

策略周报

重视科创补涨机会

基金中报主要增配 TMT 方向；AI 应用端商业化加速，国产算力迎确定性需求机会。

- **供需预期改善，市场估值端支撑有望延续。**本周周期股全面走强。雅下水电站开工带来需求增量预期，“反内卷”政策预期持续发酵，市场对于内需尤其是价格端改善的预期快速升温。我们认为，本轮供需政策的积极改变有望一定程度上扭转当前经济的不利局面。周期板块此前长期滞涨，供需预期的改善叠加充裕的资金面环境，使得本轮周期行情上行速度较快。往后看，当前市场对于本轮政策执行的力度上仍有分歧，对比 2016-17 年的周期股行情，预期驱动阶段周期行业的涨幅已经过半。临近月末，政治局会议预期升温，短期市场估值端支撑有望延续。
- **基金资产及持股规模小幅下降，港股持仓市值续创新高。**基金资产总值小幅回落，2025 年二季度较 2025 年一季度小幅下滑-0.7%至 3.46 万亿元，其中持股总市值较前值下降-0.4%至 2.92 万亿元，持股总市值（含港股通投资）占全 A 流通市值比重较前值下降 0.15Pct 至 3.22%。基金仓位仍保持高位常态化运作特征。板块方面，基金加仓创业板，科创板仓位较上季度持平，港股持仓占比小幅提升，续创近年新高。基金重仓持股集中度再次下行，或与市场二季度赚钱效应扩散有关。从大类行业配比比例变动来看，主要增配 TMT 及金融方向，减配中游先进制造、必选消费方向。细分来看，一级行业中，TMT 方向中，通信增配幅度第一，其他增配幅度居前的行业有银行、军工、非银等。减配方向中食品饮料及汽车配置比例降幅较为明显。
- **推理侧算力成本及模型调用成本持续下降提供基础土壤，MCP+A2A 协议与长期记忆优化构建 AI 应用技术基座，海外头部应用 ARR 快速增长表明 AI 应用商业化能力与高成长性不断验证，AI 应用正在迈入规模化落地与高增长周期，商业化拐点加速临近。**重点关注产业趋势明确、进展迅速的 AI agent 及 AI 应用赛道，包括“AI+医疗”、“AI+企服”、“AI+教育”、“AI+办公”、“AI+营销”、“AI+金融”等。此外，AI 应用端商业化进程加速利好算力特别是推理侧算力需求，中美科技摩擦之下，国产算力尤其有望受益，关注国产算力确定性需求机会。
- **“反内卷”正式入法，响应行业持续扩列。**我们预计随着《价格法》修订工作的推进，“反内卷”工作的法理依据将正式形成，完善“反内卷”工作的顶层设计。近期新有煤炭、金融、医药、外卖等行业陆续响应“反内卷”号召，我们认为，近期的“反内卷”工作有从制造业向服务业，从传统行业向新质生产力行业扩列的趋势，从最初的部分行业逐渐扩散到众多领域，低通胀环境下不少行业均有“提质增价”的诉求，我们观察到本周新扩列“反内卷”行业在股价上均有一定正向反馈，建议关注还未有动作的潜在的“反内卷”充分竞争行业如**物流（快递价格）、券商期货（手续费）**等。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

相关研究报告

《美国小品文之一》20250725

《策略点评》20250725

《达利欧的国家债务认知错在哪里？》
20250724

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪	13
风险提示	15

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周成长风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 本轮周期股表现与 2016-17 年对比	7
图表 6. 本周一级行业表现.....	8
图表 7. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 8. 港股持仓金额占比创新高	9
图表 9. 普通股票型基金持股占比未有显著提升	9
图表 10. 创业板持仓占比底部回升	9
图表 11. 二季度基金持股集中度再度下行	9
图表 12. 一级行业配置比例及变动	10
图表 13. AI 大模型调用成本持续下降.....	11
图表 14. AI 应用重点标的	12
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	13
图表 16. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）	13
图表 17. “反内卷”工作扩散的三个阶段.....	14

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

——20250720《科技突围》：“反内卷”预期或阶段性升温，成长弹性仍具中线配置价值，重视国产算力、机器人、创新药等主线机会。

大势与风格

本周周期股全面走强。雅下水电站开工带来需求增量预期，“反内卷”政策预期持续发酵，市场对于内需尤其是价格端改善的预期快速升温。内需资源品价格快速上涨，煤炭、钢铁为代表的周期行业本周领涨；此外，雅下水电站增量需求带动大基建产业链持续走强。当前 A 股充裕的流动性环境下，周期板块此前长期滞涨，供需预期的改善催化下，本轮周期股上涨速度较快。

我们认为，本轮供需政策的积极改变有望一定程度上扭转当前经济的不利局面。年初以来，国内经济的一个显著特征就是：名义价格持续走弱拖累名义经济增速；另一方面就是生产持续强于国内需求，而外需环境也面临一定程度的波动性。因此，从这点出发，雅下水电站拉动的国内需求增量以及反内卷所带来的供给侧去化都是直击当前基本面问题的政策。

预期先行，本轮周期行情上行速度较快。对比 2016-17 年周期股的行情，我们看到周期股在反映类似的政策上会出现典型的三阶段的行情，即：第 I 阶段：预期驱动->预期回落；第 II 阶段：细则落地或盈利/价格实质修复；第 III 阶段：价格持续性超预期带来的加速上行。2016-17 年周期行业在第 I 阶段的最大涨幅约为 19-30%，持续时间大概是 2 个月。本轮自 6 月 23 日以来，目前主要行业的涨幅集中约为 8-21%。当前与 2016-17 年的不同点在于，当前 A 股增量资金环境是较为充裕的，另外一方面就是周期行业当前估值水位极低，本轮行情开始前主要的周期行业 PB 估值分位基本处于近 3 年 10-20%左右的水平，横向比较其他行业，经过了上半年的轮动后，除了社服、家电、食品饮料，大部分行业的 PE 估值分位也基本是近 3 年 50%以上的分位水平。周期板块长期滞涨，供需预期的改善叠加充裕的资金面环境，使得本轮周期行业的上涨速度较快。

短期市场估值端支撑有望延续。往后看，当前市场对于本轮政策执行的力度上仍有分歧，对比 2016-17 年的周期股行情，预期驱动阶段周期行业的涨幅已经过半。临近月末，政治局会议预期升温，短期市场估值端支撑有望延续。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	7月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	1.52	2.51	11.32
	MSCI新兴市场	0.67	2.86	16.95
	标普500	1.46	2.96	8.62
	日经指数	4.11	2.39	3.91
	万得全A	2.21	5.75	11.93
	斯托克指数	0.30	1.28	12.60
	恒生指数	2.27	5.47	26.56
汇	美元指数	(0.80)	0.93	(9.97)
	美元兑人民币	(0.11)	(0.23)	(0.65)
	美元兑日元	(0.77)	2.55	(6.06)
	欧元兑美元	0.99	(0.40)	13.41
商	CRB商品	(1.26)	1.67	1.86
	LME铜	0.18	(0.74)	11.72
	WTI原油	(1.48)	(0.06)	(9.27)
	伦敦金现	(0.35)	1.70	28.06
债	10Y美债收益率(Bps)	(4.00)	16.00	(18.00)
	10Y国债收益率(Bps)	6.72	8.55	5.72

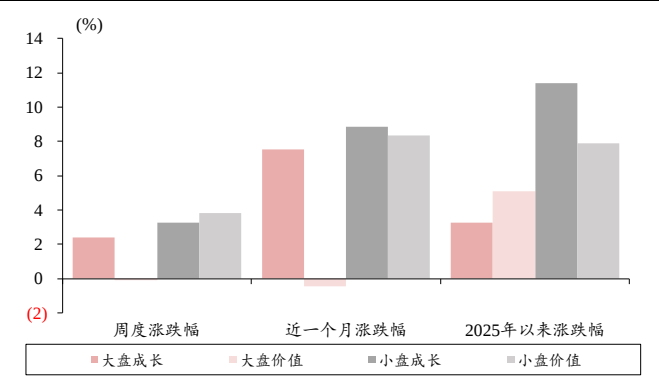
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	7月19日初请失业金人数:季调((人)	221000		217000	(4000)
	6月新屋销售:季调:折年数(千套)	623		627	4
欧盟	7月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-15.3	-14.7	-14.7	0.6
	7月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.15	2.15	2.15	0.0
	7月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	2	2	2	0.0
	7月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款	2.4		2.4	0.0
	6月欧元区:M2:同比(%)	3.55		2.61	(0.9)
	6月欧元区:M1:同比(%)	5.31		4.36	(0.9)
	6月欧元区:M3:同比(%)	4.07		3.11	(1.0)

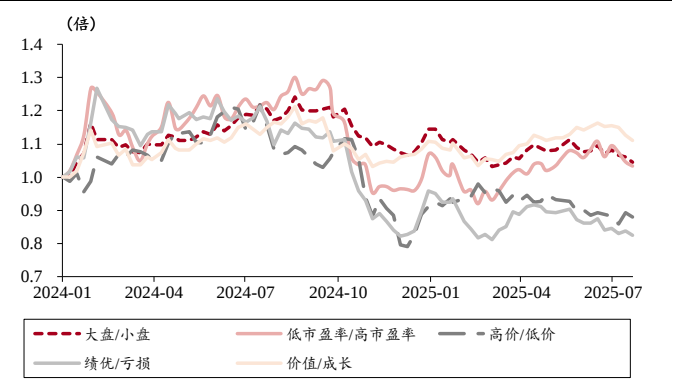
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周成长风格相对占优



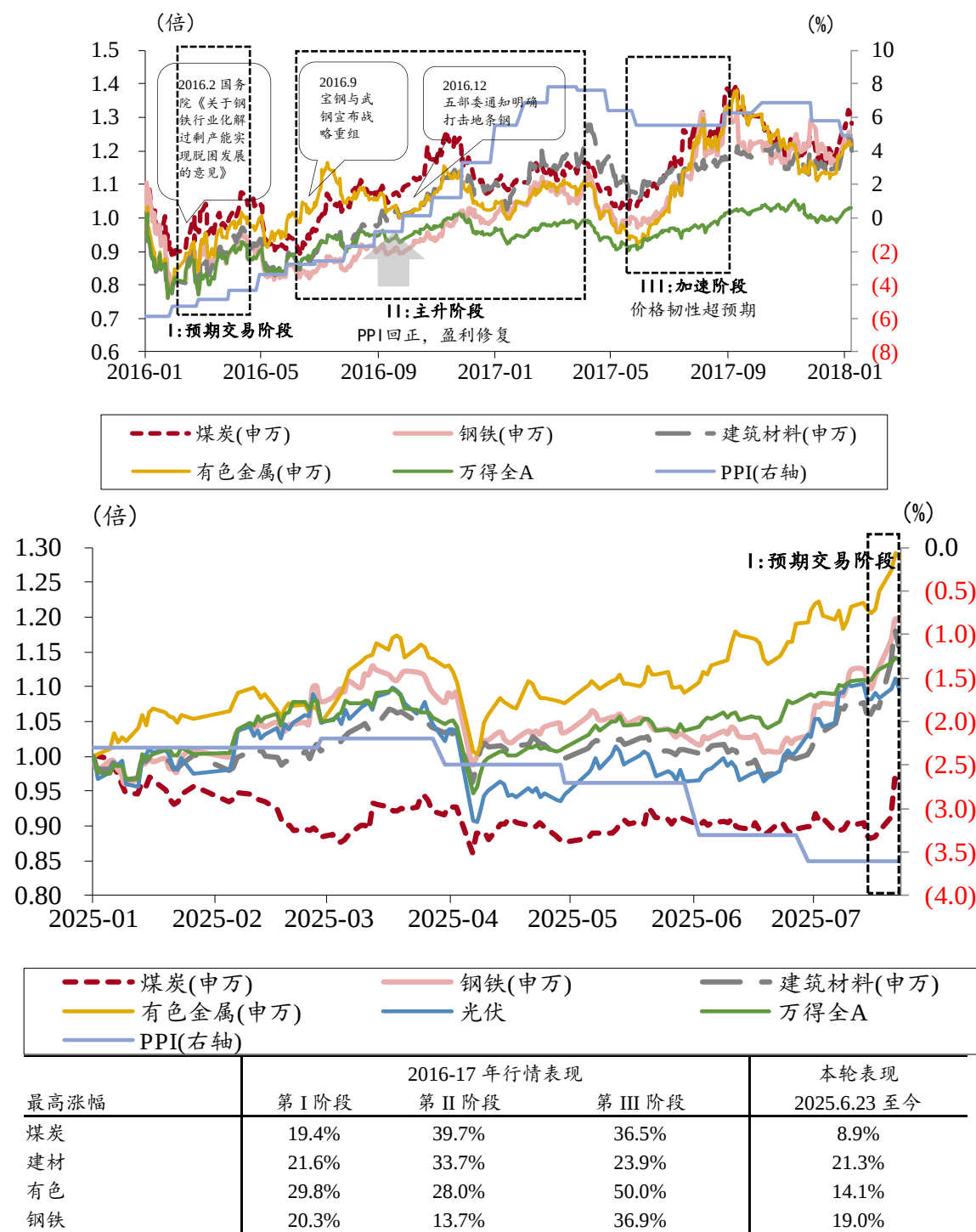
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 本轮周期股表现与 2016-17 年对比

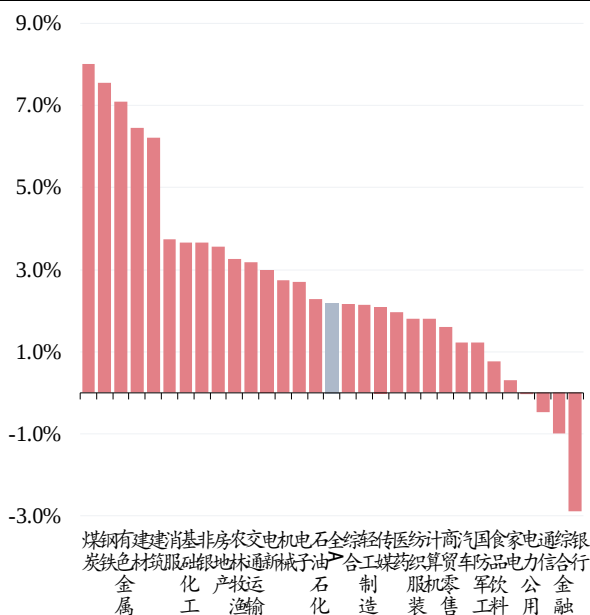


资料来源: 万得, 中银证券

中观行业与景气

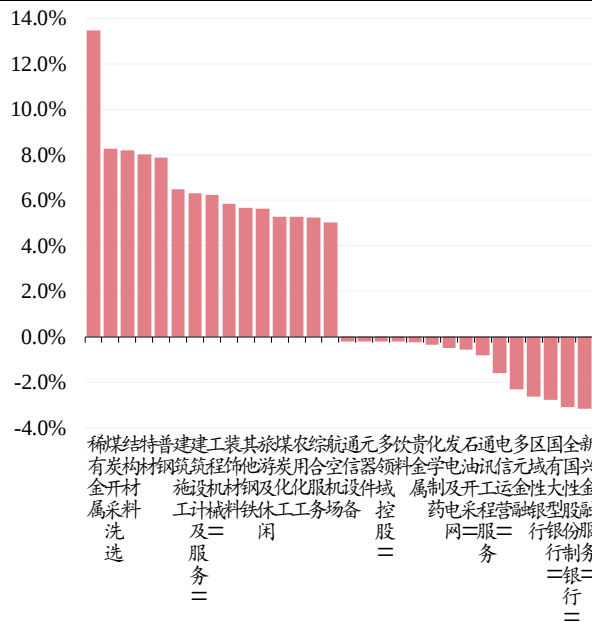
市场催化增多，行业普遍上涨。本周，国家官宣“雅下”水电站项目正式启动，建材、建筑行业涨幅居前。国家发改委表示，海南自贸港定于 2025 年 12 月正式启动封关，受此影响消费者服务行业本周涨幅位居第六。“反内卷”方面，钢铁行业继续保持强势，本周煤炭行业受“煤矿生产核查”新闻影响，涨幅第一。

图表 6. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

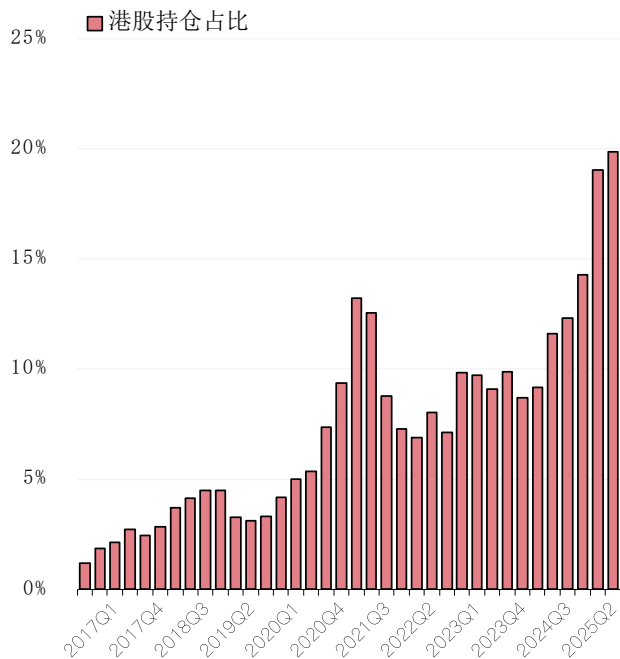
图表 7. 本周二级行业表现 (前后 15)



资料来源：万得，中银证券

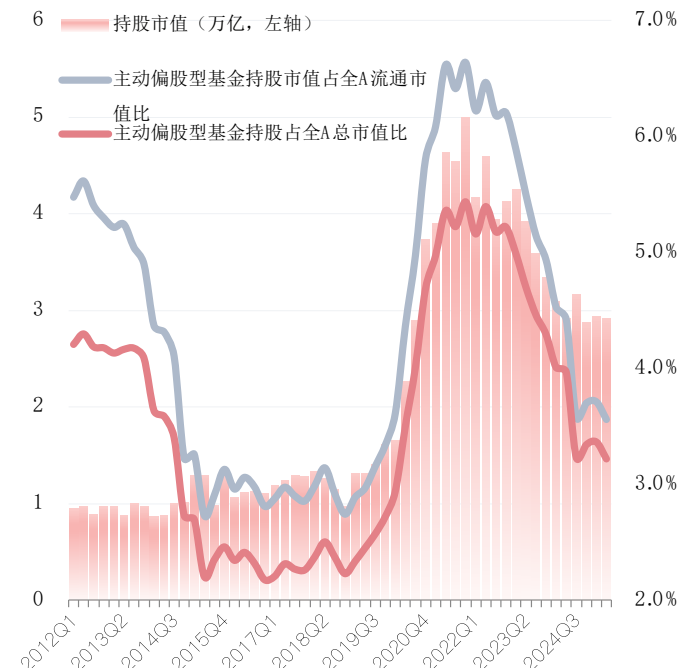
基金资产及持股规模小幅下降，港股持仓市值续创新高。基金资产总值小幅回落，2025 年二季度较 2025 年一季度小幅下滑-0.7%至 3.46 万亿元，其中持股总市值较前值下降-0.4%至 2.92 万亿元，持股总市值（含港股通投资）占全 A 流通市值比重较前值下降 0.15Pct 至 3.22%。基金仓位仍保持高位常态化运作特征。板块方面，基金加仓创业板，科创板仓位较上季度持平，港股持仓占比小幅提升，续创近年新高。基金重仓持股集中度再次下行，或与市场二季度赚钱效应扩散有关。从大类行业配比变动来看，主要增配 TMT 及金融方向，减配中游先进制造、必选消费方向。细分来看，一级行业中，TMT 方向中，通信增配幅度第一，其他增配幅度居前的行业有银行、军工、非银等。减配方向中食品饮料及汽车配置比例降幅较为明显。（口径选取开放式基金中，普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金作为统计样本，合称主动偏股型基金）。

图表 8. 港股持仓金额占比创新高



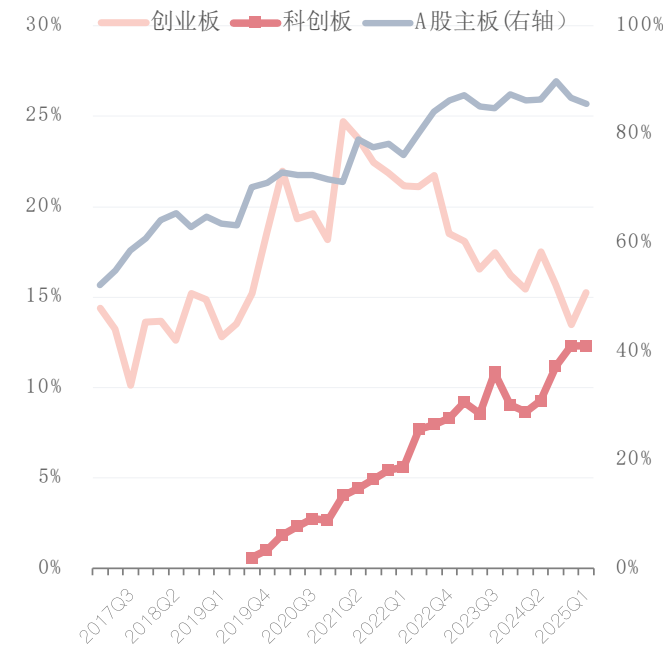
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 普通股票型基金持股占比未有显著提升



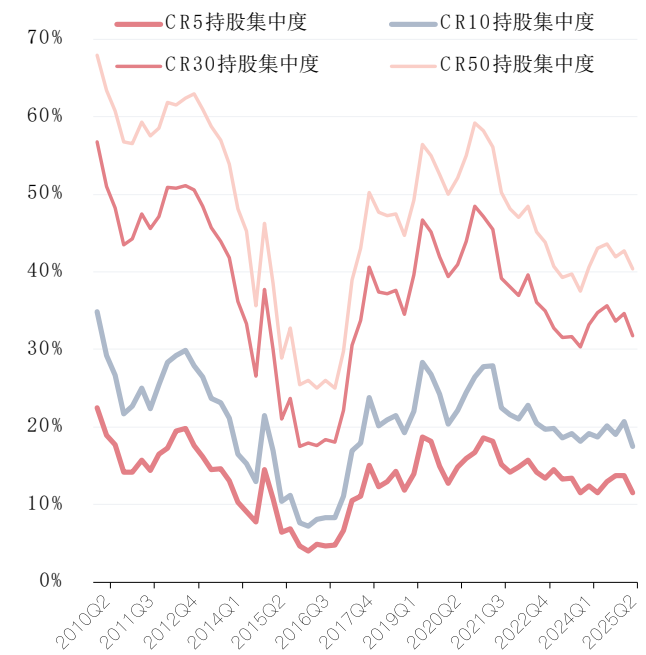
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 10. 创业板持仓占比底部回升



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 11. 二季度基金持股集中度再度下行



资料来源: iFinD, 中银证券

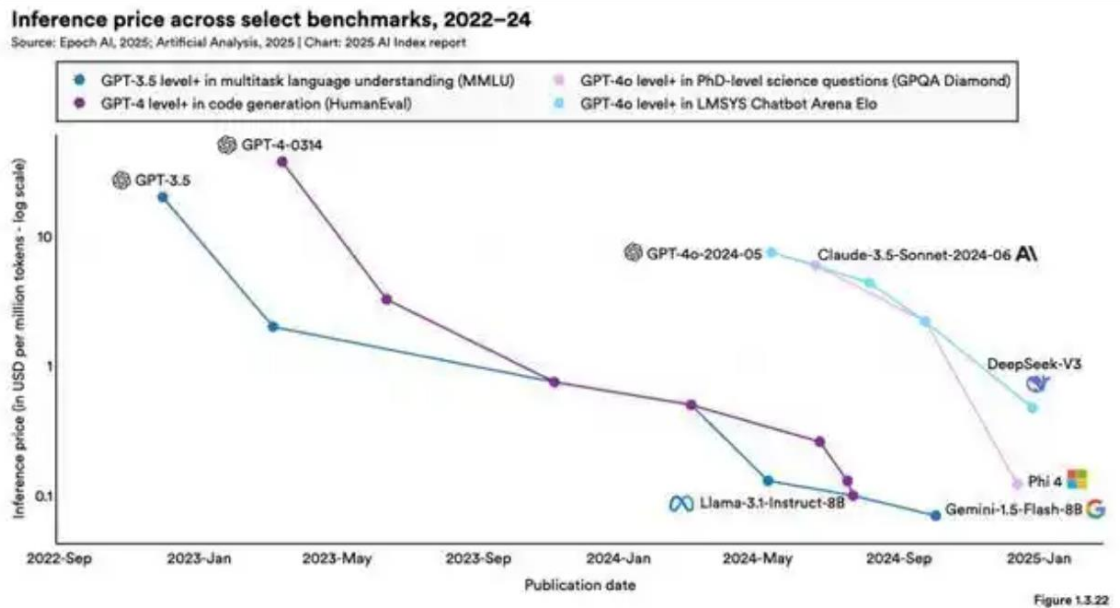
图表 12. 一级行业配置比例及变动

大类及一级行业	25Q2配置比例	25Q1配置比例	△25Q2单季配置提升幅度	25Q2超配幅度	25Q1超配幅度	△25Q2单季超配提升幅度	25Q2标配比例 (基于流通市值口径)
上游资源	5.5%	5.5%	0.0%	-2.9%	-3.0%	0.1%	8.4%
石油石化	0.5%	0.5%	0.0%	-2.8%	-2.9%	0.1%	3.3%
煤炭	0.4%	0.5%	-0.1%	-1.4%	-1.4%	0.0%	1.8%
有色金属	4.6%	4.5%	0.1%	-1.3%	-1.3%	0.1%	3.3%
中游能源加工	5.2%	5.7%	-0.5%	-1.4%	-1.0%	-0.4%	6.6%
钢铁	0.3%	0.6%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	1.0%
基础化工	4.4%	4.6%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	4.8%
建材	0.5%	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.8%
中游先进制造	23.5%	25.9%	-2.4%	-6.2%	-6.4%	-2.2%	17.3%
电力设备及新能源	8.8%	9.8%	-1.0%	-3.4%	-4.2%	-0.8%	5.4%
国防军工	3.7%	2.8%	0.9%	-1.2%	-0.7%	0.5%	2.5%
机械	5.5%	6.5%	-1.0%	-0.3%	-1.1%	-0.8%	5.2%
汽车	5.4%	6.7%	-1.4%	-1.4%	-2.5%	-1.1%	4.0%
电子	19.0%	18.9%	0.0%	-10.1%	-9.9%	0.2%	8.9%
TMT3	9.8%	7.1%	2.7%	-0.3%	-2.3%	2.6%	9.5%
传媒	2.0%	1.4%	0.6%	-0.1%	-0.4%	0.5%	1.9%
计算机	2.5%	3.1%	-0.5%	-2.3%	-1.8%	-0.5%	4.8%
通信	5.3%	2.6%	2.6%	-2.5%	-0.1%	2.5%	2.8%
公用地产稳定	2.7%	2.6%	0.1%	-8.5%	-8.6%	0.1%	11.1%
房地产	0.7%	0.8%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.1%	1.3%
建筑	0.5%	0.5%	0.0%	-1.4%	-1.4%	0.0%	1.9%
交通运输	2.0%	1.6%	0.3%	-1.5%	-1.9%	0.4%	3.5%
电力及公用事业	1.5%	1.3%	0.2%	-3.0%	-3.1%	0.2%	4.4%
可选消费	6.4%	7.2%	-0.8%	-1.2%	-1.9%	-0.7%	5.1%
家电	4.0%	4.9%	-0.9%	-2.0%	-2.7%	-0.7%	2.0%
商贸零售	0.7%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.4%	0.1%	1.0%
轻工制造	0.9%	0.9%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.9%
消费者服务	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
纺织服装	0.3%	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.6%
必选消费	19.5%	20.8%	-1.3%	-6.1%	-6.0%	-0.9%	13.3%
医药	11.0%	10.6%	0.4%	-4.3%	-4.0%	0.2%	6.7%
食品饮料	6.7%	8.8%	-2.2%	-1.3%	-2.8%	-1.6%	5.4%
农林牧渔	1.8%	1.3%	0.5%	0.6%	0.1%	0.4%	1.2%
金融	6.6%	4.7%	1.9%	-13.1%	-14.0%	0.9%	19.8%
银行	4.8%	3.7%	1.1%	-7.9%	-8.2%	0.3%	12.8%
非银行金融	1.8%	1.0%	0.8%	-5.1%	-5.7%	0.6%	6.8%

资料来源: iFinD, 中银证券

推理侧算力成本及模型调用成本持续下降为 AI 应用商业化进程提供基础土壤。近 3 年来, 随着 AI 大模型的不断进化及推理侧算力芯片性能与性价比的不断提升, AI 推理侧算力成本与大模型调用成本持续下降, 根据斯坦福《2025 年人工智能指数报告》, 达到 GPT-3.5 (在 MMLU 上约 64.8% 准确率) 性能水平的 AI 模型, 其推理成本从 2022 年 11 月的每百万 token 20 美元, 骤降至 2024 年 10 月的仅 0.07 美元 (以 Gemini-1.5-Flash-8B 为例), 降幅超过 280 倍。硬件层面, 成本每年下降约 30%, 而能效每年提升约 40%。推理侧算力成本及模型调用成本的快速下降, 为 AI 应用商业化提供了底层经济性支撑。

图表 13. AI 大模型调用成本持续下降



资料来源：DeepTech 深科技，斯坦福，《2025 年人工智能指数报告》，中银证券

MCP+A2A 建立 AI agent 互联底座，大模型长期记忆强化，技术拐点突破加速 AI 应用商业化进程。 MCP 是由 Anthropic 推出的开源协议，是为高效获得模型所需要上下文信息而设计的通用接口，类似 AI 应用的 USB-C 端口，MCP 提供了一种标准化的方式将 AI 模型连接到不同的数据源和工具。A2A 协议则是由 Google Cloud 推出的开放协议，旨在提升不同的 AI agent 之间的互操作性，主要目标是允许这些 agent 在多代理系统中进行有效通信和协作，无论他们是否由不同的供应商构建或使用不同的技术框架。MCP 实现跨对话的上下文记忆标准化存储与动态调用，能够增强模型在 B 端（如 CRM、数字员工）和 C 端（如 AI 伴侣、教育助手）应用中的连续性、稳定性与可控性。A2A 协议则为复杂任务中流程编排、自动化协作与任务拆解执行时的多 Agent 合作提供了更强支撑。

同时，AI 大模型长期记忆也得到了技术性强化，此前大语言模型普遍面临长期记忆限制问题，例如当对话内容超出了上下文长度时，LLM 可能会出现忘记用户的喜好、重复提问，甚至与之前确认的事实相冲突的现象。这成为了限制大模型 AI 应用商业化的重要因素，而近期的一些技术进展如 MemOS 对于大模型的长期记忆进行持续更新管理，将明文、激活状态和参数记忆统一在同一个框架里进行调度、融合、归档和权限管理，让大模型拥有了持续进化和自我更新的能力。优化了大模型的长期记忆能力。

海外头部应用 ARR 快速增长，AI 应用商业化能力与高成长性不断验证。 ARR 是衡量企业从订阅服务或产品中预期获得年度收入的重要指标，该指标反映了 AI 应用商业化能力。根据 CNBC 6 月 9 日报道，自推出 ChatGPT 以来不到三年时间，OpenAI 的年经常性收入 (ARR) 已超过 100 亿美元，与去年全年的 55 亿美元相比实现了近 80% 的增长。Anthropic 也表现出了较为明确的营收增长，截至 2025 年 5 月底，Anthropic 的年化收入已突破 30 亿美元，这一数据较 2024 年 12 月的近 10 亿美元实现显著增长，且成长速度迅速，Anthropic 在 2025 年 3 月底突破 20 亿美元后，仅用两个月便达到 30 亿美元。截至 2025 年 6 月初，Cursor 的 ARR 已经超过了 5 亿美元，其 ARR 大约每两个月就翻一番。海外头部应用 ARR 的快速增长显示 AI 应用商业化能力与高成长性不断验证。

推理侧算力成本及模型调用成本持续下降提供基础土壤，MCP+A2A 协议与长期记忆优化构建 AI 应用技术基座，海外头部应用 ARR 快速增长表明 AI 应用商业化能力与高成长性不断验证，AI 应用正在迈入规模化落地与高增长周期，商业化拐点加速临近。重点关注产业趋势明确、进展迅速的 AI agent 及 AI 应用赛道，包括“AI+医疗”、“AI+企服”、“AI+教育”、“AI+办公”、“AI+营销”、“AI+金融”等。此外，AI 应用端商业化进程加速利好算力特别是推理侧算力需求，中美科技摩擦之下，国产算力尤其有望受益，关注国产算力确定性需求机会。

图表 14.AI 应用重点标的

	证券代码	证券名称	所属行业	市销率(倍)	市销率分位数(%)	EPS(元)	2025年预测EPS(元)
"AI+营销"	301171.SZ	易点天下	传媒	4.52	65.30	0.50	0.60
	300058.SZ	蓝色光标	传媒	0.41	52.34	-0.08	0.13
	002131.SZ	利欧股份	传媒	1.23	72.23	0.01	
	002995.SZ	天地在线	传媒	2.84	99.09	-0.43	
"AI+企服"	600588.SH	用友网络	计算机	5.70	25.76	-0.69	-0.09
	603039.SH	泛微网络	计算机	7.26	46.70	0.77	1.06
	688369.SH	致远互联	计算机	4.62	43.21	-2.36	-0.73
	688777.SH	中控技术	计算机	4.19	24.03	1.38	1.63
	301236.SZ	软通动力	计算机	1.64	56.86	0.27	0.40
	300170.SZ	汉得信息	计算机	6.08	97.40	0.17	0.25
	002123.SZ	梦网科技	通信	2.91	50.22	0.04	0.17
	300378.SZ	鼎捷数智	计算机	5.83	98.29	0.58	0.75
"AI+办公"	688111.SH	金山办公	计算机	27.23	25.32	3.63	4.16
	300624.SZ	万兴科技	计算机	9.87	81.44	-1.15	0.29
	688095.SH	福昕软件	计算机	9.29	39.88	0.35	0.42
"AI+教育"	002230.SZ	科大讯飞	计算机	4.76	22.12	0.29	0.39
	300559.SZ	佳发教育	计算机	12.85	74.91	0.05	0.17
	300010.SZ	豆神教育	消费者服务	24.78	99.33	0.07	0.10
	002955.SZ	鸿合科技	电子	1.72	86.60	0.86	0.99
"AI+金融"	300033.SZ	同花顺	计算机	36.01	82.93	3.42	4.29
	600570.SH	恒生电子	计算机	9.88	35.41	0.59	0.65
	300059.SZ	东方财富	非银行金融	119.58	92.95	0.66	0.70
	300803.SZ	指南针	计算机	40.27	96.96	0.37	0.50
"AI+医疗"	603108.SH	润达医疗	医药	1.43	94.88	-0.06	0.54
	300253.SZ	卫宁健康	计算机	8.98	59.91	0.03	0.19
	688246.SH	嘉和美康	计算机	8.79	95.77	-1.90	0.32
	000710.SZ	贝瑞基因	医药	4.93	65.11	-0.59	
	300676.SZ	华大基因	医药	5.91	74.61	-2.31	0.07
	600718.SH	东软集团	计算机	1.03	16.18	0.04	0.36
	688271.SH	联影医疗	医药	10.84	60.59	1.54	2.27

资料来源：万得，中银证券

注释：数据统计时间截至 2025 年 7 月 25 日，市销率分位数统计时间为 2020 年 1 月 1 日-2025 年 7 月 25 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

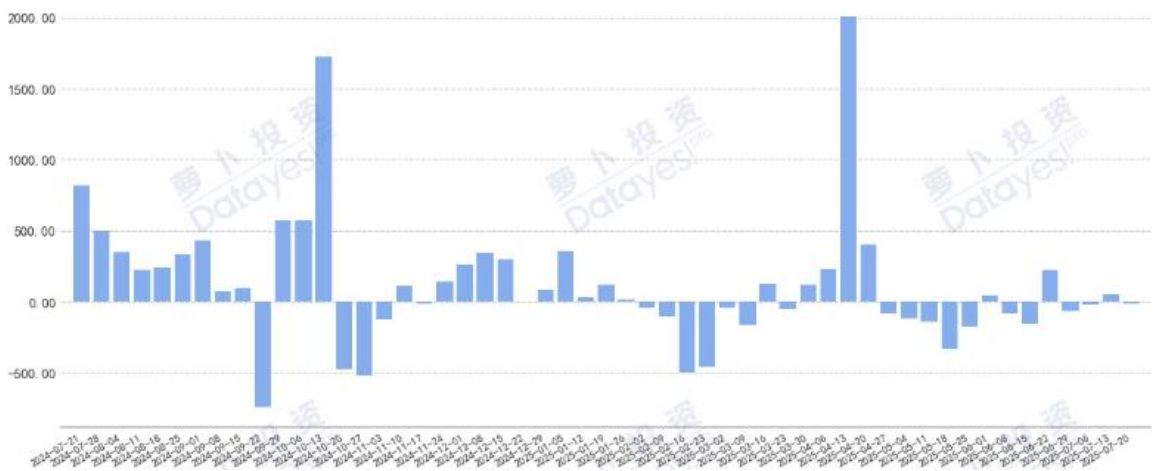
本周 A 股市场主力资金净买入 279.88 亿元，环比由净卖出转净买入。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是有色金属，资金净流入规模达 208.62 亿元；非银金融、建筑材料分列二、三，资金净流入规模分别是 106.72 亿元和 106.09 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是通信、银行和计算机。本周股票型 ETF 场内净申购金额为 63.99 亿元，环比由净赎回转净申购。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是富国中证港股通互联网 ETF、易方达中证香港证券投资主题 ETF、广发中证港股通非银行金融主题 ETF、华宝创业板人工智能 ETF、国泰中证钢铁 ETF，ETF 主题分布较为分散；减少最多的五只 ETF 分别是景顺长城中证 A500ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、易方达中证海外中国互联网 50ETF(QDII)、易方达创业板 ETF、招商中证 A500ETF，集中在核心指数领域。

图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
有色金属	208.62	241.32	250.51	25.93	石油石化	1.61	(12.31)	(30.94)	(160.42)
非银金融	106.72	100.74	383.71	3.75	纺织服饰	(1.39)	8.65	50.95	39.05
建筑材料	106.09	126.56	80.34	79.55	综合	(1.54)	0.57	(7.78)	(18.84)
煤炭	94.77	97.64	60.64	(33.31)	传媒	(6.26)	(63.67)	(58.49)	(448.82)
建筑装饰	80.95	89.42	101.30	50.53	电力设备	(8.87)	(59.49)	(46.90)	(533.70)
钢铁	72.50	157.83	107.81	102.74	食品饮料	(8.95)	(42.47)	(261.83)	(199.92)
基础化工	63.46	(34.38)	(113.09)	(317.38)	轻工制造	(13.73)	(38.16)	31.51	(0.28)
交通运输	45.67	(10.95)	(17.31)	(122.25)	家用电器	(14.70)	(26.13)	(70.44)	(189.31)
房地产	38.29	56.52	(79.35)	(111.82)	医药生物	(24.40)	241.82	188.75	(115.39)
农林牧渔	23.95	18.96	(75.11)	(200.22)	国防军工	(68.03)	(184.45)	(57.69)	(246.32)
社会服务	20.42	12.46	(40.73)	(106.43)	汽车	(78.94)	(107.67)	(114.94)	(36.01)
机械设备	15.42	21.79	(202.41)	(471.49)	公用事业	(85.99)	(96.65)	(304.15)	(370.58)
商贸零售	13.83	(11.09)	(127.69)	(194.90)	计算机	(101.50)	(34.30)	(100.80)	(296.64)
环保	13.76	7.26	(17.27)	(71.11)	银行	(112.01)	(64.48)	123.70	206.26
电子	12.58	(48.73)	53.26	1128.77	通信	(117.61)	(54.22)	167.45	(234.19)
美容护理	5.17	(7.64)	(7.10)	13.41					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/7/27

图表 16. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）



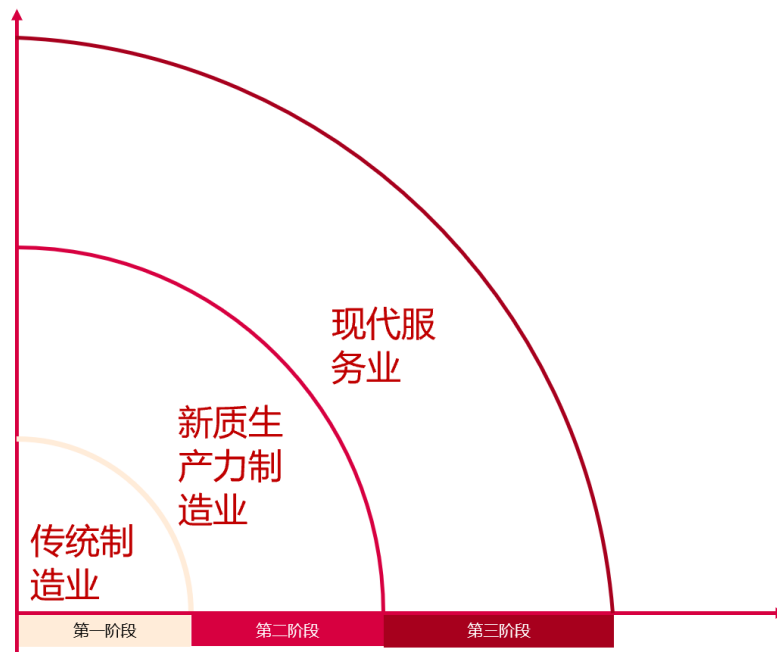
资料来源：通联数据，中银证券

“反内卷”正式入法，响应行业持续扩列。7月24日，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见，本次修订是价格法 1998 年实施以来的首次修订，特增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定；新增数字经济监管条款，弥补制度空白，对算法定价以及大数据杀熟等新型问题进行相应调整。我们预计随着《价格法》修订正式落地，“反内卷”工作的法理依据将正式形成，完善“反内卷”工作的顶层设计。

本周新有煤炭、金融、医药等行业陆续响应“反内卷”号召，叠加上周末的外卖行业，“反内卷”工作行业持续在扩列。本周国家能源局综合司发布《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》，针对部分煤矿超公告产能生产扰乱市场秩序对山西、内蒙古等 8 省（区）生产煤矿进行核查。本周在 2025 年上半年广东银行业保险业新闻通气会上，广东金融监管局印发银行业保险业“内卷式”竞争负面清单、《广东银行业自律公约》、《广东保险业防止“内卷式”竞争自律公约》，指导行业协会研究制定反不正当竞争自律公约。金融行业“价格战”今年进一步加剧，按国家金融监管总局此前披露的《2025 年一季度银行业保险业主要监管指标数据情况》，今年一季度商业银行净息差进一步降至 1.43%，环比去年四季度商业银行净息差 1.52% 继续下降，持续低于 1.80% 的净息差“警戒线”。本次广东金融监管局启动金融行业“反内卷”，其深层诉求在于引导机构从同质化的“价格血战”中抽身，转向依靠提升服务效率、优化客户体验、强化风险管理、深耕专业能力等“价值创造”维度来构建核心竞争力。本周的国新办新闻发布会上，国家医保局表示第十一批集采工作将研究优化具体规则，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，同时对于报价最低的中选企业，要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价，本次调整或意味着中国药品集采进入了“质价平衡”的新阶段，对于医药行业“反内卷”有风向标作用。

我们认为，近期的“反内卷”工作有从制造业向服务业，从传统行业向新质生产力行业扩列的趋势，从最初的部分行业逐渐扩散到众多领域，低通胀环境下不少行业均有“提质增价”的诉求，我们观察到本周新扩列“反内卷”行业在股价上均有一定正向反馈，建议关注还未有动作的潜在的“反内卷”充分竞争行业如物流（快递价格）、券商期货（手续费）等。

图表 17. “反内卷”工作扩散的三个阶段



资料来源：中银证券

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371