

2026 年 08 月 1 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

全球去杠杆或已临近尾声，A 股科技修复行情宜徐徐图之

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本次美联储连续第五次按兵不动，并伴随三张加息反对票。表面上为鹰派维持不变，但沃什让市场替代美联储收紧以及暗示替换美联储通胀指标等表态，让市场质疑其独立性。沃什在新闻发布会发言后以及次日 PCE 数据发布后，市场均下调对于美联储加息的预期。后续，世界杯对美国就业拉动效应将逐步出清，若油价可稳步回落，则美联储年内加息预期高点或已过。
- ◆ 政治局会议于 7 月 30 日召开。会议强调发挥存量政策效能，谋划出台增量政策。节奏上，存量政策有望提速。下半年，新旧动能转换或继续发力，结合美联储加息预期或回落，国内货币宽松政策可期，债券及红利板块或存在胜率较高的绝对收益机会。
- ◆ 本轮全球科技硬件去杠杆或临近尾声。截至 7 月 30 日，费城半导体、韩国综合指数动态 PE 分别录得 38.37 倍、15.28 倍，较 2025 年末下行 13%，即 2026 年初以来 Agentic AI 驱动行情下的估值溢价已全部消化。A 股科创 50 指数较 2025 年初仍有 18% 的提升，但后续 8 月随着二季报陆续发布，A 股市场估值也有望被进一步消化。
- ◆ 后续 A 股科技板块有望迎来修复行情，但我们建议徐徐图之。
“924”行情以来，市场经历过多轮类 V 型反转行情，但彼时背景多为关税摩擦、地缘冲突等扰动，市场核心交易逻辑并未发生根本性破坏。而本轮全球去杠杆以来，全球主要科技硬件指数技术性走熊，部分杠杆资金或已彻底离场，科技硬件基本面依旧强劲，但局部出现如谷歌母公司 Alphabet 自由现金流转负、微软下调资本支出、Anthropic ARR 增长放缓等瑕疵，科技牛市或已出现明显分

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	分析师
SAC 执业证书：S0640526040001	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	分析师
SAC 执业证书：S0640526060001	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《“黄金坑”底部区间或逐渐清晰》

中航策略周报：《静待波动率回落，或在构建“黄金坑”》

中航策略周报：《抱团行情松动有哪些特征》

中航策略周报：《盈利增速差或进一步走阔，市场分化或延续》

中航策略周报：《K 型分化或延续》

中航策略周报：《中东局势缓和下全球通胀或回落，科技最大外部风险或解除》

股市有风险 入市需谨慎

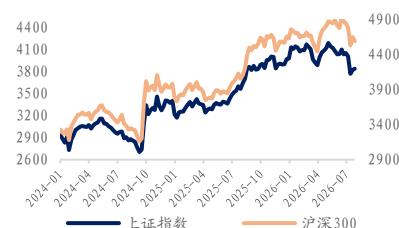
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

歧，因此 A 股科技板块短期或较难立即修复为 V 型反转行情，而是或短期先震荡稳定后，再转变持续性温和修复行情，同时科技板块或也在随着 AI 产业进程发生分化。中期左右，随着筹码结构的健康度修复，同时 AI 基本面的商业逻辑逐步发展走向"Token 经济学"，或许出现新一轮针对 AI 基建的新高潮。

市场走势：



- ◆ 结构上，二季度我国主动偏股基金持仓极致拥挤。本轮全球科技硬件去杠杆压力下，基金仓位或被迫加速再平衡，因此，当前处于历史极度低配且近 3 个月盈利预期上调较多的行业有望占优，建议关注基础化工、有色金属、公用事业、汽车和生物医药等行业。

投资建议：

- ◆ 往后看，全球科技去杠杆或已接近尾声，国内稳市资金有望平抑当前海外引发的非理性波动。短期看，A 股波动率有望逐步降低，底部区间或已确认。结构上，风格再平衡有望延续，科技修复行情宜徐徐图之，同时可关注机构仓位回补下基础化工、有色金属和公用事业等行业的机会。下半年，新旧动能转换或继续发力，国内货币宽松政策可期，债券及红利板块或存在胜率较高的绝对收益机会。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（0.47%）、中证 1000（1.14%），表现较强；深证成指（-1.42%）、沪深 300（-1.31%）、科创 50（-8.46%）、创业板指（-3.93%）、中证 500（-0.51%），表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 4.76%；成长风格表现较弱，下跌 3.41%。分行业来看，申万一级行业中传媒、社会服务、商贸零售表现较强，分别上涨 12.81%、9.69%、8.53%；通信、电子、机械设备表现较弱，分别下跌 10.39%、8.77%、0.80%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 22715.68 亿元，较上周减少 2313.87 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.52 倍，较上周上涨 2.75%。

正文：

本周为全球超级宏观周，既有海外美、日、英等央行会议，又有国内 7 月政治局会议，还有中美重要经济数据等。同时，本周海外多家科技巨头发布财报并给出 CAPEX 指引，周一 A 股科技巨头长鑫科技上市首日。在近期全球科技硬件板块去杠杆及美伊冲突再起的大背景下，本周全球主要股市大幅波动。

本次美联储连续第五次按兵不动，并伴随三张加息反对票。表面上为鹰派维持不变，但沃什让市场替代美联储收紧以及暗示替换美联储通胀指标等表态，让市场质疑其独立性。7 月 29 日日内，30 年美债利率一度跳升至 5.226%，2 年美债收益率一度由 4.335% 跌至 4.215%。当地时间 7 月 29 日，美联储连续第五次货币政策会议维持利率不变，符合市场预期，伴随内部政策主张偏鹰，美联储内部三张反对票均主张加息 25 个基点。但美联储主席沃什表示，2% 通胀目标没有任何弹性空间，若有需要将毫不犹豫采取行动，美联储政策文件将个人消费支出（PCE）作为目标函数，但沃什正在观察比 PCE 更广泛的通胀数据。同时，沃什回避了为何本月不加息的提问，表示政策制定者将依据最新数据做出判断，沃什认为近期的市场紧缩已为政策制定者完成了相当多的工作，或传达出一定鸽派倾向。

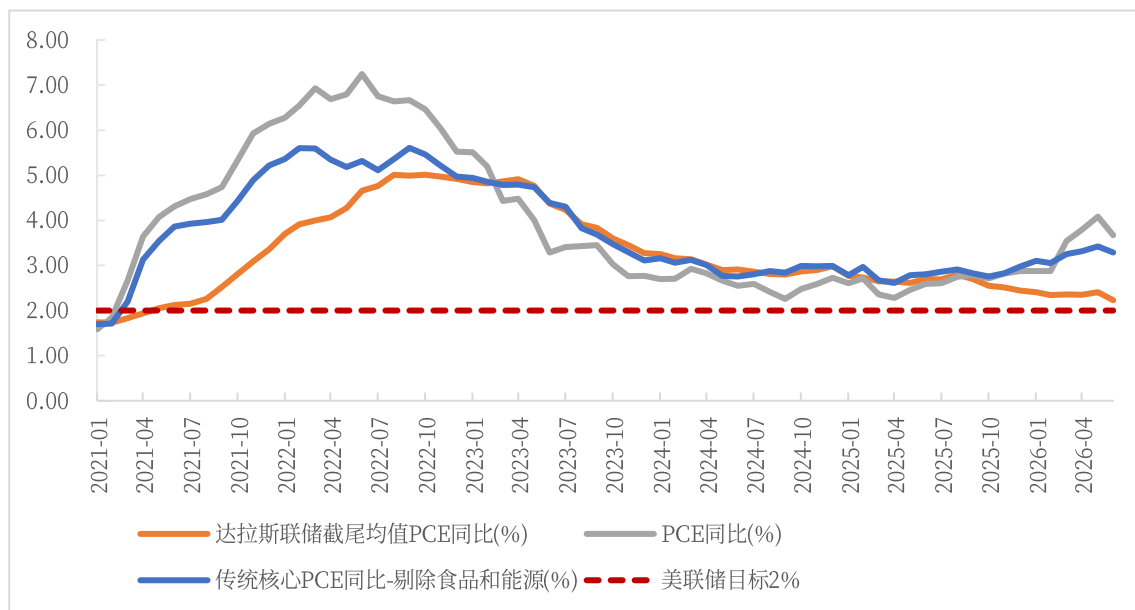
若以沃什更关注的截尾均值 PCE 为新核心通胀的参考依据，则加息压力并不高。6 月各口径 PCE 全部回落，其中 PCE 较前值回落 0.41pct，传统核心 PCE 较前值回落 0.14pct，达拉斯联储计算的截尾均值 PCE 较前值回落 0.18pct 至 2.23%，远低于 PCE 和传统核心 PCE，距离美联储的目标 2% 较近。

图1 美债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 达拉斯联储截尾均值 PCE（单位：%）



资料来源：Federal Reserve Bank of Dallas，中航证券研究所整理

沃什新闻发布会发言后，市场下调美联储加息预期，次日 PCE 数据发布后，市场再度下调对于美联储鹰派程度的预期。后续，世界杯对美国就业拉动效应应逐步出清，若油价可稳步回落，则美联储年内加息预期高点或已过。沃什在美联储利率决议新闻发布会发言后，截至当地时间 7 月 30 日 2: 39，据 CME 美联储观察工具，9 月美联储继续按兵不动的预期较前一日上升 11pcts 至 35%，较一周前上升 17.2pcts，加息 25bp 的概率上升 9.2pcts 至 65%，加息 50bp 的概率降至 0。年内维持现在这一利率水平不变的概率较前一日上升



2.7pcts 至 13.70%，较一周前上升 6.5pcts，累计加息 25bp 的概率较前一日上升 6pcts 至 42.00%，累计加息 50bp、75bp、100bp 的概率则较前一日全部下降，分别达 35.60%、8.70%，以及 0%。PCE 数据发布后，截至当地时间 7 月 30 日 9:40，9 月美联储继续按兵不动的预期上升至 36.6%，年内维持现在这一利率水平不变的概率较前一日上升至 14.30%，累计加息 25bp 的概率上升至 42.60%，累计加息 50bp、75bp、100bp 的概率则继续全部下降，分别达 35.30%、7.90%，以及 0%。

图3 议息决议后的美联储利率路径预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	35.0%	65.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	24.1%	55.7%	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	13.7%	42.0%	35.6%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	10.9%	36.2%	36.9%	14.3%	1.8%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	7.6%	28.6%	36.7%	21.1%	5.6%	0.5%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	6.5%	25.6%	35.5%	23.2%	7.7%	1.2%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	6.3%	25.0%	35.2%	23.6%	8.2%	1.4%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.1%	6.5%	25.2%	35.1%	23.5%	8.1%	1.4%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.7%	8.4%	26.2%	33.9%	21.9%	7.4%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.0%	1.2%	9.5%	26.6%	33.2%	21.1%	7.1%	1.2%	0.1%
2027/12/8	0.2%	2.5%	12.2%	27.7%	31.3%	18.8%	6.1%	1.0%	0.1%

资料来源：CME，中航证券研究所整理（注：截至当地时间 7 月 30 日 2:39）

图4 PCE 数据发布后的美联储利率路径预测

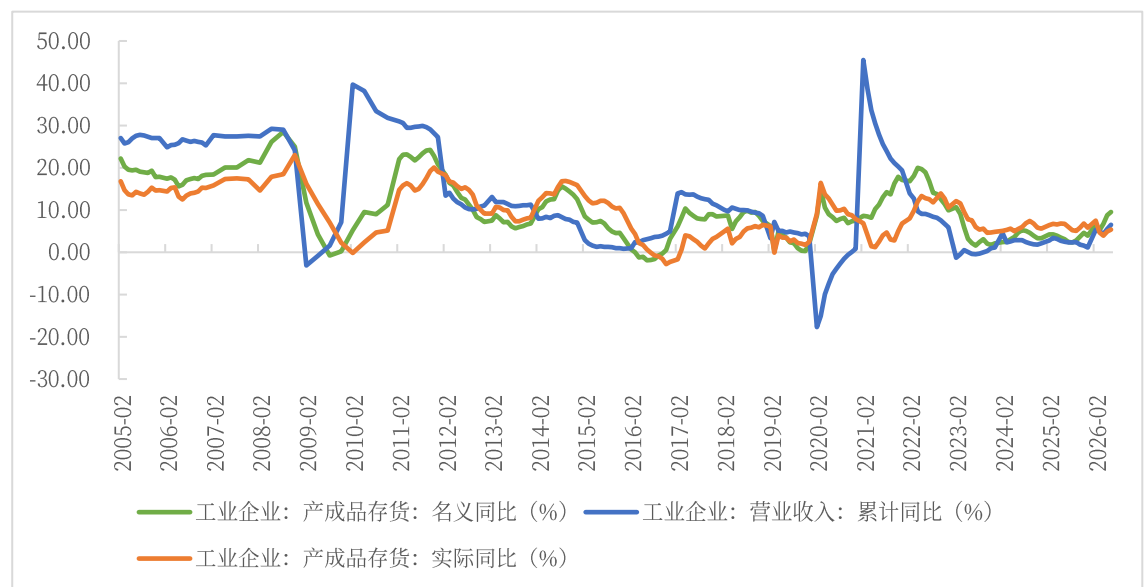
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	36.6%	63.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	26.9%	56.3%	16.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	14.3%	42.6%	35.3%	7.9%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	3.0%	20.2%	41.0%	29.6%	6.2%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	1.3%	10.6%	29.5%	35.9%	19.2%	3.4%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.2%	21.0%	5.1%	0.4%
2027/6/9	0.0%	1.2%	9.4%	27.0%	35.0%	21.3%	5.5%	0.5%
2027/7/28	0.1%	1.5%	10.2%	27.4%	34.4%	20.6%	5.3%	0.5%
2027/9/15	0.2%	2.3%	11.8%	28.0%	33.2%	19.2%	4.9%	0.4%
2027/10/27	0.3%	3.0%	12.9%	28.4%	32.2%	18.2%	4.5%	0.4%
2027/12/8	0.7%	4.3%	15.0%	28.9%	30.3%	16.4%	4.0%	0.3%

资料来源：CME，中航证券研究所整理（注：截至当地时间 7 月 30 日 9:40）

政治局会议于 7 月 30 日召开。会议强调发挥存量政策效能，谋划出台增量政策。节奏上，存量政策有望提速。宏观政策从“用好用足”转向“加快进度”，下半年财政方面“赶进度”的态势比较明确；货币政策改为“综合运用并适时调整货币政策工具”，且删去汇率表述，降准或可期待。会议强调加快推动新旧动能转换，现代化产业体系建设、人工智能等或仍是政策发力方向。下半年，新旧动能转换或继续发力，结合美联储加息预期或回落，国内货币宽松政策可期，债券及红利板块或存在胜率较高的绝对收益机会。

6 月工业企业营收、名义库存、实际库存均延续改善，呈现主动补库迹象。量价共振下，企业利润率持续改善，但 6 月工业企业利润总额增速放缓。“量”延续回升，6 月工业增加值同比 5.3%，较 5 月回升 0.8pct；“价”继续上行，6 月 PPI 同比 4.1%，较 5 月进一步扩大 0.2pct，自 3 月转正以来连续第 4 个月正增长。6 月名义库存同比 9.5%，较前值回升 0.7pct，为 2023 年 3 月以来新高，位于近十年 76.36% 的百分位水平；剔除 PPI 后的实际库存同比 5.4%，较前值回升 0.5pct，连续第二个月上行，位于近十年 48.18% 的百分位水平。1-6 月累计营收利润率 5.70%，较前值上行 0.14pct，利润率高于过去 3 年同期水平。1-6 月利润总额累计同比 18.70%，较前值回落 0.1pct。单 6 月来看，利润当月同比约 15.10%，较 5 月回落 6.0pcts，增速有所放缓。7 月制造业 PMI 边际回落至荣枯线以下，供需两端均承压，新订单、新出口订单均回落。

图5 产成品存货与营业收入同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

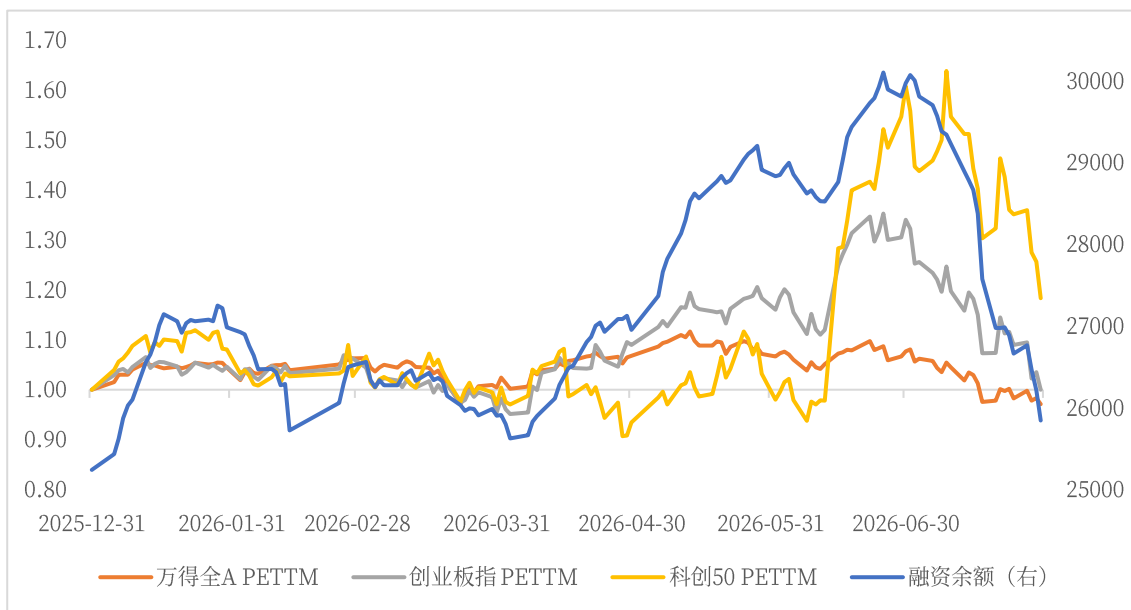
本轮全球科技硬件去杠杆或接近尾声。截至 7 月 30 日，费城半导体、韩国综合指数动态 PE 分别录得 38.37 倍、15.28 倍，较 2025 年末下行 13%，即 2026 年初以来 Agentic AI 驱动行情下的估值溢价已全部消化。7 月 30 日，费城半导体指数大涨 8.19%。7 月 31

日，韩国综合指数大涨 17.91%。

A 股方面，融资余额已降至 25845 亿元，回落至年初水平。动态 PE 来看，万得全 A 和创业板指已均回落至 2025 年底水平附近，科创 50 指数仍有 18% 的提升。后续 8 月随着二季报陆续发布，A 股市场估值也有望被进一步消化。

后续 A 股科技板块有望迎来修复行情，但我们建议徐徐图之。“924”行情以来，市场经历过多轮类 V 型反转行情，但彼时背景多为关税摩擦、地缘冲突等扰动，市场核心交易逻辑并未发生根本性破坏。而本轮全球去杠杆以来，全球主要科技硬件指数技术性走熊，部分杠杆资金或已彻底离场，科技硬件基本面依旧强劲，但局部出现如谷歌母公司 Alphabet 自由现金流转负、微软下调资本支出、Anthropic ARR 增长放缓等瑕疵，科技牛市或已出现明显分歧，因此 A 股科技板块短期或较难立即修复为 V 型反转行情，而是或短期先震荡稳定后，再转变持续性温和修复行情，同时科技板块或也在随着 AI 产业进程发生分化。中期左右，随着筹码结构的健康度修复，同时 AI 基本面的商业逻辑逐步发展走向“Token 经济学”，或许出现新一轮针对 AI 基建的新高潮。

图6 市场估值及融资余额（单位：倍，亿元）

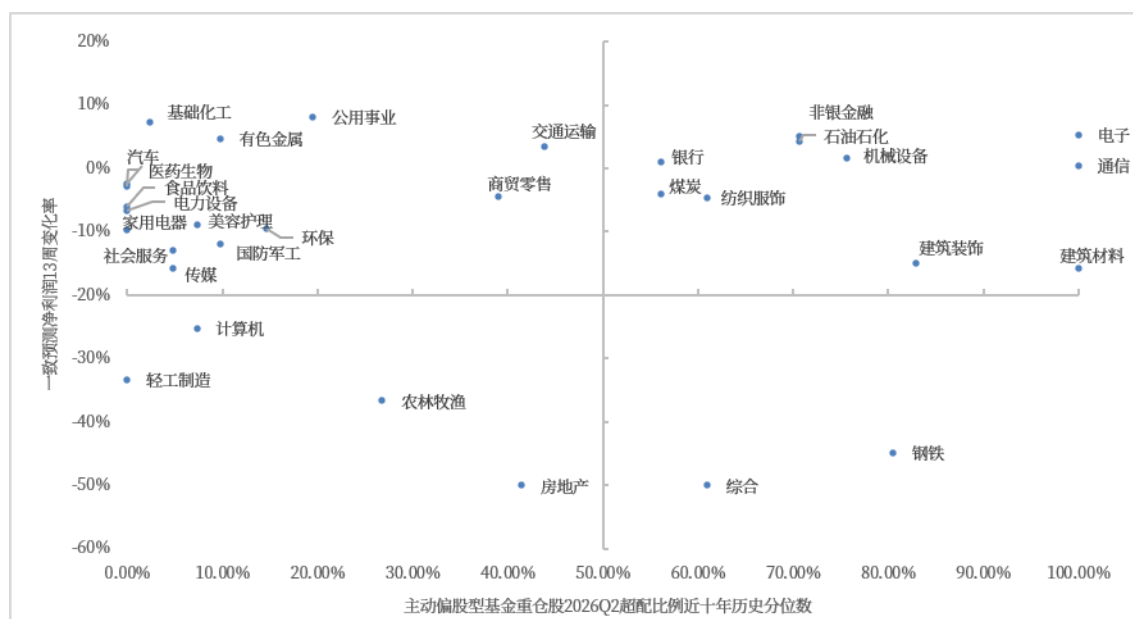


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 7 月 30 日）

结构上，二季度我国主动偏股基金持仓极致拥挤。本轮全球科技硬件去杠杆压力下，基金仓位或被迫加速再平衡，因此，当前处于历史极度低配且近 3 个月盈利预期上调较多的行业有望占优，建议关注基础化工、有色金属、公用事业、汽车和生物医药等行业。我们以主动偏股型基金 2026 年二季报披露的行业超配比例为基础，计算其在 2016 年以来各季度超配比例中的历史分位，以筛选机构配置处于历史低位的申万一级行业。汽车、医药生物、

食品饮料、家用电器和电力设备的超配比例均处于 2016 年以来最低水平，历史分位均为 0%。同时，以申万一级行业一致预期净利润的 13 周变化率衡量盈利预期的边际变化。截至 7 月 30 日，公用事业、基础化工、电子、非银金融和有色金属等行业的盈利预期较 13 周前明显上调。综合配置分位与盈利预期变化两个指标，基础化工、公用事业和有色金属兼具机构配置相对较低与盈利预期上修特征，可持续关注。

图7 基金超/低配历史分位数与近 3 个月预测净利润变化率



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型；行业超配比例为基金行业持仓比例与该行业自由流通市值占比之差；为便于图表展示，预测净利润近 13 周变化率低于-50%时统一取-50%，数据截至 7 月 30 日）

投资建议：

往后看，全球科技去杠杆或已接近尾声，国内稳市资金有望平抑当前海外引发的非理性波动。短期看，A 股波动率有望逐步降低，底部区间或已确认。结构上，风格再平衡有望延续，科技修复行情宜徐徐图之，同时可关注机构仓位回补下基础化工、有色金属和公用事业等行业的机会。下半年，新旧动能转换或继续发力，国内货币宽松政策可期，债券及红利板块或存在胜率较高的绝对收益机会。

风险提示：

1.国内政策推行不及预期；



- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637