

7 月金股组合

股票代码	股票名称
002244.SZ	滨江集团
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
688680.SH	海优新材
603011.SH	合锻智能
600054.SH	黄山旅游
300476.SZ	胜宏科技
688519.SH	南亚新材

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3457.75	0.39
深证成指	10476.29	0.11
沪深 300	3942.76	0.17
中小 100	6553.18	0.38
创业板指	2147.92	(0.24)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
综合	2.60	计算机	(1.18)
医药生物	1.80	商贸零售	(0.79)
银行	1.54	通信	(0.45)
有色金属	1.49	传媒	(0.38)
公用事业	1.05	电力设备	(0.37)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250702

■ 重点关注

【策略研究】2025 年中期策略报告*王君 徐沛东 郭晓希 徐亚 高天然。在科技重估、关税冲击、政策储备等多维度下，怎么配 A 股才能成功突围？

【宏观经济】一季度对外经济部门体检报告*管涛 刘立品。2025 年一季度，我国国际收支延续经常项目顺差、资本项目逆差的自主平衡格局，交易引起的外汇储备资产减少但外汇储备余额增加，民间部门首次转为对外净资产。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】2025 年中期策略报告——多重角力下的突围选择

王君 徐沛东 郭晓希 徐亚 高天然

在科技重估、关税冲击、政策储备等多维度下，怎么配 A 股才能成功突围？

大类资产：弱补库中后期，A 股确定性更强。基于周期理论的改进 BL 模型，2025 年下半年，股票资产配置比例可适度提升，与此同时，适度下调商品资产的配置比例，债券资产维持上限配置比例。下半年全球弱补库进入中后期，大类资产方面，中长期去美元进程已经开启，去美元化大趋势下，美元替代逻辑仍将演绎。补库周期的基准假设下，风险资产>避险资产，去美元大逻辑下，贵金属有望持续走强。国内资产方面，内需止跌弱修复的基准假设下，A 股相对占优。需要警惕四季度地缘政治风险及美债危机的潜在可能。

A 股大势及风格：维持 A 股盈利弱修复，估值强支撑的预判。下半年 A 股估值端仍有望维持较强的支撑作用，伴随着弱美元周期的开启，A 股在全球“去美元化+估值洼地”共振下迎来资金面改善与结构性重估行情。年内 A 股或仍延续箱体震荡格局，节奏上可结合情绪指数进行波段操作。风格上，基于我们的风格因子模型，下半年市场占优风格为：小市值、强反转、高估值、高盈利。其中小市值与强反转确定性最高，高估值因子存在季度间波动。TMT 为代表的新兴成长类资产小市值因子暴露更为显著，下半年科技主线有望跑赢。此外，宽基指数上，可关注中证 500 及中证 2000。

科技行业是指数突围的高概率选择。在“类平准”资金坚决维护资本市场稳定的承诺，以及政策储备及释放预期仍然较为充分的背景下，下半年，全 A 指数下行风险相对可控，市场需要关注并作出预案的是 1) 如何应对震荡区间，或 2) 如何应对潜在的上行风险。行业配置情景假设一：震荡区间背景：把握幅度有限的第二波行情。行业配置情景假设二：上行突破背景：供给侧预期带动指数共振上行。

2025 年下半年大类行业比较：科技、必选消费、金融等风格或相较其他大类行业占优。科技与高端制造是本轮中周期的主导产业，大类风格行业比较来看，AI、人型机器人产业趋势催化明确，行业兼具高成长弹性且景气趋势向好。必选消费行业具有较强的防御属性和稳定性溢价，同时部分行业如创新药、新兴消费等具备较强的成长属性。券商、金融科技等有望受益于公募基金增配与“稳定币”概念。软硬科技为代表的科技和高端制造业、必选消费以及券商、金融科技等有望成为 2025 年下半年较为占优的行业风格。2025 年下半年 AI 行业配置模型输出：Top10 行业也以成长和消费风格为主。Top10 分别为：通信、非银金融、医药生物、传媒、国防军工、电子、计算机、电力设备、社会服务、商贸零售，主要集中在成长和消费风格。

行业配置回归弹性，重视成长消费。从大类风格、中观景气度与景气预期、盈利预期、估值及交易拥挤度水平四个维度给各个行业赋分，建议 2025 年下半年高配电子、新兴消费、通信、国防军工、计算机、自动化设备、医药、证券、金融科技、传媒等行业。

策略专题：本轮中美贸易争端在 5 月日内瓦谈判达成阶段性协议，部分关税取消。若后续谈判顺利推进，有望推动全球经济合作和出口恢复，增强外资信心；若谈判受阻，科技脱钩等问题或加大 A 股波动。港股市场在资金流入、估值修复和政策支持下，展现出较强的投资潜力，南向资金持续流入及中概股回流或将进一步促进市场增长。港股有望在科技、AI、创新药等新兴行业的带动下形成新增长点，并对 A 股产生积极影响。

风险提示：周期定位出现偏差；盈利判断存在误差；估值超预期下行；中周期主导产业业绩下滑超预期；贸易摩擦进一步加剧。

【宏观经济】一季度对外经济部门体检报告——经常项目顺差扩大，内资外流增加，民间对外净头寸首次转正

管涛 刘立品

2025 年一季度，我国国际收支延续经常项目顺差、资本项目逆差的自主平衡格局，交易引起的外汇储备资产减少但外汇储备余额增加，民间部门首次转为对外净资产。

经常项目顺差同比扩大，占 GDP 比重继续处于国际认可的合理范围以内。特朗普关税政策冲击下，我国外贸展现出较强韧性，货物贸易顺差继续处于历史高位。

资本项目（含净误差与遗漏）逆差连续第四个季度扩大，线上资本项目逆差处于历史次高，远大于上年同期逆差，主要是因为内资外流增加，其中对外债务类和股权类投资净流出同比齐增，分别反映了中美利差倒挂程度加深以及南下资金加速进入港股市场的影响。

外资由此前连续两个季度净流出转为净流入，但净流入规模同比收窄，其中外来债务类和股权类投资净流入规模此消彼长，后者主要反映了“中国资产重估论”影响。

由于基础国际收支顺差不抵短期资本逆差，交易因素导致外汇储备资产下降，但估值效应带动外汇储备余额增加。

伴随着内资外流增加，3月末民间部门首次由对外净负债转为对外净资产。同期，我国对外储备资产占比创历史新低，对外资产结构持续优化，但对外投资收益状况仍有较大改善空间。

风险提示：海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com
 李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com
 宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com
 杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com
 顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com
 S1300525040001 qian.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com
 茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371