

破云

相关研究报告

<<窄门 2>>--2025-07-25

<<窄门 1>>--2025-07-11

<<周而复始>>--2025-07-10

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

热点与量能支撑行情延续，事件推动交易逻辑基于盈利预期的改善而非现实。基础一，自6月底以来两市成交额从周度日均1.5万亿左右上升至1.8万亿以上，但上周已出现边际走弱现象；基础二，“反内卷”与“雅江”现象推升交易情绪，两者分别从供给与需求两端提升风偏，市场提前交易的是未来盈利预期的改善。下半年经济压力加大，8、9月A股或呈现此消彼长的跷跷板效应，货币政策成为三季度重点择时依据。

“反内卷”第一阶段未完待续，热度减退后将回归分配与需求的本质。阶段一，先入为主的周期交易，16年的供给侧改革给市场留下了钢铁和煤炭的印记，叠加高层级、高频次的会议与文件扭转了市场对相关行业过度竞争，产品价格持续下滑的悲观预期，羊群效应是短期内周期行业超额收益的来源之一。阶段二，反内卷的本质是在供给侧改革提升生产效率的基础上打破“低价→降质→内耗”的恶性循环，以公平优先的内核从分配端上实现可持续发展，从而形成内需拉动增长。因此行业配置在时间线上可分成：先周期扩散（目前优先考虑细分化工），到新兴产业（光伏、汽车和锂电池等），再民生保障（教育、医疗、生育等等），最后才是消费。

通缩、盈利弱和需求差是不得不面对的困难，而前置的财政发力使得下半年货币政策何时降息成为续力股市的关键。1) 连续9个季度处于负区间的GDP平减指数表明了通缩压力，但在低基数的前提下二季度GDP增速高于5%，且GDP累计同比读数仍然较高，所以7月底政治局会议关注点应着重于落实落地而非超预期；2) 从中报预披露数据看，A股整体预喜率（扭亏+略增+续盈+预增）仅为44%，净利润增速环比Q1呈现下滑，反应出当前A股盈利端仍处于探底企稳阶段；3) 工业增加值整体处于今年以来高位水平，体现出生产端韧性较高，而反应需求的消费与投资二季度以来开始呈现下滑走弱趋势，出口6月虽有回升，预计在美对全球关税达成协议的影响下，下半年出口对GDP增长贡献减弱。

未来两个月的关键时间点：8.12关税，8.22年内最后一笔首发特别国债（7月底会议之后落实相关政策，如降准→补充银行资本→降息），9或10月政治局会议（7月承上启下，9/10月冲刺全年+酝酿来年）；经济数据的强弱将决定政策发力的时间，注意可能出现的8、9月跷跷板效应。配置详见《窄门2》，止盈钢铁后仍关注反内卷阶段一扩散者可优先考虑细分化工。

三季度贸易谈判落地的判断正逐步实现，预计关税对通胀推升温，7月FOMC会议或对9月降息留下解释空间，盈利预期和风偏将继续推动风险资产上涨。海外市场主要关注的焦点有三个：贸易谈判、通胀和就业。贸易谈判将影响市场的风险偏好和对未来的盈利预期展望。通胀和就业则直接影响市场对货币政策的预期，当然其本身也是盈利预期的映射。

贸易谈判的落地将短期继续推升市场风险偏好，并在未来的交易中逐步淡出投资者视野。在《周而复始》中预计三季度贸易战大概率尘埃落定的一大原因是日本在参议院选举后将迎来达成协议的政治窗口，随后在选举结束的2天后，特朗普宣布日美贸易协议达成。近期在特朗普8.1美国关税“截止日”之前，美国又与欧盟在7.27达成15%税率关税协议。随着美国与日欧达成协议，受特朗普关税影响的经济体，尤其是中小经济体将更容易做出让步。此外，从标普500除能源外的企业盈利一致性预期增长来看，关税对企业盈利未来半年的增速确实产生了下行影响，但对2026年的盈利预期已重新恢复高增长，这意味着市场预期关税对通胀和盈利的影响是短暂和一次性的。就业方面，多数据指向就业市场稳步向好。高频的初请失业金人数持续下行，企业产能利用率的恢复以及中小企业新增就业计划的企稳上行都指向未来1-2个月就业市场的平稳。

通胀数据和美联储褐皮书调查显示企业或将承担大部分关税成本，使得关税对通胀在终端消费传导上的推升或相对有限。从PPI的角度来看，与关税相关度最高的最终需求的耐用品中，环比增速已稳步上行，而反应批发商和零售商利润率的贸易服务出现环比下降的情形，这意味着批发商和零售商暂时承担了大部分的价格上涨，涨价还未有效向消费者传导，这对未来几个月的通胀构成上行压力。但从库存和销售来看，前期贸易战的预期使得消费透支，企业库存上行的背景下，企业最终向消费者传导涨价的能力或相对有限。与关税相关度较高的汽车和家具家电库存与销售比在一季度大幅下降后，二季度重新上行。根据美联储公布的褐皮书调查来看，这与消费者提前透支需求以及经销商恐慌补货有关，这使得后续经销商对涨价行为较为谨慎，与PPI中批发商和零售商利润率下滑但成品价格已经上行数据相印证。从零售数据来看，虽然6月名义零售数据环比增长大超预期，但实际零售数据环比增长并不强劲，这意味着价格的上涨压制了消费量的增长。综合来看，未来几个月关税将继续推动通胀上行，但整体幅度或较为有限，这为美联储对9月降息留下了话语空间。

策略选择上，我们优先推荐继续做多美股，战略性看多美元（短期贸易谈判达成的消息可能刺激美元下行），美债维持熊陡的判断。综合美联储的两大政策目标通胀和就业来看，未来几个月关税将继续推动通胀上行，就业市场波澜不惊，没有风险，美联储并没有急于行动的理论基础，坚持等待是更好的选择。但考虑到关税对通胀的推升幅度或将为有限，且美联储面临较大的政治压力，预计7月FOMC会议后，联储或对9月降息留下解释空间，或推动风险资产再次上行。这也同样使得美联储年内的降息空间极为有限，无论联储选择在几月实质性降息，我们预计全年降息次数只有1次。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、 未完待续与此消彼长	5
(一) 从羊群效应到脚踏实地	5
(二) 从交易预期到现实考验	5
(三) 非此即彼	8
二、 海外贸易谈判如期推进，美股上破新高.....	9
(一) 贸易谈判的利好落地，未来逐步淡出市场关注的焦点	9
(二) 关税对通胀在终端消费传导上的推升或相对有限	11
(三) 策略上做多美股，战略性看多美元.....	13
三、 风险提示	14

图表目录

图表 1: 各行业 25H1 预披露数据显示企业盈利处于探底阶段	6
图表 2: GDP 平减指数持续 9 个季度为负	7
图表 3: 6 月工业增加值回升	7
图表 4: 6 月社零以及餐饮业增速出现下滑	7
图表 5: 6 月出口回暖	7
图表 6: 房地产投资增速二季度以来持续下滑	8
图表 7: 制造业以及基建投资增速二季度以来持续下滑	8
图表 8: 窄门 2 组合梳理	8
图表 9: 标普 500 除能源外企业盈利一致性预期正稳步恢复	10
图表 10: 初请失业金人数持续下行	10
图表 11: 中小企业增加就业计划和美国产能利用率同步企稳上行	10
图表 12: 批发零售商暂未将涨价压力向消费者传导	12
图表 13: 关税相关消费品消费前置, 库存压力上行	12
图表 14: 价格上涨压制了消费量的增长	12
图表 15: 市场基准预期为 9 月降息一次	13
图表 16: 策略选择上优先做多美股	13

一、 未完待续与此消彼长

热点与量能支撑行情延续，事件推动交易逻辑基于盈利预期的改善而非现实。基础一，自 6 月底以来两市成交额从周度日均 1.5 万亿左右上升至 1.8 万亿以上，但上周已出现边际走弱现象；基础二，“反内卷”与“雅江”现象推升交易情绪，两者分别从供给与需求两端提升风偏，市场提前交易的是未来盈利预期的改善。下半年经济压力加大，8、9 月 A 股或呈现此消彼长的跷跷板效应，货币政策成为三季度重点择时依据。

(一) 从羊群效应到脚踏实地

“反内卷”第一阶段未完待续，热度减退后将回归分配与需求的本质。阶段一，先入为主的周期交易，16 年的供给侧改革给市场留下了钢铁和煤炭的印记，叠加高层级、高频次的会议与文件扭转了市场对相关行业过度竞争，产品价格持续下滑的悲观预期，羊群效应是短期内周期行业超额收益的来源之一。阶段二，反内卷的本质是在供给侧改革提升生产效率的基础上打破“低价→降质→内耗”的恶性循环，以公平优先的内核从分配端上实现可持续发展，从而形成内需拉动增长。因此行业配置在时间线上可分成：先周期扩散（目前优先考虑细分化工），到新兴产业（光伏、汽车和锂电池等），再民生保障（教育、医疗、生育等等），最后才是消费。

(二) 从交易预期到现实考验

通缩、盈利弱和需求差是不得不面对的困难，而前置的财政发力使得下半年货币政策何时降息成为续力股市的关键。

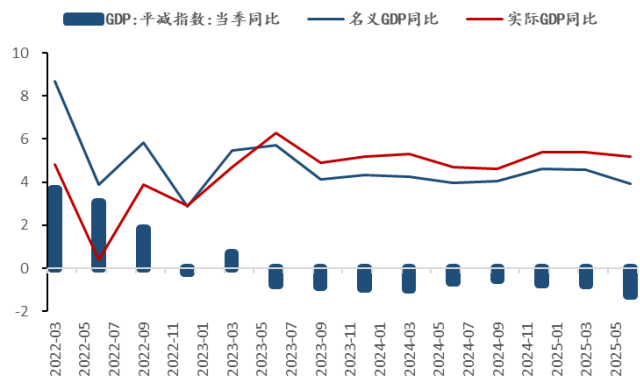
1. 连续 9 个季度处于负区间的 GDP 平减指数表明了通缩压力，但在低基数的前提下二季度 GDP 增速高于 5%，且 GDP 累计同比读数仍然较高，所以 7 月底政治局会议关注点应着重于落实落地而非超预期；
2. 从中报预披露数据看，A 股整体预喜率（扭亏+略增+续盈+预增）仅为 44%，净利润增速环比 Q1 呈现下滑，反应出当前 A 股盈利端仍处于探底企稳阶段；
3. 工业增加值整体处于近年来高位水平，体现出生产端韧性较高，而反应需求的消费与投资二季度以来开始呈现下滑走弱趋势，出口 6 月虽有回升，预计在美对全球关税达成协议的影响下，下半年出口对 GDP 增长贡献减弱。

图表1：各行业 25H1 预披露数据显示企业盈利处于探底阶段

一级行业	披露量	披露率	预喜率	净利润增速		净利润增速差
				25H1	25Q1	
传媒	48	37%	35%	61032%	188%	60843%
电力设备	93	24%	46%	-183%	-315%	132%
电子	123	26%	61%	60%	57%	3%
房地产	73	72%	26%	-366%	-9878%	9511%
纺织服装	43	40%	37%	46%	61%	-15%
非银金融	40	48%	83%	73%	120%	-46%
钢铁	24	55%	50%	-126%	-124%	-2%
公用事业	36	27%	53%	8%	39%	-31%
国防军工	41	29%	32%	35%	85%	-50%
环保	23	17%	30%	-101%	-16%	-85%
机械设备	113	19%	51%	47%	53%	-6%
基础化工	132	31%	45%	42%	69%	-27%
计算机	82	23%	32%	-158%	-168%	10%
家用电器	28	27%	46%	63%	103%	-40%
建筑材料	41	56%	39%	8%	-169%	177%
建筑装饰	48	29%	19%	-154%	-140%	-14%
交通运输	33	26%	42%	-83%	-226%	143%
煤炭	22	59%	5%	-45%	-36%	-9%
美容护理	4	12%	25%	0%	-77%	78%
农林牧渔	54	48%	56%	532%	117%	415%
汽车	90	30%	52%	-5%	-38%	33%
轻工制造	54	33%	28%	-328%	-201%	-127%
商贸零售	34	35%	38%	-111%	-42%	-69%
社会服务	31	39%	39%	-11%	43%	-54%
石油石化	17	35%	35%	-284%	-187%	-97%
食品饮料	44	34%	36%	4%	0%	4%
通信	45	35%	42%	70%	97%	-27%
医药生物	105	21%	41%	45%	40%	5%
有色金属	54	38%	74%	32%	100%	-68%
综合	7	41%	71%	-104%	-134%	30%
总计	1582	29%	44%	40%	60%	-20%

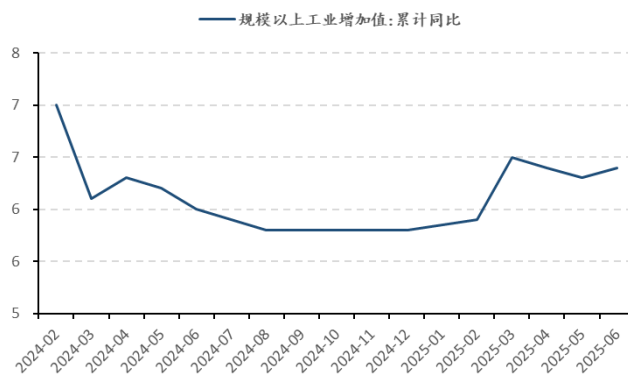
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2: GDP 平减指数持续 9 个季度为负



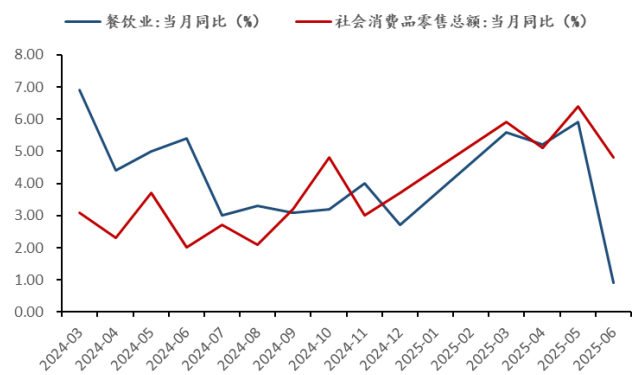
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表3: 6 月工业增加值回升



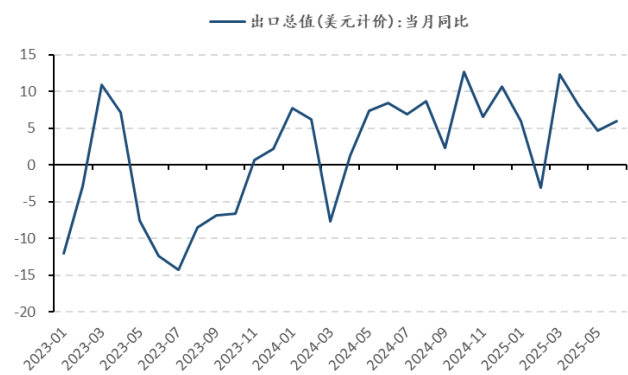
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表4: 6 月社零以及餐饮业增速出现下滑



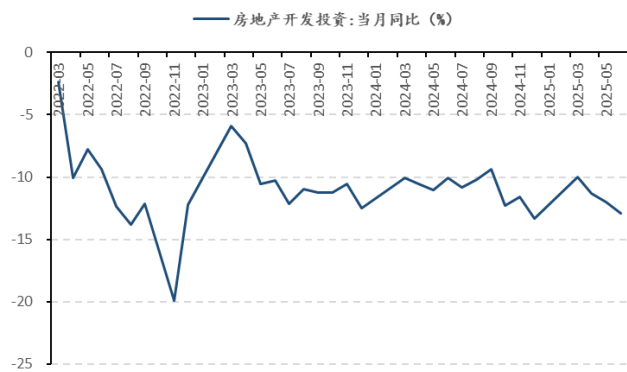
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表5: 6 月出口回暖



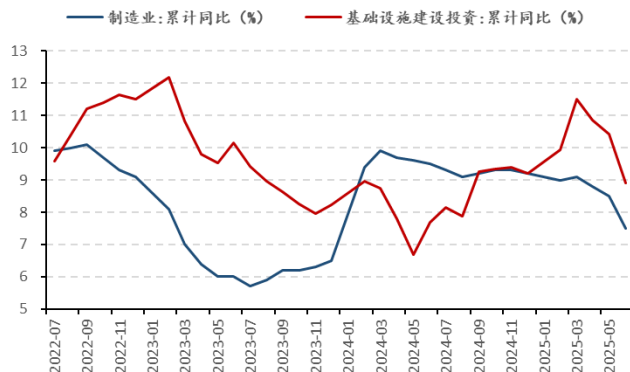
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表6：房地产投资增速二季度以来持续下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：制造业以及基建投资增速二季度以来持续下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 非此即彼

未来两个月的关键时间点；8.12 关税，8.22 年内最后一笔首发特别国债（7 月底会议之后落实相关政策，如降准→补充银行资本→降息），9 或 10 月政治局会议（7 月承上启下，9/10 月冲刺全年+酝酿来年）；经济数据的强弱将决定政策发力的时间，注意可能出现的 8、9 月跷跷板效应。

配置详见《窄门 2》，止盈钢铁后仍关注反内卷阶段一扩散者可优先考虑细分化工。

图表8：窄门 2 组合梳理

配置	相关ETF梳理	操作
科创200	规模：华泰柏瑞	+
30年国债	规模：鹏扬	+
银行	规模：华宝；收益（相差1%以内）：易方达	不变
创新药	跨境——规模：广发；收益（相差2%左右）：汇添富 内地——收益：天弘	不变
标普500	跨境——恒生标普500；内地——国泰	不变
止盈	钢铁	-

资料来源：太平洋证券整理

二、海外贸易谈判如期推进，美股上破新高

三季度贸易谈判落地的判断正逐步实现，预计关税对通胀推升温和，7月FOMC会议或对9月降息留下解释空间，盈利预期和风偏将继续推动风险资产上涨。

海外市场主要关注的焦点有三个：贸易谈判、通胀和就业。贸易谈判将影响市场的风险偏好和对未来的盈利预期展望。通胀和就业则直接影响市场对货币政策的预期，当然其本身也是盈利预期的映射。

(一) 贸易谈判的利好落地，未来逐步淡出市场关注的焦点

贸易谈判的落地将短期继续推升市场风险偏好，并在未来的交易中逐步淡出投资者视野

在《周而复始》中预计三季度贸易战大概率尘埃落定的一大原因是日本在参议院选举后将迎来达成协议的政治窗口，随后在选举结束的2天后，特朗普宣布日美贸易协议达成。近期在特朗普8.1美国关税“截止日”之前，美国又与欧盟在7.27达成15%税率关税协议。随着美国与日欧达成协议，受特朗普关税影响的经济体，尤其是中小经济体将更容易做出让步。

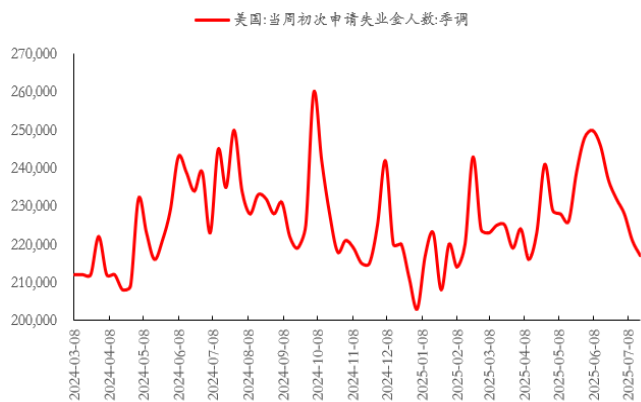
此外，从标普500除能源外的企业盈利一致性预期增长来看，关税对企业盈利未来半年的增速确实产生了下行影响，但对2026年的盈利预期已重新恢复高增长，这意味着市场预期关税对通胀和盈利的影响是短暂和一次性的。就业方面，多数据指向就业市场稳步向好。高频的初请失业金人数持续下行，企业产能利用率的恢复以及中小企业新增就业计划的企稳上行都指向未来1-2个月就业市场的平稳。

图表9：标普 500 除能源外企业盈利一致性预期正稳步恢复



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表10：初请失业金人数持续下行



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：中小企业增加就业计划和美国产能利用率同步企稳上行



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 关税对通胀在终端消费传导上的推升或相对有限

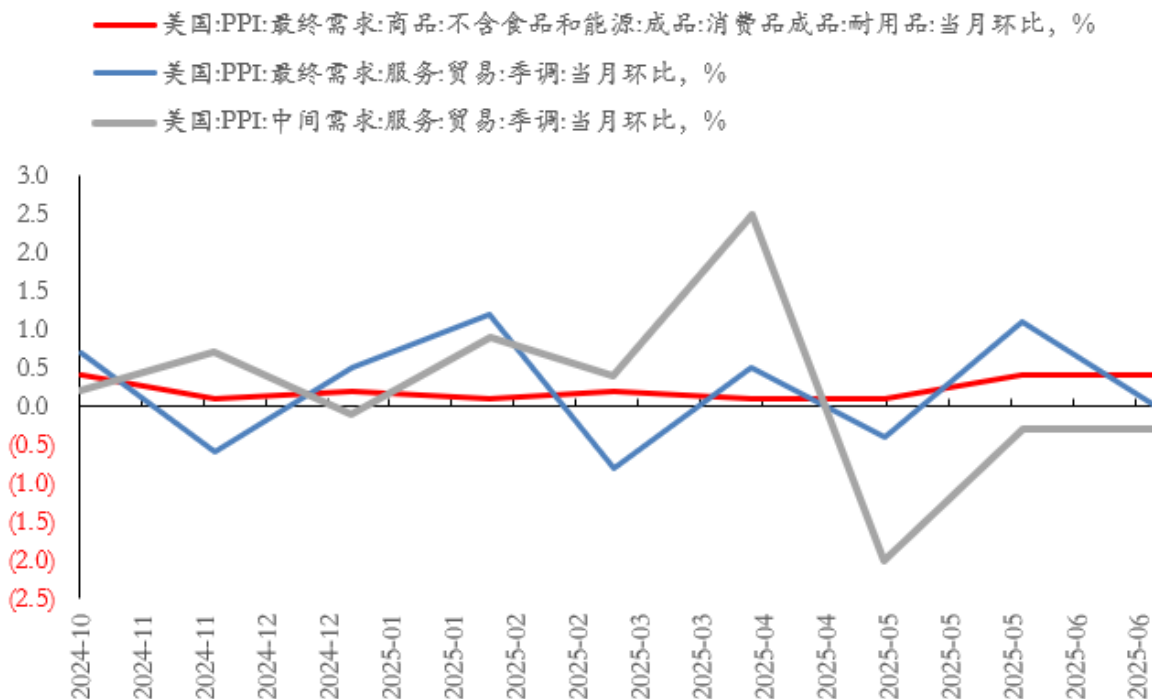
通胀数据和美联储褐皮书调查显示企业或将承担大部分关税成本，使得关税对通胀在终端消费传导上的推升或相对有限。

从 PPI 的角度来看，与关税相关度最高的最终需求的耐用品中，环比增速已稳步上行，而反应批发商和零售商利润率的贸易服务出现环比下降的情形，这意味着批发商和零售商暂时承担了大部分的价格上涨，涨价还未有效向消费者传导，这对未来几个月的通胀构成上行压力。但从库存和销售来看，前期贸易战的预期使得消费透支，企业库存上行的背景下，企业最终向消费者传导涨价的能力或相对有限。与关税相关度较高的汽车和家具家电库存与销售比在一季度大幅下降后，二季度重新上行。

根据美联储公布的褐皮书调查来看，这与消费者提前透支需求以及经销商恐慌补货有关，这使得后续经销商对涨价行为较为谨慎，与 PPI 中批发商和零售商利润率下滑但成品价格已经上行数据相印证。从零售数据来看，虽然 6 月名义零售数据环比增长大超预期，但实际零售数据环比增长并不强劲，这意味着价格的上涨压制了消费量的增长。

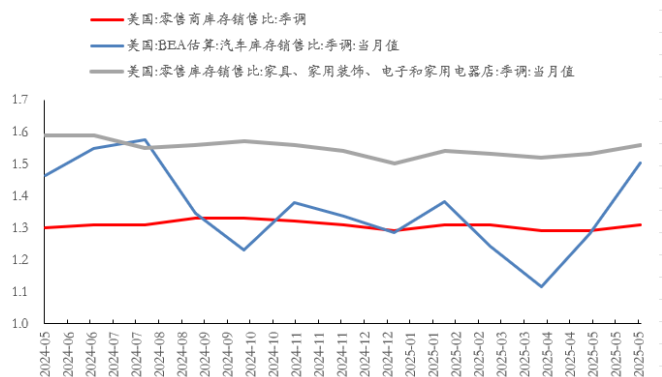
综合来看，未来几个月关税将继续推动通胀上行，但整体幅度或较为有限，这为美联储对 9 月降息留下了话语空间。

图表12：批发零售商暂未将涨价压力向消费者传导



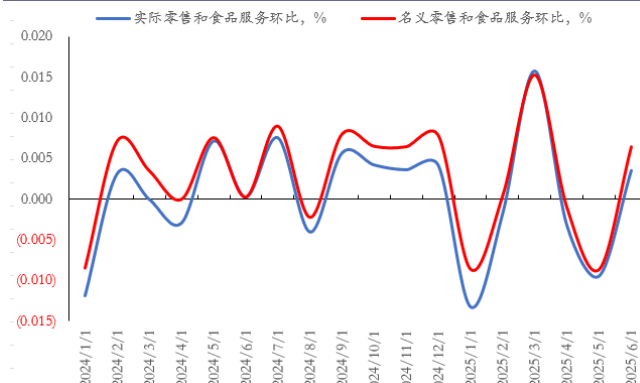
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：关税相关消费品消费前置，库存压力上行



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：价格上涨压制了消费量的增长

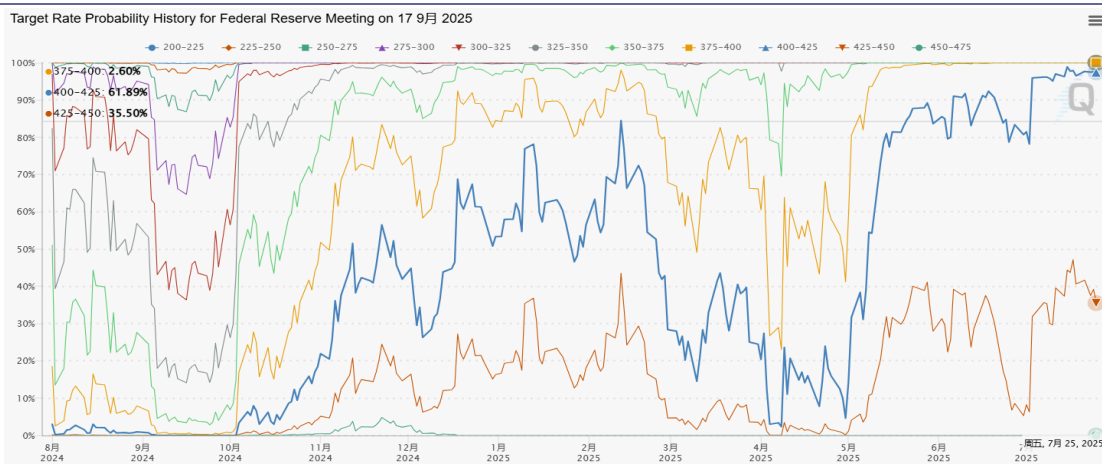


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三)策略上做多美股，战略性看多美元

策略选择上，我们优先推荐继续做多美股，战略性看多美元（短期贸易谈判达成的消息可能刺激美元下行），美债维持熊陡的判断。综合美联储的两大政策目标通胀和就业来看，未来几个月关税将继续推动通胀上行，就业市场波澜不惊，没有风险，美联储并没有急于行动的理论基础，坚持等待是更好的选择。但考虑到关税对通胀的推升幅度或将为有限，且美联储面临较大的政治压力，预计7月FOMC会议后，联储或对9月降息留下解释空间，或推动风险资产再次上行。这也同样使得美联储年内的降息空间极为有限，无论联储选择在几月实质性降息，我们预计全年降息次数只有1次。

图表15：市场基准预期为9月降息一次



资料来源：CME，太平洋证券整理

图表16：策略选择上优先做多美股

资产	贸易谈判	通胀	就业	策略
美股	利好	中性	利好	做多
美元	短期利空	利好	利好	短期观望 中长期做多
美债	利空	利空	利空	熊陡

资料来源：太平洋证券整理

三、 风险提示

1. 贸易冲突加剧；
2. 国内政策不及预期；
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。