

案阔正帆势未休

报告日期: 2025-08-31

分析师: 郑小霞

执业证书号: S0010520080007

电话: 13391921291

邮箱: zhengxx@hazq.com

分析师: 刘超

执业证书号: S0010520090001

电话: 13269985073

邮箱: liuchao@hazq.com

分析师: 张运智

执业证书号: S0010523070001

电话: 13699270398

邮箱: zhangyz@hazq.com

分析师: 任思雨

执业证书号: S0010523070003

电话: 18501373409

邮箱: rensy@hazq.com

分析师: 陈博

执业证书号: S0010525070002

电话: 18811134382

邮箱: chenbo@hazq.com

相关报告

1. 策略月报《持续向好,但热烈情绪面临业绩考验—2025年8月A股市场研判及配置机会》2025-07-27
2. 策略月报《扰动在前,提升在后—2025年7月A股市场研判及配置机会》2025-06-29
3. 中期策略报告《积聚向上突破的力量—2025年A股中期投资策略》2025-06-22
4. 策略月报《向上的契机—2025年6月A股市场研判及配置机会》2025-06-02

主要观点:

- 美联储重启降息将打开国内货币政策空间,9月国内降息等政策预期再起,风险偏好高位提升以及流动性充裕程度进一步加强将继续支撑市场延续向上趋势。配置上继续进攻高弹性方向,一是强者恒强的成长科技,包括泛TMT、AI、算力、机器人、军工等。二是景气支撑或业绩超预期领域,包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。
- 市场观点: 内外货币宽松预期、微观流动性充裕,市场延续向上趋势

内外货币宽松预期、微观流动性充裕,市场延续向上趋势。9月美联储大概率重启降息,汇率压力缓解有望打开国内货币空间,关税风险整体可控。国内基本面变化不大、部分领域出现结构性改善,但内生动能有待增强。海外降息后,国内降息可能性提升,流动性充裕继续支撑市场。同时促消费、稳地产政策有望继续发力。总的看,9月内外部无明显风险掣肘,市场有望延续向上趋势。

美联储有望重启降息并打开国内货币空间,国内促消费、稳地产政策仍可期待。9月中旬美联储大概率降息,对资本市场形成提振。同时随着降息推动美债利率回落,中美息差“倒挂”收窄,将缓解人民币汇率压力,打开国内降息空间。从7、8月高频数据看,消费、投资等内生动能依然待增强,服务消费、房地产等下行压力较大领域对政策发力迫切性持续提升。

微观流动性充裕进一步加强。8月底流动性充裕,以至于资金利率甚至未表现出月末上升特征,叠加全球配置资金净流入A股,指向微观流动性充裕程度进一步加强。政策引导下,8月信贷预计有所修复。

基本面变化不大,部分领域结构性改善,内生动能依然待增强。出口维持较高景气、部分工业品价格止跌或降幅收窄,但消费、投资等内生动能依然待增强,短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计8月社零同比3.3%左右,固投累计同比1.6%,其中制造业投资累计同比5.8%、基建投资增速3.3%、地产投资增速-12.3%,出口同比7.7%;8月CPI同比-0.4%、PPI同比-3%。

- 行业配置: 继续进攻成长科技和业绩支撑弹性主线

8月市场涨势继续超预期,除银行下跌外其余行业均上涨。其中我们推荐的成长科技和业绩支撑两条主线表现强势,领涨全行业。而红利类资产以及分化的反内卷相关行业表现整体落后。消费类行业跟涨,缺乏亮点。展望9月,市场上涨趋势有望延续,风险偏好高昂,交投情绪热烈。配置思路,首重弹性,挖掘进攻性行业。在上涨趋势性行情中,弹性激发通常有三种情形,一是成长科技具备天然高弹性,二是有业绩支撑的板块容易凝聚资金共识,三是有催化剂的板块。按此思路,我们持续推荐的两条主线仍然适用。

第一条主线是强者恒强的高弹性成长科技,主要包括泛TMT、AI、算力、机器人、军工等。上涨惯性行情下,成长科技以天然弹性高成为首选。此外,AI产业趋势明确,算力等方向业绩兑现超预期,当前估值并不高,符合机构景气趋势性投资抱团偏好。AI应用相对滞涨,后续有望补涨,机器人是

重要潜力方向。作为市场情绪表征的军工受益交投热情，同时叠加阅兵等催化。

第二条主线是景气硬支撑或业绩超预期的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中**稀土永磁**在中美关系变化中进可攻退可守，中报业绩亮眼。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用大环境不确定性仍在趋势性增加，各央行货币储备需求增加，同时 9 月中美联储将重启降息带动实际利率新一轮下行，**贵金属**价格迎来上涨契机。海外需求亮眼带动**工程机械**新一轮景气回升，目前正处前期。出口需求持续强劲，**摩托车**销售维持高景气。**农化制品**量价改善。

● 风险提示

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；市场交投情绪变化难以有效预测；美国经济衰退等。

正文目录

1 市场观点：内外货币宽松预期、微观流动性充裕，市场延续向上趋势	4
1.1 美联储将重启降息并打开国内货币空间，国内促消费、稳地产政策仍可期待	4
1.2 微观流动性充裕进一步加强	5
1.3 经济基本面结构性改善，内生动能依然有待增强	6
2 继续进攻成长科技和业绩支撑弹性主线	9
2.1 主线一：成长科技业绩超预期、弹性十足，关注泛 TMT、AI 算力、机器人、国防军工	10
2.2 主线二：具有景气 and 业绩支撑的细分领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等	13
风险提示：	15

图表目录

图表 1 与其它月份相比，8 月的资金利率月末价格处于相对低位	5
图表 2 7 月信贷低速程度超预期	5
图表 3 生产、新订单与新出口订单小幅回升	6
图表 4 中型企业 PMI 回落，大型、小型企业 PMI 改善	6
图表 5 进入下半月乘用车批发与零售同比增速回落	7
图表 6 8 月白酒价格持平，纺织价格温和回升	7
图表 7 主要工业品开工率变化不大	7
图表 8 8 月粗钢产量持平	7
图表 9 5 月农产品价格继续回落	8
图表 10 美联储降息前，能源与有色价格上行乏力	8
图表 11 8 月建材价格整体下行	9
图表 12 8 月 30 城商品房周销售面积同比继续下跌	9
图表 13 电子 2025Q2 营收实现高增	10
图表 14 电子 2025Q2 归母净利润同样高增，通信小幅增长	10
图表 15 通信、电子板块权重股 2025Q2 业绩大部分实现高增	11
图表 16 机器人零部件中丝杠、电机、减速器等价值高	12
图表 17 机器人规模发展潜力巨大	12
图表 18 五年规划开局之年附近军费有上行或支撑趋势	13
图表 19 军工板块 2025Q2 景气度显著回升	13
图表 20 2023 年稀土冶炼分离产品生产国家占比	14
图表 21 美联储 9 月中旬降息已是大概率事件	14
图表 22 挖机销量增速周期在 3-5 年左右，目前迈入新一轮上行期	14
图表 23 挖机出口自 2024 年初开始回升	14
图表 24 部分农化制品价格企稳或明显回升	15
图表 25 摩托车出口持续维持高增速	15

1 市场观点：内外货币宽松预期、微观流动性充裕，市场延续向上趋势

1.1 美联储将重启降息并打开国内货币空间，国内促消费、稳地产政策仍可期待

美联储有望“重启”降息并打开国内货币政策空间。2019年以来，美国通胀水平长期低迷，对此美联储提出了中长期平均通胀2%的目标，并允许通胀在一段时间内高于2%。美联储主席鲍威尔在8月Jackson Hole上的发言中指出，基准前景和不断变化的风险平衡可能值得美联储调整政策立场，并提及同日美联储发布的新《长期目标和货币政策策略声明》，**表明美联储确定利率水平时通胀的权重正在下降而就业权重有所抬升**。一方面，鲍威尔认为基准情形下，关税对通胀的影响可能较短暂，即通胀风险可控。另一方面，他认为当前就业市场处于劳动力供给与需求同时显著放缓的特殊平衡状态，一旦风险显现，可能迅速转化为裁员规模急剧扩大及失业率快速上升。

随着通胀风险减弱、失业风险增强，抗击通胀实施高利率的必要性下降，而高利率抑制经济活动（提高失业率）的潜在风险抬升，支撑美联储重启降息。如9月中旬美联储降息，是时隔一年后美联储重启降息，有望对资本市场形成提振。

同时，随着降息推动美债利率回落，中美息差“倒挂”有所收窄，有望进一步缓解人民币汇率压力，减少货币政策外部掣肘，从而打开国内降息空间。8月末国内银行逐步调降存款利率，也暗示9月降息概率有所抬升，市场可能对降息预期再起。但目前存款利率调整以中小行为主，大行尚未跟进，或表明降息还存在一定不确定性。

国内促消费、稳地产政策仍可期待。从7、8月高频数据来看，消费、投资等内生动能依然有待增强（详见1.3章节），政策托底具有较强的必要性。除货币政策进一步降息刺激之外，服务消费、房地产等下行压力较大的领域对于政策发力的迫切性持续提升。

①一方面，商品消费在经历了将近一年消费品“以旧换新”后，政策边际效应逐步减弱，而服务消费仍有较大的提振潜力，并且服务消费与大宗商品消费购买后形成存量不同，政策边际递减偏慢。

②另一方面，房地产在去年9月24日新一轮调控之后，进入5月份开始下行压力明显加剧，迫切需要新一轮政策提振。如进一步降息房贷利率（如调降LPR等），

放松北京、上海核心区限购等。

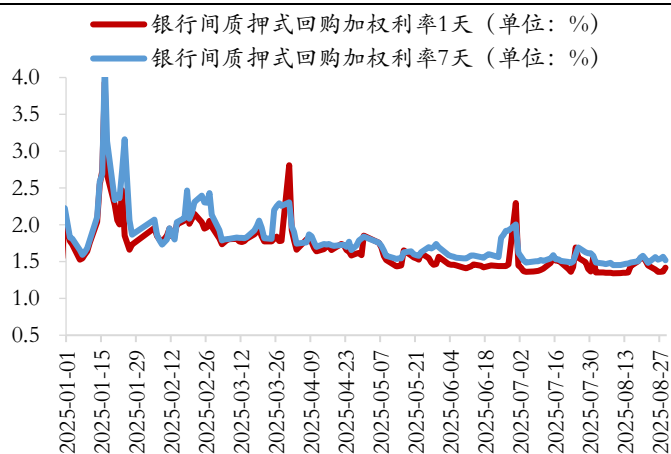
1.2 微观流动性充裕进一步加强

微观流动性充裕进一步加强。当下债市呈现“看股做债”的特征，即在股票市场情绪热烈时债券市场回调风险加大。8月以来，10年期国债利率持续上升，从月初的1.71%持续上升至月末的1.83%，尤其在月底时出现过单日跳升5BP的升幅。当前10年期国债利率已回升至今年3月的水平。但与之相对的是短期市场资金利率仍平稳，情况基本持平于7月，甚至月末资金紧张时的利率上升幅度低于6、7月，指向市场的微观资金仍较为充裕。货币政策方面，在美联储9月降息预期加大且近期中小行存款利率调降的背景下，投资者对我国货币政策进一步宽松的预期会有所升温。但央行近期聚焦银行息差保护，短期再总量宽松的难度较大。

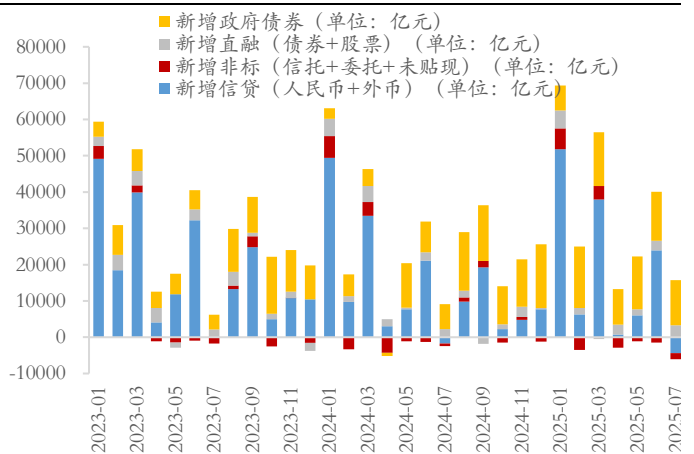
当前微观流动性充裕进一步加强。全球资金流向监测机构EPFR近日发布的数据显示，8月14日至8月20日，配置型外资转向净流入9.8亿美元，其中被动配置型外资净流入68.4亿元，主动配置型外资净流入1.4亿元。这是主动配置型外资继2024年10月中旬以来，首次转向净流入。

8月市场对信贷存修复预期。7月新增社融同比9.0%，继续好于前值，但细究结构，仅政府债券发行是支撑项。需要注意的是去年8月以后政府债券基数明显提升，预计后续这一分项对社融的支撑将逐步下降。社融拖累项最明显的是信贷，7月当月值为负，较去年同期负值进一步加大。近期政策持续向信贷倾斜，包括《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》确认落地，预计后续信贷在政策支撑下将有所提升。

图表1 与其它月份相比，8月的资金利率月末价格处于相对低位
 图表2 7月信贷低迷程度超预期



资料来源：Wind，华安证券研究所。



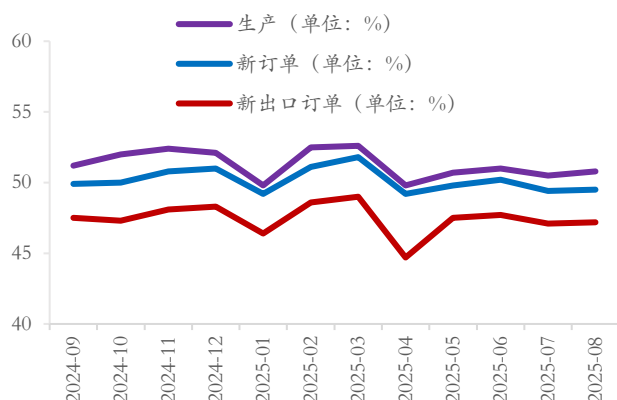
资料来源：Wind，华安证券研究所。

1.3 经济基本面结构性改善，内生动能依然有待增强

基本面变化不大，部分领域结构性改善，内生动能依然有待增强。8月已公布高频数据显示基本面变化不大，部分领域出现结构性改善，出口维持较高景气、部分工业品价格止跌或降幅收窄，但消费、投资等内生动能依然有待增强，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计8月社零同比增长3.3%左右，固定资产投资累计同比增长1.6%，其中制造业投资累计同比5.8%、基建投资增速3.3%、地产投资增速-12.3%，出口同比7.7%；8月CPI同比-0.4%、PPI同比-3%。

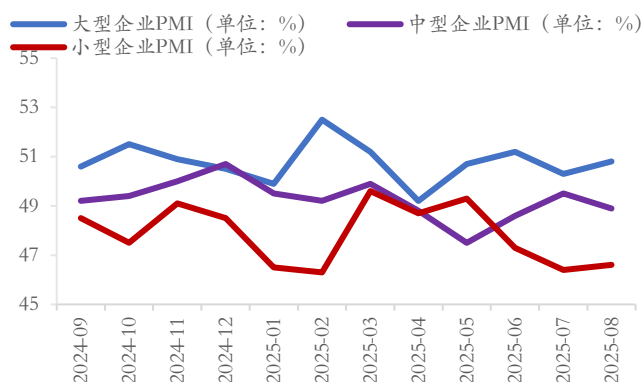
PMI温和回升、边际变化有限。8月制造业PMI为49.4%，较上月小幅回升0.1个百分点，在荣枯线之下企稳但边际变化有限。①供需两端小幅改善。8月生产、新订单和出口订单指数分别为50.8%、48%和47.2%，生产和需求均有所回升，尤其是新出口订单回升幅度最小。②就业压力依然较大，从业人员指数仍在低位。8月从业人员为47.9%，较上月下降0.1个百分点。③服务业延续温和改善态势。8月份，服务业PMI为50.3%，较上月回升0.2个百分点。建筑业PMI下降至49.1%、跌破荣枯线，主要是受地产景气度下行拖累、也表明基建开工也依然偏慢。从不同企业类型的PMI来看，大型企业、小型企业有所改善，但中型企业PMI明显回落。

图表3 生产、新订单与新出口订单小幅回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表4 中型企业PMI回落，大型、小型企业PMI改善

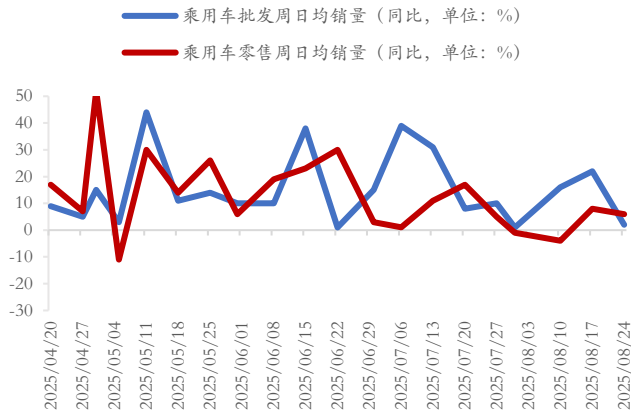


资料来源: Wind, 华安证券研究所。

大宗商品消费面临基数走高和政策边际效应减弱压力，服务类消费亦待政策提振。8月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.81万辆和5.47万辆，同比分别增长11.7%和3.72%，考虑到去年8月消费品“以旧换新”政策逐步发力，零售销量增速回落或表明居民端购车意愿下降，指向政策边际效应减弱压力。商品价格有所分化，全国白酒批发价格指数持平于100.21、整体变动不大，柯桥纺织指数从105.7回升至106.2。可选服务类消费并无改善迹象：8月旅游旺季但海南旅游价格总指数同比下降0.69%，8月受讨论热度较高的电影带动，电影票房周均收入较去年同期增长33.9%，但可持续性有待观察。目前来看，大宗商品消费面临基数走

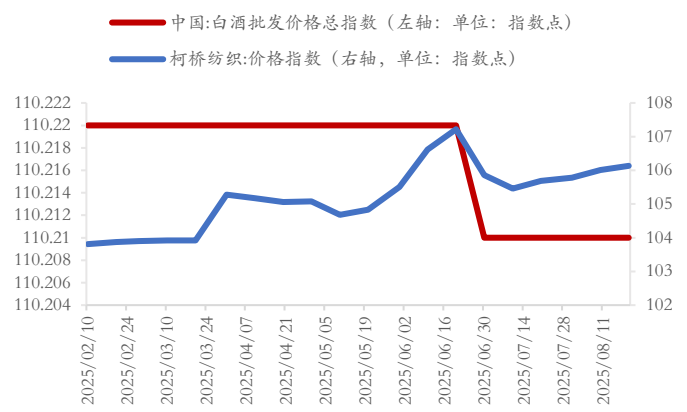
高和政策边际效应减弱压力，社零增速可能较 7 月略有回落至 3.3% 左右，但服务类消费有待政策发力提振。

图表 5 进入下半月乘用车批发与零售同比增速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

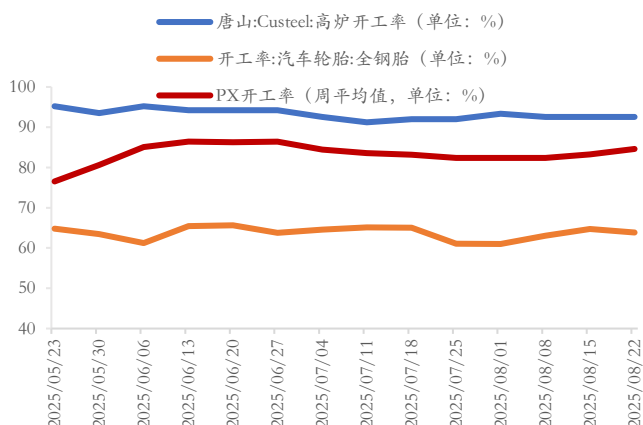
图表 6 8 月白酒价格持平，纺织价格温和回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

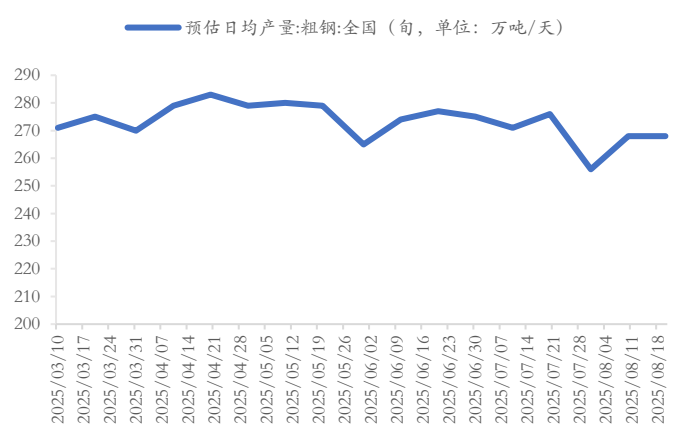
出口维持偏高景气，生产端变动有限。8 月前四周周均集装箱吞吐量为 677.5 万标准箱，环比较上月略有提升，同比增速高于上月增速 5.6%。出口维持较高景气，典型工业品开工率变化不大，其中汽车全钢胎开工率维持在 63% 左右波动，PX 开工率在 82% 左右、月末略有抬升，唐山高炉开工率维持在 92.5% 左右。8 月钢材预估日产量持平于 268 万吨/天，整体变化不大。考虑到中美关税谈判期延长至 11 月中旬，后续出口景气度有望维持，但去年 9 月开始抢出口拉高基数可能推动增速逐步回落，预计 8 月工业增加值增速大致在 5.5% 左右。

图表 7 主要工业品开工率变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 8 8 月粗钢产量持平

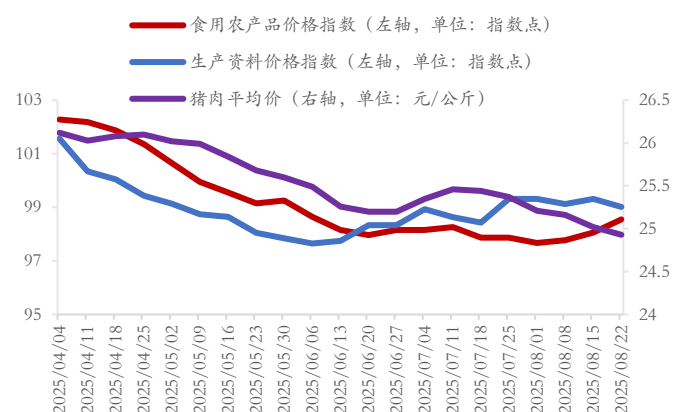


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天

通胀方面，CPI、PPI 走势可能分化。猪肉价格继续下降，8 月前三周猪肉平均价 25.04 元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比下降 19.77%、较上月扩

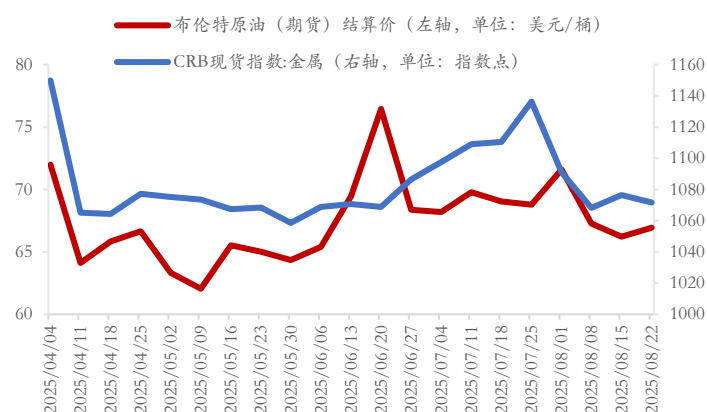
大 7.0 个百分点。8 月末食用农产品价格指数维持低位、月末有所反弹，同时出行、酒店等服务类领域价格未见明显改善。预计 8 月 CPI 同比跌幅扩大至 0.4%。美联储降息前，有色金属价格、原油价格基本持平，受国内整治“内卷式”竞争提振，国内 Q5500 煤炭价格回升至 695 元/吨左右。考虑基数影响后，预计 8 月 PPI 同比降幅约 -3% 左右，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。

图表 9 5 月农产品价格继续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、元/公斤

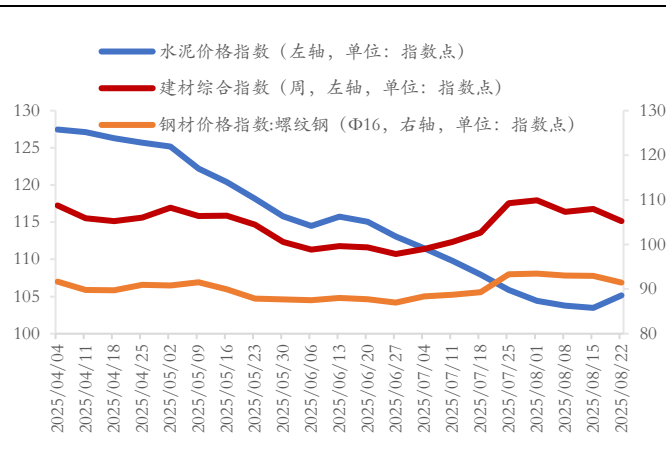
图表 10 美联储降息前，能源与有色价格上行乏力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

投资端尚未见明显发力，地产销售延续弱势。7 月末受整治“内卷式”竞争提振、建材价格反弹，但进入 8 月后建材价格持续回落，或反应当前投资端形成实物工作量有待提速。进入淡季叠加政策并未进一步发力支撑，Wind 口径下 30 个大中城市 8 月新房销售同比下降 12.4%。我们认为，目前房价加速下行，如无政策托底，预计地产难以企稳。虽然 8 月中下旬，北京、上海均放松了地产调控政策，但力度较为有限：一方面核心区限购并未打开、非核心区限购门槛下降力度有限；另一方面首付比例未作明显调整。同时，房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。7 月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降 1.1%、0.9%、1.0%和 0.9%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅扩大 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅与上月相同。

图表 11 8 月建材价格整体下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点

图表 12 8 月 30 城商品房周销售面积同比继续下跌

指标 (8 月各周)	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	7 月累计值
成交面积 (万平方米)	161.25	127.73	129.45	165.08	649.00
同比	-9.17	-12.33	-12.29	-15.43	-18.63
其中: 一线	40.28	36.60	33.89	50.25	181.55
同比	-19.97	-26.82	-36.77	-13.84	-25.81
二线	90.37	54.63	64.04	83.97	317.05
同比	3.61	-12.12	4.26	-13.24	-16.28
三线	30.60	36.50	31.52	30.86	150.40
同比	-23.44	8.91	-3.23	-23.01	-13.66

资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万平方米、%。

2 继续进攻成长科技和业绩支撑弹性主线

8 月市场涨势继续超预期, 除银行下跌外其余行业均上涨。其中我们推荐的成长科技和业绩支撑两条主线表现强势, 领涨全行业。而红利类资产以及分化的反内卷相关行业表现整体落后。消费类行业跟涨, 缺乏亮点。展望 9 月, 市场上涨趋势有望延续, 风险偏好高昂, 交投情绪热烈。配置思路, 首重弹性, 挖掘进攻性行业。在上涨趋势性行情中, 弹性激发通常有三种情形, 一是成长科技具备天然高弹性, 二是有业绩支撑的板块容易凝聚资金共识, 三是有催化剂的板块。按此思路, 我们持续推荐的两条主线仍然适用。

第一条主线是强者恒强的高弹性成长科技。主要包括泛 TMT、AI、算力、机器人、军工等。上涨惯性行情下, 成长科技以天然弹性高成为首选。此外, AI 产业趋势明确, 算力等方向业绩兑现超预期, 当前估值并不高, 符合机构景气趋势性投资抱团偏好。AI 应用相对滞涨, 后续有望补涨, 机器人是重要潜力方向。作为市场情绪表征的军工受益交投热情, 同时叠加阅兵等催化。

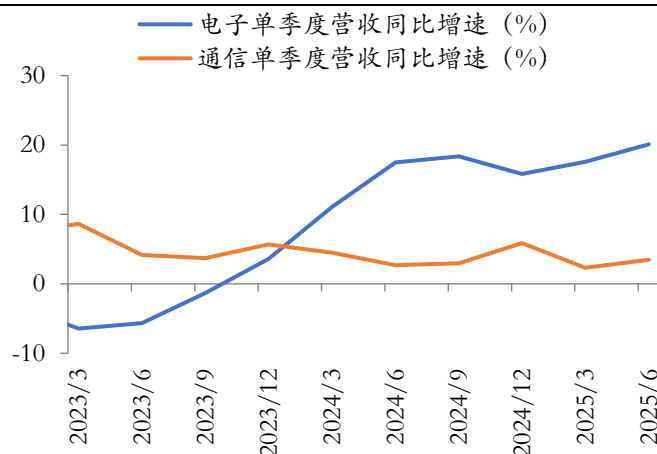
第二条主线是景气硬支撑或业绩超预期的领域, 主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守, 中报业绩亮眼。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用大环境不确定性仍在趋势性增加, 各央行货币储备需求增加, 同时 9 月中美联储将重启降息带动实际利率新一轮下行, 贵金属价格迎来上涨契机。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升, 目前正处前期。出口需求持续强劲, 摩托车销售维持高景气。农化制品量价改善。

2.1 主线一：成长科技业绩超预期、弹性十足，关注泛 TMT、AI 算力、机器人、国防军工

(1) AI 算力：算力需求旺盛，国产替代加速，强相关行业景气度持续兑现，代表性权重股营收利润均高增。

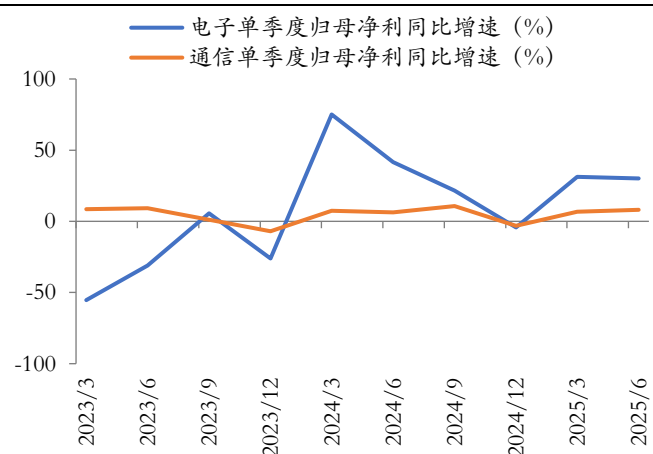
AI 算力基建板块业绩景气度得到兑现。2025 年 2 季度，和算力强相关的通信、电子板块单季度营收增速分别为 8.2%、30.0%，单季度归母净利增速分别为 3.5%、20.1%，电子营收及归母净利均实现高增，通信也维持相对稳定低增速。AI 算力权重股业绩实现高速增长，AI 旺盛的上游基建需求一定程度上得到景气度验证，其中 AI 芯片代表性个股寒武纪业绩实现大幅增长，2025 上半年营收同比增速达 4347.8%，归母净利润由去年同期亏损 5.3 亿元扭转至盈利 10.4 亿元。生产光模块的新易盛、中际旭创 2025 上半年营收同比增速分别高达 282.6%、37.0%，归母净利润同比增速分别高达 355.7%、69.4%。

图表 13 电子 2025Q2 营收实现高增



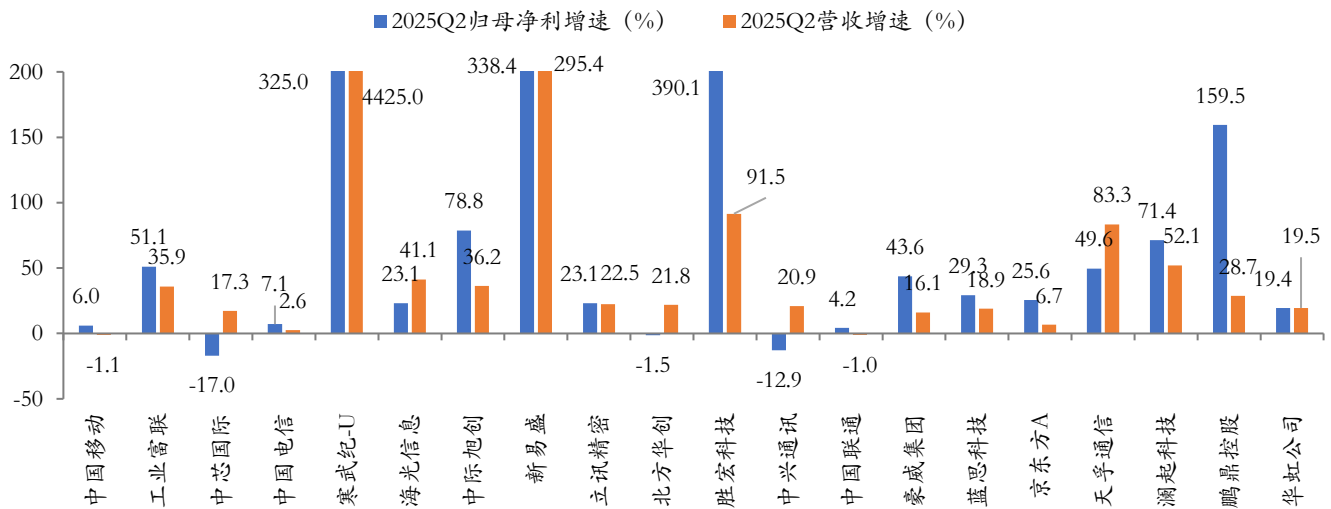
资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 14 电子 2025Q2 归母净利同样高增，通信小幅增长



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 15 通信、电子板块权重股 2025Q2 业绩大部分实现高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示个股为电子、通信板块截至 2025 年 8 月 29 日总市值前 20 大个股

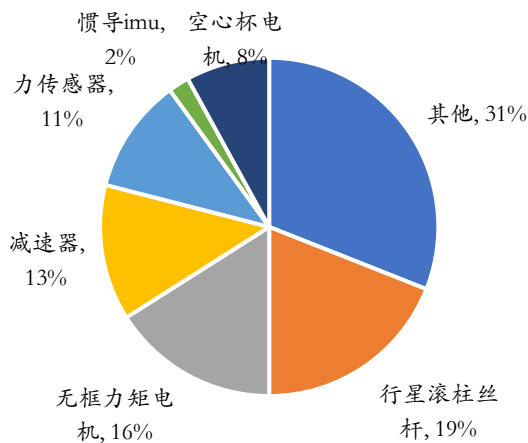
政策推动 AI 发展决心彰显，国产替代有望继续加速。一是政策料将在 AI 领域持续加码，持续大力推动人工智能发展。8 月 26 日，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。其中提到，到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%。到 2030 年，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极。决策层对 AI 空前重视，彰显出继续大力推进相关领域政策和发展的决心。二是芯片产业链受制情形下，国产替代将继续加速。2025 年 7 月 31 日，国家网信办正式约谈英伟达，要求英伟达公司就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。随后于 8 月 22 日，在外交部记者会上，据记者报道称英伟达已要求部分零件供应商暂停生产 H20 芯片。在美国对我国芯片等关键零部件上“卡脖子”之后，供应链安全被愈发重视，AI 算力链上关键零部件有望在政策推动下加速国产化，市场空间或将进一步打开。

(2) 机器人：受益于 AI 发展，应用终端有望加速落地，关注相关零部件板块。

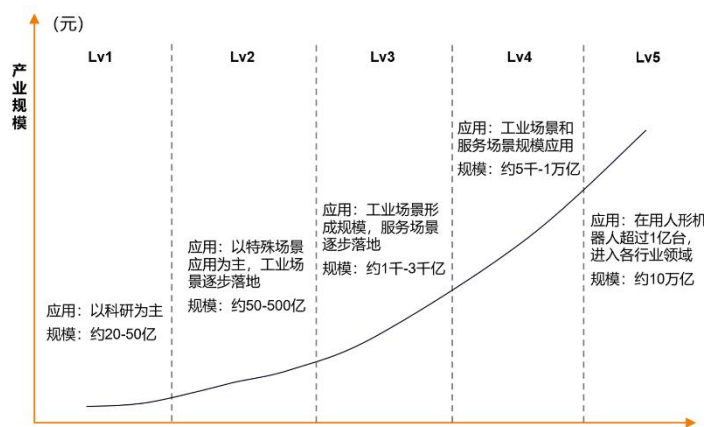
机器人未来发展空间广阔。据 GGII 预测，2025 年全球人形机器人市场规模将达到 63.4 亿元，2035 年全球年市场价值规模将超过 4000 亿元，中国人形机器人市场规模将从 2024 年的 12.5 亿元大幅增长至 2035 年的 1383.0 亿元，年均复合增速将达到 53.4%。若 AI 再次出现重大技术进步性事件，规模或远超预测值。

机器人零部件结构较多，关注中上游生产厂商。机器人主要零部件中价值较高的部分主要包括滚柱丝杠、减速器、传感器和电机等等，人形机器人终端需求的快速增长将带动相关零部件厂商业绩增长，可关注自动化设备、家电零部件、汽车零部件、电机、通用设备、专用设备机器人构件强相关行业。

图表 16 机器人零部件中丝杠、电机、减速器等价值高



图表 17 机器人规模发展潜力巨大



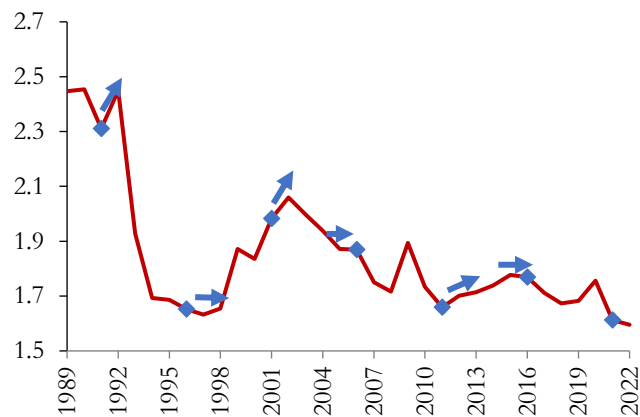
资料来源：Tesla AI Day、前瞻产业研究院，华安证券研究所。 资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所。

(3)国防军工：9月阅兵式上新武器有望再现重磅催化，同时十五五规划临近，地缘政治扰动仍存，军工相关热点事件发生概率仍然较高。

军工行业一般按照 5 年规划的区间呈现周期性波动，并且在周期中表现出由宽松向收紧的演变趋势，历次五年规划的开局之年附近，军队建设目标的优化会使得军费初期呈现上行的趋势，十三五期间，我国军费占 GDP 的比重由 2016 年的 1.77% 下滑至 2019 年的 1.68%，2020 年军费占 GDP 的比例重新回升至 1.76%，随后便又开始下滑。十五五规划开局之年临近，军工开支有望重新迎来宽松阶段性。

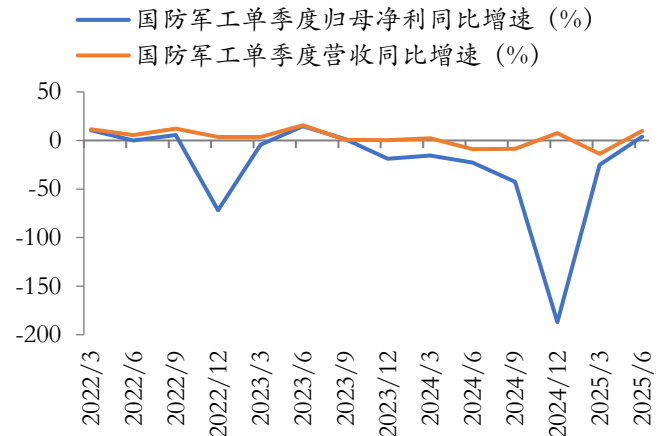
国产军工装备再现多热点催化，对 9 月阅兵期待正处升温期。军工板块本身便存在受热点事件催化而呈现出阶段性机会的特征，短中期内重磅催化剂仍然较多，在 9 月阅兵式临近新式装备即将亮相、以及中东和美俄关于乌克兰问题磋商等多个热点的催化下，军工板块交投情绪预计仍将继续升温。一是装备方面，9 月 3 日阅兵式临近，根据 6 月 24 日的国新办新闻发布会上，中央军委联合参谋部作战局表示在展示新一代传统武器装备的基础上，也安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。二是全球地缘政治风险仍存，以色列针对加沙军事动作频频，美俄乌谈判扰动仍存在不确定性，全球地缘政治风险将持续产生扰动。

图表 18 五年规划开局之年附近军费有上行或支撑趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位：%

图表 19 军工板块 2025Q2 景气度显著回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.2 主线二：具有景气和业绩支撑的细分领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等

(1) 稀土永磁：稀土永磁作为战略性矿产进可攻退可守。贵金属如黄金：美联储降息周期内实际利率将持续下行，中长期内具备强确定性。

中国在稀土领域具备绝对的全球优势，若贸易形势严峻，稀土作为重要的反制手段将带来事件催化下的估值提升机会。据 USGS 统计，2023 年中国稀土储备占全球 38%，远超第二名越南的 19%。在稀土冶炼产品上，中国占全球产量的 96%，无论是从储备还是产量来看，中国在全球都具备绝对优势。而稀土材料广泛应用于军事、半导体等尖端、关键领域，并且在中美谈判过程中也展现出了筹码优势，后续在中美谈判不断磨合的过程中，稀土有望成为谈判热点领域被反复提及。

美联储大概率将于 9 月重启降息，全球实际利率将继续下行，贵金属价格受实际利率的压制将得到缓解。鲍威尔在 8 月 22 日的 Jackson Hole 讲话中指出经济前景和风险平衡的变化可能使得美联储需要调整政策立场，更强调失业风险，或表明美联储正在为 9 月降息做准备，截至 2025 年 8 月 31 日，芝商所公布的点阵图上显示 9 月美联储降息已是大概率事件。从我们的黄金分析框架来看，驱动金价上行的主要因素为实际利率下行，长期看美国仍处于降息大周期内，实际利率具备中长期下行趋势。

图表 20 2023 年稀土冶炼分离产品生产国家占比



资料来源: USGS, 《中国稀土形势分析及储备》, 华安证券研究所。

图表 21 美联储 9 月中旬降息已是大概率事件

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.0%	45.9%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.1%	46.3%	12.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	43.0%	30.6%	7.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	32.9%	35.7%	16.9%	3.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	19.6%	34.0%	28.3%	11.5%	2.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	14.0%	28.8%	30.4%	17.7%	5.5%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.1%	7.1%	19.7%	29.4%	25.5%	13.0%	3.7%	0.5%
2026/9/16	0.0%	0.5%	3.7%	12.6%	24.0%	27.7%	20.0%	8.9%	2.3%	0.3%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.5%	14.9%	24.7%	26.1%	17.8%	7.6%	1.9%	0.3%
2026/12/9	0.3%	2.0%	7.3%	16.8%	25.0%	24.5%	15.8%	6.5%	1.6%	0.2%

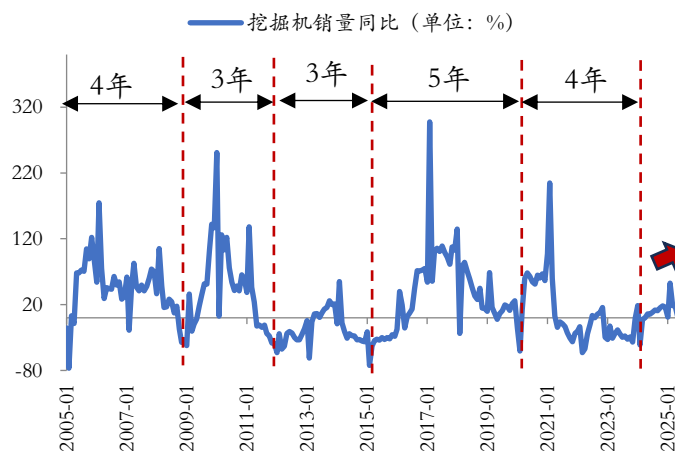
资料来源: CME, 华安证券研究所。

(2) 工程机械: 正迎景气周期性回升期, 景气上行趋势明确。

工程机械景气度具有强周期性, 同时海外降息后全球投资建设有望逐步复苏带动出口持续上行。时间规律上, 工程机械作为强周期性行业, 受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005 年至今, 以挖掘机为例, 一轮完整的回升-衰退周期一般在 3-5 年左右。2025 年上半年挖掘机销量整体维持较高增速, 且明显好于 2023、2024 年同期水平, 呈见底回升趋势。从周期上来, 自 2020 年 2 月增速见底至 2024 年初已历时 4 年左右, 当前正处于新一轮周期的上行期内。

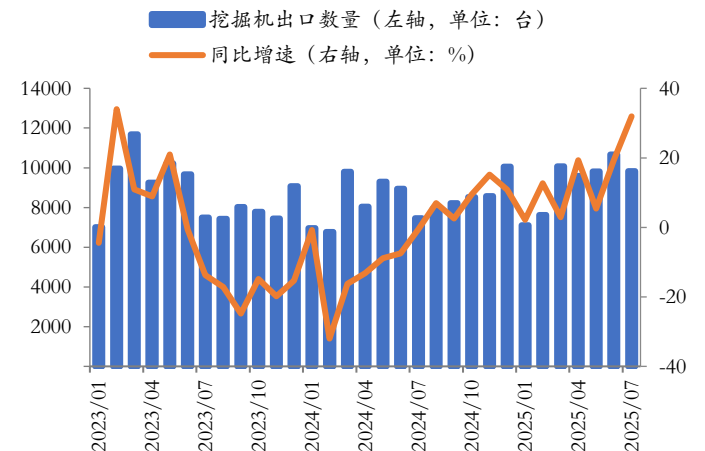
出口预期上, 美联储 9 月降息再次开启降息后, 预计将对全球的实际投资需求形成提振, 并且长期看, 美联储新一轮降息周期下实际利率也将逐步下行, 高利率环境对投资需求的抑制将长期减缓, 工程机械的海外需求也有望持续增加。

图表 22 挖机销量增速周期在 3-5 年左右, 目前迈入新一轮上行期



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 23 挖机出口自 2024 年初开始回升



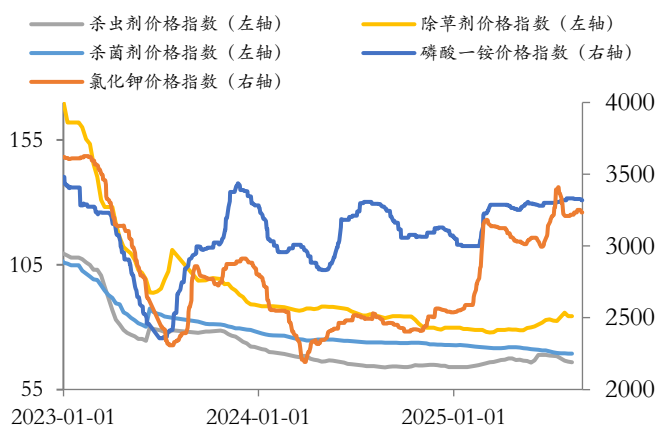
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

农化制品、摩托车：农药价格触底回升，摩托车出口维持高增速。

农化制品景气度触底回升。杀虫剂、除草剂于 2025 年均呈现出触底反弹迹象，农药品类整体涨价趋势较为明显。考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。

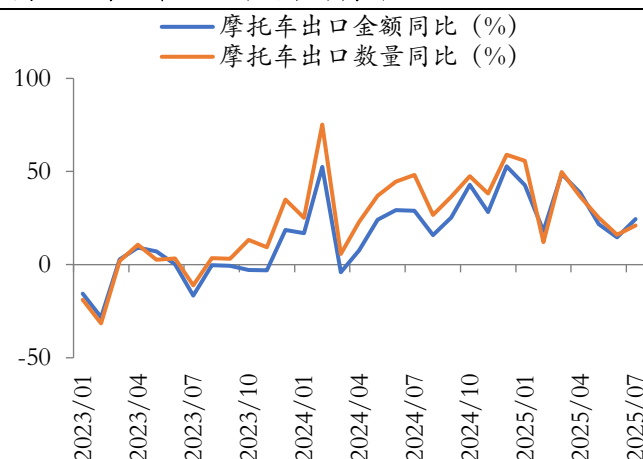
摩托车维持高出口景气度，对业绩形成支撑。2024 年以来，中国摩托车，尤其是两轮电动车出口开始呈现高增趋势，主要是由于出口市场从欧美等高端市场向东南亚等新兴国家有所转移，中低端车型出口需求高增带动整个摩托车出口量上行。在中美关税不确定性风险增加的情形下，向新兴市场出口的份额将继续提升，持续对摩托车出口形成支撑，并且从业绩增速上看，摩托车板块利润也基本于 2024 年开始触底回升，景气确定性较高，2025 年 7 月出口数量、出口金额增速即便较上半年有所下调，但仍旧维持在 24% 左右的较高水平。

图表 24 部分农化制品价格企稳或明显回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 25 摩托车出口持续维持高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

风险提示：

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；市场交投情绪变化难以有效预测；美国经济衰退等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。