



A 股策略周报 20260712

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

交易去杠杆后的观测

交易端去杠杆，科技股的交易性波动或持续一小段

交易端去杠杆是近期 A 股及日韩股市科技股波动放大的关键因素：本周 A 股两融余额下降且融资买入活跃度已回落至年内低点，日股、韩股的融资余额在进入 7 月份后也有明显的回落；此外，期权交易者的视角下，A 股科创 50 隐含波动率和韩股 KOSPI200 指数隐含波动率均低于已实现波动率，期权投资者不愿意再去支付波动率溢价（本身也是一种去杠杆）。A 股过去一个月融资净买入占总成交比重最高的通信和电子行业，恰好也是本周 A 股市场中波动幅度最大的两个行业。自 9.24 行情以来，此前共出现过 4 次交易端阶段性去杠杆的过程，为 2024 年 11 月、2025 年 3 月、2025 年 10 月至 11 月和 2026 年 6 月中上旬。参考上述交易端去杠杆的经验来看，交易性波动见底前需要看到热门板块交易集中度下降以及做多情绪回落至常规水平，但当前 TMT 板块整体成交占比仍处于高位，需要等到集中度下降后，本轮调整的底部可以基本确认；波动率溢价也可以作为观测工具，当前科创 50 的波动率溢价为-2.2%，此前交易性波动时期波动率溢价最低值约为-8%，交易性波动的结束往往伴随着波动率溢价的回归。

交易性波动之后，基本面走向仍是行情是否见顶的最终观测

交易性波动往往是引发市场出现第一波下跌的驱动因素，基本面的走向将决定市场何时走向逻辑顺畅的持续性下跌，这在 2015 年移动互联网行情、2021 年新能源行情见顶以及之后的演绎中均有体现：2015 年 6 月移动互联网与 2021 年 11 月新能源的第一波下跌均伴随着两融余额快速下降的交易性波动影响，随后也有震荡反弹的表现；不过 2016 年 Q4 后移动互联网营收增速、利润率和 ROE 的全面下滑，基本面走弱使得移动互联网指数进入持续下行期；新能源的情况与之类似，2022 年 Q4 后营收与利润增速的持续下滑使得股价进入逻辑顺畅的下行期。当前 AI 相关科技板块的基本面情况仍然比较稳健：近期大模型 Token 用量和市场加权价格都有回升；Meta 本周也宣布要在加拿大投资 130 亿加元建设数据中心，缓解算力过剩担忧。我们建立的科技周期框架中，作为是否进入滞胀期重要判断依据的 AI 的实物消耗量指数仍在上升，下行拐点将是下一轮下跌是否出现的核心。

中东冲突再起，高实际利率仍是新兴市场压制

过去两周沙特的原油出口量有明显的提升，原油大跌后各国得到了缓解供应紧张的机会，也间接支撑了油价的中枢；不过，霍尔木兹海峡在开放期间驶入船只数仍然低于预期；本周中东冲突再次升级，霍尔木兹海峡通航的船只数量显著下降。整体看能源价格的底部将得到确认。从地缘政治博弈的角度来看，霍尔木兹海峡通航受限、原油供应持续受扰动的情況可能会长期持续，这将抑制新兴市场的修复，本周 IMF 最新的经济展望也下调了新兴市场的经济增速预期。与此同时，过去一周美国实际利率进一步上行，实际利率高于长期通胀预期、长期通胀预期高于美联储通胀目标的情境仍在持续。本周公布的美联储 6 月议息会议纪要表明，在 AI 相关需求强劲、中东冲突升级的情境下，大部分美联储票委更倾向于采取强硬措施以推动通胀向 2% 的目标回归。本周中东冲突的升级加大了美国通胀上行压力，投资者对美联储年内加息的预期仍在上升。高利率对新兴市场的修复形成压制，进而延缓了全球制造业修复的进程。

积极的防御

全球仍在科技投资与高实际利率故事的后半段，优势资产波动正在加大，被压制资产仍需等待。我们做出如下配置推荐：第一，能源价格低位逐步确定，受益于中国制造业流量的（煤炭+电力）是较好的绝对收益组合，石油石化板块迎来估值修复。第二，AI 投资尚在过热期后段，控制仓位+提高锐度是主要方针，材料与设备仍然是重要弹性资产：半导体/AI 材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御；第三，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，可以考虑进行左侧布局，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



内容目录

交易端去杠杆，科技股的交易性波动或持续一小段.....	3
中东冲突再起，高实际利率仍是新兴市场的压制.....	6
积极的防御.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1：最近两周 A 股科技股波动放大，日韩科技股明显回调	3
图表 2：7 月以来，A 股两融余额下降，融资买入活跃度回落至年内低点	3
图表 3：最近两周日股和韩股融资交易余额同样回落	3
图表 4：科创 50 指数隐含波动率降至实际波动率之下	3
图表 5：KOSPI200 指数隐含波动率同样低于实际波动率	4
图表 6：A 股市场本周波动最剧烈的电子和通信行业，正是过去 1 个月融资净买入占成交比重最高的行业 ...	4
图表 7：924 行情以来，A 股投资端阶段性去杠杆的情况大致出现过 4 次，分别是 24 年 11 月、25 年 3 月、25 年 10-11 月和今年 6 月中上旬	4
图表 8：A 股投资端去杠杆告一段落前，热门板块成交额集中度均有下降	5
图表 9：隐含波动率、偏度等情绪指标回落至常规水平后，往往投资端去杠杆见底	5
图表 10：2015 年 6 月，两融余额快速下降形成交易性冲击，形成移动互联网指数的第一波回撤	5
图表 11：2016Q4 以来，移动互联网板块营收增速、利润率、ROE 持续下降，指数持续走低	5
图表 12：交易性冲击同样是 2021 年末宁组合第一波回撤的出发因素	6
图表 13：2022Q4 后，宁组合营收增速、净利润增速均开始走弱，宁组合指数也进入持续下行期	6
图表 14：近期海外 Token 价格出现上行迹象，Token 用量持续走高	6
图表 15：当前 AI 对实物消耗量仍在上升	6
图表 16：7 月 9 日以来，霍尔木兹海峡通航的船只数显著下降，且驶入船只数一直较少	7
图表 17：美伊在瑞士谈判后，沙特阿拉伯的原油出口量有明显回升	7
图表 18：IMF 下调新兴经市场 2026 年经济增长预测	7
图表 19：最近一周美国 10Y 国债实际利率进一步上升，长期通胀预期仍在 2% 以上	8
图表 20：本周市场对美联储年内加息的预期加强	8



交易端去杠杆，科技股的交易性波动或持续一小段

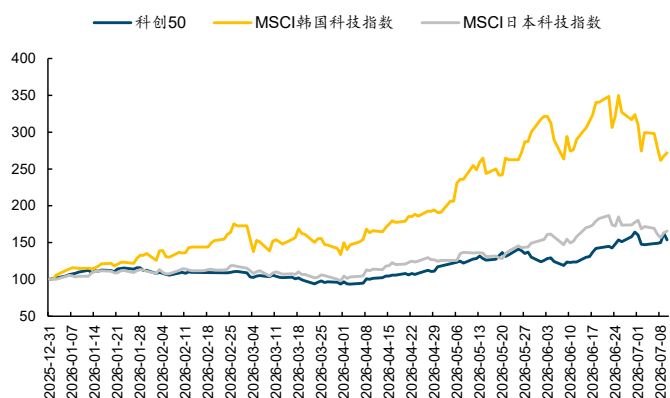
本周 A 股科技板块波动放大，科创 50 指数本周最大回撤超过 5%；与此同时，最近两周日股和韩股的科技板块则是出现了一定程度的调整。交易端去杠杆是 A 股及日韩股市科技股波动放大的关键因素：本周 A 股两融余额规模下降超 300 亿元且融资买入额占全 A 总成交额的比重已回落至年内低点，日股、韩股的融资余额在进入 7 月份后也有明显的回落。

此外，从期权交易者的视角来看，在大多数情形下期权定价的隐含波动率本应高于市场已实现的波动率，但当前 A 股的科创 50 指数期权隐含波动率和韩股 KOSPI 200 指数期权 1 个月的隐含波动率均低于过去 20 个交易日的已实现波动率；即期权投资者在当前本已处于高位的波动率水平之上，不愿意再去支付更高的波动率溢价，由于期权交易本身具有极强的杠杆属性，因此波动率溢价转负也是印证交易端去杠杆的现象。

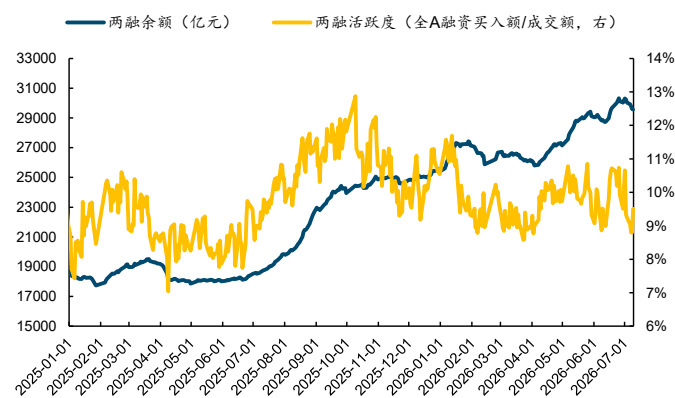
从本周 A 股的行业表现来看：过去一个月中融资净买入占总成交量比重最高的行业是通信和电子，在交易端去杠杆的影响之下，这两个行业恰好也是本周 A 股市场中波动幅度最大的两个行业。

图表1：最近两周 A 股科技股波动放大，日韩科技股明显回调

图表2：7 月以来，A 股两融余额下降，融资买入活跃度回落至年内低点



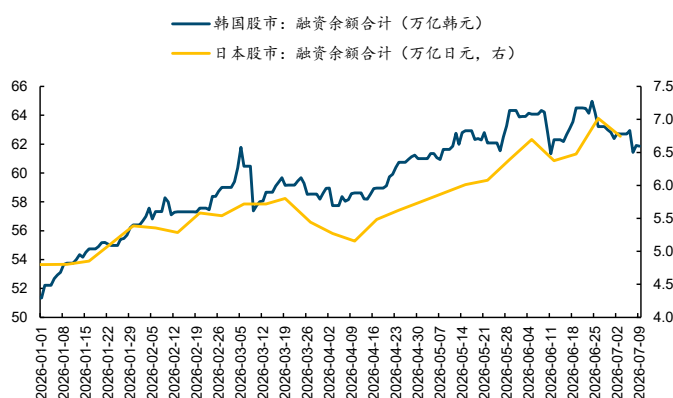
来源：Bloomberg，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

图表3：最近两周日股和韩股融资交易余额同样回落

图表4：科创 50 指数隐含波动率降至实际波动率之下



来源：wind，KOFIA，国金证券研究所

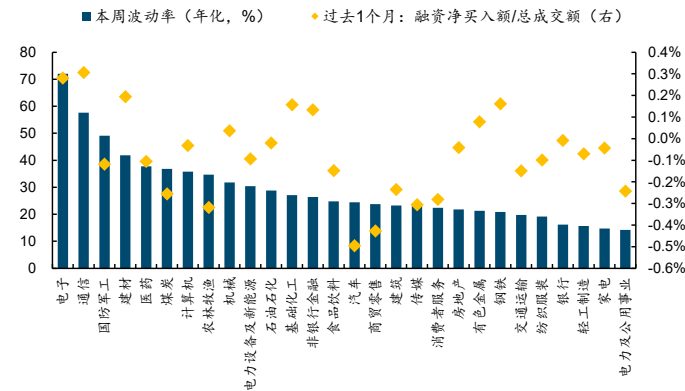
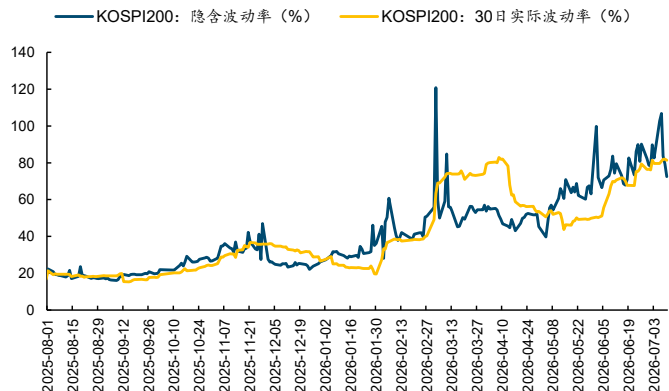


来源：wind，国金证券研究所



图表5: KOSPI200 指数隐含波动率同样低于实际波动率

图表6: A股市场本周波动最剧烈的电子和通信行业，正是过去1个月融资净买入占成交额比重最高的行业

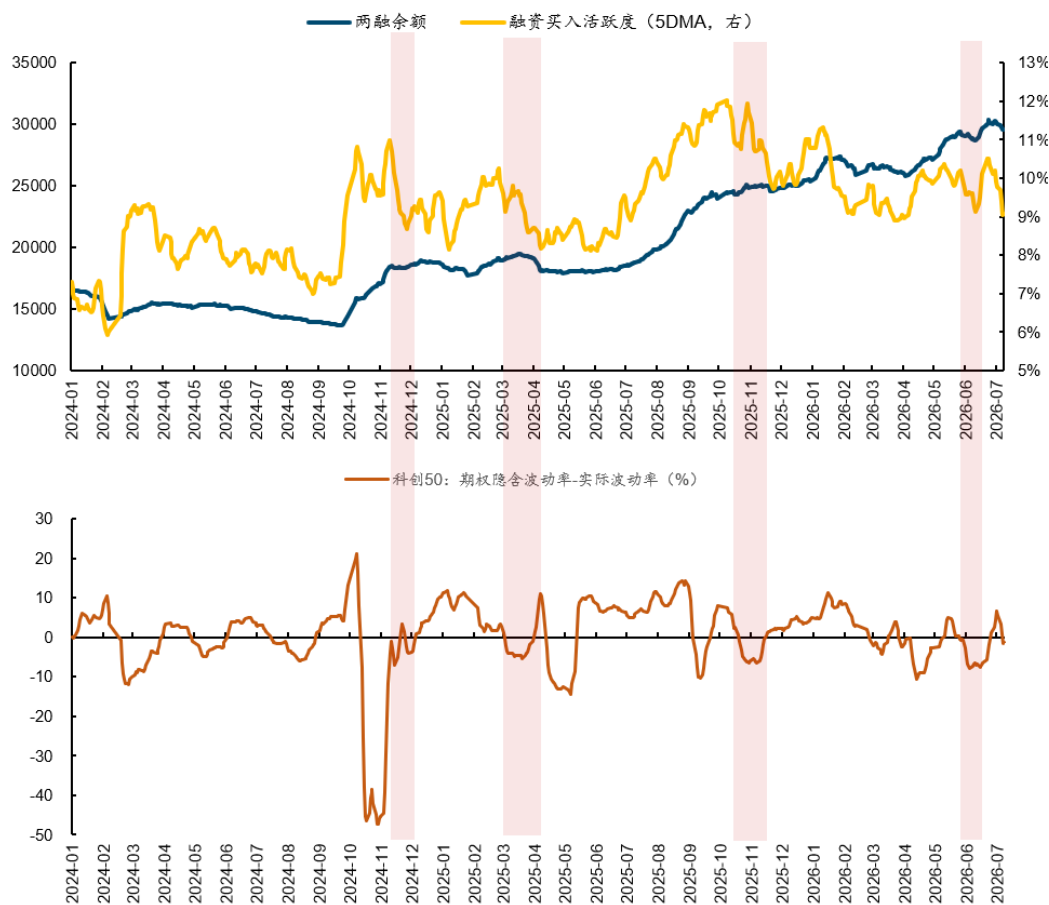


来源: wind, KOFIA, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

可以考虑以下3个标准作为判断A股交易端去杠杆的关键特征: (1) 两融余额出现下降或增速显著放缓, (2) 融资买入活跃度快速下降, (3) 在已实现较大涨幅后, 期权市场隐含波动率回落至已实现波动率之下。以上三个特征为标准, 可以发现自2024年924行情启动以来, 此前共出现过4次投资端阶段性去杠杆的过程, 为2024年11月、2025年3月、2025年10月至11月和2026年6月中上旬; 分别对应924行情市场大涨后、Deepseek带动国内AI相关板块大涨后、9.3行情A股大涨后、美伊冲突期间具备独立景气的科技板块大涨后的波动放大时期。

图表7: 924行情以来, A股投资端阶段性去杠杆的情况大致出现过4次, 分别是24年11月、25年3月、25年10-11月和今年6月中上旬



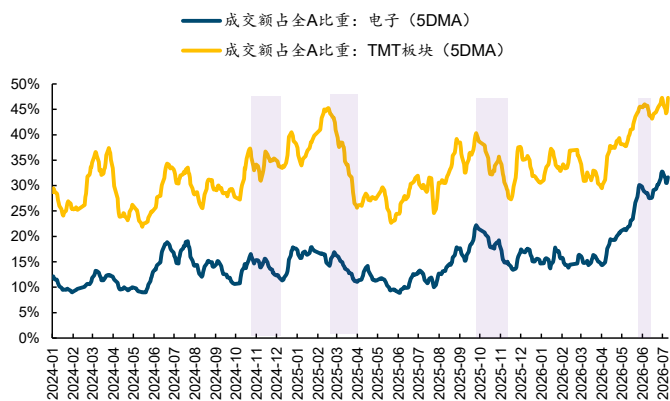
来源: wind, 国金证券研究所



从此前 4 次交易端阶段性去杠杆的经验来看，交易性波动见底需要满足两个条件，一是前期热门板块交易集中度下降，二是投资者的做多情绪回落至常规水平。在之前 4 次交易性去杠杆的过程中，TMT 板块（特别是电子行业）的成交额占全 A 比重都出现不同程度的下降，同时以科创 50 为代表的科技类指数隐含波动率、看涨期权与看跌期权隐含波动率差值等反映投资者情绪的指标也都出现比较明显的回落。此外，隐含波动率的溢价也可以作为交易性波动的观测，当前科创 50 指数 5 日移动平均的波动率溢价为-2.2%，此前交易性波动时期隐含波动率溢价最低值约为-8%，交易性波动的结束往往伴随着波动率溢价向正常水平回归。

图表8：A 股投资端去杠杆告一段落前，热门板块成交额集中度均有下降

图表9：隐含波动率、偏度等情绪指标回落至常规水平后，往往投资端去杠杆见底



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

交易性波动往往是引发市场出现第一波下跌的驱动因素，基本面的走向将决定市场何时走向逻辑顺畅的持续性下跌，这在 2015 年移动互联网行情、2021 年新能源行情见顶以及之后的演绎中均有体现。

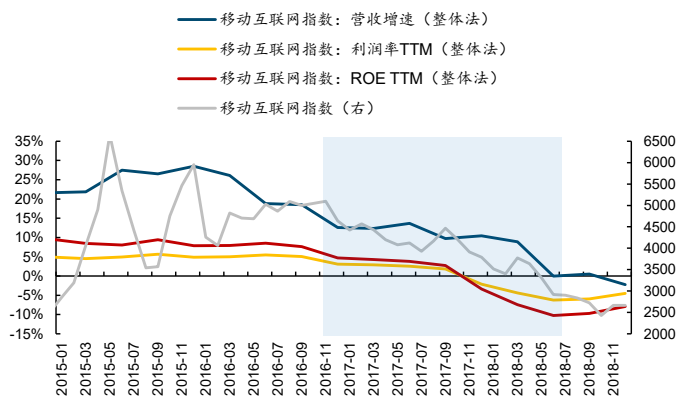
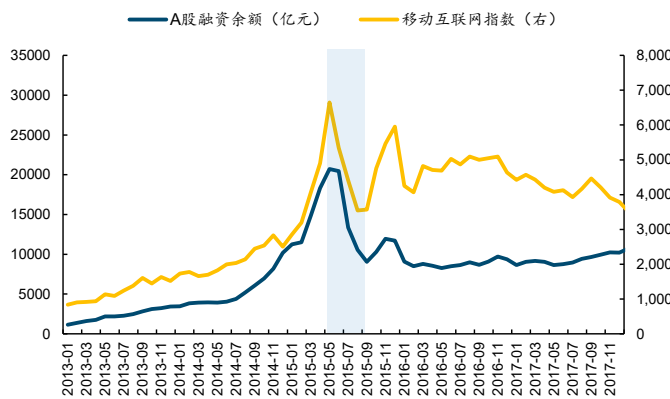
2015 年 6 月，在证监会严查场外配资、中央汇金公司减持等事件的推动下，A 股两融余额快速下行，交易性因素带动移动互联网指数出现第一波下行；此后移动互联网指数几经震荡，但是在 2016 年 Q4 开始基本面走弱的信号愈发明显，营收增速、毛利率和 ROE 持续下行，移动互联网指数也开始持续性下行。

2021 年 11 月，宁组合见顶后的第一波下跌同样伴随着交易性波动的出现，A 股两融余额显著下行。此后宁组合成分股基本面并未出现全面恶化，营收增速仍有上升，宁组合指数也在 2022 年 Q2 出现反弹；不过，自 2022 年 Q4 后，宁组合营收增速、净利润增速均开始走弱，宁组合指数也进入持续下行期。

当前 AI 相关科技板块的基本面情况仍然比较稳健：近期大模型 Token 用量和市场加权价格都有回升；Meta 本周也宣布要在加拿大投资 130 亿加元建设数据中心，一定程度上缓解了此前市场对 Meta 算力过剩问题的担忧；AI 的实物消耗量指数仍在上升，下行拐点将是下一轮下跌是否出现的核心。

图表10：2015 年 6 月，两融余额快速下降形成交易性冲击，形成移动互联网指数的第一波回撤

图表11：2016Q4 以来，移动互联网板块营收增速、利润率、ROE 持续下降，指数持续走低

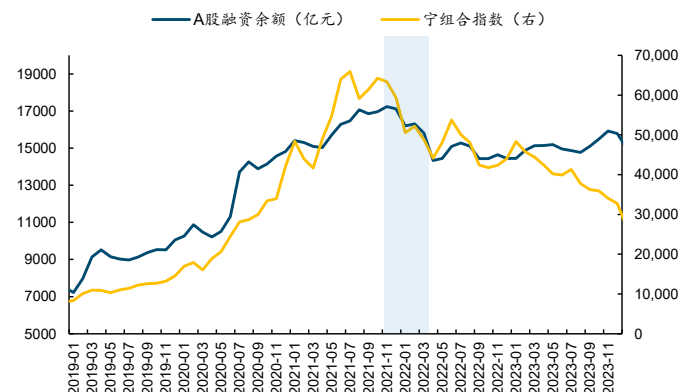


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

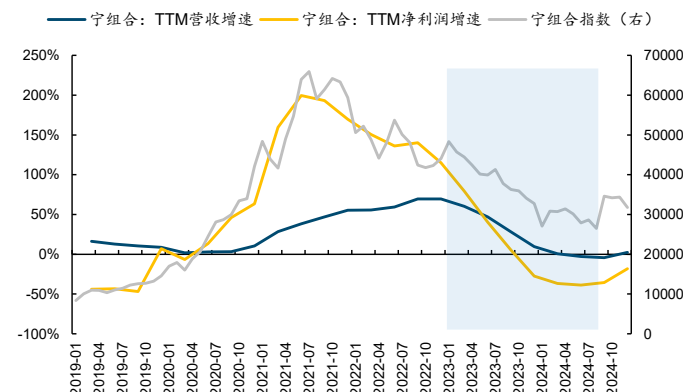


图表12：交易性冲击同样是2021年末宁组合第一波回撤的出发因素



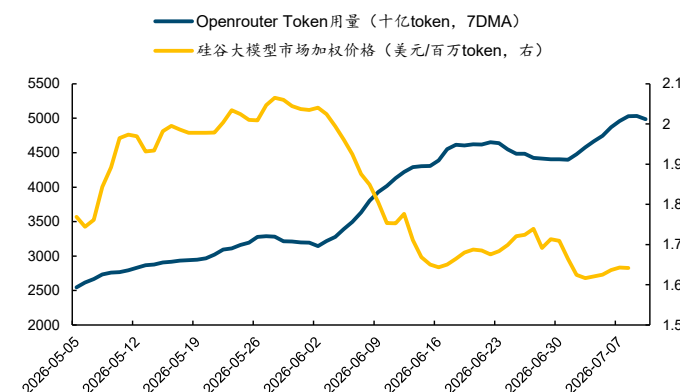
来源：wind，国金证券研究所

图表13：2022Q4后，宁组合营收增速、净利润增速均开始走弱，宁组合指数也进入持续下行期



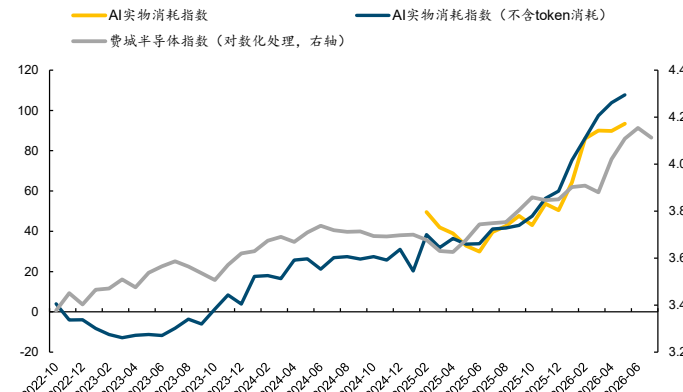
来源：wind，国金证券研究所

图表14：近期海外Token价格出现上行迹象，Token用量持续走高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表15：当前AI对实物消耗量仍在上升



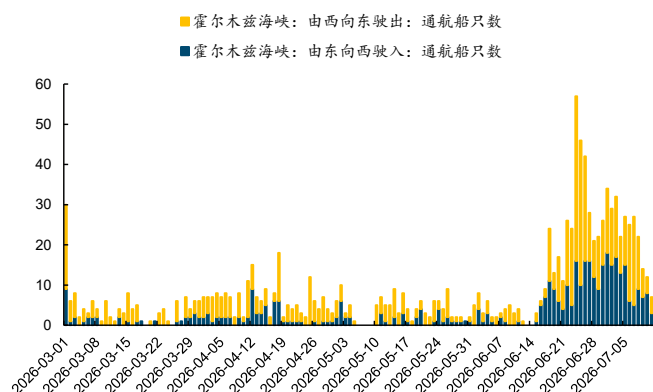
来源：wind，Bloomberg，国金证券研究所

中东冲突再起，高实际利率仍是新兴市场的压制

本周中东冲突再次升级，特朗普7月9日在北约峰会的讲话上表示美国与伊朗的停火协议已经结束，此后美伊双方再次交火。自7月9日以来，在霍尔木兹海峡通航的船只数量显著下降，本周五只有8艘商船驶入霍尔木兹海峡、4艘商船驶出霍尔木兹海峡，相比于美伊双方最初在瑞士达成谈判后超过50艘商船的通航量有明显的下降。在9日美伊冲突升级之前，其他国家对原油补库的进程也已经开启，过去两周沙特的原油出口量有明显的提升。这一现象表明此前原油价格大幅下跌后，已达到原油进口国愿意大规模补库的水平。而随着中东冲突风险再起，意味着原油价格中地缘风险溢价将再度上升，能源价格的底部将得到确认。

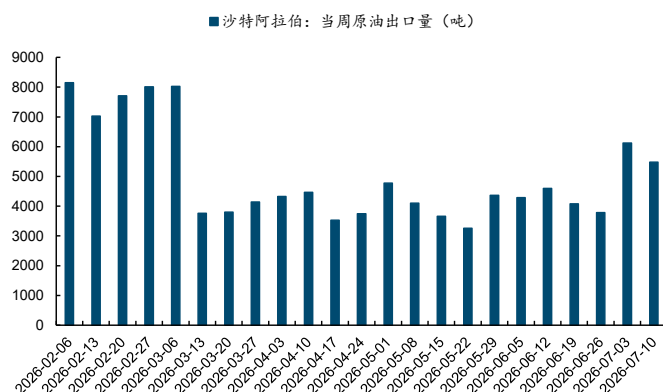


图表16: 7月9日以来, 霍尔木兹海峡通航的船只数显著下降, 且驶入船只数一直较少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 美伊在瑞士谈判后, 沙特阿拉伯的原油出口量有明显回升

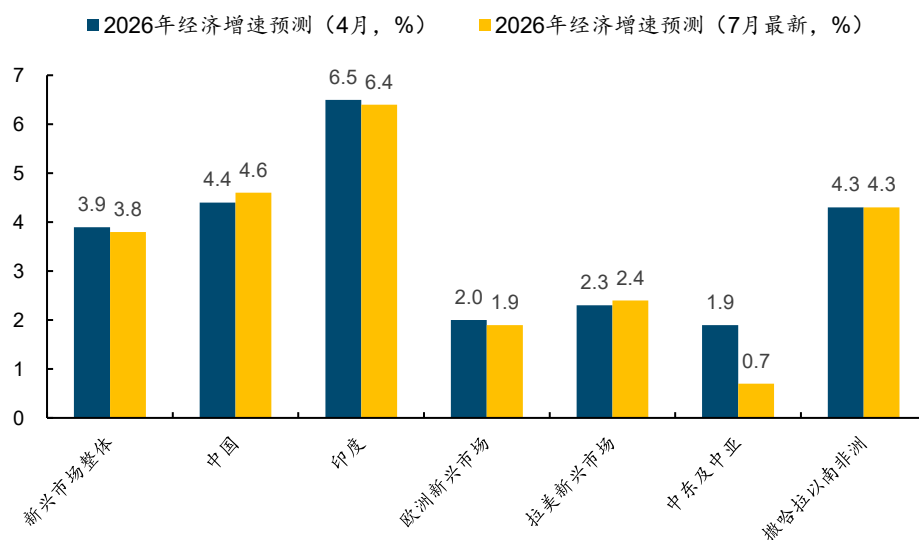


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从地缘政治博弈的角度来看, 美伊双方关于霍尔木兹海峡管辖权、伊朗铀浓缩活动等诸多议题存在较大分歧, 因此霍尔木兹海峡通航受限、原油供应持续受地缘风险扰动的情況可能会长期持续, 这将抑制新兴市场的修复, 本周 IMF 最新的经济展望也下调了新兴市场的经济增速预期。

与此同时, 过去一周美国实际利率进一步上行, 实际利率高于长期通胀预期、长期通胀预期高于美联储通胀目标的情境仍在持续。本周公布的美联储 6 月议息会议纪要表明, 在 AI 相关需求强劲、中东冲突升级的情境下, 大部分美联储票委更倾向于采取强硬措施以推动通胀向 2% 的目标回归。本周中东冲突的升级加大了美国通胀上行压力, 投资者对美联储年内加息的概率预期上升至 85.4%, 高利率同样对新兴市场的修复形成压制, 进而延缓了全球制造业修复的进程。

图表18: IMF 下调新兴市场 2026 年经济增长预测



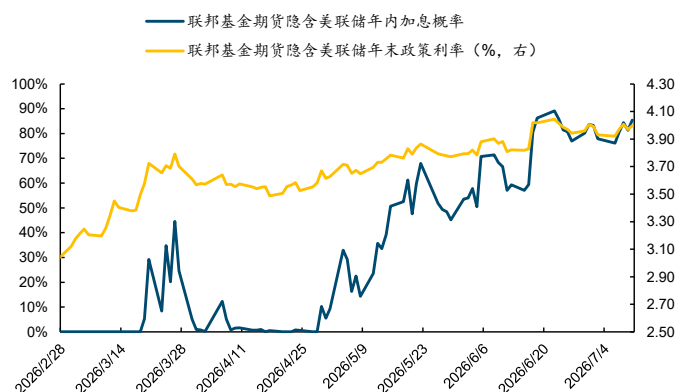
来源: IMF, 国金证券研究所



图表19：最近一周美国 10Y 国债实际利率进一步上升，长期通胀预期仍在 2% 以上



图表20：本周市场对美联储年内加息的预期加强



来源：wind，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

积极的防御

近期全球科技股波动放大，背后交易端去杠杆是主要原因，AI 相关科技领域的基本面仍相对稳健，但短期交易性波动见底需要看到交易集中度和投资者情绪的回落。而随着中东冲突再次加剧，补库需求和地缘风险溢价正在回归，能源价格底部将逐步得到确认，这具有更强的确定性。因此，我们做出如下配置推荐：

第一，能源价格低位逐步确定，受益于中国制造业流量的（煤炭+电力）是较好的绝对收益组合，石油石化板块迎来估值修复。

第二，AI 投资尚在过热期后段，控制仓位+提高锐度是主要方针，材料与设备仍然是重要弹性资产：半导体/AI 材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御；

第三，南方国家与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，可以考虑进行左侧布局，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心

18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究