

2025 年 07 月 12 日

市场已演绎出“牛市氛围”

——申万宏源策略一周回顾展望(25/07/07-25/07/12)

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x
chengxiang@swsresearch.com

- 一、A 股大波段上行的线索愈发清晰，关注两个变化：1. 反内卷政策下，中游制造基本面预期锚定提前向 2026 年切换，短期有弹性的投资机会明显增加。2. 美国美丽大法案通过加码财政刺激，中期美国深度衰退风险基本排除，这也提升了中国 2026 年供需格局拐点的可见度。
- 上证指数突破后，A 股积极因素仍在继续累积。A 股大波段上行的线索正愈发完整清晰，市场开始提前反映远期改善的投资机会。本周我们重点关注两点变化：1. 反内卷政策加持下，市场参与中游制造选股更加积极，基本面预期锚定提前向 2026 年切换，短期有弹性的投资机会明显增加。本轮反内卷“去资本开支”是确定的，中游制造资本开支负增长将更深、更持续。对应 2026 年中开始，固定资产增速低于名义 GDP 增速，供需格局改善的阶段也会更持续。这种情况下，短期有 Alpha 逻辑的个股，改善逻辑很容易延伸到 2026 年。基于 2026 年基本面困境反转的投资机会提前反映，强化了突破行情。
- 2. 美国国会两院通过美丽大法案，特朗普再次加码财政刺激。短期，美国财政赤字可能重新走扩，引发市场对高通胀和美债发行压力的担忧。但拉长时间看，美国财政发力基本排除了经济深度衰退的风险。而前期，外需大幅回落，是市场担心 2026 年供需格局改善推迟的重要因素。美联储宽松周期临近 + 欧洲本就处于刺激周期 + 中美经贸谈判成果显现，中美经济政策协调性恢复，这构成后续经济韧性可能超预期的主要来源。这也是市场开始提前反映远期改善的原因。
- 二、短期市场已演绎出“牛市氛围”：上证指数突破本身直接推升风险偏好，短期赚钱效应全面扩散。25Q4 开始牛市的必要条件会加速积累，但 25Q3 牛市可能不会一蹴而就，赚钱效应扩散至高位后，市场反复可能增加。
- 短期市场已演绎出“牛市氛围”。上证指数突破本身直接推升风险偏好，交易性资金活跃度上台阶，推动赚钱效应全面扩散，短期稳定币、反内卷、大金融等热点方向动量效应提升。短期市场开始反映更长期限的潜在基本面改善，同时与牛市同步的高 beta 资产（典型是非银金融）出现了领涨行情，这是“牛市氛围”的直接体现。
- 2025Q4 开始牛市的必要条件会加速积累：提前反映 2026 年供需格局改善的乐观预期，A 股 2025 年四季报低基数高增长，也会为抢跑行情创造更有利的条件。另外 2025 年是居民存款到期重定价的高峰，含股票投资的类债产品（多资产套利、结构化产品、固收+、红利险、量化产品）会有自然增量，也会强化四季度行情。但 25Q3 可能还不是牛市能够一蹴而就的窗口。基本面上，国内经济下半年可能弱于上半年，国内政策重点是调结构，稳增长力度有限。另外，公募 2020-21 年新发行高峰的产品尚未回到水位上，居民存款搬家的资金正循环，还不具备全面开启的条件。25Q3 指数中枢抬升后，我们维持 25Q4 指数中枢再抬升，2026-27 年是牛市核心区间的判断。只不过，牛市预备期行情还是会有波折。赚钱效应明显扩散后，25Q3 还会有休整波段，可能由基本面偏弱信号触发。
- 三、结构选择不变：1. 保险增配银行加速买入无法中期维持。我们建议待市场关注度降低再配置。2. 25Q3 算力链进一步机会，可能来自于中美谈判成果显现，互联网平台资本开支改善。3. 反内卷行情短期弹性更大的是周期品。而 2026 年供需格局改善，中游制造才是重点。4. 维持战略看好港股的判断。25Q3 继续看好新消费和创新药龙头。
- 风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期



申万宏源研究微信服务号

图表目录

图 1：量化情绪指标跟踪	5
图 2：重点 ETF 跟踪	7

一、A 股大波段上行的线索愈发清晰，关注两个变化：1. 反内卷政策下，中游制造基本面预期锚定提前向 2026 年切换，短期有弹性的投资机会明显增加。2. 美国美丽大法案通过加码财政刺激，中期美国深度衰退风险基本排除，这也提升了中国 2026 年供需格局拐点的可见度。

上证指数突破后，A 股积极因素仍在继续累积。A 股大波段上行的线索正愈发完整清晰，市场开始提前反映远期改善的投资机会。本周我们重点关注两点变化：1. 反内卷政策加持下，市场参与中游制造选股更加积极，基本面预期锚定提前向 2026 年切换，短期有弹性的投资机会明显增加。本轮反内卷“去资本开支”是确定的，中游制造资本开支负增长将更深、更持续。对应 2026 年中开始，固定资产增速低于名义 GDP 增速，供需格局改善的阶段也会更持续。这种情况下，短期有 Alpha 逻辑的个股，改善逻辑很容易延伸到 2026 年。基于 2026 年基本面困境反转的投资机会提前反映，强化了突破行情。

2. 美国国会两院通过美丽大法案，特朗普再次加码财政刺激。短期，美国财政赤字可能重新走扩，引发市场对高通胀和美债发行压力的担忧。但拉长时间看，美国财政发力基本排除了经济深度衰退的风险。而前期，外需大幅回落，是市场担心 2026 年供需格局改善推迟的重要因素。美联储宽松周期临近 + 欧洲本就处于刺激周期 + 中美经贸谈判成果显现，中美经济政策协调性恢复，这构成后续经济韧性可能超预期的主要来源。这也是市场开始提前反映远期改善的原因。

二、短期市场已演绎出“牛市氛围”：上证指数突破本身直接推升风险偏好，短期赚钱效应全面扩散。市场开始反映更长期的逻辑 + 高 beta 资产上涨。25Q4 开始牛市的必要条件会加速积累，但 25Q3 牛市可能不会一蹴而就，赚钱效应扩散至高位后，市场反复可能增加。

短期市场已演绎出“牛市氛围”。上证指数突破本身直接推升风险偏好，交易性资金活跃度上台阶，推动赚钱效应全面扩散，短期稳定币、反内卷、大金融等热点方向动量效应提升。短期市场开始反映更长期限的潜在基本面改善，同时与牛市同步的高 beta 资产(典型是非银金融)出现了领涨行情，这是“牛市氛围”的直接体现。

我们继续提示，2025Q4 开始牛市的必要条件会加速积累：提前反映 2026 年供需格局改善的乐观预期，A 股 2025 年四季报低基数高增长，也会为抢跑行情创造更有利的条件。另外 2025 年是居民存款到期重定价的高峰，含股票投资的类债产品(多资产套利、结构化产品、固收+、红利险、量化产品)会有自然增量，也会强化四季度行情。但 25Q3 可能还不是牛市能够一蹴而就的窗口。基本上，国内经济下半年可能弱于上半年，国内政策重点是调结构，稳增长力度有限。另外，公募 2020-21 年新发行高峰的产品尚未回到水位上，居民存款搬家的资金正循环，现阶段还不具备全面开启的条件。25Q3 指数中枢抬升后，我们维持 25Q4 指数中枢再抬升，2026-27 年是牛市核心

区间的判断。只不过，牛市预备期行情还是会有波折。赚钱效应明显扩散后，25Q3 还会有休整波段，可能由基本面偏弱信号触发。

三、结构选择不变：1. 保险增配银行的资金逻辑，从“一阶导”演绎到“二阶导”，而加速买入无法中期维持。我们建议待市场关注度降低再配置。2. 25Q3 算力链进一步机会，可能来自于中美谈判成果显现，互联网平台资本开支改善。3. 反内卷行情短期弹性更大的是周期品。而 2026 年供需格局改善，中游制造才是重点。4. 维持战略看好港股的判断。25Q3 继续看好新消费和创新药龙头。

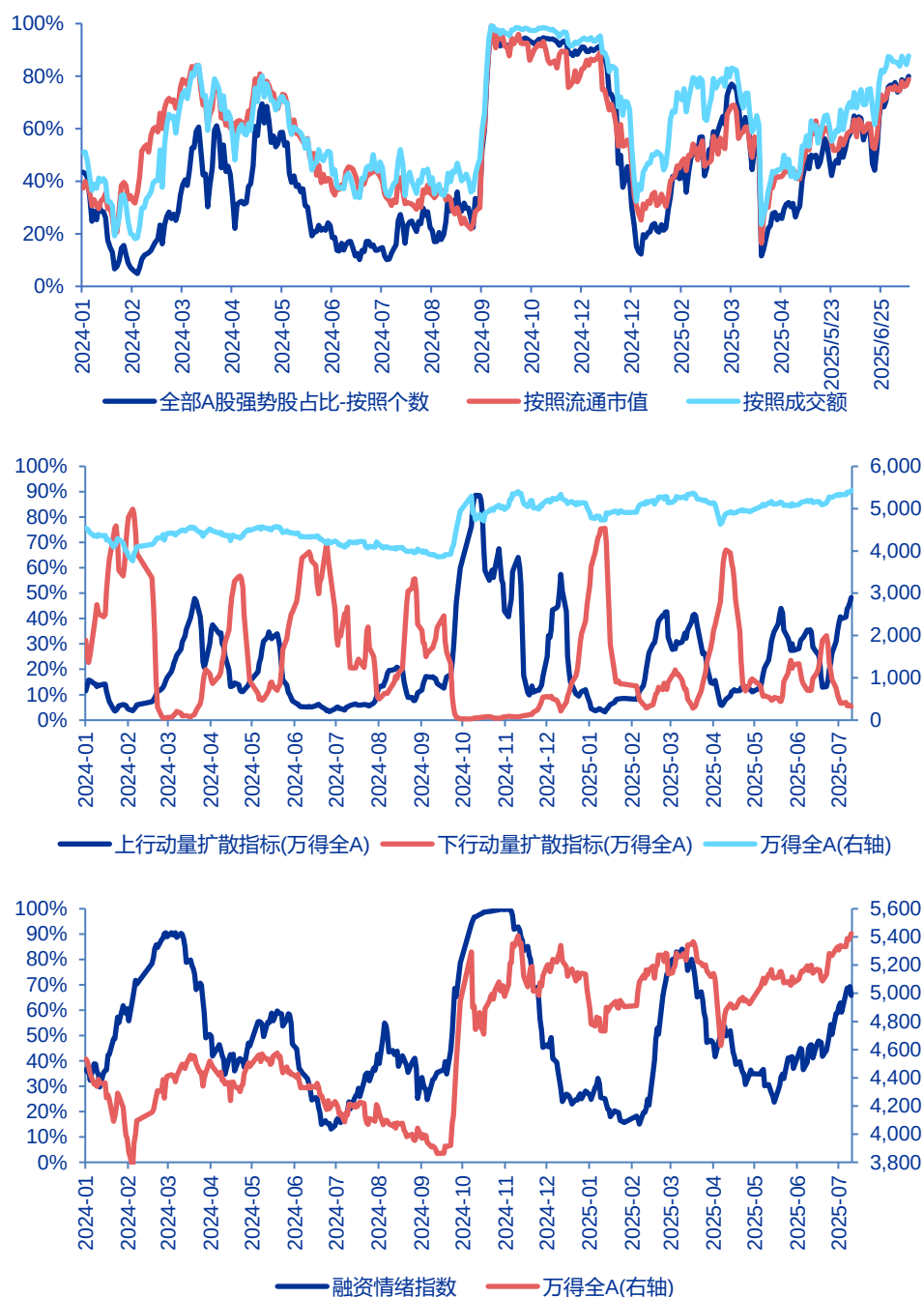
我们结构选择的判断不变：1. 保险配置高股息，包括银行股是长期正确，但短期资金逻辑已不是“保险还会买入”，而是“保险正在加速买入”（全年需完成长期资金入市目标，一季度政策细节未定，二季度加速执行；近期保险举牌更加关注银行股），资金逻辑从“一阶导”转向“二阶导”，这种状态无法长期持续。我们建议，等到市场对银行股关注度降低再做配置。

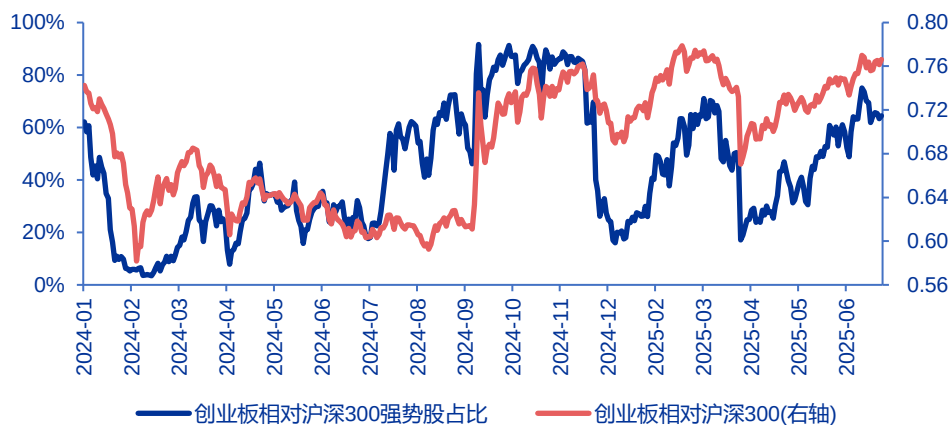
2. 科技领域，短期值得关注的变化是，中美关税谈判成果开始显现，可能包含部分科技出口管制放松内容，对应互联网平台资本开支可能重新上行，这构成国内 AI 算力产业链延续反弹的驱动力。

3. 反内卷的结构，短期的重点是低 PB 修复，周期品弹性更高，这种修复属于历史经验映射和主题投资范畴。而 2026 年中游制造供需格局改善，中游制造才是挖掘细分行业投资机会的重点。港币触及弱方保证，引发港股流动性担忧，但我们认为港股流动性波动是因不是果。维持战略看好港股的判断。

4. 我们继续维持港股可能是潜在牛市中领涨市场的判断。25Q3 港股创新药、新消费龙头仍有机会，港股互联网龙头仍是 AI 领涨板块，港股高股息仍是性价比更高的举牌选择。

图 1：量化情绪指标跟踪





赚钱效应扩散指标 20250711	按照个数	相比 20250704	按照市值	相比 20250704	按照成交额	相比 20250704	状态
银行	100%	3%	100%	2%	100%	4%	继续扩散
钢铁	95%	2%	94%	3%	89%	-2%	-
有色金属	91%	0%	95%	0%	98%	1%	继续扩散
国防军工	90%	0%	87%	0%	95%	-1%	-
石油石化	89%	4%	95%	3%	97%	3%	继续扩散
电力设备	87%	4%	89%	5%	93%	1%	继续扩散
煤炭	87%	21%	55%	-31%	89%	12%	继续扩散
非银金融	85%	2%	97%	1%	100%	3%	继续扩散
医药生物	85%	4%	75%	4%	91%	2%	继续扩散
中证红利	85%	17%	91%	-2%	90%	5%	继续扩散
科创板	85%	8%	71%	6%	75%	-3%	-
建筑材料	85%	7%	74%	13%	89%	8%	继续扩散
环保	84%	2%	88%	5%	90%	-1%	-
轻工制造	84%	2%	66%	1%	90%	0%	-
通信	84%	3%	96%	4%	96%	1%	继续扩散
中证500	84%	9%	82%	8%	90%	4%	继续扩散
国证2000	83%	7%	83%	7%	90%	2%	继续扩散
创业板	83%	4%	83%	5%	91%	3%	继续扩散
基础化工	83%	4%	81%	6%	88%	3%	继续扩散
建筑装饰	83%	10%	92%	5%	91%	10%	继续扩散
公用事业	82%	4%	68%	-8%	86%	-2%	-
电子	82%	3%	79%	4%	85%	-3%	-
房地产	82%	29%	85%	45%	91%	36%	继续扩散
机械设备	81%	8%	79%	22%	84%	6%	继续扩散
计算机	80%	9%	75%	17%	91%	9%	继续扩散
全部A股	80%	6%	79%	4%	88%	3%	继续扩散
传媒	80%	9%	90%	11%	94%	6%	继续扩散
农林牧渔	79%	14%	79%	5%	81%	1%	继续扩散
主板	79%	6%	78%	4%	87%	3%	继续扩散
交通运输	75%	13%	57%	6%	77%	9%	继续扩散
家用电器	75%	5%	81%	2%	76%	3%	继续扩散
沪深300	73%	7%	77%	2%	82%	4%	继续扩散
纺织服饰	72%	7%	76%	18%	89%	6%	继续扩散
汽车	70%	0%	50%	-10%	59%	-11%	-
社会服务	68%	10%	65%	14%	84%	11%	继续扩散
商贸零售	57%	7%	67%	18%	72%	5%	继续扩散
美容护理	56%	7%	55%	33%	71%	38%	继续扩散
食品饮料	47%	5%	10%	0%	23%	-9%	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近5个交易日净值走勢
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来		
医药生物	159748.SZ	富国中证沪港深创新药产业ETF	6.06	11.0	31.8	5.54	32.04	-0.04	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	8.87	-21.5	20.1	5.53	8.14	-0.11	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	59.78	7.3	-12.0	4.76	17.70	-0.28	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	166.27	14.9	39.5	4.42	-9.38	0.01	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	36.01	-1.5	-18.8	3.21	8.54	-0.08	
主题	560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	3.00	-5.1	-15.0	2.72	0.05	-0.06	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	1.21	-3.8	103.0	2.59	-2.87	0.12	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	22.88	-3.3	-3.5	2.46	-3.26	-0.01	
医药生物	515950.SH	富国中证医药50ETF	6.59	-	-20.0	2.40	5.14	-0.15	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	55.91	-3.0	-7.8	2.23	3.81	-0.01	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	3.75	-0.5	-5.1	2.17	4.88	-0.07	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	2.05	1.0	-29.1	1.95	3.73	-0.08	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	256.13	-2.1	-17.7	1.91	0.93	-0.06	
指数	159591.SZ	富国中证A50ETF	8.30	-1.4	-47.3	1.67	2.10	-0.03	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	681.63	-0.5	6.3	1.65	2.52	0.01	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	479.27	-0.2	20.3	1.65	2.50	-0.06	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	411.60	-0.6	8.6	1.65	2.49	-0.01	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	930.61	-1.7	4.1	1.64	2.47	0.02	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	396.90	-0.9	-8.9	1.52	1.67	-0.09	
家用电器	561120.SH	富国中证全指家用电器ETF	0.76	-1.9	-30.2	1.48	1.79	-0.32	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	47.09	0.3	-23.4	1.46	2.90	-0.07	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	23.06	-2.0	-9.5	1.44	3.82	-0.15	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	43.81	3.9	73.3	1.33	-11.18	-	
主题	562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	0.88	-2.2	-44.7	1.30	-2.83	-	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.37	27.1	-3.7	1.26	5.60	-0.05	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	43.63	10.1	-2.8	1.16	18.36	-0.14	
主题	159974.OF	富国中证央企创新驱动ETF	0.84	-2.3	-48.0	1.15	-2.72	-0.11	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	94.05	-0.1	8.1	1.14	-3.07	-0.18	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.48	-	-5.0	0.89	0.01	-0.11	
主题	560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	16.13	-2.8	-4.7	0.85	0.33	0.01	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	1.97	-	-10.9	0.71	10.44	0.22	
指数	159629.SZ	富国中证1000ETF	44.87	-4.3	21.6	0.60	6.71	0.11	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	25.02	-0.2	-1.4	0.42	2.20	0.03	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	33.90	0.8	-16.8	-0.21	5.02	0.08	
电气设备	561160.SH	富国中证电池主题ETF	11.78	-1.1	-14.0	-0.30	1.02	0.34	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	1.45	-	-14.2	-0.45	1.40	-0.31	
主题	515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	7.37	-0.8	11.2	-0.62	1.84	-0.03	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	174.65	1.2	86.3	-0.66	4.15	0.06	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	27.10	-1.5	204.5	-0.79	5.95	-0.10	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	26.33	-1.0	96.1	-1.08	1.37	-0.18	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	209.72	1.93	-1.55	-1.20	-2.24	-0.08	

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。