



七月配置视点：小微盘当下风险几何？

2025 年 07 月 06 日

➤ 小微盘当下风险几何？

1. **2025 年上半年，小微盘表现明显强于大盘。**中证 1000 指数、万得小市值指数均明显跑赢沪深 300。稳定型、堕天使、初创者三类微盘股收益显著，分别为 38.75%、36.66%和 30.43%。
2. **小微盘目前拥挤度较高，如果市场情绪退温有大幅回调可能，但出现类似 2024 年初的短期剧烈波动可能性相对较小。**目前雪球产品集中敲入的可能性相对较小，并且规模预估也显著低于 2024 年 1 月水平；量化指增产品在微盘上的暴露相较于 2024 年初也显著减少。

➤ 大类资产量化观点

1. **权益：社融或较快增长，七月保持乐观。**景气度 6 月整体走平，金融景气度有所下降，工业景气度有所回升；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。信用扩张进一步加速，结构同样有所改善；从结构来看，信贷表现预计略强于去年同期水平，私人部门占比相比上月提升。7 月关键点位关注突破，整体保持乐观。
2. **利率：7 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.64%。**经济增长因子回落，通货膨胀因子回升，债务杠杆因子回升，短期利率因子下行趋缓，综合来看 7 月 10Y 国债利率整体望平稳。
3. **黄金：模型继续看多。**从四因子模型来看，各因素继续共同推动黄金上涨。
4. **地产：整体压力保持平稳。**房地产行业压力指数 0.569，与上期持平。供给侧压力受土地市场降温而略上升，而需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。
5. **海外：外资维持流入态势，印度或重具配置价值。**外资延续流入，NIFTY 50 指数 6 月上涨 3.10%。外资流出的企稳是当前印度反弹的核心原因，当前印度或开始重具配置价值。

➤ 二元风格量化观点

1. **大势研判综合观点：继续推荐成长类策略。**实际增速资产优势差继续回升，预期增速资产优势差继续回升，ROE 优势差边际继续下行但拥挤度较低，高股息类资产拥挤度保持高位。 Δg 和 Δg_f 继续扩张，成长萌芽趋势继续，7 月继续保持成长风格推荐。
2. **风格补充观察：小盘相较于大盘关注度边际回落。**美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点；6 月小盘相较于大盘关注度边际回落，但趋势不变；从市值因子拥挤度来看，6 月小盘风格拥挤度继续维持高位；从季节效应来看，2010 年以来月份大小盘无显著差异。

➤ 行业配置量化观点

1. **胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：**有色金属、电力设备及新能源、计算机、机械、农林牧渔、基础化工。2024 年以来绝对收益 19.69%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 2.80%。
2. **出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，**本期推荐有色金属、基础化工、电子、通信。

➤ **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化大势研判 202507：继续推荐成长类策略-2025/07/04
2. 基金分析报告：迎接科技新周期：博时上证科创板 100ETF 投资价值分析-2025/07/03
3. 量化分析报告：2025 年 6 月社融预测：42157 亿元-2025/07/01
4. 量化周报：维持震荡偏乐观判断-2025/06/29
5. 量化专题报告：把握爆品脉搏：新消费量化洞察与选股-2025/06/29

目录

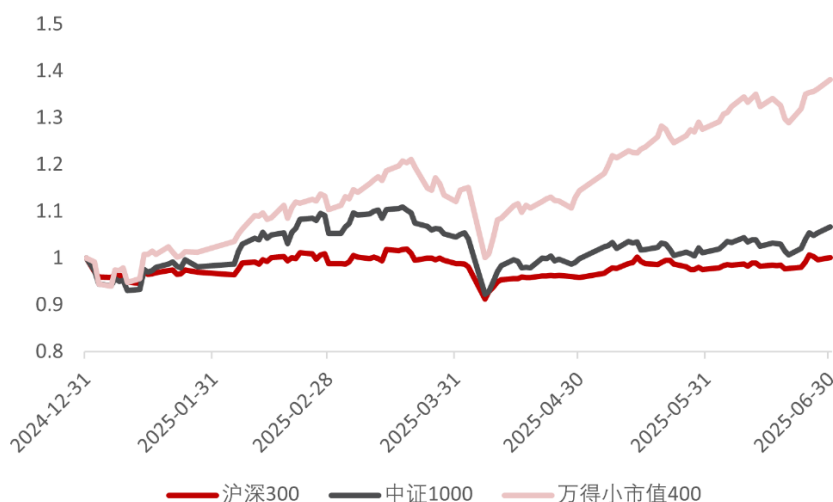
1 小微盘当前风险几何？	3
1.1 小微盘市场表现	3
1.2 小微盘风险度量	4
2 大类资产量化观点	8
2.1 权益：社融或较快增长，七月保持乐观	9
2.2 利率：7月10Y国债利率或下行1BP至1.64%	12
2.3 黄金：模型继续看多	14
2.4 地产：整体压力保持平稳	16
2.5 海外：外资延续流入态势，印度或重具配置价值	18
3 二元风格量化观点	20
3.1 风格综合观点：继续推荐成长类策略	20
3.2 风格补充观察：小盘机构关注度边际回落	23
4 行业配置量化观点	26
4.1 行业推荐：胜率与赔率	26
4.2 行业推荐：出清反转策略	28
5 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	31

1 小微盘当前风险几何？

1.1 小微盘市场表现

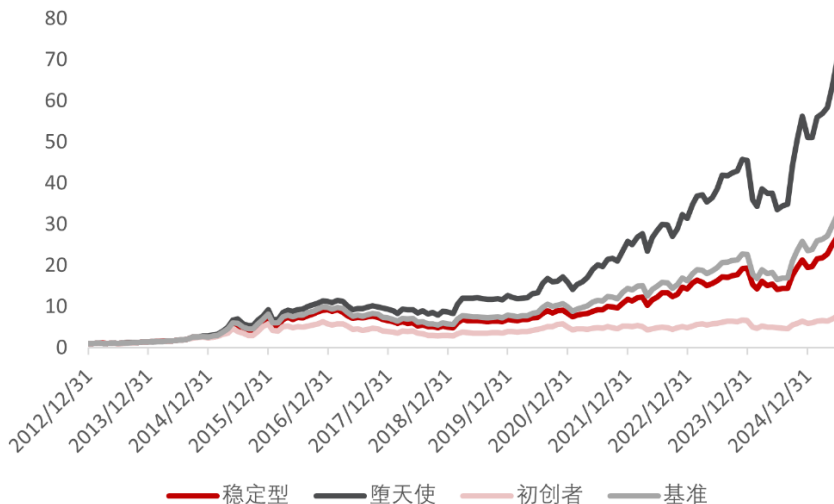
2025 年上半年，小微盘表现明显强于大盘。截至 2025 年 6 月 30 日，中证 1000 指数累计收益 6.69%，万得小市值 400 指数（868101.WI）累计收益 38.12%，均显著跑赢沪深 300 指数（0.03%）。

图1：上半年大小盘指数表现



资料来源：wind，民生证券研究院

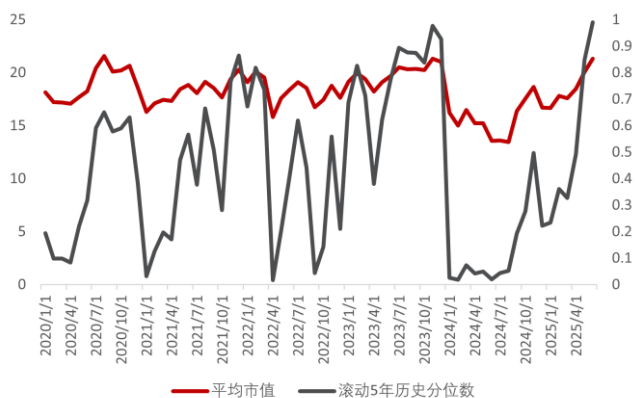
在 2025 年上半年，三类微盘股的收益分别为稳定型 38.75%，堕天使 36.66%，以及初创者 30.43%。我们在《资产配置月报：四月配置视点：微盘股中的“初创者”、“稳定型”、“堕天使”》中提出可以根据微盘股市值变化特征，将其划分为三种类型：稳定型、堕天使和初创者。稳定型指持续处于微型市值状态的公司（上市两年以上，过去三年 70% 以上时间处于微盘状态）；堕天使指从中小市值跌至微型市值的公司（上市两年以上，过去三年 30% 以上时间处于非微盘状态）；初创者则指初上市仍然保持在微型市值状态的公司（上市时间不足两年）。2025 年上半年的收益表现来说，稳定型 > 堕天使 > 初创者。

图2：三类微盘股的价格走势


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 小微盘风险度量

目前微盘的拥挤度或已到高位。从微盘的平均市值来看，目前微盘股的平均市值已经达到较高水平，截至2025年6月30日为过去5年的99.04%分位数；从成交水平来看，2025年6月30日微盘与沪深300成交额比值的20日移动平均达12.04%，接近2023年11月下旬水平。

图3：微盘平均市值及滚动5年历史分位数


资料来源：wind，民生证券研究院

图4：微盘/沪深300 成交额比值 20 日移动平均


资料来源：wind，民生证券研究院

估值水平来看，微盘的PE估值水平已经达到相对高位。中证1000的PE估值为38.75，是过去5年的74.9%分位数，而国证2000的PE估值为50.94，是过去5年的90.98%分位数。估值维度来看，小微盘均已到较贵区间。

图5：中证 1000 的 PE 估值水平


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：国证 2000 的 PE 估值水平


资料来源：wind，民生证券研究院，注：万得小市值 400 指数由于净利润为负 PE 估值参考价值不大，因此参考国证 2000 表现

那么当下小微盘是否还会发生类似于 2024 年 1 月的短期大幅调整呢？目前来看可能性并不大。

图7：2024 年小微盘大幅下跌

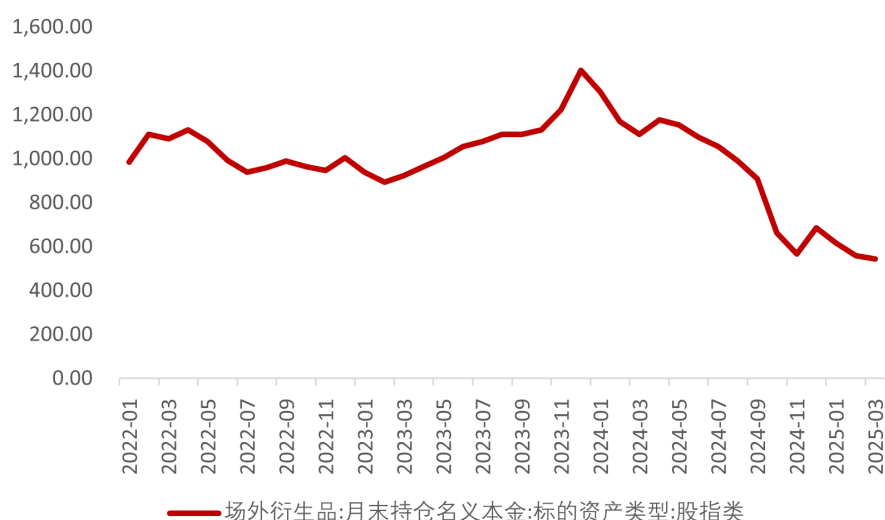

资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年 1 月小微盘大幅下跌的原因之一或为雪球产品的集中敲入带来的冲击。雪球产品的发行人通常会买入对应标的股指期货以对冲其 delta 风险，当指数价格向下接近敲入线时 delta 会大于-1，即持有的对冲持仓市值可能会超过产品的名义本金；而当达到敲入线时则 delta 迅速恢复至-1，此时则需要平掉多余的头寸，对市场产生抛压。这是导致 2024 年 1 月市场大幅下跌的原因之一：雪球敲入—>券商平掉股指期货多余头寸—>股指期货贴水扩大—>量化中性策略对冲成本上升导致被动减仓—>市场进一步下跌。

但目前雪球产品集中敲入的可能性相对较小，并且规模预估也显著低于 2024 年 1 月水平。2024 年 1 月雪球产品的集中敲入来自于 2022-2023 年市场的长期下跌，但是 2024 年 9 月 24 日开始的市场上涨会使得之前的雪球产品大部分都成

功敲出。而 2024 年 10 月至今即使从最高点位 6612 点 (2025.3.18) 算, 到 6 月底下跌也仅-3.87%, 距离敲入线仍有较大距离。由于雪球产品的规模并没有官方数据的公布, 我们仅能做简单估计。目前可得的数据为中国期货业协会发布的场外衍生品交易数据, 基于标的资产为股指类的场外衍生品月末持仓名义本金与雪球产品规模呈正比的假设进行估算, 截至 2025 年 3 月底雪球的规模预计已不及 2024 年初的一半水平, 即使发生敲入对市场产生的冲击预计也相对较小。

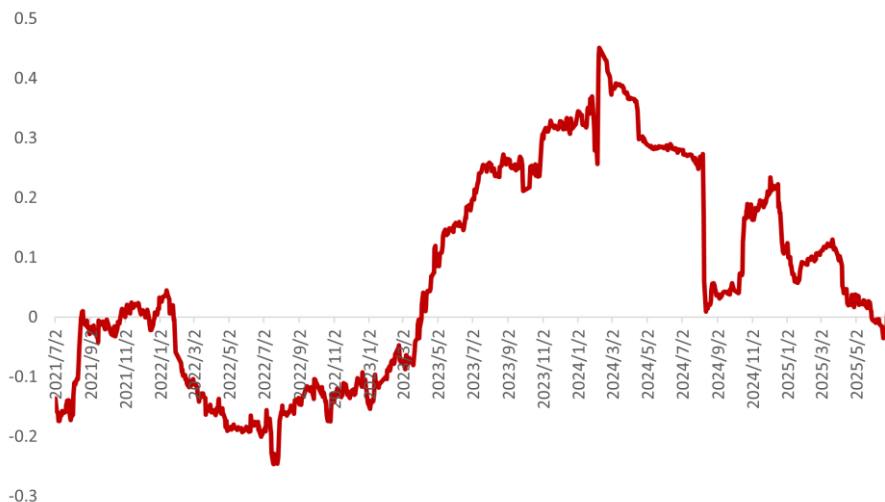
图8: 标的资产为股指类的场外衍生品月末持仓名义本金 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

从量化指数增强来看, 中证 1000 指数增强产品在微盘上的暴露相较于 2024 年初显著减少。我们通过计算中证 1000 指数增强产品的超额收益与微盘相较中证 1000 收益的 120 日滚动相关性发现, 2024 年年初相关系数超过 0.3, 而当前仅为 0.03, 从相关性的维度来说指增产品当前在微盘上的暴露相对较低。

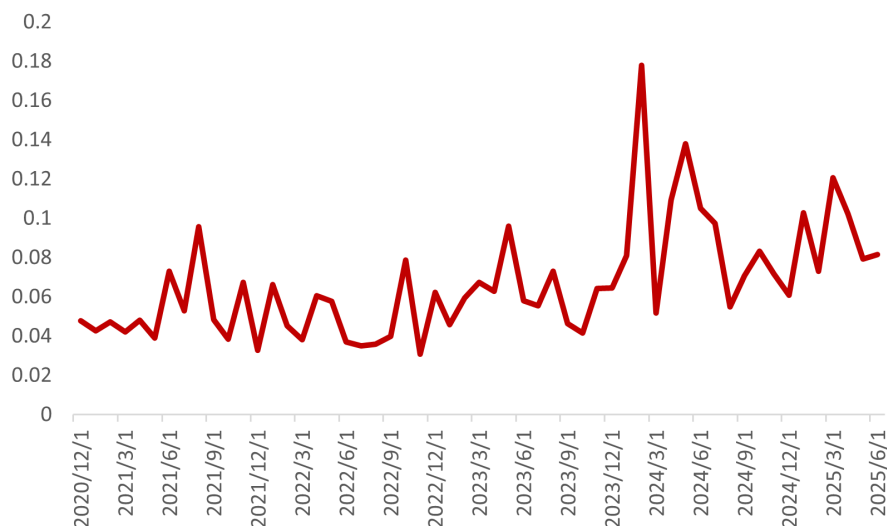
图9: 中证 1000 指数增强产品超额与微盘超额的 120 日滚动相关性



资料来源: wind, 民生证券研究院

从龙虎榜成交金额中机构专用席位占比来看，目前微盘资金力量中机构投资者占比有整体中枢上移的趋势。由于龙虎榜数据相对有限，测算得到的比例仅供参考。

图10：微盘股龙虎榜机构专用席位成交占比月度均值



资料来源：wind，民生证券研究院

综上所述，当前小微盘拥挤度相对较高，如若市场情绪退温，有出现较大回调的可能。但是目前场外衍生品比如雪球类产品的数量以及量化策略在小微盘上的暴露相较 2024 年年初的有明显减少，再次出现类似 2024 年初的短期剧烈波动的可能性相对较小。

2 大类资产量化观点

2025 年 7 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 7 月大类资产量化观点

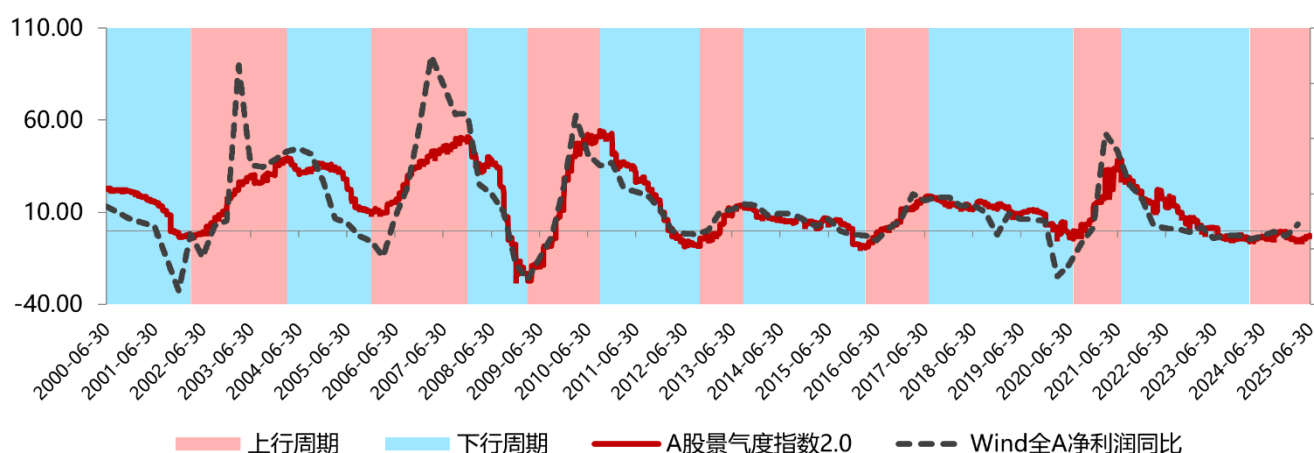
大类资产	观点
权益	核心：社融或较快增长，七月保持乐观 - 景气度 6 月整体走平，金融景气度有所下降，工业景气度有所回升；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换； - 信用扩张进一步加速，结构同样有所改善；从结构来看，信贷表现预计略强于去年同期水平，私人部门占比相比上月提升； - 7 月关键点位关注突破，整体保持乐观。
利率	核心：7 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.64% - 2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 70%； - 经济增长因子回落，通货膨胀因子回升，债务杠杆因子回升，短期利率因子下行趋缓。 - 综合来看 7 月 10Y 国债利率整体望平稳。
黄金	核心：模型继续看多 - 2023 年以来样本外有 23 个月方向判断正确，胜率为 77%； - 从四因子模型来看，各因素继续共同推动黄金上涨；
地产	核心：整体压力保持平稳 - 房地产行业压力指数 0.569，与上期持平； - 供给侧压力受土地市场降温而略上升，而需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。
海外	核心：外资维持流入态势，印度或重具配置价值 - 6 月印度股权市场外资延续流入，FPI 净流入 1690 亿美元； - 外资延续流入，NIFTY 50 指数 6 月上涨 3.10%； - 外资流出的企稳是当前印度反弹的核心原因，当前印度或开始重具配置价值。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：社融或较快增长，七月保持乐观

景气度 6 月整体走平，金融景气度有所下降，工业景气度有所回升。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。6 月以来金融业景气度继续下降，而工业景气度继续回升，加和来看整体景气度走平，全 A 净利润 Q2 累计同比或将进一步改善。

图11：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)

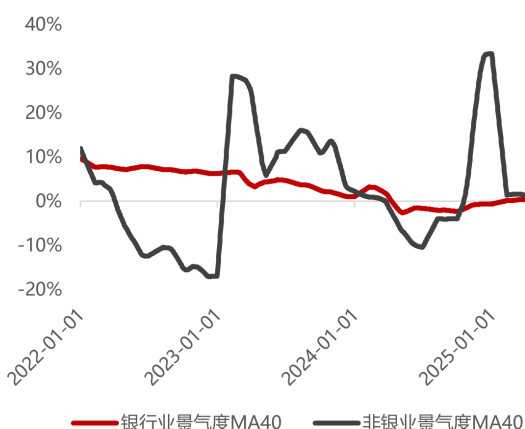


资料来源：wind，民生证券研究院

2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。

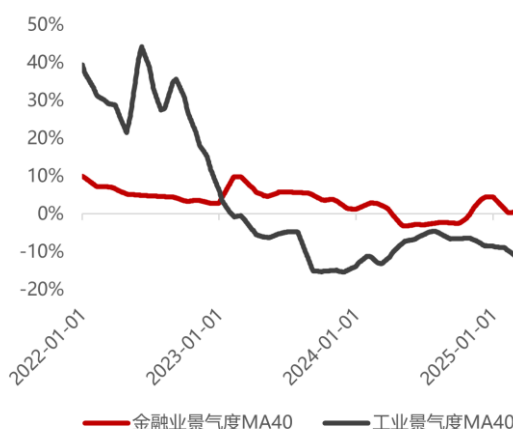
金融方面低估了非银的增速，而工业方面由于采用的指标和传统工业更为紧密因此低估了 TMT 等行业带来的增速扩张情况，反映了新旧动能切换的内生逻辑变化。不过二季度以来工业方面已经回升。

图12：银行与非银景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

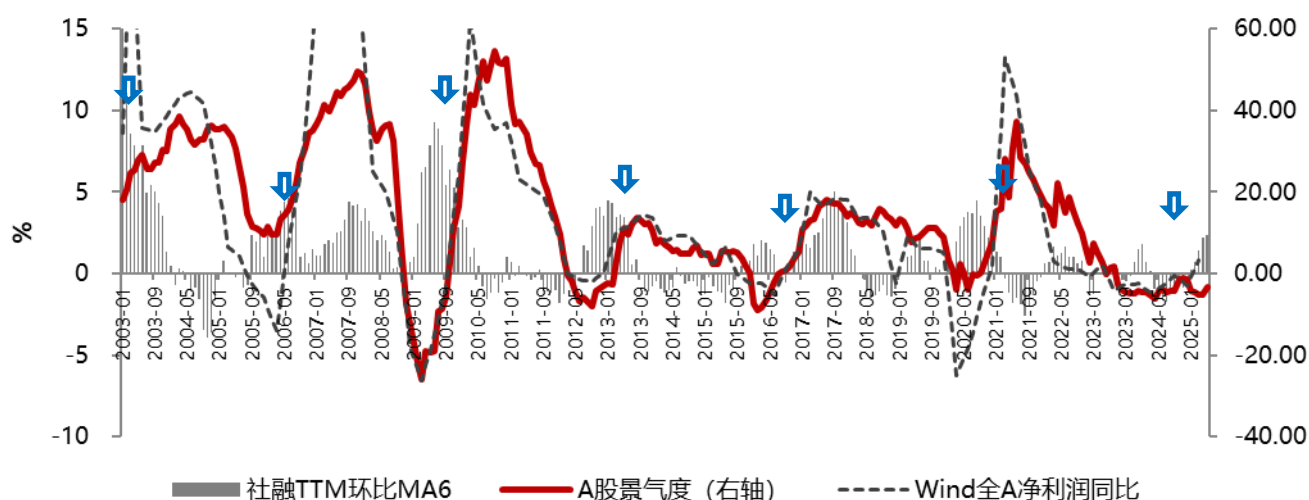
图13：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张进一步加速，结构同样有所改善。预计 2025 年 6 月新增社融约为 4.22 万亿元，同比增加 0.92 万亿元，社融 TTM 环比约为 2.54%。**从结构来看，信贷表现预计略强于去年同期水平，私人部门占比相比上月提升。**信贷方面，大城市新房成交量环比上行但略低于去年同期水平，新增居民中长贷预计净增量基本与去年持平；6 月 PMI 为 49.7%继续回升但仍处荣枯线下，新增企业信贷预计无突出表现。债券融资方面，政府债券延续较快发行节奏，净融资同比多增；企业债券净融资高频数据显示较去年同期有所增长。

图14：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

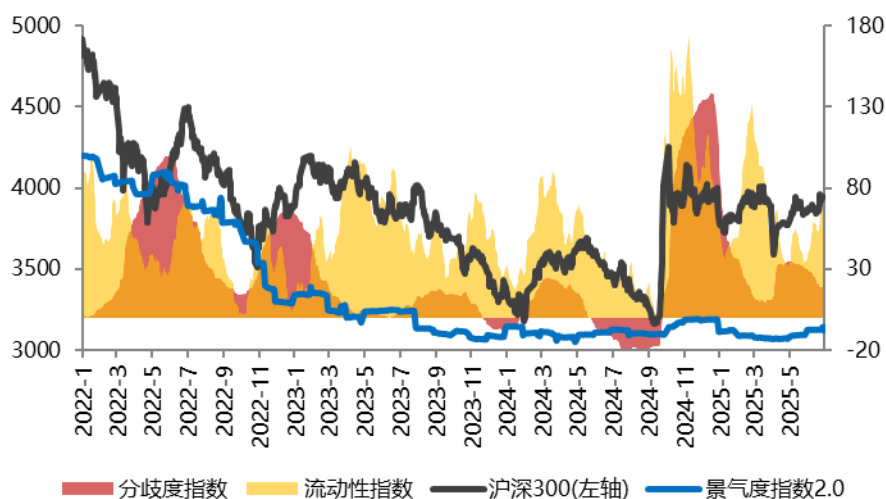
表2：6 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 6 月预测值	2024 年 6 月	2025 年 5 月预测值	2025 年 5 月
新增社融	42157	32985	23296	22870
社融 TTM 环比	2.54%	-2.78%	0.74%	0.63%
结构预测				
人民币贷款				
→企业贷款+居民短贷	23254	21927	8416	5923
→居民中长贷	19008	18871	6554	4192
→企业票据融资	2810	3202	538	746
外币贷款	1436	-393	1324	746
委托贷款	-97	-807	-235	134
信托贷款	19	-3	32	-166
未贴现银行承兑汇票	212	748	134	173
企业债券	-557	-2045	-1398	-1163
政府债券	2650	2100	940	1496
非金融企业境内股票融资	14371	8476	14535	14585
存款类金融机构资产支持证券	184	154	168	152
贷款核销	29	-695	-30	-102

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

7月关键点位关注突破，整体保持乐观。当下景气度保持上行，分歧度持续下降，流动性保持回升，从三维择时体系来看，整体市场处于一致上涨区间。从沪深300形态上来看，目前指数逼近重要阻力线附近，关注突破与否与其力度。六月底的上涨后回撤幅度较小，整体供应压力未体现，可视为积极信号。

图15: 分歧度、流动性、景气度变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图16： 沪深 300 受阻力线影响短期回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：7月10Y国债利率或下行1BP至1.64%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图18：10Y国债利率驱动因素模型

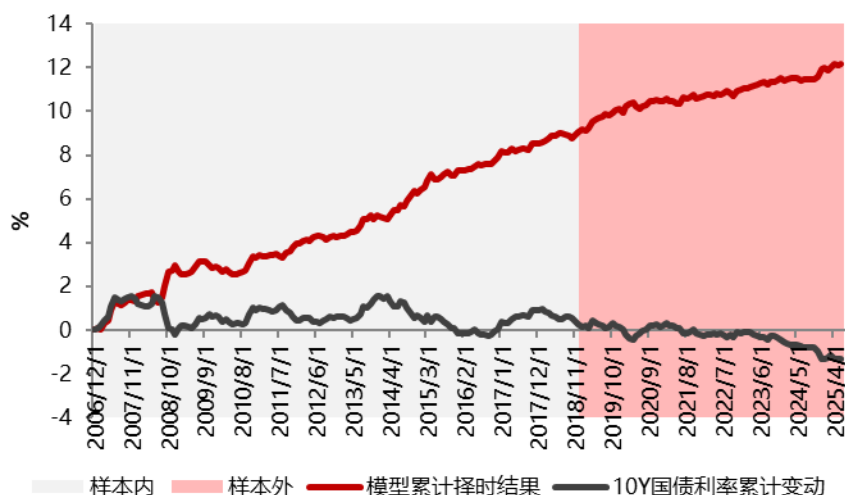


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 70%。

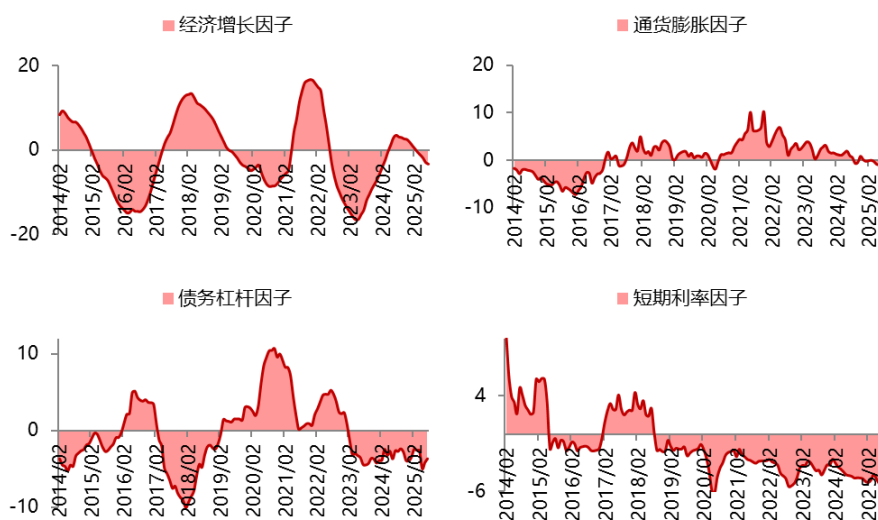
图19：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

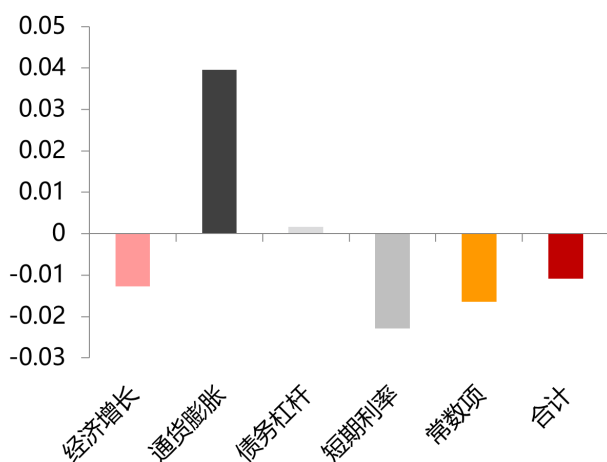
模型判断 7 月 10Y 国债利率或下行约 1BP 至 1.64%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子继续回落，通货膨胀因子有所回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子下行趋缓，基本金属中螺纹钢价近期有所反弹，铜价格也有所回升，多空因素交织，综合来看 7 月 10Y 国债利率整体望平稳。

图20：利率驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：10Y 国债利率 7 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：2018 年以来模型预测值与实际值对比

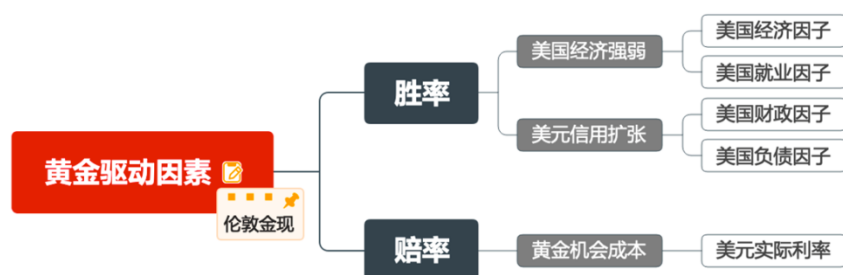


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：模型继续看多

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走1 势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：美国**经济**、美国**就业**、美国**财政**、美国**负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图23：黄金驱动因素模型

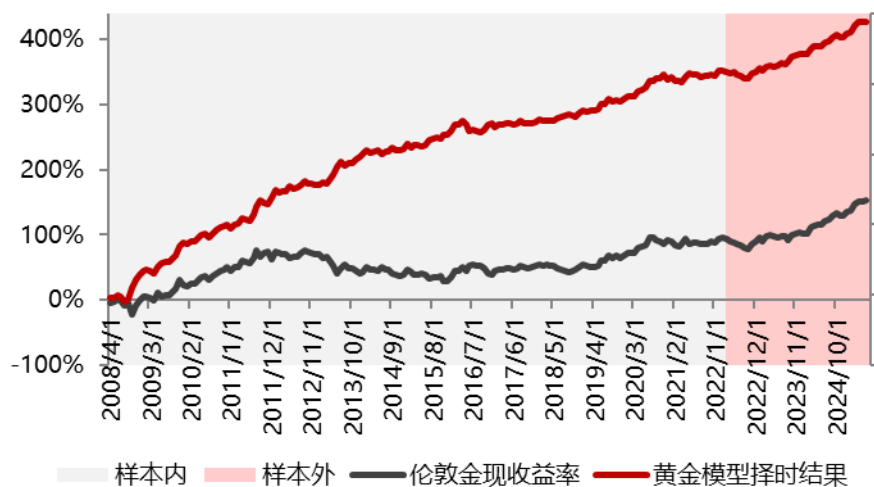


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 23 个月方向判断正确，胜率为 77%。

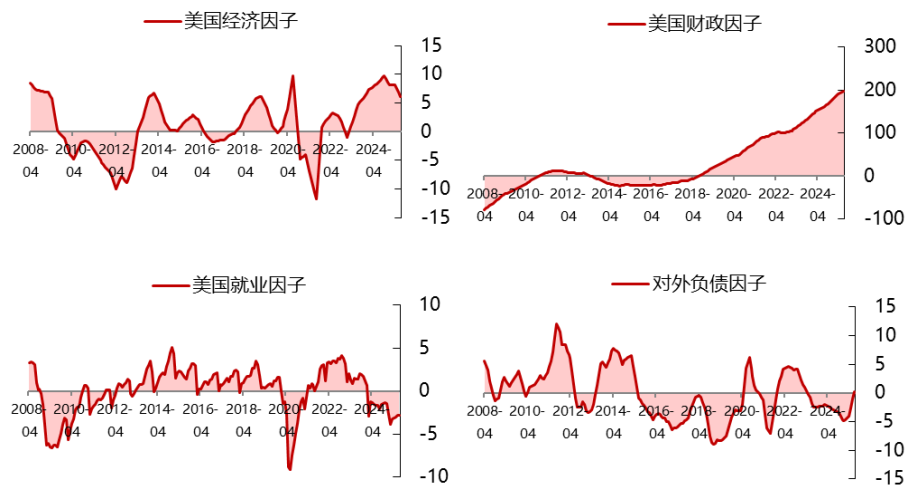
图24：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

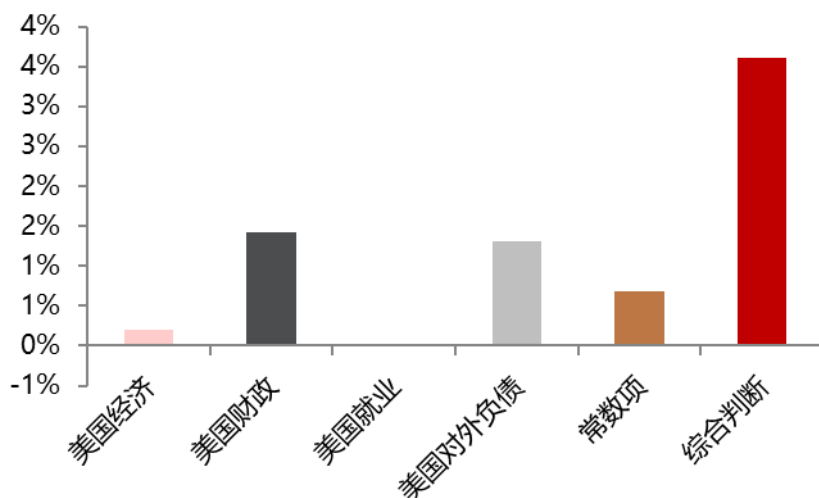
从四因子模型来看，各因素继续共同推动黄金上涨。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子保持上行，就业因子基本走平，对外负债因子继续上升，综合来看模型对接下来的黄金表现继续乐观。

图25：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：伦敦金现 7 月预测各因子贡献

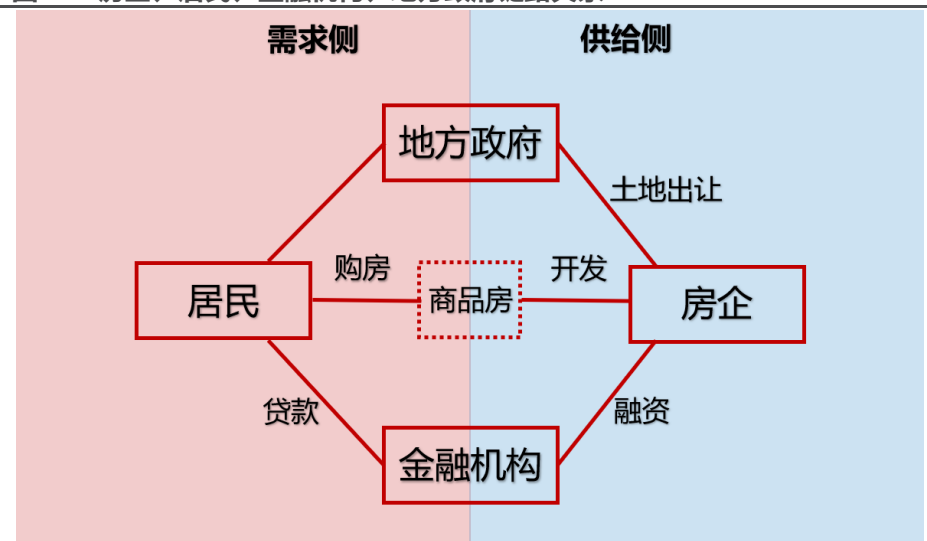


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：整体压力保持平稳

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

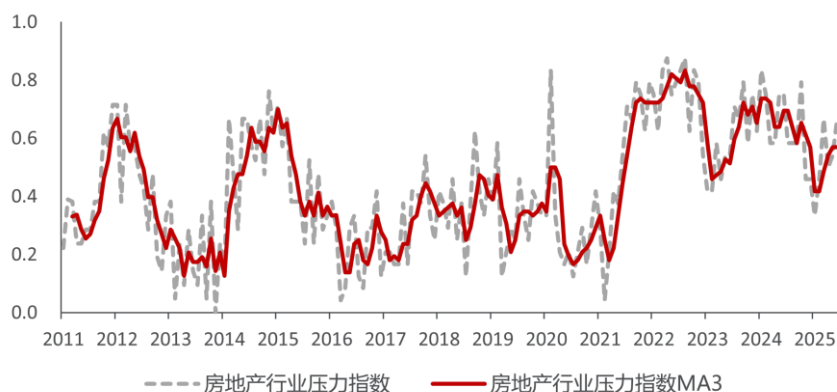
图27：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 6 月 30 日,三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.569,与上期持平。从细分指标层面看,土地市场量价表现均有回落;商品房销售面积降幅继续扩大,70 大中城市新房价格连续 24 个月负增长,环比降幅增加至-0.2%;房屋新开工面积同比延续负增,5 月为-18.72%;房地产开发贷款余额的增速有明显回落。从供需两侧来看,供给侧压力受土地市场降温而略上升,而需求侧压力受个人住房贷款增长有所回落。

图28：民生金工房地产行业压力指数（2025.06）



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：细分指标当期评分（2025.06）

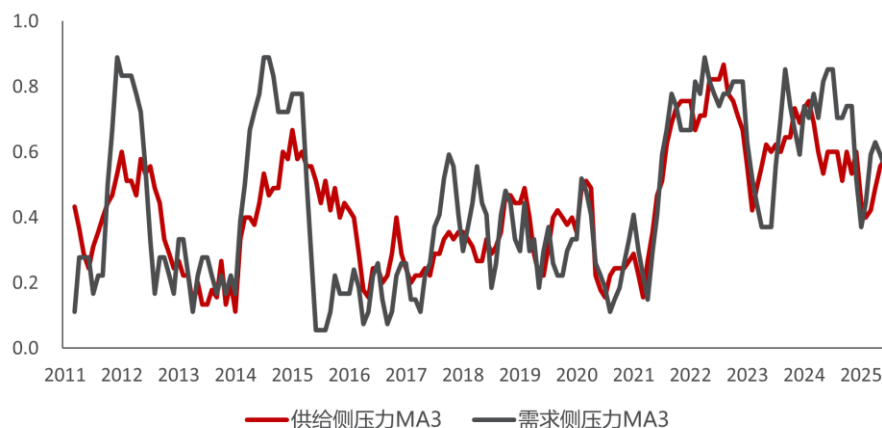
指标名称	当前观点
土地出让金	○ ○ ● ○ ○
成交土地溢价率	● ○ ○ ○ ○
商品房销售面积	● ○ ○ ○ ○
新建商品住宅价格指数	● ○ ○ ○ ○
房屋新开工面积	○ ● ○ ○ ○
新增个人住房贷款余额	○ ○ ○ ○ ●
房地产开发投资完成额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发贷款	○ ○ ● ○ ○

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
○ ○ ○ ○ ○
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图30：房地产供需两侧压力（2025.06）

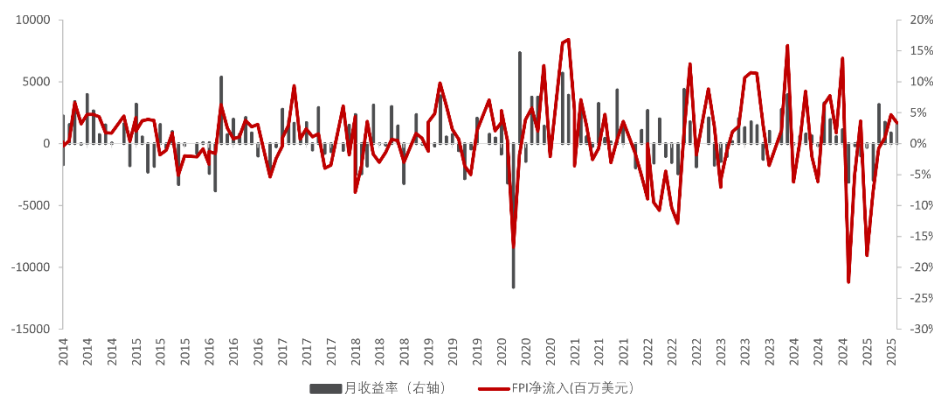


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：外资延续流入态势，印度或重具配置价值

6月印度股权市场外资延续流入，FPI净流入1690亿美元。外资在印度市场占比约37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

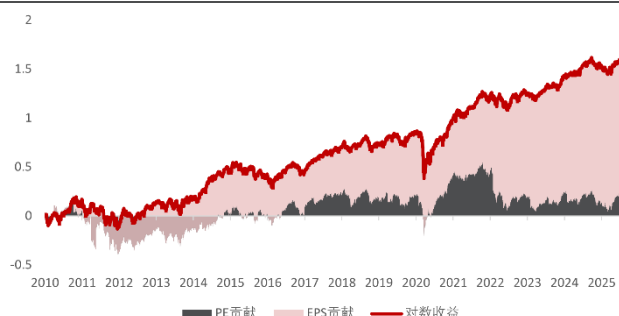
图31：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL，Bloomberg，民生证券研究院

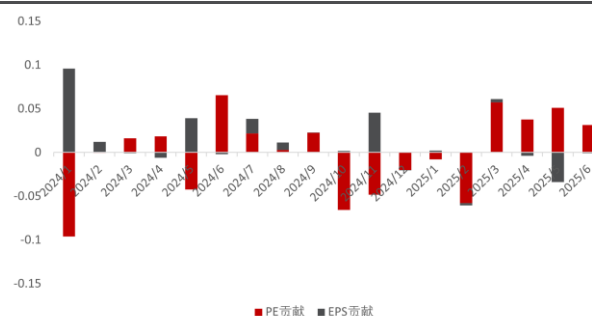
外资延续流入，NIFTY 50 指数6月上涨3.10%。根据NSE提供的DII和FII临时数据，5月外国机构投资者净买入749亿卢比，而印度国内机构投资者净买入7267亿卢比。资金面维度内外资机构投资者均延续买入态势。从收益分解来看，6月的上涨仍然来自于估值的回升。

图32：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

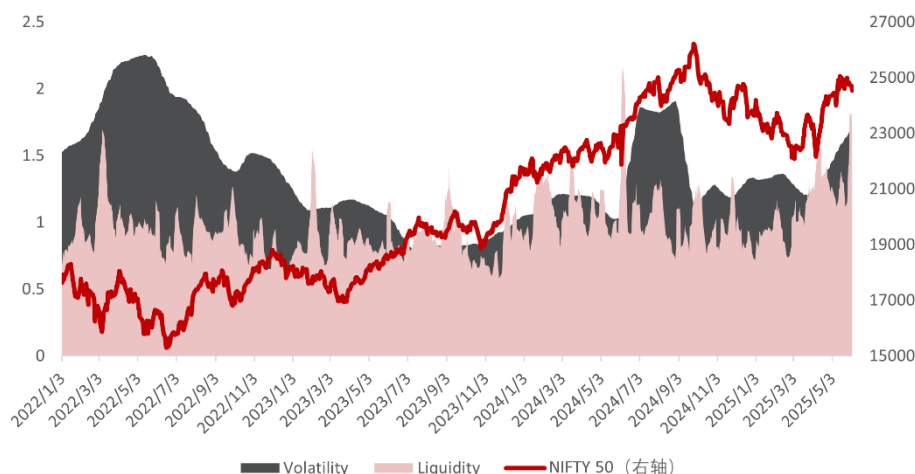
图33：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

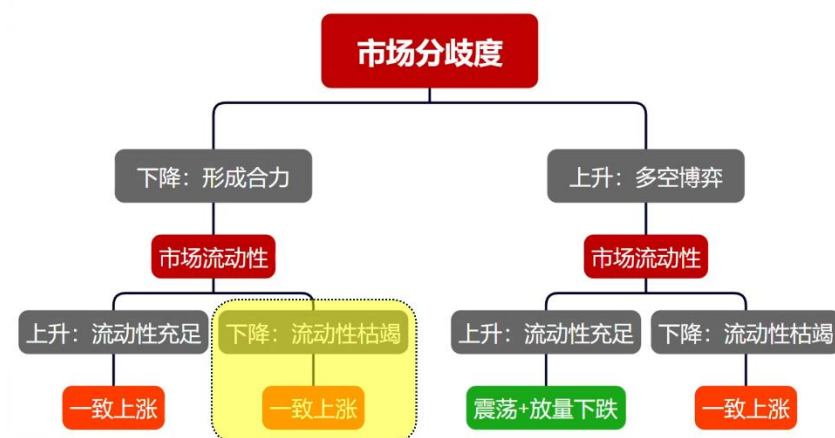
量价维度看，当前印度市场分歧度下行、流动性下行状态。历史上印度权益市场处于分歧度下行且流动性下行阶段时，主要行情为一直上涨，当前量价层面看好印度市场。

图34：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图35：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是当前印度反弹的核心原因，当前印度或开始重具配置价值。印度经济的走弱与 A 股的修复带来外资的流出，是印度 2024 年 9 月以来下跌的核心原因；目前印度外资连续三个月呈现净流入，市场企稳反弹，一季度经济数据回暖，企业盈利虽未明显改善但暂无明显向下预期。外资大幅重返印度市场以及二季度经济数据验证可以作为判断印度估值下修是否结束的关键信号。

表3：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	-	印度一季度经济数据回暖，二季度经济仍待数据验证。
外资	-	A 股表现吸引全球资金，导致印度市场外资流出，当前印度外资流出基本企稳。
估值	↑	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↑	分歧度↓流动性↓，短期看处于一致上涨区间。
综合	↑	印度外资重新流入后市场企稳反弹，外资动向以及二季度经济数据验证是判断印度估值下修是否确认结束的关键信号。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 二元风格量化观点

2025 年 7 月市场二元风格量化观点如下：

表4：2025 年 7 月市场二元风格量化观点

市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：继续推荐成长类策略 - 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现； - 实际增速资产的优势差继续回升，实际成长类、景气类策略可保持配置； - ROE 优势差继续下行，拥挤度较低下，盈利能力策略在基本面未见底前胜率不高； - 高股息类资产当下的拥挤度保持高位，相对收益目标不建议配置纯红利类资产； - Δg 和 Δgf 继续扩张，成长萌芽趋势继续，7 月继续保持成长风格推荐。
风格补充观察	核心：小盘相较于大盘关注度边际回落 - 美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点； - 6 月小盘相较于大盘关注度边际回落，但趋势不变； - 从市值因子拥挤度来看，6 月小盘风格拥挤度继续维持高位； - 从季节效应来看，2010 年以来 7 月份大小盘无显著差异。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：继续推荐成长类策略

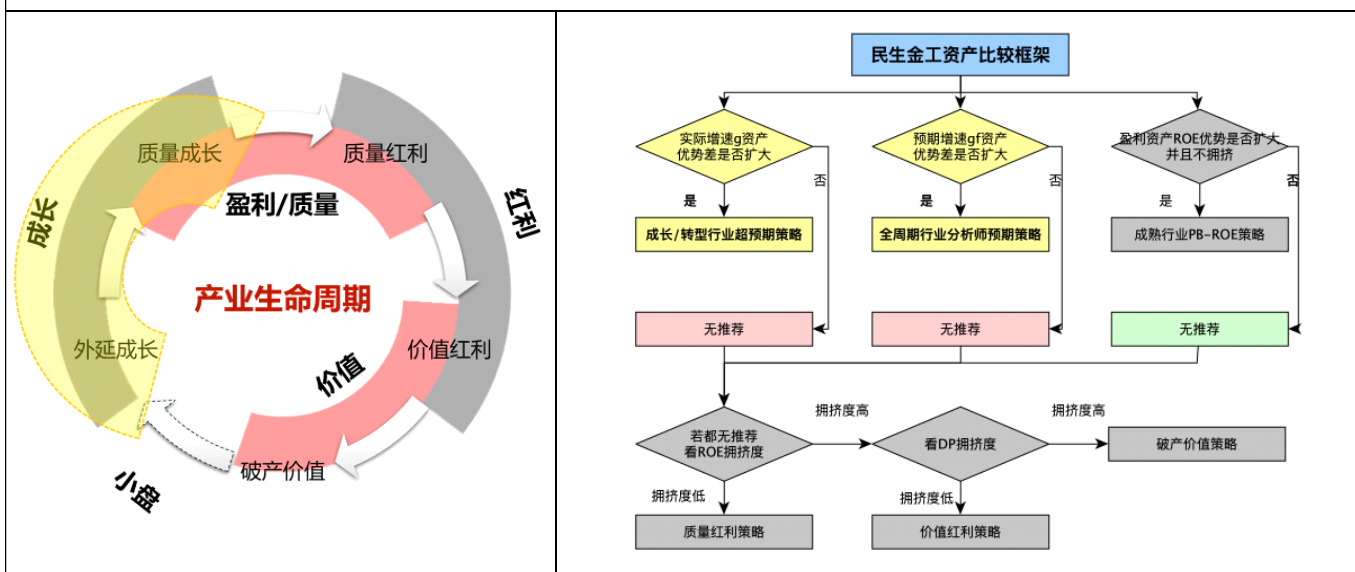
根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，7 月继续推荐成长风格，其中**预期成长类策略更值得关注**。行业上推荐：1) 无烟煤；2) 电力电子及自动化；3) 铁路交通设备；4) 玻璃纤维；5) 白色家电Ⅲ；6) 农商行；7) PCB；8) 多领域控股Ⅱ；9) 综合金融；10) 锂电设备。具体判断依据详见报告《七月大势研判：继续推荐成长类策略》。

图36：量化大势研判观点

大势研判观点

综合判断占优风格：预期成长(更好)、实际成长

- 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现；
- 实际增速资产的优势差继续回升，实际成长类、景气类策略可保持配置；
- ROE的优势差继续下行，拥挤度较低下，盈利能力策略在基本面未见底前胜率不高；
- 高股息类资产当下的拥挤度保持高位，相对收益目标不建议配置纯红利类资产；
- Δg 和 Δg_f 继续扩张，成长萌芽趋势继续，7月继续保持**成长风格**推荐。



风格类型	筛选逻辑	当下推荐				
预期成长	分析师	无烟煤	电力电子及自动化	铁路交通设备	玻璃纤维	白色家电Ⅲ
实际成长	超预期	农商行	PCB	多领域控股Ⅱ	综合金融	锂电设备
盈利能力	PB-ROE	客车	啤酒	白酒	非乳饮料	网络接配及塔设
质量红利	DP+ROE	公交	其他家电	网络接配及塔设	核电设备	新兴金融服务Ⅱ
价值红利	DP+BP	网络接配及塔设	安防	日用化学品	宠物食品	服务机器人
破产价值	PB+SIZE	贸易Ⅲ	印染	建筑装修Ⅲ	林木及加工	陶瓷

资料来源：wind，民生证券研究院，注：新调入行业加粗表示

表5：量化大势研判配置策略近期选择

	预期成长	实际成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						
2025-07						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：小盘机构关注度边际回落

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。6 月十年美债利率略有回落，目前仍维持高位震荡，单月看成长略优于红利；长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或仍存在机会但长期来看预计已到拐点。

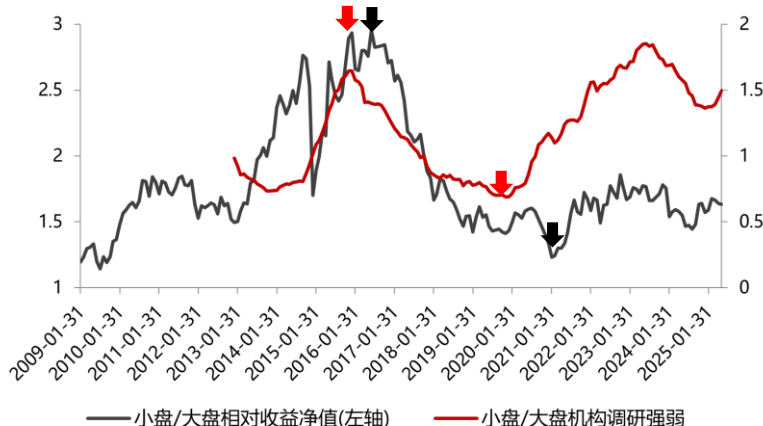
图37：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

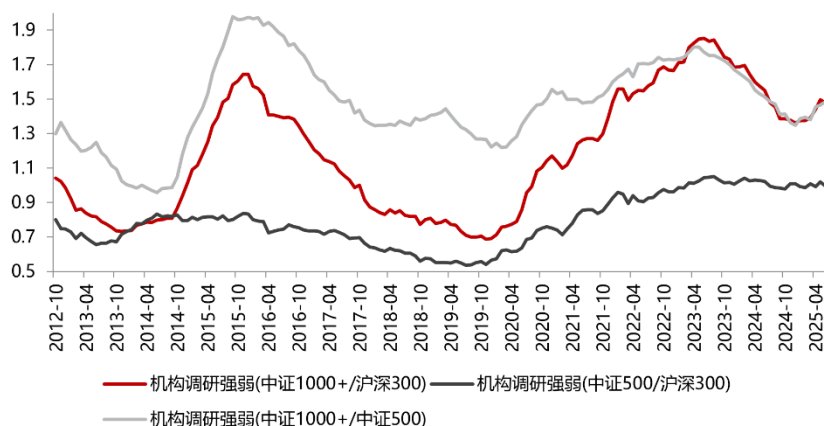
图38：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

6月小盘相较于大盘关注度边际回落，但趋势不变。自2024年9月来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度中证1000+相对于沪深300/中证500的机构调研强度边际走强但斜率较低，4、5月斜率则出现明显走高，6月则出现边际回落，但趋势不变。从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图39：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了MA12处理，中证1000+指中证1000指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，6月小盘风格拥挤度继续维持高位，需关注拥挤交易的风险。小盘拥挤度在6月继续维持在高位，较上月略有上行，拥挤交易对小盘的影响预计继续延续。

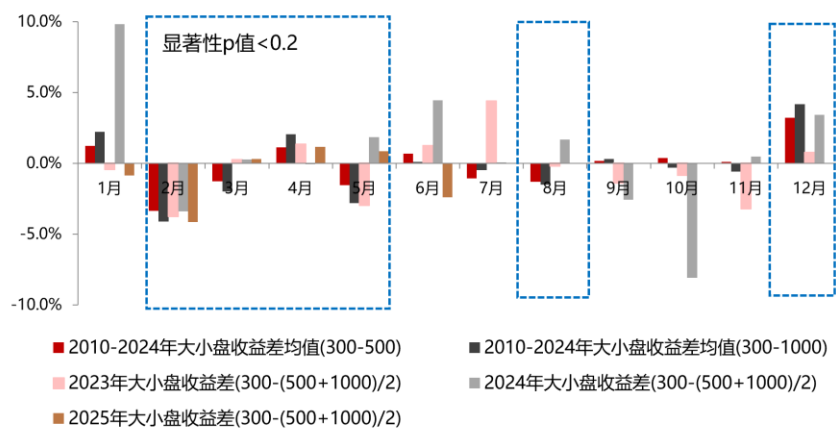
图40：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看，2010 年以来 7 月份大小盘无显著差异。2010 年-2024 年期间 7 月份小盘占优比例 46.7%，平均跑赢小盘 0.50%。7 月份大小盘没有明显的季节效应。

图41：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

表6：2025 年 7 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
有色金属	18.3%	√	√
基础化工	18.3%	√	√
电力设备及新能源	13.3%	√	
计算机	13.3%	√	
机械	13.3%	√	
农林牧渔	13.3%	√	
电子	5.0%		√
通信	5.0%		√

资料来源：Wind，民生证券研究院

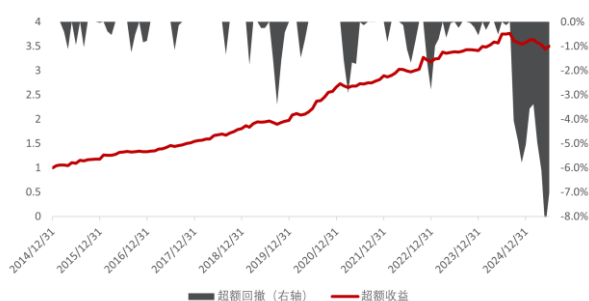
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益 3.20%，相对于中信一级行业等权的超额收益为-2.08%。

图42：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图43：民生金工多维行业配置策略超额收益



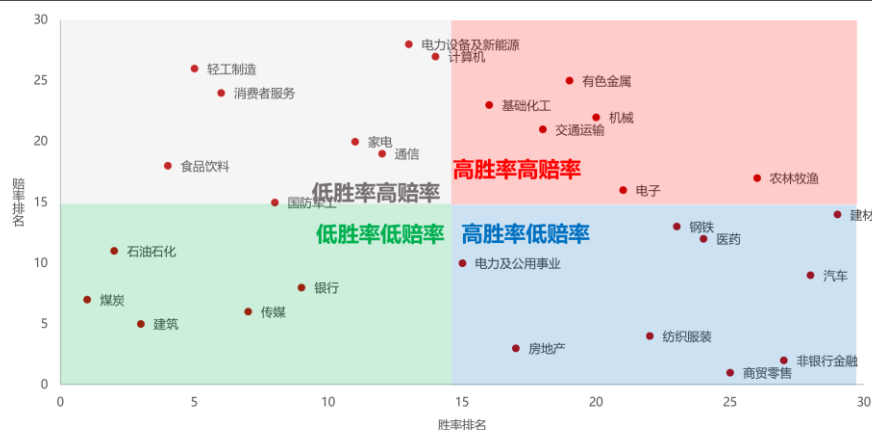
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：有色金属、电力设备及新能源、计算机、机械、农林牧渔、基础化工。

图44: 2025 年 7 月行业胜率赔率刻画



资料来源: wind, 民生证券研究院

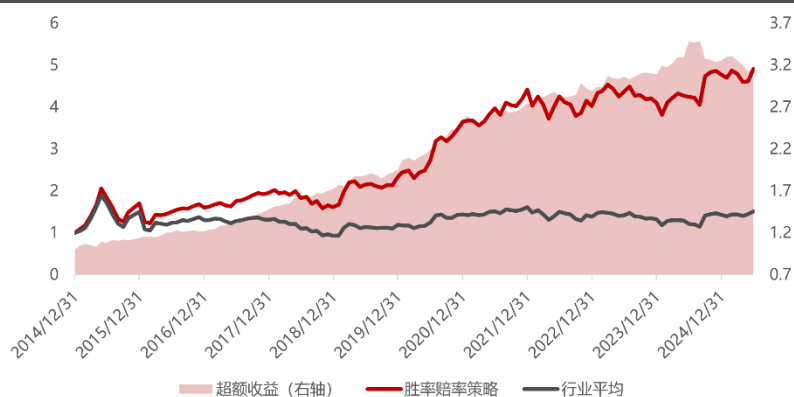
表7：2025 年 7 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
有色金属	√	√	√
电力设备及新能源		√	√
计算机	√	√	√
机械	√	√	√
农林牧渔	√	√	√
基础化工	√	√	√
建材	√	√	
交通运输	√	√	
电子	√	√	
轻工制造		√	
钢铁	√		

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 19.69%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 2.80%。

图45：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

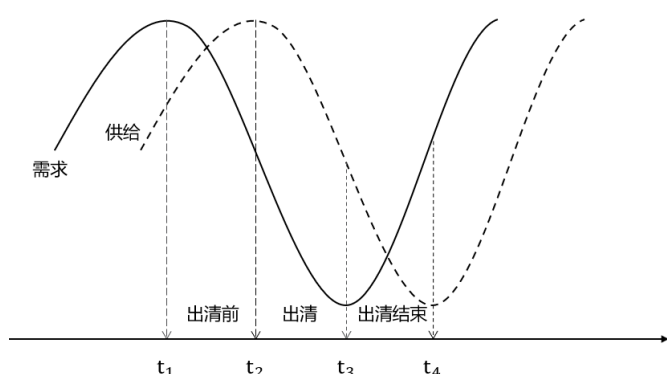
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

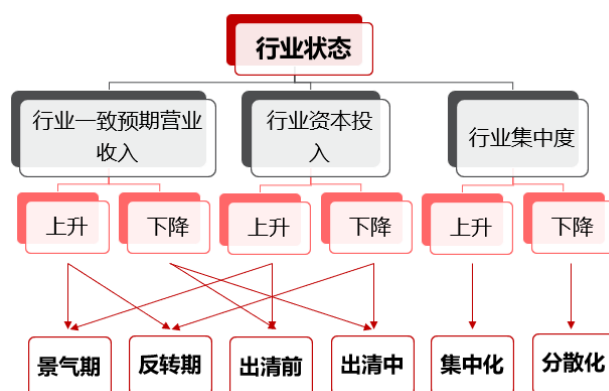
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图46：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

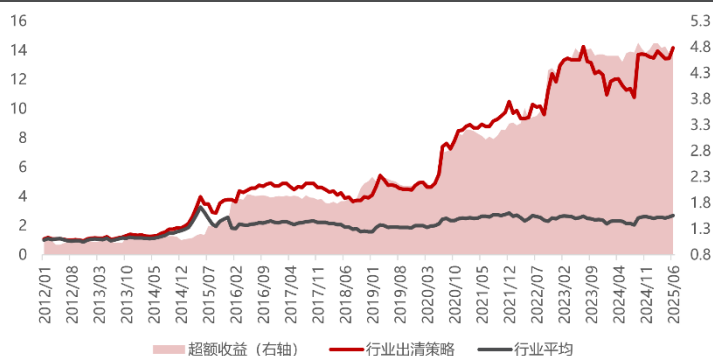
图47：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

行业出清反转策略从 2012 年 1 月 31 日到 2025 年 6 月 30 日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。**策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。**

图48：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

当下处在反转期-分散化且前 6 个月出清过的行业为**有色金属、基础化工、电子、通信**。

表8：各行业 2025 年 6 月状态

行业	2025 年 6 月状态
有色金属	反转期-分散化
基础化工	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
建材	反转期-集中化
机械	反转期-集中化
食品饮料	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
轻工制造	景气期-分散化
国防军工	景气期-分散化
农林牧渔	景气期-分散化
汽车	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
石油石化	出清中-分散化
电力及公用事业	出清中-分散化
房地产	出清中-分散化
传媒	出清中-分散化
建筑	出清中-集中化
商贸零售	出清中-集中化
医药	出清中-集中化
交通运输	出清中-集中化
消费者服务	出清前-分散化
煤炭	出清前-集中化
钢铁	出清前-集中化
电力设备及新能源	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 上半年大小盘指数表现	3
图 2: 三类微盘股的价格走势	4
图 3: 微盘平均市值及滚动 5 年历史分位数	4
图 4: 微盘/沪深 300 成交额比值 20 日移动平均	4
图 5: 中证 1000 的 PE 估值水平	5
图 6: 国证 2000 的 PE 估值水平	5
图 7: 2024 年小微盘大幅下跌	5
图 8: 标的资产为股指类的场外衍生品月末持仓名义本金 (单位: 亿元)	6
图 9: 中证 1000 指数增强产品超额与微盘超额的 120 日滚动相关性	6
图 10: 微盘股龙虎榜机构专用席位成交占比月度均值	7
图 11: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	9
图 12: 银行与非银景气度变化	9
图 13: 金融与工业景气度变化	9
图 14: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	10
图 15: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	11
图 16: 沪深 300 受阻力线影响短期回落	11
图 17: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	12
图 18: 10Y 国债利率驱动因素模型	12
图 19: 静态因子模型历史月度利率择时效果	13
图 20: 利率驱动因子长期变化趋势	13
图 21: 10Y 国债利率 7 月预测各因子贡献	14
图 22: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	14
图 23: 黄金驱动因素模型	14
图 24: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	15
图 25: 黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 26: 伦敦金现 7 月预测各因子贡献	16
图 27: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	16
图 28: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.06)	17
图 29: 细分指标当期评分 (2025.06)	17
图 30: 房地产供需两侧压力 (2025.06)	18
图 31: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	18
图 32: 印度 NIFTY 50 收益分解	19
图 33: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	19
图 34: 印度分歧度流动性变化趋势	19
图 35: 印度分歧度-流动性二维择时框架	19
图 36: 量化大势研判观点	21
图 37: 红利/成长相对收益与美债利率	23
图 38: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	23
图 39: 不同市值股票池机构调研强弱	24
图 40: 市值因子拥挤度	24
图 41: 月度大小盘收益差 (季节效应)	25
图 42: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	26
图 43: 民生金工多维行业配置策略超额收益	26
图 44: 2025 年 7 月行业胜率赔率刻画	27
图 45: 胜率赔率策略收益	27
图 46: 供需角度分析行业出清过程	28
图 47: 行业状态划分标准	28
图 48: 行业出清反转策略收益	28

表格目录

表 1: 2025 年 7 月大类资产量化观点.....	8
表 2: 6 月社融结构预测 (单位: 亿元)	10
表 3: 印度市场综合判断.....	20
表 4: 2025 年 7 月市场二元风格量化观点.....	20
表 5: 量化大势研判配置策略近期选择.....	22
表 6: 2025 年 7 月推荐行业及权重	26
表 7: 2025 年 7 月行业胜率赔率刻画.....	27
表 8: 各行业 2025 年 6 月状态	29

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048