

价值重估，结构致胜

——2025 年中期 A 股投资策略

研究员：陈建华

执业证书编号：S1470512090001

邮箱：chenjh@ytzq.com

研究员：雷文

执业证书编号：S1470523100001

邮箱：leiw@ytzq.com

相关研究报告

1. 《PPI 同比降幅扩大，出口彰显韧性》——2025 年 6 月 10 日

2. 《为市场注入更多确定性》——5 月 7 日金融政策发布会解读

2025 年 5 月 8 日

3. 《政策前置发力，一季度经济开局良好》——2025 年 4 月 18 日

核心观点：

二季度市场回顾：关税冲击，A 股探底回升 四月上旬受美国“对等关税”政策影响，A 股单日大幅下挫，但随后得益于政策维稳以及关税前景改善，沪深指数最终走出“V”型反弹行情。6 月末两市进一步走强，沪指站上 3400 点创出年内新高。

海外展望：1、地缘冲突加剧增大全球经济下行压力 全球范围内轮番爆发地缘冲突叠加美国特朗普政府对外加征关税，预计下半年全球经济下行风险将增大，IMF 进一步下调 2025 年全球 GDP 增长预期 0.5 个百分点至 2.8%。**2、美国经济小幅放缓，美联储 9 月或重启降息** 2025 年二季度以来美国经济虽有所减速，但仍保持韧性。5 月份美国就业市场整体上仍保持稳定，未见明显的衰退迹象，但零售销售与地产数据均弱于预期，显示经济增长有所放缓。下半年随着经济形势的进一步明朗，美联储预计将重启降息，新一轮降息料自 9 月份开始。

国内经济展望：1、二季度国内经济继续彰显韧性 预计 2025 年二季度国内 GDP 单季增速在 5.2% 左右，累计增速高于年初两会“5.0% 左右”的目标，“抢出口”及政策前置发力对上半年国内经济形成明显带动。**2、下半年出口压力或增大** 尽管中美日内瓦会谈后，双方调降关税使得两国贸易得以重启，但美国对中国商品整体加权平均关税税率仍高达 38% 左右。在高关税的背景下，下半年国内出口面临的压力或将增大，预计全年出口增速在 4.0% 左右。**3、下半年财政仍有释放空间，但温和刺激仍是基准情形** 1-5 月广义财政支出增速达 6.6%，低于两会预算

9.3%的预期增速，下半年国内财政仍有释放空间。但同时温和刺激仍是基准情形，积极的财政政策既充分考虑实现年度预期目标需要，确保全年 GDP “5 左右” 增速的实现，又着力增强中长期发展动能，下半年宏观政策力度明显超预期的可能性依然不大。**4、经济内生增长动能有待进一步修复** 下半年在政策支持下国内经济整体仍将保持稳定，但鉴于出口增速放缓带来的压力，偏低迷的房地产市场以及相对温和的财政刺激力度，国内经济复苏不均衡的格局预计仍将延续。

资本市场改革促进 A 股市场生态进一步优化 伴随一系列改革措施的落地生效，A 股市场生态持续优化，具体体现在：1) 投融资更加均衡；2) 上市公司分红水平持续提升，投资者获得感增强；3) 稳定资本市场政策定位提振投资者信心。

2025 年中期 A 股展望 **1、低利率环境下 A 股估值将受到支撑** 截止 6 月 24 日，沪深 300 指数风险溢价为 6.03%，在+1 标准差（6.09%）附近，处于过去 10 年 80%分位点水平。展望下半年，资金无风险利率预计仍将延续低位，低利率环境将对 A 股整体估值水平形成支撑。**2、业绩有望带来正面贡献** 随着 9.24 以来宏观政策对经济增长支持力度增强，叠加基数效应，A 股盈利进一步下修的空间有限，业绩因素有望对下半年 A 股运行有望形成正面影响。**3、价值重估，结构致胜** 下半年 A 股出现系统性机会的可能性不大，结构性价值重估或主导沪深两市运行。重估的动力来自 1) 国内整体经济的企稳，市场悲观预期的逐步改善；2) 中长期资金入市带来的配置需求，同时稳定资本市场的政策定位，使得投资者信心得到提振，并逐步形成基本预期；3) 中国在中美大国博弈中被动局面逐步扭转，美联储重启降息。重估的领域我们认为将以 A 股核心资产为主，但与此同时风险偏好改善背景下，主题交易持续活跃预计仍将是下半年 A 股市场的重要特征之一。因此，结构性机会的把握将成为下半年 A 股投资致胜的关键。

投资策略——两条主线把握下半年机会 投资策略上建议继续以把握结构性机会为主，具体建议关注两条主线。一是 A 股核心资产价值重

估的机会，包括高股息价值板块，各领域行业龙头等，重点推荐非银、有色、新能源汽车等板块龙头个股机会；另一方面建议关注各类主题机会，重点推荐国防军工、科技（AI、人形机器人、自动驾驶）、大消费（创新药、新消费）、重组等。

风险提示 1、国内稳增长政策力度低于预期，经济明显走弱；2、房地产市场调整压力进一步增大；3、美国关税政策冲击超预期。

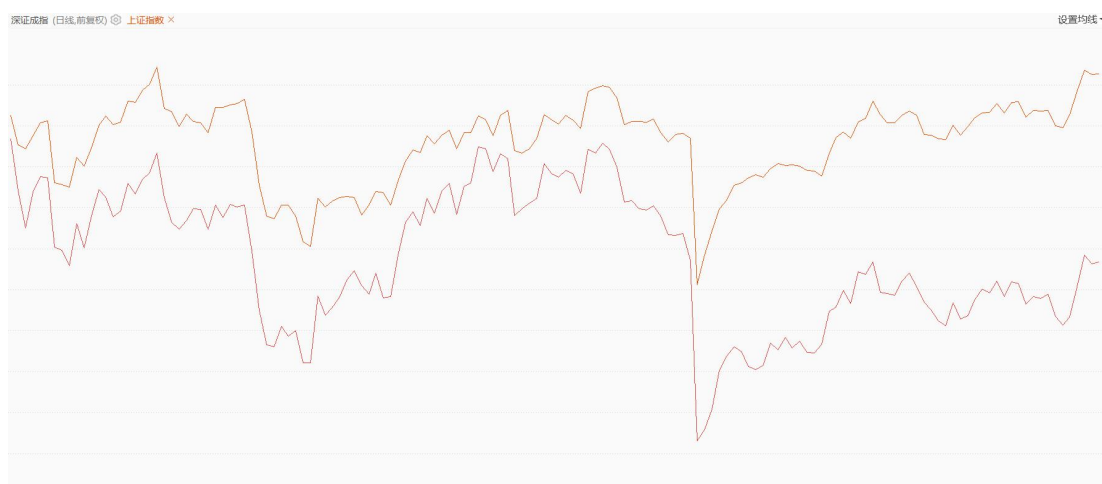
目录

一、二季度市场回顾：关税冲击，A 股探底回升	5
二、海外：地缘冲突升温，全球经济增长动能减弱	6
1、地缘冲突加剧增大全球经济下行压力	6
2、美国经济小幅放缓，美联储 9 月或重启降息	8
三、国内经济展望：内生增长动能有待进一步修复	9
1、 二季度国内经济继续彰显韧性	9
2、 下半年国内出口压力或增大	11
3、 财政仍有释放空间，但温和刺激仍是基准情形	12
4、 经济内生增长动能有待进一步修复	13
四、资本市场改革促进 A 股市场生态进一步优化	15
1、 投融资更加均衡	15
2、 上市公司分红水平持续提升，投资者获得感增强	16
3、 稳定资本市场政策定位提振投资者信心	17
五、2025 年中期 A 股展望——价值重估，结构致胜	19
1、 低利率环境下 A 股估值将受到支撑	19
2、 业绩有望带来正面贡献	19
3、 价值重估，结构致胜	20
六、投资策略——两条主线把握下半年机会	22
1、 2025 年下半年高端制造方向投资策略	22
2、 科技方向投资策略	24
七、风险提示	26
信息披露	27

一、二季度市场回顾：关税冲击，A 股探底回升

2025 年二季度 A 股沪深两市整体呈探底回升走势。四月上旬受美国特朗普政府“对等关税”政策出台影响，全球资本市场动荡加剧，4 月 7 日 A 股两市大幅下挫，但随后得益于政策维稳以及关税前景改善，沪深指数最终走出“V”型反弹行情。6 月末两市进一步走强，沪指站上 3400 点创出年内新高，深证成指亦收回 4 月上旬调整失地。

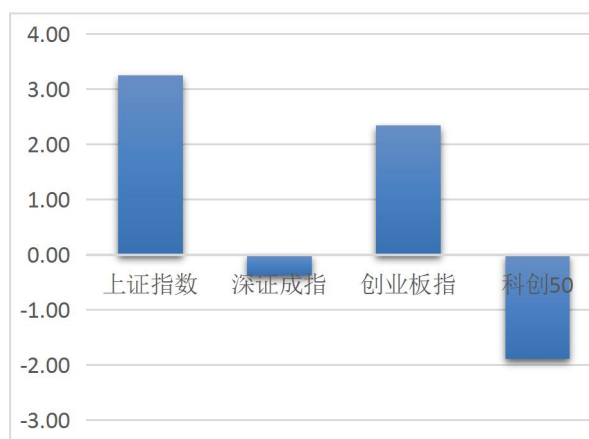
图表 1：沪深指数走势图



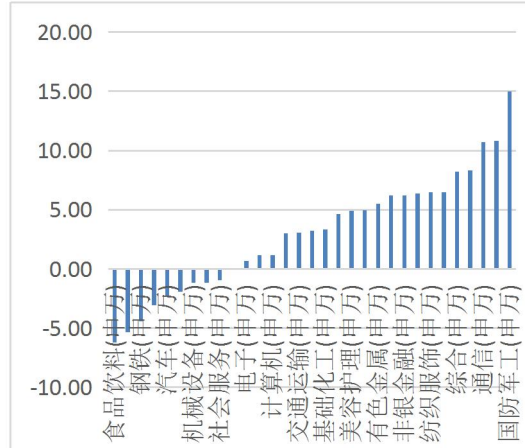
数据来源：WIND，银泰证券研究所

截止 6 月 30 日收盘，沪指收于 344.43，单季+3.26%，深证成指收于 10465.12，单季-0.37%，同期创业板指数、科创 50 指数分别+2.34%和-1.89%。从行业表现情况看，二季度 A 股各板块指数涨多跌少，申万 31 个一级行业指数 22 家上涨 9 家下跌，其中国防军工、银行、通信涨幅均超 10%，此外传媒、综合、农林牧渔等涨幅亦位居前列，同期食品饮料、家用电器、钢铁等跌幅居前，各板块指数调整幅度均超 4%。

图表 2：二季度 A 股各指数涨跌幅



图表 3：一季度 A 股各行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，银泰证券研究所

二、海外：地缘冲突升温，全球经济增长动能减弱

1、地缘冲突加剧增大全球经济下行压力

2025 年上半年全球地缘政治博弈进一步加剧。6 月 13 日，以色列宣布对伊朗进行先发制人式空袭，6 月 21 日，美国对伊朗福尔多、纳坦兹和伊斯法罕三处核设施的袭击，进一步推动中东紧张局势升级。尽管 6 月 23 日传出以色列和伊朗已就“全面彻底停火”达成一致，但在双方矛盾难以调和的背景下，地区紧张局势预计仍将延续。

当前全球范围内轮番爆发的地缘冲突将对经济产业链形成扰动，对国际贸易秩序形成负面影响，从而增大经济增长面临的压力，叠加上半年美国特朗普政府对外加征关税带来的冲击，预计 2025 年下半年全球经济下行风险将进一步增大。

2025 年 4 月 IMF 最新一期的《世界经济展望》进一步下调 2025 年全球 GDP 增长预期，由上期的 3.3% 下调 0.5 个百分点至 2.8%，其

中发达经济体预测增速为 1.4%，新兴市场和发展中经济体与此增速为 3.7%，均下调 0.5 个百分点。

图表 4：IMF 全球经济增长率预测（%）

《世界经济展望》增长率预测			
(实际GDP, 年百分数变化)	预测值		
	2024	2025	2026
全球产出	3.3	2.8	3.0
发达经济体	1.8	1.4	1.5
美国	2.8	1.8	1.7
欧元区	0.9	0.8	1.2
德国	-0.2	0.0	0.9
法国	1.1	0.6	1.0
意大利	0.7	0.4	0.8
西班牙	3.2	2.5	1.8
日本	0.1	0.6	0.6
英国	1.1	1.1	1.4
加拿大	1.5	1.4	1.6
其他发达经济体	2.2	1.8	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.3	3.7	3.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	4.5	4.6
中国	5.0	4.0	4.0
印度	6.5	6.2	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.4	2.1	2.1
俄罗斯	4.1	1.5	0.9
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.0	2.4
巴西	3.4	2.0	2.0
墨西哥	1.5	-0.3	1.4
中东和中亚	2.4	3.0	3.5
沙特阿拉伯	1.3	3.0	3.7
撒哈拉以南非洲	4.0	3.8	4.2
尼日利亚	3.4	3.0	2.7
南非	0.6	1.0	1.3
备忘项			
新兴市场和中等收入经济体	4.3	3.7	3.8
低收入发展中国家	4.0	4.2	5.2

来源：IMF,《世界经济展望》，2025年4月。

注释：对于印度，数据和预测值按财政年度列示，2024/25财年（从2024年4月开始）列于2024年一栏。若按日历年预测，印度的经济增长率预测值在2025年为6.5%，在2026年为6.2%。

国际货币基金组织

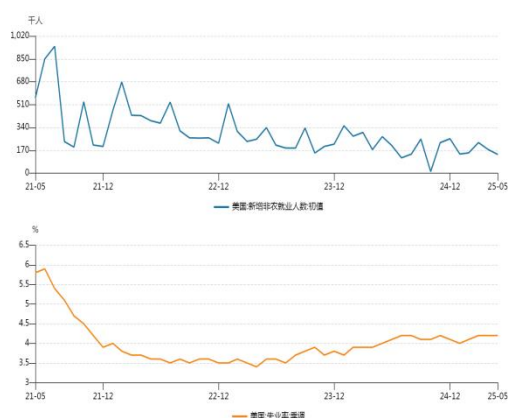
IMF.org/pubs

数据来源：IMF，银泰证券研究所

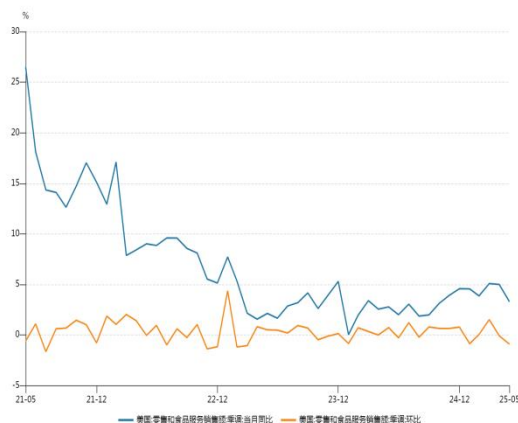
2、美国经济小幅放缓，美联储 9 月或重启降息

2025 年二季度以来美国经济虽有所减速，但仍保持韧性。劳动力市场方面，5 月美国新增非农就业 13.9 万，略高于预期值 13.0 万，失业率 4.2%，持平预期值和前值，美国就业市场整体上仍保持稳定，未见明显的衰退迹象。消费和房地产方面，美国 5 月零售销售与地产数据均弱于预期，显示经济增长有所放缓，其中 5 月零售销售季调环比-0.9%（预期-0.6%，前值-0.1%），季调同比+3.3%（前值+5.0%）；5 月私人住宅新屋开工数量季调折年后为 125.6 万套（预期 135.7 万套，前值 139.2 万套），季调环比-9.8%（前值+2.7%）。6 月美联储更新的“点阵图”下调了其对 2025 年美国经济的预期，由 3 月的 1.7%进一步下调至 1.4%，表明高利率背景下，美国经济增速虽将放缓，但仍有望实现软着陆。

图表 5：美国新增非农就业、失业率



图表 6：美国零售和食品服务销售额（%）



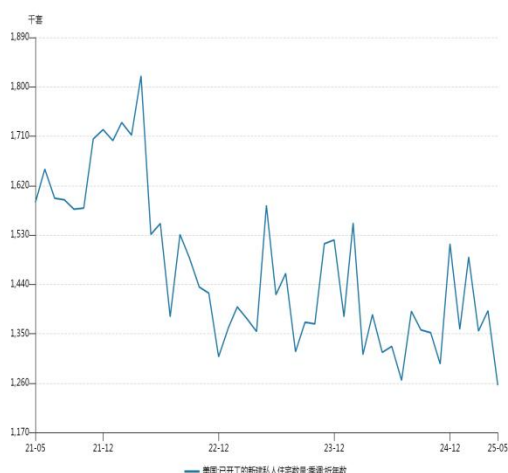
数据来源：WIND，银泰证券研究所

通胀方面，美国“对等关税”延期后，5 月的整体和核心 CPI 均低于市场预期，但鉴于 7 月 9 日关税豁免到期后政策仍存不确定性，

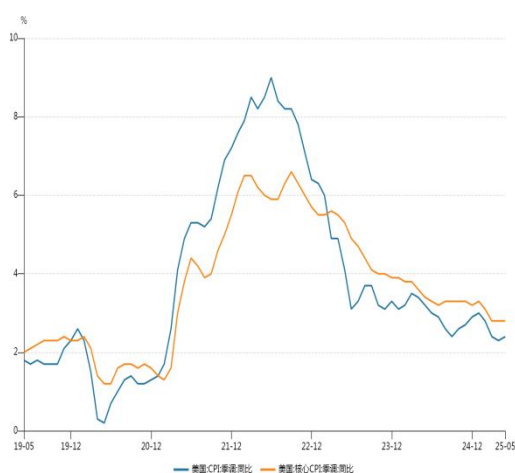
后期美国通胀不排除再度上行的可能，同时 4 月份加征关税对物价的影响预计也将在 6 月份后开始显现。美联储 6 月份更新的“点阵图”将 PCE 通胀水平由 3 月的 2.7% 进一步上调至 3.0%，显示其对后期物价仍持谨慎心理。

由于美国关税政策对通胀影响存在较大不确定性，美联储进入 2025 年以来连续 4 次议息会议维持利率不变。下半年随着经济形势的进一步明朗，美联储预计将重启降息，新一轮降息有望自 9 月份开始。

图表 7：私人住宅新屋开工数量（千套）



图表 8：美国 CPI、核心 CPI（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

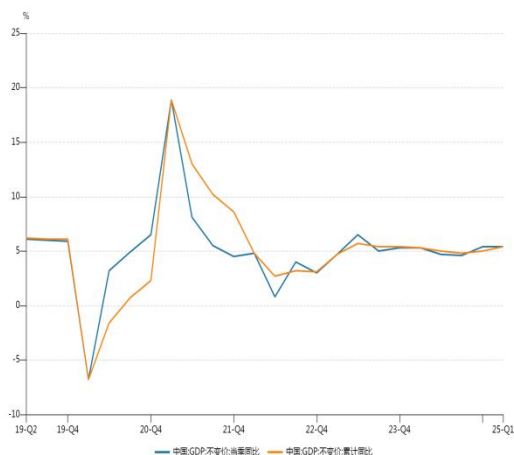
三、国内经济展望：内生增长动能有待进一步修复

1、二季度国内经济继续彰显韧性

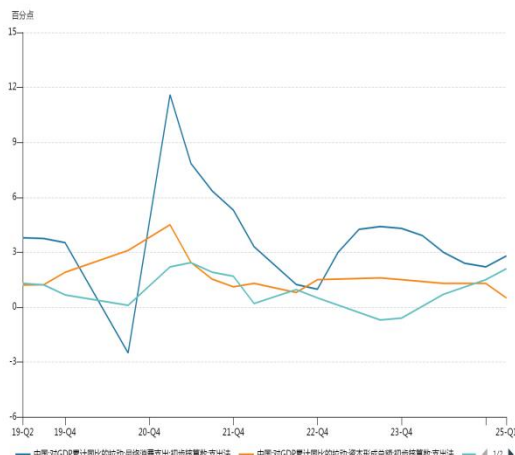
从工业生产、社会消费品零售总额、固定资产投资等口径看，二季度国内经济体现出较强的韧性，预计 2025 年二季度国内 GDP 单季增速在 5.2% 左右，累计增速高于年初两会“5.0% 左右”的目标。就

背后的原因分析，“抢出口”及政策前置发力对上半年国内经济形成明显带动。

图表 9：国内 GDP 增速（%）

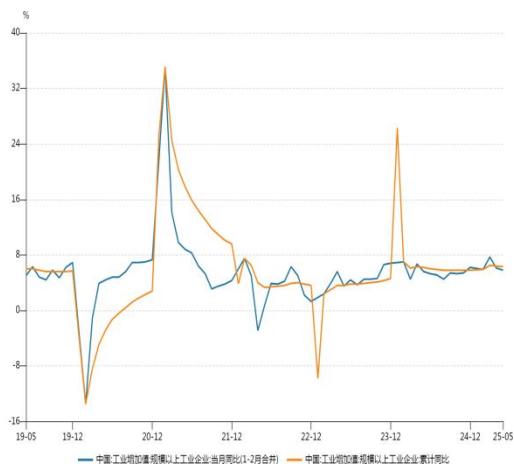


图表 10：三大需求对 GDP 的拉动（%）

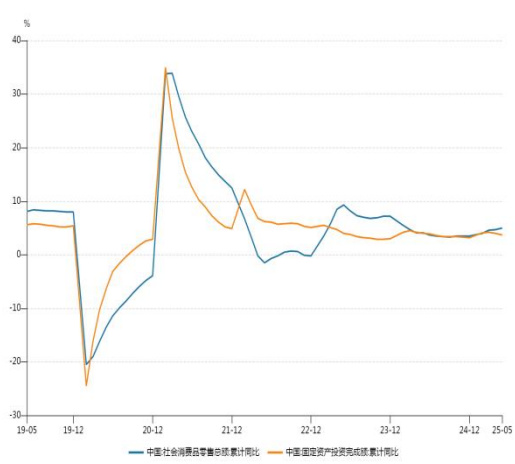


数据来源：WIND，银泰证券研究所

图表 11：工业增加值增速（%）



图表 12：消费、投资增速（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

工业生产方面，1-5 月全国规模以上工业增加值增速+6.3%，虽然较一季度的 6.5%有所放缓，但仍高于 2024 年全年的 5.8%；

消费方面，“以旧换新”政策支撑社零维持较快增长，1-5 月+5.0%，增速较一季度的 4.6%提升 0.4 个百分点，较 2024 年全年加快 1.5 个

百分点；

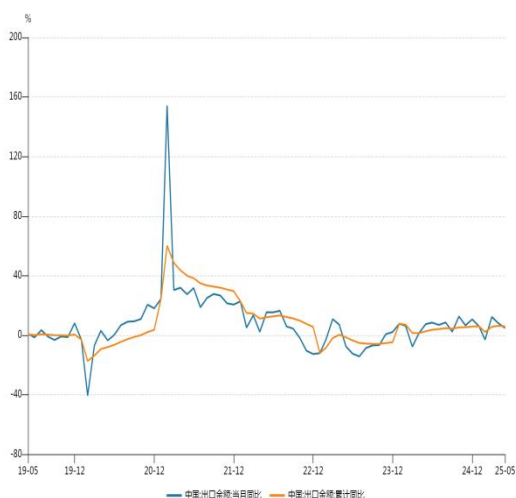
固定资产投资方面，1-5月+3.7%，较一季度的4.2%有所放缓，但仍高于2024年全年的3.2%。

2、下半年国内出口压力或增大

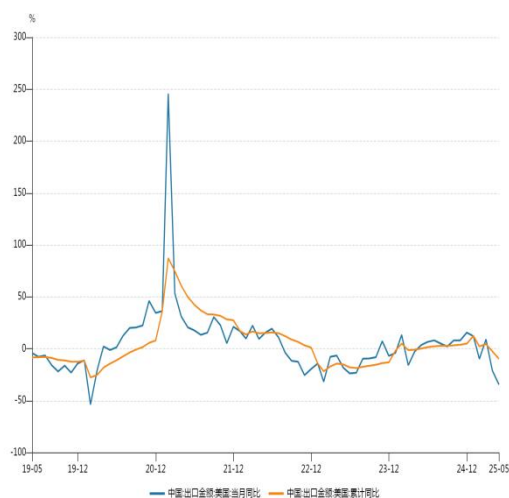
以美元计价，1-5月份国内出口+6.0%%，高于2024年全年的5.8%，美国关税政策带来的“抢出口”是上半年出口维持高增的一个重要原因，并对国内整体经济形成支撑。

下半年，高关税对国内出口的影响或逐步显现。尽管5月10日至11日中美日内瓦会谈后，双方调降关税使得两国贸易得以重启，但考虑到美国2025年2月4日和3月4日以“芬太尼”为借口加征的20%关税，再加上10%的“对等关税”，以及2024年加权平均11%的关税税率，即便减去部分商品关税豁免的影响，美国对中国商品整体加权平均关税税率仍高达38%左右。

图表 13: 出口增速 (%)



图表 14: 对美出口增速 (%)



数据来源：WIND，银泰证券研究

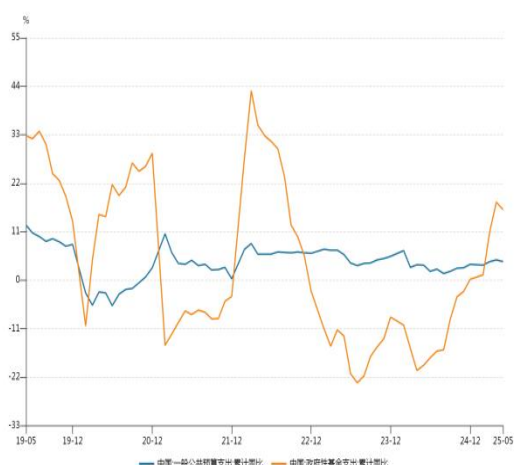
在高关税的背景下，下半年国内出口面临的压力或将增大。以美元计价，预计二至四季度国内出口同比增速可能分别为 5.3%、4.6%、0.8%，全年以美元计价的出口同比增速在 4.0% 左右。

3、财政仍有释放空间，但温和刺激仍是基准情形

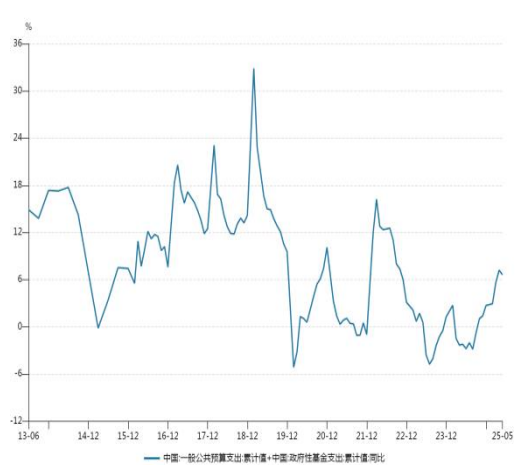
财政前置是上半年支持国内经济的另一个重要原因。1-5 月，全国一般公共预算收入累计同比增速为-0.3%，政府性基金预算收入累计同比增速为-6.9%，虽然广义财政收入增速仍为负值，但在政府债积极发行、去年同期低基数等因素的共同影响下，全国一般公共预算支出增速达 4.2%，政府性基金支出增速达 16.0%，广义财政支出增速 6.6%，较为明显的体现了财政前置的思路。

与此同时虽然 1-5 月广义财政支出增速达 6.6%，但低于两会预算 9.3% 的预期增速，其中 4.2% 的一般公共预算支出增速亦低于全年预期增速的 4.4%，表明下半年国内财政仍有释放空间。

图表 15：两本账支出累计同比（%）



图表 16：广义财政支出累计同比（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

尽管市场可能担心收入端面临的压力可能对全年预算实现形成制约，尤其房地产市场偏低迷的表现或对政府性基金收入产生拖累，但考虑到中央政府仍有较大的举债空间，同时两会“更加积极”财政政策的定调，我们认为决策层有充足的储备工具和政策空间，足以应对国内外的不确定性。

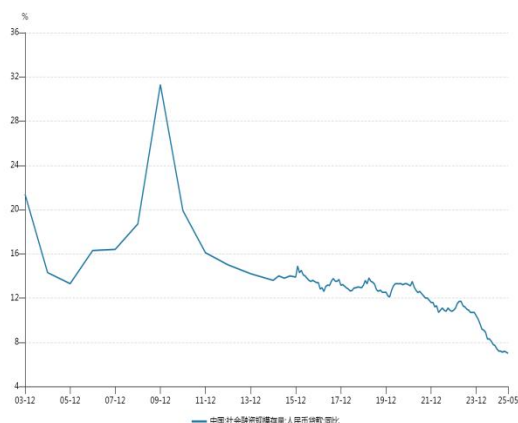
但同时可以预期的是，政策刺激力度保持温和仍是基准情形，积极的财政政策既充分考虑实现年度预期目标需要，确保全年 GDP “5 左右” 增速的实现，又着力增强中长期发展动能，下半年宏观政策力度明显超预期的可能性依然不大。

4、经济内生增长动能有待进一步修复

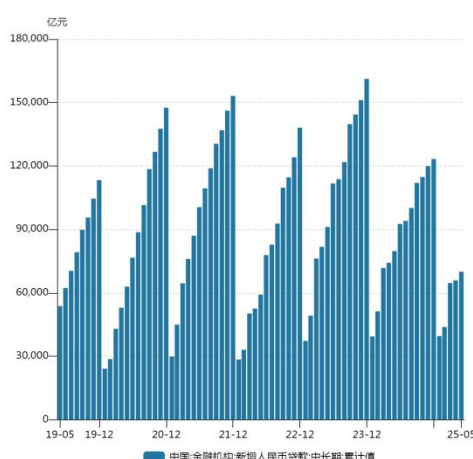
2025 年上半年国内经济虽然整体保持稳定，体现出了较强的韧性，但结构上仍面临不足之处，主要表现为“抢出口”以及财政政策是推动经济增长的核心驱动力，经济内生增长动能有限，经济整体相对稳定的表现并未能有效提振各方对未来的信心。

一个较为明显的证据，尽管 9.24 以来国内经济整体明显修复，但从社会融资规模项下新增贷款的数据看，代表企业、居民部门融资需求的人民币新增贷款并未能有效回升，即企业、居民部门对未来预期依然较为谨慎。5 月份社会融资规模项下人民币贷款增速 7.0%，增速创出历史新低；更能反映实体有效融资需求的中长期信贷，2025 年前 5 月新增 6.99 万亿，同样弱于 2024 年同期的 7.97 万亿以及 2023 年同期的 9.11 万亿。

图表 17: 人民币贷款增速 (%)



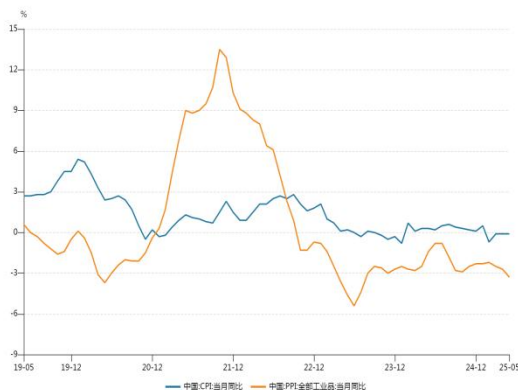
图表 18: 新增人民币贷款: 中长期 (亿元)



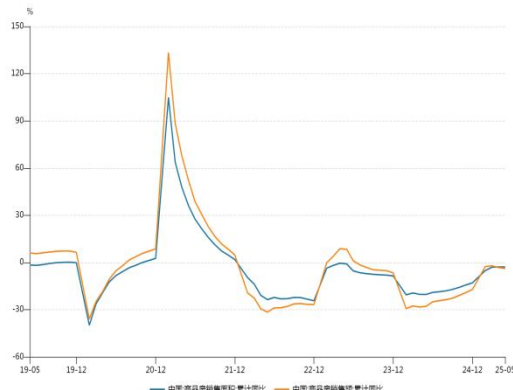
数据来源: WIND, 银泰证券研究所

就背后的原因分析,我们认为当前国内经济内生增长动能偏弱主要受三个方面因素影响。一方面,市场对后期国内出口依然存在担忧心理,抑制企业投资意愿。根据万得最新的一致预期,市场对 2025 年国内出口增速的预期为-4.0%。虽然由于预测机构较少,数据参考意义有限,但仍彰显国内出口面临的不确定性。另一方面房地产市场调整对消费、投资负面影响仍在延续;此外物价偏低迷的表现同样抑制企业投资意愿。

图表 19: CPI、PPI (%)



图表 20: 房地产销售面积、金额增速 (%)



数据来源: WIND, 银泰证券研究所

2025 年下半年，在政策支持下国内经济整体仍将保持稳定，但鉴于出口增速放缓带来的压力，偏低迷的房地产市场以及相对温和的财政刺激力度，我们认为国内经济复苏不均衡的格局预计仍将延续。

四、资本市场改革促进 A 股市场生态进一步优化

自 2024 年 4 月国务院印发《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新国九条）以来，国内资本市场改革持续推进。

2025 年，决策层继续推动“1+N”政策体系相关部署落地。1 月下旬，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度；5 月上旬，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，着力督促基金公司、基金销售机构等行业机构从“重规模”向“重回报”转变，形成行业高质量发展的“拐点”。伴随一系列改革措施的落地生效，A 股市场生态持续优化

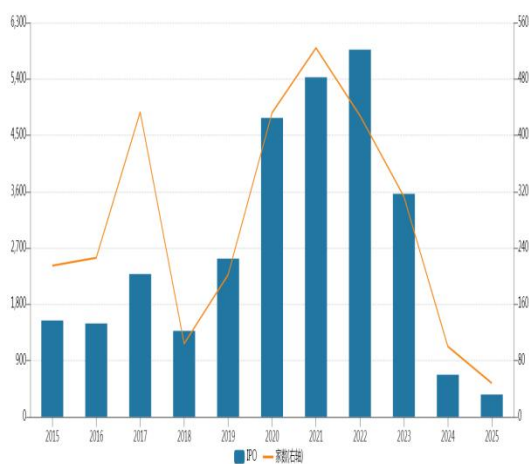
1、投融资更加均衡

新“国九条”提出未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架，“投融资结构趋于合理”。从数据上看，2024 年全年 A 股 IPO 家数 100 家，IPO 融资 673.53 亿元，2025 年截止 6 月中旬，A

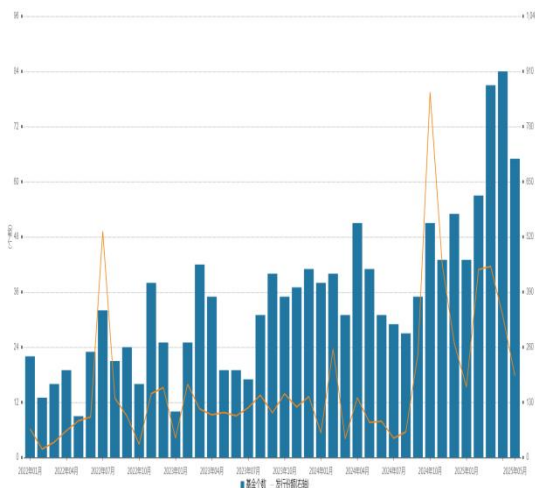
股 IPO 家数 48 家，IPO 融资 358.62 亿元，相较于 2022、2023 年无论 IPO 数量还是融资金额，均明显下降，新股发行节奏明显减缓。

从投资端的角度看，管理层大力推动中长期资金入市，积极发展股票 ETF，并大力推进公募基金改革，提升投资者汇报水平。在一系列政策措施的推动下，当前 A 股投融资结构进一步优化，市场资金供需更加均衡。

图表 21: A 股 IPO 融资金额及家数



图表 22: 股票型基金发行个数及份额 (%)



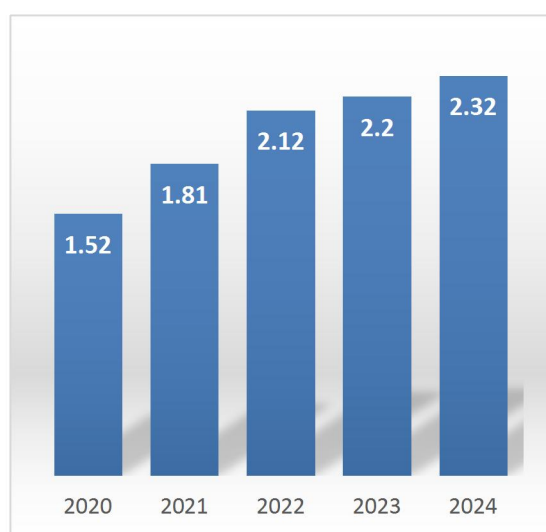
数据来源: WIND, 银泰证券研究所

2、上市公司分红水平持续提升，投资者获得感增强

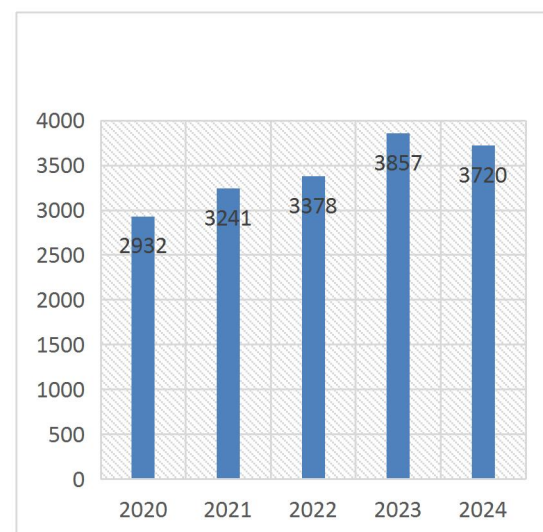
新“国九条”明确强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司采取限制大股东减持、实施风险警示等措施，同时证监会于 2024 年 11 月发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励董事会根据公司发展阶段和经营情况制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率。在此背景下，A 股上市公司分红率持续提升。

2024 年，A 股年度现金分红总额达到 2.32 万亿元人民币，刷新历史纪录，现金分红占当年 A 股上市公司归母净利润总额的 46%。从 2020 年至 2023 年，上市公司年度现金分红总额分别为 1.52 万亿元、1.81 万亿元、2.12 万亿元和 2.20 万亿元。进行现金分红的公司数量也逐年增加，2020 年至 2024 年，现金分红上市公司数量分别为 2932 家、3241 家、3378 家、3857 家和 3720 家。

图表 23: A 股现金分红金额（万亿）



图表 24: A 股现金分红上市公司数量（家）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

3、稳定资本市场政策定位提振投资者信心

自 2023 年 7 月下旬中共中央政治局会议和国务院常务会议相继提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”以来，近两年来高层会议多次提及相关话题。2025 年 4 月 25 日中共中央政治局会议再次提出“持续稳定和活跃资本市场”，且用词更加积极。

除此之外，4 月 8 日中央汇金公司表示，中央汇金一直是维护资本市场稳定的重要战略力量,是资本市场上的“国家队”,发挥着类“平

准基金”作用，央行在 4 月 8 日同步发声，坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场平稳运行。

我们认为高层会议的积极表态以及“国家队”的维稳，将增强后期 A 股市场的稳定性，并提振投资者对后期市场的信心。

表 1 资本市场系列政策

时间	部门/会议	举措
2023. 7. 24	政治局会议	政治局会议提出要活跃资本市场，提振投资者信心。
2023. 8. 18	证监会	以答记者问的方式就活跃资本市场工作部署与市场进行沟通，涵盖推动资本市场改革的多个层面。沪深北交易所进一步降低证券交易经手费。
2023. 8. 27	财政部，税务总局	自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。
2023. 8. 27	证监会	筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排；进一步规范股份减持行为；调降融资保证金比例，支持适度融资需求。
2023. 12. 08	证监会	就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。
2023. 12. 15	证监会	修订发布《上市公司股份回购规则》、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》。
2024. 1. 22	国务院	李强主持召开国务院常务会议，听取资本市场运行情况和工作考虑的汇报。
2024. 3. 15	证监会	集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件。
2024. 4. 12	国务院	国务院近日印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这次出台的意见共 9 个部分，是资本市场第三个“国九条”。
2024. 9. 24	央行	中国人民银行创设了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）和股票回购增持再贷款货币政策工具。
2024. 9. 24	中国证监会	发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》
2024. 9. 26	中央金融办、中国证监会	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》
2025. 3	两会《政府工作报告》	优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展
2025. 4. 25	政治局会议	持续稳定和活跃资本市场。

数据来源：WIND，银泰证券研究所

五、2025 年中期 A 股展望——价值重估，结构致胜

1、低利率环境下 A 股估值将受到支撑

2024 年 9.24 以来 A 股市场有所修复，但当前估值水平仍处于中性偏低水平。以股债风险溢价衡量，截止 6 月 24 日，沪深 300 指数风险溢价为 6.03%，在+1 标准差（6.09%）附近，处于过去 10 年 80% 分位点水平。

展望下半年，在国内经济内生增长动能依然偏弱，外围不确定性较大的背景下，央行适度宽松的货币政策基调仍将延续，国内资金市场流动性有望保持充裕，资金无风险利率预计仍将延续低位，低利率环境将对 A 股整体估值水平形成支撑。

图表 25：沪深 300 指数风险溢价（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

2、业绩有望带来正面贡献

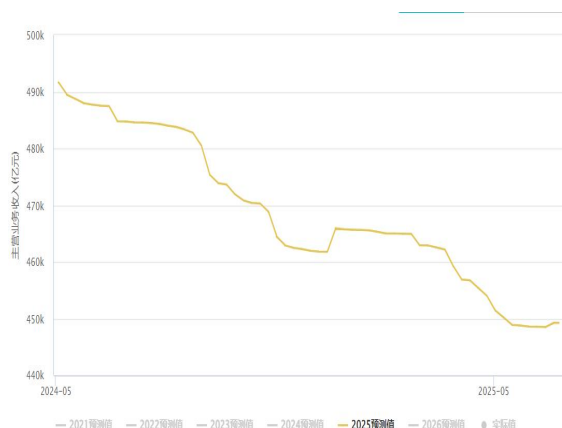
从业绩的角度看，受经济增长动能减弱，物价持续承压影响，2024 年以来市场连续下调 A 股盈利预期。但随着 9.24 以来宏观政策对经

经济增长支持力度增强，叠加基数效应，A 股盈利进一步下修的空间有限。

根据万得一致预期，当前市场对 2025 年沪深 300 营收增速预期为+5.3%，归母净利润增速为+8.7%，较 2024 年的+0.7%和+2.8%明显改善，业绩因素有望对下半年 A 股运行有望形成正面影响。

图表 26：沪深 300 营收一致预期（亿元）

图表 27：沪深 300 归母净利润一致预期（亿元）



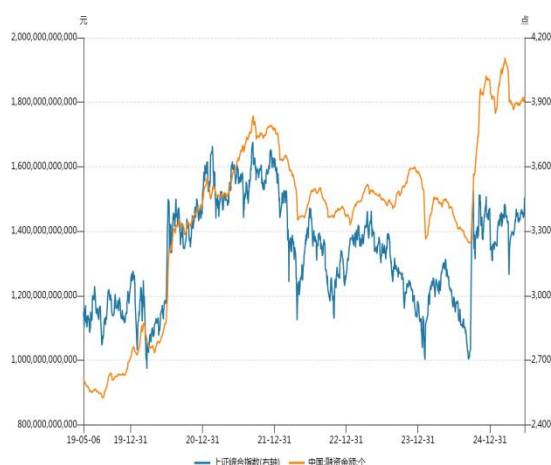
数据来源：WIND，银泰证券研究所

3、价值重估，结构致胜

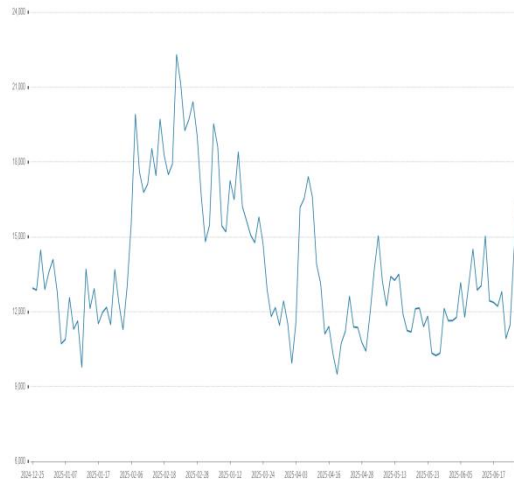
就下半年 A 股整体运行趋势看，我们认为由于沪深两市估值仍处于中性偏低水平，低利率环境将对 A 股整体估值水平形成支撑，同时业绩改善亦有望对市场形成正面影响，从这个角度看，A 股运行将依然面临相对有利的局面。除此之外，资本市场改革红利的释放将继续对下半年沪深两市运行产生积极影响，尤其高层会议多次强调要“活跃资本市场”，“国家队”维稳等，将提升 A 股市场的内在稳定性，并逐步增强投资者对资本市场信心。从外围看，美联储重启降息也将在一定程度上减轻国内资产价格面临的压力。

但与此同时，我们认为下半年 A 股运行也将面临以下几方面因素的掣肘，包括 1) 出口压力或逐步显现，并对国内经济形成边际上拖累；2) 国内财政刺激力度相对温和仍是基准情形，经济复苏不均衡的格局预计仍将延续，房地产市场、物价走势等预计仍将承压；3) 海外不确定性依然存在，包括中美关系、地缘政治博弈加剧等，将在一定程度上制约资金风险偏好。在此背景下，A 股出现系统性机会的可能性不大。

图表 28：全市场融资余额及沪指



图表 29：全 A 股成交金额（亿元）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

综合分析，对于下半年 A 股我们认为在缺乏整体性机会的背景下，市场结构性价值重估或主导沪深两市运行。重估的动力来自 1) 国内整体经济的企稳，市场悲观预期的逐步改善；2) 中长期资金入市带来的配置需求，同时决策层稳定资本市场的政策定位，使得投资者信心得到提振，并逐步形成基本预期；3) 中国在中美大国博弈中被动局面逐步扭转，美联储重启降息。重估的领域我们认为将以 A 股核心资产为主，但与此同时伴随指数的进一步企稳，市场资金风险

偏好亦有望边际改善，主题交易持续活跃预计仍将是下半年 A 股市场的重要特征之一。因此，结构性机会的把握将成为下半年 A 股投资致胜的关键。

六、投资策略——两条主线把握下半年机会

结合我们对下半年 A 股市场环境及运行趋势的判断，投资策略上建议继续以把握结构性机会为主，具体建议关注以下两条主线。一是 A 股核心资产价值重估的机会，包括高股息价值板块，各领域行业龙头等，重点推荐非银、有色、新能源汽车等板块龙头个股机会；另一方面建议关注各类主题机会，重点推荐国防军工、科技（AI、人形机器人、自动驾驶）、大消费（创新药、新消费）、重组等。

1、2025 年下半年高端制造方向投资策略

2025 年上半年高端制造相关板块行情呈现结构分化状态，固态电池、机器人和风电方向领涨，新能源、机械、汽车等方向部分细分领域有所表现，预计未来板块涨跌分化仍将延续。从具体行业来看，人形机器人产业化落地进展加快，产业进入新拐点，人形机器人方向仍具备较多的投资机会。新能源相关的光伏、风电、锂电等产业供需格局有望在 2025 年持续改善，各行业具备持续修复动力，汽车、机械在政策的持续推动下景气度有望延续，行业具备一定上涨空间，低空经济、固态电池、智能驾驶等新兴产业方向有望延续主题投资风格。

新能源大方向供需格局有望持续改善，价格企稳回升将有助于公

司盈利修复。光伏行业在政策引导、强化自律的背景下，供需关系有望改善，上半年国内光伏项目由于政策变化引发抢装潮，光伏产品价格企稳回升。光伏电池技术持续迭代，落后产能逐步退出，关注 BC 电池、HJT、钙钛矿等电池新技术方向的投资机会。此外，海外出口持续增长的逆变器、储能及组件方向也值得重点关注。风电行业项目招标量创历史新高，风机价格理性回归，陆风、海风同步推进，行业盈利大幅改善，关注风机整机及塔筒、海缆、铸件等零部件制造相关环节的投资机会。锂电池需求旺盛，固态电池进入关键量产化阶段，未来有望逐步在电动汽车上实现装车。锂电方向关注技术差异化较大的固态电池材料和设备、盈利稳定的头部锂电池厂商的相关投资机会。

汽车促销政策延续，汽车产销量有望保持稳定增长。比亚迪、华为、小鹏等车企将高阶智驾逐步下沉到低位价格区间，智能驾驶渗透率有望快速提升。比亚迪推动超高压快充平台发展，充电桩领域将迎来新的变革。此外，特斯拉 Robotaxi 服务正式上线，无人驾驶出租车有望加快商业化落地。汽车方向建议关注整车及零部件、智能驾驶、快充超充等方向的机会。

机械细分板块中人形机器人和低空经济已经进入商业化拐点期，25 年将是人形机器人和低空经济产业共同爆发元年。在特斯拉、英伟达、华为等巨头加持下，人形机器人将进入量产后阶段，人形机器人相关产业链值得重点关注。在政策和产业升级共同推动下，eVTOL 有望逐步放量，关注 eVTOL 整机及零部件制造、低空管控、低空运

营等细分方向的投资机会。此外机械行业中的工程机械、轨交设备受益于设备更新和出口增长，业绩有望持续改善。

2、科技方向投资策略

(1) 从成长角度来看，二季度 AI 产业取得重大突破。

海外云侧 AI：英伟达产业链方面，自四月起 NVL72 机柜量产问题逐步解决，在一季度机柜出货仅略超一千台的基础上，二季度机柜出货或突破六千台，三季度供给侧瓶颈或完全消除、出货或突破一万台，与此相对应的则是产业链配套订单迅速放量的趋势。需求端方面，近期博通、Marvell 等海外巨头纷纷上修 ASIC 需求指引，2026 年-2028 年算力需求或仍保持中高增速，而从应用端趋势来看，选取海外谷歌和国内字节为代表，其推理侧 tokens 消耗数近一年维度分别提升 50 倍和 100 倍，推理侧算力需求呈现显著的爆发趋势。同时，年内大概率出现的 Agent 应用趋势和三季度发布的 GPT5 模型，或将进一步推升推理侧需求上升的斜率。另外，GPT5 模型能力若呈现跨越式发展，则有可能推动新一轮的训练侧需求爆发。建议持续关注海外算力链投资机会，其中英伟达链或将进一步实现板块性修复行情，另外 ASIC 链如二线 PCB、二线光模块等方向则有可能实现超额弹性。

国内云侧 AI：从推理侧需求外，除字节外，Deepseek、阿里、腾讯等推理侧 tokens 消耗数同样成爆发趋势，国内大厂推理侧 tokens 消耗数加总已接近海外大厂加总水平，同时国内 Agent 应用渗透相比海外晚了近一个季度，目前才刚刚开始，乐观假设下，未来一年国内推理侧需求或超过海外。从算力供给侧来看，随着中美对抗加剧，国

内大厂能够采购到的海外算力芯片越来越有限，国内算力芯片缺口呈现进一步扩大的态势。由于大陆龙头晶圆厂的年修事故问题，上半年国产算力芯片的良率和产量爬坡都受到负面影响，乐观假设下，下半年国产算力供应或迎来显著增长，建议关注国产算力供应链投资机会，重点关注 ASIC 合作开发商、龙头芯片厂商、国产服务器配套供应链、算力租赁供应商、数据中心配套供应链等方向。

端侧 AI：AI 端侧整体市场需求以及新品发布节奏低于此前市场预期，考虑到大陆供应链在 AI 眼镜等产品上供应链完备且拥有极强的竞争力，建议对三季度 AI 眼镜新品发布保持跟踪关注。

（2）国产替代

从国产替代角度来看，先进制程晶圆代工厂和半导体设备板块仍然具备投资价值。随着国内算力芯片缺口呈现进一步扩大的态势，国产算力芯片需求迅速提升，这或将推动国内龙头晶圆厂和存储厂的先进制程产线扩张超预期，建议关注先进制程晶圆厂估值提升的投资机会、国产光刻设备及上游相关供应商订单从 0 到 1 的投资机会、以及其他半导体设备国产化率提升的投资机会。

（3）周期方向。

从周期角度来看，科技行业整体周期在 2024 年下半年到 2025 年上半年进一步下行触底，2025 年二季度开始，海外三大存储厂先后提前对 DDR4 产品进行停产，存储板块再次进入上行周期，二季度 DDR4 产品现货单季涨幅超过 200%，由于停产带来的供需缺口，DDR4 涨势预计将持续到三季度，同时带动 DDR3 和 DDR5 现货出现

不同程度的上涨，建议关注存储产业链投资机会，重点关注存储模组厂商周期性投资机会。

七、风险提示

- 1、国内稳增长政策力度低于预期，经济明显走弱；
- 2、房地产市场调整压力进一步增大；
- 3、美国关税政策冲击超预期。

信息披露

研究员承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确反映了研究员本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归银泰证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。