



A 股策略周报 20250727

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）
mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn

新驱动的出现

市场状态：估值扩张未触顶，盈利修复将接力政策主题

本周 A 股逼近“924 行情”高点（上证触及 3813 点，接近 2024 年 10 月 8 日的前高 3674 点），政策主题涨幅居前，投资者不免担心市场在情绪短期过热后的下行风险。在我们看来，本轮上涨背后的核心驱动是对企业 ROE 见底回升的乐观预期，而不仅是围绕政策主题的炒作，因此伴随盈利回升的兑现，市场将持续修复的趋势。并且，当前 A 股的估值尽管抢跑了基本面修复的节奏但并不极端，另一方面，仅有 20.7% 的个股在 7 月份突破了前期高点，行业上来看，食品饮料、煤炭、石油石化等顺周期行业中，个股的修复还处于早期阶段。

“反内卷”与需求端政策进一步夯实盈利底部

近期，“反内卷”与需求端政策再度发力，政策效果或相较于 2024 年“9.24”的一揽子政策而言更快显现：首先，当下企业已经历了自 2024Q4 以来的持续 3 个季度的自发出清；其次，制造业企业在 2025Q1 收获了利润率筑底回升的成果，库存也得以去化；最后，在整体价格的层面，价格的拖累来自于生产资料，而核心 CPI 已筑底回升且在 2025Q2 超季节性上行，若“反内卷”持续落实，带动工业原料价格上行，CPI 有望走出低迷区间。本周“反内卷”相关事件体现了“法律修订-国资引领-行业协商”的三维推力，范围也由最初的制造业拓展到了包含服务业在内的各行各业。而在“反内卷”政策逐步深化时，需求端也持续精准发力，财政支出安排上“轻投资”而“重民生”，但同时又通过“两重”的方式精准托底传统行业需求，本周备受关注的雅鲁藏布江下游电站即是一个典型例子。今年上半年，政府债券发行量已超过过去 5 年同期，一般公共预算支出中社会保障和就业、教育、科学技术、节能环保等支出同比增长均超过 5%，与年初的预算方向相符合。往后看，由于政府杠杆率在地方政府“化债”背景下快速上行，与可比国家和经济体相比空间有限，我们预计国内需求端政策仍是“以稳为主”，更大的需求增量来自于海外。

外需：关税缓和后，投资预期才是关键

近期，特朗普政府与日本、菲律宾、印尼、越南分别达成符合其利益的“不对等协议”，从政治效果上来说关税行动成果颇丰，这也给接下来其政策重心的转向留下了一个出口。而在关税对美国通胀的推升效果逐渐显现下，这种政策重心的转向可能性颇高，此时在关税问题上“见好就收”，与中国达成关税的缓和以降低进口商品价格水平，让通胀水平回落至美联储“降息条件”合意区间内是解决现下矛盾的有效策略。我们此前周报中提及通胀可能对海外投资造成的节奏性扰动，但海外投资上行的方向是明确的，美国政府将促进制造业回流与鼓励人工智能竞赛放在同等重要地位上，且本周公布的关税协议也包含对美进行实质性投资的内容，美国的投资加速将是重要的宏观议题。

资本回报观点明确，拥抱顺周期

市场整体接近前高，但当前估值扩张相对于基本面修复的“超跑”程度不高，且个股和行业间存在相当的分化，仍有“低位资产”值得挖掘。国内政策仍在延续年初时的政策思路兑现：即促进出清的同时托底需求，经济下行的风险不高，同时，海外的关税缓和预期与投资周期开启将带来 ROE 向上修复的驱动力。在企业盈利能力从底部反转的阶段，我们的资产配置推荐是：第一，同时受益于海外实物资产需求上升、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，石油石化）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁、电子元器件）；第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注非银金融；第三，国内政策主线围绕“民生”，消费相关的增量政策值得期待，盈利能力稳定且受益于量增的红利型消费可作为银行的“平替”：食品饮料、家电；海外政策除制造业回流外围绕“AI 产业竞争”，算力与基础设施值得关注。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、市场状态：估值扩张未触顶，盈利修复将接力政策主题.....	3
2、“反内卷”与需求端政策进一步夯实盈利底部.....	4
2.1 本轮企业盈利回升节奏或快于“9.24”.....	4
2.2 “反内卷”仍在深化.....	5
2.3 需求端精准托底，避免延缓出清.....	5
3、外需：关税缓和后，投资预期才是关键.....	6
4、资本回报拐点明确，拥抱顺周期.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1：A 股主要指数本周收盘价与前高比较.....	3
图表 2：A 股热门概念指数 7 月 25 日当周涨幅（单位：%）.....	3
图表 3：10 年期国债到期收益率上行破 1.7%.....	3
图表 4：大宗商品上涨，但相较 2024 年 9 月高点还有差距.....	3
图表 5：全 A 中仅 20.7% 的个股突破前高.....	4
图表 6：各行业突破前高个股占比与未突破前高个股相较前高的涨幅差异.....	4
图表 7：截至目前，制造业已经历了连续 3 个季度的“反内卷”，表现为用电量与工增同比增速差值缩小为负..	4
图表 8：2025 年 1-4 月，制造业产成品存货周转天数下降，低于去年同期，5 月时与过去两年同期水平相当（单位：天）.....	4
图表 9：PPI：当月同比分项中，负增长最多的是采掘工业和原材料工业（单位：%）.....	5
图表 10：核心 CPI 同比增速在 2025Q2 超季节性上行（单位：%）.....	5
图表 11：2025 年财政预算报告中，对教育、社会保障和就业、卫生健康等民生领域和科学技术领域投入占比增加，对农林水、城乡社区、交通运输、节能环保等“老基建”领域投入占比降低.....	6
图表 12：上半年政府债券发行量超过过去五年同期（亿元）.....	6
图表 13：近年来，政府杠杆率上升较快（%）.....	6
图表 14：美国近期达成与正在谈判的关税方案.....	7
图表 15：美国自日本、东盟、德国进口价格逐月抬升.....	7
图表 16：美国自东盟进口机电家具价格同比上涨幅度高.....	7

1、市场状态：估值扩张未触顶，盈利修复将接力政策主题

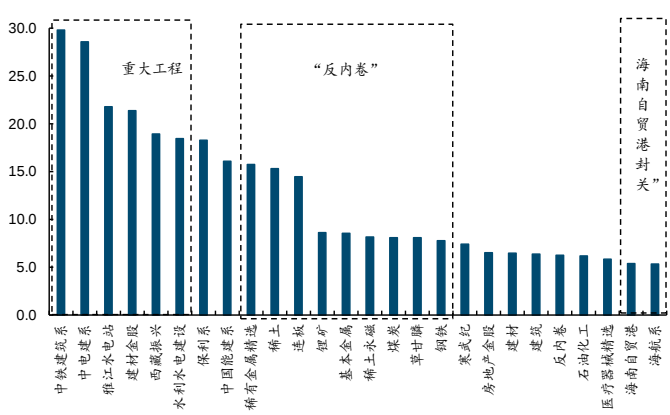
本周 A 股逼近“924 行情”高点（上证触及 3813 点，接近 2024 年 10 月 8 日的前高 3674 点），行情上攻主要由宏观政策主题驱动，从概念板块的涨幅排序来看，本周市场炒作的焦点围绕在：雅鲁藏布江下游水电站建设、“反内卷”以及海南自贸港封关。在这样的状态下，投资者不免担心后续市场因情绪短期过热后，相关主题催化降温导致的下行风险。

图表1：A 股主要指数本周收盘价与前高比较

指数	2024年9月至2025年6月区间最高价	7月以来最高价	本周收盘价	是否已突破前高	本周收盘价与前高差异
万得微盘股指数	430,931	470,485	470,169	是	9.1
国证2000	8,571	8,807	8,802	是	2.7
万得全A	5,519	5,635	5,621	是	1.8
中证1000	6,643	6,717	6,707	是	1.0
上证指数	3,674	3,613	3,594	否	-2.2
深证成指	11,864	11,211	11,168	否	-5.9
中证A500	5,207	4,892	4,871	否	-6.5
沪深300	4,450	4,156	4,127	否	-7.3
上证50	3,017	2,825	2,796	否	-7.3
科创50	1,140	1,060	1,054	否	-7.6
创业板50	2,560	2,356	2,345	否	-8.4
创业板指	2,576	2,350	2,340	否	-9.2
红利指数	3,526	3,203	3,165	否	-10.2

来源：wind, 国金证券研究所

图表2：A 股热门概念指数 7 月 25 日当周涨幅（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

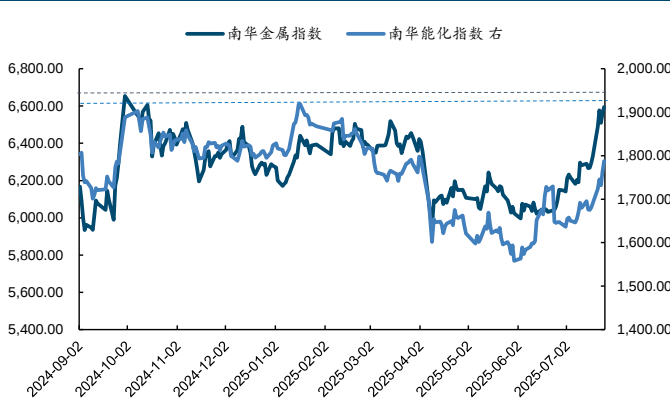
在我们看来，本轮上涨背后的核心驱动是对企业 ROE 见底回升的乐观预期，而不仅是围绕政策主题的炒作，因此伴随盈利回升的兑现，市场将持续修复的趋势。本周的大类资产表现也体现了一定的经济回升预期：10 年期国债到期收益率上行突破 1.7%，人民币汇率小幅升值，最高在 7 月 24 日升值至 7.1478，南华金属及能化指数均大幅上行，但是相较于去年九月的高点仍有差距。

图表3：10 年期国债到期收益率上行破 1.7%



来源：wind, 国金证券研究所

图表4：大宗商品上涨，但相较 2024 年 9 月高点还有差距

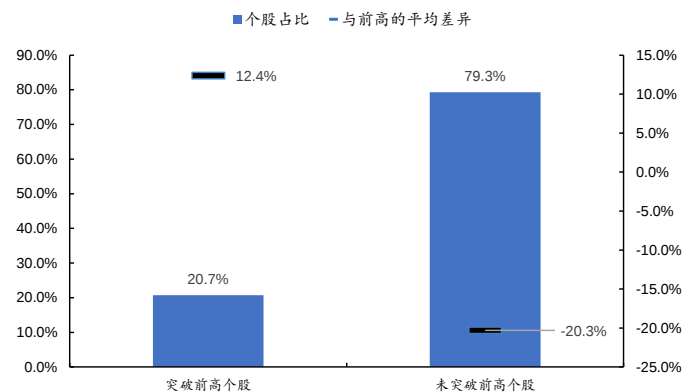


来源：wind, 国金证券研究所

而从 A 股的估值水平来看，尽管抢跑了基本面修复的节奏但并不极端，我们在此前的报告《此轮开始转动》中对此进行了刻画：每一轮市场的估值回升都提前于基本面的真正触底，而在当前 ROE 水平下，历史上 PB 估值最高可扩张至 2 倍，截至 7 月 25 日，全 A 的 PB 估值仍低于这一水平（1.7 倍）。另一方面，行业和个股层面的股价所处位置差异较大，意味着还有寻找低估资产的机会：尽管指数层面万得全 A 已突破了去年 10 月的前期高点，但从个股统计来看，仅有 20.7% 的个股在 7 月份突破了前期高点，且最新收盘价与前高的差异平均达到了 -16.5%，从行业分布上来看，银行中接近 70% 的个股已经突破前高，接下来突破前高个股数占比较高的是受益于重大工程和“反内卷”催化的钢铁、建筑材料、有色金属，食品饮料、煤炭、石油石化等顺周期行业中，个股的修复还处于早期阶段。

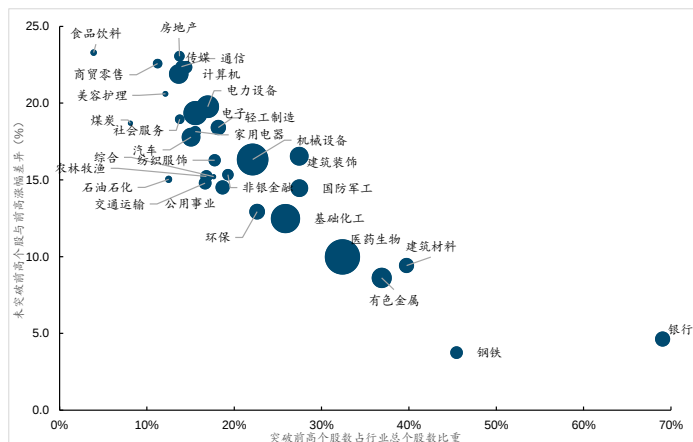


图表5：全A中仅20.7%的个股突破前高



来源：wind, 国金证券研究所

图表6：各行业突破前高个股占比与未突破前高个股相较前高的涨幅差异



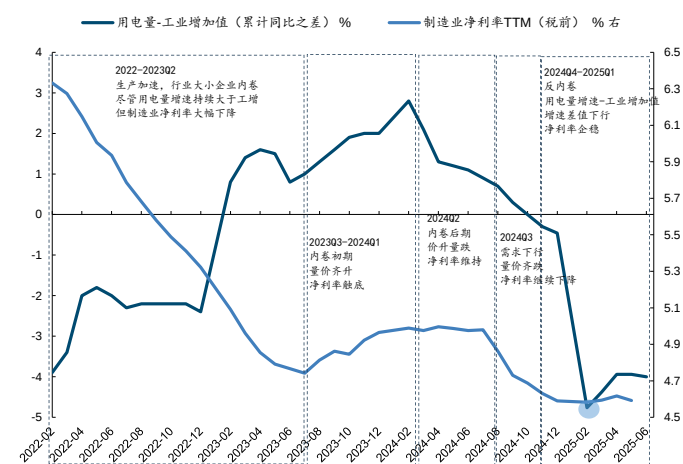
来源：wind, 国金证券研究所

2、“反内卷”与需求端政策进一步夯实盈利底部

2.1 本轮企业盈利回升节奏或快于“9.24”

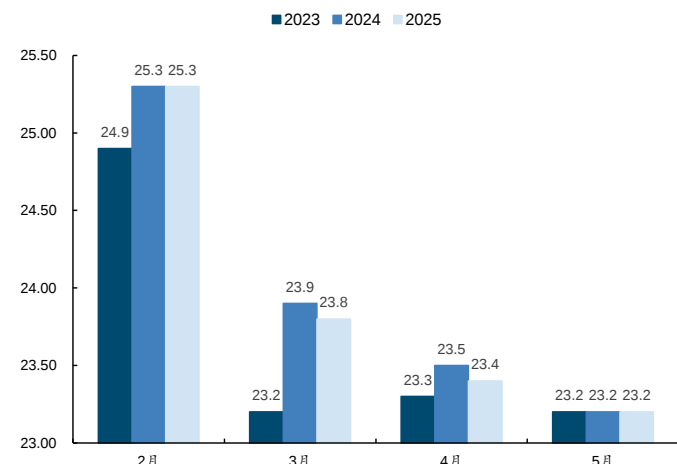
我们前期报告中梳理了国内资本回报企稳回升的三大来源：“反内卷”托底企业盈利、债务停止收缩和实体经济活动回暖奠定企业信心、海外制造业活动景气>服务业的投资需求拉动外需增长。近期，“反内卷”与需求端政策再度发力，或相较于2024年“9.24”的一揽子政策而言成效更快更明显，这是因为当下企业已经历了自2024Q4以来的持续3个季度的自发去清，用电量增速持续低于工业增加值增速，这往往意味着中小企业的生产力度在减弱，且低能耗高附加值的行业在整体工业中的占比提升；其次，制造业企业在2025Q1也收获了利润率筑底回升的成果，库存也得以去化；最后，在整体价格的层面，价格的拖累来自于生产资料，尤其是源头的能源，而核心CPI已筑底回升且在2025Q2超季节性上行，若“反内卷”持续落实，带动能化和其他工业原料价格上行，CPI有望走出低迷区间。

图表7：截至目前，制造业已经历了连续3个季度的“反内卷”，表现为用电量与工增同比增速差值缩小为负



来源：wind, 国金证券研究所

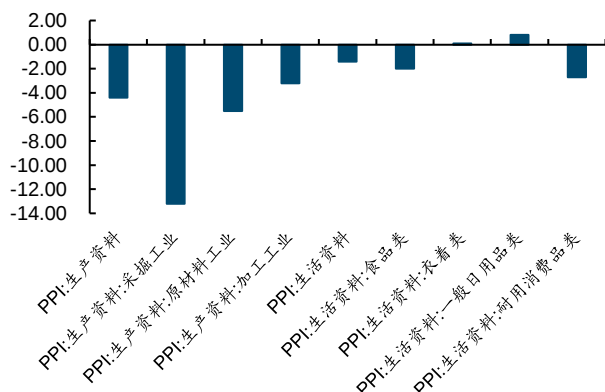
图表8：2025年1-4月，制造业产成品存货周转天数下降，低于去年同期，5月时与过去两年同期水平相当（单位：天）



来源：wind, 国金证券研究所

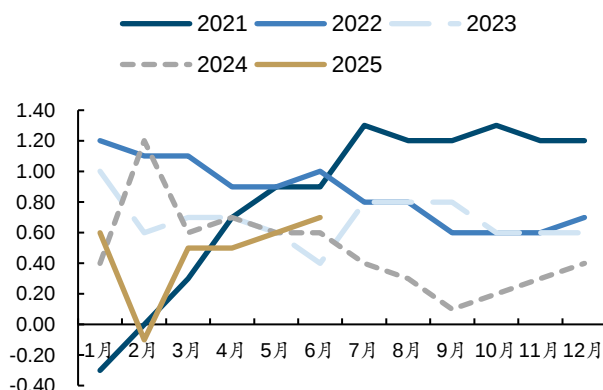


图表9: PPI: 当月同比分项中, 负增长最多的是采掘工业和原材料工业 (单位:%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 核心 CPI 同比增速在 2025Q2 超季节性上行 (单位:%)



来源: wind, 国金证券研究所

2.2 “反内卷”仍在深化

当前“反内卷”政策已形成“法律修订-国资引领-行业协商”的三维推力, 范围也由最初的制造业拓展到了包含服务业在内的各行各业:《价格法》从制度层面划定竞争红线, 国企重组优化供给结构, 平台协商探索可持续商业模式。

2025 年 7 月 24 日, 国家发改委与市场监管总局联合发布《价格法修正草案(征求意见稿)》, 这是该法实施 27 年来的首次重大修订, 直击“内卷式竞争”的制度痛点。其核心突破体现在三方面: (1) 扩大监管范围, 将低价倾销的适用对象从“商品”拓展至“商品和服务”, 例如近期外卖平台的“零元奶茶”等低于成本价的促销活动将被明确禁止; (2) 与《反不正当竞争法》(2025 年 10 月 15 日生效) 形成监管合力, 明确低价倾销需满足“低于成本”和“排挤竞争对手”双要件; (3) 填补技术监管空白, 对平台经济中的“算法杀熟”、动态加价等隐性价格操纵进行监管。这三点核心突破能够有效规避平台经济因为“自上而下”的低价促销策略, 将成本转嫁给商家, 最终使产业链各环节利润萎缩、价格极限压缩的情形。

此外, 7 月 23 日, 国务院国资委在京举办地方国资委负责人研讨班, 明确要求国有企业“带头抵制内卷式竞争”, 通过重组整合推动国有资本向战略领域集中。数据显示, 1 至 6 月, 地方监管企业紧盯重点签约项目落地形成更多实物量, 完成固定资产投资 2.7 万亿元; 研发经费投入稳定增长, 上半年达到 2655.5 亿元。

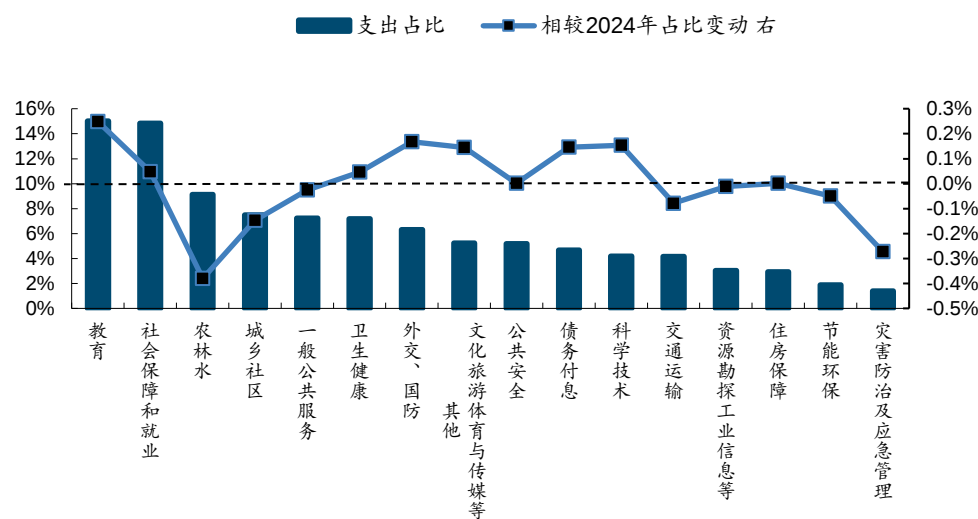
就行业协商而言, 7 月 24 日美团在上海召开外卖行业高质量发展恳谈会, 这也是 7 月 18 日市场监管总局约谈三大平台企业后行业的首次内部自律行为。同一天, 2025 年度美团(河北)网约配送算法和骑手权益保障协商恳谈会在石家庄召开, 美团(河北)平台方、合作商与骑手代表签署会议纪要, 重点对收入报酬、休息休假、劳动保护、关怀保障、职业发展、女骑手权益保护、协商协调机制等内容进行规定, 亮点之一在于推动养老保险补贴试点(补贴 50%), 这或将成为提高行业运营门槛、避免行业内卷的新范式。

2.3 需求端精准托底, 避免延缓出清

今年以来, 政策“稳增长”的思路与 2022-2024 年相比有较大转变: 财政支出安排上“轻投资”而“重民生”, 但同时又通过“两重”的方式精准托底传统行业需求, 本周末备受关注的雅鲁藏布江下游电站即是一个典型例子。这种转变的发生或许是因为在 2022-2023 年通过高增速的基建投资来“稳增长”之后, 工业增加值增速虽然反弹企稳, 但也导致本应由于开工率不足、经营亏损而退出市场的企业得到“续命”, 最终延缓整个产业的出清进程, 从而使得产能利用率进一步降低, 且工业企业亏损额占利润总额的比例上行达到历史最高值。今年上半年, 政府债券发行量已超过 5 年同期, 一般公共预算支出 14.13 万亿元, 同比增长 3.4%, 其中社会保障和就业、教育、科学技术、节能环保等支出同比增长均超过 5%, 与年初的预算方向相符合。往后看, 由于政府杠杆率在地方政府“化债”背景下快速上行, 与可比国家和经济体相比空间有限, 我们预计国内需求端政策仍是“以稳为主”, 更大的需求增量来自于海外。



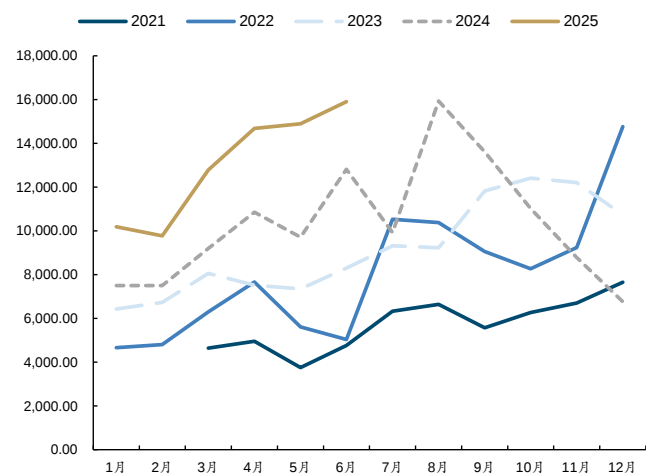
图表11：2025 年财政预算报告中，对教育、社会保障和就业、卫生健康等民生领域和科学技术领域投入占比增加，对农林水、城乡社区、交通运输、节能环保等“老基建”领域投入占比降低



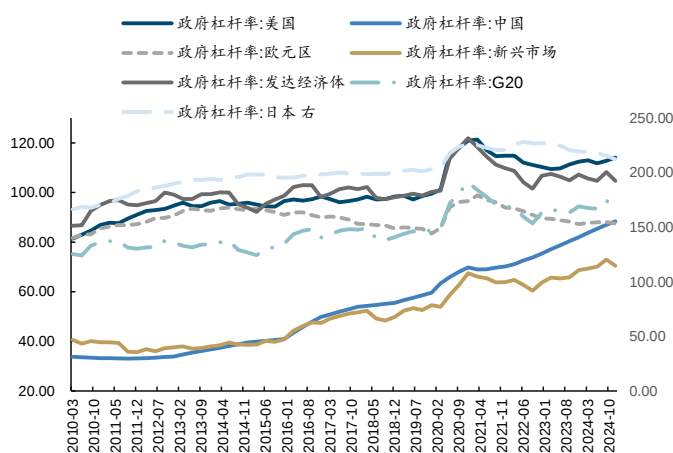
来源：wind, 国金证券研究所

图表12：上半年政府债券发行量超过过去五年同期（亿元）

图表13：近年来，政府杠杆率上升较快（%）



来源：wind, 国金证券研究所



来源：wind, 国金证券研究所

3、外需：关税缓和后，投资预期才是关键

近期，特朗普政府与日本、菲律宾、印尼、越南分别达成符合其利益的“不对等协议”，根据贝森特的发言表示，特朗普政府预计关税将在未来 10 年贡献 2.8 万亿美元，2025 年或能够达到 GDP 的 1%，从政治效果上来说关税行动成果颇丰，这也给接下来其政策重心的转向留下了一个出口。而从经济的影响来看，这种政策重心的转向可能性颇高：由于此前关税的影响逐步显现，6 月份 CPI 显示关税影响，且从公布的进口价格数据来看，4 月以来美国自东盟、日本、德国等制造业国家进口价格逐月明显提升，伴随进口商将成本传导给美国消费者，美联储货币政策立场转向“鸽派”又将受到制约，但同时特朗普近期又不断施压敦促美联储降息，或许意味着此时在关税问题上“见好就收”，与中国达成关税的缓和以降低进口商品价格水平，让通胀水平达成美联储“降息条件”是解决现下矛盾的有效策略。降息之后，特朗普政府可将政策重心转移至减税和“去监管”等美国国内的改革上。

投资层面，美国政府将促进传统制造业回流与鼓励人工智能竞赛放在同等重要地位，在《大



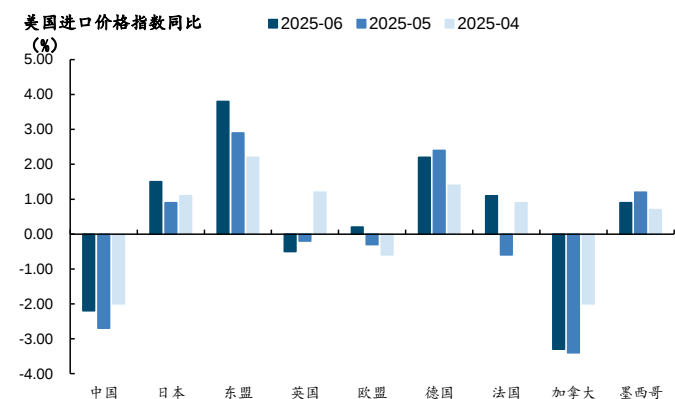
《美丽法案》通过后，财政部长贝森特在本周讲话中表示“关税正在将制造业带回美国。特朗普要求工厂许可可在一个月内办结”，同时，本周宣布的关税协议中确实包括对美国的实质性投资，例如要求日本在美投资 5500 亿美元。此外，本周，白宫发布《赢得人工只能竞赛：美国的人工智能行动计划》，该计划确定了特朗普政府将要采取的三大支柱：加速创新、建设美国人工智能基础设施以及在国际外交和安全方面处于领先地位。

图表14：美国近期达成与正在谈判的关税方案

国家	美方关税	对方关税	附加条款
日本	15%（汽车等商品）	维持原状（实际 0%）	1. 日本在美投资 5500 亿美元（汽车/半导体） 2. 对美国开放汽车、大米市场
菲律宾	19%	0%（对美国商品）	1. 美军基地使用权 2. 军事合作深化
印尼	19%	0%（对美国商品）	1. 强制采购 30 架波音飞机、150 亿美元能源农产品 2. 承认 FDA 认证，取消本地含量要求
越南	20%（一般商品） 40%（转口商品）	0%（对美国商品）	1. 严打转口贸易 2. 开放数字经济市场
欧盟	谈判中（若破裂则征 30%）	拟报复性 30%	1. 欧盟合并\$1000 亿反制清单（含波音、汽车） 2. 或启动“反胁迫工具”限制美金投标
加拿大	25%（现）→8 月 1 日或升至 35%	未公布	1. 安全合作谈判进行中 2. 若加方报复，美将叠加税率

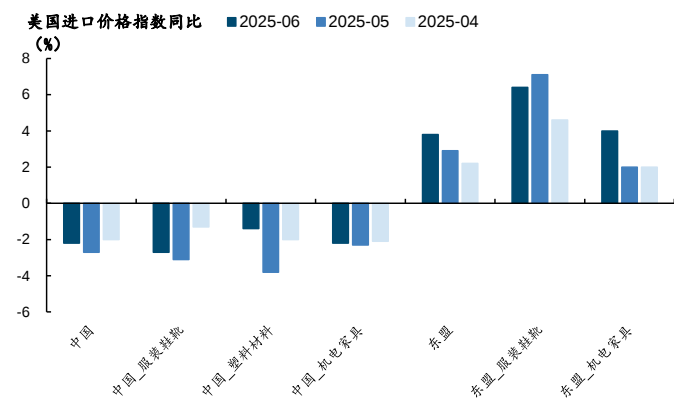
来源：白宫，国金证券研究所

图表15：美国自日本、东盟、德国进口价格逐月抬升



来源：wind，国金证券研究所

图表16：美国自东盟进口机电家具价格同比上涨幅度高



来源：wind，国金证券研究所

4、资本回报拐点明确，拥抱顺周期

市场整体接近前高，但当前估值扩张相对于基本面修复的“超跑”程度不高，且个股和行业间存在相当的分化，仍有“低位资产”值得挖掘。本轮行情不仅是宏观政策驱动下的主题炒作，驱动是由反内卷、企业债务不再收缩和海外投资加速三重共振所带来 ROE 回升，近期，国内政策仍在延续年初时的政策思路兑现，即促进出清的同时托底需求。往后看，海外的关税缓和预期与投资周期开启将带来新一轮的 ROE 修复预期，在盈利能力逐渐兑现的阶段，我们的资产配置推荐是：

第一，同时受益于海外实物资产需求上升、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，石油石化）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁）；

第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注非银金融；

第三，国内政策主线围绕“民生”，消费相关的增量政策值得期待，盈利能力稳定且受益



于量增的红利型消费可作为银行的“平替”：食品饮料、家电；海外政策除制造业回流外围绕“AI 产业竞争”，算力与基础设施值得关注。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究