

反内卷和科技行情还能走多远？

报告日期：2025-07-20

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《本轮地产行情还有多大空间？—第28周》2025-07-13
2. 策略周报《“反内卷”行情能否成为新主线？—第27周》2025-07-06
3. 策略月报《扰动在前，提升在后——2025年7月A股市场研判及配置机会》2025-06-29
4. 中期策略《积聚向上突破的力量——2025年A股中期投资策略》2025-06-22

- 宏观数据显示下半年经济承压，政策有望进一步发力托底，特别是反内卷政策高层级落地，托底房地产和刺激消费内需政策有望出台，市场情绪进一步提振，预计市场仍将延续震荡上行。配置上，银行预计进入震荡市，反内卷催化升级，科技行情有望延续强势，此外地产阶段性估值修复仍有空间，有景气支撑领域如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品亦可为。

- 市场观点：反内卷政策加速落地，市场仍有望震荡上行

市场热点1：如何看待近期反内卷政策加速落地，以及后续宏观与产业政策走向？

近期反内卷政策陆续落地，层级超预期。从长期看有利于相关产业链竞争力的全面提升，短期涉及产业链利润格局的重新分配，后续政策向哪些行业扩散以及采取何种手段仍需密切关注。二季度GDP实现5.2%较高增速、体现经济韧性，但仍然延续2022年以来二季度环比增速弱于一季度的情况。同时，6月除出口数据外，各项宏观数据边际走弱，消费与房地产等内需有待提振。因而，7月末中央政治局会议预计政策基调依然偏暖，反内卷竞争、托底房地产与刺激消费三个方面仍是政策发力重点。

市场热点2：如何看待美国关税进展、通胀数据及对后续降息路径的影响？

美国与欧盟、日本关税谈判恐难以取得积极进展，6月美国通胀数据显示关税对通胀的传导逐步显现。因此，继续维持7月美联储不降息、年内仅降息一次25BP的判断。

- 行业配置：银行转为震荡，反内卷催化升级，科技有望延续强势

配置热点1：科技行情阶段性顶部有哪些预警因素？后续行情如何展望？

当成长科技行情迎来阶段性见顶时，通常会出现5种预警现象，一是估值百分位，二是上涨时的最大涨幅和时间，三是行情顶部时高位股跳水次数（大于2次），四是行情出现主线向其他方向扩散的现象，五是交易拥挤过热。这5种预警因素在过去4次AI催化的行情阶段性顶部时均有出现。站在当前时点看，在这5因素中，估值百分位和上涨时间空间出现预警，但跳水次数、主线扩散、交易过热预警的条件并不完全满足，因此截至当前成长科技行情预计仍未结束。

配置热点2：近期银行股息率跳跃式下降原因、何时结束以及后续判断？

6月中旬以来，银行股息率大幅下降，主要原因在于银行板块近12个月滚动累计分红金额边际大幅下降，在分子端对股息率形成下降压力。但银行股息率下降压力在本周基本消化完毕，据测算目前到8月初前，银行股近12个月滚动累计分红金额还将边际下降7.7亿，但这对股息率影响微乎其微。当前银行股息率4%左右，参考中国移动、中国海油高股息行情演绎过程，股息率消化至4%左右时，行情波动将明显增加，因此预计银行将迎来一段时间震荡。行情重新启动的重要观察点在于，若银行中报分红计划明确且分红金额增加，银行股有望进入新的高股息支撑行情，据测算在明年年初银行股息率仍有大幅提升条件。

● 风险提示

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

正文目录

1 市场观点：反内卷政策加速落地，市场仍有望震荡上行	4
1.1 市场热点 1：如何看待近期反内卷政策加速落地，以及后续宏观与产业政策走向？	4
1.2 市场热点 2：如何看待美国关税进展、通胀数据及对后续降息路径的影响？	7
2 行业配置：银行转为震荡，反内卷催化升级，科技有望延续强势	7
2.1 配置热点 1：科技行情阶段性顶部有哪些预警因素？后续行情如何展望？	7
2.2 配置热点 2：近期银行股息率跳跃式下降原因为何、何时结束以及后续判断？	13
2.3 银行转为震荡，反内卷催化升级，科技有望延续强势	14
风险提示：	15

图表目录

图表 1 地产链条消费增速有所回落	5
图表 2 除汽车外，可选消费品增速均有所回落	5
图表 3 新增社融依然主要来自于政府债支撑	6
图表 4 出口增量主要来自于集成电路、汽车与船舶	6
图表 5 4 月 21 日以来计算机近 16 年估值分位持续在 90% 上方	8
图表 6 历次 AI 催化下的泛 TMT 板块涨幅对比	9
图表 7 历次 AI 后的 TMT 调整幅度对比	9
图表 8 AI 催化行情下成长科技高位股平均跳水次数一般在 2-3 次左右	9
图表 9 成长科技在催化剂带动下的上涨行情末期会扩散至滞涨方向，资金对主线的关注模糊化	10
图表 10 4 次 AI 催化行情末尾中有 3 次，泛 TMT 板块中各个行业交易拥挤度都达到了极致过热状态	11
图表 11 对等关税后的成长科技行情还未表现出明显的主线模糊化倾向	12
图表 12 银行近期股息率大幅下降主要是由于近 12 个月滚动分红金额大幅减少	14

1 市场观点：反内卷政策加速落地，市场仍有望震荡上行

1.1 市场热点 1：如何看待近期反内卷政策加速落地，以及后续宏观与产业政策走向？

我们的观点：近期反内卷政策陆续落地，层级超预期，从长时间维度看有利于相关行业长期稳定发展以及行业集中度提升，利好上市龙头企业业绩改善，后续政策向哪些行业扩散以及采取何种手段仍需密切关注。二季度 GDP 实现 5.2% 较高增速、体现经济韧性，但仍然延续 2022 年以来二季度环比增速弱于一季度的情况。同时，6 月除出口数据外，各项宏观数据边际走弱，消费与房地产等内需有待提振。因而，7 月末中央政治局会议预计政策基调依然偏暖，反内卷竞争、托底房地产与刺激消费三个方面仍是政策发力重点。

近期反“内卷式”格向政策加速落地，政策落地层级超预期。前期，反“内卷式”竞争主要以整治恶性竞争行为和行业协会倡导为主要手段，也与此前《求是》上刊登的重要文章《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》一致。但近期政策落地层级超预期：

①汽车行业上升到中央指导组层面。7 月 17 日下午，中央第四指导组聚焦“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”专项工作赴中国汽车工业协会开展下沉调研，并与北汽集团、比亚迪集团、中国汽车工业协会负责同志座谈交流，推动解决有关难点问题。

②市场监管总局约谈三家互联网平台企业。7 月 18 日，市场监管总局公告约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守法律法规规定，严格落实主体责任，进一步规范促销行为，理性参与竞争，共同构建消费者、商家、外卖骑手和平台企业等多方共赢的良好生态。

此外，工信部明确十大重点行业淘汰落后产能的具体工作方案将在近期发布。7 月 18 日，工业和信息化部负责人在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。

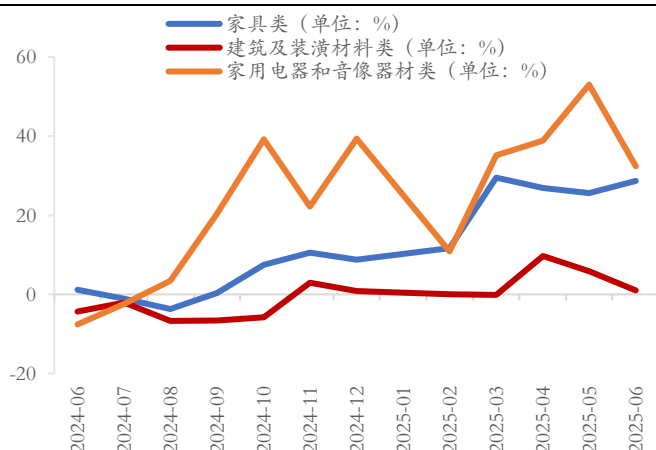
我们认为，反“内卷式”竞争从长期看有利于全面提升相关产业链的全球竞争力，有利于行业长期稳定发展，短期看涉及产业链利润分配格局的调整。考虑到当前政策诉求包括培育行业的国际竞争力，行业既包括传统产业也包括新兴行业，与

上一轮供给侧结构性改革存在显著区别。因而，后续政策向哪些行业扩散尚存在不确定性，对不同行业采取的手段也可能存在区别，仍需密切关注政策动态。例如，目前汽车行业的整体格局是利润集中于行业龙头企业、国际竞争力有待进一步提升，故反“内卷式”竞争主要以龙头企业承担主体责任、减少供应链上下游企业账期为主；相比之下，光伏行业的整体格局是亏损企业较为普遍、盈利企业较少，而行业在国际上竞争力已经较为靠前，故大概率不会“照搬”汽车行业的举措，以行业协会等联合推动产能控制为主。

宏观数据边际走弱，政策有望进一步发力托底。二季度 GDP 实现 5.2% 较高增速、展现经济韧性，但仍然延续 2022 年以来二季度环比增速弱于一季度的情况。同时，6 月除出口数据外，各项宏观数据边际走弱，消费与房地产等内需有待提振。因而，7 月末中央政治局会议预计政策基调依然偏暖，反“内卷式”竞争、托底房地产与刺激消费等三个方面仍是政策发力重点。

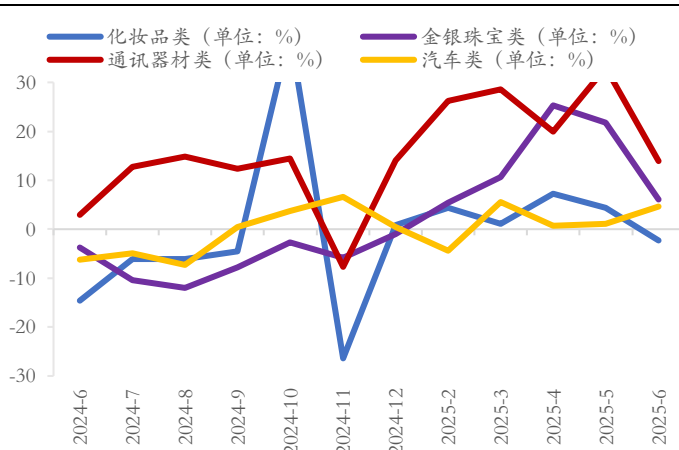
一方面，受部分地区国补资金收紧影响，消费增速回落。6 月社会消费品零售总额约 4.22 万亿元，同比上涨 4.8%、较上月大幅回落 1.6 个百分点，季调后环比下降 0.16%，为年内首次下降。我们认为，主要受部分地区国补资金收紧影响，居民消费的内生动能依然不足。从各类商品消费情况看：①“以旧换新”政策支持品类中，仅汽车同比增速有所回升（4.6%），其余消费品增速均不同程度回落，通讯器材类回落尤为明显；②典型可选消费品增速偏弱，其中化妆品同比增速由正转负；③服务业生产指数由 5 月的 6.2% 回落至 6 月的 6.0%，延续边际放缓态势。我们认为，随着年终新一批补贴资金陆续到位，后续政策支撑下商品消费有望维持较高的增速。

图表 1 地产链条消费增速有所回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 2 除汽车外，可选消费品增速均有所回落



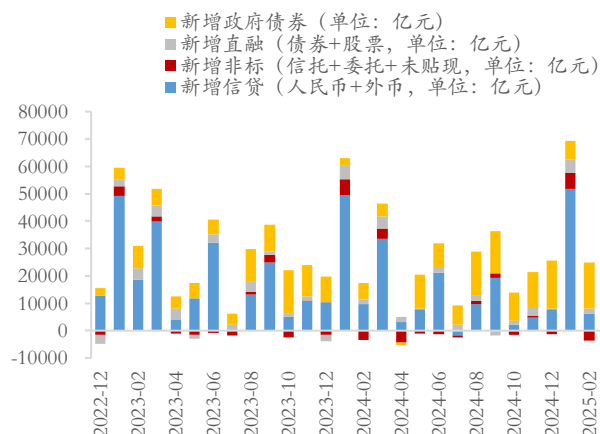
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

另一方面，固投增速特别是房地产投资加速回落，稳投资压力较大。6 月固定资产投资累计同比 2.8%，较 3 月的 3.7% 下降 0.9 个百分点。其中，制造业投资增速同比为 7.5%，较上月的 8.5% 快速下滑，主要源于对后续出口信心偏弱以及反“内卷式”

竞争加速落后产能淘汰,二季度工业产能利用率为74.0%,进一步低于一季度的74.1%,也制约了制造业投资空间;基建投资同比下降至4.6%,仍有待发挥稳增长压舱石作用;房地产投资同比下降11.2%,较上月的-10.7%降幅有所扩大,房地产仍处于下行通道。其中,6月房地产投资同比下降12.9%;商品房销售额和销售面积同比分别下降10.8%和5.5%,销售端难以对地产基本面企稳构成支撑;新开工面积、竣工面积同比降幅有所收窄,或表明房地产企业现金流有改善迹象。6月份,一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%、降幅与上月相同,其中北京、上海、广州和深圳分别下降1.0%、0.7%、0.7%和0.5%,房价仍处于加速下行拖累购房者意愿。我们认为,随着“抢出口”效应逐步减弱叠加出口风险难以根除,制造业投资增速年内恐继续收窄,同时地产下行态势难改,投资端依赖于基建投资发力对冲。

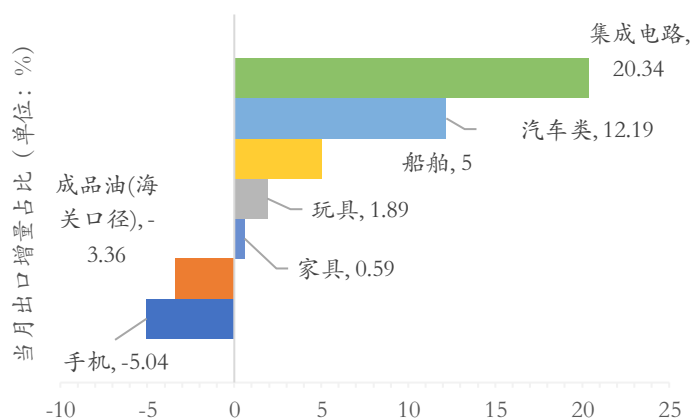
注资银行缓解信贷约束,6月金融数据有所改善。6月新增社融4.2万亿元,同比8.9%,好于前值。①新增人民币信贷2.4万亿元,同比多增1710亿元,明显回暖。主要源自于两个方面:一方面,财政部使用特别国债资金向国有大行注资、以及央行MLF超量续缓解银行信贷约束;另一方面,“加大信贷投放力度”政策推动银行在上半年末冲量投放信贷。②政府债继续支撑社融。6月新增1.35万亿元、同比多增5072亿元,持续对社融多增。但与此同时,居民部门信贷同比变化不大,或表明当下居民消费、购房意愿依然偏弱。从货币供应看,6月M2同比回升至8.3%,M1同比大幅抬升至4.6%,或与信贷投放加强、政府加速项目融资相关。展望后市,随着制造业投资与地产走弱,7月信贷仍有承压可能。

图表3 新增社融依然主要来自于政府债支撑



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表4 出口增量主要来自于集成电路、汽车与船舶



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

受中美谈判暂停关税提振,出口维持韧性。6月出口同比增长5.8%,较前值提高1个百分点。6月出口回暖主要源自于5月中旬中美日内瓦发表联合声明,取消91%的报复性关税、24%的“对等关税”进入90天谈判期暂缓征收,故6月当月对美出口同比降幅收窄18.39%。从商品来看,集成电路(24.22%)、汽车(23.08%)、船舶(23.64%)维持较高增速,依然是本月主要出口贡献,拖累项为手机、成品油和

家具。展望后市，关税冲突风险短期内可控，出口下行风险预计在 8 月份开始逐步显现。

1.2 市场热点 2：如何看待美国关税进展、通胀数据及对后续降息路径的影响？

我们的观点：美国与欧盟、日本关税谈判恐难以取得积极进展，6 月美国通胀数据 displays 关税对通胀的传导逐步显现。因此，继续维持 7 月美联储不降息、年内仅降息一次 25BP 的判断。

美国与欧盟、日本关税谈判恐难以取得积极进展，关税对通胀的传导逐步显现拖累美联储降息。由于在汽车等关键产业存在较大分歧，美国与欧盟、日本关税谈判恐难以在 7 月底之前达成。对此，美国总统特朗普威胁将自 8 月 1 日期提高对欧盟进口商品关税至 30%，虽然后退让至 15%-20%，但仍在 10% 的全球基准关税水平上有所提高，而欧盟则表态已拟定针对美国商品的报复性关税清单，涉及商品总价值达 720 亿欧元。7 月中旬公布的美国通胀数据已受关税影响开始回升，其中 6 月 CPI 同比增 2.7%、高于前值 2.4% 和市场预期 2.6%，核心 CPI 同比增 2.9%、与预期持平；核心 CPI 环比增 0.2%、略低于市场预期 0.3%。考虑到此前美国厂商进口了较多商品作为库存，并且积极通过供应商谈判、调整供应链等稳定价格，因而 6 月通胀数据相对较为温和。但预计随着库存逐步消化，关税向通胀传导的速度和幅度可能进一步提升。因此，我们认为在通胀风险威胁下，维持 7 月美联储不降息、年内仅降息一次 25BP 的判断。

2 行业配置：银行转为震荡，反内卷催化升级，科技有望延续强势

2.1 配置热点 1：科技行情阶段性顶部有哪些预警因素？后续行情如何展望？

我们的观点：当成长科技行情迎来阶段性见顶时，通常会出现 5 种预警现象，一是估值百分位，二是上涨时的最大涨幅和时间，三是行情顶部时高位股跳水次数（大于 2 次），四是行情出现主线向其他方向扩散的现象，五是交易拥挤过热。这 5 种预警因素在过去 4 次 AI 催化的行情阶段性顶部时均有出现。站在当前时点看，

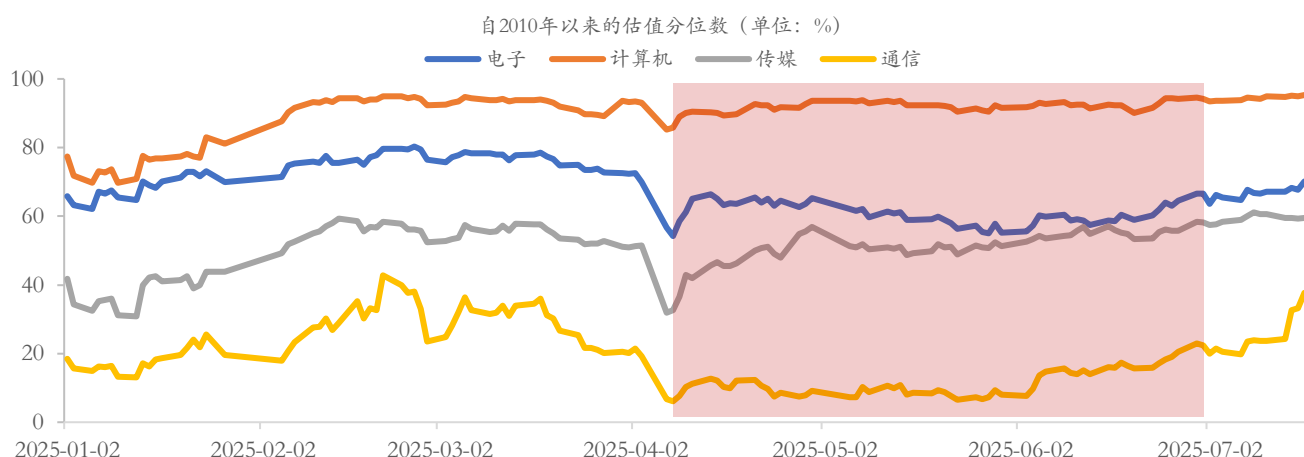
在这 5 因素中，估值百分位和上涨时间空间出现预警，但跳水次数、主线扩散、交易过热预警的条件并不完全满足，因此截至当前成长科技行情预计仍未结束。

本周（7 月 14 日-7 月 18 日）泛 TMT 板块表现出明显分化，通信、电子、计算机、传媒周涨跌幅分别为 7.6%、2.2%、2.1%、-2.2%，分别排名申万行业第 1、7、8、31 位，二级子行业中，通信设备、元件、消费电子、IT 服务、软件开发、其他电子、通信服务、计算机设备涨幅分别为 10.4%、9.4%、3.3%、2.8%、1.9%、1.8%、1.7%、1.7%、1.4%，涨幅靠前，游戏、出版、广告营销分别下跌 4.0%、2.4%、1.7%，跌幅于泛 TMT 细分行中靠前。

一般可基于 5 个观察要素对泛 TMT 行情的阶段性顶部做出判断：一是估值百分位；二是泛 TMT 板块在历次 AI 重磅催化剂下的最大涨幅和时间；三是历次阶段性高点附近，热门个股的跳水平均次数；四是泛 TMT 行业中由前期清晰主线向其余方向的扩散现象；五是交易拥挤度。

一是从估值百分位进行判断。我们多次强调从历史多次复盘来看，泛 TMT 板块的大级别行情均是由估值驱动的行，因此观察估值水平有助于更好的锚定后续的上漲空间。通常来看，计算机的估值百分位天花板在 90% 左右、通信的估值百分位天花板在 70% 左右、传媒的估值百分位天花板在 80% 左右，这可能是一个比较重要的行情和估值考验关口，越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。而电子的估值百分位天花板在 70-75% 左右可能是一个比较重要的估值考验关口，但也许并非是电子行情的考验关口，因为当电子行业的估值百分位到达这一关口时，更多属于是行情支持因素转换的一个关口，行情的支撑将从估值切换为业绩，即届时哪怕估值到达天花板，也并不意味着行情结束。同时需要注意的是，泛 TMT 板块中有任意一个行业达到估值天花板上限时，后续都可能将会制约整个泛 TMT 板块后续的上漲空间。

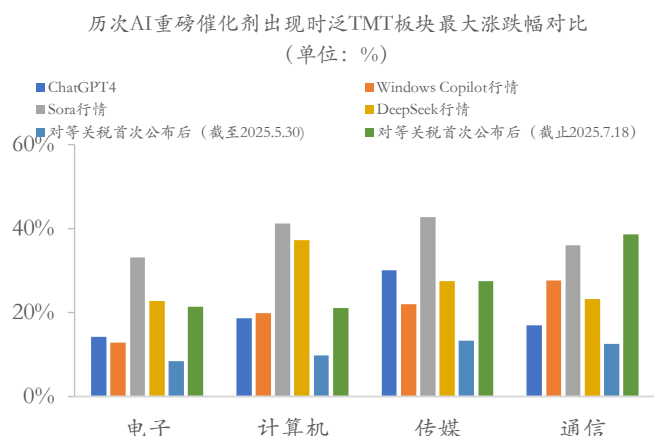
图表 5 4 月 21 日以来计算机近 16 年估值分位持续在 90% 上方



数据来源: Wind, 华安证券研究所。

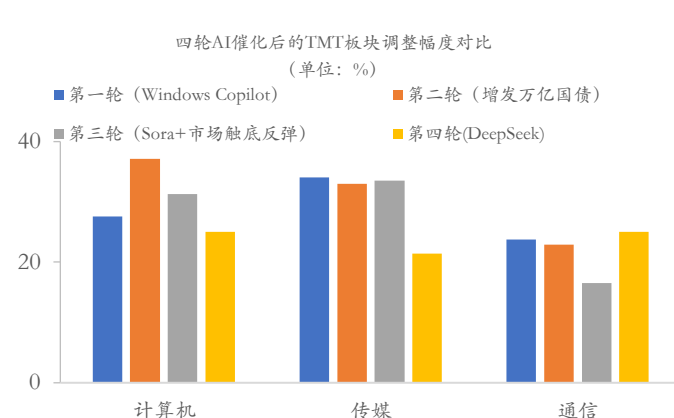
二是泛 TMT 板块在历次 AI 催化行情下的上涨幅度和时间。在前四轮 AI 重磅催化下，电子的最大涨幅在 14-33%左右，计算机和传媒的涨幅在 20-40%左右，通信的涨幅在 15-35%左右；跌幅来看，TMT 在经历过前期由 AI 催化、市场交投情绪反转后的上涨条件下，后续迈入估值消化期的下跌幅度通常也较大，按照过往经验来看，计算机的调整幅度在 30-35%、传媒在 33-34%、通信在 16-24%。

图表 6 历次 AI 催化下的泛 TMT 板块涨幅对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

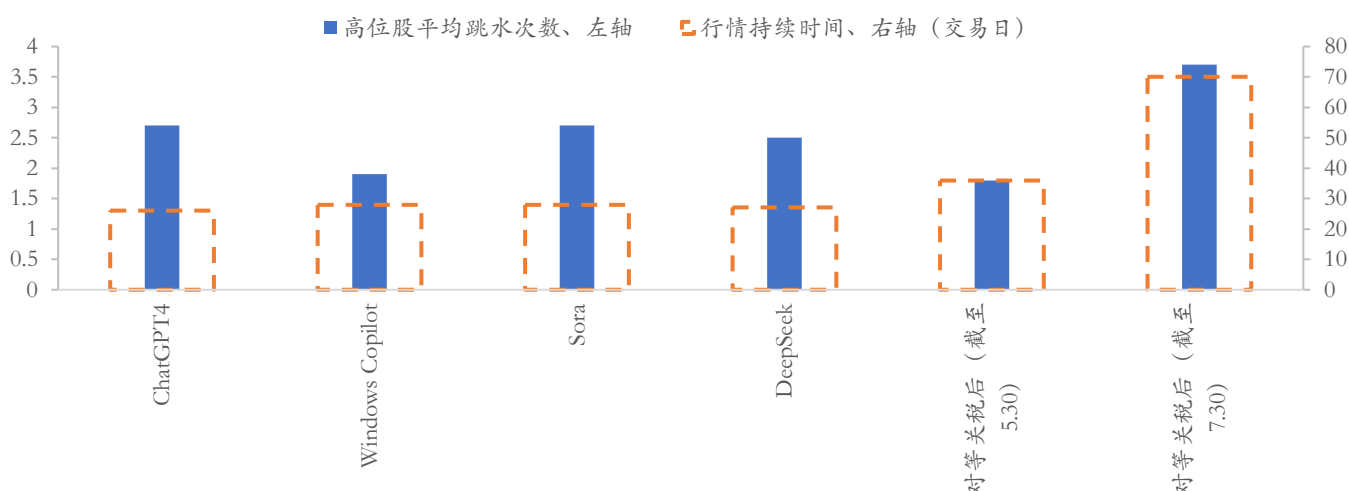
图表 7 历次 AI 后的 TMT 调整幅度对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

三是历次行情阶段性高点时，热门股跳水平均次数，基本会在 2 次以上。我们选取历次 AI 行情中涨幅最多的前十只个股作为高位股，以单日下跌 5%以上作为跳水现象的界定标准。ChatGPT4 行情（持续时间为 26 个交易日）中，成长科技高位股出现的跳水次数平均为 2.7 次、Windows Copilot 行情（持续时间为 28 个交易日）中出现了 1.9 次、Sora 行情（持续时间为 28 个交易日）中出现了 2.7 次、DeepSeek 行情（持续时间为 27 个交易日）出现了 2.5 次。

图表 8 AI 催化行情下成长科技高位股平均跳水次数一般在 2-3 次左右



数据来源: Wind, 华安证券研究所。

四是临近成长科技行情阶段性尾声时，市场情绪开始极致演绎，上涨主线开始扩散至前期滞涨方向。复盘历次催化剂出现时泛 TMT 板块内部的行业轮动情况，ChatGPT-4 行情末期由计算机、传媒扩散至电子和通信板块；Copilot 行情下，通信主线仍然清晰，但其余三个方向均有过阶段性强势表现；Sora 行情末期由电子、通信板块轮动至计算机和传媒；DeepSeek 行情下，AI 端侧应用主线，即计算机、传媒板块的强势出现向电子、通信扩散。

图表 9 成长科技在催化剂带动下的上涨行情末期会扩散至滞涨方向，资金对主线的关注模糊化

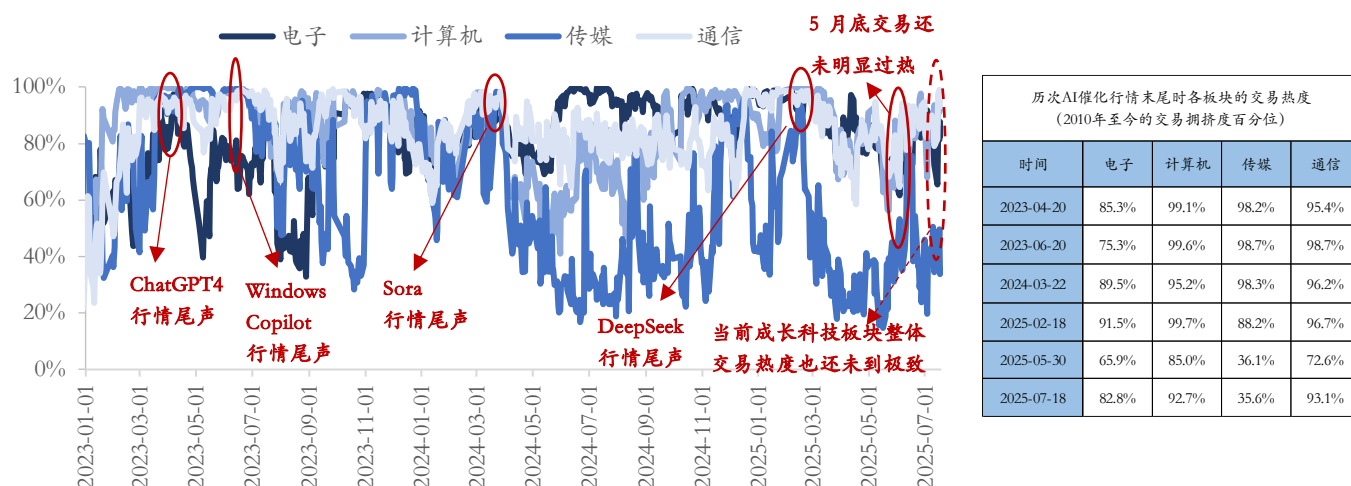
CHATGPT-4行情					Copilot行情						
行业/日期	2023/03/14	2023/03/20	2023/03/27	2023/04/03	行业/日期	2023/05/15	2023/05/22	2023/05/29	2023/06/05	2023/06/12	2023/06/19
电子	0.9	7.0	-1.2	6.7	电子	5.2	-0.1	2.2	-2.1	4.0	1.5
计算机	0.6	6.7	1.2	5.5	计算机	0.0	-1.0	6.4	-0.4	6.1	4.3
传媒	3.8	11.0	2.4	3.6	传媒	-5.6	-3.0	9.7	2.8	4.5	1.5
通信	0.6	3.7	-1.5	7.9	通信	3.1	0.4	6.3	2.9	7.0	4.1

Sora行情						DeepSeek行情					
行业/日期	2024/02/06	2024/02/19	2024/02/26	2024/03/04	2024/03/11	行业/日期	2025/01/07	2025/01/13	2025/01/20	2025/01/27	2025/02/10
电子	12.7	6.0	7.0	0.6	0.8	电子	2.9	4.1	2.8	3.0	0.3
计算机	13.3	11.6	7.5	-2.1	2.4	计算机	0.1	6.1	4.0	11.8	7.8
传媒	10.3	13.4	3.6	-2.5	3.3	传媒	-0.9	6.2	2.0	7.3	9.5
通信	9.1	11.1	6.0	2.6	1.3	通信	-0.6	6.1	5.2	-1.1	3.0

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：统计值为区间涨跌幅，单位为%

五是前 4 轮 AI 交易拥挤度中有 3 次，泛 TMT 板块在接近行情尾声中均出现了极致过热现象。ChatGPT4 行情末尾时，计算机、传媒交易近 16 年拥挤度百分位（下同）接近 100%，电子为 85%，通信为 95%；Windows Copilot 行情末尾时，计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位均接近 100%，仅有电子为 75%；Sora 行情末尾时，传媒交易热度接近 100%，计算机、通信在 95%左右，电子接近 90%；DeepSeek 行情末尾时，计算机几乎达到 100%，通信接近 95%，电子高于 90%，传媒接近 90%。

图表 10 4 次 AI 催化行情末尾中有 3 次，泛 TMT 板块中各个行业交易拥挤度都达到了极致过热状态



数据来源：Wind，华安证券研究所。

我们在 2 月中下旬对 DeepSeek 行情接近尾声的判断成功且踩点精准，是因为在当时，行情阶段性尾声的 5 个要素均满足。具体地，

一是估值分位上，2 月 21 日计算机、电子近 16 年估值分位分别达到了 95%、80%，超过估值分位天花板上限。

二是上涨的时间和空间上对比，1 月至 2 月底电子、计算机、传媒、通信最大涨幅分别达到了 23%、37%、27%、23%，持续时长达 1 个月，已达到历次 AI 催化下的最大涨幅区间，并且和历次 AI 催化下泛 TMT 持续 1 个月左右的时间基本相当。

三是高位股跳水现象来看，2 月底高位股平均跳水达到 2.5 次，跳水调整现象明显突出。

四是 2 月底已经出现了从计算机、传媒主线向电子、通信扩散的迹象。

五是成交拥挤度上，2 月 18 日电子、计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位分别为 92%、100%、88%、97%，均已处于极度过热状态。因此在 5 要素全满足的情形下，2 月底 DeepSeek 行情接近尾声的现象已经非常明显。

在 5 月底时，曾出现过某一因素预警，但整体行情并未结束，强势上涨至今。届时五要素观察上：

一是估值分位上，5 月 30 日计算机近 16 年估值分位达到了 91%后续将制约整个泛 TMT 板块继续上涨的空间。

二是上涨的时间和空间上对比，对等关税出台后至 5 月底期间，电子、计算机、传媒、通信最大涨幅仅为 8%、10%、13%、12%，虽然持续时长也在 1 个月左右，但最大涨幅距离历史涨幅来看仍还有较大空间。

三是高位股跳水现象来看，此期间高位股平均跳水只有 1.8 次，跳水调整现象还并不明显。

四是行情扩散现象来看，4-5 月泛 TMT 板块主要以传媒、通信作为上涨主线，并未出现明显扩散现象。

五是成交拥挤度上，5 月底时电子、计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位分别为 55%、92%、51%、8%，除计算机外，其余三个板块还未出现交易过度拥挤的现象。因此站在 5 月底时，5 要素中其实有 4 个要素并不完全满足，只有估值分位出现了预警。在当时我们过度依赖对估值百分位单一因素，从而对另外 4 个因素有所忽视，导致了判断存在误差。

图表 11 对等关税后的成长科技行情还未表现出明显的主线模糊化倾向

行业/日期	2025/4/11	2025/4/18	2025/4/25	2025/4/30	2025/5/9	2025/5/16	2025/5/23	2025/5/30	2025/6/6	2025/6/13	2025/6/20	2025/6/27	2025/7/4	2025/7/11	2025/7/18
电子	-3.9	-0.6	0.8	1.3	0.6	-0.7	-2.2	-0.6	3.6	-1.9	1.0	4.6	0.7	0.9	2.1
计算机	-5.8	-0.8	1.0	2.5	1.9	-1.3	-3.0	1.8	2.8	-2.5	-1.8	7.7	-1.3	3.2	2.1
传媒	-6.8	1.9	-0.1	2.7	1.4	-0.8	-0.2	1.7	2.6	1.6	-1.8	3.1	2.7	3.1	-2.2
通信	-7.7	0.5	1.3	0.6	5.0	-0.1	-2.3	1.5	5.3	-0.8	1.6	5.5	-0.1	2.1	7.6

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：统计值为周度涨跌幅，时间区间为 2025 年 4 月 8 日至 2025 年 7 月 18 日，单位为%

站在当前时点来看，AI 行情阶段性尾声的 5 个要素中，仍有 3 项还并不完全满足，因此后续成长科技行情短期内可能仍未结束。

一是估值百分位上，7 月 18 日电子、计算机、传媒、通信分别为 70%、95%、59%、37%，其中计算机和电子接近估值百分位天花板。

二是本轮上涨时间和空间对比，对等关税出台后至 7 月 18 日，电子、计算机、传媒、通信最大涨幅分别为 21%、21%、27%、38%，最大涨幅距离历次 AI 重磅催化的涨幅来看均触及上涨区间上限。

三是高位股跳水现象来看，6 月中旬至 7 月 18 日期间高位股跳水次数平均只有 1.6 次，小于 2 次，并未出现尾端加速迹象。

四是扩散现象来看，7 月泛 TMT 板块仍是主要以传媒、通信作为上涨主线，扩散现象还并不明显。

五是成交拥挤度上，电子、计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位分别为 83%、92%、36%、93%，除计算机、通信外，其余两个板块还未出现交易过度拥挤的现象。

因此站在当前时点，5 要素中其实有 3 个要素并不完全满足，只有估值分位出现见顶预警、涨幅接近 AI 催化下的区间上限 2 个条件满足。即还有高位跳水次数、主线向其余方向扩散、交易行情极致过热三项条件并不完全满足，因此预计当前成长科技行情可能还并未结束。

2.2 配置热点 2：近期银行股息率跳跃式下降原因为何、何时结束以及后续判断？

我们的观点：6月中旬以来，银行股息率出现大幅下降，主要原因在于银行板块近12个月滚动累计分红金额边际大幅下降，从而在分子端对股息率形成较大下降压力。但银行股息率下降压力在本周基本消化完毕，据测算到8月初前，银行股近12个月滚动累计分红金额还将边际下降7.7亿，但这对股息率影响微乎其微。截至当前银行股息率4%左右，参考中国移动、中国海油的高股息行情演绎过程，股息率消化至4%左右时，行情波动将明显增加，因此预计银行行情将迎来一段时间震荡。行情重新启动的重要观察点在于，若银行中报分红计划明确且分红金额增加，银行股有望进入新的高股息支撑行情，据测算在明年年初银行股息率仍有大幅提升条件。

本周（7月14日-7月18日）银行板块表现不佳，周跌幅为1.0%。二级子行业均出现下跌，城商行、股份制银行、国有大行、农商行分别下跌0.9%、1.0%、1.1%、1.4%。

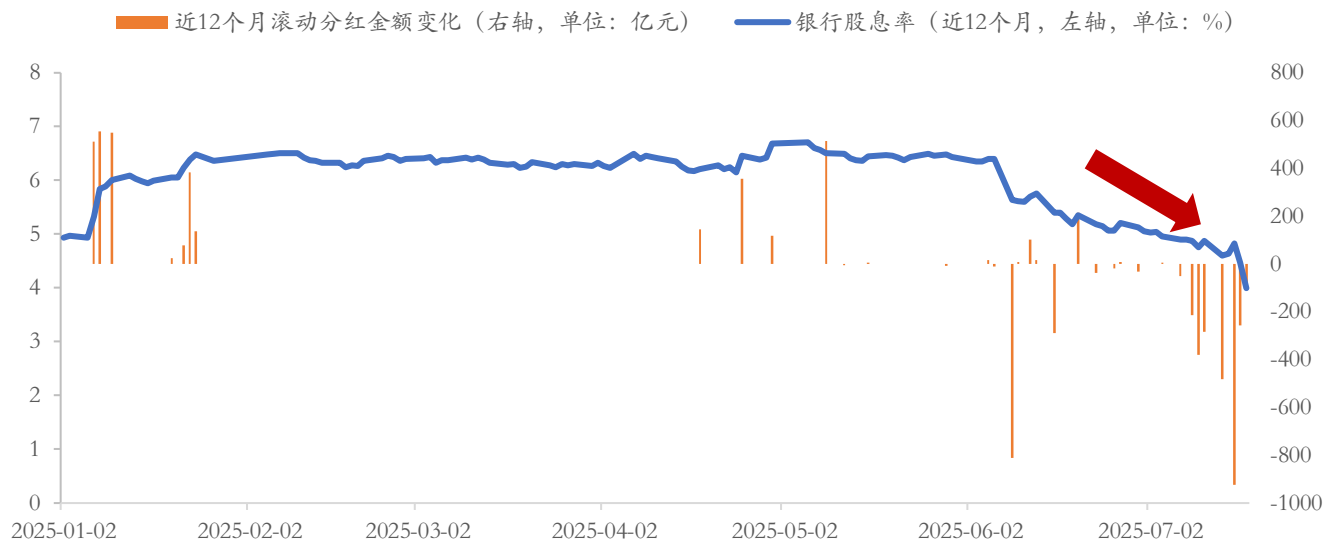
为何银行近期股息率出现了大幅下降？截止2025年7月18日，银行股息率下降至4.0%左右，较6月13日的5.8%高位值大幅下降1.8个百分点左右。出现这个现象的原因主要来源银行板块近12个月的累积分红金额出现了边际大幅下降，从而在分子端对银行的股息率形成压力。

其中近一年累计分红的边际变化计算方式为：例如2025年7月17日银行板块近一年（2024年7月18日至2025年7月17日）分红金额假设为2000亿元，2025年7月16日银行板块近一年（2024年7月17日至2025年7月16日）分红金额假设为1800亿元，那么7月17日银行板块的近一年累计分红金额的边际变化为+200亿元。

当日股息率变动/近一年分红金额的当日变化=分红金额每变动1亿元将对股息率形成的变动，同时考虑到2024年9月之后银行指数大幅上涨将对计算股息率的分母形成干扰、分红金额变化较小情形下对股息率的影响存在不确定性等因素，因此我们选取2023年1月-2024年8月银行指数相对稳定的时间段、以及单日分红金额变动大于100亿元以上的数据进行测算，最终计算结果得出银行近一年累计分红金额每变动1亿元将引起股息率约0.0006个百分点的变化。

2025年6月13日-7月20日期间，银行板块近12个月滚动累计分红金额大幅下降了2818.4亿元，按上述影响测算，银行股息率将下降1.7个百分点左右，基本符合近期银行板块股息率的下降幅度。

图表 12 银行近期股息率大幅下降主要是由于近 12 个月滚动分红金额大幅减少



数据来源：Wind，华安证券研究所。

银行板块股息率因分子端影响而下降的过程基本结束。银行板块 2025 年 7 月 21 日至 8 月份，近 12 个月滚动分红金额预计只会微幅减少 7.7 亿元左右，这对近 12 个月的股息率在分子端的影响可忽略不计。因此我们认为银行板块股息率在分子端的影响下而下降的过程基本结束。

从历史案例来看，接近 4% 左右，高股息行情的逻辑会产生较大波动。当前银行股息率在 4% 左右，短期内银行行情会“歇歇脚”。参考中国海油、中国石油由高股息催化下的上涨行情来看，当股息率跌至 4% 左右时可能会对基于高股息逻辑上涨的行情形成影响。

预计明年初（中报分红集中落地），银行股息率仍有提升的基础。2025 年银行中报分红预计将于今年 9 月开始陆续实施至明年 1 月，参照去年分红规模增速、以及监管鼓励导向情形下，进行中报分红的银行数量和金额预计将较去年出现增长，当前已有招商、常熟等多家银行宣布实行 2025 年中报分红意向，这些银行之前并未进行过中报分红，因此银行板块 2025 年中报分红有望高于 2024 年的中报分红规模。而这些银行的中报分红派息落地按照 2024 年情况来看，大部分将于明年初落地。

2.3 银行转为震荡，反内卷催化升级，科技有望延续强势

7 月第 3 周市场继续上涨，行业表现上分化加剧：其中有业绩兑现或催化剂支撑的通信、军工、电子、计算机等成长科技行业领涨，但前期强势的传媒下跌；部分反

内卷相关行业如汽车、有色、化工等上涨。而泛高股息板块如银行、保险、公用事业等跌幅靠前。后市配置思路上，其中银行股息率出现重大变化，预计后续将进入一段时间的震荡行情；反内卷主题行情的催化持续升级，主题性机会有望强势并延续；成长科技板块的阶段性见顶预警信号仍有大部分并未完全满足，预计行情短期内也并未结束；此外月底前的地产估值修复机会仍在，同时具备硬景气支撑的细分领域也值得关注。关注四条主线：

第一条主线是成长科技行情仍未结束，仍有进一步上涨的空间，可关注 AI、算力、人形机器人、军工等领域。具体逻辑见配置热点 1。

第二条主线是反内卷主题性机会空中加油，催化升级。具体逻辑见市场热点 1。

第三条主线是房地产调控政策有望进一步宽松带动阶段性估值修复。5 月地产价格数据大幅走弱，面临新一轮下行压力。在“止跌回稳”政策诉求下，同时 7 月底中央政治局会议召开在即，地产调控政策有进一步宽松预期，因此地产股正在经历一波阶段性估值修复机会。

第四条主线是景气硬支撑的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。虫害、干旱、洪涝多发，粮食安全大战略下，保粮重要性提升，农化制品量价改善。

而我们前期持续推荐的银行保险预计将进入到一段时间的震荡市行情。但若从中期维度考虑，银行仍有进一步上涨的空间。下半年银行中报分红有望在明年初密集大规模落地，有望从分子端对股息率重新进行提升。此外，中长期资金入市、强化业绩比较基准对投资行为的约束等都将为银行保险带来中长期持续资金流入。

风险提示：

国内经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美股出现持续下跌的风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。