

反弹的时间和空间研判

2026年08月02日

近期科技板块持续调整，7月个股普遍回调20%~30%，截至7月31日创业板指已经回到4月初水平。本轮调整的本质在于资金与情绪共振后的行情回摆，因此需要判断当前行情回摆到什么位置，以及后续的反弹时间和空间。

■ 科技行情的回摆，调整幅度基本完成

我们在此前报告中《资金面扰动仍将延续》中提到了本轮再平衡为短期交易/资金层面的修正，而非产业趋势发生逆转；只是由于前期行情过度拥挤造成的回摆力度较大。我们从市场波动、拥挤度和资金面三个维度分别讨论本轮行情的调整情况：

波动率触及75阈值，市场进入筑底阶段。2026年7月17日上证指数的波动率触及75阈值，上证进入极端波动区间；但高波动往往不可持续，过往经验看上证指数波动率触发极值后的2-3个交易日即进入波动率收敛行情。对应当前市场表现，科技的调整行情已经转向，开始进入降波交易；截至7月31日波动率为84.6，表明市场降波尚未结束，仍处于筑底阶段。

风格分化已经收敛，但拥挤度仍高居不下。由于交易情绪的分化导致本轮调整行情的波动明显放大。从风格维度看，国证成长/价值之比已经回落到均值水平，而创业板相对红利的性价比大幅回升（中证红利股息-1/创业板PE的值已经回落到-1 σ 位置），表明科技板块的调整幅度基本到位。从拥挤度维度看，7月31日双创占全A的成交额占比为43.3%，高于2025年9月-2026年4月的35%-40%的中枢，科技板块仍略显拥挤；同时，科技龙头的高拥挤度也未见明显松动，截至7月31日全A成交额排名前5%个股的成交额占比为49.68%，环比6月30日小幅提高0.66pct。总体而言，本轮科技的调整幅度基本到位，但仍需要时间消化高拥挤度。

融资余额回落至3月水平。融资资金是助推本轮加剧分化的重要因素之一，从融资余额变化看，截至7月30日融资余额合计2.45万亿元，基本回到了3月底水平。但从细分行业看，电子行业的融资余额为4980亿元，高于4月30日的4492亿元和3月31日的3917亿元，仍存在流出压力。

综上所述，当前科技股行情的回摆，调整幅度基本完成，但目前科技股的拥挤度仍处于偏高水平，市场的波动率尚未降低，还需要时间进行消化。

■ 以史为鉴：科技行情未完，但主线叙事依赖产业景气

历史环境中同样存在极致分化之后的回摆行情，最典型的为2014年创业板产业趋势、2021年的核心资产切换。

2014年创业板产业趋势持续兑现。(1) 2013年，在4G牌照落地、移动互联网产业爆发、并购重组政策松绑的三重驱动下，创业板从585点快速提升至2014年初的1571点。TMT（传媒、通信、电子、计算机）和军工行业的2012年底至2014年中的平均收益均超过300%，反观以煤炭为主的周期板块存在明显调整，形成创业板对主板的虹吸效应。(2) 2014年Q4，随着930新政放松房地产调控、央行超预期降息，叠加2014Q3财报的困境反转，市场风格发生剧烈切换。资金从高估值中小创快速撤离，涌入低估值金融、券商、基建等大盘蓝筹。公募对创业板的持仓亦出现大幅变化，2013Q4的13.74%快速提升至2014Q2的20.45%；而2014Q4快速回落至13.93%。(3) 2015年上半年，在“互联网+”政策催化、两融资金大幅入市的推动下，TMT重回主线，彼时成长（风格·中信）的归母净利润增速同比维持10%，而周期（风格·中信）的2014Q4归母净利润同比为-16.3%大幅下滑。总体而言，创业板趋势行情的阶段性回摆，不意味着创业板主线的终结，产业趋势的兑现

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《十大未来产业系列之七——原子级制造》

2026-07-31

《前沿材料新动能——苏州智造2030系列（新材料篇）》

2026-07-29

仍然是决定中长期方向的核心变量。

2021 年从“茅指数”到“宁指数”的核心资产切换。(1) 2019-2021 年初, 在全球流动性宽松、外资持续流入、机构化加速的背景下, 以茅台为代表的核心资产走出持续两年的单边牛市。2020 年 10 月茅指数平均成交额占比从 9.43% 快速提升至 2021 年 2 月最高值 20.53%, 资金与情绪共振驱动下加剧分化。彼时核心资产对小盘持续资金虹吸, 中证 1000 在 2020 年 10 月-2021 年 2 月的最大回撤约 20%。(2) 2021 年春节后, 美债收益率快速上行击穿高估值资产的分母端。茅指数的拥挤度开始回落, 2021 年 3 月其占全 A 的成交额占比快速回落至 13% 左右; 由于情绪和资金的共振, 以宁德时代为首的宁组合同样面临大幅调整。(3) 但从行业景气出发, 白酒产量当月同比受基数影响从 2021 年 3 月的 24.7% 见顶回落; 反观锂电行业, 新能源车产量的高景气导致锂电行业供需偏紧, 碳酸锂价格从 2021 年初的 5.3 万元/吨快速提升至 2021 年 3 月的 8.9 万元/吨。伴随“茅指数”进入震荡修复行情, 资金溢出转向顺周期和新能源, 完成了从“茅指数”到“宁指数”的切换。公募重仓股食品饮料持仓从 2021Q1 的 18.8% 下滑至 2021Q3 的 13.68%; 而电力设备从 2021Q1 的 7.21% 提升至 2021Q3 的 18.39%。总体而言, “茅指数”行情的回落, 导致了短期“宁组合”的错杀, 但基本面维持高景气环境下, 主线也从“茅指数”切向“宁指数”。

总体而言, 科技趋势行情的回摆并不会导致行情的终结, 产业端的兑现仍是核心变量; 尤其是受资金错杀的方向, 如 2021 年的“宁组合”, 伴随向上的景气周期, 迎来强势的超跌修复行情。

■ 情绪回摆结束, 寻找错杀品种

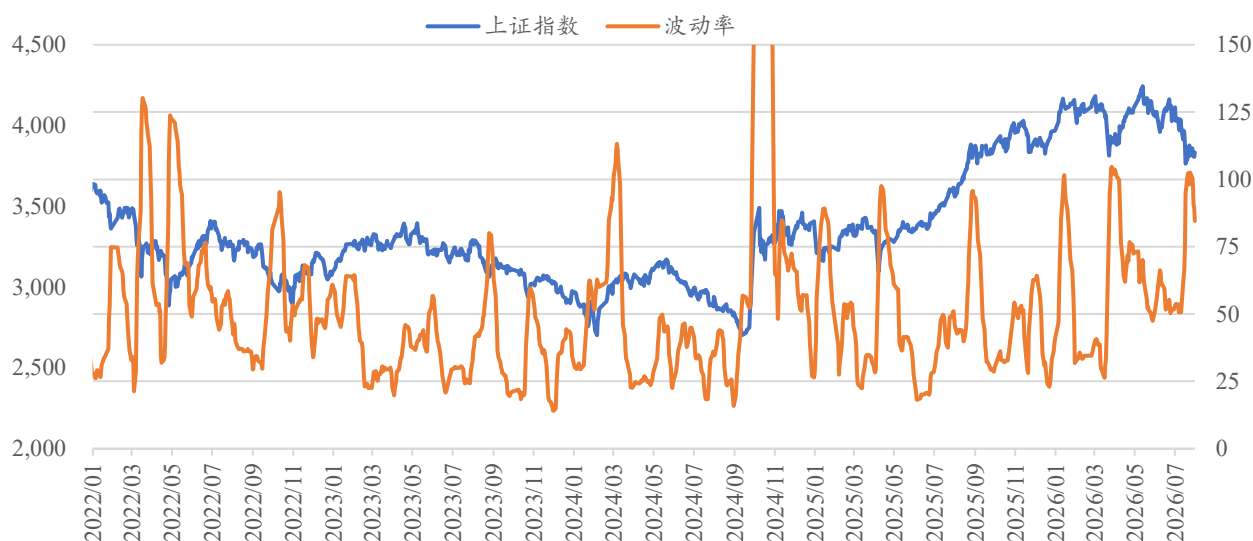
根据前述, 当前市场的情绪回摆基本结束, 市场或进入筑底反弹阶段。从产业基本面来看, AI 科技景气逻辑并未破坏, 亚马逊上调资本开支、开源模型拉动算力需求; OpenRouter 数据显示 Token 消耗量还在上行趋势中, 7 月 10 日 GPT-5.6 上线后, OpenAI 旗下产品 Codex 的用户规模呈现爆发式增长。

但后续行情的演绎, 难以再“全面押注科技”。其中 6 月极致分化行情中最强势方向即是“涨价”品种, 其底层逻辑来自阶段性供需错配, 靠产品涨价实现超额收益的品种天然带有周期属性; 一旦市场看到清晰的新增产能投放时间表, 资金会逐渐开始计价“景气不可永续”。因此在资金面矛盾改善后, 科技硬件板块将出现“分化”式的修复。

根据 2021 年“宁组合”的切换经验, 景气向上以及资金错杀的方向, 有望成为后续修复的主线: 我们认为最为确定的是“量增”逻辑主导、没有计入或较少计入涨价预期的品种, 如国产算力、国产先进制程和半导体设备等。

■ 风险提示: 国内经济复苏速度不及预期; 联储降息不及预期; 宏观政策力度不及预期; 科技创新不及预期; 地缘政治风险。

图1：2026 年 7 月 17 日，上证指数的波动率触及 75



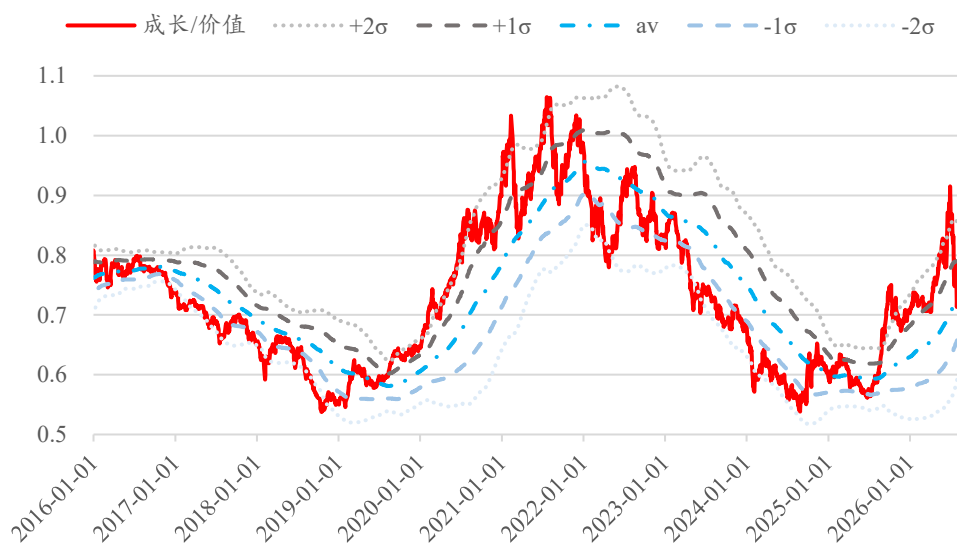
数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：波动率本身数值无实际含义，过往经验看 75 为极端行情阈值）

图2：截至 7 月 31 日全 A 成交额排名前 5% 个股的成交额占比为 49.68%



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：时间截至 2026 年 7 月 31 日）

图3：成长/价值风格比已经回到均值水平



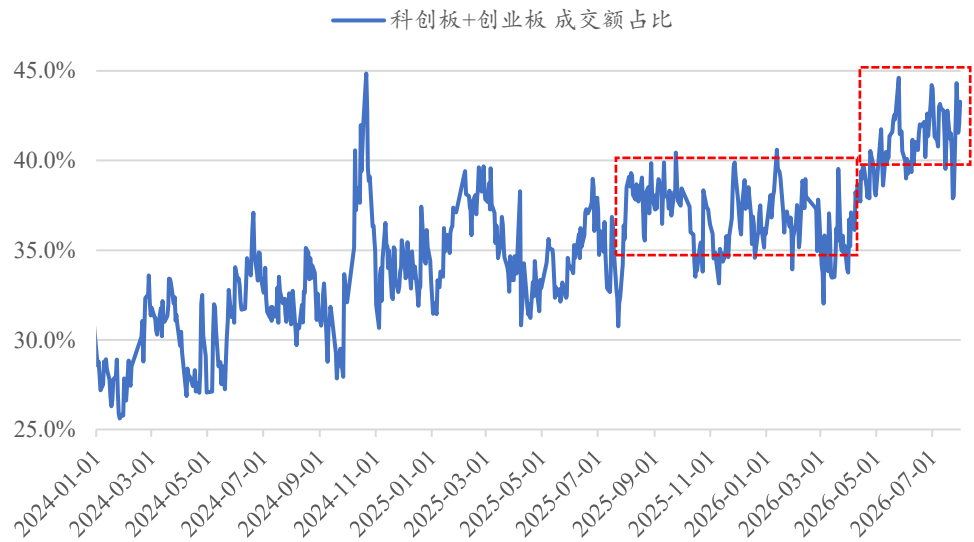
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：标准差为滚动3年）

图4：红利股息和创业板的相对性价比快速回落到-1σ



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：标准差为滚动3年）

图5：双创两板成交额占比仍处于 40%-45% 区间



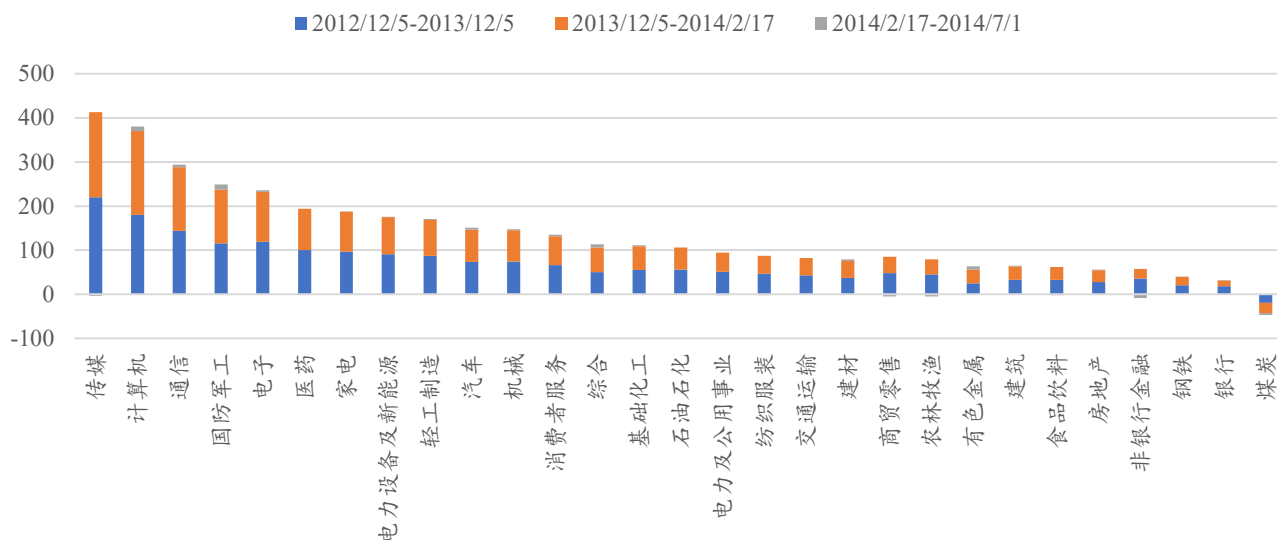
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：2025 年 9 月以来的融资余额变化（单位：亿元）

申万行业	2025/9/30	2025/10/31	2025/11/30	2025/12/31	2026/1/31	2026/2/28	2026/3/31	2026/4/30	2026/5/31	2026/6/30	2026/7/30
电子	3462.83	3643.60	3577.73	3789.91	4003.00	4000.18	3917.39	4492.96	5641.58	6445.38	4980.34
电力设备	1987.78	2067.92	2166.99	2245.56	2358.54	2324.32	2329.69	2388.12	2465.93	2453.43	2084.09
非银金融	1889.43	1935.18	1860.92	1837.82	2011.77	1974.78	1961.75	1962.61	2014.42	1995.74	1896.66
计算机	1773.54	1834.27	1781.79	1758.22	1867.62	1863.05	1771.89	1793.51	1793.62	1746.26	1581.38
医药生物	1594.95	1652.74	1645.11	1612.05	1688.63	1620.05	1583.88	1644.17	1655.17	1588.91	1488.28
机械设备	1263.32	1304.10	1271.52	1365.67	1394.63	1390.06	1382.39	1495.85	1660.11	1761.41	1444.48
通信	1054.28	1114.75	1132.76	1219.39	1357.10	1301.13	1246.91	1395.99	1662.68	1925.71	1442.94
有色金属	1076.68	1193.83	1164.75	1248.63	1565.82	1536.94	1461.46	1535.18	1547.84	1634.43	1391.55
基础化工	916.30	960.11	1005.22	999.23	1060.75	1050.81	1091.89	1109.06	1173.44	1279.73	1108.44
汽车	1211.62	1209.89	1178.76	1200.41	1232.73	1200.17	1158.91	1141.92	1177.81	1095.26	990.10
国防军工	742.80	787.19	807.42	951.92	1030.26	1019.14	943.31	956.23	947.85	936.33	838.14
银行	758.67	767.92	753.49	749.73	840.28	817.39	776.67	769.31	782.20	776.24	697.37
公用事业	518.07	522.94	522.58	527.70	569.40	567.94	578.48	557.57	587.60	558.83	531.61
传媒	475.88	496.62	509.04	505.83	577.85	592.27	546.03	557.61	562.11	525.30	487.46
食品饮料	545.21	527.97	508.56	515.75	544.03	506.16	494.82	506.34	533.51	536.75	480.26
交通运输	402.73	411.82	422.21	416.00	430.52	420.75	429.29	432.71	445.32	453.78	407.29
建筑装饰	376.74	387.96	392.86	382.53	429.07	426.58	423.57	423.26	432.01	431.02	379.54
家用电器	373.83	378.90	361.78	383.02	396.95	376.04	360.88	354.05	365.08	356.58	314.49
房地产	337.76	349.18	356.91	372.21	371.74	345.32	328.70	331.49	333.79	324.87	279.19
农林牧渔	269.43	275.78	287.32	297.99	310.18	293.80	278.41	274.46	268.14	252.73	241.47
商贸零售	257.53	266.99	271.54	285.72	289.54	270.12	253.16	248.59	252.05	233.21	217.49
环保	181.57	190.11	190.37	196.89	203.20	211.39	213.80	223.38	234.18	235.43	212.33
石油石化	241.57	243.28	242.32	225.96	238.06	221.64	237.80	222.45	221.34	216.70	205.54
钢铁	159.99	168.20	167.26	159.60	175.85	179.05	179.00	180.32	179.69	182.14	167.01
建筑材料	134.13	140.49	135.50	145.52	141.82	149.73	142.88	165.90	167.85	194.97	166.73
轻工制造	142.94	142.48	143.53	150.66	147.15	144.48	134.12	135.64	136.53	132.57	118.82
煤炭	143.78	148.36	143.50	144.94	155.02	146.17	149.58	134.77	133.58	136.18	108.54
社会服务	125.71	126.68	127.09	125.38	133.79	133.57	131.08	128.30	123.69	119.27	109.78
纺织服饰	82.05	82.37	81.57	81.13	88.97	84.10	79.68	79.49	74.46	71.95	63.51
综合	43.08	45.01	47.96	47.88	49.30	48.53	41.91	50.33	53.21	57.33	56.42
美容护理	64.52	68.40	70.56	70.90	69.62	66.43	62.81	61.83	59.96	56.03	55.47
合计	22608.71	23445.03	23328.93	24014.18	25733.19	25282.11	24692.12	25753.41	27686.75	28714.45	24546.74

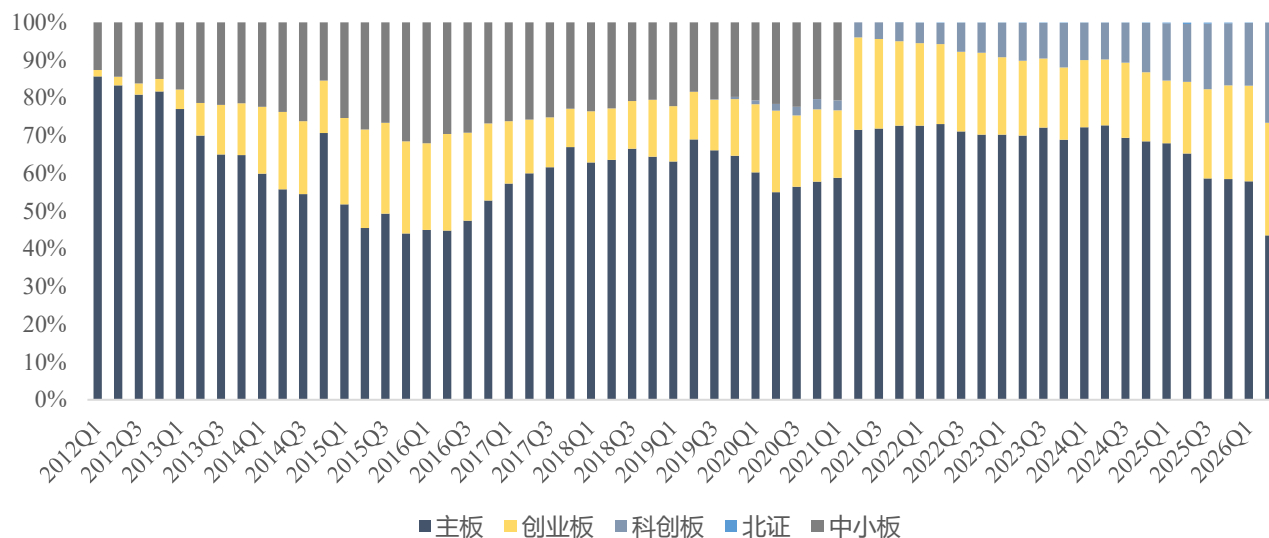
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2012年底-2014年创业板行情各中信行业的收益表现（单位：%）



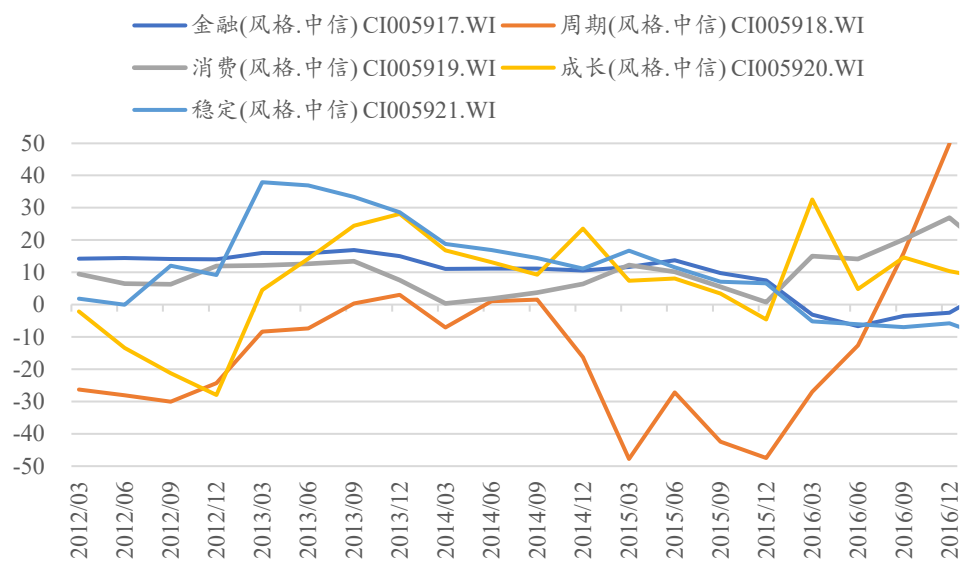
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：基金重仓持股各板块占比变化



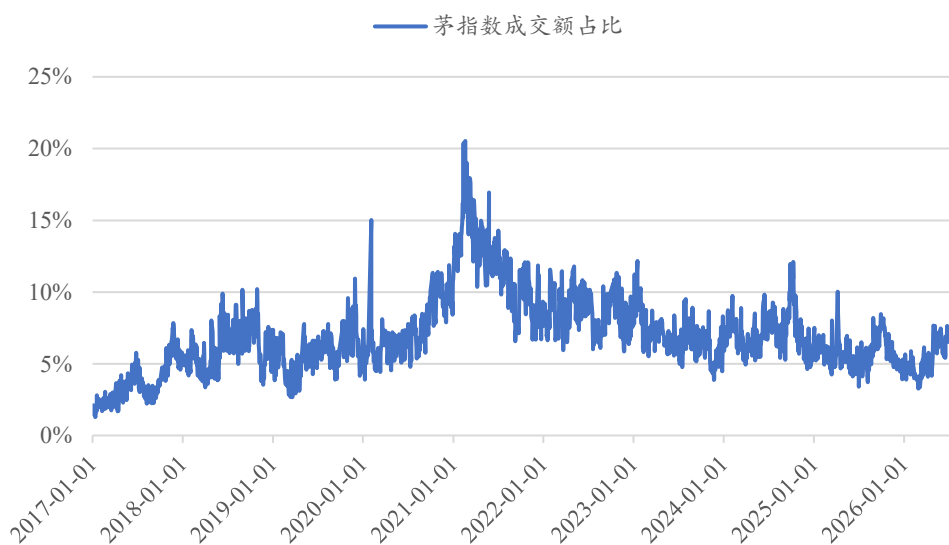
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2014 年周期和消费风格业绩困境反转，成长风格业绩下滑



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：归母净利润增速，单位%）

图10：2021 年初茅指数拥挤度快速提升



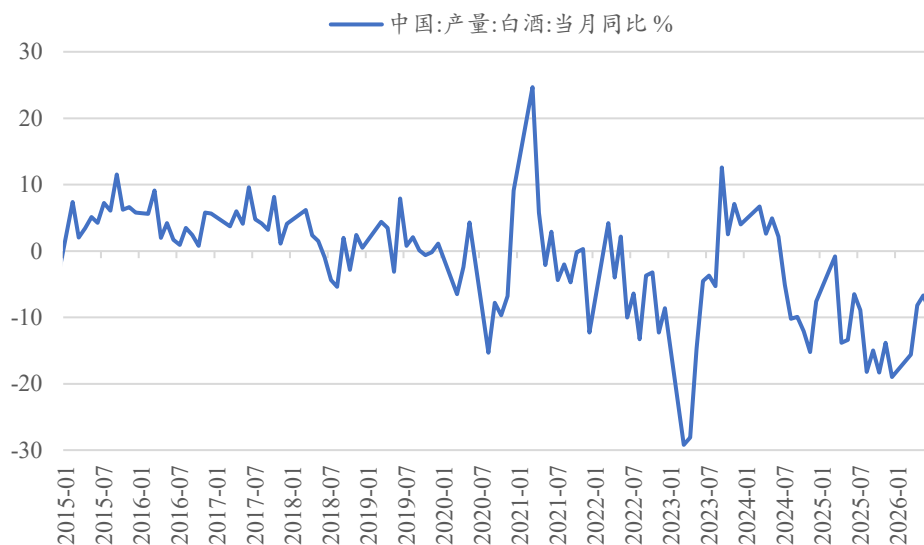
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图11：茅指数逐步向宁组合切换



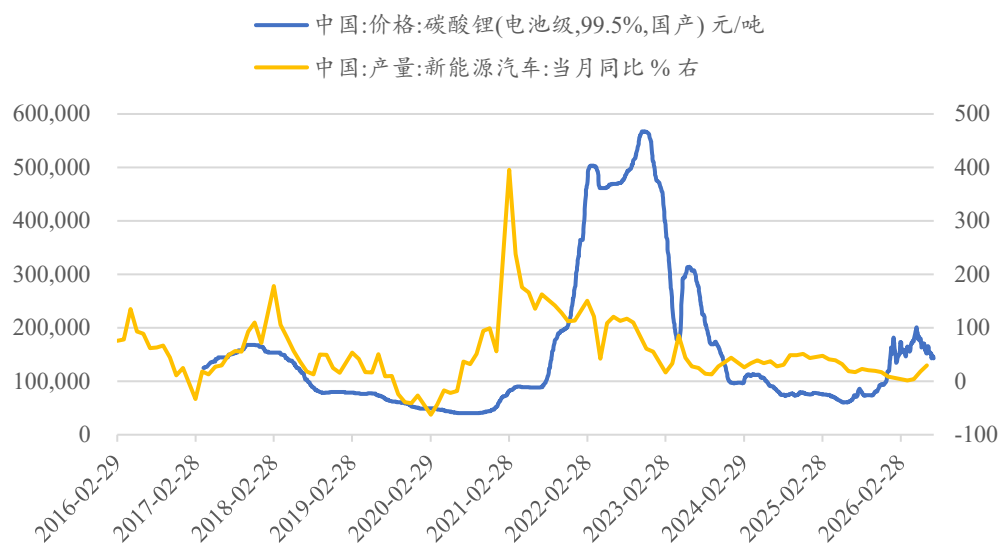
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图12：2021年白酒产量增速开始趋势性回落



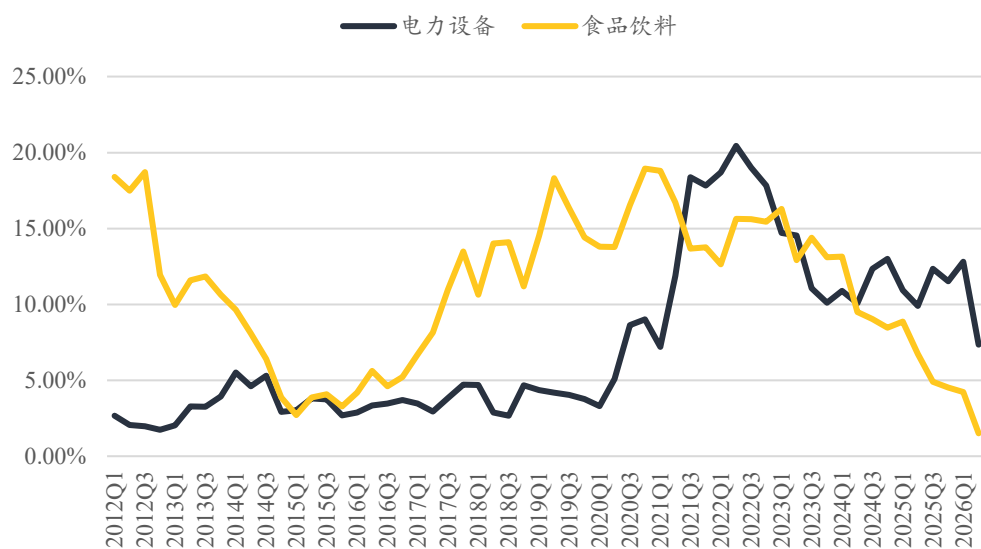
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图13：2021 年碳酸锂价格进入上升趋势



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图14：2021 年公募重仓持股占比从食品饮料向新能源切换



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>