

策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek时刻”（2025年3季度策略报告）

主要观点：

1、上半年市场回顾

2025年上半年，黄金和港股领涨大类资产。4月，美国对等关税政策短期冲击全球资本市场后，风险偏好快速修复，美股深V后收涨。

A股市场强势震荡，抗风险能力显著增强。中国在科技、影视、军工、医药、政策、关税博弈等领域出现了多个里程碑事件，中国资产迎来多个“DeepSeek时刻”。

策略报告推荐的黄金ETF、恒生ETF、黄金股ETF、银行、港股红利ETF、人形机器人指数、恒生科技、医药生物（创新药）、传媒、计算机、通信、机械设备、磁性材料、稀土ETF、小金属钨等方向表现良好，深证红利、上证红利、证券板块暂时落后。

2、经济环境

1-5月份，经济增长保持韧性，消费与出口增速相对较高，固定资产投资增速低于预期，物价水平延续下降态势。企业盈利有待提振，全国规模以上工业企业利润总额同比下降，营业收入利润率维持在历史低水位；应收账款平均回收天数保持高位。但部分行业利润增长态势较好，1-5月份，航空航天、计算机通信和有色金属等行业利润总额保持两位数增长。

3、政策环境

上半年，宏观政策上持续加强宣导，市场层面不断提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性；经济政策及早部署，年初即发布消费品以旧换新政策和3C产品购置补贴政策，持续加大对科技创新的支持力度，有力地促进了科技创新持续突破，保障了经济稳健发展，市场平稳运行。

在A股相对平稳的情况下，国务院新闻办公室5月7日举行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会，降准降息，保持货币流动性充裕，充分体现了政策的主动管理、预期管理导向，可以视为资本市场的“DeepSeek时刻”。

5月，中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，充分体现了相互

报告日期：2025-6-29

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20250602-策略月报：关税博弈无剧本，央行施策显灵活

20250505-策略月报：关注关键矿产资源

20250330-策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025年2季度策略报告）

20250302-策略月报：AI高山仰止？何处寻觅洼地？

20250220-策略月报：相信光，追逐光

20241230-策略年报：2025年A股年度策略 柳暗花明，行则将至

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑

尊重、对等互利的精神，可以视为关税博弈领域的“DeepSeek 时刻”。

4、投资策略

管理层对于资本市场主动管理、预期管理的政策变化，叠加资本市场长效稳定机制的不断完善，更重要的是中国在各个领域已经出现并注定还将出现更多的“DeepSeek 时刻”，科技、资本、产业三者良性循环，一个具有高度适应性、竞争力、普惠性的高质量资本市场将会更快地、更好地建成。投资者对 A 股“牛短熊长”及“投资投机属性”的历史惯性认知，未来也将基于事实的变化逐步发生改变。

仍需注意潜在风险，包括半年报业绩风险，关税政策等外部环境的扰动。预计 A 股整体仍保持台阶式运行态势，上证指数估值有望在市净率 1.35 倍 ±10% 区间的中枢上方运行。**超额收益来自于对创新领域“DeepSeek 时刻”的及早感知、率先认知，包括人工智能、半导体、人形机器人、创新药、国防军工等领域。**

资本市场的三大逻辑将长期并存，红利资产、科技创新、黄金三类资产呈轮动特征。继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。维持前期推荐，具体见往期回顾。

7 月，新增推荐关注创业板指 ETF，光伏 ETF。

5、专题论述：

- 1) 市场情绪指数
- 2) 2024 年“9.24 行情”至今走势对比 2019 年春节躁动后的走势
- 3) 创业板指及电力设备板块分析
- 4) 迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”

往期回顾：

- 2025 年 5 月 建议关注小金属钨、稀土、磁性材料
- 2025 年 4 月 建议关注创新药、中药
- 2025 年 2 月 建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、生物医药和电力设备
- 2024 年 12 月 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指数、港股红利 ETF、黄金（2025 年 A 股年度策略）

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辐重

序言：

某些时刻，是历史的关键节点。

1940年5月26日至6月4日，英法盟军被迫从法国北部的敦刻尔克地区撤退，约33.8万名盟军士兵横渡英吉利海峡撤退至英国本土，保存了盟军主力，被称为“敦刻尔克时刻”。“敦刻尔克时刻”象征着在绝境中永不放弃、顽强抗争的坚韧精神，它凸显了在最黑暗的时刻，通过团结一心、众志成城，最终迎来希望的曙光。

1942年8月到1943年2月，苏联和德国在斯大林格勒投入数百万军队展开激战，德军遭遇重创，被迫撤出斯大林格勒。“斯大林格勒时刻”，象征着从被动到主动的转变，从防守到进攻的胜利，它不仅是苏联军队的胜利，更是整个二战转折点的关键象征。斯大林格勒战役，极大地鼓舞了苏联人民的士气，苏联在国际上的地位得到显著提升，从一个被侵略的国家逐渐转变为反法西斯战争的主要力量之一，赢得了盟国的尊重和支持。

2025年1月20日，杭州深度求索人工智能基础技术研究有限公司正式发布 DeepSeek-R1 模型。亚马逊和微软同期接入 DeepSeek-R1 模型；英伟达称，DeepSeek-R1 是最先进的大语言模型。DeepSeek 通过技术创新，显著降低了训练成本和算力需求，打破了传统 AI 发展依赖高算力的模式，有望加速推进 AI 落地应用。这是中国 AI 科技领域的“DeepSeek 时刻”，象征着中国 AI 科技领域从跟跑到领跑的跨越，从模仿到创新的突破。它不仅是我国科技实力的彰显，更是科技自立自强的关键象征。

2024年12月30日，我们发布了《2025年A股年度策略报告：柳暗花明，行则将至》。策略报告指出：2024年1-9月，A股估值水平持续创出历史新低，中国经济与A股市场均面临巨大考验；随着“9.24”金融新政及陆续出台的政策组合拳，迅速点燃了市场信心，A股在2024年四季度迎来一波显著的估值修复行情。我们判断，2024年下探出的估值底，有望既是未来市场的底线，也是政策的底线；双底共振，柳暗花明。

“道阻且长，行则将至；行而不辍，未来可期。”年度策略报告指出，一方面，人口、地产、国际变局等长久期因素仍将压制市场估值大幅提升；另一方面，政策有望持续加力，宽松的财政政策和货币政策有望持续释放积极信号，坚持科技创新和畅通内循环，坚持改革开放，前行方向坚定不移，立新破旧，积跬步而渐至远方。每一个局部领域的改善或突破，都有望给经济和证券市场带来新的动力与活力。

资本市场不仅仅是经济发展的晴雨表，它还是科技创新的晴雨表，政策的晴雨表，国际环境等诸多因素的晴雨表。2025年上半年，中国在科技、影视、军工、医药、政策、关税博弈等多个领域出现了意义重大、影响深远的里程碑事件，可以定义为该领域的“DeepSeek 时刻”。因此，中国资本市场、中国资产也迎来了“DeepSeek 时刻”。

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

(1) 主要指数

上半年，黄金、港股、德国股市领涨。截至 2025 年 6 月 27 日，伦敦金报收 3273.34 美元/盎司，年内上涨 24.7%，最高触及 3499 美元/盎司，在主要大类资产中涨幅第一；恒生指数紧随其后，年内上涨 21.1%，德国 DAX 指数上涨 20.7%。美股呈深 V 走势，4 月初触底后持续走强，标普 500、纳斯达克、道琼斯指数年内涨幅 3%-5%；日经 225 走势持平；ICE 布油报收 66.34 美元/桶，下跌 11.1%。分季度看，黄金、恒生指数、德国 DAX 指数、胡志明指数、英国富时 100 连续两个季度收涨；纳斯达克指数一季度重挫 10.4%，ICE 布油二季度下跌超过 10%。

A 股强势震荡，小盘指数领先。截至 6 月 27 日，万得全 A 年内涨幅 4.9%；上证指数报收 3424.23 点，涨幅 2.2%。北证 50 年内涨幅 38.7%，中证 2000 涨幅 13.5%，中证 1000 涨幅 5.4%，中证 500 涨幅 2.4%，上证 50 涨幅 0.8%，科创 50、沪深 300、创业板指微幅下跌。分季度看，北证 50、中证 2000 一、二季度均录得明显涨幅，其余主要指数季度波动幅度不大。6 月份，指数震荡上行；虽然创业板指上半年表现垫底，其 6 月涨幅 6.6%，领涨主要指数。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅 (%)

证券简称	最新价	今年以来涨幅	6月	二季度	一季度
伦敦金现	3,273.34	24.7	-0.5	4.8	19.0
恒生指数	24,284.15	21.1	4.3	5.0	15.3
德国DAX	24,033.22	20.7	0.1	8.4	11.3
胡志明指数	1,371.44	8.3	2.9	4.9	3.2
英国富时100	8,798.91	7.7	0.3	2.5	5.0
印度SENSEX30	84,058.90	7.6	3.2	8.6	-0.9
标普500	6,173.07	5.0	4.4	10.0	-4.6
纳斯达克指数	20,273.46	5.0	6.1	17.2	-10.4
道琼斯工业指数	43,819.27	3.0	3.7	4.3	-1.3
日经225	40,150.79	0.6	5.8	12.7	-10.7
ICE布油	66.34	-11.1	5.7	-11.3	0.1

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 2 A 股主要指数涨幅 (%)

证券简称	最新价	今年以来涨幅	6月	二季度	一季度
万得全A	5,268.17	4.9	3.8	2.9	1.9
北证50	1,439.63	38.7	2.2	13.3	22.5
中证2000	2,664.97	13.5	4.8	6.0	7.1
中证1000	6,276.94	5.4	4.2	0.8	4.5
中证500	5,863.73	2.4	3.4	0.1	2.3
上证指数	3,424.23	2.2	2.3	2.7	-0.5
上证50	2,707.57	0.8	1.1	1.6	-0.7
科创50	988.21	-0.1	1.1	-3.4	3.4
中证A500	4,601.77	-0.2	2.2	0.2	-0.4
沪深300	3,921.76	-0.3	2.1	0.9	-1.2
创业板指	2,124.34	-0.8	6.6	1.0	-1.8

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

截至 6 月 27 日，金融风格年内上涨 7.6%、中信上游上涨 7.5%，周期风格、成长风格、中信 TMT、低市盈率指数、低市净率指数涨幅均超过 5%；红利风格、稳定风格收跌。

分季度看，一季度周期风格、中信上游、中信中游、中信 TMT 涨幅领先，二季度金融风格、低市盈率指数、低市净率指数涨幅领先。6 月当月，中信 TMT、中信上游、金融风格、成长风格涨幅均超过 6.5%。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

分类	代码	指数	6月	二季度	一季度	上半年	2024年	2023年
中信风格	CI005917.WI	金融风格	7.1	9.6	-1.9	7.6	33.4	-3.9
	CI005918.WI	周期风格	2.3	0.9	5.0	5.9	7.3	-2.4
	CI005919.WI	消费风格	-1.5	0.1	0.4	0.5	-2.2	-7.9
	CI005920.WI	成长风格	6.5	2.6	3.1	5.7	7.4	-6.8
	CI005921.WI	稳定风格	-0.4	3.0	-4.0	-1.2	17.3	2.1
中信产业	CI005901.WI	中信上游	6.6	4.1	3.2	7.5	8.4	0.6
	CI005902.WI	中信中游	3.8	1.4	3.1	4.6	2.4	-15.0
	CI005903.WI	中信下游	-1.3	0.3	2.5	2.8	-1.4	-7.5
	CI005904.WI	基础设施建设	0.2	4.3	-3.9	0.2	14.2	-4.9
	CI005905.WI	中信TMT	7.7	1.7	4.0	5.8	14.9	11.3
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	4.9	1.4	1.5	2.9	10.3	-11.0
	801823.SI	低市盈率指数	3.7	6.0	0.1	6.0	20.3	-7.1
	801831.SI	高市净率指数	2.5	1.2	1.2	2.5	-0.4	-20.4
	801833.SI	低市净率指数	3.5	6.6	-0.7	5.8	25.1	-2.1
红利风格	000922.CSI	中证红利	-0.5	0.2	-3.1	-3.0	12.3	0.9
	000015.SH	红利指数-上证	-0.7	0.0	-4.4	-4.4	14.5	2.7
	399324.SZ	深证红利	-2.1	-4.4	1.2	-3.3	7.8	-11.3

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

截至6月27日，20个申万一级行业年内上涨，行业上涨比例为64.5%。其中，有色金属、银行年内涨幅超过10%，传媒、国防军工、汽车、机械设备、计算机、环保、通信、基础化工、医药生物、美容护理、农林牧渔涨幅在5%-10%。除银行具有高股息特征外，涨幅居前的行业多体现了一个重要特征——该领域内出现了里程碑事件（我们定义为该领域的“DeepSeek时刻”），如传媒、国防军工、医药生物、计算机、通信等等。

图表4 申万一级行业指数涨幅 (%)



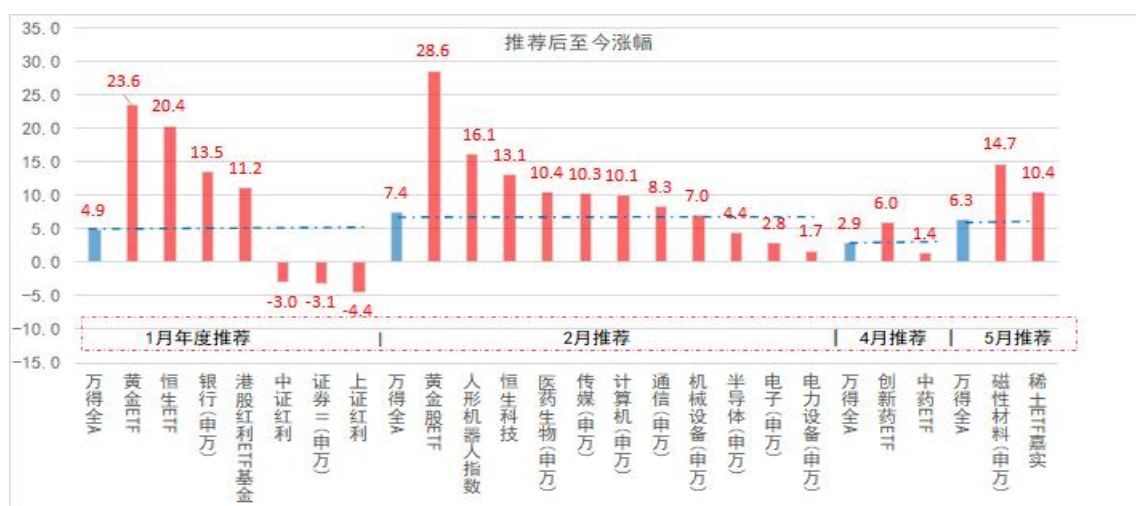
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（红色框部分为年内推荐行业）

(4) 推荐行业回顾

1-6 月份，首次推荐总计 22 个行业/板块，推荐后累计涨幅为正的 19 个，上涨比例为 86.4%；申万一级行业胜率（64.5%）。其中，推荐后涨幅超过 20% 有 3 个，分别是黄金股 ETF、黄金 ETF、恒生 ETF；涨幅 10-20% 之间的有 9 个，分别是银行、港股红利 ETF、人形机器人指数、恒生科技、医药生物、传媒、计算机、磁性材料、稀土 ETF；中证红利、上证红利、证券板块跌幅在 3%-5% 之间。

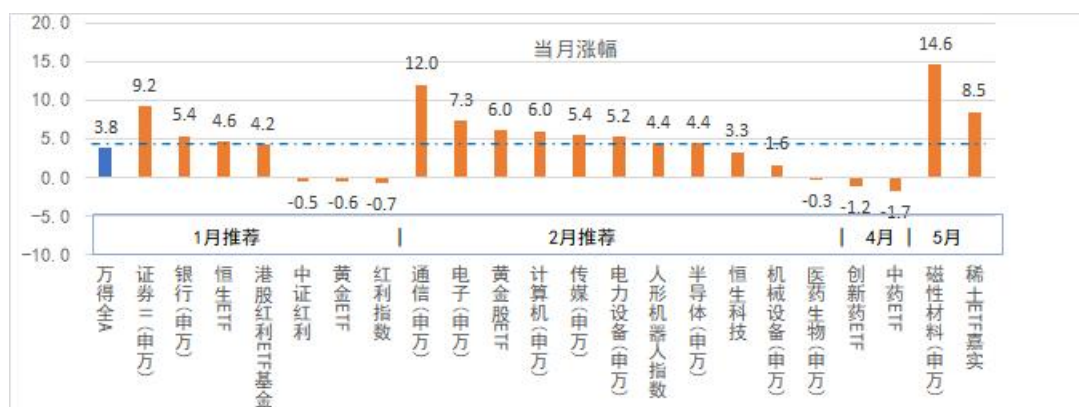
6 月份，未新增推荐，存量品种中建议关注证券。截至 6 月 27 日，证券板块当月涨幅 9.2%，稀土 ETF 涨幅 8.5%，磁性材料涨幅 14.6%，受益于市场整体走强，多数推荐品种上涨。

图表 5 2025 年推荐行业上半年涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 6 月 27 日）

图表 6 2025 年推荐行业 6 月涨幅情况 (%)



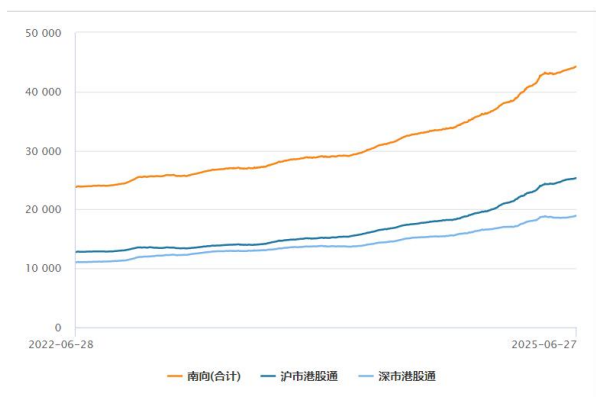
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 6 月 27 日）

1.2 资金情况

(1) 南向资金

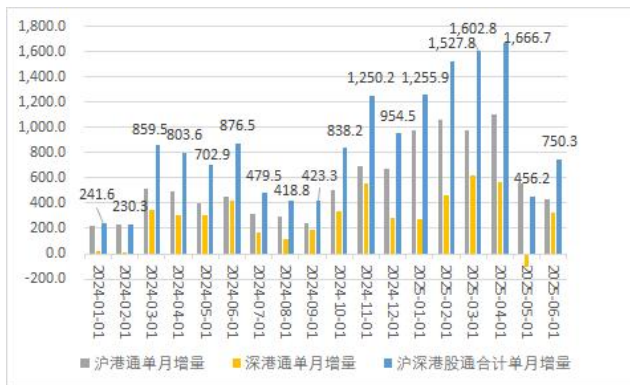
截至6月27日，南向资金累计净流入44237.6亿港元，其中深港通为18930.9亿港元，沪股通为25306.7亿港元。今年1-4月份，南向资金单月净流入均超过千亿港元，5、6月份虽然流入规模下降，但仍然达到324.2和750.3亿港元，南向资金持续给予港股有力支持。

图表7 南向资金累计净流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况 (亿港元)

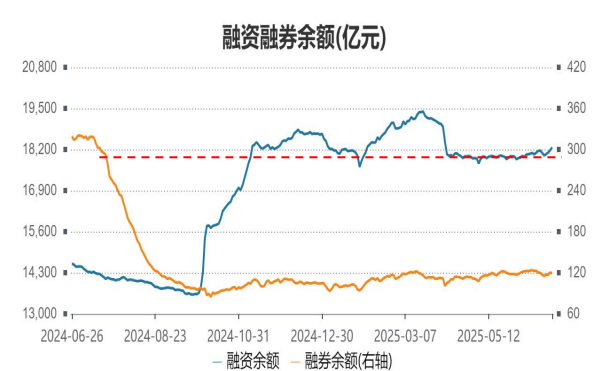


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

6月，融资余额保持平稳，融资交易情绪上升。截至6月26日，融资余额18265.4亿元，比上月末增加373.2亿元，比上年末减少275.8亿元；3月20日，达到年内峰值19402.3亿元；4月中旬至今持稳于1.80万亿元附近小幅波动。融券余额119.4亿元，处于历史低位水平，比上月末增加2.3亿元，比上年末增加15.0亿元。6月25日，融资买入额占A股成交额比例9.6%，4月日均值为8.46%；5月日均值为8.49%，6月日均值为8.67%。

图表9 融资融券变动情况 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策和经济环境分析

2.1 经济环境分析

经济保持韧性，消费与出口增速相对较高，固定资产投资增速低于预期，物价水平延续下降态势。1-5 月份，固定资产投资累计同比增速 3.7%，低于预期值 4.0%；制造业投资累计增长 8.5%，与预期值持平；基础设施建设投资累计增长 10.4%，比前 1-4 月增速下降 0.5 个百分点；房地产投资累计增速-10.7%，低于预期值-10.5%。5 月份，社会消费品零售总额同比增速 6.4%，高于预期值 4.9%；出口增速 4.8%，低于预期值 6.2%。

5 月份，CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 3.3%。M2 同比增速 7.9%，保持较高水平；M1 同比增速 2.3%，高于预期值。人民币贷款新增 6200 亿元，低于预期值；社会融资新增 22870 亿元，高于预期值。

从 6 月机构综合预测看，市场对上半年经济运行保持审慎态度。2025 年上半年 GDP 预测值 4.9%，固定资产投资累计同比增速预测值 3.3%，均比一季度实际值下降。6 月出口增速预测值 0.5%，预测值大幅下滑；PPI 预测值-3.3%，延续跌势；CPI 预测值 0.1%，预计由负转正。

图表 11 宏观经济数据概览

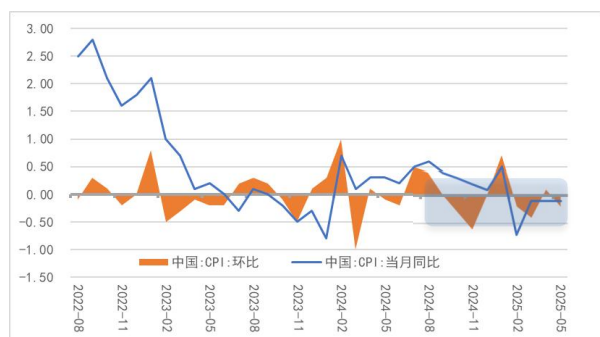
指标	预测值		实际值		实际值	5月实际 比预期
	2025-06F	2025-05F	2025-05	2025-04	2025-03	
GDP:当季(%)	5.2	--	--	--	5.4	--
GDP:累计(%)	4.9	--	--	--	5.4	--
工业增加值(%)	5.6	5.7	5.8	6.1	7.7	0.1
固定资产投资:累计(%)	3.3	4.0	3.7	4.0	4.2	-0.3
固定资产投资:制造业:累计(%)	8.3	8.5	8.5	8.8	9.1	0.0
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	8.6	--	10.4	10.9	11.5	--
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-10.3	-10.5	-10.7	-10.3	-9.9	-0.2
社会消费品零售(%)	6.1	4.9	6.4	5.1	5.9	1.6
进口(%)	-2.8	0.3	-3.4	-0.3	-4.4	-3.7
出口(%)	0.5	6.2	4.8	8.1	12.3	-1.4
贸易差额(亿美元)	--	813.6	1032.2	962.4	1,024.1	218.6
中国制造业采购经理指数(PMI)	--	49.5	49.5	49.0	50.5	--
中国非制造业采购经理指数	--	50.6	50.3	50.4	50.8	-0.3
CPI(%)	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1
PPI(%)	-3.3	-3.2	-3.3	-2.7	-2.5	-0.1
M1(%)	3.1	1.8	2.3	1.5	1.6	0.5
M2(%)	8.1	8.1	7.9	8.0	7.0	-0.2
人民币贷款:新增(亿元)	--	8026.3	6200.0	2800.0	36,400.0	-1826.3
人民币贷款(%)	7.4	7.2	7.1	7.2	7.4	-0.1
社会融资规模:新增(亿元)	--	20505.0	22870.0	11599.0	58,961.0	2365.0
社会融资规模存量(%)	8.4	8.8	8.7	8.7	8.4	-0.1

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（预测值为 WIND 机构综合预测）

(1) CPI 与 PPI

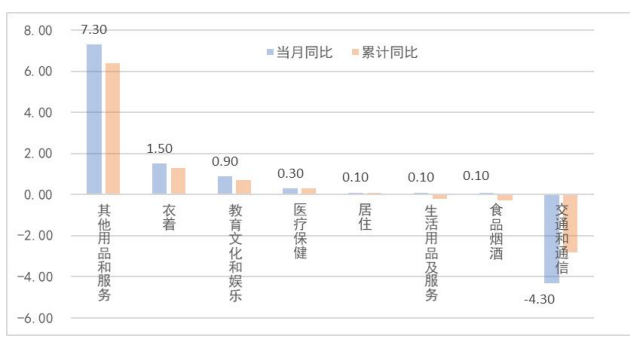
CPI 同比、环比持续双降，服务类价格表现相对较好。5 月份，CPI 同比下降 0.1%，环比下降 0.2%，均连续四个月下降。交通和通信当月同比下降 4.3%，是主要拖累项；其余项目收涨，食品烟酒上涨 0.1%，生活用品及服务上涨 0.1%，居住上涨 0.1%，教育文化和娱乐上涨 0.9%，医疗保健上涨 0.3%。1-5 月份，CPI 累计同比下降 0.1%。其中，食品价格累计同比下降 1.0%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.4%；不包含食品和能源的价格上涨 0.4%。CPI 内部出现分化，服务类价格温和上行，家庭服务累计同比上涨 2.3%，教育服务上涨 1.2%，医疗服务上涨 0.7%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

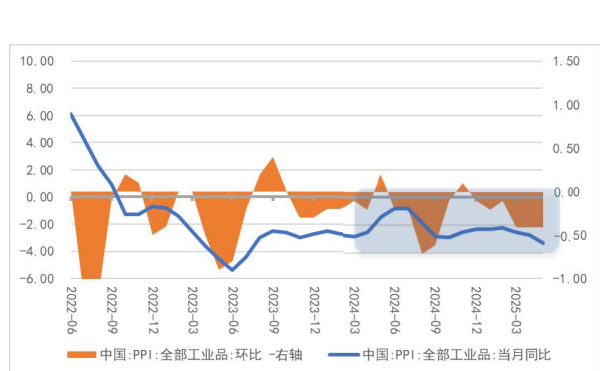
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

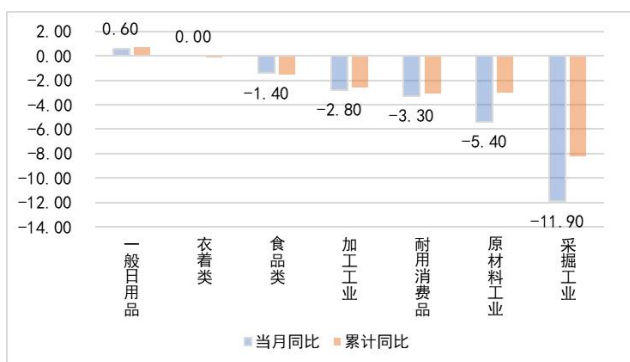
PPI 跌势扩大，有色金属类价格显著领涨。5 月份，PPI 同比下降 3.3%（4 月份下降 2.7%），环比下降 0.4%。其中，一般日用品同比上涨 0.6%，衣着类涨幅持平，食品类下降 1.4%，加工工业下降 2.8%，耐用消费品下降 3.3%，原材料工业下降 5.4%，采掘工业下降 11.9%。行业价格方面，有色金属成为少有的亮点，1-5 月份，有色金属矿采选业累计同比上涨 18.9%，有色金属材料及电线类上涨 9.1%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 7.3%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上涨 0.1%，汽车制造业累计同比下降 3.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.1%，医药制造业下降 1.4%，煤炭开采和洗选业下降 14.1%，石油和天然气开采下降 9.0%，黑色金属采选业下降 10.3%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

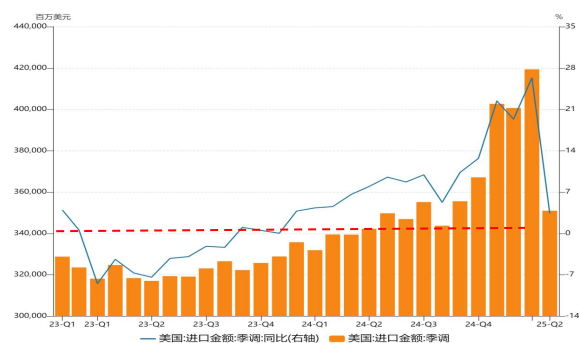
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

出口：我国出口保持韧性，但4月份美国进口额已显著下降。2025年1-5月，我国出口金额14848.5亿美元，同比增长6.0%，比2024年全年增速提高0.2个百分点。5月，出口当月增速4.8%，比上月增速下滑，但在全球供应链重塑与关税博弈背景下，我国出口已展现相当韧性。4月，美国公布“对等关税”政策后，美国进口已显著下降；当月美国进口金额（季调）3509.87亿美元，比3月下降684.04亿美元，环比下降26.3%；美国进口金额同比增速（季调）3.38%，比3月增速收窄22.98个百分点，或预示1-4月份全球对美“抢出口”业已结束。

从主要国别看，我国对美出口大幅下降，但对欧盟、东盟、非洲、印度、拉美地区均保持较高增速。按海关口径（美元），1-5月，对美国出口同比下降9.7%（1-4月下降2.5%），连续两个月下降且降幅扩大；对欧盟出口增长12.2%，前值11.5%（德国12.3%，前值9.8%；法国5.9%，前值1.0%）；对日本出口同比增长4.4%，前值4.0%。对东盟国家同比增长12.2%，前值11.5%（越南18.8%，前值18.1%；马来西亚5.4%，前值5.3%；泰国20.9%，前值20.6%；印度尼西亚16.8%，前值18.4%）。对拉丁美洲出口增长9.4%（巴西-2.1%，前值-0.5%；阿根廷89.2%，前值93.3%），前值11.5%；对印度出口增长15.1%，前值15.8%；对俄罗斯出口增长-6.6%，前值-5.3%；对非洲出口增长18.9%，前值15.1%。

图表 16 美国进口 4 月显著放缓 (百万美元、%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比 (%)



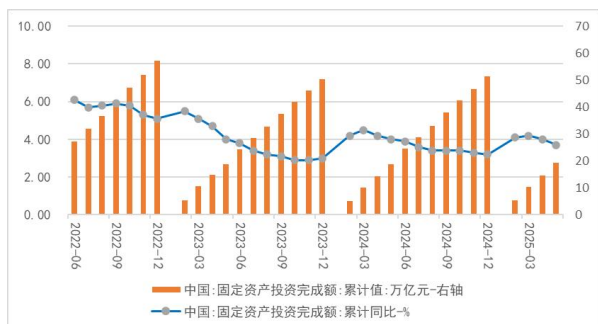
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：国有企业和港澳台商投资保持高增速。2025年1-5月份，中国固定资产投资（不含农户）191947亿元，同比增长3.7%，增速环比下降0.3个百分点，比2024年全年增速提高0.5个百分点。其中，国有控股企业同比增速5.9%，港澳台商投资增速达6.5%，保持较快增速；民间投资增速0.0%；外商投资下降13.4%，连续两年下降幅度较大。

其中，制造业投资累计同比增长8.5%，比上年同期下降1.1个百分点；基础设施建设投资同比10.4%，比上年同期提高3.7个百分点，显著提速。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业累计同比增长26.1%，汽车制造业增长23.4%，通用设备制造业增长17.5%，专用设备制造业增长7.9%，有色金属冶炼

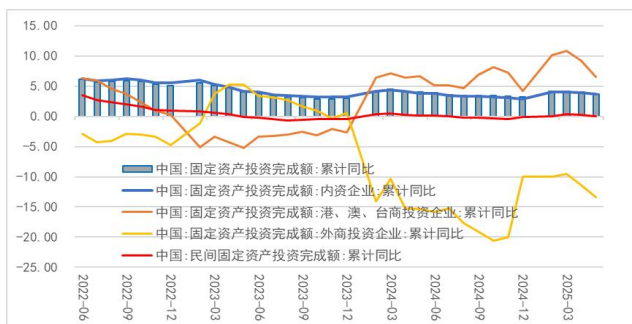
和压延加工业增长 14.3%，食品制造业增长 16.1%，医药制造业 0.9%，电气机械和器材制造业增长-8.6%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



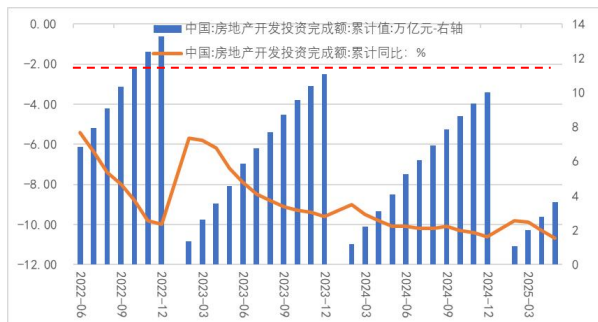
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：国房景气指数小幅下行，地产投资与新开工数据低迷。自 2024 年 4 月触底 91.82 点后，国房景气指数持续小幅回暖，至 2025 年 3 月触顶 93.94 点，4、5 月份转入小幅下降态势，4 月报收 93.85 点，5 月报收 93.72 点。

2025 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 36234 亿元，同比下降 10.7%，保持两位数降幅。房屋新开工面积 2.32 亿平方米，同比下降 22.8%，与上年降幅基本持平。商品房销售面积 3.53 亿平方米，同比下降 2.9%，比上年降幅收窄 10.0 个百分点。商品房销售额 3.41 万亿元，同比下降 3.8 个百分点，比上年降幅收窄 13.3 个百分点。

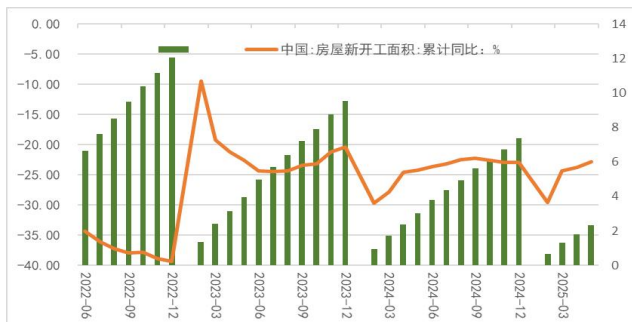
房地产企业自筹资金能力仍然不足。1-5 月份，房地产开发企业到位资金 40232 亿元，同比下降 5.3%，比上年降幅（17.0%）显著收窄。其中，国内贷款 6679 亿元，下降 1.7%；自筹资金 13743 亿元，下降 7.2%；定金及预收款 11931 亿元，下降 5.0%；个人按揭贷款 5645 亿元，下降 8.5%。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

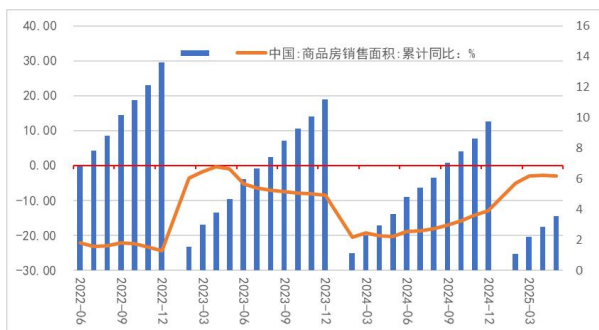
图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

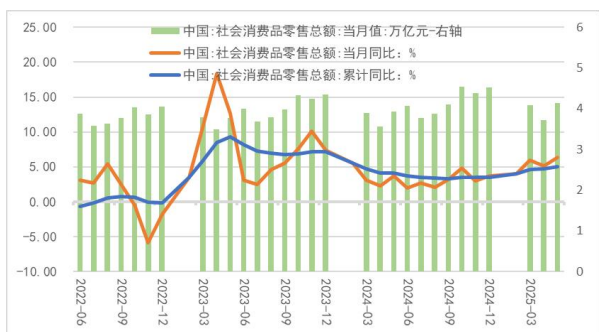


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

消费：消费增长保持平稳。2025年1-5月份，社会消费品零售总额20.32万亿元，同比增长5.0%，比上年全年增速提高1.5个百分点。其中，城镇消费同比增长5.1%，比上年增速提高1.7个百分点；乡村消费同比增长4.9%，比上年增速提高0.6个百分点。网上商品和服务零售同比增长8.5%，比上年增速提高1.3个百分点；实物商品网上零售额同比增长6.3%，比上年增速下降0.2个百分点。

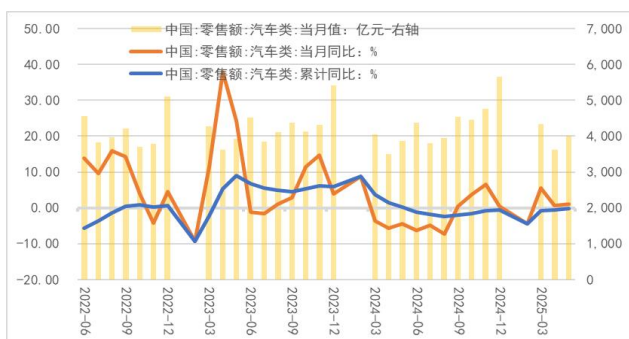
按零售业态分，品牌专卖店和百货店增长缓慢。1-5月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、品牌专卖店和百货店零售额同比分别增长8.5%、6.3%、5.7%、1.8%和1.3%。分项看，汽车销售累计18847亿元，同比增长-0.1%，数据继续好转；中西药品类增长1.8%，家用电器和音响器材类增长30.2%，体育娱乐用品增长25.7%，通讯器材类增长27.1%，家具类增长21.4%；年初发布的消费品以旧换新政策和3C产品购置补贴政策持续显现积极效果。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比



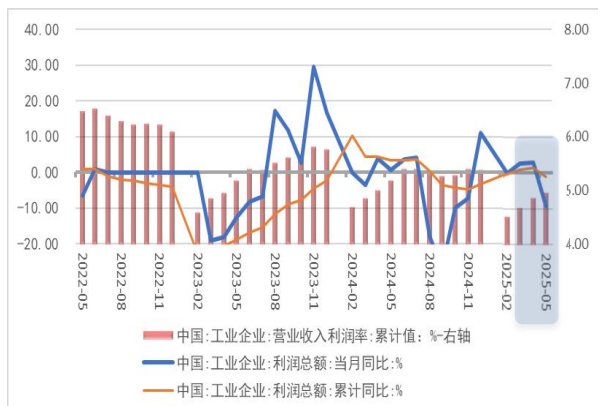
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2025年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，同比下降1.1%，再度转入下降，其中5月当月净利润总额同比下降9.1%；营业收入利润率4.97%，维持在历史低位；应收账款平均回收天数为70.5天，比2024年12月增加6.4天。5月末，工业企业应收账款余额26.40万亿元，同比增长9.0%，保持在历史高位水平。

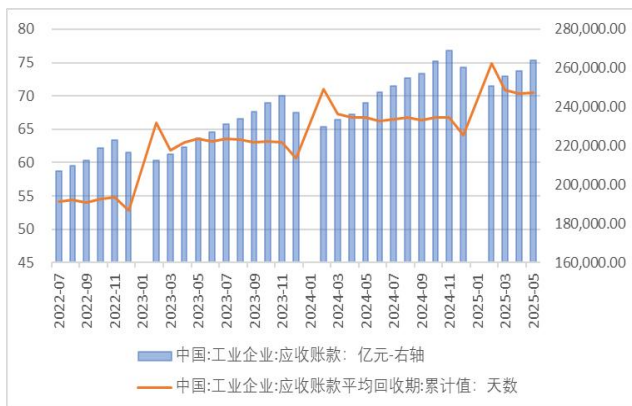
1-5 月份，主要行业利润增长情况如下：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 56.0%，有色金属矿采选业增长 41.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.9%，电气机械和器材制造业增长 11.6%，通用设备制造业增长 10.6%，专用设备制造业增长 7.1%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数

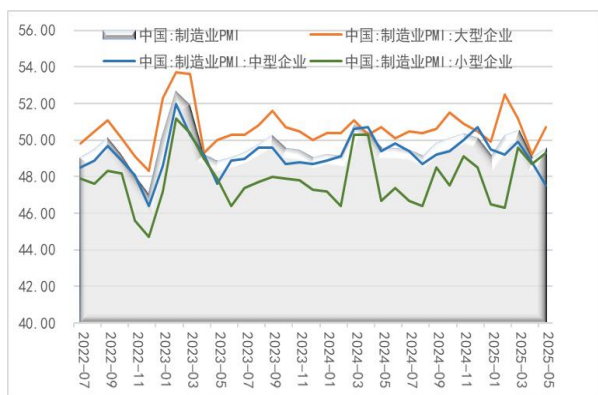


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

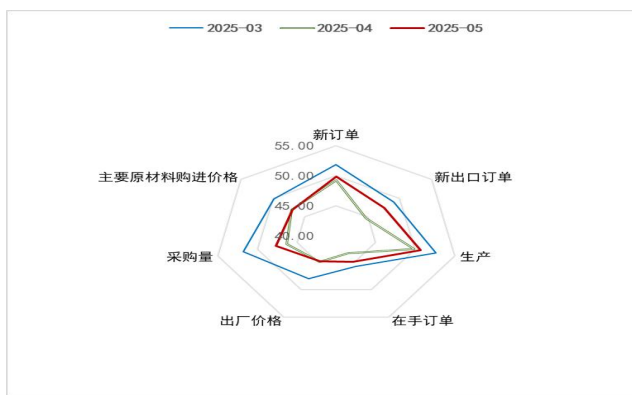
制造业 PMI：大型企业 PMI 显著回升，订单情况低位回升。5 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。其中，大型企业 PMI 为 50.7%，上升 1.5 个百分点；中型企业 PMI 为 47.5%，下降 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 49.3%，上升 0.6 个百分点。5 月，新订单指数 49.8%，比上月上升 0.6 个百分点；新出口订单指数 47.5%，上升 2.8 个百分点，在手订单指数 44.8%，上升 1.6 个百分点；生产指数 50.7%，上升 0.9 个百分点；出厂价格指数 44.7%，下降 0.1 个百分点；采购量指数 47.6%，上升 1.3 个百分点；主要原材料购进价格指数 46.9%，下降 0.1 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)

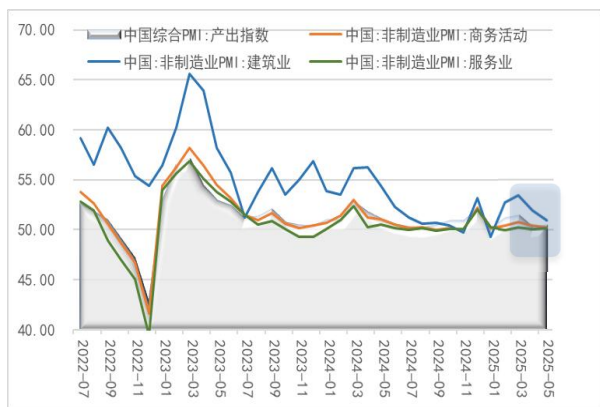


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

非制造业 PMI：5 月份，非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点；其中，建筑业

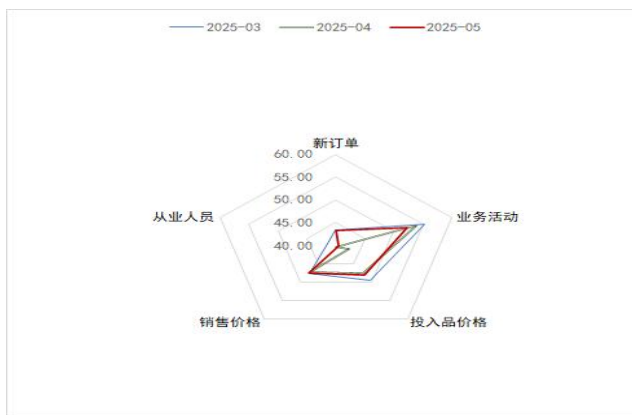
商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.1 个百分点。分项目看，非制造业订单指数低位回升。服务业新订单指数为 46.6%，比上月上升 0.7 个百分点。建筑业新订单指数为 43.3%，比上月上升 3.7 个百分点。从行业看，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



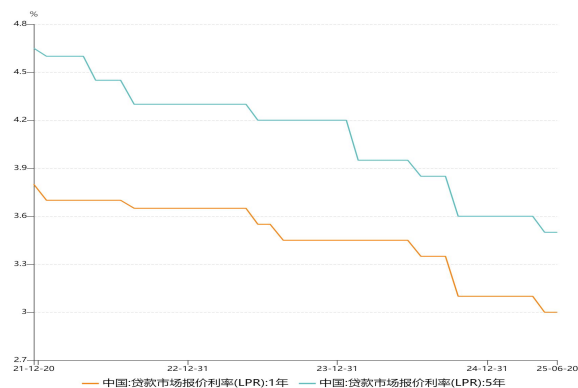
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

5 月，央行降准降息，充裕的货币环境落地实施。6 月 20 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，年内于 5 月 20 日下调一次，均下调 10BP；6 月 24 日，7 天逆回购利率为 1.40%，年内于 5 月 8 日下调一次，下调 10BP。国债收益率环比下降。6 月 24 日，1 年期国债收益率 1.36%，比上月末下降 11BP，比上年末（1.09%）上升 27BP；10 年期国债收益率报收 1.65%，比上月末下降 7BP，比上年末（1.68%）下降 3BP。

图表 32 LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

4 月份，美国对等关税政策严重冲击国际经贸秩序。为应对外部形势急剧变化的负向影响，预先做好政策对冲、资金对冲和预期对冲，保持市场稳定，5 月 7 日，国务院新闻办公会举行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会。中国人民银行行长在会议上发布了数量型、价格型和结构性三个方面 10 项金融工具，包括降准、降息、设立或增加专项贷款（科技创新贷款、服务消费与养老再贷款等）、科技创新债券等，其中降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计向市场提供长期流动性 1 万亿元，流动性充裕的货币环境落地实施。

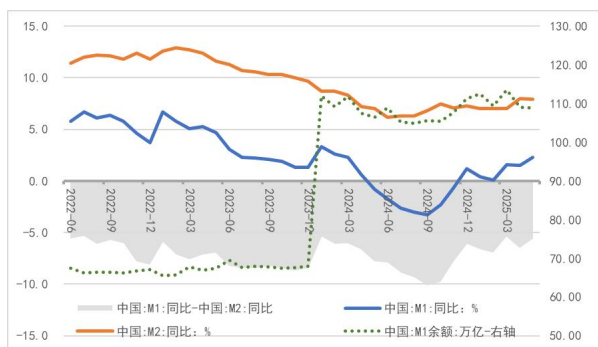
(2) 货币投放：政府债券净融资大幅提速

2025 年 5 月，M2 余额 325.78 万亿元，同比增长 7.9%，与上月增速基本持平；M1 余额 108.91 万亿元，同比增长 2.3%，比上月增速提高 0.8 个百分点；M1-M2 增速剪刀差-5.6%，比上月收敛了 0.9 个百分点。

2015 年 1-5 月，**社会融资规模增量累计为 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元。**其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 10.38 万亿元，同比多增 1123 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 963 亿元，同比多减 1690 亿元；企业债券净融资 9087 亿元，同比减少 2884 亿元；**政府债券净融资 6.31 万亿元，同比多 3.81 万亿元，几乎占 1-5 月份社会融资规模增量同比多增数量的 100%；**大幅高于 2024 年全年多增的规模（2024 年全年，政府债券净融资 11.3 万亿元，比 2023 年多 1.69 万亿元）；非金融企业境内股票融资 1504 亿元，同比多 444 亿元。

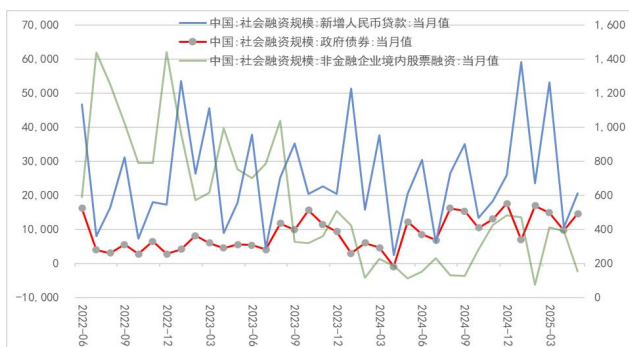
5 月，社会融资当月值 22870 亿元，比上年同期多增 2247 亿元。其中，政府债券当月值 14585 亿元，同比多增 2319 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 152 亿元，同比多增 41 亿元；新增人民币贷款当月值 5923 亿元，同比少增 2274 亿元。金融机构口径，5 月，企事业单位中长期人民币贷款同比少增 1700 亿元，企事业单位短期人民币贷款同比多增 2300 亿元；居民中长期贷款同比多增 232 亿元。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

5 月 9 日，央行发布《2025 年一季度中国货币政策执行报告》，其《专栏 5 从政府部门资产负债表视角对比中美日政府债务情况》指出，与美国、日本相比，中国拥有庞大的国有资产和较低政府负债水平，中国政府债务扩张仍有可持续性。2022 年末，中国的广义政府总资产相当于 GDP 的 166%，总负债相

当于 GDP 的 75%，净资产约占 GDP 的 91%，与美日明显不同。中国广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，规模相当于 GDP 的 119%，据国际货币基金组织的经济学家估计，这一比例相当于各国平均值的 5 倍以上。由上述央行分析报告可见，我国政府既具备逆周期扩张的意愿，也具备逆周期调节的能力。

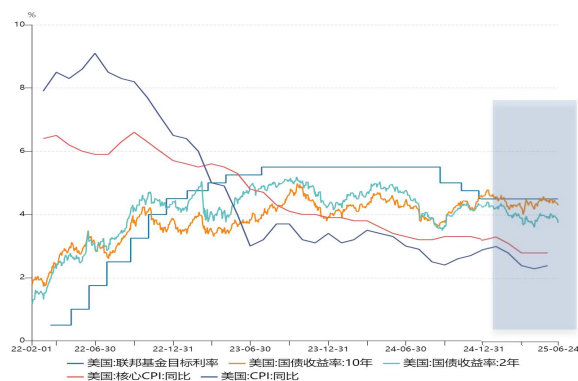
企业现金低位企稳，外币贷款持续下行。5 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 20.48 万亿元，同比下降 1.7%，比上月降幅缩小 5.0 个百分点，比上月绝对额有增长。社融口径下，对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.19 万亿元，同比下降 31.5%，继续保持较大降幅。

(3) 美国利率及其他

美国国债收益率与物价水平年内双降。6 月 24 日，10 年期美国国债收益率为 4.30%，比上月末下降 11BP，比上年末下降 28BP；2 年期美国国债收益率 3.75%，比上月末下降 14BP，比上年末下降 50BP。美国联邦基金利率维持 4.50% 不变，年内维持不变。2025 年 5 月，美国核心 CPI 同比增速 2.8%，与上月持平，比上年末下降 0.4 个百分点；美国 CPI 同比增速 2.4%，比上月上升 0.1 个百分点，比上年末下降 0.6 个百分点。

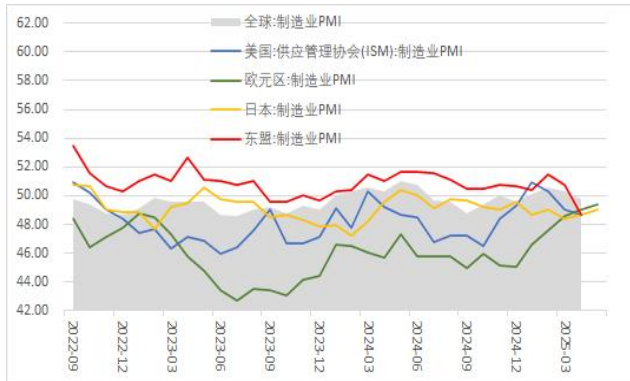
全球制造业 PMI 指数落入景气区间下方。2025 年 4 月，全球制造业 PMI 为 49.8%，比上月下降 0.5 个百分点；东盟国家 PMI 为 48.7%，下降 2.1 个百分点，回落幅度较大；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 48.7%，下降 0.3 个百分点。5 月，欧元区制造业 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.4 个百分点；日本制造业 PMI 为 49.0%，比上月上升 0.3 个百分点。

图表 36 美联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2025 年 4 月 2 日，美国对全球绝大多数国家发布对等关税政策，国家经贸秩序受到严重冲击，美国进口额 4 月环比已显著降低，全球制造业受到冲击，美国、东盟国家最新制造业 PMI 指数均下滑至景气区间下方。

4 月 9 日，美国总统特朗普突然宣布对除中国以外的 70 多个国家和地区暂停实施新关税 90 天，美国拟以 90 天为限开启密集谈判，希望盟友和主要贸易伙伴让步。目前，离最后宽限期 7 月 9 日仅 10 天左右，

与美国关税贸易协议条款达成一致的仅有英国一国，美国与欧盟、日本、印度等国仍对关税存在分歧，目前仍在磋商中。

据6月28日陆家嘴财经早餐消息，美国总统特朗普在社交媒体平台上发文表示，美国刚刚获悉，加拿大宣布将对美国科技公司征收数字服务税。特朗普称，这是对美国的“直接且赤裸裸的攻击”，称加拿大显然是在效仿欧盟。特朗普表示，鉴于这项令人震惊的税收，美国特此终止与加拿大的所有贸易谈判，立即生效。

美国对等关税政策的演绎变化，或正如橡树资本创始人霍华德·马克斯4月上旬所言，没有人可以预知。相比于对等关税给全球经贸和资本市场带来的困扰，**美国利率政策在三季度或给投资者带来惊喜，至迟或在四季度发生。**

一是特朗普笃信弱势美元政策有利于提升美国制造业竞争力，低利率水平将减少美债利息支出。特朗普多次表达了降息意愿，并称美联储主席鲍威尔为“太迟先生”。6月24日，美国总统特朗普在其社交媒体平台“真实社交”上发文称，欧洲已经降息了10次，而我们为零次。没有通胀，经济繁荣——我们应该至少降低2到3个百分点。每年将为美国节省8000亿美元。

6月下旬，特朗普表示，希望美联储主席鲍威尔辞职，不会任用想要维持利率现状的人，将任命一个想要削减开支的人担任美联储主席。已经授意财政部不要发行久期超过九个月的债务，并认为现在应该为美国国债支付1%的利息。

二是美联储在降息政策上5月已透露了松动的信号。5月15日，美联储主席鲍威尔表示，美联储需要重新审视2020年货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，以应对供应冲击加剧及政策不确定性的挑战。这意味着美联储不用过多考虑历史高基数因素，在即期通胀目标达到2%附近时，便具备了降息的可能性，增强了货币政策的灵活性；也意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。当然，鲍威尔的步伐相比特朗普的要求，明显缓慢了许多。

6月，美联储官员降息论调逐渐增多。美联储理事克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）以及监管副主席米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman）均表示，若通胀继续受控，最早在7月就可能考虑降息。旧金山联储主席玛丽·戴利（Mary Daly）认为，秋季更可能是合适的时机。美联储卡什卡利称，仍预计今年美联储将进行两次降息，首次降息可能在9月进行，关税仍是最大变数。

三是美国通胀数据目前保持平稳，个人消费支出下降。虽然美国CPI、核心CPI同比数据高于2%，但比去年12月份3%的数据已显著下滑，成为特朗普宣传降息的重要依据。5月，美国实际个人消费支出环比下降0.3%，为年初以来的最大跌幅；个人收入环比下降0.4%，出现自2021年以来的最大跌幅。

美联储降息预期增强，有利于全球市场风险偏好提升，港股也有望因此受益；同时中国货币政策空间也将进一步打开，充裕的货币环境有望得到进一步保障，这对红利资产、长久期的科技股、港股以及非生息资产黄金均具有积极意义。

2.3 政策环境分析

我们在《2025年A股年度策略报告：柳暗花明，行则将至》第三部分《行则将至：政策破局与流动性先行》指出，流动性如同市场的血液，维系着市场的正常运转与活力。流动性充裕的市场有利于提供高配置效率和信息效率。

2024年12月中央经济工作会议定调，货币政策从“稳健”转向适度宽松，财政政策从“积极”转向更加积极，双管齐下，向社会和市场注入流动性，以进促稳，稳中求进，保持经济稳定增长。

图表 38 2025年1-6月份重要政策经济措施

时间	宏观政策或政策指引	经济政策或措施	市场政策或措施
1月	《求是》杂志发表总书记重要文章《进一步全面深化改革中的几个重大理论和实践问题》：坚持守正创新是必须牢牢把握的重大原则。	商务部等4部门发布《关于做好家电以旧换新工作的通知》；商务部等5部门印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》。	中国人民银行、中国证监会联合召开股票回购增持再贷款座谈会；中央金融办、证监会六部委发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。
2月	《求是》杂志发表总书记重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》：要加快补上内需特别是消费短板，要以科技创新为引领。	市场监管总局等五部门印发《优化消费环境三年行动方案（2025-2027年）》；国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动。	中国人民银行发布《2024年四季度中国货币政策执行报告》：保持流动性充裕，推动信贷成本下降。
3月	2025年政府工作报告发布，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业融合发展，稳住楼市股市。	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《推动消费专项行动方案》；工信部党组书记在中国发展高层论坛主题发言，“产业科技创新者一关键变量正加速转化为新质生产力的最大增量”。	中国人民银行货币政策委员会召开2025年第一次季度例会：提高货币政策调控的前瞻性、针对性、有效性，择机降准降息。
4月	中央政治局召开会议，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。	商务部、国家卫生健康委等12部门印发《促进健康消费专项行动方案》；工信部等部门发布消费、智能制造、数字化转型、节能降碳等多项产业政策。	中央汇金发布公告，公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。
5月	《中华人民共和国民营经济促进法》施行，是第一部关于民营经济发展的基础性法律，第一次将坚持“两个毫不动摇”写入法律。	国务院召开做强做大国内大循环工作推进会；科技部、中国人民银行等七部门印发《关于加快构建科技金融体系，有力支持高水平科技自立自强的若干政策举措》。	国新办举行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会；央行退出三类十项措施（包括降准降息），金融监管总局推出八项新政。
6月	《求是》杂志将发表总书记重要文章《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》：科学制定和接续实施五年规划，是中国特色社会主义一个重要政治优势。紧紧围绕基本实现社会主义现代化目标，一个领域一个领域合理确定目标任务、提出思路举措。	据中国证券报，科技创新债券推出首月（2025年5月7日至6月7日），全市场147家机构累计发行科技创新债券超3748亿元，包括39家金融机构发行2239亿元、108家非金融企业发行1509.98亿元。	证监会主席在2025陆家嘴论坛发布主旨演讲《充分发挥多层次资本市场枢纽功能 推动科技创新和产业创新融合发展》：科技创新正在从点状突破向系统集成加快推进，技术突破向市场应用加快转化，诸多领域都迎来激动人心的“DeepSeek时刻”。以深化科创板、创业板改革为抓手，加快构建更有利于支持全面创新的资本市场生态。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

上半年，宏观政策上持续加强宣导，市场层面不断提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性；经济政策及早部署，年初即发布消费品以旧换新政策和3C产品购置补贴政策，持续加大对科技创新的支持力度，有力地促进了科技创新持续突破，保障了经济稳健发展，市场平稳运行。

5月，根据外部环境变化，央行适时降准降息，推出多项结构性工具加大定向货币投放，流动性充裕的货币环境落地实施。

一是在宏观政策指引上，坚持规划指引，做好战略宣导。1月，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《进一步全面深化改革中的几个重大理论和实践问题》，文章指出，坚持守正创新是必须牢牢把握的重大原则。坚决破除影响和制约高质量发展的体制机制弊端，坚决打通影响和制约全面创新的卡点堵点。

2月,《求是》杂志发表总书记重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》,文章指出,要加快补上内需特别是消费短板,使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。因地制宜发展新质生产力。要以科技创新为引领,大力培育壮大新兴产业和未来产业,推动新旧发展动能平稳接续转换。

3月,2025年政府工作报告发布,明确提出实施更加积极有为的宏观政策,实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策;扩大国内需求,推动科技创新和产业融合发展,稳住楼市股市。“稳住股市”首次写入政府年度工作报告。

4月,在全球关税博弈背景下,中央政治局会议明确提出要加紧实施更加积极有为的宏观政策,用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

6月,《求是》杂志发布《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》,这种方式令中国经济发展方向更加明确,社会预期更加明确,社会更加聚力同心。一个领域又一个领域合理确定目标,不断向目标推进乃至持续创新突破。

6月18日,证监会主席在2025陆家嘴论坛开幕式上发表主旨演讲《充分发挥多层次资本市场枢纽功能 推动科技创新和产业创新融合发展》。

演讲指出,我国上市公司成为科技创新主力军,在创新领域持续突破。从我国看,在深入实施创新驱动发展战略、加快构建现代化产业体系的引领下,科技创新正在从点状突破向系统集成加快推进,技术突破向市场应用加快转化,诸多领域都迎来激动人心的“DeepSeek时刻”,出现了一批生而全球化的新兴科技企业。和10年前相比,市值超千亿元的A股上市公司中,科技企业占比从12%提升至27%,在集成电路、生物医药、新能源等领域形成了集聚效应。2024年,A股上市公司研发投入达到1.88万亿元,占全社会研发投入一半以上,拥有专利数量占全国总量的1/3。

演讲指出,科技创新、产业创新和资本市场发展相辅相成、相互成就,促进三者良性循环是当前和今后资本市场改革创新的重要主线,也是资本市场高质量发展的必由之路。一方面,科技创新促进了上市公司业绩增长,新一代信息技术和新材料行业上市公司近5年营收复合增长率分别达12.5%和17.9%。另一方面,仅科创板、创业板近5年分红回购就超过7300亿元,一批龙头上市公司经营业绩和市值同步高增长,投资者在长期陪伴中获得了可观回报。

演讲强调,将进一步全面深化资本市场改革开放,推动科技创新和产业创新融合发展迈上新台阶,以**深化科创板、创业板改革为抓手**,以发展多元股权融资为重点,着力打造更具吸引力、竞争力的市场体系 and 产品服务矩阵,统筹推进投融资综合改革和投资者权益保护,加快构建更有利于支持全面创新的资本市场生态。

二是经济政策及早发力,持续发力,协同发力,见到效力。多项政策均是多部门联合发布,强化政策衔接,从今年初即开始陆续发布消费刺激、科技创新等多领域的经济提振政策。

1月13日,商务部等部门发布了《关于印发〈手机、平板、智能手表(手环)购新补贴实施方案〉的通知》、《关于做好2025年家电以旧换新工作的通知》。2月,市场监管总局等五部门印发《优化消费

环境三年行动方案（2025-2027年）》；国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动。

消费品以旧换新政策成效显著，今年1-5月份销售额突破1万亿元。商务部数据显示，截至5月31日，今年消费品以旧换新5大品类合计带动销售额1.1万亿元，发放直达消费者的补贴约1.75亿份。其中，汽车以旧换新补贴申请量达412万份；4986.3万名消费者购买12大类家电产品7761.8万台。

中国人民银行、国家金融监管总局、中国证监会5月7日发布支持“科技创新债券”的多项举措，切实为科技创新提供金融服务与支持。据中国证券报信息，截至6月7日短短一个月时间，全市场147家机构累计发行科技创新债券超3748亿元，包括39家金融机构发行2239亿元、108家非金融企业发行1509.98亿元。

三是注重高质量资本市场的制度建设，强化“前瞻性管理”，及时平抑重大风险事件。1月13日，中国证监会2025年系统工作会议指出：一是坚持稳字当头，坚决落实中央经济工作会议关于稳住股市的重要要求，增强工作的前瞻性、主动性、有效性。

一方面，监管层持续加强资本市场的制度建设，固本培元。1月，证监会等六部委发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。6月，上交所召开高分红重回报暨上市公司价值提升座谈会。上交所相关负责人表示，未来，上交所将推动上市公司进一步加大分红力度，增加分红频次，用好回购、并购重组、投资者交流等市值管理工具，持续提升公司投资价值。

另一方面，针对市场风险事件，出手快，见效迅速。在4月7日受“对等关税”影响市场暴跌的当天，中央汇金公司发布公告，公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金(ETF)，未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。4月8日，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。此后，A股主要指数迅速企稳并逐步走高。

5月7日，国务院办公厅举办“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会，在当时市场比较平稳的状态下，中国人民银行出台了10项增量措施，国家金融监管总局出台了8项增量措施，中国证监会表示全力支持中央汇金公司发挥好类平准基金作用，全力巩固市场回稳向好势头，显示政策从过往被动调控转入主动调控的态势。

三、投资策略

3.1 大盘判断

我们在 2025 年度 A 股策略报告中指出，上证指数市净率 1.1-1.2 倍区间为参照估值低点；在企业整体盈利能力上行及下行力度均不大的假设下，上证指数市净率的主要波动范围大致在 1.35 倍上下 10%-15% 的区间内运行。上半年，上证指数 PB (LF) 主要在 1.35 倍下方 10% 以内运行，区间波动范围为 1.24-1.37 倍。

当前，主要综合指数 PB (LF) 估值仍处于相对低水位区域。截至 6 月 27 日，万得全 A 市净率 1.61x (比 2024 年末 1.58x 略提升 1.9%)，近 10 年分位数 27.27%；上证指数市净率 1.35x (与 2024 年末持平)，分位数 31.70%；深证成指市净率 2.31x，分位数 21.66%；科创 50 市净率 4.56x，分位数 40.06%；沪深 300 市净率 1.36x，分位数 25.44%；中证 500 市净率 1.91x，分位数 49.20%；中证 1000 市净率 2.13x，分位数 23.71%。**创业板指市净率 4.00x，分位数 19.60%。**

PE (TTM) 估值多数已升至中高水位区域。截至 6 月 27 日，万得全 A 市盈率 19.72x (比 2024 年末 18.53x 提升 6.4%)，近 10 年分位数 67.56%；上证指数市盈率 14.93x (比 2024 年末 14.55x 提升 2.6%)，分位数 72.29%；深证成指市盈率 26.46x，分位数 50.35%；科创 50 市盈率 136.78x，分位数 97.67%；沪深 300 市盈率 13.02x，分位数 64.51%；中证 500 市盈率 28.67x，分位数 65.79%；中证 1000 市盈率 38.47x，分位数 52.37%；中证 2000 市盈率 131.63x，分位数 93.36%；中证 A50 市盈率 17.44x，分位数 68.07%；中证 A100 市盈率 15.18x，分位数 98.06%；中证 A500 市盈率 15.05x，分位数 65.71%。

图表 39 主要指数估值情况

宽基指数	5日(%)	20日(%)	年初至今(%)	近3年(%)	近5年(%)	近10年(%)	PE(TTM)	PE分位数	PB(LF)	PB分位数
万得全A	3.56	2.96	4.90	-2.15	15.24	-6.49	19.72	67.56	1.61	27.27
上证指数	1.91	1.81	2.16	0.44	14.92	-18.33	14.93	72.29	1.35	31.70
深证成指	3.73	2.48	-0.35	-20.06	-12.15	-27.92	26.46	50.35	2.31	21.66
科创50	3.17	0.19	-0.07	-11.55	-30.62	-1.18	136.78	97.67	4.56	40.06
创业板指	5.69	5.55	-0.81	-25.21	-10.83	-27.27	31.91	18.73	4.00	19.60
沪深300	1.95	1.63	-0.33	-12.67	-5.25	-9.56	13.02	64.51	1.36	25.44
中证500	3.98	2.51	2.41	-9.81	1.29	-35.41	28.67	65.79	1.91	49.20
中证1000	4.62	3.08	5.36	-11.34	0.79	-46.49	38.47	52.37	2.13	23.71
中证2000	5.55	2.95	13.49	10.64	33.89	-22.07	131.63	93.36	2.48	97.35
中证A50	1.55	-0.24	-0.82	-13.72	-1.18	32.71	17.44	68.07	2.11	86.97
中证A100	1.62	0.63	-0.26	-15.73	-11.26	-3.50	15.18	98.06	1.63	82.13
中证A500	2.43	1.54	-0.16	-14.48	-2.89	-9.50	15.05	65.71	1.52	21.74

资料来源：WIND、金圆统一证券研究

从 PB-ROE 定价角度看，低 PB 水平提供了资产重组条件下的高安全垫，A 股的资产吸引力增强；上半年上证指数市净率与上年末持平，说明指数上行主要来自净资产的增长，在盈利能力处于历史低位情况下，市场呈现理性。

单纯从 PE 角度看，在盈利能力下降的情况下，上半年 PE 被动提升（万得全 A 市盈率上涨 6.4%，上

证指数市净盈上涨 2.6%)，表明市场并未因盈利因子而恐慌；市场关注的重点不仅仅是即期的盈利情况，监管政策的强力宣导以及中国在人工智能、影视、医药、军工等多个领域的“DeepSeek 时刻”，令市场在面对风险事件时呈现了更好的稳定性，更加积极地关注政策利好以及结构性利多因素。

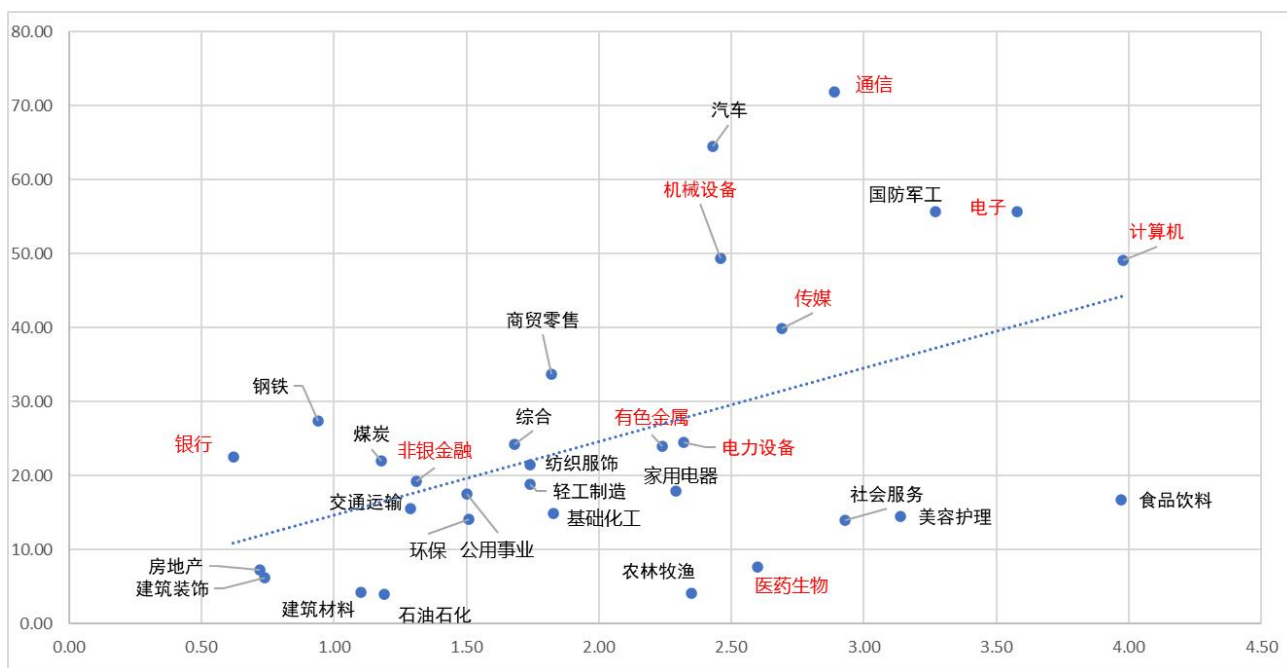
随着高质量资本市场建设的不断完善，以及中国将在更多创新领域出现“DeepSeek 时刻”，下半年中国资本市场有望持续保持活跃，但单边大幅上涨或大幅下跌的概率均比较低，一方面外部的关税政策演变及企业盈利修复均需观察，另一方面，低 PB 水平、股市稳定机制的完善令股市下行空间受限。

仍需对市场潜在风险给予足够重视，包括但不限于半年报业绩风险，关税政策及未来外部环境扰动等因素。A 股整体仍保持台阶式运行态势，上证指数估值有望在市净率±10%区间的中枢上方运行。投资超额收益来自于对创新领域“DeepSeek 时刻”的及早感知、率先认知，包括人工智能、半导体、人形机器人、创新药、国防军工等领域。

3.2 行业配置

资本市场的三大逻辑将长期并存并呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 6 月 27 日）

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向

包括：1) 科技创新方向：行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2) 红利资产或潜在边际改善方向：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物（创新药、中药）、黄金股 ETF。3) 大类资产配置方向：黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）。维持前期推荐。

7 月，进入半年报披露期，从业绩确定性角度，建议关注证券、黄金股 ETF；从业绩边际改善角度建议关注电力设备，从行业“DeepSekk 时刻”角度，建议关注医药生物（创新药）、TMT、人形机器人；从美国降息预期及中国宽松货币环境角度，建议关注恒生 ETF、上证红利 ETF、深证红利 ETF。

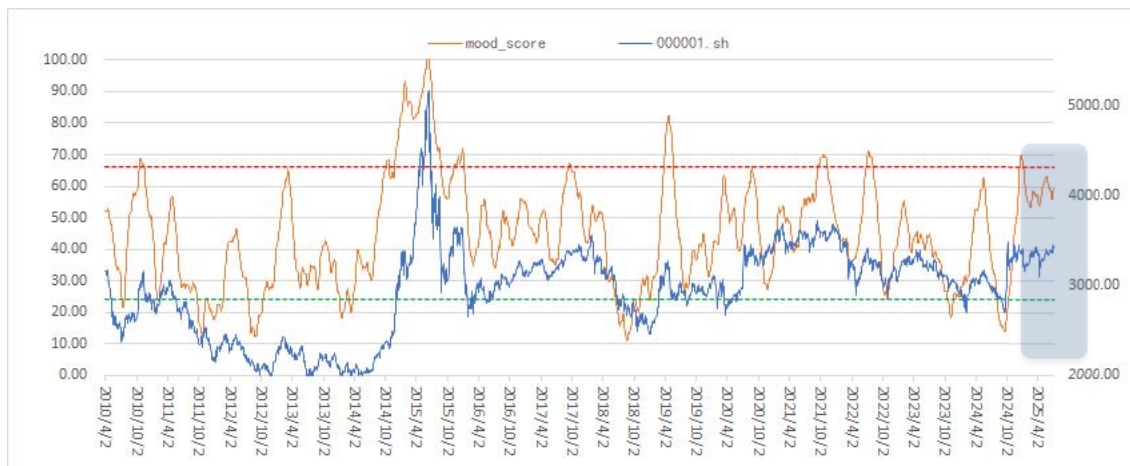
7 月，新增建议关注创业板指（创业板 ETF）、光伏 ETF。

3.3 专题论述

1) 上证指数之情绪指数：情绪指数持续高位震荡

2025 年 6 月 27 日，情绪指数为 59.39 点，2010 年 4 月以来分位值为 82.1%，目前仍处于相对高位水平。2024 年 12 月 23 日，情绪指数见顶 70.09 点后回落，但本轮情绪指数与历史上通常的见顶回落不同，呈现持续高位震荡格局，这或与资本市场长效稳定机制逐步完善密切相关，A 股韧性明显增强。

图表 41 上证指数/情绪指数 (mood-score) 自高位震荡回落 (2010 年 4 月以来数据)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10%分位，红色虚线为 90%分位

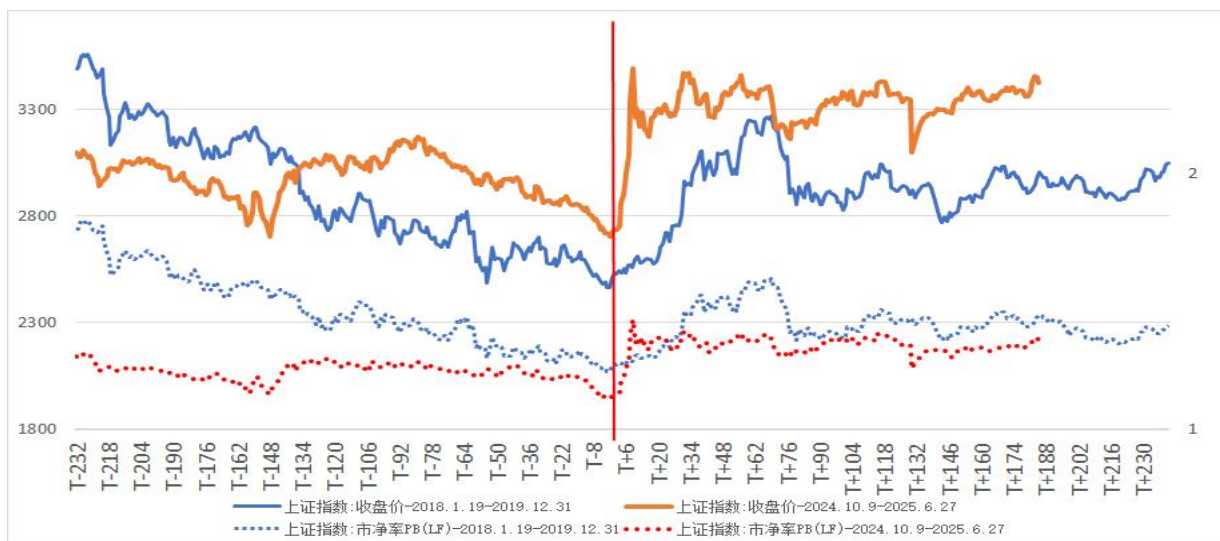
2) 2024 年“924 行情”后续走势可类比 2019 年的春季躁动

《20241201 策略月报：大行也需顾细谨》对“924 行情”和 2019 年的春节躁动行情进行了对比分析：“今年（注：2024 年）企业盈利状况与 2019 年时相近，处于下行探底态势。2024 年前三季度，上证指数净资产收益率为 7.21%，低于 2023 年同期（7.51%），也低于 2019 年同期（8.82%）。后续若上证指数进入调整阶段，2019 年指数调整的时间及空间数据，或可提供一定参考价值。”

截至 6 月 27 日，上证指数今年以来的走势与 2019 年保持较大相似性。相比而言，今年以来，上证指数波幅相对较小，今年初和 4 月初经历两次快速下行，时间均在 2 周左右，随后即展开温和持续修复，呈

现了更好的稳定性；今年的 PB 水平也低于 2019 年同期，提供了更好的下行保护。

图表 42 上证指数行情对比 (2018.1.19-2019.12.31, T 日 2019.1.4) 与 (2024.10.9-2025.6.27;T 日, 2024.9.18)



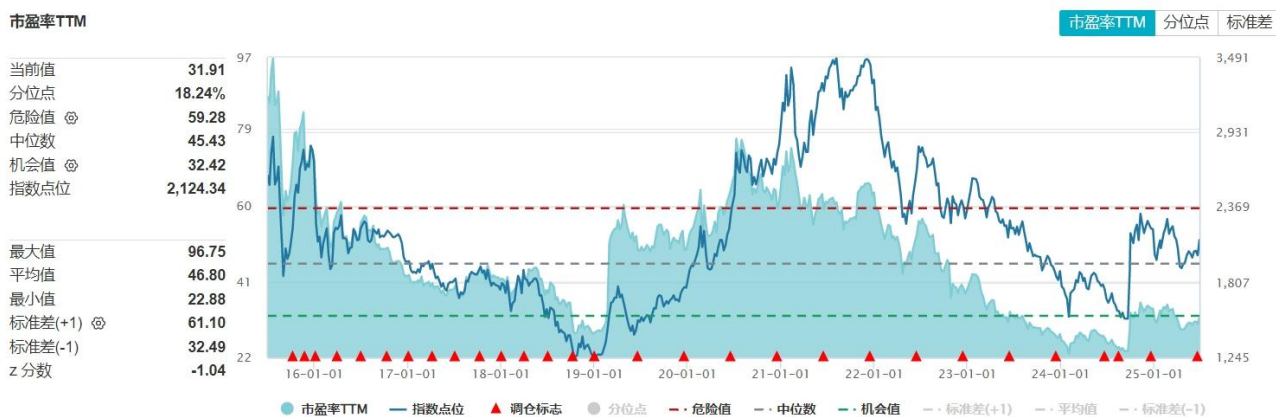
资料来源: WIND、金圆统一证券研究所

3) 创业板指及电力设备板块分析

在主要综合指数中，下半年创业板指或有望获得更好的估值修复。

其一，如前所述，上半年主要指数市盈率已升至近 10 年中高水位，但创业板指估值修复显著落后。截至 6 月 27 日，创业板指市净率 4.0 倍，近 10 年分位值 19.8%；市盈率 31.91 倍，近 10 年分位值 18.24%；PB、PE 近 10 年估值分位均在 20% 以下，在主要指数中估值分位具有比较优势，下半年或迎来估值修复行情。

图表 43 创业板指市盈率 (TTM) 处于历史低位水平



资料来源: WIND、金圆统一证券研究 (截至 2025 年 6 月 27 日)

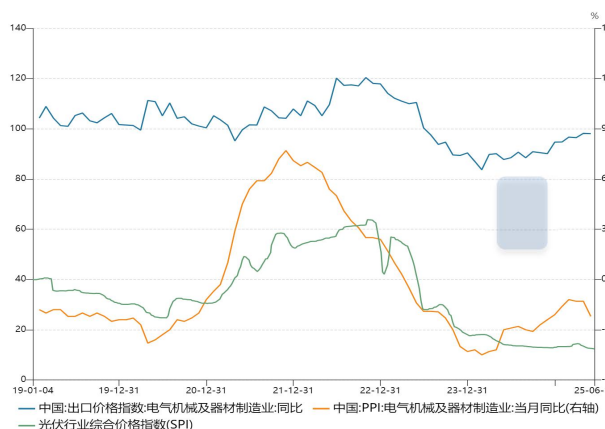
其二，以深化科创板、创业板改革为抓手，构建支持全面创新的资本市场生态。证监会主席在陆家嘴论坛主旨演讲《充分发挥多层次资本市场枢纽功能 推动科技创新和产业创新融合发展》指出，要以深化科创板、创业板改革为抓手，以发展多元股权融资为重点，加快构建更有利于支持全面创新的资本市场生态。科创板扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用；创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。

其三，创业板主要权重行业迎来“DeepSeek 时刻”，或业绩出现持续改善。从创业板指行业权重构成看，截至 6 月 26 日，电力设备、医药生物、电子、非银金融占比最高，分别达到 31.4%、12.6%、11.4%和 8.3%。去年 9 月以来，人工智能大潮下电子行业率先展开强劲走势；今年上半年，中国创新药迎来“DeepSeek 时刻”，医药生物行业 4 月以来明显走强；上半年 A 股市场强势震荡保持活跃，证券板块半年报业绩确定性较高。

电力设备（特别是光伏行业）在整治“内卷式”竞争中行业格局有望优化，产业升级进程加快，行业景气触底反弹。电力设备行业上半年走势较弱，年内下跌 2.0%，在 31 个申万一级行业中排名第 25 位；不过，6 月当月表现强劲，月度涨幅达 5.2%，下半年或迎来估值修复行情。

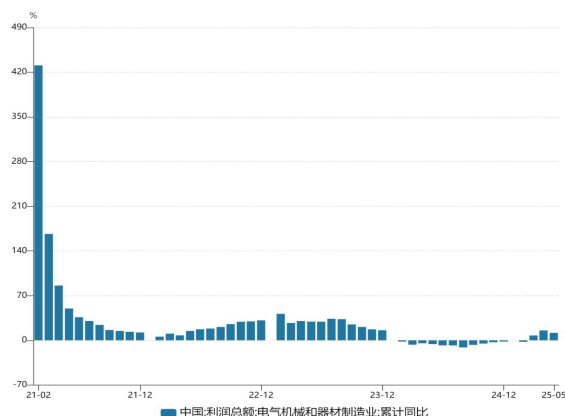
5 月 19 日，国家市场监督管理总局发布《十项措施整治“内卷式”竞争》，包括严厉查处不正当竞争违法行为，严厉打击恶意比价、虚假宣传、低价倾销等市场乱象，将实施严重违法行为导致“内卷式”竞争的经营主体，依法依规列入市场监督管理严重违法失信名单。发挥质量、标准支撑作用，引领产业优化升级。制修订光伏、电池、新能源汽车等领域国家标准，围绕产业链关键产品制定分级分类标准，推动有关推荐性国家标准转为强制性国家标准。优化企业标准领跑者制度，推动企业标准水平不断提升。深入推进质量强链工作，支持企业加强质量联合攻关，共同解决产业质量共性问题。

图表 44 光伏价格处于历史低位水平



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 45 电气机械和器材制造业利润总额同比恢复增长



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

5 月 20 日，国家发展改革委新闻发言人李超表示，一些行业出现结构性问题，一些企业陷入“内卷式”竞争，大打价格战、以次充好，严重扭曲了市场机制，扰乱了公平竞争秩序，必须加以整治。我国将

通过加快产业转型升级、加力破除地方保护和市场分割等，整治“内卷式”竞争。

6月16日，光伏综合价格指数（SPI）12.36点，比2022年历史高位约63点大幅下跌超过80%，比上年末下降5.0%。5月，电气机械及器材制造业PPI当月同比下降2.2%，连续25个月同比下行。电气机械及器材制造业出口价格指数2024年2月触底83.7点，至2025年5月上升至98.1点，下行幅度明显收敛。

截至6月27日，电力设备PB为2.32倍，近10年分位值28.92%；市盈率29.90倍，分位值30.78%，估值处于相对低位水平。

图表 46 电力设备 PB 处于历史低位水平



资料来源：WIND、金圆统一证券研究（截至2025年6月27日）

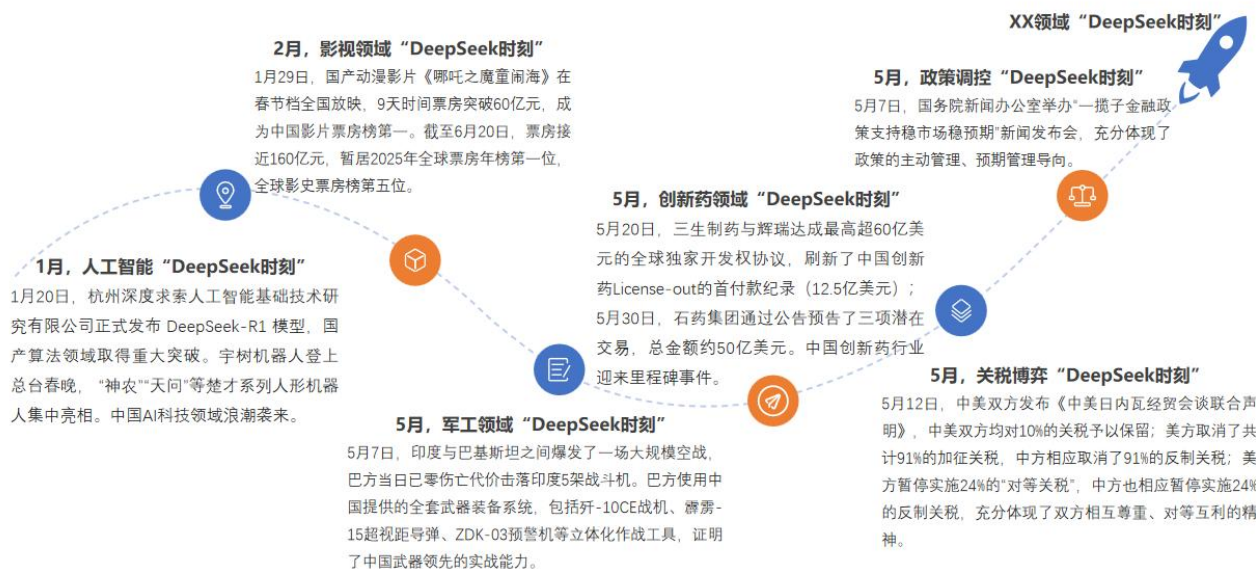
3) 迎接中国资产的“DeepSeek时刻”

2024年前三季度，中国资本市场经历了巨大的市场考验，证券市场持续下挫，市场估值持续创出历史新低。2024年2月15日，上证指数市净率1.13倍；同年9月13日，上证指数市净率1.12倍；悲观预期给予的市场估值水平已经低至资产重置水平。

辩证地看，这也令A股的底部区域更加坚实，一旦某些领域出现积极的边际变化，股价的弹性空间也显著增强。2024年“9.24金融新政”之后，A股迎来了一轮显著的估值修复行情，在主要指数短期快速上升30%以上后，市场进入震荡格局直至2024年底。

2025年上半年，在国内外复杂多变的背景下，A股继续保持韧性，市场估值保持相对平稳，并始终保持活力。我们认为，这主要来源于市场内部结构中局部领域的不断突破，带动相关领域的中国资产获得价值重估，比如在人工智能、影视、军工、医药领域先后出现多个意义重大影响深远的事件，我们把这种里程碑事件定义为该领域的“DeepSeek时刻”。同时，中国在政策调控、关税博弈等领域也出现“DeepSeek时刻”，不断增强的政策稳定性以及前瞻性引导显著改善了市场预期，令中国股市在遇到重大风险事件时，整体抗风险、抗波动能力显著增强。

图表 47 2025 年上半年中国多个领域出现 “DeepSeek 时刻”



资料来源：WIND、KIMI、金圆统一证券研究所

■ 2025 年 1 月，人工智能的 “DeepSeek 时刻”。

2025 年 1 月 20 日，杭州深度求索人工智能基础技术研究有限公司正式发布 DeepSeek-R1 模型。亚马逊和微软同期接入 DeepSeek-R1 模型；英伟达称，DeepSeek-R1 是最先进的大语言模型。DeepSeek 通过技术创新，显著降低了训练成本和算力需求，打破了传统 AI 发展依赖高算力的模式，有望加速推进 AI 落地应用。这是中国 AI 科技领域的 “DeepSeek 时刻”，象征着中国 AI 科技领域从跟跑到领跑的跨越，从模仿到创新的突破。它不仅是我国科技实力的彰显，更是科技自立自强的关键象征。

产生于中国本土的 DeepSeek，对全球人工智能技术格局产生了深远影响。其推出的 DeepSeek-R1 模型在多项基准测试中展现出接近美国万亿参数模型的性能表现，但成本和算力需求仅为后者的一小部分。

《自然》杂志连续报道 DeepSeek 的相关情况，“China’s cheap, open AI model DeepSeek thrills scientists”，“Scientists flock to DeepSeek: how they’re using the blockbuster AI model”。首都医科大学校长饶毅表示，在科学和技术相关的方面，185 年来中国出现的对人类最大的震撼是 DeepSeek。

DeepSeek 大模型算法领域的突破，显著降低了中国算力领域的 “芯片焦虑”。海外科技界的赞赏与肯定，显著增加了中国人工智能领域的 “他信”，进一步增强了 AI 创新的 “自信”。2 月 6 日，新华社发布时评《现象级的科技飞跃：相信光，追逐光》：从 DeepSeek 横空出世，到登上春晚舞台扭起秧歌的宇树机器人，从以动画技术革新领跑电影票房的《哪吒之魔童闹海》，到 “神农” “天问” 等楚才系列人形机器人集中亮相，现象级的科技飞跃为中国人民在乙巳蛇年万象更新的时刻增添志气锐气底气。AI 浪潮

袭来，中国科技工作者一直在追梦。“追”不仅仅是“跟”，目的在“超”。

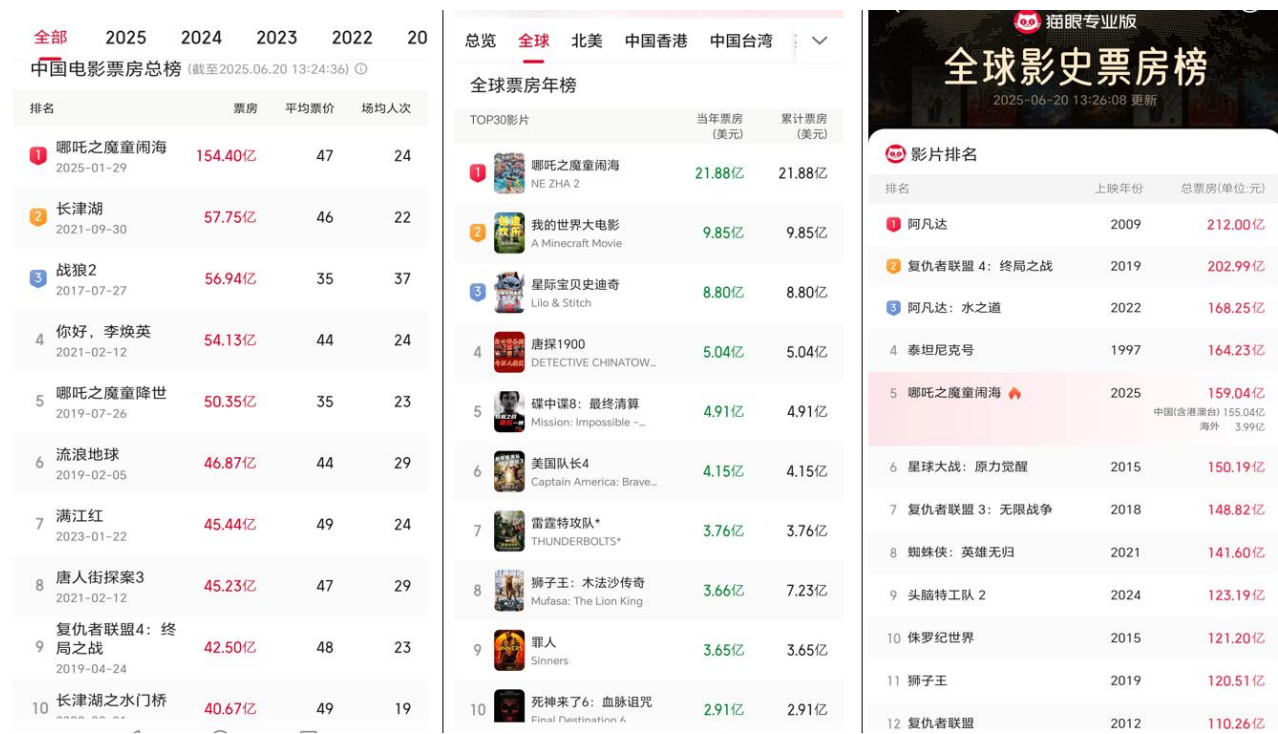
■ 2025年2月，影视领域的“DeepSeek时刻”。

1月29日，国产动漫影片《哪吒之魔童闹海》（简称《哪吒2》）在春节档全国放映。仅仅9天时间，票房突破60亿元，成为中国影片票房榜第一。根据猫眼娱乐网，截至6月20日13:24，《哪吒2》国内票房突破154.40亿元，在国内电影票房史上遥遥领先；全球票房达21.88亿美元或159.04亿元，暂居2025年全球票房年榜第一位，全球影史票房榜第五位。

《哪吒2》的成功，意味着中国动画在制作水准（如特效、叙事、美术设计等）已比肩好莱坞顶级团队，证明中国电影工业化体系已具备全球竞争力。

《哪吒2》不仅是影视领域的成功，它还凸显了中国文化的独特魅力和科技创新的深厚实力。哪吒IP改编自中国传统神话，哪吒的东方集体主义与个体觉醒的融合，为世界提供不同于西方超级英雄的价值观，推动全球市场更开放地接纳非西方文化产品，彰显了中华文化的多元性、包容性与反抗精神。

图表 48 《哪吒之魔童闹海》创中国电影史票房榜纪录，荣登全球影史票房前五



资料来源：猫眼网、金圆统一证券研究所

动漫与科技，是一场双向驱动的革命。科技是动漫的“画笔”，不断提供新的表现方式。动漫是科技的“试验场”，创意需求推动技术迭代。科技日报2月10日刊载《<哪吒之魔童闹海>实现东方美学基因与现代动画元素完美结合》文章指出，在制作层面，《哪吒2》实现了技术层面的飞跃式提升。全片镜头数量

从第一部的 1800 个大幅增加至 2400 多个，特效镜头更是高达 1900 个，占比超全片镜头的 80%。在某些复杂场景中，单个画面中的角色数量甚至达到 2 亿个。

影片制作团队运用了先进的计算机图形技术和算法，并在流体动力学和粒子特效等方面不断突破，增强画面的动态感和真实感。创新性地将粒子系统与生物动力学结合，通过粒子间相互作用算法，模拟出真实生物肌体的弹性形变。制作团队还成功研发出“动态水墨渲染引擎”。这项技术不仅破解了传统水墨“气韵生动”的数字化表达难题，使 3D 动画首次实现了毛笔在宣纸上晕染渗透的实时模拟，更将中国美学的写意精神推向新高度。

这部作品几乎囊括了全国所有的动画制作团队，各团队协同作业，面对海量的特效制作任务，对算力和技术的依赖程度极高。在硬件设施方面，高性能服务器是核心支撑。其中，图形处理器（GPU）发挥着不可替代的作用。GPU 拥有强大的并行计算能力，这使其在动漫影视制作的诸多环节优势显著。

■ 2025 年 5 月，军工领域的“DeepSeek 时刻”。

2025 年 5 月 7 日，印度与巴基斯坦之间爆发了一场大规模空战。当日，据巴基斯坦三军新闻局对媒体证实，巴基斯坦空军击落的印度空军战机中包括 3 架“阵风”战斗机，以及苏-30 和米格-29 战机各一架。巴方没有战机被击落。印度方面保持沉默。美国有线电视新闻网（CNN）也对印巴空战的情况进行了报道：巴方“出于自卫”击落了 3 架法制“阵风”战机、1 架“苏-30”战机和 1 架“米格-29”战机，与巴基斯坦信息一致。

根据中华网相关军事文章分析，巴基斯坦空军能够取得胜利，得益于中国提供的全套武器装备系统。歼-10CE 战机与霹雳-15 超视距导弹在 ZDK-03 预警机的支持下，构建了一个覆盖预警、制导和打击的立体化作战系统。歼-10CE 在超视距空战中连续击落印度购买的阵风战机，证明了中国武器的实战能力。红旗-9 防空系统的成功拦截进一步展示了中国军工在体系化作战中的突破。巴基斯坦这场空战的胜利，验证了中国武器的实战性能，打破了西方在高端军事技术上的垄断局面。

近期部分国家表达了对中国战斗机的购买意向。据印尼军方当地时间 6 月 5 日消息，印尼政府正就采购中国制造的歼-10 战斗机进行可行性评估。印尼国防部副部长道凡托（Taufanto）表示，此举旨在提升印尼空军的现代化作战能力，同时兼顾国防预算的性价比。道凡托指出，中国歼-10 战斗机在印巴冲突中的表现是印尼考虑该机型的重要因素之一。

■ 2025 年 5 月，创新药领域的“DeepSeek 时刻”。

2025 年以来，中国创新药行业发展迅猛，中国药企积极通过 BD 业务合作及 License-out 交易等方式与海外药企开展多方面合作，取得了快速发展。在全球 BD 交易市场中，买方通常是辉瑞、强生、罗氏、默沙东等手握充沛现金流的国际知名大药企，在全球范围内拥有广泛业务和影响力，拥有强大的研发能力和丰富的商业化经验。卖方大多是尚处于临床研究阶段的创新药企，BD 交易成为其获取现金流以维持研发进程的关键手段，更是让创新成果获得全球认可的重要途径。

BD 是“Business Development”的缩写，在医药领域主要指企业间通过战略合作、技术授权、产品

引进或输出等方式，实现资源整合、优势互补，共同推动项目发展并获取商业利益。例如，康方生物与美国 Summit 公司达成的 PD-1/VEGF 双抗 AK112 交易，就是通过“研发授权+海外分成”的模式，实现了技术出海。“预告式 BD”是指企业在潜在交易尚未落地时，提前向市场披露相关信息。

License-out 交易 BD 业务合作的一种模式，指境内许可方（如中国药企）将自主研发的药物项目或技术授权给境外被许可方（如海外药企），由后者负责后期的临床研发和上市销售。这种模式下，授权方通常会获得首付款、里程碑付款以及销售分成。

近些年，中国创新药研发与技术不断突破，成为这场医药科学革命的引擎。中国医药创新促进会刊文《“预告式”跨境 BD，一种重塑中国传统药企的“新语言”》指出，据统计，2015-2024 年间，本土企业活跃创新药管线从数百个激增至 3575 个，首次登顶全球，First-in-Class 药物从 9 个增至 120 个，占比突破 30%。2020-2023 年，中国科学家在《Cell》《Nature》《Science》发表的生物学论文年均增长 18%，其中疾病靶点机制研究占比超 40%。

图表 49 2025 年一季度中国创新药 license out 授权交易事件梳理(单位: 亿美元) |

转让方	买方	项目	靶点	疾病领域	总金额	首付款
信达生物	Roche	IBI3009	DLL3 ADC	晚期小细胞肺癌	10.8	0.8
晶泰科技	UCB	XtalFold/IMA1平台				
康诺亚	Timberlyne Therapeutics	CM313	CD38单抗		3.675	0.3
启德医药	Aimed BioInc/Biohaven	GQ1011等	ADC	胶质母细胞瘤；膀胱癌	130	
基石药业	SteinCares	舒格利单抗	PD-L1			
复宏汉霖	Abbott Laboratories	四款生物类似药-款生物创新药				
先为达	Verdiva Bio	XW004;AmylinRA	GLP-1受体激动剂；胰淀素受体激动剂	代谢	24.7	0.7
和正医药/上海药物所	强生	HZ-Q1070	BTK降解剂	血液瘤		
天广实	Climb Bio	MIL116	APRIL抗体	IgA肾病	8.93	0.09
诺诚健华/康诺亚	Prolium Bioscience	ICP-B02	CD20×CD3	肿瘤	5.2	0.175
君实生物	Leo Pharma	Toripalimab	PD-L1	肿瘤		0.15
乐普生物	ArriVent BioPharma	MRG007	ADC	消化道恶性肿瘤	12.07	0.47
药明生物	Candid Therapeutics	临床前三特异性T细胞衔接器	三抗		9.25	
映恩生物	Avenzo Therapeutics	DB-1418	EGFR/HER3双抗ADC		12	0.5
百奥赛图	SOTIO Biotech	SOT-109	CDH17 ADC	结直肠癌		
英矽智能	Stemline Therapeutics	临床前候选药物		肿瘤	5.5	0.2
先声药业	AbbVie	SIM0500	BCMA/GPRC5D/CD3三抗	多发性骨髓瘤	10.55	
复宏汉霖	Dr. Reddy's Laboratories	HLX15	CD38单抗	多发性骨髓瘤	1.316	0.33
百奥泰	Intas Pharmaceuticals	BAT2506	TNF-α	自身免疫	1.645	0.21
贝海生物	Zydus Lifesciences	BEIZRAY		肿瘤		0.25
多域生物	Photys Therapeutics	HPB-143	IRAK4降解剂	炎症		
石药集团	Radiance Biopharma	SYS6005	ROR1 ADC	血液瘤；卵巢癌；非小细胞肺癌	12.4	0.15
和铂医药/HBM Alpha	未披露	HAT001/HBM9013	CRH抗体	先天性肾上腺皮质增生症等	3.95	
恒瑞医药	默沙东	HRS-5346	Lpa小分子抑制剂	心血管	19.7	2
联邦制药	诺和诺德	UBT251	GLP1/GIP/GCG受体激动剂	肥胖症	20	2
和铂医药	阿斯利康	多特异性抗体疗法		自身免疫；肿瘤	45.75	1.75

资料来源：中国医药创新促进会、金圆统一证券研究所

5月20日，中国创新药行业迎来里程碑事件。三生制药与辉瑞达成最高超60亿美元的全球独家开发权协议，刷新了中国创新药License-out的首付款纪录（12.5亿美元）；5月30日，石药集团发布公告称，其表皮生长因子受体抗体药物偶联物（EGFR-ADC）等若干产品有望达成三项潜在BD（商务拓展）合作，潜在交易总额接近50亿美元。通过与MNC（跨国公司）合作，中国药企可以将创新药推向更广阔的国际市场，提升产品的商业价值，使“价值创造”更快捷地触达“价值实现”，并再度促进“价值创造”，构建价值创造的国际良性循环。

2020-2024年，创新药BD交易总金额从92亿美元飙升至523亿美元，首付款金额也从6亿美元增长到41亿美元，呈现出强劲的增长势头。2025年1-5月，创新药出海交易总金额已达455亿美元，首付款已达到22亿美元，全年交易规模有望刷新历史纪录。

2025年一季度，中国创新药license-out交易达41起，总金额369.29亿美元。恒瑞医药、信达生物、和铂医药等企业接连宣布海外授权，产业与资本形成共振。

6月27日，信达生物发布公告，其研发的首款国产减重创新药玛仕度肽注射液获国家药监局批准上市。该药物也是全球首个GCG/GLP-1双受体激动减重药物，有望打破目前由跨国巨头诺和诺德、礼来主导的全球减重药领域双雄争霸的格局。

■ 2025年5月，中国关税博弈的“DeepSeek时刻”。

4月2日，美国宣布对等关税政策后，世界各国舆论哗然。美国总统特朗普威胁称，如果其他国家不采取报复行动，美国可能会暂停对它们的“对等关税”90天。他还表示，如果其他国家不与美国谈判，美国将继续提高关税。

4月4日，中国迅速且果断地公布了一系列反制措施，成为世界上第一个反制美国“对等关税”的国家。在关税反制方面，中国主要采取跟随对等原则，对美国商品加征关税从4月2日公布的34%提升至4月11日的125%；同时表示，鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

4月17日，特朗普对中国关税发表改善性论调，表示不想继续提高对中国的关税，“我认为我们会与中国达成协议。”5月2日，商务部新闻发言人回应表示，中方注意到美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判。同时，美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息，希望与中方谈起来。对此，中方正在进行评估。

5月10日至11日，中美双方代表在瑞士日内瓦举行了中美经贸高层会谈，双方进行了坦诚、深入、具有建设性的沟通，在经贸领域达成一系列重要共识。5月12日，双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，中美双方均对10%的关税予以保留；美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税。同时，中美双方同意建立经贸措施机制继续进行协商会谈。

中美日内瓦经贸会谈，中美双方进行了坦诚、深入、具有建设性的沟通，认识到双边经贸关系对两国

和全球经济的重要性，认识到可持续的、长期的、互利的双边经贸关系的重要性，本着相互开放、持续沟通、合作和相互尊重的精神，声明中中美的关税措施充分体现了对等互利的原则。这与在 2021 年 3 月 18 日中美阿拉斯加高层战略对话中，美方基于“实力地位”展现的强硬态度，形成了鲜明的对照。

图表 50 2025 年 5 月 12 日中美日内瓦经贸联合声明

美国	中国
美国将对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区的商品）的额外从价关税税率进行调整。具体而言，保留剩余的 10% 关税	中国将对美国商品的额外从价关税税率进行相应调整。具体而言，保留剩余的 10% 关税。
美国暂停实施 24% 的“对等关税”。	中国相应暂停实施 24% 的反制关税。
美国取消了共计 91% 的加征关税。美国将取消 2025 年 4 月 8 日和 4 月 9 日通过行政令 14259 和 14266 加征的额外关税。	中国相应取消了 91% 的反制关税。中国将取消 2025 年 4 月 5 日通过国务院关税税则委员会第 5 号和第 6 号公告加征的额外关税。
*	中国采取必要措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。

资料来源：WIND、KIMI、金圆统一证券研究所

6 月 9 日至 10 日，中美经贸团队在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。

据商务部网站消息，6 月 27 日，商务部新闻发言人就中美伦敦框架有关情况答记者问。有记者问：近日，美方有关官员和媒体称，中美已就落实日内瓦共识的框架达成了补充谅解，中国将加快向美国出口稀土，美方相应取消对华有关限制措施。请问商务部对此有何评论？

答：伦敦会谈后，中美双方团队保持着密切沟通。近日，经批准，双方进一步确认了框架细节。中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请。美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施。

2025 年 5 月，政策调控的“DeepSeek 时刻”。

5 月 7 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，三部门协同联动，多措并举，持续推进“稳市场稳预期”。

本次发布会，充分体现了政策的主动管理、预期管理导向。与去年在市场持续低迷时推出“924 金融新政”的应对管理不同，本次新闻发布会在市场相对平稳时举行，充分体现了政策管理进入到因势而动、主动管理的状态，力图将外部形势急剧变化的负向影响预先做好政策对冲、资金对冲和预期对冲，降低市场波动，保持市场稳定。

本次发布会，政策上继续强调不断完善支持资本市场稳定的长效机制，及时响应市场波动。首先，中国证监会进一步强调了中央汇金公司的“平准基金”地位，中国人民银行明确表示在必要时提供充足的再贷款支持。证监会主席在会议上表示，“中央汇金公司在前方进行强有力操作，中国人民银行作为后盾，

这是全世界最有力有效模式之一。”证监会还表示，全力巩固市场回稳向好的势头，强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案。

管理层对于资本市场主动管理、预期管理的政策变化，叠加资本市场长效稳定机制的不断完善，更重要的是中国在多个领域已经出现并注定还将出现更多的“DeepSeek时刻”，科技、资本、产业三者良性循环，一个具有高度适应性、竞争力、普惠性的高质量资本市场将会更快地、更好地建成。

图表 51 不同领域“DeepSeek时刻”资本市场的积极反应

不同领域的“DeepSeek时刻”	资本市场积极正反馈
1月20日，DeepSeek-R1模型发布	中信TMT指数(CI005905)，2025年2月21日报收11170.26点，比2024年9月低点上涨71.5%。6月26日报收10086.19点，今年以来基本在去年10月8日高点上方运行。
1月末2月初的春节前后，宇数机器人等人形机器人亮相	人形机器人指数(8841699)，2025年3月19日创出历史新高后震荡整固，6月26日报收10463.11点，比2024年9月低点涨幅超过100%。机械设备(申万一级)指数，今年以来涨幅(截至6月27日)8.0%，行业排名第6位。
1月29日，国产动漫影片《哪吒之魔童闹海》，9天时间票房突破60亿元。最新票房暂居2025年全球票房年榜第一位，全球影史票房榜第五位。	影片主投主控方光线传媒总市值从1月29日的不到280亿元，17个交易日上升至1019亿元。传媒(申万一级)指数，今年以来涨幅(截至6月27日)9.7%，在31个申万一级行业中排名第3位。
5月7日印巴空战，巴方击落多架印度战斗机	国防军工(申万一级)指数，今年以来涨幅(截至6月27日)8.3%，行业排名第4位。
5月20日，三生制药与辉瑞达成最高超60亿美元的全球独家开发权协议，刷新了中国创新药License-out的首付款纪录(12.5亿美元)	医药生物(申万一级)指数，今年以来涨幅(截至6月27日)6.2%，行业排名第11位；创新药ETFT(515120)同期上涨12.5%。
5月7日，国务院新闻办公室举办“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会	上证指数市净率主要在1.26-1.37区间波动(对等关税冲击最大的4月7日，市净率为1.24倍)，市场稳定性显著增强。5月7日以来，上证指数市净率运行在1.30倍以上。
5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》	6月23日上海证券报刊文：近期，高盛、瑞银、联博、景顺等国际机构密集发声，释放了强烈看多中国资产的信号。瑞银报告显示，欧洲投资者对中国股票正从低配转向中性，甚至超配；高盛测算称，中国在AI领域的突破或引发2000亿美元资金流入，推动股票合理价值提升15%至20%。

资料来源：WIND、KIMI、金圆统一证券研究所

2025年5月，爱德华·钱塞勒在路透社发表专栏文章《中国股市青睐狐狸而非刺猬》，标题引用的是希腊名言，背后的含义指中国股市没有长线投资价值，只适合投机者。爱德华·钱塞勒，毕业于剑桥的金融史学家和作家，长期作为《华尔街日报》《金融时报》特约撰稿人，曾出版畅销书《金融投机史》，曾担任过策略分析师和投资银行家。

文章标题犀利、内容深刻，并基于数据及逻辑分析提出鲜明观点，引起部分投资者认同。不过，该文章基于历史数据分析得出的“经验”结论，并以此推断中国股市未来仍“只适合投机者”，则明显是以倒视镜的角度来思考未来的路径，过往是弯路，未来亦是弯路。只有既正视历史现实，更关注中国资本市场

的积极变化，才能避免犯静态分析“刻舟求剑”的错误。

投资者对 A 股“牛短熊长”及“投资投机属性”的历史惯性认知，未来也将基于事实的变化逐步发生改变。

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起6个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20%以上;
		持有	股价相对基准波动±10%以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上;
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上;
		中性	相对基准波动±10%以内;
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上;

金圆统一证券营业网点

厦门地址: 厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址: 深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址: 上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址: 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室