

策略周评 20260705

风格再平衡？

2026年07月05日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《7月度金股：聚焦业绩主线》

2026-07-02

《科技硬件的争议和机会》

2026-06-28

近期市场波动加剧，科技股大幅调整；其中科创 50 周四创下 2025 年 4 月 7 日以来最大跌幅为 -7.70%。核心催化为，Meta 正在组建一项新业务，计划将其过剩的计算能力出售给外部客户以获取收入；市场将其误读为“算力过剩，资本开支见顶”，进而导致对上游 AI 基建各环节的冲击。科技股的回落，消费股修复，市场掀起“风格再平衡”的讨论。

诚然，产业叙事的转向是风格再平衡的重要催化之一，但 Meta 新业务的调整实质上是将旧代际富余算力对外商业化变现，以缓和资本开支压力，也是头部 CSP 正常商业行为，整体高端算力仍处紧缺状态。溯其本源，导致市场再平衡的核心因素仍是宏观上的叙事——美联储加息预期的缓和。

■ 美联储加息预期由鹰转鸽，市场开始定价经济修复叙事

6 月的非农数据公布，新增非农仅 5.7 万人（预期 11.3 万、前值 17.2 万），大幅不及预期，加息概率收敛至仅 10 月加息一次。整体加息预期由鹰转鸽，但 10Y 美债收益率并未明显反应，核心原因主要两点：其一是，美伊冲突以来，美联储的定价模式延续“油价上涨-通胀走高-加息预期强化”的路径，而布油 70 美元/桶的价格远高于美伊冲突前 60 美元/桶的中枢水平，难以转向宽松定价；其二是，6 月的 FOMC 会议整体偏鹰，美联储新主席沃什首秀就埋了个不确定的炸弹，政策声明被精简、前瞻指引被删除，点阵图极其鹰派，美联储甚至预期 9 月和 12 月各加息一次。

但实际上，5 月下旬以来美债的 10Y-2Y 的期限利差持续收窄，从 0.5% 的中枢下滑至目前的 0.3%，一定程度上反应了**远期经济预期转弱，再进一步加息的动力不足**。不及预期的 6 月小非农（6 月 ADP 就业人数为 9.8 万人，预期 11.8 万，前值 12.2 万）和非农就业也佐证了这一事实。另一方面，基于油价对通胀的传导，美国不惜动用战略石油储备库存以加速推动原油价格的回落，截至 6 月 26 日美国原油和石油产品（包括战略石油储备）库存为 15.27 亿桶，已经击穿了 2022 年-2025 年的 15.8 亿桶的支撑位，甚至已经回到了 2003 年的库存水平。

3 月以来浩荡的科技行情，就是基于高油价的通胀叙事。我们在《“科技扩表”，这次不一样？》中提到，从广义资产负债表框架来看，过去的经济扩张与收缩主要由政策主导，因此在经济过热或通胀上行时，政府能够通过财政与货币政策收紧有效为市场降温。但当前，扩表的主导力量正从政府部门切换至科技产业部门。科技资产市值上行源于产业进步，在“供给创造需求”的科技赛道中，对高利率的敏感度相对较弱。即使悲观情景下后续美联储可能加息，产业趋势使 AI 具备持续获取低成本资金、延续资本开支扩张的能力，维持科技行情的高景气。

一旦加息预期减弱，市场逐步转向经济修复定价。从货币周期 M2 同比领先美国工业生产 12 个月来看，5 月的 M2 同比为 5.58% 为 2023 年 7 月以来的最高水平，能够支撑美国耐用品持续补库。6 月美国制造业 PMI 为 53.3，连续 6 个月处于荣枯线以上，表明了美国工业修复的韧性。因此 6 月初以来，相对纳斯达克指数宽幅震荡，道琼斯工业指数持续走强。

■ 极致抱团风格松动，价值风格存在修复空间

回到 A 股，6 月同样是宏观叙事和产业叙事的共振，形成了极致的抱团行情。全 A 中成交额 TOP5% 的比值已经突破 50%，为 2007 年以来的最高水平，指数的涨跌几乎由科技权重股贡献；同时 6 月以来市场跌多涨少，但涨停的集中度却从 3% 快速攀升至 6%（为 2025 年以来的最高水平），多种拥挤度指标均触及历史极值。

此外，由于 AI 的“吸血效应”导致红利资产具有较高的配置性价比，6 月 23 日中证红利的股息率相对创业板的估值比已经触及 +2σ，历史经验均表明**短期会迎来风格的切换**。考虑季节性特征，A 股的除权除息日

普遍集中于5月26日-6月18日，分红后股价往往面临除权效应，股价回落；进入7月后，分红股有望开始进入填权行情。因此，以红利为主的价值风格存在修复空间。

■ 风格难言全面切换，AI的调整只是“虚惊一场”

市场当前最关心的是，风格是否会全面切向消费内需板块？我们认为存在超跌修复的可能性，但内需整体仍相对较弱。一方面，新增居民短贷加速下行，4月新增居民短贷-4462亿元，截至5月连续12个月的新增居民短贷-12669亿，从历史经验看，短贷往往指征消费的相对走势，短期内难以支撑消费风格趋势性走强。另一方面，象征着居民长期消费预期的新增长贷快速回落，一定程度上是受地产影响；但商品房销售增速为-16.8%，5月新增居民中长贷的累计同比-77%，两者之间的剪刀差明显扩大，其内涵为居民购房意愿有所修复，但相比于“加杠杆”更愿意全款买低总价段房，刚需房优于刚改房。

我们在报告《科技硬件的争议和机会》中提到，今年或是全球流动性拐点，市场对联储货币政策的预期从降息转为加息，但从历史行情来看，货币政策预期的拐点和产业趋势行情的拐点并不一定同步，典型如2021年的新能源行情，大级别的风格切换往往是个长达半年-1年的过程。如果后面能够有产业信号让市场意识到 SOTA 模型/Agent 新品可以有效撬动增量市场需求、拓宽 AI 商业化落地边界，那么投资者对 CSP 资本开支持续性的质疑也就可以再向后推，眼下的这些分歧就又和去年四季度的情形类似，成了“虚惊一场”。

■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：联储预期 2026 年 10 月或加息一次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/07/29	0.0%	0.0%	0.0%	82.9%	17.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/09/16	0.0%	0.0%	0.0%	46.5%	46.0%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	36.2%	46.1%	16.0%	1.7%	0.0%	0.0%
2026/12/09	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	42.5%	27.0%	6.9%	0.6%	0.0%
2027/01/27	0.0%	0.0%	0.0%	20.1%	40.0%	28.9%	9.4%	1.4%	0.1%
2027/03/17	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	36.7%	30.8%	12.7%	2.7%	0.3%
2027/04/28	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	36.3%	30.9%	13.1%	3.0%	0.4%
2027/06/09	0.0%	0.0%	1.3%	18.0%	35.8%	29.5%	12.3%	2.8%	0.3%
2027/07/28	0.0%	0.1%	3.1%	19.9%	35.1%	27.6%	11.2%	2.5%	0.3%
2027/09/15	0.0%	0.6%	5.4%	22.0%	34.1%	25.4%	10.0%	2.2%	0.3%
2027/10/27	0.1%	1.1%	7.2%	23.3%	33.2%	23.8%	9.2%	2.0%	0.2%
2027/12/08	0.2%	1.6%	8.5%	24.1%	32.4%	22.6%	8.6%	1.8%	0.2%

数据来源：CME，WIND，东吴证券研究所（注：时间截至 2026 年 7 月 3 日）

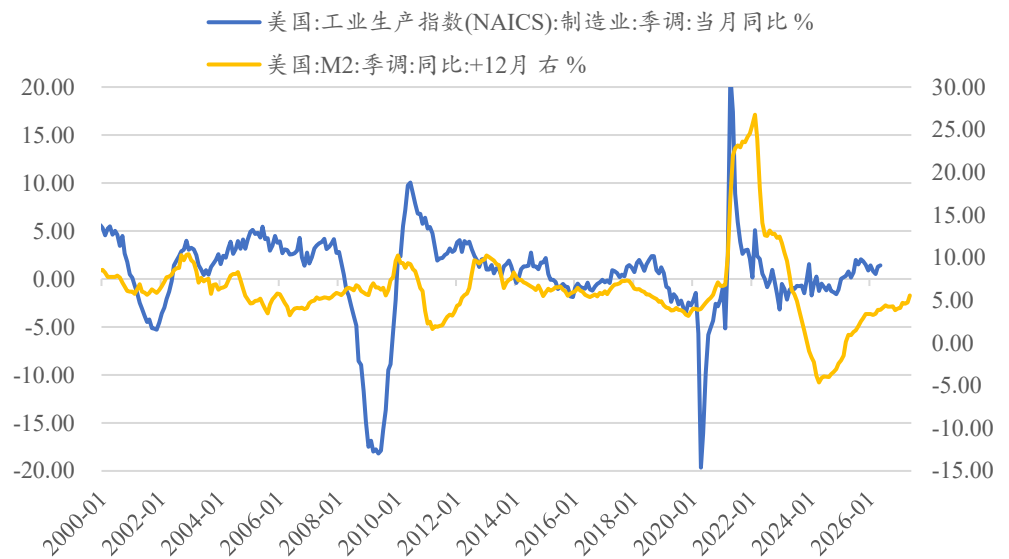
图2：美债长短期利差收敛，加息预期收敛



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图3：6月以来美国原油库存大幅回落，击穿2022年以来最低水平


数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：美国当前处于制造业修复周期中


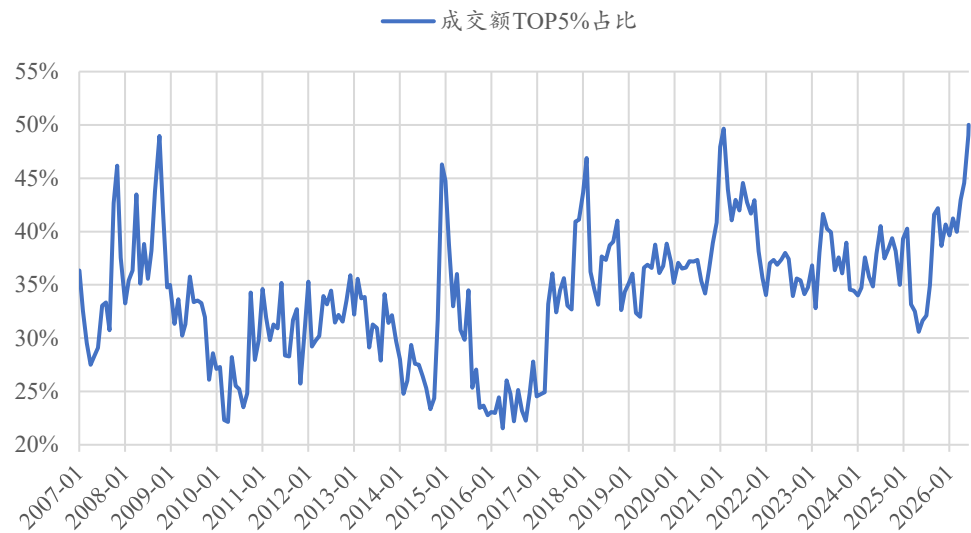
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图5：6月以来道琼斯持续跑赢纳斯达克



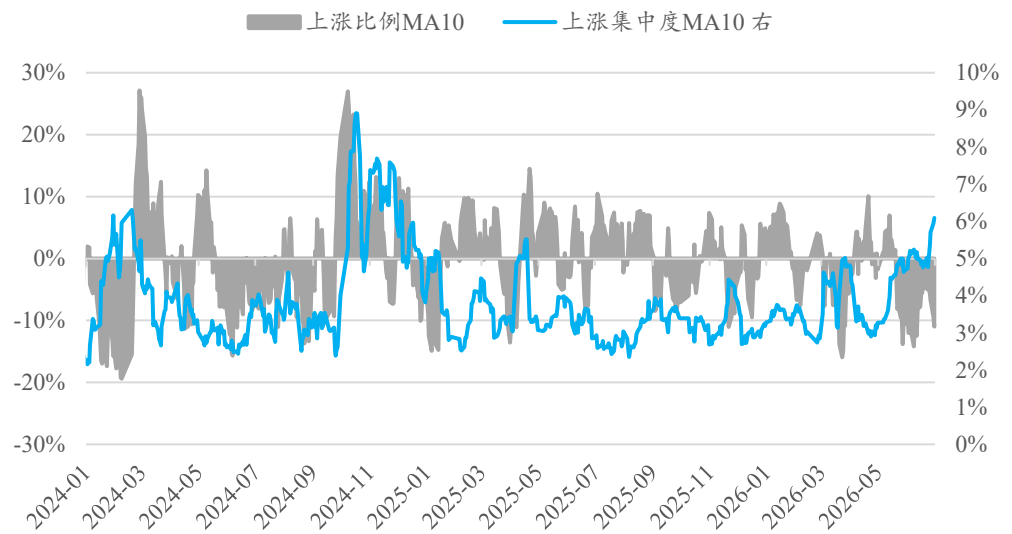
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：纳斯达克和道琼斯对2025年7月1日为基准归一化）

图6：6月市场抱团进一步强化



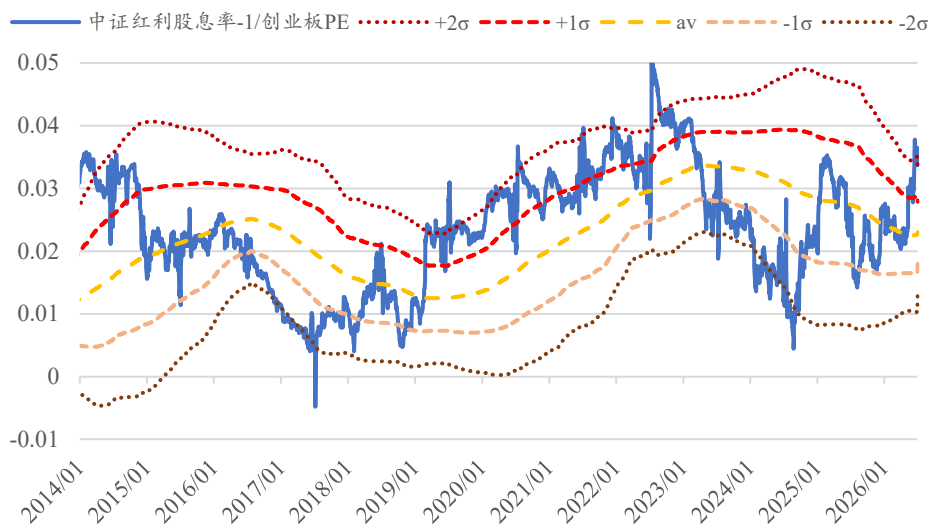
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：6月底以来上涨集中度非常高



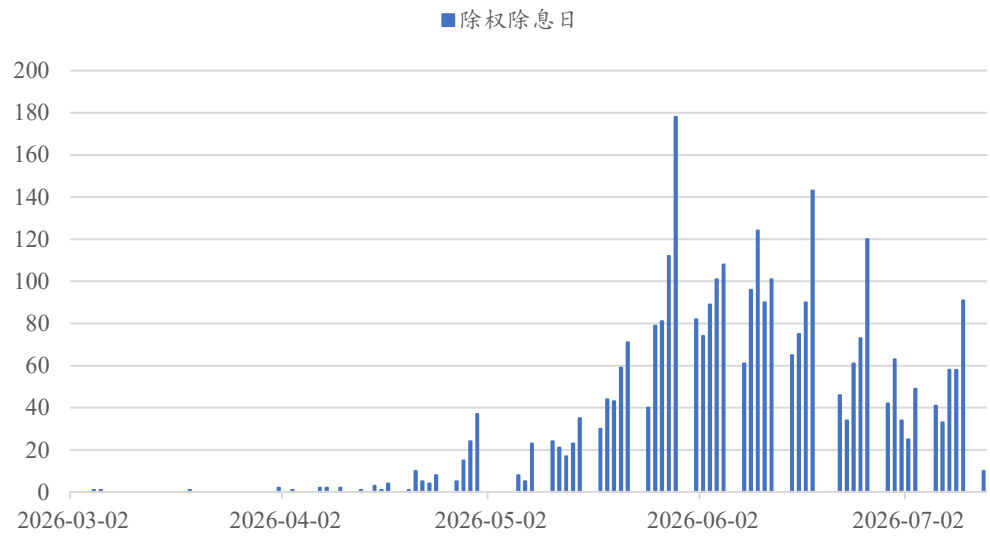
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：上涨比例 MA10 为上涨个股占比超过一半的比例，上涨集中度为涨停占上涨个股的比例）

图8：6月23日，红利资产达到极高性价比区间



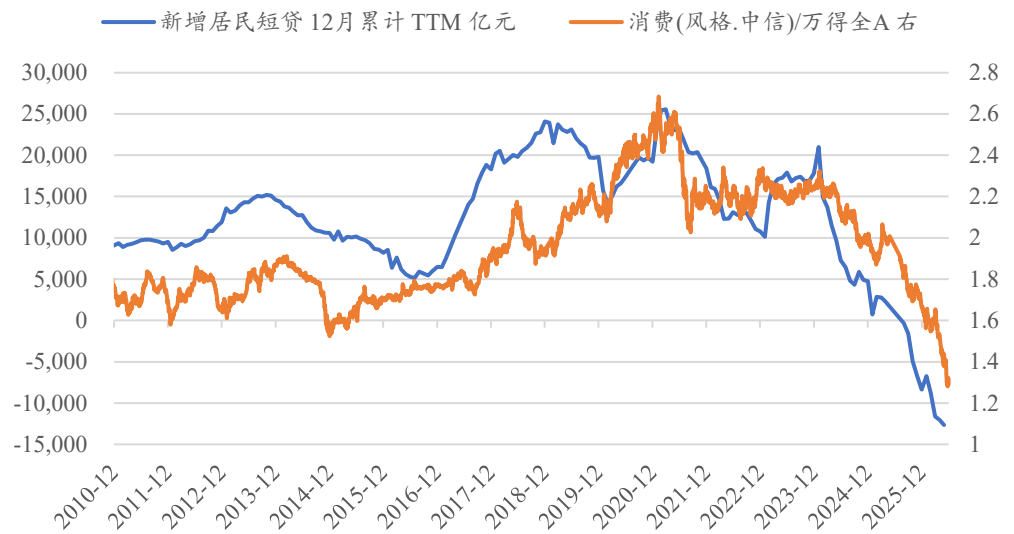
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：均值和标准差均为滚动3年）

图9：2026年的除权除息日集中在5月下旬-6月中旬



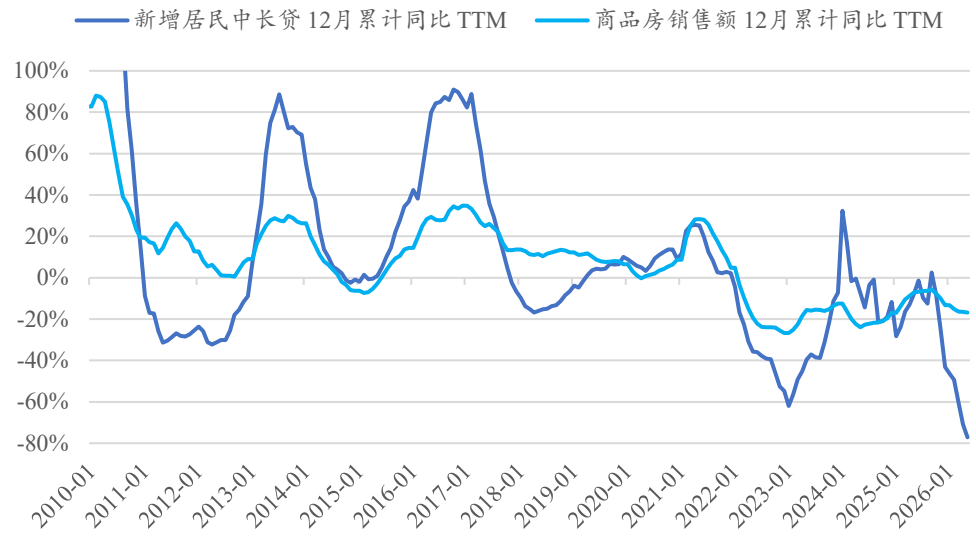
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：2026年除权除息日统计为2025年年报分红）

图10：新增居民短贷持续下滑影响消费整体风格



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图11：新增居民长贷回落速度明显快于商品房销售速度



数据来源：WIND，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>