

策略周评 20260712

资金面扰动仍将延续

2026 年 07 月 12 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

上周末，市场关于短期风格再平衡的讨论已颇为充分。相对普遍的共识是，本轮再平衡更多应视为短期交易/资金层面的修正，而非产业趋势发生逆转。其中一个重要原因正是我们在上期周报《风格再平衡？》中所强调的**市场内生交易结构问题**。近日多个拥挤度指标，包括全 A 前 5% 成交个股成交额占比、行业估值分化系数等，均已触及历史极值。尽管我们并不认为历史高点即是本轮高点，但在短期维度上，这些信号对投资者情绪和交易行为的扰动无疑是客观存在的。

而进入本周后，能够更加明显地看到，除内生因素外，外围市场变化对于风格高低切的影响亦不容忽视。

■ 本轮科技板块的波动，需要放在全球科技资产共同定价的框架下理解

本轮 AI 行情与以往最大的不同，在于其定价不仅仅局限于 A 股，而是形成了**全球科技资产的联动体系**。回顾过往，无论是消费升级、移动互联网还是新能源行情，其底层逻辑始终根植于中国经济基本面、政策红利与本土产业优势，海外映射虽有，但远未形成全球资产的同步定价。本轮 AI 行情不同，产业投资、资本开支、技术迭代与资本市场表现均呈现全球联动特征，产业链呈现出“美国算力底座+中日韩硬件配套”的全球化分工格局，景气度在多个科技市场同步扩散。

年初以来，日本、韩国、中国、中国台湾等市场 AI 核心资产指数的联动性显著提升。2021-2025 年，科创创业 50 指数与韩国综指、日经 225、中国台湾加权指数、SOX 指数的相关系数均低于 0.3，而 2026 年以来（截至 7 月 10 日），各相关系数分别提升至 0.55、0.57、0.42 和 0.27，全球科技资产联动特征加强。不过，这种联动在 A 股内部并非完全同步。创业板指由于海外算力链权重较高，与海外科技资产保持较强联动；相比之下，科创 50 更偏向国产半导体和自主可控方向，海外链对其映射程度偏弱。因此，在海外科技高波承压之际，本周四科创 50 仍能受益于长鑫上市等事件催化，实现独立突围、率先走强。

■ 近期科技调整背后，还有外围市场“拖了后腿”

7 月以来 A 股风格切换，远非内部交易拥挤带来的“硬科技落、低位板块升”这么简单，本质上是资金交易和情绪传导下，全球维度的高低切。

年初以来至 6 月中旬，韩国综指、费城半导体指数涨幅基本实现翻倍，中国台湾加权指数上涨超 50%，日经 225、科创 50、创业板指等涨幅也超过了 25%，其背后是以 Coding 为核心的 AI 商业化持续推进，市场对 AI 基建投资和盈利前景预期不断上修，推动全球科技资产重估。

不过，在经历快速上涨后，市场对产业逻辑的定价已相对充分，Coding 渗透率升至高位、新一轮产业应用催化尚处于空窗期，使得市场对各类产业层面扰动的敏感度显著提升。当趋势交易的脆弱性逐步显现，叠加本轮全球行情中融资、衍生品、杠杆 ETF 等交易型资金大量参与，无需产业逻辑被实际证伪，仅资金层面的止盈或调整便足以放大波动。尤其韩国市场对于杠杆产品暴露度较高、波动率也更大，更易出现大幅调整，并通过资金和情绪的联动向全球其他科技市场传导。6 月中下旬以来，韩国综指阶段最大回撤接近 25%，在主要市场中跌幅最深；与此同时，全球其他 AI 硬件相关资产同步承压，而此前涨幅相对落后的资产则顺势承接分流资金，近期港股的反弹正是这一全球资金再平衡的体现。

■ 往后看直至 7 月底，资金面因素或仍是核心扰动

我们认为，直到 7 月底 CSP 大厂发布财报与指引、产业趋势明朗前，内外部资金层面的因素仍是扰动市场的核心变量。重点关注内外两大事件：

外部方面，

韩国股市流动性负反馈何时企稳？推测或已进入后半段。近期韩国股市调整，一方面源于 Meta 对外出售算力、存储产业链盈利分配等产业层面扰动，以及三星业绩未大幅超预期，拥挤交易出现松动。另一方面，资金端，海力士美股 ADR 上市构成短期直接冲击——由于 ADR 定价锚定 7 月 9 日收盘价，部分外资存在阶段性压低价格、优化建仓成本的动力，叠加外

相关研究

《十大未来产业系列之五——商业航天》

2026-07-08

《风格再平衡？》

2026-07-05

资及本土国民年金持仓集中度约束和获利了结需求，共同导致机构资金阶段性流出，进而触发市场“去杠杆”的负反馈。

我们认为本轮韩股流动性冲击的短期动能已基本释放，其外溢冲击进入后半段。从资金结构看，散户资金承接意愿始终较强：无论韩国本土还是港股上市的两倍做多三星、海力士 ETF，均出现净值下跌但份额逆势增长的态势；衍生品市场中，散户整体以卖出看跌期权为主。在产业逻辑未出现根本性利空的前提下，散户资金的积极承接构成了市场的下方支撑；但需明确的是，若后续产业趋势出现实质性恶化，则当前持续堆积的杠杆头寸将放大下行风险。与此同时，外资对于韩国存储的主观看好并未发生改变，伴随 AI 产业叙事边际改善（Meta 叙事出现反转、SemiAnalysis 披露 Anthropic ARR 并未放缓等），阶段性再平衡后进一步大幅撤出的可能性较小，韩国市场资金面的外溢冲击或已进入后半段。

内部方面，

相比外部影响的逐渐减弱，国内长鑫上市临近对 A 股科技板块的影响或将放大。对于关注度较高的重大 IPO 而言，随着上市节点临近，市场博弈通常会趋于活跃，板块波动加剧、交易难度提升也较为常见。近期科技板块大幅波动，尽管幅度略超预期，整体仍符合这一规律。

回顾 2020 年中芯国际上市前的市场表现，半导体板块大致经历了“预期交易—高波震荡—情绪兑现”的演绎过程：申购前，市场围绕国产替代、大基金二期等逻辑提前交易，申万半导体指数（2020/7/1—7/6）累计上涨 12.3%；7/7 申购启动后，板块维持高位震荡向上、成交持续活跃；正式上市前一日 7/15，前期利好逐步兑现，板块出现明显回调。

长鑫将于 7 月 16 日启动申购，预计月底正式上市。与 2020 年相比，本次长鑫上市所处的产业环境和市场背景已发生明显变化，历史经验不会简单重复，我们预计其对市场和板块流动性的实际冲击也将明显减弱。彼时中芯国际募资 532 亿元，而半导体行业流通市值约 1.6 万亿元；此次长鑫拟募资 295 亿元，半导体行业流通市值已达 13 万亿元，市场承接能力显著提升。因此，我们认为，长鑫上市更多会对短期资金博弈和市场情绪产生扰动，而难以改变科技板块整体走势。上市前，半导体板块仍有望维持较高市场关注度，资金博弈、交投热度或进一步升温，板块波动或有所放大。

■ 总结与展望

总结而言，短期 A 股风格再平衡，本质上是内生交易拥挤与外围市场联动共同驱动的资金面修正，目前产业逻辑没有根本性问题。一方面，拥挤度指标触及历史极值，对短期交易情绪形成客观扰动；另一方面，本轮 AI 行情建立在全球产业分工格局之上，而全球科技资产经历上半年大涨后，新一轮产业催化尚处于空窗期，趋势交易的脆弱性显现，叠加交易型资金大量参与，无需产业逻辑被实际证伪、仅资金层面的止盈或调整便足以放大市场波动。韩国因高杠杆产品暴露度较高率先触发去杠杆负反馈，对其他科技市场形成传导。

展望至 7 月底海外 CSP 大厂集中披露财报与业绩指引前，资金面因素将是扰动市场的核心变量，资金博弈与产业叙事之间的拉锯仍可能反复出现，放大市场波动。外部维度影响或将减小，散户资金的积极承接构成下方支撑，叠加产业叙事边际修复，外资对于韩国存储的主观看好并未发生改变，完成阶段性仓位再平衡后进一步大幅撤出的可能性较小，其对 A 股科技板块的外溢压制或有所缓和；内部维度影响即将放大，长鑫上市在即，将加剧短期资金博弈，短期半导体板块有望维持较高市场关注度与交投热度，但相较 2020 年中芯国际上市，当前半导体板块市值体量与市场承接能力已显著提升，该事件难以改变科技板块整体运行趋势。

高波环境下，配置上建议优先关注海外算力链中业绩确定性较强、估值仍具性价比的龙头标的，其中期风险收益比依然较优，可适当拉长持有周期，降低对短期波动的关注；国产算力方向则需耐心把握波动带来的配置机会，短期情绪修复过程中行情弹性或仍较大。非科技方向目前仍缺乏能够持续凝聚市场共识的主线，建议适度配置部分前期调整充分且景气度较优/有事件催化的方向，如商业航天、创新药产业链等。

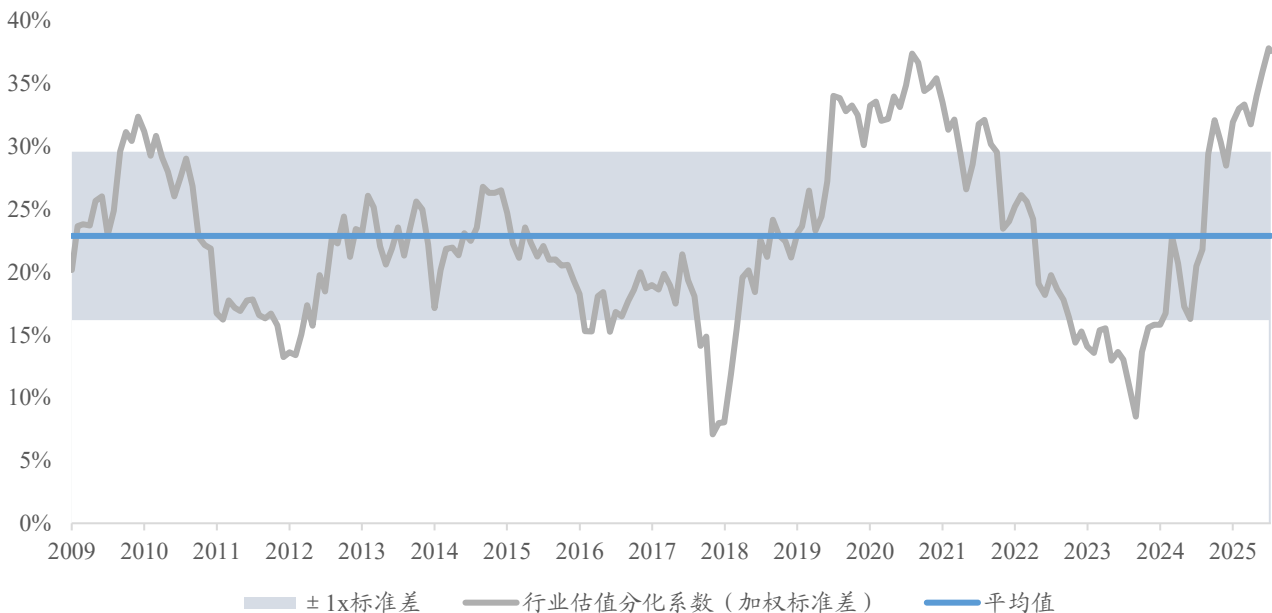
■ 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：A股市场前5%成交个股的成交额占全市场比重



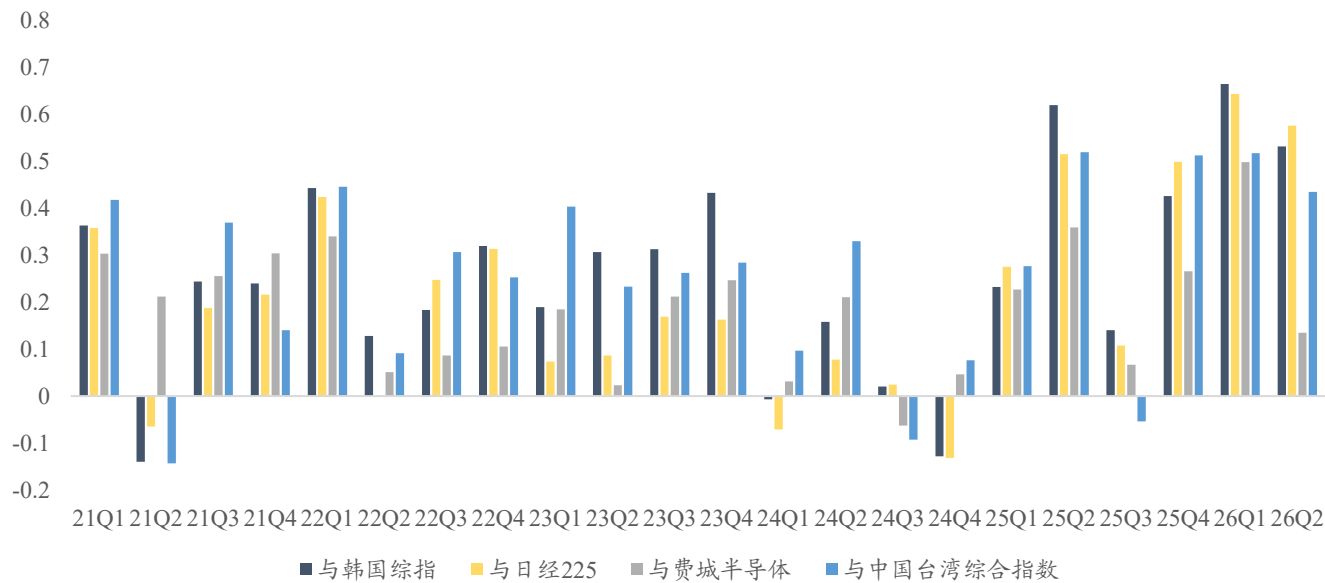
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：指标为月度数据，2026年7月数据截至7月10日

图2：A股市场行业估值分化系数



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：行业估值分化系数=一级行业PBLF滚动10年分位数的市值加权标准差

图3：科创创业 50 与外围指数季度相关系数



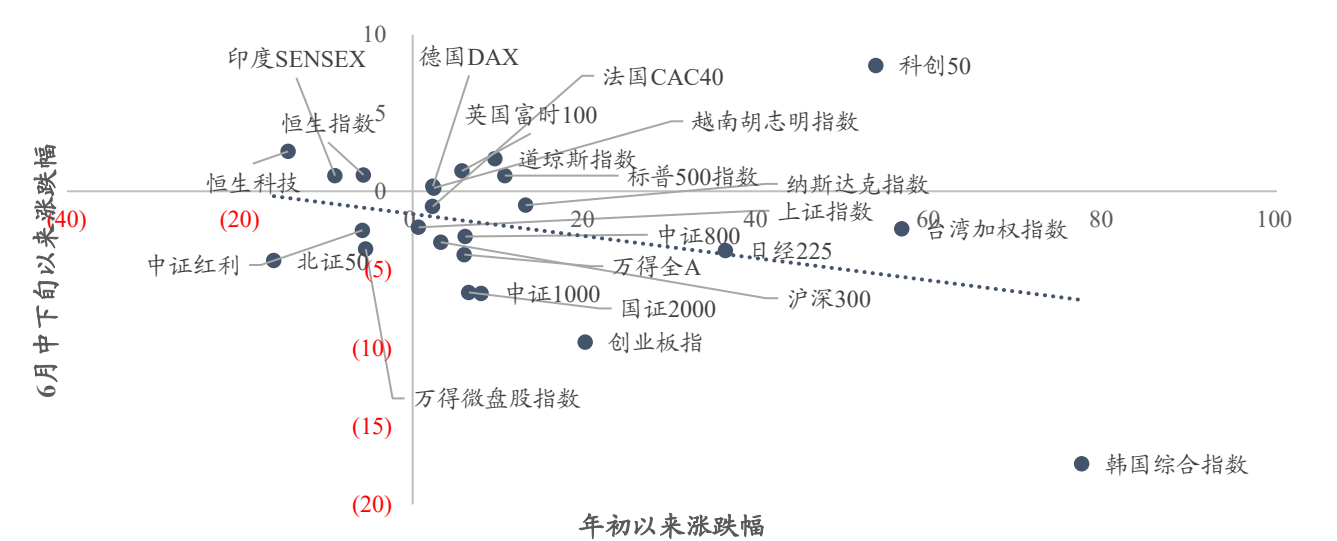
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2026 年以来，日本、韩国、中国、中国台湾等市场 AI 核心资产指数的相关系数

相关系数	韩国综合指数	中国台湾加权指数	科创50	日经225	创业板指	费城半导体指数
韩国综合指数	1.00	0.72	0.44	0.79	0.61	0.42
中国台湾加权指数	0.72	1.00	0.33	0.81	0.49	0.54
科创50	0.44	0.33	1.00	0.46	0.79	0.19
日经225	0.79	0.81	0.46	1.00	0.63	0.43
创业板指	0.61	0.49	0.79	0.63	1.00	0.29
费城半导体指数	0.42	0.54	0.19	0.43	0.29	1.00

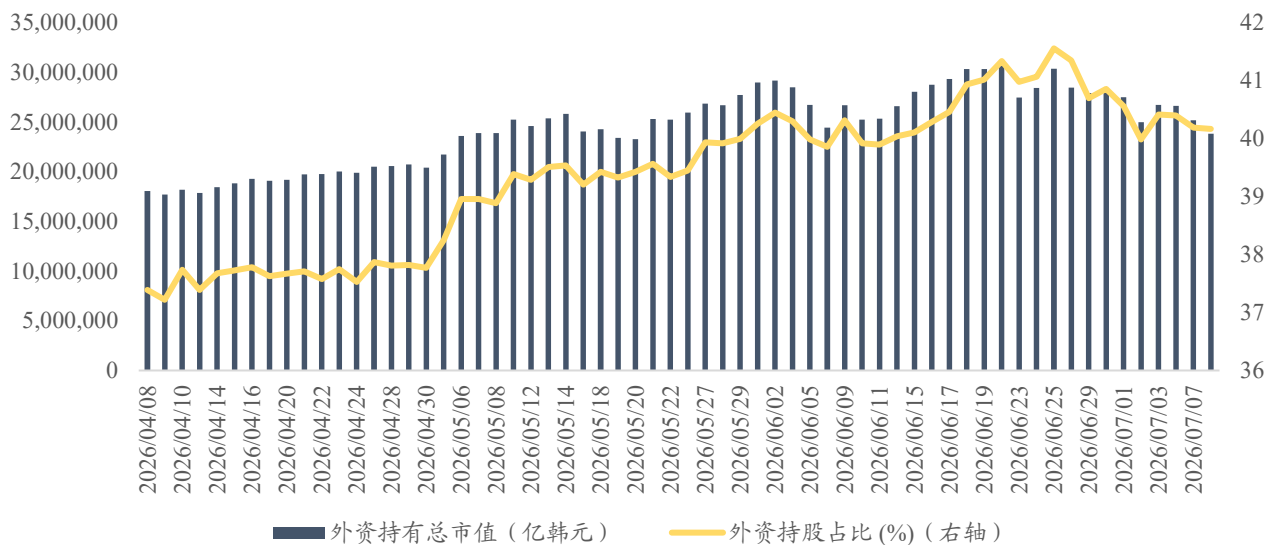
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2026 年 7 月 10 日

图5：全球主要市场指数年初以来及 6 月中下旬以来涨跌幅分布



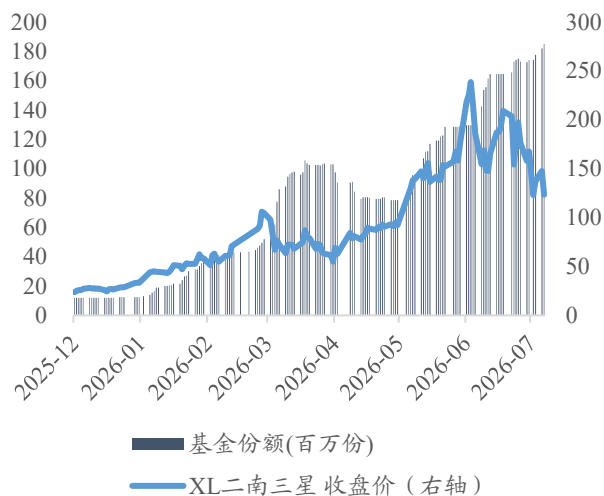
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2026 年 7 月 10 日

图6: 韩国有价证券市场外资持有市值及占全部投资者持股比重



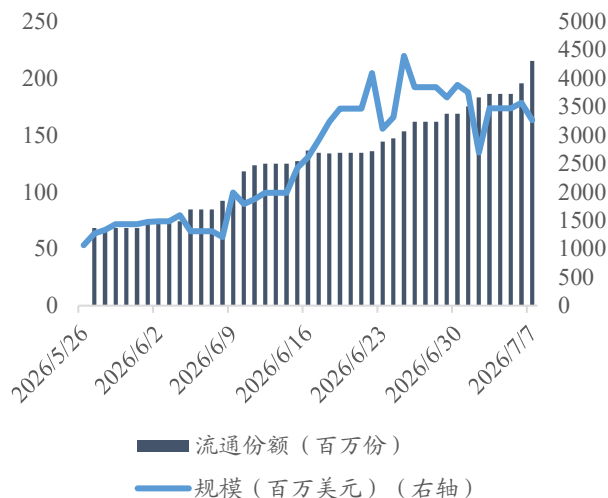
数据来源: 韩国金融投资协会官网, 东吴证券研究所

图7: 南方东英2倍做多三星电子ETF基金份额及收盘价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: KODEX SK 海力士单一股票期货ETF流通份额及规模



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 6/19-7/9 期间 KOSPI 200 看涨期权交易量

类别	卖出 (合约)	买入 (合约)	净买入 (合约)
金融投资	96,757	59,480	-37,277
保险	19	1	-18
投资信托	9888	760	-9128
银行	17	17	0
其他金融	14	14	0
政府养老基金等	601	141	-460
小计-机构	107,296	60,413	-46,883
其他法人	20,490	23,028	2538
个人	432,067	473,840	41,773
外国人	597,618	600,190	2,572
合计	1,157,471	1,157,471	0

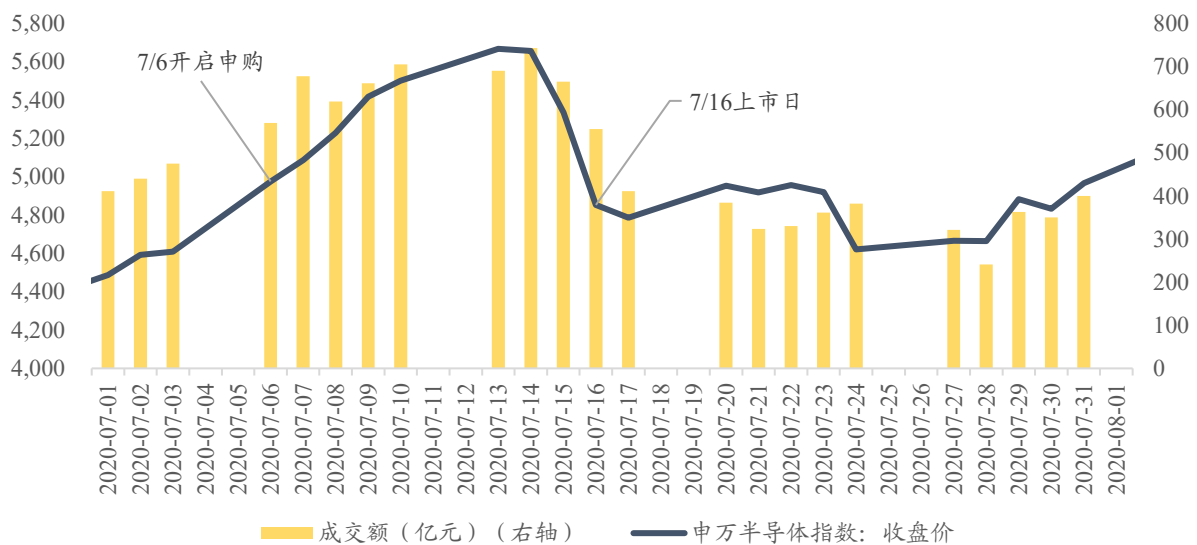
数据来源: 韩国金融投资协会官网, 东吴证券研究所

图10: 6/19-7/9 期间 KOSPI 200 看跌期权交易量

类别	卖出 (合约)	买入 (合约)	净买入 (合约)
金融投资	122,956	89,966	-32,990
保险	180	110	-70
投资信托	399	853	454
银行	19	19	0
其他金融	83	83	0
政府养老基金等	141	601	460
机构合计	123,778	91,632	-32,146
其他法人	30,761	31,245	484
个人	674,368	597,295	-77,073
外国人	909,912	1,018,647	108,735
合计	1,738,819	1,738,819	0

数据来源: 韩国金融投资协会官网, 东吴证券研究所

图11: 中芯国际上市前后申万半导体指数收盘价及成交额变化



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>