

策略周报

主线折返积蓄，增配副线对冲

外部定价锚收紧，AI 最乐观叙事修正，面对短期不确定性建议多元化副线配置，优先增速最快的有色+逻辑覆写的医药

- **主线再折返。**本周在国内 AI 基本面未出现大变化的背景下 A 股反弹迎来折返调整，8 月 19 日中外科技链条集中大跌。长端美债收益率一度冲高，30 年期逼近多年来敏感高位，压缩算力、半导体等长久期资产的估值天花板。Anthropic 披露 7 月底 ARR 约 650 亿美元，明显低于此前更乐观的专家/机构预测，投资者忧虑 AI 变现斜率二阶导放缓。两件事结合起来看，高利率环境本就要求 AI 板块收入更快增长兑现来支撑估值，本次 Anthropic 收入预期落空与利率端分母抬升叠加，使得主线阶段性抛压再次放大。我们判断，本周下跌本质是外部定价锚收紧与 AI 最乐观叙事被修正，叠加前期反弹浮盈厚、存量博弈结构脆弱后的集中释放，属结构性冲击与风险偏好回摆，后续仍要看长端美债能否稳住以及海外大模型商业化数据能否重新给出斜率尚可的证据，在此之前更现实的是波动消化与风格再平衡，而非产业逻辑一夜间证伪。
- **美债问题显化或加剧短期交易难度。**本轮美债收益率上行并不是突然出现的，美债长期利率目前处于周期性和长期性上行因素叠加状态，美伊冲突的反复更是使得收益率易上难下。美债问题之所以在上周出现了显化剧烈冲击了科技板块，更多还是源于分子端 AI 收入预期的变化。若下周美债收益率继续冲高且伴随美元走强以及美股科技板块下跌，A 股端也许顺势降低高估值成长的拥挤暴露，控制组合久期度，增加其他副线景气配置做对冲。中期仍更应锚定国内盈利修复与产业景气主线，把美债波动当作节奏与仓位管理工具，而非 A 股趋势定价的唯一锚。
- **短期多元化副线配置：**

1) **增速最快的有色。**在已经披露的中报业绩预告汇总中，有色金属在所有披露率超 10% 的行业里增速中位数排在第一位。在当前宏观环境背景下，有色板块靠矿端趋紧、低库存与美铜关税导致的供给错配托住价格中枢，靠新能源和 AI 电力需求打开中长期空间。黄金则短期受益于地缘溢价和中期央行购金，金价 7 月到达阶段性底部后短期易上难下，黄金股有望进一步开启抬升通道。

2) **逻辑覆写的医药，**Moderna 个性化 mRNA 黑色素瘤疫苗取得临床突破，未来一旦黑色素瘤路径跑通，同类方案可外延至其他癌症，医药板块有望开启技术天花板、商业天花板以及估值方法天花板三层重估，将为全球及 A 股创新药（mRNA、新抗原疫苗、AI 制药与 CXO 配套）抬高了叙事上限与风险偏好锚点。对于 AI 在医药行业的应用而言，Moderna 个性化疫苗的研发手法意味着 AI 不再只是提效工具，更是个性化疗法能否规模化量产、压缩临床迭代周期的基础设施。

- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；2) 市场波动风险；3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

相关研究报告

《1-7 月财政数据点评》20260823

《美债的“近忧与远虑”》20260822

《7 月经济数据点评》20260817

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

目录

市场热点思考	4
一周数据集锦	6
风险提示	9

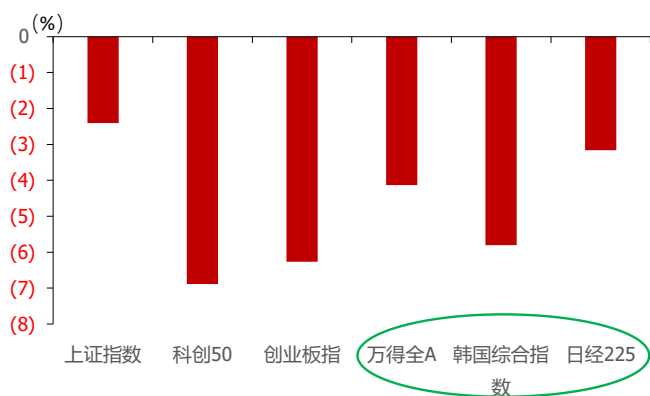
图表目录

图表 1. 8 月 19 日东亚股市集中下跌，科技领跌.....	4
图表 2. Athropic ARR 一定程度被视为 AI 产业天花板	4
图表 3. 申万一级行业中报预告盈利增速情况	5
图表 4. 金价阶段性筑底，黄金股弹性更超现货.....	5
图表 5. Moderna 个性化 mRNA 疫苗覆写了传统行业路径.....	5
图表 6. 本周全球资产表现	6
图表 7. 当前金油比 48.47，自本轮低点回升 51.9%.....	6
图表 8 本周大盘价值风格表现相对占优	7
图表 9. 当前 BOCI 情绪指数	7
图表 10. 本周主力资金结束净流入.....	8
图表 11. 本周股票型 ETF 转为净申购.....	8
图表 12. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	8

市场热点思考

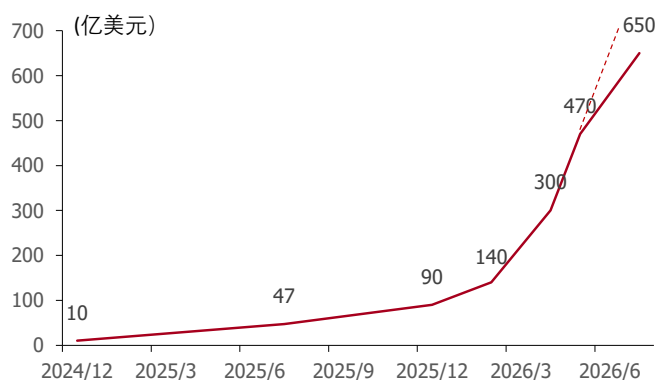
主线再折返，外部冲击下科技板块遭遇黑色星期三。本周在国内 AI 基本面未出现大变化的背景下 A 股反弹迎来折返调整，交易周内上证周跌近 0.6%，创业板与科创 50 明显更弱，均跌逾 2%；下跌主要发生在 8 月 19 日，中外科技链条集中大跌，显示高估值成长在外部共振下的脆弱性。周中一方面长端美债收益率一度冲高、30 年期逼近多年来敏感高位，全球无风险利率与股权折现率同步抬升，压缩算力、半导体等长久期资产的估值天花板，迫使机构从高波动成长迁向高股息板块。美国财政部随后扩大较长期国债回购虽带来收益率回落与情绪缓冲，但依旧难在短短数日重建成长股多头共识。产业层面，Anthropic 披露 7 月底 ARR 约 650 亿美元，绝对值仍高增长，却明显低于此前更乐观的专家/机构预测，投资者忧虑 AI 变现斜率二阶导放缓，使东亚盘映射的算力硬件链条在美股还未开盘情况下率先定价。两件事结合起来看，高利率环境本就要求 AI 板块收入更快增长兑现来支撑估值，本次 Anthropic 收入预期落空与利率端分母抬升叠加，使得主线阶段性抛压再次放大。

图表 1. 8 月 19 日东亚股市集中下跌，科技领涨



资料来源：万得，中银证券

图表 2. Anthropic ARR 一定程度被视为 AI 产业天花板



资料来源：Anthropic, Bloomberg, 中银证券

美债问题显化或加剧短期交易难度。我们判断，本周下跌本质是外部定价锚收紧与 AI 最乐观叙事被修正，叠加前期反弹浮盈厚、存量博弈结构脆弱后的集中释放，属结构性冲击与风险偏好回摆，后续仍要看长端美债能否稳住以及海外大模型商业化数据能否重新给出斜率尚可的证据，在此之前更现实的是波动消化与风格再平衡，而非产业逻辑一夜间证伪。事实上本轮美债收益率上行并不是突然出现的，美债长期利率目前处于周期性和长期性上行因素叠加状态，美伊冲突的反复更是使得收益率易上难下，除非地缘风险彻底解除美债才可能出现周期性回落。我们认为，美债问题之所以在上周出现了显化剧烈冲击了科技板块，还是分子端 AI 收入预期的变化，特别是视为 AI 产业天花板的 Anthropic 年化收入预期增速落空，实际增速斜率二阶导放缓。虽然下周 A 股硬科技在盈利质量和景气在中报实际数据中有望进一步兑现，但投资者的关切点或将落到更远期的收入预期以及中报里披露的订单信息上。若下周美债收益率继续冲高且伴随美元走强以及美股科技板块下跌，A 股端也许顺势降低高估值成长的拥挤暴露，控制组合久期度，增加其他副线景气配置做对冲。中期仍更应锚定国内盈利修复与产业景气主线，把美债波动当作节奏与仓位管理工具，而非 A 股趋势定价的唯一锚。

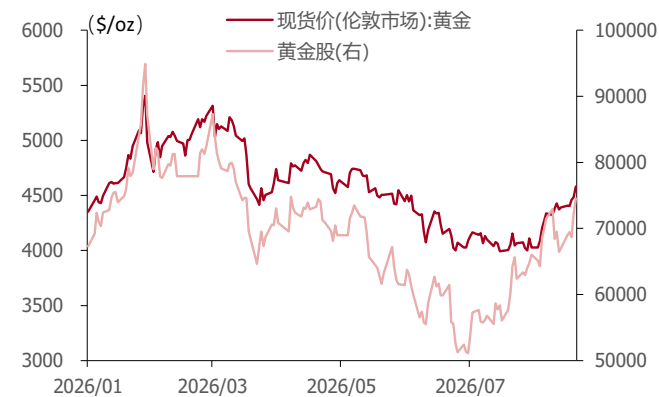
短期多元化副线配置，优先增速最快的有色+逻辑覆写的医药。在已经披露的中报业绩预告汇总中，有色金属在所有披露率超 10% 的行业里增速中位数排在第一位。在当前宏观环境背景下，有色板块靠矿端趋紧、低库存与美铜关税导致的供给错配托住价格中枢，靠新能源和 AI 电力需求打开中长期空间。黄金则短期受益于地缘溢价和中期央行购金，金价 7 月到达阶段性底部后短期易上难下，黄金股有望进一步开启抬升通道。医药端，Moderna 个性化 mRNA 黑色素瘤疫苗取得临床突破，未来一旦黑色素瘤路径跑通，同类方案可外延至其他癌症，医药板块有望开启技术天花板、商业天花板以及估值方法天花板三层重估，将为全球及 A 股创新药（mRNA、新抗原疫苗、AI 制药与 CXO 配套）抬高了叙事上限与风险偏好锚点。对于 AI 在医药行业的应用而言，Moderna 个性化疫苗的研发手法意味着 AI 不再只是提效工具，更是个性化疗法能否规模化量产、压缩临床迭代周期的基础设施。

图表 3. 申万一级行业中报预告盈利增速情况

行业	行业披露占比(%)	预喜占比(%)	增速中位数(%)
有色金属	16.4	86.7	119.5
基础化工	18.7	59.9	89.0
电子	21.8	61.9	83.2
通信	16.6	55.8	80.2
电力设备	83.2	49.2	73.8
环保	10.2	44.4	72.6
传媒	18.3	35.7	65.7
计算机	26.3	34.1	60.0
医药生物	34.2	42.9	59.8
商贸零售	20.6	52.2	58.0

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/8/21，剔除了行业披露占比 10% 以下的行业

图表 4. 金价阶段性筑底，黄金股弹性更超现货



资料来源：万得，中银证券

图表 5. Moderna 个性化 mRNA 疫苗覆写了传统行业路径



资料来源：药闻社，中银证券

一周数据集锦

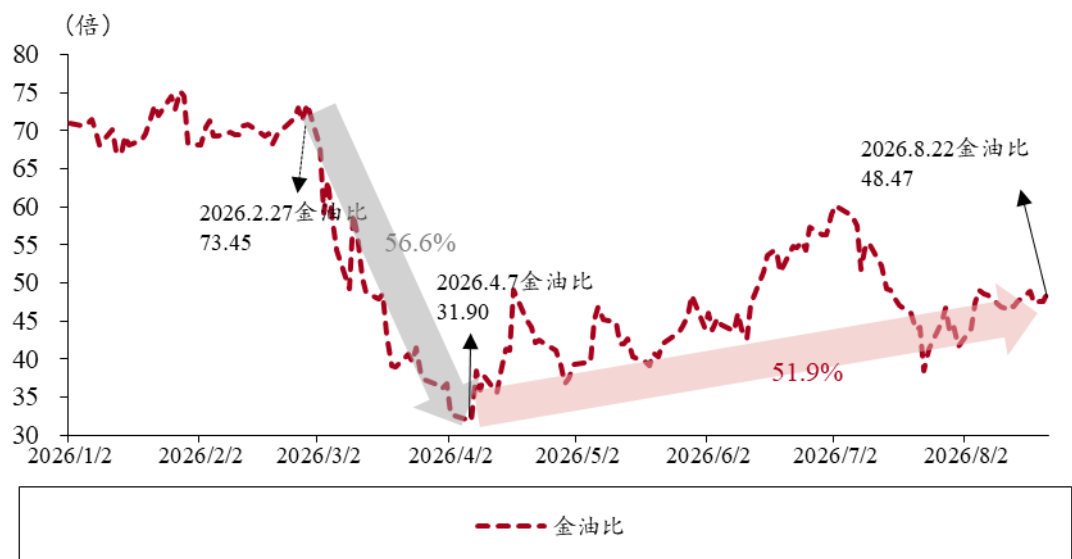
本周全球主要股指震荡走弱，金价有所反弹。当前金油比 48.47，自本轮高点回落 34.0%，自 4 月 7 日本轮低点修复 51.9%。本周 BOCI 情绪指数快慢线均较此前高点明显下修。

图表 6.本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	8月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(1.19)	2.52	12.18
	MSCI新兴市场	1.22	3.36	22.61
	标普500	(1.43)	2.47	12.11
	日经指数	(3.93)	2.57	31.14
	斯托克指数	(1.39)	1.36	10.91
	韩国综指	(0.93)	4.81	64.04
	万得全A	(1.45)	4.12	0.86
	恒生指数	3.55	0.48	1.48
汇	美元指数	(0.80)	(0.94)	0.59
	美元兑人民币	(0.09)	(0.11)	(3.52)
	美元兑日元	(0.22)	0.94	1.47
	欧元兑美元	0.92	1.28	(0.59)
商	CRB商品	3.79	5.49	35.97
	LME铜	0.18	2.86	14.18
	布伦特原油	2.50	(2.12)	50.30
	伦敦金现	4.36	13.80	6.36
债	10Y美债收益率(Bps)	6.00	(1.00)	56.00
	10Y国债收益率(Bps)	(1.25)	(3.02)	(20.66)

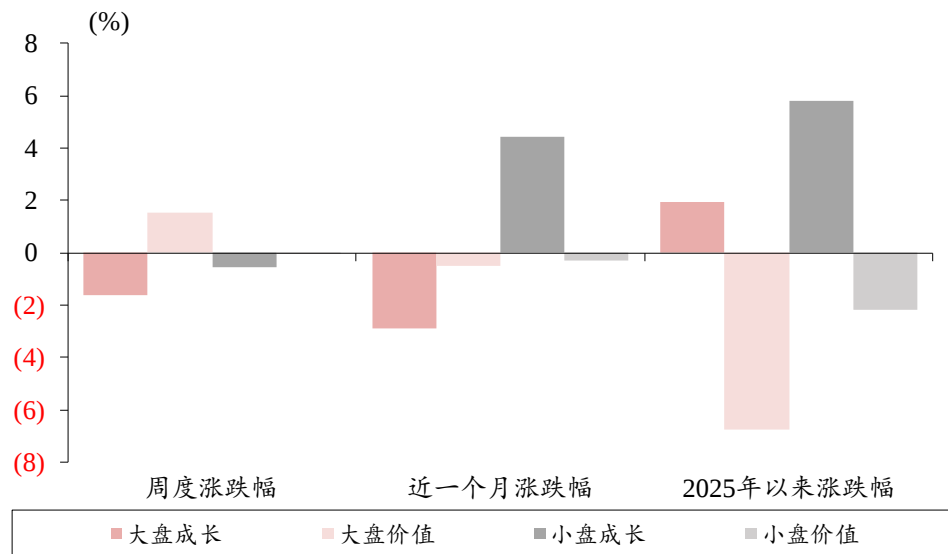
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 8 月 21 日）

图表 7. 当前金油比 48.47，自本轮低点回升 51.9%



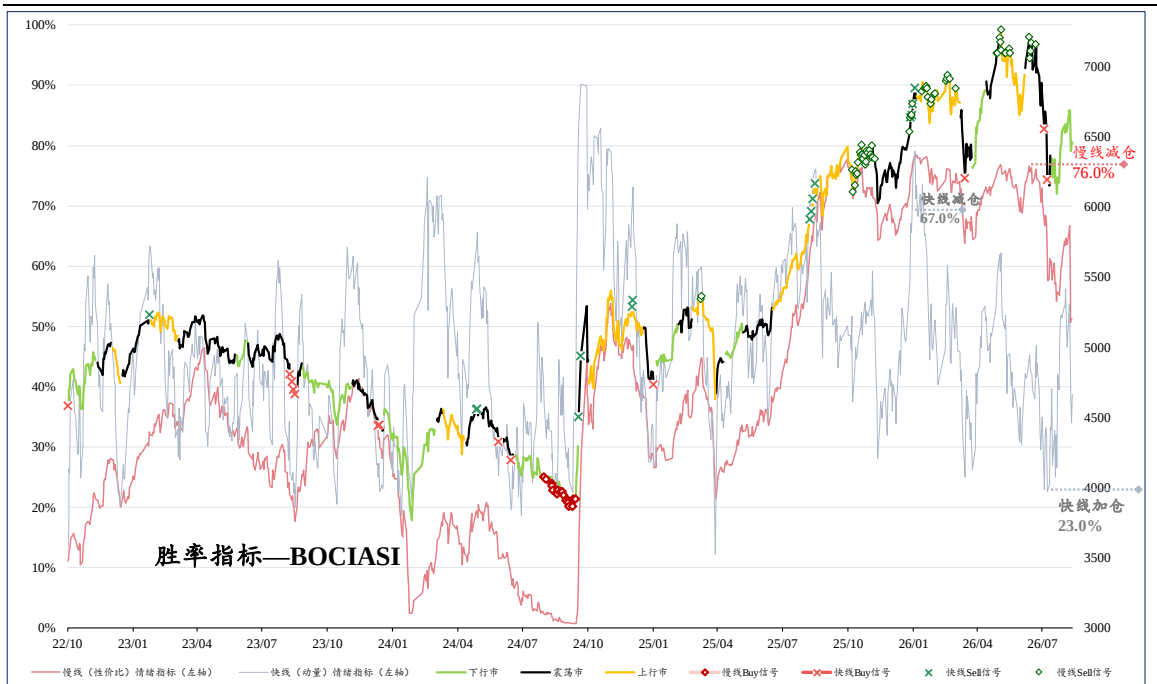
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 8 月 21 日）

图表 8 本周大盘价值风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年8月21日）

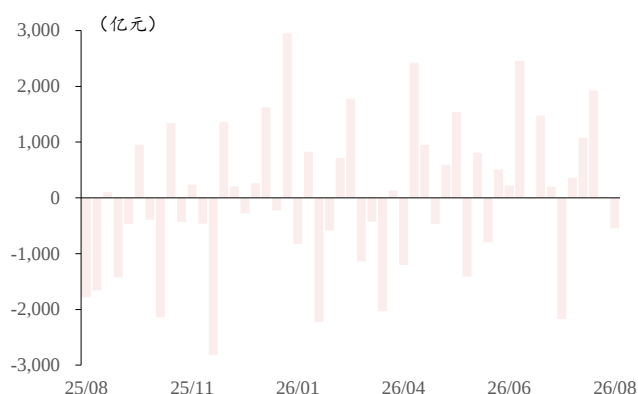
图表 9. 当前BOCI情绪指数



资料来源：万得，中银证券

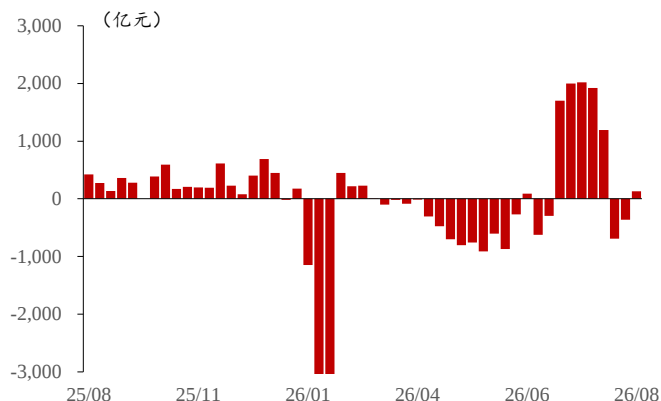
本周 A 股市场主力资金净卖出 544.37 亿元，结束此前连续 4 周的净买入，单周净卖出规模创 5 周以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是有色金属，资金净流入规模达 138.44 亿元；农林牧渔、银行分列二、三，资金净流入规模分别是 73.65 亿元和 68.27 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是计算机、电子和通信。本周股票型 ETF 场内净申购金额 130.27 亿元，结束此前连续 2 周的净赎回，单周净申购规模创 3 周以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华安上证科创板芯片 ETF、华夏上证科创板半导体材料设备主题 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、易方达上证科创板 50 成份 ETF、易方达创业板 ETF；减少最多的五只 ETF 分别是广发中证香港创新药 ETF(QDII)、富国中证港股通互联网 ETF、华泰柏瑞中证 A500ETF、汇添富中证港股通创新药 ETF、易方达沪深 300 非银行金融 ETF。

图表 10. 本周主力资金结束净流入



资料来源：通联数据，中银证券

图表 11. 本周股票型 ETF 转为净申购



资料来源：通联数据，中银证券

图表 12. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
有色金属	138.44	374.50	557.59	(135.83)	综合	(4.18)	18.30	21.85	10.12
农林牧渔	73.65	84.86	21.40	(87.95)	建筑装饰	(5.19)	72.01	72.74	(65.51)
银行	68.27	139.64	174.75	(60.88)	轻工制造	(5.55)	26.31	31.10	91.51
医药生物	44.39	495.06	617.38	64.39	环保	(9.97)	6.48	(22.06)	5.22
基础化工	31.48	98.88	425.01	621.15	机械设备	(15.20)	278.50	852.34	1580.53
石油石化	25.80	(3.92)	(73.02)	(107.16)	电力设备	(36.62)	102.61	(519.49)	(312.92)
交通运输	25.53	13.91	(141.99)	(224.08)	食品饮料	(42.21)	23.48	(53.85)	(337.98)
煤炭	19.24	44.34	57.06	41.38	国防军工	(46.73)	(60.47)	(179.54)	(665.03)
商贸零售	8.44	0.16	(32.36)	(235.62)	建筑材料	(58.23)	10.16	122.02	245.54
纺织服饰	5.14	29.55	43.93	36.52	非银金融	(68.21)	(272.65)	(451.66)	(1,436.85)
家用电器	2.77	30.79	(81.56)	(100.80)	公用事业	(93.02)	(175.18)	(388.48)	(38.09)
房地产	0.23	32.09	24.55	4.97	传媒	(96.15)	64.93	(188.40)	(1,152.88)
社会服务	(1.32)	24.73	(39.41)	(187.45)	通信	(111.55)	393.71	799.62	2,059.76
美容护理	(1.33)	(3.15)	(9.46)	(43.69)	电子	(171.09)	559.72	3,122.19	7,498.62
汽车	(2.64)	55.63	(88.08)	(290.93)	计算机	(215.23)	32.86	135.86	(357.14)
钢铁	(3.33)	(11.28)	(86.08)	(145.10)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/8/21

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371