

2026年08月08日

证券研究报告|策略研究|策略点评

结构性修复行情持续

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周，全球迎来积极催化。一是，美伊就霍尔木兹海峡协议进行谈判，中东局势回归缓和阶段。我们再次提出，自美伊总统签署备忘录后，中期局势或将逐步缓和。虽然过程仍会反复，较难彻底和平，但相关尾部风险或已解除，对资本市场影响也将逐步降低。二是，美国7月ADP就业大幅不及预期，加息预期回落。上周周报我们提出，全球去杠杆或已接近尾声。本周在边际利好催化下，全球主要科技硬件板块全面上涨。
- ◆ 7月，A股持续风格再平衡。截至7月底，成长风格比价值风格、创业板指比红利指数均已回落至负两倍标准差，短期调整空间较为充分。8月中报季，市场将关注英伟达等全球科技风向标的指引，A股科技硬件将面临业绩验证及对应的估值消化，后续或将逐步转为温和修复行情。
- ◆ 另一方面，美国发布7月ADP就业大幅不及预期的同时，其ISM服务业价格分项仍处于较高水平，“就业偏弱、价格偏强”的滞涨组合推动黄金大涨。我们认为，本轮逆全球化+多国持续信用扩张+供给受限的黄金长期基本面仍未改变，经历上半年充分调整后，当前或为美联储年内加息预期高点附近，黄金或迎来中期战略性配置机会。
- ◆ 分别构建广义信贷脉冲和居民信贷脉冲周期。广义信贷脉冲与居民信贷脉冲的剪刀差对沪深300大级别拐点有一定指引作用。剪刀差走阔，意味着政府及企业部门信贷扩张相对更强，后续有望逐渐传导至居民部门，形成经济正循环，企业或进入盈利上行期；剪刀差下收窄，意味着政府及企业部门信贷扩张相对减弱，经济传导下，

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

相关研究报告

中航策略周报：《全球去杠杆或已接近尾声，A股科技修复行情宜徐徐图之》

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》

市场走势：

股市有风险 入市需谨慎

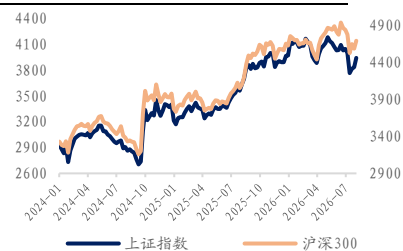
中航证券研究所发布 证券研究报告

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

后续或对居民部门信贷或形成一定压制，企业或进入盈利下行期。结果来看，剪刀差拐点约领先沪深 300 拐点 0-2 个季度。

- ◆ 但自 2025 年四季度以来，信贷脉冲剪刀差与沪深 300 形成明显背离，我们认为，这或是因为当前经济基本面 K 型分化，其中 AI 科技、新能源等上行行业的部分需求依赖于海外信贷脉冲周期，因此市场定价未完全根据国内信贷脉冲周期。往后看，随着国产科技巨头陆续 IPO、扩产，国产科技生态圈不断补齐，中国信贷脉冲剪刀差的有效性有望回升。同时 AI 科技结构上，国产链有望跑赢海外链。另一方面，科技依旧是未来中期市场焦点之一，但当前剪刀差持续回落，“低利率”交易有望成为下半年市场暗线之一，长债及红利板块存在较好的绝对收益配置机会。



投资建议：

- ◆ 往后看，中东局势中期螺旋式缓和，美联储年内加息预期高点有望过去，全球科技硬件阶段性去杠杆或已结束，但本轮修复行情或不再是科技硬件一枝独秀，可关注科技修复交易下的 AI 科技硬件、软件，加息预期回落下的黄金、有色金属、创新药，以及厄尔尼诺交易下的农业等机会。

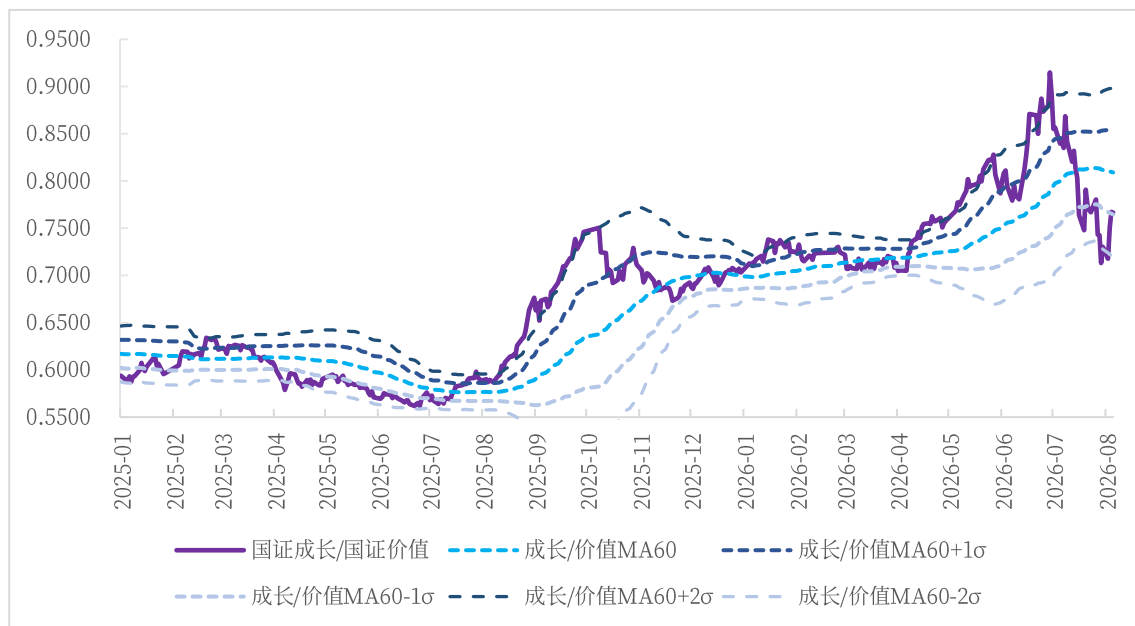
本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（2.81%）、深证成指（5.39%）、沪深300（2.32%）、科创50（6.61%）、创业板指（6.55%）、中证500（6.49%）、中证1000（8.54%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨9.45%；金融风格表现较弱，下跌2.23%。分行业来看，申万一级行业中电子、有色金属、机械设备表现较强，分别上涨12.62%、10.95%、9.70%；银行、食品饮料、家用电器表现较弱，分别下跌3.70%、2.76%、2.14%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所提高，日均成交金额为24300.60亿元，较上周增加1584.91亿元。估值方面，A股整体市盈率为23.29倍，较上周上涨3.56%。

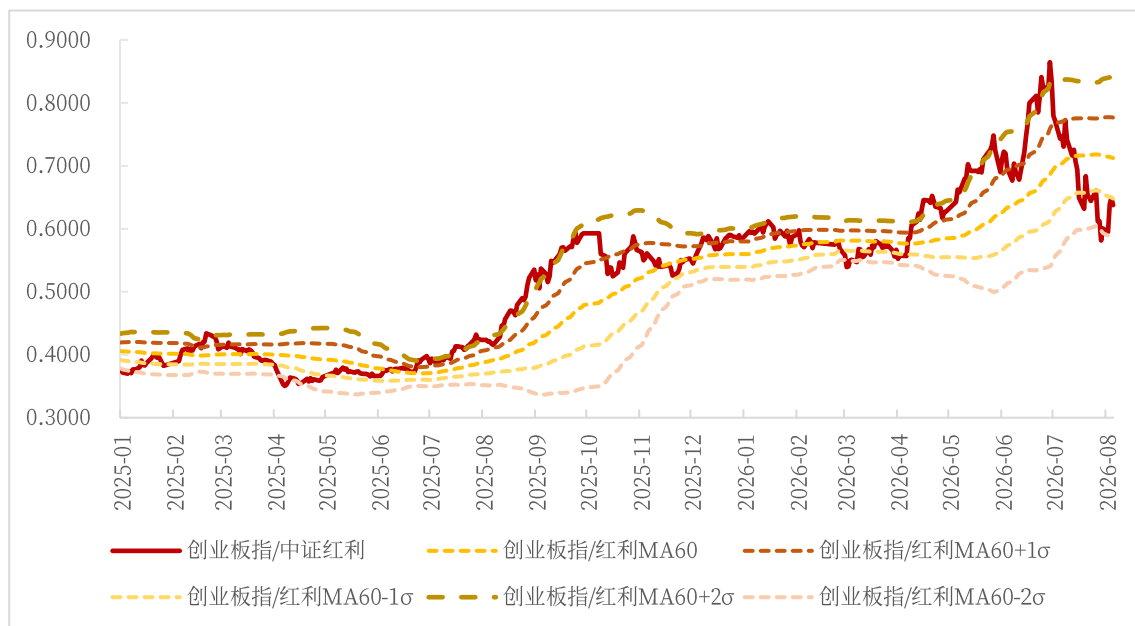
正文：

本周，全球迎来积极催化。一是，美伊就霍尔木兹海峡协议进行谈判，中东局势回归缓和阶段。我们再次提出，自美伊总统签署备忘录后，中期局势或将逐步缓和。虽然过程仍会反复，较难彻底和平，但相关尾部风险或已解除，对资本市场影响也将逐步降低。美国总统特朗普当地时间8月6日表示，关于重新开放霍尔木兹海峡的协议“尚不能说已经正式达成”，但海峡目前“某种程度上已经开放”，美方正参与相关谈判，整体进展良好。特朗普称，美国海军目前正在执行针对伊朗的封锁行动，并控制相关海域，但水雷等安全风险仍可能影响商业船只通行。他表示，自己正在参与谈判，并认为局势正在朝积极方向发展。二是，美国7月ADP就业大幅不及预期，加息预期回落。上周周报我们提出，全球去杠杆或已接近尾声。本周在边际利好催化下，全球主要科技硬件板块全面上涨。

7月，A股持续风格再平衡。截至7月底，成长风格比价值风格、创业板指比红利指数均已回落至负两倍标准差，短期调整空间较为充分。4月至6月，市场风格分化程度显著上升，成长大幅跑赢价值、创业板指大幅跑赢红利风格。经过7月市场风险偏好大幅回落，资金由成长风格和创业板指切换至价值风格和红利风格避险。7月底，成长/价值、创业板指/红利风格的已回落至60日均值-2 σ 。8月中报季，市场将关注英伟达等全球科技风向标的指引，A股科技硬件将面临业绩验证及对应的估值消化，后续或将逐步转为温和修复行情。

图1 成长风格与价值风格再平衡


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 创业板指与红利风格再平衡


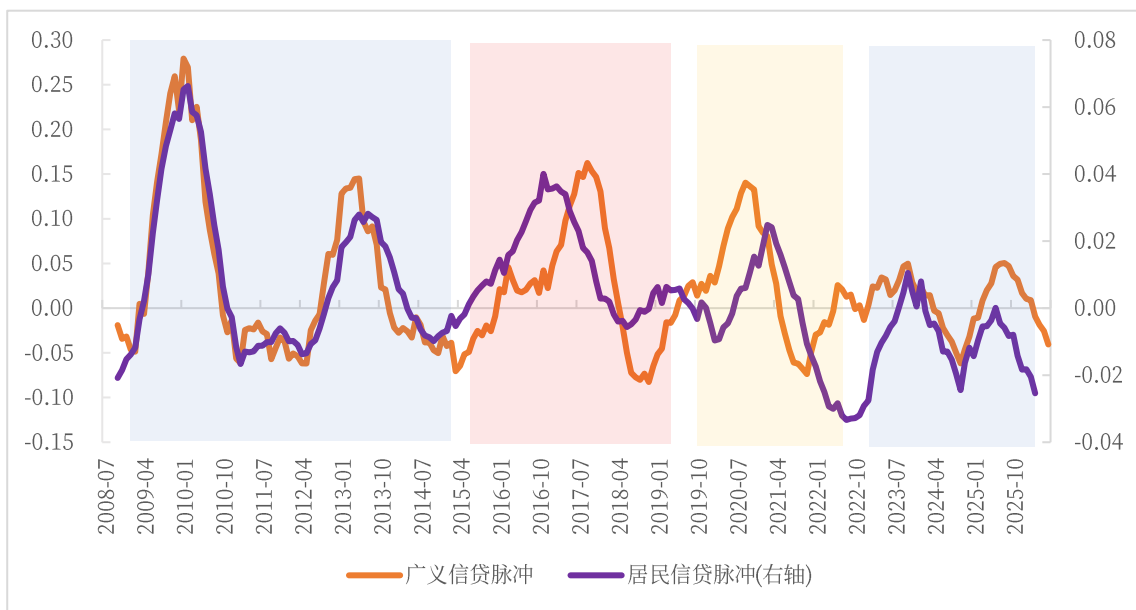
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

另一方面，美国发布 7 月 ADP 就业大幅不及预期的同时，其 ISM 服务业价格分项仍处于较高水平，“就业偏弱、价格偏强”的滞涨组合推动黄金大涨。我们认为，本轮逆全球化+多国持续信用扩张+供给受限的黄金长期基本面仍未改变，经历上半年充分调整后，当前或为美联储年内加息预期高点附近，黄金或迎来中期战略性配置机会。

分别构建广义信贷脉冲和居民信贷脉冲周期。宽口径的广义信贷脉冲周期，分子采用社融增量扣除新增人民币贷款的企业票据融资后的同比增量，以降低票据冲量对全社会信贷周期的扰动。居民端信贷脉冲周期，分子采用新增人民币贷款中居民户的同比增量。二者分母均为 GDP 现价。

广义信贷脉冲主要反映全社会融资需求变化，而居民信贷脉冲反映居民融资需求和扩表意愿，二者领先关系经历几度切换。2008 至 2015 年，广义信贷脉冲与居民信贷脉冲周期较为同步，或由于彼时以“四万亿”及其配套政策为代表的宽信用政策以总量刺激形式进行大规模的政府投入，并通过投资项目的实施吸引社会投资和民间投资，包括银行的信贷，从而广泛作用于重大基建、产业调整和振兴、保障性安居工程建设以及居民购房等。2015 年至 2019 年末，居民信贷脉冲周期领先广义信贷脉冲，或因彼时，一方面以棚改货币化为代表的宽信用政策对于居民部门扩表形成了有力的支撑，个人住房贷款加权平均利率自 2014 年 Q3 高点下降至 2016 年 Q4 低点多达 244bp；另一方面，供给侧改革政策提出了去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的“三去一降一补”重要任务，对于企业部门的杠杆率形成了一定的压制。2020 年至 2022 年，广义信贷脉冲领先居民信贷脉冲，居民端融资需求或因在卫生事件以及地产大周期转向的背景下，居民部分收入和就业预期受到压制。2023 年至今，二者周期走势再度趋于同步，且脉冲峰值的高度下台阶，或反映当下新旧动能转型背景下，政策决策层不再大水漫灌刺激，信用扩张主线已不再是过去的地产链，而是精准滴灌至新经济动能。

图3 广义信贷脉冲周期与居民信贷脉冲周期

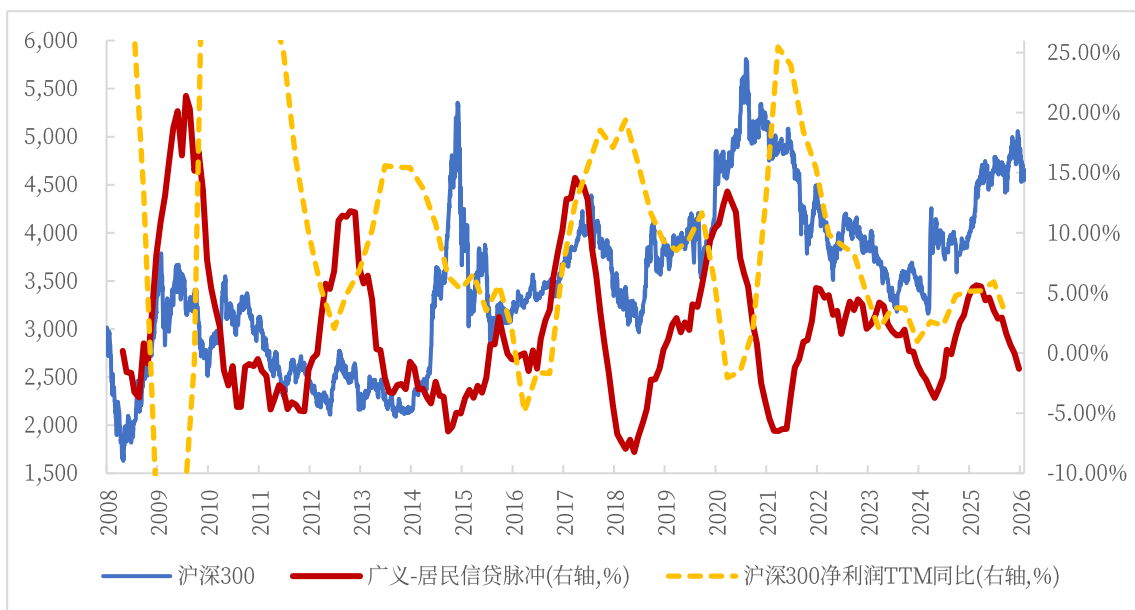


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：蓝色阴影为广义信贷脉冲与居民信贷脉冲同步阶段，红色阴影为居民信贷脉冲领先广义信贷脉冲阶段，黄色阴影为广义信贷脉冲领先居民信贷脉冲阶段）

广义信贷脉冲与居民信贷脉冲的剪刀差对沪深 300 大级别拐点有一定指引作用。广义信贷脉冲与居民信贷脉冲的剪刀差可以反映非居民部门与居民部门之间的信贷周期分化程度。剪刀差走阔，意味着政府及企业部门信贷扩张相对更强，后续有望逐渐传导至居民部门，形成经济正循环，企业或进入盈利上行期；剪刀差下收窄，意味着政府及企业部门信贷扩张相对减弱，经济传导下，后续或对居民部门信贷或形成一定压制，企业或进入盈利下行期。结果来看，剪刀差拐点约领先沪深 300 拐点 0-2 个季度。

但自 2025 年四季度以来，信贷脉冲剪刀差与沪深 300 形成明显背离，我们认为，这或是因为当前经济基本面 K 型分化，其中 AI 科技、新能源等上行行业的部分需求依赖于海外信贷脉冲周期，因此市场定价未完全根据国内信贷脉冲周期。往后看，随着国产科技巨头陆续 IPO、扩产，国产科技生态圈不断补齐，中国信贷脉冲剪刀差的有效性有望回升。同时 AI 科技结构上，国产链有望跑赢海外链。另一方面，科技依旧是未来中期市场焦点之一，但当前剪刀差持续回落，“低利率”交易有望成为下半年市场暗线之一，长债及红利板块存在较好的绝对收益配置机会。

图4 广义信贷脉冲与居民信贷脉冲周期剪刀差指引沪深 300 拐点



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

投资建议：

往后看，中东局势中期螺旋式缓和，美联储年内加息预期高点有望过去，全球科技硬件阶段性去杠杆或已结束，但本轮修复行情或不再是科技硬件一枝独秀，可关注科技修复交易下的 AI 科技硬件、软件，加息预期回落下的黄金、有色金属、创新药，以及厄尔尼诺交易下的农业等机会。



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
李裕洪, 18674857775, liyuq@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发送或为任何就送发、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