

2025年6月17日

厚积薄发，芳华可期

2025年中期A股投资策略报告

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

分析师：熊越

SAC 执业证书编号：

S0340524080001

电话：0769-22118627

邮箱：xiongyue@dgzq.com.cn

研究助理：叶子沛

SAC 执业证书编号：

S0340123070035

电话：0769-22119276

邮箱：yezipei@dgzq.com.cn

上证指数月线走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

投资要点：

- **2025年上半年大盘呈现“N型”走势。**年初，市场受海外利空因素影响出现超预期调整，但在DeepSeek、两会等因素带动下，市场迎来春季躁动，沪指于3月突破3400点。4月在外部事件冲击下，市场再次面临深度调整，但在扩内需政策与一揽子金融政策利好支撑下，逐步探底企稳回升，沪指于6月重返3400点上方，最终呈“N型”走势。
- **2025年下半年市场环境分析：**
- **经济：**国际环境方面，2025年下半年，随着关税影响的进一步显现，全球经济增长预期有所放缓，而通胀继续改善以及货币政策持续宽松或为全球经济活动带来适度提振。国内方面，财政货币政策协同发力，积极扩大内需，优化产业结构，制造业与服务业协同恢复，内生增长动能正稳步积累，全年经济增速实现5%可期。
- **资本市场：**随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足于引导中长期资金进一步加大入市力度。另外，上市公司将积极运用资本工具箱，做好市值管理。政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下常态化退市机制将平稳运行。
- **市场因素：**A股盈利能力逐渐企稳向好，盈利预期有望延续；当前估值回升明显，估值有望继续向上修复；随着宏观环境及市场环境持续改善，机构资金有望持续入场。
- **2025年下半年市场展望：厚积薄发，芳华可期。**经历2024年四季度的强势修复与2025年上半年的震荡温和修复，当前市场在政策发力、信心回暖的背景下，积蓄新的上行动能。国际方面，虽关税影响尚未出清，全球经济面临不确定性，但全球仍处于降息周期，为风险偏好回升提供支撑。国内方面，财政货币政策协同发力，内生增长动能稳步累积，全年经济增速实现5%可期。资本市场改革红利持续释放，政策推动中长期资金入市、提升上市公司质量等有望形成“回报增—资金进—市场稳”良性循环。同时，A股估值仍处于历史低位，经济运行稳中有进，盈利有望延续修复，市场具备“业绩—估值”双轮驱动的修复基础。我们认为当前A股正处于“厚积”阶段，虽不乏波动，上方或存在一定抛压，但回调或为布局良机。随着政策红利逐步兑现、基本面持续改善、情绪稳步修复以及资金增量入场，市场有望迎来“薄发”时刻，芳华可期。
- **操作策略及投资主线：**
- 1) **兼具“低估值”与“盈利稳定”特性的红利高股息资产估值重塑主线：**市值管理要求，叠加地缘及关税扰动推升确定性需求，及低利率环境，红利高股息资产迎来估值重塑，关注金融、有色金属、公用事业和交通运输等。
- 2) **“高创新性”与“高成长性”的新质生产力主线：**当前中国在战略性新兴产业和未来产业领域的竞争力与影响力持续增强，在新能源、新材料、高端装备、半导体、AI等关键领域市场份额不断扩张，关注国产替代、AI+领域、高端装备等。
- 3) **扩内需政策支持下的消费主线：**扩内需作为2025年政府工作首要任务。生育支持、财富效应增厚居民消费力、设备更新及以旧换新“三力并举”激发消费。叠加外需承压，内需支柱作用凸显，建议关注食品饮料、汽车、家电、农林牧渔、医药生物等。
- **行业配置：**建议超配金融、有色金属、基础化工、食品饮料、机械设备、TMT等行业，标配农林牧渔、汽车、交通运输、公用事业等。
- **风险提示：**海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压；高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面；海外信用收缩引发风险外延。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2025 年上半年 A 股市场回顾：呈现“N 型”走势	5
2. 2025 年下半年市场环境分析：经济向好趋势不变，政策持续活跃资本市场	6
2.1 2025 年上半年经济与政策展望：全球增长动能改善，国内经济继续回升向好	7
2.1.1 全球 2025 年下半年经济前瞻：“对等关税”下的世界经济负重前行	7
2.1.2 国内 2025 年下半年经济与政策展望：年内经济将延续平稳向好的增长趋势	14
2.2 2025 年下半年资本市场展望：全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场	28
2.2.1 大力推动中长期资金入市，形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环	28
2.2.2 资本工具箱协同发力，上市公司提质跃升	31
2.3 市场因素分析：业绩与估值回升，机构参与度有望回暖	34
2.3.1 盈利：A 股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续	34
2.3.2 估值：回升明显，估值有望继续向上修复	36
2.3.3 机构持仓规模：机构持仓规模环比回落，汇金、证金、社保等重要机构加大投资力度	38
3. 2025 年下半年市场展望与操作策略：厚积薄发，芳华可期	41
3.1 2025 年下半年市场展望：厚积薄发，芳华可期	41
3.2 操作策略及行业配置：超配金融、有色金属、基础化工、食品饮料、机械设备、TMT 等行业	43
4. 风险提示	48

插图目录

图 1：上证指数 2025 年上半年走势回顾	5
图 2：2025 年上半年各大指数涨跌幅	6
图 3：2025 年上半年各大指数涨跌幅	6
图 4：主要经济体制造业 PMI 数据	7
图 5：世界银行预测全球贸易量增长率	7
图 6：欧美日英 CPI 同比增速	8
图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速	8
图 8：美国基准利率	9
图 9：欧央行基准利率	9
图 10：美国 PMI 指数	10
图 11：美国非农就业和失业率	10
图 12：欧元区 PMI 指数	11
图 13：欧元区 GDP 增长率	11
图 14：日本 PMI 指数	11
图 15：日本 GDP 增长率	11
图 16：美国 CPI 数据	12
图 17：美国 PCE 数据	12
图 18：欧洲 CPI 数据	12
图 19：日本 CPI 数据	12
图 20：FOMC 目标利率预测:CME FedWatch Tool	14
图 21：国际机构对 2025 全球 GDP 实际增长率预测	14
图 22：GDP 当季同比增速	16
图 23：PMI 指数	16
图 24：全国城镇调查失业率	16
图 25：CPI 和 PPI 同比增速	16
图 26：国家一般公共支出(累计同比)	17

图 27: 地方政府债券累计发行额.....	17
图 28: 短期政策利率及市场利率.....	18
图 29: 中期政策利率及市场利率.....	18
图 30: 1-4 月社零总额累计同比.....	19
图 31: 服务业业务活动预期指数.....	19
图 32: “更多消费”占比保持低位.....	19
图 33: 居民部门杠杆率.....	19
图 34: 房地产相关数据.....	21
图 35: 商品房待售面积.....	21
图 36: 制造业投资累计同比增速.....	21
图 37: 规模以上工业企业利润累计同比增速.....	21
图 38: 基建投资数据.....	22
图 39: 挖掘机开工小时数.....	22
图 40: 中国进口与出口同比增速.....	23
图 41: 24Q4-25Q1 出口占比变化.....	23
图 42: 猪肉价格与能繁母猪同比.....	24
图 43: 食品与非食品价格同比增速.....	24
图 44: 财政赤字与比率.....	25
图 45: 宏观杠杆率.....	25
图 46: 新增人民币中长期贷款累计值.....	26
图 47: 社融存量同比增速.....	26
图 48: 国际机构对中国经济增速预测.....	27
图 49: 财产险公司各资产占资金运用余额比例.....	29
图 50: 人身险公司各资产占资金运用余额比例.....	29
图 51: 理财产品投资资产占比.....	30
图 52: 银行理财新发规模统计.....	30
图 53: 企业重要股东的增持力度有待加强.....	31
图 54: 企业回购家数.....	31
图 55: 现金分红家数.....	32
图 56: 各大指数股息率.....	32
图 57: 上市公司并购重组数量统计.....	32
图 58: 上市公司并购重组目的统计.....	32
图 59: 上市公司企业属性统计.....	33
图 60: 上市公司并购重组形式统计.....	33
图 61: A 股月度融资金额 (亿元).....	34
图 62: 退市家数 (家).....	34
图 63: 申万行业净利润占比变动及 2025Q1 上市公司净利润同比增速情况 (%).....	36
图 64: A 股主要指数估值水平.....	37
图 65: A 股主要指数近十年市盈率分位数.....	37
图 66: 全球主要指数估值水平及分位数水平.....	37
图 67: 股债比.....	37
图 68: 申万一级行业市盈率 (倍).....	38
图 69: 申万一级行业市盈率近十年分位数 (%).....	38
图 70: 国内机构投资者持仓 A 股市值占比 (%).....	39
图 71: 机构持仓市值变化 (亿元).....	39
图 72: 各类新发行公募基金比例 (%).....	40

图 73: 各类私募基金存量规模.....	40
图 74: 汇金、证金等重要机构持股市值 (亿元)	40
图 75: 北向资金成交额占沪深两市成交额 (%)	41
图 76: 北向资金占流通 A 股市值 (%)	41

表格目录

表 1: 2025 年 1—5 月消费政策汇总	19
表 2: 2025 年 1—5 月重大经济政策汇总.....	27
表 3: 板块归母累计净利润同比增速 (%)	36

1. 2025 年上半年 A 股市场回顾：呈现“N 型”走势

2025 年上半年大盘呈现“N 型”走势。年初，市场受海外利空因素影响超预期调整，但在 DeepSeek 爆火出圈、两会等积极因素带动下，市场迎来春季躁动行情，沪指在 3 月突破 3400 点。4 月，在外部事件冲击下，市场再次面临深度调整，但在扩内需政策与一揽子金融政策的利好支撑下，逐步探底企稳回升，沪指 6 月再度重返 3400 点上方，最终 2025 年上半年市场呈现“N 型”走势。

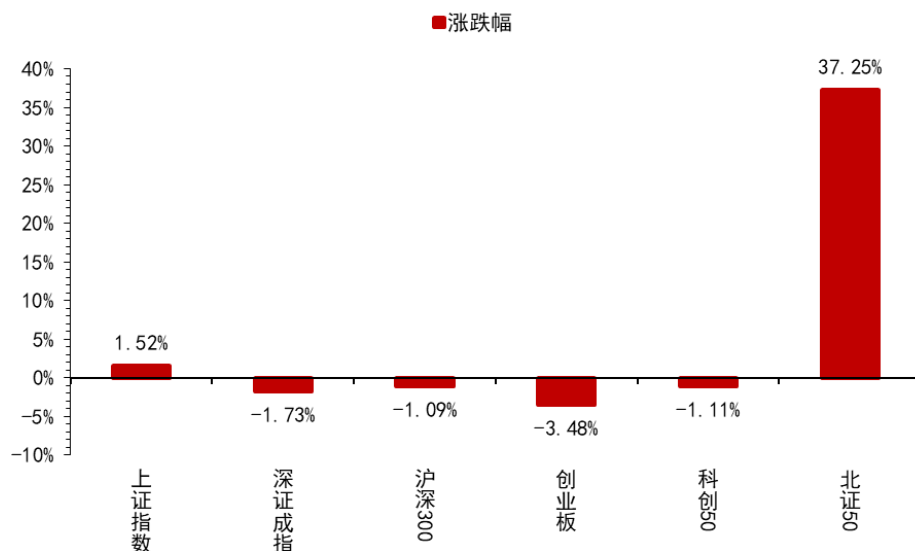
图 1：上证指数 2025 年上半年走势回顾



数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 6 月 12 日）

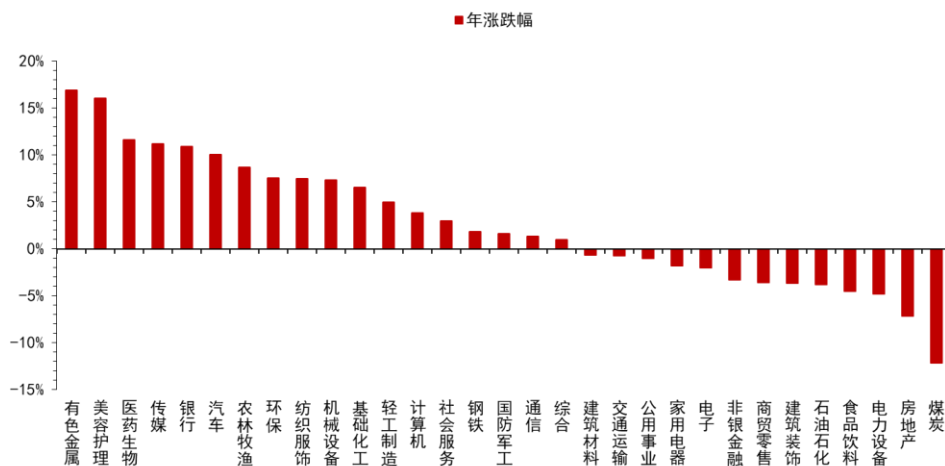
截至 2025 年 6 月 12 日，主要指数呈现明显分化：上证指数上涨 1.52%，北证 50 大幅上涨 37.25%，而深成指（-1.73%）、创业板指（-3.48%）、沪深 300（-1.09%）及科创 50（-1.11%）均有回调。行业板块上涨居多，其中有色金属、美容护理、医药生物、传媒、银行、汽车、农林牧渔涨幅居前；商贸零售、建筑装饰、石油石化、食品饮料、电力设备、房地产、煤炭则表现承压。

图 2：2025 年上半年各大指数涨跌幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 6 月 12 日）

图 3：2025 年上半年各大指数涨跌幅



数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 6 月 12 日）

2. 2025 年下半年市场环境分析：经济向好趋势不变，政策持续活跃资本市场

2025 年上半年，美国关税政策加剧全球经济增长不确定性，国内经济维持平稳向好态势，惟内生增长动能尚待巩固。面对错综复杂的内外部环境，我们将从经济、政策、市场、资金等维度系统解构 2025 年下半年市场环境的核心脉络。

2.1 2025 年上半年经济与政策展望：全球增长动能改善，国内经济继续回升向好

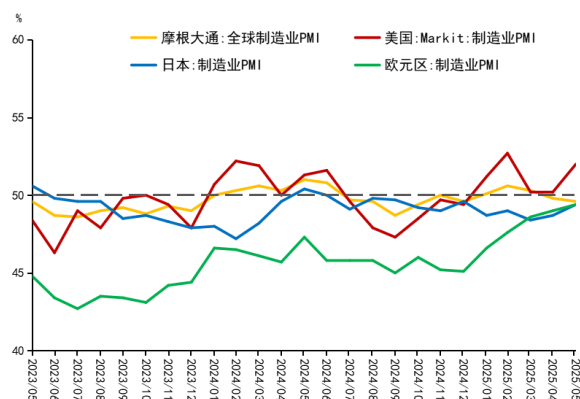
2.1.1 全球 2025 年下半年经济前瞻：“对等关税”下的世界经济负重前行

（1）2025 上半年全球经济回顾：增长动能趋弱、通胀继续回落、关税政策朝令夕改

2025 年上半年，美国关税政策推升全球衰退风险，全球经济增长动能趋弱，国别分化日趋明显；发达经济体物价涨幅回落，但未来上涨压力依然存在；关税政策朝令夕改，政策不确定性上升对企业投资和贸易增长造成压力，全球金融市场波动加剧。此外，多国面临财政与债务风险，地缘政治局势仍有较大不确定性。

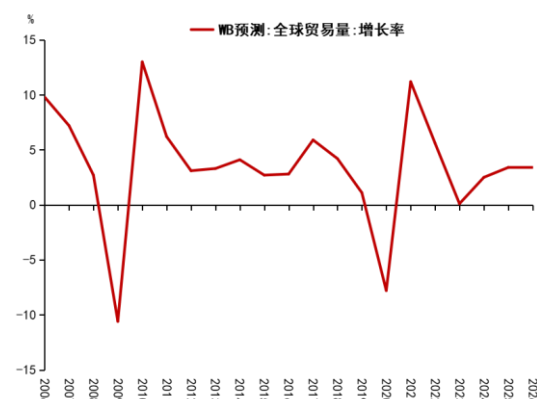
关税负面效应逐步显现，世界经济和贸易承压。2025 年上半年，美国关税政策打断了全球经济的复苏进程，全球产业链和供应链受到不同程度的冲击。根据 iFinD 数据，1-3 月全球制造业 PMI 指数维持在 50% 上方，但自 4 月美国政府宣布对全球主要经济体加征“对等关税”以来，全球经济增长显著放缓。5 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 49.6%，连续两个月落入荣枯线下方，关税负面效应逐步显现。分国别来看，美国 5 月 Markit 制造业与服务业 PMI 均超预期扩张，推动综合 PMI 上行至 53.0%，且劳动力市场依然具备韧性，美国经济表现虽然强于预期但滞胀风险逐步抬升；欧元区方面，5 月服务业 PMI 终值录得 49.7%，表现较为低迷，而制造业 PMI 继续超预期上行 0.4 个百分点至 49.4%，但依然处于荣枯线之下的萎缩状态，欧元区经济弱复苏；日本方面，5 月制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 49.4%，服务业则回落 1.4%。整体来看，近期关税缓和背景下发达经济体增长动能有所提振，而部分新兴市场国家在汇率压力和贸易冲突的影响下，经济增长受到一定抑制。此外，尽管关税紧张局势的缓解暂时减轻了全球贸易的压力，根据世界贸易组织（WTO）于 4 月 16 日发布的《全球贸易展望与统计》报告，在当前形势下，预计 2025 年全球商品贸易量将下降 0.2%。但如果形势进一步恶化，贸易收缩可能进一步加剧，2025 年全球商品贸易量下降幅度可能达到 1.5%。

图 4：主要经济体制造业 PMI 数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

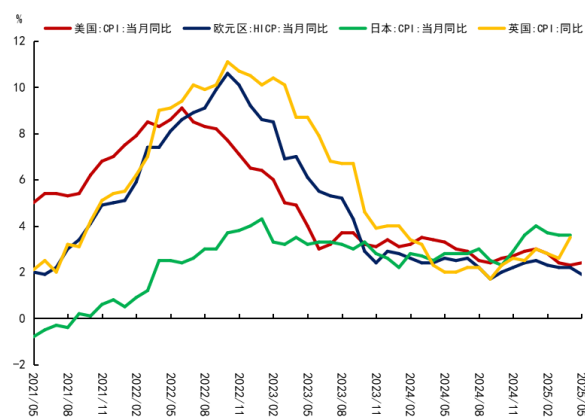
图 5：世界银行预测全球贸易量增长率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

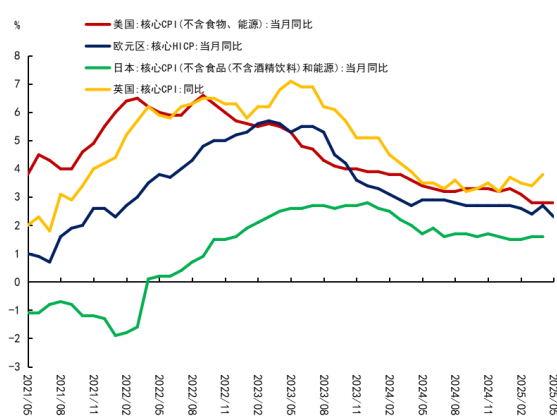
全球通胀继续震荡下行，关税冲击仍待显化。2025 年上半年，全球通胀增速延续逐步放缓趋势。根据 iFinD 数据，美国、欧元区和日本的 CPI 同比增速从 1 月的 3.0%、2.5% 和 4.0%，分别下行至 4 月的 2.3%、2.2% 和 3.6%。其中，美国方面，由于关税尚未出现明显传导，4 月 CPI 继续弱于预期，但核心 CPI 环比有所回升，主要由于前月部分核心服务项超预期疲软，因此 4 月在基数效应下环比抬升，但幅度依然可控；欧元区方面，欧元区 5 月调和消费者价格指数（HICP）同比增长 1.9%，较 4 月时的 2.2% 进一步下降，同时也是今年首次低于欧洲央行设定的 2% 通胀目标；日本 4 月核心 CPI 上行 0.3% 至 3.5%，高于预期的 3.4%，主要受到大米价格上涨以及 3 月取消能源补贴后能源价格上涨的推动；部分国家如英国、越南和巴西的通胀读数也呈现震荡反复态势。考虑到关税冲击下全球通胀回落速度可能放缓，最新的 IMF 世界展望报告指出，预计 2025 年全球通胀率将达 4.3%，发达经济体的通胀预期有所上调，未来全球的通胀走势仍存在相当的不确定性。

图 6：欧美日英 CPI 同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

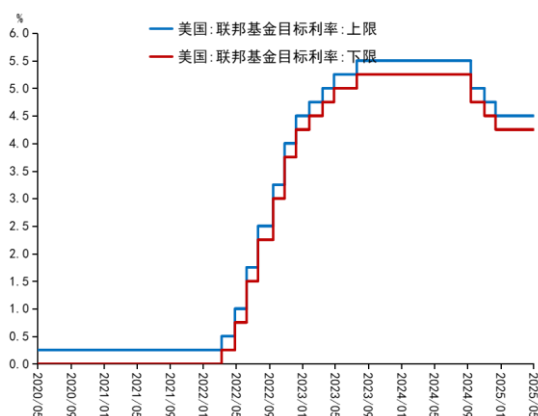
图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

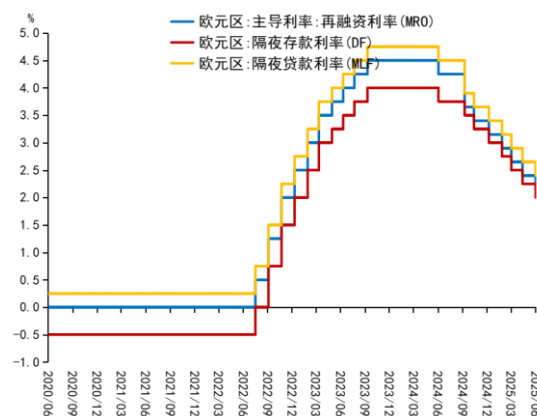
美联储按兵不动，欧央行等货币当局延续降息步伐。2024 年下半年至今，主要发达经济体相继进入降息周期，但政策路径存在不确定性。美国方面，5 月 7 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%~4.50% 之间不变。这是自今年 1 月和 3 月会议以来，美联储连续第三次决定维持利率不变。5 月 28 日公布的美联储 5 月会议纪要显示，美联储官员不仅担忧特朗普政府加征关税和政策不确定性会拖累经济，更担忧通胀水平因而居高不下。此外，今年以来美国经济保持一定韧性，美联储保持对降息观望和审慎的姿态。欧洲方面，6 月 5 日欧央行如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.25% 下调至 2%，为近一年内第 8 次降息，符合市场预期。欧央行行长表示，当前降息周期即将接近尾声，宽松的财政政策强烈地推动通胀，一切迹象表明通胀将稳定在 2% 的水平。日本方面，日本央行于 2025 年 1 月将短期政策利率由 0.25% 上调至 0.5%，并在 3 月、5 月连续第二次会议维持政策利率在 0.5% 不变。此外，全球主要央行降息步伐仍在持续。5 月 20 日，澳大利亚央行宣布将基准利率下调 25 个基点；5 月 15 日，墨西哥央行宣布降息 50 个基点；5 月 9 日，秘鲁央行将参考利率从 4.75% 下调至 4.50%；5 月 8 日，英国央行将基准利率下调 25 个基点。

图 8：美国基准利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：欧央行基准利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

与此同时，财政可持续性、地缘政治冲突、金融市场波动等风险不容忽视。此外，2025 年上半年世界经济仍然面临很多不确定性。首先，疫情后，主要经济体财政支出大幅增加，全球债务水平达到历史高位。一些发展中国家的债务风险已经暴露。发达经济体也面临压力，市场对美国债务不可持续的担忧有所增加。随着债务水平飙升，全球长债吸引力或下降；其次，俄乌战争长期化，印巴、巴以和韩朝冲突加剧全球和平赤字，全球安全紧张局势继续加剧；最后，美国关税政策朝令夕改，政策不确定性上升对企业投资和贸易增长造成压力，投资者情绪出现较大波动，全球金融市场波动加剧，黄金相对于美元美债的避险优势凸显。

综上所述，2025 年上半年全球经济受关税影响增长放缓，多家国际机构下调了 2025 年世界经济增长预期。其中发达国家仍相对稳健，新兴经济体则面临较大的增长压力，而 5 月关税缓和背景下部分经济体的增长动能有所提振，但我们认为关税冲击或仍待显性化，不确定性依旧较高；另外，全球通胀继续震荡下行，美联储按兵不动，欧央行等货币当局延续降息步伐，全球央行政策路径有所分化。此外，美国关税政策不确定性和经济增长放缓预期导致市场恐慌情绪升温，国际金融市场波动加剧，加之地缘政治冲突持续、产业链供应链脱钩断链风险尚存，2025 年下半年世界经济仍然面临很多不确定性，加大我们对全球经济走势的判断难度。

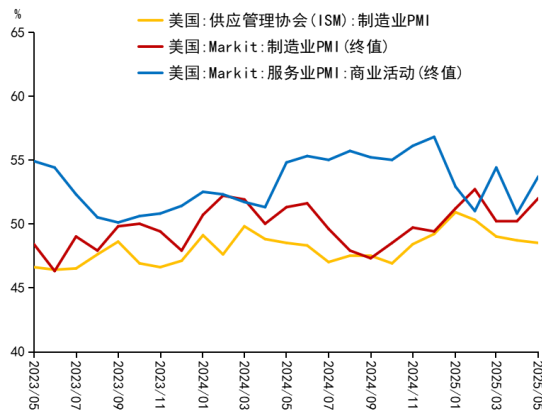
（2）2025 年下半年全球经济与政策展望：关税影响或进一步显现，全球经济增长面临的不确定性增加

展望 2025 年下半年，关税影响或进一步显现，全球经济增长可能有所放缓，美国经济有望软着陆，欧元区经济大概率弱复苏，日本经济或将继续承压；全球通胀预计将继续回落，但仍高于疫情前的水平；货币政策方面，美联储降息步伐或继续放缓，欧央行降息周期接近尾声，日本央行后续或仍有加息，全球货币宽松节奏持续分化。海外主要经济体基本面和政策面不确定性上升。

第一，全球经济增长放缓，美国经济有望软着陆，欧元区经济弱复苏。美国方面，2025 年一季度美国 GDP 环比折年率录得-0.3%，反映了关税对于美国经济的冲击。具体而言，美国整体消费表现尚可（增长 1.8%），但由于商品进口激增，贸易逆差急剧

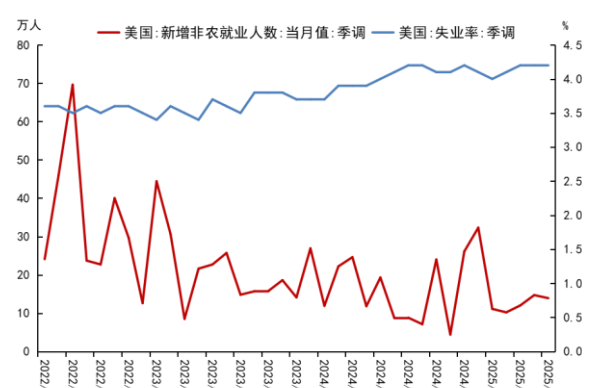
扩大，拖累 GDP 增长 4.83 个百分点。从最新的 PMI 数据来看，季调后，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 52.0%，较前值上升 1.8 个百分点；服务业 PMI 终值为 53.7%，较前值上升 2.9 个百分点，美国 5 月 PMI 数据全面超市场预期，主要受益于与贸易相关的担忧有所缓解；不过，制造业价格与库存分项仍明显上行，显示关税对价格影响仍在积存。就业数据方面，美国 5 月新增非农就业人数 13.9 万人，高于预期的 12.6 万人，失业率保持在 4.2%，且工时稳定、时薪超预期，美国就业市场短期仍延续韧性特征。不过，部分指标还是呈现放缓特征，就业扩散指数下降 1.8 个百分点，总就业人口比例回落至疫情以来最低，劳动参与率下降 0.2 个百分点。需求侧方面，2025 年一季度美国出现消费者信心指数下降、零售销售额下滑等经济增长放缓迹象。4 月零售销售环比增速虽仍有增长且好于预期，但相较 3 月增速大幅放缓，表明消费者在面对关税带来的物价上涨担忧时，已开始减少支出。综上我们判断，当前美国经济整体依旧稳健，美联储降息步伐或继续放缓，美国经济可能在下半年实现软着陆，但考虑到关税冲击或仍待显性化，滞胀风险或逐步抬升。

图 10：美国 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

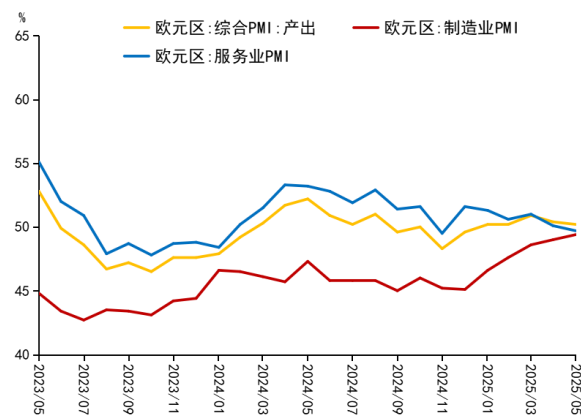
图 11：美国非农就业和失业率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

欧洲方面，今年以来欧洲经济呈现弱复苏态势。2025 年第一季度，经季节和日历调整后，欧元区和欧盟实际 GDP 均环比增长 0.6%，欧元区 GDP 同比增长 1.5%（前值 1.2%），欧盟 GDP 则同比增长 1.6%（前值 1.4%），同环比数据均好于预期，欧洲经济边际改善。PMI 方面，5 月欧元区 Markit 制造业 PMI 终值录得 49.4%，较前值上行 0.4 个百分点，连续 5 个月小幅回升，欧洲制造业保持缓慢恢复的趋势，但恢复力度仍然较弱；欧元区 5 月服务业 PMI 终值录得 49.7%，表现较为低迷，今年以来首次落入荣枯线之下的萎缩状态。整体来看，5 月 PMI 数据反映出在关税缓和以及持续降息的背景下，当前欧元区的经济仍相对稳健。但也要看到，尽管制造业 PMI 持续恢复，但景气度仍处于收缩区间，表明制造业依然在寻底的过程中，美国贸易政策的不确定性正在给欧洲核心产业带来深远影响。此外，美国与欧盟贸易谈判并不顺利，欧盟依然强烈要求美国降低或取消关税，并表示如果无果将进行反制。综上我们判断，尽管贸易政策的不确定性预计短期内会对商业投资和出口造成压力，但政府在国防和基础设施方面的投资增加将逐渐支撑中期内的经济增长，下半年经济有望延续一季度的增长中枢，但整体依旧呈现低水平下的温和复苏。

图 12：欧元区 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

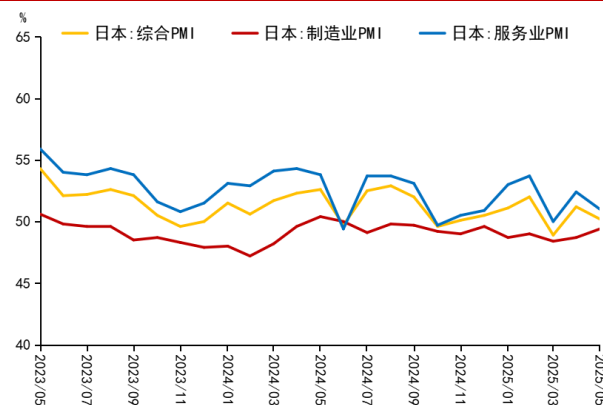
图 13：欧元区 GDP 增长率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

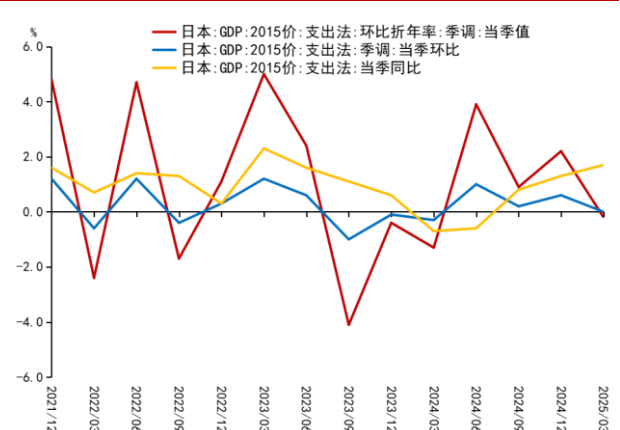
日本方面，日本经济或将承压。2025 年第一季度，经季节调整后，日本国内生产总值（GDP）环比折年率下降 0.2%，相对于-0.7%的初值向上修正。其中，个人消费增长了 0.1%，企业支出增长了 1.1%。库存为经济增长贡献了 0.6 个百分点，而净出口则拖累了经济增长 0.8 个百分点。上述数据显示，在美国总统 4 月扩大关税措施之前，日本经济已经处于收缩状态。PMI 方面，日本 5 月综合 PMI 由前值的 51.2% 回落至 50.2%，其中，服务业 PMI 回落 1.4 个百分点至 51.0%；制造业 PMI 上行 0.7 个百分点至 49.4%，且新订单与新出口订单均明显反弹，显示关税缓和下制造业需求修复。需求端，日本 4 月零售同比增速上行 0.2 个百分点至 3.3%，高于预期的 3.0%。由于贸易政策冲击全球经济，日本央行明确经济增长与通胀面临下行风险，将 2025 财年实际 GDP 增速预测从 1.1% 大幅下调至 0.5%。我们认为，全球经济增速放缓会影响日本的出口，同时围绕美国关税的高度不确定性会抑制日本国内外的投资，但消费会维持温和增长的态势，对于一季度已萎缩的日本经济而言，前景依旧不容乐观。

图 14：日本 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 15：日本 GDP 增长率

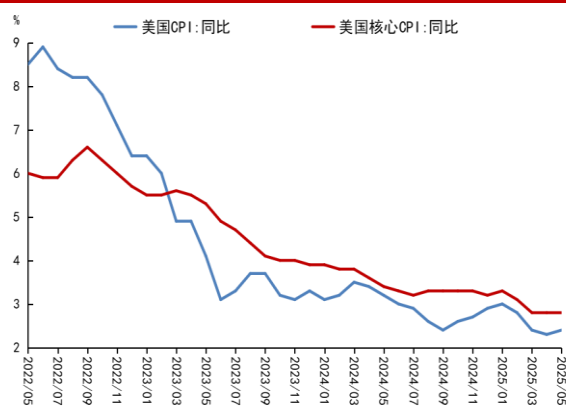


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

第二，全球通胀预计将继续回落，但仍高于疫情前的水平。美国方面，年初至今

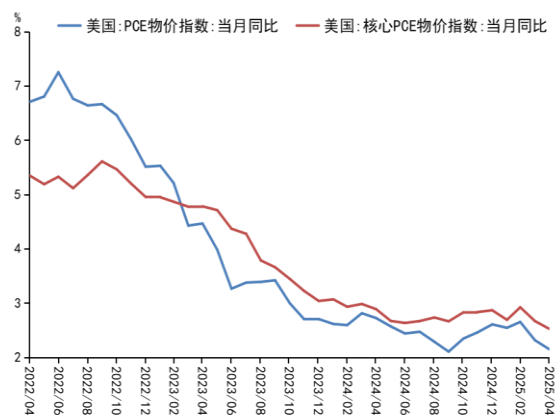
通胀整体涨幅呈现逐月回落态势，CPI 同比增速从年初的 3.0% 下降至 4 月的 2.3%，且连续三个月低于预期。从最新的数据来看，美国 4 月 CPI 同比增速降至 2.3%，创 2021 年 2 月以来新低，低于市场预期的 2.4%；核心 CPI 同比上涨 2.8%，保持在 2021 年 3 月以来最低水平。其中，住房通胀回落正在逐渐反映在 CPI 中，油价短期内或保持低位震荡，核心服务和能源项通胀或仍趋于回落。美国整体价格增长进一步放缓，但核心通胀压力仍然持续存在。此外，5 月美联储会议纪要显示，一些与会者看到了物价可能会向上漂移的风险，这可能会给通胀带来额外的上行压力；几乎全体与会者都评论了通胀可能比预期更持久的风险。今年以来，密歇根大学调查显示的消费者通胀预期快速攀升，而美国的实际通胀走势却较为平稳。我们认为，由于一季度企业抢进口、囤积库存，关税影响未反映在通胀中，传导或仍需一定时间。随着特朗普政府施加的对等关税正式生效，未来关税对价格的冲击或逐渐显现，核心商品通胀存在上行风险。

图 16：美国 CPI 数据



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 17：美国 PCE 数据

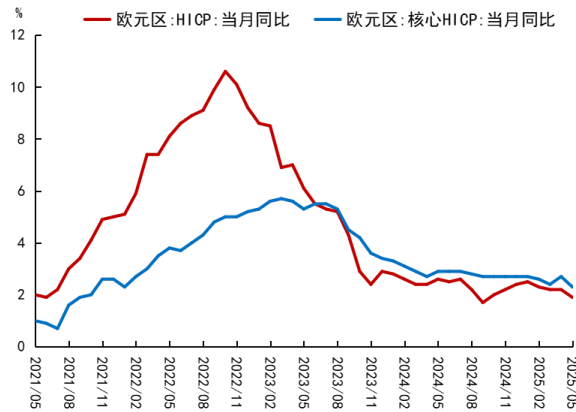


数据来源：iFind，东莞证券研究所

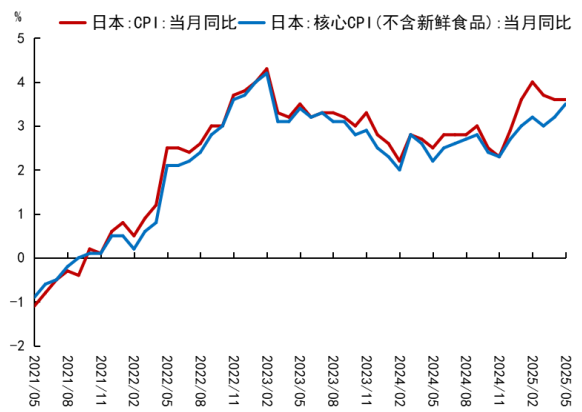
欧洲方面，关键的通胀指标明显回落。欧盟统计局最新公布的数据显示，欧元区 5 月调和 CPI 同比增速由前值的 2.2% 进一步降至 1.9%，为 2024 年 9 月以来首次低于央行 2% 的目标；与此同时，核心通胀率连续五个月下行回落至 2.3%，创 2022 年 1 月以来新低；服务业通胀水平也从 4 月的 4.0% 明显下降至 5 月的 3.2%。欧洲央行在 6 月货币政策会议上，更新了对欧元区的通胀以及经济增长前景的预测。通胀方面，预计欧元区 2025 年总体通胀率平均为 2%，与 3 月份的预测相比下调了 0.3 个百分点，这主要反映了能源价格预期降低以及欧元走强。日本方面，日本政府公布的数据显示，日本 4 月全国整体消费者物价指数（CPI）同比增加 3.6%；不包括新鲜食品价格的核心 CPI 同比上升 3.5%，为主要发达经济体中最高水平，日本核心 CPI 在 2024 年 1 月下行到阶段性底部 2% 后进入反弹波段，预计 2025 年下半年核心 CPI 将继续处于高位。总的来看，随着贸易需求疲软、能源价格回落，以及降息节奏调整，今年下半年全球通胀压力或将进一步减弱，但关税对物价带来的潜在冲击可能会进一步显化。

图 18：欧洲 CPI 数据

图 19：日本 CPI 数据



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

第三，美联储降息步伐或继续放缓，欧央行货币宽松节奏或调整。美国方面，5月美联储继续按兵不动，维持对经济动能稳健的判断，但强调经济前景的不确定性进一步增加，后续行动取决于关税谈判结果以及实际经济数据，特别是就业数据。考虑到美国经济动能低位反弹，5月Markit制造业与服务业PMI均超预期扩张，加之稳健的就业数据和上涨的PMI价格分项压降美联储降息预期，近期美联储多数发言人重申通胀担忧和继续观望态度。我们认为，美国经济表现强于预期指向软着陆，关税落地与否及其影响仍然存在不确定性，美联储降息步伐或继续放缓。市场对美联储年内降息的预期降至2次，2025年9月继续下一次降息。欧洲方面，6月欧洲央行将三大关键政策利率再度下调25个基点，符合市场预期，为连续第7次降息。声明指出，欧元区当前的整体通胀水平已接近央行设定的2%中期目标。在物价压力持续缓解的同时，外围经济环境趋弱使增长前景承压，政策立场正转向更具灵活性的路径。欧洲央行行长表示，欧元区当前的利率水平已经处于“有利位置”，货币政策周期正在“接近尾声”。我们预计，欧洲央行将在7月会议上暂时维持利率不变，并可能在9月再次降息，以应对“对等关税”暂缓期结束后的冲击和经济不确定性。日本方面，1月日本央行将政策利率从0.25%上调至0.50%，加息幅度为2007年以来最大，利率升至2008年10月以来新高。政策利率调整之后，实际利率仍保持显著负值，宽松的货币条件得到维持。此后，日本央行暂停加息，加上通胀结构仍被认为不具备可持续性，且一季度实际GDP时隔一年再次出现负增长，强化了市场对日本央行推迟加息的预期。我们认为，待日本经济数据改善、通胀前景稳固后，货币当局将考虑进一步调整货币政策，预计下半年日本央行或仍有1~2次加息。综上，美国经济强于预期，叠加关税影响仍待显现，美联储降息步伐或继续放缓；欧央行降息周期接近尾声；日本央行后续或仍有加息，全球货币宽松节奏持续分化。

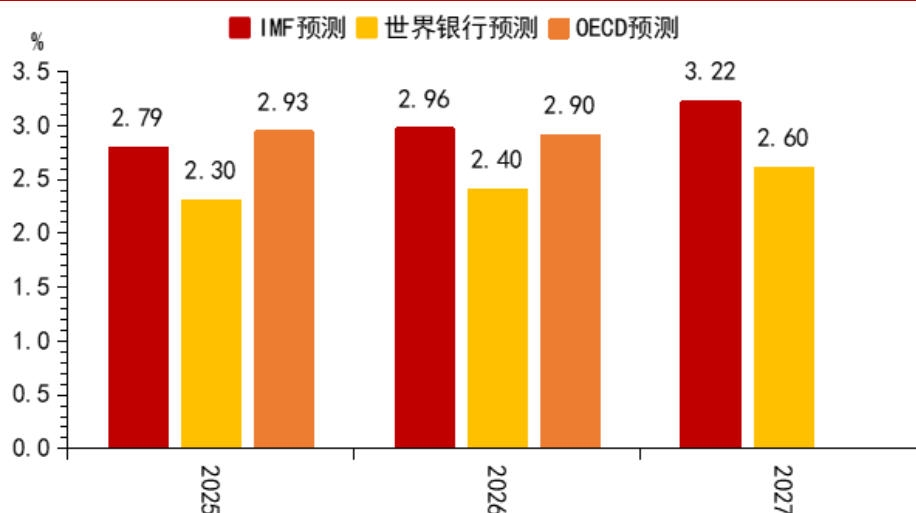
图 20: FOMC 目标利率预测:CME FedWatch Tool

会议时间	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025-06-18										99.80%	0.20%
2025-07-30									18.60%	81.30%	0.10%
2025-09-17								12.00%	59.20%	28.70%	
2025-10-29							5.90%	35.20%	44.20%	14.60%	
2025-12-10						3.90%	25.10%	41.00%	24.90%	5.10%	
2026-01-28					1.50%	12.10%	31.30%	34.70%	17.20%	3.10%	
2026-03-18				0.70%	6.70%	21.50%	33.00%	26.20%	10.30%	1.60%	
2026-04-29			0.20%	2.40%	10.70%	24.50%	31.10%	21.90%	8.00%	1.20%	
2026-06-17		0.10%	1.10%	5.80%	16.30%	27.20%	27.30%	16.30%	5.20%	0.70%	

数据来源: iFinD, 东莞证券研究所 (数据截至 6 月 12 日)

总体来看,我们认为 2025 年下半年,中美贸易缓和背景下全球关税冲突有望逐步趋于稳定,但美国贸易政策与谈判进程仍存在较大不确定性。随着美国关税影响的进一步显现,全球经济增长预期有所放缓,而通胀率下降和多国持续实施的货币宽松政策可能为全球经济活动带来适度提振。此外,考虑到供应链碎片化推高通胀上行风险、全球货币宽松节奏分化、多国面临财政与债务风险,以及地缘政治冲突尚存,下半年全球经济依然面临严峻考验。根据 Wind 数据,截至 5 月 31 日,IMF、世界银行和经合组织预计 2025 年全球经济同比分别增长 2.79%、2.30%和 2.93%。对比上次我们撰写的年度策略报告的预测数据,IMF、世界银行、经合组织均下调了对 2025 年世界经济增速的预测。

图 21: 国际机构对 2025 全球 GDP 实际增长率预测



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

注: Wind 数据显示, OECD 并未对 2027 年全球经济增速进行预测, 故相关数据存在缺失。

2.1.2 国内 2025 年下半年经济与政策展望: 年内经济将延续平稳向好的增长趋势

(1) 2025 年上半年国内经济保持平稳向好态势, 内生增长动能仍需进一步夯实

与培育

2025 年上半年国内经济整体持续复苏向好，内生增长动能仍需培育提升。2025 年年初以来，各项宏观政策持续发力，推动生产供给稳步恢复，新质生产力加快培育，内需扩张稳中有进，就业形势保持总体稳定，经济运行延续积极恢复态势，呈现良好开局。2025 年一季度 GDP 同比增速最终达到 5.4%，较 2024 年四季度提高了 0.1 个百分点，高于市场普遍预期，位列全球主要经济体前列，为全年实现 5% 左右的增长目标奠定了坚实基础。不过从近期宏观数据来看，经济运行仍面临一定边际波动压力，修复基础有待进一步巩固。首先，5 月制造业 PMI 指数虽仍在荣枯线下方，但由于中美贸易摩擦暂缓，逆季节性回升、各分项也多有好转，但当前我国制造业景气水平有所承压，经济修复基础尚需稳固。其次，固定资产投资相对偏弱，1-4 月份全国固定资产投资增长 4.0%，较前值回落 0.2 个百分点；房地产方面，1-4 月地产投资、商品房销售额累计同比降幅有所扩大。最后，消费端方面，尽管以旧换新等促消费政策对家电等耐用消费品形成支撑，但整体消费动能略有波动。4 月份社会消费品零售总额同比增长 5.1%，较前值下滑 0.8 个百分点，显示居民消费复苏尚未形成稳固趋势。此外，在“抢出口”效应的影响下，出口领域维持韧性，部分对冲了内需回落带来的压力。就业端方面，2025 年 1-4 月份，全国城镇调查失业率均值录得 5.23%，比 2024 年同期高 0.05 个百分点，总体保持在合理区间，就业形势总体稳定。整体来看，2025 年上半年国内经济整体保持平稳向好态势，但经济内生增长动能仍需进一步夯实与培育。

通胀方面，CPI 渐进企稳，PPI 延续在负区间波动。受到春节错位的影响，2025 年 2 月 CPI 同比由正转负，为近 12 个月以来首次录得负增长。截至 6 月 6 日的数据显示，2 月至 5 月 CPI 同比增速连续四个月处于负值区间，但随着春节错位因素逐步消退，3—5 月 CPI 同比跌幅有所收窄，“以旧换新”等促消费政策在一定程度上对物价形成支撑。尽管如此，消费需求恢复仍相对缓慢，成为制约物价上行的核心因素，央行在 2025 年一季度货币政策报告中亦指出，当前低通胀的根本原因在于“实体经济供强需弱的矛盾持续存在”。5 月份，CPI 同比增速为 -0.1%，持平于前值；核心 CPI 同比增速录得 0.6%，延续低位运行。PPI 方面，受到国际大宗商品价格阶段性回落、房地产市场疲弱、基建实物工作量不及预期等因素拖累，PPI 同比增速保持在负区间运行。1 月 PPI 同比下降 2.3%，2 月跌幅略有收窄至 2.2%，但此后连续两个月跌幅扩大，至 5 月降幅达到 3.3%。

图 22: GDP 当季同比增速



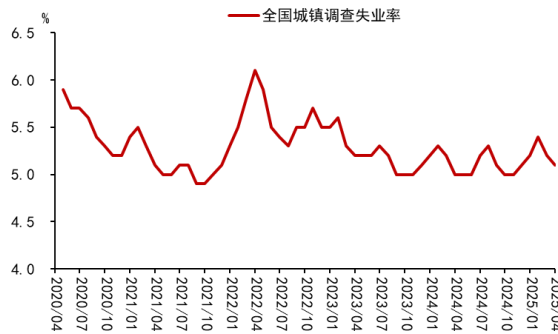
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 23: PMI 指数



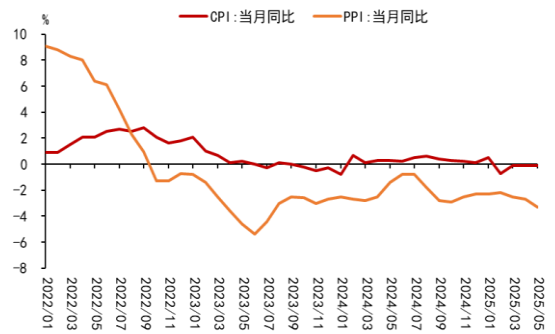
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 24: 全国城镇调查失业率



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 25: CPI 和 PPI 同比增速



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

财政政策方面，地方政府专项债券发行呈现“规模扩大且节奏前置”的特点。

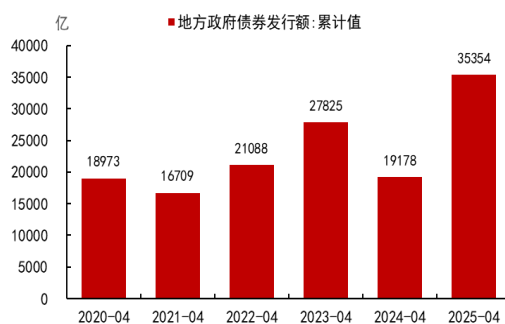
2025 年一季度全国新增专项债发行达 9603 亿元，同比增速达 12.3%，前 4 个月新增专项债累计发行 1.19 万亿元，进度达全年额度的 27.1%，显著快于往年同期。这一趋势源于中央“早发行、早使用、早见效”的政策导向，旨在为重大项目提供资金支撑并释放稳增长动能。同时，超长期特别国债同步推进，与专项债形成协同效应，共同支撑财政支出扩张。在政府债加速发行背景下，全国一般公共预算支出同步增长，一季度同比增幅达 4.2%，反映财政政策对基建投资和民生领域的支撑力度持续强化。数据截至 5 月末，1-4 月全国地方政府债发行总量已突破 3.5 万亿元，较去年同期的 1.9 万亿元，发行规模显著扩大，速度明显加快，专项债资金重点投向市政基建、产业园区及民生工程等领域，有效推动实物工作量形成和经济回升向好。

图 26：国家一般公共支出(累计同比)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

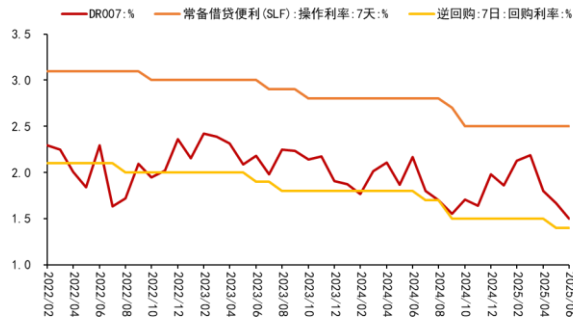
图 27：地方政府债券累计发行额



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

货币政策延续适度宽松基调，精准发力支持经济回升向好。2025 年我国货币政策基调由“稳健”转向“适度宽松”，为 2011 年以来首次发生重大调整。这一变化源于 2024 年 12 月中央政治局会议提出“实施适度宽松的货币政策”要求，标志着货币政策更加聚焦于稳定增长和优化政策传导，以增强对实体经济的支持力度，防止金融资源空转沉淀。今年 5 月货币政策集中发力，央行于 5 月 15 日宣布将金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点，释放长期流动性约 1 万亿元；同时，将汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率调降至 0%，进一步增强对特定领域的信贷投放能力，确保银行体系流动性充裕并有效降低机构负债成本。在利率政策方面，5 月 20 日公布的贷款市场报价利率（LPR）显示，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下调至 3.0% 和 3.5%，较上月各下降 10 个基点。同日，国有大型银行及部分股份制银行同步下调存款利率：活期存款、1 年期定期存款和 3 年期定期存款利率分别下调 5、15 和 25 个基点，调整后分别为 0.05%、0.95% 和 1.25%。此次存款利率的调整幅度整体上超过 LPR 降幅，延续了自 2023 年以来的政策取向，旨在压降银行负债成本、稳定利差水平，从而激励银行增强对实体经济的信贷支持意愿。这一策略有助于拓展社会综合融资成本下行空间，优化信贷结构，协同降低实体经济融资负担。这些措施协同降低实体经济融资负担，优化信贷结构，支持房地产市场止跌企稳，并巩固逆周期调节成效。综合来看，当前货币政策在保持总量适度的基础上，更加注重结构优化和政策协同。通过精准施策，信贷总量平稳增长，有力支撑了稳增长、防风险及高质量发展目标。这些措施强化了金融支持实体经济效能，畅通政策传导，为经济持续增长提供稳固支撑，更鲜明体现以国内经济增长为主的政策导向。

图 28：短期政策利率及市场利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29：中期政策利率及市场利率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

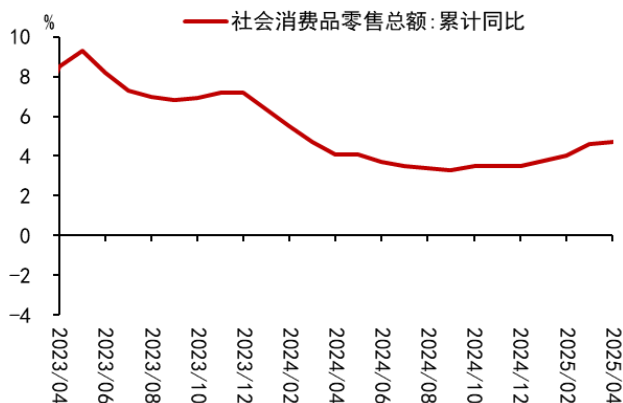
综合 2025 年上半年经济运行情况来看，我国经济在外部环境复杂严峻的背景下展现出较强韧性，呈现复苏向好的态势，经济结构的转型升级也在稳步进行。不过 4 月和 5 月的部分宏观数据显示，当前国内经济复苏动能有所波动，内需不足问题依然突出，经济复苏的基础尚不牢靠，仍需通过增量政策来巩固经济恢复基础。但财政和货币政策仍具备较大的调控空间，为后续巩固经济回升向好提供了有力保障。随着中美经贸磋商成果逐步落地、产业创新动能加速释放及稳增长政策效能持续显现，我们预计 2025 年下半年，中国经济将展现出复苏增长的趋势。

（2）2025 年下半年国内经济展望：年内经济将延续平稳向好的增长趋势

2025 年上半年，国内经济呈现良好开局，一季度国内生产总值增长超市场预期，出口增速表现韧性或是经济表现优于预期的主要因素。从最新的数据来看，PMI 相关指标开始企稳修复，此前“抢出口”效应以及中美贸易缓和，出口数据韧性犹存。此外，在出口偏强和以旧换新带动下生产端表现亮眼，但内需内生动能仍相对较弱，基建投资以及社零均出现增速放缓，地产投资跌幅扩大，反映当前供需之间、宏观微观之间仍有“温差”。展望 2025 年下半年，预计管理层将继续实施积极的政策措施，以稳定经济增长。通过扩大内需和增强市场信心，进一步推动经济增长动能的恢复，从而使下半年经济稳健发展，具体到各细分方面：

消费有望继续成为政策重点，下半年消费需求端扩容、潜力持续释放。2025 年以来消费呈韧性修复的迹象，但由于国内有效需求尚未得到充分释放，增长动能不足，近期消费边际回落。政策方面，2024 年 12 月中央经济工作会议明确提出要“大力提振消费”，并将其作为未来需求侧发力的核心抓手，2025 年政府工作报告也首次将“提振消费”列为政府任务首位，不仅加大了消费品以旧换新力度，也进一步强调扩大大宗商品和服务消费。以上政策均表明，消费正在逐步成为宏观经济逆周期调节的重要工具，特别是在中美贸易摩擦加剧或全球经济不确定增加的大环境下，消费领域的逆周期调节力度可能会进一步增强。1-4 月社会消费品零售总额累计同比录得 5.1%，较前值回落 0.8 个百分点，以旧换新政策依然是消费的重要支撑，内需的内生增长动能依旧偏弱，消费信心仍在修复之中。

图 30：1-4 月社零总额累计同比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

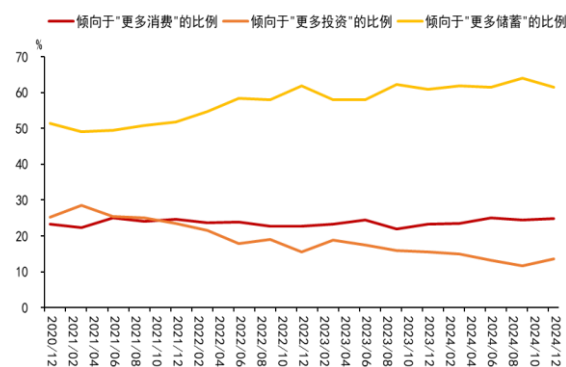
图 31：服务业业务活动预期指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

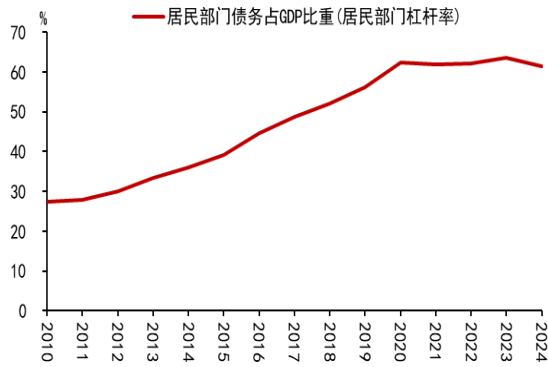
展望 2025 年下半年，消费市场有望在多重政策利好驱动下实现提质扩容，成为内需企稳回升的关键支撑力量。在“即买即退”等离境退税政策加快落地，以及消费品以旧换新政策进一步加码扩围的背景下，相关商品与服务消费有望持续增长，形成新的消费增长动能。当前，尽管居民边际消费倾向仍处于较低水平，但在构建以国内大循环为主体的新发展格局引导下，消费仍将是政策发力的重点领域。预计未来消费政策的制定与执行将呈现出更高的协调性与精准性，逐步构建系统化、稳定化的政策支持体系，或将形成类似“基建专项债”的消费类政策工具的常态化投放机制。另外从结构层面看，消费市场正呈现出多维升级趋势。一方面，像悦己、体验型消费在潮玩、美妆、健康等领域加速渗透，沉浸式文旅、智能穿戴等体验型消费重塑需求结构。另一方面，服务消费持续领跑，银发经济、入境旅游、文体旅融合等新增长点不断涌现，释放出广阔的发展潜力。随着居民出行意愿回升和服务业数字化转型深化，预计商品与服务消费将形成协同效应，为经济高质量发展注入新动能。

图 32：“更多消费”占比保持低位



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 33：居民部门杠杆率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

表 1：2025 年 1—5 月消费政策汇总

月份	重大政策
1 月	1 月 5 日，国家发展改革委、财政部发布的《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》。以旧换新补贴覆盖品类扩展至 12 类，增加对汽车、家电、家装等产品的以旧换新补贴力度。提升数码产品回收循环利用水平。
2 月	2 月 17 日，《优化消费环境三年行动方案(2025—2027 年)》。到 2027 年，通过五大重点行动实现消费环境系统性优化。方案明确文旅市场消费环境将作为改善重点，要求强化服务质量标准建设，推动服务消费升级，包括规范景区服务流程、优化游客体验、开发文旅融合项目等。
3 月	3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》。围绕提振消费、扩大内需部署 8 方面 30 项任务，包括城乡居民增收、消费能力保障、服务消费提质、大宗消费升级、消费品质提升、消费环境改善等，具体措施涵盖工资性收入增长、股市稳定、农民增收、生育养育保障、教育医疗支持等多方面落地政策。
4 月	4 月 8 日，《国家税务总局关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》。对离境退税“即买即退”的主要内容、办理流程 and 施行时间作出明确规定，将该项服务措施从多地试点推广至全国。
	4 月 16 日，商务部等 9 部门印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》，提出 48 条具体任务举措，既涵盖了餐饮、住宿、健康、文化娱乐、旅游休闲、体育赛事等主要行业领域，也包括了旅游列车、空中游览、跳伞飞行、超高清电视、微短剧等新业态、新场景。
5 月	5 月 30 日，五部门组织开展 2025 年新能源汽车下乡活动。选取一批新能源汽车推广比例不高、市场潜力较大的典型县域城市，举行若干场专场活动；以此为中心辐射周边乡镇，结合地区特点开展若干场特色活动。

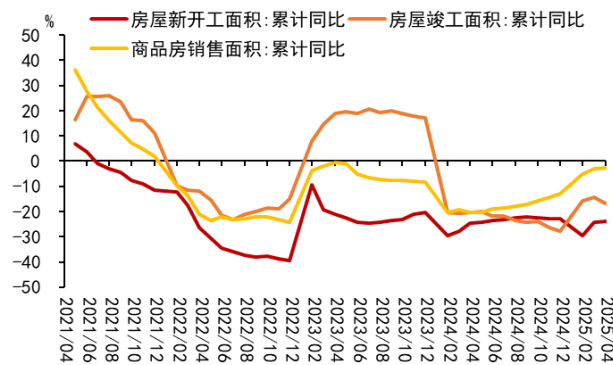
资料来源：中国政府网，中国人民银行，东莞证券研究所

投资端方面，固定资产投资增速或将保持韧性增长，制造业投资或成重要支撑。

地产投资仍然承压，整体维持低位震荡格局。1-4 月房地产开发投资累计同比下降 10.3%，降幅较 1-3 月扩大 0.4 个百分点。4 月房屋新开工面积、房屋竣工面积以及商品房销售面积同比增速分别录得-23.8%、-16.9%和-2.8%，商品房销售较去年同期显著改善。另外，4 月商品房待售面积约为 7.81 亿平方米，处于历史高位区间。地产行业景气度仍处于筑底阶段。

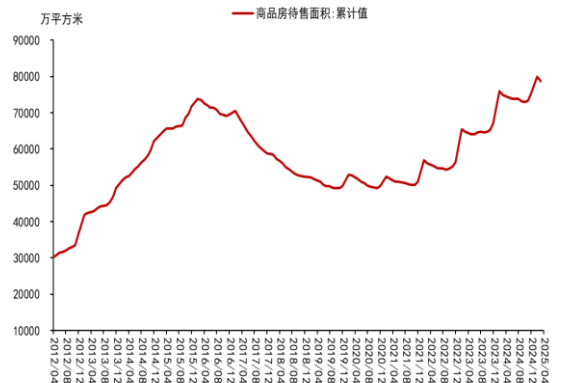
2024 年 9 月中央政治局会议为房地产市场后续发展明确了核心的政策基调，特别在供给端确立了“严控增量、优化存量、提高质量”的指导原则。其中，“严控增量”的明确表述深刻反映出房地产投资已逐渐淡出短期稳增长政策工具箱中的优先选项，不再作为需求侧调节的主要手段，预示着行业增量投资规模将受到持续约束。在此政策框架下，预计 2025 年下半年房地产投资将继续维持低位运行态势。2024 年房地产市场对消费形成的负向拖累逐步减弱，而 2025 年以来房价环比企稳迹象持续增强，为居民资产预期修复提供了基础。值得注意的是，尽管 2024 年房地产市场的下行对消费形成的抑制效应已开始逐步减弱，且进入 2025 年以来房价环比企稳的积极信号持续显现，这为居民部门的资产预期边际改善奠定了初步基础，但综合判断，房地产行业的整体景气度回升预计仍将是一个相对缓慢且渐进的过程，关注新房销售以及房地产开发商的财务情况。

图 34：房地产相关数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 35：商品房待售面积

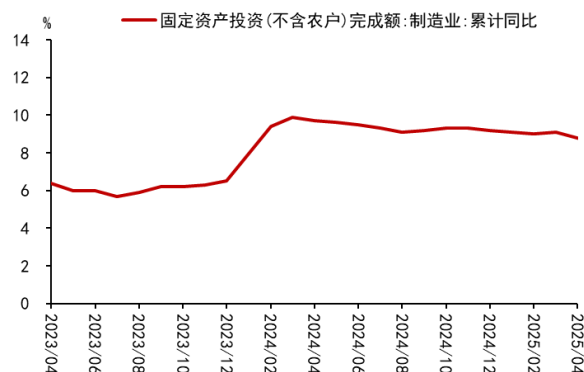


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

制造业投资方面，下半年制造业投资有望维持高速增长，制造业将加快转型升级。

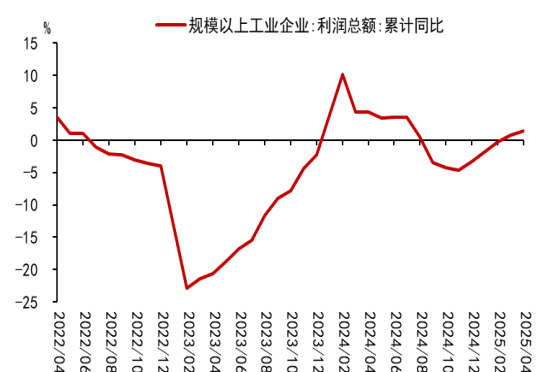
2024 年制造业投资增速突破 9% 后始终保持在 8% 以上强劲区间，2025 年 1—4 月累计同比增长 8.8%，较一季度仅微降 0.3 个百分点，展现超预期韧性。尽管下半年可能面临“抢出口”效应消退、设备自然更新周期收尾以及“反内卷”政策加码等阶段性压力，但多重积极因素将持续支撑制造业投资动能：首先，以“新质生产力”培育为核心的政策体系正形成叠加效应，“两新”政策框架下的大规模设备更新已显成效，继续为制造业投资增速提供支持。在培育新质生产力的战略导向下，高技术制造业投资动能具备中长期延续潜力，特别是在制造业高质量发展持续推进过程中，智能化改造和数字化转型将成为重要突破口。预计后续政策将重点聚焦工业企业智能化改造激励、数字经济项目引进奖补等维度，通过构建“技术革新-设备迭代-效能提升”的正向循环机制，持续强化制造业转型升级动力。值得强调的是，1—4 月规模以上工业企业利润累计同比上升 1.4%，较一季度提升 0.6 个百分点，显示企业盈利已进入企稳修复通道，这为投资扩张提供了微观基础支撑。综合研判，在内需市场企稳修复与政策工具箱协同发力的双重作用下，叠加制造业向全球价值链中高端攀升的战略需求，2025 年下半年制造业投资仍将保持较强韧性。

图 36：制造业投资累计同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

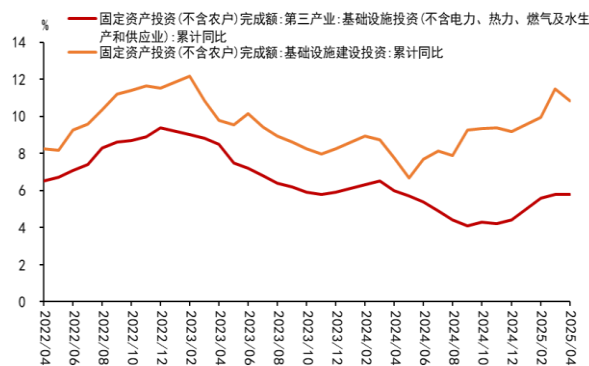
图 37：规模以上工业企业利润累计同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

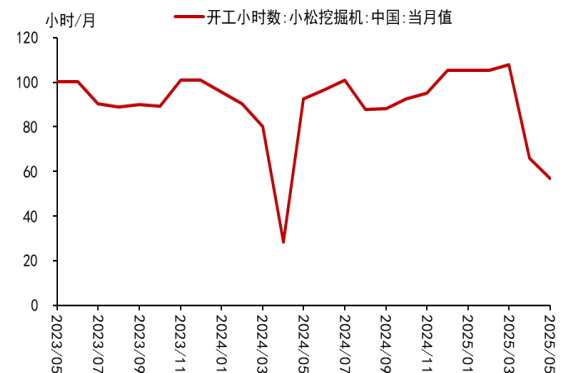
基建投资方面，预计将延续稳中有进的发展态势。2025 年上半年，基建投资延续稳中向好态势，国家层面持续强化宏观政策逆周期调节作用。国家统计局数据显示，在外部环境复杂多变、国内有效需求承压的背景下，基建投资作为经济“压舱石”保持平稳增长，基础设施投资增速高于全部投资增速，大规模设备更新政策对固定资产投资的贡献率显著提升。大规模设备更新政策实施效果逐步显现，固定资产投资结构持续优化。2025 年 1—4 月，设备购置投资对整体投资增长的贡献率达 64.5%，显示出政策在提振有效投资方面的显著成效。基建投资作为逆周期调控的重要抓手，在下半年仍需保持较高强度投入，以进一步巩固经济回升向好的势头。专项债券和超长期特别国债的加速落地为基建投资提供了坚实的资金保障。截至 5 月底，全国新增专项债发行规模已达 1.63 万亿元，1 万亿元超长期特别国债亦已全部安排用于“两重”“两新”重点领域，项目落地与资金拨付效率明显提升。预计在专项债、特别国债及中央预算内投资协同发力下，基建投资维持稳中向好态势，为巩固经济回升提供坚实支撑。

图 38：基建投资数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 39：挖掘机开工小时数

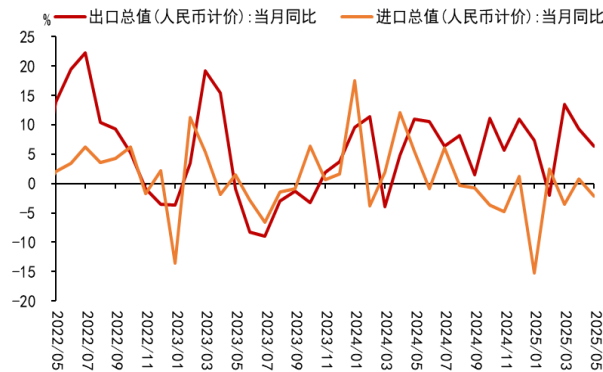


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

外贸方面，2025 年上半年出口呈现较强韧性，下半年出口或面临真正考验。尽管面临美国新一轮加征关税的外部压力，我国出口在 1—5 月依然实现人民币计价累计 10.67 万亿元，同比增长 7.2%，展现出较强的韧性与抗压能力。当前出口增长韧性的形成，主要得益于我国完善的产业链体系、产品性价比优势及企业国际化经营能力的不断提升。展望 2025 年下半年，出口面临的外部不确定性有所上升，或面临双重压力测试：一是美国主导的全球关税战引发外需收缩效应逐步显现，二是中美经贸磋商进程存在政策反复风险。但基于我国产业基础优势和企业全球化布局形成的双重防线，预计我国下半年出口仍将保持一定韧性。产业方面，我国出口产品在“新三样”等机械品领域具有较强竞争力，叠加地缘政治因素催生的供应链重塑趋势，我国在全球供应体系中的战略地位进一步巩固。此外，“转口抢出口”现象已在出口数据中有所体现：2024 年四季度至 2025 年一季度，我国对美出口占比下降 0.78%，而对欧盟及新兴市场的出口占比同步上升，显示出口市场进一步多元化。进口方面，受制于国内需求恢复节奏和政策空间制约，加之全球贸易环境的不确定性依然较高，进口增速中枢

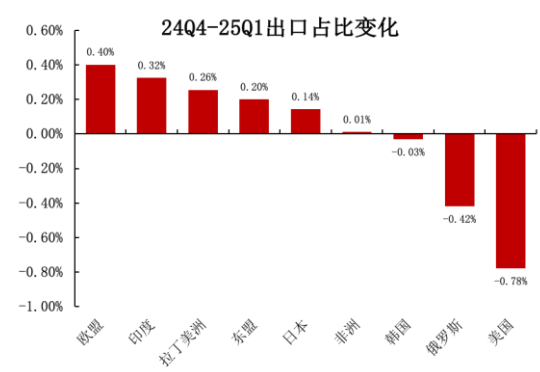
整体趋于下行。但随着下半年稳增长和扩内需政策的逐步落地，以及低基数效应的显现，进口需求有望呈现温和修复态势。

图 40：中国进口与出口同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

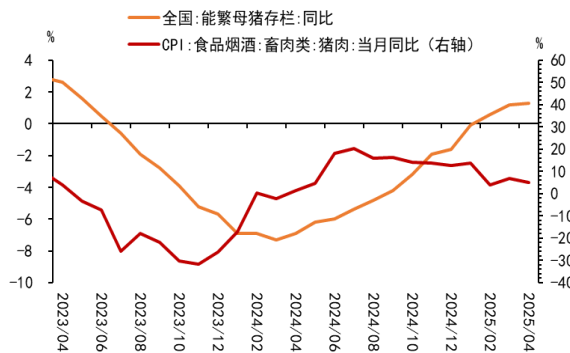
图 41：24Q4-25Q1 出口占比变化



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

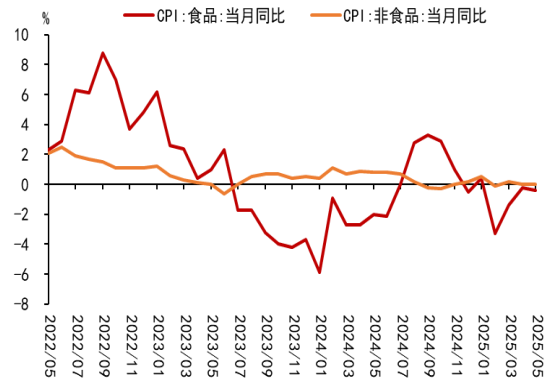
通胀方面，年内 CPI 有望边际修复，PPI 或维持低位运行。截至 2025 年 5 月，CPI、PPI 连续 4 个月同步负增，PPI 创阶段性新低，除国际油价等外部输入性因素扰动外，内需不足与市场预期偏弱仍是核心制约因素，增量政策加力仍有空间和必要。CPI 方面，2025 年政府工作报告将全年 CPI 涨幅目标设定为 2%，这不仅体现了对价格水平合理回升的政策预期，也为货币政策调控提供了明确方向。考虑到当前 CPI 仍处于较低水平，未来政策有望围绕该目标开展结构性发力。与此同时，央行亦多次强调“将促进物价温和回升作为货币政策的重要考量”，因此后续仍具备实施降准、降息等宽松措施的可能性。综合判断，我们预计 2025 年下半年 CPI 同比增速有望边际修复。PPI 方面，考虑出口面临不确定性、地产销售疲弱、内需内生增长动能不足等多重因素叠加，预计 2025 年下半年 PPI 大概率延续低位震荡。短期需重点关注中美欧关税谈判进程，预计 6—7 月或成为阶段性博弈窗口期。尽管外部面临不确定性，但我国扩张性政策基调不会动摇，需求端政策工具箱将进一步丰富完善，其中推动物价合理回升将成为政策协同发力的关键着力点。整体而言，当前政策周期正处于存量措施消化与增量工具酝酿的转换阶段，宏观政策将持续聚焦扩内需主线和供给侧改革深化，通过提升居民消费能力、优化投资结构等长效机制建设，筑牢经济回升向好的价格基础。

图 42：猪肉价格与能繁母猪同比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 43：食品与非食品价格同比增速



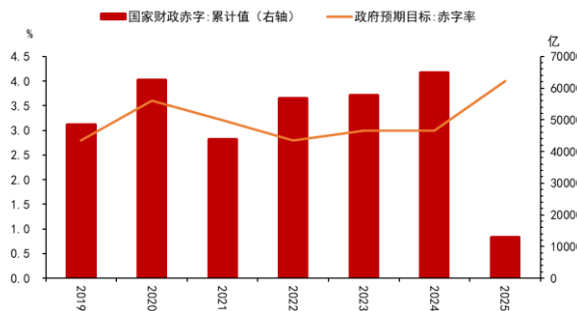
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

预计下半年财政政策将维持积极定调，财政支出结构上也更多元化。财政政策方面，2025 政府工作报告中提出，实施更加积极的财政政策。从一般公共预算来看，财政支出强度明显加大。政府工作报告提到，2025 年一般公共预算支出规模 29.7 万亿元，相较 2024 年增加 1.2 万亿元。预计将通过加快各项资金下达拨付的方式，尽快形成实际支出，结构上则更加注重惠民生、促消费、增后劲，切实提高资金使用效益。此外，2025 年国家财政赤字率按 4% 安排，赤字规模达 5.66 万亿元，较上年增加 1.6 万亿元，赤字水平和赤字规模均为近年最高。总体来看，4% 的赤字率符合中国经济运行整体向好的客观实际、向外界释放积极的信号，也有助于控制政府债务水平，增强财政的持续性，并为未来可能出现的风险和挑战留出政策空间。另一方面，为强化超常规逆周期调节，中央财政拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，规模上比上年增加 3000 亿元、新增地方政府专项债务限额 4.4 万亿元，并从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于置换隐性债务。特别国债的发行将为基建投资提供充足资金，预计二三季度基建投资增速将继续受到支撑。财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等政策工具，视情况仍有进一步扩张空间，同时将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策。综合来看，2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元，较 2024 年增加 2.9 万亿元。特别是在政府性基金预算方面，预计财政政策有望更为积极。

财政支出方面，2025 年 1—4 月我国广义财政支出呈现显著前置发力特征，累计同比增速达 7.2%，较一季度提升 1.6 个百分点，支出进度完成 28.4%，超越过去五年均值水平，展现出财政对经济的有力支撑。值得注意的是，财政支出结构持续优化，民生领域支出占比提升至 6.6%，教育、社保就业等社会性支出增速分别达 7.4% 和 8.5%，凸显“投资于人”“服务于民生”的政策导向。面对 4 月政治局会议指出的“经济回升基础尚需巩固、外部冲击加大”的复杂环境，下半年财政政策或沿双轨路径加力提效：一方面通过 3 万亿元待发专项债及 1.5 万亿元超长期特别国债额度释放，维持广义财政支出中枢稳定；另一方面聚焦结构化政策工具创新，包括消费“以旧换新”扩

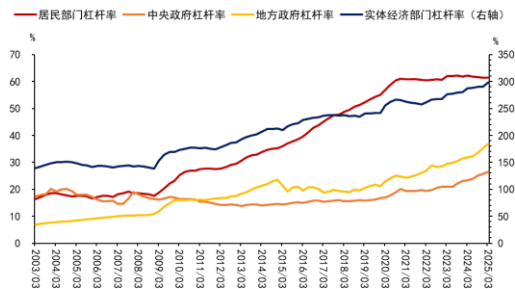
围、外贸减税降费及城市更新项目专项债扩容等定向发力，形成总量支撑与结构优化的政策组合，确保在经济复苏动能切换过程中有效平滑波动，为全年 5% 左右增长目标的实现提供持续性财政保障。

图 44：财政赤字与比率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 45：宏观杠杆率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

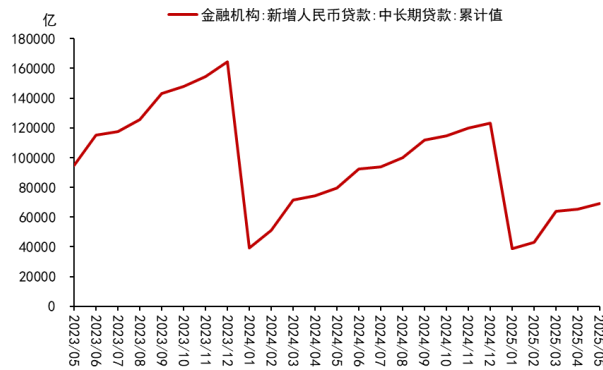
货币政策方面，将延续适度宽松基调，降准、降息仍有空间。货币政策方面，2024 年 12 月中央政治局会议将货币政策基调由“稳健”调整为“适度宽松”，此次货币政策基调调整是时隔 14 年后货币政策重回宽松。2025 年以来，央行通过逆回购、MLF 等操作持续投放中短期流动性，并在 5 月通过降准、降息、调整结构性货币政策、优化货币政策工具以及创新工具支持等一揽子措施释放积极信号，体现政策的延续性。从国内来看，当前我国物价仍低位运行，外需面临压力，内需内生增长动能不足。同时，央行在 2025 年一季度货币政策报告中提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，鉴于当前物价回升缺乏足够支撑，对货币政策“适度宽松”的延续性形成了现实基础。往后看，我们认为鉴于当前通胀水平仍然较低，预计货币政策将继续保持适度宽松的基调，以促进实体经济的有效融资需求恢复，稳固经济运行。2025 年后续降准和降息的政策调整空间仍然存在。此外，后续央行将持续实施结构性政策，以保持货币信贷的合理增长，预计货币流动性将大概率保持在合理充裕的水平，为国内经济增长提供良好的金融环境。

海外市场方面，市场对美联储的宽松预期仍锚定于年内两次降息。数据显示，美国 4 月 CPI 和核心 CPI 呈现边际企稳态势，而其推进的全球对等关税政策目前尚未对其国内通胀水平构成实质性传导效应，叠加 5 月非农就业数据维持相对韧性，进一步强化了美联储采取“数据依赖”式观望立场的必要性。在当前美方仍处于与主要贸易伙伴磋商谈判阶段，且通胀及就业表现相对平稳的背景下，短期内美联储仍具备维持利率水平不变、延后启动宽松周期的空间。在此背景下，我国货币政策调整窗口仍具弹性，可依托美联储政策转向节奏与国内经济修复进程的动态平衡，灵活运用总量工具释放流动性以稳定内需，同时为应对潜在外部冲击预留政策空间，从而在“稳增长”与“防风险”的双重目标下实现宏观调控的精准施策。

总的来看，适度宽松的货币政策基调以及一季度货币政策执行报告中对稳增长的支持，预示着 2025 年下半年宏观政策将继续强化和提高效率。预计 2025 年 GDP 可实现 5% 左右的目标水平。鉴于此，后续可以适度开放对扩张性政策的预期，经济复苏的

步伐预计将会加快并趋于稳定。

图 46：新增人民币中长期贷款累计值



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 47：社融存量同比增速

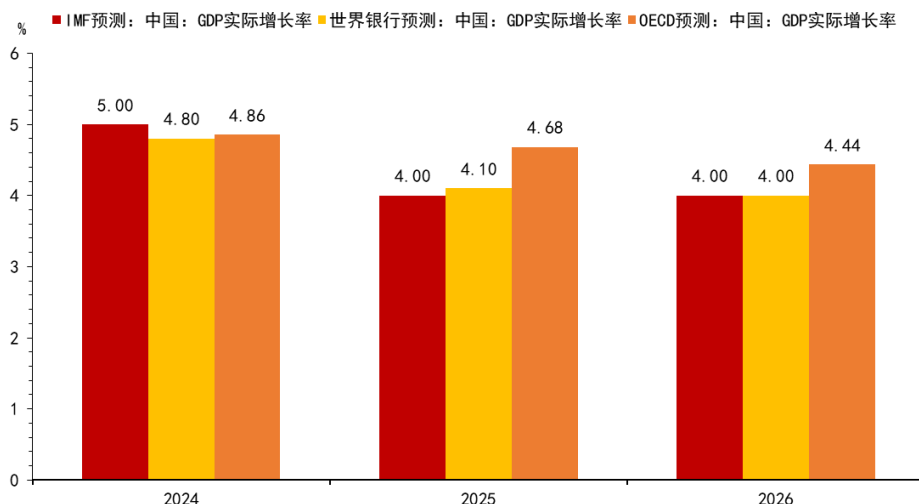


数据来源：iFind，东莞证券研究所

整体来看，外部环境方面，全球经济增长延续分化格局，地缘政治博弈加剧与贸易保护主义抬头构成主要扰动因素。欧洲能源价格高企与通胀反复压力犹存，美国关税政策外溢效应或推升全球供应链成本，进一步加剧不确定性。国内市场方面，2025 年下半年中国经济将在结构优化与政策协同发力中延续复苏态势。国内经济持续释放积极信号，财政货币政策保持积极有为、适度宽松基调，超长期特别国债与设备更新改造等增量政策加速落地形成实物工作量。制造业转型升级与战略性新兴产业培育推动新质生产力发展，成为经济增长新动能。消费端在政策支持与预期改善双重作用下渐进回暖，服务消费扩容与民生领域改革有望持续释放内需潜力。面对外部环境不确定性，我国坚持以我为主的宏观政策框架，通过深化改革激发市场活力，依托超大规模市场优势增强内生发展韧性。展望 2025 年下半年，国内经济有望进一步夯实复苏基础，延续平稳向好的增长趋势。

根据同花顺 iFind 数据，截至 5 月 28 日，IMF、世界银行以及 OECD 对我国 2025 年 GDP 同比增速的最新预测分别为 4.00%、4.10%和 4.68%，整体对我国未来经济增速维持稳步增长的预期。

图 48：国际机构对中国经济增速预测



数据来源：同花顺 iFind，东莞证券研究所

表 2：2025 年 1—5 月重大经济政策汇总

月份	重大政策
1 月	1 月 13 日，央行与外汇局将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数由 1.5 上调至 1.75，扩大融资空间。
	1 月 20 日，央行印发《支农支小再贷款管理办法》，合并支农、支小再贷款为“支农支小再贷款”，支持 6 类地方法人金融机构扩大对涉农、小微和民营企业的信贷投放。
3 月	3 月 5 日，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确金融“五篇大文章”重点领域和主要着力点。
	3 月 5 日，国务院总理作 2025 年政府工作报告。设定 GDP 增长目标 5%，财政赤字率 4%，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费以旧换新；推进科技创新（人工智能、绿色技术等）和房地产稳定（保交楼、城中村改造）。
4 月	4 月 24 日，2025 年超长期特别国债首次发行，其中 20 年期 500 亿元，30 年期 710 亿元。根据安排，两种期限的国债在 4 月 29 日起上市交易。
	4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。
5 月	5 月 7 日央行宣布降准 0.5 个百分点（释放 1 万亿流动性）、降息 0.1 个百分点，并调整结构性货币政策工具利率；同步降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
	5 月 9 日，中国人民银行发布一季度货币政策执行报告，明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。
	5 月 14 日，科技部等 7 部门提出 15 项政策举措，包括设立“国家创业投资引导基金”，支持科技型企业成长，推动科技成果转化，培育新质生产力。
	5 月 15 日，国务院召开做强国内大循环工作推进会，国务院总理在会上强调，要深刻认识和准确把握

握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，推动我国经济行稳致远，努力实现高质量发展。

资料来源：中国人民银行，中国政府网，人民网，财政部，东莞证券研究所

2.2 2025 年下半年资本市场展望：全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场

自 2024 年 9 月以来，A 股市场流动性持续改善，两市成交额中枢明显抬升。尤其 2025 年 4 月后，面对全球股市剧烈波动带来的外部冲击，国内资本市场各方力量积极行动——央行、汇金公司、央企、保险资金、社保基金以及上市公司等市场主体，通过集中增持、股份回购等多种方式，持续为 A 股注入增量资金，充分彰显对中国资本市场的长期信心。政策层面同步释放积极信号。4 月 26 日中央政治局会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策，持续稳定和活跃资本市场”。5 月 7 日，“一行一局一会”联合推出一揽子金融政策，有效提振了资本市场投资者信心和活跃度，正加速形成“金融活水滋养实体经济”的良性循环。

展望 2025 年下半年，我们认为政策将全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场。首先，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足当下、着眼长远，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。三年长周期考核机制下，监管层三措并举引导险资加大入市力度。政策积极疏解理财资金入市堵点，发展壮大权益类基金，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。其次，上市公司将更为积极地运用资本工具箱，提升市值管理效能。上市公司加大增持、回购、分红力度，持续提升公司投资价值，为投资者创造更大价值。政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下常态化退市机制将平稳运行。

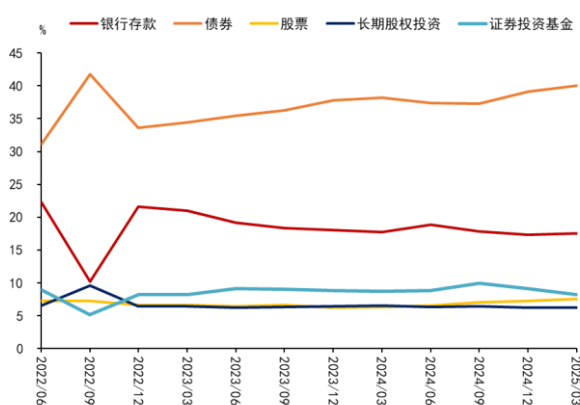
2.2.1 大力推动中长期资金入市，形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环

作为资本市场的“压舱石”和实体经济的“助推器”，中长期资金是维护市场稳定、促进经济发展的专业投资力量。当前及未来一个时期，大力推动各类中长期资金入市，增强其权益投资能力，不仅有助于优化资本市场资金结构与供给，巩固市场向好态势，更能有效提升其长期投资回报，实现资金保值增值、资本市场稳健运行和实体经济高质量发展的多赢格局。展望 2025 年下半年，我们认为，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足当下、着眼长远，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。

三年长周期考核机制下，监管层三措并举引导险资加大入市力度。针对险资，早在 1 月的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中曾强调，将提升商业保

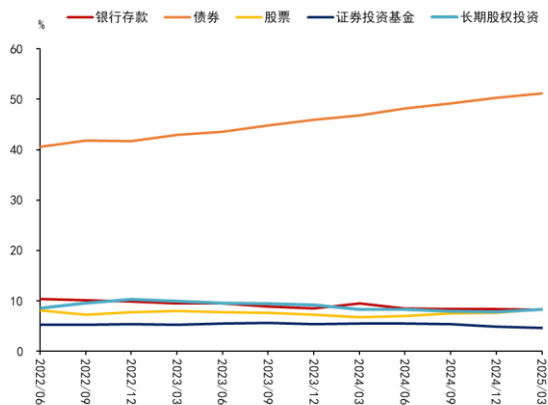
险资金 A 股投资比例与稳定性。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。同时力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，这意味着每年将为 A 股市场带来至少数千亿元的长期增量资金。而在 5 月“一行一局一会”的新闻发布会上，金融监管总局三措并举引导险资加大入市力度。一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围，为市场注入更多的增量资金。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。三是推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。截至 2025 年 3 月，财产险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 7.56%、6.25% 和 8.24%。人身险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 8.43%、8.27% 和 4.66%。低利率环境下，固定收益类资产收益率普遍下滑，其配置压力显著增加。同时，三年长周期考核机制的引入，有望提升保险资金对权益类资产短期波动的容忍度，增强其配置意愿。在此背景下，预计 2025 年下半年险资将适度增配权益资产。

图 49：财产险公司各资产占资金运用余额比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 50：人身险公司各资产占资金运用余额比例

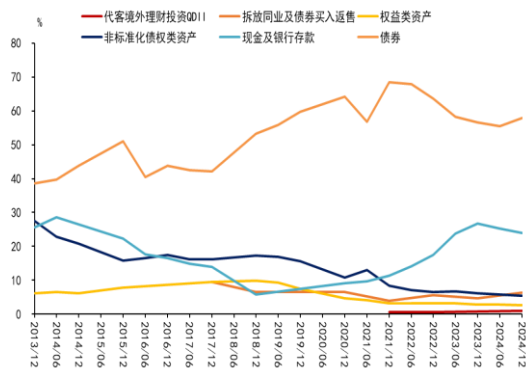


数据来源：Wind，东莞证券研究所

疏解理财资金入市堵点，引导理财资金配置权益资产。新“国九条”强调，将鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。随着债券利率中枢下行，理财产品收益率走低，业绩比较基准承压下行，理财公司获取中高收益资产难度加大。在利率中枢下行的大背景下，银行理财加大布局权益投资，可拓宽理财产品的收益率区间，满足不同风险收益偏好投资者需求。截至 2024 年 12 月，理财产品投资资产余额为 32.13 万亿元，较 2024 年 6 月增加 1.57 万亿元。而权益类资产占理财产品投资资产比例仅为 2.58%，较 2024 年 6 月回落 0.2 个百分点。或受投资者对长期限的产品接受度不足影响，银行理财产品投资面临期限错配的影响，理财业务仍主要以投资现金及债券市场为主，权益类资产占比依然较低。进入净值化时代后（2022 年至今），其委托期限分布亦反映了这一趋势：2022 年 7 月至 2025 年 6 月初发行的产品中，委托期超过 3 年的仅占 2.06%，而期限在 1 年及以内的则高达 52.66%。未来加大银行理财长期限产品的发行或将有利于培育长期资本、耐心资本。同时政策或将优

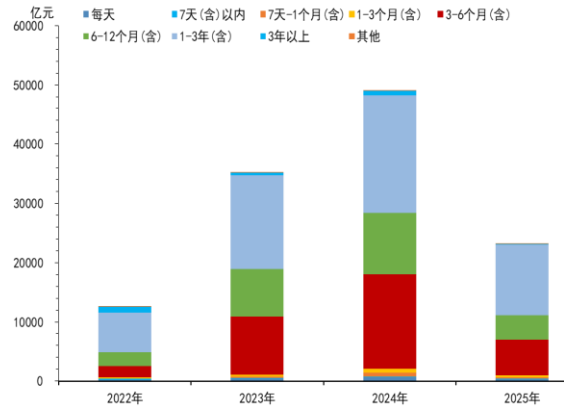
化 R4/R5 评级理财产品首次购买需临柜面签的情况，增加第三方渠道平台代销理财产品等以打通理财资金入市堵点，推动理财资金入市。

图 51：理财产品投资资产占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 52：银行理财新发规模统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

发展壮大权益类基金，推动公募基金高质量发展。为发展壮大权益类基金、推动公募基金行业高质量发展，国家近期出台了一系列关键政策。1 月发布的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，为公募基金锚定了明确的 A 股配置增长目标：未来三年持有流通市值年增长率不低于 10%。针对公募基金行业的经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题，5 月落地的《推动公募基金高质量发展行动方案》聚焦四大关键方向：强化投资者利益绑定、增强基金投资行为稳定性、提升投资者服务能力，并将发展壮大权益类基金作为核心工作导向。该《行动方案》为行业高质量发展提供了清晰的路线图和强有力的政策支持。通过这套以投资者利益为中心的制度化改革，将显著提升公募基金的普惠金融价值与居民财富配置吸引力，有效助力构建资本市场长期资本机制，夯实市场长期健康发展的基础。

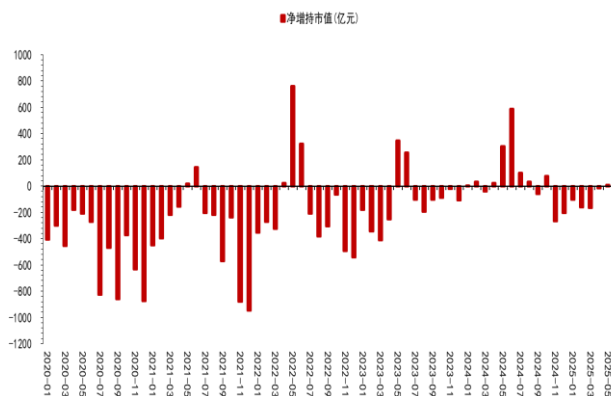
政策全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，积极呵护市场。面对 4 月初的市场波动，一系列重磅发声释放维护资本市场平稳运行的积极信号。中国人民银行表示，坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场平稳运行。金融监管总局发布通知，上调权益类资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，为实体经济提供更多股权性资本。另外，国务院国资委将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度，切实维护全体股东权益，持续巩固市场对上市公司的信心，努力提升公司价值，充分彰显央企责任担当。多家央企宣布增持股票资产，上市公司发布回购或增持计划公告，以真金白银来表达对未来发展的坚定看好，商业银行回购增持贷款，全力护航资本市场发展。若后续市场出现波动，我们认为中央汇金公司、全国社保基金、证券基金机构、银行保险机构等将积极增持二级市场，发挥好资本市场“稳定器”作用，有效平抑市场异常波动。

2.2.2 资本工具箱协同发力，上市公司提质跃升

2024 年 4 月“国九条”落地标志着新一轮资本市场改革启动，与配套制度规则共同形成“1+N”政策体系。减持新规、政策鼓励企业加大回购增持及分红力度，央行创设两项新的货币政策工具支持股票市场等措施，有力引导并约束上市公司强化股东回报（加大分红、回购力度），落实市值管理责任，切实提升投资价值，为投资者创造长期回报。展望 2025 年下半年，我们认为上市公司将更为积极地运用资本工具箱（如分红、回购、增持等），做好市值管理，最终提高投资者获得感。

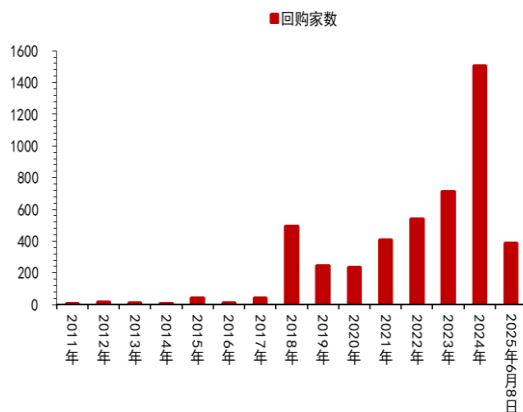
上市公司加大增持回购分红力度，持续提升公司投资价值，为投资者创造更大价值。增减持方面，2025 年 1 至 5 月，企业的重要股东呈净减持态势，净减持市值达 436.90 亿元。回购方面，基于对资本市场及公司未来发展的信心，综合考虑公司近期股票价格、经营财务状况、未来盈利能力和发展前景等，上市公司积极进行回购。截至 2025 年 6 月 9 日，按董事会预案公告日进行统计，共有 386 家 A 股上市公司发布回购方案。分红情况方面，当前上市公司不断加大分红力度，增加分红频次。2024 年年报有 3623 家上市公司宣布现金分红，较 2023 年年报减少 197 家；2025 年一季度报有 11 家上市公司宣布现金分红，较 2024 年一季度报减少 2 家。从股息率来看，截至 2025 年 6 月 6 日，沪深 300 指数的股息率(近 12 个月)为 3.45%，股息率位居全球主要股指前列，仅次于恒生指数（4.07%）。展望 2025 年下半年，我们认为上市公司将继续加大增持回购分红力度，持续提升公司投资价值，做好市值管理。

图 53：企业重要股东的增持力度有待加强



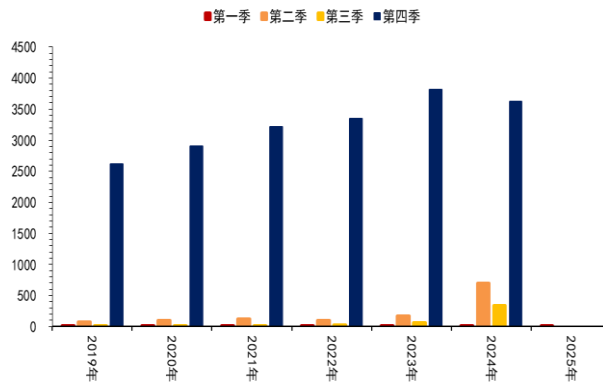
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 54：企业回购家数



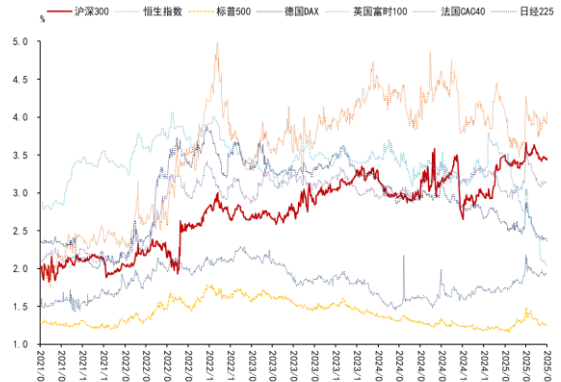
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 55：现金分红家数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

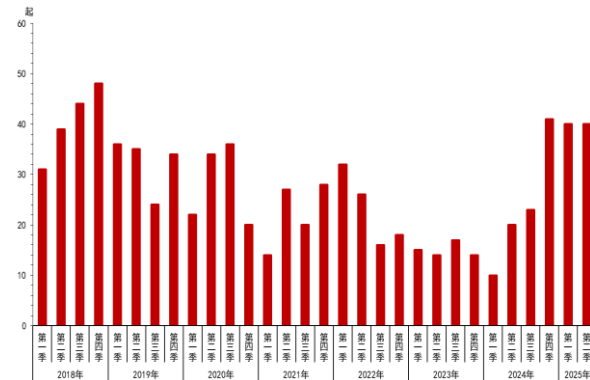
图 56：各大指数股息率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。证监会在 2025 年 5 月强调，2024 年 9 月“并购六条”发布以来，沪深两市披露重组项目近 1400 单，同比增长 40%，其中重大资产重组超 160 单，同比增长 2.4 倍。截至 2025 年 6 月 7 日，2025 年第一季度和第二季度中国上市公司并购重组数量分别为 40 起和 40 起，较 2024 年同期分别增加 30 起和 20 起。并购重组的主要目的集中于横向整合和战略合作，重组形式主要为发行股份购买资产或协议收购，民营企业是并购重组的主要参与者。展望 2025 年下半年，我们认为在 IPO 节奏放缓、部分行业产能过剩以及新一轮国企改革的背景下，后续并购重组相关政策或将继续落地，以更大力度支持上市公司并购重组，围绕产业逻辑“强身健体”、激发活力、提高质量，不断提升创新能力以及风险抵御能力。

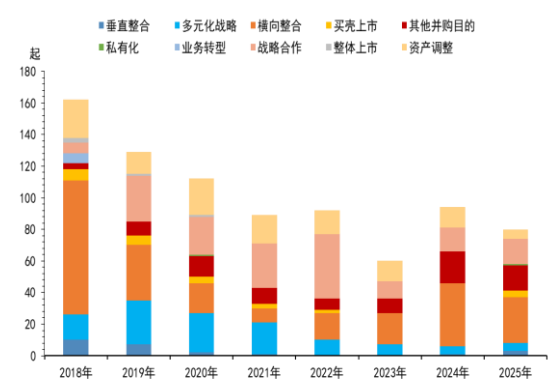
图 57：上市公司并购重组数量统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：按首次披露日期统计，选择重大重组事件，并剔除“失败”“未通过”“停止实施”和“中止审核”情形。同时剔除空值数据。数据截至 2025 年 6 月 7 日。

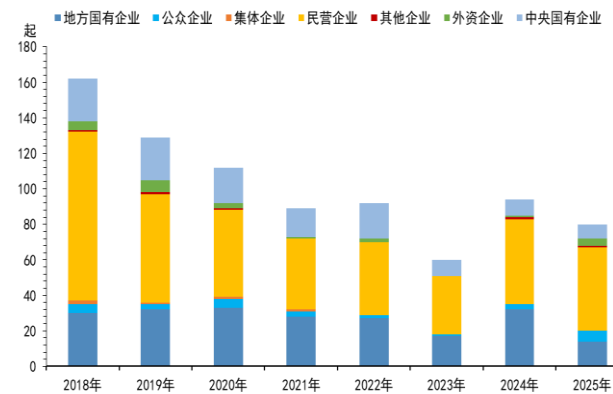
图 58：上市公司并购重组目的统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：按首次披露日期统计，选择重大重组事件，并剔除“失败”“未通过”“停止实施”和“中止审核”情形。同时剔除空值数据。数据截至 2025 年 6 月 7 日。

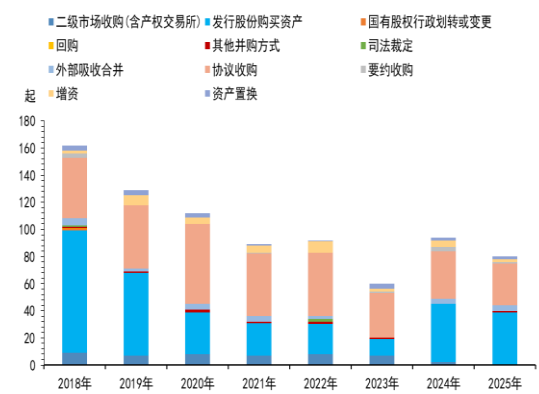
图 59：上市公司企业属性统计



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：按首次披露日期统计，选择重大重组事件，并剔除“失败”“未通过”“停止实施”和“中止审核”情形。同时剔除空值数据。数据截至 2025 年 6 月 7 日。

图 60：上市公司并购重组形式统计



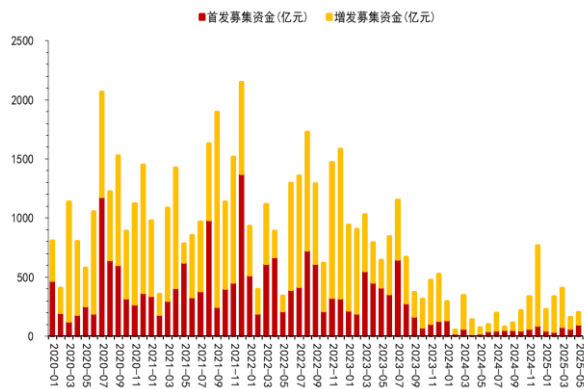
数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：按首次披露日期统计，选择重大重组事件，并剔除“失败”“未通过”“停止实施”和“中止审核”情形。同时剔除空值数据。数据截至 2025 年 6 月 7 日。

机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。2024 年 9 月央行宣布创设两项新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款。互换便利增强参与主体的资金获取能力，回购增持再贷款为发放相关贷款的商业银行提供了低成本资金，两项工具的市场参与主体自主决策购买股票的时机和规模。5 月央行强调，目前，互换便利工具已经开展了 2 次操作、总金额 1050 亿元；超过 500 家上市公司、主要股东公告使用贷款回购增持股票，贷款总金额约 3000 亿元。5 月相关部门优化两项支持资本市场的货币政策工具，提高政策的实施效率：一是将两项工具总额度 8000 亿元合并使用，额度打通后两个工具都可以用，有助于提升工具便利性、灵活性，更好满足不同类型市场主体需求。二是在互换便利方面，证监会将参与机构范围由首批 20 家券商基金扩大到 40 家的备选机构池，质押品范围纳入了港股、限售股等，并指导金融基础设施降低业务收费标准。三是回购增持再贷款方面，将贷款最长期限由 1 年延长到 3 年，鼓励银行发放信用贷款，将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从 30% 下降到 10%，同时将中国诚通控股和中国国新控股这两个国有资本运营平台纳入到支持范围，两家公司已经宣布拟使用工具资金合计 1800 亿元，用于增持上市公司股票。展望 2025 年下半年，我们认为两项工具内嵌了逆周期调节属性，主要发挥托底作用。在资本市场被明显低估时，证券业机构、上市公司和主要股东将会有更强意愿使用两项工具提供的低成本资金去购买股票，从而阻断市场走弱的负向循环。如 2024 年的 11 月份、2025 年元旦前后，以及 4 月初美国滥施关税带来冲击时，互换便利使用量明显增加，上市公司回购增持也比较活跃。由此建立的内在稳定机制，发挥了两项工具校正资本市场超调、稳定市场预期作用。若后续市场出现波动，机构将积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。

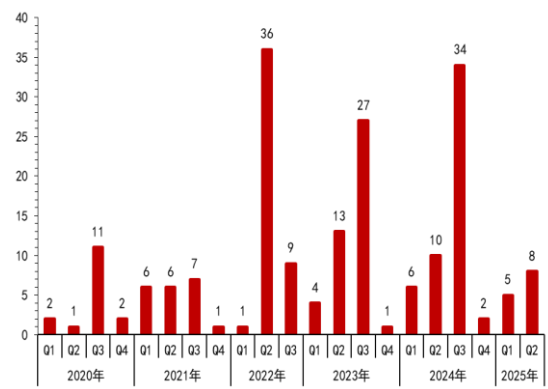
一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下常态化退市机制将平稳运行。自 2023 年 8 月一二级逆周期调节以及 2024 年新“国九条”严把上市关以来，股权融资保持低位。截至 2025 年 5 月 31 日，2025 年 IPO 和再融资募集金额分别为 328.50 亿元和 1008.58 亿元，较 2024 年同期分别增加 68.73 亿元和 354.31 亿元，股权融资总体规模仍维持在较低水平。随着一二级市场不断协调发展，发挥逆周期调节作用，市场融资规模和节奏更加科学合理。退市方面，截至 2025 年 6 月 9 日，2025 年共有 13 家 A 股上市公司退市。市场优胜劣汰机制正在逐步形成，严监管下常态化退市机制将平稳运行。

图 61：A 股月度融资金额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 62：退市家数（家）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

总的来看，展望 2025 年下半年，我们认为政策将全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场。首先，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足当下、着眼长远，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。三年长周期考核机制下，监管层三措并举引导险资加大入市力度。政策积极疏解理财资金入市堵点，发展壮大权益类基金，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。其次，上市公司将更为积极地运用资本工具箱（如分红、回购、增持等），做好市值管理。上市公司加大增持回购分红力度，持续提升公司投资价值，为投资者创造更大价值。政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下常态化退市机制将平稳运行。

2.3 市场因素分析：业绩与估值回升，机构参与度有望回暖

2.3.1 盈利：A 股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续

此前上市公司公布了 2024 年年报和 2025 年一季报数据，2024 年我国经济总体呈现“前高、中低、后稳”的态势，外贸出口超预期，叠加一揽子增量政策落地后，中央基建投资加速及房地产销售改善，最终顺利实现全年 GDP 同比增长 5%左右的目

标,但依旧面临内需及实体融资需求偏弱,物价低迷等挑战。全部 A 股上市公司 2024 年度归母净利润同比增速为-2.94%,较 2024 年前三季度下降约 2.51 个百分点,整体盈利情况呈现筑底态势。踏入 2025 年一季度,受一系列宏观举措持续落地,政策驱动内需效能持续显现以及基数效应等因素影响,A 股盈利增速由负转正,2025 年一季度全部 A 股归母净利润同比上涨 3.63%,增速较 2024 年全年回升 6.57 个百分点,国内企业盈利能力逐渐企稳向好。

从产业链来看,上游方面,2024 年工业原材料行业整体延续 2023 年的低迷态势,但内部各子行业表现呈现显著分化,煤炭、有色金属和钢铁行业净利润同比下降,石油石化净利润同比微增。2025 年一季度,受供给限制预期增强,美元信用弱化叠加美联储降息预期及宏观政策提振内需等因素影响,钢铁和有色金属行业一季度净利润同比大幅增长。而石油石化和煤炭行业 2025 年一季度净利润同比增速较 2024 年跌幅扩大。农林牧渔板块,2024 年盈利较 2023 年有所好转,主要受益于猪价回升及养殖成本下降带来的生猪养殖公司盈利好转。2025 年一季度,受益于生猪养殖公司盈利持续好转,行业景气度稳步提升,同比成功扭亏为盈,板块整体盈利状况持续改善。

中游方面,2024 年及 2025 年一季度,轻工制造板块业绩持续承压,净利润保持负增长态势。2024 年终端需求疲弱,化工行业景气度偏弱,业绩整体下滑。2025 年一季度基础化工板块业绩同比增长。建筑装饰板块方面,受困于地方政府债务约束及房地产行业持续调整,叠加企业根据市场形势,适度控制规模扩张节奏,聚焦资产质量提升,2024 年和 2025 年一季度建筑装饰板块净利润同比增速为负。建筑材料板块方面,2024 年需求延续承压,板块 2024 年净利润同比增速下降,不过 2025 一季度实现回暖。受产能快速扩张及非理性竞争下价格过度下跌影响,电力设备行业 2024 年及 2025 年一季度整体业绩持续承压。

下游方面,房地产行业业绩亏损进一步扩大,毛利率继续下行。在“以旧换新”国家补贴政策对内需的提振及出口市场持续高景气的双重驱动下,家用电器行业整体业绩边际保持韧性增长。消费板块业绩分化较大,食品饮料和汽车业绩保持正增长,商贸零售业绩增速由正转负,纺织服饰、美容护理和医药生物业绩降幅同比收窄,社会服务业绩增速由负转正。TMT 行业方面,电子、通信板块保持正增长,传媒、计算机板块业绩增速由负转正。金融板块方面,非银金融业绩增速有所放缓,银行业绩增速由正转负。

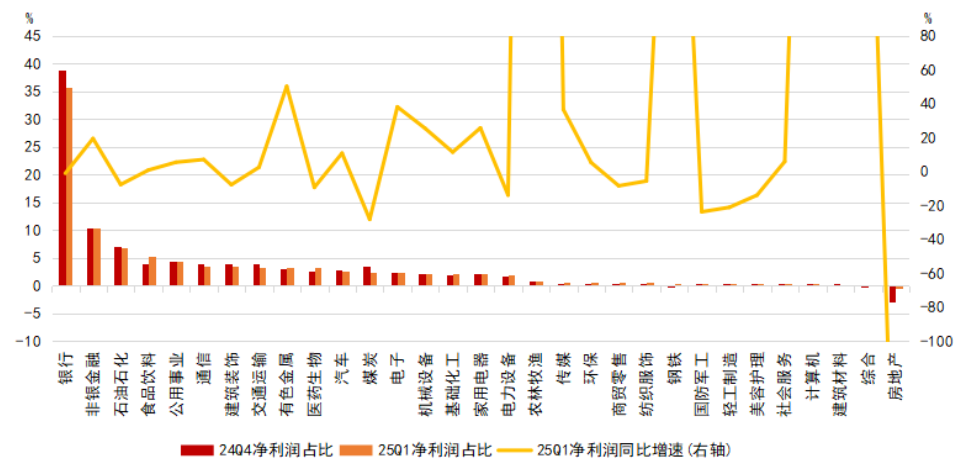
展望 2025 年下半年,随着国内一季度经济实现“开门红”、4 月政治局定调加紧实施更加积极有为的宏观政策、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效,加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供了强有力的支撑。此外,中美发布日内瓦经贸会谈联合声明,大幅降低双边关税水平,并建立机制、继续就经贸关系进行协商,有望缓解我国对美出口压力。展望后续,经济运行有望稳中有进、持续向好,A 股盈利增速有望拾级而上。

表 3：板块归母累计净利润同比增速（%）

板块	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
全部 A 股	1.58	-3.49	-2.04	-1.64	-4.49	-3.00	-0.43	-2.94	3.63
全部主板	2.68	-2.69	-0.99	-0.12	-4.69	-2.62	0.37	-1.83	3.81
创业板	3.00	-3.37	-5.70	-11.34	1.45	-3.59	-6.27	-13.12	15.34
科创板	-45.79	-36.48	-36.58	-38.62	-7.62	-23.36	-29.98	-39.70	-52.24
北证 A 股	-17.95	-14.40	-16.36	-19.88	-11.19	-15.34	-18.43	-21.71	-7.65

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 63：申万行业净利润占比变动及 2025Q1 上市公司净利润同比增速情况（%）

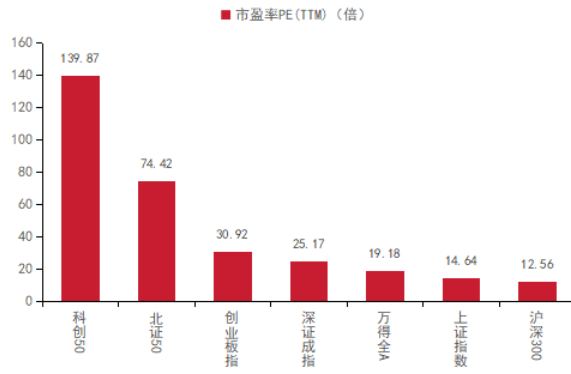


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2.3.2 估值：回升明显，估值有望继续向上修复

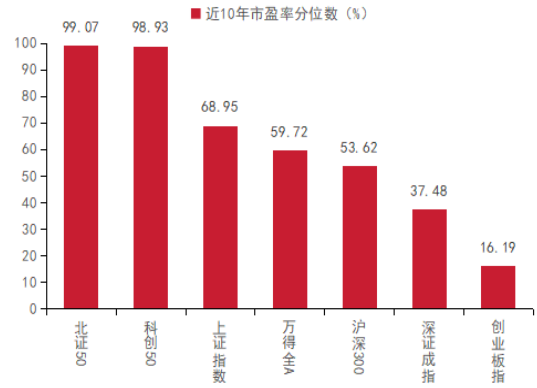
从整体估值来看，根据 Wind 数据，截至 6 月 6 日，全部 A 股 PE（TTM）为 19.18 倍，处于 10 年估值分位数的 59.72%。上证指数、深证成指、创业板指、沪深 300、科创 50 和北证 50 指数的 PE（TTM）分别为 14.64 倍、25.17 倍、30.92 倍、12.56 倍、139.87 倍、74.42 倍，分别处于 10 年历史估值分位数的 68.95%、37.48%、16.19%、53.62%、98.93%和 99.07%。与全球主要指数的估值相比，中国 A 股指数的估值仍具有较高的安全边际和投资性价比。从股债比来看，万得全 A 股债比达到 3.66，处于近 5 年分位数的 72.10%以上，股票收益概率较高。总体来看，无论是横向对比还是纵向对比，当前指数估值的安全边际和投资性价比较高。同时，股债比处于历史较高位置，2025 年下半年 A 股估值具有向上修复预期。

图 64：A 股主要指数估值水平



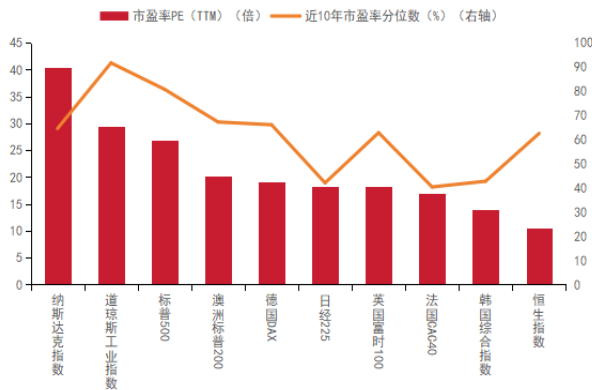
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 65：A 股主要指数近十年市盈率分位数



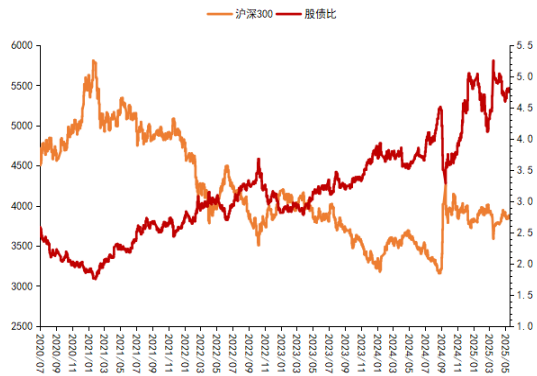
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 66：全球主要指数估值水平及分位数水平



数据来源：Wind，东莞证券研究所

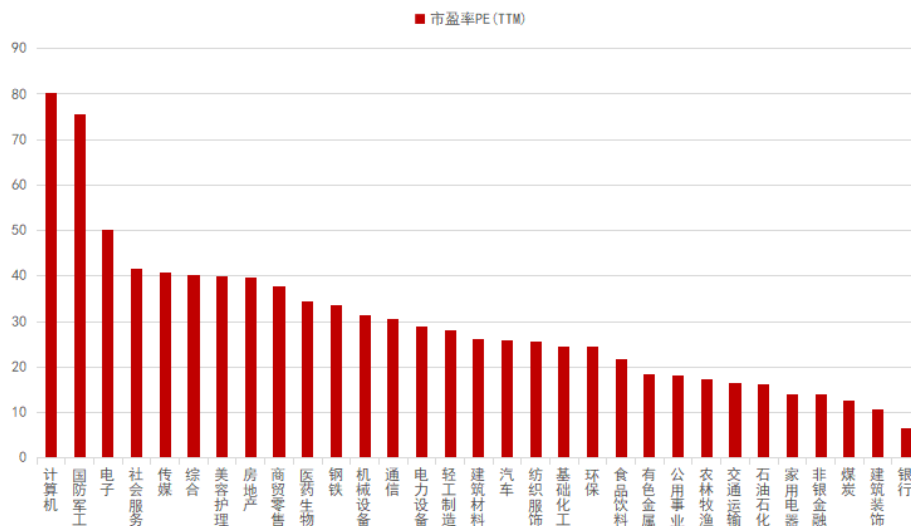
图 67：股债比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

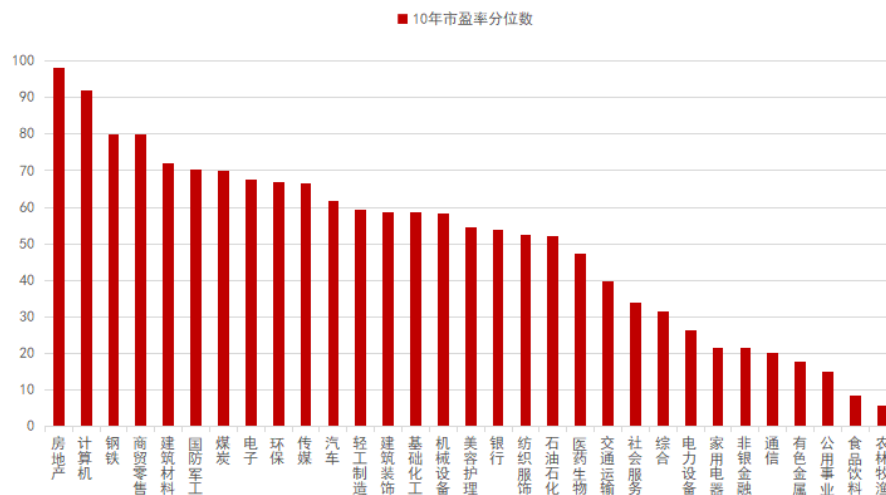
分行业来看，估值分化明显，超六成行业十年估值分位数高于 50%。截至 2025 年 6 月 6 日，房地产和计算机高于历史 90%分位，钢铁高于历史 80%分位，商贸零售、建筑材料、国防军工和煤炭高于历史 70%分位，电子、环保、传媒和汽车高于历史 60%分位，轻工制造、建筑装饰、基础化工、机械设备、美容护理、银行、纺织服饰和石油石化高于历史 50%分位，其他 12 个行业的估值处于历史 50%分位数以下，**特别是有色金属、公用事业、食品饮料和农林牧渔处于历史更低的分位数位置**。从估值绝对值来看，银行市盈率估值相对较低，在 10 倍以下水平，而计算机、国防军工和电子的估值均在 50 倍以上。与 2025 年年初估值相比，农林牧渔和综合等行业板块的估值较年初大幅降低。往后看，随着中国资本市场不断开放，机构配置需求提升，加上市场信心的持续恢复，行业估值具有较大的向上修复弹性。

图 68：申万一级行业市盈率（倍）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 69：申万一级行业市盈率近十年分位数（%）



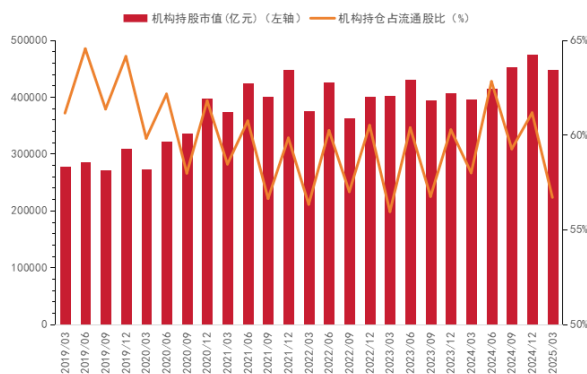
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.3.3 机构持仓规模：机构持仓规模环比回落，汇金、证金、社保等重要机构加大投资力度

机构持仓规模方面，截至 2025 年一季度末，所有 A 股机构投资者持股市值达 44.76 万亿元，较 2024 年末减少 5.65%。同期万得全 A 指数上涨 1.90%。此外，A 股机构投资者持仓市值占流通股市值比例达 56.69%，较 2024 年末减少 4.47 个百分点。具体来看，机构持仓规模前五位分别是一般法人、基金、陆股通、保险公司和非金融

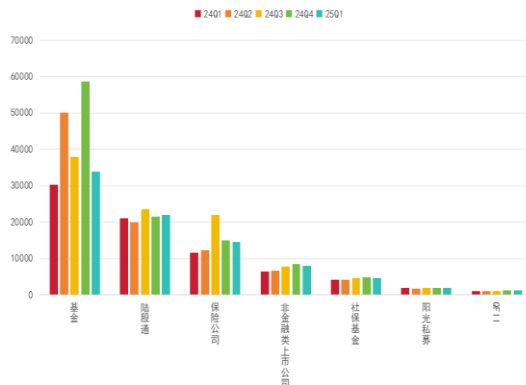
类上市公司。其中，2025 年一季度末，一般法人机构持 A 股市值 35.93 万亿元，占据机构持仓的主导，在机构总持仓中占比达 80.26%，对比 2024 年末增加 4.27 个百分点。而基金持仓规模环比下滑较为明显，2025 年一季度末基金持 A 股市值为 3.39 万亿元，环比大幅回落 42.33%。

图 70：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

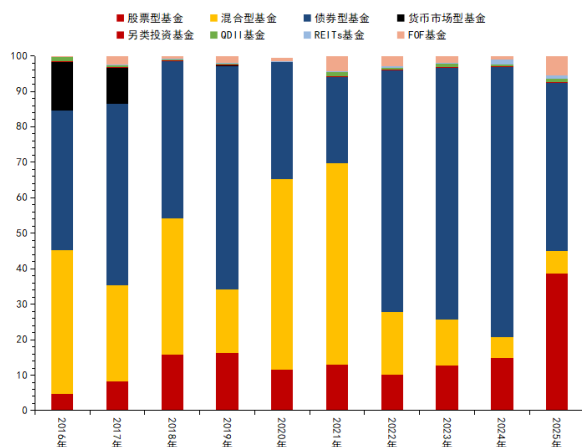
图 71：机构持仓市值变化（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

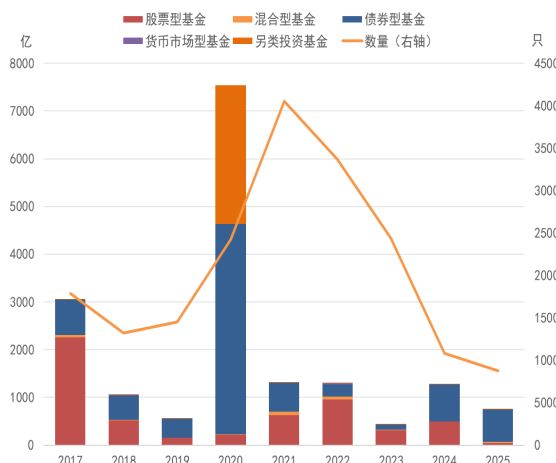
基金发行方面，公募基金发行数量有所增加，新发股票型基金规模和数量同比大幅增长。公募基金方面，根据 Wind 数据，截至 2025 年 6 月 6 日，公募基金新发行基金 644 只，合计约 4102 亿份，只数较去年同期增加 61 只，份数较去年同期发行规模减少 2141 亿份，公募基金发行数量较 2024 年有所增加，但规模有所减少。从结构上看，新发股票型基金 372 只，发行份额 1581 亿份，只数较去年同期增加 165 只，份数较去年同期发行规模增加 991 亿份。新发股票型基金和混合型基金分别占新发基金比例的 38.54% 和 6.55%，占比较 2024 年分别上升 23.78 个百分点和 0.60 个百分点。债券型基金在新发基金中占比最高，为 47.53%，但占比较 2024 年大幅下降 28.80 个百分点。从存量变化来看，截至 6 月 6 日，基金累计份额达到 29.59 万亿份，较 2024 年全年减少 5369 亿份。从资产净值来看，公募基金资产净值为 32.13 万亿元，较 2024 年减少 1662 亿元。私募基金方面，根据 Wind 数据，从增量来看，截至 6 月 6 日，私募累计新发行规模达到 754 亿元，较 2024 年同期增加 226.24 亿元，发行数量增加 710 只。

图 72：各类新发行公募基金比例（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

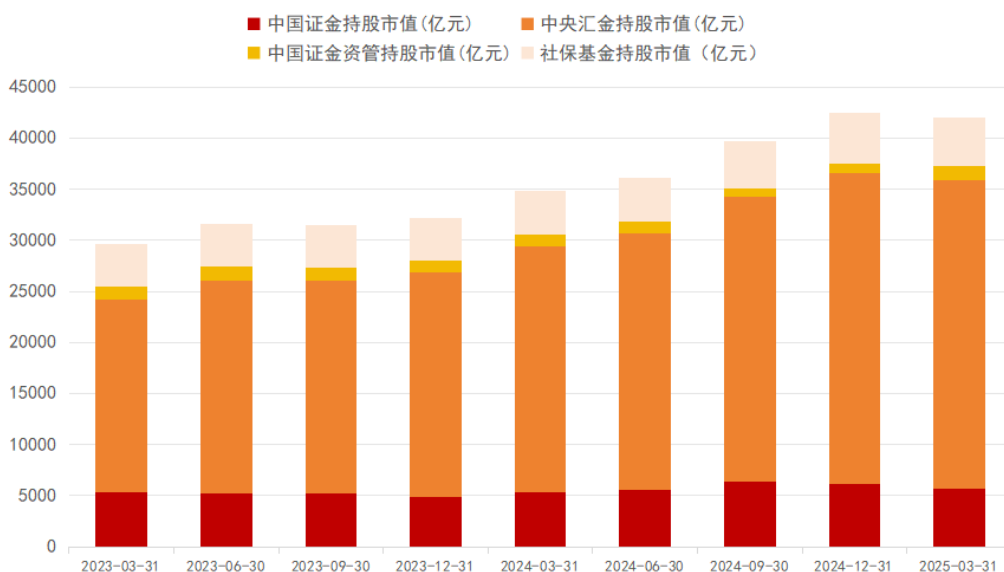
图 73：各类私募基金存量规模



数据来源：Wind，东莞证券研究所

汇金、证金、社保等重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。截至 2025 年一季度末，以汇金、证金和社保为首的机构持股市值达 4.21 万亿元，较 2024 年一季度末增长 20.67%。其中中国证金持股市值 5701 亿元，较 2024 年同期增长 7.58%，中央汇金持股市值 3.02 万亿元，较 2024 年同期增长 25.34%，中国证金资管持股市值 1424 亿元，较 2024 年同期增加 20.26%，社保基金持股市值 4726 亿元，较 2024 年同期增长 10.68%。

图 74：汇金、证金等重要机构持股市值（亿元）

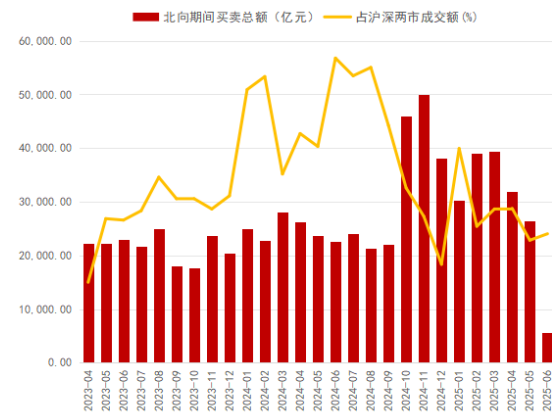


数据来源：Wind，东莞证券研究所

北向资金方面，北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长。自 2024 年 10 月份以来，北向资金成交额保持在月均 2.6 万亿元以上，占沪深两市成交额保持在 10% 以上。截至 2025 年 6 月 6 日，外资持有 A 股市值约 2.33 万亿元，约占 A 股流通

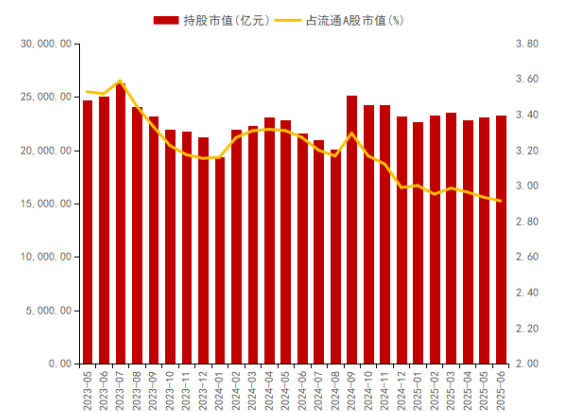
市值的 2.92%。对比 2024 年末，持股市值和对 A 股流通市值的占比分别增加 119.52 亿元和减少 0.07 个百分点。南向资金方面，截至 6 月 6 日，今年累计净流入约 6659 亿港元。

图 75：北向资金成交额占沪深两市成交额（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 76：北向资金占流通 A 股市值（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

总体来看，受市场行情表现较弱的因素影响，2025 年一季度机构持仓规模环比回落，但仍占主导地位。具体看，以汇金、证金、社保等为首的重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。公募基金发行数量有所回暖，特别是新发股票型基金的规模和数量均较 2024 年同期大幅增长，有望成为未来稳定市场的重要增量资金。北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长，海外资金配置需求仍在。随着资本市场利好政策效能持续释放，监管持续强化，积极因素的不断积攒将夯实市场走稳基础，我们预计 2025 年下半年，政策将继续推动中长期资金入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金将继续保持稳步增长势头，成为稳定资本市场发展、提升资本市场投资功能的重要支撑。

3. 2025 年下半年市场展望与操作策略：厚积薄发，芳华可期

3.1 2025 年下半年市场展望：厚积薄发，芳华可期

2025 年上半年市场呈现“N 型”走势，市场赚钱效应略好，展望 2025 年下半年：

从经济形势看，“对等关税”下的世界经济负重前行，国内经济将延续平稳向好的增长趋势。国际环境方面，2025 年下半年，中美贸易缓和背景下全球关税冲突有望逐步趋于稳定，但美国贸易政策与谈判进程仍存在较大不确定性。随着美国关税影响的进一步显现，全球经济增长预期有所放缓，而通胀率下降和多国持续实施的货币宽松政策可能为全球经济活动带来适度提振。此外，考虑到供应链碎片化推高通胀上行风险、全球货币宽松节奏分化、多国面临财政与债务风险，以及地缘政治冲突尚存，下半年全球经济依然面临严峻考验。国内市场方面，2025 年下半年中国经济将在结构优化与政策协同发力中延续复苏态势。国内经济持续释放积极信号，财政货币政策保持积极有为、适度宽松基调，超长期特别国债与设备更新改造

等增量政策加速落地并形成实物工作量。制造业转型升级与战略性新兴产业培育推动新质生产力发展，成为经济增长新动能。消费端在政策支持与预期改善双重作用下渐进回暖，服务消费扩容与民生领域改革有望持续释放内需潜力。面对外部环境不确定性，我国坚持以我为主的宏观政策框架，通过深化改革激发市场活力，依托超大规模市场优势增强内生发展韧性。2025 年下半年，国内经济有望进一步夯实复苏基础，延续平稳向好的增长趋势。

在资本市场方面，政策将全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场。

首先，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，政策将立足当下、着眼长远，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。三年长周期考核机制下，监管层三措并举引导险资加大入市力度。政策积极疏解理财资金入市堵点，发展壮大权益类基金，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。其次，上市公司将更为积极地运用资本工具箱（如分红、回购、增持等），做好市值管理。上市公司加大增持回购分红力度，持续提升公司投资价值，为投资者创造更大价值。政策支持上市公司通过并购重组转型升级，促进资源有效配置。机构积极运用互换便利工具，上市公司持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。一级市场融资节奏有望更科学合理，严监管下常态化退市机制将平稳运行。

从市场环境来看，A 股盈利能力逐渐企稳向好，后续盈利预期有望延续。随着国内一季度经济实现“开门红”、4 月政治局定调加紧实施更加积极有为的宏观政策、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供了强有力的支撑。此外，中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，大幅降低双边关税水平，并建立机制、继续就经贸关系进行协商，有望缓解我国对美出口压力。展望后续，经济运行有望稳中有进、持续向好，A 股盈利增速有望拾级而上。估值方面，无论是横向对比还是纵向对比，当前指数估值的安全边际和投资性价比较高。同时，股债比处于历史较高位置，2025 年下半年 A 股估值具有向上修复预期。

从市场参与者来看，汇金、证金、社保等重要机构或将加大投资力度。受市场行情表现较弱的因素影响，2025 年一季度机构持仓规模环比回落，但仍占主导地位。具体看，以汇金、证金、社保等为首的重要机构，不断加大对 A 股市场的投资力度。公募基金发行数量有所回暖，特别是新发股票型基金的规模和数量均较 2024 年同期大幅增长，有望成为未来稳定市场的重要增量资金。北向资金成交额维持较高水平，持股市值小幅增长，海外资金配置需求仍在。随着资本市场利好政策效能持续释放，监管持续强化，积极因素的不断积攒将夯实市场走稳基础，我们预计 2025 年下半年，政策将继续推动中长期资金入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金将继续保持稳步增长势头，成为稳定资本市场发展、提升资本市场投资功能的重要支撑。

最后，从市场走势来看，2025 年上半年大盘呈现“N 型”走势。年初，市场受海外利空因素影响出现超预期调整，但在 DeepSeek 爆火出圈、两会等因素带动下，市场迎来春季躁动行情，沪指于 3 月突破 3400 点。4 月，在外部事件冲击下，市场再次面临深度调整，但在扩内需政策与一揽子金融政策利好的支撑下，逐步探底企稳回升，

沪指于 6 月再度站上 3400 点上方，上半年大盘最终呈现“N 型”走势。

因此，对 2025 年下半年行情，我们保持适度积极，“厚积薄发，芳华可期”。经历了 2024 年四季度的强势修复与 2025 年上半年的震荡温和修复，当前市场在政策持续发力、信心逐步回升的背景下，正积蓄着新的上行动能。国际方面，尽管关税影响尚未完全出清，全球经济仍面临不确定性，但全球仍处于降息周期，为风险偏好回升提供支撑。国内方面，财政货币政策协同发力，积极扩大内需，优化产业结构，制造业与服务业协同恢复，内生增长动能正稳步累积，全年经济增速实现 5% 可期。资本市场改革红利持续释放，政策推动中长期资金入市、优化资本市场生态、提升上市公司质量等举措有望形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环。同时，A 股估值仍处于历史低位区间，经济运行稳中有进，盈利有望延续修复趋势，市场具备“业绩—估值”双轮驱动的修复基础。站在下半年的起点，我们认为当前 A 股正处于“厚积”阶段，虽不乏波动，上方或存在一定抛压，但回调或为布局良机。随着政策红利逐步兑现、基本面持续改善、情绪稳步修复以及资金增量入场，市场有望迎来“薄发”时刻，芳华可期。

3.2 操作策略及行业配置：超配金融、有色金属、基础化工、食品饮料、机械设备、TMT 等行业

2025 年上半年大盘呈现“N 型”走势，市场赚钱效应略好。中小盘相关指数走势较为强势，大盘蓝筹相关指数亦表现韧性。从行业来看，行业板块上涨居多，其中有色金属、美容护理、医药生物、传媒、银行、汽车、农林牧渔涨幅居前；商贸零售、建筑装饰、石油石化、食品饮料、电力设备、房地产、煤炭则表现承压。

展望 2025 年下半年行情，我们保持适度积极，“厚积薄发，芳华可期”。当前 A 股正处于“厚积”阶段，虽不乏波动，上方或存在一定抛压，但回调即为布局良机；随着政策红利逐步兑现、基本面持续改善、情绪稳步修复以及资金增量入场，市场有望迎来“薄发”时刻，芳华可期。操作上，随着宏观经济韧性逐步显现与企业盈利修复进程深化，市场风险偏好或从流动性驱动向基本面驱动的结构切换。在此背景下，低估值安全边际、高股息防御属性、业绩成长确定性、科技属性偏强的行业板块或更受到市场关注。

建议结合产业政策、行业景气、机构布局等多方面因素，优选重点行业和公司，中线布局，把握市场持续修复机会，可从以下三条主线来布局：

（1）兼具“低估值”与“盈利稳定”特性的红利高股息资产估值重塑主线：首先，当前政策不断引导和督促上市公司强化回报股东意识、落实市值管理责任，加大分红、回购力度、提升投资价值、为投资者创造长期回报已成为核心导向。其次，红利高股息资产在关税扰动、地缘政治紧张等不确定性环境下凸显“确定性”价值。最后，低利率环境下，其“类债红利”属性对追求绝对收益的资金吸引力显著增强。因此，兼具“低估值”与“盈利稳定”特性的红利高股息资产或将迎来估值重塑机遇，建议关注金融、有色金属、公用事业和交通运输等行业。

（2）“高创新性”与“高成长性”的新质生产力主线：当前中国在战略性新兴产业和未来产业领域的竞争力与影响力持续增强，在新能源、新材料、高端装备、半

导体、AI 等关键领域市场份额不断扩张，建议关注国产替代、AI+领域、高端装备等领域。

(3) 扩内需政策支持下的消费主线：“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”已被列为 2025 年政府工作报告首要任务，彰显政策层面对扩大内需的关键战略定位。当前消费刺激政策呈现多维度协同发力态势：生育支持措施稳定出生人口、财富效应增厚居民消费力、大规模设备更新和消费品以旧换新激发消费意愿。同时，在外需（尤其关税因素）或承压的背景下，内需对于支撑经济的重要性将更加凸显，建议关注受益于内需战略的食品饮料、汽车、家电、农林牧渔、医药生物等板块。

综合来看，行业方面，我们建议**超配金融、有色金属、基础化工、食品饮料、机械设备、TMT 等行业**，标配农林牧渔、汽车、交通运输、公用事业等。

(1) 金融

根据东莞证券《金融行业双周报：存贷款非对称降息落地，国有行一年定期跌破 1%》报告的观点，银行方面，近期市场盘面整体相对弱势，银行板块的避险抗跌属性更为突出。消息面上，近期存贷款利率非对称降息落地，贷款利率方面，LPR 位年内首次下调，1 年期 LPR 降至 3%，5 年期以上 LPR 降至 3.5%，均较上一期下降 10 个基点；存款利率方面，各银行陆续跟进下调存款利率，活期存款利率下降 0.05 个百分点，定期存款利率下降 0.15~0.25 个百分点，长期利率下降幅度更大。今年一季度，商业银行净息差降至新低 1.43%，低于 1.8%的监管合意水平，本轮 LPR 和存款利率同步、非对称下调，凸显存款利率市场化调整机制的有效发挥，也是监管部门和商业银行稳定、呵护净息差的积极举措。根据上市银行 2024 年年报以及 2025 年一季报披露数据，在存款利率多轮下调以及高息揽储、手工补息等整治下，商业银行负债成本普遍边际减轻，预计本轮存款利率下调后效果将累积显效，对冲 LPR 下行对净息差的压力。我们认为，银行业整体业绩稳健，在外围不确定性加剧的背景下受到的扰动相对较小，其稳定分红、低估值、高股息价值等特质使其受到避险资金的青睐，同时也受到降准、扩内需、财政部注资等政策托底，以险资为代表的中长期资金以及以沪深 300ETF 为代表的被动资金或将延续流入态势，外围扰动、低利率环境下银行板块仍是确定性较强的布局方向，继续看好其防御和红利价值。

证券方面，短期来看，目前中美谈判处于真空期，政策催化不足，市场主线尚未明晰，整个大盘缺少向上突破的驱动力，板块陷入连续调整局面。展望下半年，从外围扰动看，美国法院对关税合法性的质疑已释放积极信号，若后续争端进一步缓和，有望提振全球风险偏好，为券商自营业务创造更稳定的外部环境；政策层面，资本市场改革持续深化。政府工作报告明确提出优化并购重组制度、推动中长期资金入市，证监会同步推出《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，目标通过扩大指数基金规模构建“长钱长投”生态，为券商投行业务、财富管理业务等带来增长空间；行业基本面方面，随着经济企稳回升，预计下半年市场成交额有望持续维持万亿元以上，驱动经纪业务收入高增，债券市场利率低位震荡为固收投资提供稳定收益，全年行业净利润有望继续实现两位数增长。

保险方面，一季度末险资运用情况出炉，人身险股票持仓市值提升至 2.65 万亿元，长期股权投资规模约为 2.60 万亿元，配比均超 8%，较 2024 年末增长明显，或得益于政策对险资入市的持续松绑，近期，金融监管总局表示，将推出三条措施支持稳定和活跃资本市场。一是扩大保险资金长期投资的试点范围，近期拟批复 600 亿元，为市场注入更多增量资金；二是调整偿付能力的监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度；三是推动长周期的考核机制，促进长钱长投。中长期资金加速入市不仅是政策引导的重要方向，更是险企实现稳健运营、谋求长远可持续发展的内在必然需求。随着长端利率持续下行，险资固收投资收益难以覆盖负债端成本，增加权益类投资，优化资产配置结构，有助于提升险企整体的投资收益水平，减轻利差损的压力。在新金融工具准则下，若险企直接投资权益市场，更多权益类资产公允价值变动将直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为了避免利润波动过大，保险公司或更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，分红计入利润表。随着中长期入市的卡点堵点进一步打通，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。

（2）有色金属

根据东莞证券《有色金属与钢铁行业双周报：资源博弈加剧，稀土产业链地位凸显》报告的观点，稀土方面，2025 年以来，国家关税政策的变化以及稀土行业政策的发布，推动稀土产业链关注度提升。从基本面来看，稀土行业供给侧加速改革，需求端人形机器人、低空经济等概念打开稀土新的需求曲线，推动稀土行业景气回升。我国稀土产业具备绝对优势，产量规模及冶炼技术等位于全球领先地位，海外在短时间难以形成替代，未来稀土产业在资源博弈中将继续发挥重要作用。

黄金方面，截至 2025 年 4 月，美国国债总规模达到 36.2 万亿美元，2024 年利息支出超过 1 万亿美元，财政赤字为近年来高点，叠加 5 月份穆迪下调美国主权信用评级，美元信用下降的风险持续升温。年初截至 6 月 5 日，美元指数由 108.49 点下滑至 98.75 点。当前，美元信用走弱已成为推升黄金价格上行的结构性因素，此外，各国央行加速增持黄金、个人及机构投资者需求增加等因素共同作用，使得金价依然具备上行动力。

铝方面，国内方面，电解铝行业 4500 万吨产能“天花板”持续，且《铝产业高质量发展实施方案》或对供给进一步形成制约，整体铝行业供给弹性继续受限。2025 年以来铝材初加工端开工情况出现结构性分化，在新能源及家电领域的驱动下，铝板、铝杆、铝箔等呈现高景气，而铝型材因建筑端需求偏弱，整体开工率受到压制。未来铝初加工材的核心驱动将继续来自新能源领域的需求扩张，新能源汽车渗透率、光伏及风电装机容量的提升将使得铝箔、铝板持续高景气。铝型材方面，工业型材需求维持韧性，建筑型材需关注下半年地产政策的落地以及竣工端的边际修复。

（3）基础化工

根据东莞证券《基础化工行业 2025 年中期投资策略：拨云见日终有时，关注细分领域结构性机会》报告的观点，基础化工行业供需格局改善值得期待，关注细分领域结构性机会。一方面，一季度基础化工板块在建工程规模连续两个季度环比下降，同时重要会议明确要整治“内卷式”竞争，行业供给正逐步趋于理性。另一方面，稳需求政策持续出台落地，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；二是关注无糖、减糖趋势下需求端有望保持景气的甜味剂板块；三是关注新形势下国产替代有望加速的润滑油添加剂板块；四是关注消费品以旧换新政策加力实施下，汽车、家电产销向好有望拉动塑料需求的改性塑料板块，具体看：

制冷剂方面，2025 年二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂配额继续冻结，供给端约束不改。需求端，近期空调排产数据、新能源车产销数据依然表现亮眼，在我国加力支持消费品以旧换新的背景下，今年空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升。同时，目前主流制冷剂内外贸价格趋同，有利于相关企业业绩进一步释放。

甜味剂方面，三氯蔗糖方面，下游旺季将至，行业集中度高、协同性好，三氯蔗糖价格存在上涨可能。阿洛酮糖方面，由于其甜味及口感与蔗糖接近，但热量却远低于蔗糖，其还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，因此在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。目前我国阿洛酮糖产品全部用于出口，后续若阿洛酮糖在我国正式审批，则其在国内的应用有望加速推开。

润滑油添加剂方面，需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口 20-30 万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。

改性塑料方面，近年来我国的塑料改性化率从 2011 年的 16.3%逐步提升至 2021 年的 24%，但与全球 50%的改性化率相比仍有较大提升空间。2025 年我国消费品以旧换新政策加力实施，国内汽车、家电需求有望维持景气，且抢出口预期仍存，改性塑料下游需求有望继续向好。

（4）食品饮料

根据东莞证券《食品饮料行业 2024 年与 2025 年一季度业绩综述》报告的观点，白酒方面，2024 年白酒业绩降速，2025Q1 业绩仍面临一定压力。其中，高端白酒业绩稳健增长，次高端白酒商务宴席弱复苏，部分酒企业绩持续承压；区域强势白酒受宴席等因素催化，业绩表现较好，内部分化加剧。预计白酒今年上半年以消化库存为主，动销存在一定压力。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。后续需持续跟踪动销、库存等指标，长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。

大众品方面，大众品板块业绩延续分化态势。啤酒、调味品等板块去年下半年主动去库存。在消费定调积极，叠加消费券等因素催化下，餐饮稳步复苏，啤酒、乳品

龙头等今年开局良好，零食板块中具备核心大单品与渠道优势的企业，竞争优势更为明显。在这过程中，存在边际改善预期、高景气、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注旺季销量、成本等指标。调味品板块今年一季度海天业绩表现良好，可重点关注餐饮消费力修复、成本、产品结构优化等指标。乳品龙头今年开局动销良性，生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注供需结构以及生育政策带来的增量变化。零食板块持续关注核心大单品、零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。

（5）机械设备

根据东莞证券《机械设备行业 2024 年报及 2025 年一季报业绩综述》报告的观点。工程机械方面，行业内需延续高景气，加快周期启动。2025Q1 工程机械业绩同环比双增，营收和归母净利润分别同比增长 10.62%、31.15%，分别环比增长 6.42%、89.85%。受益于原材料价格处于低位，叠加主机厂商进一步拓展海外市场，盈利能力明显增强，毛利率为 24.88%，同比下降 0.53pct，环比提升 1.06pct；净利率为 10.04%，同比提升 1.51pct，环比提升 4.19pct。2025 年 3 月挖机内销同比增长 28.50%，环比增长 67.67%，Q1 挖掘国内累计销量同比增长 38.25%，延续高景气。我们认为随着资金加速落地、存量更新替换周期等因素助力，国内需求将进一步增加，有望进入上行周期。

自动化设备方面，25Q1 业绩压力仍存，多因素助力景气回暖。2025Q1 自动化设备整体业绩仍承压，工控、机器人、激光设备等细分领域利润端环比改善，归母净利润分别环比增长 26.65%、113.81%、86.88%；毛利率分别环比提升 2.21pct、6.71pct、3.21pct；净利率分别环比提升 4.18pct、18.74pct、3.24pct。我们认为随着政策、产品出海战略深化、技术成长等因素推动，叠加消费进一步复苏，工业领域细分板块业绩将逐渐修复。

（6）TMT

根据东莞证券《电子行业 2024 及 2025Q1 业绩综述》报告的观点，电子方面，受益于全球宏观经济改善、国内补贴政策推出以及 AI 大模型导入等因素推动，智能终端需求呈现复苏状态，同时大模型快速发展进一步加大对云端算力硬件需求，电子行业整体业绩向好。后续重点关注在 AI 算力硬件高景气驱动下，业绩持续释放 PCB/CCL 领域。近期全球贸易摩擦虽有扰动，但中长期来看，消费电子结构创新永不停歇，AI 加持的手机、PC、眼镜等智能终端有望加快落地。面板制造也有望通过按需定产策略维持市场供需动态平衡，实现面板价格挺价。

根据东莞证券《半导体行业 2024 年报&2025 年一季报业绩综述》报告的观点，半导体方面，受益 AI 驱动需求复苏和关键领域国产替代持续推进，半导体行业自 2023 年下半年以来逐步进入景气复苏周期，且 2024 年、2025 年一季度营收、净利润维持增长态势，盈利能力也从 2024 年下半年开始逐步修复，并于 25Q1 实现同比正向增长。建议从成长空间和长期确定性出发，把握 25Q1 业绩表现较好的半导体设备与材料、AI 算力、AI 终端芯片、模拟芯片、半导体封测等细分板块。

根据东莞证券《计算机行业 2024 年与 2025 年一季度业绩综述》报告的观点，计算机方面，计算机行业 2024 年利润端受宏观经济影响仍旧承压，但 2025Q1 行业

业绩明显改善，营收端同比加速增长，利润端增速迎来拐点。分板块来看，营收端，2025Q1，算力基建和信创板块增速相较去年同期有所提升。利润端，2025Q1，智能驾驶、能源 IT、金融 IT、网络安全和人工智能这 5 个子板块扣非后归母净利润同比显著增长。展望后续，建议把握 AI 算力和信创两条主线。1) AI 算力：目前，大模型发展步入新阶段，海内外 AI 应用加速发展。2025Q1，北美四大 CSP 资本开支同比高速增长，对未来指引维持乐观，论证全球 AI 算力需求仍非常旺盛，建议关注英伟达和国产 AI 算力产业链，涉及 AI 芯片、AI 服务器等领域。2) 信创：当前外部不确定性增强进一步凸显我国科技自主可控的紧迫性，叠加我国政府不断强化信创领域政策支持和资金保障，信创产业有望迎来发展新机遇，建议关注基础硬件（整机、芯片）、基础软件（数据库、操作系统）、应用软件、网络安全等领域具有竞争优势的企业。

根据东莞证券《通信行业 2024 年报及 2025 年一季报业绩综述》报告的观点，通信方面，通信行业 2024 年业绩延续正向增长，2025 年第一季度归母净利润持续增长。细分来看，光器件及模块业绩持续实现快速增长，物联网与光纤光缆板块已呈现复苏的迹象，运营商与通信工程及服务板块维持正向增长态势，通信元器件及设备板块经营业绩总体平稳运行，整体与通信行业电信业务总量与收入规模保持增长的稳中有进趋势相符。后续随着数通领域下游建设持续推进，部分板块在手订单对业绩的正向效益有望逐步释放，进一步推动板块业绩回升。在传统通信用户规模逐步饱和，5G 业务导入对 ARPU 拉动幅度有限的背景下，行业收入增长放缓，算力相关细分领域及 5G-A/6G 建设成为拉动总体向上增长的新支柱。展望后市，2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释放增长动能，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

4. 风险提示

第一，内需恢复不及预期，消费表现较弱，从而加大经济稳增长压力。

第二，海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压。

第三，全球主要经济体超预期延长加息周期，高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面。

第四，海外信用收缩引发风险事件，可能对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn