

窄门 2

相关研究报告

<<窄门 1>>--2025-07-11

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

一、收益回顾

自北京时间 2025 年 7 月 11 日至 2025 年 7 月 25 日，窄门 1 新增钢铁和标普 500 收益为 10.15%、1.32%，继续持有的创新药和银行收益为 11.69%、-5.12%，止盈的军工后续收益为 5.26%。

(一) 钢铁

“反内卷”道阻且长，任重而道远。98 年行政化国企改革，16 年三去一降一补结构优化型供给侧改革，25 年则是以生产效率提升为主的技术型改革。从时间维度上去看，98 年对于大多数人来比较陌生，所以纺织服装的影响鲜为人知，再加上 25 年“反内卷”涉及更多的是民营企业与当时国企为主的行政手段并不相符；而紧跟着“杠杆牛”后的 16 年却令人印象深刻，钢铁和煤炭成为人们的第一反应，再加上自媒体时代对于国新办新闻发布会上工信部谢总工程师的发言传播之迅速和广泛，羊群效应是短期内钢铁超额收益的来源之一，鉴于目前 10% 的绝对收益，窄门系列选择获利了结。

(二) 银行

回撤预期之内，在《窄门 1》中强调了相关内容，现阶段需要考虑的有：1. 牛市氛围中的低波偏好；2. 银行快速上行带来的非“慢牛”表现；3. 降准降息与净息差的基本面。

首先从资金配置的角度而言，窄门系列中银行的主要属性还是以稳为主，股息率相较其他行业仍然较高，参照历史最大回撤的亏损在可接受范围内。其次市场交易情绪良好并不会改变中长期资金入市的目标，热钱与抱团资金的切换不足以成为配置切换的核心因素。最后基本面来看，下半年财政支持力度弱于上半年，在不考虑四季度提前下达 26 年额度的前提下，随着 8 月下旬最后一笔首发特别国债发行过后，稳预期的侧重点来到货币政策上。先降准+补充银行资本金，再降息的路径可以减少银行净息差的压力，结合近两年银行整体浮盈仍在 40-50% 之间，窄门系列继续维持银行配置。

(三) 军工

少赚不是亏，在《窄门 1》展望中“净值将出现上涨→下行→企稳的可能”，止盈军工后的配置再选择才是关键。

二、买点择时

配置上继续持有创新药+银行，上期新增标普 500（短期期望收益 1-3%）不变，止盈军工和钢铁的资金在本期窄门系列中将配置 30 年国债和科创 200ETF。7 月底 8 月初，市场交易的热点会集中在国内政治局会议以及海外美国关税上，窄门 2 也将以此为切入点，简单阐述下对于配置的思考。

（一）国债

增量政策的讨论是大家关注的焦点，但目前经济数据良好+财政前置发力的前提条件下，将前期政策落地落实可能更贴切实际。市场预期不高外加特朗普 8 月 1 日美国关税“截止日”，近日来连续下行的国债价格到了一个比较合适的买点，结合可能出现的 TACO 交易可能性，30 年国债 ETF 可以选择定投避免价格继续下行带来的成本损失或者长期持有替代理财产品。

（二）科创 200

近一个月以来市场的快速行情使得窄门系列中止盈过后的再配置有所延缓，一方面行业选择上 AI 和机器人分布广，包括但不限于电子、通信、计算机、传媒、机械等；另一方面考虑到两市成交额稳中有升维持在 1.5 万亿以上，市场流动性较好，科技+小盘的结合体是选择的方向。对比中证 2000 和科创 200，因 AI 和机器人概念提及的行业占比更高，科创 200ETF 成为现阶段的选择。

（三）配置速览

详见全文

三、风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 美国关税影响超预期；
3. 国内政策不及预期。

目录

一、 收益回顾	5
(一) 钢铁	5
(二) 银行	5
(三) 军工	6
二、 买点择时	6
(一) 国债	6
(二) 科创 200	7
(三) 配置速览	7
三、 风险提示	8

图表目录

图表 1: 收益回顾.....	5
图表 2: 窄门 2 组合梳理.....	7

一、收益回顾

自北京时间 2025 年 7 月 11 日至 2025 年 7 月 25 日，窄门 1 新增钢铁和标普 500 收益为 10.15%、1.32%，继续持有的创新药和银行收益为 11.69%、-5.12%，止盈的军工后续收益为 5.26%。

图表1：收益回顾

+	区间涨跌幅	不变	区间涨跌幅
钢铁	10.15%	创新药	11.69%
标普500	1.32%		
-	区间涨跌幅	银行	-5.12%
军工	5.26%		

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(一) 钢铁

“反内卷”道阻且长，任重而道远。98 年行政化国企改革，16 年三去一降一补结构优化型供给侧改革，25 年则是以生产效率提升为主的技术型改革。从时间维度上去看，98 年对于大多数人来比较陌生，所以纺织服装的影响鲜为人知，再加上 25 年“反内卷”涉及更多的是民营企业与当时国企为主的行政手段并不相符；而紧跟着“杠杆牛”后的 16 年却令人印象深刻，钢铁和煤炭成为人们的第一反应，再加上自媒体时代对于国新办新闻发布会上工信部谢总工程师的发言传播之迅速和广泛，羊群效应是短期内钢铁超额收益的来源之一，鉴于目前 10% 的绝对收益，窄门系列选择获利了结。

(二) 银行

回撤预期之内，在《窄门 1》中强调了相关内容，现阶段需要考虑的有：1. 牛市氛围中的低波偏好；2. 银行快速上行带来的非“慢牛”表现；3. 降准降息与净息差的基本面。

首先从资金配置的角度而言，窄门系列中银行的主要属性还是以稳为主，股息率相较其他行业仍然较高，参照历史最大回撤的亏损在可接受范围内。其次市场交易情绪良好并不会改变中长期资金入市的目标，热钱与抱团资金的切换不足以成为配置切换的核心因素。最后基本面来看，下半年财政支持力度弱于上半年，在不考虑四季度提前下达 26 年额度的前提下，随着 8 月下旬最后一笔首发特别国债发行过后，稳预期的侧重点来到货币政策上。先降准+补充银行资本金，再降息的路径可以减少银行净息差的压力，结合近两年银行整体浮盈仍在 40-50%之间，窄门系列继续维持银行配置。

(三) 军工

少赚不是亏，在《窄门 1》展望中“净值将出现上涨→下行→企稳的可能”，止盈军工后的配置再选择才是关键。

二、 买点择时

配置上继续持有创新药+银行，上期新增标普 500（短期期望收益 1-3%）不变，止盈军工和钢铁的资金在本期窄门系列中将配置 30 年国债和科创 200ETF。7 月底 8 月初，市场交易的热点会集中在国内政治局会议以及海外美国关税上，窄门 2 也将以此为切入点，简单阐述下对于配置的思考。

(一) 国债

增量政策的讨论是大家关注的焦点，但目前经济数据良好+财政前置发力的前提条件下，将前期政策落地落实可能更贴切实际。市场预期不高外加特朗普 8 月 1 日美国关税“截止日”，近日来连续下行的国债价格到了一个比较合适的买点，结合可能出现的 TACO 交易可能性，30 年国债 ETF 可以选择定投避免价格继续下行带来的成本损失或者长期持有替代理财产品。

(二) 科创 200

近一个月以来市场的快速行情使得窄门系列中止盈过后的再配置有所延缓，一方面行业选择上 AI 和机器人分布广，包括但不限于电子、通信、计算机、传媒、机械等；另一方面考虑到两市成交额稳中有升维持在 1.5 万亿以上，市场流动性较好，科技+小盘的结合体是选择的方向。对比中证 2000 和科创 200，因 AI 和机器人概念提及的行业占比更高，科创 200ETF 成为现阶段的选择。

(三) 配置速览

图表2：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：WIND，太平洋证券整理

三、 风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 美国关税影响超预期；
3. 国内政策不及预期。

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。