

策略周报

短期无需困惑，长期不必动摇

当下最大的问题是“价格下跌反污基本面预期”。即使下跌最初只是由杠杆收缩、仓位出清或风险偏好下降所触发，持续下跌的价格本身也会逐渐成为一种“证据”，促使市场怀疑产业趋势是否已经发生变化。资金面的波动由此被重新解释为基本面的恶化，价格下跌又进一步强化悲观预期。哪怕产业本无风浪，价格的波动也足以令投资者心浪先起。

- **近处无忧——A 股资金面的答案更简单。** 韩国股市的杠杆究竟还需要下降多少、被动卖盘何时完成出清，是当前全球资金面判断中最主要的不确定性之一。我们认为，对于韩国市场杠杆的判断确实存在一定复杂性，但相较而言，杠杆水平更低、监管能力更强、市场稳定机制更加完善的 A 股，其资金面答案反而更加简单明确。我们从四个指标观察判断：A 股已处于超跌状态，值得积极参与而非继续恐惧。我们很难精确判断市场最低点具体出现在哪一个交易日，但这并不妨碍对当前位置作出方向性判断：当前 A 股更接近超跌后的机会区域，而非风险刚刚开始释放的阶段。具体窗口我们倾向于认为不远，七月底的重要事件节点有巧合性交织，包括但不限于重要公司上市完成，7 月重要会议落幕以及北美大厂 CAPEX 指引发布完成等。
- **远处无虑——对“二阶导”的判断过于线性。** 资本市场讨论 AI 泡沫时，最常出现的一个词是“二阶导”。但实操中的主要问题是，部分投资者习惯用一季或两季同环比增速的变化，替代对长期成长空间的综合判断。这相当于用短期增长斜率的变化，直接推导长期现金流贴现价值的变化，然二者之间并不存在自然的一一对应关系。
- **均值回归是铁律，但铁律不等于交易信号。** 均值回归是铁律，便宜是硬道理。这两句话本身没有错。任何资产都不可能永久脱离估值约束，任何极端的行业分化最终也会以某种形式实现收敛。但问题在于，铁律并不能自动转化为交易信号。真正困难的并不是理解均值回归，而是判断均值将在什么时间、以什么方式完成回归。许多试图遵守“均值回归”和“便宜是硬道理”的投资者，在 PE 回摆的顶部和底部判断上长期存在较大误差。
- **短期无需困惑，长期不必动摇。** 当前市场最大的变化来自资金面，而非产业盈利；来自价格波动，而不是价值崩塌。短期的难点，是判断韩国等高杠杆市场还需要完成多少仓位出清，以及全球风险偏好何时真正稳定。但对 A 股而言，波动率、低波资金撤退压力、情绪胜率、风险溢价和宽基 ETF 成交等指标，已经共同指向较为明显的超跌状态。因此，短期市场即使仍可能维持较高波动，也没有必要继续将波动本身等同于长期风险。长期的答案则更加明确。AI 产业的盈利方向尚未反转，盈利预测没有出现系统性下修，一阶导仍然向上，二阶导也没有形成普遍且持续的恶化。
- **当下最大的问题是“价格下跌反污基本面预期”。** 资产价格的快速调整，不可避免地会反向加剧投资者对产业基本面的担忧。即使下跌最初只是由杠杆收缩、仓位出清或风险偏好下降所触发，持续下跌的价格本身也会逐渐成为一种“证据”，促使市场怀疑产业趋势是否已经发生变化。资金面的波动由此被重新解释为基本面的恶化，价格下跌又进一步强化悲观预期。哪怕产业本无风浪，价格的波动也足以令投资者心浪先起。
- **风险提示：** 1) 地缘冲突超预期升级或霍尔木兹海峡遭长期封锁，导致油价持续走高。2) 油价引发的通胀韧性超预期，可能导致全球主要央行紧缩预期重估，推迟或减少降息。3) 美元流动性快速收紧，引发全球资本从新兴市场回流美国，对权益资产形成冲击。4) 冲突持续时间与范围存在不确定性，或持续扰动市场风险偏好，压制估值。5) 国内经济基本面修复节奏若不及预期，可能难以对冲外部流动性收紧。

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：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

市场热点思考	4
近处无忧——A 股资金面的答案更简单	4
远处无虑——对“二阶导”的判断过于线性	9
一周数据集锦	11
风险提示	15

图表目录

图表 1. 指标 1: 万得全 A 波动率指标, 录得近年第三高值.....	5
图表 2. 指标 1: 低波资金撤退压力指数.....	6
图表 3. 指标 2: 胜率指标—BOCIASI 快线指标连续触发, 慢线同步大幅回落.....	6
图表 4. 指标 2: 胜率指标—BOCIASI 快线指标近年胜率.....	7
图表 5. 指标 3: 赔率指标—2X ERP 指标近两个交易日跌破“1X 底”	7
图表 6. 指标 4: 宽基 ETF 再度放量.....	8
图表 7. 成长期不同 CAGR 对估值倍数大小起决定作用	9
图表 8. 不同复合增速决定不同估值水平	9
图表 9. 本周全球资产表现.....	11
图表 10. 当前金油比 47.01, 自本轮低点回升 47.4%.....	11
图表 11. 本周大盘价值风格表现相对占优	12
图表 12. 人民币贷款及政府债券为 6 月新增社融主要支撑.....	12
图表 13. 企业短贷支撑 6 月新增信贷.....	12
图表 14. 本周一级行业表现.....	13
图表 15. 本周二级行业表现 (前后 15)	13
图表 16. 本周主力资金净卖出规模创 5 个月以来最大.....	13
图表 17. 本周股票型 ETF 延续扩大净申购.....	13
图表 18. 主力资金行业流向情况 (单位: 亿元)	14

市场热点思考

当前市场的担忧与争论，实际上混合了两个性质完全不同、但又相互交织的问题。第一个是短期问题：经历快速调整之后，中国、韩国及美国等主要市场是否已经完成资金面的出清，市场何时能够真正见底？第二个是长期问题：AI 产业是否已经进入盈利拐点，资本市场是否正在经历所谓的“AI 泡沫破裂”？前者是资金面问题，决定的是短期价格与交易节奏；后者是基本面问题，决定的是长期方向与上涨空间。

二者之所以容易被混为一谈，是因为**价格下跌会反向污染基本面预期**。即使调整最初只是由杠杆收缩、仓位出清或风险偏好下降所触发，持续下跌的价格本身也会逐渐被投资者视为一种“证据”，进而引发对产业趋势、盈利周期和长期空间的怀疑。资金面的波动由此被重新解释为基本面的恶化，价格下跌又进一步强化悲观预期。哪怕产业本无风浪，价格的波动也足以令投资者心浪先起。

但资金面与基本面终究是两个不同的问题。短期资金面的判断确实复杂，却不因此悲观；长期基本面的答案相对清晰，也无须过度担忧。

近处无忧——A 股资金面的答案更简单

一方面，韩国股市拥有陡峭的半导体盈利周期。三星电子与 SK 海力士的盈利增长，使韩国市场成为全球 AI 行情中弹性较大的市场之一。另一方面，韩国市场的上涨又叠加了较高的个人投资者参与度、融资交易以及单一个股杠杆 ETF，使基本面趋势与资金杠杆被高度压缩在同一个指数之中。因此，韩国市场可以被视为本轮全球 AI 资产调整中最典型的压力测试。韩国股市的杠杆究竟还需要下降多少、被动卖盘何时完成出清，是当前全球资金面判断中最主要的不确定性之一。

我们认为，对于韩国市场杠杆的判断确实存在一定复杂性，但相较而言，杠杆水平更低、监管能力更强、市场稳定机制更加完善的 A 股，其资金面答案反而更加简单明确。

我们从四个指标观察判断：**A 股已处于超跌状态，值得积极参与而非继续恐惧。**

波动率指标与低波资金撤退压力指数。资金面的扰动并不必然等同于长期风险。相反，市场从“一致转分歧”更有助于超额收益的获得。在此前 A 股主要宽基指数低波上行的过程中，“固收+”基金和部分非指数增强型量化基金是两类重要的参与力量。这类资金通常依赖波动率控制、风险预算和回撤约束进行资产配置。在低波环境中，其风险预算相对充裕，可以维持较高仓位；但当市场由低波环境迅速切换至下跌式高波时，其风险预算便会被动压缩，从而触发减仓甚至集中离场。当前 A 股主要宽基指数的波动率已经升至近年来高位，仅次于 2024 年“9·24”行情以及 2025 年清明节后贸易摩擦冲击所引发的下跌行情。从市场结构看，本轮调整更接近 2026 年 3 月 23 日行情的放大版本：短期波动率快速抬升，低波资金集中减仓，部分风险预算型资金被动离场；而当波动率释放和仓位出清基本完成后，市场随即形成阶段性底部。

在此基础上，我们进一步构建了“**低波资金撤退压力指数**”，用于刻画市场从低波环境转向下跌式高波之后，风险预算型资金可能面临的减仓压力。当前该指标同样录得近年来高值，反映类似“固收+”基金等风险预算型资金，已经面临与 2025 年 4 月 7 日、2026 年 3 月 23 日较为接近的被动出清压力。换言之，当波动率上升所触发的被动减仓已经较为充分时，继续下跌所需要的新增加速力量也在相应减弱。

1) 胜率类指标-BOCIASI 连续发出加仓信号。中银策略 BOCIASI 快线指标分别于 7 月 13 日（周一）与 7 月 17 日（周五）两次发出加仓信号。近年来，BOCIASI 快线加仓信号指标胜率较高，准确捕捉四次 A 股阶段性底部，本次为第五、第六次信号触发。7 月 17 日，快线情绪绝对值降至 22.6%，是仅次于 2025 年 4 月 7 日（12.3%）贸易摩擦冲击后的第二低值。

快线连续触发、慢线同步大幅回落，意味着市场短期情绪已经从一般性谨慎转向较为充分的悲观定价。从历史经验看，类似状态往往对应阶段性胜率显著改善。

2) **赔率类指标-2X ERP 跌破“1X 底”**。中银策略 2X ERP 指标监控到市场整体性价比水平（万得全 A 指数的三年滚动 ERP 指标）自 2025 年 9 月后，持续运行在“1X 底”和“2X 顶”之间，2026 年 7 月 16 日及 7 月 17 日，该指标连续两日低于“1X”线，超跌偏离幅度分别为-0.6%、-4.3%。

这一结果意味着，经过本轮快速调整后，市场风险溢价已经突破过去一段时间的常态运行区间，整体赔率重新进入较具吸引力的位置。胜率指标回答的是市场是否可能接近阶段性底部，赔率指标回答的则是当前位置是否值得承担风险。当前两类指标已经开始形成相互印证：市场情绪明显超跌，风险溢价也进入较高水平。

3) **十五大宽基 ETF 超额成交额指标**。我们以“类平准”资金主要持有的宽基 ETF 超额成交额变化，观察部分机构资金行为范式的演变。整体来看，其操作模式大致可以分为三个阶段：

第一阶段是“1.0 时代”的下行市操作思路。2023 年 10 月至 2024 年 9 月，相关资金主要在指数跌破下行趋势线后加大买入力度，其核心目标是缓解市场下跌压力。

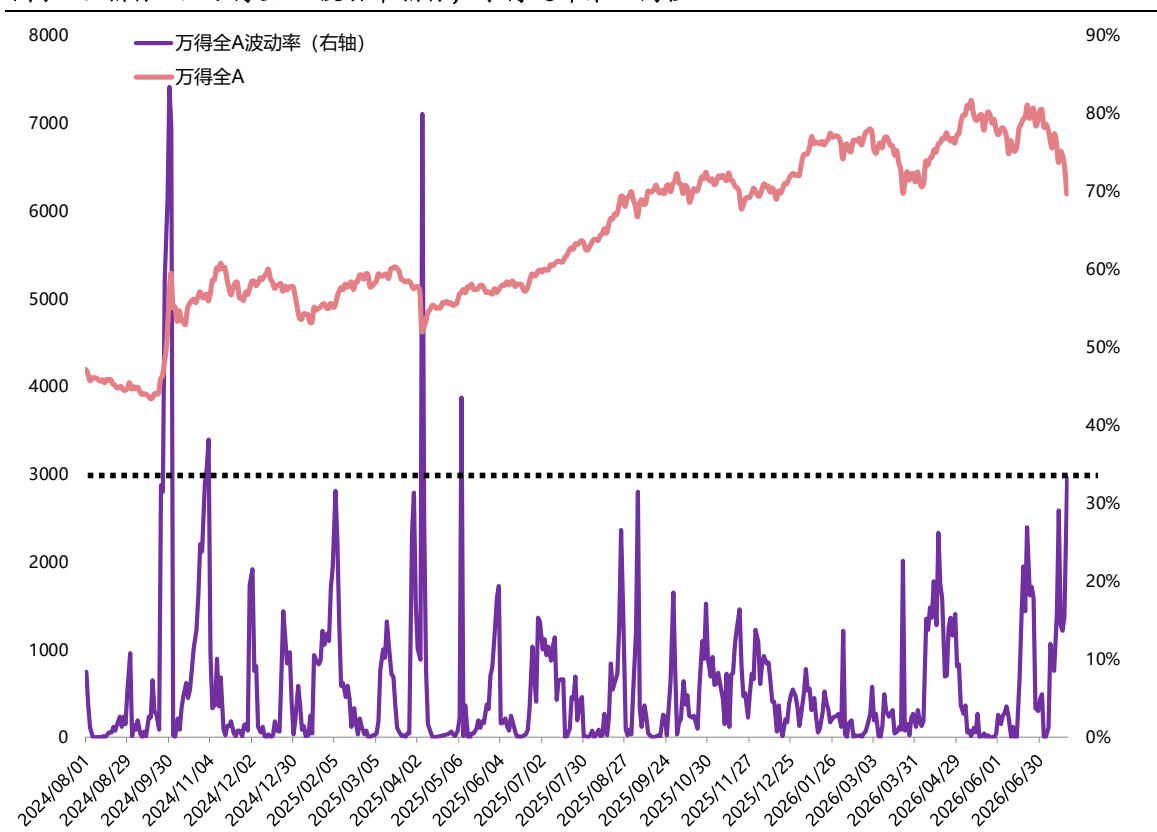
第二阶段是“2.0 时代”的震荡市操作思路。2024 年 10 月至 2025 年 5 月，相关资金主要在指数跌破震荡箱体底部后集中买入，其操作目标由单纯防止下跌，逐步转向维护指数区间稳定。

第三阶段是“3.0 时代”的上行市操作思路。2025 年 6 月至今，市场可能已经进入新的上行箱体，相关资金的行为模式也转向“防止过快上涨、警惕快速下跌”，操作节奏更加注重逆周期调节。

在沉寂数月之后，十五大宽基 ETF 超额成交额指标于 7 月 17 日再次出现明显放量买入信号，表明相关稳定资金或已经开始对市场快速下跌作出积极反应。

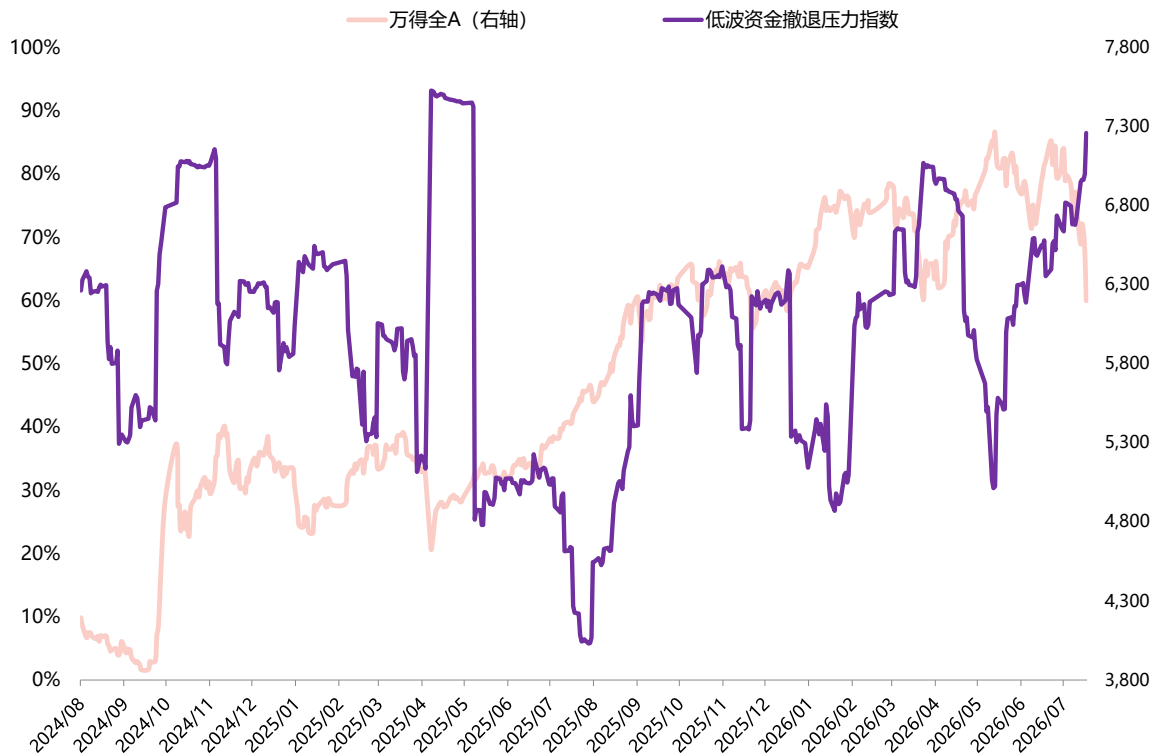
综合波动率/低波资金撤退压力指数、BOCIASI、2X ERP 及宽基 ETF 超额成交额等指标来看，当前 A 股资金面的压力已经得到较为充分的释放。我们很难精确判断市场最低点具体出现在哪一个交易日，但这并不妨碍对当前位置作出方向性判断：当前 A 股更接近超跌后的机会区域，而非风险刚刚开始释放的阶段。具体窗口我们倾向于认为不远，七月底的重要事件节点有巧合性交织，包括但不限于重要公司上市完成，7 月重要会议落幕以及北美大厂 CAPEX 指引发布完成等。

图表 1. 指标 1：万得全 A 波动率指标，录得近年第三高值



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 指标 1: 低波资金撤退压力指数



资料来源：万得，中银证券。注：指标由四部分合成：一是20日年化波动率的历史分位，反映当前波动率是否已处于高位；二是20日与60日波动率之比，衡量短期波动率的抬升速度；三是负收益平方占全部收益平方的比例，用于区分上涨式高波与下跌式高波；四是指数相对近期高点的回撤幅度，反映实际净值压力。将各分项转化为历史分位并加权合成0—100的指数，数值越高，说明市场越接近“波动率上升—风险预算压缩—低波资金减仓”的状态。

图表 3. 指标 2: 胜率指标—BOCIASI 快线指标连续触发，慢线同步大幅回落



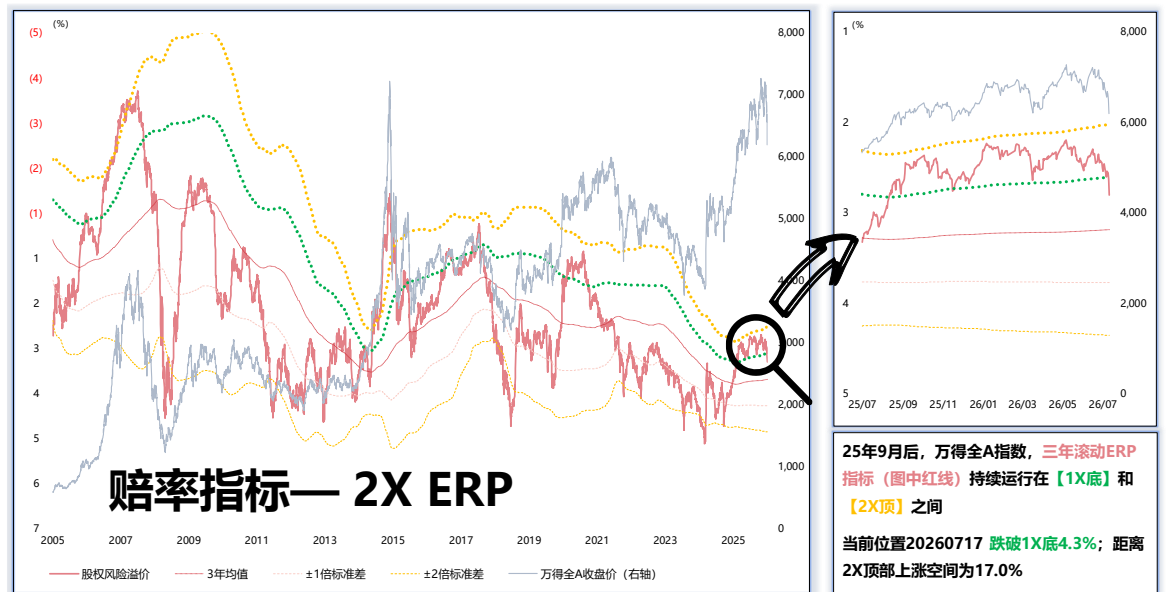
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 指标 2：胜率指标—BOCIASI 快线指标近年胜率



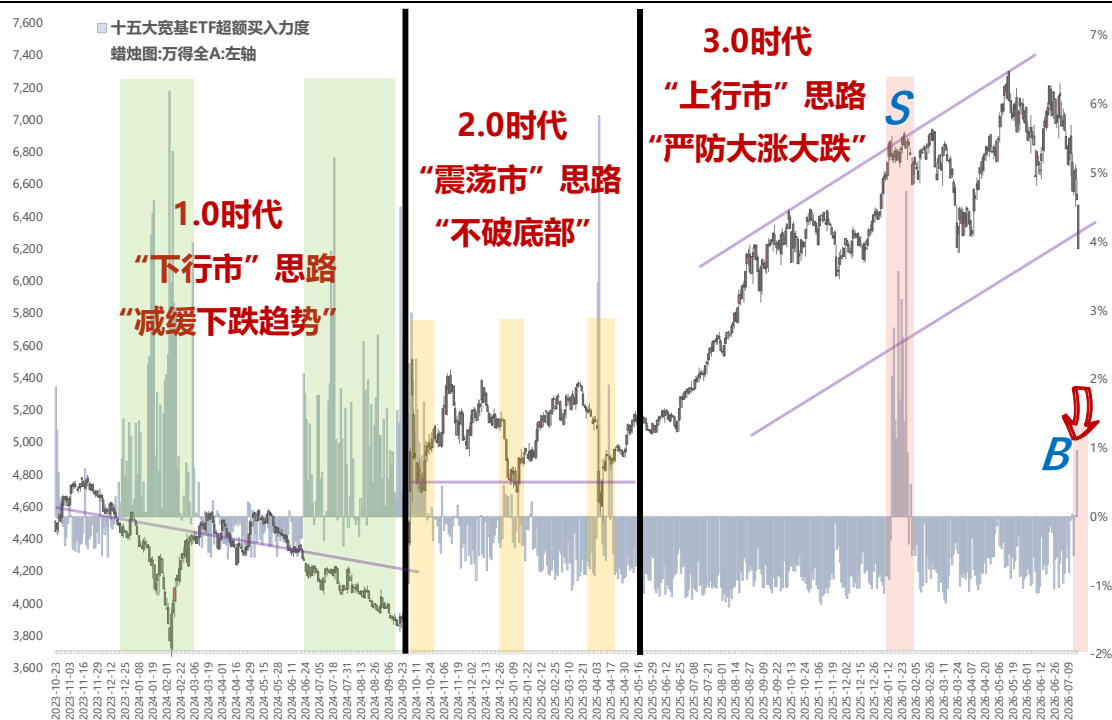
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 指标 3：赔率指标—2X ERP 指标近两个交易日跌破“1X 底”



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 指标 4: 宽基 ETF 再度放量



资料来源：万得，中银证券。注：为了衡量机构在 2023 年 10 月 23 日以后的超额买入力度，我们将 2022 年 8 月 4 日至 2023 年 10 月 22 日期间，相关主要 ETF 成交额占全 A 成交额比重的日度平均值作为基准，可以得到衡量较市场 2023 年 10 月 23 日前基准水平的主力机构（ETF 渠道）超额买入力度指标。注 2：宽基指数 ETF 选取华夏上证 50、易方达沪深 300、嘉实沪深 300、华泰柏瑞沪深 300、易方达创业板、南方中证 500、华夏中证 500、嘉实中证 500、南方中证 1000 等。注 3：超额基准为上述宽基指数 ETF 20190101-20231022 区间日度成交额均值。

远处无虑——对“二阶导”的判断过于线性

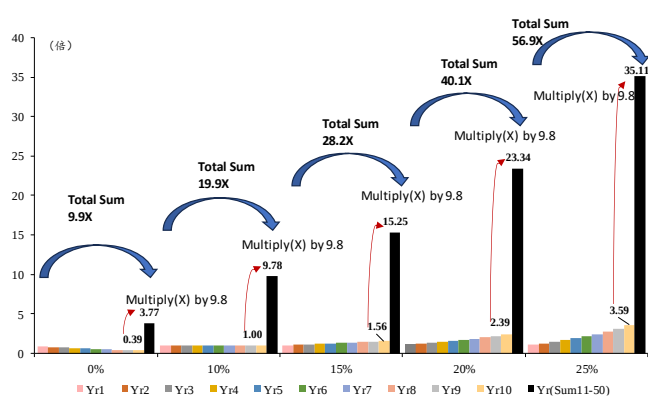
资本市场讨论 AI 泡沫时，最常出现的一个词是“二阶导”。其基本逻辑是：即使 AI 产业仍在增长，只要增长斜率开始下降、业绩增速不再继续加速，股价便可能提前见顶，资本市场泡沫也就进入破裂阶段。这套说法听起来足够专业，也确实触及了成长股估值变化的部分本质。但问题在于，大部分言必称“二阶导”的投资者，或许连一阶导都还没有真正算明白。

在我们 2023 年 9 月发布的深度报告《新行业比较框架之四——全 A 及科技股估值扩展与收缩探索》一文中，我们提出：“从敏感性角度，我们可以测算出对估值定价影响最大的部分，为 Stage2 成长期（Eg: Year10）的现金流折现值终值。即成长期不同复合增速对于当期静态估值倍数的决定性最为重要，这也可以理解为对于 g 复合增速以及结合不同成长久期（2-10 年）所乘对应的所谓成长空间，决定了估值扩张的上限。”

转述而言，股价表面上由盈利变化与估值扩张或收缩共同推动，但从更深层次看，**两者都是业绩，只是业绩在不同时间维度上的表现**。EPS 回答的是企业今天能够创造多少利润，PE 回答的是市场预期企业未来一段时间能够以多快的速度、持续多长时间创造利润。因此，所谓“EPS 是业绩，PE 也是业绩”，并不是说 PE 等同于当期利润，而是说 **PE 并非一个脱离 EPS 的独立变量，是对未来 EPS 增长路径、成长久期和盈利确定性的压缩表达**。

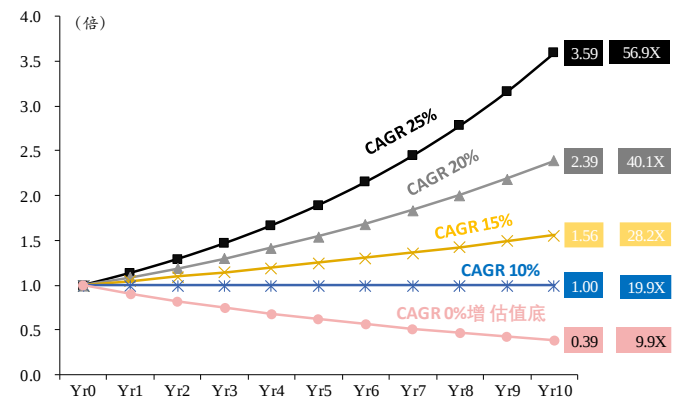
一家企业能够获得多高的估值，不仅取决于下一季度的利润增速，更取决于市场对其未来数年复合增速、盈利空间、竞争壁垒和现金流兑现能力的综合判断。从这个角度看，“二阶导”逻辑的合理性，在于其试图把握 PE 扩张与收缩的本质：当市场认为企业未来复合增速下降、成长空间缩小或成长久期缩短时，估值中枢确实可能下降。但实操中的主要问题是，**部分投资者习惯用一季或两季同环比增速的变化，替代对长期成长空间的综合判断。这相当于用短期增长斜率的变化，直接推导长期现金流贴现价值的变化，然二者之间并不存在自然的一一对应关系。**

图表 7. 成长期不同 CAGR 对估值倍数大小起决定作用



资料来源：中银证券

图表 8. 不同复合增速决定不同估值水平



资料来源：中银证券

均值回归是铁律，但铁律不等于交易信号。均值回归是铁律，便宜是硬道理。这两句话本身都没有错。任何资产都不可能永久脱离估值约束，任何极端的行业分化最终也会以某种形式实现收敛。但问题在于，铁律并不能自动转化为交易信号。便宜只能说明潜在赔率改善，不能说明盈利拐点已经出现；估值位于历史低位，只能说明进一步杀估值的空间可能下降，不能说明股价一定立即上涨。在盈利持续下修的过程中，低估值资产完全可能通过 EPS 下降，继续维持“看起来很便宜”的状态。同样，昂贵也不等于立即见顶。如果盈利预测持续上修、产业趋势不断得到验证，原本看似昂贵的 PE 可以通过 EPS 快速增长逐步消化。**因此，真正困难的并不是理解均值回归，而是判断均值将在什么时间、以什么方式完成回归。**估值回归既可以依靠股价下跌完成，也可以依靠 EPS 增长完成；低估值资产的修复既可能来自盈利周期反转，也可能长期停留在“价值陷阱”之中；市场集中度既可能通过龙头下跌而下降，也可能通过其他行业盈利扩散而下降。许多试图遵守“均值回归”和“便宜是硬道理”的投资者，在 PE 回摆的顶部和底部判断上长期存在较大误差。买早了，便将结果解释为“以时间换空间”；买错了，便将回撤解释为“长期价值尚待兑现”。但“以时间换空间”只能描述持有状态，不能代替方法论。任何缺乏明确兑现路径的错误判断，都可以在事后被包装成长期投资。真正有效的策略，不仅需要解释一项资产为什么便宜，还需要解释其相对业绩何时改善、资金为什么会流入，以及估值将依靠什么完成修复。

短期无需困惑，长期不必动摇。当前市场最大的变化来自资金面，而非产业盈利；来自价格波动，而不是价值崩塌。短期的难点，是判断韩国等高杠杆市场还需要完成多少仓位出清，以及全球风险偏好何时真正稳定。但对 A 股而言，波动率、低波资金撤退压力、情绪胜率、风险溢价和宽基 ETF 成交等指标，已经共同指向较为明显的超跌状态。因此，短期市场即使仍可能维持较高波动，也没有必要继续将波动本身等同于长期风险。长期的答案则更加明确。AI 产业的盈利方向尚未反转，盈利预测没有出现系统性下修，一阶导仍然向上，二阶导也没有形成普遍且持续的恶化。

当下最大的问题是“价格下跌反污基本面预期”。资产价格的快速调整，不可避免地会反向加剧投资者对产业基本面的担忧。即使下跌最初只是由杠杆收缩、仓位出清或风险偏好下降所触发，持续下跌的价格本身也会逐渐成为一种“证据”，促使市场怀疑产业趋势是否已经发生变化。资金面的波动由此被重新解释为基本面的恶化，价格下跌又进一步强化悲观预期。哪怕产业本无风浪，价格的波动也足以令投资者心浪先起。

一周数据集锦

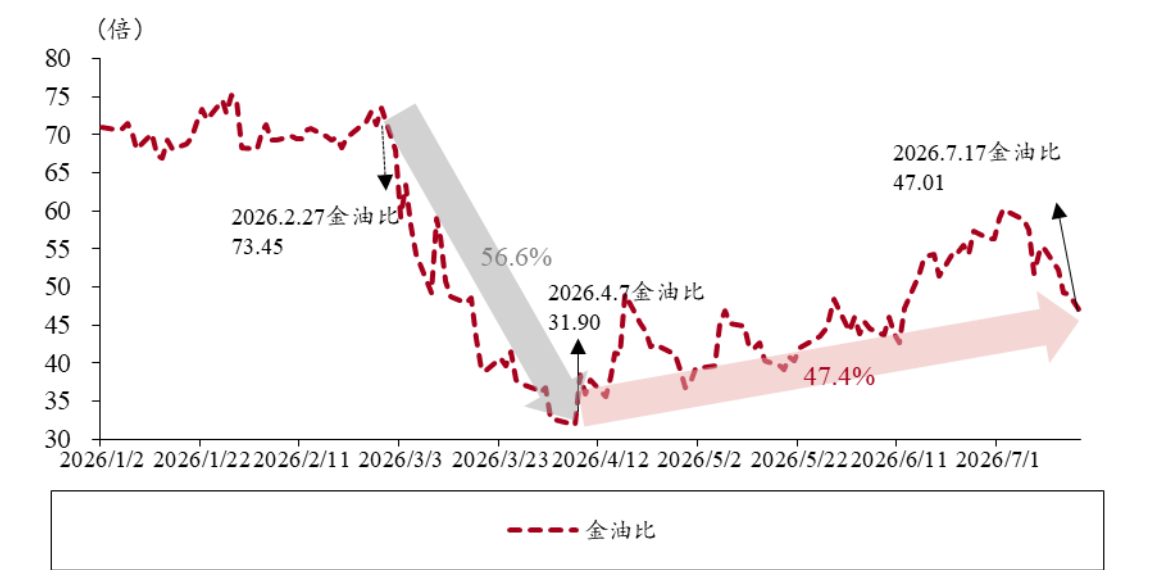
本周全球主要股指震荡分化，布油价格有所反弹。当前金油比 47.01，自本轮高点回落 36.0%，自 4 月 7 日本轮低点修复 47.4%。

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	(1.23)	(0.37)	8.52
	MSCI新兴市场	(4.14)	(5.93)	15.40
	标普500	(1.55)	(0.56)	8.94
	日经指数	(6.44)	(8.45)	27.42
	斯托克指数	0.09	(0.87)	8.83
	韩国综指	(8.77)	(19.53)	61.85
	万得全A	(8.74)	(18.28)	(3.29)
	恒生指数	1.60	7.35	(4.17)
汇	美元指数	(0.20)	(0.42)	2.54
	美元兑人民币	(0.08)	(0.26)	(3.35)
	美元兑日元	0.43	(0.11)	3.66
	欧元兑美元	0.19	0.13	(2.63)
商	CRB商品	4.32	8.02	27.84
	LME铜	0.32	1.14	8.89
	布伦特原油	14.51	18.75	35.12
	伦敦金现	(2.53)	(0.76)	(7.26)
债	10Y美债收益率(Bps)	(1.00)	11.00	37.00
	10Y国债收益率(Bps)	0.06	0.74	(10.69)

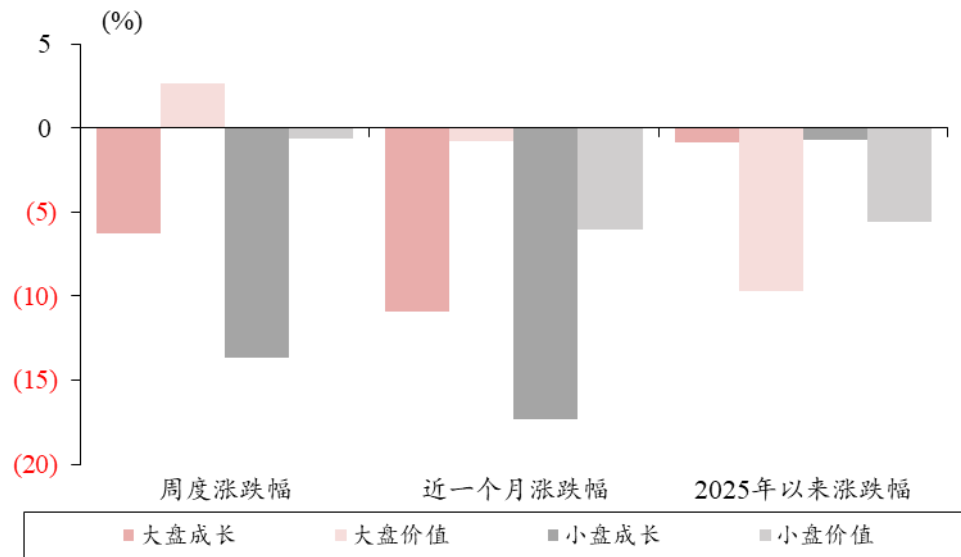
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月17日）

图表 10. 当前金油比 47.01，自本轮低点回升 47.4%



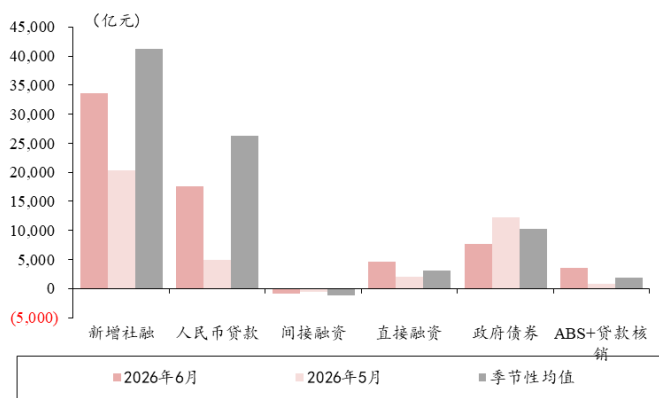
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月17日）

图表 11. 本周大盘价值风格表现相对占优



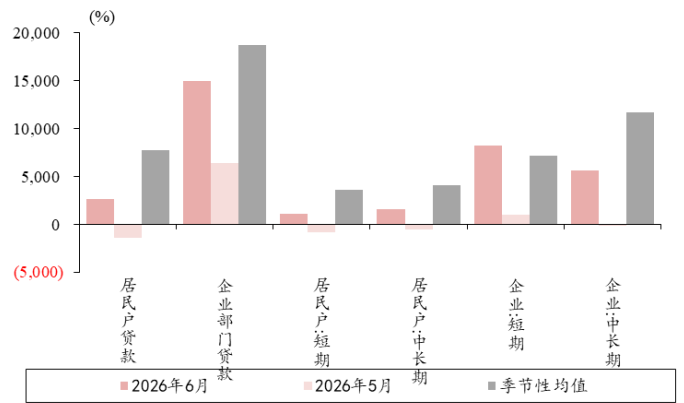
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月17日）

图表 12. 人民币贷款及政府债券为6月新增社融主要支撑



资料来源：万得，中银证券

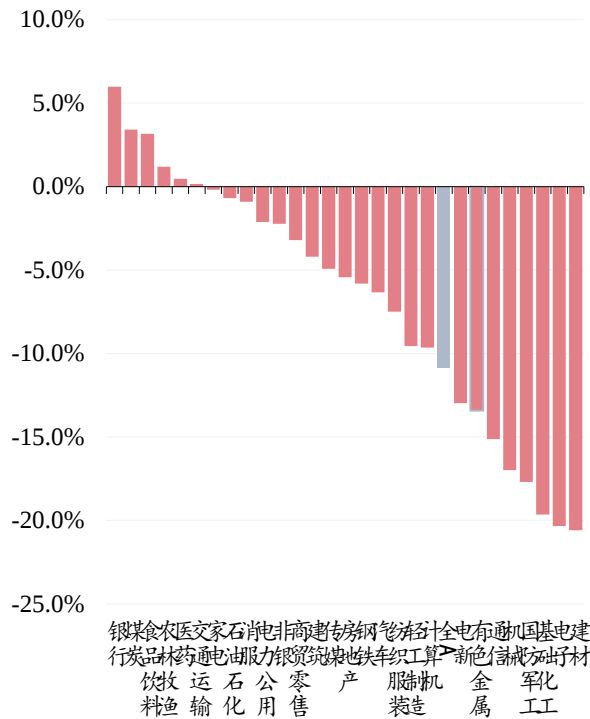
图表 13. 企业短贷支撑6月新增信贷



资料来源：万得，中银证券

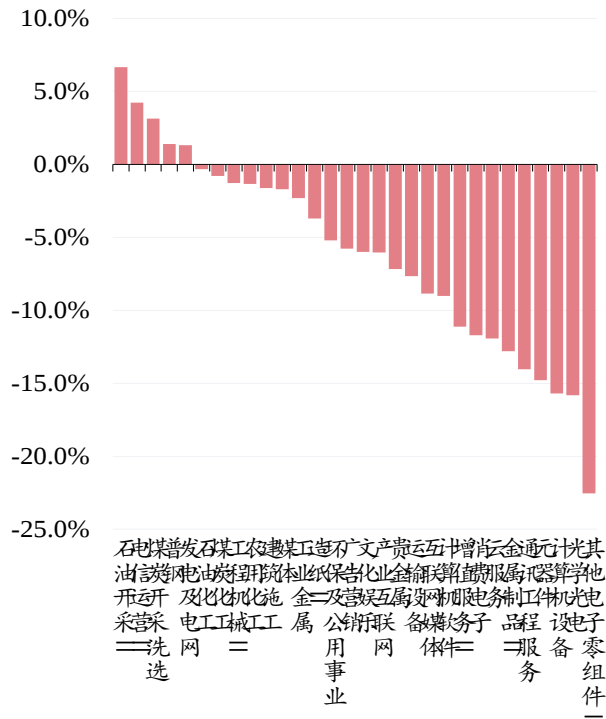
A 股一级行业涨少跌多。本周，市场整体呈现加速调整防御态势，银行业涨幅排名第一，煤炭行业涨幅第二。科技行业调整幅度偏大，和 AI 上游材料相关性高的建材行业本周跌幅第一，电子、军工、机械、通信等行业跌幅亦靠前。

图表 14. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

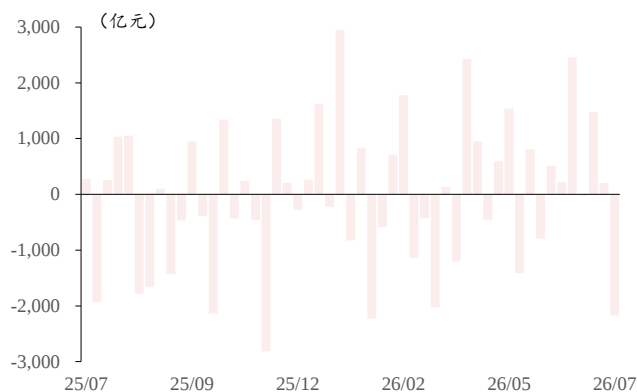
图表 15. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

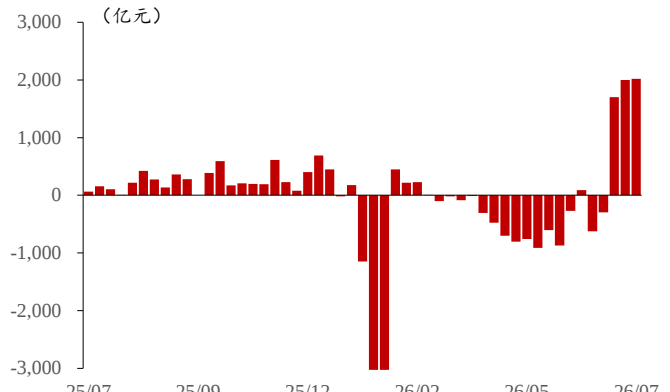
本周 A 股市场主力资金净卖出 2172.85 亿元，结束此前连续 2 周的净买入，单周净卖出规模创 5 个月以来最大。具体行业上，本周受市场资金关注的行业是医药生物，资金净流入规模达 110.29 亿元；银行、食品饮料分列二、三，资金净流入规模分别是 50.34 亿元和 23.85 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、国防军工和机械设备。本周股票型 ETF 场内净申购金额 2021.3 亿元，为连续第 3 周净申购，当周净申购较前周增加 21.29 亿元，单周净申购规模创 13 个月以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、南方中证 1000ETF、南方中证 500ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、易方达沪深 300ETF，集中在核心指数；减少最多的五只 ETF 分别是工银瑞信国证港股通科技 ETF、华泰柏瑞南方东英恒生科技指数 ETF(QDII)、华宝中证医疗 ETF、万家中证工业有色金属主题 ETF、鹏华上证科创板 100ETF。

图表 16. 本周主力资金净卖出规模创 5 个月以来最大



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
医药生物	110.29	387.86	(256.45)	(814.90)	环保	(13.88)	(5.93)	(29.84)	(30.64)
银行	50.34	(11.38)	(244.52)	(480.11)	房地产	(16.97)	34.28	79.94	(43.39)
食品饮料	23.85	15.40	(246.68)	(432.55)	建筑材料	(22.30)	17.11	213.67	419.76
石油石化	11.76	(4.20)	(211.49)	(53.90)	建筑装饰	(28.79)	(7.24)	(136.87)	(244.83)
公用事业	9.36	(166.65)	(177.72)	(143.50)	汽车	(31.59)	55.47	(146.15)	(598.92)
商贸零售	5.12	7.62	(80.51)	(390.51)	传媒	(36.11)	7.65	(436.92)	(737.93)
家用电器	4.82	24.44	(23.28)	(292.83)	非银金融	(39.53)	52.79	(586.09)	(1715.72)
煤炭	0.79	3.71	(25.33)	21.00	基础化工	(81.67)	40.61	278.18	682.82
纺织服饰	0.56	21.01	34.45	19.53	有色金属	(116.95)	(434.86)	(510.42)	(933.90)
农林牧渔	0.47	23.64	(200.66)	(320.10)	计算机	(140.44)	311.91	(171.20)	(267.08)
美容护理	(0.38)	3.12	(22.32)	(46.84)	电力设备	(155.30)	(521.89)	(1010.73)	(503.77)
轻工制造	(2.92)	31.14	39.95	51.63	通信	(206.85)	(496.40)	699.97	1897.94
钢铁	(3.44)	(27.60)	(182.57)	(126.60)	机械设备	(212.02)	185.77	1139.30	1365.44
交通运输	(4.24)	(14.87)	(230.15)	(365.26)	国防军工	(232.53)	(12.19)	(260.65)	(1045.78)
综合	(6.11)	8.48	18.97	7.09	电子	(1028.03)	(15.17)	5752.35	6688.23
社会服务	(10.15)	(26.14)	(132.92)	(244.32)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/7/17

风险提示

- 1) 地缘冲突超预期升级或霍尔木兹海峡遭长期封锁，导致油价持续走高。
- 2) 油价引发的通胀韧性超预期，可能导致全球主要央行紧缩预期重估，推迟或减少降息。
- 3) 美元流动性快速收紧，引发全球资本从新兴市场回流美国，对权益资产形成冲击。
- 4) 冲突持续时间与范围存在不确定性，或持续扰动市场风险偏好，压制估值。
- 5) 国内经济基本面修复节奏若不及预期，可能难以对冲外部流动性收紧。

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得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。

本报告期内含保密信息，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:

中银国际研究有限公司

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
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