

总量双周报：慢牛节奏良好，向好趋势未改

2025 年 9 月 4 日

总量双周报

专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：linyang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003

主要观点：

宏观：国内金融数据持续微暖，海外美联储 9 月降息。国内 7 月金融数据持续好转，M1、M2 均持续显著回升，但人民币贷款余额同比增速再次下滑，为 6.9%（前值 7.1%）。生产相对稳定，但盈利能力企稳仍需时间。7 月规模以上工业增加值累计同比继续保持 3 月以来 6.3% 以上的较高增速，社会生产活动保持稳定。另一方面，企业盈利能力企稳仍需时间。自 3 月以来，营收和成本累计增速持续下滑。营收能力与工业增加值形成反差，部分原因来自去年两者基数效应节奏有所差异。总体来看，宏观经济仍处于政策刺激下的企稳回升的初期阶段，下半年仍需相应政策护航。海外：预计年内美联储将至少有 2 次降息，幅度为 50~75BP，9 月降息幅度或为 50bp。维持美股短期中性略谨慎积极的观点。

A 股策略：慢牛节奏良好，向好趋势未改。市场充分认可慢牛趋势，即使指数达到 3800 点附近，市场并未存在明显恐高情绪，对市场中期信心显著增强。在中国资产重估和证券市场高质量发展两个核心逻辑支撑下，市场中期上涨空间逐步打开，而场外资金不断入市的步伐越来越明显，上周市场成交量创历史新高，增量资金入市热度依然持续上升。从本轮行情的资金性质可以看到，机构和大户主导的特征明显，近期大容量龙头明显走强，机构抱团主导的特点十分鲜明，与历史上历次机构主导行情的特点较为类似，都是大容量龙头表现强劲，市场呈现景气主线连续上涨的走势。本轮行情的中期空间较大，上涨时间较长，目前仍处于牛市初期，科技股虽然短期有较大涨幅，泡沫化程度并不高，中国经济也需要一定的科技泡沫促进科技产业发展，以人工智能为核心发展方向的思路非常明确，因此，以大金融控制指数节奏，以大科技引领实体经济发展，市场走势仍然十分良性。

固收：风险偏好提升带来债市波动，短期债市区间震荡。当前债市波动主要受风险偏好提升影响。对比 2014-2015 年，本轮居民端风险偏好提升仍不明显，定期存款占比仍高略显活化趋势，但保险资金入市诉求更强。风险偏好提升或加大利率回调幅度。后续来看，资金面和基本面整体对债市仍有支撑。当前社融增速或正在过峰，接下来一段时间不排除出现中美数据共振下行、资金面继续维持宽松或二次降息。央行呵护金融系统稳定背景下，银行净息差持续破历史低位，后续定期存款挂牌利率调降仍有必要且幅度或较高，或将带动理财规模增长，利好债市。信用难扩，居民和企业融资持续低迷；经济数据上，投资与出口回落或是大概率事件。整体来看，没有进一步降准降息情况下，十年国债震荡中枢或落在 1.65-1.75%。品种上，存单、短端利率债存在较好的配置价值。

银行：上市银行中报业绩边际改善，看好板块配置价值。近两周大盘围绕科技板块持续上涨，市场风险偏好大幅抬升，银行股受市场风格影响明显、股价承压。截至 8 月 29 日，银行板块 PB 估值为 0.71x，处于 2015 年以来 39.2% 的分位数水平。个股方面，部分中报业绩好于预期的城农商行以及利润增速领跑的国有行涨幅靠前。1H25 上市银行营收、归母净利润主要得益于非息收入增速环比改善以及规模增长好于预期。上市银行资产质量总体保持稳定，零售不良延续上行态势，对公不良整体改善。拨备覆盖率边际企稳。建议关注：（1）历史风险持续出清、低估值、主动基金显著欠配的股份行；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势和业绩释放空间的优质区域行。

非银：中期利润大增叠加权益市场回暖，证券板块估值修复可期。2025H 证券行业实现营业收入同比增长 23.47%；净利润同比增长 40.37%。随着三季度市场交易活跃度的显著提升和权益市场的持续回暖，预计证券行业三季度业绩仍将向好，推动行业估值的进一步修复。伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更

为充分的体现。同时，行业内并购整合步伐不停，行业马太效应持续增强，资源持续向头部券商集中，未来创新业务试点亦有望率先花落头部平台，故建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

目 录

1. 宏观	4
2. 策略	4
3. 债券	5
4. 银行	5
5. 非银	6
相关报告汇总	7

1. 宏观：国内金融数据持续微暖，海外美联储 9 月降息

国内：7 月金融数据持续好转。7 月社融同比增长 9%，前值 8.9%，M1、M2 均持续显著回升，分别为 5.6% 和 8.8%（前值 4.6% 和 8.3%）；但人民币贷款余额同比再次下滑，为 6.9%（前值 7.1%）。社融好转主因政府债券发行放量，居民按揭仍弱。

生产方面，生产相对稳定，但盈利能力企稳仍需时间。7 月规模以上工业增加值累计同比 6.3%（前值 6.4%），继续保持 3 月以来 6.3% 以上的较高增速，社会生产活动保持稳定。另一方面，企业盈利能力企稳仍需时间。7 月规上工业收入、成本以及利润总额累计同比分别为 2.3%、2.5% 和 -1.7%（前值 2.5%、2.8% 和 -1.8%）。自 3 月以来，营收和成本累计增速持续下滑。营收能力与工业增加值形成反差，部分原因来自去年两者基数效应节奏有所差异。二季度，规上工业产能利用率为 74%，比上季度下降 0.1 个百分点，比去年同期下降 0.9 个百分点。

总体来看，宏观经济仍处于政策刺激下的企稳回升的初期阶段，下半年仍需相应政策护航。

海外：预计年内美联储将至少有 2 次降息，幅度为 50~75BP，9 月降息幅度或为 50bp。7 月非农数据对 5、6 月份的非农数据做了大幅调整，受此影响，美联储降息预期有所提升。虽然新修订的 5、6 月份非农数据较差，但就业数据往往是滞后数据，对经济是否衰退的预见性较低。非农数据的下修对市场情绪的影响大于对经济是否衰退的影响。我们维持美股短期中性略谨慎积极的观点。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

2. A 股策略：慢牛节奏良好，向好趋势未改

市场充分认可慢牛趋势，即使指数达到 3800 点附近，市场并未存在明显恐高情绪，对市场中期信心显著增强。在中国资产重估和证券市场高质量发展两个核心逻辑支撑下，市场中中期上涨空间逐步打开，而场外资金不断入市的步伐越来越明显，上周市场成交量创历史新高，增量资金入市热度依然持续上升。从本轮行情的资金性质可以看到，机构和大户主导的特征明显，近期大容量龙头明显走强，机构抱团主导的特点十分鲜明，与历史上历次机构主导行情的特点较为类似，都是大容量龙头表现强劲，市场呈现景气主线连续上涨的走势。本轮行情的中期空间较大，上涨时间较长，目前仍处于牛市初期，科技股虽然短期有较大涨幅，泡沫化程度并不高，中国经济也需要一定的科技泡沫促进科技产业发展，以人工智能为核心发展方向的思路非常明确，因此，以大金融控制指数节奏，以大科技引领实体经济发展，市场走势仍然十分良性。

适度科技泡沫有利于产业发展。半导体龙头近期资产整合事件频发，中芯国际等龙头公司资产整合背后是国家科技战略体现，通过资本市场适度泡沫提升中国高科技产业发展，同时，从景气度角度，以半导体为核心的硬科技企业在业绩上也体现出了良好的增长态势。科技股将成为贯穿大周期牛市的板块。

配置风格以大市值龙头为主。本轮行情以机构为主，无论是汇金增持大量宽基 ETF，还是机构抱团买入科技股，都体现出景气度这条线索，大量机构资金入市不会轻易炒作中小盘股，也不会纯粹参与市场情绪炒作，更多的是从基本面角度配置行业优质龙头公司，这也是近期指数涨幅较好的原因，大市值公司代表市场最优质核心龙头，未来一段时间从风格角度应该积极拥抱龙头公司，抓大放小拥抱业绩和景气度。建议重点关注人工智能领域的投资机会，除了上游硬件公司之外，建议关注 AI 应用端后续的进展，对商业航天建议给予高度重视，行业能见度非常好，未来发射数量预期明确，非常适合增量机构资金配置，有望成为除 AI 之外，最具想象力的科技主线。同时，在股市回暖和经济逐步回稳背景下，消费回暖是大概率事件，中线布局消费是

胜率较大的事件。同时，周期性品种盈利改善较为明显，后市有望延续景气度上升趋势，也是重点关注方向。最后，非银板块也具备较好的配置价值，以券商、保险及互联网金融为代表的牛市板块，有望获得超额收益。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

3. 固收：风险偏好提升带来债市波动，短期债市区间震荡

当前债市波动主要受风险偏好提升影响。对比 2014-2015 年，本轮居民端风险偏好提升仍不明显，定期存款占比仍高略显活化趋势，但保险资金入市诉求更强。风险偏好提升或加大利率回调幅度。

后续来看，资金面和基本面整体对债市仍有支撑。一是考虑到年初的抢出口透支效应+政策靠前发力的影响，当前社融增速或正在过峰，接下来一段时间不排除出现中美数据共振下行、资金面继续维持宽松或二次降息。二是央行呵护金融系统稳定背景下，银行净息差持续破历史低位，后续定期存款挂牌利率调降仍有必要且幅度或较高，或将带动理财规模增长，利好债市。三是信用难扩，居民和企业融资持续低迷；经济数据上，投资与出口回落或是大概率事件。整体来看，没有进一步降准降息情况下，十年国债震荡中枢或落在 1.65-1.75%。

长期来看，当前国内就业、地产、人口结构等一系列问题催生的需求不足，对于政策合力的要求极高，政策奏效和信心的扭转之间也可能存在摩擦。政策组合拳中，切实降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环，站在长期维度，在经济切实企稳回升前，市场利率仍需波动下行。

策略方面：债市一方面资金继续维持宽松，下行空间仍取决于宏观逻辑的演绎，短期可保持回调做多的思路，并保持组合的灵活性。品种上，存单、短端利率债存在较好的配置价值。

风险提示：政策不确定性、基本面变化超预期、海外地缘政治风险。

4. 银行：上市银行中报业绩边际改善，看好板块配置价值

近两周（2025.8.18 - 2025.8.29），大盘围绕科技板块持续上涨，市场风险偏好大幅抬升，银行股受市场风格影响明显、股价承压。本期申万银行指数 -0.91%，跑输沪深 300 指数 7.91pct。截至 8 月 29 日，银行板块 PB 估值为 0.71x，处于 2015 年以来 39.2% 的分位数水平。个股方面，部分中报业绩好于预期的城农商行涨幅靠前，包括西安银行（+10%）、江阴银行（+3.7%）；以及利润增速领跑国有行的农业银行（+2.5%）。齐鲁银行（-5.4%）、南京银行（-4.5%）、上海银行（-4.5%）、北京银行（-4.0%）等回调较多。

1H25 上市银行营收、归母净利润同比+1.0%、+0.8%，环比 1Q25 回升 2.8pct、2pct。主要得益于非息收入增速环比改善以及规模增长好于预期。其中，净利息收入同比-1.3%，降幅环比收窄 0.4pct；中收同比+3.1%，环比回升 3.8pct；其他非息收入同比+10.8%，环比回升 13.9pct。盈利拆分来看：规模、中收是营收主要正向贡献，且边际贡献提升；息差对营收拖累加大；拨备对利润贡献由正转负。各类银行来看：（1）国有行业绩改善幅度超预期，中收、其他非息增速环比大幅提升带动业绩改善；营收、净利润同比+1.9%、-0.1%，环比+3.4pct、+2.0pct。（2）股份行在其他非息改善、资产质量稳定之下，净利润增速转正；营收、净利润同比-2.3%、+0.3%，环比+1.6pct、+2.3pct。（3）优质区域城商行信贷投放动能强劲，净利息收入保持高增长，其他非息边际改善拉动营收增速抬升；营收、净利润同比+5.3%、+7.0%，环比+2.4pct、+1.5pct。（4）农商行盈利承压；营收、净利润同比+0.9%、+4.4%，环比+0.7pct、-0.4pct。个股层面，优质中小行利润延续高增长，包括杭州银行、齐鲁银行、青岛银行、常熟银行；浦发银行、江阴银行利润增速环比大幅提升。从量价质核心指标来看，（1）量：1H25 上市银行生息资产同比增速较 1Q25 提升，主要是金融投资高增贡献，

贷款增速环比持平。各类银行来看，国有行、城商行贷款保持高增长；股份行、农商行增速环比下降。(2) 价：1H25 上市银行披露净息差均值 1.53%，同比下降 11bp。测算 2Q25 单季度净息差(期初期末口径)1.34%，环比下降 3bp；降幅较 1Q25 收窄 2bp。国有行、股份行、城商行、农商行单季息差分别环比下降 3bp、4bp、5bp、1bp。(3) 质：上市银行资产质量总体保持稳定，平均不良率 1.23%、环比持平。其中，零售不良延续上行态势，对公不良整体改善。拨备覆盖率边际企稳，6 月末平均拨备覆盖率 238.5%、环比提升 0.5pct。

上半年银行业绩呈现修复态势。在资产平稳增长、政策呵护息差、中收继续修复下，预计全年营收盈利有望延续平稳改善趋势。继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾长期存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注：(1) 历史风险持续出清、低估值、主动基金显著欠配的股份行；(2) 稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

5. 非银：中期利润大增叠加权益市场回暖，证券板块估值修复可期

近两周沪深京三市日均成交额在波动中上升，从 8 月 18 日的 2.81 万亿上升至 8 月 27 日的 3.20 万亿，已基本稳定在 2.5 万亿上方；两融余额亦持续增加，8 月 29 日升至 2.26 万亿。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，令诸多上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费、鼓励新质生产力发展的多项举措逐步落地，利好政策频出并预期保持在高位，实体经济所受外部影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩亦直接受益。

从中证协披露的证券行业 2025 年上半年证券行业经营数据中可以看到，2025H 证券行业实现营业收入 2510.36 亿元，同比增长 23.47%；实现净利润 1122.80 亿元，同比增长 40.37%。随着三季度市场交易活跃度的显著提升和权益市场的持续回暖，预计证券行业三季度业绩仍将向好，推动行业估值的进一步修复。

此外，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。同时，行业内并购整合步伐不停，行业马太效应持续增强，资源持续向头部券商集中，未来创新业务试点亦有望率先花落头部平台，故建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：上市险企中期新业务价值高增，长期价值+高股息投资逻辑持续

2025 年上半年上市险企继续坚持高质量发展模式，渠道改革成效持续显现。从中期业绩情况看，A 股 5 家上市险企的寿险新业务价值均保持高速增长，其中人保寿险以 71.7% 的新业务价值增速位居 A 股上市险企之首，新华保险以 58.4% 的增速排名第二，平安寿险和健康险、太保寿险、中国人寿上半年新业务价值增速分别为 39.8%、32.3% 和 20.3%。但上半年固定收益市场的大幅波动令险企投资端表现承压，同时险企对权益和固定收益类资产的会计处理成为净利润的重要影响因素，预计下半年上述两点仍是险企业绩表现的关键变量。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	慢牛行情节奏良好 关注大市值龙头	2025-09-02
策略专题报告	2025 年 A 股 3 季度投资策略：慢牛行情远未结束 居民资产入市空间巨大	2025-08-27
策略专题报告	总量双周报：慢牛行情逐步强化	2025-08-21
策略普通报告	政策逐步落地，慢牛行情逐步强化	2025-08-19
策略专题报告	总量双周报：稳步向好趋势不改	2025-07-31
策略快评报告	A 股点评报告：稳步向好趋势不改	2025-07-31
策略专题报告	总量双周报：大金融搭台，慢牛行情延续	2025-07-16
策略专题报告	总量双周报：开启新征程	2025-07-04
策略普通报告	A 股策略周报：3400 点开启新征程	2025-07-02
策略专题报告	总量双周报：扰动增加，趋势依旧	2025-06-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行业和固收研究。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526