



消费能否成为“定海神针”？

——2025年二季度A股投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001 邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 邮箱：zhangyz@hazq.com
分析师：任思雨 SAC执业证书号：S0010523070003 邮箱：rensy@hazq.com



核心结论：防惯性下滑风险中，围绕政策提振、景气改善与高股息布局

- 二季度经济改善难超预期，国内政策提前布局介入，防止重演2023-2024年二季度经济惯性下滑风险。从内需看，当前居民消费对消费品“以旧换新”等政策支持依赖度依然较高、内生动能有待增强，房地产“小阳春”但成色不足。从外需看，二季度美国陷入衰退风险较大，叠加美国加征关税和“抢出口”效应减弱，出口增速也有望回落。总体而言，市场有望维持震荡。
- 配置上，二季度产业政策优先于总量政策，重点把握三条主线：①有政策支撑的消费品；②行业景气改善品种；③具备战略性价值稳健高股息品种。

大势研判

- 二季度经济增速难超预期。因过去两年基数偏低，今年二季度增速仍能达到5.5%-6%，但经济增速快速修复概率偏低。一方面，内生需求有待提振；另一方面，海外风险累积，出口增速放缓。
- 国内政策提前布局，防二季度经济惯性下滑风险。主要是：全方位提振消费，推进化解重点产业结构矛盾，科技突破引领制造业升级和新质生产力加速布局。财政支出加快，降准和结构性降息推动宽货币向宽信用转变。
- 美国二季度经济衰退风险较大。从历史上NBER定义美国经济衰退看，二季度衰退风险来自于产出缺口由正转负以及美国处于主动去库阶段。

配置逻辑

- 1 政策提振 消费品
电子、汽车、家电等
- 2 景气改善
有色金属（贵金属等）、设备更新（工程机械等）
- 3 稳健高股息 战略性价值
银行、保险等

- ✓ 重点关注消费品“以旧换新”政策支撑品种。其中，AI硬件升级助力电子行业从估值提升阶段过渡至业绩支撑阶段；汽车内销迎来高增速，出口维持韧性；家电基本面改善显著，且多领域处于滞涨低估状态。
- ✓ 全球利率继续下行、美元指数冲高回落利好黄金、铜等有色金属。设备更新政策支持叠加智能制造产业趋势共促设备类行业景气持续改善。
- ✓ 市场震荡走势下银行、保险具备稳定的性价比，中长期资金入市赋予了银行保险行业中长期战略性投资价值。

目录

1

市场：防惯性下滑风险，政策提前布局

2

专题：二季度美国经济会陷入衰退吗？

3

配置：重视政策提振、景气改善和高股息

4

专题：产业周期景气视角看AI布局契机

增长：二季度增长难超预期

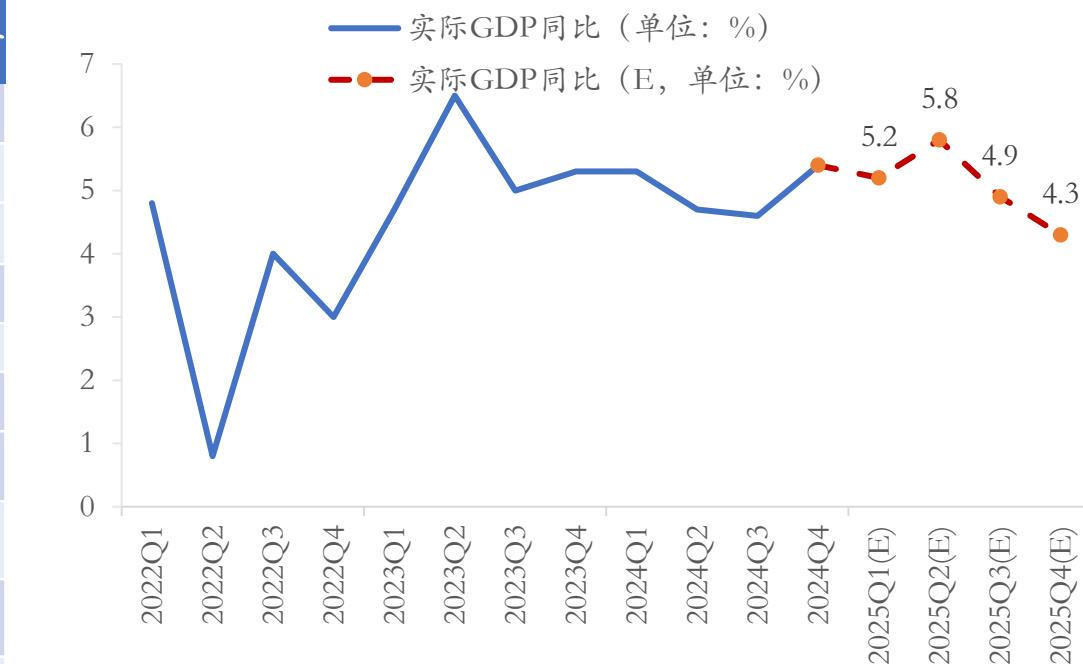
➤ 二季度经济增速难超预期。1-2月宏观经济数据拟合GDP增速约5.27%，一季度GDP增速预计为5.2%略低于去年的5.3%。二季度因过去两年基数偏低，今年二季度增速仍能达到5.5%-6%，但经济增速快速修复（增速超6%）概率偏低。①从内需看，一方面，当前居民消费对消费品“以旧换新”等政策支持依赖度依然较高，居民部门信心依然偏弱，内生动能不强。另一方面，房地产成交有所改善，但“小阳春”仅局限在一线城市，成色依然偏弱。②从外需看，随着美国加征关税和“抢出口”效应减弱，出口增速也有望回落。预计2025二季度GDP同比增速为5.8%左右，难超预期。

2025年二季度经济增速预计低于6%

类别	2025全年 (E)	2025Q4 (E)	2025Q3 (E)	2025Q2 (E)	2025Q1 (E)	2024全年
		2025年	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2024全年
增长	GDP	5.0%	4.3%	4.9%	5.8%	5.2%
消费	社会零售	5.1%	4.6%	4.9%	6.1%	4.8%
投资	固定资产投资	4.2%	3.9%	4.7%	4.3%	3.9%
	制造业投资	7.9%	7.1%	8.3%	8.1%	8.9%
	基建	4.5%	2.8%	4.7%	5.4%	5.4%
	房地产投资	-8.1%	-7.1%	-7.3%	-8.3%	-9.6%
外贸	出口	0.7%	-1.9%	0.8%	1.0%	3.3%
通胀	CPI（季度平均）	-0.2%	0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.2%
	PPI（季度平均）	-1.6%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-2.3%
流动性	社融存量	8.0%	8.0%	7.9%	8.1%	8.2%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融外，其余数据均为当季同比。

低基数支撑二季度GDP增速

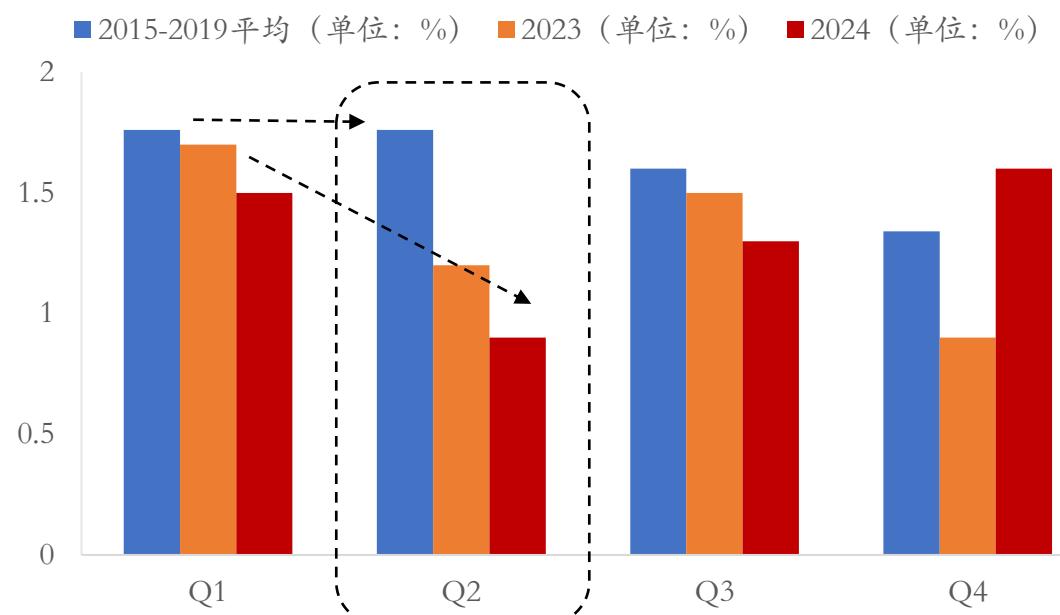


资料来源：Wind，华安证券研究所。

二季度宏观经济风险在哪？——GDP环比增速快速下滑

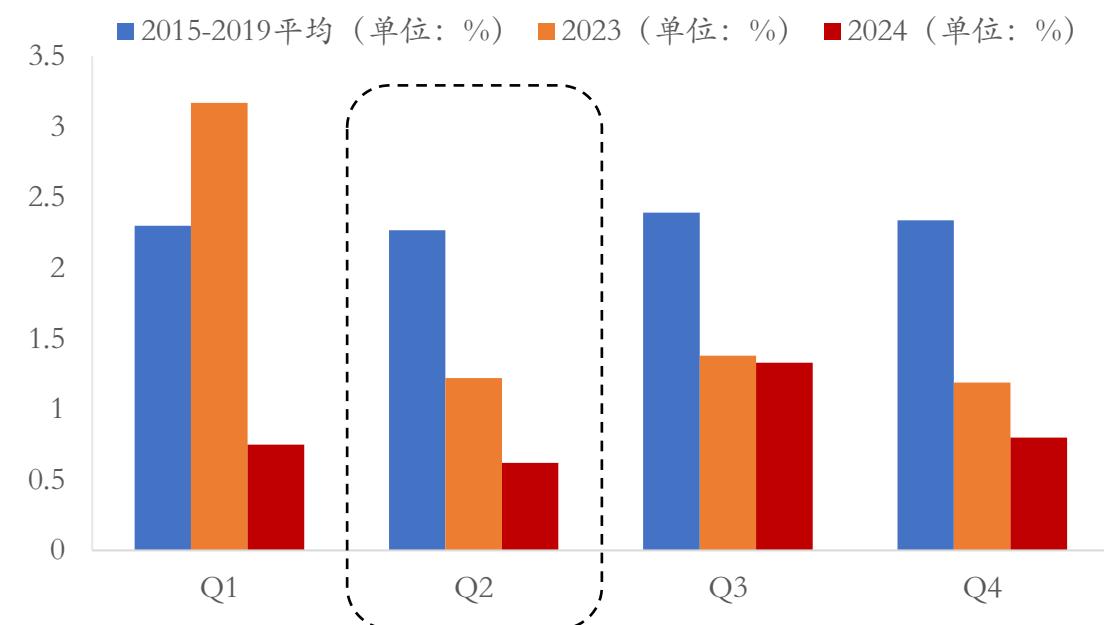
- 2023-2024年二季度GDP环比增速均经历了快速下滑。按照国家统计局季节性调整后的季度GDP环比增速看，2023年、2024年均在二季度出现了环比增速快速回落，经济内生动能在二季度明显减弱、拖累全年经济增长。
- 过去两年二季度经济动能减弱主因在于消费动能不足。
 - ①从商品零售看，以国家统计局公布的季节性调整后的社会消费品零售总额环比增速看，2023Q1疫情放开后环比增速明显改善，但Q2开始社零环比增速迅速下滑，之后并未出现明显反弹。2024年Q1、Q2社零环比增速均较为低迷，直至Q3特别国债资金支持消费品“以旧换新”加速落地后才有所改善。
 - ②从服务消费看，2023、2024Q2可选服务消费也快速走弱。

2023Q2、2024Q2均经历了GDP环比增速（季调）快速下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：上图为各季度GDP环比（季调）。

2023Q2、2024Q2均经历了社零环比增速（季调）快速下滑

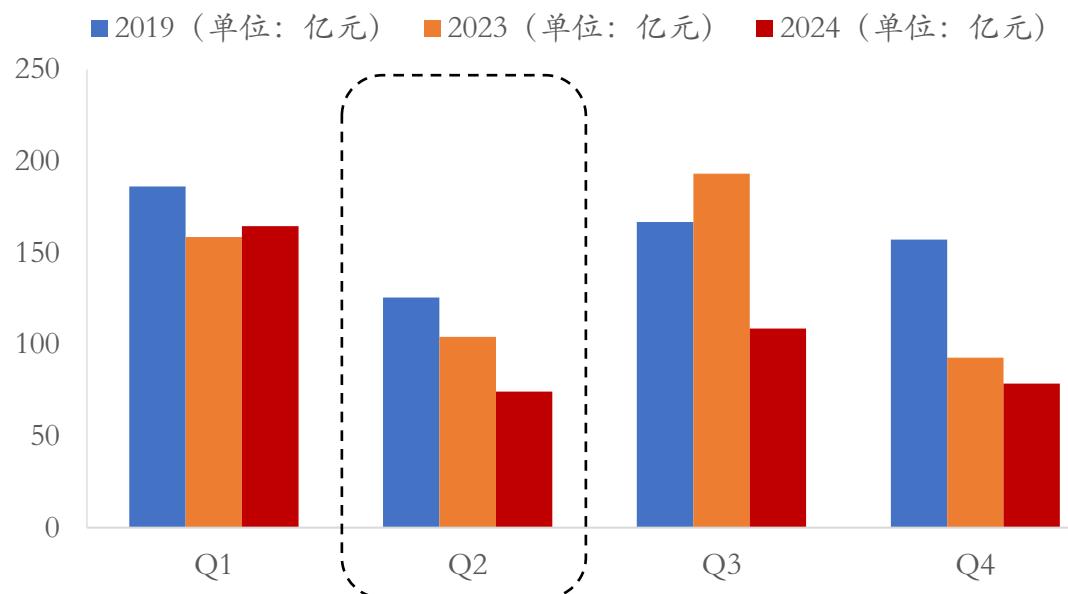


资料来源：Wind，华安证券研究所。注：上图为社零环比（季调）增速季度累计值。

可选消费尤其是服务类消费表现偏弱，是二季度需要关注的风险

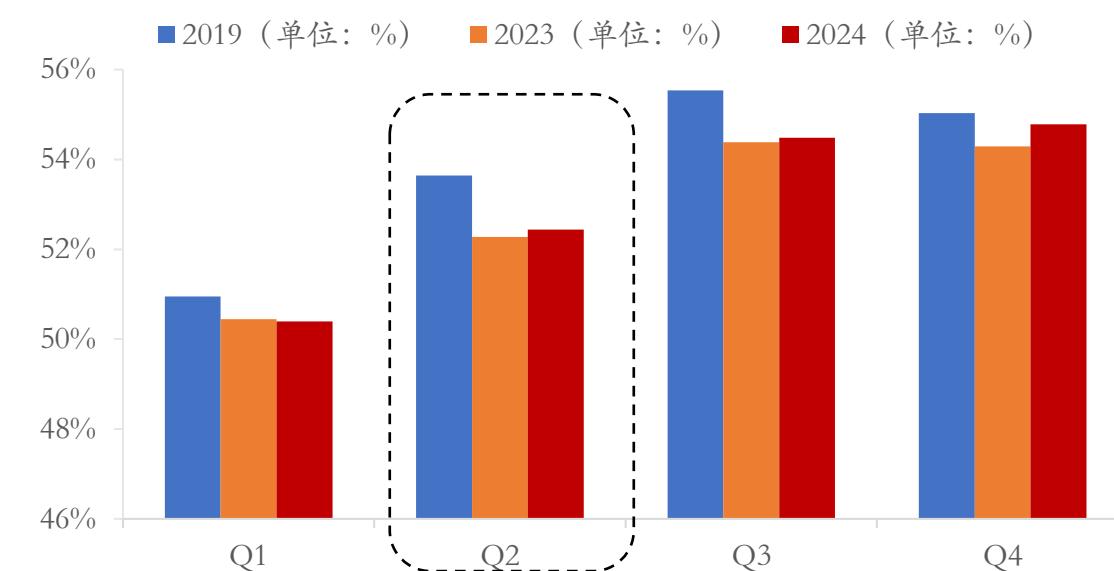
- 可选消费尤其是服务类消费表现偏弱，是二季度需要关注的风险。选取居民部门较为典型的服务类消费来看：①电影票房收入在2023Q2、2024Q2出现了明显下滑，并且2023、2024全年票房收入整体低于2019年。②全国居民旅游消费总花费2023年、2024年二季度走势基本符合2019年季节性规律，但全年旅游总花费依然未超过2019年。
- 按照发达国家经验，随着人均GDP提升居民消费结构上会逐步从商品消费转向服务消费。但2019年城镇居民人均服务类消费（包含医疗保健、交通通讯、文化教育娱乐、生活用品及服务、其他服务五项）占总消费支出（剔除居住支出）为55.0%，而2023-2024年分别为54.3%和54.8%，依然低于疫情前，表明居民对于更具备可选属性的服务类消费依然维持谨慎。

2023-2024年电影票房收入低于2019年，二季度下滑明显



资料来源：中国电影业协会，华安证券研究所。

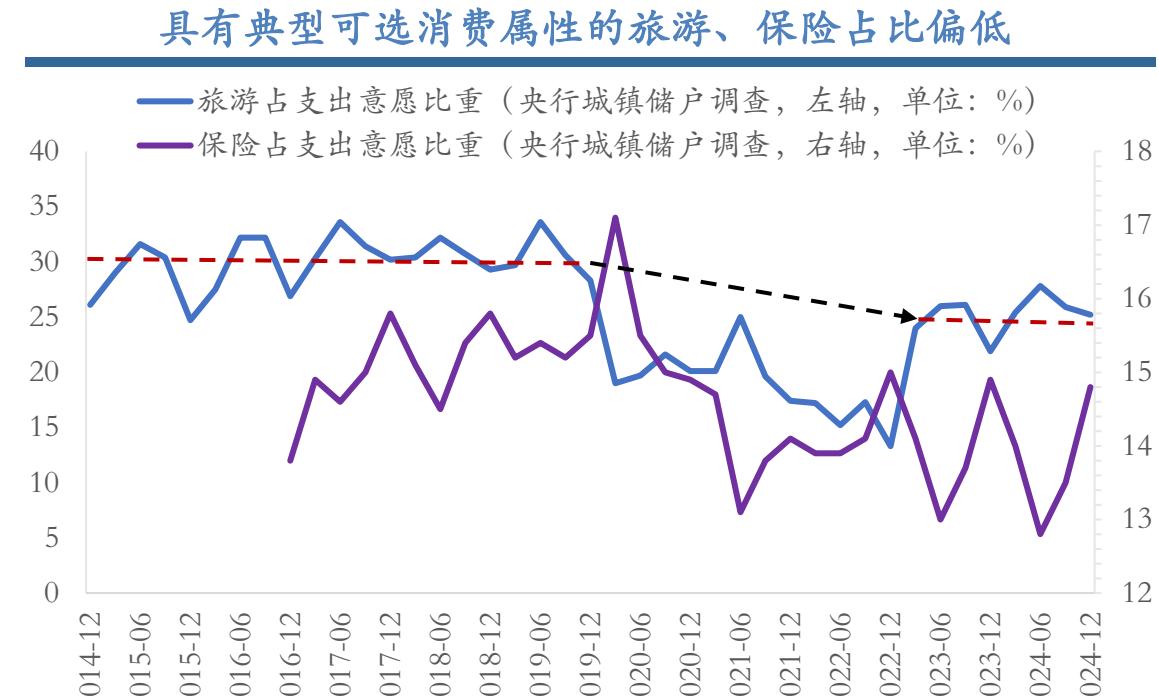
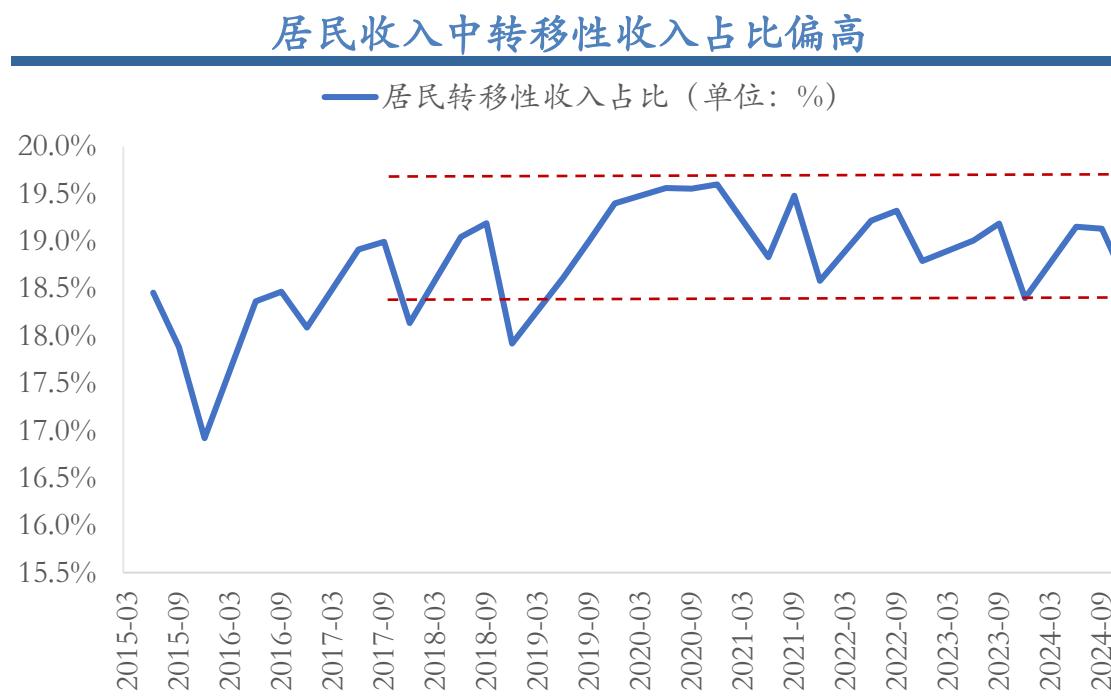
2023-2024年服务类消费占比快速下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：医疗保健、交通通讯、文化教育娱乐、生活用品及服务、其他服务除以（总消费-居住支出）。

2025Q2可选消费下滑风险尚未解除（1）：居民支出意愿不强

- 居民用于可选消费的支出意愿不强。①从收入的角度看，2020年疫情以来，政府提供支持的转移性收入占比维持相对偏高水平，工资性、净经营性收入增速有所回落，导致居民消费偏向于谨慎，特别是对于可选消费。②央行对城镇储户调查的支出意愿占比看，具有典型可选消费属性的旅游和保险支出占比较疫情前明显下降。特别是旅游支出意愿在疫情前占比平均为30.2%，而2023-2024年仅25.3%。



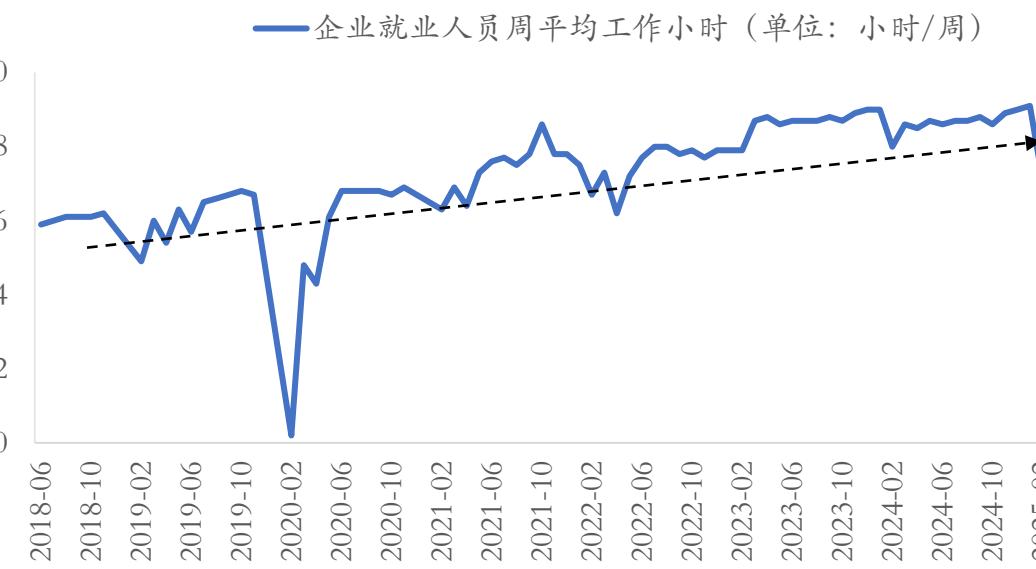
资料来源：Wind，华安证券研究所。

资料来源：Wind，华安证券研究所。

2025Q2可选消费下滑风险尚未解除（2）：工作时长拖累可选消费空间

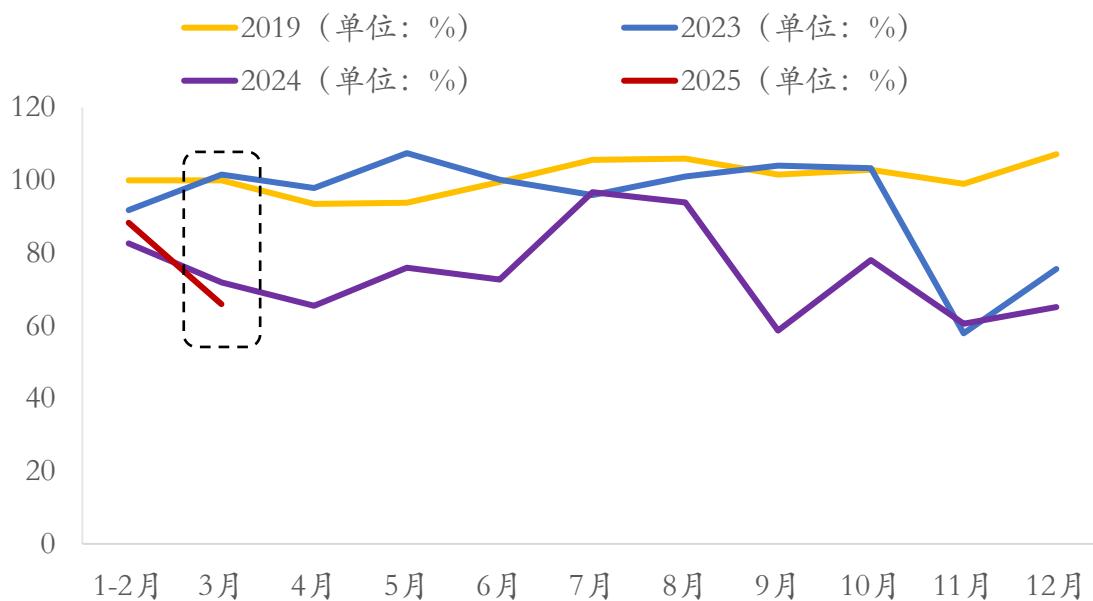
➤ 另一方面，工作时长拖累可选消费空间。除收入影响外，居民扩大可选服务消费的前提是具有相对充分的闲暇时间用于可选消费服务，但2018年6月国家统计局公布月度工作时间以来，整体上企业就业人员平均工作时长整体呈现增长态势，2019年平均为46.2小时/周，而2024年末已升高至49小时/周，这意味着每周居民用于可选消费的时间压缩了3个小时（相当于两场电影的时长）。受此影响，2024年开始，全国电影放映场次较2019年、2023年明显下滑，2025年开年在某口碑电影带动下放映场次有所改善，但3月份开始已经明显下滑。

工作时间整体拉长，挤压居民部门可选消费空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。

口碑电影带动效应减弱，电影放映场次3月开始快速下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.以2019年1-2月电影放映场次（万次），标准化为100处理。2.2025年3月为推算值（使用截至3月23日自然日数据推算）。



房地产 (1) : 历史横向比较下, 当前需求端调控已是史上最松

- 地产调控以“收储”为新框架突破点, 但落地见效还要时间。2024年“5.17”全国切实做好保交房工作视频会议提出, “商品库存较多城市, 政府可以需定购, 酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”确定了“收储”政策框架, 但落地过程中存在较多堵点, 包括: ①“合理价格”缺乏可操作的标准; ②“收储”要求不能增加额外财政负担; ③举债收购闲置的存量土地, 对于地方政府而言没有收益。因而, “收储”对供给端调节尚待见效, 短期内房地产走势主要看需求端变化。
- 历史横向比较下, 当前已是调控最松。基于我们在专题报告《房地产调控如何“松”? 七次调控复盘启示》(2022-02-12)中提出的调控政策框架比较, 2023年至今已经是调控最松状态, 故房地产市场走势主要取决于购房者信心、购买力能否持续改善, 以及需求端政策能否大幅加码发力。

历史横向比较下, 当前已是调控最松时段

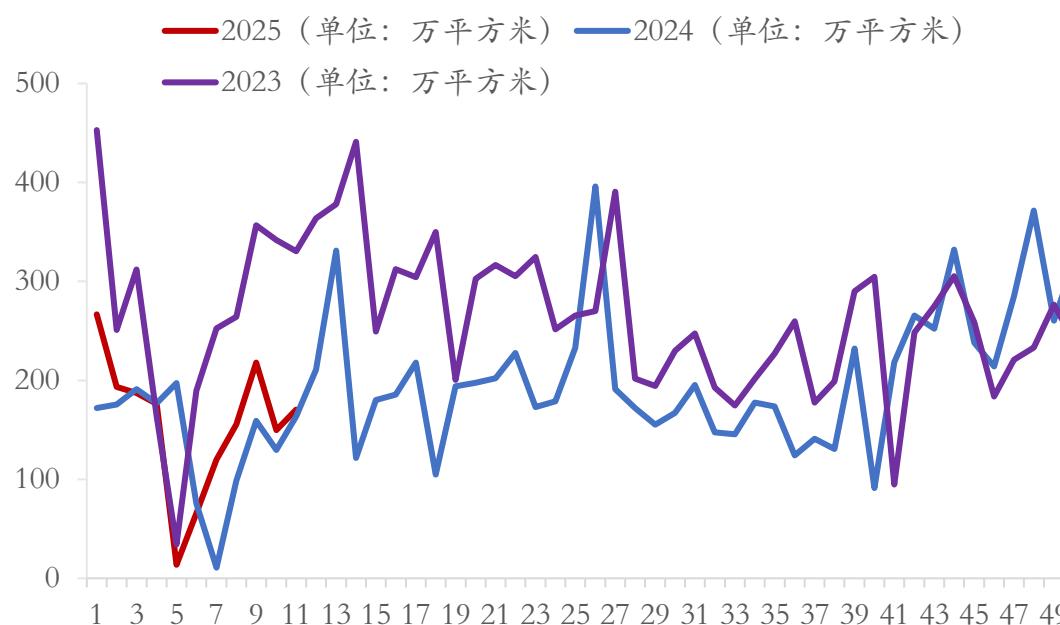
时间区间	2005.03.26- 2008.10.22	2008.10.22- 2009.12.14	2009.12.14- 2014.09.30	2014.09.30- 2016.09.30	2016.09.30- 2020.02.25	2020.02.25- 2020.04.23	2020.04.23- 2021.09.24	2021.09.25- 2023.8	2023.8至今
首付比率	首套房 30% (优惠 20%)	20%	20%→30%	30% (不限购城 市25%)		30% (热点城市35%)			30%→15%
	二套房 30%→40%	40%	40%→60%	40% (不限购城 市30%)		60% (热点城市65%)			60%→30%→15% (热 点城 市30%)
	二套房认定标准	认房	认房	认房又认贷	认房或认贷	认房又认贷	认房又认贷+		认房或认贷, 取消指导价
房贷利率	加权平均房贷利 率 4.94%	4.94%→4.42%	4.94%→6.96%	6.96%→4.52%	4.52%→5.62 %	5.60%	5.6%→5.54%	5.54%→4.34%	4.34%→3.09%
限购措施	户籍限购	无	无	一线城市为主 为主 (约46个)	一线、省会城市 一线及周边城市、省会城市、其他热点城市 截至2019 年Q3已有约110个)				除北上之外基本都已放开
	营业税/增值税 5年以上免税	2年以上免税	5年以上免税		2年以上免税, 四个一线城市除外	部分地市上调了免税年限			2年以上免税 (不再区分一 线城市)
交易税费	契税 -	优惠税率	优惠仅限于首 套房		首套1-1.5%、二套1-2%, 四个一线城市除外				一线城市调整普宅标准, 其 余城市契税优惠
	个人所得税 “满五唯一” 免征	“满五唯一” 免征			严格执行差额20%、不能查询原值的按售价1%、“满五唯一”免征				个人换房享受所得税阶段性 退还 (至2025年底)

资料来源: 根据央行、国务院、地方政府历年政策整理, 华安证券研究所。详见专题报告《房地产调控如何“松”? 七次调控复盘启示》(2022-02-12)。

房地产 (2) : 当前成交改善持续, 但房价动能在衰减

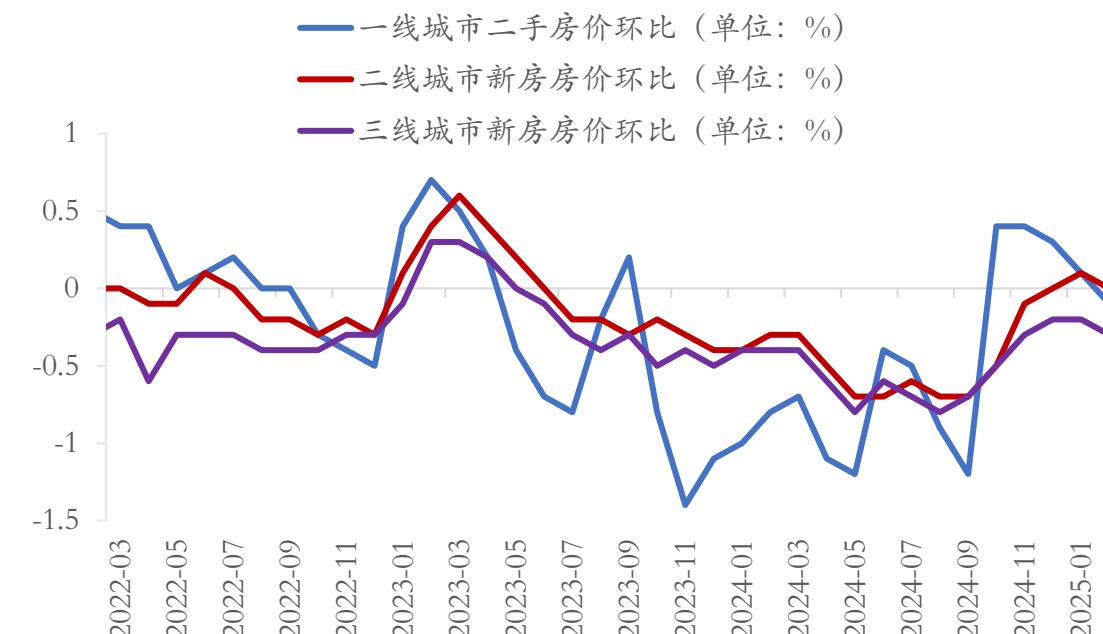
➤ 2025年以来成交有所改善, 但预计“小阳春”成色不足。在当前政策已经调整至历史“最松”情况下, “小阳春”不会缺席, 但成色恐弱于往年。①以当年前11周30个大中城市(Wind口径)商品房成交面积看, 2025年为1716万平米, 较2024年同比增10.7%, 但相较于2023年同比下降41.8%。②2024年四季度受政策提振信心影响, 部分需求得以提前释放, 难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房房价环比三个具有代表性的房价指标来看, 2025年2月(春节后第一个月份)房价并未出现改善态势, 也表明对今年3-4月传统地产销售旺季房价走势和成交量不宜太过乐观。

2025年前11周商品房销售较2023年仍有明显下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 数据为30个大中城市商品房成交面积。

代表性房价在2025年初未见改善

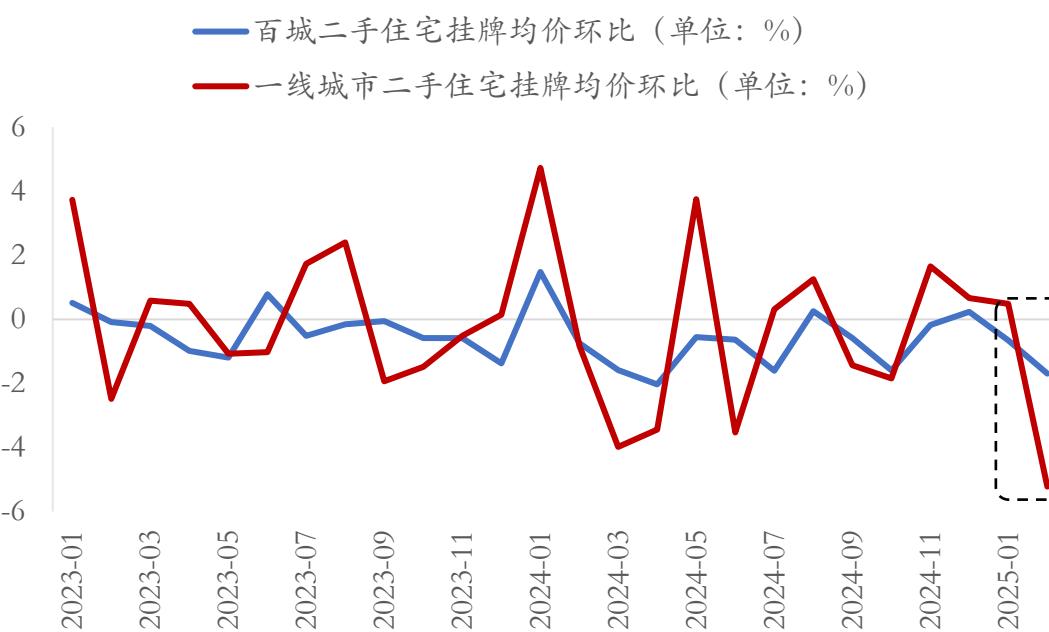


资料来源: Wind, 华安证券研究所。

房地产 (3) : 购房者信心偏弱, 难以对基本面形成强力支撑

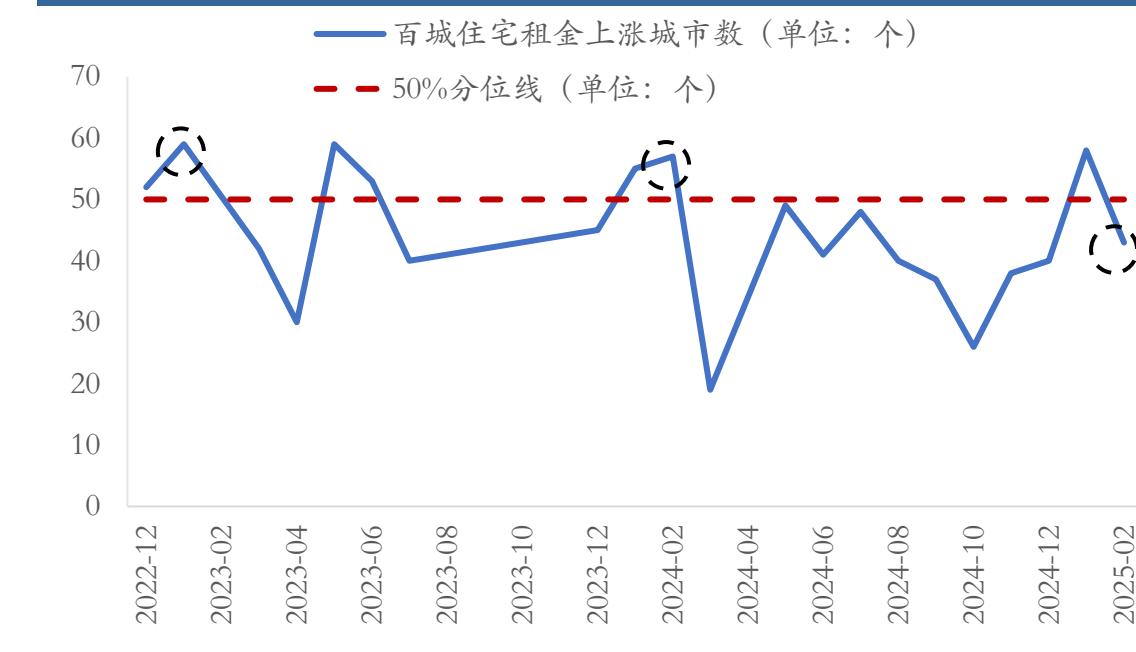
- 购房者信心偏弱, 难以对基本面形成强力支撑。①二手房挂牌价格环比在春节后快速下滑, 表明当下购房者更加谨慎, 业主普遍下调挂牌价格吸引购房者。特别是一线城市挂牌价格环比下探至2023年以来最低点, 市场预期不容乐观。②从反应潜在购房需求的住宅租金看, 2023、2024年春节后一个月因返乡者返回工作地, 租金环比往往有所改善, 但2025年春节后租金上涨城市数量大幅减少, 也表明居住需求走弱, 拖累购房需求。

春节后, 挂牌价格快速下跌



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

春节后住宅租金环比下降, 居住需求偏弱



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



政策发力方向：防失速风险，需求端落实消费专项行动方案

➤ 《提振消费专项行动方案》着重于需求侧加大政策力度。近日公布的《提振消费专项行动方案》（以下简称《方案》）提出了八部分30条政策举措，与此前的消费政策大多从供给侧入手相比，《方案》着重在需求侧加大政策力度。特别是《方案》首次在促消费文件中强调稳股市，通过提升居民财产性收入、增强消费底气、提振居民信心，构建“财富效应—消费升级—产业转型”新增长闭环，有利于形成宏观政策合力。

1

城乡居民增收 促进行动

- ✓ 促进工资性收入合理增长，**健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准**，加大重点工程项目和中小型农业农村基础设施建设领域以工代赈实施力度
- ✓ 拓宽财产性收入渠道，**多措并举稳住股市**

2

消费能力保障 支持行动

- ✓ 加大生育养育保障力度，**研究建立育儿补贴制度**，实施儿科服务年行动，加大儿科服务供给

3

服务消费提质 惠民行动

- ✓ 优化“一老一小”服务供给，**支持地方试点探索、整体推进多层建筑加装电梯和发展老年助餐服务**。积极发展抗衰老、银发旅游等产业
- ✓ **发展入境消费**

4

大宗消费更新 升级行动

- ✓ 加大消费品以旧换新支持力度，推动**汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级**，实施**手机、平板、智能手表（手环）3类数码产品购新补贴**
- ✓ 适时降低住房公积金贷款利率，**扩大住房公积金使用范围**

5

消费品质提升 行动

- ✓ 强化消费品牌引领，打造更多中国服务品牌…支持开发原创知识产权（IP）品牌…开拓国货“潮品”国内外增量市场…**因地制宜推进首发经济**

6

消费环境改善 提升行动

- ✓ 保障休息休假权益，**严格落实带薪年休假制度，鼓励带薪年休假与小长假连休，实现弹性错峰休假**
- ✓ 鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假

7

限制措施清理 优化行动

- ✓ 有序减少消费限制，**推动汽车等消费由购买管理向使用管理转变，分年限保障‘久摇不中’无车家庭购车需求**

8

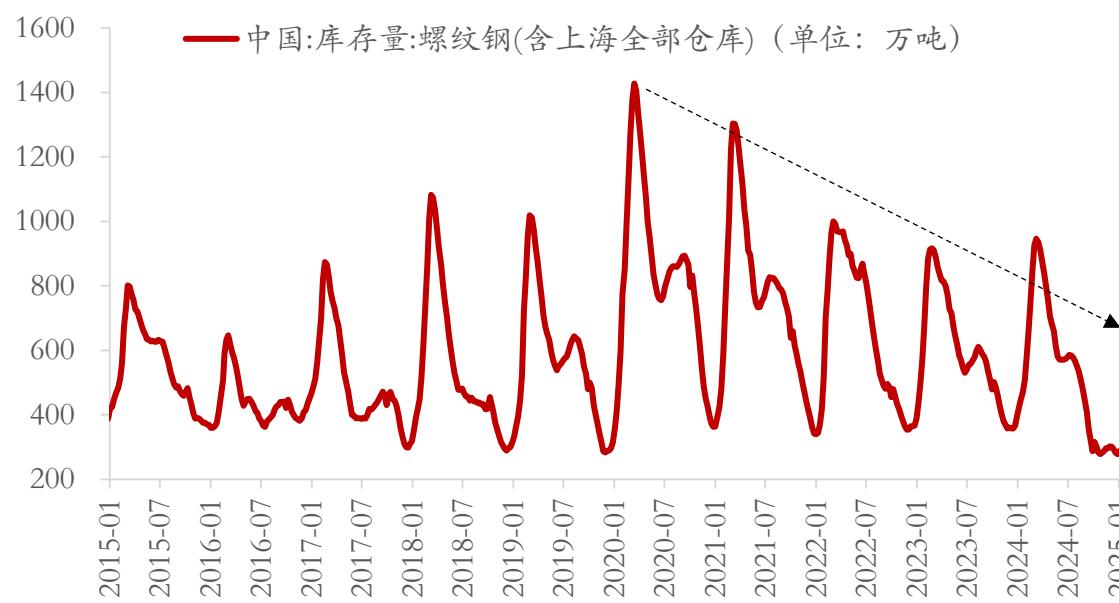
完善支持政策

- ✓ 强化信贷支持，鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度
- ✓ 运用财政补贴、贷款贴息等政策工具…将促消费同惠民生、补短板结合起来

政策发力方向：防失速风险，供给端推进化解重点产业结构性矛盾

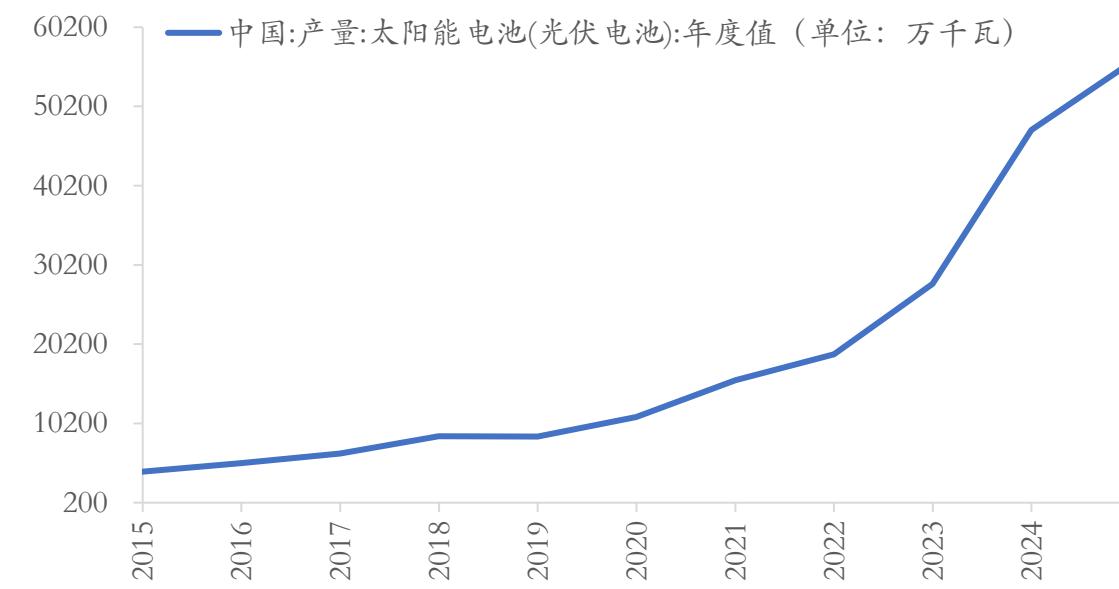
- 2月10日，国常会重点研究了化解重点产业结构性矛盾相关举措。3月13日，国家发改委计划报告全文发布，其中提出“出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施”，“推动石化产业向精细化工延伸”，“推动钢铁产业减量重组。推动新能源汽车、锂电池、光伏产业有序发展和技术创新”等。
- 对比上一轮供给侧改革的情况，本轮化解重点产业结构性矛盾增加了化解中游制造业的产能。我们认为对于中游制造业产能的结构性矛盾化解，预计仍会从制定限产标准、平衡总量和不同技术路线产品的结构、以及控新增等方向的举措发力。

2015年以来螺纹钢库存量周度情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2015年以来光伏电池年度产量情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。

政策发力方向：新质生产力引领制造业升级，科技突破更明确

- 2025年政府工作报告中对于产业发力表述的方向更为明确、细化，在具体产业领域中首提具身智能及深海科技。在传统产业提升方面，要求加快制造业重点产业链高质量发展，进一步扩范围、降门槛，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；在新兴产业突破方面，要求：①开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，建立未来产业投入增长机制；②持续推进“人工智能+”行动，支持大模型广泛应用等。
 - 截至目前，多地加快发展建立投入增长机制：上海推动战略性新兴产业和未来产业营业收入占比提高到30%左右；湖北计划完成1万家规上工业企业数智化改造。

	2024年	2025年
发展要求	<ul style="list-style-type: none">✓ 推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型✓ 巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势✓ 加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展✓ 积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎✓ 制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道✓ 深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动	<ul style="list-style-type: none">✓ 推动传统产业改造提升✓ 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。✓ 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✓ 扩大5G规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局✓ 持续推进“人工智能+”行动…支持大型广泛应用，大力发展战略性新兴产业，促进数字经济和实体经济深度融合

政策发力方向：财政靠前发力，货币结构性工具推动宽信用

- 财政政策有望靠前发力。①财政资金充足。2月财政存款同比大幅多增，资金充足支撑财政支出提速；②债券发行提速。截至3月25日，一季度地方政府新增专项债发行已9602.41亿元（进度约21.82%），高于2024Q1的6341.24亿元（进度约16.26%）。
- 货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变。①降准概率较大。近期央行表态“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息”，考虑汇率压力，预计降准概率更大。②结构性降息推动宽信用。央行2024Q4货币政策执行报告专栏4“再贷款的机理、演进和发展”指出，“对于财政资金未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的领域，结构性再贷款可以发挥引导作用适度补位”，例如设备更新改造专项再贷款（2022年）、科技创新和技术改造再贷款（2024年）均实现再贷款与财政贴息政策的相互配合、协同发力。因而，利率上行基本到位，除非基本面明显改善。

2025Q1地方政府新增专项债显著高于去年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。注：2025Q1截至3月25日。

当前央行存续结构性工具利率情况，远低于1年期LPR利率

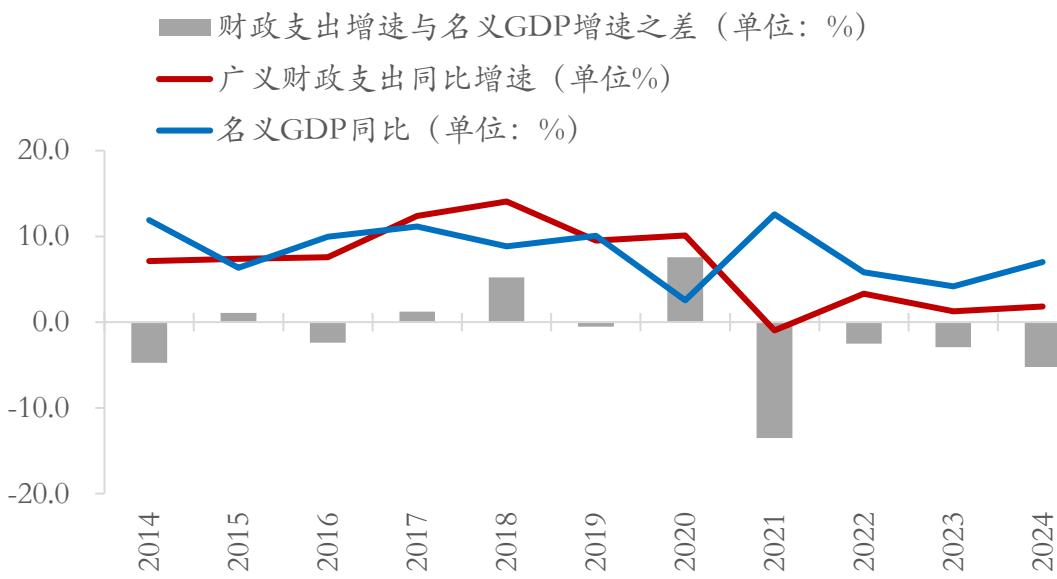
工具	支持领域	发放对象	利率
长期性工具	支农再贷款	涉农领域 农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	1.75%
	支小再贷款	小微企业、民营企业 城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	1.75%
	再贴现	涉农、小微和民营企业 贴现资格的银行业金融机构	1.75%
阶段性工具	抵押补充贷款	棚户区改造、重点水利工程等 开发银行、农发行、进出口银行	2.25%
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术 21家全国性金融机构	1.75%
	科技创新和技改再贷款	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目 21家全国性金融机构	1.75%
	保障性住房再贷款	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁 21家全国性金融机构	1.75%

资料来源：中国人民银行官网，华安证券研究所整理。单位：%。

4月政治局会议前瞻：积极基调延续，加码与否看外围

- 4月政治局会议预计延续两会基调，政策定调偏积极，后续重在落地，短期再大幅加码可能性较小，除非外围冲击显著增加。重点跟踪财政支出效果转化和宽信用的推进。2025年政府工作报告中财政政策强调要“加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出”；而货币政策强调“适时降准降息”、“更大力度促进楼市股市健康发展”。
- 1-2月部分地区披露数据显示部分地区一般公共预算支出同比仍为负值，江苏、湖南同比分别为-4.5%、-2.8%，预计后续执行方面强调进一步提速、靠前发力，财政支出转化效果有望加强。此外，我们预计2025年一季度GDP同比增速为5.2%、高于2025年度目标值5.0%，而且主要宏观经济政策基本落地，后续重在跟踪执行，因此二季度政策继续大幅加码概率较低。但若外围尤其是关税层面压力陡增，政策有望迅速对冲。

广义财政支出同比增速低于名义GDP，财政支出仍需提速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

货币政策的汇率掣肘缓释



资料来源：Wind，华安证券研究所。

目录

1

市场：防惯性下滑风险，政策提前布局

2

专题：二季度美国经济会陷入衰退吗？

3

配置：重视政策提振、景气改善和高股息

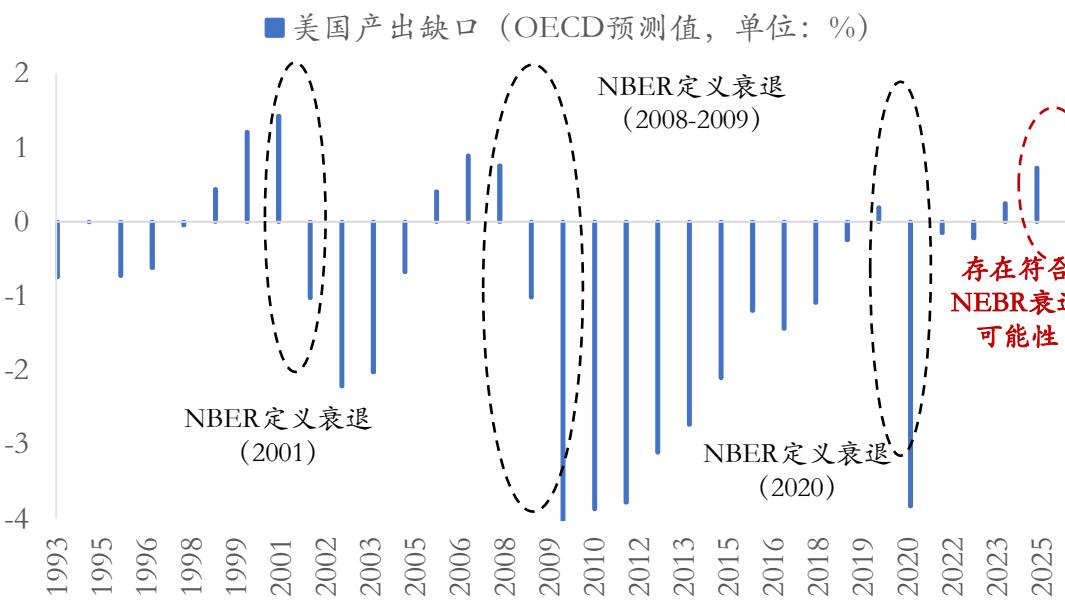
4

专题：产业周期景气视角看AI布局契机

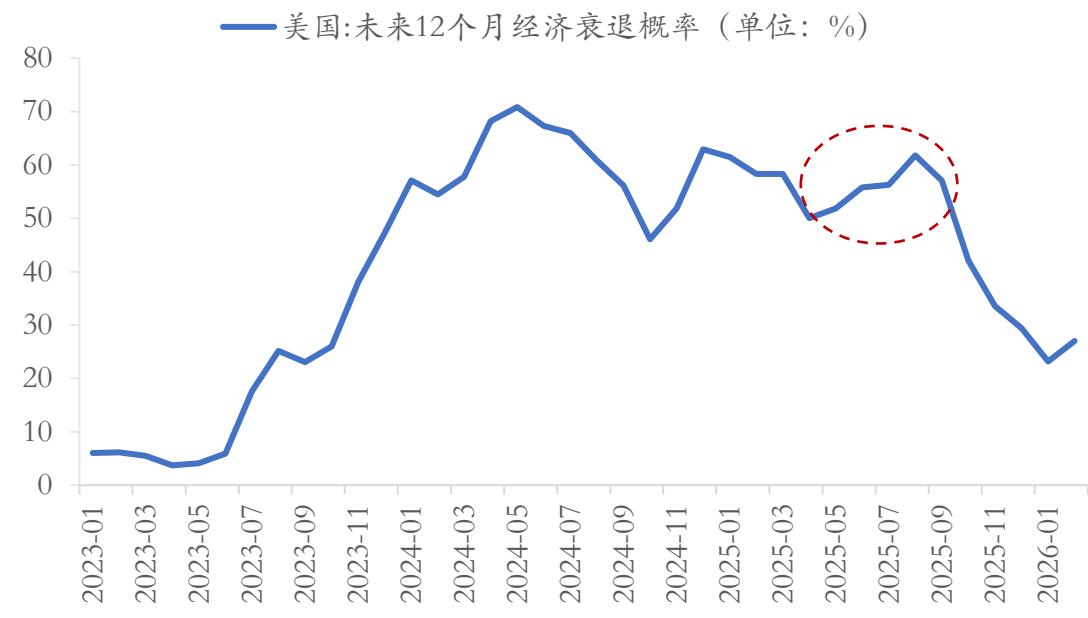
2025Q2-Q3美国经济陷入衰退风险较大（1）——产出缺口可能由正转负

- 如产出缺口由正转负，美国经济将陷入衰退。从历史上看，NBER定义衰退通常发生在美国从正产出缺口（即高于潜在增速）转变为负产出缺口（即低于潜在增速）。从这个角度看，2024年美国经济存在正产出缺口，如2025年美国经济转入负产出缺口，则美国经济将出现NBER定义的衰退。具体到年内时点看，按照美国经济分析局预测，美国陷入衰退风险概率从Q2开始上升，峰值在2025Q3。

NBER定义衰退发生在产出缺口由正转负



美国经济分析局预测美国陷入衰退风险峰值在2025Q3



2025Q2-Q3美国经济陷入衰退风险较大（2）——美国进入主动去库阶段

- 1993年以来NBER定义衰退通常发生在主动去库阶段的后半段。①第一次2001年3月至11月由互联网业务繁荣和随后萧条引起，“9-11”袭击加剧衰退，对应第三轮库存周期主动去库阶段和被动去库阶段初期。②第二次“大衰退”从2007年12月持续到2009年6月，是自大萧条以来持续时间最长的一次收缩，时间段上对应第五轮库存周期主动去库阶段和被动去库阶段初期。③第三次是新冠疫情引起的2020年3月至4月的经济衰退，时间段上对应第八轮库存周期主动去库阶段和被动去库阶段初期。
- 结合我们在专题报告《库存周期视角下的美国经济衰退与否——1993年以来美国库存周期复盘启示》（2024-05-06）中，以美国库存总额同比增速和美国销售总额同比增速的转折点作为每轮库存子周期的划分依据，2024年底已进入1993年以来美国第十轮库存周期的主动去库阶段。因而从库存周期视角看，美国经济也有较高概率陷入衰退风险。

历史上看，美国经济陷入衰退主要是主动去库后半段与被动去库前半段

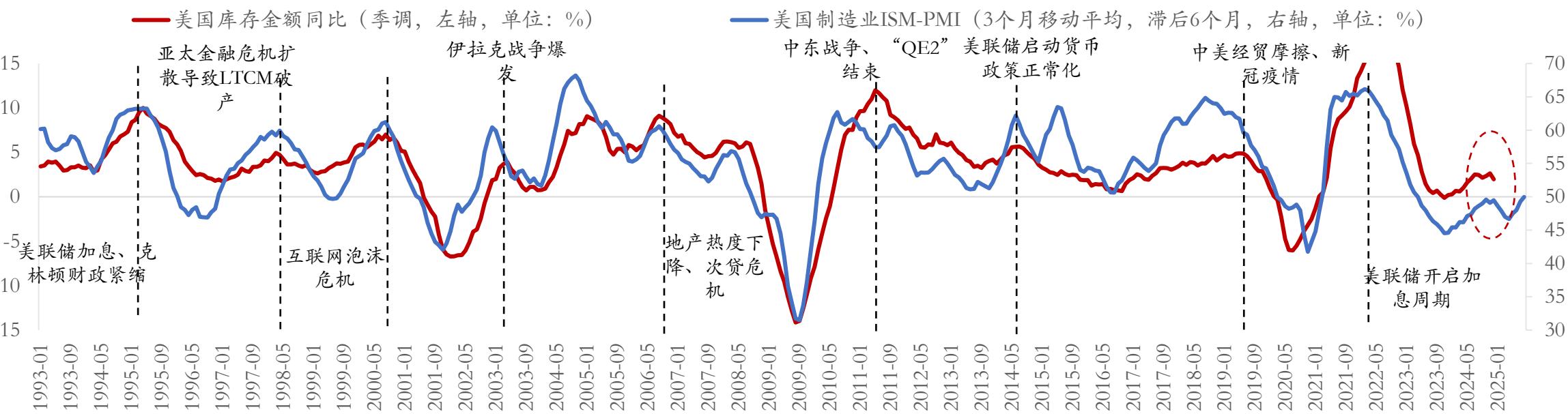
阶段		第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	第九轮	第十轮
主动补库	开始日期	1993. 7	1996. 12	1999. 3	2002. 2	2003. 1	2009. 9	2013. 1	2016. 11	2020. 7	2023. 11
	结束日期	1994. 12	1997. 2	2000. 1	2003. 3	2005. 1	2010. 4	2013. 11	2018. 5	2021. 4	2024. 7
	持续时间	18月	3月	11月	14月	16月	8月	2月	19月	10月	9月
被动补库	开始日期	1995. 1	1997. 3	2000. 2	2003. 4	2005. 2	2010. 5	2013. 12	2018. 6	2021. 5	2024. 8
	结束日期	1995. 4	1998. 3	2000. 8	2003. 4	2006. 8	2011. 5	2014. 8	2019. 5	2022. 6	2024. 11
	持续时间	4月	13月	7月	-	19月	13月	9月	12月	14月	4月
主动去库	开始日期	1995. 5	1998. 4	2000. 9	2003. 4	2006. 9	2011. 6	2014. 9	2019. 6	2022. 7	2024. 12
	结束日期	1996. 1	1998. 7	2001. 9	2003. 4	2009. 4	2013. 4	2015. 8	2020. 4	2023. 6	2025. 9 (?)
	持续时间	9月	4月	13月	-	32月	23月	12月	11月	12月	7个月 (?)
被动去库	开始日期	1996. 2	1998. 8	2001. 1	2003. 5	2009. 5	2013. 5	2015. 9	2020. 5	2023. 7	2025. 10 (?)
	结束日期	1996. 12	1999. 2	2002. 1	2003. 9	2009. 8	2013. 9	2016. 1	2020. 6	2023. 11	(?)
	持续时间	11月	7月	4月	5月	4月	5月	14月	2月	5个月	-

资料来源：Wind，华安证券研究所。详见专题报告《库存周期视角下的美国经济衰退与否——1993年以来美国库存周期复盘启示》（2024-05-06）。

从前瞻指标看，2025Q2-Q3美国大概率处于主动去库阶段

- 美国2024年以来主动补库+被动补库阶段在2024年末已经结束。其主要原因在于：一方面，2024年四季度以来，受飓风、加州大火等极端天气因素对美国经济形成一定冲击。另一方面，美国通胀有所反复，叠加特朗普上台后收紧移民政策导致未来再通胀风险上升，美联储对后续降息持谨慎态度。上述因素共同作用下，2024年末美国已经结束本轮库存周期的补库阶段，进入去库阶段。
- 从前瞻指标看，2025Q2美国大概率处于主动去库阶段。以滞后6个月的美国制造业ISM-PMI新订单指数具有比较强的前瞻性，该指标在2024年末见顶回落约6个月。2025年2月，美国制造业ISM-PMI新订单指数大幅下跌至48.6%，较前值55.1%大幅回落，也指向美国库存周期走向去库阶段。

2025年上半年，美国大概率处于主动去库阶段



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：估算方式见前文PPT。

从四大影响因素看，主动去库阶段大概率持续至2025Q3

➤ 四个主要因素看，主动去库阶段大概率持续至2025Q3。结合我们在专题报告《库存周期视角下的美国经济衰退与否——1993年以来美国库存周期复盘启示》（2024-05-06）的分析，美国库存周期受到四个主要因素的影响，包括货币政策、财政政策、科技进步和突发事件。对照上述四个因素分析，主动去库阶段大概率持续至2025Q3：①2025年以来美联储暂停降息，收紧货币政策，预计至6月末、9月末才有望成为重启降息“窗口期”。②从财政政策看，特朗普正式就职后表态压缩政府支出、减少财政赤字，以配合其后续的减税政策。③AI目前尚未形成硬件需求，因而科技进步因素影响较小。④特朗普持续推动加征关税，按照其正式就职前“逐月加征”的方式推演，预计美国与其他国家关税谈判问题可能至少要持续到Q3，继续影响市场信心。

2025年上半年，美国大概率处于主动去库阶段

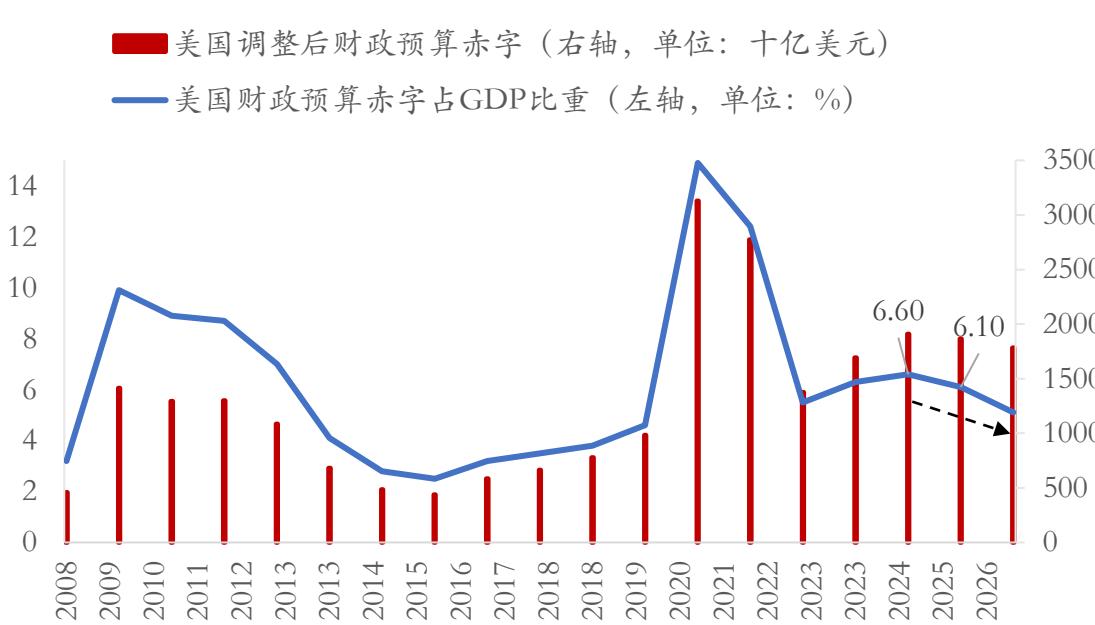
阶段		第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	第九轮	第十轮
主动补库	主要因素	美联储降息	美国政府关门	美联储降息、互联网投资火热	美联储降息	金融衍生品创新、多条法案签署鼓励地产	“QE1”效果扩散	“QE3”效果扩散	特朗普政府“制造业回流政策	美联储QE影响扩散、疫苗出现	美联储确认开启降息周期、维持较高财政支出
	类型	货币	财政	货币、科技	货币	货币、财政	货币	货币	突发	货币、科技	货币、财政
被动补库	主要因素	美联储加息、克林顿财政紧缩政策	亚太金融危机出现	美联储加息	-	美联储加息	欧债危机爆发	退出“QE3”、极端寒冷天气	增加关税退出TPP、美联储加息	美联储Taper、变种病毒来袭	特朗普胜选预期浓厚下逆全球化与通胀担忧
	类型	货币、财政	突发	货币	-	货币	突发	货币、突发	货币、突发	货币、突发	突发
主动去库	主要因素	美联储加息、克林顿紧缩政策	亚太金融危机扩散导致 LTCM 破产	互联网泡沫破裂	-	“次贷”危机爆发	中东战争爆发“QE2”结束	美联储“货币政策正常化”	中美贸易摩擦、新冠疫情出现	美联储加息	加州大火、全面加征关税、美联储暂停降息（预计）
	类型	货币、财政	突发	突发	-	突发	货币、突发	货币	突发	货币	突发、货币
被动去库	主要因素	美联储降息、个人计算机产业兴起	半导体产业突破式进步	布什政府《经济法案》、美联储开放贴现	“总统日”风暴、伊拉克战争	美联储降息、奥巴马政府《复苏法案》	“QE3”开启	TPP协议达成	美联储“QE”、法案2万亿刺激	美联储确认结束加息周期	美联储重启降息、美国启动减税（预计）
	类型	货币、科技	科技	货币、财政	突发	货币、财政	货币	突发	货币、财政	货币	货币、财政

资料来源：Wind，华安证券研究所。详见专题报告《库存周期视角下的美国经济衰退与否——1993年以来美国库存周期复盘启示》（2024-05-06）。

特朗普收紧财政政策与加征关税，恐加剧美国经济衰退风险

- 特朗普有意收紧财政支出，为其后续减税政策留出政策空间。按照特朗普提名财政部长候选人、金融专家斯科特·贝森特计划，2028年将美国的财政赤字缩减至GDP的3%。特朗普正式就职后，通过签署行政令，启动成本效率计划，旨在通过裁员、冻结信用卡、审查合同和拨款等措施削减财政赤字。参考上一任期，特朗普在任期第二年实施了减税政策，因而我们认为2025年特朗普大概率收紧财政支出，以便为其后续减税政策留出空间。
- 美国加征关税风险反复，可能持续到Q3。3月17日，美国总统特朗普表示将于4月2日同时实施广泛的针对每个贸易伙伴的“对等关税”以及额外的“行业特定关税”，包括对美国“示好”的印度。就特朗普正式就职近两个月的关税政策动向来看，对华加征关税可能符合其就职前团队透露的“逐月加征”特点，而美国对其他国家加征关税可能呈现持续拉锯和反复的特点。

美国赤字预算2025年开始回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

短期内，美国加征关税风险恐持续反复

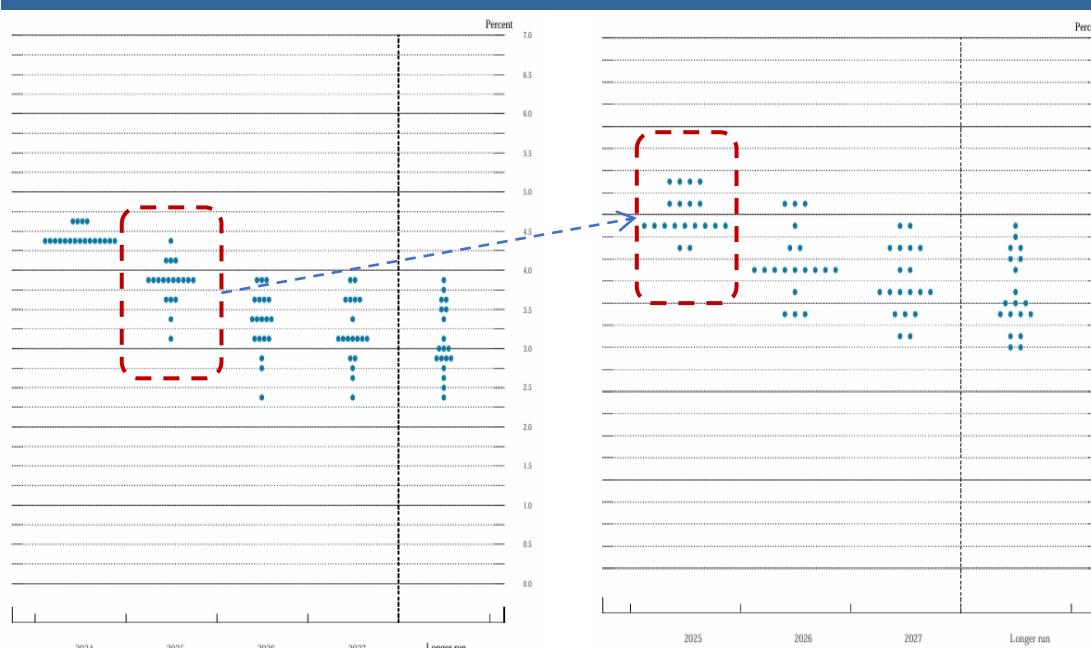
区域	国家	近期美国加征关税动态
北美	加拿大	3月13日，美国总统特朗普在白宫会见到访的北约秘书长吕特时表示，他不会改变对加拿大征收关税的决定。3月12日，加拿大宣布将对价值298亿加元的美国商品征收报复性关税。
	墨西哥	3月6日，美国总统特朗普称，对墨西哥加征的25%关税措施将暂缓执行直至4月2日，适用于美墨加协定涵盖的所有商品和服务。
中国		3月4日，美国对中国出口产品再次加征10%关税。同日，中国宣布对美农产品加征关税予以反制。
欧盟		2月末，特朗普表示计划对欧盟加征关税。3月12日，欧盟委员会表示因美国近期对从欧盟进口的钢铝产品征收不合理关税，欧盟决定对价值260亿欧元的美国商品征收反制关税。
其他	(以商品为维度加征)	1.3月12日，美国对所有进口钢铁和铝征收25%关税正式生效。 2.3月12日，美国商务部长卢特尼克表示将对铜加征更多关税。

资料来源：新华社、国务院关税税则委员会，华安证券研究所。

美联储重启降息前，美国经济主动去库阶段可能延续

- 从货币因素看，美联储如继续“暂停”降息，也将导致美国延续主动去库阶段。如美联储在6月末重启降息，由于货币政策传导效存在“时滞”，则主动去库阶段可能延续至三季度末。
- 3月FOMC会议上，美联储对降息维持审慎态度。3月FOMC会议声明较市场预期偏鸽派，主要是声明认为政策变化导致经济前景的不确定性在增加，并决定从4月开始放缓资产负债表缩减。尽管如此，美联储对降息的态度整体上依然维持谨慎：①从点阵图看，3月FOMC会议上美联储官员较去年12月更加谨慎，投票不降息和只降息25BP的官员分别增加3名和1名；②在3月经济预测中，美联储下调了经济增速和通胀预期，但利率中值并未发生变化，表明美联储对降息的容忍度在提升；③会后新闻发布会上，美联储主席鲍威尔认为关税导致通胀反弹可能不持续故还不确定美联储是否应该行动。

点阵图显示美联储官员对降息较2024年底更加谨慎



资料来源：FOMC，华安证券研究所。注：上图为2024年12月和2025年3月。

市场押注美联储6月末、10月美联储各降息1次

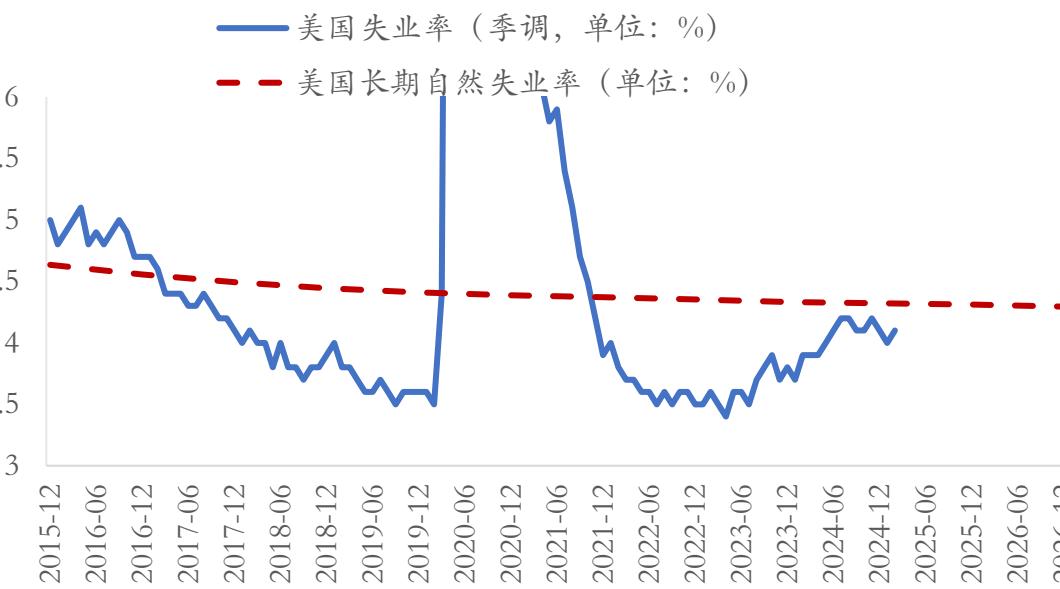
日期	4.25-4.5	4-4.25	3.75-4	3.5-3.75	3.25-3.5	3-3.25
2025/5/8	83.40%	16.60%				
2025/6/19	30.70%	58.80%	10.50%			
2025/7/31	20.20%	49.20%	27%	3.60%		
2025/9/18	7.20%	30.50%	41.30%	18.70%	2.30%	
2025/10/30	4.60%	22.20%	37.50%	26.70%	8.10%	0.80%
2025/12/11	2.40%	13.70%	30.10%	31.90%	17.10%	4.30%

资料来源：CME，华安证券研究所。注：数据更新至3月21日。

风险提示：若美国失业率维持较低水平，美国经济有望“软着陆”

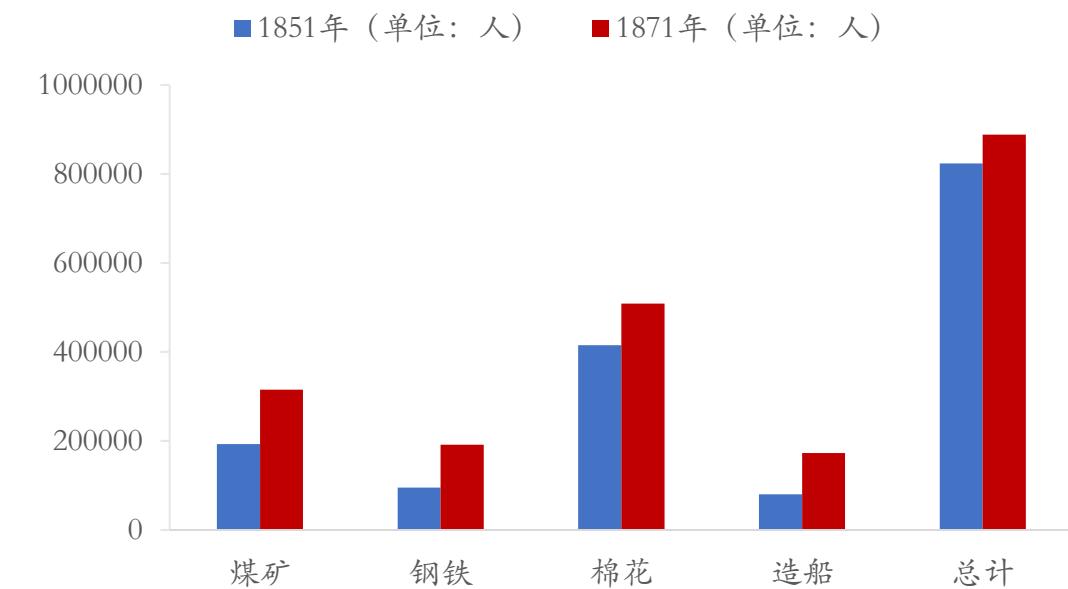
- 按照美联储对奥肯定律的修正，产出缺口可以通过失业率与自然失业率的比较进行捕捉。即失业率如维持在自然失业率下方，则产出缺口依然为正，不满足历史上出现NBER衰退的条件。按照美国国会预算办公室测算，2025年美国自然失业率为4.31%，换言之，如果美国失业率维持在4.3%以下的水平，则美国经济仍有望“软着陆”。可能存在的两种情况分别是：
 - ✓ ①特朗普持续收紧移民政策，可能导致美国本土就业市场维持紧平衡，从而推动失业率维持低位。
 - ✓ ②人工智能等新一轮产业周期爆发，催生就业机会。

美国失业率尚处于自然失业率下方



资料来源：Wind，华安证券研究所。

第一次工业革命催生英国工业部门就业人数增加



资料来源：关锦铿、曹志平、韩斌等著《科技革命与就业》（2007），华安证券研究所整理。

目录

1

市场：防惯性下滑风险，政策提前布局

2

专题：二季度美国经济会陷入衰退吗？

3

配置：重视政策提振、景气改善和高股息

4

专题：产业周期景气视角看AI布局契机



行业配置：重视政策提振、景气改善和高股息品种

- 2025Q2投资思路：产业政策优先于总量政策，重视政策提振、景气改善和稳健高股息品种
- 风格展望：消费>成长>金融>周期

配置方向

细分领域配置逻辑

1

政策提振
消费品

电子、汽车、家电等

2

景气改善

- 有色金属：贵金属、工业金属
- 设备更新：工程机械、专用设备、通用设备、电网设备

3

稳健高股息
战略性价值

银行、保险等

1. 以旧换新、AI硬件升级等助力电子行业从估值提升阶段过渡至业绩支撑阶段。电子行业估值百分位已至历史可比天花板，行情支撑过渡至业绩，而政策和AI支撑为其带来业绩提振。

2. 消费提振政策支撑、内销迎来高增速，出口维持韧性。提振消费的重要一环，汽车是重中之重，除以旧换新外，预计仍会进一步出台支持政策。中国汽车尤其是新能源车全球竞争力强。

3. 政策支持下家电基本面改善显著，且多领域处于滞涨低估状态。

1. 全球利率继续下行促进黄金价格上涨；需求改善、供给收缩、库存快速下降，工业金属如铜价格存在上涨支持；此外美国经济边际走弱、美联储仍处降息周期，美元指数冲高后持续回落，也从计价角度对黄金、铜价形成支撑。

2. 政策支持叠加产业趋势共促设备类行业景气持续改善。一是设备更新在2025年力度较2024年下半年有所增加，两会已经确定支持力度，预计政策将很快落地；二是多个产业周期下，设备类需求持续改善，如工程机械可能已经迎来周期性回升的早期，机器人产业快速发展对零部件需求快速扩张等。二者共振下设备类投资同比增速高位持续上行。

1. 银行、保险具备短期配置性价比和中长期战略性投资价值。一是我们预计二季度多数时间市场呈震荡走势，在此背景下银行保险具备稳定的性价比；二是从2024年的业绩预告看，银行和保险行业的业绩都较好；三是《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中的诸多举措都赋予了银行保险行业中长期战略性投资价值。



2025Q2四大风格投资机会及具体逻辑展望

AI-泛TMT科技股当前正处于估值消化期，且待消化空间仍较大，因此在二季度前期成长板块出现行情可能性低。但2025Q2季度中后期预计将出现阶段性机会，机会或主要体现在电子行业上。此外关注AI、机器人方向能否出现新重磅催化剂，若出现也将启动新一轮泛TMT主题阶段性行情。

①DS带来主题阶段行情，而非类似新能源车大规模落地的持续业绩支撑新产业周期，成长板块目前未观测到基本面持续兑现的支撑，行情以估值波动主导的阶段性机会为主。一是消费电子在国内政策支持和外部科技抑制共同作用下，景气弱改善、基本面支持不足，但存在政策支持或自主可控类估值机会。二是AI产业国内大规模落地条件不成熟，哪怕DS也并未带来应用大规模落地，技术、设备、需求仍存明显欠缺。因此AI机会以事件驱动为主，核心在于重磅催化剂出现。②2025Q2宏观流动性继续宽松，国内降准降息可期，美国预计继续暂停降息。微观流动性维持较大规模成交量。流动性环境利于成长科技演绎，但其重要性弱于催化剂。流动性提供上涨弹性，但催化剂才能决定是否上涨。即催化剂叠加流动性支持，行情将出现更大幅度爆发，但若仅存流动性而无催化剂支持，成长科技也难以大幅上涨。③2025Q2成长板块机会可能主要出现在电子行业。支撑在于一是国内以旧换新、消费提振计划支持，二是美国科技制裁下，科技自立自强是大势所趋。此外关注AI、机器人能否出现重磅催化剂。

成长

金融风格在2025Q2季度仍有配置的价值和必要，尤其是银行、保险具备震荡市下稳定性和中长期战略性配置的价值。此外若地产调控政策出现集中宽松也将带来估值修复的阶段性机会。

金融

根据金融风格行情的复盘显示，板块性的金融风格机会需要满足“经济边际改善+流动性边际宽松”宏观环境，同时还需要具备金融风格的持续业绩相对优势。展望2025年Q2季度，据宏观测算，经济边际改善+流动性边际宽松宏观组合出现概率较高，但金融风格出现持续业绩相对优势难度较大，因此金融风格机会仍以个别行业和阶段性机会为主。金融行业的阶段性配置机会可重点关注：一是震荡下具备配置性价比的银行、保险，同时其也具备中长期的战略性配置价值。在市场不具备向上系统性β行情的情况下，银行、保险作为稳健型资产以其高股息特性均具备配置价值。①我们预计市场在Q2季度内整体将呈现震荡走势，市场上涨契机观察4月底的中央政治局会议能否启动一轮政策预期，震荡市下高股息如银行具备良好抱团价值。②2025年初发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中有诸多举措都有力提升银行保险中长期投资价值。二是地产调控政策集中出台也将带来阶段性估值修复机会。止跌回稳在二季度面临较大压力，政策有望加力。

消费板块在2025Q2季度预计将出现较为频繁的机会，整个风格有望取得超额收益。同时需要说明的是，消费板块的频繁机会不会持续体现在某一行业上，而是呈现出板块内部轮动的特征。消费板块的轮动支撑在于促消费政策、外部不确定性下的内需提振、五一假期主题等。行业层面，可关注汽车、家电。

①对消费风格整体而言，作为经济的滞后反应变量，行情持续、有力度的演绎压力主要在当前市场对未来的经济信心和收入改善预期的仍然低迷。基本面能否持续改善是影响消费风格行情持续性的更重要因素，而非像成长风格具备“讲故事”的持续估值提升机会。从前2月的经济金融数据尤其是短贷、社零等消费相关数据显示，终端消费需求仍然疲弱，居民对未来经济和收入信心仍不乐观，基本面支撑力度不足，这导致消费板块难以出现持续、大幅度的主线级行情，因此机会主要以阶段性估值修复为主。②在Q2季度有望出现消费相关的催化剂。一是提振消费已经明确作为2025年首要工作任务，因此在政策层面将持续出台促消费措施，包括但不限于消费品以旧换新、消费提振计划等，政策的出台都将带来板块的估值修复机会，但修复持续性和力度取决于政策力度和频率，预计机会的频率重于机会的幅度。二是Q2季度恰逢五一黄金周，在这个时间节点前后也容易出现阶段性主题机会。

消费

2025Q2周期风格出现景气持续改善支撑或政策刺激估值修复行情的可能性低。但可以从中观行业层面筛选个别具备景气改善或支持的细分领域，主要包括贵金属、工业金属、设备更新等方向。

根据周期风格行情复盘显示，周期风格持续演绎需要基本面强支撑，很少出现基本面支撑仅靠估值驱动的行情（估值驱动行情需要强大的经济刺激政策催化如四万亿）。立足基本面，从供给、需求两个角度考虑，通常存在两种模式的机会：一是当需求强劲带来显著业绩提振形成持续业绩相对优势，量增价涨，这种机会通常发生在经济大的上行期，如2009-2010年、2020-2021年；二是供给持续收缩，量减价涨，也会带来上市公司业绩改善，如2016-2017年供给侧结构性改革等。①无论是上述框架中的政策强刺激带来估值修复还是经济强修复带来的基本面强支撑在Q2季度都很难出现。中央经济工作会议和两会工作总基调已定，政策加力但非强刺激。基本面上经济内需动能仍然较弱，同时政策非强刺激情况下，显著改善的可能性同样较低，大多数周期类行业景气偏弱且预期低迷，因此周期板块难具备大行情。②从中观维度选择具备景气改善或支撑的领域。一是有色金属中的贵金属和工业金属，美元指数持续走弱叠加需求改善，价格持续高位甚至不断上涨。二是设备更新相关领域，该部分有政策支持。

主线1-电子：估值提升阶段向业绩支撑阶段过渡

- ▶ 本轮电子行情的估值已经提升到了历史可比百分位天花板，意味着估值提升阶段基本结束。根据复盘结论，一轮完整的电子行情第一阶段即估值提升阶段，估值百分位提升至历史可比天花板位置后估值支撑上涨的阶段将基本结束，根据过往可比百分位高点推测，预计本轮估值百分位的天花板位置将在70-75%（见报告《泛TMT行情的关键、制约与空间》2023/7/15）。而截至2024/2/26日，电子行业估值分位数为80.3%，意味着估值提升阶段基本到位，后续行情支撑动力将转换为业绩。
- ▶ 本轮估值提升主要由于重磅催化剂和市场β两个因素贡献驱动。电子板块利润在经历两年的负增速后，于2024年一季度转正，并于2024年持续位于较高增速水平（2024Q1-2024Q3单季归母净利增速分别为53.7%、37.3%、31.6%），2024年三季度末的估值快速拔升行情之后，又于2025年遇上DS重磅催化剂，使得估值在高位进一步提升，但相对有限。

本轮电子行情的估值分位已经略超历史可比天花板位置，估值支撑阶段基本结束，后续将过渡至业绩支撑



主线1-电子：历年二季度表现较好，且都有业绩实质性改善支撑

➤ “两新”政策支持及DS带动算力需求增长背景下，二季度电子行业景气有支撑，指数有望受益基本面改善。复盘近9年二季度电子板块的市场表现，可以发现电子行业指数普遍表现较好，且表现较好的年份均出现了业绩实质性改善，而若二季度利润同比增速为负时表现均相对较差，而当增速大于50%时取得了申万一级行业中排名第8、3、3名的优异表现。这种业绩上的改善通常是技术进步或催化剂事件实际落地带来的，如2016年国内智能手机销量快速增长、2019-2021年5G设备渗透率快速提升以及2023年AI快速发展后2024年算力基建大规模推进等。今年在DS带动整体算力需求继续增长以及“两新”政策扩围至消费电子品类等事件带动下，二季度预计电子板块的业绩仍有较强支撑，指数有望取得较好表现。

近9年来二季度电子板块表现较好大多数都是因为催化性事件或技术发展落地带来实际业绩改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。利润同比增速：%。

主线1-电子：政策支持托底业绩，AI硬件升级打开空间

- 智能手机销量增速稳步回升，消费品以旧换新政策进一步支撑需求上行。中国智能手机销量累计同比增速在2022年震荡磨底，并于2023年2月下降至-43.6%的极低位置，深度触底后开始缓慢上行，2024年10-12月增速稳定在6%左右。2025年1月，《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》发布，宣布实施手机等数码产品购新补贴。消费品以旧换新扩围至消费电子品类有望对电子板块业绩进一步形成支撑。
- AI带动电子终端产品更新，智能手机、穿戴式设备有望加速渗透。AI正打造消费电子新的增长极，以AI眼镜为例，其凭借价格相对较低、应用场景丰富等特点，在软件性能得到大幅提升的背景下需求出现快速增长，同时传统的消费电子产品也有望在AI的带动下迭代更新。根据IDC预测，2025年全球智能眼镜市场出货量将达到1280万台，同比增长26%，其中中国智能眼镜出货量将达到275万台，同比增长107%，生成式AI手机2024年出货量也有望同比激增363%。

以旧换新扩围有望支撑电子需求端继续回暖



资料来源：Wind，华安证券研究所。

AI眼镜产业链



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。

主线1-汽车：支持政策继续加码，智驾快速发展带动换新需求

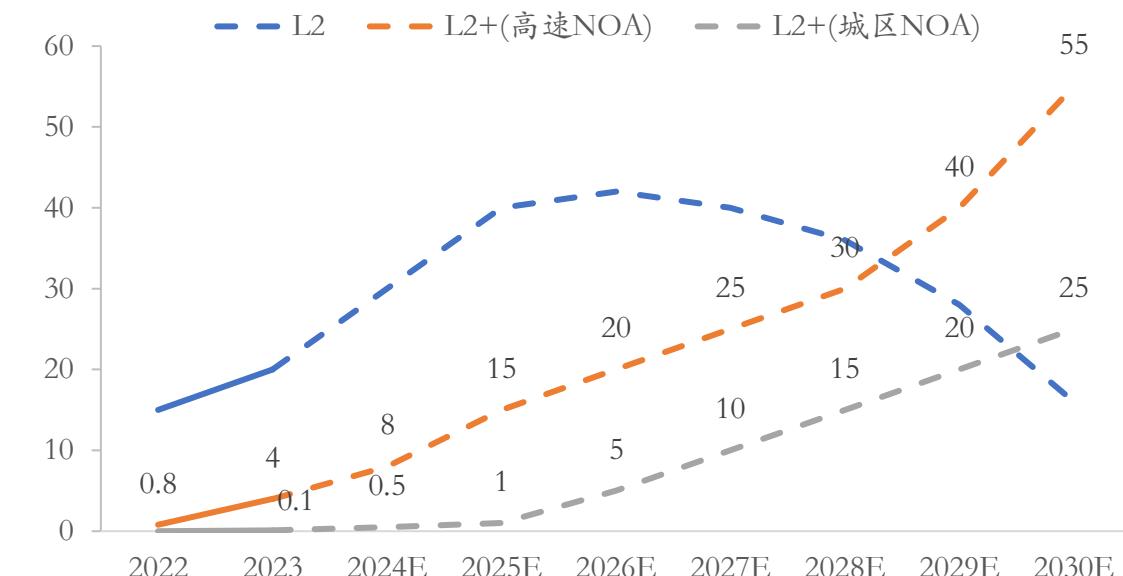
- **两新政策继续实施，汽车补贴范围进一步扩大。** 2025年3月，政府工作报告提出将安排3000亿元支持消费品以旧换新，发改委负责人介绍称金额较去年增加1倍。2025年1月，发改委、财政部印发了《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，强调要进一步加大对汽车的补贴范围和力度，随后各地的汽车补贴政策跟随快速落地，政策继续加力实施背景下汽车需求有望保持稳定增长。
- **智驾快速发展有望为汽车需求带来新增长点。** 在国内AI的快速发展下，智驾渗透率加速提升。据亿欧智库预测，2025年之后城区自动辅助导航驾驶技术（简称NOA）将迎来高速发展，预计到2030年渗透率将达到55%，高速NOA渗透率也将大幅提升至55%，2024年之后高速NOA将逐渐成为本土车企品牌标配功能，有望拉动对于汽车的更新换代需求。

汽车补贴政策持续落地

时间	部门&地区	政策文件及内容
2025/1/5	发改委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》：扩围支持老旧营运货车报废更新、提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准、扩大汽车报废更新支持范围、完善汽车置换更新补贴标准。
2025/1/14	商务部等8部门	《关于做好2025年汽车以旧换新工作的通知》：对转让登记在本人名下的乘用车，并购买乘用车新车的个人消费者，给予一次性补贴支持。
2025/3/18	交通部等3部门	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》：支持国三、国四排放标准营运货车报废更新，加快更新一批营运货车。按照车辆类型、报废时间等，实施差别化补贴标准。

资料来源：华安证券研究所整理。

中国不同等级智能驾驶渗透率预测

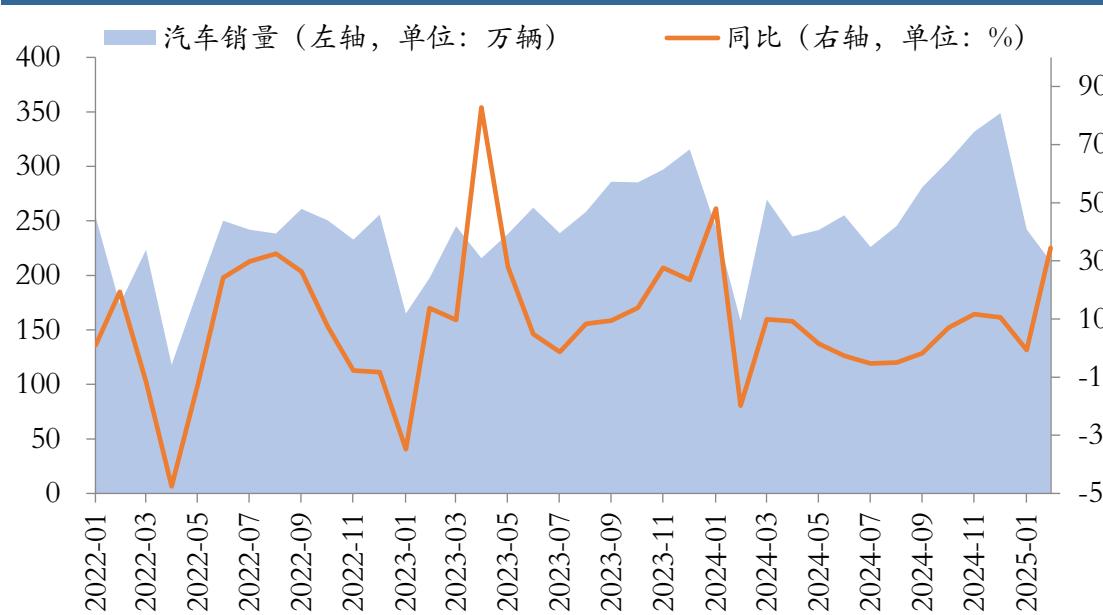


资料来源：亿欧智库，华安证券研究所。单位：%

主线1-汽车：内销有望维持高增速，出口有韧性

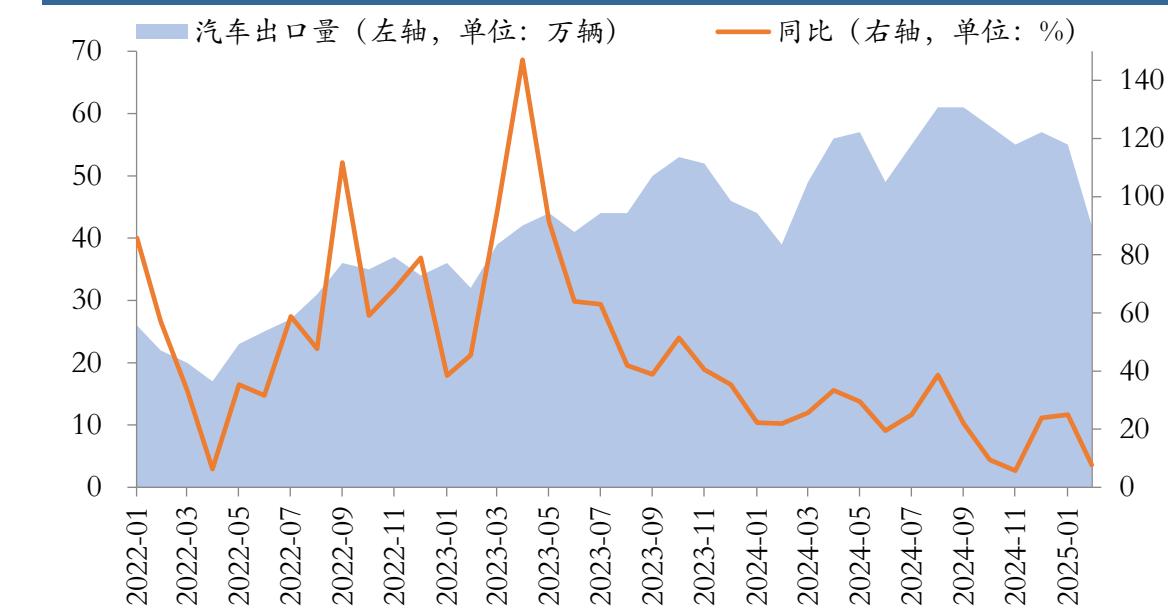
- 政策效果明显，近半年以来汽车销量持续回升，汽车行业景气度在政策支持下有望延续向好。中汽协数据显示，自两新政策加力实施以来，近半年购车需求稳中有升，汽车销量增速由2024年5月的-5.2%回升至2025年2月的34.4%，若不考虑春节带来的季节性波动，2024年10-12月汽车销量增速也稳定在10%左右。而2025年新启动了以旧换新也将对销量形成支撑。
- 海外不确定性影响下汽车出口仍维持一定韧性。各国贸易保护政策有抬头之势，特朗普上任后也多次挥舞关税大棒，海外加征关税政策面临较大的不确定性。2024年欧盟、土耳其、加拿大等国都出台过针对我国的汽车关税政策，自今年2月以来，特朗普已于2月1日、2月27日分两次宣布对中国各加征10%的关税，虽然海外加征关税举措对汽车出口造成一定负面影响但从增速上看韧性较强，2025年1月、2月同比增速仍为正，分别为25.0%、7.7%，我国汽车出海仍有强大竞争力，尤其是新能源车。

近半年以来汽车销量同比增速稳中有升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

出口维持一定韧性

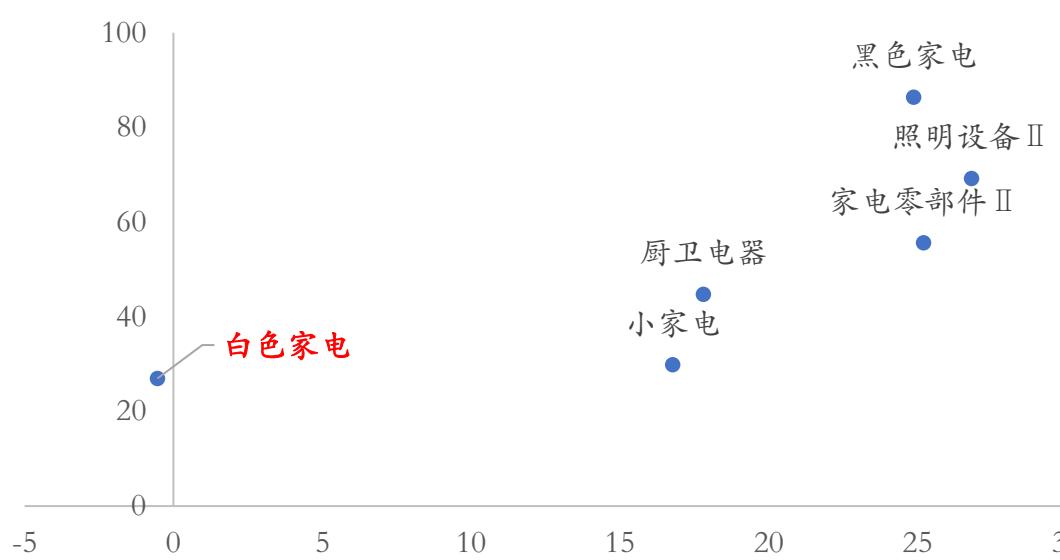


资料来源：Wind，华安证券研究所。

主线1-家电：政策支持下业绩回升确定性高，尤其关注低估滞涨细分

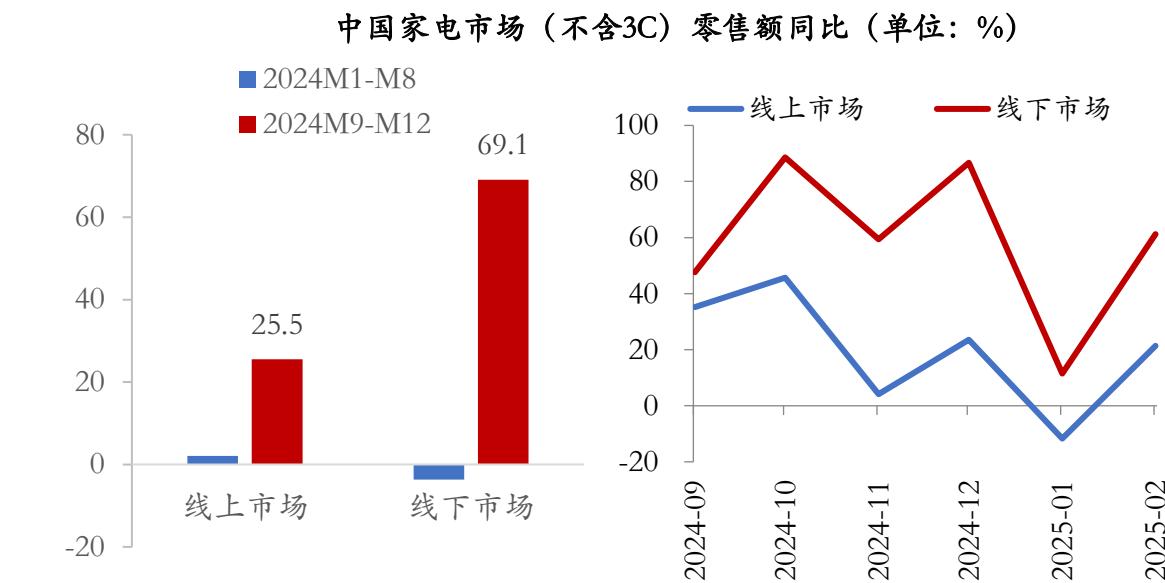
- 家电板块中的白色家电、小家电以及厨卫电器仍具有低估或滞涨属性。2025年1月14日至2025年3月20日期间，上证指数上涨7.9%，截至2025年3月20日的近十五年（2010/1/1-2025/3/20）估值分位（下同）为68.2%，家电板块细分子行业中白色家电下跌0.5%，估值分位为26.9%；厨卫电器分别上涨17.8%，估值分位为44.7%；小家电上涨16.8%，估值分位为29.9%。家电中的传统方向整体仍处于低估值状态，其中白色家电低估+滞涨的属性明显，而黑电、家电零部件等方向则由于涉及到机器人、车载等成长性概念已累计较高涨幅。
- “两新”持续带动下业绩有望维持增长，关注家电中的低位补涨机会。2024年4季度在国补政策的带动下家电市场零售额线上、线下零售额分别同比高增25.5%、69.1%，2025年春节后家电也恢复高增长趋势，2月线上、线下零售额同比增速回升至21.4%、61.2%，两新继续加力实施背景下家电业绩底部支撑较强。

白电仍属于低估、滞涨方向



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为2025/1/14-2025/3/20期间涨跌幅，纵轴为2025/3/20日时近15年估值分位数。单位：%

政策带动下2024年Q4家电零售额同比回升显著



资料来源：奥维云网，华安证券研究所。

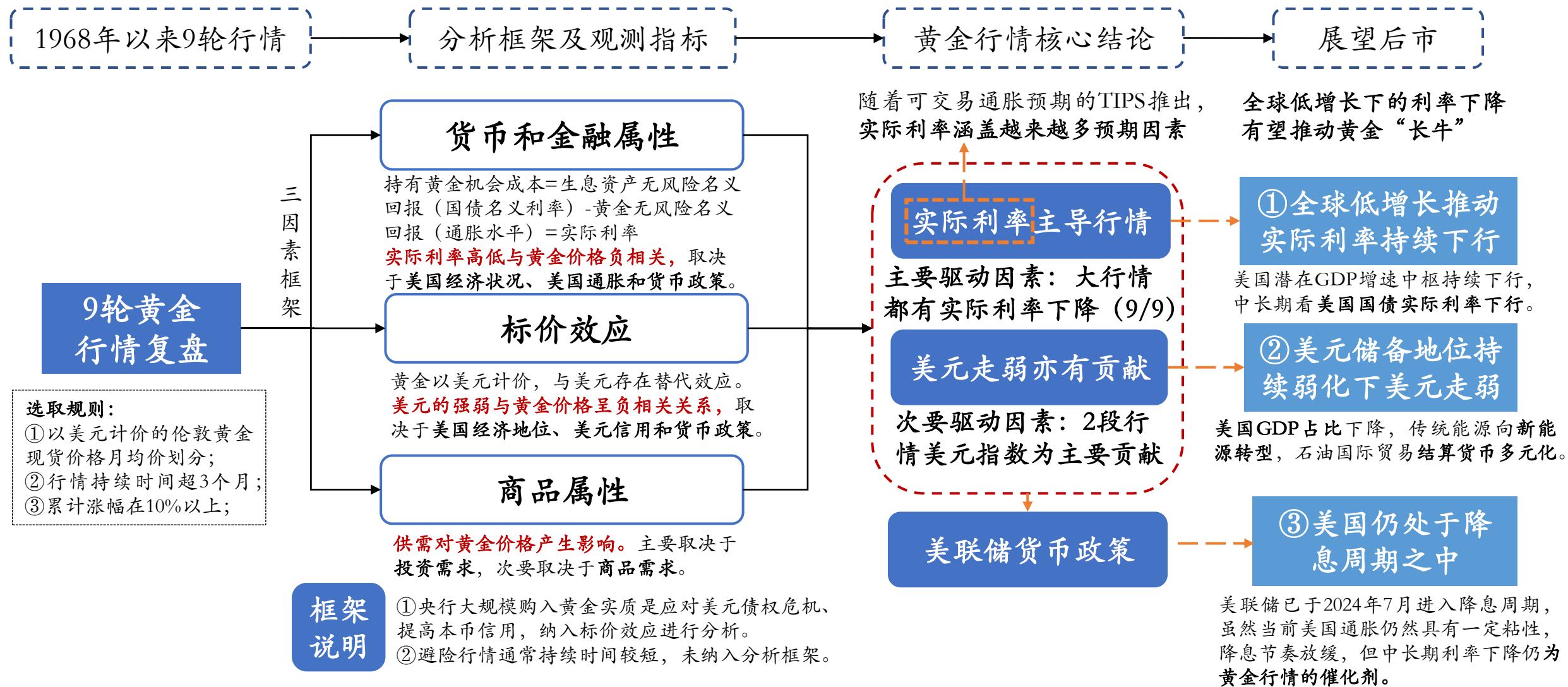
主线1-家电：景气度显著回升时指数上行确定性强

- 家电板块业绩明显改善时指数通常跟随上行。家电作为典型的消费类行业中竞争格局相对成熟的板块，业绩影响的权重较高，复盘2010年-2024年家电利润增速和指数走势的相对关系，在家电板块利润增速明显回升时，指数均呈同步上行趋势。
- 2012Q4-2013Q3期间，家电板块净利累计同比增速（下同）从12.6%上升至34.4%，指数从2013年1月初的2100点左右上涨至2013年9月末的2500点左右，涨幅近20%；2015Q4-2017Q4期间，家电利润增速从-6.7%回升至32.1%，指数涨幅近110%；2018Q4-2019Q4家电利润增速从-10.5%回升至15.7%，指数涨幅在60%左右；2020Q1-2021Q1家电利润增速从-52.4%回升至104.9%，指数涨幅近70%。

业绩明显改善时家电板块通常上涨



主线2-贵金属如黄金：全球低增长下的低利率环境推动黄金“长牛”



主线2-贵金属如黄金：实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献

- 实际利率主导黄金，美元走弱亦有贡献。我们对9轮黄金行情的复盘发现，尽管黄金走势与实际利率、美元指数等反向关系并不会在所有月份都严格一一对应，但黄金大行情都伴随着实际利率下降（9/9），美元指数下行（7/9）亦有贡献。具体来说，9轮行情中，黄金上行较快的时间段与实际利率快速下降时间段基本重合，并且7轮行情中实际利率贡献高于美元指数，可以认为实际利率仍然是金价的主导因素，而美元走弱也有一定贡献、但并非主导因素。
- 实际利率与美元走势存在关联，不能割裂看待。多数情况下实际利率与美元指数走势相同，少部分情况下实际利率与美元指数走势背离，如果其他发达经济体增速下行更快，则可能出现实际利率下行但美元指数上行的情况。
- 美元指数亦有可能独立带动黄金行情。美元因为其他发达国家货币强势走弱、国际储备地位下降，此时美元指数走弱就成为黄金行情的重要贡献。

黄金9轮行情，7轮实际利率为主导因素、2轮美元为主导因素

编号	起止时间	涨跌幅	月均涨跌幅	实际利率变动(BP)	实际利率相关系数	美元指数变动(指数点)	美元指数相关系数
1	1970年1月至1974年12月	427%	7.2%	-646BP	-85.8%	-21.74	-76.5%
2	1976年8月至1980年1月	514%	12.5%	-517BP	-84.7%	-20.87	-72.9%
3	1982年6月至1983年2月	56%	7.0%	-149BP	-88.1%	2.68	21.3%
4	1985年2月至1987年12月	63%	1.8%	-144BP	-55.2%	-69.87	-88.1%
5	2001年4月至2008年3月	272%	3.3%	-113BP	-3.8%	-43.05	-80.5%
6	2008年11月至2011年9月	133%	3.9%	-281BP	-93.5%	-9.43	-63.6%
7	2015年12月至2016年8月	26%	3.2%	-64BP	-97.6%	-2.96	-74.6%
8	2018年9月至2020年2月	33%	2.0%	-99BP	-95.4%	4.11	79.8%
9	2020年3月至2020年8月	24%	4.7%	-89BP	-98.4%	-5.76	-89.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、%、指数点。标红的为相关系数更高的因素。结论和数据来源于外发报告2023/8/10《黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率》

主线2-贵金属如黄金：美联储降息周期中黄金走出大行情的概率较高

- 黄金9轮大周期发生在美联储降息中的次数更多。第1、2、5轮行情中美联储处在加息应对通胀的过程中，10Y实际利率有所下行。其余6轮行情与降息周期重叠较多（或维持低利率），大多是通胀问题得到缓解或美国经济需要宽松货币政策进行托底。因此，可以认为美联储进入降息周期时出现黄金大行情的概率更高，但关键依然是实际利率会不会因为降息而下行。
- 中长期看美联储仍会继续降息带动持续行情，短期看美元指数走弱继续推动黄金上涨。近期美国市场对于经济衰退的担忧有所加剧，3月FOMC会议大幅下调了美国经济增长预期，美元指数近期持续走弱对黄金形成短期支撑；根据点阵图显示，市场押注6月末、10月末各降息1次，表明今年大概率仍将至少有一次降息，美联储仍处于降息周期中。虽然短期由于政策的不确定性可能导致通胀有所反弹，但鲍威尔认为反弹弹性持续性不高，中长期看美国实际利率将持续下行。

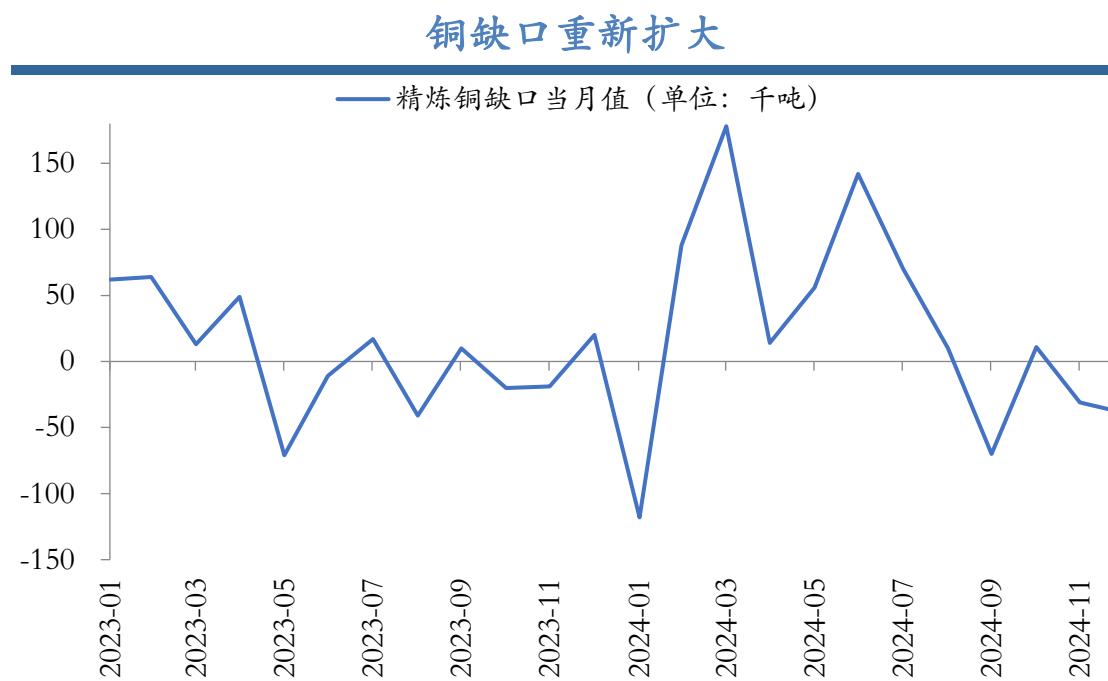
黄金9轮大周期发生在美联储降息中的次数更多，美元走弱亦有贡献



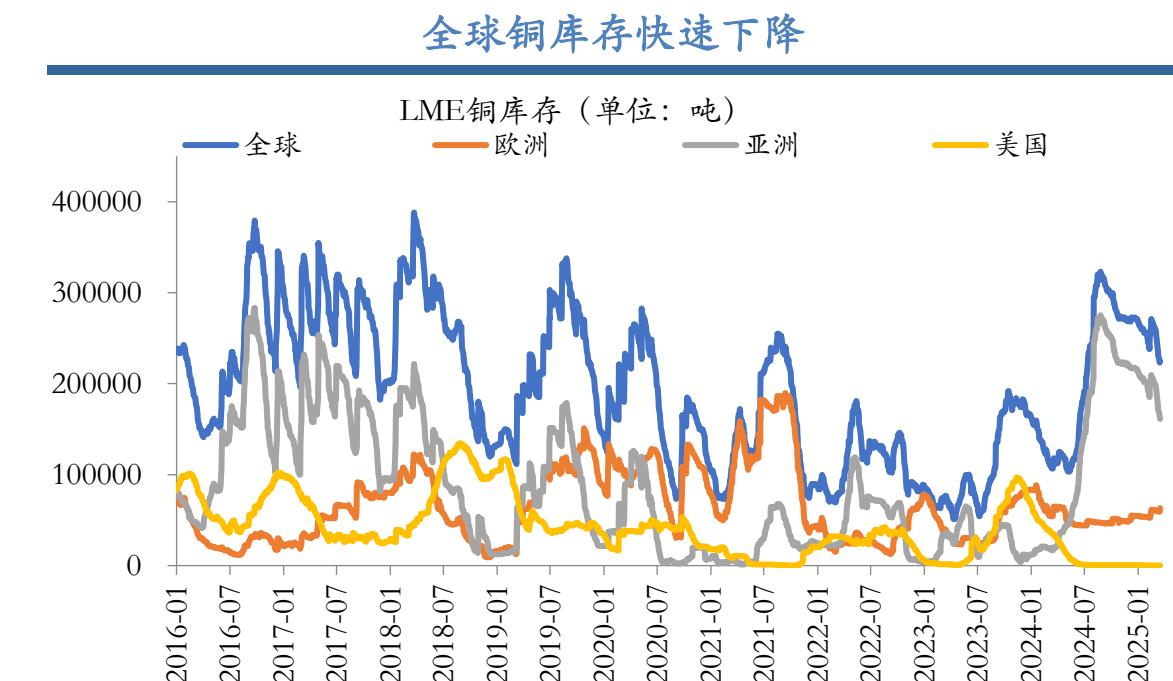
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：标粉红为黄金9轮大周期。结论和数据来源于外发报告2023/8/10《黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率》

主线2-工业金属如铜：全球铜库存下降、缺口扩大，带动价格上涨

➤ 美国关税政策引市场担忧，抢进口加剧，全球库存持续下滑，供需缺口预计将持续扩大。2月25日，特朗普下令美商务部对铜进口可能征收的新关税展开新调查，以重建美国的铜生产；3月13日，美商务部长表示计划对铜征收高额关税，高盛和花旗预测美国可能在2025年底前对所有进口铜征收25%关税。近期美国国内加速进口精铜以规避未来可能面临的潜在成本，托克、嘉能等大宗商品巨头将原计划运往亚洲的10-15万吨铜紧急向美国转移。截至2025年3月20日，全球LME铜库存已从去年9月32万吨下滑至22万吨左右，半年降幅超30%，亚洲LME亚洲铜库存也同样呈快速下滑态势。美国的虹吸效应持续导致铜库存下降，区位导致的需求压力扩大将使供给短缺现象愈发明显，精炼铜缺口预计也将在2024年12月-3.9万吨的缺口上进一步扩大，铜关税正式落地前美国仍将继续“抢进口”，供需缺口持续扩大将对铜价形成有力支撑。



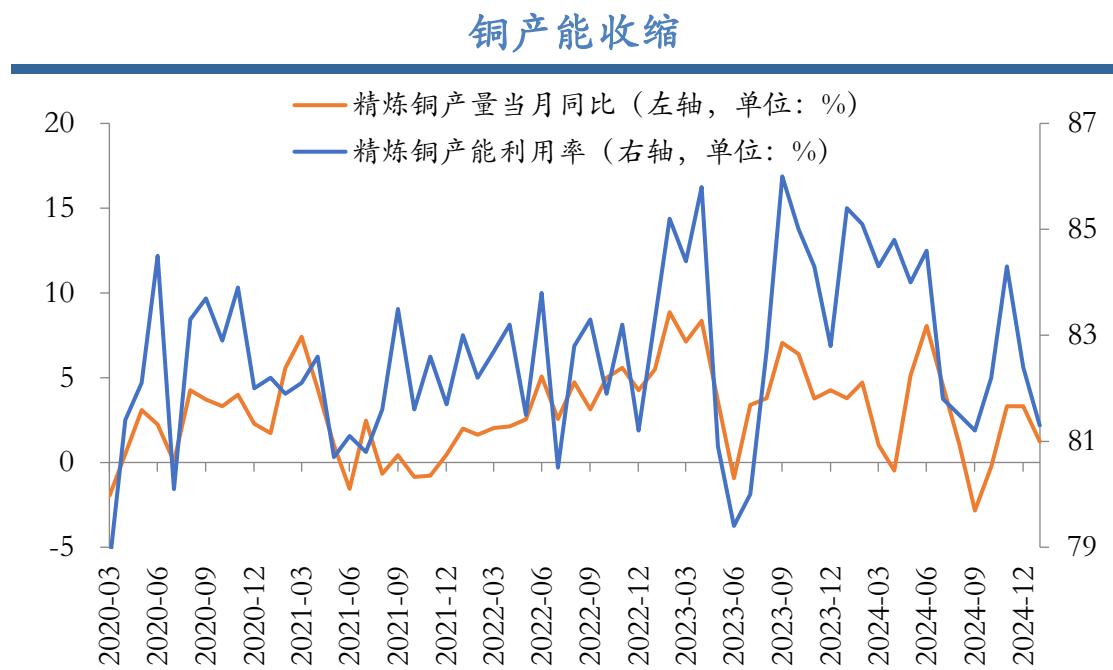
资料来源：Wind，华安证券研究所。



资料来源：Wind，华安证券研究所。

主线2-工业金属如铜：美元走弱对价格的压制也将缓释

- 美元走弱对铜价造成压力预计将逐步减小。近两年铜价与美元指数负相关性较强，铜价走势与美元强弱呈较明显的反向关系，美元指数在降息以及经济降温推动下预计将继续下行。预计未来美元进一步走弱条件下铜价仍有上行空间。
- 冶炼厂面临亏损困境，供给端出现收缩。2024年底，江西铜业与智利矿业公司达成的2025年铜精矿加工费（TC）为每吨21.25美元，较2024年大幅下降73.4%，冶炼厂经营较为困难，铜产能已于2024年初出现持续趋势性收缩，截至2025年1月精炼铜产量当月增速已低至1.2%，供给错位背景下相对更为利好铜矿供给端的上游企业。



资料来源：Wind，华安证券研究所。

资料来源：Wind，华安证券研究所。

主线2-设备更新：政策支持力度进一步提升，设备投资需求持续回暖

➤ **设备更新支持力度加大，成效逐步显现。** 2024年下半年设备更新政策持续落地，由于在实施过程中存在企业自身承担比例过高导致积极性较低的问题，后续又安排了财政贴息进一步提高支持力度。2025年资金支持规模较2024年再度提升，“两会”宣布安排5000亿元超长期特别国债用于“两新”，其中将单独安排2000亿资金用于支持设备更新。政策带动已初见成效，2024年以来设备购置投资增速再上台阶，由2023年6%左右的累计同比增速上升至16.5%左右，大幅增加近10个百分点，2025年1-2月增速再度小幅增长至18%。

设备更新重要政策梳理

时间	政策文件及内容
2024/3	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》：加快能耗排放标准和技术升级，持续带动设备更新。
2024/6	《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》：银行向其发放的贷款获得中国人民银行设备更新相关再贷款支持的，中央财政对经营主体的银行贷款给予贴息。
2024/7	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》：安排超长期特别国债大规模设备更新专项资金加大对设备更新支持力度。将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整。统筹考虑不同领域特点，降低超长期特别国债资金申报门槛，不再设置“项目总投资不低于1亿元”要求，支持中小企业设备更新。
2025/1	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》：加大重点领域设备更新项目支持力度。增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。

资料来源：华安证券研究所整理。

设备购置投资增速回升至较高水平

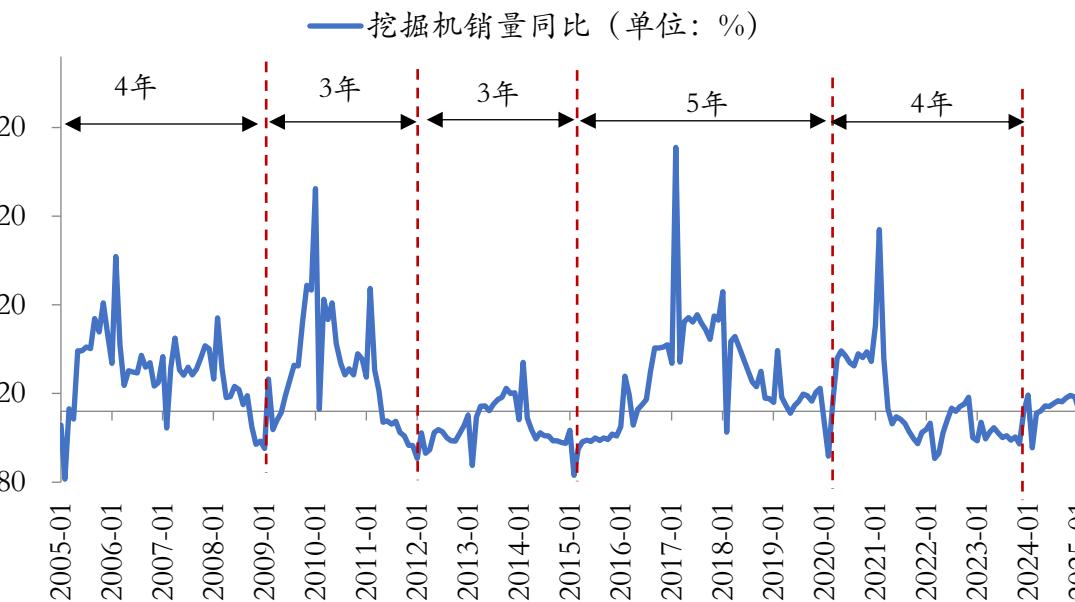


资料来源：Wind，华安证券研究所。

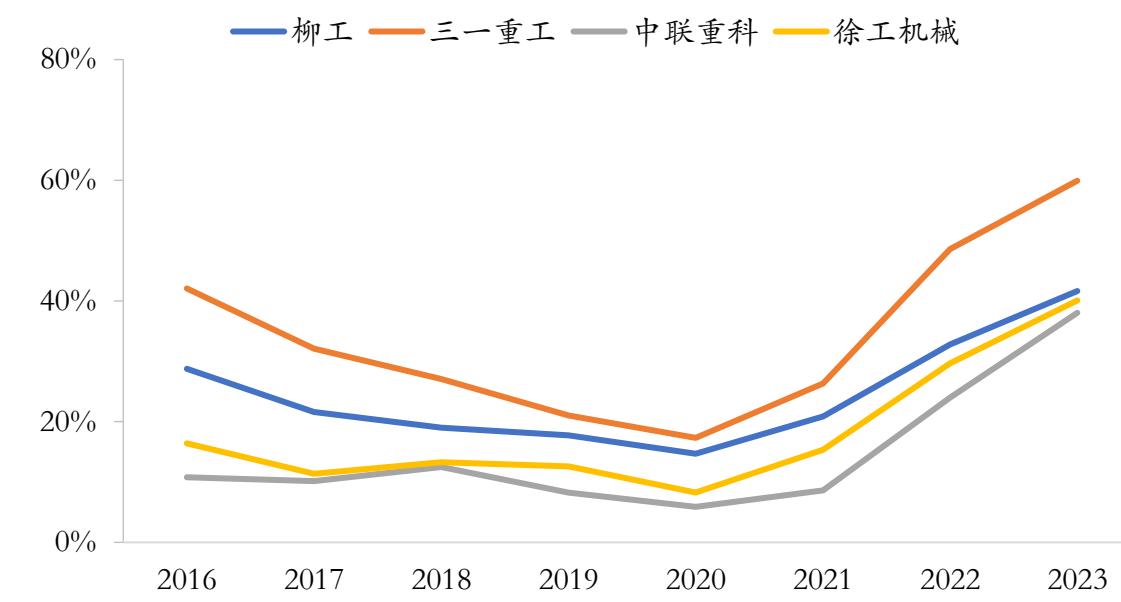
主线2-工程机械：正迎周期性回升早期，海外需求成为新增长点

- 2024年以来挖掘机销量增速持续回升，工程机械或正迎上行期。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2月挖掘机同比销量高达52.8%，明显好于2023、2024年同期水平，并且增速从2024年初便呈现出见底回升趋势，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，工程机械或正处于新一轮周期中的早期上升阶段。
- 海外需求成为国内工程机械企业发展的新增长动力。东南亚、亚洲等新兴市场需求快速增长，已成为我国工程机械出口的重要增长极。从供给端看，国内工程机械厂商近年来积极推动国际化战略，加速海外布局，统计的四家头部工程机械企业海外营收占比从2020年10%-20%的低点增长至2023年40%-60%左右。

挖机销量增速周期一般在3-5年左右，目前进入新一轮景气周期早期



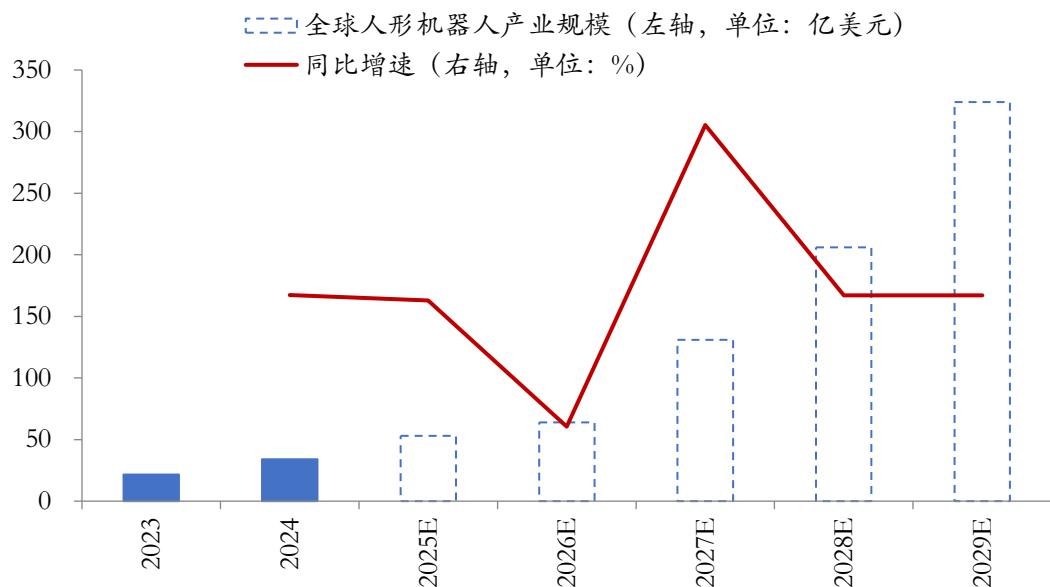
近年来国内工程机械头部企业海外营收占比上升



主线2-机器人：高速发展期，设备零部件产业规模有望快速扩张

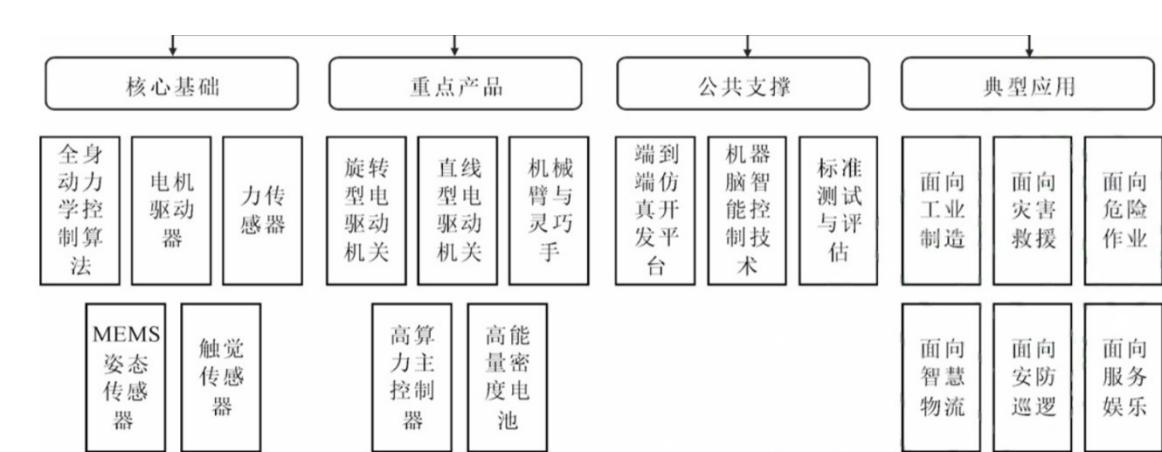
- 机器人产业迎来爆发期，产业政策支持下发展提速。2023年10月工信部印发《人形机器人创新发展指导意见》，提出到2025年人形机器人创新体系初步建立，关键技术取得突破，整机产品达到国际先进水平，并在民生服务等场景得到示范应用。近期地方支持政策快速落地，北京、深圳、广东相继于2025年初推出机器人产业培育计划。机器人产业自身也关键技术突破下进入快速增长期，据新快数据研究中心预测，2025年全球机器人产业规模将达到53亿美元，到2029年将达到324亿美元，4年复合增速高达57%，发展前景广阔。
- 机器人产业链涉及环节较多，可重点关注关节驱动电机、机械臂灵巧手等关键部件。人形机器人新一轮产业热潮主要由AI大模型快速发展背景下智能化程度大幅提升所引发，从高集成和高动态阶段正向高灵巧和高智能阶段发展，对于运动控制、自然人机交互要求越来越高，在机器人构造中使用较多的关节驱动电机以及手臂、灵巧手等与交互有关的部件有望迎来快速发展。

机器人产业规模未来四年复合增速有望达到57%



资料来源：新快数据研究中心，华安证券研究所。

人形机器人产业链丰富而绵长



资料来源：《基于创新生态系统视角的未来产业培育模式》，华安证券研究所。

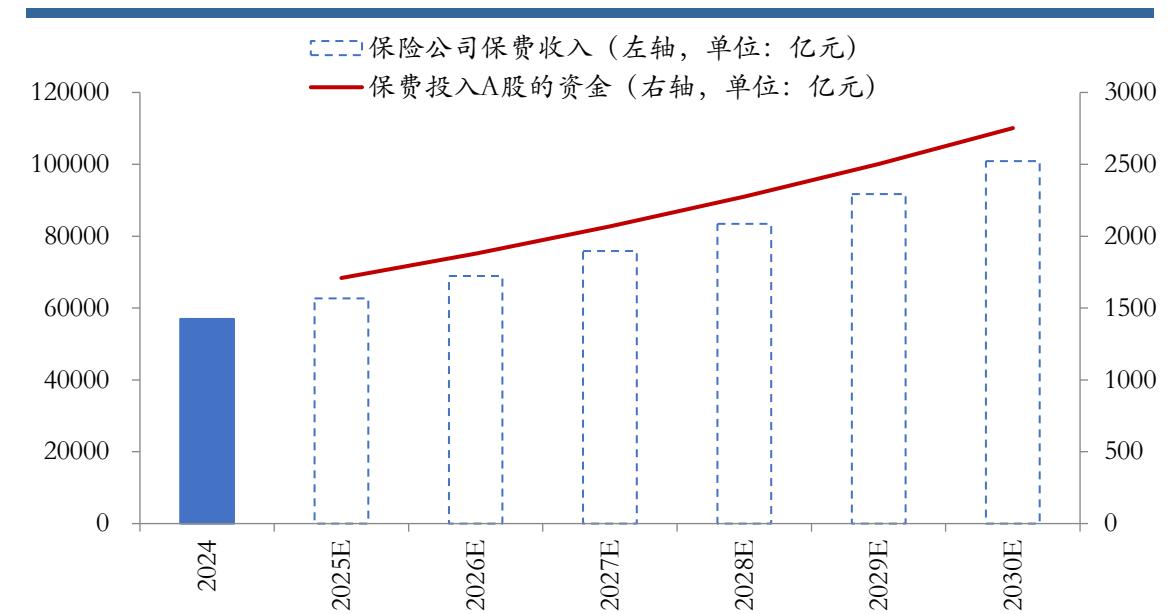
主线3-银行、保险：中长期战略投资价值提升

- 中长期资金入市速度有望进一步加快。2024年以来，鼓励中长期资金入市的政策加速发布，去年9月的政治局会议以及12月的中央经济工作会议均提到要打通相关资金的入市卡点堵点。2025年1月，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》正式发布，针对系列问题提出了更为具体和细化的安排，且已有举措落地，如将指数基金纳入个人养老产品目录、批复开展第二批规模为1000亿元的长期股票投资试点等，一系列举措都有利于提升银行保险的中长期战略性投资价值。
- 中长期资金入市推动股市和投资效益形成良性循环，银行保险为中长期资金偏好板块。《实施方案》提到力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股，金融监管总局披露的2024年境内保险公司保费收入为5.7万亿元，以2023-2024年保费收入平均值10%线性外推进行预测，未来三年险资将为A股带来约5700亿增量资金，有望形成股市、险资业绩良性循环。同时银行股由于具有低波红利以及长期绝对收益等属性，也为中长期资金的偏好方向。

引导中长期资金入市政策重要政策汇总

时间	政策文件及内容
2024/4	《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》建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系，更好鼓励开展长期权益投资。
2024/7	《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》支持长期资金入市。
2024/9	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》发挥保险资金长期投资优势。培育真正的耐心资本。
2024/9	《关于推动中长期资金入市的指导意见》培育鼓励长期投资的资本市场生态，发展权益类公募基金，完善中长期资金入市配套政策制度。
2025/1	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提高商业保险资金A股投资比例与稳定性；优化社保、养老保险基金投资管理机制；提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；提高权益类基金规模和占比。

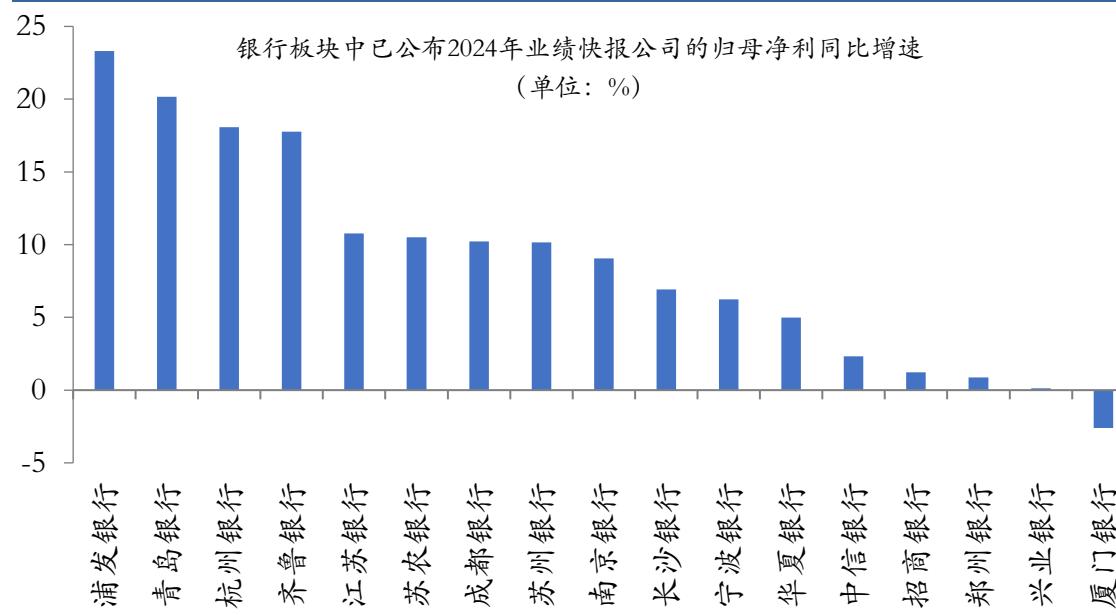
预计2025年险资将为A股带来1700亿元增量资金



主线3-银行：消费贷鼓励政策有望带动业绩增长，震荡市下稳定性凸显

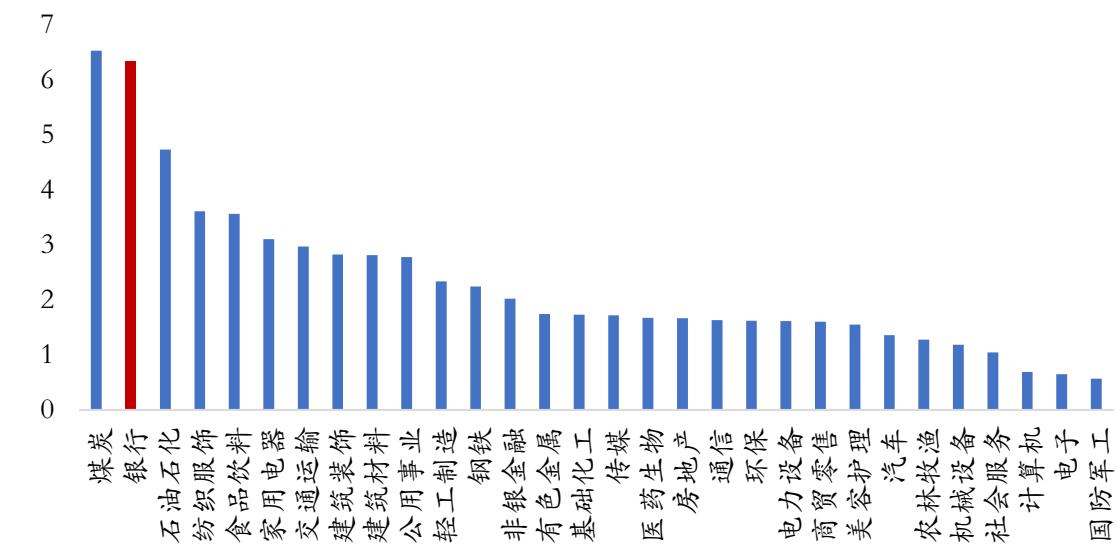
- 政策鼓励下居民信贷有望回升、银行2024年业绩预增确定的个股较多、国有大行核心资本再获补充，多利好因素对板块业绩形成有力支撑。3月14日，金融监管总局鼓励加大个人消费贷款投放力度，消费信贷规模有望逐步提升带动业绩增长；同时银行板块已披露业绩快报的17家公司中，有16家2024年归母净利实现正增长；今年拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本，再次提升其经营以及抗风险能力。
- 市场震荡盘整期内银行的稳定性将进一步得到凸显。截至2025年3月21日，银行板块近12个月股息率为6.3%，位居第2，同时与煤炭、石化板块因为个别大市值标的分红比例较高从而带动板块股息率整体居前的不同之处在于，银行板块中个股的股息率多数处于较高水平，防守性较好，其在市场走势疲软环境下的抗跌属性突出，2025年1月1日至2025年2月21日上证指数单日下跌期间，银行在申万一级行业的排名进入前5的次数高达7次，概率为47%。

银行板块2024年业绩有望维持较高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：更新日期为3月21日

银行股息率较高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：更新日期为3月21日。单位：%

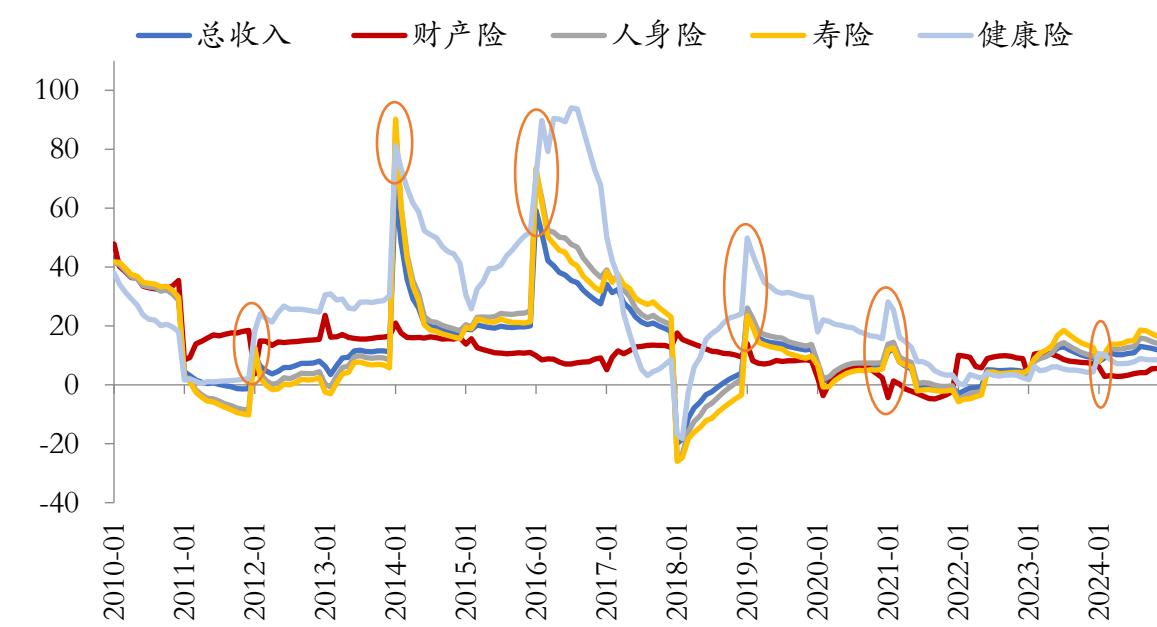
主线3-保险：业绩确定性高，与银行关联性较强

- 保险板块2024年业绩大概率将实现高速增长。申万二级保险板块中6只个股中当前已有5家披露2025年业绩预告，4家2024年净利润均实现显著增长。
- 银行板块和保险板块走势呈现出高度的趋同性，在上涨期间保险板块弹性更大。2010年1月1日至2024年12月25日期间，申万保险指数与申万银行指数之间的相关系数高达0.86，14年间基本为同涨同跌趋势。复盘7次银行以及保险行业出现较明显的上涨行情期间，其中6次保险涨幅均显著超过银行涨幅。
- 保费收入通常有开门红行情。保费收入有一定季节性效应，每年一季度各大保险公司都会推出各种优惠活动和新产品吸引客户投保，2024年保费总收入基本保持10%的平稳增速，2025年一季度有望在低基数效应下实现保费收入的开门红行情，支撑保险板块业绩阶段性改善。

保险与银行走势趋同，且弹性更大



保费收入有季节效应，2025年一季度在低基数影响下有望高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均为标准化指数，以2010年第一个交易日为1000点

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均为保费收入累计同比增速，单位：%

目录

1

市场：防惯性下滑风险，政策提前布局

2

专题：二季度美国经济会陷入衰退吗？

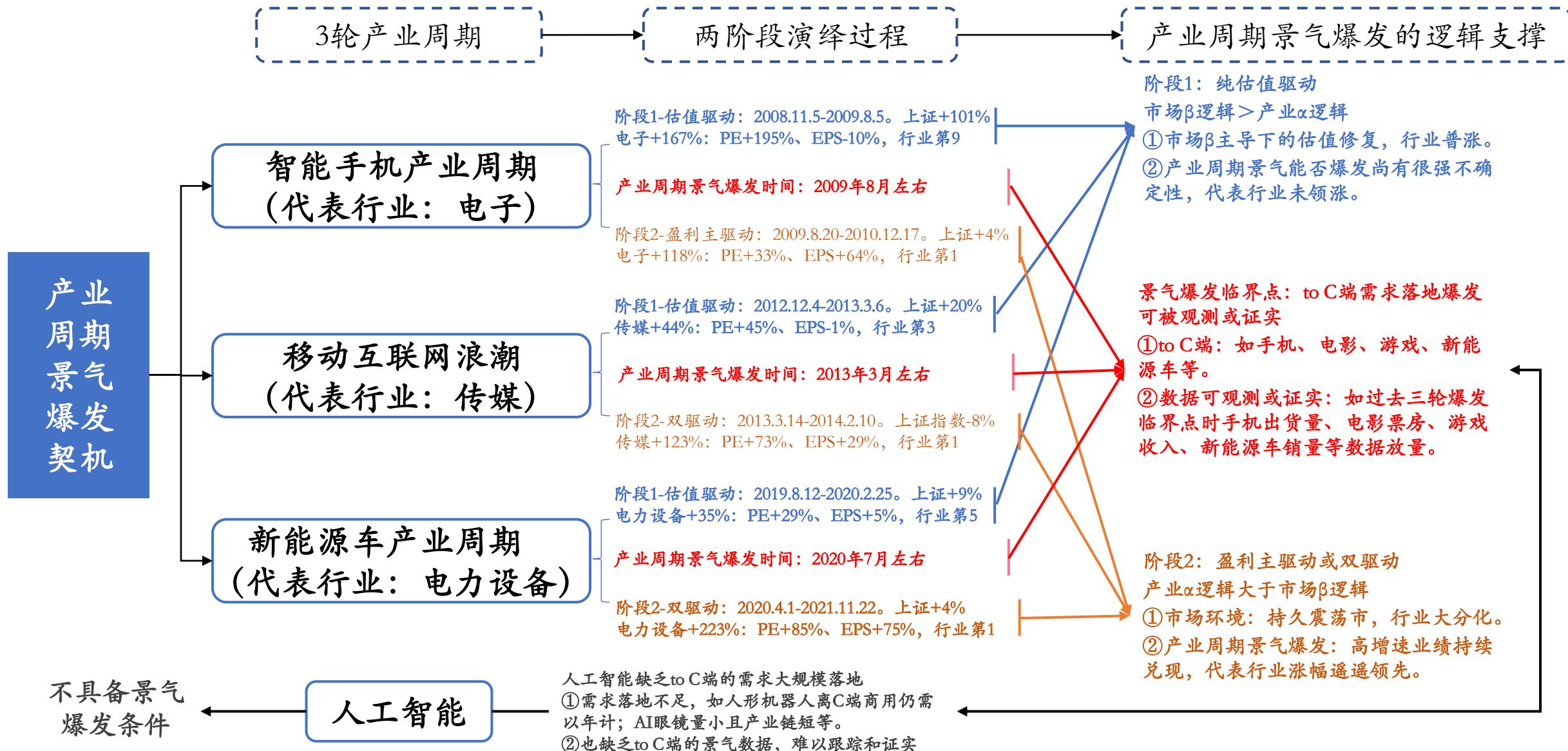
3

配置：重视政策提振、景气改善和高股息

4

专题：产业周期景气视角看AI布局契机

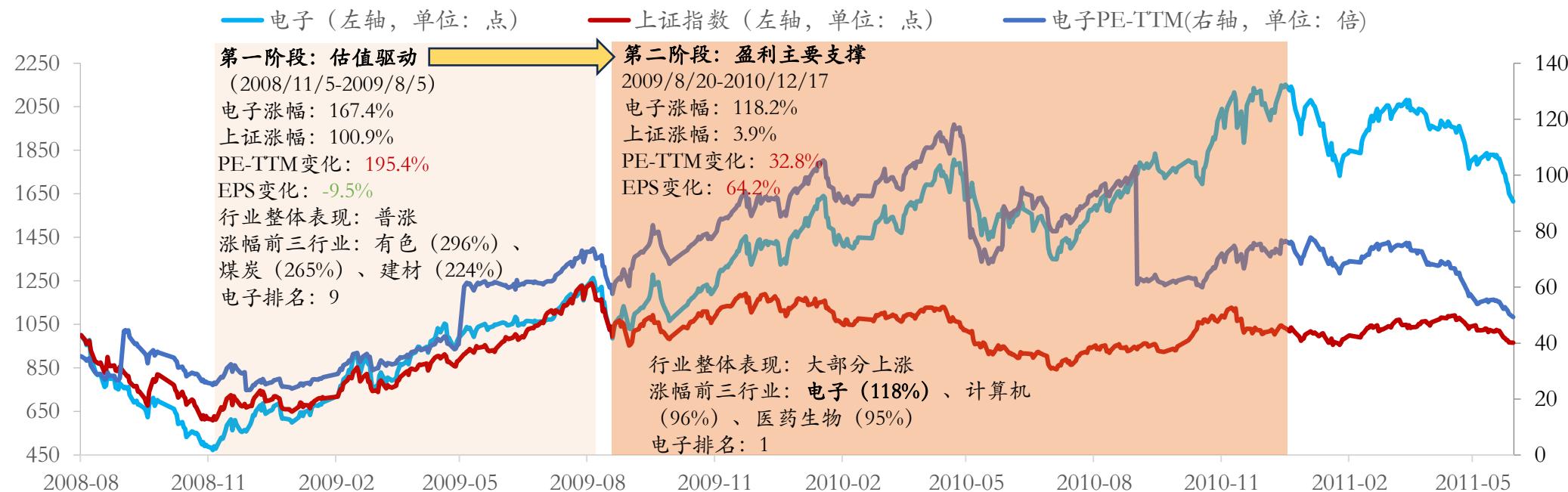
产业周期景气爆发的市场契机和行业拐点—AI尚不具备条件



智能手机产业周期：从估值驱动到盈利支撑，景气周期在2009年8月爆发

- ▶ 智能手机渗透率快速提升带来一轮产业周期景气爆发。2008年、2010年苹果相继推出iPhone 3G、iPhone 4等标志性产品，在技术、性能和用户体验等方面取得突破性创新，随后智能手机产业迎来爆发期。智能手机产业链上游涵盖如核心元器件、零部件供应，包括芯片、存储器、摄像头、PCB等多个电子品类，以电子行业为代表得益于智能手机需求的快速扩张，业绩和规模快速提升。
- ▶ 智能手机产业周期演绎的过程经历了估值驱动和盈利主要支撑的两个阶段。第一阶段为2008年11月4日至2009年8月5日，电子跟随大盘上涨，期间电子上涨167%，上证涨幅101%，仅排名第9，而电子估值增长近2倍，盈利能力略有下降，为典型的估值驱动；第二阶段2009年8月20日至2010年12月17日，期间上证仅上涨3.9%，但主线电子上涨118%，排名行业第1，其中估值增长33%，盈利抬升64%左右，此期间电子板块上涨主要由盈利支撑。从估值驱动到盈利支撑的转换发生在2009年8月。

智能手机产业周期（以电子为代表）经历了估值驱动、盈利主要支撑两个阶段，景气周期在2009年8月爆发

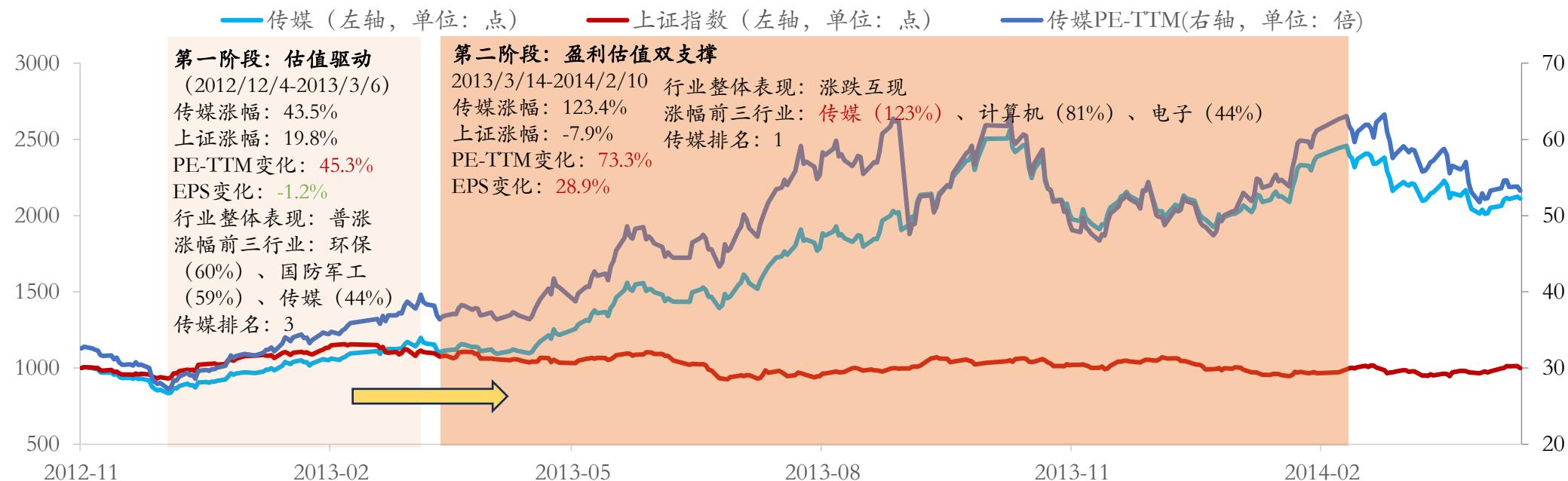


资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 电子和上证指数均做标准化处理, 以2008年8月1日为1000点, 指数EPS计算方式为指数/PE-TTM

移动互联网浪潮：从估值驱动到双支撑，景气周期在2013年3月爆发

- “互联网+”模式下多个新业态蓬勃发展带来一轮移动互联网浪潮机会。随着智能手机普及、以4G为代表的通信网络速度不断提升，依托互联网带来的便捷性不仅实现了传统产业升级，更是催生了多个业态的新模式。其中较有代表性的如电商、手游页游、影视自媒体等。如中国游戏市场用户规模从2010年接近2亿人迅速增长至2014年的5.2亿人，增加1.6倍；电影票实行团购降价后观影人数以及票房规模快速增长。
- 移动互联网浪潮经历了从估值驱动到盈利估值双支撑的两个阶段。第一阶段为2012年12月4日至2013年3月6日，上证涨幅20%，传媒上涨44%，涨幅行业排名第3，其中估值增长45%，盈利能力略有下降，此阶段行情由估值驱动；第二阶段为2013年3月14日至2014年2月10日，上证下跌8%，而传媒上涨123%，涨幅排名第1，其中估值增长73%，盈利提升29%，此期间传媒板块上涨主要由实际景气度改善带来的盈利支撑和估值双驱动上涨。从第一阶段到第二阶段的转换发生在2013年3月。

移动互联网浪潮（以传媒为代表）经历了估值完全驱动、盈利估值双支撑两阶段，产业景气爆发在2013年3月



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：传媒和上证指数均做标准化处理，以2012年11月初为1000点

新能源车产业周期：从估值驱动到双支撑，景气周期在2020年7月爆发

- 特斯拉催化中国新能源车销售爆发式增长，电新产业飞速扩张。2020年1月上海特斯拉超级工厂举行中国制造Model 3首次交付仪式，特斯拉中国销量从2020年4月3600辆左右快速增长至2021年3月的35000辆左右，1年时间增长近10倍，2020年1-2月中国新能源车累计销量同比达到383%峰值，国内新能源车产业规模快速爆发，与新能源车电池、电机、充电桩等关键部件紧密相关的电新行业成为主要受益方。
- 新能源车产业周期的演绎经历了从估值驱动到盈利估值双驱动的两个阶段。第一阶段2019年8月12日至2020年2月25日，上证涨幅接近9%，电力设备上涨35%，排名第5，其中板块估值增长近30%，盈利能力微幅贡献，估值是驱动行情的主要因素；第二阶段2020年4月1日至2021年11月22日，上证上涨30%，而电力设备上涨223%，排名第1，其中估值增长85%，盈利提升75%，此期间电力设备上涨主要由盈利和估值双重支撑驱动。从第一阶段到第二阶段的转换发生在2020年7月。

新能源车景气周期（以电力设备为代表）经历了估值驱动、盈利估值双支撑的两个阶段，景气爆发在2020年7月



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：电力设备和上证指数均做标准化处理，以2019年7月1日为1000点

第一阶段期间，产业周期景气能否爆发尚有不确定性

- 第一阶段时的产业主线并非最强，此时对产业周期景气能否爆发尚有不确定性。尽管我们将一轮完整的产业周期景气行情划分为两个阶段，但实质上在第一阶段时，产业周期所对应的行业并非是最强，如智能手机、移动互联网、新能源车行情第一阶段所对应的主线行业表现往往不是最强甚至并非领先，这说明在第一阶段时对产业周期景气能否爆发具备很强的不确定性。
- 第一阶段行情期间，市场系统性 β 的重要性突出，而行业主线的 α 并不突出。产业周期景气行情第一阶段都发生在一轮市场 β 的背景下，同时行业普涨的特征显著、行业涨幅分化并不剧烈，行业主线的 α 效应并不显著。而市场 β 往往来源于市场底部抬升的估值修复。

3轮产业周期第一阶段，对应行业并非最强或领先，即在第一阶段时对后续能否出现产业景气爆发是未知的

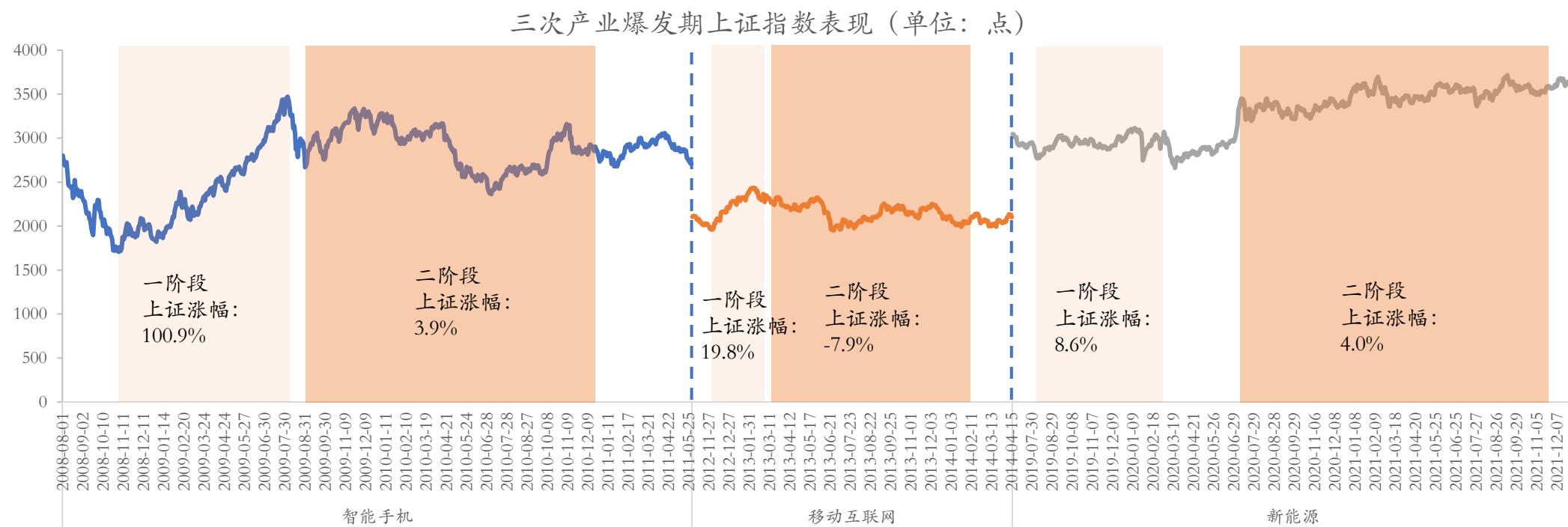
智能手机阶段1		智能手机阶段2		移动互联网阶段1		移动互联网阶段2		新能源车阶段1		新能源车阶段2	
行业	涨幅%	行业	涨幅%	行业	涨幅%	行业	涨幅%	行业	涨幅%	行业	涨幅%
有色金属	296.0	电子	118.2	环保	60.1	传媒	123.4	电子	91.7	电力设备	222.5
煤炭	265.0	计算机	95.8	国防军工	59.2	计算机	80.5	计算机	61.0	有色金属	127.5
建筑材料	224.2	医药生物	95.2	传媒	43.5	电子	43.9	传媒	40.3	社会服务	112.2
汽车	224.1	美容护理	80.6	电子	42.5	通信	43.5	通信	39.7	基础化工	102.5
国防军工	219.3	农林牧渔	76.3	医药生物	41.3	家用电器	36.0	电力设备	35.0	汽车	94.0
房地产	188.7	机械设备	75.9	银行	40.8	电力设备	33.7	医药生物	32.2	国防军工	83.3
社会服务	180.7	食品饮料	75.1	计算机	40.8	环保	29.0	建筑材料	29.0	食品饮料	73.3
电力设备	168.5	环保	61.4	基础化工	37.6	轻工制造	26.7	汽车	26.6	电子	66.6
电子	167.4	电力设备	60.6	电力设备	36.0	社会服务	25.6	基础化工	23.2	煤炭	64.6
机械设备	165.1	家用电器	60.5	美容护理	35.8	国防军工	24.7	家用电器	19.6	机械设备	60.6
上证指数	100.9	上证指数	3.9	上证指数	19.8	上证指数	-7.9	上证指数	8.6	上证指数	4.0

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中新能源车阶段2的上证指数表现区间为2020/7/14-2021/11/22，原因在于第二阶段的前期即2020/4/1-2020/7/13期间仍为市场 β 行情、行业普涨，身为后期产业主线的电力设备在此期间涨幅第8，远弱于消费类行业。其余上证指数表现区间与各阶段行业一致。

产业周期景气爆发需要一个整体持久震荡的市场环境

- 第二阶段才是产业周期的景气爆发期，在此期间产业主线不仅演绎持久而且表现遥遥领先。过去3轮产业周期景气的第二阶段，对应产业主线的涨幅高居第一、远超第二，产业主线本身的 α 效应凸显。
- 产业周期景气爆发期需要一个整体持久且震荡的外在市场环境。
 - ① 震荡市环境，过去3轮产业周期景气行情演绎的第二阶段都发生在上证指数震荡的环境中。没有明显的正负市场 β ，为产业周期景气的 α 突出，提供了一个可比较优势的稳定环境。
 - ② 震荡时间要持续，往往超过了一年，如过去3轮产业周期景气爆发期分别持续了19.5个月、11个月、16个月。当然这也往往对应着产业的业绩兑现期，业绩优势的持续性将吸引更广泛的共识。

过去3轮产业周期行情的景气爆发期均发生在一个整体持久震荡的市场环境中

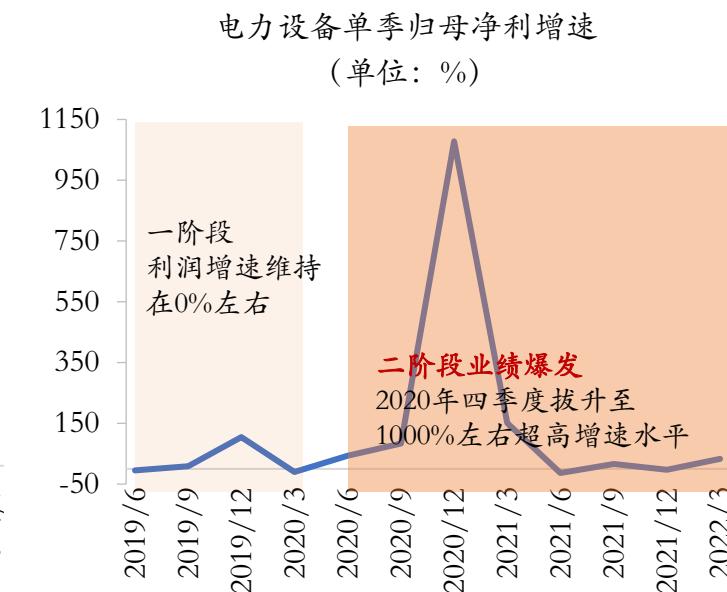
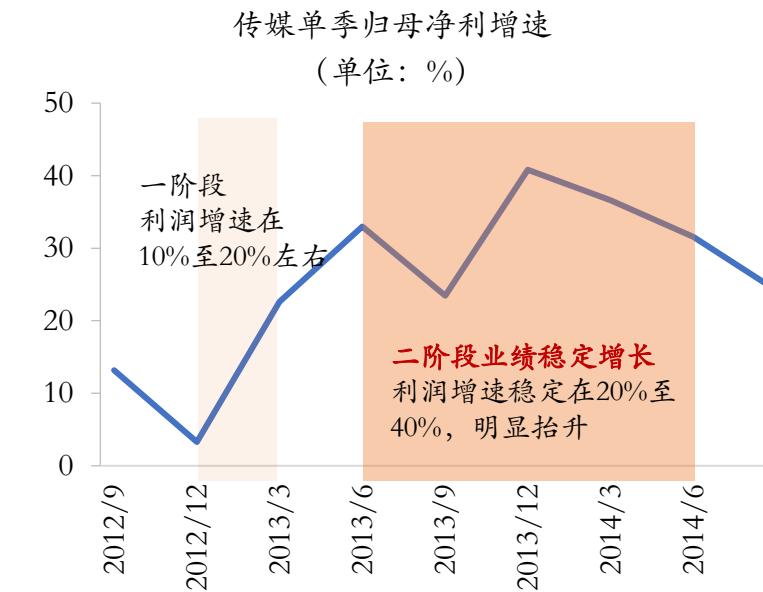
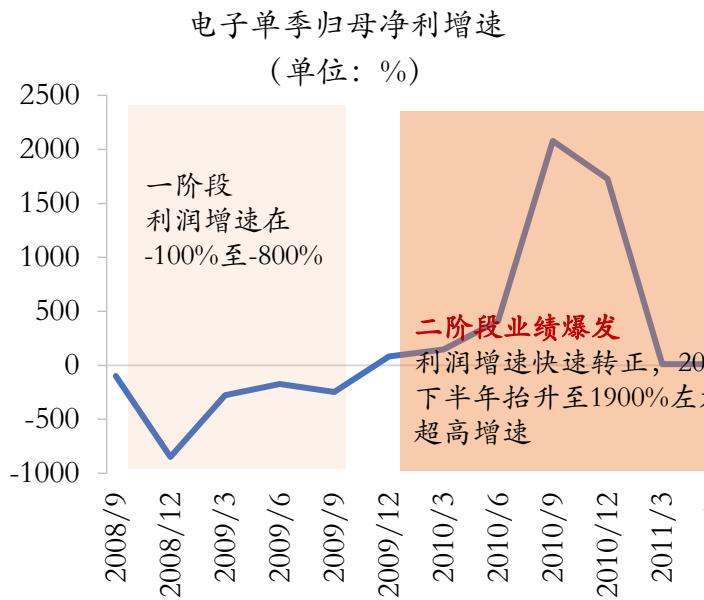


资料来源：Wind，华安证券研究所。

产业周期景气α凸显的背后支撑在于高增速业绩持续兑现

- 产业周期景气在第二阶段走出独树一帜的行情，其核心在于存在业绩高增速持续兑现的强支撑。产业周期景气爆发期除了需要一个整体持久震荡的外在市场环境外，更重要的是其本身具备高增速业绩持续兑现的α内核。
- 过去3轮产业周期景气对应代表性行业第二阶段的盈利表现显著优于第一阶段，因此实际上的产业周期景气爆发主要是在第二阶段完成和兑现的。

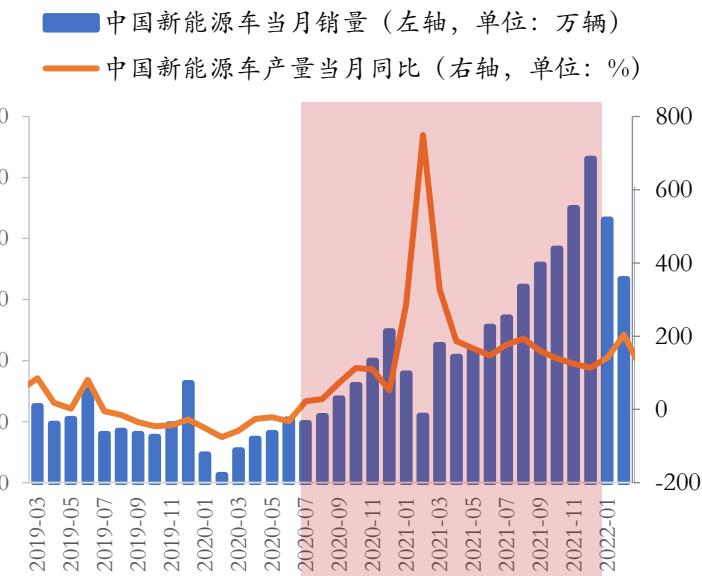
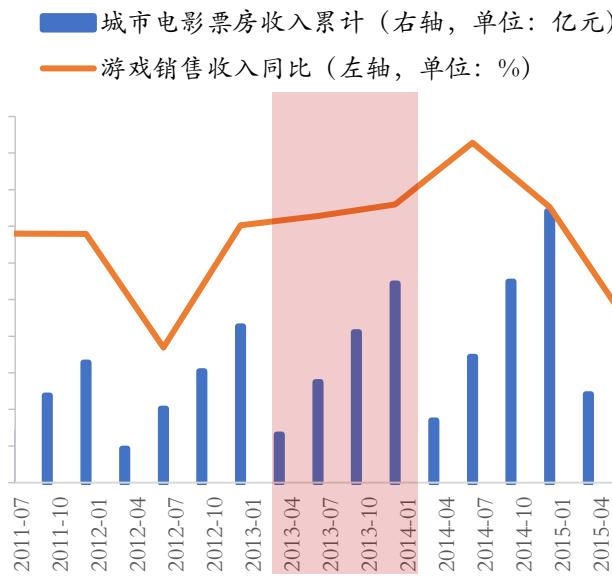
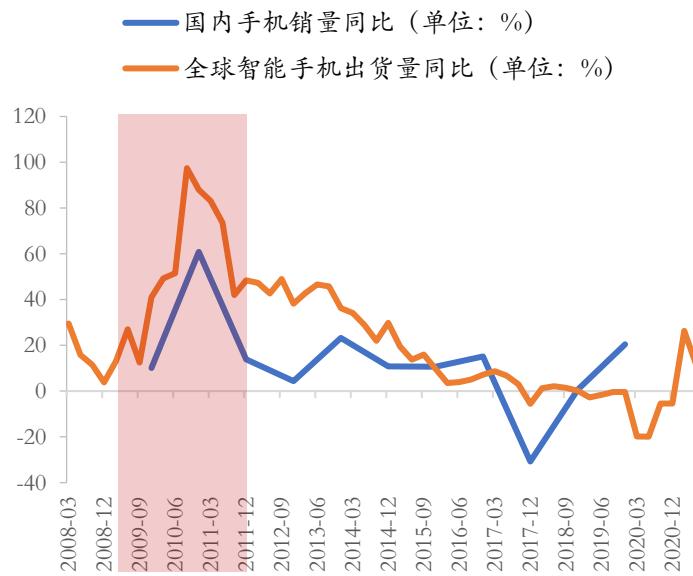
过去3轮演绎出产业亮眼α的背后支撑在于对应行业持续兑现高增速业绩增长



产业周期景气爆发临界点在于to C端大规模需求落地可被观测和证实

- 产业周期的景气行情即第二阶段启动需要大规模需求落地被观测到和证实。产业周期从第一阶段的尚有很强不确定性到第二阶段的爆发，其核心转变点便在于to C端的大规模需求落地被观测和证实，即产业景气出现了正向突变。其中对应行业的终端需求爆发可被观测和证实尤为重要，这是使得基本面支撑行情行稳致远、不断验证的坚实力量。也是支撑对应行业或产业链业绩持续高增长兑现的基础。
- 过去3轮产业周期的景气爆发阶段均伴随着对应终端需求的快速落地放量。如2020年4月智能手机全球出货量和国内手机销量开始了一轮增速提升、高增长的过程。如2013年Q2季度，国内电影票房收入和游戏收入也进入了一波持续高增速过程。如2020年7月新能源汽车的销售量也迎来了一轮持续翻倍式增长的过程。

过去3轮产业周期的景气爆发行情均伴随着终端需求的快速放量



资料来源：Wind，华安证券研究所。标红区间段为各产业周期第二阶段即产业景气爆发期

产业周期景气爆发的必要条件在于to C终端需求大规模落地

- 智能手机直接对应to C端需求，且产业链多又长，to C端大规模需求落地对相关制造链企业业绩都具有显著拉动作用。智能手机技术代际突破对通信终端有实质性拉动作用，iPhone 4于2010年发布时，当年全球智能手机出货量同比增速高达75%，为2006年-2024年19年间的峰值增速，2010年全年计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增速维持在50%以上。据同花顺统计，仅iPhone涉及的上游产业链就囊括超500家公司，智能手机对多个产业具有明显的拉动作用。
- “移动互联网”模式作为“铲子”挖掘出众多to C终端的需求。“移动互联网”为典型的技术进步，但其本身并不产生大规模且直接的价值，其主要作用在于大幅推动传统业务、新业务发展，最终也产生了广泛的to C端实际需求，如手游、移动支付、聊天软件、观影、移动购物（电商）等业务规模实现了快速增长。尽管移动互联网需求落地的产业链较短，但其需求落地的类别丰富。

智能手机产业如“果链”涉及较广



移动互联网业务体系

互联网业务体系
浏览业务 搜索业务
网络游戏 电子邮件
电子商务 IM
.....

移动通信业务体系
移动通信
移动支付
移动定位
.....

移动互联网
业务体系

移动端浏览
移动在线游戏
移动搜索

便捷支付
移动购物
移动端视频

移动VoIP
移动地图业务
聊天软件
.....

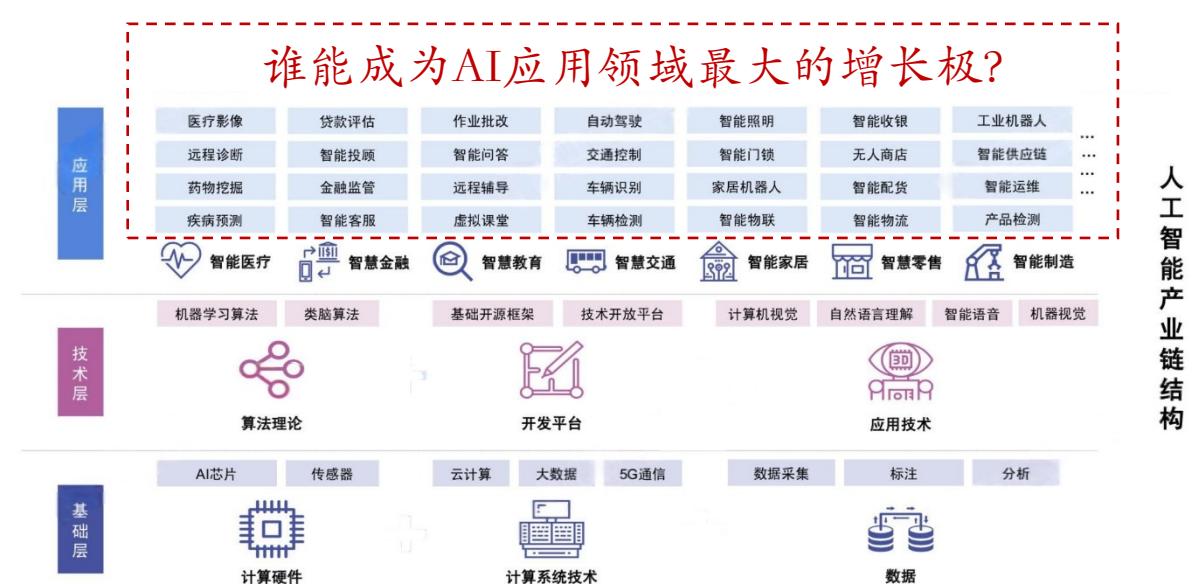
AI类似移动互联网模式，需要to C端大规模需求落地才能启动景气爆发

- 多个产业也受益于新能源车to C终端需求爆发，与智能手机类似。新能源车产业链上也包括多个环节，如动力电池、驱动电机、传感器、充电桩等等，与智能手机产业相似，to C终端产品销量的快速提升带动全链条上企业规模和业绩快速增长。
- AI产业还未进入到“月明星稀”的阶段，核心制约在于未打通to C端的大规模需求落地。过去3轮技术升级带来的产业周期景气爆发均具备同一个核心特征“即必须出现to C端的大规模需求落地”，无论是智能手机、新能源车产业周期景气在C端大规模落地智能手机、新能源车，同时具备足够长的链条，还是移动互联网浪潮在C端大规模落地如游戏、电影等，尽管单个产业链条长度有限，但落地了多种需求，这多种需求落地也带来了巨大的市场规模。To C端的大规模需求落地都是必不可少的。而本轮AI技术革命可能类似移动互联网，其本身并不能直接对口C端产生大规模需求，但可作为业态“铲子”，通过技术升级来挖掘传统产业以及新产业需求从而落地C端。但当下从需求实际落地情况来看，还并未到类似游戏、电影、电商C端落地的程度，其中最亮眼的人形机器人离大规模在C端落地仍有很长的时间，而类似AI眼镜的单个产业链条既短、本身规模也有限，不足以启动景气周期。

新能源车产业链



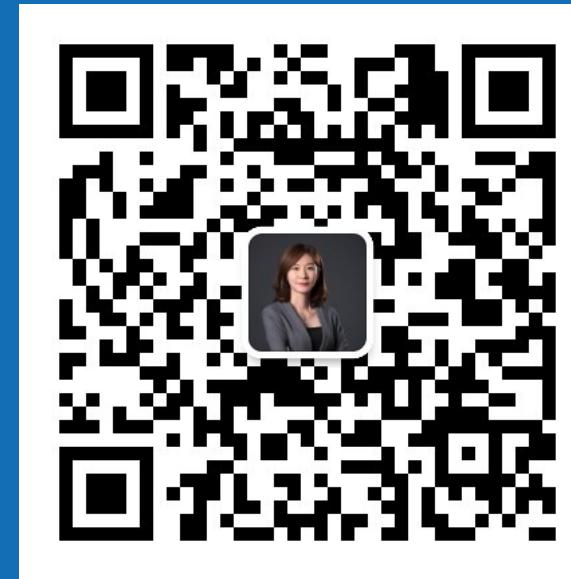
人工智能产业链结构，但to C端大规模需求落地未见



人工智能产业链结构



华安策略



感谢关注！

风险提示：国内宏观政策出台力度和节奏不及预期；国内经济基本面出现超预期回落；中美关系超预期恶化等。



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。