

策略月报：保持信心、耐心和敬畏心（2025 年 9 月）

主要观点：

1、市场回顾

8 月策略报告指出，政策端持续引导社会资源有意愿去实现各领域的“DeepSeek 时刻”，资本市场将给予科技创新企业合适甚至更高的定价水平。同时，鉴于融资资金余额处于历史高位水平，我们曾提示注意市场情绪过高后的波动风险。

8 月，主要 A 股指数持续攀升，以人工智能为核心的科技创新领域持续受到市场青睐，市场强度高于我们预期。我们认为，这主要与政策端持续发力相关，在科技创新领域持续实现多点突破之后，政策端加力提振消费。持续强劲的市场表现和政策端的不断加码，居民户出现了显著的“存款搬家”现象，居民加大风险资产配置力度拉开帷幕，此时，对资本市场相关统计数据的解读需要考量这一重要背景因素。

2、经济环境

7 月份，投资与消费增速呈回落态势，出口保持较高韧性，货币政策持续加码发力，M1、M2 增速走高。CPI 价格趋于稳定，PPI 持续下行。规模以上工业企业利润总额连续三个月下降，但降幅收窄。企业现金流动性好转，7 月末非金融企业人民币活期存款余额为 20.79 万亿元，同比上涨 4.4%，连续两个月增速转正。8 月份，大型企业 PMI 指数回升向好，服务业新订单指数低位回升力度较大。

3、政策环境

政策重点转入促消费。7 月 31 日，国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会，会议部署下半年九方面工作，第一项工作重点就是内需消费领域。8 月 12 日，相关部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，通过财政和金融的联动，支持促消费、扩内需。

8 月 18 日，国务院总理李强主持召开国务院第九次全体会议指出，要抓住关键着力点做强国内大循环，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，持续激发消费潜力。

4、投资策略

报告日期：2025-8-31

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20250801-策略季报：DeepSeek 时刻，持续进行中（2025 年 8 月）

20250629-策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年 3 季度策略报告）

20250602-策略月报：关税博弈无剧本，央行施策显灵活（2025 年 6 月）

20250505-策略月报：关注关键矿产资源（2025 年 5 月）

20250330-策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年 2 季度策略报告）

20250302-策略月报：AI 高山仰止？何处寻觅洼地？（2025 年 3 月）

20250220-策略月报：相信光，追逐光（2025 年 2 月）

20241230-策略年报：2025 年 A 股年度策略 柳暗花明，行则将至

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

当前，政策端、资本市场、居民信心已形成了良性互动，市场整体估值水平难以大幅回撤。我们提示投资者保持良好的心态，具体而言就是保持信心、耐心和敬畏心。

一是保持对政策的信心。政策端去年倡导的加强分红回报投资者、加强科技创新提升新质生产力，都得到了经济层面和市场层面的持续验证。当前，政策端发力刺激消费内需，我们对此保持乐观态度。

二是保持对价值的耐心。企业的价值需要时间的验证，技术的突破，营收的增长，业绩的提高，都是一个持续努力从渐变到突变的过程，而资本市场对于企业的认知也需要一个时间过程。

三是保持对市场的敬畏心。当前市场估值已回归到历史中位水平，短期市场面临双向摆动。规模以上工业企业利润同比仍然下降，不同行业、不同企业业绩分化明显，因此，尽管流动性对整体指数构成较好支撑，但是，对于流动性推高的价值与业绩不匹配的公司，建议保持警惕。

维持前期推荐，详见往期回顾。9月，新增推荐中证旅游及旅游ETF，建议继续关注黄金股 TFF。

5、专题论述：

1) 市场情绪指数

2) 2024 年“9.24 行情”至今走势对比 2019 年春节躁动后的走势

3) 储蓄存款与股票市场及消费的论述

4) 钨、稀土价格加速上行

往期回顾：

- 2025 年 7 月 建议关注创业板、光伏 ETF
- 2025 年 6 月 再次建议关注证券
- 2025 年 5 月 建议关注小金属钨、稀土、磁性材料
- 2025 年 4 月 建议关注创新药、中药
- 2025 年 2 月 建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、生物医药和电力设备
- 2024 年 12 月 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指数、港股红利 ETF、黄金（2025 年 A 股年度策略）

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI 重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辄重

一、市场行情回顾

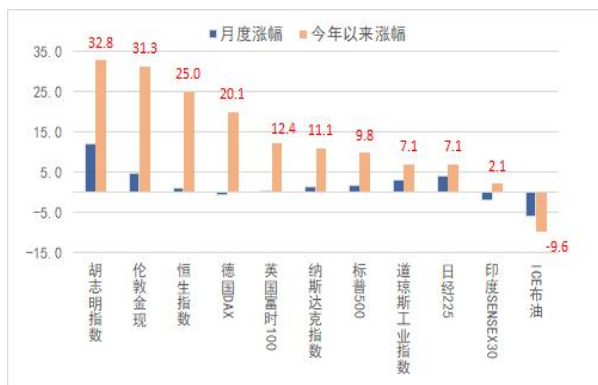
1.1 行情回顾

(1) 主要指数

1-8月，胡志明指数、伦敦金现、恒生指数表现领先。截至2025年8月29日，胡志明指数年内上涨32.8%；伦敦金报收3446.81美元/盎司，年内上涨31.3%；恒生指数年内上涨25.0%，德国DAX指数上涨20.1%，英国富时100、纳斯达克指数涨幅均超过10%。ICE布油报收67.46美元/桶，年内下跌9.6%。8月当月，胡志明指数上涨12.0%；黄金展现韧性，在3400美元一线强势整固，月涨幅4.8%；ICE布油当月下跌5.9%。

A股全线大涨，中小创表现领先。截至8月29日，万得全A年内涨幅23.0%；上证指数报收3857.93点，涨幅15.1%。北证50涨幅51.7%，科创50涨幅35.6%，创业板指涨幅35.0%，中证2000涨幅32.1%，中证1000涨幅24.9%，中证500涨幅23.0%，上证50、沪深300涨幅落后，涨幅也超过10%。8月，市场呈普涨态势，科创风格领涨，科创50月涨幅28.0%，创业板指月涨幅24.1%，表现领先，上证指数当月上涨8.0%。

图表1 国际主要指数及大类资产涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表2 A股主要指数涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

市场风格多点开花。截至8月29日，中信TMT累计涨幅39.8%，成长风格、高市净率指数累计涨幅均超过35.0%，中信上游、周期风格、中信中游、高市盈率指数涨幅均超过20%；红利风格表现落后。

8月，中信TMT、高市净率指数月涨幅均超过20.0%，成长风格、高市盈率指数月涨幅均超过15%，消费风格月涨幅5.4%、中信下游月涨幅6.1%。

图表3 主要风格指数涨幅(%)

分类	代码	指数	8月	二季度	一季度	年内累计	2024年	2023年	对应主要申万行业
中信风格	CI005917.WI	金融风格	3.6	9.4	-1.9	13.6	33.4	-3.9	银行、非银金融、地产
	CI005918.WI	周期风格	9.2	1.5	5.0	21.7	7.3	-2.4	汽车、基础化工、机械、有色、电力设备、石油石化
	CI005919.WI	消费风格	5.4	0.8	0.4	12.3	-2.2	-7.9	食品饮料、医药生物、家用电器、农林牧渔
	CI005920.WI	成长风格	18.5	4.3	3.1	35.2	7.4	-6.8	电子、电力设备、计算机、国防军工、机械设备、通信
	CI005921.WI	稳定风格	1.4	3.1	-4.0	1.8	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信产业	CI005901.WI	中信上游	13.3	4.3	3.2	29.5	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
	CI005902.WI	中信中游	11.4	3.0	3.1	24.3	2.4	-15.0	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
	CI005903.WI	中信下游	6.1	1.0	2.5	15.8	-1.4	-7.5	医药生物、食品饮料、汽车、家电
	CI005904.WI	基础设施建设	2.1	4.4	-3.9	4.3	14.2	-4.9	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
	CI005905.WI	中信TMT	22.4	3.3	4.0	39.8	14.9	11.3	电子、计算机、通信、传媒
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	17.8	3.0	1.5	27.2	10.3	-11.0	电子、计算机、机械设备、国防军工、医药生物
	801823.SI	低市盈率指数	3.2	5.6	0.1	11.1	20.3	-7.1	银行、非银、建筑装饰、食品饮料、有色
	801831.SI	高市净率指数	22.1	2.4	1.2	35.1	-0.4	-20.4	电子、食品饮料、计算机、医药生物
	801833.SI	低市净率指数	1.2	6.4	-0.7	9.4	25.1	-2.1	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、钢铁
红利风格	000922.CSI	中证红利	1.0	0.0	-3.1	-0.8	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、钢铁、纺织服饰、传媒、基础化工
	000015.SH	红利指数-上证	-0.7	-0.1	-4.4	-4.4	14.5	2.7	银行、交运、煤炭、纺织服饰、钢铁、传媒、石油石化
	399324.SZ	深证红利	6.1	-4.6	1.2	4.6	7.8	-11.3	家用电器、食品饮料、计算机、医药生物、银行、有色

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（3）行业指数

截至8月29日，29个申万一级行业年内上涨，行业上涨比例为93.5%。其中，通信遥遥领先，累计涨幅62.9%，有色金属、电子、综合、计算机、机械设备涨幅均超过30%，传媒、国防军工、医药生物、基础化工、汽车涨幅超过10%，仅煤炭、食品饮料下跌。位居涨幅前列的行业主要与科技创新有关。

8月当月，通信、电子、综合行业涨幅超过20%，有色金属、计算机、电力设备、机械设备、汽车、传媒涨幅超过10%。随着政策端“反内卷”持续深入，电力设备大幅上涨。

图表4 申万一级行业指数涨幅（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（红色框部分为年内推荐行业）

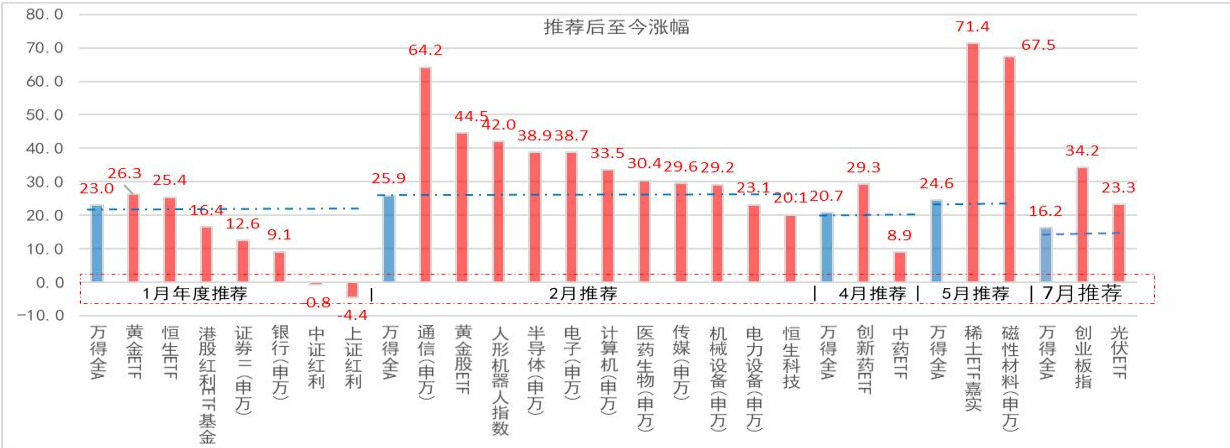
(4) 推荐行业回顾

1-8 月份，首次推荐总计 24 个行业/板块，推荐后累计涨幅为正的 22 个，上涨比例为 91.7%；申万一级行业胜率（93.5%）。其中，推荐后涨幅超过 50%的有 3 个，分别是通信、稀土 ETF、磁性材料；涨幅超过 30%的 7 个，分别是黄金股 ETF、人形机器人指数、电子、半导体、计算机、医药生物、创业板指；涨幅 10-30%之间的有 10 个，分别是黄金 ETF、恒生 ETF、港股红利 ETF、证券、传媒、机械设备、电力设备、恒生科技、创新药 ETF、光伏 ETF；中证红利和上证红利小幅下跌。

8 月份，通信、半导体、电子、稀土 ETF、磁性材料、创业板指月涨幅超过 20%。当月未新增推荐，建议继续关注的证券月涨幅 10.8%，中药 ETF 涨幅 1.4%。

图表 5

2025 年推荐行业累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 6

2025 年推荐行业 8 月涨幅情况 (%)



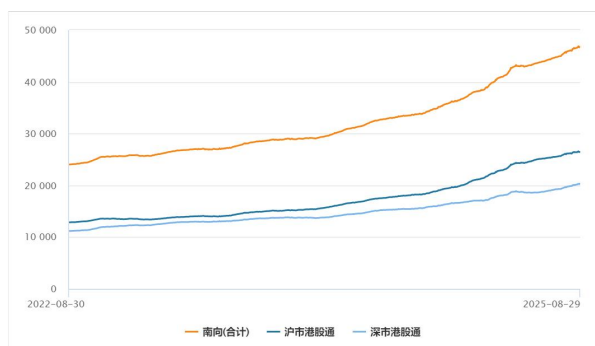
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 资金情况

(1) 南向资金

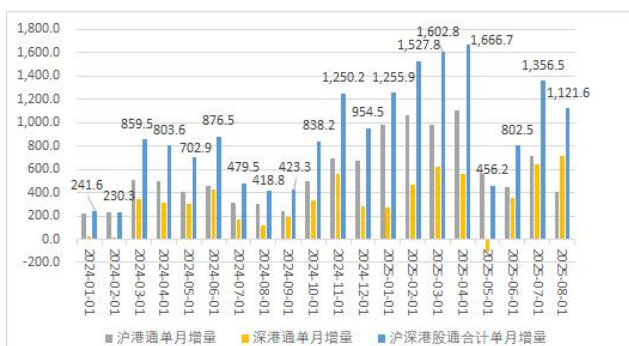
南向资金流入港股保持强度。截至 8 月 29 日，南向资金累计净流入 46767.9 亿港元，其中深港通为 20319.2 亿港元，沪港通为 26448.7 亿港元。8 月，南向资金单月净流入 1121.6 亿港元，其中沪港通净流入 403.8 亿港元，深港通净流入 717.8 亿港元。

图表 7 南向资金累计净流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 8 南向资金单月流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金：融资余额接近历史高点，融资买入占比提高幅度温和

8 月，融资余额创年内新高。截至 8 月 28 日，融资余额 22284.0 亿元，比上月末增加 2578.3 亿元，比上年末增加 3742.9 亿元；融资余额持续创出近期新高，仅略低于 2025 年峰值水平（2025 年 6 月 18 日，22666.4 亿元）。融券余额 154.8 亿元，比上月增加 13.2 亿元，比年初增加 50.4 亿元。

8 月 28 日，融资买入额占 A 股成交额比例 11.21%，升至年高位水平，不过，低于 2025 年内峰值阶段水平（15-20%）。

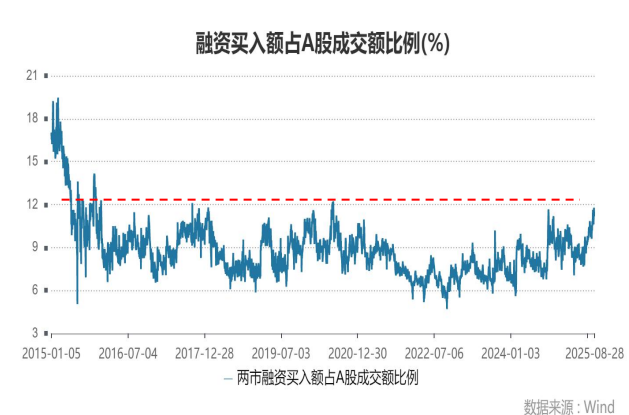
图表 9 融资融券变动情况 (亿元)



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 10 融资买入额占比情况



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策和经济环境分析

2.1 经济环境分析

7 月份，投资与消费增速呈回落态势，出口保持较高韧性，货币政策持续加码发力，M1、M2 增速走高。CPI 价格趋于稳定，PPI 持续下行。规模以上工业企业利润总额连续三个月下降，但降幅收窄。

1-7 月份，固定资产投资累计同比增速 1.6%，低于预期值 2.7%；制造业投资累计增长 6.2%，低于预期值 7.2%；基础设施建设投资累计增长 7.3%，高于预期值 6.6%；房地产投资累计增速-12.0%，低于预期值-11.5%。7 月份，社会消费品零售总额同比增速 3.7%，低于预期值 4.9%；出口增速 7.2%，高于预期值 5.9%。

7 月份，CPI 同比增速 0.0%，高于预期值-0.1%；PPI 同比增速-3.6%，低于预期值-3.4%。M2 同比增速 8.8%，高于预期值 8.3%；M1 同比增速 5.6%，高于预期值 5.3%，呈持续改善态势。人民币贷款新增-500 亿元，社会融资新增 11320 亿元，均低于预期值。8 月份，大型企业 PMI 指数回升向好，服务业新订单指数低位回升力度较大。

图表 11 宏观经济数据概览

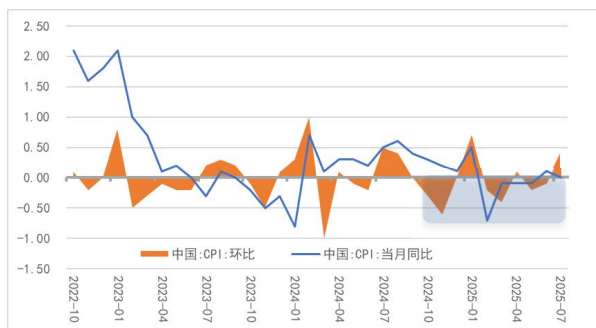
指标	预测值		实际值		7月实际 比预期
	2025-08F	2025-07F	2025-07	2025-06	
GDP: 当季 (%)	--	--	--	5.2	--
GDP: 累计 (%)	--	--	--	5.3	--
工业增加值 (%)	--	5.8	5.7	6.8	-0.1
固定资产投资: 累计 (%)	--	2.7	1.6	2.8	-1.1
固定资产投资: 制造业: 累计 (%)	--	7.2	6.2	7.5	-1.0
固定资产投资: 基础设施建设: 累计 (%)	--	6.6	7.3	8.9	0.7
固定资产投资: 房地产开发: 累计 (%)	--	-11.5	-12.0	-11.2	-0.5
社会消费品零售 (%)	--	4.9	3.7	4.8	-1.2
进口 (%)	--	0.1	4.1	1.1	4.0
出口 (%)	--	5.9	7.2	5.8	1.3
贸易差额 (亿美元)	--	1014.7	982.5	1146.0	-32.2
中国制造业采购经理指数 (PMI)	49.1	49.5	49.3	49.7	-0.2
中国非制造业采购经理指数	50.1	50.0	50.1	50.5	0.1
CPI (%)	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.1
PPI (%)	-0.9	-3.4	-3.6	-3.6	-0.2
M1 (%)	--	5.3	5.6	4.6	0.3
M2 (%)	8.3	8.3	8.8	8.3	0.5
人民币贷款: 新增 (亿元)	--	-150.0	-500.0	22400.0	-350.0
人民币贷款 (%)	--	7.1	6.9	7.1	-0.2
社会融资规模: 新增 (亿元)	--	14100.0	11320.0	41993.0	-2780.0
社会融资规模存量 (%)	8.9	9.1	9.0	8.9	-0.1

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 （预测值为 WIND 机构综合预测）

(1) CPI 与 PPI

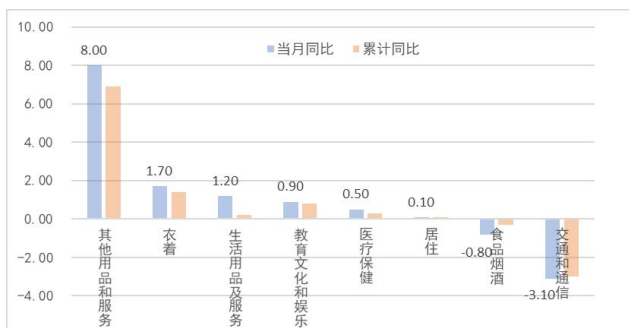
CPI 环比止跌回稳，服务类价格上涨。7 月份，CPI 同比上涨 0.0%，环比上涨 0.4%，中止了环比连续下降态势。交通和通信、食品烟酒是主要下跌项目，当月同比下分别降 3.1%和 0.8%；生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健同比分别上涨 1.2%、0.9%和 0.5%。1-7 月份，CPI 累计同比下降 0.1%。其中，食品价格累计同比下降 1.0%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.4%；不包含食品和能源的价格上涨 0.5%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

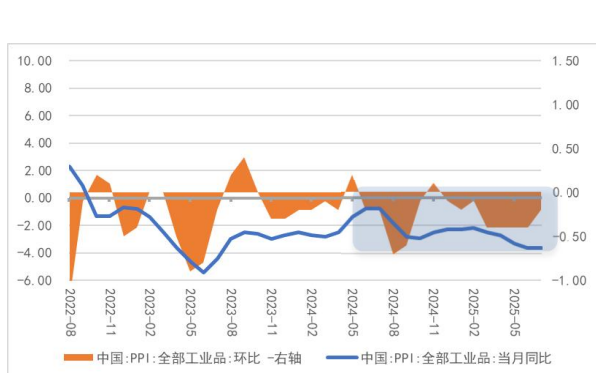
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

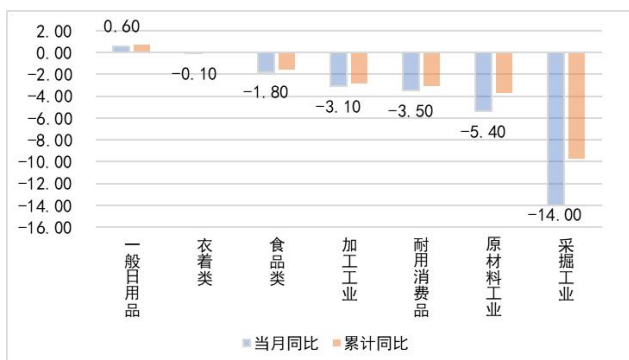
PPI 延续跌势，有色金属类价格一枝独秀。7 月份，PPI 同比下降 3.6%，与上月降幅持平，环比下降 0.2%。其中，一般日用品同比上涨 0.6%，衣着类下降 0.1%，食品类下降 1.8%，加工工业下降 3.1%，耐用消费品下降 3.5%，原材料工业下降 5.4%，采掘工业下降 14.0%。行业价格方面，1-7 月份，有色金属矿采选业累计同比上涨 16.7%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 5.6%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上涨 0.0%，汽车制造业累计同比下降 3.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.2%，电气机械及器材制造业下降 1.8%，医药制造业下降 1.6%，煤炭开采和洗选业下降 16.5%，石油和天然气开采下降 10.1%，黑色金属采选业下降 10.0%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

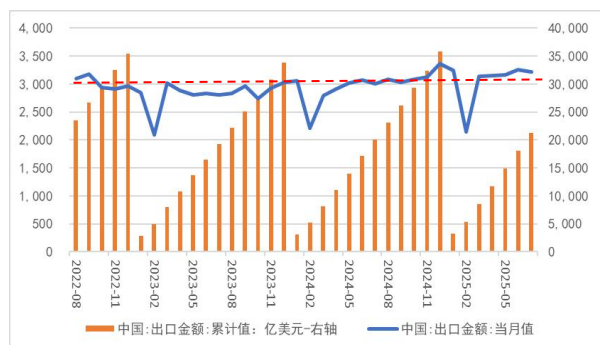
(2) 投资、消费、出口

出口：我国出口继续保持韧性。2025 年 1-7 月，我国出口金额 21303.6 亿美元，同比增长 6.1%，比 2024 年全年增速（5.8%）提高 0.3 个百分点。7 月，出口当月增速 7.2%，比上月增速提高 1.4 个百分点。

从主要国别看，我国对美出口持续下降，但对非美国国家总体保持较强增长。按海关口径（美元），1-7 月，对美国出口同比下降 12.6%（1-6 月下降 10.9%），降幅继续扩大；对欧盟出口增长 7.0%，前值 6.6%（德国 11.0%，前值 10.6%；法国 7.3%，前值 7.3%）；对日本出口同比增长 4.4%，前值 4.8%。对东盟国家同比增长 13.5%，前值 13.0%（越南 20.7%，前值 19.7%；马来西亚 5.2%，前值 6.1%；泰国 22.6%，前值 22.0%；印度尼西亚 14.9%，前值 15.3%）。对拉丁美洲出口增长 7.3%（巴西-3.0%，前值-3.2%；阿根廷 79.5%，前值 82.4%；墨西哥-2.5%，前值-2.3%），前值 7.2%；对印度出口增长 13.4%，前值 14.1%；对俄罗斯出口增长-8.5%，前值-8.4%；对非洲出口增长 24.5%，前值 21.6%。

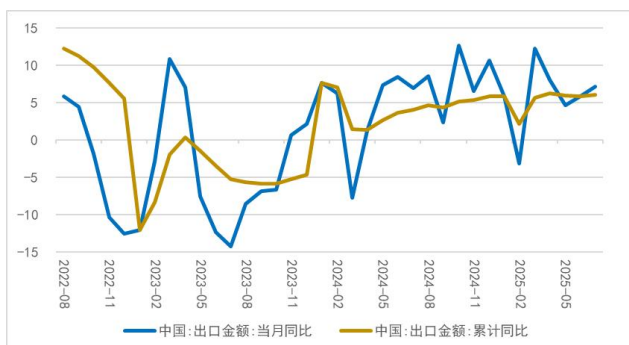
前 7 个月，我国出口机电产品 9.18 万亿元，增长 9.3%，占我出口总值的 60%。其中，自动数据处理设备及其零部件 8236.2 亿元，增长 1.1%；集成电路 7784.5 亿元，增长 21.8%。

图表 16 出口金额当月值及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比（%）

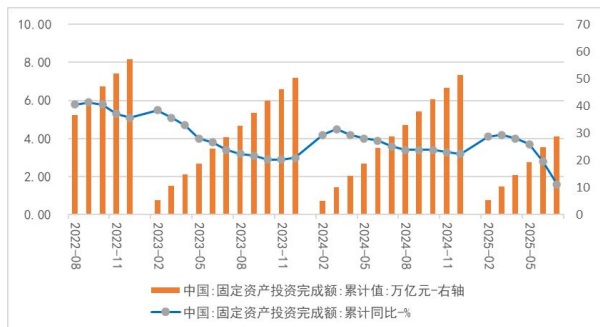


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：固定资产投资增速持续下行。2025 年 1-7 月份，中国固定资产投资（不含农户）288229 亿元，同比增长 1.6%，比上月增速下降 1.2 个百分点，比 2024 年全年增速下降 1.6 个百分点。其中，国有控股企业同比增速 3.5%（前值 5.0%），港澳台商投资增速达 3.5%（前值 4.8%），民间投资增速-1.5%（前值-0.6%）；外商投资-15.7%（前值-13.6%），均比 1-6 月增速下滑。制造业投资累计同比增长 6.2%（前值 7.5%），比上年同期下降 3.1 个百分点；基础设施建设投资同比 7.3%（前值 8.9%），比上年同期下降 0.8 个百分点。

分行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业固定资产投资累计同比增长 29.3%，汽车制造业增长 21.7%，通用设备制造业增长 14.8%，专用设备制造业增长 4.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 2.2%。有色金属冶炼和压延加工业增长 4.9%，有色金属矿采选业增长 43.5%，食品制造业增长 15.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 21.5%，医药制造业增长-6.6%，电气机械和器材制造业增长-8.7%。

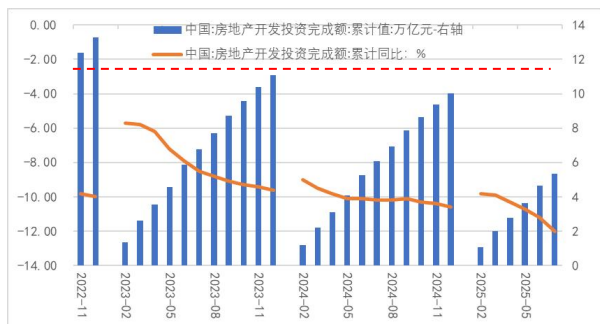
图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：国房景气指数小幅下行，地产投资与新开工数据低迷。7 月份，国房景气指数 93.34 点，自 4 月开始连续小幅下滑。2025 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 53580 亿元，同比下降 12.0%，保持两位数降幅。房屋新开工面积 3.52 亿平方米，同比下降 19.4%。商品房销售面积 5.16 亿平方米，同比下降 4.0%；商品房销售额 4.96 万亿元，同比下降 6.5 个百分点，均比上月降幅扩大。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



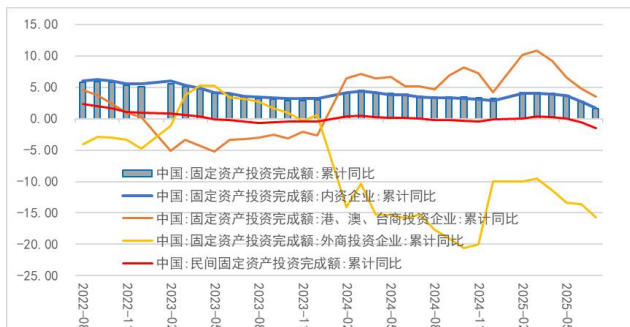
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



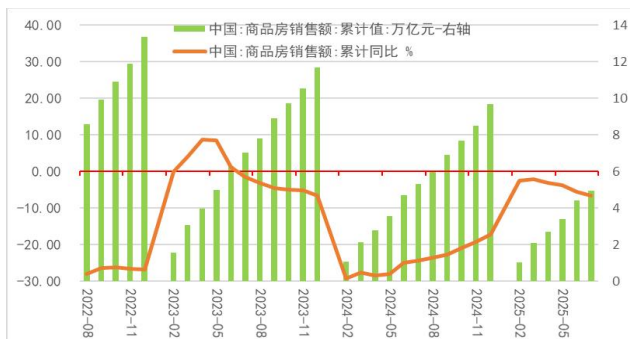
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



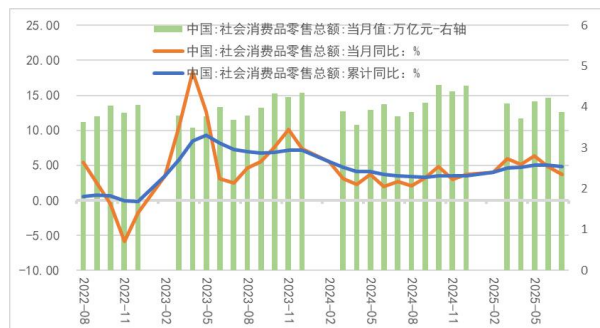
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

房地产开发资金同比降幅扩大。1-7 月份，房地产开发企业到位资金 57287 亿元，同比下降 7.5%，前值下降 6.2%。其中，国内贷款 9207 亿元，增长 0.1%，前值增长 0.6%；自筹资金 23230 亿元，下降 8.5%，前值下降 7.2%；定金及预收款 16815 亿元，下降 9.9%，前值下降 7.5%；个人按揭贷款 7918 亿元，下降 9.3%，前值下降 11.4%。

消费：消费增速环比季节性下降，网上消费保持较高增速。2025 年 1-7 月份，社会消费品零售总额 28.42 万亿元，同比增长 4.8%，比上月增速下降 0.2 个百分点，比上年全年增速提高 1.3 个百分点。其中，城镇消费同比增长 4.8%，比上年增速提高 1.4 个百分点；乡村消费同比增长 4.7%，比上年增速提高 0.4 个百分点。网上商品和服务零售同比增长 9.2%，比上月增速提高 0.7 个百分点；实物商品网上零售额同比增长 6.3%，比上月增速提高 0.3 个百分点。

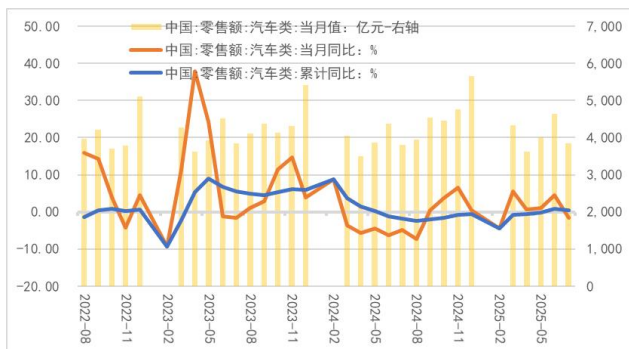
分项看，汽车销售累计 27224 亿元，同比增长 0.4%，比上月增速下降 0.4 个百分点；中西药品类增长 1.2%，前值 1.4%；家用电器和音响器材类增长 30.4%，前值 30.7%；体育娱乐用品增长 21.1%，前值 22.2%；通讯器材类增长 22.9%，前值 24.1%；家具类增长 22.6%，前值 22.9%；金银珠宝增长 11.0%，前值 11.3%。年初发布的消费品以旧换新政策和 3C 产品购置补贴政策持续显现积极效果。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



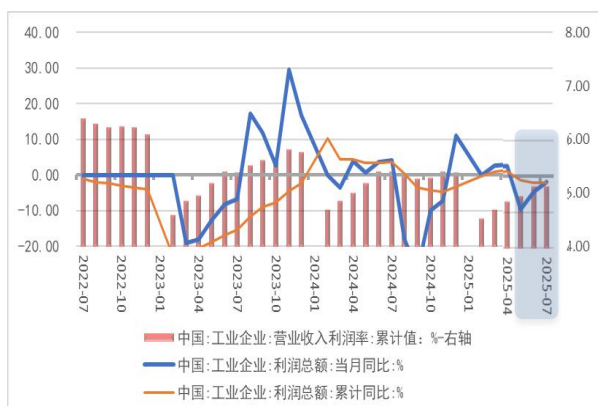
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2025 年 1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 40203.5 亿元，同比下降 1.7%，连续三个月下降，降幅有所收敛；其中，7 月当月净利润总额同比下降 1.5%，比上月降幅收窄 2.8 个百分点；营业收入利润率 5.15%，与上月持平；应收账款平均回收天数为 69.8 天，与上月持平，仍处于较高水平，比 2024 年增加 5.7 天。6 月末，工业企业应收账款余额 26.84 万亿元，同比增长 6.8%。

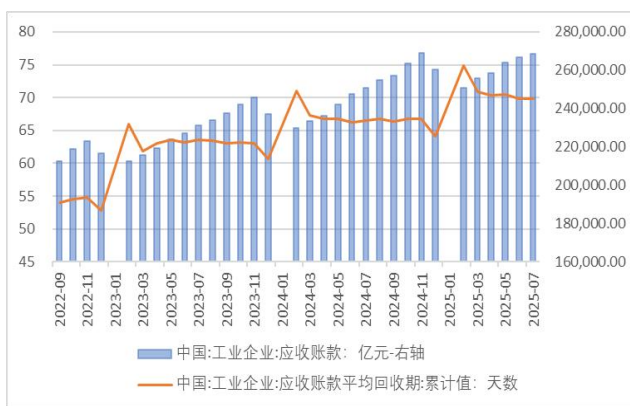
1-7 月份，利润总额保持增长的主要行业如下：有色金属矿采选业增长 39.1%，前值 40.2%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长 36.8%，前值 39.2%；电气机械和器材制造业增长 11.7%，前值 13.0%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 6.7%，前值 3.5%；通用设备制造业增长 6.4%，前值 6.5%；专用设备制造业增长 3.2%，前值 4.4%；汽车制造业同比增长 0.9%，前值 3.6%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



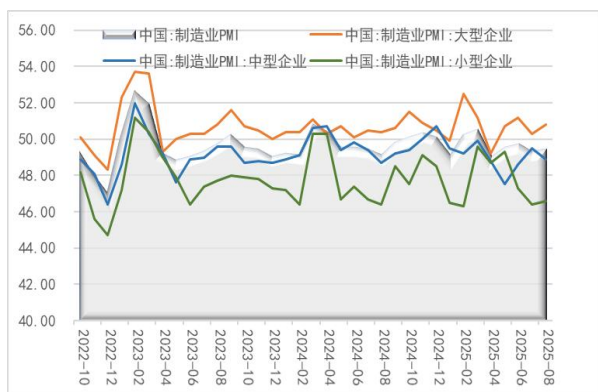
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

制造业 PMI：大型企业 PMI 指数回升向好，出厂价格指数连续三个月回升。8 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点。其中，大型企业 PMI 为 50.8%，上升 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 48.9%，下降 0.6 个百分点；小型企业 PMI 为 46.6%，上升 0.2 个百分点。

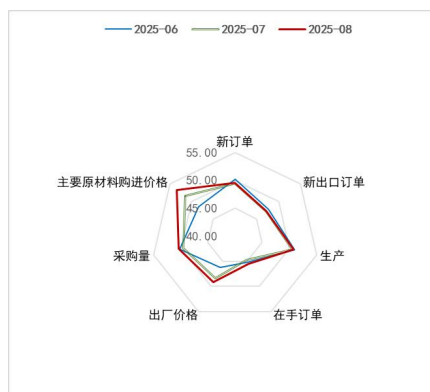
8 月，新订单指数 49.5%，比上月上升 0.1 个百分点；新出口订单指数 47.2%，上升 0.1 个百分点，在手订单指数 45.5%，上升 0.8 个百分点；生产指数 50.8%，上升 0.3 个百分点；出厂价格指数 49.1%，上升 0.8 个百分点；采购量指数 50.4%，上升 0.9 个百分点；主要原材料购进价格指数 53.3%，上升 1.8 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



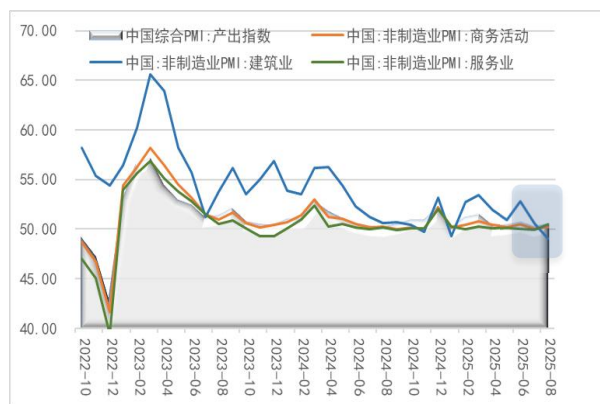
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

非制造业 PMI：8 月份，非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月上升 0.2 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 49.1%，比上月下降 1.5 个百分点；服务业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.5 个百分点。分项目看，服务业新订单指数为 47.7%，比上月上升 1.4 个百分点。建筑业新订单指数为 40.6%，比上月下降 2.1 个百分点。建筑业投入品价格指数为 54.6%，比上月上升 0.1 个百分点，建筑业销售价格

指数 49.7%，比上月上升 0.5 个百分点。

从行业看，铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间；零售、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



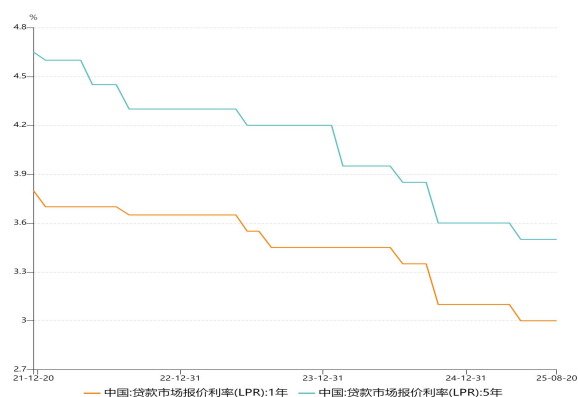
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

国债收益率略有上行。8 月 25 日，1 年期国债收益率 1.37%，比上月末下降 1BP，比上年末上升 29BP；10 年期国债收益率报收 1.79%，比上月末上升 7BP，比上年末上升 11BP。8 月 20 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，年内于 5 月 20 日下调一次，均下调 10BP；7 月 23 日，7 天逆回购利率为 1.40%，年内于 5 月 8 日下调一次，下调 10BP。

图表 32 LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

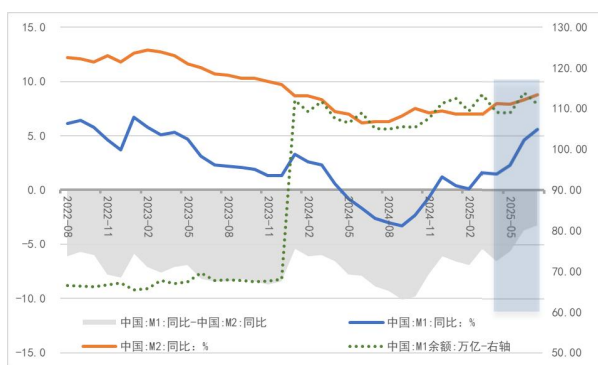
8 月 15 日，中国人民银行发布《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》，报告指出，要落实适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政

策的重要考量，推动物价保持在合理水平。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。

(2) 货币投放：M1、M2 增速创年内新高

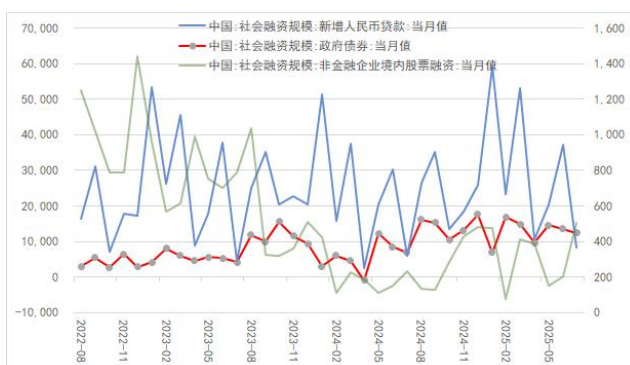
2025 年 7 月，M2 余额 329.94 万亿元，同比增长 8.8%，创年内增速新高，比上月增速提高 0.5 个百分点；M1 余额 111.06 万亿元，同比增长 5.6%，创年内增速新高，比上月增速提高 1.0 个百分点；M1-M2 增速剪刀差显著收敛至-3.2%，比上月收敛了 0.5 个百分点。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

政府债券净融资持续保持高投放状态，股票融资有所加快，企业融资增量减少。2025 年 1-7 月，社会融资规模增量累计为 23.99 万亿元，比上年同期多 5.12 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.31 万亿元，同比少增 694 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 725 亿元，同比少减 245 亿元；企业债券净融资 1.43 万亿元，同比减少 1849 亿元；政府债券净融资 8.9 万亿元，同比多 4.88 万亿元，持续保持大规模投放；大幅高于 2024 年全年多增的规模（2024 年全年政府债券净融资 11.3 万亿元，比 2023 年多 1.69 万亿元）；非金融企业境内股票融资 2212 亿元，同比多 767 亿元。

7 月，社会融资当月值 11320 亿元，比上年同期多增 3613 亿元。其中，政府债券当月值 12482 亿元，同比多增 5601 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 505 亿元，同比多增 274 亿元；新增人民币贷款当月值-4296 亿元，同比少 3488 亿元。金融机构口径，7 月，企事业单位中长期人民币贷款同比少增 3900 亿元，居民中长期贷款同比少增 1200 亿元，居民短期贷款少增 1671 亿元。

企业现金流流动性好转，外币贷款环比上行。7 月末，非金融企业人民币活期存款余额为 20.79 万亿元，同比上涨 4.4%，连续两个月增速转正。社融口径下，对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.21 万亿元，同比下降 23.2%，比上月降幅缩小 3.4 个百分点。

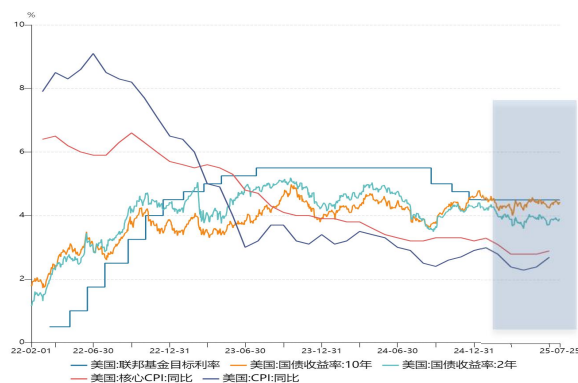
(3) 美国利率及其他

美国国债收益率环比下降。8 月 25 日，10 年期美国国债收益率为 4.28%，比上月末下降 9BP，比上年末下降 30BP；2 年期美国国债收益率 3.73%，比上月末下降 21BP，比上年末下降 52BP。美国联邦基金利

率维持 4.50% 不变。2025 年 7 月，美国核心 CPI 同比增速 3.1%，比上月上升 0.2 个百分点，比上年末下降 0.1 个百分点；美国 CPI 同比增速 2.7%，与上月持平，比上年末下降 0.2 个百分点。

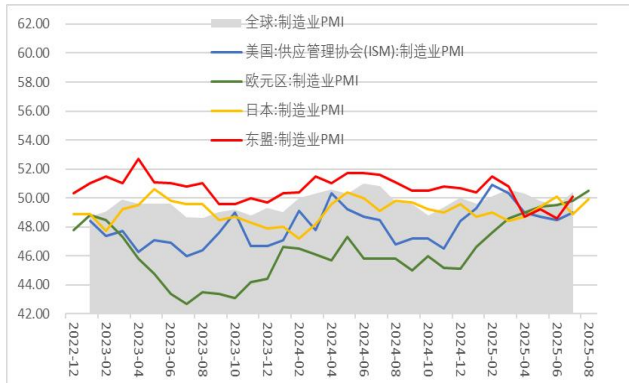
2025 年 7 月，全球制造业 PMI 为 49.7%，比上月下降 0.7 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 48.0%，下降 1.0 个百分点；东盟国家 PMI 为 50.1%，比上月大幅上升 1.5 个百分点。8 月，欧元区制造业 PMI 为 50.5%，比上月上升 0.7 个百分点；日本制造业 PMI 为 49.9%，比上月上升 1.0 个百分点。

图表 36 美联储基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的发言，被市场视为“最后一次以主席身份在该论坛发声”，他指出“通胀风险偏向上行，就业风险偏向下行”，并称“可能需要调整政策立场”，被视为美联储关于利率政策松动的显著信号。

鲍威尔讲话全文大部分篇幅谈就业，通胀问题退居其次，表明美联储对失业率可能“断崖式”上升的担忧已大于对二次通胀的担忧。他表示，“在政策处于限制性区间的情况下，基准前景和不断变化的风险平衡可能我们需要调整政策立场，”市场对美联储降息进行了积极解读，因为鲍威尔用“风险平衡变化”一词取代以往“通胀风险仍高”的论调。芝加哥商品交易所集团的美联储观察工具显示，在鲍威尔表态后，市场预计美联储 9 月降息的概率约为 85%。

我们发布的《20250629-策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年 3 季度策略报告）》中提出前瞻性判断，美国利率政策在三季度或给投资者带来惊喜，至迟或在四季度发生。原因之一，早在 5 月 15 日，美联储在降息政策上已透露了松动的信号。鲍威尔当时发言表示，美联储需要重新审视 2020 年货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，以应对供应冲击加剧及政策不确定性的挑战。这意味着美联储不用过多考虑历史高基数因素，在即期通胀目标达到 2% 附近时，便具备了降息的可能性，增强了货币政策的灵活性；也意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。

原因之二，特朗普笃信弱势美元政策有利于提升美国制造业竞争力，并认为低利率水平将减少美债利息支出，此前多次抨击鲍威尔在降息问题上为“太迟先生”。

同时，美国加大对虚拟货币的监管与支持力度，2025 年推出多项监管法案，大力推动美元稳定币成为支付与储备工具，为承接低利率水平下的美国国债拓展新渠道。3 月 13 日，参议院银行委员会高票通过《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS Act，简称《天才法案》），首次在联邦层面为稳定币发行、托管、赎回及 1:1 美元储备等制定统一规则，被视为未来美国国债需求的新来源。英国《金融时报》8 月 20 日报道，美国财政部长斯科特·贝森特（Scott Bessent）向华尔街明确释放信号，预期稳定币将成为美国国债的重要需求来源。

渣打银行预测，稳定币每年将吸纳 4000 亿美元美债，若 2030 年左右稳定币规模达到约 2 万亿美元，将有 1.6 万亿美元流入美债市场。“全球财务官”网站评论，锚定美元资产的稳定币当初只是加密货币体系中一个相对小众的细分领域，上述法案的签署意味着它已蜕变成举足轻重的金融势力，正以惊人的速度成为美国国债最为主要且增长最快的买方之一。

美国自今年 4 月开启的“对等关税”政策基本告一段落，主要国家基本与美国达成不同税率水平下的协议，虽然仍存在部分细节上的纷争，其对全球资本市场的扰动将逐渐趋弱。

8 月 12 日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。美方承诺继续调整对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征关税的措施，自 8 月 12 日起继续暂停实施 24% 的对等关税 90 天。中方自 8 月 12 日起继续暂停实施 24% 对美加征关税以及有关非关税反制措施 90 天。在不可靠实体清单方面，中方继续暂停 4 月 4 日公告相关措施 90 天，停止 4 月 9 日公告相关措施。中美关税协议仍存在变数，可能对相关行业带来一定扰动。

2.3 政策环境分析

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议指出，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。会议强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，培育服务消费新的增长点。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新融合深度发展。

上半年，我国科技创新领域持续突破，在大模型、芯片、影视、创新药、国防军工等诸多领域迎来“DeepSeek 时刻”；5 月以来，政策从供给端持续发力，国家市场监督管理总局 5 月 19 日发布《十项措施整治“内卷式”竞争》，有色、石化、电力设备等重点行业加快推进供需再平衡，“反内卷”措施逐步落地；进入 7 月，政策加力内需、提振消费的导向显著加强。

政策重点转入稳投资、促消费。7 月 31 日，国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会，布置下半年工作，强调加大力度稳投资、促消费，以稳就业扩内需为重点做好政策预研储备。会议部署了下半年九方面工作，第一项工作重点就是内需消费领域，具体包括：一是聚焦重大变化、重要指标、重大问题等做好形势分析和研判，以稳就业扩内需为重点做好政策预研储备。第三项工作重点，加大力度稳投资促消费，拓展投资增量，强化政府投资项目全周期管理，着力激发民间投资活力，高质量推动“两重”建设，提质增效实施“两新”政策，激发市场活力提振消费。第四项工作重点，因地制宜培育壮大新质生产力，

推动“人工智能+”行动走深走实，推进低空经济高质量发展，激发数字经济创新活力。五是纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争。

图表 38 重要政策/会议/新闻

政策/会议/要闻	核心词	主要内容
7月31日，国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会	加大力度促消费	部署下半年九方面工作：一是聚焦重大变化、重要指标、重大问题等做好形势分析和研判，以稳就业扩内需为重点做好政策预研储备。三是加大力度稳投资促消费，拓展投资增量，强化政府投资项目全周期管理，着力激发民间投资活力，高质量推动“两重”建设，提质增效实施“两新”政策，激发市场活力提振消费。四是因地制宜培育壮大新质生产力，推动“人工智能+”行动走深走实，推进低空经济高质量发展，激发数字经济创新活力。
8月13日，国务院新闻办就个人消费贷款贴息政策和服务业经营主体贷款贴息政策有关情况举行发布会	消费贷款贴息	8月12日，相关部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，通过财政和金融的联动，支持促消费、扩内需。个人消费贷款贴息政策，贴息领域包括日常消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品和健康医疗等重点领域消费，贴息比例为1个百分点，服务业经营主体贷款的贴息政策。贴息对象是向消费领域服务业经营主体发放的银行贷款，聚焦餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育等8类主要消费服务领域。贴息比例为1个百分点，可以贴息1年
8月16日，国务院发展研究中心原副主任刘世锦在“2025资产管理年会”上做主旨演讲	要用抓投资的力度抓消费	要用抓投资的政策力度和资金投入去抓消费，减少消费不足的结构性偏差，形成稳增长促转型的新动能。从消费结构上看，我国消费不足主要是居民的服务消费占GDP的比重明显偏低，是一种结构性的偏差。得抓终端需求，进行结构性改革，目标是要使消费潜力最大的那部分低收入阶层明显增加消费能力。
8月18日，国务院总理李强主持召开国务院第九次全体会议	激发消费潜力	要抓住关键着力点做强国内大循环，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施，加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。
8月19日，全国消费品以旧换新工作推进电视电话会在京召开	加快培育消费新增长点	以严实作风推进消费品以旧换新政策落细落实。要强化宣传引导，营造良好氛围。要落实好促消费增量政策，加快培育消费市场新增长点。
8月22日，李强主持召开国务院常务会议	体育消费	听取实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策情况汇报，研究释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见。更好发挥更好发挥对扩大内需的推动作用对扩大内需的推动作用，创新消费投资场景，优化消费投资环境，综合施策释放内需潜力。发展体育产业和体育消费是落实扩大内需战略的重要内容。要增加体育产品供给，鼓励各地举办体育消费活动。要更加注重调动市场力量推动体育产业发展和消费规模扩大，
8月27日，商务部：将出台若干政策措施促进服务出口和消费	扩大服务消费	商务部在国新办新闻发布会上透露，下个月，将出台扩大服务消费的若干政策措施，统筹利用财政、金融等手段，优化提升服务供给能力，激发服务消费新增量。另外，商务部与有关部门共同研究制定了《关于促进服务出口的若干政策措施》，相关文件将于近期公开印发。
8月6日，中国机电商会发布光伏行业倡议书	反内卷	中国机电商会发布光伏行业倡议书，坚决抵制以低于成本价出口等方式的各类不正当竞争行为。倡议书提出：格遵守公平竞争原则，依法依规开展经营活动；根据全球市场需求合理控制产能扩张节奏，有序推动落后产能出清。
8月7日，中国光伏行业协会征集对《价格法修正草案（征求意见稿）》的意见和建议	反内卷	中国光伏行业协会征集对《价格法修正草案（征求意见稿）》的意见和建议，重在从价格行为规范、价格调控机制、价格监督检查、法律责任及其他等方面。
8月13日，中国有色金属工业协会锂业分会发布倡议书	反内卷	抵制“内卷式”恶性竞争，中国有色金属工业协会锂业分会发布倡议书提出，坚决抵制无序竞争、垄断市场、虚假宣传等行为。积极研判市场发展趋势，合理布局新建产能。通过签订长期合作协议等方式稳定市场供应。
8月13日，8家干法锂电池隔膜骨干企业就行业反内卷达成多项共识	反内卷	星源材质、中兴新材、惠强新材、沧州明珠、恩捷股份、博盛新材、天鸿新材、康辉新材等8家干法锂电池隔膜骨干企业就行业反内卷达成多项共识，其中包括价格自律、科学释放产能、暂停扩产等。
8月20日，工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作	反内卷	工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，要求加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出；遏制低价无序竞争，健全价格监测和产品定价机制。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

8月12日，相关部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，通过财政和金融的联动，支持促消费、扩内需。个人消费贷款贴息政策，贴息领域包括日

常消费，以及单笔 5 万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品和健康医疗等重点领域消费，贴息比例为 1 个百分点。

《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》由财政部、民政部、人力资源社会保障部、商务部、文化和旅游部、国家卫生健康委、中国人民银行、金融监管总局、体育总局九部门联合发布，政策协同性强，政策效率与实操性高。贴息对象是向消费领域服务业经营主体发放的银行贷款，聚焦餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育等 8 类主要消费服务领域。贴息比例为 1 个百分点，可以贴息 1 年。

8 月 16 日，国务院发展研究中心原副主任刘世锦在“2025 资产管理年会”上做主旨演讲，他表示，要用抓投资的政策力度和资金投入去抓消费，减少消费不足的结构偏差，形成稳增长促转型的新动能。

8 月 18 日，国务院总理李强主持召开国务院第九次全体会议指出，**要抓住关键着力点做强国内大循环，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，持续激发消费潜力。**

在反内卷方面，工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，要求加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出；遏制低价无序竞争，健全价格监测和产品定价机制。中国有色金属工业协会锂业分会发布倡议书提出，坚决抵制无序竞争、垄断市场、虚假宣传等行为。积极研判市场发展趋势，合理布局新建产能。

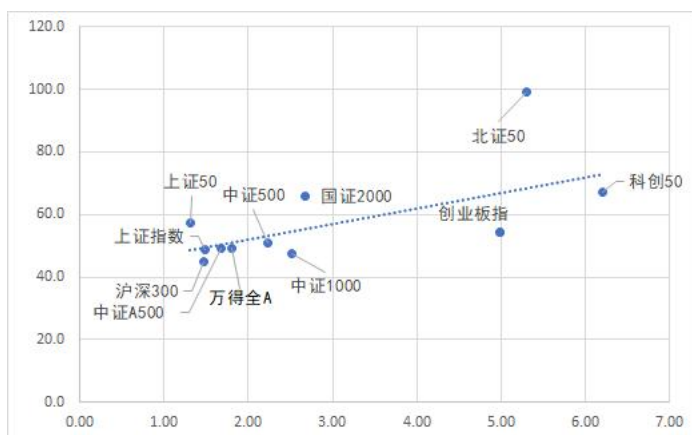
在人工智能领域，政策端持续推动人工智能与经济社会各行业各领域广泛深度融合，促进生产力革命性跃迁和生产关系深层次变革。8 月 26 日，国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。意见明确，到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%，智能经济核心产业规模快速增长；到 2030 年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极。

三、投资策略

3.1 大盘判断

市场估值在 7-8 月份快速提升，主要指数 2010 年以来市净率估值分位已上升至 50%附近。截至 8 月 29 日，万得全 A 市净率 1.82x（7 月 31 日 1.68x，6 月 30 日 1.62x，2024 年末 1.58x），2010 年以来分位数 49.3%；上证指数市净率 1.50x（7 月 31 日 1.41x，6 月 30 日 1.36x，上年末 1.35x），升至年内高位，2010 年以来分位数 49.5%；创业板指市净率 5.09x（7 月 31 日 4.27x，6 月 30 日为 4.06x，上年末 4.05x），分位数 56.7%。上证 50 市净率 1.31x（上年末 1.25x），分位数 57.8%；沪深 300 市净率 1.48x（上年末 1.38x），分位数 46.6%；中证 500 市净率 2.24x（上年末 1.81x），分位数 51.6%；中证 1000 市净率 2.50x（上年末 2.03x），分位数 46.9%；国证 2000 市净率 2.66x（上年末 2.12x），分位数 65.2%。科创 50 市净率 6.07x（上年末 4.65x），分位数 65.3%。

图表 39 主要指数估值情况



资料来源：WIND、金圆统一证券研究（截至 2025 年 8 月 29 日）

我们在三季度策略报告中指出，上证指数估值有望在 1.35 倍市净率±10%区间的中枢上方运行，仅两个月时间，市净率已上涨至 1.50 倍，达到估值中枢区间上沿。在政策持续加码和资本市场持续走好的双重因素下，出现了居民“存款搬家”进入股市的现象，为资本市场提供了充足的流动性。

当前市场情绪被极大激发，日成交额一度超过 3 万亿元，对比 2024 年的极度悲观之时，市场成交额不足 5000 亿元，这种变化出乎多数投资者预料。不管资本市场如何变化，我们提示投资者保持良好的心态，具体而言就是保持信心、耐心和敬畏心。

一是保持对政策的信心，2024 年 4 月，在市场极度低迷之时，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。意见指出，加强分红监管，回报投资者；加强科技创新服务，提升新质生产力。2024 年，万得全 A 分红总额 24362 亿元，分红比例达到 46.84%，创历年最高水平；分红

公司家数 3829 家，分红次数达到 4708 次。2024 年，红利风格一度领涨市场。在科技创新方向，芯片、大模型、创新药、国防军工等领域持续迎来“DeepSeek 时刻”，上述领域的持续突破与资本市场形成了良性互动，成为今年资本市场表现最好的板块。进入 7 月以后，政策端发力刺激内需消费，当前新型消费层出不穷，服务型消费不断拓展，我们对此保持乐观态度。

2025 年 8 月 4 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》；8 月 6 日，财政部、民政部、人力资源社会保障部、商务部、文化和旅游部、国家卫生健康委、中国人民银行、金融监管总局、体育总局联合发布《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，大力提振消费、全方位扩大国内需求。

二是保持对价值的耐心。企业的价值需要时间的验证，技术的突破，营收的增长，业绩的提高，都是一个持续努力从渐变到突变的过程，而资本市场对于企业的认知也需要一个时间过程。如 2025 年寒武纪在 GPU（AI 加速卡 / 云端大芯片）领域完成了一次“从产品可用到商业可用”的里程碑式突破，核心体现在硬件性能逼近国际一线、软件栈基本闭环、订单开始规模化落地，今年上半年首次实现半年报盈利。对于价值投资者，建议更多从渐变角度进行研究，在估值相对低位时布局，突变往往带来短期交易的拥挤和股价的大幅波动，对于价值投资者并不友好，属于短线交易者的温床。

三是保持对市场的敬畏心。当前市场估值已回归到历史中位水平，短期市场面临双向摆动。规模以上工业企业利润同比仍然下降，不同行业、不同企业业绩分化明显，因此，尽管流动性对整体指数构成较好支撑，但是，对于流动性推高的价值与业绩不匹配的公司，建议保持警惕。

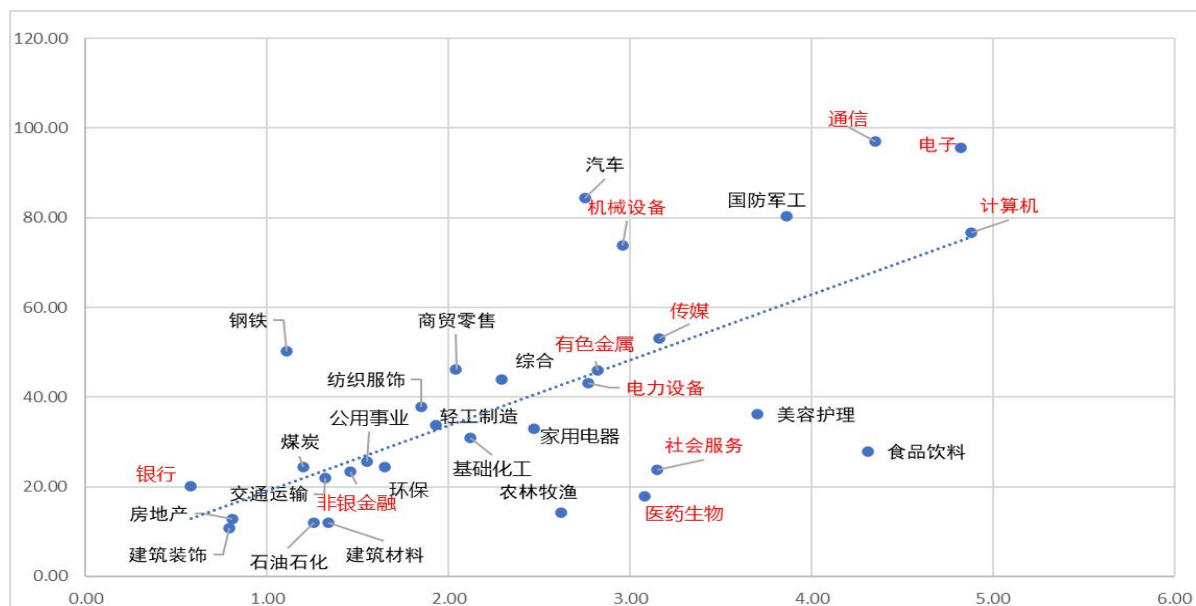
企业整体盈利增长仍处于低位水平，结构性差异较大。Wind 统计显示，截至 8 月 30 日，A 股已有 5424 家上市公司披露 2025 年半年报。上半年营收总计 34.99 万亿元，同比增长 0.02%；归母净利润总计 2.99 万亿元，同比增长 2.45%。其中 4178 家实现盈利（占比 77%），2908 家归母净利润同比增长（54%），661 家增幅超 100%。

3.2 行业配置

资本市场的三大逻辑将长期并存并呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向包括：1) **科技创新方向：**行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2) **红利资产或潜在边际改善方向：**银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物（创新药、中药）、黄金股 ETF、光伏 ETF。3) **大类资产配置方向：**黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）、创业板 ETF。**维持前期推荐。**9 月，新增推荐关注旅游板块及旅游 ETF，建议继续关注黄金股 ETF，黄金公司业绩增长确定性较高。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



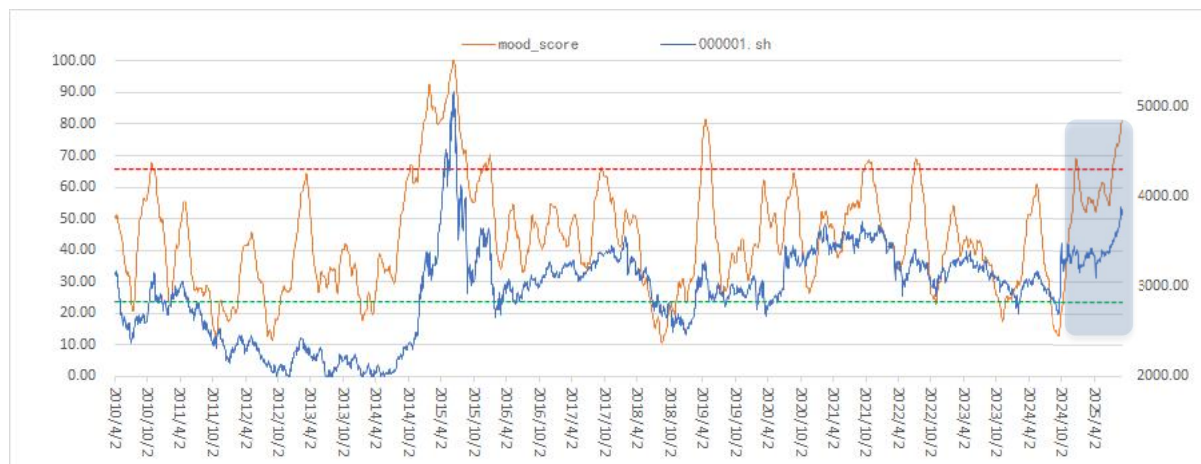
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 8 月 29 日）（红色字体为推荐行业）

3.3 专题论述

1) 上证指数之情绪指数：情绪指数或持续保持高位震荡

2025 年 8 月 29 日，情绪指数为 81.04 点，2010 年 4 月以来分位值为 96.8%，为历史第三高位水平，仅略低于 2019 年 4 月和低于 2015 年上半年。通常而言，情绪指数进入历史高位，后续情绪回落或转入震荡的概率较大。但当前“储蓄存款搬家”背景下，情绪指数有望持续保持在高位水平。

图表 41 上证指数/情绪指数 (mood-score) 自高位震荡回落 (2010 年 4 月以来数据)



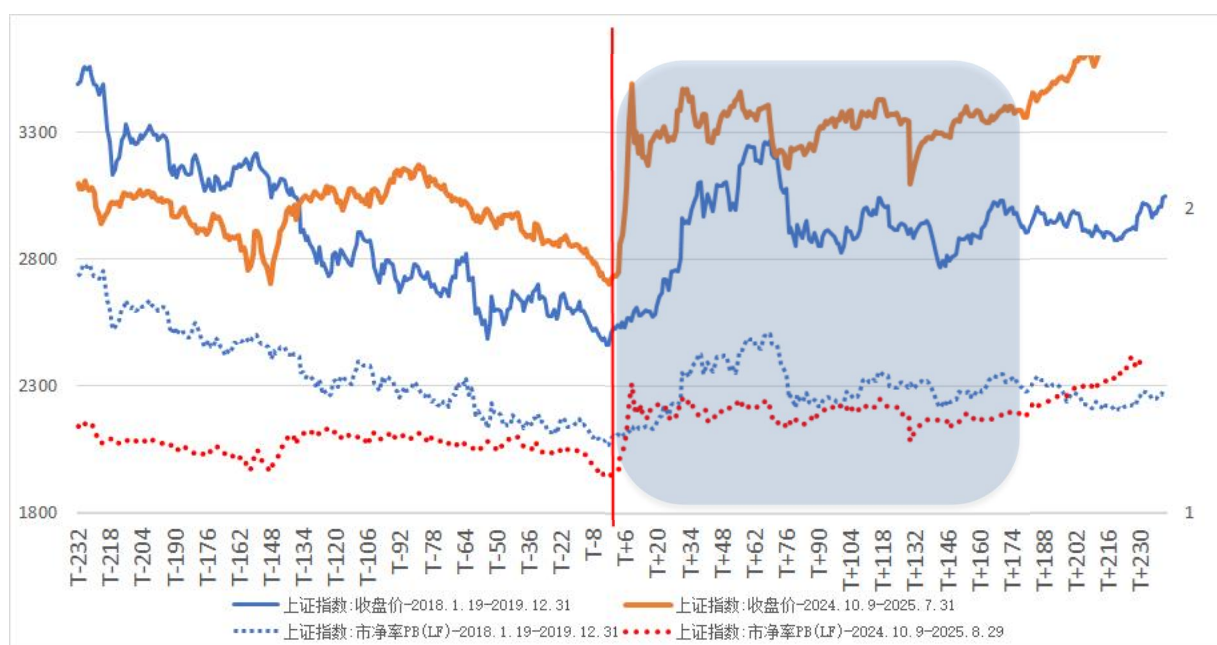
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10%分位，红色虚线为 90%分位

2) 2024 年“924 行情”后续走势可类比 2019 年的春季躁动

《20241201 策略月报：大行也需顾细谨》对“924 行情”和 2019 年的春节躁动行情进行了对比分析：“今年（注：2024 年）企业盈利状况与 2019 年时相近，处于下行探底态势。后续若上证指数进入调整阶段，2019 年指数调整的时间及空间数据，或可提供一定参考价值。”

从 2024 年“924 行情”至今年上半年的市场行情，与 2019 年春季躁动后的行情运行节奏基本一致，但从 7 月以后，今年以来的行情明显更强，我们认为这与政策持续发力、中国科技创新领域的持续突破，资本市场高质量发展持续推进和居民端资产配置再平衡密切相关。

图表 42 上证指数行情对比 (2018.1.19-2019.12.31, T 日 2019.1.4) 与 (2024.10.9-2025.8.29;T 日, 2024.9.18)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

3) 储蓄存款与股票市场及消费的论述

2025 年 7 月，出现了“居民存款减少、非银存款激增”的存款搬家现象，核心原因是居民把原本存在在银行的钱转而投向收益更高的资本市场。7 月当月，金融机构口径下，居民户新增人民币存款减少 1.11 万亿元，同期非银行金融机构人民币存款大幅增长 2.14 万亿元。非银存款即非银行业金融机构存款，一般包括证券、信托、理财、基金等非银机构存放在银行的存款。一方面，居民通过银证转账直接入市，证券保证金存款在非银金融机构口径下暴增；同时通过申购股票型基金、混合型基金或含权益的银行理财，这些资金最终也体现在非银存款科目。

观点一：储蓄存款搬家现象，本质上是居民进行资产配置动态调整的结果；在利率持续下行及资本市场不断完善的背景下，居民从原来的极度风险厌恶型逐渐提高风险偏好，加大了风险资产配置力度。

2024 年 12 月 30 日，我们发布了《2025 年 A 股年度策略报告》，我们构建了一个风险偏好的观察指

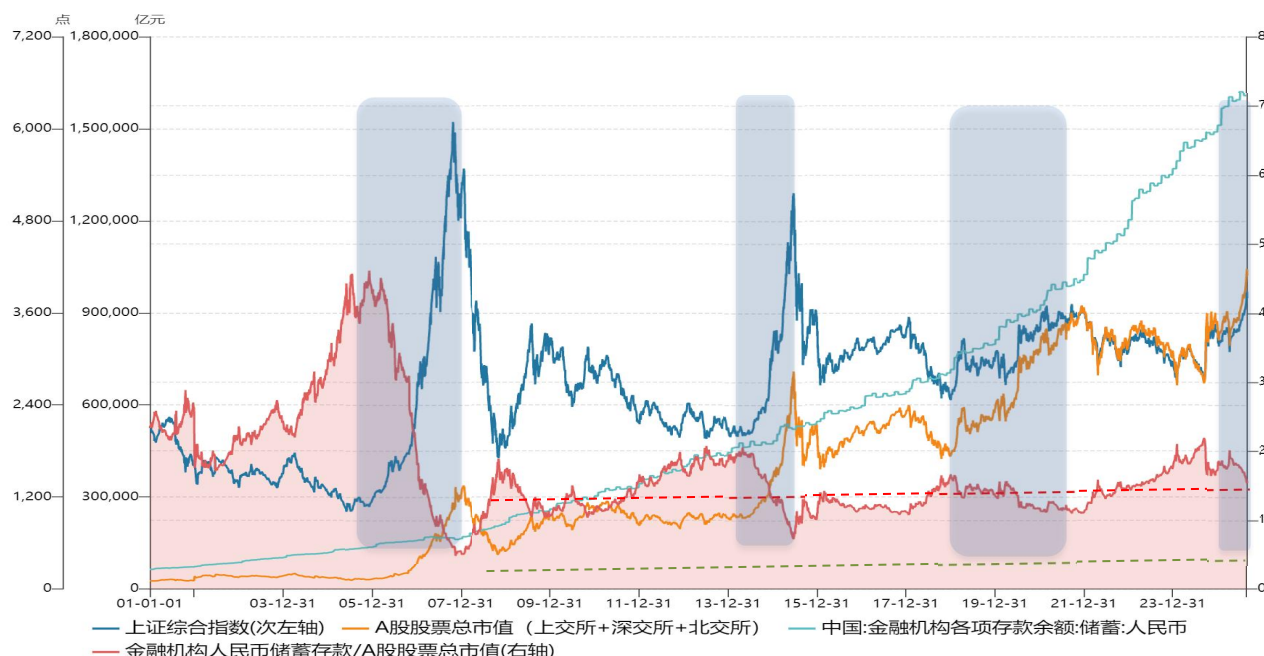
标——个人存款/沪深 A 股总市值比值。2010 年以后，个人存款/沪深 A 股总市值比值进入了相对稳定的波动范围，主要在 1.0-2.0 倍之间波动。上证指数的主要低点区域，对应该比值在 2.0 倍附近，表明市场避险情绪严重，居民增配安全性资产减配高风险资产；指数的主要高点区域，该比值在 1.0 附近，表明市场风险偏好高企，显著增配高风险资产。

2024 年的两次重要低点，2 月 5 日上证指数 2702 点，个人存款/沪深 A 股总市值比值为 2.13；9 月 13 日上证指数 2704 点，该比值 2.21，此后均迎来重要的中期行情。2024 年 12 月 27 日，个人存款/沪深 A 股总市值比值为 1.72 倍，处在 1-2 倍区间一个中等偏上的位置，意味着居民在资产端减少 A 股配置的空间有限，也即股市下行空间受限。

2025 年 2 月，中国人民银行暂停发布准货币-个人存款，我们将其更新为金融机构口径项下的人民币储蓄存款余额，同时将分母端加入北交所市值，则新的观察指标为人民币储蓄存款余额/沪深北 A 股总市值，与前述指标总体一致。

8 月 27 日，储蓄存款余额/沪深北 A 股总市值为 1.57，6 月 30 日为 1.76，12 月 31 日为 1.73，表明今年市场风险偏好提升及“存款搬家”主要从 7 月份开始。2010 年 1 月 1 日至 2025 年 8 月 27 日，该比值最大值为 2.19，最小值为 0.74，平均值为 1.44，当前比值距离平均值约有 8% 空间。整体上看，居民端加大风险资产配置比例仍处于初始阶段，这意味着后市若有优质资产调整，将增加居民逢低配置的吸引力，从而使指数整体调整力度呈温和态势。

图表 43 储蓄存款余额/沪深北 A 股总市值 自高位回落，显示市场风险偏好逐步抬升



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

居民端资产配置再平衡与证监会巩固资本市场回稳向好势头形成良性循环。8月29日，证监会召开“十五五”资本市场规划专家学者座谈会。证监会主席吴清强调，持续巩固资本市场回稳向好势头，不断增强市场的吸引力和包容性，积极倡导长期投资、价值投资、理性投资理念。

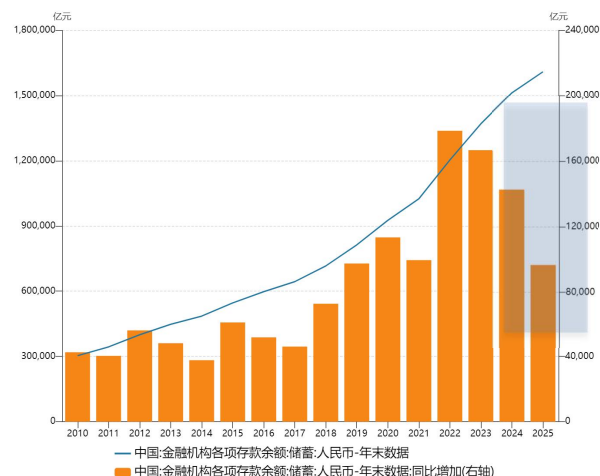
观点二：储蓄存款余额/年度社会消费品零售总额比值创历史新高，辩证地看，过去数年储蓄的当期节约，为未来消费复苏奠定了坚实的物质基础。

2018年以来，随着中美贸易博弈不断深化，居民避险意识增强，储蓄存款持续攀升。2019年至2024年，年均储蓄增量达到13.27万亿元，是2015至2018年均增量（5.77万亿元）的一倍以上；2025年7月，储蓄存款当年累计增量达9.66万亿元。2024年，储蓄存款余额达到151.25万亿元，比2018年余额翻了一倍有余。

同期，2019年至2024年社会消费品零售总额算术平均增速下降至4.6%，不到2015年至2018年平均增速（10.0%）的一半；即居民端通过压缩即期消费，从而带来储蓄存款大幅增长。辩证地看，近八年来居民端压缩消费支出从而带来储蓄的高速增长，为资本市场储备了丰富的资金来源，也为未来消费复苏奠定了坚实的物质基础。

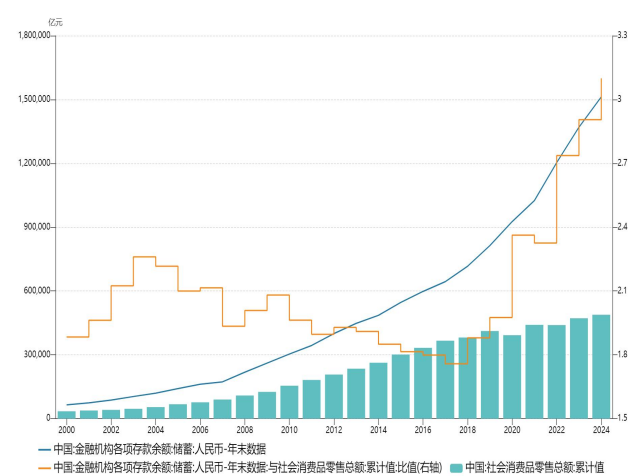
储蓄与消费的变化关系，我们继续观察一个指标——储蓄存款余额/年度社会消费品零售总额，2024年比值为3.1，升至历史新高，意味着居民端银行存款余额拥有3.1元，当年愿意支付1元用于消费，当年消费总额占二者（银行存款余额+当年消费总额）的比例仅为24.4%；这一比值2019年为1.98，2000年至2019年均值为1.97，当年消费总额占二者的比例约为33.6%。若不确定性因素逐渐消减，可以预见，居民端将会减少储蓄，释放挤压多年的消费动能；退一步讲，若环境不确定性因素未发生明显变化，安全资产（储蓄存款）不可能无限扩张其占比，随着储蓄存款余额多年的显著增长，居民端的即期消费也有望出现回升态势。

图表 44 储蓄存款年度余额与年度增量（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2025 年为 1-7 月累计

图表 45 储蓄存款余额/年度社零消费总额创历史新高



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

观点三：政策端加力提振消费

过去几年，政策端持续强调科技创新，把发展新质生产力放在政策的优先位置，随着我国科技创新细分领域的持续突破，中国科技企业的盈利能力与资本市场逐渐形成了显著的正循环效应。不过，消费端仍然表现不足，内需有待提振。

7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作时强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。

会议指出，要坚定不移深化改革。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合发展。

从新华网公布的会议新闻通稿看，对于提振消费，用词为“强调”；对于科技创新，用词为“指出”，由此可见，接下来的政策重点或在于推进与复苏消费。

消费的重点方向，建议关注三个方向：

一是科技型产品消费。7月28日，全国工业和信息化部召开会议部署下半年工作，会议指出，要落实扩大内需战略，制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案，加快人工智能终端、超高清视频、智能穿戴、无人机等技术开发和应用推广。

二是新型消费。典型代表是泡泡玛特（此处仅为新型消费举例，并非标的推荐）。泡泡玛特的消费行为并不只是简单的“买玩具”，而是一种高度可变现的情绪经济。这种情绪消费的可贵之处在于，它不受经济周期直接影响，甚至在经济下行时反而成为“低价慰藉品”。同时，Labubu在东南亚的爆火显示，情绪消费无文化壁垒，IP的情感连接可跨国界复制，如美国迪士尼乐园可全球化复制。

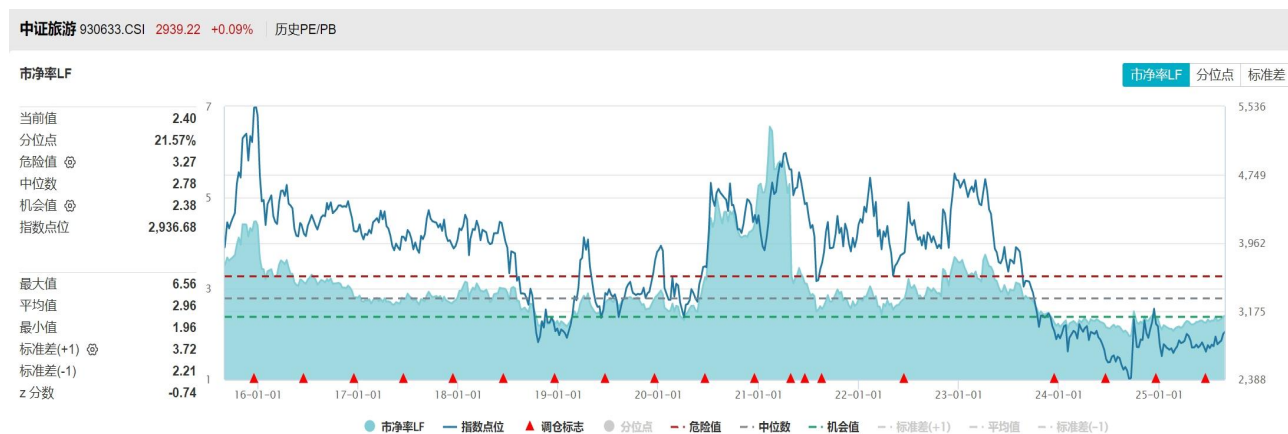
三是服务型消费。今年以来，政策端持续对提振消费进行顶层设计，并发布具体的实施方案。2月17日，市场监管总局等五部门印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》，方案指出，要改善服务消费品质，创造更多消费场景，健全家政、养老、旅游、购物等民生领域消费信用体系，推行“服务质量监测评价制度”和“优质服务认证”。

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，首次把“服务消费提质惠民行动”列为2025年提振消费的六大专项行动之一。方案指出，要扩大文体旅游消费。深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，创新多元化消费场景。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目，合理延长经营时间，扩大接待规模。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。优化营业性演出、体育赛事和各类大型群众性活动审批流程，安全可控提高可售（发）票数量，严格落实巡演项目首演地内容审核负责制，推行“一次审批、全国巡演”。

8月3日，为优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力，《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》印发。意见指出，要培育壮大新型消费，如数字消费、绿色消费、健康消费；激发改善型消费活力，如文化娱乐消费、旅游消费、体育消费等。

2025 年 8 月 29 日，中证旅游（930633.CSI）市净率 2.40 倍，近 10 年历史分位值 21.57%，处于相对低位水平，建议关注旅游 ETF（159766.SZ）。

图表 46 中证旅游 (930633.CSI)

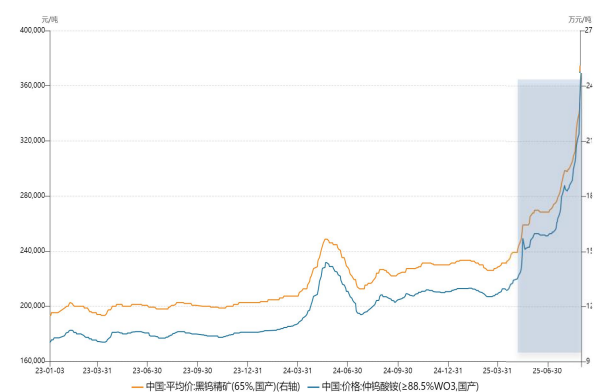


资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

4) 钨、稀土价格加速上行

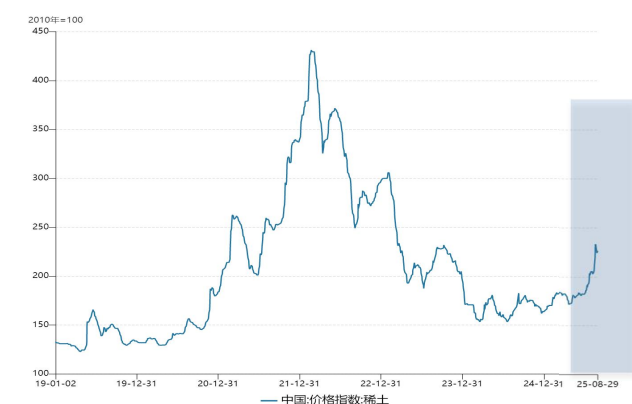
8 月 29 日，黑钨精矿（65%，国产）平均价报收 25.10 万元/吨，比 2024 年末（14.25 万元/吨）上涨 10.85 万元或 76.1%，其中 7 月当月上涨 5.70 万元；仲钨酸铵（WO₃≥88.5%，国产）市场价报收 37.03 万元/吨，比 2024 年末（21.06 万元/吨）上涨 15.97 万元或 75.8%，其中 8 月上涨 8.44 万元。8 月 29 日，中国稀土价格指数报收 225.10 点，比上月末大涨 10.0%，比上年末（163.80 点）上涨 37.4%。

图表 47 钨价近两年持续攀升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 48 中国稀土价格指数处于历史底部区域



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：

厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：

深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：

上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：

北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1 (B) 1001-05A