

策略周报

再平衡仍是主题

核心观点

核心结论：①6月底以来市场步入再平衡，资源红利、消费等板块均有不错表现。②从交易拥挤度、超额收益视角看，目前AI硬件已降温、但热度消化未完，非AI领域多数未回到5月高点。③结合市场环境、政策催化看，再平衡有望延续，科技成长内部有望向AI应用扩散，关注地产内需、有色资源品等。

6月底以来市场再平衡，红利资源、泛消费等均有表现。二季度科技成长极致分化之后，6月底以来市场步入再平衡阶段。随着科技板块退潮，红利、消费等非AI领域“多点开花”：一是资源红利板块表现亮眼，煤炭（自6月底以来最大涨幅为27.2%，下同）、有色（25.7%）、石化（23.7%）等资源红利涨幅居前；二是泛消费领域出现轮涨，其中基本面相对更优的医药（18.8%）弹性更大，农林牧渔（18.0%）、社服（16.4%）、食品饮料（13.5%）等消费板块同样明显上涨；三是金融领域有所表现，银行（13.7%）凭借防御属性表现较强。此外，8月初以来通信、电子等科技硬件也出现反弹，不过非AI领域延续上涨，市场风格再平衡仍在延续中。从行情极致程度看，我们以申万二级行业滚动三个月收益率的标准差作为观测指标，可以发现该指标在6月末时处在均值向上两倍标准差以上的极值水平，此后极致程度快速收敛，目前已回落至历史均值附近。

从交易拥挤度、超额收益视角看，再平衡仍有空间。从交易拥挤度看，AI硬件领域已明显降温，历史上高景气行业往往存在M顶，电子、通信板块调整幅度接近历史M顶第一个高点至谷底的上沿，较历史均值尚有差距。非AI行业热度回升，但目前多数较5月市场高点时仍有差距。从超额收益看，电子、通信已走出超涨区域，不过动量还未向上有色、煤炭等资源品尚在超跌区。

行业再平衡有望延续。结合当前再平衡进展、市场环境、产业及政策催化看，板块轮动与结构扩散或将延续。我们对8月以来行情进行归因，近期反弹是超跌反弹，基本面因子贡献相对有限，因此市场对科技板块反弹持续性的信心略显不足。本次科技二次行情的开启，或仍待美元流动性、交易拥挤度、产业叙事积极因素积累。二是近期地产政策优化利好相关板块。8月28日，住建部等多部门联合发布一系列房地产新政，涉及住房销售制度改革、信贷制度改革、以及资本市场支持等。本次地产政策改革有望稳定房地产预期，推动地产发展步入新模式，内需板块有望迎来向上机遇。三是结合市场环境看，牛市中后期行业多轮涨。当前市场已处于牛市中后期，目前仍有近六成行业对应3500点以下，参考历史经验看，前期滞涨板块仍具补涨和轮涨空间。8月以来A股行情有所反弹，结合当前宏观政策环境和市场情绪看，我们认为市场震荡上行将继续，当前仍处在牛市之中。结构上，关注成长板块内部扩散，以及地产、资源品等相关领域。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤

021-61761046

wuxinkun@guosen.com.cn

S0980525120001

证券分析师：刘颖

021-60933170

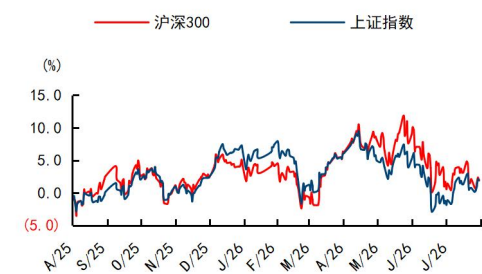
liuying25@guosen.com.cn

S0980526040001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8618.00/1.70
创业板/月涨跌幅(%)	3424.40/2.93
AH股价差指数	122.79
A股总/流通市值(万亿元)	97.44/88.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略专题-机构抱团如何影响股价表现?》——2026-08-17
- 《策略周报-如何看待当下红利持续性?》——2026-08-01
- 《港股已处于低配水平——26Q2公募基金港股配置分析》——2026-07-23
- 《策略专题-二十年六大景气行情启示：本轮AI何时见顶?》——2026-07-09
- 《策略专题-二十年六大景气行业经验：本轮AI何时见顶?》——2026-07-08

内容目录

再平衡仍是主题	4
风险提示	9
免责声明	10

图表目录

图1：6月以来市场再平衡逐渐演绎	4
图2：6月底以来申万一级行业最大涨幅	4
图3：AI 硬件成交额占比调整幅度接近历史上沿水平	5
图4：AI 硬件 PE 调整幅度达到历史上沿	5
图5：目前多数非 AI 行业估值热度低于 5 月行情高点	5
图6：目前多数非 AI 行业成交热度低于 5 月行情高点	5
图7：当前通信、电子等 AI 硬件已走出超涨，有色等资源品行业仍在超跌区域	6
图8：8 月反弹主因行业及反转因子	7
图9：牛市后期行业多轮涨	7
图10：目前仍有近六成行业对应上证 3500 点以下	8
图11：当前 A 股估值距离牛市高点还有差距	8
图12：当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距	8
图13：云厂商云业务收入增速继续高速增长	9
图14：今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升	9
图15：一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势	9
图16：AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	9

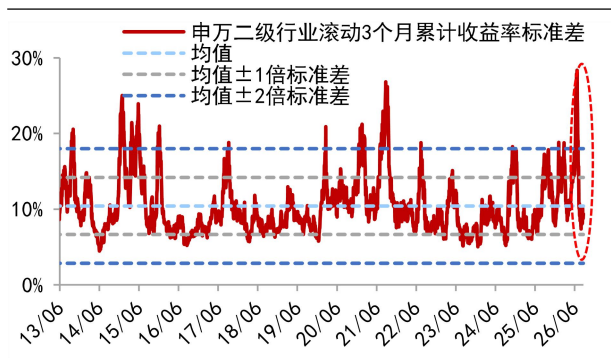
6月底以来，市场风格再平衡已持续近两个月，消费、资源等多个板块均有表现。随着AI硬件板块交易拥挤逐步消化，科技自8月初以来也有所反弹。当前市场对于再平衡的进度和趋势讨论增多。在此背景下，本文将从交易拥挤度与超额收益两个维度，分析AI硬件交易拥挤消化至何种程度，以及市场再平衡能否延续。

再平衡仍是主题

6月底以来市场进入再平衡，消费、资源等板块均有表现。二季度科技成长极致分化之后，6月底以来市场步入再平衡阶段。随着科技板块退潮，消费、资源等非AI领域“多点开花”：一是资源红利板块表现亮眼，由于近期外部地缘政治局势再起波澜，宏观不确定性加剧背景下，煤炭（自6月底以来最大涨幅为27.2%，下同）、有色（25.7%）、石化（23.7%）等资源红利涨幅居前；二是泛消费领域出现轮涨，其中基本面相对更优的医药（18.8%）弹性更大，农林牧渔（18.0%）、社服（16.4%）、食品饮料（13.5%）等消费板块同样明显上涨；三是金融领域有所表现，银行（13.7%）凭借防御属性表现较强。此外，8月初以来通信、电子等科技硬件也出现反弹，不过非AI领域延续上涨，市场风格再平衡仍在持续中。

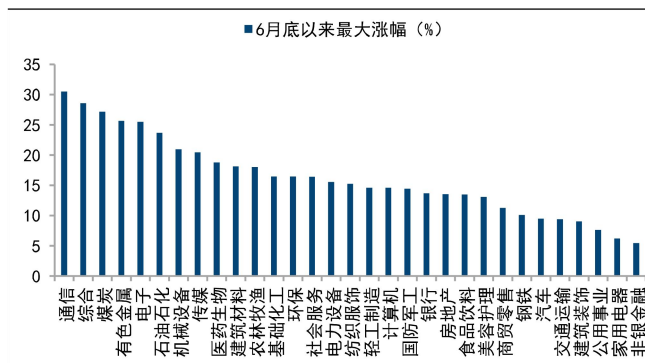
我们以申万二级行业滚动三个月收益率的标准差作为行业极致程度观测指标，可以发现该指标在6月末时处在均值向上两倍标准差以上的极值水平，此后极致程度快速收敛，目前已回落至历史均值附近。

图1：6月以来市场再平衡逐渐演绎



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：6月底以来申万一级行业最大涨幅



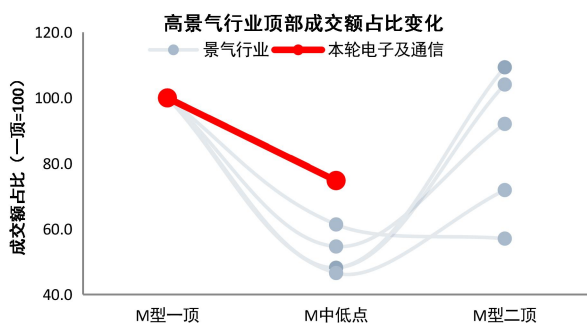
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

市场再平衡已延续两个月，那么当前再平衡的进度如何？下文我们将从交易拥挤度和超额收益这两个维度进行分析。

从交易拥挤度看，AI硬件领域已明显降温，非AI领域较5月高点仍有差距。一方面，历史上高景气行业往往存在M顶，电子、通信板块调整幅度接近历史上沿。我们用成交额占比、行业估值两个指标，来衡量行业的交易拥挤度情况。通信自6月初以来成交额占比率先回落，电子则自7月初开始降温，目前两者均较阶段高点回落约25%，历史景气行业自M顶左侧高点至谷底调整均值在40%左右，目前尚有一定距离。与此同时，板块估值水平也同步收缩，其中电子PE、PB最大调整幅度均在30%左右，均已达到历史景气样本调整的区间上沿，较历史均值尚有差距；通信PB调整幅度超50%，已达到历史景气行业跌幅的均值水平。整体来看，硬科技板块综合交易热度已明显降温，但交易热度仍待消化。

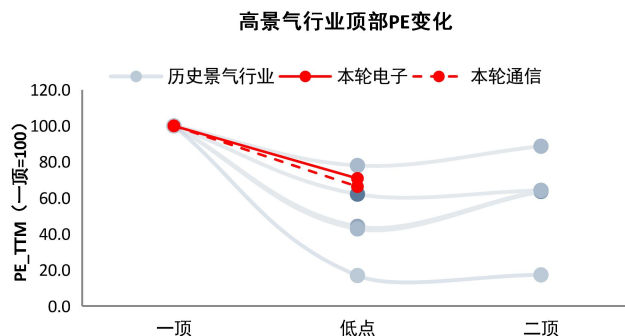
另一方面，非 AI 行业热度回升，但目前多数较 5 月市场高点时仍有差距。从成交额占比看，目前白酒（目前处 05 年以来 3%分位、低于 5 月行情高点的 9%，下同）等多数非 AI 行业的交易热度仍低于 5 月市场高点水平，不过红利资产近期成交有所修复，有色（84%、76%）、煤炭（17%、12%）、石化（19%、18%）等略超 5 月水平。从估值热度看，红利中有色（目前处 05 年以来 42%分位、仍低于 5 月的 54%，下同），石化（45%、57%）等均未回到 5 月高点水平。

图3: AI 硬件成交额占比调整幅度接近历史上沿水平



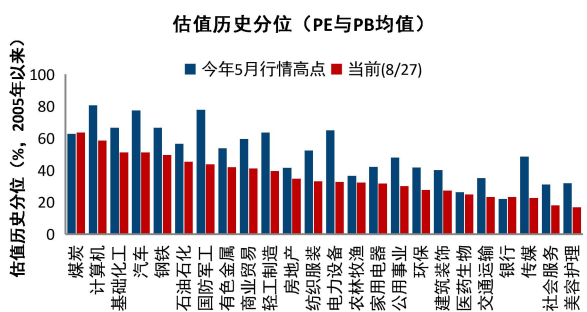
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4: AI 硬件 PE 调整幅度达到历史上沿



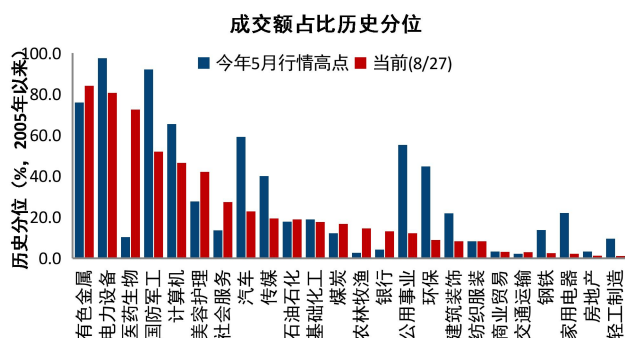
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5: 目前多数非 AI 行业估值热度低于 5 月行情高点



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6: 目前多数非 AI 行业成交热度低于 5 月行情高点



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

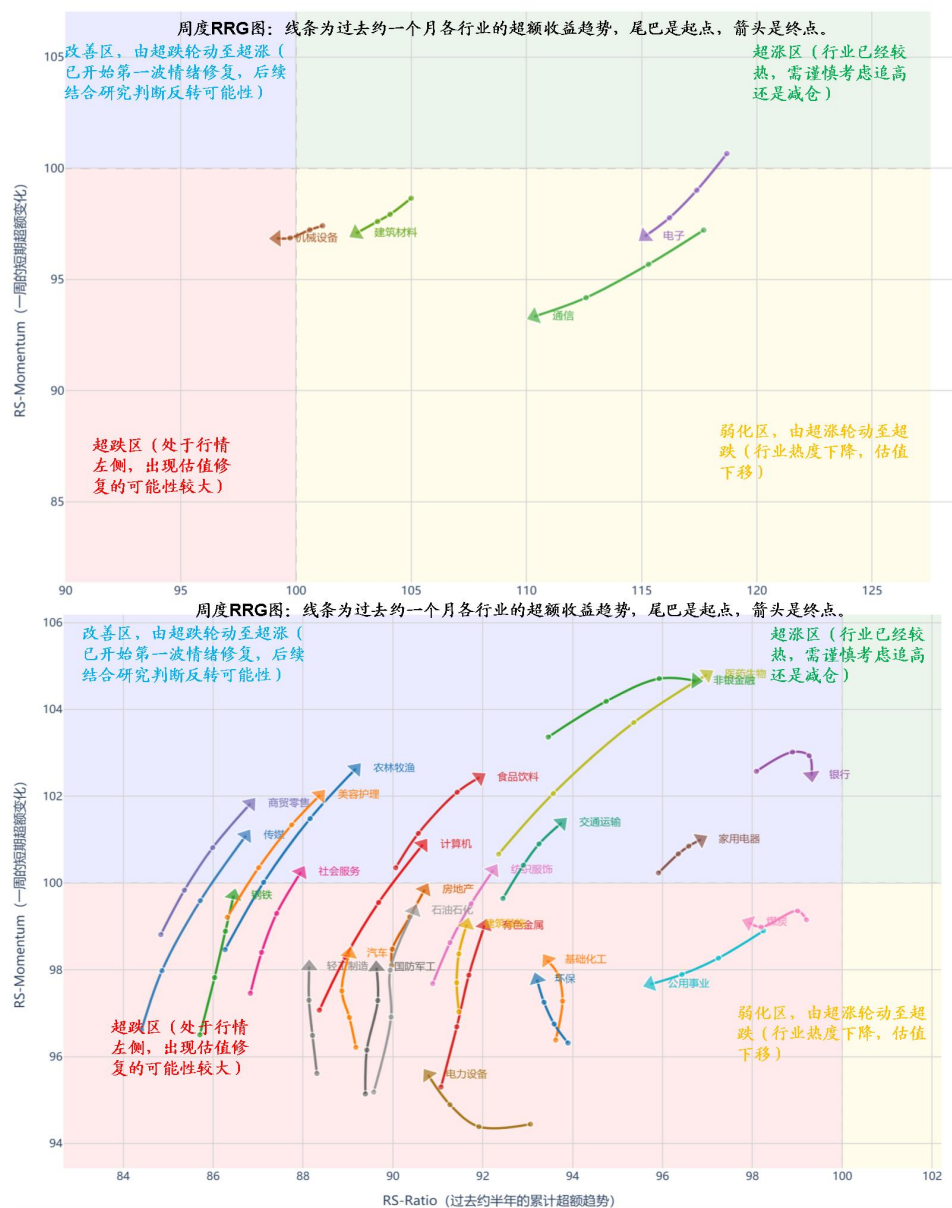
从超额收益看，电子、通信已走出超涨区域，有色、煤炭等资源品尚在超跌区。超额收益是衡量行业相对强弱趋势的另一个热度指标，历史上当一个行业大幅跑赢大盘后，热度短期可能已达高位水平，其超额收益容易阶段性趋于收敛，反之亦然。我们采用各行业在 RRG 图中所处的位置来比较各个行业在长短期维度下相对大盘的走势。

电子、通信等硬件板块已走出超涨区域。自 8 月初以来，电子、通信等板块已自 RRG 图中第一象限的超涨区域回落至第四象限的过渡区域，其中机械设备更是已轮动至第三象限的超跌区域，这意味着前期 AI 硬件积累的超额收益或已有所消化，但从动量看还仍在回落。

有色、石化、煤炭等资源品仍在超跌区域。自 6 月底以来“非 AI”类行业自超跌区域开启修复，目前食品饮料、农林牧渔等多数消费行业已走出超跌区域，而有

色、石化、煤炭等资源品还处在超跌区域，显示行业短期可能仍具备修复空间。

图7: 当前通信、电子等AI 硬件已走出超涨，有色等资源品行业仍在超跌区域



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

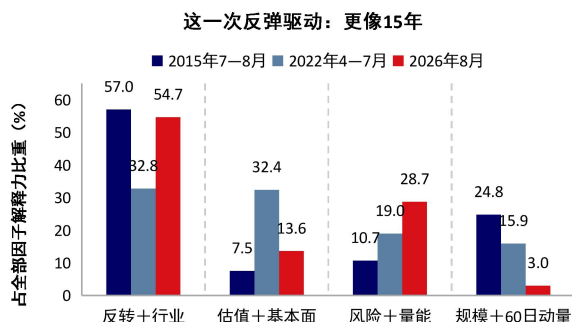
往后看，市场再平衡还将延续。结合当前再平衡进展、市场环境、产业及政策催化看，板块轮动与结构扩散或将延续。

一是当前科技可能仍在消化前期超额，资金共识尚未形成。正如前文所述，尽管目前科技交易拥挤度已有所消化，但参考历史高景气行业自 M 顶左侧高点至谷底平均调整幅度，还存在一定差距。我们对 8 月以来行情进行归因，近期反弹是超跌反弹，基本面因子贡献相对有限，因此市场对科技板块反弹持续性的信心略显不足。本次科技二次行情的开启，或仍待美元流动性、交易拥挤度、产业叙事积极因素积累，详见《美债扰动后，科技如何再起航？-20260822》。

二是近期地产政策优化利好相关板块。8 月 28 日，住建部等多部门联合发布一系列房地产新政，涉及住房销售制度改革、信贷制度改革、以及资本市场支持等。与过去主要聚焦于需求端不同，本轮地产政策改革更加全面：需求端推进现房销售制度改革，维护购房者权益；信贷端延长房贷期限和发放时间，降低持有成本压力；融资端推动房企从主体信用融资，转向项目本身。本次地产政策改革有望稳定房地产预期，推动地产发展步入新模式，内需板块有望迎来向上机遇。

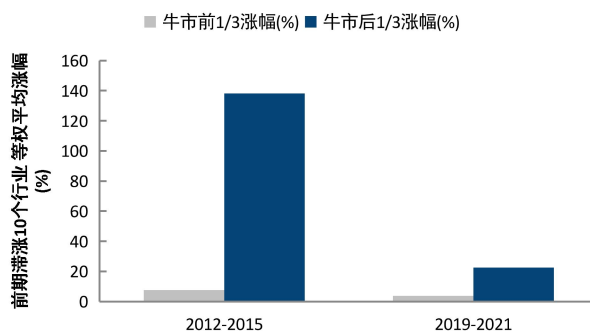
三是结合市场环境看，牛市中后期行业多轮涨。牛市中后期，行情通常由前期的少数高景气板块集中上涨，逐步转向低位板块扩散和轮动。回顾 12-15 年、19-21 年两轮牛市，后期领涨的多是前期滞涨品种（详见图 9）。当前市场已处于牛市中后期，目前仍有近六成行业对应 3500 点以下，参考历史经验看，前期滞涨板块仍具补涨和轮涨空间。

图8：8 月反弹主因行业及反转因子



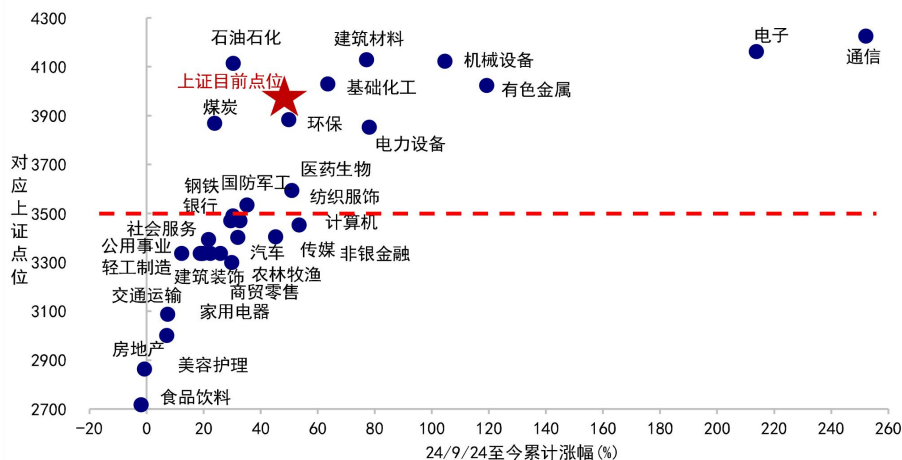
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：牛市后期行业多轮涨



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10: 目前仍有近六成行业对应上证 3500 点以下



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

A 股牛市未竟，均衡配置为佳。8 月以来 A 股行情有所反弹，结合当前宏观政策环境和市场情绪看，我们认为市场震荡上行将继续，当前仍处在牛市之中。从外部环境看，当前市场对 9 月加息的概率提升，不过鉴于沃什并未承诺 9 月加息，后续是否加息仍存在不确定性。国内因素看，国内 7 月政治局会议明确加大逆周期调节力度，8 月中旬以来北京、上海等一线城市相继发布楼市新政，有望推动宏观基本面修复。历史上 A 股牛转熊往往出现在整体股市情绪过热、流动性环境持续收紧、宏观环境明显走弱的时候，本轮 A 股牛市的估值和情绪相较历史牛市顶点仍有差距，在海内外宏观积极因素支撑下，A 股牛市有望向纵深演绎。

结构上，关注成长板块内部扩散，以及地产、资源品等相关领域。①科技内部向低位扩散。我们在《再议科技 M 顶：科技第二波何时来？-20260807》中提到，在拥挤度消化和产业层面催化等积极因素累积后，AI 算力链未来或仍有向上机会。当前科技内部有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期、产业层面存在积极催化的 AI 应用环节、港股科技等。②重视以有色为代表的资源品。最新披露 26 年中报显示有色业绩延续高增，在供需偏紧、地缘政治溢价抬升等因素支持下，以有色为代表的资源品基本面景气有望延续。③此外，还可关注政策加码的地产，以及基本面较优的医药、券商。

图11: 当前 A 股估值距离牛市高点还有差距



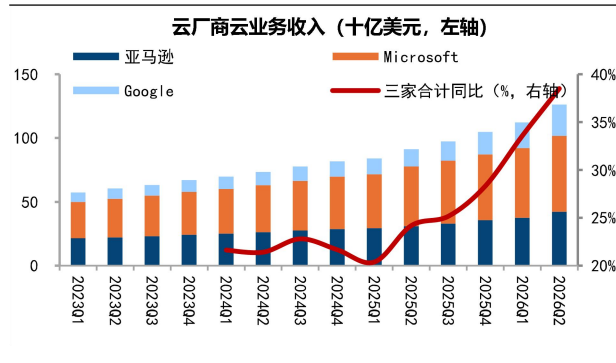
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距



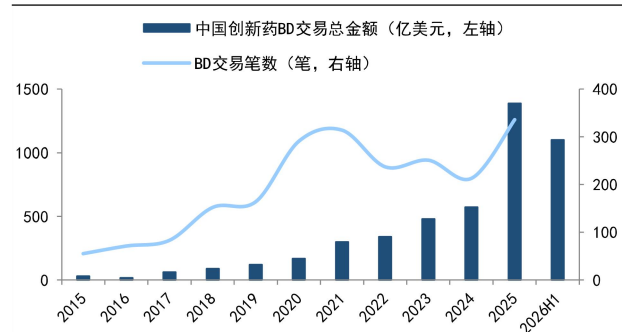
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 云厂商云业务收入增速继续高速增长



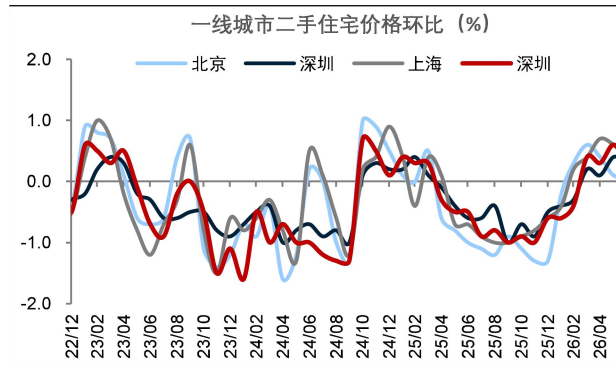
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升



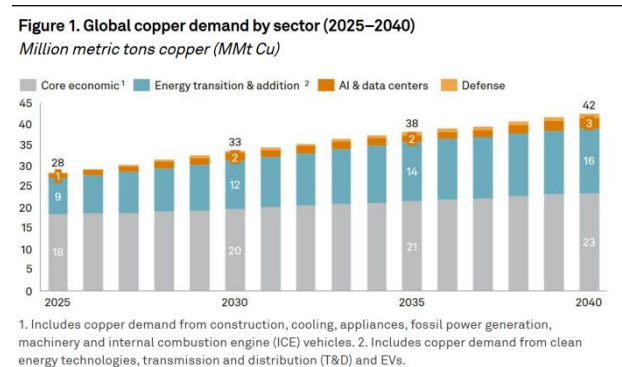
资料来源: 医药魔方, 国信证券经济研究所整理

图15: 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长



资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

风险提示

风险提示: 地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032