

八月配置视点：“反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？

2025 年 08 月 06 日

➤ “反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？

1. 本轮“反内卷”行情与 2015-2018 年供给侧改革存在一定的相似性。上轮供给侧改革行情，上游资源品价格上涨领先于行业指数上涨，行业盈利改善得到数据验证后行业指数获得进一步上涨的空间；钢铁和煤炭均处于被动去库存到主动补库存转变的节点；预期收益的改善与行情进入较稳定上行期时间节点接近。

2. 本轮“反内卷”主题行业覆盖面更广，从出清反转弹性来看，较为看好光伏、医疗器械，从景气确定性来看，较为看好化工以及建材。光伏、医疗器械、钢铁均处于主动去库存阶段，其中钢铁盈利已有改善，而光伏和医疗器械对于“反内卷”的需求更强，如若成功出清反转上涨弹性预计较高。新能源车、基础化工处于主动补库存阶段且净利润正增长，偏向于景气阶段，而建材处于被动去库存阶段，偏向于复苏期；且基础化工和建材一致预期 EPS 有明确上行，业绩改善确定性较高。煤炭和生猪养殖虽然为主动补库存阶段是净利润负增长，整体库存水平较高，其完成库存去化及出清反转或仍需时间。

➤ 大类资产量化观点

1. 权益：景气度略有回落，八月或高位震荡。景气度 7 月略有回落，金融景气度整体下降，工业景气度先升后降；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。信用扩张进一步加速，结构上继续依赖政府债券；从结构来看，信贷总量和结构均表现较弱，政府债券继续支撑社融增长。8 月市场遇阻回调，或高位小幅震荡。

2. 利率：8 月 10Y 国债利率或略下行至 1.70%。经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行，综合来看 8 月 10Y 国债利率望继续平稳。

3. 黄金：模型继续看多。从四因子模型来看，对外负债的持续上升或加大对黄金的抬升力度。

4. 地产：需求侧压力继续回升。房地产行业压力指数 0.597，整体压力略上行。供给侧压力受土地市场降温略上升，需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。

5. 海外：印美关税谈判未定，印度股权外资流出。外资流出下，NIFTY 50 指数 7 月下跌 2.93%。外资流出的企稳是前期印度反弹的核心原因，但印美关税谈判迟迟未有明确结果使得外资不确定性增大。

➤ 二元风格量化观点

1. 大势研判综合观点：预期成长优势差继续扩大。实际增速资产的优势差回升趋缓，预期增速资产的优势差继续回升，ROE 优势差边际继续下行但拥挤度较低，高股息类资产拥挤度回落但仍高。 Δg 和 Δg_f 继续扩张，成长趋势继续，8 月继续保持成长风格推荐。

2. 风格补充观察：继续看好小盘。美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点；7 月小盘相较于大盘关注度小幅上行，趋势上仍是小盘占优；从市值因子拥挤度来看，7 月小盘风格拥挤度仍处高位但有边际回落；从季节效应来看，2010 年以来 8 月份小盘相较于大盘显著占优。

➤ 行业配置量化观点

1. 胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：计算机、电力设备及新能源、有色金属、农林牧渔、交通运输、轻工制造。2024 年以来绝对收益 25.61%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 3.61%。

2. 出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，本期推荐石油石化、有色金属、电力及公用事业、传媒。

➤ 风险提示：量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 基本面选股组合月报：安全边际组合今年实现 13.47%超额收益-2025/08/04
2. 量化大势研判 202508：预期成长优势差继续扩大-2025/08/04
3. 量化周报：短期或高位震荡-2025/08/03
4. 量化分析报告：2025 年 7 月社融预测：15316 亿元-2025/08/01
5. 量化专题报告：Deep Timing：日内信息与相似度学习驱动择时-2025/07/31

目录

1 “反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？	3
1.1 2015-2018 年供给侧改革复盘	3
1.2 “反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？	5
2 大类资产量化观点	7
2.1 权益：景气度略有回落，八月或高位震荡	8
2.2 利率：8 月 10Y 国债利率或略下行至 1.70%	11
2.3 黄金：模型继续看多	13
2.4 地产：需求侧压力继续回升	15
2.5 海外：印美关税谈判未定，印度股权外资流出	17
3 二元风格量化观点	20
3.1 风格综合观点：预期成长优势差继续扩大	20
3.2 风格补充观察：继续看好小盘	23
4 行业配置量化观点	26
4.1 行业推荐：胜率与赔率	26
4.2 行业推荐：出清反转策略	28
5 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	31

1 “反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？

2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次工作会议提出“反内卷”。会议强调纵深推进全国统一大市场建设，聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。本轮“反内卷”行情与 2015-2018 年供给侧改革存在一定的相似性，我们将从历史复盘与行业出清反转的逻辑出发，找寻本轮“反内卷”行情下可能最先受益的行业板块。

1.1 2015-2018 年供给侧改革复盘

2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组第十一次会议首次提出“供给侧结构性改革”，强调在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。本轮供给侧改革主要聚焦于钢铁和煤炭板块，推动化解钢铁煤炭过剩产能。资产价格上来看，政策提出后的初期，市场或由于对于产能过剩问题的悲观，钢铁、煤炭行业跑输全 A；但随着政策力度的加大，钢铁、煤炭板块逐步开启脉冲式行情；2016 年 2 月 1 日国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确了钢铁和煤炭行业去产能的具体目标，此后钢铁和煤炭行业进入了新一轮的上涨行情。

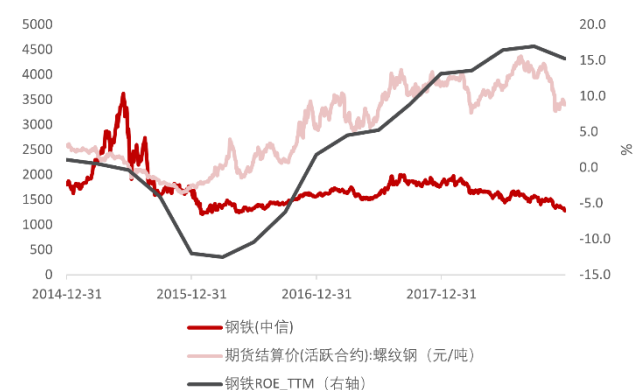
图1：钢铁和煤炭行业相较于万得全 A 超额净值走势（2015 年-2018 年）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：以 2014 年 12 月 31 日为基日计算超额收益净值

上游资源品价格上涨领先于行业指数上涨，行业盈利改善得到数据验证后行业指数获得进一步上涨的空间。受政策预期影响，螺纹钢和动力煤期货价格均在 2015 年 12 月初开始率先上涨，而行业指数则在 2016 年初开始表现出脉冲式行情，多次冲高后回落。至 2016 年下半年开始才表现出趋势性超额机会。从财报数据来看，钢铁和煤炭行业均是在 2016 年 Q1 时 ROE_TTM 见底，2016 年中报开始盈利出现明显的改善，即使以 2016 年 8 月 31 日为中报的时间点开始算起，至 2017 年的高点钢铁和煤炭指数也分别跑赢全 A34.1%和 26.5%。

图2：钢铁指数点位、ROE 及螺纹钢价格



资料来源：wind，民生证券研究院

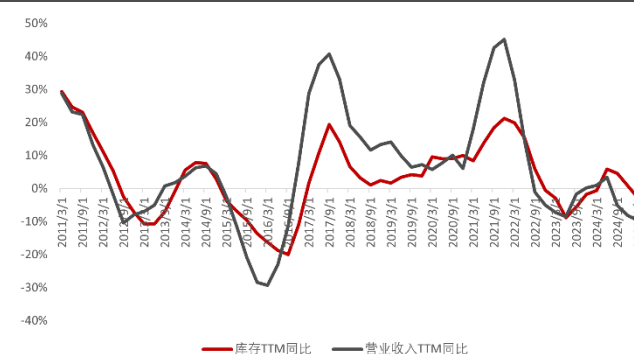
图3：煤炭指数点位、ROE 及动力煤价格



资料来源：wind，民生证券研究院

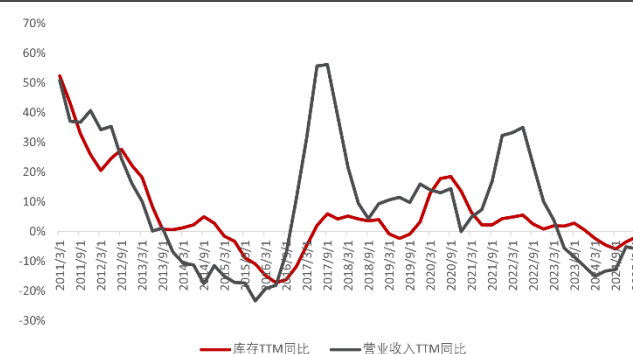
从库存周期的角度来看，钢铁和煤炭均处于被动去库存到主动补库存转变的节点。供给侧改革前钢铁和煤炭行业均长期处于库存和营业收入双降的被动去库存阶段，随着供给侧改革的推进，营业收入和库存先后于 2016 年 Q1 和 2016 年 Q2 见底反弹，进入库存和营业收入双升的主动补库存阶段。

图4：钢铁库存周期示意



资料来源：wind，民生证券研究院

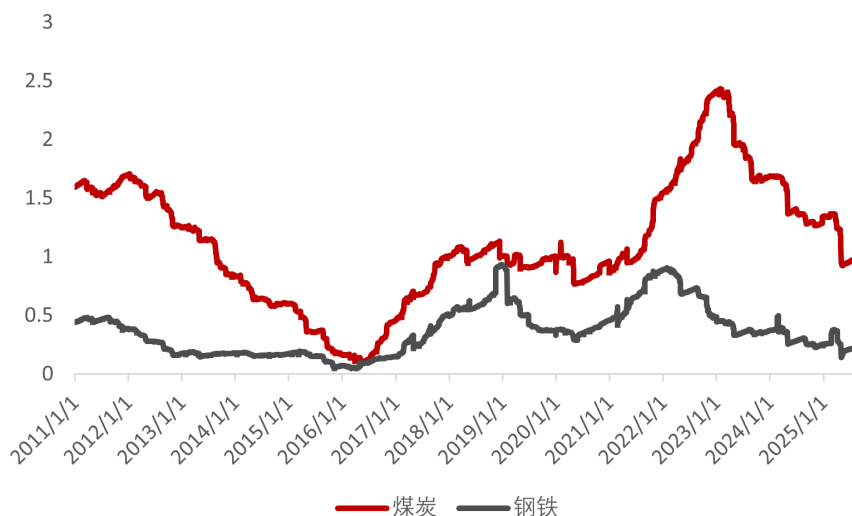
图5：煤炭库存周期示意



资料来源：wind，民生证券研究院

盈利预测的角度来看，预期收益的改善与行情进入较稳定上行期的时间节点接近。尽管在 2016 年的上半年随着改革的推进，商品价格已经出现稳步上涨，但是分析师对盈利的预期却仍在下行，这段期间行业指数的走势偏向于脉冲式行情，延续性较差且上涨后通常发生大幅回撤。直到 2016 年下半年开始，分析师一致预期 EPS 见底回升，此后上涨行情的延续性有了较大的提高。

图6：钢铁和煤炭行业一致预期 EPS_FTTM（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 “反内卷”下哪些行业蕴含投资机会？

本轮“反内卷”主题与2015-2018年供给侧改革存在一定差异。从行业分布来看，本轮“反内卷”行业覆盖面明显更广，除钢铁、煤炭等传统行业外，还包含了光伏、新能源车等生产力板块。目前从政策引导以及市场关注来看，目前本轮“反内卷”主要涉及的行业有光伏、新能源车、钢铁、煤炭、建材（玻璃、水泥）、基础化工、生猪养殖等。

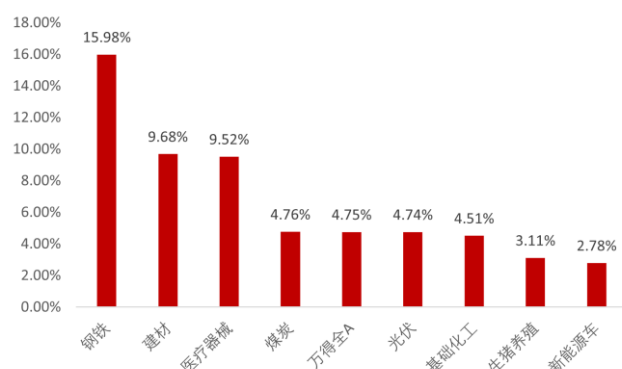
表1：近期各行业“反内卷”相关政策

行业	“反内卷”政策
光伏	工信部召开光伏行业制造业企业座谈会
新能源车	工信部、国家发展改革委、市场监管总局联合召开新能源汽车行业座谈会
医疗器械	7月24日国新办新闻发布会上表示医药集采优化具体规则，不再简单的以最低报价作为参考
钢铁	7月18日国新办新闻发布会上表示钢铁等行业稳增长工作方案即将出台
基础化工	2024年末涤纶长丝行业协会发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》，释放反内卷信号
煤炭	7月国家能源局印发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》
生猪养殖	6月10日，农业农村部召开生猪生产调度会，提出具体的生猪生产调控目标
建材	7月1日,中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》

资料来源：工信部官网、中国政府网、中国化学纤维工业协会官网等，民生证券研究院

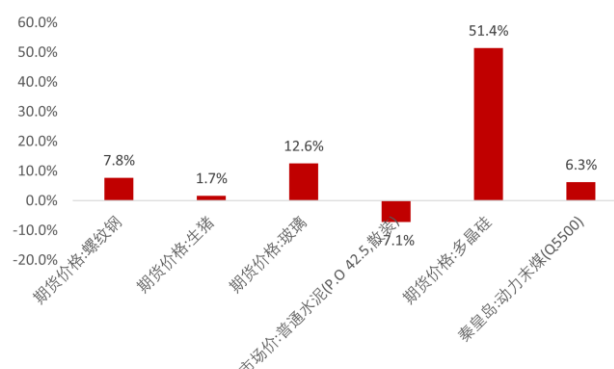
“反内卷”主题发酵下，相关行业7月大部分跑赢全A，相关商品价格也以上涨为主。7月行业中钢铁行业涨幅最高（15.98%），建材、医疗器械、快递等行业也显著跑赢全A；相关商品中多晶硅期货涨幅最高（51.4%），其他商品价格也基本收涨，仅有水泥价格受到季节性需求回落有一定下跌。从走势来看，无论是商品还是行业指数基本为冲高后回落。

图7：反内卷相关行业 7 月涨幅



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：反内卷主要商品 7 月涨幅



资料来源：wind，民生证券研究院

从出清反转弹性来看，较为看好光伏、医疗器械。光伏、医疗器械、钢铁均处于主动去库存阶段，其中钢铁盈利已有改善，而光伏和医疗器械对于“反内卷”的需求更强，如若成功出清反转上涨弹性预计较高。**从景气确定性来看，较为看好化工以及建材。**新能源车、基础化工处于主动补库存阶段且净利润正增长，偏向于景气阶段，而建材处于被动去库存阶段，偏向于复苏期；且基础化工和建材一致预期EPS有明确上行，业绩改善确定性较高。煤炭和生猪养殖虽然为主动补库存阶段是净利润负增长，整体库存水平较高，其完成库存去化及出清反转或仍需时间。

表2：“反内卷”相关行业财务状态

行业	营收 TTM 同比	库存 TTM 同比	库存周期状态	Q1 净利润增速	一致预期 EPS
光伏	↓	↓	主动去库存	-	↑
钢铁	↓	↓	主动去库存	+	↑
医疗器械	↓	↓	主动去库存	-	↑
新能源车	↑	↑	主动补库存	+	—
基础化工	↑	↑	主动补库存	+	↑
煤炭	↑	↑	主动补库存	-	↑
生猪养殖	↑	↑	主动补库存	-	—
建材	↑	↓	被动去库存	-	↑

资料来源：Wind，民生证券研究院

2 大类资产量化观点

2025 年 8 月大类资产量化观点如下：

表3：2025 年 8 月大类资产量化观点

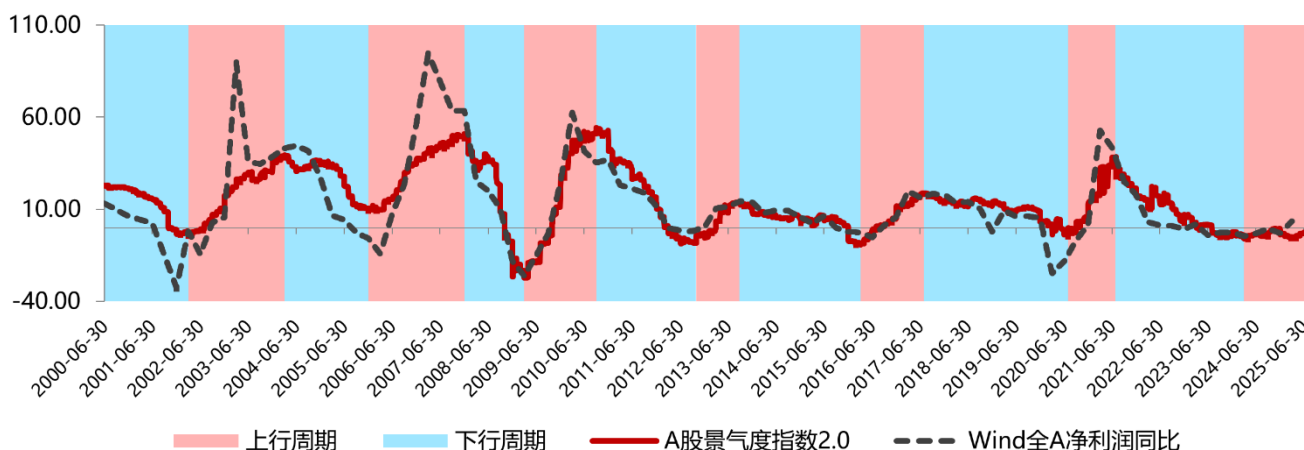
大类资产	观点
权益	核心：景气度略有回落，八月或高位震荡 - 景气度 7 月略有回落，金融景气度整体下降，工业景气度先升后降；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换； - 信用扩张进一步加速，结构上继续依赖政府债券；从结构来看，信贷总量和结构均表现较弱，政府债券继续支撑社融增长； - 8 月市场遇阻回调，或高位小幅震荡。
利率	核心：8 月 10Y 国债利率或略下行至 1.70% - 2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 68%； - 经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行。 - 综合来看 8 月 10Y 国债利率望继续平稳。
黄金	核心：模型继续看多 - 2023 年以来样本外有 23 个月方向判断正确，胜率为 74%； - 从四因子模型来看，对外负债的持续上升或加大对黄金的抬升力度；
地产	核心：需求侧压力继续回升 - 房地产行业压力指数为 0.597,行业整体压力略有上行； - 供给侧压力受土地市场降温而略上升，而需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。
海外	核心：印美关税谈判未定，印度股权外资流出 - 7 月印度股权市场外资转为流出，FPI 净流出 20.52 亿美元； - 外资流出下，NIFTY 50 指数 7 月下跌 2.93%； - 外资流出的企稳是前期印度反弹的核心原因，但印美关税谈判迟迟未有明确结果使得外资不确定性增大。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：景气度略有回落，八月或高位震荡

景气度 7 月略有回落，金融景气度整体下降，工业景气度先升后降。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。7 月以来金融业景气度回落走平，而工业景气度先升后降，加和来看整体景气度略有回落。按照景气度预测全 A 净利润 Q2 累计同比或相比 Q1 进一步改善。

图9：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)

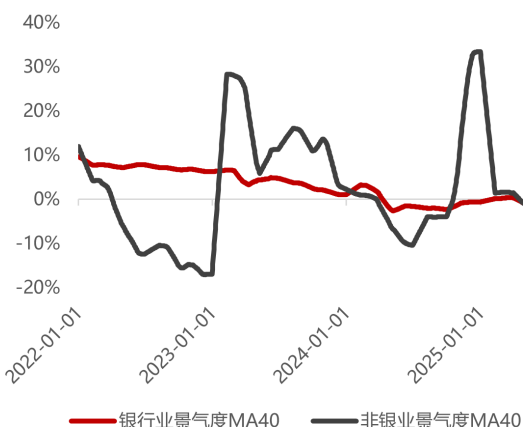


资料来源：wind，民生证券研究院

2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。

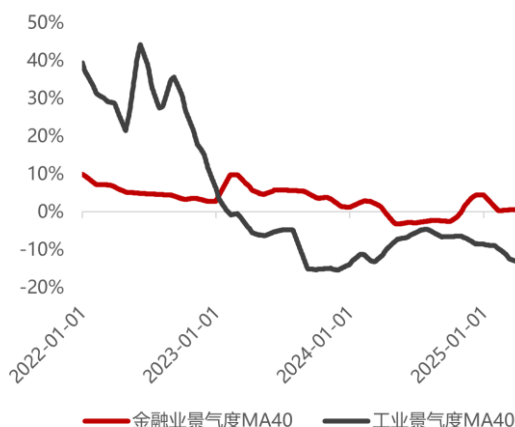
金融方面低估了非银的增速，而工业方面由于采用的指标和传统工业更为紧密因此低估了 TMT 等行业带来的增速扩张情况，反映了新旧动能切换的内生逻辑变化。不过二季度以来工业方面已经回升。

图10：银行与非银景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

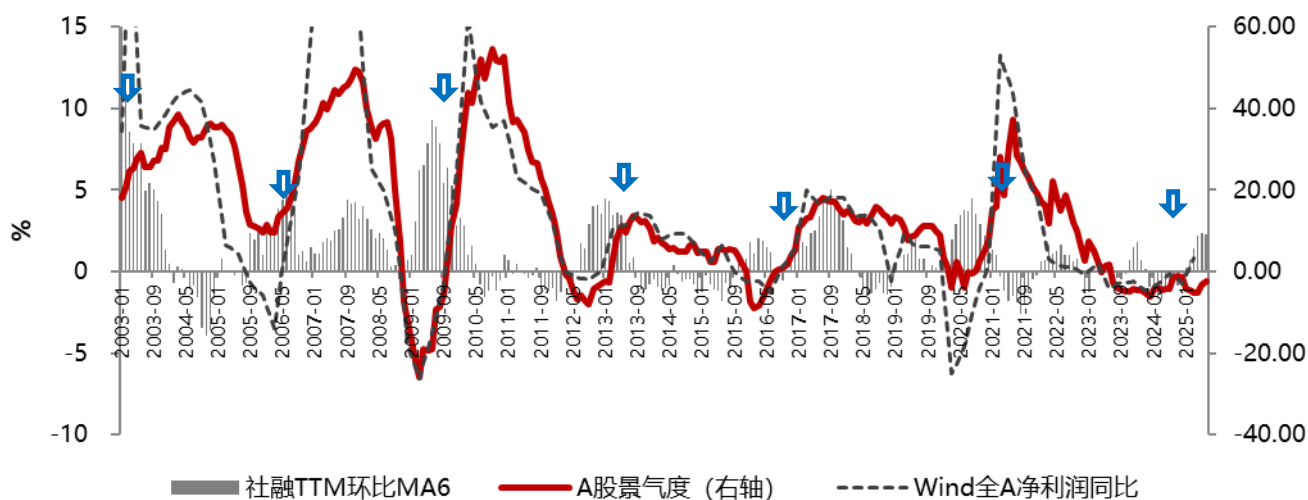
图11：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张进一步加速，结构上继续依赖政府债券。预计 2025 年 7 月新增社融约为 1.53 万亿元，同比增加 0.76 万亿元，社融 TTM 环比约为 2.05%。**从结构来看，信贷总量和结构均表现较弱，政府债券继续支撑社融增长。**信贷方面，大中城市新房成交量同比和环比均回落，新增居民中长贷预计增量有限；7 月 PMI 为 49.3% 再次回落，新增企业信贷预计无突出表现，月末转贴现利率大幅下行，预计信贷结构上也相对较弱。债券融资方面，政府债券延续较快发行节奏，净融资同比显著增多；企业债券净融资高频数据显示较去年同期有所增长。

图12：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

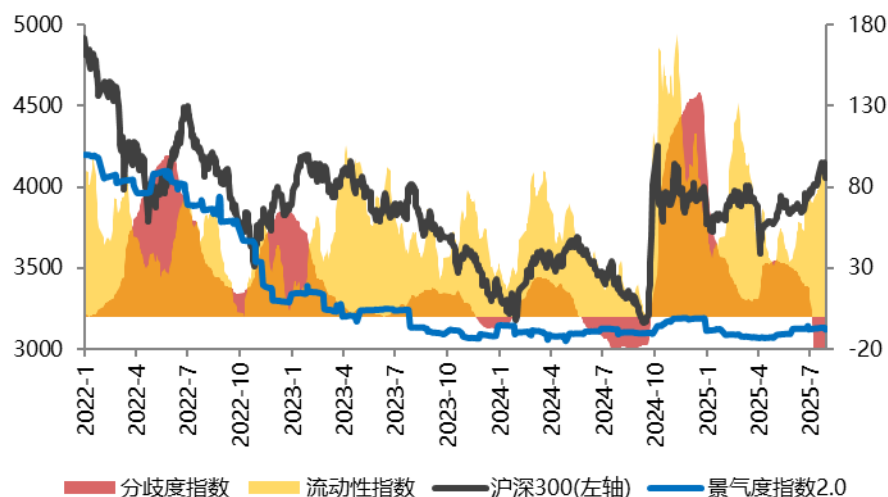
表4：7 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 7 月预测值	2024 年 7 月	2025 年 6 月预测值	2025 年 6 月
新增社融	15316	7707	42157	41993
社融 TTM 环比	2.05%	0.73%	2.54%	2.49%
结构预测	2025 年 7 月预测值	2024 年 7 月	2025 年 6 月预测值	2025 年 6 月
人民币贷款	362	-808	23254	23600
→企业贷款+居民短贷	-5129	-6356	19008	24321
→居民中长贷	47	100	2810	3353
→企业票据融资	5444	5586	1436	-4109
外币贷款	110	-890	-97	325
委托贷款	-14	345	19	-400
信托贷款	132	-26	212	816
未贴现银行承兑汇票	-1927	-1075	-557	-1899
企业债券	3914	2036	2650	2422
政府债券	11797	6881	14371	13508
非金融企业境内股票融资	491	231	184	203
存款类金融机构资产支持证券	4	-490	29	-111
贷款核销	448	448	2092	2478

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

8月市场遇阻回调，或高位小幅震荡。当下景气度有所下行，分歧度仍处下降状态但绝对值已较低，流动性保持回升但绝对值已较高，从三维择时体系来看，整体市场处于一致上涨区间。后续若波动率开始抬升或流动性见顶回落，市场风险都将增大。从技术角度来看沪深300在4200点附近遇阻回落，短期内继续突破上涨概率较低，而4000点附近整体有支撑，因此八月或高位小幅震荡。

图13：分歧度、流动性、景气度变化趋势



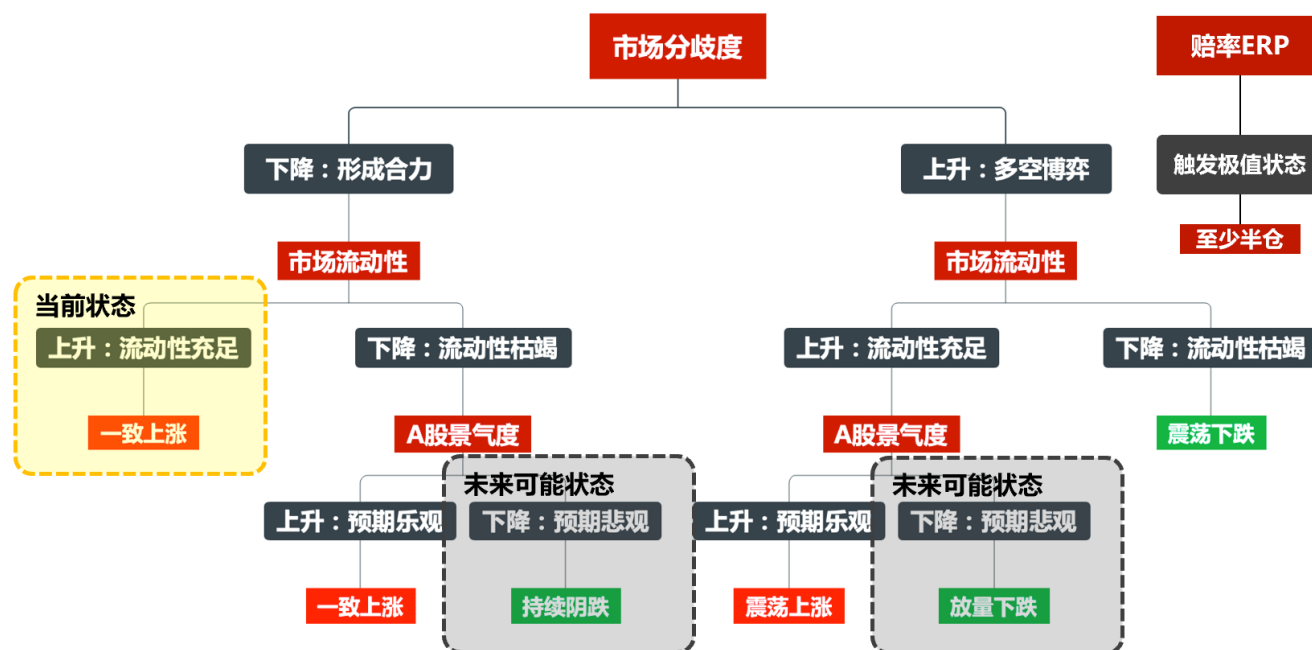
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：沪深300遇阻力回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：8月10Y国债利率或略下行至1.70%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图16：10Y国债利率驱动因素模型

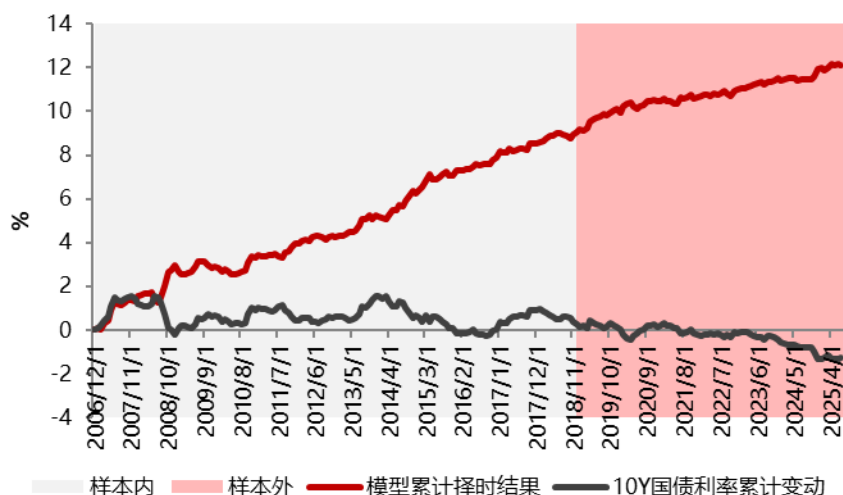


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 68%。

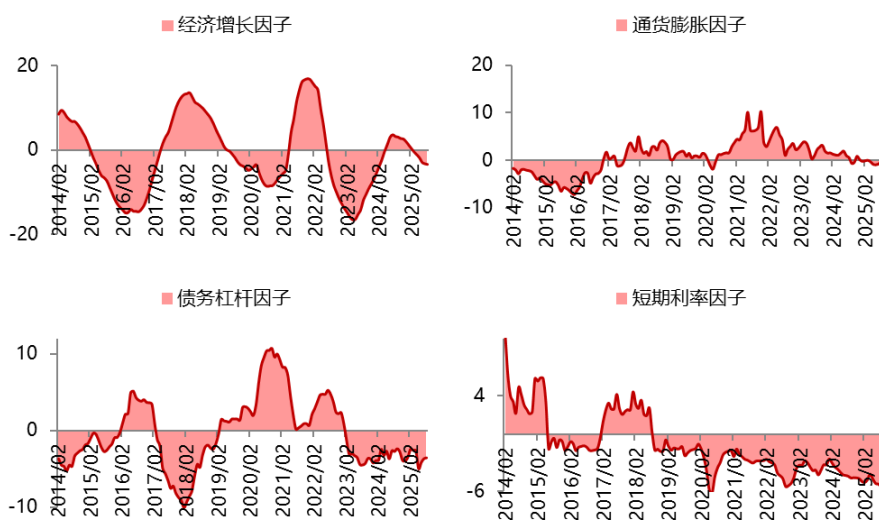
图17：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

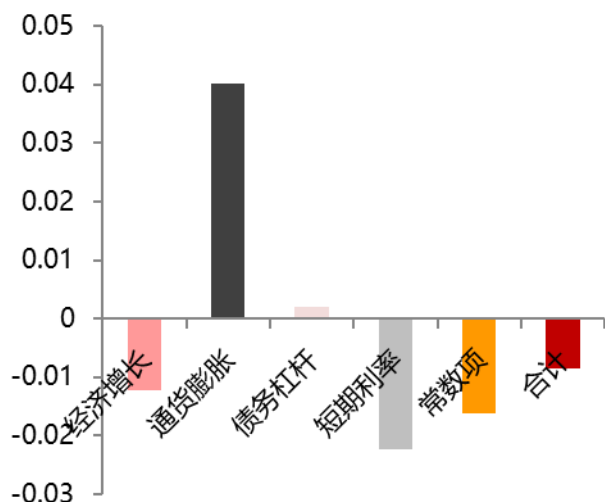
模型判断 8 月 10Y 国债利率或略下行至 1.70%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行，螺纹钢价近期有所回落，铜价格继续回升，当下工业品通胀上，而资金较宽松，多空因素交织，综合来看 8 月 10Y 国债利率望继续平稳。

图18：利率驱动因子长期变化趋势



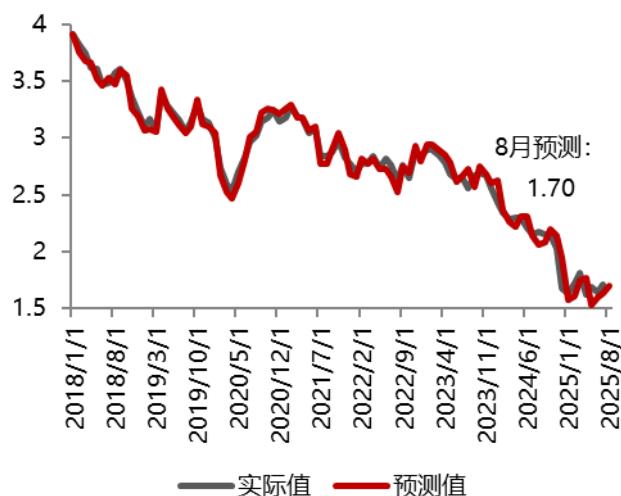
资料来源：wind，民生证券研究院

图19：10Y 国债利率 8 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2018 年以来模型预测值与实际值对比

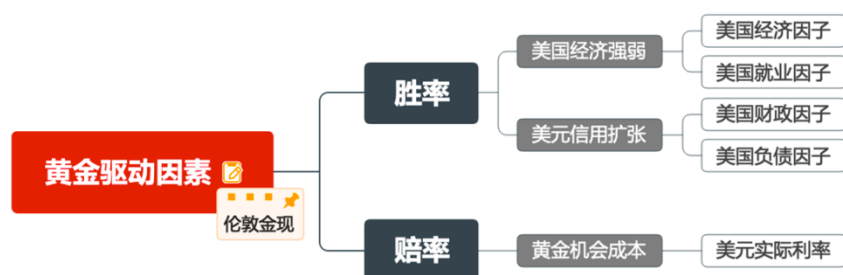


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：模型继续看多

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图21：黄金驱动因素模型

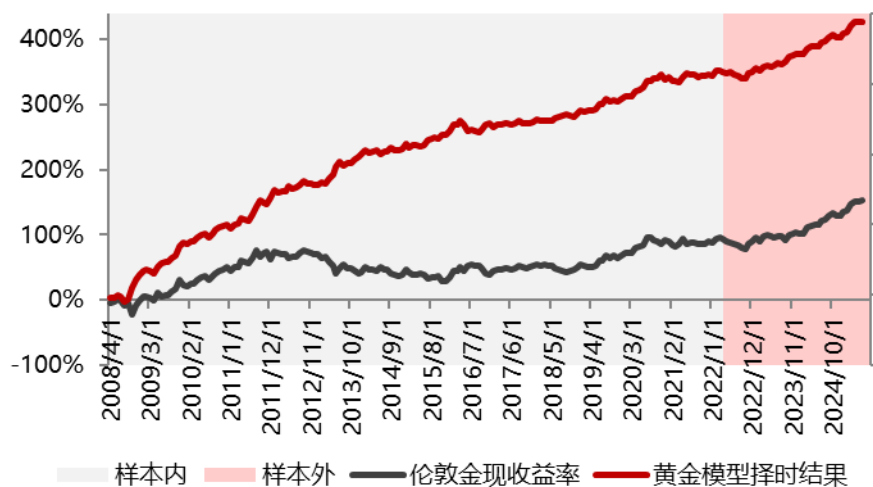


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 23 个月方向判断正确，胜率为 74%。

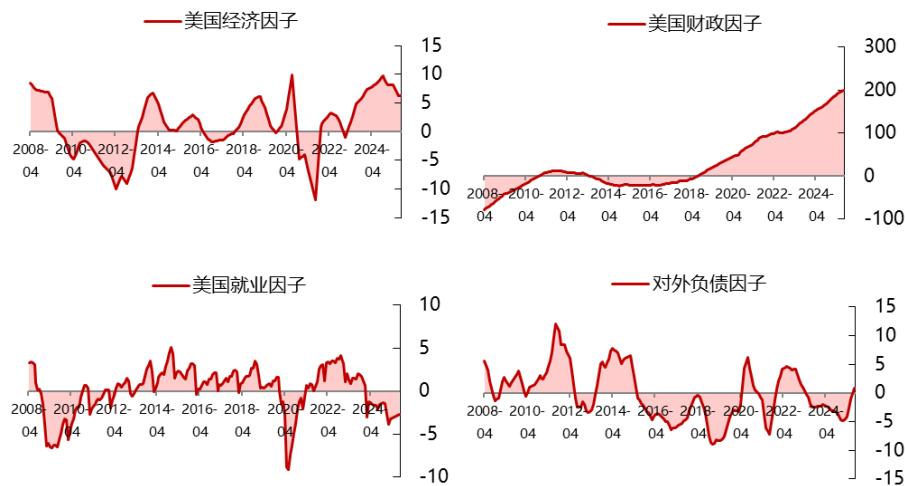
图22：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

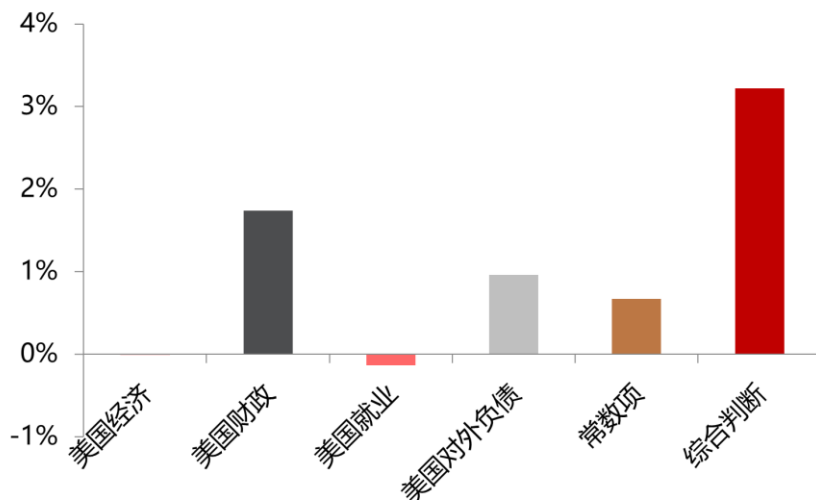
从四因子模型来看，对外负债的持续上升或加大对黄金的抬升力度。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子保持上行，就业因子有所回升，对外负债因子继续上升，综合来看模型对接下来的黄金表现继续乐观。

图23：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：伦敦金现 8 月预测各因子贡献

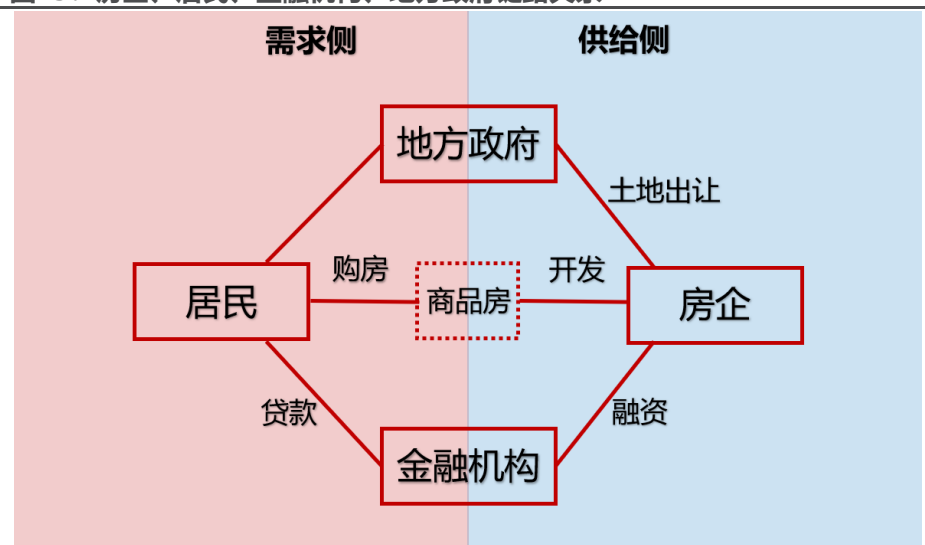


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：需求侧压力继续回升

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

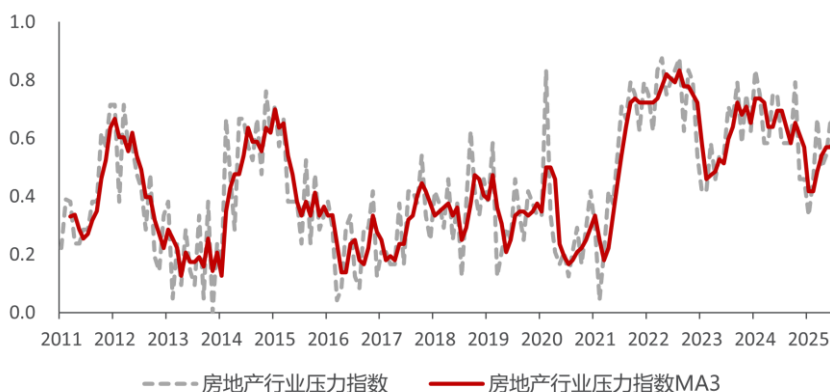
图25：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 7 月 31 日,三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.597,行业整体压力略有上行。从细分指标层面看,土地市场成交溢价率有所反弹;商品房销售面积降幅继续扩大,70 大中城市新房价格连续 25 个月负增长,环比降幅继续增加至-0.3%;房屋新开工面积同比延续负增但降幅缩窄,6 月为-9.48%。从供需两侧来看,供给侧压力受土地市场降温而略上升,而需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。

图26：民生金工房地产行业压力指数（2025.07）



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：细分指标当期评分（2025.07）

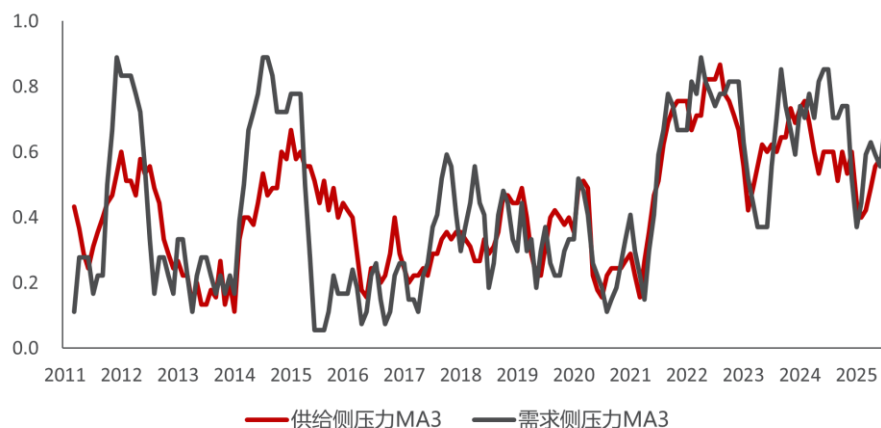
指标名称	当前观点
土地出让金	○ ○ ● ○ ○
成交土地溢价率	○ ○ ○ ○ ●
商品房销售面积	● ○ ○ ○ ○
新建商品住宅价格指数	● ○ ○ ○ ○
房屋新开工面积	○ ● ○ ○ ○
新增个人住房贷款余额	○ ○ ● ○ ○
房地产开发投资完成额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发贷款	○ ○ ● ○ ○

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
○ ○ ○ ○ ○
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图28：房地产供需两侧压力（2025.07）

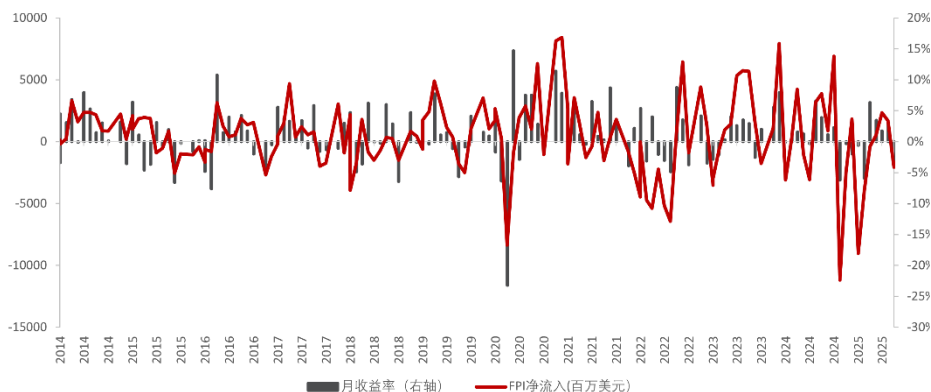


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印美关税谈判未定，印度股权外资流出

7月印度股权市场外资转为流出，FPI净流出20.52亿美元。外资在印度市场占比约37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

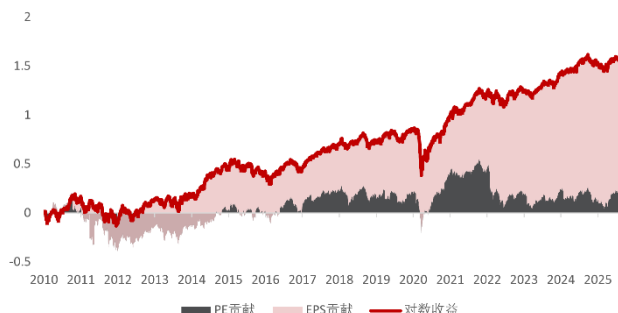
图29：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL，Bloomberg，民生证券研究院

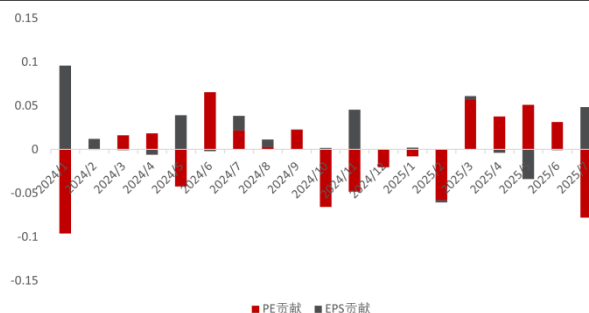
外资流出下，NIFTY 50 指数7月下跌2.93%。根据NSE提供的DII和FII临时数据，7月外国机构投资者净卖出4767亿卢比，而印度国内机构投资者净买入6094亿卢比。资金面维度内资机构投资者延续买入，而外资机构投资者转为卖出。从收益分解来看，7月的上涨主要来自于估值的下降，盈利维度是正贡献。

图30：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

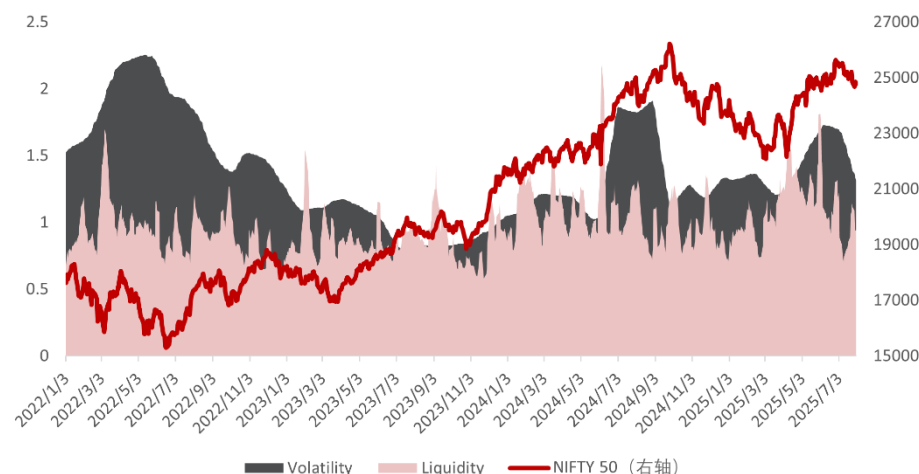
图31：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

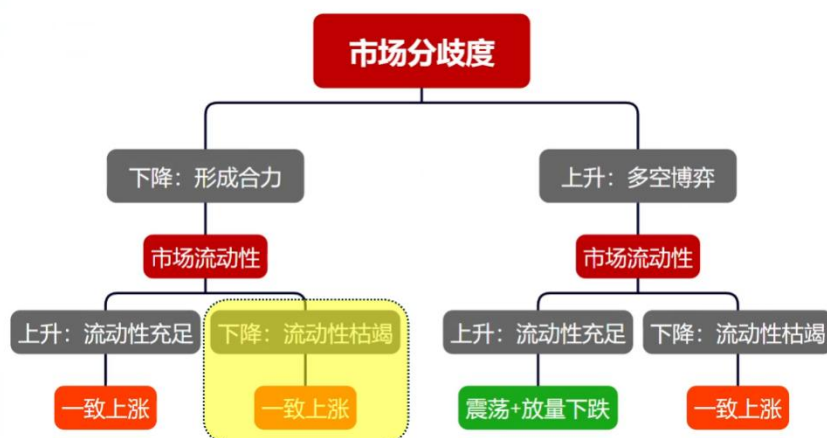
量价维度看，当前印度市场分歧度下行、流动性下行状态。历史上印度权益市场处于分歧度下行且流动性下行阶段时，主要行情为一直上涨，当前量价层面看好印度市场。

图32：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图33：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是前期印度反弹的核心原因，但印美关税谈判迟迟未有明确结果使得外资不确定性增大。印度经济的走弱与 A 股的修复带来外资的流出，是印度 2024 年 9 月以来下跌的核心原因；3 月-6 月外资持续回流促使印度股市出现反弹。但直至关税谈判截止日期（2025.8.1）印美仍未达成具体的贸易协定，导致 7 月外资由于不确定性再次转为流出态势。外资是否延续重返印度市场节奏以及二季度经济数据验证可以作为判断印度估值下修是否结束的关键信号。

表5：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	-	印度一季度经济数据回暖，二季度经济仍待数据验证（8.29 发布初值）。
外资	-	3-6 月印度权益市场外资流入，但 7 月受关税谈判不确定性影响外资流出。
估值	↑	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↑	分歧度↓流动性↓，短期看处于一致上涨区间。
综合	↑	外资动向以及二季度经济数据验证是判断印度估值下修是否确认结束的关键信号。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 二元风格量化观点

2025 年 8 月市场二元风格量化观点如下：

表6：2025 年 8 月市场二元风格量化观点

市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：预期成长优势差继续扩大 - 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现； - 实际增速资产的优势差回升趋缓，实际成长类、景气类策略可保持配置； - ROE 的优势差继续下行，拥挤度较低下，盈利能力策略在基本面未见底前胜率不高； - 高股息类资产当下的拥挤度回落但仍高，相对收益目标不建议配置纯红利类资产； - Δg 和 Δgf 继续扩张，成长趋势继续，8 月继续保持成长风格推荐。
风格补充观察	核心：继续看好小盘 - 美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点； - 7 月小盘相较大盘关注度小幅上行，趋势上仍是小盘占优； - 从市值因子拥挤度来看，7 月小盘风格拥挤度仍处高位但有边际回落； - 从季节效应来看，2010 年以来 8 月份小盘相较大盘显著占优。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：预期成长优势差继续扩大

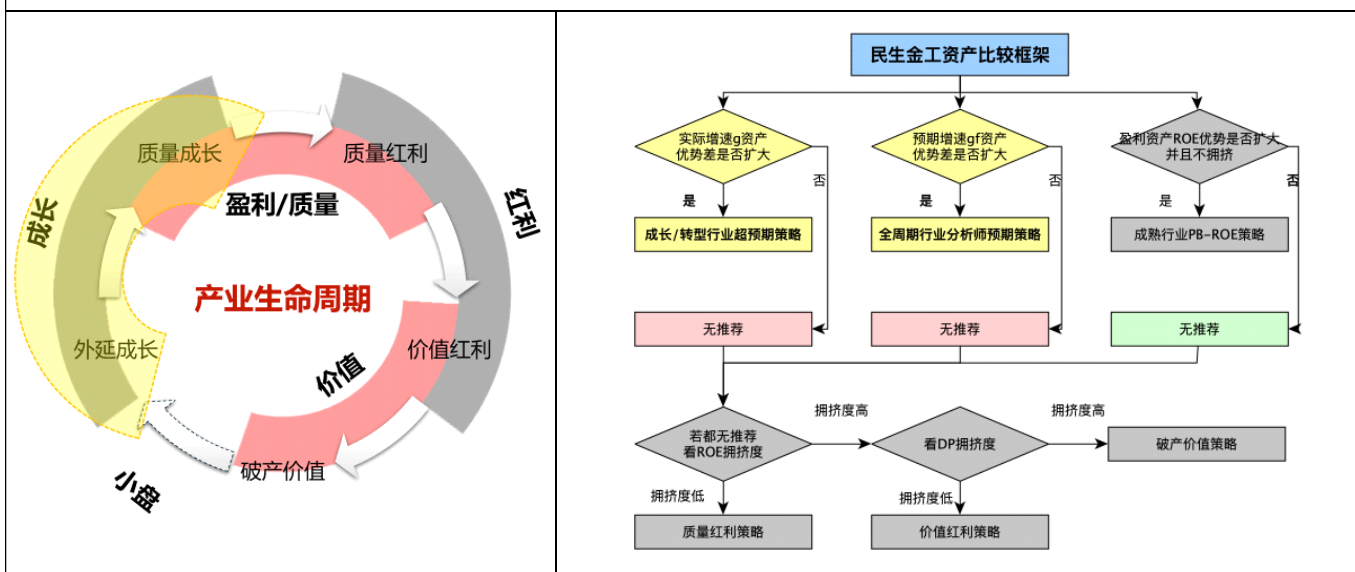
根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，8 月继续推荐成长风格，其中预期成长（分析师预期类、主题类策略）更值得关注。行业上推荐：1) 无烟煤；2) 电力电子及自动化；3) 铁路交通设备；4) 玻璃纤维；5) 白色家电Ⅲ；6) 聚氨酯；7) PCB；8) 多领域控股Ⅱ；9) 综合金融；10) 其他结构材料。具体判断依据详见报告《量化大势研判 202508：预期成长优势差继续扩大》。

图34：量化大势研判观点

大势研判观点

综合判断占优风格：预期成长(更好)、实际成长

- 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现；
- 实际增速资产的优势差回升趋缓，实际成长类、景气类策略可保持配置；
- ROE的优势差继续下行，拥挤度较低下，盈利能力策略在基本面未见底前胜率不高；
- 高股息类资产当下的拥挤度回落但仍高，相对收益目标不建议配置纯红利类资产；
- Δg 和 Δg_f 继续扩张，成长趋势继续，8月继续保持**成长风格**推荐。



风格类型	筛选逻辑	当下推荐				
预期成长	分析师	无烟煤	电力电子及自动化	铁路交通设备	玻璃纤维	白色家电Ⅲ
实际成长	超预期	聚氨酯	PCB	多领域控股Ⅱ	综合金融	其他结构材料
盈利能力	PB-ROE	锂电池	啤酒	白酒	非乳饮料	网络接配及塔设
质量红利	DP+ROE	公交	玻璃纤维	网络接配及塔设	核电设备	新兴金融服务Ⅱ
价值红利	DP+BP	网络接配及塔设	非乳饮料	日用化学品	宠物食品	服务机器人
破产价值	PB+SIZE	贸易Ⅲ	印染	建筑装修Ⅲ	林木及加工	陶瓷

资料来源：wind，民生证券研究院，注：新调入行业加粗表示

表7：量化大势研判配置策略近期选择

	预期成长	实际成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						
2025-07						
2025-08						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：继续看好小盘

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。7 月十年美债利率走高后又回落，目前仍维持高位震荡，单月看成长继续优于红利；长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或仍存在机会但长期来看预计已到拐点。

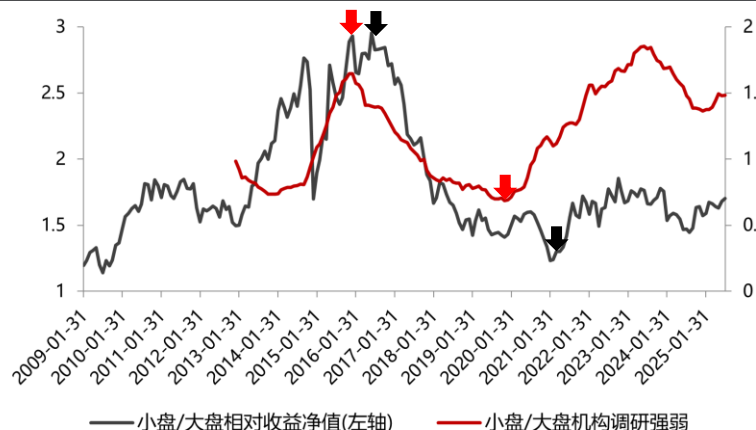
图35：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

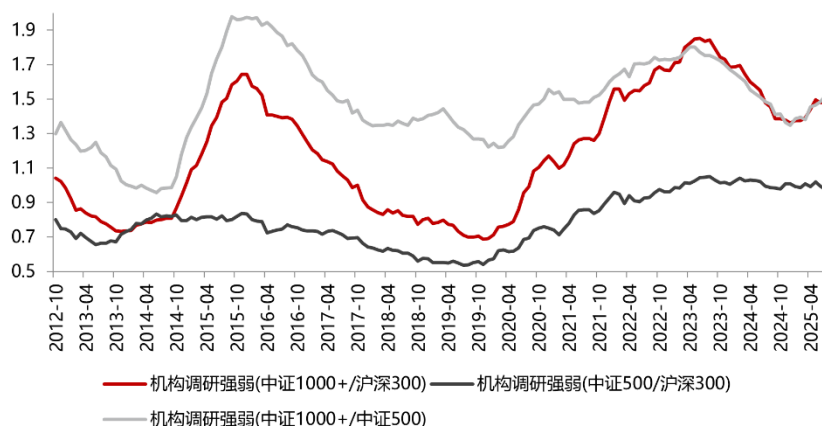
图36：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

7月小盘相较于大盘关注度小幅上行，趋势上仍是小盘占优。自2024年9月来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度中证1000+相对于沪深300/中证500的机构调研强度边际走强但斜率较低，4、5月斜率则出现明显走高，6-7月小盘相对大盘调研强度上行幅度放缓但整体趋势不变。从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图37：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了MA12处理，中证1000+指中证1000指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，7月小盘风格拥挤度仍处高位但有边际回落。小盘拥挤度7月整体继续维持在高位，但边际上看较上月出现一定回落，拥挤交易对小盘预计会继续对小盘产生影响。

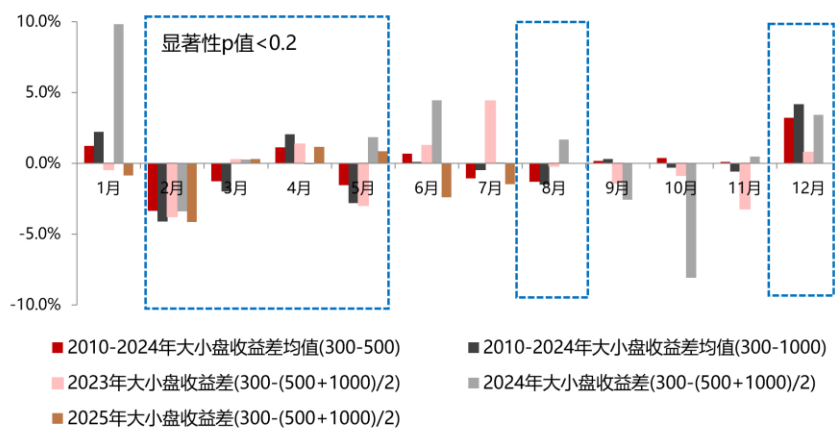
图38：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看, 2010 年以来 8 月份小盘相较于大盘显著占优。2010 年-2024 年期间 8 月份小盘占优比例 60.0%, 平均跑赢小盘 1.52%。8 月份小盘统计胜率赔率相较于大盘都显著占优。

图39：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

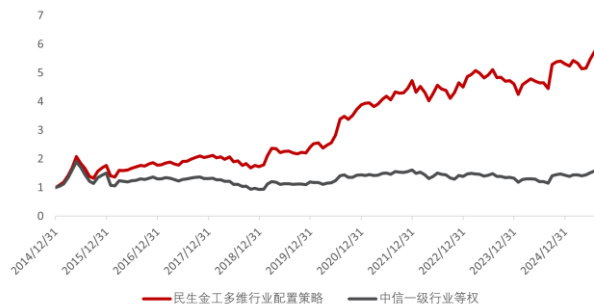
表8：2025 年 8 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
有色金属	18.3%	√	√
电力设备及新能源	13.3%	√	
计算机	13.3%	√	
农林牧渔	13.3%	√	
交通运输	13.3%	√	
轻工制造	13.3%	√	
电力及公用事业	5.0%		√
石油石化	5.0%		√
传媒	5.0%		√

资料来源：Wind，民生证券研究院

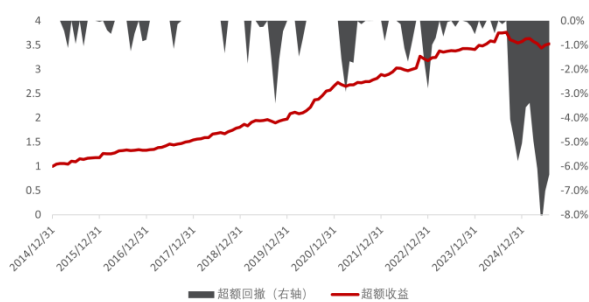
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益 8.26%，相对于中信一级行业等权的超额收益为-1.36%。

图40：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：民生金工多维行业配置策略超额收益



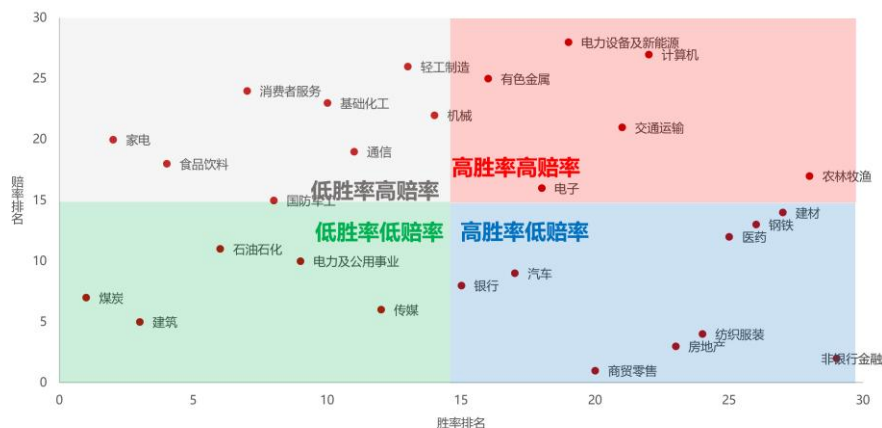
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：计算机、电力设备及新能源、有色金属、农林牧渔、交通运输、轻工制造。

图42：2025 年 8 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

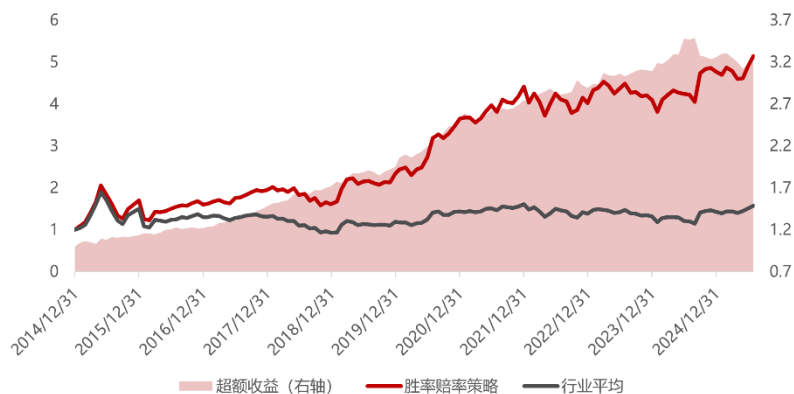
表9：2025 年 8 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
计算机	√	√	√
电力设备及新能源	√	√	√
有色金属	√	√	√
农林牧渔	√	√	√
交通运输	√	√	√
轻工制造		√	√
建材	√	√	
机械	√	√	
钢铁	√		
基础化工		√	
消费者服务		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 25.61%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 3.61%。

图43：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

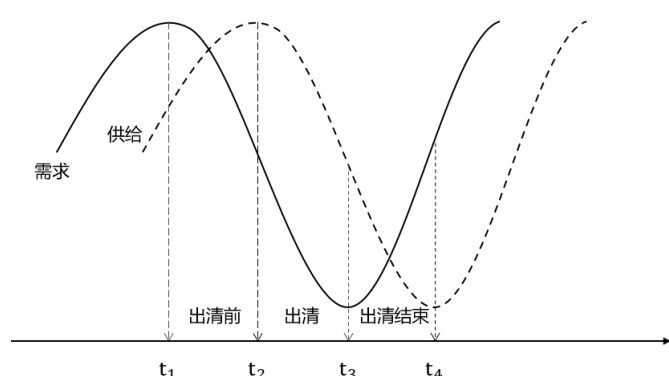
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

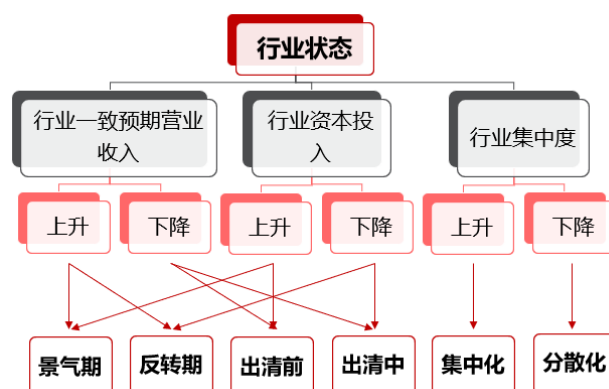
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图44：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

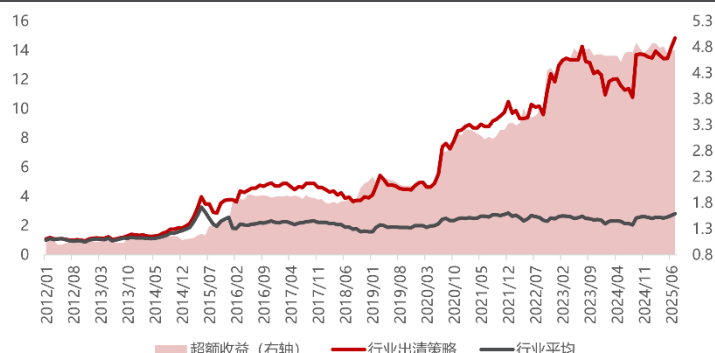
图45：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年7月31日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图46：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

当下处在反转期-分散化且前 6 个月出清过的行业为**石油石化、有色金属、电力及公用事业、传媒**。

表10：各行业 2025 年 7 月状态

行业	2025 年 7 月状态
石油石化	反转期-分散化
有色金属	反转期-分散化
电力及公用事业	反转期-分散化
传媒	反转期-分散化
建筑	反转期-集中化
交通运输	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
消费者服务	景气期-分散化
煤炭	景气期-集中化
电力设备及新能源	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
基础化工	出清中-分散化
房地产	出清中-分散化
电子	出清中-分散化
通信	出清中-分散化
建材	出清中-集中化
机械	出清中-集中化
商贸零售	出清中-集中化
医药	出清中-集中化
食品饮料	出清中-集中化
轻工制造	出清前-分散化
国防军工	出清前-分散化
农林牧渔	出清前-分散化
钢铁	出清前-集中化
汽车	出清前-集中化
纺织服装	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 钢铁和煤炭行业相较于万得全 A 超额净值走势 (2015 年-2018 年)	3
图 2: 钢铁指数点位、ROE 及螺纹钢价格	4
图 3: 煤炭指数点位、ROE 及动力煤价格	4
图 4: 钢铁库存周期示意	4
图 5: 煤炭库存周期示意	4
图 6: 钢铁和煤炭行业一致预期 EPS_FTTM (单位: 元)	5
图 7: 反内卷相关行业 7 月涨幅	6
图 8: 反内卷主要商品 7 月涨幅	6
图 9: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	8
图 10: 银行与非银景气度变化	8
图 11: 金融与工业景气度变化	8
图 12: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	9
图 13: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	10
图 14: 沪深 300 遇阻力回落	10
图 15: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	11
图 16: 10Y 国债利率驱动因素模型	11
图 17: 静态因子模型历史月度利率择时效果	12
图 18: 利率驱动因子长期变化趋势	12
图 19: 10Y 国债利率 8 月预测各因子贡献	13
图 20: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	13
图 21: 黄金驱动因素模型	13
图 22: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	14
图 23: 黄金驱动因子长期变化趋势	14
图 24: 伦敦金现 8 月预测各因子贡献	15
图 25: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	15
图 26: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.07)	16
图 27: 细分指标当期评分 (2025.07)	16
图 28: 房地产供需两侧压力 (2025.07)	17
图 29: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	17
图 30: 印度 NIFTY 50 收益分解	18
图 31: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	18
图 32: 印度分歧度流动性变化趋势	18
图 33: 印度分歧度-流动性二维择时框架	18
图 34: 量化大势研判观点	21
图 35: 红利/成长相对收益与美债利率	23
图 36: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	23
图 37: 不同市值股票池机构调研强弱	24
图 38: 市值因子拥挤度	24
图 39: 月度大小盘收益差 (季节效应)	25
图 40: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	26
图 41: 民生金工多维行业配置策略超额收益	26
图 42: 2025 年 8 月行业胜率赔率刻画	27
图 43: 胜率赔率策略收益	27
图 44: 供需角度分析行业出清过程	28
图 45: 行业状态划分标准	28
图 46: 行业出清反转策略收益	28

表格目录

表 1: 近期各行业“反内卷”相关政策	5
---------------------	---

表 2: “反内卷”相关行业财务状态.....	6
表 3: 2025 年 8 月大类资产量化观点.....	7
表 4: 7 月社融结构预测（单位：亿元）	9
表 5: 印度市场综合判断.....	19
表 6: 2025 年 8 月市场二元风格量化观点.....	20
表 7: 量化大势研判配置策略近期选择.....	22
表 8: 2025 年 8 月推荐行业及权重	26
表 9: 2025 年 8 月行业胜率赔率刻画.....	27
表 10: 各行业 2025 年 7 月状态	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048