



2025年中期宏观策略

海外弱美元与国内资产荒的再平衡

报告日期： 2025年07月15日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：孙航
- SAC编号：S1050525050001

研究创造价值

核心结论：对等关税动摇长期美元信用基础，加大短期经济下行压力，9月后联储降息力度或超预期，强化弱美元趋势。美股EPS有下修压力，等待波动释放，关注科技主题和降息交易；美债收益率阶段性回升，把握4.5%之上的配置性价比；美元短期回拨，年内仍有贬值压力；黄金短期震荡，中长期战略看好。**国内经济**面临出口回落、消费后劲不足、地产量价齐跌、物价延续负增等多重考验，静待增量政策对冲发力。海外弱美元与国内资产荒、国家队托底三大支撑，A股震荡慢牛，结构行情可期，把握红利缩圈、中性策略机会，捕捉行业轮动和政策博弈信号。

海外宏观：滞胀担忧，政策博弈，美元偏弱

政策：关注关税、减税、议息等，特朗普2.0政策组合或促使三高（失业率、赤字率、CPI）一低（GDP增长）。

经济：通胀下半年先上后下，关注低基数和需求的博弈。后续有失业人数增加和失业率抬头压力。关税对美国经济冲击有延迟，预计下半年震荡下行。

资产：美股EPS有下修压力，等待波动释放，左侧布局降息交易；美债收益率阶段性回升，把握4.5%之上的配置性价比；弱美元周期开启，但短期看空情绪较为极致；黄金短期震荡博弈，中长期战略看好。

国内宏观：总量趋缓，价格筑底，把握增量

经济特征：整体偏强，总量趋缓，内外对冲，投资平衡。

经济压力：出口逐步回落，消费后劲不足，地产量价齐跌，物价延续负增。

潜在支撑：货币有降准降息空间，财政先用足存量后储备增量，出口关注一带一路和东盟增量，消费关注下沉和新型消费、服务消费、育儿补贴等，产业聚焦反内卷和十五五规划。

A股大势：三大支撑，震荡慢牛，结构行情

DDM三因子：分子端贡献有限，分母端有望持续改善，关注流动性改善和风险偏好修复。

大势研判：慢牛行情可期，三大支撑力拓宽分母端提升空间：①弱美元，中国资产性价比显现；②资产荒，流动性利好；③稳预期，国家队托底。

风格行业：红利缩圈，中性策略，行业轮动

红利缩圈：资产荒+国九条+机构低配，关注分红预期稳定的银行、家电、石油石化、交运、公用事业等，年度分红密集区间（5-7月）与年中（9-11月）红利有短期止盈压力。

中性策略：量化中性策略市值下沉，超额收益更优，但需关注股指期货信号、交易拥挤度和财报风险。

行业轮动：速率显著提升，关注金融创新—稳定币；能源安全—核聚变、固态电池；产业催化——AI算力与应用、智驾、机器人、军工、创新药、新消费、自主可控（半导体、航空航天、工业软件等）。

政策博弈：反内卷（钢铁、煤炭、石油石化、化工、农林牧渔；光伏、动力电池和新能源车等）、财政发力（消费、基建类）、十五五规划（AI、高端装备、商业航空、低空经济、深海科技；人形机器人、量子计算等）。

(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 政策不及预期

(4) 产业进度迟缓

目录

CONTENTS

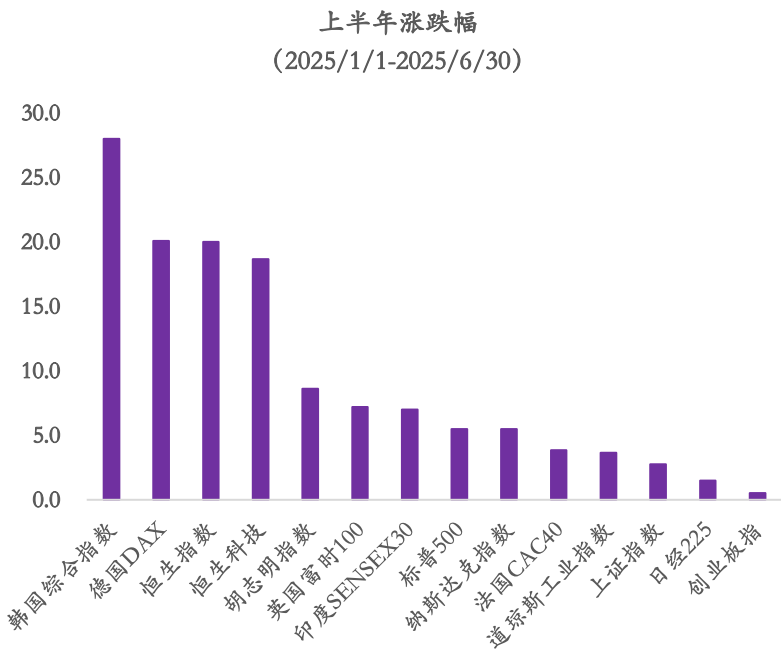
1. 海外宏观：滞胀担忧，政策博弈，美元偏弱
2. 国内宏观：总量趋缓，价格筑底，把握增量
3. A股大势：三大支撑，震荡慢牛，结构行情
4. 风格行业：红利缩圈，中性策略，行业轮动

引言：港股、小微盘、银行在上半年领涨

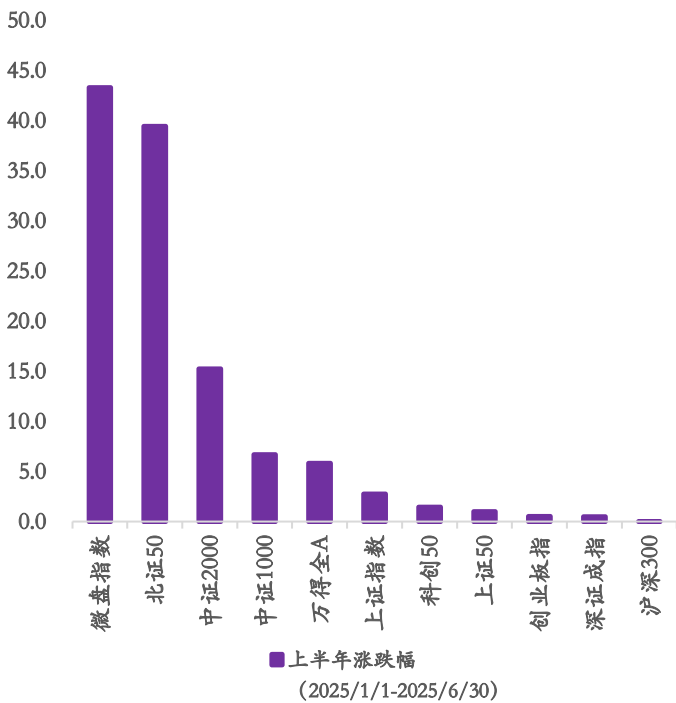
◆ 资产表现及对应的策略支撑：

- 港股全球领涨：非美资产，东升西落+科技重估，利好港股。
- 微盘一枝独秀：中性策略，宏观偏弱+流动性充裕+资产荒，中性策略占优，并向微盘和北证50下沉。
- 银行延续强势：红利缩圈，高股息防御，但会兼顾分红能力和持续性，银行领涨 VS 煤炭领跌。

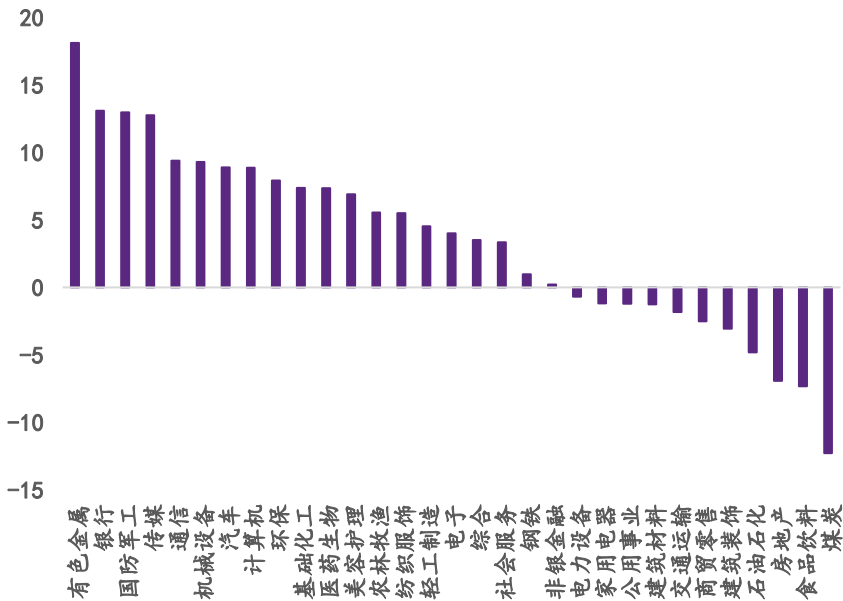
港股全球领涨



微盘指数一枝独秀



银行延续强势

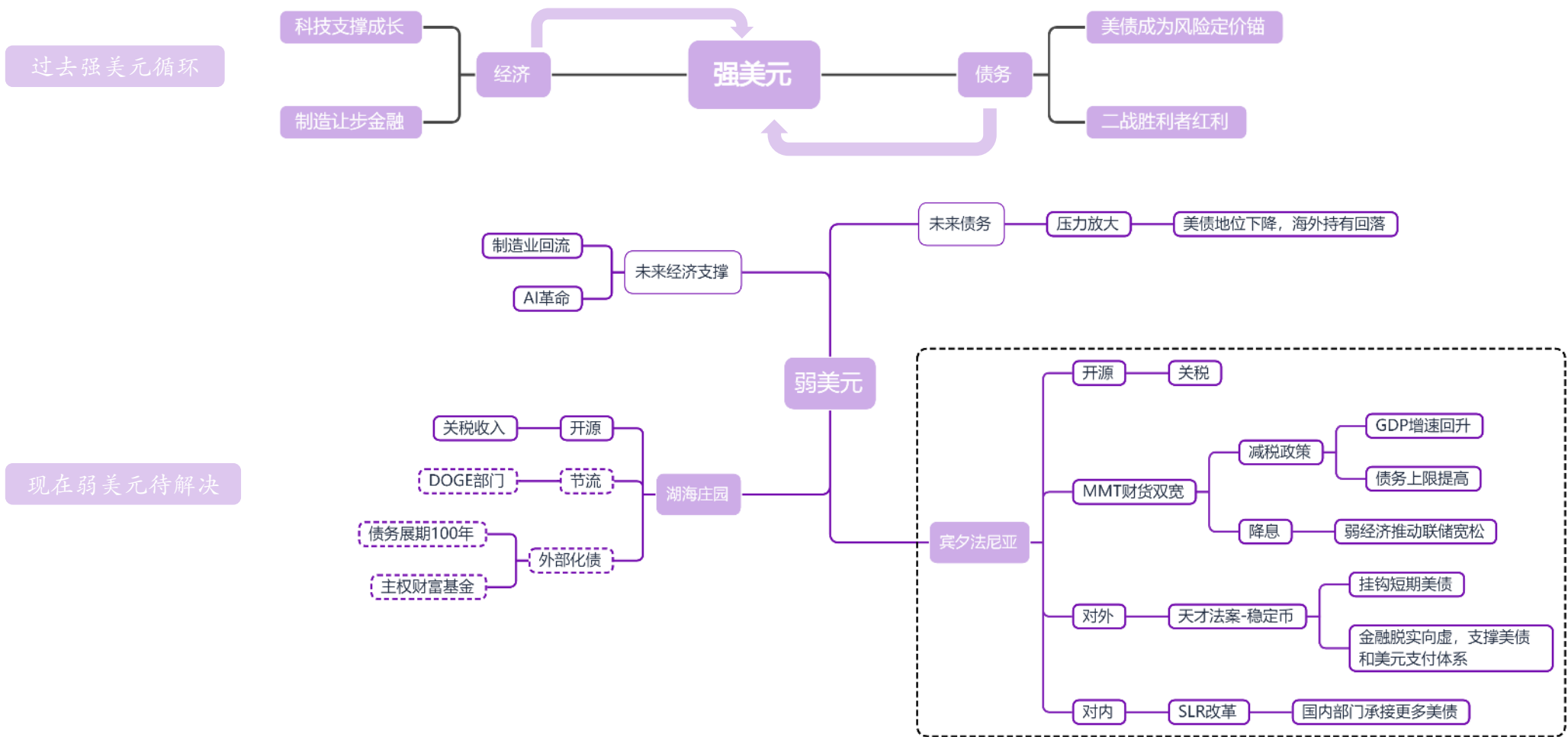


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

01 海外宏观： 滞胀担忧，政策博弈，美元偏弱

研究创造价值

从强美元到弱美元，美国金融脱实向虚

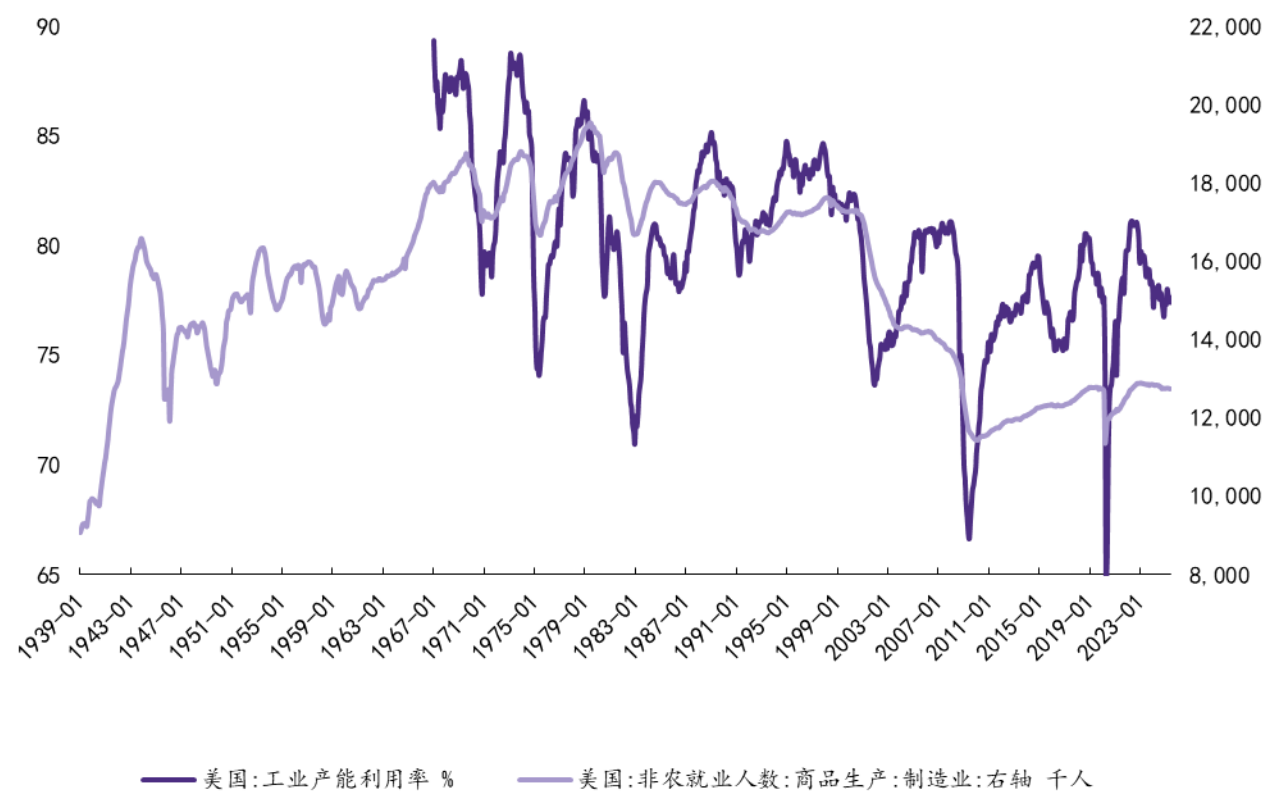


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

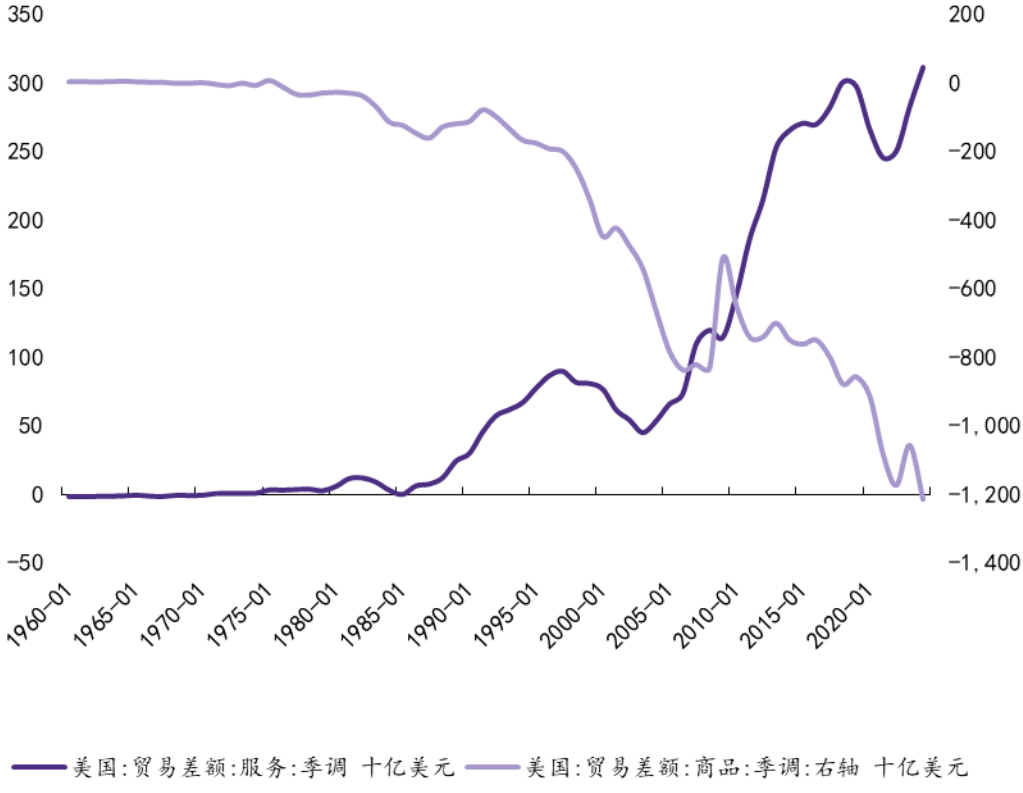
从产业脱实向虚到金融脱实向虚

- 制造业的兴起和回落带动了美国经济的转型，虽然从贸易差额的角度来说服务的顺差一直没能填补上美国的商品逆差
- 但是服务行业的兴起带动了资本涌入美国

产能利用率和制造业就业均出现了持续下行



商品创造逆差，服务带来顺差

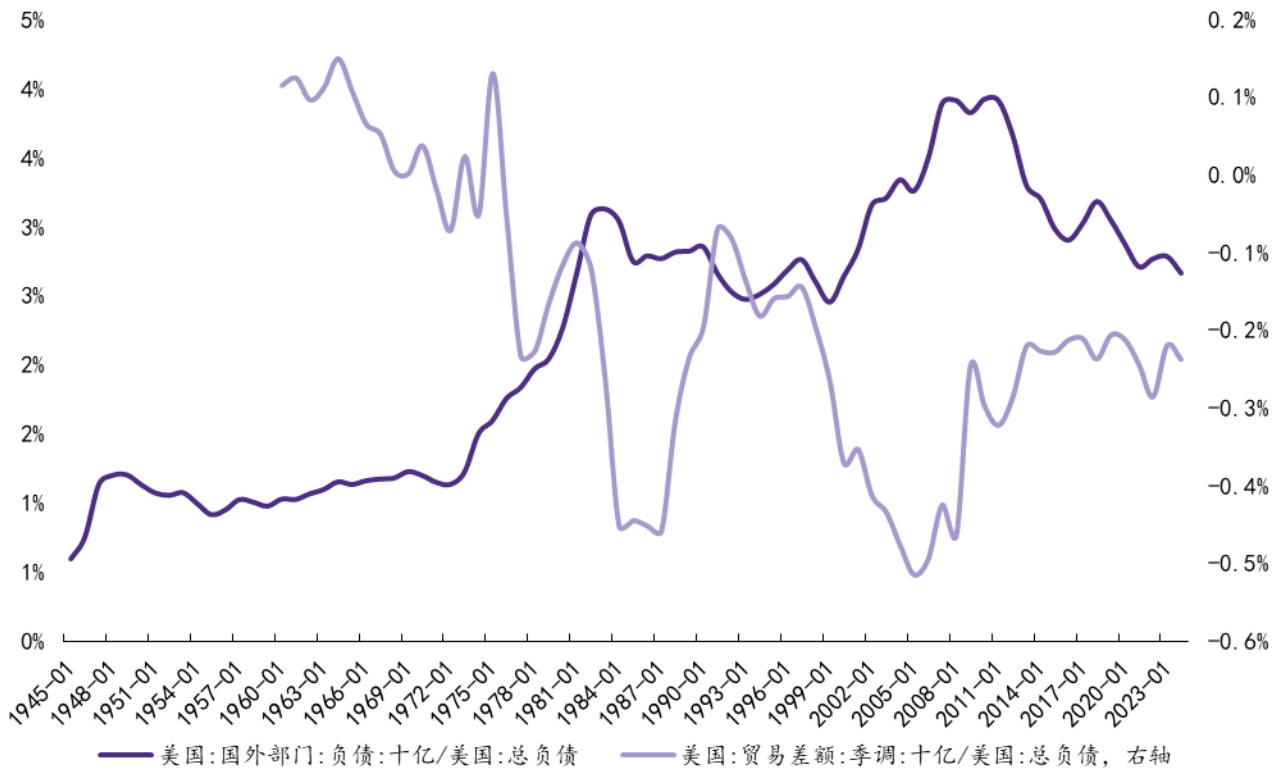


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

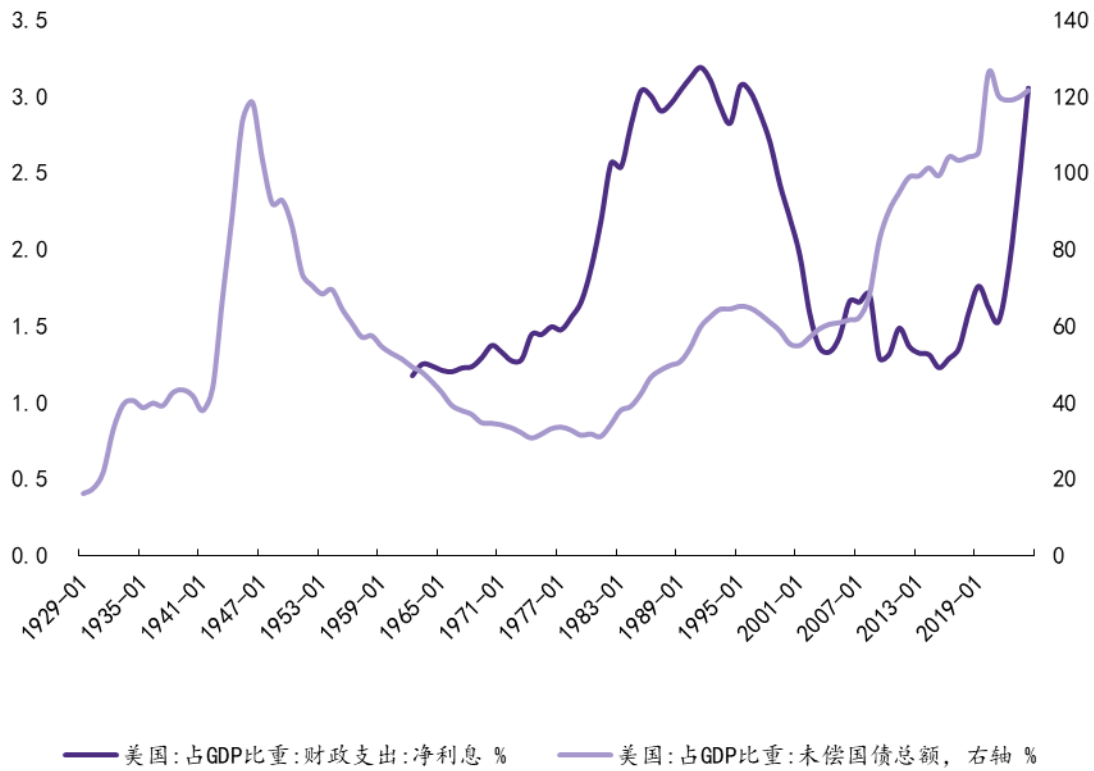
从产业脱实向虚到金融脱实向虚

因此虽然整体贸易保持逆差状态，但是资本流入更甚，外债占总债务的比在2008年前一直是持续上行的，显示出市场对于美元和美债资产的信心
08年金融危机后美国国外债务人对于美元和美债的信心开始出现减弱，虽然整体实际数额还在增加，但是从2008年之后美国的主要债务压力开始转向了国内

国外部门占总负债比没有再创新高



利息和未偿占比均快速上行

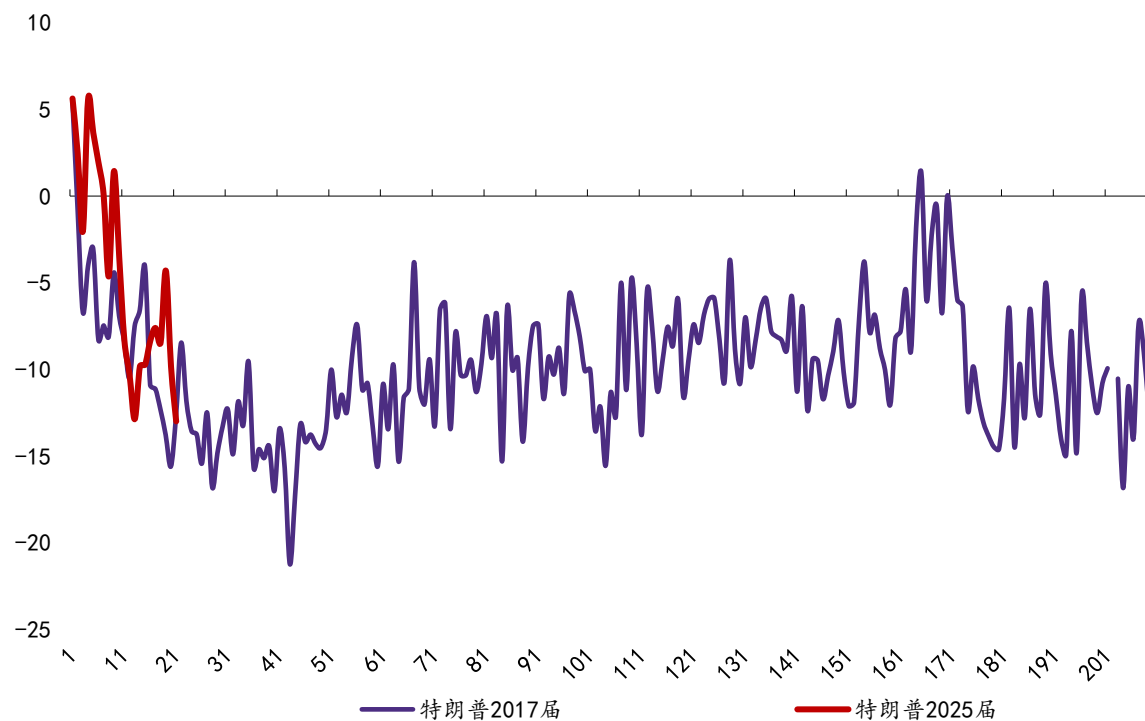


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

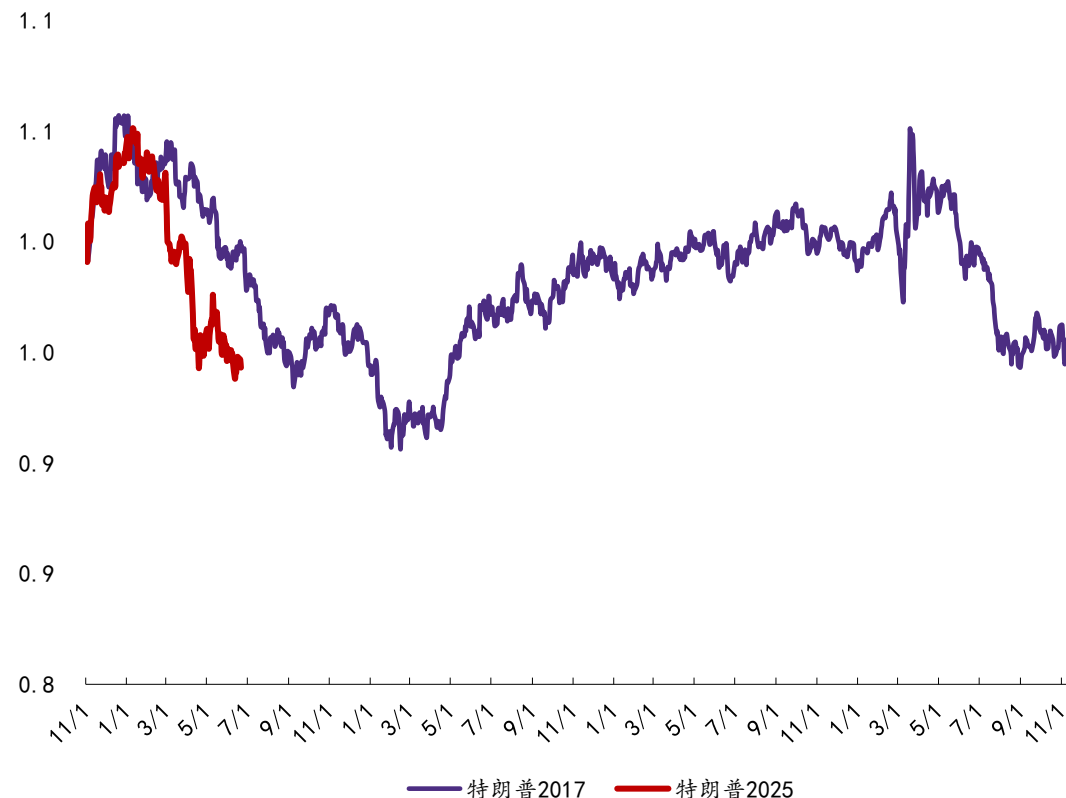
历史再现：特朗普支持率与美元指数同步下行

- 上台半年后特朗普的支持率一路下行，路径上类似于2017届时期。
- 2017/1-2018/2，美元指数震荡回落，从102贬值到88（-14%）；2017年特朗普内部医保、基建、移民和边境墙政策均受阻，2018/3/23 美国对华600亿美元进口产品加征301关税。
- 2025/2-2025/6，美元指数从109贬值到98，贬值幅度为10%；2025年初移民、裁员和财政缩减不及预期，特朗普内部特朗普内部2025/4/3 美国对全球加征对等关税。

支持率：特朗普1.0 VS 特朗普2.0



美元指数：特朗普1.0 VS 特朗普2.0



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

1.1.1 特朗普2.0政策脉络：关税和减税是下半年重点

政策	特朗普2.0	目前进展	政策观察
移民	紧入：特朗普时期边境设施重启	1、边境入境人员减少；2、难民程序放缓；3、内部签证放缓（H1,H2,F1）	特朗普金卡，特朗普宣布1.5万人加入等待列表，潜在收入为750亿美元，实际售出1000张，约50亿美元收入
	宽出：通过AlienEnemiesAct来驱逐非法移民	1、逮捕增加；2、但遣返人数并未显著增加，仍低于拜登时期；3、AlienEnemiesAct遣返人数较少	全球仅有约150万非美国人士拥有500万美元以上净资产，需要售卖724.4万张金卡才能覆盖美国目前的债务
	聚焦：取消出生公民权	下级法院反驳了特朗普的政令，最高法院在5月15日举办了听证会，但并未得出结论。主要的论点在于特朗普能否通过行政令实行全国性命令和下级法院能否反驳特朗普的全国性行政令，决定了特朗普后续的权利范围	洛杉矶游行爆发，低技能岗位整体缺人，带来一定通胀（薪资压力）和消费压力
裁员	DOGE：裁员和部门缩减，财政收缩2万亿美元	削减财政：削减了1700亿美元，原计划的17%； 裁员：公布了超过20万人的裁员计划，但是一方面是延迟，另一方面最高法院也有阻碍，落地仍有阻碍，马斯克已回归特斯拉	最高法支持特朗普，部分共和党州会有落地，特朗普权力范围提升
关税	全面关税	超预期关税后进入和谈期，但目前只与中国和英国有较好的谈判结果，传统的盟友国家如韩国，日本和欧盟等都谈判效果较差 月底：CAFC可能就CIT上诉作出初步裁定，若支持CIT，IEEPA关税将暂停；若支持政府，关税继续。 7月8日：57国额外关税宽限期结束，若CAFC未裁定，特朗普可能加征11-50%关税，引发新一轮报复。 7月31日：CAFC口头辩论定于此日，预计8月有实质裁定	信函关税开始落地
减税	TCJA延续，OBBA	一票优势通过众议院，预计在7月左右得出参议院的结果	减税法案通过
能源	能源法案	1，退出巴黎协议；2，停止拜登时期新能源建设；3，宣布国家紧急经济状态大力开采传统能源；4，加大核能源力度	OBBA中加速IRA的废除

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

关税：关税波动再起

- 特朗普政府在2025年7月通过向22个国家发出关税信函，继续推进“美国优先”贸易政策
- 后续重点关注盟友方面的谈判，其中欧盟主要看**7月14日**后是否达成豁免协议，或面临20%关税。
- 日本、韩国等：能否在8月1日前达成减免协议，缓解25%-40%关税压力。
- 加拿大关税税率从25%上调至35%，可能因加拿大3%数字服务税（DST）引发贸易争端
- IEEPA法庭的审理预计在**7月底**公布结果，是另一个重要的时间点

国家	关税税率（8月1日起）	备注
日本	25%	较4月宣布的24%略增，日本首相表示“遗憾”，将继续谈判。
韩国	25%	韩国启动汽车行业紧急支持，寻求谈判避免关税。
马来西亚	25%-40%	马来西亚推动“平衡互利”贸易协议。
南非	25%-40%	有部分免税，但争议较大
印尼	25%-40%	列入高关税范围，具体影响待谈判结果。
泰国	25%-40%	面临高关税压力，需在8月1日前达成协议。
孟加拉国	25%-40%	此前4月关税为37%，可能调整。
柬埔寨	25%-40%	此前4月关税为49%，可能调整。
塞尔维亚	25%-40%	此前4月关税为37%，具体影响待确认。
哈萨克斯坦	25%-40%	新增受影响国家，具体行业未明确。
老挝	25%-40%	此前4月关税为48%，可能调整。
缅甸	25%-40%	此前4月关税为44%，可能调整。
波黑	25%-40%	新增受影响国家，具体影响待确认。
突尼斯	25%-40%	新增受影响国家，具体影响待确认。
菲律宾	30%	此前4月关税为17%，关税上调，需加快谈判。
斯里兰卡	30%	此前4月关税为44%，可能调整。
摩尔多瓦	30%	
文莱	30%	
利比亚	30%	
加拿大	35%	加拿大3%数字服务税（DST）
欧盟	30%	高于20%的市场预期
伊拉克	30%	
阿尔及利亚	30%	
巴西	50%	因“对前总统博索纳罗的迫害”等原因加征高关税。

行业	关税税率	生效日期
钢铁	50.0%	2025/6/4
铝	50.0%	2025/6/4
汽车及零部件	25.0%	2025/4/3
铜	50.0%	2025/8/1
药品	最高200%	未明确
半导体	未明确	预计8月中落地
电影	100.0%	未明确

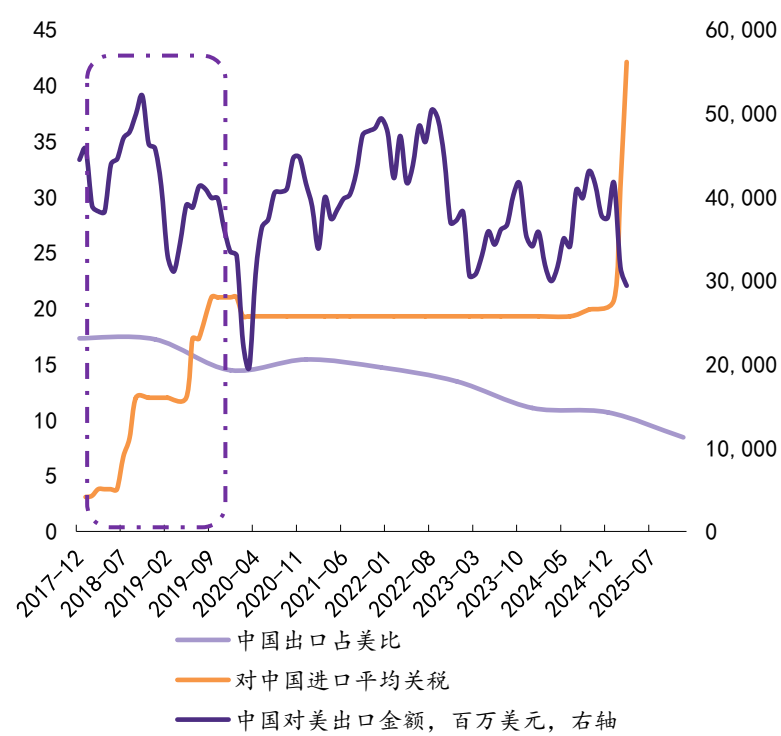
情形	平均关税
TACO	维持10%对等关税，中国芬太尼减少至10%或者，同时行业关税放缓 10%左右
中性	基准关税维持25%，同时行业关税如半导体，医药和汽车保留，欧洲和日本保留15%左右的对等关税 17.5%左右
鹰派	行业关税和对等关税来到4月以来的水平，并在8月落地，欧洲落地50%，同时中国提高34% 25%以上

资料来源：RS，华鑫证券研究所

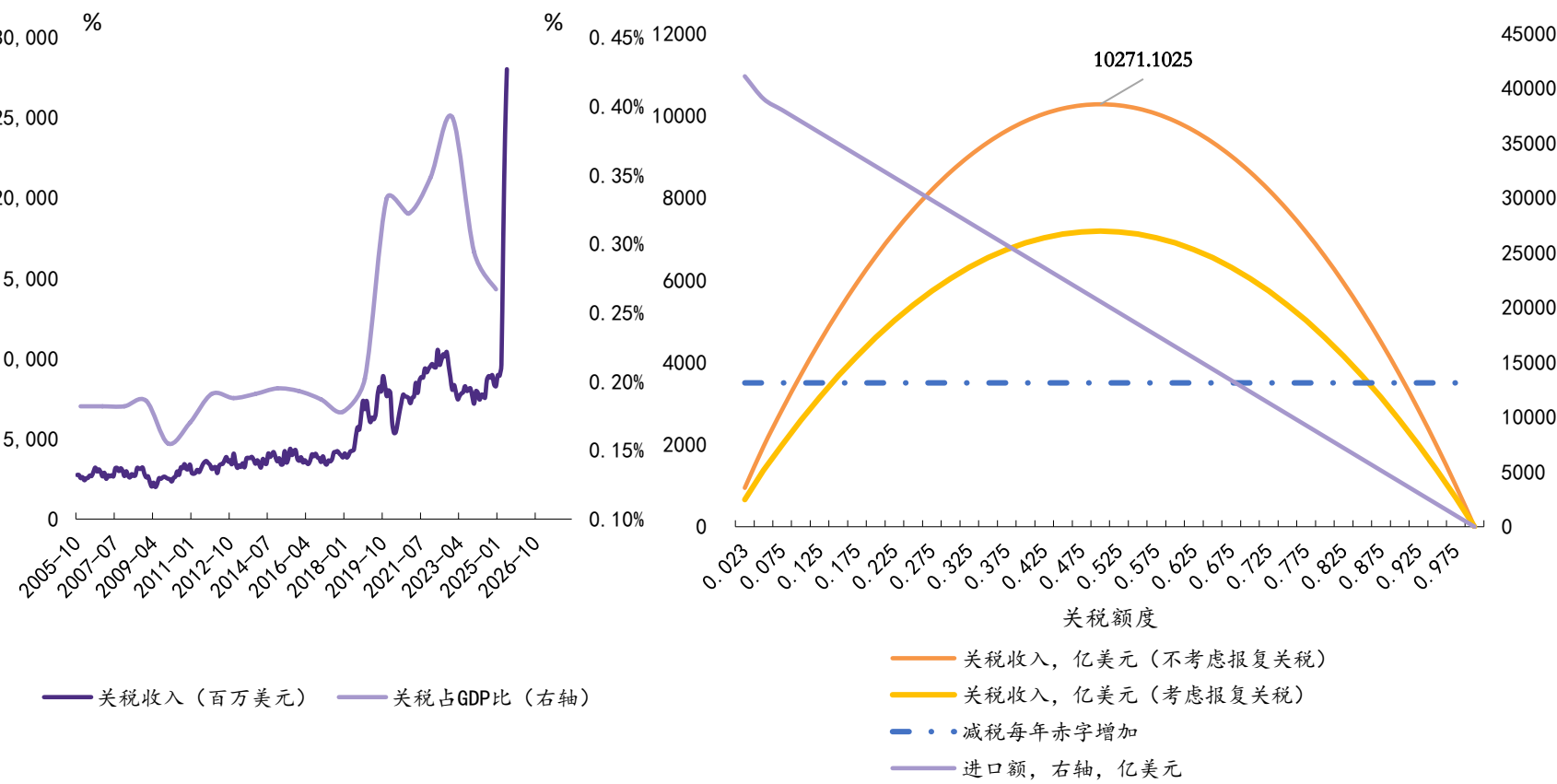
关注减税法案进展，关税与减税有跷跷板效应

- 2018-2019年，美对华平均关税加征至21%，增加了16.9%，平均进口额减少了16.6%，税率弹性为-0.98。
- 在已知税率弹性的基础上，最优税率= $1/(e+1)$ ，要覆盖减税法案带来的3500亿美元的年赤字增加，有效关税税率或在17.5%附近，年内增加15%关税。

美国进口中，中国部分对关税的敏感性在-1左右



要覆盖减税法案带来的3500亿美元的年赤字增加，平均关税或在17.5%附近



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

政策效果观察：或三高（失业率、赤字率、CPI）一低（GDP增速）

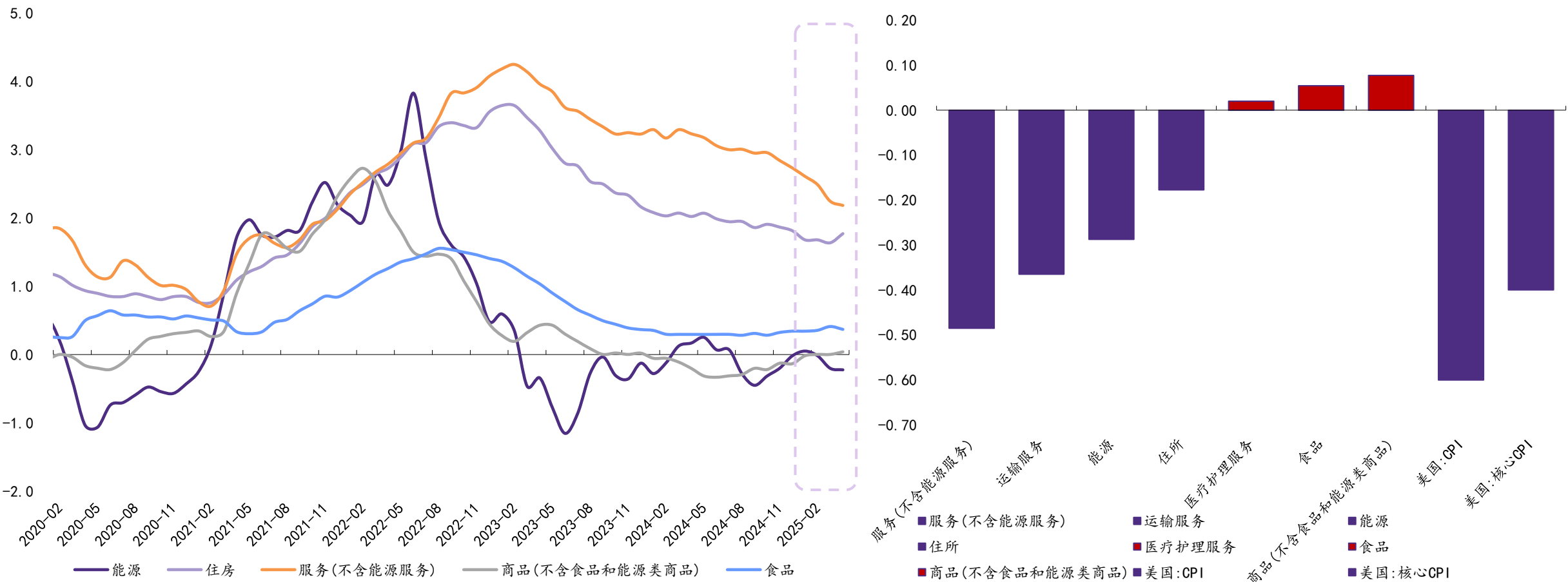
政策	CPI	GDP	失业率	赤字率
关税	减少0.1-0.3% 进口成本持续，但需求减弱带动关税通胀效应难以实现	-0.6%至-0.8% 出口降18.1% (\$3300亿), 动态收入\$1.4万亿(10年)。	+0.2%至0.3% 清洁能源83万就业流失 (SEIA), 出口受报复。	+0.2%至0.4% IEEPA裁定风险减收入，报复削弱财政。
减税	+0.2%至0.3% IRA废除带来能源价格回升，医疗服务部分价格回升	+0.3%至0.5% 效应减弱(CTC 2028年到期), 清洁能源投资Purchase	-0.1% 15%企业税率增制造业就业，但不足抵消清洁能源损失。	+0.5%-0.63% 累积赤字\$2.4-\$3万亿。
移民	+0.1%至0.2%，职位空缺率带动薪资增速回升。	-0.2%至-0.3% 劳动参与率降至62%, 老龄化(65岁+占20%)加剧缺工。	+0.1%至0.2% Medicaid要求及ICE执法减低技能工人。	+0.1% 税基缩小，金卡收入有限。
地缘政策	+0.1%至0.2% 油价波动(伊朗及俄乌)，科技战增半导体成本。	-0.1%至-0.2% 欧盟报复及中国科技战减出口\$1.2万亿。	+0.1% 半导体及能源供应链中断影响就业。	+0.1%至0.2% 军费及外交成本增(如伊朗)。
综合影响	通胀或短期回升至3%但终要看需求韧性	-0.6%至-1.1% 关税及移民主导减产，减税效应减弱。	4.5%-4.8% 清洁能源及出口就业流失，移民加剧短缺。	7.0-7.5% 国债-GDP比 100%-120%, 减税及利息为主。

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

1.1.2 通胀：上半年通胀回落，关税影响尚未显现

- 上半年美国通胀震荡回落，对等关税落地后，通胀持续弱于预期；
- 拆解结构来看，服务和能源是主要的通胀下行因素。

能源、服务以及服务中的住房项主导通胀下行

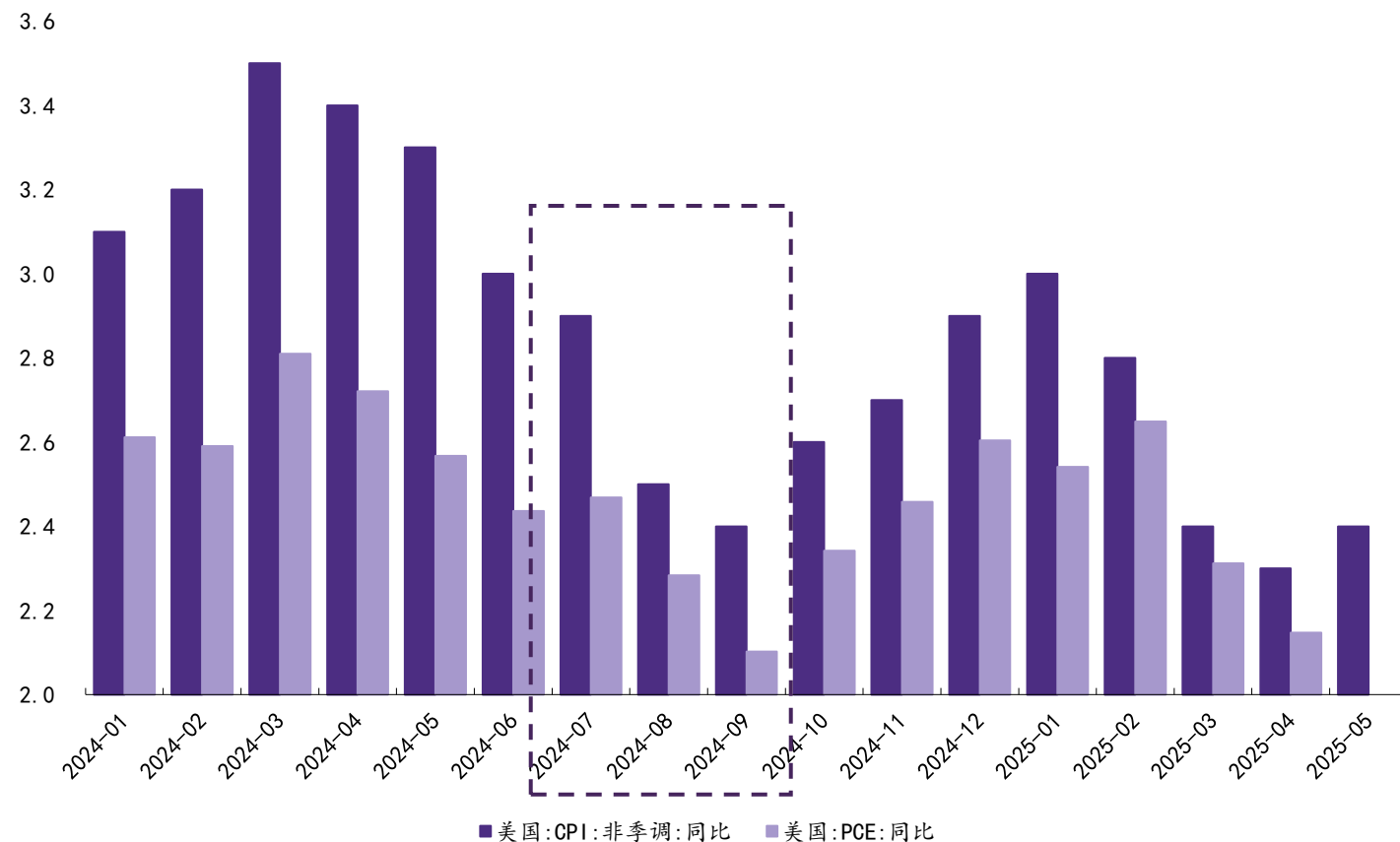


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

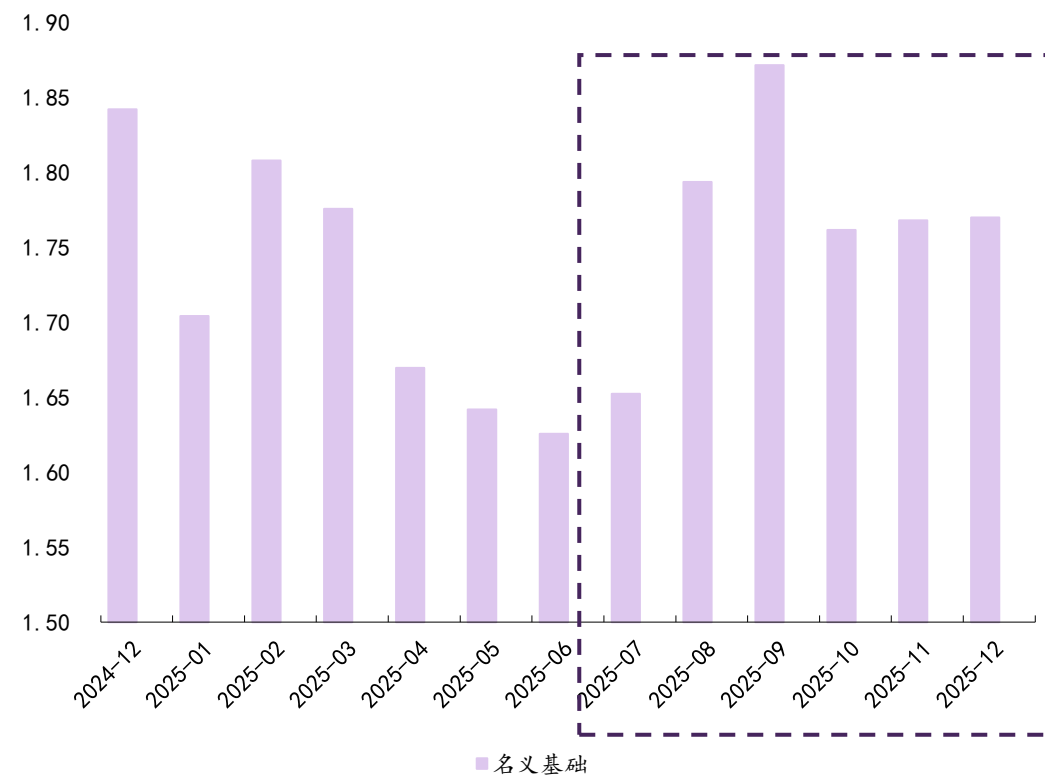
下半年通胀先上后下，关注低基数和需求的博弈

- 三季度通胀低基数效应进一步凸显，叠加中东局势升级油价上行，通胀有再度上行压力。
- 剔除服务通胀的基础通胀部分，也会在三季度有较大的回升，联储在6月FOMC上修通胀预期至3%。

三季度基数持续走弱，支撑通胀上行



通胀基础（剔除服务的部分）也遵循先上后下规律

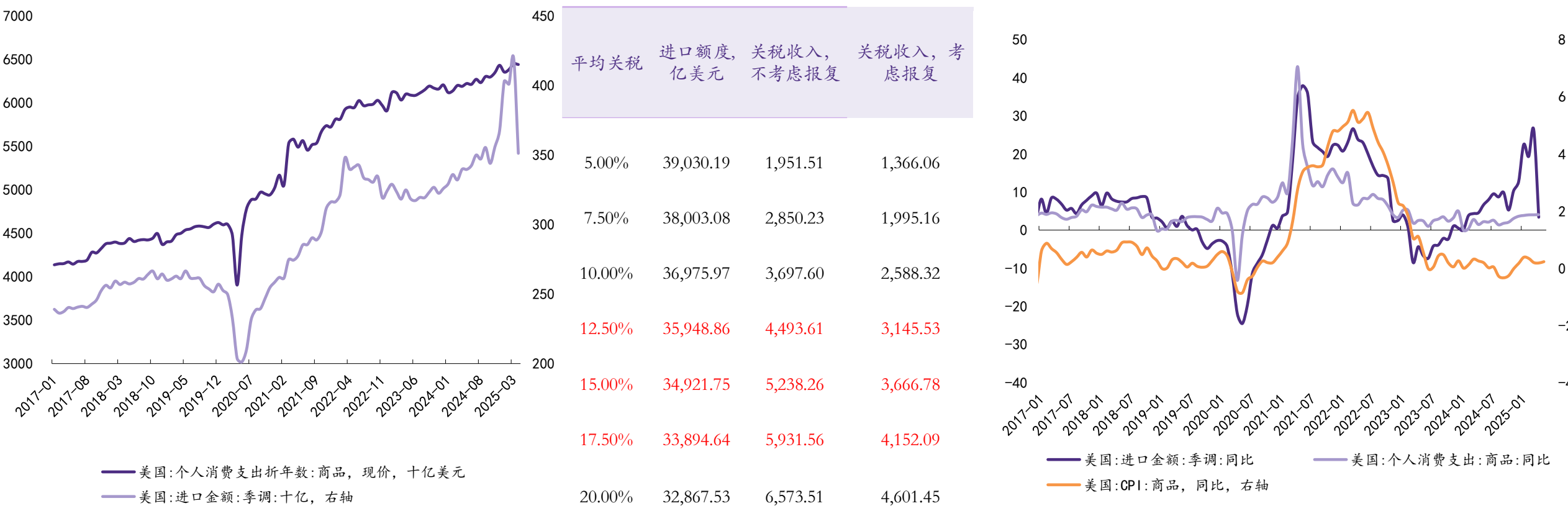


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

下半年预计先上后下，关注低基数和需求的博弈

- 根据美国财政部数据，截至6月12日，2025年关税收入已达719亿美元，同比增长81.1%。
- 5月单月关税收入创纪录，达到230亿美元，关税政策导致的显著收入增长，但仍远低于特朗普声称的每日20亿美元。
- 当前关税对进口需求的滞后效应开始显现，在美国需求较弱的情况下，关税带来的价格端的压力会进一步挤压需求，造成短期商品通胀的不升反降，关税的通胀冲击或难以兑现。

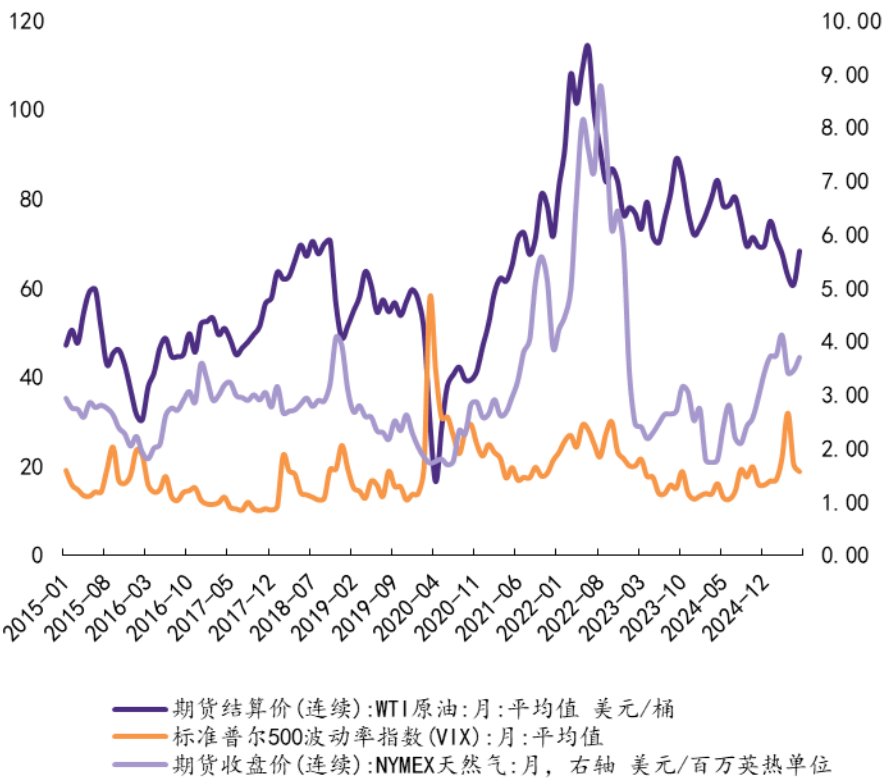
关税对进口的滞后效应开始显现



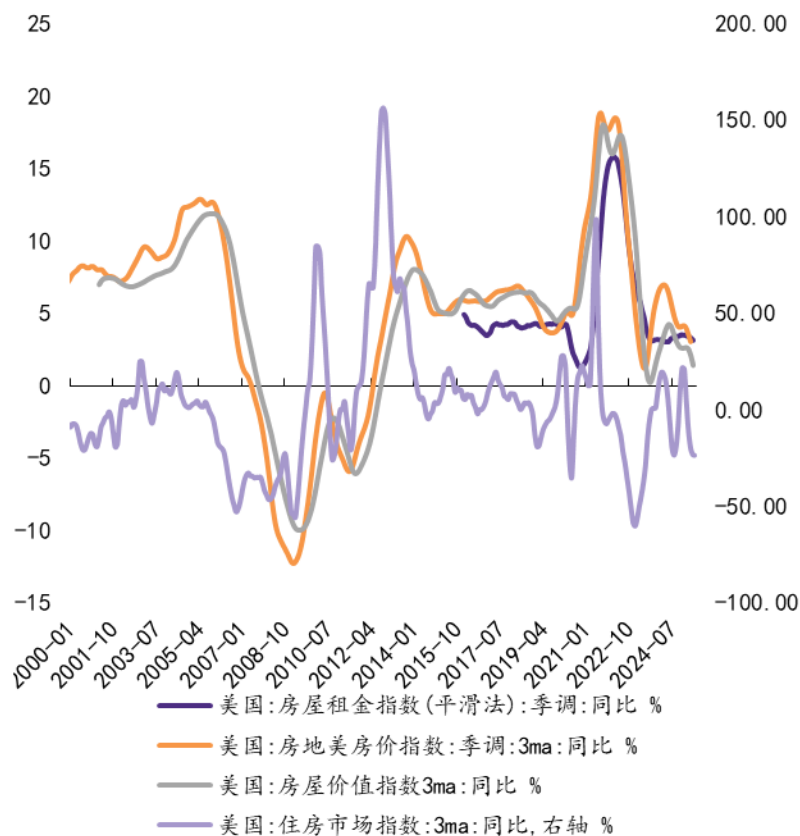
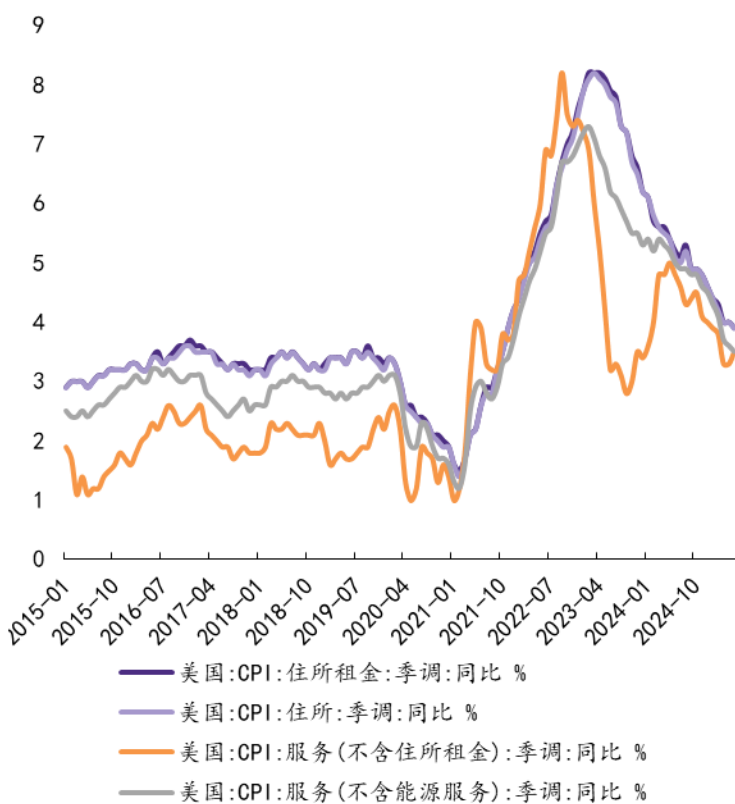
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

- 地缘局势或带动能源价格出现大幅的波动，进一步影响美国通胀走势，加剧通胀波动。
- 地产则与美国整体的需求更为相关，目前住房通胀和价格持续下行，或仍会带动整体服务通胀的回落。

地缘局势加剧能源价格波动



住房相关的通胀和住房价格持续下行

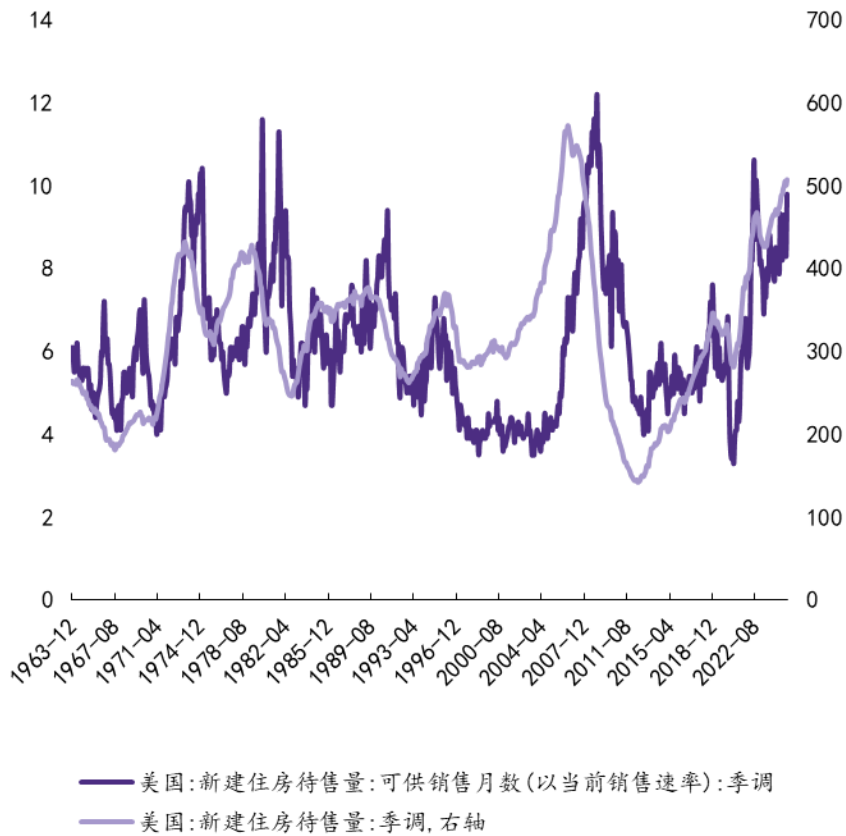


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

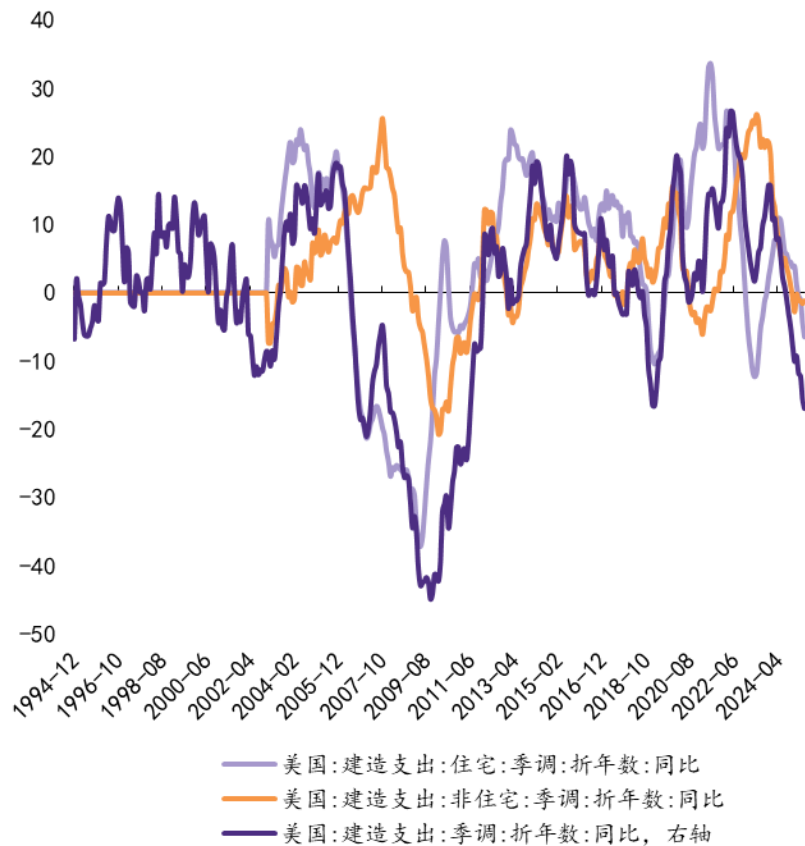
地产需求依旧羸弱，住房通胀回落

➢ 地产库存上行，居民购买力保持低位，地产相关投资持续下行，住房通胀进一步回落；

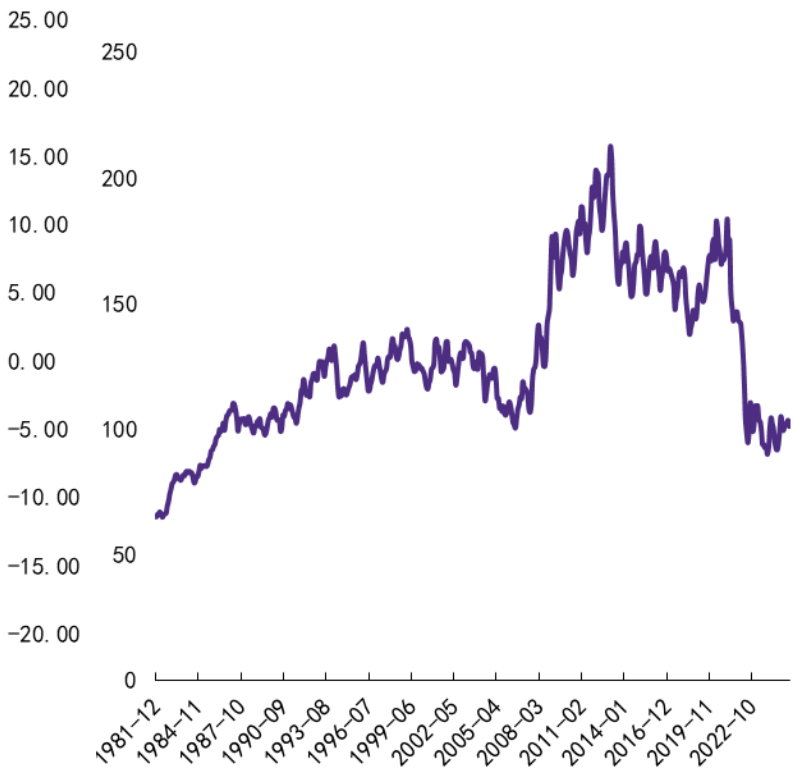
美国新房库存增加



地产投资持续下行



住房购买力指数延续回落

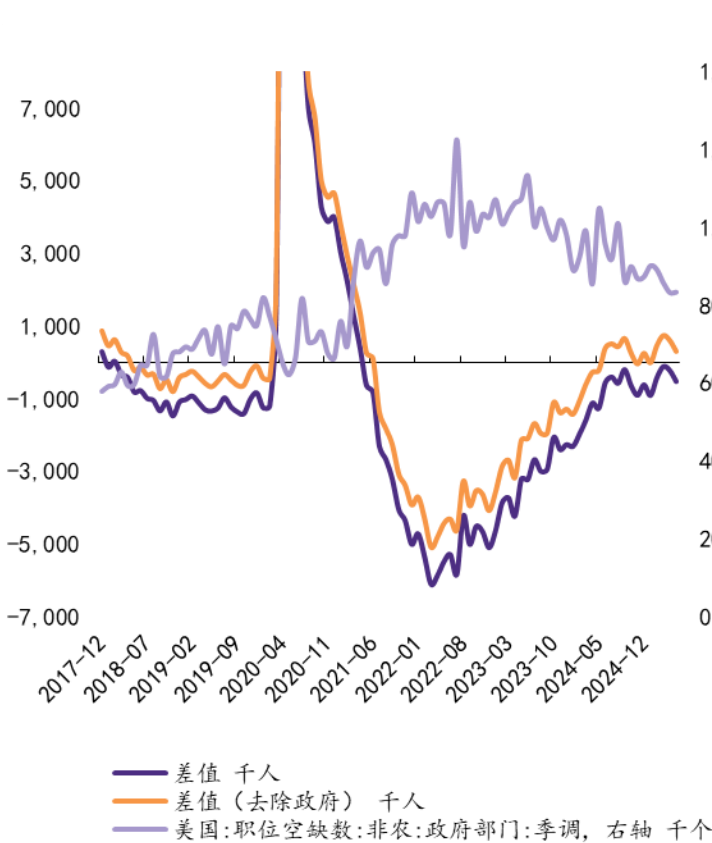


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

1.1.3 非农就业：职位空缺缩窄

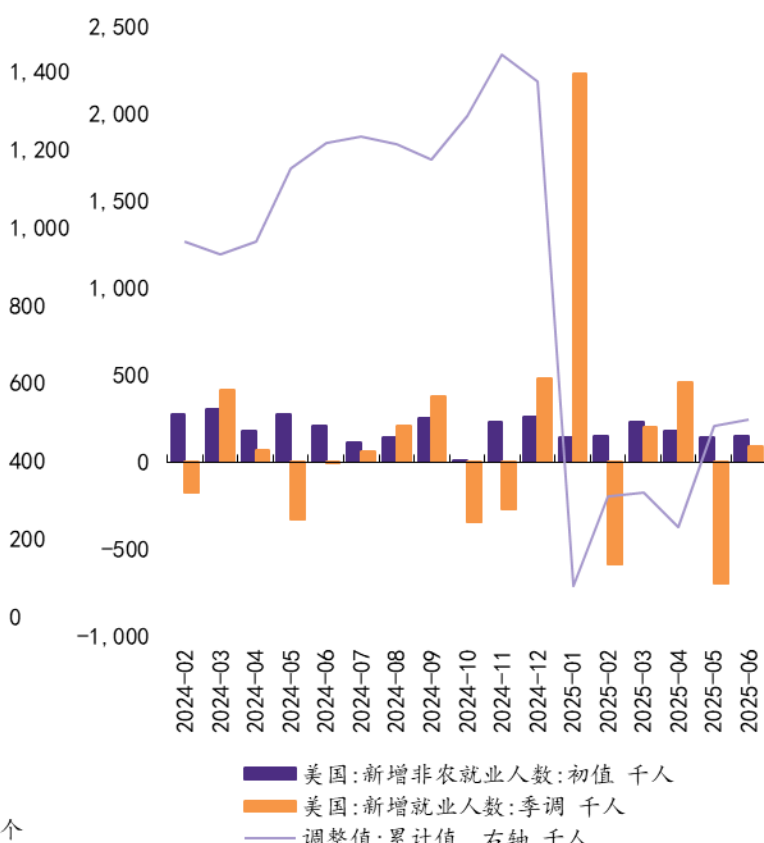
➢ 2023-2024年失业人数持续新增超50万人，目前上半年美国已经新增失业人数35万人，叠加移民政策冲击，关税引发的补库冲击减弱，就业市场的冷却速度或超过前两年。

劳动力开始供给过剩

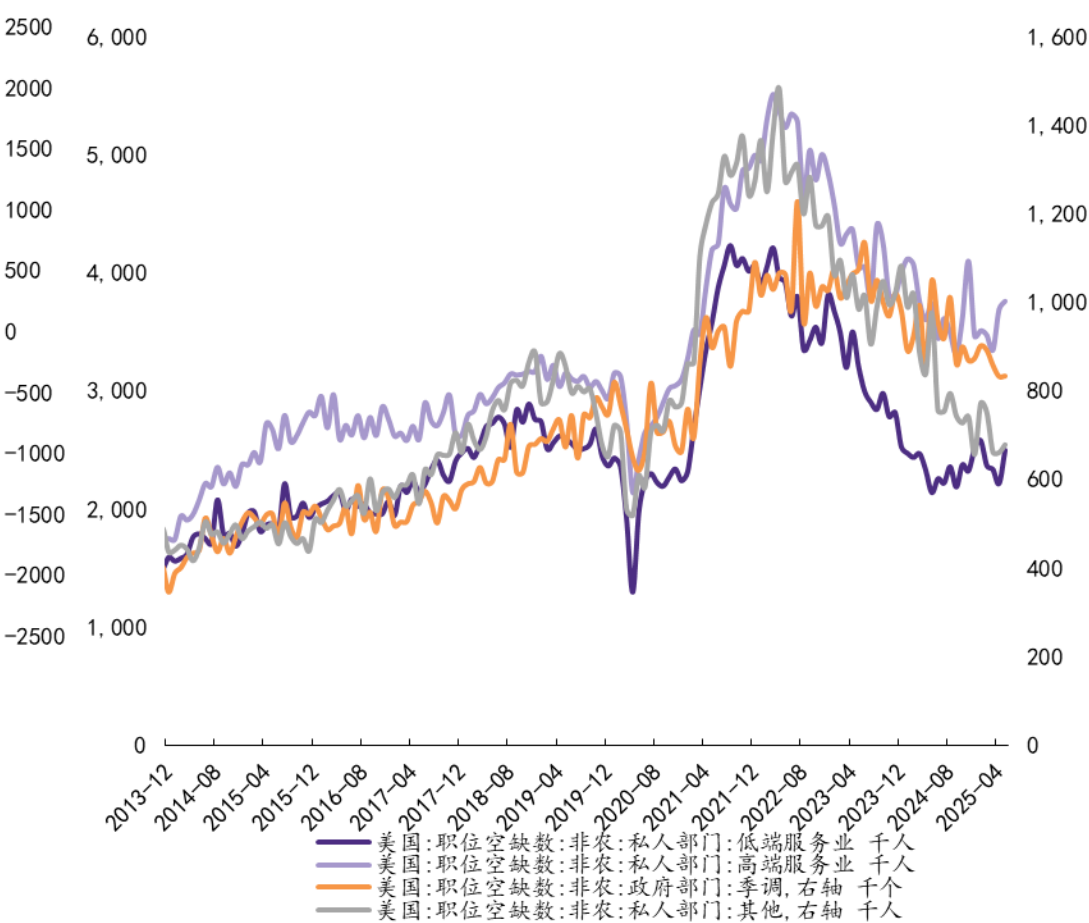


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

新增非农就业人数下修



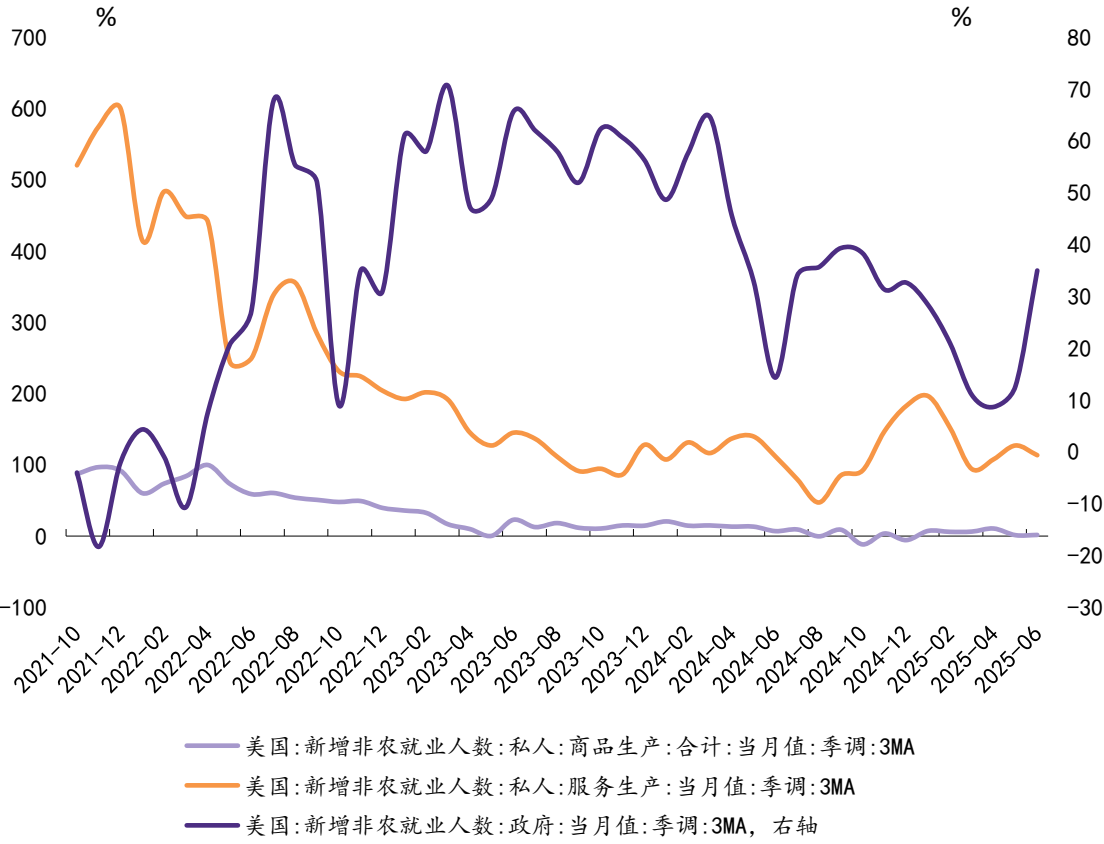
除高端服务外，职位空缺人数均在回落



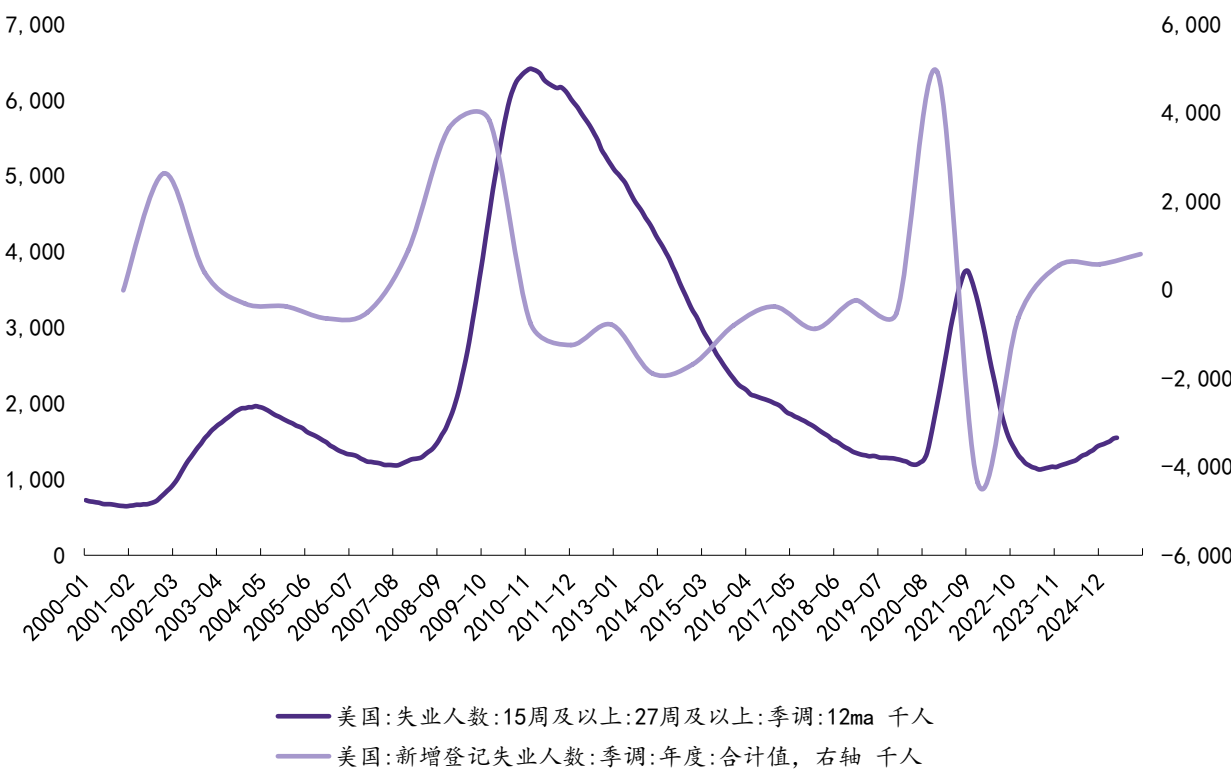
非农就业：单月数据强势不改走弱趋势

➢ 6月非农偏强：新增就业14.7万人，但需要注意的是14.7万的新增就业中是7.3万人的政府就业贡献，仅有7.4万人的私营部门新增就业。同时27周以上的长期失业人数环比增加19万人，是2021年以来的最大单月新增。

当月非农韧性主要是政府就业支撑



新登记和持续失业人数增加



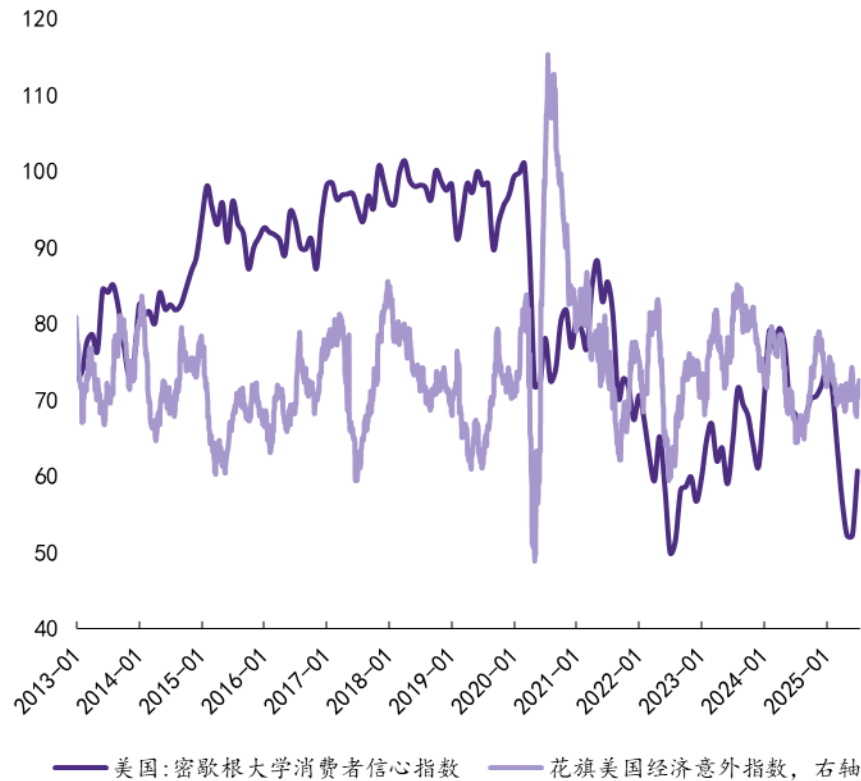
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

1.1.4 经济：平稳下行，软数据到硬数据从背离到收敛

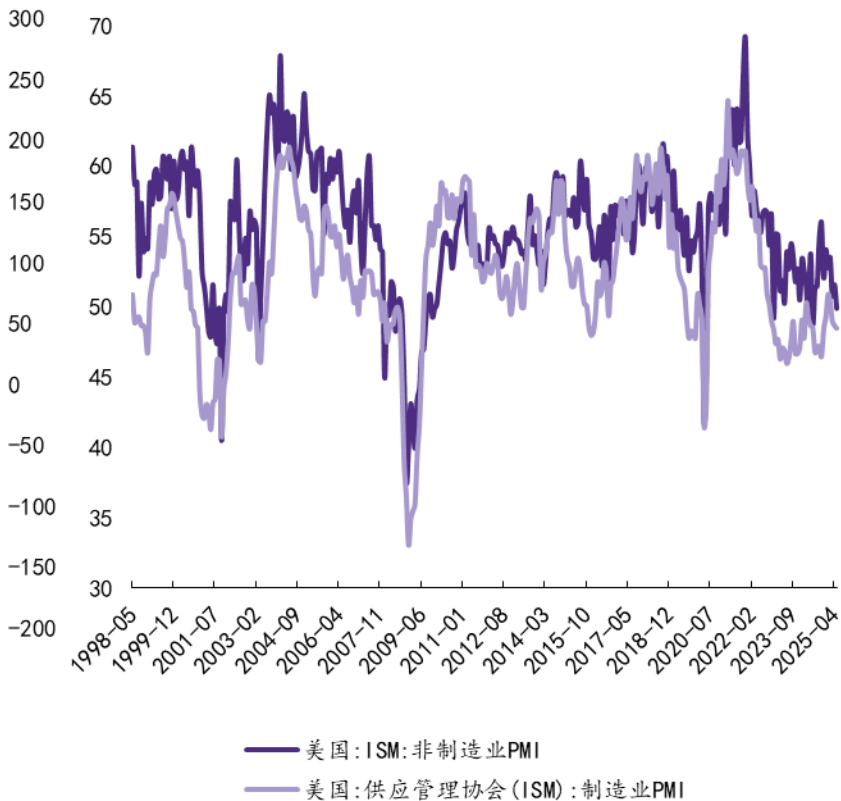
◆ 美国经济数据偏弱：

➢ PMI回落、零售销售和住房指数低于预期、经济预期低位运行，需求仍待去化。

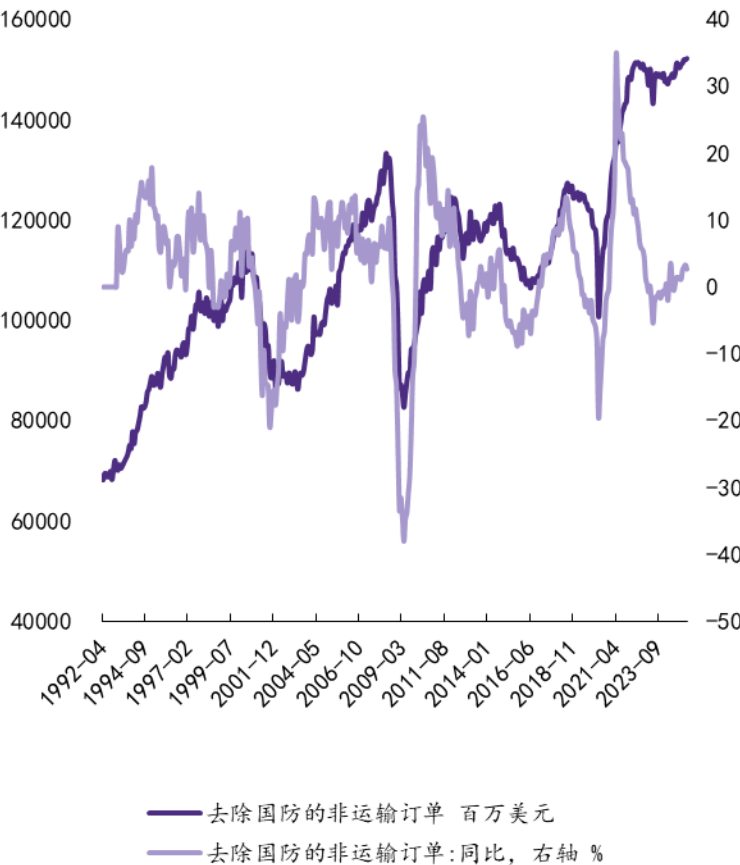
经济预期保持低位



ISM PMI均进入到回落区间



需求仍待去化

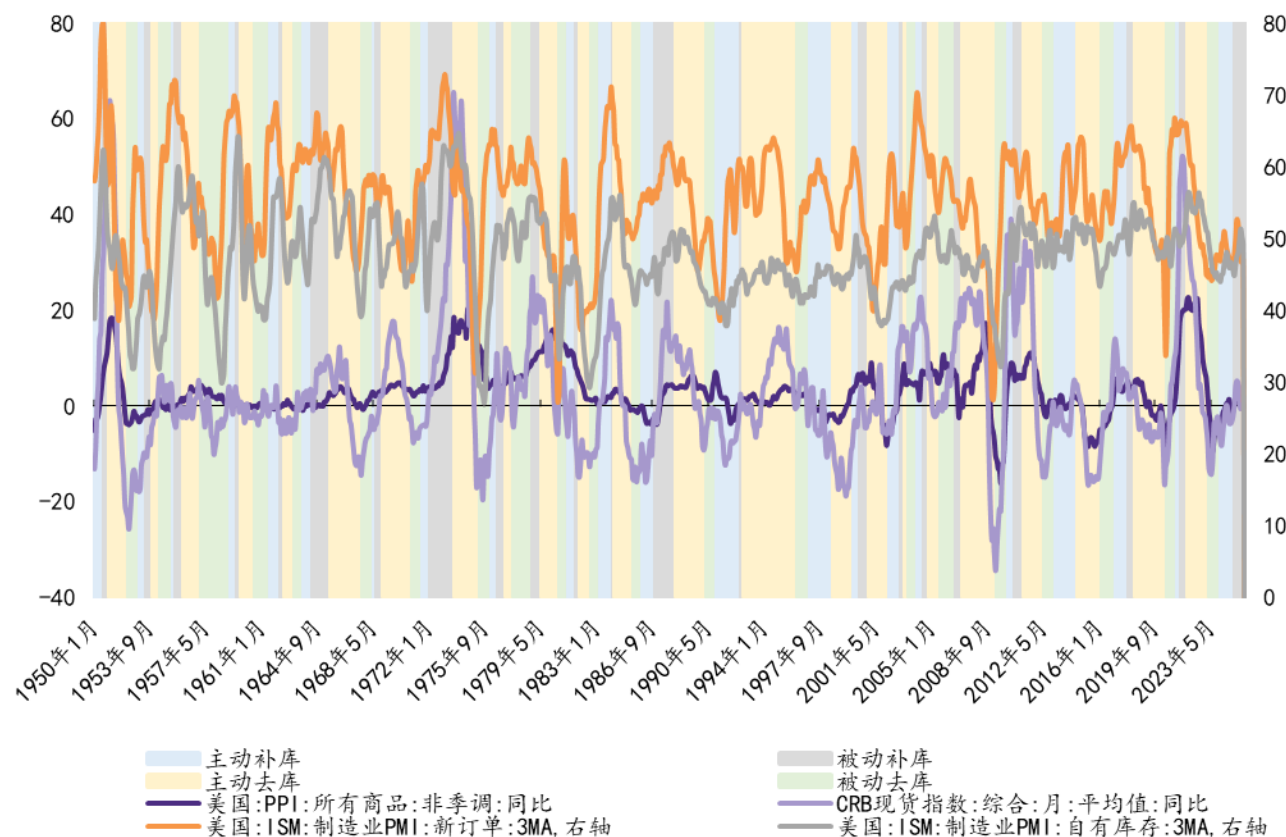


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

被动补库周期接近结束，需求仍待去化

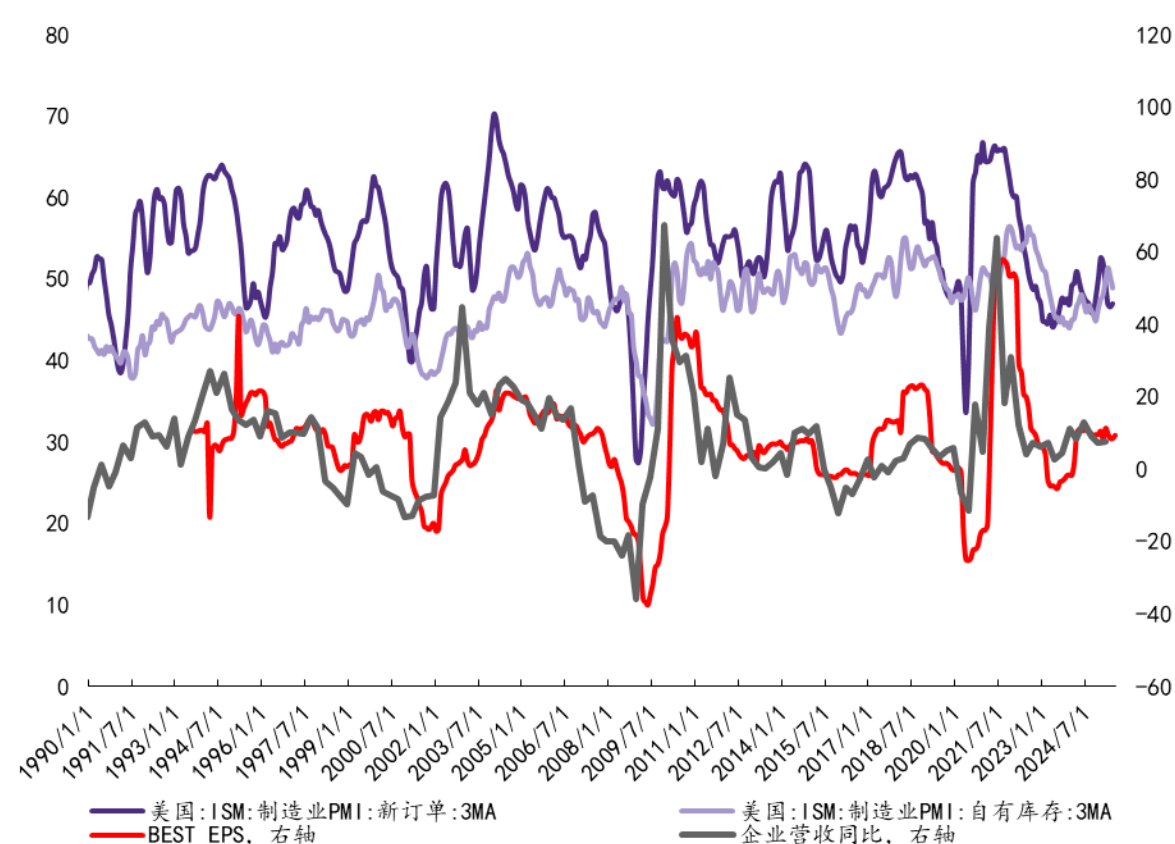
◆ 美国现在仍处在被动补库的尾声，仍待库存周期的转化带动需求的回落

去库周期仍未到来



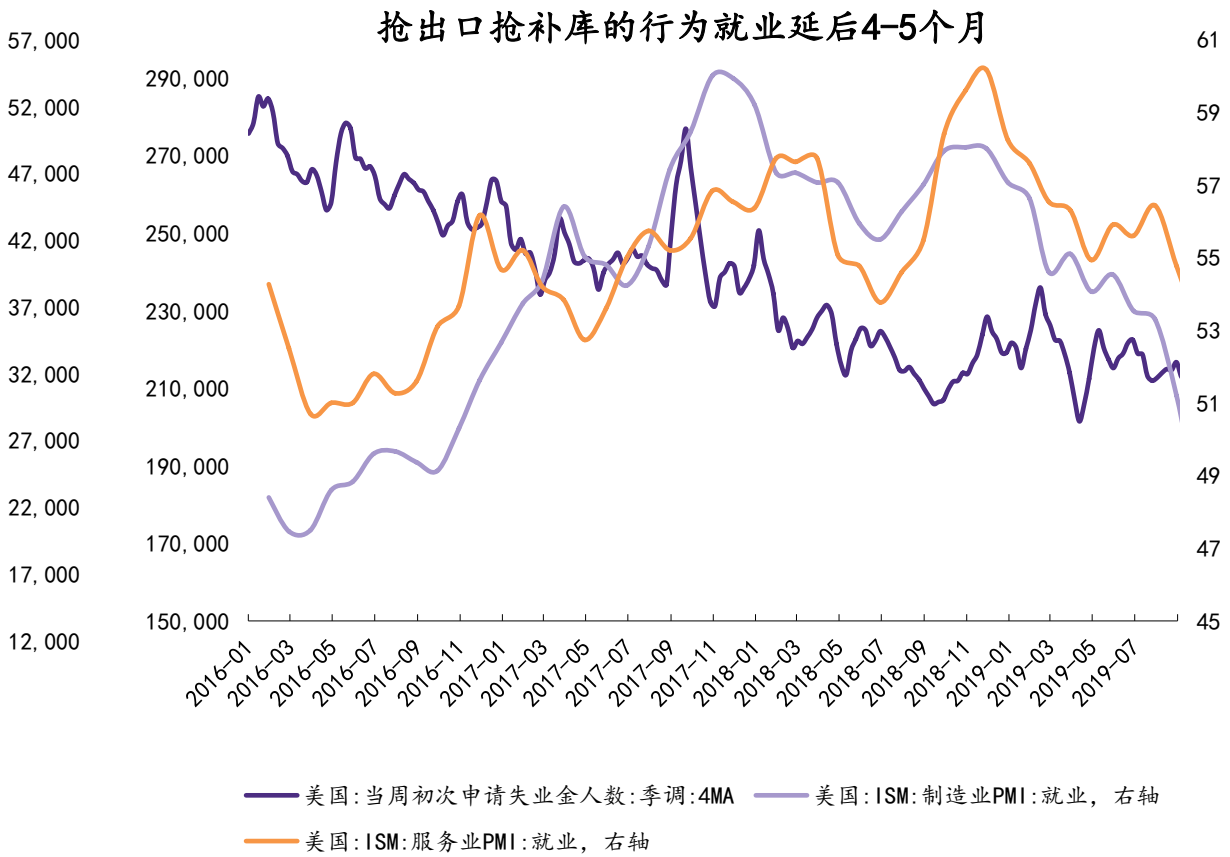
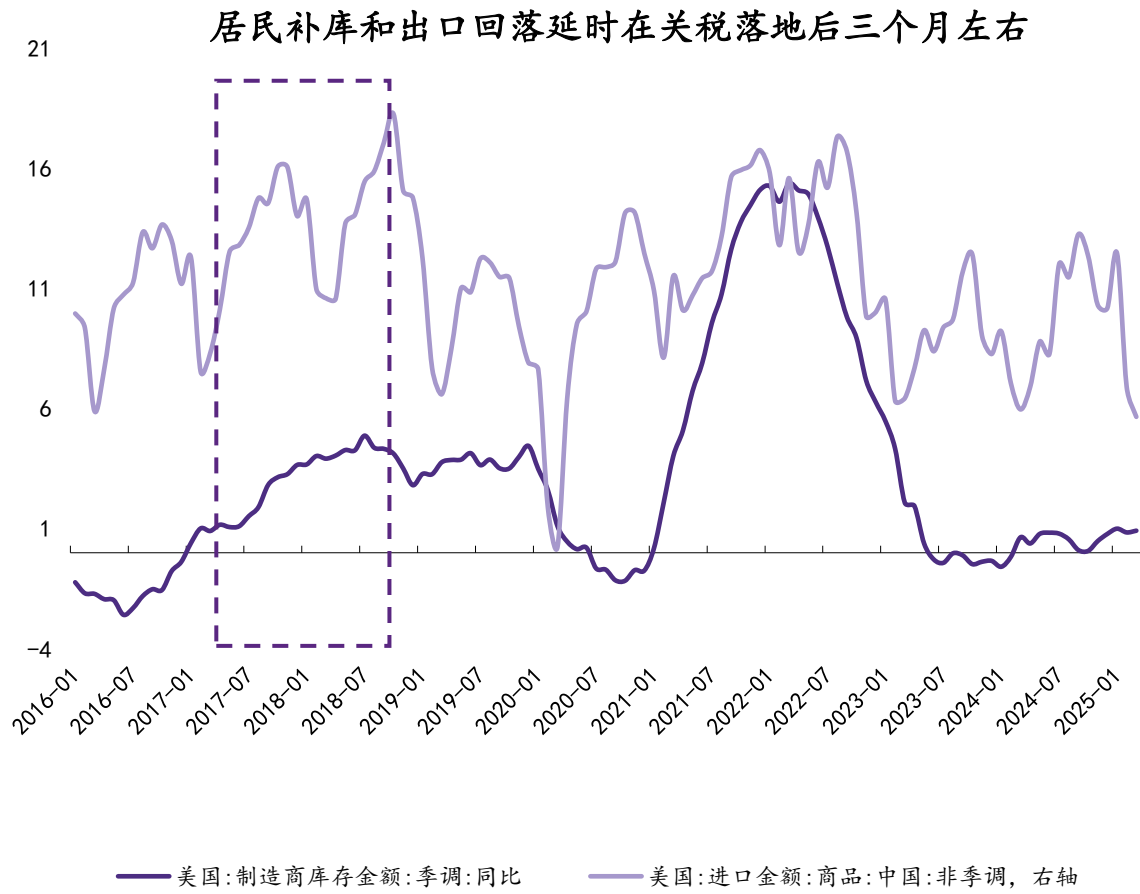
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

去库周期会带动盈利出现快速回落



关税对美国经济冲击有延迟

- 复盘2018年中美贸易摩擦，关税对于美国整体的需求影响滞后一个季度，7月关税落地，10月才出现中国对美出口、美国整体进口规模回落，抢进口的补库行为也告一段落。
- 提前补库行为带来相关行业就业的回升，就业人数往往会相较于库存和出口更为滞后，Q3是美国经济的重要观察窗口。



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

1.2.1 美股：当前性价比偏低，高位滞涨

从指数和一级行业来看，当前美股性价比有限

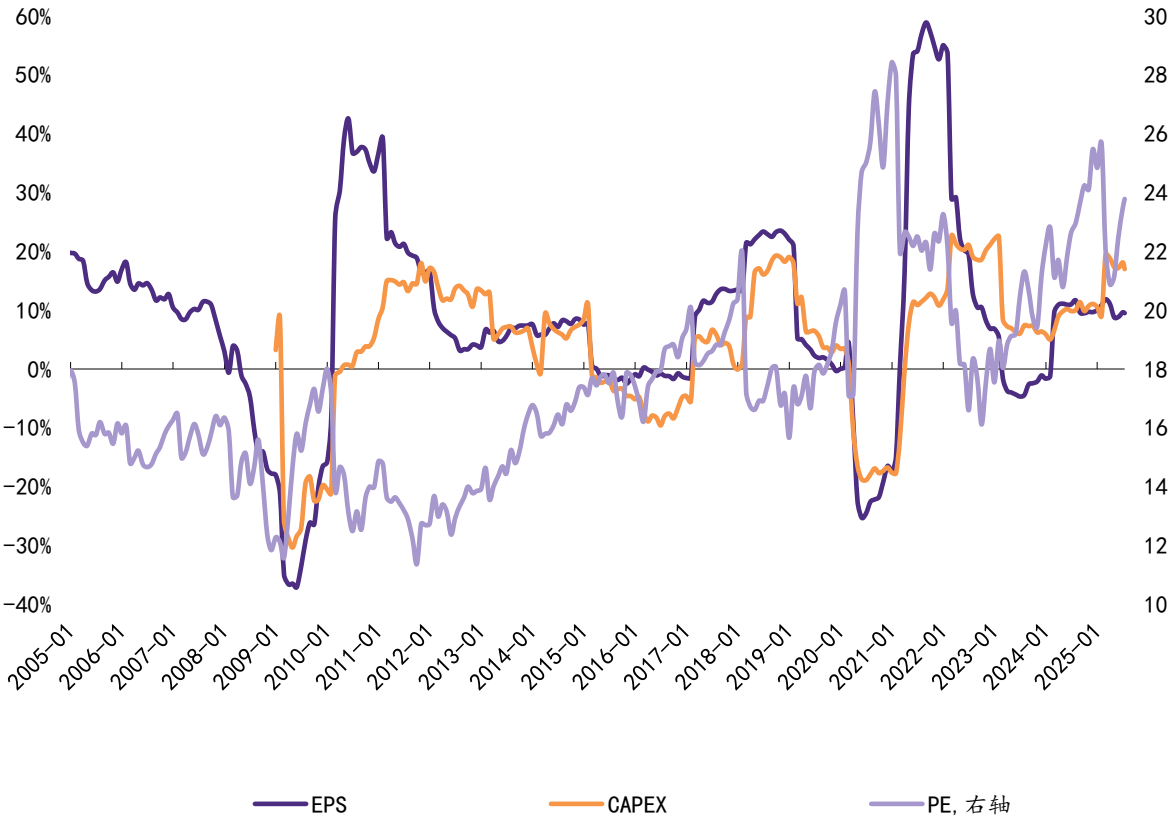
名称	当前 forward PE	5年百分位	10年百分位	历史百分位	一年后EPS	当前EPS	增速	1年forward EPS增速百 分位	3年forward EPS增速百 分位	5年forward EPS增速百 分位	8年forward EPS增速百 分位
罗素	27.08	55	62	75	69.1	61.7	11.99%	99	82	62	55
标普	23.57	80	89	95	273.1	263.3	3.73%	13	47	42	44
纳斯达克	31.19	38	66	83	691.0	653.2	5.80%	6	54	50	52
道琼斯	22.12	83	90	94	2,086.9	2,004.3	4.12%	22	41	36	32
标普500工业指数	26.24	69	83	92	49.4	48.1	2.77%	25	13	22	22
标普500电信服务指数	20.61	60	77	87	20.1	19.6	2.45%	17	47	47	60
标普500金融指数	18.29	98	99	95	49.4	47.9	3.04%	59	87	71	66
标普500信息技术指数	31.50	78	89	95	164.6	153.2	7.50%	14	57	52	52
标普500公用事业指数	18.73	45	61	81	23.3	22.2	4.62%	97	99	100	100
标普500原材料指数	22.48	81	89	91	26.3	25.3	3.83%	20	64	44	44
标普500核心消费品指数	23.07	99	100	100	39.9	39.7	0.60%	13	5	8	10
标普500房地产指数	20.14	50	52	52	7.0	6.7	5.85%	28	42	41	32
标普500能源指数	16.65	89	47	69	40.7	39.6	2.76%	22	10	20	19
标普500保健指数	16.95	30	49	60	93.1	91.8	1.42%	23	66	46	35
标普500非核心消费品指数	30.06	59	77	88	65.5	63.9	2.53%	1	23	28	22

资料来源：彭博，华鑫证券研究所

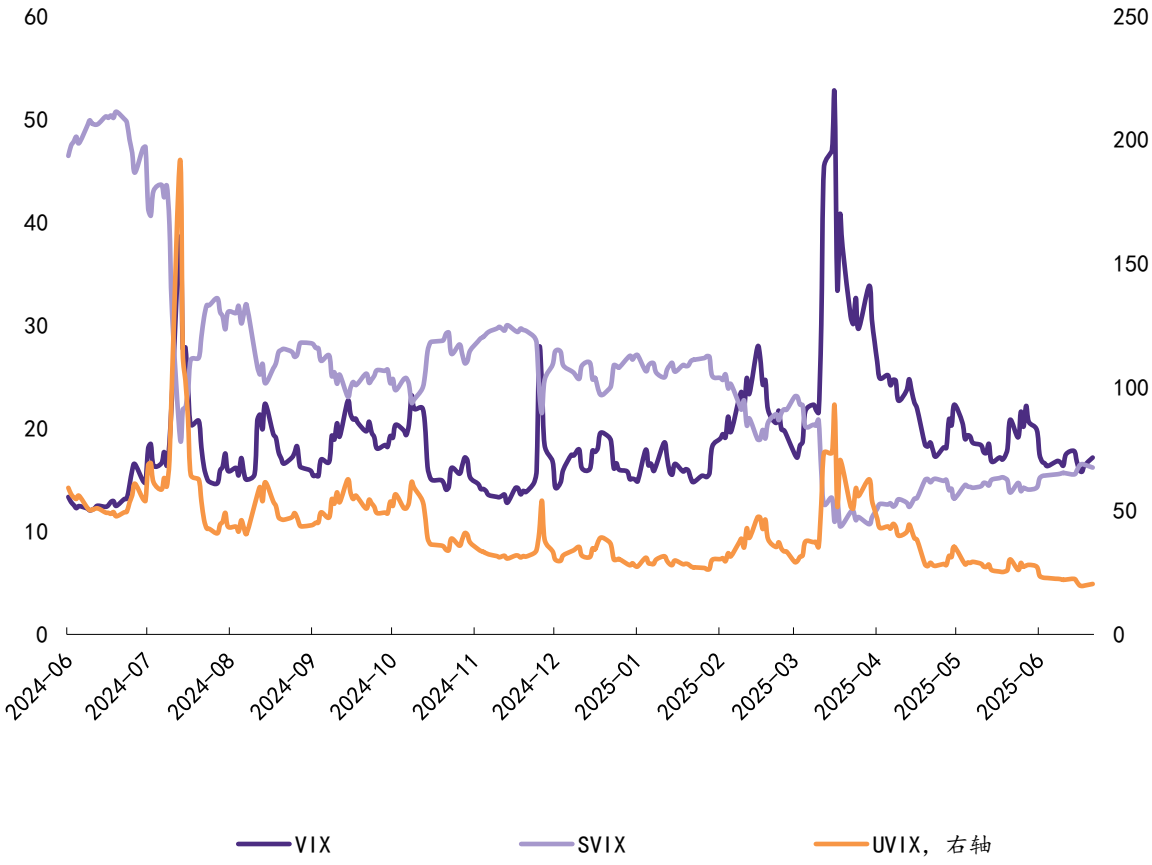
美股：EPS有下修压力，等待波动释放

- ◆ 美股面临挑战：
- 股价临近前高，估值偏高，EPS有下修压力。

参考00年，08年和18年，美股EPS仍未开始调整



等待波动释放

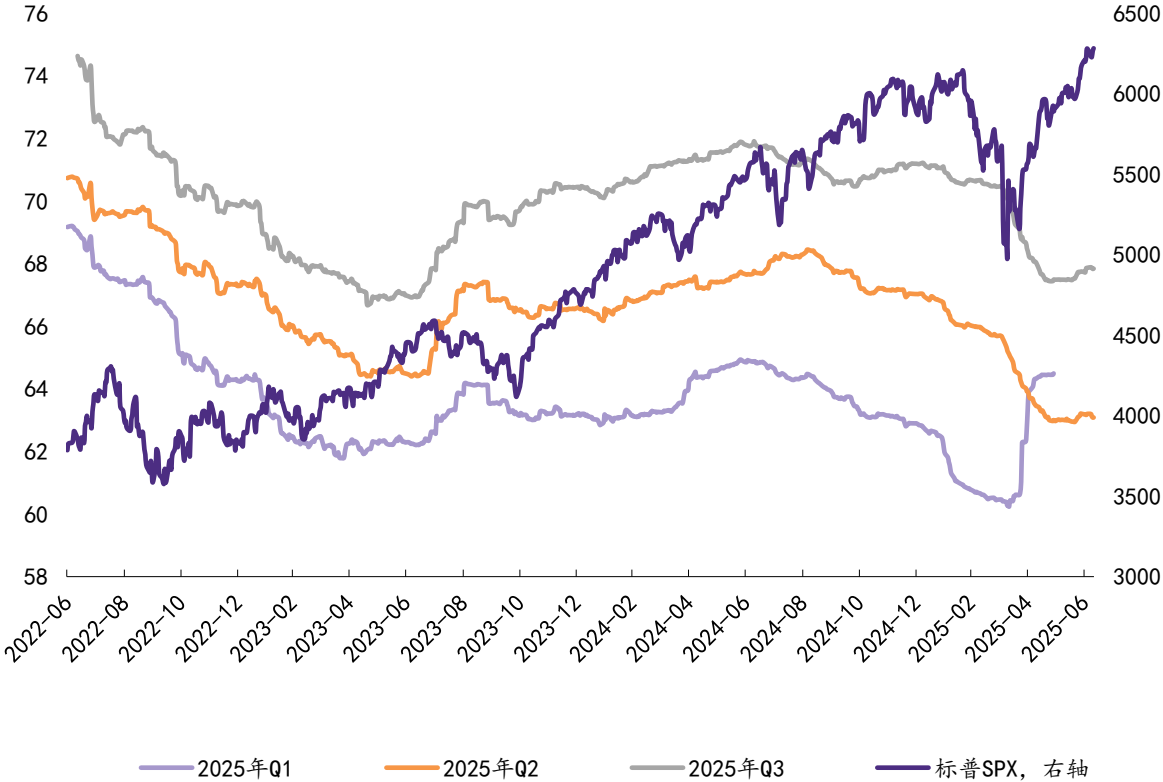


资料来源：彭博，华鑫证券研究所

二季度预测：行业整体预期走低

- ◆ 与一季度时期不同，二季度美股公司经历了关税的扰动，目前关税风波重启，且经济进一步走弱，带动整体EPS预期的回调
- ◆ 从行业的角度来看，环比维持正增，同比增速上行的仅有电信服务行业

标普的二季度EPS预期有所下行



从行业来看，环比维持正增，同比增速上行的仅有电信服务行业

	二季度业绩预期	一季度行业EPS增速	同比变幅	EPS环比变化
原材料	-6.58	-15.95	9.37	1.54%
核心消费	-3.17	-5.65	2.48	-1.22%
电信服务	29.49	28.91	0.58	1.46%
金融	3.92	3.63	0.29	-0.48%
信息技术	16.96	20.38	-3.42	-1.13%
能源	-25.39	-20.36	-5.03	-0.86%
房地产	-3.52	1.81	-5.33	-0.53%
公用事业	1.80	8.41	-6.61	-0.46%
非核心消费	-7.86	4.62	-12.48	0.81%
工业	-3.53	10.13	-13.66	0.44%
保健	1.47	45.25	-43.78	-0.73%

资料来源：彭博，华鑫证券研究所

左侧布局降息交易

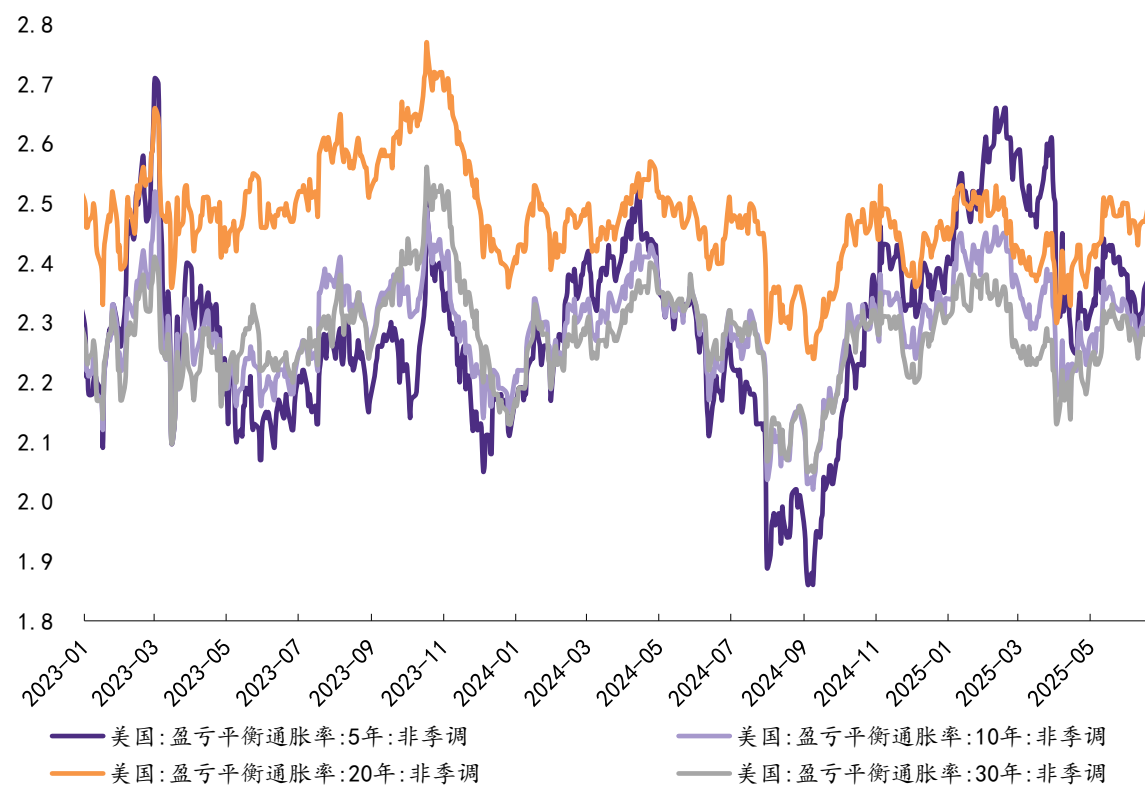
			杠杆ETF	ETF	龙头个股
降息交易	美债	多	TMF(三倍20+美债)	TLT(20+) IEF(7-10)	
		空	TMV(三倍20+美债)		
	黄金	多	GDXU(三倍金矿) SHNY(三倍黄金)	GLD(黄金) GDX(金矿)	金矿:NEW,GOLD
		空	GDXD(三倍金矿) DULL(三倍黄金)		
	保健	多	CURE(三倍标普医疗保健) PILL(三倍制药) LABU(三倍纳斯达克生物技术)	XLV(标普保健)	保健:JNJ,UNH 医药:PFE,ABBV
		空	LABD(三倍纳斯达克生物技术)		
	地产	多	DRN(三倍房地产) NAIL(三倍建筑商和材料)	IYR(地产)	地产:DHI,LEN 建材:HD REITS:EQIX
		空	DRV(三倍房地产)		
	金融	多	DPST(三倍区域银行) FAS(三倍金融)	KRE(区域银行) XLF(金融)	银行:WAL,BCA,JPM 贷款:SQ,UPST,DFS
		空	FAZ(三倍金融)		
	指数	多	TNA(三倍罗素2000)		
		空	TZA(三倍罗素2000)		

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

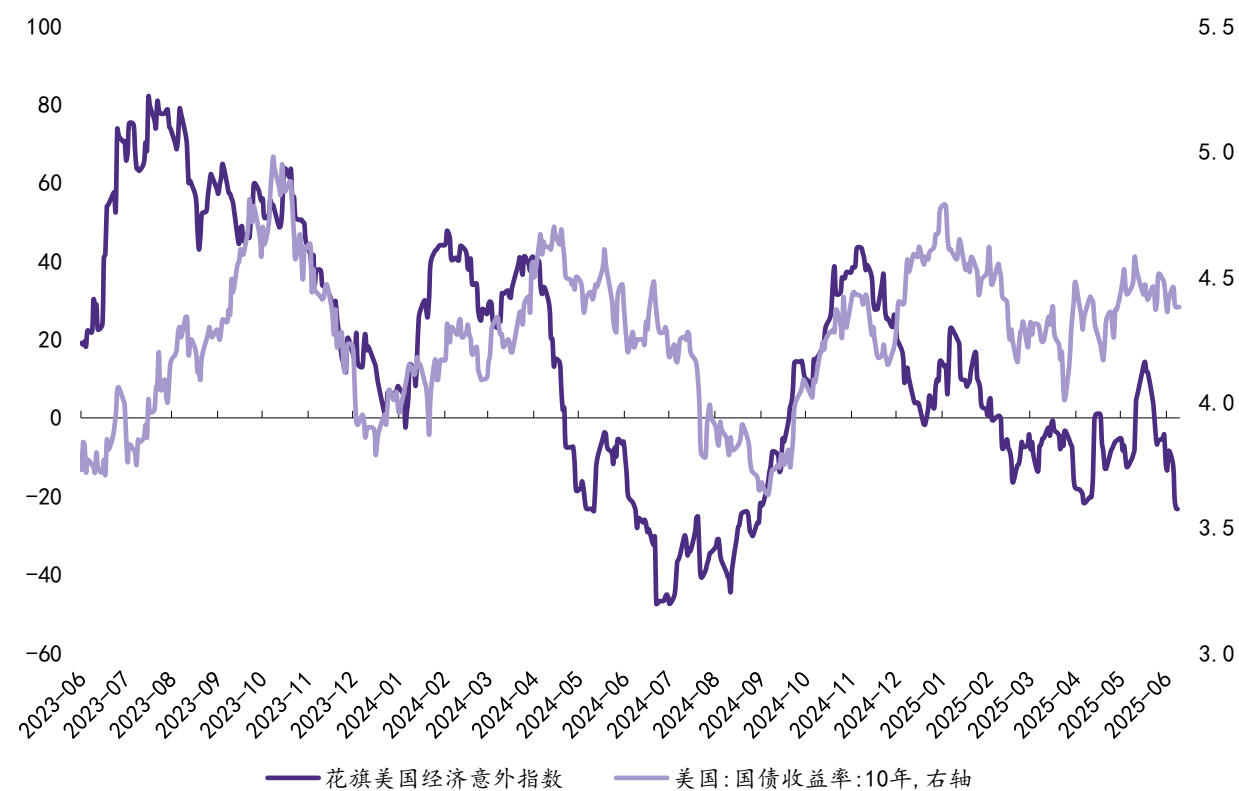
1.2.2 美债：滞胀预期加强，利率持续震荡，把握4.5%之上的配置性价比

- 市场通胀预期高位震荡，但同时经济预期回落，美债利率维持震荡格局；
- 再通胀和深衰退的逻辑均有挑战，通胀预期回升但当前数据回落，经济边际走弱但非农保持韧性；
- 美债维持上有顶下有底的窄幅震荡思路，预计在下半年衰退压力进一步显现，美债走势会进一步明确，重回下行区间。

通胀预期回升



经济预期回落

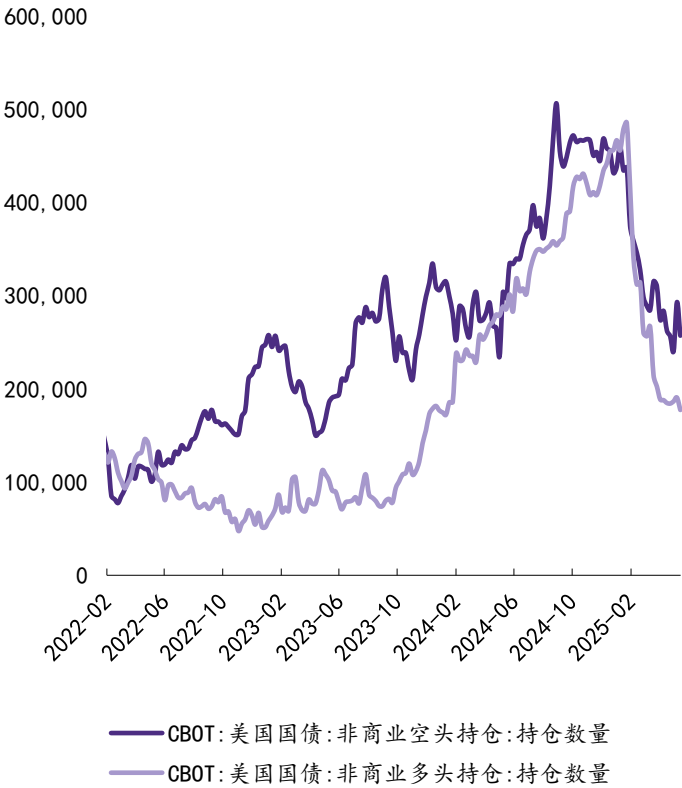


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

交易端因素持续放缓，等待宏观决定方向

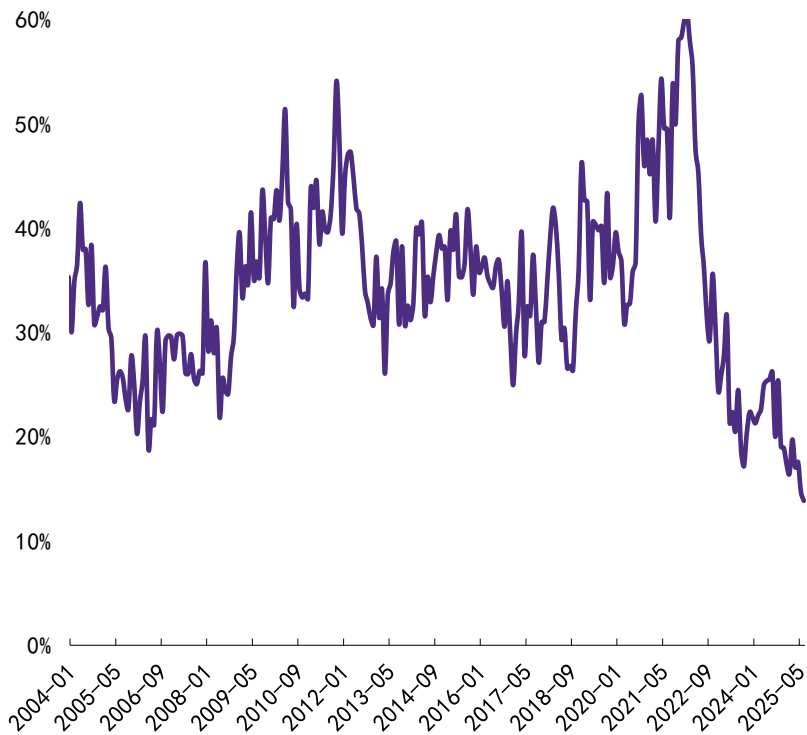
- 从交易端来看，美债整体波动率保持低位，5月以来保持4.3-4.5%的窄幅震荡；
- 海外投资者对于美债的信心延续低迷，不管是整体美债拍卖的参与度还是中长期美债拍卖的参与度均有所下行。
- 财政部的宾夕法尼亚计划对美债的流动性助力已经初步显现，美国国内的利率不敏感部门开始承接拍卖份额

整体仓位持续走低

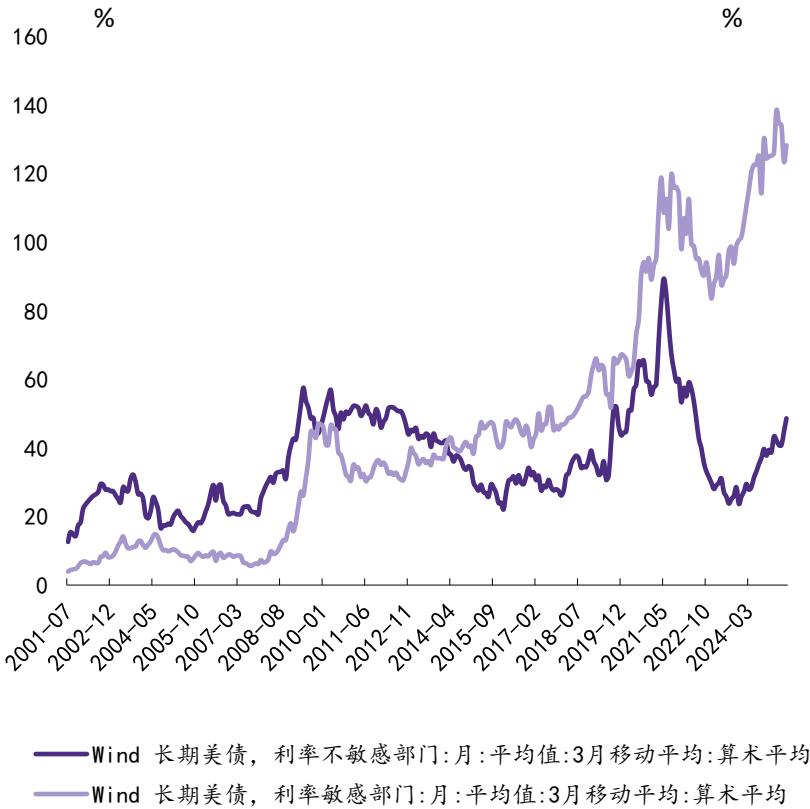


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

外资在拍卖额度中占比持续减少

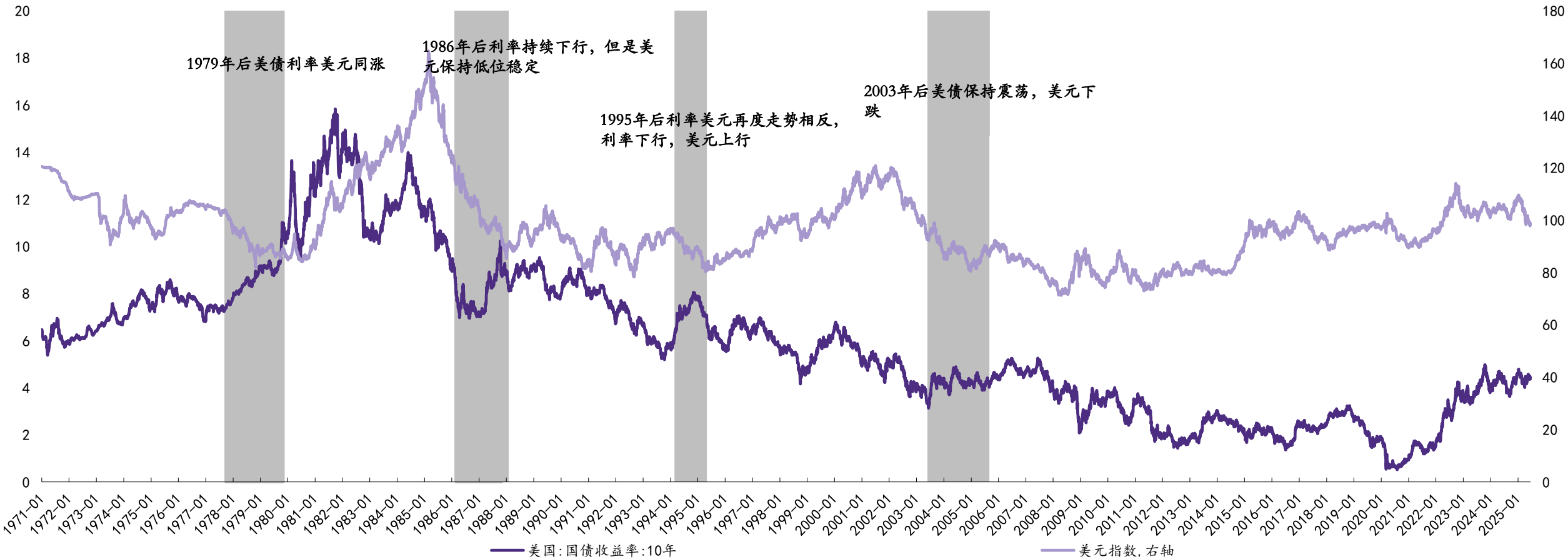


更多是国内不敏感部门开始承接



1.2.3 美元：债汇背离，弱美元周期开启

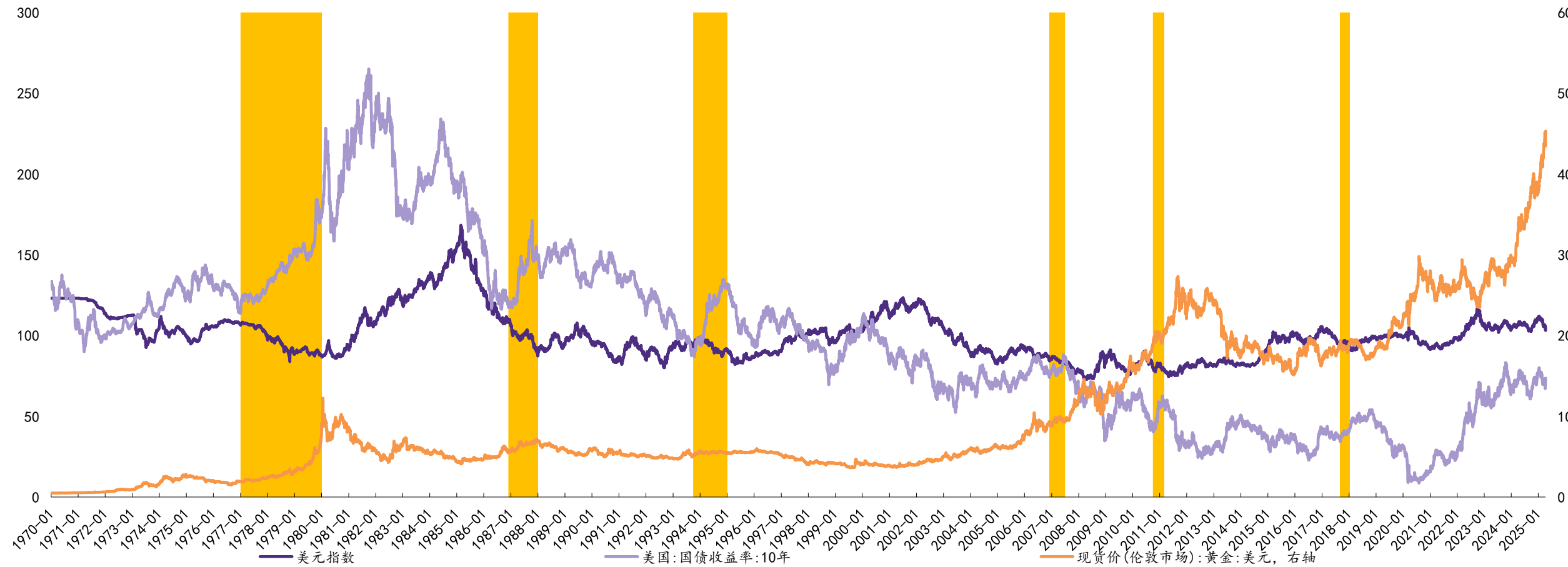
- 从过去历史周期来看，美债收益率和美元月度相关系数<-0.7、趋势持续至少3个月、变化幅度明显（美债收益率变化>0.5%、美元指数变化>5%）。
- 目前正处在债汇背离起点，每轮背离至少持续7个月，直至抉择出主逻辑出来。



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

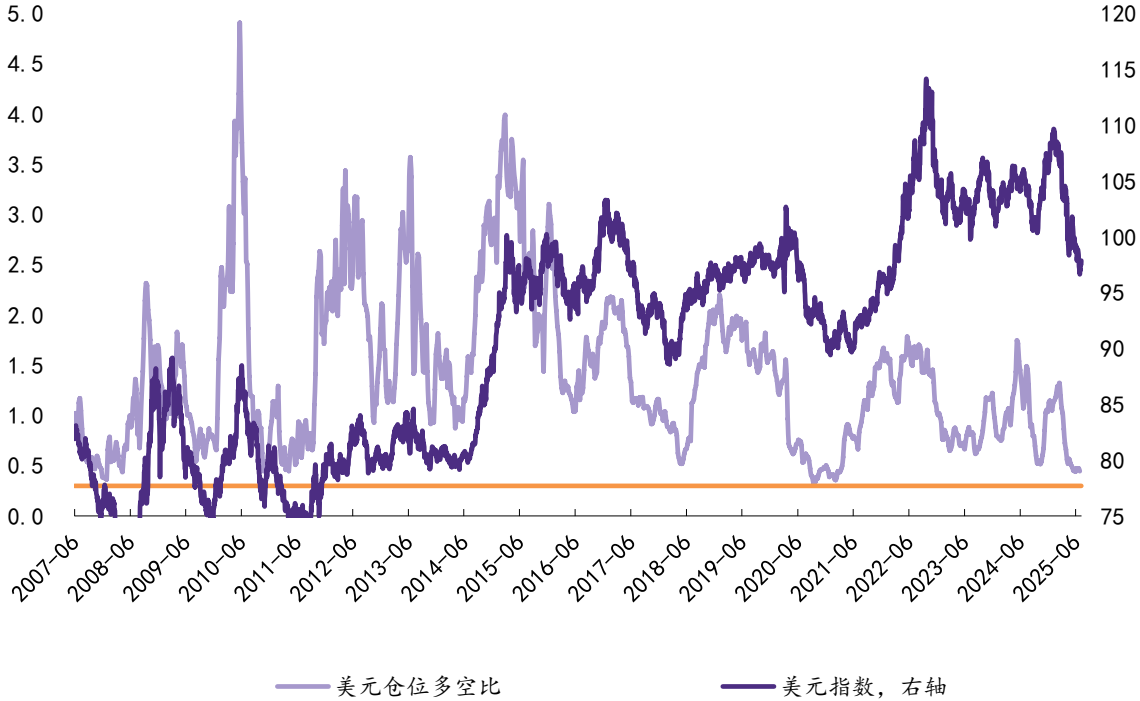
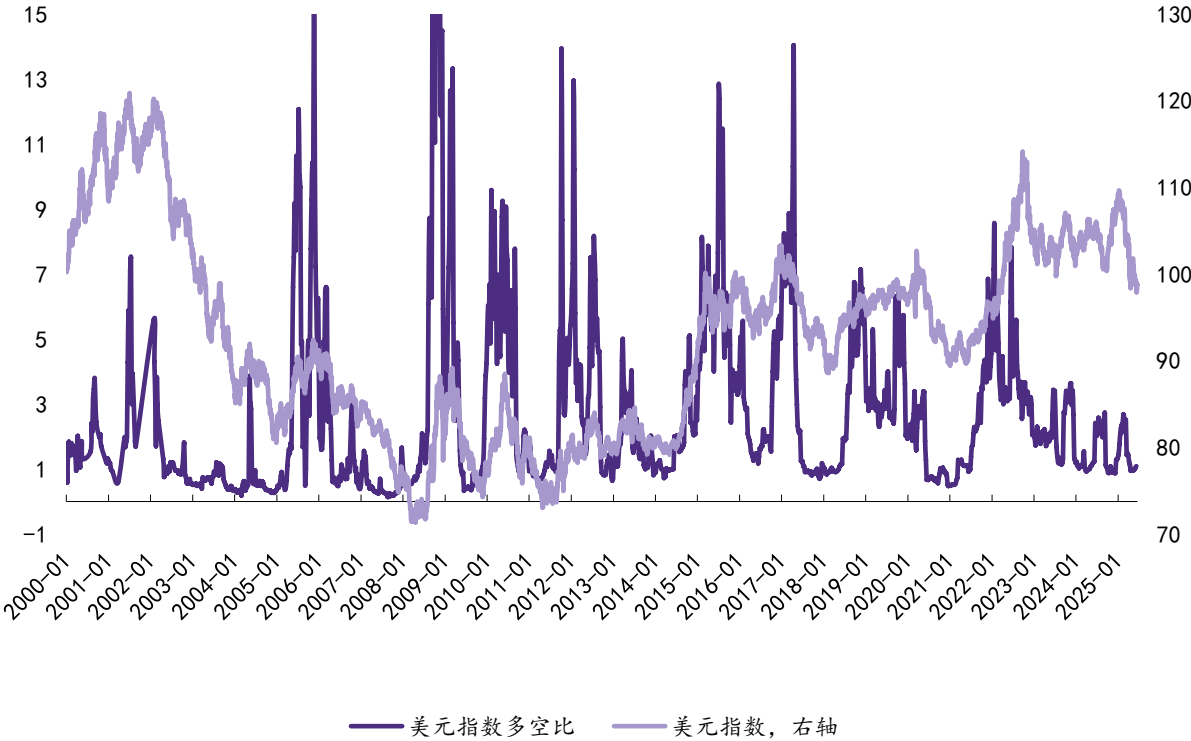
美国债汇背离往往发生在衰退前期

过去美元和美债的背离多发生在衰退前期



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

短期来看，市场对美元情绪到相对低位



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

美元下行周期：利好大宗商品和非美资产

➤ 从美元下行周期的大类资产表现来看，黄金等大宗商品和新兴市场表现更优。

美元走低，利好大宗商品和非美资产

周期	开始日期	结束日期	DXY峰值	DXY谷值	跌幅	持续时间	主要驱动因素	
1977-1979	1977/2/1	1979/10/1	105.3	85.1	-19%	2年8个月	滞胀（通胀13.3%）、OPEC油价涨\$40/桶、贸易赤字\$310亿、马克及日元升值	
1985-1988	1985/2/25	1988/1/4	164.7	85.2	-48%	2年10个月	《广场协议》（1985年9月22日）、贸易赤字\$1480亿、里根减税、利率6%	
1994-1995	1994/2/1	1995/4/19	100.4	80.2	-20%	1年2个月	低利率3%、比索危机（1994年12月20日）、贸易赤字\$980亿、日元升值	
2002-2008	2002/1/28	2008/3/17	120.5	70.7	-42%	6年1个月	QE及利率1%、贸易赤字\$7600亿、中国WTO（2001年12月11日）、油价\$147/桶	
2011-2014	2011/5/4	2014/7/1	80.3	73.1	-8.70%	3年2个月	QE2及QE3、财政赤字8.7%、欧元区债务危机、人民币升值6.4兑1美元	

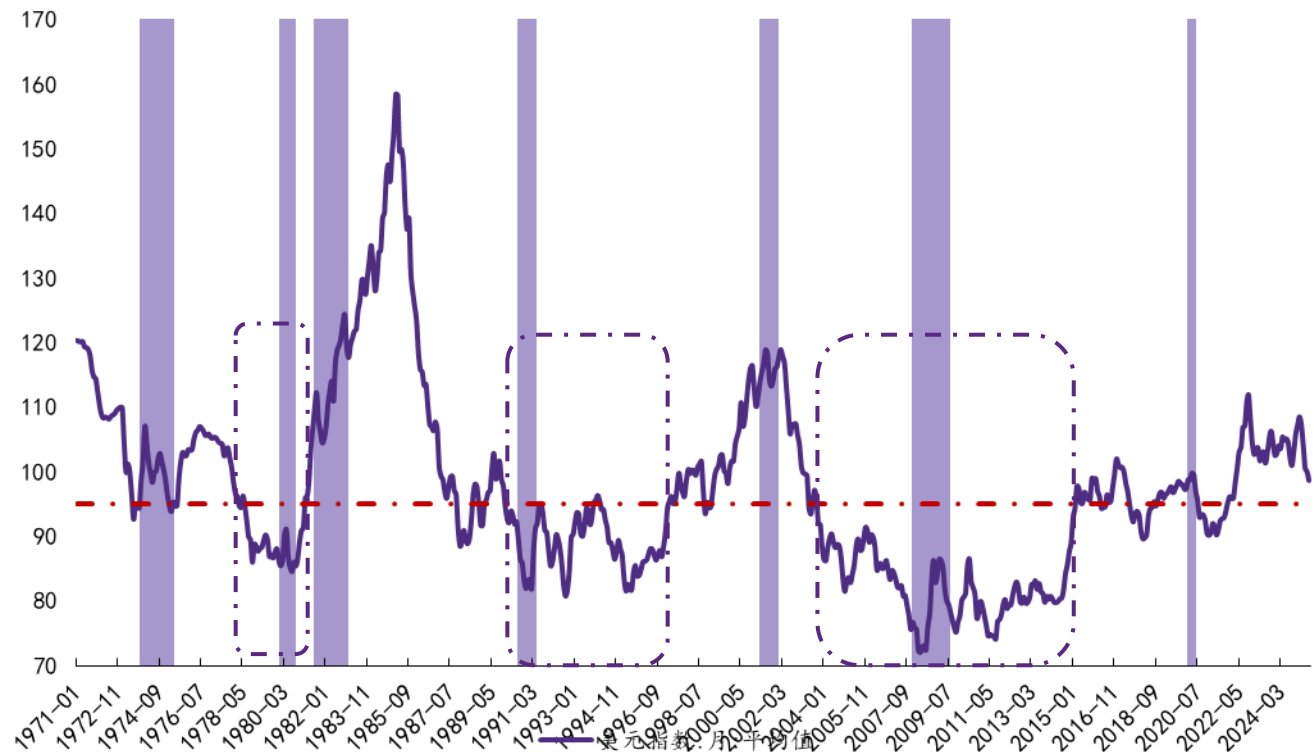
	美债利率	黄金	原油	铜价	CRB	标普	MSCI欧洲指数(本币)	MSCI新兴市场指数(本币)
1977-1979	28.34%	213.25%	-	-	30.87%	5.87%	20.50%	-
1985-1988	-24.85%	70.39%	-33.09%	90.81%	2.77%	42.80%	29.21%	-
1994-1995	22.36%	2.81%	28.20%	50.65%	13.12%	5.28%	-12.96%	-4.62%
2002-2008	-34.77%	259.83%	427.08%	426.37%	124.85%	12.67%	4.89%	154.26%
2011-2014	-20.62%	-12.54%	-3.57%	-23.01%	-12.12%	46.46%	17.01%	2.74%
综合	-5.91%	106.75%	104.66%	136.20%	31.90%	22.62%	11.73%	50.79%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

1.2.4 黄金：历史上美元位于95以下的位置，黄金最为利好

- 以95美元作为美元强弱分界点，历史上有过三段美元低于95以下的区间。
- 美元低于95以下周期，美元定价的资产涨幅最好，即大宗商品如黄金、铜、油，表现好于风险总资产。

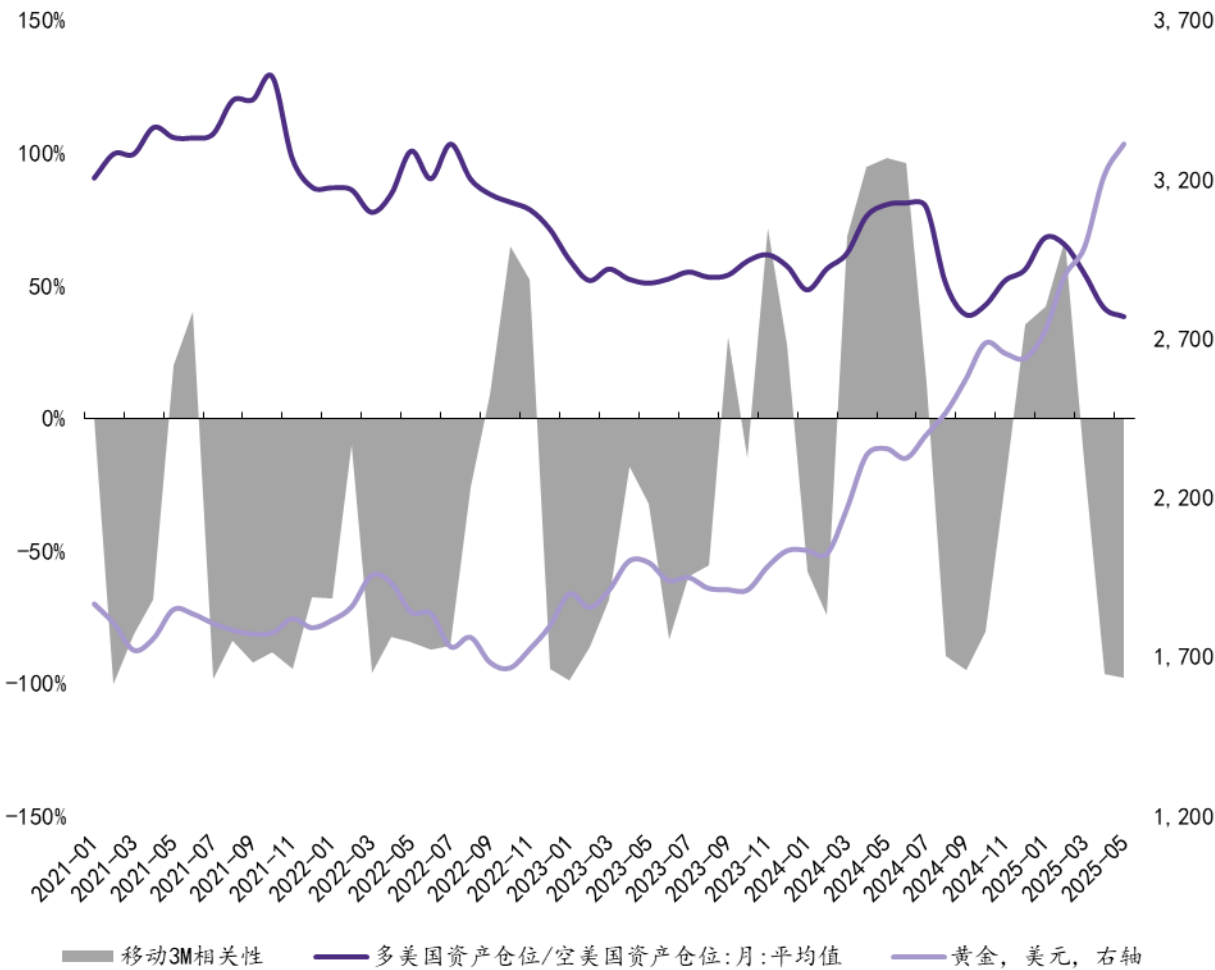
美元整体弱势周期（95以下）中，黄金的表现更好



	1977年	1986年	2003年	平均月变动
黄金	196.79%	12.79%	235.43%	2.87%
铜价		90.76%	281.39%	0.95%
CRB	39.08%	37.41%	79.12%	0.75%
标普	1.53%	161.41%	103.84%	0.73%
美债利率	75.03%	-22.94%	-28.93%	0.73%
MSCI新兴市场指数(本币)		-2.27%	202.45%	0.49%
MSCI欧洲指数(本币)	0.36%	82.21%	61.32%	0.39%
原油		38.52%	102.21%	0.36%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

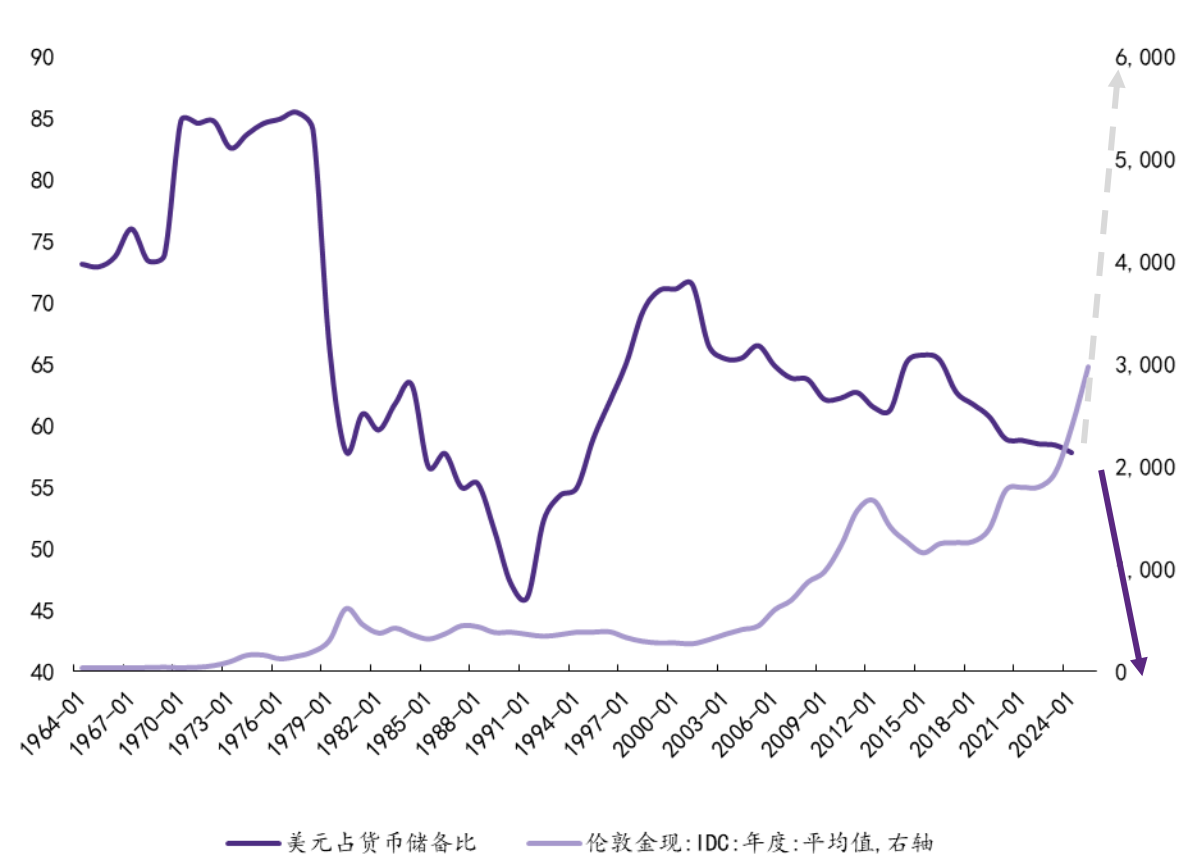
做空美国资产的仓位和黄金价格呈强正相关



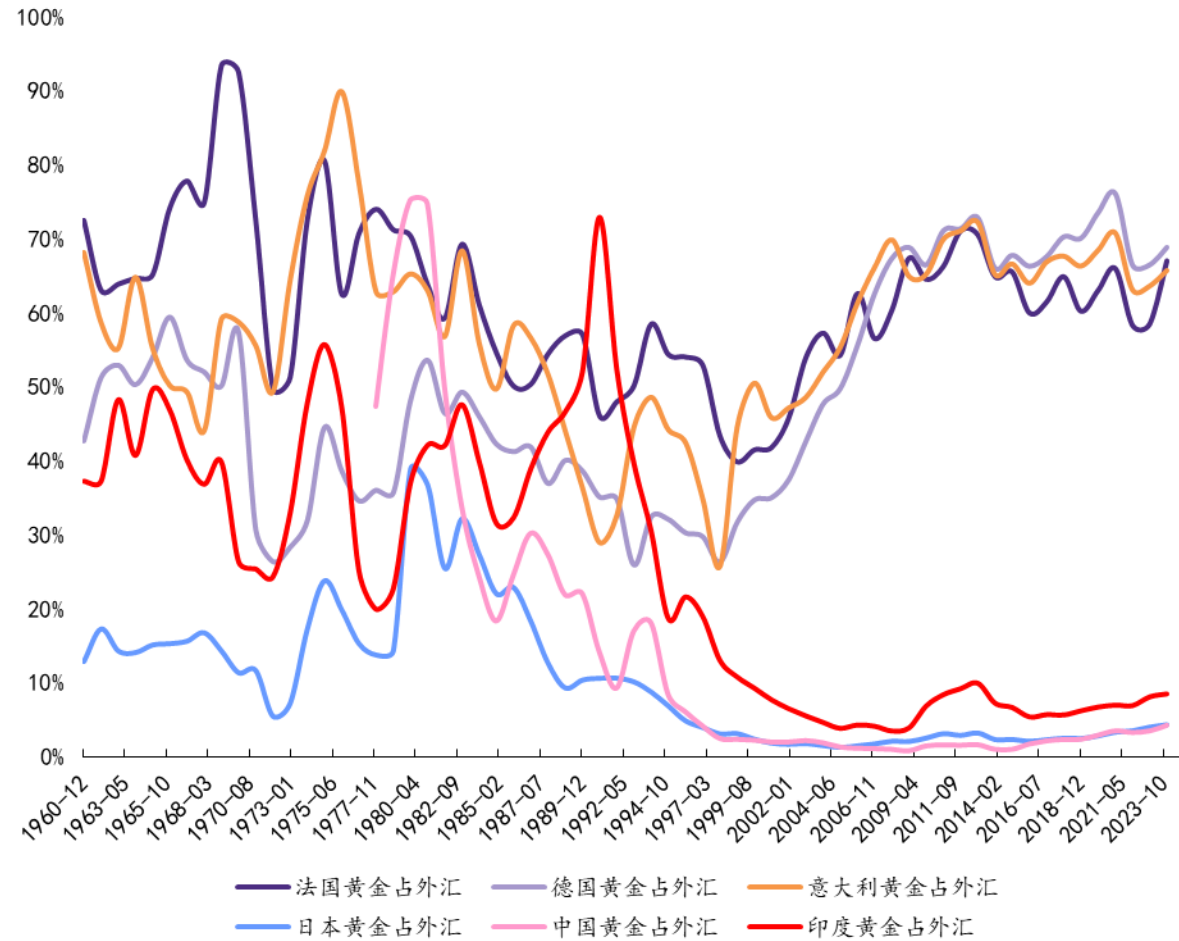
短期仍在等待做空美国资产浪潮的重启



从贸易信用来看，伴随着美元占比的持续回落，购金仍会持续



发展中国家的黄金外汇比将向老发达国家看齐



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

02 国内宏观： 总量趋缓，价格筑底，把握增量

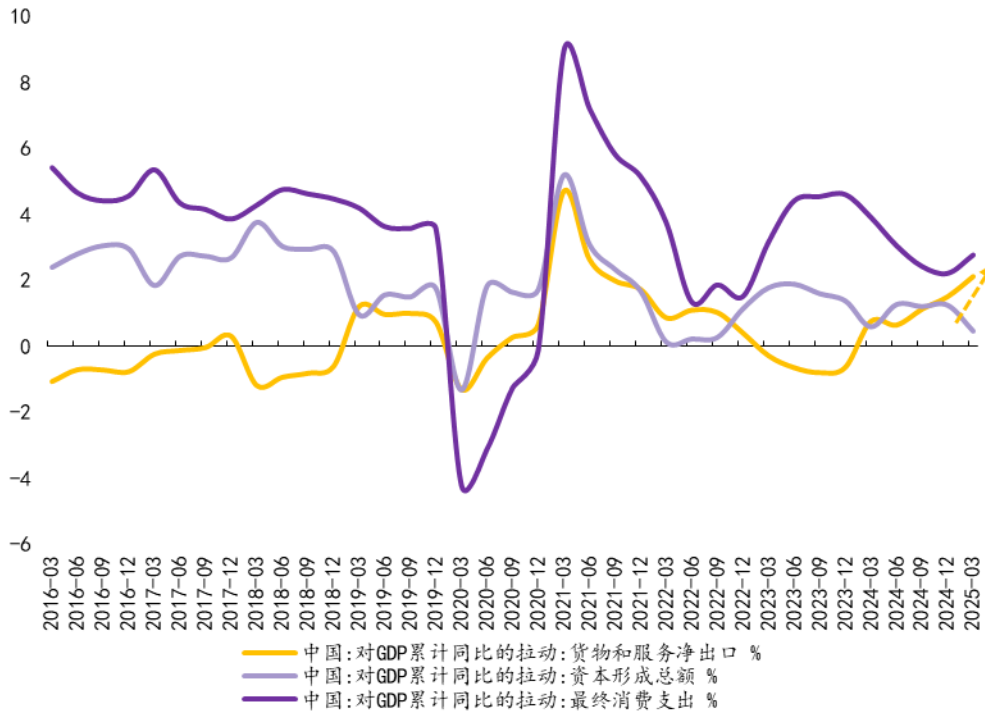
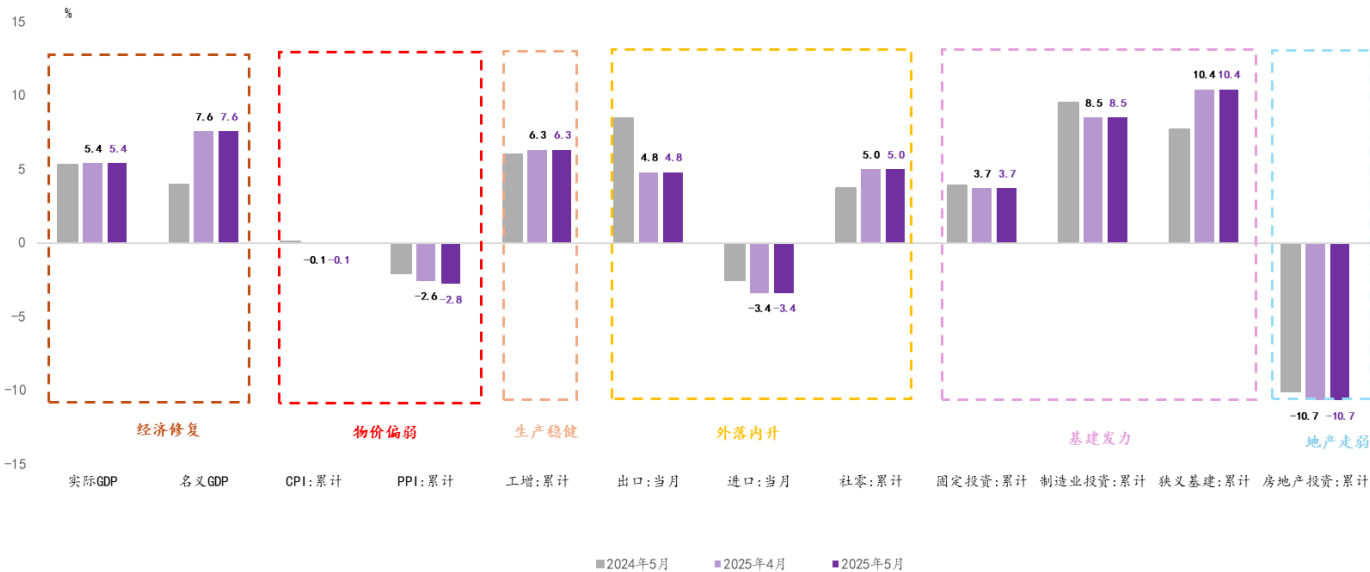
2.1、H1经济特征：总量趋缓，内外对冲，投资平衡

◆ 上半年国内经济特征：

- **增速边际放缓**：得益于出口韧性、以旧换新提振消费和基建发力，Q1经济大超预期，Q2因关税冲击经济增速边际放缓。
- **消费好于预期**：由于五一假期+618大促前置+以旧换新，社零走高大超预期，反观5月出口回落，低于前值和预期。
- **地产再度走弱**：房地产投资、销售、竣工面积当月同比进一步回落，70个大中城市房价继续调整，地产再度承压。PPI降幅再度扩大，物价偏弱。

当前国内经济总量趋缓，内外不均，物价偏弱

出口和消费是上半年GDP的主要拉动项

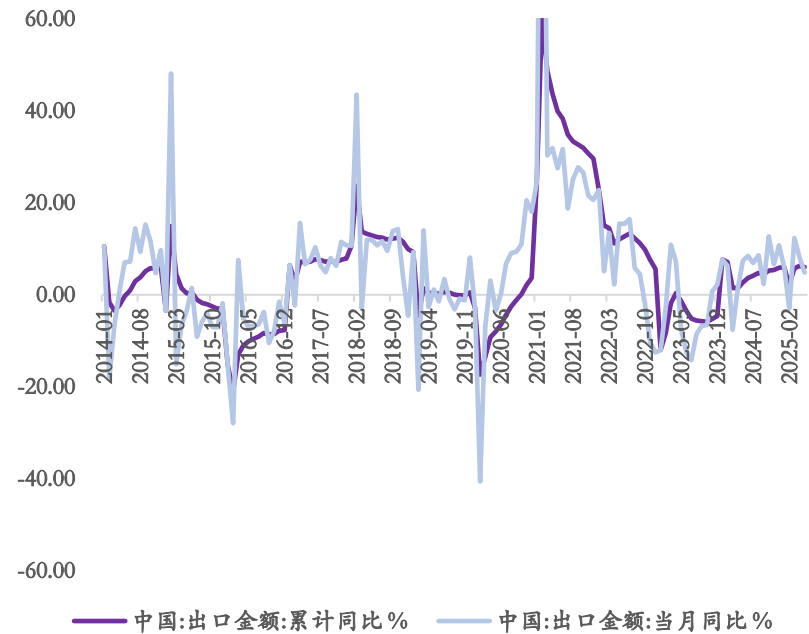


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究, GDP为1季度数据, 其余指标为5月份数据

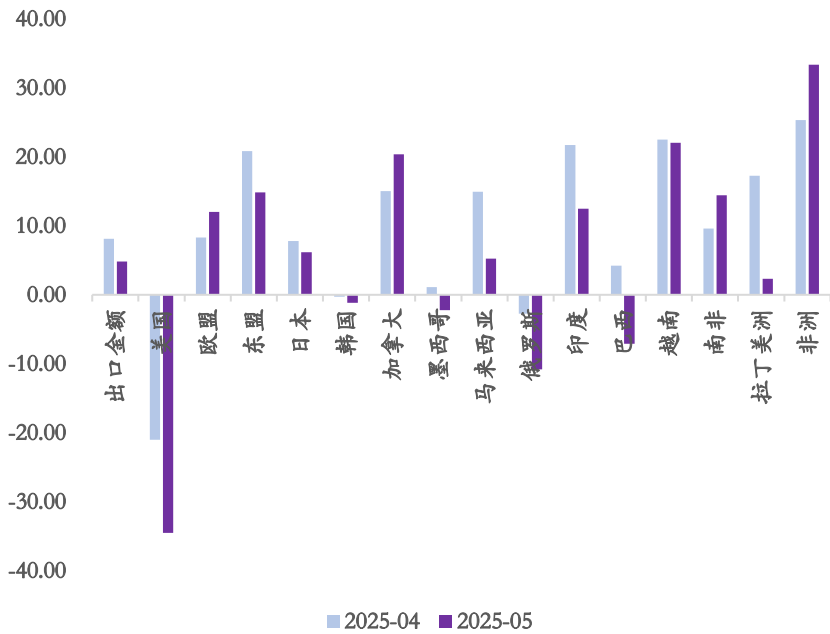
2.2.1、经济考验1 —出口逐步回落：高基数、抢出口退潮、关税冲击

- ◆ 5月出口同比4.8%，虽延续正增，但增速放缓（4月同比8.1%）且低于预期（6.2%），8/12关税暂缓期结束后会进一步承压：
 - 基数逐步回升，去年4月出口同比为1.3%，5月升至7.4%，5-8月出口的平均增速为7.85%，而今年前5个月的累计增速为6.0%；
 - 抢出口渐退潮，在90天关税暂缓期结束前，“抢出口”仍会持续，为Q3出口提供支撑。但边际来看，5月东盟、印度、墨西哥、拉丁美洲等出口增速较4月均有回落；
 - 关税影响需求，分区域来看，5月对美出口降幅进一步扩大至34.5%，是主要拖累项。主要是关税冲击下，美国制造业PMI回落至48.5%，连续四个月萎缩，进口指标更是创下16 年新低，关税对需求的冲击已经显现。

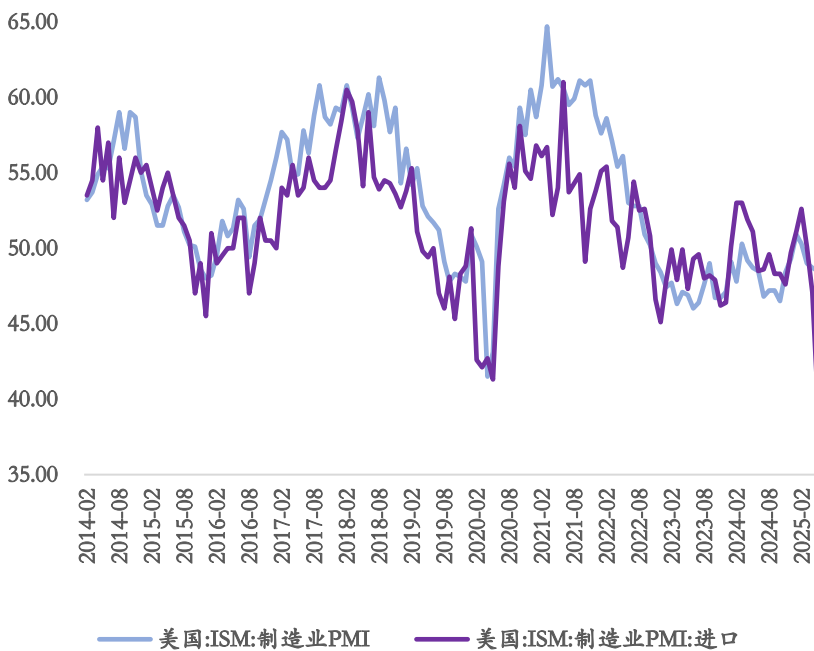
出口增速放缓，且低于预期



东盟、印度、墨西哥等抢出口回落
(单位：%)



关税冲击美国进口，PMI中的进口项为16年新低

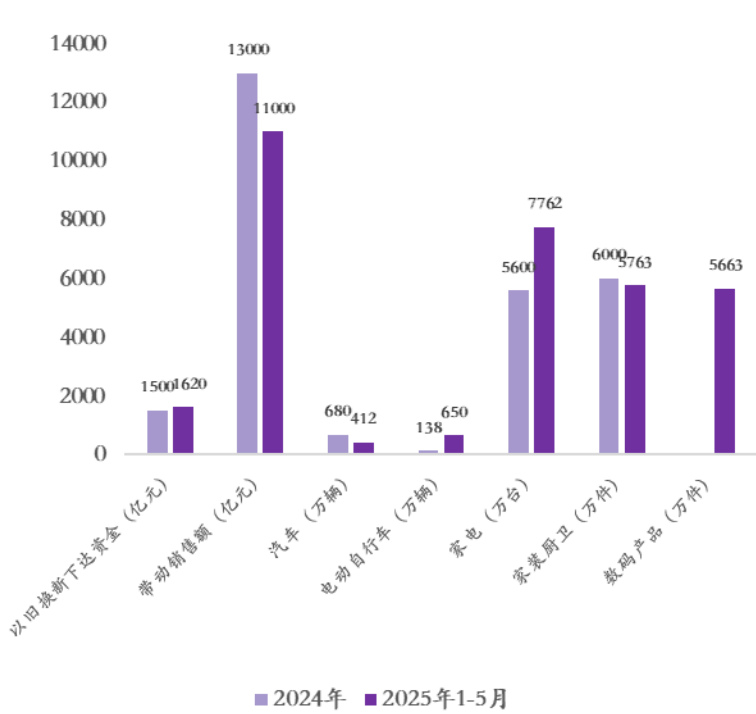
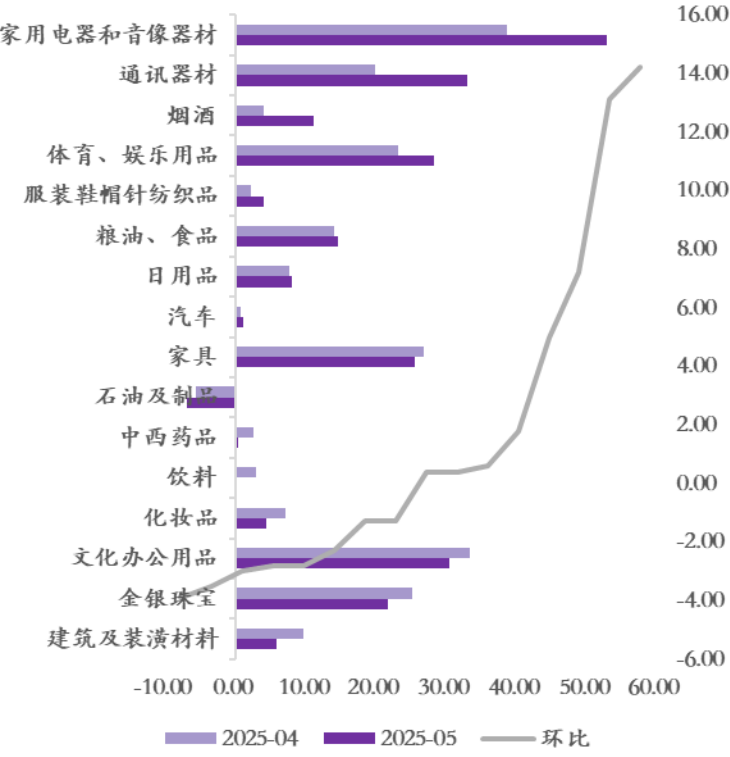
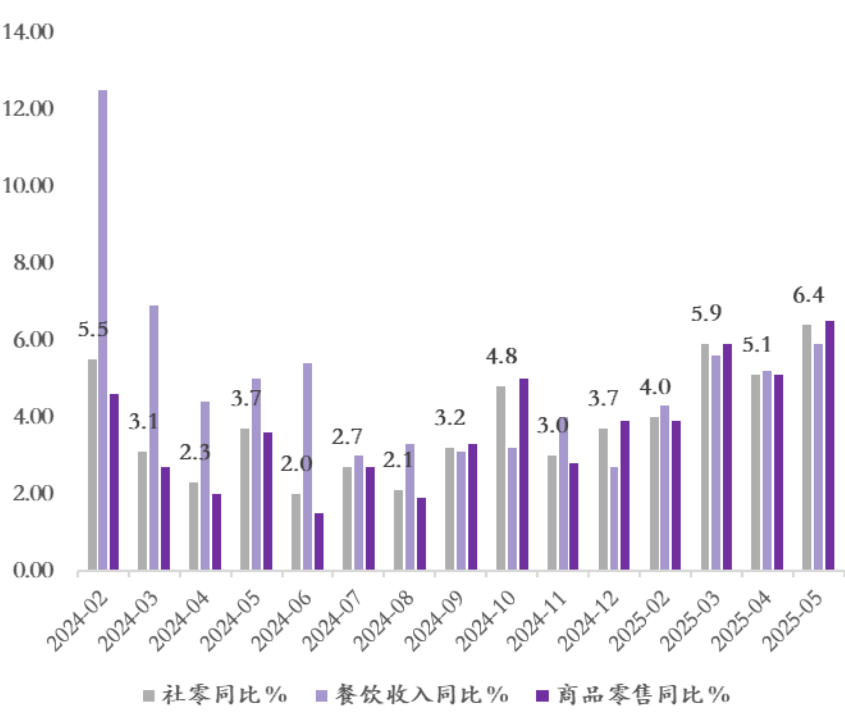


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.2.2、经济考验2 —消费后劲不足：618提前，国补管控

- ◆ 5月社零同比6.4%，高于前值5.1%，超预期走强：
- 618战线拉长：今年618从5月13日就提前启动，比去年提早7天，直到6月20日结束，战线整整拉长至39天，创下历年最长纪录，中间还有母亲节、520和端午节等活动；
 - 以旧换新支撑：今年1月和4月已分别下达两批共计1620亿元中央资金支持以旧换新。从消费结构来看，商品零售同比6.5%，回升1.4个百分点，以旧换新是消费的主要支撑，补贴覆盖的家电、通讯器材增速均大幅提升。但近期部分地区国补“额度用尽”，因额度耗尽+流程规划，出现阶段性管控，会对消费提振形成一定的影响。

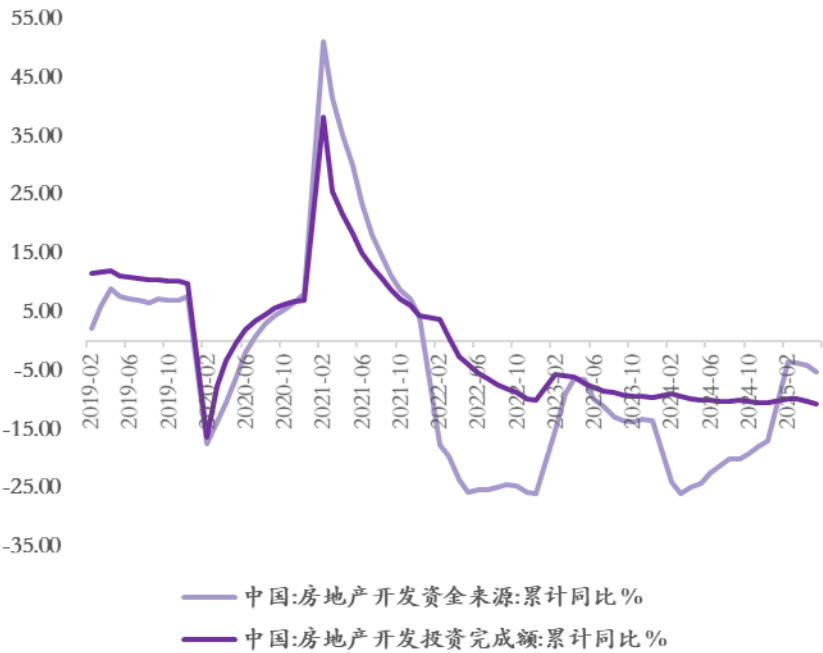
社零低位反弹，商品零售是主要贡献 商品中的家电、通讯器材增速提升居前 2025年前5个月以旧换新对消费助力接近2024年



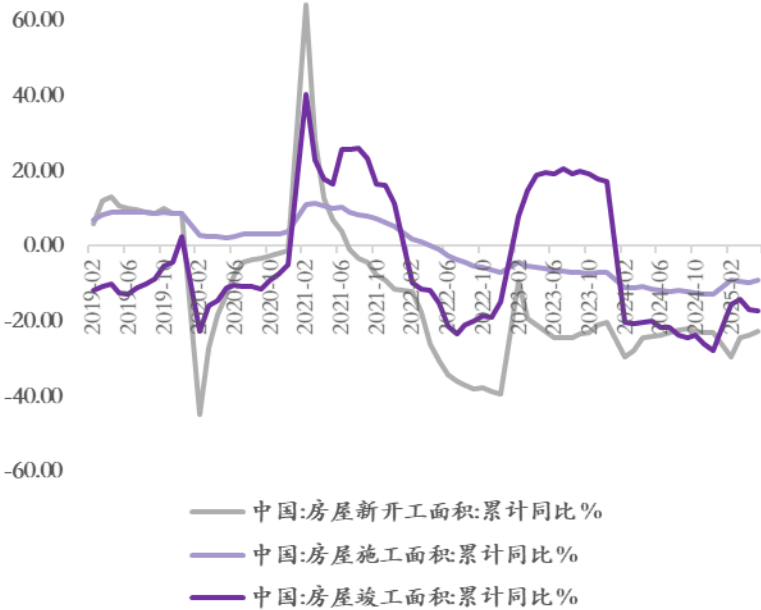
2.2.3、经济考验3 —地产降幅扩大：投资低迷，量价齐跌

- ◆ 短暂小阳春后，地产再度下探，5月地产投资、销售和房价环比跌幅均有扩大：
- 地产投资降幅扩大。1-5月地产投资累计同比-10.7%（前值-10.3%），竣工降幅扩大，新开工施工降幅小幅收窄，但仍在水下。
 - 地产销售量价齐跌。1-5月商品房销售面积、销售额累计同比分别为-2.9%（前值-2.8%）、-3.8%（前值-3.2%）。70城二手房价环比跌幅扩大至-0.5%，一线城市二手房价环比-0.7%。

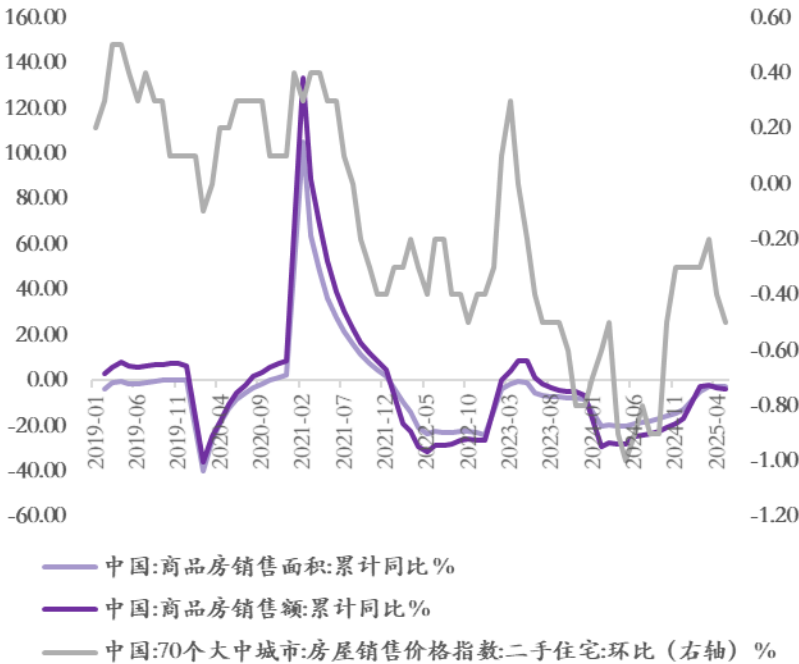
地产投资降幅扩大



房屋竣工降幅扩大



二手房价格环比降幅扩大

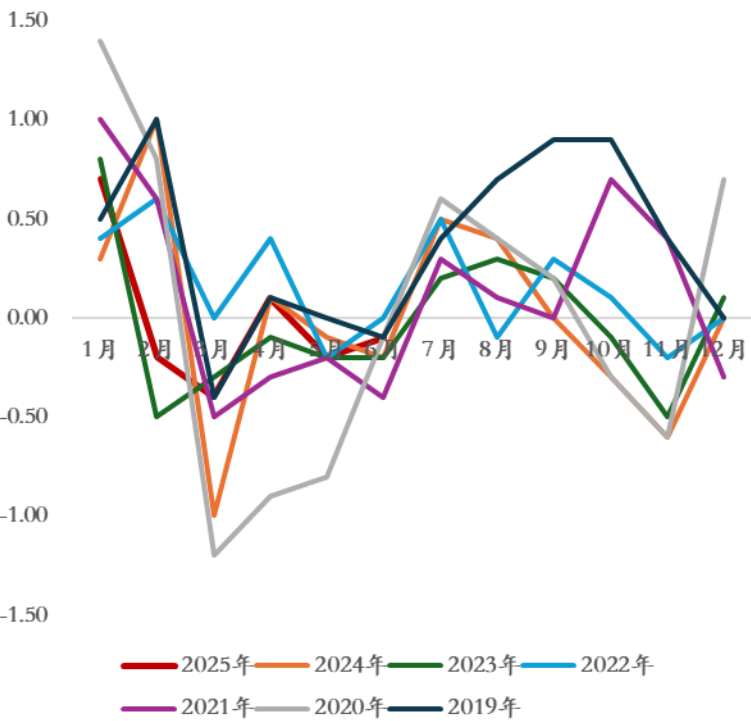


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

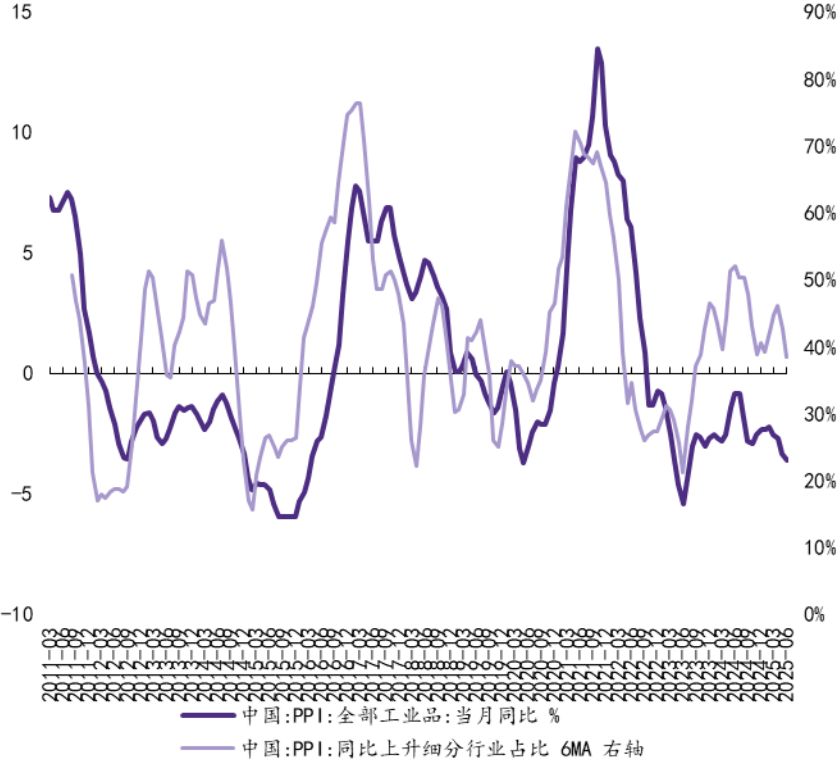
2.2.4、经济考验4 —物价延续负增：CPI低位运行，PPI降幅扩大

- ◆ 6月CPI同比转正，环比强于季节性，但PPI同比降幅再度扩大：
 - CPI同比转正至0.1%、核心CPI同比上涨0.7%创近14个月以来新高，能源、贵金属等价格回升是主因；
 - CPI环比强于季节性。5月CPI同比持平前值-0.1%，连续4个月负增；环比回落至-0.2%，弱于季节性，主要是油价大跌，能源价格回落，对CPI形成拖累；
 - PPI降幅再度扩大。6月PPI同比下降3.6%，降幅扩大0.3个百分点，煤炭和黑色是主要拖累。PPI同比已连续33个月负增。

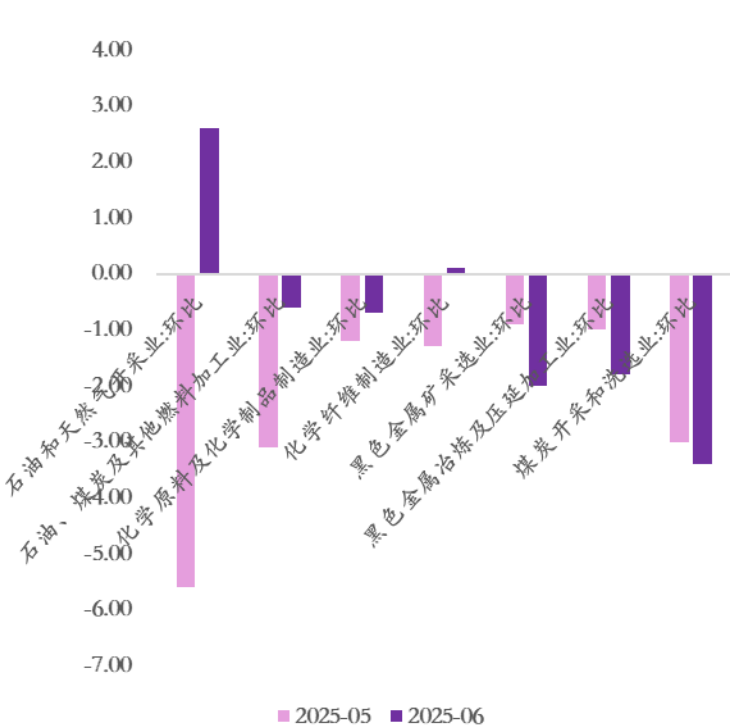
CPI 环比强于季节性



PPI 同比与涨价行业数量占比同步回落



外部油价回升，不敌内部黑色和煤炭走弱

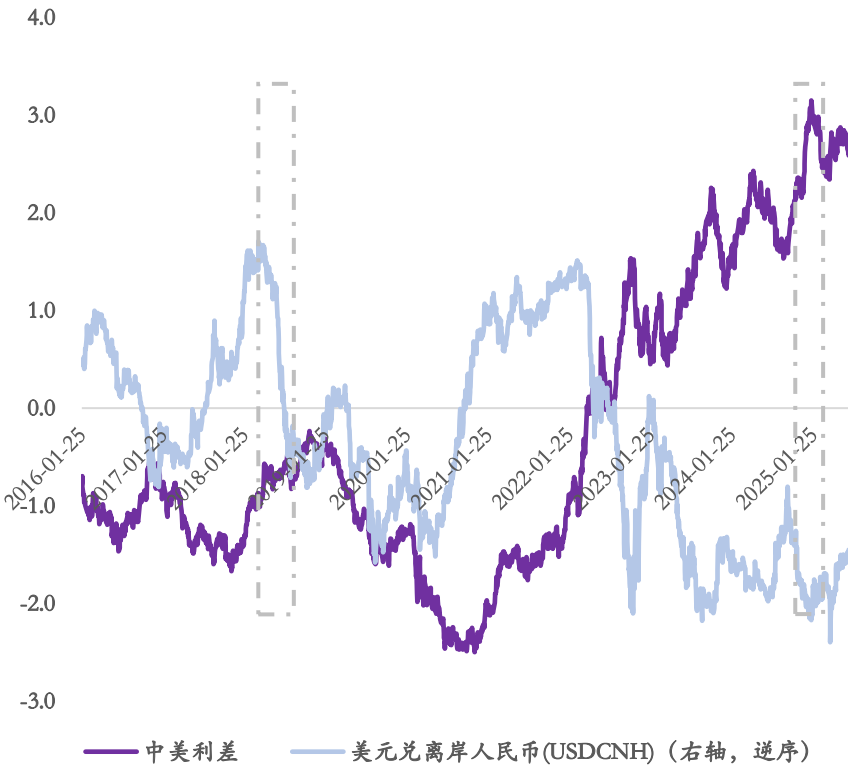


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

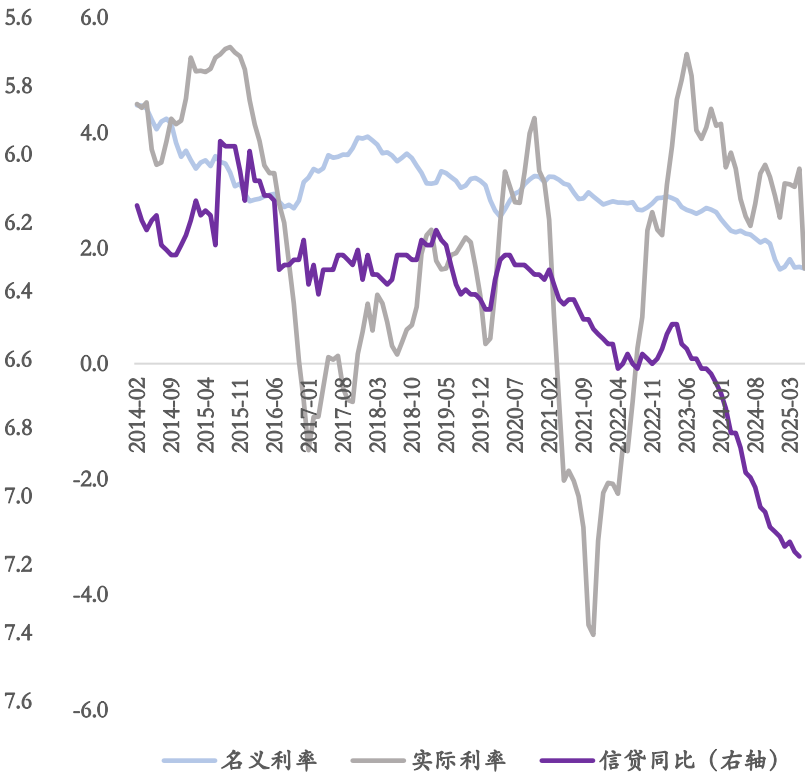
2.3.1、潜在支撑1 —货币延续宽松：外部联储降息重启，内部实际利率偏高

- ◆ 4月关税冲击后，5月央行快速响应降准降息，以期稳住市场预期。随着下半年联储降息周期、人民币汇率偏强和：
- 外部降息重启，内部适度宽松或有提速。虽然6/19FOMC提到滞胀担忧，较3月更为更为谨慎，但降息预期仍为2次，最早9月降息。联储降息重启后，国内货币政策空间会进一步打开。
 - 人民币汇率偏强，且内需偏弱，货币宽松仍有必要。和2018年贸易摩擦下的人民币汇率贬值不同，这次人民币汇率强势收复7.2，一度“反超”人民币中间价。且考虑到内需偏弱、物价低迷、地产下探，货币仍需进一步宽松，释放流动性。

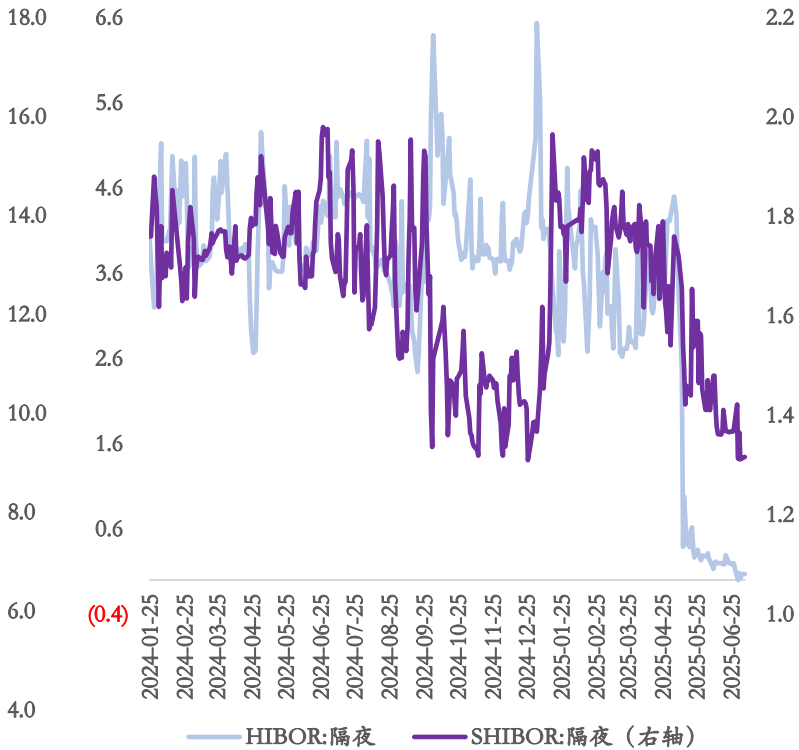
中美利差仍在高位，但人民币汇率偏强



实际利率偏高，信贷增速回落



SHIBOR隔夜利率低于1.4%，资金面宽松



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.3.2、潜在支撑2 —财政提速加量：对冲关税冲击，先存量后增量

- ◆ 基于关税进展及影响，估算财政对冲力度（假定财政乘数为1.0），需要6134-14656亿财政增量：
- 最乐观情形：芬太尼谈判成功，减免今年2-3月加征的20%，仅保留基准的10%，对经济拖累为0.43个百分点，需要财政加量6134亿；
 - 乐观情形：24%对等关税在90天达成一致减免，年内加征30关税，对经济拖累为1.0个百分点，需要财政加量14656亿；
 - 中性情形：谈判成效不佳，延续54%的对等关税加征，对GDP拖累为1.9个百分点，需要财政加量26378亿。

不同关税税率下的经济影响和所需的财政增量估算

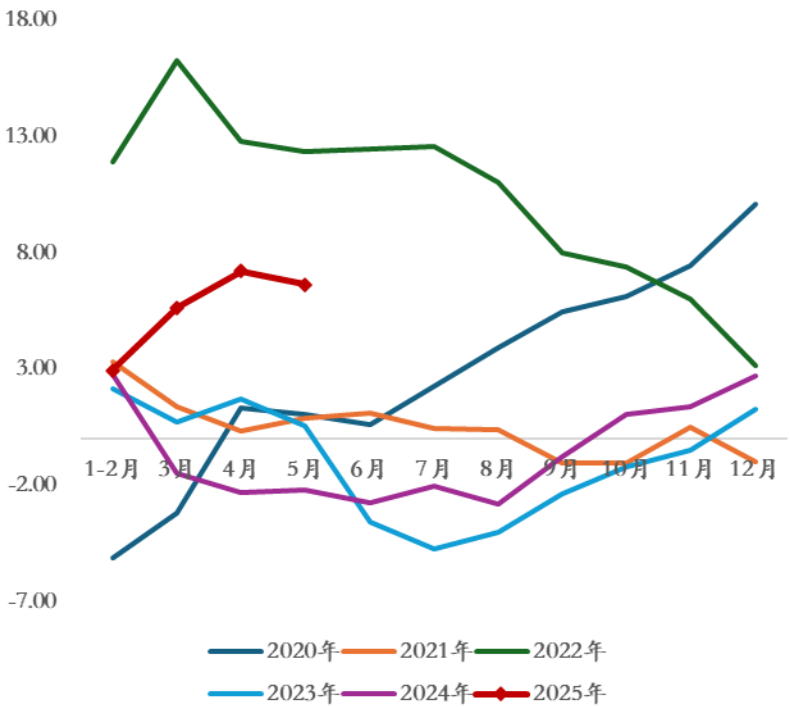
指标		最乐观	乐观	中性	悲观
出口价格弹性	a		-1. 40		
2024年美对中美关税税率（%）	b		12. 30		
新增关税税率（%）	c	10. 00	30. 00	54. 00	67. 00
情形说明	/	芬太尼谈判成功减免20%	对等10%+芬太尼20%	90天后24%未豁免	对等加至顶格
关税对出口价格影响（%）	d=b/（1+c）	11. 18	26. 71	48. 09	59. 66
关税对美出口增速影响（%）	e=a*d	-15. 65	-37. 40	-67. 32	-83. 53
中对美出口占出口比重（%）	f		14. 66		
关税对出口增速影响（%）	g=e*f	-2. 29	-5. 48	-9. 87	-12. 24
出口占GDP比重（%）	h		18. 87		
关税对GDP影响（%）	i=g*h	-0. 43	-1. 03	-1. 86	-2. 31
财政乘数	j		1. 00		
2024年名义GDP（万亿）	q		134. 90		
2025年名义GDP（预测）（万亿）	r		141. 65		
财政对冲所需增量（亿元）	s	6134. 05	14654. 69	26378. 44	32728. 81

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

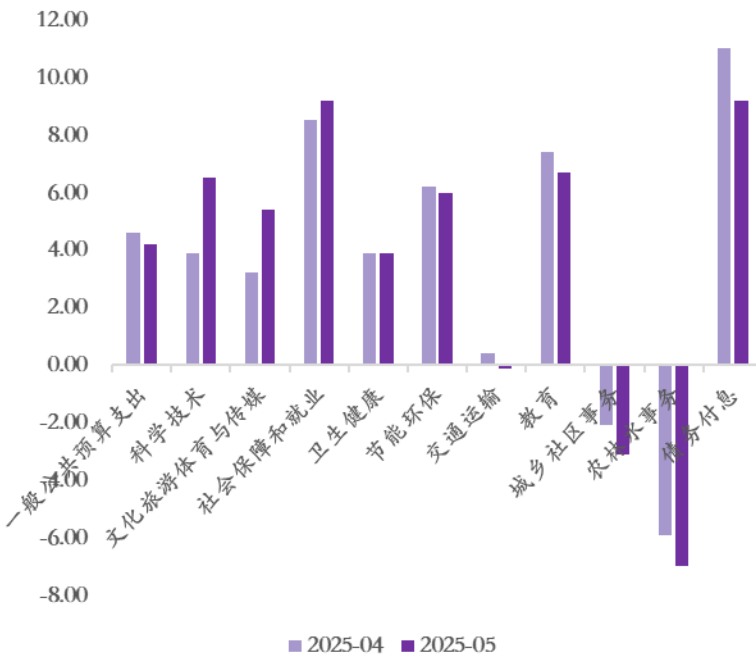
先用足存量：加快预算财政支出进度、专项债发行等

- 两本账（一般公共预算+政府性基金）财政支出累计同比整体偏高，但5月增速放缓，后续有提速空间。
- 1-4月专项债发行进度为27%，整体节奏偏缓，是后续观察的重点。
- 从一般公共预算支出累计同比来看，整体增速放缓，特别是基建相关类，反观科技、消费和社会保障相关改善。

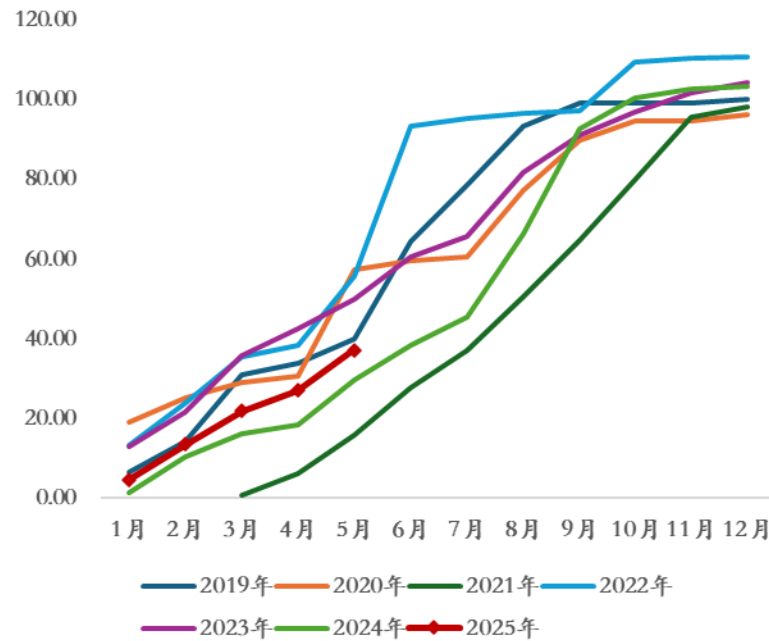
两本账财政支出累计同比提速
(单位：%)



5月基建支出回落，科技、消费和社保改善



专项债发行偏缓，有提速空间
(单位：%)



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

后储备增量：新型政策性金融工具备受期待

- ◆ 4月政治局会议的财政信号：用好用足更加积极的财政政策，设立新型政策性金融工具：
- 财政增量包括新增政府债额度、央行利润上缴、上年结转收入、结转下年支出、预算稳定调节基金、新型金融工具。新型金融工具备受期待和关注，是逆周期调节的主要工具，如2015-2017年财政贴息90%的专项建设债券，2022年的7400亿政策性开发性融资工具，用于补充项目资本金。
- 政治局会议和国新办发布会预告“设立新型政策性金融工具”，多地部署提及新型政策性工具，宜宾市已预告国家于4月底设立5000亿新型政策性工具。

中央和地方预告并部署新型政策性金融工具

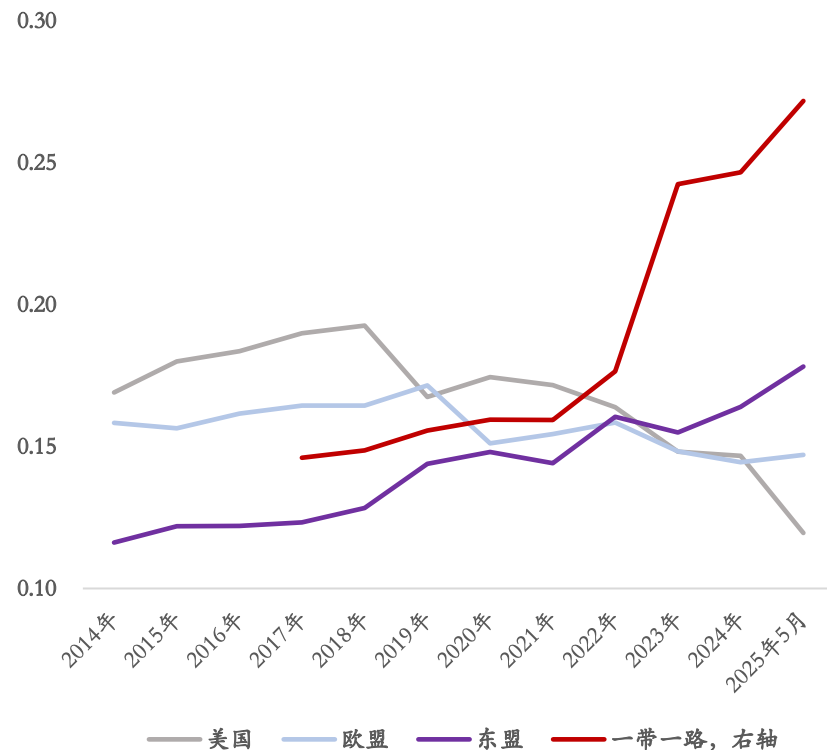
时间	中央会议/地方政策	相关内容
2025/4/25	中共中央政治局会议	设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。
2025/4/28	国新办举行新闻发布会 介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况	力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题。
2025/5/17	焦作市水利局举办新型政策性金融工具政策宣讲会	要做好与发改部门、政策性银行的沟通对接，深入掌握新型政策性金融工具申报条件、流程环节等有关政策
2025/5/20	广东梅州市政府召新型政策性金融工具政策培训会	中国农业发展银行梅州市分行围绕2025年新型政策性金融工具的重点投向领域，对相关政策情况及要求展开全面推介。
2025/5/21	佳木斯市发改委召开政策性金融工具政策解读会议	在吃透政策基础上，指导各行业主管部门围绕国家初步确定的重点支持领域和要点，超前做好项目谋划。 市发展和改革委员会对政策支持的重点领域和申报要求进行充分解读。
2025/5/21	潮州市商务局召开新型政策性金融工具向上争取工作部署会	新型政策性金融工具通过市场化机制弥补财政短板，由央行PSL（抵押补充贷款）提供资金支持，旨在解决重点领域项目资本金不足问题，是稳投资的关键抓手。
2025/5/22	宜宾市国资大讲堂第二期“新型政策性金融工具与开发性金融政策”	立足国家于今年4月底设立5000亿元新型政策性金融工具的大背景，结合宜宾“4+4+4”产业布局，针对性介绍了城市基础设施、支柱产业、社会民生等领域的开发性金融政策，并通过剖析优质项目实战案例，为国资国企量身定制政策争取策略。
2025/6/12	广州市海珠区发改局组织召开新型政策性金融工具政策宣讲培训会	围绕新型政策性金融工具的支持领域、资金比例、负面清单等关键内容展开深入讲解。

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.3.3、潜在支撑3 —出口增量挖掘：发展非美地区，加大开放力度

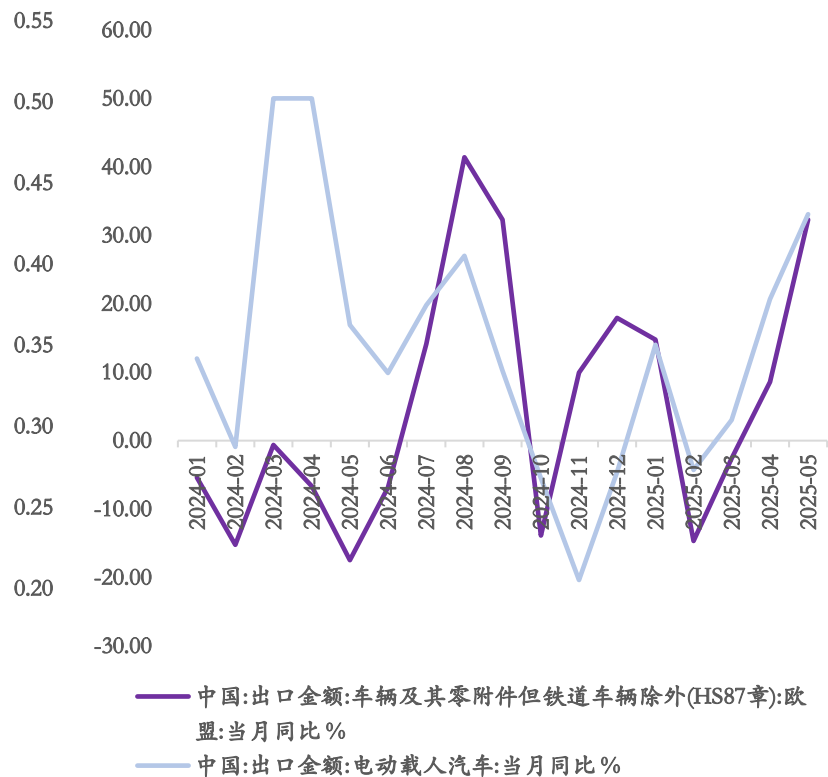
- ◆ 高基数+抢出口+关税冲击，下半年出口整体承压，关注增量挖掘：
- 贸易伙伴角度：关注一带一路和东盟增量。中国-中亚峰会将于6月16日-18日在哈萨克斯坦举行，中国与东盟完成中国东盟自贸区3.0谈判，东盟 - 中国 - 海合会峰会联合声明。
- 对外开放角度，进一步加大开放力度，加快区域一体化。中国将主动对接CPTPP等国际高标准经贸规则，稳步扩大制度型开放。今年是中国与欧盟建交五十周年，2025年4月中欧达成价格机制：中国车企出口至欧盟的电动车需遵守最低售价承诺。

一带一路、东盟占中国出口比例快速提升



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

中国与欧盟达成最低售价承诺，带动电动车出口回升



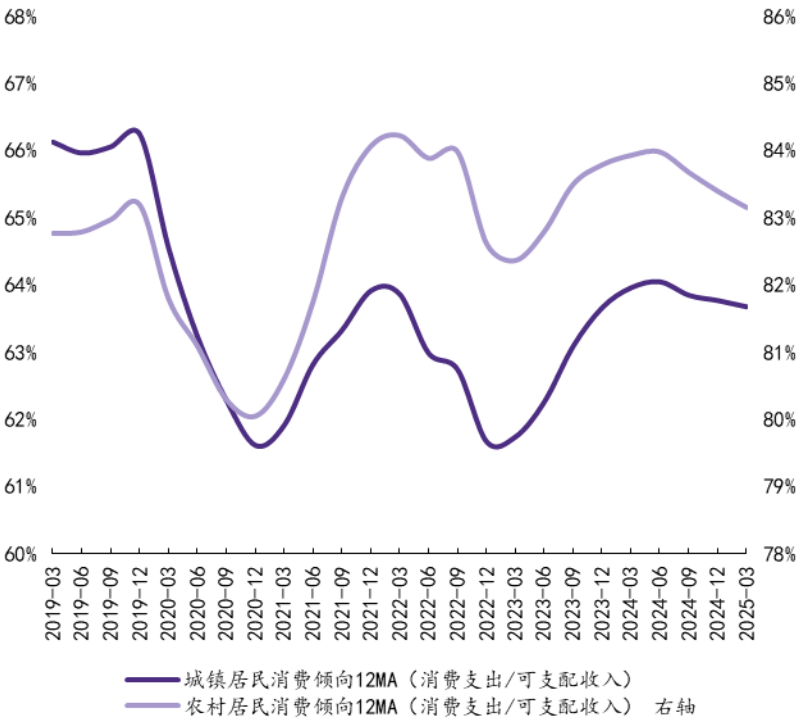
中国东盟3.0谈判重点内容

主要领域	具体内容
数字经济	数字基础设施“硬联通”，增强电子发票、电子支付等系统“软联通”，纳入高水平的个人信息保护、数字贸易标准、无纸贸易、网络安全等规则条款。
绿色经济	在绿色贸易、绿色投资和绿色标准等8个优先领域，深入开展经验分享和政策交流，促进可持续能源等绿色产业的贸易投资合作。
供应链互联互通	促进关键产品和服务自由流通，强化基础设施建设互联互通，协同应对供应链中断等问题，共同构建安全稳定、畅通高效的区域供应链合作网络。
标准规则互融互通	允许双方企业通过公开征求意见程序参与彼此标准制定，积极推动双方在标准和规制领域的互认互信。同意优先推进新能源汽车、电子电器等领域的标准合作等。
海关程序与贸易便利化	强化智慧海关合作，对货物放行、快检、装运前检验等条款进行优化，在检验检疫领域加强信息交流和技术合作，切实提升了双方贸易的便利化程度，使得商品流通更加高效顺畅。

2.3.4、潜在支撑4 —消费创造增量：消费下沉，新型消费，补贴加码

- ◆ 消费是上半年经济的主要助力，以旧换新贡献了主要增量，剩余的1380亿元中央资金在下半年分批有序下达，补贴力度不及上半年，需创造其他消费增量：
- 农村（83%）居民消费倾向基本修复，且高于城镇（64%），房价对居民资产及消费能力的拖累是重要影响因素。
- 18-30岁“Z世代”贡献了60%的服务消费。2025年618大促中，数码、彩妆、宠物等相关品类增速显著领跑大盘。
- 体育娱乐等消费快速提升，以谷子经济、悦己经济、宠物经济为代表的新消费强势崛起。

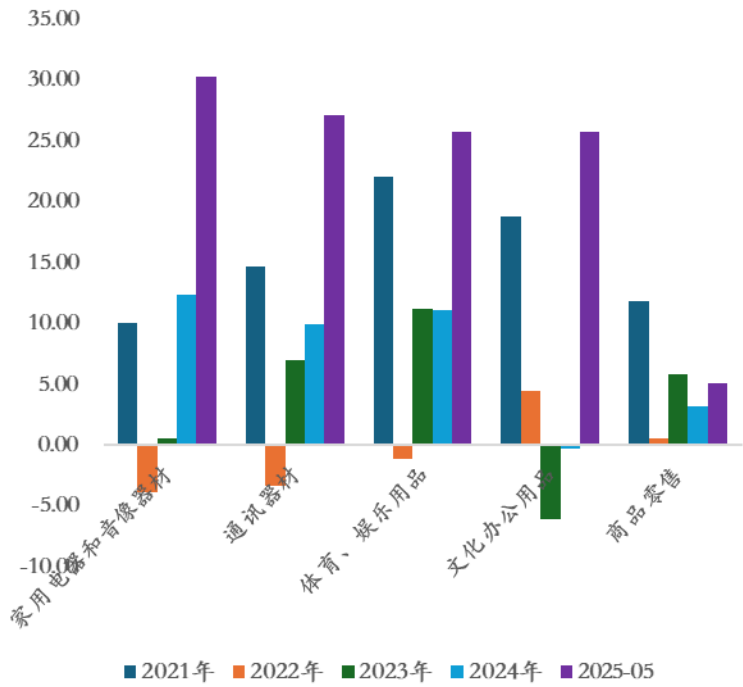
农村居民消费倾向高于城镇



情绪消费成增长新引擎



体育娱乐等新型消费强势崛起

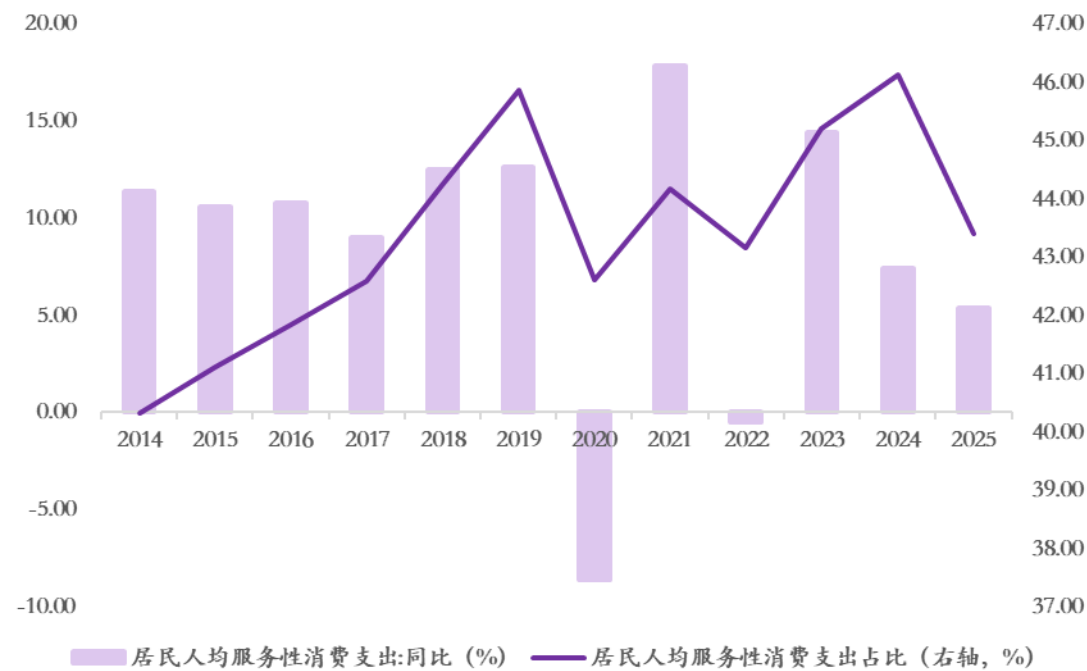


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

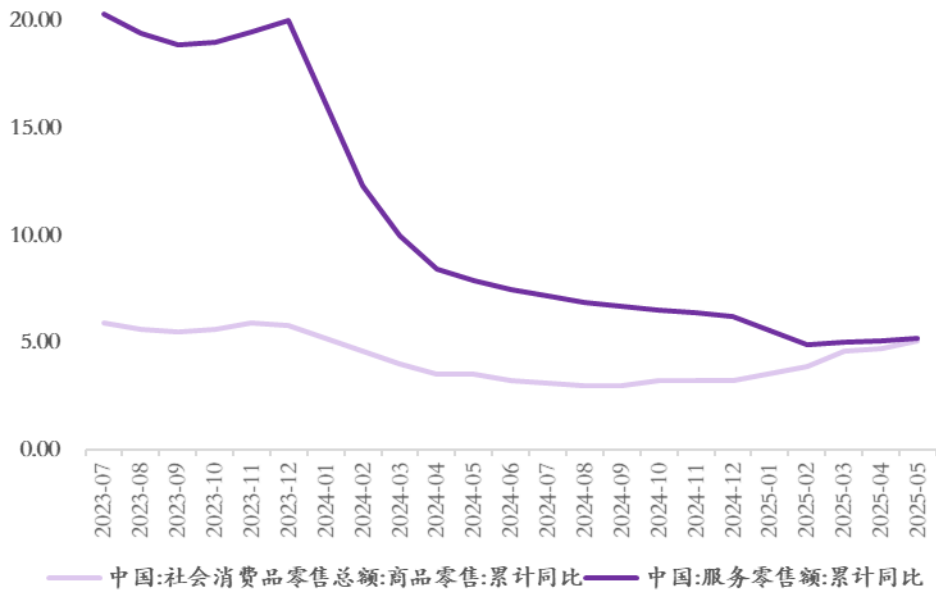
服务消费是下半年提振消费的重要抓手

- ◆ 上半年商品零售是上半年经济的主要助力，下半年关注服务消费增量：
- 横向对比，相比全球，我国服务消费占比偏低；纵向对比，服务消费增速逐步回落且被商品消费赶超；
 - 3月两会政府工作报告指出，制定促进生育政策，发放育儿补贴。6月财政部进一步表态“抓紧建立实施育儿补贴制度”，强调与托育服务协同推进，相关工作“正在加快推进”。多地推出育儿补贴新政，国家级育儿补贴申领开始内测。

服务消费增速放缓，占比明显回落



服务消费增速已被商品零售赶上



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

下半年育儿补贴促消费备受期待

- ◆多地已有育儿补贴措施落地，国家层面育儿补贴箭在弦上：
- 地方育儿补贴措施差异较大，多是现金发放、医疗补贴、住房支持、税收减免、假期奖励、教育优惠等组合拳。

➢3月两会政府工作报告指出，制定促进生育政策，发放育儿补贴。6月财政部进一步表态“抓紧建立实施育儿补贴制度”，强调与托育服务协同推进，相关工作“正在加快推进”。多地推出育儿补贴新政，国家级育儿补贴申领开始内测。

地方育儿补贴政策组合拳：现金发放、医疗补贴、住房支持、税收减免、假期奖励、教育优惠等

时间	省/市/地区	补贴方式	补贴细则
2021年7月	四川省攀枝花市	育儿补贴金	补贴对象：2021年6月12日及以后的第二个及以上子女。 补贴标准：女孩每月发放500元育儿补贴金，直至3周岁。
2022年11月	云南省	生育补贴、育儿补助、婴幼儿意外伤害险参保补贴	补贴对象：2023年1月1日以后符合政策生育的二孩、三孩。 补贴标准：二孩发放一次性生育补贴2000元，三孩发放一次性生育补贴5000元。按年发放800元育儿补助，至3周岁。婴幼儿购买意外伤害险给予每人每年50元参保补贴。
2023年1月	山东省济南市	育儿补贴、保险补助、保育补助、生育休假、住房保障	补贴对象：2023年1月1日以后出生的二孩、三孩家庭。 补贴标准：女孩每月发放600元育儿补贴，对其中的最低生活保障、特困供养人员及领取失业保险金期间的生育妇女每月加发200元育儿生活补贴，每人每月400元的保育费补助，直至孩子3周岁。自出生之日起六个月内参加居民基本医疗保险的，参保登记当年度个人缴费由财政予以全额补助。 女方享受158天产假，配偶享受不少于15天陪产假，3周岁以下婴幼儿父母各享受每年累计不少于10天育儿假。 申请公租房时优先予以分配，相关三孩家庭首套房最高可贷额度提高至100万元
2023年9月	湖北省天门市	生育激励、降低生育养育成本、生育休假、住房保障、婴幼儿照护	补贴对象：2023年9月1日及以后生育二孩、三孩。 补贴标准：分娩补助300元；一次性生育奖励二孩1000元，三孩3000元；育儿补贴发放至3周岁，二孩每月800元，三孩每月1000元；每月1000元的标准定额扣除购房奖励二孩家庭5万元、三孩家庭10万元的奖补房票。减免基因筛查费用1000元。产假补助4200元，增加产假60天，配偶享受15天护理假；3岁以下婴幼儿父母每人每年享受累计10天育儿假。
2024年10月	山西省吕梁市	生育补贴、普惠托育、教育支持、住房保障	补贴对象：2025年1月1日起，对符合政策生育一、二、三孩且新生儿户籍登记在吕梁的家庭 补贴标准：分别补贴2000元、5000元、8000元；从生产后次年，对符合政策生育二、三孩的家庭成员5年内参加城乡居民基本医疗保险个人缴费部分，分别给予30%、50%的补贴。 对符合住房保障条件的二、三孩家庭，优先配租保障性住房，在户型选择等方面给予照顾。公积金贷款额度提高到100万元。引导支持商业银行提供优惠购房商业贷款。
2025年1月	陕西省榆林市	生育补贴、育儿补贴、生育保险、税收优惠、住房保障	补贴对象：2025年1月1日起，对同一对夫妻按政策生育的家庭，夫妻双方中至少一方在榆林市落户满三年，且新出生子女户籍登记在榆林市 补贴标准：一次性生育补贴二孩5000元、三孩10000元。每年二孩3000元、三孩10000元的育儿补贴，二孩发放至2周岁，三孩发放至3周岁。将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入基本医疗保险和工伤保险基金支付范围政策。将3岁以下婴幼儿照护费用，按照每个婴幼儿每月2000元的标准在缴纳个人所得税前专项附加扣除。申请公租房优先配租，适当发放公共租赁补贴，并在户型选择等方面适当照顾。实行公积金优惠政策，最高限额基础上适当上浮。
2025年3月	内蒙古呼和浩特市	育儿补贴	补贴对象：2025年3月1日之后（含3月1日）合法生育的家庭，父母户籍或居住在呼和浩特市，且新生儿首次落户在呼和浩特市 补贴标准：生育一孩一次性发放育儿补贴10000元；生育二孩发放育儿补贴50000元，按照每年10000元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴100000元，按照每年10000元发放，直至孩子10周岁。

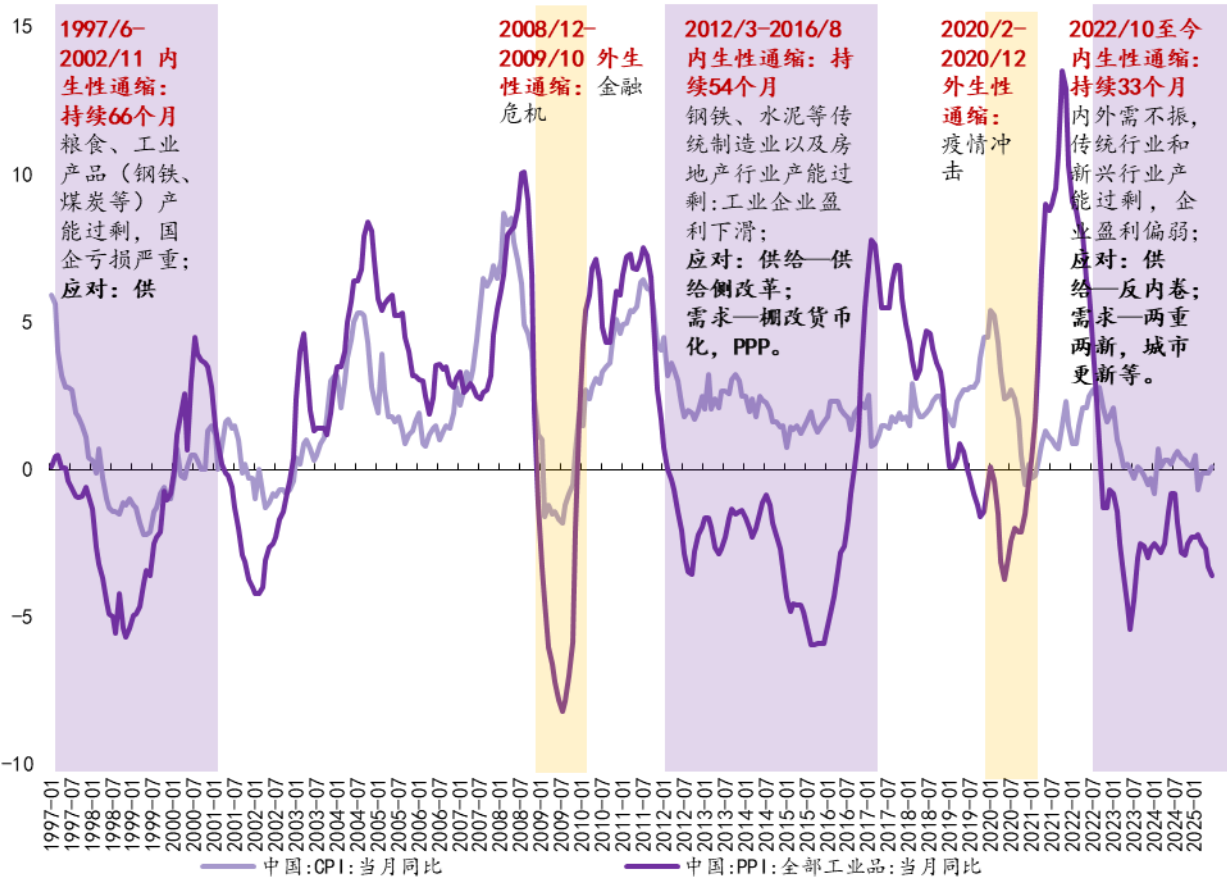
资料来源：各地官网，华鑫证券研究

2.3.5、潜在支撑5 —产业结构优化：反内卷，供需新平衡

◆ PPI持续负增，反内卷势在必行：

➢ 3月两会政府工作报告首提整治“内卷式竞争”，7月中央财经委员会明确治理低价无序竞争。随着供给侧反内卷引导出清+需求侧扩内需提振消费，供需同步发力达成新平衡。

PPI持续负增倒逼反内卷



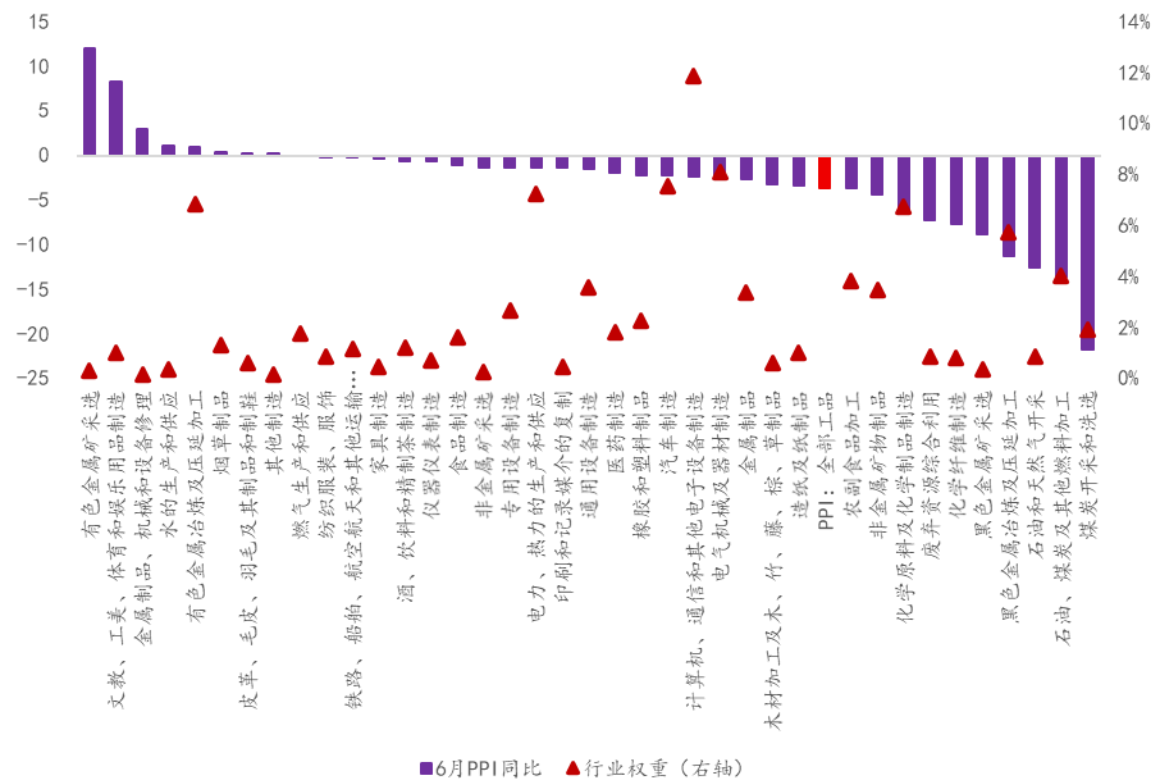
资料来源：wind资讯，中国政府网，新华社，人民日报，求是，华鑫证券研究

反内卷政策：从传统行业到新兴行业，从行业自律到依法依规治理

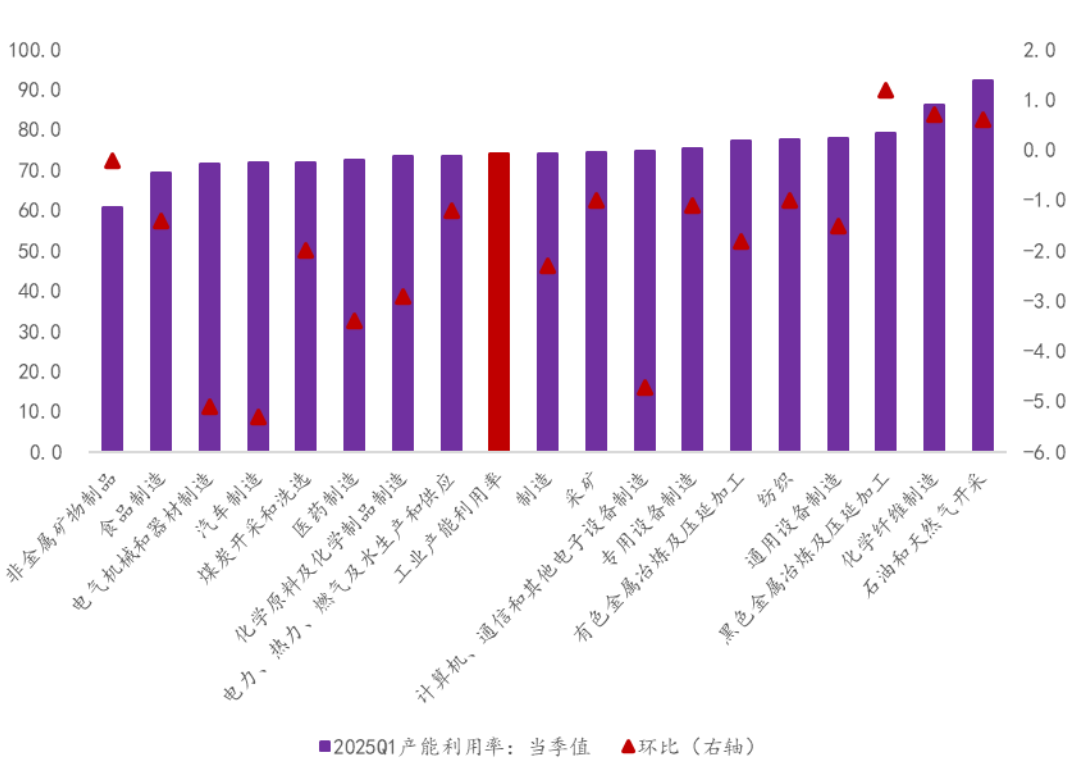
时间	会议/文章	相关内容
2024/7/30	政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025/3/5	政府工作报告	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025/6/29	人民日报《金社平文章：“新三样”产品蓬勃发展，优质的绿色产能降低了全球绿色在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	近年来，我国以新能源汽车、锂电池和光伏产品为代表的“新三样”产品蓬勃发展，优质的绿色产能降低了全球绿色转型成本，为构建全球能源供应的多元化格局贡献了重要力量。但也要看到高投入、低产出的“内卷式”竞争，于产业健康发展无利，也非高质量发展的本义。
2025/7/1	求是《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	新兴行业出现供需结构性矛盾。与过去恶性竞争主要集中在钢铁、水泥、轻工产品等传统产业不同，当前一个突出现象是，光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业也深陷其中。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	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。

➤ 随着工业供需失衡，PPI走弱和产能利用率偏低的双重压力进一步凸显，反内卷推动重点行业提质升级十分必要；以PPI、产能利用率为核心指标，筛选内卷行业，主要为**非金属制品、煤炭开采、油气开采、化学制品等**。

从PPI看内卷行业：煤炭开采、燃料加工、油气开采、黑色冶炼/采选、化学制品、废弃利用、非金属制品等



从产能利用率看内卷行业：非金属制品、食品制造、电气机械、汽车制造、油气开采、医药制造、化学制品等



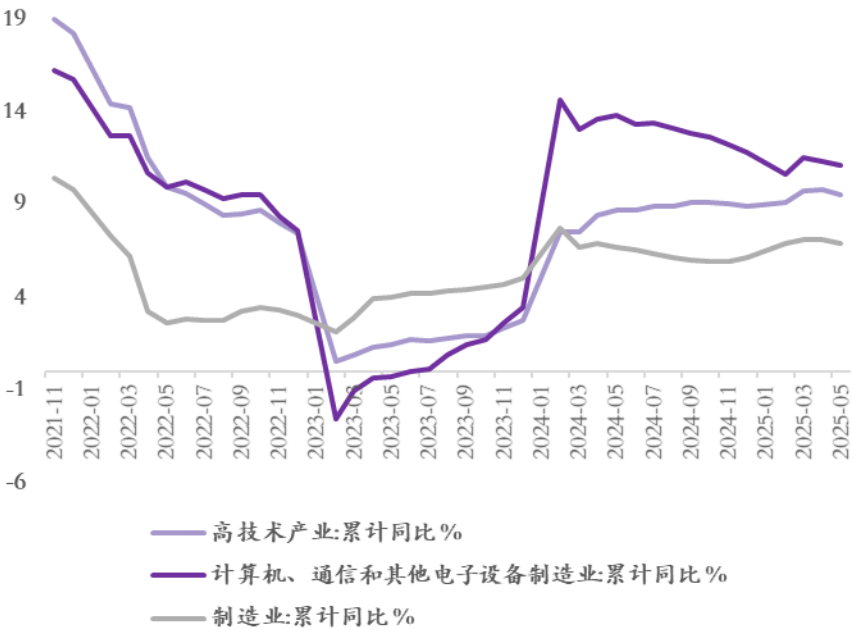
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

产业结构升级：新增量，十五五规划

- 科技创新和产业创新加快融合，高端制造、数字经济等新动能持续壮大。高技术制造业、TMT等增加值同比增速明显高于规模以上工业。
- “十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系。

高端制造、数字经济等新动能持续壮大

十五五产业机会前瞻：传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育



重点	政策文件	相关内容
传统产业升级	工业和信息化部等八部门《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》	推动传统制造业向高端化、智能化、绿色化、融合化方向转型。 高端化：坚持创新驱动发展，加快迈向价值链中高端； 智能化：加快数字技术赋能，全面推动智能制造； 绿色化：强化绿色低碳发展，深入实施节能降碳改造； 融合化：推进产业融合互促，加速培育新业态新模式
新兴产业壮大	二十大报告	推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。
未来产业培育	工业和信息化部等七部门《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展。 创新性标志产品：人形机器人、量子计算机、新型显示、脑机接口、6G、新型智算、第三代互联网、高端文旅装备、超高速列车、下一代大飞机、绿色智能船舶、无人船艇、先进航空装备、深部资源勘探开发装备等。

资料来源：wind资讯，工信部，商务部，华鑫证券研究

03 A股大势： 三大支撑，震荡慢牛，结构行情

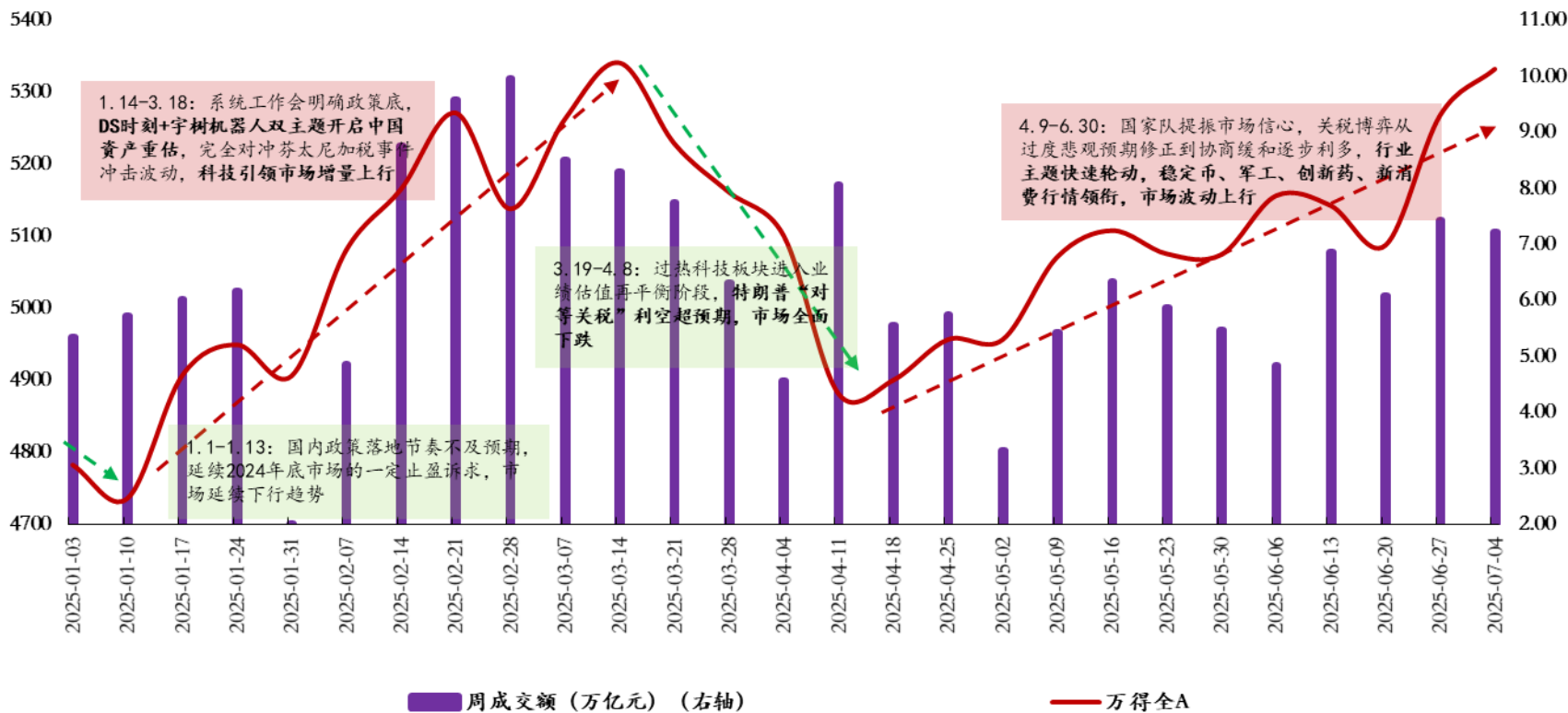
研究创造价值

3.1.1 2025H1 A股大盘回顾：震荡慢牛，科技重估-关税冲击-行业轮动

超预期关税冲击修复，行业主题行情快速轮动：

- **年初探底 (1.1-1.13)**：国内政策落地节奏不及预期，延续2024年底市场的一定止盈诉求，市场延续下行趋势；
- **重估上行 (1.14-3.18)**：系统工作会明确政策底，DS时刻+宇树机器人双主题开启中国资产重估，完全对冲芬太尼加税事件冲击波动，科技引领市场增量上行；
- **全面下跌 (3.19-4.8)**：过热科技板块进入业绩估值再平衡阶段，特朗普“对等关税”利空超预期，市场全面下跌；
- **震荡反弹 (4.9-6.30)**：国家队提振市场信心，关税博弈从过度悲观预期修正到协商缓和，行业主题快速轮动，稳定币、军工、创新药、新消费行情领衔，市场波动上行。

2025上半年A股走势跌宕起伏，科技增量上涨-外部冲击超跌-反弹震荡上行



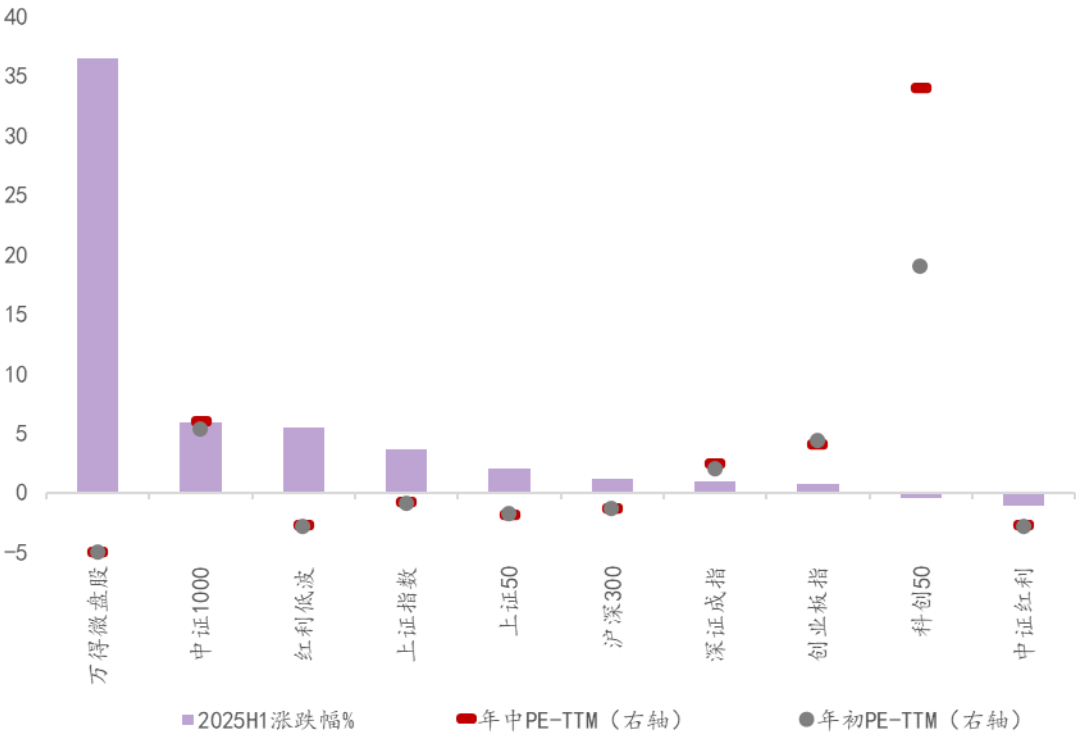
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.1.2 2025H1 A股风格行业：哑铃策略仍占优，微盘绝对领涨

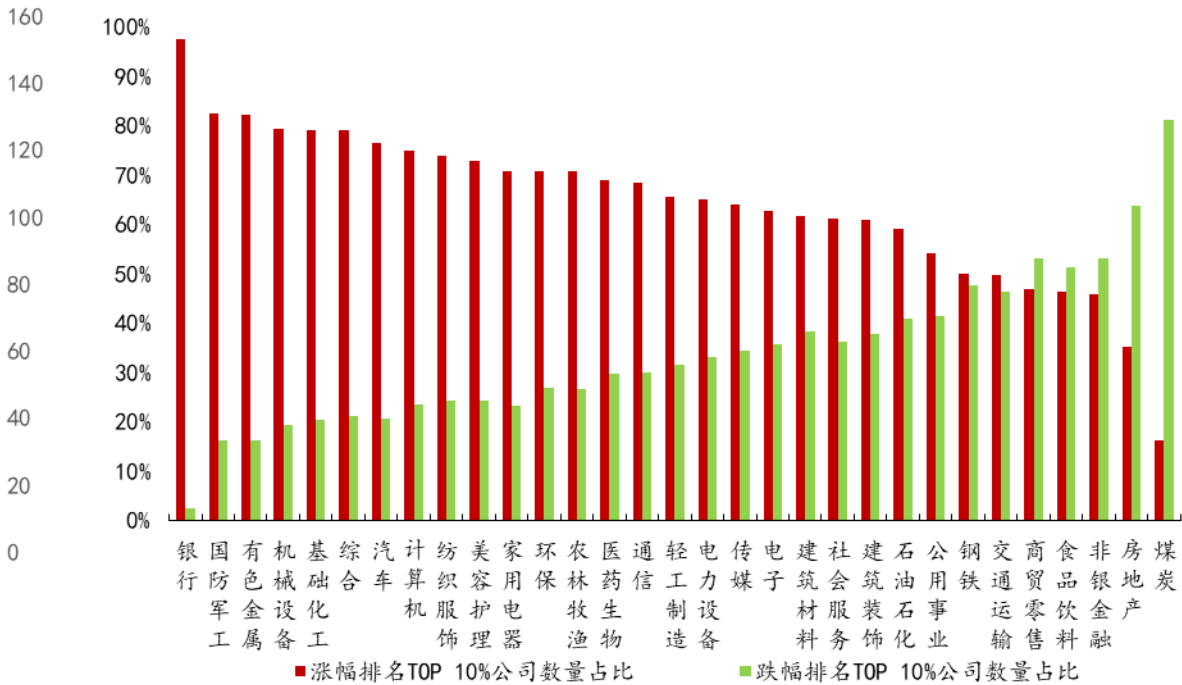
➤2025H1宽基指数涨跌不一：微盘股表现绝对领先，小盘和红利低波涨幅靠前：

- 2025H1涨幅排名TOP10%的公司集中在银行、军工、有色、机械、化工等行业；
- 2025H1跌幅排名TOP10%的公司集中在煤炭、房地产、商贸、非银、食品饮料等行业。

2025上半年宽基指数涨跌不一，微小盘股占优，红利紧随



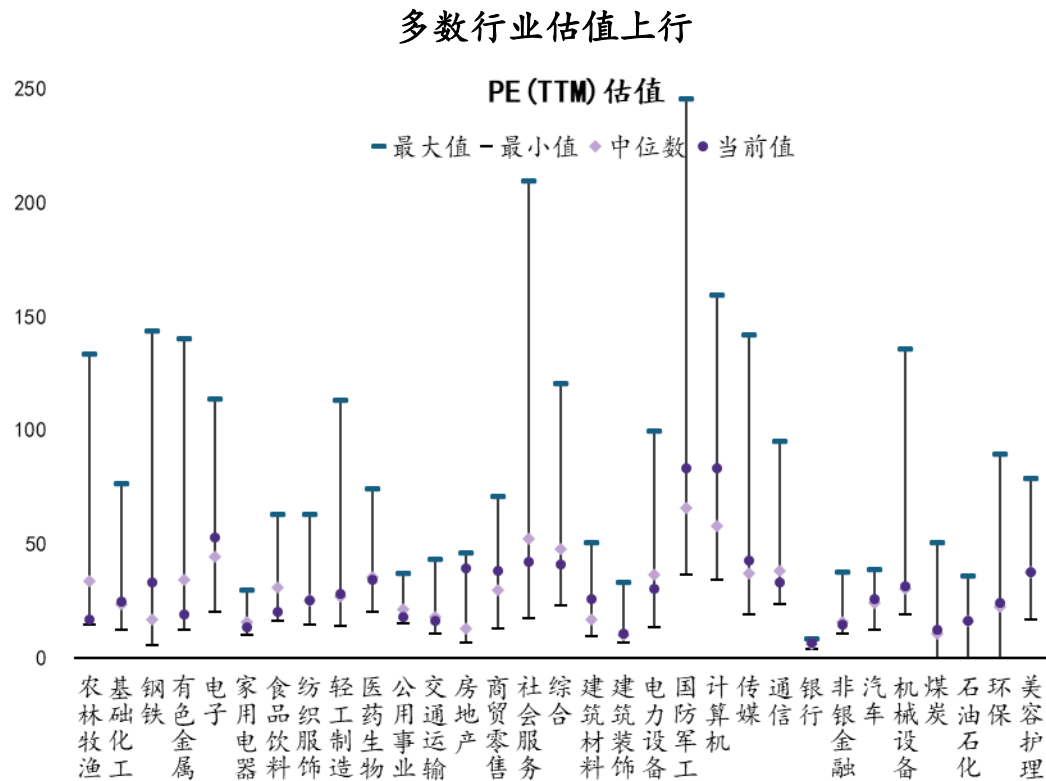
2025上半年涨幅排名TOP10%集中在银行、军工、有色、机械、化工等



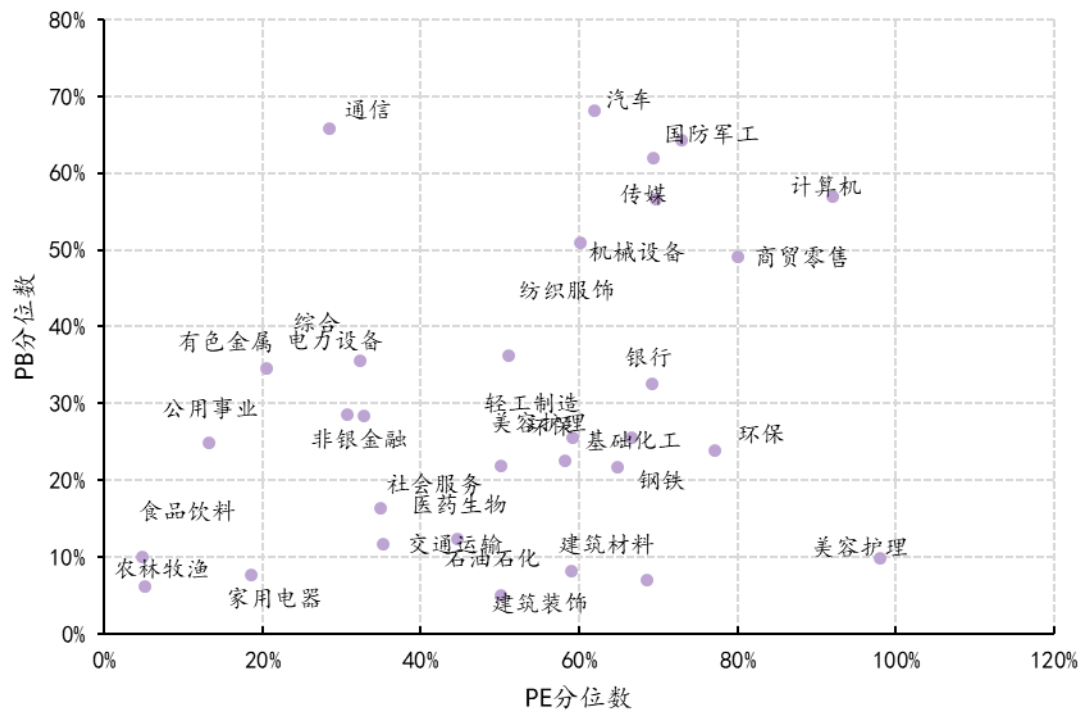
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.1.3 2025H1 A股行业估值：多数行业上行，社服、纺织、钢铁居前

- **行业估值大部分上行，社会服务、纺织服饰、钢铁上行幅度居前。**大部分行业估值上升，上游资源板块估值全数上行、成长与下游消费板块估值变动趋势各异。社会服务、纺织服饰、钢铁、计算机、国防军工上行幅度居前，分别为82.98%、27.55%、27.08%、25.31%、23.83%；综合、农林牧渔、非银金融、家用电器、交通运输行业估值下修幅度居前，分别为30.43%、24.95%、13.00%、8.30%、4.93%。
- **PE、PB静态估值：**农林牧渔、食品饮料、家用电器等行业处于低估历史分位。



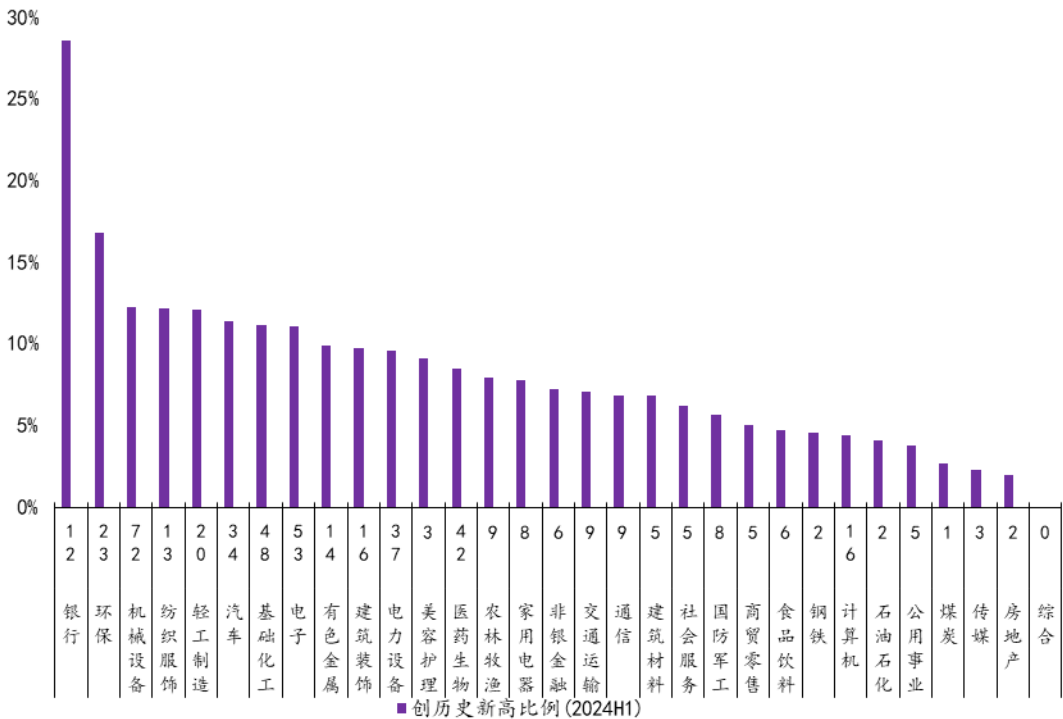
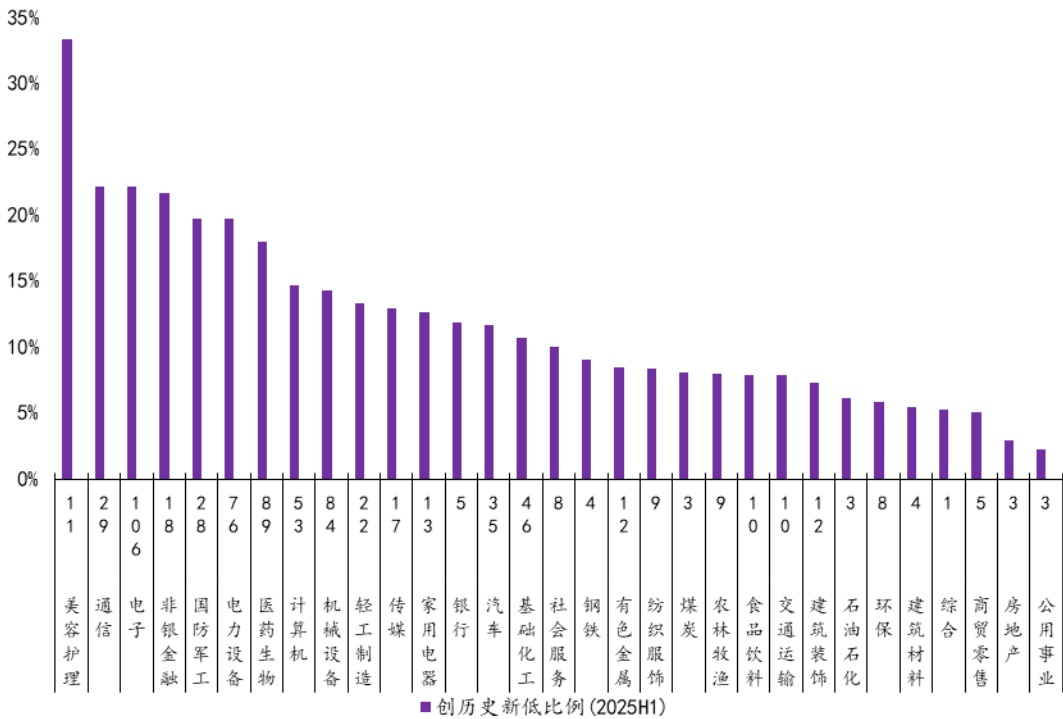
农林牧渔、食品饮料、家用电器等行业处于低估历史分位



3.1.4 2025H1 A股个股表现： 9.0% 创历史新高， 13.6%创历史新低

- 总体表现：488只个股在2025H1收盘价创历史新高，占比为9.0%；736只个股在2025H1收盘价创历史新低，占比为13.6%。
- 分行业来看：个股创新高行业占比较高的是轻工制造、计算机、建筑装饰、电子、美容护理等；个股创新低行业占比较高的是电力设备、基础化工、医药生物、汽车、计算机和机械设备等。

2025年中收盘价A股个股创新高比例（9.0%）小于创新低比例（13.6%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2 2025H1 DDM三因子：分子端贡献有限，分母端有望持续改善

- 2025上半年A股DDM三因子模型中，分母端流动性与风险偏好持续改善，分子端企业盈利贡献相对有限
- 流动性：伴随中国资产重估行情的涌起，A股市场流动性从年初收敛逐步迈向相对宽松的阶段；
 - 风险偏好：ERP位于+1倍 σ 偏下区间震荡，PE向上突破均值，风险偏好逐步回升；
 - 企业盈利：补库周期重回主动去库阶段，利润总额同比降幅收窄，但因子助力有限。
- 2025下半年，预计企业盈利因子助力程度依然有限，但是分母端有望持续改善。其中，流动性关注公募的ETF资金增量，有望进一步向相对宽松阶段迈进，同时若有超预期强催化出现，保险和杠杆资金有望成为增量主力。风险偏好方面，全A估值有望进一步延续向上震荡突破的势头，预计在下半年国内政策和产业刺激利好下，将进一步回升。

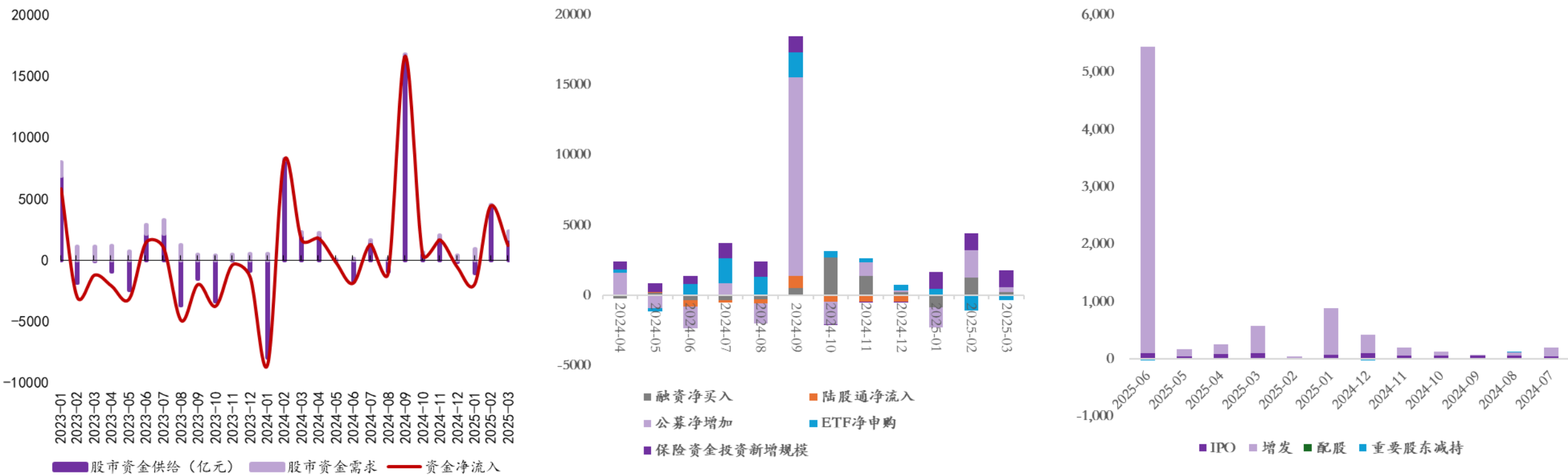
2025H2预计分母端有望延续改善趋势，分子端优化空间相对有限

DDM因子		2025H1	2025H2
分子端	企业盈利	补库周期重回主动去库阶段，利润总额同比降幅收窄，但因子助力有限	利润总额的改善空间有限，预测2025Q2-Q4全A上市公司归母净利润当季同比增速分别为+2.88%/-4.48%/+5.02%，折算成2025年全年增速为+1.40%，分子端相对疲软
	流动性	伴随中国资产重估行情的涌起，A股市场流动性从年初收敛逐步迈向相对宽松的阶段	看好公募的ETF资金增量，有望进一步向相对宽松阶段迈进，若有超预期强催化出现，保险和杠杆资金有望成为增量主力
分母端	风险偏好	ERP位于+1倍 σ 偏下区间震荡，PE向上突破均值，风险偏好逐步回升	PE有望进一步呈现向上震荡突破的势头，风险偏好预计将进一步回归

3.2.1 流动性：相对宽松，增量聚焦ETF和险资

- **A股流动性年初收敛后逐步宽松：**A股市场经历2025年1月资金收敛期后，伴随中国资产重估行情的涌起，流动性逐步迈向相对宽松的阶段。
- **2025H1，ETF、险资贡献主要资金增量；**2025年6月增发规模激增判断为主因特别国债资本补充计划，四大国有银行通过定向增发以补充核心一级资本。
 - **预计后续A股市场流动性将相对宽松，增量聚焦ETF、险资和杠杆资金，分母端有望持续助力。**

2025年1月以来，A股资金供给逐步迈向宽松，资金净流入转正（单位：亿元）

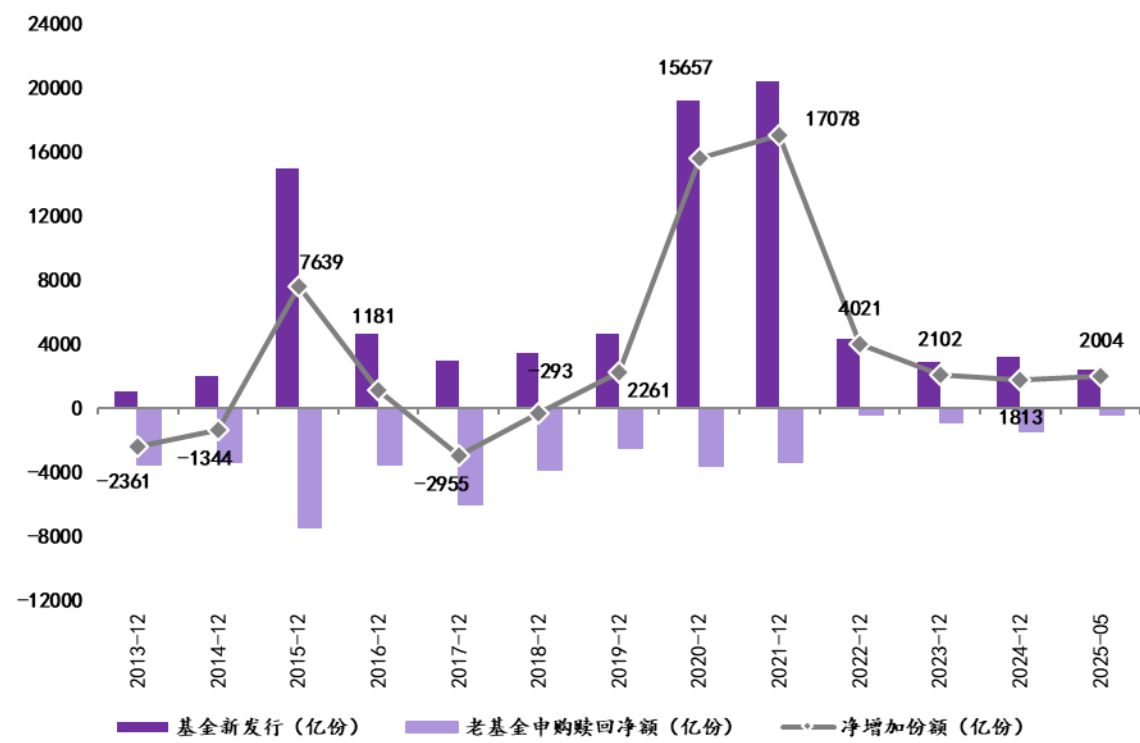


资料来源：Wind，华鑫证券研究

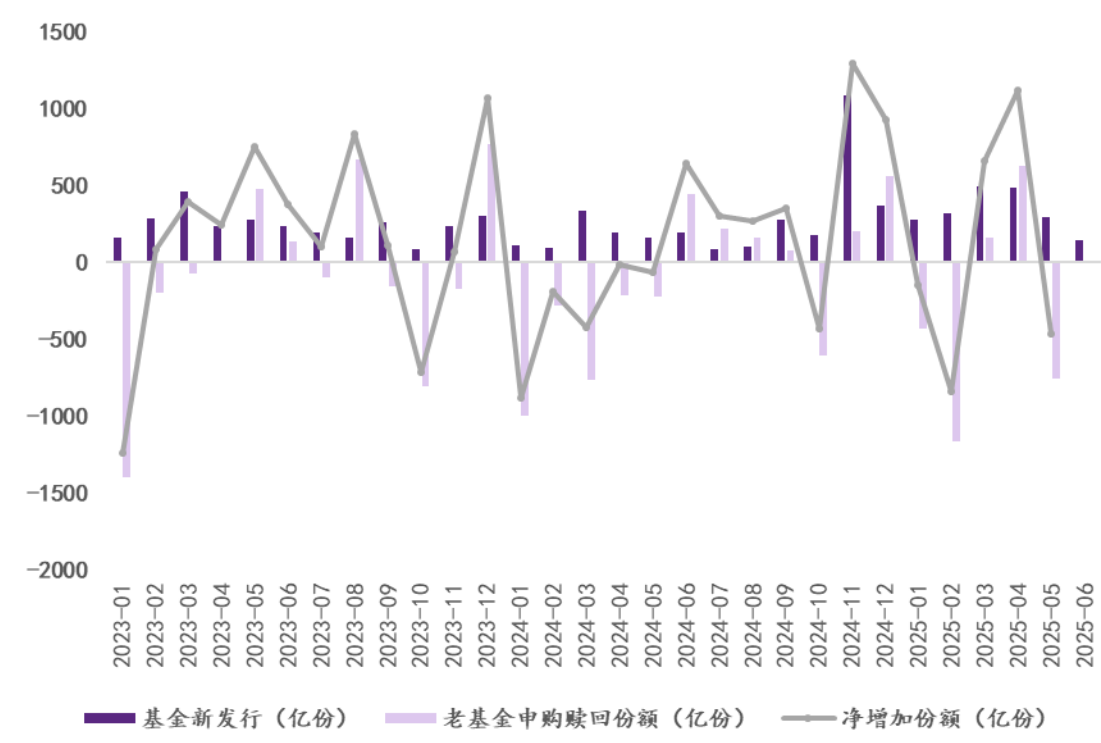
3.2.1.1 公募基金：赎回缓释份额净增，边际放量有望持续改善

- **截止至2025年5月，公募基金净增份额正增，5-6月基金新发行速度有所放缓。**年初市场因国内政策落地不及预期，叠加国外特朗普上台关税摩擦风险升级，市场情绪较为谨慎，1-2月存量基金多数选择落袋为安。但后续伴随中国资产重估行情的涌现，风险偏好显著回升，自2025年3月公募基金份额从赎回转为净增加，新发行和存量申购份额显著提升。但进入国内宏观政策淡季的5-6月，基金新发行份额又出现放缓的趋势。
- **公募基金资金整体放量还需静待催化，ETF边际增量可期。**在2025H2 A股慢牛走势的预期下，公募ETF产品有望发挥“蓄水池”作用，新发行和存量申购份额有望边际改善。

截至2025年5月，公募基金净增份额正增



伴随中国资产重估行情，自2025年3月公募基金份额从赎回转为净增加

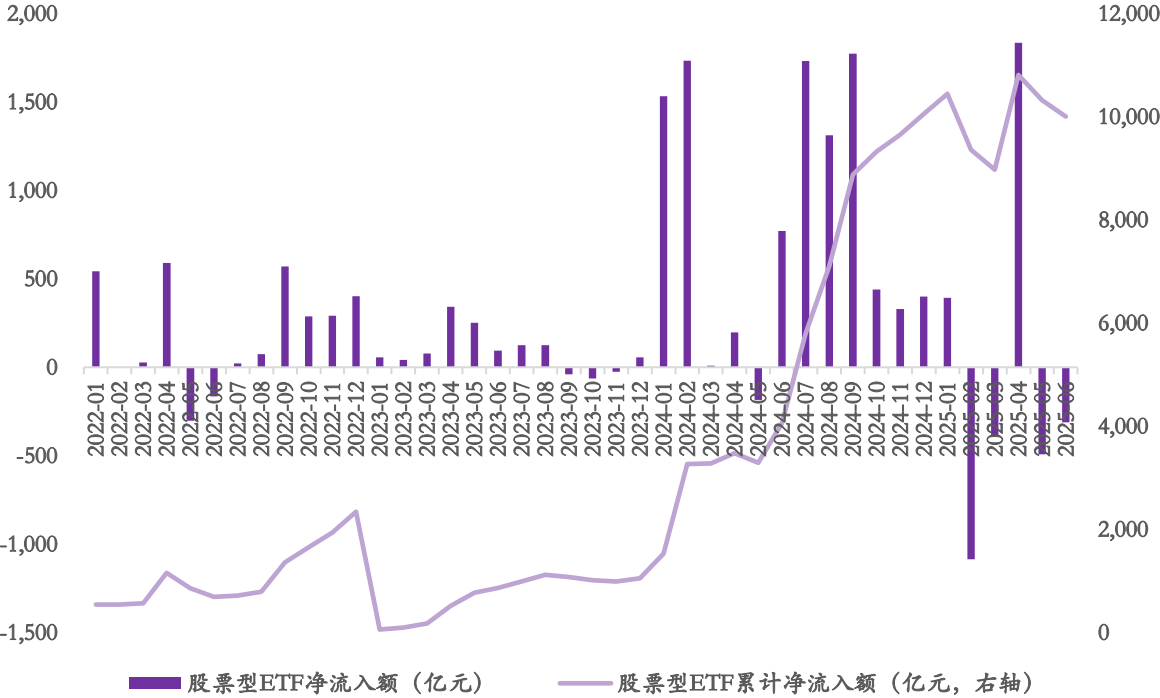


资料来源：Wind，华鑫证券研究

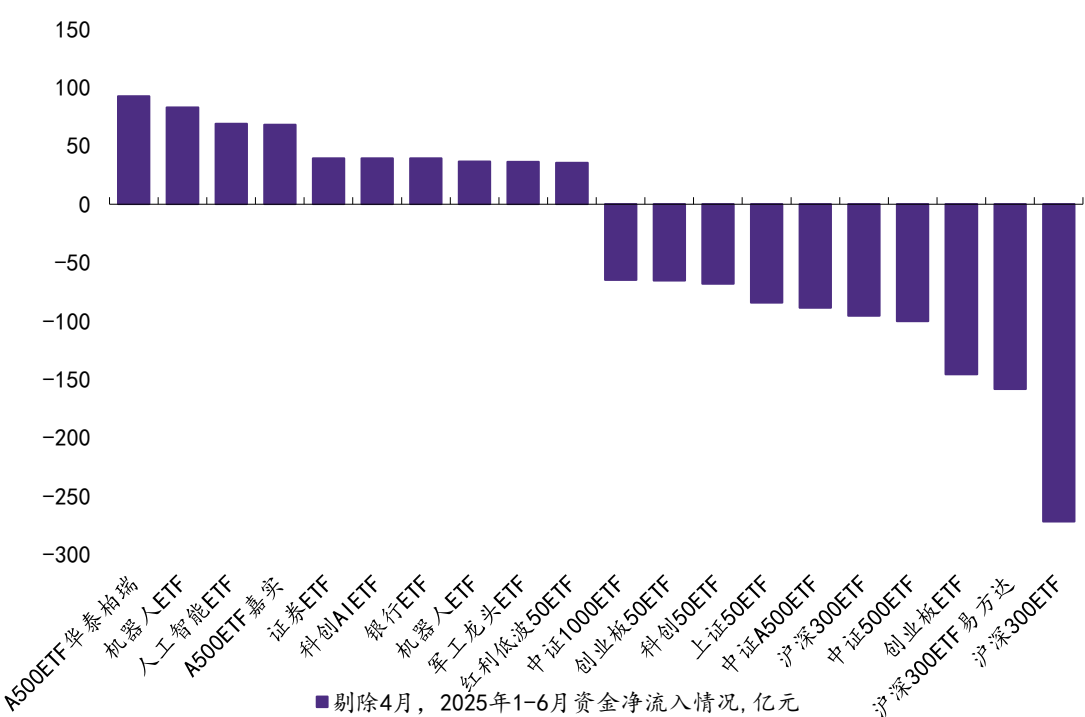
ETF：增量放缓但结构活跃，“蓄水池”作用有望吸引增量

- 2025上半年ETF的资金增量速度相较2024年显著放缓，截止至2025年6月，股票型ETF累计净流入-46.95亿元，2024、2023、2022年分别为10056.7、1051.2、2346.3亿元，2025年ETF增量出现明显的转折。具体月份来看，2025年1-6月中除4月份因对冲超预期“对等关税”影响，ETF净流入放量显著，创历史新高，2025年2月起月份是自2024年6月起首次出现ETF资金净流出的情况。判断原因，存在中国资产重估行情科技相关ETF的止盈压力，以及国际形势紧张带来的避险情绪提升影响。后续若无宏观或产业的超预期催化，A股整体走势预计将呈现慢牛行情，主题行情机会依旧，但预期不会出现主线行情，ETF产品有望成为把握主题行情的重要配置工具，起到“蓄水池”的作用。
- 剔除4月资金波动影响，ETF资金从宽基指数向热门行业ETF转向趋势明显。排除4月，从1-6月资金净流入排名前10和后10的情况来看，资金快速从宽基指数转向AI、机器人、军工、银行等热门行业ETF，ETF资金关注度逐步向特定行业的结构化机会聚焦。

2025上半年股票型ETF净流入放缓



剔除2025年4月影响，ETF资金从宽基指数向热门行业指数转移趋势显著

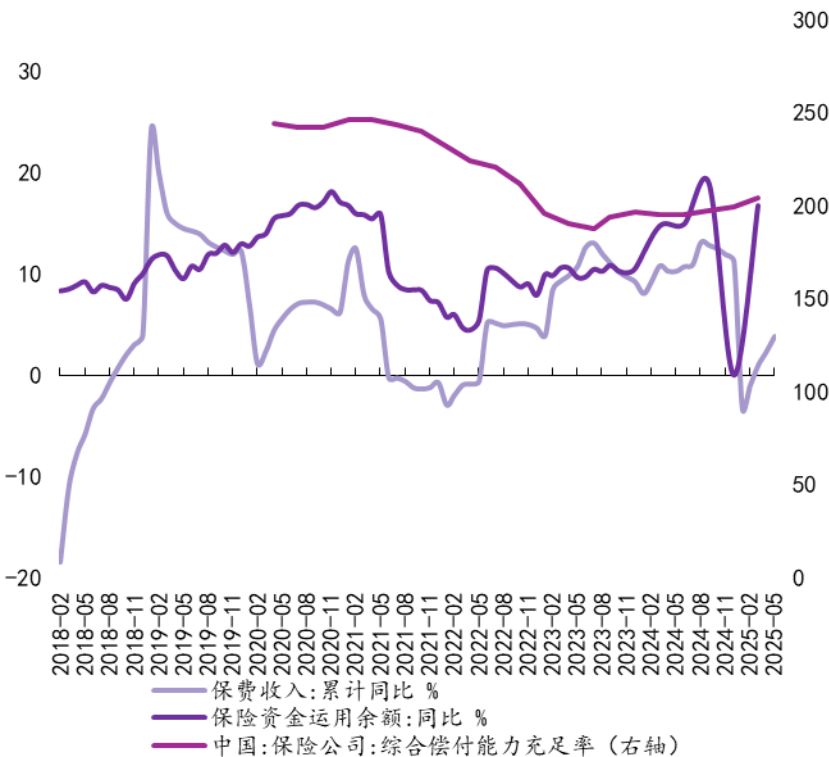


资料来源：Wind，华鑫证券研究

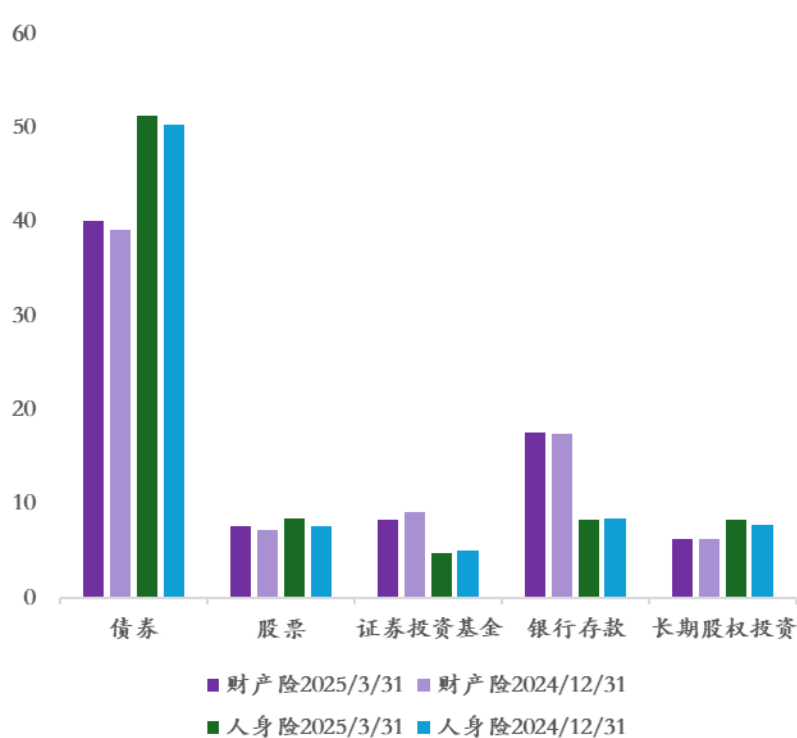
3.2.1.2 保险资金：权益仓位边际回升，潜力空间可期

- 2025年初保费收入同比下降至负数后小幅转正，险资可用余额同比同样呈现转折回升的态势。保险公司综合偿付能力充足率缓慢抬升，险资权益资产仓位从历史低位波动回升，财产险和人身险股票投资占比均有小幅提升。
- 在国内外未出现超预期催化的假设下，预计险资增配权益的增量有限；
 - 但若超预期的国外降息通道或国内政策通道开启，A股市场有望从慢牛突破为牛市走势，险资权益加配增量空间巨大。

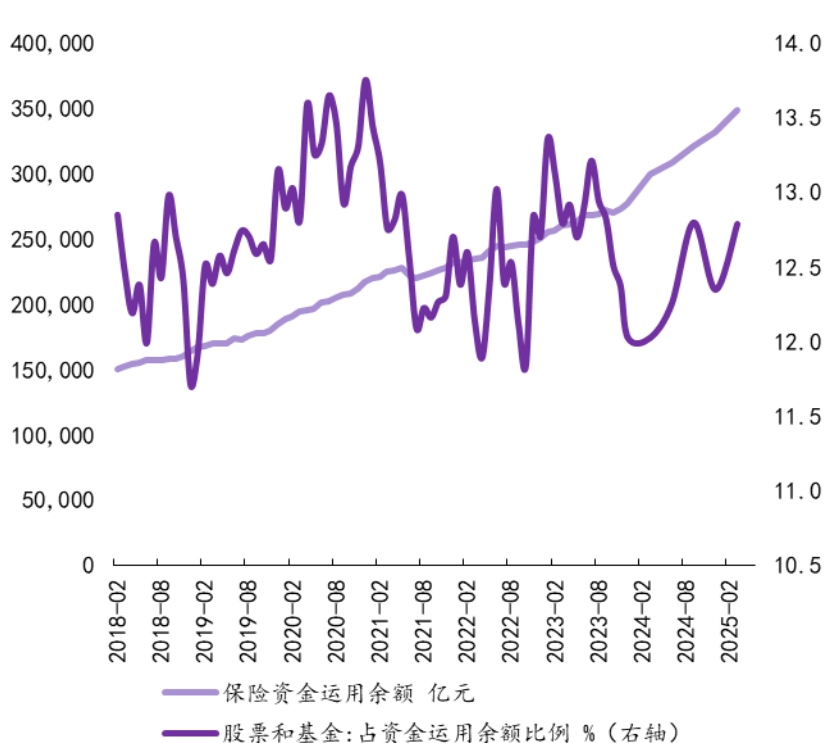
保费高增带动险资资金余额增速大幅上行



财产险和人身险股票投资占比均提升 (%)



险资权益资产仓位回升

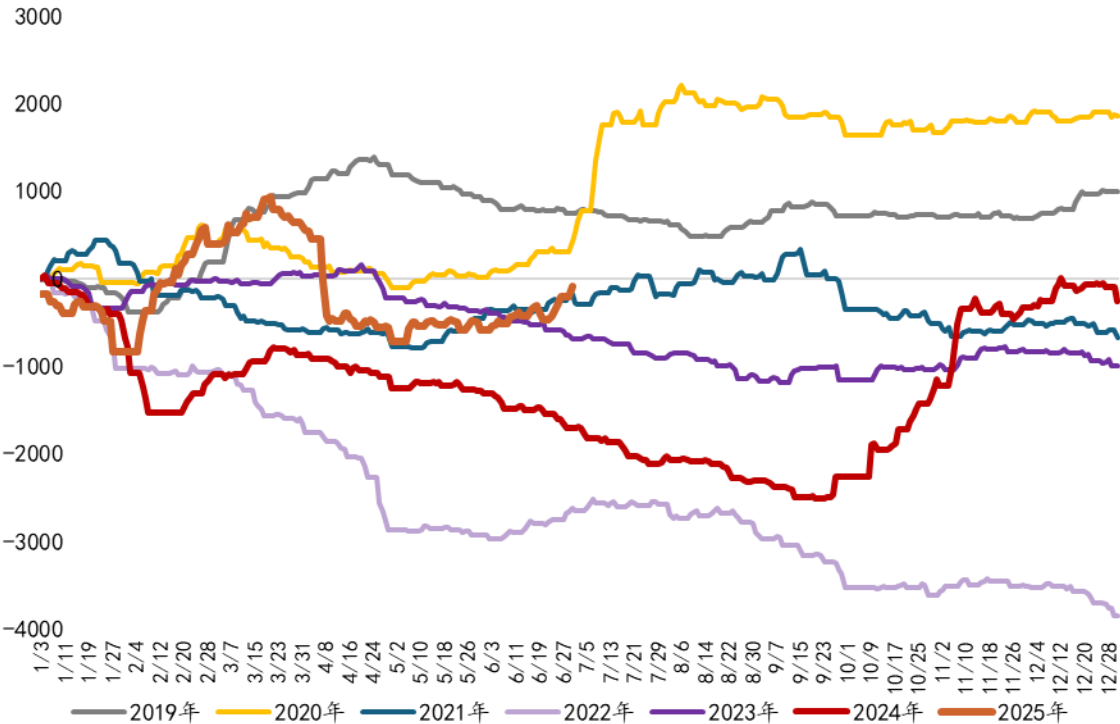


资料来源：Wind，华鑫证券研究

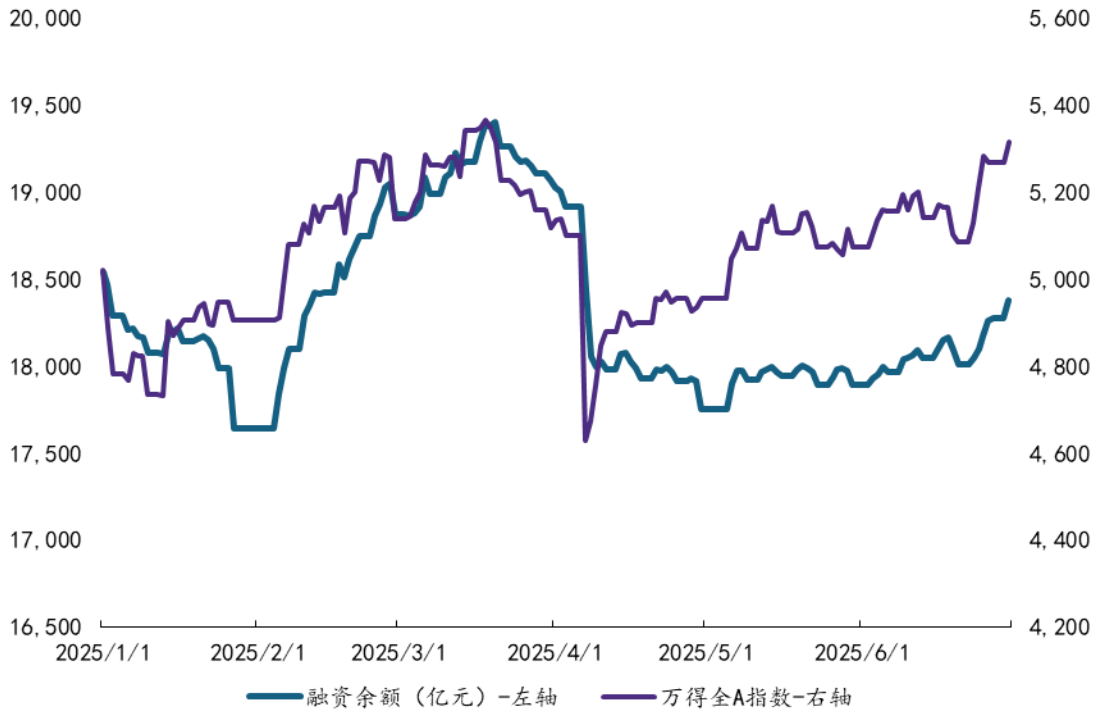
3.2.1.3 杠杆资金：冲高回落后震荡抬升，追涨杀跌趋势显著

- 2025上半年杠杆资金交易活跃度始终保持高位，2月伴随中国资产重估上涨行情快速加仓，进入到3月下旬因为对于全球贸易摩擦升级的担忧以及后续的验证，市场风险容忍度下降。风险偏好影响延续至4-5月，即使4-5月具备追涨机会，但杠杆资金依然仓位依然回落至低位震荡抬升，截至6月30日累计净流入小幅为负。
- 2025上半年杠杆资金追涨杀跌趋势显著，预计趋势将会延续。后续2025下半年判断A股为慢牛行情，预计杠杆资金增量空间相对有限。但若超预期强催化出现，杠杆资金同样具备高增量空间潜力，仅次于险资。

杠杆资金累计净流入自3月下旬回落后震荡运行（亿元）



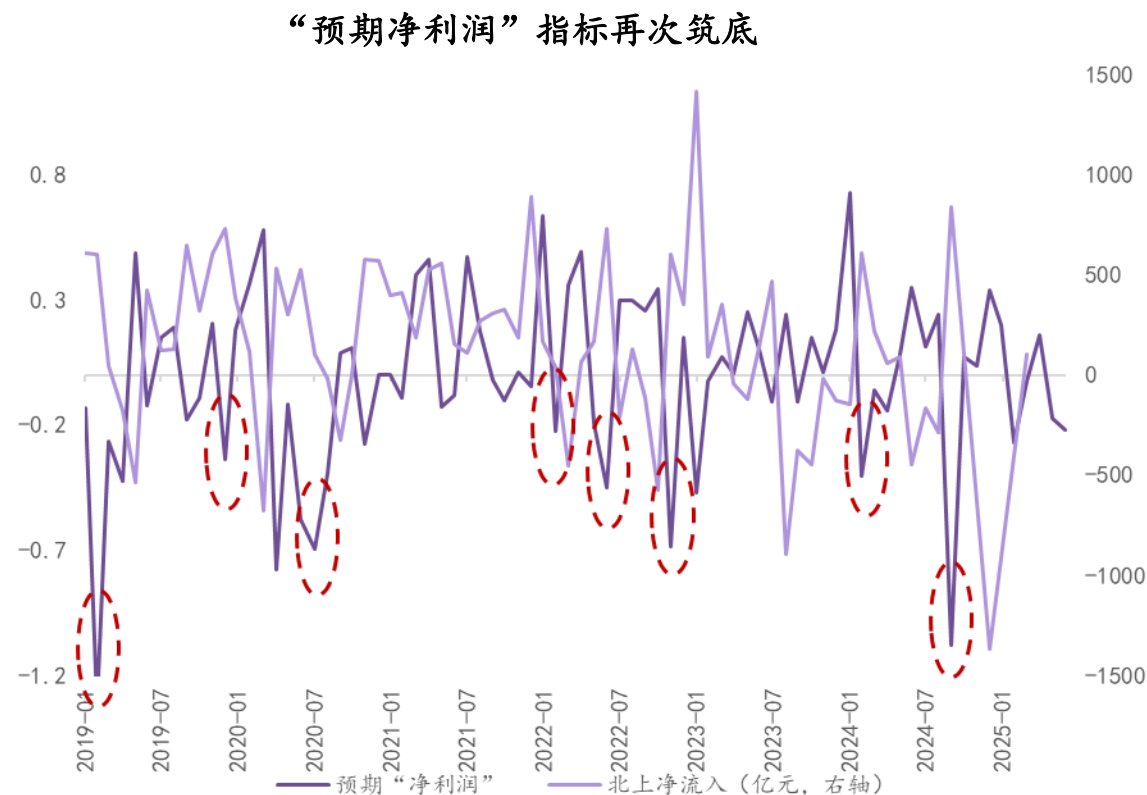
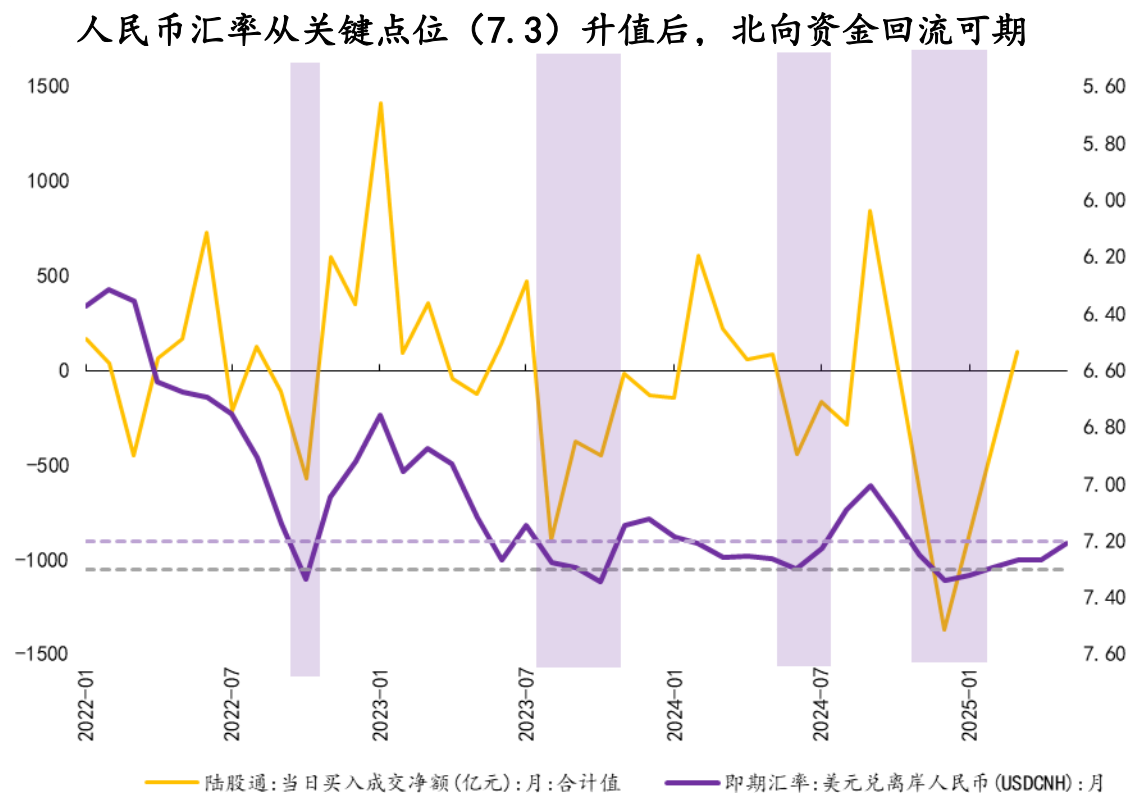
自2025年年初以来，杠杆资金交易追涨杀跌趋势显著



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2.1.4 北向资金：美元走弱人民币相对走强，外资回流可期

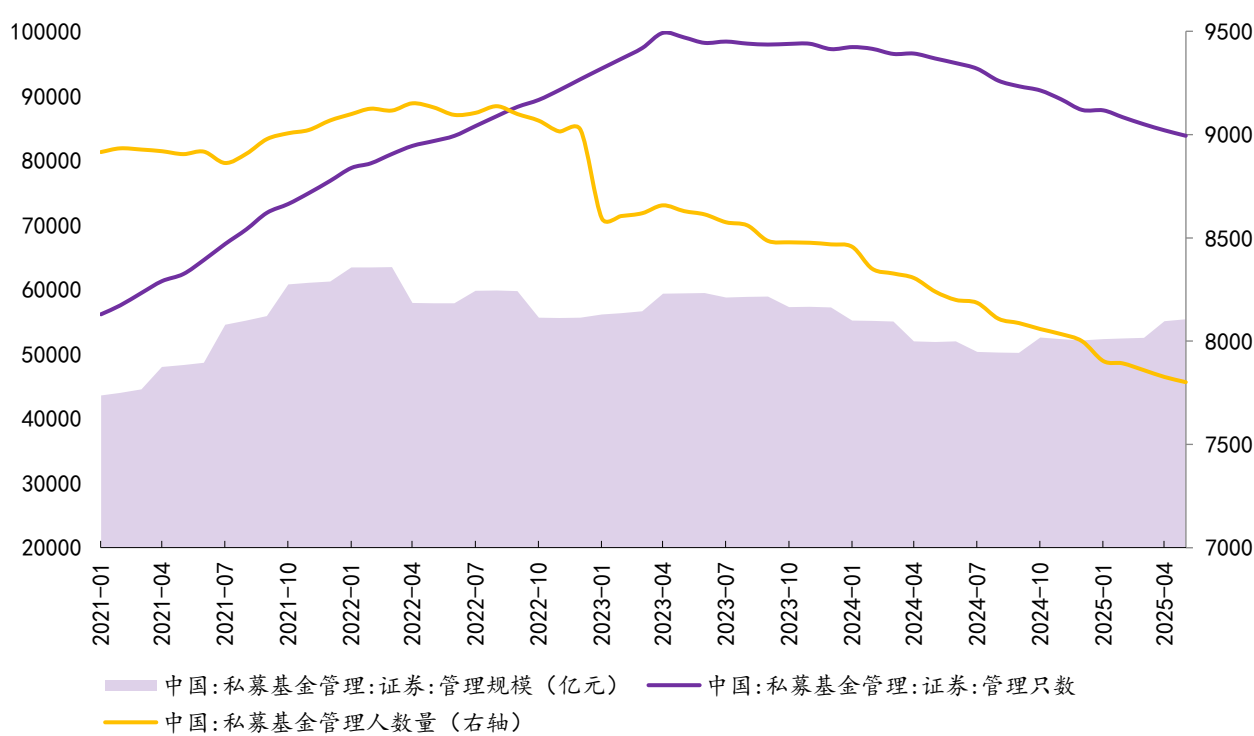
- 美元持续走弱，人民币相对走强，人民币汇率从7.3的关键点位稳步回升，有望吸引北向资金持续回流。因自2024年8月起北向资金披露规则改变，我们使用陆股通北向资金季度个股持仓变化数据以及个股季度股价均价推算北向资金季度变化情况，得出24Q4和25Q1北向资金净流入分别为-1368.99和102.50亿元。
- 风向标“预期净利润”指标再次下探，净利润预期可能会小幅拖累外资回流速度，后续有望筑底后回弹。



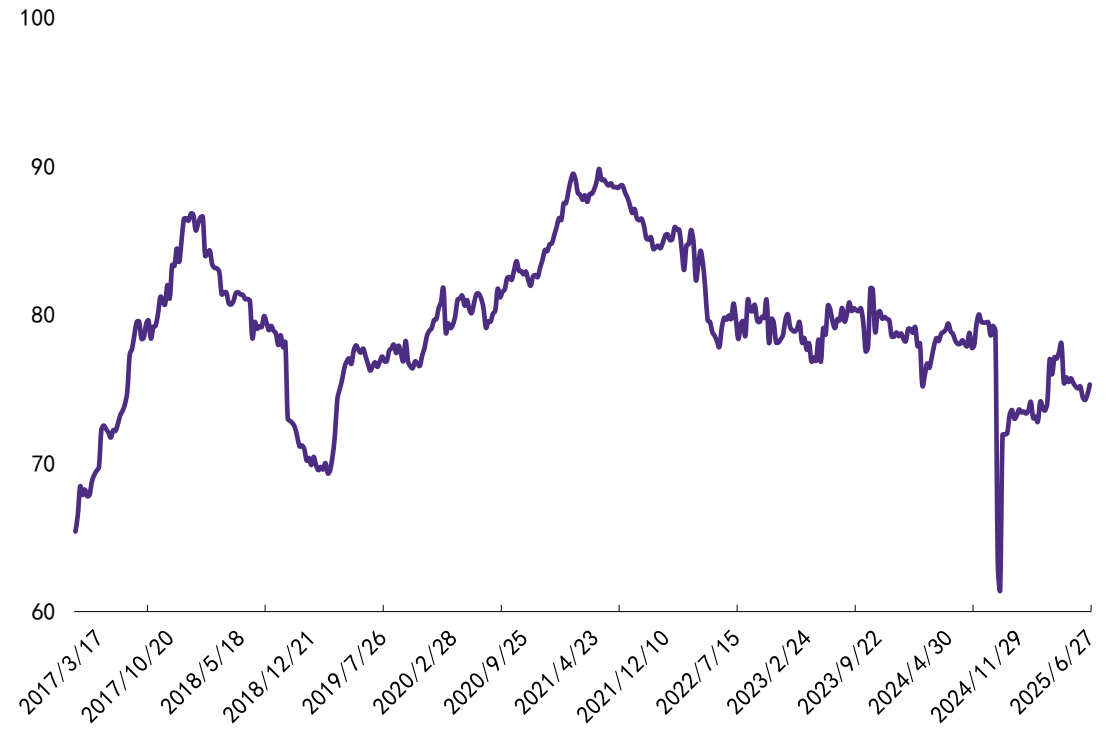
3.2.1.5 私募基金：优胜劣汰趋势持续，预计股权增量空间有限

- **私募基金优胜劣汰趋势持续，存量竞争程度加剧，增量空间有限。**2025年上半年，虽然私募基金管理规模有所回升，但是在强监管下，私募基金数量、管理人延续收缩的态势，私募基金优胜劣汰的竞争格局依然在不断加深，存量竞争下预计2025下半年资金增量空间有限。
- **股票私募基金仓位指数伴随中国资产重估行情回暖触顶，遇超预期“对等关税”冲击后震荡回落。**

私募行业优胜劣汰趋势持续，私募基金数量大幅收缩



股票私募仓位指数阶段触顶后震荡回落

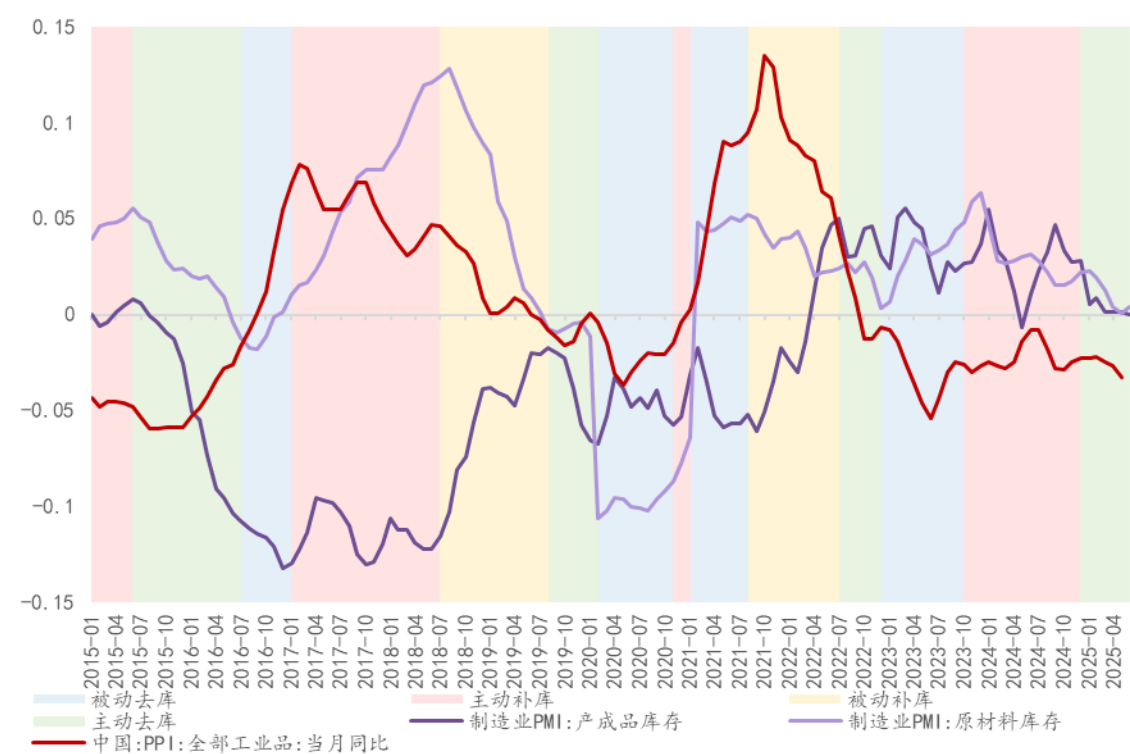


资料来源：Wind，私募排排网，华鑫证券研究

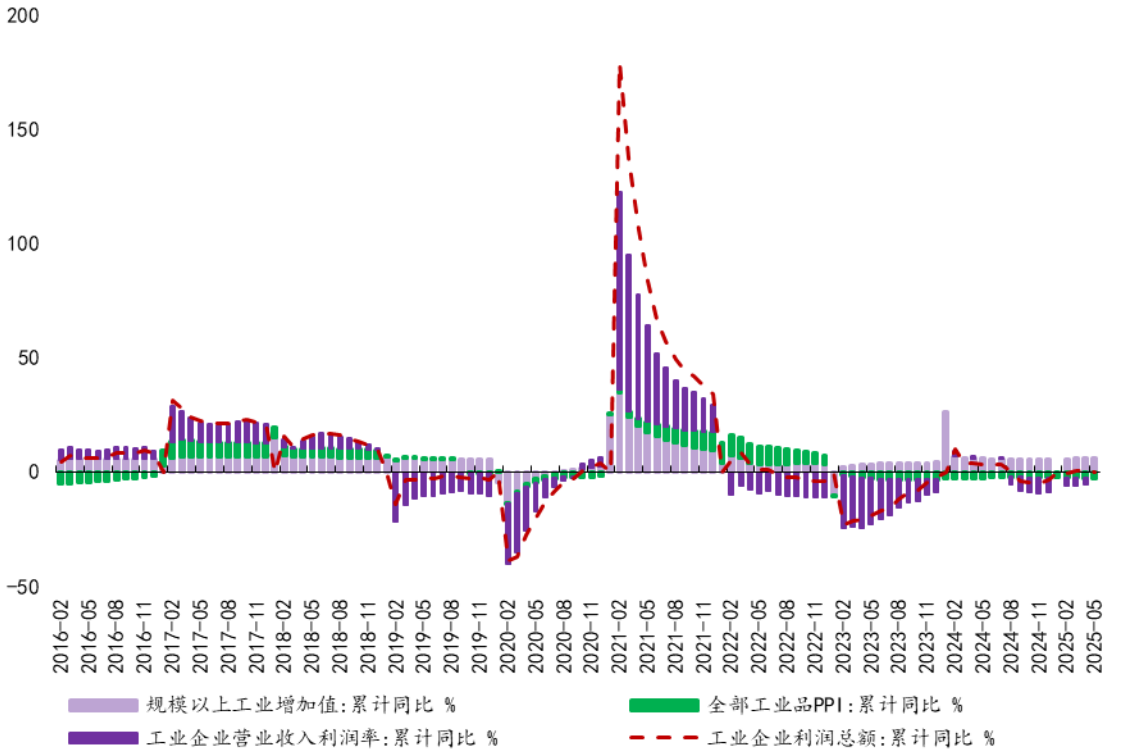
3.2.2 盈利：整体改善有限，关注结构亮点

- 盈利能力：补库周期重回主动去库阶段，利润总额同比降幅收窄，但预计2025下半年分子端助力有限
- 2025上半年，原材料库存、产成品库存再次进入去库周期，主因需求再次转向相对疲软，补库周期重回主动去库阶段；
 - 2025上半年，工业增加值增速小幅提升后略有回落，营收利润率负值收窄，但是工业品PPI同比负值再次小幅走扩，利润总额整体改善幅度有限。预计2025年下半年，在未有工业强催化事件发生的前提下，工业企业利润总额的改善空间有限，分子端相对疲软。

补库周期重回主动去库阶段，根源依然为终端需求偏弱



工业企业利润总额累计同比降幅收窄，但预计盈利提升空间有限

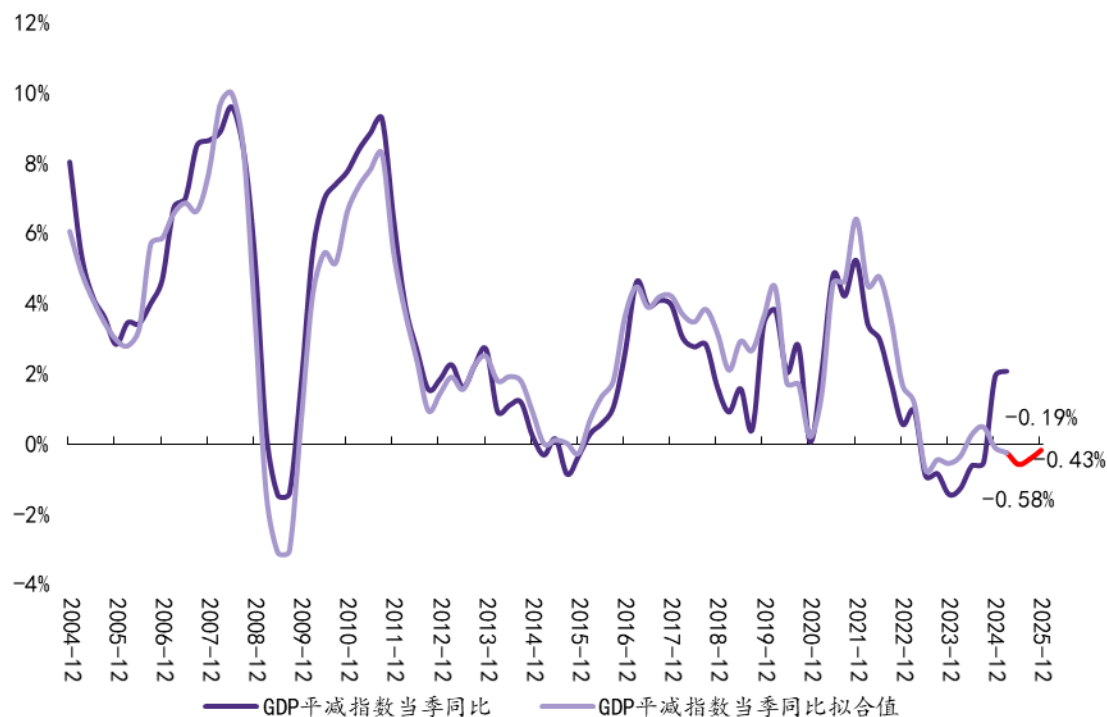


资料来源：Wind，华鑫证券研究

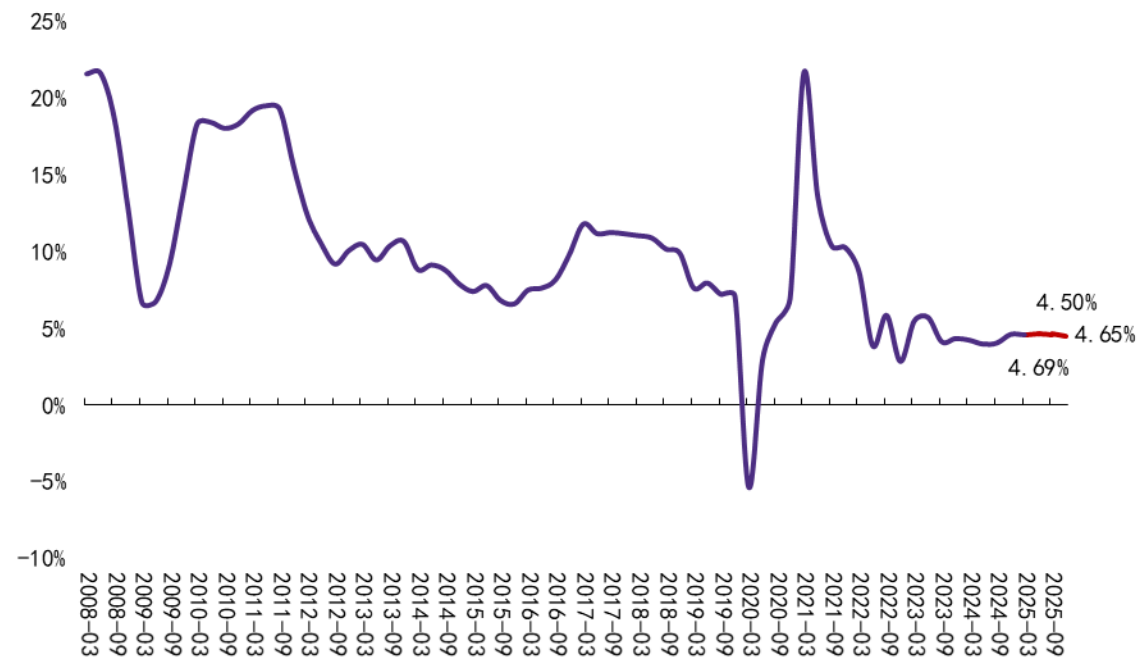
3.2.2.1 全A盈利增速测算：GDP平减指数出发，CPI与PPI当季同比拟合

- 结合CPI和PPI的万得一致预期，预计2025年Q2-Q4的GDP平减指数的当季同比分别为-0.58%/-0.43%/-0.19%。
- 预测2025Q2-Q4名义GDP当季同比增速分别为+4.69%/+4.65%/+4.50%，折算成2025年名义GDP同比测算增速为4.61%。
- 使用名义GDP当季同比增速对全A上市公司营收当季同比增速进行拟合，预测2025Q2-Q4全A上市公司营业收入当季同比增速分别为+1.12%/+1.01%/+0.61%，折算成2025年全A上市公司全年营业收入同比测算增速为+0.58%。
- 预测2025Q2-Q4全A上市公司归母净利润当季同比增速分别为+2.87%/-4.48%/+5.02%，折算成2025年全年归母净利润同比测算增速为+1.39%。

2025年Q2-Q4 GDP平减指数当季同比拟合值触底后小幅反弹

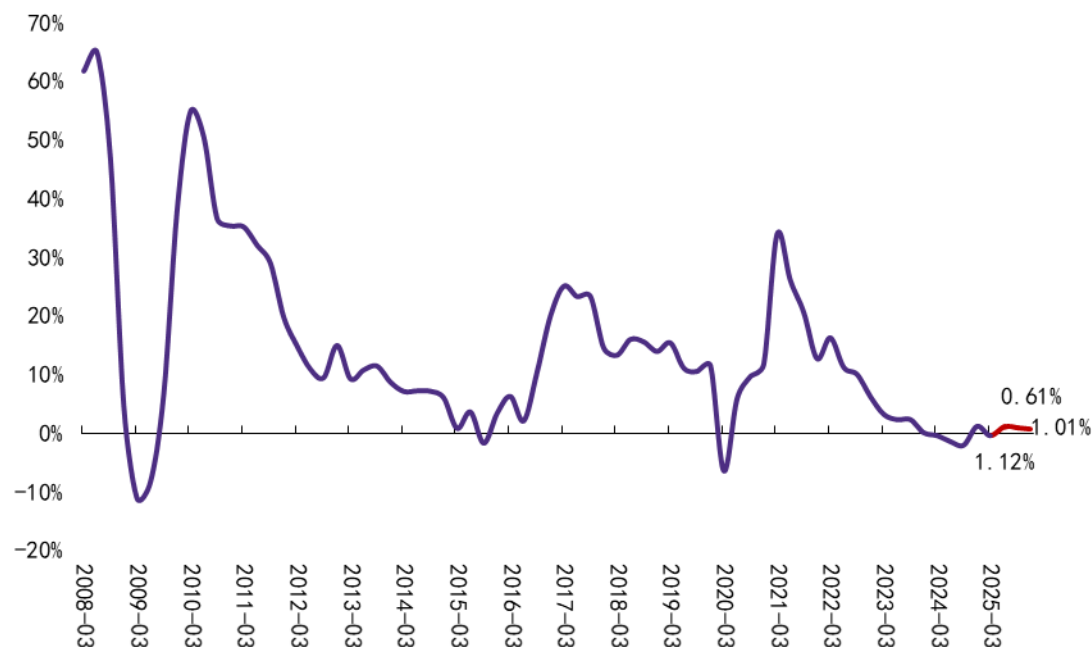


2025年Q2-Q4名义GDP当季同比增速有望缓慢回升

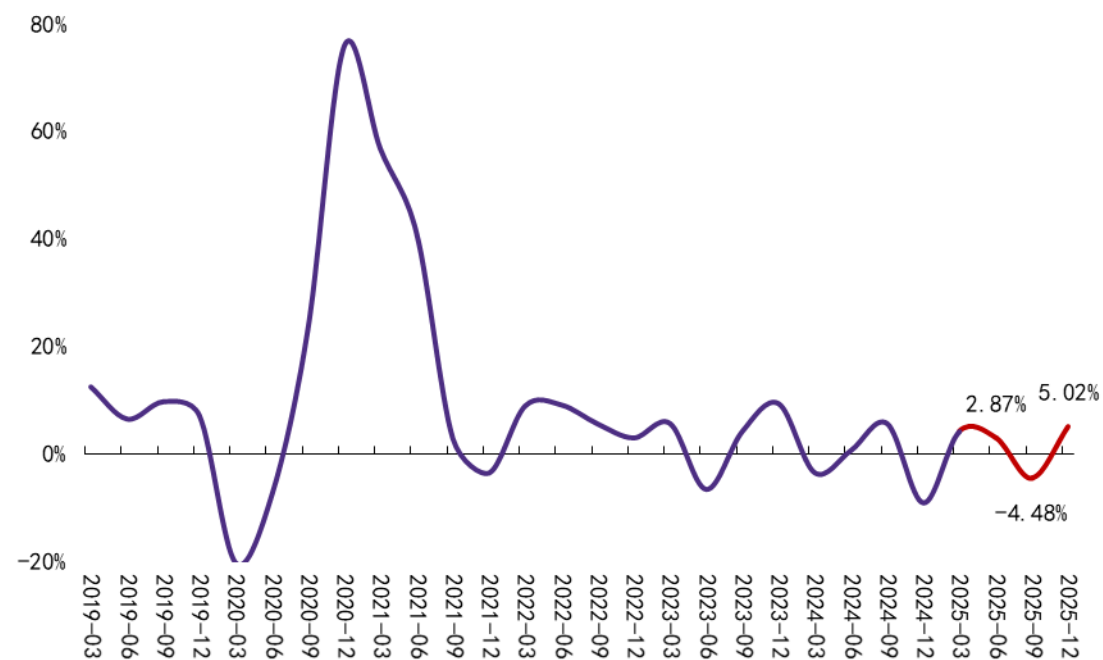


- 使用名义GDP当季同比增速对全A上市公司营收当季同比增速进行拟合，**预测2025Q2-Q4全A上市公司营业收入当季同比增速分别为+1.12%/+1.01%/+0.61%，折算成2025年全A上市公司全年营业收入同比测算增速为+0.58%。**
- **预测2025Q2-Q4全A上市公司归母净利润当季同比增速分别为+2.87%/-4.48%/+5.02%，折算成2025年全年归母净利润同比测算增速为+1.39%。**

2025年Q2-Q4全A营收季度同比有望实现小幅回落后回弹



归母净利润当季同比增速回落后回弹，分子端盈利助力有限



3.2.3 风险偏好：逐步修复

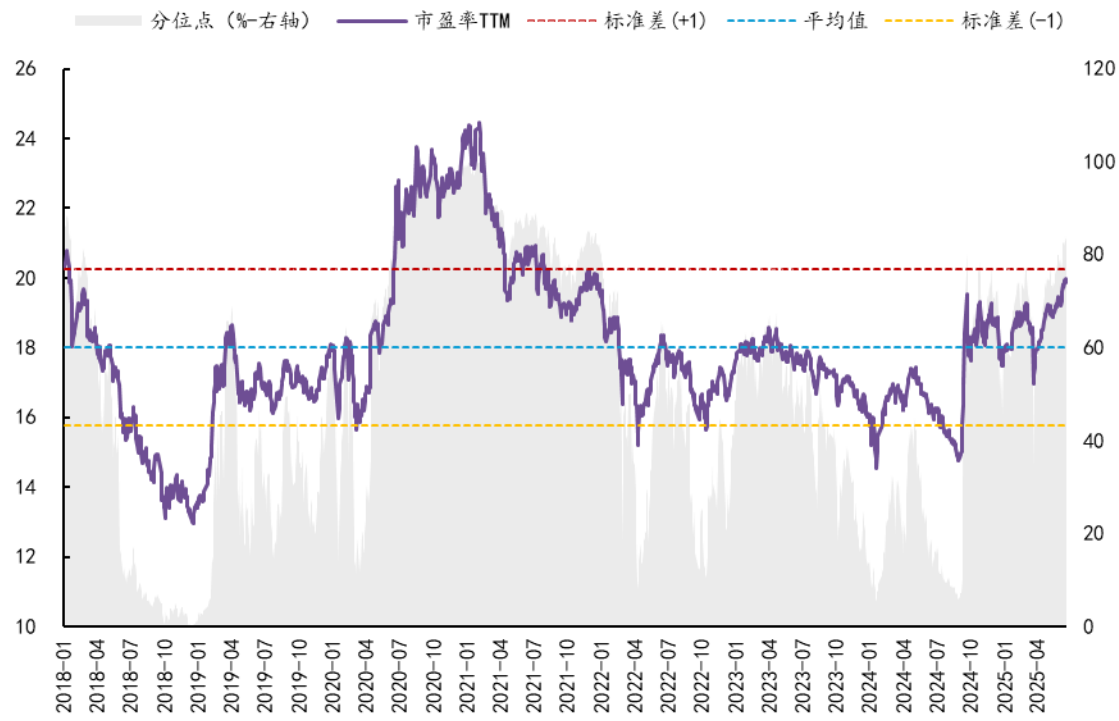
➤ 风险偏好：ERP在+1倍 σ 水平偏下震荡，PE突破均值有望延续震荡向上势头

- **ERP**：2025上半年，万得全A股权风险溢价冲高后回落至+1倍 σ 线以下，6月30日ERP水平位于3.39左右，同比去年下降0.56%；
- **PE**：2025上半年，万得全A PE(TTM)回落后估值冲高回升，突破均值线，处于83%的历史分位水平。判断2025下半年A股将呈现慢牛行情，全A估值有望进一步呈现向上震荡突破的势头，风险偏好预计将进一步回归。

万得全A股权风险溢价接近+1倍 σ (%)



万得全A PE (TTM) 突破均值呈现震荡上行趋势



3.3.1 A股大势：三大支撑力构建分母端提升空间，慢牛行情可期

- 分母端决定方向，分子端影响强度，2025H2分母端改善助力形成A股慢牛行情：参照DDM分析结果，2025下半年预计分子端企业盈利助力程度依然有限，但是分母端流动性与风险偏好有望持续改善。分母端的提升空间，有望支撑A股形成整体向上趋势，但是因为缺少分子端的助力，我们判断2025下半年A股将呈现震荡上行的慢牛行情。
- 三大支撑力拓宽分母端提升空间：①弱美元，中国资产性价比显现；②资产荒，流动性利好；③稳预期，国家队托底。三大支撑力有望成为DDM三因子中流动性和风险偏好改善的主要催化点。

2025H2 A股大势有望走出慢牛行情

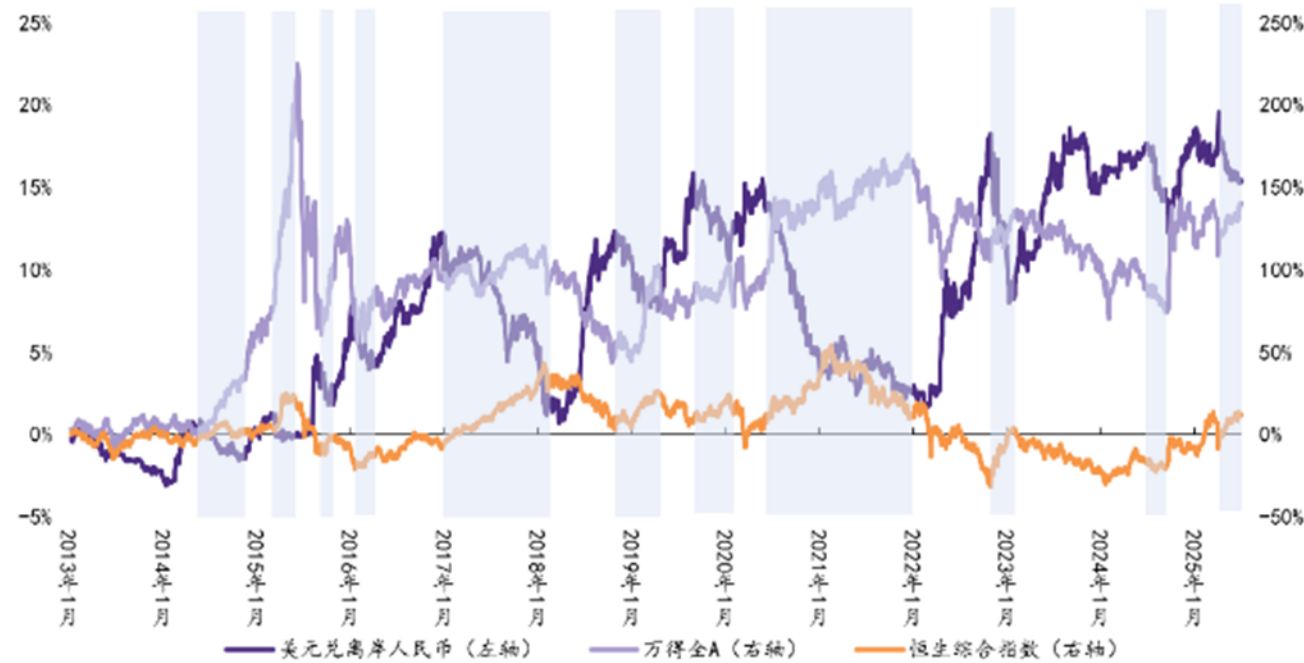


资料来源：Wind，华鑫证券研究

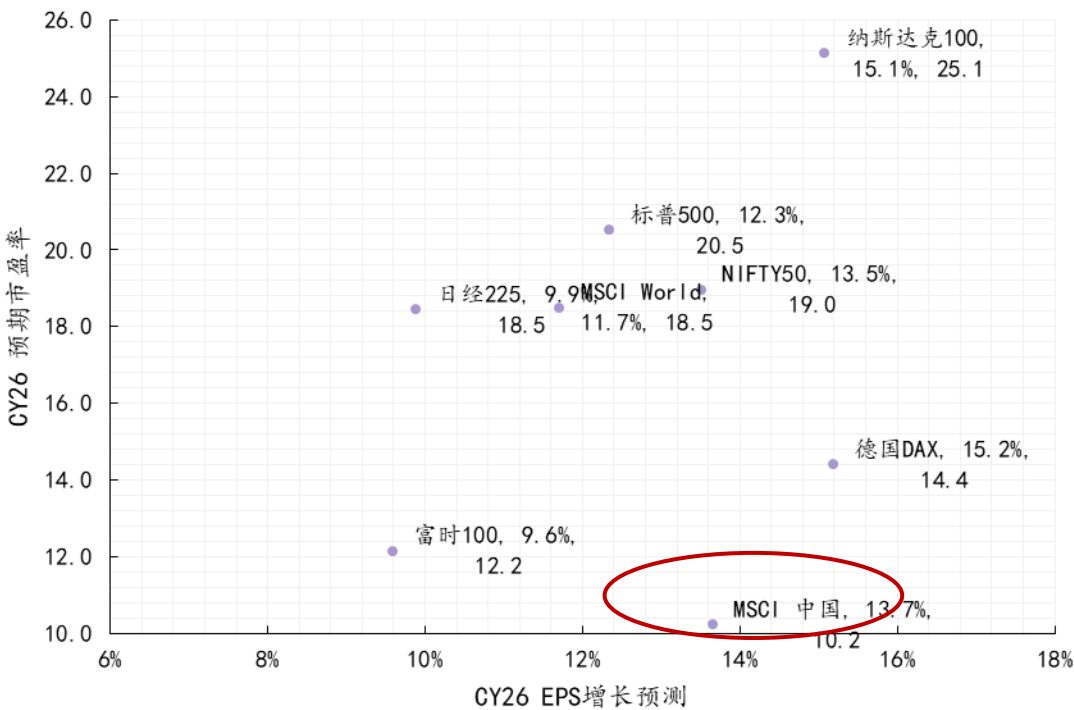
3.3.1.1 弱美元：人民币相对走强，中国资产配置性价比提升，外资流入可期

- 弱美元，利好非美市场，综合PE和EPS预期来看，中国资产的相对性价比显现，外资流入可提供分母端资金流动性增量：美国滞胀担忧升温，美元指数高位回落；且主要指数临近前高，股指处于高位，且后续EPS有下修压力。而人民币相对美元偏强，且中期来看，估值依旧不贵，提升中国资产的配置性价比，外资资金流入可期。
- 人民币走强，外资流动性利好中国股价推升，港股汇率红利更显著：自2014年起，伴随着美元兑离岸人民币汇率的走弱，A股市场和港股市场均对应呈现明显的涨幅行情。因美元兑港币的汇率机制和外资资金流通限制，港股的汇率红利逻辑和规律更为显著。

人民币相对走强，利好中国资产，港股最为受益



中国资产的相对性价比显现



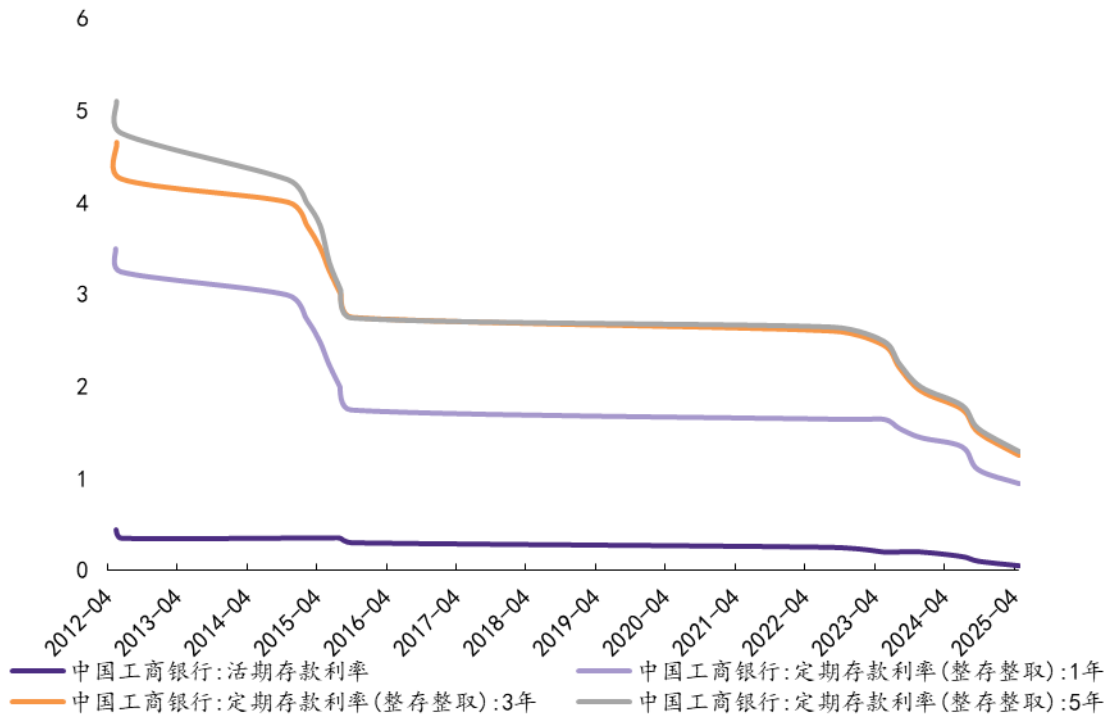
资料来源：Wind, Bloomberg, 华鑫证券研究

3.3.2、资产荒：低利率倒逼资产配置转型，ETF成为重要载体

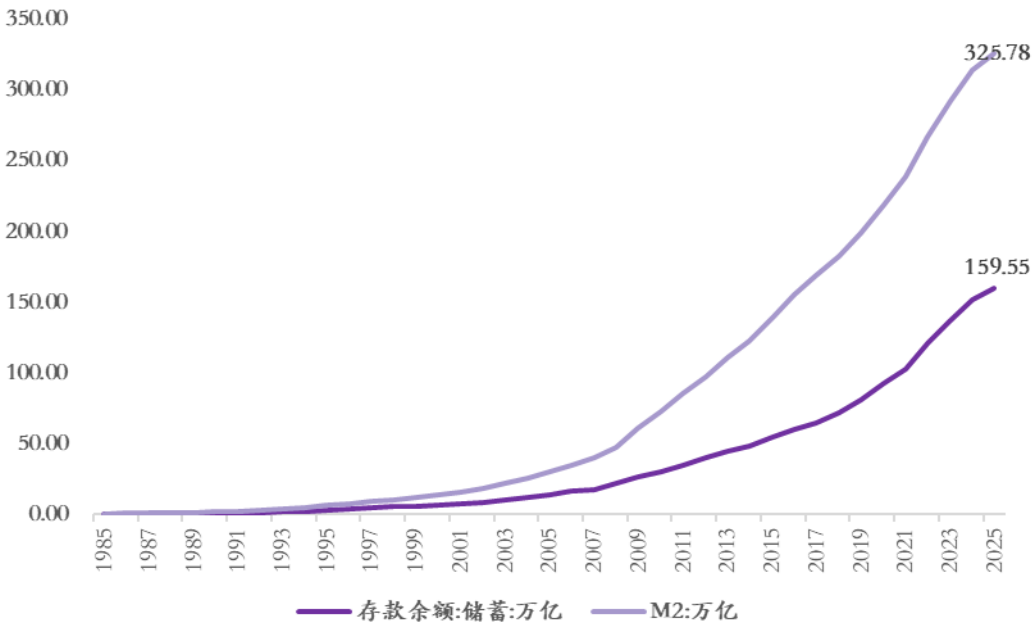
➤ 低利率+资产荒，倒逼资产配置转型：

- LPR降至历史低位，为缓解净息差，存款利率同样下降至历史低位；
- M2高位运行，居民存款持续增加，但收益率偏低，已进入“1”时代。

各期限存款利率均下降至历史低位



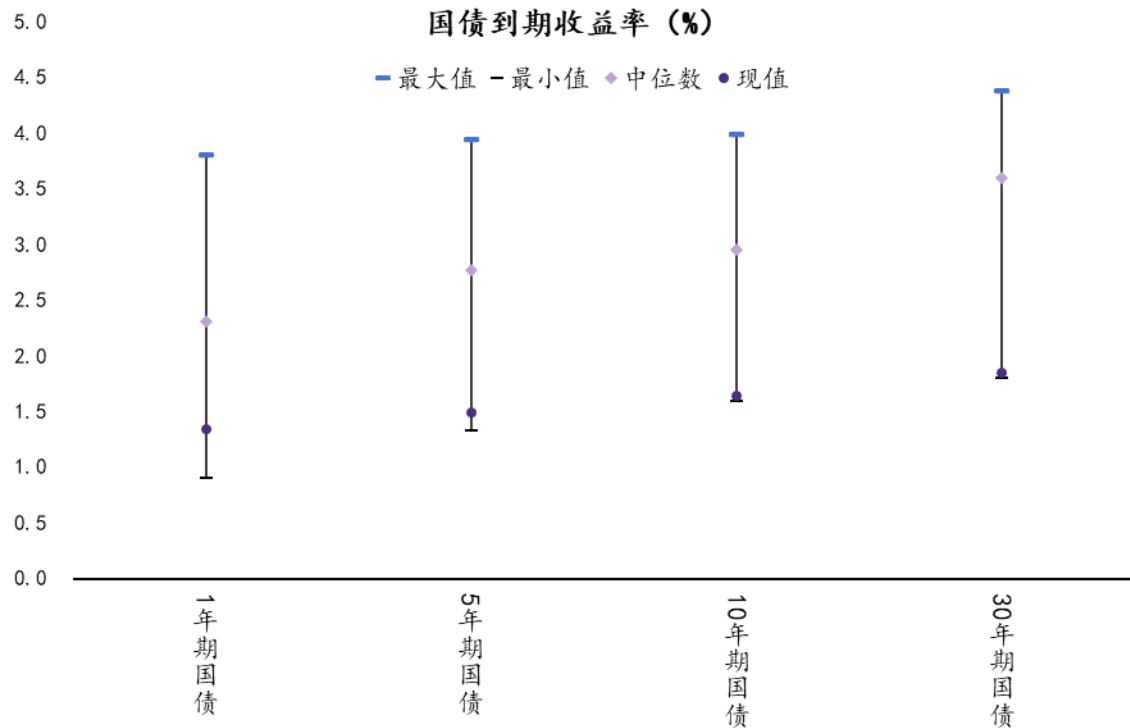
居民存款快速积累，资产荒进一步凸显



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- **债券短中长国债到期收益率已达10年较低分位，预计将持续磨底态势：**2025下半年，中国国债收益率预期将在低位持续磨底，进一步上升或下降空间均有限。叠加“央行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复”，降低国债流动性与配置性价比。

债券到期收益率已接近10年历史低位，配置性价比下降

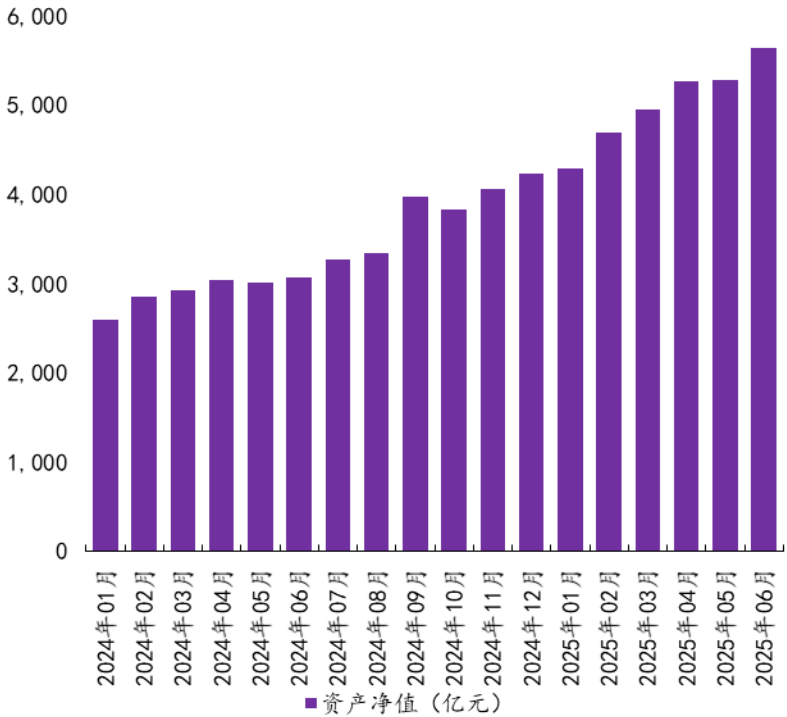


中国30年国债收益率已被日本赶超 (%)

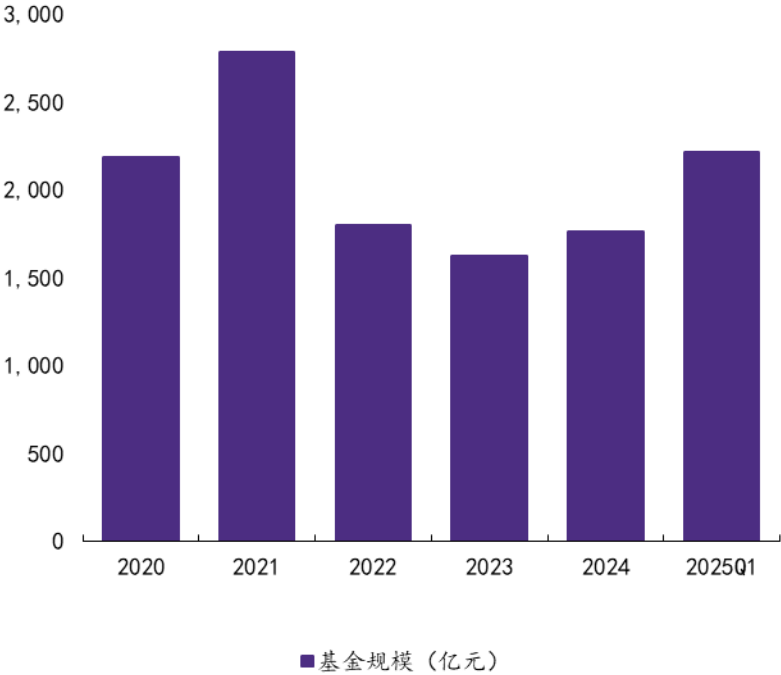


- 低利率倒逼资产配置转型，资金部分向海外优质资产以及高分红REITs产品转移：在低利率“资产荒”的背景下，部分资金寻求高分红或更优质的投资标的，开始向海外市场寻求机会，或者在REITs产品中寻找相对高分红。

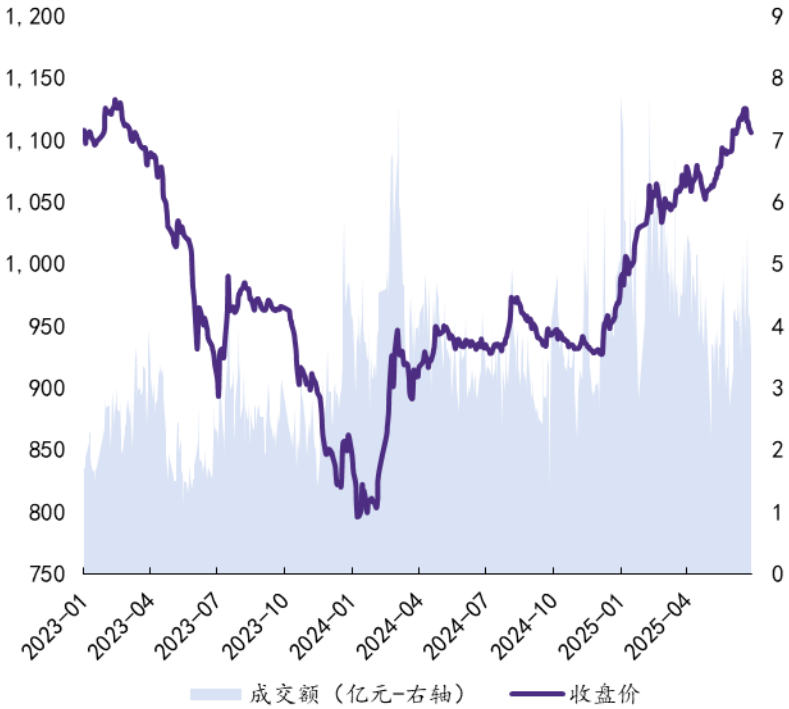
跨境ETF净值规模逐月攀升



香港互认基金规模同样呈现热度攀升的态势

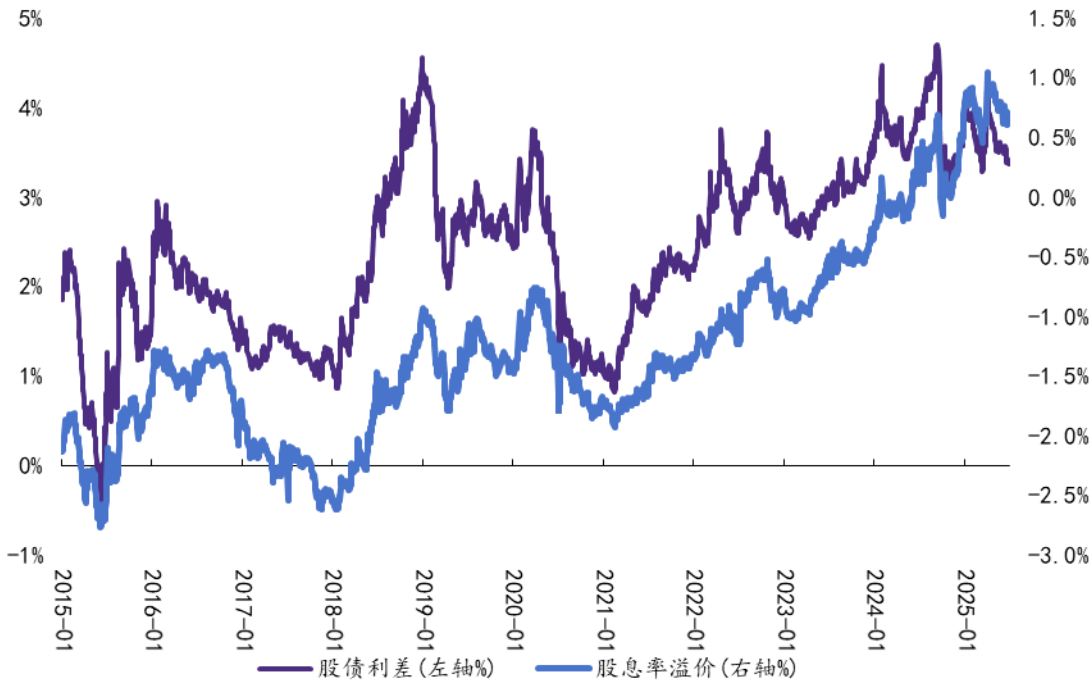


中证REITs全收益自进入2024年以来收益大涨，同时成交放量

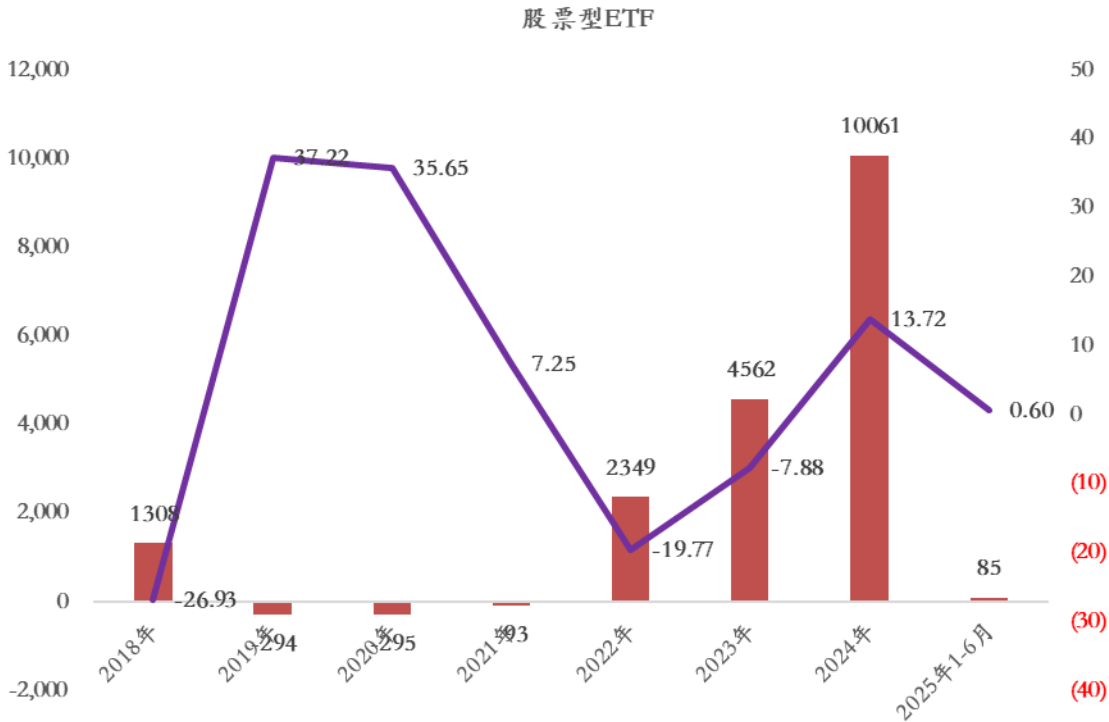


- **股债性价比走强，股市流动性相对宽松，ETF或成为重要配置载体：**在低利率“资产荒”的背景下，股票相对于债券性价比凸显，该点在险资股权配置仓位上得到验证。预计后续股债风险溢价依然会在高位震荡，吸引资金向权益配置，股市流动性有望进一步向好。同时，ETF成为资金流入的重要配置载体，2024年股票型ETF收益率高达14%，2025年为正收益，**在2025H2 A股慢牛走势预期下，ETF作为资金蓄水池的作用将会更加凸显。**

股债利差和股息率溢价均上升至高位，股票性价比较高



2024年股票型ETF收益率高达14%，2025年为正收益，2025H2净流入有望扩大



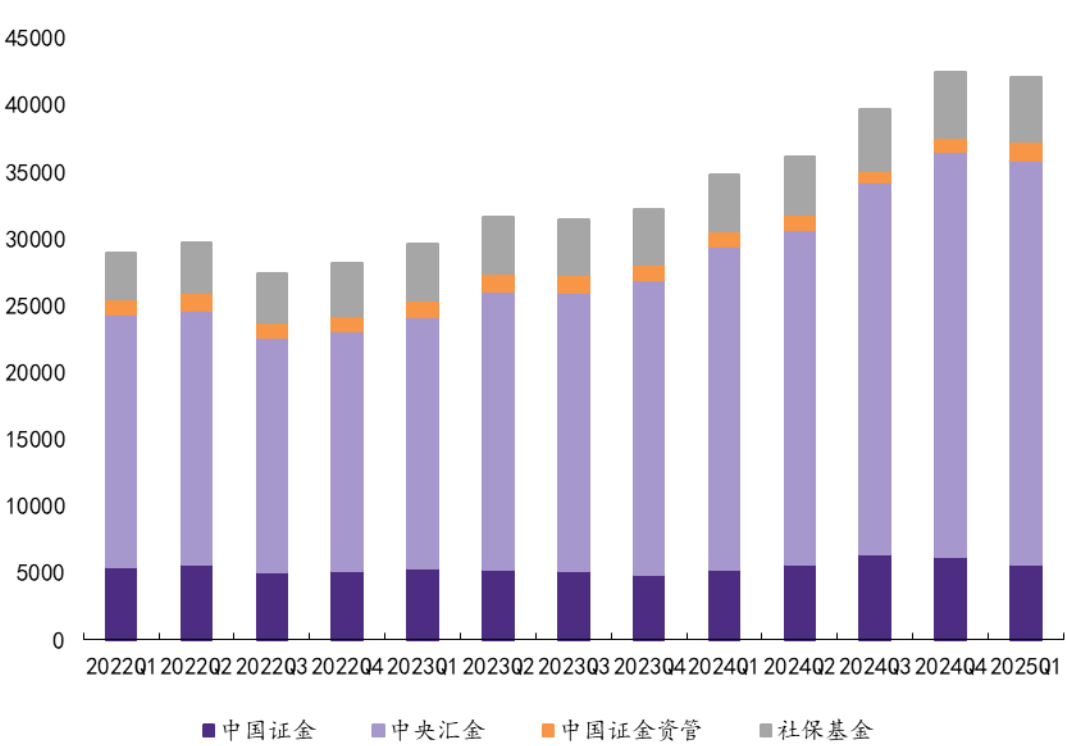
3.3.1.3 稳预期：国家队或成为市场底气，风险偏好中枢提升

➤ **国家队资金入场稳市场预期，或成为市场托底底气：**在超预期“对等关税”公布以及中美贸易摩擦超短期持续升级的阶段，包括中央汇金、诚通、国新、电科，国家队资金入场，挽回市场行业全面普跌的形势，成为市场托底的中坚力量，带动风险偏好中枢提升。

中美贸易升级冲击下，国家队下场稳定A股股市预期

主体	具体措施
中央汇金	坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行
中国诚通	旗下诚通金控和诚通投资增持ETF和中央企业股票，坚决维护资本市场平稳运行。坚定看好中国资本市场发展前景，后续将进一步发挥国有资本运营公司功能作用，持续大额增持央企股票和科技创新类股票，当好上市公司的长期投资者，有力支持上市公司高质量发展。
中国国新	①坚定看好中国资本市场发展前景，坚决当好长期资本、耐心资本、战略资本，其旗下国新投资有限公司增持中央企业股票、科技创新类股票及ETF，积极支持关键领域科技创新，为维护市场稳定运行贡献力量 ②旗下国新投资有限公司将以股票回购增持专项再贷款方式增持中央企业股票、科技创新类股票及ETF等，首批金额为800亿元
中国电科	坚定看好资本市场，增持回购旗下上市公司股票。中国电科基于对我国经济长期向好的坚定信心，积极履行对资本市场承诺，已完成增持回购旗下上市公司股票超过20亿元。中国电科将继续践行“大国重器”使命责任，不断强化科技创新与产业协同，加快实施增持回购，为上市公司高质量发展提供有力支持，维护广大投资者利益，增强投资者信心，稳定及提升上市公司价值

预计2025Q2国家队持仓规模将显著提升（亿元）



资料来源：Wind，新华网，央广网，华鑫证券研究

- 央行公开为国家队背书，救市底更坚实。
- 2024年7-8月，央行对其他金融性公司发放的再贷款规模明显增加；
- 2025年4月，为应对关税冲击，央行对其他金融性公司发放的再贷款环比增加3700亿。

央行对其他金融性公司债权明显增加



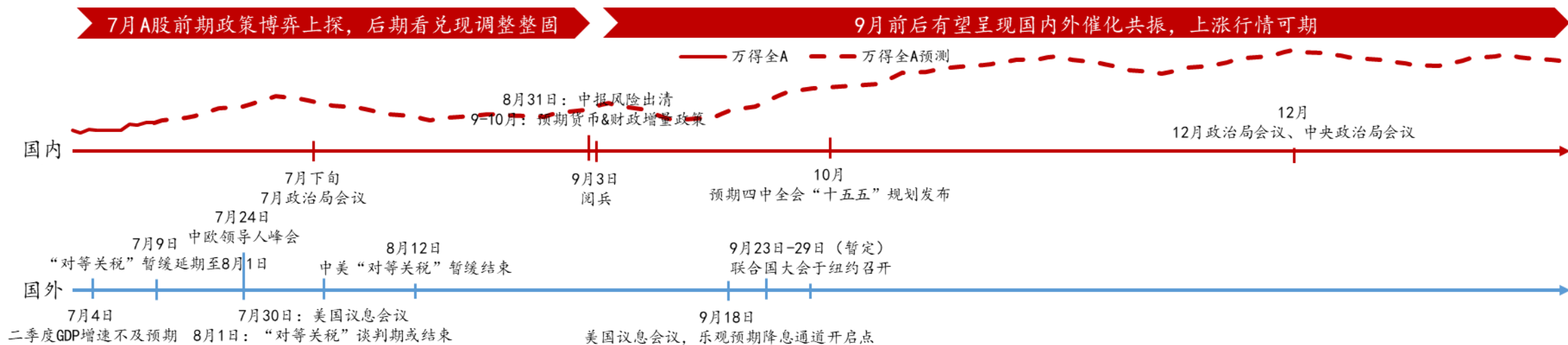
	环比增加（亿）
2025年5月	-485
2025年4月	3700
2025年3月	-69
2025年2月	-13
2025年1月	-34
2024年12月	-147
2024年11月	-171
2024年10月	-399
2024年9月	306
2024年8月	1,622
2024年7月	1,699
2024年6月	801
2024年5月	-17
2024年4月	-202
2024年3月	244
2024年2月	801
2024年1月	862

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

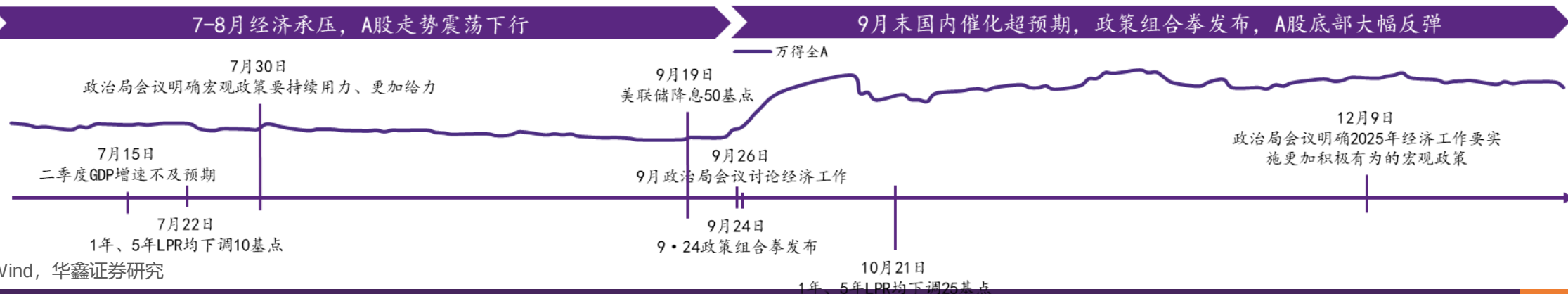
3.3.2 A股节奏：预期7月上探后整固，9月前后行情更值得期待

- 预计7月中上旬A股会展开政策博弈，有望进一步上探；7月下旬若内外政策不及预期，将有再度调整压力。
- 待8月中美关税谈判落地，9月海外降息重启，国内政策空间打开，叠加10月四中全会预期，内外政策有望共振，A股震荡上涨行情可期。

2025H2 A股大势节奏推演



2024H2 A股复盘



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.3.3 A股风格：反内卷行业大盘占优，成长题材小盘活跃

- ◆ 上一轮内生性低通胀破局周期（2012/3-2017/12）A股风格可结合PPI走势分成三个阶段：
- PPP震荡后下探（2012/3-2015/11）：欧债危机后政策发力对冲，PPI震荡后回落，小盘风格占优；
 - PPI触底后转正（2015/12-2016/8）：供给侧改革带动PPI回升，接近转正，先小盘占优后大盘反超，整体大盘占优；
 - PPI转正后回升（2016/9-2017/12）：货币财政双宽+PPP+地产发力，PPI快速拉升后高位震荡，大盘风格占优。
- ◆ 本轮内生性低通胀破局周期（2022/10至今）的A股风格：PPP震荡后下探（2022/10-2023/6）：风格均衡，大小盘轮动；PPP触底后回升（2023/7-2024/6）：先大盘再小盘后大盘，整体大盘占优；PPP再度震荡下探（2024/7-2025/6）：小盘占优。
- 当前反内卷政策组合发力，相关行业龙头受益，但鉴于PPI拐点尚未确认，转正还需时日，流动性充裕背景下，小盘机会依旧值得关注。

PPI定风格：触底后转正前，风格快速轮动，整体大盘占优



资料来源：Wind，华鑫证券研究

04 风格主线：

红利缩圈，中性策略，行业轮动，政策博弈

研究创造价值

4.1.1 红利缩圈：资产荒背景下，选择更为“安全”的红利行业

- 资产荒背景下，哑铃策略依然占优，低风险端配置红利备受追捧：国债到期收益率持续磨底，股债利差和股息率溢价纷纷走扩至高位，权益红利配置相对于债券配置更加具备性价比。
- 红利缩圈趋势显著，选择更为“安全”的红利行业：使用万得一级行业，选用十年平均股息率排名前10行业作为红利行业范围。2025年上半年，红利板块行业显著缩圈，仅有银行板块跑赢全A市场，反观股息率偏高的煤炭领跌。

截至2025年6月30日，2025年红利中仅有银行板块能够获取正收益

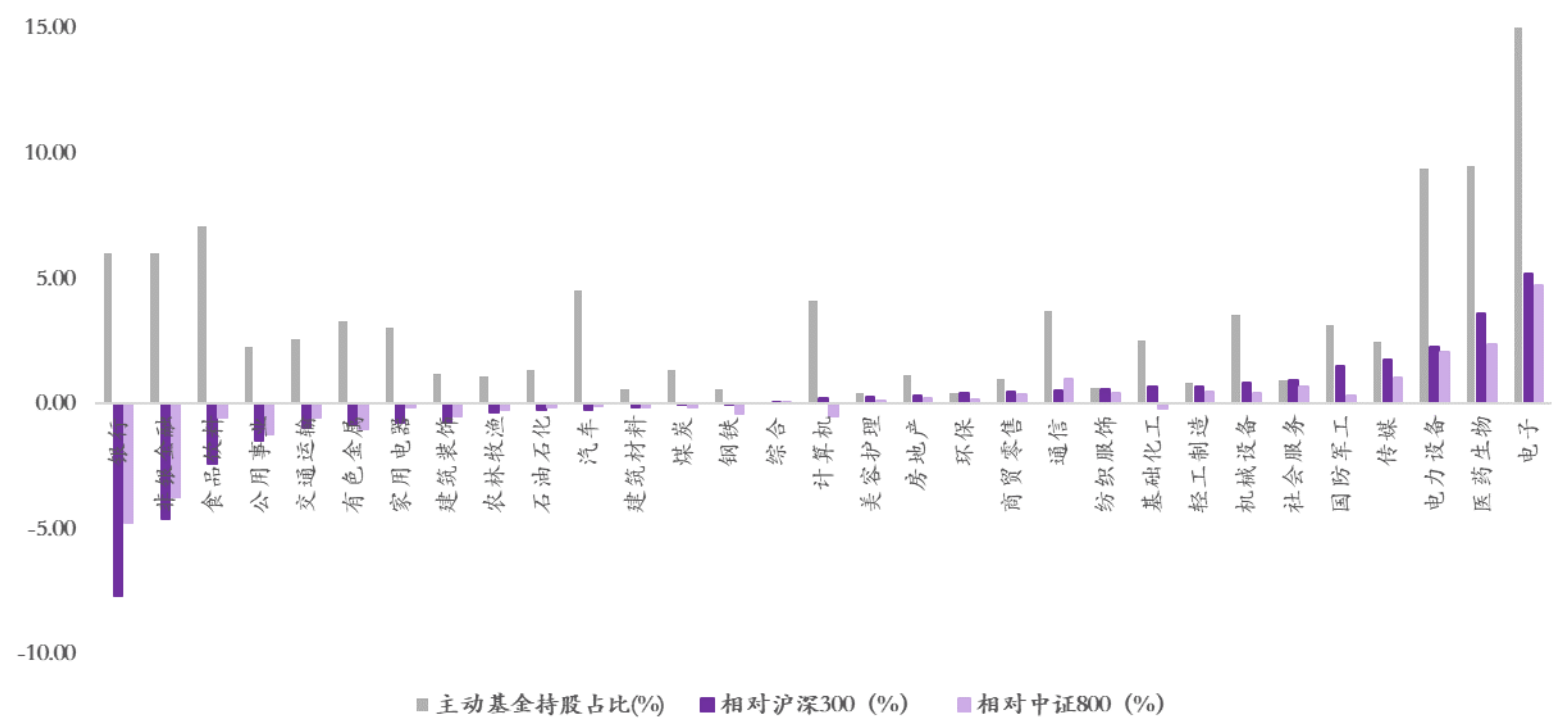
申万一级	指数代码	2021年 涨跌幅	2022年 涨跌幅	2023年 涨跌幅	2024年 涨跌幅	2025年初至6月30日 涨跌幅	十年平均股息率
银行	801780.SI	-4.6%	-10.5%	-7.9%	34.4%	13.1%	4.5%
煤炭	801950.SI	39.6%	10.9%	4.1%	4.4%	-12.3%	4.5%
石油石化	801960.SI	20.3%	-13.9%	4.3%	6.2%	-4.8%	3.4%
钢铁	801040.SI	34.1%	-23.8%	-8.2%	0.2%	1.0%	2.6%
家用电器	801110.SI	-19.5%	-20.9%	3.8%	25.4%	-1.2%	2.4%
房地产	801180.SI	-11.9%	-11.2%	-26.4%	-2.1%	-6.9%	2.4%
纺织服装	801130.SI	3.4%	-14.7%	0.3%	-5.3%	5.5%	2.2%
公用事业	801160.SI	31.4%	-16.4%	-1.2%	10.2%	-1.2%	2.0%
建筑材料	801710.SI	4.5%	-26.1%	-22.6%	-5.9%	-1.2%	2.0%
交通运输	801170.SI	2.6%	-3.4%	-15.6%	13.0%	-1.8%	1.9%
万得全A	881001.WI	9.2%	-18.7%	-5.2%	10.0%	5.8%	/

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4.1.2 机构配置：公募相对低配银行、非银、食品饮料、公用事业、交运等

- 《推动公募基金高质量发展行动方案》：优化主动权益类基金收费模式，突出强化与投资者的利益绑定，从“降费让利”向“机制重构”纵深推进，全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系。
- 公募主动基金相对沪深300低配行业：银行、非银、食品饮料、公用事业、交运等；
 - 公募主动基金相对中证800低配行业：银行、非银、公用事业、有色、食品饮料、交运等。

公募相对低配：银行、非银、食品饮料、公用事业、交运等



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

➢ 在低利率资产荒和红利缩圈的背景下，需选择更加“安全”的红利行业，分红稳定的重要性凸显，从分红水平、分红意愿、分红能力、交易性价比五因子加权选择行业：

- 分红水平（股息率）：煤炭、银行、石油石化、家用电器、食品饮料等行业处于领先水平
- 分红意愿（分红持续性）：银行、交通运输、非银金融、家用电器、食品饮料等行业分红持续性表现较好
- 分红能力（2025预期ROE+预期ROE同比）：食品饮料、家用电器、有色金属、石油石化、汽车的预期ROE超10%，预期盈利能力排名靠前；钢铁、电力设备、房地产预期盈利能力提升幅度靠前
- 估值性价比（PB五年历史分位）：当前石油石化、农林牧渔、建筑材料、家用电器、建筑装饰PB估值分位依然具备高性价比

➢ 五因子加权择行，关注食品饮料、家用电器、银行、石油石化、非银金融

红利缩圈背景下，五因子加权选择红利行业

行业	行业股息率	行业排名	分红持续性	行业排名	预期行业ROE	行业排名	预期ROE同比	行业排名	PB分位	行业排名	综合评分
食品饮料	3.68	5	0.72	5	20.68	1	-0.19	28	10.0%	7	88.5
家用电器	3.71	4	0.75	4	15.96	2	0.68	22	7.6%	4	87.5
银行	5.13	2	0.92	1	9.62	9	0.61	23	32.6%	20	83.5
石油石化	5.05	3	0.57	24	10.46	4	0.00	27	5.0%	1	80.5
非银金融	2.16	10	0.75	3	9.93	7	-0.27	30	28.3%	18	79.5
交通运输	2.81	7	0.75	2	8.04	14	0.13	26	11.7%	8	79.0
有色金属	1.72	15	0.54	29	12.94	3	2.77	8	34.5%	21	73.0
美容护理	1.64	18	0.67	14	10.23	6	2.69	9	21.8%	12	72.5
煤炭	5.75	1	0.56	26	9.45	11	-2.25	31	25.6%	17	72.0
汽车	1.29	25	0.68	10	10.36	5	2.20	10	68.2%	31	71.0
公用事业	2.67	8	0.64	19	9.08	12	0.56	24	24.9%	15	70.5
建筑装饰	2.10	11	0.68	7	6.78	19	0.16	25	8.1%	5	70.0
建筑材料	2.62	9	0.67	12	4.71	26	2.15	11	7.0%	3	69.5
纺织服装	3.18	6	0.66	15	6.14	20	0.82	20	36.3%	23	68.5
电力设备	1.36	23	0.69	6	7.98	15	4.14	2	28.6%	19	68.5
农林牧渔	1.68	17	0.55	28	9.77	8	0.81	21	6.1%	2	68.0
基础化工	1.51	20	0.68	8	7.97	16	1.90	12	22.6%	13	67.0
通信	1.81	14	0.63	21	9.46	10	0.84	19	65.8%	30	66.0
医药生物	1.46	22	0.68	9	7.65	17	1.42	15	12.4%	9	64.0
房地产	1.69	16	0.64	18	-7.38	31	3.84	3	9.9%	6	63.0
钢铁	1.90	13	0.56	27	3.49	29	4.51	1	23.8%	14	63.0
电子	0.67	28	0.64	20	8.59	13	2.89	6	56.6%	26	61.5
轻工制造	2.09	12	0.66	16	5.93	22	1.30	17	25.5%	16	60.0
环保	1.63	19	0.67	11	4.26	28	-0.20	29	21.7%	11	59.0
机械设备	1.28	26	0.67	13	7.49	18	1.48	13	50.9%	25	59.0
计算机	0.64	29	0.64	17	5.21	25	3.61	4	56.9%	27	56.0
社会服务	1.15	27	0.50	30	5.92	23	1.45	14	16.4%	10	55.0
传媒	1.30	24	0.56	25	6.01	21	3.04	5	62.0%	28	54.0
国防军工	0.57	30	0.62	22	5.48	24	2.79	7	64.3%	29	53.5
商贸零售	1.47	21	0.62	23	4.66	27	1.34	16	49.1%	24	51.0
综合	0.53	31	0.47	31	-0.38	30	1.24	18	35.5%	22	51.0

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4.1.4 红利择时：避开分红止盈压力区间

➤ 分红密集区间，红利板块存在明显止盈压力，红利配置择时需避免

- 年度分红密集区间（5-7月）与年中（9-11月）红利止盈区间，年度分红止盈压力更大，主因分红数量和时间跨度更大。

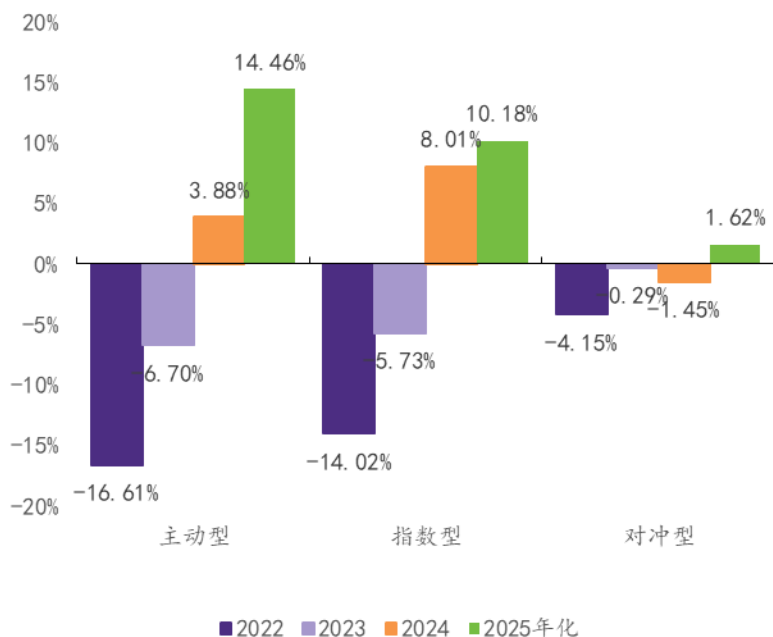
年度分红和年中分红密集区间，中证红利指数存在较为明显的止盈压力



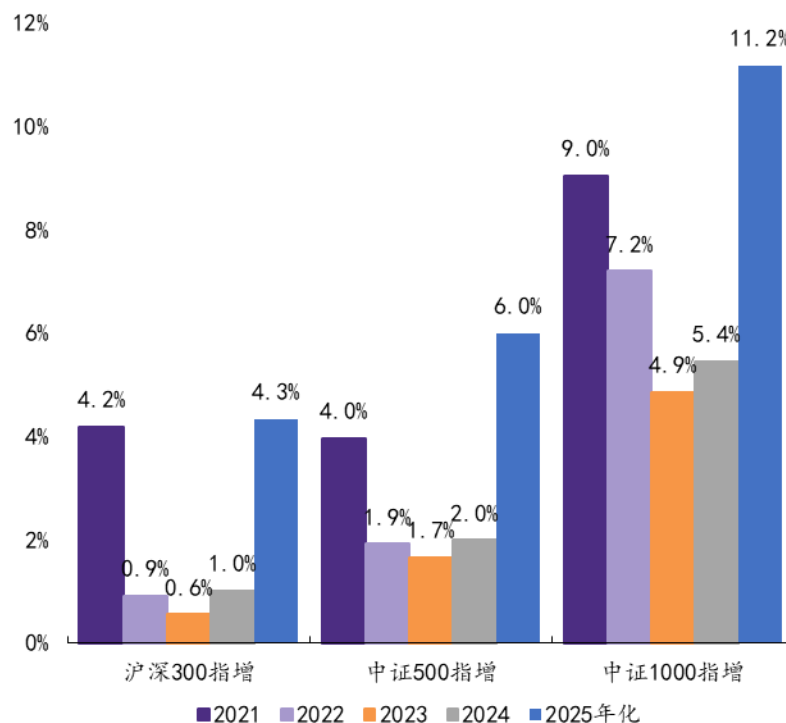
4.2.1 量化策略：流动性助推，量化对冲交易策略

- 2024年以来，量化策略基金年化收益算术平均扭亏为盈，按2025H1收益均值进行年化，2025年量化策略基金平均收益有望进一步攀升。
- 参照DDM三因子分析，2025H2的A股走势主要由分母端的流动性推动，分子端基本面的改善相对疲软。在这样的预期背景下，量化策略有望获得更高的超额收益胜率。

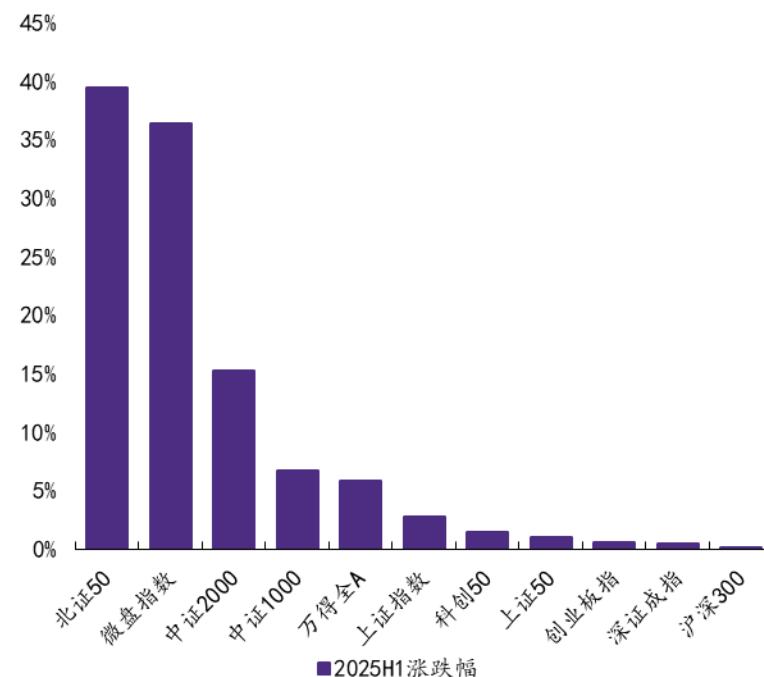
2024年量化策略基金平均收益开始反转为正



指增基金平均收益有望获得高超额收益



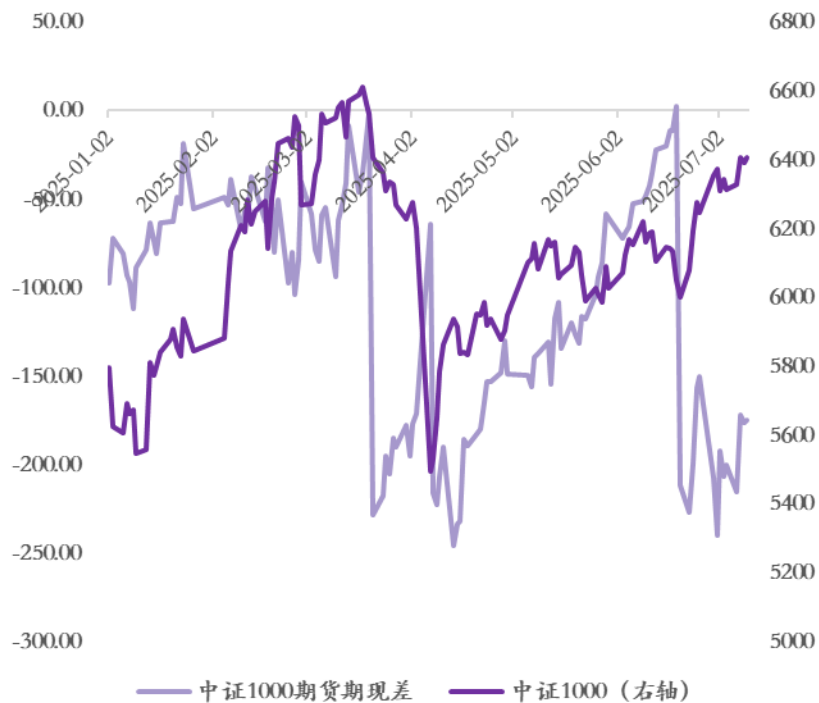
量化策略市值下沉，北证50、微盘、和中证2000领跑



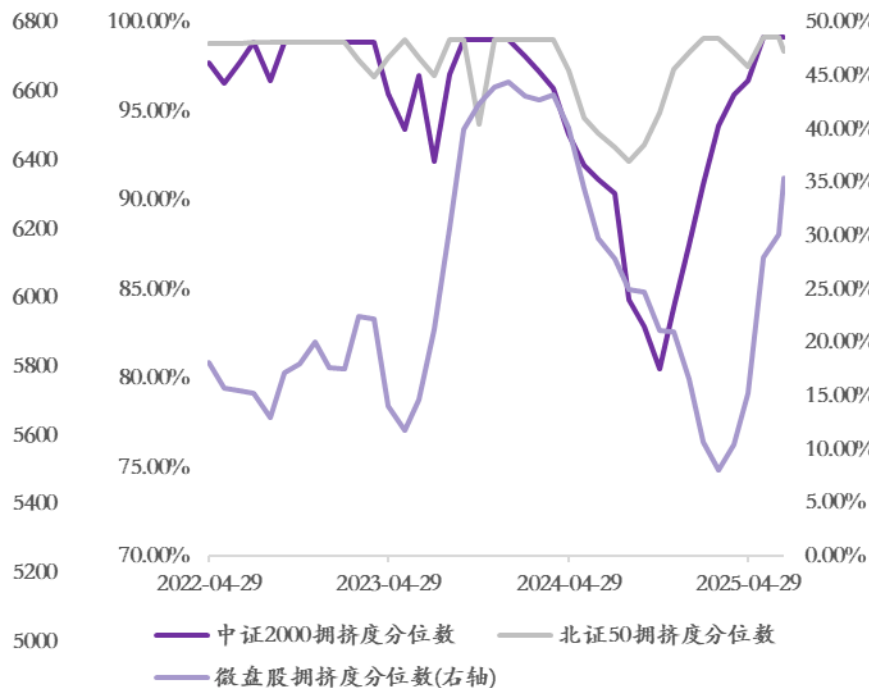
4.2.2 中性择时：关注股指期货、交易拥挤度和财报风险

- **股指期货贴水**：股指期货贴水幅度已处于历史较高区间，特别是中证1000 的贴水幅度较为明显，期货市场的对冲需求较高。
- **警惕拥挤度风险**：中证2000、微盘股指数和北证30的拥挤度快速攀升，特别是中证2000和北证50拥挤度分位数已处于历史极值。
- **警惕业绩财报风险**：避开业绩发布期踩雷风险，微盘和被整在业绩公布期和年初节点均存在回调压力，微盘特征更加明显。

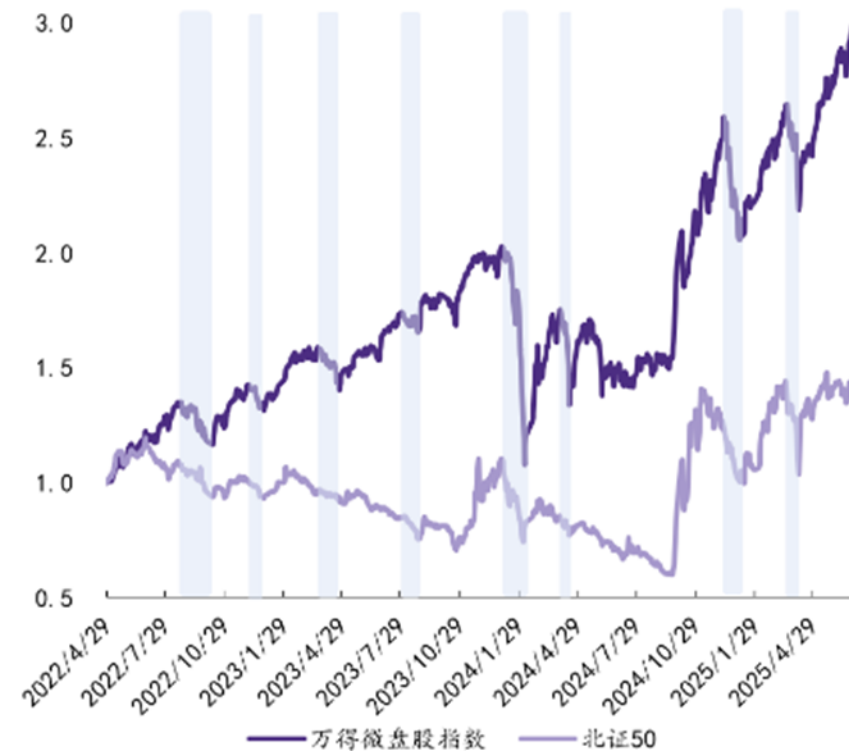
中证1000期货大幅贴水



中证2000和北证50拥挤度分位数处于极高值



微盘和北证50在中报年报公布期末存在止盈回调压力

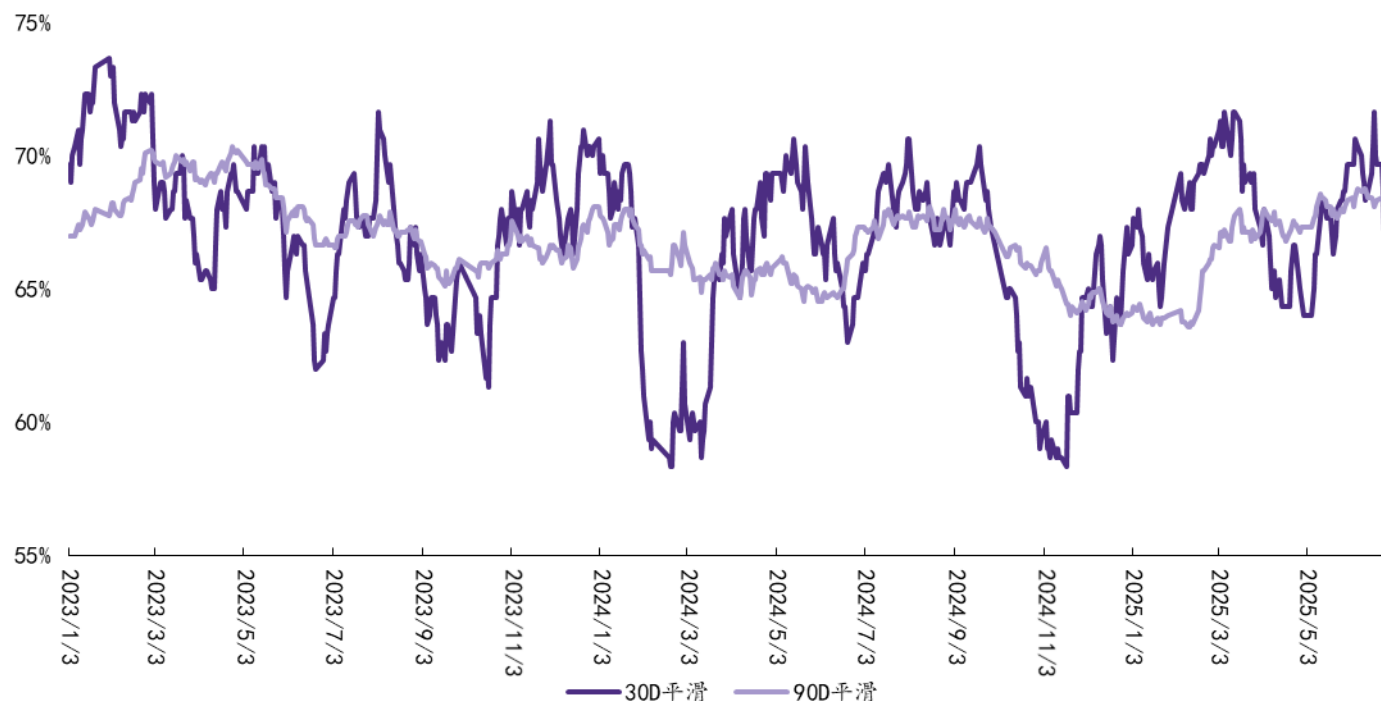


4.3.1 行业轮动：2025H1行业轮动速率显著提升

➤ 2025H1 A股市场行业行情轮动速率显著提升：

- 行业轮动指标构建：对申万一级行业日涨跌幅进行排序，计算每日排名前十的行业变动比例，并进行30D和90D的数据平滑操作。当行业轮动指标上行代表行业轮动加速，反之代表行业轮动降速。
- 30D平滑曲线：自2024年11月起，A股行业轮动速率实现触底反弹至相对高位。虽然2025年4月市场经历超预期“对等关税”的冲击，资金避险情绪浓厚，导致轮动速率波段下降，但进入5月A股市场的行业轮动速率再次显著提升。
- 90D平滑曲线：行业轮动速度伴随2025年2月中国资产重估行情的崛起而提速，之后呈现相对高位震荡，并缓慢攀升的态势。
- 预计2025H2在整体A股慢牛行情的预判下，A股的行业轮动速率依然将保持高位震荡的趋势，跟踪把握行业轮动的 α 波段收益。

2025H1除去“对等关税”冲击带来的超短期波动，A股行业轮动速率显著提升至高位



4.3.2 行业轮动：2025H1稳定币、AI、军工、机器人、创新药轮动领涨

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 使用万得热门指数自2025H1区间最大涨幅进行排序，除去A股非行业指数和港股市场指数，从而获得排名前40的A股行业主题行情
- A股市场稳定币、AI、国防军工、机器人、创新药、半导体、新消费、固态电池、能源矿产、低空经济轮动实现领先的短期主题行情。
 - 2025H1行业主题行情回撤幅度靠前的行业包括机器人、AI、新消费、创新药等成长板块行业，原因主为：①短期交易过热，拥挤度显著提升后的集中止盈压力 ②业绩与估值的再评估 ③“对等关税”超预期冲击，股市风险容忍度显著下降，成长板块资金向防御型板块轮动。
 - 估值回撤过后，交易拥挤度下降，2025H1已跑出主题行情的行业仍然具备行业催化以及未来利好潜力，有望在2025H2预期慢牛行情中再次实现主题上涨。同时，部分行业产业催化已初步显现，有望在2025H2形成新的主题行情。重点关注金融创新-稳定币、能源变革-核聚变、固态电池、产业催化-AI、机器人、智能驾驶、创新药、新消费、国防军工、自主可控的主题波段行情机会。

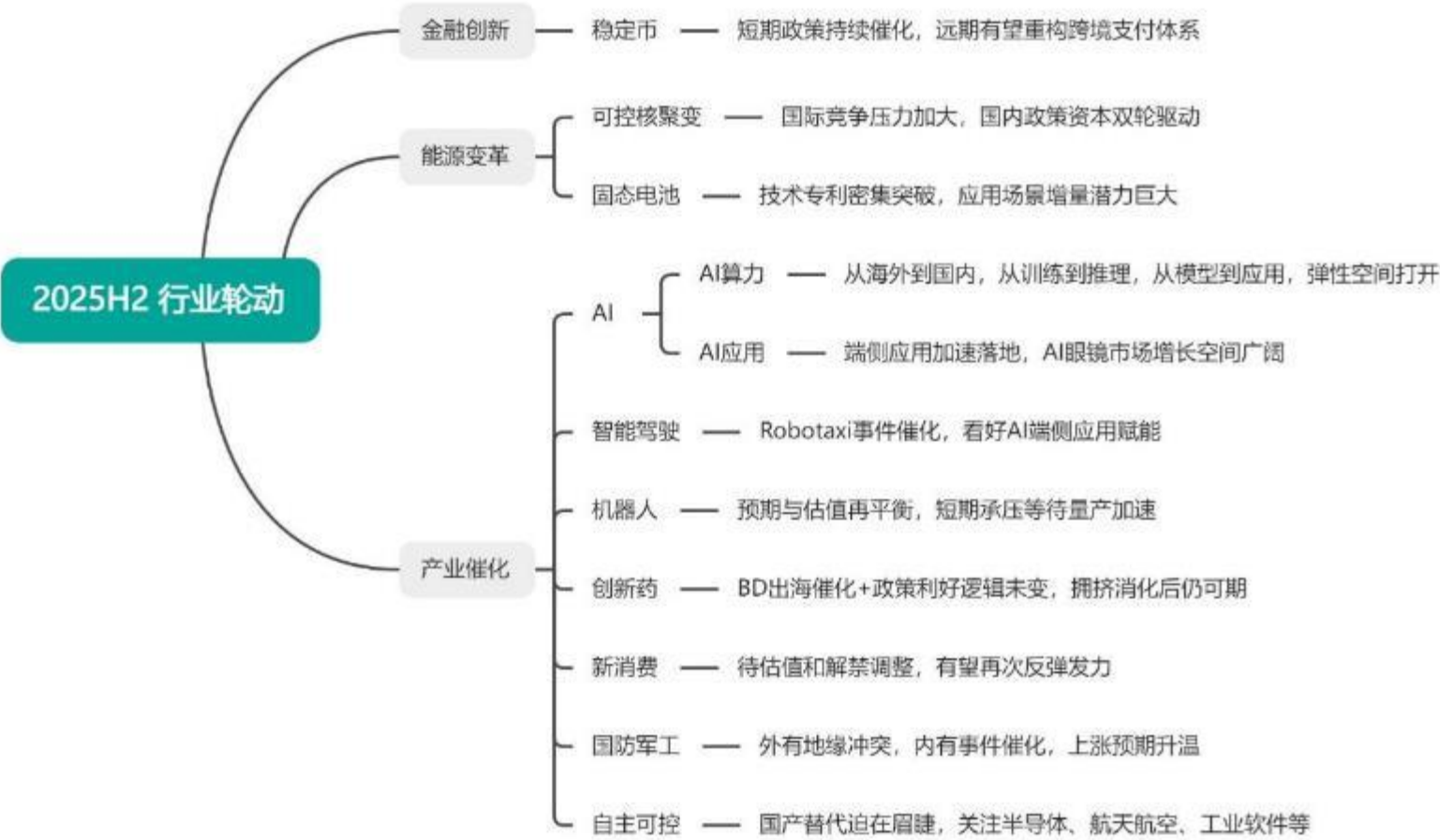
2025年初至6月20日万得热门指数区间最大涨幅排名前40行业指数

行业指数	代码	相关概念	2025H1最大涨幅	2025H1自最高价最大回撤	行业指数	代码	相关行业	2025H1最大涨幅	2025H1自最高价最大回撤
稳定币指数	8841912.WI	稳定币	99.6%	-4.9%	万得创新药指数	866076.WI	创新药	42.3%	-9.5%
DeepSeek指数	8841905.WI	AI	90.6%	-33.7%	锂电池指数	884039.WI	固态电池	41.4%	-3.1%
兵装系指数	8841821.WI	国防军工	77.7%	0.0%	央企服装零售指数	8841786.WI	央企	41.2%	0.0%
宇树机器人指数	8841902.WI	机器人	76.0%	-36.7%	玻璃纤维指数	8841043.WI	AI	40.9%	0.0%
数字货币指数	884871.WI	稳定币	75.1%	-3.2%	通信设备指数	886060.WI	AI	39.3%	-30.6%
光模块(CPO)指数	8841258.WI	AI	73.8%	0.0%	稀土永磁指数	884086.WI	能源矿产	39.0%	-8.9%
多肽药指数	8841151.WI	创新药	61.1%	-8.7%	创新药指数	8841049.WI	创新药	38.8%	-9.5%
AI算力指数	8841678.WI	AI	61.0%	-33.3%	脑机接口指数	8841700.WI	脑机接口	38.6%	0.0%
地面兵装精选指数	8841412.WI	国防军工	60.5%	0.0%	摩托车指数	886034.WI	摩托车	37.7%	-8.9%
电路板指数	8841164.WI	半导体	58.9%	0.0%	黄金	882415.WI	黄金	37.1%	-5.6%
互联网指数	886058.WI	AI	58.0%	-34.2%	光刻机指数	8841237.WI	半导体	36.9%	0.0%
人形机器人指数	8841699.WI	机器人	57.4%	-32.8%	航天军工指数	886015.WI	国防军工	36.5%	0.0%
金融科技指数	8841000.WI	稳定币	56.1%	-3.4%	国防军工	882102.WI	国防军工	36.5%	0.0%
军工信息化指数	8841875.WI	国防军工	51.6%	0.0%	医药生物金股指数	8841621.WI	创新药	36.1%	-10.7%
宠物经济指数	8841147.WI	新消费	50.9%	-11.0%	贵金属指数	886011.WI	黄金	35.9%	-5.6%
CRO指数	8841421.WI	创新药	49.5%	-11.4%	办公用品指数	886025.WI	新消费	35.7%	-17.5%
软饮料指数	886044.WI	新消费	46.7%	-8.3%	水电指数	8841432.WI	能源矿产	35.4%	-13.2%
网络游戏指数	884080.WI	新消费	44.7%	0.0%	机器人指数	884126.WI	机器人	34.2%	-33.1%
固态电池指数	8841671.WI	固态电池	44.3%	-4.3%	低空经济指数	8841750.WI	低空经济	34.2%	0.0%
软件指数	886059.WI	AI	43.0%	-29.3%	电子元器件指数	886062.WI	电子	33.6%	-28.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4.3.3 行业轮动：2025H2把握金融创新、能源变革、产业催化机会

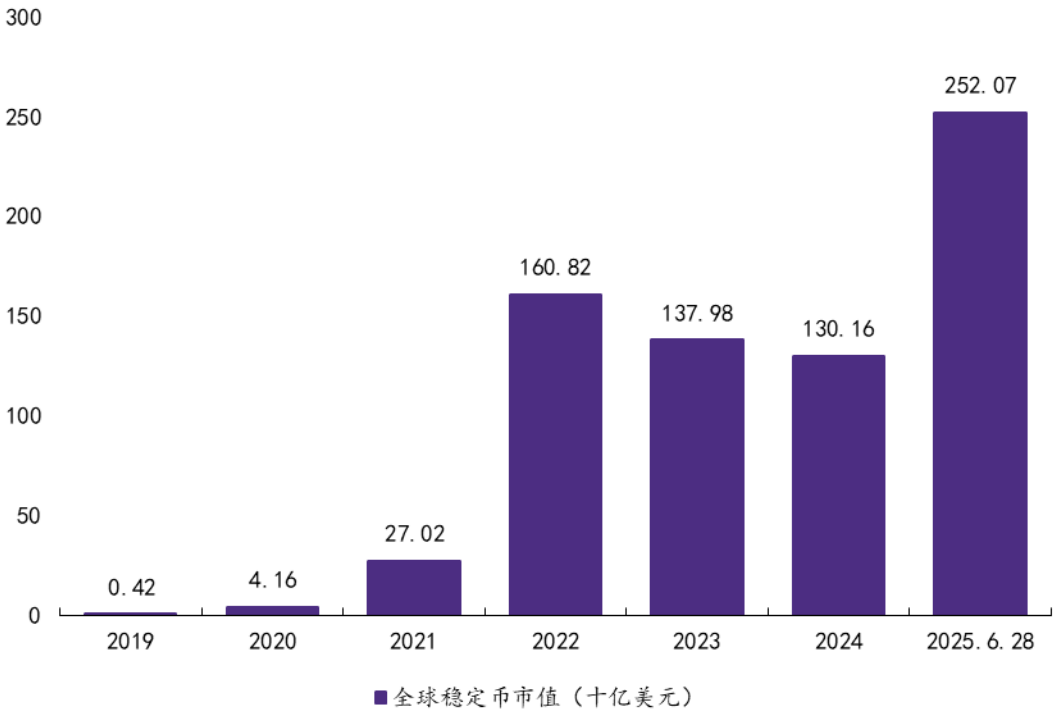
2025H2行业轮动把握三大投资逻辑线：金融创新、能源变革、产业催化



金融创新-稳定币：短期政策持续催化，远期有望重构跨境支付体系

- **短期政策持续催化，后续有望延续主题行情：**2025年5月21日，中国香港立法会正式通过《稳定币条例草案》，成为本轮中国稳定币主题行情的开端。目前香港《稳定币条例》已于6月15日获立法会通过，将于8月1日生效。**关注稳定币业务先发优势与短期增量空间，利好【加密货币交易平台】以及【已获或将获稳定币牌照的非银机构】与【技术服务提供商】。**
- **稳定币跨境支付领域运用潜力巨大，远期有望重构全球支付体系：**稳定币价值锚定一种或一篮子相对稳定的底层真实资产，目前逐步起到法币和加密货币之间的桥梁作用。依托区块链技术，稳定币交易拥有去中心化、高效率、低成本的优势。截止至2025年6月28日，全球稳定币市整体市值达2520.7亿美元。**相较于传统全球跨境支付体系，稳定币未来有望逐步成为跨境支付的主要货币，最终重构现有全球跨境支付体系。同时，预期稳定币这项金融工具将加速人民币的国际化进程，看好稳定币市场的长期扩容发展。**

2025H1全球稳定币市值迅速攀升



稳定币重要节点事件复盘

时间	稳定币重要节点事件
2022年10月31日	香港政府发表《有关香港虚拟资产发展的政策宣言》
2023年12月27日	香港财经事务及库务局和HKMA联合发布公众咨询文件，就有关监管稳定币发行人的立法建议收集意见
2024年3月12日	HKMA推出稳定币发行人沙盒
2024年7月18日	发表咨询总结文件，公布稳定币沙盒参与者，包括京东币链科技、圆币创新科技，以及联合申请的渣打香港、安拟集团和香港电讯组合
2024年12月6日	香港特区政府公布稳定币法案的立法倡议，为全面监管锚定法定货币的稳定币（FRS）奠定基础
2025年5月21日	香港立法会三读通过《稳定币条例草案》
2025年6月5日	稳定币股Circle上市首日涨幅168.48%
2025年6月15日	香港立法会通过《稳定币条例》，将于8月1日生效
2025年6月26日	香港政府发表《香港数字资产发展政策宣言2.0》

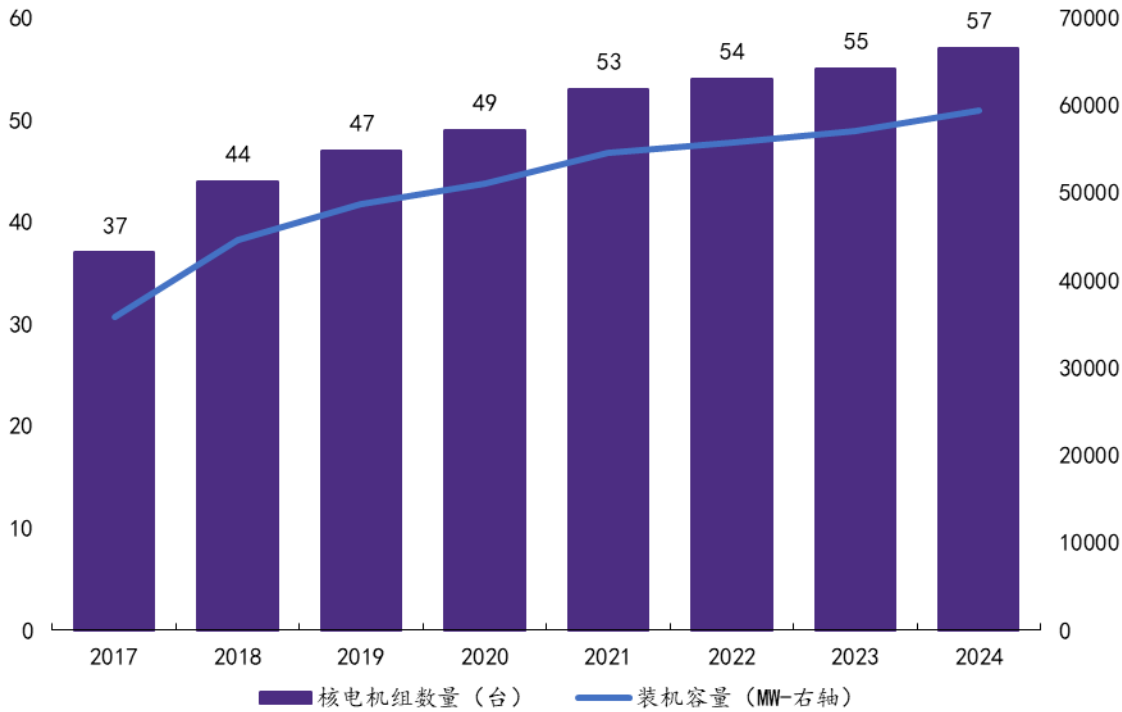
资料来源：财经M平方，香港特别行政区政府，新浪财经，香港金融管理局，腾讯网，搜狐，华鑫证券研究

- 海外资本持续加码可控核聚变行业，成为国际竞争重要领域之一，催化国内推动可控核聚变技术突破和产业化的紧迫性：海外科技巨头持续资金加码可控核聚变产业，包括谷歌、微软、亚马逊、Open AI等科技巨头涉及多家核聚变公司多轮融资。2025年6月30日，美国核聚变企业CFS宣布与谷歌建立战略合作伙伴关系，签署200MW商业化供电协议，为目前为止规模最大的核聚变商业供电协议。
- 国内政策催化+资金投入双轮驱动：可控核聚变商业化前景十分广阔，有望彻底改变现有能源体系结构。目前国内核聚变产业已迈入工程可行性验证阶段，预计未来国内政策和“国家队”资金将持续加码，加速国内可控核聚变商业化进程。

可控核聚变国内重要主题行情催化点梳理

时间	事件类别	事件
2024年10月	政策支持	国务院国资委明确将核聚变列为重点未来产业，提出“超前布局、梯次培育”
2025年1月	事件催化	全超导托卡马克核聚变实验装置（EAST）在安徽合肥创造新世界纪录，首次完成1亿摄氏度1066秒“高质量燃烧”
2025年2月	投资加码	中国核电、浙能电力相继公告，拟以增资方式参股中国聚变能源有限公司，投资金额分别为10亿元、7.5亿元
2025年3月	事件催化	合肥紧凑型聚变能实验装置（BEST）项目首块顶板顺利浇筑，计划在2027年建设完成，并在全球首次演示聚变能发电

国内在运核电机组数量与装机容量稳步攀升

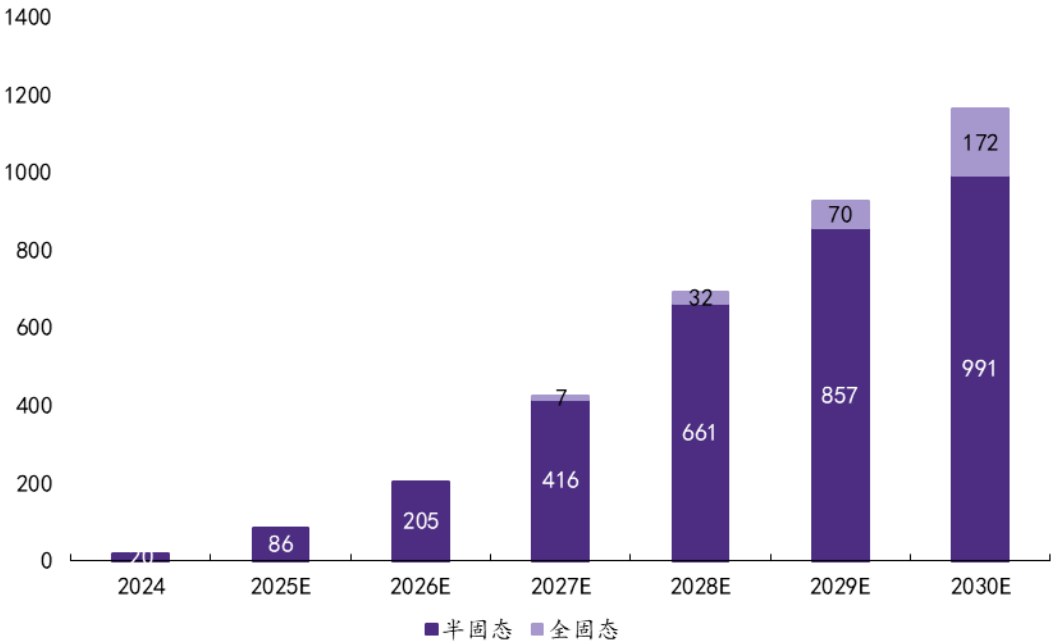


资料来源：券商中国，核电基础数据库，华鑫证券研究

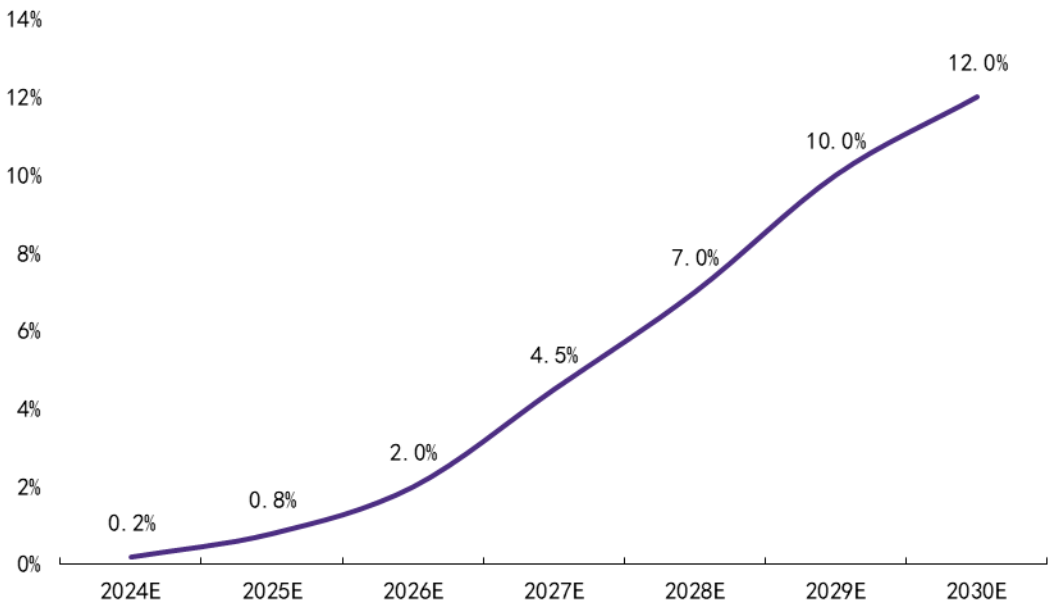
能源变革-固态电池：技术专利密集突破，应用场景增量潜力巨大

- **多重专利商业化逐步落地，固态电池0-1产业化加速：**目前半固态/凝聚态电池部分企业实现量产，干法电极设备、叠片机、高压化成设备等已实现中试线级别交付，固态电解质进入产能扩展期，硅基负极体系开始批量供应。行业逻辑重心已从半固态向全固态转移，行业有望加速进入固态电池的0-1时刻。
- **2025H2行业峰会接踵而至，有望形成密集事件催化：**6月25日首届固态电池论坛；7月3日固态电池+硅基负极大会；7月9日电解液暨固态电池研讨会；7月29日上海国际固态电池大会。
- **多重预期应用场景，包括新能源汽车、消费电子、低空经济、机器人、储能市场等领域，需求增量潜力巨大：**半固态电池已实现小规模的商业应用，蔚来、上汽在2024年推出半固态电池车型；消费电子搭载第二代半固态电池技术的VIVO X Fold5发布；亿航智能等品牌eVTOL机型已完成使用半固态电池的试飞。预计伴随固态电池的持续专利创新突破，多重应用场景有望最终落地，业绩增量潜力极大。根据前瞻产业研究院收集测算，至2030年，半固态+全固态电池全球市场规模有望达1163亿元。

固态电池市场规模增长潜力巨大（亿元）



中国消费电子领域固态电池渗透率预测

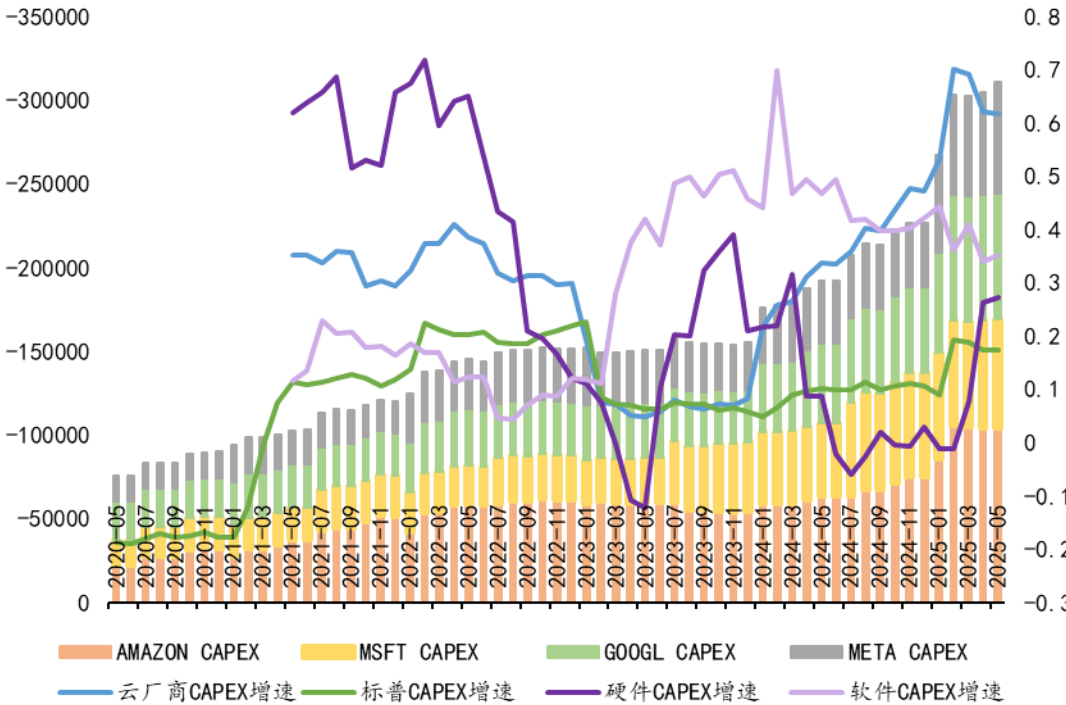


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

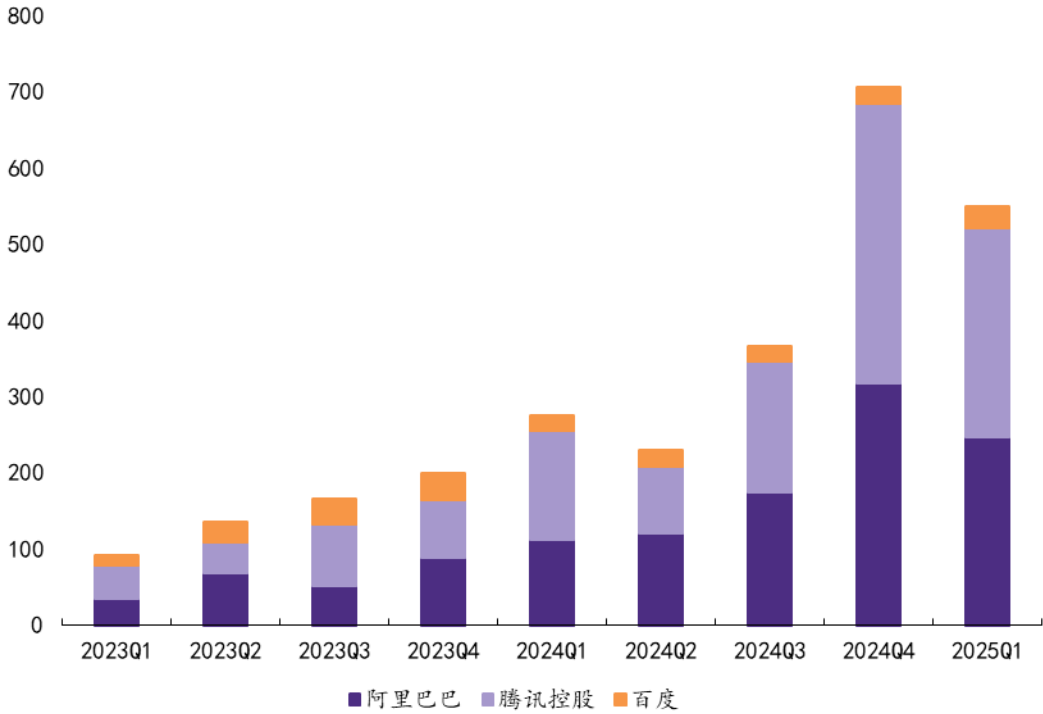
产业催化-AI算力：从海外到国内，从训练到推理，从模型到应用，弹性空间打开

- **大模型的崛起持续提升推理算力需求，利好算力链增量发展：**国产大模型和生成式人工智能推高算力需求，2024年中国人工智能算力规模达725.3EFLOPS，同比增长74.1%；市场规模为190亿美元，同比增长86.9%。根据IDC测算，2025、2026年中国人工智能算力市场规模将分别达259、337亿美元，分别同比增长36.3%、30.1%。
- 之前市场关注的是海外算力GPU，偏训练场景；**现在更聚焦ASIC，偏推理场景**，弹性空间更值得期待。
- **2026年光模块需求预期上修。**800G光模块需求可能从之前预期上调。**关注PCB、光模块、高速连接器、ASIC等。**

海外云厂商业绩持续超预期



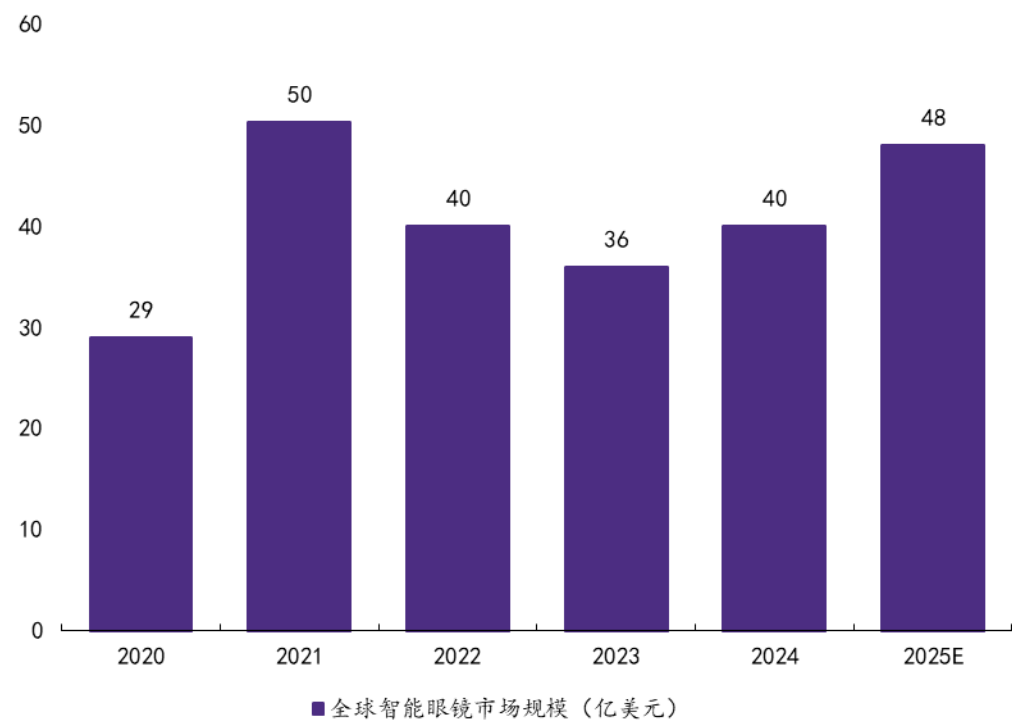
国内互联网大厂资本开支虽有放缓，未来空间依旧可期



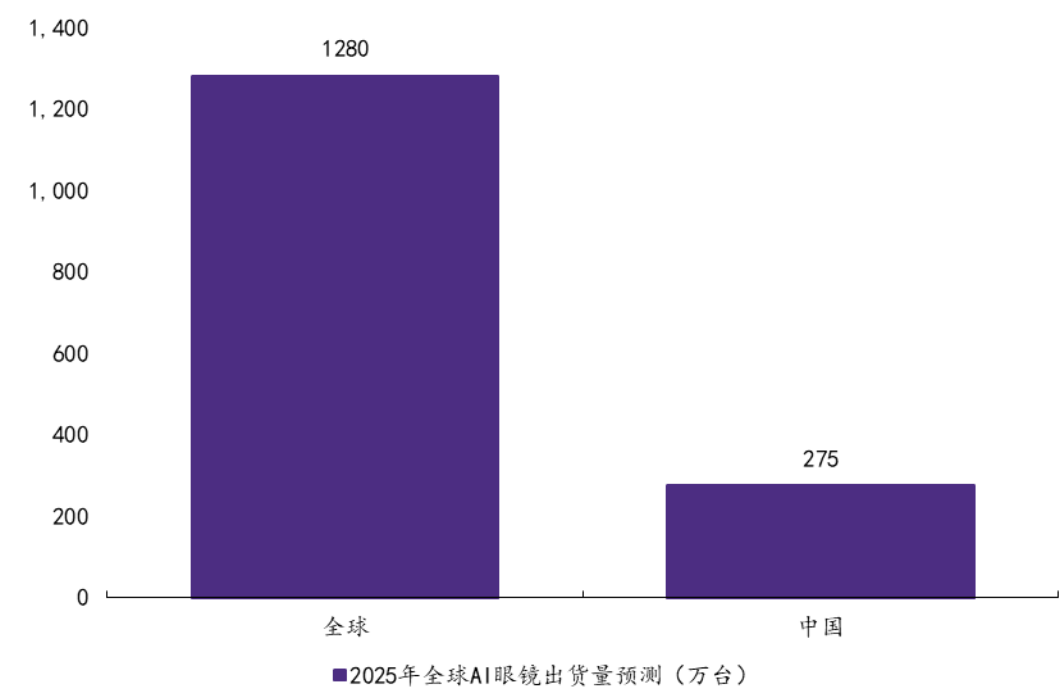
产业催化-AI应用：端侧应用加速落地，AI眼镜市场增长空间广阔

- **电脑、手机、眼镜端的端侧AI应用加速落地，AI眼镜市场增长潜力巨大：**AI眼镜行业具备明显产业催化，Ray-Ban Meta的发布热销，推动AI眼镜行业的加速发展，大量厂商加速布局AI眼镜市场，加快AI端侧应用的落地。国内百度、华为、小米、雷鸟等厂商加速布局。
- 根据中商产业研究院数据，2024年全球智能眼镜市场规模为40亿美元，2025年有望达成48亿元。

AI眼镜市场规模增长有望加速



2025年中国AI眼镜出货量有望达成275万台

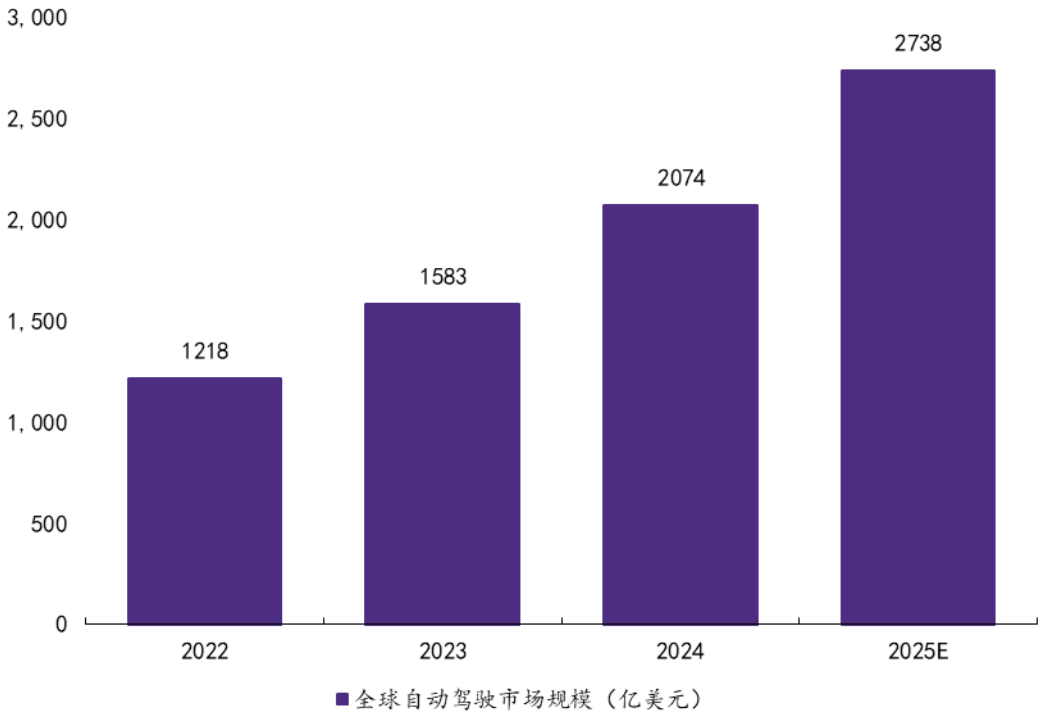


资料来源：IDC，中商产业研究院，华鑫证券研究

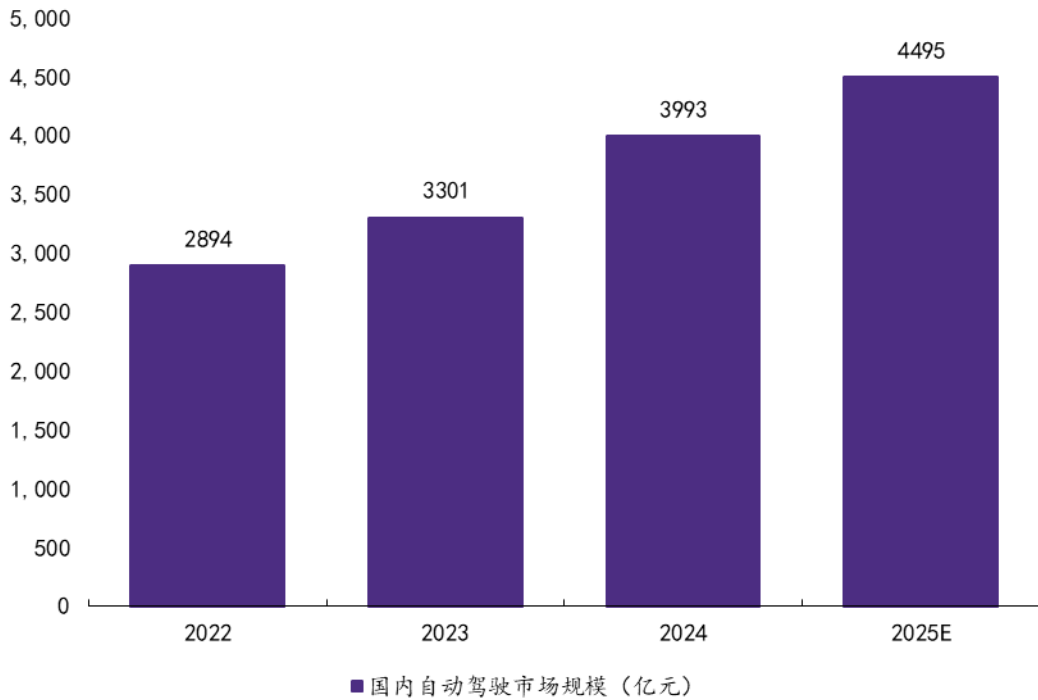
产业催化-智能驾驶：Robotaxi事件催化，看好AI端侧应用赋能

- Tesla Robotaxi试运营事件吸引市场关注度，催化国内智能驾驶主题行情
- AI端侧应用落地有望进一步赋能智能驾驶，国内政策持续支持，双重助力国内高阶智驾商业化应用加速推进。
 - 根据中商产业研究院测算，2023年国内自动驾驶市场规模达3301亿元，同比增长14.1%，2024年市场规模将达3993亿元，2025年将接近4500亿元。

全球自动驾驶市场规模增长迅速



AI端侧应用有望赋能智能驾驶，国内市场前景广阔



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

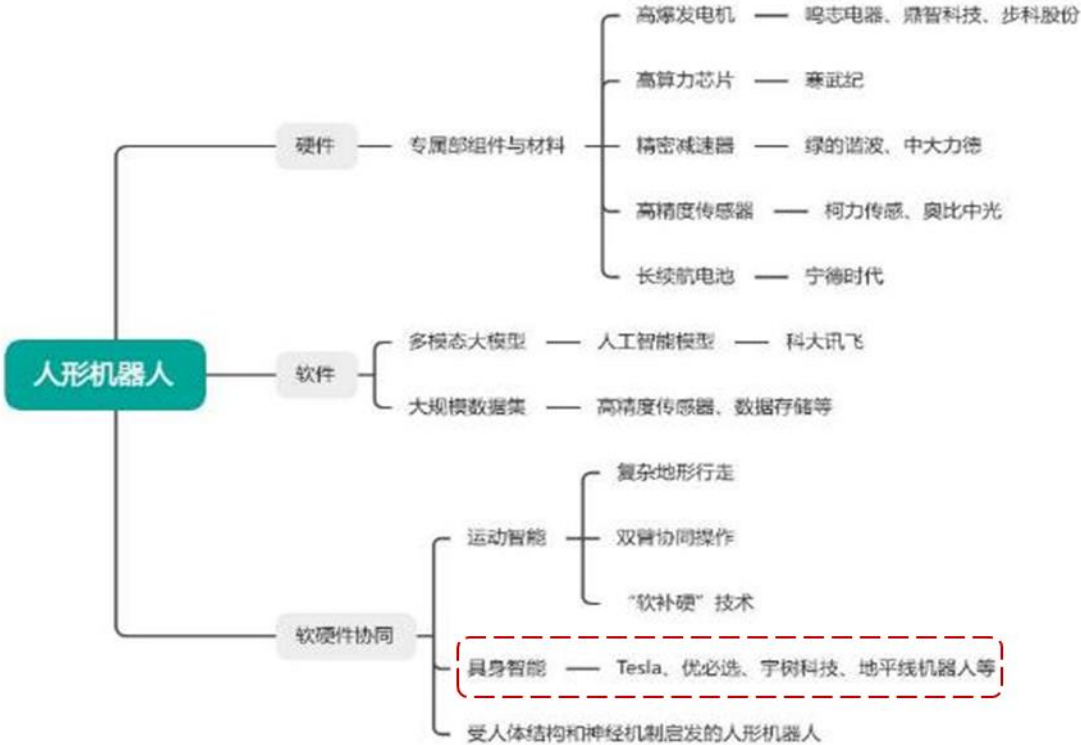
产业催化-机器人：预期与估值再平衡，短期承压等待量产加速

- 机器人进入业绩与估值再平衡阶段，但市场前景依然广阔，跟踪业绩验证：作为中国资产重估行情的另一催化产业，机器人板块目前进入业绩与估值再平衡的阶段，Tesla Optimus项目负责人更换等偏利空行业消息再次影响到国内机器人板块的估值博弈。
- 根据前瞻产业研究院测算，2024年中国机器人行业市场规模超过1550亿元，到2029年市场规模有望超过4100亿元。
- 目前行业处于估值再平衡的阶段，短期关注机器人及T链出货量业绩超预期机会；长期看好AI赋能具身智能人形机器人产业突破，实现从G2向G3阶段完全迈进，行业龙头有望凭借研发优势建立科技壁垒。

部分人形机器人主机厂量产进度或目标

主机厂	量产进度或目标
Tesla	2025年预计生产数千台人形机器人
Figure AI	未来四年内推出10万台机器人
Agility Robotics	已建成计划产能10000台机器人工厂RoboFab
智元机器人	2024年生产超900台人形机器人
松延动力	2025年人形机器人订单规模达到2000台以上
优必选	2025年目标生产1000台人形机器人
1X technologies	2025年目标生产数百台人形机器人
傅利叶机器人	目前已出货100台以上人形机器人
宇树科技	2024年已出货1500台人形机器人

人形机器人产业未来发展趋势



资料来源：微资讯，华尔街见闻，中国机器人网，财联社，第一财经，金融界，上海证券报，科创板日报，华鑫证券研究

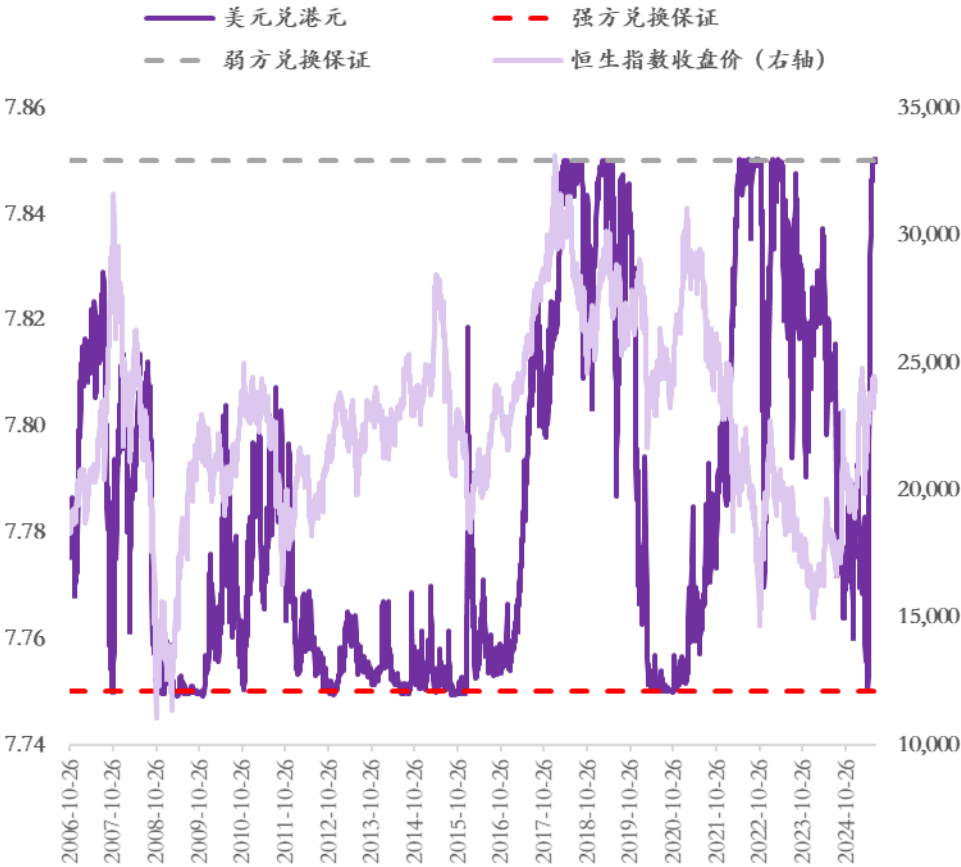
产业催化-港股映射：创新药和新消费等待调整后的结构机会

- 港股全年看好，短期承压，主要是港元触及弱方兑换保证，AH溢价创5年新低。
- 当港汇触及7.85的弱方兑换保证时，金管局可能从市场抽走700亿至1000亿港元资金，以支撑港元；
- 恒生AH溢价率指数跌破128点，创2020年6月以来最低水平。过去3年AH溢价率收窄至130点附近后，又重新走阔，如2023年1月、2024年5月、2024年10月，对应恒生指数为阶段性高点。

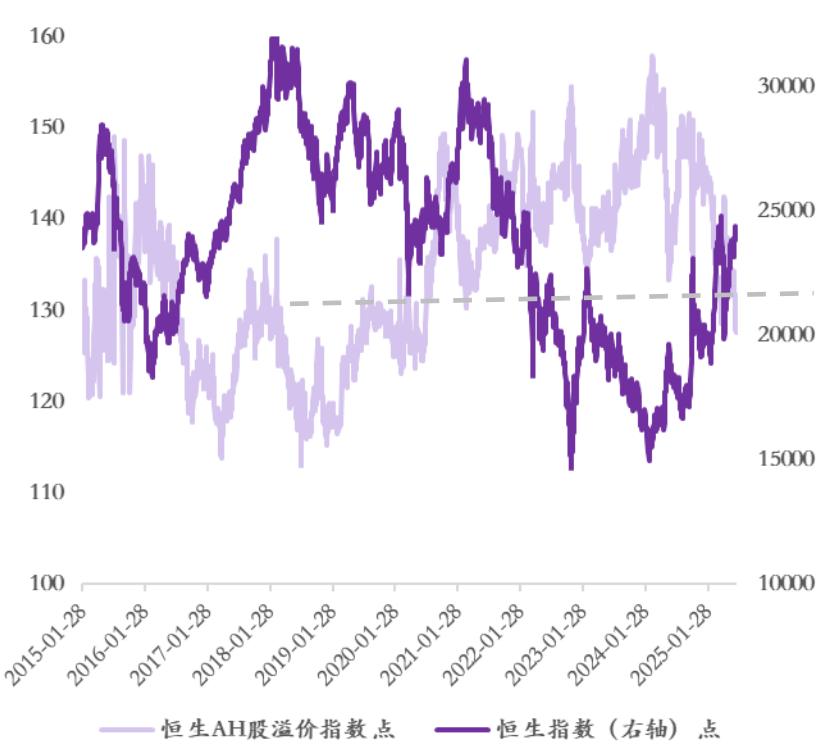
港股创新药、新消费上半年表现突出

证券代码	证券简称	上半年涨跌幅	一级行业
6181.HK	老铺黄金	321.53	纺织服饰
1530.HK	三生制药	288.98	医药生物
9995.HK	荣昌生物	278.13	医药生物
1357.HK	美图公司	213.78	计算机
1788.HK	国泰君安国际	211.87	非银金融
9992.HK	泡泡玛特	198.60	轻工制造
2419.HK	德康农牧	189.80	农林牧渔
3939.HK	万国黄金集团	175.39	有色金属
1364.HK	古茗	174.73	食品饮料
6680.HK	金力永磁	147.96	有色金属
0412.HK	山高控股	144.07	非银金融
2145.HK	上美股份	138.26	美容护理
2696.HK	复宏汉霖	122.78	医药生物
1787.HK	山东黄金	118.31	有色金属
1801.HK	信达生物	114.21	医药生物
9969.HK	诺诚健华	114.05	医药生物
9899.HK	网易云音乐	111.03	传媒
9985.HK	卫龙美味	105.77	食品饮料
2569.HK	舒宝国际	104.48	计算机
0917.HK	趣致集团	103.33	传媒
1060.HK	大麦娱乐	102.11	传媒
6990.HK	科伦博泰生物-B	100.37	医药生物
6693.HK	赤峰黄金	100.13	有色金属
1929.HK	周大福	99.41	纺织服饰
0179.HK	德昌电机控股	98.17	汽车
1385.HK	上海复旦	97.75	电子
2799.HK	中信金融资产	96.92	非银金融
6681.HK	脑动极光-B	93.99	医药生物
2400.HK	心动公司	93.91	传媒
0512.HK	远大医药	90.03	医药生物

美元兑港元触及弱方兑换保证



AH溢价降至5年新低

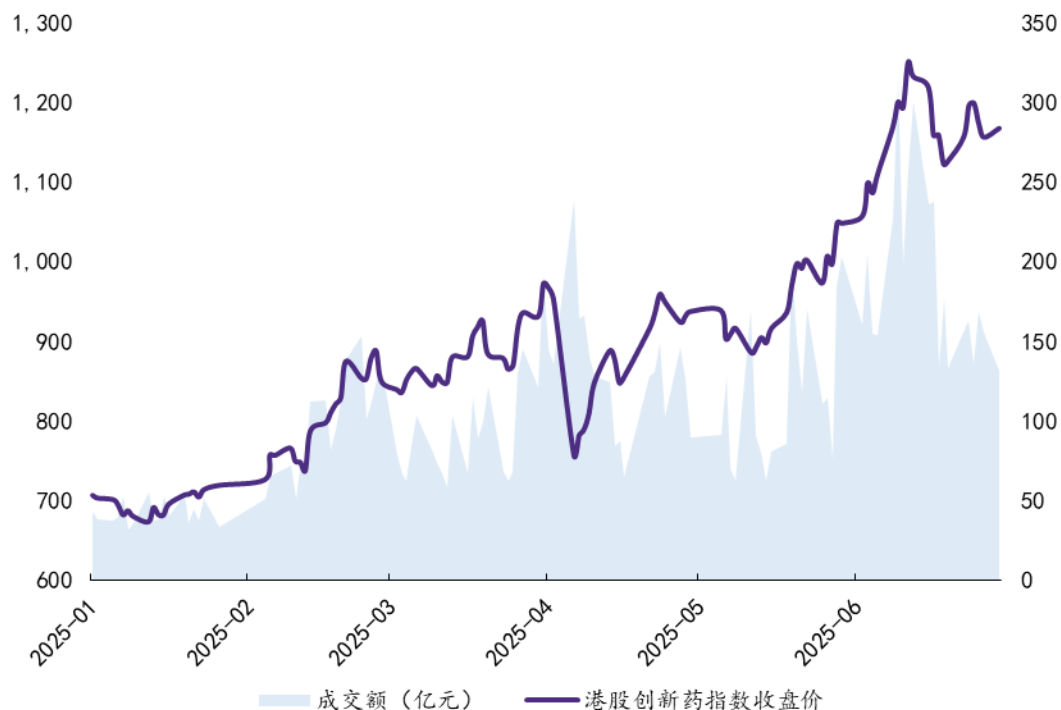


资料来源：Wind，华鑫证券研究

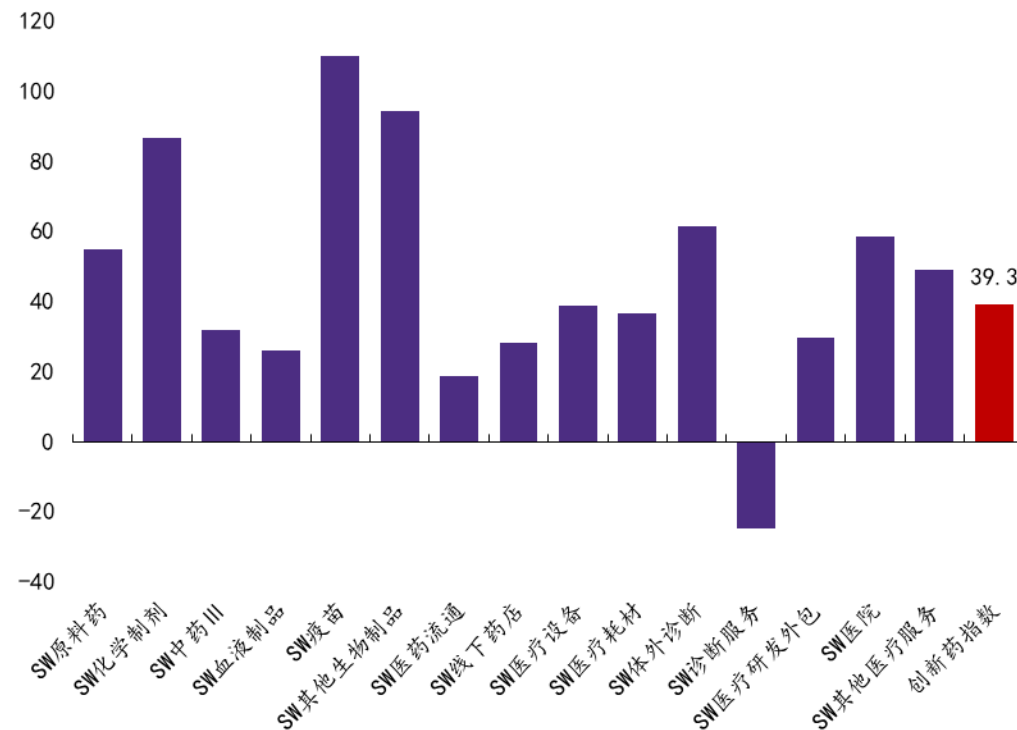
创新药：BD出海催化+政策利好逻辑未变，拥挤消化后仍可期

- **重磅BD开启创新药阶段行情：**2025年5月20日，三生制药及旗下三生国健与辉瑞达成总额高达60.5亿美元的授权协议，将其自主研发的PD-1/VEGF双抗SSGJ-707的全球（除中国内地）权益授予辉瑞。这一交易刷新中国创新药License-out的首付款纪录（12.5亿美元），开启创新药BD关注点新一轮创新药行情。
- **国内政策利好：**6月底，国家医保局、国家卫生健康委联合印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，包括鼓励商业健康保险扩大创新药投资规模，明确增设商业健康保险创新药品目录，支持创新药临床应用，提高创新药多元支付能力等利好政策。
- **BD出海增量投资逻辑未变，国内政策持续利好，新药获批有望形成利润新增量，待拥挤度调整后行业主题机会仍可期。**

港股创新药引领本轮行情，交易拥挤度达历史新高后，估值回落

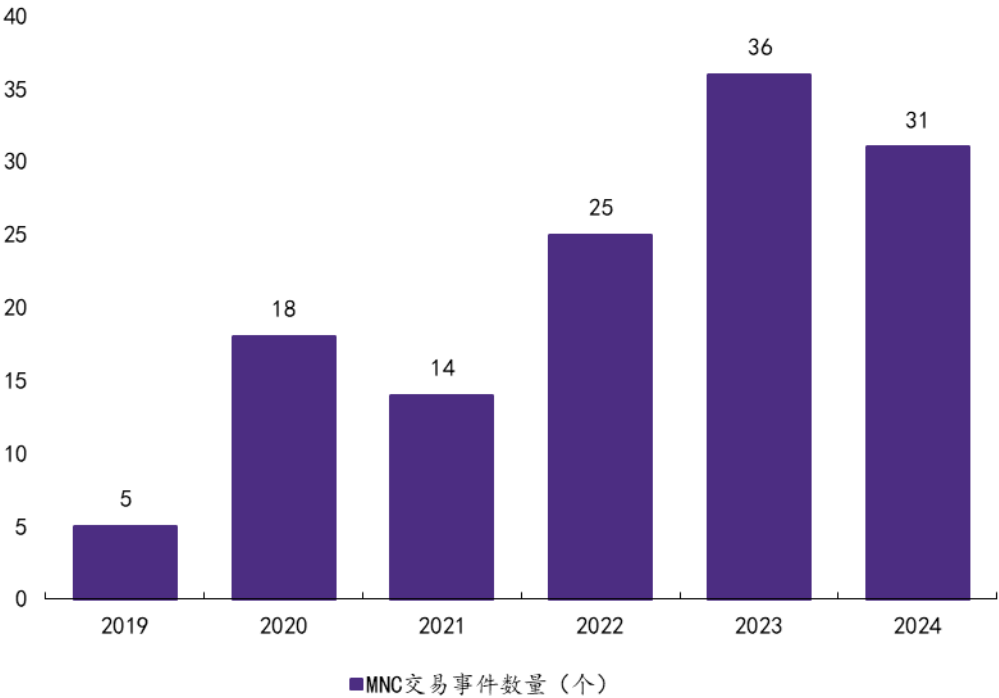


截止至2025年6月30日，医药细分行业与万得创新药指数PE-TTM水平

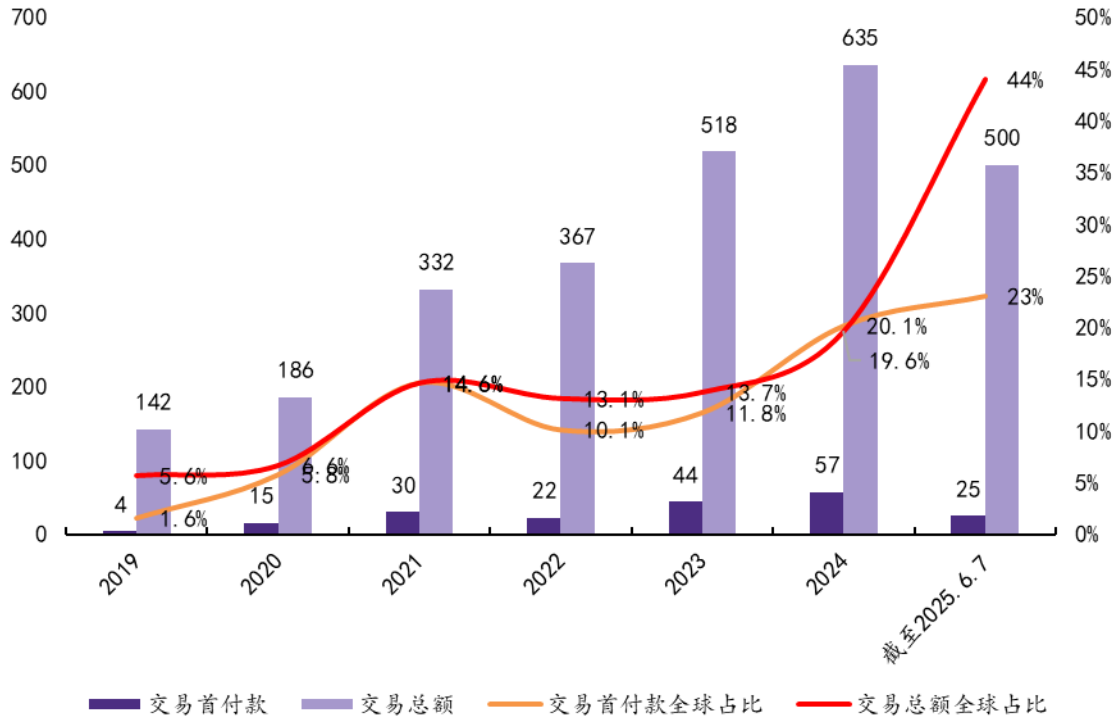


➤ BD出海增量投资逻辑未变，国内政策持续利好，新药获批有望形成利润新增量，待拥挤度调整后行业主题机会仍可期。

MNC引进国内项目数量显著提升



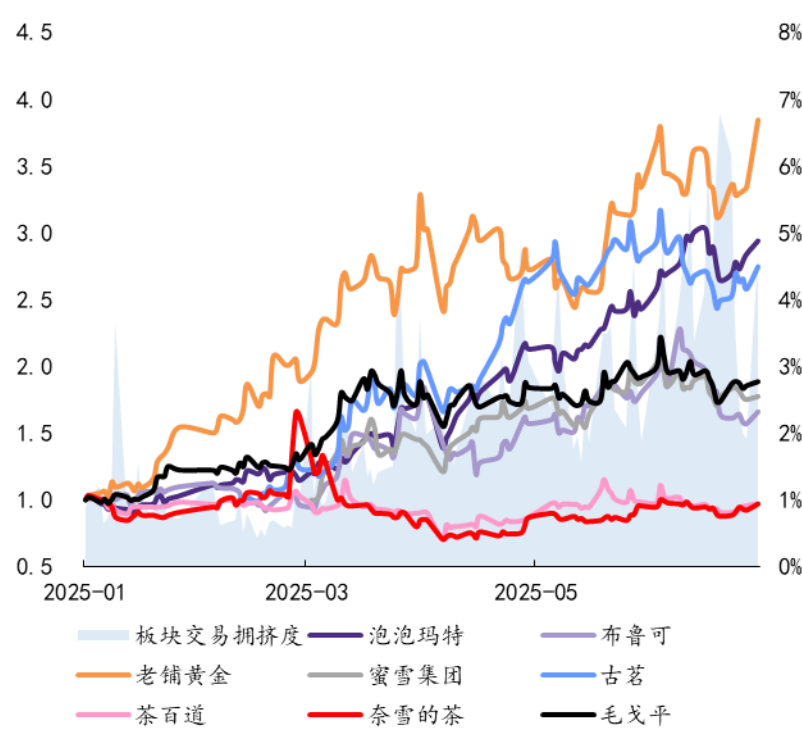
中国BD交易规模全球占比自2019年以来显著提升，进入2025年后加速冲高（亿美元）



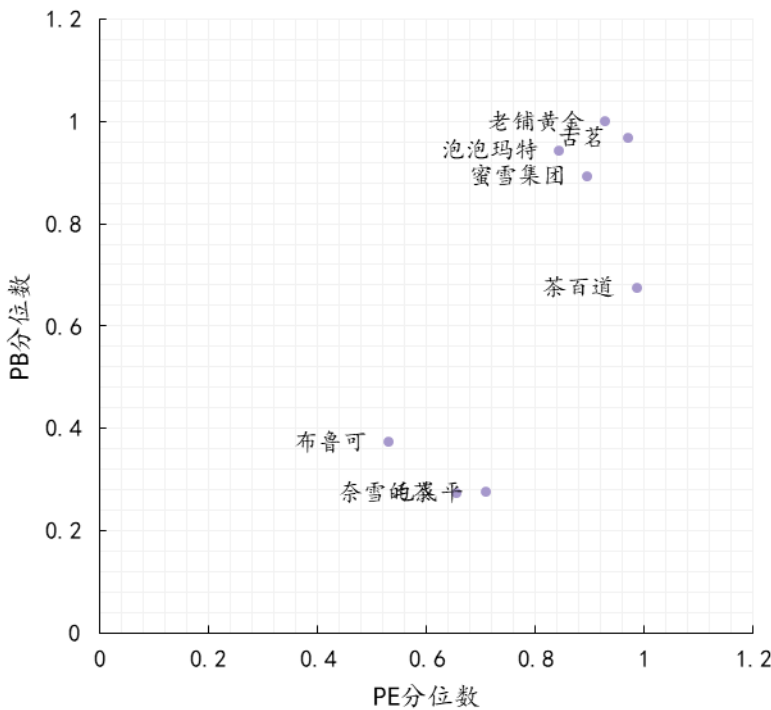
新消费：待估值和解禁调整，有望再次反弹发力

- **交易过热，估值短期调整：**以港股新消费三姐妹标的作为新消费的引领标的，短期交易拥挤度过高，资金高切低快速止盈流出，新消费板块进入短期估值调整阶段。
- **港股6-9月将迎解禁浪潮：**本次解禁浪潮力度较大，多支标的解禁数量为解禁前流通股的数倍，股数供给的剧增对股价存在下压力。
- **新消费需求增长仍亮眼，有望再次反弹发力：**多个新消费相关行业市场规模增长亮眼，其中，2024年谷子经济市场规模达到1689亿元，同比增长超40%，并且持续展现出强劲的发展潜力。待新消费板块交易拥挤度和估值高位回落，限售股解禁压力得到释放后，内需消费增长+出海开拓增量，板块有望再次反弹冲高。

港股新消费待交易拥挤度逐步回落



港股新消费三姐妹估值分位已处高位



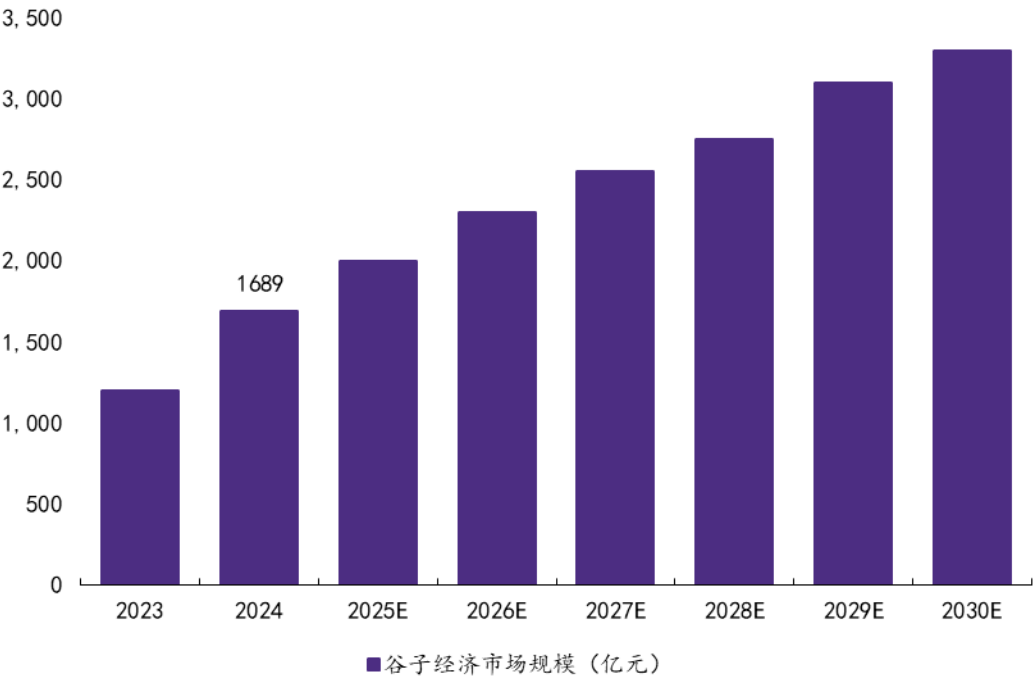
港股新消费板块6-9月将迎解禁浪潮

公司	解禁时间	解禁数量 (万股)	占解禁前 流通股	占总股本
毛戈平	2025/6/10	2,611.60	40.76%	5.33%
	2025/12/10	17,165.54	65.56%	35.02%
老铺黄金	2025/6/28	6,905.07	98.05%	39.99%
布鲁可	2025/7/10	22,378.81	878.88%	89.78%
古茗	2025/8/12	222,955.63	1500.08%	93.75%
蜜雪集团	2025/9/3	13,895.69	1165.14%	36.60%

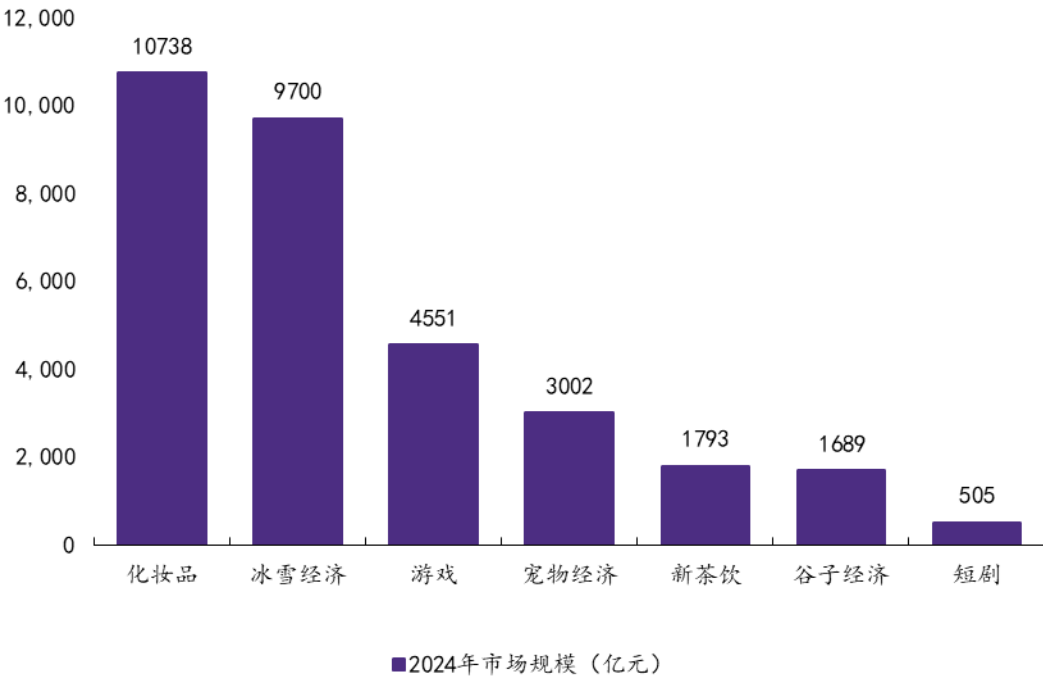
资料来源：Wind，华鑫证券研究

➤ **新消费需求增长亮眼，有望再次反弹发力：**多个新消费相关行业市场规模增长亮眼，其中，2024年谷子经济市场规模达到1689亿元，同比增长超40%，并且持续展现出强劲的发展潜力。**待新消费板块交易拥挤度和估值高位回落，限售股解禁压力得到释放后，内需消费增长+出海开拓增量，板块有望再次反弹冲高。**

伴随新消费需求增长，谷子经济市场规模有望持续扩容



2024年主要新消费方向市场规模

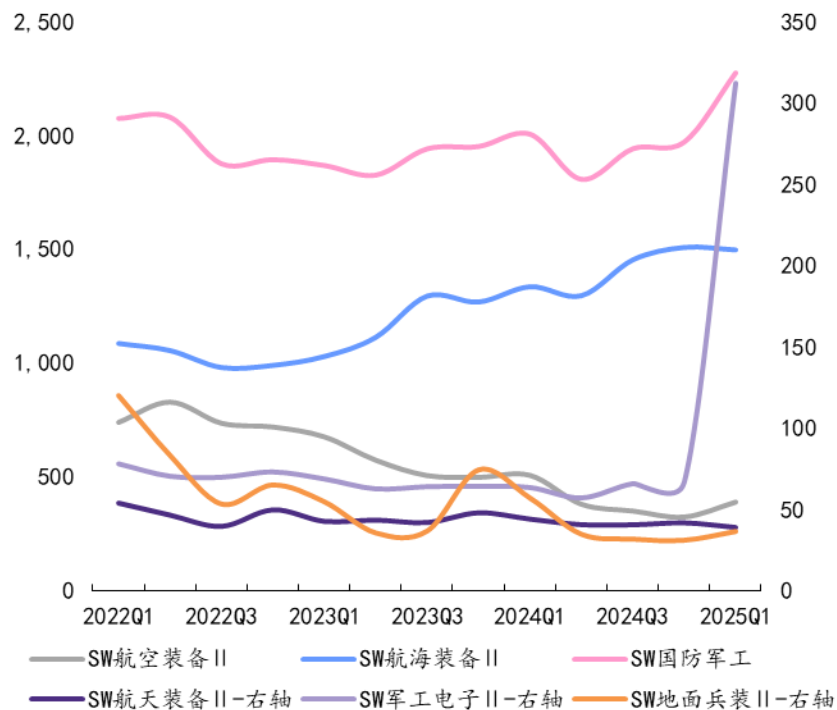


资料来源：新浪科技，新华社，伽马数据，派读宠物，观研天下，智研咨询，中国网络视听协会，华鑫证券研究

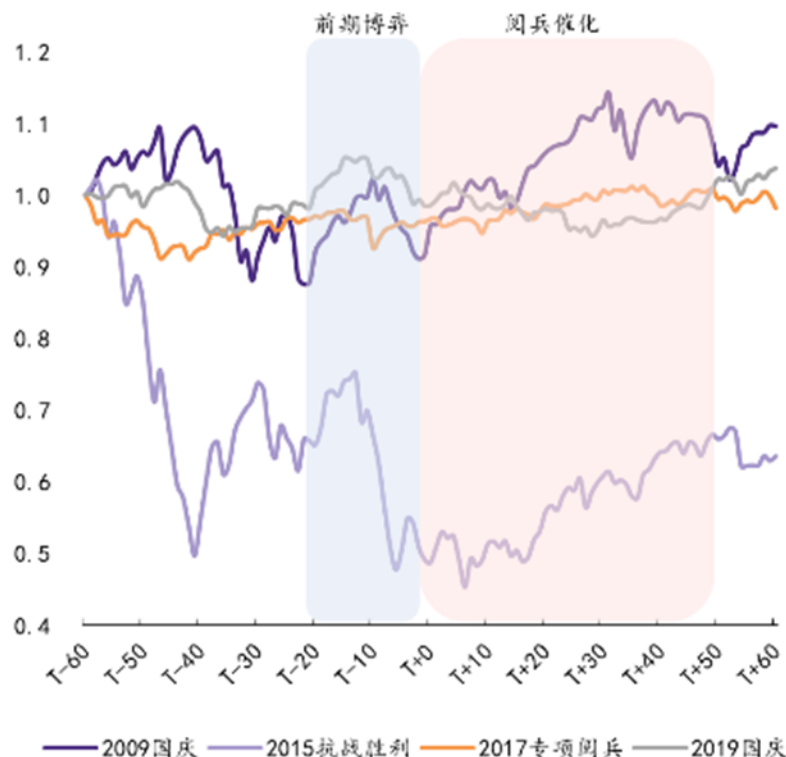
产业催化-国防军工：外有地缘冲突，内有事件催化，上涨预期升温

- **地缘冲突：中国军工迎来Deepseek时刻**，以歼-10CE战机、PL-15E导弹和预警机构成的空战体系为例，其在印巴冲突中展现的超视距打击与跨域协同能力，证明了技术性能已对标国际先进水平。同时，中国装备的性价比优势持续凸显。在目前多处国际形势依然紧张的背景下，中国军工出口订单有望迎来增量。
- **国内催化：预计十五五期间，中国国防预算仍将保持7-7.5%左右的稳定增长，占GDP比重或有一定提升空间。同时，关注抗战胜利80周年阅兵事件催化，复盘21世纪以来的阅兵行情，在阅兵事件T-20至T+0区间，国防军工指数普遍存在提前博弈的阶段，阅兵事件T+0后呈现上涨行情。**

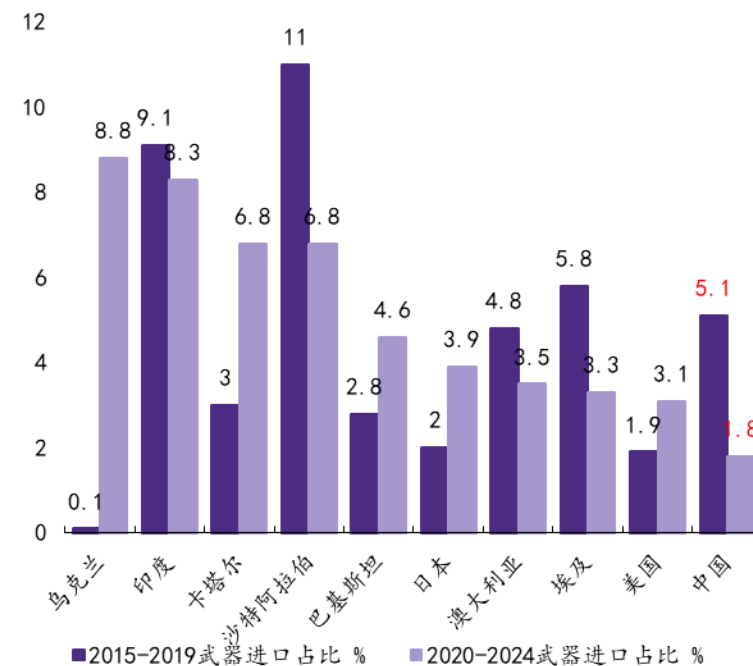
军工电子订单在25Q1明显大增（合同负债：亿元）



阅兵行情存在提前博弈和后续催化两个阶段



中国武器进口全球占比显著下降，国产化率提升



产业催化-自主可控：国产替代迫在眉睫，关注半导体、航空航天、工业软件等



- 类比中美贸易战1.0及后续时期，在全面关税摩擦边际缓和后，是持续针对中国关键领域环节的科技封锁和进出口限制政策。虽然目前中美贸易摩擦正逐步缓和，但预计后续关税博弈仍会有小范围针对特定产业的反复，将伴随关键产业环节的科技封锁，有望催化自主可控主题行情。
- 美对科技限制与制裁，梳理包括232调查预期涉及行业环节和目前科技进出口限制情况，筛选目前以及未来可能被重点针对的科技领域
 - 自主可控环节：半导体（AI芯片、先进芯片、半导体制造设备），航空航天（发动机），工业软件。
 - 科技创新未来竞争新主题：量子计算，生物技术。

美国232行业调查与现行针对中国科技领域限制

时间	涉及行业	现行科技封锁事件
2025年1月13日	AI芯片	拜登政府正式发布《人工智能扩散暂行最终规则》，中国处于第三层级，被完全禁止进口任何类型的AI芯片，特别是高性能GPU
2025年2月21日	多科技领域	特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，要求扩大对华投资限制的领域范围，涵盖半导体、人工智能、量子计算、生物技术、高超音速技术、航空航天、先进制造、定向能及其他受中国“军民融合”战略影响的领域
2025年4月15日	AI芯片	美国商务部宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能（AI）芯片，出口到中国需要许可证
2025年5月17日	人工智能	白宫和国会官员审查苹果公司与中国企业阿里巴巴达成的合作协议。美国官员们认为，这项协议可能会帮助中国公司提升人工智能能力、扩大中国“聊天机器人”的影响力，加深苹果在数据共享等方面受中国法律管制的程度
2025年5月19日	AI芯片	美国商务部发表申明，“在全球任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制规定”，“警告业界使用中国先进计算机芯片，包括特定华为昇腾芯片的风险。”
2025年5月28日	EDA、航空发动机、化学品	美国政府实质性切断部分美国企业向中国出售半导体设计软件的渠道，还暂停了与喷气式飞机发动机技术及部分化学品销售有关的对华出口
2025年6月20日	半导体设备	美官员通知三星电子、SK海力士、台积电等在中国大陆拥有晶圆厂的晶圆制造商，计划取消允许它们在中国使用美国技术（主要是半导体设备）的豁免
2025年7月3日	EDA、航空发动机、化学品	初步取消前期的出口限制

时间	涉及行业	232调查
2025年3月26日	汽车及部分汽车零部件	自2025年4月3日起对进口乘用车和轻型卡车，自《联邦公务》指定日期(不迟于5月3日)起对关键汽车零部件征收25%的关税，后续如有必要将采取措施对更多零部件加征关税
2025年5月30日	钢铁、铝	自2025年3月12日起，对来源于所有国家的钢铁和铝制品及其下游产品征收25%的关税；后续进口钢铁的关税从25%提高至50%，自2025年6月4日起生效
2025年2月25日	铜	行政令要求对美国铜进口(包括但不限于原矿铜、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜和衍生产品)展开232调查
2025年3月1日	木材、木制品及其衍生品	要求商务部调查进口木材、木制品及其衍生品对国家安全的影响
2025年4月14日	半导体	启动对半导体及半导体制造设备进口对国家安全影响的调查，并向社会公众广泛征求意见。本次调查对象包括但不限于半导体衬底、裸晶圆、传统芯片、先进芯片、微电子设备以及半导体制造设备组件在内的产品，及其衍生的含有半导体的下游产品，例如含有半导体的各类电子产品
2025年4月14日	药品	启动了对药品及药品成分进口对国家安全影响的232调查，并向社会公众广泛征求意见。此次232调查的对象为药品、药物成分及其衍生产品，包括仿制药和非仿制药成品、医疗对策、关键投入(例如活性药物成分和关键起始物料)以及这些物品的衍生产品
2025年4月15日	关键矿产及其衍生品	根据白宫的声明，关键矿物是指美国地质调查局根据《2020年能源法》所公布的“关键矿物清单”点任何后些此类清单中包含的矿物，衍生产品包括将加工过的关键矿物作为投入的所有商品，包括半成品以及最终产品

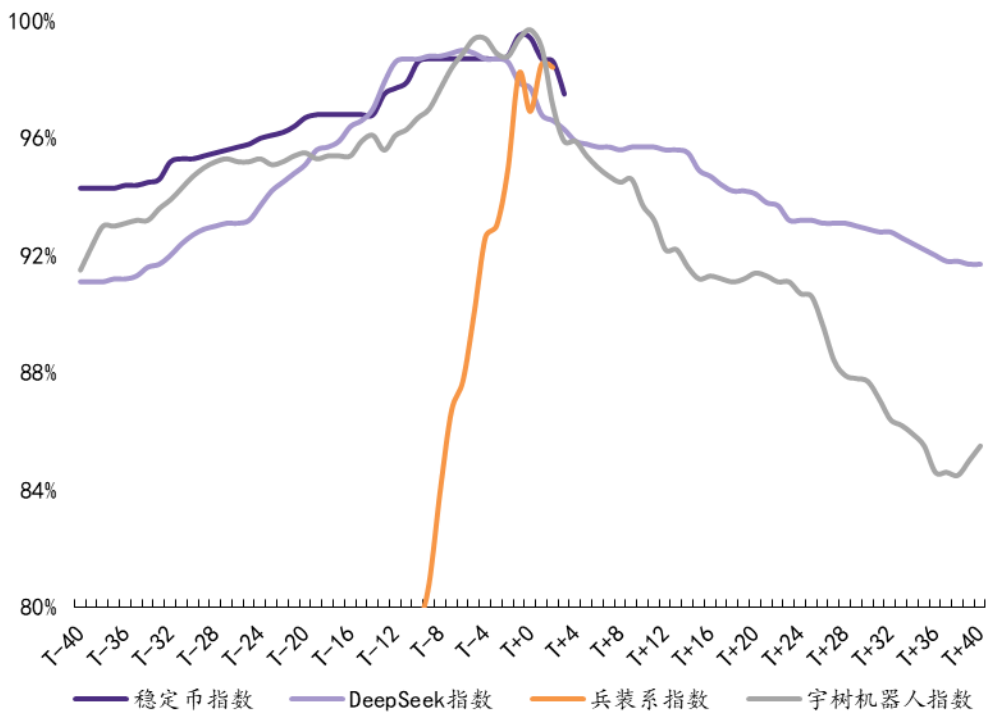
资料来源：财经，芯智讯，观察者网，纬度新闻，商务部新闻办公室，环球时报，半导体前沿，新浪财经，新华网，证券时报网，第一财经，财新，华鑫证券研究

4.3.4.1 轮动择时：交易拥挤度可作为择时风向标

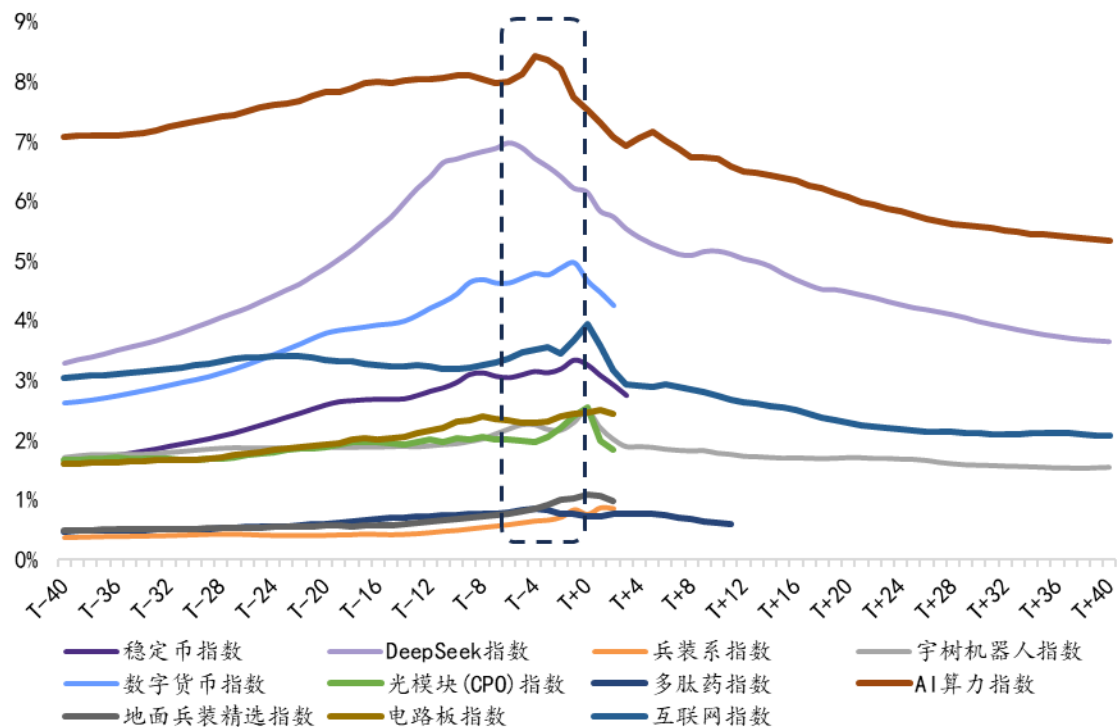
➤ 主题行情轮动，短期交易的拥挤度可作为择时轮动的风向标：以主题指数区间最高点作为T+0，行业指数占A股市场整体的成交额占比为拥挤度指标

- 2025H1涨幅排名靠前的万得热门指数，自2024年度开始至今的时间区间，在迈向行情最高点的过程中，屡创交易拥挤度新高，并在股价最高点附近触及拥挤度最高点，**日度成交额占比分位数可作为短期板块轮动的提示信号。**
- 2025H1行业轮动普遍呈现在T-6至T+1时间区间，存在交易拥挤度加速抬升现象，并最终达到行情交易拥挤度最高点的情况，T+1后续股价和拥挤度均普遍下降，**拥挤度抬升显著加速可作为超短期主题见顶的卖出信号。**

2025H1涨幅排名前4指数均在行情中屡创交易拥挤度新高



超短期交易拥挤度大幅加速抬升可作为行情见顶信号

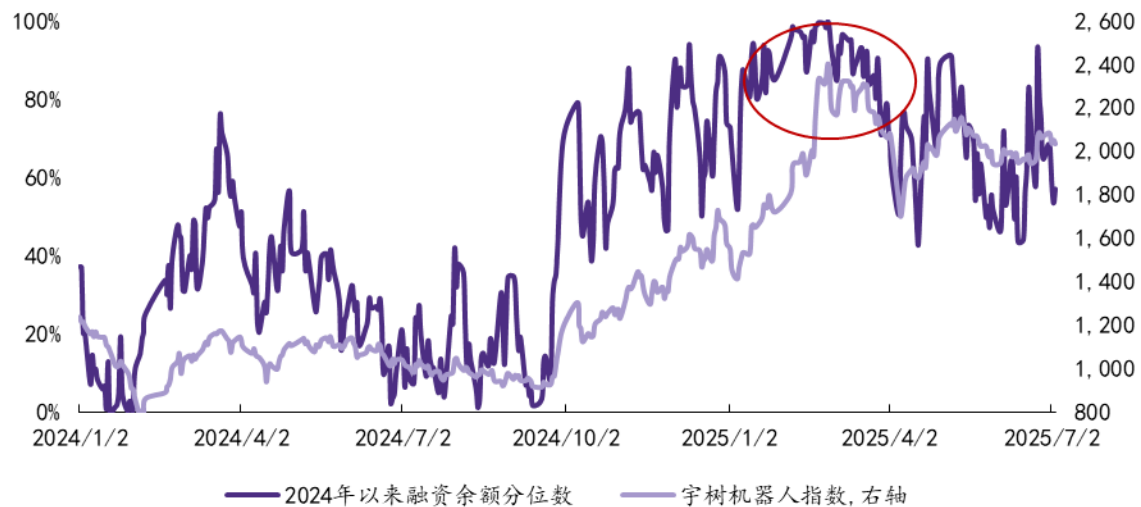
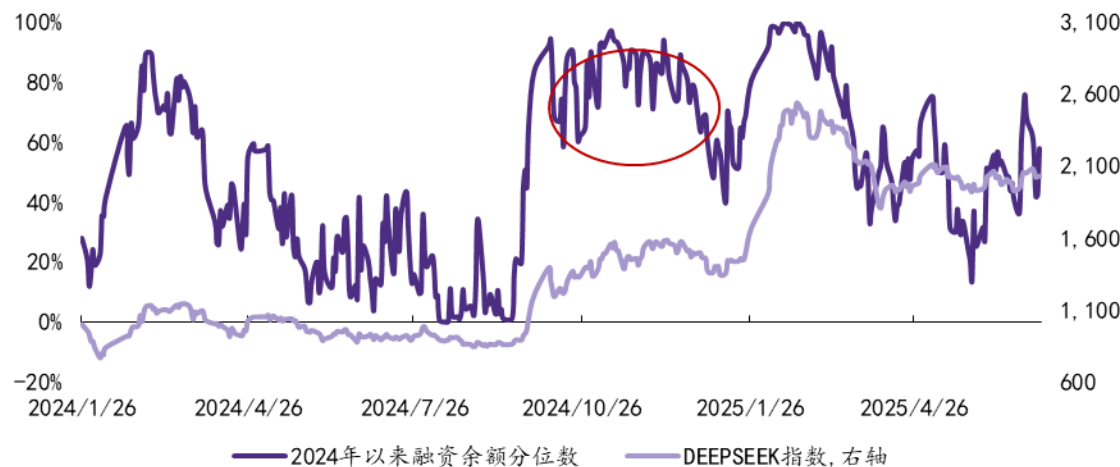
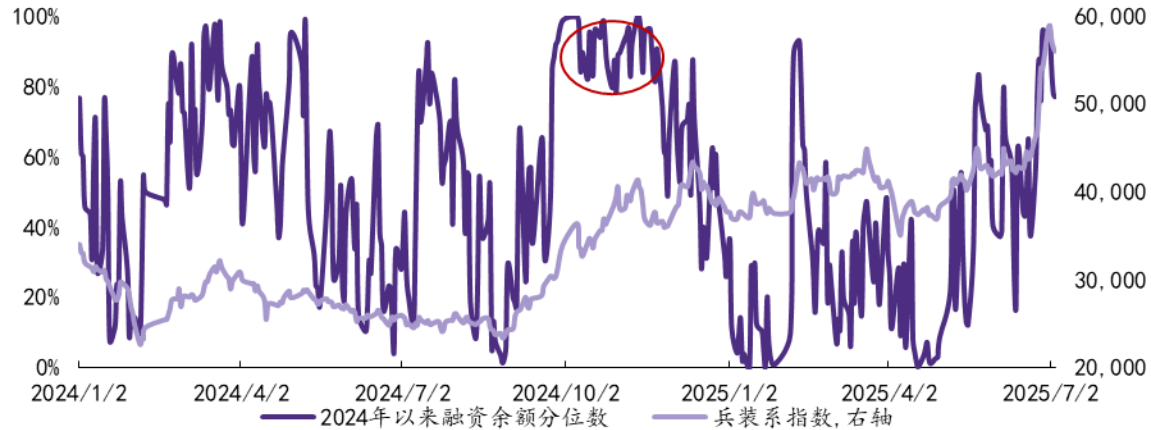
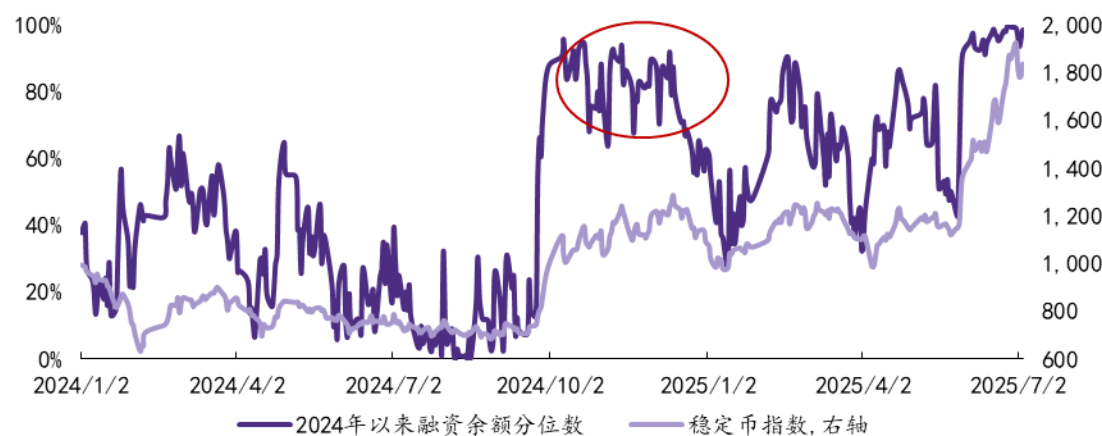


4.3.4.2 轮动择时：融资余额可作为择时风向标

➤ 主题行情轮动，短期指数的融资余额可作为择时轮动的风向标：以2024年以来，主题指数区间融资余额分位数作为该主题融资余额的高度。

- 主题指数融资余额分位数多交易日呈现高位波动情况，可作为阶段性主题行情见顶，将发生转折轮动的风向标。

2025H1涨幅排名前4指数融资余额多交易日达90%及以上高分位，可作为阶段行情触顶信号



4.4、政策博弈：反内卷、新金融工具、“十五五”规划

➤ 政策博弈方向：

① 反内卷：产能被动出清，行业盈利中枢有望抬升

- 2025年，重点整顿“内卷式”竞争的细分行业包括出口“新三样”：光伏、新能源汽车；传统行业：钢铁、水泥、生猪等。

② 新型政策性金融工具：从中央会议与地方政策中展望

- 预计科技创新成为首位，提振消费指向明确，国际新形势下补贴受限外贸产业，同时延续重大基础设施建设的投资倾向，预计将利好科技、内需消费、进出口贸易与基建的相关主题催化。

③ “十五五”规划前瞻：科技创新引领，传统升级+新兴壮大+未来培育并行

- 自立自强，创新突破+自主可控，科技领域双引领；
- 传统产业升级：关注制造业、生产性（金融、物流、环保等）和生活性（养老、医疗、教育等）服务业、农业数字化转型升级；
- 新兴产业壮大：关注人工智能、信创、新能源、新材料、商业航空、低空经济、深海科技；
- 未来产业培育：关注量子科技、具身智能、生物制造、6G。

反内卷：产能被动出清，盈利中枢有望抬升

- 政策持续催化：中央财经委员会第六次会议再次明确整顿“内卷式”竞争，有望形成产能被动出清的格局，利于行业盈利中枢抬升，催化主题行情。
- 企业公平竞争座谈会定调“反内卷”行业，行业涵盖光伏、电商、汽车、油气、工程机械、电力、钢铁、医药、食品饮料、风电、充电桩、互金、游戏、物流、软件等。
- 行业自律凸显整治“内卷式”竞争的紧迫性，关注目前已出台行业自律规则的行业：① 出口“新三样”：光伏、新能源汽车、锂电池 ②传统行业：钢铁、水泥、生猪等

关注出台行业自律，明确整治内卷凸显紧迫性的行业

2025年内第一、二、四次企业公平竞争座谈会定调“反内卷”行业				行业	事件	内容
第一次 企业公平竞争座谈会	强化反垄断反不正当竞争监管执法，强化公平竞争审查刚性约束，加快构建全国统一大市场，积极推动解决企业在公平竞争中遇到的问题，助力企业高质量发展。	天合光能	光伏	光伏	光伏制造行业规范条件(2024年件本)	按照优化布局、调整结构、控制总量鼓励创新、支持应用的原则，制定本规范条。
		晶澳科技	光伏		分布式光伏发电开发建设管理办法	为规范分布式光伏发电开发建设管理促进分布式光伏发电高质量发展，适应新形势、新要求
第二次 企业公平竞争座谈会	持续清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法，制定重点领域公平竞争合规指引，着力解决限制企业迁移、限制商品要素自由流动、限制招投标、设置隐性壁垒等突出问题，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点。	阿里集团	电商	新能源汽车	光伏行业制造业企业座谈会	将综合治理光伏行业低价无序竞争。
		京东集团	电商		关于维护公平竞争秩序，促进行业健康发展的倡议	企业在依法降价处理商品以外，不以低于成本的价格倾销商品，不进行诱导消费者的虚假宣传，扰乱市场秩序损害行业和消费者根本利益。
第四次 企业公平竞争座谈会	加强公平竞争审查，强化反垄断监管执法，提升投资并购审查效率，为民营企业发展创造良好市场环境和更广阔空间。	北汽集团	汽车	钢铁	中国钢铁工业协会一季度信息发布会	为整治当前钢铁行业‘内卷式’恶性竞争，中国钢铁工业协会将于近期对2024年全年及2025年一季度钢铁主业现金流为负、但粗钢产量仍在增长的6家企业予以提醒。
		奔驰集团	汽车			
		国家管网集团	油气	水泥	关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见	切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作。
		三一集团	工程机械			
		安谱科技	实验耗材	生猪	生猪生产调度会	在减母猪、降体重、控二育的背景下会议提出了具体的生猪生产调控目标
		思源电气	电力			坚持有效供给与扩大需求相结合，推动因地制宜多元化发展，减少低水平重复建设，提高资源配置和利用效率释放新型储能市场发展潜力。
		敬业集团	钢铁	锂电池	新型储能制造业高质量发展行动方案	
		华润医药	医药			
		君乐宝乳业	食品饮料			
		金风科技	风电			
		特来电	充电桩			
		长城汽车	汽车			
		度小满	互金			
		唯品会	电商			
		网易	游戏			
		顺丰	快递物流			
		东软	软件			

资料来源：市场监管总局，工信部，国家能源局，工信微报，央视网，中国经营网，财联社，数字水泥网，华鑫证券研究

➤ 重点整治内卷行业，目前阶段以行业自律为主，后续行政指导有望逐步落地：

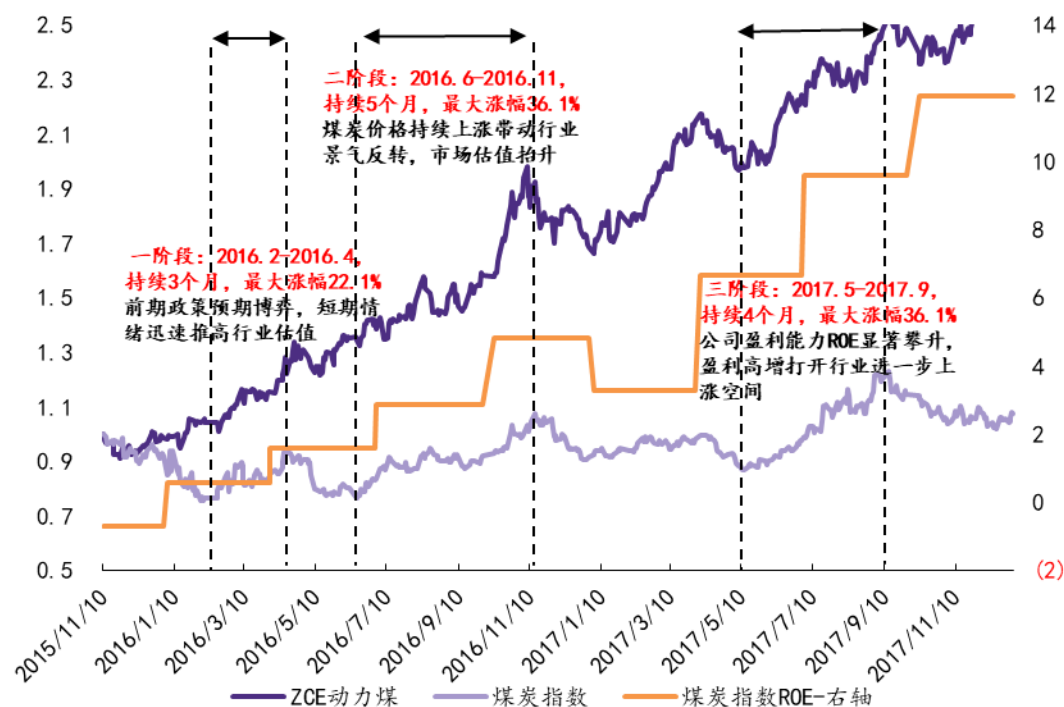
关注出口“新三样”：光伏、新能源汽车、锂电池；传统行业：钢铁、水泥、生猪

行业	时间	事件	类别	内容
光伏	2025年6月29日	《人民日报》发表文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	行业自律	面对市场供需失衡，国内十大光伏玻璃厂商决定集体减产30%。
新能源汽车	2025年6月3日	全国工商联汽车经销商商会对外发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》	行业自律	1. 全行业应以中国汽车产业实现高质量发展大局为重，严格遵守公平竞争原则，坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。 2. 改善汽车经销商的生存状况。坚持以销定产，合理制定企业年度生产目标和经销商销售目标，不得向经销商转嫁库存、强迫经销商进车，切实降低经销商库存水平；纠治进销价格倒挂问题，及时向经销商返利，缩短经销商回款周期，合理确定试驾车数量，减轻经销商流动性资金压力。
	2025年6月11日	多家车企陆续缩短支付账期	行业自律	对供应商支付账期统一至60天内
钢铁	2025年7月2日	地区限产	预期行政指导	据Mysteel调研了解，目前约半数钢厂表示有收到通知，唐山7月4-15日烧结机限产30%，剩余多数钢厂也表示大概率确实有
水泥	2025年7月1日	关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见	行业自律	切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作。
生猪	2025年6月10日	生猪生产调度会	预期行政指导	1、产能调控方面，计划调减全国能繁母猪存栏量100万头，稳定至3950万头。 2、优化生产环节，加大弱仔淘汰力度成为共识，同时引导降低出栏体重，国储收储体重要求降至115公斤。 3、进一步完善监测体系，地方被要求将二次育肥等情况纳入重点监测范畴，每月及时向农业部上报各地能繁母猪存栏、生猪存栏量、出栏均重以及二次育肥规模等核心数据。
锂电池	2025年2月10日	新型储能制造业高质量发展行动方案	行业自律	坚持有效供给与扩大需求相结合，推动因地制宜多元化发展，减少低水平重复建设，提高资源配置和利用效率，释放新型储能市场发展潜力。

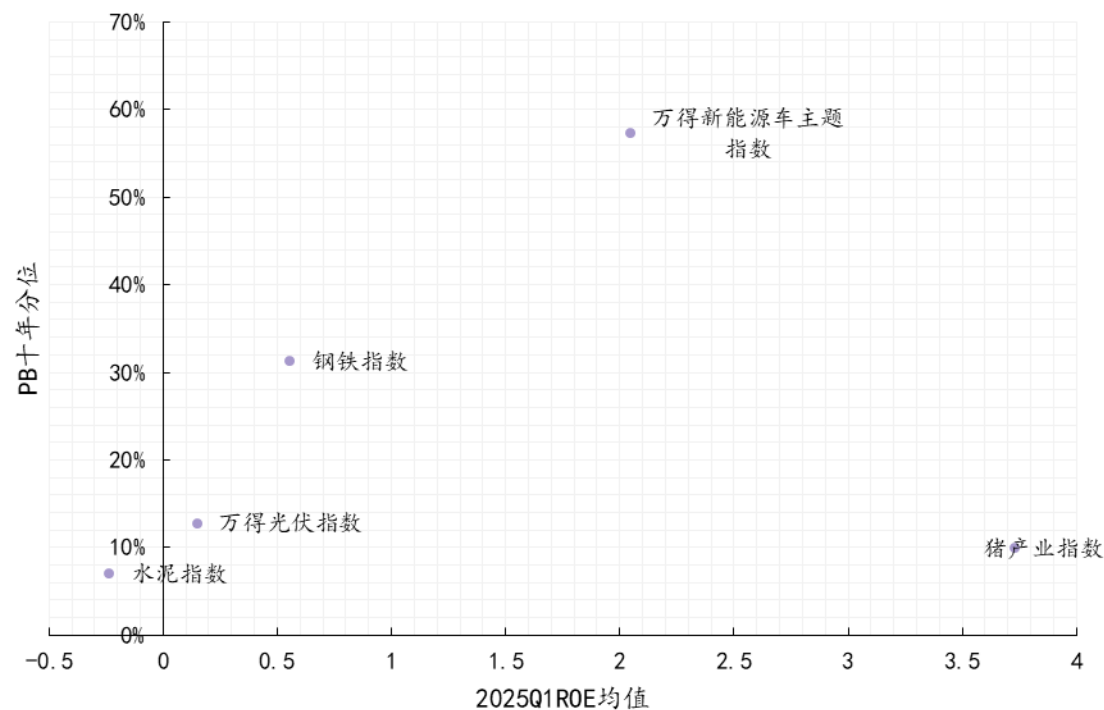
资料来源：每日经济新闻，央广网，我的钢铁网，数字水泥网，财联社，工信部，华鑫证券研究

- 复盘2015-2017年供给侧改革区间，选取煤炭为代表行业，指数走势经历政策预期推涨-行业景气反转推升-企业盈利攀升扩增上涨空间，三个上涨区间。
- 参照目前光伏、钢铁、水泥等行业行情，依然处于前期政策博弈上涨阶段，生猪行业因事件催化较早，进入政策预期博弈阶段。短期聚焦政策预期博弈，事件催化的主题行情；后期关注行情回落调整后，实际政策落地与行业产能出清进度，把握商品价格上涨带来的景气反转与最终产能优化带动行业盈利中枢上行的基本面改善行情。

供给侧改革催化下的煤炭行业指数走势具备三个上涨阶段



除新能源汽车，反内卷行业处PB历史分位低位，具备低位轮动潜力



新型政策性金融工具：科技+消费+外贸+基建有望收益

➤ 新型政策性金融工具前瞻：

- 复盘2015-2017年专项建设债券与2022年政策性开发性融资工具，投资项目涵盖领域广阔，主要方面包括基建、民生改善、产业升级，并且呈现逐步向科技创新领域衍生的趋势。
- 从中央会议与地方政策中展望新型政策性金融工具：科技创新成为首位，提振消费指向明确，国际新形势下补贴受限外贸产业，同时延续重大基础设施建设的投资倾向，预计将利好科技、内需消费、进出口贸易与基建的相关主题催化。

项目	2015-2017年专项建设债券	2022年政策性开发性融资工具
年份	2015-2017年	2022年
规模	分五批，共计约2万亿元	7400亿元
贴现率	2015-2016：中央财政按照债券利率的90%给予贴息支持 2017：中央财政按照债券利率的90%、70%、50%、0%分档给予贴息支持	中央财政按实际股权投资额予以适当贴息
投向	民生改善建设、三农建设、城市基础设施建设、重大基础设施建设、增强制造业核心竞争力转型升级	交通、能源、水利等网络型基础设施建设，信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，城市基础设施建设，农业农村基础设施建设，国家安全基础设施建设，重大科技创新、职业教育等领域
项目	新型政策性金融工具（前瞻）	前瞻依据
年份	2025年起	国新办新闻发布会：力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具
规模	5000亿元	宜宾市国资大讲堂第二期“新型政策性金融工具与开发性金融政策”：立足国家于今年4月底设立5000亿元新型政策性金融工具的大背景
贴现率	/	/
投向	科技创新、提振消费、稳定外贸	中共中央政治局会议：设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等 国新办新闻发布会：力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题

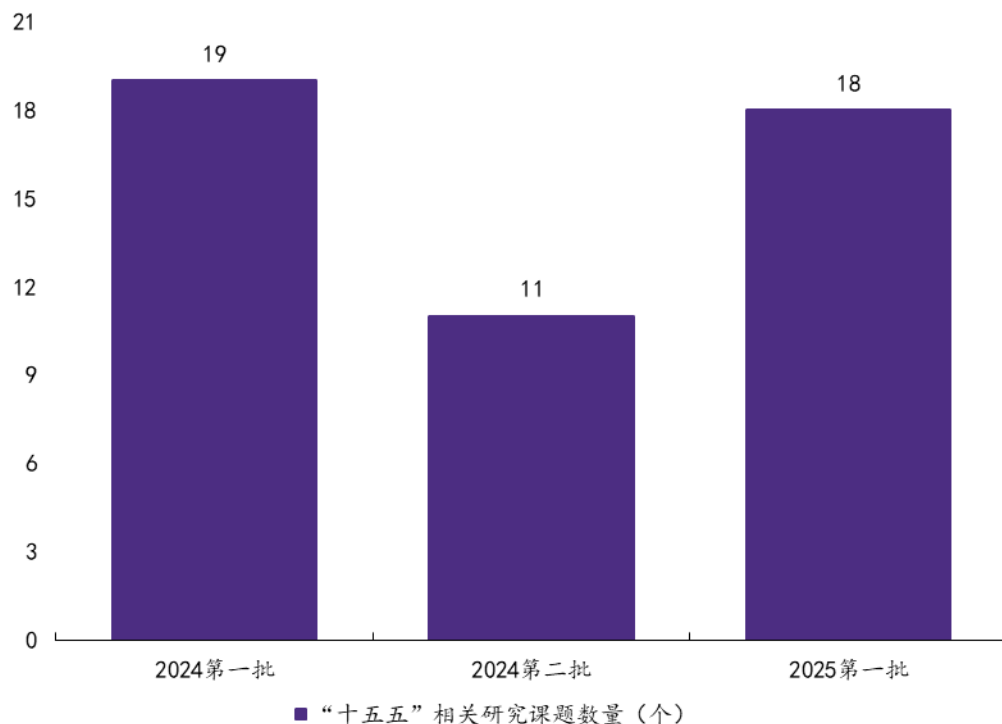
资料来源： 21世纪经济报，人民日报，国务院新闻办，中国商报，经济参考报，华鑫证券研究

“十五五”规划前瞻：科技创新引领，传统升级+新兴壮大+未来培育并

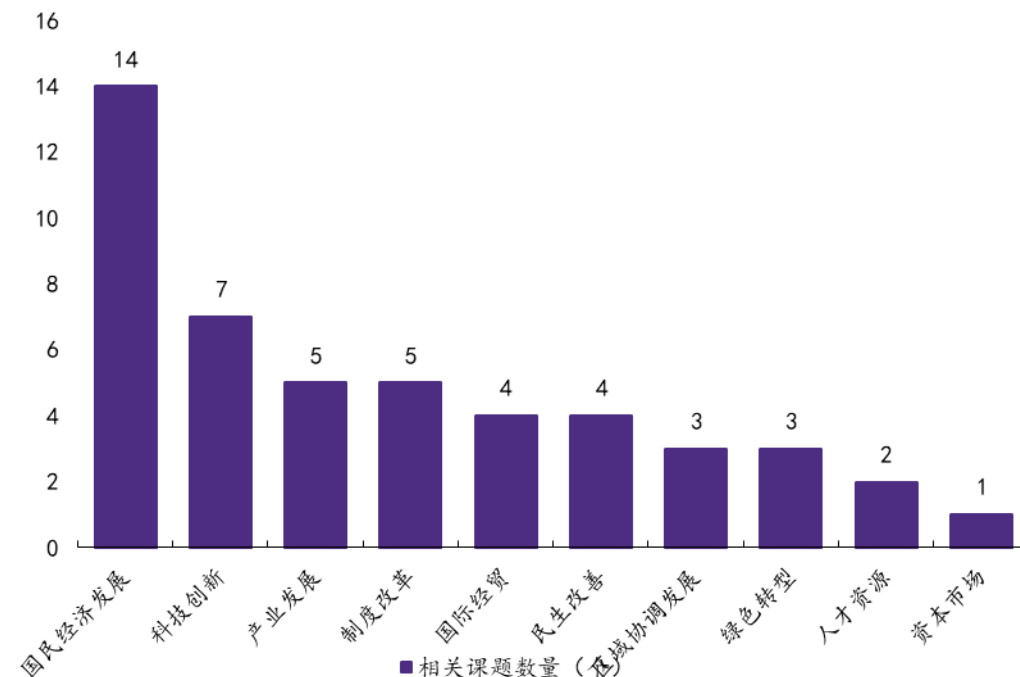
➤ 双线索预期“十五五”规划潜在方向：

- 部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会：习近平强调，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系。
- 国家发展改革委发展战略和规划司研究课题征集公告：2024年第一批征集为起点，共计已发布24个文字描述中关于“十五五”的课题，其中科技创新和产业发展主题相关的课题分别为7个和5个，排名前3，仅次国民经济发展，以课题数量比重前瞻“十五五”规划。

临近“十五五”规划制定节点，相关课题数量增加



除国民经济发展外，科技创新和产业发展相关课题数排名靠前



➤ 双线索叠加，预判“十五五”规划，科技创新引领，传统升级+新兴壮大+未来培育并行：

- 自立自强，创新突破+自主可控，科技领域双引领；
- 传统产业升级：关注制造业、生产性（金融、物流、环保等）和生活性（养老、医疗、教育等）服务业、农业数字化转型升级；
- 新兴产业壮大：关注人工智能、信创、新能源、新材料、商业航空、低空经济、深海科技；
- 未来产业培育：关注量子科技、具身智能、生物制造、6G。

“十五五”规划政策预判以及相关行业预期

重点方面	类别	事件	相关内容	相关主题或行业
科技创新引领	相关课题	新一轮全球科技革命和产业变革趋势及对我国影响研究	研判“十五五”时期可能取得革命性进展的技术突破及其主要策源地	科技创新
		实现高水平科技自立自强的内涵和目标研究	研究到2035年我国实现高水平科技自立自强的具体内涵、发展目标和评价标准，分析我国科技自立自强的突出短板和重点攻关领域	科技创新、自主可控
		提升国家创新体系整体效能的主攻方向和任务举措研究	分析我国创新体系存在的突出短板，围绕优化重组国家战略科技力量、构建新型举国体制、强化企业创新主体地位、激发科技人员积极性等方面	科技创新
		提升原始创新能力研究	研究需要重点加强创新投入的关键领域	科技创新
传统产业升级	相关课题	促进服务业优质高效发展的制度和政策研究	分析产业结构优化和消费需求升级对服务业发展提出的新要求，围绕服务业更好支撑先进制造和现代农业发展、促进就业岗位扩容	先进制造、农业
		“十五五”时期聚焦重点环节分领域加快生产性服务业高质量发展政策举措研究	围绕“十五五”时期推动生产性服务业发展的重点环节和关键领域	生产性服务业
		“十五五”时期激活生活性服务消费潜能、减少限制性措施的政策举措研究	梳理生活性服务消费潜能较大的具体领域以及影响其发展的突出问题	生活性服务业
	重要文件	《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》 2025年政府工作报告	推动传统制造业向高端化、智能化、绿色化、融合化方向转型 深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程；加快制造业数字化转型	/ 制造业
新兴产业壮大	相关课题	“十五五”时期扩大有效投资的潜力空间和重点领域研究	梳理我国当前和今后一个时期具备扩大有效投资潜力空间的具体领域	/
		人工智能技术变革对“十五五”时期经济社会发展影响研究	研判今后一个时期人工智能技术的变革趋势，分析其对产业、就业、收入分配、社会治理、法律伦理等可能产生的影响	人工智能
		做强做优做大数字经济的路径举措研究	梳理数字技术创新突破的进展和趋势，分析我国做强做优做大数字经济面临的形势挑战，聚焦培育建设具有国际竞争力的数字产业集群、促进数字经济与实体经济深度融合等方面	数字经济
		“十五五”时期重点领域人工智能产业化前景和应用场景研究	研判当前和今后一个时期全球人工智能技术突破的重点领域、产业化趋势和前景，分析我国人工智能产业化的路径及优势劣势	人工智能
	重要文件	二十大报告	推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。	新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保
		2025年政府工作报告	开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展	商业航天、低空经济、深海科技
未来产业培育	相关课题	“十五五”时期最具潜力的未来产业发展细分领域和培育机制研究	结合新一轮科技革命和产业变革趋势，前瞻性提出最具潜力的未来产业细分领域，研判发展方向和趋势	/
	重要文件	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	创新性标志产品：人形机器人、量子计算机、新型显示、脑机接口、6G、新型智算、第三代互联网、高端文旅装备、超高速列车、下一代大飞机、绿色智能船舶、无人船艇、先进航空装备、深部资源勘探开发装备等。	机器人、量子科技、生物制造、6G、信创、航空航天等
		2025年政府工作报告	建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业	生物制造、量子科技、具身智能、6G

资料来源：规划司，工信部，新华社，学习强国，华鑫证券研究

(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 政策不及预期

(4) 产业进度迟缓

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值