



A 股策略周报 20260719

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：方智勇（执业 S1130525070001）

mouyiling@gjzq.com.cn

fangzhiyong@gjzq.com.cn

调整接近后半段

A 股的回撤：已经接近历史上非杠杆交易行情的最大幅度

继我们在上周周报中提到面对去杠杆要积极防御之后，本周（2026-07-13 至 2026-07-17，全文同）A 股出现了明显的回撤，尤其是成长风格，创业板指、中小盘成长风格指数都下跌了超过 10%，而大盘价值风格录得了正收益（+2.69%）。从市场的成交情绪和历史波动率来看，波动率已经超过了今年 3 月美伊冲突爆发时刻，接近 2025 年 4 月中美贸易摩擦的水平。市场存在明显升波下跌特征，而这往往是调整进入最后阶段的标志。我们结合对两融的交易观测以及重点板块（主要是电子和通信）潜在的缓冲空间测算来看，得出的结论是：经过本周大幅回撤之后，如果 TMT 板块未来下跌空间能够控制在 15% 以内，那么市场不会触发负向正反馈机制（类似韩国的杠杆出清机制），市场波动率升高的下跌就是本轮调整的尾声。截至本周四，两融买入额占全 A 成交额比例降低至 8.65%，已经达到年内最低；参与两融交易的投资者数量也大幅下降。而两融担保比例本周四为 272.65%，距离 220% 的历史最低值虽然还有接近 20% 的下行空间，但如果考虑到周五以电子、通信为代表的融资买入较多的板块下跌，那么实际上如果不考虑新增保证金的前提下，最新担保比例应该已经远低于周四的值，未来潜在的缓冲空间在 10% 至 15% 之间。此外，参考 2007 年的周期股、2015 年的 TMT、2021 年的核心资产见顶之后的最大回撤幅度区间（30%—55%），这一轮 AI 相关的细分板块指数都已经回撤接近 30%，已经和 2007 年周期股（2007Q3—2008 金融危机前）、2021 年的茅指数/宁组合当时见顶之后的最大回撤幅度相当。只要市场不存在类似 2015 年的杠杆交易机制和其他冲击，目前的调整已经接近主线行情正常回撤幅度。

基本面的演绎依然重要

随着市场的下跌，当期的业绩高景气似乎已经不重要，投资者开始担忧科技产业链远期的叙事。市场存在以下三点主要的担忧：（1）AI 通胀的负反馈开始出现，这意味着下游对价格的接受度已经达到临界点。比如存储，在经过了过去接近 1 年的持续涨价之后，下游开始对未来存储的涨价出现抵制，部分机构已经开始下调未来存储价格的上涨斜率。与此同时，海力士和美光都开始与下游客户签订长协，部分合约已经限制了价格的上下限，这意味着未来的价格弹性带来的业绩弹性可能被限制。（2）未来潜在的扩产以及新的竞争者进入，AI 硬件整体在 AI 产业链的利润分配格局可能会被重塑。海力士、三星电子和美光都明显上调了未来 24 个月的资本开支预期，虽然短期可能还是难以形成有真实有效的产能，但市场已经开始计价远期的供给释放。与此同时，光模块产业链开始出现了新的竞争者。（3）美股内部开始出现风格切换，类似于 2025 年年底开启的 HALO 交易：即投资者对 AI 投资远期效果开始担忧，但承认投资扩散带来传统行业复苏的现实（仅限美国）：费城半导体指数和信息技术指数开始跑输美股其他板块。类似的场景其实在 2007 年 Q4 的周期股以及 2021 年 Q4 的新能源股票也出现过。当时的成长股当期业绩也没有问题，高景气依旧在，但市场已经开始担忧产业链未来的潜在拐点。但产业链的潜在拐点在当时来看并非无迹可寻：当时代表宏观总需求的克强指数其实在 2007 年 2 月就见顶回落，背后是价格上涨以及货币政策紧缩最终带来了需求量的下滑；而 2021 年 Q1-Q4 新能源的销售净利率开始出现持续下降，背后是大量资本涌入，加剧行业产能过剩的风险。所以对于这一轮 AI 产业链的担忧而言，未来最重要的是观测两个变量：（1）AI 的实物消耗量是否出现拐点，量的增长拐头将意味着进入投资周期的“滞胀”期。（2）未来云厂商的业绩将比硬件股的业绩更重要，以及是否再次出现非线性变化的“奇迹”。

保持耐心，积极防御

市场当下的核心矛盾可能并不是主线切换，而是 AI 硬件行情的最后演绎路径。我们认为未来市场有三种演绎路径：第一种，产业链的担忧被证伪，非线性的技术奇迹再次出现，那么此次的调整就是单纯的资金去杠杆，甚至有可能突破前高；第二种，产业链的担忧被证真，杠杆下跌后进入基本面主导的漫长调整阶段；第三种，也是我们认为最有可能的场景，AI 投资相关的投资总量尚未放缓，基本面逆转信号并不充足，市场交易结构调整完毕，开启结构性反弹。我们的配置推荐维持不变，仍是积极防御：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

海外经济大幅下行；AI 产业叙事彻底证伪。



内容目录

当前 A 股去杠杆交易已经进入后半段，潜在下跌空间已经不大	3
去杠杆之后，市场的演绎路径取决于基本面的验证	5
风雨过去之前，仍要积极防御	8
风险提示	8

图表目录

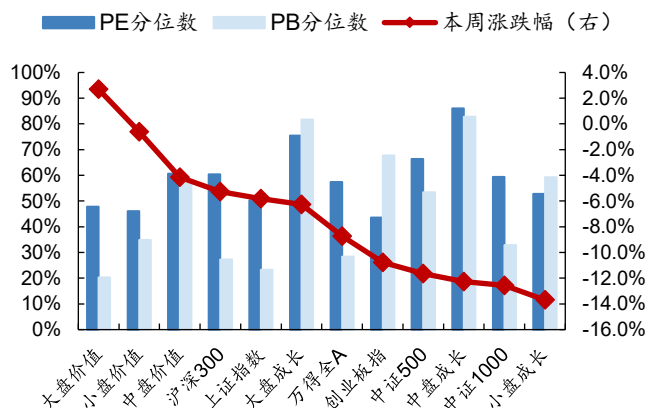
图表 1：去杠杆交易中，成长风格大幅回撤，价值风格占优	3
图表 2：成交情绪并未跌至前低，但波动率已经大幅抬升，接近 2025 年 4 月中美贸易摩擦的水平	3
图表 3：截至本周四，两融买入额占全 A 成交额比例已经达年内最低，参与两融交易的投资者数量大幅下降	3
图表 4：截至本周四两融担保比例为 272.65，考虑到指数相关性很强，周五下跌后可能已经低于该值	3
图表 5：这一轮主要科技细分领域的回撤幅度已经和 2007 年周期股、2021 年的核心资产相当	4
图表 6：除了光模块以外，其他细分板块 2026 年的业绩预期仍在上调	5
图表 7：存储在 2023 年以来先后经历了量增价跌→量价齐升→以涨价为主导的阶段	5
图表 8：随着存储价格的不断上涨，海力士、三星电子和美光未来 24 个月的资本支出预测大幅上调	6
图表 9：美股其他板块并未跟随科技股的大幅调整而下跌	6
图表 10：如果考虑财报真实披露日，2007 年周期股股价明显领先业绩增速见顶	7
图表 11：类似的事情也发生在 2021 年 Q4 的新能源产业链	7
图表 12：当时代表宏观总需求的克强指数其实早在 2007 年的 Q1 就已经见顶回落	7
图表 13：新能源持续大量的资本开支使得竞争加剧，销售净利率承压	7



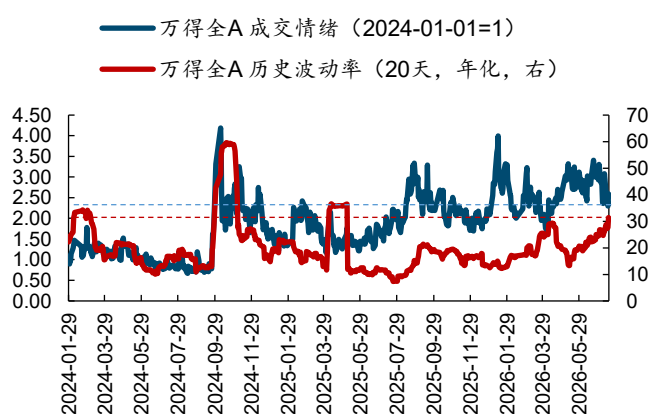
当前 A 股去杠杆交易已经进入后半段，潜在下跌空间已经不大

继我们在上周周报中提到面对去杠杆要积极防御之后，本周（2026-07-13 至 2026-07-17，全文同）A 股出现了明显的回撤，尤其是成长风格，创业板指、中小盘成长风格指数都下跌了超过 10%，幅度甚至超过了韩国综合指数（-8.77%）。而大盘价值风格录得了正收益（+2.69%）。从市场的成交情绪和历史波动率来看，波动率已经超过了今年 3 月美伊冲突爆发时刻，接近 2025 年 4 月中美贸易摩擦的水平，但成交情绪并未跌至冰点。

图表1：去杠杆交易中，成长风格大幅回撤，价值风格占优



图表2：成交情绪并未跌至前低，但波动率已经大幅抬升，接近 2025 年 4 月中美贸易摩擦的水平



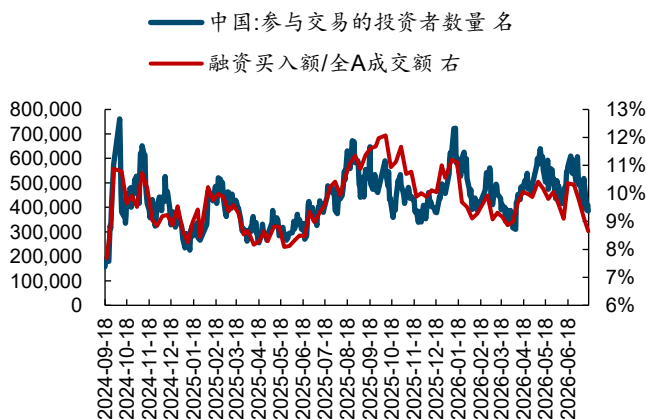
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所。注：成交情绪为换手率和成交额的等权加权。

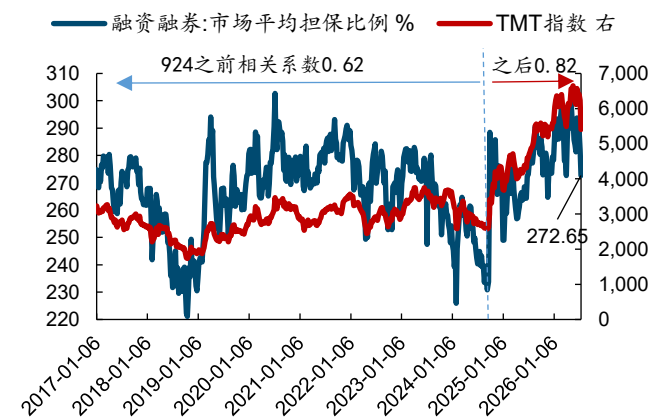
所以接下来对于去杠杆交易处于什么阶段的观测依旧是核心。我们结合对两融的交易观测以及重点板块（主要是电子和通信）潜在下跌空间的测算，得出的结论是：经过本周的大幅回撤之后，A 股去杠杆交易可能已经接近尾声，而科技细分板块未来继续下跌的空间，参考历史经验，可能也十分有限。具体来看：

（1）经过了本周的下跌之后，截至本周四，两融买入额占全 A 成交额比例降低至 8.65%，已经达到年内最低；参与两融交易的投资者数量也大幅下降。而两融担保比例本周四为 272.65%，距离 220% 的历史最低值虽然还有接近 20% 的下行空间，但如果考虑到周五以电子、通信为代表的融资买入较多的板块下跌超过 8%，那么实际上如果不考虑新增保证金的前提下，最新担保比例应该已经远低于周四的值，未来潜在的缓冲空间可能也就介于 10%~15% 之间。所以如果保证金不能及时追缴，电子和通信再继续下跌 10% 以上可能意味着更多的杠杆资金爆仓会出现，此时可能会引发更大的下跌。

图表3：截至本周四，两融买入额占全 A 成交额比例已经达年内最低，参与两融交易的投资者数量大幅下降



图表4：截至本周四两融担保比例为 272.65，考虑到与 TMT 指数相关性很强，周五下跌后可能已经低于该值



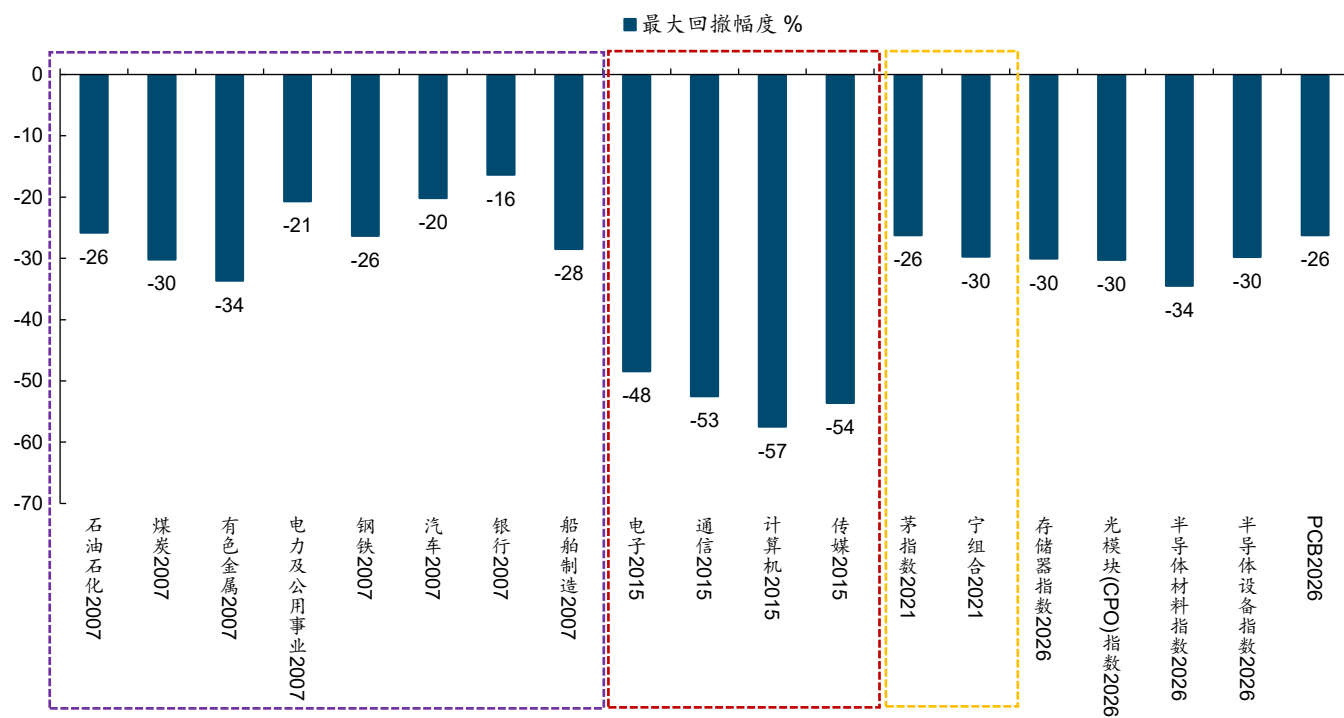
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

（2）参考 2007 年的周期股、2015 年的 TMT、2021 年的核心资产见顶之后的最大回撤幅度，会发现这一轮 AI 相关的细分板块指数都已经回撤接近 30%，已经和 2007 年周期股、2021 年的茅指数/宁组合当时见顶之后的最大回撤幅度相当。当然，如果参考 2015 年的 TMT 见顶后的最大回撤幅度，可能还有接近 20% 的下跌空间，但这可能就是极端情况出现的结果，比如：两融担保比例继续下降，更多人爆仓，同时 AI 基本面的逻辑短时间内全面证伪。



图表5：这一轮主要科技细分领域的回撤幅度已经和2007年周期股、2021年的核心资产相当

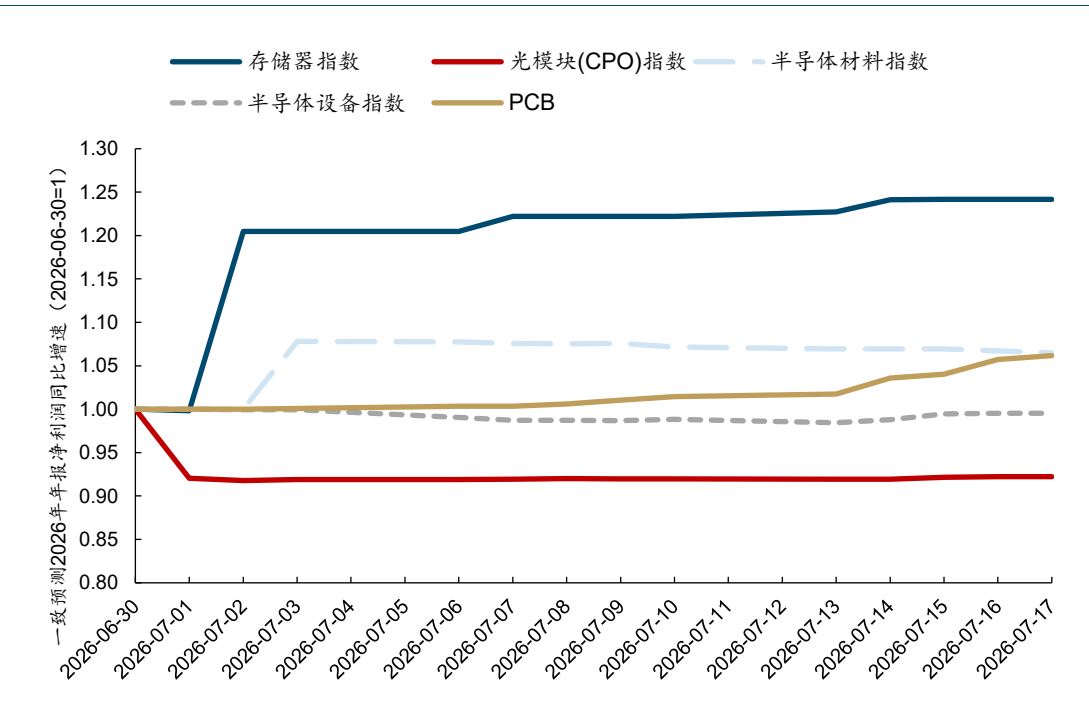


来源：wind，国金证券研究所。注：最大回撤的考察区间分别是2007-10-16至2007-11-30；2015-06-12至2015-07-09；2021-01-01至2021-12-31；2026-06-30至2026-07-17。

去杠杆之后，市场的演绎路径取决于基本面的验证

当前科技股的下跌与当期的业绩并没有关联，而是投资者开始逐步担忧产业链远期的叙事。可以看到 2026 年 6 月 30 日以来，虽然 AI 相关的细分板块开始下跌，但除了光模块以外，其他细分板块的 2026 年业绩预期仍在被上调。

图表6: 除了光模块以外，其他细分板块 2026 年的业绩预期仍在上调

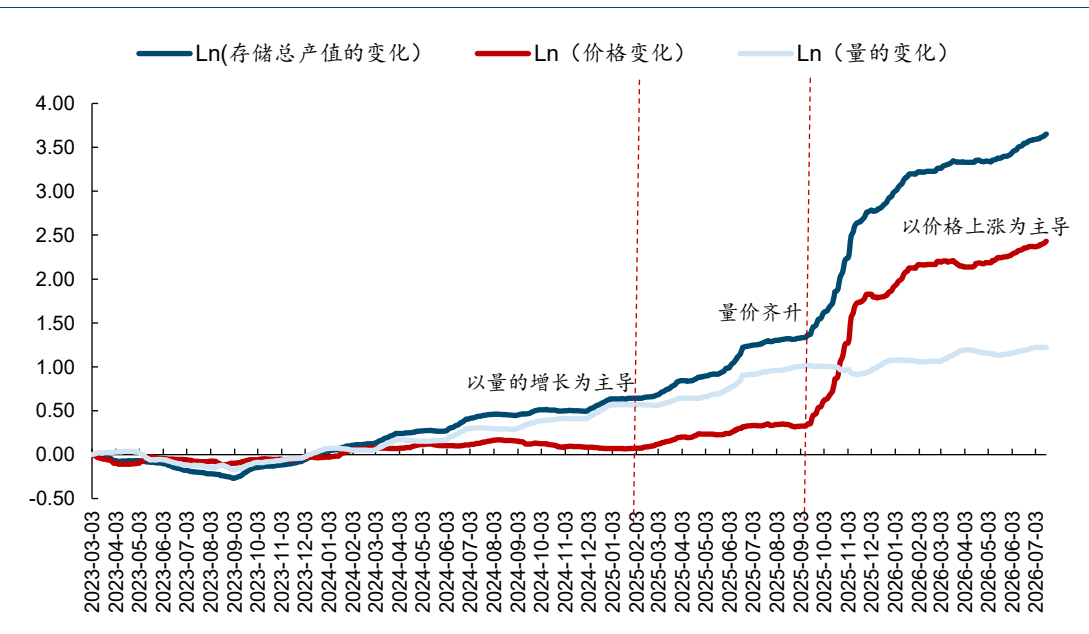


来源: wind, 国金证券研究所

当前市场对于 AI 产业链的担忧主要集中在以下三个方面:

(1) AI 通胀的负反馈开始出现，这意味着下游对价格的接受度已经达到临界点。比如存储，在经过了过去接近 1 年的持续涨价之后，下游开始对未来存储的涨价出现抵制，部分机构已经开始下调未来存储价格的上涨斜率。与此同时，海力士和美光都开始与下游客户签订长协，部分合约已经限制了价格的上下限，这意味着未来的价格弹性带来的业绩弹性可能被限制。

图表7: 存储在 2023 年以来先后经历了量增价跌→量价齐升→以涨价为主导的阶段

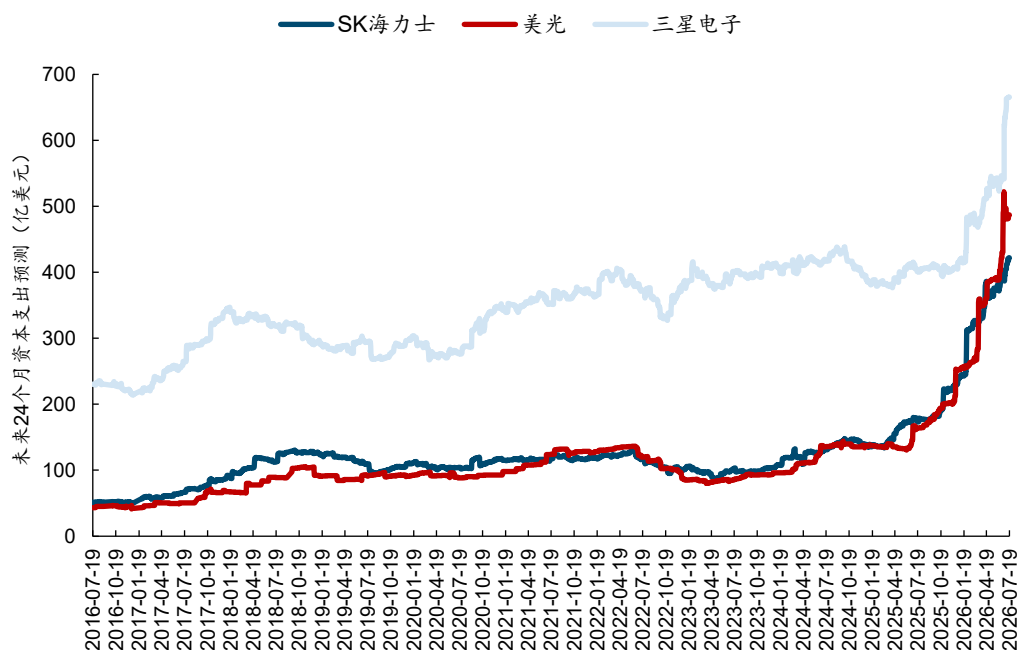


来源: wind, 国金证券研究所。注: 总产值采用 DXI 指数代表, 价格采用 DRAM 中 DDR5 的现货平均价, 量=总产值/价格。



(2) 未来潜在的扩产以及新的竞争者进入。价格的上涨最终还是带来了未来产能扩张的计划，海力士、三星电子和美光都明显上调了未来 24 个月的资本开支预期，虽然短期可能还是难以形成有真实有效的产能，但市场已经开始计价远期的供给释放。与此同时，光模块产业链开始出现了新的竞争者，以比亚迪为代表的制造业巨头可能已经开始考虑切入光模块供应链，这可能意味着未来更多产能的增加和潜在的内卷。

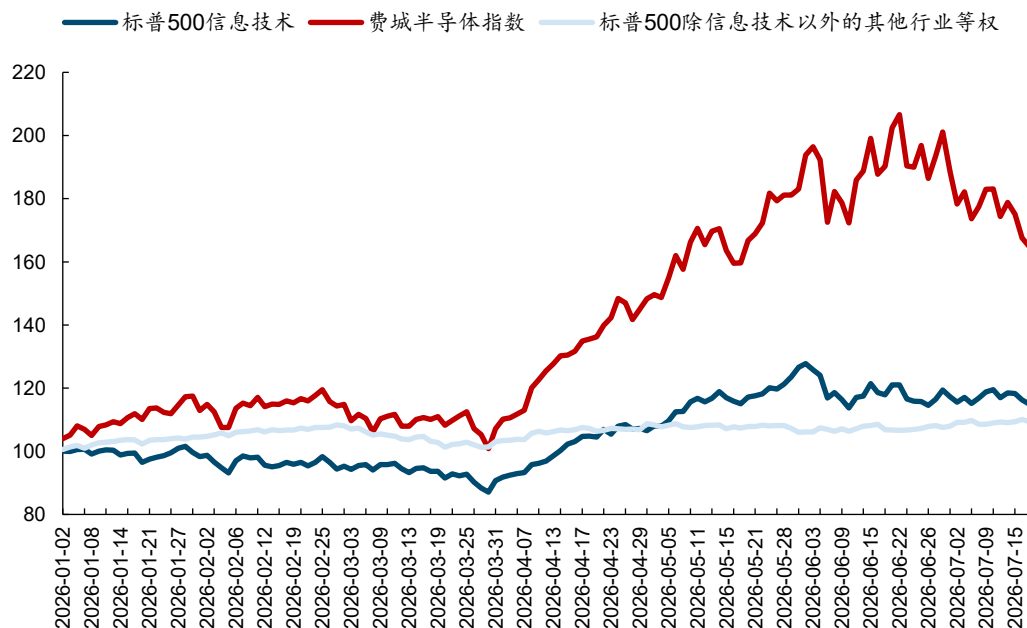
图表8：随着存储价格的不断上涨，海力士、三星电子和美光未来 24 个月的资本支出预测大幅上调



来源：Bloomberg，国金证券研究所

(3) AI 融资在未来的变现能力再次成为疑问。AI 产业发展吸引了全球资本涌向美国，但投资者开始担心 AI 融资后远期回报率的不确定性，不过美国经济确实受到了投资拉动，所以费城半导体指数和信息技术指数开始跑输美股其他板块。

图表9：美股其他板块并未跟随科技股的大幅调整而下跌

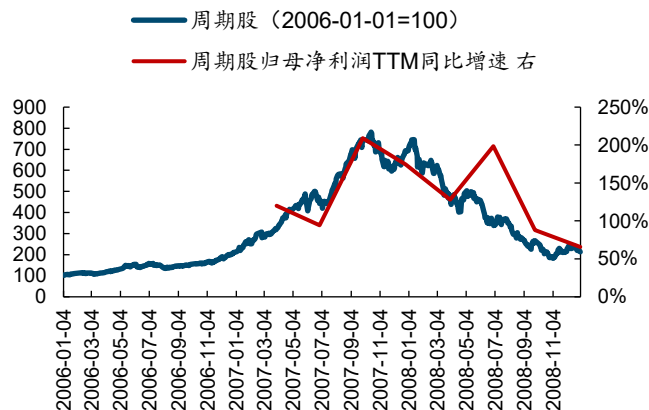


来源：wind，国金证券研究所

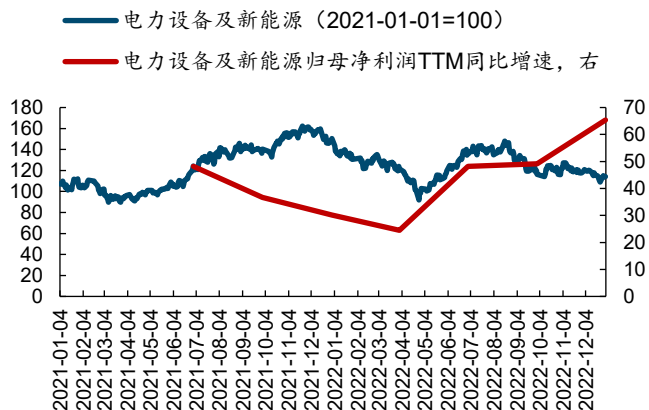


类似的场景其实在 2007 年 Q4 的周期股以及 2021 年 Q4 的新能源股票也出现过。当时的成长股当期业绩也没有问题，高景气依旧在，但市场已经开始担忧产业链未来的潜在拐点。

图表10：如果考虑财报真实披露日，2007 年周期股股价明显领先业绩增速见顶



图表11：类似的事情也发生在 2021 年 Q4 的新能源产业链

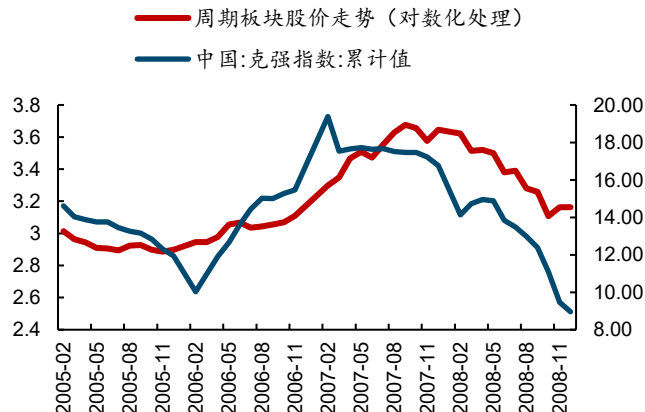


来源：wind，国金证券研究所。注：这里的周期股与前文一致，包括石油石化、煤炭、有色金属、电力及公用事业、钢铁、汽车、银行、船舶制造。

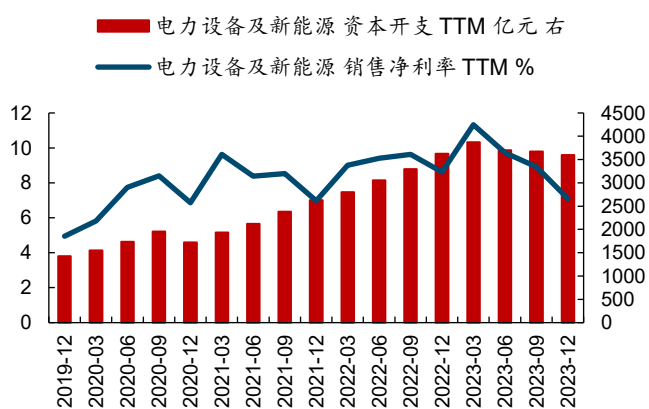
来源：wind，国金证券研究所

但产业链的潜在拐点在当时来看并非无迹可寻：当时代表宏观总需求的克强指数其实在 2007 年 2 月就见顶回落，背后是价格上涨以及货币政策紧缩最终带来了需求量的下滑；而 2021 年 Q1-Q4 新能源的销售净利率开始出现持续下降，背后是大量资本涌入，加剧行业产能过剩的风险。

图表12：当时代表宏观总需求的克强指数其实早在 2007 年的 Q1 就已经见顶回落



图表13：新能源持续大量的资本开支使得竞争加剧，销售净利率承压



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

所以对于这一轮 AI 产业链的担忧而言，未来最重要的是观测两个变量：

(1) AI 的实物消耗量是否出现拐点，比如 token 的消耗量、半导体的销售量等，实物消耗量的拐点可能领先于业绩拐点出现。

(2) 未来云厂商的业绩将比硬件股的业绩更重要，同时如果伴随新的技术突破出现，可能会带来新一轮上涨催化。

所以基于上述变量的观测，未来市场有三种演绎路径：第一种，产业链的担忧被证实没问题，非线性的技术奇迹再次出现，那么此次的调整就是单纯的资金去杠杆，甚至有可能突破前高；第二种，产业链的担忧被证真，科技股的股价顶部已经出现，漫长的调整开启；第三种，也是我们认为最有可能出现的场景，AI 投资相关的投资总量尚未放缓，基本面逆转信号并不充足，市场交易结构调整完毕，开启结构性反弹。

风雨过去之前，仍要积极防御

随着两融活跃度不断下降以及核心成长板块的下跌幅度已经接近 2007 年周期股、2021 年核心资产见顶之后的最大回撤幅度，我们倾向于认为市场的去杠杆交易已经进入到后半段，未来市场进一步大幅下跌需要比较强的基本面走弱的假设。但即便如此，我们认为在科技的基本面趋势并未明晰之前，积极防御依旧是必要的。因此，我们的配置推荐维持不变：

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

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。

AI 产业叙事彻底证伪：如果 AI 产业叙事彻底证伪，那么文中有关科技股的下跌空间测算就不再成立，而有关半导体材料和设备的推荐也不再具备逻辑支撑。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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