

拥挤交易修正接近尾声

机构研判中报窗口开启业绩驱动新周期

近期A股出现阶段性调整，AI科技板块波动加剧，市场对本轮行情究竟是“杀估值”还是“杀逻辑”分歧明显。中国证券报记者日前多方调研获悉，多家一线机构已形成明确共识：本轮调整本质是交易拥挤度的释放与估值阶段性收缩，AI产业长期成长逻辑并未发生实质性逆转，政策底信号显现之下，市场底仍需筹码、情绪与增量资金多重条件共振确认，而这一过程往往需事后回望方能定论。

机构人士认为，随着中报业绩进入集中披露窗口，行情正逐步由预期驱动转向业绩兑现驱动，科技与涨价方向景气占优，但板块内部分化将加剧——具备真实业绩与技术壁垒的龙头有望在估值修复中率先受益，而单纯依赖概念与涨价弹性的标的将面临定价重估。

● 本报记者 谭丁豪 赵中昊

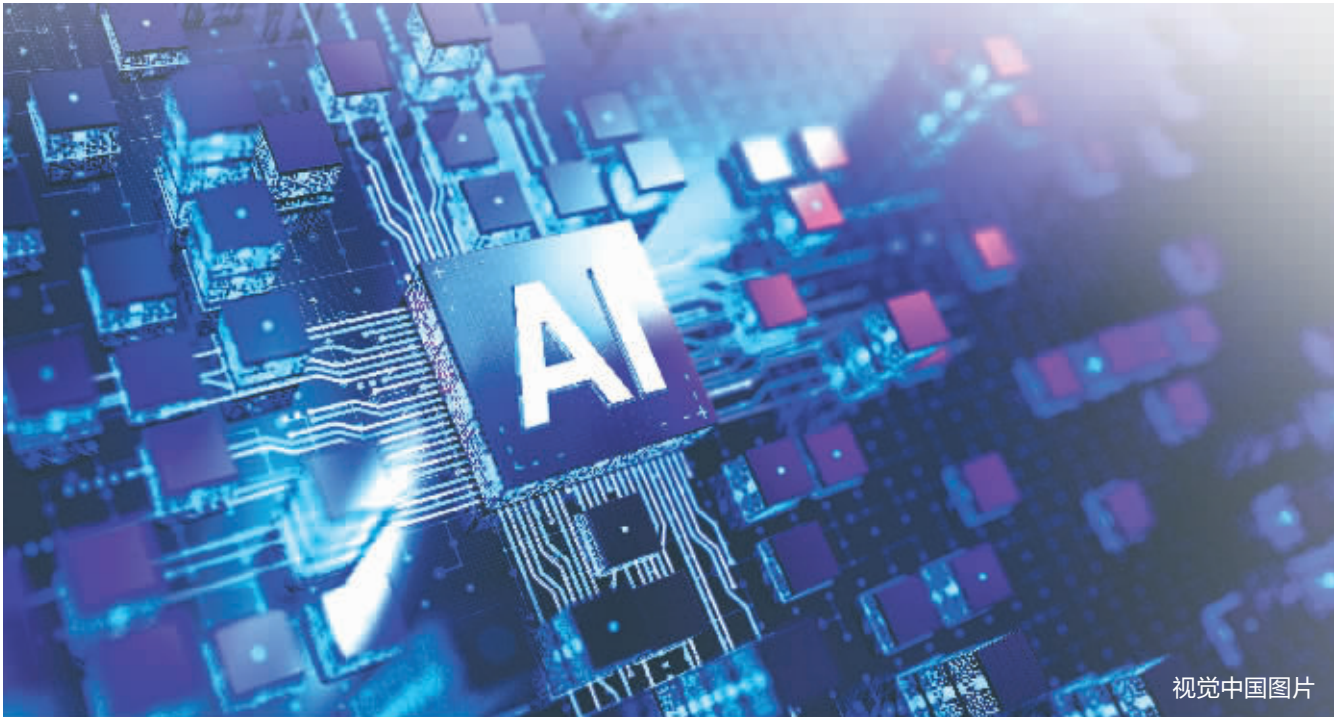
估值阶段性收缩是重要特征

对于A股本轮调整，多家机构一致认为，以AI科技板块为代表的调整属于“杀估值”行情，AI产业长期趋势并未发生实质性逆转。

从调整类型的划分来看，财信证券宏观策略首席分析师黄红卫表示，市场调整可分为杀估值、杀业绩、杀逻辑三种类型。杀估值是异常高估值的逐步回落，与业绩关系不大；杀业绩是业绩下滑导致股价走低，主要发生在业绩披露期，业绩向下拐点出现或者不及市场预期都可能成为股价下跌的原因；杀逻辑则因行业基本面走弱导致，通常体现为多个季度业绩连续下滑。从调整时间及调整深度来看，杀逻辑>杀业绩>杀估值。

基于这一框架，黄红卫判断本轮全球AI科技股调整属于杀估值行情。近期美股AI硬件股剧烈震荡实为“仓位事件”而非AI基本面恶化的开端”，高杠杆水平加剧了价格波动，但头部企业加码算力基建的节奏并未放缓，这为“杀估值而非杀逻辑”的判断提供了有力佐证。

从市场行为角度来看，淡水泉相关负责人表示，近期AI科技类资产的大起大落，更多反映投资者行为与市场情绪，而非产业长期趋势的改变。全球资金高度集中涌入AI算力基建形成极致抱团，随着流动性边际收敛，估值阶段性收缩成为本轮调整的主要特征。



视觉中国图片

兴证证券资产管理有限公司相关负责人认为，以AI基础设施板块为代表的科技板块二季度持续上涨后，相关行业和个股的估值明显上台阶，交易拥挤度达到相当高水平，市场对于产业面以及交易层面的利空都十分敏感。因此，当进入北美主要云厂商季度财报集中发布期、重新引发市场对AI基础设施资本开支增长可持续性的争论时，板块同步出现较大幅度回调。

相聚资本相关人士进一步提出了更深层的观察：市场并非在否定AI，而是从预期驱动转向兑现驱动。此前股价主要反映“会不会涨价、会不会缺货”，往后估值更需要由订单、产能、交付、利润率和现金流等硬指标支撑。

“本轮回调更多源于资金情绪，获利盘兑现与去杠杆，行业长期成长逻辑并未消失，后续分化将成为主旋律，只有拥有稳定业绩和技术壁垒的行业龙头才具备修复基础。”首创证券资管投资经理刘悦表示。

市场底部往往是要回头的

在确认调整性质的基础上，市场底何时探明成为各方关注焦点。当前市场普遍共识是政策底已现，但投资者情绪仍处低位。机构人士认为，市场中短期底部已经出现，但信心重建仍需时间。

“市场底通常滞后于政策底，受筹码结构、市场情绪、增量资金入场等多重因素影响。”黄红卫表示，他跟踪的五重市场因素在7月底已出现明显变化：一是AI科技股快速抛压接近尾声，风格再平衡完成；二是市场恐慌情绪阶段性缓解，中证1000指数期权隐含波动率（IV）等指标均触顶回落；三是宽基ETF资金持续流入，资金托底迹象明显；四是海外科技股阶段性止跌企稳；五是事件性压制因素缓解。

黄红卫预计，市场中短期底部已经出现，8月份大概率震荡修复。不过他也坦言，市场资金缺乏合力方向是当前反弹力度偏弱的重要原因，A股仍需一定时间横盘震荡整理，以完成筹码结构充分换手并确立新主线。

从情绪释放与信心重建的维度，淡水泉相关负责人表示，此前AI科技类资产积累的极致情绪已在相当程度上得到释放。信心重建的关键支撑包括估值修复进程、中报及三季报盈利能否兑现，以及居民资产配置、外资回流、险资社保等长线资金持续流入带来的赚钱效应。

“市场底部往往是经过之后回头看确认的，很可能市场已经处于走出底部路途之中。”兴证资管相关负责人表示，可观察的信号包括成交额是否不再下降、科技龙头在遇到利空时股价是否企稳，以及科技之外其他板块是否有龙头持续走强。长期看，A股信心的关键支撑在于上市公司能否保持持续业绩增长，并通过分红和回购回报投资者。

关于A股市场信心重建的关键支撑，刘悦认为，核心在于AI叙事的强化和宏观基本面的改善。修复过程将围绕科技主线景气度扩张和宏观数据边际改善两个维度展开。“因此，投资者在坚守科技成长主线的同时，也应该留意基本面可能发生的边际变化，挖掘存在估值修复机会的领域。”

科技与涨价线景气占优

在市场寻底的过程中，中报业绩密集披露为投资者提供了重要的验证窗口，业绩兑现度被视为检验板块投资价值的重要标尺。机构普遍认为，科技线及涨价线仍是当前业绩表现较好的方向。

从数据端来看，黄红卫从两个维度

分析了中报业绩指引。从中报预告看，截至7月15日累计近1670家公司发布业绩预告，预喜股占比接近四成，非银金融、有色金属、石油石化、电子、基础化工等行业预喜率位居前列。从全国规模以上工业企业利润看，上半年同比增长18.7%；有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长99.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长96.9%。科技线及涨价线仍是当前业绩表现较好的方向，若指数企稳修复，预计仍是市场主线。

在科技板块内部，结构分化正在加剧。淡水泉相关负责人表示，AI板块已由普涨逐步转向结构性行情，市场更加关注具备持续盈利能力和业绩兑现基础的核心环节，相关龙头公司有望率先实现估值修复。与此同时，部分具备全球竞争优势的出海产业链、高端制造等非AI方向，同样展现出较强的景气韧性，值得投资者关注。

不过，对于涨价逻辑的可持续性，相聚资本相关人士提出了更为审慎的看法。他认为，涨价本质上是阶段性供需错配的结果，高ROE往往难以长期维持。下半年更可能出现的组合不是“价格继续快速上冲”，而是价格仍有支撑、涨价斜率放缓、扩产逐步推进。这意味着原先最受益于价格上修的环节，估值中价格弹性的权重会下降，而量增、交付、份额、技术升级的权重会上升。

从行业景气度来看，刘悦表示，景气度最确定的方向集中在科技成长、资源品和非银金融三大领域。科技成长方面，AI产业链受益于海外资本开支上修，存储芯片、光通信、PCB等环节业绩持续兑现，创新药受益于BD出海超预期迎来景气周期；资源品方面，化工和有色行业景气度处于相对高位；非银金融中保险受益于权益市场回暖业绩预喜率居前。

全球流动性收紧节奏暂缓 券商研判下半年或出现边际改善

● 本报记者 胡雨

国际油价大涨引发通胀数据走强，使得市场对全球流动性收紧预期不断升温，但随着国际油价回落，美联储、日本央行、欧洲央行、英国央行等全球主要经济体央行7月均宣布按兵不动，一定程度上使得市场的忧虑有所降温。

下半年全球流动性环境还将出现怎样的变化？多位业内人士对中国证券报记者表示，若地缘局势缓和带动油价下行、通胀压力缓解，那么市场此前过度定价的加息预期可能会有修正，流动性收紧压力有望得到阶段性缓解。对投资者而言，科技与高端制造领域、资源品板块、低估值高股息红利资产等方向机遇值得关注。AI产业链方兴未艾、高景气度持续。黄金价格也有望回到上行通道。

流动性环境有望出现边际改善

在不久前召开的最新议息会议上，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%之间不变，为年内连续第五次按兵不动。在美联储之前，日本央行、欧洲央行、英国央行均在7月宣布维持现有利率水平不变，其集体未开启加息的举动，使得此前令市场紧张的全球流动性边际收紧趋势出现阶段性放缓信号。

回顾上半年，中东地缘冲突爆发带动国际油价迅速攀升并创出阶段性新高，这直接引发市场对全球主要央行加息预期升温，日本央行、欧洲央行更是在6月分别宣布加息25个基点以应对高油价带来的高通胀压力。不过随着国际油价从高位调整并步入震荡区间，市场对于主要经济体央行下半年继续加息的预期有所缓和，在业内人士看来，后市全球流动性环境有望出现边际改善。

华安证券研究所联席所长、首席经济学家郑小霞认为，展望下半年，流动性环境改善的多重约束条件已出现边际缓和：一方面，中东地缘冲突趋于缓和，通胀持续上行的担忧有所缓解，欧洲央行、日本央行7月已暂停加息，全球货币政策紧缩压力有所缓解；另一方面，沃什就任美联储主席后的政策路径较市场此前预期更为审慎。整体上看，上半年驱动流动性紧缩的核心因素在边际弱化。

方正证券首席经济学家燕翔认为，下半年，全球流动性走向或将高度依赖于实际的通胀、就业等经济数据情况：若油价持续维持高位或核心通胀出现扩散迹象，美联储采取进一步实质性加息操作的可能性更大；反之，若地缘局势缓和带动油价下行、通胀压力缓解，那么市场此前过度定价的加息预期可能会有修正，流动性收紧压力有望得到阶段性缓解。

对于油价这一可能是影响货币政策走向最重要的变量，申万宏源证券首席经济学家赵伟认为，考虑到去年下半年油价基数回落，若国际油价重回100美元/桶以上区间，今年下半年美联储进一步收紧货币政策概率较大；若国际油价维持在80美元/桶左右或更低，美联储年内大概率将按兵不动。

市场对美联储加息定价或存在高估

身处全球主要央行“C位”，美联储的举动向来牵扯着全球投资者的心，在连续多次维持现有利率水平不变后，其是否会在9月重启加息以及年内可能有几次加息，成为市场当下最为关心的话题之一。

当地时间8月5日，有“小非农”之称的美国7月ADP就业人数出炉，当月仅新增4.4万人，不仅远低于市场预期，也低于6月修正后的数据。前述数据公布后，市场将目光投向即将公布的美国7月非农就业数据上，若相关数据继续走弱，则可能进一步削弱美联储加息的助力。

郑小霞认为，美联储年内进一步加息的概率相对有限：一方面，中东地缘冲突趋于缓和，能源价格的阶段性扰动预计难以形成持续的通胀压力，美联储进一步收紧货币政策的必要性有所下降；另一方面，美国第二季度GDP环比折年率增长1.5%，低于市场预期，显示经济增长动能有所减弱。此外，美国总统特朗普近期再次要求美联储大幅降低利率，经济放缓与政治压力交织将进一步制约美联储加息空间。

考虑到美国整体通胀与核心通胀大概率都已进入下行区间，赵伟认为，当前市场对美联储年内加息的定价可能存在一定高估。市场分歧难以弥合的一个重要原因是沃什改变了沟通方式，而他的倾向仍然是研判美联储立场的关键因素之一。

燕翔也认同，在沃什主导下，美联储沟通风格的转变大幅抬升了市场对利率路径的不确定性：沃什上任后大幅精简政策声明，并不再对未来政策行动提供明确的方向暗示，这种减少沟通、弱化前瞻指引的做法，虽然旨在让市场更多发挥价格发现功能，但也引发了市场对美联储抗通胀决心的怀疑和对政策信誉的担忧，投资者也无法再依赖美联储的沟通来预判利率走向，使得市场对利率路径的定价难度加大。

看好科技与高端制造等领域机遇

对投资者而言，下半年在大类资产配置方面该如何调整，以应对可能出现的流动性环境变化？哪些机遇值得重视？

燕翔认为，对中国资产而言，外部流动性收紧可能使得权益资产面临估值承压、波动加剧等不利影响，但对A股而言，外部流动性变化并非行情方向的决定性力量，国内政策取向与基本面情况才是主导A股走势的核心因素。对于后市配置，建议布局分子端盈利确定性强的方向，以对冲估值压力，或配置防御属性突出、能提供稳定现金回报的资产以应对波动。重点关注三大方向：一是具备全球竞争优势的科技与高端制造领域；二是基本面受益于涨价逻辑的资源品板块；三是具有防御属性的低估值高股息红利资产。

郑小霞认为，随着国内外多重积极因素释放，风险偏好有望企稳回暖，超跌后股市有望迎来修复。在具体配置上，AI产业链方兴未艾、高景气度持续，可重点关注两条主线：一是AI产业链上中游硬件方向的超跌反弹机会，具体品种包括光模块、PCB、液冷、存储及半导体设备链等；二是AI产业链扩散以及有催化因素的领域，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。此外，铜、锂等AI产业链相关的有色金属品种，其价格在中长期需求预期提振下亦获得一定支撑。

从大宗商品市场表现看，国际金价在经历上半年的大幅调整后，于近几个交易日出现显著反弹，截至北京时间8月6日16时，COMEX黄金期货价格已重新站上4300美元/盎司关口。

在中信证券首席经济学家明明看来，此前金价下跌只是上涨行情中的暂时调整，美国财政赤字加速扩张、逆全球化背景下地缘裂痕难以弥合以及全球央行购金是重要的支撑因素，4000美元/盎司附近大概率是本轮行情的底部区域。展望后市，预计中东地缘局势对金价的影响将从压制转变为助推，美联储货币政策取向可能比市场预期更乐观，预计年内黄金价格将回到上行通道。