

策略月报：K 型的撇和捺，估值的顶和底（2026 年 8 月）

主要观点：

1. 市场回顾：全球科技股重估，A 股风格剧烈切换

7 月，受 AI 产业链预期分歧影响，全球科技股经历显著波动与重估。韩国综合指数月内最大下跌达 37.9%，纳斯达克指数下跌 3.2%；与之形成对比，恒生指数逆势大涨 13.1%，成为全球表现最亮眼的股指。大宗商品市场呈现“油强金稳”格局，布伦特原油月内振幅超 45%，黄金围绕 4000 美元/盎司窄幅震荡。

A 股市场整体下行，风格再平衡特征显著。Wind 全 A 指数月内下跌 13.1%，科创 50、创业板指月内跌幅均超 20%。市场风格从科技成长急剧转向红利、金融等低估值防御板块，上证红利月内涨幅超 10%。行业层面，电子、通信等前期热门行业跌幅超 20%，而煤炭、银行、石油石化等行业逆势收红。

2. 经济环境：宏观动能边际放缓，内生修复仍需蓄力

上半年 GDP 同比增长 4.7%，保持在合理区间；二季度增速回落至 4.3%，宏观经济动能边际放缓。经济结构延续“外需强、内需弱”的分化格局：1-6 月份，我国出口同比大幅增长，增幅达 17.6%；但固定资产投资累计同比下降 5.7%，社零总额累计增速仅 1.3%。规上工业企业利润同比增长 18.7%，保持较快增速，主要依赖上游资源品与高技术制造业驱动。

内生修复仍需蓄力：1-6 月份，国有控股企业投资同比下降 2.3%，民间投资下降 8.5%；政府债券净融资同比少增 1.22 万亿元，居民新增信贷累计为负，信贷需求偏弱；7 月份大型企业 PMI 年内首次回落至景气区间下方（49.7%）。此外，PPI 环比下降 0.3%，若环比价格确认见顶，其对工业企业利润的增量贡献或将边际递减。

3. 政策环境：逆周期调节定调，AI 战略纵深推进

宏观政策定调积极，7 月末中央政治局会议明确提出“加大逆周期调节力度，及时谋划出台务实管用的增量政策”，强调实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快财政支出与债券资金使用进度，有力推进“两重”建设与“两新”工作。

报告日期：2026-8-2

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20260707 策略季报：K 型分化，科技主线不变，注意再平衡（2026 年三季度）

20260715 策略月报：EPMI 景气持续，创业板创历史新高（2026 年 6 月）—补发报告

20260714 策略月报：与 2021 年的形似和神似（2026 年 5 月）—补发报告

20260713 策略季报：外部冲击显韧性，盈利复苏提信心（2026 年第二季度）—补发报告

20260708 策略月报：未来产业藏牛股，PPI 潮起看周期（2026 年 3 月）—补发报告

20260121 策略月报：全球失序关注黄金，政策主线轮动出圈（2026 年 2 月）

20260104 策略年报：2026 年 A 股年度策略——心有猛虎，细嗅蔷薇

20251130 策略月报：震荡蓄势，来年可期（2025 年 12 月）

产业政策聚焦“人工智能+”行动，工信部明确制造业为 AI 应用“主战场”，力求将技术优势转化为增长动能。资本市场维稳信号明确，针对 7 月市场调整，监管层迅速行动，证监会主席吴清强调全力维护市场平稳运行；同时，“国家队”资金大额增持 A 股，有效对冲了市场恐慌情绪，政策底信号明确。

4. 投资策略

(1) 辩证认知 K 型分化：把握“撇”与“捺”的动态平衡。市场正进入 K 型分化的新阶段，前期大幅上涨的 AI 方向（“撇”）出现回撤，而低估值红利资产、港股创新药等（“捺”）则展现出韧性。这种“此消彼长”的结构天然具备对冲效应，是市场韧性的来源。投资者应理解并适应这种动态平衡，避免在“撇”的末端追高，同时关注“捺”的价值修复机遇。

(2) 估值顶底的研判：警惕高 PB 风险，把握底部配置价值。个股估值顶部往往先于基本面见顶，历史数据显示，当龙头公司市净率（PB）达到 20-40 倍区间时，其胜率和赔率都显著下降，需注意高位波动风险。当前，上证指数 PB 已降至 1.45 倍，进入我们年初预判的 $[1.5 \pm 10\%]$ 估值底部区域，安全边际显著提高。随着企业净资产增长，同等点位下的配置价值将进一步提升。

(3) 再平衡策略：构建“科技+红利”哑铃型配置。在市场从极致成长转向价值与成长再平衡的背景下，建议维持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构。一方面捕捉科技成长的长期弹性，另一方面夯实低估值资产的防御底座。同时，效法巴菲特的逆向思维，保持充裕现金储备，以应对波动并把握优质资产错杀时的布局机会。

8 月份，新增建议关注恒生 ETF，港股兼具估值洼地和政策驱动下的流动性增量。继续关注恒生科技 ETF、机器人 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、证券 ETF、黄金 ETF 及黄金股 ETF。

风险提示：

国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利（2025 年 11 月）

20250929 策略季报：从“先信资本”到存款活化（2025 年 4 季度）

20250831 策略月报：保持信心、耐心和敬畏心（2025 年 9 月）

20250801 策略月报：DeepSeek 时刻，持续进行中（2025 年 8 月）

20250629 策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年 3 季度策略报告）

20250602 策略月报：关税博弈无剧本，央行施策显灵活（2025 年 6 月）

20250505 策略月报：关注关键矿产资源（2025 年 5 月）

20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年 2 季度策略报告）

20250302 策略月报：AI 高山仰止？何处寻觅洼地？（2025 年 3 月）

20250220 策略月报：相信光，追逐光（2025 年 2 月）

20241230 策略年报：2025 年 A 股年度策略——柳暗花明，行则将至

20231229 策略年报：2024 年 A 股策略——向新而生，不离辘重

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

(1) 主要指数

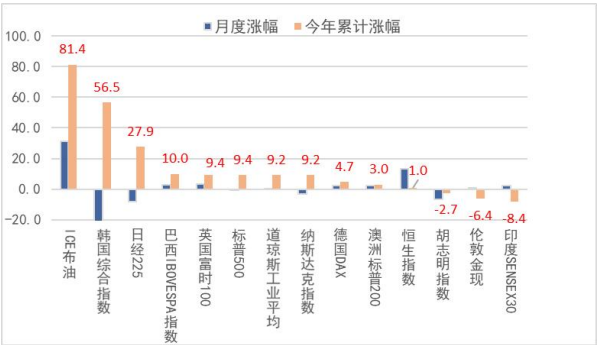
7月，受AI产业链预期分歧影响，全球主要股市经历显著波动，科技板块大幅下挫，标志着AI投资周期进入重新定价阶段。其中，韩国综合指数受杠杆资金踩踏影响，月内多次单日重挫并触发一级熔断（7月7日、13日、28日及29日跌幅均超8%），月内最大下跌达37.9%，月末最后交易日报复性反弹17.9%，全月跌幅收窄至22.2%；日经225指数月内下跌8.1%，纳斯达克指数月内下跌3.2%。与之形成鲜明对比的是，恒生指数低位逆势回升，当月大涨13.1%，成为全球表现最亮眼的主要股指。

截至7月底，全球主要股指年内表现分化明显。韩国综合指数虽较上半年翻倍涨幅大幅收缩，但仍以56.5%的年内涨幅领跑全球；日经225指数年内涨幅达27.9%。美股方面，纳斯达克指数、标普500指数与道琼斯工业指数年内涨幅均超过9.0%。港股成功扭转上半年10.7%的跌势，恒生指数年内上涨1.0%。而印度SENSEX30指数则表现承压，年内下跌8.4%。

大宗商品市场在7月呈现“油强金稳”的格局。原油方面，受美伊冲突再起等地缘政治因素影响，ICE布伦特原油价格大幅波动，月初从71美元/桶附近起步，于7月23日最高冲至102美元/桶，月末报收于91.04美元/桶附近，月内振幅超过45%。黄金方面，伦敦金现围绕4000美元/盎司关口窄幅震荡，月末收于4041.18美元/盎司，月内微涨0.8%，年内累计下跌6.4%；在经历2025年9月至2026年6月的长期高波动率运行后，金价转入低波动率运行态势。

科技板块重挫，A股整体下行。截至7月31日，Wind全A指数年内涨幅-3.1%，月内涨幅-13.1%；上证指数报收3832.26点，年内累计涨幅-3.4%，月内涨幅-6.4%。创业板指年内涨幅4.4%，月内涨幅-23.0%；科创50年内涨幅21.7%，月内涨幅-25.9%。沪深300年内涨幅-0.9%，月内涨幅-7.9%；上证50年内涨幅-3.6%，月内涨幅-2.2%；北证50年内涨幅-24.8%，月内涨幅-13.4%。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 2 A股主要指数涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

7月，市场风格再平衡，科技成长重挫，红利、金融、低估值风格收红。中信TMT和成长风格月内分别下跌28.6%和25.4%，年内涨幅分别收敛至10.3%和1.9%；上证红利、中证红利月内涨幅超过10%，逆转上半年跌幅，年内转为上涨6.0%和1.2%；低市净率指数、低市盈率指数、金融风格月内涨幅超过7%。

图表3 主要风格指数涨幅(%)

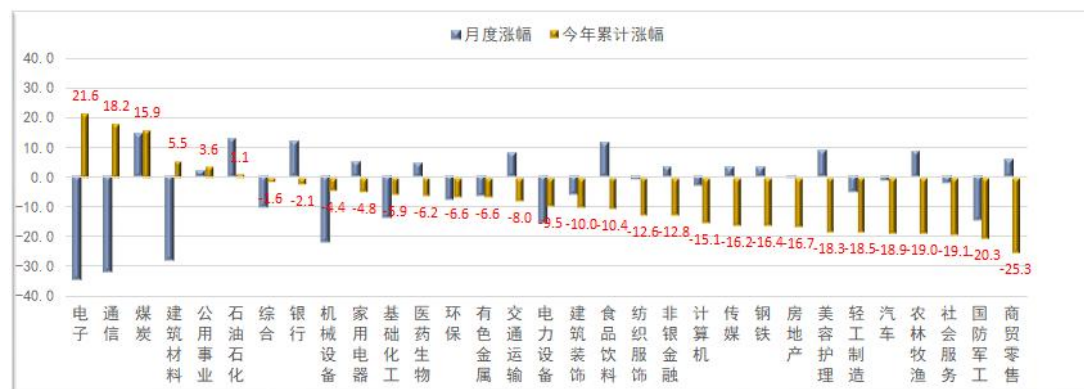
CI005917.WI	金融风格	7.6	-12.6	-7.3	11.6	非银金融、银行、地产
CI005918.WI	周期风格	-3.4	-4.3	-9.5	35.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
CI005919.WI	消费风格	6.7	-13.5	-10.1	6.6	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
CI005920.WI	成长风格	-25.4	36.7	3.0	43.9	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
CI005921.WI	稳定风格	6.1	-6.4	-2.0	0.0	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
CI005901.WI	中信上游	-1.9	0.1	-4.2	60.2	有色、石油石化、煤炭
CI005902.WI	中信中游	-16.4	8.8	-9.7	38.3	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
CI005903.WI	中信下游	5.3	-14.6	-12.5	10.7	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
CI005904.WI	基础设施建设	4.0	-6.6	-4.6	5.2	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
CI005905.WI	中信TMT	-28.6	54.6	12.5	44.7	电子、计算机、通信、传媒
801821.SI	高市盈率指数	-33.4	38.4	-3.9	30.9	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
801823.SI	低市盈率指数	9.7	-10.6	-3.5	19.8	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
801831.SI	高市净率指数	-36.2	59.8	5.9	31.9	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
801833.SI	低市净率指数	9.8	-13.0	-6.2	8.9	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
000922.CSI	中证红利	10.9	-8.7	-1.2	-1.4	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
000015.SH	红利指数-上证	12.8	-6.0	3.7	-5.1	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
399324.SZ	深证红利	4.2	-10.5	-8.9	5.4	家电、食品饮料、有色、医药生物、计算机、机械、传媒

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

7月防御性行业逆势抗跌，进攻性行业重挫。截至7月31日，仅6个申万一级行业年内上涨，上涨比例为19.4%。电子、通信行业年内涨幅收敛至20%附近，煤炭涨幅15.9%，建筑材料、公用事业、石油石化涨幅在6%以内。7月当月，电子、通信、建筑材料、机械设备等前期热门行业跌幅超过20%，煤炭、石油石化、银行、医药生物、食品饮料等行业则表现出较强的防御属性，月内逆势收红。

图表4 申万一级行业指数涨幅(%)



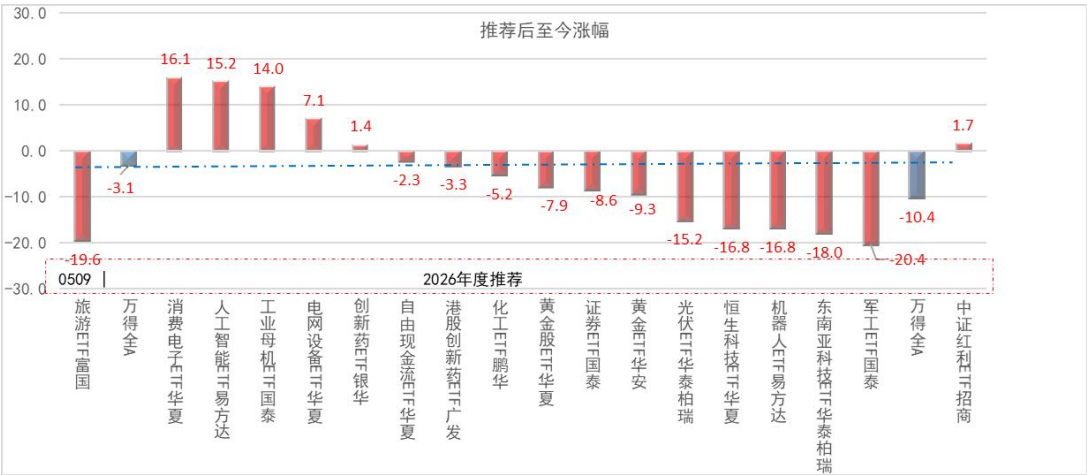
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) 推荐品种回顾

截至 7 月 31 日，累计推荐行业品种（不含宽基）6 只上涨，上涨比例 33.3%。其中，消费电子 ETF、人工智能 ETF、工业母机 ETF 推荐后涨幅超 14%，比上半年涨幅大幅回撤；电网设备 ETF、创新药 ETF 涨幅在 1%—8%之间。军工 ETF、机器人 ETF、东南亚科技 ETF、恒生科技 ETF、光伏 ETF 跌幅均超过 15%。

7 月当月，防御性品种表现领先。三季度报告重点推荐的黄金股 ETF 涨幅超过 10%，港股创新药 ETF、创新药 ETF 涨幅超过 4%；自由现金流 ETF、中证红利 ETF 月内涨幅超过 10%，恒生科技 ETF 涨幅为 7.4%。前期热门赛道工业母机 ETF、消费电子 ETF、电网设备 ETF、光伏 ETF、人工智能 ETF 跌幅超过 20%。

图表 5 推荐 ETF 品种累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2025 年三季报首推旅游 ETF，其统计起始日为 20250901）

图表 6 推荐 ETF 品种 6 月涨幅情况 (%)



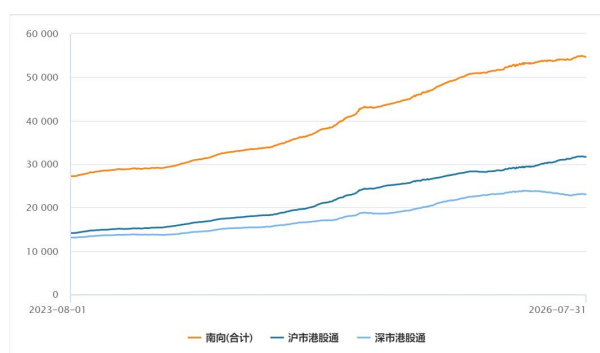
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 6 月 26 日）

1.2 资金情况

(1) 南向资金

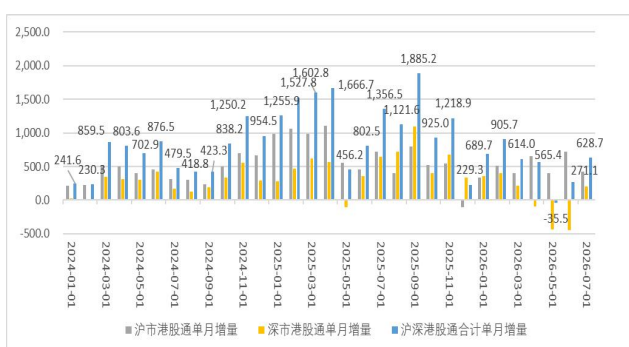
截至7月31日，南向资金累计净流入规模已达54665.5亿港元。从资金结构来看，沪市港股通与深市港股通累计净流入分别为31651.2亿港元和23014.3亿港元。进入7月，南向资金的配置意愿明显回暖，当月合计净流入628.7亿港元，较6月的271.1亿港元大幅增长。其中，沪市港股通当月净流入425.0亿港元，深市港股通亦净流入203.7亿港元，成功终结了深市港股通前期连续3个月的净流出局面。这一转变彰显了内资配置信心的回升。在情绪修复与估值优势的双重驱动下，南向资金加速回流，为港股企稳反弹提供了坚实的流动性支撑。

图表7 南向资金累计净流入出现分化 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

截至7月30日，融资余额25844.80亿元，比上年增长603.34亿元，比6月末大幅下降4125.71亿元；融券余额220.17亿元，比上年末增长54.86亿元，比上月末下降12.97亿元。7月，融资买入额占A股成交额日均8.82%，低于近一年均值10.15%，7月30日该比例下降至8.2%。融资情绪下降至近一年内低位水平。这一现象反映出前期杠杆资金的集中出清与获利了结，市场整体杠杆水平正趋于理性与平稳。

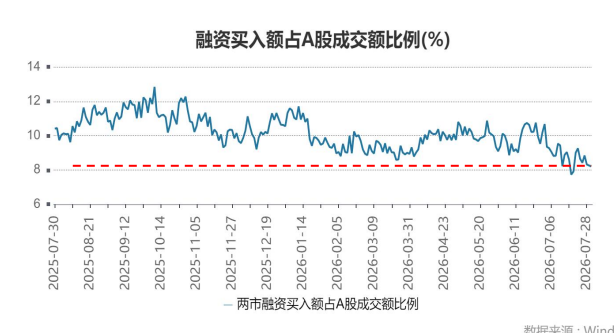
图表9 融资融券变动情况 (亿元)



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

上半年，按不变价格计算，GDP 同比增速 4.7%，落在合理区间；二季度 GDP 同比增长 4.3%，较一季度的 5.0%明显回落，宏观经济动能边际放缓。结构上呈现“外需强、内需弱”的分化格局：6 月出口同比大增 27.0%，远超 18.5%的市场预期；规模以上工业增加值同比增长 5.3%，生产端保持扩张。但 1-6 月固定资产投资累计同比下降 5.7%，其中房地产开发投资下探至-18.0%，基建投资增速由正转负至-2.4%，成为拖累经济增长的核心因素。

消费维持低增速运行，实体需求仍待提振。6 月社零同比回升至 1.0%，虽结束上月负增长，但上半年累计增速仅 1.3%。物价与金融数据进一步印证了内生动能不足：PPI 同比回升至 4.1%（主要受能源及 AI 产业链涨价驱动），CPI 回落至 1.0%；M1 增速降至 4.0%（不及预期），社会融资规模存量增速微降至 7.4%。当前实体融资需求依然偏弱，资金活化程度降低，后续仍需政策持续发力以稳固经济修复基础。

图表 11 宏观经济数据概览

主要经济指标	预测值		实际值		6月实际 比预期
	2026-07F	2026-06F	2026-06	2026-05	
工业增加值:月累计同比(%)	—	5.6	5.4	5.4	*
工业增加值:当月同比(%)	4.9	4.8	5.3	4.5	0.5
固定资产投资:月累计同比(%)	—	-5.0	-5.7	-4.1	-0.8
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	—	-0.6	-1.2	-0.4	-0.7
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	—	0.8	-2.4	0.8	-3.2
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	—	-17.5	-18.0	-16.2	-0.5
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	—	3.0	1.3	1.4	-1.7
进口金额:月累计同比(%)	—	—	26.6	24.6	*
出口金额:月累计同比(%)	—	—	17.6	15.5	*
社会消费品零售:当月同比(%)	1.2	0.1	1.0	-0.6	0.9
进口:当月同比(%)	23.5	24.3	36.0	27.4	11.8
出口:当月同比(%)	19.3	18.5	27.0	19.3	8.5
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	50.2	50.2	50.3	50.0	0.1
中国非制造业采购经理指数:月末值	—	49.9	50.2	50.1	0.4
CPI:当月同比(%)	0.9	1.2	1.0	1.2	-0.2
PPI:当月同比(%)	3.5	4.1	4.1	3.9	0.0
M1:月末同比(%)	3.7	4.9	4.0	5.5	-0.9
M2:月末同比(%)	—	8.5	8.0	8.6	-0.5
人民币贷款:月末同比(%)	—	5.4	5.2	5.5	-0.2
人民币贷款:月累计新增(亿元)	—	110600.0	107200.0	91100.0	-3400.0
社会融资规模存量:月末同比(%)	—	7.45	7.4	7.7	-0.05
社会融资规模:月累计新增(亿元)	—	211760.0	208469.0	174824.0	-3291.0

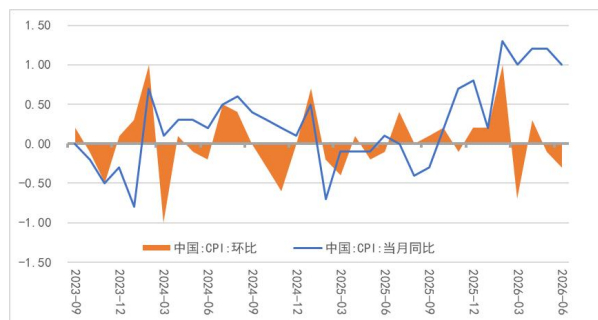
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(1) CPI 与 PPI

CPI 保持温和上涨，但居住和食品烟酒类价格下降。2026 年 6 月份，CPI 同比上涨 1.0%，环比下降 0.3%；不包含食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.0%。细分项目中，交通和通信价格当月同比上涨 4.1%，医疗保健价格上涨 2.3%，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐价格当月涨幅在 1.3%—1.4%之间，居住类价格下降 0.3%，食品烟酒类价格下降 0.8%。

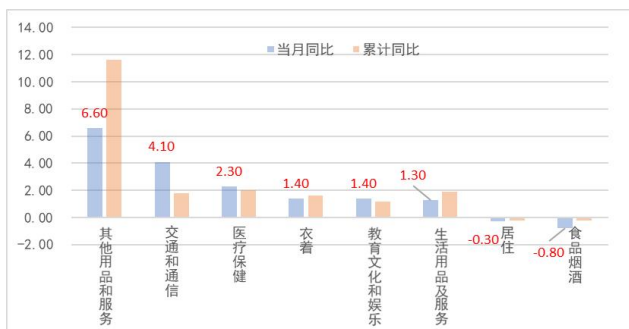
1-4 月份，CPI 累计同比上涨 1.0%，连续 6 个月增速为正；食品价格累计同比下降 0.6%，非食品价格累计上涨 1.3%，消费品价格累计上涨 1.1%，服务价格累计上涨 0.8%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

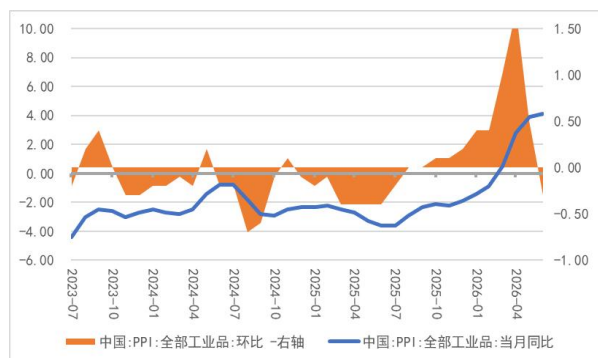
图表 13 CPI 分项: 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

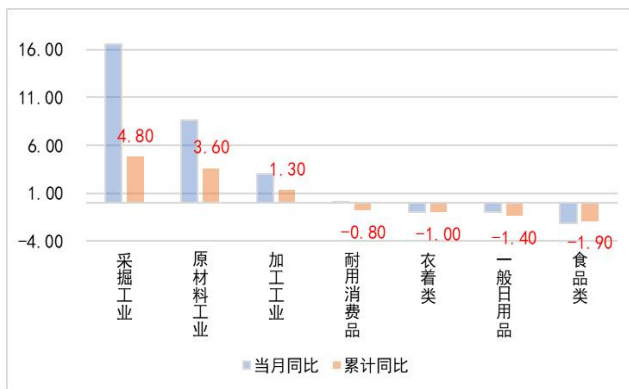
PPI 环比下降。6 月份，PPI 同比上涨 4.1%，比上月涨幅扩大 0.2 个百分点；环比下跌 0.3%，自 2025 年 10 月环比持续上涨八个月后首次回落。若环比价格确认见顶，PPI 向上修复对工业企业利润的增量贡献或将边际递减。生产资料类价格持续走高，采掘工业价格当月同比上涨 16.5%，原材料工业价格上涨 8.6%，加工工业价格同比上涨 3.0%。生活资料价格延续下降态势，食品类价格当月同比下降 2.1%，衣着类价格下降 1.0%，一般日用品价格下降 1.0%，耐用消费品价格上涨 0.1%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项: 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

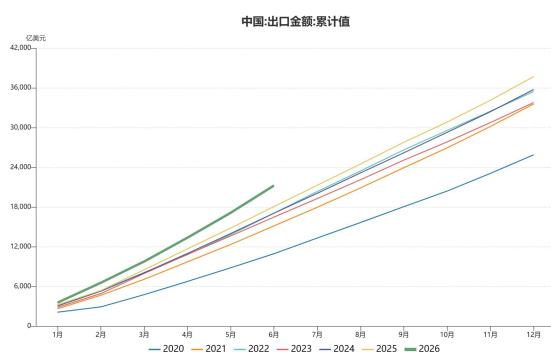
细分行业来看，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格分别大涨 31.7%和 21.9%；石油和天然气开采、黑色金属矿采选业、电气机械和器材制造业价格累计同比分别上涨 8.6%、2.3%、3.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业价格继续改善，同比上涨 0.8%。而食品制造业价格累计同比下降 1.7%，酒、饮料和精制茶制造业价格下降 2.7%，医药制造业累计同比下降 4.6%，汽车制造业价格下降 2.2%，电力、热力生产和供应业价格下跌 4.1%。

（2）投资、消费、出口

出口：6 月出口值创历史新高。2026 年 1-6 月份，我国出口金额 21253.59 亿美元，同比增长 17.6%，比 1-5 月份增速提高 2.1 个百分点，比去年同期增速提高 11.7 个百分点。6 月，出口当月值为 4123.87 亿美元，同比增速 27.0%，比 5 月增速大幅提高 7.7 个百分点，单月出口金额首次突破 4000 亿美元。

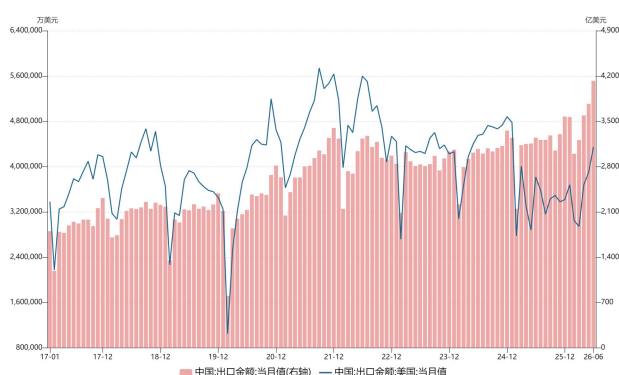
我国出口产品“含科量”持续提升，高技术、高端制造产品保持较高出口增速。1-6 月份，“新三样”产品累计出口 1183.50 亿美元，同比增长 51.6%，其中电动载人汽车增长 77.7%，锂电池增长 42.7%，太阳能电池增长 24.0%。此外，集成电路出口累计增长 96.1%，3D 打印机增长 117.0%，无人驾驶航空器增长 27.6%，汽车包括底盘出口增长 53.9%，电工器材出口增长 24.6%，船舶出口增长 29.4%，显示出我国高端制造产业链的全球竞争力正加速兑现。

图表 16 中国出口金额累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 6 月，当月出口创历史新高，对美出口显著增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

对美出口实现由负转正。按海关口径（美元计价），2026 年 1—6 月，我国对美出口同比增长 0.2%，扭转了自 2025 年 4 月以来连续 14 个月的累计负增长态势。其中，6 月单月对美出口达 434.64 亿美元，创年内新高，同比增长 13.9%。

这一修复趋势的宏观逻辑支撑体现在：在今年 5 月中美元首会晤达成构建“中美建设性战略稳定关系”共识的背景下，双边经贸关系持续回暖；与此同时，这一回暖趋势也高度顺应了美联储主席沃什持续释放的控制通胀诉求，进口中国高性价比商品成为美方平抑物价的合理选项，为进一步双边贸易的修复提供了实质性支撑。

对非美区域出口保持较高增速。对欧盟出口增长 16.8%，前值 16.4%（德国 19.0%，前值 17.3%；法国

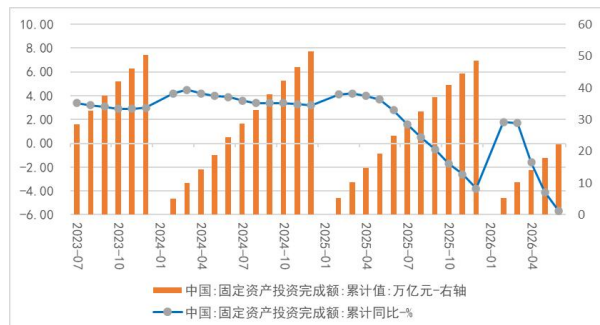
12.1%，前值 15.3%；意大利 22.3%，前值 22.2%）；对英国出口增长 13.4%，前值 12.7%，对澳大利亚出口增长 22.3%，前值 20.7%；对日本出口增长 7.1%，前值 7.1%；对韩国出口增长 31.0%，前值 28.5%。对东盟国家出口增长 22.9%，前值 20.3%（越南 26.1%，前值 23.2%；马来西亚 27.3%，前值 24.9%；泰国 29.9%，前值 28.6%；印度尼西亚 17.9%，前值 14.3%）。对拉丁美洲出口增长 12.8%，前值 9.5%（巴西 23.1%，前值 21.8%；墨西哥 5.0%，前值 0.4%；阿根廷 4.3%，前值 0.1%）；对印度出口增长 21.8%，前值 18.1%；对俄罗斯出口增长 28.4%，前值 26.4%；对非洲出口增长 26.2%，前值 25.8%。

投资：固定资产投资降速扩大。1-6 月份，固定资产投资（不含农户）226370 亿元，同比增长-5.7%，下降幅度比上月扩大 1.6 个百分点。其中，国有控股企业投资同比增长-2.3%，民间投资增长-8.5%，港澳台商投资增长-7.9%，外商投资增长-4.7%。分类别看，制造业投资同比增长-1.2%，比上月增速下降 0.8 个百分点；基础设施建设工程投资增长-2.4%，年内首度转负。

固定资产投资同比下降的行业主要包括：医药制造业下降 9.2%，化学纤维制造业下降 13.0%，专用设备制造业下降 8.6%，汽车制造业下降 4.2%。有色金属冶炼及压延业下降 4.1%，电力、热力、燃气及水生产供应业下降 2.7%，农副食品加工业下降 1.9%，食品制造业下降 8.1%，酒、饮料和精制茶制造业下降 5.6%。

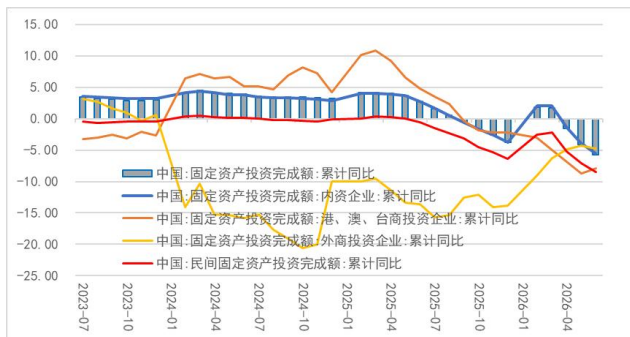
固定资产投资增长的行业主要包括：采矿业同比增长 5.9%，煤炭开采增长 5.7%，石油天然气开采增长 5.1%，黑色金属矿采选业增长 6.8%，有色金属矿采选业增长 21.2%，纺织业增长 9.4%，通用设备制造业增长 1.9%，电气机械制造业增长 1.2%，铁路、船舶、航空航天制造业增长 24.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 6.5%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产投资分项累计增速 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：地产价格持续寻底，居民置业需求显著下降。6 月份，70 大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降 3.5%，环比下降 0.2%；二手住宅销售价格指数同比下降 5.6%，环比下降 0.3%，延续 2022 年以来的下降态势。

1-6 月份，全国房地产开发投资 38074 亿元，同比下降 18.0%；其中，住宅投资 29300 亿元，同比下降 17.8%。房屋新开工面积累计 2.32 亿平方米，同比下降 23.4%。商品房销售面积累计 4.01 亿平方米，

同比下降 11.6%。商品房销售额累计 3.79 万亿元，同比下降 13.6%。6 月末，商品房待售面积 76315 万平方米，同比下降 0.9%；其中，待售 3 年以下面积 56167 万平方米，下降 3.5%。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

1-6 月份，房地产开发企业到位资金总额为 40233 亿元，同比下降 20.2%，各渠道资金全面承压。具体来看，国内贷款为 5716 亿元，同比降幅达 31.7%；自筹资金 14740 亿元，下降 16.4%；定金及预收款 12242 亿元，下降 15.8%；个人按揭贷款 5137 亿元，下降 24.9%。

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

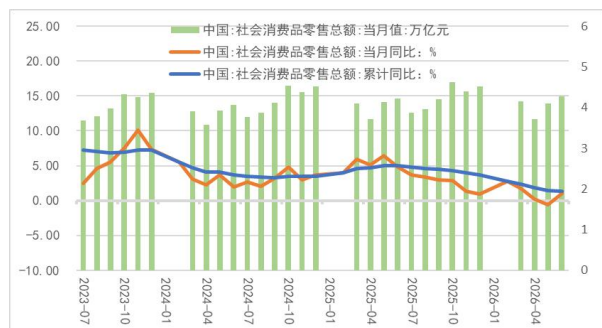
消费：消费增速延续低位运行。1-6 月份，社会消费品零售总额 24.87 万亿元，同比增长 1.3%，比上月增速下降 0.1 个百分点。其中，城镇消费品零售额累计增长 1.2%，与上月增速持平；乡村消费品零售额增长 2.5%，比上月增速下降 0.1 个百分点。全国网上商品和服务零售额 100715 亿元，同比增长 5.2%。其中，网上商品零售额 64296 亿元，增长 4.8%；网上服务零售额 36419 亿元，增长 6.0%。服务消费增速领先商品消费增速，占比提升符合消费升级长期趋势。

各分项情况：多项品类销售额累计增速下降，仅通讯器材类、中西药品类累计增速有所上升。1-6 月份，汽车销售额累计 19688 亿元，同比增长-12.6%（前值-11.8%）；家用电器和音响器材销售额同比增长-7.4%（前值-6.9%），通讯器材类增长 14.4%（前值 13.8%），体育娱乐用品类增长-2.4%（前值-

2.4%)，家具类增长-3.7%（前值-3.0%），金银珠宝类增长 1.9%（前值 2.8%），中西药品类增长 3.3%（前值 3.1%），烟酒类增长 13.2%（前值 13.4%），饮料类增长 6.0%（前值 6.0%）。

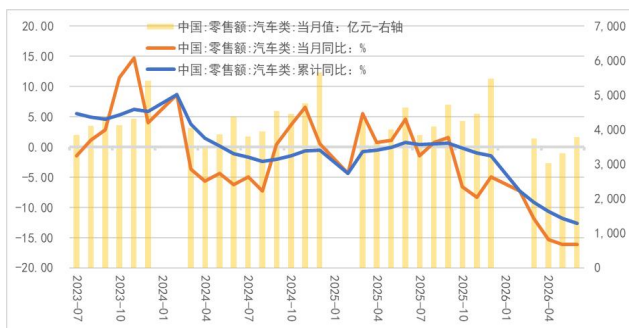
6 月当月，汽车类销售额同比下降 16.1%，建筑及装潢类下降 10.5%，家具类下降 6.6%，家用电器和音响器材类下降 8.7%，金银珠宝类下降 3.4%；日常消费类（如粮油食品、烟酒类、化妆品类）保持韧性，维持正增长，通讯器材类增长 16.5%。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



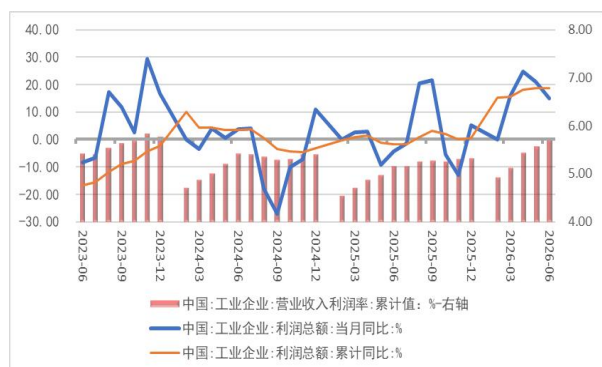
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（3）工业企业盈利：营业收入利润率继续改善

2026 年 1—6 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 39480 亿元，同比增长 18.7%，比 1—5 月增速下降 0.1 个百分点，6 月单月同比增长 15.1%。同期，营业收入利润率 5.70%，升至 2024 年以来最高水平；同比上升 0.55 个百分点，环比上升 0.14 个百分点。这一改善主要得益于上游资源品价格企稳及高技术制造业利润的快速修复，但需警惕应收账款高企对现金流造成的潜在挤压。

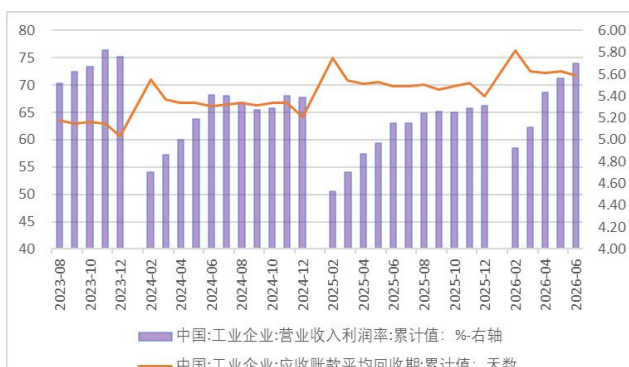
截至 6 月末，规模以上工业企业应收账款余额 28.60 万亿元，同比增长 8.1%，高于营收增速（同期为 6.5%），工业企业应收账款平均回收天数为 71.7 天，处于历史高位水平。6 月末工业企业亏损企业数量 158961 家，同比增加 655 家，反映出部分企业经营依然困难。

图表 26 工业企业盈利触底回升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2026 年上半年，工业企业利润呈现向资源品与高技术制造集中的特征，但整体增速边际回落。与此同时，部分传统行业如医药制造、造纸及铁路航空航天等利润增速显著回升，而传统制造业与消费相关行业业绩依然承压。具体来看：

表现亮眼的行业：有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 99.4%（前值 117.1%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长 96.9%（前值 103.9%），有色金属矿采选业增长 80.0%（前值 93.9%），化学原料和化学制品制造业增长 67.8%（前值 71.6%）。

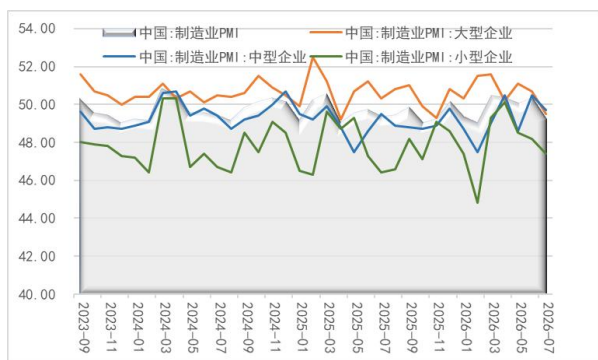
增速显著回升的行业：煤炭开采和洗选业利润同比增长 41.1%（前值 33.5%），造纸和纸制品业增长 27.5%（前值 23.5%），铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 13.2%（前值 5.2%）；其中，医药制造业由负转正，同比增长 4.2%（前值-1.3%），回升态势较为明显。

利润同比下滑的行业：汽车制造业利润同比下降 19.5%（前值-19.8%），酒、饮料和精制茶制造业下降 17.7%（前值-15.6%），电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 4.2%（前值-2.7%），专用设备制造业下降 0.1%（前值-5.5%）。

（4）PMI 指数

制造业 PMI：景气回落幅度较大。2026 年 7 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，回落到景气区间下方，环比下降 1.1 个百分点。大型企业 PMI 年内首次回落到景气区间下方，读数为 49.7%，环比下降 1.2 个百分点；中型企业 PMI 为 49.7%，环比下降 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 47.4%，环比下降 0.8 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

细分项目指数均显著回落。新订单指数 48.5%，比上月下降 2.7 个百分点；新出口订单指数 49.6%，下降 0.5 个百分点；在手订单指数 45.8%，下降 1.3 个百分点；生产指数 49.9%，下降 1.5 个百分点；采购量指数 49.4%，下降 2.0 个百分点；主要原材料购进价格指数 53.2%，下降 1.0 个百分点；出厂价格指数 47.8%，下降 0.4 个百分点。

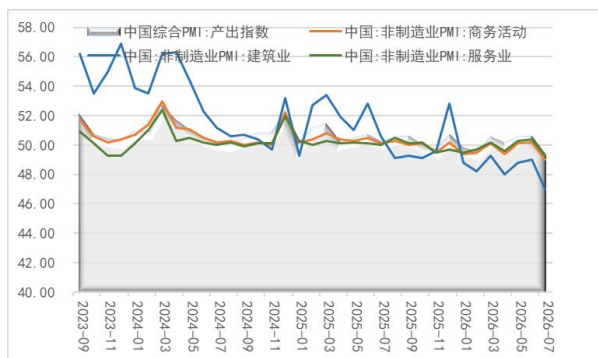
非制造业 PMI：7 月份，非制造业商务活动指数为 49.0%，比上月下降 1.2 个百分点；其中，建筑业

商务活动指数为 47.0%，下降 2.0 个百分点；服务业商务活动指数为 49.3%，下降 1.1 个百分点。

分行业来看，建筑业、服务业新订单指数分别为 40.1%和 45.2%，环比分别下降 6.2 个百分点和 3.2 个百分点，下降幅度较大。7 月份，建筑业投入品价格指数 48.7%，环比下降 1.7 个百分点；销售价格指数 47.7%，环比下降 2.1 个百分点；从业人员指数 40.9%，环比下降 1.4 个百分点，仅业务活动指数环比上升 0.7 个百分点至 51.8%。

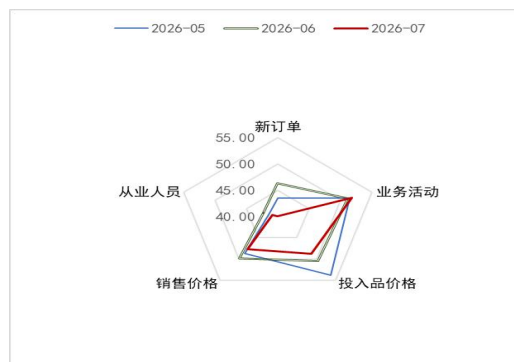
7 月份，中国综合 PMI 产出指数降至 49.3%，环比回落 1.3 个百分点，表明整体经济扩张动能边际放缓，复苏基础仍待进一步夯实，后续逆周期政策出台及落地效果值得期待。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



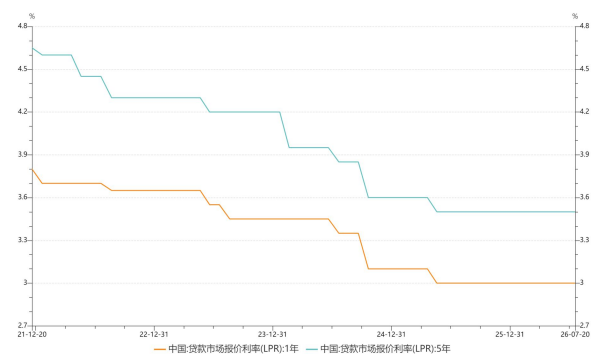
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

短期国债收益率环比微升，长期国债收益率环比微降。7 月 31 日，1 年期国债收益率 1.15%，比上月末上升 5BP，比上年末下降 20BP；10 年期国债收益率 1.71%，比上月末下降 4BP，比上年末下降 15BP。7 月 20 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，7 天逆回购利率为 1.40%，均与上月持平。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



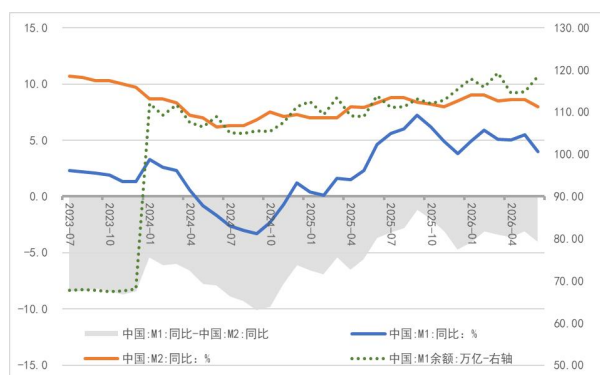
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 货币投放

2026 年 6 月末，M2 余额 356.71 万亿元，同比增长 8.0%，增速较上月回落 0.6 个百分点；M1 余额 118.48 万亿元，同比增长 4.0%，较上月大幅回落 1.5 个百分点，M1-M2 剪刀差扩大至-4.0%。总体看，宏观流动性总量仍处于合理区间，但资金活化程度边际走弱。居民定期存款占比维持在 74%—75%的历史高位，活期资金向定期沉淀的结构性特征依然突出。

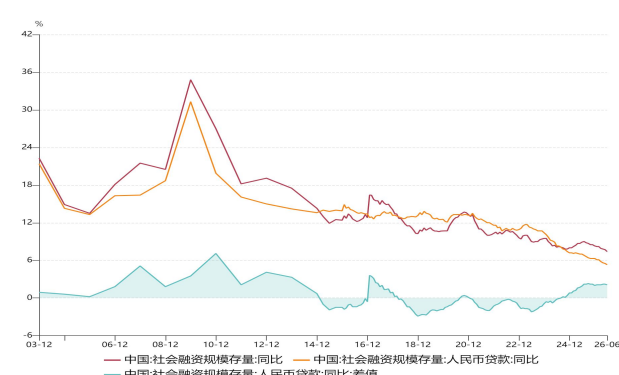
同期，非金融机构企业人民币活期存款余额达 24.12 万亿元，同比增长 8.81%，增速虽较上月回落 1.81 个百分点，但较去年同期增速提高 5.96 个百分点；单月环比增加 1.46 万亿元，显示企业短期支付能力与流动性储备仍具韧性。然而，企业账面资金充裕与固定资产投资偏弱、产能利用率偏低的现实并存，表明经济内生动能的持续修复，仍有待终端消费回暖与企业投资预期的同步改善。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 社会融资及贷款同比增速呈持续性回落 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2026 年上半年，社会融资规模增量累计为 20.84 万亿元，同比少增 2.02 万亿元。结构上呈现显著分化：对实体经济发放的人民币贷款增加 10.76 万亿元，同比少增 1.98 万亿元，是拖累社融总量的主要因素；与此同时，直接融资渠道表现活跃，企业债券净融资 2.07 万亿元（同比多增 9167 亿元），非金融企业境内股票融资 2933 亿元（同比多增 1224 亿元），外币贷款折合人民币增加 1609 亿元（同比多增 2247 亿元）；政府债券净融资 6.44 万亿元，同比少增 1.22 万亿元，反映出当前政府投资端保持相对克制。

整体来看，企业债券及股权融资的同比多增规模尚不足以完全对冲人民币贷款的收缩压力，表明直接融资在增量市场中的地位虽在稳步提升，但实体经济的总量融资需求增速仍呈趋势性回落。从更长周期观察，社融存量增速与人民币贷款增速均呈持续性下行态势；自 2024 年 9 月以来，社融存量增速持续高于人民币贷款增速，进一步印证了间接融资占比下降、直接融资抬升的结构性转换趋势。

6 月份，社会融资规模增量为 33645 亿元，同比少增 8606 亿元。其中，政府债券净融资 7683 亿元，同比少增 5825 亿元；非金融企业境内股票融资 628 亿元，同比多增 425 亿元；社融口径新增人民币贷款 17650 亿元，同比少增 5950 亿元。金融机构口径下，6 月企事业单位中长期人民币贷款增加 5600 亿元，同比少增 4500 亿元；企事业单位短期人民币贷款增加 8200 亿元，同比少增 3400 亿元；企业票据融资增

加 1144 亿元，同比增加 5253 亿元；居民户中长期人民币贷款增加 1584 亿元，同比少增 1769 亿元；居民户短期人民币贷款增加 1061 亿元，同比少增 1560 亿元。

6 月末，受半年度考核节点影响，金融机构加大了信贷投放力度，推动当月居民贷款由负转正至 2646 亿元，这一边际改善使得上半年居民户新增人民币贷款累计值从-6314 亿元显著收窄至-3668 亿元。然而，上半年整体仍呈负增长态势，表明居民信贷需求依然疲弱。从信贷结构来看，企业端票据融资冲量特征明显，而中长期贷款需求不足，折射出实体投资意愿尚待提振；居民端房贷与消费贷双双缩量，则反映出当前房地产市场销售低迷以及消费复苏缓慢的现实困境。

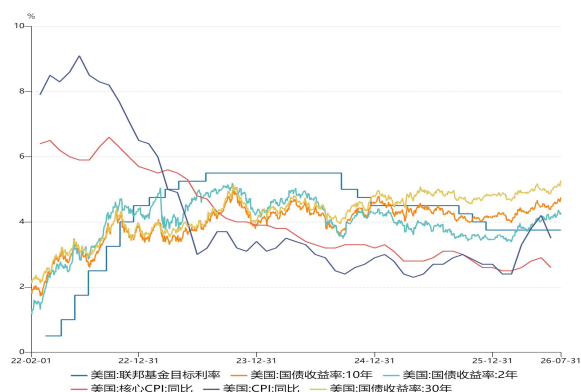
(3) 美国利率及其他

7 月，受美伊冲突再起影响，布伦特原油价格一度冲击 100 美元/桶关口。能源通胀预期的升温显著强化了市场的加息押注，带动美国国债收益率大幅上行。截至 7 月 31 日，10 年期美债收益率升至 4.75%，较上月末上行 28BP，较上年末上行 57BP；2 年期美债收益率升至 4.28%，较上月末上行 14BP，较上年末上行 81BP；30 年期长端收益率升至 5.27%，较上月末上行 36BP，较上年末上行 43BP。

货币政策方面，美联储在 7 月议息会议上维持联邦基金目标利率在 3.50%—3.75% 区间不变。通胀数据方面，6 月份美国 CPI 同比上涨 3.5%，增速较上月回落 0.7 个百分点；核心 CPI 同比升至 2.6%，增速较上月回落 0.3 个百分点。整体来看，尽管通胀边际放缓，但地缘冲突引发的能源价格上行压力仍对美联储的政策决策构成制约。

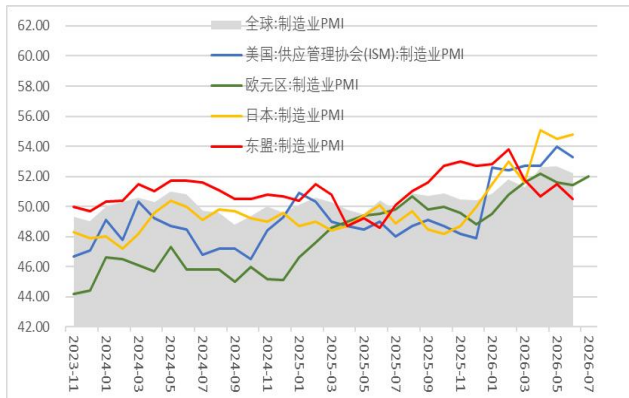
全球制造业 PMI 维持扩张态势。2026 年 6 月份，全球制造业 PMI 为 52.2%，连续 11 个月处于景气区间。东盟国家 PMI 为 50.5%，比上月下降 1.0 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 53.3%，下降 0.7 个百分点；日本制造业 PMI 为 54.8%，上升 0.3 个百分点。7 月份，欧元区制造业 PMI 为 52.0%，比上月上升 0.6 个百分点。

图表 36 美国联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 全球与主要国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

■ 沃什政策解读：预期重塑与战术留白，探寻框架下的政策最优解

7 月末的美联储议息会议上，新任主席沃什在声明与记者问答中释放了密集的政策信号。透过其鹰派

措辞的表象，可以看出其实际政策逻辑呈现以下三大核心特征：

一是战略定力，以“观察”替代“行动”，在鹰派表态下暗藏鸽派底色，避免对经济造成过度摩擦；二是机制重构，确立“市场先响应，央行后校准”的双重机制，让市场先行定价，美联储退居幕后进行二次校准；三是非对称战术，在白宫与美联储理事会的多重政治约束下，利用战术留白应对不确定性，在紧缩时审慎观察，在下行时托底增长，从而实现动态平衡。

（一）鹰派表象与鸽派底色：以“观察”替代“行动”的战略定力

尽管沃什在公开场合反复重申“2%的通胀目标没有任何弹性”，并直言“不存在软性隐性目标”，展现出强硬的鹰派姿态，但其实际政策操作却暗含鸽派底色。面对当前美国通胀数据重新抬头的复杂局面——美伊冲突的余波、关税冲击以及AI资本开支带来的价格扰动，沃什领导的美联储并未急于采取加息行动。他明确指出，企业资本支出热潮已在推高“内存和逻辑芯片以及相关人工智能基础设施”的价格，但美联储“正试图判断，这类价格上涨究竟只是行业性的相对价格变化，还是会向更广泛的通胀领域扩散”。这种在多重通胀压力下依然保持克制、以“观察”替代“行动”的行为，更多是向外界展示美联储的独立性，其实质是在复杂的宏观环境中避免过度反应，为经济留出自我消化的空间。

（二）沟通范式重构：退居幕后，构建“市场先响应，央行后校准”的双重机制

沃什上任后彻底颠覆了传统的政策沟通逻辑。过去是美联储解读数据并给出前瞻指引，市场被动跟随；如今，沃什要求市场自行解读数据并据此采取行动，美联储则退居幕后，通过观察市场定价来评估真实的金融条件。这一转变旨在减少美联储的道德风险与能力风险，并实现两重机制的良性互动：首先，通过市场主体的自发调整来吸收经济冲击；其次，当市场自身调整出现风险事件时，政策决策者再进行“二次校准”。正如沃什所言：“市场参与者正在学习跟着球走，而不是跟着裁判走……我们需要观察市场对事态发展的直接、未经过滤的反应。”这种“市场先响应，央行后校准”的模式，标志着美联储正在重塑其在宏观经济中的角色定位。

（三）宏观约束与政策推演：在多重博弈中探寻动态平衡

特朗普对沃什的公开评价，为透视当前的宏观政策环境提供了一个独特的外部观察窗口。尽管短期内降息预期渺茫，但白宫并未对美联储施加强硬压力，反而对理事会面临的复杂政治生态表达了理解。特朗普在椭圆形办公室向记者坦言：“凯文是个有才干的人，我知道他也希望看到更低的利率，但他要面对理事会，那是一个充满政治色彩的理事会，他们希望维持高利率。”这种罕见的政治默契与克制，折射出当前宏观政策正处于多重约束交织的微妙平衡之中，利率决策面临着较高的模糊性与不确定性。

基于上述宏观约束，未来的政策路径或将呈现出一种“非对称”的战术特征：在面临紧缩压力时，决策层大概率会保持审慎，倾向于以“观察”替代“行动”，避免对经济造成不必要的摩擦；而在经济面临下行压力时，政策重心则可能向托底增长倾斜。这一推演在沃什的最新表态中得到了印证。他刻意淡化了“暂停”的概念，将其定义为“对经济形势的严格审查”，并强调“市场在会议间歇期并没有暂停”。这意味着，市场自身金融条件的收紧，已在一定程度上发挥了替代官方紧缩操作的作用。这进一步表明，在

表面的鹰派框架之下，沃什正试图通过战术上的灵活与克制，在复杂的宏观博弈中寻找政策的最优解。

2.3 政策环境分析：政策加码可期，注重务实管用

宏观定调：逆周期调节加码，增量政策预期升温。7月30日，中央政治局会议为下半年经济工作定调，明确提出“加大逆周期调节力度，及时谋划出台务实管用的增量政策”。会议强调，要实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快财政支出与债券资金使用进度，有力推进“两重”建设与“两新”工作。在扩大内需方面，会议提出适应不同群体消费需求以扩大优质供给，扎实推进“六张网”规划建设。产业政策端，会议首次提出“着力打造新兴支柱产业”，要求深入实施“人工智能+”行动，完善人工智能治理体系，加快现代化产业体系建设。资本市场方面，会议表述由“稳信心”进阶为“深化投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”，凸显政策对基础制度建设与风险应对能力的重视。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心解读	主要内容
7月17日，国家领导人出席2026世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式并发表主旨讲话	AI全球治理顶层布局	习近平提出“携手构建公正合理的全球人工智能治理体系”四点意见，坚持开放共赢，驱动创新发展，全面促进人工智能科技创新、产业发展、场景应用；宣布世界人工智能合作组织在上海成立。
7月17日，国家发改委发布《人工智能国际合作发展行动计划》	AI国际合作系统性政策	从数据、算力、生态、赋能、人才、规则、治理和伦理八方面提出优质数据供给、智能算力普惠、开源生态共享、AI深度赋能、数智人才共育、规则标准共建、安全治理协作、AI向善等八项行动。
7月20日，证监会主席吴清主持召开投资者座谈会	资本市场稳定运行	吴清表示全力维护市场平稳运行，着力提高上市公司透明度，健全投资者保护长效机制；投资者代表建议加强一二级市场逆周期调节、引导中长期资金入市、规范量化交易和AI应用、推动上市公司加大分红力度。
7月20日，全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会召开	“人工智能+制造”深化部署	会议明确制造业是人工智能应用的“主战场”，深入实施“人工智能+制造”行动；组织实施AI应用服务商培育行动，全面落实“模数共振”行动，推出一批轻量化、低成本、易部署的行业解决方案；推动人形机器人、脑机接口等新一代智能设备普及。
7月20日，李强总理主持召开国常会	服务业扩能提质与“六张网”建设	会议指出，推动服务业扩能提质和“六张网”（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网）建设对于稳投资、扩消费、惠民生具有重要意义。生产性服务要加力支持科技创新和价值创造，社会性服务要着力扩大优质供给。
7月22日，工信部发布《关于组织开展国家级零碳工厂建设工作的通知》	绿色低碳发展	我国将组织开展国家级零碳工厂、零碳算力设施建设工作；设置单位能耗碳排放、非化石能源消费占比、非化石能源电力消费物理认定量占比三个核心指标，以及过程脱碳、协同降碳、智能控碳、碳抵消和信息披露4类8项引导指标。
7月23日，国新办举行2026年上半年商务工作及运行情况发布会	促消费稳外资	商务部表示支持具备条件的地区围绕智能家居、智能机器人等新兴产品设立线下集展示体验为一体的销售场所；消费品以旧换新政策带动销售额超1.25万亿元，受益人次达1.69亿；下一步推动商品消费扩容升级、多措并举活跃线下消费。
7月30日，中共中央政治局召开会议决定召开二十届五中全会，分析研究当前经济形势和经济工作	加大逆周期条件力度	明确提出“加大逆周期调节力度，及时谋划出台务实管用的增量政策”。会议强调，要实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快财政支出与债券资金使用进度，有力推进“两重”建设与“两新”工作。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

人工智能：国内赋能与全球治理“双轮驱动”。人工智能领域已从国内部署升级为内外联动的系统化战略。对外引领治理，构建多边机制。7月成为中国深度参与并引领 AI 全球治理的关键节点，完成了从理念宣示到机制搭建的闭环。国家领导人出席 2026 世界人工智能大会，提出构建公正合理全球 AI 治理体系的四点主张。国家发展改革委发布《人工智能合作发展行动计划》，将治理理念转化为涵盖数据、算力、规则等八项可落地路径。对内深化应用，聚焦实体主战场。工信部明确实体经济特别是制造业为 AI “主

战场”，深入实施“人工智能+制造”行动，推出一批轻量化、低成本、易部署的行业解决方案。这表明 AI 赋能实体经济的政策触角正从龙头企业向产业链末梢延伸，助力千行百业加快“智能升级”。

扩大内需：“六张网”落地与智能消费场景共振。新基建建设方面，7 月 20 日，国务院常务会议听取“六张网”（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网）规划建设督查汇报，要求因地因业加快实施并强化资金要素保障，标志着“六张网”已从规划层面进入落地见效阶段，为稳投资提供坚实支撑。**消费端场景创新方面**，商务部明确支持智能机器人等设立线下销售场所，旨在打造新型消费场景以激发智能产品消费潜力。该举措与“六张网”中的算力网、通信网建设形成呼应，共同推动智能消费从线上走向线下、从概念走向现实。

资本市场：政策发声与资金托底形成维稳合力。针对 7 月市场的大幅下挫，政策端迅速打出“政策引导+资金托底”组合拳，资本市场维稳机制及时启动，政策底信号明确。监管层在关键时刻强力发声，强化预期引导。7 月 20 日，证监会主席吴清赴一线调研并召开投资者座谈会，明确表态将一体推进防风险、强监管、促高质量发展，全力维护市场平稳运行，强调了提升上市公司质量与健全投资者保护长效机制的核心导向，有效提振了市场信心。国家队真金白银入市，夯实市场底部。7 月 19 日，中国国新与中国诚通同步宣布大额增持，中国国新已使用专项再贷款及配套资金超 500 亿元，中国诚通累计买入 A 股资产近百亿元。两大央企明确后续将持续加码，有效对冲了短期恐慌情绪，为资本市场平稳运行提供了坚实的流动性支撑。

三、投资策略

3.1 市场估值水平

7月A股市场经历显著调整，估值整体回落，且呈现出明显的结构性分化特征：中小创指数估值大幅回撤，而部分蓝筹指数估值则表现出较强的韧性。

截至7月31日，万得全A市净率1.77倍，2010年以来历史分位值44.8%，比2026年6月末（市净率1.93倍，分位值57.2%）和2025年末（市净率1.84倍，分位值51.2%）均有下降。

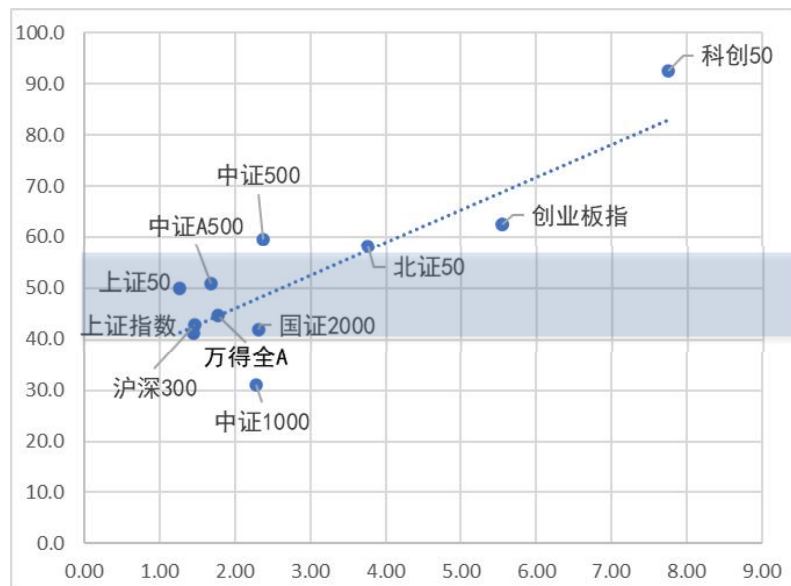
上证指数市净率1.45倍，分位值41.3%，比2026年6月末（市净率1.50倍，分位值50.7%）小幅下降；沪深300市净率1.47倍，分位值42.9%，与6月末基本持平；上证50市净率1.27倍，分位值50.1%，2026年6月末为1.21倍和29.3%。

创业板指市净率5.55倍，分位值62.4%，比2026年6月末的7.32倍大幅下降24.1%，科创50市净率7.75倍，分位值92.5%，比2026年6月末的10.32倍大幅下降24.9%。

从基本面逻辑来看，7月市场估值下行与二季度GDP增速放缓的宏观背景相契合。从市场结构看，在宏观经济K型复苏结构下，市场对高景气赛道前期过度追逐导致定价偏高，叠加全球AI产业叙事逻辑阶段性退潮，成长赛道迎来估值重塑。7月末，中证TMT市净率降至4.21倍（历史分位85.2%），较6月末的5.63倍大幅回撤24.3%。

与之形成鲜明对比的是，低估值资产在不确定性环境中凸显出防御属性。7月末，中证央企市净率为1.15倍（历史分位42.3%），较6月末的1.10倍逆势上升4.5%，展现出较强的企稳态势。

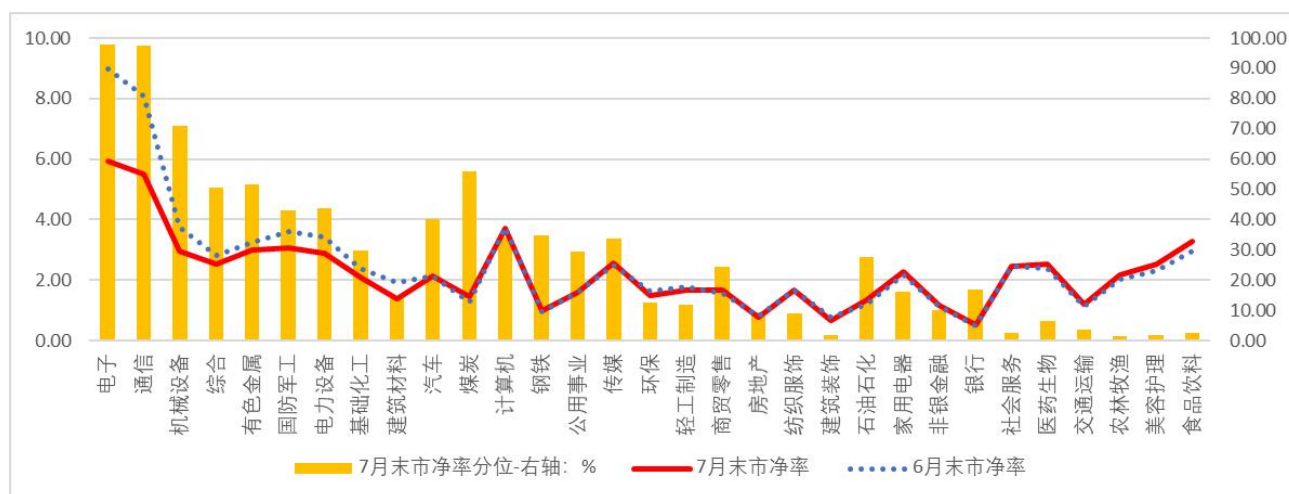
图表 39 主要指数 PB（横轴：倍数）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴：%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

与上半年高估值成长板块估值持续扩张不同，7月行业估值迎来显著的高低切换：前期高估值板块大幅回撤，而低估值防御性板块则逆势修复。电子、通信及机械设备等成长赛道估值压缩最为剧烈，7月末市净率分别降至5.95倍、5.50倍和2.97倍，环比跌幅均超20%，其中电子与通信行业更是重挫34%和31.9%。与之形成鲜明对比的是，具备防御属性的低估值板块获资金青睐，估值重心稳步修复。煤炭行业市净率环比上涨15.0%至1.46倍；银行、石油石化及食品饮料等行业表现同样稳健，市净率环比涨幅均超10%。这显示出在市场波动加剧背景下，资金向低估值、高安全边际的资产切换以寻求避险。

图表 40 申万一级行业市净率及市净率分位值（单位：倍/%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（统计区间 2010/1/1 至 2026/7/31）

3.2 市场策略

7月A股市场经历显著回调，其核心驱动力在于两方面：一是全球AI产业叙事逻辑重估，导致高估值分位、高拥挤赛道的科技成长板块估值大幅压缩；二是宏观经济复苏斜率边际放缓，引发市场预期趋于审慎，风险偏好显著收敛。展望后市，在经济增速放缓的背景下，增量政策有望加码发力，资本市场的韧性将在政策托底与估值修复的双重支撑下逐步显现。

（1）上证指数估值安全边际继续提高

截至7月31日，上证指数收于3832点，对应市净率（PB-LF）降至1.45倍，已回落至我们年初预判的【1.5±10%】估值区间下方。7月17日，指数一度下探至3764点，对应PB为1.42倍，进一步确认了市场已进入极具性价比的估值底部区域。随着2026年半年报的陆续披露，企业盈利将逐步兑现并增厚净资产，同等点位下的安全边际有望继续提升，当前上证指数的向下空间已较为有限。

从估值与点位的动态关系来看，2025年末上证指数收于3968点（PB为1.50倍），至2026年6月末收于4094点（PB仍为1.50倍）。这表明，随着时间推移与企业盈利的持续兑现，在同等估值水平下，

指数对应的理论点位理应稳步抬升；反之，在同等点位下，对应的市净率理应更低。整体而言，时间正逐步向多头倾斜，当前市场已具备较高的安全边际与中长期配置价值。

（2）降低收益预期，回归确定性

市场趋势转弱，短期胜率下降。当前，全 A 等权指数与平均股价指数均已有效跌破 60 日均线、半年线及年线等多条关键均线。这一技术形态标志着市场整体运行模式已由前期的单边上行转为复杂的震荡整理阶段。在趋势不明朗的背景下，市场赚钱效应减弱，短线博弈的胜率显著降低，投资者需主动降低对短期超额收益的预期，规避盲目追涨杀跌的风险。

波动率见顶回落，情绪回归理性。从风险偏好指标来看，市场在经历剧烈的情绪释放后，正步入降波阶段。以易方达创业板 ETF 期权波动率为例，该指标从 2026 年 2 月末的 22.78 点持续攀升，于 7 月 30 日触及 49.55 点的近一年新高（仅次于 2024 年 10—11 月的极端行情），随后在 7 月 31 日快速回落至 45.57 点。波动率的冲高回落，往往意味着市场最恐慌或最亢奋的情绪时刻已经过去，定价逻辑将逐步从“情绪驱动”回归“基本面驱动”。在这一阶段，单纯依靠资金博弈、情绪博弈获取收益的难度加大。

（3）再平衡策略

在新的结构性分化背景下，投资者应做好仓位与结构的再平衡：在科技内部轮动时高抛低吸，在泛 AI+扩散时提前布局，在蓝筹护盘时坚守价值，从而在结构性行情中实现稳健收益。建议重点关注企业盈利兑现度高、估值匹配度好的确定性机会，以时间换空间，等待市场新的共识形成。

具体而言，建议重点关注即期业绩确定性、估值水位及匹配度、远期逻辑确定等因素叠加的细分方向，通过动态调整持仓结构。标的方面，建议继续重点关注恒生科技 ETF、机器人 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、证券 ETF、黄金 ETF 及黄金股 ETF，以把握产业链扩散与避险配置的双重机遇。

（4）应对复杂风险的核心策略

面对复杂多变的风险因素，我们持续坚持两大应对策略以增强组合的抗脆弱性：

第一，构建多元化资产配置以平滑波动。坚定维持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构，既捕捉成长弹性，又夯实防御底座。同时，严格贯彻大类资产配置与动态择时原则，充分利用 ETF 工具高效、透明的特性，优化风险收益比，平滑投资曲线。

第二，秉持价值投资的风控哲学，保持充裕的现金储备。效法巴菲特的逆向思维与底线思维，在不确定性加剧的市场环境中，将现金视为一种具备极高“看涨期权”价值的战略资产。通过保留充足的流动性，不仅能有效抵御极端行情的冲击，更能掌握应对市场非理性波动的主动权，在优质资产价格错杀时从容布局。

2026 年度战略投资方向：紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，重点布局六大战略赛道：一是新兴产业（新能源、新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是传统产业升级（有色、机械、化工）；四是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）；五是政策支持型成长领域（国防军工、创新药、高端医疗器械、文旅消费）；六是

区域战略高地（成渝、海南、福建）。

战术配置方向：年度报告聚焦 ETF 投资视角，从资产配置、宏观政策、行业景气、产业周期与估值水平等维度，提炼各细分方向的核心投资逻辑，建议 2026 年重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大类 19 个方向的 ETF。具体包括：沪深 300ETF、上证 50ETF；东南亚科技 ETF、黄金 ETF；人工智能 ETF、恒生科技 ETF、消费电子 ETF；机器人 ETF、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机 ETF、化工 ETF、黄金股 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、旅游 ETF、证券 ETF、自由现金流 ETF。

建议单一品种配置不超过 10%、单一风格敞口低于 30%，以提升组合抗波动能力。

3.3 专题论述

(1) 重点推荐方向跟踪

图表 41 2026 年度策略重点关注方向

类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF 关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF华泰柏瑞	000300.SH	沪深300	022699.OF, 006131.OF, 460300.OF, 022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF华夏	000016.SH	上证50	005733.OF, 022959.OF, 001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF华泰柏瑞	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF, 020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF华安	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF, 022653.OF, 000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF易方达	930713.CSI	CS人工智	012733.OF, 012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技ETF华夏	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF, 013403.OF, 013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF华夏	980030.CNI	消费电子	018300.OF, 018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF, 020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF华泰柏瑞	931151.CSI	光伏产业	012680.OF, 012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF华夏	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF, 025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF国泰	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF国泰	931866.CSI	中证机床	017472.OF, 017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF鹏华	000813.CSI	细分化工	022792.OF, 014942.OF, 014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF华夏	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF, 021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF广发	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF, 019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF银华	931152.CSI	CS创新药	012782.OF, 012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF富国	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF国泰	399975.SZ	证券公司	012362.OF, 022509.OF, 012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF华夏	980092.CNI	自由现金流	023918.OF, 023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2026 年 1 月 4 日推荐）

6 月策略报告，新增关注中证红利 ETF。

■ 港股评估：聚焦估值修复与流动性改善带来的双重机遇

今年上半年，在全球股市普遍上涨的背景下，港股主要指数逆势调整，恒生指数、恒生科技指数及港股创新药指数分别下跌 10.7%、18.9%和 8.1%。然而进入 7 月，市场迎来显著反转，三大指数分别反弹 13.1%、8.0%和 9.6%，呈现出强劲的估值修复态势。这一“深蹲起跳”式的行情不仅印证了“跌出来的机会”，更凸显了港股作为全球估值洼地的配置价值，本质上是对前期过度悲观预期的有效纠偏。

首先，与样本国际股指比较，港股呈现了“低估值、高股息与高 ROE”的综合特征，具有国际比较优

势。从横向对比来看，港股目前不仅处于历史低位区间，更在 PB-ROE 框架下展现出极高的性价比。截至 7 月 31 日的数据显示：

① **市净率（PB）处于绝对低位，安全垫较高。**恒生指数市净率仅为 1.23 倍。对比 A 股，这一水平低于同期上证 50 指数的 1.27 倍和沪深 300 指数的 1.47 倍；对比国际市场，同样显著低于印度 SENSEX30 的 3.32 倍、日本日经 225 的 2.70 倍、德国 DAX 的 2.07 倍以及越南胡志明指数的 1.83 倍，估值优势在全球范围内都非常突出。

② **高股息提供防御属性，回报领跑样本国际指数。**恒生指数近 12 个月股息率达到 3.05%。对比 A 股，该水平与上证 50 的 3.12%基本持平，并显著高于沪深 300 的 2.56%及各类成长板块；对比国际市场，远高于日经 225 的 1.30%、印度 SENSEX30 的 1.09%以及德国 DAX 的 0.10%，甚至略高于越南胡志明指数的 3.01%，在全球主要股指中名列前茅，提供了坚实的安全边际。

③ **核心亮点：同等估值与回报情景下，港股 ROE 更具优势。**对比 A 股核心资产，恒生指数的估值与上证 50 几乎持平，股息率也极为接近，但其 ROE 达到 10.9%，明显高于上证 50 的 9.7%；对比沪深 300，恒生在估值大幅折价的前提下，ROE 依然保持领先（10.9%对 9.2%）。对比国际指数，恒生指数 PB 显著低于日经 225 和德国 DAX，但 ROE 却高于日经的 9.4%和德国 DAX 的 9.1%，呈现出典型的“便宜且好货”特征；对比越南胡志明指数，恒生指数 PB 折价更大，且 ROE（10.9%）也略高于胡志明的 10.6%。虽然印度 SENSEX30 的 ROE 高达 17.5%，但其 PB 高达 3.32 倍且股息率仅 1.09%，相比之下，港股是以三分之一的估值代价获取了约 60%的盈利回报率，并拥有三倍的股息收益，对于追求确定性收益的国际资金而言性价比极高。

图表 42 综合比较 PB-ROE 及股息率，港股具有国际比较优势

指数	2026年7月 涨幅（%）	2026年上半年 涨幅（%）	最新价	股息率近12月 （%）-2026/7/31	市净率LB- 2026/7/31	ROE(TTM)整体法 (2026年3月30日)
恒生指数	13.1	-10.7	25,884	3.05	1.23	10.9
恒生科技	8.0	-18.9	4,829	0.91	2.62	12.9
港股创新药(HKD)	9.6	-8.1	1,265	0.80	3.55	12.3
上证50	-2.2	-1.4	2,923	3.12	1.27	9.7
沪深300	-7.9	7.5	4,588	2.56	1.47	9.2
创业板指	-23.0	35.6	3,344	0.93	5.55	13.5
日经225	-8.1	39.2	64,362	1.30	2.70	9.4
德国DAX	2.5	2.1	25,629	0.10	2.07	9.1
印度SENSEX30	2.1	-10.3	78,095	1.09	3.32	17.5
胡志明指数	-6.7	4.2	1,736	3.01	1.83	10.6

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

这种“低估值、高股息与高 ROE”的稀缺组合，不仅凸显了当前市场显著的定价错配，更构筑了港股在全球资产配置中极具吸引力的比较优势。新增关注恒生 ETF，继续关注恒生科技 ETF、港股创新药 ETF。

其次，政策利好频出，为港股市场引入增量配置资金。

一方面，主权资金持续注入，夯实香港资本市场流动性底座。7月7日，中国人民银行行长潘功胜在“香港固定收益及货币峰会暨债券通论坛”上表示，未来国家外汇储备将继续提高在香港的资产配置比例，为香港资本市场发展注入更多动能。他提到，近一年多来，国家外汇储备持续在香港开展资产配置和投资交易。这一举措不仅彰显了中央对香港国际金融中心地位的坚定支持，更意味着长期、稳定的“国家队”资金将持续入市，为香港资本市场提供坚实支撑，进一步提振全球投资者信心。

另一方面，中美关系边际改善，香港市场外部风险溢价显著降低。7月17日，商务部新闻发言人在答记者问时证实，美方已确认不再延续第13936号行政令中的涉港国家紧急状态，该行政令将随之终止。这是美方履行中美经贸磋商共识的重要一步。美方涉港政策向积极方向调整，不仅有助于恢复并加强与香港特区的正常经贸往来，更将有效降低跨国企业在港运营的政治风险，吸引此前因规避风险而流出的外资回流，为港股带来增量配置资金。

(3) 认识 K 型市场：结构分化与动态平衡

■ K 型的撇和捺

K 型走势由向上的一撇与向下的一捺构成，代表着两种相反力量的交织与博弈，并最终形成系统整体的动态平衡。2026 年上半年，A 股市场呈现出显著的 K 型分化特征。从综合指数来看，上证指数估值表现相当平稳，市净率（LF）波动区间位于 1.42 至 1.58 倍之间，中位数为 1.51 倍，7 月 30 日为 1.45 倍，整体波澜不惊。然而，在指数平稳的表象下，市场内部结构却出现了极值分化：以通信、电子为代表的人工智能、高端制造及资源、能源、材料方向形成了向上的“一撇”，两个行业上半年涨幅超过 70%；而传统制造、消费、金融等多数板块则构成了向下的“一捺”，食品饮料、商贸零售等行业跌幅超过 20%。

但是进入 7 月以后，在市场持续的风险释放中孕育出新的 K 型结构。前期大幅上涨的人工智能方向出现明显回撤；与此同时，具备低估值属性的红利资产、兼具估值与业绩优势的证券及黄金股，以及兼具估值优势与科技属性的港股创新药板块，则在市场调整中展现出较强韧性，逆势走强或横盘抗跌，形成了新的结构性支撑。

究其本质，K 型分化是市场对不同行业业绩及前景的估值定价过程。高溢价积聚风险，高折价则孕育着机遇。上半年，市场给予了高增长行业高溢价、低增长行业高折价；而随着分化走向极值，这种定价机制开始自我修正。投资的核心在于平衡业绩前景与估值，今年前 7 个月的市场行情，为投资者提供了一次辩证、科学研判市场的生动实践。

此外，从辩证角度看，正是因为 K 型，才能更好地孕育市场的韧性，因为 K 型结构天然具备“此消彼长”的对冲效应，当一极过热时，另一极的低位价值便成为缓冲垫，从而避免市场出现系统性崩塌。这种内生稳定性，为市场在外部冲击下保持韧性提供了结构性支撑。

■ 个股估值顶部的信号：情绪博弈与 PB 锚点

个股的估值顶部往往并非由基本面的突然恶化触发，而是源于市场情绪与资金博弈达到极值后的修正。

资本市场倾向于提前定价未来，因此我们常观察到一个现象：股价往往先于基本面见顶回落。当投资者意识到风险并试图离场时，通常已处于“亡羊补牢”的阶段。如何在基本面与技术面双双向好时，精准评估“下车”时机，是投资中极具挑战的课题。对此，我们尝试引入市净率（PB）作为核心刻画指标。

① 为何选择 PB 而非 PE？

对于高增长、高 ROE 及高前景预期的企业，市场往往给予极高溢价，导致市盈率（PE）常常失真甚至失效。这主要源于两方面：一是即期盈利尚未完全释放，导致静态估值虚高；二是即期盈利充分释放后，若仅以远期 PE 测算，又易陷入“低估值”陷阱。相比之下，净资产具有更高的稳定性。高 PB 本质上是高增长与高 ROE 的镜像反映，它能比 PE 更稳定地刻画市场估值的高低水位。

② 历史回溯：20-40 倍 PB 的“警戒线”

我们统计了 2021 年牛市期间中美两国具有行业代表性的 20 只龙头个股，对其 PB 走势进行回溯分析，试图寻找估值极值与股价拐点之间的内在关联。

数据分析显示一个显著规律：当龙头股的 PB 达到 20 至 40 倍区间时，尽管此时上市公司盈利仍处于良好水平，但股价往往已提前见顶，随后进入估值压缩阶段。在这 20 只样本股触及阶段性估值高点后，其股价下杀幅度普遍达到了 30%至 80%。

图表 43 2021 年牛市阶段，A 股龙头公司进入估值顶部区域，随后股价和估值进入持续调整阶段

指数	最新价- 2026/7/31	市净率LF	历史估值 高点时间	历史收盘价	历史市净率LF	ROE-平均- 2021年度
爱尔眼科	9.08	3.87	2021/2/10	91.10	39.52	21.96
恒瑞医药	54.08	5.76	2020/12/25	115.01	20.84	13.83
片仔癀	139.44	5.90	2021/7/21	489.76	34.99	27.68
迈瑞医疗	158.88	5.04	2021/7/1	495.99	27.46	31.86
贵州茅台	1,350.60	7.25	2021/2/10	2,601.00	22.01	29.90
斯达半导	80.49	2.82	2021/11/23	484.93	17.02	12.94
隆基绿能	12.99	1.95	2021/1/27	123.00	14.30	22.01
阳光电源	103.37	4.54	2021/10/27	172.54	17.40	12.12
宁德时代	395.30	4.82	2021/12/2	688.00	21.93	21.42
赣锋锂业	49.71	2.26	2021/8/31	220.00	17.38	32.08
10家公司均值	*	4.42	*	*	23.29	22.58

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（最新价格存在除权除息调整，与历史价格不具备直接可比性）

图表 44 2021 年牛市阶段，美股龙头公司的估值进入顶部区域，随后股价和估值进入持续调整阶段

指数	最新价- 2026/7/31	市净率 (MRQ)	历史估值高 点时间	历史收盘价	历史市净率 (MRQ)	ROE-平均- 2021年度
微软(MICROSOFT)	464.72	7.80	2021/11/19	343	16.95	47.08
亚马逊(AMAZON)	271.58	5.31	2021/11/18	3,696	15.55	28.81
英伟达(NVIDIA)	200.75	24.85	2021/11/29	334	35.06	29.78
苹果(APPLE)	308.91	41.97	2021/12/10	179	46.67	147.44
谷歌(ALPHABET)-A	356.13	6.80	2021/11/18	2,997	8.13	32.07
脸书(META PLATFORMS)	556.71	5.43	2021/9/1	382	7.79	31.10
特斯拉(TESLA)	311.21	14.15	2021/11/4	1,230	45.66	21.04
奈飞(NETFLIX)	71.71	9.90	2021/11/17	692	20.01	38.02
阿斯麦	1,629.00	25.89	2021/9/15	889	25.45	49.01
宝洁公司(PROCTER & GAMBLE)	144.49	6.20	2021/12/29	164	8.78	30.80
10家公司均值	*	14.83	*	*	23.00	45.51

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（最新价格存在除权除息调整，与历史价格不具备直接可比性）

③ 投资启示：胜率与赔率的权衡

这一规律为投资者提供了重要的风险警示：

充分定价的信号：当公司市净率达到 20 倍以上时，意味着当前股价已对即期业绩和未来远期增长进行了极其充分的定价。

容错率降低：在此高估值区间，一旦公司盈利增速出现边际放缓，或市场预期发生微调，都可能引发剧烈的股价调整和漫长的估值回归。

长期视角的辩证：这并不意味着高 PB 股票未来无法再创新高。只要企业能持续兑现超预期业绩，或行业逻辑未发生根本性重塑，经过时间换空间的估值消化后，股价仍有望向上。但在 20-40 倍 PB 的高位区间布局，无论胜率还是赔率都已显著下降。

注：上述样本多为各行业领军企业，其估值中枢代表了市场对该赛道长期成长性的阶段性共识上限。虽为个体样本，难以涵盖所有市场情况，但仍具备重要的参考意义。

■ 市场估值底部的研判：基于 PB-ROE 框架的三维验证

我们在 7 月 13 日发布的《策略专题：基于 PB-ROE 体系对资本市场波动的研究》中，深入探讨了该框架在判断市场底部的有效性。结合最新数据，我们对当前市场位置进行如下三维研判：

① 国际比较与历史规律：确立估值锚点

在国际视野下，全球主要股指呈现明显的 PB 估值阶梯。上证指数约 1.22 倍 PB 处于历史底部区域，既体现了中国经济“超大规模性”与“体系完备性”带来的安全溢价，也客观反映了与美国在科技硬实力及金融成熟度上的追赶空间。

基于前一年度 ROE 水平测算，A 股权益资产长期回报具有惊人的稳定性（符合“西格尔常量”）：

顶部信号：当测算 ROI 下行至 6% 附近时，往往对应市场高点，风险需引起重视。

底部信号：当测算 ROI 回升至 8.4% 附近时（扣除通胀后实际 ROI 约 6.9%），通常对应市场低点，投资机会逐步凸显。

图表 45 国际主要股指底部区域对应的市净率水平

指数	市净率	对应时间	备注
纳斯达克	2	2009/2	2009年以来
标普500	1.7	1990/10	1990年以来
道琼斯	1.26	1993/5	1993年以来
上证指数	1.22	2019/1	2019年以来
德国DAX	1.1	2003/3	2003年以来
日经225	1	2009/2	2000年以来
韩国综合指数	0.73	2001/9	1999年以来

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 46 上证指数重要低点及测算投资回报率

时间	上证指数重要低点	市净率（LF）	前一年度上证指数平均净资产收益率	测算ROI
2016/1/28	2638	1.43	11.49	8.0
2019/1/4	2440	1.22	10.69	8.8
2020/3/19	2646	1.22	10.63	8.7
2022/4/26	2863	1.22	10.31	8.4
2022/10/31	2885	1.18	10.31	8.7
2024/2/5	2702	1.13	9.04	8.0
2024/9/13	2704	1.12	9.04	8.1
均值		1.22	10.22	8.4

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

② 情景测算：量化不同点位下的风险收益比

在 PB-ROE 框架下评估市场，需以动态视角综合考量盈利修复与估值切换。基于 2025 年末 PB 数据并计入确定性溢价后，测算 ROI 上调 10%。其核心支撑在于：一是估值切换效应，财报季后净资产的自然增长将驱动 PB 值被动下移；二是盈利上行周期正步入验证期，CPI、PPI 等宏观数据已印证复苏迹象；三是资本市场稳市长效机制日益完善，协同稳市机制与政策工具箱持续发力，有效熨平下行风险；四是全球变局下，中国资产凭借政策连续性与新质生产力培育，其“确定性溢价”正逐步纳入定价体系。基于上述逻辑，具体测算情景分为以下三种情况：

图表 47 上证指数底部区域的情景测算

情景	PB 倍数	上证指数	测算 ROI	调整后 ROI	评估
中性假设上限	1.45 倍	3837 点	6.04%	6.65%	风险收益均衡
中性假设下限	1.40 倍	3704 点	6.26%	6.88%	配置价值显著增强
悲观情形	1.35 倍	3572 点	6.49%	7.14%	风险回报率极佳

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（详细测算参见《20260713 策略专题：基于 PB-ROE 体系对资本市场波动的研究》）

中性假设上限（均衡区）：对应 1.45 倍 PB（约 3837 点），测算调整后 ROI 为 6.65%。此时市场处于风险收益均衡状态，已显示出一定的投资吸引力。

中性假设下限（配置区）：对应 1.40 倍 PB（约 3704 点），测算调整后 ROI 升至 6.88%，配置价值显著增强。

悲观情形（黄金坑）：若盈利复苏证伪且政策保持定力，对应 1.35 倍 PB（约 3572 点），测算调整后 ROI 高达 7.14%，风险回报率极佳。

③ 当前位置研判：净资产自然增长驱动配置价值被动提升

截至 7 月 31 日，上证指数报收 3832 点，对应市净率（PB）约为 1.45 倍，调整后的投资回报率（ROI）为 6.65%。尽管当前的测算收益率尚未达到历史极值底部水平，但此类极端估值水平多属于小概率的非常

态事件。结合企业盈利上行周期与国内创新动能的释放，当前市场整体已处于“风险与收益均衡”的阶段。若估值进一步下探至 1.40 倍 PB，配置性价比将显著提升。

更为关键的是，随着半年报披露季的推进，企业净资产（PB 估值分母端）预计将迎来自然增长。这意味着，在同等指数点位下，PB 估值将被动下移，进而推动测算 ROI 进一步上行。因此，即便指数短期内维持震荡格局，市场的实际配置价值也将随时间推移而持续增厚。

风险提示：国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级及美联储政策等不确定性。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上；
		增持	股价相对强于基准 10%—20% 以上；
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10% 以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10% 以上；
		中性	相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10% 以上；

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻

版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴环路 1233 号汇亚大厦 2301A、2302A 室

北京地址：北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1（B）1001-05A