

复苏之途，机遇领航

2025 年中期策略

投资要点

➤ 宏观经济展望

国内：当前阶段，国民经济处于复苏阶段，预计下半年经济增长将随政策发力持续复苏。1) 货币政策方面，预计下半年央行将进一步下调政策利率，并通过降准、再贷款等工具确保市场流动性充裕，以支持经济稳定运行。2) 财政政策方面，2025年将通过增加赤字率、发行专项债和特别国债等方式来支持经济增长，提振内需，同时政策将更加注重内外部平衡，与货币政策形成合力，共同推动经济高质量发展。3) 房地产方面，预计下半年我国房地产市场将在政策支持下逐步实现“止跌回稳”，同时政策将更加注重内外部平衡，与市场自我调整相结合，推动房地产行业的健康发展。

海外：1) 美国：通胀层面，在供给缺口尚未完全消除的背景下，降息后带来的需求回升，叠加特朗普主张的加征关税、收紧移民等政策，将进一步放大供需缺口，使得美国经济面临再通胀风险。利率层面，展望未来半年至一年，政策和市场利率的方向仍然是下行的，如果下半年通胀数据再次上升，降息速度可能会适时调整。2) 其他：在特朗普关税政策的影响下，全球贸易环境变化对经济活动冲击效果持续显现，二季度全球经济增长动能走弱，供给端趋于稳健，需求端延续疲软。展望下半年，全球经济下行风险提高，与关税相关的政策调整及博弈将对全球经济带来更多挑战。需求转弱可能一定程度缓解全球通胀压力。谈判进展成为影响国际贸易走势的关键变量。主要经济体新财年财政政策将逐步落地，美联储将根据经济数据决定利率政策，目前仍有不确定性。

➤ 2025年中期策略

- 1) 发展新质生产力是当前政策对于国内经济方向的重要指引，流动性宽松背景下，科创类公司有望超额收益，建议关注政策驱动及产业趋势下的新兴产业：国产AI、深海科技、人形机器人等。
- 2) 随着经济和社会的发展，消费者的关注点从物质占有转向精神满足，开始重视非物质层面的价值。建议关注具备悦己属性和提供情绪价值的新消费行业。
- 3) 我国创新药的国际竞争力显著提升，有望持续扩大海外市场份额，创新药出海进程提速将为中国医药生物企业带来业绩增量，建议关注创新药板块的投资机会。
- 4) 2024年底以来，政府和业界越发重视“反内卷”，建议聚焦政策驱动的供给侧出清、技术壁垒突破及全球化布局龙头企业。
- 5) 红利资产由于其稳定的高股息和低估值属性，在配置性价比上可能占有一定的优势，建议关注高股息率的行业。
- 6) 当前地缘政治紧张局势不断、特朗普重返白宫引发的全球贸易紧张关系加剧，建议关注黄金、铜、稀土等有色金属的投资机会。

➤ 风险提示

海外政策变化超预期风险、经济环境变化超预期风险、市场短期波动风险。

分析师：吴起涪

执业登记编号：A0190523020001

wuqidi@yd.com.cn

分析师：陈恒发

执业登记编号：A0190123040006

chenhengfa@yd.com.cn

沪深 300 指数走势图



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、上半年证券市场回顾.....	4
1.国内主要指数温和上涨，小盘成长风格占优	4
2.申万一级行业表现分化，有色金属、银行、国防军工行业涨幅居前.....	4
3.国际市场主要指数涨幅不一，欧洲与新兴市场表现突出	5
二、国内外宏观经济展望.....	6
1.国内宏观经济：经济持续复苏，内需接力外需.....	6
2.国内宏观政策：财政政策和货币政策协调发力，一揽子政策出炉提振经济.....	10
3.海外宏观经济：美联储降息路径不改，特朗普关税政策扰动全球经济	13
三、A 股流动性展望	17
1.两市成交量激增，新增开户数量显著提升.....	17
2.投资者风险偏好改善，融资融券余额有望持续增加	17
3.人民币汇率稳步走强，北向资金有望持续流入.....	18
4.保险资金是市场的重要增量资金，政策支持下未来保险资金流入规模有望提升	19
四、2025 年 A 股中期投资策略	20
1.科技	20
2.新消费.....	24
3.创新药.....	25
4.反内卷.....	27
5.红利	28
6.有色金属.....	29

图表目录

图 1：申万一级行业年初至今涨跌幅情况.....	5
图 2：国际市场主要指数上半年涨跌幅情况	5
图 3：我国 GDP 情况	6
图 4：我国 CPI 情况	7
图 5：我国 PPI 情况	7
图 6：我国制造业 PMI 情况.....	8
图 7：M1、M2、社融增速情况	9
图 8：我国出口情况	9
图 9：我国大型存款类金融机构存款准备金率情况	10
图 10：我国 7 天期逆回购利率情况	10
图 11：中国预期目标财政赤字率变化.....	11
图 12：我国商品房销售面积情况	12

图 13: 我国商品房销售额情况.....	12
图 14: 美国 CPI 情况.....	13
图 15: 美国失业率情况.....	14
图 16: 美国十年期国债收益率情况.....	14
图 17: 美联储联邦基金利率.....	15
图 18: 2025 年二季度全球主要经济指标趋势分析.....	16
图 19: 两市成交额情况.....	17
图 20: 上交所 A 股新开户情况(户).....	17
图 21: 我国融资融券余额(亿元).....	18
图 22: 即期汇率:美元兑人民币.....	18
图 23: 保险资金投资股票市场情况 (亿元).....	19
图 24: AI 平台每月活跃用户排名.....	20
图 25: AI 平台每月活跃用户排名.....	20
图 26: 中国智能算力规模预测(基于 FP16 计算).....	21
图 27: 中国通用算力规模预测(基于 FP64 计算).....	21
图 28: 2024 年海洋产业增加值构成图.....	22
图 29: 新消费板块自 2023 年以来展现的 Alpha 属性.....	25
图 30: 医药生物行业上市公司研发费用.....	26
图 31: 中国在研管线数量.....	26
图 32: 2019-2025Q1 中国 license-out 交易数量及金额(亿美元).....	26
图 33: 中证申万医药生物指数 PE-Bands.....	27
图 34: 我国十年期国债收益率与红利指数走势.....	29
图 35: 美国十年期国债收益率与创业板指数走势.....	29
图 36: 黄金价格与美国十年期国债收益率走势.....	30
图 37: 稀土产业链.....	31
图 38: 稀土储量全球分布.....	31
图 39: 稀土产量全球分布.....	31
表 1: 国内主要指数年初至今涨跌幅情况.....	4
表 2: 今年 4-5 月政策“组合拳”密集出台.....	12
表 4: 特朗普政府最新的关于国产算力的封锁政策.....	21
表 4: 2023 年以来人形机器人相关政策.....	23
表 5: 人形机器人产业链进展.....	23
表 6: 2024 年以来“反内卷”相关文件梳理.....	27
表 7: 高股息行业股息率情况.....	29

一、上半年证券市场回顾

1.国内主要指数温和上涨，小盘成长风格占优

整体看，上半年 A 股在政策支持与外部扰动交织下实现温和上涨，中小盘及主题板块成为主要驱动力，而传统蓝筹股表现相对乏力。上证 50、沪深 300、上证指数、深证成指、中证 500、创业板指、科创 50、中证 1000 涨跌幅分别为 11.8%、12.7%、9.8%、9.6%、5.9%、15.0%、13.8%、2.4%。

表 1：国内主要指数年初至今涨跌幅情况

代码	名称	上半年涨跌幅	PE TTM	五年估值百分位
000016.SH	上证 50	1.0%	11	76.8%
000300.SH	沪深 300	0.0%	13	67.7%
000001.SH	上证指数	2.8%	15	86.0%
399001.SZ	深证成指	0.5%	27	59.0%
000905.SH	中证 500	3.3%	29	87.5%
399006.SZ	创业板指	0.5%	32	33.0%
000688.SH	科创 50	1.5%	139	98.3%
000852.SH	中证 1000	6.7%	39	75.3%

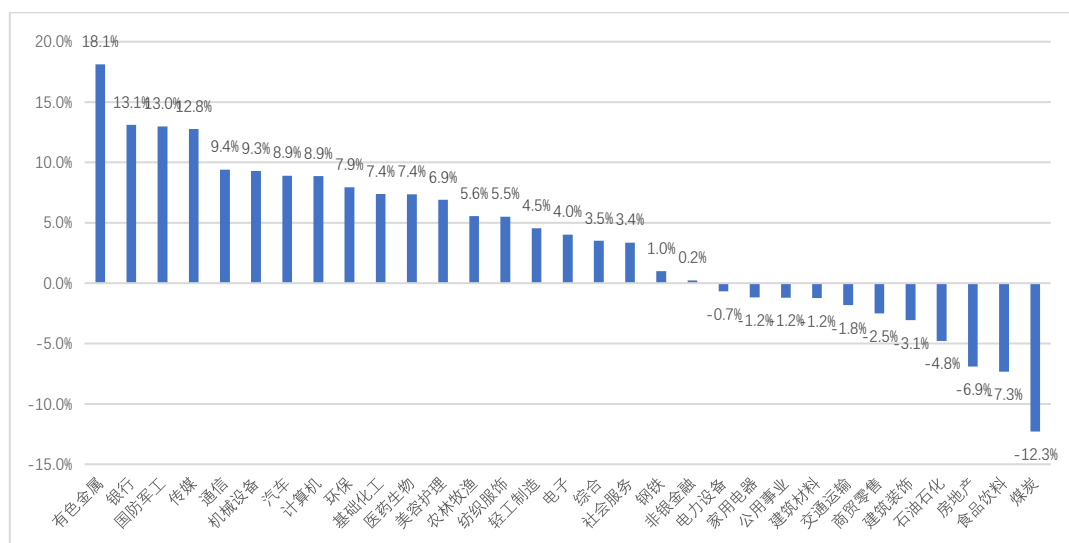
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2025 年 6 月 30 日

2.申万一级行业表现分化，有色金属、银行、国防军工行业涨幅居前

从申万一级行业分类来看，上半年表现较好的行业有有色金属、银行、国防军工、传媒、通信，上半年涨跌幅分别为 18.1%、13.1%、13.0%、12.8%、9.4%。周期与政策双驱动背景下，有色金属和国防军工因地缘冲突催化及产业政策支持领涨，银行则凭借高股息防御属性显著走强；消费与能源板块普遍承压，食品饮料受消费复苏乏力拖累，煤炭因需求疲软叠加能源结构转型挑战深度调整；创新主线虽整体突出——医药生物及 TMT 领域（如鸿蒙系统突破）表现稳健，但计算机板块受技术迭代与竞争加剧扰动，阶段性表现不及大盘。

图 1：申万一级行业年初至今涨跌幅情况



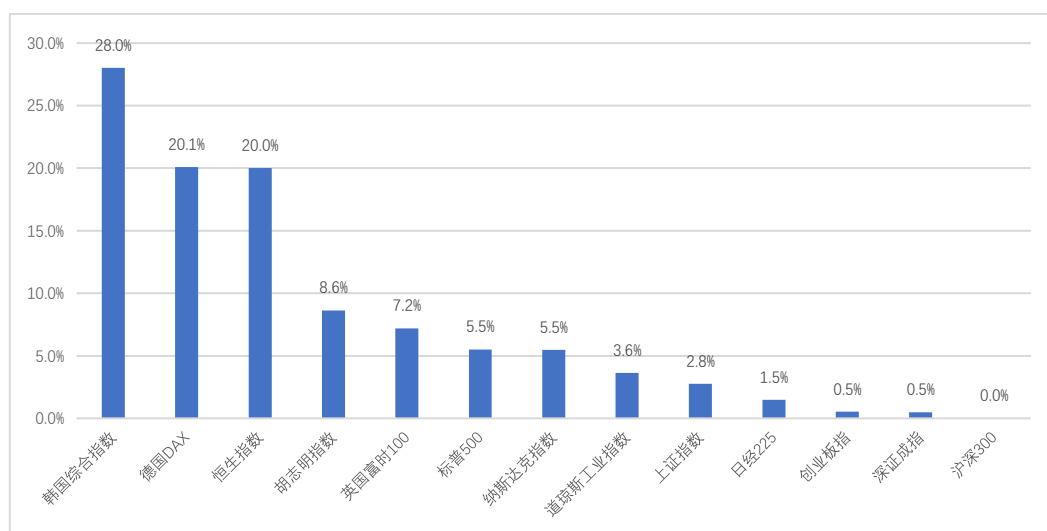
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2025 年 6 月 30 日

3.国际市场主要指数涨幅不一，欧洲与新兴市场表现突出

2025 年上半年全球主要股指表现分化显著，美元大幅走弱成为关键驱动因素，推动非美市场普遍跑赢美股，全球股市呈现“欧强美弱、新兴崛起”格局，美元疲软与资金再平衡推动欧洲及新兴市场领涨，而美股受估值高企与政策不确定性制约相对滞涨。

图 2：国际市场主要指数上半年涨跌幅情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2025 年 6 月 30 日

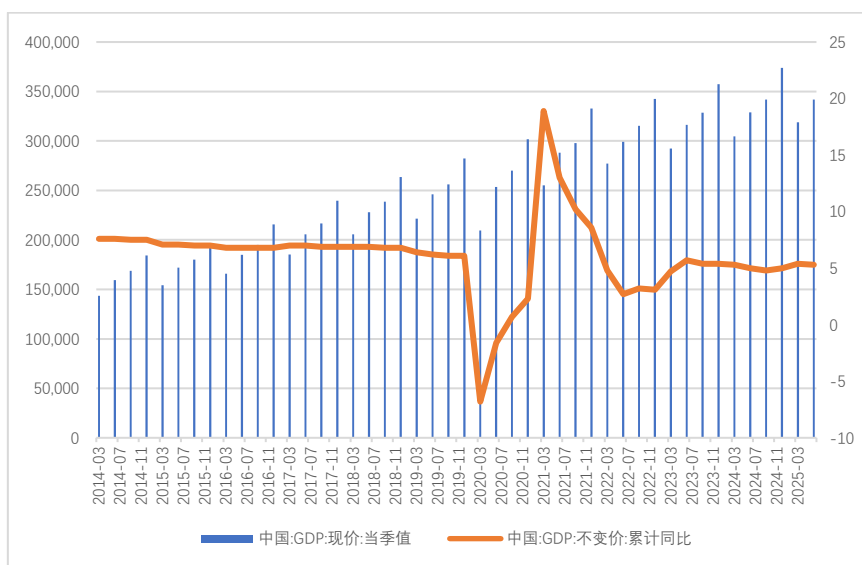
二、国内外宏观经济展望

1.国内宏观经济：经济持续复苏，内需接力外需

上半年国民经济稳中有进、稳中向好。上半年 GDP 同比增长 5.3%，其中一季度是 5.4%，二季度是 5.2%。上半年的增速比去年同期和全年均提升 0.3 个百分点。今年以来，为应对外部挑战，我国把做大做强国内大循环摆在更加突出的位置，出台了一系列政策支持扩大内需、促进生产、畅通循环。从统计数据看，人流、物流、资金流都在改善，上半年内需对 GDP 增长的贡献率为 68.8%，其中最终消费支出贡献率为 52%，是增长的主动力。

展望后续，预计下半年经济增长将随政策发力持续复苏。进入下半年，宏观政策仍留有充足空间：财政端专项债与超长期特别国债的接力投放，将托底基建并撬动新兴产能；货币端在汇率压力趋缓、美联储政策转向的外部环境下，总量与结构性工具有望协同发力，进一步降低实体经济融资成本。叠加楼市去库存政策落地见效、居民收入预期改善，消费与地产链条的负反馈有望被打破；同时，海外库存周期见底叠加我国新能源、高端装备等产业的全球竞争力提升，出口仍具韧性。综合来看，内需回暖与外需平稳共振，下半年经济增速有望较上半年小幅抬升，全年实现既定目标可期。

图 3：我国 GDP 情况

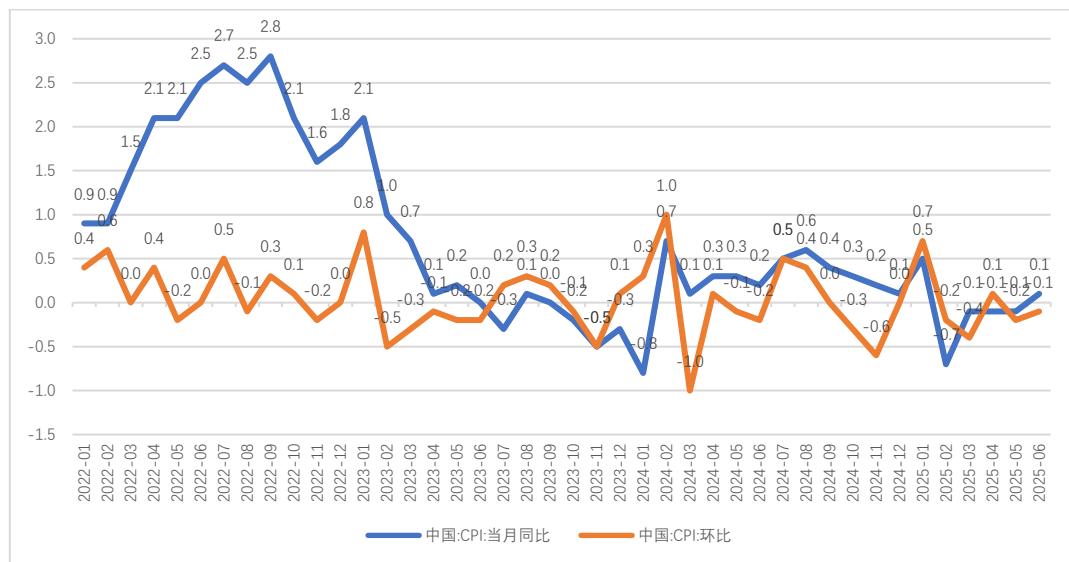


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

上半年我国物价走势相对偏弱，生产领域价格低位运行。食品与能源价格共振回落，既受国际大宗商品波动传导，也反映国内生猪产能充裕、气候条件良好带来的供给宽松；剔除这两大波动项后的核心通胀逐月抬升，衣着、教育、文旅、医疗等服务类价格稳步上扬，居民出行、社交、健康等场景式消费加速回归。工业领域价格仍在负区间徘徊，钢铁、水泥、化工等传统链条价格回落最深，既源于房地产新开工收缩、基建实物量形成偏慢，也体现“双碳”约束下高耗能行业被动出清；采掘—原材料—加工环节的利润持续挤压，倒逼企业加快技改、数字化与绿色转型，新旧动能转换的阵痛在价格信号中暴露无遗。

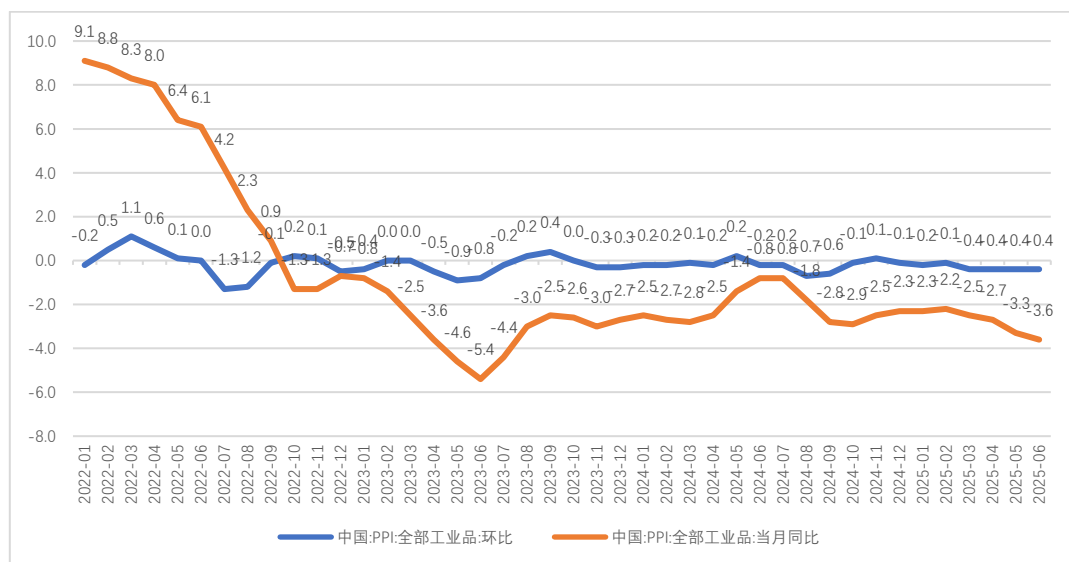
展望下半年，CPI 有望在食品价格止跌、服务消费延续恢复的双重带动下温和回升；PPI 虽仍在负值区间，但降幅或随着库存周期见底、高基数效应消退而逐步收窄，为工业企业利润修复打开空间。

图 4：我国 CPI 情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 5：我国 PPI 情况



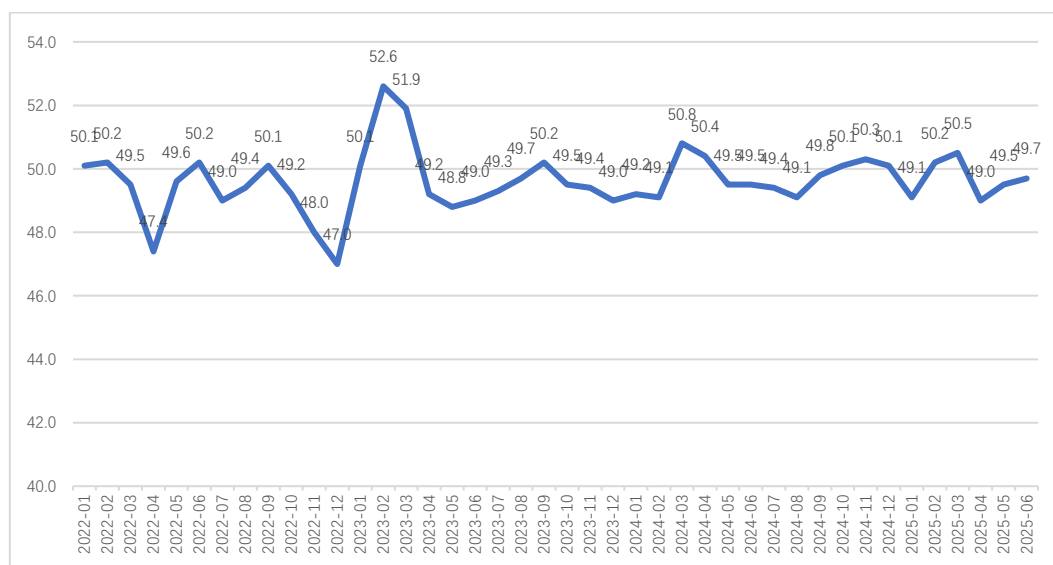
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

上半年，我国制造业采购经理指数（PMI）呈现出一定的波动态势，但总体展现出向好的趋势与较强的韧性。2 月份，制造业 PMI 为 50.2%，较上月上升 1.1 个百分点，大型企业 PMI 达 52.5%，上升明显，中、小型企业 PMI 则低于临界点。此时制造业景气水平显著回升，春节后企业生产活动快速恢复，生产指数升至 52.5%，市场需求也有所回暖，新订单指数为 51.1%。进入 3 月，制造业 PMI 进一步升至 50.5%，产需两端扩张加快，生产指

数和新订单指数分别为 52.6% 和 51.8%。中小型企业 PMI 均有改善，三大重点行业 PMI 稳中有升，装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 分别为 52.0%、52.3% 和 50.0%。不过，受大宗商品价格波动影响，价格指数有所回落。此后，经济运行过程中虽有波折，但 5、6 月份出现积极变化。6 月份，制造业 PMI 为 49.7%，连续 2 个月上升，在调查的 21 个行业中有 11 个位于扩张区间，比 5 月增加 4 个，制造业景气面扩大。

展望后续，在“扩内需、反内卷”等政策助力下，有效对冲外部风险，我国经济有望迎来更坚实复苏，PMI 将重回荣枯线之上，持续为我国经济增长蓄势赋能，助力宏观经济稳步前行，迈向高质量发展新征程。

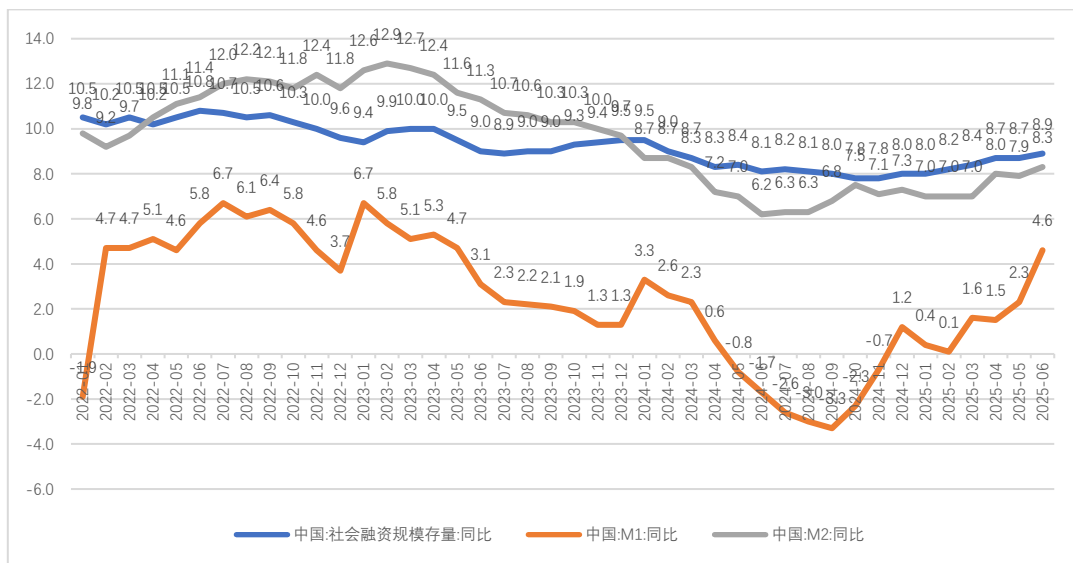
图 6：我国制造业 PMI 情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

上半年，我国货币与融资总量保持平稳增长。6 月末，广义货币 M2 同比增速抬升至 8.3%，主要受政府债券集中发行、信贷投放恢复及去年同期低基数共同拉动；狭义货币 M1 同比增速升至 4.6%，但仍明显低于 M2，显示企业活期资金活跃度有所改善，但“M2-M1 剪刀差”仍在 3.7 个百分点左右，资金空转现象尚未根本扭转。社会融资规模存量同比增速升至 8.9%，上半年累计增量达 22.83 万亿元，同比多增近 4.74 万亿元；其中政府债券净融资同比大幅多增、对实体经济发放的人民币贷款稳健扩张，成为社融提速的主要支撑。总体看，金融体系流动性充裕、信贷结构持续优化，为下半年经济继续修复奠定了良好基础。

图 7：M1、M2、社融增速情况

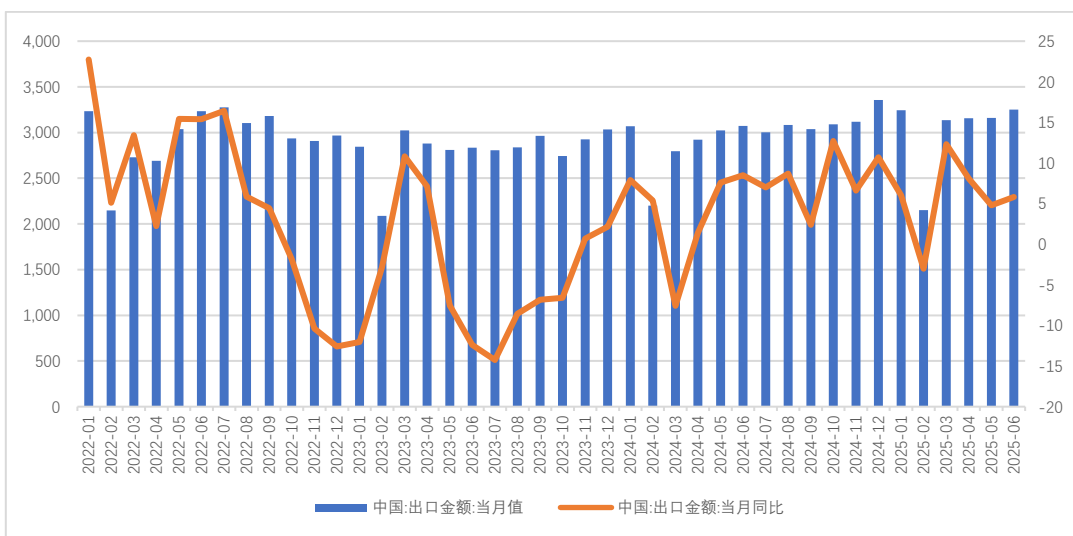


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

上半年，我国出口规模创历史同期新高，货物贸易出口总值首次突破 13 万亿元，同比增长 7.2%；以美元计，出口增长 5.9%，二季度增速明显回升，6 月当月出口同比增速进一步加快。出口结构持续优化，机电产品出口增长 9.5%，占出口总值的六成，其中集成电路、汽车、高端装备、绿色低碳“新三样”等新兴产品表现突出，集成电路出口额创历史新高。从市场看，对共建“一带一路”国家出口增长稳健，占出口比重过半；对东盟、非洲、中亚等新兴市场出口实现两位数增长，传统欧美市场则受地缘政治及关税影响有所下滑。

展望后续，下半年我国出口面临一定的挑战，特别是来自美国关税政策的不确定性。然而，中国出口的适应力和韧性，以及政策支持和市场多元化的努力，有望缓解部分压力，并推动出口结构的优化和转型。

图 8：我国出口情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

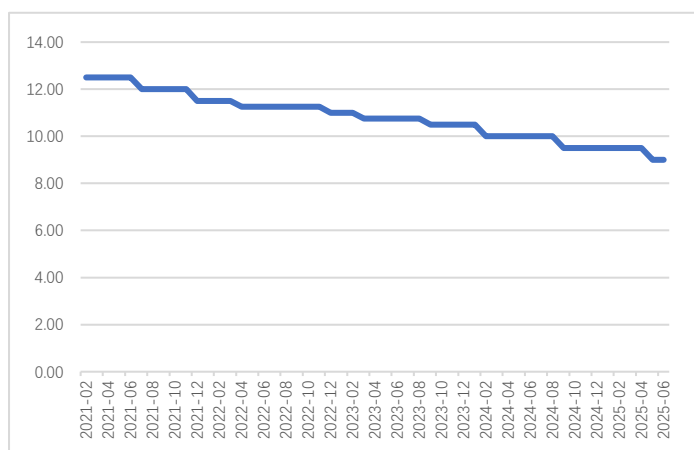
2.国内宏观政策：财政政策和货币政策协调发力，一揽子政策出炉提振经济

● 货币政策

上半年，央行货币政策总体保持“适度宽松”，但节奏相机抉择。一季度稳汇率、防空转，流动性阶段性偏紧；4月“对等关税”落地后，政策迅速转向宽松，5月降准0.5个百分点、降息10BP，并通过MLF超额续作、买断式逆回购等工具投放中长期流动性，资金利率、存贷款利率及同业存单利率整体由升转降，社融与信贷实现同比多增。

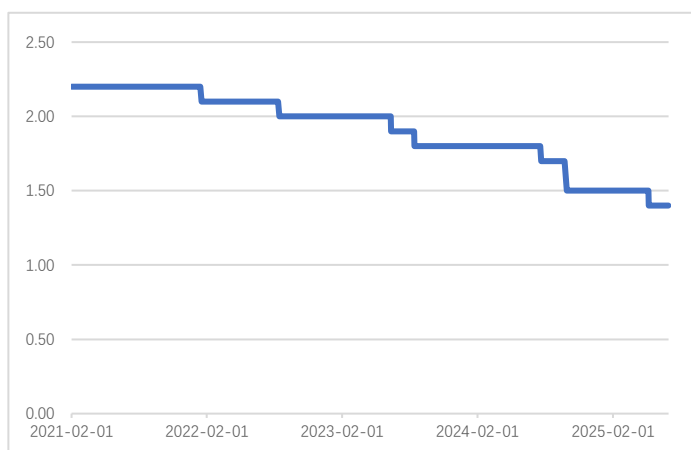
展望下半年，货币政策大概率延续适度宽松基调。从经济形势看，尽管上半年政策效果初显，但内外部不确定性犹存。外部，全球增长动力减弱、贸易保护主义抬头，中美贸易摩擦或仍存变数，随着抢出口效应消退、美国经济降温，外需对经济增长的支撑面临挑战；内部，地产、基建压力仍在，部分商品补贴效果后续或有退坡可能。在此情形下，为促进经济平稳增长，降低实际经济债务负担，降准降息仍有一定空间。

图 9：我国大型存款类金融机构存款准备金率情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 10：我国 7 天期逆回购利率情况

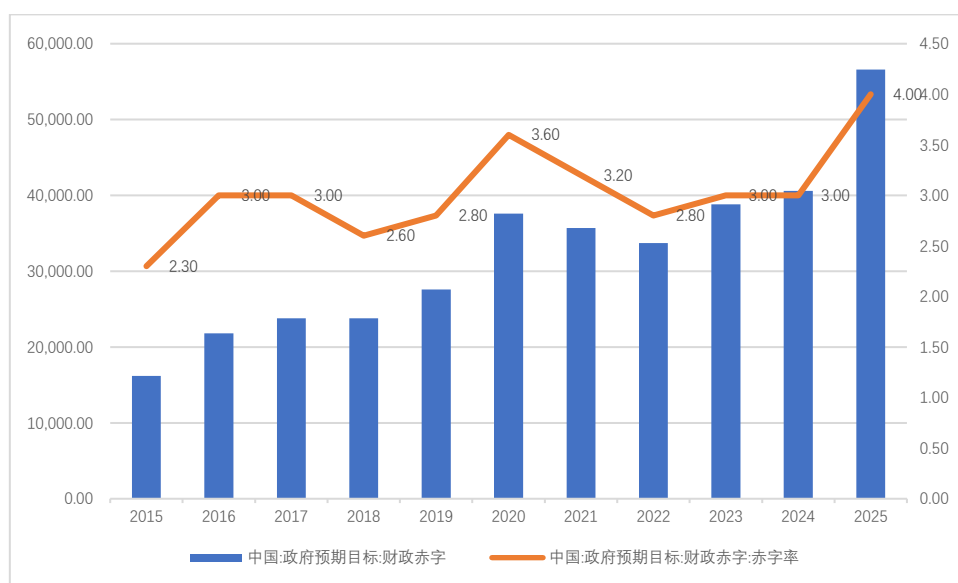


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

● 财政政策

2025 年财政政策以更大力度、更强支撑推动经济发展。1) 赤字显著扩大：财政赤字率提升至 4%，规模达 5.66 万亿元，较上年激增 1.6 万亿元，达到近年峰值。2) 债券发行全面加码：政府债券发行规模大幅增长，涵盖：新增专项债 4.4 万亿元（+5000 亿）、超长期特别国债 1.3 万亿元（+3000 亿）、弥补赤字的国债 5.66 万亿元（+1.6 万亿）。特别值得注意的是，新增发行 5000 亿元特别国债，专项用于补充中行、建行、交行、邮储银行的核心一级资本。全年新增政府债券总计 11.86 万亿元，增加 2.9 万亿元。3) 支出保持较高强度：全国一般公共预算支出预计 29.7 万亿元，增长 4.4%，确保财政支出持续扩张。

图 11：中国预期目标财政赤字率变化



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

政策在发力节奏和空间上或将留有余地。由于下半年，国内面临的最大的不确定性仍然是外部的，相对不可控。因此，在国内经济已经有所好转，且年内经济目标实现并不困难的背景下，国内政策的发力节奏和空间将留有一定的余地。一方面，要留出足够的政策空间以应对可能出现的极端风险情形；另一方面，避免短期过度刺激对中长期政策目标（如新旧动能转换）造成干扰，并为相关领域提供持续支持。

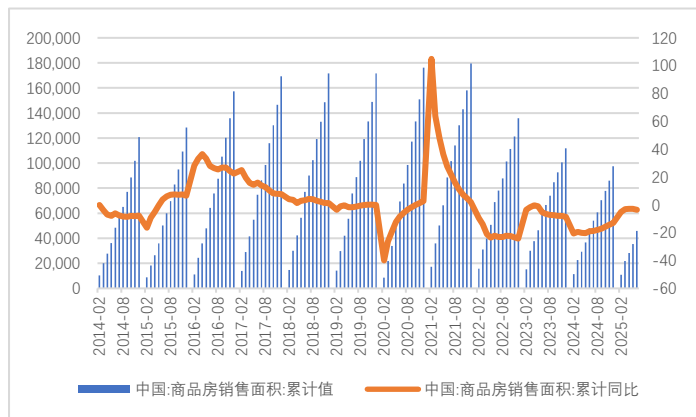
6 月 24 日，蓝佛安部长再次强调，“下一步财政部门将用好用足更加积极的财政政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”。主要举措包括尽早发行和使用超长期特别国债、专项债等，支持“两重”“两新”，推动促消费、扩投资、稳外贸、惠民生等政策早见效、多见效。方向上，更加注重民生导向和发展质量，加强对教育、养老、医疗、优抚、生育、科技等方面的支持。

● 房地产政策

2025 年上半年，中国房地产政策围绕“止跌回稳”主线展开，中央与地方协同发力，通过优化限购限贷、降低融资成本、推进城市更新等措施稳定市场。运行层面，市场呈现“销售降幅收窄、价格边际改善、库存持续去化”的特征，但开发投资仍承压，行业分化加剧。今年以来，各地区各部门按照中央的决策部署和要求，因城施策推动房地产市场企稳，从统计数据来看，上半年，全国新建商品房销售面积 45851 万平方米，同比下降 3.5%，比去年同期收窄 15.5 个百分点，比去年全年收窄 9.4 个百分点；新建商品房销售额 44241 亿元，下降 5.5%，比去年同期收窄的幅度更大，收窄了 19.5 个百分点，比去年全年收窄 11.6 个百分点。房地产总体朝着止跌回稳的方向迈进。

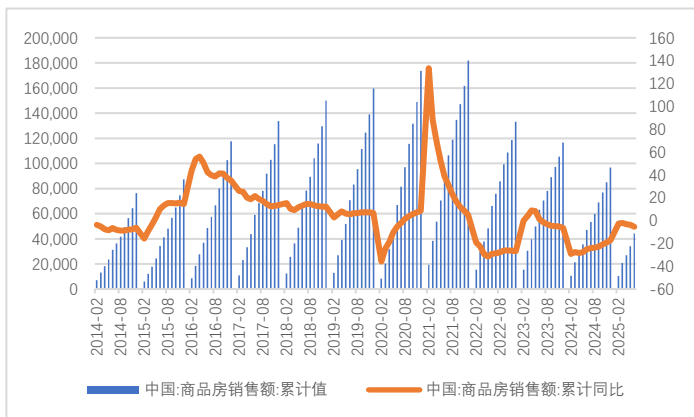
总体上，当前房地产市场压力仍然较大，随着房地产利好政策落地并发挥作用，房地产市场有望企稳，销售面积、销售额降幅有望逐渐收窄。

图 12：我国商品房销售面积情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 13：我国商品房销售额情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

● 资本市场政策

2025 年上半年，外部不确定性上升，国内迅速打出政策“组合拳”。在资本市场方面，先是优化证券、基金、保险公司互换便利及股票回购增持再贷款额度以稳定市场；接着金融监管总局扩大保险资金长期投资试点范围，调降股票投资风险因子，推动长周期考核机制，鼓励“长钱长投”。证监会也全力巩固市场回稳向好，强化风险研判，支持中央汇金发挥类“平准基金”作用，协同提升中长期资金入市规模。

预计下半年，若外部不确定性再度攀升，政策将在完善资本市场基础制度、优化交易监管、壮大长期投资力量等方面迅速发力，对冲可能的风险，稳定经济基本面与金融市场。

表 2：今年 4-5 月政策“组合拳”密集出台

日期	事件	具体内容
4 月 7 日	中央汇金公司公告	充分认可当前 A 股配置价值，已再次增持交易型开放式指数基金，未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。
4 月 7 日	中国人民银行表态	坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持。
4 月 7 日	国务院国资委表态	全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度，维护全体股东权益，巩固市场对上市公司的信心，提升公司价值，彰显央企责任担当。
4 月 8 日	金融监管总局通知	上调权益类资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，为实体经济提供更多股权性资本。
4 月 8 日	全国社保基金理事会公告	近日已主动增持国内股票，近期将继续增持；在积极开展股票投资的同时实现基金安全和保值增值。

4月8日	中央汇金公司 司答记者问	中央汇金公司一直是维护资本市场稳定的重要战略力量，是资本市场上的“国家队”，发挥类“平准基金”作用。
5月7日	国新办政策 发布	中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会负责人在国新办发布会上介绍一揽子金融政策支持稳市场稳预期：人民银行推出10项货币政策措施，金融监管总局推出8项增量政策，证监会打出稳市“组合拳”。

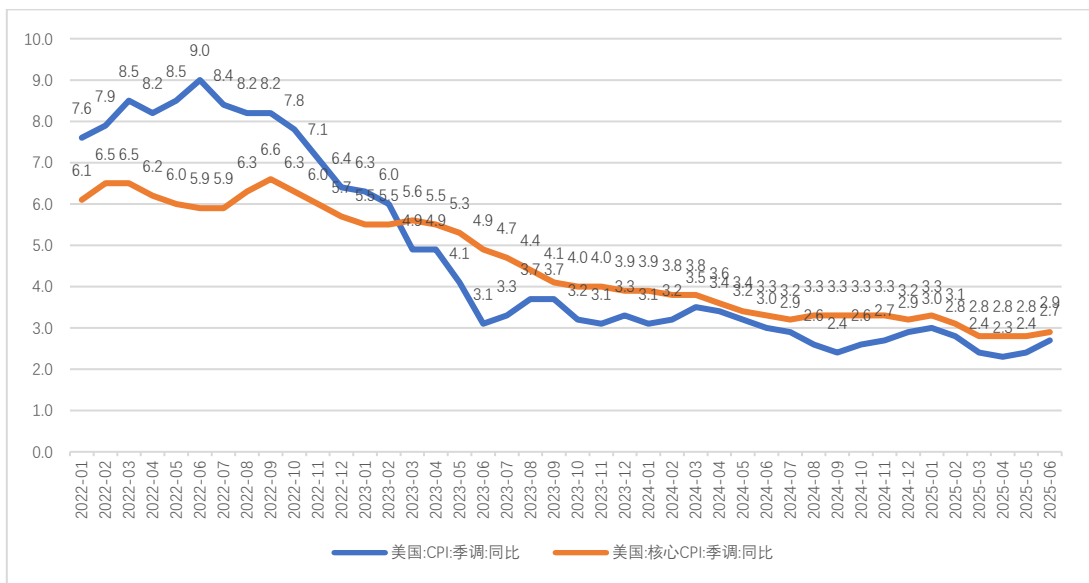
资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

3.海外宏观经济：美联储降息路径不改，特朗普关税政策扰动全球经济

美国通胀水平连续反弹，核心通胀相对平稳。美国6月CPI同比上升2.7%，环比上升0.3%；核心CPI同比上涨2.9%，环比上升0.2%，均出现不同程度的反弹。总的看，美国通胀如期进入回升阶段，在基数效应及关税的影响下，后续通胀或将持续上行。但6月核心通胀同比增速相对平稳，且环比增速不及预期，或部分有助于缓解市场对美国通胀向上斜率过高的担忧。

往后看，随着关税政策的效果逐渐显现，需观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

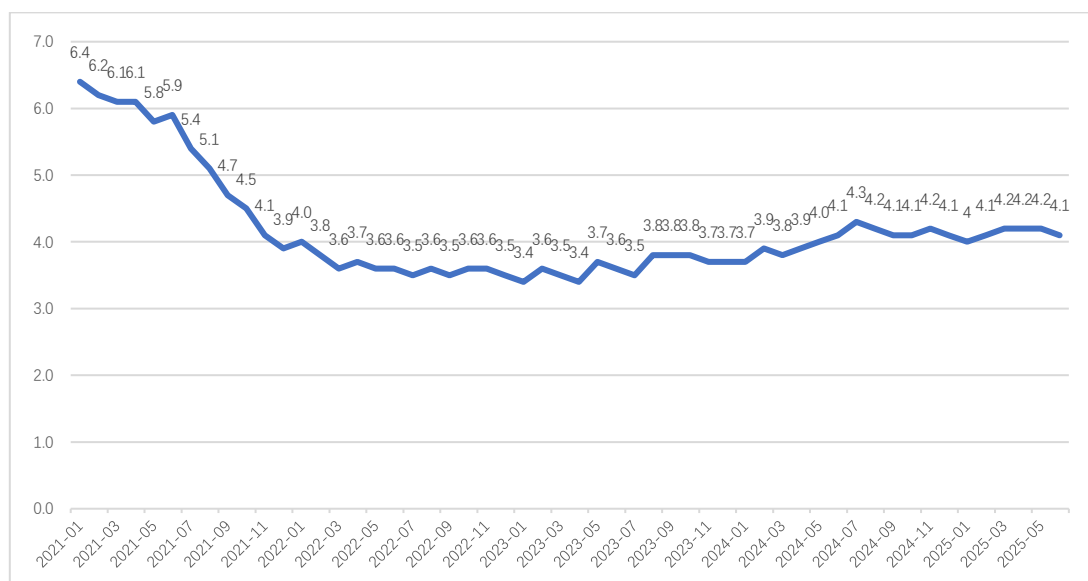
图 14：美国 CPI 情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

自2024年5月以来，美国失业率一直保持在4.0%至4.2%的狭窄区间内，表明劳动力市场整体稳定。2025年6月，美国失业率从5月的4.2%下降至4.1%，违背了市场对升至4.3%的预期。失业人数减少了22.2万人，降至701.5万人，就业人数略微增加了9.3万人，达到1.63366亿人。然而，整体劳动力规模减少了13万人，降至1.7038亿人。劳动力参与率下降了0.1个百分点，降至62.3%，为自2022年12月以来的最低水平，就业人口比率保持在59.7%，为自2022年1月以来的最弱水平。

图 15: 美国失业率情况



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

美国十年期国债收益率处于历史高位。截止 7 月 16 日, 美国十年期国债收益率为 4.46%, 美国十年期国债收益率处于历史高位, 美国十年期国债收益率是全球资产定价的锚, 美国十年期国债收益率长期处于高位, 将对全球经济的复苏产生压制。

我们认为, 美联储降息周期下, 美国十年期国债收益率有望持续回落, 新兴国家权益类资产估值的压力有望减轻。

图 16: 美国十年期国债收益率情况



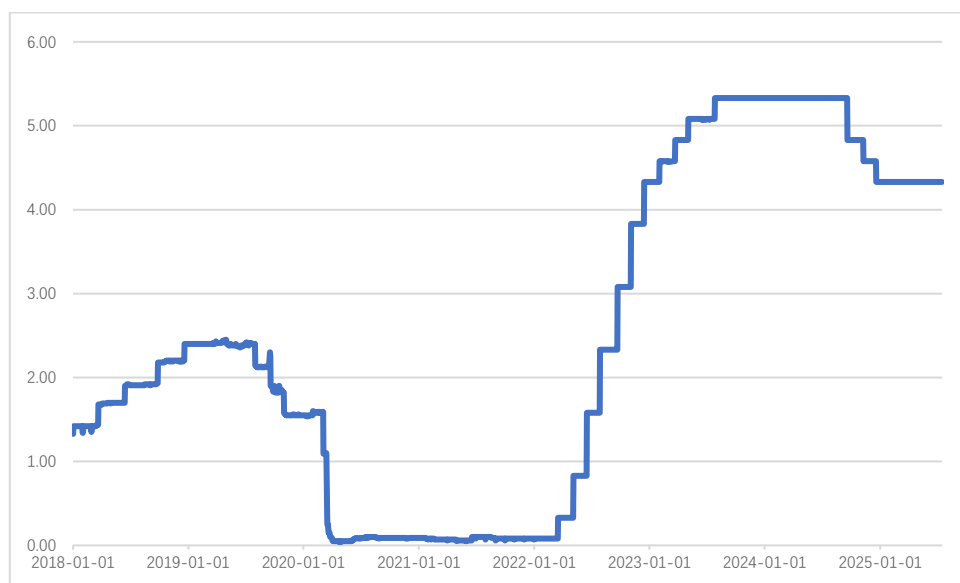
资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

美联储主席鲍威尔在 6 月议息会议会后的新闻发布会上表示, 美联储主席鲍威尔表示当前的通胀数据下, 美联储仍然没有获得足够的信心来进行降息, 在实现通胀目标方面进展仍然

较为有限，还需要更多数据。美国劳动力市场目前处于略紧张但不过热的状态，目前的工资水平仍然较高。因此会注意等待过长以及过早行动的两方面的风险。目前美国的中性利率水平可能较疫情前水平要高。

我们认为，美联储仍将延续渐进式降息路径，展望未来半年至一年，政策和市场利率的方向仍然是下行的。如果下半年通胀数据再次上升，降息速度可能会适时调整。

图 17：美联储联邦基金利率



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

● 特朗普对等关税

4月3日，美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的活动上宣布美国“对等关税”计划。特朗普本次对等关税并不是按其他国家关税税率和增值税的“对等”原则制定政策，仅简单考虑其他国家贸易逆差占美国进口额比重。根据特朗普本次展示出的其他国家关税水平来看，其并不是按照之前设想的用别国关税+该国国内增值税来计算对等关税力度，而是简单使用“美国与该贸易逆差/美国从该国进口金额”计算的一个比例，也就是说特朗普用贸易逆差占进口比重来当做对等税率的加征原则。该计算方式较为简单粗暴，或许一方面展示了特朗普的目的就是加关税，理由来源并不重要，另一方面也展现了特朗普背后的技术人员也没有办法用自己公布的框架计算所有国家到底应该加征多少。

在特朗普关税政策的影响下，全球贸易环境变化对经济活动冲击效果持续显现，二季度全球经济增长动能走弱，供给端趋于稳健，需求端延续疲软。展望下半年，全球经济下行风险提高，与关税相关的政策调整及博弈将对全球经济带来更多挑战。需求转弱可能一定程度缓解全球通胀压力。谈判进展成为影响国际贸易走势的关键变量。主要经济体新财年财政政策将逐步落地，美联储将根据经济数据决定利率政策，目前仍有不确定性。

图 18：2025 年二季度全球主要经济指标趋势分析

	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2025Q2 增速 Vs2024Q2 增速	综合研判
需求	居民消费	55.4%	↓	↓
	私人投资	28.1%	→	
	政府支出	16.5%	→	
供给	农业	4.3%	→	↑
	工业	27.5%	→	
	服务业	68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速				↓
通货膨胀率——CPI 增速				↓

资料来源：中国银行研究院，源达信息证券研究所

在 2025 年下半年，我国应对特朗普关税政策将从多方面发力。一方面，持续强化国内产业的自主创新能力，推动产业升级，减少对美国市场和技术的依赖，加快关键领域的国产替代进程。另一方面，积极拓展多元的贸易伙伴关系，加强与“一带一路”沿线国家、东盟、欧盟等的经贸合作，分散贸易风险，降低对美国单一市场的依存度。在政策层面，合理运用关税反制手段，依据美国关税政策的变化灵活调整应对策略，同时通过宏观经济政策的协同配合，如适度加大财政刺激力度，促进内需增长，以缓冲外部关税冲击，稳定国内经济基本盘，维护我国在国际贸易中的合理权益。

三、A 股流动性展望

1.两市成交量激增，新增开户数量显著提升

上半年 A 股市场成交量呈现爆发式增长，交投活跃度创历史新高，市场流动性进入良性扩张周期。主要系：1) 散户投资者加速入场，新增开户数量显著提升，直接推升交易热情；2) 政策红利持续释放，金融开放举措与行业创新牌照激活市场动能；3) 结构性赚钱效应凸显，中小盘成长股及科技题材的亮眼表现吸引资金高频轮动。

展望下半年，若增量资金渠道进一步畅通，叠加人工智能、高端制造等产业政策落地深化，市场成交活跃态势有望延续，为 A 股市场提供持续动能支撑。

图 19：两市成交额情况

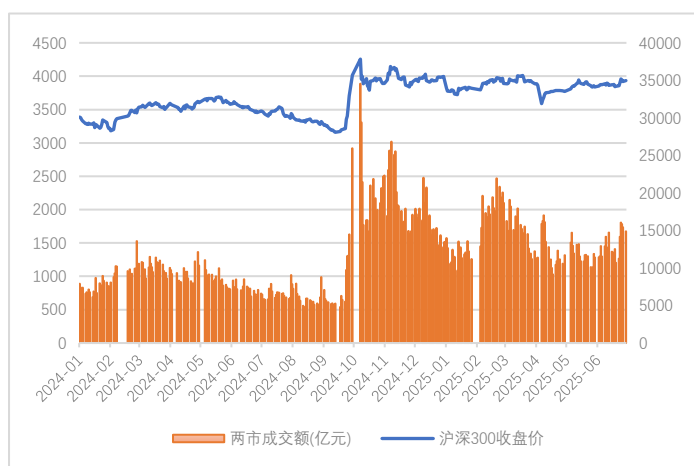
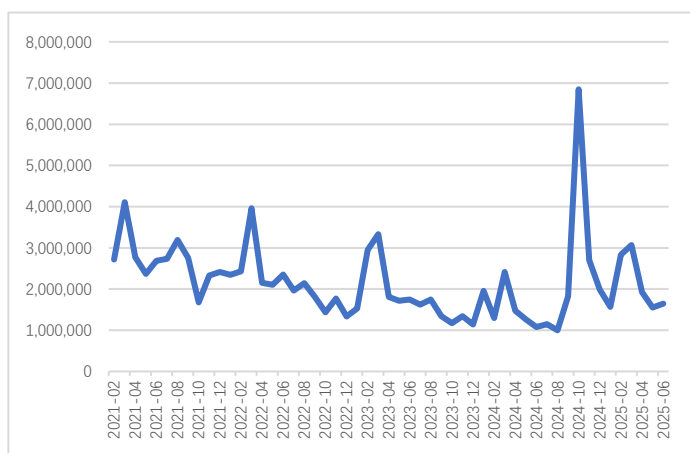


图 20：上交所 A 股新开户情况(户)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2.投资者风险偏好改善，融资融券余额有望持续增加

上半年 A 股融资融券余额的显著扩张。市场情绪方面，科技股领涨行情与主要指数阶段性突破有效提振投资者信心，催生杠杆交易需求；资金结构上，融资资金明显向电子、计算机等高成长赛道及中小盘股倾斜，热点主题（如 AI 概念）吸引资金集中布局，推动融资集中度提升；增量资金维度，散户开户数大幅增长与机构资金同步入场，直接激活两融需求，叠加场内杠杆工具使用率攀升，共同放大资金规模；政策环境上，融券新规全面限制限售股出借，显著抑制空头力量，变相引导资金流向融资做多，而金融开放政策持续释放红利，进一步巩固杠杆资金扩张基础。

展望后续，在政策落实提振企业盈利增长和股市走高的背景下，融资融券余额将继续增加。

图 21：我国融资融券余额(亿元)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

3.人民币汇率稳步走强，北向资金有望持续流入

近期美元持续走弱，人民币相对走强，汇率自前期关键低位稳步回升，市场预期由此转向乐观。随着中美利差倒挂幅度收窄、国内稳增长政策显效，外资对中国资产的偏好明显升温，北向资金开始有序回流。若人民币升值趋势得以延续，将进一步强化外资增配 A 股的动力，形成汇率与资金面的正向循环，为市场带来新的增量支撑。

图 22：即期汇率:美元兑人民币

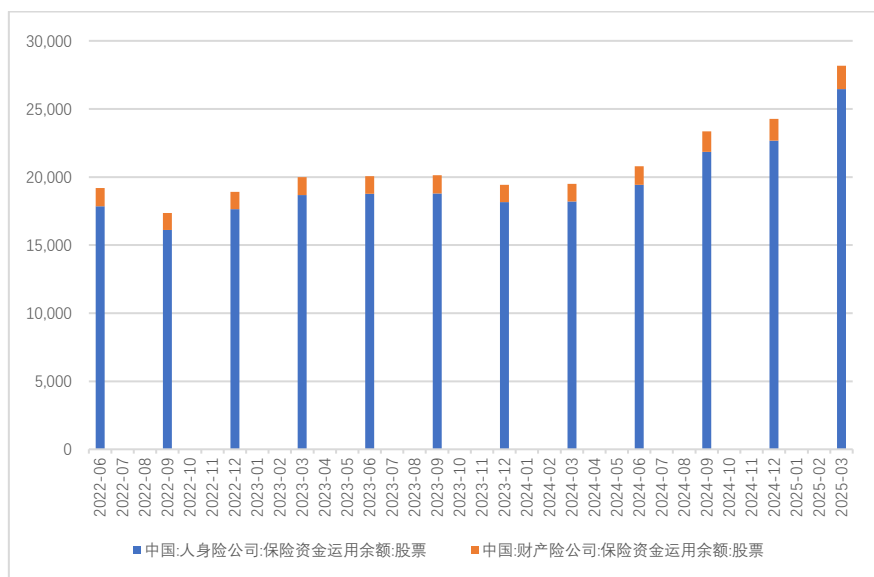


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

4. 保险资金是市场的重要增量资金，政策支持下未来保险资金流入规模有望提升

近几年，保险资金投资股票市场的规模逐步提升。去年 9 月，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，强调培育壮大保险资金等耐心资本，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资，后续保险资金或将成为市场增量资金的重要来源之一。

图 23：保险资金投资股票市场情况（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

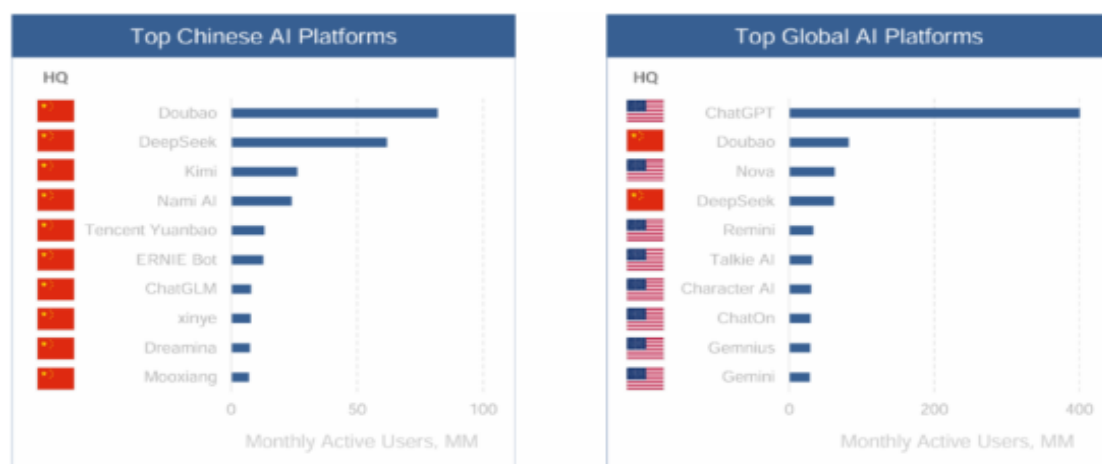
四、2025 年 A 股中期投资策略

1.科技

● 国产 AI

DeepSeek+豆包，国产“双子星”推动产业发展。近年来，随着模型能力持续提升和应用场景不断拓展，国产大模型正呈现蓬勃发展之势。其中，豆包与 DeepSeek 作为目前国内最具代表性以及月活用户最多的两个大模型，各自走出了差异化的发展路线。

图 24：AI 平台每月活跃用户排名



资料来源：BOND Capital，源达信息证券研究所

豆包多模态扩张，Tokens 用量飙升彰显应用热度。2025 年 6 月 11 日，火山引擎正式发布豆包大模型 1.6、豆包·视频生成模型 Seedance1.0 pro、豆包·语音播客模型，豆包·实时语音模型在火山引擎全量上线，豆包大模型家族已成为拥有全模态、全尺寸、高性价比的领先模型。截至 2025 年 5 月底，豆包大模型日均 tokens 使用量超过 16.4 万亿，较去年 5 月刚发布时增长 137 倍。

图 25：AI 平台每月活跃用户排名



资料来源：火山引擎，源达信息证券研究所

中国 AI 基建全面提速，BAT 开启“抢算”竞速。根据 IDC 测算，2025 年中国智能算力规模将达 1,037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将突破 2,781.9 EFLOPS，2023–2028 年年均复合增长率达 46.2%。同期，中国通用算力规模预计将从 2025 年的 85.8 EFLOPS 增长至 2028 年的 140.1 EFLOPS，年均复合增长率为 18.8%，体现出 AI 基础设施建设全面提速。BAT（百度、阿里、腾讯）合计资本开支从 2022 年 687.4 亿元到 2024 年 1574.47 亿元，在两年内实现了年均复合增长率（CAGR）约为 51.34%，展现出在 AI 大模型、云计算基础设施和高性能算力部署上的全面提速。从英伟达 2025 财年收入上看，中国大陆及香港地区销售额为 170.1 亿美元，占比已达到 13.11%。

图 26：中国智能算力规模预测(基于 FP16 计算)

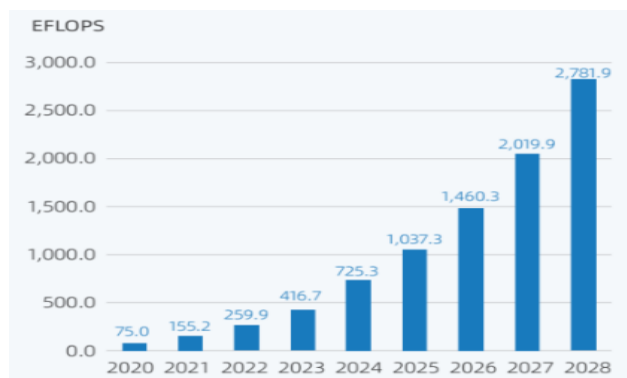
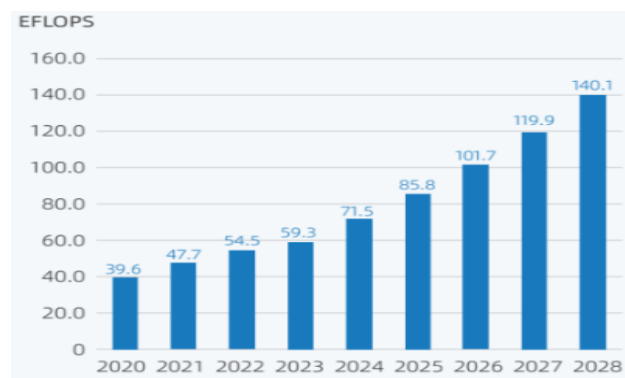


图 27：中国通用算力规模预测(基于 FP64 计算)



资料来源：IDC，源达信息证券研究所

资料来源：IDC，源达信息证券研究所

海外封锁不断升级，国产 AI 亟需破局之道。AI 芯片已成为美国政府科技卡脖子的新工具。自 2018 年以来，被美国列入“实体清单”的中国 AI 芯片企业持续增加。美国的限制措施激发了中国 AI 芯片产业的自主创新和研发，加速了国产替代的进程。中国企业面对外部压力，加大研发投入，努力构建自主可控的产业链。

表 3：特朗普政府最新的关于国产算力的封锁政策

发布日期	政策名称	主要内容摘要/影响	主要针对技术/产品
2025/5/13	防止先进计算集成电路转用的行业指导	进一步追踪被禁止对华出口的可以被用于 AI 模型训练的 AI 芯片的流转及最终用户，加强合规	先进计算集成电路,军工产品
2025/5/13	美国商务部工业与安全局关于可能适用于训练人工智能模型的先进计算集成电路及其他商品的管控政策声明	将利用海外的数据中心训练中国 AI 模型的行为认定为违规	高性能国产 AI 模型训练,国产 AI 生态
2025/5/13	对中华人民共和国先进计算集成电路适用通用禁令 10（GP10）的指导意见	向行业警示使用中国先进计算集成电路的风险，包括特定的华为昇腾芯片，禁止使用特定华为芯片	昇腾 910B/C/D 出口及生态

资料来源：美国有关政府部门，源达信息证券研究所

外压与内需的共振，共同催生了国产算力产业的历史性发展机遇。面对这一局面，国家政策层面做出了果断回应。以“自主可控”为核心的国家战略被提升至前所未有的高度，并出台了一系列扶持政策，旨在构建安全、可靠的本土产业链。这些政策通过政府及国企采购倾斜、加大研发投入补贴、提供金融支持等多种方式，为整个国产算力产业链的长期发展注入了强劲而持久的政策东风。

● 深海科技

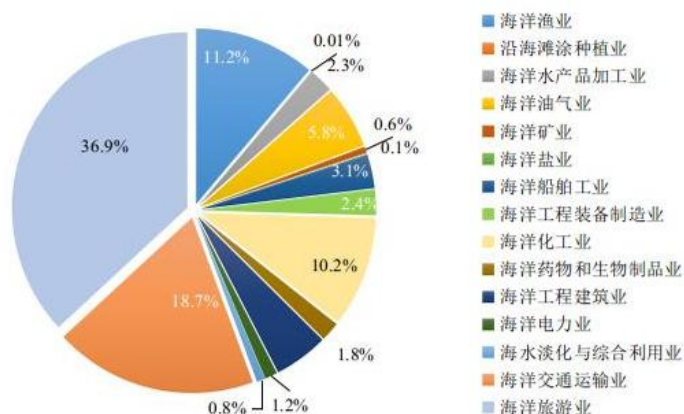
深海科技是 2025 年两会首次写入政府工作报告的主题，其前身可以追溯至“海洋强国”、“蓝色经济”、“海洋经济”，在今年两会进一步明确向海发展的重要性，高度定调深海科技。7 月 1 日的中央财经委员会第六次会议，再次对发展海洋经济做出重要部署，是顶层设计的又一里程碑。往后，我们认为深海科技政策层面的利好有望不断释出，迎来反复催化。

从战略层面来看，深海科技是维护国家海洋权益、拓展战略空间的关键支撑。掌握深海探测与开发技术，有助于增强海洋资源掌控力，提升国防安全能力，推动海洋强国建设，增强国际话语权。

从经济层面来看，深海蕴藏丰富的矿产、能源和生物资源，开发潜力巨大。发展深海科技可带动高端装备制造、海洋工程、生物医药等产业发展，形成新的经济增长点，促进蓝色经济高质量发展。

我国海洋生产总值超十万亿元，海洋船舶工程、海工装备和海洋电力增速领先。据中国海洋经济统计公报，初步核算 2024 年全国海洋生产总值 105438 亿元，比上年增长 5.9%，增速比国内生产总值高 0.9 个百分点，占国内生产总值比重为 7.8%。从三次产业结构来看，海洋第一产业增加值 4885 亿元，第二产业增加值 37704 亿元，第三产业增加值 62849 亿元，分别占海洋生产总值的 4.6%、35.8%和 59.6%。2024 年，15 个海洋产业增加值 43733 亿元，比上年增长 7.5%。海洋船舶工业、海洋工程装备制造业、海洋电力业、海洋旅游业等均实现了 9%以上的快速发展。海洋渔业、海洋水产品加工业、海洋油气业、海洋化工业、海洋工程建筑业、海洋交通运输业等实现平稳发展。

图 28：2024 年海洋产业增加值构成图



资料来源：中国海洋经济统计公报，源达信息证券研究所

● 人形机器人

2023 年以来，人形机器人行业持续升温，鼓励性政策不断涌现。从国家层面来看，工信部 2023 年 11 月印发了《人形机器人创新发展指导意见》，提出到 2025 年要初步建立人形机器人创新体系，“大脑、小脑、肢体”等一批关键技术取得突破，到 2027 年形成安全可靠的产业链供应链体系，构建具有国际竞争力的产业生态。2024 年 1 月，工信部等 7 部门又出台《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，其中人形机器人被列入“创新标志性产品”赛道，是国家鼓励发展的未来产业之一。

表 4：2023 年以来人形机器人相关政策

时间	相关部门	政策	主要内容
2024 年	工业和信息化部等部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	做优信息服务产品，发展下一代操作系统，推广开源技术；做强未来高端装备，突破人形机器人、量子计算机等产品
2024 年	应急管理部、工业和信息化部	《关于加快应急机器人发展的指导意见》	到 2025 年，要研发一批先进应急机器人，大幅提升科学化、专业化、精细化和智能化水平；建设一批重点场景应急机器人实战测试和示范应用基地，逐步完善发展生态体系
2023 年	工业和信息化部	《人形机器人创新发展指导意见》	打造人形机器人“大脑”和“小脑”、突破“肢”、创新应用模式和显全技术创新体系。打造整机产品、夯实基础部件、推动软件创新。服务特种领域需求、打造制造业典型场景、加快民生及重点行业推广
2023 年	工业和信息化部、教育部等十七部门	《“机器人+”应用行动实施方案》	聚焦 10 大应用重点领域，突破 100 种以上机器人创新应用技术及解决方案，推广 200 个以上具有较高技术水平、创新应用模式和显著应用成效的机器人典型应用场景

资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

产业与政策共振，人形机器人未来可期。当前，国内人形机器人产业加速落地，智元、宇树、优必选等企业已推出多款商用产品并实现小批量交付。部分厂商如智元、小鹏等已进入工厂实训，推动人形机器人在制造、服务等场景的实际应用。产业链逐步完善，核心零部件国产化率提升，推动成本下降与规模化进程。

表 5：人形机器人产业链进展

厂商名称	产品名称	发布时间	当前进展概述
智元机器人	远征 A2 / A2-W / A2-Max / 灵犀 X1 / X1-W	2024 年	已发布五款商用机器人，2024 年 10 月开始量产，2025 年 1 月第 1000 台下线，预计 2025 年销售超千台。

宇树科技	Unitree G1 / H1	2023 年起	2023 年发布首款人形机器人 H1，2024 年推出 G1，具备高性价比，产品已实现商业化。
优必选	Walker S1 / S2	2024 年起	2024 年发布 Walker S1，2025 年计划推出 S2，已进入多家车企工厂实训，预计 2025 年交付 500-1000 台。
乐聚	夸父-MY	2024 年	与华为合作紧密，产品具备跳跃能力，2024 年发布，处于小批量测试阶段。
傅利叶	GR-2 / GBL-4	2023 年起	2023 年发布 GR-2，具备 44 自由度，已进入康复机器人领域，具备量产能力。
小鹏汽车	Iron / PX5	2023 年起	2023 年发布 PX5，2024 年发布 Iron，具备 62 自由度，已进入工厂实训，计划 2026 年实现 L3 级量产。
小米	CyberOne	2022 年	2022 年发布，具备 21 自由度，尚未商业化，主要用于展示小米 AI 与硬件能力。
达闼科技	Cloud Ginger XKI	2019 年	2019 年发布，具备 34 自由度，少量销售，主打云端智能与多模态交互。
中坚科技	灵睿 P1（四足）	2024 年	2024 年切入人形机器人赛道，投资 1X Holding，展出四足机器人，布局工业级机器人。
银河通用	STAR1	2024 年	2024 年发布，专注大模型与运动控制算法，处于研发测试阶段。
众擎机器人	SE01	2024 年	2024 年发布，具备一定自由度，处于小批量测试阶段。
星动纪元	—	2024 年	2024 年发布，专注运动控制算法，处于研发阶段。
千寻智能	—	2024 年	2024 年发布，专注具身智能与大模型融合，处于研发阶段。
普渡机器人	PUDU D9	2024 年	2024 年发布，具备 42 自由度，负载能力强，处于小批量测试阶段。
南元机器人	—	2023 年	2023 年成立，具备 49 自由度，尚未销售。

资料来源：源达信息证券研究所

2.新消费

新消费公司主导了消费行业的 Alpha 属性。后地产时代传统消费由于和地产关联度较大从而受到影响，而相关性更低的新消费由于其低基数与快速增长的特征自然成为关注焦点，具备更多的 Alpha 属性。在 2023 年疫情冲击结束后，新消费指数相比传统消费指数具有持续较强超额。

图 29：新消费板块自 2023 年以来展现的 Alpha 属性



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

日本在 20 世纪 90 年代地产泡沫破灭后，整体消费趋势呈现如下特征，这些消费趋势与当下在中国市场兴起的新消费具有较多相似之处：

- **性价比化**：日本 90 年代经济衰退使家庭收入下降、负债率攀升，消费决策更注重价格与效用的平衡：（1）平价零售业态崛起；（2）二手经济渗透率提升。消费者往往仍然保持对品质的追求但更加注重低价，或通过降低消费频率减少整体开支。
- **颜值与健康经济**：资产缩水迫使消费者重新评估生活优先级，颜值经济与健康经济支出占比提升：（1）“悦己”的颜值经济崛起；（2）低卡路里食品销量增长。Z 世代更注重个性表达与生活品质，高颜值商品能带来愉悦感和社交认同，低食品缓解热量焦虑和体重焦虑。
- **精神消费**：日本经济停滞催生“低欲望社会”特征，消费重心转向文化体验：（1）动漫等文化产业产值快速增长；（2）宠物经济规模与家庭养宠率增长。麦肯锡 2025 年发布的中国市场消费报告提到，当下最乐观的消费群体主要为城镇 Z 世代。中国的 Z 世代及泛 Z 世代人口超过 4 亿，这一群体从“商品拥有”转向“体验占有”，例如动漫周边购买不仅是收藏，更是对虚拟角色的情感投射。

3.创新药

生物医药产业结构性升级，创新成为发展新动能。集采背景下竞争加剧，传统药企向创新药企转型寻求发展，创新门槛提高，2020 至 2024 年中国医药生物行业上市公司研发投入持续提升。中国在研管线数量 2014 年来持续增加，据 Pharmaprojects 统计，2014 年中国在研管线数量为 701 个，至 2024 年已增至 6,119 个，复合增速高达 24%，在研管线数量的全球占比由 2014 年的 6%增至 2024 年的 27%，得益于中国医药企业持续的研发投入，管线的深度和广度不断扩展，中国药物出海（license-out）及在海外成立 New-co 势头迅猛。

图 30：医药生物行业上市公司研发费用

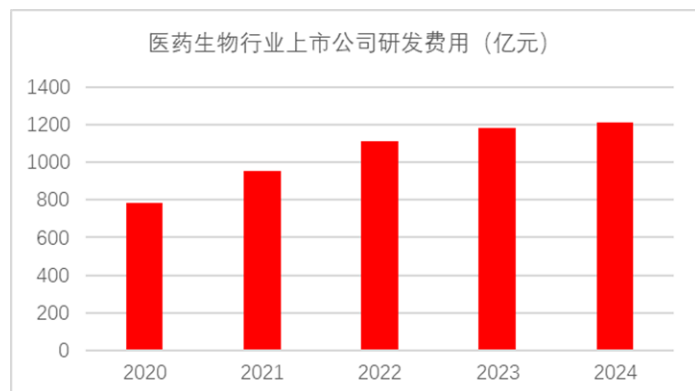
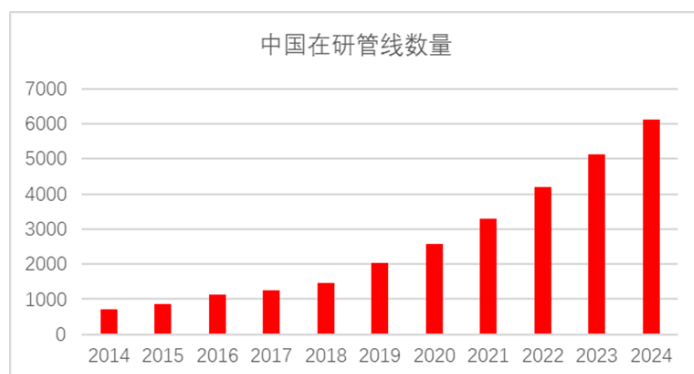


图 31：中国在研管线数量

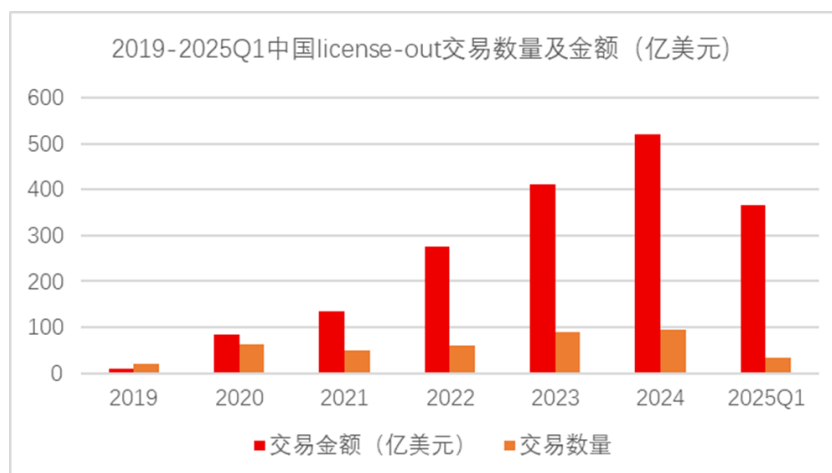


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Pharmaprojects，源达信息证券研究所

出海进程提速，海外市场带来业绩增量。中国创新药出海取得了重大成果，交易数量和交易金额呈现爆发增长态势，2019 年中国 license-out 出海交易金额仅为 9 亿美元，交易数量 22 个，至 2024 年，交易金额达到 519 亿美元，复合增速高达 125.0%，交易数量达到 94 个，复合增速为 33.7%，中国创新药的国际竞争力显著提升，有望持续扩大海外市场份额，创新药出海进程提速将为中国医药生物企业带来业绩增量。

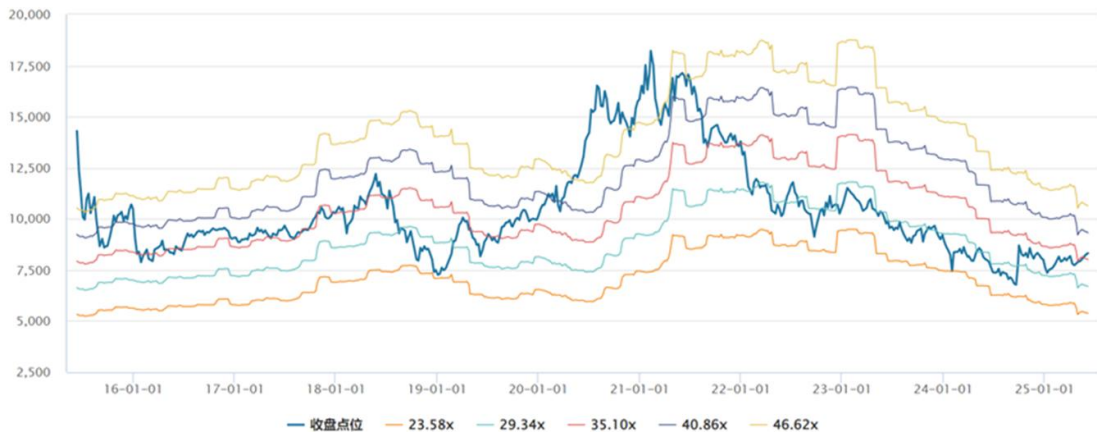
图 32：2019-2025Q1 中国 license-out 交易数量及金额(亿美元)



资料来源：数字医药网，源达信息证券研究所

2025 年 6 月 30 日，国家医保局、国家卫生健康委发布《支持创新药高质量发展的若干措施》，核心利好创新药措施包括：①支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录。②推动创新药加快进入定点医药机构。③促进创新药全球市场发展。④支持医保数据用于创新药研发。生物医药板块历经深度调整，看好估值修复机会。

图 33：中证申万医药生物指数 PE-Bands



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

4.反内卷

当前我国工业领域面临供需失衡压力攀升，突出表现为产能利用率与价格体系的双重承压。截至 2025 年 6 月，PPI 已连续 33 个月同比负增长，仅短于 2012-2016 年时期。同时，近年来各地招商引资竞争加剧，或助长部分领域“内卷式”竞争。国研院调查研究报告显示，目前地方招商“内卷化”主要表现为四“集中”：一是集中在相同产业领域进行招商；二是集中比拼政策优惠力度；三是集中在“大项目”“大企业”“全产业链”方面招商；四是集中在“招项目”的环节上发力，“管项目”方面缺少可持续性机制。

在此背景下，2024 年底以来，政府和业界越发重视“反内卷”。2024 年中央政治局会议明确“防止恶性竞争”，同年底进一步升级为“综合整治”。2025 年全国两会期间，习近平总书记强调破除地方保护与市场分割；政府工作报告首次将“综合整治‘内卷式’竞争”写入政策部署，指出破除地方保护和市场分割，实施全国统一大市场建设指引。今年 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议释放“反内卷”新信号。

表 6：2024 年以来“反内卷”相关文件梳理

时间	政策名称	主要内容
2024 年 7 月	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 8 月	《公平竞争审查条例》	我国第一部关于公平竞争审查的行政法规，夯实了保护和促进公平竞争、建设全国统一大市场的法治根基。
2024 年 12 月	2024 年中央经济工作会议	提出综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025 年 3 月	2025 年全国两会	反“内卷”成为社会经济发展的重要主题，习近平总书记在参加江苏代表

团审议时强调要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争。

人民日报文章《反

2025 年 5 月 “内卷”该出手时就出手》指出恶性降价、地方保护等问题，强调要综合整治“内卷式”竞争。

2025 年 7 月 2025 年中央财经委员会第六次会议 会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查；规范地方招商引资，加强招商引资信息披露；着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，培育一批内外贸优质企业；持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系；引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。

资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

中央财经委员会第六次会议再次释放“反内卷”信号，强调依法治理低价无序竞争，推动落后产能退出，催生结构性投资机会。光伏行业受益于供给侧优化（如限产保价、N 型电池升级），硅料等环节价格触底反弹，龙头盈利有望修复。新能源汽车领域央企整合加速，政策引导从价格战转向智能化与固态电池等技术迭代，叠加储能出海机遇。钢铁建材行业通过分级调控与兼并重组优化格局，高端特钢需求提升，水泥错峰生产增强价格弹性。基础材料中工业硅、铜冶炼供需改善，资源自主化与高端替代加速。建议聚焦政策驱动的供给侧出清、技术壁垒突破及全球化布局龙头企业。

5.红利

当前我国十年期国债收益率处于下行区间，而红利资产由于其稳定的高股息和低估值属性，在配置性价比上可能占有一定的优势。

此外，美国十年期国债收益率处于高位，美国十年期国债收益率是全球资产定价的锚，其变化对各类资产，尤其是成长类资产的估值有着显著影响。当美国十年期国债收益率处于高位时，我国的权益类资产的估值会受到压制。

图 34：我国十年期国债收益率与红利指数走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 35：美国十年期国债收益率与创业板指数走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

建议关注高股息率的行业：银行、保险。

表 7：高股息行业股息率情况

指数名称	近 5 年股息率分位数	2020 年股息率	2021 年股息率	2022 年股息率	2023 年股息率	2024 年股息率
银行	31.6%	4.57	4.73	5.67	5.97	4.83
保险	97.0%	2.27	3.35	3.19	3.61	2.63

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

6.有色金属

● 黄金

在当前地缘政治紧张局势不断、特朗普重返白宫引发的全球贸易紧张关系加剧，以及全球经济不确定性增加的背景下，黄金作为避险资产的中长期需求有望持续增长。同时，美联储的货币政策对黄金市场具有显著影响，预计美联储将继续执行降息政策，这可能会降低持有现金的吸引力，并增强市场对通胀的预期，为黄金价格提供支持。此外，特朗普政府的财政政策，包括对外征收关税和对内减税，可能会导致财政赤字进一步扩大，这不仅会增加利息支付的压力，还会削弱美元的信用，进而可能导致美元体系的信誉下降，进一步推动黄金价格的上升。综合考虑这些因素，黄金作为投资组合中的避险资产，其价格上涨的预期具有坚实的基础。

图 36：黄金价格与美国十年期国债收益率走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

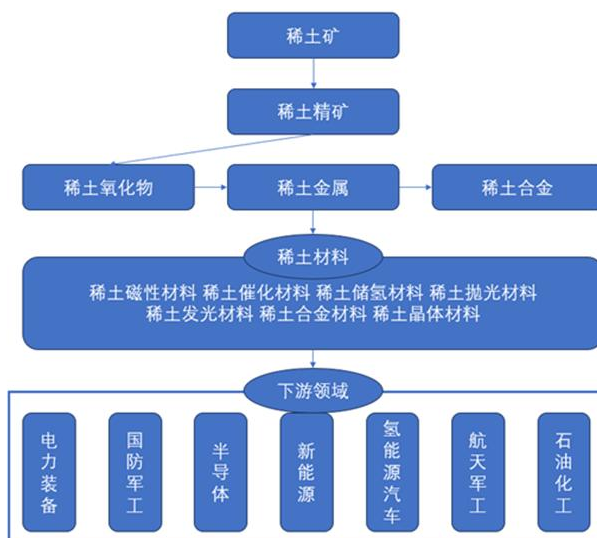
● 铜

多方面有利因素将支撑后续铜价的高位运行：1) 供给端，全球主要铜矿企业 2025Q1 产量同比增速仅为 1.3%，全年增速或进一步降至 1%以下（去年为 3.5%），下半年矿端供给愈发紧张或强化铜价的现实支撑；2) 需求端，上半年国内铜表观需求增速超 10%，预计下半年在电网、风电、光伏等领域持续采购的支撑作用下需求增速仍将保持平稳增长，仍将显著高于供给增速；3) 宏观层面，历史上铜价在非危机时期的重启降息阶段通常温和上涨，后续美联储重启降息预期升温以及国内潜在政策暖风有利于铜价修复。短期交易因素扰动不改稳健的长期逻辑支撑，建议重视矿端供给系统性降速、电气化和智能化持续助力需求增长、流动性长期偏宽松所铸就的铜价长期向好态势。

● 稀土

稀土下游应用广泛，市场需求持续扩容。稀土从资源开发到应用主要分为开采、冶炼、分离、加工等步骤，生产环节众多，工序复杂。开采后的稀土矿经过浮选、磁选、重选等步骤得到稀土精矿，后通过冶炼分离生产出稀土氧化物，再经电解还原得到稀土金属，稀土金属经熔炼后得到稀土合金，稀土合金需通过精深加工后生产出稀土功能材料，含稀土磁性材料、稀土催化材料、稀土储氢材料、稀土抛光材料、稀土发光材料、稀土合金材料等，并应用于下游电力、新能源、半导体、国防军工、航空航天等领域。

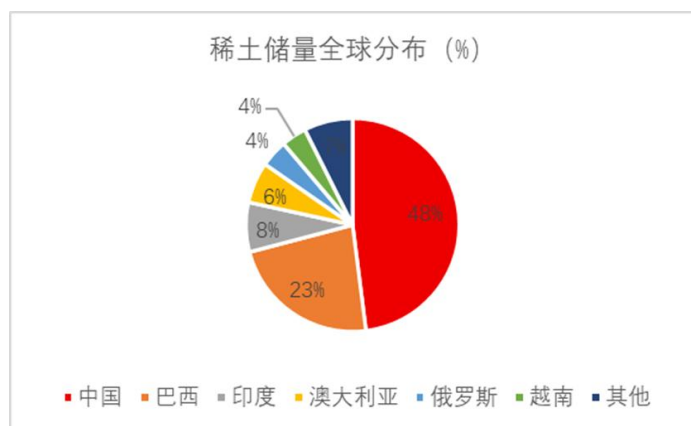
图 37：稀土产业链



资料来源：源达信息证券研究所

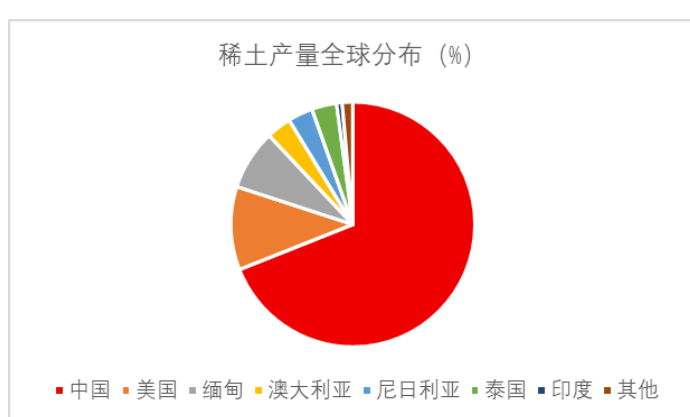
中国主导稀土产业链，西方积极进行产能布局。中国稀土储量全球第一，据美国地质调查局公布数据显示，2024 年，中国稀土储量为 4400 万吨，占全球储量的 48%。全球产量情况来看，根据美国地质调查局 USGS 数据显示，2024 年全球稀土矿产量为 39 万吨，中国 2024 年稀土矿产量为 27 万吨，全球占比高达 69%，在全球稀土供给中地位突出。

图 38：稀土储量全球分布



资料来源：USGS，源达信息证券研究所

图 39：稀土产量全球分布



资料来源：USGS，源达信息证券研究所

中国实施中重稀土出口管制后，海外中重稀土价格大幅上涨，国内外价差快速拉大，建议重视稀土的投资机会。在国内 4 月出台中重稀土及其相关物项实施管制出口，并加大打击战略矿产走私出口力度后，海外稀土磁材供应急剧趋紧，全球多家传统汽车与新能源汽车制造商因稀土磁材零部件短缺或将影响正常生产，海外稀土价格大幅拉涨较国内溢价。2024 年中国稀土矿、稀土氧化物、稀土金属占全球供应的份额分别为 68%、88%、92%，基本占据全球稀土矿-氧化物-金属的绝对主导地位，但海外的电动车/风电/电子等需求终端占比约 60%，这就意味着，中国实施出口管制后，海外将出现较大程度的供需错配。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看 好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上
中 性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上
看 淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对于沪深 300 指数表现+20%以上
增 持：	相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%
中 性：	相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动
减 持：	相对于沪深 300 指数表现-10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。