



2026 年 8 月投资策略报告

-年内二次买点或已到来

日期：2026 年 7 月 31 日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

核心要点：

市场表现复盘：近期 A 股市场在内外部因素共同影响下明显回调。海外方面，6 月底以来，全球 AI 产业链负面叙事增多，韩国股市在去杠杆环境下大幅下跌，风险情绪传染至 A 股科技硬件板块及美股，地缘风险反复也压制投资者风险偏好。

短期积极因素正在累积：中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议提到“提升资本市场韧性和信心”，上一次提到韧性还是 2018 年底。近期稳市信号密集释放。随着政治局会议定调，监管有望增加稳市力度，进一步从资金支持、央企回购、金融机构增持回购等多方面入手，稳定资本市场，增强投资者信心。

投资建议：眼下市场已反映过于悲观预期，而积极因素正在累积，对 A 股后市不必悲观，A 股年内二次买点或已到来。展望 8 月，**关注两大主线：**1) **景气成长仍需精挑细选：**AI 逐步实现商业模式闭环并兑现业绩增长，关注 AI 基础设施相关环节；创新药在去年密集 BD 交易之后，今年较多公司进入临床数据验证阶段，值得自下而上关注。2) **周期改善：**综合考虑地缘局势与产能周期位置，关注业绩向好及供需格局改善的领域，如石化化工、非银金融等行业；贵金属板块经历较多调整后也值得关注。



一、宏观：二季度经济表现 – 价优于量

7月15日统计局公布6月经济活动数据，二季度实际GDP增速录得4.3%（彭博一致预期4.5%），名义GDP增速回升至5.9%。6月工业增加值/社零同比增长5.3%/1%，高于彭博一致预期的4.6%/-0.1%；1-6月固定资产投资同比增速录得-5.7%，单月同比降幅较5月的12.5%收窄至11.2%。

总体而言，二季度内需增长压力有所上升，但6月较5月有边际缓解。二季度名义GDP增长明显回升至5.9%，为15个季度以来的高点，和企业盈利走势一致，可见在能源冲击和财政收紧双重影响下，企业和政府部门均更注重盈利能力和现金流增长，而非“以量换价”。虽然PPI上升有能源价格上涨带动，但中国作为能源净进口国，总体企业盈利回升反映新经济带动下周期温和修复的力量。往前看，国补基数退潮可能支撑表观社零增长回升；关注3季度能源价格走势更为明朗后，相关产业延迟加工和出口需求是否有所恢复。同时，关注财政政策在下半年是否边际放松，托举内需恢复更快增长。

1.1 季度实际GDP增长承压，名义增长明显攀升

二季度GDP增速呈现“量缩价升”，实际GDP增速较一季度的5%回落至4.3%，而价格指数回升推动名义GDP较一季度的4.9%明显上行至5.9%，对应GDP平减指数自2023年二季度以来首度转正至1.5%。上半年实际GDP增长4.7%，名义GDP增长录得5.4%，从结构上看，第一/第二/第三产业GDP同比增速分别较一季度的3.8%/4.9%/5.2%回落3.7%/3.0%/5.1%，



支出法视角下，净出口对实际 GDP 的拉动或继续较 2025 年全年的 1.6 个百分点边际退坡，今年一季度为 0.8 个百分点，我们估算货物贸易对名义 GDP 拖累约 0.2 个百分点，较今年一季度的 0.35 个百分点拖累略收窄，但仍低于去年全年的 1.2 个百分点。由此，我们估算隐含的名义内需增速或较一季度的 5.3% 回升至 6.1%，但实际内需增速较一季度回落。

值得注意的是，名义 GDP 增速改善对应工业企业 4-5 月盈利增长 19.6%，亦较一季度的 15.5% 明显回升。在美伊冲突带来的供给冲击背景下，行业盈利表现分化加剧，能源及 AI 链相关行业为利润增长的主要支撑，内需相关下游制造业，利润增速仍偏弱，尤其是汽车、家具制造降幅进一步走阔；但中国作为能源净进口国，总体企业盈利明显回升，反映了新经济带动下周期温和修复的力量，即中国制造业供需不平衡的叙事已在 2024 年底-2025 年间逆转，PPI 和企业盈利回升有持续性。

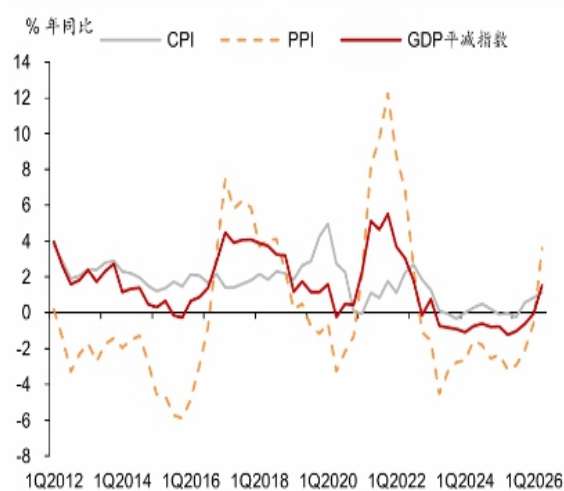
总体而言，二季度内需增长压力有所上升，但 6 月较 5 月有边际缓解。名义 GDP 增长明显回升至 5.9%，为 22 年四季度以来 15 个季度的高点，和企业盈利走势一致，可见在能源冲击和财政收紧双重影响下，企业和政府相关部门均更注重盈利能力和现金流增长，而非“以量换价”。虽然 PPI 上升有能源价格上涨因素，但中国作为能源净进口国，总体企业盈利明显回升，反映了新经济带动下周期温和修复的力量。往前看，国补基数退潮可能支撑表观社零增长回升；关注 3 季度能源价格走势更为明朗后，相关产业延迟加工和出口需求是否有所恢复。同时，高度关注财政政策在下半年是否边际放松，托举内需恢复更快增长。



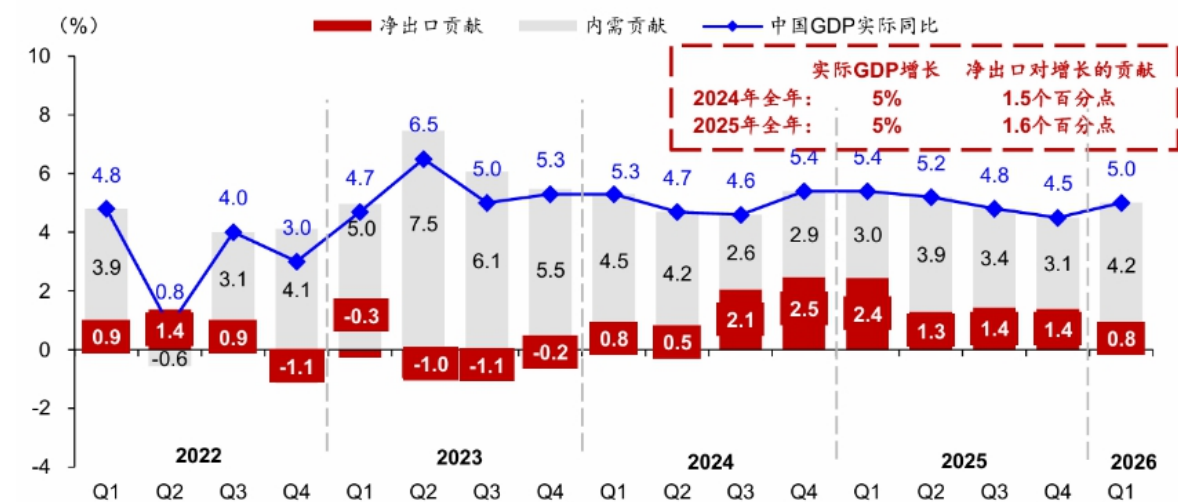
图表1：二季度 GDP 同比增长较一季度的5%回落至4.3%



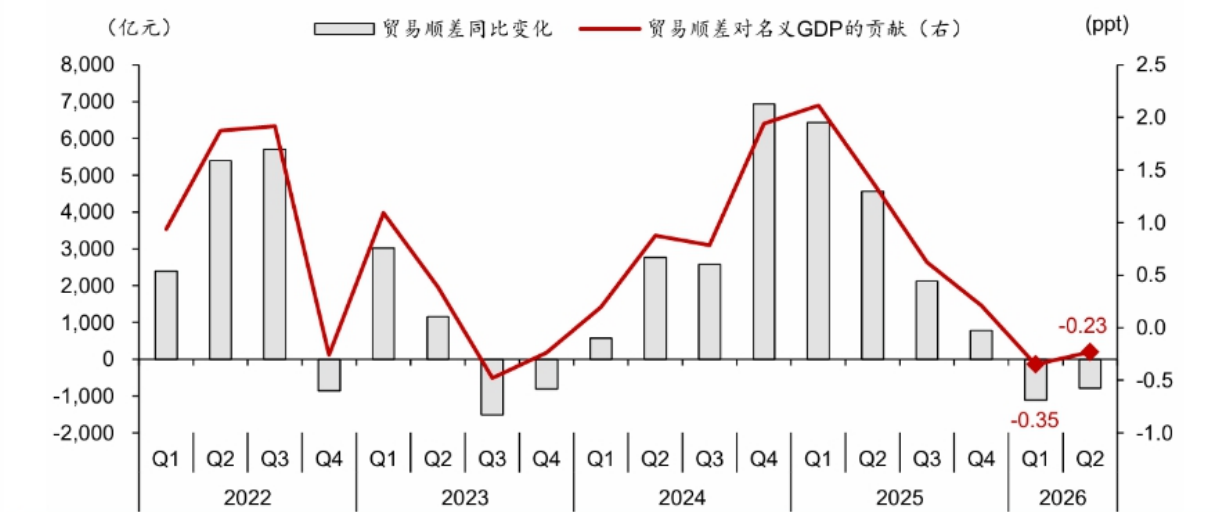
图表2：二季度 GDP 平减指数较一季度的-0.1%转正至1.5%



图表3：今年以来，外需对实际 GDP 增长的贡献下降



图表4：二季度贸易差额（人民币计价）小幅拖累名义 GDP 增长约 0.23 个百分点





来源：wind

1.2 工业生产：AI 热潮和出口高增推动工业生产活动边际升温

出口链及 AI 相关需求景气度高，带动工增从 5 月的 4.5%回升至 6 月的 5.3%，煤炭受事件冲击生产大幅回落，石化链生产仍承压。6 月规模以上企业工业增加值季调环比增速较 5 月的 0.40%上升至 0.76%，显示生产动能持续回升。具体而言：

出口带动下高端装备制造行业实际产出持续增长。计算机通信增速边际放缓至 15.7%但仍在高景气区间，贡献工增同比的 1.9 个百分点（超 3 成），电气机械同比增速从 5 月的 4.7%上升至 7%，汽车制造同比从 5 月的 8.3%边际回升至 8.7%，对工业增加值同比增速的拉动约为 0.6 个百分点。其中，新能源汽车产量同比增速由 5 月的 17.8%进一步上升至 29.4%，显示生产端有所修复，新能源汽车市场韧性较强、或受到出口强劲需求拉动。此外，铁路船舶/专用设备生产增速亦走强至两位数区间，由 5 月的 7.4%/9.1%上行至 18.2%/10%；医药同比增速较 5 月的 4%上升至 6.7%。

或受矿难事故停产影响煤炭生产增速转负，石化链生产仍偏弱，但随着油价回落其他冶炼行业成本压力有所缓解。6 月煤炭开采和洗选业增加值同比下降 5.9%。而随着 6 月以来油价回落，黑色金属冶炼行业同比增速上升 1.7 个百分点至 3.3%，金属制品/水泥同比增速回升至 7.8%/-2.3%，而有色冶炼同比降幅略收窄至 3.8%，或显示原材料价格上涨带来的生产端压力有所缓解。但石化链仍承压，石油和天然气开采/化学制品同比增速由 5 月的 1.5%/0.3%下行至 1%/-0.1%，或仍受到供给冲击影响，6 月原油进口同比增速较 5 月的



14.4%明显回落至-7.4%。

其他消费品生产行业景气度有所上行，纺织业同比增速由 5 月的 2.6%上行至 3.4%，食品制造业同比由 5 月的 6.9%进一步上行至 8.9%，反映端午节庆、618 大促带动下餐饮消费持续修复。

主要工业品中发电设备产量同比增速由 5 月的 0.3%上升至 2.4%，钢材产量同比由-2.8%回升至 0.0%。工业机器人产量同比增速从 27.9%略升至 28.1%，而机床产量同比增速从 10.7%回升至 18.1%，或说明制造业升级、设备更新仍在继续。但手机/计算机设备生产降幅录得 13.5%/13.8%，或受成本端涨价压力冲击。



图表5：分行业工业生产增速变化一览

分行业工业增加值增速				
当月同比	6月同比增速 (%)	增速变动: 6月 vs. 5月 (pct)		
煤炭开采和洗选业	-5.9	↓	-9.4	上游
石油和天然气开采业	1.0	↓	-0.5	上游
农副食品加工业	3.1	↑	1.6	中游
纺织业	3.4	↑	0.8	中游
化学原料和化学制品制造业	-0.1	↓	-0.4	中游
橡胶和塑料制品业	6.5	↑	0.3	中游
水泥制品业	-2.3	↑	3.3	中游
黑色金属冶炼和压延加工业	3.3	↑	1.7	中游
有色金属冶炼和压延加工业	-3.8	↑	0.7	中游
金属制品业	7.8	↑	4.8	中游
通用设备制造业★	9.9	↑	3.2	中游
专用设备制造业★	10.0	↑	0.9	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业★	18.2	↑	10.8	中游
电气机械和器材制造业★	7.0	↑	2.3	中游
电力、热力生产和供应业	7.8	↓	-0.9	中游
食品制造业	8.9	↑	2.0	下游
医药制造业★	6.7	↑	2.7	下游
汽车制造业★	8.7	↑	0.4	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业★	15.7	↓	-1.3	下游
发电量	2.0	↓	-2.2	
整体工业增加值增速	5.3		0.8	

★出口拉动较强的制造业行业

来源：wind

1.3 消费：国补和购金基数回落推动社零增长边际回升

社会消费品零售总额同比增速由5月的-0.6%转正至1.0%，高于彭博一致预期的-0.1%，低基数、618大促与智能电子产品补贴政策多重因素共同提振社零回升。整体消费呈现结构性分化特征，剔除黄金、汽车以旧换新等阶段性扰动品类后，其他商品消费年内增速相对稳定，今年以来增长中枢稳定维持2%-3%区间。此外，统计局新增口径数据显示，上半年商品和服务零售总额同比增长2.7%，强于总体社零增速的1.3%：



分品类来看，或受“618”促销等因素提振，家电/数码产品消费同比增速明显回升。6月实物商品网上零售同比增速较5月的2.6%上升至3.9%。家电同比降幅由5月的15.6%收窄6.9个百分点至8.7%，我们估算其对社零同比增速的拖累由5月的0.44个百分点收窄至0.28个百分点；通讯器材同比增速亦较5月的0.7%大幅回升15.8个百分点至16.5%，或与促销活动释放消费需求有关。

新能源汽车补贴退坡后，终端汽车零售消费需求仍然偏弱：汽车类商品零售同比下降16.1%，降幅与5月持平但基数较高；我们估算其对社零同比增速的拖累由5月的1.54个百分点走阔至1.72个百分点。金银珠宝类零售同比降幅由5月的8.9%收窄5.5个百分点至3.4%，我们估算其对社零同比增速拖累收窄至0.02个百分点。地产链相关品类中，建筑装潢材料同比降幅从5月的13.6%收窄3.1个百分点至10.5%，家具类零售同比降幅收窄2.1个百分点至6.6%。

服务消费仍强于商品，1-6月服务业零售额增速5.3%，较1-5月的5.4%略有回落，或受去年同期基数较高、部分地区极端天气影响。餐饮消费增速上升0.6个百分点至1.2%。根据统计局，今年上半年，社会消费商品和服务零售总额同比增长2.7%，其中服务零售额增长5.3%，商品零售额增长1.1%。在服务零售额中，通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额较快增长。

考虑到高油价及财政收紧对消费的影响有望缓解，叠加基数走低、下半年消费增速有望企稳修复，服务消费或延续结构性增长。2025年社零增速前



高后低，1-5 月依托汽车、家电国补政策维持 4.0%-6.4%的高增长区间，6 月补贴退坡后增长中枢持续下行，下半年低基数或将抬升 2026 年同期同比读数。中长期视角下，伴随《扩大消费“十五五”规划》落地推进，政策持续加码养老、托育、文旅、健康、入境游、人工智能等服务消费赛道，服务消费增长动能有望持续走强，成为内需修复核心支撑。

此外，就业方面，6 月全国城镇调查失业率较 5 月的 5.1%回落至 5.0%，略低于去年同期的 5.3%。

分品类零售增速情况

按消费类型分、限额以上单位商品零售增速			
单月同比	6月同比增速 (%)	增速变动：6月 vs. 5月 (pct)	
粮油、食品类	7.9	↑	6.0 必选消费
饮料类	5.8	↓	-0.3 必选消费（周期性较强）
烟酒类	12.1	↑	7.3 必选消费（周期性较强）
服装鞋帽、针、纺织品类	3.9	↑	0.1 必选消费（周期性较强）
日用品类	3.9	↑	2.3 必选消费（周期性较强）
中西药品类	4.4	↑	0.4 必选消费
餐饮	1.2	↑	0.6 可选消费
化妆品类	12.6	↑	10.1 可选消费
金银珠宝类	-3.4	↑	5.5 可选消费
文化办公用品类	12.7	↑	14.2 可选消费
通讯器材类	16.5	↑	15.8 可选消费
石油及制品类	-5.1	↓	-1.9 可选消费
汽车类	-16.1	→	0.0 可选消费
家用电器和音像器材类	-8.7	↑	6.9 可选消费（地产相关）
家具类	-6.6	↑	2.1 可选消费（地产相关）
建筑及装潢材料类	-10.5	↑	3.1 可选消费（地产相关）
商品网上零售	3.9	↑	1.3 网上消费
整体名义社零增速	1.0		1.6
★受国补退坡影响的商品类别			



来源：wind

1.4 投资低位企稳，宏观数据仍和中观监测结果有“温差”

今年上半年固定资产投资累计同比较前 5 个月的-4.1%进一步下行至-5.7%，而 6 月单月名义固定资产投资同比降幅较 5 月的 12.5%收窄至 11.2%，呈现低位企稳。但值得注意的是，在“正确的政绩观”下统计口径压实及地方政府换届周期等因素扰动下仍与中观监测结果存在一定“温差”——高频数据显示 6 月水泥开工同比转正、建筑钢材成交波动亦较为平稳，而沥青开工和出货等石化链相关传统基建活动持续减速。后续重点关注年内政策性金融工具落地情况对基建和制造业投资的“托底”效应。具体看，

今年 2 季度基建投资同比增长较 1 季度的 9.2%转负至-8.6%；单月而言，6 月基建投资同比降幅较 5 月的 10.8%收窄至 10.2%，基建投资受到财政偏紧的拖累，同时财政资源从传统基建向化债和清欠转移亦有一定影响。一方面，今年上半年地方专项债发行进度偏慢，今年 1-6 月地方专项债累计发行 2.07 万亿元、同比少增 940 亿元，发行进度占全年额度的 47%，相较于去年同期的 49.1%有所滞后；另一方面，地方政府财政资源持续向偿还隐债和清欠转移对基建投资回升形成压制，6 月地方专项债新增发行 5,716 亿元，同比小幅多增 445 亿元，其中用于化债和清欠的特殊专项债发行占比较 5 月的 12.3%快速上行至 39.9%。高频数据显示，6 月道路相关传统基建活动总体仍然承压，如沥青装置开工率同比大幅回落 17.4 个百分点，沥青出货率同比回落 62.3%。



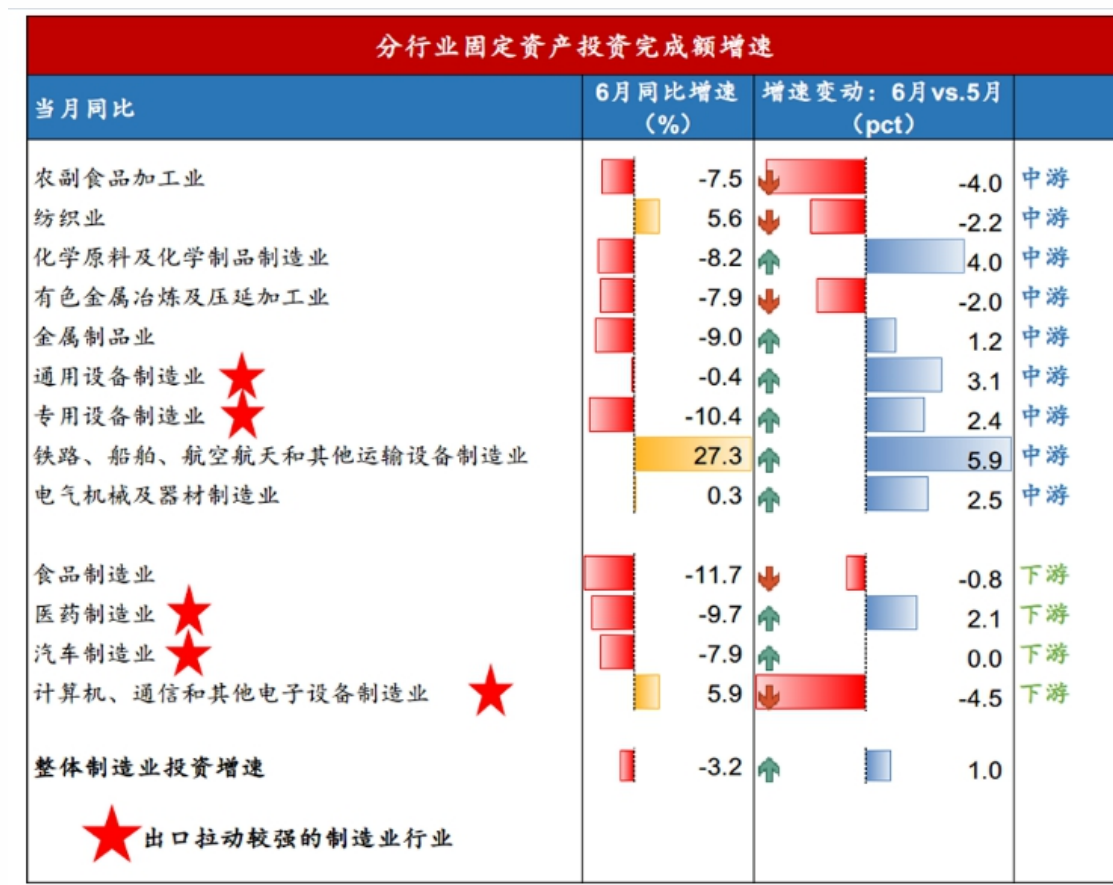
出口链高景气对制造业投资的提振较为明显，而下游行业投资仍然承压。今年 2 季度制造业投资同比较 1 季度的 4.1% 转负至 -3.8%；6 月单月制造业投资同比降幅从 5 月的 4.2% 继续收窄至 3.2%，分行业而言，出口链和 AI 相关产品需求高景气带动通用/专用/运输设备/电气机械同比回升 3.1/2.4/5.9/2.5 个百分点至 -0.4%/-10.4%/27.3%/0.3%，而计算机电子设备投资同比较 5 月回落 4.5 个百分点至 5.9%。国际原油价格下行部分缓解对中游相关行业利润的挤压，如化学原料及制品制造同比降幅收窄 4 个百分点至 8.2%，而有色加工投资同比增速较 5 月下行 1.9 个百分点至 -7.9%。下游制造业行业投资增长动能仍偏弱，6 月医药/食品/汽车制造业同比降幅录得 9.7%/11.7%/7.9%。

6 月地产投资同比降幅基本持平于 5 月的 24.4%，在商品房“严控增量、优化存量”的政策导向下地产投资和新开工总体仍偏弱，新开工面积同比降幅从 5 月的 24.6% 走阔至 26%；整体二季度地产投资同比降幅较 1 季度的 11.2% 走阔至 23.1%，但水泥开工和建筑钢材成交等高频指标同比变动相对平稳，如 6 月水泥开工同比转正至 1 个百分点，而建筑钢材成交量同比小幅走阔至 8.8%。房企现金流状况总体仍承压——6 月房地产到位资金同比降幅较 5 月的 21.5% 走阔至 25.1%，分项中定金和预付款/贷款同比降幅较 5 月的 9.7%/43.3% 走阔至 14.5%/44.6%，而抵押贷款同比降幅较 5 月的 13.5% 收窄至 10%。

此外，6 月民间固定资产投资同比降幅从 5 月的 11.8% 走阔至 12.4%，而公共部门投资同比降幅从 5 月的 9.3% 收窄至 7.4%。



分行业制造业投资增速变化



来源: wind

二、美联储 7 月按兵不动，但悬念犹存

美国二季度 GDP 年化环比增长 1.5%，虽低于市场预期，但数据并不疲弱。进口、库存和政府支出拖累了 GDP，而反映内需的私人国内最终销售环比折年增长 3.9%，创 2023 年初以来最快，显示经济韧性依然较强。消费明显回暖，AI 带动的企业投资继续保持高增，住宅投资也开始改善，经济增长动力正逐步由财政刺激转向私人部门。通胀方面，核心 PCE 较前值回落，但油价重新上涨意味着未来通胀仍存不确定性。



整体来看，我们认为美国经济尚未出现明显放缓，需求仍然稳健，美联储政策重心仍将放在控制通胀上，采取“预防式加息”应是合理选项。此外，二季度增长已呈现出一定的扩散特征，这不仅意味着本轮复苏基础更稳，也与近期美国市场资金轮动与行情扩散的方向相吻合。

概览：北京时间 7 月 30 日（周四）凌晨美联储公布 7 月议息会议决定，以 9:3 将政策利率维持在 3.5-3.75%，3 位票委要求加息 25bp；决议声明基本没有变化；沃什记者会延续鹰派表态，关注后续数据表现以及沃什 8 月 27 日 Jackson Hole 讲话。

7 月 FOMC 会议维持政策利率不变，加息预期回撤，市场通胀预期有所升温。会前市场定价 7 月可能会出现意料外的加息（surprise hike），但本次会议联储以 9:3 维持政策利率不变，3 名地方联储主席要求加息 25bp；决议声明维持此前表述，即美国经济增长稳健，就业市场处于充分就业状态，通胀高于目标水平。7 月 FOMC 维持利率不变，联储加息预期回撤，但通胀预期有所升温，推高长端国债收益率。截至北京时间凌晨 3:50，相较会议前，2026 年剩余累计加息预期下降 12bp 至 31bp，9 月加息概率回落至 59%，2y 美债收益率下行 8bp 至 4.24%；美元指数下跌 0.5% 至 100.9；黄金上涨 0.5% 至 4068 美元/盎司；联储加息预期回撤导致通胀预期升温，推高 10y 特别是 30y 美债收益率，美股三大股指也有不同程度的下跌。

沃什记者会延续鹰派表态，强调严格坚守 2% 通胀目标，仍然回避给出前瞻指引。通胀方面，沃什强调，联储只有一个 2% 的目标，在必要且适当时会毫不犹豫采取行动；6 月通胀虽然不及预期，但联储不会依赖一个数据，



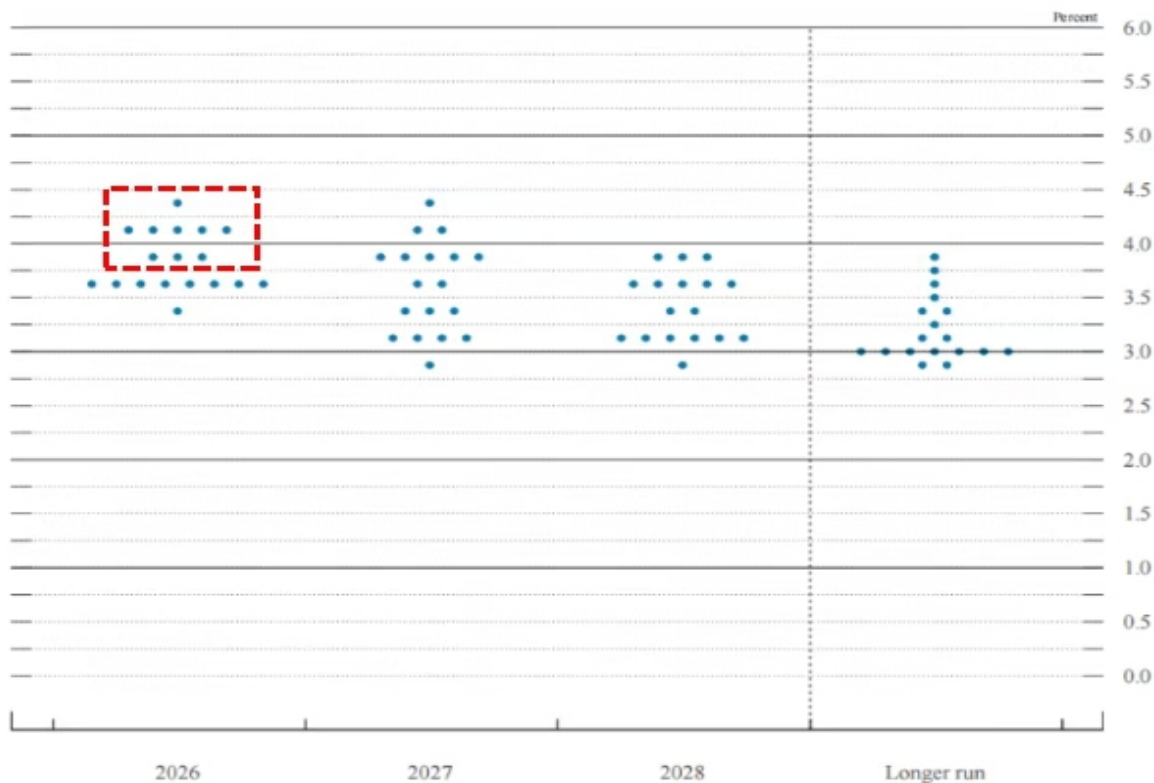
更关心通胀趋势；PCE 通胀仍是联储通胀的正式目标，但其关注的通胀数据比 PCE 更加广泛。前瞻指引方面，沃什避免给出明确前瞻指引，但并未排除在 8 月 27 日的 Jackson Hole 会议讲话中为 9-12 月会议做一些铺垫。

此外，沃什强调 6 月 FOMC 以来金融条件收紧给了联储实现通胀目标的更多信心。沃什认为，6 月 FOMC 取消前瞻指引后，金融市场对经济数据的实时反应导致市场利率出现明显上行，两次会议（6-7 月）之间美债收益率上行幅度为过去二十年最显著之一；利率上行，叠加其他市场价格调整，总体传递的信息是，联储已承担起解决通胀问题的责任，拥有实现目标所需的信誉（即联储有能力、有办法兑现其稳定价格的承诺）。

7 月 FOMC 按兵不动一定程度消耗了联储公信力，通胀预期抬升，长端利率上行，我们认为，联储 9 月加息概率仍然偏高。6 月超预期鹰派的 FOMC 会议导致了金融条件收紧，通胀预期下降，联储公信力上升，但在能源价格再度攀升的情况下，7 月 FOMC 会议按兵不动，市场可能开始定价沃什对通胀零容忍的说法只是虚张声势，会后通胀预期再度回升，且长端收益率上行，显示联储公信力或受到一定程度消耗。美联储越晚加息，可能对联储公信力的腐蚀越大，尤其考虑到废除前瞻指引带来的“焦虑感”上升。我们重申 9 月加息概率较高，今年加息 1-2 次，明年年中前加息 2 次的基准预测；风险仍然是①沃什可能只是鹰派虚张声势；②AI 繁荣戛然而止导致金融条件收紧，加息无必要。关注 7-8 月就业/通胀数据以及 8 月 27 日沃什的 Jackson Hole 讲话。



图1：美联储6月点阵图



来源：wind

不过，对通胀担忧的阶段性升高，是否必然导致年底前美联储加息仍有待观察。美联储褐皮书也承认，与中东冲突相关的能源成本是推高通胀水平的主要因素，并外溢至航运、包装、食品杂货和化肥等领域。随着美伊谅解备忘录签署、霍尔木兹海峡即将全面开放、关税效应基本消退等多重因素推动，下半年到明年，美国通胀压力很可能会逐步回落。从美联储公布的 SEP 来看，2026-2028 年美国核心 PCE 通胀预期中值虽从 3 月预测 2.7%、2.2%、2.0% 分别调整至 3.3%、2.5%、2.1%，但总体依然呈逐步走低态势，并不存在长期性的通胀压力，预计下半年实际加息的概率不高。

2. 市场前景性指引正被逐步淡化。沃什此前对现行美联储沟通框架的核



心批评主要指向两点：一是前瞻指引在非零利率环境下固化了政策路径预期，容易束缚美联储决策的灵活性；二是点阵图被市场当成承诺而非分散预测，容易扭曲市场定价。为降低这些“噪音”干扰，他主张减少高频政策的预期引导。作为美联储主席，沃什可在权限范围内对会议议程、文本形式和发布形式等方面作出适当调整，包括缩减议息会后新闻发布会频率，甚至放弃提交自己的利率预测点，以此战略性地削弱点阵图的重要性。因此，改革沟通范式，是沃什上任后推动改革相对容易很快落实的部分。

从本次议息会议相关细节来看，沃什弱化前瞻性指引的政策主张已得到**部分落实**。首先，本次议息会议声明的文本大幅缩短，全篇仅 130 个单词，明显短于前两次议息会议超过 300 个单词的篇幅，同时简化了对经济状况的分析，省去了票委名单。沃什强调，声明将不再关注措辞，仅陈述事实。其次，点阵图显示，19 名负责提供预测信息的美联储官员中，仅有 18 人提交了点阵图预测。沃什在新闻发布会上承认，缺席提交的正是他本人。他反复强调，点阵图仅反映个人情景预判，不代表 FOMC 的集体政策承诺，而市场却常常过度解读、捆绑预期，扭曲政策传导效率。

3. 五大工作组机制推进一系列改革措施。沃什在发言中透露，将吸纳美联储内部资深经济学家与外部跨领域专家，在沟通、资产负债表、数据来源、生产力和就业、通胀框架等领域成立五个工作组，从底层逻辑复盘现有政策体系，对比各类替代方案，年底前向 FOMC 提出完整改革建议。其中，**沟通工作组**将全面重构 FOMC 的对外沟通体系、重新评估点阵图和 SEP 机制等；**资产负债表工作组**全面复盘现行充足准备金制度的利弊、美联储资产持仓结

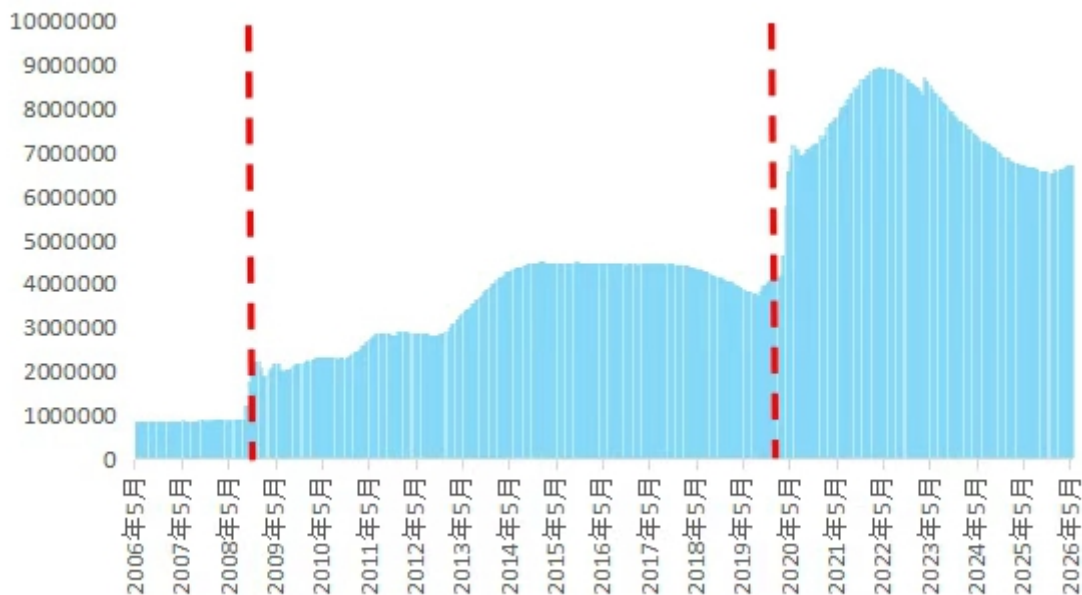


构，并评估各类货币政策操作备选框架等；**数据来源工作组**将负责挖掘全新经济数据源（引入更多微观层面的高频实时数据）、研究统计方法优化路径，目标是为政策制定者提供更精准、贴合现状、实时性更强，且具备实操参考价值的宏观经济监测指标，以弥补现有宏观数据在决策依据上的不足；**生产力和就业工作组**将深度研判人工智能等科技革命对美国劳动生产率、劳动力市场的中长期供给侧冲击，厘清技术变革如何重塑“通胀-就业”菲利普斯曲线关系，修正政策判断基准；**通胀框架工作组**则负责从底层逻辑拆解各类通胀驱动因素，评估各类通胀衡量指标（核心 PCE、中位数 PCE、截尾均值 PCE 等）、论证截尾均值 PCE 纳入政策决策体系的可行性、搭建分层通胀跟踪框架并设计指标权重方案。

上述五个工作组中，资产负债表工作组、通胀框架工作组无疑是最受市场关注的。二者涉及沃什货币政策改革的核心支柱，即美联储缩表、通胀监测指标体系改革，显示沃什正全面系统、有条不紊地推进其货币政策框架改革主张落地。



美联储资产负债表规模不断膨胀



来源: wind

三、年内二次买点或已到来

3.1 上半年行情复盘

多重压力引致上证指数创年内新低。近期 A 股市场在内外部因素共同影响下明显回调。海外方面，6 月底以来，全球 AI 产业链负面叙事增多，韩国股市在去杠杆环境下大幅下跌，风险情绪传染至 A 股科技硬件板块及美股，地缘风险反复也压制投资者风险偏好。国内方面，A 股自 5 月中旬至 6 月底期间数次出现交易过热（对应自由流通市值测算的换手率在 5% 以上），同时结构层面科技板块交易拥挤度过高，微观结构转弱后，科技板块调整连带市场同步下跌。7 月 15 日至 17 日市场下行速度进一步加快，7 月 17 日单日上证指数下跌 3.0%，跌破此前 3 月 23 日低点（对应当时投资者因地缘风险较



悲观时期) 创出年内新低; 创业板指和科创 50 均单日下跌超 7%, 截至目前两指数的月跌幅已至历史第三/第一。

极少数公司流动性负反馈引发关注, 当下实质风险十分有限, 密切关注后续变化及应对。从个股情况来看, 截至 7 月底, A 股约有 35% 的公司跌穿 60 日均线的幅度超过 20%。结合融资余额快速下降, 投资者对于流动性负反馈担忧情绪升温, 但我们认为实际影响十分有限, 一方面强制平仓仍属于极少数。据上海证券报 17 日报道, 多家券商受访人士表示“当前两融业务风险整体可控, 不存在大面积集中强制平仓情形…部分账户触及预警线、追保线, 强平仅为个案。”另一方面融资余额占比及成交额占比仍明显低于历史峰值。4 月以来融资余额快速增长, 一度突破 3 万亿元, 创历史新高, 其中 4 月至 6 月底高点期间融资余额增长约 4500 亿元, 伴随近期市场调整, 截至 7 月底融资余额相较此前高点回落 1725 亿元。当前融资余额仅占 A 股自由流通市值比重 5.5%, 成交额占比 8.7%, 只相当于 2015 年历史峰值水平的一半左右, 且若考虑当时 15 年的场外配资规模, 当前 A 股类杠杆资金的市值及成交占比更低。



当前 A 股融资余额较 6 月高点下降约 1725 亿元

融资余额变化



来源：wind

3.2 当下来看，引发 A 股调整的因素多偏短期、阶段性，且已有较充分消化

全球 AI 产业链延续景气，7 月下旬部分海外龙头公司进入业绩印证阶段。

综合来看 AI 泡沫仍处于相对健康良性的状态，AI 形成商业模式盈利闭环的逻辑并未破坏。7 月下旬是美股财报集中披露阶段，科技行情迎来关键的外部验证期，当前来看，AI 对于美股经营潜力提升巨大。近期 2026 世界人工智能大会召开，会议期间我国宣布将支持全球人工智能发展重大举措，多项成果集中发布，支持性政策有望进一步推动我国 AI 相关产业发展。



韩国股市去杠杆步入政府应对期。年初以来韩国交易所包括海外其它市场发行大量杠杆 ETF，根据我们测算韩国市场相关的全球杠杆 ETF 规模一度超过 500 亿美元，并且加总的日交易量在韩国股市成交占比较高。近期韩国监管层推出去杠杆举措，韩国财经部/金融委/央行/金监院 F4 会议后出台一揽子措施[3]，包括暂停单一个股杠杆 ETF 发行审批、上调最低保证金等，同时单股杠杆 ETF 及本土全杠杆 ETF 规模均出现较为明显回落。

美国劳动力市场及通胀水平已出现降温迹象，加息风险可能已被过度定价。此前中东局势再度紧张，国际油价上行，海外流动性紧缩预期反复。但近期美国就业及物价水平公布，6 月新增非农就业 5.7 万人，同时 6 月 CPI 同比涨幅回落至 3.5%，核心 CPI 同比上涨 2.6%，均低于市场预期，支持美联储 7 月维持政策利率不变，加息风险已有所缓释。后市来看，美伊冲突短期加剧带来油价上行仍有较大不确定性，不必做长期化解读，对全球通胀影响的持续性可能有限。

A 股交易情绪已明显降温，科技拥挤度迅速回落。前期 A 股多次出现交易情绪过热，并且结构上科技板块存在交易拥挤度过高问题。近期伴随市场调整，上述问题已明显缓解：1) 交易层面，本周日均成交额 2.65 万亿元，较上周缩量近 3000 亿元，换手率迅速回落；2) 拥挤度方面，此前 TMT 板块占 A 股交易额比重一度上升至 52% 的历史最高水平，截至 7 月底，TMT 板块成交额占比下降至 47%，其中半导体板块由此前 20% 以上水平回落至 17% 左右。



3.3A 股当下具备较多有利条件，横向纵向对比均具备投资吸引力，短期积极因素也正在累积

A 股今年有望迎来过去五年最佳业绩期，景气中报带来基本面支撑。今年 6 月发布的下半年展望中，我们对 2026 年 A 股盈利同比增速预期为 6.3%，其中非金融增速预期 9.9%，均有望为 2022 年以来的最高增速水平。当前 A 股非金融领域中，AI 科技硬件以及受益于价格上涨的工业金属、小金属、油气化工等周期行业或为亮点；金融领域中，非银板块受益于较高的市场活跃度有望兑现较好业绩表现。当前我们预计二季度 A 股非金融盈利同比增速可能较一季度继续抬升，或仍有望保持双位数增长，8 月市场进入中报业绩密集披露期，较好基本面有望支撑市场表现。

中国资产整体估值处于全球主要市场偏低水平，年初至今表现也相对落后，具备较好投资吸引力，资产重估进行时。经历当前调整后，上证指数年初至今下跌 5.2%，已落后全球主要指数同期表现。且从估值角度，回调后 A 股指数/沪深 300 前向市盈率分别为 13.0x/11.4x，较 3 月底时期进一步走低。结构层面，此前存在局部高估的科技成长和中小盘风格估值也明显回落，创业板指/科创 50/中小综指前向市盈率分别为 23.8x/75.4x/22.2x（vs.此前年内高点 30.4x/90.9x/29.7x）。

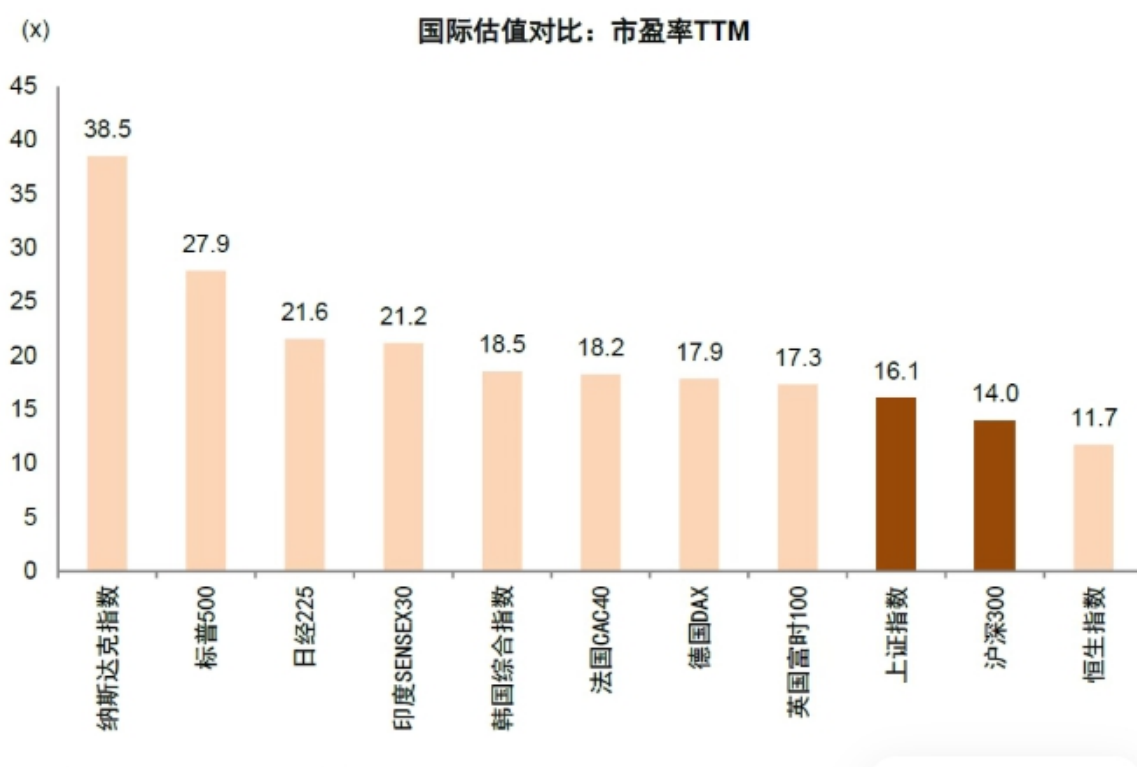
短期积极因素正在累积，中国国新、中国诚通宣布增持。截至 7 月 19 日晚中国国新、中国诚通宣布增持，并表示“全力维护资本市场平稳运行”。据官方媒体报道近期多家公司集中披露回购计划。今年监管层多次强调“完



善中国特色稳市机制建设”，“丰富跨周期逆周期调节的手段和机制”，结合资本市场建设，关注后续政策应对。

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议。

资本市场方面，会议提到“提升资本市场韧性和信心”，上一次提到“韧性”还是 2018 年底，建议重点关注。我们认为，随着政治局会议定调，监管有望增加稳市力度。若后续市场超预期下行，稳市措施有望对标去年 4 月力度，进一步从资金支持、央企回购、金融机构增持回购等多方面入手，稳定资本市场，增强投资者信心。



来源：wind



四、8月行业配置：聚焦 AI 产业链、医药、石化化工及上游资源三条线索

我们认为眼下市场已反映过于悲观预期，而积极因素正在累积，对 A 股后市不必悲观，指数正在形成年内又一相对低点，A 股年内二次买点或已到来。中期视角，我们看好 A 股市场延续震荡上行趋势。国际秩序重构与我国产业创新趋势共振是推动本轮市场上涨、中国资产重估的核心驱动力，我们认为，当前这两大条件未发生动摇，将继续支持中国资产表现。A 股市场韧性与吸引力持续增强，比以往更具备形成“有底无顶”慢牛的条件，924 以来的 A 股市场稳进行情有望延续。长期、稳进的市场更依托以基本面改善推动指数前行而非单纯估值拉升，也有利于持续吸引增量资金尤其中长期资金入市，形成良性循环，更有助于 A 股市场中长期健康发展。

配置上，谋新延续，温差收敛。短期维度，市场波动环境下红利低波可能相对抗跌。中期维度，2026 年成长仍有优势，但与其他板块的相对表现或有所收敛。经历过去三年去产能周期，叠加“反内卷”等政策推进，越来越多的顺周期行业有望受益于供需再平衡。**建议结合近期的快速调整，关注两大主线：**1) **景气成长仍需精挑细选：**在外部不确定的宏观环境下，景气度足够高的产业能够实现分子端高增长对冲分母端拖累的效果，AI 逐步实现商业模式闭环并兑现业绩增长，AI 基础设施相关环节高景气状态在今年确定性仍较强；创新药在去年密集 BD 交易之后，今年较多公司进入临床数据验证阶段，值得自下而上关注。2) **周期改善：**越来越多领域基本面正从周期底部回



升，我们建议综合考虑地缘局势与产能周期位置，关注业绩向好及供需格局改善的领域，如石化化工、上游资源板块经历较多调整后也值得关注。

4.1 行业配置主线一：AI 产业链

国外方面：美股四巨头开支指引再度上调

尽管市场担忧越来越重，但美股头部科技企业的资本开支扩张节奏仍在提速。

目前，Meta、微软、Alphabet、亚马逊四大科技巨头已在最新财报季更新 2026 年资本支出预期，多家公司年中给出的开支指引较年初目标进一步上修，全年资本投入规模站上历史新高区间。

以当前数据计算，四大巨头 2026 年合计资本支出上限有望接近 7500 亿美元，相较于去年的实际资本支出总额 4558 亿美元大幅增长。

	2026年资本支出（预期）		2025年
	年中预期	年初预期	
 Meta	1300亿-1450亿美元 	1250亿-1450亿美元 	722亿美元 
 微软	1750亿美元 	1900亿美元 	1606亿美元 
 Alphabet	1950亿-2050亿美元 	1800亿-1900亿美元 	920亿美元 
 亚马逊	2200亿美元 	2000亿美元 	1310亿美元 



来源：财联社公众号

国内方面：算力支出继续增长，关注超节点

超节点已成为当下中国 AI 基础设施关键的产品形态，而 WAIC 2026 则是对最新国产超节点产品解决方案的一次集中检阅。这同时意味着，一个以系统架构创新突破物理极限为核心目标的全新 AI 算力时代已经到来。2026 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议(WAIC 2026)于 2026 年 7 月 17 日至 7 月 20 日在中国·上海举行。

超节点是当前大模型时代最高规格的紧耦合算力单元，通过芯片级直连技术（如 NVLink、华为灵衢、OLink 等），将数十至数百颗 GPU/NPU 高度聚合，形成一个逻辑上的超级巨型计算机。产业涵盖整机集成（如华为、中科曙光）、高速互联（光模块、高速连接器）、液冷温控、算力芯片等环节，形成完整的产业生态。

超节点是解决大模型算力瓶颈的关键技术，代表了算力基础设施从“单芯片性能”向“系统集群效率”的演进方向，未来将在 AI 产业发展中发挥重要作用。

华为昇腾 950 超节点真机首次在 WAIC 2026 上公开亮相，成为本节大会备受瞩目的焦点。该产品基于灵衢互联协议和超节点架构，实现业界最大 1024 卡规模，提供 1 EFLOPS FP8、2 EFLOPS FP4 澎湃算力，拥有 256TB 全局统一内存编址空间，依托 TB 级 NPU 互联超大带宽与 3 μ s 超低 RTT 时延，突破集群内计算、存储等各类资源的通信瓶颈。通过系统性架构创新优化，实现全域资源统一高效调度，让整套超节点集群高效运行。



昇腾 384 超节点已商用落地 750 多套，规模应用于互联网、运营商、金融、教育、医疗、交通、制造等行业，也是国内唯一训练出 SOTA 模型的超节点。依托基础软硬件平台与开放的 AI 生态，昇腾携手 3000 多家行业合作伙伴，共同孵化 7000 多套 行业解决方案，服务 2000 多家政企核心客户。

昇腾 950 超节点真机首次公开亮相



来源：C114 通信网公众号

中兴通讯则联合曦智科技、壁仞科技、沐曦股份、燧原科技、天数智芯等多家合作伙伴，基于 OEX+dOCS 架构打造了国产高性能 Matrix 超节点，该方案以 OEX 正交超节点为基座，通过分布式 dOCS 光交换实现动态拓扑编排，原生平滑扩展。该方案是国内少数同时满足 128 卡高密度、多芯片混插、dOCS 算网一体化液冷的系统。



中兴 OEX 超节点

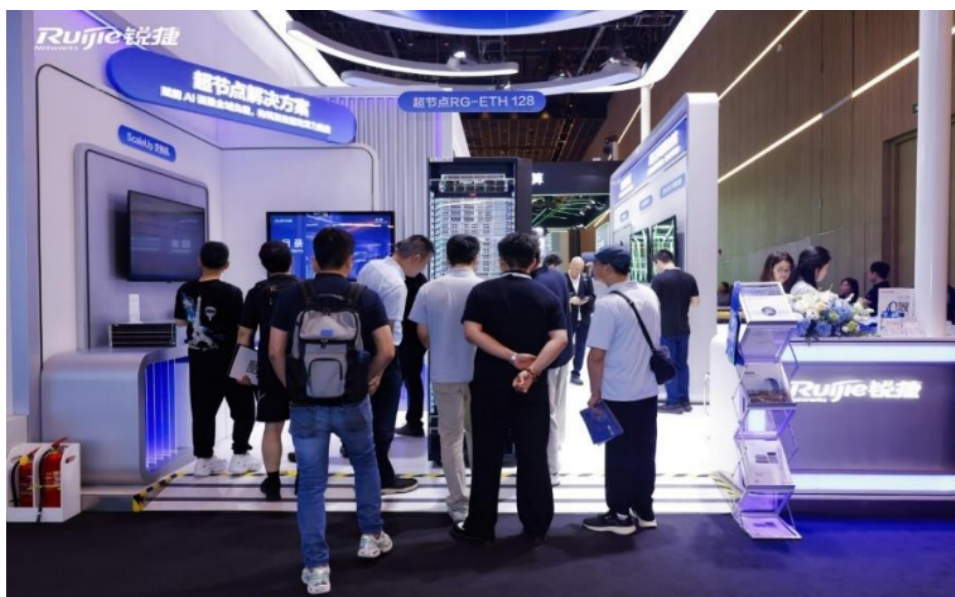


来源：C114 通信网公众号

展会现场，锐捷网络重点呈现超节点整机柜实物 Demo，以一体化形态集中展示柜级架构、设备协同、高速互联及规模化交付能力。复杂的 AI 算力基础设施由此从技术概念转化为可感知、可部署、可演进的工程实践，也清晰展现出智算底座从产品集成迈向系统化构建的发展路径。



锐捷网络超节点产品



来源：C114 通信网公众号

新华三现场展出的 UniPoD S80000 系列覆盖 32 卡到 1024 卡，最高可扩展至 16384 卡，强调“算—网—存—云—安—维”六大维度的全栈协同能力。联想也展出了问天超节点 算力解决方案，单节点可搭载 40 张 GPU，FP8 算力超 28 PFLOPS，HBM 显存突破 5.76 TB，可满足万亿参数大模型训练与推理极致需求。海光与中科曙光则形成了“芯片+系统”的深度协同——海光提供 CPU+DCU 芯片，中科曙光负责系统集成——ScaleX640+ScaleX40 超节点，双方在本月刚刚宣布中国首个全国产十显卡 AI 超集群“曙光 8000（登峰）”正式落成。



新华三 UniPoD S80000 超节点



中科曙光 ScaleX40 超节点



来源：C114 通信网公众号

4.2 行业配置主线二：医药方向

一、板块核心底部信号：估值、持仓均创二十年极值，修复弹性充足

自 2021 年 7 月至 2026 年 7 月，申万医药生物指数连续五年深度回调，区间累计下跌 43%，大幅跑输沪深 300，板块充分消化前期估值泡沫与政策预期。估值维度，医药相对剔除金融全 A 的估值溢价率 2026 年 5 月由正转负，6 月触及 -8.41%，为近 20 年首次出现负溢价，估值性价比达到历史极致区间。

资金持仓端悲观情绪同样见底，2026 年二季度主动型基金医药配置比例仅 5.65%，环比持续下滑，创下 2010 年有统计以来最低分位；非医药主题公募医药持仓占比仅 4.82%，远低于 9.04% 历史均值，机构大幅低配板块。市场预期被极致压缩，产业端任何超预期催化，都将带动板块出现极强估值修复行情。

二、产业底层逻辑全面反转：创新出海双轮驱动，行业进入全新增长周期



国内医药行业历经医保扩容、进口替代两大阶段后，2021 年正式迈入创新 + 出海驱动的产业升级新阶段，二级市场持续低迷与产业高速成长形成巨大预期差。

创新实力实现质的飞跃，国内全球首创药物数量从 2015 年 9 个增至 2024 年 120 个，全球新获批创新药国产占比提升至 38%；对外授权 BD 交易爆发，2025 年创新药 BD 总额 1377 亿美元，同比增长 160%，首付款 72 亿美元，成为药企稳定现金流来源。国产创新药海外商业化落地加速，2019-2025 年累计 14 款国产新药登陆欧美日，泽布替尼、西达基奥仑赛海外销售额分别达 39.28 亿美元、18.87 亿美元，海外收入占比超 75%，充分验证国产创新全球竞争力。

医疗器械领域同步突破，2014-2025 年国内获批 391 款创新器械，国产占比 86%，2025 年前十月国产器械在美国获批数量占全美 16%，中高端器械全球化出口持续提速。全球并购浪潮进一步重估国内医药资产价值，2025 年全球生命科学并购总额 2570 亿美元，近乎翻倍。2026-2029 年全球药企迎来专利悬崖高峰，2024 年到期前 20 大重磅药物合计收入 1764 亿美元，跨国药企急需并购补充管线。先手情报-VX: itouzi6 国内企业在 ADC、双特异性抗体、细胞基因治疗等前沿技术赛道全球领先，成为全球药企并购核心标的池，国产创新资产全球定价权持续抬升。

当前医药板块处于产业向上、估值向下的罕见黄金配置窗口，机构持仓、估值两大核心指标均处于二十年历史底部，而行业创新成果、海外商业化、全球并购三大产业逻辑持续强化。跨国药企专利悬崖带来持续并购需求，国



内创新资产价值将迎来系统性重估。中长期资金可围绕下一代创新药企、CXO 产业链、全球化高端器械三条主线布局，充分把握板块估值修复与产业成长共振带来的投资机遇。

4.3 行业配置主线三：石化化工、上游资源方向

化工行业分红提升、资本开支回落，高股息标的仍具配置价值。2023-2025 年，中信基础化工行业上市公司（样本 531 家）分红比例由 47.2%逐步提升至 53.4%，实施分红的公司数量占比稳定在 70%左右。与之相对，基础化工行业资本开支延续回落态势。

以现金流量表科目“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”作为口径统计，2025 年基础化工行业上市公司资本开支同比下降 7.3%，2026 年一季度资本开支同比下降 12.9%。资本开支的收敛意味着行业自由现金流的改善具备持续性，在缺乏大规模扩产需求的背景下，上市公司的分红能力与分红意愿有望共同维持在较高水平，行业分红比例中枢仍有支撑。同时，近年来市场受外部地缘政治因素影响明显，部分下游行业的景气度及实践性因素也会对化工行业标的股价造成影响。因此在当前市场环境下，现金流稳定、分红政策清晰的高股息标的仍具备一定的防御属性与配置意义。

化工品价格波动较大，上游资源景气维持，关注资源丰富产业链完整的头部企业。受地缘政治冲突、原材料供给扰动等因素影响，年初以来化工品价格呈现“中枢抬升、波动放大”的特征。根据 Wind 数据，中国化工产品价格指数（CCPI）于 2026 年 7 月 23 日收于 4800 点，周环比上涨 1.1%，较一个月前上涨 3.1%，较年初上涨 21.8%，同比上涨 18.4%。然而，价格指数运行



路径并不平滑。指数自年初的 3930 点低位快速上行，于 4 月 7 日触及年内高点 5515 点，随后单边回落至 7 月 3 日的 4430 点，区间最大回撤达 19.7%，此后再度出现反弹。价格指数波动的扩大，反映当前价格更多由供给端与外部事件驱动，而非需求侧的稳态变化。

在此情形下，产业链利润更多向具备资源禀赋的环节集中：拥有充足上游资源储备的头部企业，一方面可通过内部资源自给平抑原材料价格的剧烈波动，稳定单位成本；另一方面在价格上行阶段能够更充分地享受资源端的价格弹性，从而在周期波动中实现相对更优、也更稳定的盈利水平。建议优先关注上游磷、钾等领域资源保有量较为充足、一体化程度较高的头部企业。



【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本



报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来自于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。