

2025年08月02日

全面慢牛需要具备什么条件？

定期报告

投资要点

- ◆ **美股持续全面慢牛主要受基本面走强、分红较高、流动性宽松等因素驱动。**一是基本面走强是导致美股全面慢牛的基础：首先，美股4段全面慢牛期间企业盈利均呈现持续上升趋势；其次，美股4段全面慢牛期间，美国GDP增速、零售总额增速、制造业PMI等经济指标均上行或处高位。二是高分红也是美股长期全面慢牛的核心驱动因素。三是流动性宽松、通胀较低也是驱动美股全面慢牛的因素。
- ◆ **驱动A股出现全面快牛走势的核心因素是情绪和估值低位、重大积极的政策出台、流动性宽松等。**一是市场情绪和估值低位是A股开启全面快牛的条件之一。二是重大积极的政策出台是驱动A股全面快牛的核心因素，如2005年股权分置改革政策推进、2008年“四万亿”刺激政策落地、2014年“国九条”出台。三是流动性宽松也是驱动A股全面快牛的核心因素，如2008、2014-2015年央行连续降准降息。
- ◆ **A股结构性慢牛主要受经济和盈利弱修复、政策和流动性宽松等因素驱动。**一是基本面弱修复是驱动A股出现结构性慢牛的因素之一。二是积极政策和外部事件是驱动A股结构性慢牛的核心因素，如2016年供给侧改革、2017年5月减持新规发布、2019年中美第一阶段贸易协定达成、2020年抗疫特别国债发行、2022年底防疫政策优化。三是流动性宽松也是驱动A股结构性慢牛的核心因素。
- ◆ **当前来看，A股可能已开启全面慢牛趋势。**（1）比照美股全面慢牛的历史经验，当前A股已经具备了开启全面慢牛的条件。一是我国经济和盈利基本面持续处于修复趋势。二是当前A股分红规模和分红率持续上升。三是当前流动性维持宽松趋势。（2）比照形成A股全面快牛和结构性慢牛的条件来看，当前可能均不完全符合：一是A股情绪和估值已经处于中性水平，924重大政策出台后当前已经处于政策的平稳期。二是反内卷政策下，经济和盈利可能处于回升周期中，基本面的预期较之前有所改善，政策和流动性持续宽松，结构性慢牛可能转成全面慢牛。
- ◆ **A股短期延续震荡偏强的慢牛走势，调整是逢低布局机会。**（1）短期经济预期有所回落，但中期来看经济和盈利继续处于修复趋势中。一是短期经济预期有所回落，二是中期来看经济和盈利继续处于回升周期中。（2）短期流动性维持宽松。一是宏观流动性维持宽松：首先，美元仍处于低位震荡，海外对国内流动性宽松的掣肘较小；其次，7月政治局会议继续定调维持流动性充裕，央行可能通过各项结构性货币政策工具释放流动性。二是股市资金短期流入A股可能继续上升。（3）短期政策依然偏积极，外部风险有限，A股风险偏好可能维持较高水平。
- ◆ **行业配置：短期建议继续逢低配置科技成长和周期。**（1）短期哑铃策略超额收益可能相对有限。（2）短期科技和周期可能相对占优。一是复盘来看，美股全面慢牛期间，政策扶持、高景气的行业相对占优。二是当前来看，A股科技和周期可能相对占优。（3）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的计算机（AI应用）、传媒（AI应用）、通信（算力）、电子（半导体）、军工、机器人、创新药等；二是受益于反内卷政策和预期可能改善的电新、有色金属、快递、化工等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

 继续强调反内卷，A股慢牛趋势不变
 2025.7.30

华金研究8月金股推荐 2025.7.30

情绪连续高位并逐步推高定价指标，关键期或适度警惕阶段性变盘可能-华金证券新股周报 2025.7.27

 八月继续震荡偏强，周期和成长占优
 2025.7.26

反内卷下周期行情短期可能持续 2025.7.24



内容目录

一、全面慢牛需要具备什么条件？	3
（一）美股全面慢牛主要受基本面、分红、流动性等因素驱动	3
（二）驱动 A 股全面快牛和结构性慢牛的因素主要是政策和基本面	4
（三）当前 A 股可能已开启全面慢牛趋势	6
（四）A 股短期延续震荡偏强的慢牛走势，调整是逢低布局机会	7
二、行业配置：短期建议继续逢低配置科技成长和周期	9
（一）短期哑铃策略超额收益可能相对有限	10
（二）短期科技成长和周期可能相对占优	11
（三）从估值性价比角度筛选成长和蓝筹	11
（四）短期建议继续逢低配置科技成长和周期	13
三、风险提示	15

图表目录

图 1：2005 年以来美股共历经 4 段全面慢牛行情	3
图 2：美国企业盈利与标普 500 走势趋同	4
图 3：标普 500 每股股利与股价走势趋同	4
图 4：美股全面慢牛期间 GDP、零售总额、PMI 上行或处高位	4
图 5：美股全面慢牛开启时十债收益率和 CPI 增速回落或处低位	4
图 6：A 股历经多段结构性慢牛行情	5
图 7：全面快牛期间影响因素变化一览	5
图 8：结构性慢牛期间影响因素变化一览	6
图 9：A 股现金分红总额稳步上升但较美股还有一定差距	7
图 10：上证分红率不断上升	7
图 11：7 月部分制造业 PMI 分项回暖	8
图 12：周度地产销售增速仍较弱	8
图 13：螺纹钢、石油沥青装置开工率回升	8
图 14：玻璃价格指数有所回升	8
图 15：CME 预测 10 月可能降息	9
图 16：美元指数出现小幅反弹	9
图 17：7 月融资大幅流入	9
图 18：近期全 A 成交额维持高位	9
图 19：哑铃策略占优的时间	10
图 20：哑铃策略占优影响因素一览	10
图 21：美股全面牛市期间占优及轮动的行业	11
图 21：成长一级行业筛选	12
图 22：蓝筹一级行业筛选	12
图 23：蓝筹二级行业筛选	13
图 26：游戏电玩销售额快速增长	14
图 27：医药制造业利润总额累计同比增速回升	14
图 24：太阳能发电新增设备容量累计同比维持高位	15
图 25：中国化工产品价格指数回升	15

一、全面慢牛需要具备什么条件？

（一）美股全面慢牛主要受基本面、分红、流动性等因素驱动

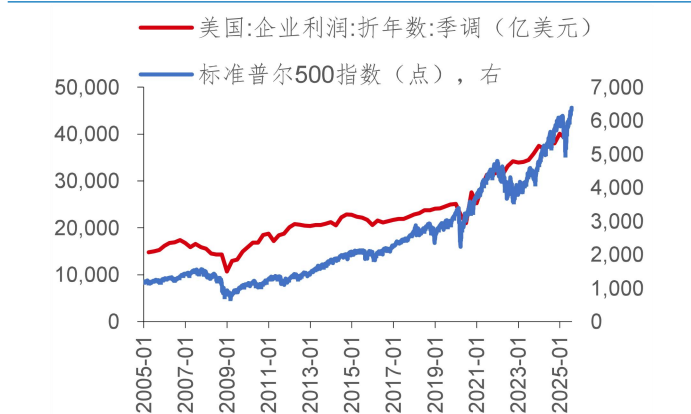
美股持续全面慢牛主要受基本面走强、分红较高、流动性宽松等因素驱动。（1）2005 年以来美股共经历 4 轮全面慢牛行情，分别为 2005/1/25-2007/10/9、2009/3/9-2020/2/19、2020/3/23-2022/1/4、2022/10/13-2025/2/19，期间美股大盘指数平稳上涨且持续时间较长。（2）驱动美股全面慢牛走势的核心因素是基本面、分红和流动性等。一是基本面走强是导致美股全面慢牛的基础：首先，美国企业盈利与标普 500 指数的走势一致性较高，美股四段全面慢牛期间企业盈利均呈现持续上升趋势；其次，美股 4 段全面慢牛期间，美国 GDP 增速、零售总额增速、制造业 PMI 等经济指标均上行或处高位。二是高分红也是美股长期全面慢牛的核心驱动因素：首先，美股 4 段全面慢牛期间标普 500 每股股利均呈现上升趋势；其次，2009 年和 2020 年两次每股股利下降时美股都对应熊市。三是流动性宽松、通胀较低也是驱动美股全面慢牛的因素：首先，美股 4 段全面慢牛开启时美国十年期国债收益率均下行或处低位，且其中 2005、2009、2020 年美联储均多次降息，2009 年美联储开启量化宽松、2020 年无限量量化宽松；其次，美股 4 段全面慢牛开启时 CPI 增速一般下行或处于低位。

图 1：2005 年以来美股共历经 4 段全面慢牛行情



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：美国企业盈利与标普 500 走势趋同



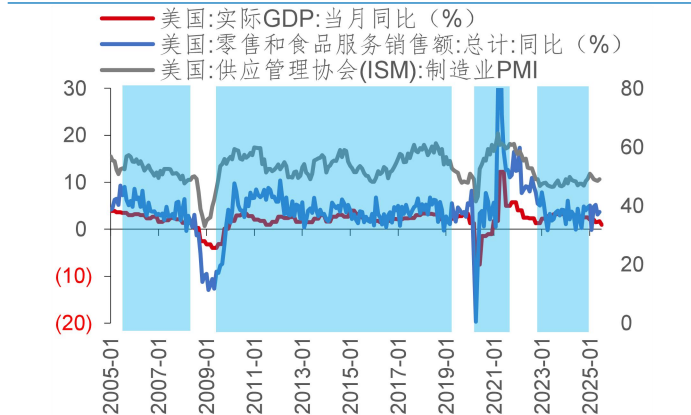
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：标普 500 每股股利与股价走势趋同



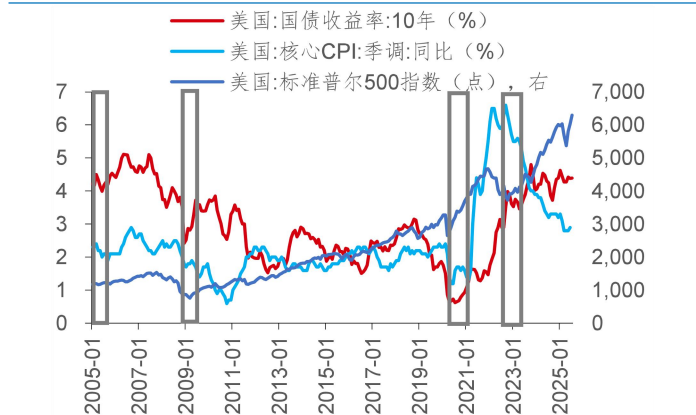
资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：美股全面慢牛期间 GDP、零售总额、PMI 上行或处高位



资料来源：华金证券研究所，iFinD

图 5：美股全面慢牛开启时十债收益率和 CPI 增速回落或处低位



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）驱动 A 股全面快牛和结构性慢牛的因素主要是政策和基本面

驱动 A 股出现全面快牛走势的核心因素是情绪和估值低位、重大积极的政策出台、流动性宽松等。（1）2005 年以来 A 股共有 3 轮全面快牛，分别是 2005/7/15-2007/9/24、2008/11/4-2009/8/4、2014/6/17-2015/6/12，上证平均涨幅为 225.6%，平均持续约 321 个交易日。（2）驱动 A 股全面快牛的核心因素是情绪和估值低位、重大积极的政策出台、流动性宽松。一是市场情绪和估值低位是 A 股开启全面快牛的条件之一，如 2008 和 2014 年快牛行情开始时上证 PE 分位数（2005 年起，下同）分别为 32.8%、1.3%，而三次行情开启时全 A 换手率分位数在 8%-40% 左右，均处于中低位置。二是重大积极的政策出台是驱动 A 股全面快牛的核心因素，如：2005 年股权分置改革推进，3 月央行调整商业银行自营性个人住房贷款政策，7 月实行有管理的浮动汇率制度；2008 年 10 月美国国会批准 7000 亿美元金融救援方案，11 月“四万亿”计划落地；2014 年“国九条”落地实施推动资本市场改革等。三是流动性宽松也是驱动 A 股全面快牛的核心因素，如：2008 年央行连续降准降息，同时美联储降息；2014-2015 年期间央行多次降准降息。

图 6：A 股历经多段结构性慢牛行情



资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：全面快牛期间影响因素变化一览

开始时间	结束时间	上证涨跌幅 (%)	制造业PMI (%)	社零增速 (%)	地产销售增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	全A盈利增速 (%)	上证PE分位数 (%)	全A换手率分位数 (%)	政策/外部事件
2005/7/15	2007/9/24	427.19	51.1→56.1	12.7→17.0	22.9→32.1	-	-2.8→64.0	69.9→99.3	39.3→94.0	股权分置改革推进；2005/3央行调整商业银行自营性个人住房贷款政策，7月我国开始实行有管理的浮动汇率制度
2008/11/4	2009/8/4	101.85	38.8→54.0	20.8→15.4	-18.3→-42.9	4.9→-10.6	-17.4→-2.9	32.8→94.1	32.4→94.3	2008/10美国国会批准7000亿美元金融救援方案；11月“四万亿”计划落地；央行接连降准降息；美联储降息
2014/6/17	2015/6/12	147.67	51.0→50.2	12.4→10.6	-6→3.9	11.4→0.7	9.5→8.6	1.3→84.8	8.1→93.0	2014/5“国九条”发布，8月《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》发布；央行多次降准降息

资料来源：华金证券研究所，wind（注：季频数据取起止日期当季数据比较，月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；分位数计算从 2005 年起）

A 股结构性慢牛主要受经济和盈利弱修复、政策和流动性宽松等因素驱动。（1）2005 年以来 A 股经历 5 轮结构性慢牛，分别是 2016/1/27-2018/1/29、2019/6/4-2020/3/5、2020/7/8-2021/12/14、2022/10/28-2023/5/9、2024/10/11-2025/3/19，期间上证平均上涨 12%，平均持续约 252 个交易日。（2）A 股结构性慢牛主要受经济和盈利弱修复、政策和流动性宽松等因素驱动。一是基本面弱修复是驱动 A 股出现结构性慢牛的因素之一：2016、2020、2022 和 2024 年制造业 PMI、社零、地产销售、工业企业盈利和全 A 盈利增速多数都出现低位修复，基本面多在改善或弱修复趋势中。二是积极政策和外部事件是驱动 A 股结构性慢牛的核心因素，如：2016 年供给侧改革持续推进；2017 年 5 月减持新规发布；2019 年 12 月中美第一阶段贸易协定达成；2020 年抗疫特别国债发行；2022 年底防疫政策优化；2025 年 1 月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》印发，3 月《提振消费专项行动方案》发布。三是流动性宽松也是

驱动 A 股结构性慢牛的核心因素，如 2016 年 3 月、2019 年 9 月、2020 年 1 月、2022 年 12 月、2023 年 3 月央行降准，2024 年底美联储降息等。

图 8：结构性慢牛期间影响因素变化一览

开始时间	结束时间	上证涨跌幅 (%)	制造业 PMI (%)	社零增速 (%)	地产销售增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	全 A 盈利增速 (%)	上证 PE 分位数 (%)	全 A 换手率分位数 (%)	政策/外部事件
2016/1/27	2018/1/29	28.12	49.4→51.3	11.1→9.4	6.5→7.7	-2.3→21	-2.0→13.3	27.9→70.8	54.8→38.3	供给侧改革持续推进；2016 年 3 月央行降准；2017 年 5 月减持新规发布
2019/6/4	2020/3/5	6.28	49.4→52.0	9.8→15.8	-1.8→-26.3	-2.4→-36.7	6.5→24.0	26.9→35.3	28.3→83.1	央行降准；2019 年 12 月中美第一阶段贸易协定达成
2020/7/8	2021/12/14	9.45	51.1→50.3	-1.1→1.7	-5.8→1.9	-8.1→34.3	-6.5→18.1	57.9→43.1	87.9→66.7	央行接连降准降息，抗疫特别国债接连发行；2021 年初拜登当选总统；2021 年下半年“能耗双控”政策趋严
2022/10/28	2023/5/9	12.56	49.2→48.8	-0.5→12.7	-22.3→-0.9	-3→-18.8	0.9→4.5	11.5→41.3	52.9→75.4	央行多次降准；2022 年底抗疫新十条落地
2024/10/11	2025/3/19	3.77	50.1→50.5	4.8→5.9	-15.8→-3	-4.3→0.8	-3.0→3.7	47.2→53.1	83.7→74.4	2024 年底美联储降息；2025 年 1 月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》印发，3 月《提振消费专项行动方案》发布

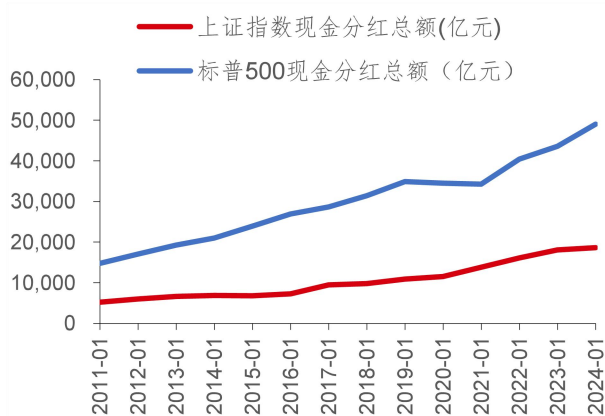
资料来源：华金证券研究所，wind（注：季频数据取起止日期当季数据比较，月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；分位数计算从 2005 年起）

（三）当前 A 股可能已开启全面慢牛趋势

当前来看，A 股可能已开启全面慢牛趋势。（1）比照美股全面慢牛的历史经验，当前 A 股已经具备了开启全面慢牛的条件。一是我国经济和盈利基本面持续处于修复趋势：首先，保增长政策发力下上半年投资、消费增速回升，出口增速仍维持较高水平，后续在反内卷等政策推动下，经济可能继续维持修复趋势；其次，6 月工业企业盈利增速降幅收窄，同比录得-4.3%（前值为-9.1%），高端制造、“两新”相关产业对其形成明显拉动，高端装备制造行业中的电子专用材料制造、飞机制造、海洋工程装备制造等行业利润同比分别增长 68.1%、19.0%、17.8%，智能无人飞行器制造、计算机整机制造、家用空气调节器制造、家用通风电器具制造等行业利润分别增长 160.0%、97.2%、21.0%、9.7%，盈利增速仍在政策托底下形成改善趋势，后续在反内卷政策可能导致 PPI 回升的推动下，企业盈利有望继续改善。二是当前 A 股分红规模和分红率持续上升：首先，2024 年上证综指分红规模达到 18658 亿元，连续 9 年增长；其次，2021 年以来，A 股分红率持续上升。三是当前流动性维持宽松趋势：首先，当前海外经济数据显示美联储降息周期未完，美元处于低位震荡，海外对国内宽松的掣肘较小；其次，在人民币汇率偏强、国内通胀压力较小下，保增长压力可能使得央行可能持续维持流动性宽松。（2）比照形成 A 股全面快牛和结构性慢牛的条件来看，当前可能均不完全符合：一是全面快牛往往在情绪和估值低位、重大政策出台等条件下出现；当前上证综指 PE 分位数约为 60%左右，全 A 换手率约为 80%，A 股情绪和估值已经处于中性水平，924 重大政策出台后当前已经处于政策的平稳期。二是结构性慢牛主要是由经济和盈利弱修复、政策和流动性宽松等因素驱动；当前来看，反内卷政策下，经

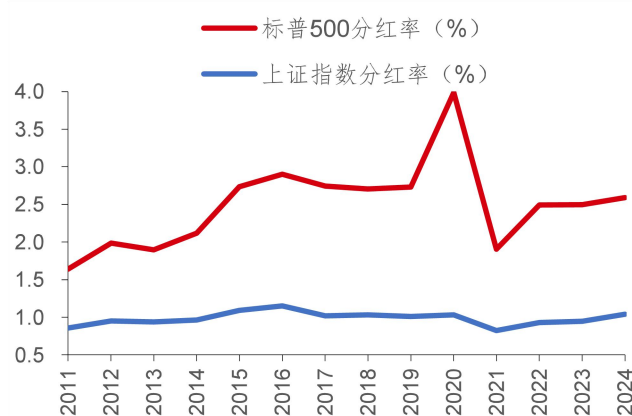
济和盈利可能处于回升周期中，基本面的预期较之前有所改善，政策和流动性持续宽松，结构性慢牛可能转成全面慢牛。

图 9：A 股现金分红总额稳步上升但较美股还有一定差距



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：上证分红率不断上升

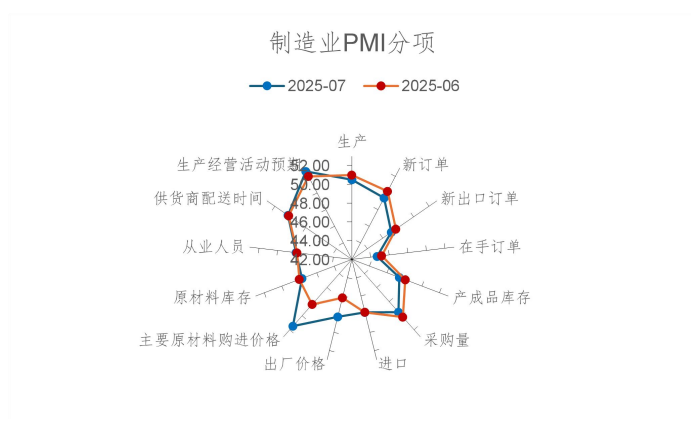


资料来源：华金证券研究所，wind

（四）A 股短期延续震荡偏强的慢牛走势，调整是逢低布局机会

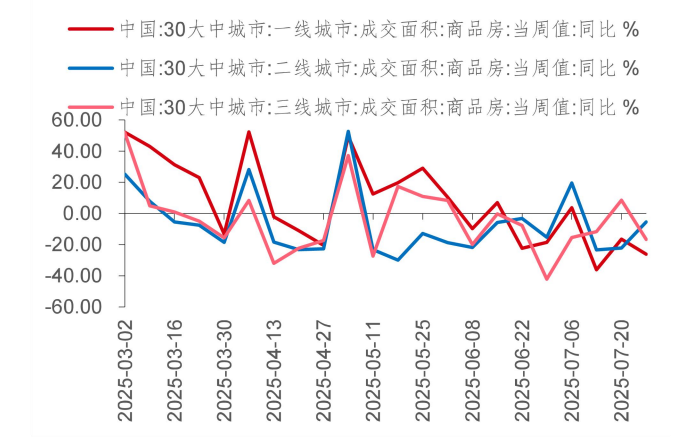
短期经济预期有所回落，但中期来看经济和盈利继续处于修复趋势中。（1）短期经济预期有所回落。一是季节效应和极端天气影响下 7 月制造业 PMI 小幅回落：7 月制造业 PMI 录得 49.3%（前值为 49.7%），仍低于荣枯线，主要受传统生产淡季、部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响收缩；结构上，出厂价格、主要原材料购进价格、生产经营活动预期等分项较上月回暖，此外装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 50.3%和 50.6%，重点行业景气继续回升；后续来看，在反内卷政策进一步落实下，有望加速带动企业开工意愿以及提振制造业盈利修复的信心，下半年政府债加速发行下可能推动 PMI 的修复。二是地产销售仍偏弱，最新周度商品房成交面积同比显示，一线、二线和三线城市地产销售增速分别为-26.1%、-5.5%、-16.6%，此外深圳 7 月二手房成交面积同比增速为 7%，但北京、杭州 7 月二手房成交增速均为负，地产销售端整体仍较弱。（2）中期来看经济和盈利继续处于回升周期中。一是保增长政策持续落地实施，石油沥青装置、螺纹钢和电炉等基建相关的行业开工率继续回升，此外受反内卷政策催化，近期玻璃价格出现一定回升，但水泥价格整体仍在下探，后续在政策进一步落实、基建项目带动需求改善下上游原材料价格可能企稳。二是 6 月工业企业盈利增速降幅收窄，全 A 中报盈利增速也继续回升，截至 2025/8/1，当前全部 A 股已披露盈利预告（1615 家）运用整体法在可比口径下，同比增长 27.51%，相比 2024H1 实际盈利同比的-3.32%显示盈利处于修复趋势中。随着反内卷政策的不断推进，PPI 一旦回升，企业盈利中期可能处于回升趋势中。

图 11：7 月部分制造业 PMI 分项回暖



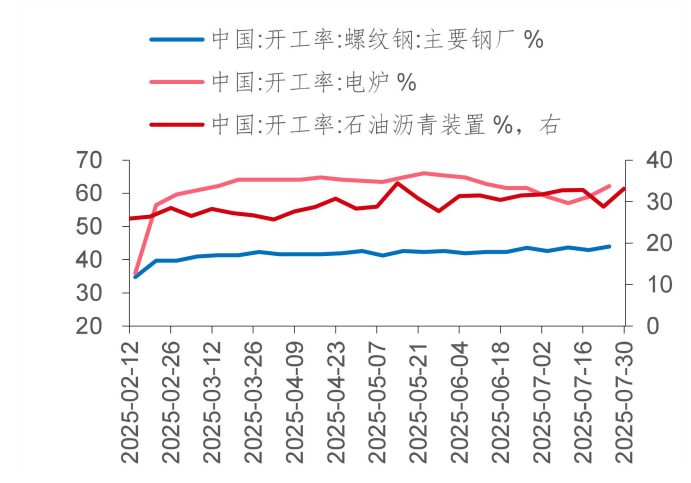
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：周度地产销售增速仍较弱



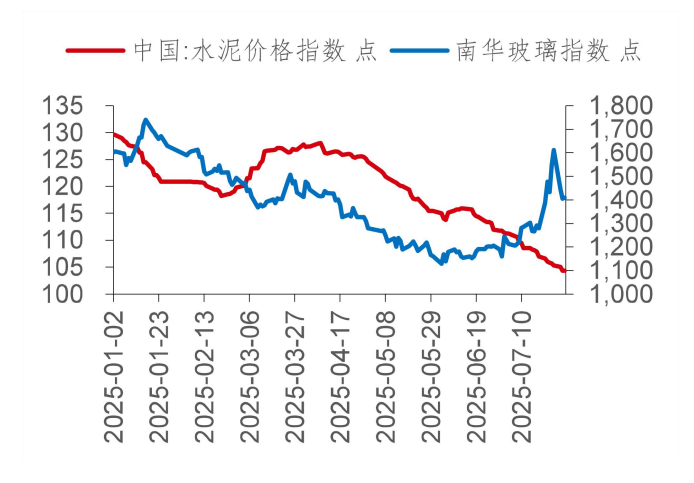
资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：螺纹钢、石油沥青装置开工率回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：玻璃价格指数有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性维持宽松。(1) 宏观流动性维持宽松。一是海外方面：首先，美联储 7 月议息会议对未来降息表态偏谨慎，重申经济前景的不确定性“仍然较高”，CME 预测来看 9 月维持当前利率不变概率上升，最早降息时间延至 10 月，关税对通胀的影响逐步显现下放缓美联储降息节奏；其次，美元指数也出现一定反弹，但美国债务风险下美元仍处于低位震荡，海外对国内流动性宽松的掣肘较小。二是国内来看，DR007 分位数处于 13% 左右的低位，此外 7 月政治局会议继续定调维持流动性充裕、降低综合融资成本，后续来看，央行可能通过各项结构性货币政策工具释放流动性。(2) 股市资金短期流入 A 股可能继续上升。首先，7 月融资净流入 A 股超过 1300 亿元，在成交额维持较高水平、政治局会议强调增强股市吸引力、流动性宽松、经济修复预期上升等因素共同推动下，市场情绪有望维持较高水平，融资可能继续流入 A 股。其次，政治局会议强调增强资本市场的包容性，推动中长期资金入市的意愿仍较强，同时基本面修复下基金重仓股表现回升，新发基金和外资等资金流入 A 股短期可能继续回升。

图 15: CME 预测 10 月可能降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.0%	57.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	48.4%	35.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	36.5%	40.0%	13.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	19.6%	37.7%	30.5%	8.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	11.8%	28.9%	34.1%	19.3%	4.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.9%	16.9%	30.4%	29.6%	14.7%	2.9%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.0%	25.0%	29.9%	20.7%	7.7%	1.2%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.4%	6.5%	16.9%	26.8%	26.5%	15.9%	5.2%	0.7%
2026/9/16	0.1%	0.6%	3.4%	10.7%	20.9%	26.7%	22.2%	11.6%	3.4%	0.4%
2026/10/28	0.2%	1.4%	5.4%	13.4%	22.4%	25.5%	19.4%	9.4%	2.6%	0.3%
2026/12/9	0.3%	1.8%	6.3%	14.4%	22.8%	24.8%	18.3%	8.6%	2.4%	0.3%

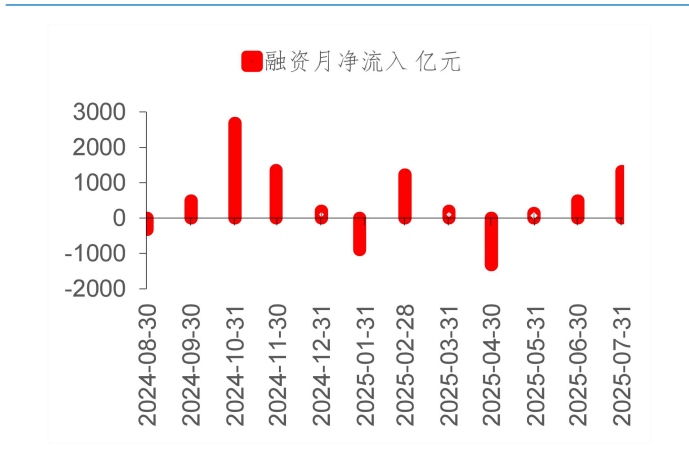
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool（注：数据截至 2025/7/31）

图 16: 美元指数出现小幅反弹



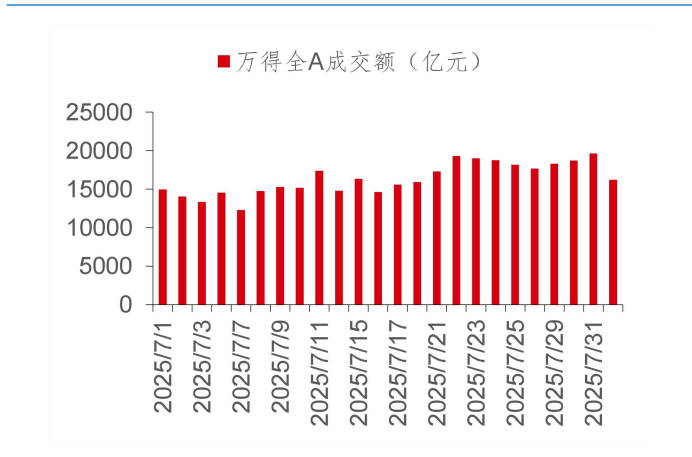
资料来源：华金证券研究所，wind

图 17: 7 月融资大幅流入



资料来源：华金证券研究所，wind

图 18: 近期全 A 成交额维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

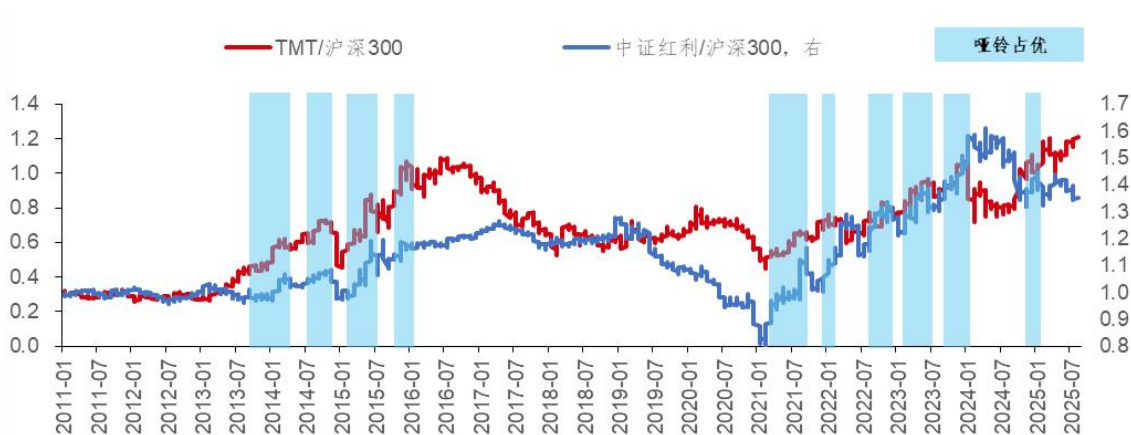
短期政策依然偏积极，外部风险有限，A 股风险偏好可能维持较高水平。（1）政治局会议确定四中全会召开时间、重点强调反内卷等对市场情绪仍有较强的支撑。首先，总体定调上，政治局会议上提出，下半年政策发力空间仍较充裕，但可能更注重节奏和精准施策，财政政策上，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，制造业和基建投资可能维持较高增速，货币政策上，要保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具，后续央行可能通过再贷款等手段精准投放流动性。其次，会议决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，当前确定会议时间超市场预期，此外继续强调反内卷，市场情绪可能受提振。最后，会议再次重点强调反内卷，提出依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理；规范地方招商引资行为；推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平等，可能推动后续基本面修复的预期。（2）中美谈判持续进行，中美关税豁免期再次延长 90 天，短期外部风险有限。近期副总理何立峰与美财长贝森特等举行中美经贸会谈，双方就中美经贸关系、宏观经济政策等议题开展交流，并表示双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天，关税暂缓延期下对市场情绪有积极作用。

二、行业配置：短期建议继续逢低配置科技成长和周期

（一）短期哑铃策略超额收益可能相对有限

短期哑铃策略超额收益可能相对有限。一是复盘历史，哑铃策略占优主要受经济和盈利预期偏弱、流动性宽松等因素驱动，不占优主要受基本面预期改善等驱动：首先，A股的哑铃策略占优的时间，制造业PMI和全A盈利增速基本处于下行区间，指向经济和盈利预期偏弱是哑铃策略占优的核心因素；其次，DR007历史分位数和十年期国债收益率历史分位数多处于下行区间，指向流动性宽松是哑铃策略占优的核心因素。二是短期哑铃策略超额收益可能相对有限：首先，短期经济预期有所回落，但中期经济修复趋势延续；其次，反内卷政策实施下短期企业盈利预期有望改善，叠加流动性宽松和科技产业趋势不断上行，短期科技成长和部分核心资产、周期等可能相对占优。

图 19：哑铃策略占优的时间



资料来源：wind，华金证券研究所

图 20：哑铃策略占优影响因素一览

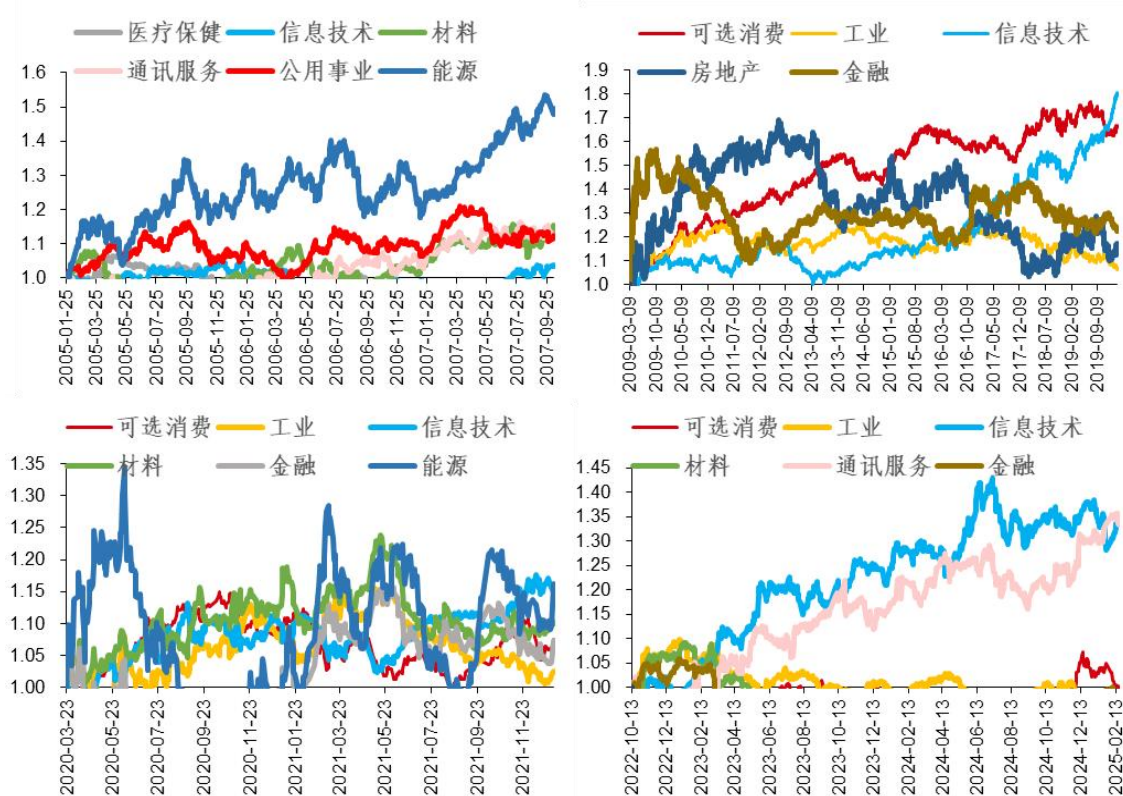
开始日期	截止日期	持续时间 (交易日)	上证综指涨跌幅 (%)	PMI	全A盈利增速 (%)	DR007历史分位数 (%)	十年期国债收益率历史分位数 (%)
2013/8/30	2014/3/19	144	-3.60	51→50.3	11.4→7.8	86.7→92.4	87.1→97.5
2014/6/9	2014/10/31	105	19.22	51→50.8	9.6→8.7	90.5→76.9	88.1→79
2015/1/7	2015/6/13	113	54.15	49.8→50.2	7.8→4.7	93.5→62	62.7→70.9
2015/9/1	2015/11/28	64	7.18	49.8→49.6	-1.4→-3.6	42.5→43.9	45.8→32.8
2021/2/9	2021/8/30	145	-0.12	50.6→50.1	43.7→25	40.4→49.5	49.4→22.5
2021/10/29	2022/4/4	112	-6.70	49.2→47.4	25→5.4	44.9→24.6	29.8→22.1
2022/7/7	2022/10/31	83	-13.77	49→49.2	4.6→2.9	11.5→22.7	16.6→10.8
2023/1/16	2023/6/5	101	1.16	50.1→50.8	-2.3→-3	36.7→23	26.4→6.2
2023/8/7	2023/12/12	92	-8.66	49.7→49	-1.8→-2.3	36.6→34.3	8.7→8.6
2024/11/16	2024/12/18	23	1.55	50.3→50.1	1.3→1.3	13.7→21	3.5→2.7

资料来源：wind，华金证券研究所

（二）短期科技成长和周期可能相对占优

短期科技成长和周期可能相对占优。一是复盘来看，美股全面慢牛期间，政策扶持、高景气的相对占优：首先，政策扶持的行业表现相对占优，如 2005/1-2007/9 的公用事业，2009/3-2019/9 的金融和地产，2020/3-2021/11 的金融、工业及可选消费，2022/10-2025/2 的金融和可选消费；其次，高景气的行业表现也相对偏强，如 2005/1-2007/9 的能源、通讯服务、信息技术、材料和医疗保健，2009/3-2019/9 的可选消费、工业和信息技术，2020/3-2021/11 的信息技术、材料和能源，2022/10-2025/2 的信息技术、工业、材料和通讯服务。二是比照美股经验，当前来看，A 股科技成长和周期可能相对占优：首先，当前政策支持的行业主要集中在科技成长和“反内卷”相关的电新、汽车、钢铁、煤炭、化工、农林牧渔等周期行业上；其次，当前高景气的行业主要集中在人工智能和机器人相关的 TMT、机械等科技成长行业以及有色金属、化工等涨价相关的行业上。

图 21：美股全面牛市期间占优及轮动的行业



资料来源：wind，华金证券研究所

（三）从估值性价比角度筛选成长和蓝筹

成长行业方面，主要从情绪的角度筛选：成交额占比上，汽车、电力设备及新能源、传媒、通信目前成交额占比分位数相对较低，分别为 39.3%、77.7%、80.0%、87.6%；换手率上，通信、电子、汽车、电力设备及新能源换手率历史分位数相对较低，分别为 56.8%、60.0%、60.9%、68.1%。

图 22：成长一级行业筛选

成长一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
汽车	6.2	23.8	21.8%	3.4%	39.3%	1.7%	60.9%
电力设备及新能源	18.7	158.8	91.9%	5.6%	77.7%	2.3%	68.1%
传媒	7.7	87.7	84.2%	4.1%	80.0%	3.9%	89.4%
通信	7.1	50.4	79.9%	5.1%	87.6%	1.8%	56.8%
电子	14.5	70.0	75.8%	12.8%	89.8%	2.3%	60.0%
计算机	13.7	59.0	84.7%	10.7%	92.8%	4.1%	87.6%
机械	9.1	41.9	66.3%	8.6%	94.3%	2.5%	75.1%
国防军工	28.8	173.0	97.7%	3.9%	95.0%	3.2%	85.1%
医药	16.3	30.2	61.0%	12.1%	96.7%	4.1%	95.1%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/1）

蓝筹行业方面，主要从估值的角度筛选：蓝筹一级行业上，农林牧渔、非银行金融、食品饮料、交通运输目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.5%、9.1%、10.9%、14.4%；蓝筹二级行业上，保险、畜牧业、白色家电、石油开采目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.9%、4.3%、5.8%、11.1%。

图 23：蓝筹一级行业筛选

蓝筹一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
农林牧渔	9.6	21.1	3.5%	0.9%	1.7%	1.6%	34.0%
非银行金融	7.7	13.6	9.1%	3.2%	36.2%	1.2%	61.6%
食品饮料	6.3	20.9	10.9%	1.6%	1.0%	1.7%	66.0%
交通运输	3.4	16.5	14.4%	1.5%	8.4%	0.8%	51.4%
家电	8.0	14.8	15.6%	1.1%	6.4%	1.7%	65.6%
电力及公用事业	2.7	18.9	18.5%	1.8%	8.3%	0.8%	41.3%
石油石化	0.7	11.6	22.2%	0.7%	6.3%	0.4%	63.3%
有色金属	11.6	21.0	26.3%	3.8%	31.5%	1.8%	57.6%
建筑	3.1	11.5	40.3%	2.2%	49.0%	1.6%	68.1%
基础化工	11.8	39.2	51.4%	5.6%	49.7%	2.1%	59.3%
煤炭	-6.1	13.0	53.2%	0.4%	2.2%	0.8%	35.4%
银行	0.4	7.2	61.5%	2.0%	27.1%	0.3%	68.8%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/1）

图 24：蓝筹二级行业筛选

蓝筹二级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全 A 比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
保险 II	4.8	9.0	3.9%	0.4%	18.4%	0.4%	74.6%
畜牧业	9.1	14.3	4.3%	0.5%	9.2%	1.3%	53.4%
白色家电 II	8.4	11.0	5.8%	0.3%	1.6%	0.6%	63.1%
石油开采 II	-0.5	9.4	11.1%	0.2%	48.4%	0.3%	70.1%
酒类	6.0	18.7	12.2%	0.7%	9.8%	0.8%	52.0%
工业金属	9.9	14.8	13.5%	1.2%	19.0%	1.3%	68.5%
航运港口	-1.9	9.1	14.2%	0.3%	3.5%	0.6%	64.8%
运输设备	5.2	25.2	26.8%	0.5%	21.1%	1.0%	59.1%
建筑施工	3.1	9.9	34.4%	1.7%	39.5%	1.5%	75.6%
证券 II	13.9	21.2	36.4%	2.5%	46.9%	1.4%	74.9%
全国性股份制银行 II	-0.7	6.7	38.2%	0.6%	8.4%	0.4%	59.5%
煤炭开采洗选	-6.5	12.1	50.4%	0.4%	4.0%	0.7%	69.8%
区域性银行	4.2	6.3	55.4%	0.6%	88.6%	0.8%	86.7%
公路铁路	1.3	17.0	59.8%	0.2%	8.8%	0.5%	58.8%
饮料	5.2	31.4	61.9%	0.5%	91.8%	3.3%	98.5%
国有大型银行 II	0.2	7.6	71.4%	0.8%	64.5%	0.2%	76.9%
稀有金属	14.3	56.7	71.8%	2.4%	89.5%	3.9%	97.7%
石油化工	1.0	23.0	80.4%	0.3%	5.4%	0.6%	64.6%

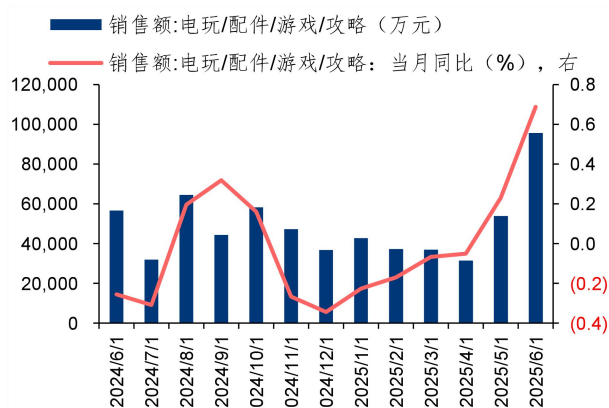
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/1）

（四）短期建议继续逢低配置科技成长和周期

短期建议继续均衡配置政策和产业趋势向上的计算机（AI 应用）、传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、电子（消费电子、半导体）、军工、机器人、创新药等。（1）计算机：OpenAI 计划最早于 8 月初发布新一代大模型 GPT-5，GPT-5 将整合 o3 推理模型及多项内部技术，形成一个可同时处理文本、代码、图像与工具调用的统一系统，从而取代现有的 o 系列与 GPT 系列并行格局。（2）传媒：一是电玩/配件/游戏/攻略销售额增长较快，6 月销售额达到 95660 万元，同比增长 68.7%；二是“数智时代的媒介文化发展新图景：2025 年媒介文化论坛暨中国高校影视学会媒介文化专业委员会第八届学术年会”拟于 2025 年 8 月 22 日至 24 日在山东淄博举办。（3）通信：工业和信息化部 7 月 30 日通告 2025 年第二季度电信服务质量情况，二季度，有 1449 款 APP 被责令整改，373 款被公开通报，下架 50 款，持续整治违法违规收集使用个人信息、弹窗乱跳转等问题，工业和信息化部建成“面向移动互联网应用程序的检测及认证公共服务平台”并上线运行，有效提升 APP 检测的自动化、智能化水平，为监管治理和行业发展提供支撑服务。（4）电子：7 月 28 日，三星电子向监管机构提交文件显示，其与特斯拉签署了价值 165 亿美元（约合人民币 1183.87 亿元）的芯片代工合同，该合同覆盖特斯拉下一代 AI6 芯片的全生命周期生产。（5）军工：2025 第 9 届中国重庆航空航天及国防科技展览会将于 2025-08-15 至 2025-08-17 在重庆国际博览中心举办。致力为企业提供集贸易合作、展示交易、宣传推广、技术交流、高端研讨、商品展示于一体的国际性展会。（6）机器人：一是全球首个以人形机器人为参赛主体的综合性盛会，将于 8 月 14 日至 17 日在北京举办，活动以机器人接力传递“能量方块”的创新形式，串联起科技与人文、传统与未来，充分展现首都开放包容的发展活力和全球科技进步的重大成果；二是 7 月 26 日下午，2025 WAIC 科学前沿全体会议在上海举行，本届会议以“前沿智汇 创启未来”为主题，聚焦通用人工智能（AGI）与科学智能的前沿突破，汇聚全球人工智能领域顶尖科学家与技术领军人物，围绕人工智能与基础科学的深度融合展开高水平交

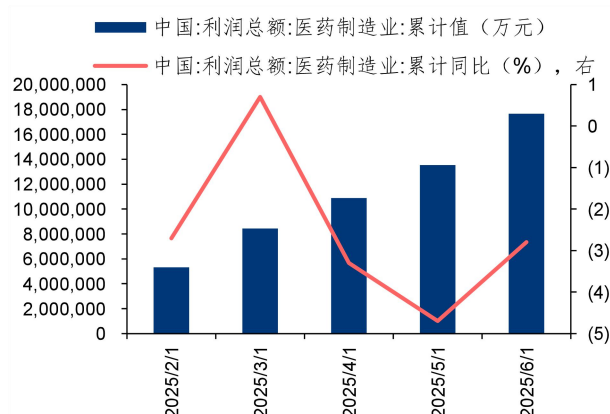
流，全面展现 AI 重塑科研范式与引领未来变革的澎湃动能。(7) 创新药：一是医药制造业利润总额持续增长，6 月累计利润总额环比增长 30.6%，累计同比增速降幅缩窄；二是 7 月 28 日，恒瑞医药与葛兰素史克（GSK）达成一项总潜在金额高达 125 亿美元的 License-out 合作，覆盖一款处于临床阶段的呼吸系统创新药及多达 11 个处于非临床阶段的候选项目。

图 25：游戏电玩销售额快速增长



资料来源：华金证券研究所，wind

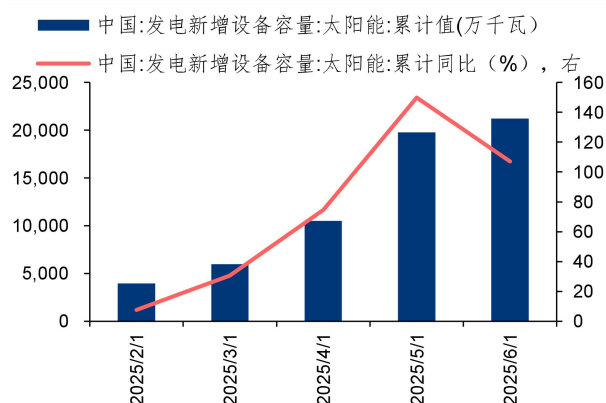
图 26：医药制造业利润总额累计同比增速回升



资料来源：华金证券研究所，wind

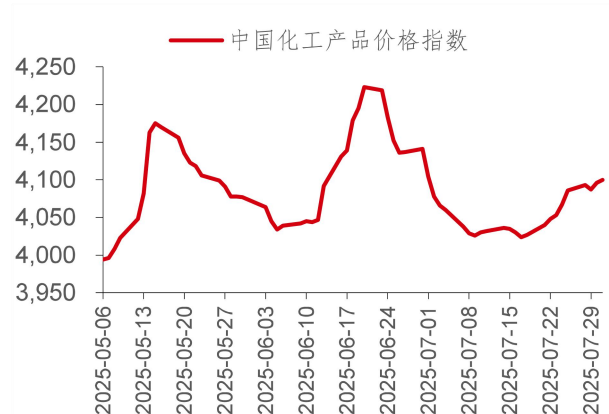
短期建议均衡配置受益于反内卷政策和盈利预期可能改善的电新、有色金属、快递、化工、大金融等行业。(1) 电新：一是太阳能发电新增设备容量持续增长，6 月累计同比增速达到 107%，维持高位增长；二是 7 月 30 日，全国最大的用户侧锂电储能项目鹏辉能源 & 四川中孚 -107.12MW/428.48MWh 绿色水电铝用户侧储能项目在广元开工，正式拉开项目建设新序幕，项目建成后，将有效减少碳排放，降低企业用电成本，同时提供智慧能源管理示范样板。(2) 有色金属：7 月 30 日，《安徽省有色金属产业优化升级方案（2025-2027 年）（征求意见稿）》公开征求意见，力争到 2027 年，铜铝镁等重点材料领域突破一批关键核心技术并实现产业化，打造一批具有持续创新能力的优势企业和产业集群，实现质量效益双提升。(3) 快递：7 月 29 日，国家邮政局召开快递企业座谈会，就依法依规治理行业“内卷式”竞争，强化农村地区领取快件违规收费等突出问题整治，促进行业高质量发展进行座谈交流。(4) 化工：一是中国化工产品价格指数自 7 月 17 日以来回升，显示中国化工产品景气度上行；二是 2025 制药化工行业智能制造与低碳技术创新峰会暨余热利用产业论坛”定于 2025 年 8 月 8 日在上海举办，本次峰会将聚焦“工艺升级、能源重构、数字赋能”三大维度。(5) 大金融：7 月 28 日，中美两国经贸团队在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈，这次会议旨在将两国元首重要共识转化为具体政策和行动、落实日内瓦经贸会谈共识和伦敦框架，推动中美经贸关系沿着正确轨道向前发展。

图 27：太阳能发电新增设备容量累计同比维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 28：中国化工产品价格指数回升



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn