

2025年07月13日

**银行：会跌倒么？**

SDIC


**策略定期报告**

证券研究报告

**林荣雄** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

**邹卓青** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524060001

zouzq2@essence.com.cn

**黄玮宗** 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123070007

huangwz1@essence.com.cn

**相关报告**

叙事的重要解释：新旧动能转化四阶段定价	2025-06-02
大盘震荡，但重要的是：新已胜旧	2025-05-25
科技产业投资方法论：理论基础及四阶段投资、龙头命运与N字型定价	2025-05-22
筹码定天下：银行和微盘的新高	2025-05-18
黄金坑成功兑现：后续是高低结构再平衡	2025-05-11

本周上证指数涨 1.09%，创业板指涨 2.36%，恒生指数涨 0.93%，大盘股涨幅居前，本周全 A 日均交易额 14961 亿，环比上周有所上升。这点符合我们在上期周报《最佳的选择：“创”》的判断：“大盘指数维持强势”，但眼下不急于对大盘指数“牛不牛”下判断（尤其是快牛），“找准结构和方向”依然是最重要的。现阶段风险偏好抬升是定价核心矛盾，科技科创依然是维持占优推荐，而相对低估值分位的大盘成长（创业板指）或将成为最为受益的方向。同时，在上周周报中我们强调今年本轮 A 股大盘整体超预期偏强：即银行板块贡献了上半年绝大多数涨幅，上证指数从年初的 3347 点涨到最新 3510 点附近，银行对大盘贡献高达 118.13 点。客观而言，只要银行维持上涨，那么“银行搭台、多方唱戏”将延续，大盘较难“二次探底”。

本周五大盘指数出现冲高回落，对应银行板块发生下跌，市场生怕“银行跌倒”？目前银行确实涨很久了，难免会有见顶回落的忧虑。我们认为现在没看到明确的理由，暂不是看空银行的时候。目前，从估值提升的角度，资金对于银行的抱团大致接近 2020 年中的茅指数，离彻底泡沫化还有一段距离；同时，银行股息率整体依然在 4% 以上，依然具备对长债的吸引力；最后，最核心是基于主动信贷创造理论，背后对应社融扩张带来资金流入 A 股（主要是由债转股）不断流入并没有看到终结。更有可能看到的对应场景是：基于流动性充沛而带来大量增量流入资金的扩散：先从银行-再到非银-最后涌向科技+相对低估值大盘成长（尤其是创业板指数，再者是沪深 300 中的低估值品种），呈现金融-科技，低估值大盘股-相对低估值大盘股的规律。如果这种场景预判是准确的，那么 2014 年下半年将成为重要类比。

1、对于本轮银行抱团大致处于 2020 年中茅指数：第一，目前银行 PE 接近十年最高水平、PB 位于历史中位偏高水平，对应银行板块整体股息率达到 4% 以上，相对长债利率依然有溢价，这或许“债转股”持续流入的底色；第二，从资金抱团视角，以 2019-2021 年茅指数作为对比，绝对收益抱银行 VS 相对收益抱茅指数，结合估值提升幅度与成交额占比区间震荡，当前银行所处阶段接近 2020 年中茅指数，还未形成机制泡沫化；第三，全球银行股（如富国银行、摩根大通等）在 2023 年至今都有显著上涨，虽然海外主要因净息差扩张，但结合国内银行股估值相对较低和高现金回报能力（高股息），不排除与全球银行定价的共振因素。

2、类比 2014：主动信贷扩张论依然在持续：事实上，当前 A 股市场强势，结合债券利率最终回归低位，同时人民币兑一篮子货币汇率持续走低，这与“主动信贷扩张论”是紧密相关的：商业银行主动信贷扩张的同时，实体部门总需求收缩，最终导致资金流向各类资产市场。这种主动信贷扩张的证据是年初以来社融增速触底回升，同时包括信贷在内的广谱利率回落，这一量升价跌的组合反映出信贷增长更多为供应驱动而非需求拉升。从当下来看，在需求收缩物价低迷的背景下，监管引导商业银行增加信贷供应的意愿增强，若以 2014 年为参考，可以看到风格轮动的规律是：金融-科技双轮交替驱动。2014 年初银行搭台推动指数上台阶，随后扩散至非银；2014 年中旬开始科技成长风格接力；最后在 2014 年底银行、保险和券商为代表大金融板块集体爆发，推动指数加速冲顶，随后 2015 年步入科技牛市。

总结而言：目前特朗普延长关税暂缓期至 8 月 1 日，结合大漂亮法案暗示美财政支出扩张，这有助于风险偏好进一步提升，国内以主动信贷创造为核心的流动性支撑是持续的，那么大盘维持强势是大概率，科技科创+创业板指依然是三季度我们坚定推荐的方向。面向下半年，若是将定价矛盾放在国内，那么对应“主动信贷创造论+类比 2019 年新旧动能转换”的组合，那么重点在于观察十五五产业规划与后续重要会议的重要改革（不仅仅是反内卷），定价主线是“新胜于旧”=俯卧撑（大盘）+杠铃（银行-微盘）+跷跷板（科技/新消费）；若将定价矛盾放在海外，那么对应“主动信贷创造论+类比 2020 中美欧共振”的组合，那么重点在于观察政治博弈的缓和（关税战偃旗息鼓，关注全球是否朝着“谈成”的方向与中美元首会晤）与经济周期力量（全球财政扩张，关注大漂亮法案落地）的回摆，定价主线是大盘步入牛市=低估值大盘成长为代表的核心资产占优。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。

## 目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	4
2. 内部因素：二季度经济景气度尚可，政策对冲下三季度宏观尾部风险可控.....	29
3. 外部因素：6月美联储继续维持利率不变；特朗普延长谈判窗口至8月1日.....	31
3.1. 6月FOMC会议纪要：宽松政策态度明显，重点关注关税与经济韧性.....	31
3.2. 对等关税冲击再起，特朗普延长谈判窗口至8月1日.....	32

## 目 录

图 1. 本周美股普跌，欧股、港股普涨.....	4
图 2. 本周绩优股指数占优.....	5
图 3. 本周主要指数涨跌幅一览.....	5
图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块.....	5
图 5. 本周万得全 A 换手率和成交额有所上升.....	5
图 6. 南向资金流入在 6 月初再度恢复净流入.....	6
图 7. 6 月以来南向资金流入汽车、创新药以及高股息.....	6
图 8. 6 月腾讯和小米的净流出十分明显.....	6
图 9. 本周主流宽基基金 ETF 普遍获得小幅净流入.....	6
图 10. 2025 年年初至今行业贡献拆解.....	7
图 11. 剔除银行贡献的上证指数表现对比.....	7
图 12. 2025 年 4 月 7 日黄金坑至今行业贡献拆解.....	8
图 13. 6 月 20 日至今上证指数一级行业贡献点（本轮上涨）.....	8
图 14. 银行指数虽不断创下新高，但其市净率尚且修复至 2021 年 4 月水平.....	9
图 15. 当前银行板块股息率仍然处于历史偏高水平.....	9
图 16. 银行板块整体利润增速接近于 0.....	9
图 17. 银行板块 ROE 水平持续下滑至历史低位.....	9
图 18. 当前险资资金的净流入提供了银行上涨的主要动力.....	10
图 19. 从成交额占比的视角看，银行的交易拥挤度只能算是历史中位略高水平.....	10
图 20. 从成交额占比的视角看，当前可以对比 2020 年中的茅指数.....	11
图 21. 当前银行估值抬升趋势接近 2020 年 7 月的茅指数.....	11
图 22. 中国和全球各国的银行龙头都在近三年有明显的上涨.....	12
图 23. 主动型基金重仓股的资金流入从 6 月中旬开始出现.....	13
图 24. 公募基金回补低位核心仓的迹象开始出现.....	13
图 25. 今年以来随着利率压低到极致水平，股债跷跷板的现象尤为突出.....	13
图 26. 本周股债跷跷板继续演绎.....	14
图 27. 今年以来主动权益基金产品表现良好，明显强于大盘指数和固收+产品.....	14
图 28. 当前各领域利好不断涌现.....	15
图 29. 传统经济和新经济代表产业 GDP 占比变动趋势.....	15
图 30. 日本房价、传统产业 GDP 比重和日经指数的变动趋势.....	15
图 31. 今年以来新旧经济的代表指数涨跌情况.....	16
图 32. 日本 2012 年以后开启新旧动能转换期间股市定价四阶段.....	16
图 33. 日本新旧动能转换四阶段定价规律总结.....	17
图 34. A 股当前或正处于新旧动能转换的第二阶段：新胜于旧.....	17
图 35. 类比 2019 年复盘：核心是新旧动能转换下大盘震荡呈现“俯卧撑”，结构上呈现消费+科技“跷跷板”双轮动.....	18
图 36. 类比 2020 年复盘：核心是由意外事件导致中美欧政策步入同频共振政策周期.....	18



图 37. 类比 2024 年复盘：存在明确二次探底形成双底，结构是高股息为核心的杠铃策略	19
图 38. 2019 年震荡环境消费+科技双轮驱动，2020 年转向集中定价核心资产	19
图 39. 类比 2019-2020 年，当前同样处于消费+科技双轮驱动的震荡环境	20
图 40. 2019 年消费和科技呈现交织轮动规律	20
图 41. 2025 年的新消费和新科技也呈现轮动规律	20
图 42. 当前社融回升节奏和 2009、2014 年对比	21
图 43. 2009 年在政策推动下社融迅速回升	21
图 44. 2009 年人民币汇率升值，利率在低位运行	21
图 45. 2014-2015 年流动性驱动市场走牛	21
图 46. 2015 年人民币汇率维持震荡同时利率快速下行	21
图 47. 类比 2014 年的行业轮动顺序是：银行搭台，非银跟涨，之后成长唱戏，最后大金融全面爆发推动指数冲顶	22
图 48. 高层会议提及“反内卷”的重要会议梳理	22
图 49. 全国工业企业产能利用率持续下滑，而毛利率却不断被压缩	23
图 50. 产能过剩和内卷化竞争下，企业利润不断摊薄，PPI 下行压力加大	23
图 51. 2016-2017 年供给侧改革行情期间行业轮动复盘	24
图 52. “反内卷”的二级行业财务指标筛选结果	25
图 53. 3m10s 利差小幅缩小	25
图 54. 近一周中美利差扩大	25
图 55. 10 年期美债收益率震荡上行	25
图 56. 本周美元指数小幅回升	26
图 57. 本周金价走强	26
图 58. 本周原油价格上升	27
图 59. 本周铜价震荡下行	28
图 60. 铜价和人民币汇率走势	28
图 61. 铜价和中国制造业 PMI 指数	28
图 62. 6 月 CPI 及各分项当月同比变化	29
图 63. 6 月 PPI 同比降幅扩大，CPI 同比转正	30
图 64. 高频数据跟踪	30
图 65. 最新 CME 降息预测（7 月 12 日更新）	32
图 66. 本周续请失业金人数持续走高	32
图 67. 特朗普最新对等关税税率	33

## 1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和A股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

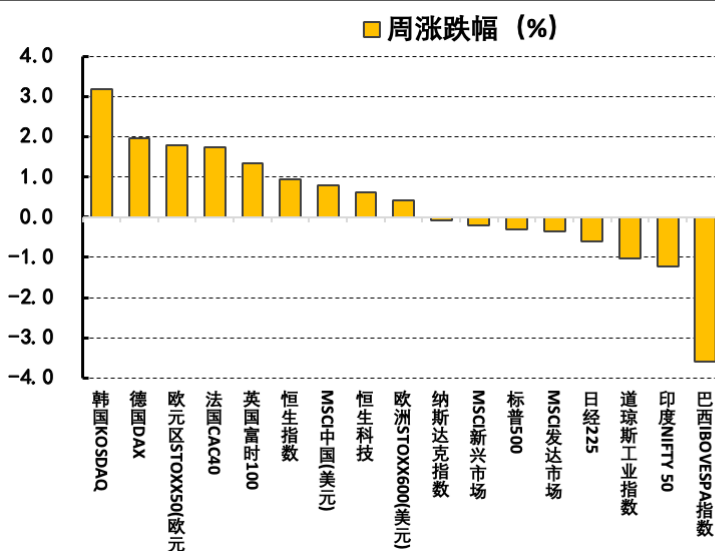
本周主要美股三大指数普跌。截至2025年7月11日星期五，纳指累跌0.08%，标普500累跌0.31%，道指累跌1.02%。盘面上，标普500一级行业涨跌不一，能源、公用事业、工业、信息技术和可选消费板块逆势上涨，涨幅分别为2.48%、0.75%、0.58%、0.16%和0.13%。材料和医疗保健虽下跌，但仍跑赢大盘，均下跌0.27%。房地产、通讯服务、日常消费和金融板块跌幅较大，分别为0.58%、1.17%、1.79%和1.91%。

从本周海外市场表现及消息面来看，美股普跌，主要受两方面因素影响：一、美联储公布的6月会议纪要显示，官员们对利率前景分歧加剧，FOMC一致决定将利率维持在4.25%-4.5%区间（连续第四次按兵不动）。会议纪要暗示，无论主张降息还是维持现状的官员，均认为当前利率水平或未明显高于中性利率，这意味着若未出现重大经济恶化而恢复降息，调整可能仅为有限次数的小幅操作；二、特朗普周二签署行政令，将对等关税暂缓期推迟至8月1日，周四又表示计划对多数贸易伙伴征收15%或20%的统一关税，对自加拿大进口的商品征收35%关税，欧盟成员国和加拿大将于今明两天收到通知新关税税率的信函。我们认为，美联储暂不降息及贸易关税不确定性上升，短期内对美股构成利空。不过大型科技股表现韧性收涨，其中英伟达周三盘中市值突破4万亿美元，成为史上首家达成这一里程碑的公司。

欧股各国股指普遍收涨。欧元区STOXX50（欧元）收涨1.79%，德国DAX收涨1.97%，法国CAC40收涨1.73%，英国富时100收涨1.34%。本周后半段，受美国威胁对欧盟加征新关税的影响，欧股由涨转跌。

本周港股普遍收涨。恒生指数累涨0.93%，恒生科技指数累涨0.62%。行业上，工业、金融业和能源业板块领涨，分别上涨3.30%、2.54%和1.46%。非必需性消费、电讯业、地产建筑业、综合企业、资讯科技业和医疗保健业涨幅较小，分别上涨0.90%、0.70%、0.62%、0.39%、0.06%和0.05%。其余板块下跌，必需性消费、公用事业和原材料业周跌幅分别为0.06%、0.51%和4.18%。

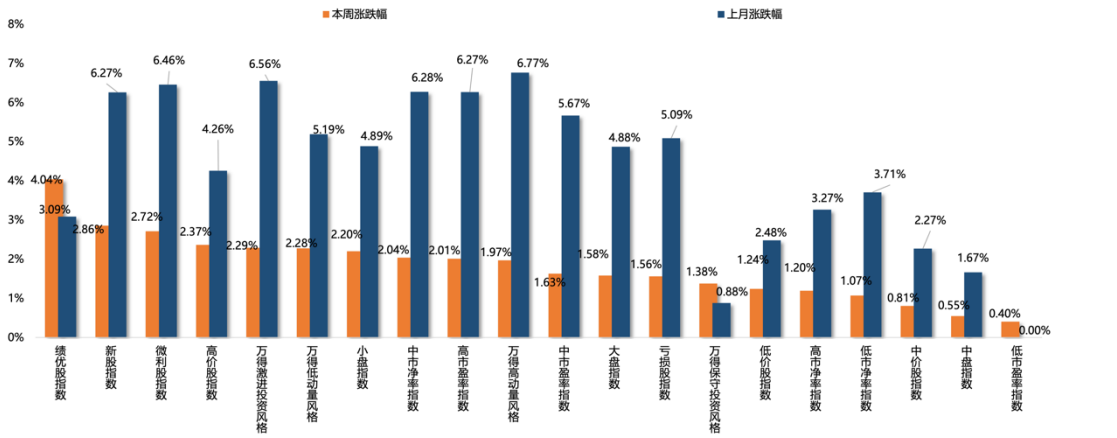
图1. 本周美股普跌，欧股、港股普涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

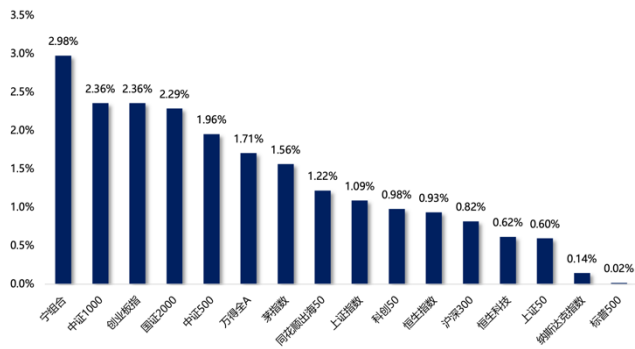
第一，本周上证指数涨 1.09%，沪深 300 涨 0.82%，中证 500 涨 1.96%，创业板指涨 2.36%，恒生指数涨 0.93%。价值风格表现逊于成长风格，大盘股涨幅居前，行业方面稀土、炒股软件行业领涨。本周全 A 日均交易额 14961 亿，环比上周有所上升。

图2.本周绩优股指数占优



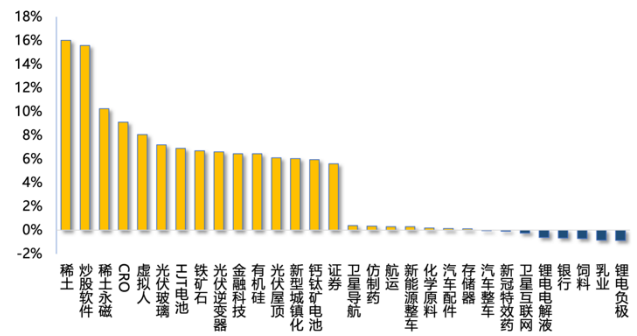
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图3.本周主要指数涨跌幅一览



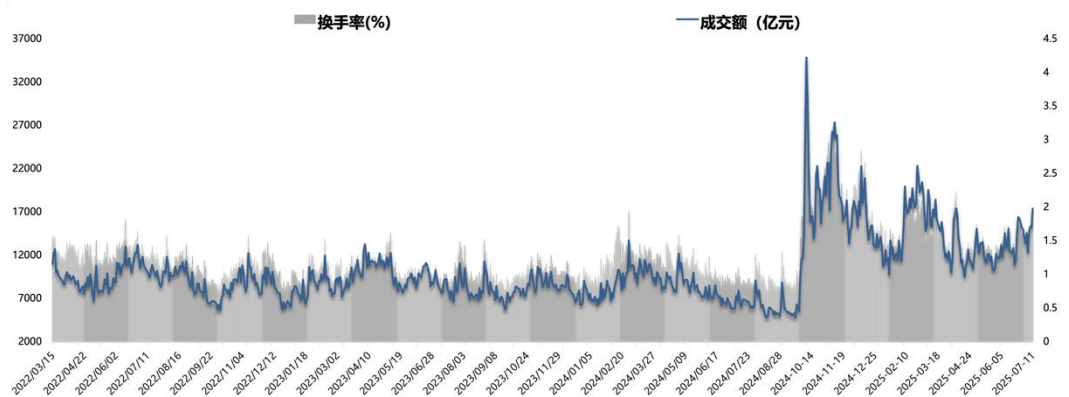
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图4.本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图5.本周万得全 A 换手率和成交额有所上升

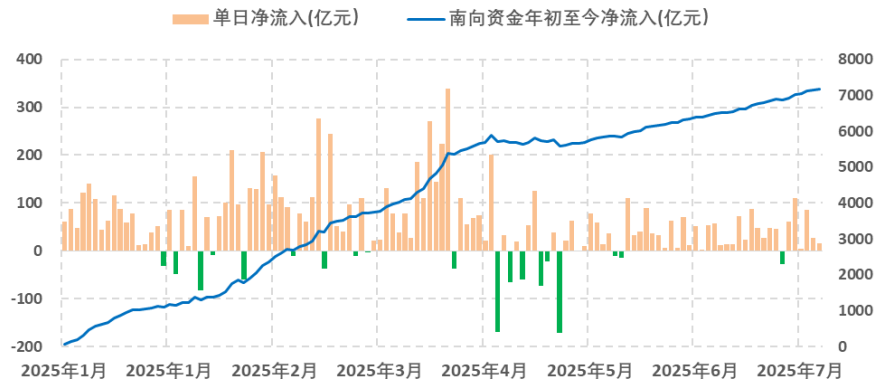


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，南向资金在6月份恢复流入并在7月至今加速流入，7月至今净流入已经达到320亿元，相较5月和6月南向资金全面流入高股息而言，7月南向资金在结构上开始小幅流出港股银行（除建设银行依然是重点流入方向），并且集中卖出港股科技股，包括阿里、小米和腾讯（美团转向净流入），净流入方向新增半导体、医药和汽车。

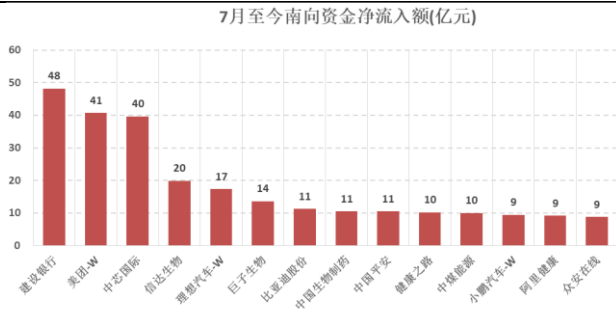
ETF 资金方面：本周市场维持震荡上行，而 ETF 资金也维持流入态势，为市场提供了资金支撑。除沪深 300ETF 遭遇小幅净流出以外，其余主流宽基均是小幅净流入，其中中证 1000ETF 和科创板 ETF 分别获得 21 亿元和 24 亿元的净流入，芯片、红利和港股互联网等主题 ETF 均获得小幅度净流入。

图6.南向资金流入在6月初再度恢复净流入



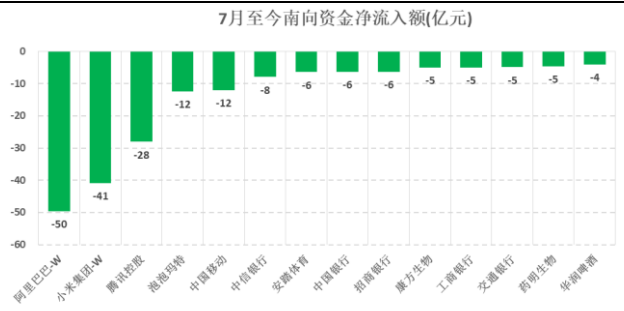
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图7.6月以来南向资金流入汽车、创新药以及高股息



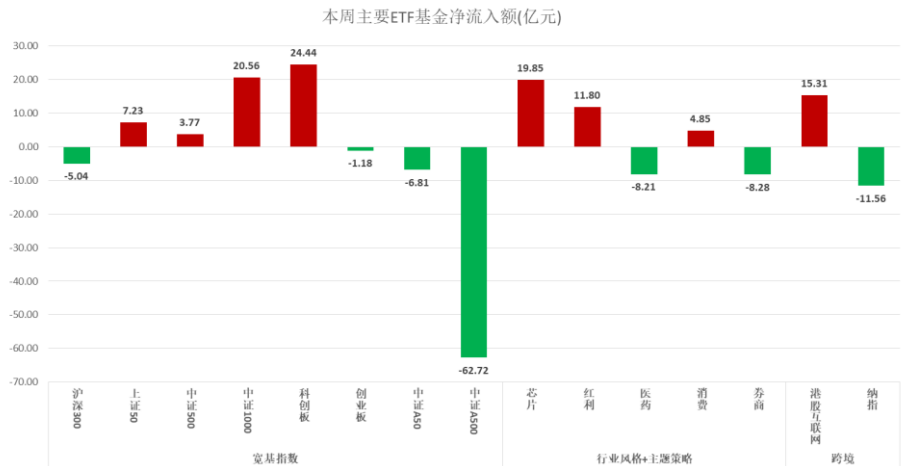
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图8.6月腾讯和小米的净流出十分明显



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

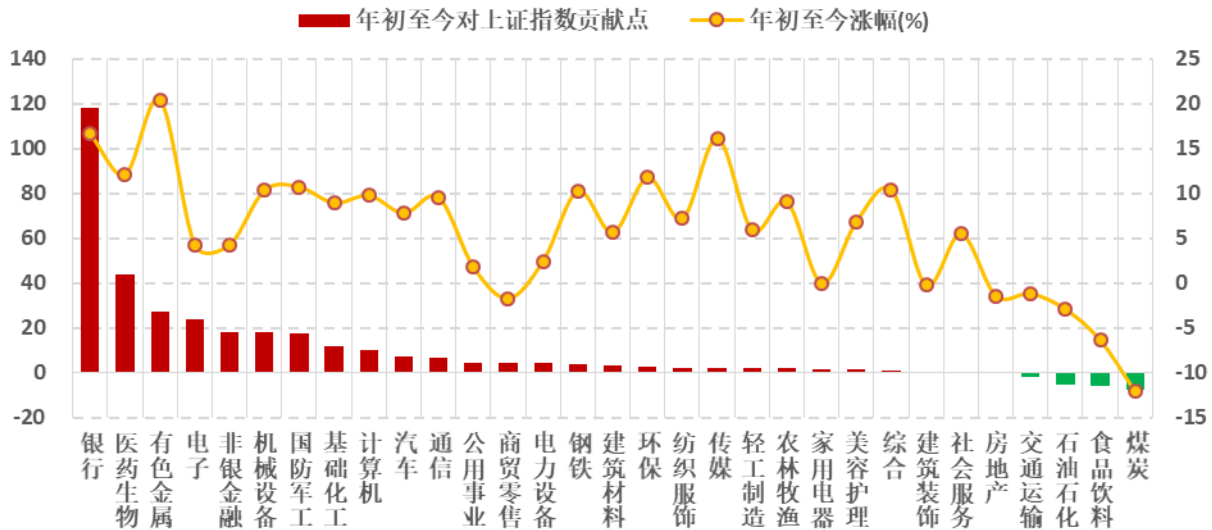
图9.本周主流宽基基金 ETF 普遍获得小幅净流入



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

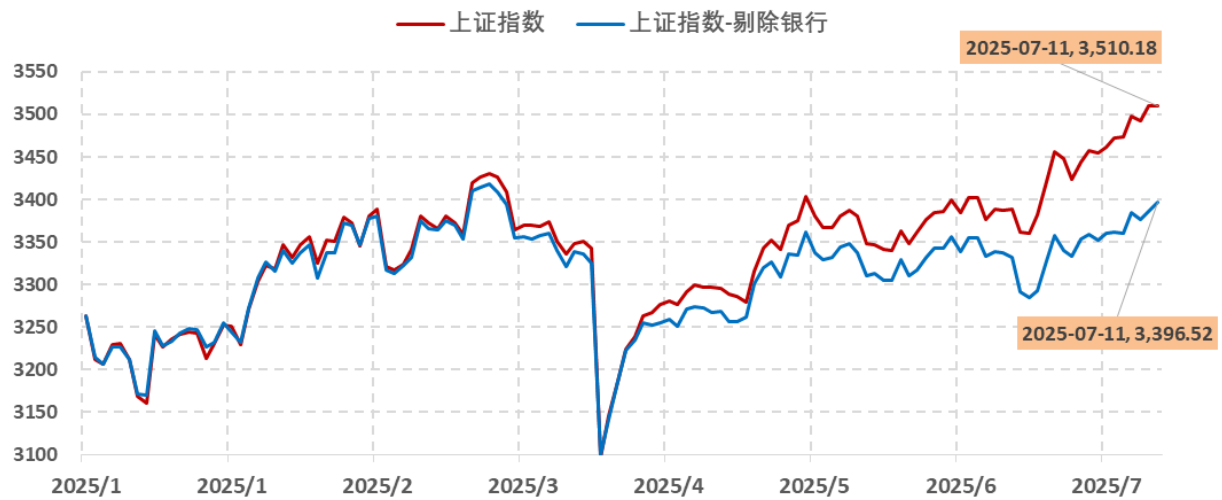
第三，本周沪指进一步上涨一度达到 3555 点，可以说大盘整体运行是较强的，上证指数从年初至今上涨 4.73%。但我们进一步拆解一级行业的贡献可以发现，各一级行业对于市场的贡献有明显的分化，其中最主要的贡献来自于银行，年初至今对银行的贡献达到 118.13 点。而观察 4 月 7 日“黄金坑”至今，银行的贡献同样突出，对上证指数的贡献点达到 98.95 点。但在 7 月至今，也就是近两周的上涨行情中，银行的贡献占比有所下滑，而非银、电子、医药、电新等行业也有较为明显的贡献。

图10.2025 年年初至今行业贡献拆解



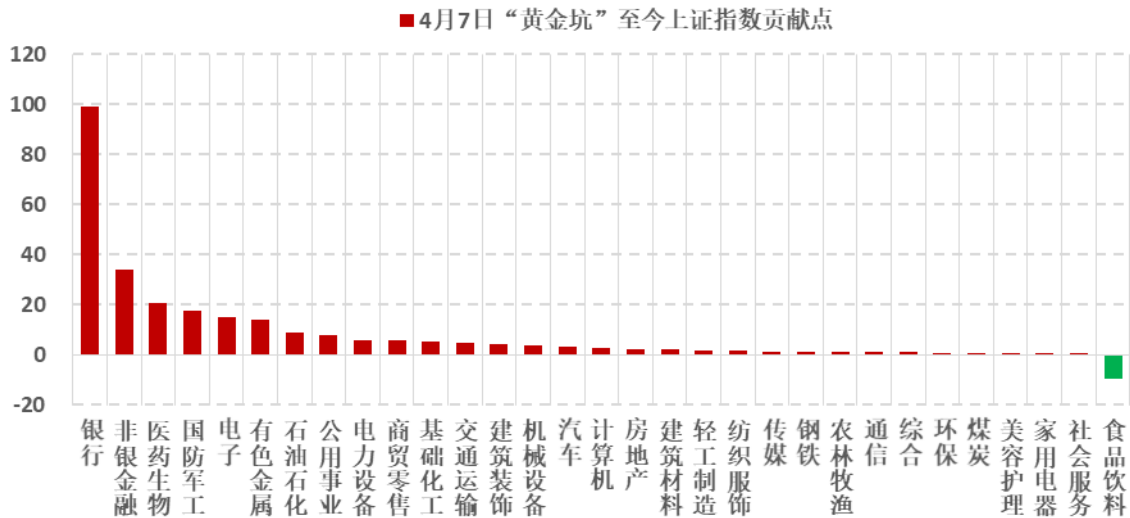
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图11.剔除银行贡献的上证指数表现对比



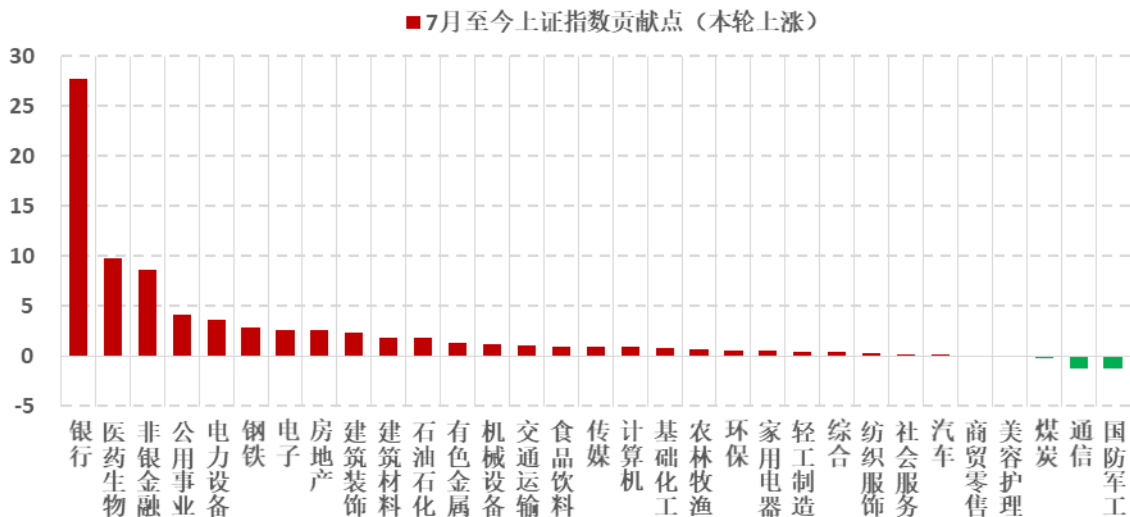
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图12.2025年4月7日黄金坑至今行业贡献拆解



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图13. 6月20日至今上证指数一级行业贡献点 (本轮上涨)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

在银行今年以来如此强势的表现下，一个广为讨论的问题是：银行的上涨会持续到何时？我们从三个角度展开分析与讨论：

首先，从盈利估值匹配度来看，银行指数当前市净率为 0.74 倍，处于近十年 49%分位数；市盈率为 7.49%，处于近十年 97%分位数；股息率达到 4.87%，处于近十年 67%分位数水平。整体来说估值水平是偏高的，如果考虑当前银行的盈利能力来看，银行指数整体的 ROE 水平是 9.33%，处于历史最低水平，利润增速同样维持在 0~2%的历史低位。换言之，当前银行的盈利能力处于历史底部，而估值位于历史较高水平。因此当前能够支撑银行上涨的主要动力来自于绝对收益资金的持续配置（典型代表是社保、险资和券商自营等），这些资金的核心考量因素在于银行仍然处于高位的股息率，银行经历 2023 年以来的持续上涨后，当前股息率仍然接近 5%的较高水平，这一股息率对这部分绝对收益资金仍然具有吸引力。

图14.银行指数虽不断创下新高，但其市净率尚且修复至2021年4月水平



图15.当前银行板块股息率仍然处于历史偏高水平



图16.银行板块整体利润增速接近于0

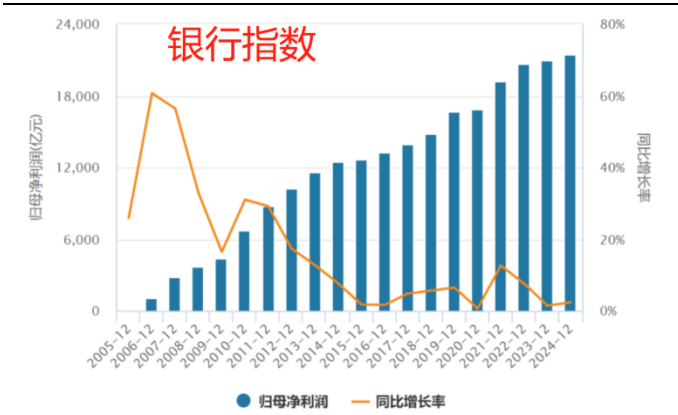
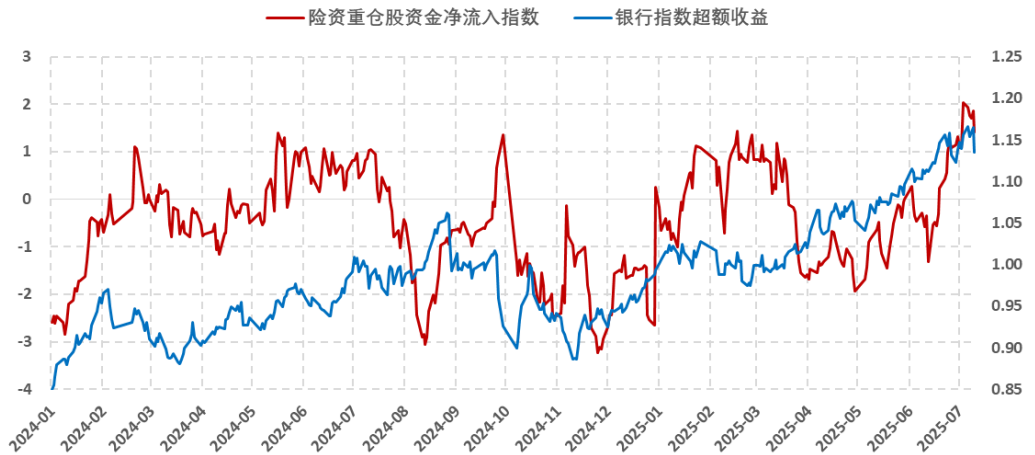


图17.银行板块 ROE 水平持续下滑至历史低位



图18.当前险资资金的净流入提供了银行上涨的主要动力



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

其次，从资金交易的特征来看，尽管银行已经在近两年获得了惊人的上涨，但是以主动管理为特征的资金（例如主动型公募基金）并没有显著加仓银行。这一点除了观察银行在主动基金重仓持股比例以外，也可以从银行的成交额占比和市值占比来观察：当前银行板块总市值占比上升至 10.9%，创下 2020 年 4 月以来新高，但成交额占比只是上升到了 2.4% 左右，2020 年 4 月至今的银行成交额占比均值是 2%，只能算是回到历史中位略高的水平，交易拥挤度并没有达到极值水平。

对比 2019-2021 年的茅指数演绎节奏来看，当前银行的状态更接近于 2019 年末至 2020 年中的茅指数，即总市值占比持续提升，但成交额占比维持区间震荡，背后体现的是市场尚未形成强共识，但指数在增量资金的推动下、在市场意见的分歧中稳步上涨。而 2020 年下半年的茅指数，则迎来了资金强烈共识引发极致抱团的泡沫化定价阶段。体现为总市值占比和成交额占比同步快速提升，很快就进入到交易过度拥挤的行情顶点。

进一步对比当前银行和茅指数在 2019-2021 年的估值变化，银行指数的 PB 从 2024 年初的 0.42 上涨至当前的 0.64，涨幅达到 52%，对应来看茅指数的 PE 从 2019 年初的 17 倍，上升至 2020 年 7 月的 31 倍，涨幅达到 86%。尽管估值抬升幅度有所差异，但从抬升趋势来看，结合前文所述的交易拥挤度视角，比较接近 2020 年 7 月附近的走势。

图19.从成交额占比的视角看，银行的交易拥挤度只能算是历史中位略高水平



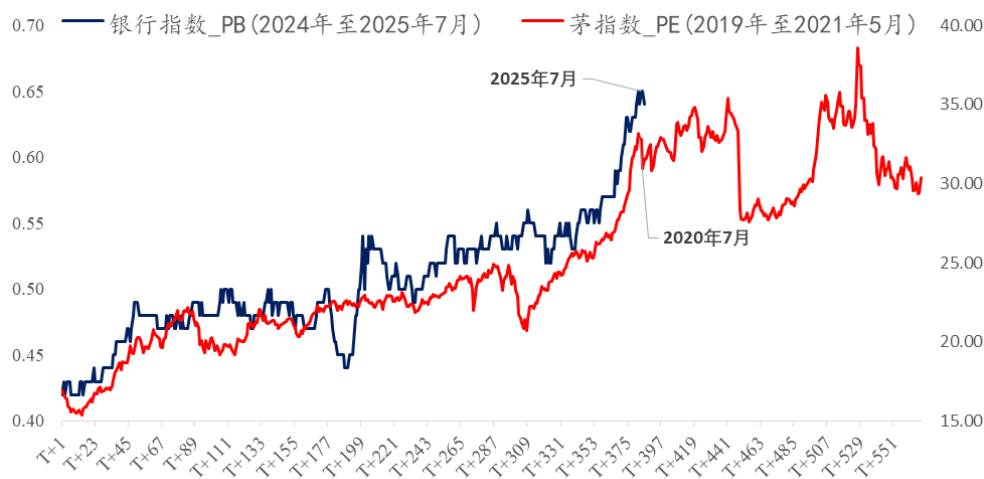
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图20.从成交额占比的视角看，当前可以对比 2020 年中的茅指数



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图21.当前银行估值抬升趋势接近 2020 年 7 月的茅指数



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

最后，中国银行股与全球银行股在 2023 年以来的上涨呈现出明显的结构性共振：全球银行股在近年全球利率中枢共振上移使得全球银行净息差改善，叠加北美多国放松银行监管、更宽松资本政策改善银行盈利预期的背景下，投资者普遍重估银行资产的稳定性与现金回报能力，使其成为全球资金在“避险+收益”诉求下的重要配置方向；同时，中国银行股同样拥有高稳定性（估值极低）和高现金回报能力（高股息），叠加本土化因素——政策托底预期以及在地方化债中的关键角色等，与全球银行业形成一轮共振式“资产重估”。

图22.中国和全球各国的银行龙头都在近三年有明显的上涨

证券代码	证券简称	注册地	2023年至今涨幅(%)	总市值(亿美元)	ROE(TTM, %)
601398.SH	工商银行	中国	111.41	3998.34	9.22
601939.SH	建设银行	中国	103.72	3572.27	10.10
601288.SH	农业银行	中国	149.59	3097.89	9.13
601988.SH	中国银行	中国	109.93	2567.77	8.45
HSBC.N	汇丰控股	英国	143.39	2154.36	12.96
BCS.N	巴克莱银行	英国	163.08	651.01	8.78
LYG.N	劳埃德银行	英国	114.13	615.27	9.67
NWG.N	NATWEST	英国	146.78	552.80	12.20
SAN.N	桑坦德银行	西班牙	214.12	1297.20	11.61
BBVA.N	西班牙对外银行	西班牙	195.46	906.93	18.06
MUFG.N	三菱日联金融	日本	105.25	1652.07	7.61
SMFG.N	三井住友金融集团	日本	85.79	964.64	6.57
MFG.N	瑞穗金融集团	日本	93.66	691.28	6.64
JPM.N	摩根大通	美国	129.21	7972.11	16.96
WFC.N	富国银行	美国	113.85	2686.33	11.01
C.N	花旗集团	美国	111.20	1619.89	6.08
CM.N	加拿大帝国商业银行	加拿大	109.04	688.53	12.11
105560.KS	KB金融集团	韩国	147.93	337.00	8.77
086790.KS	韩亚金融集团	韩国	128.23	195.44	8.76
UNIONBANK.NS	印度联合银行	印度	89.69	128.61	14.14

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第四,近两周市场波动明显放大,本周沪指继续放量突破年内新高,市场广泛关注的问题是,对于本轮行情的增量资金到底是什么性质的资金:我们通过计算险资重仓股和主动型基金重仓股的超大单主动净买入额(按照持仓市值进行加权),制作主动型基金重仓股资金净流入指数和险资重仓股资金净流入指数,能够通过重仓股的资金流向近似表征主动型基金和险资是否主动净流入。总结来看,本轮指数上涨来自三方面资金的共同推动:主动型权益基金回补低位核心仓、固收+等债券市场资金回流股市、险资进一步流入银行等权重高股息板块,尤其是股债跷跷板效应在近段时间较为显著,包括7月5日当天指数冲高回落,而长债利率也走出了几乎相同的走势。具体而言:

**第一,主动型公募回补低位核心仓:**根据上述的计算,我们能够发现主动型基金在2024年至今有三波显著的流入,分别是2024年初、2024Q3和2025年初。其中2024年初和2025年初的两轮流入,都让主动型基金取得了较为显著的超额收益,而2024Q3的流入则是偏左侧,并在924行情之后出现了止盈性质的流出。2025Q2开始,主动型基金始终保持净流出趋势,尽管机构重仓股表现与市场接近,但机构对于后市的不确定性保持谨慎,始终未有加仓行为。转折点出现在6月中旬,从6月16日开始,随着关税缓和和政策预期的升温,主动型基金重仓股逐步获得资金的净流入,这也直接带动了以创业板为代表的大盘成长领域的占优。

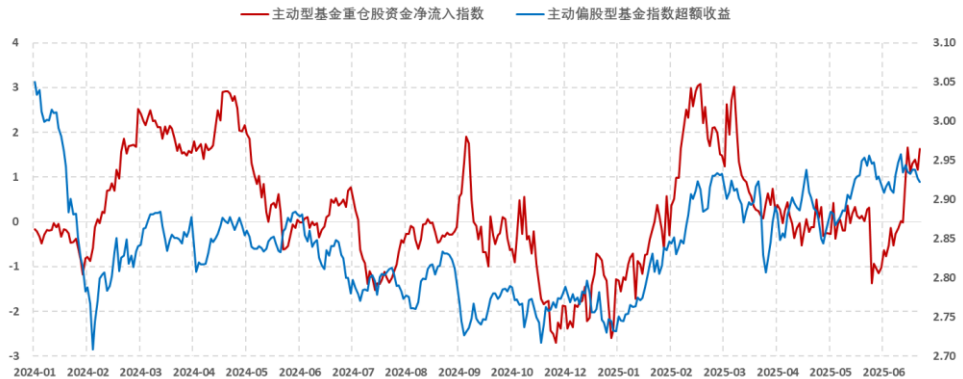
**第二,为了进一步验证这个结论,我们观察到本周主要指数中涨幅最高的三个指数中有两个都是机构重仓的大盘成长风格(创业板指、沪深300),并且是目前相对位置(10.8以来的股价分位数)最低的两个指数。我们认为,以公募基金为代表的机构资金在当前仓位较低的情况下,逐步回补低位核心仓的迹象开始出现。**

**第三,股债资产配置再均衡:**近期市场反弹除了主动型公募的回补仓位以外,还存在一批来自债券市场资金的流入,随着债市反弹后利率逼近前低,空间越来越小,极低的利率以及期限溢价使得大量固收+资金陷入业绩焦虑中,因而对于权益市场的机会尤为关注。因而形成了明确的股债跷跷板,在6月25日尤为明显,典型的时间窗口是下午2点以后,既是大盘指数再度拉升的节点,也是能够观察到公募在同一节点卖出利率债,30年国债期货同步大幅下跌。同时,在7月4日的指数冲高回落过程中,也可以观察到国债期货的同步反向变化。事实上,把视角拉长到近几年的股债行情来看,随着利率债的空间不断被压缩+拉长久期的边际

收益下降+银行间流动性不确定性导致加杠杆风险提升，债券市场的资金存在较大的增厚收益需求。尤其是今年以来，每一轮大盘的脉冲上行总能看见长债利率的同步回升，这种股债跷跷板意味着债券市场资金会成为权益市场行情的重要助力。

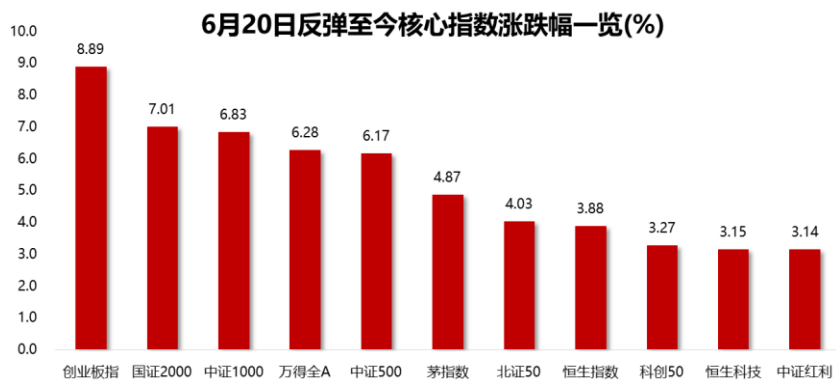
另一个侧面证据是，年初以来主动权益基金取得了较好的收益，从各类型基金指数今年以来的涨幅来看，在沪深300基本较年初走平的情况下，偏股混合型和普通股票型基金指数分别上涨8.21%和8.67%，明显好于指数型基金指数(+5.62%)，而固收+产品在债券市场整体震荡的环境下，表现分化，可转债指数涨7.81%，灵活配置型指数涨5.46%，而固收比例较高的债混指数涨幅均在2%左右。

图23.主动型基金重仓股的资金流入从6月中旬开始出现



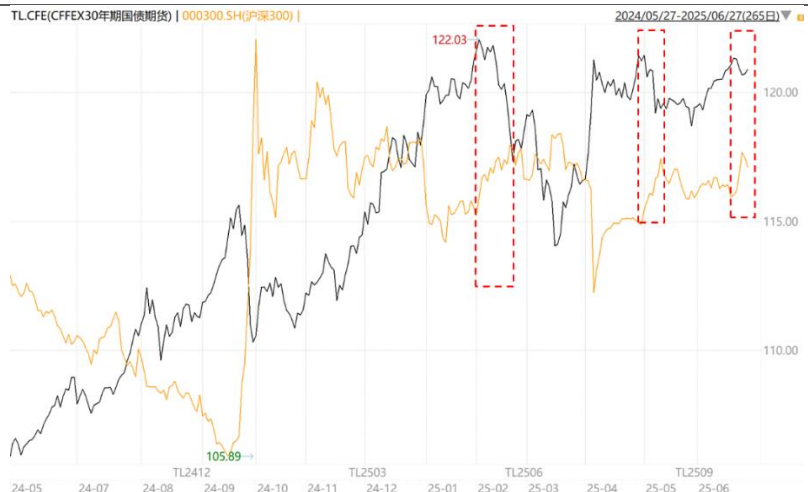
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图24.公募基金回补低位核心仓的迹象开始出现



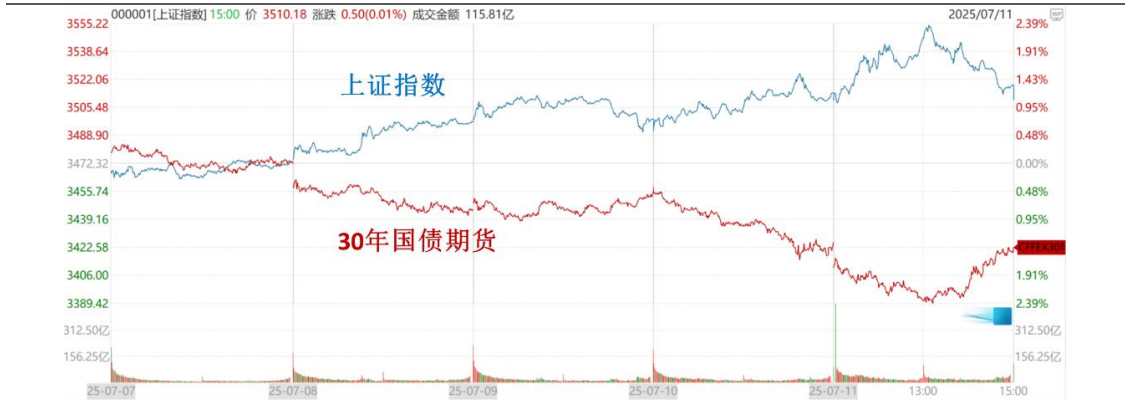
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图25.今年以来随着利率压低到极致水平，股债跷跷板的现象尤为突出



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

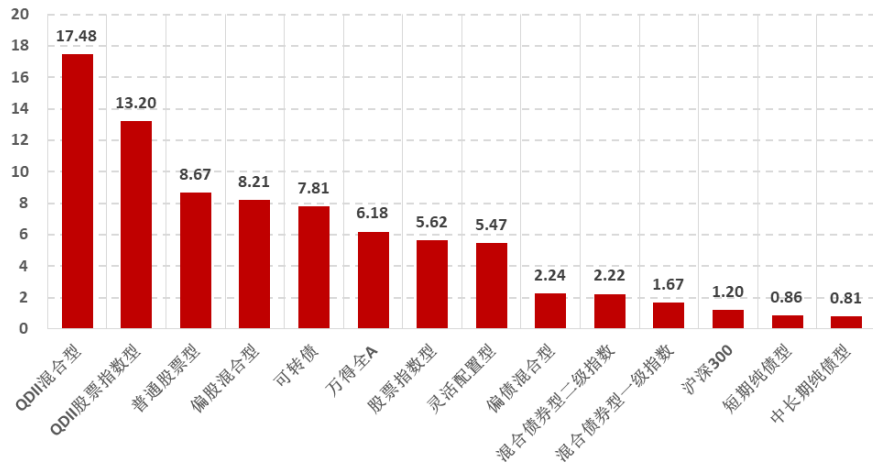
图26.本周股债跷跷板继续演绎



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图27.今年以来主动权益基金产品表现良好, 明显强于大盘指数和固收+产品

年初以来各类型公募基金收益率概览(%)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

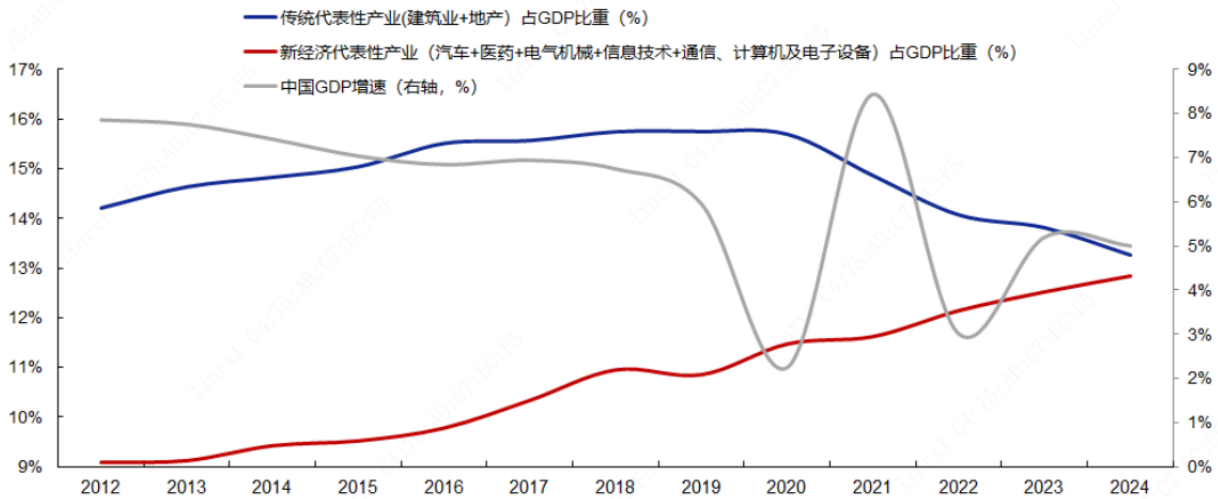
第五, 对于大势判断的核心来自于我们认为虽然短期问题(国内对冲政策、基本面以及中美关税问题)有不确定性, 但对于一系列中长期悲观问题的认知已出现乐观改善预期。当中国地产+建筑占GDP比重稳定, 新经济进一步提升占比, 对应中国GDP增速维持稳定, 那么某种程度上中国经济完成房地产到制造业的叙事变化, 这个变化有可能在未来的某个时刻发生, 这种变化与2012年之后的日本股市如出一辙。尤其在近期各领域利好不断涌现的过程中, 市场逐渐意识到“年初AI科技DeepSeek1.0”+“5月军工科技Deepseek2.0时刻”+“出口出海大潮不可阻挡”+“房地产对经济拖累接近尾声”, 那么中国经济将推动新旧动能转换定价, 在这种背景下大盘指数震荡中枢实现不断上移, 这种信心会持续支撑市场情绪, 使得市场比预想得要强。

图28.当前各领域利好不断涌现



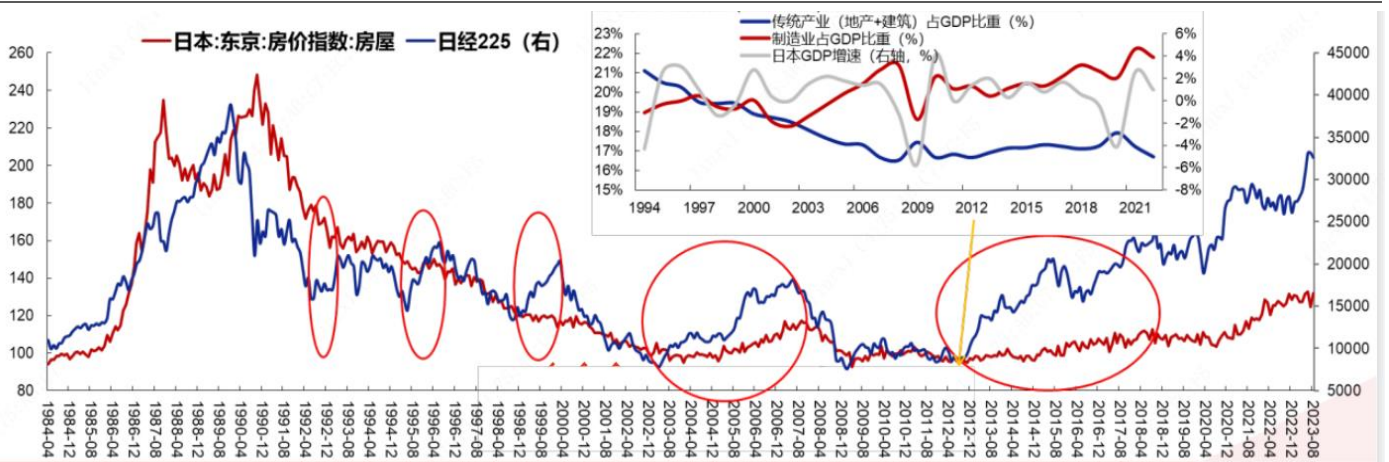
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图29.传统经济和新经济代表产业 GDP 占比变动趋势



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

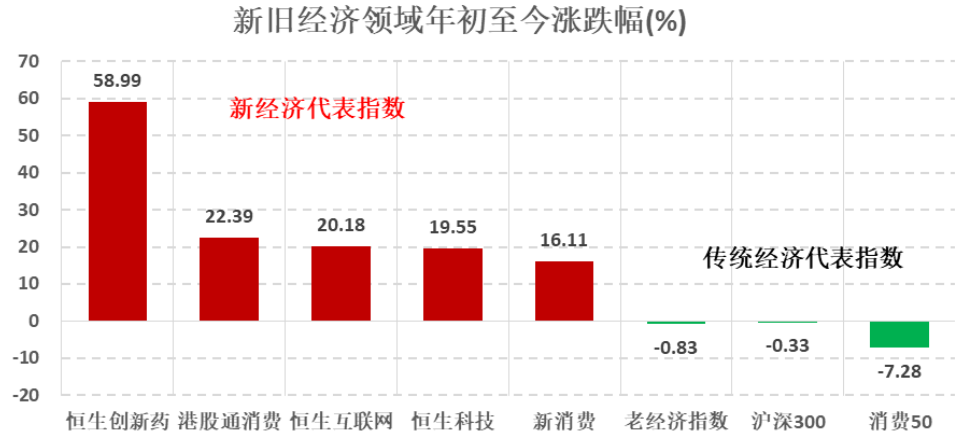
图30.日本房价、传统产业 GDP 比重和日经指数的变动趋势



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

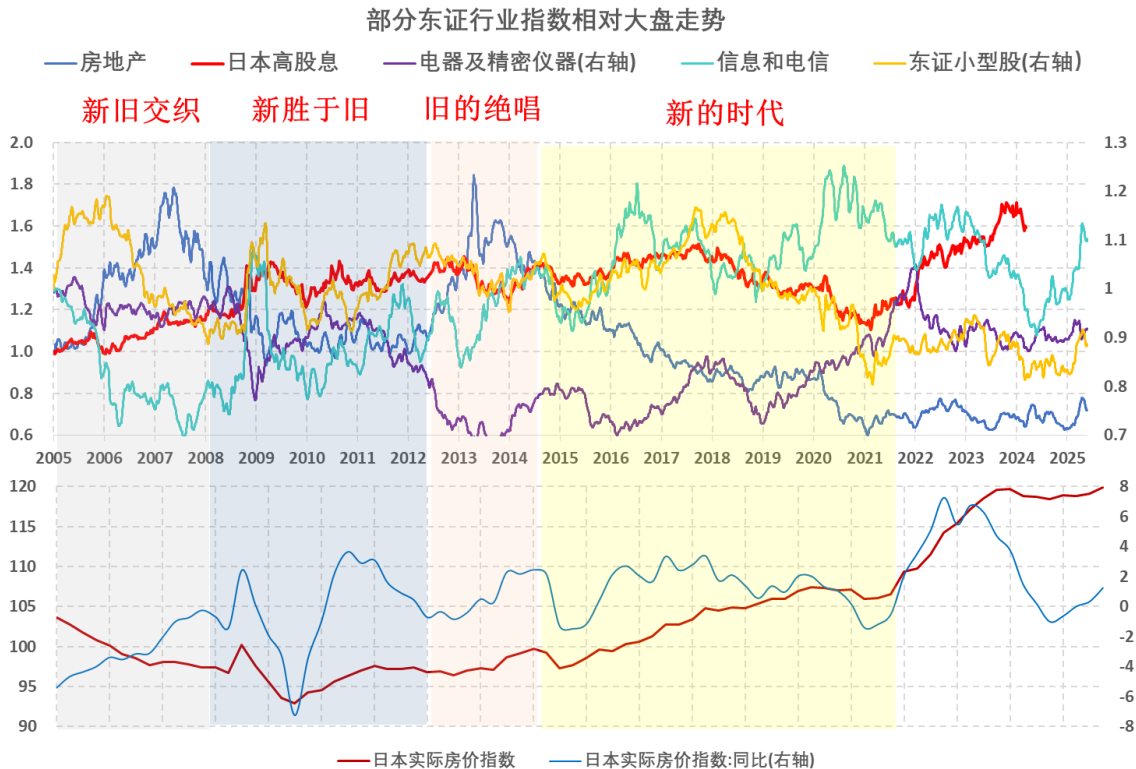
第六,事实上,根据日股新旧动能转换四阶段定价,分别对应是“新旧交织”、“新胜于旧”、“旧的绝唱”、“新的时代”,眼下A股正处于新旧动能转换“新胜于旧”阶段。在此,我们所谓“新”的基本含义是:1、新趋势:港股有望逐渐成为中国新核心资产;2、出海将会成为A股大盘成长的新胜负手;3、新科技:A股硬件科技(AI 半导体、军工+创新药)+港股软件科技(互联网+智驾);4、新模式:以新消费50组合为核心的新时期消费投资。

图31.今年以来新旧经济的代表指数涨跌情况



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图32.日本 2012 年以后开启新旧动能转换期间股市定价四阶段



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图33.日本新旧动能转换四阶段定价规律总结

日本新旧动能转换定价四阶段					
主要投资风格表现	前期	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
	经济泡沫破灭的90年代	新旧交织 (2000-2008年)	新胜于旧 (2009-2012年)	旧的绝唱 (2012-2013年)	新的时代 (2014-2018年)
杠杆策略	红利资产+中小盘科技大幅跑赢	整体超额不明显 红利资产继续跑赢	红利资产超额回落 硬科技有亮点	杠杆策略超额不明显	杠杆策略逐步失效
新经济	超额收益不明显 主要定价海外映射	整体表现较好	绝对和相对收益都占优, 新经济内部交织 轮动上涨	新经济整体没超额	科技+出海双主线
旧经济	全面跑输	在改革下反复下出现 阶段性行情	旧经济板块开始筑底 并对基本面脱敏	房地产领域出清后 迎来剧烈估值修复	通胀短暂上升回光返照后 定价彻底结束
大盘指数	持续下跌	中途经历一轮牛市	持续震荡	大反转定价	震荡中枢不断上移
其他	出海和消费的平替 两大策略崛起	内需刺激不坚决导致 经济陷入通缩循环	制造业占GDP比重持 续明显向上	财政货币双宽松推动复苏 但核心在于房地产+建筑 占GDP比重稳定	出海牛, 制造业占GDP比重 持续上升, 经济维持平稳波 动, 通胀较为低迷

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图34.A股当前或正处于新旧动能转换的第二阶段: 新胜于旧



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第八, 中期来看, 对于后续市场的三类预判: 类比 2020 年 (核心是由意外事件导致中美欧政策步入同频共振政策周期, 结构是以大盘成长为代表的核心资产占优), 类比 2024 年 (存在明确二次探底形成双底, 结构是高股息为核心的杠杆策略), 类比 2019 年 (核心是新旧动能转换下大盘震荡呈现“俯卧撑”, 结构上呈现消费+科技“跷跷板”双轮动)。

目前看“年初AI 新科技DeepSeek1.0”+“5月军工科技Deepseek2.0时刻”+“创新药Deepseek3.0时刻”使得市场逐渐意识到“新胜于旧”的定价思路, 那么 A 股真有点像 2019 年了。这种震荡环境中, 结构性行情是尤为明显的, 2019 年是消费 (代表是白酒)+科技 (代表是消费电子), 而对应到 2025 年则是新消费 (情绪消费)+新科技 (人工智能)。我们用 2019 年-2020 年消费相对科技的走势, 对比年初以来新消费和新科技的相对走势, 两者均呈现出明显的轮动规律, 且市场背景同样是震荡市, 我们认为这是值得重视的轮动信号。

图35. 2019年复盘：核心是新旧动能转换下大盘震荡呈现“俯卧撑”，结构上呈现消费+科技“跷跷板”双轮动



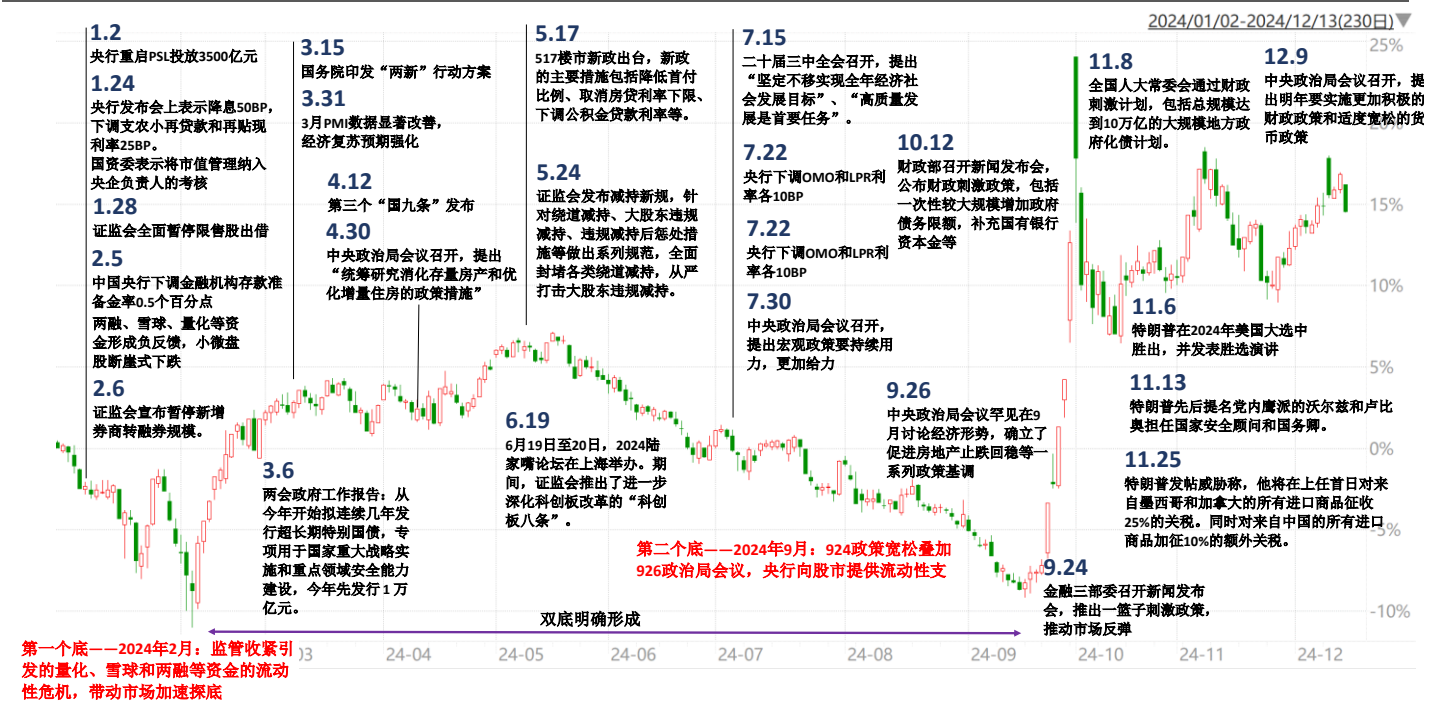
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图36. 2020年复盘：核心是由意外事件导致中美欧政策步入同频共振政策周期



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图37.类比 2024 年复盘：存在明确二次探底形成双底，结构是高股息为核心的杠铃策略



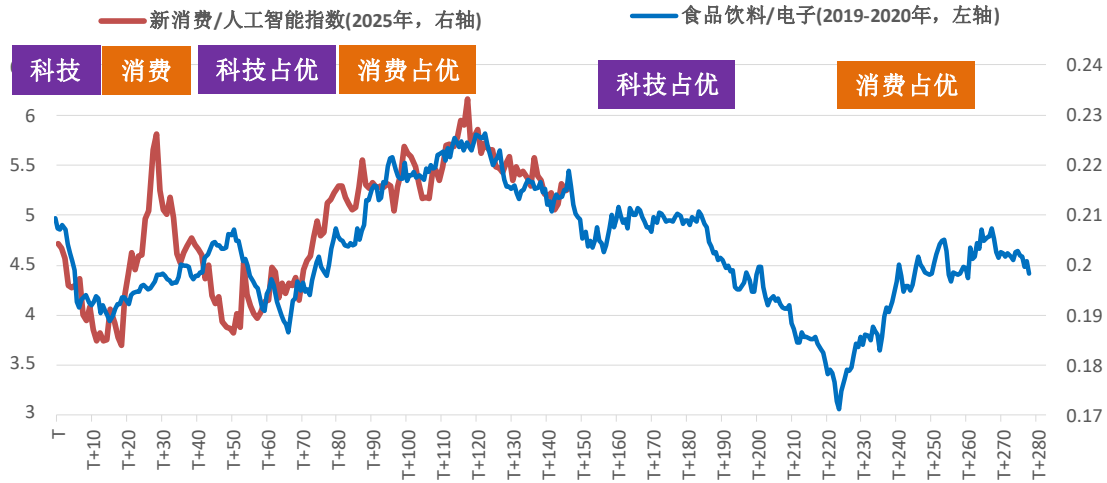
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图38.2019 年震荡环境消费+科技双轮驱动，2020 年转向集中定价核心资产



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图39.类比 2019-2020 年，当前同样处于消费+科技双轮驱动的震荡环境



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图40.2019 年消费和科技呈现交织轮动规律



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图41.2025 年的新消费和新科技也呈现轮动规律



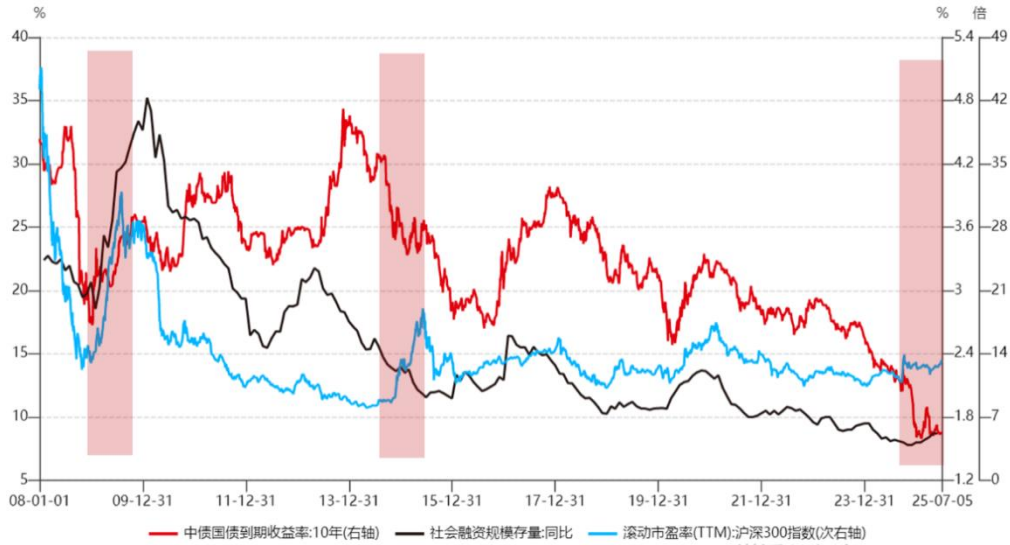
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第九,从历史视角看,当前市场资产价格的演绎路径与 2009 年、2014 年存在高度相似之处,均呈现出“社融回升 + 银行主动信贷扩张 + 股债资金再配置”的典型特征。2009 年与 2014 年,宏观环境均经历了外部需求疲弱、内部通缩压力上升的阶段,政策层面则通过信贷扩张对冲需求下行,形成银行体系广义信贷加速投放、社融增速同步回升的格局。商业银行主动信贷扩张的证据是,年初以来社融增速触底回升,同时包括信贷在内的广谱利率回落,这一量升价跌的组合反映出信贷的增长更多为供给驱动而非需求拉升。

类似地,2025 年以来,商业银行再度展现出较强的信贷投放意愿,在实体需求端偏弱的背景下,信贷扩张更多呈现出供给驱动特征。这一过程中,资金从银行体系向非金融部门主动注入,间接推动了股票市场估值修复(尤其是中小盘股票)与债券市场利率下行,形成典型的资金从债向股的再配置。

而基于主动信贷扩张逻辑下市场演绎规律的类比,我们以 2014 年为参考,可以看到整个风格轮动的规律体现为,2014 年初银行搭台推动指数上台阶,随后扩散至非银跟涨,2014 年中旬银行逐步跑输,但科技成长风格接力,最后在 2014 年底银行、保险和券商为代表的大金融板块集体爆发,推动指数加速冲顶。同样的规律也适用于 2015 年,在 2014 年底大金融板块爆发后,风险偏好和流动性迅速外溢至科技成长风格,于是风格再度从大金融切换至科技成长。

图42.当前社融回升节奏和2009、2014年对比



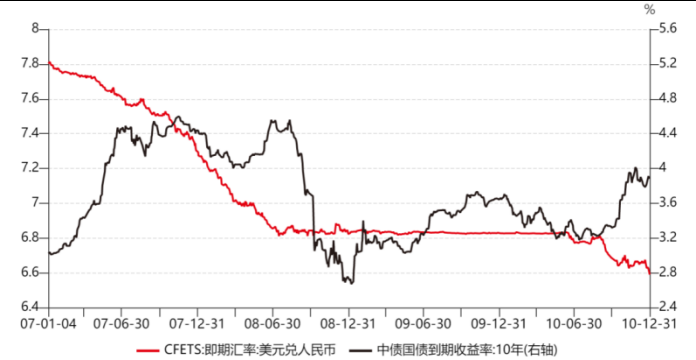
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图43.2009年在政策推动下社融迅速回升



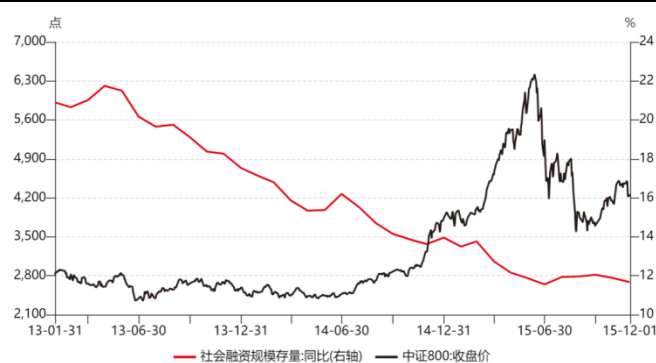
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图44.2009年人民币汇率升值，利率在低位运行



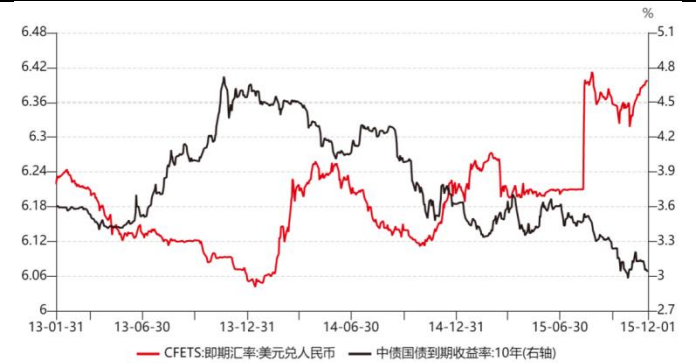
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图45.2014-2015年流动性驱动市场走牛



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图46.2015年人民币汇率维持震荡同时利率快速下行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图47.类比 2014 年的行业轮动顺序是：银行搭台，非银跟涨，之后成长唱戏，最后大金融全面爆发推动指数冲顶



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第四，7月1日，中央财经委员会第六次会议提出治理“内卷式”竞争、推动落后产能有序退出，其宏观本质是通过优化资源配置和提升供给质量，深化供给侧结构性改革，加快构建以“新质生产力”为核心的现代产业体系。政策导向正从刺激总量扩张转向压减无效供给、扶持高质量发展，旨在遏制低效内卷、推动产业升级、重塑长期增长动能。

事实上，从去年7月30日中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争，到今年政府工作报告首次将综合整治“内卷式”竞争纳入关键任务，再到近期新修订的《反不正当竞争法》完善治理平台“内卷式”竞争规定，“反内卷”已经纳入法律规制范畴。

不同于2016年的“供给侧结构性改革”，本轮“反内卷”明确将“推进全国统一大市场建设”列为核心任务，并强调“落后产能有序退出”“规范地方招商引资”。未来供给侧优化将更聚焦“提质增效”而非简单淘汰落后产能。重点在于通过技术升级、创新引导与制度供给，推动制造业从低价同质竞争向高端差异化竞争转型，促进产业链整体跃升。

而在反内卷政策落地后，钢铁、水泥、光伏玻璃、锂电、生猪等行业的去产能和供给收缩的预期升温，本周沉寂许久的顺周期资源品板块也有明显上涨，包括钢铁、建材、煤炭、农牧等板块，均涨幅居前。

图48.高层会议提及“反内卷”的重要会议梳理

时间	政策动态	相关内容
2024年7月30日	中共中央政治局会议首次提出	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争
2024年10月1日	光伏行业打响“反内卷”第一枪	12家风电整机商签订自律公约，明确“不得以低于其成本的价格销售产品或提供服务”
2024年12月1日	中央经济工作会议强调	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2025年2月25日	市场监管总局召开部分企业公平竞争座谈会	邀请来自光伏、电商与汽车领域的企业就整治“内卷式”竞争进行深入交流，听取相关意见建议
2025年3月5日	十四届全国人大三次会议开幕当天，习近平总书记参加江苏代表团审议时强调	深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争
2025年3月5日	国务院总理李强作政府工作报告	提出要纵深推进全国统一大市场建设，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025年5月1日	人民日报发文《反“内卷”该出手时就出手》	指出新能源汽车领域恶性降价及供应链问题，16家车企在2023中国汽车论坛上联合签署了《汽车行业维护公平竞争市场秩序承诺书》，多家车企承诺向上游供应商支付账期统一至60天内，广汽集团、宝马、北汽新能源等车企承诺60天内向下游经销商返利
2025年5月1日	市场监管总局等五部门约谈京东、美团、饿了么等平台企业	要求公平有序竞争，共同营造良好市场环境
2025年6月1日起	新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行	规定大型企业从小型企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起60日内支付款项
2025年6月19日	三部门联合召开视频会议	研究2025年新能源汽车安全管理工作，要求车辆生产企业和动力电池生产企业不得进行夸大和虚假宣传，坚决守牢安全底线，不能偷工减料、以次充好。
2025年7月2日	中央财经委员会第六次会议	直指“内卷式”竞争治理，强调“依法依规治理企业低价无序竞争”“推动落后产能有序退出”“引导企业提升产品品质”，新一轮的行业“反内卷”、去产能行动大幕开启。
2025年7月1日	光伏、钢铁、水泥等行业减产	国内头部光伏玻璃企业宣布自7月起集体减产30%，以缓解行业“内卷式”竞争；中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，明确将优化产业结构调整，在钢铁行业，部分钢厂近期已收到减排限产通知。

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

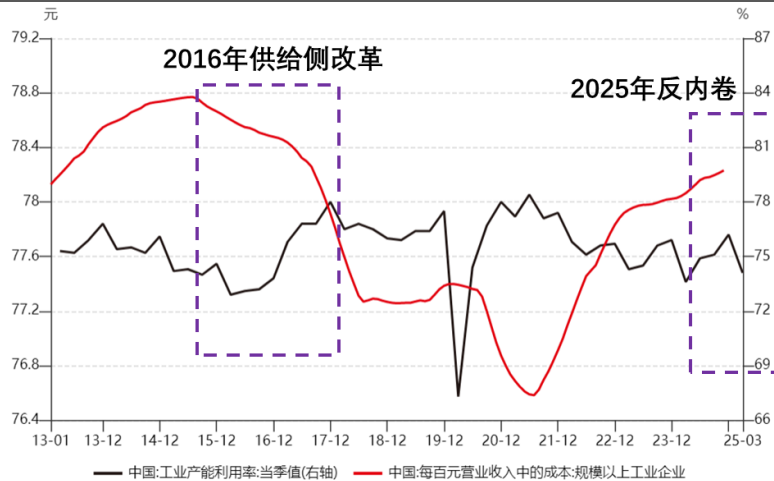
从宏观视角看，本轮反内卷行动有两大核心逻辑：

第一是当前中国增长模式面临转型，传统靠投资、出口、低端制造拉动的模式边际效应递减，必须从数量型扩张转向质量型增长；

第二是大量资源沉淀在低附加值、重复建设的行业，造成内卷式竞争，通过治理无效供给，引导资源向战略新兴产业和高质量企业流动

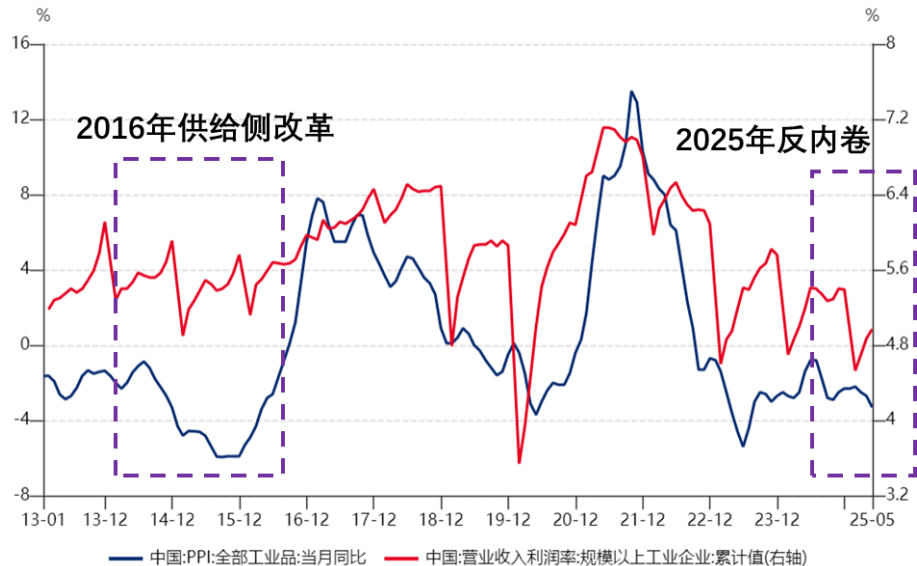
内卷式竞争尤其在疫情后内外需走弱的背景下愈演愈烈，参考 2016 年供给侧改革前的企业家经验环境，产能利用率处于低位，企业成本抬升，利润被摊薄，同时产品价格也位于较低水平，使得 PPI 下行压力加大，形成了越“卷”利润越少，利润越少越“卷”的恶性循环。

图49.全国工业企业产能利用率持续下滑，而毛利率却不断被压缩



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图50.产能过剩和内卷化竞争下，企业利润不断摊薄，PPI 下行压力加大



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

从微观视角来看，参考 2016 年的供给侧改革行情，产能出清推动 PPI 上行和上游企业利润迅速改善，煤炭、有色和钢铁行业的利润在 2016 年和 2017 年连续爆发增长，并且涨价带来的景气度改善逐步传导至中游的机械、建筑、建材等领域。而本轮“反内卷”的核心领域和 2016 年供改有比较明显的差别，这意味着本次行动的难度和深度都会更高，而对应上行情演绎上，相对传统顺周期资源品行业，更值得关注的是行业即将出清、集中度改善、龙头底部反转的中下游制造行业：

### 2016 年供给侧改革:

- 面临的核心矛盾是: 传统产能过剩+资源配置扭曲+企业杠杆率高+库存积压的无效产能和冗余供给问题;
- 政策路径是减法思维: 减负、减产、减杠杆(三去一降一补), 典型手段是采用行政手段强制压减产能
- 针对的行业是传统产能型行业, 典型如: 钢铁、煤炭、水泥、有色、房地产

### 2025 年反内卷行动:

- 面临的核心矛盾是: 低水平重复投资+降价内卷+同质化竞争严重+低效中间环节多的劣质结构和低效率问题;
- 政策路径是结构思维: 重塑价值链分工、提高要素配置效率、强化市场准入门槛与退出机制, 典型手段是发展“全国统一大市场”促进高效流通体系重塑和加强产业链整合、鼓励龙头带动集群。
- 针对的行业是结构内卷型行业典型如: 新能源(光伏、锂电、储能)、汽车制造、消费电子、互联网平台等

图 51.2016-2017 年供给侧改革行情期间行业轮动复盘

月份	2016年2月	2016年3月	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年全年	2017年全年	2016年利 润增速(%)	2017年利 润增速(%)
领涨行业	有色 煤炭	TMT	煤炭	TMT+消费	军工+TMT+ 消费	消费+周期	金融地产+ 周期	家电	消费+周期	消费+周期	消费+周期	消费+周期		
万得全A	-2.69	16.43	-1.86	-0.46	3.47	0.53	4.73	-1.73	3.15	3.94	20.22	4.93	5.80	18.16
石油石化	1.74	11.84	0.81	-3.46	0.20	2.62	3.96	-1.22	2.79	4.55	30.34	1.95	-25.52	56.17
煤炭	2.82	3.38	6.95	-10.54	3.08	4.07	5.36	0.43	8.60	-0.75	16.29	19.31	893.06	157.23
有色金属	8.24	15.90	0.54	0.18	5.55	-0.62	0.66	-5.00	5.29	4.54	29.82	11.19	502.89	96.25
电力及公用事业	-2.04	13.02	-2.58	-1.56	1.57	3.03	5.43	-1.72	2.66	2.54	15.41	-4.22	-15.89	-26.13
钢铁	-0.38	9.26	1.33	-4.42	-0.30	-0.16	8.47	-0.82	5.88	6.49	24.39	14.58	115.51	717.22
基础化工	-2.71	19.67	-0.78	-2.16	6.74	1.24	4.40	-0.66	3.12	2.24	30.57	-9.10	-34.27	47.59
建筑	-3.87	17.34	-3.53	-3.45	1.24	1.84	10.20	-2.29	8.47	14.27	32.63	-6.11	10.68	18.43
建材	-1.85	19.34	-0.92	-3.51	3.86	2.03	6.43	0.91	3.57	2.28	30.09	12.10	69.07	89.37
轻工制造	-1.86	18.71	-1.22	-2.66	4.00	1.83	4.31	0.52	2.82	2.03	25.55	-11.92	32.03	62.99
机械	-5.53	20.62	-2.69	0.10	6.04	-2.99	3.34	-0.64	4.61	5.36	21.55	-11.65	-19.50	153.95
电力设备及新能源	-3.76	19.95	-1.49	-3.04	7.62	-2.31	4.57	-2.80	2.14	2.67	18.95	-7.94	18.41	23.28
国防军工	-6.49	18.79	-6.39	-1.24	10.46	-1.36	3.85	-6.50	2.92	1.17	8.40	-17.44	86.08	-12.84
汽车	-1.16	19.11	-0.01	-1.46	4.88	1.25	1.13	0.00	3.43	2.77	26.38	0.55	18.01	3.04
商贸零售	-3.17	17.45	-2.59	-4.34	0.21	3.38	5.38	-1.29	2.71	4.38	21.62	-11.81	23.03	33.39
消费者服务	-3.53	17.36	-4.15	-5.60	-0.89	0.91	2.92	-0.12	2.08	-1.43	0.77	-3.52	26.01	28.89
家电	-5.87	18.39	0.09	1.56	5.72	6.47	-0.65	3.83	1.58	9.31	33.85	44.94	33.11	29.25
纺织服装	0.42	20.45	-2.33	-0.66	0.27	-0.14	2.76	-0.59	4.04	4.58	28.05	-23.02	5.33	-7.96
医药	-3.48	14.23	-1.56	0.33	4.36	4.27	3.22	-1.52	2.01	1.23	17.52	4.51	17.26	23.65
食品饮料	-0.34	16.62	1.46	2.29	7.23	4.34	-1.04	-3.00	6.56	1.68	35.89	54.57	10.79	30.02
农林牧渔	1.02	17.20	-4.40	-0.04	2.51	2.84	3.66	-3.28	3.40	1.96	23.72	-12.56	141.81	-42.23
银行	-0.58	7.88	1.39	1.36	-1.03	2.77	5.53	-1.91	0.69	4.44	17.05	16.88	1.63	4.63
非银行金融	-4.78	19.48	-3.56	2.12	0.00	-0.33	6.54	-2.74	3.42	5.83	16.55	18.93	-33.52	24.56
房地产	-0.67	10.98	-1.33	-3.30	1.05	-2.25	14.84	-0.27	0.00	5.13	15.34	1.12	37.36	26.69
交通运输	-3.25	14.69	-4.87	-0.76	-1.51	4.04	0.43	-2.64	3.81	4.69	7.43	5.92	-8.95	43.83
电子	-2.33	18.97	-2.42	4.61	7.73	-3.33	4.91	-1.77	2.44	0.04	22.64	18.54	25.07	42.53
通信	-3.51	22.14	-0.63	-1.28	6.82	-0.20	2.95	-1.25	1.97	2.98	22.35	1.04	-42.00	10.65
计算机	-8.83	23.47	-7.95	3.11	7.83	-6.23	2.68	-4.14	3.55	1.84	-0.01	-18.81	31.93	-5.09
传媒	-8.14	23.62	-7.17	-1.52	-0.24	-2.57	2.81	-4.29	0.96	1.88	-8.12	-21.65	16.92	-43.59

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

具体到行业配置和财务指标筛选来看:

第一, “反内卷”的行业配置逻辑: 股价低位+寡头垄断+产品价格有望迎来拐点。梳理行业的“反内卷”逻辑来看, 主要集中于能够先行出现价格拐点的品种, 核心关注此前寡头垄断+股价低位品种: 光伏、钢铁、生猪、汽车整车、农药、氟化工。

第二, “反内卷”的财务指标筛选: 毛利率净利率下行(反映内卷)+营收增速向上(反映需求上行), 一旦控制产能有望快速释放利润。从财务指标筛选逻辑上来看, 我们选择毛利率下行+营收增速向上, 同时竞争格局相对稳定的细分方向, 主要包含: 种植业、动物保健、化学原料、塑料、农化制品、风电光伏设备、专用设备。(集中于农业+化工+设备制造)

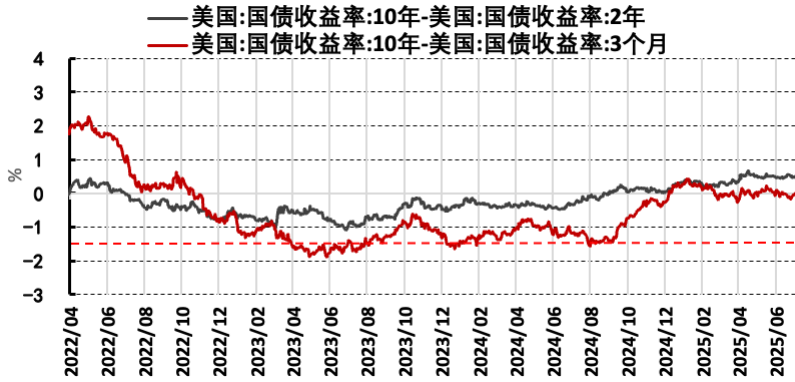
图52. “反内卷”的二级行业财务指标筛选结果

二级行业	2024销售净利率 (%)	2025Q1销售净利率 (%)	2024销售毛利率 (%)	2025Q1销售毛利率 (%)	2024营收增速 (%)	2025Q1营收增速 (%)	2024净利率环比 (ppt)	2024毛利率环比 (ppt)	营收环比 (ppt)
种植业	1.61	1.55	12.32	13.77	10.32	14.37	-1.65	-0.94	4.04
动物保健II	3.45	4.00	31.63	34.32	6.47	23.86	-8.46	-5.39	17.39
化学原料	5.36	5.34	16.60	16.46	2.92	7.34	-3.86	-0.32	4.41
塑料	2.11	2.25	12.42	13.72	12.37	13.02	-2.70	-1.14	0.65
农化制品	4.62	4.80	18.00	18.16	-2.56	7.74	-9.14	-0.62	10.30
非金属新材料II	6.25	6.65	16.71	20.68	-26.12	8.09	-6.03	-13.28	34.20
金属新材料	5.28	5.15	15.57	13.59	2.68	8.33	-2.49	-0.23	5.66
消费电子	3.95	3.86	11.73	11.16	20.86	21.80	-0.40	-1.14	0.94
小家电	8.02	7.83	31.88	32.22	9.21	14.12	-1.54	-1.65	4.91
家电零部件II	5.48	5.65	18.78	17.69	10.14	15.55	-0.66	-0.09	5.40
休闲食品	5.02	4.63	24.13	22.04	30.14	19.46	-1.20	-5.50	-10.68
医疗服务	8.93	9.98	37.20	37.00	-3.83	4.14	-5.01	-2.77	7.96
玻璃玻纤	3.21	3.16	16.72	17.77	-6.87	1.19	-11.55	-5.22	8.06
电机II	5.37	5.47	21.44	21.09	3.40	11.22	-0.57	-1.99	7.82
风电设备	3.07	3.00	13.23	16.87	0.85	35.47	-3.48	-3.38	34.62
电网设备	5.00	5.06	18.69	18.62	8.05	7.31	-2.78	-1.74	-0.74
通用设备	4.19	4.44	20.83	20.48	11.97	6.54	-1.98	-1.95	-5.43
专用设备	4.56	4.91	22.87	22.40	2.57	4.61	-1.70	-0.36	2.04
自动化设备	6.73	6.29	28.29	28.07	5.83	11.41	-1.91	-2.03	5.58

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

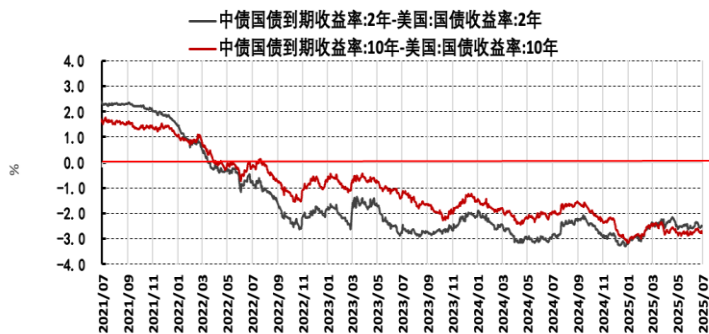
本周美国3个月国债收益率报收4.41%，前值4.42%；10年期国债收益率报收4.43%，上周前值4.35%。主要影响因素如下：一、美联储公布的6月会议纪要显示，官员们对利率前景分歧加剧，FOMC一致决定将利率维持在4.25%-4.5%区间（连续第四次按兵不动）。会议纪要暗示，无论主张降息还是维持现状的官员，均认为当前利率水平或未明显高于中性利率，这意味着若未出现重大经济恶化而恢复降息，调整可能仅为有限次数的小幅操作。二、特朗普政府周四表示计划对多数贸易伙伴征收15%或20%的统一关税，对自加拿大进口的商品征收35%关税，欧盟成员国和加拿大将于今明两天收到通知新关税税率的信函。我们认为，短期来看，美联储的降息节奏仍是影响美债收益率的核心因素。当前美联储的鹰派立场叠加关税政策引发的通胀担忧，导致美债遭抛售、收益率承压上行；长期来看，关税2.0的开启可能推升避险需求，促使资金涌入美债，进而对收益率形成下行压力。

图53. 3m10s 利差小幅缩小



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图54. 近一周中美利差扩大



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

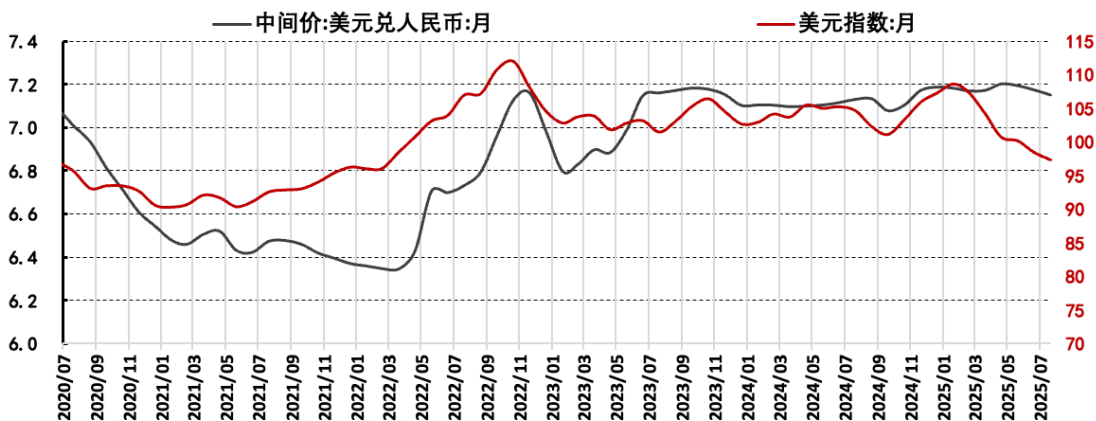
图55. 10年期美债收益率震荡上行



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

本周美元指数震荡上行,截至7月12日本周五,美元指数报收97.8731,上周前值为96.9880。主要影响因素如下:一、美国升级贸易威胁,美国总统特朗普7月10日宣布,将自8月1日起,对自加拿大进口的商品征收35%关税,并计划对多数贸易伙伴征收15%或20%的统一关税。二、6月美联储会议投票决定将利率维持在4.25%-4.5%的区间,会议纪要暗示当前利率水平并未明显高于中性利率,即使官员们在未见重大经济恶化的情况下恢复降息,他们也可能只会进行有限次数的小幅调整。我们认为,本周美联储会议释放出偏鹰立场,短期内使美元指数小幅回升,但仍难以突破100关口。从中长期看,美国国内政策不确定性上升、全球资金配置趋于分散以及财政可持续性风险加剧,仍是压制美元走强的主要因素。美元或将延续弱势周期,并继续呈现出“风险资产”属性。

图56. 本周美元指数小幅回升



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

COMEX 黄金期货最新价格为 3359.80 美元/盎司,相较于上周前值 3322.50 美元/盎司走强,伦敦金现 IDC 最新价格 3354.75,相较于上周前值 3336.94 走强。美国升级贸易威胁,美国总统特朗普7月10日宣布,将自8月1日起,对自加拿大进口的商品征收35%关税,并计划对多数贸易伙伴征收15%或20%的统一关税。地缘政治方面,7月9日以总理内塔尼亚胡在美强调对伊朗浓缩铀储备的担忧,特朗普则表示希望适时解除对伊制裁并展开对话,但遭伊方否认。俄乌局势持续紧张,7月10日,美国总统特朗普透露,将于下周一就俄罗斯问题发表“重大声明”。特朗普在当天接受美国媒体电话采访时表示,当前俄军空袭乌克兰加剧,特朗普本人对俄罗斯总统普京表示“失望”,并称普京“口头客气但毫无实质”。随着关税威胁和地缘冲突的升级,市场避险情绪显著升温,资金再度流向避险资产,推动金价震荡上行。

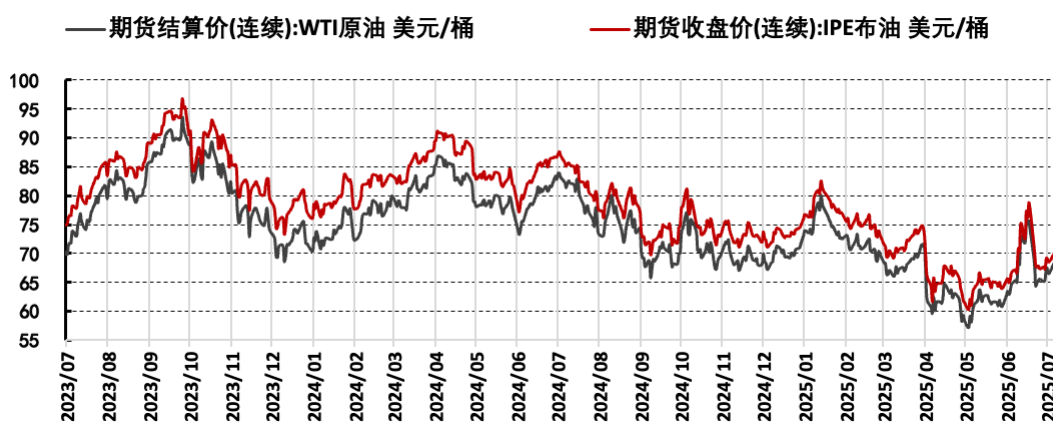
图57. 本周金价走强



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

原油整体震荡上涨。WTI 均价 68.45 美元/桶，一周前值 66.50 美元/桶。IPE 布油本周收盘价 70.63 美元/桶，上周前值 68.51 美元/桶。消息面上，周四有知情人士称，OPEC+正讨论自 10 月起暂停增产计划。八个核心成员国将于 8 月 3 日召开视频会议，最终确定 9 月增产计划。当前原油处于盘整阶段，短期基本面仍稳固，成品油供应紧张对原油需求形成支撑。地缘政治方面，7 月 9 日以总理内塔尼亚胡在美强调对伊朗浓缩铀储备的担忧，特朗普则表示希望适时解除对伊制裁并展开对话，但遭伊方否认。红海局势持续紧张，7 月以来也门胡塞武装接连发动两次袭击事件，影响中东能源运输安全，迫使载有石油和其他能源产品的船只绕道，利多油价。7 月 10 日，美国总统特朗普透露，将于下周一（就俄罗斯问题发表“重大声明”。特朗普在当天接受美国媒体电话采访时表示，当前俄军空袭乌克兰加剧，特朗普本人对俄罗斯总统普京表示“失望”，并称普京“口头客气但毫无实质”。本周国际油价受地缘政治紧张和 OPEC+可能暂停增产的预期支撑延续上行，但后续走势仍需关注 8 月 3 日 OPEC+会议对增产计划的最终决定。

图58. 本周原油价格上升



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

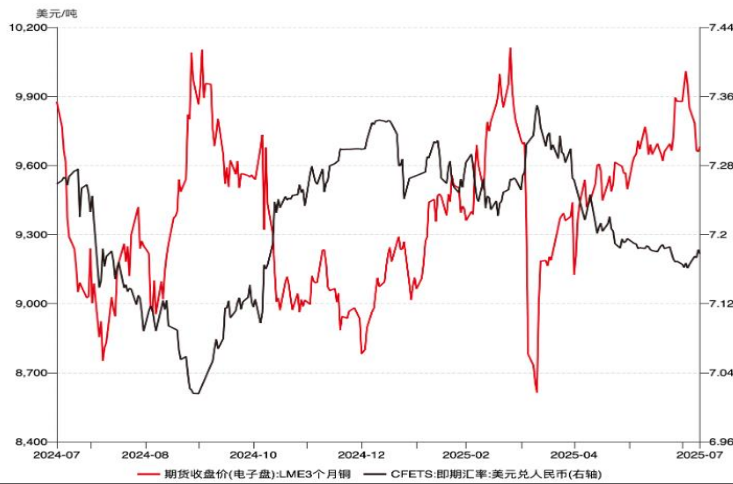
截止本周五，LME 铜本周报收 9660.50 美元/吨，上周报收 9864.50 美元/吨，本周铜价震荡走低。消息面上，7 月 9 日，美国总统特朗普在社交媒体平台上宣布，在收到一份严格的国家安全评估报告后，他宣布美国对铜征收 50%的关税，自 2025 年 8 月 1 日起生效；7 月 11 日，据媒体报道，其计划征收的这一关税将扩展至半成品领域，涵盖电网、军工和数据中心所需的关键材料。不过，由于近期库存大幅增加，短期内关税的影响被缓冲——现有库存可先行消耗，意味着 50%的关税短期内不太可能完全体现在价格中。纵向分析来看，LME 铜价呈现出与人民币汇率（美元兑人民币）负相关，与中国制造业 PMI 指数正相关的显著特征。我们认为，长期中美元延续走弱态势，人民币将获得支撑，中国进口成本降低从而刺激铜需求；同时，中国稳增长政策加码有望带动制造业 PMI 持续回升，进一步提振铜的工业需求。此外，全球地缘局势紧张及铜矿供应扰动可能强化铜的供给溢价，下半年铜价或延续上行趋势，甚至重演黄金涨势。需重点关注中国政策动向、库存变化及美联储货币政策转向的节奏。

图59. 本周铜价震荡下行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图60. 铜价和人民币汇率走势



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图61. 铜价和中国制造业 PMI 指数



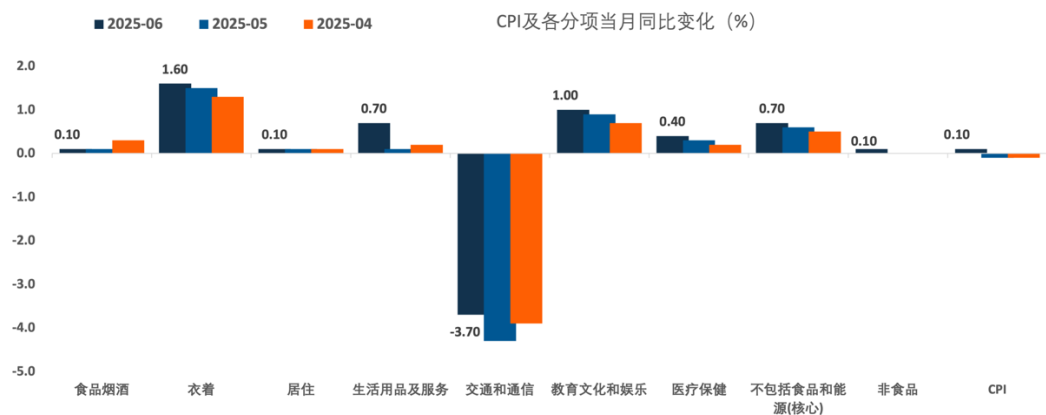
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

## 2. 内部因素：二季度经济景气度尚可，政策对冲下三季度宏观尾部风险可控

近期主要公布了比较重要的6月通胀数据，值得注意的是当前PPI和CPI出现分化现象，尤其是年初以来核心CPI震荡上行，6月核心CPI同比0.7%，创下2024年5月以来新高，主要驱动因素是以旧换新政策带动商品消费需求修复。而PPI则受到地产需求不振、产能过剩和油价下滑的多重影响，当前已是连续33个月同比负增长。目前，三季度经济适当减速的现实正在兑现。今年上半年经济偏强的表现，除了企业扩大供应抢出口以外，财政发力的前置也尤为重要。广义财政增速的下滑对总需求的影响不容低估，未来出口的减速与财政支出的下滑可能导致经济继续下行，这也意味着企业盈利的见底需要较长时间。不过考虑到关税谈判的积极进展、与稳增长政策的出台，预计7月到三季度经济减速的幅度相对温和，经济失速的风险可控。具体来看：

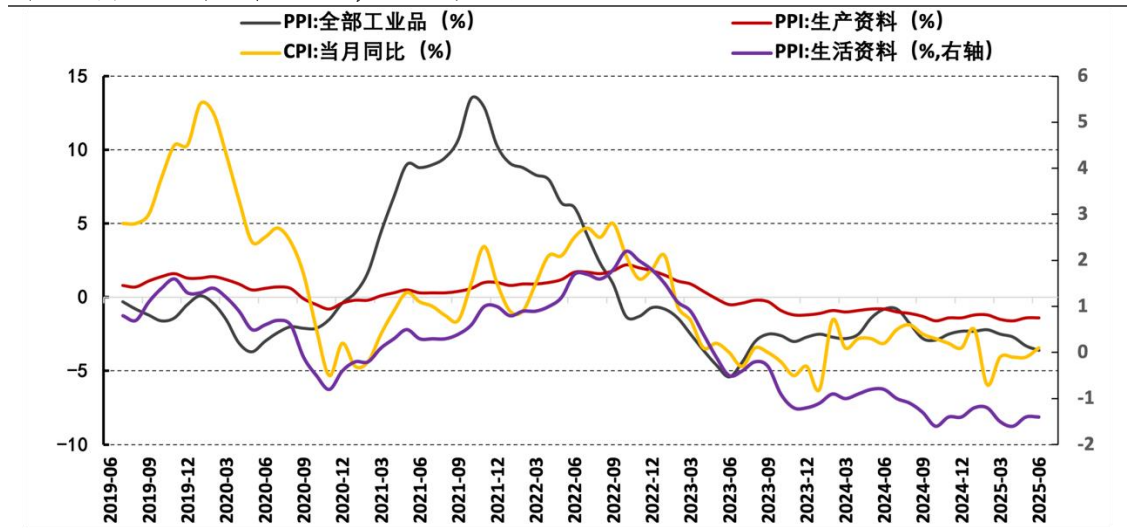
- CPI数据方面，6月全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.1%，预期持平，核心CPI同比涨幅则小幅扩大至0.7%，环比下降0.1%；从CPI同环比来看，同比增速由负转正，但环比仍下降0.1%，显示整体通胀压力依然温和。细分来看，食品价格同比下降0.3%，降幅较上月收窄0.1个百分点。其中，受生猪供给持续释放影响，猪肉价格同比由上月上涨3.1%转为大幅下降8.5%；受部分地区高温天气和供应调整推动，鲜菜价格同比降幅显著收窄，鲜果价格同比涨幅扩大。工业消费品价格表现显著改善，同比降幅由上月的1.0%收窄至0.5%，对CPI同比的下拉作用减少约0.18个百分点；主要得益于中东地缘冲突推升国际油价减轻了能源价格拖累；国际金价高企带动其他商品与服务价格同比涨幅扩大至8.1%；服务价格同比稳定上涨0.5%，毕业季带动房租环比微涨0.1%，但涨幅仍低于2015-2019年同期水平0.25%；
- PPI数据方面，6月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降3.6%，创年内新低；环比下降0.4%，降幅与上月相同。PPI方面，整体工业品需求疲弱态势持续，价格下行压力依然显著。价格压力分化格局延续，上游低通胀加剧成为主要拖累。具体来看，国内部分原材料制造业受夏季高温雨水天气影响施工进度、叠加供给充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降1.8%，非金属矿物制品业价格下降1.4%。同时，绿电（太阳能、风能、水电）供应增加带动整体发电成本下降，并替代火电减少电煤需求，加之煤炭生产稳定，煤炭开采和洗选业价格环比下降3.4%，煤炭加工业价格下降5.5%，电力热力生产和供应业价格下降0.9%；下游领域呈现结构性改善，治理企业低价无序竞争力度加大推动汽柴油车整车制造和新能源车整车制造价格环比分别上涨0.5%和0.3%，同比降幅收窄；部分高技术行业如光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格同比降幅也出现收窄。

图62.6月CPI及各分项当月同比变化



资料来源：wind，国投证券证券研究所

图63.6月PPI同比降幅扩大，CPI同比转正



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图64.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2025/7/10	日度	112		-10.26%	0.48%
煤炭行业	煤炭库存	2025/7/11	日度	560	万吨	-5.72%	-1.93%
石油化工业	地炼开工率	2025/7/9	周度	48.86	%	-8.18%	-1.43%
	涤纶长丝开工率	2025/7/10	周度	91.77	%	4.75%	-0.14%
	焦化企业开工率	2025/7/11	周度	78.44	%	0.84%	-0.63%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2025/7/4	周度	83.44	%	0.37%	-0.48%
	生铁日均产量	2025/6/30	旬度	195.30	万吨/天	0.81%	0.26%
	粗钢日均产量	2025/6/30	旬度	196.91	万吨/天	-1.78%	-0.88%
	钢材日均产量	2025/6/30	旬度	225.70	万吨/天	-1.18%	6.41%
	建筑钢材品种库存	2025/7/11	周度	222.14	万吨	-22.99%	0.22%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2025/7/11	周度	90.27	%	-100.00%	-100.00%
	全钢胎开工率	2025/7/10	周度	64.56	%	22.02%	1.27%
	半钢胎开工率	2025/7/10	周度	72.92	%	-7.78%	3.56%
房地产行业	乘用车销量	2025/7/6	周度	39660	辆/日	1.20%	-58.42%
	30大城市商品房成交面积	2025/7/10	日度	19.93	万平方米	-29.81%	9.64%
	一线	2025/7/10	日度	4.68	万平方米	-35.17%	-2.13%
	二线	2025/7/10	日度	8.91	万平方米	-44.62%	-0.67%
基建	三线	2025/7/10	日度	6.34	万平方米	24.52%	43.21%
	石油沥青开工率	2025/7/9	周度	32.70	%	23.40%	3.15%
出口	水泥发运率	2025/7/4	周度	39.90	%	6.71%	-2.23%
	中国出口集装箱运价指数	2025/7/11	周度	1313.70		-36.99%	-2.18%
商品价格	波罗的海干散货指数	2025/7/10	日度	1465		-24.76%	2.95%
	猪肉	2025/7/11	日度	20.60	元/公斤	-15.61%	0.10%
	农产品批发价格指数	2025/7/11	日度	113.35		-2.12%	0.82%
	蔬菜	2025/7/11	日度	4.42	元/公斤	-5.96%	1.84%
	布伦特原油	2025/7/10	日度	68.64	美元/桶	-18.92%	-0.23%
	螺纹钢	2025/7/11	日度	3133.00	元/吨	-10.61%	1.65%
	南华工业品指数	2025/7/11	日度	3612.73		-11.67%	1.55%
	南华农业品指数	2025/7/11	日度	1086.68		3.37%	0.26%
	玻璃	2025/7/11	日度	1090.00	元/吨	-25.80%	5.72%
LME铜	2025/7/10	日度	9752.00	美元/吨	-0.10%	-3.64%	

资料来源: wind, 国投证券证券研究所

### 3. 外部因素：6月美联储继续维持利率不变；特朗普延长谈判窗口至8月1日

#### 3.1. 6月FOMC会议纪要：宽松政策态度明显，重点关注关税与经济韧性

美联储在6月会议上一致同意维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%，认为当前限制性货币政策立场仍适宜，同时继续推进缩表进程。尽管经济因贸易关税预期回落不确定性较4月峰值有所缓解，但政策制定者仍强调需等待更多数据确认通胀可持续回归2%目标。多数官员预期年内可能启动降息，但少数成员主张按兵不动，担忧通胀粘性与经济韧性可能延缓宽松步伐。资产负债表缩减计划延续，预计缩表将于2026年2月结束。

**通胀形势与核心挑战。**5月PCE通胀率降至2.3%（核心2.6%），延续下行趋势但仍高于长期目标。会议焦点集中于关税对通胀的潜在传导：新关税可能推升商品价格，尤其冲击小企业和低利润行业，而供应链中断风险可能放大这一效应（墨西哥通胀压力已显现）。尽管长期通胀预期保持稳定，短期预期仍处高位，部分官员警告若高通胀持续可能引发预期脱锚。积极因素在于，企业库存缓冲或延缓价格传导，且中美“90天关税休战”等协议若达成可能缓解压力。

**经济表现与结构性风险。**二季度实际GDP保持稳健扩张，消费支出韧性突出，但经济内部分化加剧。失业率稳定在4.2%，劳动力市场接近充分就业，但企业因政策不确定性普遍暂停新增招聘，移民收紧进一步制约劳动力供给。消费者信心虽小幅回升仍显疲弱，低收入家庭转向低价商品，对学生贷款违约激增及信用卡逾期率上升的担忧升温。企业部门呈现矛盾信号：制造业订单疲软，农业承受低粮价与高成本挤压，但AI投资可能提升生产率；商业地产逾期率持续高企，成为金融稳定隐患。

**货币政策操作调整。**未来利率路径将严格依赖数据，重点关注关税传导强度、就业市场演变及通胀预期锚定状况。政策工具方面，新增日间常备回购便利(SRF)操作以优化流动性管理，应对债务上限解决后财政部账户重建可能引发的准备金消耗。针对潜在的政策两难（如通胀顽固与就业恶化并存），委员会明确将评估“双重目标缺口程度与闭合时间差”，并探索在SEP中纳入替代情景分析，提升风险沟通透明度。

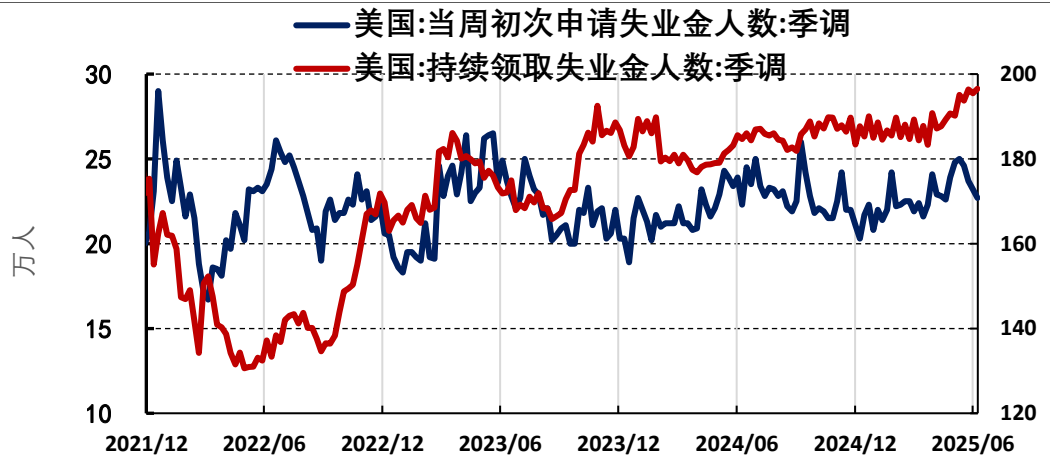
美联储依然强调后续决策将严格依赖数据表现凸显关税影响依然对降息存在较大掣肘，尽管通胀持续回落，经济呈现韧性分化。失业率持稳4.2%反映劳动力市场强劲，初请失业金人数回落说明企业裁员减少，但续请失业金人数持续上升亦说明企业因政策不确定性暂停新增招聘。货币政策层货币紧缩政策延续，委员会对通胀与就业的双重目标权衡保持警惕，若未来数据确认通胀趋稳且经济降温，或打开降息窗口，当前CME年内降息预测依旧为两次。

图65.最新 CME 降息预测 (7月12日更新)

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	57.4%	39.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	34.4%	47.1%	16.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	25.4%	43.6%	25.1%	4.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.3%	32.2%	36.7%	17.4%	2.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.7%	21.9%	34.6%	26.5%	9.7%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	10.7%	25.9%	32.1%	21.3%	7.1%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.0%	6.3%	18.3%	29.0%	26.7%	14.2%	4.0%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.6%	9.9%	21.5%	28.3%	22.9%	11.1%	3.0%	0.3%
2026/9/16	0.1%	1.1%	5.0%	13.8%	23.7%	26.5%	19.0%	8.4%	2.1%	0.2%
2026/10/28	0.2%	1.4%	5.8%	14.6%	24.0%	25.8%	18.1%	7.9%	1.9%	0.2%
2026/12/9	0.3%	1.9%	6.8%	15.7%	24.2%	25.0%	16.9%	7.2%	1.7%	0.2%

资料来源: CME, 国投证券证券研究所

图66.本周续请失业金人数持续走高



资料来源: WIND, 国投证券证券研究所

### 3.2. 对等关税冲击再起, 特朗普延长谈判窗口至8月1日

本周特朗普政府加速推进“对等关税”政策落地, 核心动作包括向 20 余国发送关税信函(7月7日首批 14 国、9 日追加 8 国)并延长谈判窗口期。7月7日, 特朗普签署行政令将“对等关税”暂缓期从原定的 7 月 9 日延长至 8 月 1 日, 为未达成协议的国家提供额外三周谈判时间。此举被解读为“极限施压”策略: 一方面通过信函明确各国税率(最高达 50%), 另一方面以延期换取让步。美国财长贝森特直言, 此举旨在迫使贸易伙伴“加速谈判”, 否则将恢复 4 月公布的更高税率。

特朗普政府本周分两批公布国别税率, 差异化特征显著且无统一计算公式。首批 14 国中, 日韩等经济体量较大国家税率集中在 25%-36% (日本、韩国、马来西亚 25%, 印尼 32%, 泰国 36%), 而缅甸、老挝等小型经济体税率高达 40%; 第二批 8 国包括菲律宾(20%)、巴西(50%大幅上调)及阿尔及利亚等(30%)。值得注意的是, 已达成协议的国家税率较低: 英国维持 10% (5 月协议)、越南锁定 20% (7 月协议), 而中国、欧盟等谈判中的大国暂未收到新函, 其 10% 基准关税和豁免期(中国至 8 月 12 日)仍有效。而对于其余未发送信函的国家将施以 15%-20% 不等的关税。此外, 特朗普于 7 月 10 日宣称将于 8 月 1 日对所有进口到美国的铜征收 50% 的关税。

被征税国家反应呈现两极分化：日本、巴西等强硬应对，东南亚多国寻求妥协。日本首相石破茂宣称“已做好所有准备”，坚持在汽车关税等问题上要求美国让步；巴西总统卢拉谴责美方“冒犯性行为”，将关税信函正式退回并誓言对等反制。韩国总统李在明表态谨慎，称谈判“异常困难”但将争取以韩利益为中心的协议；南非质疑税率计算合理性（指其 77% 美国产品已免税），但仍愿继续谈判。欧盟、印度等未收函大国则加速博弈：欧盟威胁千亿规模反制清单，印度已向 WTO 通报报复性关税预案。缅甸、柬埔寨等主动争取降税，缅甸领导人致信特朗普要求税率降至 10%-20%。令人意外的是，据美国政治新闻网站 Politico 报道，越南谈判代表似乎并未接受 20% 的税率，他们据称同意的水平约为 11%，无独有偶，越南政府迄今未正式接受这一关键内容，双方均未公布正式文件，给双方是否真正达成协议蒙上一层迷雾。

随着以伊冲突和 OBBBA 法案落地，特朗普又将精力转向对等关税。特朗普政府在本周加速推动“对等关税”政策，通过向超过 20 个国家发送关税信函并延长谈判窗口，实施“极限施压”策略。此举意在迫使未达成协议的贸易伙伴在 8 月 1 日之前加速谈判。回观特朗普的核心需求，高关税导致的高利率环境既掣肘国债的发现，又推高企业的资金成本，不符合“制造业回流”的终极目标，也对其中期选举产生负面影响，小幅震荡的美股表明市场目前对特朗普对等关税 2.0 “不喜不悲”的谨慎态度。

图67.特朗普最新对等关税税率

美国进口	进口金额 (百万美元)	4月2日对等 关税税率	最新对等关税 税率	宣布时间
中国	438,742	54%	30%	5月12日
加拿大	411,887	25%	35%	7月10日
日本	148,371	23%	25%	7月7日
越南	136,501	45%	20%	7月2日
韩国	131,553	25%	25%	7月7日
英国	68,168	10%	10%	5月9日
泰国	63,350	36%	36%	7月7日
马来西亚	52,488	24%	25%	7月7日
巴西	42,349	10%	50%	7月9日
印度尼西亚	28,052	32%	32%	7月7日
南非	14,689	30%	30%	7月7日
菲律宾	14,162	17%	20%	7月9日
柬埔寨	12,646	49%	36%	7月7日
孟加拉	8,359	37%	35%	7月7日
伊拉克	7,541	39%	30%	7月9日
斯里兰卡	3,014	44%	30%	7月9日
阿尔及利亚	2,462	30%	30%	7月9日
哈萨克斯坦	2,349	27%	25%	7月7日
利比亚	1,465	31%	30%	7月9日
突尼斯	1,123	28%	25%	7月7日
塞尔维亚	814	37%	35%	7月7日
老挝	803	48%	40%	7月7日
缅甸	652	44%	40%	7月7日
文莱	239	24%	25%	7月9日
波黑	179	35%	30%	7月7日
摩尔多瓦	136	31%	25%	7月9日

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**国投证券证券研究所**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034