

8月策略观点 波动放大如何应对？

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

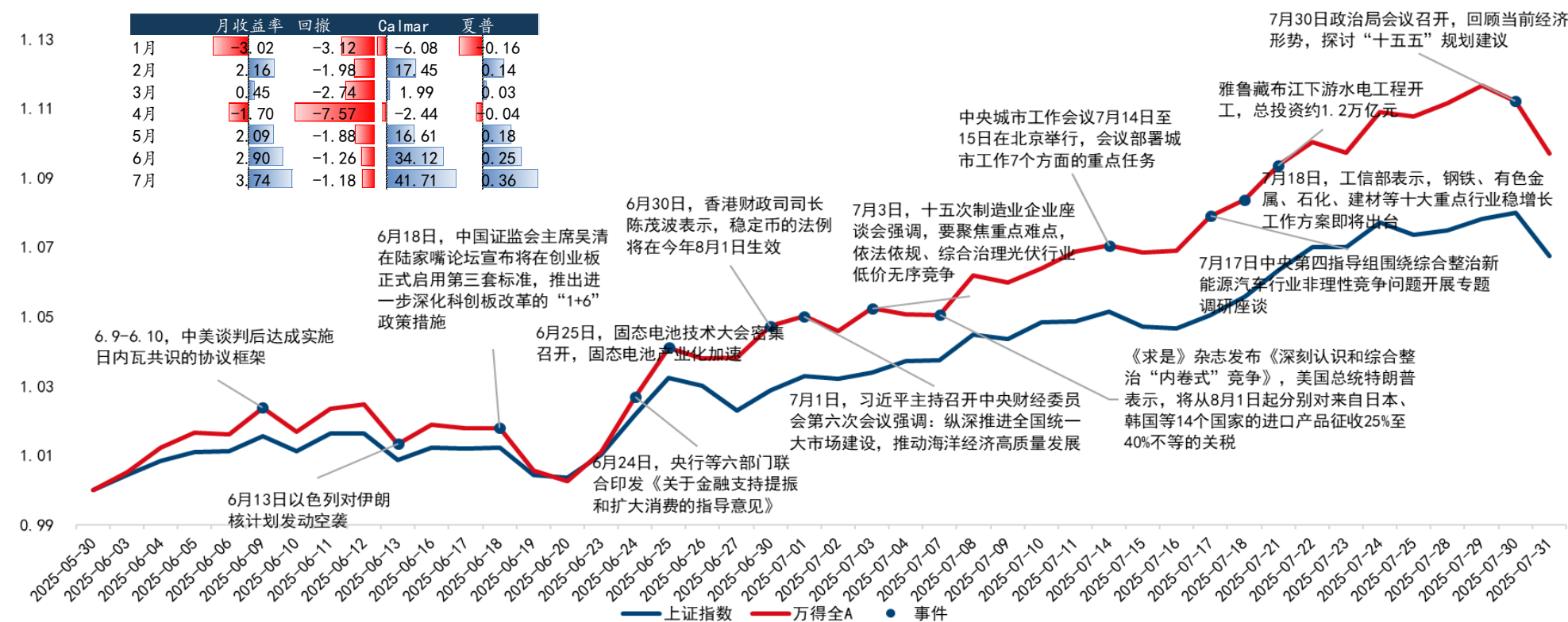
- **7月复盘：市场迎来年初以来最顺畅的主升段。**6月末稳定币法案、7月初统一大市场建设，制造业企业座谈会强调反内卷，市场风偏有所提振。7月初，“反内卷”行动相关政策频出，工信部于7月中旬发布十大重点行业稳增长、反内卷工作方案，叠加雅下水电开工刺激，市场进一步加速，赚钱效应提升。整个7月，大盘上涨3.74%，最大回撤1.18%，夏普率、Calmar比均来到年初以来最高单月水平。风格层面小盘、成长、亏损股占优，行业层面钢铁、医药、建材、通信领涨，银行领跌。
- **大势&风格：波动放大，均衡应对。**1) 市场7月末赚钱效应有松动，平均涨停家数从70+降至50家附近，3B、4B个股在本周五全部连板晋级失败，前期一致共识题材出现松动，部分资金获利了结；2) 中证500静态市盈率升至30x+，显著低于三年历史均值，行将触及均值-1倍标准差；3) 领涨品种估值先行，ETF视角下，创新药在资金面边际走弱；反内卷相关领域商品期货先行，但振幅上升，权益映射视角下短期“降价、降波、降超额”；4) 分子端景气偏弱延续（PMI放缓且环比走弱幅度大于季节性），但预期略有转暖（BCI前瞻+生产经营活动预期）；5) 分母端：以稳为主，3Q25双降概率较低，当前降低综合融资成本的意涵在于结构性降息，即结合“结构性货币政策工具”实施好重点领域的精准支持，科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸是关键的方向。
- **行业：多维度财务视角挖掘反内卷超额主升浪。**1) 行情演绎路径：主题驱动的第一波脉冲超额约为20个百分点，部分小市值样本放量上涨弹性更大。回撤区间或吞噬前期大部分超额，待政策向基本面传导后完成“估值先行到盈利驱动”的主升浪，从“ROA→，PB↑”到“ROA↑，PB→”。2) 主升行情中优化赛道布局结构：“仅亏利润”>“亏利润+亏现金流”：利润是“面子”，现金流是“里子”，考虑购进原材料的成本和应收账款的空档期，若现金流质量差，则企业抗风险能力存在挑战，中游内卷价格战本质上先损伤利润，在“卖得越多，亏得越大”的恶性循环下进一步损伤经营性现金流。基于上一轮化解产能过剩实现脱困发展意见的重点产业经验规律，仅亏利润、不亏现金流的样本组合长期表现强于反内卷初始阶段既亏利润又亏现金流的公司。3) 从利润和现金流组合看反内卷重点结构：关注水泥行业内部亏利润但不亏现金流的企业，化工关注有机硅、磷化工，光伏主要细分产业（硅料硅片、电池、组件）都处于亏利润且亏现金流的状态，在供给端限制底部价格的情况下关注需求端边际变化情况。4) 从供给视角进行宏观比较，当前供给收缩且需求上行的行业包括：上游焦炭；中游工程机械、风电设备；下游白电、家电零部件、医药商业、大众品；TMT中的半导体、其他电子；支持性行业中的燃气。
- **主题投资：关注“十五五”重点课题着墨方向与生育补贴受益产业。**1) 十五五：产业数字化转型+生活服务性消费，京津冀、长三角、粤港澳大湾区聚焦新质生产力与前沿技术突破，中西部地区类主题聚焦生态农业、特色文旅；东北部地区粮食安全类主题等；2) 生育补贴：①直接受益包括：母婴消费品（婴幼儿配方奶粉、纸尿裤等高频消耗品）、儿童医疗健康（疫苗、DHA/钙剂）、早教托育服务（0-3岁相关课程，普惠性托育机构等）；②次生受益产业：亲子娱乐消费（周末经济、内容消费、亲子旅游套餐等）、女性消费（产康、母婴电商、职场返岗专项培训）；③政策衍生下的长期小幅受益方向：辅助生殖、儿童保险、智能穿戴、生育信贷等。
- **风险提示：**海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险

【 01 】 7月市场运行状况小结

市场迎来年初以来最顺畅的主升段

7月以来指数震荡上行，综合风险收益比看，市场迎来年初至今最顺畅的主升段。1) 6月末稳定币法案、7月初统一大市场建设，制造业企业座谈会强调反内卷，市场风偏有所提振。2) 7月初，“反内卷”行动相关政策频出，工信部于7月中旬发布十大重点行业稳增长、反内卷工作方案，叠加雅下水电开工刺激，市场进一步加速，赚钱效应提升。整个7月，大盘上涨3.74%，最大回撤1.18%，夏普率、Calmar比均来到年初以来最高单月水平，市场迎来顺畅主升段。

图：6-7月A股大事件回顾



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

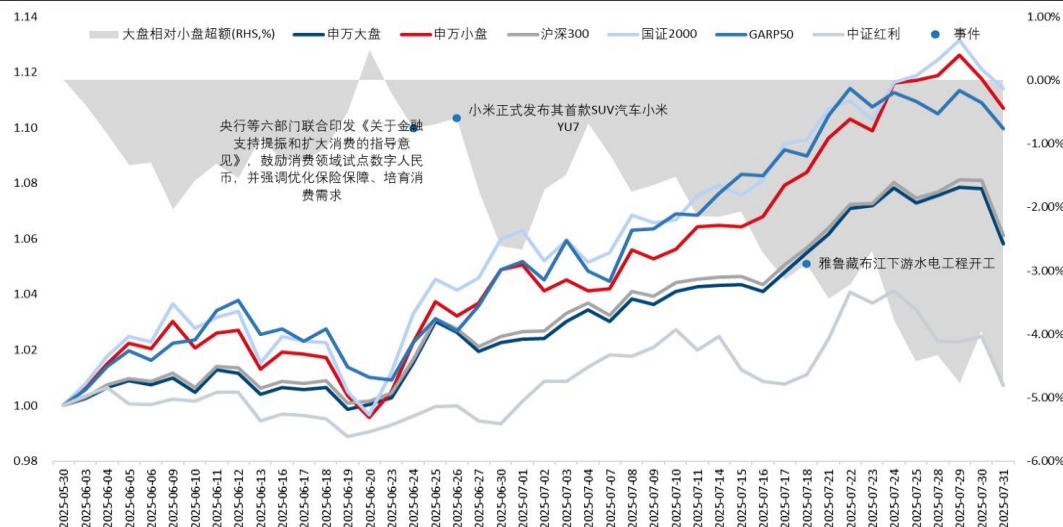
小微盘、成长、亏损股占优

7月以来，成长相对价值风格超额主要出现在7月中旬以后，其中7月15日至29日，国证成长上涨5.52%，受银行拖累国证价值仅上涨0.33%，成长相对价值最大超额一度超过5个百分点，月末市场调整，成长相对价值超额有所收敛。

大小盘方面，7月整体延续6月的趋势，小盘相对大盘仍占优，7月以来申万大盘、申万小盘分别上涨3.48%、5.54%，小盘相对大盘超额收益达到2个百分点以上，万得微盘股指数上涨8.79%，国证2000、中证2000亦上涨超过4.5%。

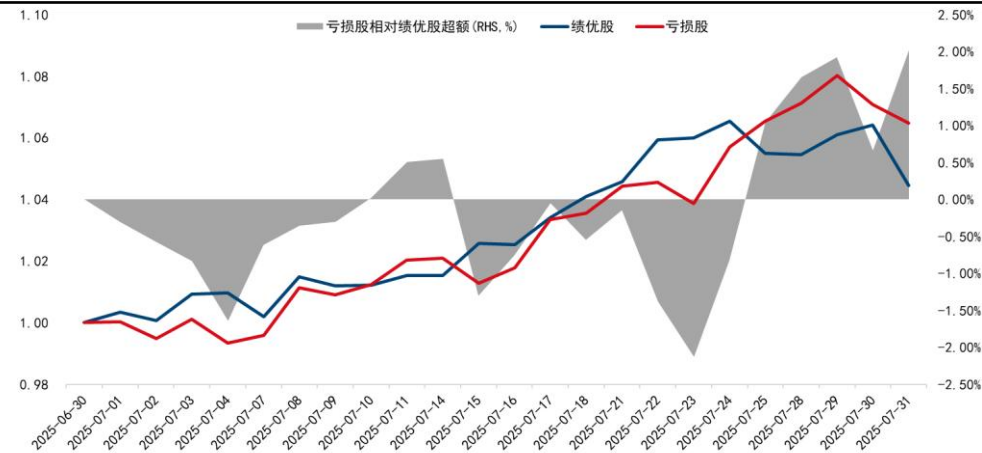
业绩因子方面，亏损股相对绩优股延续占优势头，仅在中报预告披露截止前的最后一周超额有所收敛，全月维度亏损股跑赢绩优股2个百分点。

图：小盘相对大盘超额显著



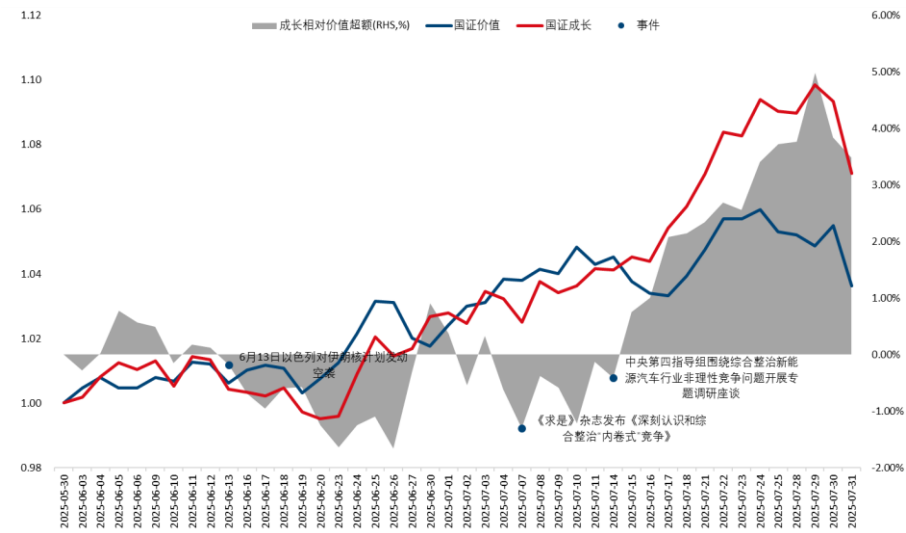
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：7月亏损股相对绩优股超额占优



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：成长占优

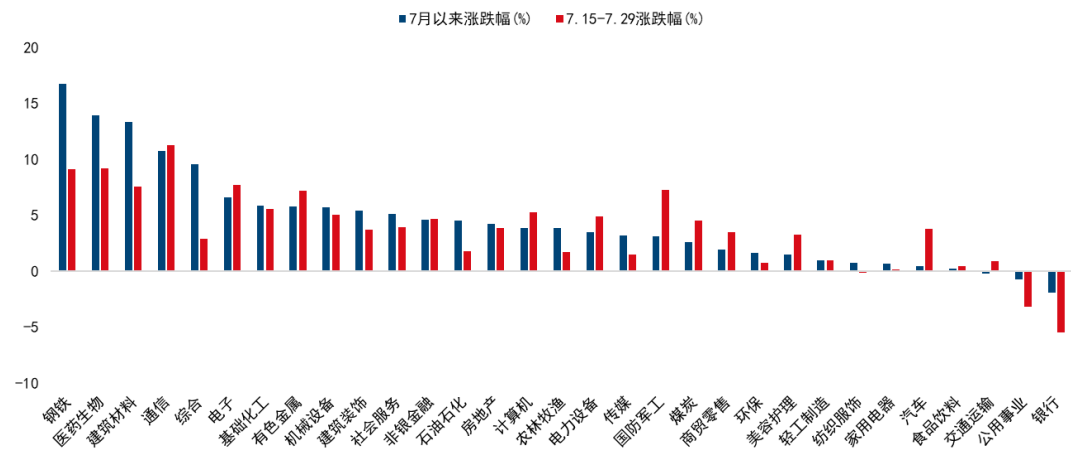


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

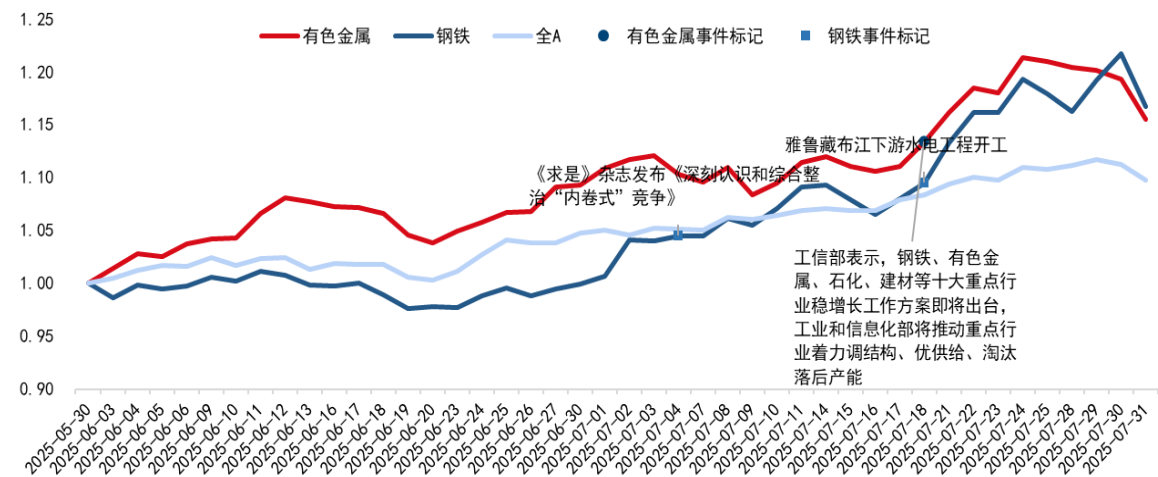
行业&主题：反内卷、创新药、光模块强势



图：钢铁、医药、建材、通信领涨

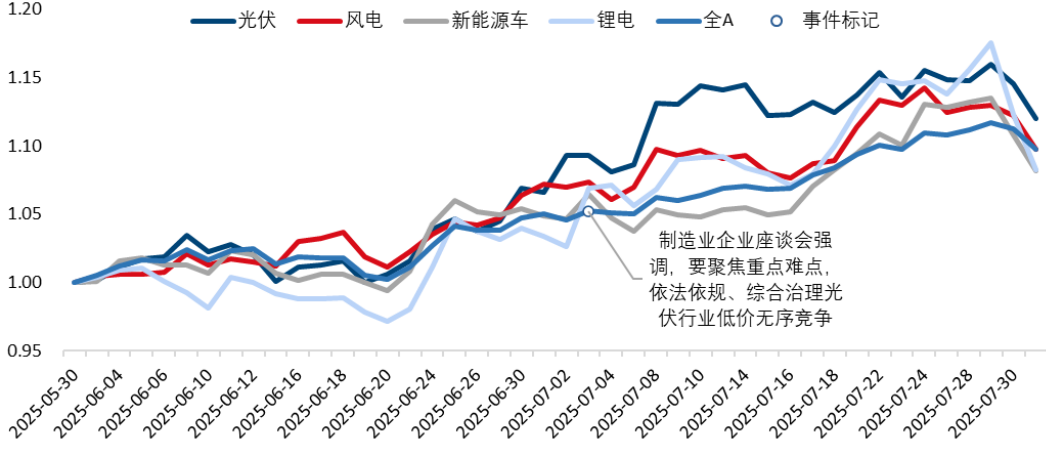


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议
图：反内卷催化下，上游有色钢铁表现较好

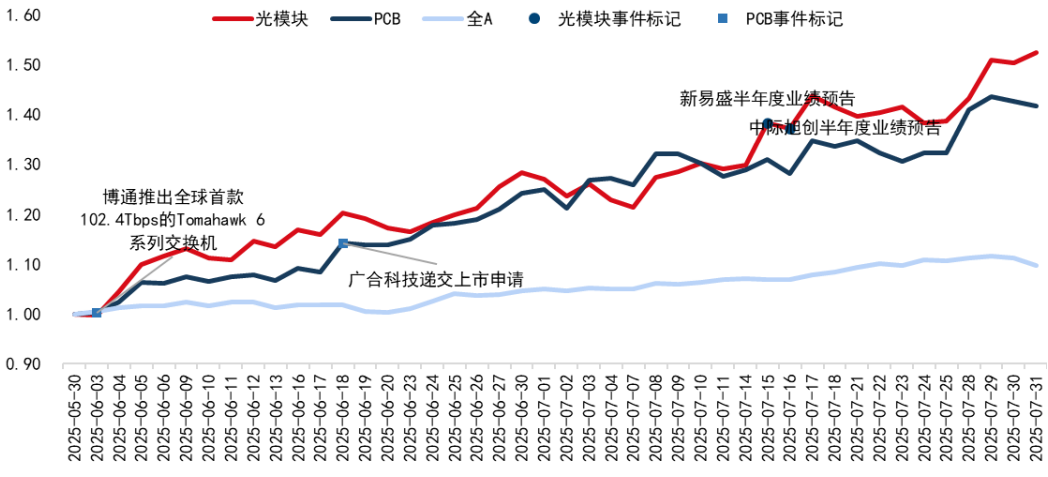


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

图：中游制造中，光伏整体表现强于全A



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议
图：光模块、PCB持续强势

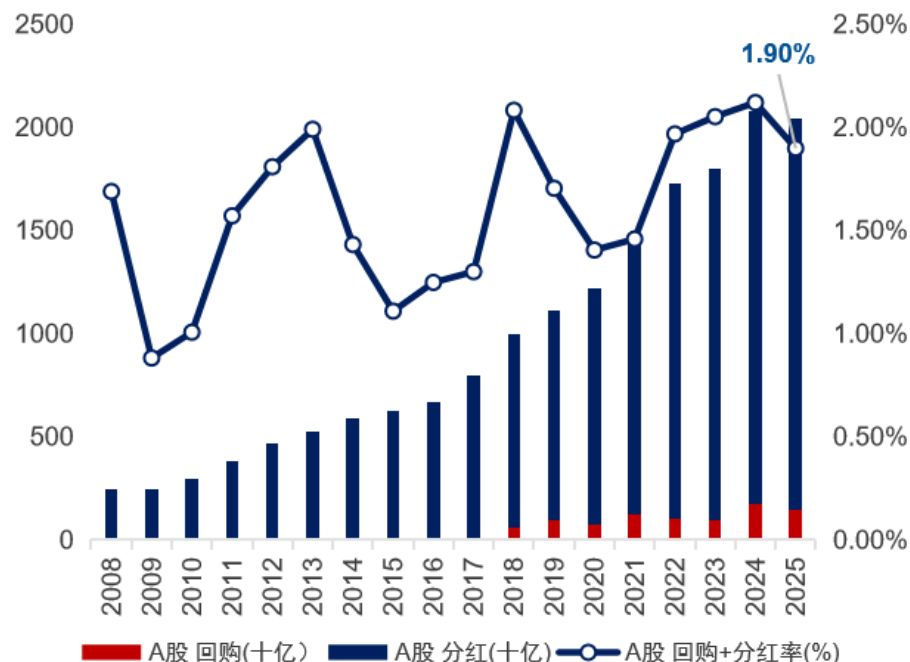


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

中国资产股东回报情况

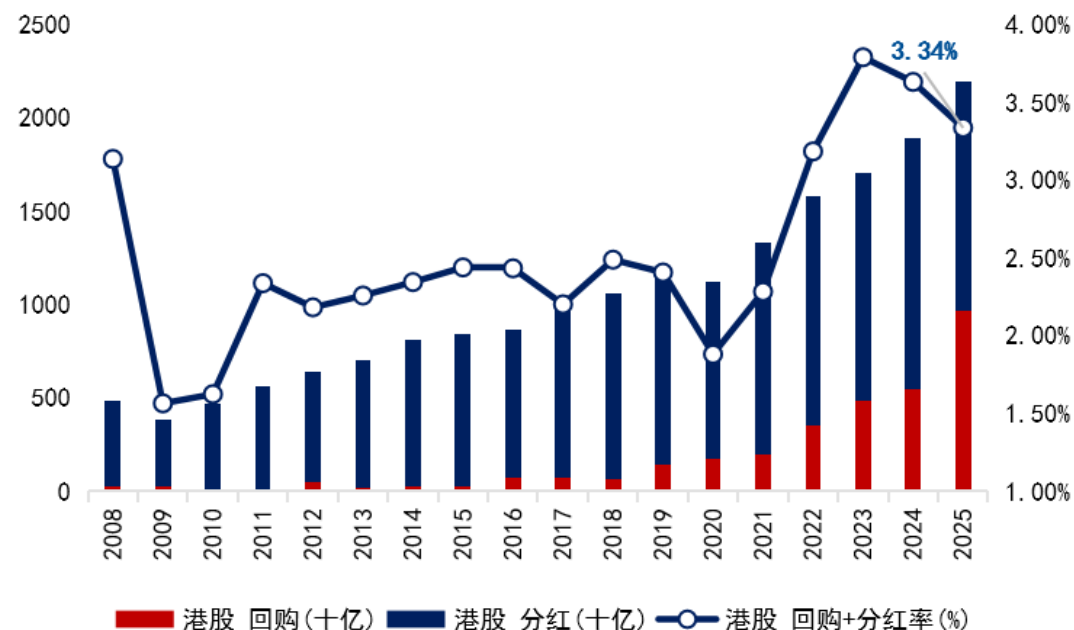
A股分红+回购回报率为1.90%，部分企业2024年报分红落地叠加股价快速上涨后广义股东回报有所下降；港股分红+回购回报率为3.34%，较2024年广义股东回报水平略有降低，近一个季度港股股价的快速上涨冲速回购数额的提升。

图：A股回购+分红回报率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：基于TTM口径测算

图：H股回购+分红回报率



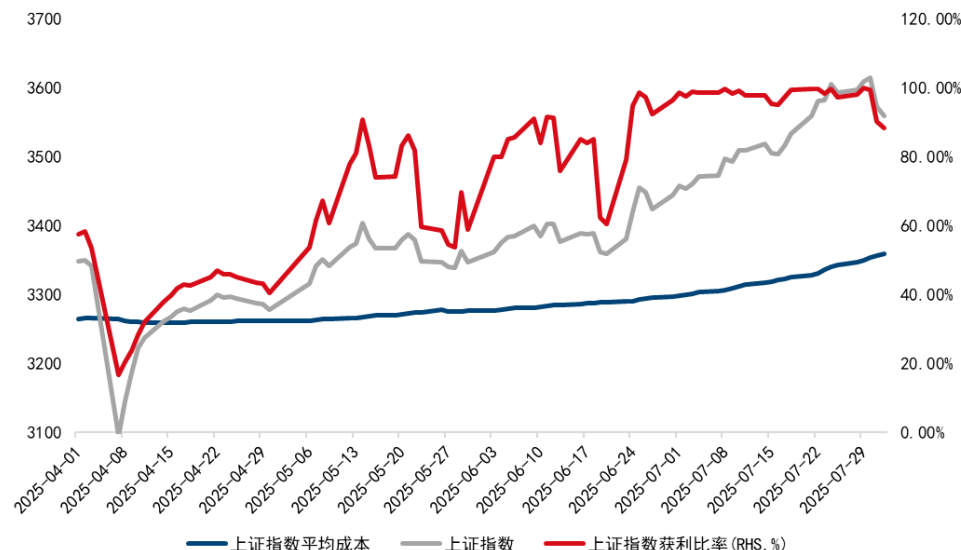
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：基于TTM口径测算

【 02 】 大势&风格：波动放大，均衡应对

近期赚钱效应有所松动

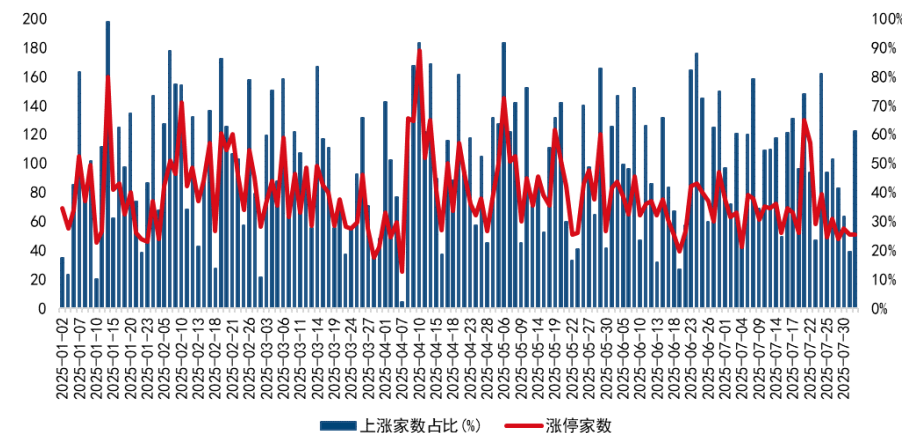
- 近一周最后两个交易日上证指数累计下跌超过1.5%，存量筹码获利比率快速降至90%以下，为近一个月最低水平。
- 从涨跌家数比看和涨停家数看，7月下旬市场赚钱效应有所减弱，平均涨停家数从70+降至50家附近，尽管“一进二”成功率在7月25日触底后有所提升，但七月中下旬一度跌破10%的一进二成功率叠加不足60家的首板个股数量，市场点快速切换。
- 3B、4B个股在本周五全部连板晋级失败，前期一致共识题材出现松动，部分资金获利了结。

图：大盘平均持有成本与获利比率



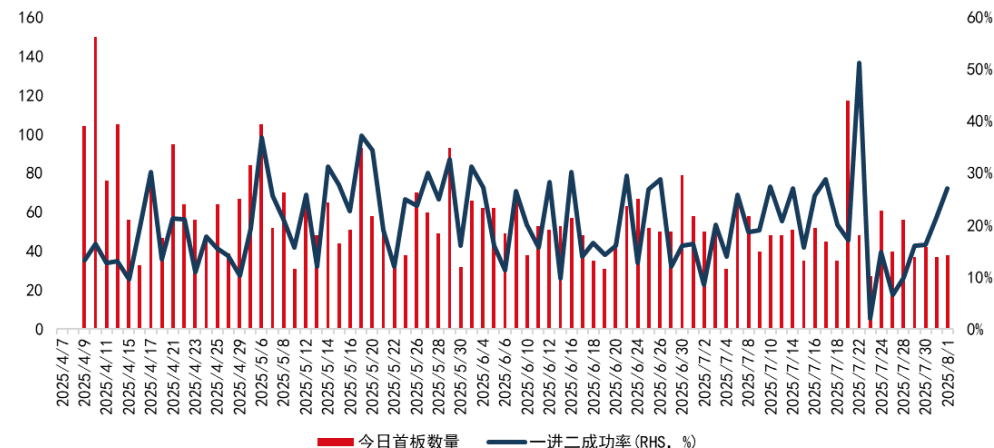
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：市场涨跌家数比与涨停家数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：首板个股数量及“一进二”成功率

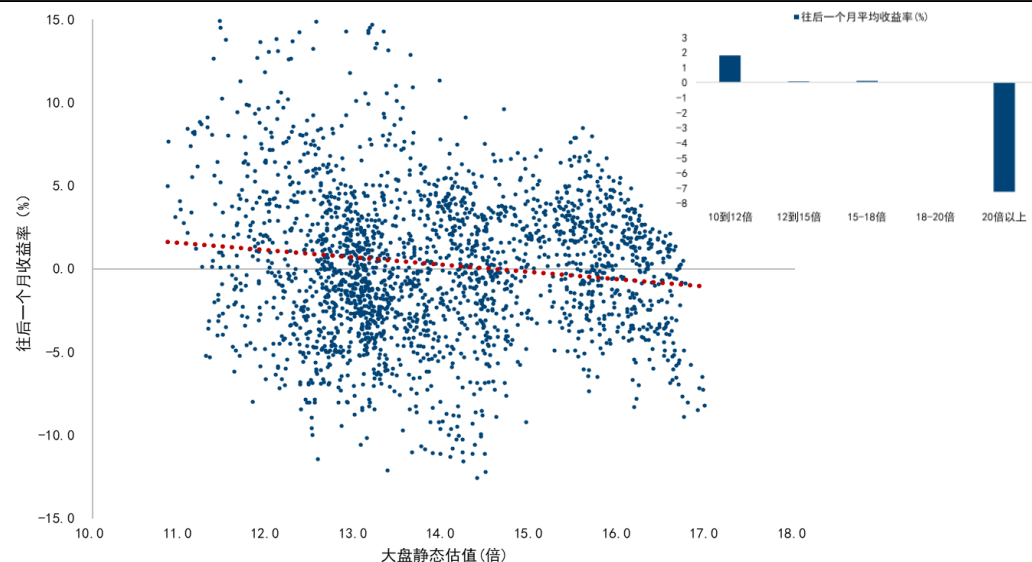


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

静态估值维度与指数位置层面看波动

- 从大盘静态估值看，大盘处于10-12倍PE时，往后一个月收益期望显著为正，当大盘处于12-20倍PE区间时，大盘往后一个月收益期望趋向0，当大盘处于20倍以上静态PE时，往后一个月跌多涨少，站在当下，大盘PE估值15x左右，向后快速下跌压力不大。
- 从波动的角度看，大盘在静态估值与往后一个月的年化波动率呈正相关，考虑到当前易上难下的估值水平，我们认为短期内市场波动或有所加大。
- 最后从ERP的角度看，中证500静态市盈率升至30.31倍，风险溢价进一步下降，当前显著低于三年历史均值，行将触及均值-1倍标准差，整体已运行至近10年相对低位。

图：大盘静态估值水平及往后一个月收益率敏感性分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

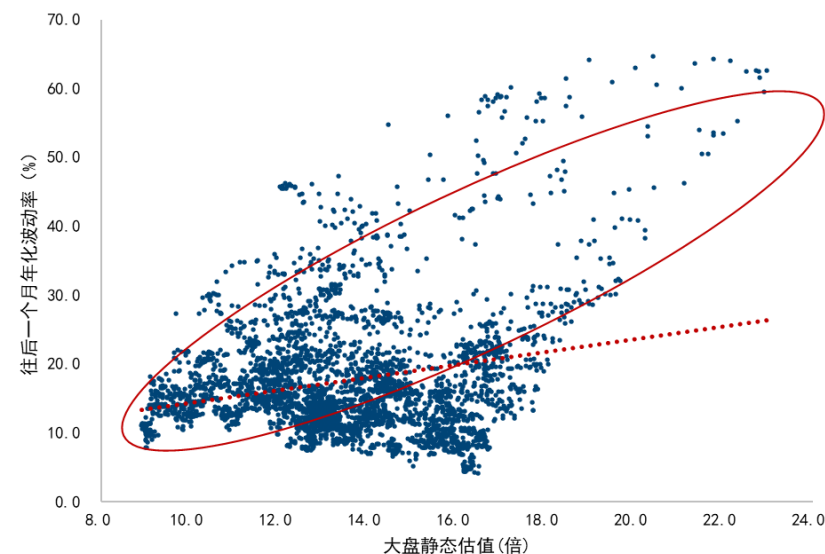
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中证500 ERP



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：大盘静态估值水平及往后一个月波动率分析

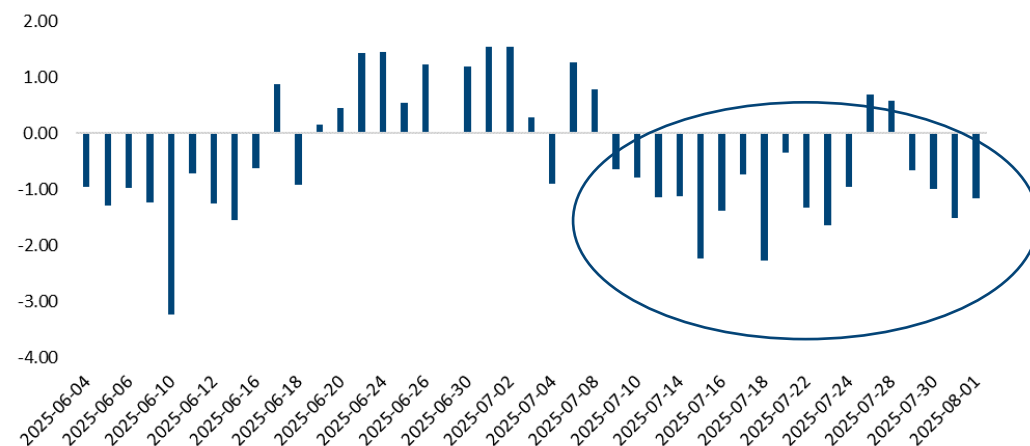


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

领涨品种短期波动有所放大、资金流出

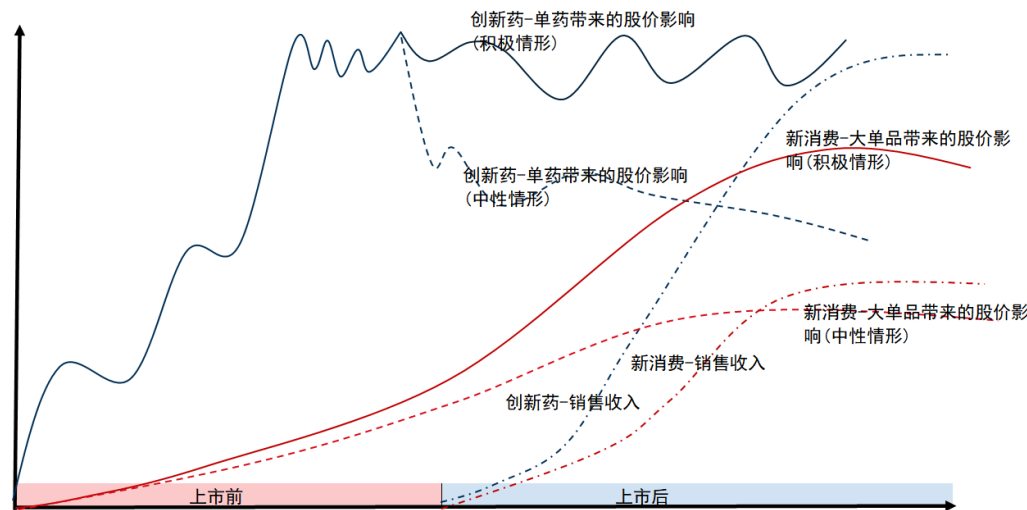
- 7月创新药加速上涨，中证创新药产业指数收涨超过16%，为2024年9月以来的最大涨幅，7月9日以来，指数上涨同时振幅亦有所放大。资金面看，指数挂钩ETF整体净流出达到17.66亿。
- 理解创新药本轮持续性强于新消费，要从两者估值逻辑的异同出发。共同点而言，由于新品上市的销售放量路径和市场接受度存在不确定性，新消费和创新药都是“估值先行”。不同点在于，对于新消费来说，股价随着不断高于一致预期的收入/利润逐步攀升，股价或估值中枢最终位于销售收入的计价区间内，即后续股价需要业绩的验证；而对创新药来说，年初相对新消费位置更好，且经历多年调整后的估值水位极低，在快速上涨的过程中投资者倾向于将临床数据外推，一次性将上市后商业价值对应的现金流贴现至当前股价中，股价反应时序大幅前置。因此本轮创新药的扩散效应也更强。

图：创新药ETF 7月中旬以来净流出



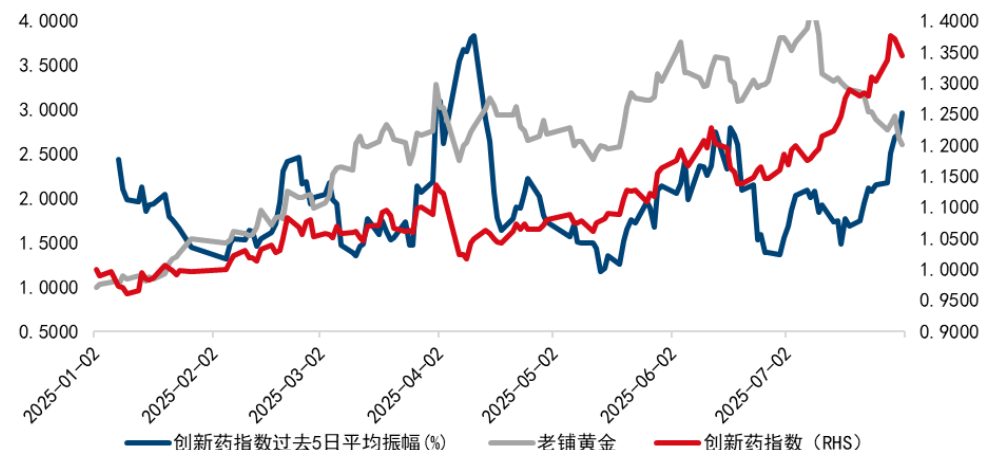
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：创新药与新消费估值规律异同



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

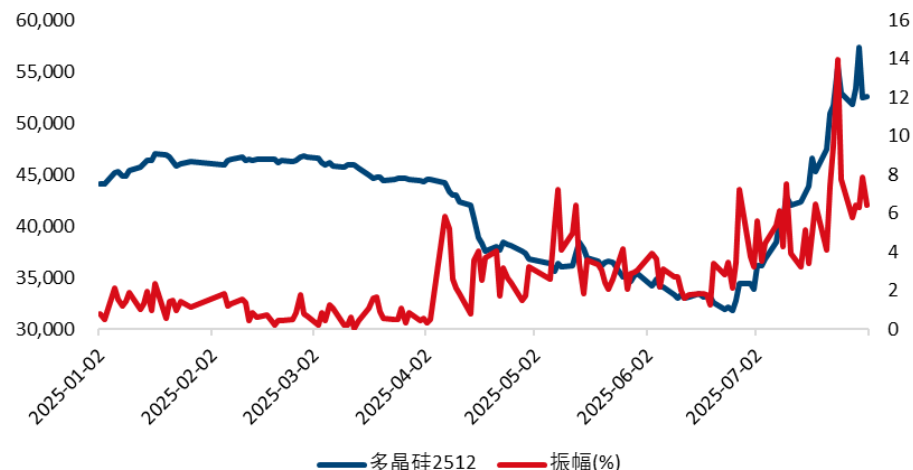
图：创新药指数、新消费领涨标的收盘价与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

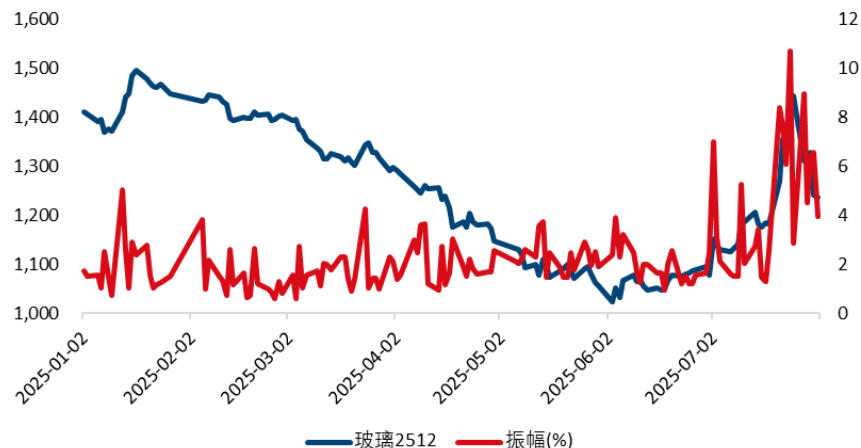
“反内卷”至今主要商品价格先上涨后松动，振幅放大

图：多晶硅期货价格与振幅



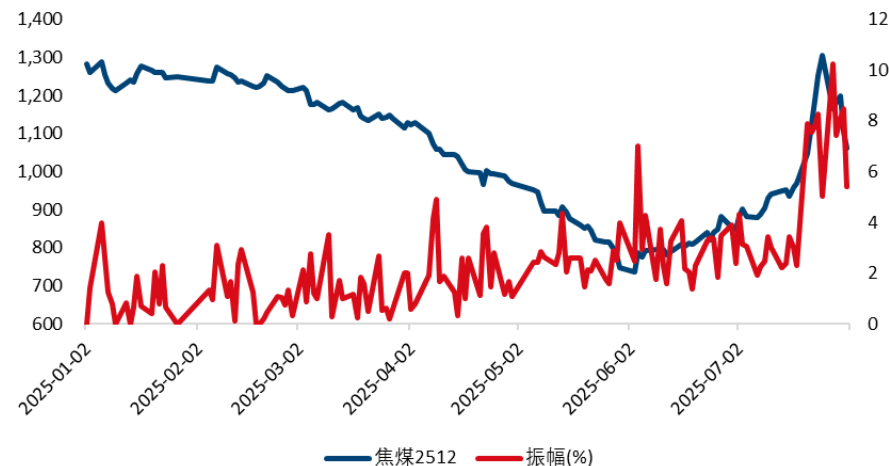
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：玻璃期货价格与振幅



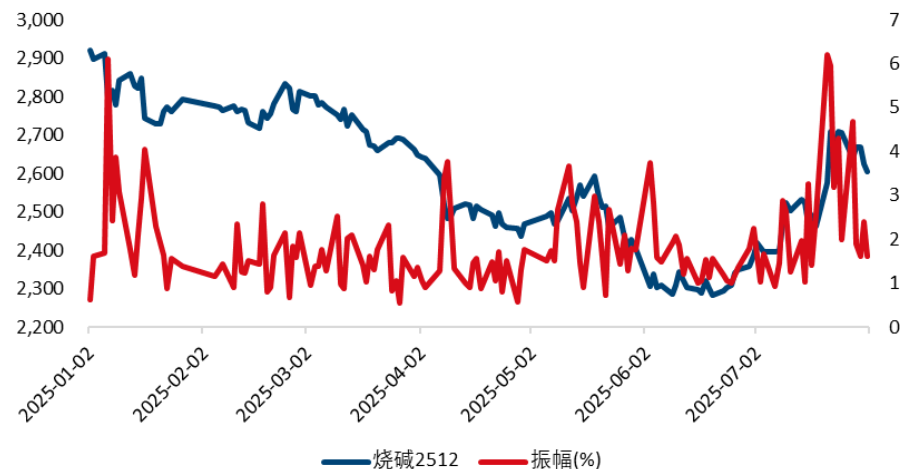
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：焦煤期货价格与振幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：烧碱期货价格与振幅

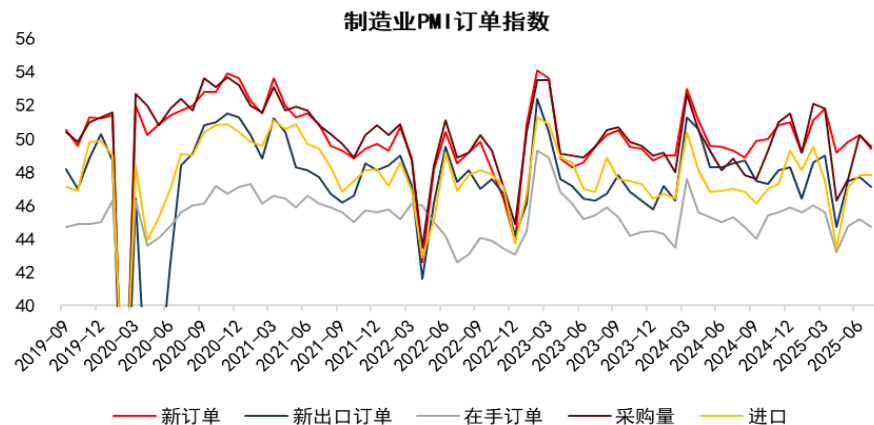


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

分子端：景气偏弱延续，但预期略有转暖

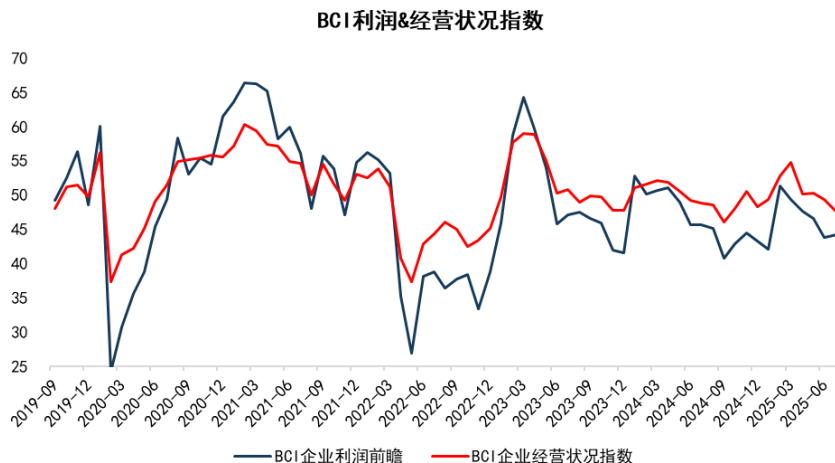
- 7月制造业、非制造业PMI均有所放缓，尽管从过去5年日历效应看，7月整体在软数据景气层面相对偏弱，但今年-0.4的环比滑落幅度大于过往10年日历效应下的季节性水平。
- 具体看订单指数，新订单、新出口订单、在手订单全都出现不同程度下降，量指标回落的同时，反内卷浪潮下价格维度出现了一定的回暖，原材料购进价格指数和出厂价格指数较上月均有所上升。
- 即期经营状况与预期方向劈叉，从BCI企业经营状况指数看，2月以来连续回落，但本月企业利润前瞻企稳，与生产经营活动预期边际转暖呼应，后续仍需积极关注反内卷政策能否支撑价格弹性，以及需求端是否出现回升。

图：7月制造业PMI拆解



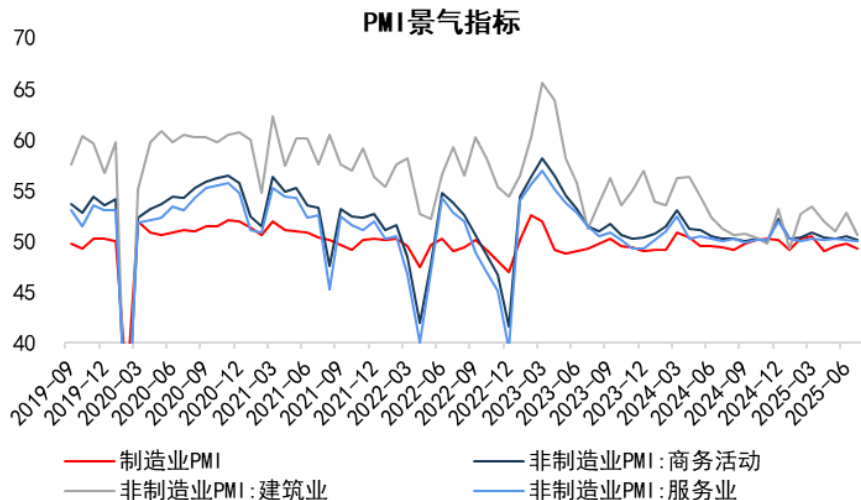
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：BCI利润&经营状况指数回落



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：7月制造业、非制造业PMI放缓



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

分母端&风险偏好：以“稳”为主

- 政策基调上：存量落实与细化确定性更高。会议指出，“当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维，用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头”，因此对于下半年的经济工作，会议强调要“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环。“超常规”刺激弱化，但托底信心坚决，相较4月末的“更积极的财政政策和适度宽松的货币政策”表述，落实与细化存量的确定性更高。
- 货币政策：3Q25双降概率较低，分母端整体以稳为主。货币政策方面，三季度央行开展降准降息的总量型政策操作概率有限。“落实落细”下半年适度宽松的货币政策，核心在于：“流动性充裕”+“综合融资成本下行”+“结构性货币政策工具”，三者相辅相成。考虑到“降OMO→降LPR”的传导过程中存款利率需要调整，在银行息差相对刚性、存款利率较为逼仄的情况下存在约束。当前降低综合融资成本的语境在于结构性降息，即结合“结构性货币政策工具”实施好重点领域的精准支持，科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸是关键的方向。

图：历年7月底政治局会议表述

	2025. 07	2024. 07	2023. 07	2022. 07
宏观形势	当前我国经济运行 依然面临不少风险挑战 ，要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维……巩固拓展经济回升向好势头	当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛	当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻	当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事
政策基调	宏观政策要 持续发力、适时加力 。强化宏观政策取向一致性	宏观政策要 持续用力、更加给力 。要加强逆周期调节……加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措	要 精准有力实施宏观调控 ，加强逆周期调节和政策储备	宏观政策要在 扩大需求上积极作为
财政政策	更加积极的财政政策 。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线	积极的财政政策 。加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，……要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线	积极的财政政策 。延续、优化、完善并落实好减税降费政策	要 有效弥补社会需求不足 。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额
货币政策	适度宽松的货币政策 。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等	稳健的货币政策 。综合运用多种货币政策工具，……要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	稳健的货币政策 。发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	要 有效弥补社会需求不足 。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金
供需平衡	有效释放内需潜力 。深入实施提振消费专项行动，…… 推动市场竞争秩序持续优化 。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理	要以 提振消费为重点扩大国内需求 ，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费…… 防止“内卷式”恶性竞争 。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道	积极扩大国内需求 ，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，……要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费……	宏观政策要在 扩大需求上积极作为 。财政货币政策要 有效弥补社会需求不足 。
地产政策	落实好中央城市工作会议精神， 高质量开展城市更新	落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策 ，坚持消化存量和优化增量相结合，……，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势， 适时调整优化房地产政策 ，因城施策用好政策工具箱，……要 加大保障性住房建设和供给	要 稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求
企业欠款	/	/	要 坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派 ，解决政府拖欠企业账款问题	/
风险防控	积极稳妥化解地方政府债务风险 ，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清	完善和落实地方一揽子化债方案 ，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。	要 有效防范化解地方债务风险 ，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险	要 保持金融市场总体稳定 ，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪
民生就业	扎实做好民生保障工作 。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业	加大保障和改善民生力度 。要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。	加大民生保障力度 ，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体	要 扎实做好民生保障工作 。要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作
外贸外资	扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘 。帮助受冲击较大的外贸企业，……优化出口退税政策，高水平建设自贸试验区等开放平台	推进 高水平对外开放 ……落实制造业领域外资准入限制措施“清零”要求，推出新一轮服务业扩大开放试点举措，促进利用外资企稳回升	要多措并举， 稳住外贸外资基本盘 。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通	要 积极促进进出口、扩大进口 ，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展

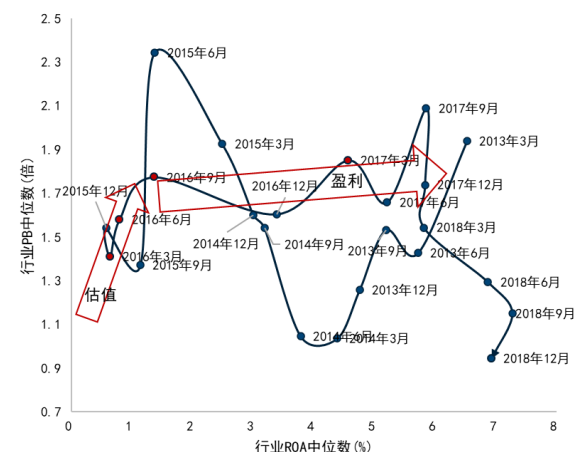
资料来源：万得，中国政府网，国信证券经济研究所整理

【 03 】 行业比较：财报视角下的反内卷

反内卷行情的演绎路径

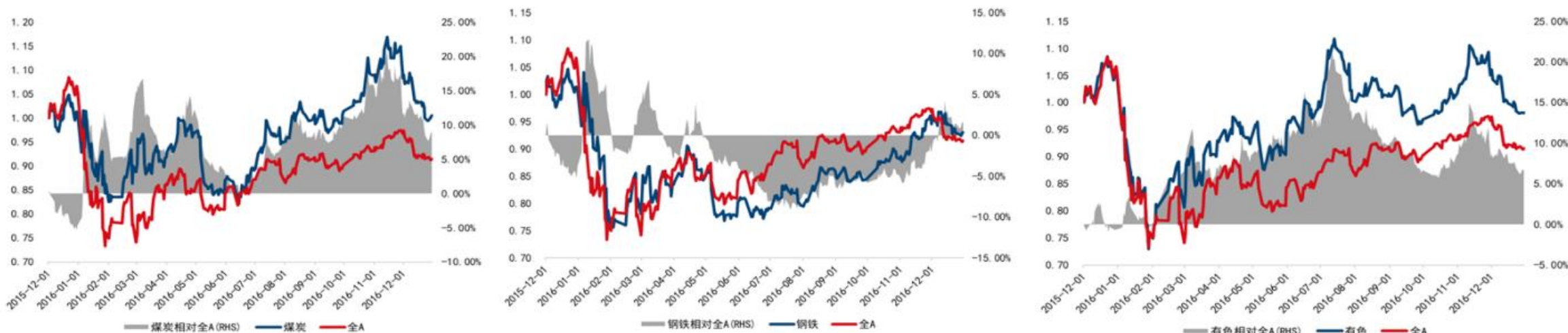
- **脉冲超额：20个百分点大约是阶段性高点。**2016年2月，煤炭、有色、钢铁行业分别发布化解产能过剩实现脱困发展意见，板块风偏有所提振，短期内板块跑赢全A的过程短时间内完成，相对《发展意见》亦存在一定抢跑，超额产生的路径包括大盘下跌过程中板块提前止跌，亦或是反弹过程中的展现弹性。例如在2016年2月1日纲领性政策出台后，2月至4月初是主题驱动阶段，期间股价领先于煤价，区间涨幅高于指数涨幅的个股并没有基本面优势，部分小市值样本依赖流动性驱动。
- **基本面驱动：“ROA→，PB↑”到“ROA↑，PB→”。**不同于综合评价股东回报和企业估值水平校准的PB-ROE框架，对重资产行业营运效率的分析可以观测ROA的变化路径，拉长时间看，行业在相关纾困政策推出2个季度后迎来基本面修复，报表端确认相较于煤价反弹大约滞后一个季度左右，2016年Q3往后，行业自身PB中枢维持相对稳定，ROA中枢快速提升，第二波超额由盈利驱动。

图：煤炭长期估值与ROA关系演绎



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：煤炭、钢铁、有色2016年第一波超额收益及后续演绎

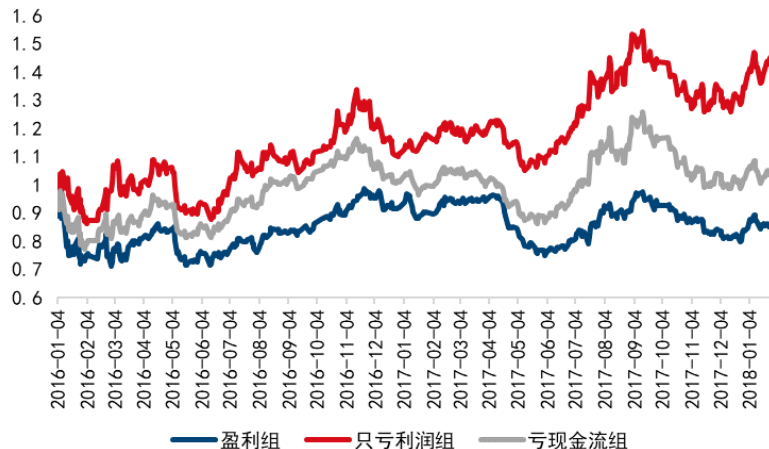


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

基本面驱动行情中：“仅亏利润” > “亏利润+亏现金流”

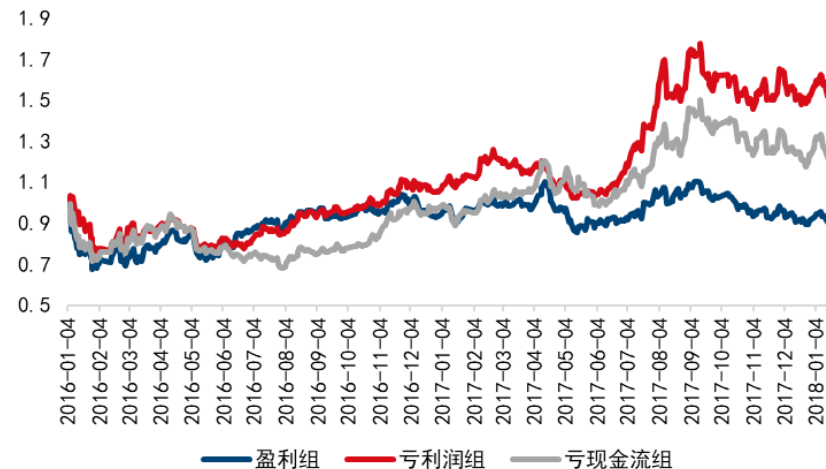
- 利润是“面子”，现金流是“里子”。考虑购进原材料的成本和应收账款的空档期，若现金流质量差，则企业抗风险能力存在挑战。对于优质企业，通过高质量营运产生的自由现金流既可以增加投资实现高回报，也可以在产业成熟期回馈股东。中游内卷价格战本质上先损伤利润，在“卖得越多，亏得越大”的语境下进一步损伤经营性现金流。
- 数据验证层面，“仅亏利润”强于“亏利润+亏现金”。我们基于2015年Q3、Q4的财报利润和经营性现金流量净额将煤炭、钢铁企业的截面运行状态划分为“盈利”、“仅亏利润”和“亏利润+亏现金”，上一轮纾困政策实施期间，对于原本自身盈利的企业而言，实质性刺激相对较小，全周期内波动率更低但无法跑出超额；钢铁和煤炭行业三组样本一致的节奏特征是，仅亏利润、不亏现金流的样本组合长期表现强于反内卷初始阶段既亏利润又亏现金流的公司。

图：煤炭2016-2018年初全阶段，仅亏利润组表现更好



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：钢铁2016-2018年初全阶段，仅亏利润组表现更好

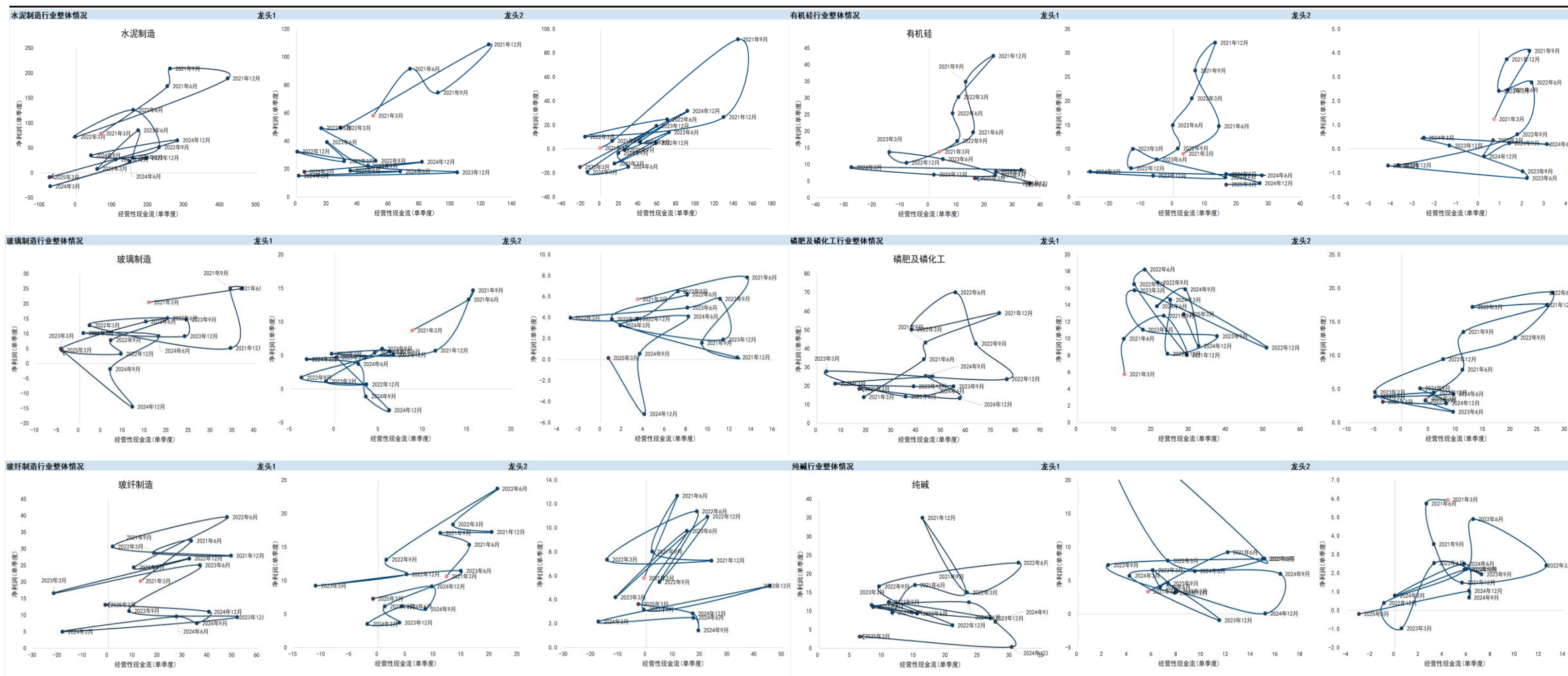


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

反内卷细分行业利润&现金流组合情况

- 建材领域水泥企业头部盈利，整体亏利润+亏现金流，玻璃整体亏损，玻纤头部企业盈利但现金流质量走弱，关注水泥行业内部亏利润但不亏现金流的企业；基础化工方面，有机硅4Q24、1Q25全部盈利主要由龙一贡献，其余公司分化，部分仅亏利润不亏现金流；磷肥及磷化工整体盈利和现金流表现来到2021年以来低位，但龙头有盈利且现金流质量强于2021年；纯碱整体产能利用率相对较高，头部企业利润和经营性现金流相对稳健，行业内部K型分化。

图：建材和化工行业利润&现金流组合



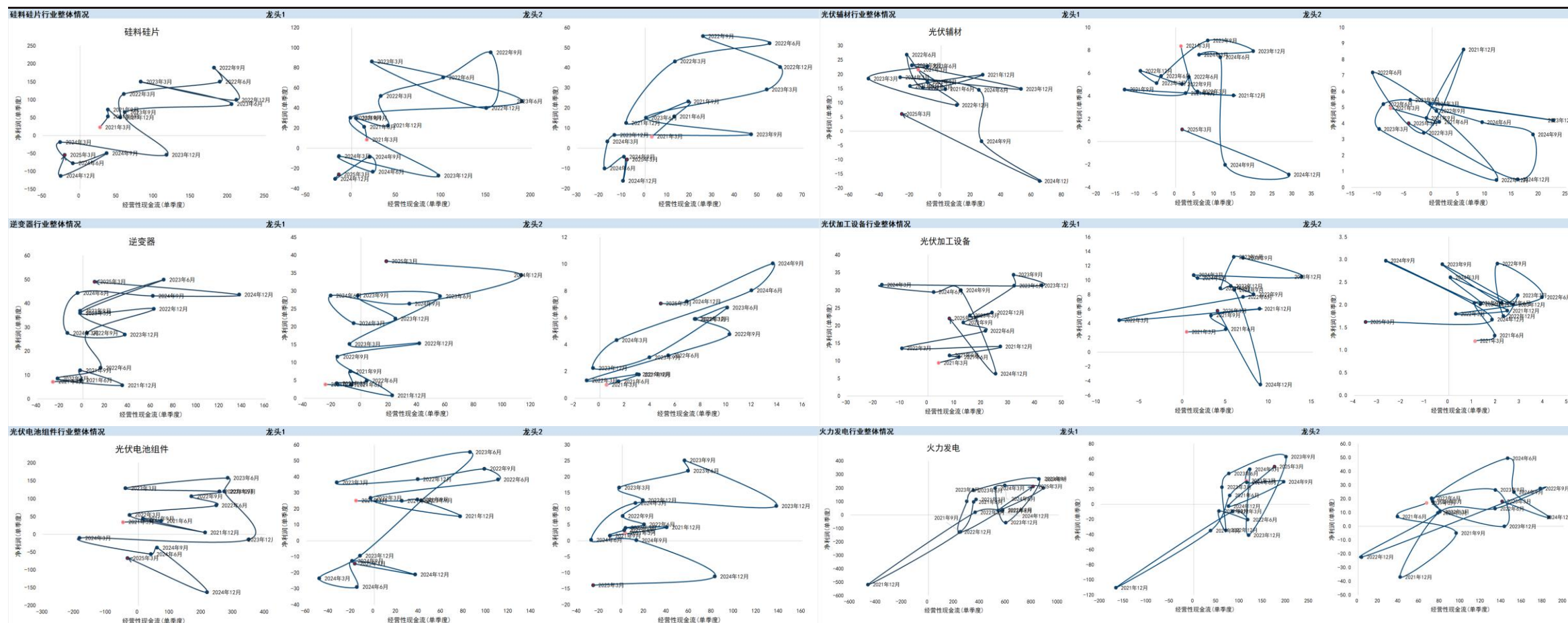
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

反内卷细分行业利润&现金流组合情况

- 光伏包括硅料硅片、逆变器、电池组件、辅材、加工设备等行业，整体上看，除了逆变器、加工设备周期错位当前行业整体和龙头状态都是盈利外，硅料硅片、电池、组件等都处于“亏利润+亏现金流”的状态，电池组件龙头单季度利润亏幅收窄，在供给端限制底部价格的情况下关注需求端边际变化情况。
- 火电净利润周期性特征明显(Q4是季节性底部)，平滑后行业整体利润、现金流压力都不大，仅有部分两广企业亏损，行业自律叠加渠道商价格约束下，格局有望进一步改善。

图：光伏和火电行业利润&现金流组合



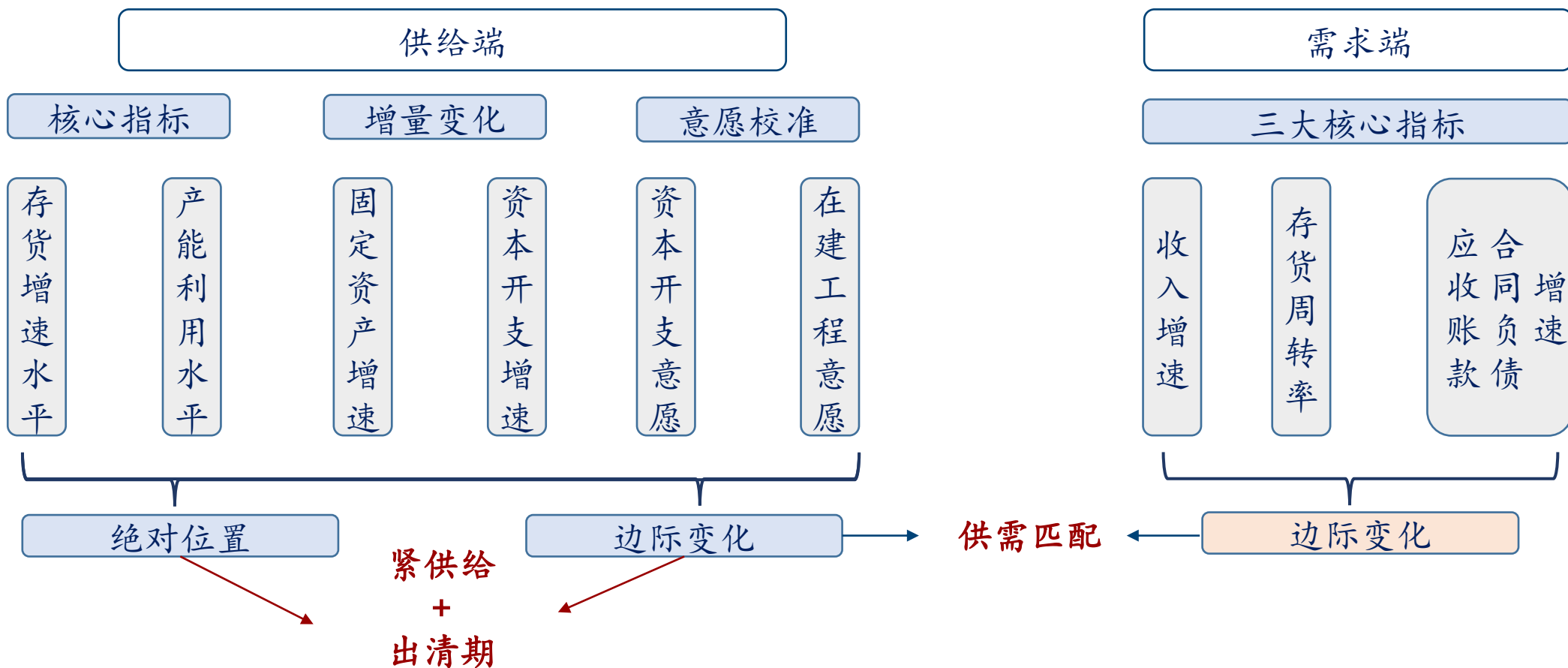
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

供给视角下的中观比较体系

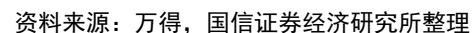
供给能力方面我们从核心指标、增量变化、意愿校准三个维度进行考量，其中**核心指标**包括产能利用水平（固定资产周转率TTM）和存货增速水平（存货同比），**增量变化**考虑固定资产增速和资本开支增速两个偏领先的指标，固定资产快速累积后的高资本开支意味着斜率更高的潜在供给；**意愿校准**考虑现有的固定资产水平与资本开支、在建工程的匹配度。需求端我们重点考虑收入增速（TTM）、存货周转率（TTM）、应收账款与合同负债增速的边际变化，基于行业当期最大弹性进行标准化实现横向可比，最后从“紧供给+出清期”的纯供给端维度，以及供需边际变化匹配的维度进行行业筛选。

图：供给视角下的中观比较体系



国信证券
GUOSEN SECURITIES

图：全A非金融细分行业产能&库存核心指标象限定位

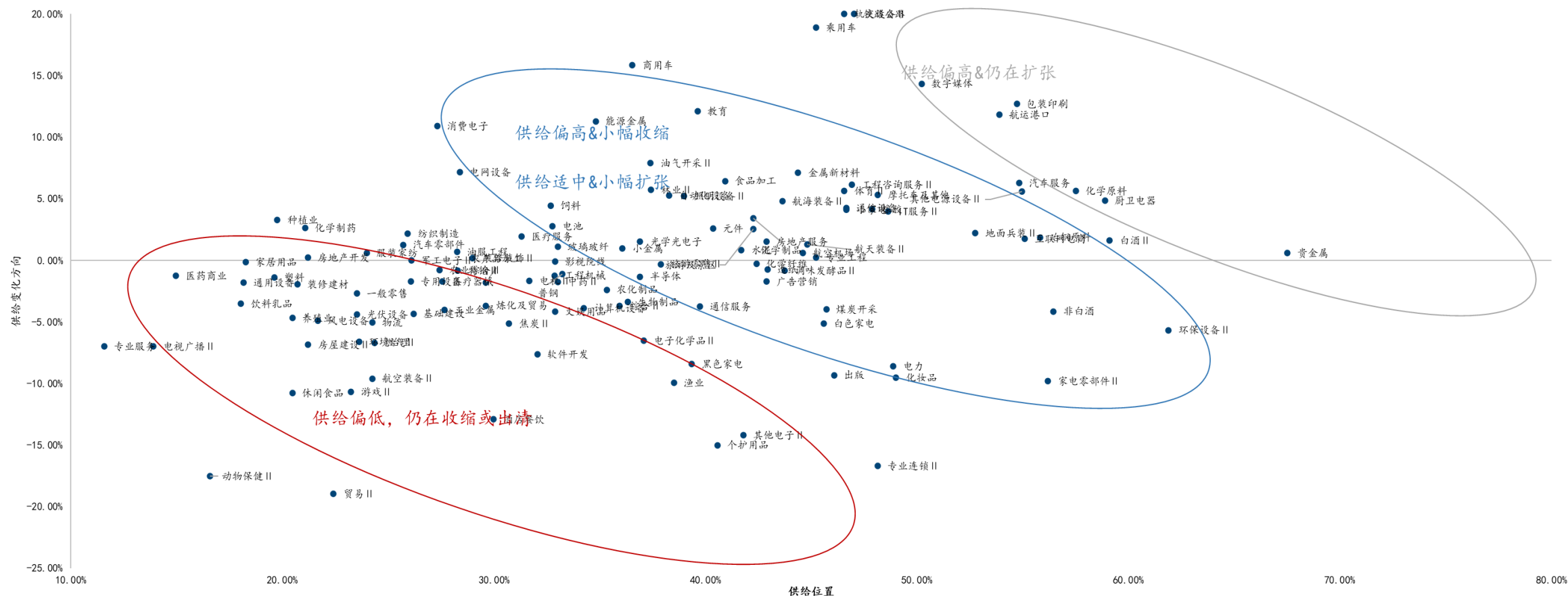


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

综合位置与边际变化评判各行业供给端情况

综合供给的位置与边际变化看，供给收缩且仍在出清的行业主要包括：通用设备、专用设备、光伏设备、风电设备、房屋建设、焦炭、其他电子等；淡化基数效应(如资本开支增速不稳定的食品等)，风电设备、光伏设备整体边际变化程度相近，电网设备供给低位但有边际修复。

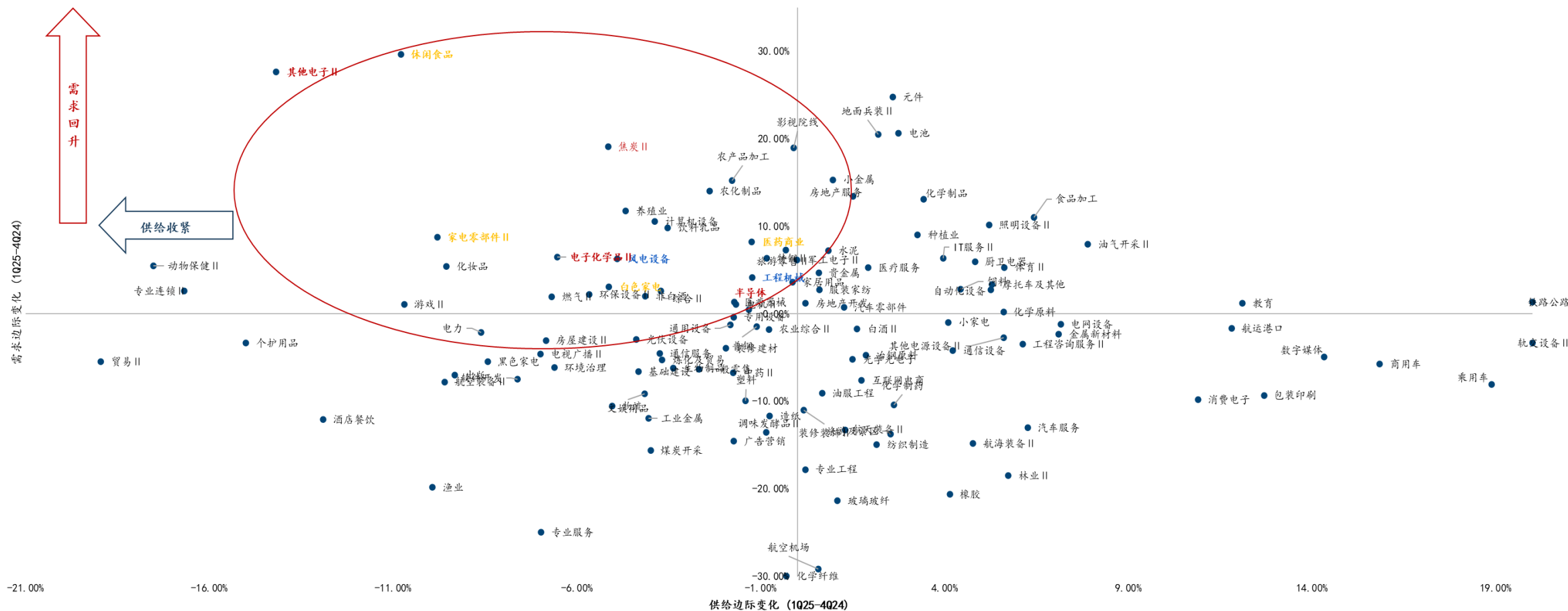
图：综合位置与边际变化综合评判各行业供给端情况



供需匹配视角下的行业筛选

当前供给收缩且需求上行的行业包括：上游焦炭；中游工程机械、风电设备；下游白电、家电零部件、医药商业、大众品；TMT中的半导体、其他电子；支持性行业中的燃气。

图：供需匹配视角下的行业筛选

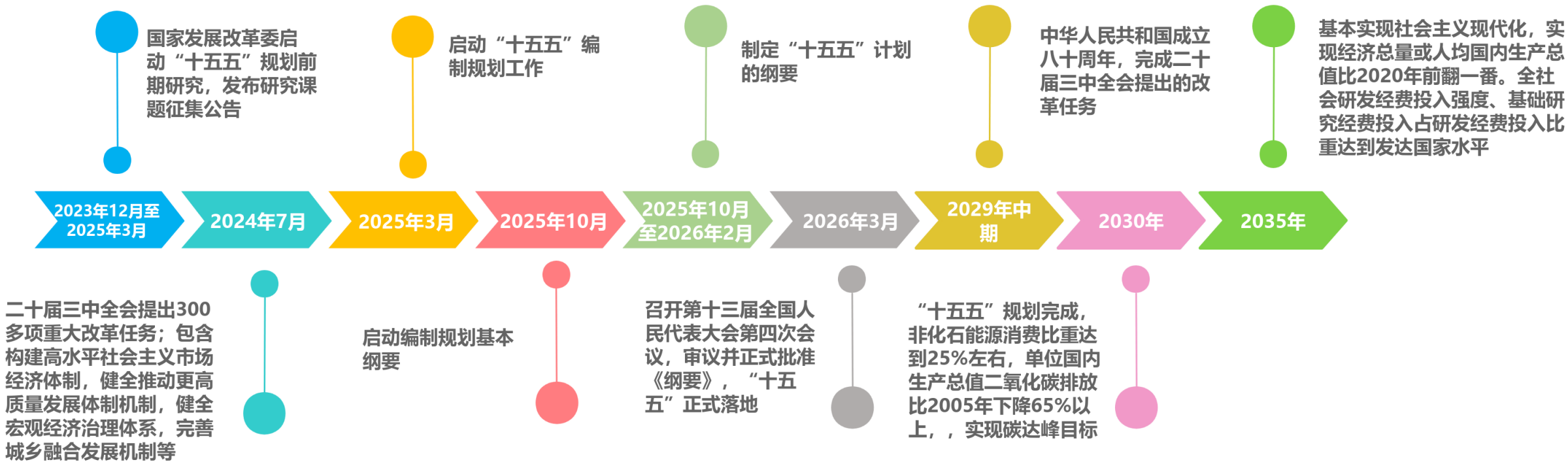


【 04 】 主题：“十五五”展望与生育补贴

“五年规划” 时间脉络与产业重点

- “五年规划” 贯穿了新中国成立以来各个发展阶段，2025 年是“十四五” 规划的收官之年，同时也是“十五五” 规划编制之年。进度上看，2024年发改委牵头统筹前期研究工作，征集两批重点课题，今年4月和7月分别就规划大纲展开细则的课题研究，将在2025年10月至2026年2月形成《纲要建议》，并最终在2026年3月由人民代表大会讨论通过批准实施。
- 从规划课题方向看，科技产业聚焦新质生产力引领产业升级，聚焦核心技术与产业链自主可控，重点关注大数据、智能制造、工业互联网、人工智能、生物技术等赛道。

图：“十五五” 规划后续关键时间节点



资料来源：国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理

“五年规划”特征演变展望后续产业规律

- **产业结构动态调整**，服务业地位提升，十二五期间以及结构调整为主线，明确“推动服务业大发展为战略重点”，第三产业占比加速上升；十三五至十四五重心转向制造业强国战略，提出“保持制造业比重稳定”与“发展服务型制造”，制造业占比降幅收窄，服务业增速放缓，未来“十五五”预计生产性服务业信息技术、租赁商服等）为先进制造与现代服务融合的关键支撑，助力制造业核心竞争力提升，生活性服务业将受益于消费升级与政策倾斜（如补贴支持），实现较快发展。
- **产业布局主线将围绕新质生产力与绿色转型展开**。产业定位分层演进：重点培育**高新技术产业和战略性新兴产业**，从“十二五”明确7大战略性新兴产业到“十四五”超前布局6大未来产业（人工智能、量子信息等），体现从“技术追赶”向“开拓新优势”发展动能转变，战略性新兴产业、数字经济逐步成为经济新引擎；此外改造产业升级方向，推动高技术制造向高端化、智能化、绿色化、服务化发展，传统制造则侧重绿色改造与供给优化；钢铁、煤炭、有色、化工、建筑等过剩行业持续调整，产能不断优化。
- 同时，**产业绿色低碳转型**呈现出不断加速的态势，从“十二五”将节能环保产业升至战略性新兴产业首位，启动制造业绿色转型，到“十三五至十四五”多维度构建绿色经济体系，在碳达峰目标驱动下转型全面提速。

图：过往三次五年规划核心领域产业布局情况

主要支持领域		细分行业/概念	重点布局内容	改造升级行业	改造升级方向
十四五规划 (2021-2025)	科技及产业变革	计算机	“瞄准人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。” “加快数字化发展，培育壮大人工智能、大数据、区块链等新兴产业。”	集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通等	智能制造、绿色制造和服务型制造
		通信			
		电子			
		半导体			
		信创			
		EDA			
		人工智能			
		CPO			
	供应链安全	AI应用	“实施产业基础再造工程，补齐基础软件等短板，保障重要产业链供应链安全，加强稀土等战略资源保障”	石化、钢铁、有色、建材等原材料产业；轻工、纺织；化工；造纸	强调优化布局、供给，绿色制造
		半导体			
信创					
十三五规划 (2016-2020)	供给侧结构性改革	稀土永磁	“推动煤炭等行业化解过剩产能，实现市场出清。促进钢铁、有色金属等行业改造升级。”	航空航天、海洋工程、装备及高技术船舶、先进轨道交通、高档数控机床、机器人等	朝高端、智能、绿色、服务的方向发展
		建筑材料			
		煤炭			
		有色金属			
		基础化工			
	美丽中国	钢铁	“实施工业污染源全面达标排放计划，扩大环保产品和服务供给，发展节能环保产业。”		
		环保			
十二五规划 (2011-2015)	大消费	电力设备	“建立扩大消费需求的长效机制，促进社会主义市场经济体制健康发展，发展新型消费业态。推进农业现代化，保障粮食安全”	装备制造、船舶、汽车、包装、电子信息	提高技术水平
		美容护理			
		食品饮料			
		商贸零售			
		社会服务			
		家用电器			
	战新产业	农林牧渔	“培育发展新一代信息技术、高端装备制造等七大战略性新兴产业。推动电子信息产业升级，突破核心芯片等关键技术”	冶金、建材、石化、轻纺、建筑	优化产品供给、绿色
		汽车			
		电子			
		通信			
		电力设备			

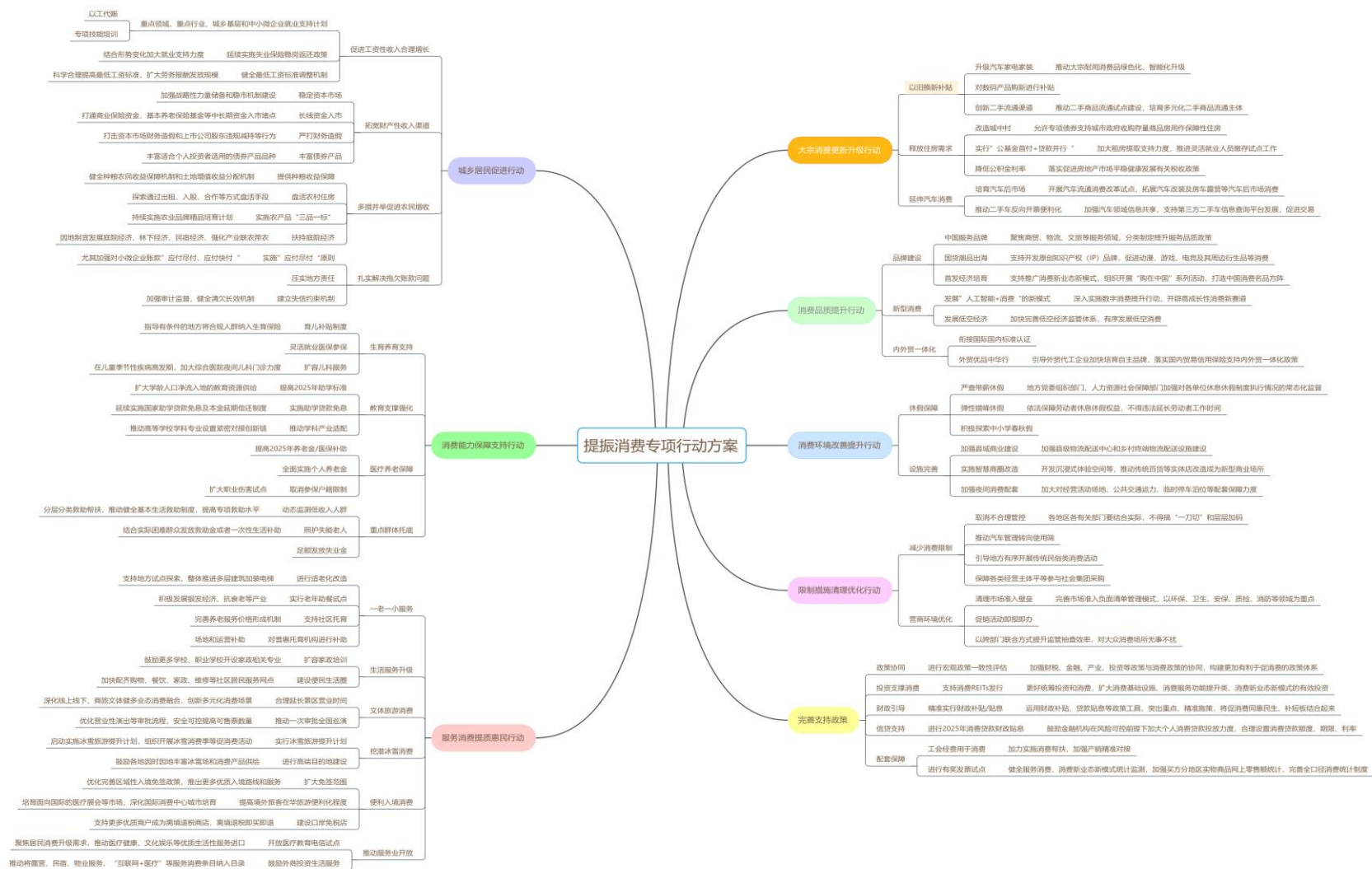
资料来源：中国政府官网、国信证券经济研究所整理

提振消费再落子，生育补贴强信心

3月16日的《提振消费专项行动方案》陆续落子，《加快建设农业强国规划》、《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》重点针对城乡居民增收促进行动、消费能力保障建设。生育补贴投资于**人**，一改前期补贴企业部门生产投资，转而补贴居民部门生育消费，政策思路持续迭代。

生育补贴与《行动方案》形成协同效应：1）**促进居民增收，夯实消费基础：**行动方案》明确提出，要通过多种手段促进居民收入增长，包括提高工资性收入、拓宽财产性收入渠道、促进农民增收等。而生育补贴作为其中一项重要政策工具，直接减轻了家庭的生育和养育负担，有助于提升居民的可支配收入；2）**推动“一老一小”相关产业协同发展：**一方面，生育补贴可以缓解家庭的生育压力，释放潜在的母婴市场需求；另一方面，通过发展抗衰老、银发旅游等产业，可以进一步挖掘老年人的消费潜力；3）**优化消费环境，增强消费信心：**《行动方案》还提出要优化消费环境，加强市场监管，提升消费者权益保护水平。生育补贴的实施，配合其他消费刺激政策（如以旧换新、消费券等），有助于增强居民的消费信心，推动消费市场的活跃度。

图：《提振消费专项行动方案》细节再落地



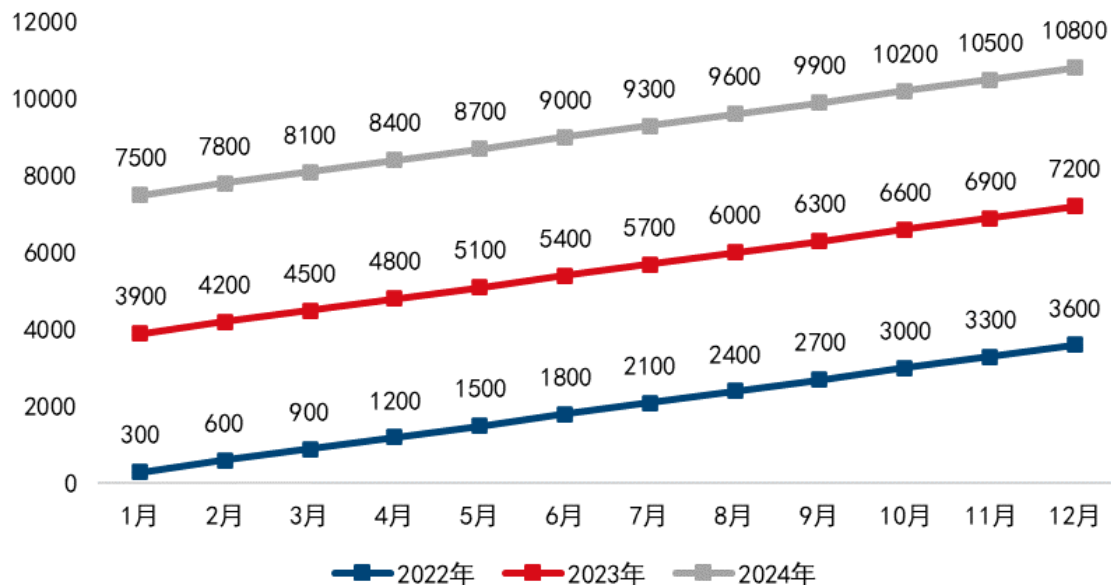
资料来源：国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理

提振消费再落子，生育补贴强信心

当前生育补贴政策通过“现金直达+回溯补发”的模式实现广覆盖，即全国政策突破地方限制，将一孩纳入补贴范围，并对存量婴幼儿进行回溯补发，因此补贴峰值出现在12月，政府在年末需支付全年累计金额，月度补贴梯度上升，体现按月龄递增的补发机制。

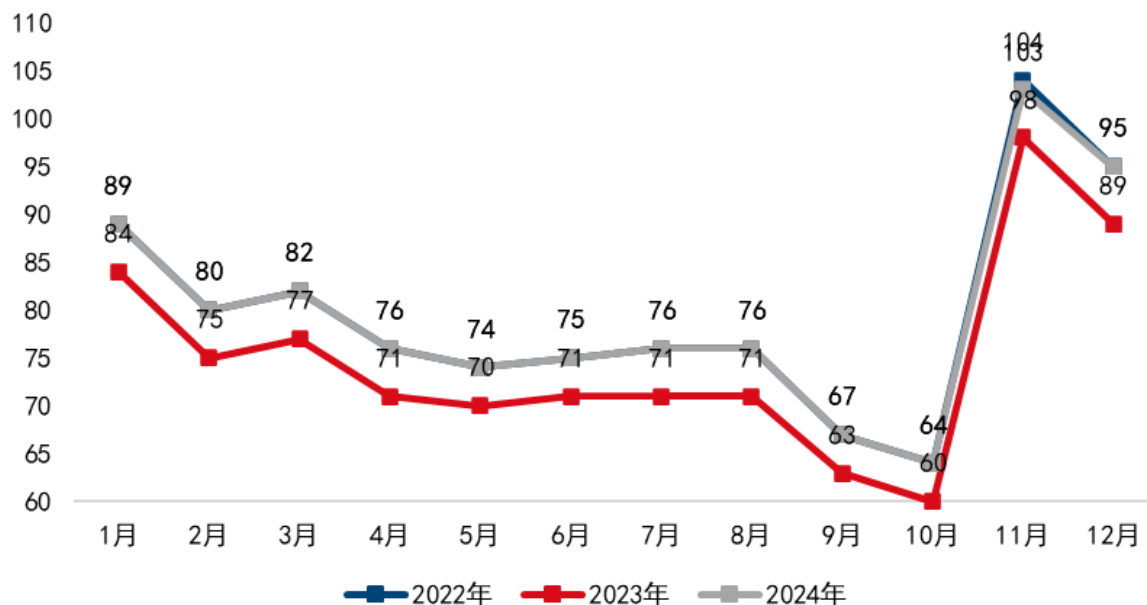
出生人口结构具有一定季节波动性，年末具有生育高峰，且年际间变化虽仍呈下降态势但速度有所放缓。虽然我国育儿补贴力度仍处于OECD国家区间中位，与部分发达国家补贴政策力度仍有差距，但是该政策显著减缓了生育率下滑速度，发挥政策的杠杆效应，撬动母婴消费产业链升级，提振国内消费效果显著。

图：2022年-2024年不同年份新生儿生育补贴总金额



资料来源：《第七次人口普查年鉴》，卫健委，CEIC，国信证券经济研究所整理
注：月出生人口比例根据第七次全国人口普查中各地区分月份出生人口（2019.1.1-2020.10.31）数据

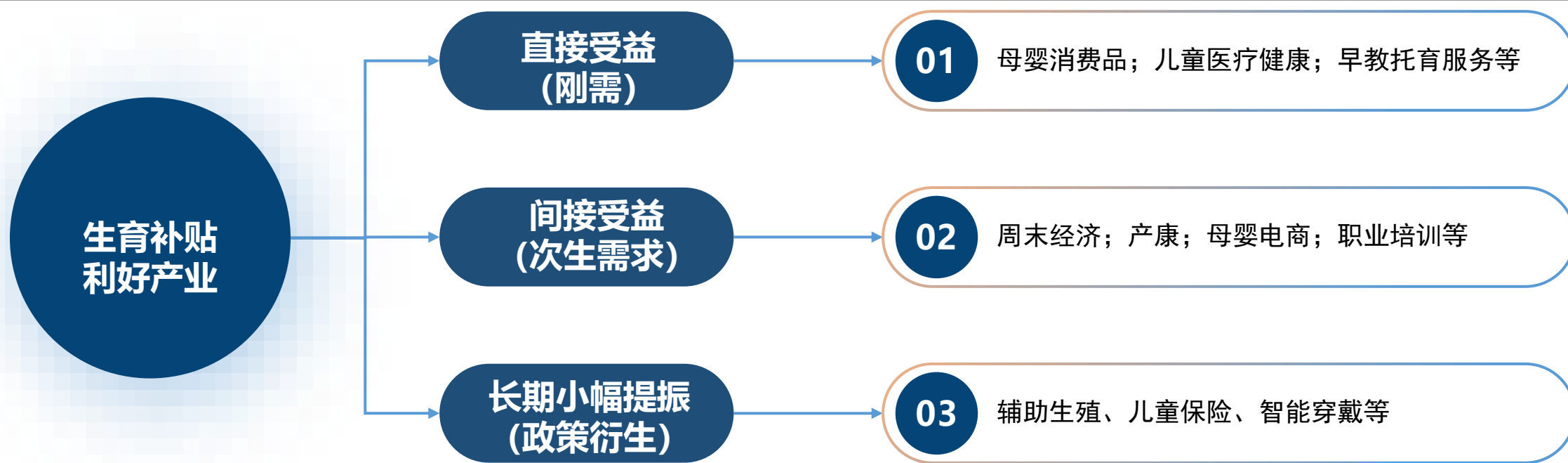
图：2022年-2024年生育补贴及出生人口折线图



资料来源：《第七次人口普查年鉴》，卫健委，CEIC，国信证券经济研究所整理
注：月出生人口比例根据第七次全国人口普查中各地区分月份出生人口（2019.1.1-2020.10.31）数据

生育补贴利好产业可以划分为直接受益（刚需）、间接受益（次生需求）、长期小幅提振（政策衍生）三类。1）直接受益包括：母婴消费品（婴幼儿配方奶粉、纸尿裤等高频消耗品）、儿童医疗健康（疫苗、DHA/钙剂）、早教托育服务（0-3岁相关课程，普惠性托育机构等）；2）次生受益产业：亲子娱乐消费（周末经济、内容消费、亲子旅游套餐等）、女性消费（产康、母婴电商、职场返岗专项培训）；3）政策衍生下的长期小幅受益方向：辅助生殖、儿童保险、智能穿戴、生育信贷等等……

图：生育补贴利好产业



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032