



总量双周报：稳步向好趋势不改

2025 年 7 月 31 日

总量双周报 专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001

主要观点：

宏观：融资有所好转，生产盈利尚需时间。国内：6 月金融数据有所好转，M1 快速回暖。6 月社融同比增长 8.9%，M1、M2 均显著回升，分别为 4.6%和 8.3%(前值 2.3%和 7.9%)；但人民币贷款余额同比保持稳定，与上月相比没有变化(7.1%)。社融好转主因政府债券发行放量，居民按揭仍弱。

生产方面，生产相对稳定，但盈利能力企稳仍需时间。6 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%，继续保持 3 月以来的较高增速，社会生产活动保持稳定。另一方面，企业盈利能力企稳仍需时间。6 月规模以上工业收入、成本以及利润总额累计同比分别为 2.5%、2.8%和-1.8%，较前月累计增速持续下滑。营收能力与工业增加值形成反差，部分原因来自去年两者基数效应节奏有所差异。二季度，规上工业产能利用率为 74%，比上季度下降 0.1 个百分点，比去年同期下降 0.9 个百分点。

总体来看，宏观经济仍处于政策刺激下的企稳回升的初期阶段，下半年仍需相应政策护航。

海外：预计年内美联储将有 2 次降息。我们维持美股短期中性略谨慎积极。特朗普在 4 月 2 日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。7 月以来，特朗普对其他国家再次发起关税政策，以进一步提高美国关税门槛。叠加关税和美国“大而美”财政法案来看，年内美国陷入衰退的概率降低。美国通胀进入季节性低迷期，年内或有 2 次降息。

风险提示：国内经济数据不及预期，内外部政策风险，地缘风险。

策略：政治局会议总体判断相对乐观。会议指出，“我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性”。从表述上看，对上半年经济发展总体满意，尤其是 2 季度在外围环境较为复杂情况下保持较高增长水平，对完成全年增长目标打下较好基础，从政策角度来看，以落实前期政策为主，提出“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”。在肯定上半年成绩的同时，也提出了“我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多”，在保持现有成绩的基础上，要对形势有清醒的认识，一旦环境发生重大变化，在政策端留有足够的操作空间。从政策基调来看，对 A 股市场影响较为正向，上半年取得的成绩与政策提前发力有积极关系，在总体向好的基调下，政策端持续支持经济的大方向不会改变，会议提出“持续发力、适时加力，保持连续性稳定性，增强灵活性预见性”。从政策指向来看，把消费提到重要位置，提出“要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”。对科技创新、统一大市场 and 反内卷等重点领域表述也符合市场预期。

肯定资本市场发展状况。会议明确提出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。从吸引力角度来看，一方面是利率下行背景下，储蓄向资本市场配置的意愿逐步增强，提高股票市场资产质量和治理水平，让更多居民存款配置到股市中，让机构投资者能够作为长线资本加大股市配置力度；另一方面是吸引国际投资者，在全球范围内提升中国资产吸引力，通过各种方式提升参与中国资产的便利条件。包容性体现在对各类型企业尤其是高科技企业上市融资等方面提供更加有效的支持，多层次资本市场建设架构的形成，有利于资本市场的健康发展。巩固资本市场回稳向好势头，首先肯定了股市回稳向好的基调，同时，强调了巩固来之不易的成果，在中美关税战之后，市场呈现出稳步回升的态势，有效稳定了市场的信心，保障了国家金融安全，这种良好的局面来之不易，巩固就是要继续保持指数稳定健康发展，减少大幅波动带来的市场冲击，尤其是面对未来“不确定难预料因素增多”的局面。

投资策略：会议肯定成绩也提出政策指向，整体环境有利于股票市场稳定发展，市场维持慢牛行情的可能性较大。我们认为，目前中国股市已经进入中长期慢牛阶段，指数波动性降低，市场热点良性轮转。从投资策略上，建议维持较高仓位，以持有策略为主，以景气度为选股依据，继续看好大科技+高股息+消费的组合，同时，关注景气度较好的创新药、军工、周期品。

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

债券市场：关注反内卷政策及增量财政政策，当前利率大幅回调胜率不大。近期反内卷深化、价格法修正草案公开征求意见发布，各行业响应“反内卷”，个别行业要求压降超产，上周商品、权益行情表现强势，债券收益率明显上行，上周四在资金短暂收敛影响下行情有所加速，基金出现较大规模赎回。

当前来看，仅仅由于通胀预期抬升而非货币政策根本性转向带来曲线陡峭化的概率不大。根据 2016 年走出通缩、货币政策转向情况看，自 2015 年 12 月 PPI 触底后呈现持续回升态势，至 2016 年 10 月央行在 3Q16 货币政策执行报告首次出现“注重抑制资产泡沫和防范金融风险”的表述，货币政策由宽松转向收敛，利率市场才出现显著回调。自 2015 年底供给侧改革推进至货币政策根本性转向历时近 1 年。

当前来看，PPI 回升态势仍待确认，且 PPI 向 CPI 传导情况亦待验证。后续需观察一是反内卷相关政策细化及落实对 PPI 上行持续性的影响（2015 年底供给侧改革力度较大，强调“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务；2016 年 2 月，国务院分别发布钢铁和煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见，明确“用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨”、“煤炭用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”），二是 8 月可能公布中美第三轮谈判结果。我们认为在货币政策大概率没有根本性转向之下，利率大幅回调概率不大，在风险相对释放后可考虑加大配置。

风险提示：流动性及资本市场预期外波动、关税政策超预期影响等。

银行：预计中报业绩边际改善，继续看好板块配置价值。近两周（2025.7.14-2025.7.25），反内卷、雅江工程等推动市场风险偏好回升，相关板块快速轮动上涨；叠加前期上涨较快、股息吸引力下降，资金整体流出银行板块。本期申万银行指数 -3.87%，跑输沪深 300 指数 6.67pct。截至 7 月 25 日，银行板块 PB 估值为 0.72x，处于 2015 年以来 41.9%的分位数水平。个股方面，多数银行股下跌。宁波银行、常熟银行上涨 6%、1.2%，主要受业绩超预期催化（营收增速环比提升，资产质量平稳、拨备覆盖率稳定）；南京银行上涨 0.5%。

近两周已有 4 家上市银行发布 1H25 业绩快报，营收同比增速均环比改善。宁波银行营收、净利润同比分别+7.9%、+8.2%，环比+2.3、+2.5pct；常熟银行营收、净利润同比分别+10.1%、+13.6%，环比+0.1、-0.3pct；齐鲁银行营收、净利润同比分别+5.8%、+16.5%，环比+1.0pct、持平；杭州银行营收、净利润同比分别+3.9%、+16.7%，环比+1.7、-0.6pct。资产质量指标平稳向好，部分银行拨备覆盖率环比提升。齐鲁银行不良率环比下降 8bp 至 1.09%，拨备覆盖率环比提高 19pct。宁波、杭州、常熟银行不良率环比均持平于 0.76%；宁波银行拨备覆盖率环比提升 3.6pct，常熟银行拨备覆盖率环比持平于 489.5%，杭州银行环比下降 9pct 至 521%。

展望来看，预计 1H25 上市银行整体营收、净利润增速较一季度边际改善。其中，（1）净利息收入边际改善。净息差降幅预计延续收窄，一方面是长期限存款集中重定价带来负债成本加速下行，5 月存款挂牌利率调整效果逐步体现；另一方面，尽管贷款收益率仍处在下行趋势，但今年监管强调避免过度竞争行为，对按揭贷款、消费贷等产品做出利率下限管控，贷款收益率降幅预计收窄。（2）投资收益等非息收入边际改善。二季度以来债市回暖，有望带动浮亏减少，投资收益亦有兑现空间，预计其他非息收入边际改善。低基数+资本市场活跃度提升下，中收增速有望延续改善趋势。（3）资产质量平稳，拨备仍有释放空间。在政策托底下，银行对公地产、城投产业链等风险可控；零售风险拐点尚未出现，但占总贷款比重不高、且多数银行去年以来已逐步收紧风控，预计今年不良上行压力小于上年。整体资产质量有望保持稳定。拨备方面，预计大部分银行拨备覆盖率稳定，高拨备银行继续释放拨备反哺利润保持较高增速。预计城农商行保持业绩增速第一梯队，优质区域行领跑；国有大行营收、利润边际改善；股份行盈利降幅收窄，预计分化仍较大，部分业绩释放动力较强个股有望领跑。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾长期存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注：（1）历史风险持续出清、低估值、主动基金显著欠配的股份行；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势和业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

证券：市场核心指标稳步改善，证券板块投资价值修复有望持续。近两周沪深京三市日成交额持续上升，逐步稳定在 1.8 万亿上方；两融余额亦稳中有升，7 月 25 日达到 1.95 万亿。年内美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，令诸多上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费、鼓励新质生产力发展的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心。投资者信心的改善会逐步体现在交易活跃度（成交量）和加杠杆的积极性（两融余额）等核心市场指标的积极变化中，证券行业业绩有望随之显著改善。同时我们看到，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。此外，行业内并购整合步伐不停，行业马太效应持续增强，资源持续向头部券商集中，未来创新业务试点亦有望率先花落头部平台，故建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：人身险预定利率下调，险企负债成本随着下降，销售亦有望迎来小高峰。7 月 25 日，中国保险行业协会公布最新一期普通型人身险预定利率研究值，该研究值调整为 1.99%。中国人寿、平安人寿等保险公司随后发布关于人身保险产品预定利率等信息的公告，决定调整新备案保险产品的预定利率最高值。其中，普通型保险产品预定利率最高值为 2.0%，分红型保险产品预定利率最高值为 1.75%，万能型保险产品最低保证利率最高值为 1.0%。我们看到，随着普通型产品、分红型产品、万能型产品预定利率下调，险企负债成本也相应下降，有利于利差益的提升，亦给予险企投资资产选择更大的自由度。同时，由于利率调整过渡期至 8 月 31 日，故近一月内险企或将迎来销售小高峰。从中期看，过渡期结束后相关产品销量回落是大概率事件，未来进一步调整产品结构，增加分红型产品在整体规模中的占比仍是大势所趋。在长期低利率环境中，持续调整负债端结构以平衡利差益和稳健经营的关系是险企经营的长期主题。

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

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、流动性风险。

目 录

1. 宏观：融资有所好转，生产盈利尚需时间	5
2. A 股策略：稳步向好趋势不改	5
3. 债券：关注反内卷政策及增量财政政策，当前利率大幅回调胜率不大	6
4. 银行：预计中报业绩边际改善，继续看好板块配置价值	6
5. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业 ETF 的投资价值	7
相关报告汇总	9

1. 宏观：融资有所好转，生产盈利尚需时间

国内：6月金融数据有所好转，M1快速回暖。6月社融同比增长8.9%，M1、M2均显著回升，分别为4.6%和8.3%（前值2.3%和7.9%）；但人民币贷款余额同比保持稳定，与上月相比没有变化（7.1%）。社融好转主因政府债券发行放量，居民按揭仍弱。

生产方面，生产相对稳定，但盈利能力企稳仍需时间。6月规模以上工业增加值累计同比6.4%（前值6.3%），继续保持3月以来的较高增速，社会生产活动保持稳定。另一方面，企业盈利能力企稳仍需时间。6月规上工业收入、成本以及利润总额累计同比分别为2.5%、2.8%和-1.8%，较前月累计增速持续下滑。营收能力与工业增加值形成反差，部分原因来自去年两者基数效应节奏有所差异。二季度，规上工业产能利用率为74%，比上季度下降0.1个百分点，比去年同期下降0.9个百分点。

总体来看，宏观经济仍处于政策刺激下的企稳回升的初期阶段，下半年仍需相应政策护航。

海外：预计年内美联储将有2次降息。我们维持美股短期中性略谨慎积极。特朗普在4月2日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。7月以来，特朗普对其他国家再次发起关税政策，以进一步提高美国关税门槛。叠加关税和美国“大而美”财政法案来看，年内美国陷入衰退的概率降低。美国通胀进入季节性低迷期，年内或有2次降息。

风险提示：国内经济数据不及预期，内外部政策风险，地缘风险。

2. A股策略：稳步向好趋势不改

政治局会议总体判断相对乐观。会议指出，“我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性”。从表述上看，对上半年经济发展总体满意，尤其是2季度在外围环境较为复杂情况下保持较高增长水平，对完成全年增长目标打下较好基础，从政策角度来看，以落实前期政策为主，提出“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”。在肯定上半年成绩的同时，也提出了“我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多”，在保持现有成绩的基础上，要对形势有清醒的认识，一旦环境发生重大变化，在政策端留有足够的操作空间。从政策基调来看，对A股市场影响较为正向，上半年取得的成绩与政策提前发力有积极关系，在总体向好的基调下，政策端持续支持经济的大方向不会改变，会议提出“持续发力、适时加力，保持连续性稳定性，增强灵活性预见性”。从政策指向来看，把消费提到重要位置，提出“要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”。对科技创新、统一大市场和反内卷等重点领域表述也符合市场预期。

肯定资本市场发展状况。会议明确提出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。从吸引力角度来看，一方面是利率下行背景下，储蓄向资本市场配置的意愿逐步增强，提高股票市场资产质量和治理水平，让更多居民存款配置到股市中，让机构投资者能够作为长线资本加大股市配置力度；另一方面是吸引国际投资者，在全球范围内提升中国资产吸引力，通过各种方式提升参与中国资产的便利条件。包容性体现在对各类型企业尤其是高科技企业上市融资等方面提供更加有效的支持，多层次资本市场建设架构的形成，有利于资本市场的健康发展。巩固资本市场回稳向好势头，首先肯定了股市回稳向好的基调，同时，强调了巩固来之不易的成果，在中美关税战之后，市场呈现出稳步回升的态势，有效稳定了市场的信心，保

障了国家金融安全，这种良好的局面来之不易，巩固就是要继续保持指数稳定健康发展，减少大幅波动带来的市场冲击，尤其是面对未来“不确定难预料因素增多”的局面。

投资策略：会议肯定成绩也提出政策指向，整体环境有利于股票市场稳定发展，市场维持慢牛行情的可能性较大。我们认为，目前中国股市已经进入中长期慢牛阶段，指数波动性降低，市场热点良性轮转。从投资策略上，建议维持较高仓位，以持有策略为主，以景气度为选股依据，继续看好大科技+高股息+消费的组合，同时，关注景气度较好的创新药、军工、周期品。

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

3. 债券：关注反内卷政策及增量财政政策，当前利率大幅回调胜率不大

近期反内卷深化、价格法修正草案公开征求意见发布，各行业响应“反内卷”，个别行业要求压降超产，上周商品、权益行情表现强势，债券收益率明显上行，上周四在资金短暂收敛影响下行情有所加速，基金出现较大规模赎回。

当前来看，仅仅由于通胀预期抬升而非货币政策根本性转向带来曲线陡峭化的概率不大。根据 2016 年走出通缩、货币政策转向情况看，自 2015 年 12 月 PPI 触底后呈现持续回升态势，至 2016 年 10 月央行在 3Q16 货币政策执行报告首次出现“注重抑制资产泡沫和防范金融风险”的表述，货币政策由宽松转向收敛，利率市场才出现显著回调。自 2015 年底供给侧改革推进至货币政策根本性转向历时近 1 年。

当前来看，PPI 回升态势仍待确认，且 PPI 向 CPI 传导情况亦待验证。后续需观察一是反内卷相关政策细化及落实对 PPI 上行持续性的影响（2015 年底供给侧改革力度较大，强调“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务；2016 年 2 月，国务院分别发布钢铁和煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见，明确“用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨”、“煤炭用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”），二是 8 月可能公布中美第三轮谈判结果。我们认为在货币政策大概率没有根本性转向之下，利率大幅回调概率不大，在风险相对释放后可考虑加大配置。

风险提示：流动性及资本市场预期外波动、关税政策超预期影响等。

4. 银行：预计中报业绩边际改善，继续看好板块配置价值

近两周（2025.7.14-2025.7.25），反内卷、雅江工程等推动市场风险偏好回升，相关板块快速轮动上涨；叠加前期上涨较快、股息吸引力下降，资金整体流出银行板块。本期申万银行指数 -3.87%，跑输沪深 300 指数 6.67pct。截至 7 月 25 日，银行板块 PB 估值为 0.72x，处于 2015 年以来 41.9%的分位数水平。个股方面，多数银行股下跌。宁波银行、常熟银行上涨 6%、1.2%，主要受业绩超预期催化（营收增速环比提升，资产质量平稳、拨备覆盖率稳定）；南京银行上涨 0.5%。

近两周已有 4 家上市银行发布 1H25 业绩快报，营收同比增速均环比改善。宁波银行营收、净利润同比分别 +7.9%、+8.2%，环比 +2.3、+2.5pct；常熟银行营收、净利润同比分别 +10.1%、+13.6%，环比 +0.1、-0.3pct；齐鲁银行营收、净利润同比分别 +5.8%、+16.5%，环比 +1.0pct、持平；杭州银行营收、净利润同比分别 +3.9%、

+16.7%，环比+1.7、-0.6pct。资产质量指标平稳向好，部分银行拨备覆盖率环比提升。齐鲁银行不良率环比下降 8bp 至 1.09%，拨备覆盖率环比提高 19pct。宁波、杭州、常熟银行不良率环比均持平于 0.76%；宁波银行拨备覆盖率环比提升 3.6pct，常熟银行拨备覆盖率环比持平于 489.5%，杭州银行环比下降 9pct 至 521%。

展望来看，预计 1H25 上市银行整体营收、净利润增速较一季度边际改善。其中，（1）净利息收入边际改善。净息差降幅预计延续收窄，一方面是长期限存款集中重定价带来负债成本加速下行，5 月存款挂牌利率调整效果逐步体现；另一方面，尽管贷款收益率仍处在下行趋势，但今年监管强调避免过度竞争行为，对按揭贷款、消费贷等产品做出利率下限管控，贷款收益率降幅预计收窄。（2）投资收益等非息收入边际改善。二季度以来债市回暖，有望带动浮亏减少，投资收益亦有兑现空间，预计其他非息收入边际改善。低基数+资本市场活跃度提升下，中收增速有望延续改善趋势。（3）资产质量平稳，拨备仍有释放空间。在政策托底下，银行对公地产、城投产业链等风险可控；零售风险拐点尚未出现，但占总贷款比重不高、且多数银行去年以来已逐步收紧风控，预计今年不良上行压力小于上年。整体资产质量有望保持稳定。拨备方面，预计大部分银行拨备覆盖率稳定，高拨备银行继续释放拨备反哺利润保持较高增速。预计城农商行保持业绩增速第一梯队，优质区域行领跑；国有大行营收、利润边际改善；股份行盈利降幅收窄，预计分化仍较大，部分业绩释放动力较强个股有望领跑。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾长期存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注：（1）历史风险持续出清、低估值、主动基金显著欠配的股份行；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

5. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业 ETF 的投资价值

证券：市场核心指标稳步改善，证券板块投资价值修复有望持续。近两周沪深京三市日成交额持续上升，逐步稳定在 1.8 万亿上方；两融余额亦稳中有升，7 月 25 日达到 1.95 万亿。年内美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，令诸多上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费、鼓励新质生产力发展的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心。投资者信心的改善会逐步体现在交易活跃度（成交量）和加杠杆的积极性（两融余额）等核心市场指标的积极变化中，证券行业业绩有望随之显著改善。同时我们看到，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。此外，行业内并购整合步伐不停，行业马太效应持续增强，资源持续向头部券商集中，未来创新业务试点亦有望率先花落头部平台，故建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：人身险预定利率下调，险企负债成本随着下降，销售亦有望迎来小高峰。7 月 25 日，中国保险行业协会公布最新一期普通型人身险预定利率研究值，该研究值调整为 1.99%。中国人寿、平安人寿等保险公司

随后发布关于人身保险产品预定利率等信息的公告，决定调整新备案产品的预定利率最高值。其中，普通型保险产品预定利率最高值为 2.0%，分红型保险产品预定利率最高值为 1.75%，万能型保险产品最低保证利率最高值为 1.0%。我们看到，随着普通型产品、分红型产品、万能型产品预定利率下调，险企负债成本也相应下降，有利于利差益的提升，亦给予险企投资资产选择更大的自由度。同时，由于利率调整过渡期至 8 月 31 日，故近一月内险企或将迎来销售小高峰。从中期看，过渡期结束后相关产品销量回落是大概率事件，未来进一步调整产品结构，增加分红型产品在整体规模中的占比仍是大势所趋。在长期低利率环境中，持续调整负债端结构以平衡利差益和稳健经营的关系是险企经营的长期主题。

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

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略专题报告	总量双周报：大金融搭台，慢牛行情延续	2025-07-16
策略专题报告	总量双周报：开启新征程	2025-07-04
策略普通报告	A股策略周报：3400点开启新征程	2025-07-02
策略专题报告	总量双周报：扰动增加，趋势依旧	2025-06-19
策略普通报告	A股策略周报：扰动增加 趋势依旧	2025-06-16
策略专题报告	2025年A股中期投资展望：A股已站在中长期慢牛的起点	2025-06-13
策略专题报告	总量双周报：指数维持区间震荡	2025-06-05
策略普通报告	A股策略周报：指数维持区间震荡	2025-06-04
策略专题报告	总量双周报：结构性行情继续演绎	2025-05-22
策略普通报告	A股策略周报：结构性行情继续演绎	2025-05-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行业和固收研究。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526