

从“山重水复”到“柳暗花明”

——A股市场2025年中期投资策略报告

华龙证券研究所 策略

分析师：朱金金

SAC执业证书编号：S0230521030009

邮箱：zhujj@hlzq.com

2025年7月10日

证券研究报告

目录

1

对等关税 扰动可控

2

摩擦缓和 政策显效

3

长牛未央 坚守成长

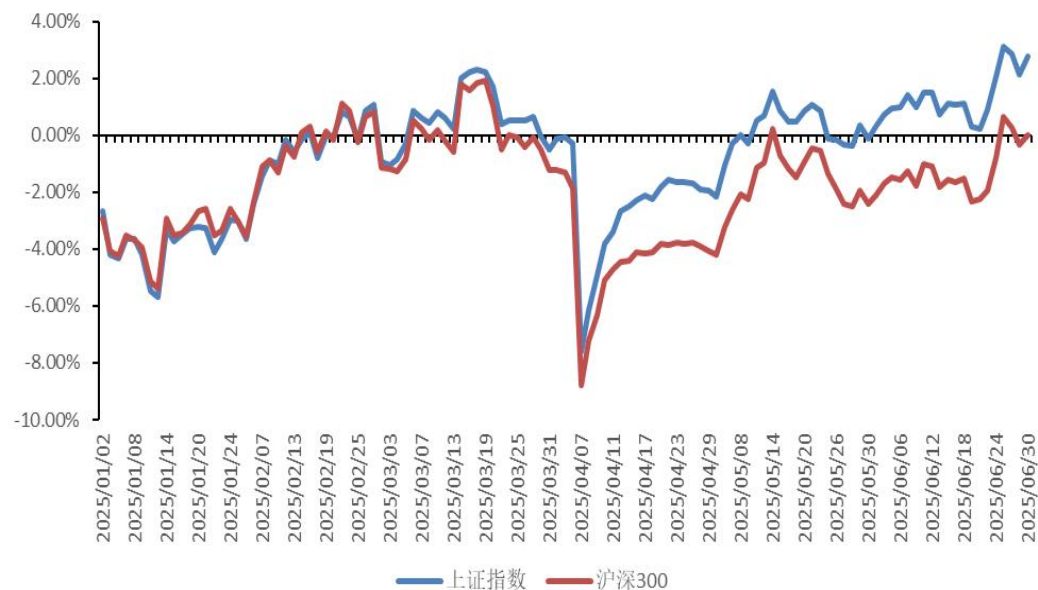
4

行业主题 突出重点

5

风险提示

2025年1月1日-2025年6月30日市场走势（单位：%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

相关报告

《A股月度金股：7月市场中枢或有上移》2025.07.01

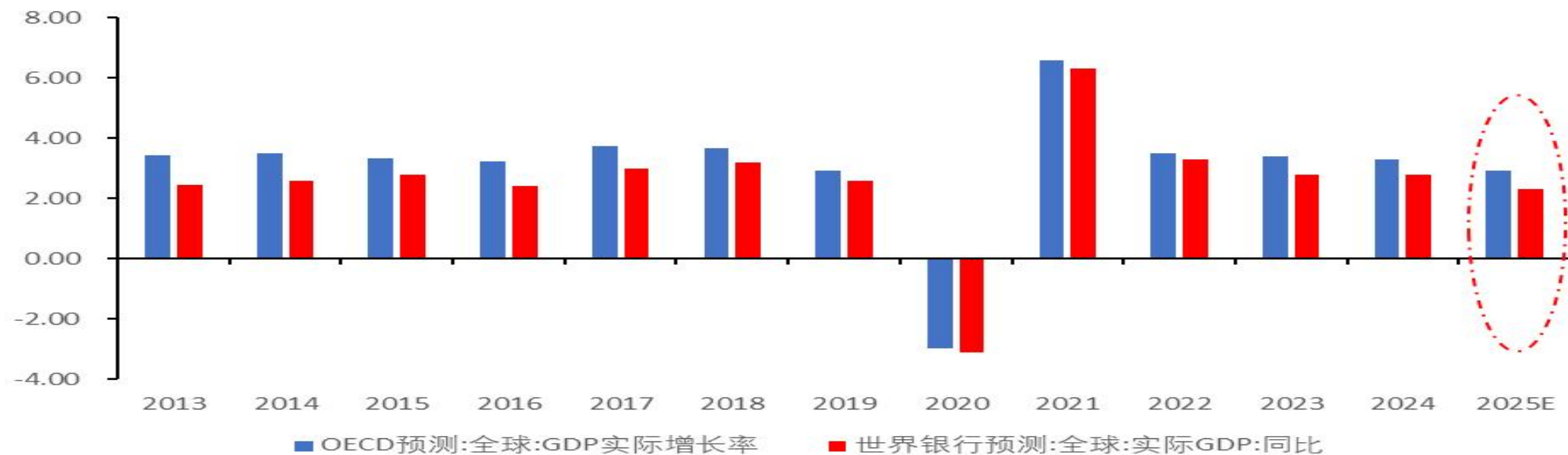
《A股市场2024年报及2025年一季报综述：二季度关注政策催化且业绩保持韧性方向》2025.5.17

《2025年A股投资策略报告：启航新时期，逐梦高质牛》2024.12.09

- **对等关税，扰动可控。**美国关税政策干扰全球经济，多国际组织下调全球经济增长增速。世行将2025年全球经济增长预期下调至2.3%，原因是贸易政策不确定性。美国加征关税对其主要贸易国短时冲击明显，4月美国前八大贸易国贸易差额出现不同程度下滑。目前多国与美国进行贸易谈判尚未达成协议，特朗普宣布对部分国家单方面设定关税税率，日韩产品被征收25%的关税，同时延长对等关税90天暂缓期至8月1日实施。关税政策实施后也左右了美国经济预期，美国Q1实际GDP按年率计算为-0.5%，较前期公布值下修，主因美国关税政策导致的“抢进口”影响，但在关税博弈边际放缓的情况下，美国经济又表现出韧性，6月服务业PMI重回景气区间。美国劳动力市场虽有好转但斜率较低，叠加美国加征关税对通胀的传导相对温和，后续美联储可能采取预防式降息。复盘历史来看，美国关税政策往往会反噬自身，最终多以谈判妥协或撤销告终。
- **摩擦缓和，政策显效。**中美贸易由摩擦升级到对话协商，双方先后进行了日内瓦经贸会谈和伦敦磋商，大幅降低双边关税水平，并原则达成框架协议，开启双边对话协商解决关税争端，中美互降关税使双边外贸有所改善。因美国加征关税，中国对美国出口下降的同时，对非洲和欧洲市场的出口逆势回升。5月中国出口至非洲金额同比增速为33.33%，环比4月回升，对美出口替代步伐加快。国内消费端复苏，且有望持续改善。5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，比4月加快1.3%；6月核心CPI同比上涨0.7%，较5月扩大0.1%。“反内卷”有望助推相关行业生产端价格改善，同时新动能景气度较高，6月新动能积聚带动部分高技术行业价格同比上涨。投资端基础设施投资发挥支撑作用，设备购置投资、制造业投资快速增长，投资增速有望保持平稳；房地产得益于止跌回稳政策支持，平稳运行。
- **长牛未央，坚守成长。**(1)美国关税政策再次“冲击”市场可能性较低。因美国关税政策大幅超预期实施的可能性不大，且增加滞胀风险；投资者抗冲击预期得以建立，关税政策影响钝化；美国关税政策实质进入“完全不确定”→“相对确定”的转变。(2)政策推动中长期资金入市稳定市场表现，其中保险资金，截至2025年一季度末，持续增持A股。(3)上市公司业绩可能进入蓄势并逐步好转的阶段。2025年Q1，A股市场盈利呈现触底后的回升态势，相较于2024年同期盈利有较明显的企稳回升。(4)主要指数估值仍处于中低位置，中国股票市场总市值仅有GDP的70%左右，而反观美国则达到了205.96%；风险溢价率也表明目前市场仍处于配置的机会值附近。(5)当前政策推动资本市场高质量发展，以及低利率环境的延续，中长期资金积极入市，有望强化股市“慢牛”格局。(6)长期风格上，积极关注人工智能带来的新一轮科技创新浪潮，和积极发现新消费、服务消费中的机遇。
- **行业主题，突出重点。**长期看成长板块配置价值凸显，结合“预期强，现实弱”的特点，积极关注政策催化方向。因此下半年可重点关注科技和先进制造等成长板块机会，以及“两重”“两新”政策推动的高景气板块和“反内卷”带来的重估投资机会。行业和主题包括：**国防军工**(地缘催化，业绩拐点)、**低空经济**(政策支持，万亿空间)、**稳定币**(合规推动，规模高增)、**AI智能体**(技术突破，商业落地)、**AI传媒**(赋能行业，前景广阔)、**自主可控**(供应安全，政策加码)、**人形机器人**(高速扩张，量产落地)、“两重”“两新”(提振内需，扩大消费)、“反内卷”(高质发展，提升利润)。
- **风险提示：**经济复苏不及预期风险；行业风险；汇率风险；数据风险；贸易保护主义风险；黑天鹅事件等。

- 多国际组织下调全球经济增速。5月15日，联合国发布《2025年全球经济形势与前景年中更新》报告，预计2025年全球经济增长放缓至2.4%，较2024年2.9%的增速回落。6月3日，经合组织再次下调2025年全球经济增速预测，从3.1%下调为2.9%。6月10日，世界银行将2025年全球经济增长预期下调0.4个百分点至2.3%。多国际组织下调全球经济增速的主要原因是贸易政策不确定性，美国贸易政策剧烈变化，关税上调与贸易政策不确定性对供应链造成压力影响全球经济增速。不过全球通胀逐步回落，为政策宽松创造条件，可对冲下行风险，增强全球经济韧性。

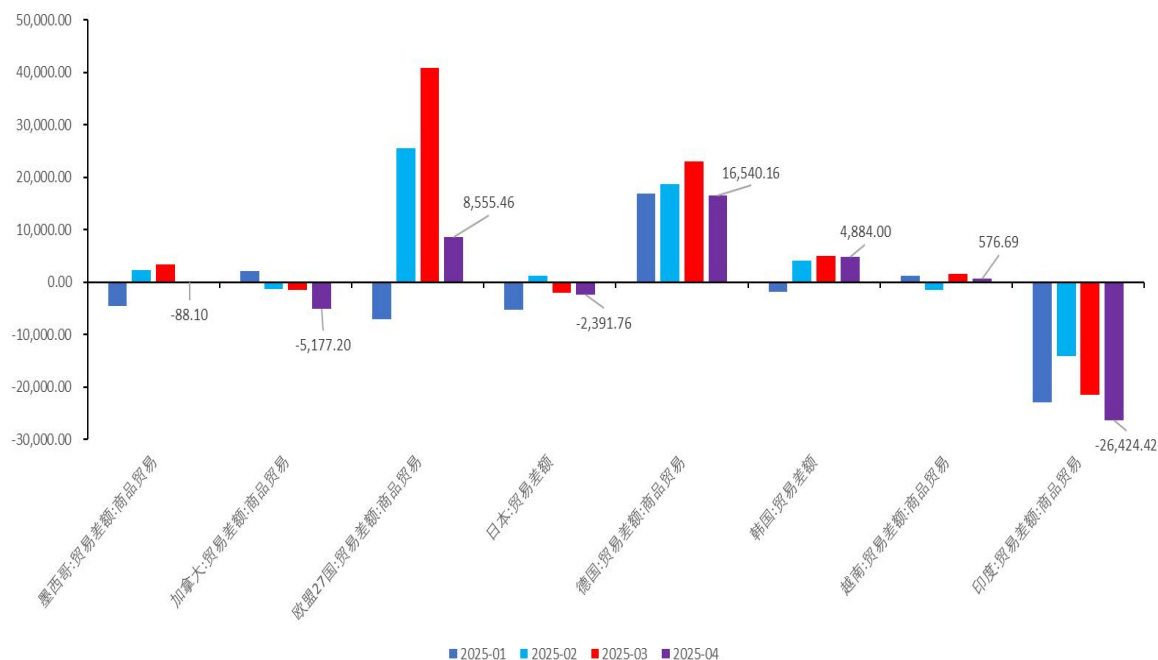
图1：部分国际组织下调2025年全球经济增速预期(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

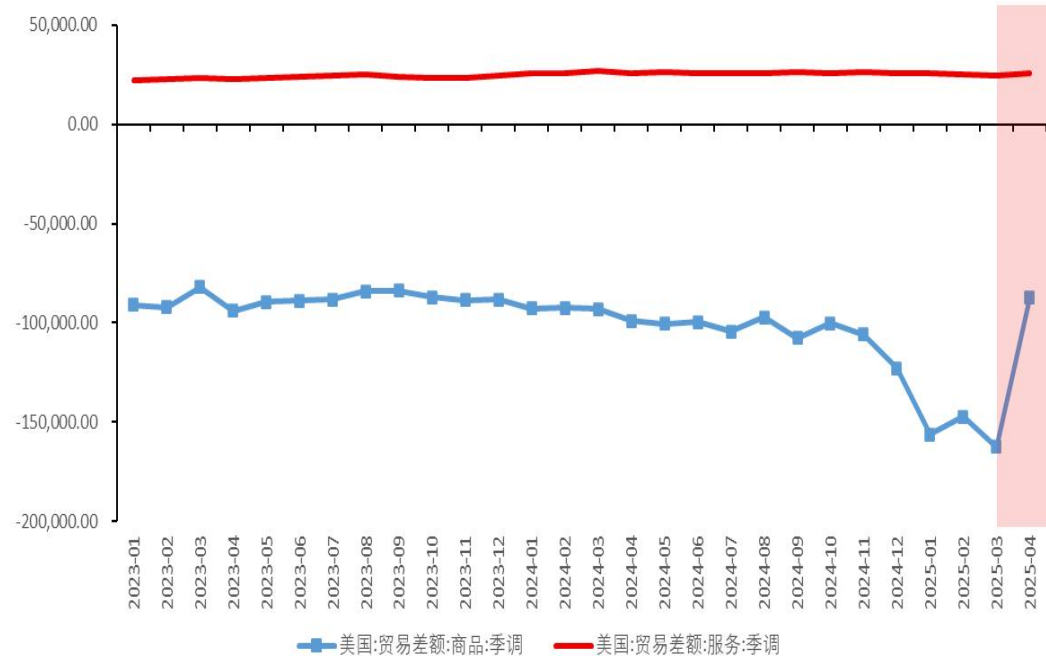
- 4月美国加征关税对其主要贸易往来国影响明显。4月美国关税政策实施后，美国八大贸易国贸易差额出现不同程度下滑，具体表现为贸易顺差收窄或贸易逆差扩大。4月美国关税政策实施后，美国逆差扩大的形势有所转变，4月单月逆差为874亿美元，较3月逆差1626亿美元收窄。

图2：美国加征关税政策影响下其主要贸易国贸易差额变化(百万美元)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图3：美国加征关税后其4月商品贸易逆差大幅降低(百万美元)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 美国加征关税构成，包括基础关税、对等关税、特定商品关税以及豁免类别。其中关于“对等关税”计算引发市场争议，具体表现在三个方面：参数设定简单化，取值缺乏模型支持，被评为“为结论预设参数”；背离最初承诺，白宫曾宣称会综合评估关税壁垒、汇率操纵等五项因素，但最终仅基于贸易逆差单一指标；负值处理争议，公式分子（出口-进口）通常为负数，USTR未说明为何直接取绝对值。

图4：美国加征关税构成

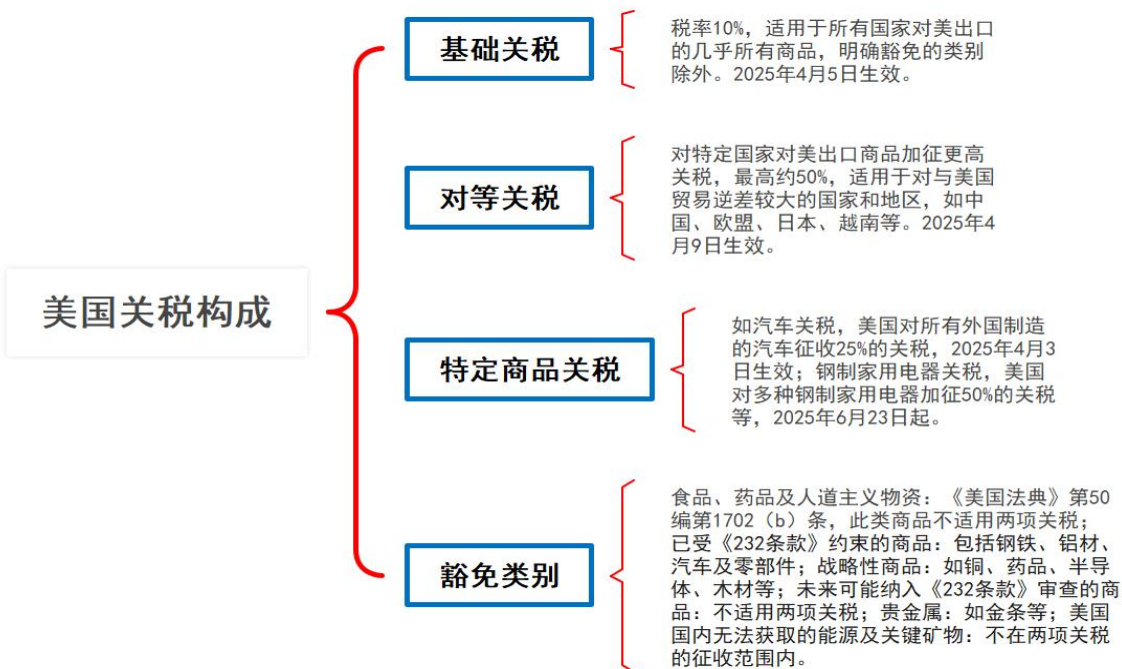


图5：美国“对等关税”计算公式与争议

对等关税计算公式：

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

其中：进口价格弹性(ε):设定为4；关税传递系数(φ):设定为0.25。公式简化为：综合税率 = |（美国对该国出口额 - 美国从该国进口额）| / 美国从该国进口额
对等关税税率 = 综合税率 × 50%。
市场争议点：①参数设定简单化： ε 、 φ 的取值缺乏模型支持，被评为“为结论预设参数”；②背离最初承诺：白宫曾宣称会综合评估关税壁垒、汇率操纵等五项因素，但最终仅基于贸易逆差单一指标；③负值处理争议：公式分子（出口-进口）通常为负数，USTR未说明为何直接取绝对值。

资料来源：环球杂志，中国日报网，券商中国，海运网，华龙证券研究所

资料来源：美国贸易代表办公室，华龙证券研究所

01

1.4 多国与美国进行贸易谈判未达成最终协议

- 2025年2月以来美国关税政策逐步落地。2025年2月1日，美国宣布对加拿大和墨西哥出口产品征收25%关税，对中国商品征收10%关税，标志着贸易战的再次升级。2025年4月2日，美国宣布对全球所有进口商品征收10%的统一关税，并对60个国家增加额外关税，全球贸易紧张局势加剧。
- 多国就加征关税与美国进行谈判，截至目前多数仍未达成最终协议。2025年4月9日，特朗普宣布，基于超过75个国家就关税问题致电美国进行谈判的事实，暂停对这些国家加征对等关税政策90天，在此期间，关税税率为10%。90天的宽限期已到，美国仅与少数国家达成或接近达成贸易协议，对未达成协议的部分国家单方面设定了关税税率，在临近到期前，特朗普表示将从8月1日起分别对来自日本和韩国的进口产品征收25%的关税，并延长“对等关税”90天暂缓期，将实施时间推迟到8月1日。

表1：美国关税政策部分时间节点

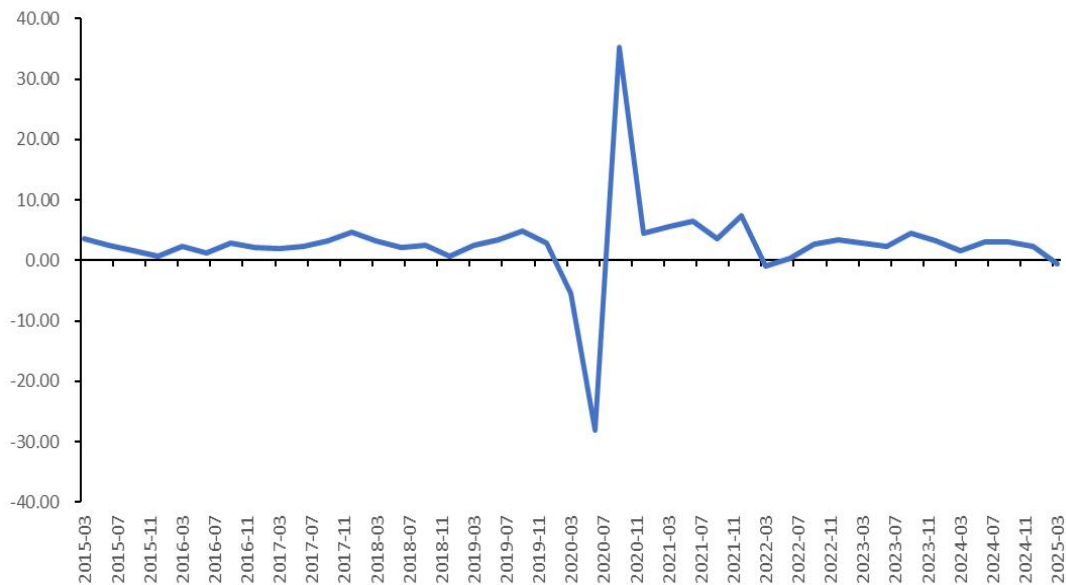
日期	政策内容	受影响商品/国家	重要影响
2025/2/1	加征10%关税	所有中国进口商品	中美贸易摩擦重启
2025/4/2	全球“基准关税”10%+中国额外34%	所有贸易伙伴，重点中国	总税率达54%，取消小额包裹免税
2025/4/10	对华关税升至125%+20%=145%	中国输美商品	创历史新高，中方对等反制125%
2025/5/12	暂停24%关税90天，保留10%	中美双向	谈判窗口开启，部分高关税取消
2025/6/4	钢铝关税从25%→50%	钢铁、铝及其衍生品	英国豁免，俄铝维持200%
2025/6/23	加征50%关税	钢制家电(冰箱、洗衣机等)	按钢材价值计税，终端消费价格显著上涨

资料来源：财经杂志，券商中国，新华日报，环球网，星岛环球、中国基金报、央视财经、华龙证券研究所

01 1.5 关税政策左右美国内经济预期

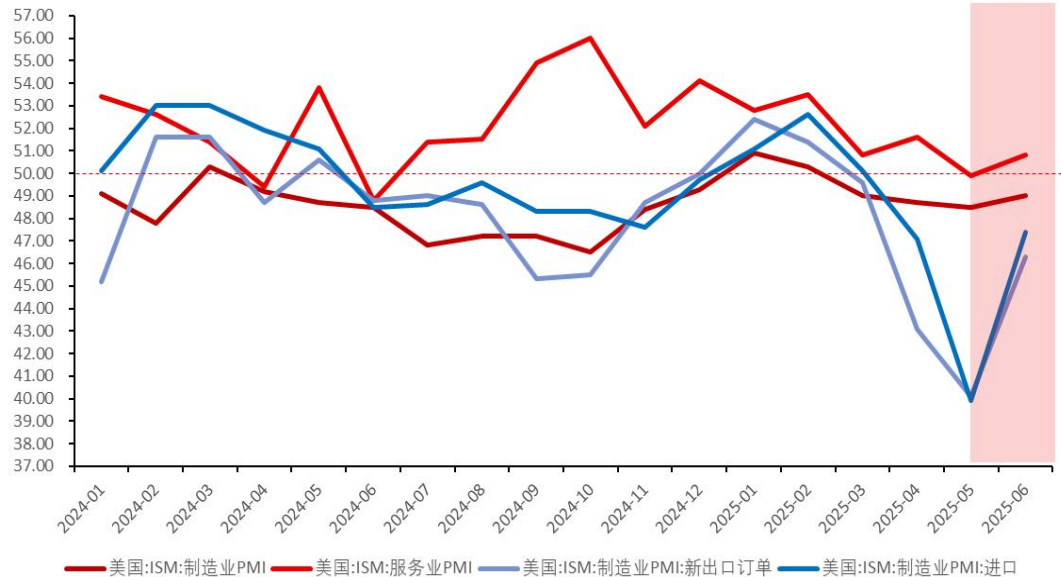
- 美国经济受到关税政策影响。6月26日，美国商务部公布数据显示，美国Q1实际GDP按年率计算-0.5%，较此前公布的初次估值和修正值明显下调，市场预期为-0.2%，上季度为2.4%，为三年来首次出现萎缩，主要原因在于美国关税政策导致的“抢进口”影响，净出口对美国Q1GDP拖累近4.7%。
- 关税政策缓和和美国经济边际回升。6月美国制造业PMI为49.0，较上月回升，有所改善，但是连续四个月处于收缩区间。进出口订单均边际回升，新出口订单指数为46.3，较上月回升。服务业PMI在6月重回景气区间，在关税政策缓和的情况下，美国经济展现出韧性。

图6：美国:GDP:不变价:季调:环比折年率(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

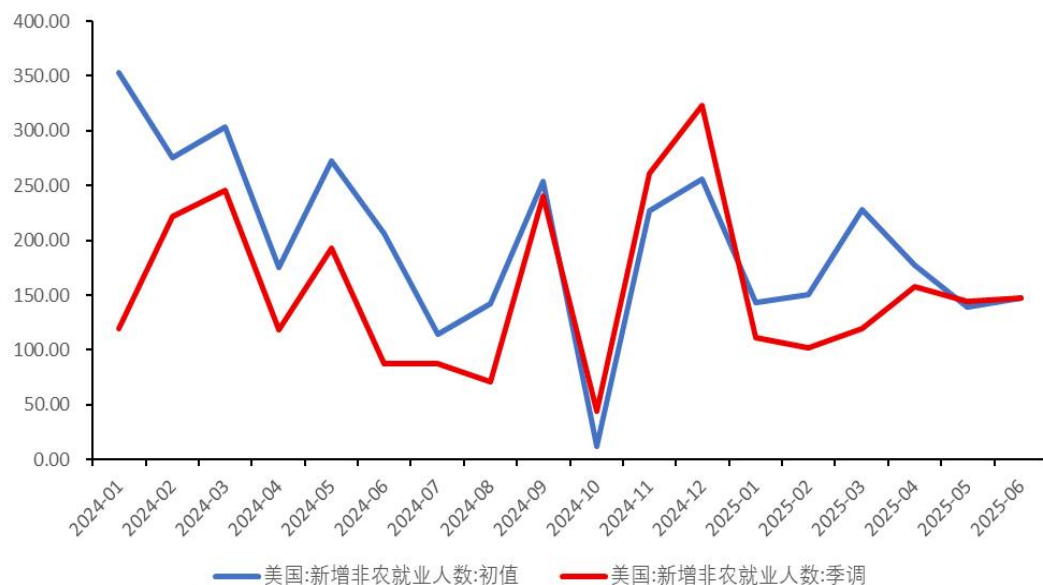
图7：美国制造业及服务业PMI



资料来源：Wind，华龙证券研究所

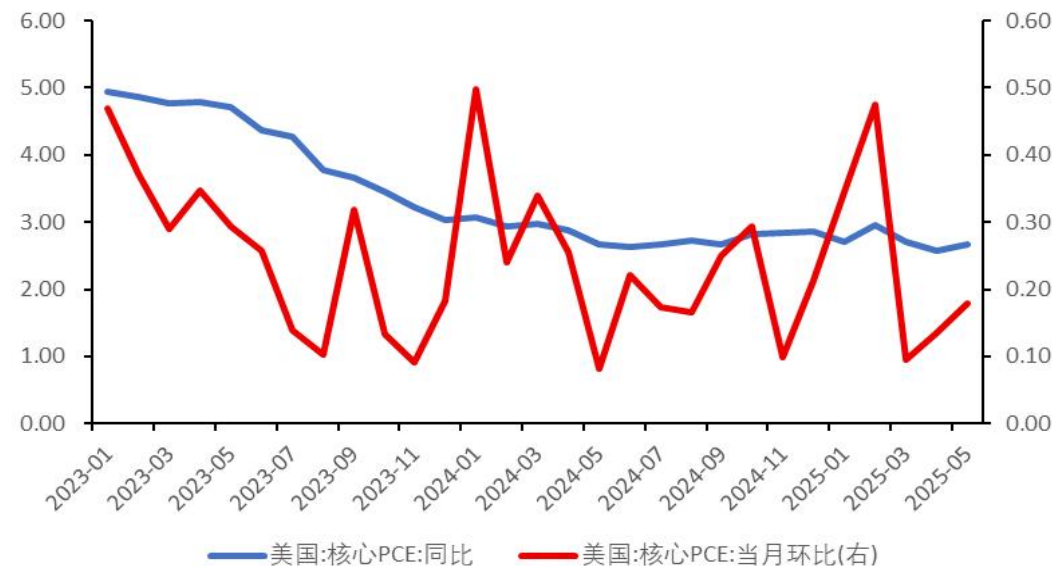
- 美国劳动力市场边际好转但斜率较低。美国劳工部数据显示，截至6月14日当周，美国持续申领失业救济人数为197.4万人，高于前一周的193.7万人，为2021年11月以来的最高水平，表明美国就业市场有所波动。6月非农就业人口增加14.7万人，略超预期，较前值略有回升，但回升斜率仍较低。受关税直接影响的行业就业岗位下降明显，美国制造业岗位5月份减少8000个，创2025年最大降幅。
- 美国加征关税对通胀传导相对温和。6月11日，美国劳工部数据显示，美国5月CPI同比增长2.4%，低于市场预期的2.5%；环比增长0.1%，低于预期的0.2%。5月核心CPI同比上涨2.8%，低于预期的2.9%。美国商务部数据显示，5月美国核心PCE同比上涨2.68%，环比上涨0.2%，略超预期。短期从美国通胀数据来看，关税对于通胀的传导较为温和，后续可能反映更为明显，但相对可控。原因之一可能是美国关税政策落地后出现较大调整，部分方向取得短期豁免，一定程度延缓了税率传导。此外，在美国关税政策集中落地之前，部分“抢进口”形成的库存对此有缓冲作用。

图8：美国:新增非农就业人数走势(千人)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

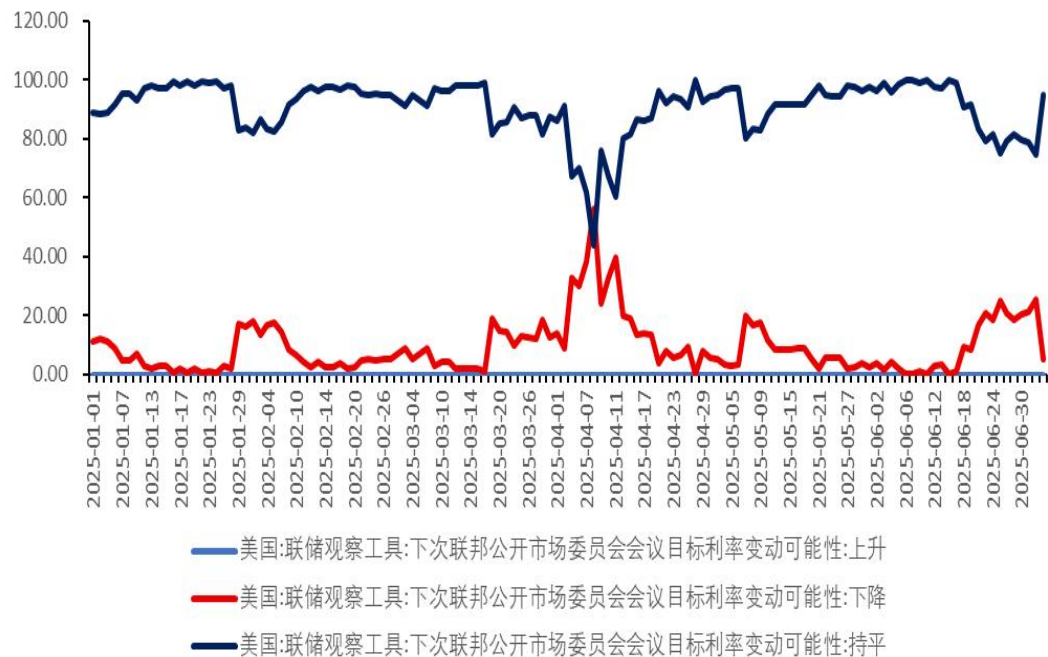
图9：美国核心PCE同比及环比(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 美国加征关税迟滞了美联储降息。鲍威尔在欧洲央行年度论坛上表示，绝大多数美联储委员预计2025年早些时候会降息，但不排除后期任何一次会议采取行动的可能，主要取决于数据，强调关税政策的影响，否则已经降息。
- 美联储9月降息概率超过60%。截至7月3日，根据CME美联储观察，美联储9月累计降息25个基点的概率为71%。

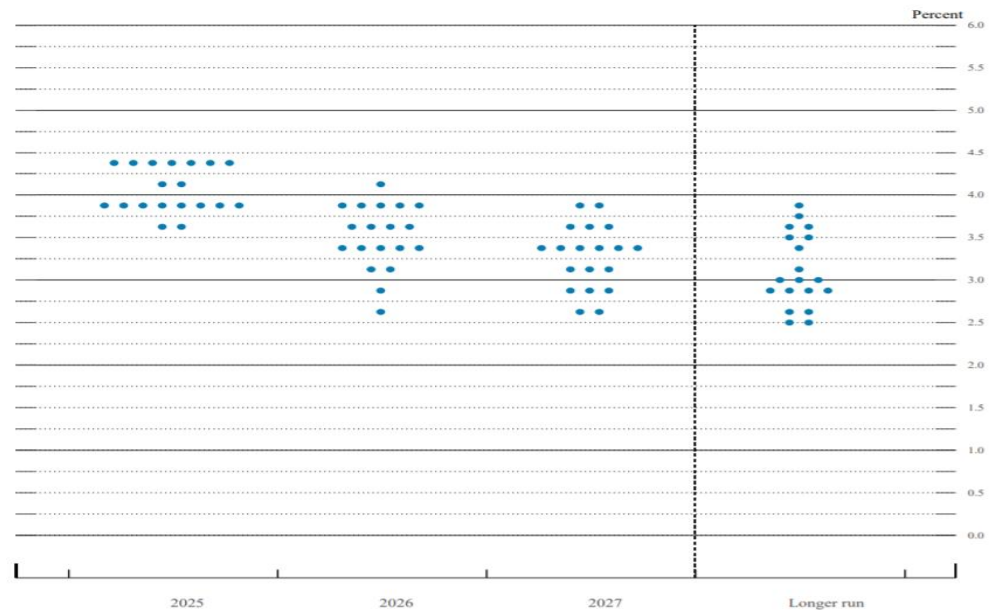
图10：美联储下一次会议目标利率变动概率(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图11：美联储利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储官网，华龙证券研究所

➤ 美国历史上加征关税政策往往反噬自身。(1)消费者和中小企业买单，美国国家经济局数据显示，2018年对华关税导致美国家庭年平均多支出近1300美元，低收入群体受损严重。(2)保护某一行业牺牲下游产业就业问题，导致失业率上升。(3)滥用关税削弱美元信用，2025年关税战后，多国加速减持美债，导致美元储备份额降低。(4)1930年、2018年大规模关税战均未能逆转贸易逆差。

表2：美国历史上关税政策及结局

时间/名称	主要措施	他国反制	结局与反噬效应
1897年《丁利关税法》	麦金莱签署法案，平均关税升至52%	多国提高对美国农产品、工业品关税	进口商品价格大涨，加剧全球贸易紧张；麦金莱1901年承认“商业战争无利可图”
1930年《斯穆特-霍利关税法》	对2万种进口商品加征高关税，平均税率近60%	40余国报复性关税，全球贸易萎缩66%	美欧贸易锐减2/3，加剧大萧条蔓延；美国失业率飙升，胡佛政府倒台
1971年“尼克松冲击”	对所有进口商品征10%附加费，暂停美元兑黄金	盟友强烈抗议，汇率战爆发	布雷顿森林体系崩溃，美元贬值；美国通胀与失业率双升，国际金融秩序重构
1980年代美日贸易战	对日本汽车、半导体征高关税，逼签《广场协议》	日本转移产业链至东南亚，对美国间接出口增加	美国对日逆差略降，但对东南亚逆差攀升；日本经济泡沫破裂，美国制造业未实质性回流
2002年小布什钢铁关税	对10类进口钢铁征30%关税	欧盟等诉诸WTO并实施报复性关税	美国钢铁价涨40%，下游制造业流失20万岗位；WTO裁定违规，关税提前取消
2018 - 2024年特朗普-拜登对华贸易战	对华商品分批次加征25%关税，限制技术出口	中国对等反制农产品、能源，管制稀土出口	遭多国反制，美国损失24.5万个工作岗位，美国实际总收入每月减少14亿美元，美国消费者每月额外花费32亿美元，制造业回流未实现

资料来源：看台海，IMI财经观察，物流启示录，央视网，中国冶金报社，财经杂志，中国日报，华龙证券研究所

目录

1

对等关税 扰动可控

2

摩擦缓和 政策显效

3

长牛未央 坚守成长

4

行业主题 突出重点

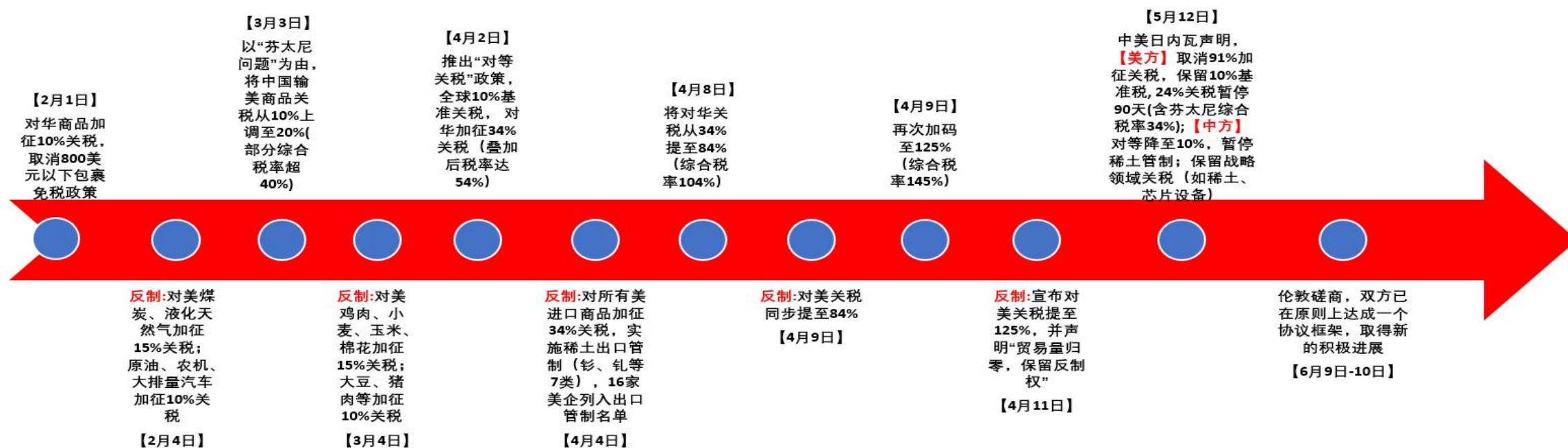
5

风险提示

02 2.1 中美贸易由摩擦升级→对话协商

- 美国对中国产品加征关税，税率最高时达到145%。2025年2月1日，特朗普签署行政令，对华商品加征10%关税，取消800美元以下包裹免税政策，影响跨境电商，Temu、Shein物流成本激增。中方进行反制，对美煤炭、液化天然气加征15%关税；原油、农机、大排量汽车加征10%关税，维持10%的综合税率，美国能源出口受阻，农业州压力初现。中美贸易摩擦由此持续升级。
- 两次重要谈判后中美贸易摩擦转向双边对话协商。2025年5月10日-11日，中美举行日内瓦会谈，5月12日中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，大幅降低双边关税水平，中美贸易摩擦逐步缓和并开启双边对话协商；2025年6月9日-10日，中美伦敦举行经贸磋商，双方原则上达成一个协议框架，取得新的积极进展。

图12：中美贸易摩擦动态变化

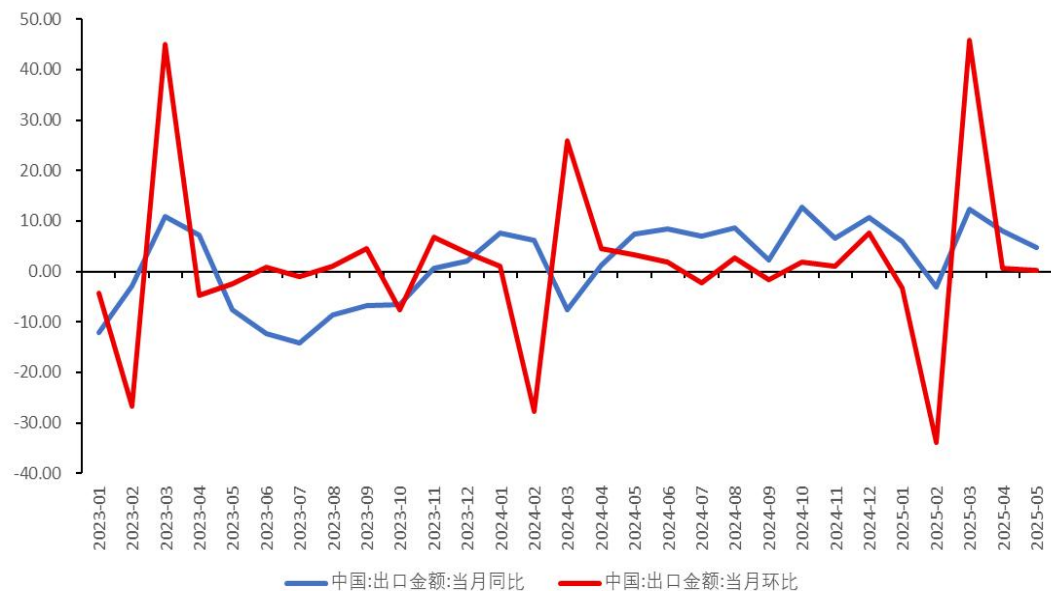


资料来源：四川省商务厅，儒余股份，华龙证券研究所

02 2.2 中美互降关税推动外贸形势边际改善

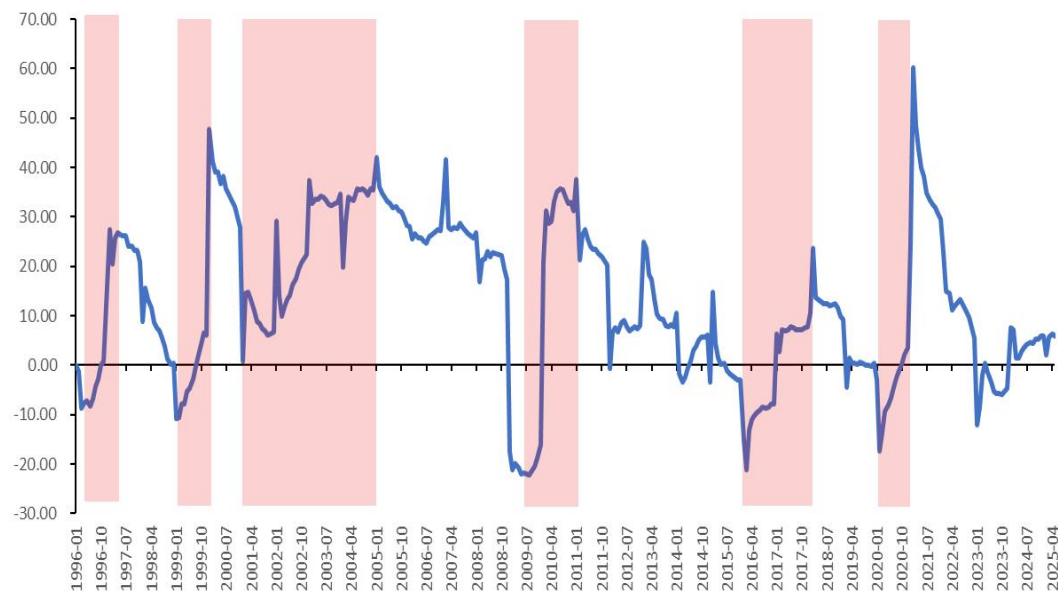
- 出口保持较强韧性。3月受美国加征关税影响，“抢出口”迹象明显，3月出口总额同比增长12.30%，环比增幅为45.80%，获得较高增速。4月中美贸易摩擦持续升级，以及“抢出口”效应衰退，4月、5月出口总额同比分别增长8.1%和4.8%，环比增速分别为0.6%和0.2%，均呈现边际下行。随着中美贸易摩擦缓和，互降关税，外贸形势有一定的改善。

图13：出口金额当月同比及环比增速(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图14：出口金额累计同比增速(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 产业链依赖短期难以改变。美国大量中间品来自中国，尤其是在电子元器件、化工原料、金属加工等领域，中国占据美国供应链关键节点，且因中国产业链集聚优势，中间品成本更低。中美贸易摩擦以来，美国迫于国内通胀压力和反对声音，陆续豁免了一些中国输美商品关税，其中包括药品及原料、电子产品与半导体、在途货物和保税商品、工业设备和新能源组件等，关税豁免多为临时期，8月31日是较为关键的节点日期。中国输美商品主要分布于机电产品、机械设备、轻工、纺织服饰等领域。
- 解除非关税措施换取稀土等战略资源。为缓和中美贸易摩擦，美国也于近期取消了一些针对中国的非关税措施，涉及科技、教育、能源等领域。如之前禁止中国留学生签证、乙烷出口禁令、C919发动机断供及芯片限制等；另外，美国也解除了对华EDA禁售令。

表3：2024年1-12月中国对美出口商品金额占比

商品名称	对美出口额(亿美元) 总额占比(%) (>2%)	
电机、电气设备及其零件	1258.38	23.98%
核反应堆、锅炉、机器、机械器具及零件	923.45	17.60%
家具	315.71	6.02%
玩具、游戏品、运动用品及其零件、附件	268.85	5.12%
塑料及其制品	236.67	4.51%
特殊交易品及未分类商品	230.67	4.40%
针织或钩编的服装及衣着附件	212.47	4.05%
车辆及其零件、附件(除铁道及电车道车辆)	203.39	3.88%
钢铁制品	140.08	2.67%
非针织或非钩编的服装及衣着附件	132.92	2.53%
仪器及设备、精密仪器及设备	125.64	2.39%
其他纺织制成品；成套物品	110.91	2.11%

资料来源：海关总署，华龙证券研究所

表4：美国4月之后豁免中国商品关税情况

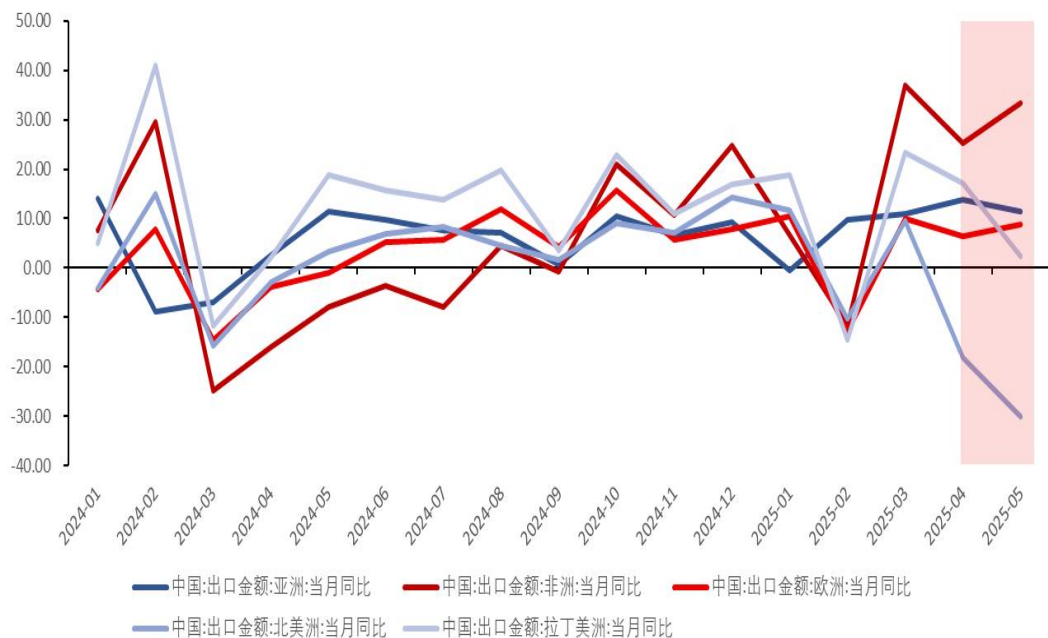
生效时间	豁免领域	核心商品清单	豁免条件与时效	政策依据
2025年4月9日	药品及原料	抗生素、疫苗、生物制品、激素类原料药（如利拉鲁肽）、成品药	列为“战略安全物资”，无明确截止日；需用于人道救助或美国短缺品类	白宫豁免清单
2025年4月11日	电子产品与半导体	计算机/服务器、智能手机、半导体设备、集成电路	125%对等关税豁免；需在2025年8月31日前清关；“美国成分≥20%”可全额免税	CBP公告（备忘录14257）
2025年4月14日	在途货物和保税商品	4月5日前启运的电子产品、5月27日前抵美滞港货物	缓冲期豁免（2025年4-5月）；保税加工/转口商品暂免关税	海关修正指南
2025年6月1日	工业设备和新能源组件	延续164项工业配件（泵、阀门等）；新增14项：多晶硅铸锭炉、晶圆切割机等太阳能/半导体设备	豁免延至2025年8月31日	USTR延期公告

资料来源：GMP行业药文，财经杂志，上海贸促，火箭站外，华龙证券研究所

02 2.4 非美市场逆势增长提升出口韧性

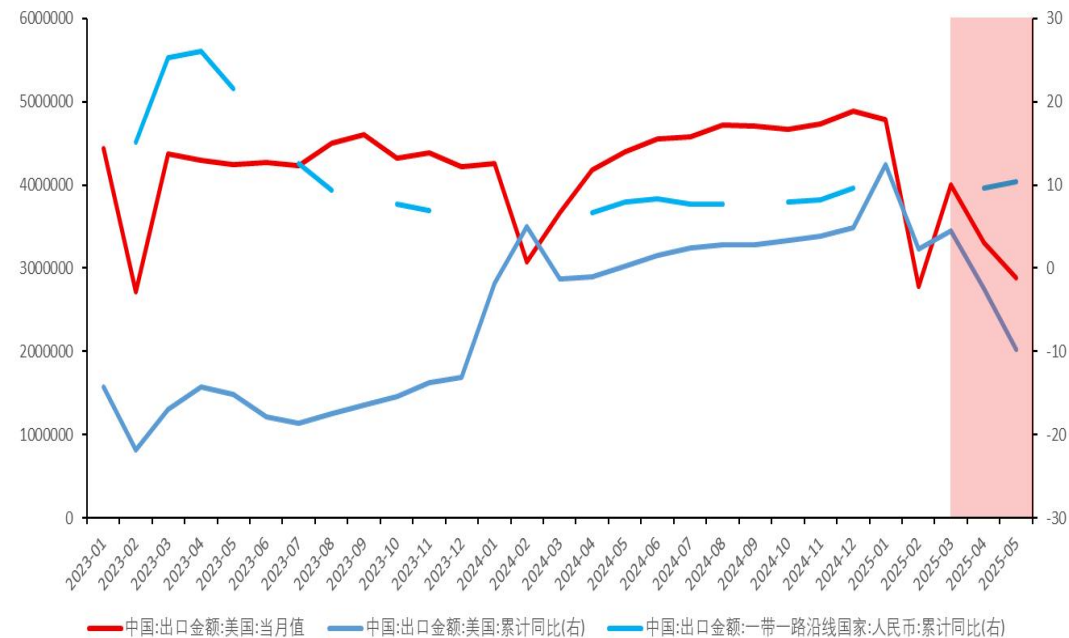
- 对美出口替代正在逐步增强。受美国加征关税政策的影响，对美出口呈现加速替代趋势。中美经贸磋商后，互降关税，豁免期内有望稳定对美出口增速，但最终取决于进一步的磋商进展。中长期看，中国对美出口或趋于稳定。
- 中国对非洲和欧洲市场出口逆势回升。5月中国对非洲和欧洲出口金额呈现边际改善，5月中国出口至非洲金额同比增速为33.33%，环比4月回升；出口至欧洲金额同比增长8.87%，较4月小幅回升。

图15：中国商品对主要洲出口变动(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

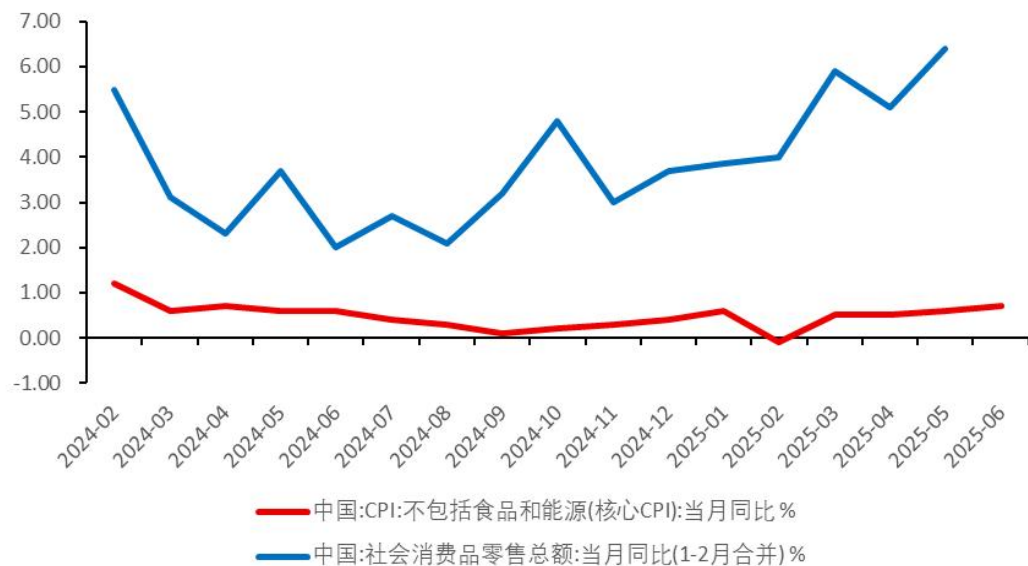
图16：2025年1-5月出口至美国金额下滑(万美元，%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

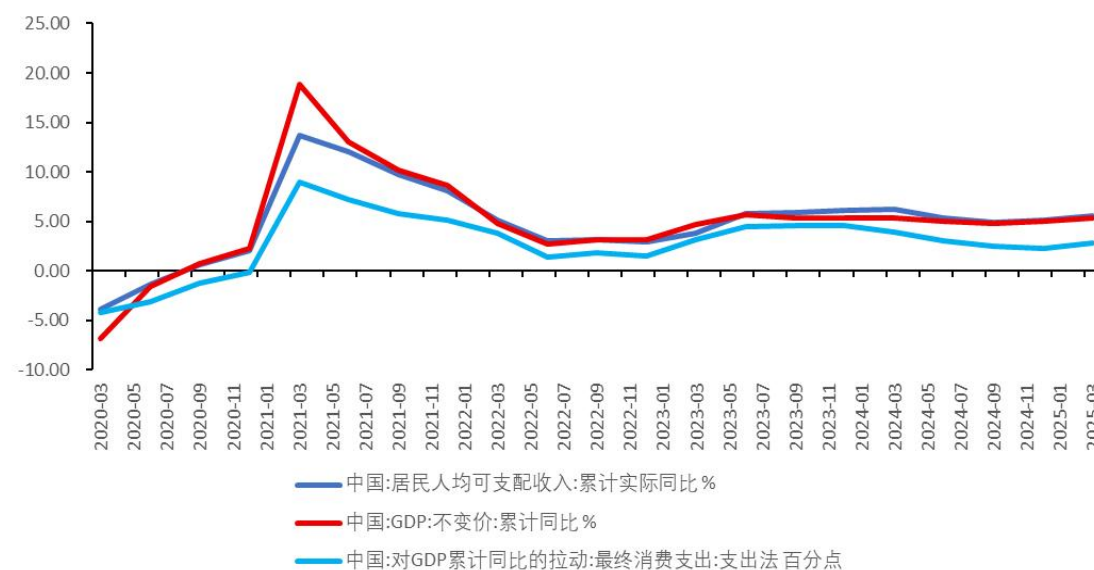
- 消费总量继续增长。5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，增速比上月加快1.3%。1-5月，服务零售额增长5.2%，比1-4月加快0.1%。
- 工业消费品及服务消费价格有所上涨。6月核心CPI同比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.1%。其中工业消费品价格转涨，主要受汽油价格上涨带动。服务价格稳中有涨。
- 政策端持续发力。2025年6月24日，央行等五部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，政策包括设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，重点支持文旅、医疗等六大服务领域及养老产业；资本市场赋能消费企业IPO、发行债券；鼓励消费基础设施发行公募REITs；降低居民消费信贷成本。

图17：社会消费品零售总额及核心CPI持续回升



资料来源：Wind，华龙证券研究所

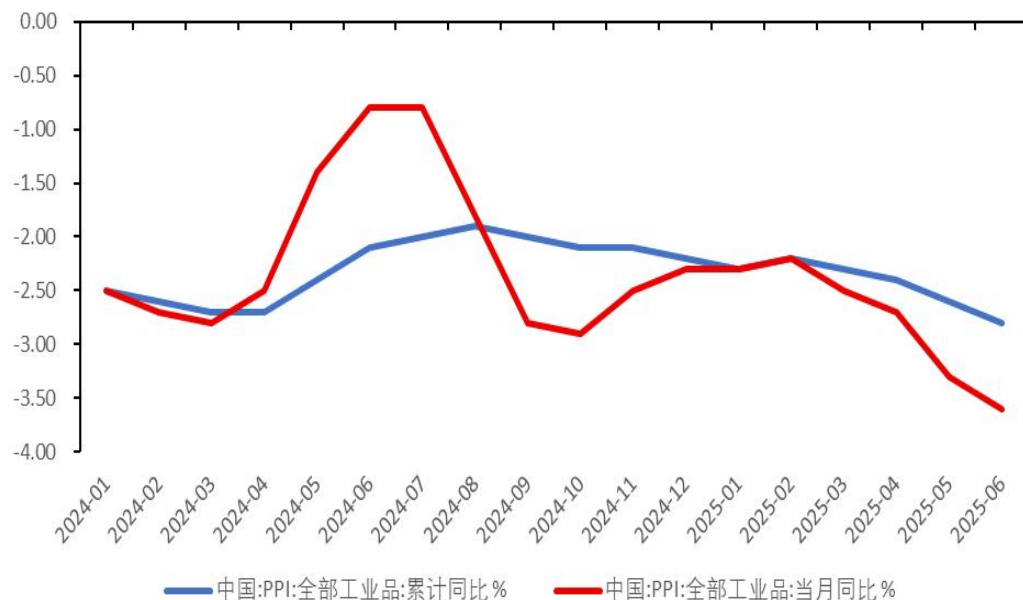
图18：一季度最终消费支出对GDP累计同比拉动上升(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

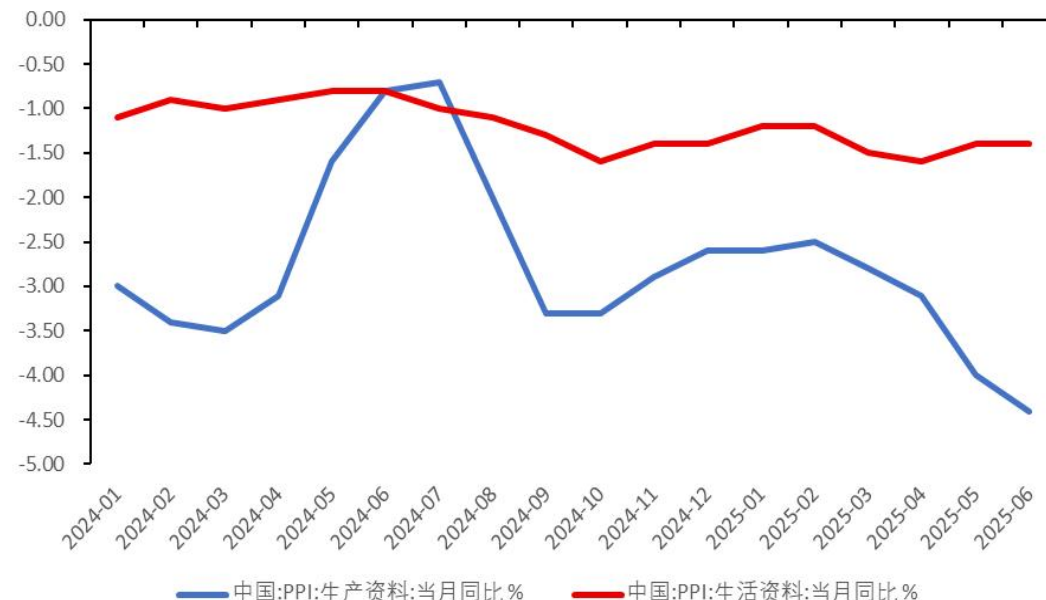
- 生产端价格较弱。2025年6月，PPI同比下降3.6%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降4.3%，环比下降0.7%。
- 新动能景气度较高。新动能积聚带动部分高技术行业价格同比上涨，集成电路封装测试系列价格同比上涨3.1%，可穿戴智能设备制造价格上涨1.4%，微波通信设备价格上涨1.3%，航空航天器及设备制造价格上涨1.1%，服务器价格上涨0.9%，微特电机及组件制造价格上涨0.6%。
- 政策助推生产端价格改善。中央财经委员会第六次会议提出，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

图19：PPI同比走势仍处于负值区间



资料来源：Wind，华龙证券研究所

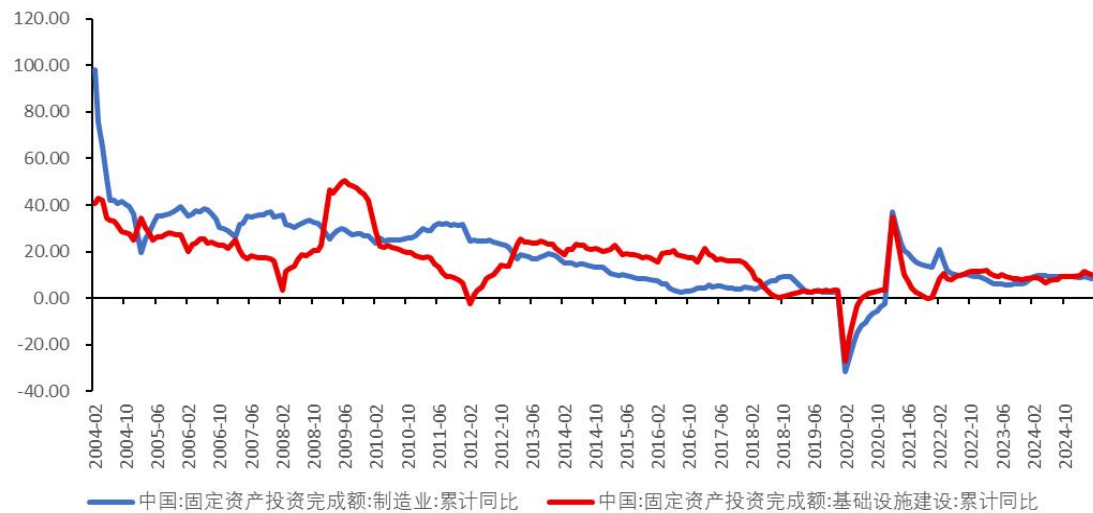
图20：6月生活资料价格持平与上月



资料来源：Wind，华龙证券研究所

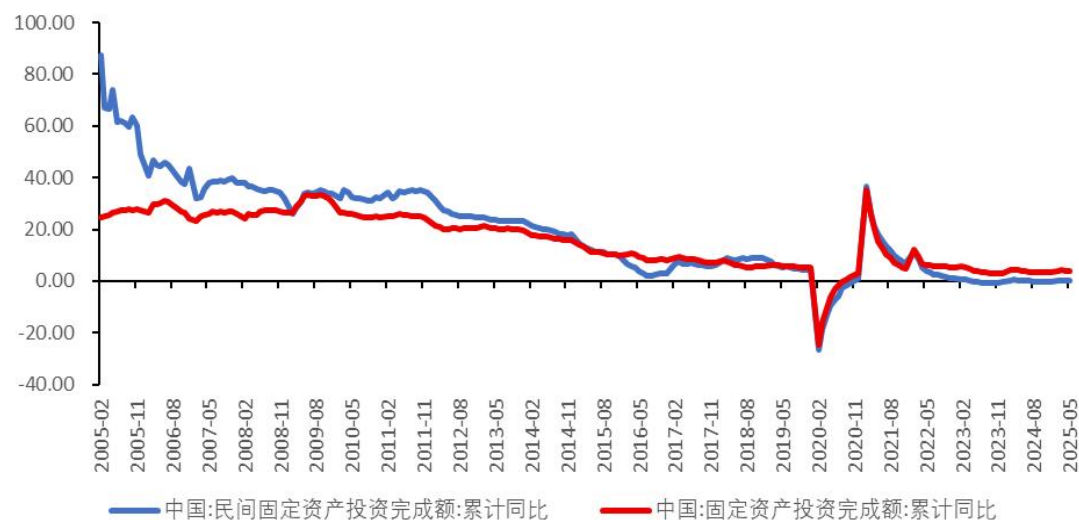
- 制造业投资引领增速。产业结构向中高端迈进，制造业投资延续较快增长。1-5月份，制造业投资同比增长8.5%，增速比全部投资高4.8%；对全部投资增长的贡献率为56.5%，比1-4月份提高1.9%。其中，消费品制造业投资增长13.2%，装备制造业投资增长7.3%，原材料制造业投资增长1.6%。高技术制造业投资中，航空、航天器及设备制造业投资增长24.2%，计算机及办公设备制造业投资增长21.7%。
- 基础设施投资发挥支撑作用。地方政府专项债券和超长期特别国债发行使用加快，“两重”建设加快推进，基础设施投资平稳增长。1-5月份，基础设施投资同比增长5.6%，增速比全部投资高1.9%；对全部投资增长的贡献率为34.5%，比1-4月份提高1.9%。其中，水上运输业投资增长27.2%，水利管理业投资增长26.6%。
- 设备购置投资带动作用明显。“两新”工作加力扩围提质带动效果持续显现，设备购置投资快速增长。1-5月份，设备工器具购置投资同比增长17.3%，增速比全部投资高13.6%；对全部投资增长的贡献率为63.6%。

图21：制造业和基础设施建设固定资产投资保持平稳(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

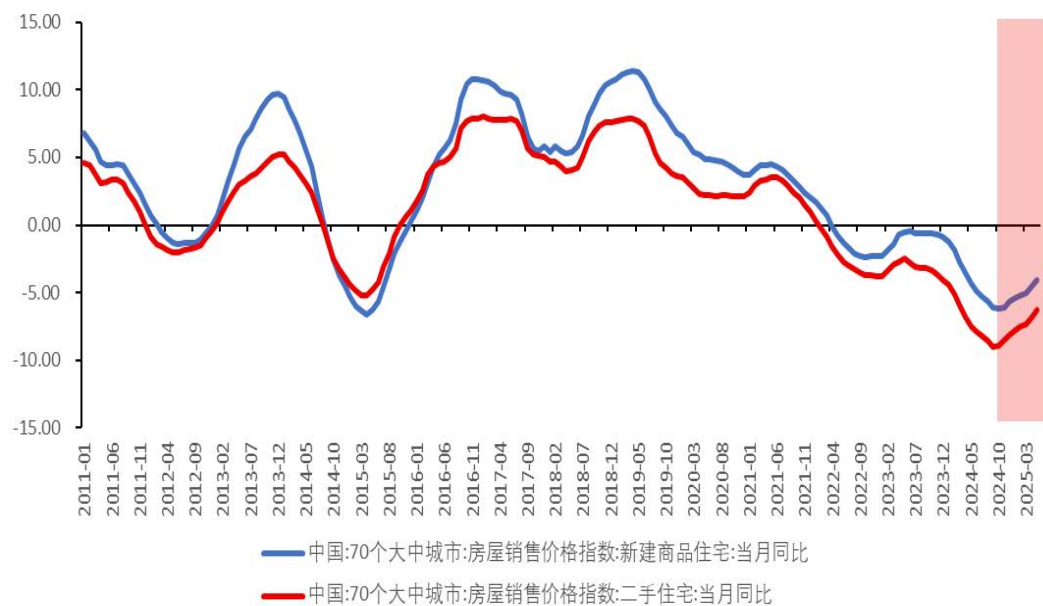
图22：民间固定资产投资保持平稳增速(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

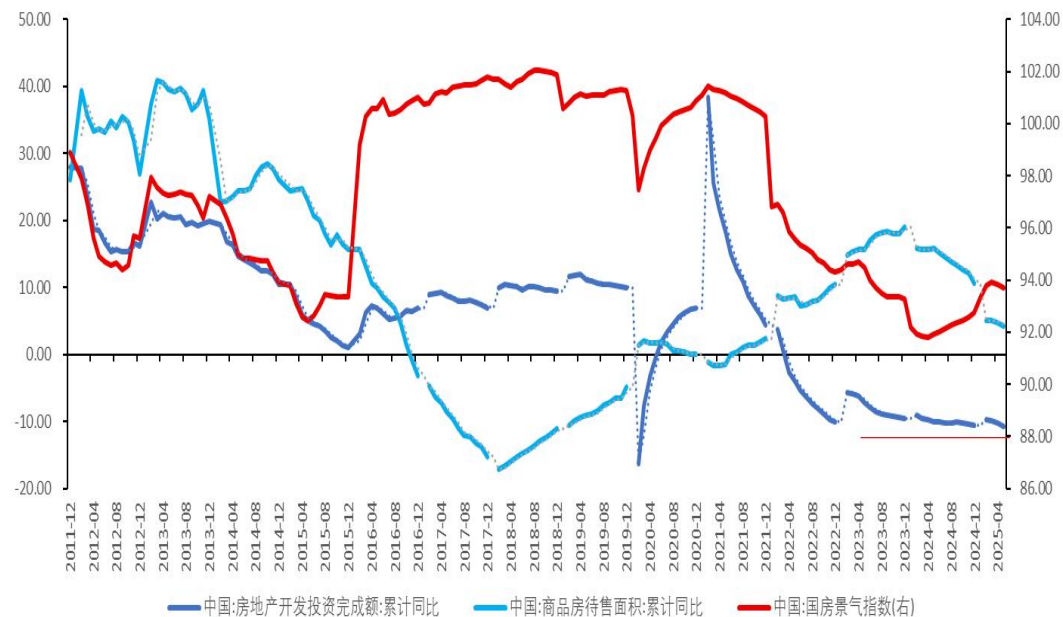
- 房地产市场运行平稳。5月份，70个大中城市房价同比降幅继续收窄，商品房库存持续减少。5月份，70个大中城市中，多数城市商品住宅销售价格同比降幅收窄。其中，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格同比降幅比上月分别收窄0.4、0.4和0.5个百分点；二手住宅销售价格同比降幅分别收窄0.5、0.4和0.5个百分点。从商品房库存看，5月末商品房待售面积比4月末减少715万平方米，连续3个月减少。
- 需巩固房地产市场平稳健康发展。政策下阶段持续推动城市更新和危旧房改造，加大“好房子”建设供应力度，促进刚性和改善性住房需求释放，积极构建房地产发展新模式。

图23：70个大中城市房屋销售价格指数下跌收窄(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

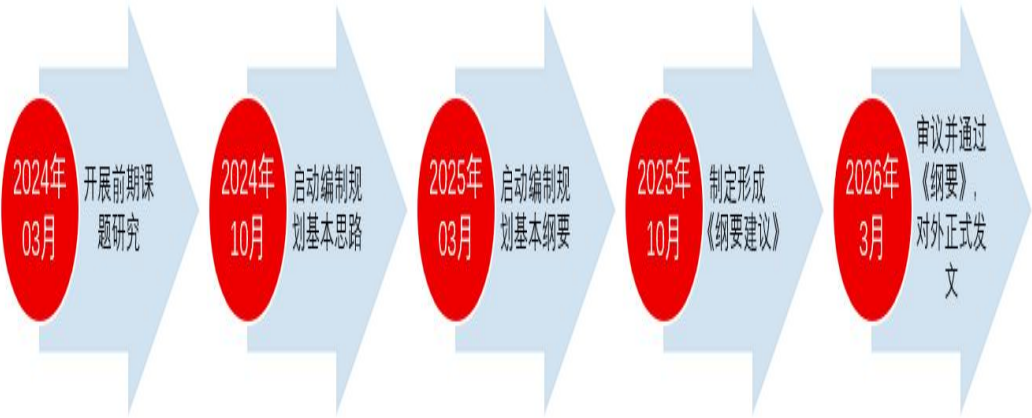
图24：国房景气指数回升和商品房库存降低(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

➤ “十五五”规划进入编制阶段。“十五五”规划（2026—2030年）编制工作已全面启动，目前处于基础规划编制与地方试点推进阶段。“十五五”规划重点产业成为市场关注点，低空经济、智能网联新能源汽车、机器人等成为热点方向。其中低空经济，2035年市场规模预期达3.5万亿元。智能网联新能源汽车，2030年全球新能源汽车销量超4500万辆，中国占比超50%，全球智能网联汽车市场规模达15.8万亿元。机器人，2030年产业规模达4000亿元。

图25：“十五五”规划时间进度节点预估



资料来源：昆明启知，华龙证券研究所

表5：“十五五”规划热点产业前瞻

产业方向	市场规模	重点方向
低空经济	形成“空域改革+场景应用+装备制造”闭环，2035年市场规模达3.5万亿元	装备迭代：无人机、eVTOL（电动垂直起降飞行器）向无人化、电动化发展；动力系统多元化（纯电/混动并行） 设施建设：低空智联网、安防设备、起降设施完善；技术标准与适航认证体系加速建立 两业融合：制造业与运营服务业深度融合，探索物流、应急等新场景
智能网联新能源汽车	2030年全球新能源汽车销量超4500万辆，中国占比超50%；全球智能网联汽车市场规模达15.8万亿元	供应链从链式转向网状共生，新增五类主体：智慧出行服务商、车辆集成商、硬件供应商、数据平台商、智能基建方 价值重心转向出行服务优化与智慧城市赋能
机器人	2030年产业规模达4000亿元	工业机器人，渗透率提升，适用场景扩展，2030年规模1052.6亿元 服务机器人，深层需求精准开发，生态集成，2023年规模1413.8亿元 特种机器人，试点规模化应用，模块化设计 人形机器人，从资源驱动到市场驱动，2030年规模861.0亿元
工业软件	2030年突破6575亿元，攻坚研发设计类（CAD/CAE）与生产控制类（MES/PLC）软件	技术突破，开源生态建设+自主内核研发，政产学研联合攻关 行业应用，聚焦汽车、半导体等重点领域，打造首版次软件标杆工程
高端医疗器械	2030年市场规模2.27万亿元（占全球28%）	国产替代加速，聚焦高分子材料、治疗设备“出海”
5G-A通信	用户量近13亿户（全球占比超50%）	网络覆盖深度与广度双重突破

资料来源：中国信息化网，今日聚焦点，无人机产教融合研究院，赛迪顾问，华龙证券研究所

目录

1

对等关税 扰动可控

2

摩擦缓和 政策显效

3

长牛未央 坚守成长

4

行业主题 突出重点

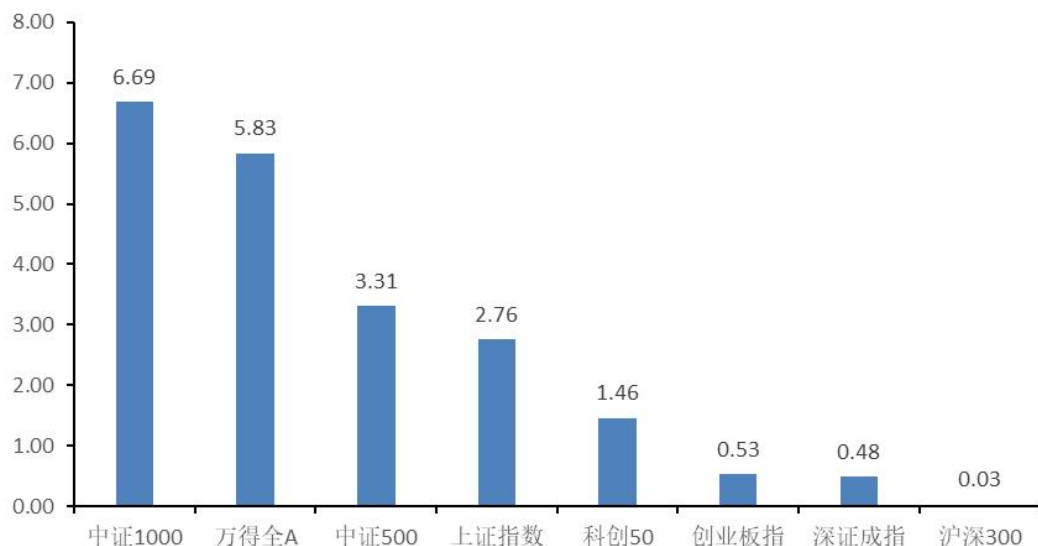
5

风险提示

03 3.1 上半年市场主要指数获得正收益

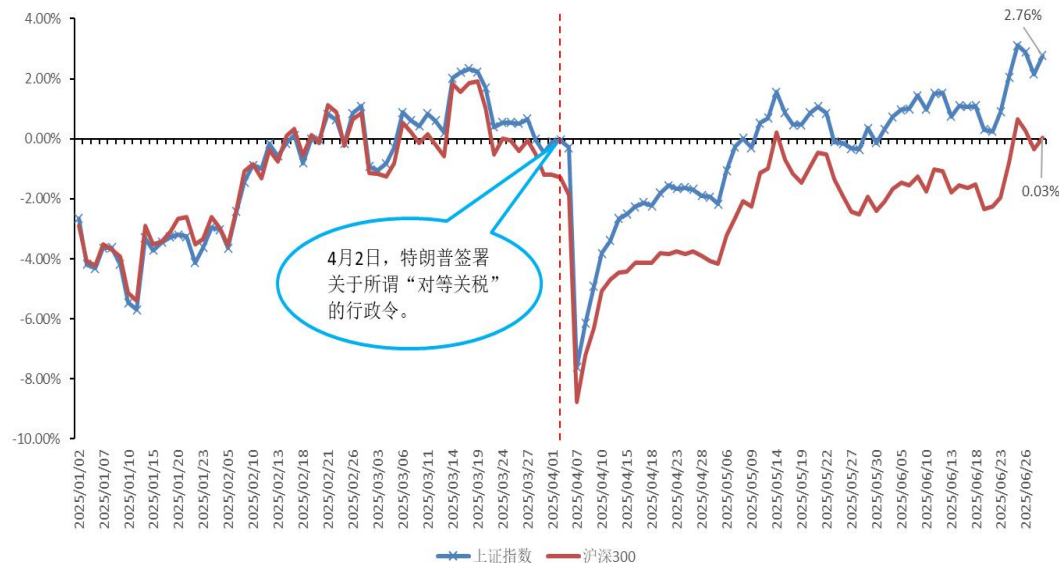
- 上半年主要指数录得正收益，其中涨幅居前的为中证1000、万得全A，涨幅分别为6.69%和5.83%。
- 上半年短期对市场形成负面影响的因素包括美国关税政策、地缘冲突等。2025年4月2日，美国总统特朗普签署“对等关税”行政令，宣布“美国对贸易伙伴设立10%的‘最低基准关税’，并对某些贸易伙伴征收更高关税”。美国关税政策宣布后，扰动全球资本市场，A股市场难免波及。
- 4月8日，A股市场开启修复态势，市场逐步回升，主要得益于资金维稳市场，汇金增持ETF以及上市公司回购、增持等。随着中美日内瓦会议达成经贸领域共识，互降关税并保持接触，再到伦敦会议形成磋商机制，双边贸易取得积极进展，进一步稳定市场表现。

图26：上半年国内主要指数均上涨(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图27：上半年美加征关税超预期是市场最大的干扰因素



资料来源：Wind，华龙证券研究所

03

3.2 美国关税政策再次“冲击”市场可能性较低

➤ 关税最大的冲击阶段已经过去。一是美国关税政策大幅超预期实施的可能性不大。一方面，美国经济无法承受影响，过度激进的关税政策可能推升美国通胀，引发国内经济滞胀风险，资本市场因此动荡。另一方面，关税政策推升企业和消费者成本负担，引发美国国内的反对声音较多，不利于中期选举。二是市场在经受第一次关税冲击之后，重新修复回升，在投资者层面建立了比较好的抗冲击预期。三是美国关税政策实质进入到“完全不确定”→“相对确定”的转变。谈判不断进行中，中美双边取得积极进展，全球对于美国关税政策的反复，逐步进入“适应期”，因此再次冲击市场可能性较低。

表6：美国多地爆发反对美国加征关税的抗议

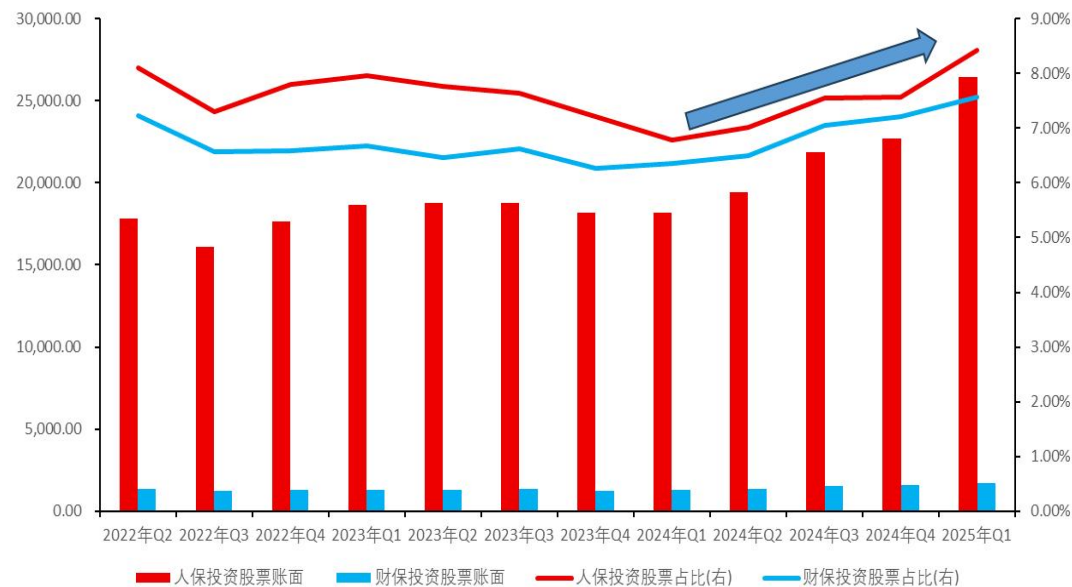
日期	事件内容	反对群体/影响范围
2025年4月5日	美国首都华盛顿和全美50个州共举行了约1300场示威活动，反对政府削减开支、打击移民和加征关税等	普通消费者、行业领袖
2025年4月14日	五家美国小企业向美国国际贸易法院提起诉讼，要求阻止美国总统特朗普对贸易伙伴全面加征关税行为，理由是总统已超越其职权范围	中小企业、司法系统
2025年7月4日	美国多地举行反对特朗普政府移民、经济和外交等政策的示威抗议，参与者共有数十万人	普通民众

资料来源：每日经济新闻，环球网，钱江晚报，华龙证券研究所

03 3.3 资金积极入市持续稳定市场

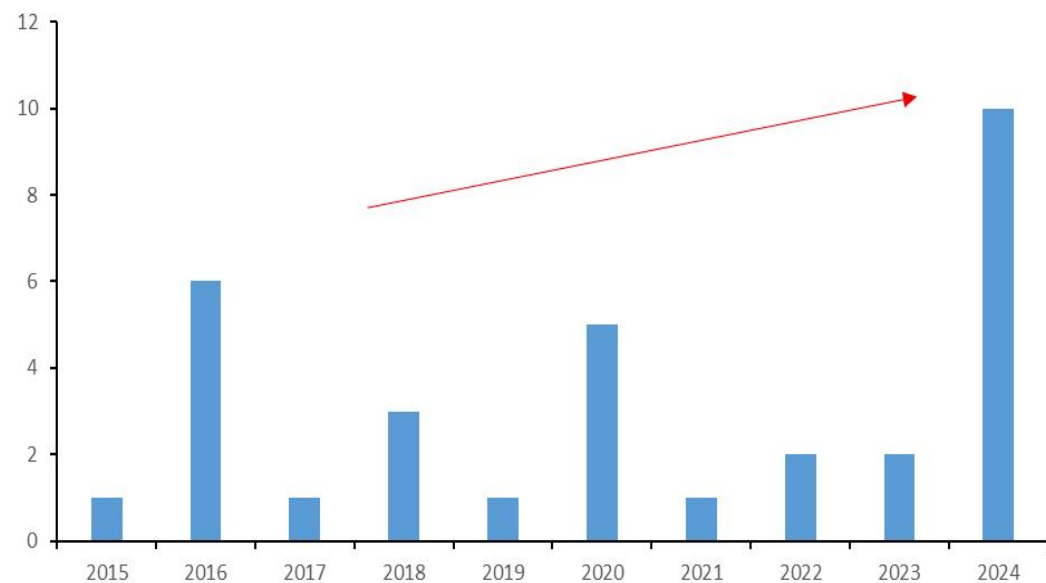
- 政策推动中长期资金入市稳定市场预期。保险资金，截至2025年一季度末，持续增持A股，共出现在735只个股的前十大流通股东名单中，合计持股数量为607.98亿股，持股市值达5808.83亿元。机构增量资金来源包括保险资金(年新增保费30%投资A股)、社保基金(权益类资产配置上限提至40%)、公募基金(要求持有A股市值未来3年每年增长10%)、合格境外投资者(QFII)等。
- 开户数量明显上升。2025年6月，A股市场新开户数达165万户，环比上月有所回升，2025年上半年已累计新开1260万户，与去年同期949万户相比，增长32.79%。

图28：保险资金投资股票占总资金应用持续上升(亿元，%)



资料来源：金融监管总局官网，华龙证券研究所

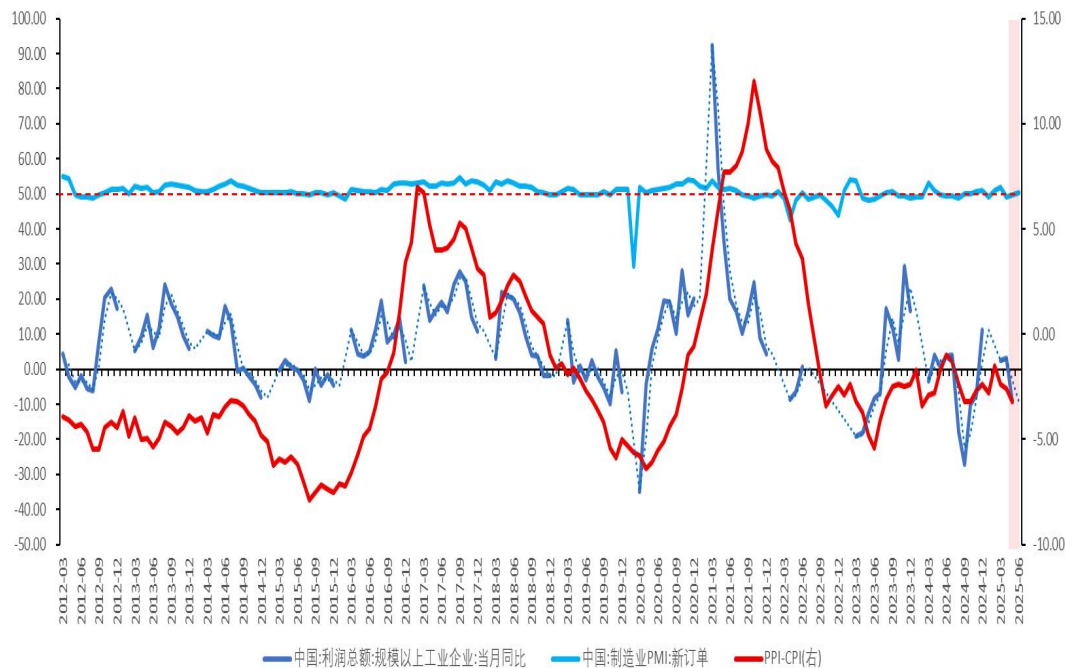
图29：险企举牌披露增多(次)



资料来源：中国保险行业协会，华龙证券研究所
注：不含人身险公司。

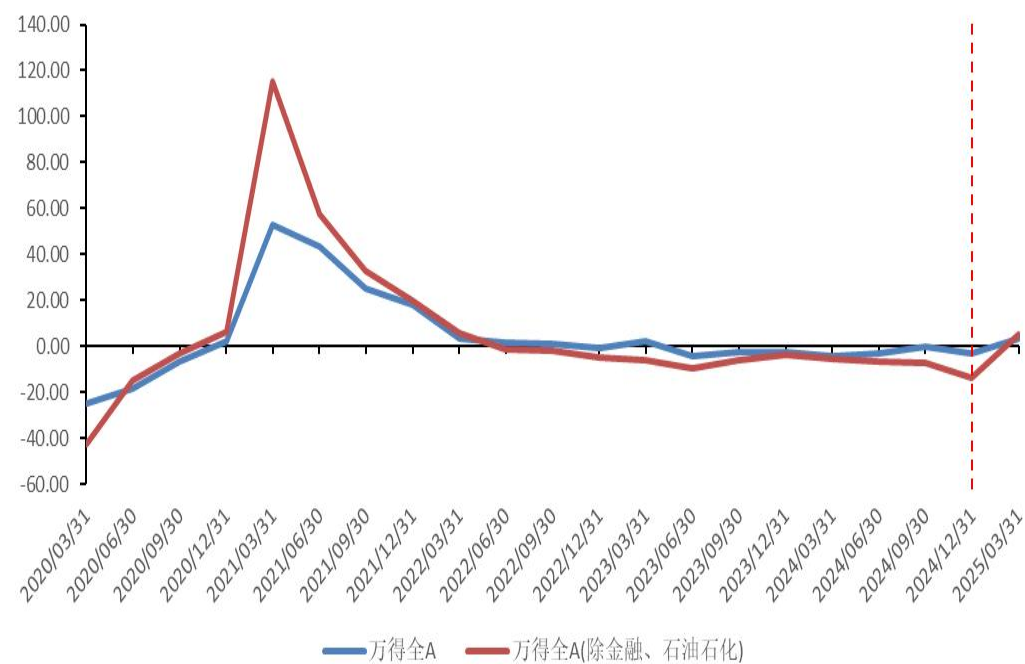
- PMI新订单指数边际回升。6月生产指数和新订单指数分别为51.0%和50.2%，比上月上升0.3和0.4个百分点，制造业生产活动加快，市场需求有所改善。随着贸易摩擦影响减弱及政策促内需端恢复，工业企业利润或边际好转，PPI-CPI或逐步修复。
- 2025年Q1，A股市场盈利呈现触底后的回升态势。2024年全年归母净利润累计同比增速为-2.97%，较2023年增速有所回落，而从2025年一季度全A归母净利润累计同比增速看，相较于2024年同期盈利有较明显的企稳回升。

图30：PMI新订单指数回升(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

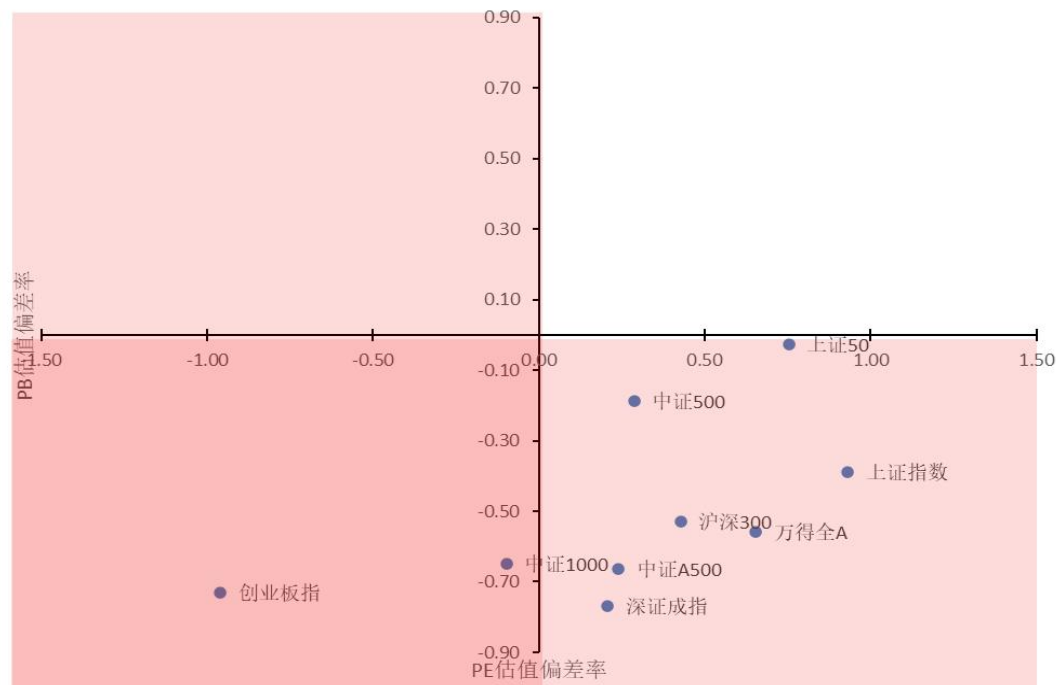
图31：全A(除金融、石油石化)盈利触底回升(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

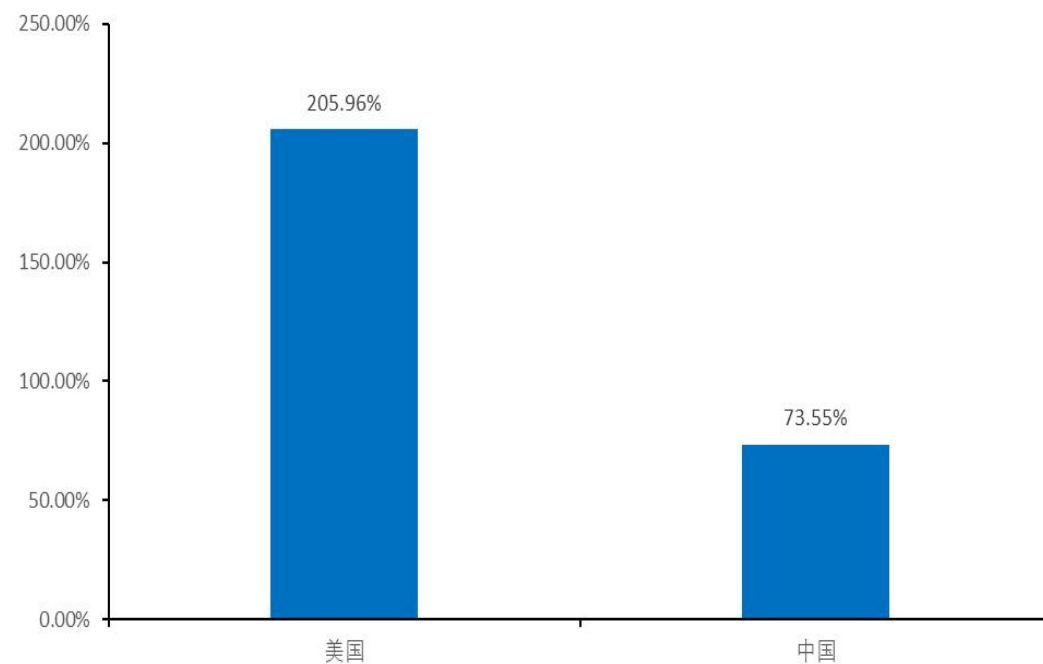
- 主要指数估值仍处于市场中低位置，在业绩预期逐步好转的情况下，叠加中长期资金入市预期不变，市场估值仍有较大上行空间。
- 通过中美两国市值占GDP的比重可以看出，国内市场与国外市场相比较，尤其是美国市场，中国股票市场总市值仅有GDP的70%左右，而反观美国则达到了205.96%，可见，中长期中国市场市值仍有较大提升空间。

图32：主要指数估值处于中低位置



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图33：中美两国市值占GDP比重



资料来源：Wind，GDP看世界，简易财经，华龙证券研究所

03 3.6 市场仍处于配置的机会值附近

- 从风险溢价ERP($1/PE-R_f$)历史数据来看，目前市场仍处于配置的机会值附近。当前市场的估值仍然合理，叠加上市公司盈利总体上处于回升期，从当前时点看，市场仍具备较高的配置价值。

图34：上证指数ERP走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

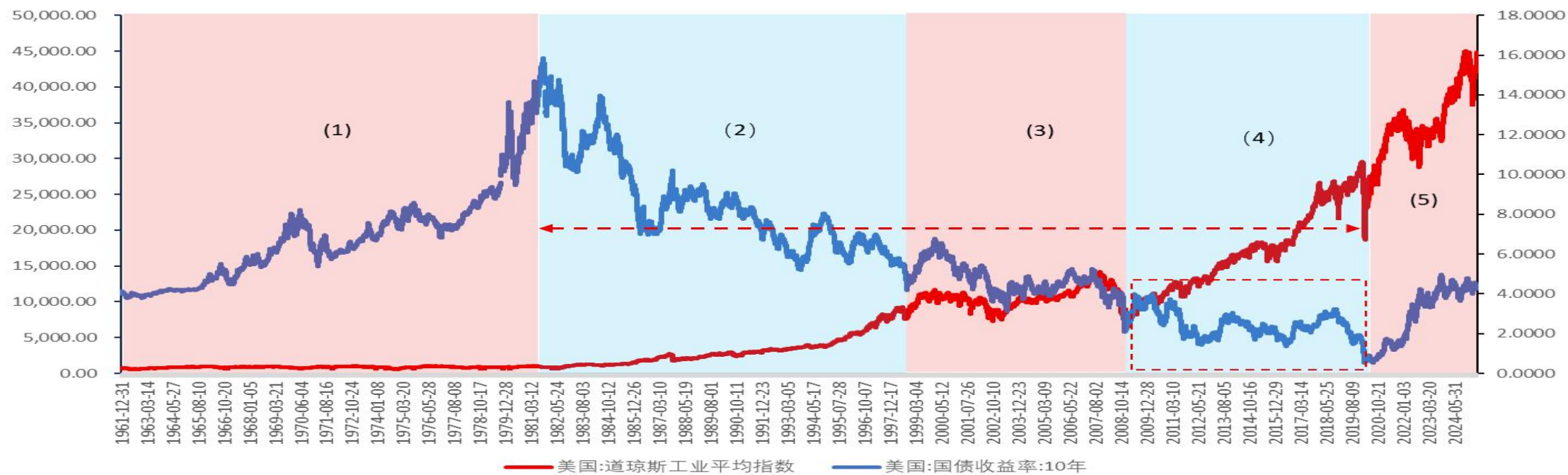
图35：沪深300指数ERP走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 美股市场可以分为三个阶段。第一阶段为(1)这一时期及以前；第二阶段从(2)-(4)；第三阶段(5)。比较来看，第一阶段市场、第二阶段(3)、第三阶段市场与无风险利率(Rf)基本没有太多的负相关关系。而在第二阶段除(3)的时期，多数时候反映了股市与无风险利率的负相关关系。这其中逻辑一方面是产业变迁，新兴产业的崛起，增强了市场对无风险利率的敏感度；另一方面是市场资金结构的变迁，美股80年代为分界线，后期新兴产业的主导性增强。其中(4)这一时期表现的较为明显，无风险利率(Rf)稳定在低位，美股上升的斜率明显增大，而这一时期与国内当前利率环境类似，可能有利于市场进一步上行。

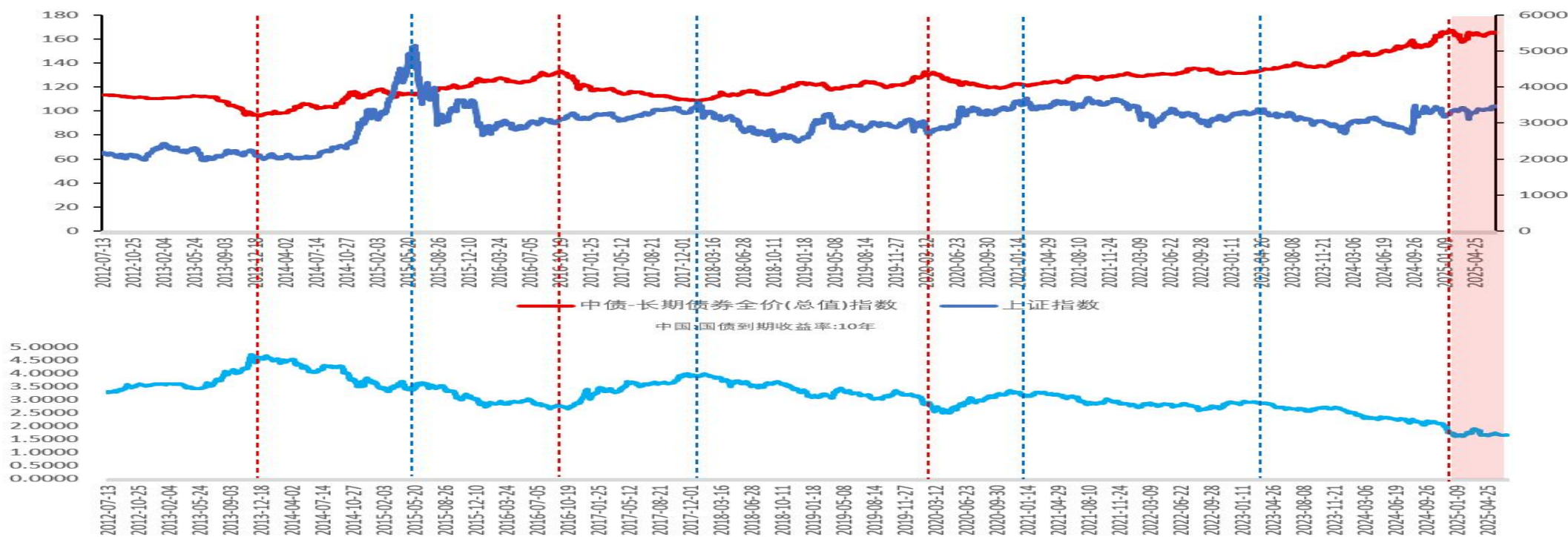
图36：道琼斯工业指数与无风险利率走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 国内资本市场股债跷跷板效应明显，市场风险偏好多数时候较低。复盘历史行情走势，多数阶段无风险利率(Rf)下行期，债市强于股市，债市对股市存在一定的挤占效应，流动性可能并未实质性传导至股票市场。随着第三次国九条出台，机构资金积极入市，以及利率下行到较低的位置，市场风险偏好明显提升，股市出现配置性机会。当前政策推动资本市场高质量发展，以及低利率环境的延续，中长期资金积极入市，将继续推升股市吸引力，有望强化股市“慢牛”格局。

图37：上证指数(右)与无风险利率走势(点，%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

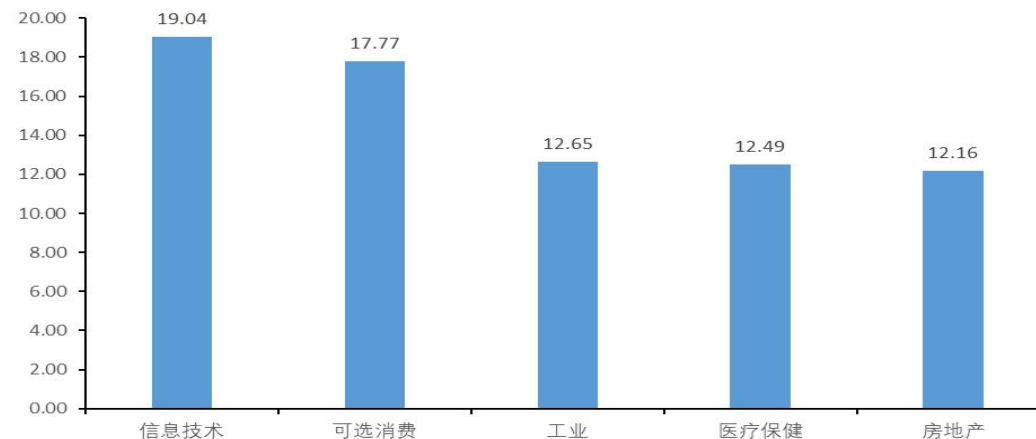
- 80年代后美股由弱转强的原因。一是减税、放松监管、打击通胀，企业盈利空间扩大。二是资金结构转型，养老金积极入市，401(K)计划推动长期资金涌入，机构持股占比明显提升；被动投资的兴起，指数基金规模占比提升。三是产业革命驱动，电脑普及、半导体发展，科技崛起；服务业替代制造业，工业市值占比降低，科技与消费市值占比上升，经济结构优化。四是推动全球化和资本开放，加强金融创新。其中，2009年3月-2020年2月美股牛市受多重因素影响。一是金融危机后美联储QE+扩表，向市场注入流动性，并且压低长期利率，推升资产价格。二是企业融资成本降低，刺激企业借贷和投资。三是回购与并购主导需求，企业回购潮，通过减税释放企业现金。四是科技革命引领盈利增长。美股这一时期的风格：成长股（科技+消费），贯穿牛市的主线，受益于技术创新与轻资产模式。
- 启示：在慢牛格局中，长期策略应该是找到潜力最大的方向，长线布局可能是最佳策略。长期风格上，关注人工智能带来的新一轮科技创新浪潮，和积极发现新消费、服务消费中的机遇。

表7：美国80年代后期的股市开启长牛

指标	1980年前	1980年后	转变意义
年化收益率	<6% (1960-1980)	>10% (1982-2000)	长期收益跃升
投资者结构	散户主导	机构主导	投资行为理性化
产业重心	工业/能源	科技/消费	新经济引擎确立

资料来源：Wind，投资者笔谈，思想战线，华龙证券研究所

图38：2009年3月-2020年2月美股市场板块表现



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

对等关税 扰动可控

2

摩擦缓和 政策显效

3

长牛未央 坚守成长

4

行业主题 突出重点

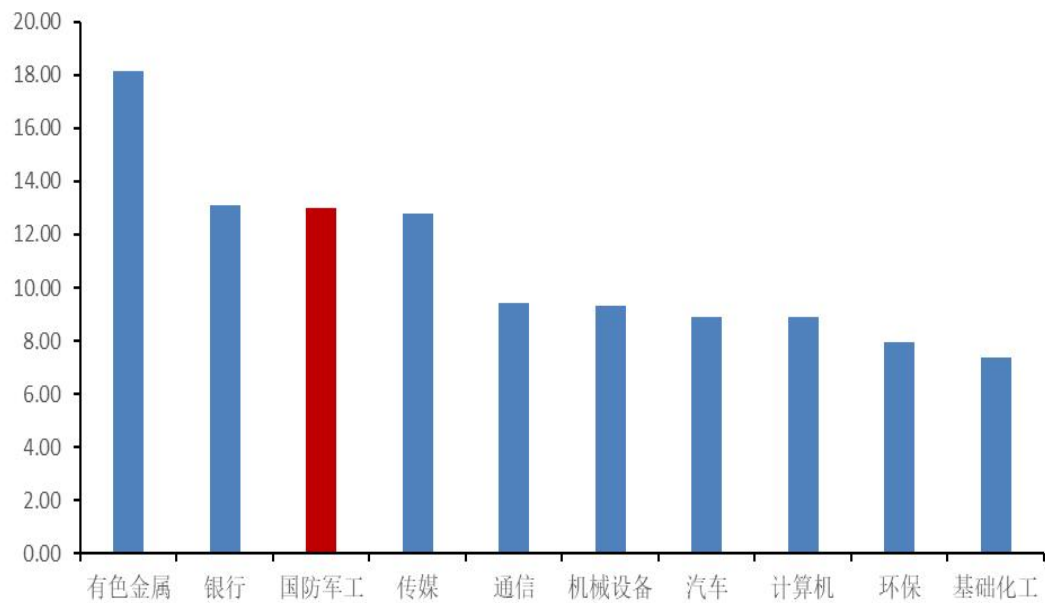
5

风险提示

- ◆ 长期看成长板块配置价值凸显，结合“预期强，现实弱”的特点，积极关注政策催化方向。因此下半年可重点关注科技和先进制造等成长板块机会，以及“两重”“两新”政策推动的高景气板块和“反内卷”带来的重估投资机会。
- 国防军工。近来地缘冲突频发，其中包括俄乌冲突、巴以冲突等。在地缘风险影响下，军工板块表现反复活跃值得关注。
- 低空经济。2024年首次写入国务院政府工作报告，2025年进一步明确“推动低空经济安全健康发展”。据民航局预测，2025年中国低空经济市场规模将达1.5万亿元，2035年有望突破3.5万亿元。
- 稳定币。多国或地区关于稳定币的政策和规划加速，市场规模快速增长，截至2025年6月，总市值突破2500亿美元，稳定币年转账量达35万亿美元，多元化应用场景带来产业链投资机会。
- AI智能体。AI智能体方向正经历技术突破、商业化落地与政策红利的三重共振，聚焦垂直场景的规模化变现能力。多模态大模型实现跨模态决策，边缘计算芯片支持终端低功耗高效推理，在金融、医疗、工业领域加速商业化渗透。
- AI传媒。AI成为行业变革驱动力，AI技术正深度重构传媒产业价值链，制作成本大幅降低，赋能传媒游戏、影视、广告营销、出版传媒等多项细分领域。AI实现NPC智能交互、关卡自动生成，缩短研发周期40%以上。AI渲染将传统上百小时的渲染压缩至几分钟，降低前期成本，增强内容创新力。
- 自主可控。为确保产业链供应链安全，自主可控已上升为国家核心战略，旨在突破关键领域“卡脖子”技术，保障产业链安全。政策持续加码，如大基金三期（3440亿元）重点投向光刻机、EDA等薄弱环节。中美贸易摩擦催化，2025年4月美国商务部要求Synopsys、Cadence等EDA巨头停止对华销售，倒逼国产替代提速。
- 人形机器人。人形机器人产业正处于技术突破与商业化落地的关键拐点，核心关注点在于高速增长的市场预期、政策与资本强力驱动、产业链国产替代机遇及技术创新带来的成本下降潜力。
- “两重”“两新”。政策再度释放。7月初，国家发改委安排超3000亿元支持2025年第三批“两重”建设项目。7月1日，财政部公开了2025年第三季度国债发行有关安排，三季度将共计发行11只超长期特别国债，强调发挥财政资金引导和带动效应，支持做好“两重”“两新”等工作。
- “反内卷”。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议召开，会议提出“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”，受到市场关注。

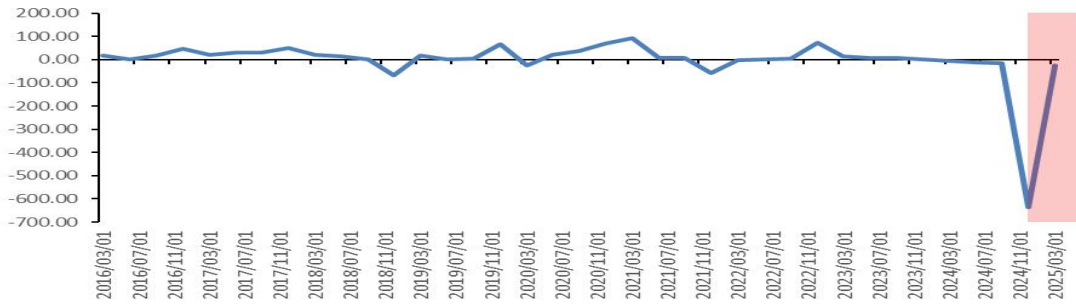
➤ 军工板块在政策、技术、地缘政治等多重因素的催化下，具备较强的配置价值。近来地缘冲突频发，其中包括俄乌冲突、巴以冲突、印巴冲突、以伊冲突等地缘事件，在地缘风险影响下，军工板块表现反复活跃值得关注。同时军工技术装备不断迭代升级，全球换装需求在地缘风险的催化下回升，带来军工板块业绩增长潜力。重点关注：①军贸订单弹性较高方向，技术代差产生的换装需求，以及事件因素催化带来的板块机会；②政策护城河领域，关注国资重组+国产替代逻辑；③关注抗战胜利80周年阅兵预热+中报超预期方向。

图38：2025上半年国防军工涨幅居前三(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图39：国防军工板块2025Q1单季度盈利较快回升(%)

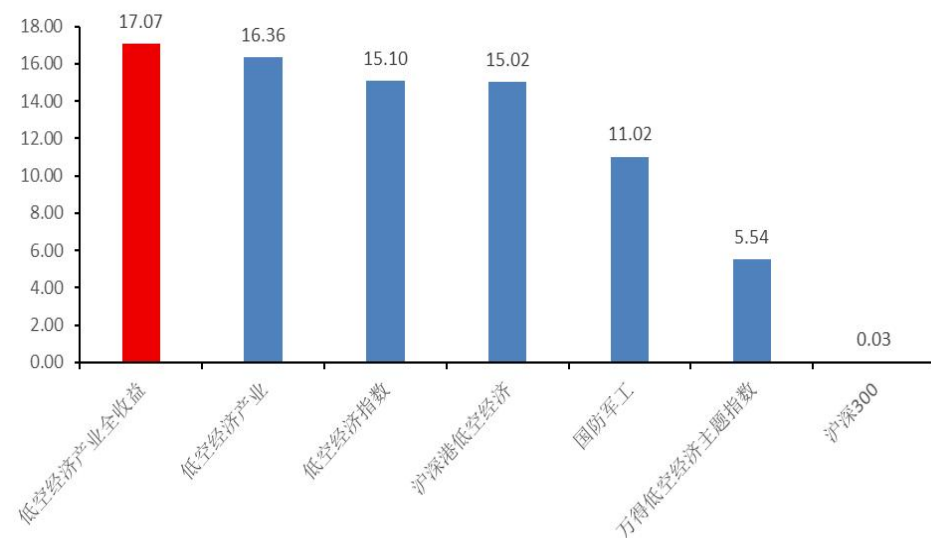


板块	单季度净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
航天装备	5.15	18.71	33.66	35.58	11.99	-26.49	-29.62	-91.23	-49.27	-2.29	-12.78	-245.39	-82.53	
航空装备	35.75	9.85	8.85	11.82	15.36	31.48	14.19	-17.76	5.47	-22.09	-34.49	-14.91	-22.83	
地面兵装	25.11	19.59	-6.77	-1.05	-60.13	-50.17	-41.81	49.28	-34.77	-47.23	-92.87	-303.20	-119.27	
航海装备	-65.07	-107.26	123.50	-311.63	70.84	522.11	136.94	88.94	288.42	102.89	-19.75	1,499.43	219.47	
军工电子	13.89	-4.22	-6.51	-102.01	-20.91	-2.25	-34.72	-782.93	-45.91	-53.80	-75.17	-166.15	-37.27	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 顶层设计持续强化。低空经济于2024年首次写入国务院政府工作报告，2025年进一步明确“推动低空经济安全健康发展”。国家发改委设立低空经济发展司，民航局成立通用航空和低空经济工作领导小组，统筹推进空域改革、适航审定及基础设施建设，为产业提供制度保障。
- 政策配套密集释放。2023年《国家空域基础分类方法》新增G/W类非管制空域，释放真高3000米以下空域资源；《民用航空法修订草案（二审稿）》增设“发展促进”章节，要求优化低空空域资源配置。
- 万亿级市场空间与高速增长。据民航局预测，2025年中国低空经济市场规模将达1.5万亿元，2035年有望突破3.5万亿元。细分方向涉及无人机物流、eVTOL。

图40：低空经济主题上半年涨幅居前(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图41：低空经济主题盈利增速跌幅收窄

板块	单季度.净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
低空经济指数	-1.83	-4.34	-3.35	-33.01	7.86	6.54	4.08	-68.68	-5.64	-20.79	-20.08	-125.98	-22.31	
万得低空经济主题指数	12.65	1.60	-7.65	-4.60	7.70	3.02	11.35	-11.63	-0.11	-8.55	-9.71	-26.07	-0.70	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

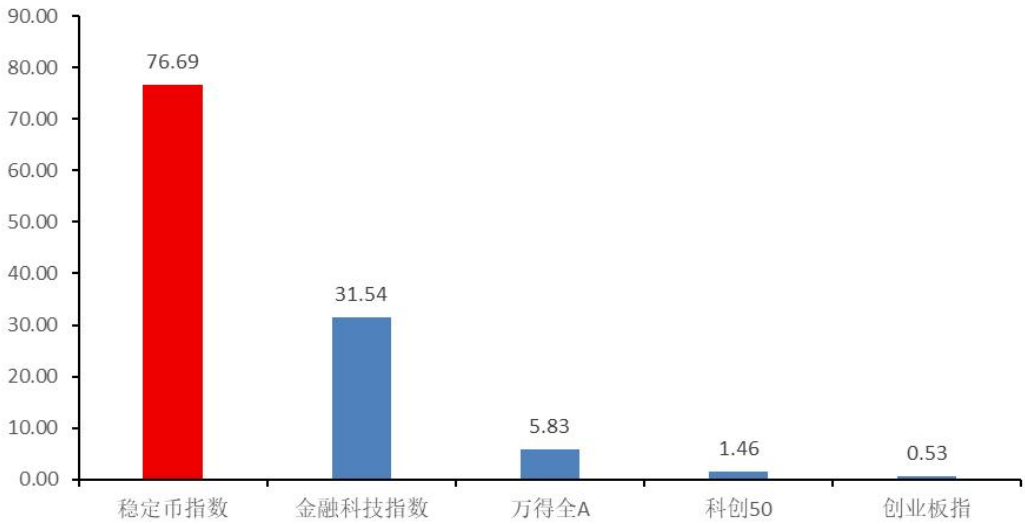
- 政策和规划加速。香港《稳定币条例》生效（2025年8月1日），确立发牌制度，要求储备资产100%覆盖、严格审计及反洗钱合规。首批仅发放数张牌照，京东币链科技、渣打银行、圆币科技等进入沙盒测试。此外美国《GENIUS法案》推进、欧盟MiCA法规落地。
- 市场规模快速增长。截至2025年6月，总市值突破2500亿美元，稳定币年转账量达35万亿美元，为Visa的2倍。
- 多元化应用场景。跨境支付、RWA(现实资产代币化)、企业财资管理等。
- 产业链机会。重点关注头部发行商、新晋牌照申请方；技术层面的跨境支付技术、钱包与安全认证技术提供商、金融IT与系统建设方；生态延伸方向，如RWA资产方等。未来关注政策、技术、市场扩容机会。金融科技领域相关上市公司，拉卡拉、宇信科技、广电运通等。

表8：多个国家或地区立法合规化稳定币

国家或地区	立法情况	市场影响
美国	2025年6月，美国参议院通过《genius法案》	摩根大通、美国银行、PayPal等金融机构竞相推出自家稳定币；Mastercard推动稳定币跨境支付结算网络；Uber、Airbnb、苹果等互联网平台也在测试稳定币支付场景
韩国	2025年，新上任的总统提出，应通过立法推动韩元稳定币合法化	金融与科技企业迅速响应，Kakao Pay、Naver、KB国民银行、新韩银行、Upbit、Travel Wallet、Kaia等纷纷布局，商业银行组团注册韩元稳定币相关商标，Avalanche、Didia等链上组织提供底层技术支持
中国香港	《稳定币条例》将于2025年8月正式生效，确立稳定币发牌制度	hashkey、Animoca、小米、蚂蚁、京东等企业正积极布局相关业务，初步形成了以香港为核心的稳定币合规生态雏形；上市公司纷纷通过公告、并购等方式涉足稳定币相关业务

资料来源：移动支付网，出海记，树图区块链，华龙证券研究所

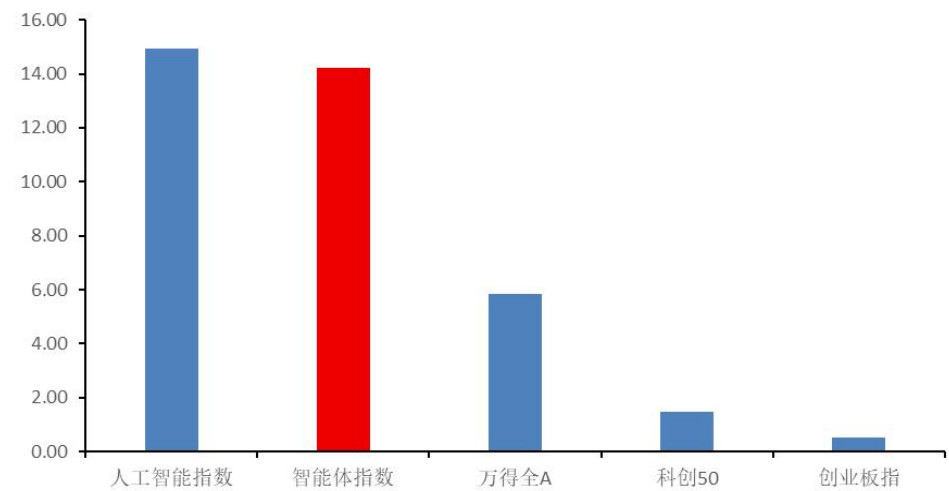
图42：稳定币等相关板块涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- AI智能体方向正经历技术突破、商业化落地与政策红利的三重共振，聚焦垂直场景的规模化变现能力。多模态大模型实现跨模态决策，边缘计算芯片支持终端低功耗高效推理，在金融、医疗、工业领域加速商业化渗透。重点关注三个方向：技术分层与核心环节、硬件升级驱动、市场增长与商业化路径。
- 技术分层与核心环节。算力+芯片：AI智能体依赖高算力支持，云端推理与训练需求推动AI芯片（GPU/ASIC）及服务器升级。国产算力厂商在自主可控政策下加速替代。智能体平台：大型模型（LLM）向“决策+规划+工具调用”的智能体架构演进。
- 硬件升级驱动。端侧设备，AI眼镜、手机等终端需强化本地推理能力，带动SoC芯片、光学显示模组及传感器升级。算力基础设施，液冷散热、高速连接（CPO/铜缆）需求激增，光模块厂商受益于800G/1.6T技术迭代。
- 市场增长和商业路径。2025年全球AI智能眼镜出货量预计为550万台，催生硬件升级需求；企业级智能体渗透率从当前3%升至2025年25%，金融、供应链自动化率先落地。

图43：智能体指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

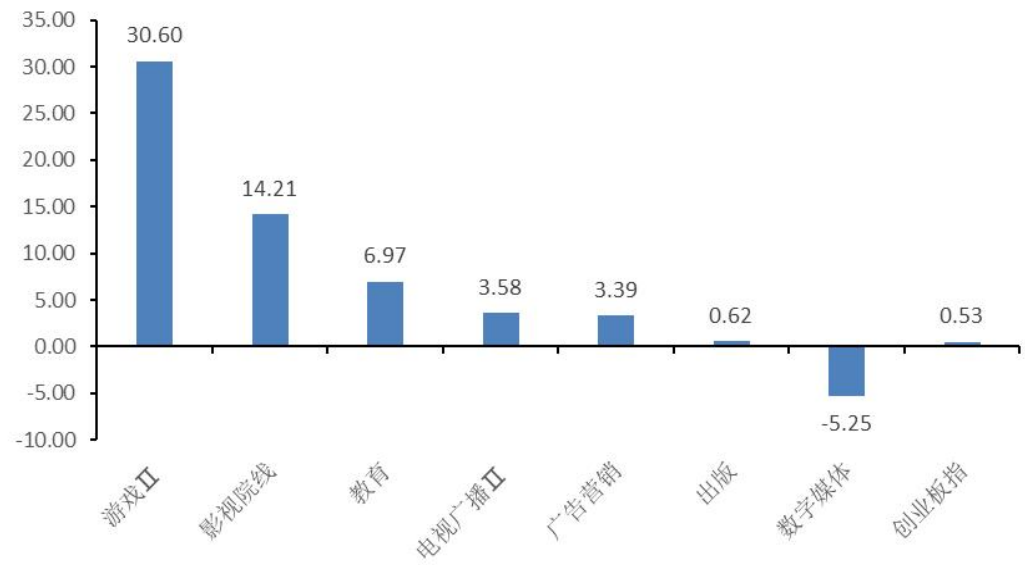
图44：人工智能主题盈利增速

板块名称	单季度净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
人工智能指数	-1.38	-29.22	-59.72	-29.60	-6.49	-18.33	36.17	75.95	-54.83	-27.45	11.30	-21.66	11.90	
创业板指	-32.10	8.40	62.81	64.00	36.81	3.89	1.80	-23.44	5.78	4.57	-5.49	3.33	19.91	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- AI成为行业变革驱动力。一是降本增效。AI技术正深度重构传媒产业价值链，制作成本大幅降低。二是内容创新和商业模式升级，推动行业变革。
- AI赋能传媒多项细分领域。游戏：AI实现NPC智能交互、关卡自动生成，缩短研发周期40%以上；影视：AI渲染将传统上百小时的渲染压缩至几分钟，通过AI分镜生成技术降低前期成本，增强内容创新力。广告营销：AI工具提升广告投放效率，AI创意素材生成效率大幅提高，数字人直播场景应用突破。出版与教育：出版公司内容库成为AI训练核心资源；探索AI个性化教学和教辅工具。

图45：传媒细分板块涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

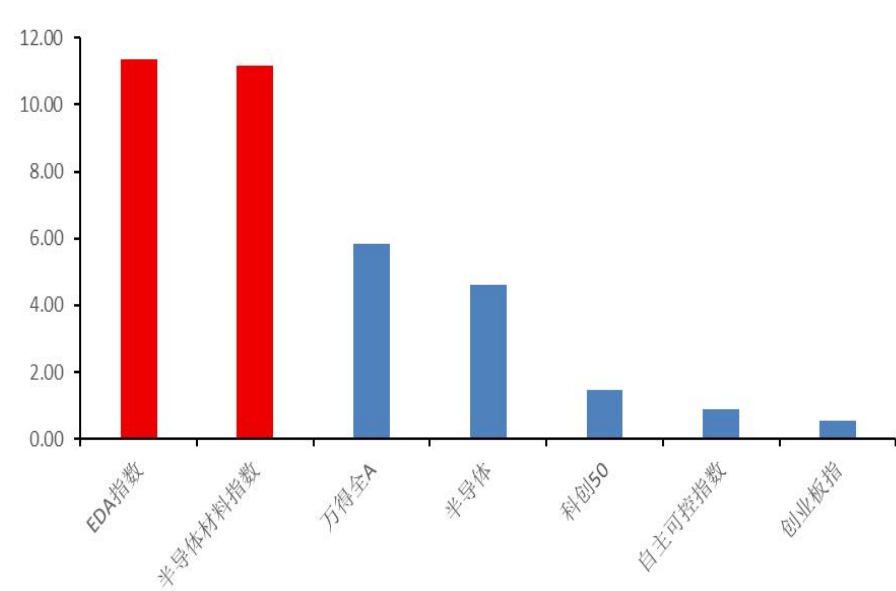
图46：传媒板块单季度盈利走势

板块	单季度净利润合计(同比增长率%)														盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
游戏II	9.94	-32.87	-47.83	-167.16	-5.02	-4.00	36.81	78.95	-38.18	-31.95	-21.70	-51.61	47.08		
影视院线	-75.34	-243.07	-102.21	-44.29	183.53	160.41	660.76	59.89	32.32	-157.84	-109.06	-93.40	75.92		
教育	-172.72	-60.81	130.63	71.06	110.97	144.64	-29.18	-56.58	8.43	0.44	-54.99	-14.18	-5.32		
电视广播II	34.94	-79.79	-28.58	-136.25	-14.00	37.15	-198.03	-401.94	-147.74	-126.50	-82.89	40.94	-70.15		
广告营销	-47.78	-21.35	-63.29	-787.40	131.47	-8.99	21.96	48.20	-16.03	0.39	-10.25	34.99	12.17		
出版	-4.79	-4.11	-11.67	-7.15	15.07	7.91	21.90	61.83	-25.65	-21.04	-36.57	-51.39	32.86		
数字媒体	-46.02	12.03	-14.10	14.66	44.26	2.26	-3.80	259.63	-47.84	-33.54	-37.55	-91.02	-4.54		
创业板指	-32.10	8.40	62.81	64.00	36.81	3.89	1.80	-23.44	5.78	4.57	-5.49	3.33	19.91		

资料来源：Wind，华龙证券研究所

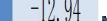
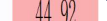
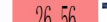
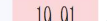
- 背景：一是产业链供应链安全。自主可控已上升为国家核心战略，旨在突破关键领域“卡脖子”技术，保障产业链安全。国资委79号文规定2027年前实现央企信息系统100%信创替代。政策持续加码，如大基金三期（3440亿元）重点投向光刻机、EDA等薄弱环节，广州、珠海等地出台集成电路专项政策，强化区域产业布局。二是中美贸易摩擦催化。2025年4月，美国商务部要求Synopsys、Cadence等EDA巨头停止对华销售，倒逼国产替代提速。
- 核心赛道：半导体设备与材料。当前半导体设备国产化率不足25%，但细分领域突破显著；工业软件与高端制造。研发设计类软件（CAD/EDA）国产化率不足10%。相关公司包括北方华创、中微公司、江丰电子；华大九天等。

图47：自主可控方向涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

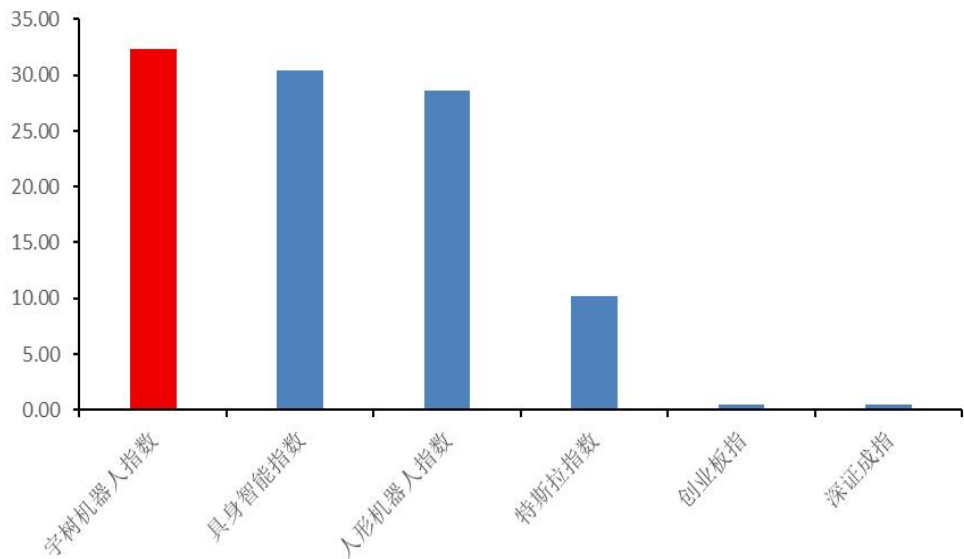
图48：自主可控相关板块单季度盈利走势

板块	单季度 净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
EDA指数	-26.51	-42.10	13.82	171.52	96.03	121.49	45.20	15.14	-0.41	-14.95	-26.36	-58.40	-12.94	
半导体材料指数	82.06	50.89	31.01	-6.06	-10.19	-6.83	-9.45	-110.67	-76.85	-88.17	-100.26	-1194.22	9.84	
半导体	78.91	39.06	43.66	16.55	13.81	-18.86	-35.40	-116.78	-86.45	-97.71	-80.49	5.83	44.92	
科创50	30.96	-10.55	8.21	17.53	-18.62	-16.88	-36.12	-35.76	-43.79	-53.24	-55.78	-67.41	-84.33	
自主可控指数	21.77	18.41	30.83	12.06	14.80	4.21	-5.93	-24.27	-21.32	-14.17	-9.41	6.02	26.56	
创业板指	-32.10	8.40	62.81	64.00	36.81	3.89	1.80	-23.44	5.78	4.57	-5.49	3.33	19.91	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 人形机器人产业正处于技术突破与商业化落地的关键拐点，核心关注点在于高速增长的市场预期、政策与资本强力驱动、产业链国产替代机遇及技术创新带来的成本下降潜力。
- 全球市场处于高速扩张阶段。2024年全球人形机器人市场规模约10.17亿美元，预计2030年达150亿美元，年复合增长率（CAGR）超56%。2025年有望成为量产元年。特斯拉Optimus计划2025年试产5000台，2026年目标5万台；国内企业如宇树科技、智元机器人2024年已实现千台级交付，2025年产能预计翻倍。商业化落地聚焦物流分拣、电力巡检等ROI明确场景。
- 关注上游零部件国产替代以及政策催化机会。谐波减速器、丝杠等依赖进口，但国内企业技术快速迭代。工信部《人形机器人创新发展指导意见》明确2025年批量生产目标。此外可关注AI大模型集成，以及材料和工艺革新方向。

图49：人形机器人指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

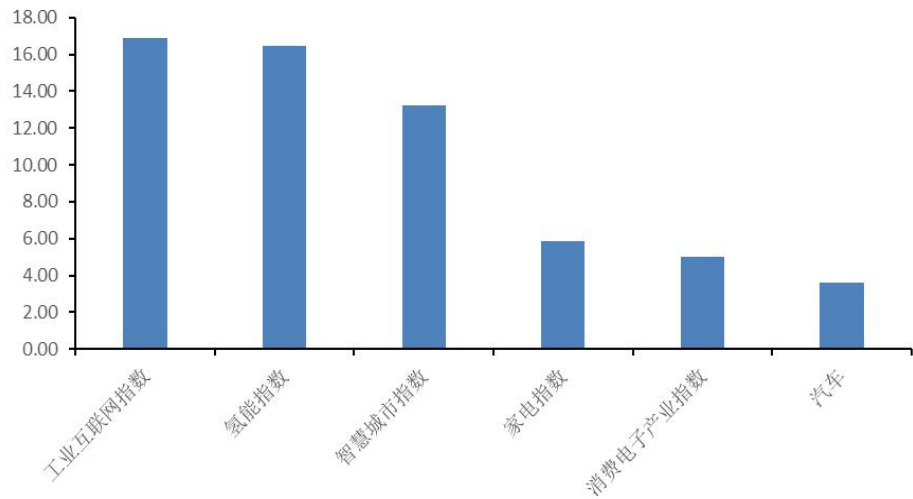
图50：人形机器人相关板块单季度盈利走势

板块	单季度、净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
宇树机器人指数	-	-	-	-	-12.86	10.57	6.02	-69.63	48.12	-5.17	6.19	-299.47	13.29	
具身智能指数	8.09	37.07	26.50	20.78	44.73	21.91	9.28	49.66	9.28	17.22	25.83	10.45	45.17	
人形机器人指数	-19.68	8.93	-12.51	-104.59	-31.23	-14.88	-24.81	2430.99	41.07	15.78	15.23	-26.27	51.72	
特斯拉指数	9.54	42.01	174.71	390.61	87.03	37.40	-12.96	-30.67	-10.56	-1.21	15.29	30.78	47.31	
创业板指	-32.10	8.40	62.81	64.00	36.81	3.89	1.80	-23.44	5.78	4.57	-5.49	3.33	19.91	
深证成指	-14.58	-13.76	-5.36	-16.43	2.79	-8.54	-3.73	-17.64	-10.73	-10.93	-6.64	-21.26	15.23	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

➤ 政策再度释放。7月初，国家发改委安排超3000亿元支持2025年第三批“两重”建设项目。2025年“两重”建设共安排8000亿元支持1459个项目，涉及长江流域生态修复、长江沿线重大交通基础设施、西部陆海新通道、高标准农田、重大水利工程、城市地下管网、“三北”工程、医院病房改造等重点领域。7月1日，财政部公开了2025年第三季度国债发行有关安排，三季度将共计发行11只超长期特别国债，强调发挥财政资金引导和带动效应，支持做好“两重”“两新”等工作。6月23日，央行货币政策委员会2025年第二季度例会指出，有效落实好各类结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。投资方向关注：重大战略实施（交通、氢能源、防洪排涝系统）、重点领域安全能力建设（地下管网建设、城市更新）；大规模设备更新（5G-A、工业互联网、工业自动化、医疗设备、智慧医院、智慧教育）、消费品以旧换新（消费电子、家电、汽车、再生资源）等。

图51：“两重”“两新”主题相关指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

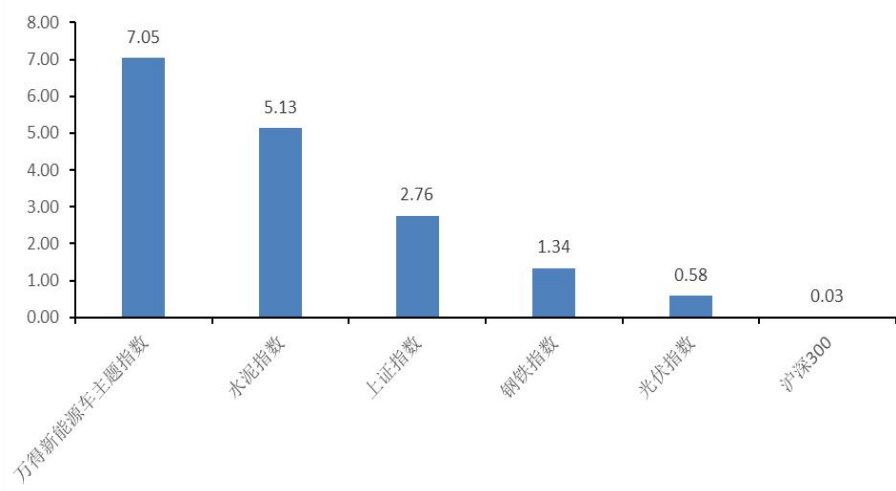
图52：“两重”“两新”主题相关指数单季度盈利走势

板块	单季度,净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
氢能指数	-4.08	-27.68	-15.06	299.30	-24.08	11.04	-15.09	-53.10	-38.44	-35.99	-45.52	-111.25	28.00	
智慧城市指数	-15.25	-24.68	-31.41	-50.80	36.87	-17.89	4.32	208.89	-36.01	-8.87	1.44	-179.90	24.96	
工业互联网指数	-8.92	-6.65	4.70	-21.33	-2.14	6.75	6.38	10.62	11.30	8.08	-1.20	6.73	18.04	
消费电子产业指数	0.00	-19.19	-15.59	-17.64	-16.93	2.33	13.93	8.00	9.96	14.30	-4.44	-1.43	25.76	
家电指数								23.12	12.39	8.58	0.85	6.26	30.94	
汽车	7.30	-24.35	50.22	586.02	7.09	47.14	39.14	73.21	-5.08	42.72	-18.97	15.29	16.77	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 政策：2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议召开，会议提出“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”，受到市场关注。核心目标是通过优化供给结构、遏制恶性竞争、淘汰低效产能，推动经济高质量发展。
- 背景：PPI连续32个月为负，企业陷入“内卷式”价格竞争，企业利润承压。
- 特点：(1)政策力度强，中央财经委明确指出要“依法依规治理企业低价无序竞争”，并推动落后产能“有序退出”，政策导向更为清晰。(2)覆盖范围广，除了传统的钢铁、煤炭等周期行业，新兴行业如光伏、锂电池、新能源汽车、电商等也被纳入“反内卷”范畴。(3)政策节奏注重协同，强调“依法依规”和“有序退出”，更注重政策的科学性与可持续性。(4)重联动效应，与需求侧改革形成合力，共同推动经济结构优化。关注受益行业方向：钢铁、光伏、新能源汽车、水泥等。

图53：反内卷相关指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图54：反内卷相关指数单季度盈利走势

板块	单季度净利润合计(同比增长率%)													盈利走势
	2022q1	2022q2	2022q3	2022q4	2023q1	2023q2	2023q3	2023q4	2024q1	2024q2	2024q3	2024q4	2025q1	
万得新能源车主题指数	81.67	78.96	114.53	123.92	0.95	-19.82	-28.32	-55.04	-33.83	-8.18	-18.79	0.37	34.89	
水泥指数	-22.91	-28.48	-65.69	-101.64	-90.23	-36.63	-43.93	104.74	-511.81	-69.29	8.82	473.34	62.56	
上证指数	5.37	4.11	-0.38	-6.89	3.51	-9.10	1.00	-6.56	-4.94	1.08	8.75	-0.98	1.13	
钢铁指数	-28.35	-69.23	-111.74	-70.24	-70.76	-67.34	379.04	3165.82	-85.66	-21.63	-197.81	-212.42	13566.48	
光伏指数	74.35	92.29	100.02	105.43	67.39	10.91	-18.32	-109.31	-79.10	-99.47	-93.02	-4055.39	-87.64	
沪深300	2.63	3.53	2.46	-6.35	6.77	-5.91	0.00	-6.75	-4.10	-0.22	10.27	2.58	3.32	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

对等关税 扰动可控

2

摩擦缓和 政策显效

3

长牛未央 坚守成长

4

行业主题 突出重点

5

风险提示

- (1) **经济复苏不及预期风险。**在政策的支撑下，经济复苏良好，政策预期仍会持续发力稳定内需，经济有望持续复苏向好，但仍会受到很多不确定因素的影响，若经济复苏不及预期可能会引发市场波动。
- (2) **行业风险。**行业业绩会受到多种因素影响，如供求关系、行业周期、关税政策等，若业绩不及预期可能导致行业指数或个股波动。
- (3) **汇率风险。**人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，有利于A股市场表现，但人民币汇率受到多种因素影响，若超预期波动可能导致市场波动。
- (4) **数据风险。**行业历史数据表现不能完全代表未来，且行业受多种因素影响，结果与实际可能存在差距。第三方预测数据误差风险。
- (5) **贸易保护主义风险。**全球贸易保护主义事件频率有所上升，尤其涉及到关税领域，若关税加征继续超预期，可能会引发全球经济进一步的衰退风险。
- (6) **黑天鹅事件。**难以预计的突发事件对市场产生干扰，这些事件可能包括地缘冲突、金融风险、自然灾害等。

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告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。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046