



A 股策略周报 20250810

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） 分析师：梅锴（执业 S1130525060004）
 mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn meikai@gjzq.com.cn

扰动与主线

融资余额创新高：对市场指示意义不大

本周（2025 年 8 月 4 日至 2025 年 8 月 8 日，下同）融资余额升至 2 万亿，创下 2015 年后新高，杠杆资金的活跃加剧投资者对于本轮“水牛”行情的认知，同时也引发了行情是否阶段性接近顶部的讨论。然而客观而言，随着两融标的不断扩容，融资余额本就存在中枢不断抬升的趋势，事实上两融余额占全 A 流通市值比重始终平稳，相较 2015 年存在不少距离。融资成交额占全 A 交易额比重虽然近期攀升至“924 行情”以来高点（表明当下杠杆资金交易热度确实较高），然而从历史上看，在 2016 年、2020 年 ROE 见底回升阶段，融资融券余额与其占全 A 交易额的比重也都曾出现过明显的抬升，当前杠杆资金买入力量也与彼时相当。因此当下融资交易额的活跃确实是市场情绪提升的重要标志，但并不应该作为对市场“定性”的依据。

中期基本面的路标：盈利修复的图景正在不断清晰

2025 年上半年，在产业链自发的“反内卷”驱动下，制造业生产端的积极性下降与需求侧的强韧性为短周期下的供不应求创造了条件，营收增速持续跑赢库存增速，利润率也因此实现了底部企稳。而 7 月以来随着“反内卷”政策的不断落实与企业执行力度的加强，产业链价格下行的压力同样出现了明显的缓和信号：核心 CPI 持续改善，而 PPI 同比持平，环比降幅出现收敛。值得一提的是，在内需整体依然维持“以稳为主”的政策基调下，外需是核心增量的趋势也同样愈发凸显：在本周公布的 2025 年 7 月进出口数据中，出口韧性继续市场超预期，结构上分类别看直接对美增速下降，而非美国国家增速持续抬升；分品类看机电产品、钢铁等资本品/中间品增速较高。量价拆分来看，2025 年 6 月出口价格指数同比出现 2023 年 5 月以来的首度转正，出口实现量价齐升，全球制造业投资启动+中国供给出清可能构成了本轮盈利修复的基础。中美关税短期不确定性可能依然是扰动，然而中期的主线正在变得清晰。

短期市场模糊期，亦可适当把握复苏前期行业轮动的路径

在盈利见底前夕，市场的行业轮动往往会呈现加速迹象，近期亦呈现类似特征。参考 2016 年与 2020 年两轮经验来看，在复苏前期“高切低”策略存在一定超额收益，然而基于股价位置的高低切效果明显弱于基于估值的高低切；而盈利层面 ROA 变动因子、营收变动因子效果优于 ROE 与净利润，即投资者更为看重的是需求侧的景气修复与资产本身的经营效率/盈利质量的改善。然而本轮行情的特殊之处在于：重视估值与盈利的机构力量定价权弱于过去两轮复苏期，个人投资者力量的重要性相对提升，而其择股偏好可能与机构存在差异。因此在当下短期的轮动行情中，两种策略值得关注：一是需求与资产盈利能力有望率先回升且低估值的细分行业；二为寻找部分股价位置较低的板块个股（尤其是个人投资者关注度较高的行业）。对于前者，我们对当前工业企业口径下 ROA 与营收变化筛选结果映射至申万二级行业，可以得到工业金属、轨交设备、厨电、白电盈利边际改善的同时，估值水平同样处于所有行业的中后位置。对于后者，消费板块是当前滚动 250 日低位股占比相对较高的领域，而在个人投资者关注度相对较高的成长领域，短期滚动 20 日低位股占比较高的行业集中于传媒、券商、计算机等。

中期主线即将浮现

需要指出的是，美国经济数据读数的走弱使得美联储降息条件趋于成熟，而中国房地产景气度的再度下行也同样倒逼了新一轮地产政策的出台，从这一视角来看，当前中外需求的阶段性走弱反而有望在中期视角下孕育需求共振向上的场景。基于当前相对平静的宏观基本面进行“线性外推式”行业配置并不适用于短期行业轮动加速的市场，也并非是中期盈利修复场景中的答案。行业推荐：中期主线维持不变：第一，同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，油和小金属等）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁）。第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注非银金融。第三，短期经济换挡期，可以适当关注行业轮动加速下的低位方向：如家电、酒店餐饮、计算机、传媒等。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、融资余额创新高的指示意义并不高.....	3
2、中期基本面的路标：盈利修复的图景正在不断清晰.....	4
3、短期行业轮动加速，如何顺势而为.....	5
4、无惧波动，积极应对.....	7
5、风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 本周沪深两市两融余额时隔 10 年再度站上 2 万亿.....	3
图表 2： 当前两融标的占比与数目均高于 2015 年.....	3
图表 3： 两融余额占全 A 流通市值比重始终平稳.....	3
图表 4： 2025 年 H1 制造业营收增速持续跑赢库存（%）.....	4
图表 5： 2025 年 H1 制造业销售利润率底部企稳（%）.....	4
图表 6： 7 月核心 CPI 当月同比连续 3 个月改善（%）.....	4
图表 7： 7 月 PPI 当月同比与 6 月份持平（%）.....	4
图表 8： 2025 年 7 月出口韧性继续市场超预期（%）.....	5
图表 9： 中国对非美国出口增速持续抬升（%）.....	5
图表 10： 分品类看机电产品、钢铁等同比增速较高（%）.....	5
图表 11： 2025 年 6 月出口价格指数同比出现转正.....	5
图表 12： 复苏前期高切低策略都曾出现超额收益.....	6
图表 13： 复苏前期市场更为关注 ROA 与营收变动.....	6
图表 14： 本轮个人投资者力量同样不容忽视，是增量资金的重要来源.....	6
图表 15： 盈利层面占优行业筛选.....	7
图表 16： 估值层面行业筛选.....	7
图表 17： 当前行业低位股数目占比较高的行业筛选.....	7
图表 18： 个人投资者关注度较高的行业低位股数目比较.....	7
图表 19： 当前市场对于 9 月美联储降息预期达到 88.9%.....	7
图表 20： 中国房地产景气度下行倒逼了地产政策的出台.....	7



1、融资余额创新高的指示意义并不高

近期市场表现出色，上证指数在本周继续上涨 2.11%，创下年内新高。值得一提的是，本周两融余额时隔 10 年再度站上 2 万亿，融资余额创下 2015 年后新高，杠杆资金的活跃加剧了投资者关于本轮为“水牛”行情的认知，尤其是 2015 年 5 月两融余额突破 2 万亿，仅 17 个交易日后市场便见顶回落，更是引发市场对于本轮上涨行情是否阶段性到了顶部的讨论。

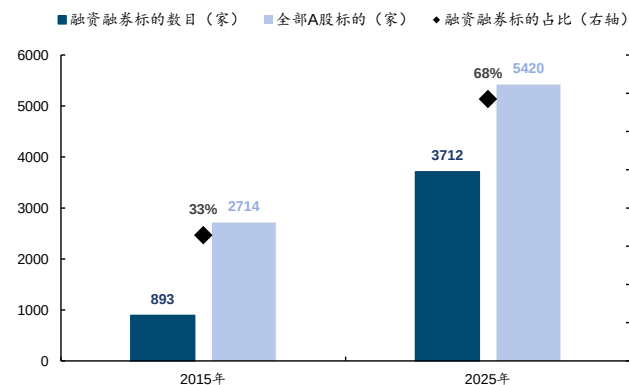
图表1：本周沪深两市两融余额时隔 10 年再度站上 2 万亿



来源：wind，国金证券研究所

客观而言，两融余额创 10 年新高一定程度上表明了当前杠杆资金热度确实较高，融资成交额占全 A 交易额比重近期也创下年内新高。然而需要意识到的是，随着两融标的不断扩容，融资余额天然存在中枢不断抬升的趋势，事实上两融余额占全 A 流通市值比重始终平稳，相较 2015 年存在不少距离。值得一提的是，在 2016 年、2020 年 ROE 见底回升前夕，融资融券余额与其占全 A 交易额的比重也都曾出现过明显的抬升，当前杠杆资金买入力量与彼时相当，且与真正水牛 2014 年至 2015 年相比无论是趋势性或者斜率均有不少距离。因此当下融资交易额的活跃正确的理解应当是盈利修复前期估值驱动行情下资金合力的特征之一（当然相较于过去当前杠杆资金的定价权更强），但是远达不到“水牛行情”的主要驱动力层次，与“水牛”行情与否关系并不大，更不是行情见顶的信号。

图表2：当前两融标的占比与数目均高于 2015 年



来源：wind，国金证券研究所。

图表3：两融余额占全 A 流通市值比重始终平稳



来源：wind，国金证券研究所

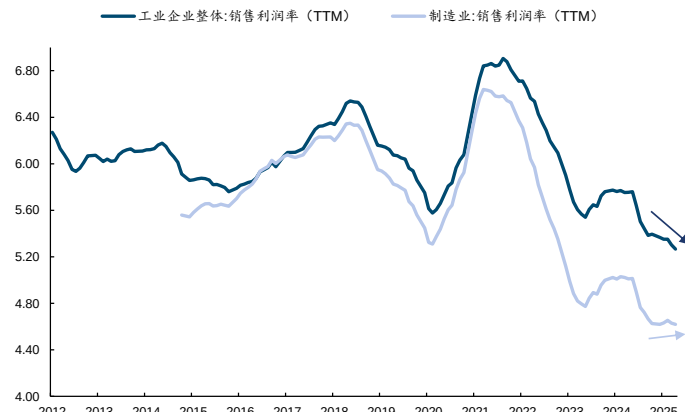
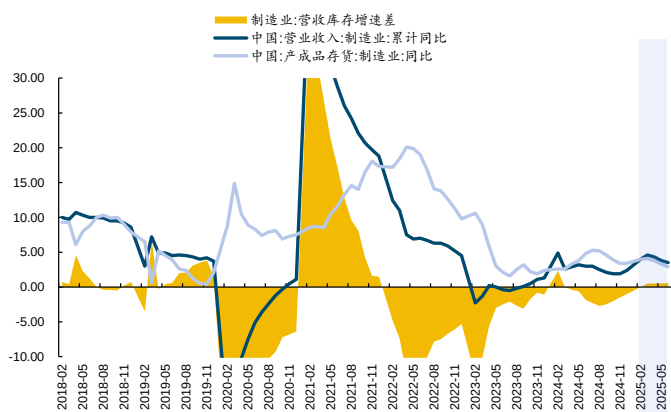


2、中期基本面的路标：盈利修复的图景正在不断清晰

一方面，在企业自发的反内卷驱动下，2025 年上半年制造业生产端景气度回落，营收增速持续跑赢库存增速，并成功实现了利润率的底部企稳。而在 7 月反内卷政策的约束下，价格下行压力同样出现缓和信号：核心 CPI 当月同比连续 3 个月改善，当前已然创下 2024 年 3 月以来新高，环比实现由负转正，增幅同样超出季节性；PPI 当月同比与 6 月份持平，环比降幅收敛 0.2 个百分点。

图表4：2025 年 H1 制造业营收增速持续跑赢库存 (%)

图表5：2025 年 H1 制造业销售利润率底部企稳 (%)

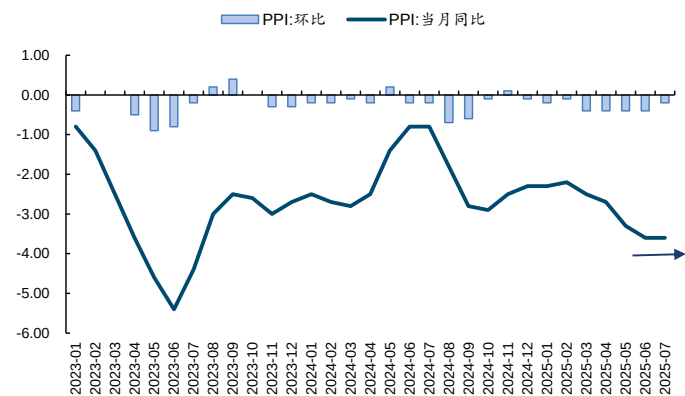
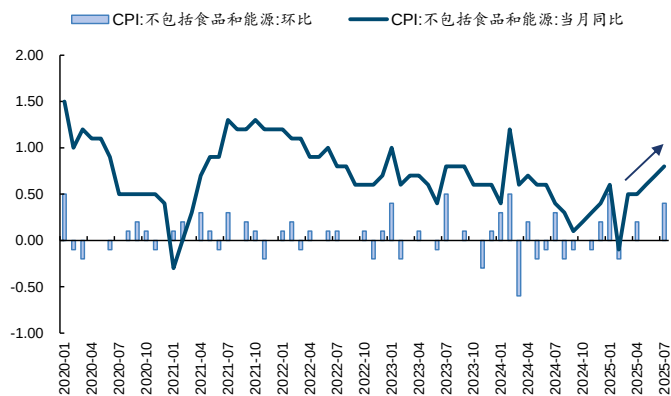


来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

图表6：7 月核心 CPI 当月同比连续 3 个月改善 (%)

图表7：7 月 PPI 当月同比与 6 月份持平 (%)



来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

另一方面，在内需整体依然维持“以稳为主”的政策基调下，外需是核心增量的趋势也愈发凸显：在本周公布的 2025 年 7 月进出口数据中，出口韧性继续超预期，结构上分类别看直接对美增速下降，而非美国国家增速持续抬升；分品类看机电产品、钢铁等资本品/中间品增速较高。值得一提的是，2025 年 6 月出口价格指数同比出现转正，某种意义上而言表明了出海抢份额可能也是应对“反内卷”的重要方案，中美关税短期不确定性可能依然是扰动，然而中期的主线正在变得清晰。

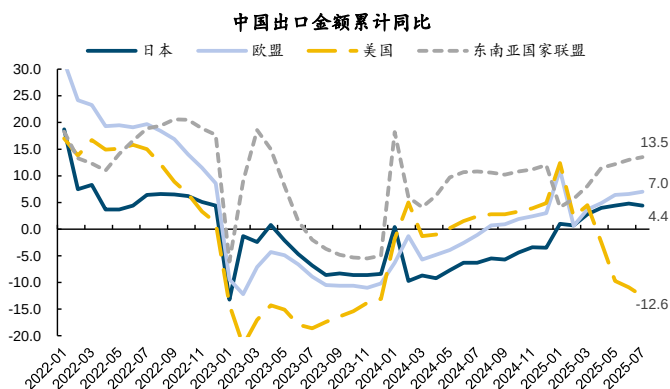


图表8：2025年7月出口韧性继续市场超预期(%)



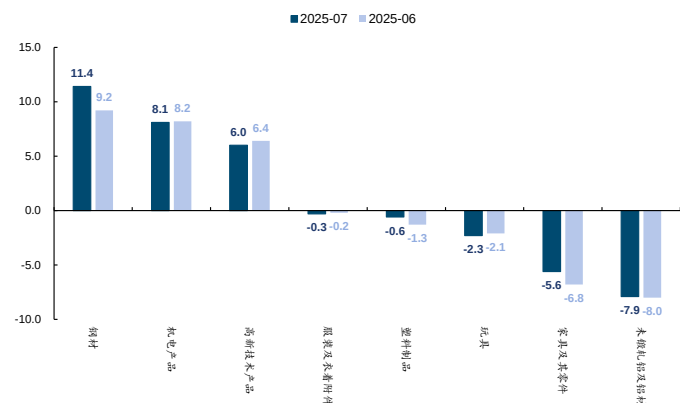
来源: wind, 国金证券研究所

图表9：中国对非美国国家出口增速持续抬升(%)



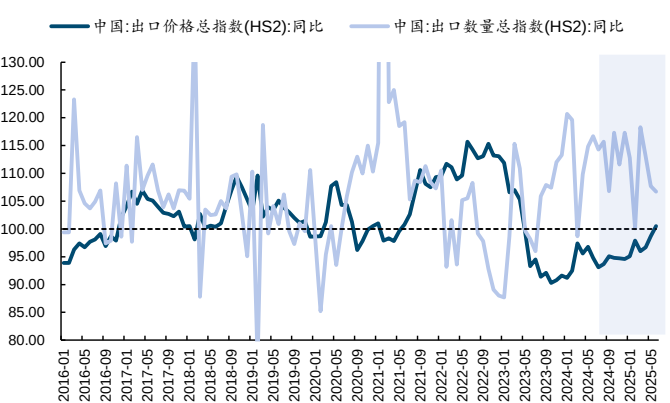
来源: wind, 国金证券研究所

图表10：分品类看机电产品、钢铁等同比增速较高(%)



来源: wind, 国金证券研究所 备注: 钢材、铝材为数量累计同比, 其余为金额累计同比。

图表11：2025年6月出口价格指数同比出现转正



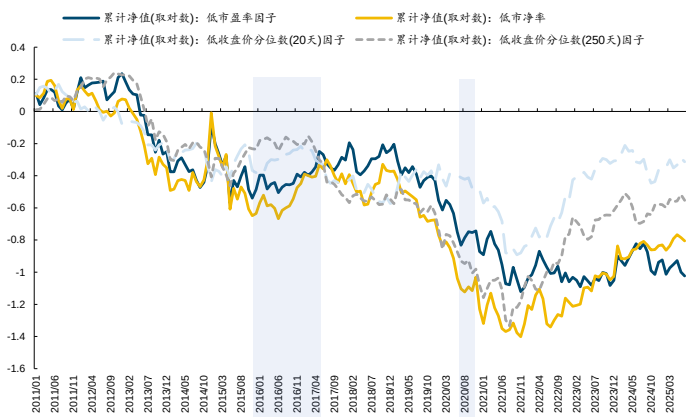
来源: wind, 国金证券研究所

3、短期行业轮动加速，如何顺势而为

上周周报中我们提到，在盈利见底前夕，市场的行业轮动往往会呈现加速迹象，近期亦呈现类似特征，甚至出现了前期表现落后的哑铃策略重新占优的情况。参考2016年与2020年两轮经验来看，在复苏前期“高切低”策略确实存在一定超额收益，然而基于股价位置的高低切效果明显弱于基于估值的高低切；而盈利层面ROA变动因子、营收变动因子效果优于ROE与净利润，即投资者更为看重的是需求侧的景气修复与资产本身的经营效率/盈利质量的改善。

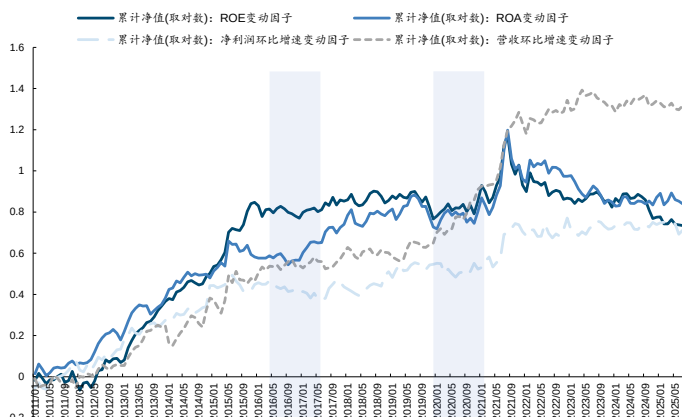


图表12：复苏前期高切低策略都曾出现超额收益



来源：wind，国金证券研究所 备注：1、因子累计净值衡量的是多空组合的表现，2010-12-31 净值取 1；2、构建多空组合的底层资产选用的是申万二级行业。

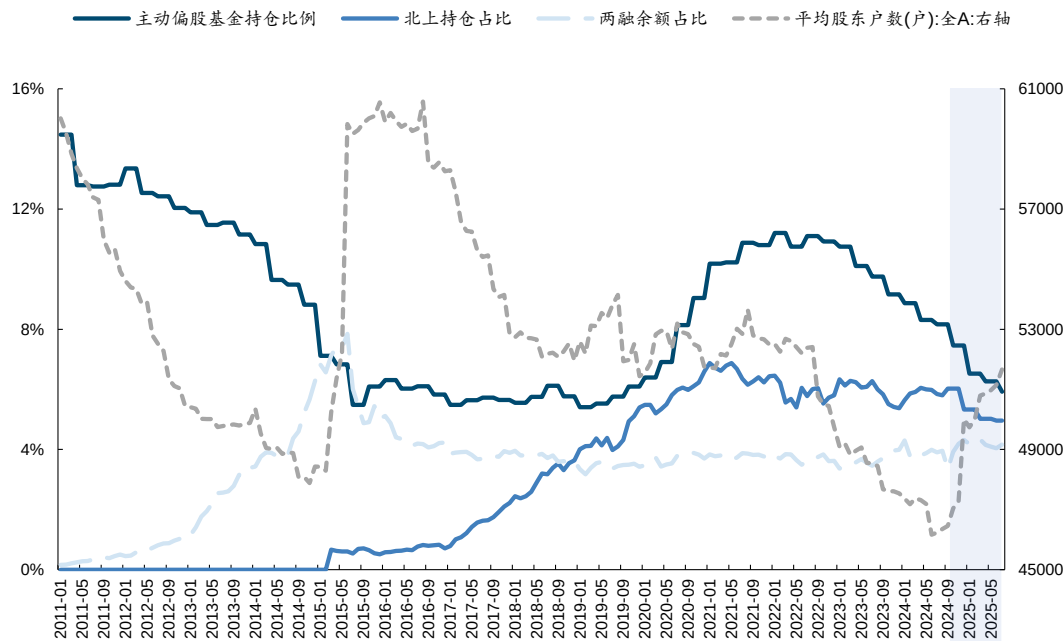
图表13：复苏前期市场更为关注 ROA 与营收变动



来源：wind，国金证券研究所

当然过去两轮复苏期市场重视估值与盈利与机构和北上的定价权相对较强有关，而本轮个人投资者力量同样不容忽视，是增量资金的重要来源，而其择股偏好可能与机构存在差异。因此在当下短期的轮动行情中，两种策略值得关注：首先是需求与资产盈利能力有望率先回升且低估值的细分行业；其次为寻找部分股价位置较低的板块（尤其是个人投资者关注度较高的行业）。对于前者，从 2025 年 H1 工业企业口径下 ROA 与营收变化来看，交通运输设备、有色金属、电气机械和器材、食品、汽车与农副食品加工业的营收与 ROA 正在边际改善，映射到行业指数层面，最终可以看到工业金属、轨交设备、厨电、白电的估值水平无论是 PE 或是 PB 都处于所有二级行业的中后位置。对于后者，消费板块是当前滚动 250 日低位股占比相对较高领域：如白酒、连锁、汽车、家电等；而在个人投资者关注度相对较高的成长领域，短期涨幅高位股占比比较高的行业集中于传媒、券商、计算机等。

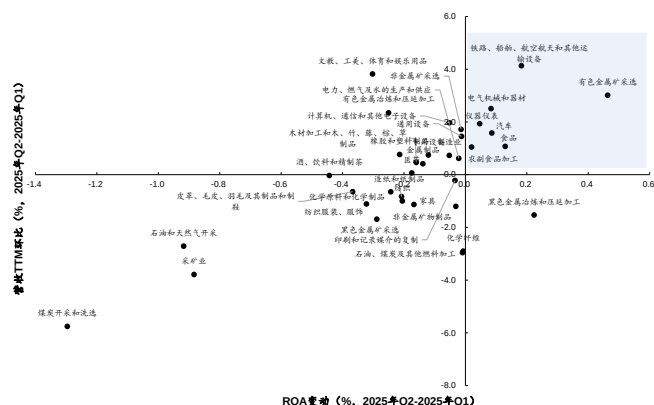
图表14：本轮个人投资者力量同样不容忽视，是增量资金的重要来源



来源：wind，国金证券研究所

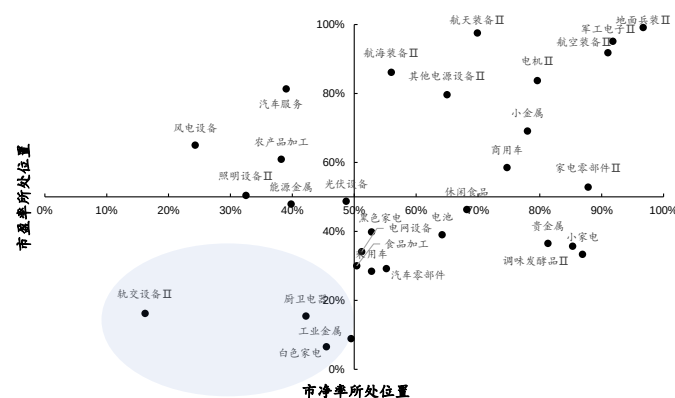


图表15: 盈利层面占优行业筛选



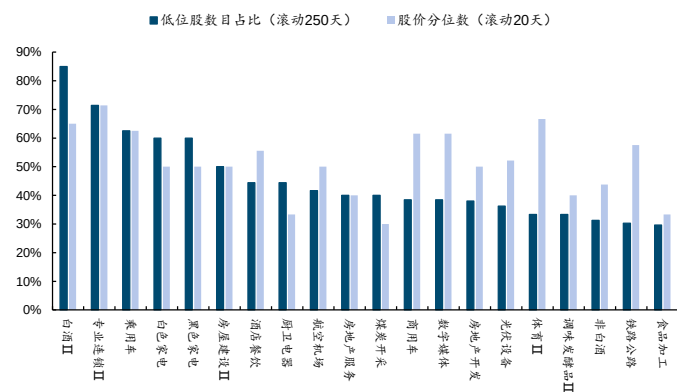
来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 估值层面行业筛选



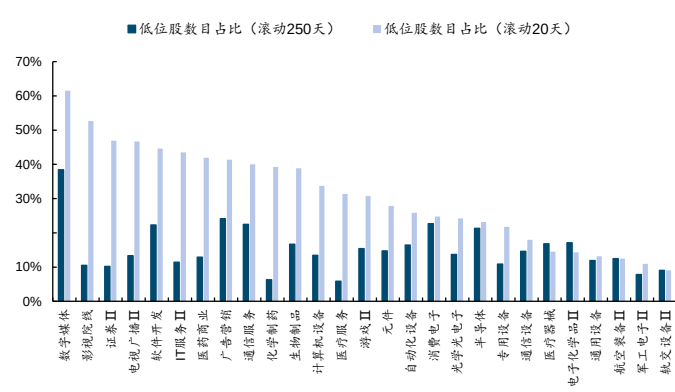
来源: wind, 国金证券研究所备注: 数据截至 2025 年 8 月 8 日。

图表17: 当前行业低位股数目占比较高的行业筛选



来源: wind, 国金证券研究所 备注: 数据截至 2025 年 8 月 8 日收盘价。

图表18: 个人投资者关注度较高的行业低位股数目比较

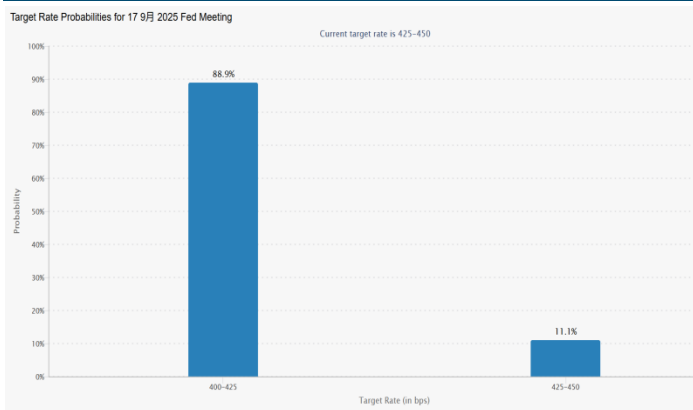


来源: wind, 国金证券研究所备注: 数据截至 2025 年 8 月 8 日收盘价。

4、无惧波动，积极应对

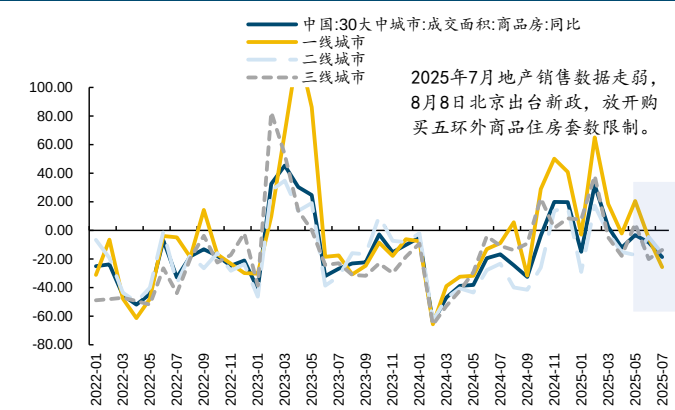
美国经济数据读数的走弱使得美联储降息条件趋于成熟(当前市场对于 9 月美联储降息预期达到 88.9%)，而中国房地产景气度的再度下行也同样倒逼了新一轮地产政策的出台，从这一视角来看，当前中外需求的阶段性走弱反而有望在中期视角下孕育需求共振向上的场景。

图表19: 当前市场对于 9 月美联储降息预期达到 88.9%



来源: CME, 国金证券研究所

图表20: 中国房地产景气度下行倒逼了地产政策的出台



来源: wind, 国金证券研究所

中期推荐主线维持不变: 第一, 同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品(铜、铝)及资本品(工程机械、重卡、叉车), 中间品(钢铁)。第二,



未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注**非银金融**。短期经济换挡期，可以适当关注行业轮动加速下的低位方向：如**家电、酒店餐饮、计算机、传媒**等。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究