

策略周报

牛未完，新风景

核心观点

核心结论：①牛市尚未结束：历史上牛转熊的背景是宏观面恶化、市场面过热，本轮 924 牛市宏观环境没变，情绪也未过热。②本次下跌性质：海外波动引致的下跌是牛市后期正常调整，随着海外扰动趋于平息，牛市下半场重要买点已出现。③行业或现轮涨：科技成长内部有望扩散，重视基本面修复的医药券商、低估低配的白酒医药，以及供求关系改善的资源品。

当前牛市是否已经结束？——我们认为 924 开启的本轮牛市尚未结束。以周期思维看市场，A 股牛熊轮回的周期规律一直客观存在。历史上 A 股牛转熊往往出现在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱的时候，当前这两个条件均不满足。这次政策环境仍宽松，宏观基本面渐次修复，与历史牛市高点相比，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致。通胀逐步回落之际，叠加中期选举临近，美联储加息预期或逐渐降温，并且居民资金入市趋势加速，A 股牛市仍将向纵深演绎。

近期市场调整是何性质？——我们认为当前调整属于牛市中后期的正常调整。24 年 924 牛市与 99 年 519 牛市的形态和内核都较为类似。1999-2001 年牛市中后期时，2000/08、2001/02 时市场均有明显回撤，但由于牛市宏观面和市场面环境未被破坏，短期调整后牛市依旧继续。若将本轮牛市与 99 年 519 牛市对比，26 年 1 月以来的调整或类似于 2000 年 8 月-2001 年 2 月出现的两波调整，期间沪指跌幅均在 10% 左右，对比 00/08、01/02 时调整幅度已经显著。当前 AI 趋势未终结，A 股微观资金面仍然充裕，叠加宽松政策发力之下基本面陆续修复，近期调整或对应着牛市中下半场重要买点的出现。

牛市继续，行业结构如何布局？——我们认为行业有望出现轮涨，科技成长或将扩散，另外重视低位的医药、地产等。牛市中后期调整后，行业结构往往出现变化。当前这轮牛市行业分化已经较为极致，历史上行业极致分化后，若基本面改善扩散+增量资金入场，可能会出现轮涨，比如 12-15 年、19-21 年牛市后半段均出现过轮涨。近期沉寂已久的部分价值板块开始表现，未来基本面改善有望由新经济到老经济逐渐扩散，叠加居民资金入市趋势逐渐加速，本次牛市或出现行业轮涨。具体而言，成长板块或内部扩散，此外重视基本面修复的医药券商、低估低配的白酒医药，以及供求关系改善的资源品。

风险提示：美联储紧缩预期大幅升温，国内经济修复出现波动。

策略研究 · 策略周报

证券分析师：吴信坤 021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：杨锦 021-61761017
yangjin1@guosen.com.cn
S0980526020001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8604.67/-9.34
创业板/月涨跌幅(%)	3428.63/-17.72
AH 股价差指数	124.02
A 股总/流通市值(万亿元)	92.24/84.05

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略周报-短线外资止盈，长线外资延续流入——7月第2周全球外资周观察》——2026-07-18

《策略周报-首份国家级扩消费五年规划出台——每周海内外重要政策跟踪》——2026-07-17

《策略周报-科创主题ETF获大幅净申购——7月第1周立体投资策略周报》——2026-07-13

《策略周报-牛市中后期，市场如何定价业绩？》——2026-07-11

《策略周报-南向资金放量回补推动港股修复——7月第1周全球外资周观察》——2026-07-11

内容目录

牛未完，新风景	4
风险提示	8

图表目录

图1：当前 A 股估值距离牛市高点还有差距	5
图2：当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距	5
图3：A 股牛市处于第三阶段	5
图4：全 A 归母净利润增速有望修复	5
图5：本轮 A 股调整类似于 2000/08、2001/02 时市场调整	6
图6：近期 SOX 指数 26、27 年 EPS 一致预期仍在上调	6
图8：全球机器人市场规模有望快速增长	7
图9：今年上半年创新药 BD 交易金额持续提升	7
图10：一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势	7
图11：AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	7

近期 A 股市场调整幅度较大，上证指数最低跌至 3745 点，已经跌破 26/3/23 时的市场低点。A 股持续调整、市场情绪转弱之际，不少投资者对牛市是否延续抱有疑问。我们本篇周报主要讨论市场近期最为关注的三个问题，一是牛市有没有结束？二是这一波调整是何性质？三是如果牛市行情继续，哪些领域值得重点关注？

牛未完，新风景

当前牛市是否已经结束？——我们认为 924 开启的本轮牛市尚未结束。以周期思维看市场，A 股牛熊轮回的周期规律一直客观存在。历史上 A 股牛转熊往往出现在整体股市情绪过热、宏观环境明显走弱的时候。2005-07 年和 2009-11 年 A 股牛市均终结于估值高企，货币政策持续收紧后基本面回落。2013-15 年牛市终结于市场情绪亢奋、监管查配资后微观流动性被骤然抽离。2019-21 年牛市中，21 年末市场涨幅已较大、估值也处于高位，22 年在国内疫情扰动，叠加俄乌冲突与美联储加息冲击，内外因素走弱触发了牛转熊。

这次政策环境仍宽松，宏微观基本面渐次修复，居民资金入市趋势加速，A 股牛市仍将向纵深演绎。牛市转熊市往往出现在宏观环境恶化、股市情绪亢奋的时候，当前这两个条件均不满足。

宏观面看，目前我国外需依然强劲，6 月美元计价下出口增速达 27.0%，较 5 月的 19.4% 继续上行。尽管二季度国内内需呈现偏弱态势，7 月末政治局会议稳增长政策或有所加码，助力国内宏微观基本面修复。海外美国 6 月 CPI 和核心 CPI 同比均低于前值和市场预期，通胀逐步回落之际，叠加中期选举临近，美联储加息预期或逐渐降温。

市场面看，与历史牛市高点相比，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致。924 开启的本轮牛市时空相比历史仍有较大空间。从市场情绪角度看，截至 26/7/17，全部 A 股 PE 为 21.8 倍、风险溢价率为 2.85%，相比历史 07、10、15、21 年等牛市高点仍有一定差距，可见目前市场情绪也尚未达到极致。

表1：牛市终结时涨幅、估值及宏观面情况汇总

	市场涨幅	PE 高点（倍）	PE 高点分位	风险溢价低点（%）	风险溢价低点分位	宏观环境
05-07 年	610%	56.8	100%	-2.61	100%	估值高企，货币政策持续收紧后基本面回落
09-11 年	138%	37.6	73%	-0.84	95%	估值高企，货币政策持续收紧后基本面回落
13-15 年	249%	31.8	81%	-0.5	82%	监管查配资，股市微观流动性环境被破坏
19-21 年	89%	24.5	79%	0.8	76%	疫情冲击国内基本面，俄乌冲突推高油价，美联储快速加息

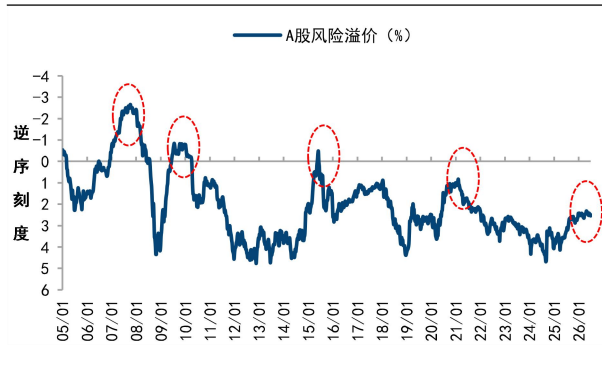
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：市场、估值和 PE 均采用万得全 A 指数刻画

图1：当前 A 股估值距离牛市高点还有差距



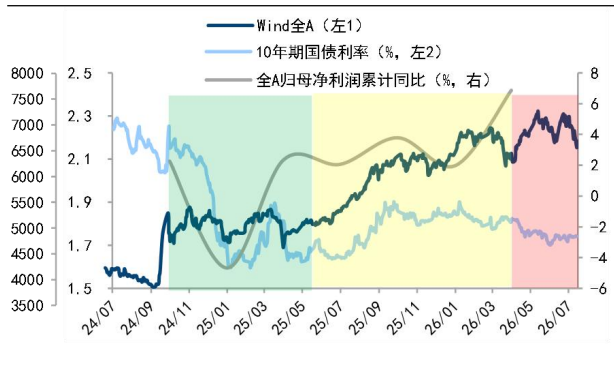
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距



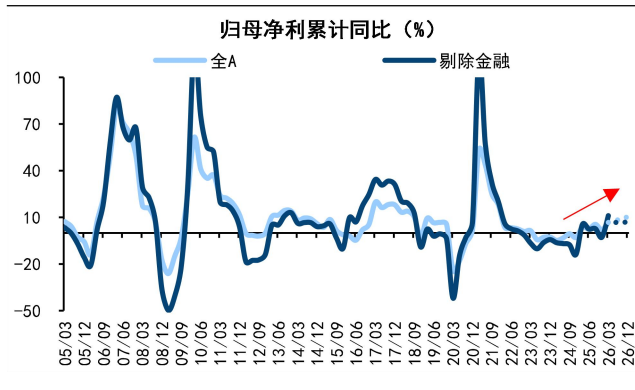
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：A 股牛市处于第三阶段



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：全 A 归母净利润增速有望修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

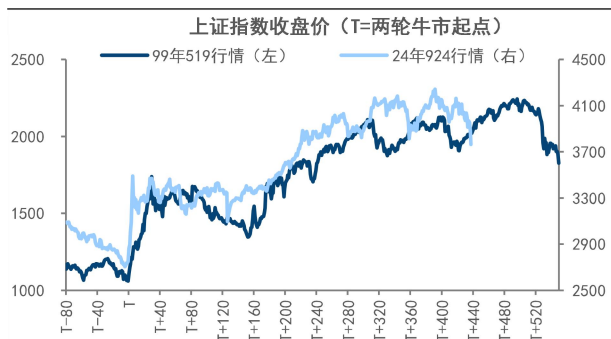
近期市场调整是何性质？——我们认为当前调整属于牛市中后期的正常调整。我们在前期多篇报告中提出，24 年 924 牛市与 99 年 519 牛市的形态和内核都较为类似，政策转向抗通缩是起点，随着政策落地基本面逐渐改善，市场逐渐反转向上。但在牛市走向深化的过程中也并非一路坦途，尤其是在牛市中后段时常出现大幅波动调整。1999-2001 年牛市中后期时，2000/08、2001/02 时市场均有过明显回撤，沪指最大跌幅均为 11% 左右，诱因是监管和外部环境冲击。

若将本轮牛市与 99 年 519 牛市对比，26 年 1 月以来的调整或类似于 2000 年 8 月-2001 年 2 月出现的两波调整。先是 26 年 3 月在伊朗局势恶化、油价冲高带来的滞涨预期冲击下沪指跌破 3800 点；此后局势缓和带动市场反弹，近期又在海外波动下沪指跌破 3 月低点，两波调整中沪指跌幅均在 10% 左右，对比 00/08、01/02 时调整幅度已经显著。

牛市下半场的重要买点或已经出现。借鉴 99-01 年，因为牛市宏观面和市场面环境未被破坏，短期调整后牛市依旧继续。当前 AI 趋势未终结，近期 META 称在明年将其 AI 算力能力翻倍至 14GW，显示其 AI 资本开支计划仍在扩张；美光、三星等内存巨头盈利指引依然强劲；SOX 指数一致预期 EPS 也在持续上修。因此，海外市场波动对 A 股的影响偏短期和局部，且海外扰动有望趋于平息。另外，随着牛市步入第三阶段，居民资金入市趋势仍在加速。本周以来（截至 26/7/17）宽

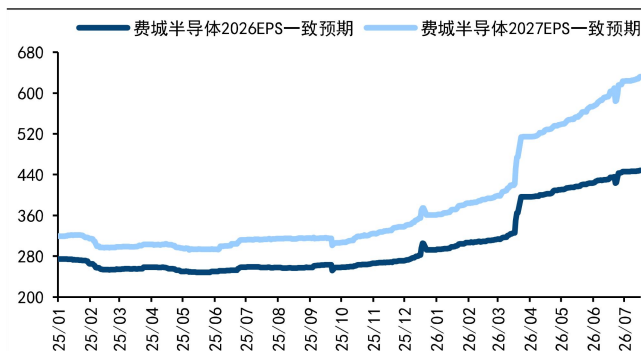
基指数 ETF 明显净申购，其中沪深 300ETF 净申购 398 亿、中证 500 为 162 亿，可见 A 股微观资金面仍然充裕。叠加宽松政策发力之下基本面陆续修复，近期调整或对应着牛市下半场重要买点的出现。

图5: 本轮 A 股调整类似于 2000/08、2001/02 时市场调整



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 近期 SOX 指数 26、27 年 EPS 一致预期仍在上调



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

牛市继续，行业结构如何布局？——我们认为行业有望出现轮涨，科技成长或将扩散，另外重视低位的医药、地产等。牛市中后期调整后，行业结构往往出现变化。当前这轮牛市行业分化已经较为极致，历史上行业极致分化后，若基本面改善扩散+增量资金入场，可能会出现轮涨，比如 12-15 年、19-21 年牛市后半段均出现过轮涨。19-21 年牛市下半场行业轮涨的特点是成长内部轮并逐渐带动价值补涨，这也更符合基本面渐变和资金自然流动的规律。近期沉寂已久的部分价值板块开始表现，未来基本面改善有望由新经济到老经济逐渐扩散，叠加居民资金入市趋势逐渐加速，本次牛市或出现行业轮涨。具体而言，重视成长板块内部扩散，以及医药、地产、资源品等。

第一，科技行情或尚未结束，将出现内部扩散。近期 AI 科技调整更多源于前期高拥挤度需要消化，短期 7 月末海外云厂商财报和资本开支指引需要重点关注，若资本开支继续延续强劲，AI 产业主线或仍延续。往后看，科技内部有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期、产业层面存在积极催化的人形机器人、商业航天、上游电力等。

第二，重视医药和券商，以及地产、白酒等低位板块。当前医药、地产、券商和白酒等板块已具备估值和持仓“双低”特征，而相关板块基本面正出现改善。医药方面，今年以来创新药医药 BD 交易金额及丰富度均明显提升，具有基本面优势的创新药有望获得市场再定价。券商方面，牛市中后期成交放量，券商业绩也将受提振。地产和白酒方面，年初来核心城市地产销售已有所回暖，价格水平阶段性回稳，且近期《扩大消费“十五五”规划》发布，后续促消费稳地产政策或逐渐落地，或推动消费地产回稳修复。因此，相关板块或具备补涨机会。

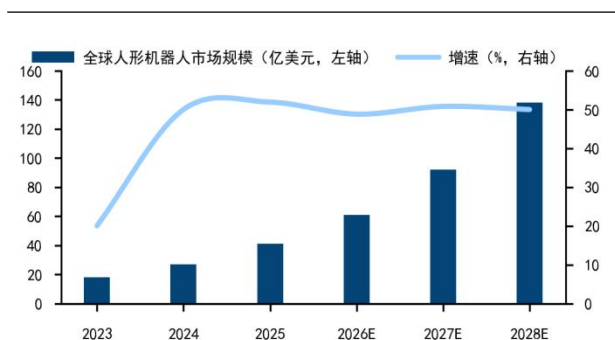
最后，关注供需格局改善的战略资源品。通胀回落之际，市场对于美联储 7 月加息的担忧明显缓解，或利于资源品表现。叠加部分品种供需改善，资源品价格中枢仍有支撑；同时，大国博弈强化资源战略属性，从中长期视角看，业绩确定性较高的有色、化工等方向或值得关注。

图7: 19-21 年牛市中 TMT、消费、周期、电新依次见顶



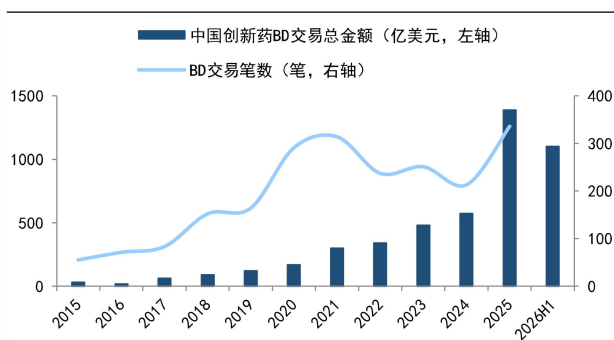
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 全球机器人市场规模有望快速增长



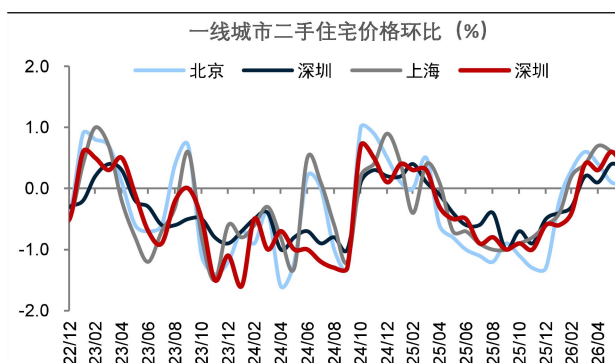
资料来源: Markets and Markets, 国信证券经济研究所整理

图9: 今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升



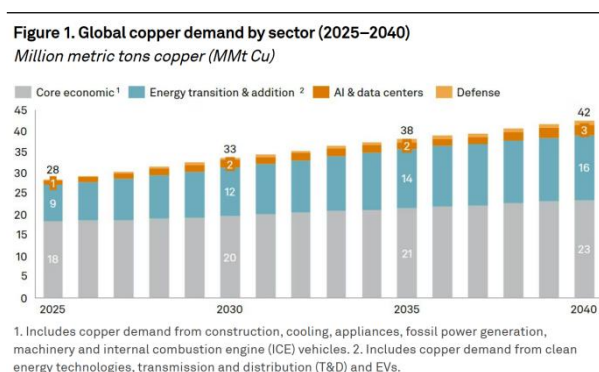
资料来源: 医药魔方, 国信证券经济研究所整理

图10: 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长



资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

风险提示

美联储紧缩预期大幅升温，国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032