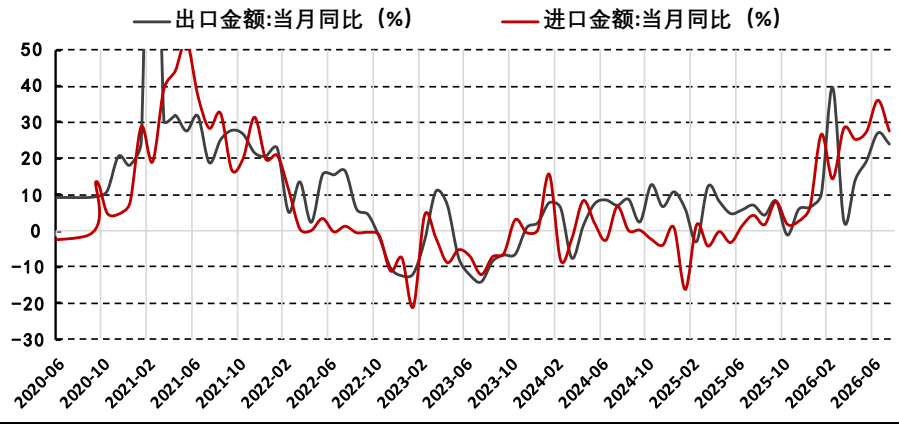
图33.7 月非制造业 PMI 回升（%）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

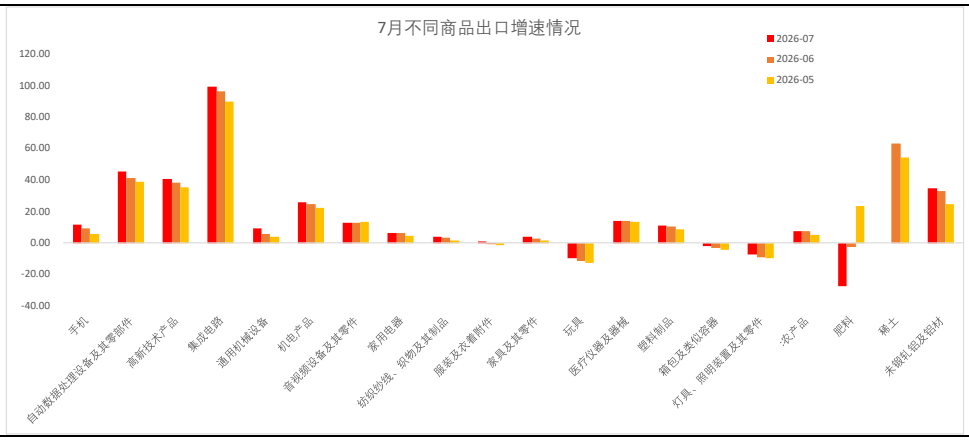
下载日志已记录，仅供内部参考

图34.7 月进出口同比变化



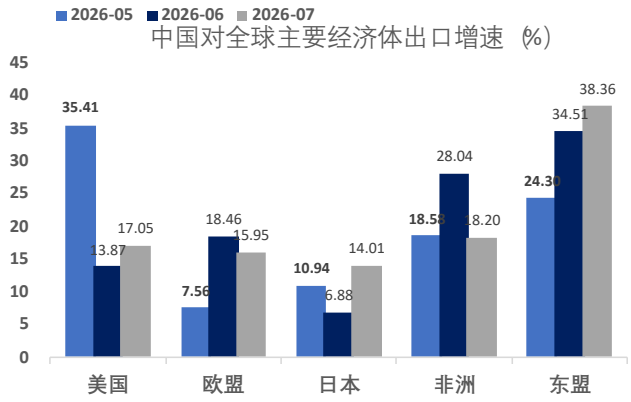
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图35.7 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36.7 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

下载日志已记录，仅供内部参考

图37.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	2026/8/7	日度	111		-4.65%	0.14%
煤炭行业	煤炭库存	2026/8/7	日度	630	万吨	13.51%	-0.79%
石油化工行业	地炼开工率	2026/8/6	周度	50.26	%	4.36%	4.19%
	涤纶长丝开工率	2026/8/6	周度	74.28	%	-18.07%	0.54%
	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)	2026/8/7	周度	82.32	%	-1.37%	0.57%
	生铁日均产量	2026/7/31	旬度	175.40	万吨/天	-5.50%	-4.73%
	粗钢日均产量	2026/7/31	旬度	186.40	万吨/天	-5.95%	-7.49%
	钢材日均产量	2026/7/31	旬度	198.20	万吨/天	-5.21%	2.75%
	建筑钢材品种库存	2026/8/7	周度	251.11	万吨	27.37%	5.20%
	高炉炼铁产能利用率	2026/8/7	周度	88.45	%	-1.57%	1.05%
汽车行业	全钢胎开工率	2026/8/7	周度	62.90	%	-0.30%	0.29%
	半钢胎开工率	2026/8/7	周度	64.39	%	-10.66%	-1.95%
	乘用车销量	2026/7/31	周度	76565	辆/日	-19.72%	51.75%
房地产	30大城市商品房成交面积	2026/8/7	日度	21.31	万平方米	-20.58%	-9.61%
	一线	2026/8/7	日度	8.75	万平方米	22.53%	-5.89%
	二线	2026/8/7	日度	9.16	万平方米	-27.78%	-11.46%
	三线	2026/8/7	日度	3.40	万平方米	-51.47%	-13.50%
基建	石油沥青开工率	2026/8/5	周度	22.90	%	-25.41%	11.17%
	水泥发运率	2026/8/7	周度	38.86	%	-3.19%	-1.22%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/8/7	周度	1839.61		49.28%	-0.94%
	波罗的海干散货指数	2026/8/7	日度	3089		50.61%	1.05%
商品价格	猪肉	2026/8/7	日度	15.80	元/公斤	-9.92%	1.15%
	农产品批发价格指数	2026/8/7	日度	113.92		0.12%	0.54%
	蔬菜	2026/8/7	日度	4.45	元/公斤	-0.89%	1.37%
	布伦特原油	2026/8/7	日度	83.55	美元/桶	24.91%	-7.29%
	螺纹钢	2026/8/7	日度	3010.00	元/吨	-6.98%	-0.10%
	南华工业品指数	2026/8/7	日度	3787.53		3.14%	0.81%
	南华农业品指数	2026/8/7	日度	1050.83		-4.05%	1.10%
	玻璃	2026/8/7	日度	884.00	元/吨	-18.00%	0.45%
	LME铜	2026/8/7	日度	14240.00	美元/吨	48.26%	2.93%

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图38.6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。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 外部因素：美国制造业改善但就业降温，全球政策风险扰动市场预期

3.1. 特朗普推动罢免美联储理事，联储独立性成为市场关注焦点

特朗普政府再次启动罢免美联储理事 Lisa Cook 的程序，要求其就房贷文件相关指控作出回应，并考虑以“严重渎职”为由解除其职务。此前，美国最高法院裁定特朗普不得在缺乏正当程序的情况下直接解雇 Cook，但并未否定后续通过法律程序推进罢免的可能性。此次事件使市场重新关注总统与美联储之间的权力边界，市场关注重点转向美联储的政策独立性是否会受到影响。

从市场影响来看，若白宫对美联储人事安排的影响进一步扩大，可能削弱投资者对联储维持政策独立性和控制通胀的信心。在当前通胀仍高于目标、降息路径尚不明确的背景下，若市场认为货币政策受到政治因素影响，可能提高未来通胀预期，并推升美债期限溢价，导致长端收益率上行。同时，政策不确定性上升可能降低美元资产吸引力，对美元形成一定压力；黄金则可能受益于对货币信用和政策独立性担忧上升带来的避险需求。但是短期来看，该事件仍处于法律程序阶段，对美联储实际政策路径影响有限。美联储货币政策由 FOMC 集体决策，单一理事变动难以直接改变利率方向，后续市场应关注该事件是否演变为更广泛的政策独立性风险，并影响美债、美元等资产定价。

展望后市，若司法程序维持现有制度约束，市场对该事件的定价可能逐步淡化；若特朗普政府进一步推动美联储人事调整，市场可能重新评估美国货币政策独立性风险，并通过美债收益率、美元指数及黄金价格反映这一变化。

3.2. 美国 7 月 ISM PMI 延续扩张，制造业生产明显加速但服务业就业承压

7 月美国制造业 PMI 录得 55.6，高于预期的 54.0 和前值 53.3，为 2022 年 5 月以来最高水平。从分项看，产出指数大幅走高，录得 58.5，前值 52.2；新订单指数为 56.7，前值 56.0；新出口订单指数回升至 53.0，前值 48.5；物价指数回落但仍高企，下降 1.9 至 71.1。

根据 ISM 制造业商业调查委员会主席的表态，七月份美国制造业活动仍处于扩张区间且增速较上月明显加快。新订单、生产和就业指数均较上月改善，供应商交付指数继续显示供应商交付速度放缓，而价格指数虽有所回落但仍维持较高水平。需求方面，新订单连续第 7 个月扩张，订单积压和新出口订单均有所改善；客户库存指数继续处于“过低”区间，显示低库存状态仍对未来生产形成支撑。产出端，生产指数明显回升，连续第 9 个月处于扩张区间，交通运输设备、计算机与电子产品、机械等主要制造行业生产活动均有所增强。就业指数时隔 33 个月重新进入扩张区间，表明企业招聘活动有所改善。投入指标方面，供应商交付指数进一步上升，表明供应链交付速度有所放缓；库存指数维持扩张状态，企业库存水平继续增加。价格方面，价格指数较上月下降，但仍连续 22 个月处于上涨区间，钢铁、铝等原材料价格、进口关税以及能源价格波动仍是企业成本压力的重要来源。总体来看，7 月份制造业需求、生产和就业同步改善，制造业景气度继续回升，但成本压力仍未完全缓解。

7 月美国服务业 PMI 指数录得 54.1，低于预期的 54.5，前值 54.0。分项来看，商业活动指数大幅上升至 59.1，前值 55.4。新订单指数小幅上升 2.1 至 57.2。就业指数依旧处在负区间，录得 47.4，前值 51.2。价格指数上升至 70.3。

7 月份美国服务业活动继续保持扩张，服务业 PMI 录得 54.1，连续第 25 个月处于扩张区间。分项来看，商业活动和新订单均有所改善，表明服务业需求仍保持韧性；但就业指数重新回落至收缩区间，企业招聘意愿仍偏谨慎；价格指数升至 70 以上，显示服务业成本压力有所上升。需求方面，商业活动和新订单指数均较上月改善，零售贸易、运输仓储、信息服务、金融保险等行业表现较强，服务业需求仍是支撑美国经济增长的重要因素。同时，新出口订单

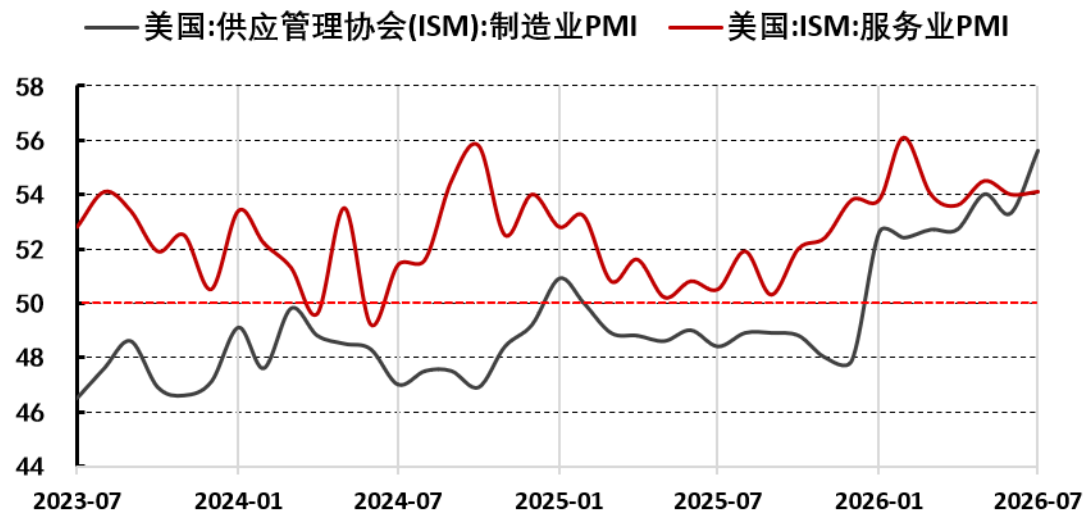
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

继续处于扩张区间，表明外部需求亦有所改善。就业方面，服务业就业指数在短暂扩张后重新进入收缩区间，反映企业在高成本和经济不确定性环境下仍保持谨慎招聘。价格方面，服务业价格指数重新升至 70 以上，住宿餐饮、建筑、运输仓储等行业均反映成本上涨，显示燃料、劳动力等因素仍对企业成本形成压力，服务业通胀黏性仍未明显缓解。总体来看，7 月美国服务业继续保持扩张，需求端韧性仍为经济增长提供支撑，但就业走弱和价格压力回升表明经济仍面临增长与通胀之间的平衡压力，后续服务业通胀走势和就业变化仍将是影响美联储政策判断的重要因素。

7 月美国 PMI 数据显示，制造业与服务业活动均保持扩张，经济增长仍具较强韧性。制造业方面，新订单、生产和就业同步改善，出口订单重新进入扩张区间，客户库存持续偏低，补库存需求有望支撑后续生产；服务业方面，商业活动和新订单进一步改善，显示消费需求仍具韧性。但经济增长仍面临成本与就业的双重压力。制造业价格指数虽较前期回落，但原材料价格、能源成本以及关税因素仍推高企业投入成本；服务业支付价格指数升至 70 以上，表明服务业通胀压力重新升温。就业市场方面，制造业就业在连续收缩后有所修复，但服务业就业重新跌入收缩区间，反映企业在高成本环境下仍保持谨慎招聘。展望后续，美国经济短期内有望维持温和扩张，制造业生产修复、低库存水平以及科技相关产业需求仍提供一定支撑，但通胀黏性、关税政策以及地缘政治风险仍可能限制政策空间，若就业市场进一步降温，或将对居民消费形成一定拖累。

图39.美国 7 月制造业 PMI 保持扩张区间



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图40.美国 7 月 PMI 商业活动指数暴涨

制造业				服务业			
	2026-05	2026-06	2026-07		2026-05	2026-06	2026-07
制造业PMI	54.0	53.3	55.6	服务业PMI	54.5	54.0	54.1
新订单	56.8	56.0	56.7	新订单	57.3	55.1	57.2
商业活动	54.3	52.2	58.5	商业活动	57.7	55.4	59.1
就业	48.6	49.7	52.8	就业	47.9	51.2	47.4
供应商交付	60.6	57.4	58.9	供应商交付	55.2	54.4	52.8
库存	49.9	51.4	51.2	库存	62.5	51.2	51.4
库存景气	42.7	42.3	40.7	库存景气	55.2	52.6	52.5
物价	82.1	73.0	71.1	物价	71.3	67.7	70.3
订单库存	52.2	50.5	55.0	订单库存	51.3	54.9	50.9
新出口订单	50.6	48.5	53.0	新出口订单	50.0	50.4	52.0
进口	53.0	52.9	55.7	进口	55.2	54.4	52.8

资料来源：iFind，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. 美国 7 月非农新增就业大幅走弱，美联储政策转向压力增加

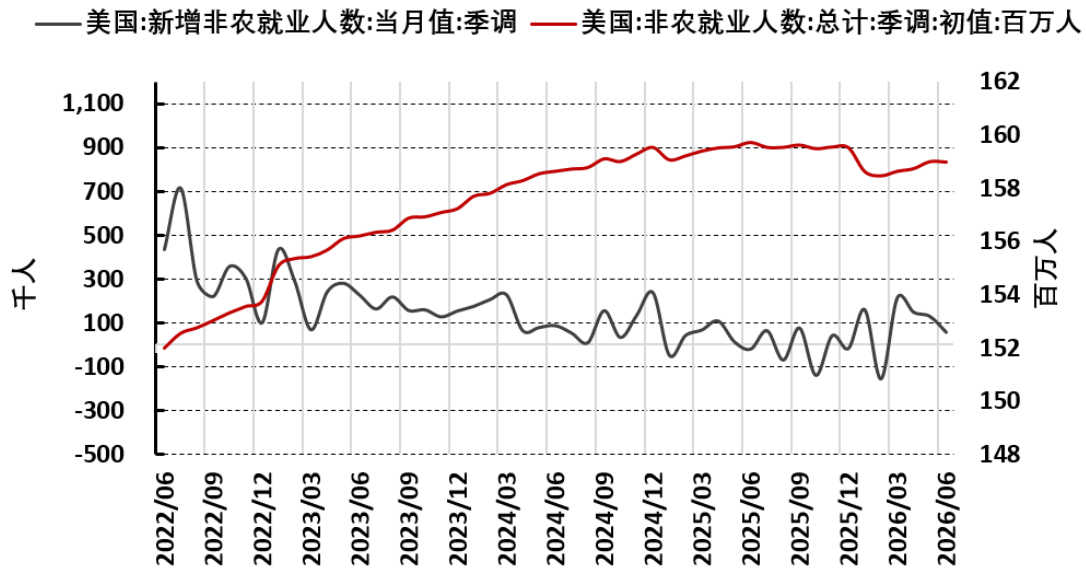
7 月美国非农就业减少 2.3 万人，远低于预期的 8.5 万人，前值为 2.0 万人。失业率 4.1%，低于预期和前值 4.2%。劳动参与率 61.8%，略低于前值 61.9%。平均每小时工资同比增长 3.2%，持平预期，环比增长 0.1%，低于前值 0.3%，持平预期。

从细分行业来看，商品制造就业人数增加 2.5 万人，其中制造业增加了 0.5 万人，建筑业增加 2.2 万人，矿产行业减少了 0.2 万人。服务就业增加了 0.5 万人，主要贡献来自于教育和保健、专业和商业两个行业，分别增加了 2.5 万人和 1.8 万人。政府就业新增人数减少了 5.3 万人，主要来自地方政府减少 5.7 万人。

此外，7 月 ADP 就业人数增加 4.4 万人，低于前值 9.5 万人。细分来看，商品生产部门就业减少了 0.8 万人，其中制造业增加 0.2 万人，建筑业新增 0.1 万人，采矿业裁减 0.6 万人。服务业就业整体增加 4.7 万人，主要来源于教育和医疗服务增加了 3.6 万人。

7 月美国非农就业明显弱于预期，劳动力市场降温信号进一步增强，且 5 月、6 月新增就业合计下修 10.3 万人，表明此前就业市场表现存在一定高估。从结构来看，就业减少主要集中于政府、休闲酒店和零售等行业，而医疗保健等行业仍保持增长，私营部门就业整体仍实现小幅增加，显示劳动力需求虽有所放缓，但尚未出现全面收缩。同时，平均时薪环比增速降至 0.1%，同比增速回落至 3.2%，薪资压力继续缓解，有助于推动服务业通胀进一步降温。值得注意的是，失业率下降主要受劳动参与率降至 61.8%的影响，劳动力供给收缩掩盖了就业市场走弱的实际压力。展望未来，随着企业招聘意愿下降，劳动力市场或将进入低增长的调整阶段。就业数据走弱进一步强化美联储关注就业目标的必要性，后续降息预期或有所升温，但政策节奏仍取决于通胀回落进程。

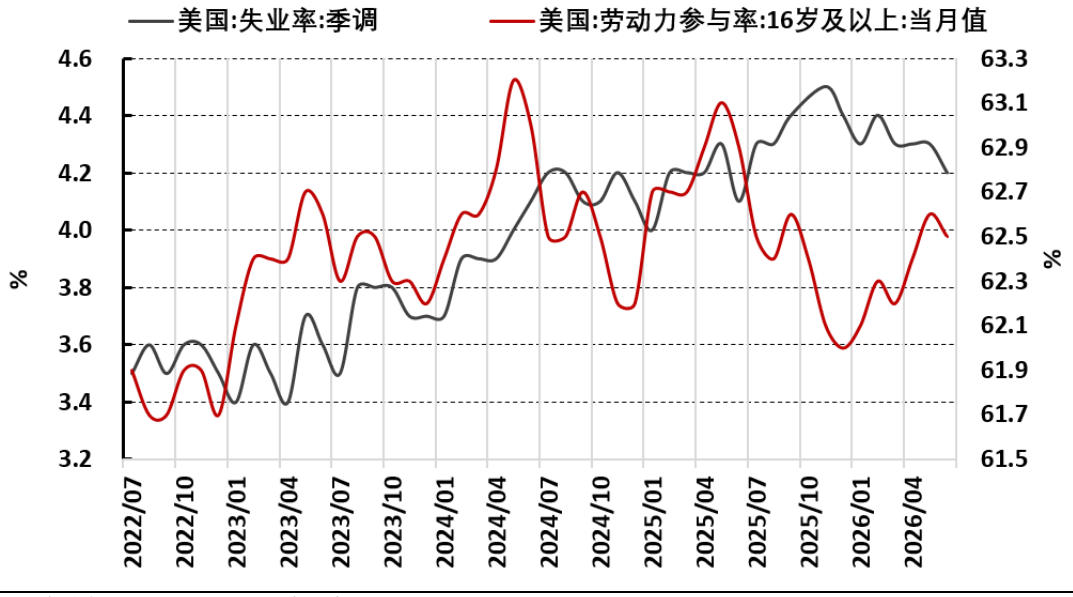
图41.美国 7 月非农就业数据大幅降温



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

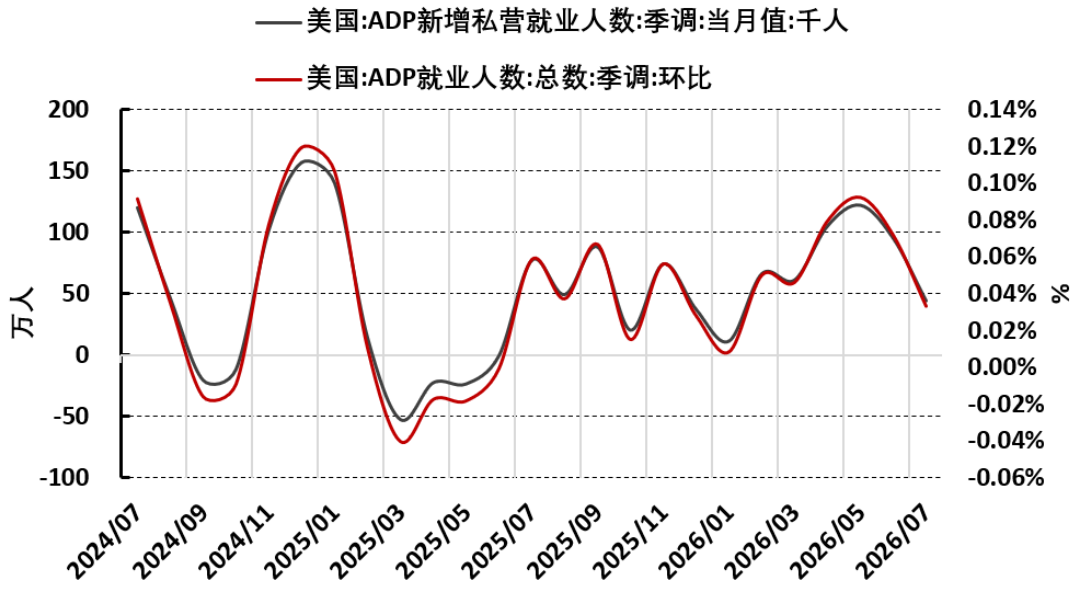
下载日志已记录，仅供内部参考

图42.美国 7 月失业率持平预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图43.美国 7 月 ADP 就业数据不及预期



资料来源：iFind，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图44.美国 7 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比

	新增非农就业数据（万人）			新增ADP就业数据（万人）		
	2026-07	2026-06	2026-05	2026-07	2026-06	2026-05
总计	-2.3	2.0	6.3	4.4	9.5	12.2
商品端	2.5	1.4	0.3	-0.3	0.2	0.8
制造业	0.5	1.1	-0.2	0.2	0.5	0.3
建筑业	2.2	0.5	0.2	0.1	0.2	0.8
采矿业	-0.2	-0.2	0.3	-0.6	-0.5	-0.3
服务端	0.5	1.6	5.8	4.7	9.3	11.4
金融活动	-1.4	-0.2	-2.0	1.0	1.1	0.7
运输仓储业	-0.4	-1.2	0.9	-0.8	1.5	3.6
专业和商业服务	1.8	3.4	0.6	0.9	0.3	1.1
休闲和酒店	-4.0	-4.3	4.2	-1.1	0.2	0.8
教育和保健服务	2.5	5.4	2.4	3.6	4.8	5.7
信息业	1.1	-1.3	-0.5	0.5	0.7	-0.9
其他服务	0.9	-0.2	0.2	0.6	0.7	0.4
政府	-5.3	-1.0	0.2	/	/	/
联邦政府	-0.3	0.1	0.4	/	/	/
州政府	0.7	-0.3	-0.2	/	/	/
地方政府	-5.7	-0.8	0.0	/	/	/

资料来源：iFind，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

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