

行稳致远——A股下半年策略展望

华金证券研究所策略组

分析师：邓利军S0910523080001

2025年6月



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- ◆ **一、回顾与展望：**上半年春季行情、加征关税后的反弹行情；下半年基本面占据主导，A股延续震荡。
- ◆ **二、下半年市场主线：**下半年A股可能处于盈利下、信用上的环境中，可能维持震荡趋势。
 - (1) 宏观环境：抢出口效应可能持续3个月左右，财政发力后下半年投资、消费仍有一定支撑。
 - (2) 市场主线：下半年盈利受关税冲击和政策节奏放缓影响可能下探，但信用可能回升，历史经验上A股表现偏震荡，受信用回升幅度影响较大。
 - (3) 盈利下、信用上时超大盘和中小盘风格占优，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优，当前指向科技和消费。
- ◆ **三、下半年市场趋势：**延续震荡偏强趋势。
 - (1) 下半年盈利可能冲高回落。
 - (2) 下半年外资和融资大幅流出风险不大。
 - (3) “十五五”规划和中美关税谈判结果可能影响市场情绪。
- ◆ **四、下半年行业配置：**科技仍是配置主线，核心资产和低估值红利可能也有配置机会。
 - (1) 下半年行业风格偏均衡。一是经济和盈利回落时，超大盘和中小盘表现相对占优。二是经济和盈利回落时，高景气和政策导向的行业相对占优，整体风格偏均衡。
 - (2) 科技仍是配置主线，核心资产和低估值红利可能也有配置机会。
 - (3) 建议关注TMT、机械、电力设备、医药、食品饮料、有色金属、基础化工和交通运输等行业。
- ◆ **五、风险提示：**历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期、模型失效风险。

01.

回顾与展望：下半年 A股可能延续震荡

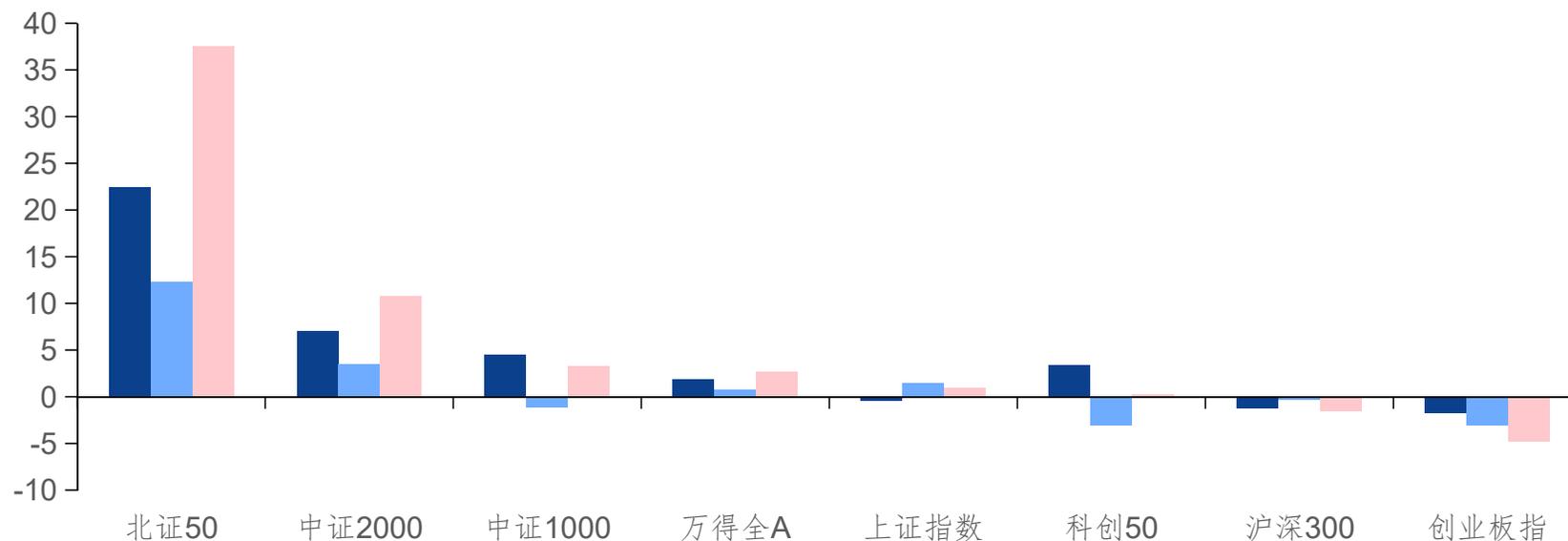
1.1回顾与展望：上半年春季行情、加征关税后的反弹行情

- ◆ 上半年A股出现两段行情：春季行情和加征关税后的反弹行情，主要均是由政策和流动性等分母端因素驱动。
- ◆ 上半年中小盘成长板块表现较强，如北证50、中证2000领涨，涨幅均超过10%；而沪深300上半年还是小幅下跌的。

小盘指数表现相对占优

指数涨跌幅

■ Q1涨跌幅 (%) ■ Q2涨跌幅 (%) ■ 年初至今涨跌幅 (%)

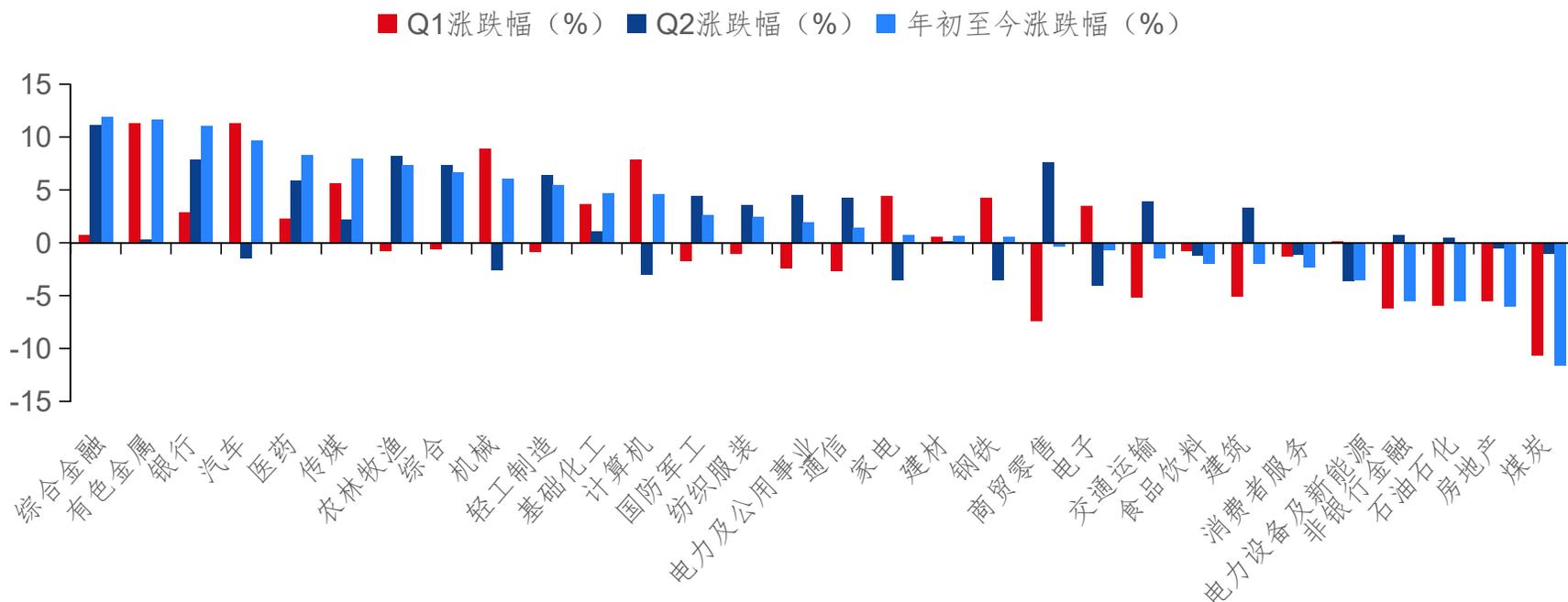


1.2回顾与展望：预计下半年基本面占据主导，A股延续震荡

- ◆ 上半年银行等大金融板块和黄金相关的有色金属、汽车、医药以及科技中的传媒、机械（机器人）等板块表现较强，领涨。
- ◆ 展望下半年，盈利可能回落、信用可能企稳回升，A股可能延续震荡趋势。

今年以来银行、有色、汽车等板块领涨

行业涨跌幅



02.

下半年市场主线：盈利面临回落
压力，信用可能继续修复

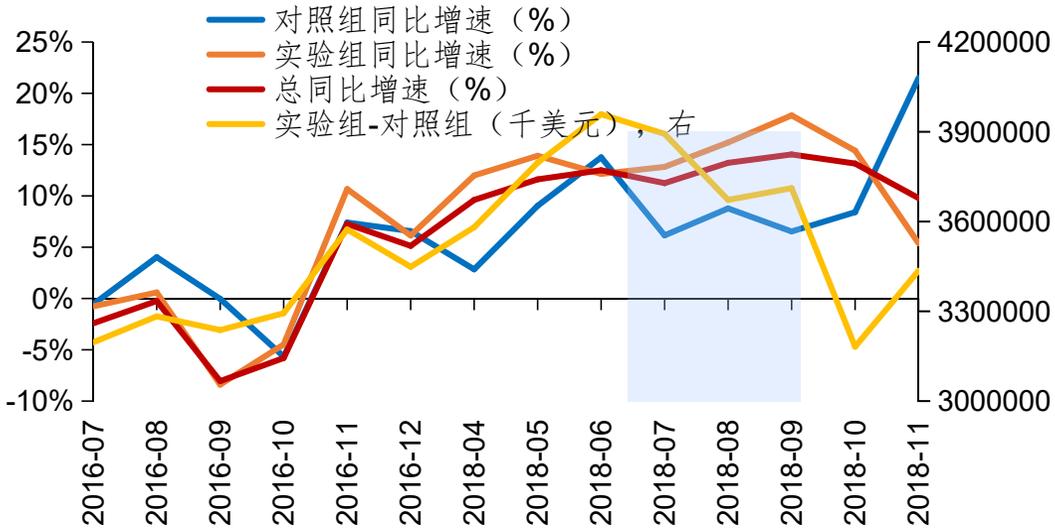
2.1 宏观环境：抢出口效应可能持续3个月左右

- ◆ 类比2018年的经验，抢出口效应可能支撑出口增速维持高位，持续时间约为3个月。
 - (1) 当前出口的表现可类比2018年首轮关税落地后。一是抢出口效应导致出口增速维持一定高位：美对华加征关税的2018年4-11月期间出口额单月同比增长均不低于9%。二是时间节点较为类似：301报告于3月公布，但直至7月关税政策才开始生效。
 - (2) 数据分析得到2018年抢出口效应维持3个月左右。使用双重差分模型测算：首先，选取实验组和对照组各6个分类，以301报告发布和第一轮关税落地为两个关键时间点，分别选取2018年1-3月、4-6月、7-11月为政策发布前、抢出口窗口期、政策落地后三个阶段；其次，对两个组别在三个阶段内的均值通过双重差分模型计算得到抢出口效应在政策出台后的3个月期间都显著为正，到第四个月开始衰退。
 - (3) 类比2018年的经验，若7月初加征关税落地，则从抢出口效应可能持续3个月左右，拐点时间预判可能为Q3末-Q4初。

第一轮关税期间受到影响较大和较小的商品品类（按HS分类）

实验组（第一轮关税影响高）		对照组（第一轮关税影响低）	
6	化学工业及其相关工业的产品	1	活动物;动物产品
11	纺织原料及纺织制品	2	植物产品
15	贱金属及其制品	3	动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂
16	机电、音像设备及其零件、附件	9	木及制品;木炭;软木;编结品
17	车辆、航空器、船舶及运输设备	20	杂项制品
18	光学、医疗等仪器;钟表;乐器	22	特殊交易品及未分类商品

数据分析结果

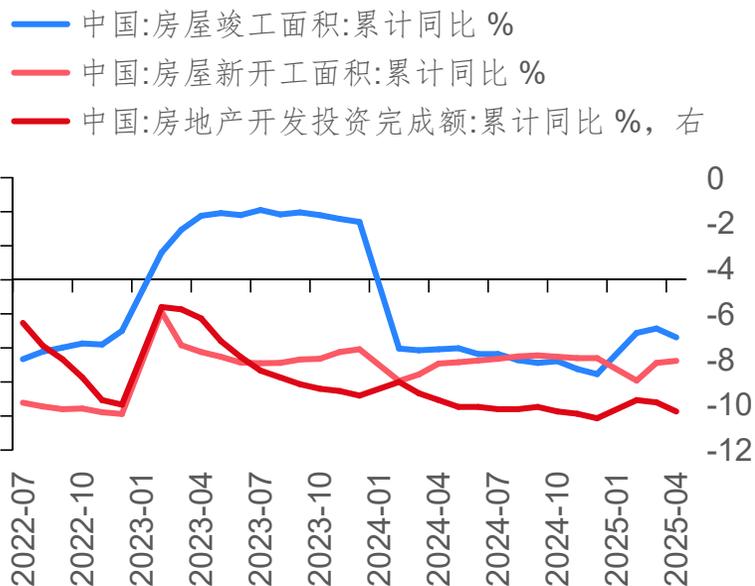


2.1 宏观环境：财政发力后下半年投资、消费仍有一定支撑

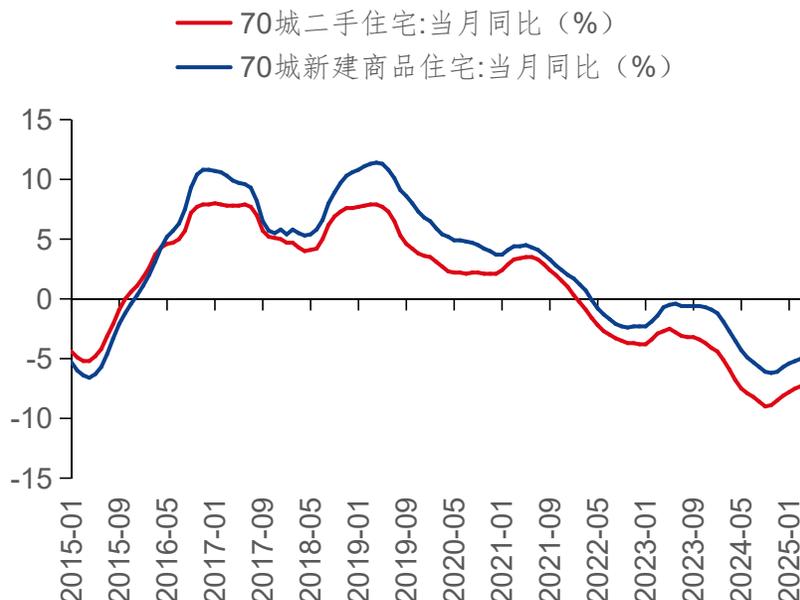
◆ 地产投资下半年依然可能偏弱。

- (1) 供给端来看，当前房屋新开工及竣工面积同比增速均较弱，开发商整体开工意愿不强，房市仍以去库存为主。
- (2) 需求端来看：首先，在地产宽松政策刺激下，房屋销售价格指数同比降幅收窄，2024年10月后一线和三线城市商品房销售同比增速开始转正，但当前地产销售整体仍呈现以价换量趋势，房价尚待企稳；其次，4月居民中长贷增速上升至26%，但主要受益于去年同期基数较低，收入预期依然偏弱下居民购房意愿难持续上升。

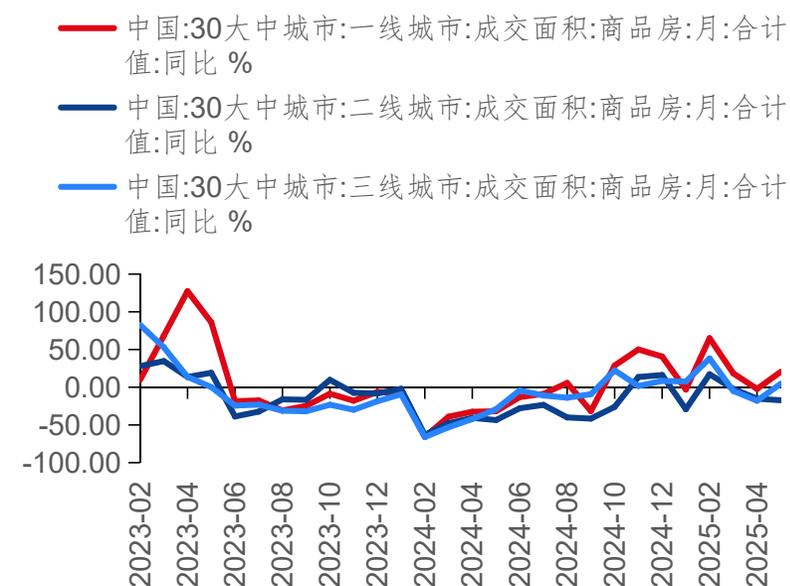
当前地产竣工、开工面积增速均较弱



房屋销售价格指数同比回升



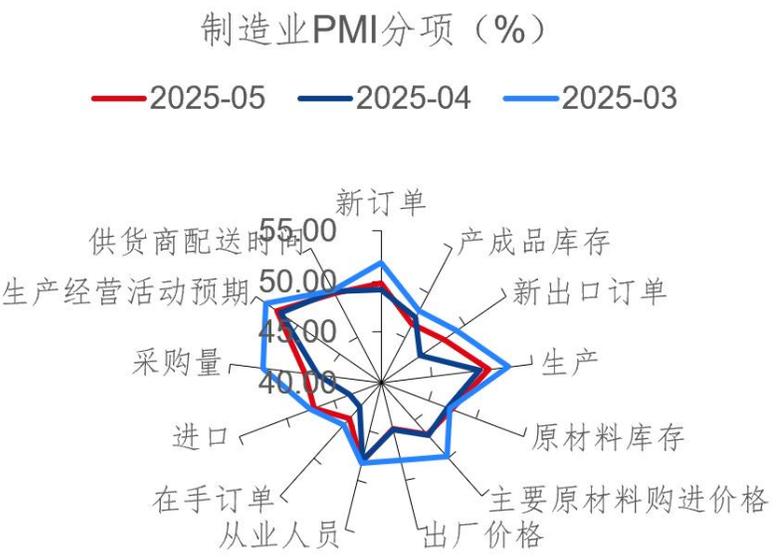
一线、三线城市地产销售增速较好



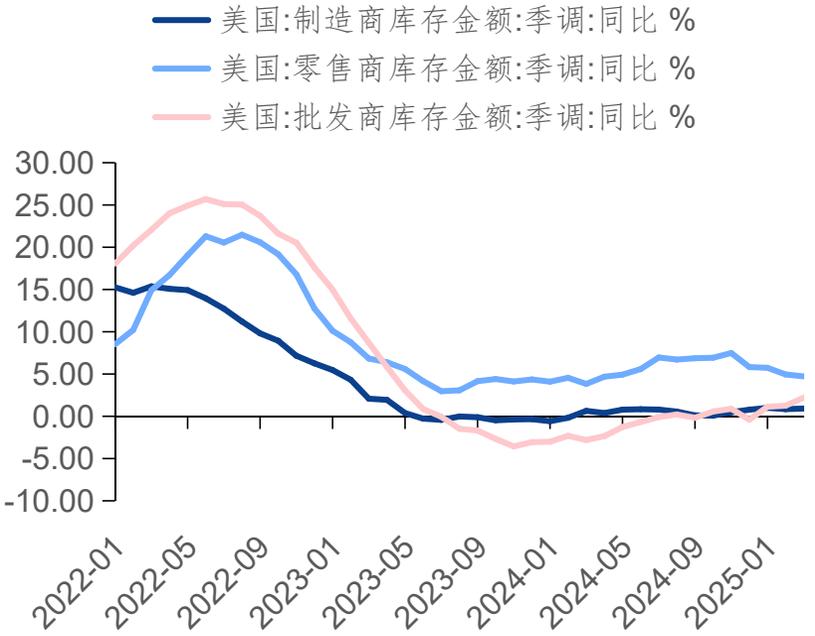
2.1 宏观环境：财政发力后下半年投资、消费仍有一定支撑

- ◆ 5月制造业PMI显示短期经济修复韧性仍在。一是从5月制造业PMI分项来看，13个分项中有9个都较4月有回升；二是边际变化来看，进口、新出口订单和在手订单的PMI回升幅度较大。这显示稳增长政策和关税豁免3个月对短期经济修复作用较大。
- ◆ 三季度制造业、基建投资仍可能是整体投资增速的重要支撑，四季度有一定回落风险。开工旺季叠加财政发力下，制造业和基建投资增速仍可能维持高位：首先，美国库存水平仍在低位，即使7月关税豁免到期，抢出口效应也可能延续三个月，制造业投资三季度有望延续高增速；其次，从石油沥青装置开工率来看，6-11月为基建项目开工旺季。

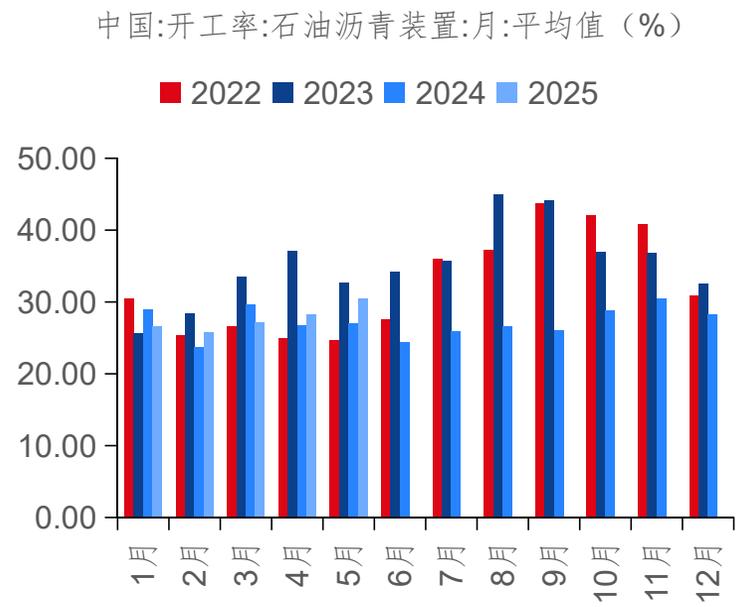
5月制造业PMI各分项多回升



海外库存处于低位



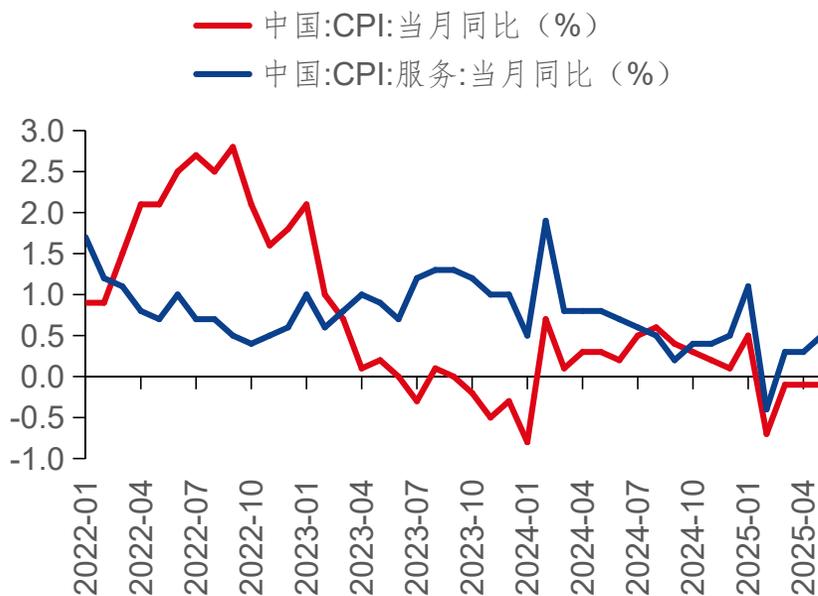
6-11月为石油沥青装置开工旺季



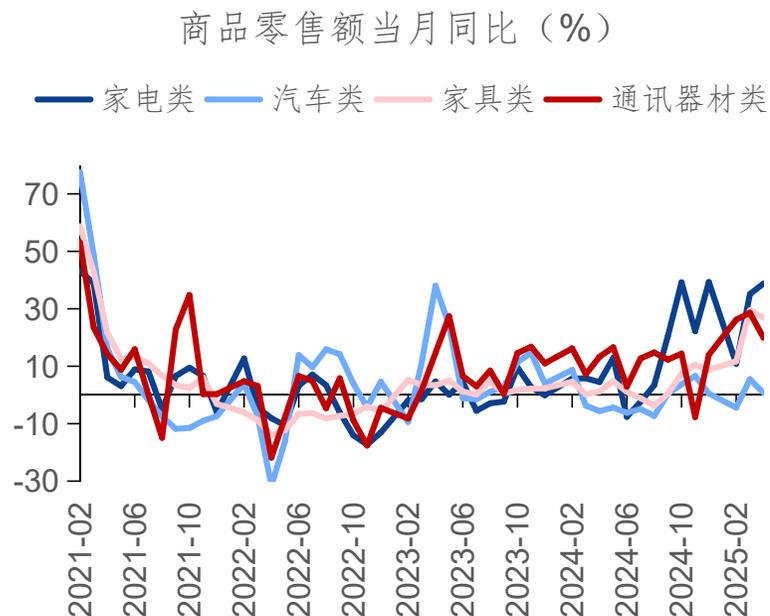
2.1 宏观环境：财政发力后下半年投资、消费仍有一定支撑

- ◆ 下半年消费可能继续维持高增速。一是服务消费可能进一步回升：首先，近年来服务消费CPI同比高于整体，体育娱乐用品、文化办公用品、通讯器材等消费品1-4月增速较高；其次，大力发展服务消费的政策持续出台和落实，下半年服务消费依然可能维持高增速。二是商品消费也可能维持一定增速：首先，以旧换新等提振消费的政策可能贯穿全年，下半年家电、汽车、消费电子等可能继续维持一定增速；其次，消费者信心指数有所企稳，下半年消费增速可能维持平稳。

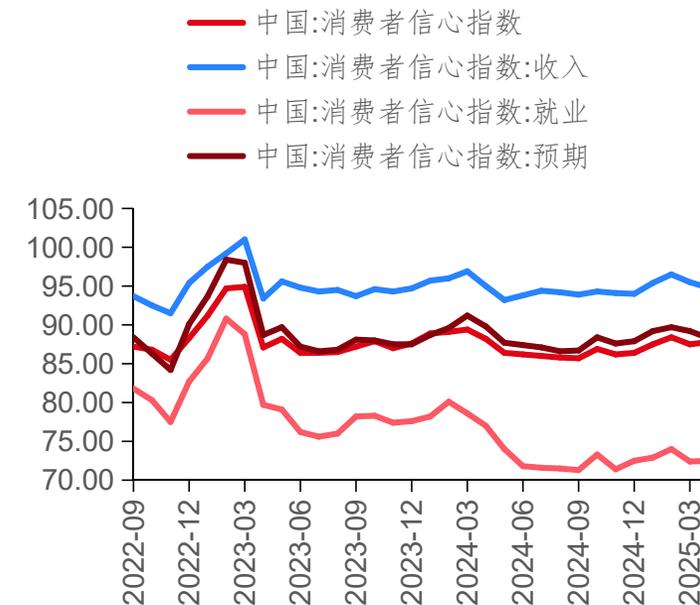
近年来服务消费CPI同比高于整体



家电售增速维持高位



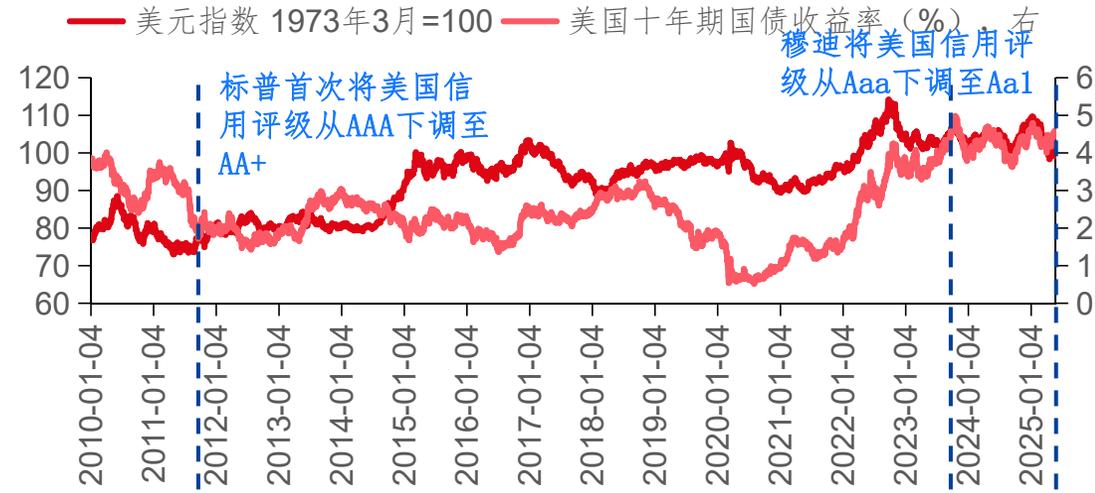
消费者信心指数回升



2.1 宏观环境：美联储降息预期反复对国内宽松影响有限

- ◆ 美国信用评级被下调3次：2011/8标普首次将美国信用评级从AAA下调至AA+；2023/8惠誉将美国信用评级从AAA下调至AA+；2025/5穆迪将美国信用评级从Aaa下调至Aa1。自此，美国百年来首次同时失去三大机构最高信用评级。
- ◆ 复盘前两次评级下调100个交易日后股债汇及通胀的表现：一是美元指数表现不一，2011年底受欧债危机影响美元强势，但2023年评级下调后又出现小幅回落；二是美债收益率出现回落；三是美股表现偏强；四是通胀数据CPI及PCE同比均出现回落。

美国信用评级下调后汇率、债市、通胀表现



美国信用评级下调后股、债、汇及通胀表现

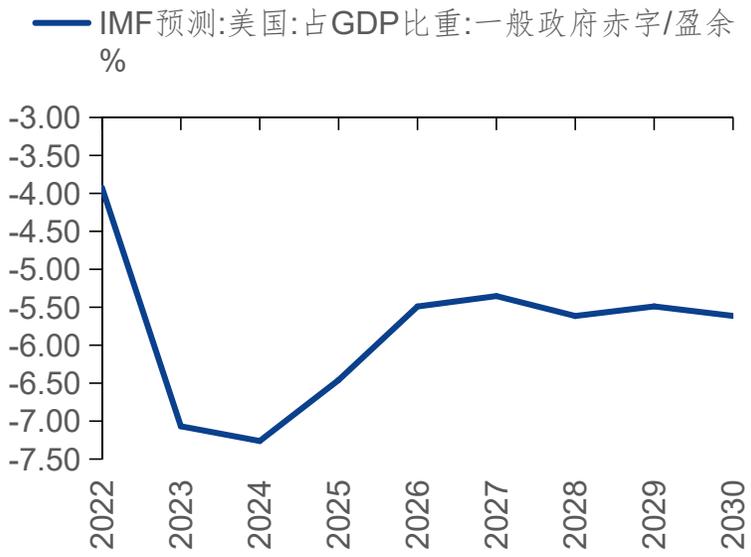
日期	事件	T+100交易日				6个月	
		美元指数 (%)	美元兑人民币-中间价 (BP)	十年期美债收益率 (BP)	道指 (%)	CPI (%)	PCE (%)
2011/8/5	标普首次将美国信用评级从AAA下调至AA+	7.91	-13.05	-65.00	6.74		
2023/8/1	惠誉将美国信用评级从AAA下调至AA+	-0.46	-2.71	-16.00	5.19		



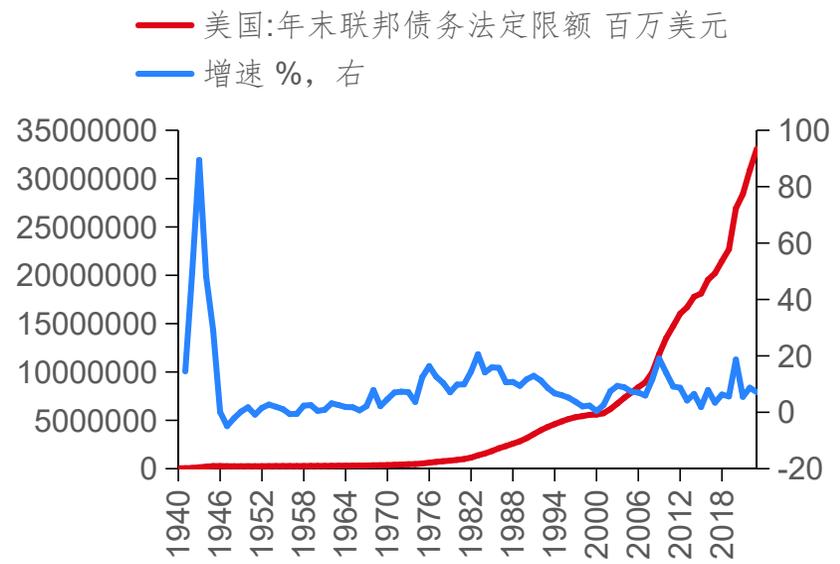
2.1 宏观环境：美联储降息预期反复对国内宽松影响有限

- ◆ 经济和通胀风险不确定性上升使得美联储下半年降息预期反复。一是加征关税导致成本上升，同时大规模减税进一步导致通胀预期上升；二是美国债务风险上升，美债收益率上行，经济增长因高利率和关税受损风险可能上升，美联储被迫在控通胀与稳增长之间艰难平衡，降息路径较为模糊。
- ◆ 美联储降息预期反复对下半年国内宽松影响有限。一是美国债务风险上升，同时美国失业率高位、新增非农就业人数减少下就业放缓趋势显现，美元指数维持弱势，美联储是否降息对国内宽松的影响较小。二是在人民币汇率中长期维持稳定的背景下，国内央行主要目标是稳增长，下半年国内可能进一步降准降息。

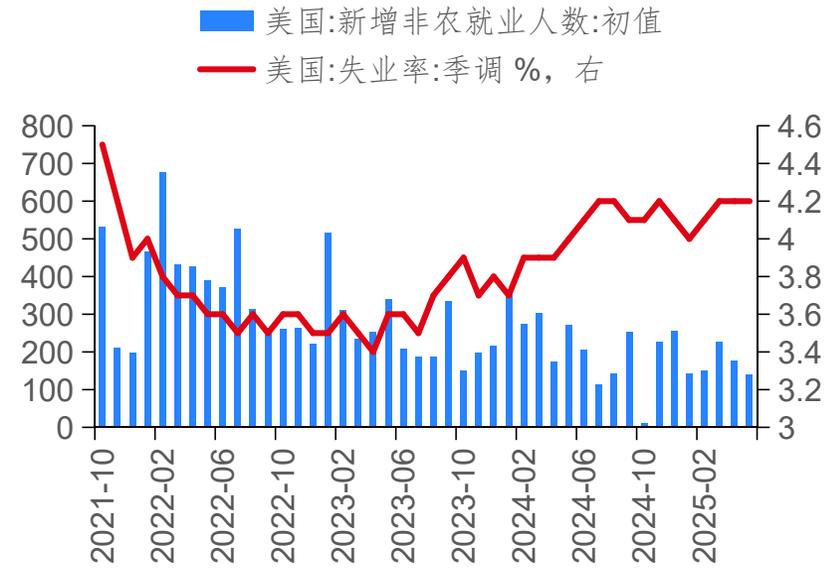
IMF预测美国一般政府赤字/盈余占GDP比重为负



联邦政府债务限额逐年大幅增长



美国就业市场呈降温趋势



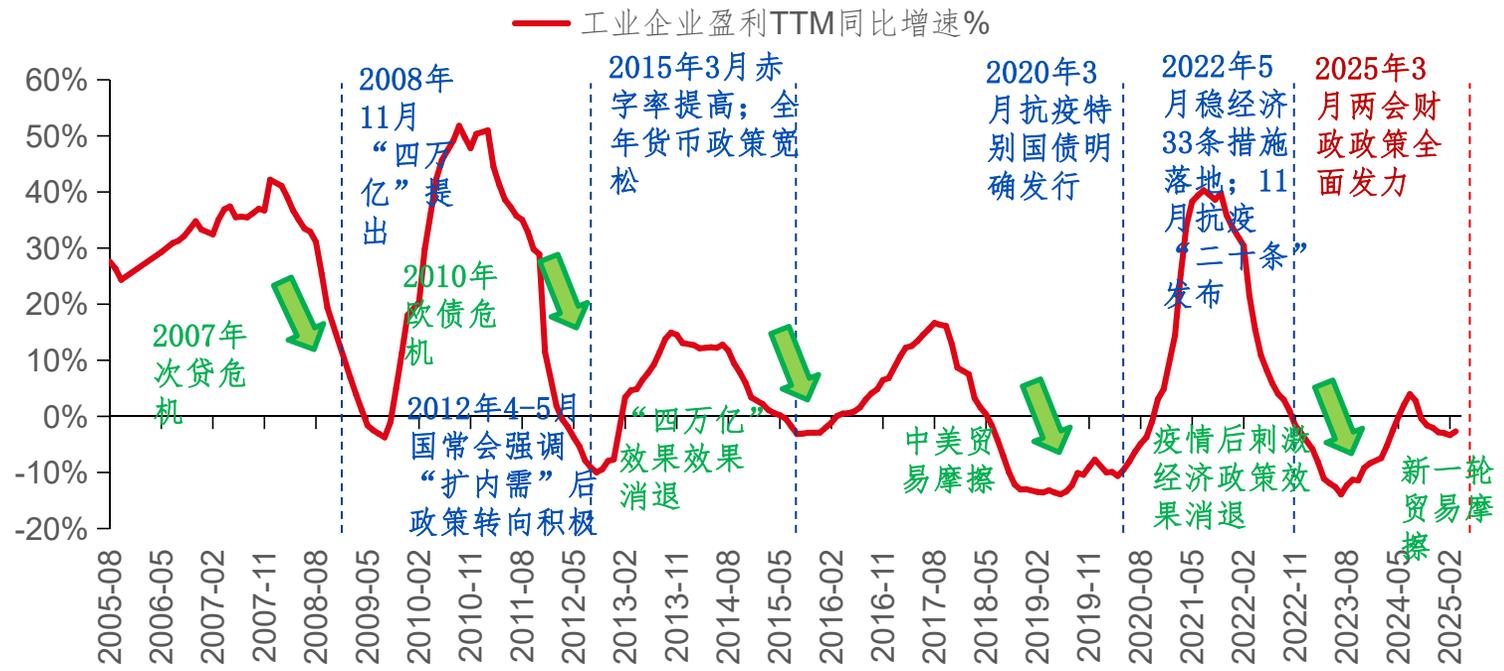
2.2市场主线：盈利面临回落压力，信用可能继续修复

- ◆ 政策发力和抢出口因素消减，盈利面临回落压力，信用可能继续修复。
- ◆ 盈利受关税冲击和政策节奏放缓影响可能下探，但领先指标来看短期仍有韧性。

稳增长政策发力提振盈利周期回升

(1) 关税冲击下盈利周期可能下探。一是历史经验来看，受强烈外部冲击下，盈利增速可能开始下行，例如2007年次贷危机、2010年欧债危机、2018年中美贸易摩擦等。二是当前来看，本轮关税加征对A股盈利可能存在一定压制，需观察90天暂缓期后中美谈判结果。

(2) 政策发力节奏对盈利作用明显。例如2013-2014、2022-2023年经济刺激政策效果消退后盈利均出现阶段性回落，因此若政策出台空间有限、效果逐步兑现，下半年可能带动盈利高位回落。



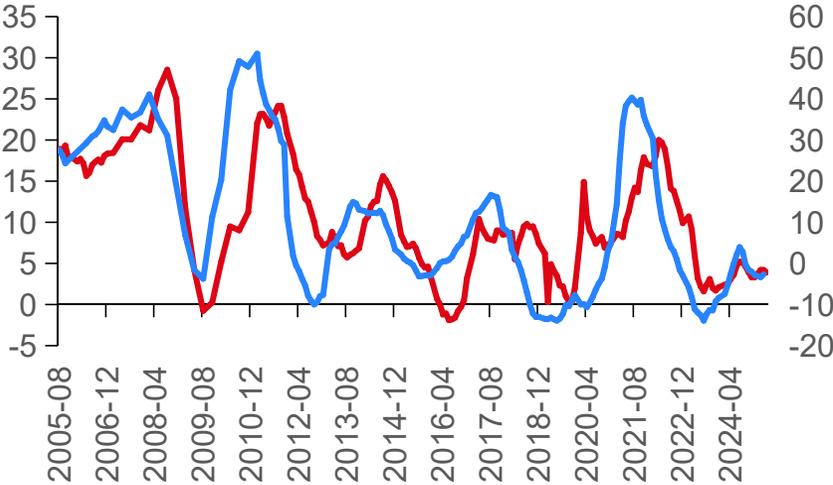
2.2市场主线：盈利面临回落压力，信用可能继续修复

- ◆ 政策发力和抢出口因素消减，盈利面临回落压力，信用可能继续修复。
- ◆ 盈利受关税冲击和政策节奏放缓影响可能下探，但领先指标来看短期仍有韧性。

(3) 领先指标来看，短期盈利增速可能有一定韧性：一是盈利周期与库存周期相关性较强，且略领先于库存周期见顶或见底，当前来看库存周期仍处于底部补库阶段；二是PPI与盈利周期基本同步，而PPI领先指标当前仍在修复，或指向盈利上升周期短期未完，三季度可能是盈利的高点。

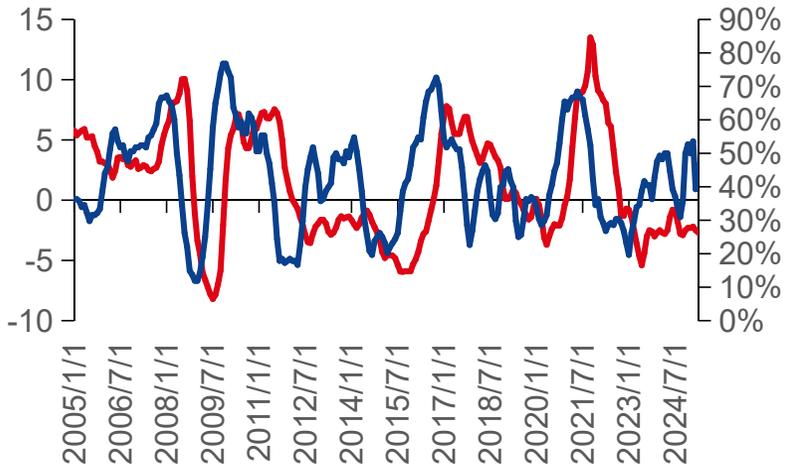
库存周期与盈利周期相关性较强

— 中国:产成品存货:规模以上工业企业:同比 %
— 盈利周期 %, 右



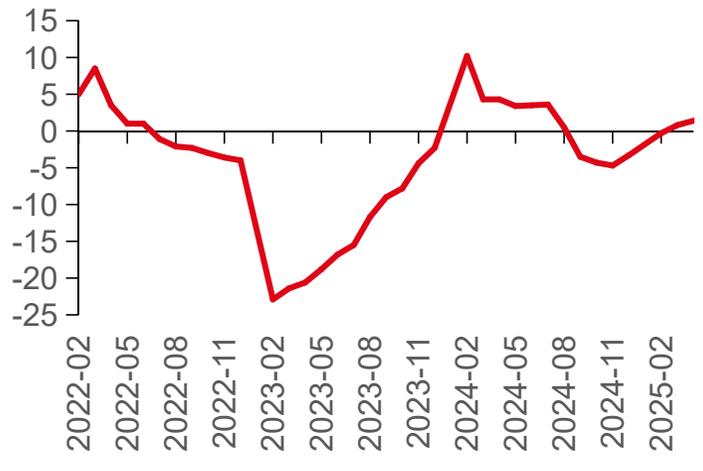
PPI领先指标有所回升

— 中国:PPI:全部工业品:当月同比 %
— 同比转好子行业占比%, 右



工业企业盈利也处于上升趋势中

— 中国:利润总额:规模以上工业企业:累计同比 %



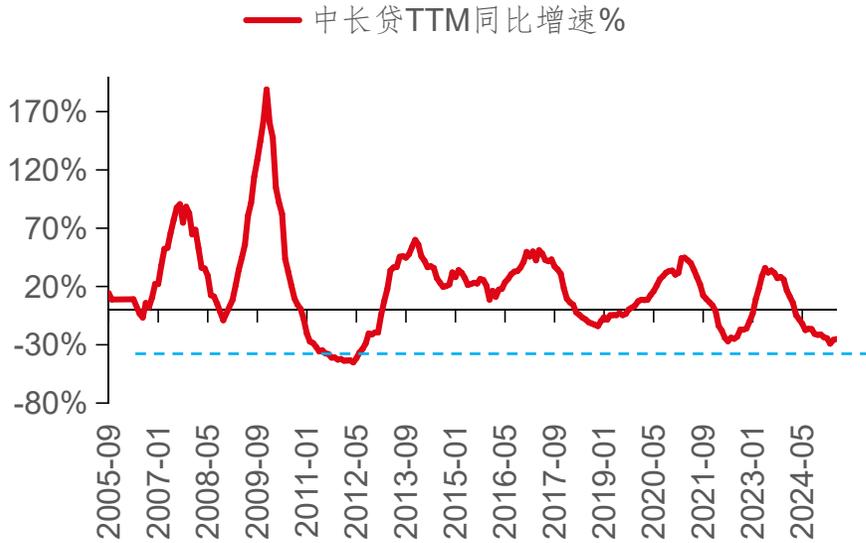
2.2市场主线：盈利面临回落压力，信用可能继续修复

- ◆ 政策发力和抢出口因素消减，盈利面临回落压力，信用可能继续修复。
- ◆ 信用下半年有望企稳回升。

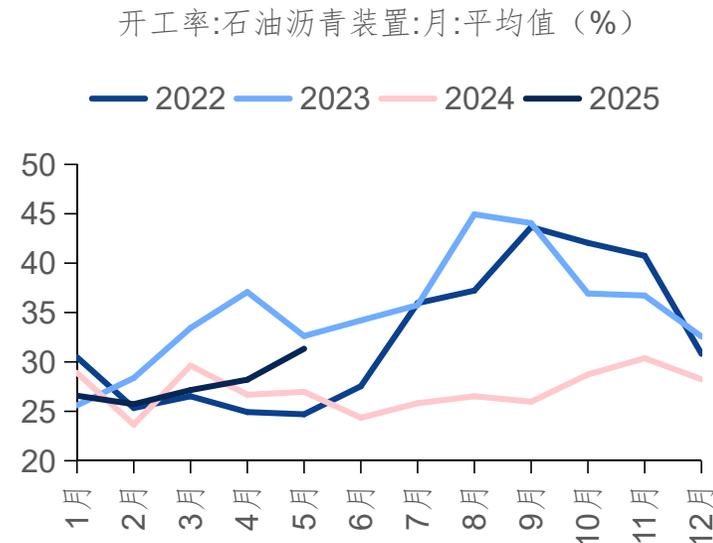
(1) 信用周期来看，历史上中长贷增速下行周期持续11-23个月左右，本轮中长贷增速在2023年7月已见顶，且接近前几轮周期的底部水平，因此下半年可能回升。

(2) 信用结构看（中长贷=企业中长贷+居民中长贷）：首先，企业中长贷与基建投资相关性较强，开工旺季、财政发力下基建项目可能加速落地，三季度企业中长贷增速可能回升；其次，居民中长贷与房贷相关性较强，当前地产销售已经有所企稳回升，新增房贷增速也有所改善，下半年随着稳地产政策持续实施，居民中长贷增速可能企稳有所回升。

下半年信用周期可能回升



下半年为石油沥青装置开工率旺季



新增房贷增速回升



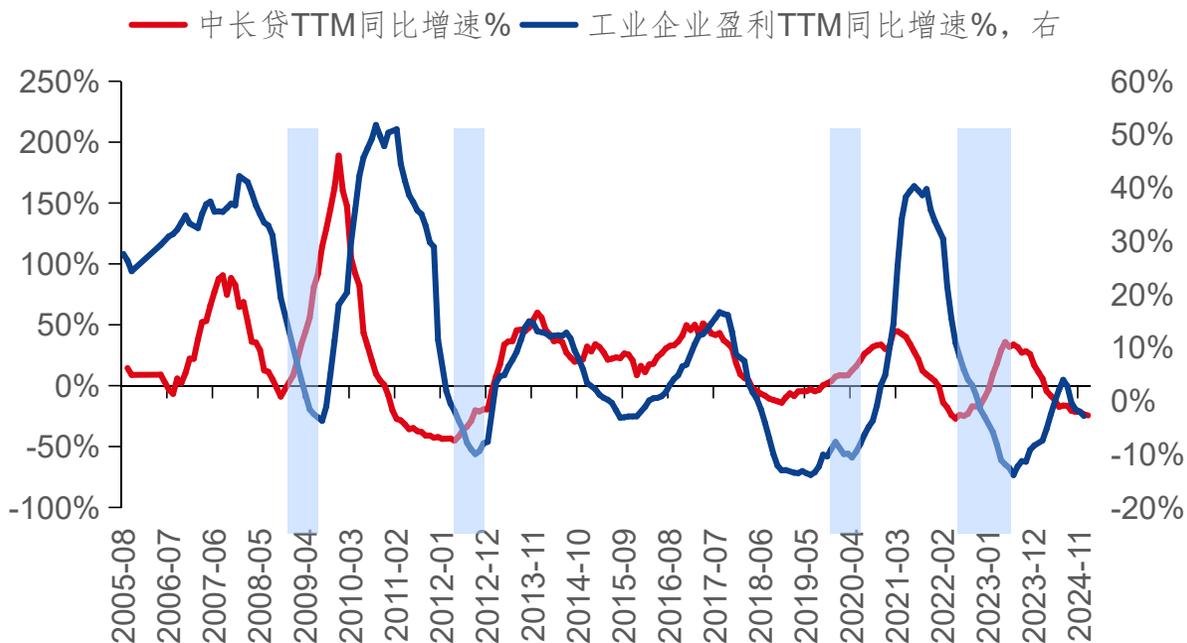
2.3 主线复盘：盈利下、信用回升时的市场表现

◆ 历史上盈利下、信用上期间，A股表现偏震荡。

(1) 2005年以来盈利回落、信用上行的时段共有4次，分别为2008/10-2009/12、2012/7-2012/9、2019/11-2020/4、2022/5-2023/7。

(2) 盈利下、信用上期间内A股表现偏震荡，且受信用回升幅度影响，即信用回升幅度大，无论盈利下降幅度如何，市场均可能上涨，如2008和2022年。

历史上盈利下信用上共有4段



盈利下信用上期间市场偏震荡

开始	结束	上证涨跌幅 (%)	特征	信用变化幅度 (pts)	盈利变化幅度 (pts)
2008/10	2009/12	85.82	信用 大幅 上升，盈利小幅回落	197.86	-1.33
2012/7	2012/9	-1.13	信用小幅上升，盈利小幅回落	13.32	-2.10
2019/11	2020/4	-0.41	信用小幅上升，盈利小幅回落	8.84	-1.61
2022/5	2023/7	4.51	信用 大幅 上升，盈利大幅回落	60.74	-24.82

2.3 主线复盘：盈利下、信用回升时的市场表现

◆ 历史上盈利下、信用上期间，超大盘和中小盘成长表现相对占优。

(1) 在信用小幅回升、盈利回落的2012/7-2012/9期间，市值前20%的超大盘表现最强，主要是期间市场整体调整，超大盘相对抗跌，且盈利增速相对较高。

(2) 在其余3次信用回升、盈利回落期间，市值在前40%-60%、前80%-100%的中小盘表现相对占优，主要是信用回升导致中小盘成长估值回升，且有较大的估值弹性。

盈利下、信用回升时小盘股相对占优

市值分层	2008/10/1			2012/7/1			2019/11/1			2022/5/1		
	2009/12/31			2012/9/30			2020/4/30			2023/7/31		
	涨跌幅	盈利增速	PE(TTM)提升幅度%	涨跌幅	盈利增速	PE(TTM)提升幅度%	涨跌幅	盈利增速	PE(TTM)提升幅度%	涨跌幅	盈利增速	PE(TTM)提升幅度%
0-20%	64.8%	-382.7%	63.9%	-4.9%	48.7%	-2.0%	10.4%	-45.0%	6.9%	23.5%	51.5%	-44.4%
20%-40%	124.2%	42.1%	101.5%	-6.5%	-95.9%	-0.6%	13.3%	-59.7%	-67.5%	28.8%	35.2%	9.9%
40%-60%	132.2%	-33.1%	462.8%	-5.2%	43.0%	-24.4%	6.6%	-69.0%	-389.5%	28.2%	124.7%	-125.2%
60%-80%	131.1%	-104.1%	453.8%	-7.0%	63.5%	-114.6%	0.7%	-87.7%	-50.9%	22.5%	17.9%	-69.0%
80%-100%	127.2%	-101.0%	-312.5%	-9.4%	18.4%	62.7%	68.2%	-102.6%	61.0%	17.3%	46.8%	-340.2%

2.3 主线复盘：盈利下、信用回升时的市场表现

◆ 盈利下、信用上时，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优。

(1) 产业趋势上行的行业表现相对占优：如互联网浪潮下的2012/7-2012/9的传媒，消费升级大趋势下的2012/7-2012/9的美容、社服，新能源趋势下的2019/11-2020/4的电新，人工智能和机器人大趋势下的2022/5-2023/7的TMT和机械。

(2) 政策导向的行业表现也偏强：如受益于“四万亿”的2008/10-2009/12的汽车、家电、建材，受益于疫情期间保增长政策的2019/11-2020/4的建材，受益于自主可控政策的2019/11-2020/4的电子、计算机。

盈利下行、信用回升时，科技和消费表现相对占优

行业涨跌幅 (%)							
2008/10/1-2009/12/31		2012/7/1-2012/9/30		2019/11/1-2020/4/30		2022/5/1-2023/7/31	
汽车	187.1	美容护理	11.0	建筑材料	32.7	通信	50.5
家用电器	140.8	传媒	1.0	电子	21.5	传媒	39.4
建筑材料	136.6	社会服务	-2.0	电力设备	18.9	计算机	32.2
医药生物	122.4	有色金属	-2.1	计算机	16.9	机械设备	27.1
有色金属	122.0	医药生物	-2.1	医药生物	15.7	汽车	25.2
电力设备	117.0	计算机	-2.9	美容护理	15.0	非银金融	15.4
美容护理	116.6	石油石化	-3.8	通信	9.5	国防军工	14.9
煤炭	113.4	基础化工	-3.9	综合	9.3	综合	14.9
电子	111.2	煤炭	-4.1	传媒	8.6	家用电器	14.4
国防军工	108.8	电子	-4.3	国防军工	6.2	轻工制造	13.6

2.4 A股下半年市场展望

◆ 市场趋势：下半年A股可能处于盈利下、信用上的环境中，可能维持震荡趋势。

- (1) 盈利：下半年盈利受关税冲击和政策节奏放缓影响可能下探，但领先指标来看短期仍有韧性。
- (2) 信用：下半年基建开工旺季叠加政策宽松推动地产销售企稳，企业和居民中长贷增速都可能回升。
- (3) 市场主线：A股下半年可能处于盈利回落、信用回升的环境中，历史经验上A股表现偏震荡，受信用回升幅度影响较大。
- (4) 政策提升信心从而导致基本面修复和A股估值提升的中长期慢牛逻辑在下半年大概率不会改变。

◆ 市场节奏：三季度后半段和四季度前半段可能相对偏强。

- (1) 7月份可能受到关税谈判、中报业绩以及政治局会议等的影响，可能面临一定的压力。
- (2) 三季度后半段和四季度前半段有9月政治局会议、美联储9月议息会议、纪念抗战胜利80周年、中秋国庆等可能提升风险的事件催化，可能相对偏强。
- (3) 年底盈利回落、资金结算等因素可能使得A股面临一定压力。

◆ 行业方向：下半年超大盘和中小盘成长可能占优，科技、核心资产和低估值红利都有配置机会。

- (1) 历史经验上，盈利下、信用上时超大盘和中小盘风格占优，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优，当前指向科技和消费。
- (2) 科技、核心资产和低估值红利在下半年都可能有配置机会：一是产业趋势上行和政策支持共同推动新质生产力相关的TMT、军工、机械、电新、汽车、医药等科技成长行业仍是下半年配置的主要方向；二是可能受益于人民币升值和外资流入的电新、医药、食品饮料等核心资产也值得关注；三是大金融、电力等低估值红利板块也有配置机会。

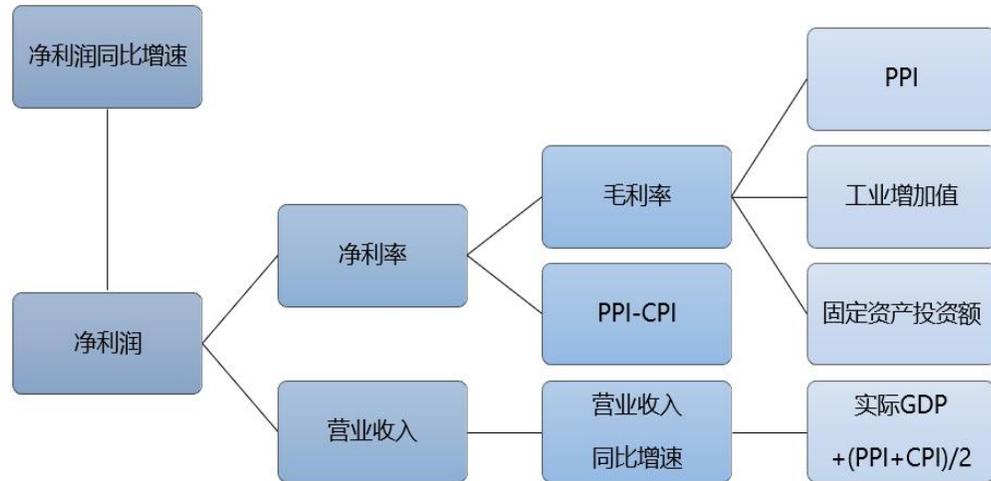
03.

影响下半年A股走势的因素：盈利、股市资金、中美博弈和政策

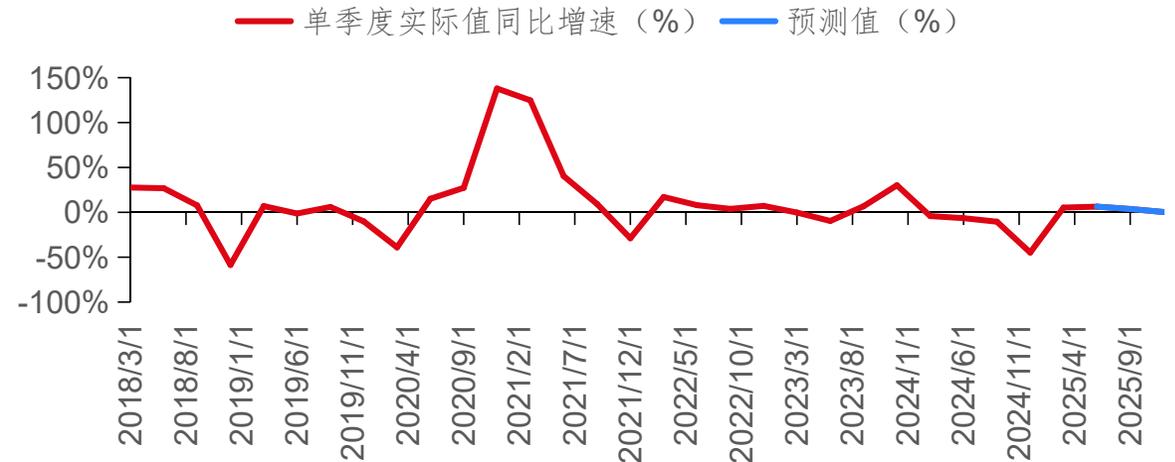
3.1 A股盈利测算：下半年盈利可能冲高回落

- ◆ 预测方法：结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 预计2025Q2、Q3、Q4全A净利润同比增速分别为6.31%、3.70%、0.33%，全年净利润同比增速为**4.42%**。

盈利预测框架



盈利预测框架



3.2流动性：下半年外资和融资大幅流出风险不大

- ◆ 盈利下、信用上时股市资金多流入。历史经验上，盈利下、信用上期间股市资金多流入：外资、融资、新发基金流入均值分别为2218.68亿元、388.22亿元、3340.17亿份。

盈利下、信用上期间股市资金多流入

开始日期	结束日期	外资净流入规模 (亿元)	融资净流入规模 (亿元)	新成立偏股型基金 份额 (亿份)
2008/10	2009/12	-	-	3317.74
2012/7	2012/9	-	55.59	225.75
2019/11	2020/4	1083.54	696.21	5066.20
2022/5	2023/7	3353.82	412.86	4750.99

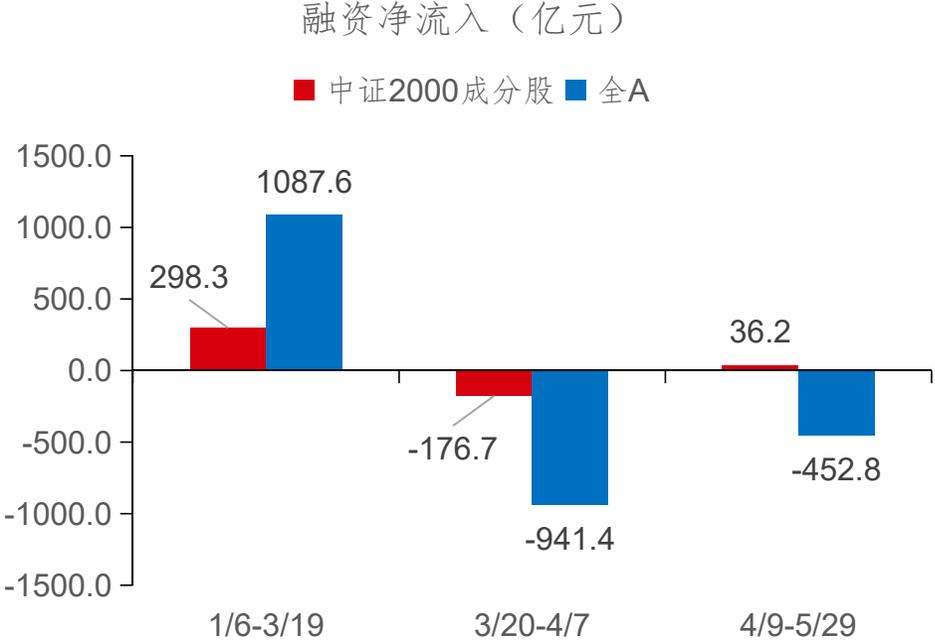
3.2流动性：下半年外资和融资大幅流出风险不大

◆ 测算来看，当前融资大幅流出的风险较小。（1）当前中证2000的融资大幅流出风险较小：首先，根据当前的融资杠杆率可以计算得出股价需分别下跌17%、28%才会达到警戒线和平仓线；其次，由6月6日中证2000收盘价（和再下跌5%和10%）倒推达到警戒线的成本点位和平仓线的成本点位，显示当前并无融资达到警戒线和平仓线。（2）中证2000成分股融资流出压力较小：一是前期市场调整期间中证2000融资已流出177亿元；二是4月9日至五月底融资仅回流36亿。

以当前中证2000点位测算融资并无大规模流出风险

	中证2000点位	20250606点位	再下跌5%	再下跌10%
点位	起始	2601.49	2471.42	2341.34
	达到警戒线的成本点位	3121.79	2965.70	2809.61
	达到平仓线的成本点位	3602.07	3421.97	3241.86
对应有风险的融资额 (亿元)	对应有风险的融资额 (当前点位)	当前点位	当前再下跌5%后新增的风险额	当前再下跌10%后新增的风险额
	达到警戒线的融资额	0.00	0.00	0.00
	达到平仓线的融资额	0.00	0.00	0.00

近期小微盘融资小幅流入

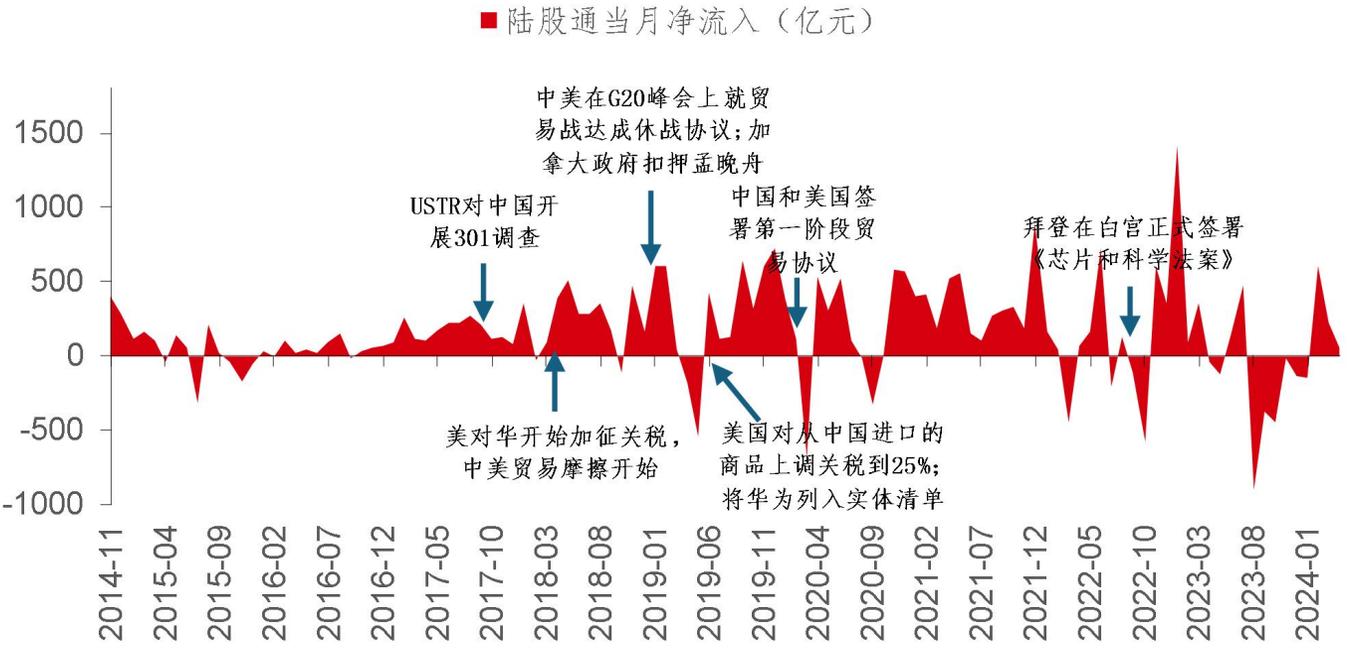


资料来源：wind、华金证券研究所（注：假设平仓线130%，警戒线150%，杠杆率为2.25；计算可得维持担保比例为180%）

3.2流动性：下半年外资和融资大幅流出风险不大

- ◆ 外资流出多受短期外部冲击所致，受中美贸易摩擦影响有限。一是2018年3月中美贸易摩擦开始后，4月至12月外资共大幅流入超过2500亿；2019年5月美宣布对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，且将华为列入实体名单，对当月外资流入有一定扰动（5月净流出537亿元），但6月开始又转为大幅净流入。二是外资的大幅流出多受其他负面冲击所致，如2020年3月新冠疫情影响下外资大幅流出679亿、2022年3月俄乌冲突下外资流出451亿等。
- ◆ 下半年外部风险有限下外资大幅流出可能较小。一是90天关税暂缓期即将结束，中美谈判可能进一步缓和中美博弈的风险。二是俄乌、巴以等地缘冲突趋于缓和。三是美国债务风险上升导致美元信用受损，外资可能从美国流入新兴市场。

中美贸易摩擦关键节点及陆股通资金流入情况



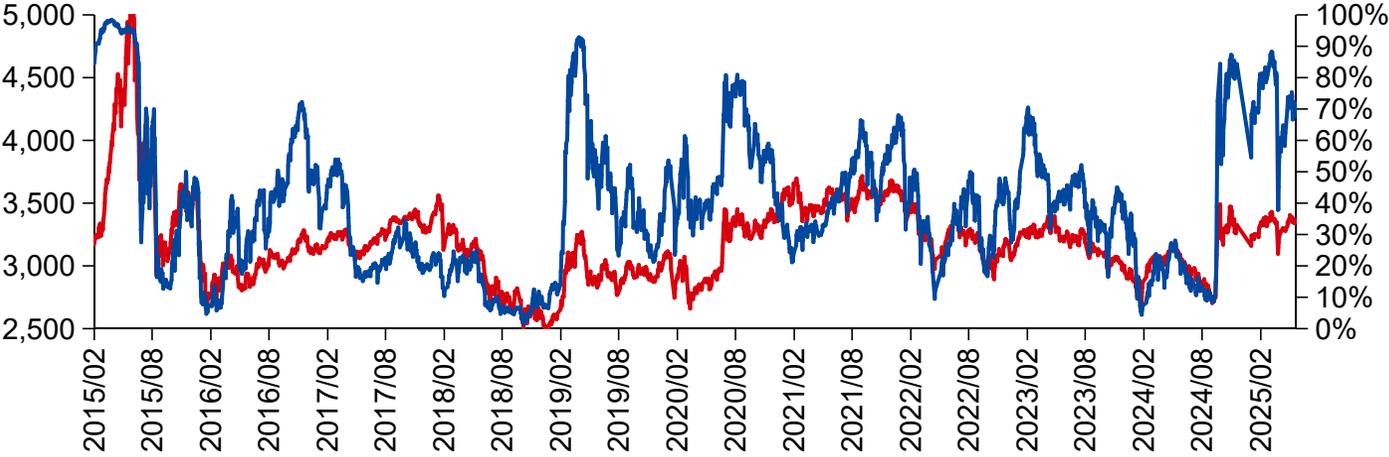
资料来源: wind、华金证券研究所整理

3.3 风险偏好：股市估值性价比仍较高

◆ 情绪处于中性水平，估值处于中性偏低水平，均离牛市高点有较大的上升空间。

当前市场情绪处于中性水平

— 上证综合指数 — 全部A股-MA200以上个股占比，右

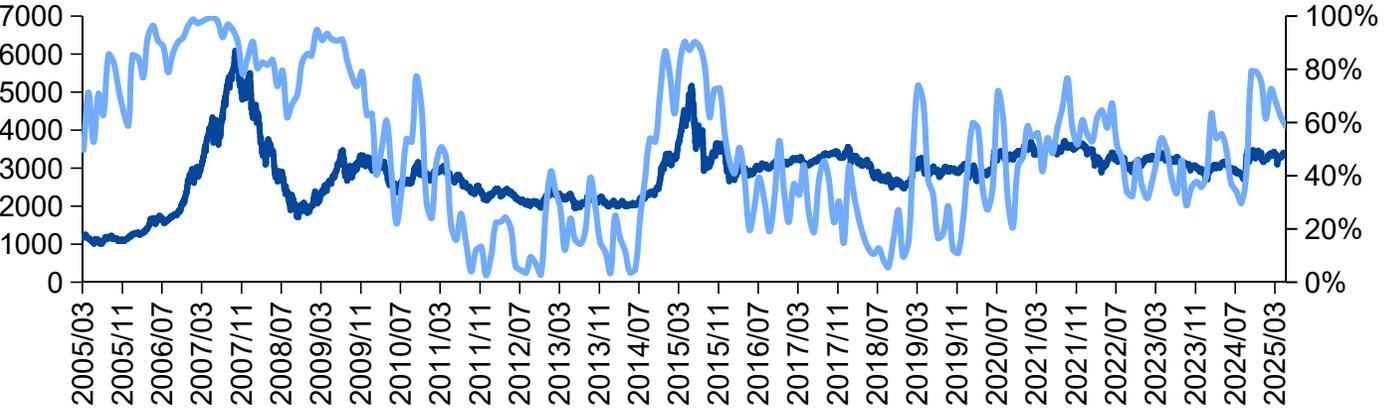


(1) 情绪来看：

一是当前MA200日均线以上个股占比约为73%左右，处于中性偏高的位置。

二是当前上证综指换手率分位数月均值处于56%左右的中位，较2024/8底部位置提升约30%，但也较年初高点有一定调整。

— 上证综合指数（点） — 上证换手率分位数月均值，右



三是当前全部A股连涨个股占比21%。较5月初60%左右的位置明显偏低。

3.3 风险偏好：股市估值性价比仍较高

◆ 情绪处于中性水平，估值处于中性偏低水平，均离牛市高点有较大的上升空间。

指数估值上升空间较大



(2) 估值来看：

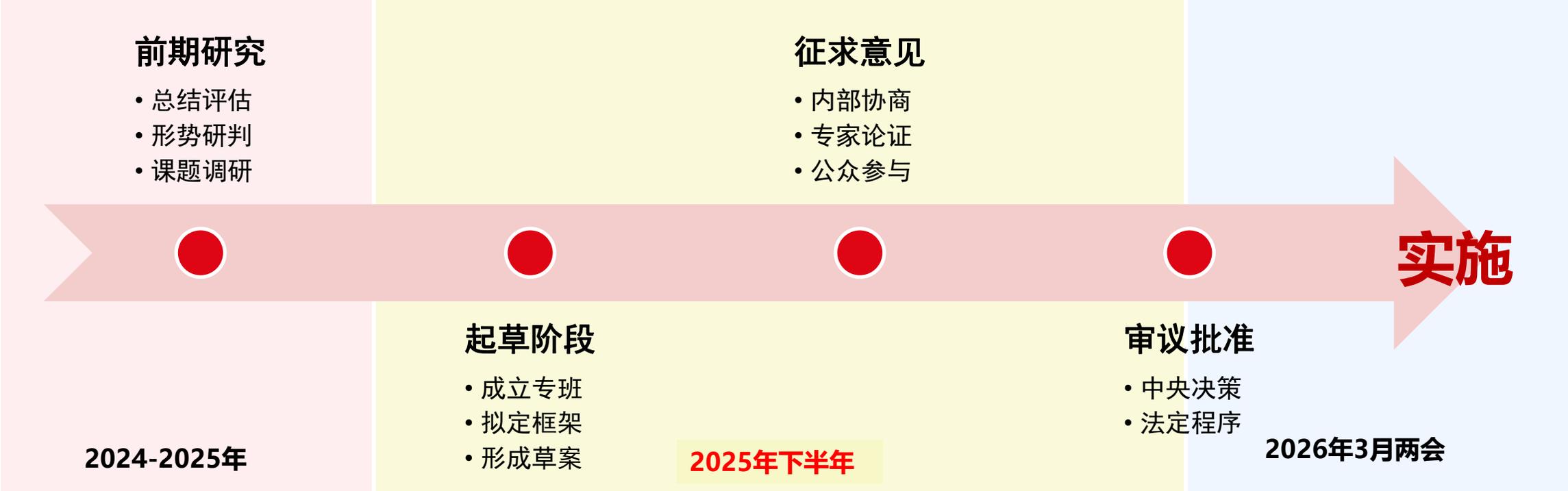
一是当前上证综指PE为14.6倍，历史分位数约为52.8%，相较牛市时超过20倍的估值（80%以上的历史分位数）仍有一定的空间。

二是当前创业板指PE为30.9倍，历史分位数仅为11%，较牛市高点时100倍以上（历史分位数在100%附近）有较大空间。

3.3 风险偏好：“十五五”规划政策方向展望

- ◆ 五年规划全称为中华人民共和国国民经济和社会发展五年规划纲要，是我国国民经济发展中重要的组成部分，其编制基本流程可分为四个阶段：前期研究→起草阶段→征求意见→审议批准。
- ◆ 从时间流程上来看，2024年至2025年为前期研究阶段，而规划将于2026年3月全国两会期间，由全国人大审议批准后正式发布，因此下半年可能为政策起草和意见征求的关键窗口期。

五年规划基本编制流程



3.3 风险偏好：“十五五”规划政策方向展望

- ◆ 一是历史经验来看，五年规划战略全面性逐期提高，且近十年来科技和人才发展、创新驱动、扩大内需、区域协调和可持续发展等方向较常提及。
- ◆ 二是五年规划契合当时我国经济社会发展的突出矛盾、内外部发展环境等诸多因素，因此考虑到当前外部环境依然不稳，我国产业发展逐步从“国产替代”转向“突破引领”，国家安全战略、未来产业发展战略、文化出海战略等也可能是政策的侧重点。
- ◆ 三是人口红利消退背景下，如何保障民生、应对人口老年化等问题也是核心要点。

“九五”至“十四五”期间发展战略一览

时期	发展战略
“九五”计划	科教兴省战略、经济国际化战略、区域经济共同发展战略
“十五”计划	科教兴省战略、经济国际化战略、区域共同发展战略、城市化发展战略、可持续发展战略
“十一五”规划	科教兴省战略、经济国际化战略、区域共同发展战略、城市化发展战略、可持续发展战略
“十二五”规划	科教与人才强省战略、创新驱动战略、城乡发展一体化战略、经济国际化战略、区域协调发展战略、可持续发展战略
“十三五”规划	创新驱动发展战略、科教与人才强省战略、新型城镇化和城乡发展一体化战略、区域协调发展战略、经济国际化战略、可持续发展战略、民生共享战略
“十四五”规划	科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动战略、扩大内需战略、乡村振兴战略、区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略、新型城镇化战略、文化产业数字化战略、可持续发展战略、自由贸易区提升战略、应对人口老龄化国家战略、国家安全战略
“十五五”规划 (预测)	科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动战略、扩大内需战略、文化产业数字化战略、可持续发展战略、自由贸易区提升战略、应对人口老龄化国家战略、国家安全战略、国有和民营企业发展战略、文化出海战略……

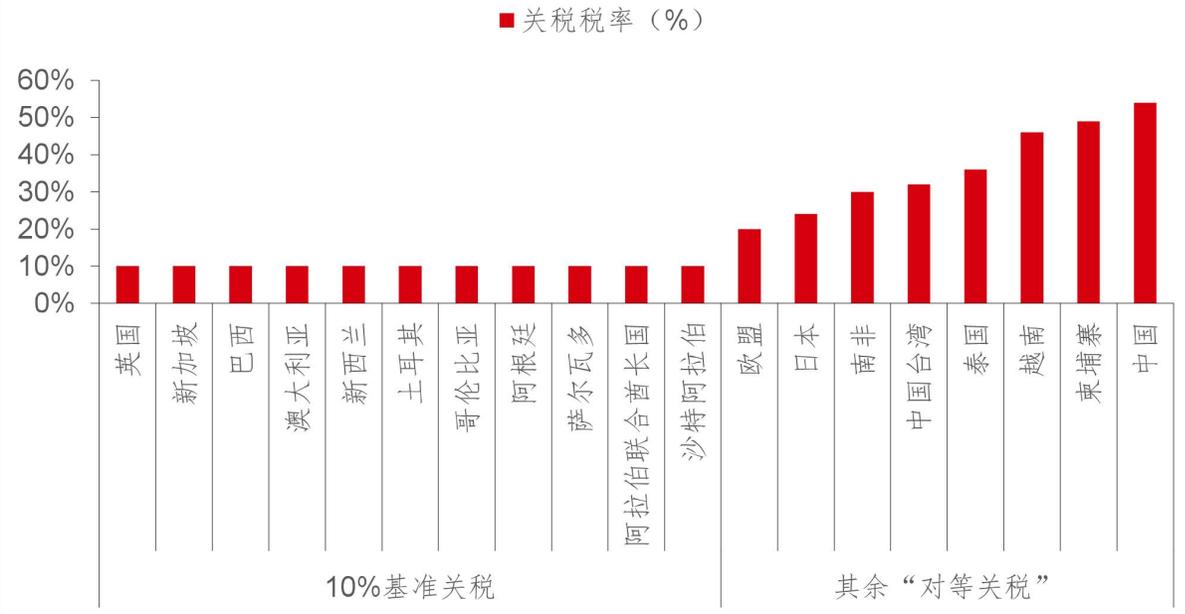
3.3 风险偏好：中美关税谈判结果可能影响市场情绪

◆ 历史经验上，2019年12月13日中美第一阶段经贸协议达成，美国贸易代表办公室USTR宣布拟将对约1200亿美元中国商品加征的关税下调至7.5%，保持对约2500亿美元中国商品加征的25%关税，且协议达成后USTR持续公布豁免名单，并未再次全面提高税率。

- ◆ 当下来看，后续关税谈判结果可预测为三种情形：
- (1) 悲观：关税暂缓期后恢复原税率，可能为“对等关税”落地时水平（34%+20%），回到145%的概率较小。
 - (2) 中性：延期“90天”互惠关税政策，税率维持当前水平不变。
 - (3) 积极：取消普征关税，针对特定范围内产品加税/普征关税，但逐步豁免部分产品关税。

◆ 不论何种结果发生，对市场的冲击应该远低于4月7日，同时我国对非美出口增长依然较高，中美关税谈判的结果可能仅仅小幅影响市场情绪。

“对等关税”税率一览



04.

**行业配置：下半年均衡配置科技、
核心资产和低估值红利**

4.1 风格：经济和盈利回落时，超大盘和小盘相对占优

◆ 经济和盈利回落时，超大盘和中小盘表现相对占优。

复盘2008年以来制造业 PMI和工业企业利润TTM同比增速均下行时的市值风格表现，可以看到：

(1) 超大盘表现相对占优，如2018/5-2019/2和2023/4-2024/2期间市值前20%的超大盘表现相对最强，主要是市场整体弱势，大盘股估值偏低且盈利偏稳定，相对抗跌。

(2) 中小盘表现也相对占优，如2008/5-2009/1和2011/5-2011/8期间市值前40%-60%的中小盘和2015/5-2016/2和2021/9-2022/4期间的市值前80%-100%的微盘表现最强，主要是流动性宽松和产业趋势上行使得中小盘估值弹性较大。

经济和盈利下行时，小微盘表现相对较强

市值 涨跌幅 (%)	2008/5/31	2011/5/31	2012/4/30	2015/5/31	2018/5/31	2021/9/30	2023/4/30
	2009/1/31	2011/8/31	2012/8/31	2016/2/29	2019/2/28	2022/4/30	2024/2/29
0-20%	-38.09	-1.03	-9.81	-29.52	6.98	-8.99	-0.09
20%-40%	-34.66	5.89	-9.76	-34.47	-5.34	-10.31	-12.90
40%-60%	-34.14	6.81	-9.78	-30.30	-6.60	-12.09	-14.04
60%-80%	-35.47	5.58	-9.92	-26.48	-11.61	-15.16	-16.18
80%-100%	-37.56	4.99	-12.81	46.30	-13.43	313.80	-7.91

4.1 风格：经济和盈利回落时，成长价值风格较均衡

◆ 经济和盈利回落时，高景气和政策导向的行业相对占优，整体风格偏均衡

(1) 高景气的行业表现相对占优：如2008/5-2009/1的纺服、2011/5-2011/8的通信、2012/4-2012/8的农林牧渔、2021/9-2022/4和2023/4-2024/2的家电，均是当时景气度较高的行业，因此表现相对较强。

(2) 政策导向的行业表现也相对偏强：如2008/5-2009/1和2012/4-2012/8的军工，2011/5-2011/8和2012/4-2012/8的地产、2015/5-2016/2的环保、2018/5-2019/2的公用事业，均是当时政策支持的方向，表现相对偏强。

◆ 今年下半年来看，高景气的方向主要包括涨价相关的有色金属、化工，AI和人形机器人相关的TMT、机械，海外需求相关的家电、军工、创新药等方向；政策支持的方向主要是科技、新消费等方向；成长和价值风格偏均衡。

经济和盈利回落时高景气和政策导向的行业相对占优

2008/5/31-2009/1/31	2011/5/31-2011/8/31	2012/4/30-2012/8/31	2015/5/31-2016/2/29
涨跌幅 (%)	涨跌幅 (%)	涨跌幅 (%)	涨跌幅 (%)
纺织服饰 -18.1	通信 15.6	农林牧渔 15.7	环保 -19.6
国防军工 -22.6	房地产 11.6	国防军工 6.8	交通运输 -30.5
有色金属 -23.4	钢铁 7.1	房地产 -3.0	通信 -32.5
煤炭 -25.5	社会服务 6.9	医药生物 -4.2	建筑装饰 -32.9
医药生物 -31.4	国防军工 6.0	食品饮料 -4.6	农林牧渔 -33.5
电力设备 -31.7	石油石化 5.6	美容护理 -4.9	房地产 -33.6
农林牧渔 -34.0	美容护理 4.8	计算机 -5.7	钢铁 -37.4
美容护理 -34.5	建筑装饰 4.7	煤炭 -7.1	非银金融 -38.7
电子 -35.9	食品饮料 4.1	通信 -8.0	家用电器 -39.4
社会服务 -36.0	农林牧渔 3.9	有色金属 -11.0	机械设备 -39.8
2018/5/31-2019/2/28	2021/9/30-2022/4/30	2023/4/30-2024/2/29	
涨跌幅 (%)	涨跌幅 (%)	涨跌幅 (%)	
公用事业 17.1	家用电器 6.7	家用电器 17.6	
环保 7.3	有色金属 3.1	机械设备 1.7	
建筑装饰 4.6	交通运输 1.3	非银金融 1.5	
社会服务 1.0	建筑装饰 -3.4	环保 0.7	
综合 0.7	环保 -3.9	医药生物 -2.4	
家用电器 -1.9	汽车 -4.0	综合 -4.9	
建筑材料 -2.3	商贸零售 -4.6	银行 -7.0	
交通运输 -3.4	电子 -9.5	公用事业 -7.6	
电子 -3.9	通信 -10.2	建筑材料 -9.7	
美容护理 -4.3	综合 -10.9	钢铁 -10.0	

4.2 大类行业：经济和盈利回落时，成长行业仍有超额收益

- ◆ **经济和盈利回落时，成长行业大概率有超额收益：**7次经济和盈利回落时期，除2015/5-2016/2外，其余6次9个成长行业中总有一些行业相对沪深300都有超额收益。
- ◆ **经济和盈利回落时，政策导向、产业趋势上行和部分补涨的成长行业表现相对占优。**一是政策导向的行业表现相对占优，如2008.5.31-2009.1.31的电力设备、军工，2018.5.31-2019.2.28的军工、通信；二是产业趋势上行的行业表现也相对占优，如2012.4.30-2012.8.31的电子、2018.5.31-2019.2.28和2021.9.30-2022.4.30的通信2023.4.30-2024.2.29的汽车；三是补涨的行业表现也相对偏强，如2015.5.31-2016.2.29的汽车、2018.5.31-2019.2.28的军工、2023.4.30-2024.2.29的汽车。

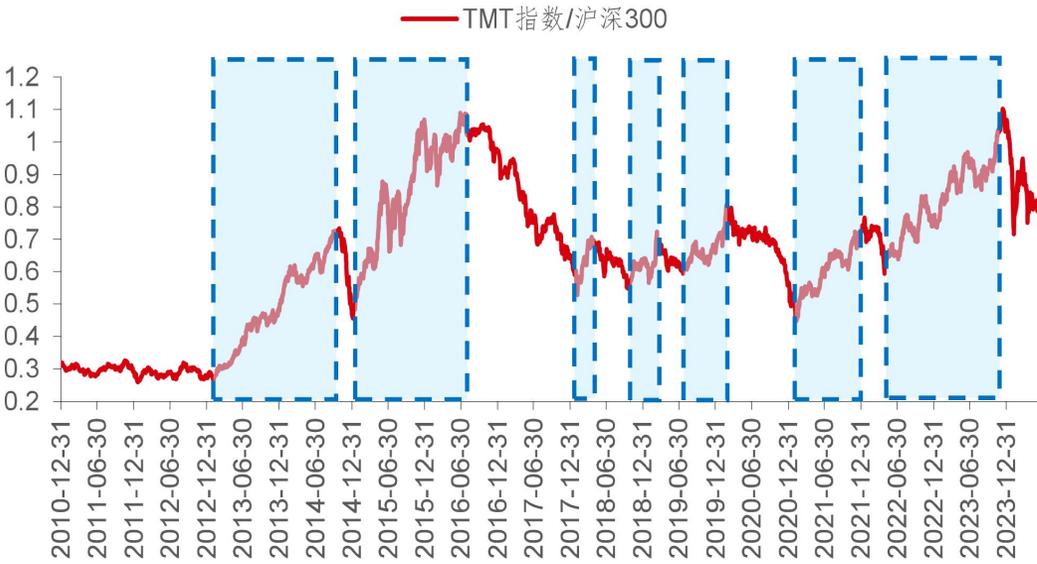
经济和盈利回落时成长行业相对沪深300有超额收益

下行期前30天	经济和盈利下行期	下行期前30天	经济和盈利下行期	下行期前30天	经济和盈利下行期	下行期前30天	经济和盈利下行期
2008/4/30-2008/5/30	2008/5/31-2009/1/31	2011/4/30-2011/5/30	2011/5/31-2011/8/31	2012/3/31-2012/4/29	2012/4/30-2012/8/31	2015/4/30-2015/5/30	2015/5/31-2016/2/29
涨跌幅 (%)							
通信 16.3	电力设备 21.1	国防军工 0.7	国防军工 12.3	机械设备 2.7	医药生物 22.5	计算机 40.9	汽车 -0.1
医药生物 8.5	医药生物 19.6	传媒 0.2	医药生物 10.7	国防军工 2.0	电子 13.2	国防军工 35.1	医药生物 -1.1
计算机 7.3	国防军工 13.9	计算机 -0.4	传媒 10.1	汽车 -0.4	传媒 11.3	电子 31.0	电子 -3.3
电力设备 4.9	传媒 13.3	医药生物 -0.6	电子 9.7	电子 -1.2	计算机 8.8	通信 29.8	通信 -5.5
国防军工 4.1	机械设备 10.1	通信 -0.9	计算机 6.4	通信 -2.5	通信 -0.2	机械设备 28.3	电力设备 -7.9
电子 2.9	电子 5.4	电力设备 -2.2	机械设备 3.2	医药生物 -3.2	机械设备 -3.4	电力设备 23.9	机械设备 -14.6
机械设备 2.6	汽车 2.6	电子 -2.2	汽车 1.7	计算机 -4.1	电力设备 -3.4	医药生物 20.5	传媒 -15.1
传媒 0.2	计算机 1.2	机械设备 -3.6	通信 1.1	电力设备 -4.1	汽车 -4.3	传媒 19.5	国防军工 -15.7
汽车 -1.4	通信 0.9	汽车 -4.4	电力设备 -0.9	传媒 -4.9	国防军工 -5.3	汽车 15.0	计算机 -17.8
下行期前30天	经济和盈利下行期	下行期前30天	经济和盈利下行期	下行期前30天	经济和盈利下行期	当前	
2018/4/30-2018/5/30	2018/5/31-2019/2/28	2021/8/31-2021/9/29	2021/9/30-2022/4/30	2023/3/31-2023/4/29	2023/4/30-2024/2/29	2025/4/9-2025/6/4	
涨跌幅 (%)							
医药生物 4.9	国防军工 4.8	医药生物 1.6	传媒 5.2	传媒 19.8	汽车 15.8	通信 9.7	
汽车 1.9	通信 -0.3	传媒 0.0	通信 1.8	通信 5.3	通信 8.5	传媒 9.2	
电子 -2.6	电力设备 -1.6	计算机 -3.3	汽车 -2.4	医药生物 0.8	机械设备 0.5	汽车 8.2	
传媒 -3.4	计算机 -3.1	通信 -6.1	国防军工 -3.7	国防军工 -0.8	电子 -1.0	医药生物 7.8	
通信 -3.8	机械设备 -6.6	电力设备 -6.8	医药生物 -6.7	机械设备 -1.6	医药生物 -4.9	国防军工 7.1	
机械设备 -5.2	汽车 -9.7	电子 -7.6	电力设备 -7.7	计算机 -3.0	国防军工 -6.3	机械设备 6.5	
电力设备 -5.3	电子 -10.2	机械设备 -10.4	计算机 -8.2	电力设备 -3.4	计算机 -11.2	计算机 4.6	
计算机 -6.6	传媒 -13.3	汽车 -11.5	机械设备 -8.3	电子 -4.3	传媒 -11.5	电子 4.0	
国防军工 -10.0	医药生物 -20.8	国防军工 -12.4	电子 -9.8	汽车 -5.2	电力设备 -13.5	电力设备 3.7	

4.2 大类行业：下半年科技仍是配置主线

- ◆ 复盘来看，TMT指数有超额收益需具备的条件：产业催化、政策支持、流动性宽松、经济和盈利偏弱。
- ◆ 当前来看，下半年科技仍是主要配置方向。一是人工智能、机器人等产业趋势不断上行；二是科技创新支持政策持续不断；三是经济修复和美元偏弱下，国内流动性维持宽松；四是下半年经济和盈利延续弱修复，盈利回落压力上升。

2010年以来TMT指数相对沪深300获得明显超额收益共有7段



TMT指数相对沪深300获得明显超额期间的纳指涨跌幅、海内外产业政策催化一览

开始时间	结束时间	TMT指数涨跌幅 (%)	沪深300涨跌幅 (%)	TMT指数相对沪深300超额收益 (%)	纳斯达克涨跌幅 (%)	产业/政策催化	恒生科技涨跌幅 (%)
2013/2/20	2014/9/30	131.6	-8.7	140.3	39.8	苹果发布iOS7、微软发布了Xbox One；半导体周期见底回升	-
2015/1/8	2016/6/29	100.3	-13.5	113.8	2.8	国务院印发《中国制造2025》	4.9
2018/2/5	2018/4/9	12.7	-9.8	22.4	-4.0	工业互联网峰会召开；两会提出深入实施创新驱动发展战略	-4.9
2018/10/30	2019/4/1	53.1	29.2	24.0	11.0	三大运营商2019年5G投资预算超300亿	23.2
2019/8/5	2020/3/10	35.1	8.9	26.2	4.3	科技部发布《国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指引》	35.8
2021/2/4	2022/1/12	33.5	-11.7	45.2	11.6	《新型数据中心发展三年行动计划》、《5G应用“扬帆”行动计划》发布	-41.7
2022/5/5	2023/12/13	51.8	-16.1	67.9	13.6	《生成式人工智能服务管理暂行办法》发布；ChatGPT引领AI大模型浪潮	-13.6

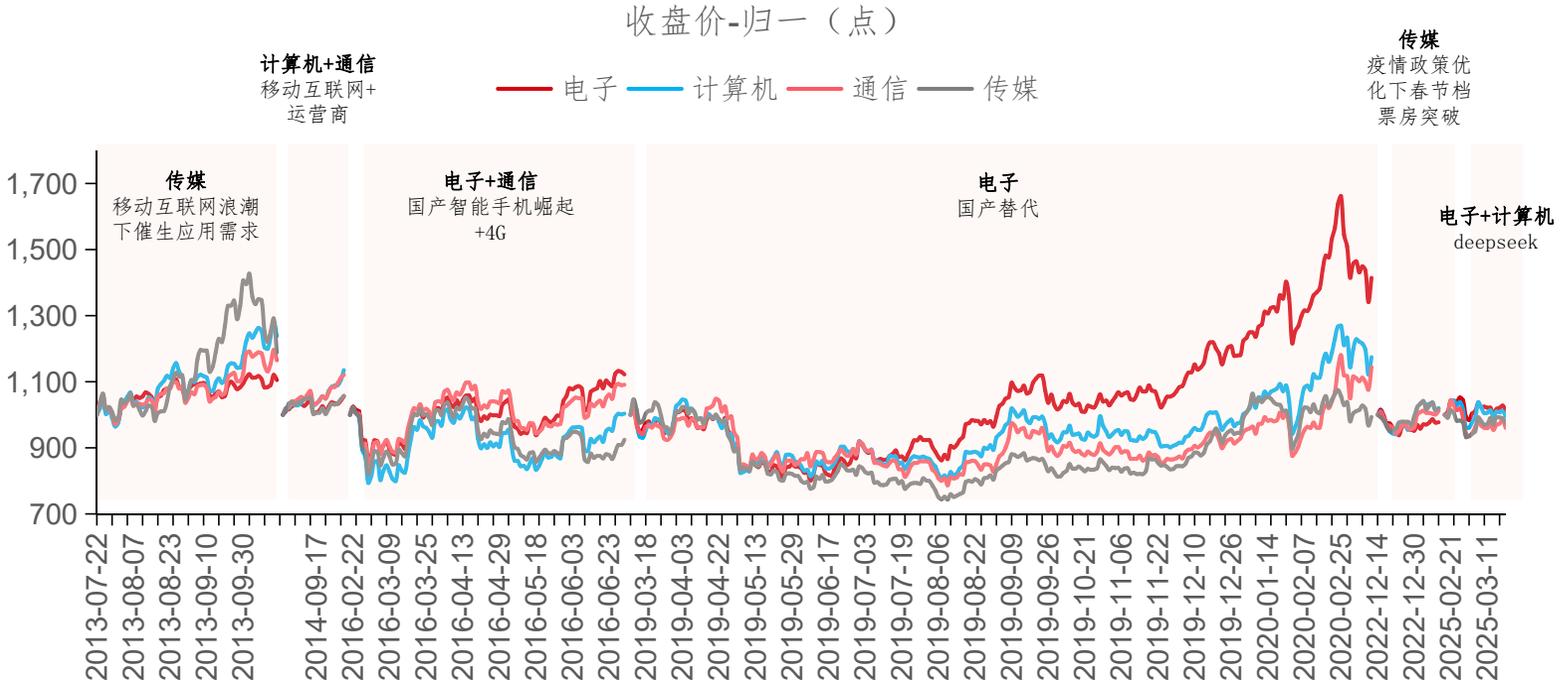
4.2 大类行业：下半年科技仍是配置主线

◆ TMT有超额收益且估值处于高位时，子行业轮动主要受产业趋势和政策等因素驱动。

(1) 复盘历史上6段TMT相对沪深300有超额收益、且估值处于高位（2005年以来历史分位数在70%以上）时科技子行业的表现，可以看到：占优行业主要受产业趋势上升、政策支持等驱动。一是2013年移动互联网周期下应用端需求爆发，传媒占优；二是2016年国产手机崛起，同时4G用户爆发式增长，电子和通信占优；三是2019年国产替代推动电子占优；四是2025年初DeepSeek推动AI相关的电子和计算机占优。

(2) 今年下半年来看，人形机器人、DeepSeek-R2等产业催化可能推动计算机、机械、传媒等行业表现相对占优。

科技有超额收益且估值处于高位时，产业趋势决定行业轮动顺序



4.2 大类行业：下半年核心资产可能有阶段性配置机会

◆ 人民币升值下部分核心资产和周期下半年可能有配置机会。

人民币升值期涨幅前十的行业一览

一是复盘2017年以来人民币兑美元汇率升值期间A股行业的表现，可以看到：首先，核心资产相关的行业表现相对占优，如2017.12-2018.2的家电、2018.11-2019.2和2022.11-2023.1的食品饮料、2020.5-2021.2的社服和电新、2021.4-2021.5的美容护理，主要源于外资流入；其次，周期行业表现也相对偏强，如2017.5-2017.9的有色金属、2023.11-2024.1的煤炭，主要源于经济预期上升等。

二是今年下半年部分核心资产和周期行业可能有配置机会：首先，在美国债务风险上升、国内经济修复预期回升的背景下，下半年人民币对美元汇率可能维持震荡偏强趋势；其次，比照历史复盘经验，在经济修复预期上升导致汇率升值下，食品饮料、医药、电新等核心资产行业和有色金属等周期行业可能表现偏强。

行业涨跌幅 (%)									
2017/5/3-2017/9/11		2017/12/11-2018/2/1		2018/11/26-2019/2/1		2019/12/5-2020/1/22		2020/5/26-2021/2/9	
有色金属	35.2	家用电器	14.2	食品饮料	13.7	电子	26.9	社会服务	152.4
煤炭	26.7	食品饮料	13.1	家用电器	9.3	计算机	20.3	电力设备	104.8
钢铁	24.6	银行	13.1	农林牧渔	7.5	传媒	17.9	食品饮料	84.4
非银金融	18.6	房地产	13.0	电力设备	7.1	电力设备	16.9	汽车	66.1
银行	14.5	煤炭	9.3	通信	4.8	有色金属	15.0	石油石化	64.5
食品饮料	11.5	石油石化	8.0	银行	3.3	通信	14.6	基础化工	63.7
电子	9.7	社会服务	6.4	非银金融	1.7	综合	13.5	有色金属	63.1
计算机	9.3	钢铁	4.5	建筑材料	1.3	基础化工	13.5	家用电器	44.6
基础化工	7.0	交通运输	1.6	机械设备	0.0	汽车	13.1	美容护理	44.6
家用电器	6.3	建筑材料	1.0	汽车	0.0	轻工制造	12.2	机械设备	41.8
2021/4/2-2021/5/31		2022/11/4-2023/1/16		2023/11/10-2024/1/2		2024/8/9-2024/9/30			
美容护理	27.9	食品饮料	30.9	煤炭	9.7	非银金融	39.2		
有色金属	17.2	非银金融	21.4	公用事业	2.6	计算机	33.7		
食品饮料	13.7	家用电器	20.5	综合	2.6	房地产	31.3		
电力设备	13.6	建筑材料	19.6	农林牧渔	2.4	电力设备	26.4		
医药生物	12.1	银行	18.6	纺织服饰	1.1	传媒	25.6		
煤炭	9.7	房地产	17.2	有色金属	0.8	通信	24.8		
基础化工	9.6	传媒	15.9	石油石化	0.4	家用电器	24.1		
汽车	7.8	轻工制造	15.2	机械设备	-0.1	综合	22.7		
国防军工	7.8	美容护理	14.2	国防军工	-0.9	汽车	22.5		
综合	6.9	商贸零售	12.6	交通运输	-1.7	美容护理	21.4		

4.2 大类行业：下半年核心资产可能有阶段性配置机会

◆ 当前核心资产处于估值中性、盈利温和修复的阶段，下半年配置性价比较高。

- (1) 复盘历史，核心资产占优通常出现在估值处于低位且盈利增速回升的时期。
- (2) 当前来看，2025Q1茅指数估值历史分位数为40.5%，处于中性位置；归母净利润同比增速为15.4%，较2024Q4回升11.6%；核心资产当前处于估值中性、盈利温和修复的阶段，下半年配置核心资产的性价比较高。

历史上核心资产占优时间段



核心资产占优通常出现在估值低且盈利回升时期



4.2 大类行业：下半年核心资产可能有阶段性配置机会

◆ 下半年核心资产估值压力难进一步上升，分子端盈利有望继续改善。

(1) 下半年美债收益率难进一步大幅上行，核心资产估值回落压力有限。一是核心资产估值与美债收益率呈一定的负相关性，若美债收益率回落则对核心资产估值有提振作用。二是美国债务风险上升导致短期美债收益率上行，但经济增长和就业市场放缓趋势延续，美联储降息周期未完，美元走弱下美债收益率难进一步大幅上行，核心资产估值回落压力有限。

十年期美债收益率走势与茅指数呈现明显负相关性



4.2 大类行业：下半年核心资产可能有阶段性配置机会

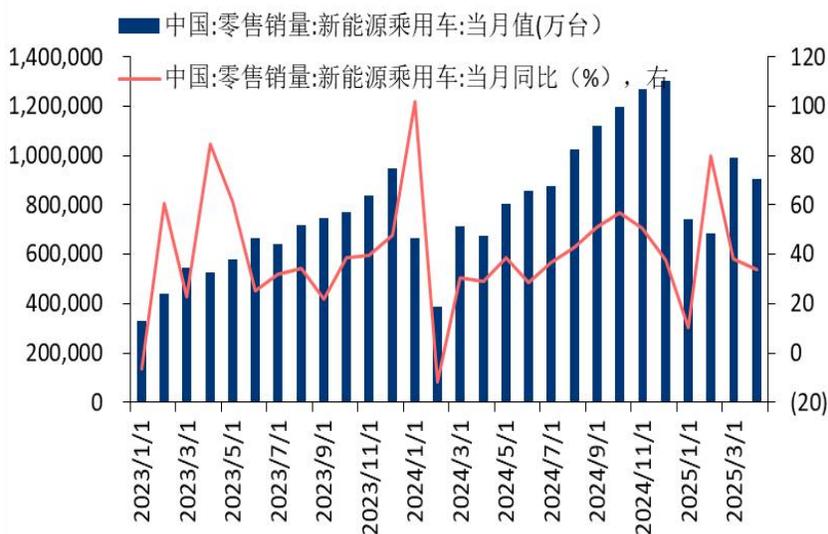
◆ 下半年核心资产估值压力难进一步上升，分子端盈利有望继续改善。

(2) 核心资产相关的大多数行业下半年盈利预期可能边际改善：下半年经济和收入预期可能有所修复，同时提振内需的政策持续落地实施，医药、电新、家电、食品饮料、美容等行业下半年盈利预期可能边际改善。

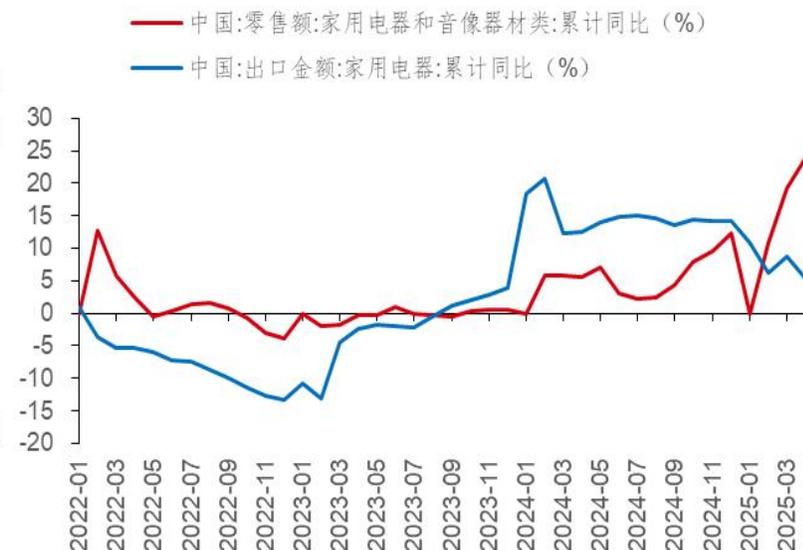
医药行业出口回升



电新新能源车销量回升



家电销售额回升



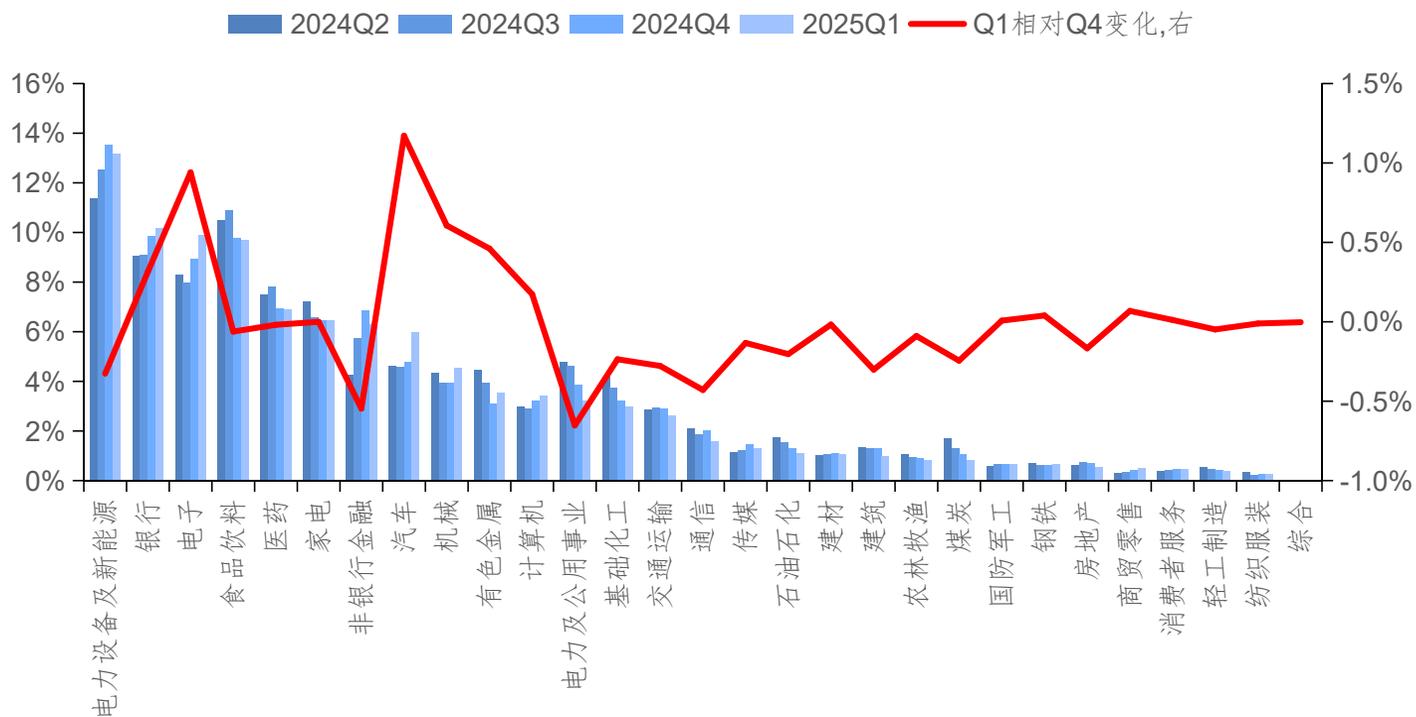
4.2 大类行业：下半年核心资产可能有阶段性配置机会

◆ 外资一季度加仓汽车、电子、机械、有色金属，减仓电力、非银、通信等行业。

- (1) 一季度外资加仓汽车、电子、机械、有色金属等行业，电新、家电等行业超配比依然较高。
- (2) 一季度外资减仓电力、非银、通信等行业。

2025Q1汽车、电子持仓规模上升

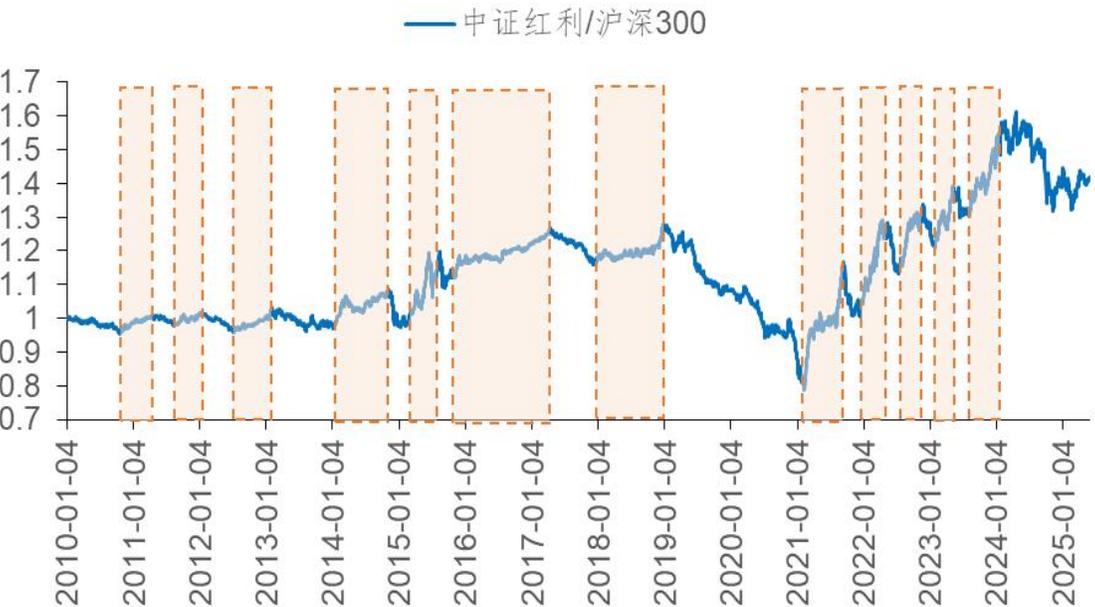
陆股通持仓（亿元）



4.2 大类行业：下半年低估值红利依然有配置机会

◆ 复盘历史，红利指数跑赢沪深300主要受基本面偏弱、市场估值情绪较低等影响：2010年以来共有12段较为明显的中证红利/沪深300上行区间，其中9段时间内基本面表现都明显偏弱，PMI或全A盈利增速均在下行；大盘估值和情绪的恶化可能也是导致红利表现较强的因素之一，12段时间中有10段均是A股估值和情绪回落或者处于低位。

历史上中证红利占优时间段



红利占优时期基本面偏弱

开始日期	截止日期	持续时间 (交易日)	上证综指涨跌幅 (%)	PMI	全A盈利增速 (%)	DR007历史分位数 (%)	十年期国债收益率历史分位数 (%)	全A换手率历史分位数 (%)	全A估值历史分位数 (%)
2010/10/20	2011/6/21	175	-11.84	54.7→50.9	43→21	20.2→99.7	72.9→83.2	82.7→4.7	71.8→24.8
2011/8/15	2012/1/16	111	-14.92	50.9→50.5	11.54→0.41	76.5→98.8	84.1→57.3	19.3→0.3	25.6→5.6
2012/7/13	2013/3/20	179	6.03	50.1→50.9	-3.58→10.44	78.9→77.9	47.7→68.4	3.5→29.8	9.5→17.3
2014/1/20	2014/11/20	219	22.33	50.5→50.3	8.14→4.79	99→77.5	99.4→75.3	1.7→31.3	0.7→14.1
2015/2/26	2015/8/17	123	23.69	49.9→49.7	3.5→13	95.6→50.1	53.7→64	70.6→86.5	45.1→81.9
2015/9/16	2017/4/17	414	7.22	49.8→51.2	-13→10.85	43.9→77.7	51.3→56.7	70.7→41.4	44.1→69.3
2018/4/16	2019/1/3	189	-21.99	51.4→49.5	14.4→9.37	67.1→48.5	75.6→38.3	22→10.9	42.9→7.7
2021/2/9	2021/9/13	155	5.18	50.6→49.6	53.22→1.43	51.9→34.6	45.4→25	39.8→81.7	81.5→56.6
2021/12/14	2022/4/7	83	-12.07	50.3→47.4	-9.97→1.83	43.5→28.6	21.8→15	68.4→70.7	59→34.3
2022/7/18	2022/11/29	97	-2.43	49→48	0.74→-6.99	8.5→27.2	17→24.3	65.7→67.4	38.6→30.5
2023/2/2	2023/6/8	91	-2.17	52.6→49	1.34→-9.58	26.7→17.9	25.4→11.8	63.7→43.8	42.5→37
2023/7/31	2024/1/12	120	-12.03	49.3→49.2	0.32→-4.6386	21.6→29.7	10.6→7.3	72.7→38.4	40.7→22.8

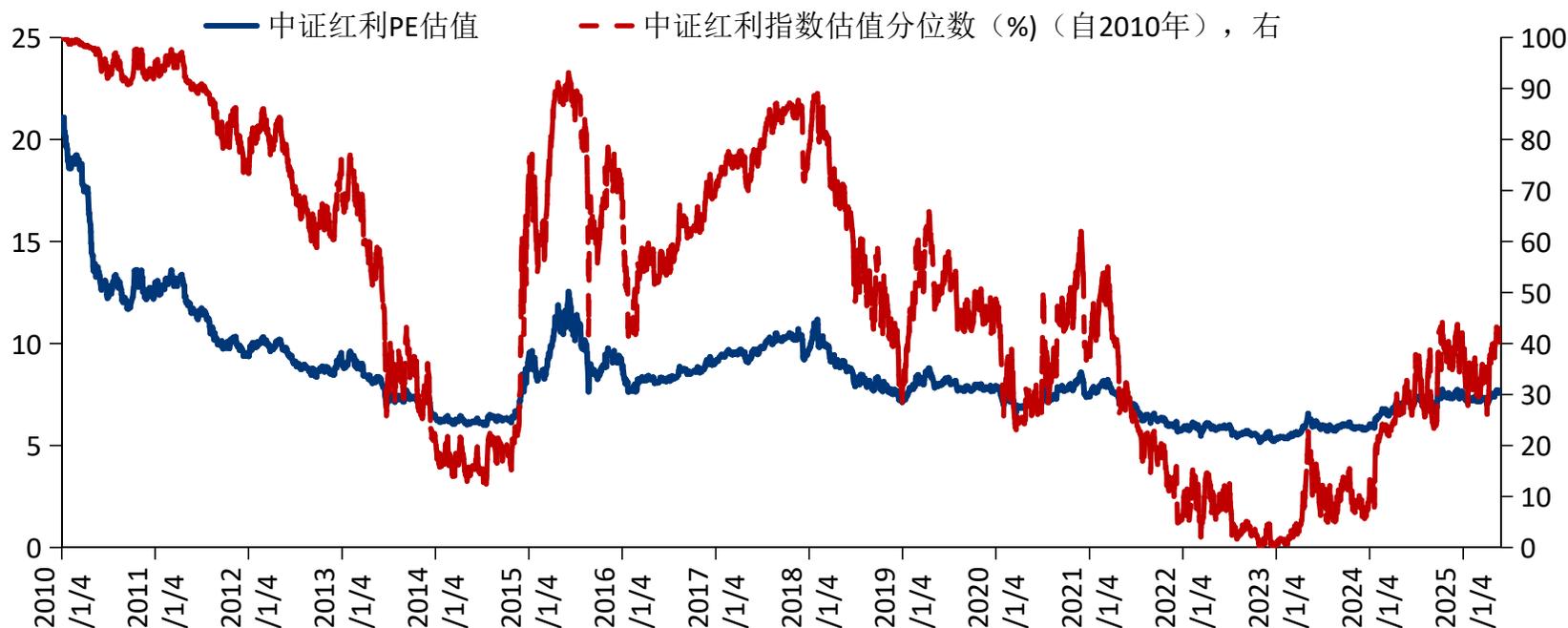
4.2 大类行业：下半年低估值红利依然有配置机会

◆ 下半年低估值红利可能有阶段性配置机会。

(1) 下半年经济和盈利延续弱修复，低估值红利只有阶段性配置机会。一是抢出口效应可能持续到三季度前半段；二是四季度保增长政策依然可能进一步出台和落实，年底经济和盈利回落的幅度可能有限。

(2) 当前红利板块估值处于中性水平，情绪偏低，逢低配置的性价比依然较高。一是2025年5月30日中证红利指数PE（TTM）估值为7.6倍，历史分位数为41.2%（自2010年），处于中性偏低水平。二是2025年5月30日中证红利指数换手率为24.5%，历史分位数为55.1%，处于中性水平；成交额占比为3.2%，处于15.3%的历史分位数水平，情绪偏低。

红利指数估值和估值分位数处于中性位置



4.2 大类行业：下半年低估值红利依然有配置机会

◆ 红利指数可能存在一定季节效应：

(1) 复盘历史，近十年来红利指数Q3有5年跑赢沪深300，平均超额收益为0.82%；近十年来Q4有4年跑赢沪深300，平均超额收益为-0.11%，红利指数季节效应不明显。TMT指数下半年可能有较强的季节效应，近十年Q3有6次跑赢沪深300，Q4有7次跑赢沪深300，下半年相比红利表现更强。

(2) 红利指数强弱与市场风格存在一定关联：在金融/稳定风格强势时表现较好（如2018Q3、2022Q3、2018Q4），在成长/TMT强势时表现较弱（如2019Q3、2024Q3、2021Q4）。

近十年Q3各指数超额收益

	中证红利 (%)	TMT 指数 (%)	消费风格 (%)	金融风格 (%)	周期风格 (%)	成长风格 (%)	稳定风格 (%)
2015Q3	-1.43	2.01	-2.91	0.34	-7.67	-4.75	-3.17
2016Q3	2.84	-5.17	2.32	3.32	-0.93	-4.66	3.29
2017Q3	-1.43	1.78	-1.71	1.52	3.30	1.98	-3.96
2018Q3	0.18	-8.64	-9.07	8.25	-3.71	-7.82	3.84
2019Q3	-4.54	5.82	2.76	-2.32	-1.64	4.65	-3.53
2020Q3	-2.68	-6.99	-2.10	-1.17	2.44	-1.28	-7.71
2021Q3	8.63	4.37	-5.13	1.89	16.81	7.34	20.73
2022Q3	10.53	5.11	2.75	5.87	3.99	-0.50	9.81
2023Q3	5.73	-2.78	2.25	9.31	3.22	-6.86	0.30
2024Q3	-9.63	6.71	2.06	10.90	-4.70	1.69	-8.01

近十年Q4各指数超额收益

	中证红利 (%)	TMT 指数 (%)	消费风格 (%)	金融风格 (%)	周期风格 (%)	成长风格 (%)	稳定风格 (%)
2015Q4	5.33	36.84	15.37	10.06	14.50	23.09	-4.89
2016Q4	1.20	-5.83	0.06	-1.98	1.58	-5.93	8.23
2017Q4	-3.38	-15.54	-0.22	-3.95	-10.19	-11.29	-11.71
2018Q4	5.84	5.81	-1.05	3.43	-0.88	-0.37	5.79
2019Q4	-1.51	0.28	-1.60	-0.09	0.76	0.02	-6.60
2020Q4	-9.05	-20.71	-0.71	-9.43	-2.67	-6.02	-14.14
2021Q4	-2.20	15.48	3.39	-1.30	-0.08	6.10	-0.50
2022Q4	-0.61	7.72	3.82	3.84	-1.72	0.16	1.45
2023Q4	3.29	14.39	3.15	-1.06	4.07	4.02	3.31
2024Q4	0.00	17.58	-2.54	4.27	-0.39	9.04	1.86

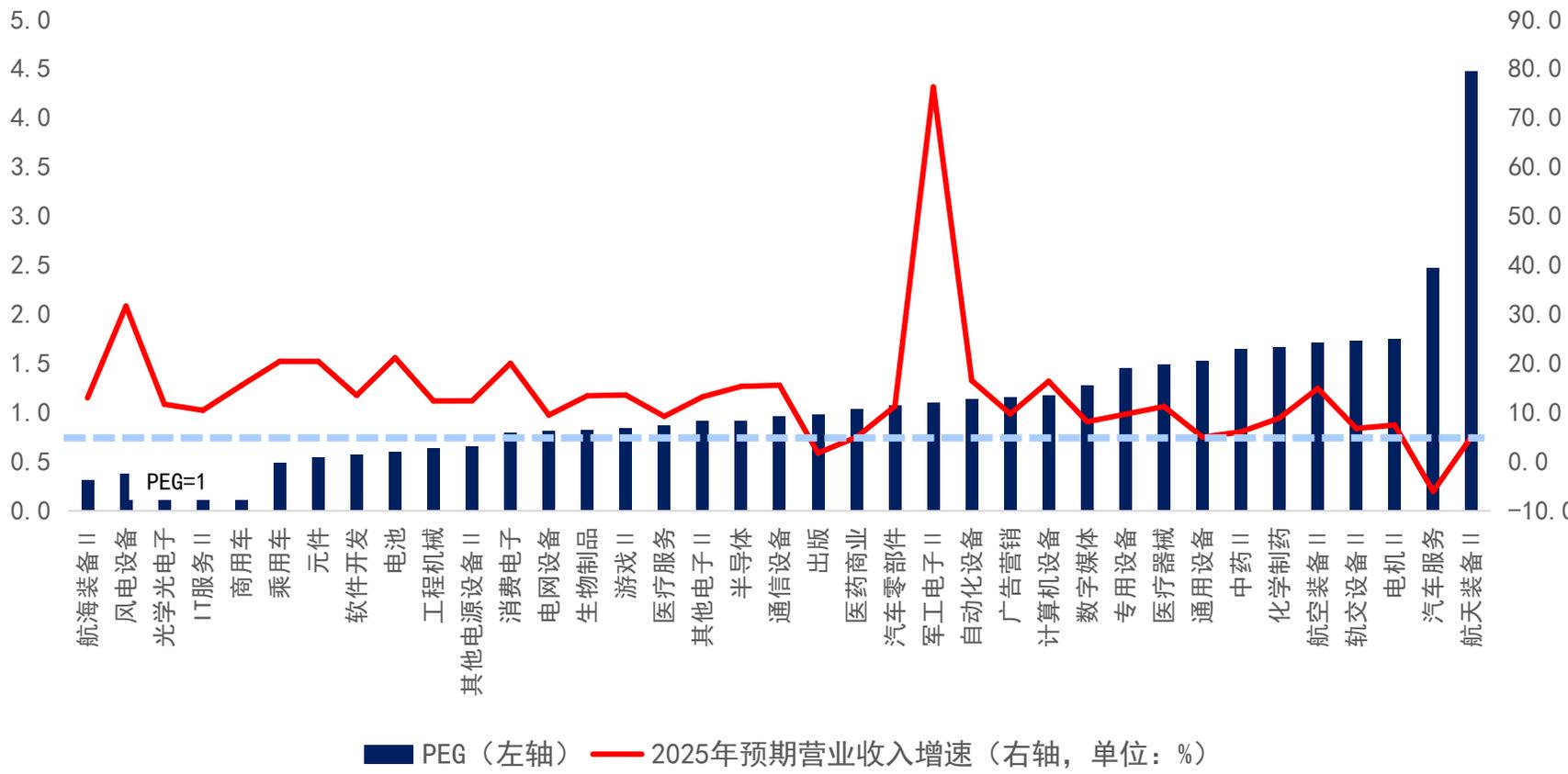
4.3 绩优成长筛选：PEG和营收增速角度

◆ 风电设备、电池、消费电子、电子元件、军工电子、航海装备等成长子行业估值性价比较高：

一是从PEG角度来看，航海装备、风电设备、光学光电子、IT服务等子行业PEG较低（小于0.5）。

二是从2025年预期营收增速角度来看，军工电子、风电设备、电池、电子元器件、消费电子等子行业2025年预期营收增速较高。

当前成长板块PEG与2025年预测业绩情况（按PEG由高到低排序，截止2025/6/2）



4.3 绩优成长筛选：估值和情绪角度

◆ 从估值性价比的角度建议关注成长中的通信，传媒、电子，计算机，电力设备，医药生物等行业。

(1) 从估值性价比的角度筛选成长相关行业：国防军工预期营收增速较高，传媒、电子、计算机、电力设备、汽车以2025年预测盈利为基础的计算PEG小于1。

(2) 成交额占比仍然较低的有通信、传媒、国防军工。

(3) 机械设备、电子、医药生物、汽车的PE估值分位数处在合理区间，通信的PE估值较低。

成长行业相关数据一览

行业	预期营收增速%	PEG	成交额占比 (%)	成交额占比分位数 (%)	PE估值 (倍)	PE估值分位数 (%)
电子	14.3	0.8	8.7%	71.2%	60.9	62.1
计算机	17.6	0.9	9.3%	88.0%	138.4	90.1
汽车	16.9	0.6	6.8%	98.2%	31.0	62.9
国防军工	29.5	1.2	3.7%	94.0%	150.6	95.7
机械设备	9.3	1.0	9.2%	97.1%	38.4	57.4
通信	6.2	2.0	3.7%	64.6%	23.0	20.3
医药生物	7.5	1.3	9.9%	91.1%	45.6	70.7
传媒	7.6	0.8	3.2%	63.8%	78.9	77.6
电力设备	14.5	0.4	6.3%	82.7%	56.7	80.7

4.3 核心资产筛选：电力设备、食品饮料、医药等性价比较高

◆ 当前来看，**电力设备、医药、食品饮料**等行业估值性价比较高，下半年可以关注。

(1) 估值：一级行业上，食品饮料、电力设备、家用电器等估值分位数较低；二级行业上，医疗服务、电池、白色家电等估值较低。

(2) ROE同比：一级行业上，电力设备、美容护理、基础化工等行业ROE同比增速较高；二级行业上，光伏设备、医疗服务、电池等行业ROE同比增速较高。

(3) 盈利预期：一级行业上，电力设备、美容护理、基础化工等行业2025年预期盈利增速较高；二级行业上，光伏设备、电池、医疗服务等行业2025年预期盈利增速较高。

电力设备、食品饮料、医药等估值性价比较高

行业	估值		盈利	
	PE估值	分位数 (%)	2025E盈利增速 (%)	ROE同比 (%)
食品饮料	21.9	14.4	10.1	-0.2
电力设备	28.4	20.3	129.0	4.2
家用电器	14.3	24.4	14.9	0.8
医药生物	34.0	37.7	32.4	1.5
基础化工	24.0	45.3	41.7	1.9
美容护理	39.4	53.3	48.1	2.6

医疗服务、电池、光伏设备等估值性价比较高

行业	估值		盈利	
	PE估值	分位数 (%)	2025E盈利增速 (%)	ROE同比 (%)
医疗服务	30.1	6.5	53.5	2.5
电池	26.8	9.9	57.7	3.1
白色家电	11.5	12.8	13.0	0.3
调味发酵品 II	30.8	14.1	12.7	0.5
食品加工	26.1	17.0	16.1	1.0
白酒 II	19.0	17.5	7.5	-1.5
电网设备	25.2	20.6	35.2	1.8
小家电	23.9	22.6	20.8	1.3
光伏设备	29.1	23.5	204.2	8.8
厨卫电器	19.0	28.1	13.7	0.8
中药 II	27.7	28.9	18.5	0.7
医药商业	20.2	29.7	19.1	1.0
农化制品	19.8	29.8	44.8	2.3
医疗器械	34.1	32.5	25.7	1.1
休闲食品	34.4	33.0	26.7	1.7
化学原料	20.8	33.6	33.4	1.6
化学制品	23.8	33.9	39.0	1.8

4.3 低估值红利筛选：建议关注银行、石油石化、纺织服装等

- ◆ 按照低估值、高股息率、高盈利筛选出性价比较高的高股息行业。
- ◆ 考虑到地产相关的行业景气可能继续下行筑底，剔除相关的行业，银行、石油石化、纺织服装等行业股息率和盈利增速偏高、估值较低，建议关注。

银行、石化、纺服等性价比较高

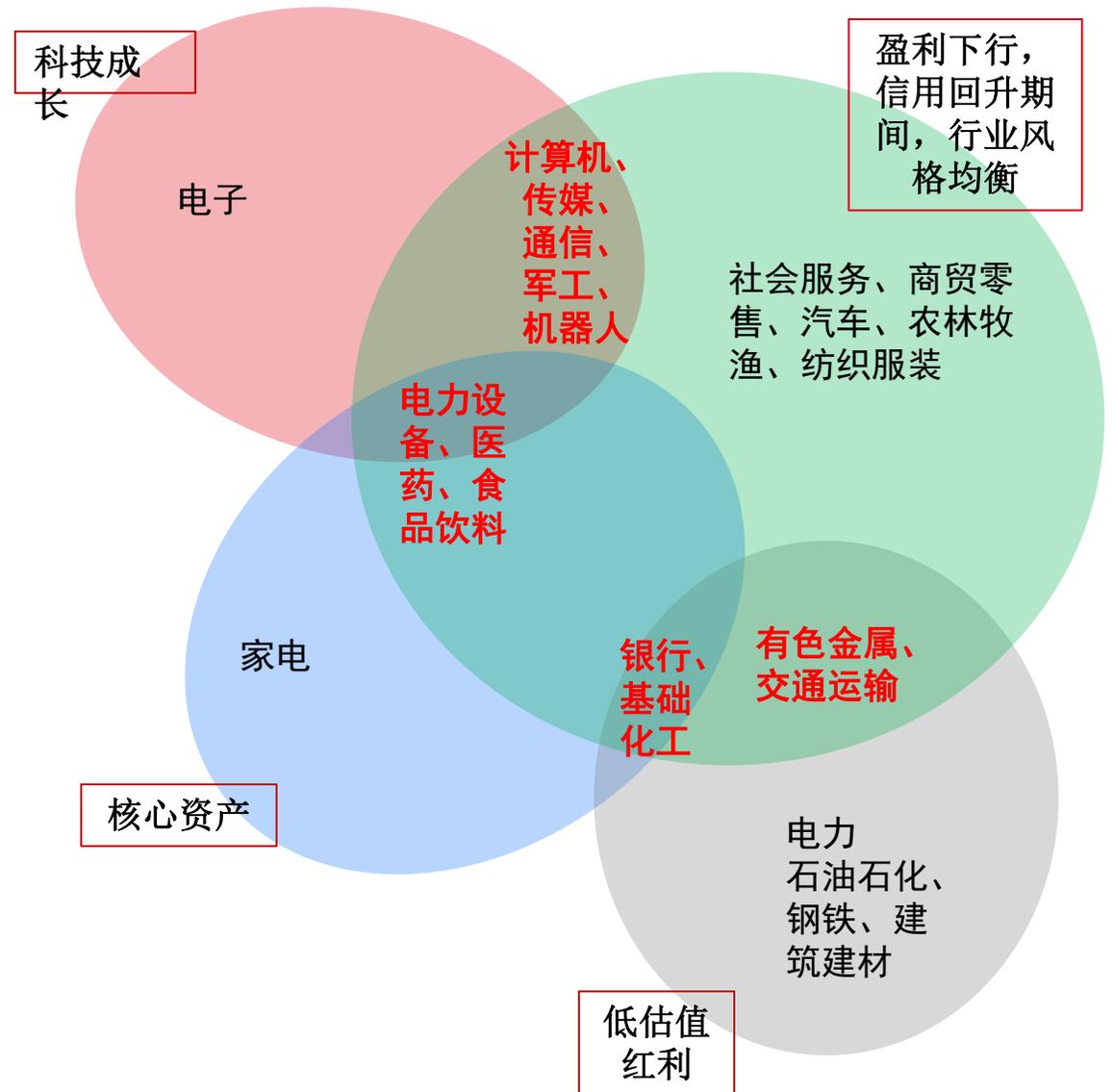
一级行业	估值			分红
	PB	PE	ROE同比 (%)	近12个月股息率 (%)
银行	0.6	6.4	0.6	6.4
煤炭	1.2	12.8	-2.2	6.0
石油石化	1.2	16.1	0.0	4.6
纺织服装	1.7	24.9	0.8	4.0
食品饮料	4.1	21.9	-0.2	3.6
建筑材料	1.1	26.1	2.4	3.0
建筑装饰	0.7	10.6	0.1	2.9
公用事业	1.5	18.1	0.6	2.7
交通运输	1.3	16.5	0.1	2.6
钢铁	0.9	33.5	4.2	2.4
轻工制造	1.7	27.5	1.3	2.3
家用电器	2.4	14.3	0.8	2.3
非银金融	1.2	13.6	-0.3	2.1
通信	2.6	29.2	0.6	1.9
美容护理	3.3	39.4	2.6	1.9

国有大行、炼化、服装家纺、出版等性价比较高

二级行业	估值			分红
	PB	PE	ROE同比 (%)	近12个月股息率 (%)
国有大型银行 II	0.6	6.6	0.5	7.3
煤炭开采	1.2	12.0	-2.3	6.2
城商行 II	0.6	6.0	1.3	5.5
农商行 II	0.6	6.4	0.0	5.3
股份制银行 II	0.5	6.5	0.6	5.2
炼化及贸易	1.1	18.7	0.3	4.9
服装家纺	1.6	26.3	1.2	4.7
出版	1.7	23.8	1.5	3.5
装修建材	1.8	31.6	3.1	3.5
铁路公路	1.1	18.8	0.3	3.3
纺织制造	1.5	19.6	0.5	3.3
航运港口	1.1	9.3	-2.5	3.1
特钢 II	1.3	20.4	0.5	2.9
物流	1.2	17.7	0.8	2.7

4.4 下半年行业配置建议

- ◆ 下半年行业风格偏均衡。一是经济和盈利回落时，超大盘和中小盘表现相对占优。二是经济和盈利回落时，高景气和政策导向的行业相对占优，整体风格偏均衡。
- ◆ 下半年大类行业：科技仍是配置主线，核心资产和低估值红利可能也有配置机会。一是流动性宽松、政策支持和产业趋势上行导致科技相对占优的条件不会变；经济和盈利回落时，成长行业大概率有超额收益；TMT有超额收益且估值处于高位时，子行业轮动主要受产业趋势和政策等因素驱动；二季度科技依然是配置主线。二是人民币升值下部分核心资产和周期下半年可能有配置机会；下半年核心资产估值压力难进一步上升，分子端盈利有望继续改善。三是下半年经济和盈利延续弱修复，低估值红利只有阶段性配置机会。
- ◆ 下半年行业配置：建议关注TMT、机械、电力设备、医药、食品饮料、有色金属、基础化工和交通运输等行业。（1）科技成长方面，下半年建议关注计算机、通信、传媒、军工、机械、医药、电新等行业：一是电子、计算机和通信2025年预期营收增速较高等；二是航海装备、自动化设备、通信设备、半导体、IT服务等行业PEG较低。（2）核心资产方面，综合估值、盈利等角度，二季度建议关注电力设备、食品饮料、医药等行业。（3）低估值红利方面，建议关注银行、石化等行业。



- ◆ **历史经验未来不一定适用：** 文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- ◆ **政策超预期变化：** 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ **经济修复不及预期：** 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ **模型失效风险：** 经济学模型基于有限纬度的理论框架，在实际应用中由于考虑到现实情况复杂性，数据实效性，信息不对称性等可能出现模型失效。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsec.com