

策略周报

短期均衡不改成长主线趋势

当前市场风格均衡化而非趋势反转，市场短期震荡整固而非牛熊切换，微观结构消化后市场仍有上行基础。

- **风格反转为时尚早。**本周市场关于“成长价值是否切换”的讨论升温。我们认为，基本面 K 型分化尚未逆转，风格反转的条件尚不充分。一方面，云厂商资本开支仍处上行通道，全球半导体销售额持续扩张，共同指示 AI 产业趋势仍处向上通道；另一方面，传统经济板块的景气回暖高度依赖政策发力，而当前宏观政策仍以“固本培元”为主，总量刺激的迫切性和空间均有限，传统板块缺乏系统性的盈利弹性。因此，成长相对价值的盈利优势仍在，风格彻底切换的逻辑尚不成立。
- **但从筹码结构看，短期风格的阶段性均衡化是大概率事件。**本轮行情相较 2014-15 及 2020-21 年最鲜明的特征是抱团范围更窄——A 股拥挤度抬升的同时，成交额占比超过 0.5% 的个股数量反而更少。7 月以来 AI 主线“缩圈”迹象进一步强化。但缩圈到极致并不等于抱团瓦解在即。一方面，类比 2021 年机构抱团瓦解，其触发的核心是盈利预期见顶回落，而当前 AI 主线的盈利预期仍在上修，缺少这一前提。另一方面，复盘 A 股历史上几轮典型抱团的松动，除集中度过高或产业逻辑破坏外，均存在着宏观环境逆转的背景。现在来看，产业逻辑尚未走完；美联储加息的可能性有限，短期宏观环境出现系统性逆转的概率较低。因此，短期风格会有一定均衡化，体现为 AI 主线缩圈+非 AI 主线的高盈利方向扩散，但难以出现成长价值优势风格的反转。
- **震荡整固而非牛熊转换。**对于市场整体方向，我们的基准判断是：当前处于震荡整固阶段，而非牛熊转换的拐点。以美股科网泡沫及 A 股 2014-15 年为例。判断交易拥挤度是否对应牛市是否系统性终结需锚定三大条件：一是增量资金正循环被破坏；二是基本面趋势性回落；三是产业主线逻辑被证伪。当前来看三大条件均未触发——两融与 ETF 资金流入虽有波动但未出现杠杆负循环；AI 产业链的订单与资本开支仍在上行；产业叙事仍在持续验证中。因此，市场不具备系统性转熊的基础。
- **拥挤度消化并非牛市终点，方向最终取决于宏观基本面与流动性能否接力。**复盘历史拥挤度见顶并不必然指向牛市终结。一方面，估值和交易拥挤度确实需要消化，短期市场大概率以震荡整固的方式完成筹码交换；另一方面，AI 产业趋势的基本面支撑并未消失，震荡后有望重新上行。对比来看，本轮更接近科网泡沫 1998-1999 年的震荡上行段，而非 2000 年泡沫崩盘段。
- **关注外部风险因素。**需特别提示的是，本轮 A 股 AI 行情与韩股、美股联动性显著增强，外部波动可能成为阶段性扰动变量。当前美股估值分位偏高但集中度上行斜率趋缓，韩股估值相对合理但集中度已处于极高水平。近期韩国金融监管当局就半导体板块集中度风险多次发声，韩国杠杆 ETF 踩踏的后续演化仍需警惕。若韩股短期出现剧烈波动，可能通过情绪传导和全球科技板块估值比价效应，对 A 股科技板块形成阶段性的压制。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 海外市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

市场热点思考	4
一周数据集锦	7
风险提示	11

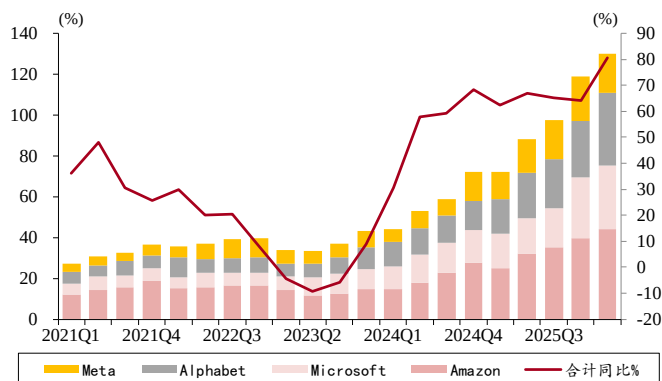
图表目录

图表 1. 四大云厂商资本开支仍维持高增	4
图表 2. 半导体销售周期仍处于加速上行过程	4
图表 3. 高成交额个股数量与全 A 交易拥挤度	4
图表 4. A 股两融资金增量仍有支撑	5
图表 5. A 股交易拥挤度与上证指数走势	5
图表 6. 当前韩股交易拥挤度处于历史高位	6
图表 7. 当前美交易拥挤度处并未触及历史高位	6
图表 8. 主要指数市盈率近 10 年分位数水平	6
图表 9. 本周全球资产表现	7
图表 10. 当前金油比 55.23, 自本轮低点回升 73.1%	7
图表 11. 本周大盘价值风格表现相对占优	8
图表 12. BOCIASIA 股情绪指标	8
图表 13. 万得全 A 三年滚动股权风险溢价	9
图表 14. 本周一级行业表现	9
图表 15. 本周二级行业表现（前后 15）	9
图表 16. 本周主力资金净流入环比回落	10
图表 17. 本周股票型 ETF 延续扩大净申购	10
图表 18. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	10

市场热点思考

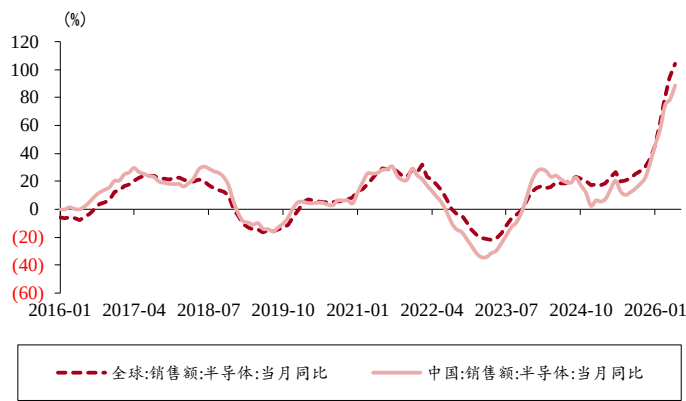
本周市场关于“成长价值是否切换”的讨论升温。我们的结论是：**基本面 K 型分化尚未逆转，风格反转的条件尚不充分**。一方面，云厂商资本开支仍处上行通道，全球半导体销售额持续扩张，共同指示 AI 产业趋势仍处向上通道；另一方面，传统经济板块的景气回暖高度依赖政策发力，而当前宏观政策仍以“固本培元”为主，总量刺激的迫切性和空间均有限，传统板块缺乏系统性的盈利弹性。因此，成长相对价值的盈利优势仍在，风格彻底切换的逻辑尚不成立。

图表 1. 四大云厂商资本开支仍维持高增



资料来源：万得，中银证券

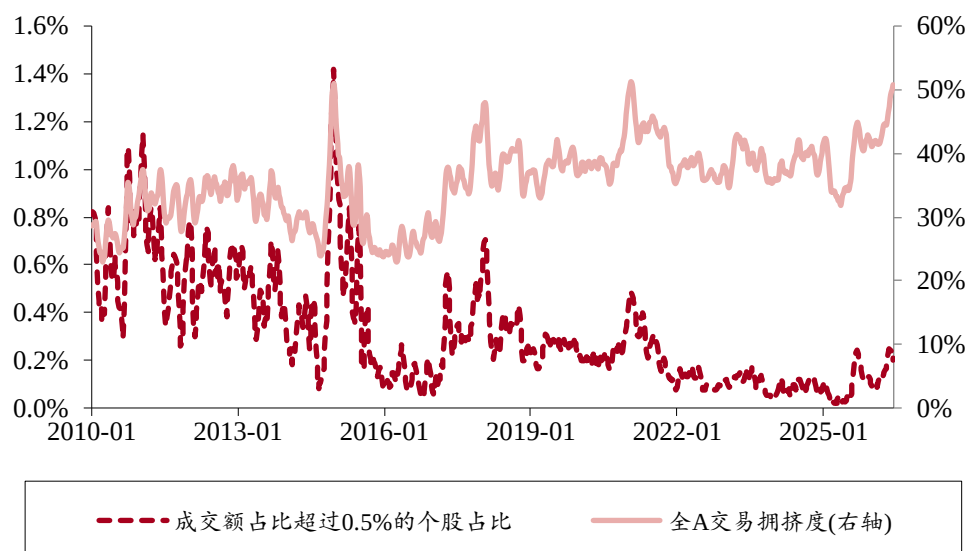
图表 2. 半导体销售周期仍处于加速上行过程



资料来源：万得，中银证券

但从筹码结构看，短期风格的阶段性均衡化是大概率事件。本轮行情相较 2014-15 及 2020-21 年鲜明的特征是抱团范围更窄——A 股拥挤度抬升的同时，成交额占比超过 0.5% 的个股数量反而更少。7 月以来 AI 主线“缩圈”迹象进一步强化。但缩圈到极致并不等于抱团瓦解在即。一方面，类比 2021 年机构抱团瓦解，其触发的核心是盈利预期见顶回落，而当前 AI 主线的盈利预期仍在上修，缺少这一前提。另一方面，复盘 A 股历史上几轮典型抱团的松动，除集中度过高或产业逻辑破坏外，均存在着宏观环境逆转的背景。现在来看，产业逻辑尚未走完；美联储加息的可能性有限，短期宏观环境出现系统性逆转的概率较低。因此，短期风格会有一定均衡化，体现为 AI 主线缩圈+非 AI 主线的高盈利方向扩散，但难以出现成长价值优势风格的反转。

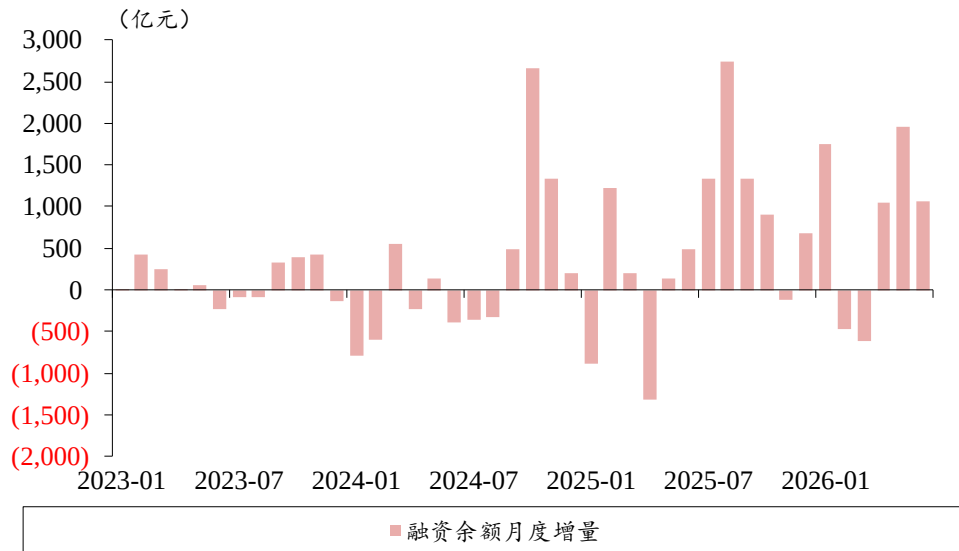
图表 3. 高成交额个股数量与全 A 交易拥挤度



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 7 月 10 日）

对于市场整体方向，我们的基准判断是：**当前处于震荡整固阶段，而非牛熊转换的拐点**。以美股科网泡沫及 A 股 2014-15 年为例。判断交易拥挤度是否对应牛市是否系统性终结需锚定三大条件：一是增量资金正循环被破坏；二是基本面趋势性回落；三是产业主线逻辑被证伪。当前来看三大条件均未触发——两融与 ETF 资金流入虽有波动但未出现杠杆负循环；AI 产业链的订单与资本开支仍在上行；产业叙事仍在持续验证中。因此，市场不具备系统性转熊的基础。

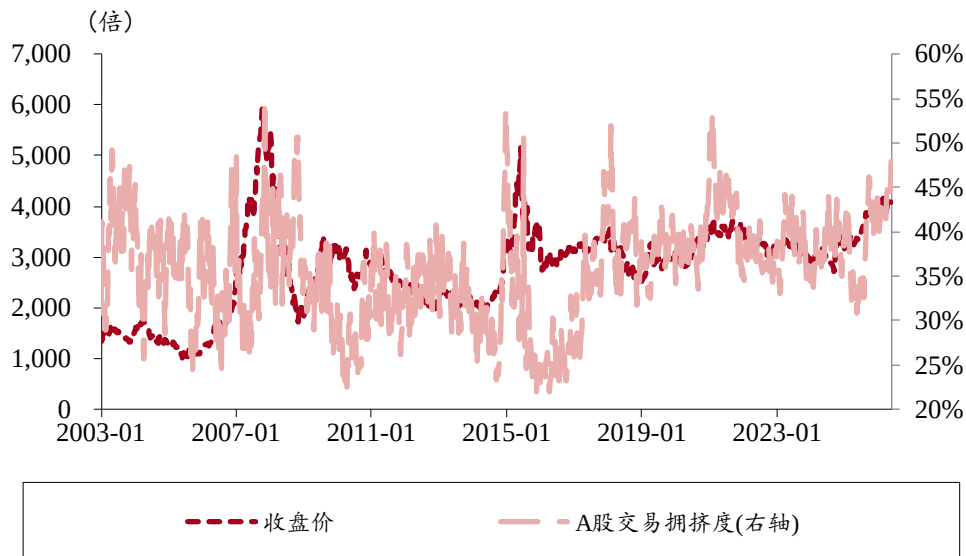
图表 4. A 股两融资金增量仍有支撑



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 7 月 10 日）

拥挤度消化并非牛市终点，方向最终取决于宏观基本面与流动性能否接力。复盘历史拥挤度见顶并不必然指向牛市终结。一方面，估值和交易拥挤度确实需要消化，短期市场大概率以震荡整固的方式完成筹码交换；另一方面，AI 产业趋势的基本面支撑并未消失，震荡后有望重新上行。对比来看，本轮更接近科网泡沫 1998-1999 年的震荡上行段，而非 2000 年泡沫崩盘段。

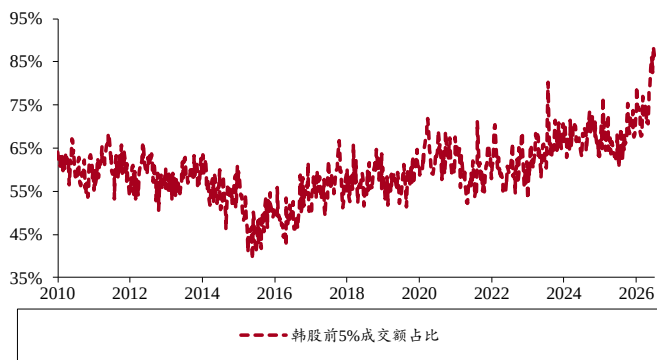
图表 5. A 股交易拥挤度与上证指数走势



资料来源：万得，中银证券

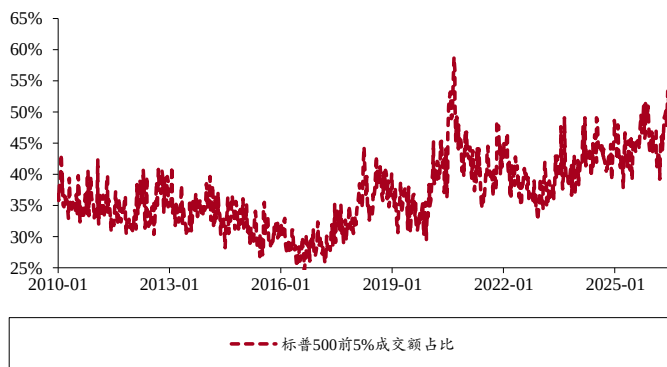
关注外部风险因素。需特别提示的是，本轮 A 股 AI 行情与韩股、美股联动性显著增强，外部波动可能成为阶段性扰动变量。当前美股估值分位偏高但集中度上行斜率趋缓，韩股估值相对合理但集中度已处于极高水平。近期韩国金融监管当局就半导体板块集中度风险多次发声，韩国杠杆 ETF 踩踏的后续演化仍需警惕。若韩股短期出现剧烈波动，可能通过情绪传导和全球科技板块估值比价效应，对 A 股科技板块形成阶段性的压制。

图表 6. 当前韩股交易拥挤度处于历史高位



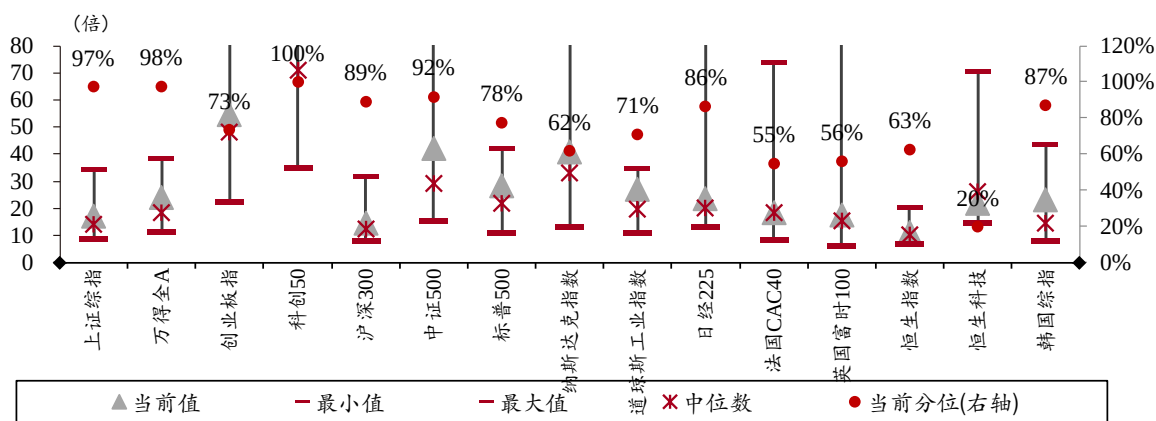
资料来源：彭博，中银证券

图表 7. 当前美交易拥挤度处并未触及历史高位



资料来源：彭博，中银证券

图表 8. 主要指数市盈率近 10 年分位数水平



资料来源：万得，中银证券

一周数据集锦

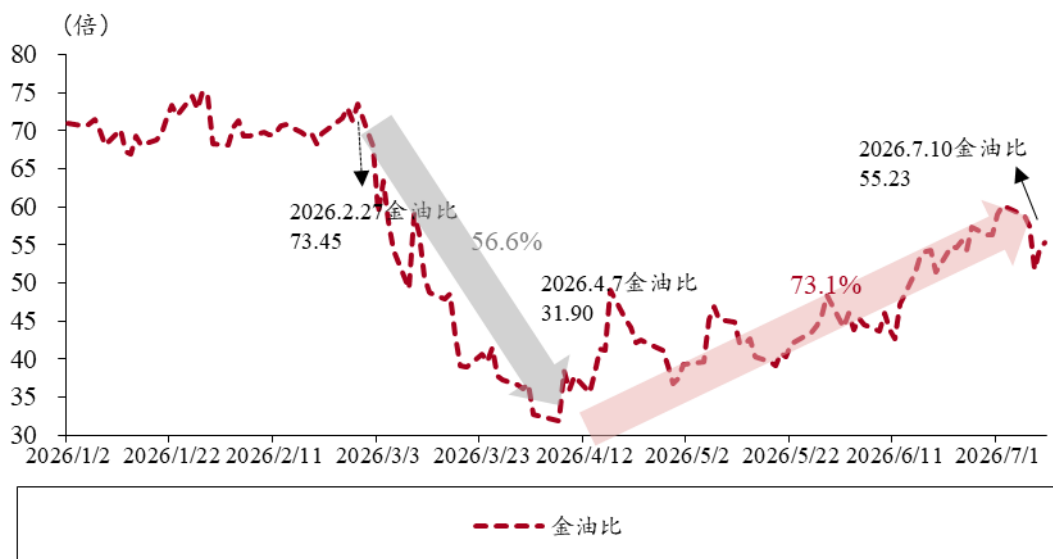
本周全球主要股指震荡分化，布油价格有所反弹。当前金油比 55.23，自本轮高点回落 24.8%，自 4 月 7 日本轮低点修复 73.1%。

图表 9. 本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	7月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.52	0.88	9.87
	MSCI新兴市场	(1.79)	(1.87)	20.39
	标普500	1.23	1.01	10.66
	日经指数	(1.70)	(2.15)	36.19
	斯托克指数	(2.18)	(0.97)	8.73
	韩国综指	(7.57)	(11.80)	77.40
	万得全A	(2.88)	(4.98)	5.97
	恒生指数	3.53	5.66	(5.68)
汇	美元指数	0.09	(0.22)	2.74
	美元兑人民币	(0.09)	(0.18)	(3.27)
	美元兑日元	0.21	(0.54)	3.22
	欧元兑美元	(0.18)	(0.06)	(2.82)
商	CRB商品	3.72	3.55	22.55
	LME铜	0.88	0.82	8.54
	布伦特原油	6.56	3.70	18.00
	伦敦金现	(1.56)	1.82	(4.85)
债	10Y美债收益率(Bps)	7.00	12.00	38.00
	10Y国债收益率(Bps)	(0.65)	0.68	(10.75)

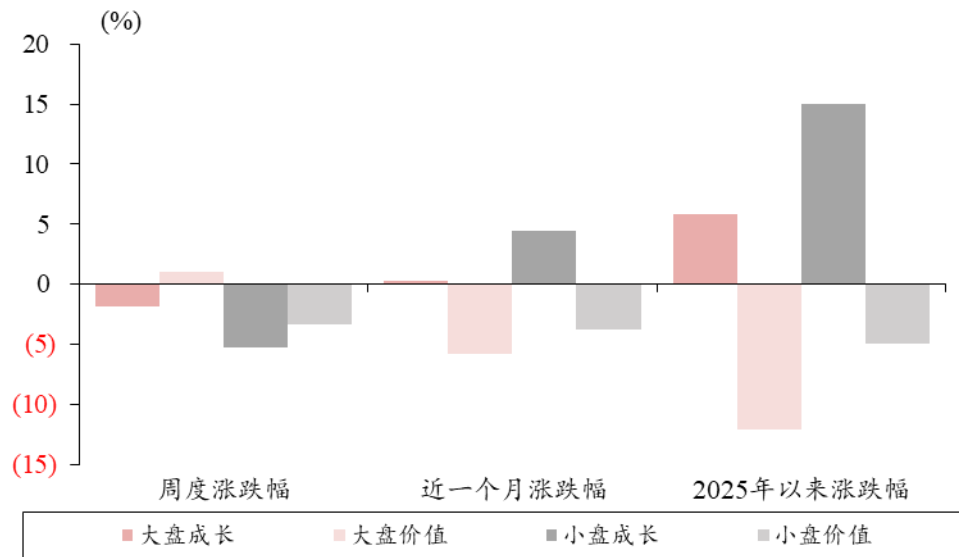
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 7 月 3 日）

图表 10. 当前金油比 55.23，自本轮低点回升 73.1%



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 7 月 10 日）

图表 11. 本周大盘价值风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月10日）

截至7月10日周五，BOCIASI 慢线情绪由7月3日周五的 74.6%下降至 70.5%，快线情绪由 43.9%下降至 35.1%。BOCIASI 快线加仓信号或于7月8日及7月9日盘中低点时刻触发。

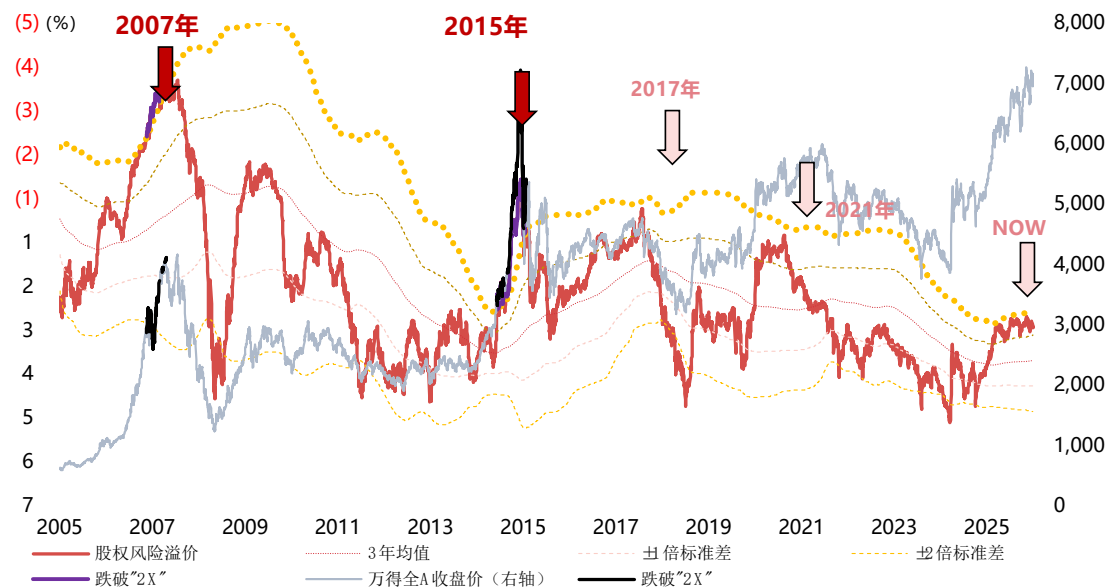
图表 12. BOCIASIA 股情绪指标



资料来源：万得，中银证券

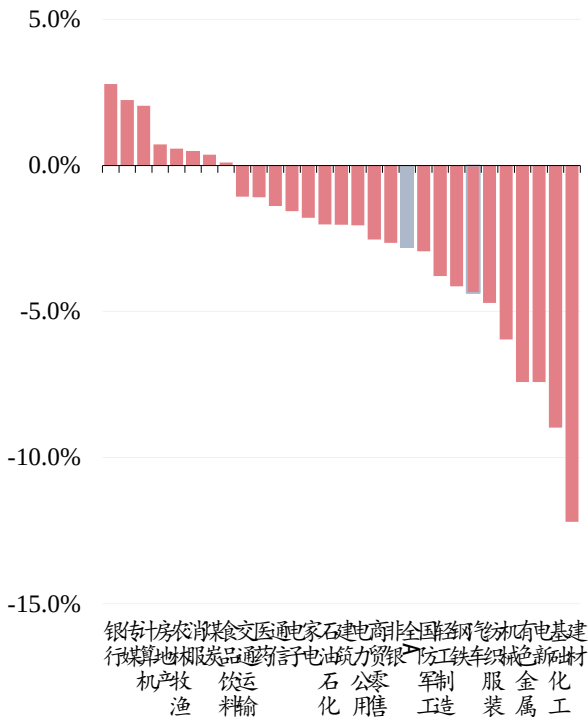
截至7月10日周五，万得全 A 股权风险溢价（ERP）为 2.50%，较7月3日上涨 0.08Pct，万得全 A 指数报 6792.94，3 年滚动 2 倍标准差（逆序）上沿对应理论值为 7631.52，空间为 11.0%。

图表 13. 万得全 A 三年滚动股权风险溢价

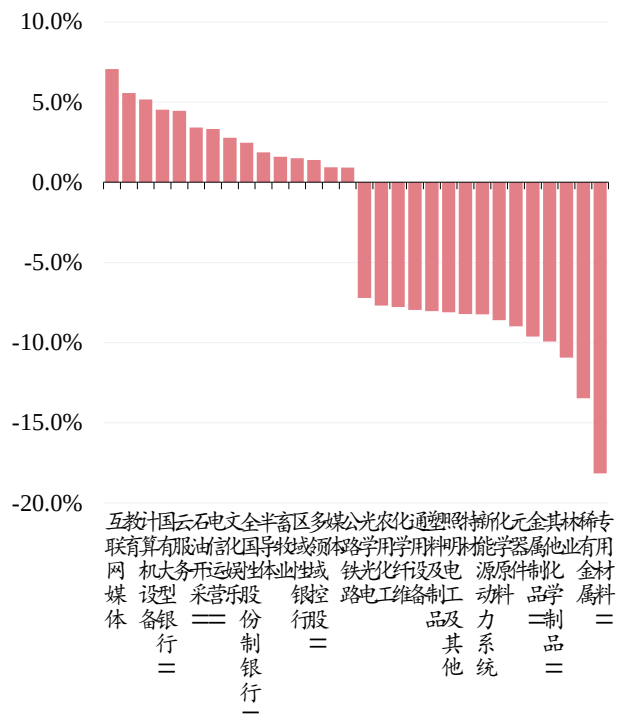


A 股一级行业涨少跌多。本周，市场整体呈现调整防御态势，银行业涨幅排名第一。低位科技行业，如传媒、计算机等表现居前。其他中游行业全周表现偏弱，建材、基础化工、电新等行业跌幅居前。

图表 14. 本周一级行业表现

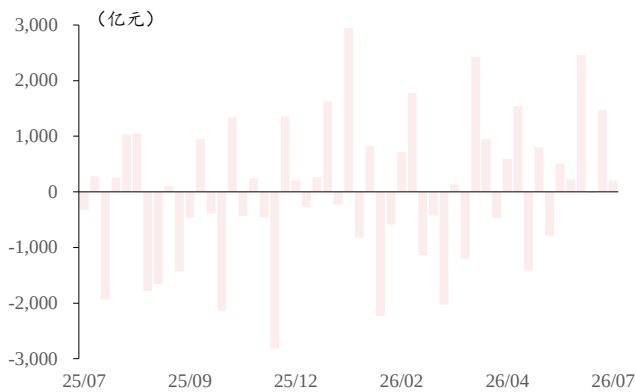


图表 15. 本周二级行业表现（前后 15）



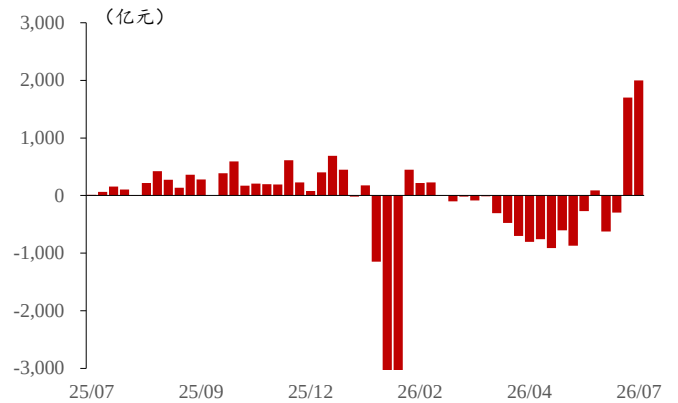
本周 A 股市场主力资金净买入 202.24 亿元，为连续第 2 周净买入，环比减少 1273.63 亿元。具体行业上，本周最受市场资金关注的行业是计算机，资金净流入规模达 404.07 亿元；电子、通信分列二、三，资金净流入规模分别是 383.95 亿元和 132.53 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电力设备、有色金属和基础化工。本周股票型 ETF 场内净申购金额 1999.27 亿元，为连续第 2 周净申购，净申购环比增加 296.79 亿元，单周净申购规模创 13 个月以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是国泰中证半导体材料设备主题 ETF、易方达中证半导体材料设备主题 ETF、华夏国证半导体芯片 ETF、华夏上证科创板半导体材料设备主题 ETF、南方中证 1000ETF；减少最多的五只 ETF 分别是工银瑞信国证港股通科技 ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏恒生科技 ETF(QDII)、华泰柏瑞南方东英恒生科技指数 ETF(QDII)、广发恒生港股通科技主题 ETF。

图表 16. 本周主力资金净流入环比回落



资料来源：通联数据，中银证券

图表 17. 本周股票型 ETF 延续扩大净申购



资料来源：通联数据，中银证券

图表 18. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
计算机	404.07	515.63	56.39	299.86	社会服务	(8.06)	(28.73)	(136.34)	(218.86)
电子	383.95	2,920.75	7,354.09	8,201.65	环保	(10.66)	12.10	0.39	(21.01)
通信	132.53	205.66	1,096.97	2,201.79	建筑装饰	(11.05)	60.53	(116.75)	(144.92)
国防军工	91.68	235.28	41.44	(419.54)	钢铁	(11.23)	(41.30)	(183.31)	(108.67)
传媒	69.22	(5.80)	(431.86)	(398.58)	纺织服饰	(11.85)	26.60	29.33	26.83
银行	56.62	(212.06)	(271.89)	(681.59)	交通运输	(17.06)	(54.15)	(265.80)	(425.81)
房地产	48.82	26.75	141.12	13.58	汽车	(25.33)	82.78	(113.82)	(564.43)
医药生物	47.34	281.46	(454.32)	(620.80)	家用电器	(30.19)	(9.60)	(21.16)	(296.72)
石油石化	10.30	(49.82)	(286.08)	(74.71)	建筑材料	(47.36)	160.39	268.97	448.82
农林牧渔	5.67	(5.70)	(194.84)	(337.11)	公用事业	(47.61)	(313.54)	(177.16)	(140.09)
煤炭	4.28	(43.02)	(47.27)	44.71	机械设备	(48.89)	715.51	1,393.60	1,877.61
食品饮料	3.73	(60.46)	(302.57)	(435.93)	非银金融	(126.55)	16.52	(622.97)	(1,662.56)
综合	0.15	23.59	24.52	30.03	基础化工	(165.50)	171.46	334.72	893.28
美容护理	(0.48)	0.86	(26.72)	(45.77)	有色金属	(235.85)	(167.72)	(236.57)	(608.27)
轻工制造	(2.15)	23.55	57.23	75.94	电力设备	(250.89)	(348.62)	(756.40)	(99.57)
商贸零售	(5.38)	(26.36)	(95.82)	(370.06)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/7/12

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371