

系好安全带，车速会很快

相关研究报告

<<调整基石，新高可期>>--2025-08-11

<<破云>>--2025-07-29

<<窄门 2>>--2025-07-25

<<窄门 1>>--2025-07-11

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

当前 A 股的定价因子是分子端的流动性与风偏，而非分子端的盈利。

7 月经济数据反映出分子端的弱基本面现实。工业增加值、社零以及地产投资较 6 月进一步下降，体现出生产、消费、投资的走弱；社融与信贷分化，其中社融增长主要由政府债券支撑，居民与企业中长期贷款大幅下滑，反映出居民与企业需求偏弱，需求主要由政府端支持。我们认为**资金流入→指数上涨→赚钱效应↑→风偏↑的正反馈循环是 A 股持续上涨的主因，短期内 A 股仍将延续上涨动能，直至上证 50、沪深 300 两个涨幅相对落后的指数突破去年 10 月 8 号以来的高点。**主要原因有：

1) 散户入场在提速，且存在较大空间。7 月 A 股开户数量为 196.36 万户，环比上涨 19.27%，同比上涨 70.54%，反映居民在加速入场。同时开户数量较历史极端值存在较大差距，15 年 6 月以及去年 10 月指数达到阶段高点的阶段，单月新增开户数量分别位 711.81、684.68 万户，远高于 7 月水平，散户入场远未结束。

2) 居民存款搬家或许刚刚开始，居民存款/A 股市值有较大下行空间。7 月非银金融机构存款大增 2.14 万亿，在当前理财产品收益率持续下滑背景下，A 股赚钱效应下对居民吸引力增强，以居民存款/A 股市值衡量居民存款搬家的速度看，当前这一数值为 1.7，14-15 年以及 20-21 年趋势性行情下对应的低点分别为 0.83、1.12。

3) 两融占比处于历史健康水平，增长空间仍存。杠杆资金是当前市场重要的增量资金，截至 8 月 21 日两融资金已至 2.15 万亿，创历史新高。但从两融占比 A 股流动市值比看，这一数值仅为 2.3%，远比 15 年 4.72% 的历史峰值低，处于 14 年以来 50% 的历史分位水平。

4) 反映 A 股短期情绪的股指期货波动率较极端乐观水平仍有很大距离。沪深 300 股指与中证 1000 股指波动率在指数加速上涨下，上周开始出现上行，但从数值看，沪深 300 VIX 与中证 1000 VIX 当前分别为 21.26、28.15，仅为去年 924 行情高点的 44.56、53.03 的一半左右，并未达到极端水平。

5) 鲍威尔在杰克孙霍尔会议的鸽派发言提振 9 月降息预期，全球流动性宽松的预期下将进一步提振 A 股风险偏好。

配置上，继续参考《窄门 2》。

鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议上为降息打开大门，全球风险资产共振上行，音乐派对即将进入高潮，尽情享受派对的同时，保持三分清醒，莫要“贪杯喝醉”。过去两周 Jackson Hole 会议的预期是市场交易的重点，会议召开前市场预期普遍偏鹰派论调，理由包括鲍威尔捍卫美联储独立性、近期通胀相关数据抬头等。但事实是在会议上鲍威尔以超预期的鸽派论调为多头保驾护航，Fed Put 回归下全球风险资产共振上涨。

从鲍威尔的发言内容来看，就业方面关注下行风险，通胀方面则解读为短暂和单次的，这意味着在美联储的双重目标上，严重关切就业市场可能发生的疲软，对通胀上行的容忍度较高，也即宽松的门槛极低，而收紧的门槛极高，这与我们此前在《调整基石，新高可期》中观点相一致。具体来看：对就业其描述称“虽然劳动力市场处于平衡状态，但是由劳动力供给和需求双放缓所致，这表明就业的下行风险正在上升。如果这些风险实现，急剧增加裁员和失业率大幅上升的情形将迅速出现。”对通胀其描述称“合理的基准情景是，这些影响将是相对短暂的，价格水平是单次转变。”对于通胀可能更持久的情况，其列举了两个例子，并阐述了通胀更持久出现可能性不大的原因：例子一：工人看到实际收入因价格上涨而下降，从而要求更高的工资补偿，引发工资和价格的动态上涨。但由于劳动力市场并不十分紧张且下行风险日益增加，这种事情发生的可能性不高。例子二：通胀预期上升并引发实际通胀上行。但通胀已超过目标四年多，且家庭和企业仍在关注的情况下，长期通胀预期仍锚定较好，未偏离 2% 的长期通胀目标。总体上看，这是一份极为鸽派的发言，市场也快速对此进行了定价，美债市场牛平，风险资产大幅上行。

以交易者的视角来看，这份声明和解读与一份 Fed Put 的保证无异，这将推升市场的风险偏好，并使得未来的通胀和期限溢价有大幅抬升的风险（5 年盈亏平衡通胀率已经上行），但短期来看先享受当下的派对无疑是每个交易员的选择，至于未来通胀的灰犀牛，以后到眼前了再说。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、	政策与资金下的牛市仍有空间	5
二、	Jackson Hole 为多头保驾护航，多头派对即将进入高潮	8
三、	风险提示	9

图表目录

图表 1: 7 月工增、社零、地产继续走弱	6
图表 2: 7 月社融增长主要由政府债券支持	6
图表 3: 7 月居民与企业中长期贷款大幅下降	6
图表 4: 7 月居民存款向非银金融机构搬家	6
图表 5: A 股成交额与换手率进一步上升	6
图表 6: 7 月开户数上升，但较历史峰值有距离	6
图表 7: 居民存款搬家仍有很大空间	7
图表 8: 当前两融占 A 股流动市值比处于历史中等水平	7
图表 9: 沪深 300 与 1000 股指 VIX 较极端乐观值仍有很大距离	7
图表 10: 美债市场牛陡暗示强烈的宽松预期	9
图表 11: 中期盈亏通胀跳升暗示未来通胀上行风险	9

一、政策与资金下的牛市仍有空间

当前 A 股的定价因子是分母端的流动性与风偏，而非分子端的盈利。7 月经济数据反映出分子端的弱基本面现实。工业增加值、社零以及地产投资较 6 月进一步下降，体现出生产、消费、投资的走弱；社融与信贷分化，其中社融增长主要由政府债券支撑，居民与企业中长期贷款大幅下滑，反映出居民与企业需求偏弱，需求主要由政府端支持。我们认为**资金流入→指数上涨→赚钱效应↑→风偏↑**的正反馈循环是 A 股持续上涨的主因，短期内 A 股仍将延续上涨动能，直至上证 50、沪深 300 两个涨幅相对落后的指数突破去年 10 月 8 号以来的高点。主要原因有：

1) 散户入场在提速，且存在较大空间。7 月 A 股开户数量为 196.36 万户，环比上涨 19.27%，同比上涨 70.54%，反映居民在加速入场。同时开户数量较历史极端值存在较大差距，15 年 6 月以及去年 10 月指数达到阶段高点的阶段，单月新增开户数量分别位 711.81、684.68 万户，远高于 7 月水平，散户入场远未结束。

2) 居民存款搬家或许刚刚开始，居民存款/A 股市值有较大下行空间。7 月非银金融机构存款大增 2.14 万亿，在当前理财产品收益率持续下滑背景下，A 股赚钱效应下对居民吸引力增强，以居民存款/A 股市值衡量居民存款搬家的速度看，当前这一数值为 1.7，14-15 年以及 20-21 年趋势性行情下对应的低点分别为 0.83、1.12。

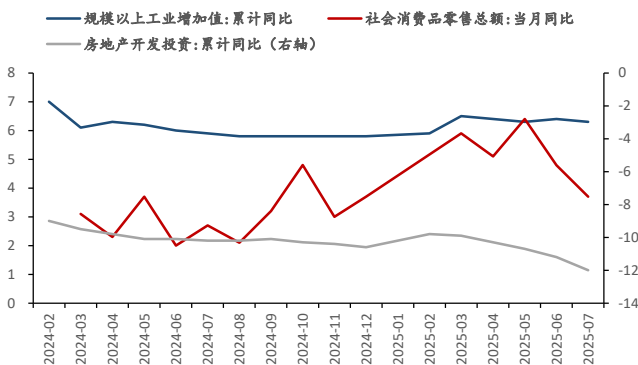
3) 两融占比处于历史健康水平，增长空间仍存。杠杆资金是当前市场重要的增量资金，截至 8 月 21 日两融资金已至 2.15 万亿，创历史新高。但从两融占比 A 股流动市值比看，这一数值仅为 2.3%，远比 15 年 4.72% 的历史峰值低，处于 14 年以来 50% 的历史分位水平。

4) 反映 A 股短期情绪的股指期货波动率较极端乐观水平仍有很大距离。沪深 300 股指与中证 1000 股指波动率在指数加速上涨下，上周开始出现上行，但从数值看，沪深 300 VIX 与中证 1000 VIX 当前分别为 21.26、28.15，仅为去年 924 行情高点的 44.56、53.03 的一半左右，并未达到极端水平。

5) 鲍威尔在杰克孙霍尔会议的鸽派发言提振 9 月降息预期，全球流动性宽松的预期下将进一步提振 A 股风险偏好。

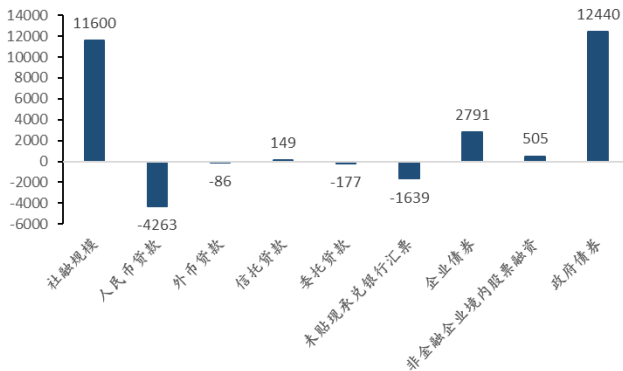
配置上，继续参考《窄门 2》。

图表1：7月工增、社零、地产继续走弱



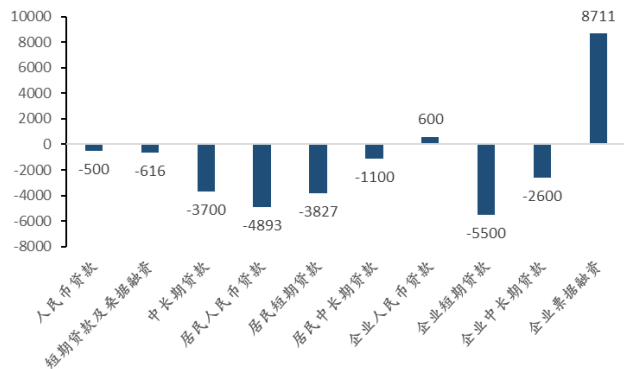
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表2：7月社融增长主要由政府债券支持



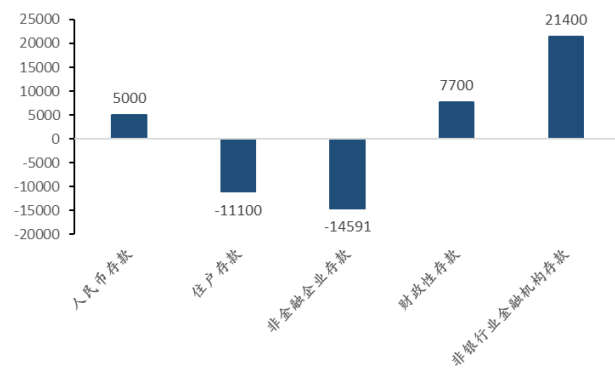
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表3：7月居民与企业中长期贷款大幅下降



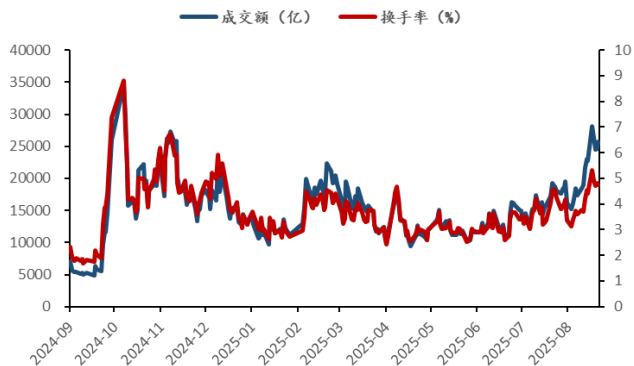
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表4：7月居民存款向非银金融机构搬家



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表5：A股成交额与换手率进一步上升



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表6：7月开户数上升，但较历史峰值有距离



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表7：居民存款搬家仍有很大空间



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：当前两融占A股流动市值比处于历史中等水平



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表9：沪深300与1000股指VIX较极端乐观值仍有很大距离



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

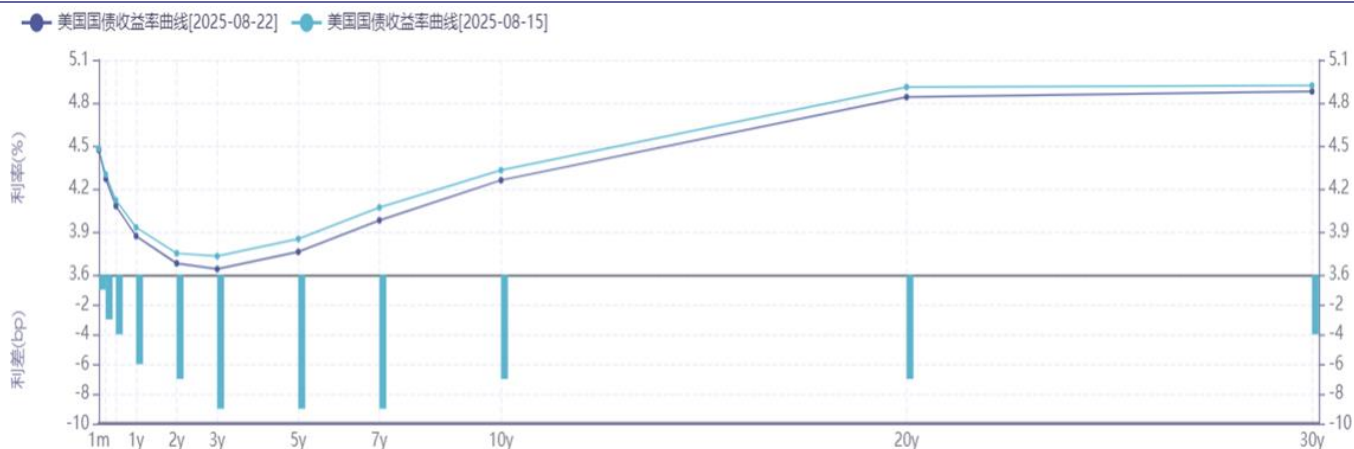
二、 Jackson Hole 为多头保驾护航，多头派对即将进入高潮

鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议上为降息打开大门，全球风险资产共振上行，音乐派对即将进入高潮，尽情享受派对的同时，保持三分清醒，莫要“贪杯喝醉”。过去两周 Jackson Hole 会议的预期是市场交易的重点，会议召开前市场预期普遍偏鹰派论调，理由包括鲍威尔捍卫美联储独立性、近期通胀相关数据抬头等。但事实是在会议上鲍威尔以超预期的鸽派论调为多头保驾护航，Fed Put 回归下全球风险资产共振上涨。

从鲍威尔的发言内容来看，就业方面关注下行风险，通胀方面则解读为短暂和单次的，这意味着在美联储的双重目标上，严重关切就业市场可能发生的疲软，对通胀上行的容忍度较高，也即宽松的门槛极低，而收紧的门槛极高，这与我们此前在《调整基石，新高可期》中观点相一致。具体来看：对就业其描述称“虽然劳动力市场处于平衡状态，但是由劳动力供给和需求双放缓所致，这表明就业的下行风险正在上升。如果这些风险实现，急剧增加裁员和失业率大幅上升的情形将迅速出现。”对通胀其描述称“合理的基准情景是，这些影响将是相对短暂的，价格水平是单次转变。”对于通胀可能更持久的情况，其列举了两个例子，并阐述了通胀更持久出现可能性不大的原因：例子一：工人看到实际收入因价格上涨而下降，从而要求更高的工资补偿，引发工资和价格的动态上涨。但由于劳动力市场并不十分紧张且下行风险日益增加，这种事情发生的可能性不高。例子二：通胀预期上升并引发实际通胀上行。但通胀已超过目标四年多，且家庭和企业仍在关注的情况下，长期通胀预期仍锚定较好，未偏离 2% 的长期通胀目标。总体上看，这是一份极为鸽派的发言，市场也快速对此进行了定价，美债市场牛平，风险资产大幅上行。

以交易者的视角来看，这份声明和解读与一份 Fed Put 的保证无异，这将推升市场的风险偏好，并使得未来的通胀和期限溢价有大幅抬升的风险（5 年盈亏平衡通胀率已经上行），但短期来看先享受当下的派对无疑是每个交易员的选择，至于未来通胀的灰犀牛，以后到眼前了再说。

图表10：美债市场牛陡暗示强烈的宽松预期



图表11：中期盈亏平衡通胀率跳升暗示未来通胀上行风险



三、风险提示

1. 贸易冲突加剧；
2. 国内政策不及预期；
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。