

蓄势待发——A股下半年策略展望

华金证券研究所策略组

分析师：邓利军S0910523080001

2026年7月29日



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

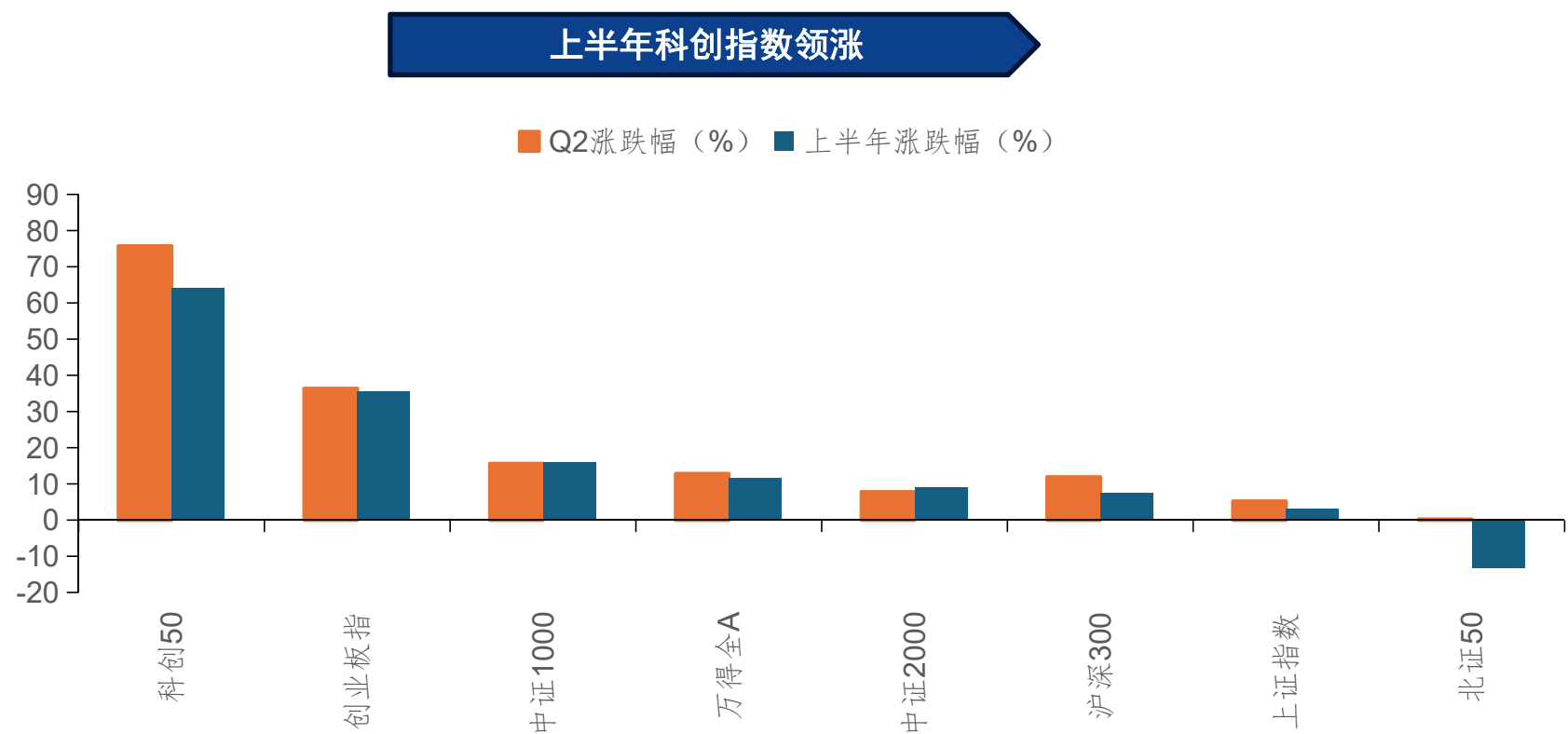
- ◆ **一、回顾与展望：上半年A股震荡偏强，科技领涨；下半年盈利继续回升下A股慢牛趋势不变，行业方向可能偏向均衡。**
- ◆ **二、下半年市场主线：盈利可能继续上行，估值偏高，A股可能震荡偏强。**
 - （1）宏观环境：美国下半年通胀和就业可能继续回落，中期选举期间美联储可能难紧缩；下半年中国出口和制造业投资可能维持较高增速，地产投资仍可能偏弱，消费可能延续结构性回升。
 - （2）市场主线：A股下半年可能处于企业盈利回升、市场估值偏高的阶段，历史经验上A股表现偏强，高景气和政策导向的行业表现相对占优。
 - （3）下半年经济和盈利基本面回升、政策积极支撑估值等驱动A股长期慢牛的核心因素不变。
- ◆ **三、影响下半年A股走势的因素：盈利可能继续上行、融资可能回流、情绪调整已较充分、政策仍可能偏积极。**
- ◆ **四、下半年行业配置：科技仍是主线，配置转向均衡。**
 - （1）下半年风格可能偏均衡：下半年中小盘风格可能占优，大类风格可能偏均衡。
 - （2）下半年科技成长仍可能是配置主线，消费可能也有配置机会。一是下半年科技成长仍可能是配置主线：首先，AI产业趋势持续上行、政策大力支持未变、美联储难紧缩、国内经济仍偏弱，科技成长仍可能有超额收益；其次，强产业趋势和政策催化使得TMT短期调整可能已较充分。二是下半年消费基本面可能企稳有所回升、提振消费的政策依然可能加力实施，下半年消费可能也有配置机会。
 - （3）下半年行业配置：建议关注TMT、电新、军工、机械、医药、有色金属、石油石化、食品饮料、大金融等行业。
- ◆ **五、风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期、模型失效风险**

01.

回顾与展望：下半年慢牛趋势
不改，可能更均衡

1.1 回顾与展望：下半年慢牛依旧，更均衡

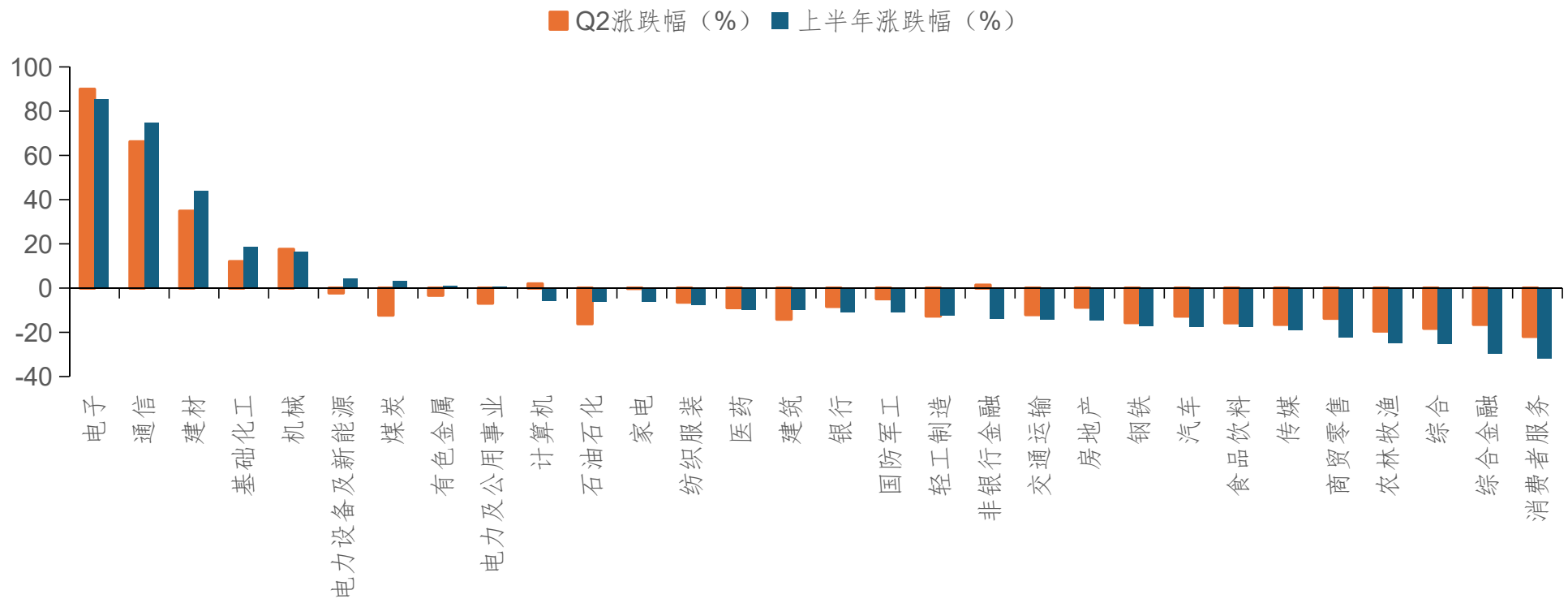
◆ 上半年A股震荡偏强，科技领涨。一季度A股冲高回落，主要是源于2025年12月中下旬开启的春季行情受到3月初的美伊冲突的影响而结束；二季度在美伊冲突边际影响减弱后，A股持续震荡上行，尤其是科技硬件，包括海外算力和国产算力、半导体等领涨，因此科创50和创业板指领涨，而沪深300和上证综指等大盘指数偏弱。



1.2 回顾与展望：下半年慢牛依旧，更均衡

- ◆ 上半年受益于算力需求的科技硬件相关的行业领涨。一季度领涨的行业主要是受益于美伊冲突导致能源价格上涨、从而带动能源电力相关景气度可能改善的行业，包括煤炭、石油石化、电力、电新、基础化工等；而二季度领涨的行业是电子、通信、建材、机械等AI硬件和半导体设备等相关的行业。
- ◆ 下半年盈利继续回升下A股慢牛趋势不变，行业方向可能偏向均衡。展望下半年，国内经济和盈利基本面可能继续回升，同时对AI产业趋势的担忧可能缓解，科技和低估值蓝筹可能都有配置机会。

上半年电子、通信等AI硬件相关行业领涨



02.

下半年市场主线：盈利上升，
慢牛依旧

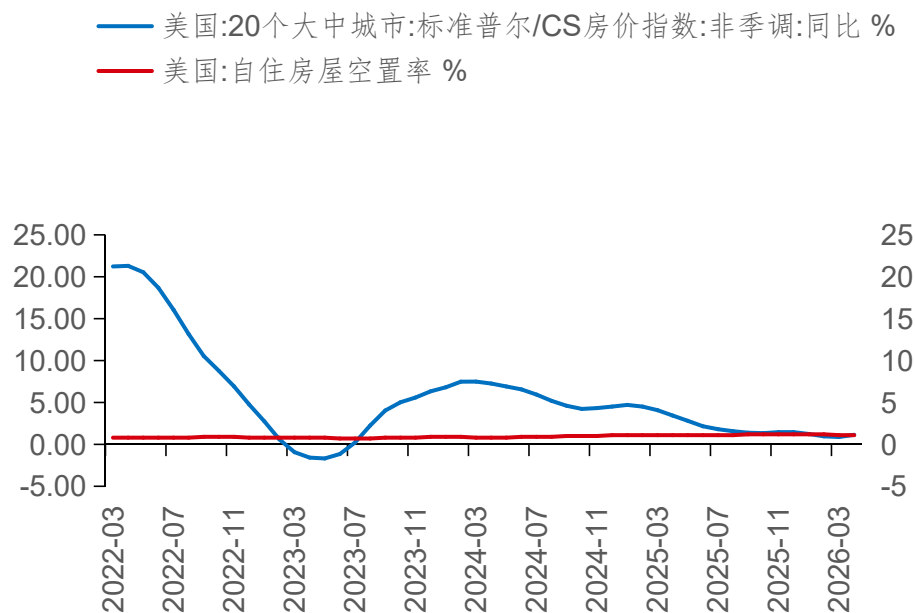
2.1 宏观环境：下半年美国通胀可能继续回落

◆ 下半年美国通胀可能继续回落。

(1) 美国房价增速仍处于低位：一是美国自住房屋空置率仍维持在15%以上；二是美国20个大中城市房价指数同比增速持续处于低位。

(2) 下半年油价对美国通胀的影响边际上可能向下。一是美伊冲突反复，但仍是有限度的且可能谈判达成协议；二是油价回升到90美元/桶左右后高位震荡，短期在供需偏弱下达到3月份高点的可能性较低；三是今年3月份以来能源占美国CPI权重上升，下半年油价一旦回落对美国通胀边际上可能向下。

美国房价增速仍维持低位



美国能源分项占CPI权重有所回升

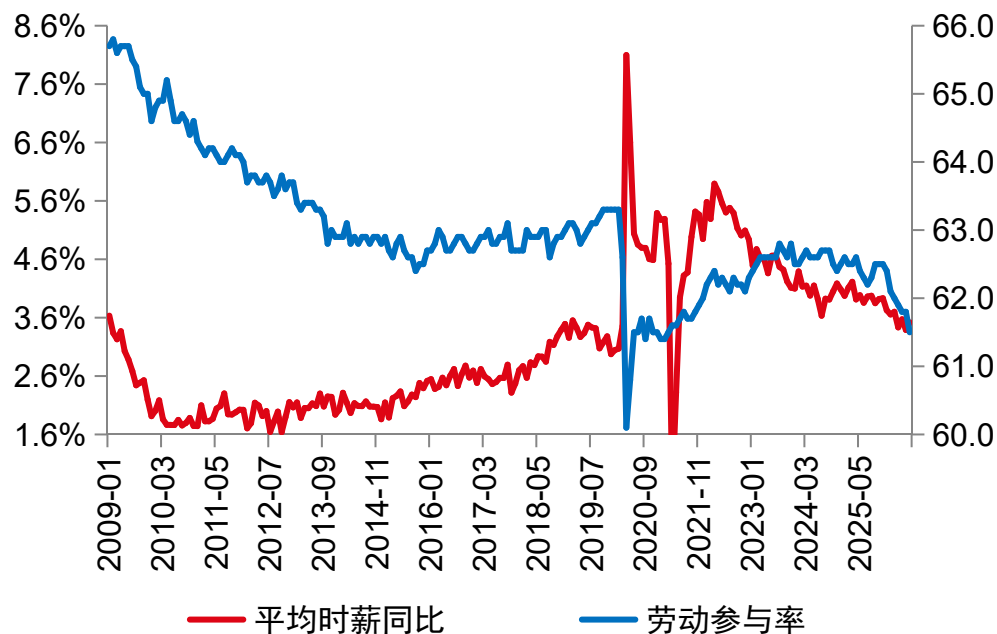


2.1 宏观环境：下半年美国通胀可能继续回落

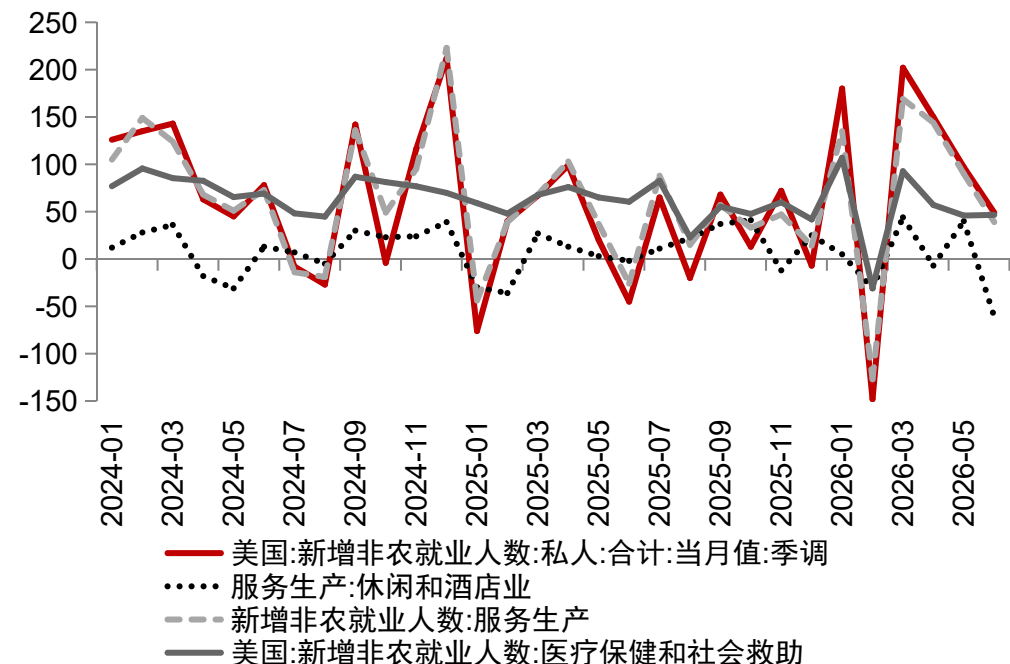
◆ 美国下半年通胀有可能继续回落。

(3) 美国就业疲软可能使得下半年美国服务通胀难上升。一是美国非农就业劳动参与率和平均时薪同比增速均处于回落趋势中，显示美国劳动力市场仍处于持续降温中。二是美国6月新增非农就业分项中，与世界杯相关的休闲和酒店业分项出现大幅回落，显示世界杯效应基本消退，投资者担心的世界杯因素导致服务通胀上行可能难以实现。

美国劳动参与率持续回落



与世界杯相关的美国就业分项已出现回落



2.1 宏观环境：下半年美联储难加息也难降息

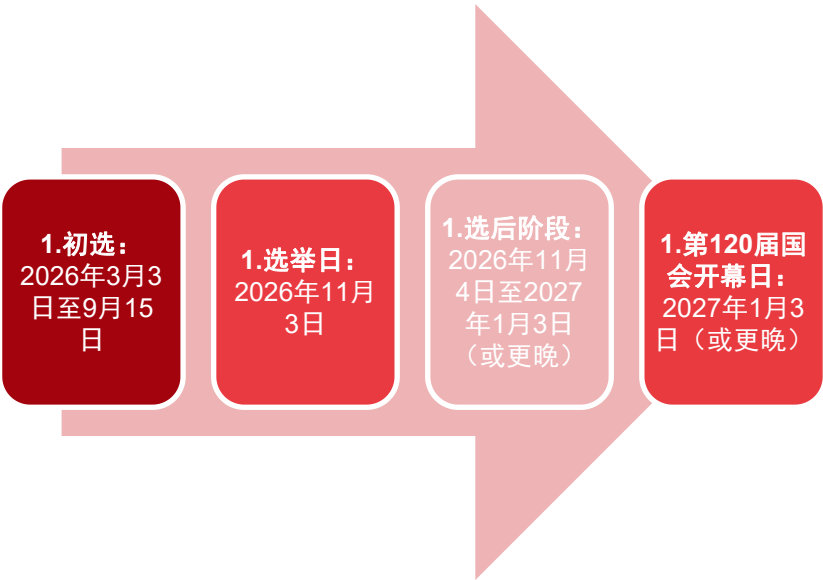
◆ 下半年美国中期选举和通胀压力回落使得美联储难加息。

- (1) 下半年美国中期选举可能使得美联储难紧缩：一是沃什2026年5月就任美联储主席后，提出降息叠加缩表的组合策略，但实际节奏远慢于预期，主要受就业疲软以及特朗普政府的影响；二是下半年中期选举来临，在通胀和就业可能继续回落、特朗普宽松意愿较强下美联储可能难加息。
- (2) 从当前CME的预测来看，9月和12月加息压力较大，但我们认为可能难实现。

CME预测美联储9月和12月加息压力较大

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/7/29	0.0%	0.0%	65.8%	34.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/9/16	0.0%	0.0%	17.8%	57.3%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	12.3%	45.0%	35.0%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	7.2%	31.5%	39.1%	19.0%	3.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	5.7%	26.5%	37.5%	23.2%	6.5%	0.7%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	4.2%	20.8%	34.5%	27.1%	11.0%	2.2%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	3.6%	18.7%	32.8%	28.0%	13.1%	3.4%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	3.5%	18.3%	32.5%	28.1%	13.4%	3.6%	0.5%
2027/7/28	0.0%	0.1%	3.9%	18.7%	32.4%	27.8%	13.2%	3.5%	0.5%
2027/9/15	0.0%	0.6%	5.8%	20.4%	31.8%	25.9%	11.9%	3.1%	0.4%
2027/10/27	0.1%	1.0%	7.1%	21.5%	31.2%	24.6%	11.1%	2.9%	0.4%
2027/12/8	0.2%	1.7%	8.7%	22.5%	30.5%	23.2%	10.2%	2.6%	0.4%

美国中期选举关键时间节点



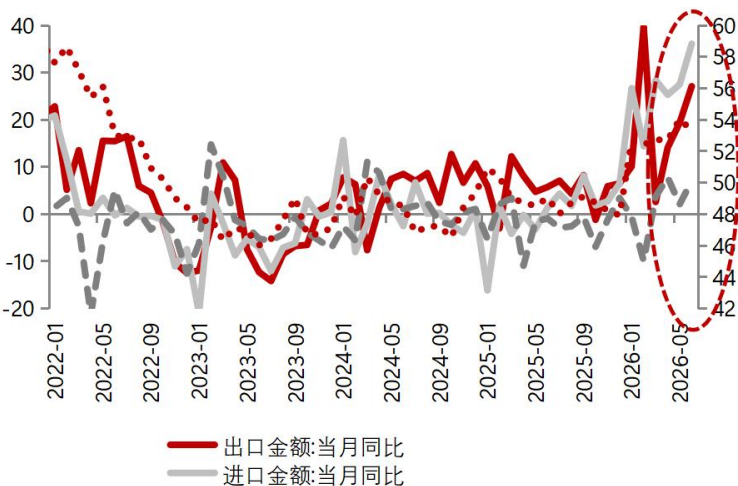
2.2 宏观环境：下半年出口可能继续高增

◆ 出口：下半年出口可能维持较高增速。

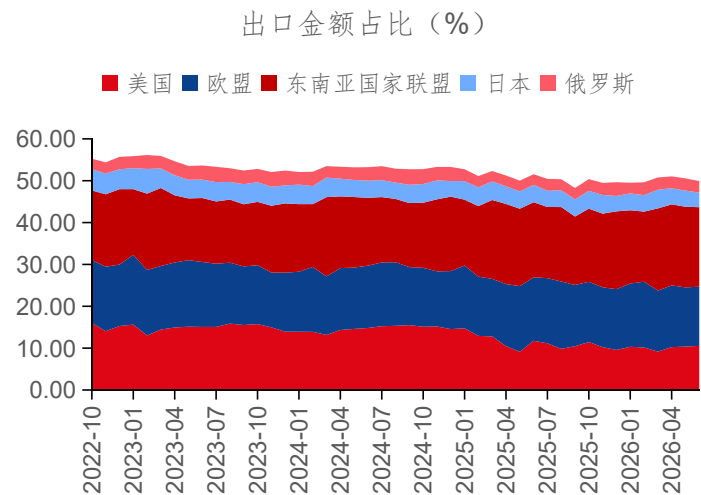
(1) 总量上，外需偏强以及中国的制造业优势使得下半年出口可能继续维持高增速。一是美国6月制造业PMI继续处于较高水平，显示短期外需依然较强；二是今年以来在AI产业趋势爆发推升外需、中国成本优势凸显下出口持续维持10%以上的高增速，6月出口增速更是高达27%，下半年来看AI产业趋势、中国制造优势等不会改变，出口可能继续维持高增速。

(2) 结构上，对新兴国家及高技术产品出口可能维持高增速。一是从出口区域结构上看，上半年对美国、欧盟和东盟的出口金额占比分别为10.13%、14.74%、18.59%，对欧盟和东盟出口金额占比仍较高，下半年有望延续该趋势。二是从出口产品结构上看，上半年电子技术、材料技术出口增速较高，下半年来看高新技术产品可能延续出口高增速的趋势。

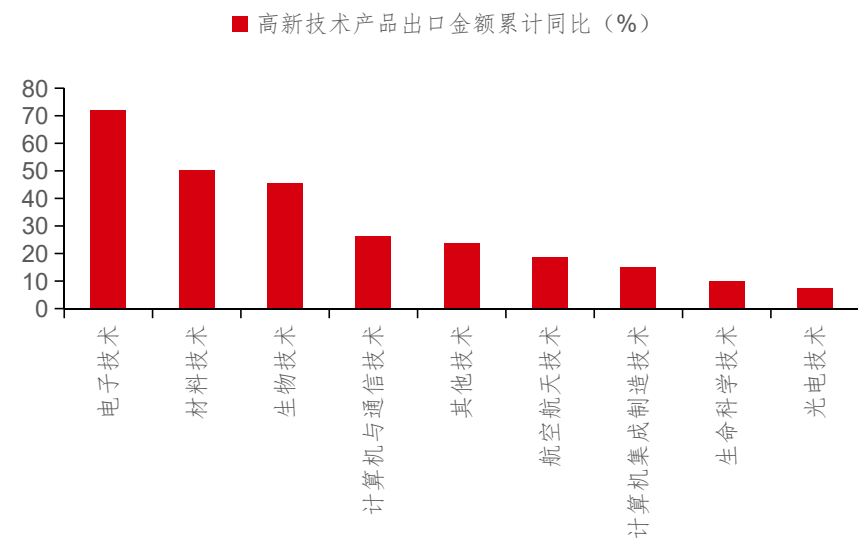
今年以来出口持续维持高增速



当前我国对欧盟、东盟出口金额占比较高



上半年电子技术出口增速较高



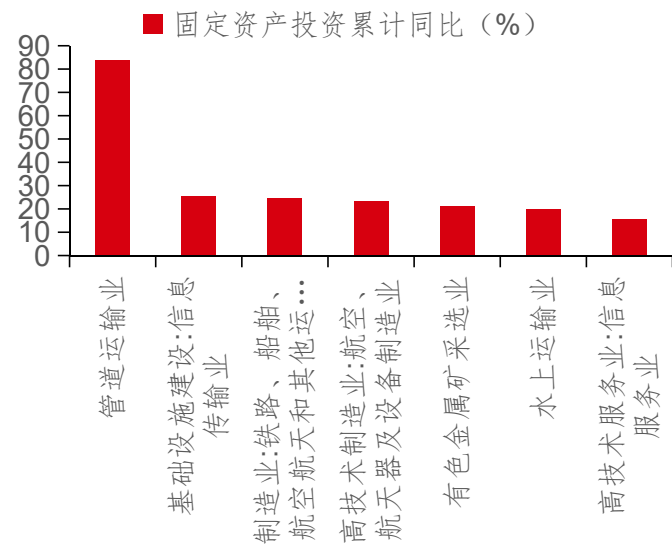
2.2 宏观环境：下半年投资增速仍可能继续企稳

◆ 下半年制造业投资可能继续维持高增速，基建投资可能有所企稳回升。

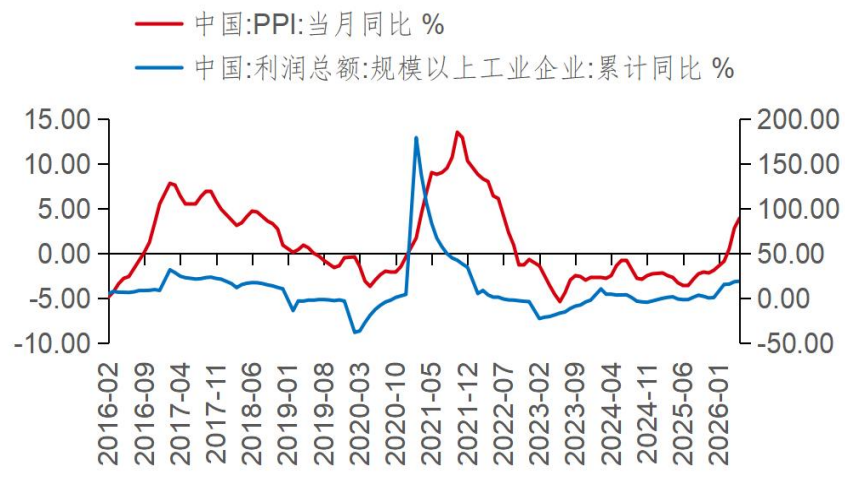
(1) 制造业投资增速可能继续回升，维持较高增速：一是高新技术行业制造业景气持续较高，后续来看，在政策支持、企业盈利回升、出口高景气等推动下，下半年制造业投资可能继续维持较高增速；二是有色金属、化工等产品价格上涨和新兴科技行业景气持续上行，相关的工业企业利润出现明显回升，这使得有色金属、机械、高技术服务业等行业的制造业投资可能持续维持高增速。

(2) 基建投资可能有所企稳回升：一是石油沥青装置、螺纹钢等开工率持续回升，下半年有望进一步拉动基建投资增速回升；二是今年上半年新增专项债14951亿元，整体节奏偏缓，累计新增专项债规模有限，下半年前期滞后发行额度可能集中投放，基建投资增速可能有所企稳回升。

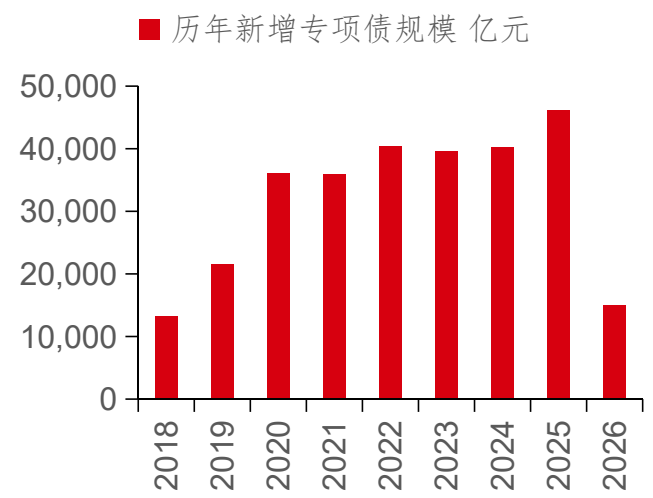
制造业投资结构改善



工业企业利润增速出现回升



今年以来专项债发行仍待提速

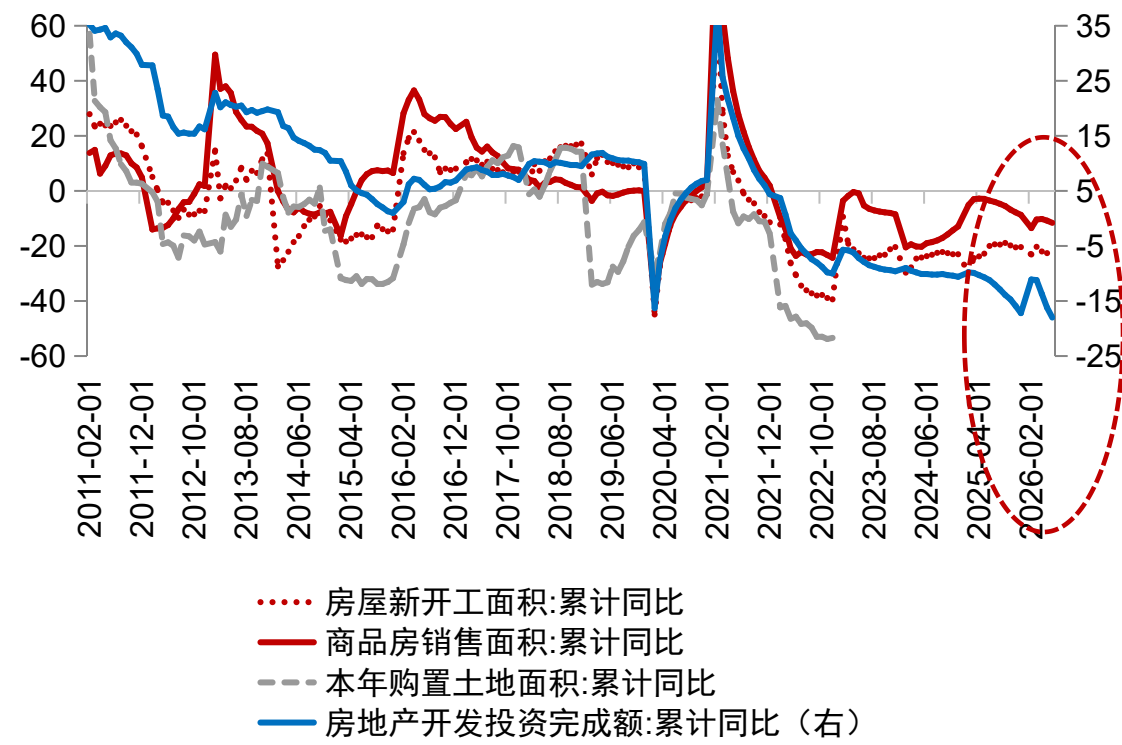


2.2 宏观环境：下半年投资增速仍可能继续企稳

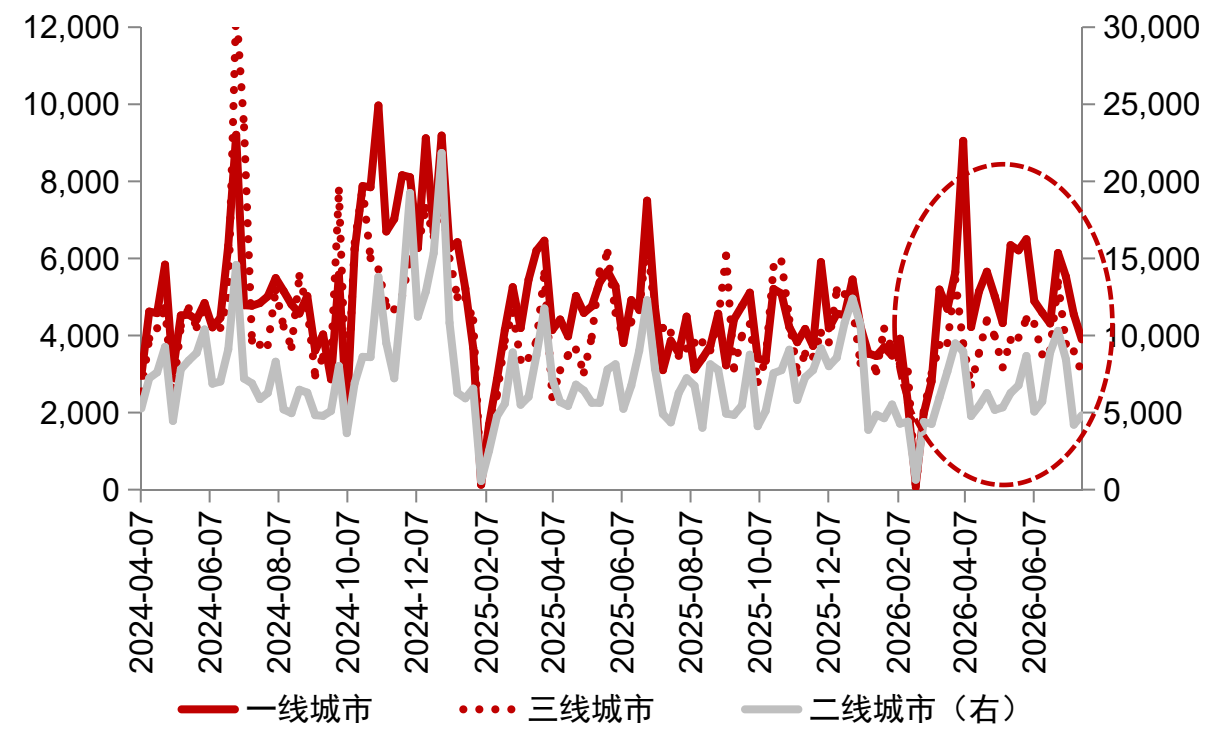
◆ 下半年地产投资增速仍可能维持偏弱。

(3) 地产投资增速降幅可能进一步缩窄：一是当前商品销售面积和新开工面积同比增速仍处于低位，地产投资增速仍偏弱。二是短期地产放松政策效果有限，一二三线地产销售冲高回落，维持偏弱趋势，预计下半年地产销售和地产投资增速仍可能偏弱。

短期地产投资增速降幅进一步收窄



近期地产销售仍偏弱



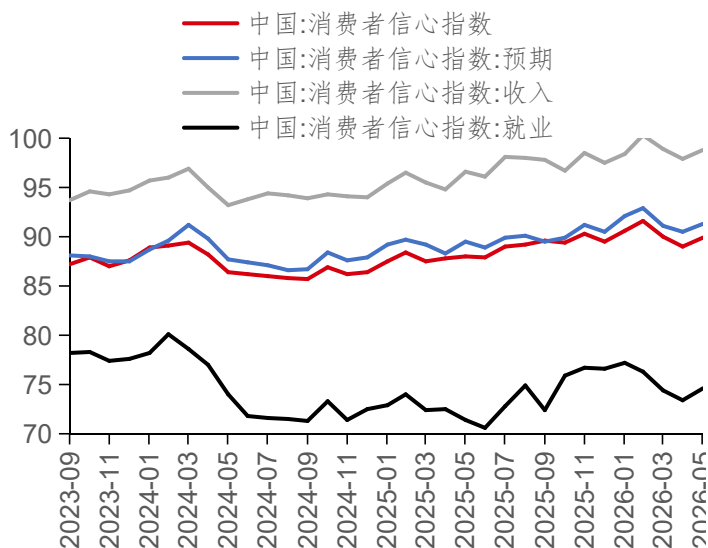
2.2 宏观环境：下半年消费可能继续结构性回升

◆ 消费：下半年消费可能延续偏弱的结构性回升趋势。

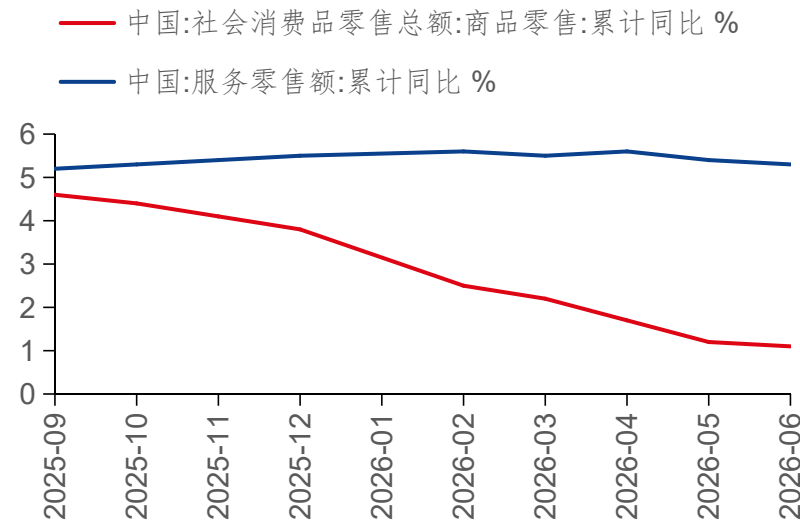
(1) 下半年支持消费的政策可能继续实施：一是在端午节、“618”购物节、暑期消费旺季和政策刺激下今年4-6月消费增速有所回升，下半年来看，两会强调的提振内需政策可能继续实施，同时暑期假期刺激下消费增速可能继续企稳有所回升，但总体仍可能偏弱；二是下半年提振消费的政策仍可能从供需两端发力。

(2) 下半年消费可能延续偏弱的结构性回升趋势：一是当前服务零售增速仍相对偏高，但增速已有所走弱，下半年在扩大教育、医疗、养老、文旅等领域优质供给等政策下服务消费可能维持相对较高增速；二是商品销售较为低迷，主要是收入预期偏弱等影响，在“以旧换新”等政策继续实施以及可能出台的提振汽车等消费政策下，商品零售增速可能低位有所企稳。

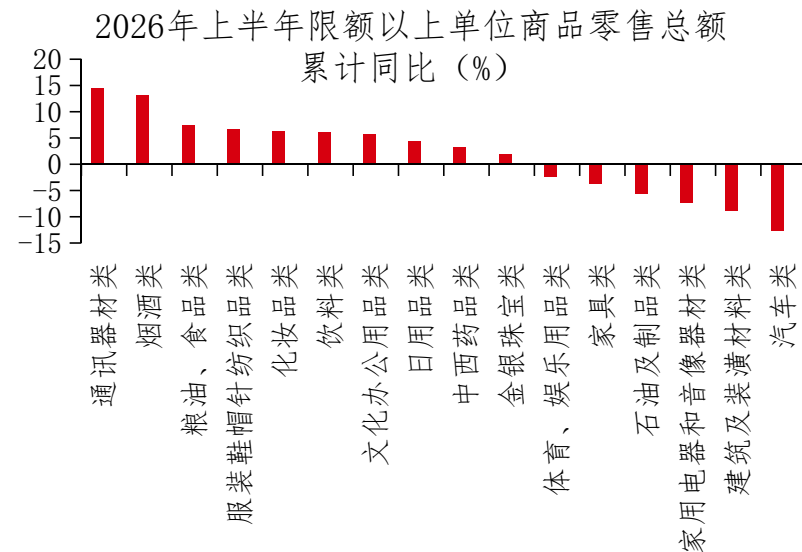
消费者信心指数有所回升



服务零售增速回升



通讯器材、粮油食品等商品零售增速较高

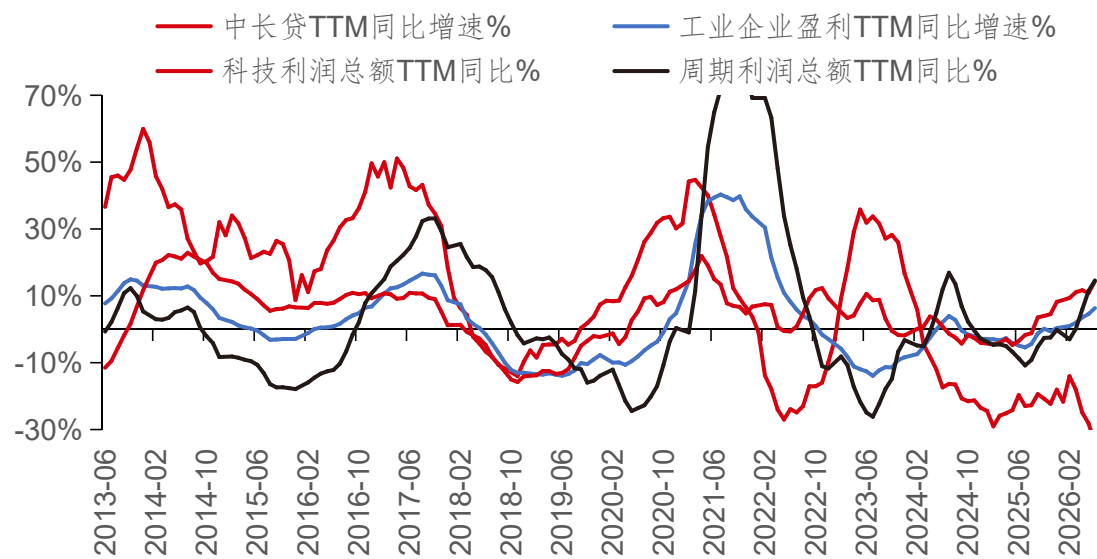


2.3 市场主线：下半年盈利可能继续上行

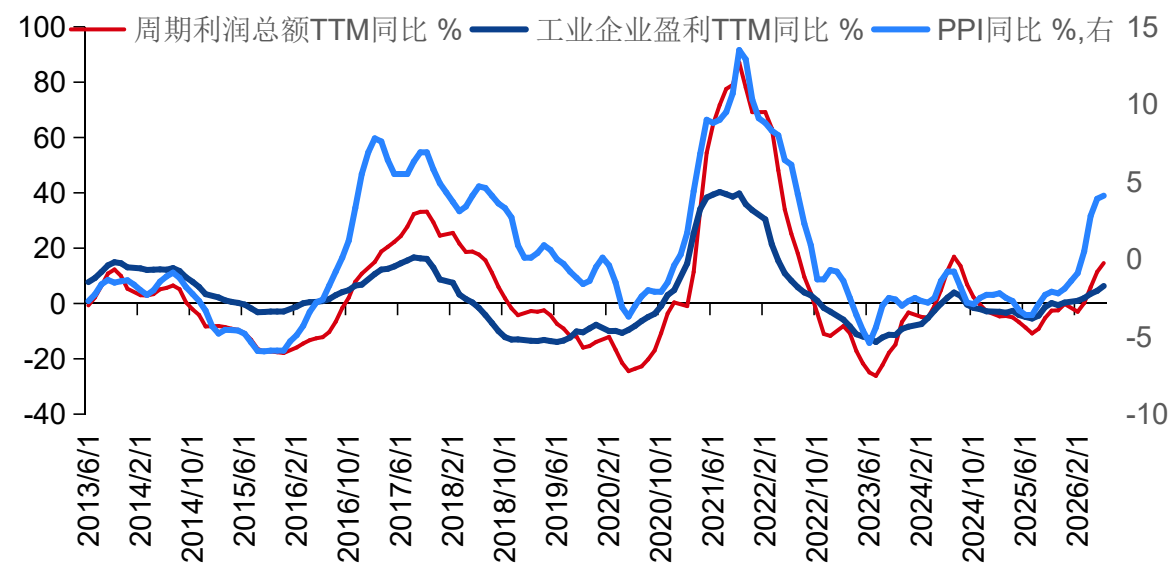
◆ 下半年盈利可能继续上行。

- (1) “五年规划”落地当年下半年工业企业盈利增速多回升：2016和2021年分别为“十三五”和“十四五”规划落地首年，当年下半年工业企业（包括周期及科技）盈利增速均处于回升或高位阶段。
- (2) PPI回升及科技盈利回升可能使得下半年盈利增速继续回升。一是PPI与盈利周期基本同步，今年以来PPI同比增速持续回升转正，6月PPI同比增速已达4.1%；展望下半年，随着AI需求和反内卷等政策驱动部分商品价格上行，PPI同比增速可能继续回升。二是从已披露的2026年半年报预告来看，盈利增速靠前的行业主要是石化、电新、计算机、电子等周期和科技类行业，下半年这种趋势可能延续。

“五年规划”落地当年下半年工业企业盈利周期多回升



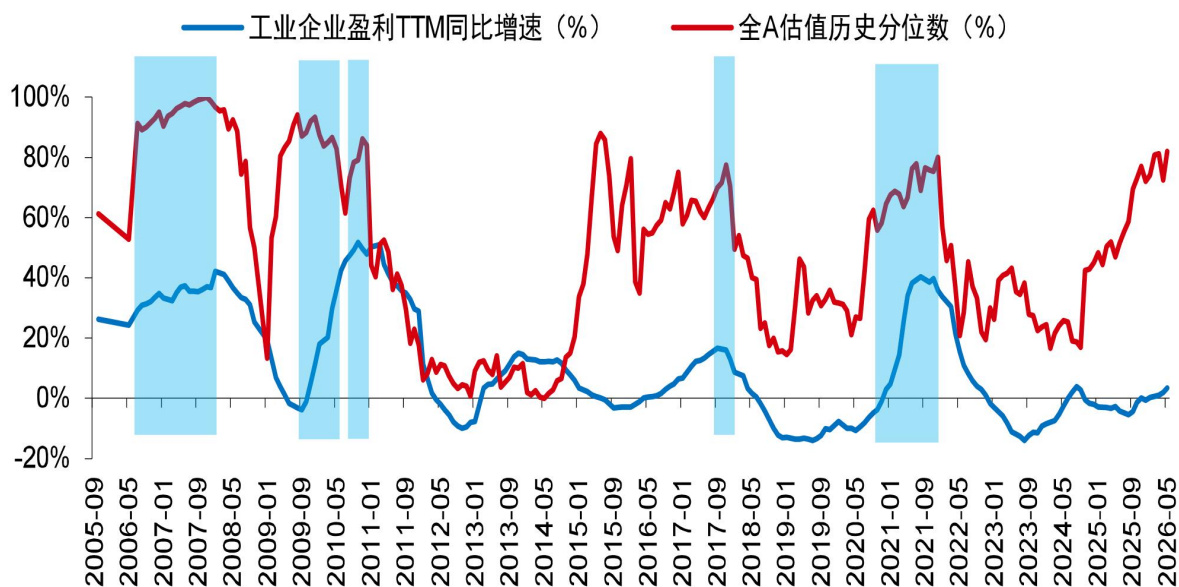
PPI同比和工业企业盈利同比增速均明显回升



2.3 主线复盘：盈利上行、估值高位时A股偏强

- ◆ 历史上有5段盈利上行、A股估值高位的时期：2005年以来盈利上行、估值高位区间共有5段，分别为：2006/5/31-2007/12/31、2009/8/31-2010/4/30、2010/8/31-2010/12/31、2017/6/30-2017/9/30、2020/11/30-2021/12/31。
- ◆ 盈利上行、估值高位时上证综指表现偏强：期间内上证综指均上涨，多数涨幅在5%以上。

2005年以来盈利上行、估值高位区间共有5段



盈利上行、估值高位时上证综指偏强

开始时间	结束时间	持续交易日 (天)	上证涨跌幅 (%)
2006/5/31	2007/12/31	390	217.48
2009/8/31	2010/4/30	162	0.35
2010/8/31	2010/12/31	81	5.86
2017/6/30	2017/9/30	66	5.05
2020/11/30	2021/12/31	267	6.79

2.3 主线复盘：盈利上行、估值高位时A股偏强

- ◆ 盈利上行后半段、估值高位时高景气或政策导向的行业表现相对占优。一是高景气的行业表现相对占优，如2006/5-2007/12期间的非银金融和房地产，2009/8-2010/4的计算机、电子，2010/8-2010/12和2017/6-2017/9的有色金属，2020/11-2021/12的农林牧渔均领涨。二是政策导向的行业表现也相对偏强，如2010和2017年受益于保增长和供给侧改革的有色金属、煤炭等周期行业，2021年受益于双碳政策的周期行业。

盈利上行、估值高位时高景气或政策导向的行业表现相对占优

行业涨跌幅									
2006/5/31-2007/12/31		2009/8/31-2010/4/30		2010/8/31-2010/12/31		2017/6/30-2017/9/30		2020/11/30-2021/12/31	
非银金融	388.12	计算机	47.02	有色金属	36.72	有色金属	28.73	农林牧渔	75.75
房地产	368.20	电子	46.56	机械设备	30.41	钢铁	18.56	基础化工	50.85
钢铁	320.23	美容护理	44.59	煤炭	19.60	煤炭	15.69	钢铁	39.72
银行	308.42	医药生物	43.02	电子	17.73	食品饮料	11.64	有色金属	39.56
国防军工	308.27	传媒	32.59	计算机	16.51	通信	10.49	电子	30.57
建筑材料	306.00	环保	29.19	建筑装饰	14.91	电子	10.17	家用电器	28.78
有色金属	303.00	商贸零售	24.98	电力设备	14.89	基础化工	8.73	食品饮料	23.51
汽车	301.57	家用电器	24.98	食品饮料	14.72	电力设备	7.81	纺织服饰	18.33
煤炭	300.39	农林牧渔	24.76	国防军工	14.28	非银金融	7.63	轻工制造	17.84
机械设备	294.14	综合	23.98	环保	13.56	综合	7.11	医药生物	17.83

2.4 下半年市场判断

◆ 市场趋势：下半年A股慢牛未完，震荡筑底后仍可能上行。

（1）宏观环境：美国下半年通胀和就业可能继续回落，中期选举期间美联储可能难紧缩；下半年中国出口和制造业投资可能维持较高增速，地产投资仍可能偏弱，消费可能延续结构性回升。

（2）市场主线：A股下半年可能处于企业盈利回升、市场估值偏高的阶段，历史经验上A股表现偏强，高景气和政策导向的行业表现相对占优。

（3）下半年经济和盈利基本面回升、政策积极支撑估值等驱动A股长期慢牛的核心因素不变。

◆ 市场节奏：9、10月份可能相对偏强。

（1）7-8月份中报季，AI资本开支能否持续上升有一定的不确定性，叠加6月以来韩国股市的去杠杆，情绪上可能偏弱。

（2）9月习主席可能访美，同时AI产业资本开支担忧告一段落，美联储大概率不加息，风险偏好可能修复。

（3）11月美国中期选举开始，中美博弈的风险可能上升，此外年底资金结算流出的压力可能上升。

◆ 行业方向：下半年均衡配置科技成长、部分周期和低估值红利等行业。

（1）历史上盈利上行、估值高位时高景气和政策导向的行业相对占优。

（2）今年下半年高景气的行业可能集中在科技成长和部分涨价相关的周期行业上。

（3）今年下半年政策方向依然可能在科技创新和提振内需，相关的科技成长、大消费等行业可能受益。

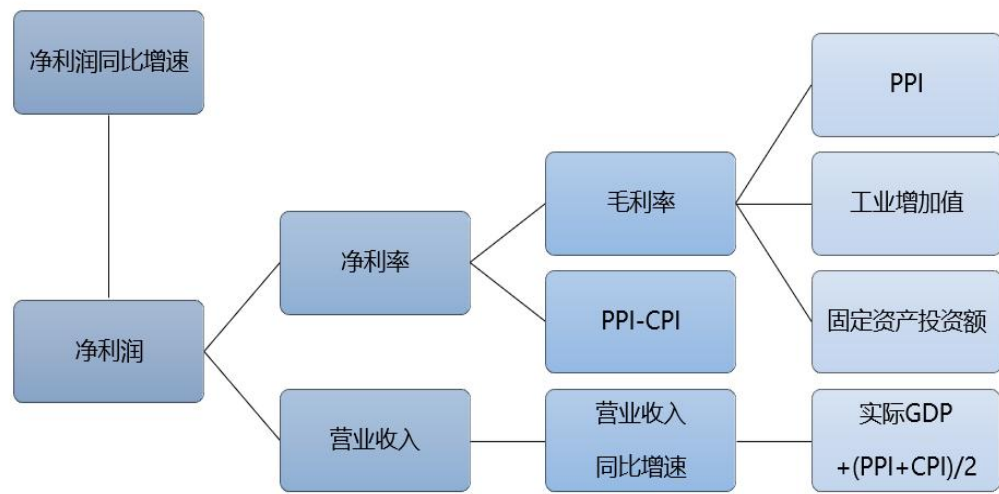
03.

影响下半年A股走势的因素：
盈利上行、融资可能回流、
情绪调整已较充分

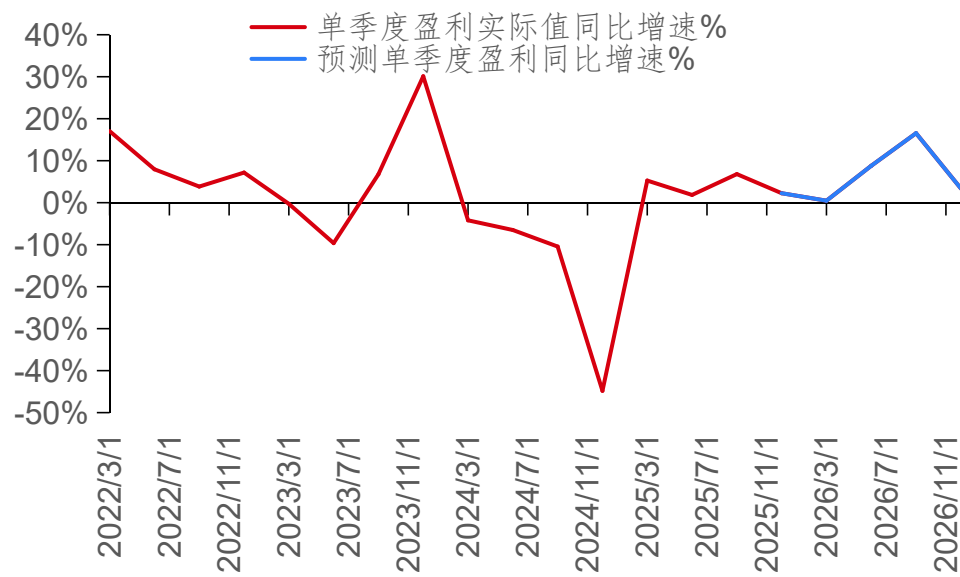
3.1 盈利测算：下半年A股盈利增速可能继续回升

- ◆ 预测方法: 结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 预计2026Q2-Q4全A净利润同比增速分别为8.79%、16.55%、3.39%，全年净利润同比增速为**8.27%**。

盈利预测框架



下半年盈利增速可能继续回升



3.2 流动性：股市资金可能有所回流

- ◆ 下半年融资、外资等股市资金可能有所回流。
- (1) 复盘历史，盈利上行、估值高位期间股市资金多流入。一是2014年融资开通以来，有两段盈利处于上行、估值处于高位的期间，分别是2017/6-2017/9、2020/11-2021/12。二是2017/6-2017/9期间外资流入691亿，融资流入875亿，新发基金692亿；2020/11-2021/12期间外资流入4943亿，融资流入2596亿，新发基金23475亿。

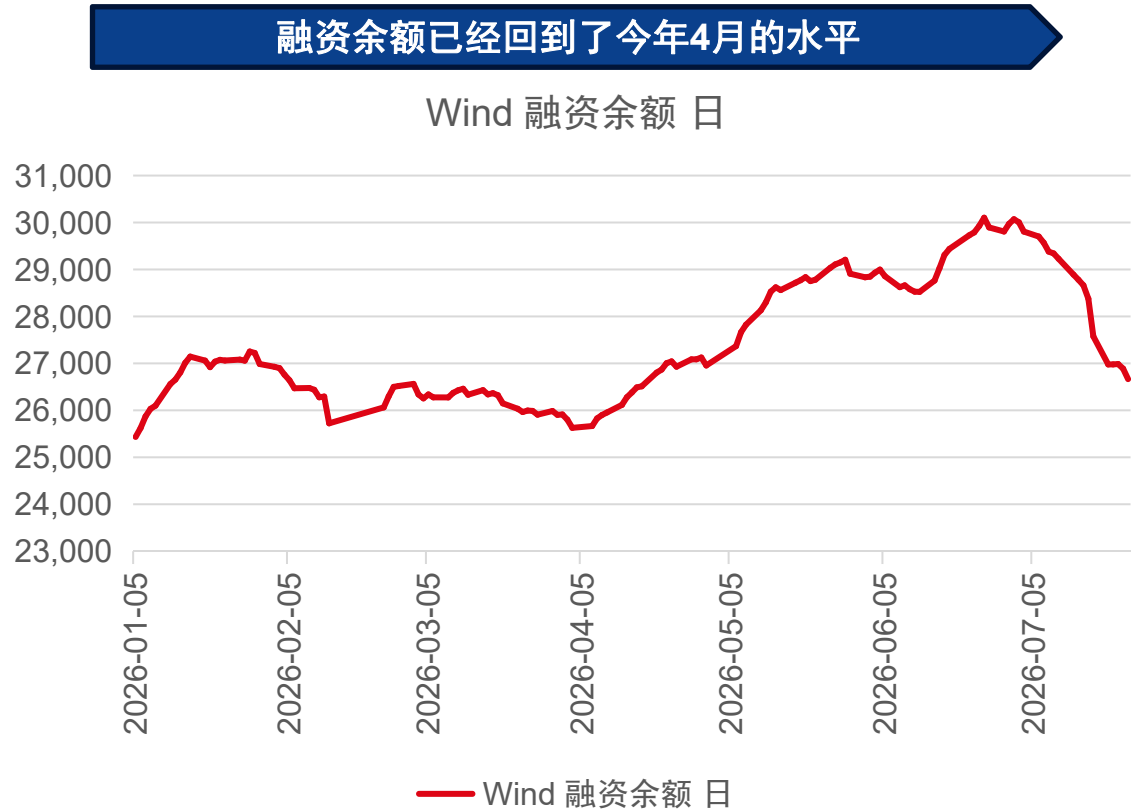
盈利上行、估值高位期间股市资金多流入

开始时间	结束时间	外资净流入 (亿元)	外资日均净流入 (亿元/天)	融资净流入 (亿元)	融资日均净流入 (亿元/天)	新成立偏股 型基金份额 (亿份)	新发基金日 均成立规模 (亿份/天)
2017/6	2017/9	-	-	875.00	13.26	691.83	10.48
2020/11	2021/12	4943.47	18.51	2595.91	9.72	23475.61	87.92

3.2 流动性：股市资金可能有所回流

◆ 下半年融资、外资等股市资金可能有所回流。

(2) 今年下半年融资、外资等可能回流。一是今年下半年可能处于盈利上行、估值高位阶段，根据历史经验，股市资金可能流入。二是7月2日到7月23日，融资已累计流出3181亿，后续悲观情绪释放后融资和外资均可能转为流入：首先，美伊冲突边际影响可能逐步减弱；其次，海外去杠杆和AI资本开支担忧可能逐步减弱；再次，美国中期选举及通胀和就业可能回落导致美联储难加息；最后，中美元首可能会晤，中美关系可能进一步改善。



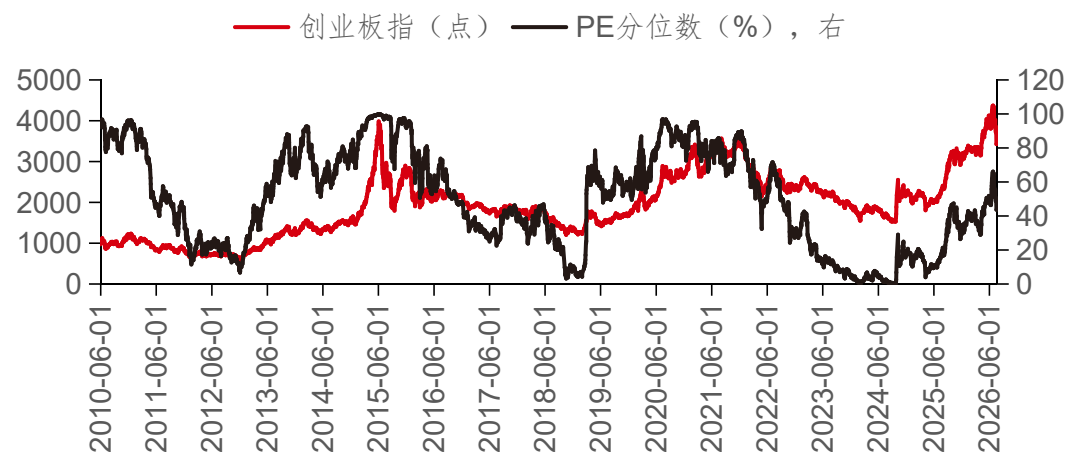
3.3 估值情绪：估值和情绪回落已较明显

◆ 当前A股估值已回落至中性偏高水平，创业板指仍相对偏低。

(1) 当前上证综指估值分位数约为65.5%左右，距离牛市高点的位置约30%-40%的上升空间。

(2) 当前创业板指估值分位数约为43.8%左右，距离牛市高点的位置约有50-65%的上升空间。

当前A股估值已回落至中性水平



3.3 估值情绪：估值和情绪回落已较明显

牛市中的调整都伴随着情绪指标的回落

◆ 牛市期间的中短期调整均伴随着情绪指标的回落：

一是全A换手率回落至1.0%左右，上证综指PE分位数调整到40%以下，同时全A成交额从高点回落至低点的幅度在40%至60%左右。

二是调整前涨幅靠前的行业在调整期间平均调整幅度可能达到6.7%-12.7%左右。

调整开启	调整结束	上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	全A换手率 (%)	全A成交额回 落幅度 (%)	上证PE分位数 (%)
2019/4/22	2019/6/6	-13.5	31	1.6→0.8	53.02	48.4→25.3
2019/7/3	2019/8/6	-8.8	25	0.9→1.0	37.78	36.4→20.4
2019/9/16	2019/11/29	-5.3	50	1.1→0.6	46.06	37.8→23.2
2020/7/14	2020/11/2	-6.3	74	2.4→1.0	69.12	69.6→52.7
2021/2/18	2021/5/7	-6.5	53	1.3→1.3	49.60	69.6→43.6
2021/6/2	2021/7/28	-7.3	40	1.3→1.5	12.96	50.8→26.4
2021/9/14	2021/11/10	-6.0	35	1.9→1.2	43.11	45.5→36.7
2024/10/8	2024/11/1	-1.9	19	4.2→3.0	60.11	53.5→47.1
2024/11/8	2024/11/26	-6.1	13	3.2→1.7	51.16	52.5→46.4
2025/3/18	2025/4/7	-9.6	14	1.6→2.0	38.65	52.2→38.7
2025/11/10	2025/11/21	-4.1	10	2.0→2.0	21.5	70.8→65.8
2026/3/2	2026/3/23	-8.4	16	2.5→2.3	34.73	75.7→69.9
2026/5/19	2026/6/11	-3.5	18	1.9→1.7	26.58	74.8→72.2

3.3 估值情绪：估值和情绪回落已较明显

◆ 短期估值和情绪调整可能已较充分。

一是上证综指PE历史分位数已回落至65%-70%左右，全A换手率回落至2%左右，6月22日调整以来全A成交额从高点到低点回落了48%左右。

二是2026/6/1-2026/6/22期间领涨的行业是电子、通信和建材，平均跌幅在25%左右，已超过历史上调整见底时13%左右的水平。

当前A股领涨行业调整幅度已较充分

2026/6/1	本轮上行期			2026/6/23	本轮调整期		
2026/6/22	涨跌幅	成交额占比 变化幅度	排名	2026/7/24	涨跌幅	成交额占比 变化幅度	排名
电子	16.4	1.7	1	通信	-27.2	-15.4	31
通信	16.2	6.1	2	建筑材料	-26.7	-31.9	29
建筑材料	10.4	25.1	3	电子	-21.5	-1.7	28
有色金属	8.9	62.5	4	有色金属	-20.0	-24.9	26
基础化工	8.6	30.8	5	基础化工	-18.3	-18.2	25

当前A股换手率和成交额已出现回落

日期	上证涨跌幅 (%)	上证PE历史分位数 (%)	全A换手率 (%)	全A成交额 回落幅度 (%)
2026/6/23	-1.4	70.5	2.1	-7.9
2026/6/24	0.1	70.5	2.0	-12.1
2026/6/25	0.2	70.8	2.1	-3.8
2026/6/26	-2.3	69.1	2.1	-5.0
2026/6/29	1.2	69.9	2.0	-5.9
2026/6/30	0.5	70.1	1.9	-12.4
2026/7/1	0.4	70.4	2.1	-2.1
2026/7/2	-2.0	69.0	2.1	-7.7
2026/7/3	0.4	69.3	1.9	-14.8
2026/7/6	-0.1	69.5	1.9	-17.3
2026/7/7	-1.3	68.6	1.7	-30.9
2026/7/8	-0.5	68.5	1.6	-31.4
2026/7/9	1.7	69.7	1.8	-22.1
2026/7/10	-1.0	69.1	2.0	-9.3
2026/7/13	-2.1	67.2	1.8	-24.7
2026/7/14	1.4	68.7	1.7	-27.7
2026/7/15	-0.3	68.5	1.7	-31.2
2026/7/16	-1.8	66.5	1.7	-35.7
2026/7/17	-3.0	63.0	2.0	-29.0
2026/7/20	0.9	65.0	2.0	-27.8
2026/7/21	1.8	66.8	2.2	-20.9
2026/7/22	0.1	67.0	1.8	-29.1
2026/7/23	0.3	67.1	1.6	-41.3
2026/7/24	-1.6	65.5	1.5	-48.3

3.4 政策：下半年国内政策依然可能偏积极

◆ 今年下半年国内政策依然可能偏积极。

一是比照历史复盘，下半年各行业十五五规划可能相继出台落实：历史上“十四五”首年三、四季度各行业五年规划密集出台。

二是下半年科技创新和扩内需等积极政策仍可能进一步出台和落实：首先，在短期经济增长压力仍较大下，7月政治局会议可能定调积极，着力方向仍在科技创新和提振消费，下半年相关的政策可能加速落实；其次，近期证监会就促进资本市场稳定健康发展听取意见建议，强调全力维护市场平稳运行，全力推动资本市场高质量发展，下半年对量化交易等的监管可能进一步趋严。

十四五首年多数细项政策从三季度开始逐步落地

十四五首年重点政策落地时间	
2021/7/1	“十四五”循环经济发展规划
2021/8/23	“十四五”就业促进规划
2021/10/9	“十四五”国家知识产权保护和运用规划
2021/10/24	中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见
2021/10/24	2030年前碳达峰行动方案
2021/11/1	工业和信息化部关于印发“十四五”信息通信行业发展规划的通知
2021/11/12	“十四五”推进农业农村现代化规划
2021/11/18	“十四五”对外贸易高质量发展规划
2021/12/12	“十四五”数字经济发展规划的通知
2021/12/14	“十四五”市场监管现代化规划

04.

行业配置：科技仍是主线，配置转向
均衡

4.1 风格：下半年风格偏均衡

◆ 下半年风格可能偏均衡。

一是复盘历史，近6年下半年中有4次小盘、微盘相对占优，1次超大盘相对占优，1次中盘风格占优，中小盘风格相对占优。

二是复盘历史，近6年下半年中有2次稳定、2次金融、1次成长、1次周期占优，大类风格偏均衡。

大小盘风格可能偏均衡

涨幅排名	2020/6/30		2021/6/30		2022/6/30	
	2020/12/31		2021/12/31		2022/12/31	
	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)
1	超大盘	39.3	小盘	21.6	小盘	1.6
2	中盘	25.2	中盘	19.0	中盘	-1.9
3	小盘	9.9	大盘	11.4	超大盘	-2.9
4	大盘	9.7	微盘	2.7	大盘	-5.5
5	微盘	-9.7	超大盘	1.4	微盘	-14.2
涨幅排名	2023/6/30		2024/6/30		2021/6/30	
	2023/12/31		2024/12/31		2021/12/31	
	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)
1	微盘	35.6	微盘	89.4	中盘	24.0
2	小盘	10.8	小盘	40.5	大盘	20.9
3	中盘	-5.1	大盘	21.5	微盘	18.2
4	超大盘	-5.1	中盘	14.7	小盘	17.5
5	大盘	-7.4	超大盘	14.4	超大盘	11.5

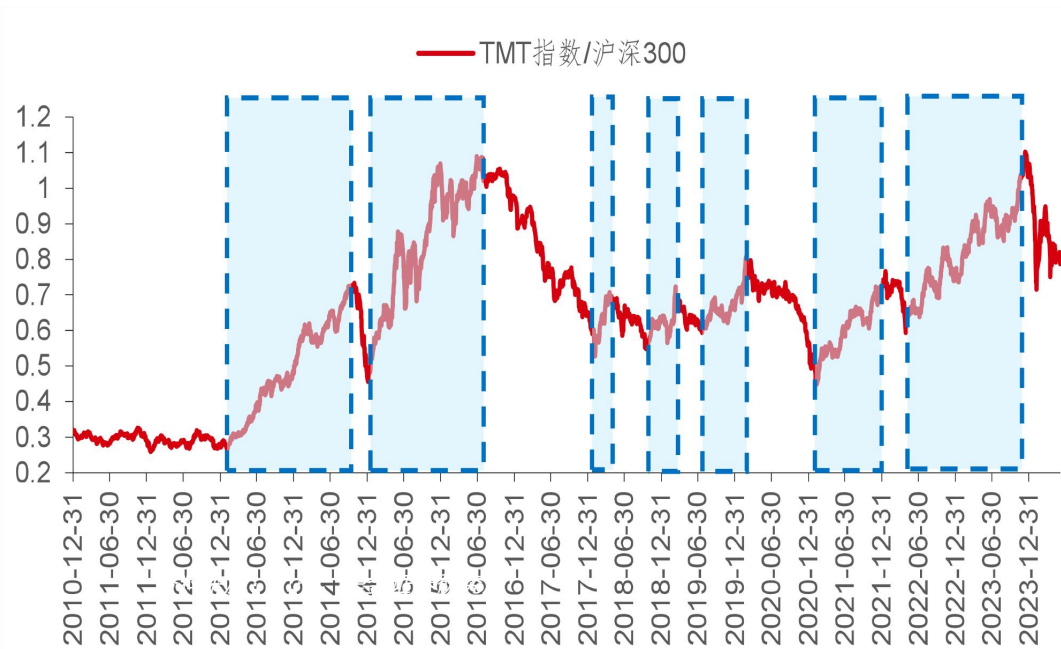
大类风格可能偏均衡

涨幅排名	2020/6/30		2021/6/30		2022/6/30	
	2020/12/31		2021/12/31		2022/12/31	
	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)
1	周期	28.2	稳定	15.3	稳定	-2.2
2	消费	24.9	周期	11.2	金融	-3.4
3	成长	17.1	成长	10.6	消费	-5.3
4	金融	15.2	金融	-3.9	周期	-10.4
5	稳定	5.3	消费	-7.3	成长	-12.7
涨幅排名	2023/6/30		2024/6/30		2025/6/30	
	2023/12/31		2024/12/31		2025/12/31	
	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)	风格	涨幅(%)
1	金融	-2.3	金融	30.7	成长	36.2
2	周期	-2.5	成长	27.5	周期	27.9
3	消费	-4.9	消费	13.1	消费	6.1
4	稳定	-7.3	周期	9.3	金融	3.8
5	成长	-12.4	稳定	8.2	稳定	1.1

4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

- ◆ 复盘历史，TMT指数有超额收益需具备的条件：产业催化、政策支持、流动性宽松、经济和盈利偏弱。
- ◆ 今年下半年来看，AI产业趋势持续上行、政策大力支持未变、美联储难紧缩、国内经济仍偏弱，科技成长仍可能有超额收益。

2010年以来TMT指数有超额收益共有7段



TMT指数相对沪深300有超额收益主要受产业趋势和政策驱动

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

4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

◆ TMT深度调整主要受产业趋势走弱、情绪过热等影响。

- (1) 复盘历史，TMT成交额占比历史分位数达到95%以上共有6段，其后均伴随TMT指数调整，其中有3次小幅调整（调整幅度小于15%）、3次深度调整（调整幅度大于15%）。
- (2) TMT指数是否会深度调整，主要受外部事件、流动性、盈利、产业趋势、融资、估值等因素影响。一是负面外部事件会导致TMT指数深度调整。二是流动性收紧会导致TMT指数深度调整。三是TMT深度调整时盈利同比增速通常处于低位。四是产业趋势边际走弱也是TMT深度调整的重要原因。五是TMT深度调整前1个月融资通常大幅流入。

负面外部事件和流动性收紧可能导致TMT深度调整

调整开始	调整结束	类型	区间交易日（日）	涨跌幅（%）	外部事件	流动性
2019/10/4	2019/12/4	小幅调整	42	-1.40		
2020/3/5	2020/4/27	小幅调整	37	-14.04		
2023/4/12	2024/2/5	深度调整	202	-36.38	美将华28家中国科技实体列入实体清单	美联储加息
2024/3/18	2024/9/19	深度调整	126	-19.78	美国全面限制英伟达/AMD 高端AI芯片对华销售	美国通胀反弹、美债收益率维持高位
2025/3/10	2025/4/7	深度调整	20	-21.78	特朗普政府宣布对华商品额外加征10%关税	
2025/9/19	2025/12/19	小幅调整	60	-2.09		鲍威尔警告美股估值“相当高”，降息预期降温

TMT深度调整前1个月融资通常大幅流入

调整前一个月融资净流入（亿元）							
调整开始	调整结束	类型	计算机	通信	电子	传媒	总计
2019/10/4	2019/12/4	小幅调整	45.97	11.13	39.04	11.53	107.68
2020/3/5	2020/4/27	小幅调整	168.52	51.86	182.82	32.48	435.68
2023/4/12	2024/2/5	深度调整	159.17	69.74	204.25	68.18	501.35
2024/3/18	2024/9/19	深度调整	174.17	96.65	193.50	59.82	524.15
2025/3/10	2025/4/7	深度调整	178.71	86.95	203.28	36.19	505.12
2025/9/19	2025/12/19	小幅调整	167.73	273.21	825.95	33.81	1300.70

4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

- ◆ TMT行情深度调整结束主要受基本面回升、政策出台和流动性宽松等因素驱动。
- 一是经济和盈利见底回升是TMT行情深度调整结束的核心驱动因素，如2017年1月底、2019年1月底、2022年4月底、2024年9月底均是经济和盈利的阶段性低点。
- 二是积极的政策出台也对TMT中长期调整结束有重要的推动作用，如2017年供给侧改革政策、2018年底民营企业座谈会和中美贸易摩擦缓解、2022年5月上海疫情缓解、2024年9月一揽子政策出台等。
- 三是流动性宽松对TMT中长期调整结束也有一定的提振作用。

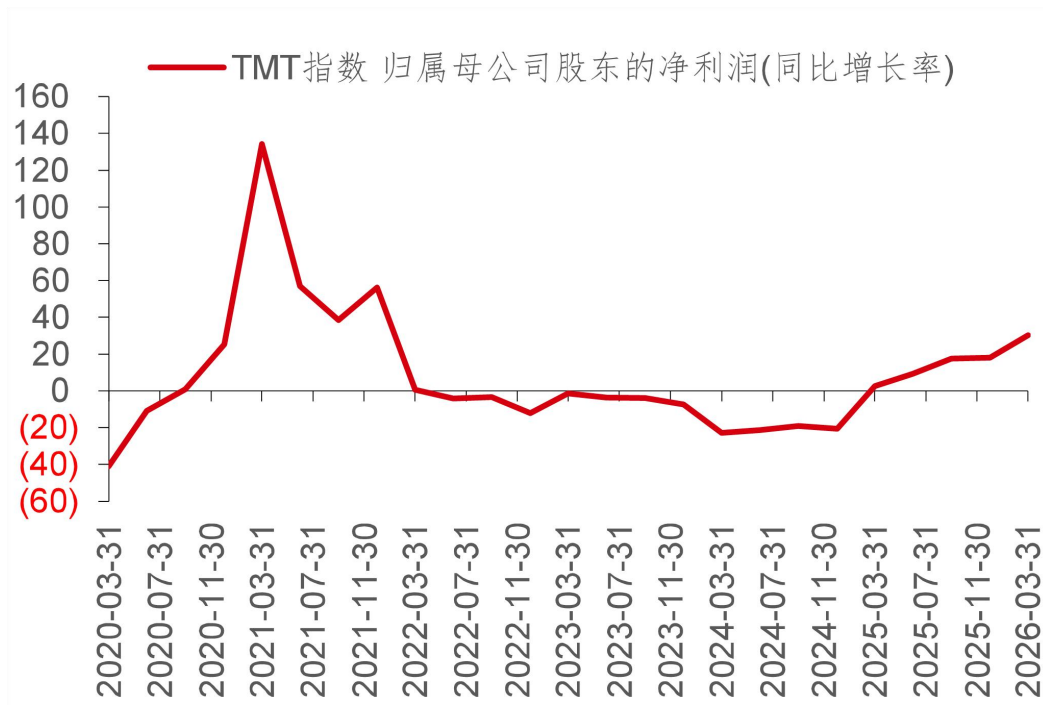
基本面回升、政策出台和流动性宽松等可能导致TMT调整结束

开始时间	结束时间	最小值				政策/产业趋势
		PE分位数 (%)	换手率分位数 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	成交额占比变化幅度 (pp)	
2015/12/31	2017/1/19	94.9	81.9	34.1	-10.3	2017年起深化推进供给侧结构性改革，推进财税、金融、简政、国企、养老等相关的制度创新重点领域改革
2017/11/13	2019/1/31	92.4	69	35.3	-3.6	2018/11/1召开民营企业座谈会；中美关税摩擦缓解，中国国务院关税税则委员会决定从2019年1月1日起，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税3个月
2020/8/5	2022/4/26	88.4	0.4	33.3	-10.6	4/28央行落地2000亿科技创新再贷款；5月上海疫情缓解
2023/4/28	2024/9/18	26.5	3.5	37.6	-8.8	2024年9月一揽子房地产金融举措加速落地，金融机构存款准备金率、公开市场7天期逆回购操作利率下调；中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》

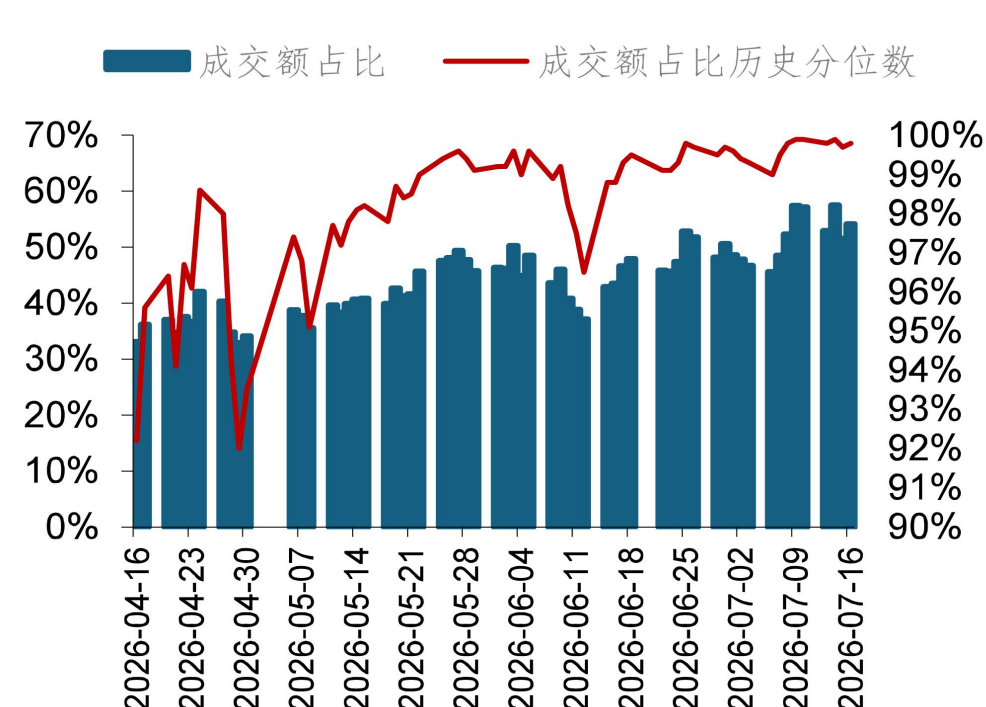
4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

◆ 强产业趋势和政策催化使得TMT短期调整可能已较充分。（1）产业趋势上行的催化短期仍不断。一是全球AI算力需求持续扩张。二是AI相关的新产品不断出现。三是短期全球AI相关的公司公布业绩可能维持高增速。四是科技企业融资持续。（2）积极的政策短期仍可能持续出台和落实。（3）情绪指标已有所回落。一是当前TMT市盈率历史分位数从近三月高点的93%回落至84%；TMT成交额占比仍在50%以上。二是TMT融资余额相较调整前的高点回落7.3%，历史上调整到位时回落幅度在10%左右。

TMT指数盈利增速持续回升



TMT板块成交额占全A成交额的占比仍在50%以上



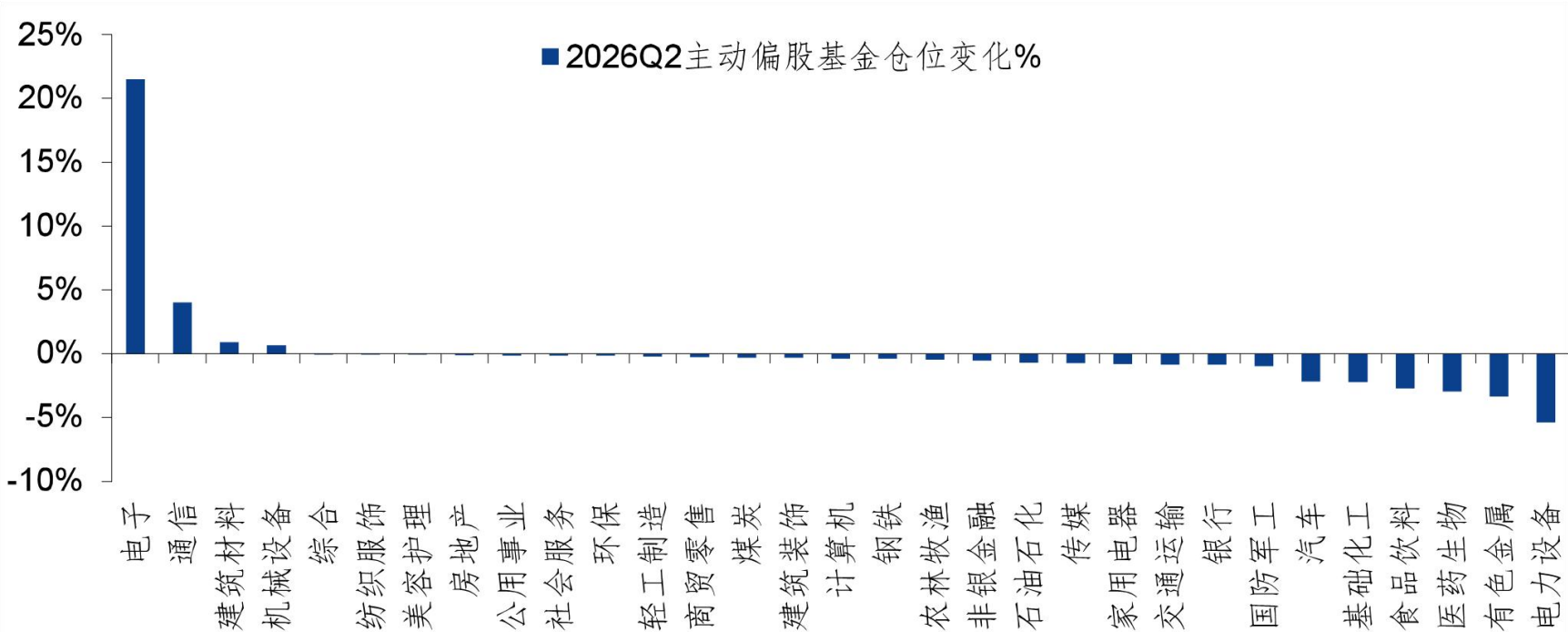
4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

◆ 下半年科技的机构持仓可能更均衡。

(1) 二季度全部主动偏股基金加仓电子、通信、建筑材料、机械设备，减仓电力设备、有色金属、医药生物、食品饮料、基础化工、汽车。

(2) 二季度基金超配前5的行业是电子、通信、医药生物、机械设备、建筑材料。

二季度基金加仓电子、通信、建材等行业

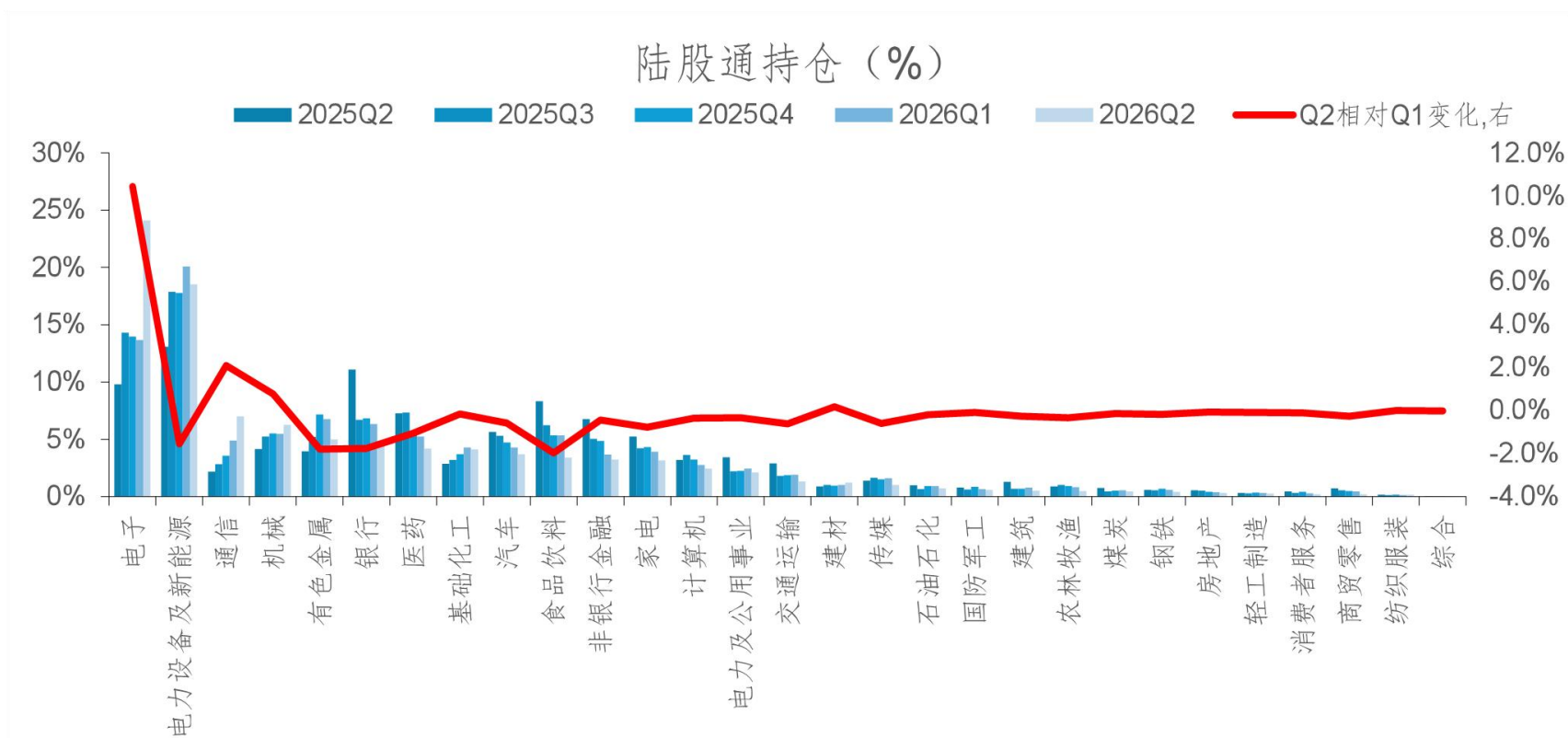


4.2 大类行业：科技成长下半年仍是配置主线

◆ 下半年科技的机构持仓可能更均衡。

(3) 二季度电新、通信、基础化工等陆股通持仓规模上升。

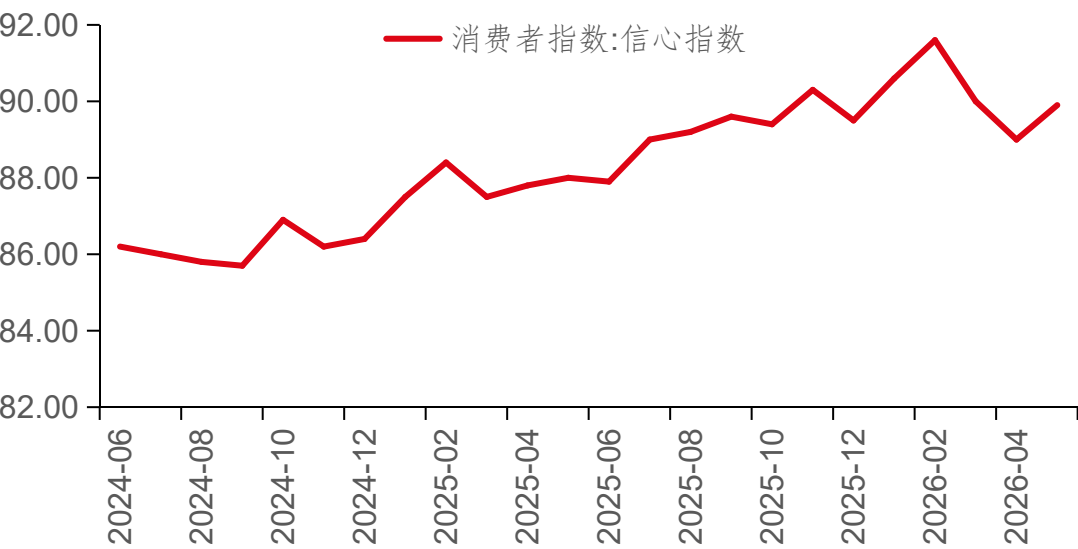
二季度外资加仓电子、通信等行业



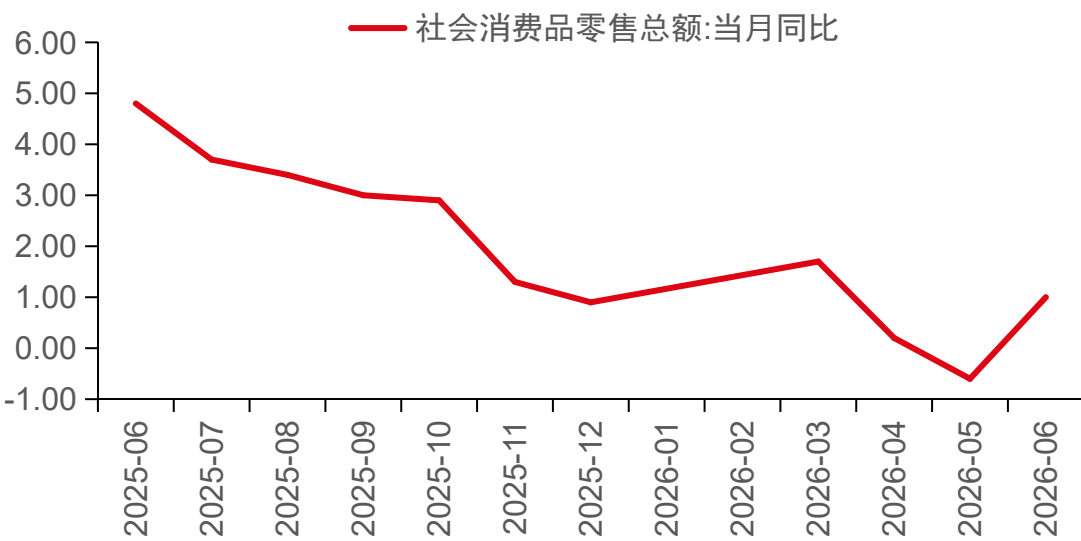
4.2 大类行业：下半年消费可能也有配置机会

- ◆ 下半年消费行业可能也有配置机会。
 - 一是消费基本面可能有所企稳回升：首先，随着出口的高增和地产的企稳，消费信心和消费增速可能出现企稳回升；其次，随着社零增速的见底企稳，消费行业盈利增速可能趋于平稳。
 - 二是下半年提振消费的政策依然可能加力实施：首先，今年2500亿元消费品以旧换新和1000亿财政金融协同促内需专项资金下半年可能继续加速发放；其次，7月政治局会议可能再次强调提振消费，大力发展服务业、加大汽车等消费补贴等政策可能进一步出台和落实。

消费者信心指数有所企稳回升



社零增速探底后有所企稳回升



4.3 科技成长筛选：电力设备、军工、传媒等性价比较高

◆ 从估值性价比角度筛选成长行业，建议关注电力设备、汽车、军工、传媒等。

（1）成长一级行业中的电力设备、军工、传媒估值性价比较高：电力设备、汽车、军工、传媒以2026年盈利预期计算的PEG较低，电子、电力设备、军工、计算机2026年预期营收增速较高，电力设备、计算机、军工、电子2026年预期净利润增速较高。

（2）成长二级行业中的航海装备、电池、风电设备、游戏等估值性价比较高：航海装备、电池、风电设备等PEG较低，电池、消费电子、通信设备等预期营收增速较高，IT服务、影视院线、电视广播等预期净利润增速较高。

成长一级行业筛选

一级行业	PEG	2026E营收增速（%）	2026E净利润同比（%）
电力设备	0.36	23.80	289.66
计算机	1.44	14.10	284.95
国防军工	0.92	16.80	198.70
电子	1.01	31.20	158.25
传媒	0.93	7.90	115.55
通信	1.25	8.60	105.77
机械设备	1.08	11.50	70.69
医药生物	1.21	6.20	30.82
汽车	0.64	13.20	-102.46

成长二级行业筛选

二级行业	PEG（2026E）	营收增速（2026E）（%）	净利润增速（2026E）（%）
电视广播Ⅱ	-8.22	0.02	182.90
生物制品	0.00	0.08	17.24
光伏设备	0.00	0.13	159.65
航海装备Ⅱ	0.20	0.30	48.74
商用车	0.27	0.17	53.80
汽车服务	0.40	-0.02	1.84
电池	0.42	0.41	33.25
其他电子Ⅱ	0.43	0.46	31.42
风电设备	0.43	0.20	73.29
乘用车	0.45	0.14	32.12
游戏Ⅱ	0.49	0.21	28.69
通信设备	0.50	0.36	55.33
消费电子	0.62	0.38	35.77
其他电源设备Ⅱ	0.66	0.18	47.18
元件	0.66	0.32	46.21
工程机械	0.75	0.14	23.49
电网设备	0.82	0.12	17.04
专用设备	0.88	0.10	10.21
广告营销	0.92	0.08	46.12
汽车零部件	0.98	0.11	12.94
通用设备	1.06	0.12	25.66
医疗器械	1.15	0.13	27.72
光学电子	1.19	0.10	105.19
自动化设备	1.25	0.21	37.08
计算机设备	1.25	0.16	28.63
半导体	1.35	0.31	42.77
化学制药	1.41	0.07	17.88
软件开发	1.44	0.10	76.50
地面兵装Ⅱ	1.45	0.10	34.14
医疗服务	1.78	0.12	23.60
医药商业	1.79	0.04	4.25
出版	1.80	0.00	-14.86
轨交设备Ⅱ	1.86	0.06	14.44
数字媒体	2.08	0.05	1.80
IT服务Ⅱ	2.15	0.15	344.11
军工电子Ⅱ	2.16	0.13	88.31
影视院线	2.20	0.03	330.52
中药Ⅱ	2.23	0.05	10.56
电机Ⅱ	2.41	0.08	-15.54
航空装备Ⅱ	2.41	0.11	28.88
航天装备Ⅱ	3.17	0.15	14.70

4.3 蓝筹筛选：食品饮料、银行、石化等性价比较高

◆ 从估值性价比角度筛选蓝筹行业，建议关注家用电器、食品饮料、纺织服饰、银行、石化等。

(1) 消费行业中的家用电器、食品饮料、纺织服饰、美容护理营收增速较高、估值较低。

(2) 低估值红利行业中的银行、石化、煤炭股息率较高。

有色金属中的锌、镍、锂相比历史涨价空间较大

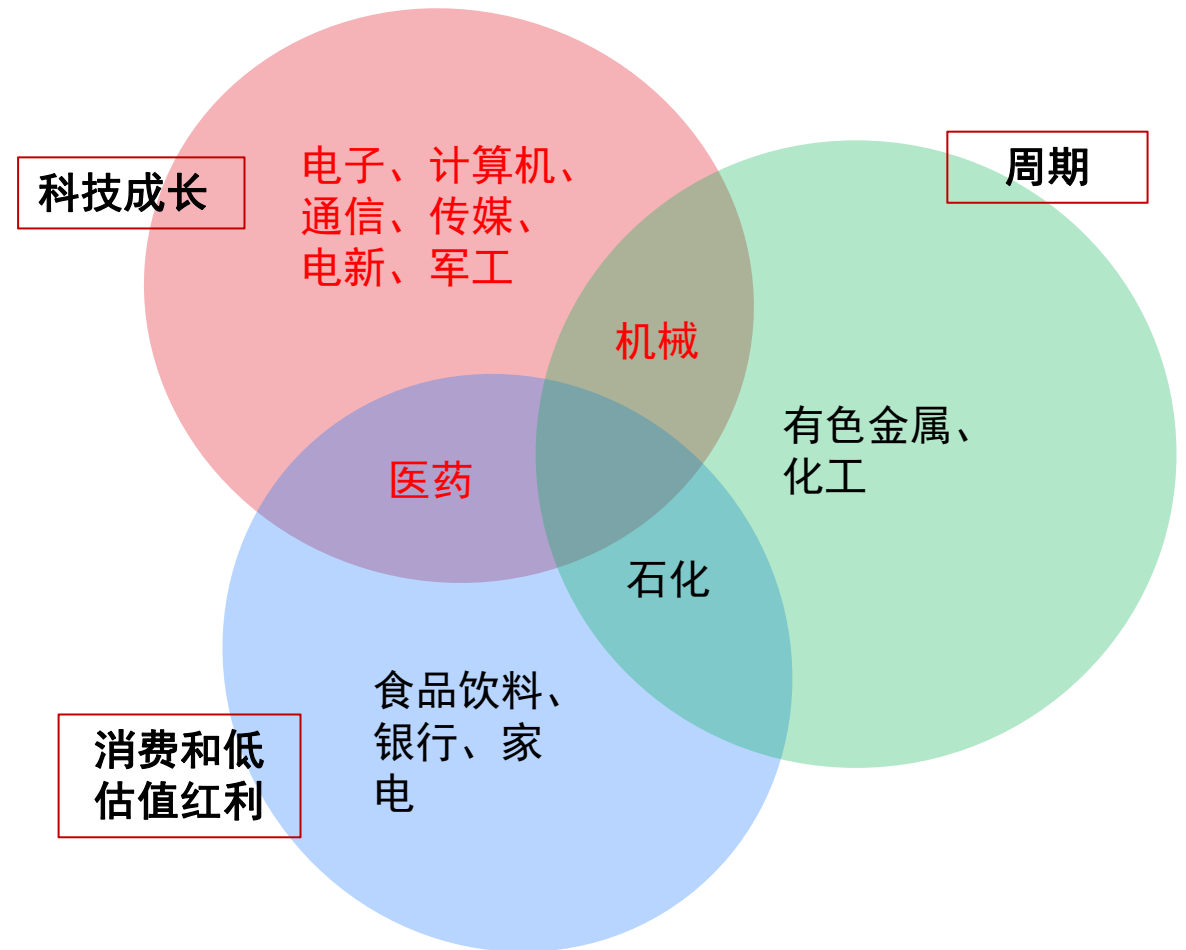
行业	预期营收 增速 (%)	中报营收 增速 (%)	PE (倍)
家用电器	6.0	12.9	15.7
食品饮料	6.1	-0.9	17.4
纺织服饰	7.7	-8.7	22.5
美容护理	12.1	-15.3	24.0
商贸零售	3.5	-19.6	29.7
轻工制造	8.8	-24.2	35.5
农林牧渔	3.8	182.3	40.0
社会服务	8.0	-9.4	41.5

化工品中的碳酸锂、磷酸、尿素相比历史涨价空间较大

行业	股息率 (%)	PE (倍)
银行	4.3	6.5
石油石化	3.4	9.6
煤炭	3.4	13.7
交通运输	2.9	14.1
非银金融	2.5	9.4
建筑装饰	2.3	12.9
建筑材料	1.5	47.3

4.4 下半年行业配置建议

- ◆ 下半年风格可能偏均衡。一是复盘历史，近六年下半年中小盘风格占优；二是复盘历史，近六年下半年大类风格偏均衡。
- ◆ 下半年科技成长仍可能是配置主线，消费可能也有配置机会。一是下半年科技成长仍可能是配置主线：首先，AI产业趋势持续上行、政策大力支持未变、美联储难紧缩、国内经济仍偏弱，科技成长仍可能有超额收益；其次，强产业趋势和政策催化使得TMT短期调整可能已较充分。二是下半年消费基本面可能企稳有所回升、提振消费的政策提振消费的政策依然可能加力实施，下半年消费可能也有配置机会。
- ◆ 下半年行业配置：建议关注TMT、电新、军工、机械、医药、有色金属、石油石化、食品饮料、大金融等行业。
 （1）科技成长行业方面，建议关注电子（半导体、AI硬件）、通信（AI硬件）、计算机（AI应用）、传媒（AI应用、游戏）、电新（AI电力、锂电）、创新药、军工（商业航天）、机械（半导体设备和机器人）等。（2）周期方面，建议关注有色金属、石化等行业。（3）消费和低估值红利方面，建议关注食品饮料、大金融、石化等行业。



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

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明：

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

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

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

在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn