下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 08 月 11 日

每次高切低之后

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

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

目前看，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，而随着 A 股高切低指数回落至区间下沿 30%，科技板块止跌回稳，意味着本轮再均衡行情已临近尾声。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，约 70%-80%概率下是主线大换血，20%-30%概率是仍然是同主线，即便前后是同主线，核心品种也发生一些变化。显然，景气和产业趋势是主线形成和延续的必要条件，否则高切低之后易走向低位无序轮动或者高低位反复拉锯的无主线阶段。

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

大跌之后：总会有些变化	2026-08-09
后手前置，务实加力——7 月政治局会议解读	2026-07-30
再论 M 顶：“杀情绪、杀估值、杀逻辑”	2026-07-30
无科技不成牛	2026-07-26
科技 M 顶之外：两条金律	2026-07-23

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. 高切低行情复盘之 2016 年 4 月：熊市后期风格由价值防御转向弹性成长，前后主线大切换原因是熊市暴跌转磨底后反弹，TMT+军工率先受益 4
2. 高切低行情复盘之 2017 年 8 月：阴跌后转从供给侧周期转向漂亮 50，前后主线大切换原因是经济预期和风偏反转，带动消费+科技双牛 5
3. 高切低行情复盘之 2019 年 5 月：牛市大涨后转震荡主线从消费转科技，前后主线围绕大消费不变，科技叙事升温后猪周期切换到 TMT 领域 5
4. 高切低行情复盘之 2021 年 2 月：“茅指数”一顶抱团瓦解后转向“宁组合”，前后主线“茅+宁”转向“宁独涨”，主线在牛市中后段向景气聚焦 6
5. 高切低行情复盘之 2021 年 11 月：新能源一顶抱团瓦解后转向煤炭高股息，前后主线看似延续，实则市场进入新能源 M 顶窗口期，二顶反弹是胜负手 7
6. 高切低行情复盘之 2023 年 7 月：主题投资下 AI 短暂暴涨后重回红利防御，前后主线大切换的原因是 AI 产业存在催化但未基本面兑现，市场再度走弱 7
7. 高切低行情复盘之 2024 年 7 月：从高股息托底指数直到 924 后科技蓝筹暴涨，前后主线大切换的原因是“924”政策大规模转向，带动风险偏好极速回升 8
8. 高切低行情复盘之 2025 年 2 月：科技内部接力从 AI 应用机器人转向 AI 硬件，前后主线在 AI 链条内部由软切硬，核心逻辑在于 AI 产业趋势持续性爆发 9
9. 高切低行情复盘之 2025 年 9 月：AI 科技成长牛市中继切换至 HALO 资源品，前后主线仍然在科技链条延申，并扩散至资源品，红利防御仅是短暂过渡 10
10. 高切低行情复盘之 2026 年 3 月：从 HALO 资产切换到 AI 科技硬件主线，前后主线受到地缘形式扰动发生切换，长期 AI 产业趋势依然占据主导 10

图表目录

图 1. A 股高切低指数暗示本轮高切低行情趋于尾声 3
图 2. 高切低的两种大致形态 3
图 3. 行情高切低后，主线有大概率发生变化 3
图 4. 高切低主线判断逻辑图 4
图 5. 消费金融抗跌→食品饮料、银行继续抗跌→低估值周期/成长修复 4
图 6. 供给侧周期+白马→深熊中仅食品饮料抗跌→顺周期消费+科技 5
图 7. 消费猪+白酒+计算机→TMT 和消费相对抗跌→TMT/医药/消费 6
图 8. 新能源+核心资产抱团→公用事业、环保等低位防御补涨→新能源收敛延续 6
图 9. 新能源+资源→仅煤炭抗跌→超跌反弹后缺乏主线 7
图 10. TMT/AI+中特估→仅煤炭上涨→高股息红利 8
图 11. 高股息防御→银行、公用等防御相对抗跌→AI 应用 9
图 12. AI 应用+机器人→农林牧渔、公用事业等防御抗跌→AI 算力，延续 9
图 13. AI 算力+新能源+有色→石油石化、银行、煤炭等红利资源抗跌→军工+AI 硬科技 10
图 14. 资源+红利防御→回调极短、仅通信/石油石化微涨→AI 硬科技 11

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

6 月下旬时，我们团队所构建的 A 股高切低指数触及常规区间高位 60%，但与历史两次抱团瓦解时仍存距离。当前 A 股高切低指数回落至 30%，已经到达历史底部区间，暗示本轮高切低行情趋于尾声。

图1. A 股高切低指数暗示本轮高切低行情趋于尾声



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

我们基于对过去数轮高切低行情复盘发现 A 股高切低的形态大致有两种，一种是低位补涨，另一种是高低板块均出现普跌。低位补涨前后主线一致性较强；而高低普跌后，前后主线一致性较低。而行情高切低大跌之后，主线是否切换需要看产业景气主线是否发生变化。但即使主线不变，前后的核心品种也会有变化。

图2.高切低的两种大致形态

轮次	高位板块	高位平均涨跌幅	切向低位时上涨/相对抗跌的板块	低位平均涨跌幅	判断	过程解释
2017年8月	煤炭、钢铁、有色金属	-9.80%	家用电器、食品饮料、电子	8.60%	低位补涨	上游资源品在供给侧改革后涨幅过大，后续回落；但景气传导到后周期消费和电子，低位方向承接明确。
2021年2月	食品饮料、医药生物、电力设备、美容护理	-10.50%	钢铁、煤炭、公用事业	16.70%	低位补涨	核心资产抱团松动，高位消费成长回撤；通胀和利率上行预期强化红利价值风格，低位资源和公用事业明显上涨，是最典型的“高位跌、低位涨”。
2021年11月	电力设备、汽车、有色金属、国防军工	-16.80%	建筑装饰、煤炭、建筑材料、交通运输、银行	2.80%	低位补涨	这一轮本质是新能源和高景气赛道杀估值，电力设备、汽车、有色、军工跌幅都比较大；但同期稳增长链条和部分红利方向并没有一起跌，建筑、地产链、煤炭、交运、银行反而上涨或相对抗跌，因此不是高低普跌。
2023年7月	通信、电子、传媒、计算机	-11.30%	煤炭、房地产、石油石化、建筑材料	1.60%	高低普跌	TMT从美股AI映射行情中回落，政策催化地产链和顺周期修复；但低位涨幅很弱，整体形成普跌，仅有红利板块相对抗跌。
2024年7月	银行、公用事业、煤炭	-8.60%	商贸零售、社会服务、医药生物	22.60%	先普跌后补涨	前半段高股息和低位超跌方向都承压，本质偏普跌；但9月底政策行情启动后，零售、社服、医药等低位超跌板块大幅反弹，最终表现为低位补涨完成。
2025年2月	计算机、传媒、电子、通信	-15.20%	国防军工、钢铁、煤炭、机械设备	-3.70%	高低普跌	DeepSeek链情绪驱动后回撤，高位科技大跌；低位资源和制造最终相对抗跌，但阶段收益仍为负，说明这轮不是靠低位上涨完成，而是高位补跌叠加市场整体风险偏好下降。
2025年10月	通信、电子、计算机、传媒	-11.70%	煤炭、石油石化、钢铁、公用事业、银行	6.50%	低位补涨	AI链条内部表现分化，通信仍强，但计算机、传媒、电子回落；低位顺周期、红利和部分消费链条有修复，不过幅度不大，更像温和再平衡。
2026年3月	有色金属、钢铁、基础化工、建筑材料	-9.00%	通信、银行、煤炭、公用事业	6.10%	低位补涨	前期资源/AHLO方向回落，资金切向通信、银行、煤炭、公用事业等相对低位方向；低位组合取得正收益，属于比较清晰的结构切换。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图3.行情高切低后，主线有大概率发生变化

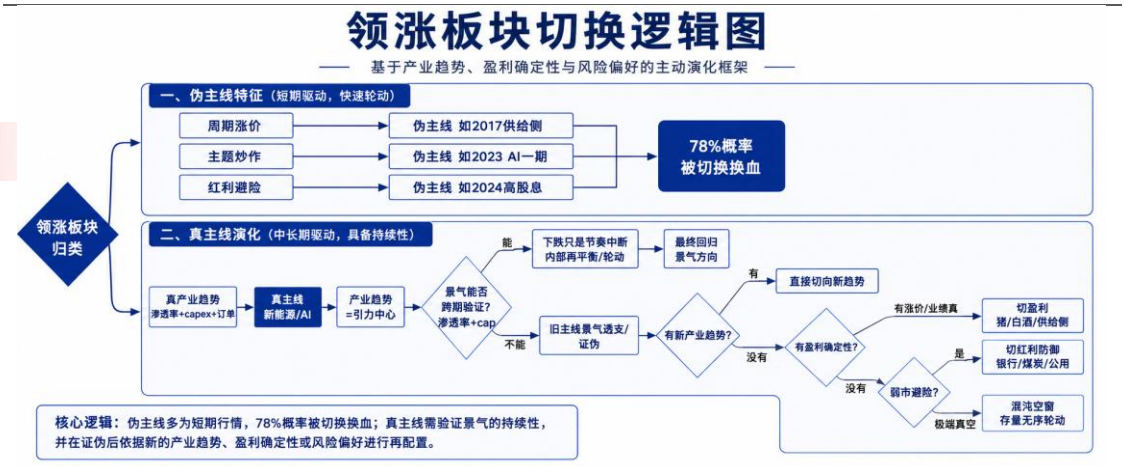
高切低轮次	①分化期领涨行业（高位主线，指数上行）	②高切低期上涨/抗跌板块（指数回落）	③见底反弹期领涨行业（新主线）	前后主线一致性	逻辑解释
2016/4（分化2015/12-2016/4）	食品饮料-0.53%、银行-2.75%、煤炭-3.09%（熊市抗跌）	食品饮料-1.41%、银行-4.14%、有色-6.79%（继续抗跌）	电子+19.99%、计算机+16.02%、军工+13.73%（反弹初期）	发生变化	分化期为熊市抗跌的消费+金融+资源，反弹期切向电子/计算机/军工科技成长；熊市见底后低估值周期与科技估值修复接棒，主线从防御抗跌换血为成长
2017/8（分化2017/1-2017/8）	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，主线从上游周期和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+资源）	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，相团对象从“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熊市高空期，反弹初期仍是新能源/资源惯性反抽，但新能源估值已为很多，宏观产业趋势，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下半年期跌、风险偏好回落，资金避险转向高股息红利（银行）与资源（煤炭），主线由科技成长视角换血为防御红利
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、反弹初期最是超跌消费/汽车核聚领涨，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硬科技重气回升、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后红利资源防跌）	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

下载日志已记录，仅供内部参考

景气和产业趋势是主线形成和延续的必要条件，否则高切低之后易走向低位板块间的无序轮动或者高低位高频犬牙交错的混沌空窗期。

图4.高切低主线判断逻辑图



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

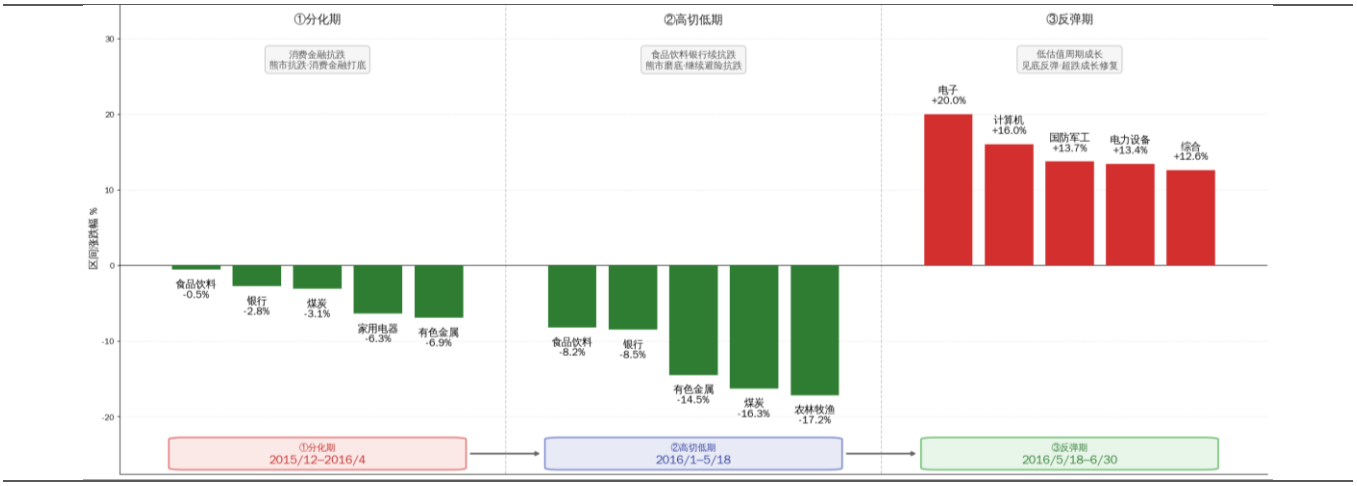
1.高切低行情复盘之 2016 年 4 月：熊市后期风格由价值防御转向弹性成长，前后主线大切换原因是熊市暴跌转磨底后反弹，TMT+军工率先受益

2016/4 受益资产路线：消费金融抗跌→熊市磨底，食品饮料、银行继续抗跌→低估值周期/成长修复。

该轮高低切的上一阶段分化来自 2015 年杠杆牛，驱动来自融资盘与风险偏好抬升，2015 年 6 月股灾后逻辑崩解。2015/12－2016/4 出现分化，市场二次探底，相对强势板块为食品饮料（-0.53%）、银行（-2.75%）、煤炭（-3.09%）等低估值高分红品种，特征是相对抗跌而非绝对收益。本轮拐点的事件锚点是 2016 年 1 月熔断机制引发二次急跌，随后熔断废止、恐慌完成出清并逐步磨底；结构上，熊市尾声抗跌组的相对优势趋于收敛，见底后进攻板块弹性显著高于防守板块。

切换的拐点约在 2016 年 5 月前后：风险偏好由避险转向超跌反弹，资金从抗跌品种迁徙至被错杀的成长与低估值周期。结束形式并非高位暴跌，而是熊市见底后的风格自发反转——防守主线并非因自身景气破裂而下跌，而是因市场阶段切换丧失相对优势。从而出现了一轮显著风格切换：反弹初期（2016/5/18－6/30）电子+19.99%、计算机+16.02%、军工+13.73%。新旧主线不同，本质在于防守定价与进攻修复本就对应不同的资金诉求，行情阶段一变，主导逻辑由“避险”转为“弹性与估值修复”。

图5.消费金融抗跌→食品饮料、银行继续抗跌→低估值周期/成长修复



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

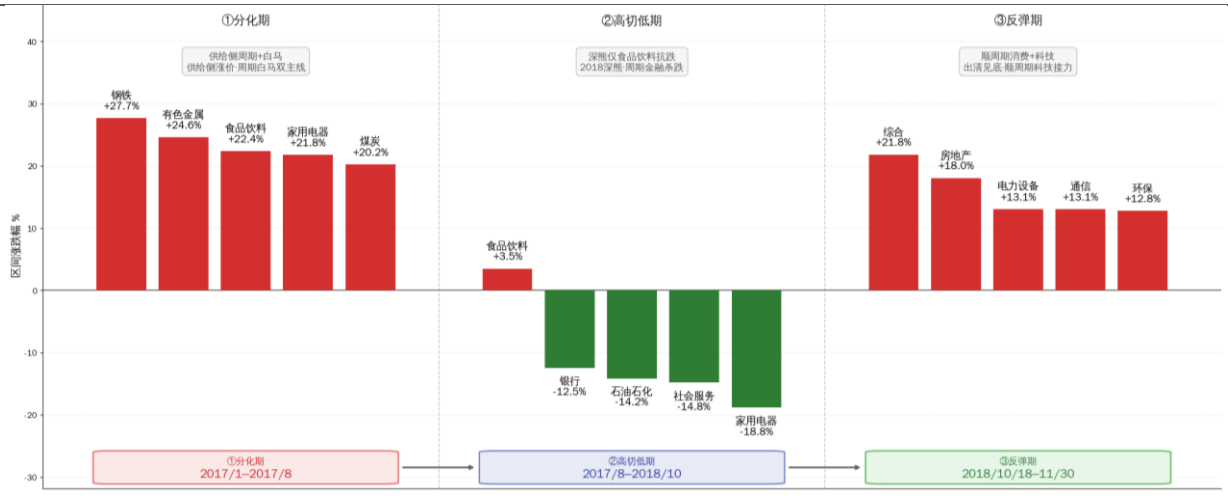
2. 高切低行情复盘之 2017 年 8 月：阴跌后转从供给侧周期转向漂亮 50，前后主线大切换原因是经济预期和风偏反转，带动消费+科技双牛

2017/8 受益资产路线：供给侧周期+白马➡深熊中仅食品饮料抗跌➡顺周期消费+科技。

2017/1－2017/8 主线本质是供给侧改革驱动的“涨价—盈利修复”行情：钢铁+27.71%、有色+24.62%、煤炭+20.23%，同步叠加外资流入下的消费白马（食品饮料+22.35%、家电+21.77%），形成周期确定性与白马确定性并存的组合。拐点由内生与外生两股力量叠加：内生层面，供给侧去产能力度边际放缓、工业品价格见顶，周期品盈利预期由上修转为下修；外生层面，2018 年金融去杠杆推升信用收缩，中美贸易摩擦升级并贯穿全年。结构信号上，周期与金融由领涨转为持续领跌，2017/8－2018/10 仅食品饮料仍录得+3.49%的相对抗跌，银行-12.50%、石油石化-14.19%则显示高位板块未以震荡消化，而是趋势性下跌，结束形式属于典型的高位主线直接深跌。

2018 年底深跌出清后，下轮关系为高度切换，反弹初期（2018/10/18－11/30）综合+21.82%、房地产+18.04%、通信+13.05%，资金开始对消费复苏与科技成长（半导体、新能源孕育期）重新定价。根本原因在于，周期涨价属于一次性供给出清催化，难以形成跨期产业趋势，而成长趋势具备更长的定价半衰期。

图6.供给侧周期+白马➡深熊中仅食品饮料抗跌➡顺周期消费+科技



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

3. 高切低行情复盘之 2019 年 5 月：牛市大涨后转震荡主线从消费转科技，前后主线围绕大消费不变，科技叙事升温后猪周期切换到 TMT 领域

2019/5 受益资产路线：消费猪+白酒+计算机➡TMT 和消费相对抗跌➡TMT/医药/消费。

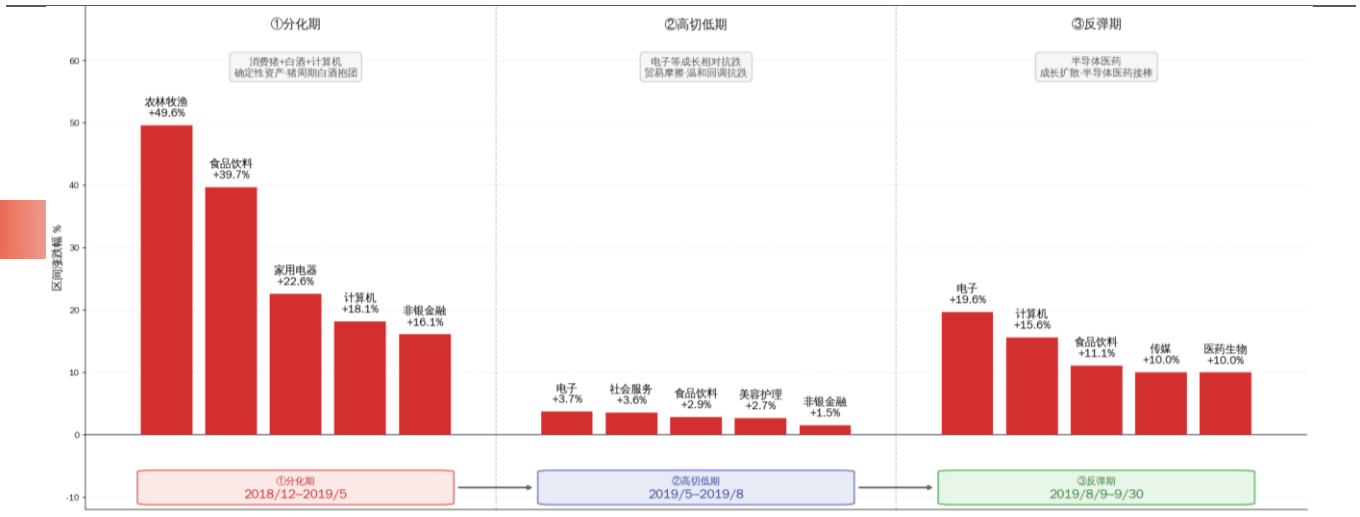
2018/12－2019/5 主线是对高确定性盈利的定价：非洲猪瘟驱动的猪周期（农林牧渔+49.59%）与外资持续配置的白酒（食品饮料+39.67%）构成核心，计算机（+18.15%）提供辅助科技敞口；宏观背景下行期，资金愿意为可见的盈利确定性支付溢价。阶段拐点落在 2019 年 5 月：中美贸易摩擦再度升级构成外部冲击，猪价周期同步进入高位、价格见顶后盈利弹性递减，消费白马估值亦已不便宜；结构上高位消费转为震荡而非崩塌，高切低期（2019/5－8）电子+3.68%等成长板块相对抗跌，结束形式偏温和。与此同时，半导体国产替代与 5G 建设政策叙事升温，为资金切换提供新的产业锚。

下轮关系为中度切换，反弹初期（2019/8/9－9/30）电子+19.65%、计算机+15.56%、医药+9.96%。差异逻辑在于，猪周期与阶段性消费催化不可延续，而半导体国产替代、医药创新具备产业趋势属性，资金由守确定性转向博成长弹性，并为 2020 年起的新能源行情提供了风险偏好与成长定价铺垫。

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7.消费猪+白酒+计算机→TMT 和消费相对抗跌→TMT/医药/消费



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

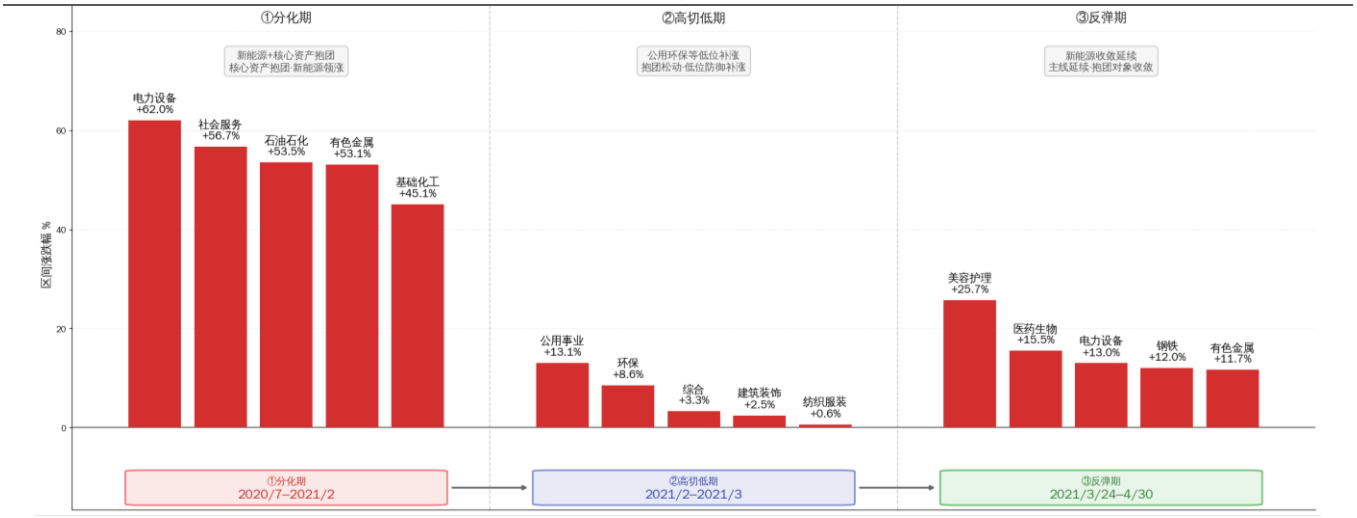
4. 高切低行情复盘之 2021 年 2 月：“茅指数”一顶抱团瓦解后转向“宁组合”，前后主线“茅+宁”转向“宁独涨”，主线在牛市中后段向景气聚焦

2021/2 受益资产路线：新能源+核心资产抱团→公用事业、环保等低位防御补涨→新能源收敛延续。

2020/7－2021/2 是机构抱团至极致的核心资产阶段：2020 年末“碳达峰、碳中和”政策定调与电动车渗透率加速抬升，共同推动电气设备+62.00%居涨幅第一，并叠加白酒等核心消费与顺周期（休闲服务+56.68%、有色+53.06%）。阶段拐点出现在 2021 年春节后：美债利率快速上行触发全球成长估值压缩，白酒等长久期抱团资产率先杀估值；高切低期（2021/2－3）公用事业+14.18%、环保+11.02%等低位防御补涨，但电气设备并未出现趋势性崩塌。这一组合至关重要——利率与估值冲击打断了抱团结构，却未打断新能源产业趋势，是识别“延续型高切低”的关键分界。结束形式属于高位震荡加低位防御补涨的温和收敛。

下轮关系为延续（全样本例外之一）：电气设备在春节前后两段均居涨幅第一（+62.00%，随后段+56.78%），抱团对象仅由“白酒+新能源”收敛为“新能源+周期资源”，主线未换血。机制在于，产业景气可延续时，高切低只改变内部权重，不改变主线归属。

图8.新能源+核心资产抱团→公用事业、环保等低位防御补涨→新能源收敛延续



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

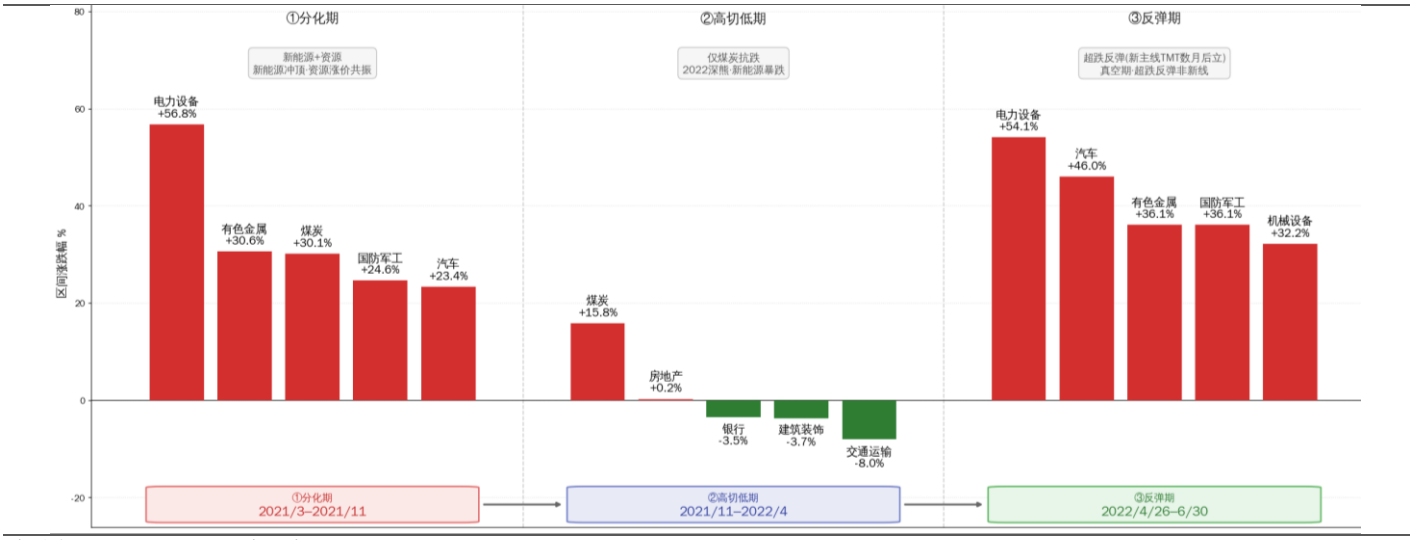
5. 高切低行情复盘之 2021 年 11 月：新能源一顶抱团瓦解后转向煤炭高股息，前后主线看似延续，实则市场进入新能源 M 顶窗口期，二顶反弹是胜负手

2021/11 受益资产路线：新能源+资源➡仅煤炭抗跌➡超跌反弹后缺乏主线。

2021/3－2021/11 是新能源产业趋势的强化末端（电气设备+56.78%仍居第一），并叠加煤炭+30.13%、有色+30.60%等资源涨价，属于趋势主线叠加涨价催化的最后冲刺。阶段拐点落在 2021 年末至 2022 年初：基本面上，2021 年末新能源估值已处历史极致分位，景气定价充分透支；事件上，美联储开启快速加息、俄乌冲突冲击全球定价、国内疫情反复抑制需求与风险偏好，三重外部冲击并发。结构信号极为明确：高切低期（2021/11－2022/4）新能源段内最大回撤约 42%，仅煤炭+15.79%等少数资源方向抗跌，结束形式是趋势性暴跌。

下轮关系为完全切换，且空窗为全样本最长（约 8.3 个月）：高低收敛完成后直至 2023 年初 AI 一期主线才清晰，其间反弹初期（2022/4/26－6/30）电力设备+54.11%、汽车+46.04%等更多属于超跌反弹而非新主线确立。机制在于 2022 年是存量博弈与产业真空期——旧趋势估值不可维系，新现象级趋势尚未生成，资金只能在存量板块间无序轮动；ChatGPT 出圈后，TMT/AI 主题才重新提供风险偏好锚，新旧主线完成由新能源向 TMT 的彻底换血。

图9.新能源+资源➡仅煤炭抗跌➡超跌反弹后缺乏主线



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

6. 高切低行情复盘之 2023 年 7 月：主题投资下 AI 短暂暴涨后重回红利防御，前后主线大切换的原因是 AI 产业存在催化但未基本面兑现，市场再度走弱

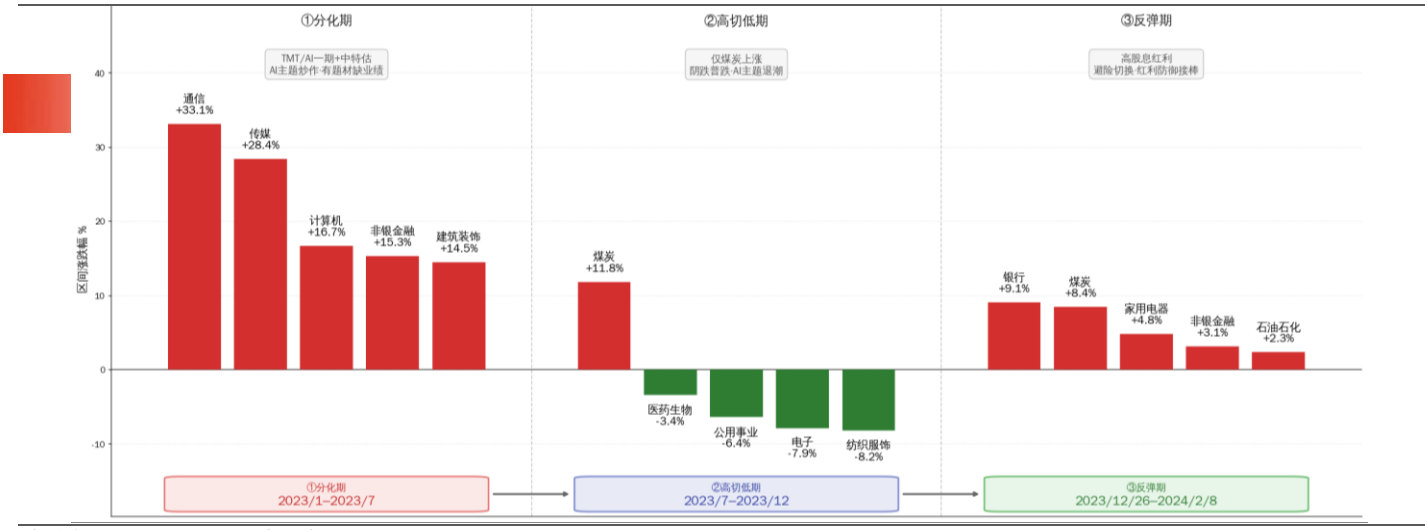
2023/7 受益资产路线：TMT/AI+中特估➡仅煤炭上涨➡高股息红利。

2023/1－2023/7 主线是 ChatGPT 催化的 AI 主题（通信+33.11%、传媒+28.39%、计算机+16.68%）叠加中特估，特征是主题与流动性驱动强、业绩兑现弱。阶段拐点出现在 2023 年中后：国内经济复苏斜率低于预期，增量政策力度有限，市场转入阴跌，中特估叙事边际降温；与此同时 AI 一期缺乏盈利闭环，主题退潮后没有基本面托底。结构上，高切低期（2023/7－12）仅煤炭+11.79%录得上涨、其余普跌，且红利防御线在旧主线收敛完成前已开始走强（约 2024-01-02 相对 2024-02-07 相对强度谷底形成“抢跑”），结束形式属于阴跌式高位回撤。

下载日志已记录，仅供内部参考

下轮关系为完全切换：接棒期银行+9.07%、煤炭+8.42%领涨。成长主题与防御红利在风险收益特征上彼此对立，属于弱市环境下避险方向提前顶替旧主线的典型路径——弱复苏证伪叠加无业绩主题的脆弱性暴露后，资金由博弹性被动转向求确定。

图10.TMT/AI+中特估→仅煤炭上涨→高股息红利



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

7.高切低行情复盘之 2024 年 7 月：从高股息托底指数直到 924 后科技蓝筹暴涨，前后主线大切换的原因是“924”政策大规模转向，带动风险偏好极速回升

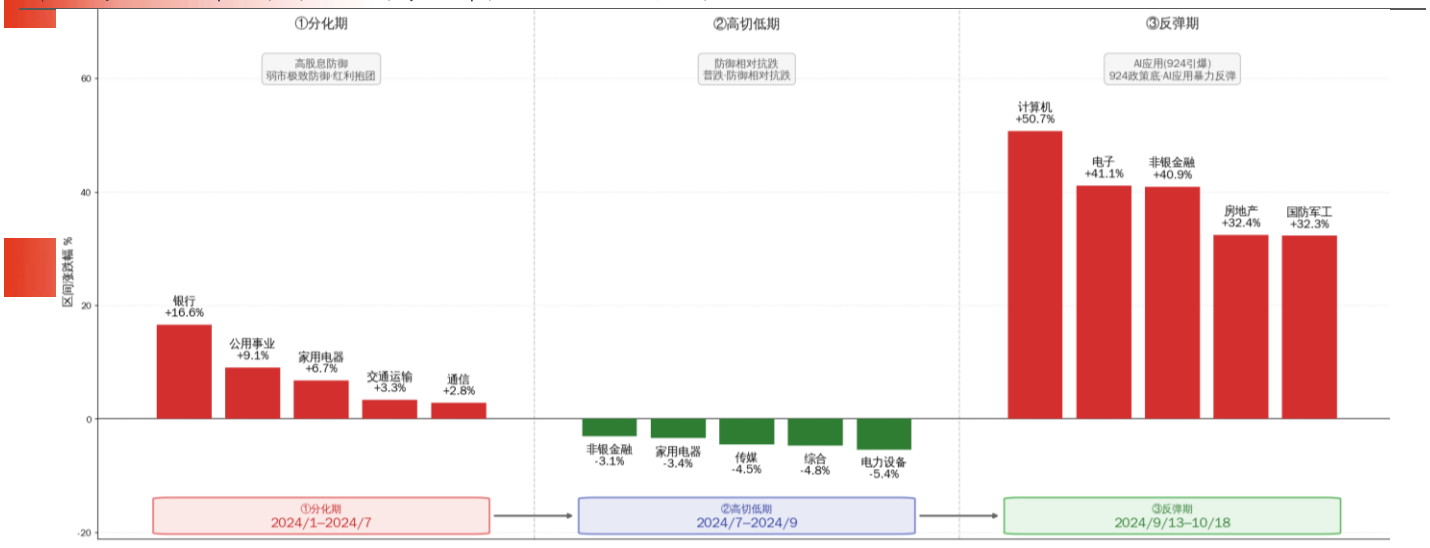
2024/7 受益资产路线：高股息防御→银行、公用等防御相对抗跌→AI 应用。

2024/1－2024/7 是存量博弈弱市下的极致防御定价：银行+16.58%、公用事业+9.08%等高股息资产凭借分红确定性吸收避险资金，对应市场对经济与政策预期的悲观定价。本轮关键拐点高度事件化：2024 年 9 月 24 日前后一揽子稳增长与资本市场支持政策（降准降息、互换便利、股票回购增持再贷款等，市场简称“924”）显著扭转风险偏好，政策底直接改写宏观预期函数。结构上，2024/7－9 普跌环境中防御仍相对抗跌，但 924 后防御红利迅速遭遇再定价抛售，成长与金融弹性板块脉冲式占优；新主线启动日（约 2024-09-24）早于旧主线相对强度收敛完成日（约 2024-10-31），新旧主线时间重叠。结束形式上，旧主线并非自我走完，而是被强政策冲击打断，避险逻辑在数个交易日内失效。

下轮关系为完全切换(防御红利→成长科技)，反弹初期(2024/9/13－10/18)计算机+50.72%、电子+41.08%、非银+40.93%。机制在于，政策将经济与风险偏好预期由悲观稳态切换至政策托底与风险偏好修复，旧避险定价的前提条件随之消失。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11.高股息防御→银行、公用等防御相对抗跌→AI 应用



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

8. 高切低行情复盘之 2025 年 2 月：科技内部接力从 AI 应用机器人转向 AI 硬件，前后主线在 AI 链条内部由软切硬，核心逻辑在于 AI 产业趋势持续性爆发

2025/2 受益资产路线：AI 应用+机器人→农林牧渔、公用事业等防御抗跌→AI 算力，延续。2024/9－2025/2 是“924”后第一波主升，主线为 AI 应用与机器人（计算机+62.02%、电子+53.49%、机械+42.66%），由政策底后的风险偏好修复与 AI 产业叙事共振驱动。阶段拐点出现在 2025 年 4 月：美国“对等关税”升级引发全球 risk-off，AI 应用段内急跌约 17%，高切低期（2025/2－4）农林牧渔+2.83%等防御方向相对抗跌，相对强度约于 2025-04-08 收敛见底。但产业信号与价格冲击并不一致——关税冲击外生且短暂，AI 资本开支与硬件需求逻辑未被证伪，外生冲击造成的是节奏中断而非产业逻辑破裂。因此结束形式虽表现为外部冲击触发的高位急跌，随后却演化为链内再平衡而非改朝换代。

下轮关系为延续（全样本例外之二）：下一分化段通信+59.84%、电子+56.64%居前，主线在 AI 链内由应用迁徙至景气验证度更高的算力硬件。这与 2021 年新能源逻辑同构——强产业趋势下，外部冲击只能扰乱节奏，难以置换主线。

图12.AI 应用+机器人→农林牧渔、公用事业等防御抗跌→AI 算力，延续



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

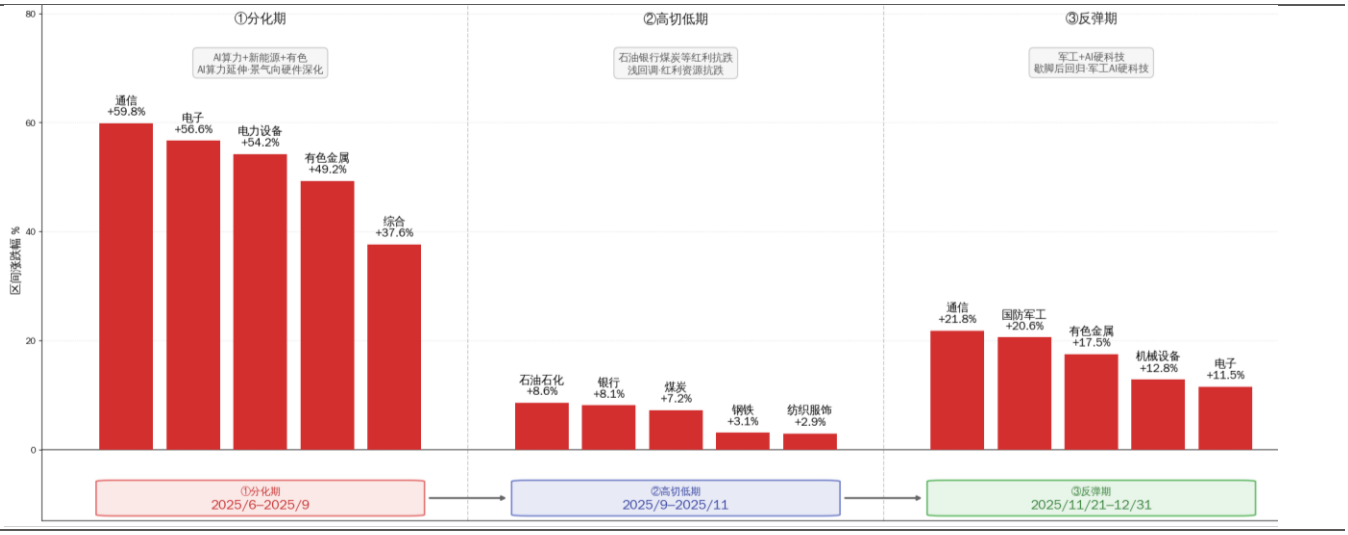
9. 高切低行情复盘之 2025 年 9 月：AI 科技成长牛市中继切换至 HALO 资源品，前后主线仍然在科技链条延申，并扩散至资源品，红利防御仅是短暂过渡

2025/9 受益资产路线：AI 算力+新能源+有色➡石油石化、银行、煤炭等红利资源抗跌➡军工+AI 硬科技。

2025/6－2025/9 主线是 AI 算力延伸（通信+59.84%、电子+56.64%），并叠加新能源（电力设备+54.17%）、有色（+49.24%）等顺周期，反映 AI 景气向硬件基础设施与周期资源的扩散。本轮拐点的政策属性偏弱，未见足以改写产业主线的系统性政策转向，更接近牛市中段的风险预算再配置：高位段累积涨幅较大，出现阶段性获利了结与估值消化；高切低期（2025/9－11）石油石化+8.55%、银行+8.12%、煤炭+7.19%红利资源相对占优，中证全指低点约在 2025-11-21 附近后再度上行。阶段拐点落在 2025/9－11，特征是估值消化叠加风险偏好短暂回落，而非景气证伪，红利更多扮演仓位过渡角色。

结束形式属于高位震荡、红利资源补涨抗跌的温和收敛。下轮关系为浅切换后迅速回归（空窗约 1.5 个月），反弹初期（2025/11/21－12/31）通信+21.81%、军工+20.57%。红利并未形成独立长主线，本质是牛市浅回调中的避险过渡——AI 产业景气未坏，资金是暂停而非真正转向。

图13.AI 算力+新能源+有色➡石油石化、银行、煤炭等红利资源抗跌➡军工+AI 硬科技



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

10. 高切低行情复盘之 2026 年 3 月：从 HALO 资产切换到 AI 科技硬件主线，前后主线受到地缘形式扰动发生切换，长期 AI 产业趋势依然占据主导

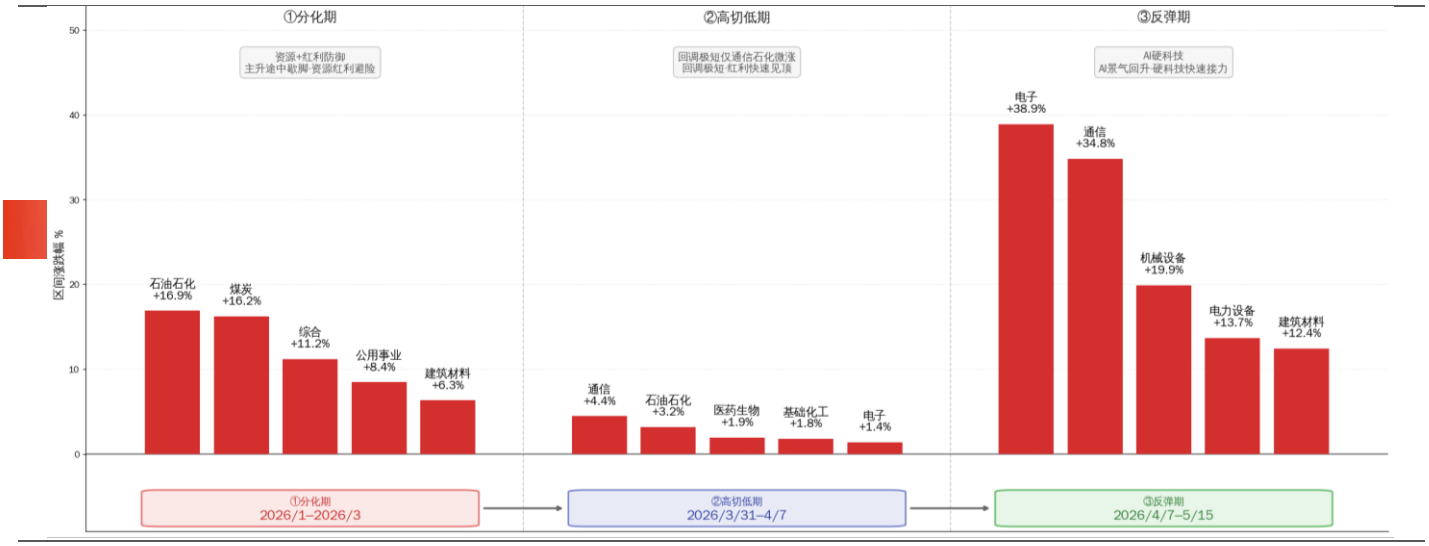
2026/3 受益资产路线：资源+红利防御➡回调极短、仅通信/石油石化微涨➡AI 硬科技。

2026/1－2026/3 的资源与红利（石油石化+16.87%、煤炭+16.20%、公用事业+8.45%）是上一轮浅回调中避险资金堆积的结果，定位上属于 AI 主升途中的阶段性防御仓，而非独立产业趋势主线。本轮拐点不以新的主导性政策为触发，更关键的是 AI 硬科技景气与风险偏好重新占优：高切低过渡极短（约 2026/3/31－4/7），仅通信+4.44%、石油石化+3.17%等微涨；随后石油石化由一季度涨幅第一（+16.87%）转至二季度垫底（-24.59%），避险溢价快速消退、AI 硬科技相对收益重新扩张，新旧主线几乎无缝切换。结束形式是快速终结的短回调，既非漫长阴跌，也非系统性熊市暴跌。

下轮关系为高度切换（阶段性催化被趋势主线置换），反弹初期（2026/4/7－5/15）电子+38.87%、通信+34.79%。这再次验证：红利与资源作为阶段性避险催化容易被切换，而 AI 作为有黏性的产业趋势，一旦景气与风险偏好回升，资金迅速回流主线。。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14.资源+红利防御→回调极短、仅通信/石油石化微涨→AI 硬科技



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

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。



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