



A 股策略周报 20250720

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：梅锴（执业 S1130525060004）

mouyiling@gjzq.com.cn

meikai@gjzq.com.cn

联系人：季宏坤

jihongkun@gjzq.com.cn

扰动与趋势

当下市场的位置：中报预告行情的尾声

2025 年 7 月以来，市场经历了一轮中报预告行情：2025H1 预告增速较高的行业，往往市场表现较好、盈利预测上调较多。从历史经验看，市场对于中报业绩的重视程度往往从 6 月以来逐步回升，并在 7 月上半月达到阶段峰值随后回落，这意味着过去半个月的中报预告行情当下可能已经步入尾声，市场将寻找新的方向。

关税通胀效应显现，美国未来可能有读数上的“滞胀”

美国 6 月 CPI 显示：关税的影响已经开始显现，美国对外依赖度较高的部门往往也是 6 月 CPI 分项上涨较多的部门，但关税影响的可能尚未充分显现：一方面，库存可能是价格传导的缓冲垫。批发商作为今年（指 2025 年，下同）以来美国补库的主要力量，为价格传导提供了一定的缓冲带。结合批发商与零售商的库存比来看，4 月加征关税之后，批发商采购的涨价商品开始在 6 月的通胀中体现可能才是刚刚开始。另一方面，未来依然面临企业转嫁成本的问题。除关税外，美国从工业化国家进口的制造业产品价格自 2 月以来就持续上涨，其中，4 月和 6 月的上涨都是超季节性的，这意味着当下中间商可能已经面临选择压力。结合纽约联储 6 月初发布的报告来看：无论制造业还是服务业企业，在面临关税抬高成本时 75% 左右的企业都会选择将成本不同程度转嫁给消费者。这意味着在关税的效应完全显现之前，美联储依然面临明显掣肘，市场流动性可能依然是相对逆风。此外，日本国内通胀等因素同样也可能进一步影响市场流动性，从而影响到长端美债。从历史经验上看，2023 年以来，当 10Y 美债持续处于高位时，美国经济下行的压力可能加大。那么对于未来而言，数据读数上的滞胀可能出现。值得关注的是，结构上看，美国 6 月商品通胀的上升幅度明显强于服务业，这会带来制造业部门实际利率的回落。从历史上看，当美国商品通胀较强时，往往会推动美国的制造业投资，而当下随着关税的通胀效应显现带来商品通胀的走强，我们认为美国制造业投资上行的趋势仍将继续。

国内担忧需求回落时，别忽视 ROE 回升路径正在明朗

国内二季度 GDP 超预期短期可能弱化了市场的政策预期，但当下经济结构上的分化值得关注：一是供强需弱的格局仍在延续，但出口结构正在发生变化。规模以上工业增加值超预期回升，但 6 月消费和投资端均有所走弱，而出口依然表现强劲。然而，如果仅以抢出口/转口来理解出口，实际上忽视了当下出口结构中的亮点：6 月部分中国资本品和中间品出口增速均有所回升，相应地，部分消费品出口增速回落，这实际上是海外制造业强于服务业趋势下的一个缩影，在欧美扩表开启之际，我国出口也正处于结构上的“换挡期”，我们认为这种趋势在未来依然将得以延续，这将拉动国内资本品与中间品的需求，并推动全球实物消耗的回升，中国作为最大制造业国，周转率将重新向上。二是大小企业的分化加剧，企业格局可能正在改善。规模以上口径下的制造业工增强于 GDP 分项中的制造业增速，同时用电量增速与 PPI 同比增速处于低位，我们认为，低利润率下小企业的出清已经开始，大企业正在改善集中度，为未来盈利回升打下基础，另一方面，近期反内卷政策正在逐步出台，淘汰落后产能可能进一步扩散到钢铁、有色、石化和建材等领域。三是实体经济活跃度可能正在改善。6 月社融存量增速继续回升，即使剔除低基数的影响 M1 增速依然在 6 月回升，即实体经济的活跃度可能正逐步改善，国内资金脱虚入实的趋势仍在延续。整体来看，在新需求/政策刺激落地之前，国内经济短期可能面临扰动，这也是市场分歧所在，但未来国内 ROE 回升的路径正在逐步清晰。

不惧扰动，聚焦国内资本回报的回升之路

中报预告行情将进入尾声，市场将转向寻找新的场景。海外的阶段“滞胀”与国内经济的短期扰动可能成为短期市场的波动来源，但国内 ROE 回升的路径正在逐步清晰：反内卷、海外制造业>服务业、债务不再收缩依然是重要驱动因素，A 股相较于其他市场将更具优势和性价比。哑铃策略的一枝独秀或许将在未来半年彻底逆转。我们推荐：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、油）中间品（钢铁）及资本品（工程机械、重卡、叉车）；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，消费上，量比价格重要：酒店餐饮、旅游休闲、品牌服饰、专营连锁，新消费的个股机会仍值得挖掘。

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、当下市场的位置：中报预告行情的尾声.....	3
2、关税通胀效应显现，美国未来可能有读数上的“滞胀”.....	4
3、国内担忧需求回落时，别忽视 ROE 回升路径正在明朗.....	6
4、无惧扰动，聚焦国内资本回报的回升之路.....	8
5、风险提示.....	8

图表目录

图表 1：中报预告增速较高的行业，往往也盈利预测上调较多/7 月涨幅靠前.....	3
图表 2：历史经验看，市场对中报的重视度或阶段回落.....	3
图表 3：2025 年中报预告的披露可能接近尾声.....	3
图表 4：美国对外依赖度较高的部门 6 月通胀上涨较多.....	4
图表 5：美国批发商是今年美国补库的主要力量.....	4
图表 6：今年美国批发商/零售商库销比维持在 1.3 附近.....	4
图表 7：美国进口制造业产品价格 2 月以来持续上涨.....	5
图表 8：美国进口非制造业产品价格 3 月以来持续回落.....	5
图表 9：约 3/4 的美国企业选择将成本转嫁给消费者.....	5
图表 10：近 40%美国企业选择等 1 个月以上才转嫁成本.....	5
图表 11：23 年以来，美债利率持续高位往往意味着美国经济阶段走弱.....	6
图表 12：美国商品通胀强于服务通胀.....	6
图表 13：6 月国内消费和投资均走弱，出口较强.....	7
图表 14：6 月出口结构上，部分资本品/中间品增速上升.....	7
图表 15：制造业规模以上工增强于 GDP(制造业分项)增速.....	7
图表 16：当前 PPI 同比和用电量同比均仍处于低位.....	7
图表 17：近期反内卷措施继续出台.....	8
图表 18：剔除低基数影响 6 月 M1 仍偏强.....	8



1、当下市场的位置：中报预告行情的尾声

2025 年 7 月以来，市场经历了一轮中报预告行情：结合中报预告增速、市场表现以及盈利预测调整来看：2025H1 预告增速较高的行业，往往是市场表现较好、盈利预测上调较多的行业。从历史经验看，平均而言，市场对于中报业绩的重视程度从 6 月以来逐步回升，在 7 月上半月达到阶段峰值之后快速回落，这与中报预告的披露截止时点往往是对应的。这意味着当下来看，过去半个月的中报预告行情可能已经步入尾声，市场将寻找新的方向。

图表1：中报预告增速较高的行业，往往也盈利预测上调较多/7月涨幅靠前

分组	2025年净利润增速预测(相较2024年)				2025H1业绩预告		7月以来表现
	样本数量	2025/6/30	2025/7/18	变化	样本数量	净利润增速	
全A	2628	14.81%	15.15%	0.34%	1520	78.64%	3.47%
钢铁	30	2755.19%	2790.31%	35.12%	26	76.14%	7.75%
计算机	170	104.08%	107.98%	3.90%	74	151.12%	3.35%
有色金属	77	40.30%	43.98%	3.68%	54	94.34%	2.24%
农林牧渔	52	20.75%	23.84%	3.09%	52	510.79%	2.20%
基础化工	248	46.04%	48.58%	2.54%	144	31.29%	1.36%
通信	51	11.19%	13.19%	2.00%	47	69.79%	7.61%
医药	265	29.22%	31.09%	1.87%	95	54.00%	7.48%
电子	277	61.52%	62.91%	1.38%	110	51.17%	2.68%
建材	41	76.64%	77.97%	1.33%	46	391.44%	6.35%
商贸零售	45	39.50%	40.48%	0.98%	37	-48.10%	1.27%
房地产	27	127.77%	128.71%	0.94%	74	57.61%	3.07%
机械	290	36.98%	37.85%	0.87%	114	79.52%	3.82%
轻工制造	79	34.46%	34.87%	0.42%	55	-60.41%	2.11%
电力及公用事业	97	9.96%	10.23%	0.27%	49	29.83%	1.90%
非银行金融	41	5.94%	6.06%	0.13%	36	92.23%	2.57%
消费者服务	25	16.23%	16.33%	0.10%	26	9.70%	1.37%
交通运输	66	3.84%	3.93%	0.09%	31	115.69%	-0.08%
建筑	58	5.87%	5.91%	0.04%	48	50.18%	2.77%
家电	48	12.51%	12.52%	0.00%	18	111.91%	2.75%
综合金融	2	24.75%	24.75%	0.00%	6	21.77%	-3.50%
纺织服装	44	23.09%	23.08%	-0.01%	40	29.79%	2.41%
银行	34	0.56%	0.52%	-0.04%	0		2.87%
传媒	60	100.14%	100.06%	-0.08%	51	406.34%	1.96%
石油石化	29	4.74%	4.56%	-0.18%	18	-94.60%	3.81%
食品饮料	87	9.31%	9.12%	-0.19%	45	3.81%	1.20%
电力设备及新能源	159	88.04%	87.53%	-0.51%	79	7.11%	3.91%
汽车	128	47.63%	46.91%	-0.73%	77	-16.60%	2.43%
国防军工	75	70.88%	70.08%	-0.79%	33	48.90%	-0.38%
煤炭	20	-16.75%	-18.47%	-1.72%	24	37.08%	0.25%

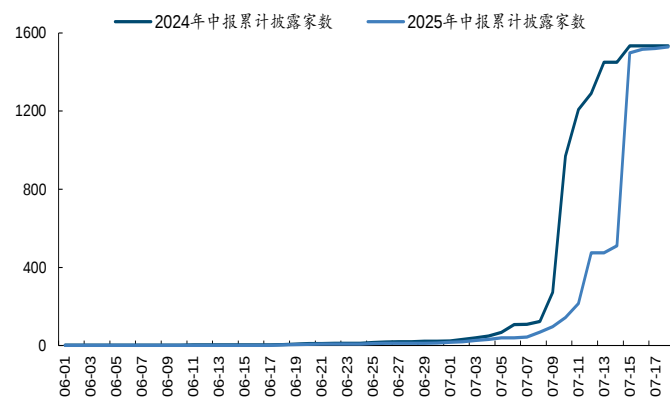
来源：wind，国金证券研究所。注：数据截至 2025 年 7 月 18 日。

图表2：历史经验看，市场对中报的重视度或阶段回落



来源：wind，国金证券研究所。注：统计区间为 2010 年至 2025 年 3 月末，同月份相关系数取均值。

图表3：2025 年中报预告的披露可能接近尾声



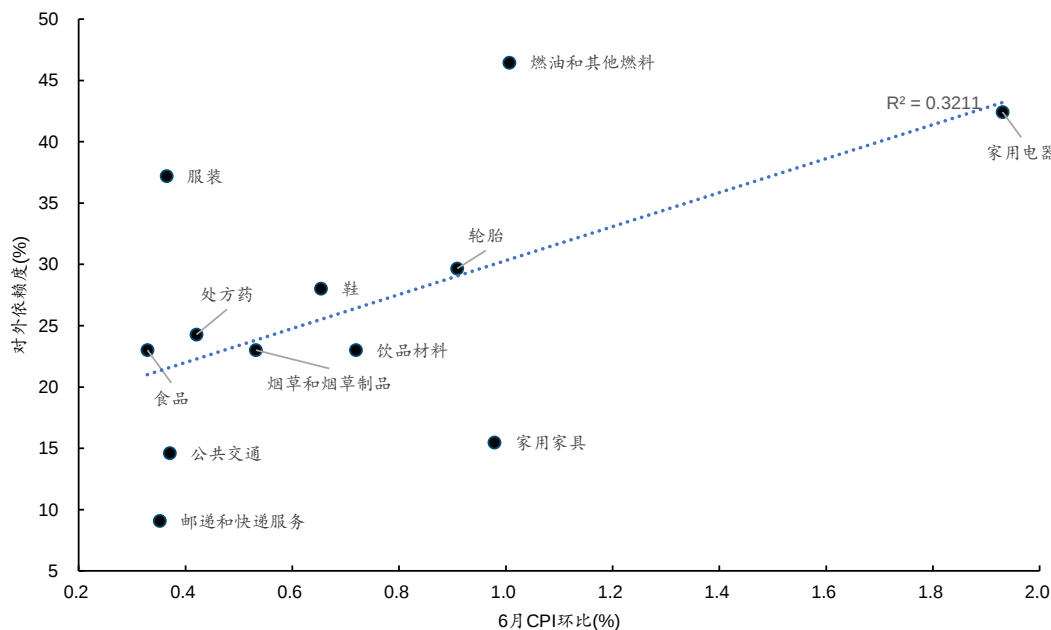
来源：wind，国金证券研究所。注：数据截至 2025 年 7 月 18 日。



2、关税通胀效应显现，美国未来可能有读数上的“滞胀”

从美国近期披露的 6 月 CPI 数据来看，关税的影响已经开始显现：美国对外依赖度较高的部门往往也是 6 月 CPI 分项上涨较多的部门，但关税影响的可能尚未充分显现：

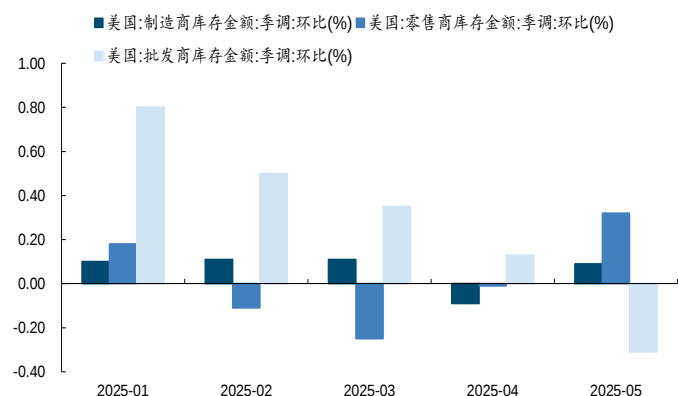
图表4：美国对外依赖度较高的部门 6 月通胀上涨较多



来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：对外依赖度的计算方法为美国该部门最终使用中体现的其他国家的增加值占比。

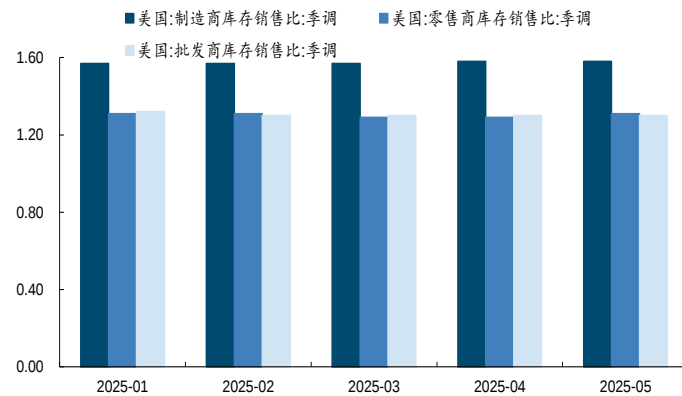
一方面，库存可能是价格传导的缓冲垫。批发商是今年（指 2025 年，下同）以来美国补库的主要力量，且主要集中在前 4 个月，相应地，美国零售商则在 2 月至 4 月持续回落。值得关注的是，5 月开始，库存从批发商向零售商发生了较为明显的转移，而美国今年以来无论批发商、还是零售商每个月的库存大约能支持 1.3 个月左右的销售，那么 4 月加征关税之后，批发商采购的涨价商品开始在 6 月的通胀中体现可能才是刚刚开始。

图表5：美国批发商是今年美国补库的主要力量



来源：wind, 国金证券研究所

图表6：今年美国批发商/零售商库存比维持在 1.3 附近



来源：wind, 国金证券研究所

另一方面，未来依然面临企业转嫁成本的问题。实际上，从美国进口物价指数（不含关税）来看，美国从工业国家进口的制造业产品价格自 2 月以来持续上涨（与之对应的是进口的非制造业产品价格持续回落），其中，4 月和 6 月的上涨都是超季节性的，即制造业产品的进口价格并没有因为关税而被压低，反而可能因为运输成本等原因涨价。这意味着当下中间商可能已经面临较大的选择压力：承担 or 转嫁成本。

结合纽约联储在 6 月初发布的报告来看：

1) 无论制造业还是服务业企业，在面临关税抬高成本时 75% 左右的企业都会选择将成本不同程度转嫁给消费者，其中，约有 30% 的制造商、45% 的服务商选择将成本 100% 转嫁给

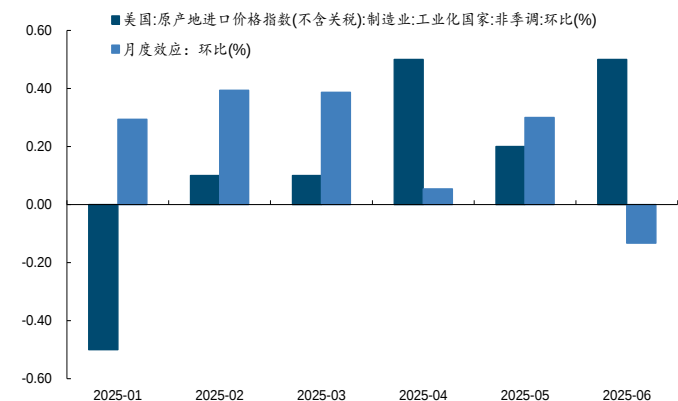


消费者。

2) 企业在传导价格时存在时间上的差异，约 40%的企业会选择等待 1 个月及以上才会转嫁给消费者，而超过半数的企业则会在 1 个月以内转嫁成本。

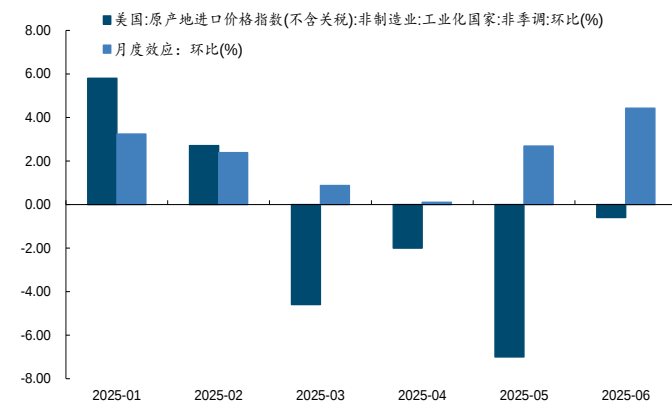
这意味着在关税的效应完全显现之前，美联储依然面临明显掣肘，市场流动性可能依然是相对逆风。此外，考虑到日本国内的通胀压力(日央行正考虑上调通胀预期)，以及日本参议院选举可能影响日本财政政策(更加宽松)，日债的压力可能进一步影响市场流动性，从而影响到长端美债。从历史经验上看，2023 年以来，当 10Y 美债持续处于高位时(如 4.5% 以上)，美国经济下行的压力可能加大。那么对于未来而言，数据读数上的滞胀可能出现。

图表7: 美国进口制造业产品价格 2 月以来持续上涨



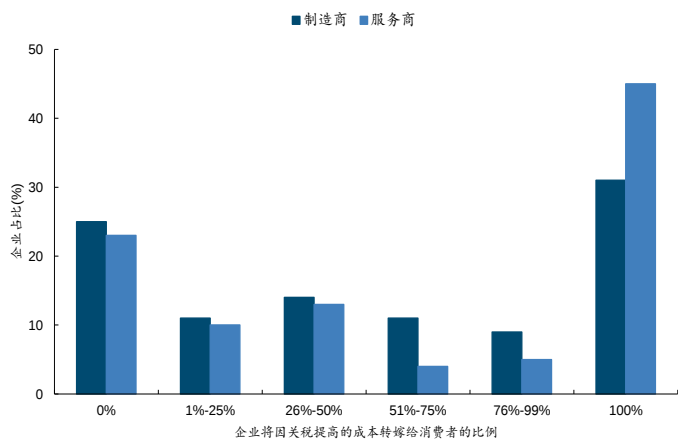
来源: wind, 国金证券研究所。注: 环比的月度效应为 2010 年以来同月环比增速的均值, 右同。

图表8: 美国进口非制造业产品价格 3 月以来持续回落



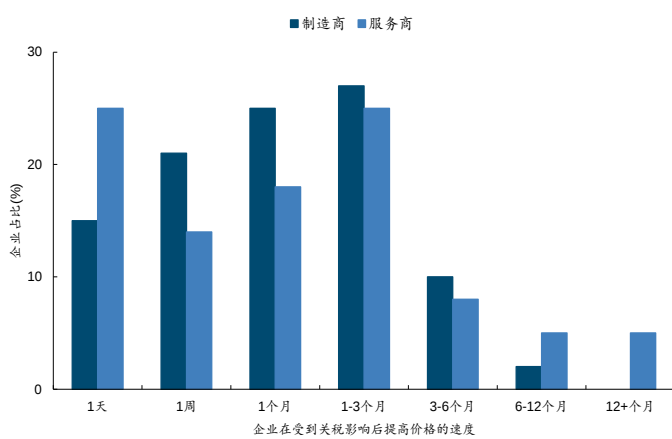
来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 约 3/4 的美国企业选择将成本转嫁给消费者



来源: 纽约联储, 国金证券研究所。注: 调查数据截至 2025 年 5 月。

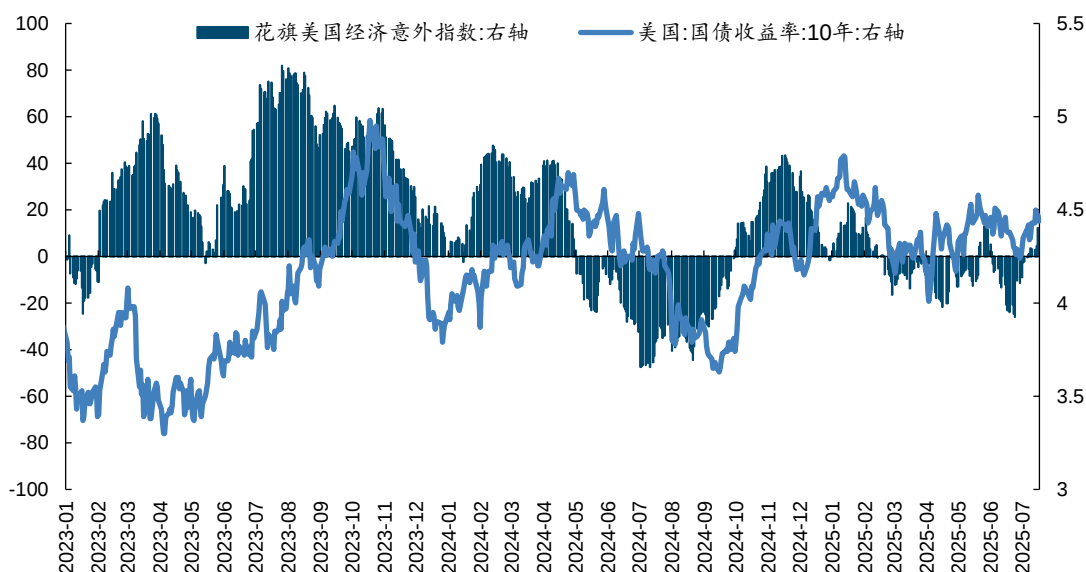
图表10: 近 40% 美国企业选择等 1 个月以上才转嫁成本



来源: 纽约联储, 国金证券研究所



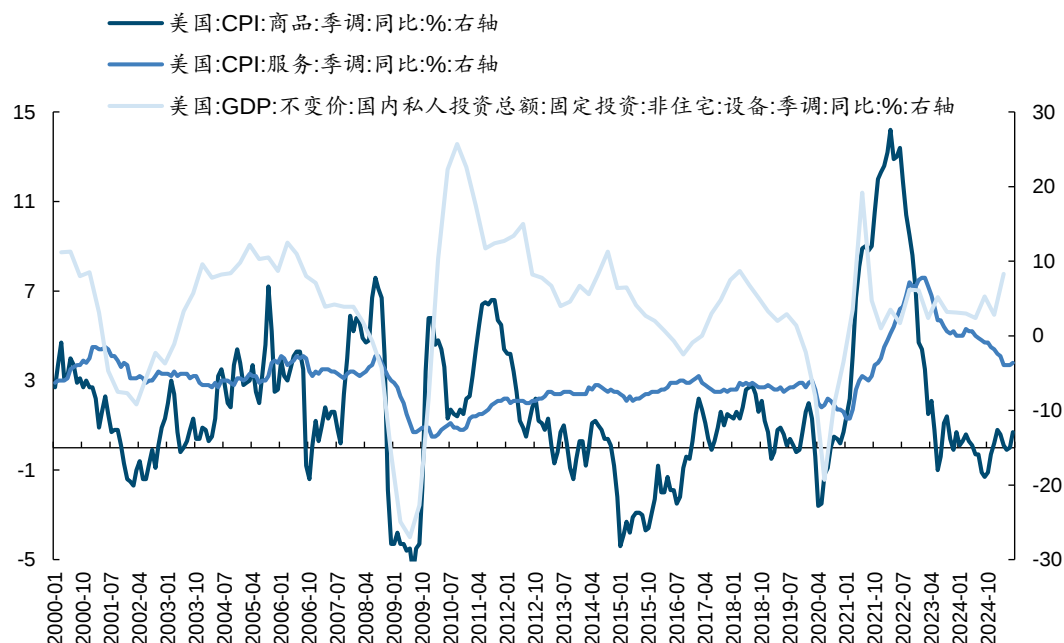
图表11: 23 年以来, 美债利率持续高位往往意味着美国经济阶段走弱



来源: wind, 国金证券研究所

不过, 值得关注的是, 从美国通胀结构来看, 6 月商品通胀的上升幅度明显强于服务业, 我们认为这会带来制造业部门实际利率的回落。从历史上看, 当美国商品通胀较强时, 往往会推动美国的制造业投资(设备), 而在当下随着关税的通胀效应逐步显现带来商品通胀的进一步走强, 我们认为美国制造业投资上行的趋势仍将继续。

图表12: 美国商品通胀强于服务通胀



来源: wind, 国金证券研究所

3、国内担忧需求回落时, 别忽视 ROE 回升路径正在明朗

国内来看, 近期披露的经济数据显示: 2025 年二季度 GDP 同比增长 5.2%, 略高于预期 5.17% (wind 一致预期), 在完成全年 GDP 增长目标的诉求下, 短期政策预期可能有所弱化。但当下经济结构上的分化值得关注:

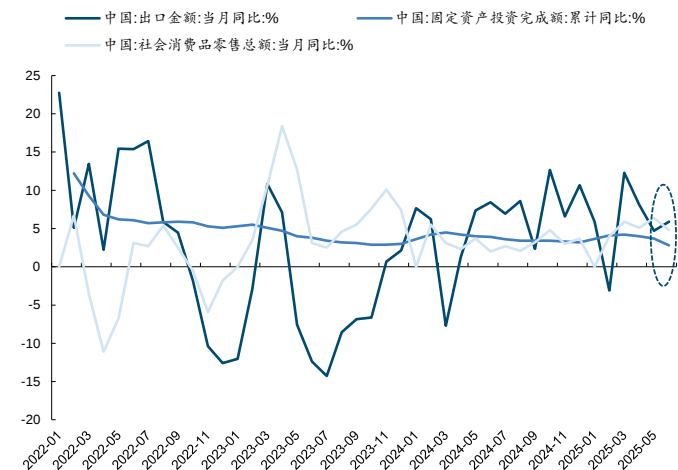
一是供强需弱的格局仍在延续, 但出口结构正在发生变化。具体而言, 规模以上工业增加值同比增长 6.8%, 大幅高于预期 5.5% (wind 一致预期), 但 6 月消费和投资端均有所走弱, 而出口则依然表现强劲。如果仅以抢出口/转口来理解出口, 实际上忽视了当下出口



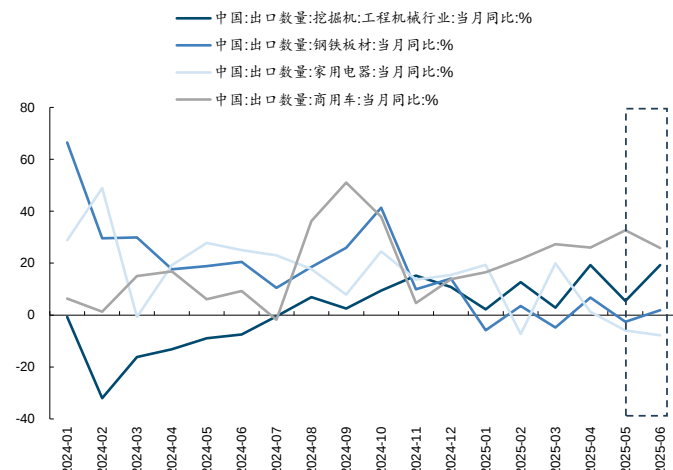
结构中的亮点：6月部分中国资本品（以挖掘机为例）和中间品（以钢铁板材为例）出口增速均有所回升，相应地，部分消费品（以家用电器和商用车为例）出口增速回落，这实际上是海外制造业强于服务业趋势下的一个缩影，在欧美扩表开启之际，我国出口也正处于结构上的“换挡期”，我们认为这种趋势在未来依然将得以延续，这一方面将继续拉动国内资本品与中间品的需求，另一方面也将继续推动全球实物消耗的回升，中国作为最大制造业国，周转率将重新向上。

图表13：6月国内消费和投资均走弱，出口较强

图表14：6月出口结构上，部分资本品/中间品增速上升



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

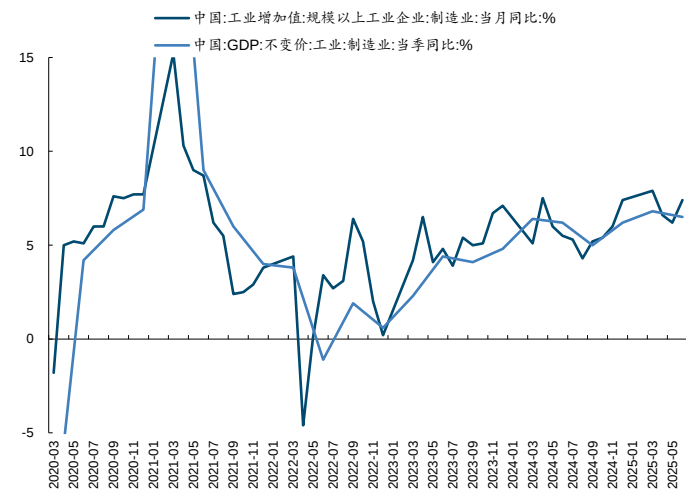
二是大小企业的分化开始加剧，企业格局可能正在改善。一方面，对比规模以上口径下的制造业工增与GDP分项中的制造业增速来看，前者强于后者，结合用电量增速与PPI同比增速处于低位来看，我们认为整体来看，低利润率下小企业的出清已经开始，大企业正在改善集中度，为未来盈利回升打下基础。另一方面，近期反内卷政策正在逐步出台，淘汰落后产能可能进一步扩散到钢铁、有色、石化和建材等领域。国内企业ROE分项中的销售净利率因此逐步改善。

三是实体经济活跃度可能正在改善。6月社融存量增速继续回升，M1增速依然保持强势，即使剔除去年“手工补息”的影响依然在6月回升，即实体经济的活跃度可能正在逐步改善，国内资金脱虚入实的趋势仍在延续。国内ROE分项中的权益乘数可能也将逐步改善。

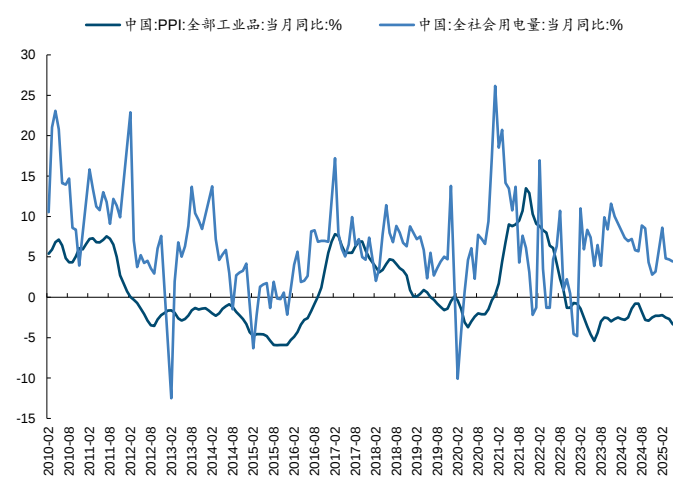
整体来看，在新需求/政策刺激落地之前，国内经济短期可能面临扰动，这也是市场分歧所在，但未来国内ROE回升的路径正在逐步清晰。

图表15：制造业规模以上工增强于GDP(制造业分项)增速

图表16：当前PPI同比和用电量同比均仍处于低位



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

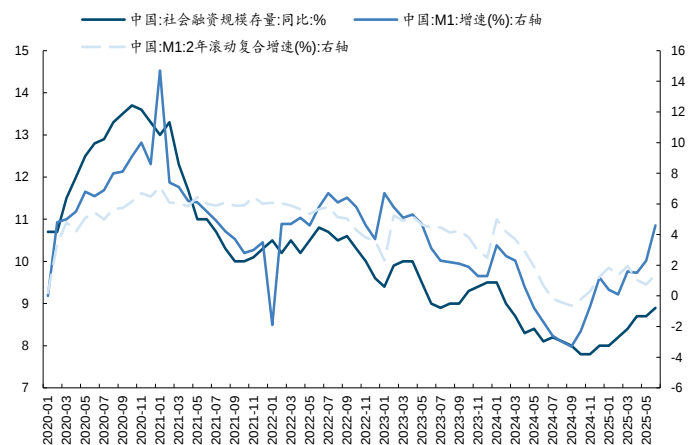


图表17：近期反内卷措施继续出台

事件	要点
国新办发布会介绍2025年上半年工业和信息化发展情况	总体定调：推动落后产能有序退出
	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。
	为推动有色金属工业高质量发展，我部联合国家发展改革委等部门印发铜、铝、黄金等产业高质量发展实施方案，持续推动产业高端化、智能化、绿色化发展。
市场监管总局约谈外卖平台企业	市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守《中华人民共和国电子商务法》《中华人民共和国反不正当竞争法》《中华人民共和国食品安全法》等法律法规规定，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，促进餐饮服务行业规范健康持续发展。

来源：国新办，央视，国金证券研究所

图表18：剔除低基数影响6月M1仍偏强



来源：wind，国金证券研究所

4、无惧扰动，聚焦国内资本回报的回升之路

7月以来的中报预告行情将进入尾声，市场将转向寻找新的场景。海外的阶段“滞胀”与国内经济的短期扰动可能成为短期市场的波动来源，但国内 ROE 回升的路径正在逐步清晰：反内卷、海外制造业>服务业、债务不再收缩依然是重要驱动因素，A 股相较于其他市场将更具优势和性价比。哑铃策略的一枝独秀或许将在未来半年彻底逆转。我们对于当前资产配置的推荐如下：

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，油）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，消费上，量比价格重要：酒店餐饮、旅游休闲、品牌服饰、专营连锁，新消费的个股机会仍值得挖掘。

5、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也就不适用。

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。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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