



Research and
Development Center

超配经济低相关

——行业配置主线探讨

2025 年 7 月 11 日



证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
联系电话：+86 18817552575
邮箱：lichang@cindasc.com

超配经济低相关

2025 年 7 月 11 日

核心结论：

- **近期行业表现特征：金融走强，AI 反弹，新消费先扩散后休整，有色军工活跃。**2024 年 9 月以来，表现最强的 AI 和新消费先后经历了类似的扩散行情。AI 在 3 月中旬-5 月休整之后，6 月以来有所反弹。美股部分算力科技股反弹也影响到全球 AI 产业链估值，光模块、CPO 等上游硬件表现较强。新消费经历了从龙头向二三线标的扩散，轮涨过后有休整的迹象。受公募基金考核新规、保险等中长期资金入市等因素的影响，指数权重低配较多的银行板块出现了一波估值修复。另外，在自上而下的经济高频指标和政策没有超预期变化的背景下，加上地缘风险和主题事件的影响，需求周期相对独立的有色金属、军工板块走势较强。
- **7 月季报期风格可能出现高低切，我们建议关注基本面独立且有改善逻辑，机构持仓比例尚处低位，估值风险低的板块。**从风格来看，7 月大小盘、成长价值风格季节性规律均不强，考虑到居民资金热度尚未出现明显回升，小盘风格可能会有阶段性调整。在经济和上市公司盈利改善力度均偏弱的背景下，我们建议阶段性超配需求周期独立，受宏观经济影响小的板块。我们认为季度内风格略偏向价值，Q3 后期到 Q4 如果盈利、政策任一层面有乐观变化，再次驱动居民资金流入，或可再增加弹性行业配置。行业配置方面，7 月季报期，风格容易短暂高低切，机构持仓比例尚处低位，估值风险低的板块或受益。
- **行业层面，我们建议关注：（1）金融（银行+非银）：**指数权重重大且机构低配，保险和 ETF 资金驱动估值修复，震荡一旦完成可能会重演 2014 年下半年的行情。（2）军工、有色：供需格局好，受宏观经济和风格变化影响小，地缘冲突事件催化较多。（3）传媒：相比其他 AI 细分行业估值性价比较高，AI 产业下一次变化关注应用端，传媒部分细分领域如 IP 等也有新消费属性。
- **上游周期：**商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。短期黄金价格维持高位震荡，“大而美法案”落地后，美国财政赤字规模可能扩大，关税政策不确定性也有提升，考虑到对冲美元信用担忧和地缘政治格局的不确定性，以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。
- **金融地产：**自上而下看，在宏观经济数据偏弱，利率下行的背景下，银行股能受益于高股息。之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。公募基金改革可



信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编: 100031

能推动指数权重配置比例提升。自下而上看，证券和保险基本面已经处于底部区域，反转后弹性可能较大。

- **消费：**传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照 AI 和机器人扩散的节奏，中报前后可能会有一次月度休整。
- **成长：**AI 经历过一个季度的休整，逐渐进入左侧观察区。参考 13-15 年移动互联网的经验，休整 1-2 个季度后还会再有表现。当前传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于 AI 产业趋势，可能有反弹机会。军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。
- **配置方向：** 1) **银行：**高股息+资产荒逻辑依然存在；指数权重相比投资者配置比例大；机构持仓比例低。2) **非银金融：**权益市场改善，年度基本面改善逻辑顺畅；机构持仓比例低；短期催化是券商布局虚拟资产牌照和地缘风险缓和带来市场风险偏好回升。3) **国防军工：**牛市中后期军工通常很强，尤其是盈利不强资金活跃的牛市；业绩有改善周期，基本面相对独立；成长风格轮涨到后期有望轮动到军工板块；主题活跃的牛市中通常不会缺席。4) **有色金属：**产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力。5) **传媒：**AI 产业链中少数估值性价比方向，AI 产业下一次变化关注应用端。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。



目录

一、市场主线风格探讨：超配经济低相关	6
1.1 投资风格类似 2013-2015 年：产业新，标的小，轮动快	6
1.2 新消费季报附近或暂停扩散，季报后期再活跃	9
1.3 长期配置资金驱动银行估值修复，今年 Q4 是重要时间窗口	10
1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议	12
1.4.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，有色金属细分领域或有涨价动力	14
1.4.2 金融地产：地产快速下降可能接近尾声，政策支持下指数权重有望受益	15
1.4.3 消费：传统消费估值上台阶空间不大，新消费或开始休整	16
1.4.4 成长：AI 季度休整进入尾声，关注 AI 应用变化	16
1.5 PB-ROE 模型度量行业估值性价比	17
二、市场表现跟踪	19
2.1 市场表现回顾：6 月成长和金融风格占优	19
2.2 市场情绪跟踪：6 月一级行业成交量分化回升，涨跌幅分化程度低位震荡	21
三、宏观、中观基本面跟踪	25
3.1 投资	25
3.2 外需	25
3.3 工业	26
3.4 通胀	26
3.5 上游：资源品	27
3.6 中游：建材、机械设备	28
3.7 下游：房地产、消费	28
风险因素	30

表目录

表 1：新消费和之前的 AI 产业逻辑不同，但细分行业的扩散方式有些类似	9
表 2：各一级行业在宽基指数中市值占比与公募基金持仓比例对比（单位：%）	11
表 3：大类行业基本面情况及配置顺序	12
表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析	13
表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）	18

图目录

图 1：2013-15 年牛市各行业涨跌幅（单位：%）	7
图 2：2013-15 年消费中各行业涨跌幅（单位：%）	7
图 3：2013-15 年小盘风格较强（单位：%）	7
图 4：最近 1 个季度小盘风格也表现较强（单位：%）	7
图 5：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：%）	8
图 6：13 年-15 年成长牛，牛市初期业绩强，后期业绩弱（单位：%）	8
图 7：2013 年 TMT 板块 ROE 整体改善，2014-2015 年走平（单位：%）	8
图 8：2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少（单位：亿份）	9
图 9：6 月中下旬新消费相关行业的交易额占比有所下降（单位：%）	10
图 10：银行 PB 下降比 ROE 快后，出现了估值修复（单位：倍，%）	10
图 11：非银 PB 下降比 ROE 快后，也可能出现估值修复（单位：倍，%）	10
图 12：6 月成长和金融风格表现较好（单位：倍）	19
图 13：6 月小盘指数表现强（单位：%）	19
图 14：6 月创业板指涨幅居前（单位：%）	19
图 15：6 月新股指数涨幅居前（单位：%）	19
图 16：6 月一级行业涨跌幅（单位：%）	20
图 17：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）	20
图 18：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）	20
图 19：6 月领涨板块估值偏高（单位：%）	20
图 20：6 月一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差继续回升（单位：%）	21
图 21：6 月一级行业涨跌幅标准差低位震荡（单位：%、点）	21



图 22: 新能源车日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 23: 半导体日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 24: 计算机日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 25: 传媒日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 26: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 27: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 28: 煤炭日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 29: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 30: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 31: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 32: 6 月北向资金持仓占流通市值比例 (单位: %)	24
图 33: 6 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)	24
图 34: 6 月核心资产上涨股票数占比较 5 月上升 (单位: %)	24
图 35: 6 月核心资产估值回升 (单位: 倍)	24
图 36: 5 月基建、制造业投资同比增速小幅回落, 房地产投资同比增速下降 (单位: %)	25
图 37: 2025 年 5 月上游和下游利润占比下降, 中游利润占比下降 (单位: %)	25
图 38: 美国 5 月 CPI 回落至 2.4% (单位: %)	25
图 39: 5 月我国出口金额人民币计价当月同比正增 6.3%, 环比有所下降 (单位: %)	25
图 40: 5 月工业增加值环比回落, 工业企业利润总额负增 (单位: %)	26
图 41: 2025 年 5 月高炉开工率平稳 (单位: %)	26
图 42: 5 月 CPI 正增 0.1%, 核心 CPI 小幅回升 (单位: %)	26
图 43: 5 月 PPI 同比降幅扩大 (单位: %)	26
图 44: 猪肉价格企稳, 蔬菜价格回升 (单位: 元/公斤)	27
图 45: 鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡 (单位: 元/公斤)	27
图 46: 煤炭库存回升、螺纹钢库存回落 (单位: 万吨)	27
图 47: 铜、铝、锌库存持续下降 (单位: 万吨)	27
图 48: 6 月玻璃价格、水泥价格下降 (单位: 元/吨, 点)	28
图 49: 4 月挖掘机销量同比增长 17.6% (单位: %)	28
图 50: 6 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速继续磨底 (单位: 万平米, %)	28
图 51: 5 月社会消费品零售总额当月同比增速回升 (单位: %)	28
图 52: 5 月车销量增速环比小幅上升 (单位: %)	29
图 53: 5 月新能源车销量渗透率为 48.7% (单位: %)	29



一、市场主线风格探讨：超配经济低相关

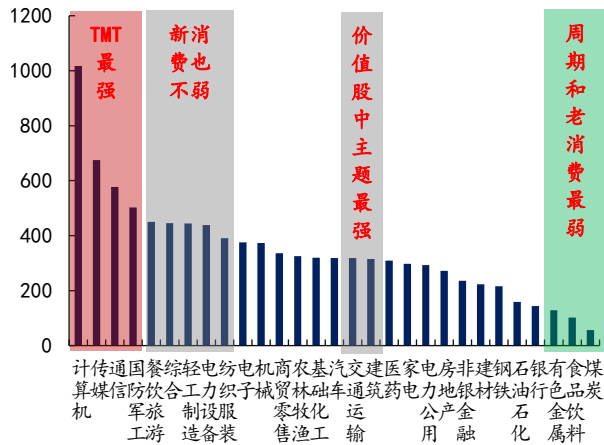
近期行业表现特征：金融走强，AI 反弹，新消费先扩散后休整，有色军工活跃。2024 年 9 月以来，表现最强的 AI 和新消费先后经历了类似的扩散行情。AI 在 3 月中旬-5 月休整之后，6 月以来有所反弹。美股部分算力科技股反弹也影响到全球 AI 产业链估值，光模块、CPO 等上游硬件表现较强。新消费经历了从龙头向二三线标的扩散，轮涨过后有休整的迹象。受公募基金考核新规、保险等中长期资金入市等因素的影响，指数权重低配较多的银行板块出现了一波估值修复。另外，在自上而下的经济高频指标和政策没有超预期变化的背景下，加上地缘风险和主题事件的影响，需求周期相对独立的有色金属、军工板块走势较强。

7 月季报期风格可能出现高低切，我们建议关注基本面独立且有改善逻辑，机构持仓比例尚处低位，估值风险低的板块。从风格来看，7 月大小盘、成长价值风格季节性规律均不强，考虑到居民资金热度尚未出现明显回升，小盘风格可能会有阶段性调整。在经济和上市公司盈利改善力度均偏弱的背景下，我们建议阶段性超配需求周期独立，受宏观经济影响小的板块。我们认为季度内风格略偏向价值，Q3 后期到 Q4 如果盈利、政策任一层面有乐观变化，再次驱动居民资金流入，或可再增加弹性行业配置。行业配置方面，7 月季报期，风格容易短暂高低切，机构持仓比例尚处低位，估值风险低的板块或受益。我们建议关注：（1）金融（银行+非银）：指数权重较大且机构低配，保险和 ETF 资金驱动估值修复，震荡一旦完成可能会重演 2014 年下半年的行情。（2）军工、有色：供需格局好，受宏观经济和风格变化影响小，地缘冲突事件催化较多。（3）传媒：相比其他 AI 细分行业估值性价比较高，AI 产业下一次变化关注应用端，传媒部分细分领域如 IP 等也有新消费属性。

1.1 投资风格类似 2013-2015 年：产业新，标的小，轮动快

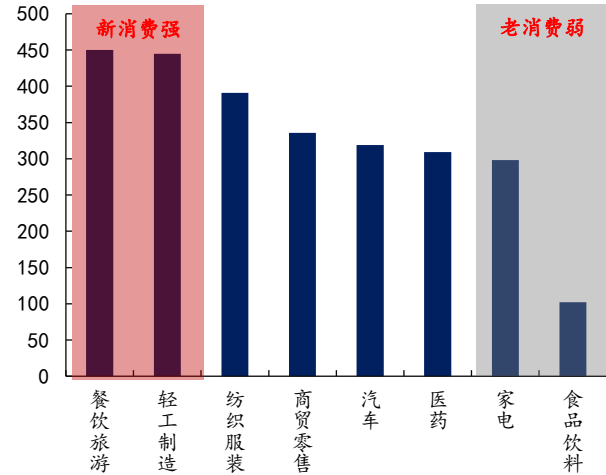
去年 9 月以来，最强的两个产业趋势分别是 AI 和新消费，产业逻辑新且对业绩兑现的要求不高。从长期逻辑来说，AI 属于从 0-1 快速发展期的成长型产业，新消费则是相对于传统消费通过新模式、新产品、新渠道走出独立行情。两者长期逻辑关系不大，但相同点在于都符合产业逻辑新的特点，对业绩兑现的要求不高。而对比 2016 年-2017 年、2019-2020 年的牛市，市场热点是白酒为代表的核心资产和新能源，产业逻辑并不是很新。历史上同样具备产业逻辑新这一特点的牛市是 13 年-15 年。2013-2015 年涨幅靠前的行业有三类。第一类是 TMT，由于 0-1 的移动互联网业务增长，TMT 大部分公司的商业模式被改变，这和当下的 AI 有些类似。第二类是消费中的新消费，13-15 年餐饮旅游、轻工、纺织服装等行业涨幅明显强于食品饮料和家电。第三类是价值股中的主题，交运（港口）、建筑等行业受到自贸区、一带一路等主题催化，涨幅靠前。

图 1：2013-15 年牛市各行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

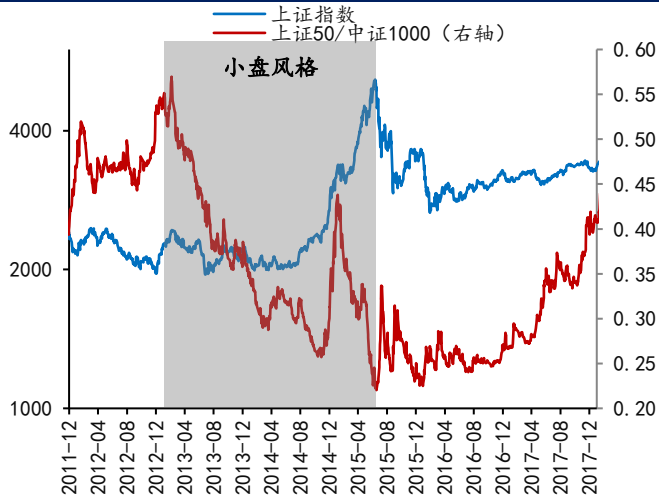
图 2：2013-15 年消费中各行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

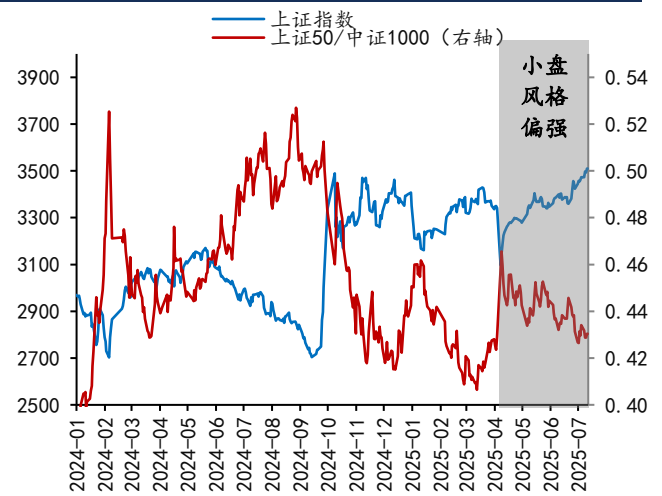
当下和 13-15 年市场风格类似的第二个特点是小盘活跃。最近 1 个季度市场震荡期间微盘股指数明显更强，同样 2013-2015 年期间，小盘股也很强，特别是 2013-2014 年 Q1 的市场震荡期，小盘股超额收益更明显。但需要注意的是，2014 年 Q4 大盘风格超额收益阶段性快速上行，几乎覆盖掉过去 2 年小盘风格 2/3 以上的超额收益。

图 3：2013-15 年小盘风格较强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

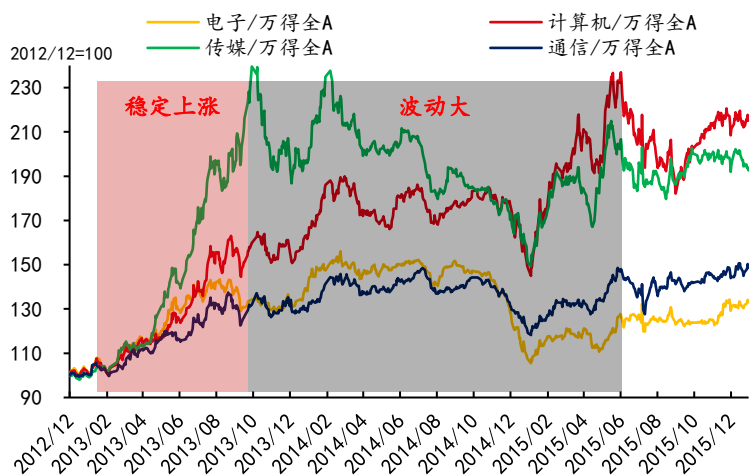
图 4：最近 1 个季度小盘风格也表现较强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

去年 9 月以来，行情的另一个特点是轮动快。去年 Q4 和今年 Q1，超额收益最强的是 AI 和机器人，但最近一个季度反而最弱。2013-2015 年 TMT 虽然是最强的产业方向，但波动性是很大的，2013 年 TMT 超额收益明显，但 2014 年 TMT 明显跑输市场。

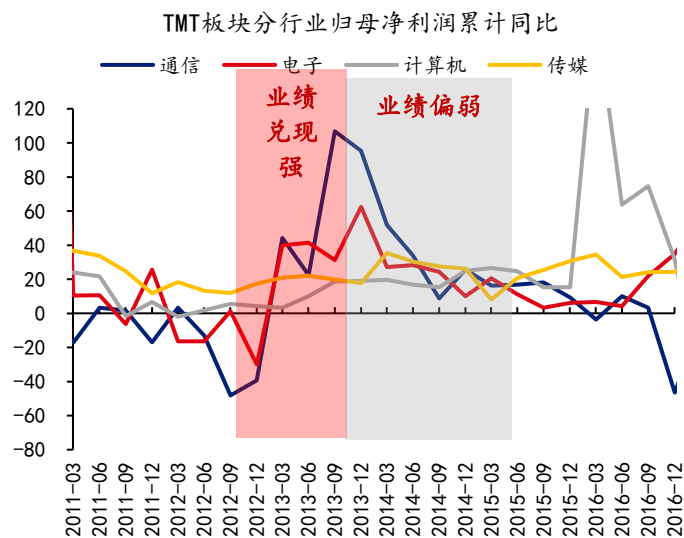
图 5：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

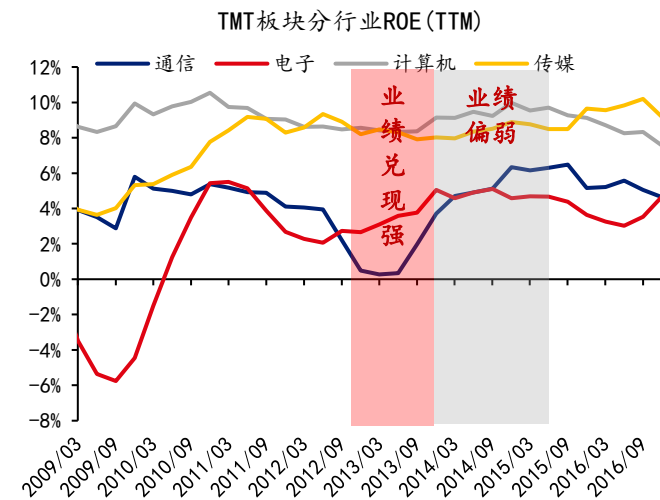
背后的原因：经济弱，市场强。TMT 利润不稳定。2013 年-2015 年 TMT 的业绩并不是持续上行的。2013 年 TMT 板块受益于产业景气上行+并购重组活跃，盈利兑现较好，TMT 对应的各个行业利润增速逐渐上行，而 14-15 年虽然利润增速依然不错，但已经逐渐放缓。从 ROE 的角度来看，2013 年电子、通信等行业 ROE 逐季改善，但 2014-2015 年 TMT 行业 ROE 整体走平。

图 6：13 年-15 年成长牛，牛市初期业绩强，后期业绩弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2013 年 TMT 板块 ROE 整体改善，2014-2015 年走平（单位：%）



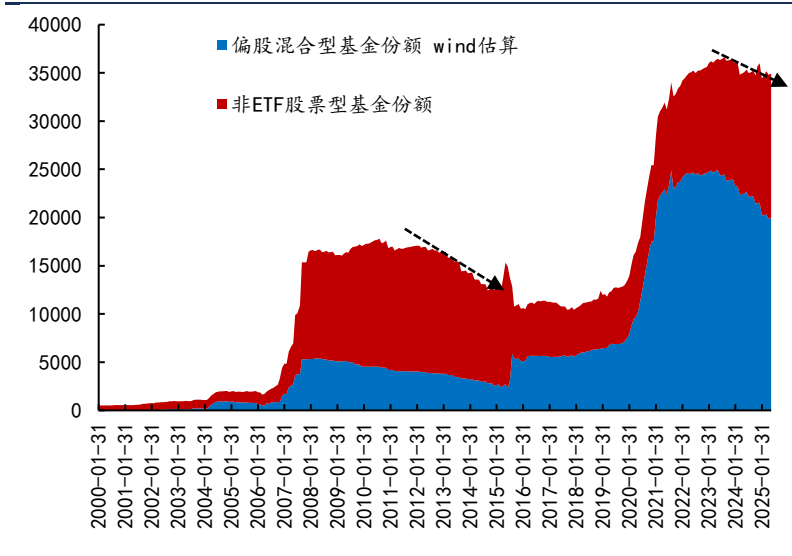
资料来源：万得，信达证券研发中心

老资金（主动公募）萎缩而新资金（融资余额、游资量化等）强、政策持续托底（IPO 速度慢）。2013-2015 年牛市期间，公募主动型产品份额有明显的萎缩。背后原因主要是 05-07 年公募规模成长过快后的后遗症，以及经济下台阶后，公募基金之前配置的金融周期行业有业绩的方向变少。

与此同时，政策层面不断托底，2013-2014 年 IPO 规模下降，存量小市值公司不会受到太多新股和融资的负面影响。而且两融业务放开、私募成立和注册难度下降，大量居民资金通过新的产品渠道流入股市。共同促成了新、小、快的投资风格。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

图 8：2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 新消费季报附近或暂停扩散，季报后期再活跃

新消费和之前的 AI 产业逻辑不同，但细分行业的扩散方式有些类似。新消费和 AI 行情轮动较快，一旦各细分行业轮动完成可能会调整 1-2 个月。因为 AI 和新消费核心标的有利润，但扩散后的二三线标的利润可能不强，所以接近季报期容易有调整。AI 行情可能的轮动顺序：光模块（核心标的）→ 国产算力 AI 应用（次核心）→ AI+机器人（补涨）→ 港股互联网（资金容量大）→ 软硬件一起调整。新消费行情可能的轮动顺序：泡泡玛特、老铺黄金等龙头（核心标的）→ 美妆宠物（次核心）→ 饮料体育（补涨）→ 创新药（资金容量大）→ 新消费创新药一起调整。

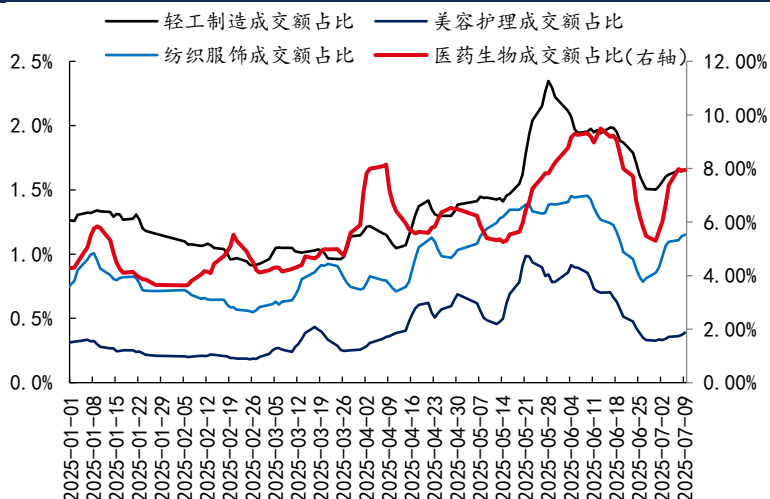
表 1：新消费和之前的 AI 产业逻辑不同，但细分行业的扩散方式有些类似

	AI 细分方向	新消费细分方向	逻辑相似点	参与资金相似点
核心标的	芯片、光模块（寒武纪、海光、易中天等）	泡泡玛特、老铺黄金等有新产品的公司	有业绩，有订单，壁垒高，短期难替代	各类资金共振
次核心标的	国产算力	美妆、宠物、茶饮	逻辑类似，业绩也有，壁垒不高	
次核心标的	AI 应用	新渠道逻辑（商贸零售、休闲食品）	商业模式（平台或渠道）重构	
补涨的相关标的	AI+（机器人、自动驾驶）	饮料乳品、非白酒、体育、IP	底部标的	游资量化参与度高
资金容量大，逻辑相关	港股互联网	创新药	有基本面改善，同属于成长或消费范畴，但逻辑与主线弱相关	机构参与度高、ETF 一揽子买入

资料来源：信达证券研发中心

我们认为新消费内部细分行业的上下游关系弱于 AI，不过从交易热度来看，基本上大部分涉及到新消费的行业已经轮涨过一遍，从 6 月中下旬开始新消费相关行业成交额占比有所下降，这可能预示着新消费会有短期休整。7 月开始股市也进入了季报披露期，按照 AI 的经验，扩散性行情在季报披露期前后（6 月下旬-7 月）会有些波折。到季报后期（8 月）可能会重新活跃。

图 9：6 月中下旬新消费相关行业的交易额占比有所下降（单位：%）

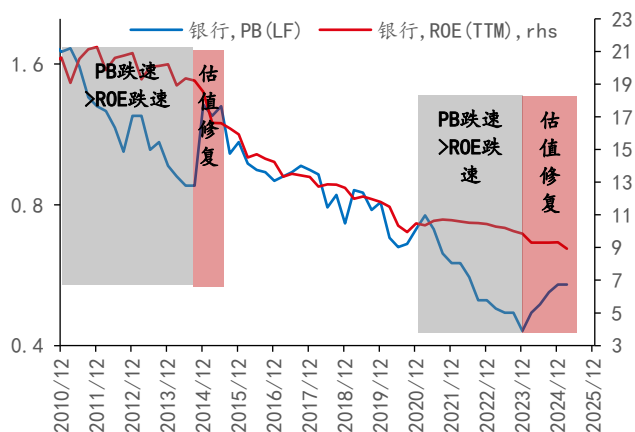


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 长期配置资金驱动银行估值修复，今年 Q4 是重要时间窗口

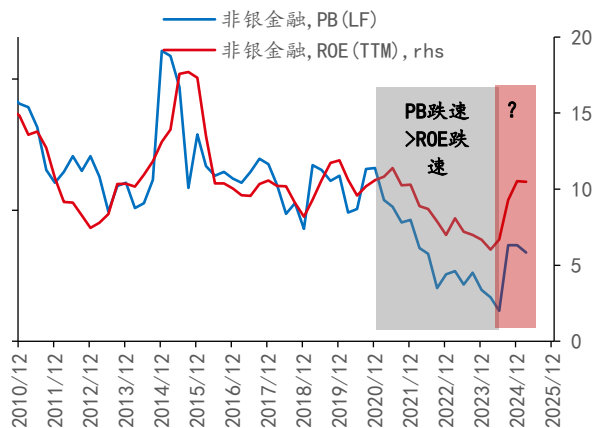
银行行情的本质：过度低估后，没有景气度改善也能上涨。银行股过去两年稳步上涨，最直接的原因是高股息。不过从更全面的角度来看，我们认为银行的估值也具备修复的空间。从 PB-ROE 估值的角度来看，2011 年以来，银行股 PB 和 ROE 大部分时候都是下行的。我们认为这种情况是合理的。但是 2021-2023 年银行股 PB 下降速度远快于 ROE，由此导致站在 24 年初来看，银行股过度低估，这是最近 2 年银行估值修复的更为重要的原因。上一次类似的估值修复出现在 2014 年。

图 10：银行 PB 下降比 ROE 快后，出现了估值修复（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：非银 PB 下降比 ROE 快后，也可能出现估值修复（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

考虑到量化资金较多、公募基金考核新规，银行股的上涨行情存在扩散到整体金融板块的可能。大部分板块估值修复出现在景气度拐点附近，不过从银行股的经验来看，资金行为也可能是重要因素。我们认为银行股扩散到整个金融板块，从资金层面需要关

注量化和公募。量化等资金不断寻找动量机会的过程中，可能会在某些阶段关注到金融股，因为银行的动量已经较强了。如果后续成长和消费内部动量逐渐走弱，则金融股存在走强的可能。同时，公募基金考核新规也是一个重要因素，银行是公募持仓占比低于指数权重最多的行业，其次是非银。

表 2：各一级行业在宽基指数中市值占比与公募基金持仓比例对比（单位：%）

行业	全部 A 股中 自由流通市 值占比	公募主动权 益基金持仓 占比	沪深 300	中证 A500	中证 800	沪深 300 占比- 公募持仓占比	中证 A500 占比 -公募持仓占比	中证 800 占 比-公募持仓 占比
银行	8.1%	3.6%	23.2%	18.7%	18.4%	19.6%	15.1%	14.8%
非银金融	6.7%	1.2%	10.0%	6.0%	9.6%	8.8%	4.8%	8.3%
石油石化	1.2%	1.0%	4.9%	4.9%	4.1%	3.9%	3.9%	3.1%
公用事业	2.9%	1.1%	4.2%	3.5%	4.2%	3.2%	2.5%	3.1%
煤炭	1.0%	0.5%	2.2%	1.9%	2.1%	1.8%	1.5%	1.7%
交通运输	2.7%	1.6%	3.4%	3.9%	3.3%	1.8%	2.2%	1.6%
建筑装饰	1.8%	0.5%	1.9%	2.1%	1.7%	1.4%	1.6%	1.2%
农林牧渔	1.5%	1.0%	1.4%	0.9%	1.4%	0.4%	-0.1%	0.4%
钢铁	0.8%	0.5%	0.6%	0.9%	1.0%	0.2%	0.4%	0.6%
食品饮料	4.8%	7.6%	7.5%	6.2%	6.2%	-0.1%	-1.3%	-1.4%
建筑材料	0.8%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	-0.1%	0.0%	0.1%
综合	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
计算机	6.0%	3.0%	2.8%	3.7%	3.4%	-0.2%	0.8%	0.4%
美容护理	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
环保	0.9%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.1%
纺织服饰	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
通信	3.2%	3.5%	3.2%	3.3%	2.8%	-0.4%	-0.2%	-0.7%
房地产	1.2%	1.1%	0.6%	0.9%	0.9%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
国防军工	3.0%	2.6%	1.7%	3.4%	3.0%	-0.9%	0.7%	0.4%
基础化工	4.3%	2.5%	1.5%	2.4%	2.3%	-1.0%	-0.1%	-0.2%
轻工制造	1.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
社会服务	0.6%	1.3%	0.0%	0.2%	0.2%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
有色金属	4.0%	4.3%	2.9%	3.8%	3.2%	-1.4%	-0.5%	-1.1%
机械设备	5.4%	3.8%	1.8%	2.3%	2.3%	-2.0%	-1.5%	-1.5%
家用电器	2.5%	4.4%	2.2%	2.4%	2.0%	-2.2%	-2.0%	-2.4%
商贸零售	1.1%	2.7%	0.5%	0.6%	0.6%	-2.2%	-2.1%	-2.1%
传媒	2.2%	3.5%	0.5%	1.3%	1.2%	-3.0%	-2.2%	-2.3%
电力设备	7.6%	9.1%	5.7%	7.0%	6.0%	-3.4%	-2.1%	-3.1%
汽车	4.6%	7.9%	3.9%	4.4%	3.8%	-4.0%	-3.4%	-4.0%
医药生物	7.7%	10.2%	4.5%	5.7%	5.8%	-5.7%	-4.5%	-4.4%
电子	11.1%	18.4%	7.7%	8.1%	8.6%	-10.8%	-10.3%	-9.9%

注：主动权益基金持仓占比为截至 2025Q1 数据，全部 A 股及主要指数中各行业市值占比为截至 2025/7/9 数据。

资料来源：万得，信达证券研发中心

这一次牛市，非银超额收益可能会强于 19-21 年，今年 Q4 是重要时间窗口。鉴于这一次非银低估程度较大、居民和配置资金配置可配置资产较少，非银金融板块大概率在这一轮牛市中会有不错的超额收益。时间上，我们认为 Q4 需要重点关注，因为：（1）每年 Q4 风格往往和前三个季度略有不同；（2）公募考核新规在 Q4 的影响可能会比其他时间更大；（3）指数当下处在震荡区间，Q4 宏观政策发生变化的概率较高，指数存在往上突破的可能。

1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议

未来1个月配置建议：1、**银行：**高股息+资产荒逻辑依然存在；指数权重相比投资者配置比例大；机构持仓比例低。2、**非银金融：**权益市场改善，年度基本面改善逻辑顺畅；机构持仓比例低；短期催化是券商布局虚拟资产牌照和地缘风险缓和带来市场风险偏好回升。3、**国防军工：**牛市中后期军工通常很强，尤其是盈利不强资金活跃的牛市；业绩有改善周期，基本面相对独立；成长风格轮涨到后期有望轮动到军工板块；主题活跃的牛市中通常不会缺席。4、**有色金属：**产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力。5、**传媒：**AI产业链中少数估值性价比方向，AI产业下一次变化关注应用端。

表 3：大类行业基本面情况及配置顺序

行业	长期基本格局	未来1年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然较难使行业长期格局完全扭转，但经济出现失速风险的可能性降低，我们认为对 ROE 预期稳定和存量资产重估均有利。资本市场活跃度提高，有利于非银金融利润提升。	低	低
消费	需求下降除了受经济周期的影响，可能还受人口、收入等长期因素影响；	消费补贴政策持续推进；部分受益于情绪价值、性价比、渠道变革的新消费行业需求增加；需求修复的弹性和空间不确定性大；仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升。	低	低
上游周期	碳中和长期压制产能，之前10年产能建设不足，可能存在产能周期。	海外经济尚未出现明显衰退，内需逐步摆脱下滑的压力，但尚需时间，经济修复可能要等下半年。	低	中等
中游材料	没有明显的产能建设不足问题，传统下游受房地产长周期下行影响，反内卷长期维度有望驱动产能去化，中国产能全球替代。	国内需求稳定尚需时间。政策可能催化主题性的机会。	低	中等
成长	AI、军工、机器人等新的成长产业机会逐渐显现。	半导体周期上行；消费补贴扩容利好消费电子；AI 重点关注下游应用能否突破；新能源产能压力尚未完全消化。	中等	高
稳定类	竞争格局稳定，股息率高，成长性较弱。	我们预计基本面年度弹性不大，重点关注国企改革等主题性机会。	中等	中等
未来1个月配置建议	1、 银行： 高股息+资产荒逻辑依然存在；指数权重相比投资者配置比例大；机构持仓比例低。 2、 非银金融： 权益市场改善，年度基本面改善逻辑顺畅；机构持仓比例低；短期催化是券商布局虚拟资产牌照和地缘风险缓和带来市场风险偏好回升。 3、 国防军工： 牛市中后期军工通常很强，尤其是盈利不强资金活跃的牛市；业绩有改善周期，基本面相对独立；成长风格轮涨到后期有望轮动到军工板块；主题活跃的牛市中通常不会缺席。 4、 有色金属： 产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力。 5、 传媒： AI产业链中少数估值性价比方向，AI产业下一次变化关注应用端。			

注：（1）相对估值为行业 PB/万得全 APB

（2）红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	低煤价抑制供给，产能释放比较有限。国内需求修复尚需时间，非电煤需求相对较好。	有色金属（产能格局好、经济弱受影响小，经济强或政策支持下也可能受益，受益于地缘格局或有涨价动力） 商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。 短期黄金价格维持高位震荡，但考虑到地缘政治格局的不确定性以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。 有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。
	石油石化	长期资本开支不足。	供给侧偏弱，非 OPEC 国家如美国页岩油产量较高，OPEC 逐步退出减产，需求端中美原油需求进一步增长有不确定性，新能源车渗透率提升对需求有替代性，印度、中东地区需求增长较多。美联储降息节奏比预期慢，地缘冲突不确定性加大。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	存在产能释放压力，国内需求修复尚需时间，贸易摩擦使出口面临不确定性。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	产能置换政策有望改善供给格局，反内卷有利于淘汰落后产能，国内需求修复尚需时间。可能有政策性主题行情。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，全球政治经济变局重塑黄金定价逻辑。	地缘政治风险可能支撑黄金价格；稀土出口管制有望重塑全球供给格局；美联储降息节奏不确定可能导致价格波动大。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	房地产销售下降速度放缓和政策补贴提振消费建材需求；供给冲击仍存，但可能有边际改善。	
	机械设备	存量替换大周期接近结束，新兴行业有增量，部分细分领域有出海和国产替代逻辑。	低空经济、人形机器人、3C 设备等高成长相关细分领域受益于政策支持、自主可控，数据中心建设带动发电设备的需求增长，AI 应用落地等因素，可能逐步有业绩兑现。特朗普关税政策可能影响出口链。国内需求修复尚需时间。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代，出口竞争力提高。	整车需求受益于以旧换新补贴政策。自主品牌出海进入海外设厂布局阶段。自动驾驶、机器人等概念可能带来新的增量。国内需求修复的时间和弹性不确定；新能源车渗透率逐渐接近 50%；特朗普关税政策可能影响出口链。	建议关注：新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需，但可能进入月度休整） 传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。 但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照 AI 和机器人扩散的节奏，中报前后可能会有一次月度休整。
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	“以旧换新”政策支持需求。地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	社会服务	部分子行业集中度提高，但核心壁垒还在构建。	并购重组活跃度提高背景下部分景区有望受益；酒店行业供给端出清后景气筑底回升；国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧，消费升级长期逻辑暂时没有进一步证明。	餐饮需求受益于消费券发放；乳制品库存较低；量贩零食渠道拓展速度较快；八项规定可能抑制部分白酒、餐饮需求。	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化，政策监管趋严，海外制裁可能成为黑天鹅。	创新药出海加速，BD 交易有望陆续兑现；创新药纳入医保目录后有望放量；地方化债有利于推动医疗设备采购需求回升，医疗设备终端需求回暖；政策支持创新药发展；AI+医药有望带来增量；集采和反腐仍然可能对行业预期有扰动。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度可能不够。	宠物消费需求稳步增长；生猪出栏量或逐季增长，猪价可能下降；饲料等后周期行业需求有望改善；粮食安全主题；种业或仍处于产能出清过程中。	
	美容护理	国产品牌替代。	医美新材料、新产品的上市可能带来增量需求；顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定；渠道变革的加成减弱。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	IP 消费需求增长；传统零售竞争格局改善；AI 赋能板块主题行情。顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定；特朗普关税政策可能影响出口链。	
	纺织服饰	国产品牌替代，出口竞争力提高，毛利率较低。	家纺补贴推进；体育产业政策支持；海外库存水平较健康，头部厂商集中度提高；顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	“以旧换新”政策支持家居需求；部分细分行业仍有产能过剩压力；地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链，海外产能对国内出口有替代效应。	



板块	行业	长期基本格局	未来1年供需格局	综合评价
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。双碳、一带一路可能提高景气度。	稳增长发力，订单有望增加。化债力度加大有利于资产负债表修复。	建议关注：银行、非银（指数权重较大且低配，保险和ETF驱动估值修复，基本面触底） 自上而下看，在宏观经济数据偏弱，利率下行的背景下，银行股能受益于高股息。之前3年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。
	交通运输	航空产能出清，航运超级周期可能已结束，快递物流竞争格局一般。	公路铁路等高股息板块受益于利率下降；促消费政策支持航空需求；直营快递竞争格局较好；快递件量基数高；海运可能出现供需紧张缓解；国内需求修复的时间和弹性不确定；跨境物流受特朗普关税政策影响不确定。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	并购重组活跃度提升有利于部分公司整合优质资产；成本压制有所缓解；总量层面增量逻辑不多。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	牛市中成交额有望放大，短期基本面压制接近尾声。险资入市速度有望加快，资产端弹性增加。	鼓励ETF发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。公募基金改革可能推动指数权重配置比例提升。 自下而上看，证券和保险基本面已经处于底部区域，反转后弹性可能较大。
	银行	金融去杠杆，房住不炒，压制收入和利差。	降息对利润有压制，稳增长促使信贷扩张。低利率环境下受益于高股息。	
	房地产	房住不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松；地产销售下降速度放缓，但仍在磨底，全面恢复仍需时间。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率提升速度较快。长期需求强。	行业资本开支在2021年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。固态电池技术突破和产业化进程加快。	建议关注：传媒（性价比较高）、军工（需求周期独立、主题事件催化） 长期来看，AI和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。 AI经历过一个季度的休整，逐渐进入左侧观察区。参考13-15年移动互联网的经验，休整1-2个季度后还会再有表现。当前传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于AI产业趋势，可能有反弹机会。 军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定；“十四五”收官之年订单周期有望带来业绩切换；库存周期触底可能上行。全球地缘冲突不确定性加大，军贸出口提供增量需求。	
	通信	5G基站建设也已出现一段高速增长，但5G应用尚在探索普及阶段。	运营商利润稳定，派息率稳步上升，IDC和云业务收入增速有望较高；AI有望驱动资本开支提高；算力产业链国产化需求；海外光模块需求上升。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	半导体周期回升；消费电子补贴提振需求；AI推理需求增加，AI应用如果有突破利好硬件需求增长；AI端侧增长速度较快。	
	计算机	AI、机器人、智能驾驶等新的产业逻辑逐步显现，数字经济高速发展。	政策支持低空经济、数字经济；化债有利于to G需求复苏；AI对盈利的影响方向较明确，节奏不确定。传统计算机下游需求和经济相关性弱；	
	传媒	AI应用空间广泛，元宇宙空间广阔，谷子经济市场规模快速扩张，监管政策整体偏严。	AI赋能游戏、教育等新应用形态落地可期；游戏版号发放常态化，游戏产品新周期开启，线上需求受宏观经济影响小；港股互联网竞争格局清晰，前期人员出清后有利于利润释放；传统出版、广电等板块有望受益于国企改革；文化产业出海有望持续，但也可能受到海外政策的扰动。平台经济监管常态化。	

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，有色金属细分领域或有涨价动力

商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。2024 年上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，我们认为这与行业长期资本开支不足带来的产能格局改善有关。根据历史经验，每一轮 2 年左右商品上涨的初期，商品价格大多是领先 GDP 的，所以商品刚开始涨价时，大多感觉到是供给原因主导的。历史上商品牛市底部可能会出现领先需求回升



(GDP、库存周期) 1-2 个季度的情况。但商品价格较难在 1 年以上维度和 GDP 走势背离。我们认为 2025 年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。虽然海内外仍有一些影响需求的负面因素，比如美国经济滞胀、国内房地产下行的风险尚未完全消退，但我们认为负面影响的力度可能会逐渐减弱。

黄金价格高位震荡，但长期支撑仍存，黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据之一。2025 年 4 月 22 日黄金价格上涨到高点，之后开始高位震荡。我们认为主要原因在于：一是地缘政治紧张有所缓解；二是美联储不急于降息，美元指数有所反弹；三是央行分散化配置资产需求提升；四是部分交易性资金获利离场。“大而美法案”落地后，美国财政赤字规模可能扩大，关税政策不确定性也有提升，考虑到对冲美元信用担忧和地缘政治格局的不确定性，以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。历史上黄金上涨，大多是商品全面牛市的领先信号。在 2008 年 Q4、2019 年也出现过，黄金比其他商品更强，但随后的 2009 年和 2020 年均是商品的全面牛市。同样，1980-2005 年，历次商品周期中，黄金价格都是领先其他商品的，领先的时间大多在半年-1 年之间。

有色金属部分细分领域同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。以稀土为例，中国对中重稀土出口管制后，部分稀土金属价格创新高，供给端配额增速可能放缓，强化供给刚性。需求端新能源车、风电等领域需求保持高速增长，人形机器人有望成为新的增长点。供需缺口扩大趋势下价格有望持续上升。

1.4.2 金融地产：地产快速下降可能接近尾声，政策支持下指数权重有望受益

自上而下看，在宏观经济数据偏弱，利率下行的背景下，银行股能受益于高股息。之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。国内经济层面，之前 3 年比较大的风险项是地产。2021 年之后银行 PB 下降速度比 ROE 更快，主要是因为房地产销售和房价的下降可能会导致银行的 ROE 出现较为明显的下降。目前来看，商品房销售已经逐渐企稳，虽然没有二手房销售改善强，但底部逐渐显现。从去年 9 月以来，地产销售虽然有波动，但中枢正在逐渐震荡企稳。我们认为，房地产下行风险可能已经接近尾声，对金融体系的冲击也基本上告一段落。银行等行业持续低估有望得到修复。

鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。在新国九条政策体系下，推动中长期资金入市是资本市场稳定发展的重要举措。保险、养老金等中长期资金更倾向于配置银行等低估值、高分红的板块。同时伴随着 ETF 市场快速发展，银行作为指数权重股能够吸引稳定的资金流入。此外，考虑到政策层面对市值管理的强化和引导，银行板块当前大部分个股处于长期破净状态，有望在市值管理的推动下实现估值修复。

公募基金改革可能推动指数权重配置比例提升。证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，对基金公司中长期业绩考核权重、基金产品业绩指标权重提出新要求，短期可能推动主动基金提高低配板块仓位，持仓向指数权重靠拢。截至 6 月底，银行是公募持仓占比低于指数权重最多的行业，其次是非银。

自下而上看，证券和保险基本面已经处于底部区域，反转后弹性可能较大。2024 年 924 一揽子政策落地以来，随着股市回暖、鼓励并购重组、港股上市公司增多，证券基本面底部已经较为确定。我们认为非银后续的估值修复可能要关注两个契机：（1）指数震



荡完成后再次突破的时间；（2）游资量化等资金不断寻找动量机会的过程中，可能会在某些阶段关注到金融股，因为银行的动量已经较强了。保险最近几年受到利率下降、产品结构调整、房地产下降影响，估值下降也较多，但房地产利率因素一旦反转，反而可能会有弹性。目前保险在增加权益配置比例，一旦股市走强，弹性也会很大。

1.4.3 消费：传统消费估值上台阶空间不大，新消费或开始休整

传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。目前消费的估值刚进入历史较低区间，我们预计绝对下跌空间不大。但整体 ROE 弹性不大，市场在演绎局部新消费的弹性。消费板块的年度基本面虽然有扩内需政策支持的影响，但需求修复的弹性和空间仍有较大的不确定性。我们认为在长期逻辑较难进一步验证的情况下，仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升，因此估值上台阶空间可能不大。

新消费在中报前后可能会有月度休整。我们认为新消费相关细分领域仍然可以关注，自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能稳内需的政策，新消费也有望受益。但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照 AI 和机器人扩散的节奏，中报前后可能会有一个月度休整。

1.4.4 成长：AI 季度休整进入尾声，关注 AI 应用变化

长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。AI 技术进步和资本开支增加带来的景气上行趋势没有改变。亚马逊、谷歌、微软、Meta 等国际科技巨头发布的一季度数据均显示资本开支显著增加，也说明科技进步仍然是中长期较为确定的趋势。

AI 经历过一个季度的休整，逐渐进入左侧观察区。参考 13-15 年移动互联网的经验，休整 1-2 个季度后还会再有表现。当前传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于 AI 产业趋势，可能有反弹机会。下一步重点关注 AI 应用变化以及业绩兑现情况。

军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。第一，从风格角度看，牛市中后期军工通常很强，尤其是盈利不强资金活跃的牛市。牛市中后期，居民资金越来越活跃，投资者对估值容忍度高，军工虽然业绩弹性不够强，但长期逻辑较好，大概率不会缺席。2013-2015 年牛市中后期和 2019-2021 年牛市后期军工表现都较强，尤其是 2013-2015 年业绩不强但资金强的牛市。第二，从基本面角度看，军工业绩有改善周期，改善幅度大概率优于全 A。主要原因有：“十四五规划”收官驱动订单集中释放，订单拐点出现为业绩反转奠定基础；全球地缘冲突不确定性加大，军贸出口提供增量需求；军工基本面相对独立，与宏观周期关系不大，股市流动性好但宏观预期不确定时，相对优势明显。第三，从短期板块轮动角度，2025 年以来成长风格从算力、AI、机器人到港股互联网、创新药，基本上已经轮涨过一遍。军工近期表现强符合牛市中轮涨特征。第四，从主题催化角度，主题活跃的牛市中军工大概率不会缺席。去年 9 月以来，有事件催化的主题

大部分会有不错的表现，军工的事件催化后续大概率还会有，比如地缘冲突、93阅兵、国企改革、资产重组等。

1.5 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块中，静态来看，石油石化和有色金属性价比比较好，机械设备和钢铁性价比比较差，煤炭、化工、建材居中，动态来看建议关注有色金属。截至 2025 年 7 月 9 日，石油石化、有色金属 ROE 历史分位处于中等偏上水平，PB 历史分位处于中等偏下水平，有一定程度低估。煤炭、化工、建材 ROE 历史分位和 PB 历史分位均处于中等偏下水平，有小幅低估。钢铁、机械设备 ROE 历史分位处于中等偏下水平，PB 历史分位处于中等偏上水平，有小幅高估。动态来看，我们建议关注有色金属，因为有色金属行业 ROE 受益于产能格局好，黄金稀土等价格受地缘政治影响容易涨。

(2) 成长板块中，静态来看通信性价比最好，传媒、电子性价比适中。截至 2025 年 7 月 9 日，除了电力设备外大部分成长板块 PB 历史分位处于历史高位，但同时考虑到盈利的变化，通信 ROE 历史分位处于高位，性价比最好。传媒、电子 ROE 历史分位处于中等水平，性价比适中。电力设备盈利仍处于底部，性价比比较差。动态来看，我们认为成长板块后续可能出现分化，建议关注 ROE 能够出现回升从而消化高估值的细分行业。

(3) 消费板块中，静态来看家用电器、社会服务、食品饮料、农林牧渔、美容护理性价比比较好，汽车、商贸零售性价比居中，医药生物、纺织服饰、轻工制造性价比比较差。动态来看建议关注部分 ROE 可能有弹性的新消费细分板块。截至 2025 年 7 月 9 日，大部分消费板块 PB 历史分位处于历史较低区间，但同时考虑到盈利的变化，医药生物等部分 ROE 历史分位处于历史低位的行业性价比比较差，社会服务等 ROE 历史分位处于中等偏上的行业性价比比较好。但需要注意的是消费板块整体 ROE 弹性可能不大，市场或持续演绎局部新消费板块的弹性。

(4) 金融板块中，静态来看非银金融性价比比较好。截至 2025 年 7 月 7 日，非银金融、银行 PB 历史分位提升到过去 5 年偏高水平。由于非银金融基本面触底，2025 年一季度数据显示 ROE 处于历史偏高水平，当前性价比仍较好。银行 ROE 则处于历史低位，静态来看性价比一般。不过动态来看，2021-2023 年由于对房地产风险的担心，银行的 PB-ROE 散点又一次极度偏离长期趋势，2024 年以来，银行正在开启又一次估值修复。目前刚修复到趋势线附近，仍有一定修复空间。

(5) 稳定类板块中，静态来看交通运输、公用事业性价比比较好。截至 2025 年 9 月 7 日，交通运输、公用事业 ROE 处于历史中等水平，PB 估值处于历史中等偏下水平，静态性价比比较高。但动态来看由于 ROE 弹性不大，估值性价比一般。

表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB,过去 10 年分位数(%)	PB,过去 5 年分位数(%)	ROE,过去 10 年分位数(%)	ROE,过去 5 年分位数(%)	ROE 分位数- PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数- PB 分位数(5 年)
周期	煤炭	25.6	17.9	34.1	19.0	8.47	1.05
	石油石化	7.8	9.9	70.7	42.8	62.92	32.94
	基础化工	27.1	29.5	31.7	19.0	4.57	(10.50)
	钢铁	36.6	53.7	19.5	9.5	(17.10)	(44.17)
	有色金属	35.7	33.6	75.6	52.3	39.95	18.72
	建筑材料	14.2	28.5	7.3	14.2	(6.90)	(14.27)
	机械设备	54.7	61.6	48.7	19.0	(5.99)	(42.59)
消费	汽车	69.3	73.3	51.2	80.9	(18.11)	7.55
	家用电器	8.6	14.9	26.8	14.2	18.24	(0.69)
	社会服务	19.6	32.8	43.9	76.1	24.34	43.30
	食品饮料	9.7	6.1	60.9	28.5	51.16	22.39
	医药生物	15.6	29.7	2.4	4.7	(13.16)	(25.00)
	农林牧渔	9.9	19.0	75.6	76.1	65.70	57.08
	美容护理	23.3	13.3	39.0	38.0	15.70	24.67
	商贸零售	51.9	63.2	39.0	76.1	(12.91)	12.90
	纺织服饰	47.4	67.2	36.5	42.8	(10.89)	(24.44)
	轻工制造	28.8	28.1	2.4	4.7	(26.38)	(23.39)
	建筑装饰	13.6	27.4	2.4	4.7	(11.25)	(22.65)
稳定	交通运输	16.7	26.4	36.5	57.1	19.83	30.66
	公用事业	41.0	50.1	65.8	66.6	24.80	16.48
	环保	28.5	54.7	2.4	4.7	(26.07)	(49.96)
	非银金融	30.5	61.1	65.8	76.1	35.33	15.04
金融	银行	38.8	77.1	2.4	4.7	(36.42)	(72.40)
	房地产	13.5	27.1	2.4	4.7	(11.10)	(22.36)
	电力设备	33.7	26.0	2.4	4.7	(31.32)	(21.33)
成长	国防军工	60.9	59.0	31.7	4.7	(29.17)	(54.33)
	通信	69.6	96.0	92.6	85.7	23.04	(10.34)
	电子	59.1	61.9	46.3	42.8	(12.82)	(19.08)
	计算机	58.2	72.0	4.8	9.5	(53.37)	(62.49)
	传媒	68.7	92.8	41.4	52.3	(27.33)	(40.52)
	其他	42.8	55.6	34.1	61.9	(8.72)	6.33

注：PB 为截至 2025 年 7 月 9 日数值，ROE 为 2025 年一季报数值。

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：6月成长和金融风格占优

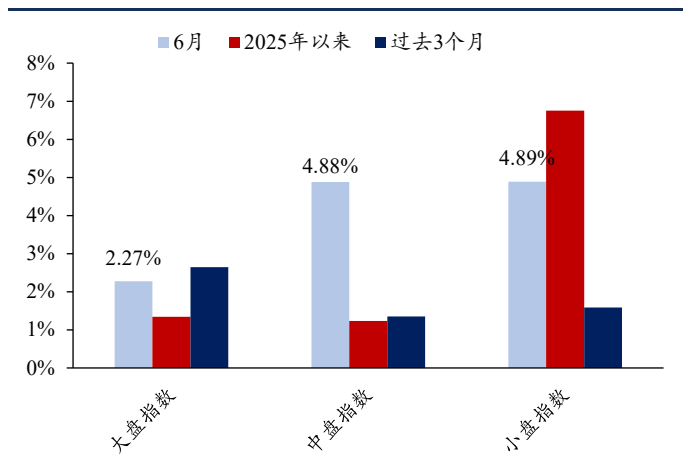
6月成长反弹，金融风格走强。主要风格板块中，2025年6月成长风格涨幅8.32%，金融风格涨幅6.89%，消费风格则下跌0.84%。从大小盘风格来看，6月小盘风格表现较好，大盘指数涨幅靠后。从主要指数涨跌幅来看，6月主要指数大部分上涨，创业板指上涨8%，涨幅居前。沪深300涨幅2.5%，涨幅靠后。6月新股指数涨幅5.7%，涨幅靠前。

图 12：6月成长和金融风格表现较好（单位：倍）



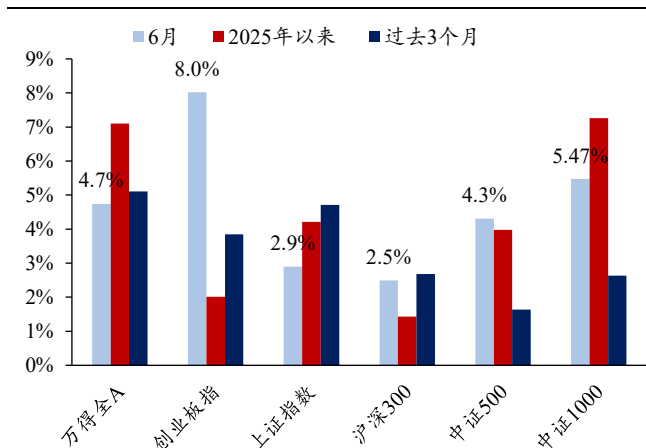
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：6月小盘指数表现强（单位：%）



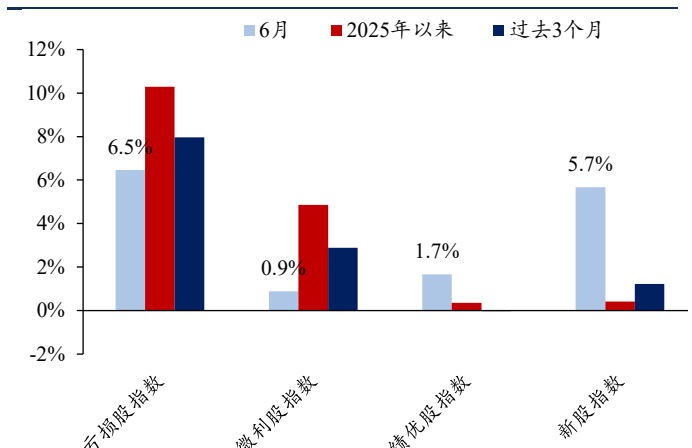
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：6月创业板指涨幅居前（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

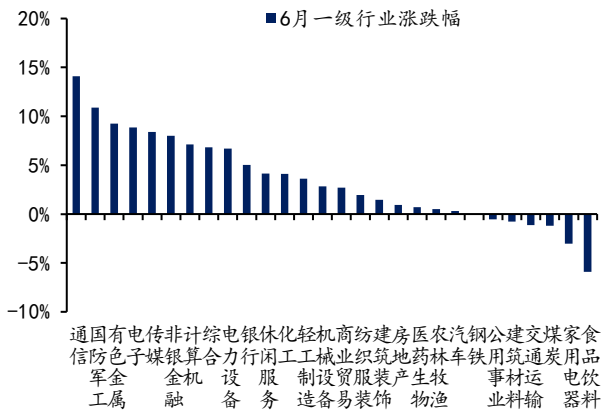
图 15：6月新股指数涨幅居前（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

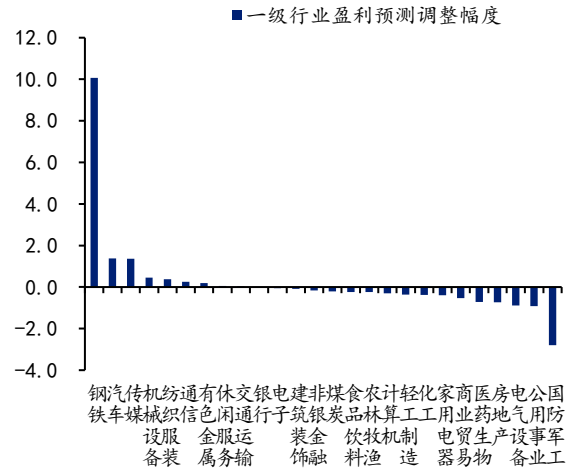
行业表现方面，6月申万一级行业中通信、国防军工、有色金属涨幅居前，而食品饮料、家用电器、煤炭表现居后。截至6月30日，2025年盈利预测上调幅度居前的有钢铁、汽车、传媒，而国防军工、公用事业、电气设备2025年盈利预测下调幅度居前。

图 16：6 月一级行业涨跌幅（单位：%）



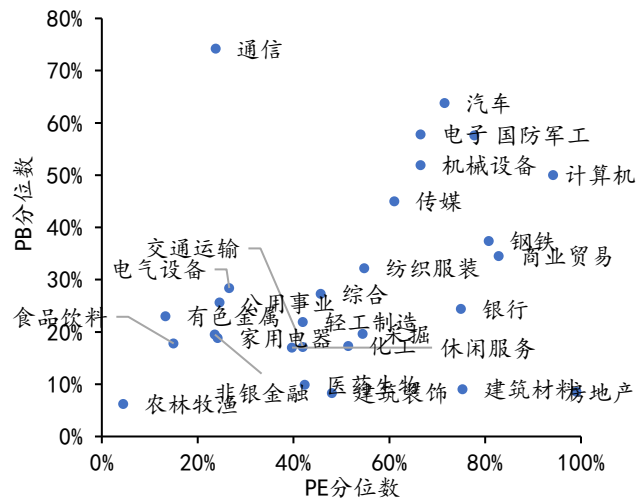
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）



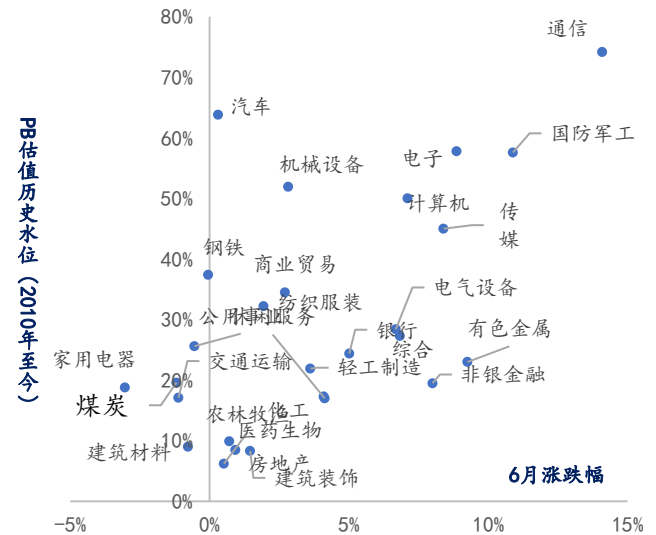
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：6 月领涨板块估值偏高（单位：%）



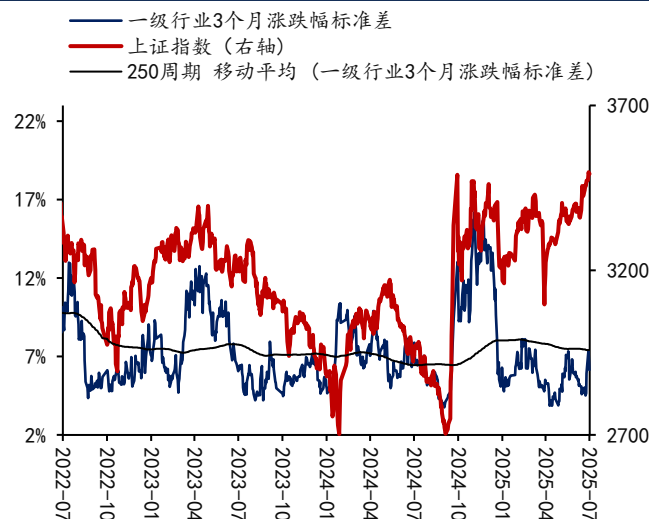
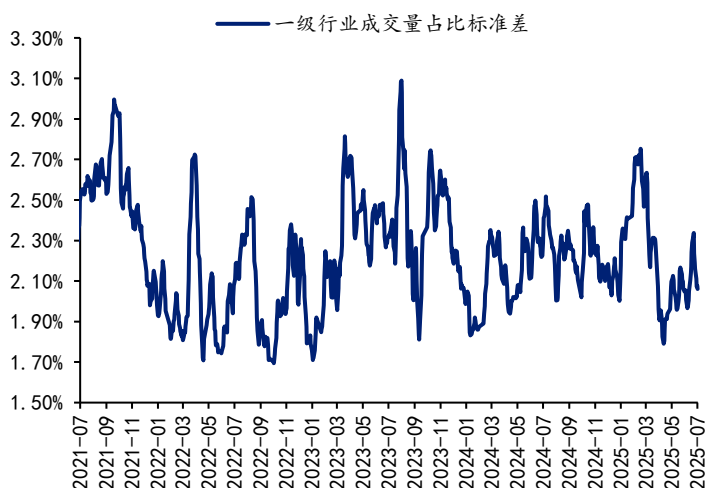
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场情绪跟踪：6月一级行业成交量分化回升，涨跌幅分化程度低位震荡

6月成交量分化程度有所回升，涨跌幅分化低位震荡。6月一级行业成交量占比标准差继续回升，到6月30日上升到2.34%的高点。截至6月30日一级行业3个月涨跌幅标准差为5.0%，由于板块轮动速度较快，二季度涨跌幅分化程度在低位震荡。

图 20：6月一级行业成交量占比（5日MA）标准差继续回升（单位：%）

图 21：6月一级行业涨跌幅标准差低位震荡（单位：%、点）

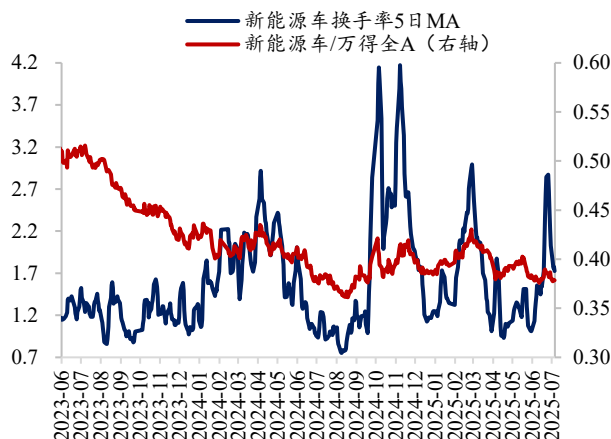


资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

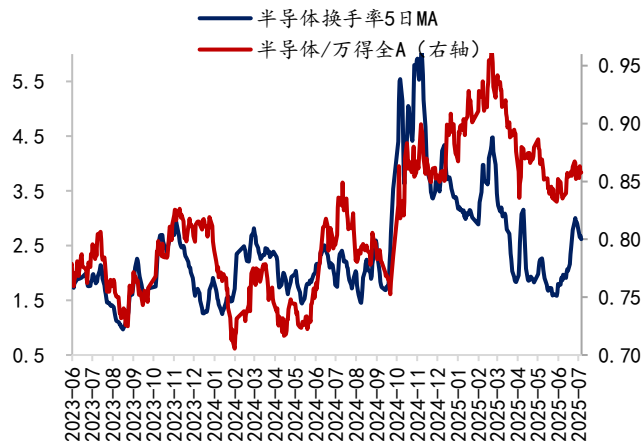
从换手率来看，TMT 交易热度回升到历史高位，食品饮料换手率回落。（1）TMT 换手率有所回升。截至7月9日，新能源车换手率（5日MA）为1.78%，处于2010年以来59%的分位水平。半导体换手率（5日MA）为2.68%，处于2010年以来74.6%的分位水平。计算机换手率（5日MA）为3.68%，处于2010年以来80.3%的分位水平。传媒换手率（5日MA）为2.64%，处于2010年以来71.9%的分位水平。（2）食品饮料换手率下降，医药生物换手率高位震荡。截至7月9日，食品饮料换手率（5日MA）1.29%，处在2010年以来51.6%的分位水平。医药生物换手率（5日MA）为2.39%，处在2010年以来87.1%的分位水平。（3）周期板块换手率上升。截止7月9日，煤炭行业换手率（5日MA）为1.21%，处于2010年以来69.2%的分位水平；有色金属换手率（5日MA）为1.96%，处于2010年以来69.5%的分位水平。（4）银行换手率继续上升。截至7月9日，银行换手率（5日MA）为0.3%，处于2010年以来86.2%的分位水平；建筑行业换手率（5日MA）为1.10%，处于2010年以来61.2%的分位水平。

图 22：新能源车日均换手率（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：半导体日均换手率（单位：%、倍）



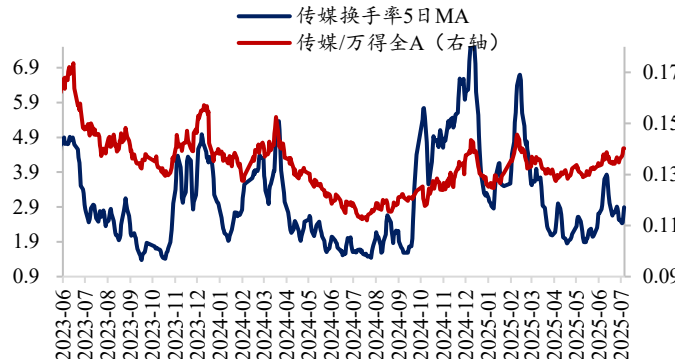
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：计算机日均换手率（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：传媒日均换手率（单位：%、倍）



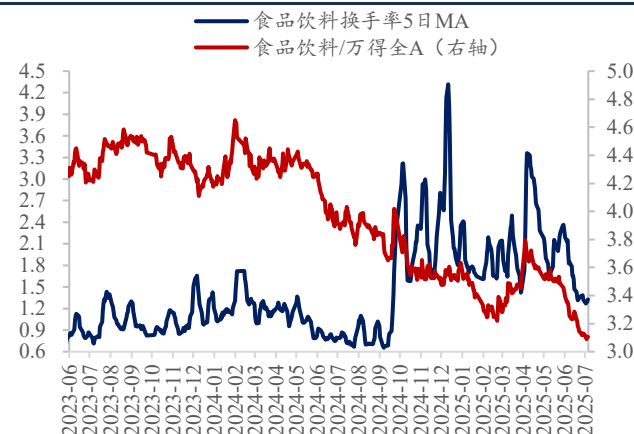
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：医药生物日均换手率（单位：%、倍）

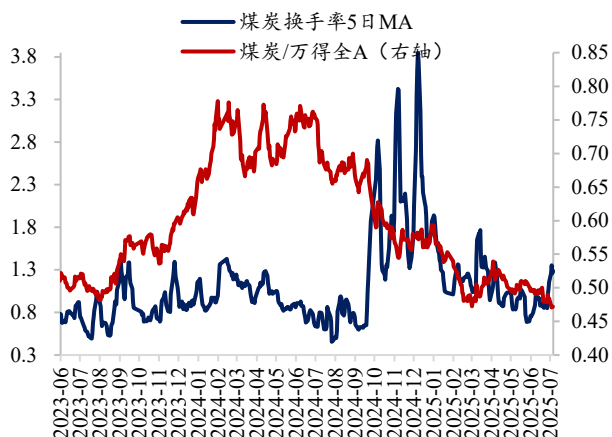


资料来源：万得，信达证券研发中心

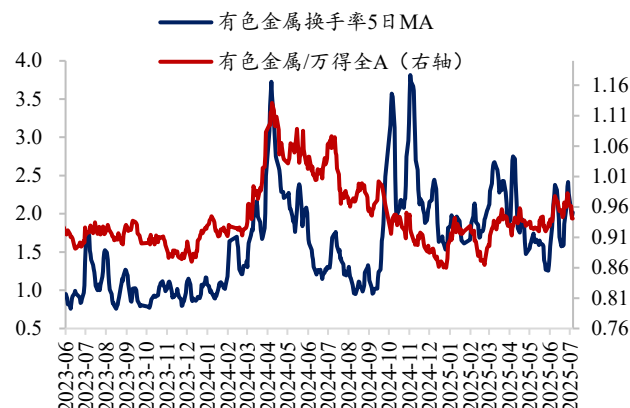
图 27：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）



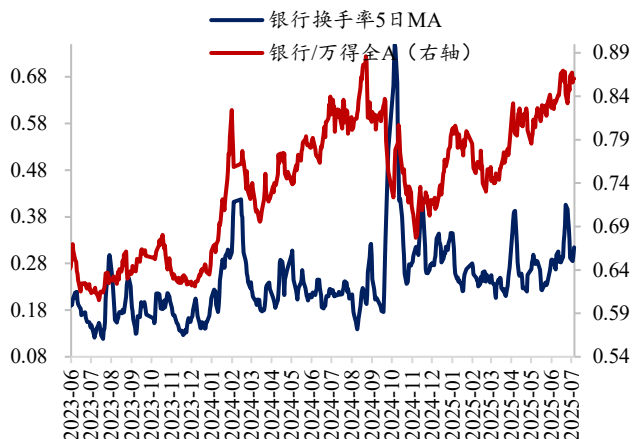
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：煤炭日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：有色金属日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：银行日均换手率（单位：%、倍）


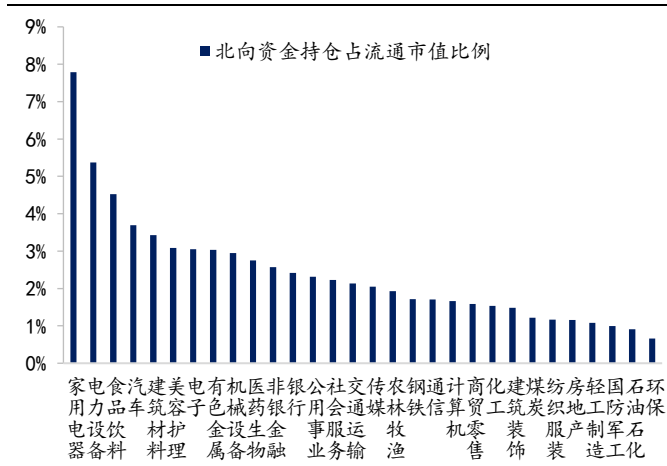
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：建筑日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

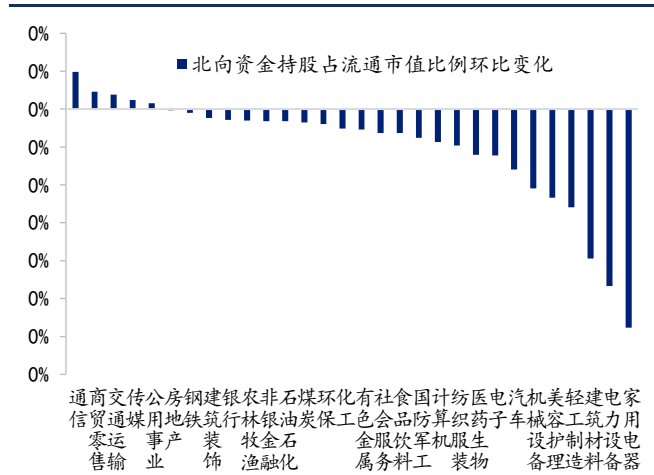
2025 年 6 月北向资金持仓占流通市值比例居前的行业为家用电器、电力设备、食品饮料、汽车、建筑材料。6 月北向资金加仓的行业主要为通信、商贸零售、交通运输。而减仓的行业主要为家用电器、电力设备、建筑材料。

图 32：6 月北向资金持仓占流通市值比例（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

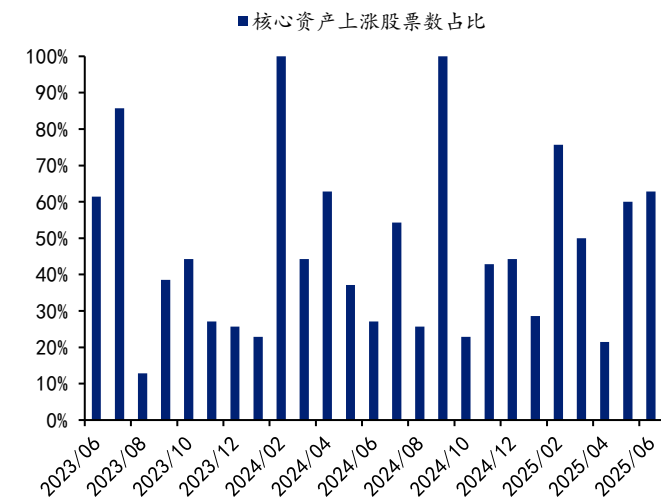
图 33：6 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心

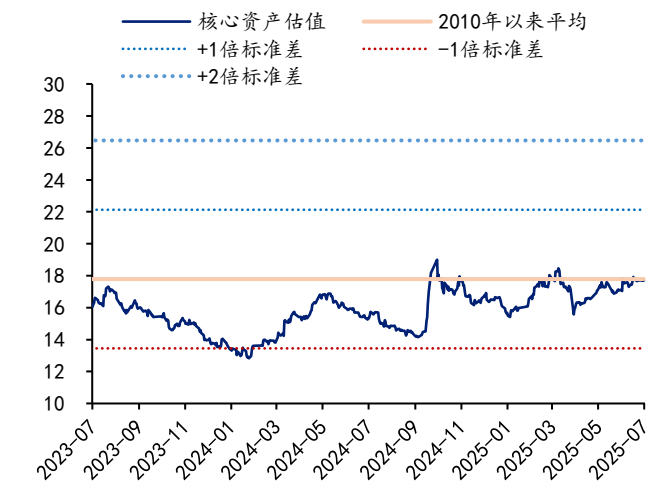
2025 年 6 月核心资产上涨股票占比较 5 月上升，核心资产估值回升至 2010 年以来平均值水平。

图 34：6 月核心资产上涨股票数占比较 5 月上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：6 月核心资产估值回升（单位：倍）

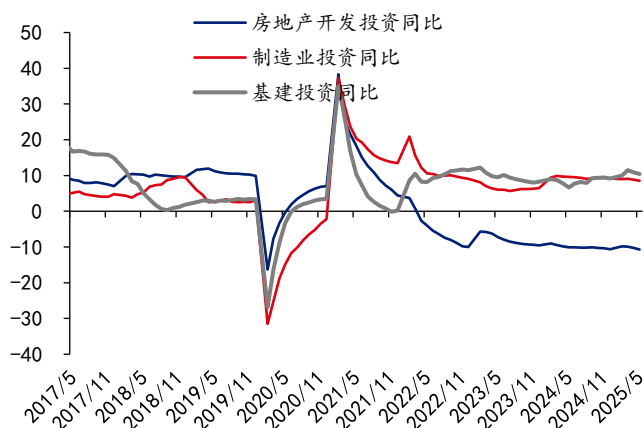


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观、中观基本面跟踪

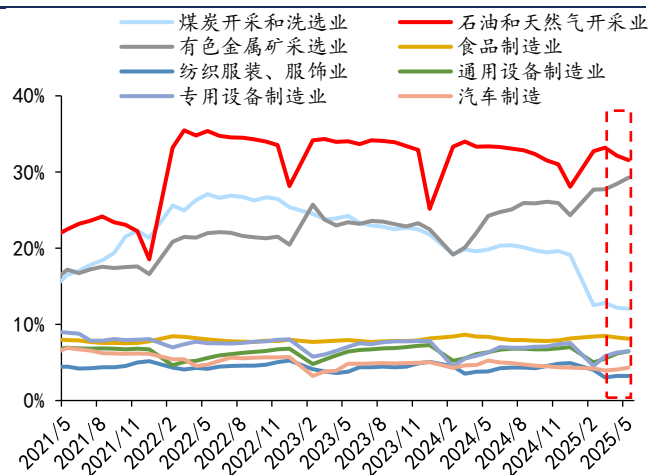
3.1 投资

图 36：5 月基建、制造业投资同比增速小幅回落，房地产投资同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

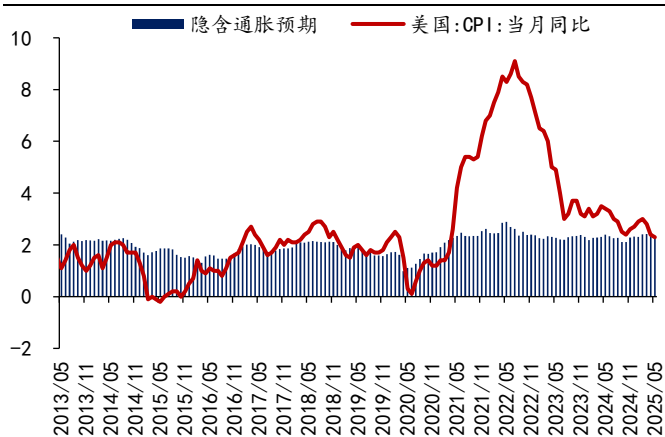
图 37：2025 年 5 月上游和下游利润占比下降，中游利润占比下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

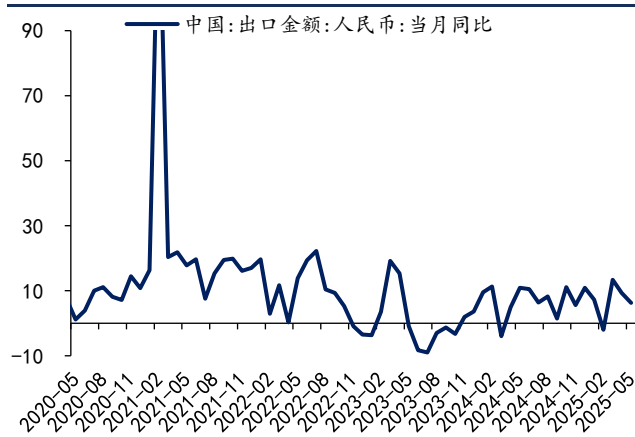
3.2 外需

图 38：美国 5 月 CPI 回落至 2.4%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

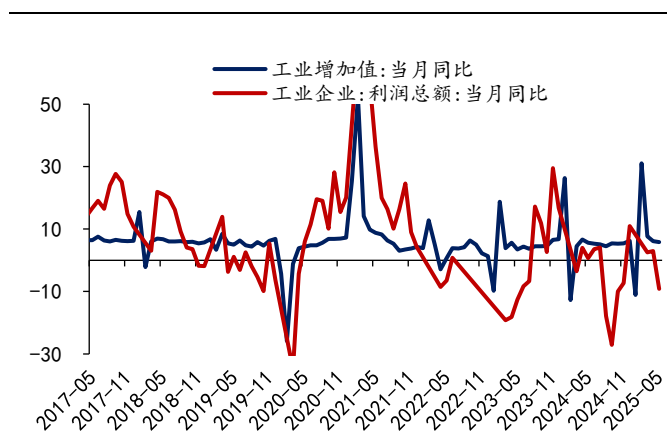
图 39：5 月我国出口金额人民币计价当月同比正增 6.3%，环比有所下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

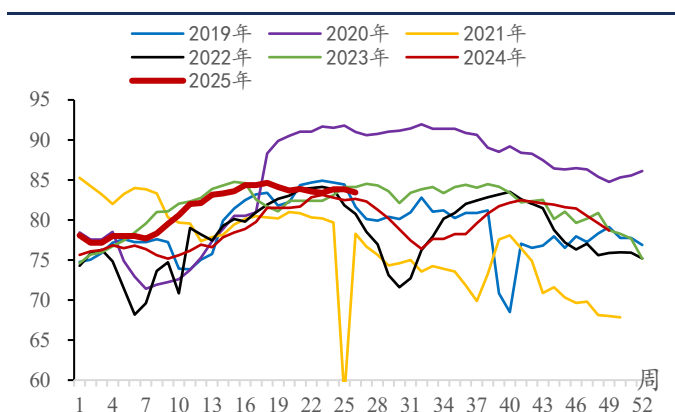
3.3 工业

图 40：5 月工业增加值环比回落，工业企业利润总额负增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

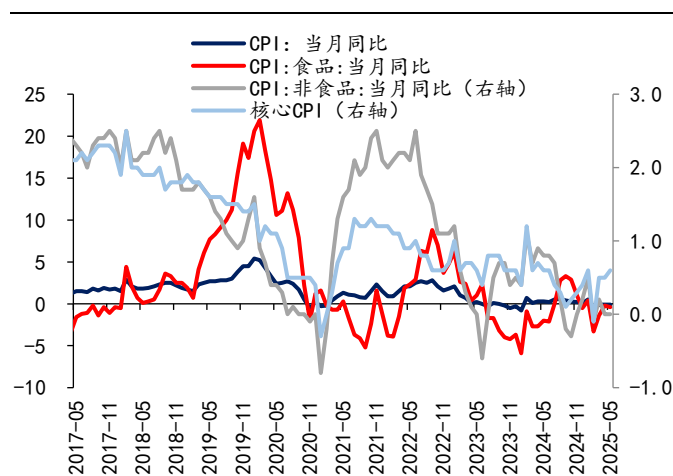
图 41：2025 年 5 月高炉开工率平稳（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

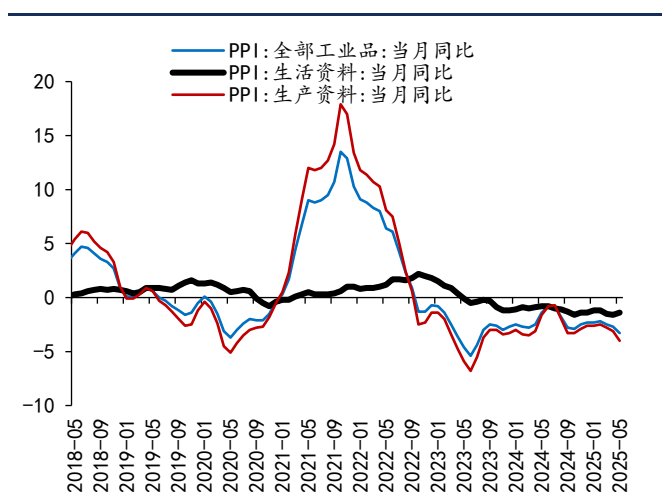
3.4 通胀

图 42：5 月 CPI 正增 0.1%，核心 CPI 小幅回升（单位：%）



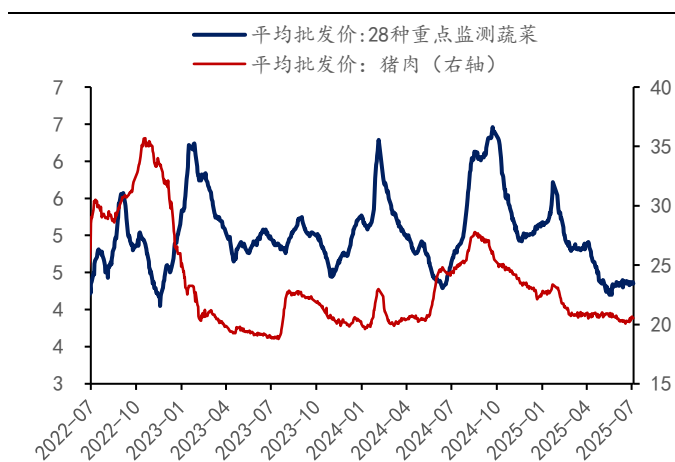
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：5 月 PPI 同比降幅扩大（单位：%）



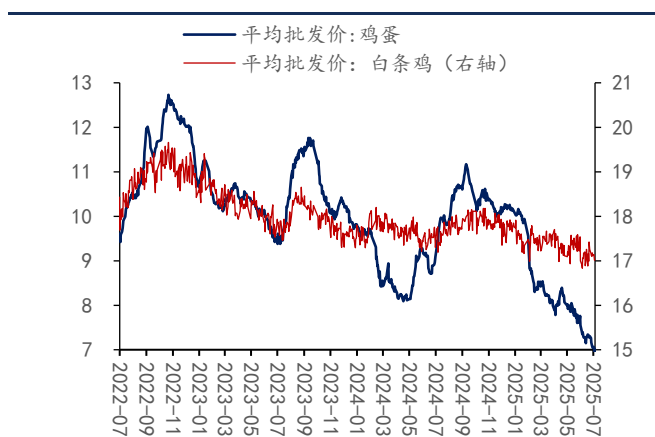
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：猪肉价格企稳，蔬菜价格回升（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

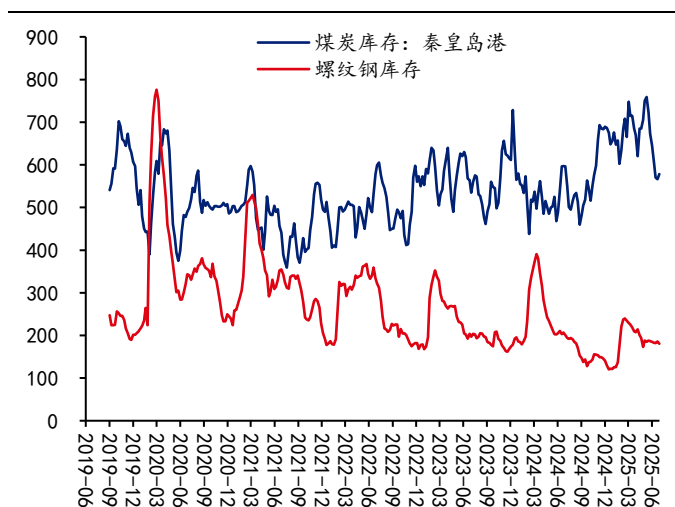
图 45：鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

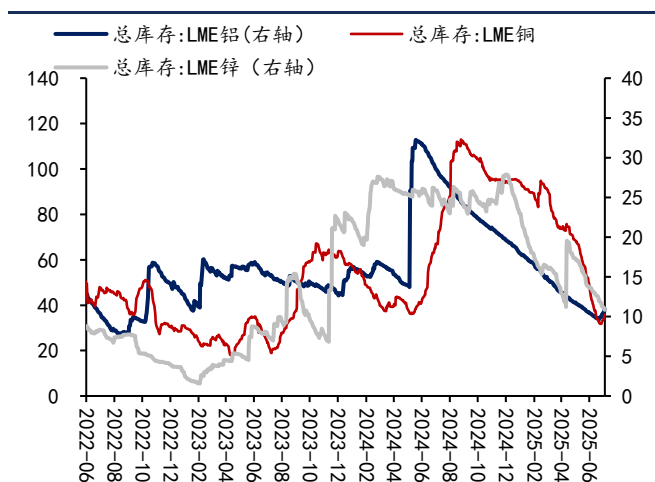
3.5 上游：资源品

图 46：煤炭库存回升、螺纹钢库存回落（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

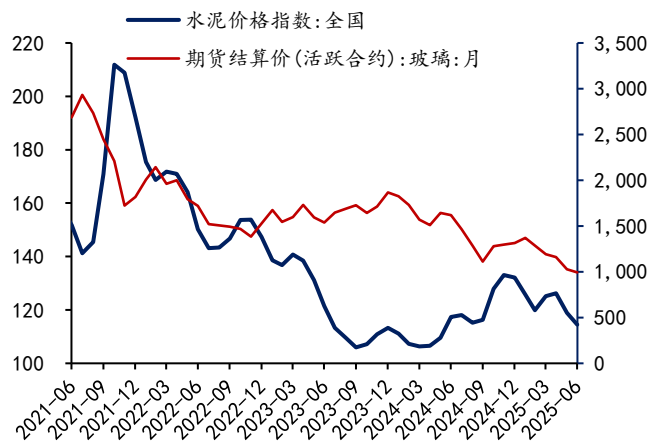
图 47：铜、铝、锌库存持续下降（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

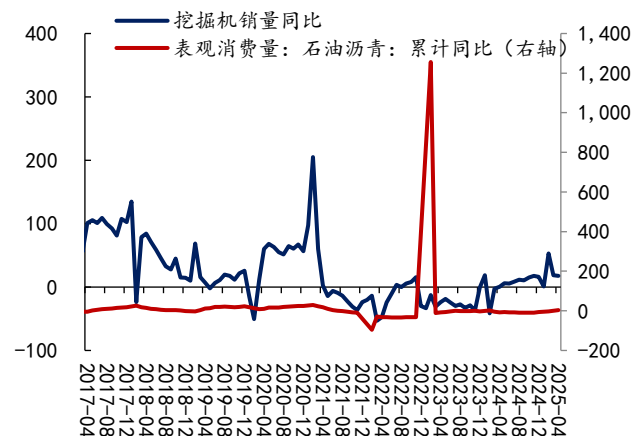
3.6 中游：建材、机械设备

图 48：6 月玻璃价格、水泥价格下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

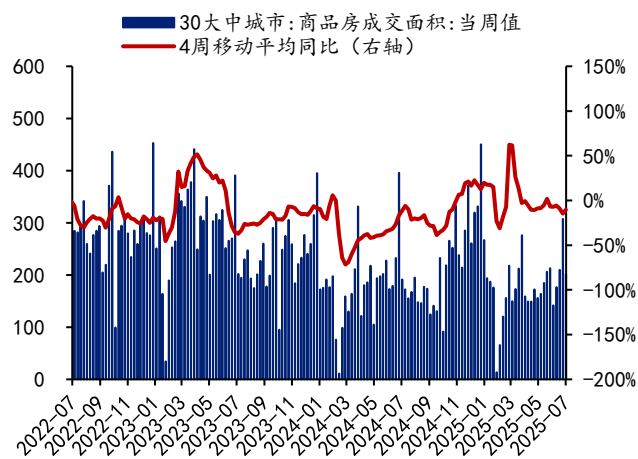
图 49：4 月挖掘机销量同比增长 17.6%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

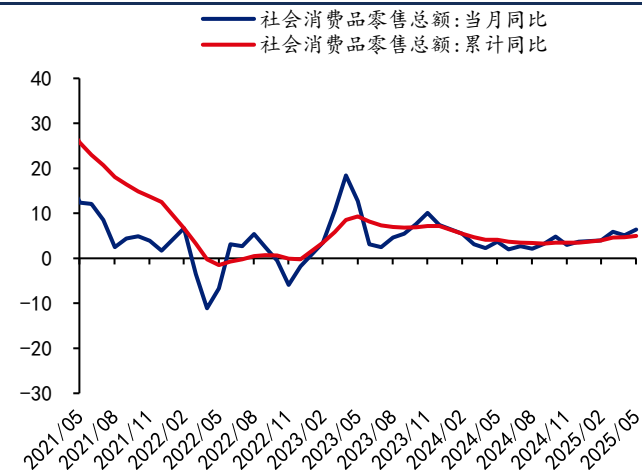
3.7 下游：房地产、消费

图 50：6 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速继续磨底（单位：万平方米，%）



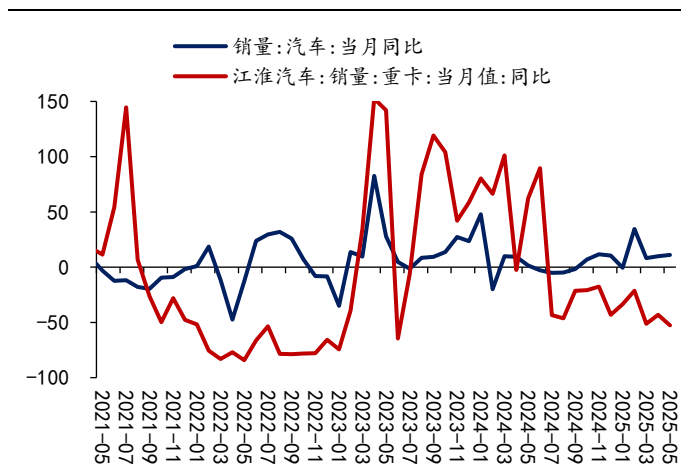
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：5 月社会消费品零售总额当月同比增速回升（单位：%）



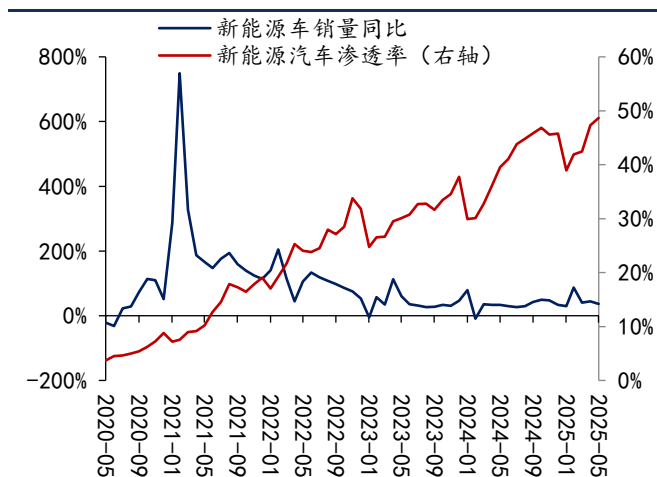
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 52：5 月车销量增速环比小幅上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：5 月新能源车销量渗透率为 48.7%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021 年 11 月《V 型大震荡》，2022 年 5 月《静待 V 形反转》，2022 年 12 月《先 Beta，再 Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。