

扰动在前，提升在后

报告日期：2025-06-29

主要观点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 6月末上涨后A股处于相对高位，7月9日美国“对等关税”谈判期即将结束，全面达成协议概率小、恐对市场形成冲击，但流动性存在结构性支撑托底市场，预计市场波动加大。可关注7月下旬中央政治局会议与美联储议息会议存在释放利好带动市场向上可能。较上月配置变化，新增景气支撑领域（稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品）以及地产调控政策有望宽松带来估值修复机会的推荐。同时进一步强化对银行、保险的投资推荐，也继续强调成长科技板块的回调风险。

● 市场观点：波动加大，扰动因素以外部为主

7月扰动市场的核心因素在外部。内部上半年经济增速大概率高于全年目标，政策变化的唯一基本面催化在于地产近期的再次转头向下，但基本以需求端进一步放松调控为主，供给端很难超预期，因此内部变化有限。反而7月外部存两大变数：上旬的对等关税谈判期到期和月底美联储议息会议。前者全面达成协议概率较小，可能对A股造成冲击，后者若降息概率提升，将提振A股。因此，经历过6月末上涨后，7月中旬之前A股波动有望加大，下旬存在继续向上的可能：一方面目前市场对中央政治局会议预期偏低，存在政策最终落地好于预期、提振市场可能；另一方面，若美联储提前至7月末降息，有望为国内宽货币打开空间并提振全球风险偏好。

美国关税谈判期结束恐引发“二次冲击”，国内政策保持定力、结构性发力。美国与除中国外主要经济体谈判期即将结束，达成协议概率较小、恐对市场形成冲击。美联储对降息谨慎，维持9月重启降息的判断，若提前降息则属于利好。预计上半年增速5.3%，高于全年目标，中美延续谈判（谈判期至8月中旬）、外部暂无较大风险，预计国内政策保持定力、结构性发力，值得期待的包括促服务消费、“反内卷”扩大、放松房地产限购限售等。目前市场对7月中央政治局会议政策期待较低，存在政策最终落地好于预期、提振市场的可能。

出口边际改善但内需依然偏弱。5月以来中美经贸领域摩擦风险逐步缓释，带动出口边际改善、提振生产端，但服务消费、房地产等内需依然面临较大下行压力，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计二季度GDP增长5.1%，6月社零增长5.2%左右，固投累计同比3.8%，其中制造业投资累计8.3%、基建投资增速5.8%、地产投资增速-9.8%，出口同比4.0%；6月CPI同比0.5%、PPI同比-3%。

以结构性工具支撑流动性宽松的概率更大。5月降准降息后，货币政策尤其是总量政策进入落地观察期、加码概率较小，预计7月更多通过逆回购以及结构性工具进行流动性投放。但考虑到下半年增长压力加大，不排除央行继续加码宽松的可能，时间点预计在美联储重启降息前后。此外高基数叠加信贷偏弱，6月社融数据有进一步走弱可能。

● 行业配置：银行保险配置价值仍高，成长科技回调风险加大

6月市场小幅上涨，行业分化较大，其中稳定币主题活跃且扩散，相关如通信、证券、电子等行业领涨。伊以冲突、93阅兵催化，军工涨幅靠前。同

相关报告

1. 中期策略报告《积聚向上突破的力量-2025年A股中期投资策略》2025-06-22
2. 策略周报《创新药和新消费交易拥挤度如何？—第24周》2025-06-15
3. 策略周报《成长科技是否迎来新一轮行情？—第23周》2025-06-08
4. 策略月报《向上的契机—2025年6月A股研判》2025-06-02

时银行、保险稳步上涨居前。而消费白马如餐饮、家电以及部分景气弱势周期品跌幅靠前。展望 7 月，我们维持市场震荡偏小幅上涨判断。配置思路上，继续积极挖掘结构性机会。具体考虑到成长科技累积涨幅高、估值高分位，下跌风险较大。周期品整体景气弱势，可从中观角度切入寻找景气支撑方向。消费品两极分化、预期低迷。金融股优势仍在且有进一步强化的基础。因此综合考虑下，建议关注三条主线。

第一条主线是具备市场适应性且高股息稳定能力突出和中长期资金持续流入的银行、保险。下半年银行有望延续 2024 年二次分红做法，同时银行经营极度稳健和分红调节能力强，高股息特性突出的优势。此外，中长期资金入市、强化业绩比较基准对投资行为的约束等都将为银行保险带来中长期持续资金流入。

第二条主线是景气硬支撑的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。虫害、干旱、洪涝多发，粮食安全大战略下，保粮重要性提升，农化制品量价改善。

第三条主线是房地产调控政策有望进一步宽松带动阶段性估值修复。5 月地产价格数据大幅走弱，面临新一轮下行压力。在“止跌回稳”政策诉求下，同时 7 月底中央政治局会议召开在即，地产调控政策有进一步宽松预期，因此地产股有望迎来一波阶段性估值修复机会。

同时我们继续提示成长科技股的回调风险越发严峻。4 月 8 日以来，随着市场持续反弹以及部分事件催化，成长科技板块整体积累了较大涨幅。其中计算机行业截至 6 月 27 日估值 82.8X，处于 2010 年以来 94.4% 历史高分位，已经媲美过去多轮行情高点时位置。根据我们 TMT 投资框架，估值变动是决定行情走势的关键。从历史复盘看，90% 是计算机行业面临巨大估值考验的关口，当前位置上进一步持续上行空间受限，难以持续维持高估值分位，反而存在较大估值回落风险。

● 风险提示

经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美国经济衰退风险超预期等。

正文目录

1 市场观点：波动加大，扰动因素以外部为主	4
1.1 美国关税谈判期结束恐引发“二次冲击”，国内政策保持定力、结构性发力	4
1.2 出口边际改善但内需依然偏弱	5
1.3 短期货币政策结构性支撑、总量进入观察期	8
2 银行保险配置价值仍高，成长科技回调风险加大	9
2.1 主线一：兼具高股息稳定性和中长期战略配置价值的银行、保险	10
2.2 主线二：具有景气支撑的细分领域，如稀有金属、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等	12
2.3 主线三：地产调控政策有望迎来宽松同时带来一波估值修复机会	14
风险提示：	15

图表目录

图表 1 乘用车零售同比增速提升、批发同比增速回落	6
图表 2 6 月纺织价格、小商品价格有所回升，但月末回落	6
图表 3 开工率整体回升，高炉开工率变化不大	7
图表 4 6 月粗钢产量变动不大	7
图表 5 6 月农产品价格继续回落	7
图表 6 伊以冲突导致原油价格飙升，但预计不会持续	7
图表 7 6 月建材价格低位企稳	8
图表 8 6 月 30 城商品房周销售面积同比继续走弱	8
图表 9 10 年期国债利率 6 月振幅极窄	9
图表 10 5 月信贷延续低迷	9
图表 11 银行、非银等板块被主动公募权益基金严重低配	11
图表 12 2025 年银行板块股息率较 2024 年有所提升	11
图表 13 预定利率预计将继续下调，缓解保险负债端压力	11
图表 14 保险资金长期投资改革试点规模已达到 2220 亿元	11
图表 15 中国在稀土储备及冶炼分离领域有绝对优势地位	12
图表 16 稀土海内外价差明显	12
图表 17 全球央行黄金储备预计将持续增加	13
图表 18 挖机销量增速周期在 3-5 年左右，目前迈入新一轮上行期	13
图表 19 部分农化产品价格开始上涨	14
图表 20 摩托车出口、业绩增速持续高增	14
图表 21 按年度分类下的三十城新房销售面积	15
图表 22 按年度分类下的十二城二手房成交面积	15

1 市场观点：波动加大，扰动因素以外部为主

1.1 美国关税谈判期结束恐引发“二次冲击”，国内政策保持定力、结构性发力

内部上半年经济增速大概率高于全年目标，政策变化的唯一基本面催化在于地产近期的再次转头向下，但基本以需求端进一步放松调控为主，供给端很难超预期，因此内部变化有限。反而7月外部存两大变数：上旬的对等关税谈判期和月底美联储议息会议。前者全面达成协议概率较小，可能对A股造成冲击，后者若降息概率提升，将提振A股。

美国与除中国外主要经济体谈判还存在不确定性，谈判期结束恐引发“二次冲击”。“对等关税”90天谈判期（除中国外）将在7月上旬结束，但至6月中旬只有英国表明与美国即将达成协议。尚未有明确迹象表明其余国家能达成协议，包括欧盟、日本、印度等经济体。对此，白宫新闻秘书莱维特宣称，7月9日这个关于贸易谈判的截止日并不具有至关重要的意义，美国总统既可以设定“一个他认为对美国有利的对等关税税率”，也“可以延长谈判期”。同时，特朗普还在推动以行业、商品为维度加征关税，如6月12日美国商务部宣布自6月23日起对多种钢制家用电器加征关税，包括洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。故我们倾向于认为，后续美国挑起的关税风险大概率继续扰动市场、形成“二次冲击”，后续仍需密切关注。

美联储对降息维持谨慎，维持9月重启降息的判断。6月议息会议美联储维持利率不变，符合市场预期。结合美联储经济预测与鲍威尔后续在国会证词中的表态来看，当前美联储对降息仍持中性态度，年内降息1-2次的概率最大。①点阵图和3月保持一致，年内降息2次，但投票全年不降息的官员有所增加、同时下调了2026年降息次数。②6月美联储公布的经济预测维持美国经济软着陆的判断，略微下修了GDP增速预期（下调0.3个百分点至1.4%）、上调了失业率（上调了0.1个百分点至4.5%）和核心PCE预期（上调了0.3个百分点至3.1%）。③鲍威尔对经济表达了相对乐观的态度，特别是关税风险传导尚需时间且近期关税风险有缓解态势，使得美联储加快降息节奏的必要性不强。总的看，美联储依然维持依赖数据进行相机决策的特点，我们认为后续美联储加快降息节奏的核心条件依然是失业率回升至自然失业率上方（即升至4.4%以上），当前情况下我们倾向于认为美联储年内仅降息1次25BP，时间点为9月份。若美联储在7月提前降息，有望释放积极信号。

外部暂无较大风险，预计国内政策保持定力、结构性发力。上半年经济在“开门红”的指引下，一季度实现了5.4%的增长，二季度因过去两年基数偏低，即使存在关税冲击预计增速仍能达到5.1%，预计上半年增速能达到5.3%，高于全年发展目

标。因而，考虑到中美延续关税谈判（谈判期8月中旬结束，与其他经济体不同）情况下，预计国内政策保持“定力”、结构性发力。

但下半年增长压力确定性增加，我们认为，结合当前经济基本面判断，7月政治局会议在以下几个方面结构性政策概率较大：

①促消费政策，特别是服务消费。居民部门信心依然偏弱，对消费品“以旧换新”等政策依赖度较高。2024年消费品“以旧换新”带动商品消费约1.3万亿元，相当于全年48.8万亿元社零的2.67%。今年1-5月，消费品“以旧换新”带动消费约1.1万亿元，相当于社零20.3万亿元的5.4%。根据我们在中期策略报告《积聚向上突破的力量》（2025-06-22）中测算，1-5月国补已使用财政资金约1540亿元，若政策不加码则四季度可能存在缺口。因此，重点关注消费品“以旧换新”资金加码，以及政策是否可能向促进服务消费扩容。

②“反内卷”领域。上半年九大行业推进“反内卷”相关举措，但相应行业价格未见明显改善。因而，可关注后续“反内卷”是否逐步从汽车等关键产业向上下游以及相关产业扩散。

③房地产调控政策优化。一方面，需求端调控政策优化，如广州等一线城市限购、限售举措进一步放开。另一方面，加快推动存量房收储政策落地。

④结构性货币政策。在全面宽松面临外汇、金融风险等因素掣肘的情况下，结构性货币工具有望加快推出，重点是促进消费等相关的再贷款（如服务消费与养老再贷款等）以及活跃资本市场相关的工具。

⑤稳外贸政策。随着美国加征关税落地和“抢出口”效应减弱，出口增速大概率回落。面对出口压力，预计我国应对举措按顺序依次为：一是多元化拓市场，主要方向是东盟、欧盟；二是转内销，支持政策有望向外需依赖度较高的行业倾斜，如计算机、通信等电子设备、船舶、文教娱乐用品、家具、纺服和制鞋；三是持续谈判，争取有力结果。

考虑到目前市场对于7月中央政治局的政策预期较低，存在政策最终落地好于预期、提振市场的可能。

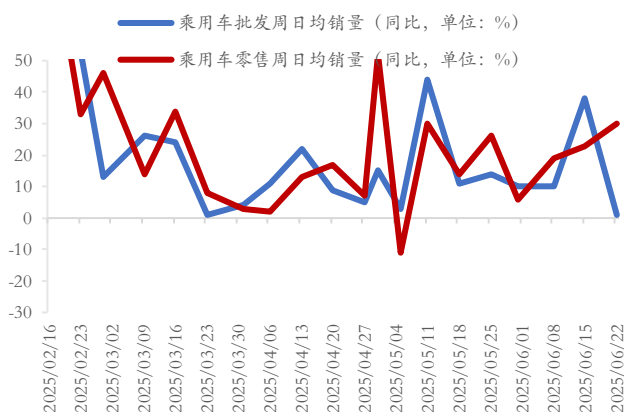
1.2 出口边际改善但内需依然偏弱

出口边际改善但内需依然偏弱。5月以来中美经贸领域摩擦风险逐步缓释，带动出口边际改善、提振生产端，但服务消费、房地产等内需依然面临较大下行压力，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计二季度GDP同比增长5.1%，6月社零同比增长5.2%左右，固定资产投资累计同比增长3.8%，其中制造业投资累计同比8.3%、

基建投资增速 5.8%、地产投资增速-9.8%，出口同比 4.0%；6 月 CPI 同比 0.5%、PPI 同比-3%。

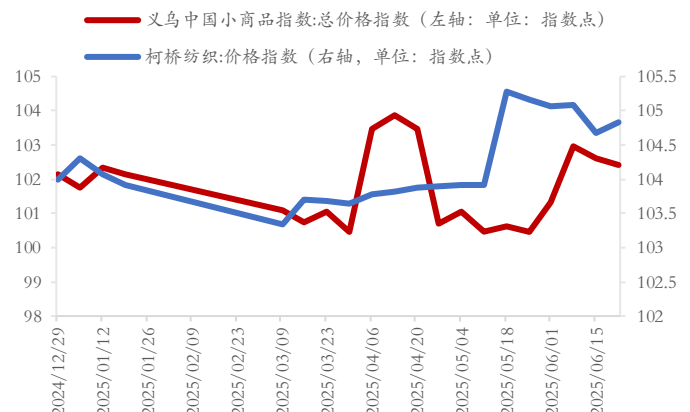
汽车、家电等大宗商品消费继续获政策支持，服务类消费未见明显改善。6 月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为 5.71 万辆和 5.87 万辆，同比分别增长 13.3%和 25.06%，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高、但进入下半年后基数抬升可能导致消费品“以旧换新”对社零支撑力度有限。受益于中美关税冲突缓和带动出口，商品价格在 5 月末迅速回升，义乌小商品价格指数从 100.7 回升至 102.4，柯桥纺织指数从 104.6 小幅升至 104.9。可选服务类消费并无改善迹象：6 月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌 33.87%，放映场次同比下降 25.88%。目前来看，政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速、但后续国补资金略有收紧的影响不容忽视，大方向上社零数据继续维持在 5%以上，而服务类消费依然偏弱、有待政策发力提振。

图表 1 乘用车零售同比增速提升、批发同比增速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

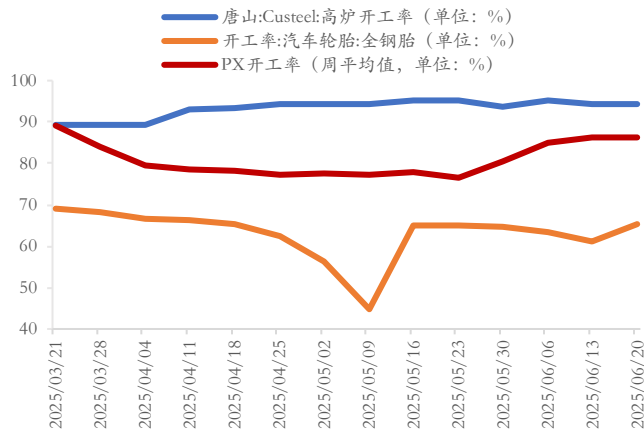
图表 2 6 月纺织价格、小商品价格有所回升，但月末回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

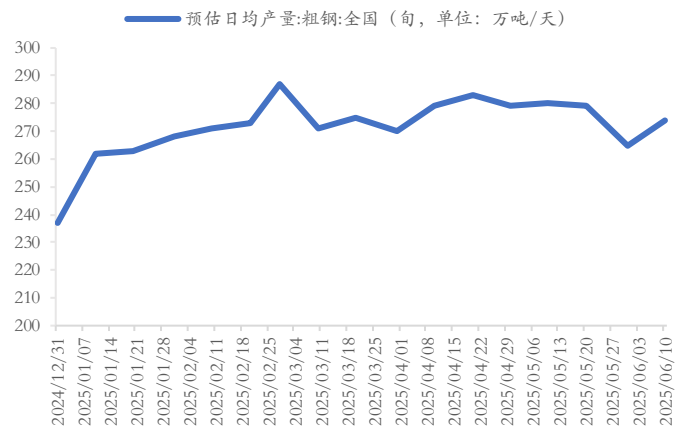
出口边际改善带动生产端，但可持续性仍有待关注。6 月前四周周均集装箱吞吐量为 649 万标准箱，环比较上月有所回升，但同比增速 4.0%较上月增速 5.8%有所回落。受 5 月中旬中美联合声明推动关税冲突缓解，叠加后续谈判不确定性情况下，海外企业加速进口弥补库存，带动国内生产端景气度略有改善。其中，汽车全钢胎开工率温和回升至 63.4%左右、较上月环比提高 4 个百分点，PX 开工率从 78%回升至 86%左右，而唐山高炉开工率变动不大、维持在 95%的较高水平。6 月钢材预估日产量持平于 274 万吨/天，较上月末小幅提升。预计 6 月工业增加值小幅回升至 5.6%左右。但 90 天谈判期对出口带动作用的可持续性有待观察，特别是如果关税落地则海外厂商逐步从补库存转变为消化库存。

图表3 开工率整体回升，高炉开工率变化不大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

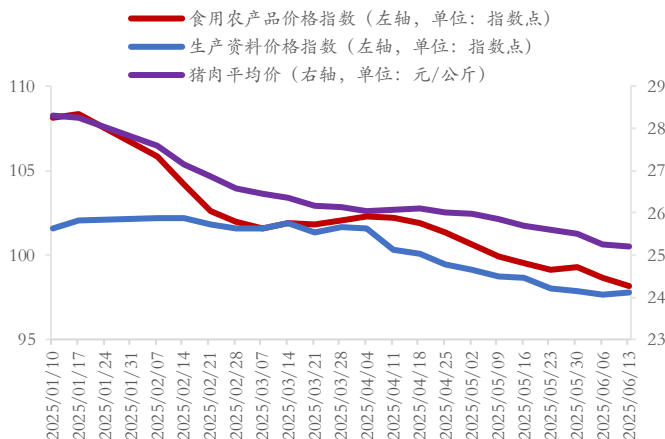
图表4 6月粗钢产量变动不大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

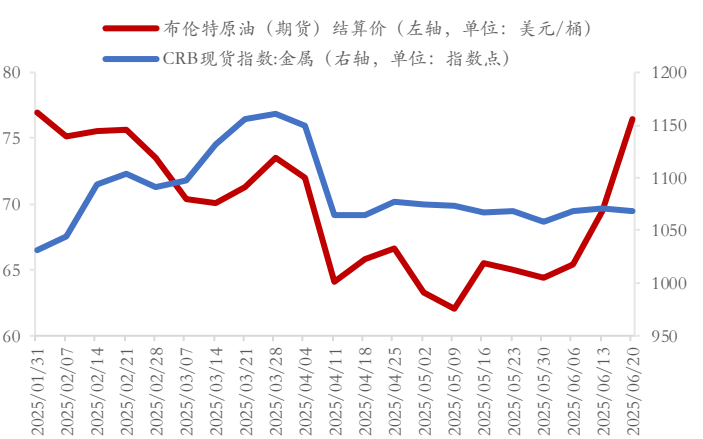
通胀方面，CPI 有望回升、PPI 降幅小幅收窄。猪肉价格略有下降，6 月前三周猪肉平均价 25.32 元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比下跌 10.56%、而上月为上涨 2.13%。进入 5 月食用农产品价格指数低位略有下降、同比降幅略有扩大，同时出行、酒店等服务类领域价格未见明显改善。但考虑到 6 月燃油价格上调，预计 6 月 CPI 同比有望反弹至 0.5% 附近，后续油价上行乏力、食品价格下行恐继续拖累 CPI。伊朗与以色列冲突推动油价脉冲式冲高，但在美国介入后双方冲突有所缓解，导致原油价格回落，“对等关税”在谈判期内变动不大、上游金属价格窄幅波动，国内 Q5500 煤炭价格进一步跌至 620 元/吨左右。考虑基数影响后，预计 6 月 PPI 同比降幅约-3% 左右，降幅较 5 月有所收窄。

图表5 6月农产品价格继续回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点、元/公斤

图表6 伊以冲突导致原油价格飙升，但预计不会持续

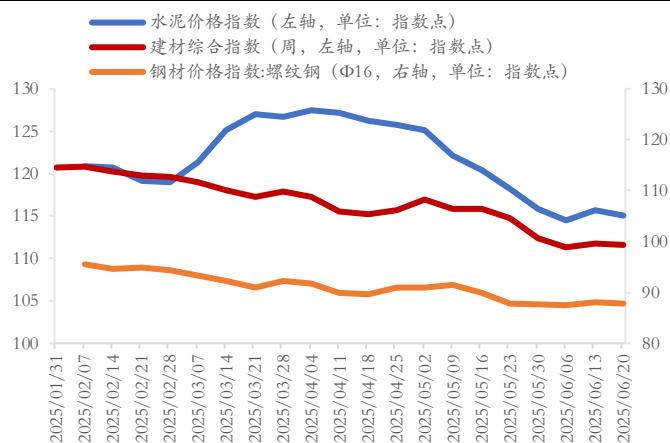


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

投资端尚未见明显发力，地产销售持续下行。6 月，建材价格低位企稳，或反应当前投资端形成实物工作量仍尚待提速。进入 5 月后房价加速下行，地产销售延续落实，一线城市、三线同比均下滑，仅二线城市商品房销售降幅略有收窄。我们认

为，当前缺乏新一轮政策刺激，预计 7-8 月地产传统淡季继续承压。2024 年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025 年春节后房价并未出现改善态势，也表明年内下行压力较为突出。特别是 2025 年 5 月，四个一线城市二手房价首次环比全部下跌，北京、上海、广州和深圳分别下降 0.8%、0.7%、0.8%和 0.5%。

图表 7 6 月建材价格低位企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点

图表 8 6 月 30 城商品房周销售面积同比继续走弱

指标（6 月各周）	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	5 月累计值
成交面积（万平方米）	209.83	176.87	141.72	212.62	792.69
同比	-9.84	-1.15	-18.14	-6.64	-3.26
其中：一线	53.65	51.31	41.11	59.34	241.83
同比	-22.30	6.91	-9.71	10.36	20.45
二线	111.67	84.47	67.03	105.88	363.73
同比	-3.26	-5.87	-21.75	-18.69	-17.29
三线	44.51	41.09	33.58	47.40	187.14
同比	-7.77	-0.24	-19.92	8.32	4.62

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%

1.3 短期货币政策结构性支撑、总量进入观察期

短期内总量政策观察、结构性货币工具支撑，不排除下半年再宽松可能。6 月以来，10 年期国债利率呈震荡幅度极度收窄，从月初的 1.67%震荡至月末的 1.64%，振幅较 5 月进一步收窄。而短期资金利率在 6 月末出现上升，与长端利率形成倒挂。主要源于一方面政府债发行较大、资金承压，另一方面则是 6 月当月的逆回购到期量较大、资金供给减少。而 6 月 LPR 一年期及五年期报价均保持不变，符合此前市场预期。当下货币政策尤其是总量货币政策工具进入政策落地观察期，预计短期内进一步降准降息的可能性较低，7 月整月更多通过逆回购以及结构性工具进行流动性投放。但考虑到下半年增长压力加大，不排除央行继续加码宽松的可能性。

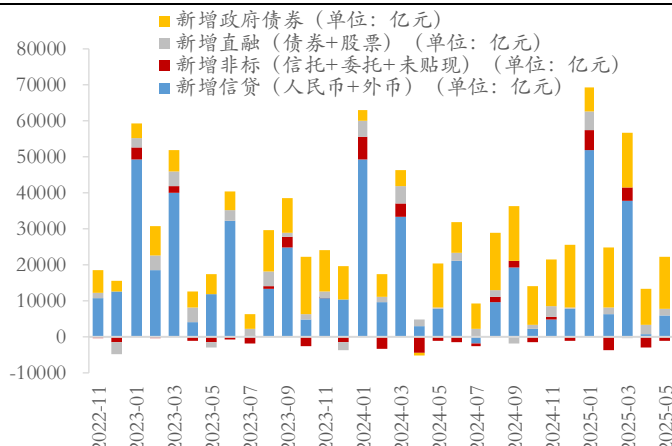
6 月社融存量同比或进一步承压。5 月社融存量同比 8.7%，持平于前值。从分项来看，仍是政府债券对社融形成强支撑，但信贷依然低迷。信贷方面企业端和居民端依然走弱，即便有部分分项显示同比多增，但更多来源于去年低基数的影响。企业生产和居民消费的情况仍未显现未来走强的迹象。基数角度 6 月社融仍有下行压力。当前政策重心在于存量政策落地执行，5 月上旬央行一揽子政策落地，流动性边际充裕，短期内政策再次加码的概率下降。需要注意的是虽然开年以来政府债券持续对社融形成支撑并且今年 5-6 月政府债发行量仍较大，但受去年政府债新增量较多的高基数影响，预计政府债这一分项对今年 6 月社融的支撑力度将减弱。

图表 9 10 年期国债利率 6 月振幅极窄



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 10 5 月信贷延续低迷



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 银行保险配置价值仍高，成长科技回调风险加大

6 月市场小幅上涨，行业分化较大，其中稳定币主题活跃且扩散，相关如通信、证券、电子等行业领涨。伊以冲突、93 阅兵催化，军工涨幅靠前。同时银行、保险稳步上涨居前。而消费白马如餐饮、家电以及部分景气弱势周期品跌幅靠前。展望 7 月，我们维持市场震荡偏小幅上涨判断。配置思路上，继续积极挖掘结构性机会。具体考虑到成长科技累积涨幅高、估值高分位，下跌风险较大。周期品整体景气弱势，可从中观角度切入寻找景气支撑方向。消费品两极分化、预期低迷。金融股优势仍在且有进一步强化的基础。因此综合考虑下，建议关注三条主线。

第一条主线是具备市场适应性且高股息稳定能力突出和中长期资金持续流入的银行、保险。下半年银行有望延续 2024 年二次分红做法，同时银行经营极度稳健和分红调节能力强，高股息特性突出的优势。此外，中长期资金入市、强化业绩比较基准对投资行为的约束等都将为银行保险带来中长期持续资金流入。

第二条主线是景气硬支撑的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。虫害、干旱、洪涝多发，粮食安全大战略下，保粮重要性提升，农化制品量价改善。

第三条主线是房地产调控政策有望进一步宽松带动阶段性估值修复。5 月地产价格数据大幅走弱，面临新一轮下行压力。在“止跌回稳”政策诉求下，同时 7 月底中央政治局会议召开在即，地产调控政策有进一步宽松预期，因此地产股有望迎来

一波阶段性估值修复机会。

同时我们继续提示成长科技股的回调风险越发严峻。4月8日以来，随着市场持续反弹以及部分事件催化，成长科技板块整体积累了较大涨幅。其中计算机行业截至6月27日估值82.8X，处于2010年以来94.4%历史高分位，已经媲美过去多轮行情高点时位置。根据我们TMT投资框架，估值变动是决定行情走势的关键。从历史复盘看，90%是计算机行业面临巨大估值考验的关口，当前位置上进一步持续上行空间受限，难以持续维持高估值分位，反而存在较大估值回落风险。

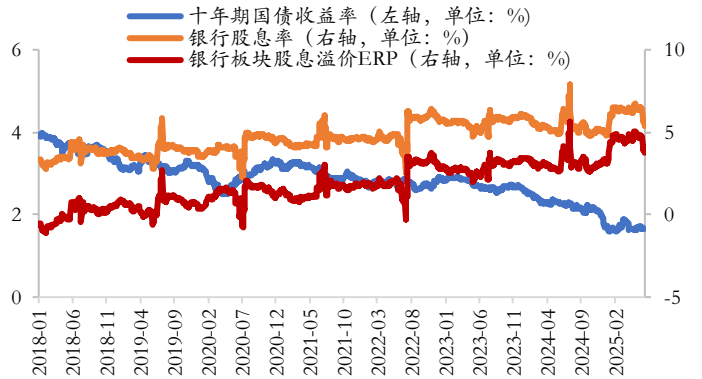
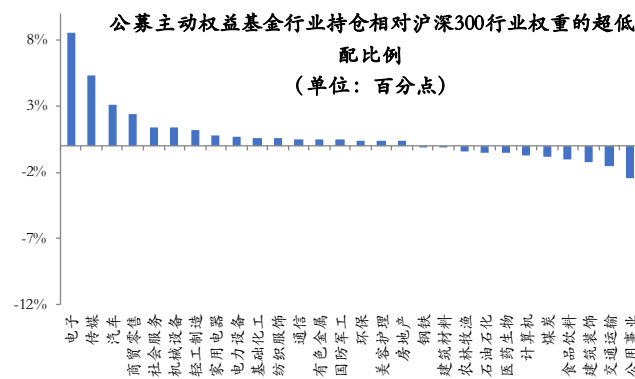
2.1 主线一：兼具高股息稳定性和中长期战略配置价值的银行、保险

银行、保险：公募新规、中长期资金入市、被动基金规模提升均加强了银行保险中长期投资价值。

银行保险具备中长期资金流入的政策导向和趋势。①年中证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》大幅强化业绩比较基准对主动权益基金投资行为的约束和引导。据测算，公募主动权益基金中业绩基准综合权重最高三个指数分别为沪深300的29.9%、中证800的11.8%、中债国债10.2%。但截至2025年Q1，相对沪深300行业权重分布，公募主动权益基金对电子、传媒、汽车明显超配，对银行、非银明显低配。②年初监管发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，其中提及的多项政策或目标均显著提升了银行保险对中长期资金的吸引力。因此在公募新规和中长期资金入市引导下，银行保险具备中长期战略性投资价值。

预计未来无风险利率仍有下行空间，银行稳定高股息优势将继续得以凸显。截至2025年6月20日，银行板块近12个月股息率为5.35%，较2025年最高水平减少了1.36个百分点，但整体来看相较2024年全年5.0-5.3%左右水平有一定提升。和长端利率的差值来看，伴随着银行股息率上行、无风险利率的持续下行，银行板块整体的股息性价比有望持续得到凸显，并且从结构上看，银行个股的股息率方差也相对较小，属于较优质的高股息板块。

图表 11 银行、非银等板块被主动公募权益基金严重低配 图表 12 2025 年银行板块股息率较 2024 年有所提升

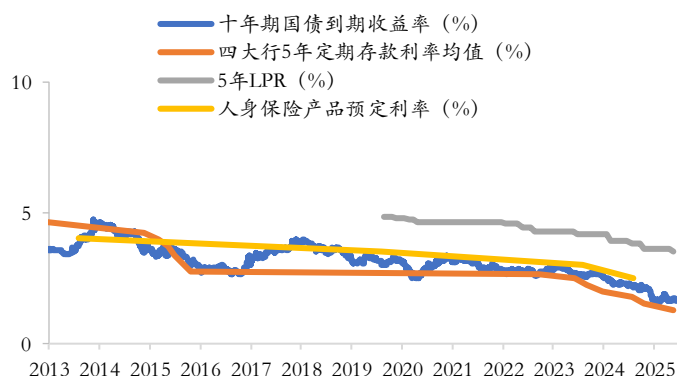


资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 公募主动权益基金行业 资料来源: Wind, 华安证券研究所。
 配比测算中剔除了行业特征突出的基金

预定利率进入动态调整时代，引导保险负债端成本压力下降。2025 年 1 月金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，**建立预定利率与市场利率挂钩及动态机制，结合 5 年期以上 LPR、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等利率变化，每季度研究发布预定利率研究值。**具体要求主要有四点：①预定利率最高值取 0.25% 整倍数；②公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值高 25 个基点/低于 25 个基点及以上时，要及时下调/适当上调新产品预定利率最高值；③在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值；④公司经营出现重大变化时，要研究调整各类产品预定利率最高值。

保险资金长期投资改革试点加速推进。险资长期投资改革试点指保险公司出资设立私募证券投资基金，主要投向二级市场并长期持有。2023 年首批总规模 500 亿险资长期投资试点落地，2025 年开始加速推进。截至 2025 年 6 月，险资长期投资试点落点三批合计规模达 2220 亿元，仅今年上半年批复的金额便占到当前批复总额的 77%。

图表 13 预定利率预计将继续下调，缓解保险负债端压力



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 14 保险资金长期投资改革试点规模已达到 2220 亿元

时间	进展	长期股票投资改革试点具体内容
2023 年 10 月	第一批	中国人寿、新华保险联合设立鸿鹄基金，总规模500亿元
2025 年 1 月	第二批	总规模520亿元。阳光保险出资200亿元投资阳光和远和泰证券投资基金；泰康人寿设立泰康稳行私募基金管理公司，获批120亿元；太保人寿设立太保致远私募基金管理有限公司，规模200亿元。
2025 年 3 月		总规模600亿元。中国人寿、新华保险各出资100亿元认购鸿鹄致远二期私募证券投资基金，规模200亿元；太平人寿获批100亿元；平安人寿获批200亿元，人保寿险获批100亿元。
2025 年 5 月	第三批	总规模600亿元。国寿资产联合相关机构发起设立鸿鹄基金三期，规模为400亿元，目前新华保险、中国人寿拟各出资112.5亿元认购；中部保险及资管部门获批100亿元；平安人寿获批100亿元。

资料来源: 华安证券研究所整理。

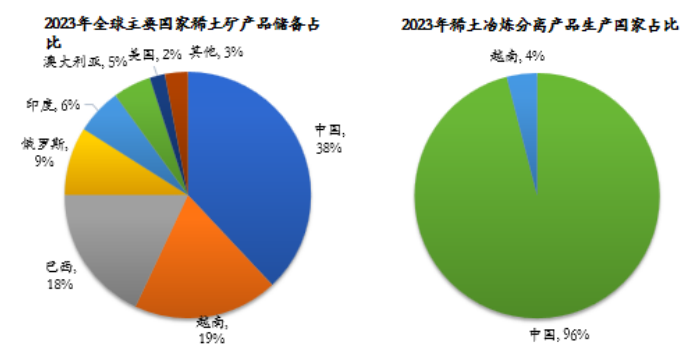
2.2 主线二：具有景气支撑的细分领域，如稀有金属、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等

（1）稀有金属：无论贸易形势严峻或缓和，该方向进可攻退可守。

中国在稀土领域具备绝对的全球优势，若贸易形势严峻，稀土作为重要的反制手段将带来事件催化下的估值提升机会。据 USGS 统计，2023 年中国稀土储备占全球 38%，远超第二名越南的 19%。在稀土冶炼产品上，中国占全球产量的 96%，无论是从储备还是产量来看，中国在全球都具备绝对优势。而稀土材料广泛应用于军事、半导体等尖端、关键领域，并且在中美谈判过程中也展现出了筹码优势，后续在中美谈判不断磨合的过程中，稀土有望成为谈判热点领域被反复提及，若出口管控趋严，稀土相关公司有望在事件性催化下获得估值抬升。

稀土永磁等材料海内外价差明显，若出口管制放松，稀土相关公司有望实现显著业绩改善。据 Argus、SMM 数据显示，当前氧化钕、氧化铈、氧化镨、氧化铽欧洲到岸价相较于国内价格分别为 1.1 倍、1.3 倍、3.3 倍、2.9 倍，价格差距明显。若后续中美谈判有序推进，稀土出口管制放松后国内稀土产品生产企业有望在出口方面形成较强的业绩增长动力。

图表 15 中国在稀土储备及冶炼分离领域有绝对优势地位



资料来源：USGS，《中国稀土形势分析及储备》，华安证券研究所。

图表 16 稀土海内外价差明显

品类	地域	价格（元/吨）	欧洲到岸价/中国价格(倍)
99.5-99.9%氧化钕	欧洲到岸价	499010	1.1
	中国	447500	
99.5-99.9%氧化铈	欧洲到岸价	14360	1.3
	中国	10900	
99.5-99.9%氧化镨	欧洲到岸价	5385000	3.3
	中国	1625000	
99.5-99.9%氧化铽	欧洲到岸价	20463000	2.9
	中国	7125000	

资料来源：Argus、SMM，华安证券研究所。注：海外价格数据日期 2025/6/12，国内价格 2025/6/17

（2）贵金属如黄金：货币储备需求增加，美联储降息周期内实际利率下行。

世界贸易形势和地缘政治不确定性增加，全球央行黄金储备需求随之增加，对金价形成较强支撑。近年来全球央行黄金储备持续增加，2020Q1 全球央行储备为 34906.9 吨，截至 2024Q4 已达到 36250.1 吨，四年时间内增加 1343.3 吨。中国、印度央行近 2 年来黄金储备有加速上行趋势。特朗普上台后，全球政治、贸易格局、

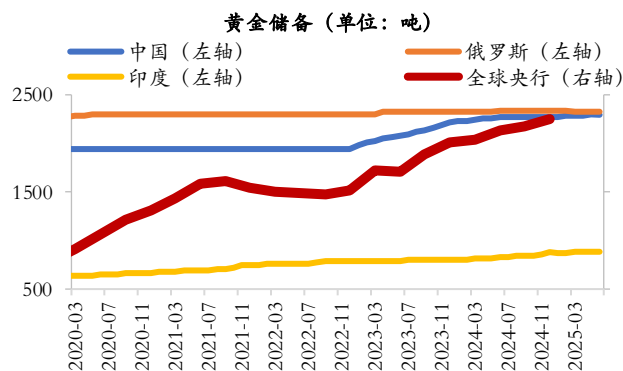
地缘冲突不确定性加剧，美元信用有进一步弱化趋势，黄金在金融体系中的地位得到强化，预计全球央行购金趋势有望持续或加速。

下半年美联储大概率仍有至少一次降息，美联储降息周期内全球实际利率将中长期下行。在美国对全球广泛征收关税的背景下，其对美国国内经济的影响已经有所显现，美国国内通胀和经济衰退仍存较大不确定性，市场预测美联储年内大概率仍有至少 1 次降息。从我们的黄金分析框架来看，驱动金价上行的主要因素为实际利率下行，下半年美联储降息落地后，利好金价继续上行。长期看美国仍处于降息大周期内，实际利率具备中长期下行趋势，根据最新 6 月中旬美联储议息会议点阵图显示，2026、2027 年也将降息。

（3）工程机械：正迎景气周期性回升期，景气上行趋势明确。

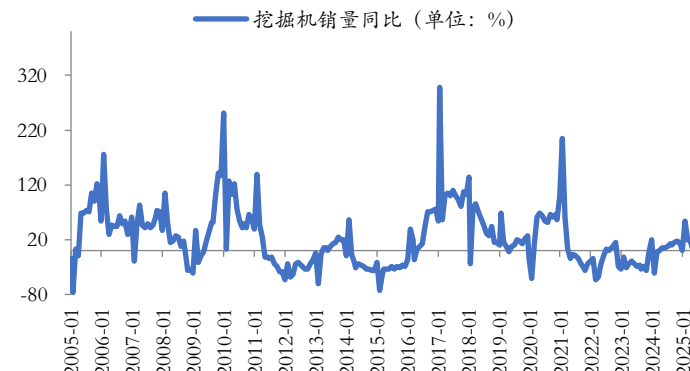
2024 年以来挖掘机销量增速持续回升。工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005 年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在 3-5 年左右。2025 年 1 月、2 月、3 月、4 月、5 月挖掘机销量同比增速为 1.1%、52.8%、18.5%、17.6%、2.1%，整体维持较高增速，且明显好于 2023、2024 年同期水平，呈见底回升趋势。从周期上来，自 2020 年 2 月增速见底至 2024 年初已历时 4 年左右，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。

图表 17 全球央行黄金储备预计将持续增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 18 挖机销量增速周期在 3-5 年左右，目前迈入新一轮上行期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

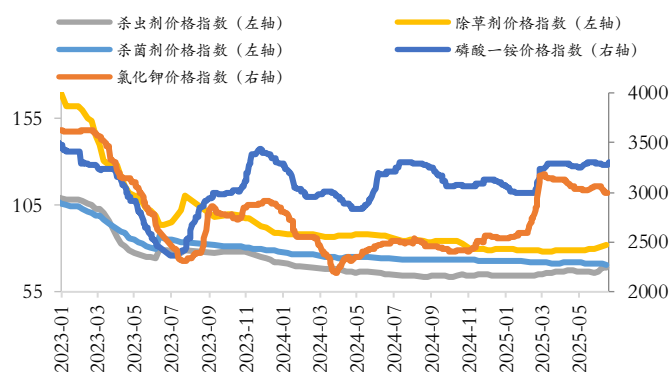
（4）农化制品、摩托车：农药价格触底回升，摩托车出口持续高增。

农化制品景气度触底回升。农药价格于 2022 年触及高位后持续下降，从主要品类上看，除草剂价格指数于 2025 年 3 月触及 77.9 点的低位，杀虫剂价格指数于 2024 年 8 月触及 63.8 的低位。截至 6 月 15 日，除草剂和杀虫剂价格较低点分别回升 5.0%、7.8%，杀菌剂价格仍在触底过程中，但农药品类整体已经出现了涨价趋势。考

考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。

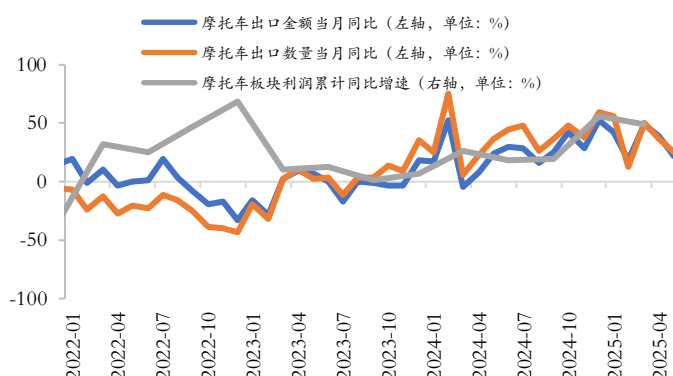
摩托车维持高出口景气度，对业绩形成支撑。2024 年以来，中国摩托车，尤其是两轮电动车出口开始呈现高增趋势，主要是由于出口市场从欧美等高端市场向东南亚等新兴国家有所转移，中低端车型出口需求高增带动整个摩托车出口量上行。在中美关税不确定性风险增加的情形下，向新兴市场出口的份额将继续提升，持续对摩托车出口形成支撑，并且从业绩增速上看，摩托车板块利润也基本于 2024 年开始触底回升，景气确定性较高。

图表 19 部分农化产品价格开始上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 20 摩托车出口、业绩增速持续高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3 主线三：地产调控政策有望迎来宽松同时带来一波估值修复机会

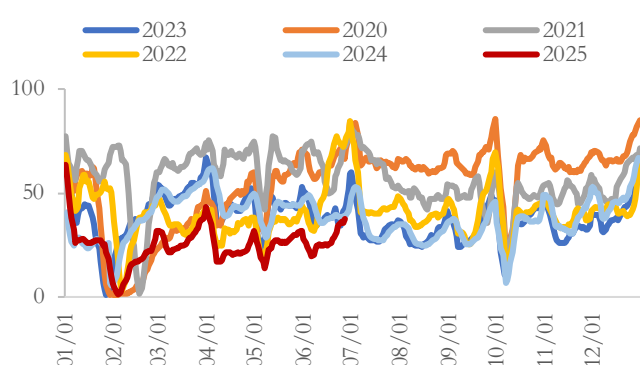
7 月政治局会议临近，地产有望出现受政策催化的阶段性行情。

通常来看，地产行情上涨共有三种模式：第一种模式是高景气+政策收紧之初，此时地产受益基本面强支撑而上涨，当然这种模式不符合当前现实情况；第二种模式是景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松，此时地产受益政策转向而出现阶段性的估值修复机会，这种机会通常时间和幅度都有限。自 2021 年 7 月以来，地产上演数次阶段性行情都属于这种模式，这种模式下行情持续时间一般 1 个月左右，指数涨幅一般在 15-25%；第三种模式是政策持续发力+地产景气边际改善，此时戴维斯双击助力地产大行情，这种情形取决于地产景气何时出现改善趋势。H2 地产行业仍有望演绎第二种模式的机会，即政策宽松后的阶段性估值修复，不满第一种模式出现的条件，同时第三种模式的演绎也有很大的不确定性。H2 的地产形势与政策关系可能仍然为，一方面受经济和收入预期、房价预期影响，地产形势依然羸弱，而另一方面在地产调控新阶段、房地产市场供求新变化、打好商品住房烂尾风险

处置攻坚战、稳住楼市股市等明确论调下，决策层稳定房地产行业形势的决心不容置疑。因此H2 仍将有持续不断的地产宽松政策出炉，直到房地产形势彻底企稳，H2 地产宽松政策出炉概率仍然较大。

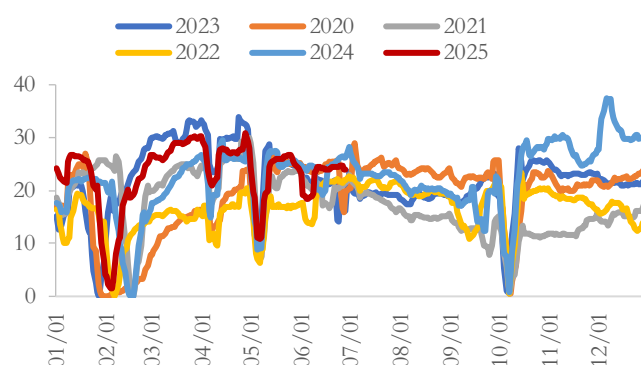
当前房地产整体仍存边际下行压力，2025 年 5 月二手住宅、新房价格指数环比分别为-0.5%、-0.2%，降幅较 4 月均有扩大，同时从销售面积上看，2025 年上半年新房销售面积仍属于近六年最差表现，二手房销售量则在 4 月冲高后有所回落，地产企稳仍需政策加码。临近 7 月政治局会议，政策宽松可期，若届时地产再出重磅政策，有一定概率演绎第二种上涨模式的阶段性估值修复机会，但该种模式下行行情持续时间一般 1 个月左右，指数涨幅一般在 15-25%。

图表 21 按年度分类下的三十城新房销售面积



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米

图表 22 按年度分类下的十二城二手房成交面积



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米

风险提示：

经济基本面变化超预期；宏观政策变化超预期；历史对比研究的局限性；美国经济衰退风险超预期等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。