

持续向好，但热烈情绪面临业绩考验

报告日期：2025-07-27

主要观点：

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《扰动在前，提升在后——2025年7月A股市场研判及配置机会》2020-06-29
2. 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
3. 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

● 中央政治局会议、美联储议息会议及后续中美关税谈判等多个重要事件大概率在平稳中过渡甚至稳中向好，尤其若中美谈判结果超预期，叠加宏观流动性充裕，市场中长期持续向好的基础将进一步巩固。但中报在即，业绩面临检验，经济基本面尚不具备全面支撑基础，因此行业尤其个股分化将加剧。配置重视三条主线，一是成长科技强者恒强，包括AI、机器人、军工。二是景气支撑或业绩超预期领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品。三是政治局会议结构性政策潜在超预期方向，包括服务消费和房地产。反内卷主题演绎热烈、预期较满，等待景气验证。

● 市场观点：坚定中期持续向好，但当前热烈情绪面临业绩考验

8月内平稳外缓和，若中美关税谈判结果超预期，将进一步夯实市场中期向好的基础，无需担心市场持续下行或调整风险。但中报业绩检验期临近，市场情绪能否如7月一般热烈还有待观察。7月末至8月迎来多个重要事件，平稳过渡概率大，因此市场中期向好态势不改。一是美国与其他国家关税谈判偏顺利，中美谈判当前预期向好概率大。二是预计中央政治局会议整体基调偏暖、符合预期，结构性政策存超预期可能，如整治“内卷式”竞争；促消费特别是服务消费；房地产政策优化；稳外贸等。三是美联储议息会议大概率按兵不动，但已在市场预期中。同时叠加宏观流动性整体充裕。

经济基本面继续承压，出口维持偏高景气，内需有待进一步提振。中美经贸摩擦风险缓释，出口维持偏高景气，但服务消费、房地产等内需依然面临较大压力。预计7月社零同比5.1%左右，固投累计同比2.9%，其中制造业投资累计7.5%、基建投资4.8%、地产投资-11.5%，出口同比6.2%；7月CPI同比-0.3%、PPI同比-3%。

流动性合理充裕，信贷预计季节性放缓。反内卷带动通胀预期回升，股市赚钱效应上涨、债市赎回压力增大，使得利率上行，但这并非基本面驱动，因此利率持续上行空间有限。在全年增长目标完成压力较小情况下，总量货币政策加码概率低，仍以结构性为主。预计8月流动性合理充裕，7月信贷季节性放缓概率较大。

● 行业配置：机会层出不穷，重点关注成长科技、业绩支撑和政策催化方向

7月市场稳步上涨，除银行略有下跌外其余行业普涨。其中反内卷主题强势领涨，业绩预告超预期CPO、PCB等涨幅靠前，政策预期带动下的房地产及医药涨幅居前。而红利类资产以及大宗消费品落后。展望8月，继续看好市场，各类机会层出不穷。配置思路上，市场整体风险偏好高。临近中报季，既需重视景气支撑或业绩兑现超预期的基本面机会，同时政治局会议召开在即，也要重视事件主题催化的估值性机会。具体而言，牛市预期氛围下，成长科技弹性最佳，是首要进攻方向。其次具备景气硬支撑或中报业绩超预期的方向，也具备确定性机会。再者重视政治局会议可能带来潜在催化下的主题机会，阶段性行情弹性高。反内卷主题机会近月反应强烈、热度较高、预期打满，可能需要等待景气的验证。可把握三条投资主线。

第一条主线是强者恒强的高弹性成长科技，主要包括 AI、算力、机器人、军工等。牛市已成市场共识，在此氛围下，成长科技将成为毫无争议首选，AI、机器人、军工等是本轮强势方向，强者恒强。从成长科技行情阶段性见顶必备 5 要素来，当前并不完全具备，仍有上涨空间。

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，中报业绩预告亮眼。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。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。

第三条主线是政治局会议结构性政策有望超预期的服务消费和房地产。中央政治局会议召开在即，上半年经济显著高于全年增长目标，增量总量政策发力概率偏低，但内需压力仍然偏大，结构性政策可期。其中服务消费支持和房地产调控宽松概率最大。同时 4 月上旬市场反弹以来，服务消费滞涨明显，若出现催化剂，有望演绎阶段性强弹性，重点关注出行、养老、扶幼等。

● 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；中美谈判不及预期或遭遇黑天鹅等。

正文目录

1 市场观点：坚定中期持续向好，但当前热烈情绪面临业绩考验	4
1.1 政治局结构性政策存超预期可能，中美谈判和美联储政策扰动淡化	4
1.2 出口维持偏高景气，内需有待进一步提振	5
1.3 流动性合理充裕，信贷预计季节性放缓	8
2 机会层出不穷，重点关注成长科技、业绩支撑和政策催化方向	9
2.1 主线一：成长科技强者恒强，关注算力、AI、机器人、军工等方向	9
2.2 主线二：具有景气支撑或业绩超预期的细分领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等	13
2.3 主线三：政治局会议结构性政策有望超预期的方向，如服务消费、房地产	16
风险提示：	17

图表目录

图表 1 乘用车零售同比增速提升、批发同比增速回落	6
图表 2 柯桥纺织指数冲高回落	6
图表 3 开工率整体企稳	6
图表 4 6月粗钢产量边际回落	6
图表 5 7月农产品价格企稳反弹	7
图表 6 有色金属价格持续回升，原油价格走平	7
图表 7 7月建材价格受益于整治“内卷式”竞争有所反弹	7
图表 8 7月30城商品房周销售面积同比继续走弱	7
图表 9 10年期国债利率7月下旬快速上升	8
图表 10 6月信贷改善	8
图表 11 半导体景气度近月以来持续上行	11
图表 12 大厂AI竞赛加速，资本开支快速增长	11
图表 13 2025年后我国机器人规模增速每年均有望达到翻倍	12
图表 14 机器人组装的主要零部件构造	12
图表 15 五年规划开局之年附近军费有上行或支撑趋势	13
图表 16 2020-2024 我国武器出口比例排全球第四，仍有较大增长空间	13
图表 17 2023 年全球主要国家稀土矿产品储备占比	14
图表 18 2023 年稀土冶炼分离产品生产国家占比	14
图表 19 挖机销量增速周期在3-5年左右，目前迈入新一轮上行期	15
图表 20 农化产品价格仍有明显上涨倾向	15
图表 21 社零增速有所回升但绝对增速偏低	16
图表 22 4月初以来消费板块整体滞涨	16
图表 23 地产销售价格仍存较大下行压力	17
图表 24 房地产相对上证的超额收益仅4.7%，仍有扩张空间	17

1 市场观点：坚定中期持续向好，但当前热烈情绪面临业绩考验

1.1 政治局结构性政策存超预期可能，中美谈判和美联储政策扰动淡化

(1) 中央政治局会议即将召开，结构性政策发力仍是大概率事件。上半年经济增速达到 5.3%，高于全年发展目标 0.3 个百分点。当前美国与其他国家关税谈判进展整体偏顺利，合理预计中美关税谈判破裂引发新一轮风险概率较小，因而外部风险并未发酵的情况下，预计 7 月末中央政治局会议整体维持偏暖基调，结构性政策发力仍是大概率事件。考虑到消费品“以旧换新”补贴、对美“抢出口”等效应减弱，消费与地产等内需的内生修复动能有待提振，下半年增长压力确定性增加。结合当前经济基本面判断，7 月政治局会议在以下几个方面结构性政策概率较大：

①**整治“内卷式”竞争。**近期，多项规范行业竞争的举措密集出台。7 月 17 日，中央第四督导组聚焦“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”，前往中国汽车工业协会调研，并与北汽、比亚迪等企业座谈，着力推动解决难点问题。次日，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东，要求平台规范促销、理性竞争，构建多方共赢生态。同日，工信部负责人称将实施十大重点行业稳增长方案，推动钢铁、建材等行业调结构、淘汰落后产能，方案近期将发布。下半年整治“内卷式”竞争有望成为政策发力重点领域之一。

②**促消费政策，特别是服务消费。**下半年 1380 亿国补资金第一批已到位，但全年资金可能存在缺口，服务消费未见明显起色。因此，重点关注消费品“以旧换新”资金加码，以及政策是否可能向促进服务消费扩容。

③**房地产调控政策优化。**5 月以来地产加速下行，后续可能在需求端调控加码，重点关注房贷利率下调、限购放开等。

④**稳外贸政策。**考虑到当前国内整治“内卷式”竞争政策加码，大力转内销政策概率下降，向欧盟、东盟等其他国家多元化拓市场潜力的概率更大。

(2) 外部看，临近中美关税谈判关键节点，考虑到当前美国与欧盟、日本以及其他东南亚国家谈判整体顺利，中美谈判向好概率更大。中美关税谈判将在 8 月 12 日之前结束。7 月 24 日商务部表示，经中美双方商定，何立峰副总理将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美举行经贸会谈。考虑到当前美国与其他国家关税谈判进展整体顺利，预计对市场扰动较为有限。

①为避免 30%的高关税，美国与欧盟向 15%的关税税率靠拢，并且据英国《金融时报》表示，15%的关税税率包含了特朗普正式就职前欧盟向美国出口商品 4.8%的关税。换言之，如美欧谈判达成 15%的统一关税税率，实际上美国仅向欧盟征收 10%的全球基准关税。

②7 月 23 日，美国总统特朗普在其社交平台发文表示，日本已同意从美国采购数十亿美元的军事及其他装备，并将在一项总额达 5500 亿美元的投资中，将 90%的收益返还给美国，与此相对应的是美国对日本关税税率定在 15%。但日本方面表示还有待进一步商讨。

③东南亚国家中，美国与印尼、菲律宾达成与越南相似的贸易协议，一方面将关税税率定在 20%左右，另一方面对转口贸易设定更高的关税税率。

(3) 特朗普“解雇”鲍威尔大概率停留在口头喊话，维持 9 月重启降息的判断。

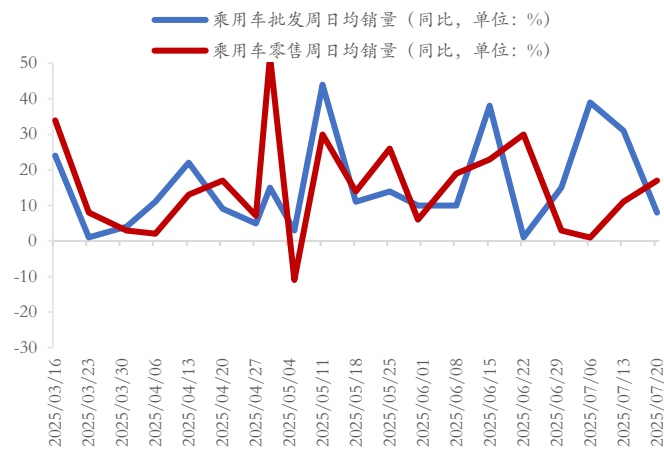
美东时间 7 月 24 日，特朗普到访美联储总部并发表讲话，提出如果把利率降低三个百分点，美国财政可以节约 1 万多亿美元的利息支出。自特朗普第二任期开始后，特朗普就反复要求鲍威尔降息或者辞职。但目前来看，特朗普“解雇”鲍威尔或者干预美联储决策缺乏法律依据，历史上也没有先例，因此大概率停留在口头喊话。考虑到 6 月美国通胀有所反弹，在关税可能引发新一轮通胀担忧的情况下，美联储仍对降息维持谨慎，因此维持 9 月重启降息的判断。

1.2 出口维持偏高景气，内需有待进一步提振

出口维持偏高景气，内需有待进一步提振。中美经贸领域摩擦风险逐步缓释，出口维持偏高景气，但服务消费、房地产等内需依然面临较大下行压力，基本面仍有待进一步提振。预计 7 月社零同比增长 5.1%左右，固定资产投资累计同比增长 2.9%，其中制造业投资累计同比 7.5%、基建投资增速 4.8%、地产投资增速-11.5%，出口同比 6.2%；7 月 CPI 同比-0.3%、PPI 同比-3%。

汽车、家电等大宗商品消费“国补”接力支撑，服务类消费有待提振。7 月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为 4.76 万辆和 4.85 万辆，同比分别增长 22.4%和 10.3%，6 月下旬新一轮“国补”资金到位，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高。但进入下半年后，基数逐步抬升可能导致消费品“以旧换新”对社零支撑作用放缓。商品价格 7 月企稳，柯桥纺织指数从 105 小幅升至 106。可选服务类消费并无改善迹象，已公布的 7 月前三周观影人数周均值较去年同期大幅下跌 54.3%，考虑到电影票价未见明显提升，票房收入恐明显下降。目前来看，新一轮国补资金到位继续支撑商品消费，大方向上社零数据继续维持在 5%左右，而服务类消费依然偏弱、有待政策发力提振。

图表 1 乘用车零售同比增速提升、批发同比增速回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

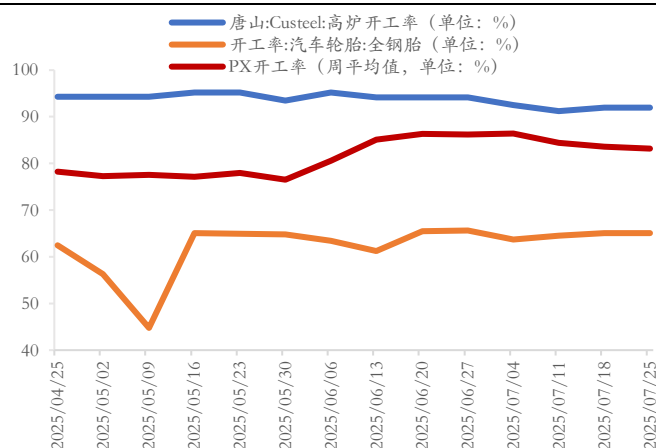
图表 2 柯桥纺织价格指数冲高回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点。

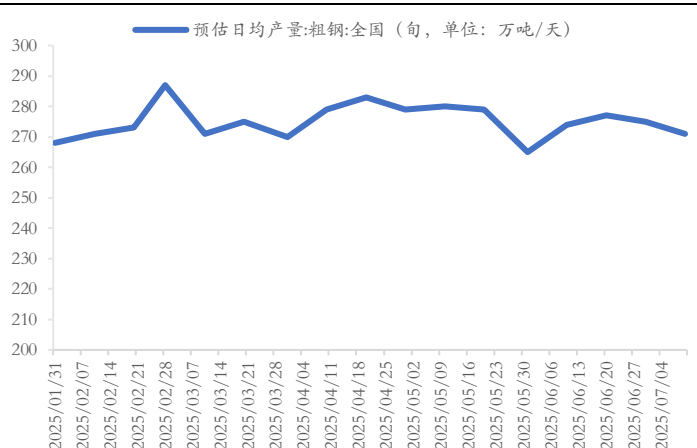
整治“内卷式”竞争下，生产端略有收缩。7月前三周周均集装箱吞吐量为 655 万标准箱，环比较上月略有提升，但同比增速 7%较上月增速 4.6%有所改善。尽管出口维持较高景气，但整治“内卷式”竞争下，生产端并未扩张、略有收缩。其中，汽车全钢胎开工率持平于 65%左右，PX 开工率从 86%回落至 83%左右，唐山高炉开工率从 94%回落至 92%。7 月钢材预估日产量为 271 万吨/天，较上月末小幅下降 4 万吨/天。预计 7 月工业增加值小幅回落至 6%左右。后续继续关注“内卷式”竞争对开工率的影响，如带动价格段改善、落后产能有序退出，则有利于生产端利润回升。

图表 3 开工率整体企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 4 6 月粗钢产量边际回落

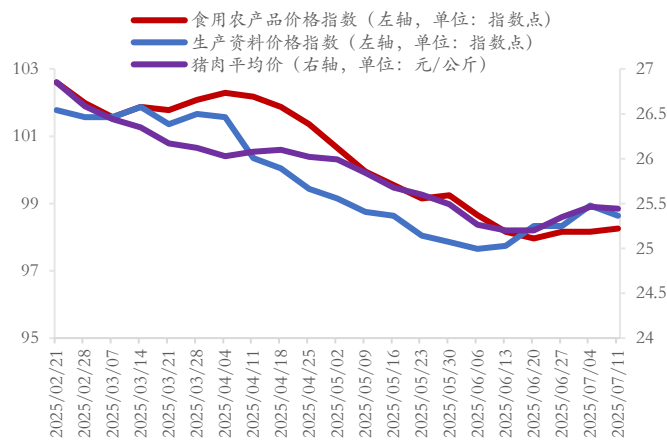


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

通胀方面，CPI 回落、PPI 降幅小幅收窄。猪肉价格略有下降，7 月前三周猪肉平均价 25.42 元/公斤，较上月环比略有抬升，与去年同期均值同比下跌 12.63%、降幅有所扩大。进入 7 月食用农产品价格指数低位企稳，但同比降幅有所扩大，同时

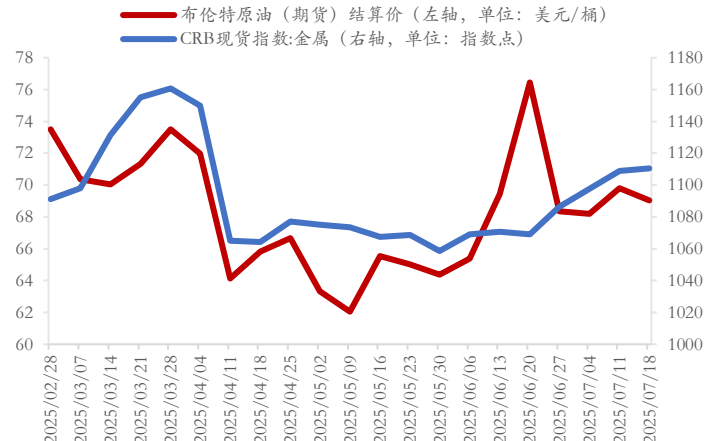
出行、酒店等服务类领域价格未见明显改善。预计7月CPI同比可能下降，降幅为-0.3%左右，后续油价上行乏力、食品价格下行恐继续拖累CPI。原油价格在OPEC+增产压力下持续回落，美方以商品为维度加征关税担忧继续推动上游金属价格反弹，国内Q5500煤炭价格小幅回升至620元/吨上方。考虑基数影响后，预计7月PPI同比降幅约-3%左右，降幅较6月有所收窄。

图表5 7月农产品价格企稳反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、元/公斤

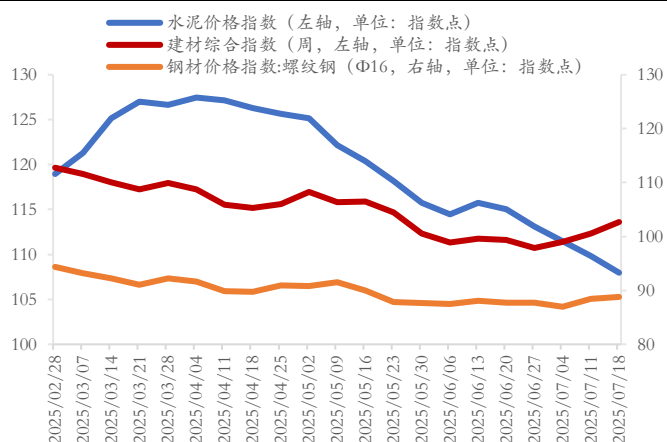
图表6 有色金属价格持续回升，原油价格走平



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，地产销售持续下行。7月，受益于上游和中游整治“内卷式”竞争带动产能利用率有所下降，建材价格低位企稳。但与实物工作量更紧密相关的水泥价格持续回落，或反应当前投资端形成实物工作量仍尚待提速。进入5月后房价加速下行，7月地产销售同比均明显下滑。我们认为，当前缺乏新一轮政策刺激，预计7-8月地产传统淡季继续承压。6月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%、降幅与上月相同，其中北京、上海、广州和深圳分别下降1.0%、0.7%、0.7%和0.5%，房价仍处于加速下行状态拖累购房者意愿。

图表7 7月建材价格受益于整治“内卷式”竞争有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点

图表8 7月30城商品房周销售面积同比继续走弱

指标(6月各周)	第4周	第3周	第2周	第1周	5月累计值
成交面积(万平方米)	-	133.91	129.38	202.10	927.89
同比	-	-13.74	-24.88	5.76	-8.39
其中：一线	-	41.50	33.71	58.15	262.55
同比	-	-16.46	-36.19	3.64	-5.36
二线	-	56.29	64.25	101.75	479.96
同比	-	-22.11	-23.35	19.56	-4.63
三线	-	36.13	31.42	42.20	185.38
同比	-	8.45	-11.69	-15.39	-20.17

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%

1.3 流动性合理充裕，信贷预计季节性放缓

流动性合理充裕，政策侧重结构性调整。7月以来，10年期国债利率小幅上升，从月初的1.64%持续上升至月末的1.73%；短期资金利率延续小幅上升。利率近期短期快速上行主要源于：一是“反内卷”下通胀或有改善，基本面好于此此前预期；二是股市走强叠加短期资金利率上行，短期债市赎回压力增大。但当前利率上行并非来自于基本面确认的驱动，因而预计再度上行空间有限。货币政策方面，在上半年降息降准后，总量型进入观测期，叠加完成经济增速目标压力较小，央行预计更多以调结构的方式给予流动性支撑。因而8月预计流动性维持合理充裕，货币政策重点聚焦结构性工具。

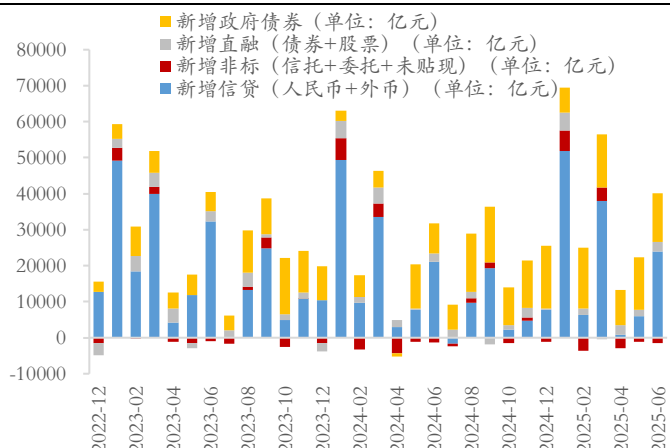
7月社融增量预计季节性放缓。6月新增社融同比8.9%，好于前值，其中信贷缓解明显，主要源于：一方面，财政部使用特别国债资金向国有大行注资、以及央行MLF超量续作缓解银行信贷约束；另一方面，“加大信贷投放力度”政策推动银行在上半年末冲量投放信贷。此外政府债继续支撑社融。但与此同时，居民部门信贷同比变化不大，或表明当下居民消费、购房意愿依然偏弱。展望后市，去年7月社融新增量为年内第二低位，季节性效应下预计7月社融增量放缓。叠加近期制造业投资与地产走弱，7月信贷仍有承压可能。

图表9 10年期国债利率7月下旬快速上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表10 6月信贷改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2 机会层出不穷，重点关注成长科技、业绩支撑和政策催化方向

7月市场稳步上涨,除银行略有下跌外其余行业普涨。其中反内卷主题强势领涨,业绩预告超预期CPO、PCB等涨幅靠前,政策预期带动下的房地产及医药涨幅居前。而红利类资产以及大宗消费品落后。展望8月,继续看好市场,各类机会层出不穷。配置思路上,市场整体风险偏好高。临近中报季,既需重视景气支撑或业绩兑现超预期的基本面机会,同时政治局会议召开在即,也要重视事件主题催化的估值性机会。具体而言,牛市预期氛围下,成长科技弹性最佳,是首要进攻方向。其次具备景气硬支撑或中报业绩超预期的方向,也具备确定性机会。再者重视政治局会议可能带来潜在催化下的主题机会,阶段性行情弹性高。反内卷主题机会近月反应强烈、热度较高、预期打满,可能需要等待景气的验证。可把握三条投资主线。

第一条主线是强者恒强的高弹性成长科技,主要包括AI、算力、机器人、军工等。牛市已成市场共识,在此氛围下,成长科技将成为毫无争议首选,AI、机器人、军工等是本轮强势方向,强者恒强。从成长科技行情阶段性见顶必备5要素来,当前并不完全具备,仍有上涨空间。

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,中报业绩预告亮眼。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强,各央行货币储备需求增加,同时中长期全球实际利率下行趋势仍在,贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。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。

第三条主线是政治局会议结构性政策有望超预期的服务消费和房地产。中央政治局会议召开在即,上半年经济显著高于全年增长目标,增量总量政策发力概率偏低,但内需压力仍然偏大,结构性政策可期。其中服务消费支持和房地产调控宽松概率最大。同时4月上旬市场反弹以来,服务消费滞涨明显,若出现催化剂,有望演绎阶段性强弹性,重点关注出行、养老、扶幼等。

2.1 主线一：成长科技强者恒强，关注算力、AI、机器人、军工等方向

成长科技尾声必备的5要素上,当前仍有3个要素明显不满足,成长行情仍有演绎空间。

我们在周报《反内卷和科技行情还能走多远？》（20250720）提出，成长科技主线行情见顶通常会出现 5 种预警现象：一是估值百分位，二是上涨时的最大涨幅和时间，三是行情顶部时高位股跳水次数（大于 2 次），四是行情出现主线向其他方向扩散的现象，五是交易拥挤过热。这 5 种预警因素在过去 4 次 AI 催化的行情阶段性顶部时均有出现。

站在当前时点看，在这 5 因素中，估值百分位和上涨时间空间出现预警，但跳水次数、主线扩散、交易过热预警的条件并不完全满足，因此截至当前成长科技行情预计仍未结束。

一是估值百分位上，泛 TMT 板块中计算机和电子接近估值百分位天花板。

二是本轮上涨时间和空间对比，对等关税出台后至今，电子、计算机、传媒、通信最大涨幅距离历次 AI 重磅催化的涨幅来看均触及上涨区间上限。

三是高位股跳水现象来看，6 月中旬至 7 月 25 日期间高位股跳水次超过 2 次，但尾端加速迹象并不明显。

四是扩散现象来看，7 月 21 日-7 月 25 日期间有从通信、传媒板块向计算机和电子切换的迹象，但仍有待观察。此外，市值扩散即龙头补涨的现象并不突出。

五是成交拥挤度上，当前泛 TMT 板块在基建和反内卷主题的挤压下，交易拥挤度历史分位较 7 月高位有所下降，交易并未出现过度拥挤现象。

因此 5 要素中，2 个条件完全满足，2 个条件有待继续观察，1 个条件仍有较大差距，因此预计当前成长科技行情仍有演绎空间。

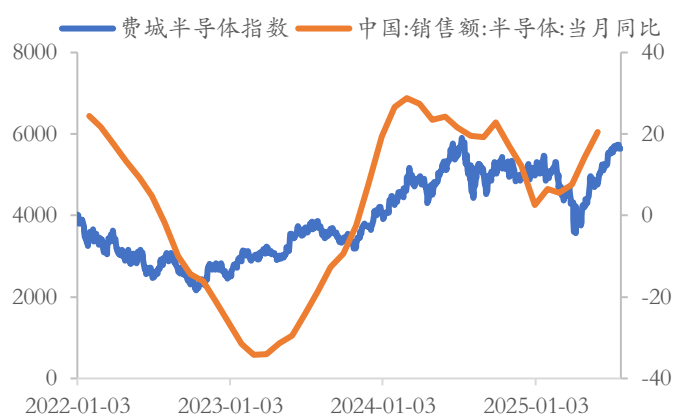
（1）AI+上游算力建设：AI 发展迅速、算力需求旺盛，AI 上游基建相关行业景气度持续被验证。

AI 算力需求旺盛，带动算力建设需求高增。互联网大厂加大对于资金投入，AI 竞赛进一步升级。2024 年腾讯、阿里巴巴资本性支出分别达到 960 亿元、860 亿元，相较 2023 年同比增速分别高达 103%、161%，而 2023 年同比增速仅分别为 7%、4%，2024 年 AI 建设投入明显加速，并且在 DeepSeek-R1 等标志性模型的发布推动下，国内 AI 大模型建设步伐预计进一步提速。在全球 AI 竞赛加剧背景下，与 AI 产业链上游建设相关的板块景气度将持续提升。截至 2025 年 7 月 25 日，费城半导体指数为 5646 点，较 4 月初的低点 3598 点明显回升，同时国内看，2025 年 5 月半导体销售额同比增速高达 20.5%，在高基数的基础之上，仍延续了自 2024 年底以来的上行走势，且相较 2024 年初的 28.8%高位仍有抬升空间。

下半年 AI 有较大概率出现重磅催化剂。7 月 23 日，美国政府发布《AI 行动计

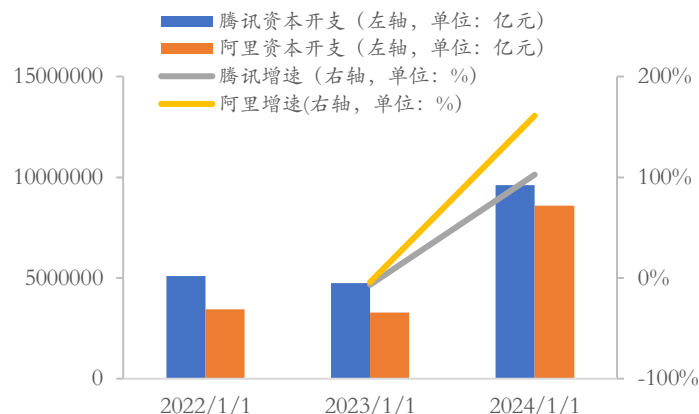
划》，旨在通过放宽监管和扩大数据中心能源供应，来加速美国人工智能的发展，并建议改革许可审批流程、简化环境标准，以加快与 AI 相关的基础设施项目进程。该蓝图还旨在使美国技术成为全球 AI 的基础，赢下 AI 全球竞赛。当前中美两国对人工智能的重视程度不断提高，预计未来国内仍将持续从政策层大力支持相关产业发展，同时互联网企业也将从自发性竞争层面加速 AI 建设，并且在支持和投入力度加大背景下，AI 端侧有望再度推出如 DeepSeek 类的革命性产品，AI 产业链仍存在较大的重磅催化剂推出概率。

图表 11 半导体景气度近月以来持续上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点、%

图表 12 大厂 AI 竞赛加速，资本开支快速增长



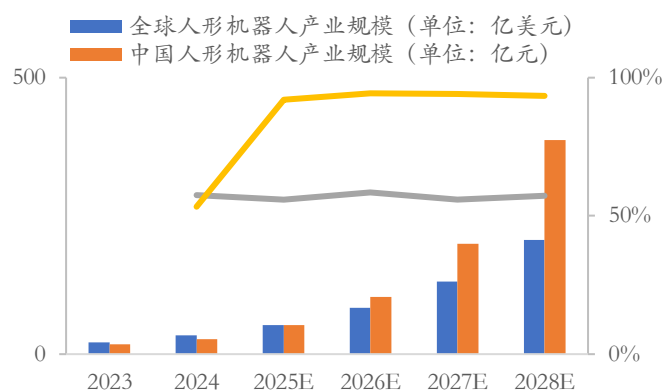
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

(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。

中国机器人产业规模增速预计将超过全球整体水平。据中商产业研究院预测，2024 年全球、中国人形机器人规模分别达到 34 亿美元、27.6 亿元，到 2028 年分别有望达到 206 亿美元、387 亿元，复合增速分别高达 56.9%、93.5%，国内产业规模复合增速将明显超过全球增速。若 AI 再次出现重大技术进步性事件，也将带动机器人进入爆发奇点，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。机器人主要零部件包括执行器、减速器、传感器和电机，总机组装的持续增长将快速带动下游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、专用设备等机器人构件强相关行业。

图表 13 2025 年后我国机器人规模增速每年均有望达到翻倍
 图表 14 机器人组装的主要零部件构造



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。



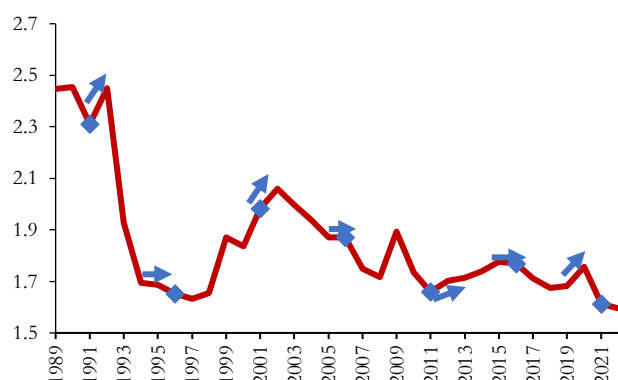
资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所。

（3）国防军工：性能表现被实战验证情形下出口形势向好，且下半年存在十五五规划、阅兵式等重磅催化事件。

国产武器性能得到实战印证，出口有加速预期。5月初的印巴冲突中，巴基斯坦国防部长确认使用歼-10C 战机、霹雳 15 导弹等武器击落了多架印度战机，随后 6 月初印尼国防副部长表示考虑采购歼-10C 战机。国产武器性能在实战中得到验证，有望带动出口销量增长。据 SIPRI 数据显示，2015-2019 年中国进口武器占全球比例为 5.1%，但 2020-2024 年已大幅减少至 1.8%，显示当前国产武器性能已能进一步满足国内装备需求，同时 2020-2024 年我国出口武器占全球比例为 6.8%，虽然位列第四位，但相较于美国、法国 8-9% 的水平仍有进一步提升空间。

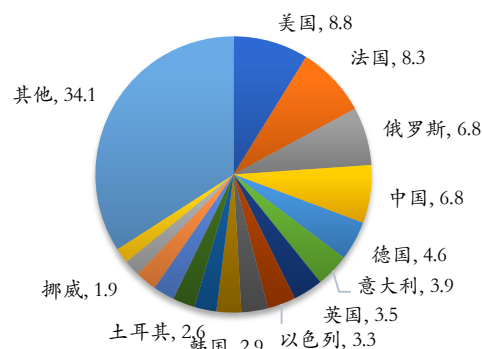
地缘政治冲突频发，叠加十五五规划、9 月阅兵式等，下半年军工仍存在较多催化事件。一是军工行业一般按照 5 年规划的区间呈现周期性波动，并且在周期中表现出由宽松向收紧的演变趋势，历次五年规划的开局之年附近，军队建设目标的优化会使得军费初期呈现上行的趋势，十三五期间，我国军费占 GDP 的比重由 2016 年的 1.77% 下滑至 2019 年的 1.68%，在 2020 年军费占 GDP 的比例重新回升至 1.76%，随后便开始下滑，2025 年即为十四五规划末尾时期，军工开支有望重新迎来宽松阶段性。二是近年来，全球地缘政治热点频发，地区不稳定因素明显增加，欧洲、中东、亚太等地均有重大冲突发生。同时今年以来我国周边地缘冲突频发，如 5 月的印巴冲突、近期泰国和柬埔寨对抗，我国周边环境的不确定性进一步增加，下半年预计中东地区仍有较多地缘冲突性事件，俄乌冲突仍在延续等。同时 2025 年 6 月 25 日，国新办发布会上公布今年 9 月将举行中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年纪念活动，部分新式武器或将首度亮相，下半年军工板块也存在较多催化事件。

图表 15 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 16 2020-2024 我国武器出口比例排全球第四，仍有较大增长空间



资料来源：SIPRI，华安证券研究所。单位：%

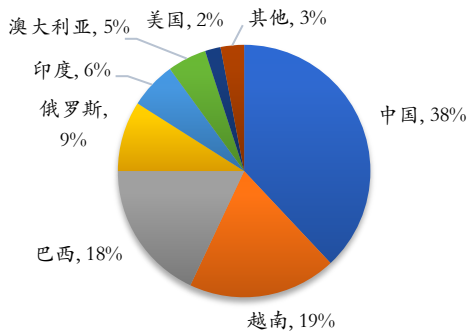
2.2 主线二：具有景气支撑或业绩超预期的细分领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等

(1) 稀土永磁：战略性矿产走私打击趋严将对估值形成支撑，贸易形势趋缓需求端有扩张预期，进可攻退可守。

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。2025 年 7 月 19 日，国家出口管制工作协调机制办公室组织多个单位，在广西南宁召开打击战略矿产走私出口专项行动推进会，表示将始终保持严查严打高压态势，严防战略矿产及相关技术非法外流，自今年 4 月以来，国内对战略性矿产资源的管控趋严，相关政策将对稀土出口的供给持续形成影响，稀土相关公司有望在事件性催化下获得估值抬升。

稀土永磁等材料海内外价差明显，若出口管制放松，稀土相关公司有望实现显著业绩改善。当前稀土价格海内外差距明显。若后续中美谈判有序推进，稀土出口管制放松后国内稀土产品生产公司也有望在出口方面形成较强的业绩增长动力。

图表 17 2023 年全球主要国家稀土矿产品储备占比



图表 18 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。资料来源：USGS,《中国稀土形势分析及储备》，华安证券研究所。

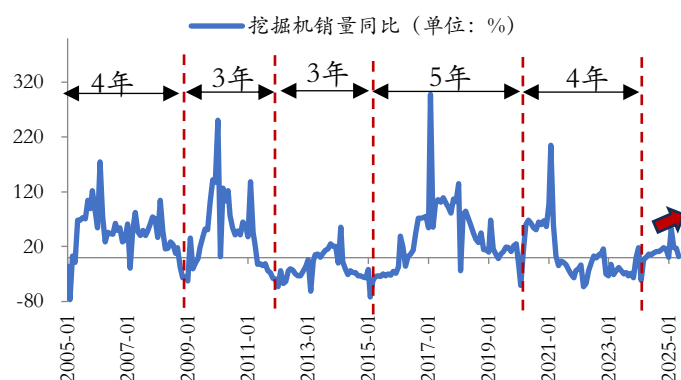
(2) 工程机械、农化制品、摩托车：反内卷和基建投资加码带动需求增长预期。工程机械正迎景气周期性回升期，景气上行趋势明确。农药价格触底回升。摩托车出口持续高增。

工信部明确十大重点行业淘汰落后产能的具体工作方案将在近期发布。7 月 18 日，工业和信息化部负责人在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。我们认为，反“内卷式”竞争从长期看有利于全面提升相关产业链的全球竞争力，有利于行业长期稳定发展，短期看涉及产业链利润分配格局的调整，同时本轮反内卷涉及领域较多，大部分相关行业市场表现均与实际景气度强相关，因此当前有景气支撑且和反内卷主题相关的行业具备现实确定性以及未来积极展望预期，短-中-长期支撑性上看均具备一定确定性。

2024 年以来挖掘机销量增速持续回升。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，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。

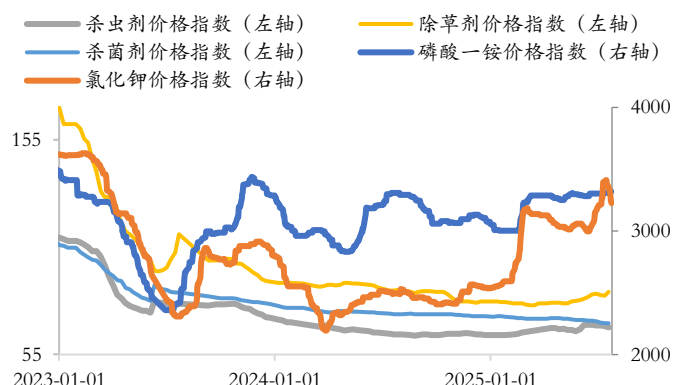
农化制品景气度触底回升。杀虫剂、除草剂于 2025 年均呈现出触底反弹迹象，农药品类整体涨价趋势较为明显。考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。

图表 19 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 20 农化产品价格仍有明显上涨倾向



资料来源: Wind, 华安证券研究所。指数单位: 点

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。

(3) 贵金属如黄金：货币储备需求增加，美联储降息周期内实际利率下行，中长期内具备强确定性。

世界贸易形势和地缘政治不确定性增加，全球央行黄金储备需求随之增加，对金价形成较强支撑。近年来全球央行黄金储备持续增加，2020Q1 全球央行储备为 34906.9 吨，截至 2024Q4 已达到 36250.1 吨，四年时间内增加 1343.3 吨。中国、印度央行近 2 年来黄金储备有加速上行趋势。特朗普上台后，全球政治、贸易格局、地缘冲突不确定性加剧，美元信用有进一步弱化趋势，黄金在金融体系中的地位得到强化，预计全球央行购金趋势有望持续。

下半年美联储大概率仍有至少一次降息，美联储降息周期内全球实际利率将中长期下行。在美国对全球广泛征收关税的背景下，其对美国国内经济的影响已经有所显现，美国国内通胀和经济衰退仍存较大不确定性，市场预测美联储年内大概率仍有至少 1 次降息。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。

2.3 主线三：政治局会议结构性政策有望超预期的方向，如服务消费、房地产

7 月政治局会议临近，关注政策重点倾斜的结构性方向，预计促内需将进一步发力，地产在走弱背景下宽松政策也将继续落地。

(1) 促消费政策作为今年首要任务仍有继续发力空间，尤其在服务消费上。

社零增速有所回升但绝对增速仍然偏低。截至 2025 年 6 月，社零同比增速为 4.8%，较 5 月下降 1.6 个百分点，虽然今年社零增速整体有所回暖，但 6 月仍存一定边际下滑压力，PPI、CPI 数据也显示内需增长动力不足，7 月政治局会议预计仍将对促消费做出政策性指导。

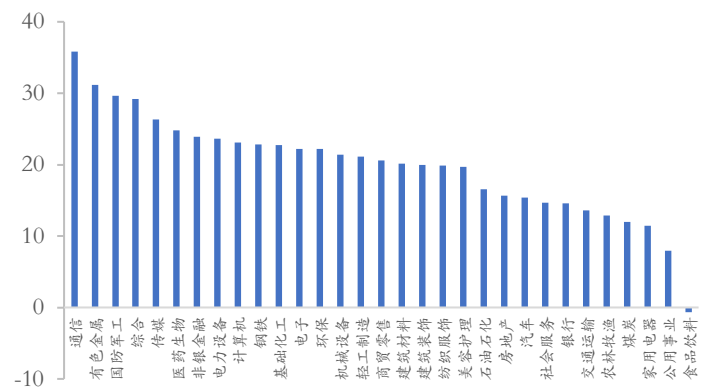
4 月对等关税后行情上涨至今，消费整体属于滞涨方向，大盘震荡向上叠加政策催化下有望迎来阶段性补涨机会。4 月 8 日至 7 月 25 日期间，消费板块整体涨幅靠后，餐饮、家电、农牧、社服、汽车、美护、反复、轻工和商贸明显落后于成长和周期行业。后续在大盘展望偏积极以及政策阶段性催化的情形下，促消费中重点提振的服务类消费，如社服、商贸、美护等行业补涨弹性较大。

图表 21 社零增速有所回升但绝对增速偏低



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 22 4 月初以来消费板块整体滞涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 统计为 2025/4/8-2025/7/25 区间涨跌幅, 单位: %

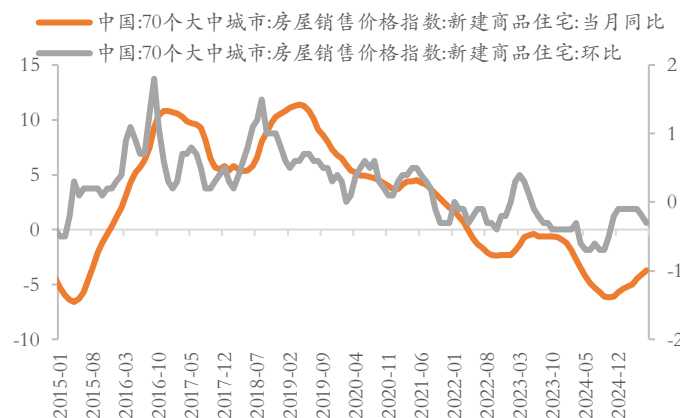
(2) 当前房地产仍存较大下行压力，7 月地产政策有望进一步宽松，当前地产受政策催化下的上涨模式仍有空间。

房价边际下行压力仍然较大。截至 2025 年 6 月，70 大中城市房屋销售价格指数同比为-3.7%，环比为-0.3%，二季度房屋价格环比降幅整体较一季度小幅扩大，显示出当前地产下行压力仍然明显，预计 7 月政治局会议后在地产方面仍有进一步宽松政策落地。

近期的地产行情属于典型的景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松预期带动的阶段性估值修复机会。通常来看，地产行情上涨共有三种模式：第一种模式是高景气+政策收紧之初，此时地产受益基本面强支撑而上涨；第二种模式是政策持续发力+地产景气边际改善，此时戴维斯双击助力地产大行情，这种情形取决于地产景气何时出现改善趋势；第三种模式是景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松，此时地产受益政策转向而出现阶段性的估值修复机会，这种机会通常时间和幅度都有一定规律性。自2021年7月以来，地产上演数次阶段性行情都属于这种模式，这种模式下行情持续时间一般1个月左右，指数涨幅一般在15-25%，相对上证指数的超额收益一般在10%-25%。

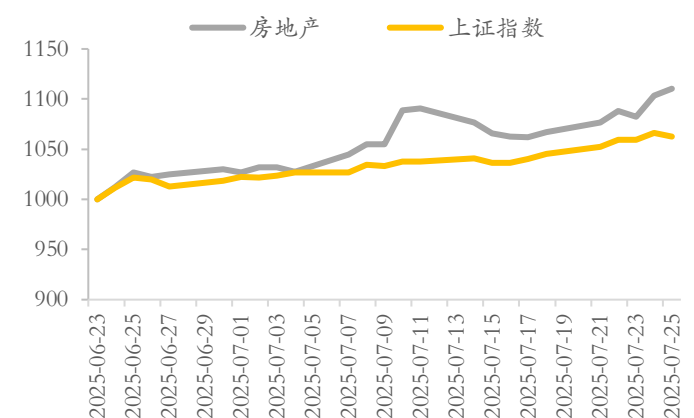
地产受政策催化的阶段性行情仍有上涨空间，预计绝对收益空间仍有5%-15%左右，相对上证指数的空间仍有5%-20%左右。6月底至今地产板块上涨属于第三种模式，即政策宽松预期带来的阶段性估值修复行情。2025年6月23日房地产阶段性见底至7月25日，申万地产指数上涨11.7%，上证指数上涨7.0%，房地产相对上证的超额收益为4.7%，持续时间为25个交易日，参照历史上模式3的涨幅、持续时间来看，当前房地产板块的绝对收益仍有5%-15%左右的上行空间，相对上证的超额收益也有5%-20%左右的空间，仍有望在未来半个月左右继续上涨。考虑到当前市场交投情绪向好、风险偏好升高，我们预计本轮房地产行情的收益、相对收益以及持续时间都有望偏向于区间上限。

图表 23 地产销售价格仍存较大下行压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。左轴为同比，右轴为环比。

图表 24 房地产相对上证的超额收益仅 4.7%，仍有扩张空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以2025/6/23为1000点

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；中美谈判不及预期或遭遇黑天鹅等。

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—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。