下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券
CAITONG SECURITIES

牛还在：从炎夏到金秋
——2026年四季度策略

分析师：徐近峰
SAC：S0160523030003
分析师：林 昊
SAC：S0160526010002
联系人：常瑛珞

分析师：王亦奕
SAC：S0160522030002
分析师：张洲驰
SAC：S0160524070004

证券研究报告 | 2026/8/30

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

引言：回首炎夏，指数进入震荡期，风格分化极致，AI独领风骚。步入金秋，美债问题发酵，景气分歧加大，投资者们多少会有这样的思考，牛还在吗？轮动加速的市场中如何应对配置？我们尝试通过接地气的数据框架跟踪以及历史复盘推演得到一些思路。

整体行情展望：牛还在，熊未来。

当前行情如何研判，是牛还在，还是下行风险积累？我们构建了四维牛熊框架，从国内景气、全球潜在导火索、股市流动性、止盈压力，四重视角透视下行期潜在风险。

1）国内景气（无下行信号）：PPI仍在偏高位，信用和景气短期略有波动但暂无下行加速信号，后续关注潜在经济托举。

2）导火索（无下行信号）：海外景气强劲、离衰退较远；美国离趋势加息还有距离，国内货币政策也指向宽松，长期向下的导火索目前仍然较远。

3）股市流动性（无下行信号）：成交动能趋弱但未至下行信号区间，私募+个人+北向仍显活力。

未来潜在利好：①中美会面，更多潜在利好落地；②延续政治局会议定调，国内经济托举落地；③中美大型科技IPO下，股市流动性预计延续宽裕；④中期选举在即，特朗普支持政策保选举，包括潜在的美伊缓和、美国内部政策等。

风格研判：成长延续+年底稳健价值，小盘占优可能更大，关注量能指引。框架：大盘价值看整体经济景气韧性，大盘成长看赛道景气预期/催化，小盘看资金流向大盘后的剩余流动性多少。未来9-10月中美会谈+科技大型IPO流动性宽裕需要，科技整体仍有韧性；11月后美国大选落地+年底季节效应，可能阶段转向价值。整体流动性宽裕+之前大盘拥挤度过高下，相对而言流向小盘的剩余流动性预计增加，可能更占优。

结合历史不同类型牛市下不同板块的换手率，推算未来不同场景的整体量能，进而辅助研判未来趋势：1）如果大盘成长牛市延续，市场量能在2.5万亿元级别；2）如果大盘成长牛市动能有限，但流动性宽裕，进入小盘牛市，市场量能对应2万亿元级别；3）如果市场流动性也有限，只在1.5万亿元级别，可能部分小盘+红利/现金流占优。

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

行业配置：AI行情未止，仍是超额核心方向；红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额。

成长方向

1）从科网看当下，AI行情未止：科网行情的终结一方面是美国衰退硬着陆，另一方面核心标的盈利不及预期+开始下修，当前美国经济滞胀+科技龙头业绩仍在超预期。

2）从科网看当下，AI行情再起的催化看流动性宽松或产业趋势再增强：1999年四季度科网行情主升浪再起，流动性方面美国财政盈余+Y2K千禧年危机兜底，基本面方面中国台湾地震加剧存储供给担忧+BB Ratio再起验证需求，行情再起后的结构向基本面强支撑的硬件与To B软件集中。当前来看，流动性较科网时期限制更多，重点关注贝森特，基本面关注物理AI等能否超预期。

3）北美大厂CAPEX绝对水平高位，二阶导分化：四巨头资本开支激进、CFO对CAPEX覆盖度持续下降，一方面目前除亚马逊FCFF略转负以外，其余三家仍有现金流剩余、CFO均在CAPEX的1.4倍以上，现金流回报率仍有1~3%水平；另一方面CAPEX二阶导已有分化，谷歌、微软增速持续新高至90%、80%，META、亚马逊降速。

4）光模块禁令到底有没有风险？9月是重要观察点：目前组件漏洞这项禁令只针对“涵盖清单实体”生产的逻辑承载组件，不针对“非清单实体但生产被禁产品” 生产的组件，规则基础框架已经就位，变量在于“名单会不会扩容”。FCC 26-50 评论截止日在9月8日，答复意见截止9月21日。筹码施压为中美会谈、见面前的惯例情况。

5）AI行情β再起前，科技的胜率&赔率在于下沉α，新技术方面重视Vera Rubin等细分，新资金方面重视未来巨头IPO受益产业链。

价值方向

1）红利&现金流超额收益磨底、绝对收益回归：超额收益层面，现金流指数相对全A自24/9以来区间整体跑输，背后更多体现为风偏提升、估值扩张的逻辑使得类价值风格表现均承压，结合成长仍处于高波阶段，预计红利现金流为代表的价值风格相对收益仍在震荡磨底阶段。绝对收益层面，资金/估值/拥挤度/现金流率均出现积极信号。

2）重视回购策略α：历史个股回购经验看，无论是否牛市，回购后对应标的大多超额显著，背后逻辑是上市公司对当前自身价值判断较好+稳定增量资金流入，回购金额或金额占市值比越高，未来表现越好。当前重点除消费医药外，科技和周期的低估上市公司也在加速出现。

风险提示：全球地缘风险、美国经济衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. 行业配置：

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

下载日志已记录，仅供内部参考

四维牛熊框架——全面透视下行期潜在风险：当前风险有限

回顾历史行情下行期经验，我们总结了4类11项指标，构建四维牛熊框架，全面透视下行期潜在风险。逻辑和细节详见《AI之外，全球涨势最好哪些巨头？》。

具体4大类指标：1）景气指标，看国内经济动能，有效指引经济驱动上行期节奏；2）下行导火索，包括中美加息/全球景气下行，可能提前终结上行期；3）资金动能，有效指引行情向上的资金驱动强度；4）估值压力，对应市场止盈动能，体现行情向上阻力大小。**目前看，风险相对有限。**

图表2：四维牛熊框架——全面透视下行期潜在风险

				历史下行期前4月均值					下行期判断	
		逻辑	处理方式	2008/1/15	2011/4/18	2015/6/12	2018/1/25	2021/12/13	判断标准	当前值
景气验证-同步指标	PPI同比	触顶回落，指引景气见顶	6月变化	4.5%	1.2%	-1.2%	-2.8%	-0.4%	<0	4.9%
	M1-M2	趋势下行，指引景气动能不足	MA3 6月变化	-1.3%	-4.1%	0.6%	-3.6%	-3.7%	<0(特别很低)	0.4%
	PMI	下台阶，指引景气动能不足	MA3 6月变化	0.8%	-2.0%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	<0	0.3%
导火索-中美加息or全球衰退	中国加息周期	加息，中国流动性承压	政策利率是否变化	1	1	0	1	0	>0	0
	美国加息周期	加息，全球流动性承压	政策利率是否变化	0	0	0	1	1	>0	0
	美国PMI	下台阶，指引全球景气动能不足	MA3 6月变化	-2.8%	-0.5%	-2.6%	1.4%	-1.5%	<0	4.8%
	美国失业率	上行，指引全球衰退风险	6月变化	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-1.5%	>0	-0.2%
资金动能	成交额	低位，指引资金动能减弱	MA60/MA250	0.79	0.82	1.51	0.99	1.02	<1.1	1.15
	换手率	低位，指引资金动能减弱	MA60/MA250	0.61	0.85	1.28	0.94	1.01	<1.1	0.96
估值水平/止盈压力	远期PE	高位，指引止盈动能大	在区间内水位	1.65	0.52	0.81	0.50	0.31	>0.8	0.69
	远期ERP	高位，指引止盈动能大	在区间内水位(逆)	1.30	0.79	0.84	0.74	0.42	>0.8	0.45

数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

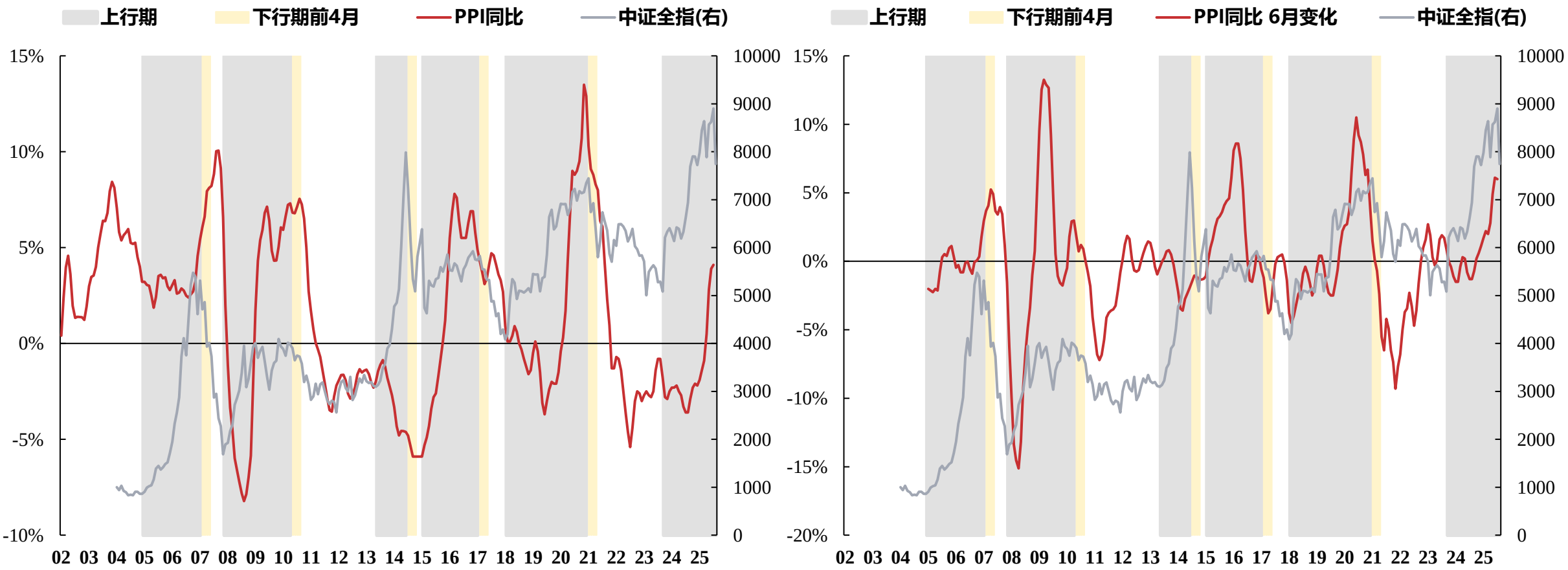
下载日志已记录，仅供内部参考

景气验证 | PPI：向上动能衰竭指引行情见顶，当前动能仍为正

PPI同比-经济&股市同步指标：PPI同比和工业品价格与企业盈利周期较一致，因此PPI同比结束上涨，上市公司的景气往往见顶，向上预期难继续抬升。事实看，基本PPI同比顶部和股价顶部重合。

动能判断-PPI同比6个月变化是否转负：行情回落初期，PPI同比的6个月变化或加速下行，或已经转负。**当前：PPI同比6个月变化仍在向上。**

图表3：PPI同比及6月变化与中证全指



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

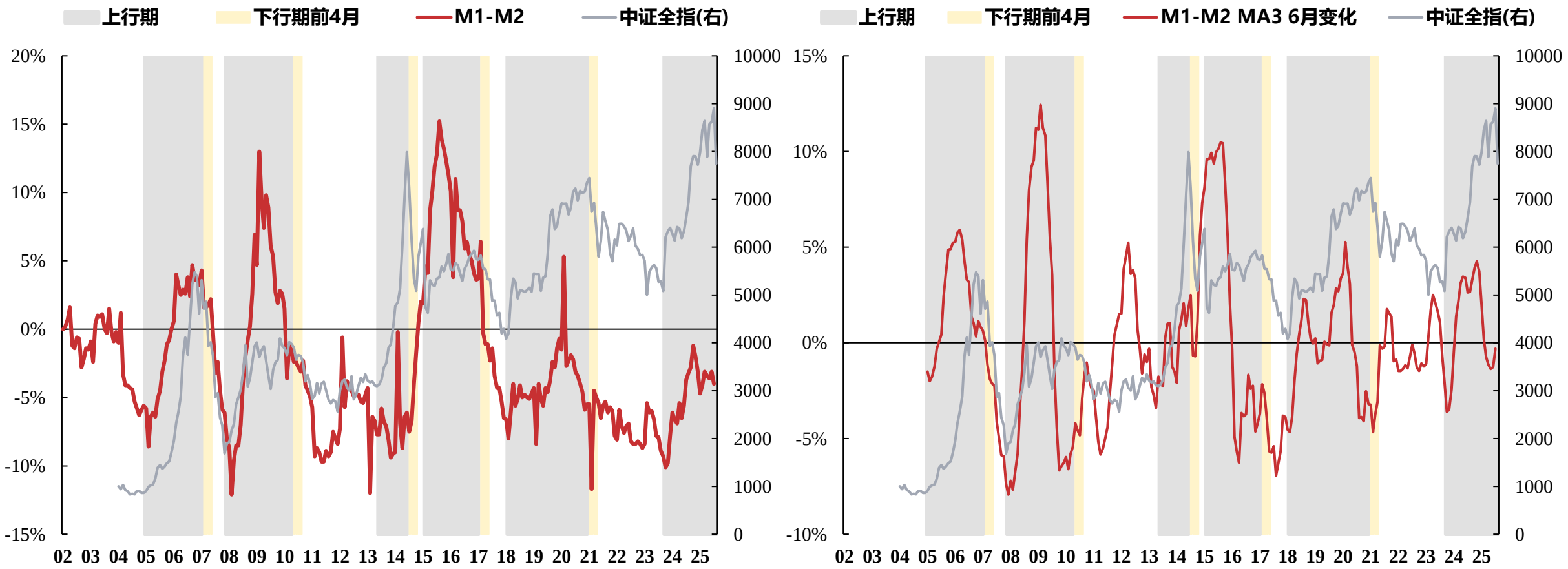
下载日志已记录，仅供内部参考

景气验证 | M1-M2：趋势向下指引行情见顶，当前还未验证走弱

M1同比-M2同比 经济&股市同步乃至领先指标：M1-M2剪刀差反映实体资金活化程度，同样和经济周期较一致甚至略微领先。历史行情下行初期M1-M2剪刀差基本已经在下行通道，甚至为负；

动能判断指标 剪刀差MA3的6个月变化：历史行情下行初期M1-M2剪刀差MA3的6月变化，基本为负甚至在偏低水平。**当前还未验证。**

图表4：M1-M2及其MA3的6月变化与中证全指



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

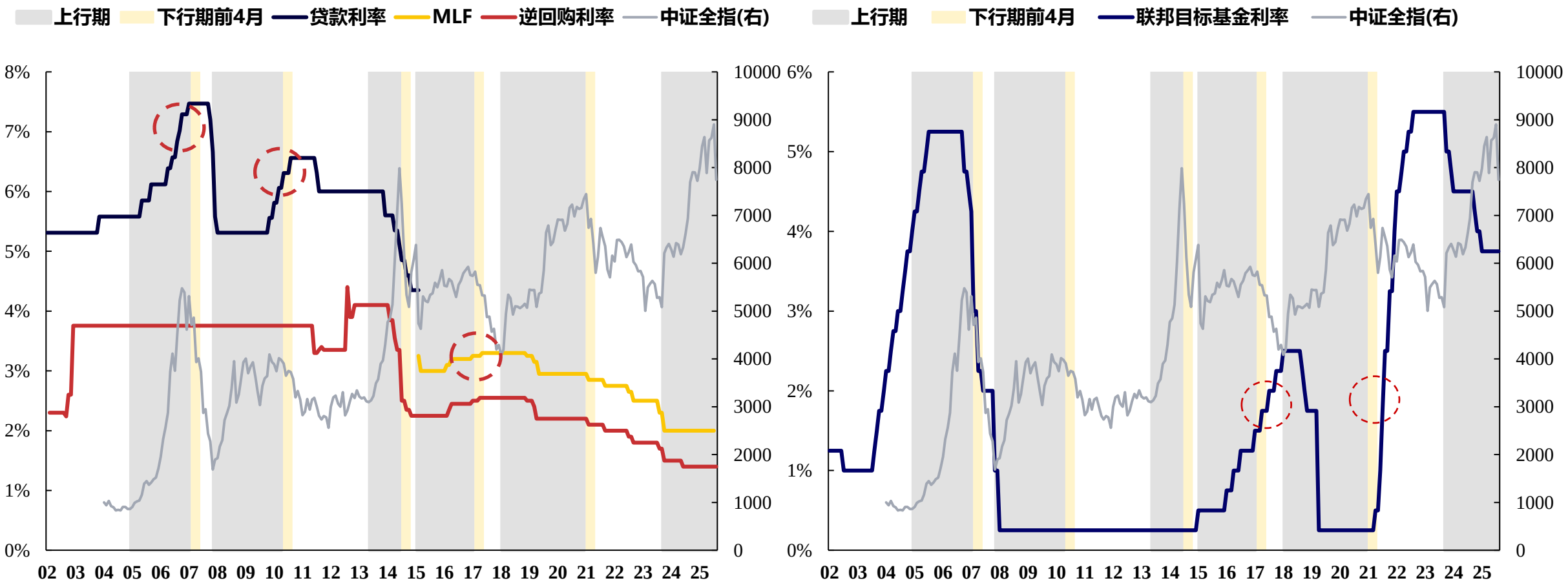
下载日志已记录，仅供内部参考

潜在冲击-加息｜中美利率政策：加息或为回落导火索，当前未出现

中美政策利率-指引加息周期：中/美加息至限制性水平，将冲击中国/全球流动性。因此加息至中高位，可能是股市回落的导火索。

研判-是否开始加息：开启加息周期，就需要开始计入利率限制性的影响，可能加息初期影响不大但也需开始小心。**当前中美还未进入加息周期。**

图表5：中美政策利率周期与中证全指



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

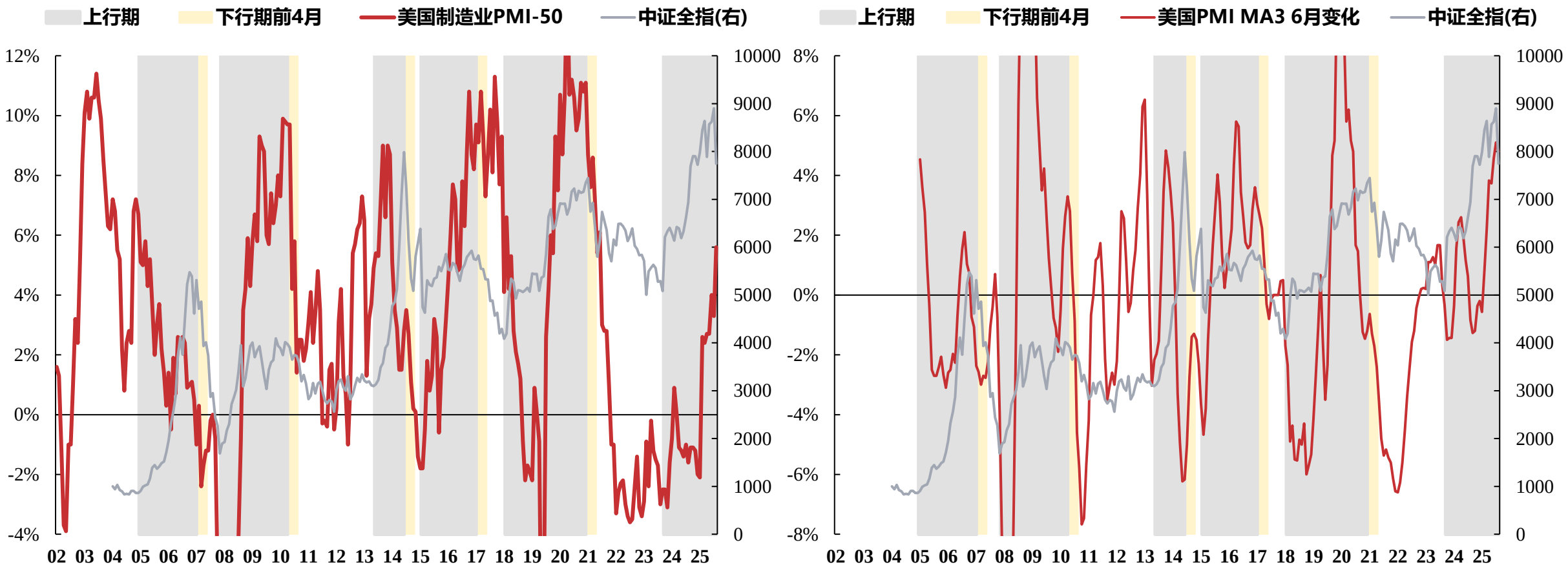
下载日志已记录，仅供内部参考

潜在冲击-全球景气趋弱｜美国PMI：走弱或传导压制A股，当前未出现

美国制造业PMI-全球景气的同步指标：美国制造业PMI映射全球需求，对应A股外需链盈利预期；如果趋势下行或至低位，指引全球经济衰退风险。

动能判断指标-PMI(MA3)的6个月变化：历史全球经济回落期，PMI MA3的6月变化基本为负。**当前还未验证。**

图表6：美国制造业PMI及其MA3的6月变化



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

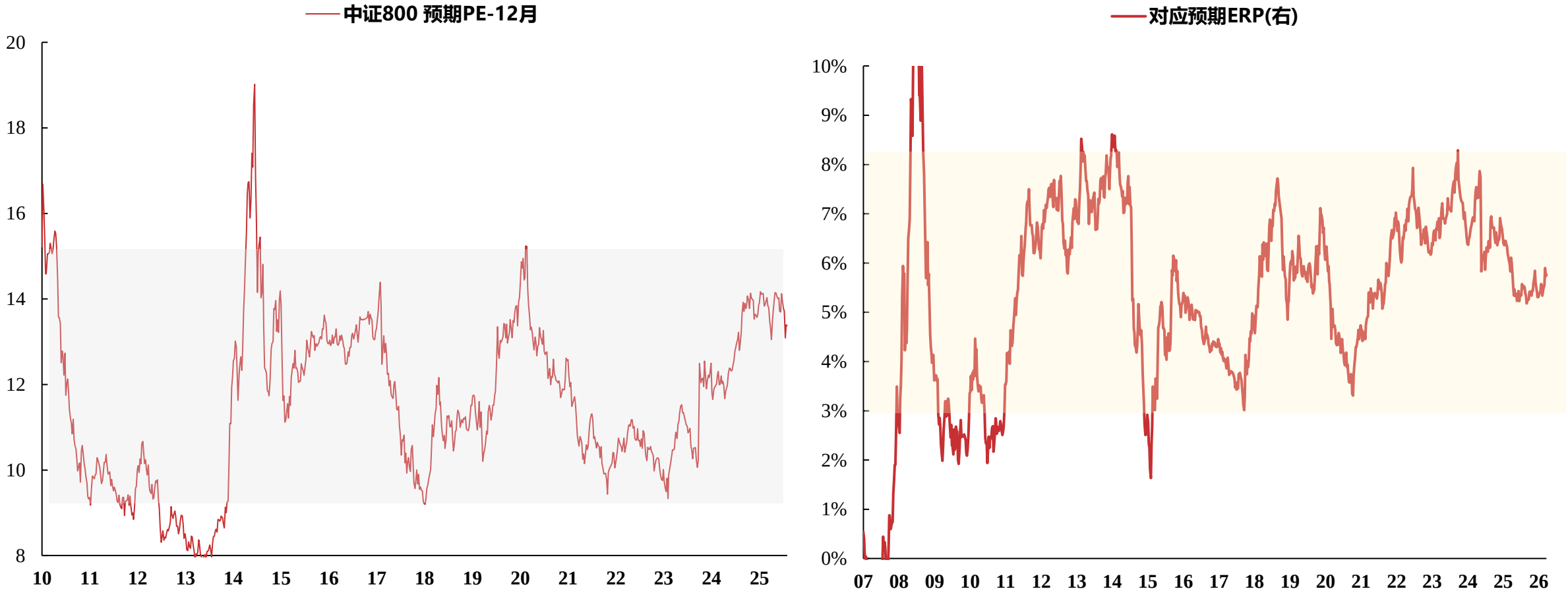
下载日志已记录，仅供内部参考

估值压力｜远期PE&ERP：显著高估止盈动能强，当前处于正常高位

远期PE&ERP-估值&止盈侧压力：估值水位决定市场止盈动能和回调压力，预期PE越高、ERP越低，风险收益比越低，再向上所需要的资金动能高。历史经济驱动的上行期顶点，估值在正常区间高位；大上行期顶点，估值远超正常区间。

压力判断指标-区间水位（(当前值-区间下沿)/(区间上沿-区间下沿)）：当前远期PE处于区间偏高但不极限水平，远期ERP处于区间中位，止盈侧压力未至极限。

图表7：中证800预期PE、ERP



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

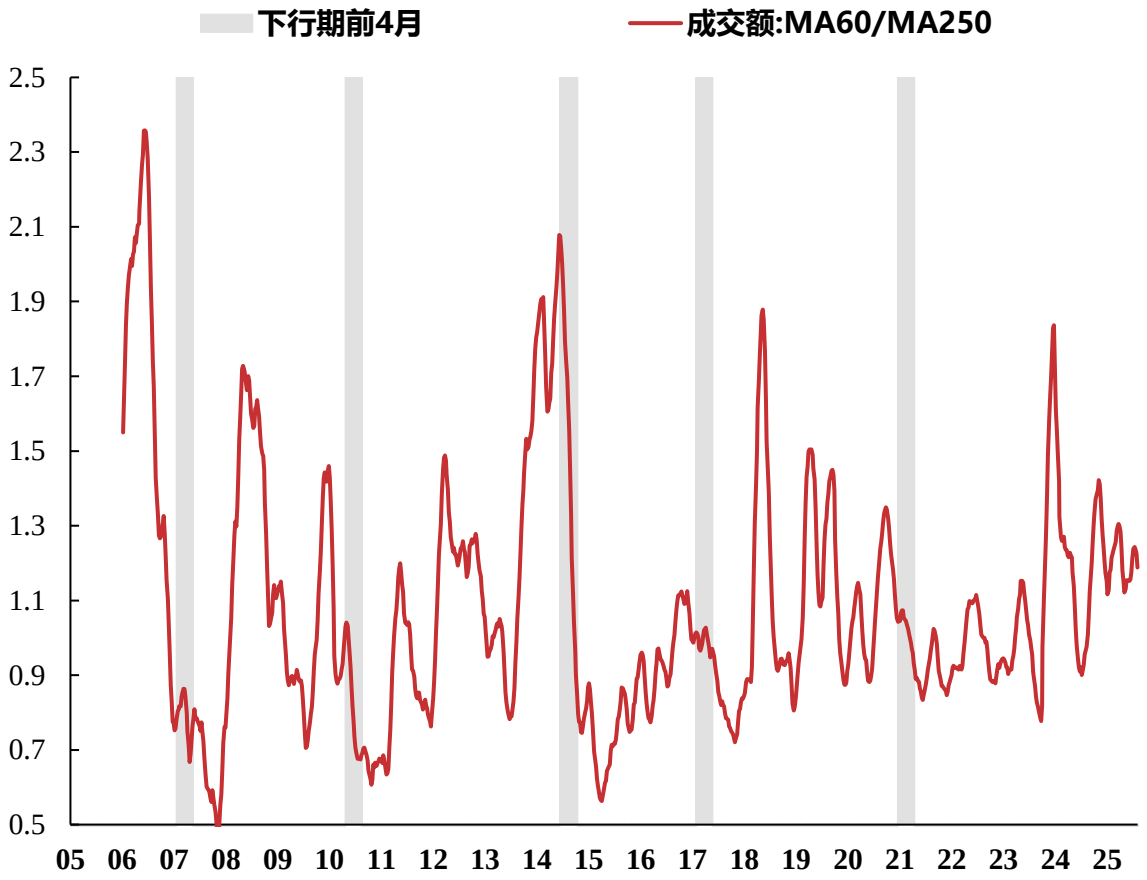
下载日志已记录，仅供内部参考

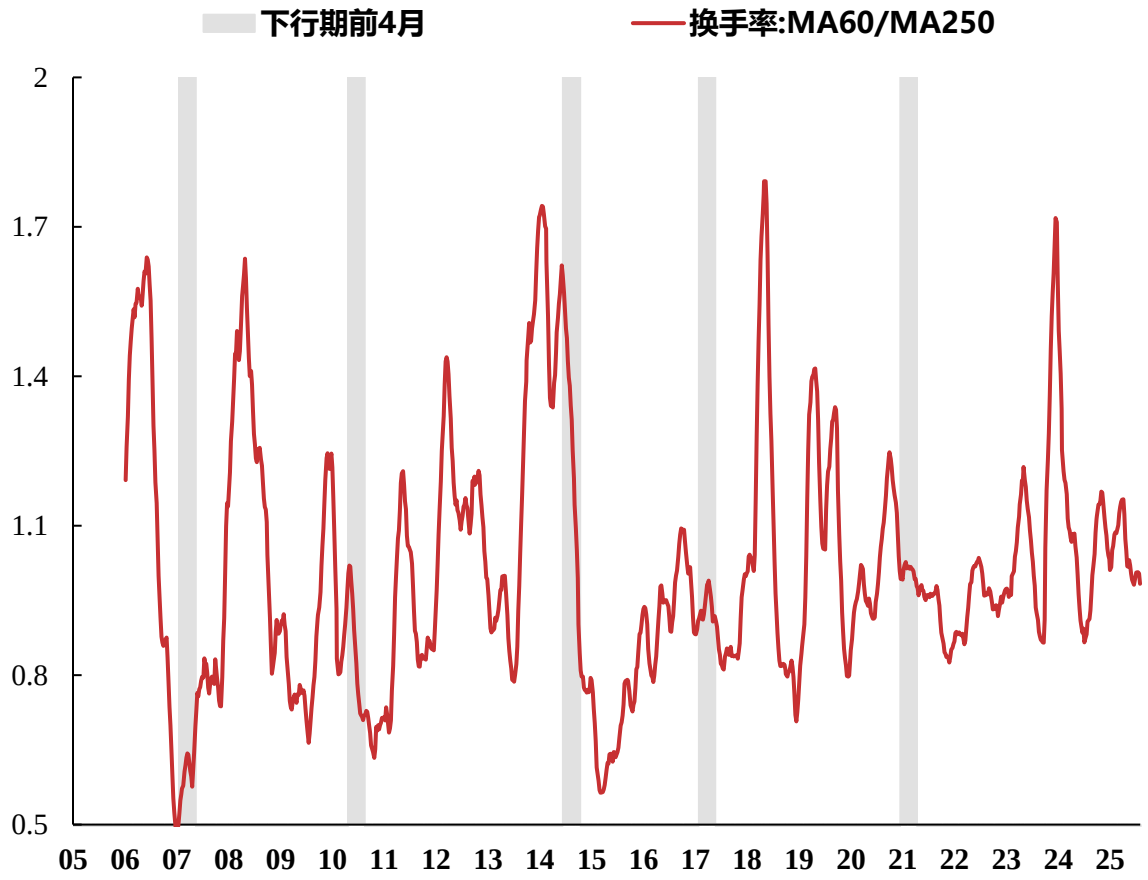
资金动能｜成交额和换手率变化：增量放缓可能指引见顶，当前还没有

成交额和换手率变化-增量资金动能：成交额和换手率代表资金强度，历史行情顶点，成交额和换手率基本难再上台阶。

动能判断指标-MA60/MA250：历史下行初期，成交额和换手率MA60/MA250基本低于1。当前成交额比值仍在1以上，换手率比值约在1附近，对应增量资金动能未见顶。

图表8：成交额、换手率短期均线与长期均线之比





数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. 行业配置：

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

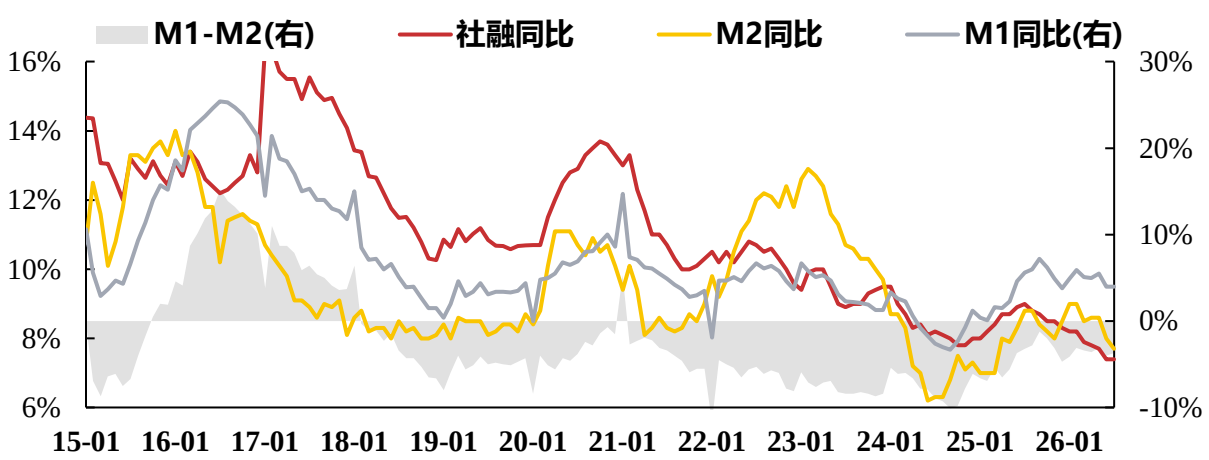
下载日志已记录，仅供内部参考

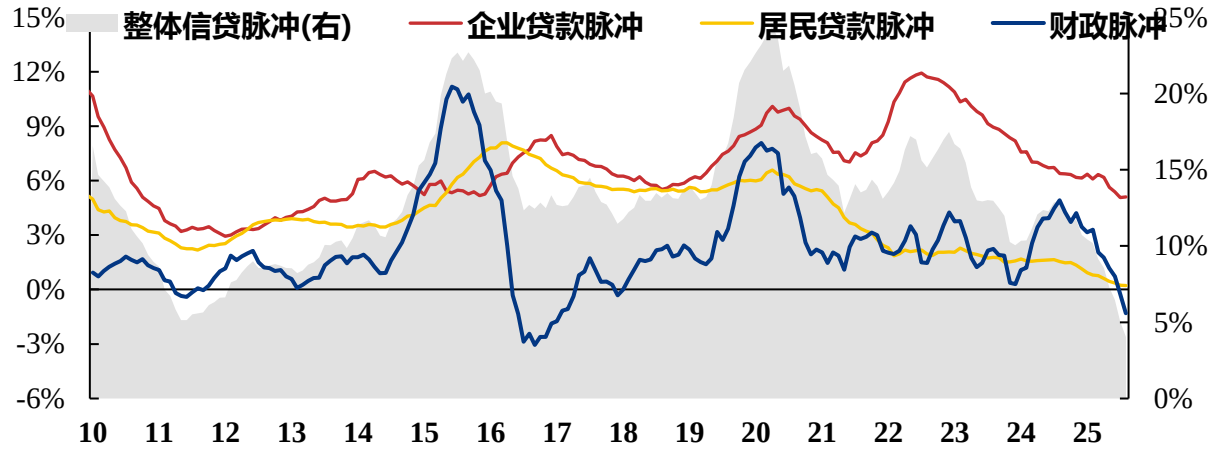
国内景气：偏弱，等待政策驱动

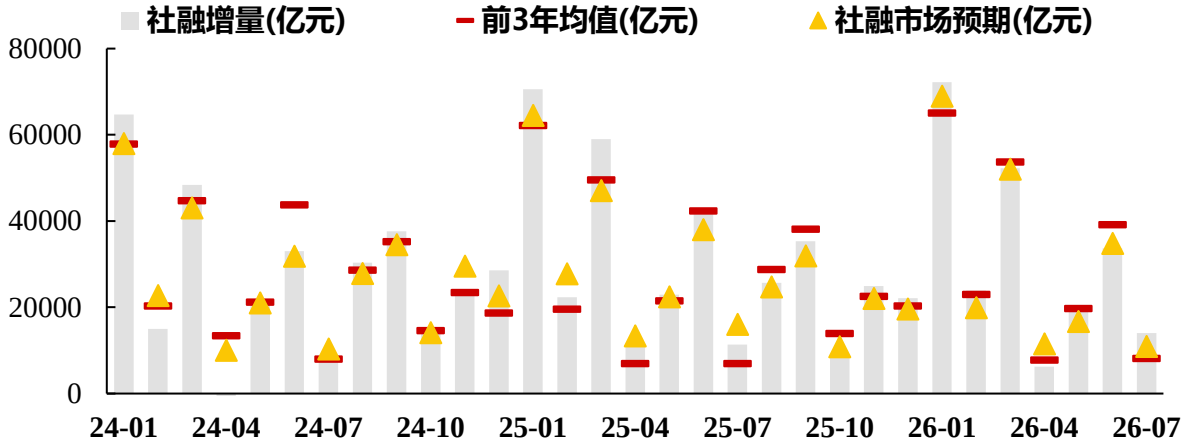
信用：7月社融规模略超预期，M2同比暂弱，剪刀差阶段偏低，信贷脉冲阶段偏低。

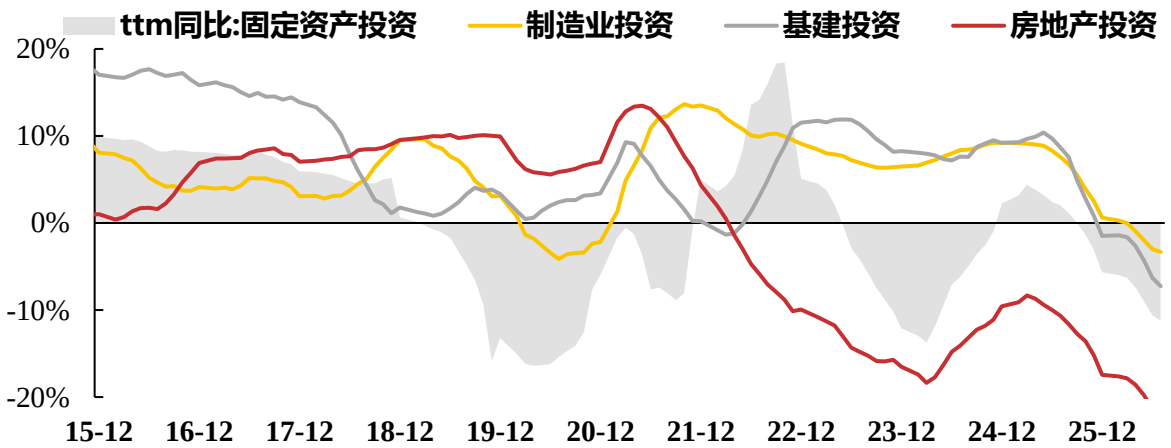
投资：地产/制造/基建增速均阶段偏低。

图表9：中国信用、信贷脉冲、投资情况









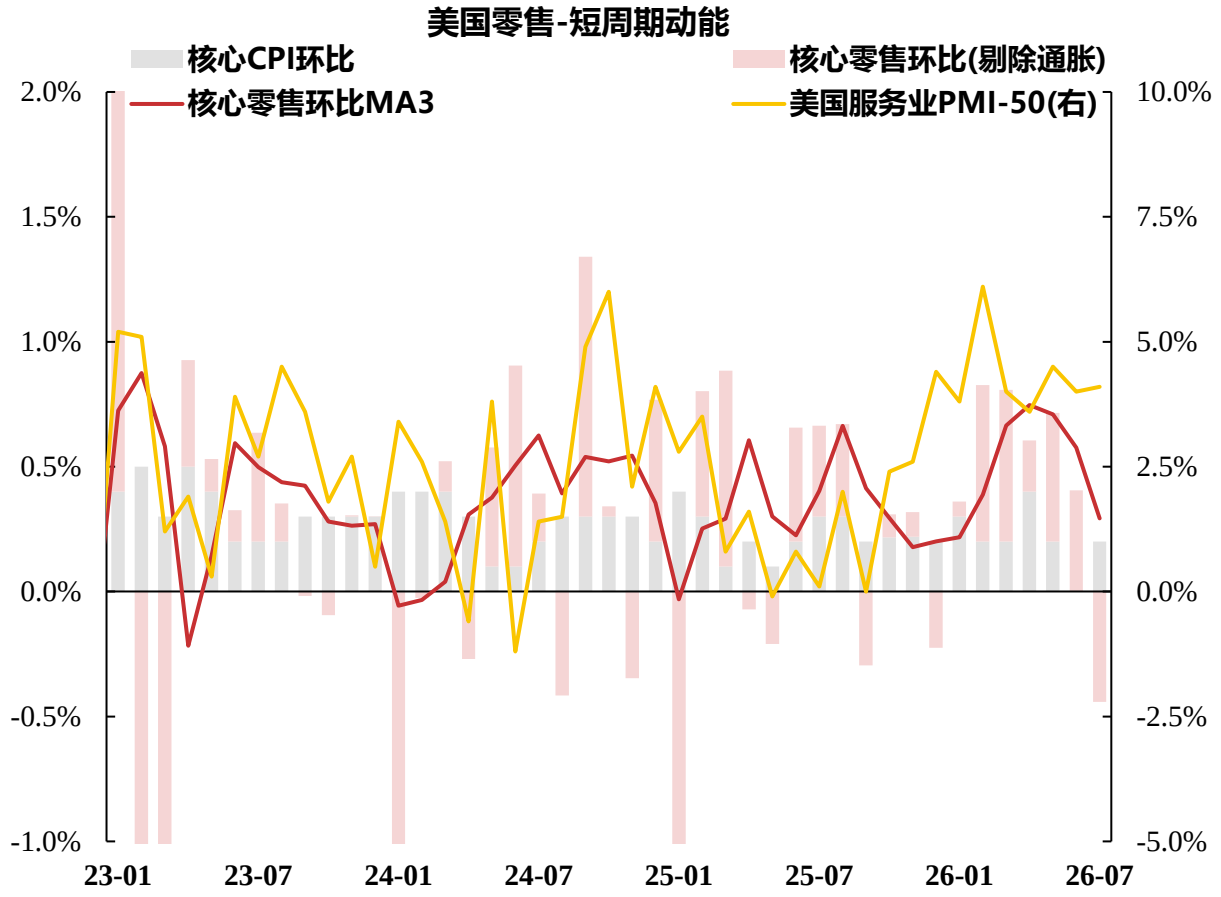
数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

美国经济：“放大镜”视角下，K型消费延续

宏观维度，7 月剔除通胀的核心零售环比转负；但“放大镜”视角下，**微观维度，**Costco、沃尔玛 Sam’ s Club等美国零售龙头的财报电话会共同显示，中高收入家庭消费韧性充足，需求压力更多集中于中低收入群体。

图表10：美国零售：7月消费转弱



数据来源：Wind，iFinD，Costco、Walmart等官网，财通证券研究所

图表11：美国零售：微观角度K型消费延续

公司	美国零售龙头在财报电话会中对于消费的解读
Costco	2026财年Q3总营收+12%至705亿美元，净利润+15%至21.9亿美元。电话会指出，**季度内所有四周销售周期均连续创下历史销量纪录，最后五周更成为公司史上销量最高峰。会员费收入增长强劲，续费率维持历史高位。**油价上涨虽带动加油量创新高，但会员会同时在卖场内购买大量非必需消费品如珠宝、家电，推动整体销售额飙升，强调了中高收入会员的强大购买力。
沃尔玛	主站同店销售+2.6%，沃尔玛在电话会中明确表示：“**本季度大部分市场份额增长来自年收入超过10万美元的家庭。**”而面向中高收入客群的Sam's Club同店销售（不含燃油）达+4.4%，显著高于主站；**会员费收入持续增长超6%。**
Target	2026财年Q1净销售额+6.7%至254亿美元，同店销售+5.6%，**六大核心品类全部录得正增长**，增长由客流驱动而非单纯价格抬升。
Home Depot	2026财年Q1销售额+4.8%，Q2+5.7%，在利率高位下稳步增长。电话会明确**Pro客户（专业承包商/高收入B端）表现显著优于DIY客户（普通消费者）**；同时，“超过1,000美元的大额交易同比增长0.8%”。

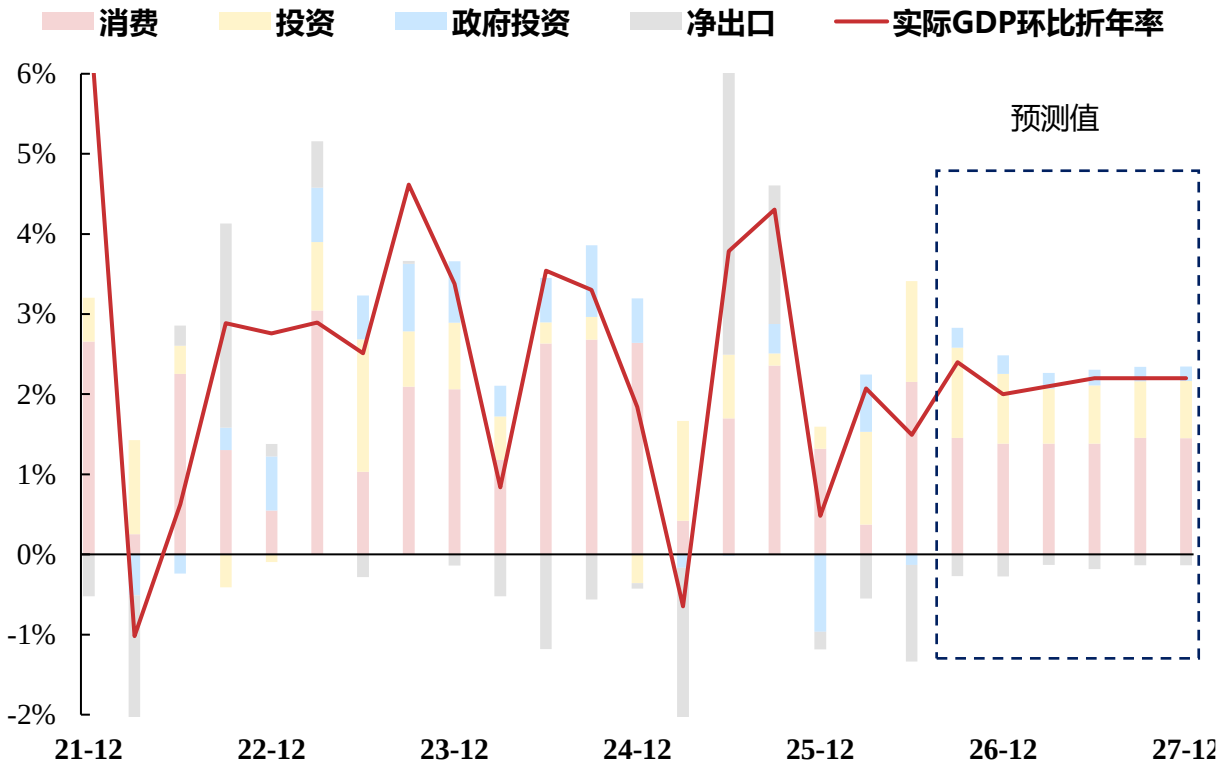
下载日志已记录，仅供内部参考

美国经济：消费和科技投资驱动

美国经济看，市场预期2025Q4低点，之后趋势回升， 2026-2027年增速在2%左右偏强。

具体细项看，2025Q4以来，消费中的服务/投资中的设备+知识产权贡献最突出，其他贡献甚至为负。因此科技投资是当前美国经济的核心驱动力。

图表12：美国实际GDP增速拆分&预测



图表13：美国实际GDP增速拆分-细项

实际GDP增长贡献	2025H1	2025-09	2025-12	2026-03	2026H1
整体	1.6%	4.3%	0.5%	2.1%	1.5%
剔除设备+产权	0.1%	3.6%	-0.1%	0.3%	0.0%
剔除设备+产权+服务	-0.7%	2.0%	-1.3%	0.0%	-1.0%
计算机相关	0.4%	0.9%	0.7%	0.4%	
个人消费	1.1%	2.4%	1.3%	0.4%	2.2%
个人消费-耐用品	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%
个人消费-非耐用品	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.6%
个人消费-服务	0.8%	1.6%	1.2%	0.2%	1.0%
私人投资	1.0%	0.1%	0.3%	1.2%	1.3%
私人投资-建筑&住宅	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.2%
私人投资-设备	0.8%	0.3%	0.3%	0.9%	0.9%
私人投资-知识产权	0.7%	0.4%	0.4%	0.9%	0.6%
政府支出	-0.1%	0.4%	-1.0%	0.7%	-0.1%
净出口	0.1%	1.7%	-0.2%	-0.6%	-1.2%
出口	-0.1%	1.0%	-0.4%	1.2%	0.5%
进口	-0.2%	-0.7%	-0.1%	1.7%	1.7%

数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

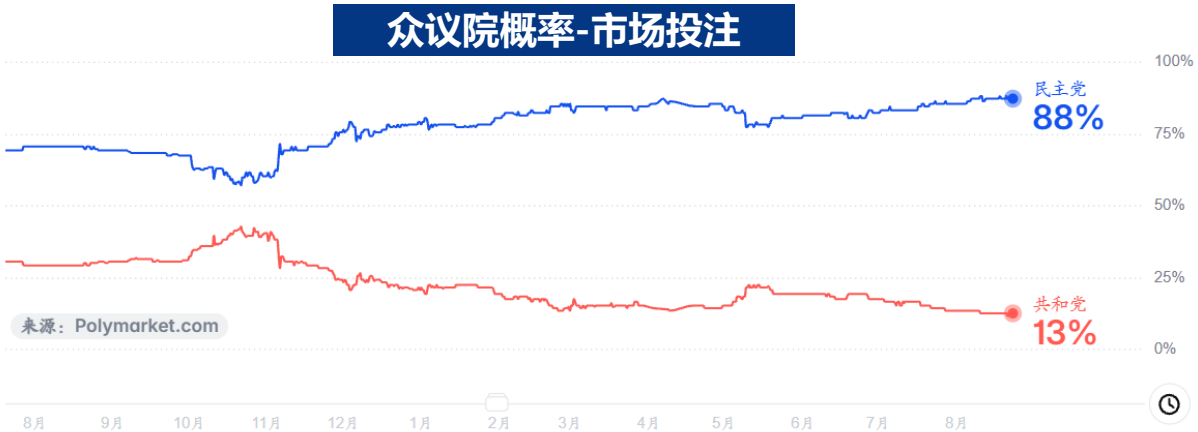
下载日志已记录，仅供内部参考

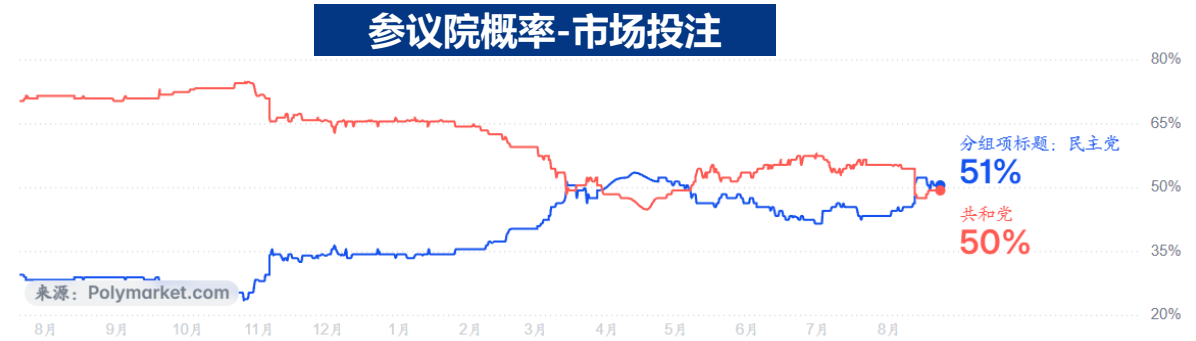
中期选举历史：基本保不住众议院，偶尔丢掉参议院

历史经验看：近5次中期选举，美国执政党基本丢失众议院（4次丢失+1次本来也没有），2位连任的总统在第2任期还丢掉了参议院。**当前：**当前市场投注情况看，认为特朗普基本丢掉众议院，丢掉参议院的可能55开。**中期选举经验：**正常执政党赢得参众两院，那么政策预期维持，长期分子端向好，中期风险偏好回暖；参众分裂，政策稳定性最高（难太快推进，也不会不推进），是华尔街最喜欢的场景（都想争取他）；在野党赢得参众两院，那么政策预期难维持，长期分子端承压，中期风险偏好震荡。

图表14：美国中期选举历史情况

	执政党情况			席位差变化((民主-共和)/2)(个)			
				众议院		参议院	
	执政党	背景	持有两院情况	之前	之后	之前	之后
2006	共和党	伊拉克泥潭 +飓风	参众→无	-14.5	15.5	-5	1
2010	民主党	金融危机复苏慢 +茶党运动	参众→参	39	-24.5	8	3
2014	民主党	奥巴马医改 +移民争议	参→无	-17	-29.5	5	-4
2018	共和党	贸易战 +反对特朗普	参众→参	-23.5	18	-2	-3
2022	民主党	高通胀 +衰退风险	参众→参	5	-4.5	0	1
2026	共和党	美伊冲突	参众	-6		-8	





数据来源：美国众议院，美国参议院，polymarket，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. 行业配置：

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

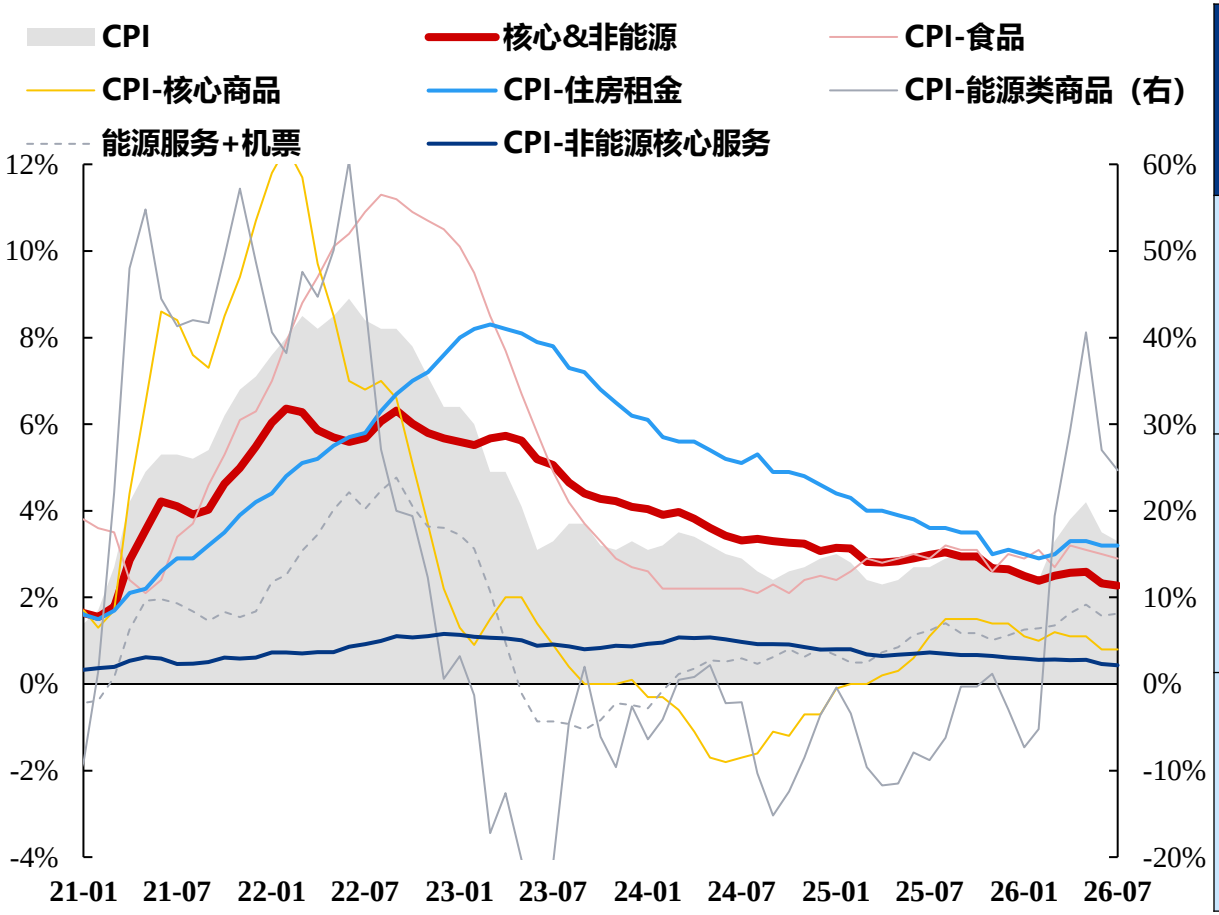
价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

下载日志已记录，仅供内部参考

美国通胀：通胀压力有限，7月数据再验证

通胀-压力有限：7月美国CPI/核心CPI同比达3.3%/2.5%。能源相关项同比延续下降，非能源相关项同比延续趋弱，环比也低于0.2%。叠加之前联储三把手威廉姆斯表态称核心通胀环比0.2%及以下是标杆，当前通胀压力较有限。

图表15：美国通胀：通胀压力有限，7月数据再验证



		同比				环比				权重
		26-07	26-06	26-05	T-4~12avg	26-07	26-06	26-05	T-4~12avg	最新
整体	CPI	3.3%	3.5%	4.2%	2.9%	0.1%	-0.4%	0.5%	0.4%	100%
整体	核心CPI	2.5%	2.6%	2.8%	2.7%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	83.2%
整体	核心&非能源	2.3%	2.3%	2.6%	2.7%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	79.0%
非核心	食品	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	13.7%
非核心	能源商品	24.7%	27.0%	40.6%	3.1%	-2.9%	-9.5%	6.7%	4.0%	3.1%
非核心	能源服务+机票	8.1%	9.2%	9.2%	6.3%	0.7%	-0.5%	0.9%	0.8%	4.1%
核心	核心商品	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.1%	19.2%
核心	住房租金	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	35.3%
核心	非能源核心服务	2.2%	2.3%	2.8%	3.1%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.2%	24.5%

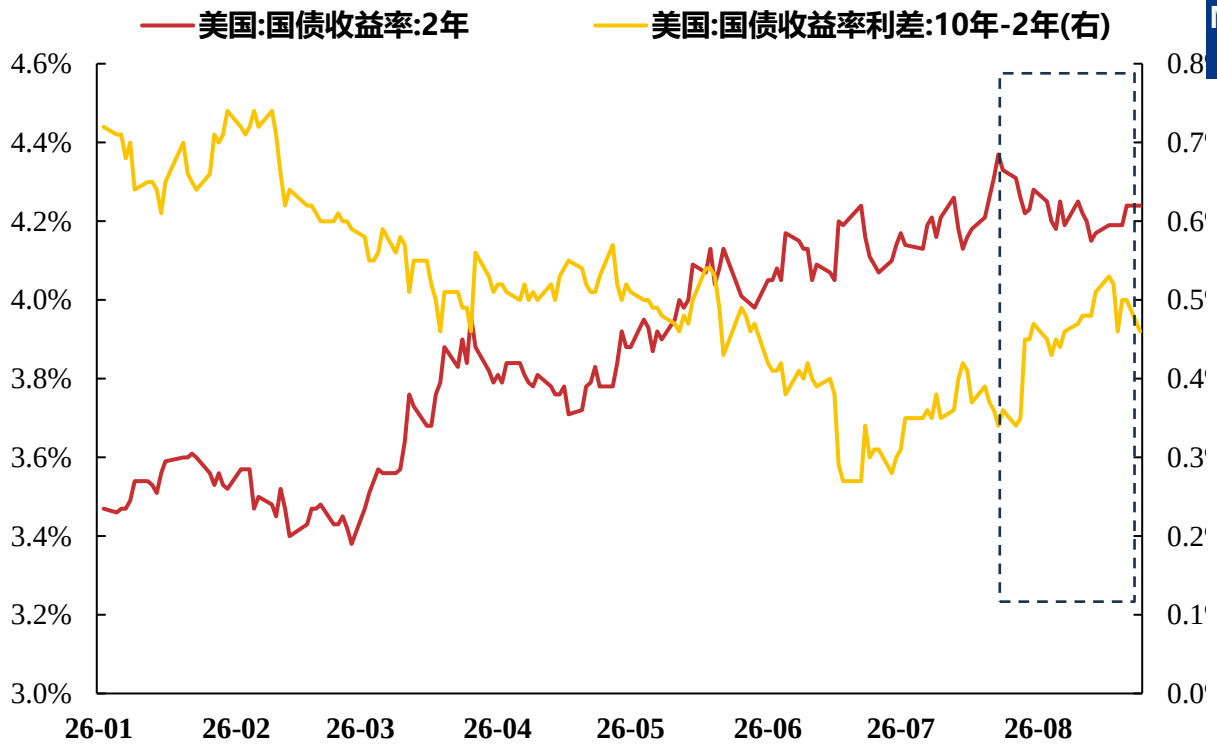
数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所；表格红色背景为比上月高，红色字体为比之前均值高

下载日志已记录，仅供内部参考

美国货币：联储“动嘴不动手”，市场下调年内加息概率

沃什在7月FOMC上延续模糊态度：1）重申2%的通胀目标是硬性约束。2）拒绝使用“暂停”一词，以防止市场自动推断政策路径。同时考虑减少会议次数，不想给市场一个可交易的政策指引，或意味着每次开会前波动加大。**3）**市场已经完成了美联储的工作。**沃什强调，在本次联邦公开市场委员会会议之前，国债曲线上的名义和实际收益率显著上升。**

市场预期：联储会议偏鹰只有表态但没有指引，2年期美债收益率拐点向下。结合近期就业数据、通胀数据、零售数据低于预期，市场加息预期大幅下降，目前认为9月加息概率已不到1/3。



图表16：市场加息预期

Meeting Date	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/9/16		59.9%	40.1%			
2026/10/28		45.3%	44.9%	9.8%	0.0%	
2026/12/9		26.5%	45.1%	24.4%	4.1%	
2027/1/27		21.3%	41.5%	28.4%	8.0%	0.8%
2027/3/17		15.5%	35.9%	32.0%	13.6%	2.8%
2027/4/28		14.0%	34.0%	32.4%	15.4%	3.8%
2027/6/9		12.3%	31.6%	32.6%	17.4%	5.2%
2027/7/28		12.3%	31.6%	32.6%	17.4%	5.2%
2027/9/15	0.1%	12.5%	31.6%	32.4%	17.3%	5.2%
2027/10/27	0.4%	12.9%	31.6%	32.1%	17.0%	5.1%
2027/12/8	0.4%	12.7%	31.4%	32.1%	17.2%	5.2%

数据来源：Wind，iFinD，Fed Watch，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

美国货币：美联储改革倒计时，沃什的“沉默时间”不多了

短期看沃什在9月FOMC给市场新增预期的概率较低，看点可能在年末FOMC和五个工作组阶段性结果。

工作组成员背景来看，可预测性极强，大概率核心目的是借外部研究支撑政策立场、引导市场预期。 资产负债表工作组人员构成相对均衡，结论或偏理性客观；生产率与就业组的人员全部来自AI供给侧，市场预期结论大概率指向“AI提升生产率、工资增长不传导通胀，无需急于紧缩”。

图表17：美联储五个工作组成员背景

工作小组	成员	履历与主要观点
货币政策沟通	MervynKing	英格兰银行前行长（2003—2013年），深度参与英国通胀目标制、货币政策报告及央行透明度建设；质疑货币政策“万能论”，尤其反对过度依赖前瞻指引。
	PeterR.Fisher	华盛顿大学金融学教授；曾任纽约联储执行副总裁、美国财政部国内金融事务副部长、贝莱德董事总经理；长期批评量化宽松和前瞻指引。
资产负债表	ArminioFraga	巴西央行前行长，GáveaInvestimentos创始人兼董事长；曾任SorosFundManagement投资组合经理，普林斯顿经济学博士；任内引入通胀目标制并重建巴西货币政策信誉，曾负责索罗斯基金的新兴市场投资。
	KarenDynan	哈佛大学经济学教授；曾任美国财政部首席经济学家、经济政策助理部长，在美联储理事会工作17年。研究覆盖货币财政政策、家庭资产负债表、消费行为和经济统计。
	JeremyStein	哈佛大学经济学教授，2012—2014年任美联储理事，曾在财政部和国家经济委员会任职；任美联储理事期间专门分析过大规模资产购买的退出、市场流动性及金融稳定成本。
	RaghuramRajan	芝加哥大学布斯商学院教授、前印度央行行长；2005年曾在杰克逊霍尔会议上预警金融风险，任印度央行行长期间通过加息治理通胀；反对超低利率长期化。
	RajChetty	哈佛大学公共经济学教授、OpportunityInsights负责人。是“以行政大数据替代或补充传统调查数据”的代表人物。
经济数据来源	DougMcMillon	沃尔玛前首席执行官，曾任美国商业圆桌会主席；从沃尔玛小时工成长为集团负责人，长期掌握零售价格、工资和供应链的一线信息。
	KevinM.Murphy	芝加哥大学教授，劳动经济学家，克拉克奖和麦克阿瑟奖获得者，擅长评估人力资本、健康和劳动力市场的经济价值。
	MarcAndreessen	a16z联合创始人、网景创始人，长期投资软件、人工智能和前沿科技；曾提出“软件正在吞噬世界”；典型的技术乐观主义者。
生产率与就业	CharlesI.Jones	斯坦福大学经济学教授，增长经济学家，提出以知识和“想法积累”解释长期增长的琼斯模型，现参与Anthropic有关AI与生产率的研究。
	AshaSharma	微软执行副总裁，曾任Facebook产品负责人和Instacart首席运营官，负责消费级人工智能产品及相关业务；关注AI如何改变岗位结构、企业招聘和劳动需求。
	N.GregoryMankiw	哈佛大学经济学讲席教授，曾任小布什政府白宫经济顾问委员会主席，新凯恩斯主义代表人物和知名经济学教材作者；主张货币政策遵循可预期的规则。
通胀框架	ThomasJ.Sargent	纽约大学教授、2011年诺贝尔经济学奖得主，理性预期学派的重要奠基人之一；强调财政赤字、货币融资和通胀之间的关系。
	WilliamR.White	国际清算银行前首席经济学家，曾主管BIS货币与经济部，并担任OECD经济发展审查委员会主席；长期警惕低利率导致信贷过度扩张和资产泡沫。

数据来源：英格兰银行、哈佛大学等机构官网，财通证券研究所；

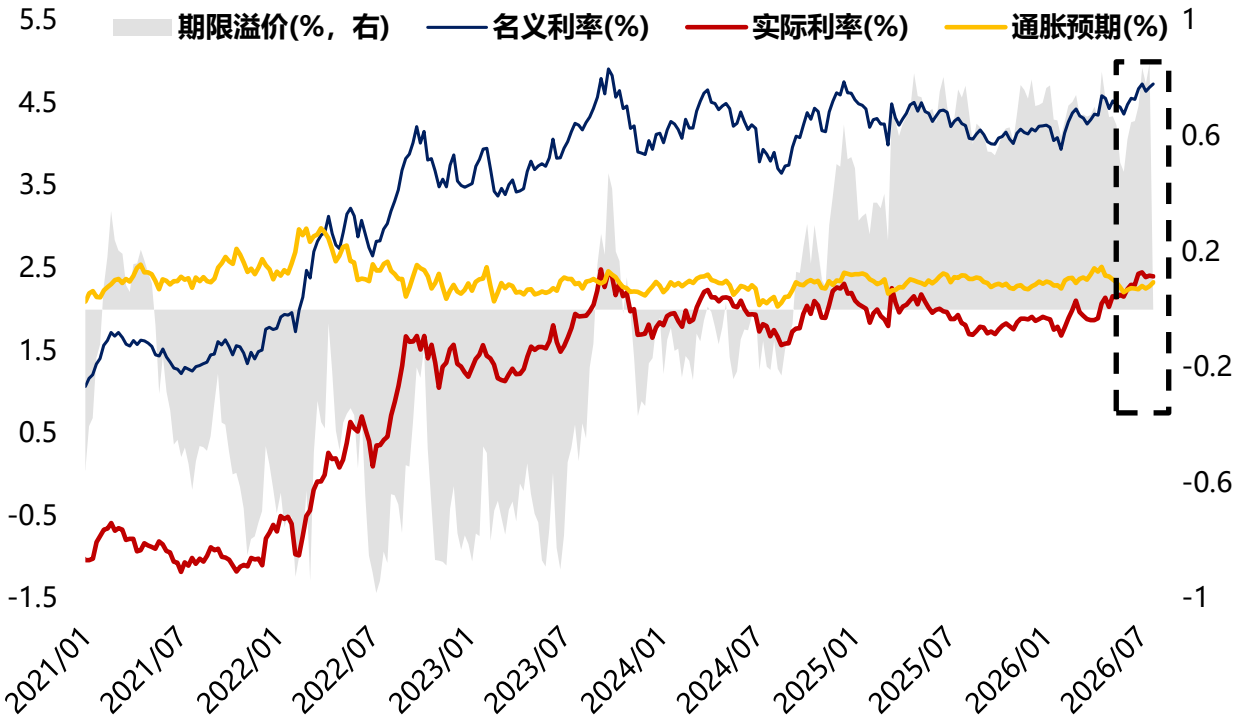
下载日志已记录，仅供内部参考

美国财政：期限溢价抬升，驱动美债收益率新高

美国当前长端利率上行是结构性供需矛盾+多重宏观因素共振的结果。

拆分美债利率走势，通胀预期较为稳定且近期有所向下，但期限溢价快速抬升，成为当前美债收益率新高的核心因素。本质上是在美国长债刚性扩张的背景下，海外央行等传统买家承接能力下降，叠加IG发行的挤出效应，市场要求更高的通胀与赤字风险补偿。

图表18：期限溢价抬升是本轮10Y美债收益率的核心驱动



图表19：多重宏观因素共振

- **海外官方部门持续减持**：传统长债买家边际承接能力下降
- **缘冲突常态化**：能源供给冲击频繁，通胀粘性预期增强
- **财政赤字与债务供给矛盾突出**：美债突破$40万亿，2026财年赤字预计达$2.1万亿，净利息支出$9630亿
- **美联储政策不确定性**：沃什淡化前瞻指引、减少沟通，投资者要求更高的不确定性补偿
- **AI公司债挤出效应**：2026年以来科技巨头已发行近$2200亿债券，为2025年全年两倍以上

数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

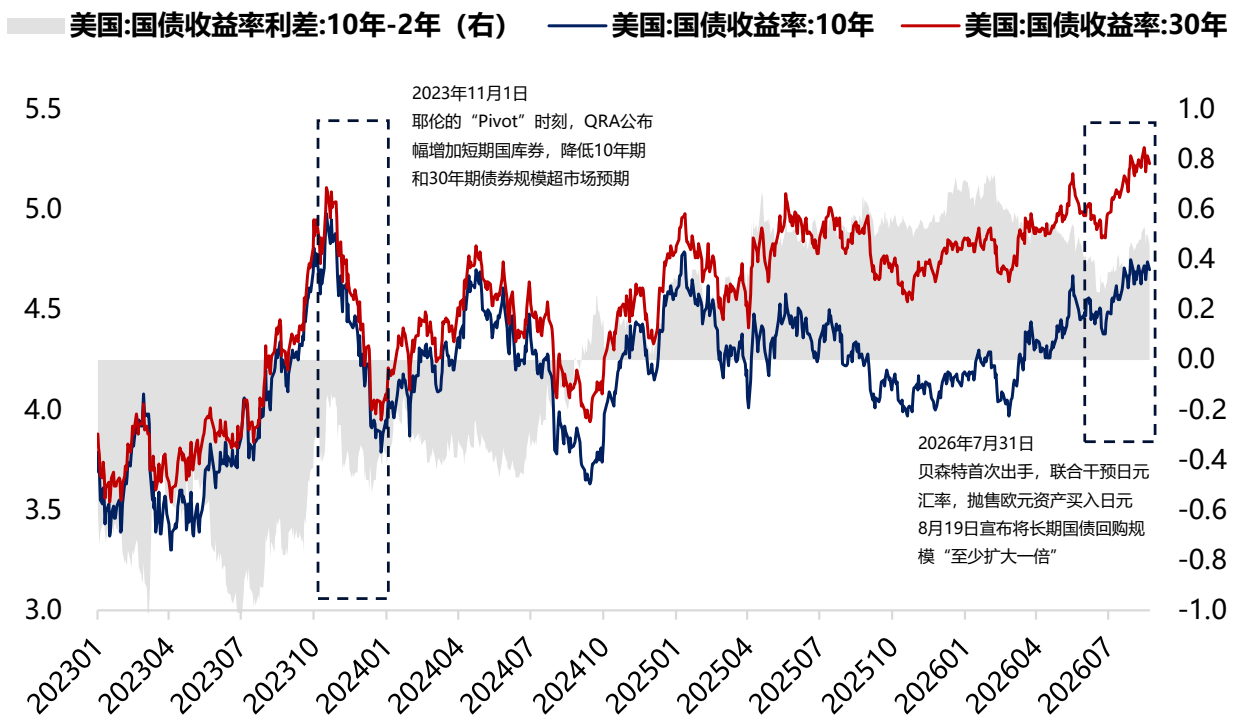
下载日志已记录，仅供内部参考

美国财政：2023 vs 2026，耶伦Pivot vs 贝森特Put

8月初以来，贝森特对于美债态度已出现明显变化：1）在8月QRA中评估未来附息债券发行规模改为**“潜在变化（changes）。2）**7月底联合日本买入日元，**1998年以来美国首次参与外汇市场干预。3）**积极推动扩大美联储的FIMA回购工具，**传递出”无限子弹“信号；4）8月19日宣布将10—30年期国债单次回购上限翻倍至40亿美元。2023年10月耶伦面临相同困境。**10 年期从4% 冲至5%，耶伦也进行了债市干预：**下调 Q4 借款预期760亿美元，11月QRA长债拍卖低于预期并转向短债融资。效果立竿见影，10 年见顶回落，TLT 单月大涨。**

对比耶伦时刻，贝森特干预效果“一日游”的核心原因：回购规模杯水车薪、调整债务期限结构并未解决根本赤字难题、联储政策不明。

图表20：耶伦和贝森特干预美债对比



	耶伦（2023年10月）	贝森特（2026年7—8月）
宏观背景	美债总额约**$33万亿**；10年期收益率从4%飙至5%；市场担忧债务上限僵局后的供给洪峰	美债总额突破**$40万亿**；30年期触及5.33%（2007年以来新高）；叠加AI公司债发行潮与地缘冲突常态化
核心操作	**发行端腾挪：**下调 Q4 借款预期 760 亿美元；QRA 长债拍卖低于预期，融资转向短债	**二级市场回购：**美日联合汇市干预；QRA 发债措辞从 “增加” 改 “变化”；长债回购从20亿美元翻倍至40亿美元
操作逻辑	**结构性分流：**通过改变新债发行期限结构，减少长端供给压力，同时利用逆回购资金承接短债	**直接价格干预：**通过财政部下场买入存量长债，人为压低收益率曲线长端，辅以 “贝森特看跌期权” 威慑空头
财政端VS货币端	加息尾声，鲍威尔政策路径清晰，财政部与美联储形成 “短债吸收流动性、长债稳定预期” 的配合	财政部买债行为与沃什 “淡化前瞻指引、让市场做紧缩” 的立场直接冲突
公开表态	淡化风险，称收益率飙升 **“反映经济强劲而非财政担忧”**	称回购为 **“财政部扭转操作”**，并表示 “赤字或许已见顶”
市场效果	**相对有效**：调整融资目标后长债收益率明显回落，市场信心较快企稳	**一日游行情**：公告后30年期仅短暂回落至5.183%，**两天内即反弹**至5.276%；市场视干预为做空窗口
核心因素	美联储逆回购池子充裕（仍有$1万亿+）发行结构调整有充足 “蓄水池” 承接	债务存量过大、AI融资挤出效应、海外官方持续减持，$40亿回购相对$32.3万亿体量杯水车薪

数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

美国财政：贝森特的工具箱里还有什么？

当前贝森特仍有多个工具可选，**本质上是动用各种工具来替代或补充美联储传统的货币宽松。中期维度来看大概率能压制长端利率趋势性上行。**

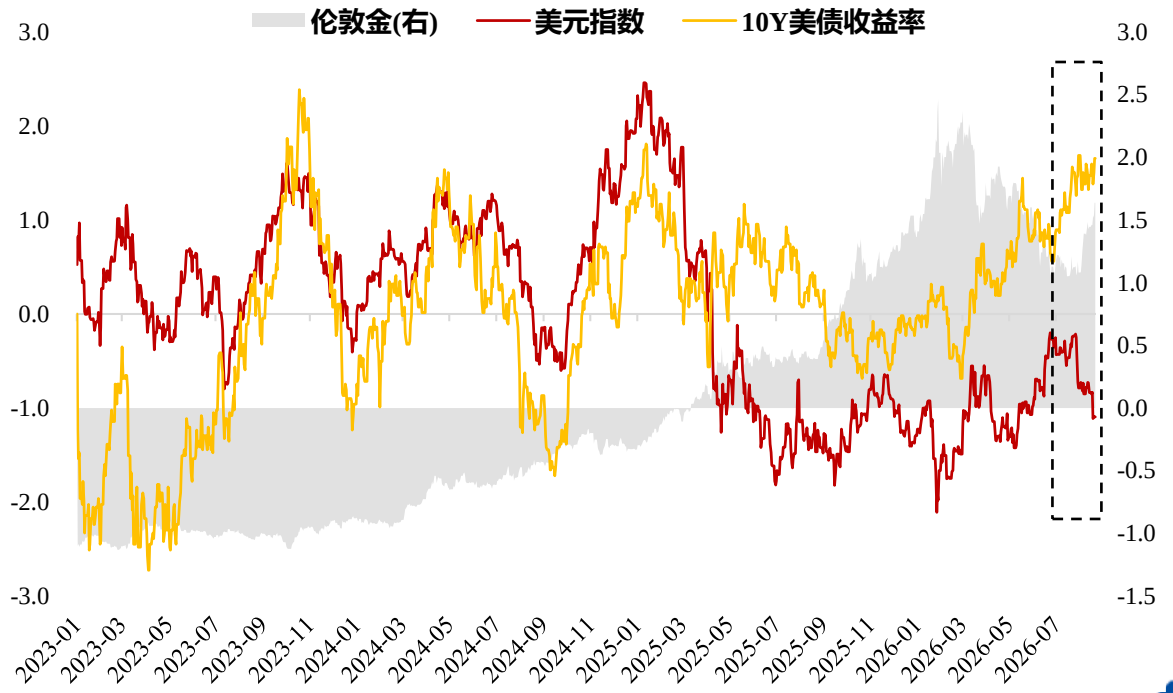
按照难易程度和对市场影响的深浅，可能潜在动用的工具包括五个方面：1）调整债务结构，控制供给端是最直接的方式；2）启动TGA资金回购，但只是时间置换；3）跨部门与国际协调工具，参考FIMA；4）与美联储协同，取决于沃什；5）缩减赤字，当前贝森特与预算管理局推动财政整顿。

对于资本市场而言，贝森特强行压低长端收益率的干预行为，本质上是触发了“特里芬难题”在财政端的翻版，美元面临单边大幅贬值风险。

图表21:贝森特潜在工具

债务结构与发行管理	TGA资金回购	跨部门与国际协调工具	美联储协同	缩减赤字
定向缩减长债发售规模，关注11月QRA	降低或平滑TGA目标，只能用于应对阶段性市场压力	进一步释放银行和一级交易商的资产负债表，4月生效的eSLR改革放松了对大型银行的杠杆约束	联储与财政配合的扭曲操作，财政部少发长债、多发短债；美联储针对性买长债、减少短债持仓	贝森特提及已联合预算管理局推动财政整顿，缩减开支
规模化美债回购与“财政版本扭曲操作”	把部分多余TGA现金投入隔夜国债回购，TBAC从5月起已正式讨论这一机制	海外央行流动性支持与汇率干预，参考此前提及的FIMA	QE或YCC	
当前主要集中在流动性较差的旧券，下一步可能扩散回购范围、提升回购频率等操作常态化				

图表22：8月干预债市以来，美元与美债走势背离，黄金受益



数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. 行业配置：

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

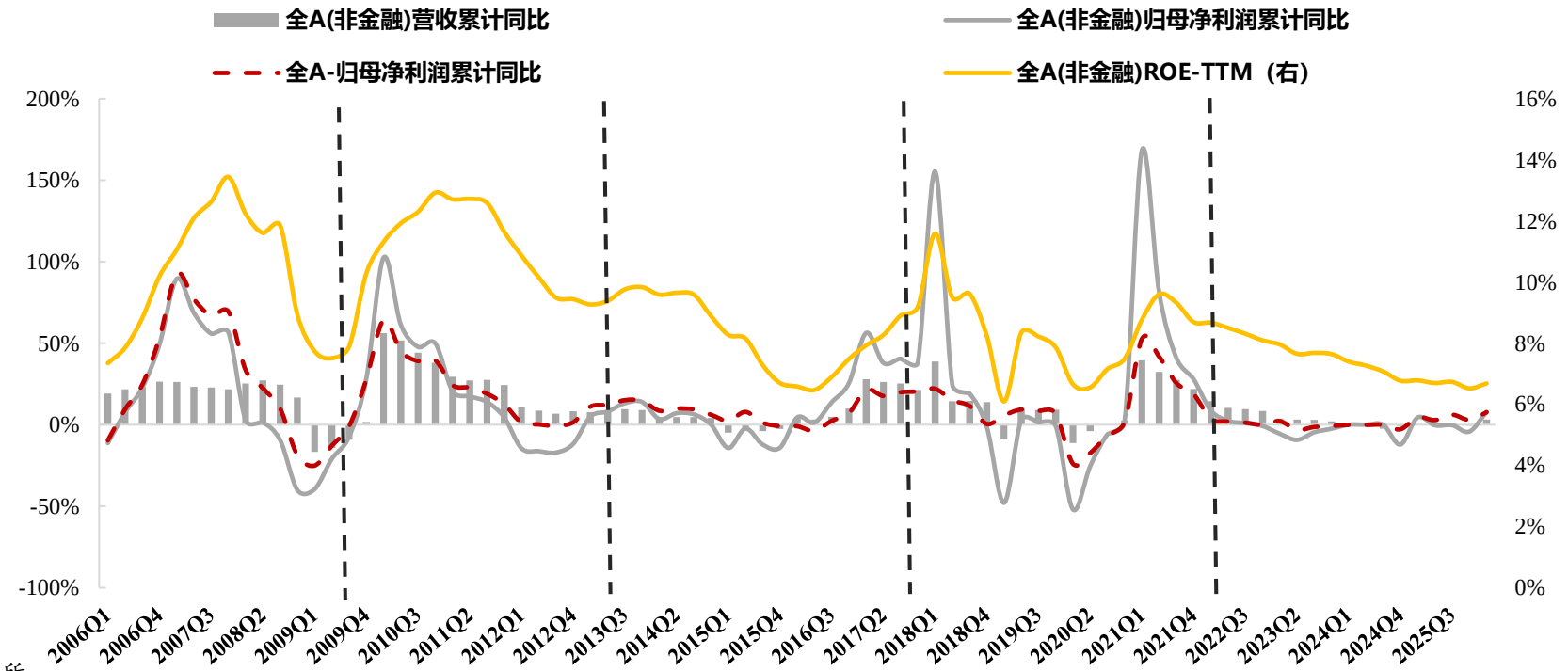
下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测：中性预期下全A非金融2026年业绩同比增长15.9%

- **可比口径下，当前全A归母净利润累计同比+7.7%，相较上期上升4.6个百分点，中性测算下2026E约15.9%；**全A非金融归母净利润累计同比+7.9%，相较上期上行12.2个百分点。全A非金融营收累计同比+3.3%，相较上期上行3.7个百分点，景气度触底回暖。**全A非金融ROE-TTM约6.7%，相较Q4上行0.16个百分点。**
- **即财报视角，利润增速和ROE修复情况向好。**

图表23：中性预期下全A非金融2026年业绩同比增长15.9%

万得全A（非金融）2026E	盈利增速预测值--悲观	中性	乐观
	13.9%	**15.9%**	17.9%



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量资金：私募、个人投资者增量较多，北向大幅流入

财通证券 CAITONG SECURITIES

- **2026 A股资金面预计受需求端和供给端同步改善影响，将维持在相对较好水平。需求端大幅减少主要来自再融资减少和南向资金流出减少，供给端增加较多主要受益于私募基金规模大幅增加、个人投资者入市意愿增强、北向资金配置增加和混合型基金发行增加。**需求端预计回落至 17,736 亿元、同比减少 12,074 亿元，主要来自南向资金分流减少 8,149 亿元、再融资收缩 5,217 亿元、产业资本净减持放缓 1,400 亿元。供给端核心增量集中于私募、个人与混合型公募：私募基金贡献 27,651 亿元、同比多增 12,712 亿元，为最大增量；个人投资者净流入 10,886 亿元、同比多增 4,286 亿元，入市意愿显著回升；混合型公募发行 3,157 亿元、同比增长逾一倍，接棒被动指数。边际上，公募净申购流出收窄至 4,305 亿元、同比改善 1,012 亿元；北向资金预计净流入 2,982 亿元，较 2025 年净流出 1,253 亿元转正且流入幅度较大。

图表24：A股资金分析(亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD	2026E
供给-需求	**-20,819**	**-13,584**	**-1,796**	**9,084**	**20,782**	**17,261**	**-9,960**	**-3,641**	**12,931**	**23,732**	**25,109**	**47,239**
资金需求	**21,469**	**19,198**	**10,711**	**16,195**	**27,731**	**26,205**	**20,551**	**15,911**	**10,530**	**29,810**	**10,964**	**17,736**
IPO	1,634	2,186	1,375	2,534	4,838	6,030	5,223	3,590	663	1,308	1,754	2,631
再融资	17,437	12,817	7,850	7,024	8,997	9,704	7,880	6,397	1,734	10,853	3,757	5,636
交易成本	1,274	1,125	902	1,274	2,067	2,580	2,245	1,819	1,274	2,071	1,434	3,441
产业资本净减持	913	127	-86	3,144	5,863	4,106	1,845	1,211	-582	2,563	776	1,163
南向资金	213	2,943	671	2,218	5,966	3,785	3,359	2,895	7,440	13,015	3,243	4,865
资金供给	**650**	**5,614**	**8,916**	**25,279**	**48,513**	**43,466**	**10,591**	**12,270**	**23,461**	**53,542**	**36,073**	**64,975**
北向资金	607	1,997	2,942	3,517	2,089	4,322	900	437	-616	-1,253	1,491	2,982
公募基金发行	3,209	1,761	3,691	4,176	15,489	15,496	3,424	2,357	2,873	4,750	3,493	5,240
股票型	*154*	*341*	*317*	*378*	*2,361*	*1,292*	*70*	*102*	*74*	*137*	*108*	*161*
混合型	*2,774*	*1,236*	*2,445*	*2,016*	*11,996*	*12,180*	*2,079*	*1,210*	*599*	*1,498*	*2,105*	*3,157*
被动指数型	*281*	*184*	*929*	*1,782*	*1,132*	*2,024*	*1,274*	*1,045*	*2,200*	*3,115*	*1,281*	*1,921*
回购	63	28	200	848	641	1,060	895	777	1,408	1,333	928	1,392
个人投资者	-6,200	-3,800	-1,221	3,621	3,600	2,400	-200	-1,200	8,200	6,600	5,443	10,886
公募基金净申购	217	-745	-45	-1,234	92	-1,415	-55	-2,837	-5,322	-5,317	-2,152	-4,305
私募基金	888	773	365	3,122	11,151	12,636	1,685	1,262	-5,121	14,939	16,130	27,651
险资	491	339	520	3,087	3,274	-190	1,394	867	8,678	14,371	4,896	9,792
股票									*8,677*	*10,197*	*2,633*	*5,267*
基金									*1*	*4,174*	*2,262*	*4,525*
股票+基金	*819*	*566*	*866*	*5,145*	*5,457*	*-316*	*2,324*	*1,445*				
杠杆资金	-2,350	870	-2,706	2,636	5,997	2,132	-2,918	1,094	2,110	6,720	705	1,057
分红回流	3,726	4,390	5,170	5,506	6,180	7,027	5,466	9,513	11,251	11,400	5,140	10,280

资料来源：Wind，财通证券研究所，截至2026年8月21日

下载日志已记录，仅供内部参考

历轮牛市主要增量资金回顾

A股历轮牛市中，公募、险资、外资、杠杆资金四大主体，自行情从低位上行至高点期间，增量资金贡献均在万亿元级别。其中2014-2015年和2020-2021年两轮资金增量高达3万亿元以上。本轮自去年9月以来的牛市中，杠杆资金与险资贡献了主要增量，总量上看当前增量分别占2015、2021年两轮行情的69%、195%。

图表25：本轮入市资金对比2014年来历轮牛市增量空间相对有限(亿元)

轮次 时间	本轮对比2015年	本轮对比2020-2021年	本轮-科技牛 2024.9.20-2026.8.21	杠杆牛 2014.5.23-2015.6.12	复苏牛 2016.3.4-2018.1.26	结构牛 2019.1.4-2020.1.10	核心资产牛 2020.3.27-2021.12.10
杠杆资金	69%	195%	**12690**	**18260**	2067	2831	6509
公募发行	49%	16%	3986	8106	**4209**	2480	**25154**
存量主动基金申赎	368%	429%	-15900	-4324	-1566	-1288	-3704
保险资金	211%	552%	**17576**	8334	2892	**4466**	3182
外资	34%	6%	388	1144	2941	**3860**	6362
合计	**59%**	**50%**	**18739**	**31519**	**10542**	**12349**	**37503**

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：数据截至2026年8月21日。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. **风格研判：**

03. 行业配置：

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-资金流向成长/价值/小微盘主要看什么?

风格究竟如何研判？我们从资金热度的视角切入，看相关板块何时热度相对高、市场更关注：大盘价值主要就看整体经济层面是否有向好/催化，经济好的时候热度自然提升（如2017年）；大盘成长主要看成长赛道增长热度是否高，延续高热度就能维持（如2021/2026年）；小微盘主要看流入股市的资金，流入大盘后还剩多少，剩下较多热度就较高。注：该框架主要在非下行行情下（资金更多在主动进攻），下行行情更多基于避险&止盈思路；中盘逻辑和大盘类似。

图表26：风格研判框架-动能视角

流动性流向顺序	非下行行情下，资金涌向的背后催化	风格倾向的条件
宏观流动性松紧(看利率)		
非熊市流入股市 熊市流入债市		
基于价值和成长基本面 先买入中大盘	大盘价值	看基本面： 传统经济增长	整体经济向好 +新赛道不突出
	大盘成长	看基本面： 成长赛道增长	新赛道突出 经济好不好都行
剩余流动性买入小微盘	小微盘	看剩余流动性	流动性宽松程度> 经济好/赛道好的程度

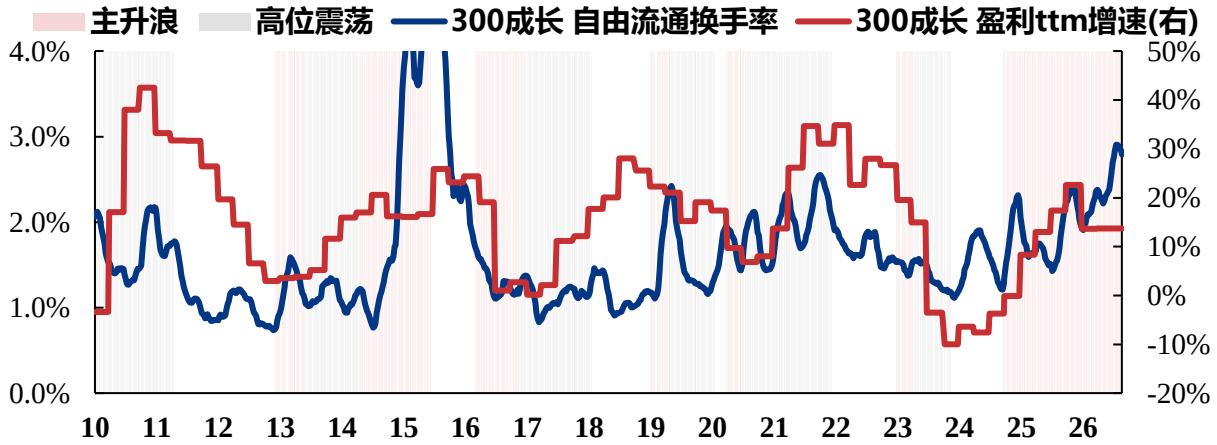
数据来源：Wind，财通证券研究所

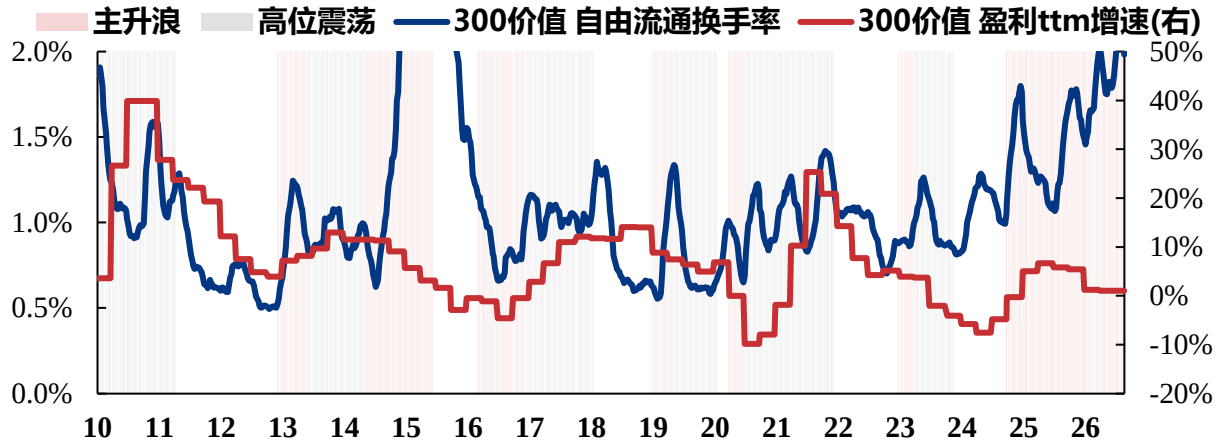
下载日志已记录，仅供内部参考

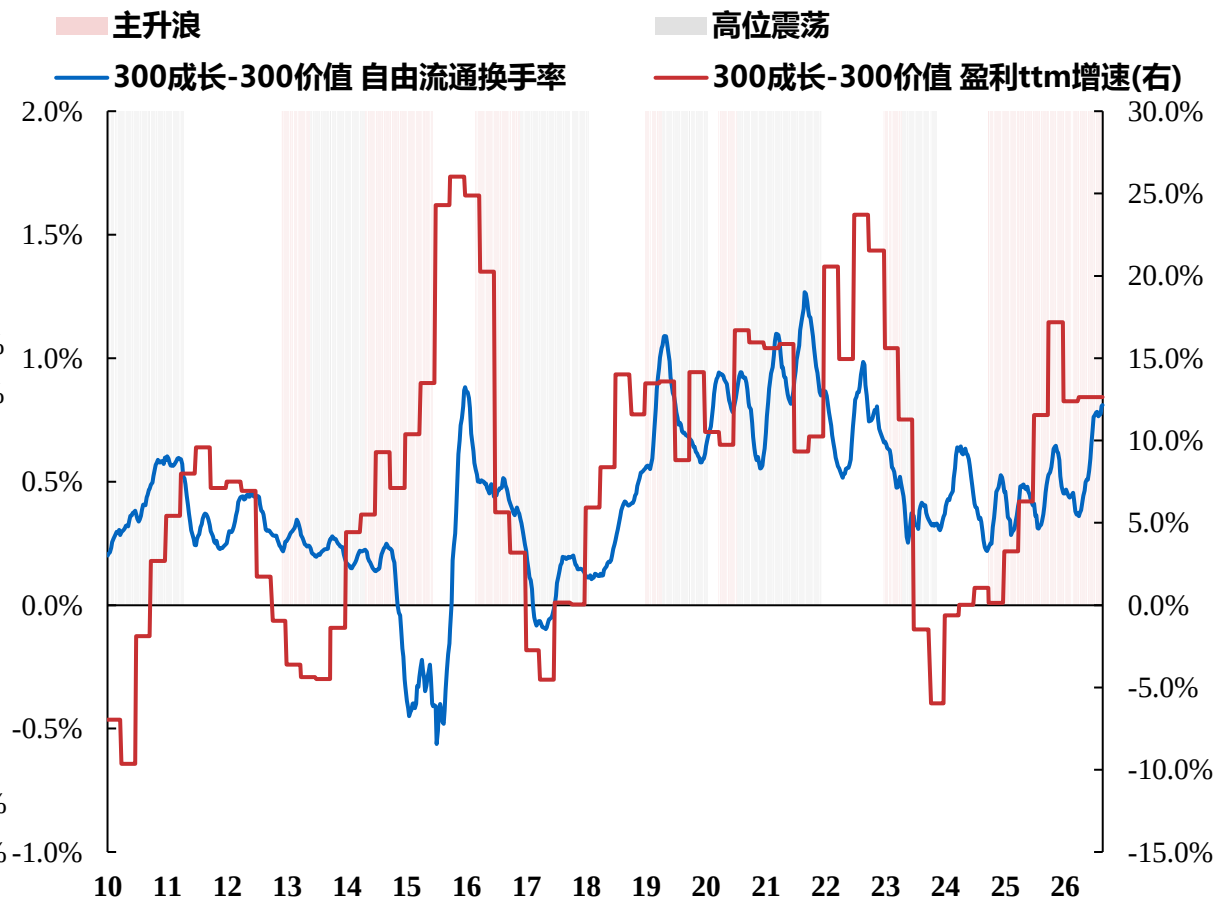
风格研判-大盘成长VS价值：更多看相对基本面

大盘成长VS价值-相对视角：更多看相对基本面。如2017年经济开始启动，但成长侧增速一般、甚至弱于价值侧，因此成长相对价值的换手率也较低。而2021年以及2026年，新能源/科技侧等产业景气井喷，热度自然抬升，因此成长相对价值的换手率较高。**大盘成长VS价值-绝对视角：基本和经济周期/景气增速一致。**

图表27：风格研判框架-大盘成长VS价值







数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA60平滑处理。

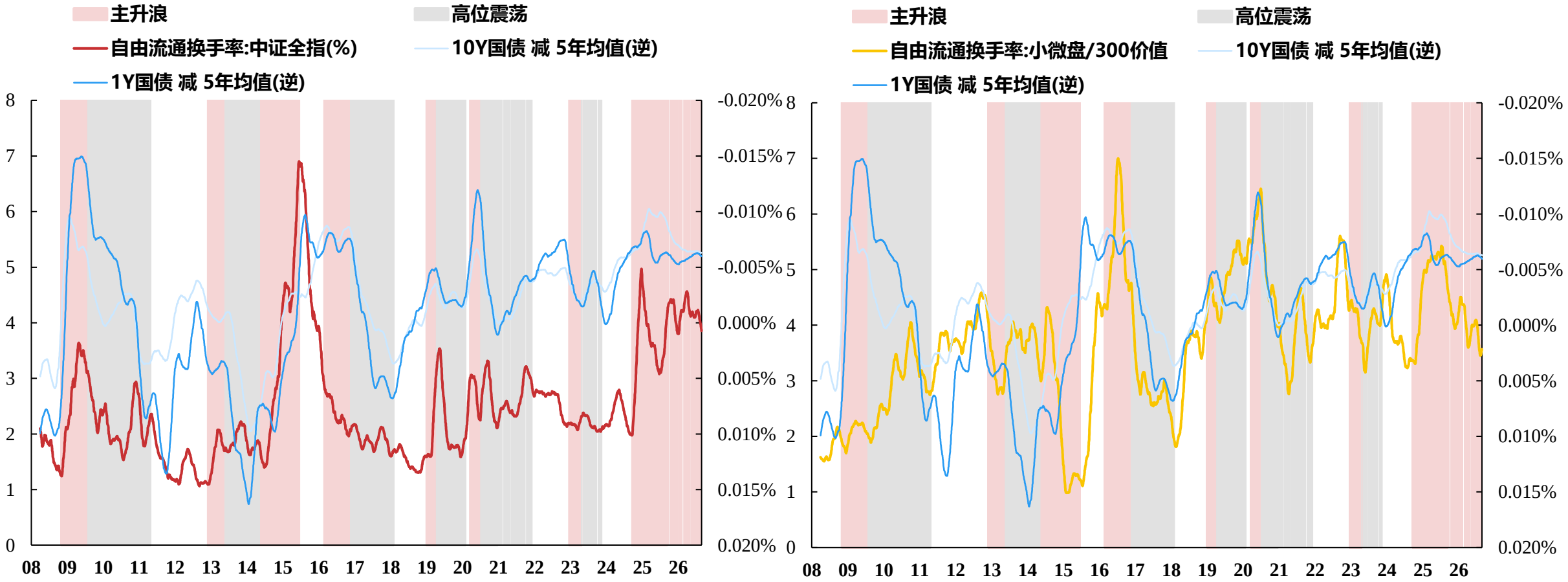
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-中大盘VS小微盘：更多看剩余流动性情况

财通证券 CAITONG SECURITIES

中大盘VS小微盘-相对视角：更多看剩余流动性情况。整体视角看，流动性宽松&非下行行情（资金才考虑流入股市），市场热度整体抬升；结构看，如果流动性宽松的同时，中大盘的价值和成长热度都不高，那流向小微盘的剩余流动性就比较多，如2013年、2016年经济启动前、2019-2020H1等；但如果资金基本流向中大盘的价值和成长，流向小微盘剩余流动性就较少，如2017、2026H1。

图表28：风格研判框架-中大盘VS小微盘



数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率&国债等进行MA60平滑处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

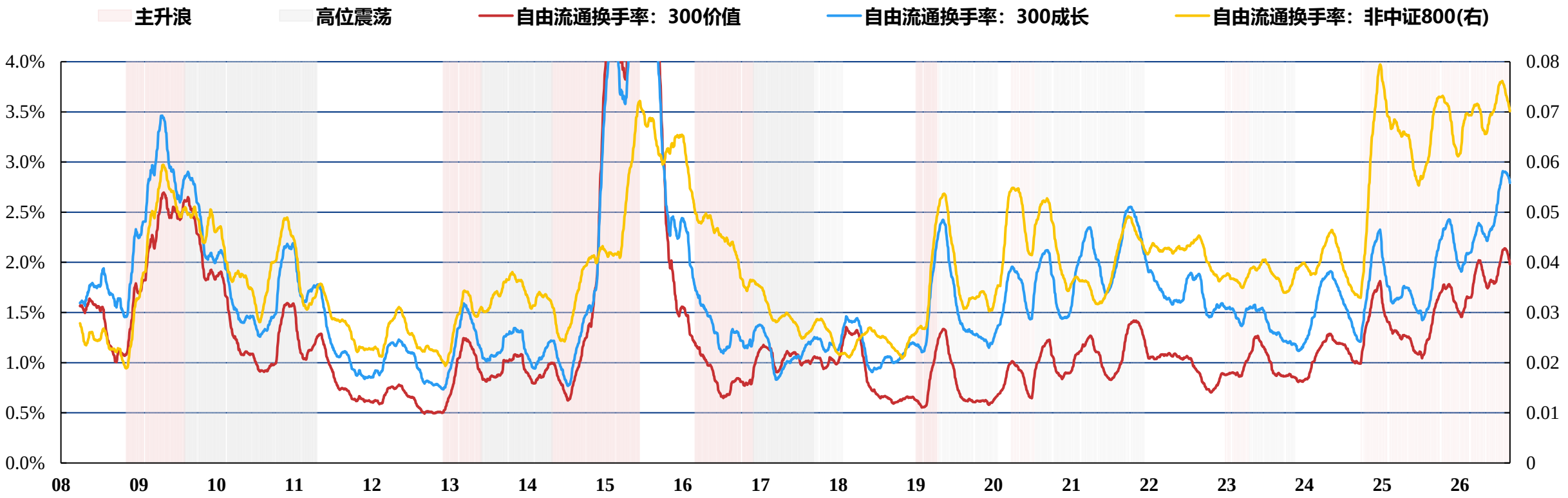
不同阶段的市场热度

1）主升浪阶段，整体经济向上，包括价值和成长方向，大盘换手率往往向上抬升；大牛市300价值和300成长自由流通换手率能在2+%、2.5+%，小微盘基本在4+%。

2）高位震荡阶段，整体经济或产业趋势增速预期见顶，想象天花板显现，市场从高热度逐步走向正常热度，一般300价值和300成长自由流通换手率回到1%、1.5%级别，小微盘降至3%左右。另外， 如果价值/成长基本面出现结构分化，热度也将结构分化。**同时，如果流动性还相对充裕，随着大盘热度难以维持，流向小盘的剩余流动性就对应增加，往往出现小盘占优行情。**

3）下行阶段，市场开启避险，市场热度进一步缩减，300价值往往低于1。

图表29：风格研判框架-不同阶段



数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA60平滑处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

后续展望：可以通过量能观察后续风格倾向

展望后续，考虑当前国内宏观流动性仍然充裕+全球衰退风险有限，如果中期选举后美国侧没有黑天鹅冲击的话，至少能震荡行情。

1）大盘成长牛市：如果产业催化仍然强劲，市场延续科技牛，对应市场量能在2.5+万亿元级别；

2）小盘震荡行情：如果科技产业催化一般，同时股市流动性充裕，那么大概率高位震荡的轮动小盘行情，对应市场量能在2万亿元级别；

3）红利/现金流行情：如果科技产业催化一般，流动性也不那么充裕，红利/现金流可能相对占优，同时不时有小盘主题行情（小盘热度没有上一个场景高），量能在1.5万亿元级别。

图表30：后续展望关注量能级别

	假设		风格结构	自由流通换手率（当前&历史中枢）				量能测算
	宏观环境	股市流动性		大盘价值	大盘成长	小微盘	小微盘/大盘价值	对应市场成交额(亿元)
当前(8月末)				1.34%	2.04%	5.59%	4.17	18477
场景1：重新回到强劲牛市	流动性预计延续宽松（国内政治局会议定调），中美当前衰退风险有限。	宽松	大盘成长	>1.5%	>2%	7%		23032
场景2：进入高位震荡行情	下行研判具体关注《四维牛熊框架》。	宽松	小盘	1～1.5%	1.5～2%		>5	18518
场景3：进入偏弱震荡		偏紧，包括ETF或融资等压力相对大影响	都一般，可能大盘价值相对稳健	1～1.5%	1.5～2%		3～4	14138
场景4：进入下行行情	中期选举后海外黑天鹅冲击							

数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. **行业配置：**

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

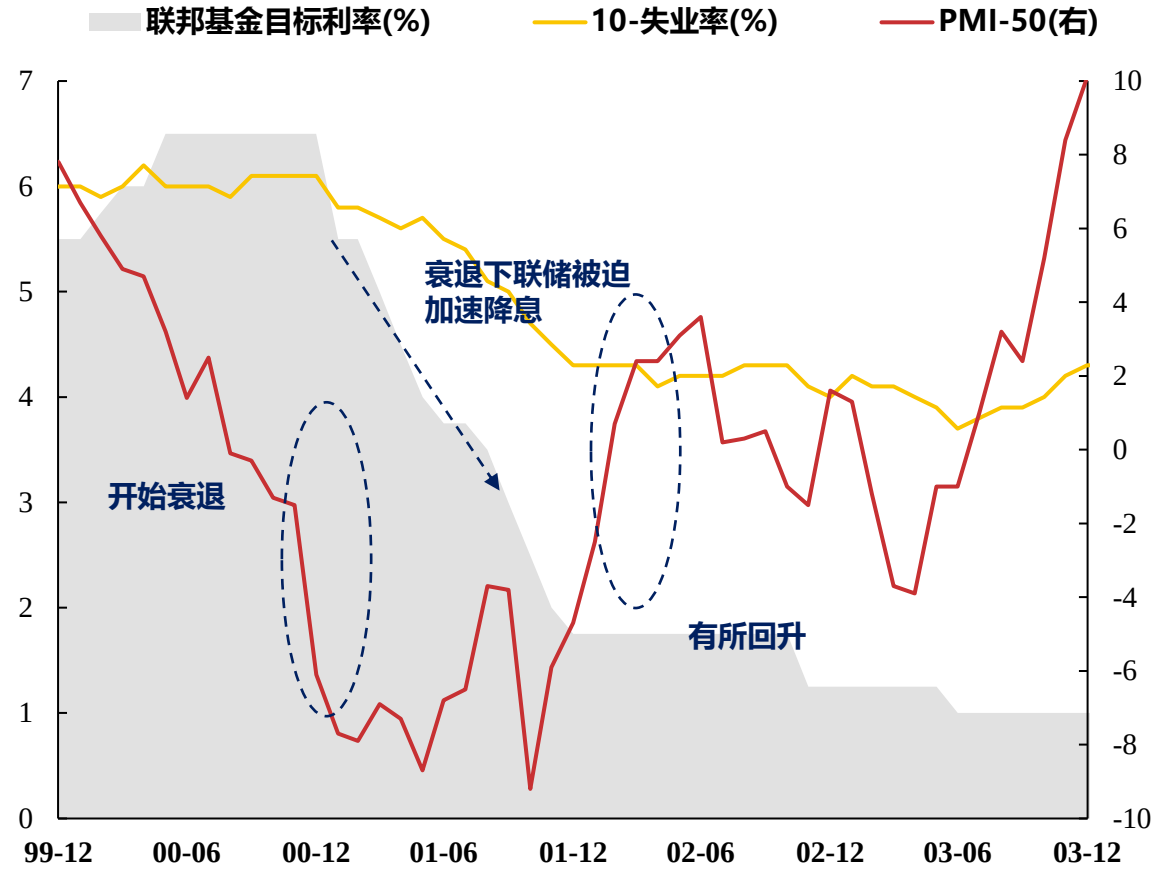
价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

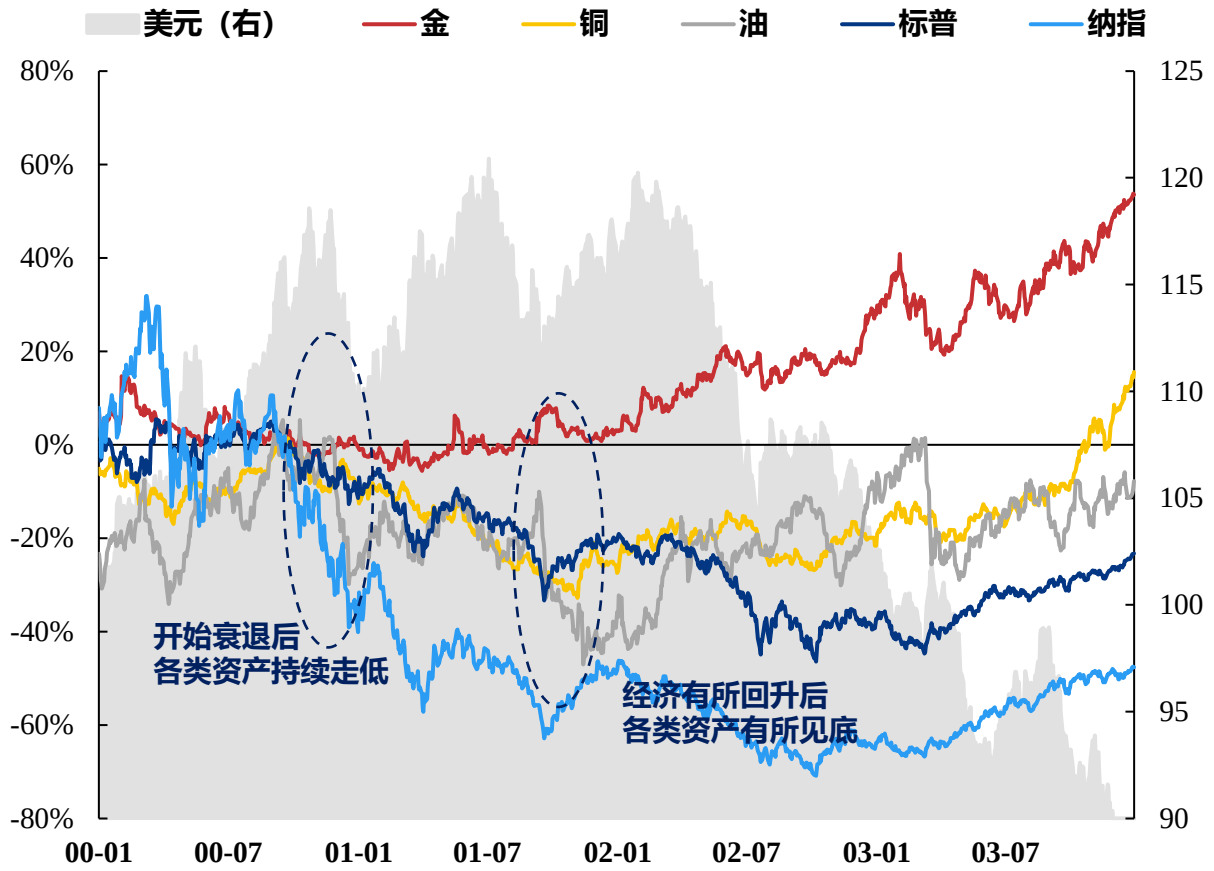
下载日志已记录，仅供内部参考

方向1-科技PLUS：科技绝对行情拐点-宏观冲击终结牛市

美股科网经验： 2000年9月起经济逐步步入衰退，PMI趋势走低，失业率也开始抬升，硬着陆下联储被动降息也未挽回局势。所有风险资产齐跌，包括铜、油、美股等。到2001年底衰退见底，小幅回升，风险资产价格也基本见底。2002一年弱复苏后，2003年起经济趋势抬升，风险资产也开始抬头向上。

图表31：科网泡沫破裂催化-绝对拐点：经济衰退下风险资产全面承压





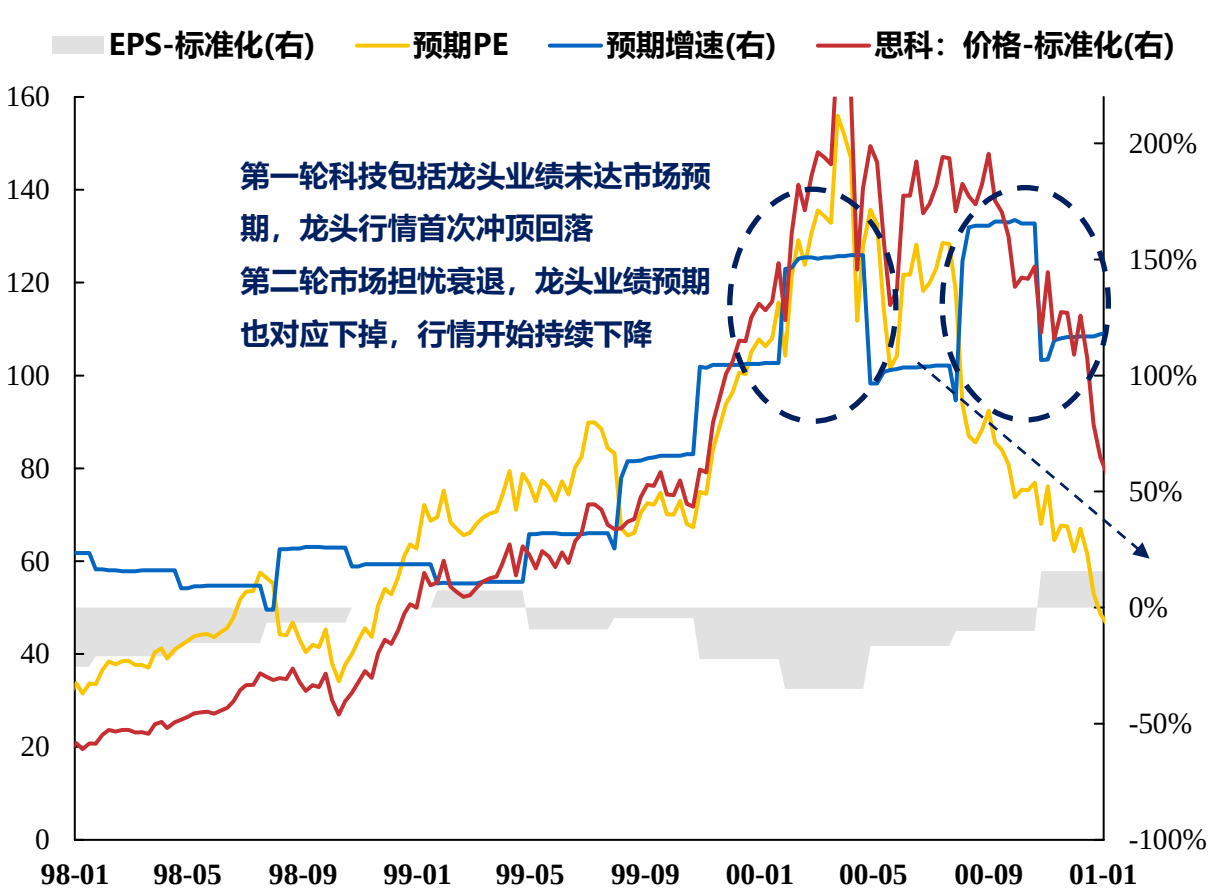
数据来源：Wind，Bloomberg，财通证券研究所；

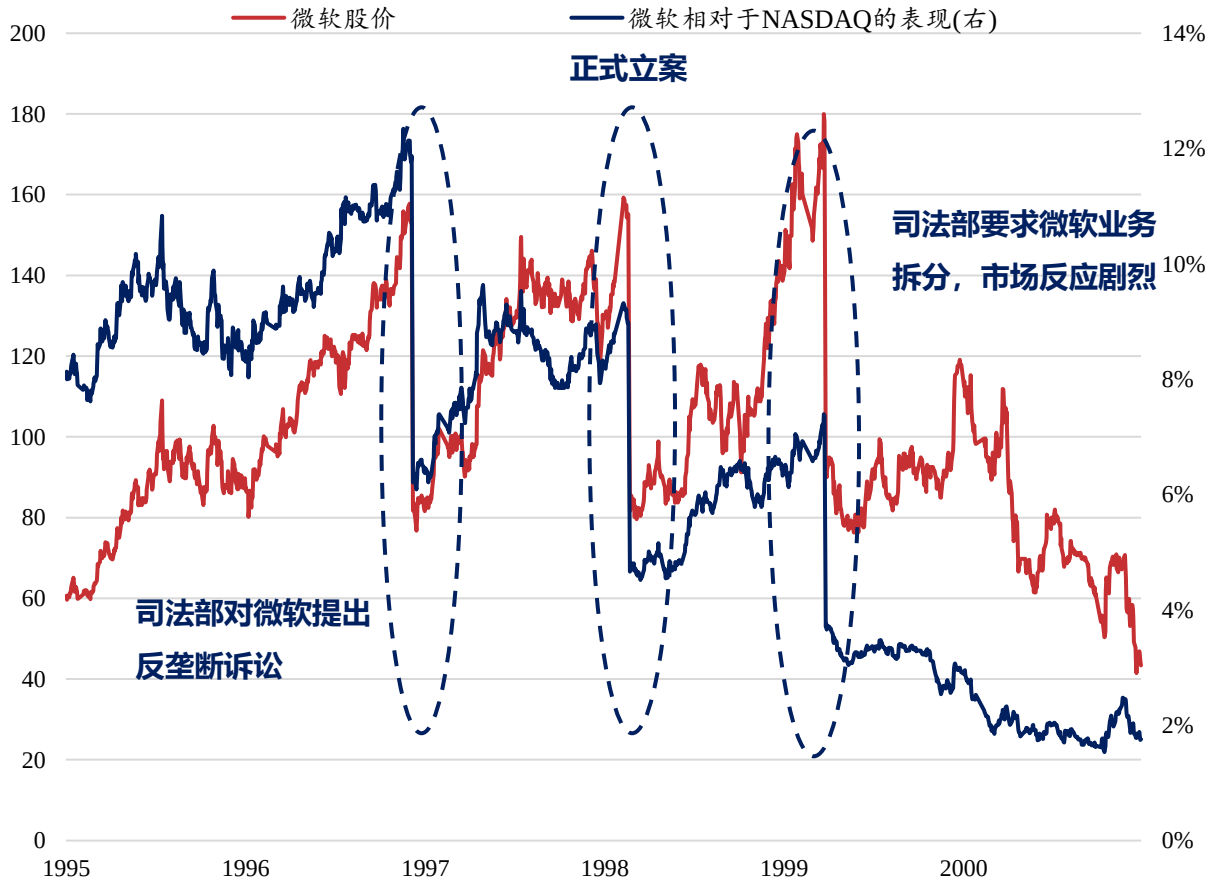
下载日志已记录，仅供内部参考

方向1-科技PLUS：科技相对行情拐点-龙头业绩无法延续

美股科网经验：领跑龙头的业绩是牛市上涨的助推器，也是泡沫破裂的破墙锤。2000年4月，思科、微软等公司业绩预期未达市场预期，美股科技行情冲顶。2000年9月，衰退背景下，美股结束高位盘整，开始趋势向下，龙头思科业绩预期也在对应下调。本轮看，特斯拉、谷歌等公司传统业绩有所走弱，引发市场衰退担忧，龙头标杆英伟达业绩持续坚挺。

图表32：科网泡沫破裂催化-相对拐点：业绩长期担忧验证





数据来源：Wind，Bloomberg，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

方向1-科技PLUS：Q2业绩有力验证，产业逻辑证伪还较远

美股科技业绩：美股科技Q2业绩整体超预期，产业景气离逻辑证伪还有较远距离。具体包括之前下游的微软和亚马逊的云服务，延续验证了AI终端需求；最近上游英伟达业绩持续强劲，下一财年的营收指引显著超市场预期。

图表33：美股科技业绩（亿美元）

(亿美元)			PE			营收						净利润					
代码	公司	市值	2026E	2027E	2028E	2026E	2026E上调	2027E上调	yoy-2026E	yoy-2027E	yoy-2028E	2026E	2026E上调	2027E上调	yoy-2026E	yoy-2027E	yoy-2028E
NVDA.O	**NVIDIA**	52430	24	15	11	3907	3%	19%	89%	66%	32%	2158	3%	18%	91%	65%	31%
AAPL.O	Apple	46658	35	33	30	4880	0%	0%	12%	8%	9%	1319	1%	0%	12%	7%	10%
GOOG.O	Alphabet	41934	17	23	19	4977	2%	5%	24%	23%	19%	2521	46%	4%	91%	-26%	19%
MSFT.O	Microsoft	38132	27	24	20	3615	1%	2%	18%	18%	20%	1402	3%	3%	18%	14%	20%
AMZN.O	Amazon	28738	21	25	19	8284	1%	2%	16%	15%	16%	1361	41%	5%	75%	-14%	30%
AVGO.O	Broadcom	17545	28	17	13	1174	0%	1%	76%	58%	32%	636	0%	1%	161%	59%	31%
META.O	META	14725	18	17	14	2540	0%	1%	26%	20%	18%	811	-4%	-3%	34%	8%	17%
TSLA.O	Tesla	13774	241	178	125	1062	4%	2%	12%	13%	19%	57	-15%	-9%	51%	36%	42%
005930.KS	三星电子	10802	5	3	3	5350	17%	23%	128%	33%	6%	2270	19%	25%	629%	46%	2%
000660.KS	SK Hynix	8469	5	3	3	2547	12%	16%	273%	53%	13%	1834	26%	16%	507%	33%	12%
AMD.O	AMD	7600	61	29	20	509	2%	15%	47%	74%	38%	125	3%	20%	194%	110%	45%
INTC.O	Intel	4513	59	42	29	627	7%	11%	19%	15%	14%	77	40%	32%	2989%	39%	46%
ORCL.N	Oracle	4345	19	15	10	804	0%	0%	30%	41%	41%	234	0%	0%	49%	27%	41%

数据来源：Wind，Bloomberg，财通证券研究所；日期为2026/8/27

下载日志已记录，仅供内部参考

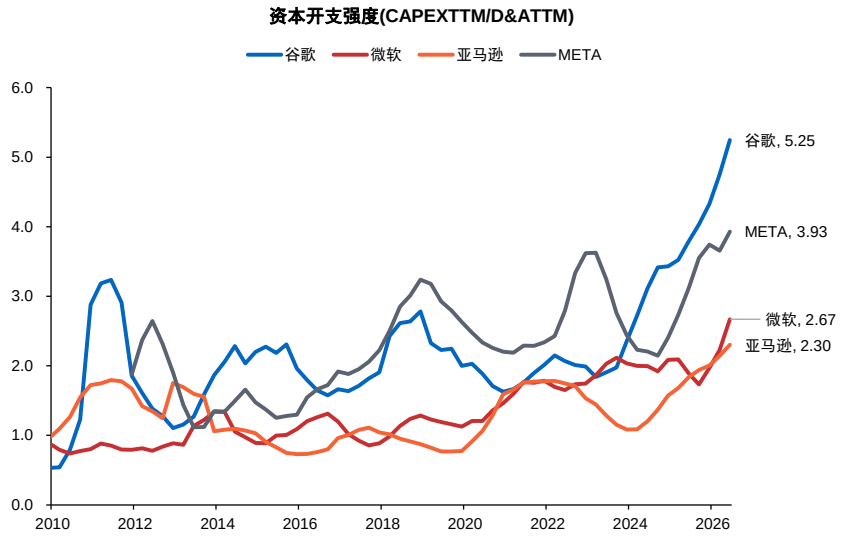
AI算力：北美大厂CAPEX绝对水平高位，二阶导分化

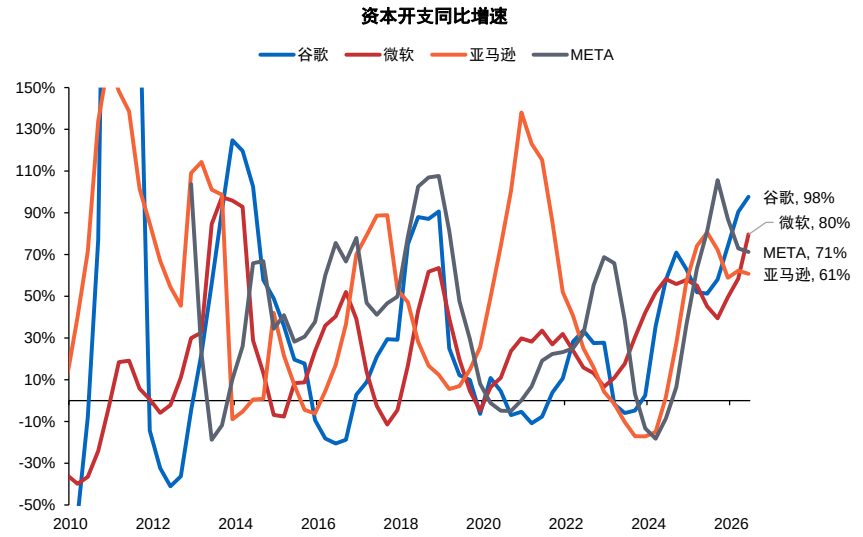
- **核心结论：四巨头扩产激进、CFO对CAPEX覆盖度持续下降，一方面目前除亚马逊FCFF略转负以外，其余三家仍有现金流剩余、CFO均在CAPEX的1.4倍以上，现金流回报率仍有1~3%水平；另一方面CAPEX二阶导已有分化，谷歌、微软增速持续新高至90%、80%，META、亚马逊处于降速区间。**

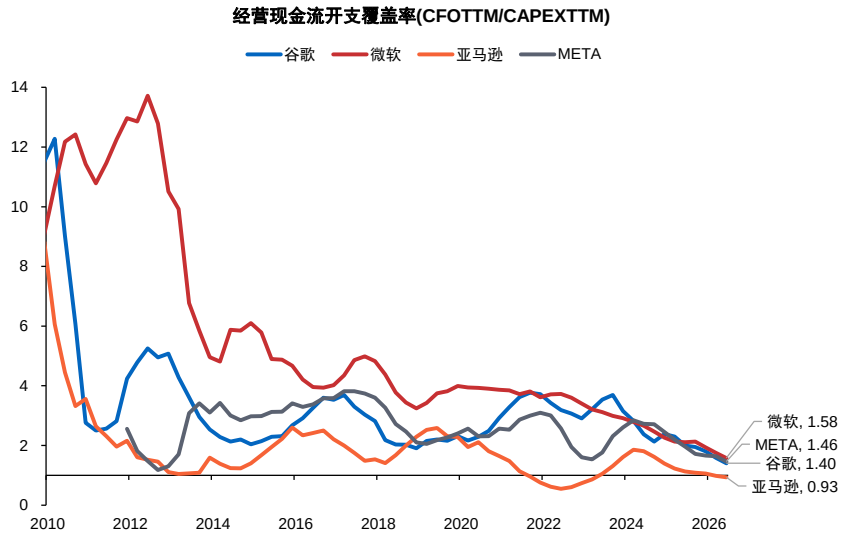
- 1、目前四巨头的资本开支扩张，从本身资产禀赋来看扩张力度，谷歌>META>微软>亚马逊；从CAPEX增速来看，谷歌>微软>META>亚马逊；

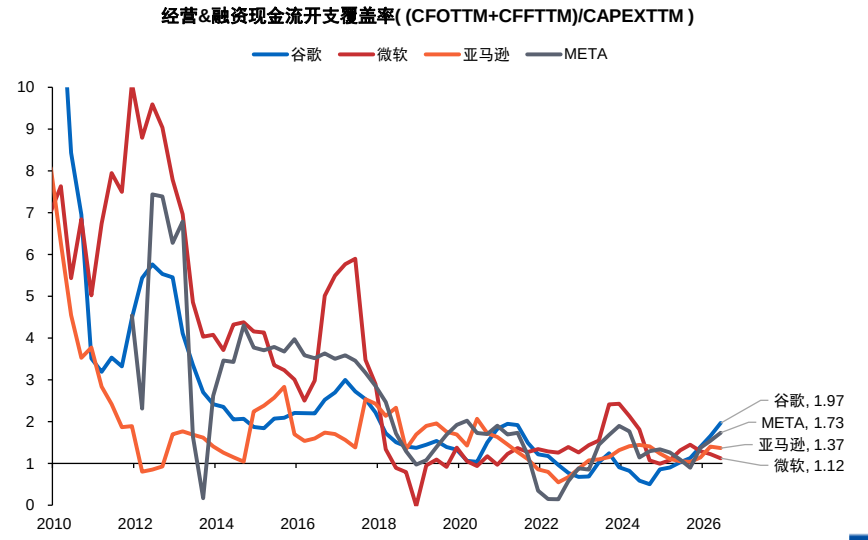
- 2、如果仅看CFO覆盖CAPEX能力，微软>META>谷歌>亚马逊；如果考虑CFO+CFF，谷歌>META>亚马逊>微软；如果仅考虑资产负债表端的现金及等价物，亚马逊>谷歌>微软>META

图表34：AI龙头资本开支覆盖和经营情况









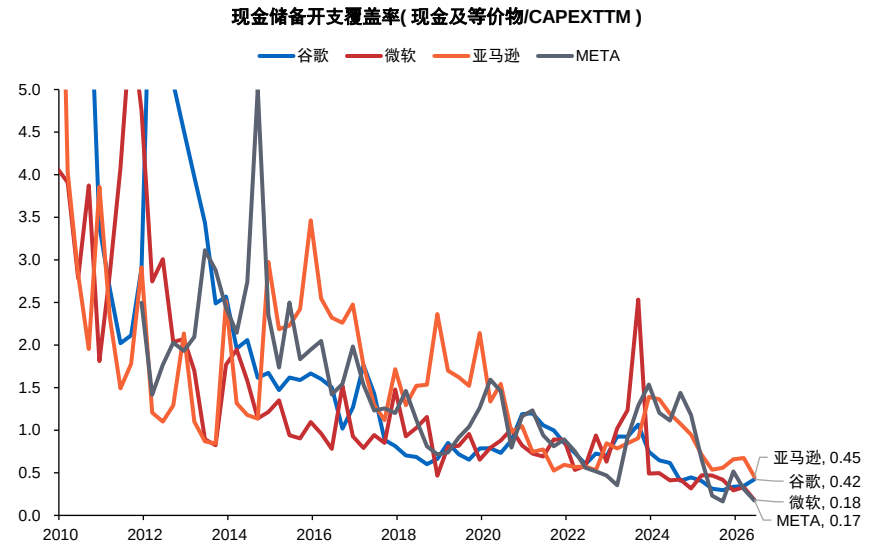
资料来源：Wind，财通证券研究所，截至26Q2

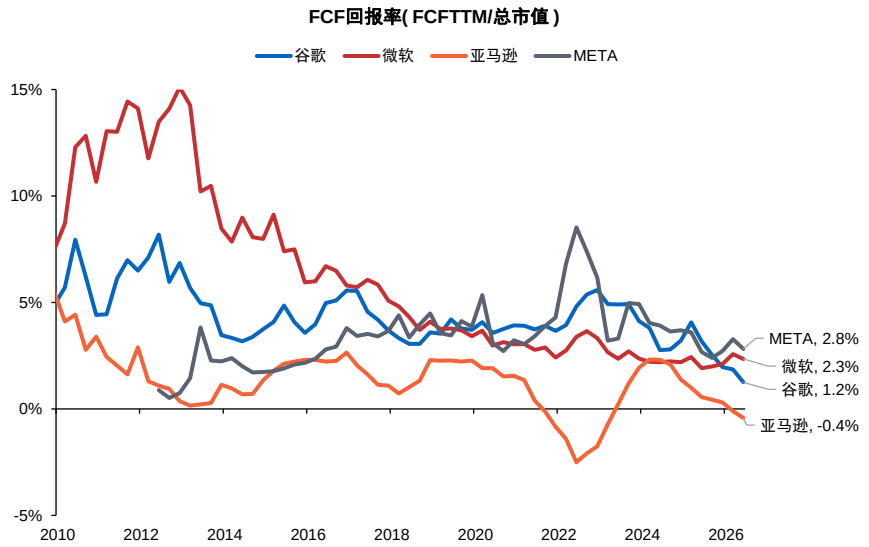
下载日志已记录，仅供内部参考

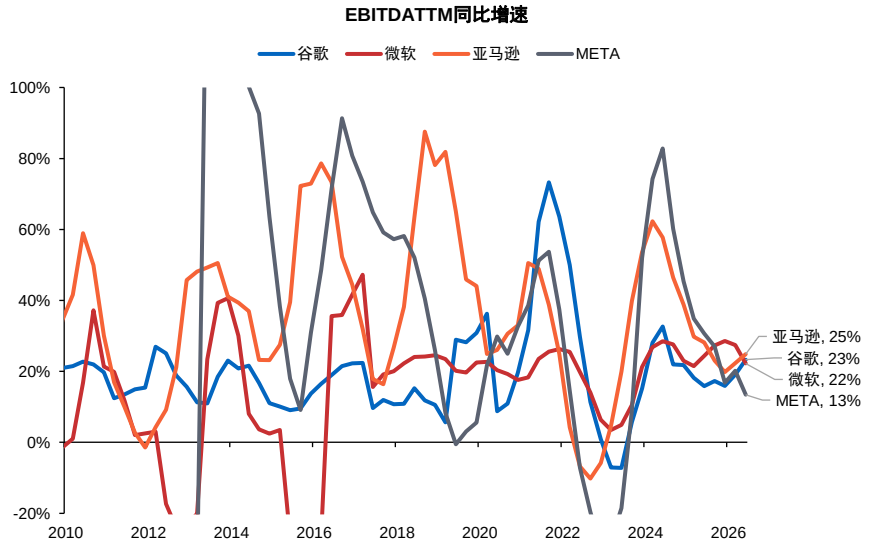
AI算力：北美大厂CAPEX绝对水平高位，二阶导分化

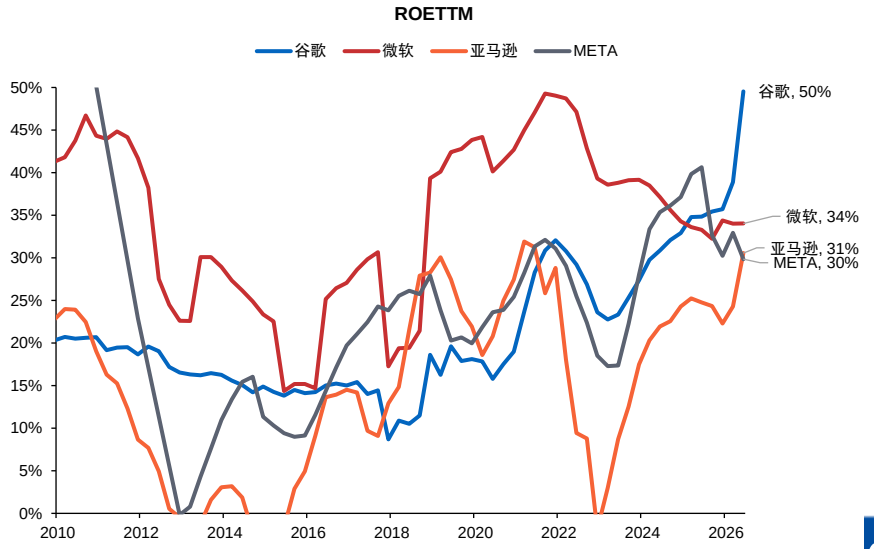
- 3、目前FCFF仅有亚马逊转负，其余三家仍有现金流剩余，FCF回报率来看，META>微软>谷歌>亚马逊
- 4、EBITDA业绩增速来看，亚马逊>谷歌>微软>META；ROE盈利能力来看，谷歌持续改善显著，谷歌>微软>亚马逊>META

图表35：AI龙头资本开支覆盖和经营情况









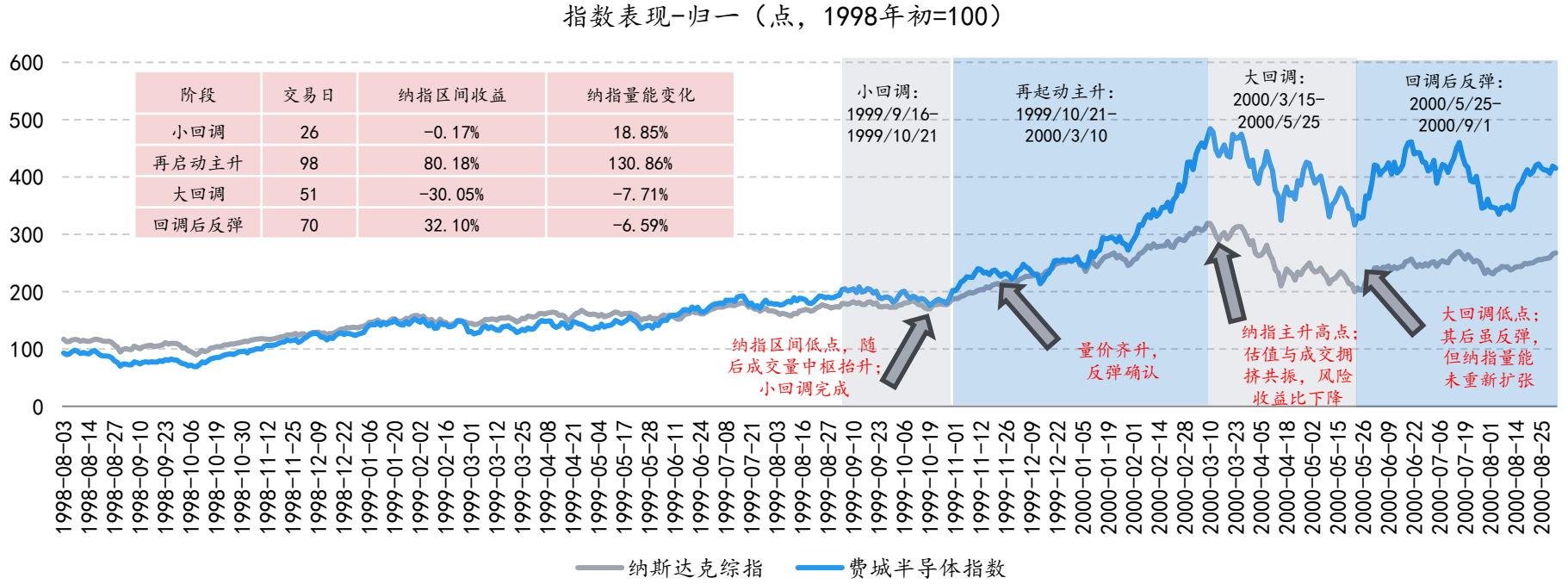
资料来源：Wind，财通证券研究所，截至26Q2

下载日志已记录，仅供内部参考

科技β是否再起：科网主升浪时期的回调与再启动经验——表现总览

- 1999/9/16—10/21小回调期间，纳指区间-0.2%，最大回撤-7.8%；费城半导体指数区间-8.4%，最大回撤-14.5%，指数总体横盘但内部波动明显，属于结构性降温而非行情彻底的结束。
- 纳指成交量20日均值在10/21—3/10再提高130.9%，同期纳指上涨80.2%，量价齐升下反弹开启；而科技行情的再启动背后需要产业趋势的进一步确认，SEMI book-to-bill ratio 1999/9为1.07，2000/3升至1.46，说明设备需求和资本开支周期仍向上。
- 2000/3/15—5/25大回调期间，纳指下跌30.1%，在5/25—9/1期间虽反弹32.1%，当成交量20日均值反而下降6.6%，大回调后的价格修复缺乏增量成交确认，因此并不能视作新一轮主升。

图表36：1998~2000年科网主升浪时期的回调与再启动经验



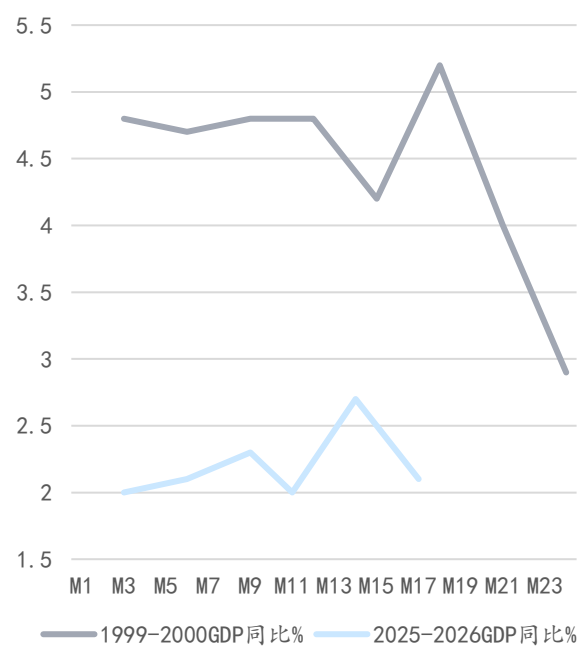
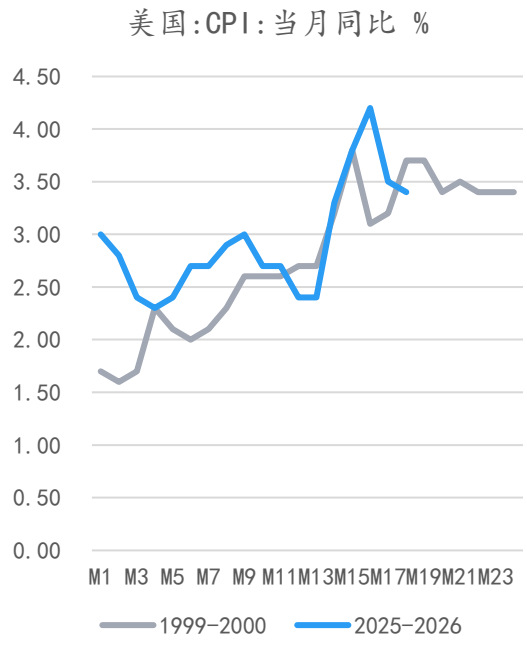
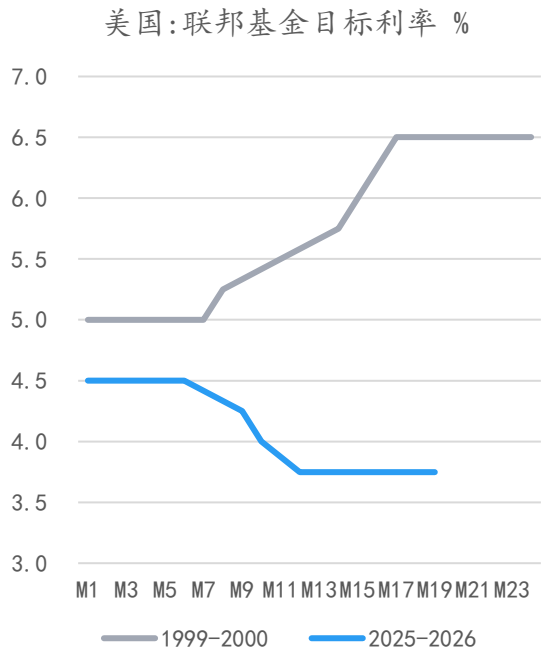
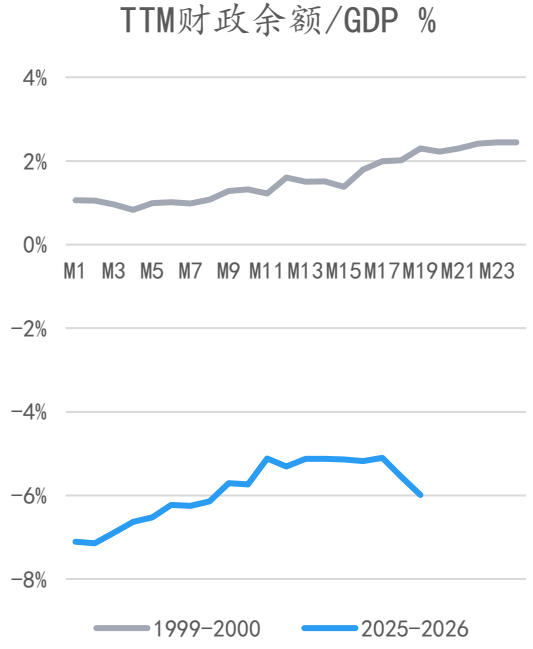
阶段	交易日	纳指区间收益	纳指量能变化
小回调	26	-0.17%	18.85%
再启动主升	98	80.18%	130.86%
大回调	51	-30.05%	-7.71%
回调后反弹	70	32.10%	-6.59%

数据来源：Wind，财通证券研究所；（注：纳指成交量区间变化计算口径为=期末MA20/期初MA20-1）

下载日志已记录，仅供内部参考

科技β是否再起：科网主升浪时期的回调与再启动经验——宏观背景

1999-2000年政策的关键在于强增长、财政盈余与Y2K尾部流动性兜底共同提高了市场对加息的承受力。当前美国经济仍扩张，但通胀粘性和大额财政赤字压缩常规政策空间；科技行情的延续需要产业盈利兑现接棒估值。

	景气	通胀	货币	财政
1999~2000年对比2025~2026年				
对比结论	历史上经济景气相对更强，但当前科技产业盈利仍有结构性支撑	当前的约束更强，估值扩张需要盈利兑现或通胀重新下行配合	当前利率较低但继续下调空间受限	当前财政空间更窄，政策仍可结构性支持AI，但大规模总量刺激的边际成本更高

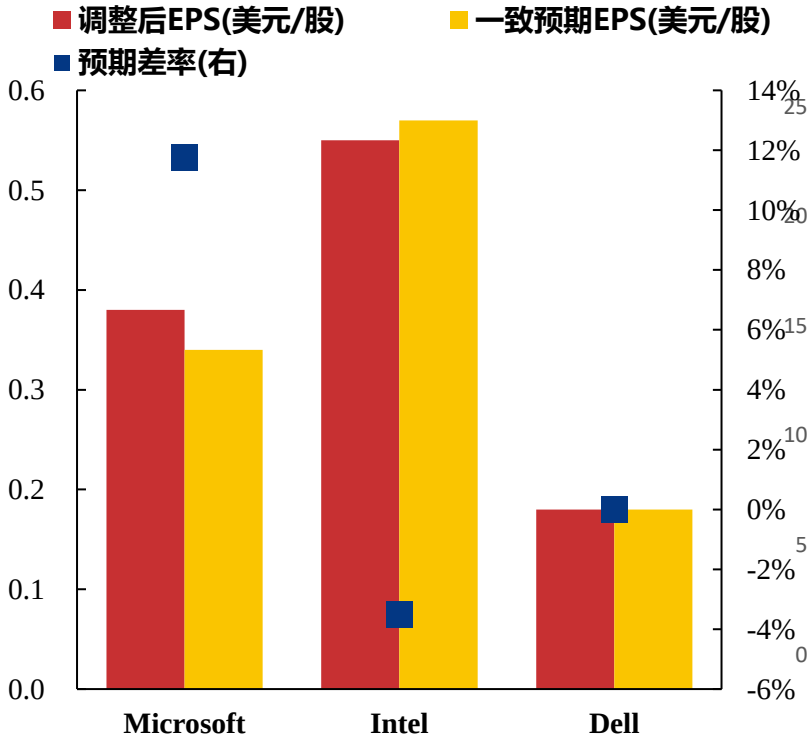
数据来源：Wind， BEA/FRED，OMB Historical Tables，U.S. Treasury，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

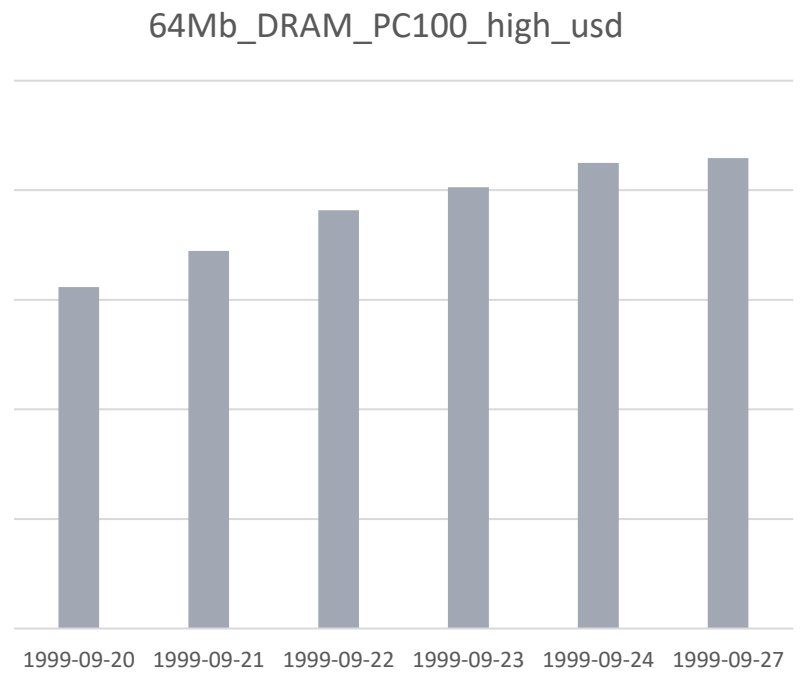
科技β是否再起：科网主升浪时期的回调与再启动经验——产业景气

- 1999年台湾地震后DRAM供给担忧上升，加速采购下64Mb DRAM价格由15.58美元升至21.46美元，5个交易日上涨37.7%，属于恐慌采购和库存前置。
- 科技龙头三季报分化：软件龙头Microsoft在Office 2000、Windows NT Server、BackOffice及全球PC需求强劲下超预期；半导体龙头Intel受ASP和毛利率拖累利润低于预期；硬件龙头Dell在互联网直销和PC出货强劲，而DRAM涨价、零部件短缺及此前业绩预警压低预期，财报表现已经出现内部差异。
- 1999-2000年期间book to bill ratio基本与费半走势一致，且均在1的基准线之上，强产业景气的催化是推动行情再起的核心因素之一。

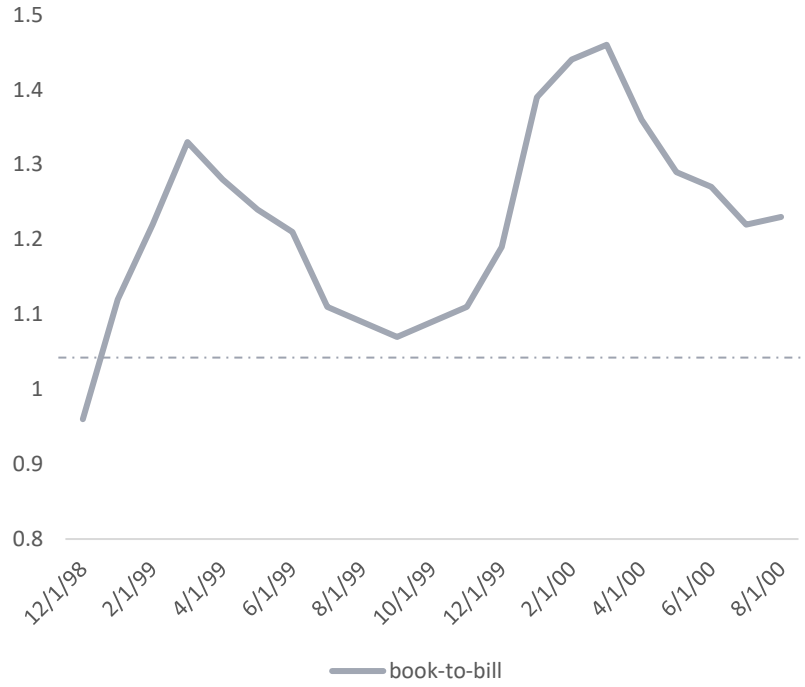
图表37：1999年秋季科技龙头财报季表现分化(美元/股)



图表38：921中国台湾大地震冲击DRAM供给加速采购下价格上升(美元)



图表39：book to bill ratio 印证产业趋势



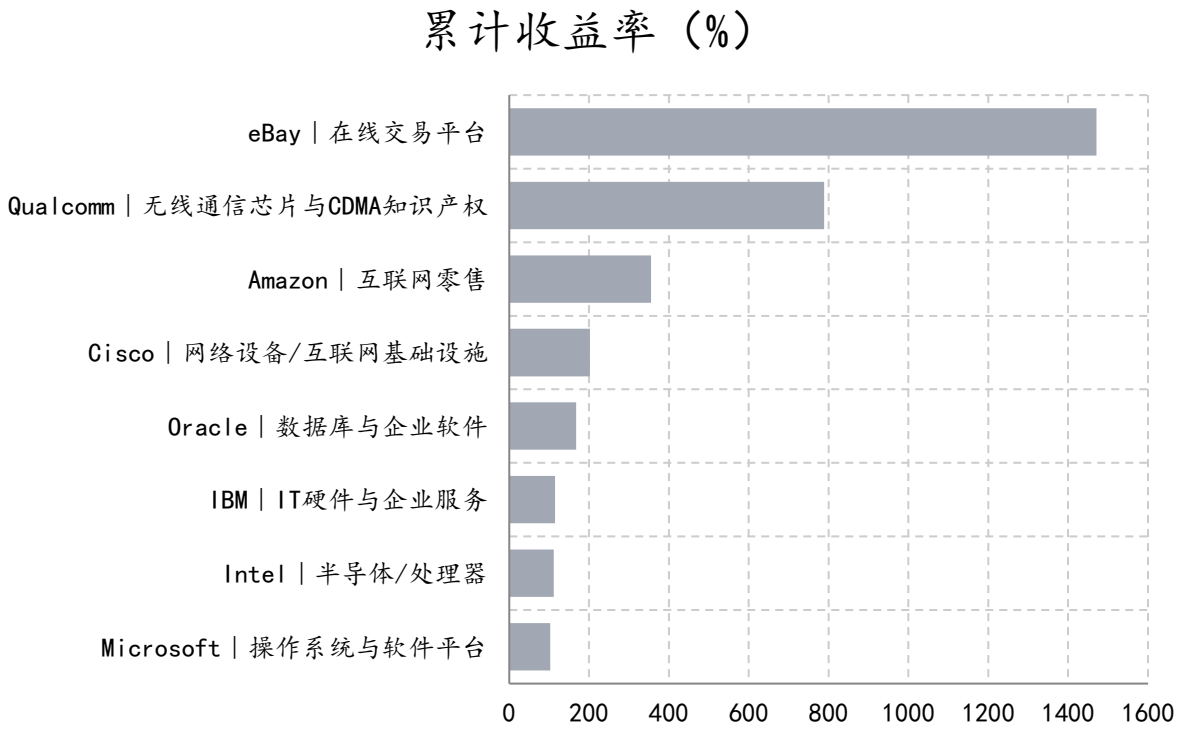
数据来源：Korea Economic Daily， Reuters， SEC EDGAR，财通证券研究所；（注： Microsoft为FY2000Q1；Intel为FY1999Q3；Dell为FY2000Q3）

下载日志已记录，仅供内部参考

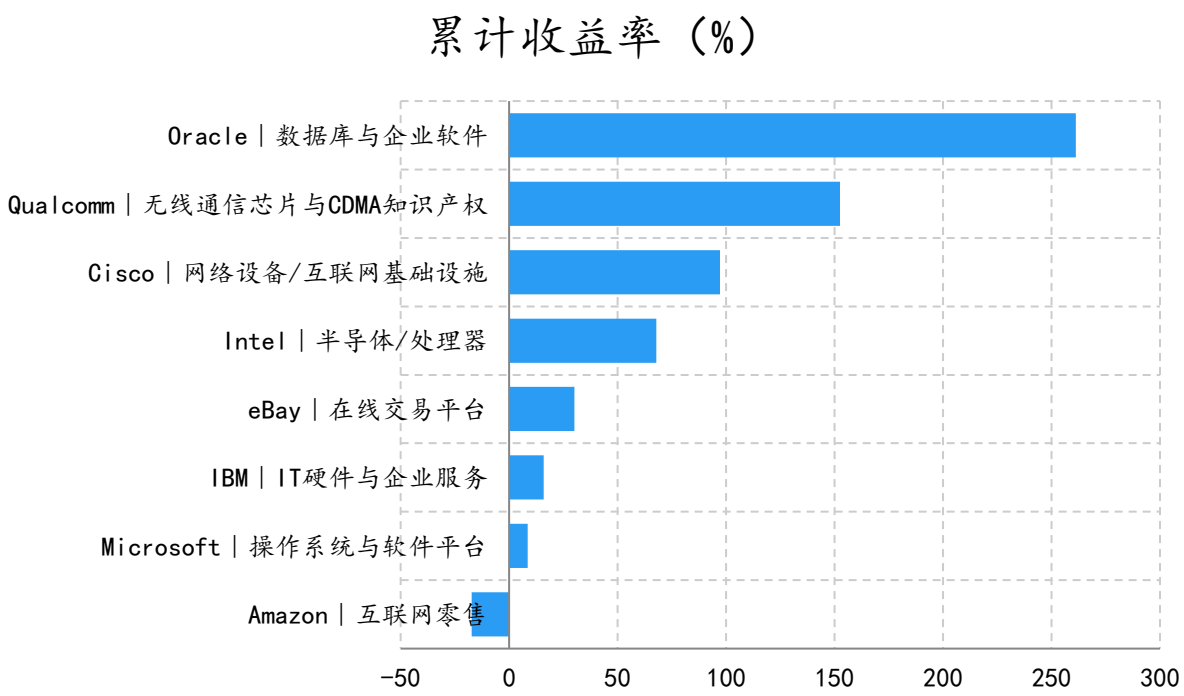
科技β是否再起：科网主升浪时期的回调与再启动经验——内部轮动

- 科网行情开启至99Q3调整前（1998-10-08～1999-09-15）高弹性平台与无线芯片领涨：eBay、Qualcomm、Amazon居前，说明首阶段由在线平台高弹性与无线芯片产业趋势共同驱动。
- 秋季回调后再启动期间（1999-10-21～2000-03-10）企业软件与网络基础设施排名上升：Oracle升至第一，Qualcomm、Cisco继续居前，企业软件、无线芯片和网络设备成为再启动核心；Amazon由阶段一高位排名转为-17.3%，eBay涨幅降至约30%，消费互联网平台相对退潮。

图表40：科网行情开启至99Q3调整前高弹性平台与无线芯片领涨



图表41：秋季回调后再启动期间企业软件与网络基础设施排名上升



数据来源：wind，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

光模块禁令到底有没有风险？9月是重要观察点

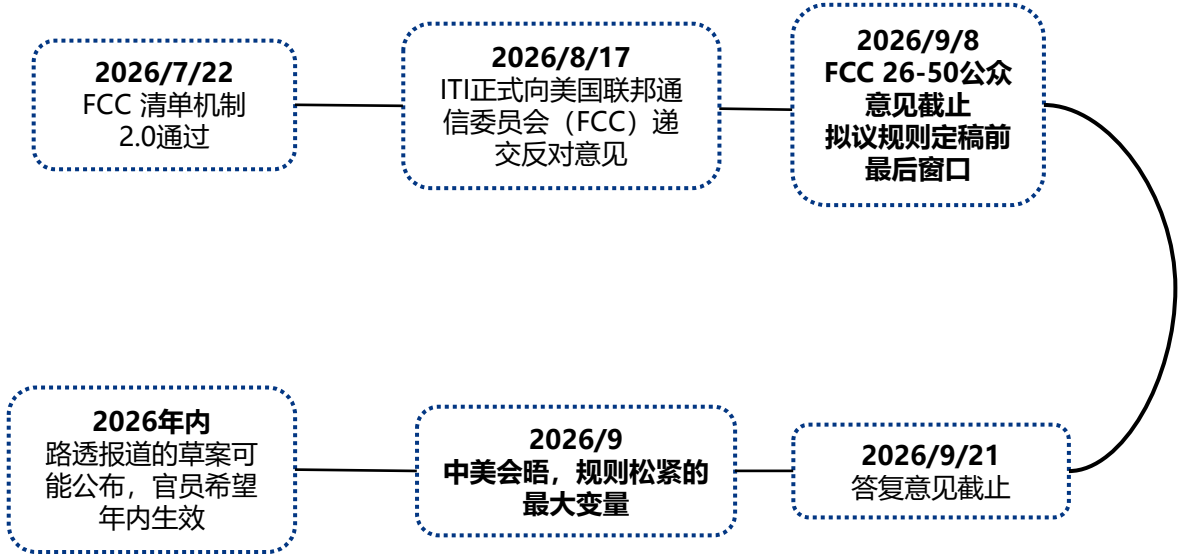
目前组件漏洞这项禁令只针对“涵盖清单实体”生产的逻辑承载组件，不针对“非清单实体但生产被禁产品” 生产的组件。但这恰恰构成中国硬件企业面临的最大潜在尾部风险——一旦某家中国企业被列入Covered List、BIS实体清单或国防部1260H清单，FCC即可援引已完备的三轮R&O规则框架，迅速将其组件纳入供应链穿透审查。换言之，规则基础框架已经就位，**变量在于“名单会不会扩容”**。**FCC 26-50 评论截止日期2026年9月8日，答复意见截止9月21日。 这两个日期，是未来两个月最重要的政策观察点。**

图表42：组件漏洞禁令目前可能影响到的产品

第一类：通信模块	华为/中兴的基带芯片、射频模组。涉及产品：路由器、CPE设备、工业网关、5G通信终端里如果有，立即受影响。
第二类：SoC主控芯片	海思的安防SoC、电视芯片、机顶盒芯片。涉及产品：安防摄像头、NVR录像设备、智能终端、视频分析设备等。
第三类：IoT和工业设备芯片	海思的物联网芯片、NB-IoT模组。涉及产品：智能家居、工业传感器控制模块、车联网终端等。
第四类：光通信设备	华为/中兴的光通信器件。
第五类：AI边缘计算硬件	海思的昇腾系列、神经网络处理器。

数据来源：FCC，财通证券研究所

图表43：9月是靴子落地的关键时间窗口

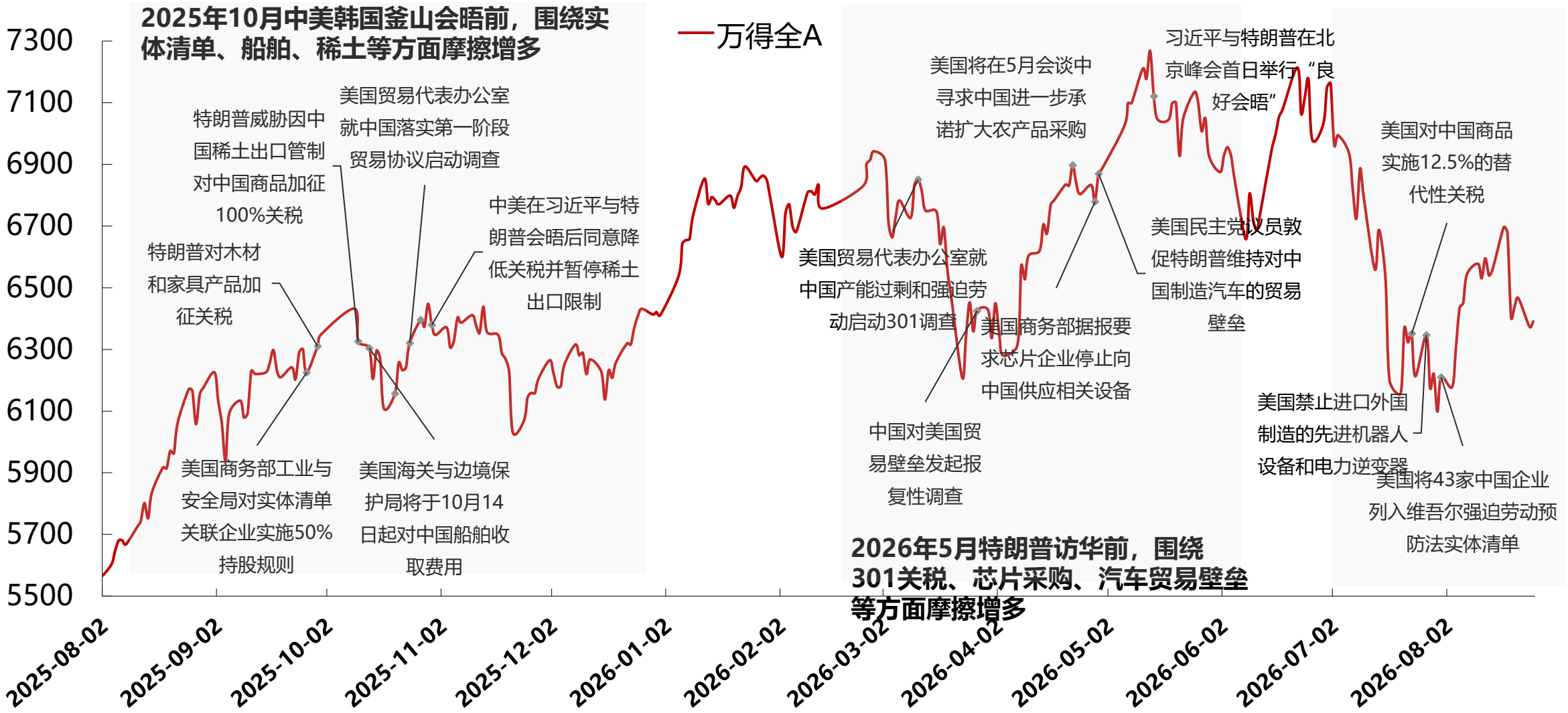


美国对中国供应链的监管逻辑，已经从“限制特定企业”，开始转向“重构特定产业链”。**对于光模块来说，未来如果真的进入Covered List，更可能出现的是：**新产品先受到限制 → 给现有供应链过渡期 → 设置部分豁免 → 推动美国供应链替代。**国会的信件和网络风险报告，往往比正式的 Covered List 增补早数月出现。**观察国会动态和 CISA 警告，有助于预判下一批清单条目 。

下载日志已记录，仅供内部参考

到底有没有风险？9月是重要观察点

图表44：筹码施压为中美会谈、见面前的惯例情况



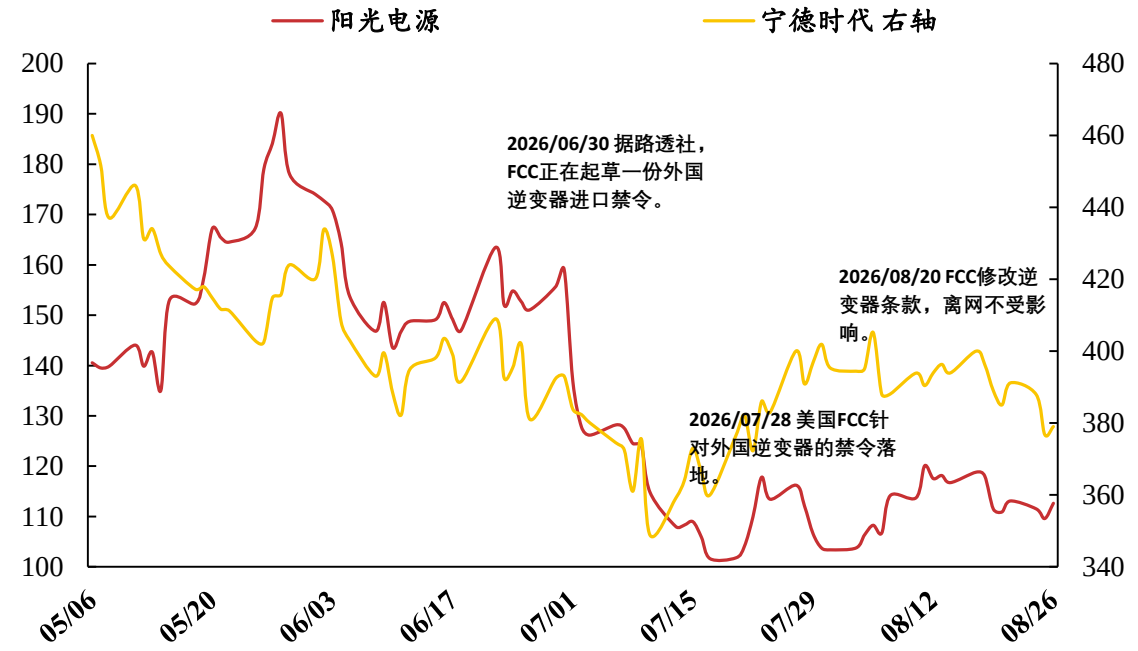
数据来源：Wind，china-briefing，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

逆变器&CXO复盘来看，预期发酵→正式落地前冲击或较大

- **逆变器复盘来看，**6月30日，路透社相关新闻后市场对美国市场准入关闭的担忧迅速升温，龙头代表阳光电源股价开始加速下跌，区间跌幅一度超过-36%，期间市场预期该禁令或将利好电芯龙头，宁德时代有所上涨。7月28日，FCC正式将境外生产的并网型电力逆变器纳入Covered List进口禁令，但存量已获FCC认证的型号不受影响，仅限制新型号准入，悲观预期有所修复。8月20日，FCC进一步修改条款，明确离网（off-grid）逆变器不受限制，仅管控与电网并联的并网型设备，阳光电源股价小幅反弹。
- **CXO复盘来看，**2023年底美国生物安全法案首次提出后，市场恐慌情绪迅速蔓延，直到2024年9月众议院通过BIOSECURE Act 1.0版本后有所企稳反弹。2025年10月参议院通过NDAA修正案，取消直接点名，改为授权OMB制定BCC名单，CXO板块再度承压；12月《生物安全法案》作为NDAA第851节正式签署生效后恢复上行。但2026年2月美方短暂公示将药明康德纳入相关名单，引发股价脉冲式波动；6月药明康德首次被正式列入1260H名单，但新增名单中医药公司仅包含药明康德并未进一步扩大，好于市场此前担忧；2026年8月，联邦法院发布初步禁令、暂停执行对药明康德的1260H认定，市场重新定价行政禁令的可逆性。

图表45：逆变器复盘来看，预期开始发酵后大幅杀跌，正式落地后反而“利空出尽”



图表46：CXO复盘来看，法案对股价有阶段性扰动，中期仍产业趋势主导



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

英伟达 Vera Rubin开启量产新周期

➢ **美东时间8月26日盘后，英伟达公布了强劲的2027财年第二季度财报。同时，英伟达透露，Vera Rubin现已全面投入生产，这款全新量产的平台将成为明年核心增长引擎。**英伟达首席财务官表示，本月早些时候已开始发货，Vera Rubin每部署1吉瓦算力，对应约400亿美元的营收机会，预计将在第三季度贡献约20%的数据中心业务营收。另外，各大超大规模云厂商、AI云、系统OEM已下达采购订单，Vera Rubin有望成为英伟达历史上爬坡速度最快的产品。为Vera Rubin上市备货，二季度英伟达存货增加至320亿美元，应收账款周转天数扩大至60天，部分投资级客户大额订单分多季度交付，对应更长付款周期。

图47：Vera Rubin NVL144 平台已实现多场景商业化部署

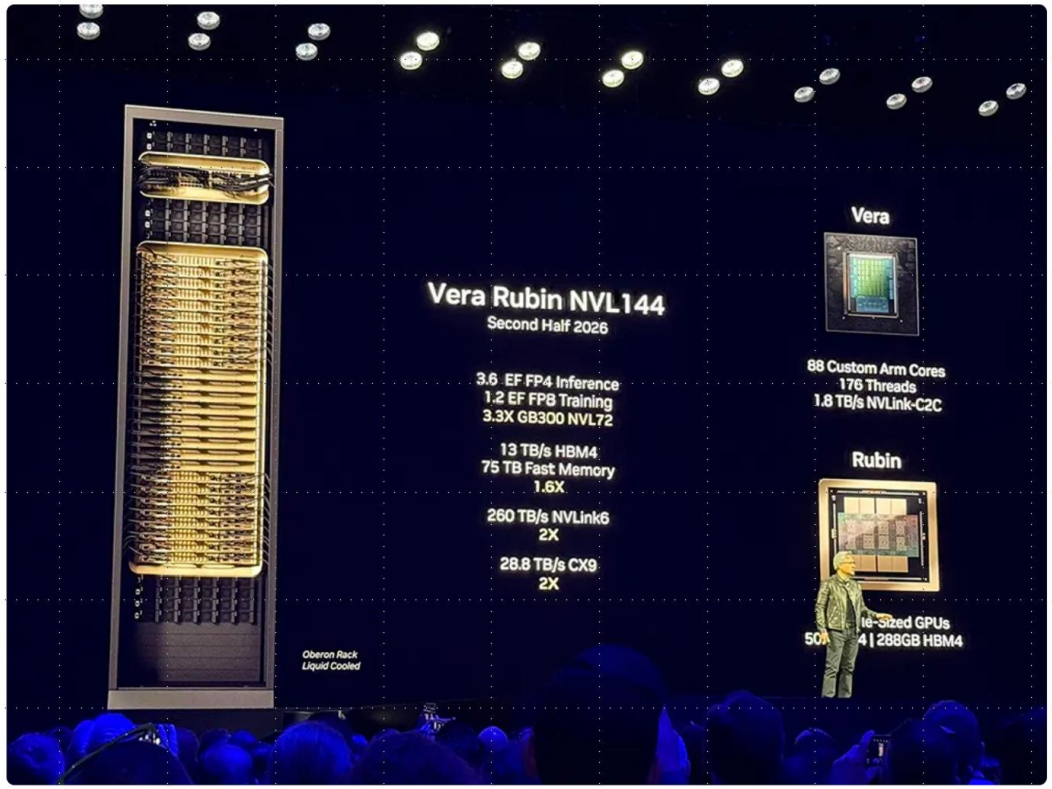


图48：英伟达最新一代整机柜——Vera Rubin NVL144内部全景

计算系统(大脑)
计算托盘·GPU·CPU·HBM

散热系统(汗腺)
冷板·分集水器·CDU·快接头

互连系统(神经)
NVLink交换芯片·背板·连接器

对外网络(大门)
网卡·交换机·光模块·光纤

供电系统(心脏)
电源架·母排·超级电容/BBU

骨骼与管家
机架结构件·管理模块·被动元件

数据来源：芯东西等，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

AI硬件产业链重点公司

细分赛道	标的公司	核心投资逻辑
超核心平台供应商	工业富联	Rubin机柜全球核心集成商，2026年三季度正式量产，新一代产品全球份额60%-70%，单机柜价值量与盈利弹性大幅提升，深度受益整机柜量价齐升趋势。
	胜宏科技	Rubin机柜44层中板标准品独家供应商，高端算力PCB核心标的，充分受益AI算力PCB价值量暴涨、行业长期供不应求格局。
海外算力链	中际旭创、新易盛	全球光模块双龙头，1.6T高端产品良率、产能行业领跑，2026年三季度起持续规模化放量，深度受益AI算力高速带宽升级浪潮。
	沪电股份、深南电路	高端算力PCB核心供应商，具备高阶多层板成熟量产能力，工艺壁垒适配Rubin平台迭代需求，充分承接新一代算力机柜PCB增量订单。
	生益科技	高端CCL核心材料供应商，直接受益AI服务器PCB、CCL量价齐升行情，伴随硬件迭代持续兑现业绩。
电源与液冷	麦格米特	AI服务器高压电源核心供应商，产品价值量实现跨越式升级，由传统2元/W跃升至5-6元/W，Rubin平台迭代带来显著业绩增量弹性。
	英维克	液冷散热行业龙头，深度绑定全球头部算力厂商，充分受益液冷从可选配置转向行业刚需的产业核心拐点，后续高增确定性强。
	申菱环境、科创新源、捷邦科技、强瑞技术	液冷/散热细分领域边际改善明显，三季度业绩弹性值得重点关注。
光通信	天孚通信	英伟达CPO光引擎核心供应商，深度绑定头部算力供应链，充分受益NPO/CPO技术规模化落地，卡位光通信核心迭代增量。
	光库科技	NPO架构核心FAU器件供应商，在新一代高速光学互联体系中产品价值量大幅提升，行业业绩弹性突出。
mSAP工艺核心设备	大族激光	mSAP工艺核心设备龙头，充分承接高端PCB高精度工艺升级带来的设备替换与新增需求，赛道景气确定性极强。
	东威科技	mSAP工艺核心设备龙头，充分受益高端PCB工艺升级带来的设备增量需求，行业地位突出。
	芯碁微装	mSAP工艺核心设备龙头，直写光刻设备在高端PCB领域渗透率持续提升，成长空间广阔。

数据来源：中证鹏元等，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

后续A股、港股、美股重点 IPO公司梳理

市场	公司名称	板块/行业	IPO募资规模	IPO进度（截至2026-08-27）	产业链定位
A股	长江存储	科创板/半导体存储	330亿元	已受理（2026-08-21）	NAND Flash IDM，覆盖存储芯片设计、晶圆制造及下游应用
A股	蓝箭航天	科创板/商业航天	75亿元	已问询	液氧甲烷火箭、可重复使用火箭、商业卫星发射
A股	中科宇航	科创板/商业航天	41.8亿元	IPO审核中	可重复使用大型运载火箭、液体发动机、航天器
A股	上海超硅	科创板/半导体材料	49.65亿元	已问询	300mm硅片、外延片等半导体材料
A股	超聚变	创业板/AI算力	80亿元	已问询	AI服务器、算力基础设施、液冷、国产算力系统
A股	粤芯半导体	创业板/晶圆制造	75亿元	提交注册	12英寸晶圆代工、模拟及特色工艺
A股	燧原科技	科创板/AI芯片	60亿元	注册生效	云端AI训练/推理GPU及AI算力解决方案
A股	昆仑芯	科创板+港股/AI芯片	港股约10–20亿美元（市场预期）	港股秘密递表；A股辅导	AI训练/推理芯片、AI加速器、算力基础设施
A股	云深处	科创板/具身智能	25.03亿元	已问询	四足/轮足/人形机器人、具身智能算法及本体
A股	乐聚智能	创业板/人形机器人	约26亿元	已问询	人形机器人、机器人本体及AI控制系统
A股	荣耀	A股/消费电子+AI终端	未披露	上市辅导中，尚未正式申报	智能手机、AI终端、IoT及AI生态
A股	DeepSeek	A股/大模型AI	未披露	IPO筹备中，目标可能2027年上市	基础大模型、AI应用、AI推理及算力
A股	格林生物	创业板/香料及日化原料	实际募资约8.78亿元	已完成发行申购（2026-08-20），截至2026-08-27尚未上市	天然香料及合成香料，主要向国际香精香料企业供货，服务下游日化
A股	富印新材	北交所/精密功能材料	/	已过会（2026-04-17）；截至2026-08-27尚未完成注册上市	功能胶粘材料、泡棉、膜材；主要服务3C消费电子、汽车、家电等；与美妆产业链关联较弱
港股	SHEIN	港股/跨境电商	约138.6亿港元	正在招股，预计2026-09-01上市	跨境快时尚、电商平台、柔性供应链
港股	梅卡曼德机器人	港股/机器人	约22.79亿港元	正在招股，预计2026-09-01上市	AI+3D视觉、机器人“眼—脑—手”核心组件
港股	先正达	港股/农业科技	最高约100亿美元（市场预期）	重启上市筹备，规模和时间未确定	种子、农药、农业科技、现代农业服务
港股	月之暗面/Kimi	港股/大模型AI	市场传约30亿美元	IPO传闻；公司曾否认2026-08递表	大模型、AI Agent、API及AI应用
港股	小红书	港股/社交+电商	未披露	IPO筹备中，尚未确认正式递表	社交媒体、内容电商、广告、本地生活
港股	小鹏汇天	港股/低空经济	未披露	/	飞行汽车、eVTOL、低空交通
港股	MiniMax	港股主板/大模型AI	港股首发约55.4亿港元（全球发售；其中部分数据口径按超额配售权计算）	港股已上市（2026-01-09）；2026年5月接受A股上市辅导	大模型、AI Agent、多模态AI；向上游AI算力和模型基础设施延伸
港股	自然堂（自然堂全球控股）	港股主板/国货美妆集团	未披露具体募资规模	二次递表：2026-04-02；港股IPO申请处理中	品牌端/制造端；自然堂为核心品牌，覆盖护肤、彩妆、个护等，并推进DTC及多品牌矩阵
港股	半亩花田（花物堂）	港股主板/个人护理与美妆品牌	未披露具体IPO募资规模	首次递表（2026-01-16）；IPO申请于2026-07-16失效，仍可更新材料重新推进	品牌端；身体乳、身体磨砂膏、洁面及洗护，花植成分与大众个护
港股	HBN（护家科技）	港股主板/功效护肤	未披露具体IPO募资规模	首次递表（2026-01-26）；IPO申请于2026-07-27失效，仍可更新材料重新推进	品牌端/研发端；功效护肤、A醇抗老、原料创新及功效验证
A+H	珀莱雅	A股主板+港股主板/多品牌美妆集团	A股首发实际募资7.67亿元；H股募资规模未披露	A股已上市（2017-11-15）；H股二次递表（2026-04-30）	品牌端/研发制造端；珀莱雅、彩棠、悦芙媞等品牌，向多品牌平台及全球化布局延伸
A+H	丸美生物	A股主板+港股主板/美妆集团	A股首发实际募资8.42亿元；H股募资规模未披露	A股已上市（2019-07-25）；H股申请于2026-06-11失效，后续可更新材料重新递表	品牌端/研发端；丸美、PL恋火等，核心优势为眼部护理、重组胶原等研发能力
美股	Anthropic	美股/大模型AI	潜在最高约1000亿美元（市场预期）	已秘密递交S-1，预计2026年秋季IPO	Claude大模型、AI Agent、企业AI
美股	OpenAI	美股/大模型AI	未确定	已于2026-06-08秘密递交S-1	GPT大模型、ChatGPT、AI Agent、AI基础设施
美股	Databricks	美股/数据+AI	未确定	暂未递交公开IPO文件	数据湖、企业AI、AI开发平台
美股	Stripe	美股/金融科技	未确定	暂无近期IPO计划	全球支付、金融基础设施、稳定币支付
美股	Revolut	美股/金融科技	未确定	公司称2028年前不会上市	数字银行、支付、跨境金融
美股	Oura	美股/消费科技	最高约30亿美元	已秘密递交S-1，计划2026年秋季IPO	智能戒指、可穿戴设备、健康数据
美股	Nscale	美股/AI基础设施	最高约30亿美元	预计最快2026-09 IPO	GPU云、AI数据中心、算力基础设施

数据来源：证券时报等，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01. 四维牛熊研判框架：牛还在，熊未来

宏观基本面-同步景气度：内外出现波动，关注潜在托举

宏观流动性-拐点导火索：

市场业绩&流动性：

02. 风格研判：

03. **行业配置：**

成长：AI行情未止，先下沉市值找赔率，等新兴催化出胜率

价值：红利&现金流绝对收益修复，关注回购策略α超额

下载日志已记录，仅供内部参考

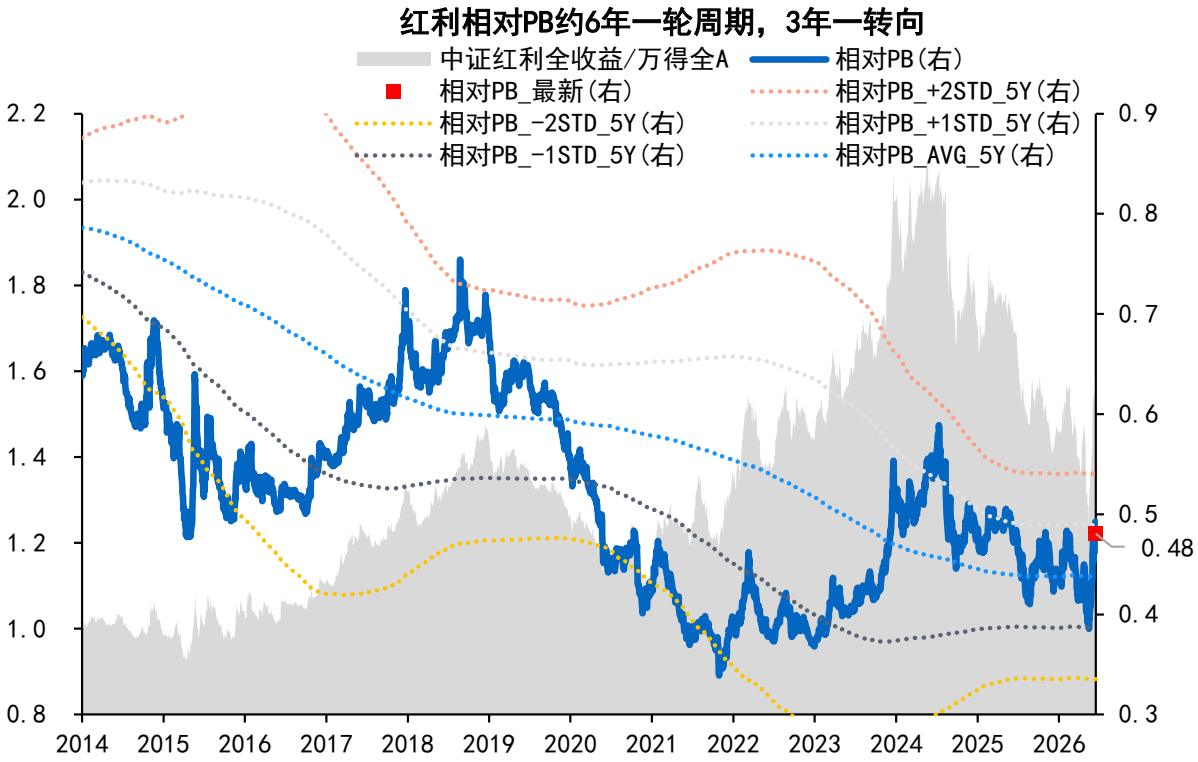
方向2-现金流相对层面：相对估值震荡磨底

- **中期相对收益跑输：24/9以来的估值扩张行情使得类价值风格承压。**现金流指数相对全A自24/9以来区间整体跑输，背后更多体现为风偏提升、估值扩张的逻辑使得类价值风格表现均承压。
- 7月成长风格波动显著放大，带动整体市场高波震荡。A股整体估值阶段收缩、红利资产与全A市场相对PB被动回升，结合成长仍处于高波阶段，预计红利现金流为代表的价值风格相对收益仍在震荡磨底阶段。

图表49：现金流相对收益跑输：24/9以来的估值扩张行情导致类价值风格承压



图表50：红利相对估值周期位置尚未走至极端



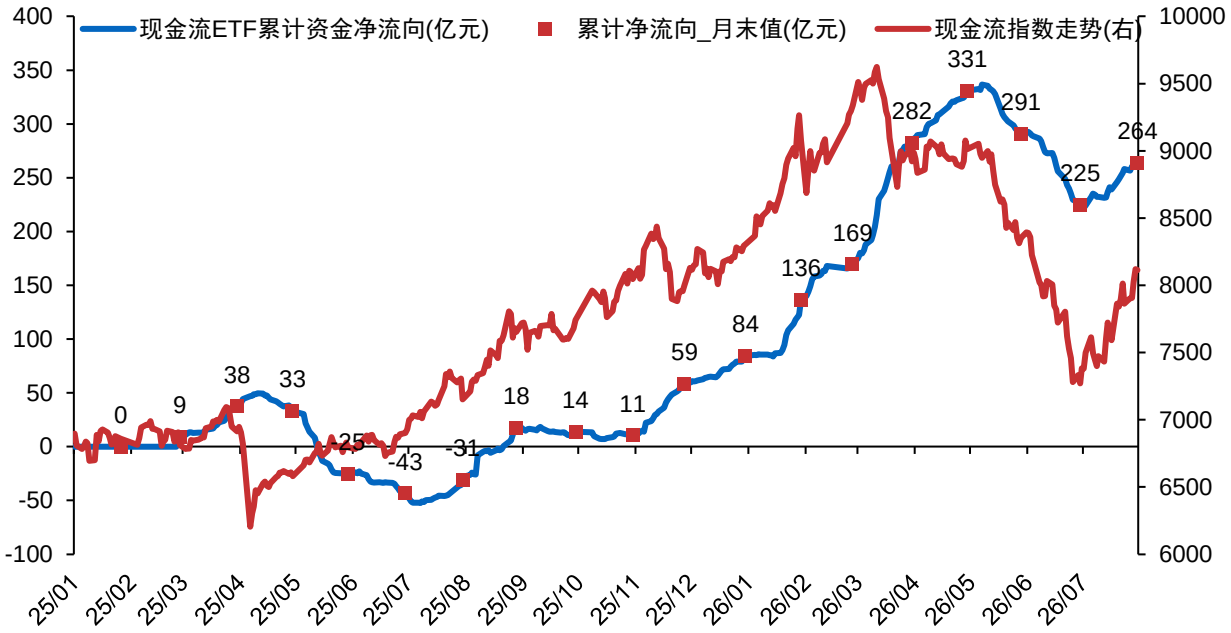
数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

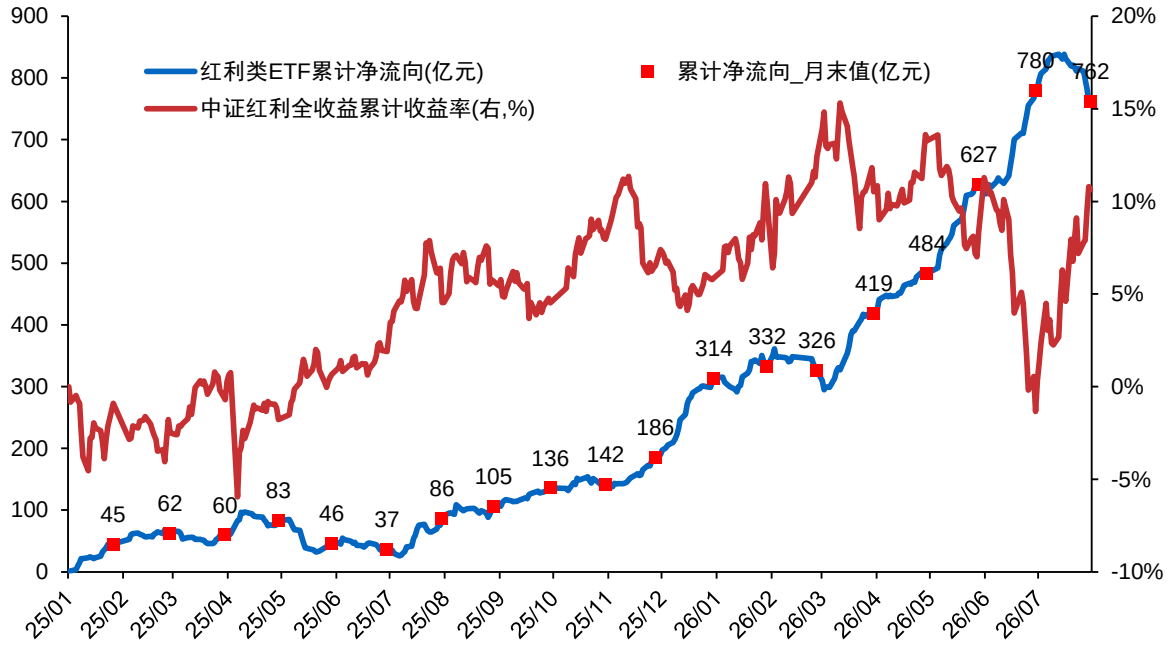
方向2-现金流绝对层面：资金/估值/拥挤度/现金流率的积极信号

- **现金流5-6月资金负反馈确认结束。**现金流资产在5-6月价格不断回调过程中，资金持续净流出形成负反馈。随着7月初以来风格再均衡、绝对收益见底，资金面回温、负反馈确认结束。
- 红利资产一方面年内最大回撤明显小于现金流，另一方面A股样本外策略检验时间区间极长，故资金认可度较高、5-6月持续逆势流入。7月充分修复跌幅后前期流入资金小幅止盈。

图表51：现金流5-6月资金面负反馈确认结束



图表52：红利资产资金前期逆势资金阶段止盈



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

方向2-现金流性价比：估值回升至接近滚动3Y均值

➢ **估值层面，PB逐渐接近滚动3年均值。**前期由显著低估驱动的估值修复仍在延续，但修复斜率已进一步放缓，组合由“极致便宜”继续过渡至“温和低估”。PB继续向均值靠拢，表明前期价格/风险补偿仍在兑现；PE持平则说明市场并未同步显著上修盈利预期，当前定价仍以存量再平衡为主。

图表53：现金流指数PB回升至接近均值



图表54：现金流指数PE回升至接近+1STD



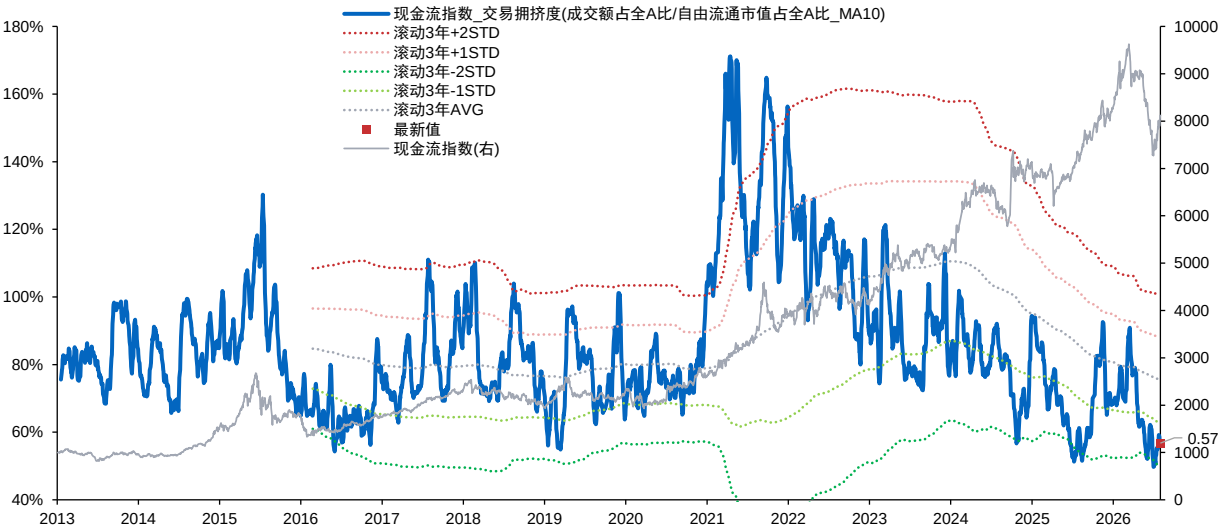
数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

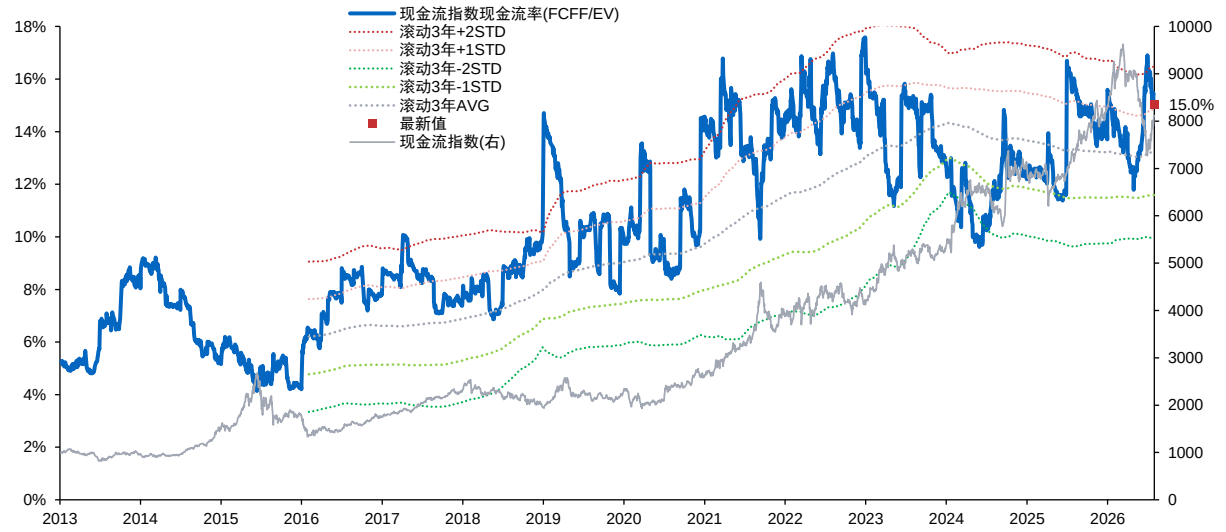
方向2-现金流性价比：拥挤度仍接近极低位-2STD、现金流率15%

- **交易拥挤度，仍在-1STD下方。**与此同时，拥挤度在低位小幅回落，反映资金并未在该方向形成一致性追价，现金流风格仍处于低拥挤承接区间，尚未演化为趋势性抱团；因此，低估值与低拥挤提供的安全边际依旧存在，但后续上行动能将更加依赖盈利、现金回报与资金流向的验证。
- **现金流率方面，接近+1STD位置。**前期因估值分母消化与成分股回撤所形成的高配置性价比正在被逐步消化，现金流资产仍具托底属性，但其边际吸引力较前期继续收敛。换言之，现金流率回落并不意味着配置价值消失，而是意味着市场对该类资产的定价重心，正由“静态低估值修复”转向“动态盈利韧性与现金分配能力”的验证。若中报窗口中，现金流资产在分红、回购、自由现金流稳定性及资本开支约束方面的表现优于高拥挤成长方向，则当前仍位于历史偏高区间的现金流率，仍有望支撑其相对收益延续；反之，若成长主线重新获得资金承接，则指数更可能进入修复后的震荡整固阶段。

图表55：现金流指数拥挤度仍处极低位



图表56：现金流指数现金流率接近+1STD位置



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

回购经验：指引市场/个股被低估

历史个股回购经验看，无论股市上行下行背景，回购后对应标的大多超额显著。显示上市公司对当前自身价值判断较好。对应当前消费医药等板块，目前也正在上市公司认为低估位置。**同时，回购占比越大的，未来表现越好。**

图表57：历史回购，熊市回购多，回购后大多有超额

			回购数量	未来标的表现均值				未来标的超额表现均值			
起始日期	结束日期	背景	(个)	10日	20日	60日	250日	10日	20日	60日	250日
2010-12	2026-12	整体	1248	3.5%	4.8%	7.0%	15.1%	2.5%	3.3%	4.5%	8.5%
		熊市		4.4%	6.1%	9.0%	21.6%	3.2%	4.2%	5.7%	13.5%
		牛市		2.5%	3.6%	6.7%	14.1%	1.7%	2.1%	3.7%	4.8%
2011-12	2012-12	熊市	14	7.6%	10.7%	13.5%	24.7%	3.5%	4.7%	1.4%	13.4%
2012-12	2013-12	震荡市	10	2.2%	4.8%	4.4%	-3.0%	1.6%	3.7%	1.7%	-6.2%
2013-12	2015-05	牛市	7	2.1%	5.1%	7.7%	40.0%	0.7%	1.4%	-1.4%	-14.5%
2015-05	2016-02	熊市	39	12.7%	8.1%	1.1%	4.7%	9.8%	10.0%	11.2%	17.4%
2016-02	2016-12	牛市	3(样本少)	-2.0%	-1.2%	-2.1%	31.7%	-3.0%	-3.7%	-2.7%	24.4%
2016-12	2017-12	牛市	12	2.0%	0.6%	-0.8%	-11.9%	2.1%	0.2%	-1.9%	-1.6%
2017-12	2018-12	熊市	125	3.0%	4.1%	3.3%	9.7%	2.9%	3.8%	5.3%	4.0%
2018-12	2019-12	牛市	36	2.8%	3.0%	8.5%	11.5%	1.7%	0.6%	1.1%	-2.1%
2019-12	2020-12	牛市	50	4.4%	6.0%	5.7%	11.2%	3.6%	3.6%	1.1%	-5.6%
2020-12	2021-12	牛市	125	2.7%	3.5%	7.4%	3.2%	2.2%	3.2%	7.7%	8.7%
2021-12	2022-12	熊市	190	2.9%	3.6%	8.1%	14.2%	2.7%	3.0%	5.2%	14.1%
2022-12	2023-12	震荡市	129	1.8%	1.6%	-2.8%	-14.8%	1.5%	2.0%	1.2%	-4.0%
2023-12	2024-12	熊市	325	4.8%	7.9%	12.5%	32.3%	2.8%	4.4%	5.6%	16.1%
2024-12	2025-12	牛市	127	2.5%	4.8%	9.2%	33.8%	1.5%	2.7%	4.1%	11.2%
2025-12	2026-12	牛市	75	0.2%	-0.1%			-0.7%	-1.7%		

回购/市值分布情况				未来标的表现均值				未来标的超额表现均值			
上限	下限	背景	数量	10日	20日	60日	250日	10日	20日	60日	250日
100%	5%	<>	121	6.0%	8.6%	13.1%	19.7%	4.8%	6.0%	9.0%	10.7%
5%	3%	<>	210	4.4%	6.6%	11.4%	26.2%	3.3%	4.7%	8.9%	18.9%
3%	2%	<>	193	2.9%	5.1%	7.4%	17.3%	2.1%	3.3%	4.3%	12.1%
2%	1%	<>	373	3.3%	4.1%	5.9%	10.5%	2.5%	2.9%	3.8%	5.1%
1%	0%	<>	367	2.6%	3.1%	3.8%	11.1%	1.6%	2.0%	2.2%	5.0%
100%	5%	牛市	40	5.3%	6.2%	11.3%	10.9%	4.2%	3.3%	5.9%	0.4%
5%	3%	牛市	69	2.7%	3.5%	9.9%	17.2%	1.7%	1.9%	8.3%	11.3%
3%	2%	牛市	60	2.6%	3.0%	4.2%	5.0%	2.1%	2.1%	3.1%	3.1%
2%	1%	牛市	138	1.9%	2.7%	5.5%	10.9%	1.4%	1.9%	3.3%	2.9%
1%	0%	牛市	126	2.0%	4.1%	7.3%	21.7%	1.1%	2.1%	3.7%	9.4%
100%	5%	熊市	73	6.8%	10.6%	15.2%	27.1%	5.6%	7.8%	11.4%	17.1%
5%	3%	熊市	128	5.5%	8.6%	13.3%	33.1%	4.2%	6.4%	9.9%	23.9%
3%	2%	熊市	119	3.3%	6.5%	10.0%	26.8%	2.3%	4.2%	5.2%	18.3%
2%	1%	熊市	190	4.7%	5.4%	8.3%	16.2%	3.4%	3.5%	4.8%	9.0%
1%	0%	熊市	182	3.2%	3.0%	3.6%	13.6%	2.0%	2.0%	1.6%	6.2%

数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；

下载日志已记录，仅供内部参考

回购情况-A股：科技周期回购数量增加

1)8月以来回购标的20家，其中规模1亿元以上或市值占比1%以上的17家；科技和周期占比更高。其中2家回购占比超3%。

图表58：A股8月以来市值管理目的回购的重点标的

代码	简称	首次预案日	回购进度	行业	市值(亿元)	目前回购进度	公告回购金额(亿元)	回购占总股本比例	年初以来表现	7月表现	16年以来PB分位数	16年以来PE分位数
600887.SH	伊利股份	2026/8/27	董事会预案	食品饮料	1699		20.0	0.8%	-2.8%	-0.9%	9.6%	16.5%
600918.SH	中泰证券	2026/8/22	董事会预案	非银行金融	455		2.0	0.3%	-10.9%	1.8%	4.0%	4.3%
301011.SZ	华立科技	2026/8/18	董事会预案	传媒	23		0.2	0.6%	-41.6%	0.9%	4.9%	
688525.SH	佰维存储	2026/8/12	董事会预案	电子	1089		2.5	0.1%	101.3%	2.2%	24.0%	0.5%
002429.SZ	兆驰股份	2026/8/11	实施	家电	370	6.0%	5.0	0.8%	11.1%	10.1%	72.0%	80.4%
601456.SH	国联民生	2026/8/11	董事会预案	非银行金融	506		2.0	0.3%	-11.8%	-1.1%	1.9%	0.0%
605208.SH	永茂泰	2026/8/11	实施	有色金属	47	1.3%	3.0	4.0%	5.4%	19.1%	66.8%	48.0%
600449.SH	宁夏建材	2026/8/10	股东大会通过	建材	61		2.0	2.1%	4.4%	-2.5%	14.6%	84.5%
688080.SH	映翰通	2026/8/10	实施	通信	28	3.3%	0.3	0.7%	-24.8%	11.4%	6.4%	19.9%
000935.SZ	四川双马	2026/8/8	董事会预案	建材	179		1.0	0.4%	-5.8%	10.3%	39.7%	89.4%
688368.SH	晶丰明源	2026/8/6	实施	电子	288	1.1%	1.2	0.2%	72.2%	31.6%	45.4%	80.9%
300054.SZ	鼎龙股份	2026/8/4	实施	基础化工	692	6.9%	2.0	0.2%	93.0%	5.6%	97.8%	78.1%
300811.SZ	铂科新材	2026/8/4	股东大会通过	有色金属	320		2.0	0.4%	54.5%	35.2%	90.1%	86.4%
600350.SH	山东高速	2026/8/4	股东大会通过	交通运输	506		2.0	0.2%	11.5%	-7.8%	95.0%	96.3%
601006.SH	大秦铁路	2026/8/4	股东大会通过	交通运输	945		5.0	0.4%	-5.0%	-4.2%	0.6%	86.3%
300631.SZ	久吾高科	2026/8/3	实施	电力及公用事业	27	10.4%	0.4	1.1%	-23.8%	7.9%	8.4%	29.0%
300925.SZ	法本信息	2026/8/1	董事会预案	计算机	63		0.6	0.6%	-31.0%	-5.4%	15.5%	72.9%
600351.SH	亚宝药业	2026/8/1	股东大会通过	医药	50		2.0	4.2%	18.2%	12.4%	57.7%	8.9%
603360.SH	百傲化学	2026/8/1	董事会预案	基础化工	98		1.2	0.7%	-57.0%	10.1%	79.3%	89.1%
603986.SH	兆易创新	2026/8/1	实施	电子	2793	5.0%	20.0	0.4%	85.5%	4.8%	37.5%	10.1%

数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **全球地缘风险：**美伊冲突存在延续风险，进而影响全球油价和供应链等。
- **全球经济衰退风险：**高油价压制全球景气，硬着陆衰退的风险增加，进而影响中国景气。
- **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期（或加息幅度超预期），同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通　财运亨通

欢迎关注财通证券研究所微信公众号