

策略周评 20260808

业绩期是主线行情演绎的关键变奏点

2026年08月08日

■ 大盘底部蓄势，新一轮行情徐徐展开

在经历了7月的风格调整后，本周大盘企稳反弹，我们认为新一轮行情将徐徐展开。在过去几周我们讨论过，短期A股风格的再平衡，本质上是内生交易拥挤与外围市场联动共同驱动的资金面修正，而非产业趋势证伪，再从市场波动、股价位置、拥挤度、融资四个维度观察当前市场的状态：

波动率回落至中枢区间，市场已大幅降波。截至8月7日，上证指数波动率为55，已回落至历史中枢水位。波动率的运行本质是多空力量从失衡到均衡的映射：当市场方向共识持续强化、多空力量趋向单边主导时，波动率会随行情斜率放大而走高；当单边动能衰竭、多空分歧收敛，波动率便会向中枢均值回归。本轮市场调整中，指数短期下行斜率过于陡峭，波动率突破阈值、表明市场进入极端波动区间，此时波动率有均值修复的内在动能。7月下旬宽基ETF放量承接、政策底信号明确后，市场恐慌情绪快速收敛，上证指数波动率同步回落，进入降波筑底阶段。

风格和行业层面已经完成了再平衡。风格层面，截至8月7日，国证成长/价值比价已回落到均值水平。行业层面，7月煤炭、银行等红利板块与食品饮料等顺周期板块相对收益突出，成为资金防御与再配置的核心方向；前期领涨的AI硬件、半导体设备与材料等科技赛道则深度调整。整体而言，我们预计前期极致分化的结构矛盾已经得到修复。

高成交和高换手后，科技赛道筹码结构得到修复。截至8月7日，全A成交额排名前5%个股的成交额占比（4周移动平均）为50.4%，仍处于历史高位区间，反映市场资金始终聚焦核心赛道。本轮调整过程中，光通信、科创芯片、半导体设备等热门科技赛道维持相对高换手的状态，本质是场内筹码的充分交换与再分配。随着交易充分换手，前期高位积累的获利盘得以兑现离场，承接资金在调整过程中逐步进场布局，推动筹码峰中枢下移。筹码结构的系统性修复，是调整进入尾声的信号。

融资余额明显降低。融资资金作为场内高风险偏好资金的代表，是此轮市场分化与调整的重要助推力量。截至8月6日，电子、通信两大科技行业融资余额合计降至6578亿元，回到5月上中旬水平；全A融资余额也大幅回落至4月初位置。场内杠杆资金的主动与被动去化已接近尾声，资金面的尾部风险显著弱化。

■ 牛市行情中，业绩期是重要的变奏点

在一轮大级别成长行情中，每一次业绩期均承担着景气验证与预期修正的关键功能，是主线演绎的关键变奏点。当财报业绩印证产业趋势、业绩指引推动盈利预期持续上修时，主线板块将迎来盈利与估值共振的戴维斯双击，上涨行情通常可以延续1个季度左右。随着行情推进，交易拥挤度逐步抬升，板块对流动性边际变化的敏感度显著提升，此时若有导致无风险利率上行、风险偏好回落等边际利空的出现，行情便会转入估值消化阶段。调整末期市场情绪转向悲观，产业景气叙事往往遭到阶段性质疑，极端情形下会出现较大幅度的调整。直至下一轮业绩期开启，新一轮业绩落地与指引上修重新验证景气逻辑，市场完成景气线索的再定价，主线行情再度启动。这一演绎规律，在2021年新能源行情与2025年以来的光通信行情中均得到充分印证。

➤ 2020-2022年新能源行情

2021年2月，美国远期通胀预期持续升温，10年期美债收益率快速上行，市场对美联储终结QE预期发酵，全球流动性迎来拐点。受估值端压制，A股核心资产出现显著回调，新能源板块同样经历阶段性调整。进入4月业绩期后，新能源行业高景气度在财报中得到体现，板块内部沿产业链路径展开轮动上涨，行情从新能源车赛道率先启动，逐步传导至光伏、风电板块，最终扩散至电网设备自动化、磁性材料等产业链边缘品种，完成一轮完整的景气扩散主升行情。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 林煜辉

执业证书：S0600526070001

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《8月度金股：降波蓄势，结构致胜

【勘误版】》

2026-08-05

《科技反弹，港股会怎样？——港股周观点》

2026-08-05

2021年末,美国通胀数据持续超预期走高,美联储货币政策正式转向鹰派,2022年3月美联储开启加息周期,全球流动性收紧持续压制成长估值,新能源主线进入深度调整阶段。直至2022年4月,欧洲能源成本与居民电价大幅攀升,叠加俄乌冲突与海外停电事件催化,户储需求爆发式增长,储能行业景气度大幅上修,再度通过景气验证带动新能源板块开启新一轮反弹。

► 2025年以来的光通信行情

2025年2月至4月,受技术迭代引发的竞争格局担忧、全球关税政策变动等因素冲击,光通信及算力硬件板块出现阶段性回调,估值端持续承压;同时“算力过剩论”等市场观点发酵,对算力产业链的长期景气预期形成扰动,板块表现出“估值消化—叙事质疑”的特征。进入4月业绩期后,北美头部云厂商上修全年资本开支计划,算力需求侧的“杰文斯悖论”得到产业数据验证,科技硬件板块随即开启一轮由业绩驱动的主升行情。

2025年四季度以来,市场对北美云厂商资本开支可持续性、AI Agent落地进度不及预期的担忧逐步升温,叠加美伊冲突爆发推高原油价格、通胀预期回升引发全球流动性收紧预期,AI产业链行情再度进入调整周期。直至2026年4月,AI Coding场景商业化落地贡献明确收入增量,算力硬件上市公司业绩超预期兑现,景气逻辑再度得到财报验证,板块随之开启新一轮主升行情。

► 两轮成长行情的启示

复盘新能源与光通信两轮大级别成长主线行情可以发现,牛市中期的阶段性调整多由流动性边际扰动引发的估值收缩主导,且普遍发生在业绩真空期:缺少财报数据对产业景气的持续验证时,市场情绪易受外部流动性变化、短期叙事波动影响,放大估值端波动,但产业上行的核心逻辑并未发生根本性证伪。而进入财报披露窗口后,主线板块的业绩超预期兑现与景气指引上修,将是开启新一轮上行行情的核心催化。

落脚到当前市场,AI科技板块正处于估值消化的阶段性休整阶段,产业上行趋势依然明确:AI商业化落地进程持续加速,开源模型的技术迭代与场景渗透有望开辟全新收入增量,行业景气具备坚实支撑。我们预计,随着中报业绩期临近,核心科技赛道业绩将持续兑现并伴随盈利指引上修,推动板块重回盈利与估值共振的上行通道。

■ 总结与展望

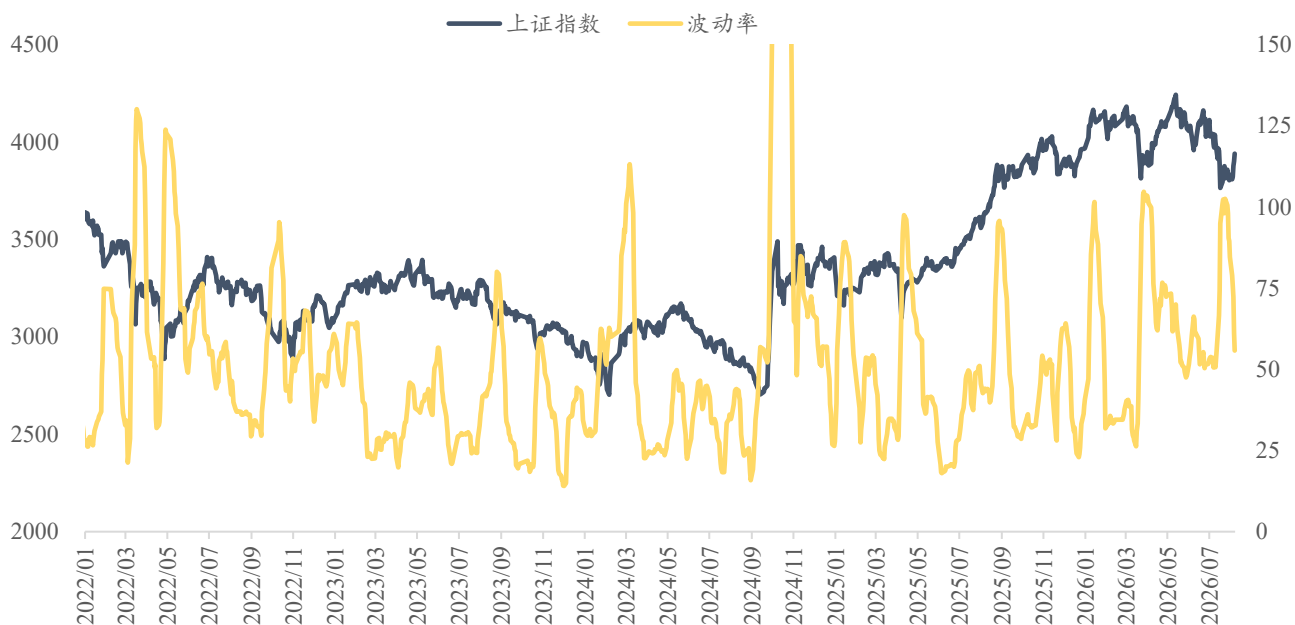
从市场波动、股价位置、拥挤度、融资四个维度来看,我们认为当前市场已经进入降波筑底的阶段,而接下来8月的业绩期将是关键的变奏点,AI主线有望再度走强。

在《如何把握后续的科技硬件修复机会》中讨论到,若接下来科技硬件迎来修复行情,最具确定性的,是前一波行情中“量增”逻辑主导、没有计入或较少计入涨价预期的品种,如光模块龙头,半导体设备、国产算力、CPU、AI相关PCB;以及技术/工艺/资源禀赋壁垒高的环节,如EML光芯片、磷化铟衬底。

此外,其他景气线索也值得关注:创新药/CXO,业绩、政策等多因素共振,景气持续上修;电力设备,电网、电源等环节具备出海优势;有色金属,降息预期再度升温,金、铜价格修复。

■ **风险提示:** 经济复苏节奏不及预期;政策推进不及预期;地缘政治风险;海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

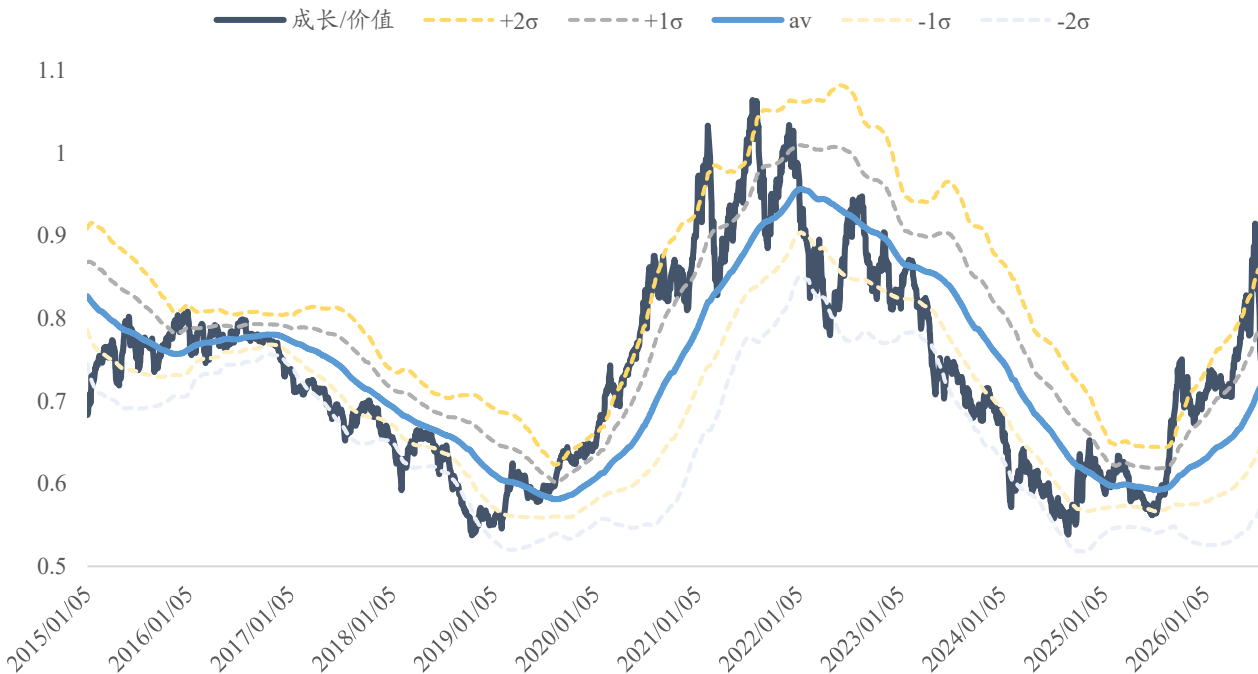
图1：上证指数波动率修复至中枢水平（单位：点；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：波动率数值本身并无实际涵义，过往经验看 75 为极端行情阈值

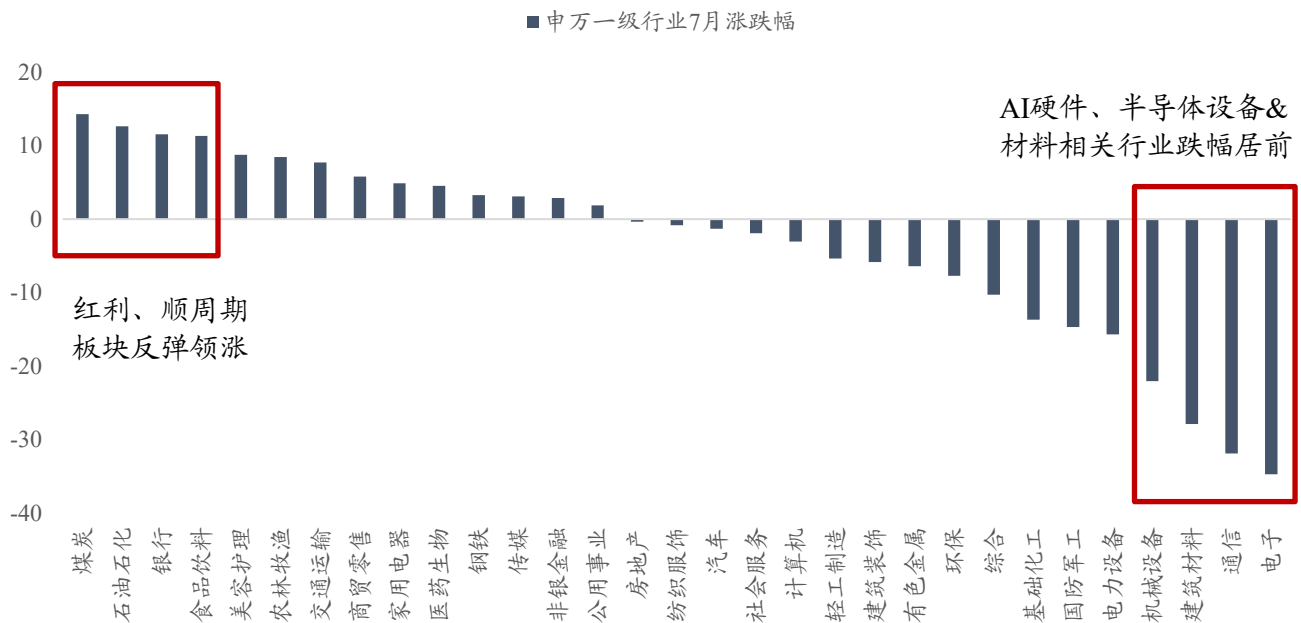
图2：成长/价值风格比已经回到均值水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

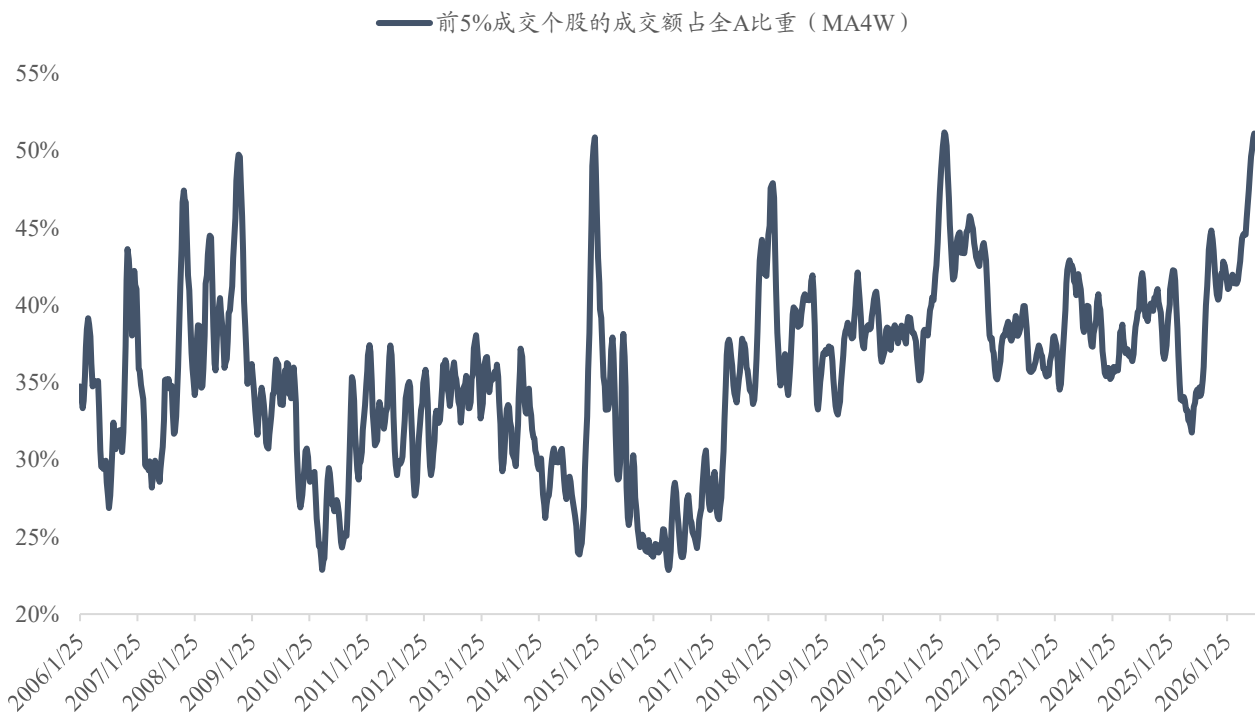
注：标准差为滚动三年，成长/价值分别选用国证成长/国证价值

图3：行业层面也在7月经历了再平衡的过程（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：截至8月7日，全A前5%成交个股的成交额占比依然维持相对高位（单位：%）



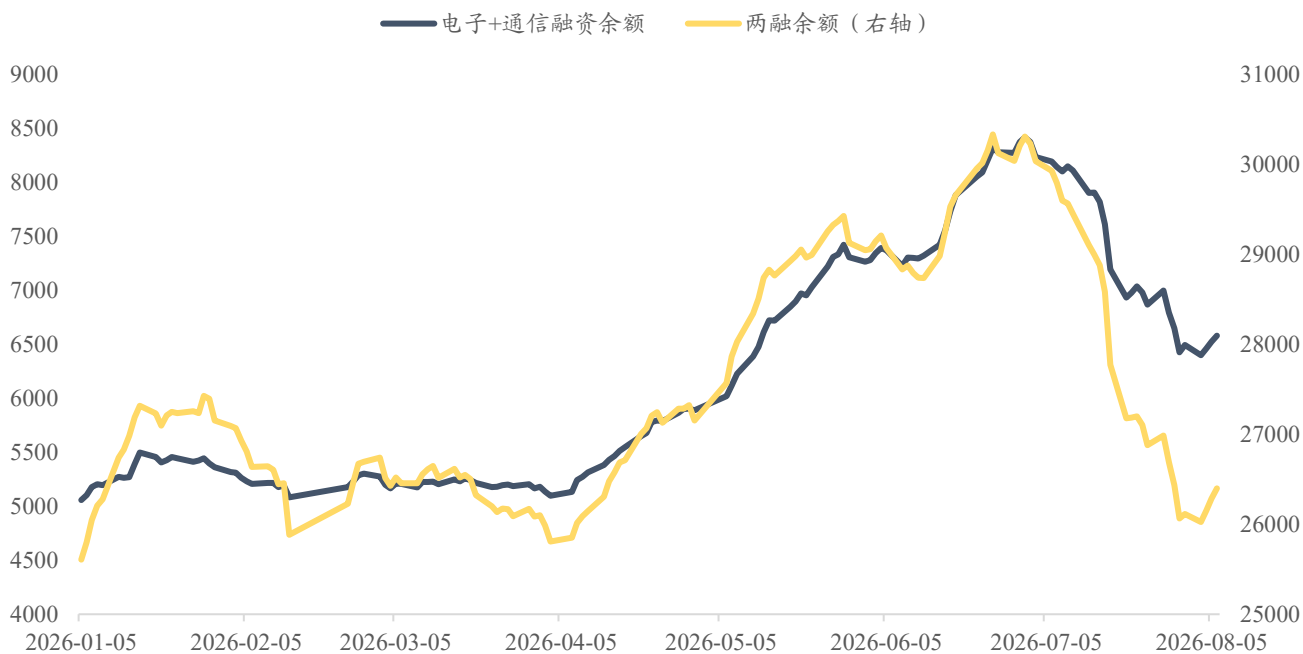
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 核心赛道在7月的回调中有较高的换手率(单位: %)



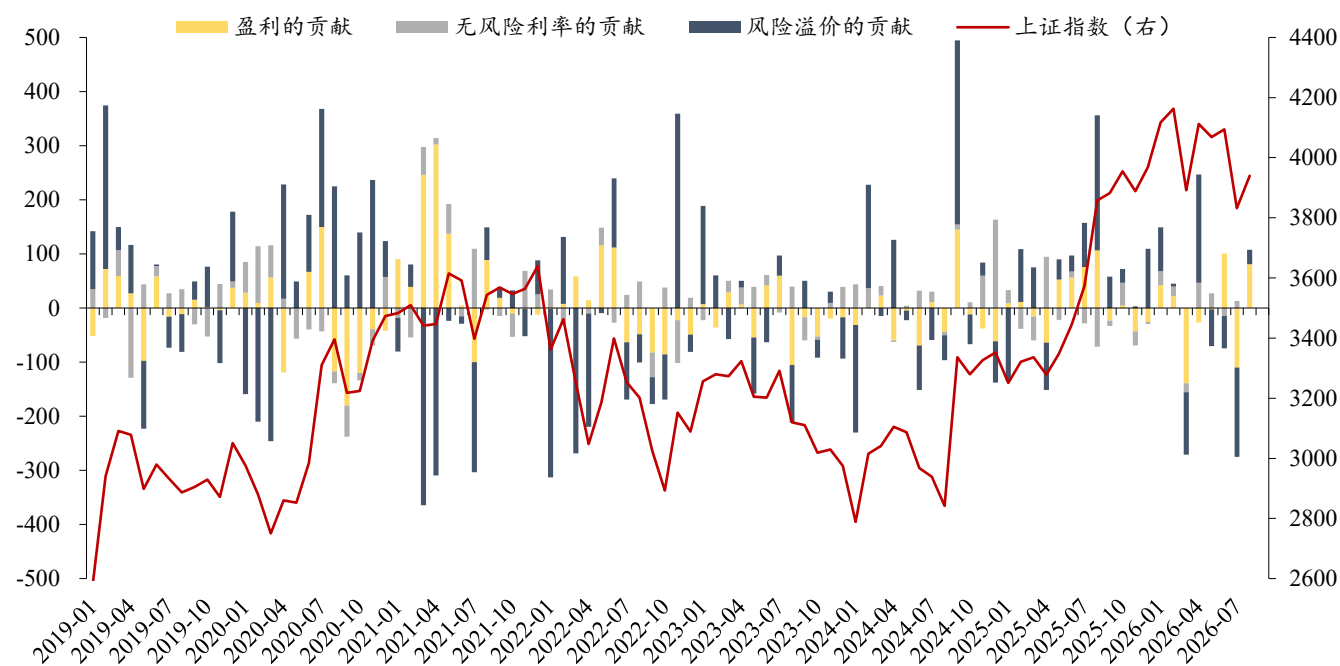
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 电子+通信融资余额已经回落至5月上旬的水平(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：盈利、无风险利率、风险溢价对指数的贡献（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

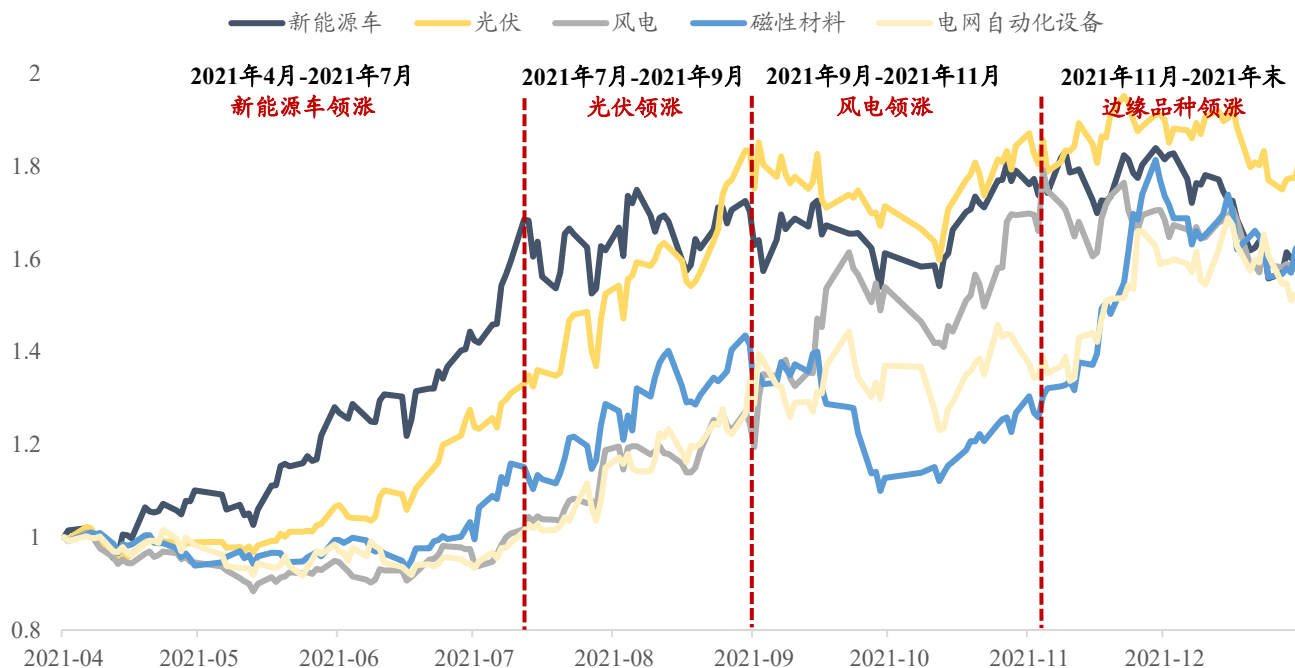
注：盈利即指数的盈利，无风险利率指国债利率，风险溢价是指【指数市盈率倒数-国债利率】

图8：2020-2022 年新能源行情复盘（单位：倍；点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2021年4月以来新能源各细分产业轮动走强（单位：标准化点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：将指数标准化，以2021年4月1日为基期

图10：2025年以来光通信行情复盘（单位：标准化点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：对指数做标准化处理，以2025年1月2日为基期

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>