

合适甚至更高的定价水平。

短期策略上，需注意市场情绪过高后的波动风险。从4月7日到7月30日，上证指数市净率从1.24倍上涨至1.43倍，估值水平已经达到1.35倍市净率±10%的区间的上方区域，主要指数估值分位水平已脱离低水位区间，市场累积了较多的获利盘，或面临一次结构性风险释放。

市场波动的风险因素包括：一是美国对主要国家关税协议初步落地，但中美关税博弈仍存变数；二是融资余额升至年内高位，上证指数的情绪指数升至年内高位，三是半年报披露进入下半场，受流动性推高、缺乏业绩支撑或估值过高的板块个股或将面临大幅波动风险。

资本市场的三大逻辑将长期并存并呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

维持前期推荐，详见往期回顾。8月，无新增推荐，建议继续关注证券、中药 ETF。

5、专题论述：

1) 市场情绪指数

2) 2024 年“9.24 行情”至今走势对比 2019 年春节躁动后的走势

3) 推荐行业/板块跟踪

往期回顾：

- 2025 年 7 月 建议关注创业板、光伏 ETF
- 2025 年 6 月 再次建议关注证券
- 2025 年 5 月 建议关注小金属钨、稀土、磁性材料
- 2025 年 4 月 建议关注创新药、中药
- 2025 年 2 月 建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、生物医药和电力设备
- 2024 年 12 月 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指数、港股红利 ETF、黄金（2025 年 A 股年度策略）

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辘重

一、市场行情回顾

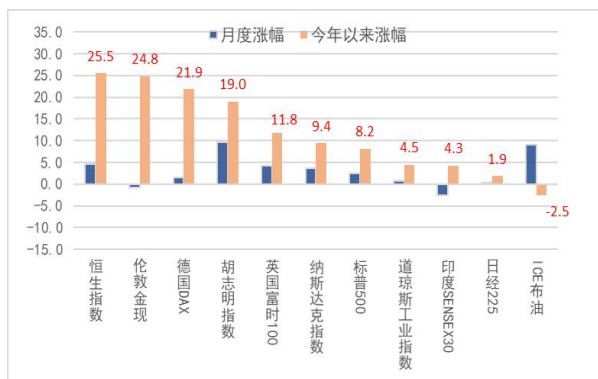
1.1 行情回顾

(1) 主要指数

7月，美国与主要贸易伙伴国关税协议基本落地，全球市场风险偏好继续回升，油价收复大部分失地，金价高位震荡整固。截至2025年7月30日，伦敦金报收3275.05美元/盎司，年内上涨24.8%；恒生指数年内上涨25.5%，德国DAX指数上涨21.9%，纳斯达克、标普500、道琼斯指数年内涨幅4.5%-10%，美国经济二季度增速超出市场预期；ICE布油报收72.75美元/桶，下跌2.5%，收复年内大部分跌幅。7月当月，ICE布油领涨，当月涨9.0%；金价在3300美元一线震荡整固；胡志明指数、恒生指数当月分别上涨9.6%和4.6%，印度SENSEX30指数当月下跌2.5%，美国宣布对印度征收较高幅度的对等关税。

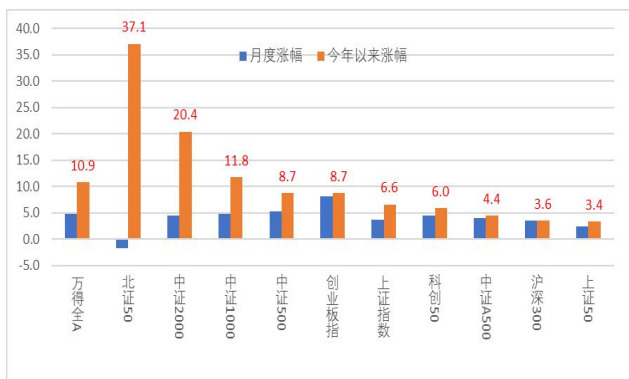
A股延续强势上行，创业板指表现亮眼。截至7月31日，万得全A年内涨幅10.09%；上证指数报收3573.21点，涨幅6.6%。北证50涨幅37.1%，中证2000涨幅20.4%，中证1000涨幅11.8%，中证500涨幅8.7%，创业板指涨幅8.7%，科创50涨幅6.0%，上证50、沪深300涨幅落后。7月，市场呈普涨态势，创业板指月涨幅8.1%，表现领先，上证指数当月上涨3.7%；主要指数中仅北证50小幅下跌。

图表1 国际主要指数及大类资产涨幅(%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表2 A股主要指数涨幅(%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

截至7月31日，中信上游、中信TMT、成长风格年内累计涨幅均超过14.0%，周期风格、金融风格、中信中游、中信下游、高市盈率指数、高市净率指数涨幅均超过8%；红利风格整体收跌。

7月，市场呈普涨格局。中信上游、中信TMT、成长风格、高市净率指数月涨幅均超过6%，消费风格、中信中游、中信下游涨幅超过5%，红利风格当月小幅收涨。

图表3 主要风格指数涨幅(%)

代码	指数	7月	二季度	一季度	年内累计	2024年	2023年	对应主要申万行业
CI005917.WI	金融风格	2.2	9.4	-1.9	9.7	33.4	-3.9	银行、非银金融、地产
CI005918.WI	周期风格	4.6	1.5	5.0	11.4	7.3	-2.4	汽车、基础化工、机械、有色、电力设备、石油石化
CI005919.WI	消费风格	5.4	0.8	0.4	6.6	-2.2	-7.9	食品饮料、医药生物、家用电器、农林牧渔
CI005920.WI	成长风格	6.2	4.3	3.1	14.2	7.4	-6.8	电子、电力设备、计算机、国防军工、机械设备、通信
CI005921.WI	稳定风格	1.5	3.1	-4.0	0.5	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
CI005901.WI	中信上游	6.2	4.3	3.2	14.3	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
CI005902.WI	中信中游	5.1	3.0	3.1	11.6	2.4	-15.0	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
CI005903.WI	中信下游	5.4	1.0	2.5	9.1	-1.4	-7.5	医药生物、食品饮料、汽车、家电
CI005904.WI	基础设施建设	1.8	4.4	-3.9	2.1	14.2	-4.9	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
CI005905.WI	中信TMT	6.3	3.3	4.0	14.2	14.9	11.3	电子、计算机、通信、传媒
801821.SI	高市盈率指数	3.3	3.0	1.5	8.0	10.3	-11.0	电子、计算机、机械设备、国防军工、医药生物
801823.SI	低市盈率指数	1.9	5.6	0.1	7.7	20.3	-7.1	银行、非银、建筑装饰、食品饮料、有色
801831.SI	高市净率指数	6.8	2.4	1.2	10.7	-0.4	-20.4	电子、食品饮料、计算机、医药生物
801833.SI	低市净率指数	2.3	6.4	-0.7	8.1	25.1	-2.1	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、钢铁
000922.CSI	中证红利	1.4	0.0	-3.1	-1.7	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、钢铁、纺织服饰、传媒、基础化工
000015.SH	红利指数-上证	0.8	-0.1	-4.4	-3.7	14.5	2.7	银行、交运、煤炭、纺织服饰、钢铁、传媒、石油石化
399324.SZ	深证红利	2.0	-4.6	1.2	-1.4	7.8	-11.3	家用电器、食品饮料、计算机、医药生物、银行、有色

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

截至7月31日，23个申万一级行业年内上涨，行业上涨比例为74.2%。其中，有色金属、医药生物、通信年内涨幅超过20%，钢铁、国防军工、传媒、机械设备涨幅在15%-20%，基础化工、综合、计算机、建筑材料、银行、电子涨幅在10%-15%。

煤炭、食品饮料年内跌幅超过7%，房地产、交通运输、公用事业、商贸零售、家用电器、石油石化小幅下跌。

图表4 申万一级行业指数涨幅 (%)



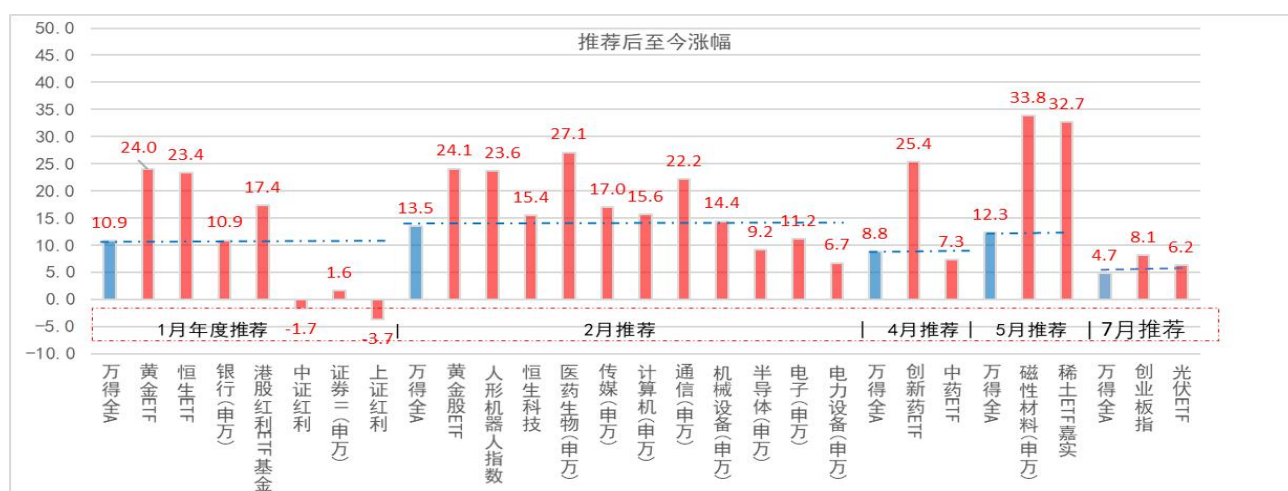
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（红色框部分为年内推荐行业）

(4) 推荐行业回顾

1-7 月份，首次推荐总计 24 个行业/板块，推荐后累计涨幅为正的 22 个，上涨比例为 91.7%；申万一级行业胜率（74.2%）。其中，推荐后涨幅超过 20% 的有 9 个，分别是黄金股 ETF、黄金 ETF、恒生 ETF、人形机器人指数、医药生物、通信、创新药 ETF、磁性材料、稀土 ETF；涨幅 10%-20% 之间的有 7 个，分别是银行、港股红利 ETF、恒生科技、传媒、计算机、机械设备、电子。

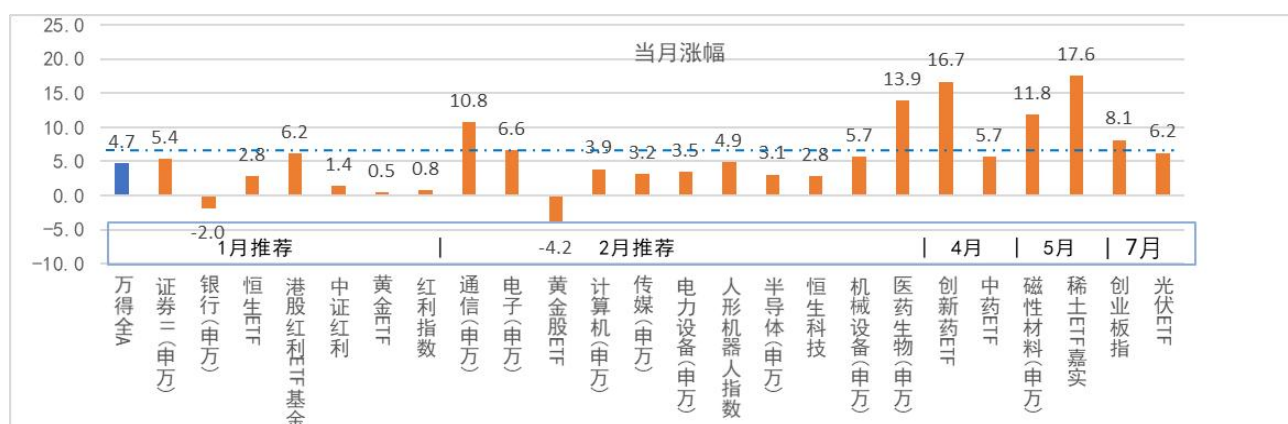
7 月份，新增推荐创业板指、光伏 ETF，当月涨幅均超过 6%。截至 7 月 31 日，推荐品种多数上涨，通信、医药生物、创新药 ETF、磁性材料、稀土 ETF 当月涨幅超过 10%；银行、黄金股 ETF 当月下跌。

图表 5 2025 年推荐行业累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 7 月 31 日）

图表 6 2025 年推荐行业 7 月涨幅情况 (%)



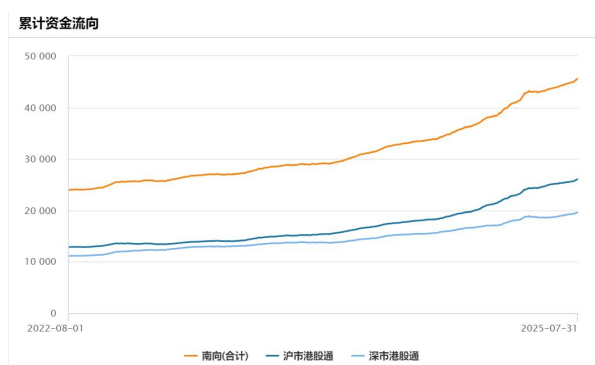
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 资金情况

(1) 南向资金

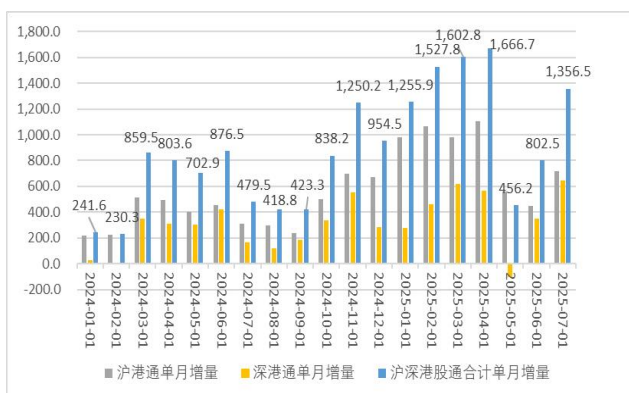
南向资金流入港股保持强度。截至7月31日，南向资金累计净流入45646.3亿港元，其中深港通为19601.42亿港元，沪港通为26044.9亿港元。7月，南向资金单月净流入再度超过千亿港元，达到1356.5亿港元，其中沪港通净流入714.2亿港元，深港通净流入642.2亿港元。

图表7 南向资金累计净流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况 (亿港元)

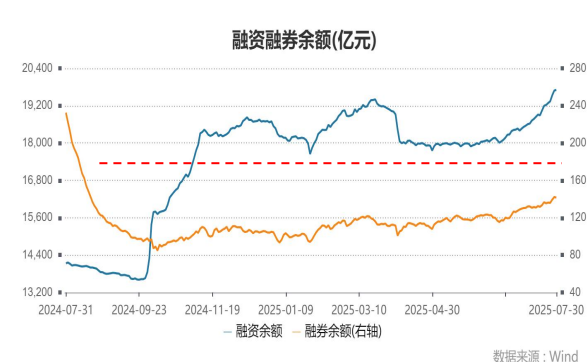


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金：融资情绪高涨

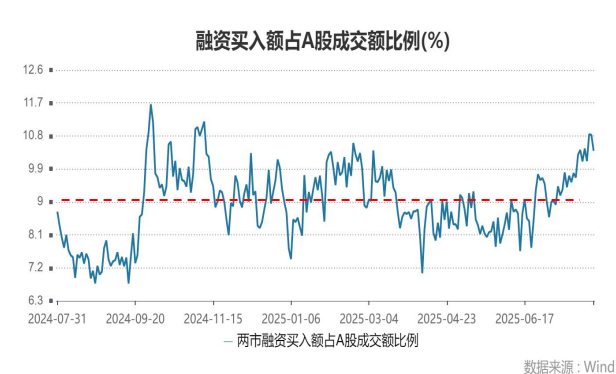
7月，融资余额创年内新高。截至7月30日，融资余额19705.7亿元，比上月末增加1324.4亿元，比上年末增加1164.5亿元；融资余额已超过今年3月20日高点19402.3亿元。融券余额141.6亿元，低位水平显著回升，比上月末增加18.5亿元，比上年末增加37.2亿元。7月28日，融资买入额占A股成交额比例10.84%，升至年内新高（此前高点为2025年2月21日10.61%）；该比例4月日均值为8.46%；5月日均值为8.49%，6月日均值为8.76%，7月日均值升至9.72%。

图表9 融资融券变动情况 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策和经济环境分析

2.1 经济环境分析

2025 年上半年，流动性保持充裕，宽松货币与积极财政政策助力经济保持韧性，平稳运行。GDP 累计同比 5.3%，高于预期值 5.2%，其中一季度同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。

1-6 月份，固定资产投资累计同比增速 2.8%，低于预期值 3.7%；制造业投资累计增长 7.5%，低于预期值 8.4%；基础设施建设投资累计增长 8.9%，高于预期值 8.8%；房地产投资累计增速-11.2%，低于预期值-11.1%。6 月份，社会消费品零售总额同比增速 4.8%，低于预期值 5.6%；出口增速 5.9%，高于预期值 3.2%，关税博弈背景下，出口保持相当韧性。

6 月份，CPI 同比增长 0.1%，中止了下行态势；PPI 同比下降 3.6%，下行力度较大。M2 同比增速 8.3%，高于预期值 8.1%；M1 同比增速 4.6%，高于预期值 2.7%，呈持续改善态势。人民币贷款新增 22400 亿元，社会融资新增 41993 亿元，均大幅高于预期值。7 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，非制造业商务活动指数为 50.1%，环比均小幅下降。

图表 11 宏观经济数据概览

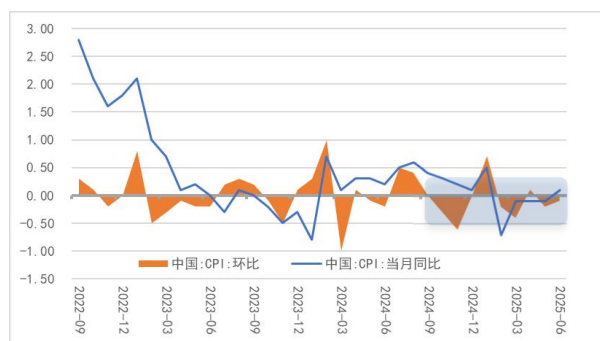
指标	预测值		实际值		实际值	6月实际 比预期
	2025-07F	2025-06F	2025-06	2025-05	2025-03	
GDP:当季(%)	--	5.2	5.2	--	5.4	0.0
GDP:累计(%)	--	5.2	5.3	--	5.4	0.1
工业增加值(%)	--	5.5	6.8	5.8	7.7	1.3
固定资产投资:累计(%)	--	3.7	2.8	3.7	4.2	-0.9
固定资产投资:制造业:累计(%)	--	8.4	7.5	8.5	9.1	-0.9
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	--	8.8	8.9	10.4	11.5	0.1
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	--	-11.1	-11.2	-10.7	-9.9	-0.1
社会消费品零售(%)	5.8	5.6	4.8	6.4	5.9	-0.8
进口(%)	--	0.2	1.1	-3.4	-4.4	0.9
出口(%)	--	3.2	5.9	4.7	12.3	2.7
贸易差额(亿美元)	--	1111.8	1147.5	1031.4	1,024.1	35.7
中国制造业采购经理指数(PMI)	--	49.3	49.7	49.5	50.5	0.4
中国非制造业采购经理指数	--	50.3	50.5	50.3	50.8	0.2
CPI(%)	-0.3	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1
PPI(%)	-3.5	-3.2	-3.6	-3.3	-2.5	-0.4
M1(%)	--	2.7	4.6	2.3	1.6	1.9
M2(%)	--	8.1	8.3	7.9	7.0	0.2
人民币贷款:新增(亿元)	--	18447.3	22400.0	6200.0	36,400.0	3952.7
人民币贷款(%)	--	7.0	7.1	7.1	7.4	0.1
社会融资规模:新增(亿元)	--	37051.0	41993.0	22870.0	58,961.0	4942.0
社会融资规模存量(%)	--	8.8	8.9	8.7	8.4	0.1

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（预测值为 WIND 机构综合预测）

(1) CPI 与 PPI

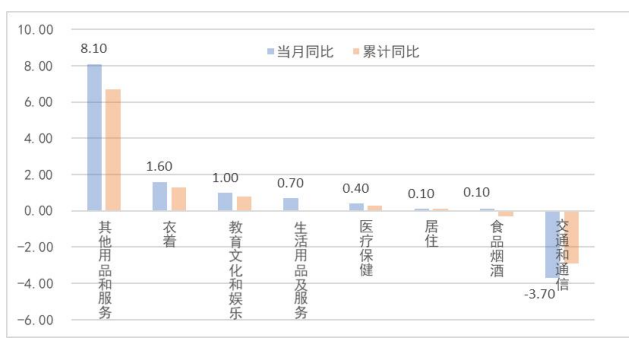
CPI 当月同比止跌回稳。6 月份，CPI 同比上涨 0.1%，止住了连续四个月的同比下滑态势；环比下降 0.1%，连续五个月下降。交通和通信当月同比下降 3.7%，是主要下降拖累项；其余项目收涨，食品烟酒上涨 0.1%，居住上涨 0.1%，医疗保健上涨 0.4%，生活用品及服务上涨 0.7%，教育文化和娱乐上涨 1.0%。1-6 月份，CPI 累计同比下降 0.1%。其中，食品价格累计同比下降 0.9%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.4%；不包含食品和能源的价格上涨 0.4%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

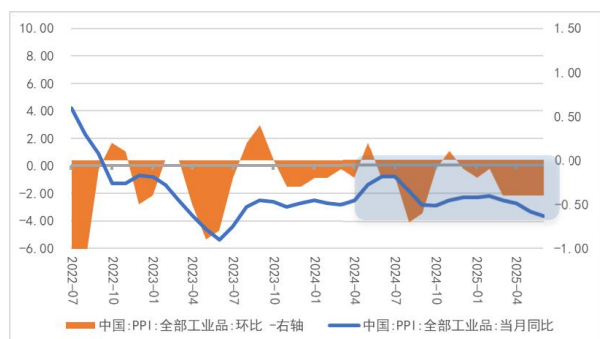
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

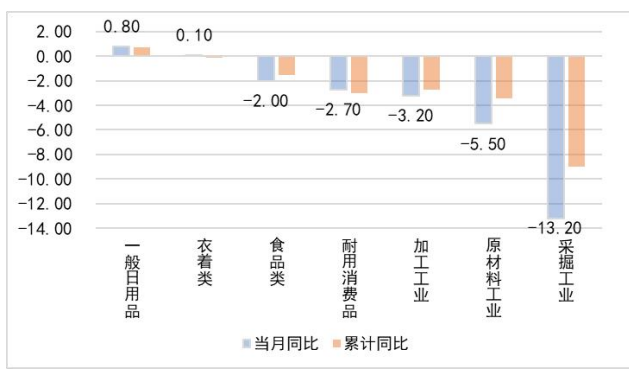
PPI 跌势扩大，有色金属类价格显著领涨。6 月份，PPI 同比下降 3.6%，降幅扩大（5 月份下降 3.3%），环比下降 0.4%。其中，一般日用品同比上涨 0.8%，衣着类上涨 0.1%，食品类下降 2.0%，加工工业下降 3.2%，耐用消费品下降 2.7%，原材料工业下降 5.5%，采掘工业下降 13.2%。行业价格方面，有色金属成为少有的亮点，1-6 月份，有色金属矿采选业累计同比上涨 17.7%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 6.2%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上涨 0.1%，汽车制造业累计同比下降 3.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.2%，医药制造业下降 1.5%，煤炭开采和洗选业下降 15.4%，石油和天然气开采下降 9.6%，黑色金属采选业下降 10.1%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



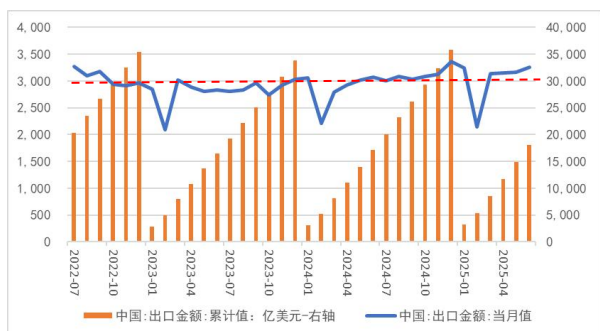
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

出口：我国出口保持韧性，但4月份美国进口额已显著下降。2025年1-6月，我国出口金额18090.4亿美元，同比增长5.9%，比2024年全年增速提高0.1个百分点。6月，出口当月增速5.9%，比上月增速提高1.2个百分点。在美国出口增速连续两个月低位运行的背景下，我国出口展现相当韧性。5月，美国当月进口金额（季调）3505.17亿美元，同比增速3.3%，比1-3月份的两位数增速大幅下滑。

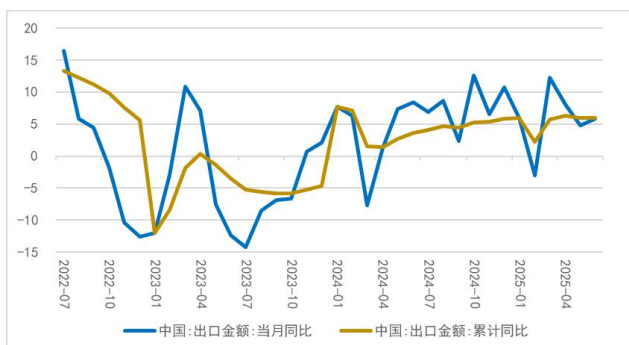
从主要国别看，我国对美出口持续下降，但对非美国国家总体保持较强增长。按海关口径（美元），1-6月，对美国出口同比下降10.9%（1-5月下降9.7%），降幅继续扩大；对欧盟出口增长6.6%，前值6.4%（德国10.6%，前值12.3%；法国7.3%，前值5.9%）；对日本出口同比增长4.8%，前值4.4%。对东盟国家同比增长13.0%，前值12.2%（越南19.7%，前值18.8%；马来西亚6.1%，前值5.4%；泰国22.0%，前值20.9%；印度尼西亚15.3%，前值16.8%）。对拉丁美洲出口增长7.2%（巴西-3.2%，前值-2.1%；阿根廷82.4%，前值89.2%；墨西哥-2.3%，前值0.2%），前值9.4%；对印度出口增长14.1%，前值15.1%；对俄罗斯出口增长-8.4%，前值-6.6%；对非洲出口增长21.6%，前值18.9%。

图表 16 出口金额当月值及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比（%）

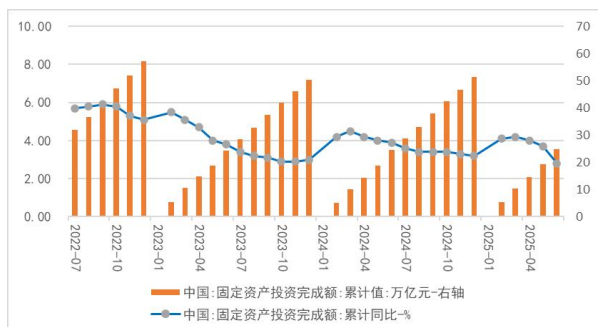


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：固定资产投资增速环比下行。2025年1-6月份，中国固定资产投资（不含农户）248654亿元，同比增长2.8%，增速环比下降0.9个百分点，比2024年全年增速下降0.4个百分点。其中，国有控股企业同比增速5.0%，港澳台商投资增速达4.8%，民间投资增速-0.6%；外商投资下降13.6%，均比1-5月增速下滑。制造业投资累计同比增长7.5%，比上年同期下降2.0个百分点；基础设施建设投资同比8.9%，比上年同期上升1.2个百分点。

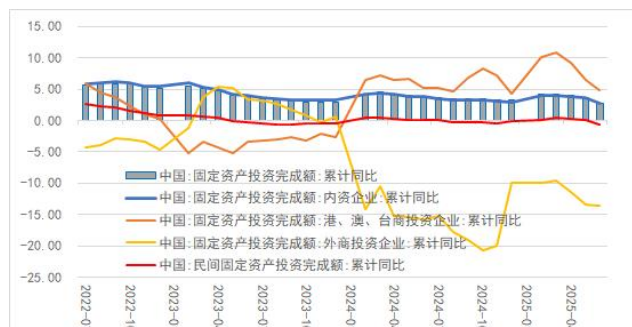
分行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业固定资产投资累计同比增长27.3%，汽车制造业增长22.2%，通用设备制造业增长16.6%，专用设备制造业增长6.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长4.6%。有色金属冶炼和压延加工业增长9.1%，有色金属矿采选业增长46.2%，食品制造业增长16.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长22.8%，医药制造业增长-3.0%，电气机械和器材制造业增长-7.8%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

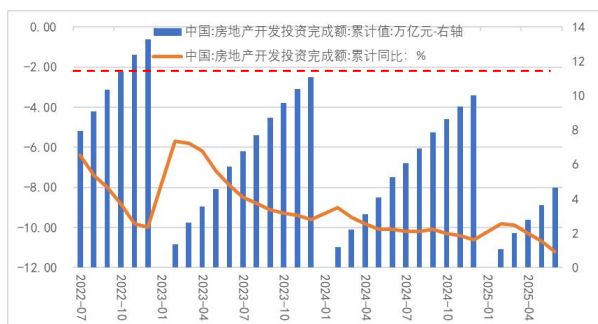
图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：国房景气指数小幅下行，地产投资与新开工数据低迷。6 月份，国房景气指数 93.60 点，连续 3 个月小幅下滑。2025 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 46658 亿元，同比下降 11.2%，保持两位数降幅。房屋新开工面积 3.04 亿平方米，同比下降 20.0%。商品房销售面积 4.59 亿平方米，同比下降 3.5%；商品房销售额 4.42 万亿元，同比下降 5.5 个百分点，均比上月降幅扩大。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



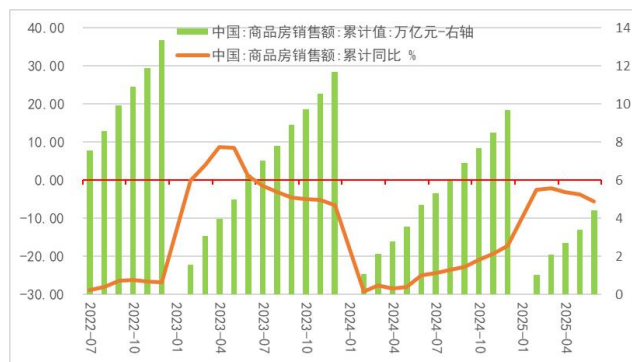
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

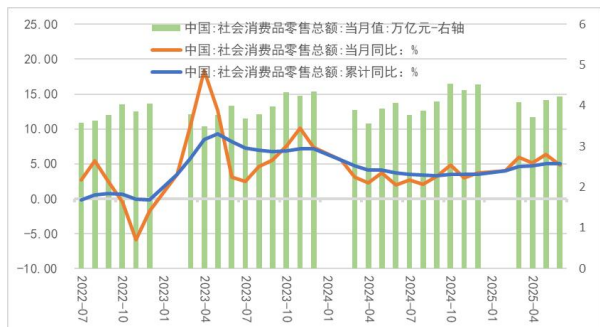
信贷支持力度加大，但个人按揭贷款增速下降。1-6 月份，房地产开发企业到位资金 50202 亿元，同比下降 6.2%。其中，国内贷款 8245 亿元，增长 0.6%，增速由负转正；自筹资金 17544 亿元，下降 7.2%；定金及预收款 14781 亿元，下降 7.5%；个人按揭贷款 6847 亿元，下降 11.4%（前值下降 8.5%）。

消费：消费增长保持平稳。2025 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 24.55 万亿元，同比增长 5.0%，与上月增速持平，比上年全年增速提高 1.5 个百分点。其中，城镇消费同比增长 5.0%，比上年增速提高 1.6 个百分点；乡村消费同比增长 4.9%，比上年增速提高 0.6 个百分点。网上商品和服务零售同比增长 8.5%，与上月增速持平；实物商品网上零售额同比增长 6.0%，比上月增速下降 0.3 个百分点。

按零售业态分，便利店、超市、百货店销售增速下滑，专业店、品牌专卖店销售增速提升。1-6 月份，限额以上零售单位中便利店零售额同比增长 7.5%，前值 8.5%；超市零售额同比增长 5.4%，前值 5.7%；百货店零售额同比增长 1.2%，前值 1.3%；专业店零售额同比增长 6.4%，前值 6.3%；品牌专卖店零售额同比增长 2.4%，前值 1.8%。

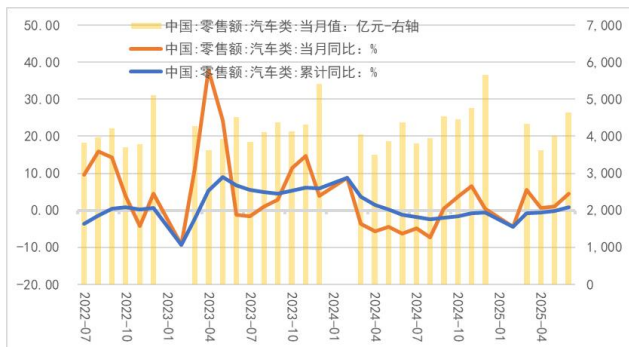
分项看，汽车销售累计 23468 亿元，同比增长 0.8%，年内增速首度转正；中西药品类增长 1.4%，家用电器和音响器材类增长 30.7%，体育娱乐用品增长 22.2%，通讯器材类增长 24.1%，家具类增长 22.9%；年初发布的消费品以旧换新政策和 3C 产品购置补贴政策持续显现积极效果。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

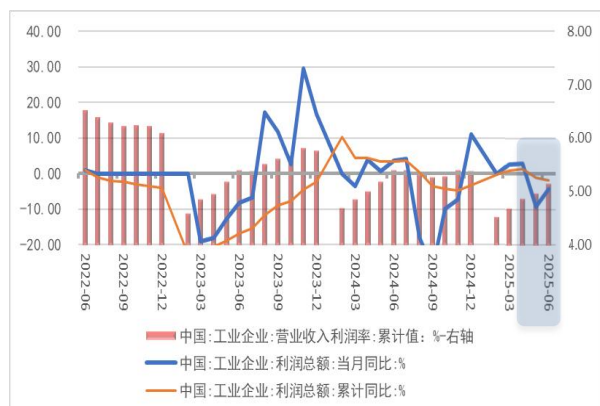
(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2025 年 1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.0 亿元，同比下降 1.8%，连续两个月下降；其中，6 月当月净利润总额同比下降 4.3%，比上月降幅收窄 4.8 个百分点；营业收入利润率 5.15%，比上月上升 0.18 个百分点，低水位略有上升；应收账款平均回收天数为 69.8 天，比上月下降 0.7 个百分点，比 2024 年 12 月增加 5.7 天。6 月末，工业企业应收账款余额 26.69 万亿元，同比增长 7.8%，保持在历史高位水平。

1-6 月份，汽车制造业利润总额同比增长 3.6%，前值-11.9%；电气机械和器材制造业增长 13.0%，前值 11.6%，利润增长环比改善。其他行业利润增长情况如下：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造

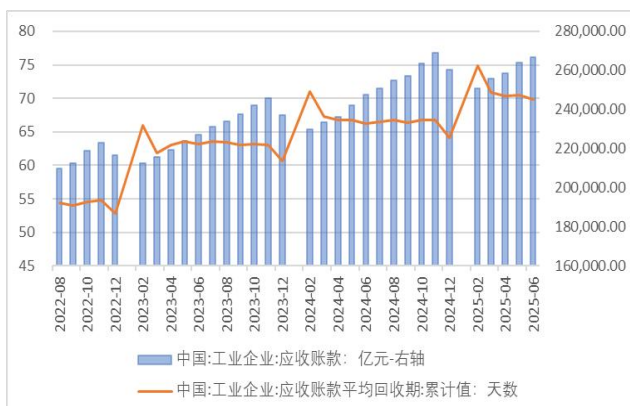
业同比增长 39.2%，前值 56.0%；有色金属矿采选业增长 40.2%，前值 41.7%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 3.5%，前值 11.9%；通用设备制造业增长 6.5%，前值 10.6%；专用设备制造业增长 4.4%，前值 7.1%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数

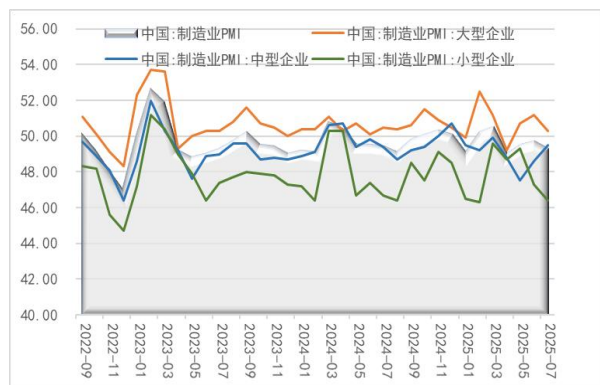


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

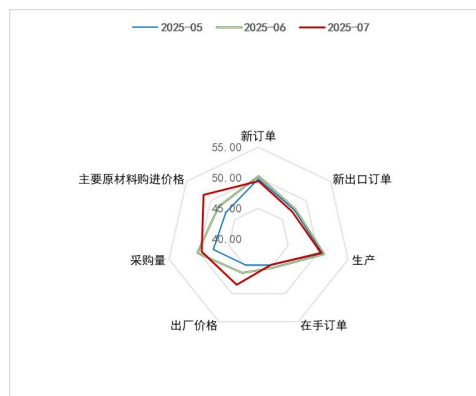
制造业 PMI：出厂价格指数与原材料购进价格指数上升。7 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，比上月回落 0.4 个百分点。其中，大型企业 PMI 为 50.3%，下降 0.9 个百分点；中型企业 PMI 为 49.5%，上升 0.9 个百分点；小型企业 PMI 为 46.4%，下降 0.9 个百分点。7 月，新订单指数 49.4%，比上月下降 0.8 个百分点；新出口订单指数 47.1%，下降 0.6 个百分点，在手订单指数 44.7%，下降 0.5 个百分点；生产指数 50.5%，下降 0.5 个百分点；出厂价格指数 48.3%，上升 2.1 个百分点；采购量指数 49.5%，下降 0.7 个百分点；主要原材料购进价格指数 51.5%，上升 3.1 个百分点，高于出厂价格指数上升幅度，显示利润向上游倾斜。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

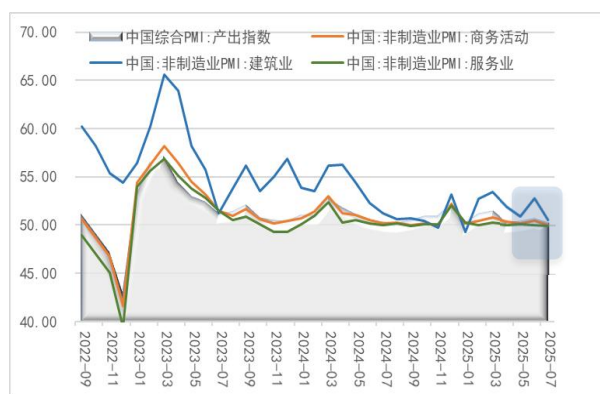
图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

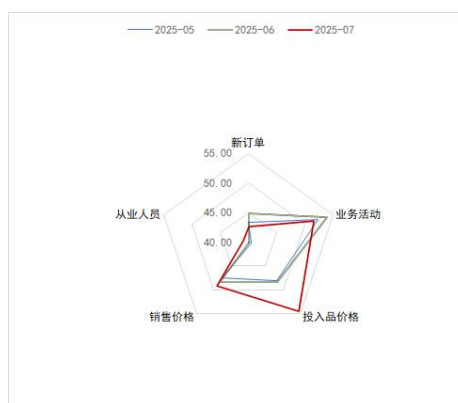
非制造业 PMI：7 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.4 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 50.6%，比上月下降 2.2 个百分点；服务业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.1 个百分点。分项目看，服务业新订单指数为 46.3%，比上月下降 0.6 个百分点。建筑业新订单指数为 42.7%，比上月下降 2.2 个百分点。7 月份，建筑业投入品价格指数为 54.5%，比上月大幅上升 6.2 个百分点，表明建筑业企业用于经营活动的投入品价格总体水平显著上涨；同时，建筑业销售价格指数虽有所回升（49.2%，比上月上升 0.9 个百分点），低于投入品价格指数涨幅，可能导致成本挤压，对建筑企业盈利空间形成一定压力。从行业看，铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间；房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

7 月，国债收益率小幅上行。7 月 30 日，1 年期国债收益率 1.41%，比上月末上升 6BP，比上年末（1.09%）上升 32BP；10 年期国债收益率报收 1.76%，比上月末上升 10BP，比上年末（1.68%）上升 8BP。

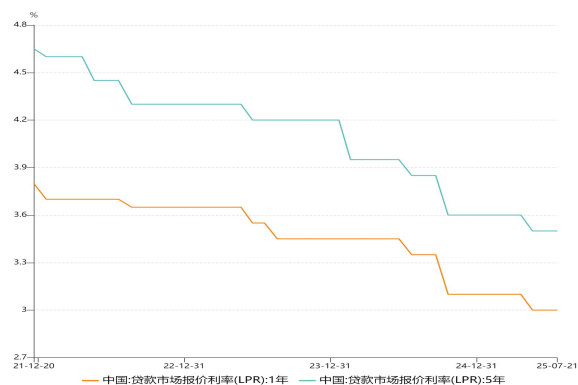
7 月 21 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，年内于 5 月 20 日下调一次，均下调 10BP；7 月 23 日，7 天逆回购利率为 1.40%，年内于 5 月 8 日下调一次，下调 10BP。

2025 年 7 月 14 日，国新办举行新闻发布会，介绍 2025 年上半年货币信贷政策执行及金融统计数据情况。中国人民银行副行长邹澜表示：按照中央经济工作会议精神和《政府工作报告》部署，要实施好适度宽松的货币政策。适度宽松货币政策，简单说就是，流动性要保持充裕，社会融资条件要比较宽松，综合融资成本要比较低。2020 年以来，人民银行已累计降准 12 次；累计下调政策利率 9 次，带动 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率分别下降 115 个和 130 个基点。

“从上半年的金融数据看，货币政策支持实体经济的效果是比较明显的。一是金融总量合理增长。6 月末，社会融资规模存量同比增长 8.9%，广义货币供应量 M2 同比增长 8.3%，人民币贷款同比增长 7.1%。

如果把地方专项债置换地方融资平台贷款的影响进行还原，按可比口径，贷款同比增速还要更高一些。二是社会综合融资成本低位下行。1-6月，新发放企业贷款加权平均利率大约为3.3%，比上年同期低约45个基点，新发放的个人住房贷款利率约3.1%，比上年同期低约60个基点。三是信贷结构持续优化。5月末，普惠小微贷款同比增长11.6%，制造业中长期贷款同比增长8.8%，科技贷款同比增长12%，这几项都高于全部贷款增速。四是金融市场韧性增强。在外部环境和全球金融市场发生较大变化的背景下，股债汇等主要金融市场保持平稳运行。”

图表 32 LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期

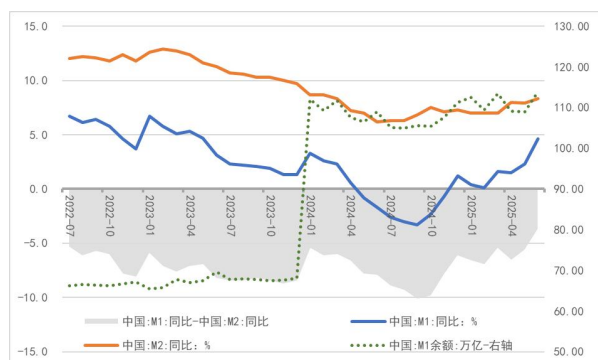


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 货币投放：M1-M2 剪刀差收敛，企业现金流流动性好转

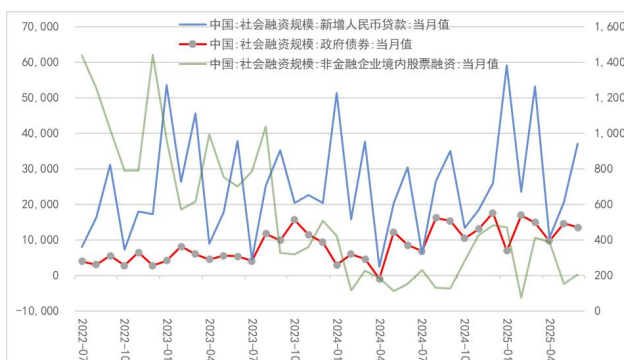
2025 年 6 月，M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%，为年内最高增速，比上月增速提高 0.4 个百分点；M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%，为年内最高增速，比上月增速提高 2.3 个百分点；M1-M2 增速剪刀差显著收敛至-3.7%，比上月收敛了 1.9 个百分点。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2025 年 1-6 月，社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.74 万亿元，同比多增 2796 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民

币减少 638 亿元，同比多减 558 亿元；企业债券净融资 1.15 万亿元，同比减少 2562 亿元；**政府债券净融资 7.66 万亿元，同比多 4.32 万亿元，持续保持大规模投放**；大幅高于 2024 年全年多增的规模（2024 年全年政府债券净融资 11.3 万亿元，比 2023 年多 1.69 万亿元）；非金融企业境内股票融资 1707 亿元，同比多 493 亿元。

6 月，社会融资当月值 41993 亿元，比上年同期多增 9008 亿元。其中，政府债券当月值 13508 亿元，同比多增 5032 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 203 亿元，同比多增 49 亿元；新增人民币贷款当月值 23600 亿元，同比多增 1673 亿元。金融机构口径，6 月，企事业单位中长期人民币贷款同比多增 400 亿元，企事业单位短期人民币贷款同比多增 4900 亿元；居民中长期贷款同比多增 151 亿元。

企业现金流动性好转，外币贷款环比上行。6 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 22.17 万亿元，同比上涨 2.9%，年内增速首度转正。社融口径下，对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.22 万亿元，同比下降 26.6%，比上月降幅缩小 4.9 个百分点，比上月增长 0.03 万亿元。

（3）美国利率及其他

美国国债收益率环比上升。7 月 25 日，10 年期美国国债收益率为 4.40%，比上月末上升 16BP，比上年末下降 18BP；2 年期美国国债收益率 3.91%，比上月末上升 19BP，比上年末下降 34BP。美国联邦基金利率维持 4.50%不变，年内维持不变。2025 年 6 月，美国核心 CPI 同比增速 2.9%，比上月上升 10BP，比上年末下降 0.3 个百分点；美国 CPI 同比增速 2.7%，比上月上升 0.3 个百分点，比上年末下降 0.2 个百分点。

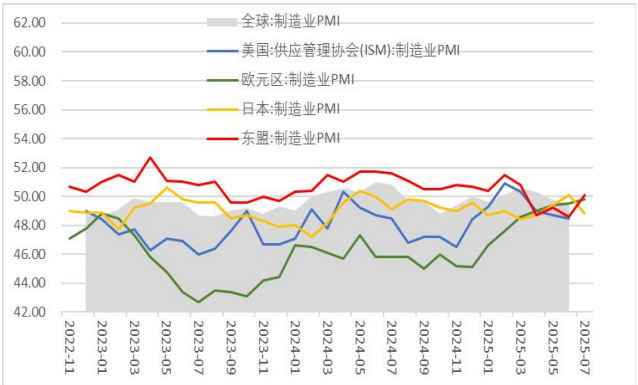
2025 年 6 月，全球制造业 PMI 为 50.3%，比上月上升 0.8 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 49.0%，上升 0.5 个百分点。7 月，欧元区制造业 PMI 为 49.8%，比上月上升 0.3 个百分点；日本制造业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点；东盟国家 PMI 为 48.6%，比上月大幅上升 1.6 个百分点。

图表 36 美联储基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

8月1日，是美国对多数国家实施“对等关税”的最后期限，按美国政府的说法，若未能达成协议，届时将恢复至最初的“解放日”（2025年4月2日）税率。7月，美国与主要贸易伙伴谈判取得进展，与越南、印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国、印度等多个国家达成或初步达成关税协议。从各国关税协议看，美国对贸易伙伴国征收关税幅度主要在15%-25%之间，这一水平高于4月初对等关税10%的水平；同时，关税协议增加一些附加条款，如要对方进一步开放本国市场，加大对美国本土的投资额度和增加美国商品购买规模。

越南：7月2日，特朗普总统宣布美越双方已就贸易协定达成一致。越南输美商品将被课征20%的进口关税，其中涉及转口贸易的商品税率将提高至40%。作为对等条件，越南承诺全面取消针对美国商品的关税壁垒。特朗普在声明中特别强调：“越南市场将向美国完全开放，我国出口产品将享受零关税待遇。”

印尼：7月15日，特朗普总统发文宣布，美国将对所有进口的印度尼西亚商品征收19%的关税，而美国对印尼的出口将享受免关税和非关税壁垒待遇。特朗普表示，他与印尼总统普拉博沃会谈后，双方达成一项重要协议。根据这项“具有里程碑意义的协议”，印尼“首次向美国开放整个市场”。作为协议的一部分，印尼承诺购买价值150亿美元的美国能源、价值45亿美元的美国农产品以及50架波音飞机。

日本：7月22日，特朗普总统宣布与日本达成“重大的”贸易协议。根据协议内容，美国进口日本商品将课征15%的对等关税，日本也将向美国投资5,500亿美元，并承诺进一步开放本国市场，扩大对美国汽车、卡车、大米和其他农产品的准入。

欧盟：7月27日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成贸易协议，对欧盟输美商品征收15%的关税。欧盟将比此前增加对美国投资6000亿美元，将购买美国军事装备及价值7500亿美元的美国能源产品。

韩国：特朗普通过社交媒体表示，美韩达成贸易协议。协议规定，韩国将全面向美国开放市场，并接受包括汽车、卡车、农产品等在内的美国产品。美方则同意对韩国输美商品征收15%关税，而韩方将不对美国商品征收关税。根据协议，韩国将向美国提供3500亿美元，用于“由美方拥有和控制，并由我作为总统亲自指定的投资项目”。同时，韩国还将购买1000亿美元的液化天然气或其他能源产品。

印度：7月30日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，自8月1日起，美国将对来自印度的商品征收25%的关税，印度因依赖俄罗斯的能源和军火装备，将面临额外惩罚。特朗普还暗示，数十个国家将面临高达20%的基准关税水平，高于他在4月所宣布的10%。

中国：7月28-29日，中美瑞典经贸会谈达成共识：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。

7月30日，美国驻华大使馆公众号发文《美国财政部长贝森特和美国贸易代表格里尔谈美中贸易谈判进展》指出，美国财政部部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔谈及斯德哥尔摩指出：

“因为特朗普总统的贸易协议，我们带着强劲的势头进入这次会谈。我认为中方对美国已达成的贸易协议的规模感到意外。”“贸易势头对美国有利，我们已与中国的多个最大的贸易伙伴达成了贸易协议框架”。特朗普总统正通过与各个国家逐一重新平衡全球贸易，以重振美国产业。

2.3 政策环境分析

7月1日，中央财经委员会第六次会议指出，要纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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。

7月30日，中共中央政治局召开会议。会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。会议强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，培育服务消费新的增长点。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合发展。

各部委落实落细各项政策，强化宏观政策取向一致性。宏观政策端坚持“两手”发力：一手抓存量优化——围绕重点行业“反内卷”，以市场化、法治化手段淘汰落后产能、畅通低效产能退出渠道，推动钢铁、有色、石化、建材、电力设备等十大行业供需再平衡，促进稳增长、调结构；一手抓增量创新——围绕科技创新，工信部布置下半年重点工作，更大力度推动科技创新和产业创新融合发展，推进人工智能、人形机器人、无人机、数字经济等产业走深走实。

图表 38 重要政策/会议/新闻

政策/会议/要闻	核心词	主要内容
7月1日，中央财经委员会第六次会议	反内卷	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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。推动海洋经济高质量发展。要提高海洋科技自主创新能力，强化海洋战略科技力量，培育发展海洋科技领军企业和专精特新中小企业。推动海上风电规范有序建设，发展现代化远洋捕捞，发展海洋生物医药、生物制品。
7月3日，工业和信息化部部长李乐成主持召开第十五次制造业企业座谈会	光伏行业反内卷	要聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。进一步拓展光伏应用的深度和广度，加快塑造我国下一代光伏产品的竞争优势，努力成为全球光伏产业的技术引领者和全球能源低碳转型的关键参与者。
7月24日，国家发改委、国家市场监督管理总局发布《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》	反内卷	完善了低价倾销的认定标准，剑指低价倾销与“内卷式”恶性竞争，明确要求行业强化自律、淘汰落后产能。
7月24日，中国证监会召开证监会系统党的建设暨2025年年中工作会议	持续稳定和活跃资本市场	一是全力巩固市场回稳向好态势。二是深化改革激发多层次市场活力。推动科创板改革举措落地，推出深化创业板改革的一揽子举措，持续推进债券、期货产品和服务创新。三是从资产端、资金端进一步固本培元。大力推动上市公司提升投资价值，抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落地更好地发挥公司治理内生约束作用。更大力度培育壮大长期资本、耐心资本，大力推动中长期资金入市，扎实推进公募基金改革，促进畅通私募股权创投基金“募投管退”循环。四是持续提升监管执法效能。
7月28日，全国工业和信息化部召开会议部署下半年工作	科技创新、反内卷	落实扩大内需战略，制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案，加快人工智能终端、超高清视频、智能穿戴、无人机等技术开发和应用推广。更大力度推动科技创新和产业创新融合发展，完善人形机器人、物联网、高端仪器仪表等产业发展政策。巩固新能源汽车行业“内卷式”竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。
7月30日，中共中央政治局召开会议	充分释放政策效应	坚持稳中求进工作总基调，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。要有效释放内需潜力，深入实施提振消费专项行动。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合发展。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

三、投资策略

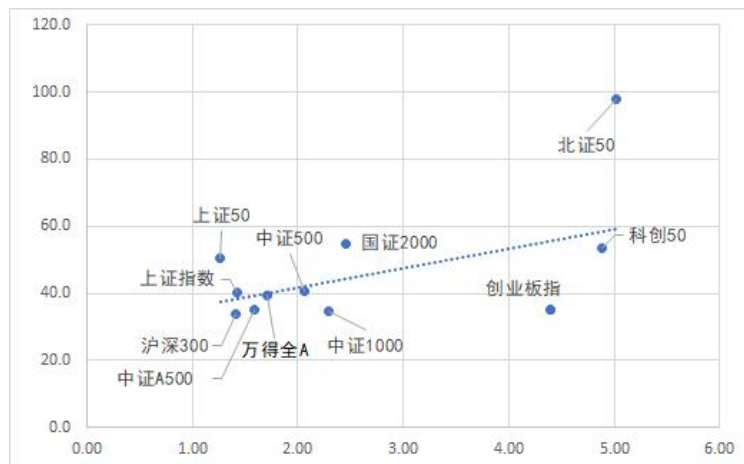
3.1 大盘判断

三季度策略报告指出，A股整体仍保持台阶式运行态势，上证指数估值有望在1.35倍市净率±10%区间的中枢上方运行。创业板指上半年估值修复力度最弱，在主要宽基指数中估值分位具有比较优势，下半年或迎来估值修复行情。超额收益来自对创新领域“DeepSeek时刻”的及早感知，率先认知，包括人工智能、半导体、人形机器人、创新药、国防军工等领域。

长期策略上，要深刻认识到政策端坚定不移推进科技创新，发展新质生产力，并不断创设更加有利于科技创新的制度环境，引导社会资源有意愿去实现各领域的“DeepSeek时刻”。对那些有能力在各领域为“DeepSeek时刻”持续耕耘或者已经完成的上市公司，资本市场将给予合适甚至更高的定价水平。中国在人工智能、创新药、芯片、国防军工、影视传媒等多个领域正在或即将迎来多个“DeepSeek时刻”；在电力设备、稀土、钨等确立全球主导地位的领域，已经完成“DeepSeek时刻”，则需要通过行业“反内卷”、严厉打击走私等手段，优化整顿行业秩序，提质增效，以技术跃迁重塑产业价值链。

6月18日，中国证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，以适应科技型企业盈利周期长、研发投入大等特征，将更好支持优质科技型企业作为改革重点，为中国在更多领域实现“DeepSeek时刻”创设制度保障。

图表 39 主要指数估值情况 (2025 年 7 月 30 日)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

7月，市场估值继续向上修复，创业板指修复力度最为显著。截至7月30日，万得全A市净率1.70x（6月30日1.62x，2024年末1.58x），2010年以来分位数39.2%；上证指数市净率1.43x（6月30日1.36x，上年末1.35x），升至年内高位，2010年以来分位数40.3%；创业板指市净率4.39x（6月30日为4.06x，上年末4.05x），分位数35.1%。上证50市净率1.27x（上年末1.25x），分位数50.3%；沪深

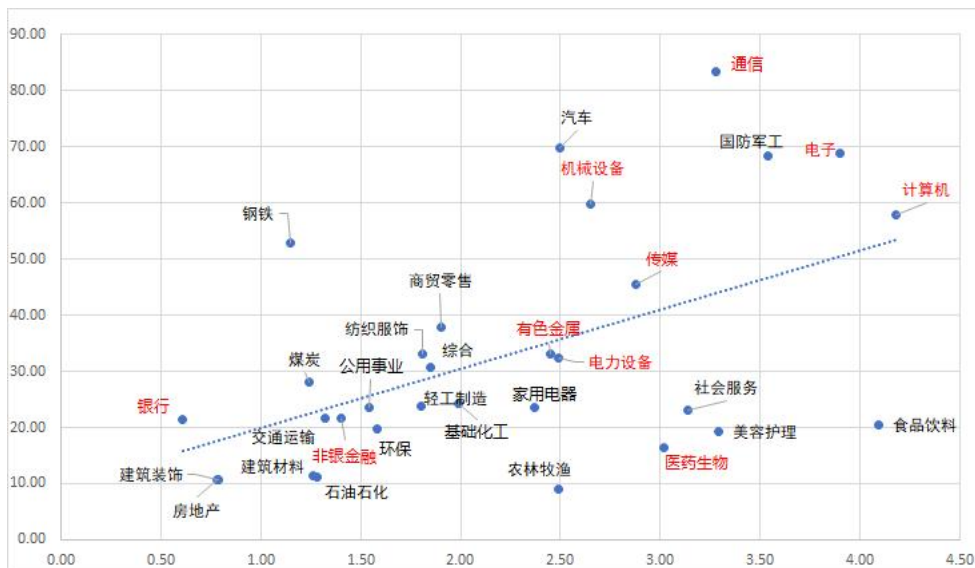
300 市净率 1.41x（上年末 1.38x），分位数 34.0%；中证 500 市净率 2.06x（上年末 1.81x），分位数 40.9%；中证 1000 市净率 2.29x（上年末 2.03x），分位数 34.7%；国证 2000 市净率 2.45x（上年末 2.12x），分位数 54.9%。科创 50 市净率 4.88x（上年末 4.65x），分位数 53.4%。

在市场情绪快速推升估值的时刻，投资者宜保持足够理性，对短期波动风险给予足够重视。从 4 月 7 日到 7 月 30 日 79 个交易日，在全球关税博弈缓和和国内流动性充裕背景下，A 股市场持续震荡走高，估值水平大幅提升 15.3%，上证指数市净率从 1.24 倍上涨至 1.43 倍，估值水平已经达到 1.35 倍市净率 ±10% 的区间的上方区域，主要综合指数 2010 年以来市净率分位值上升至 30%-60% 水位，市场累积了较多的获利盘，市场或面临一次结构性风险释放。7 月 31 日，市场大幅调整，呈现结构松动迹象。

3.2 行业配置

资本市场的三大逻辑将长期并存并呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

图表 40 申万一级行业 PB（横轴）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 7 月 30 日）

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向包括：1）科技创新方向：行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2）红利资产或潜在边际改善方向：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物（创新药、中药）、黄金股 ETF、光伏 ETF。3）大类资产配置方向：黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）、创业板 ETF。维持前期推荐。

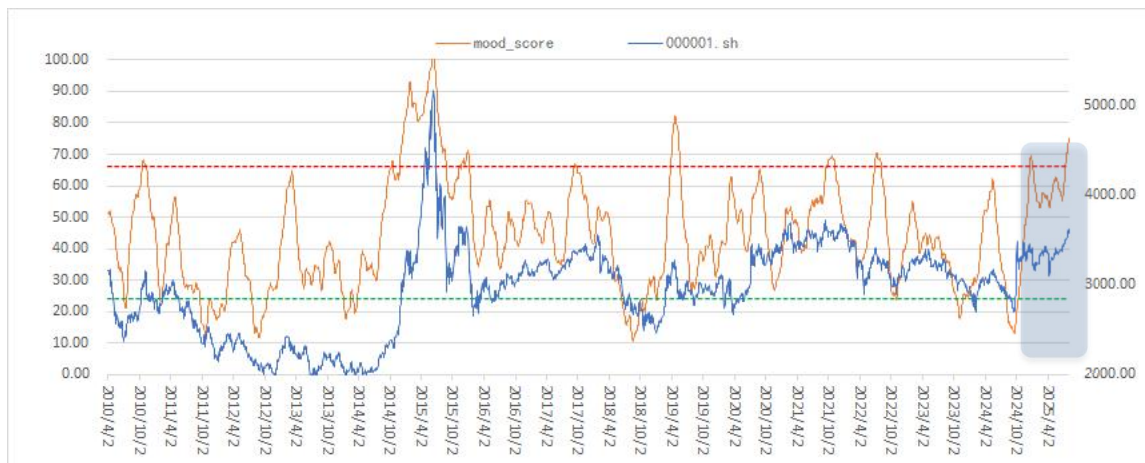
8月，无新增推荐，建议关注证券、中药ETF。

3.3 专题论述

1) 上证指数之情绪指数：情绪指数再创新高，注意回落风险

2025年7月30日，情绪指数为75.04点，2010年4月以来分位值为95.4%，市场情绪高于去年12月下旬水平。7月31日，上证指数下跌1.2%，情绪指数回落至74.69点；注意市场情绪回落风险。

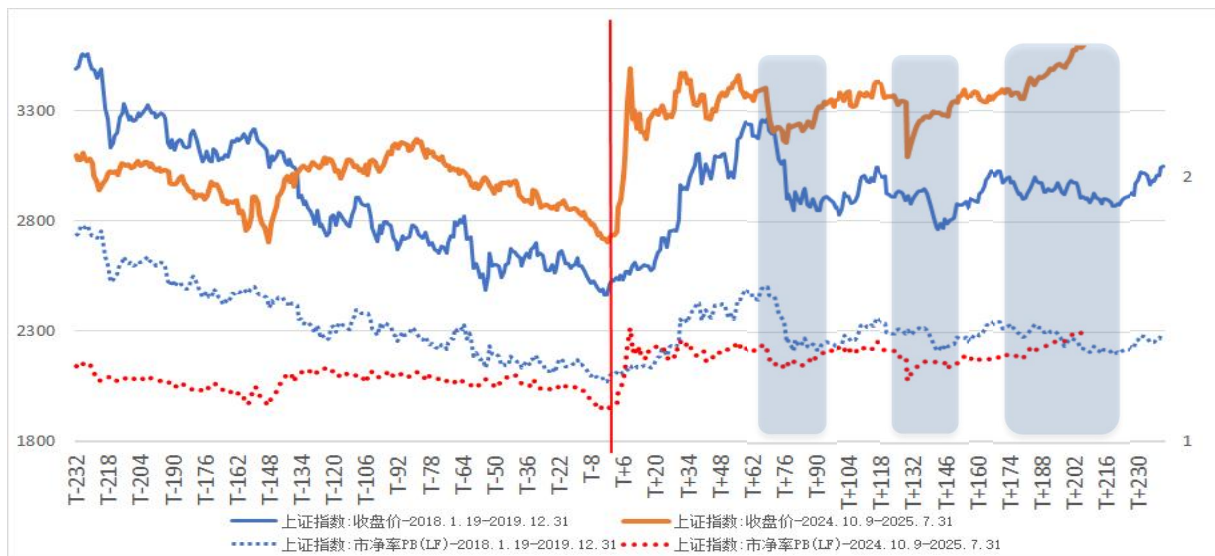
图表 41 上证指数/情绪指数 (mood-score) 自高位震荡回落 (2010年4月以来数据)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为10%分位，红色虚线为90%分位

2) 2024年“924行情”后续走势可类比2019年的春季躁动

图表 42 上证指数行情对比 (2018.1.19-2019.12.31, T日 2019.1.4) 与 (2024.10.9-2025.7.31; T日, 2024.9.18)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

《20241201 策略月报：大行也需顾细谨》对“924 行情”和 2019 年的春节躁动行情进行了对比分析：“今年（注：2024 年）企业盈利状况与 2019 年时相近，处于下行探底态势。后续若上证指数进入调整阶段，2019 年指数调整的时间及空间数据，或可提供一定参考价值。”

2019 年春节躁动行情之后，上证指数在高位震荡过程中出现了三轮调整行情，2024 年“924 行情”至今，前两轮调整行情运行时间周期基本与 2019 年相似。但今年 4 月至 7 月市场走势明显更强，2019 年同一时间周期内上证指数已率先展开调整，当前市场情绪指数处于高位，中美关税博弈仍存在变数，以及半年报披露进入下半场，宜防范年内第三轮调整风险。

3) 推荐行业/板块跟踪

2025 年以来，我们以 PB-ROE 分析体系为研究框架推荐了多个行业或板块，多数获得了较好的市场表现，现就相关行业/板块最新情况予以跟踪。

① 2025 年 7 月推荐：创业板、光伏 ETF

■ 创业板：政策驱动改革创新，权重行业持续出现积极因素

7 月，创业板领涨主要综合指数，因其包含的权重行业持续迎来积极变化。电子、医药生物板块“DeepSeek”持续进行时，电力设备行业“反内卷”走深走实；非银金融中报业绩确定性高，行业轮动持续推高创业板指数走出亮眼表现。

其次，政策驱动激发创业板活力。6 月 18 日，中国证监会主席吴清在 2025 陆家嘴论坛上表示，证监会将在创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。6 月 27 日，深圳大普微电子首发上市申请便获受理，成为创业板首家获受理的未盈利企业，为改革拉开实践序幕；6 月 30 日，深交所总结总结经验基础上，结合创业板企业成长创新特点明确“轻资产、高研发投入”认定标准，为改革推进提供了具体操作规范。7 月 24 日，中国证监会在 2025 年年中工作会议指出，下半年工作重点之一是要深化改革激发多层次市场活力。推动科创板改革举措落地，推出深化创业板改革的一揽子举措，持续推进债券、期货产品和服务创新。

■ 光伏（电力设备）：不仅仅是行业反内卷，是最先迎来“DeepSeek 时刻”的中国产业之一

7 月以来，各行业反内卷持续深化，光伏行业是政策治理的重中之重。7 月 3 日，工业和信息化部部长李乐成主持召开第十五次制造业企业座谈会。会议指出，要聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。进一步拓展光伏应用的深度和广度，加快塑造我国下一代光伏产品的竞争优势，努力成为全球光伏产业的技术引领者和全球能源低碳转型的关键参与者。

光伏行业是最先迎来“DeepSeek 时刻”的中国产业之一。2015 年底，中国首次成为全球最大光伏装机国，中国光伏发电累计装机容量达 43.18GW，首次超越德国，成为全球第一。2016 年，中国光伏发电新增装机容量 34.54GW，累计装机容量 77.42GW，新增和累计装机容量均为全球第一；中国光伏全产业链全球第一，中国企业在多晶硅、硅片、电池片、组件四大核心环节全球市占率均超 50%。2017 年，中国在光

伏产业链各环节的生产规模全球占比均超过 50%，成为世界领先产业之一；2017 年中国光伏行业就业人数占全球光伏产业链就业人数的 65.9%（《中国光伏产业发展与“一带一路”新机遇——基于新结构经济学视角的解析》，北京大学新结构经济学研究院，于佳、王勇，2020 年 9 月）。

2024 年 8 月 29 日，国务院新闻办公室发布的《中国的能源转型》白皮书指出，中国建成完备的风电、光伏全产业链研发设计和集成制造体系，高效晶体硅、钙钛矿等光伏电池技术转换效率多次刷新世界纪录，量产先进晶体硅光伏电池转换效率超过 25%。

2024 年 10 月，中国光伏行业协会副秘书长兼新闻发言人刘译阳向记者介绍，“多年来，中国的光伏企业在电池技术上不断创新，推动了多种高效电池技术研发和应用，并成功推动其大规模产业化。”在“双碳”目标推动下，伴随中国光伏企业持续加大技术研发力度，钙钛矿太阳能电池等新型电池技术崭露头角，PERC（钝化发射极和背面接触）、TOPCon（隧穿氧化层钝化接触）、HJT（异质结）等高效电池技术也逐步走向商业化应用。“2023 年，电池片环节全球排名前十的企业均为中国企业，总产能达到 681.2 吉瓦，占据了全球总产能的 66%。”

但由于国内行业过度竞争导致产能过剩，叠加全球贸易壁垒增加，造成中国占据优势的光伏行业，近两年增量不增利，行业景气低迷。2024 年，多晶硅、单晶硅片、电池片、组件等光伏产业链主材甚至跌破现金成本，多家龙头企业 2024 年度财报出现巨亏，部分中小企业停产或破产。

与传统行业受需求见顶、技术停滞双重挤压不同，全球新能源正处于渗透率快速抬升阶段，产业技术迭代周期仍远未结束。在全球碳中和与国内“反内卷”政策共振下，已构筑“成本—效率—规模”三重护城河的中国光伏产业，有望在 2025 - 2026 年落后产能出清后迎来盈利修复，具备 N 型、TOPCon、大尺寸硅片及钙钛矿叠层等下一代技术储备的龙头公司，有望在技术迭代窗口期内享受阶段性溢价。

② 2025 年 6 月推荐：证券

2025 年 6 月，《求是》杂志发表总书记重要文章《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》。文章指出：发展理念是发展行动的先导，是管全局、管根本、管方向、管长远的东西，是发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。发展理念搞对了，目标任务就好定了，政策举措也就跟着好定了。

正确认识中国资本市场的顶层设计，对于正确理解资 A 股市场未来的发展趋势具有重要意义。2024 年 4 月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（被称为资本市场第三次“国九条”）。

首先，政策规划“高质量资本市场”的发展目标，券商业务有望进一步做大做强。第三次“国九条”明确了资本市场发展的总体框架——高质量发展，“到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场”，“上市公司质量显著提高”，“强化上市公司分红监管，多措并举推动提高股息率”，这意味着二级市场的投资功能和市场稳定性将进一步增强，A 股整体的投资价值将进一步凸显，有利于券商经纪业务、投资顾问业务、自营业务和资管业务的发展。“更好地服务科技创新，促进新质生产力发

展”，“加大科技型企业再融资支持力度”，“加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持”，这意味着券商在一级市场的投行业务仍有巨大发展空间。

图表 43 中国资本市场顶层规划设计

	重要政策、文章及讲话	关于资本市场及证券行业表述
纲领性文件	2024年3月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》。	力争通过5年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，发展模式更加集约、行业生态持续优化，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争居于国际前列。
	2024年4月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，被称为资本市场第三次“国九条”。	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总统框架，上市公司质量和结构明显优化。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。
	2024年7月，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》（二十届三中全会决定）。	发展多元股权融资，加快多层次债券资本市场发展，提高直接融资比重。健全投资和融资相协调的资本市场功能，促进资本市场健康稳定发展。支持长期资金入市。提高上市公司质量。建立增强资本市场内在稳定长效机制。完善上市公司分红激励约束机制。
年度工作方向	2024年12月，中央经济工作会议通稿。	适时降准降息，保持流动性充裕。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。稳住股市。
	2025年2月1日，《求是》杂志发布证监会主席文章《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。	坚持稳中求进，以进促稳，着力推动资本市场规模的合理增长和结构质量的持续改善，努力为经济高质量发展贡献力量。金融是大国博弈的必争之地，资本市场在现代金融运行中更是“牵一发而动全身”。发展直接融资的重要性不断增强，资本市场日益成为一国核心竞争力的重要体现。发展质量问题已成为当前制约我国资本市场健康稳定发展的主要矛盾。
	2025年3月，政府工作报告。	实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕。优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。

资料来源：WIND、金圆统一证券研究

其次，2025 年资本市场高质量发展新局面逐渐形成，为券商今年业绩增长构建了良好的市场环境。2025 年 2 月 1 日，《求是》杂志发布证监会主席文章《奋力开创资本市场高质量发展新局面》，文章指出，坚持稳中求进，以进促稳，着力推动资本市场规模的合理增长和结构质量的持续改善，努力为经济高质量发展贡献力量。3 月，政府工作报告指出，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，更大力度促进股市健康发展。今年以来，尽管资本市场内外部环境错综复杂，困难挑战不少，但经济高质量发展的确定性、宏观政策预期的确定性、中国资产估值修复的确定性等更为保持市场平稳健康运行提供了基础和条件。

1-7 月份，A 股市场运行良好，市场成交活跃，赚钱效应不断扩大，5 月以后进一步吸引了国际资本。7 月 22 日，国家外汇管理局国际收支司司长贾宁在国新办新闻发布会上表示。近期外资投资境内的股票总体向好，上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年总体净减持的态势，尤其是在 5、6 月份净增持规模增加至 188 亿美元，显示全球资本配置境内股市的意愿增强。我们判断未来外资配置人民币资产仍具有较稳定和可持续的增长空间。

第三，证券行业生态持续优化，经营效率持续提高。2024 年 3 月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》。文件指出，力争通过 5 年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，发展模式更加集约、行业生态持续优化，推动形成

10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。到 2035 年，形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争居于国际前列。

2024 年以来，在政策鼓励和市场周期双重驱动下，证券行业再次迎来并购整合潮，呈现“头部强强联合、中小券商突围”的明显特征，已有 10 多起并购整合推进，已披露的案例包括国泰君安和海通证券、国联证券和民生证券、浙商证券和国都证券、国信证券和万和证券、西部证券和国融证券等等。

根据 WIND 数据，截至 2024 年末，证券行业（申万一级）员工总数 319631 人，比 2023 年末减少 4572 人；2025 年一季度末，员工总数 306285 人，比 2024 年末减少 13346 人。在从业人员减少的同时，券商整体归母净利润呈抬高态势，2018 年市场熊市，证券行业净利润合计为 605.12 亿元，2023 年熊市上升至 1375.55 亿元；证券行业人均净利润 2018 年为 26 万元，2023 年上升至 42.43 万元；2025 年一季度已达 18 万元。

图表 44 证券行业（申万一级）经营绩效持续提高

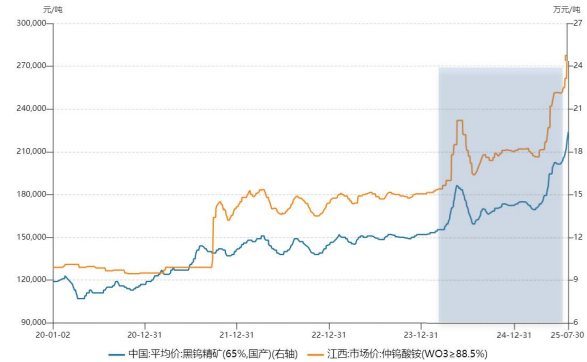
	2025-3-31	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31
员工总数（人数）	306,285	319,631	324,203	315,455	294,437	272,503	237,819	232,779
	2025年一季度	2024年度	2023年度	2022年度	2021年度	2020年度	2019年度	2018年度
归母净利润（万元）	5,513,834	15,840,238	13,755,478	13,313,077	20,048,907	16,071,900	10,755,410	6,051,247
人均净利润（万元）	18.00	49.56	42.43	42.20	68.09	58.98	45.23	26.00

资料来源：WIND、金圆统一证券研究

③2025 年 5 月推荐：钨、稀土、磁性材料

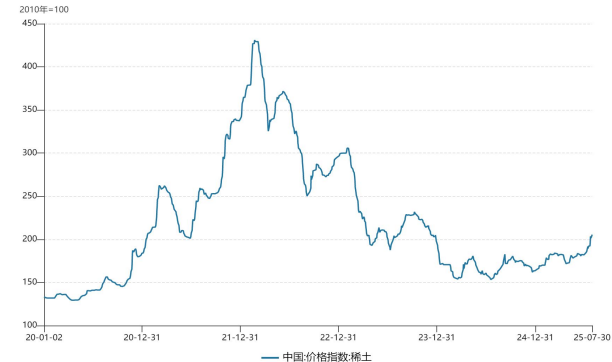
7 月 19 日，国家出口管制工作协调机制办公室组织商务部、公安部、国家安全部、海关总署、国家邮政局、最高人民法院、最高人民检察院等单位，在广西南宁召开打击战略矿产走私出口专项行动推进会，总结通报前期进展成效，全面分析当前打私形势，对专项行动进行再部署、再推进。

图表 45 钨价近两年持续攀升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 46 中国稀土价格指数处于历史底部区域



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

7 月 24 日，商务部表示，打击战略矿产走私出口面临的形势依然复杂严峻，下阶段将采取建立两用

物项出口管制联合执法协调中心，将违法境外实体列入出口管制管控名单，制定发布战略矿产合规出口工作指引等举措。

随着走私打击力度持续深化，钨、稀土等关键矿物材料价格大幅走高。5月以来钨价加速上行。7月30日，黑钨精矿（65%，国产）报收19.40万元/吨，比2024年末（14.25万元/吨）上涨5.15万元或36.1%，其中7月当月上涨2.25万元；仲钨酸铵（W0≥88.5%）市场价报收27.75万元/吨，比2024年末（21万元/吨）上涨6.75万元或32.1%，其中7月上涨2.65万元。7月30日，中国稀土价格指数报收205.40点，比上月末大涨12.9%，比上年末（163.80点）上涨25.4%。

④2025年4月推荐：创新药、中药

7月1日，国家医保局与国家卫生健康委联合发布《支持创新药高质量发展的若干措施》，推出16条全链条支持政策，涵盖创新药研发、审批、医保准入、临床应用及支付保障，首次提出增设“商业健康保险创新药品目录”（商保创新药目录），与医保目录并行，破解高值创新药支付难题（如肿瘤、罕见病药），并优化医保准入流程，缩短创新药准入周期。

7月15日，国家组织药品集中采购办公室发布《关于开展第十一批国家组织药品集中采购相关药品信息填报工作的通知》，正式启动第十一批国家药品集采，拟纳入55个品种，覆盖抗感染、抗肿瘤、抗过敏、哮喘、糖尿病、心血管等领域。**本次集采坚持“新药不集采、集采非新药”原则，明确创新药、医保谈判药品协议期内不纳入集采，并优化规则：不再锚定最低价，要求企业承诺不低于成本报价，回应低价中选质疑。**国家医保局强调“稳临床、保质量、防围标、反内卷”四大原则，旨在推动行业从“价格战”转向“价值战”，创新药行业进入“政策红利→BD业务合作→业绩兑现”的新阶段。

1月，2025年全国中医药局长会议召开。会议指出，各地各部门贯彻落实《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》取得重要阶段性成效，中医药服务经济社会发展的贡献度不断提升。会议强调，要强化事业产业统筹，强化中医中药协同，2025年中医药重点工作之一是要着力促进中医药产业高质量发展，加强中药资源保护利用和创新转化，推进中药产业转型升级。同时，推动中医药走向世界，推进中医药高质量融入共建“一带一路”。

“药夫”公众号7月1日发布的《2025年下半年中药行业预测》指出，政策红利持续释放、产业结构深度调整，中药行业正迎来新一轮增长周期，行业洗牌中蕴藏巨大机遇。国家医保政策明显向创新药倾斜。2024年新版医保目录新增91种药品，其中11个为独家中成药。2025年上半年，已有8个中药新药获批，超过去年同期。

⑤2025年2月推荐：电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人

人工智能（AI）已不再是单一技术，而是一套“通用基础设施”，它像电网一样渗入各行各业，重塑价值链的每一环。7月16日英伟达CEO黄仁勋在“中国国际供应链促进博览会”发言指出，“AI is the new infrastructure, and it is fundamentally reshaping production, logistics and supply chains.”（AI是新一代基础设施，正在彻底改变生产、物流与供应链）。

对企业而言，关键不再是“要不要 AI”，而是如何构建“数据-算法-场景”闭环，把 AI 从辅助工具升级为新的核心生产力。数字化原生程度高、数据密集、试错成本低的行业（在线服务、金融、媒体）能够迅速完成行业跃迁；而物理依赖程度高、监管严格、资产重的行业（物流、制造、建筑）则需经更长的渐进式改造周期，其跃迁速度取决于监管开放度与资产数字化程度。

对于个人而言，英伟达 CEO 黄仁勋在 AI1-In 播客节目中表示，人工智能是“史上最伟大的技术均衡器”，并预测未来 5 年 AI 领域将创造超过互联网 20 年所带来的百万富翁数量。他指出，AI 打破了传统编程语言如 C++、Python 的壁垒，如今人们只需与 AI 对话即可完成工作，每个人都是程序员、艺术家和作家。黄仁勋强调，AI 正在创造新的就业机会，并推动经济增长。但他也警告，不使用 AI 的人将被掌握 AI 技术的人所取代。

⑥2025 年 1 月推荐：恒生 ETF、黄金、银行、红利

■ 恒生 ETF

香港凭借“普通法+独立货币区”的制度弹性、庞大的离岸资金池以及内地-国际双循环的枢纽位置，已成为全球金融科技创新的“合规试验田”和首发市场。今年以来，港股市场展现出强劲的吸引力。

1 月 13 日，中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛上表示，要提高国家外汇储备在香港的资产配置比例，强化香港国际资产管理中心和财富管理中心功能，更好满足两地居民跨市场、多元化配置资产的需求，吸引更多内地和国际资金流入香港，进一步提升香港在全球资产和财富管理市场的影响力。

2 月 1 日，《求是》刊登证监会主席吴清《奋力开创资本市场高质量发展新局面》文章指出，将继续推动资本市场“惠港 5 条”落实落地，大力支持香港巩固提升国际金融中心地位，积极稳妥拓展与境外市场合作。

7 月 21 日，香港特区行政长官李家超在社交媒体发文表示，今年截至 7 月中，迎来共 52 次 IPO，同比增加 30%，共集资 1240 亿港元，同比上升 590%，暂列全球第一，恒生指数今年以来累计上升 25.3%。未来特区政府会持续完善上市制度、进一步促进股票市场流动性，吸引全球更多优质企业来港上市，提升香港作为上市地点的吸引力和活力。

Wind 数据显示，截至 7 月 29 日收盘，年内香港恒生指数涨幅超 27%。外资机构纷纷抢筹港股优质资产。香港交易所中央结算系统数据显示，截至 2025 年二季度末，稳定型外资与灵活型外资的持股比例累计达到 60.4%。

■ 银行、红利 ETF

在第三次“国九条”政策倡导上市公司强化分红以及宽松货币政策引导利率下行背景下，高股息资产具有波动低、下行风险可控的特征，成为低风险偏好投资者的重要配置方向。

利率下行趋势从保险产品利率下调也得到验证。7 月 25 日，中国保险行业协会公布，当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%（今年 1 月、4 月，普通型人身保险产品预定利率研究值分别为 2.34%、2.13%），该研究值已经连续两个季度低于现行的人身险产品预定利率超 25 个基点，触发人身保

险产品预定利率调整机制。多家保险公司（如中国人寿、平安人寿等）宣布，普通型保险产品预定利率上限由 2.5%降至 2.0%，分红型由 2.0%降至 1.75%，万能型最低保证利率上限由 1.5%降至 1.0%。

作为红利资产的代表银行板块，除受益利率下行趋势以外，《推动公募基金高质量发展行动方案》或进一步增强主动型基金增配银行业的驱动力。我们在《20250512 策略专题：估值夯实三千点，主动调控稳预期——5 月 7 日国新办会议解读暨解密三点系列之二》报告中指出，近两年银行板块持续录得领先的绝对收益和相对收益水平，对于业绩长期跑输业绩基准（如沪深 300 指数）的部分公募基金经理，或增加其配置银行业的压力及动力。

2017 年至 2024 年八年期间，开放式普通股票型基金年度平均低配银行业 7.21 个百分点，后续一旦基金在配置方向上进行再平衡，有望打开银行板块的新增资金来源。

图表 47 开放式普通股票型基金各年度报告，银行长期处于低配状态

序号	持有银行市值 (万元)	占基资产净值 比(%)	占股票投资市 值比(%)	股票市场标准行 业配置比例(%)	相对标准行业 配置比例(%)	年度报告
1	1,335,004	2.65	2.98	10.97	-7.98	2024年
2	898,010	1.55	1.71	8.70	-6.99	2023年
3	994,320	1.49	1.65	8.36	-6.71	2022年
4	1,617,428	1.92	2.13	7.76	-5.62	2021年
5	1,593,585	2.43	2.70	9.15	-6.45	2020年
6	1,098,387	4.16	4.66	13.31	-8.65	2019年
7	970,568	5.00	5.90	14.20	-8.30	2018年
8	1,050,678	4.33	5.15	12.14	-6.99	2017年
均值	1,194,747	2.94	3.36	10.57	-7.21	

资料来源：WIND、金圆统一证券研究

■ 黄金

黄金是我们 2024 年、2025 年主推的大类资产方向；7 月，我们撰写了《20250725 策略专题：金价运行进入下半场》，对黄金价格运行阶段进行了进一步分析。

从 2023 年 8 月至 2025 年 3 月，由于实际伦敦金价月均值显著低于半对数回归模型测算金价，金价呈现逼空式上涨。2025 年 4 月以后，伦敦金价月均值达到 3207.48 美元/盎司，已高过模型测算金价，表明由美国 M2 这一解释变量对黄金的定价已在市场中充分体现，黄金价值修复的第一阶段已经结束。

未来金价运行或进入下半场，由美元指数强弱驱动。由于金价已从过去显著的低估状态，进入到估值基本合理区间，其快速上涨阶段或已结束，未来进入到弱美元周期引导金价波动上行的阶段。一方面，根据美国 M2 测算的金价在 3000 美元/盎司一线，形成坚实的黄金价值中枢，令金价下行空间受限；另一方面，长期看美元弱周期对金价向上波动构成诱发因素，但美元的中短期阶段性走势具有随机性，给金价短期波动带来随机性。

短期看，美元指数存在反弹需求，对金价上行构成抑制因素。一是美国经济展现韧性，美国第二季度

实际 GDP 年化季率初值为 3%，预期 2.4%，前值-0.50%，远超预期值和前值。二是美国与多个主要贸易国基本达成关税协议，美国对相关国家多数征收 15%-25%对等关税，并要求对方加大市场开放力度，加大力度购买美国商品或增加对美国投资。三是美元指数在经历 5 个月大幅下跌后存在技术反弹需求。

图表 48 2025 年 7 月，美元指数呈现底背离特征，技术上存在反弹需求



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其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, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：

厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：

深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：

上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：

北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1 (B) 1001-05A