

总量双周报：慢牛行情逐步强化

2025 年 8 月 21 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	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001

主要观点：

宏观：7 月 CPI 数据进一步印证前期消费数据企稳回升的有效性。自今年 2 月以来，7 月 CPI 同比（0.1%，前值 0%）连续两个月非负。核心通胀同比（0.8%，前值 0.7%）进一步扩张，持续 5 个月稳定在 0.5% 上方，已稳定超过 2023 年下半年到 2024 年上半年的平均水平，低通胀环境得到有效的小幅改善。

生产方面，景气度边际小幅回落，出口略超预期。受关税风险下降推动，出口订单 PMI 在经历短暂剧烈下行后，5-6 月显著回升（47.7），7 月略有回落（47.1）。制造业 PMI（49.3，前值 49.7）和新订单指数（49.4，前值 50.2）均有所回落，制造业 PMI 继续停留在收缩区间。7 月出口累计同比（6.1%，前值 5.9%）略超预期，仍维持在相对高位区间；同时进口累计同比（-2.7%，前值 -3.8%）同步改善。考虑到抢出口以及去年下半年出口高基数，下半年出口同比或略低于上半年，但回落幅度可能不大。

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。

策略：后市首先剑指 4000。在年度策略里，我们提出今年是结构性慢牛行情的判断，高点在 3800 附近，在中期策略里，我们对行情判断做出重大修改，提出 3400 点是行情新起点，A 股将会步入一轮中长期慢牛，市场走到目前阶段远未结束，居民存款搬家的空间仍然十分巨大，经济未来进入新一轮复苏周期的时间节点可能也不会太远，同时，资本市场制度性红利不断显现，上市公司质量稳步提升，新质生产力含量不断提升，市场有望出现业绩与指数共振的中长期趋势。从短期来看，市场有望剑指 4000 点整数关口，进而强化中期慢牛的宏大叙事，同时有望进一步激活场外资金对 A 股的配置热情，从更长的维度看，我们相信中国股票市场会创出新的高度。

配置方向当前以大科技为主。A 股在牛市中的热点切换与当时产业发展息息相关，尤其是涨幅居前的几个行业都是当时经济发展最大的动力引擎，本轮行情最核心的产业引擎就是人工智能，以大模型、算力及应用为代表的产业发展为全球经济提供了革命性的动力，因此，在大金融搭好台之后，大科技为代表的新质生产力将是未来一段时期的核心板块，随着以 AI、机器人、军工、创新药等领域景气度不断提升，市场对估值的容忍度将会大幅提升，建议短期仍以大科技为主。同时，以保险、券商为代表的非银板块有望成为牛市中最具备趋势性攻击弹性的板块，具有十分巨大的配置价值，建议投资者超配保险和券商板块，以持有策略享受中期牛市红利。从以往行情演绎和经济复苏节奏来看，周期性板块一般在科技股表现之后有望成为下一个核心热点，虽然中国经济已经从旧动能向新动能转化，但从份额和体量来看，周期性板块仍具备引领市场指数的能力，尤其是与新质生产力产生关联的领域值得重点关注。

固收：由于通胀预期抬升而非货币政策根本性转向推动利率回调的概率不大。在需求侧政策仍待发力的情况下，PPI 回升持续性尚待确认，PPI 向 CPI、核心 CPI 传导情况亦待验证。在物价未稳定回升、经济恢复基础尚不牢固的情况下，货币政策仍将坚持支持性立场，货币政策转向言之尚早。当前来看，基本面和资金面仍对债市构成利好，反内卷深化或增加债市赔率但不决定胜率，利率大幅回调概率不大。中短期，我们维持债市区间震荡的观点。商品、权益市场较好表现或使债市面临一定调整，但风险相对释放后可考虑加大配置。

证券：交易活跃度保持高位，证券板块投资价值修复有望持续

近两周沪深京三市日成交额高位波动，除个别交易日外均维持在 1.7-1.8 万亿区间；两融余额亦稳步上行，升至 2 万亿之上。交易活跃度提升叠加投资者加杠杆意愿上升，流动性改善预期更加确定，赚钱效应的逐步显现亦有利于增量资金的持续进场，市场层面的诸多积极变化对证券行业业绩和估值构成实质性利好。经营层面，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，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：保险股长期价值+高股息投资逻辑持续

考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响。同时，在人身险产品预定利率下调后，短期内险企负债端表现可能出现较大波动。相较之下，投资端方面对险企投资价值增长的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对优质企业的投资力度加大，投资周期拉长，价值投资属性显现，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场波动对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过投资甚至举牌高股息价值型上市公司等方式，有望持续降低权益资产收益波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、流动性风险。

目 录

1. 宏观：融资有所好转，生产盈利尚需时间	4
2. A 股策略：慢牛行情逐步强化	4
3. 债券：反内卷深化或增加债市赔率，利率回调仍需持续关注价格指标	5
4. 非银	5
相关报告汇总	7

1. 宏观：融资有所好转，生产盈利尚需时间

国内：7月CPI数据进一步印证前期消费数据企稳回升的有效性。自今年2月以来，7月CPI同比（0.1%，前值0%）连续两个月非负。核心通胀同比（0.8%，前值0.7%）进一步扩张，持续5个月稳定在0.5%上方，已稳定超过2023年下半年到2024年上半年的平均水平，低通胀环境得到有效的小幅改善。

生产方面，景气度边际小幅回落，出口略超预期。受关税风险下降推动，出口订单PMI在经历短暂剧烈下行后，5-6月显著回升（47.7），7月略有回落（47.1）。制造业PMI（49.3，前值49.7）和新订单指数（49.4，前值50.2）均有所回落，制造业PMI继续停留在收缩区间。7月出口累计同比（6.1%，前值5.9%）略超预期，仍维持在相对高位区间；同时进口累计同比（-3.7%，前值-3.8%）同步改善。考虑到抢出口以及去年下半年出口高基数，下半年出口同比或略低于上半年，但回落幅度可能不大。

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：国内经济数据不及预期，内外部政策风险，地缘风险。

2. A股策略：慢牛行情逐步强化

慢牛行情逐步强化。市场突破3400点之后，指数出现了明显的趋势性慢牛走势，市场近期成交显著活跃，场外增量资金明显加快入场步伐，市场对慢牛行情的认可程度开始逐步强化。首先，利率持续下行背景下，居民投资股票市场的意愿逐步提升，尤其是大量银行理财到期后，在股票市场持续向好的情况下，持续流入股票市场的可能性较大，在实体经济相对疲弱的情况下，实体投资意愿较弱，股票市场成为较好的选择，两融数据显示场外资金入市情绪较为高涨。其次，从政策层面来看，在7月经济数据整体偏弱势的状况下，维持宽松货币环境，积极加大财政托底力度，促进消费政策逐步落地，随着9月美联储降息预期落地，未来中美等经济体共振机会增加，基本面有望在4季度迎来改善，未来行情由虚向实过渡为慢牛行情提供中期发展基础。再次，从市场层面来看，指数维持小步慢跑的节奏，市场成交释放较为温和，市场呈现出结构性的特点，前期以银行等为代表的大金融稳定住指数，带动市场突破3400点区间震荡压力位，确立了新一轮慢牛行情的基调，其后，市场核心转变为以大科技和高端制造为代表的新动能方向，同时叠加反内卷政策效应和以大工程为代表的大项目基建投资效应，改善传统投资链行业供需失衡的局面，市场围绕几个主线反复切换，维持市场较好的赚钱效应，有利于吸引各路资金参与。

后市首先剑指4000。在年度策略里，我们提出今年是结构性慢牛行情的判断，高点在3800附近，在中期策略里，我们对行情判断做出重大修改，提出3400点是行情新起点，A股将会步入一轮中长期慢牛，市场走到目前阶段远未结束，居民存款搬家的空间仍然十分巨大，经济未来进入新一轮复苏周期的时间节点可能也不会太远，同时，资本市场制度性红利不断显现，上市公司质量稳步提升，新质生产力含量不断提升，市场有望出现业绩与指数共振的中长期趋势。从短期来看，市场有望剑指4000点整数关口，进而强化中期慢牛的宏大叙事，同时有望进一步激活场外资金对A股的配置热情，从更长的维度看，我们相信中国股票市场会创出新的高度。

配置方向当前以大科技为主。A股在牛市中的热点切换与当时产业发展息息相关，尤其是涨幅居前的几个行业都是当时经济发展最大的动力引擎，本轮行情最核心的产业引擎就是人工智能，以大模型、算力及应用为

代表的产业发展为全球经济提供了革命性的动力，因此，在大金融搭好台之后，大科技为代表的新质生产力将是未来一段时期的核心板块，随着以 AI、机器人、军工、创新药等领域景气度不断提升，市场对估值的容忍度将会大幅提升，建议短期仍以大科技为主。同时，以保险、券商为代表的非银板块有望成为牛市中最具备趋势性攻击弹性的板块，具有十分巨大的配置价值，建议投资者超配保险和券商板块，以持有策略享受中期牛市红利。从以往行情演绎和经济复苏节奏来看，周期性板块一般在科技股表现之后有望成为下一个核心热点，虽然中国经济已经从旧动能向新动能转化，但从份额和体量来看，周期性板块仍具备引领市场指数的能力，尤其是与新质生产力产生关联的领域值得重点关注

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

3. 债券：反内卷深化或增加债市赔率，利率回调仍需持续关注价格指标

上周主要品种利率债收益率不同程度下行，反映出近期政治局会议、中美经贸会谈未超预期，增值税新规发布执行新老划断对债券定价中枢影响有限，债市悲观情绪有所修复。但近期反内卷政策深化，各行业响应“反内卷”，叠加促消费政策在逐步打通国内循环，整体有利于通胀预期回升和风险偏好抬升。

根据 2016 年走出通缩、货币政策转向的经验，从时间线上看，2015 年底供给侧改革力度加大，强调“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务；2016 年 2 月，国务院分别发布钢铁和煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见，明确“用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨”、“煤炭用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”；价格指标上，PPI 自 2015 年 12 月触底后呈现持续回升态势。至 2016 年 10 月央行在 3Q16 货币政策执行报告首次出现“注重抑制资产泡沫和防范金融风险”的表述，货币政策由宽松转向收敛，利率市场才出现显著回调。回顾来看，自 2015 年底供给侧改革推进至货币政策根本性转向历时近 1 年。

我们认为仅仅由于通胀预期抬升而非货币政策根本性转向推动利率回调的概率不大。在需求侧政策仍待发力的情况下，PPI 回升持续性尚待确认，PPI 向 CPI、核心 CPI 传导情况亦待验证。在物价未稳定回升、经济恢复基础尚不牢固的情况下，货币政策仍将坚持支持性立场，货币政策转向言之尚早。当前来看，基本面和资金面仍对债市构成利好，反内卷深化或增加债市赔率但不决定胜率，利率大幅回调概率不大。中短期，我们维持债市区间震荡的观点。商品、权益市场较好表现或使债市面临一定调整，但风险相对释放后可考虑加大配置。

风险提示：流动性及资本市场预期外波动，中美关税政策、国内对冲政策超预期影响等。

4. 非银

证券：交易活跃度保持高位，证券板块投资价值修复有望持续

近两周沪深京三市日成交额高位波动，除个别交易日外均维持在 1.7-1.8 万亿区间；两融余额亦稳步上行，升至 2 万亿之上。交易活跃度提升叠加投资者加杠杆意愿上升，流动性改善预期更加确定，赚钱效应的逐步显现亦有利于增量资金的持续进场，市场层面的诸多积极变化对证券行业业绩和估值构成实质性利好。经营层面，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，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：保险股长期价值+高股息投资逻辑持续

考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，~~2025~~ 公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响。同时，在人身险产品预定利率下调后，短期内险企负债端表现可能出现较大波动。相较之下，投资端方面对险企投资价值增长的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对优质企业的投资力度加大，投资周期拉长，价值投资属性显现，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场波动对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过投资甚至举牌高股息价值型上市公司等方式，有望持续降低权益资产收益波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
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
策略普通报告	A股策略周报：扰动增加 趋势依旧	2025-06-16
策略专题报告	2025年A股中期投资展望：A股已站在中长期慢牛的起点	2025-06-13
策略专题报告	总量双周报：指数维持区间震荡	2025-06-05

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。

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。

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。

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	上海
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路瑞丰国际大厦23层
邮编：100033	邮编：200082
电话：010-66554070	电话：021-25102800
传真：010-66554008	传真：021-25102881

深圳
益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526