



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年6月22日

积聚向上突破的力量

——2025年A股中期投资策略

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



核心结论：积聚向上突破的力量，优选高股息、景气支撑和成长活跃主题

- **市场大势：**震荡之中积聚向上突破的力量。宽松流动性托底市场难以向下，但内生增长动能修复缓慢和政策长短兼顾制约市场快速向上。全A盈利预测显示下半年基本能确立盈利自2024Q4触底后改善的趋势，或将成为市场向上突破的重要力量。
- **行业配置：**下半年风格维度，金融优于成长优于消费优于周期；行业维度，持续看好以银行、保险为代表的高股息、以金属新材料等为代表的景气行业。成长活跃主题预计先抑后扬。

1 大势研判：震荡之中积聚向上突破的力量

- ✓ 增长整体呈现平稳回落态势，全年目标实现无忧。
- 下半年增长压力确定性增加，消费在政策的支撑下继续改善，但其“慢变量”的特性，终究抵不过出口和地产的快速下滑。
- 政策亦有储备与应对，财政与货币政策均有望再加码。

2 盈利与估值：改善趋势确认

- ✓ 盈利改善趋势确认。2024Q4触底，2025Q1改善，2025H2持续改善。
- 全A盈利改善趋势得以确认，但从规模上看，还不足以对基本面形成支撑。
- 创业板四季度盈利增速和规模均将显著改善，有望对基本面形成支撑。

3 行业配置：优选三大方向

- ✓ 高股息、景气支撑持续看好，成长活跃主题预计先抑后扬。
- ①稳定市场、高股息以及战略价值：银行、保险。经济改善叠加流动性宽松的宏观环境，银行保险通常出现季节性机会。
- ②景气支撑：金属新材料、小金属（稀土永磁）、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品。
- ③成长活跃主题：AI+机器人、军工。

风险提示：相关预测存在方向性偏差；国内宏观政策超预期；美联储政策超预期；历史比较的局限性等。



目录

- 1 经济：快、慢变量交织，平稳回落
- 2 政策：长短兼顾，小步快跑再加码
- 3 盈利：改善趋势确立，业绩支撑在即
- 4 配置：高股息、景气与成长活跃主题
- 5 专题：银行高股息行情将缘何结束？



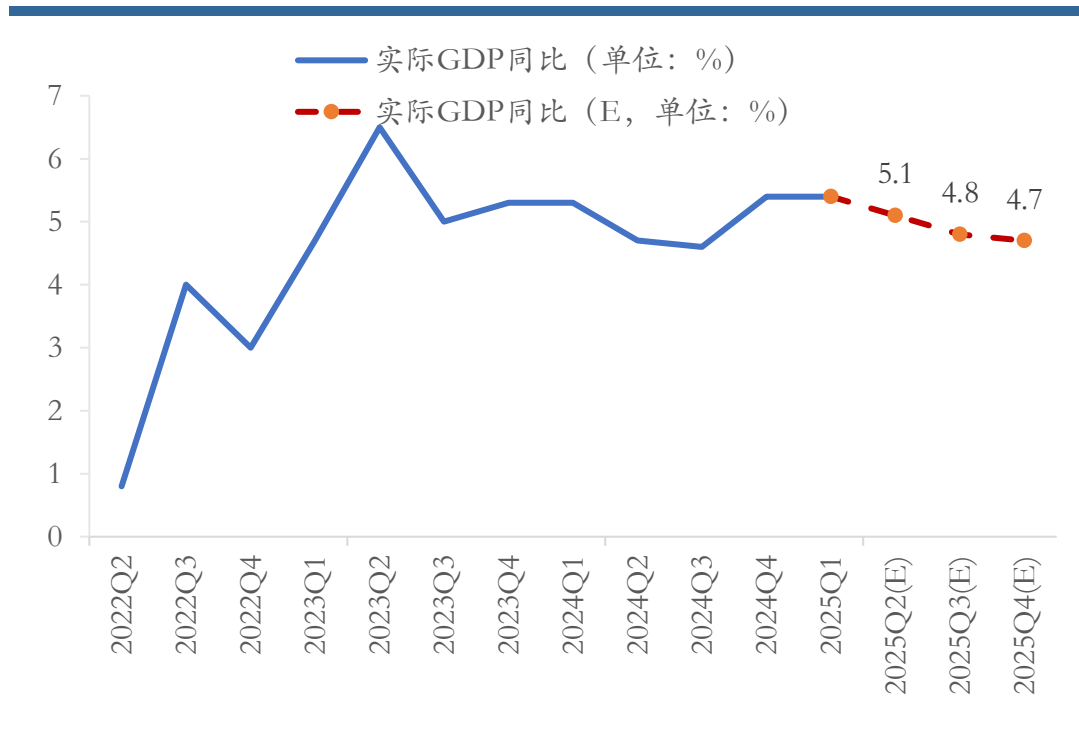
增长：内生动能有待提高，经济增速平稳回落

- 内生动能需要继续夯实，预计下半年增长呈稳步回落态势。上半年经济在“开门红”的指引下，一季度实现了5.4%的增长，二季度因过去两年基数偏低，即使存在关税冲击预计增速仍能达到5.1%，因此预计上半年增速能达到5.3%。
- 下半年增长压力确定性增加。内需维度，居民部门信心依然偏弱，对消费品“以旧换新”等政策依赖度较高，房地产修复动能持续放缓，增长内生动能未见明显起色；外需维度，随着美国加征关税落地和“抢出口”效应减弱，出口增速大概率回落。
- 在政策有望继续托底的支撑下，预计下半年单季度GDP增速稳步回落至4.7%附近，全年基本完成5%的增长目标。

2025年下半年增速预计4.8%左右

预计2025年下半年经济增速稳步回落

类别		2025全年 (E)	2025Q4 (E)	2025Q3 (E)	2025Q2 (E)	2025Q1	2024全年
增长	GDP	5.0%	4.7%	4.8%	5.1%	5.4%	5.0%
消费	社会零售	4.9%	3.8%	5.5%	5.8%	4.6%	3.5%
投资	固定资产投资	3.3%	3.0%	3.6%	3.8%	4.2%	3.2%
	制造业投资	7.2%	6.0%	6.9%	7.9%	9.1%	9.2%
	基建	5.4%	4.2%	6.0%	5.7%	5.8%	4.4%
	房地产投资	-9.9%	-8.6%	-9.1%	-11.5%	-9.9%	-9.6%
外贸	出口	1.8%	-7.7%	5.0%	5.2%	5.7%	5.9%
通胀	CPI（季度平均）	0.2%	0.9%	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.2%
	PPI（季度平均）	-2.3%	-1.6%	-2.3%	-3.1%	-2.3%	-2.2%
流动性	社融存量	8.2%	8.2%	8.3%	8.6%	8.4%	8.0%



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融外，其余数据均为当季同比。

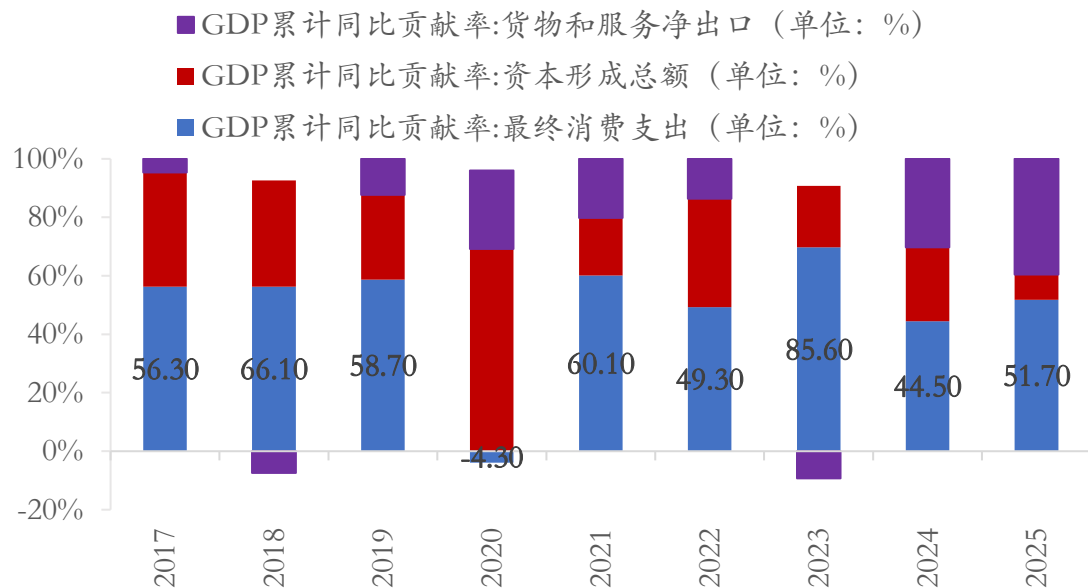
资料来源：Wind，华安证券研究所。



下半年核心变化：消费“慢变量”与出口和地产“快变量”的交织

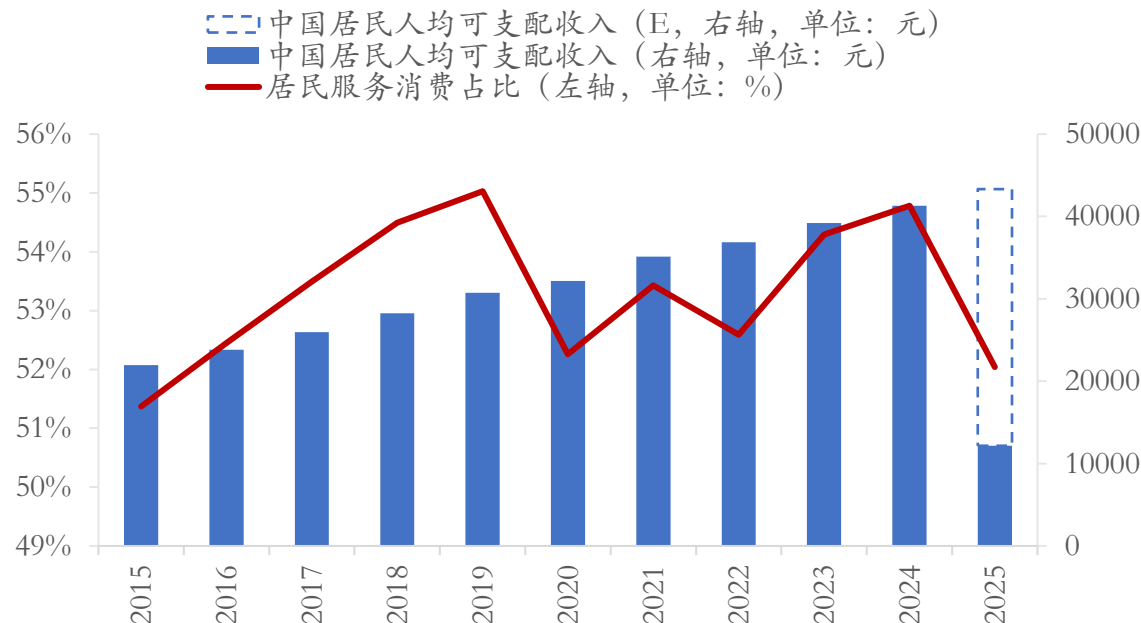
- ▶ 下半年基本面核心变化：消费“慢变量”与出口和地产“快变量”。消费受到行为惯性、长期收入预期等因素综合影响往往是宏观经济“慢变量”，相比之下，出口和地产容易受到政策等不确定性因素冲击成为某一阶段宏观经济“快变量”。展望2025年下半年，最大的边际变化将来自于出口与房地产，且“快变量”大概率走弱。①出口维持较高增速难度较大、大概率持续下行。②房地产进入二季度后，前期调控政策优化带来的复苏动能逐步减弱，下半年再度下行概率较大。
- ▶ 下半年宏观经济关键点与政策发力的抓手将主要集中在“慢变量”消费，特别是服务消费。2024年以来我国经济呈现出消费对增长贡献偏弱、出口为主要拉动力（对GDP增速贡献超过30%）的特点。伴随着中美谈判的不确定性，稳定经济增长必须更多转向内需消费。在已实施消费品“以旧换新”支撑商品消费的情况下，服务消费或成为下半年“关键变量”。

2024年、2025年一季度净出口对GDP增速贡献超30%



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：2025年为一季度数据。

服务消费在居民消费占比中已经超过50%



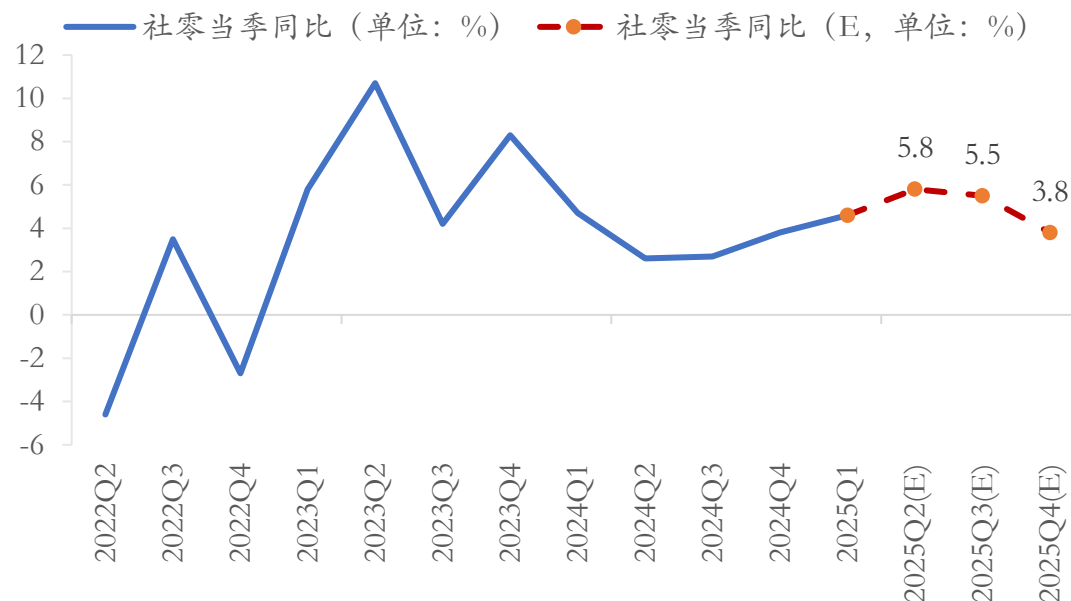
资料来源：Wind，华安证券研究所。1.服务消费占比为剔除食品、服装、居住三项后其他消费占总消费（剔除居住）后的比例；2.2025年为根据一季度的测算值。



消费（1）：有支撑、但缓慢，国补有望再加码

- 消费深层次修复有赖于居民就业、收入稳步改善，进而提振信心、突破原有的谨慎态度，下半年仍然表现为“慢变量”。
- 当前居民部门商品消费对国补资金依赖度较高。据商务部统计，2024年消费品“以旧换新”带动商品消费约1.3万亿元，相当于全年48.8万亿元社零的2.67%。今年1-5月，消费品“以旧换新”带动消费约1.1万亿元，相当于社零20.3万亿元的5.4%。国补资金使用较快，若不加码则商品消费四季度恐难获支撑。参照国补标准，结合商务部披露的2025年5月末消费品“以旧换新”带动销售额（未直接披露销售额则以5月份之前披露的销量与销售额时点数据对应测算），乘以平均补贴标准测算财政补贴金额。我们测算，1-5月国补已使用财政资金约1540亿元（官方口径为已下达1620亿元、后续1380亿元陆续下达），若政策不加码则四季度可能存在缺口。1-5月消费对国补依赖度高于此前预期、显示消费内生修复偏慢，我们将2025年全年社零增速预测值从一季度末的5.1%下调至4.9%，但仍显著高于去年的3.5%。

四季度如国补资金不足，则社零增速恐回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1-5月预估财政资金使用量已经接近50%，全年存在缺口

类别	1-5月成效	补贴标准	预估销售额	预估补贴金额	2024年销售量	2024年销售额
汽车	412万份	1.5万-2万/辆	5743.03	721	660万份	9200
家电	7761.8万台	15%-20%	2711.38	474.49	5600万台	2400
手机数码	5662.9万件	15%	725.6	108.84	-	-
电动自行车	650万辆	500-600元/辆	174.28	35.75	138万辆	37
家装厨卫	5762.6万单	15%-20%	1152.52	201.691	6000万	1200
合计			10506.81	1541.77	-	12837

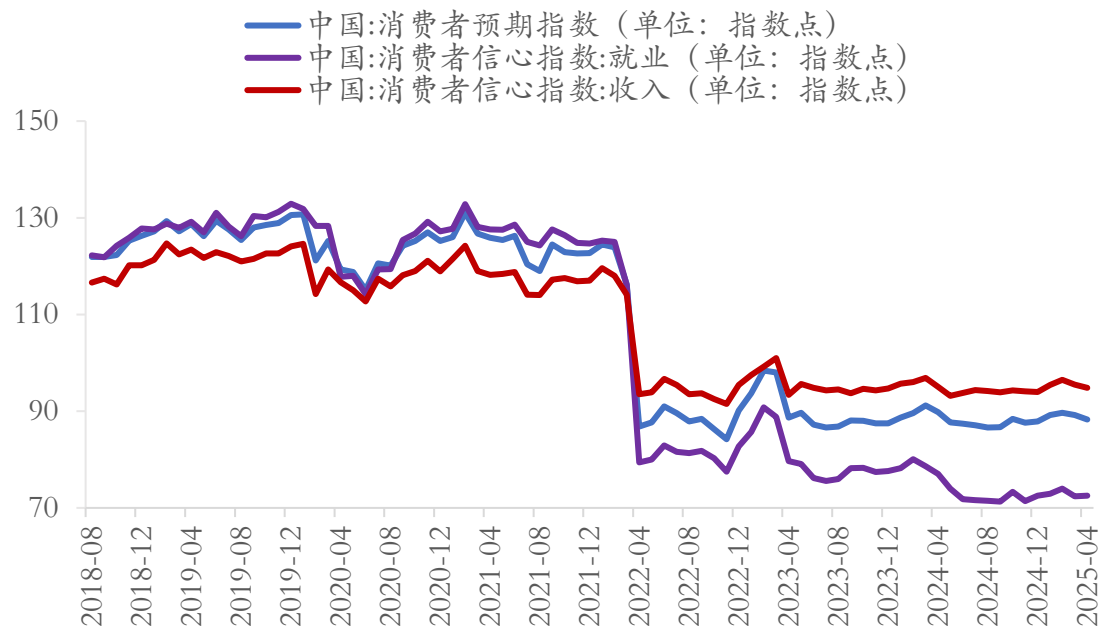
资料来源：商务部，华安证券研究所。单位：亿元。注：数据测算方式见上文。



消费（2）：就业信心与工作时长继续掣肘服务类消费

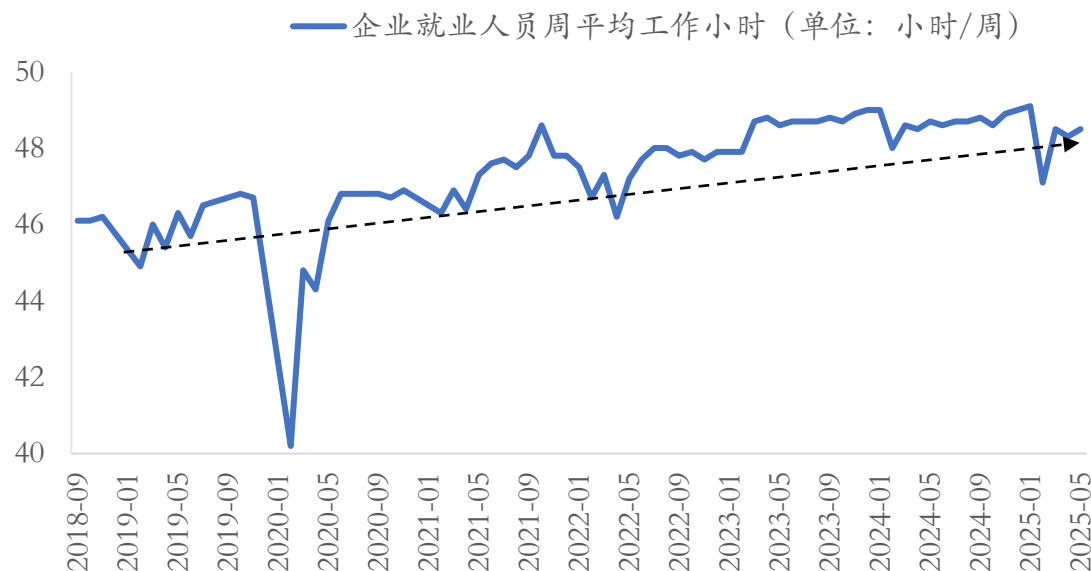
- 相比于商品消费，服务类消费的“可选”属性更强，在无政策推动下修复节奏大概率较商品消费“更慢”。
- ①居民就业信心不强。从收入的角度看，2020年疫情以来，政府提供支持的转移性收入占比维持相对偏高水平，工资性、净经营性收入增速有所回落。即使过去两年来，失业率维持较低水平，但居民部门对于就业的信心指数依然偏低。信心不足导致居民消费偏向于谨慎，特别是对于具有可选性质的服务消费。②工作时长拖累可选消费空间。企业就业人员平均工作时长整体呈现增长态势，2019年平均为46.2小时/周，而2024年末已升高至49小时/周，这意味着每周居民用于可选消费的时间压缩了3个小时（相当于两场电影的时长）。横向比较来看，居民部门闲暇时间仍有较多消费潜力有待释放，国家统计局数据显示，2023年中国劳动者年工作时长大约为2500小时左右，而OECD国家平均为1700小时左右。

居民部门对就业信心继续走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。

工作时间整体拉长，挤压居民部门可选消费空间



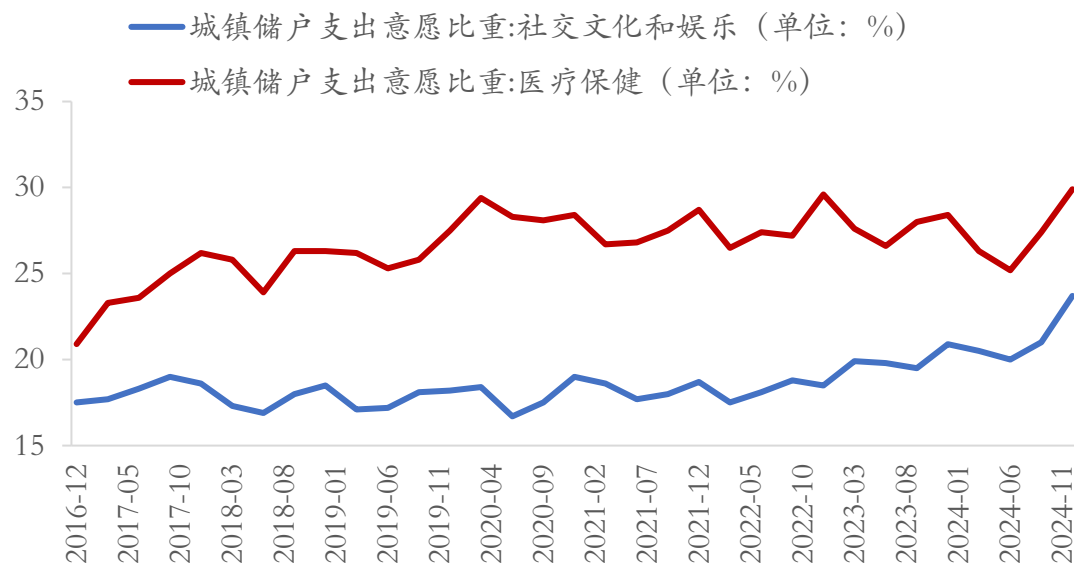
资料来源：Wind，华安证券研究所。



消费（3）：后续服务消费潜力在于文化娱乐和医疗保健

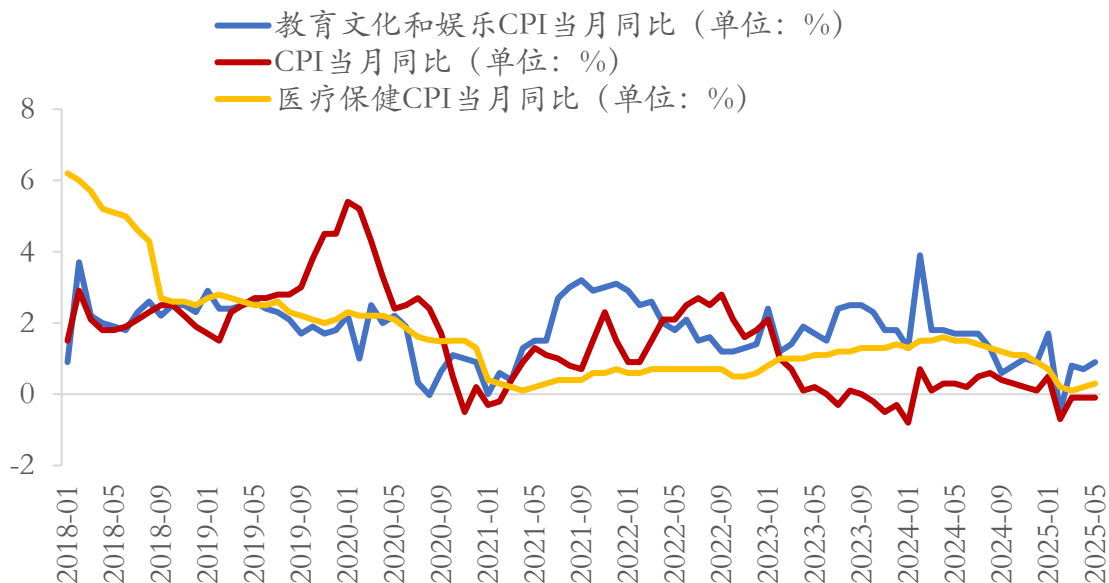
- 在传统的家电、汽车、育儿等方面购买意愿下降后，后续服务消费潜力在于文化娱乐和医疗保健。从央行城镇储户支出意愿和CPI反映的服务消费价格来看，居民部门的消费意愿和需求发生了一定改变，传统消费中旅游让位于医疗保健，同时文化娱乐需求持续增长。①一方面，文化娱乐服务需求稳步增长，主要表现为当前以年轻人“悦己”消费为代表的“新消费”有所增长。②另一方面，随着经济社会发展水平的逐步提升和社会保障体系的持续完善，居民对于健康的重视程度持续提升，用于医疗保健的支出也有望进一步提升。

居民部门用于文化娱乐、医疗保健的支出意愿持续提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2023年以来教育文化和娱乐、医疗保健价格较为坚挺



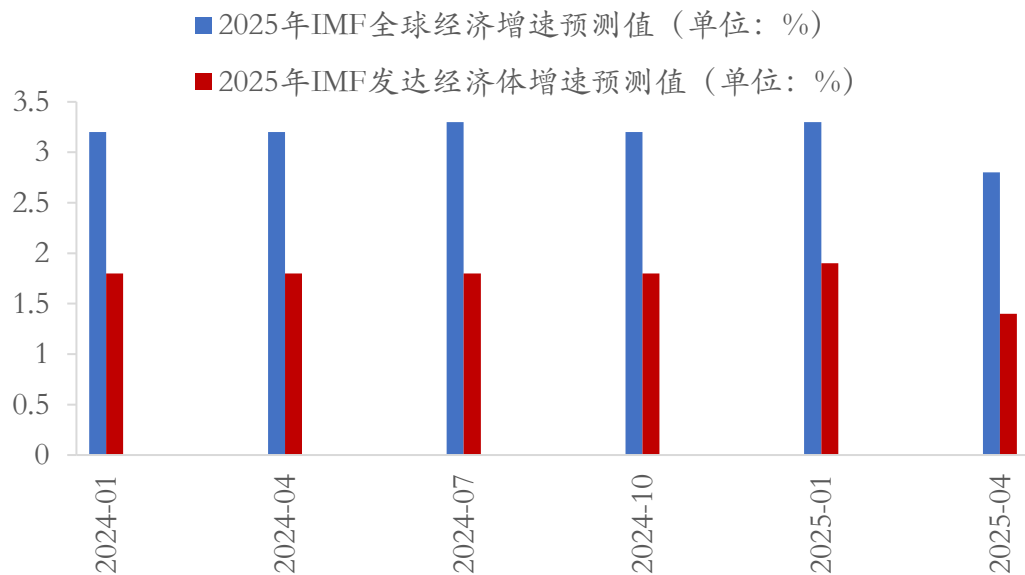
资料来源：Wind，华安证券研究所。



出口（1）：“对等关税”冲击下全球需求难言起色

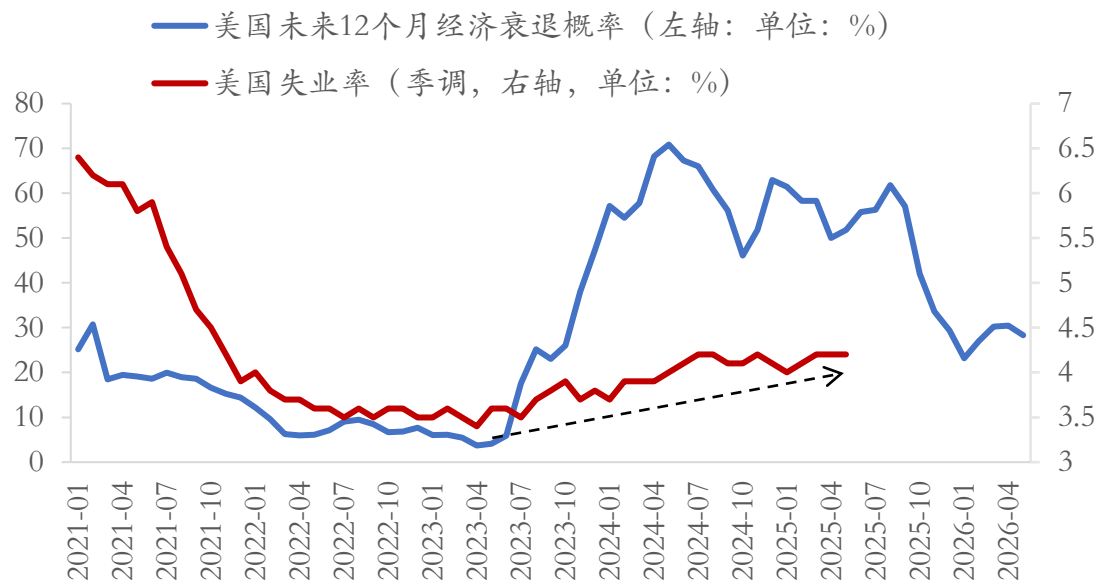
- 美国挑起的关税冲突暂未见到新一轮全面缓和迹象，势必拖累全球增长。“对等关税”90天谈判期（除中国外）将在7月上旬结束，但至6月中旬只有英国表明与美国即将达成协议。尚未有明确迹象表明其余国家能于近期达成协议，包括欧盟、日本、印度等经济体。同时，特朗普还在推动以行业、商品为维度加征关税，如6月12日美国商务部宣布自6月23日起对多种钢制家用电器加征关税，包括洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。“对等关税后”，IMF已大幅下调全球经济增速预测。
- 此外，2025年下半年美国经济衰退风险仍存，继续拖累外需。2023年下半年以来，美国失业率持续回升、已临近自然失业率4.4%，如上破自然失业率水平则意味着美国产出缺口由正转负、加剧衰退风险（但考虑到美联储降息空间充足，最终结果大概率为美国经济增速放缓、美联储加速降息节奏）。

IMF在特朗普宣布“对等关税”后大幅下调经济增速预期



资料来源：IMF《世界经济展望》，华安证券研究所。注：时间为预测时点。

美国失业率反弹至接近自然失业率，衰退风险不容忽视



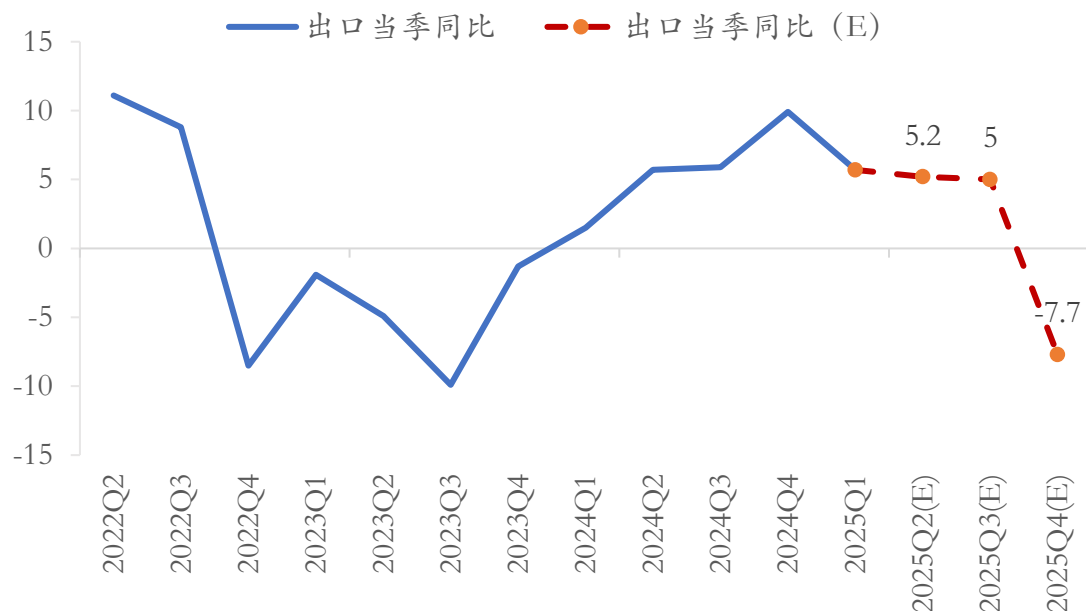
资料来源：Wind，华安证券研究所。



出口（2）：下半年出口压力恐在四季度逐步显现

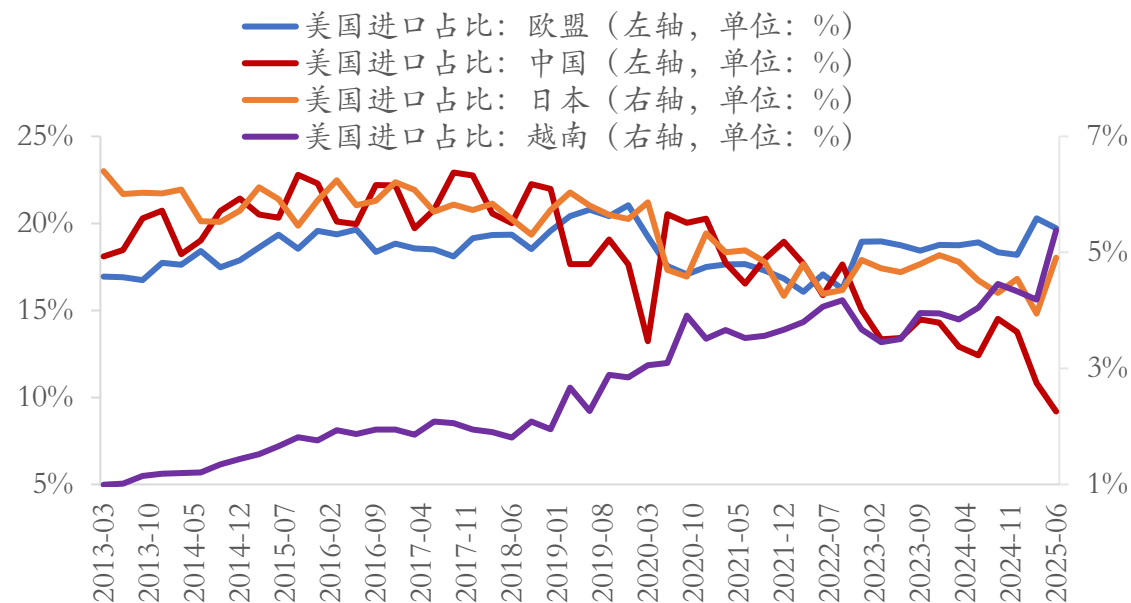
- ▶ **下半年出口压力恐在四季度逐步显现。**中美在5月中旬就关税问题发表日内瓦联合声明，6月中旬中美伦敦谈判延续向好基调，但尚未达成实质性成果。目前来看，在24%“对等关税”的90天谈判期内（至8月中旬），由于后续关税不确定性可能继续推动美国企业补库、中国企业“抢出口”与“抢转口”，因而出口有望维持较高景气。但关税谈判结果最终落地后，海外企业将开始转向消耗前期进口的库存、阶段性暂缓从中国企业进口，因而出口压力恐在四季度逐步显现。
- ▶ 我们将2025年全年出口增速预测值从一季度末的0.7%上调至1.8%，但仍显著低于去年的5.9%。主要考虑是：①一季度出口展现出一定韧性；②美国海关并未禁止，中国企业在报关时将出口的完整商品拆分为税率更低的基础零部件与免税的组装服务，因而实际关税提升幅度弱于美国政府公布举措；③考虑到谈判期后，美国对华关税提升节奏慢于此此前预期。

中美谈判期间关税暂停，有望在三季度之前维持出口景气



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

中国在美国进口中的份额大幅下降



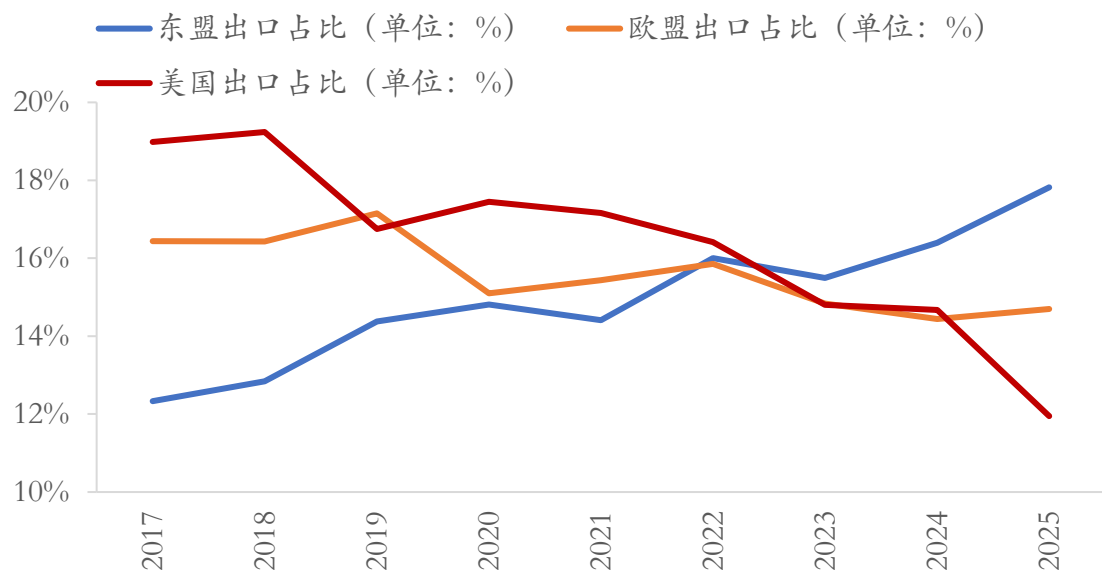
资料来源：商务部，华安证券研究所。



出口（3）：政策应对依次是拓市场、转内销和持续谈判

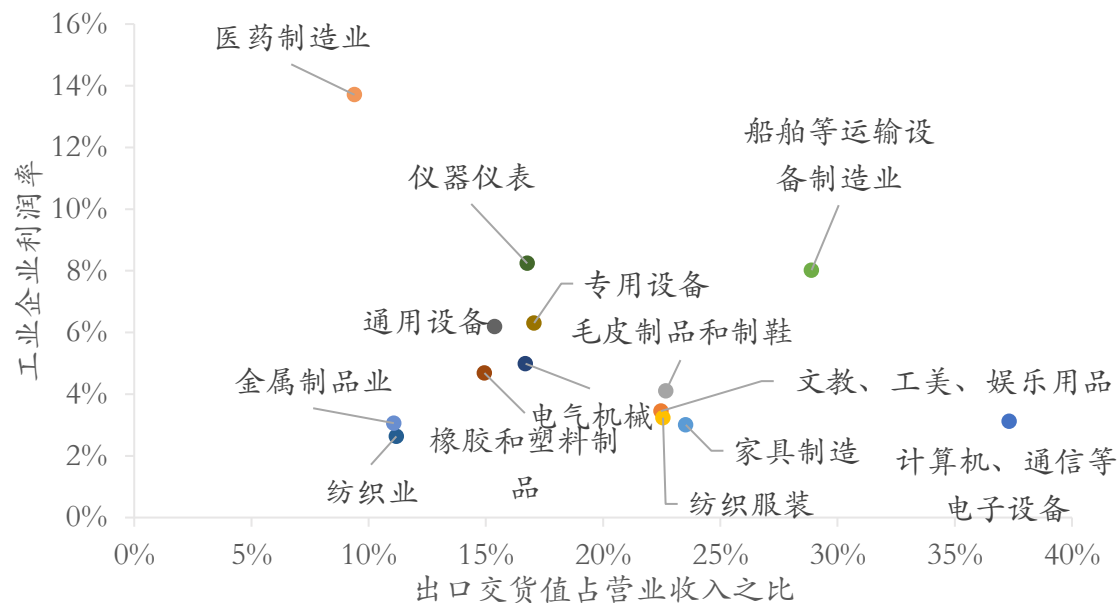
- 面对出口压力，预计我国应对举措按顺序依次为：①多元化拓市场。2018年以来我国持续拓展出口目的国，出口中美国占比持续下降，至2025年1-5月已降至11.9%、排名上美国已下降至第3大出口目的国，与此同时出口东盟占比明显提升、欧盟维持稳定。②考虑到外需不确定性持续上升，转内销或是后续政策着力点。参照2020年疫情冲击外需和供应链，国务院办公厅制定了《关于支持出口产品转内销的实施意见》，明确符合国内产品标准的外贸产品便利办理国内商品流通、加强电商平台和“两新一重”项目对接外贸企业的举措。从行业上看，支持政策有望向外需依赖度较高的行业倾斜，如计算机、通信等电子设备、船舶、文教娱乐用品、家具、纺服和制鞋。③持续谈判，争取有力结果。落实5月中美联合声明与6月两国元首通话取得的成果，在框架、机制内谈判，但结果还存在较大不确定性。

我国出口从美国向东盟、欧盟转移



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：2025年为1-5月累计值。

外需依赖度较高的主要是计算机、电子、船舶、家具



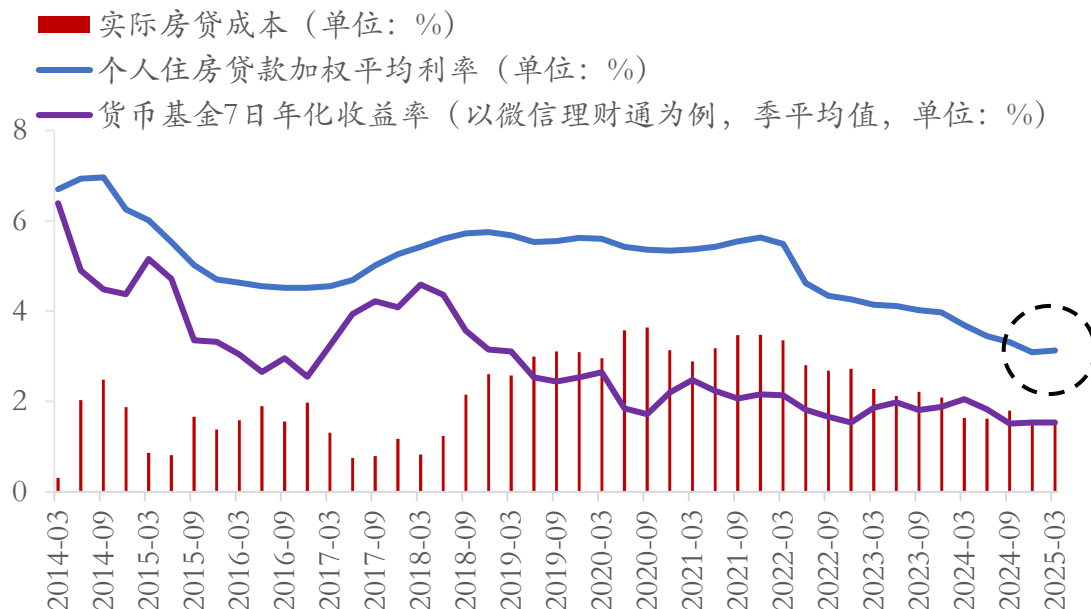
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：以上数据为今年1-4月已披露数据。



房地产（1）：地产回暖动能减弱，再度向上难度较大

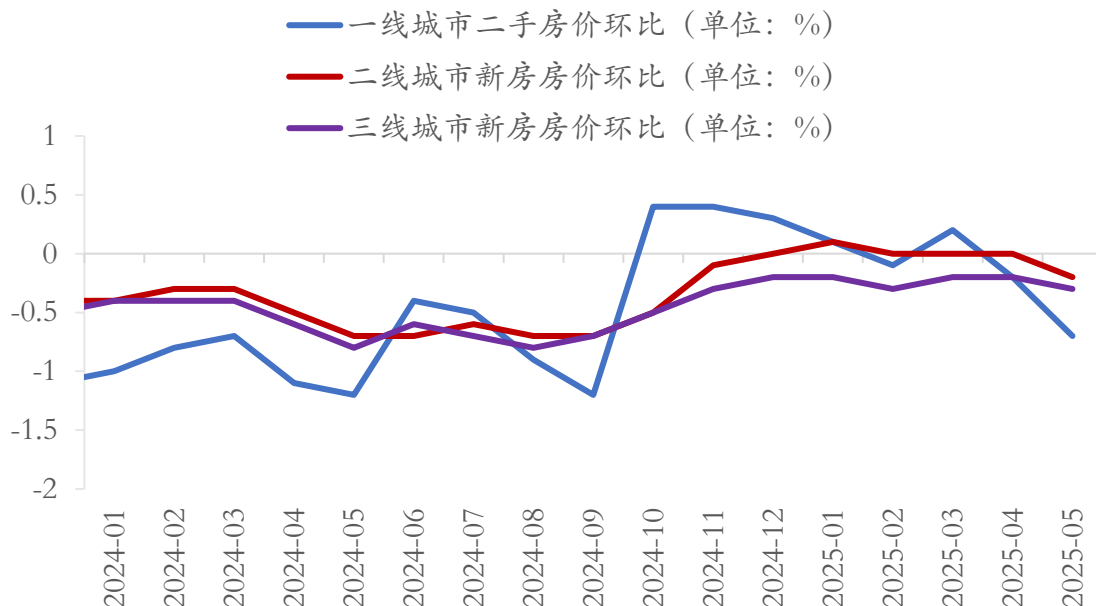
➤ 2024年“9·24”带动地产回暖动能减弱，再度向上难度较大。①从调控政策看，首付比例、房贷利率、限购举措和税费四个方面来看，当前地产调控基本上处于历史“最松”状态，政策从需求进一步加码的空间小、难度大。2025Q1新发放房贷利率较2024Q4小幅反弹4BP，也表明当前政策端略偏向于谨慎。②2024年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025年春节后房价并未出现改善态势，也表明年内下行压力较为突出。特别是2025年5月，四个一线城市二手房价首次环比全部下跌，北京、上海、广州和深圳分别下降0.8%、0.7%、0.8%和0.5%。

2025Q1全国个人房贷加权平均利率较2024Q4回升4BP



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2025年3月后，房价环比加速回落



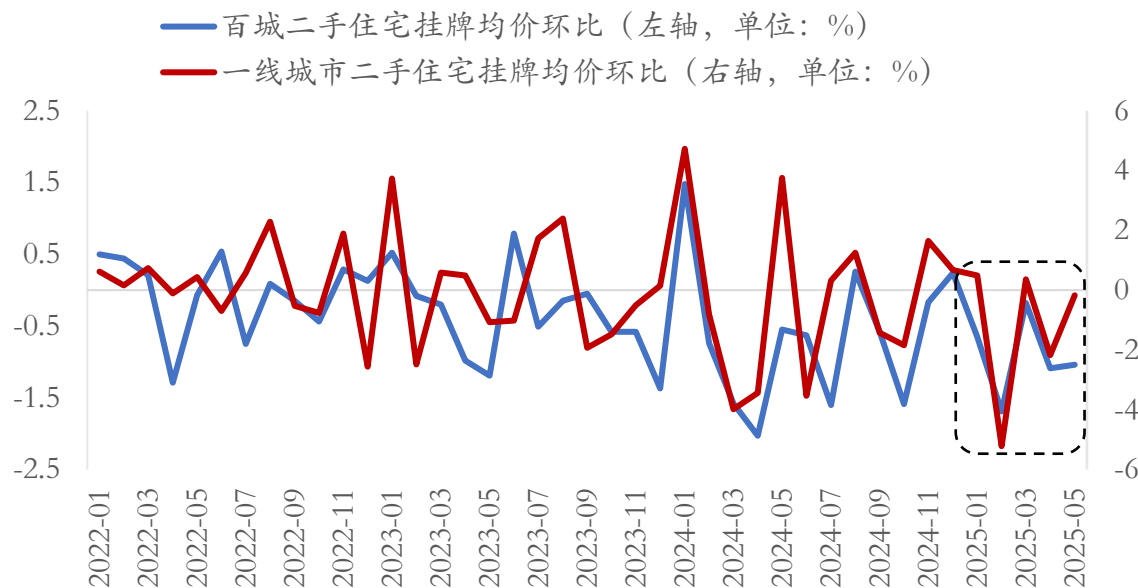
资料来源：Wind，华安证券研究所。



房地产（2）：二手房交易热度快速消退，有待新一轮政策刺激

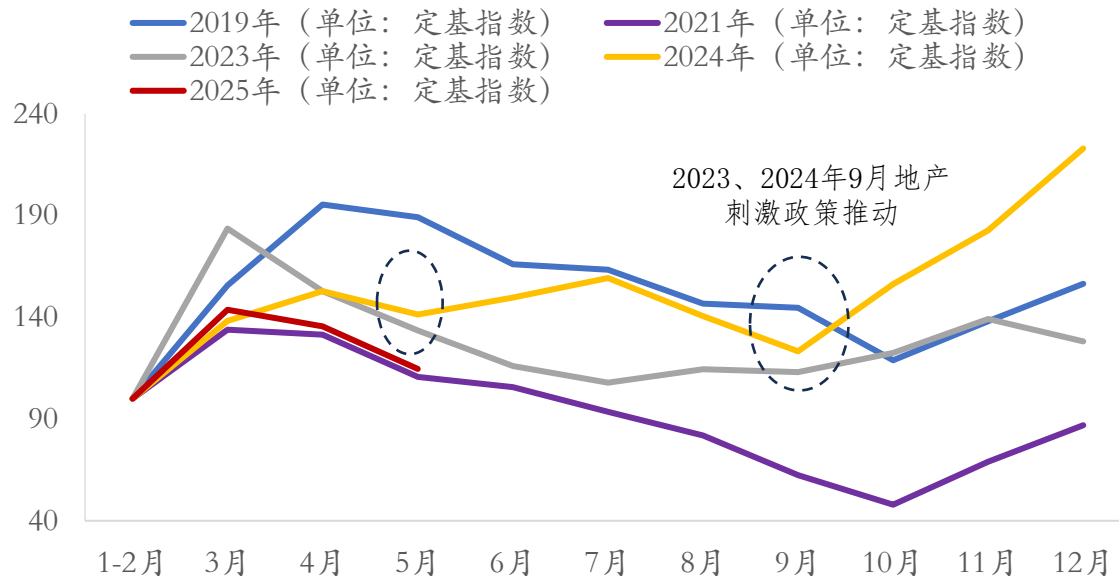
- 二手房交易热度快速消退，有待新一轮政策刺激。进入4月后，二手房交易热度快速下滑。全国百城二手住宅挂牌均价环比均为负、平均为-0.95%，一线城市仅1月、3月小幅为正。选取北京等9个热点城市，考虑到二手房成交中有相当部分为“买一卖一”的改善性需求，上半年趋势可能在下半年形成一定惯性，以当年春节期间二手房成交面积作为基准标准化各月成交面积表示年内趋势，如后续无新一轮政策托底，2025年下半年可能会出现类似于2021年快速下滑走势。
- 相比之下，从过去两年的情况看，二手房成交热度回升有赖于新一轮政策刺激。如：2023年8-9月“认房不认贷”、降首付、降利率等政策组合拳；2024“5·17”采取降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率等措施；2024年9月中央政治局会议明确提出房地产“止跌回稳”。

2025年以来，二手房挂牌价仅个别月份持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2023-2024年二手房成交热度依赖政策刺激



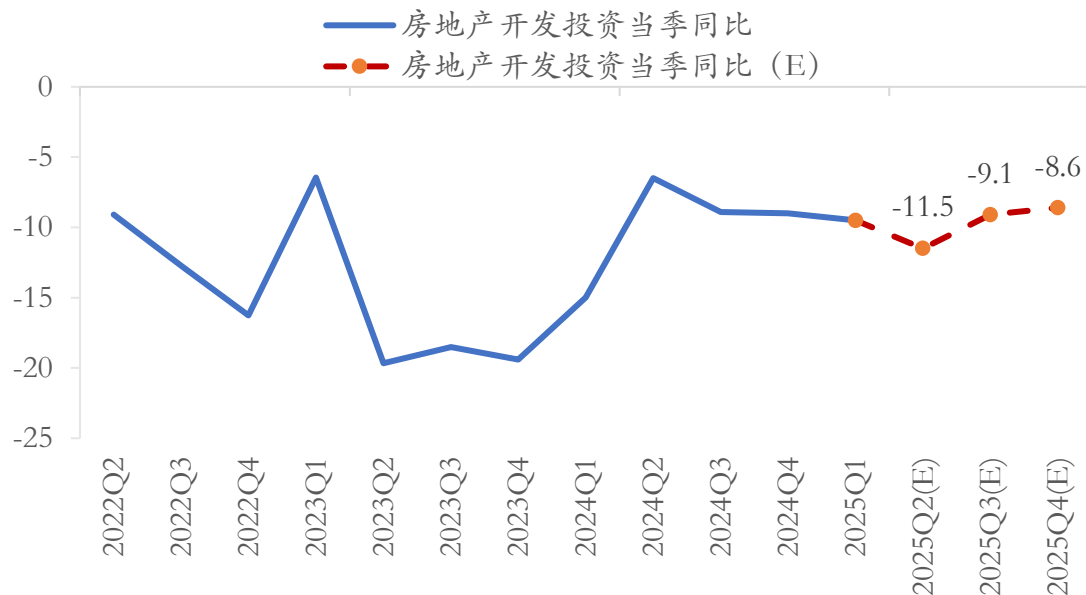
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.北京、广州、深圳、大连、成都、厦门、杭州、青岛、苏州九个城市二手房成交面积。2.以1-2月成交面积均值定基为100。



房地产（3）：新房销售持续承压，拖累地产投资

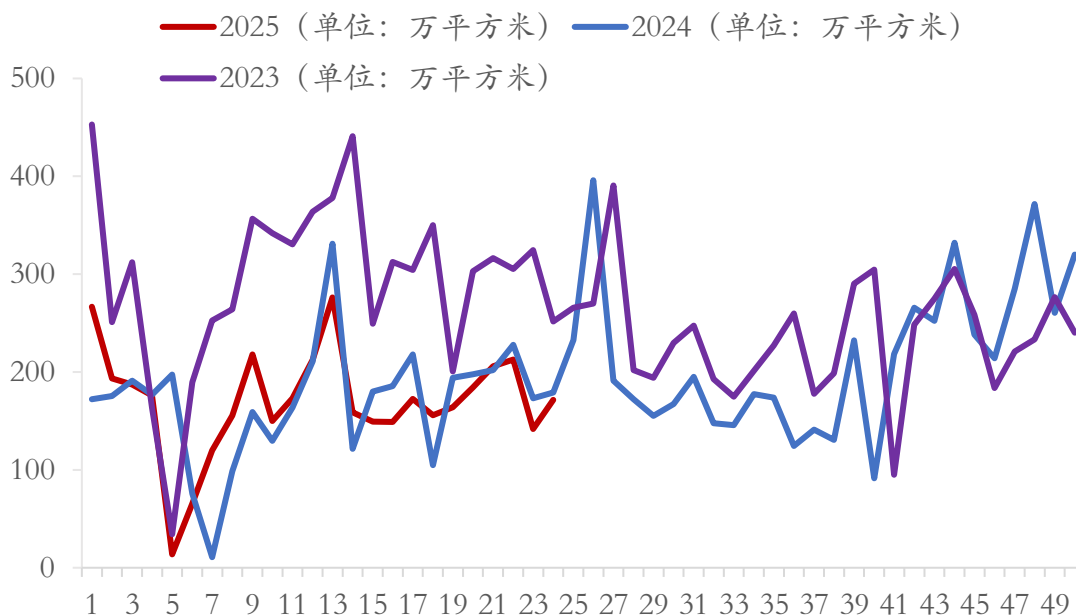
- **新房销售持续承压，拖累地产投资。**2025年3月中旬之后，新房销售从同比强于2024年转变为弱于2024年，在过去几年同期中处于偏低水平。同时，商品房库存依然高企，去库压力偏大。2025年5月商品房待售面积7.74亿平方米，较2023年末的6.73平方米大幅增长1亿平方米；库销比（以过去12个月平均销售面积测算）达9.7个月，较2023年末的7.2个月提高2.5个月。表明当前严控增量、优化存量、消化库存基调下，还需商品房收储等政策加速落地。
- 鉴此，我们较一季度末下调了2025年全年房地产开发投资预测值，从-8.1%下调至-9.9%，降幅较去年-9.6%小幅扩大。

2024年下半年低基数有望推动地产投资降幅收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。

3月中旬之后，商品房销售从强于2024年变为弱于2024年



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



目录

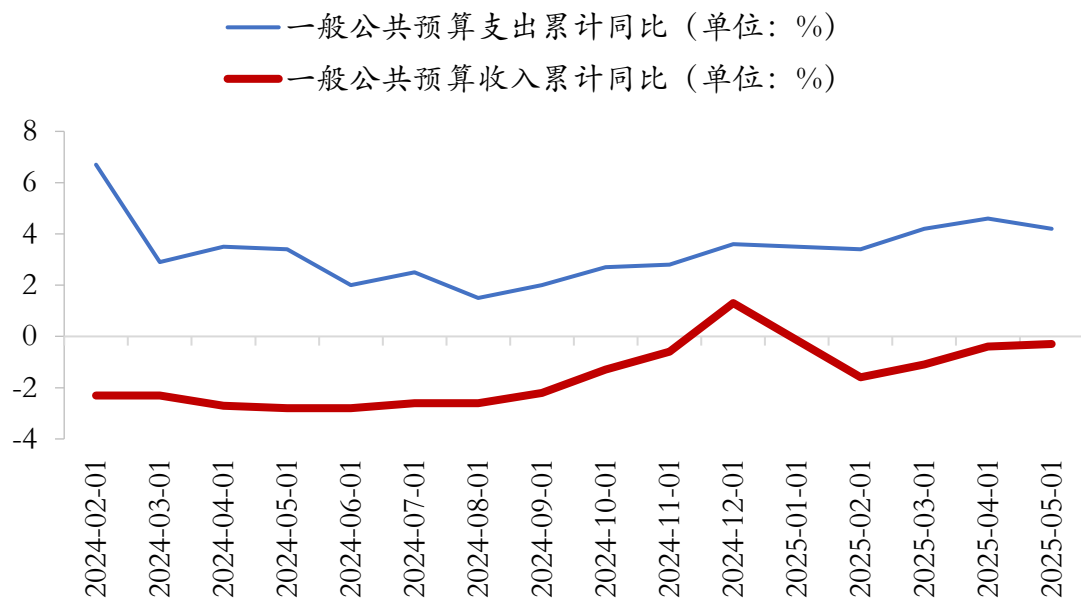
- 1 经济：快慢变量交织，整体平稳回落
- 2 政策：长短兼顾，小步快跑再加码
- 3 盈利：改善趋势确立，业绩支撑在即
- 4 配置：高股息、景气与成长活跃主题
- 5 专题：银行高股息行情将缘何结束？



政策加码的契机之财政：进步较大，核心在于特别国债能否再上量

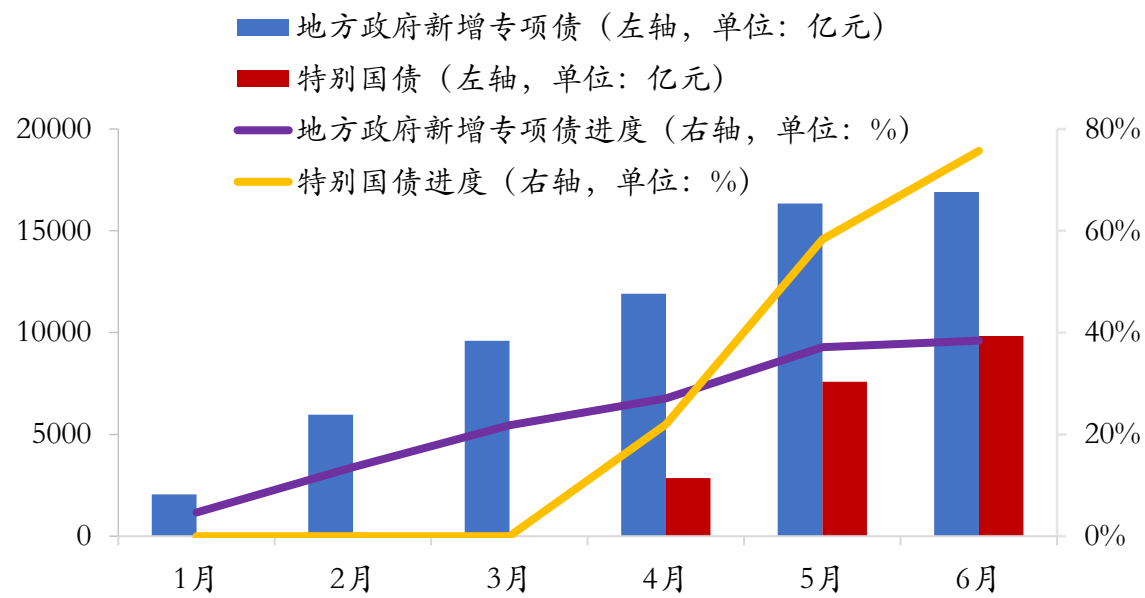
- 上半年，财政政策在既定框架下表现比较积极。从债券发行看，5月以来地方政府新增专项债和特别国债发行进一步提速。截至6月20日，累计发行地方政府新增专项债1.69万亿，完成当年发行进度的38.4%，明显好于去年同期发行进度33.6%；累计发行特别国债9840亿元，完成当年发行进度的75.7%，大幅快于去年同期的20.5%。从财政支出看，5月财政支出维持偏高水平。一方面，受普通国债发行前置和税收好转的带动，一般公共预算支出增速维持偏高水平，1-5月累计同比4.2%，完成全年支出预算的38.03%、略高于去年同期的37.96%。另一方面，政府性基金支出加快，1-5月累计同比增速为16%，完成全年支出预算的25.7%、高于去年同期的23%。
- 特别国债能否新增，主要取决于两个因素：①外部中美关税谈判结果，若结果不理想，特别国债大概率会有增量；②消费品“以旧换新”补贴是否够用以及后续的服务类消费补贴能否落地。

5月一般公共预算支出增速维持偏高水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。

5月以来地方政府新增专项债和特别国债发行提速



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据截至6月20日。



政策加码的契机之货币：已宽松，核心在于资产购买能否继续扩大

- ▶ 借鉴日本经验，我国货币政策有望维持长期宽松，并不断丰富结构性工具，特别是风险资产的持续购买。我国当前面临增长乏力、通胀价格低迷，与1990年以来日本央行开启货币宽松时所面对的宏观环境相似。从日本央行经验来看，应对类似环境所需的货币政策有以下特点：①宽松长期趋势化；②货币政策操控目标由数量型转向价格型；③创设新型货币政策操作工具，并且在金融市场动荡时增加对风险资产的购买，加强对收益率曲线的引导；④配合推出财政刺激及就业政策。对于通缩风险，单靠货币宽松无法解决深层结构性问题，需增加居民工资收入，打通工资向需求传导。
- ▶ 当前，我国货币政策与日本央行已有不少相似之处，后续可能的政策方向包括：风险资产的持续大规模购买、以及其他刺激政策推动工资上涨修复经济内生需求等（分析详见后文专题部分）。

已创设的货币政策结构型工具

工具		支持领域	发放对象	利率
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农村金融机构及村镇银行	1.75%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	贴现资格的银行业金融机构	1.75%
阶段性工具	抵押补充贷款	棚户区改造、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%
	科技创新和技术改造再贷款	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%
	保障性住房再贷款	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%

汇金购买资产范围扩展至ETF等已取得不错成效



资料来源：Wind，华安证券研究所。

资料来源：中国央行官网，华安证券研究所整理。



专题：从日本央行宽货币看货币政策还有哪些后招？

- 复盘1990年代以来日本货币宽松进程，对照我国当下货币政策操作，后续政策可能的方向：一是货币政策方面，创新货币政策工具、扩大资产购买有望成为主要方向；二是单靠货币政策应对价格水平低迷效果有限，需财政政策配合、推动居民部门工资上涨等协同解决。

日本宽货币特征

- ✓ 1990年以来日本央行货币政策呈现“宽长紧短”的特点。
- ✓ 利率市场化改革推动日本央行的货币调控框架从数量型过渡到价格型。日本央行的政策实际调控由贴现率、再转向无担保隔夜拆借率、负利率时期转向存款准备金率。
- ✓ 日本央行经历过零利率、负利率时期，并实施资产购买计划，购买范围包括国债、股票、ETF以及REITs，且持续较长时间。
- ✓ 安倍经济时期不仅进行货币政策宽松，并配合推出大规模财政政策、扩大企业投资等。此外2024年“春斗”推动了“工资-物价”良性循环，帮助日本通胀温和回升。

对我国的政策启示

货币长期宽松化

完成

- ✓ 2011年6月后央行持续降准、2019年10月后央行持续降息，我国央行的货币宽松已形成长期趋势化。

货币调控从数量型向价格型过度

完成

- ✓ 利率市场化改革完成、深化金融改革，中国央行的调控已从控制信贷规模转为调控政策利率、引导市场利率传导。

创设新的货币政策工具、扩大资产购买

有空间

- ✓ 2013-2014央行推出常备借贷便利、中期借贷便利以及抵押补充贷款等工具，此后不断创新推出结构性货币政策工具。汇金在2023年开始买入ETF等风险资产，但资产购买的持续时间及规模均有提升空间。

配合财政刺激、解决就业问题等

有空间

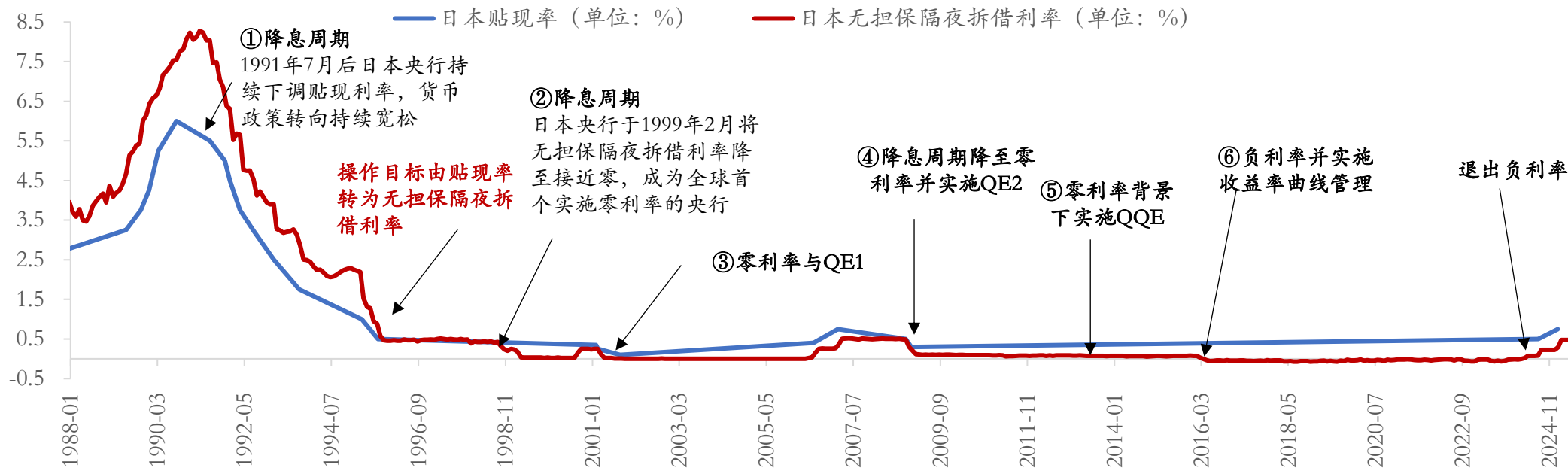
- ✓ 2022年以来逐年提高赤字率，增加地方政府专项债发行规模，发行特别国债等推进化债进程。关注民生就业、扩大以旧换新等促进消费。但居民部门对当前就业和收入信心偏弱。



专题：日本央行自1990年代开启货币宽松，最终在2022年逐步走出通缩

- 日本央行自1990年以来货币政策呈现“宽长紧短”。1990年代以来，日本央行持续进行货币宽松来刺激经济修复、对抗日本国内的通缩困境。其中日本央行的货币宽松总体呈现了六轮，分别是：①1991年7月至1995年9月由日本本土资产泡沫破灭带动的降息周期；②1998年8月至1999年3月亚洲金融危机传导的降息周期；③2001年3月至2006年6月受美国互联网泡沫影响下实施的零利率和QE1；④2008年11月至2010年8月全球金融危机爆发后的降息周期（持续降息至零利率）并实施QE2；⑤2013年4月至2016年9月零利率背景下实施的QQE时期；⑥2016年3月至2024年3月实施的负利率叠加收益率曲线控制时期。
- 经过长时间宽松的货币政策以及其他政策配合，日本最终在2022年逐步走出通缩，2022-2024年日本CPI分别为2.5%、3.2%和2.7%，连续三年超过2%。

1990年以后日本央行持续宽松





专题：阶段①，金融市场动荡叠加基本面疲软，日央行开启降息周期

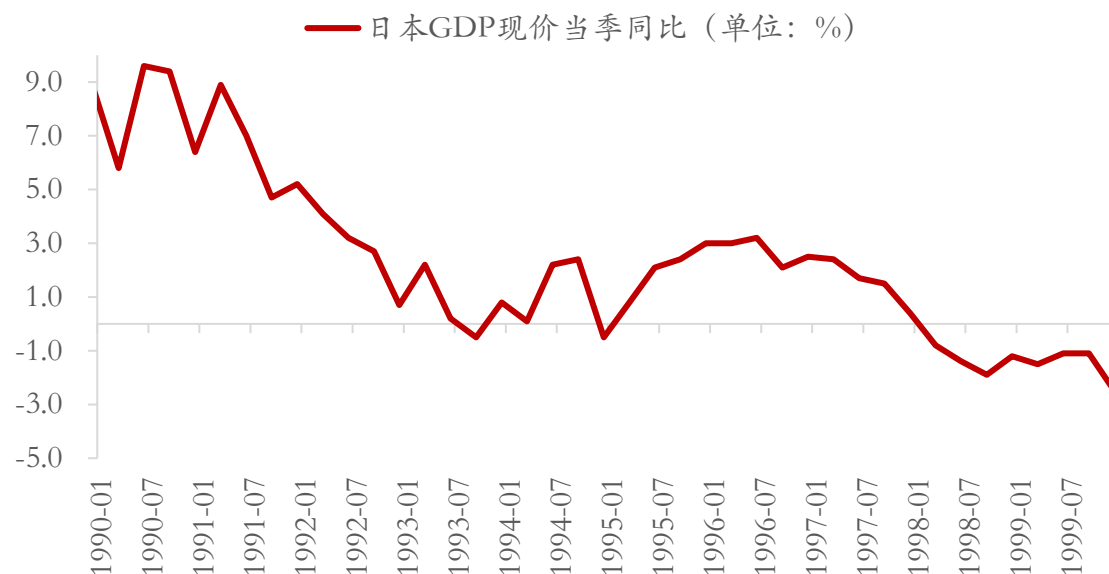
- ①1991年7月至1995年9月的降息周期：本土资产泡沫被刺破后，日本金融市场动荡以及经济基本面疲软导致央行持续降息。1989-1990年间日央行持续加息刺破了日本地产资产“泡沫”，而1991年7月日本央行将贴现率从6%下调至5.5%，标志着日本的货币政策转向宽松。1991年7月至1995年9月间日本处于降息区间，政策利率持续下调但股市仍大幅下跌，日经225指数由1989年的最高近4万点持续下跌到1995年6月不足1.5万点。日本央行持续降息稳定金融市场情绪。而在股市有所稳定之后，经济基本面持续疲软，货币宽松政策效果不佳。直到1995年，日本财政投入7.6万亿日元以及削减5.5万亿个人所得税之后，日本经济才出现回暖迹象。故在1995年9月降息后，日本央行维持3年政策利率不变。

1989年“泡沫破灭”后，日本股市处于下降大趋势中



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1991-1993年间，日本GDP季度同比持续下降



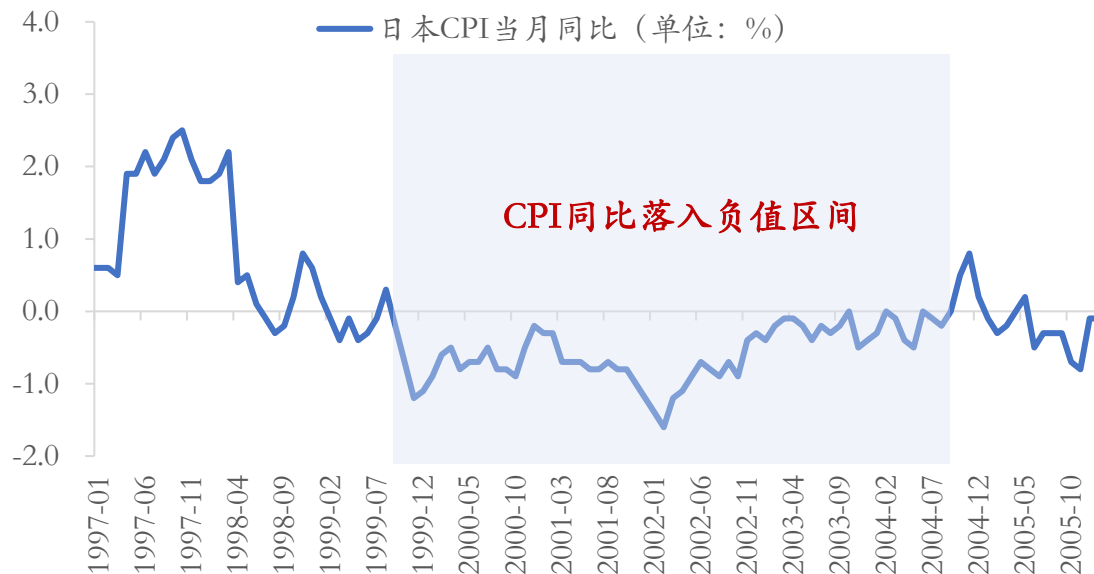
资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：阶段②，亚洲金融危机下日本央行短暂开启降息并降至趋近于零

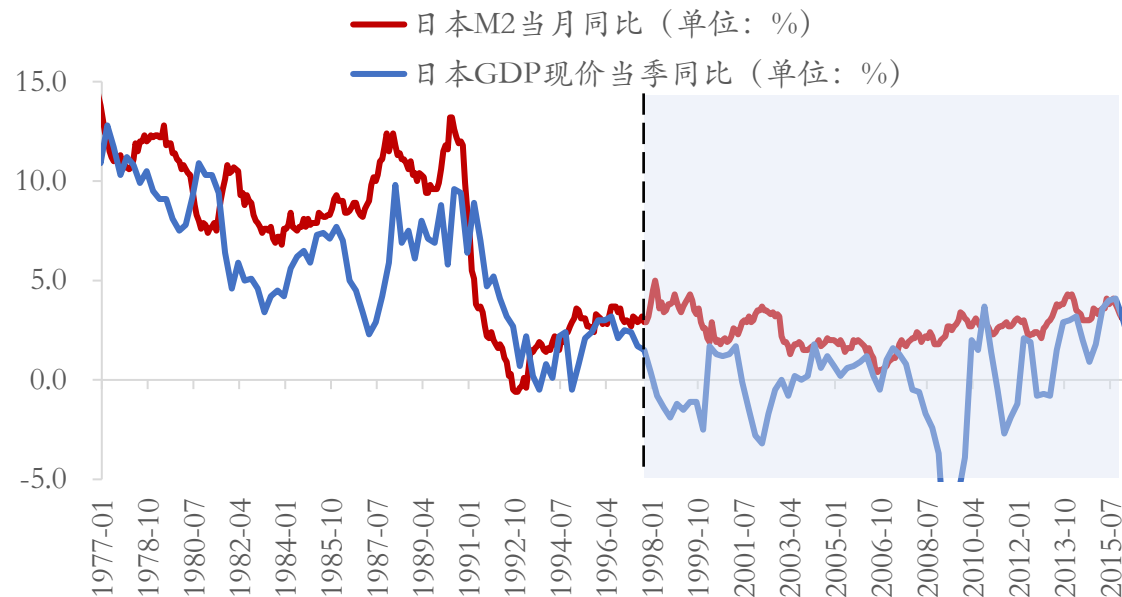
- ②1998年8月至1999年3月降息周期：亚洲金融危机下日本央行再次开启降息并在期间实施了零利率。1996年开始，日本央行将货币政策中间目标由贴现率调整为无担保隔夜拆借利率，标志着由数量型转向价格型。1999年亚洲金融危机后日本执行超低政策利率，其中无担保隔夜拆借利率月平均值由1999年2月的0.18%降至3月的0.04%、趋近于零。而随着日本GDP当季同比在2000年Q1回正，日本央行在2000年8月的会议上认为经济已经达到消除通缩担忧的阶段，解除零利率政策的条件得到满足，因而在2000年8月退出零利率。

亚洲金融危机下，日本CPI同比在1999年下半年后落入负值



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1990年代后期M2和GDP同步性下降，推动调整中介目标



资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：阶段③，美国互联网“泡沫”破裂，日央行实施零利率+QE1

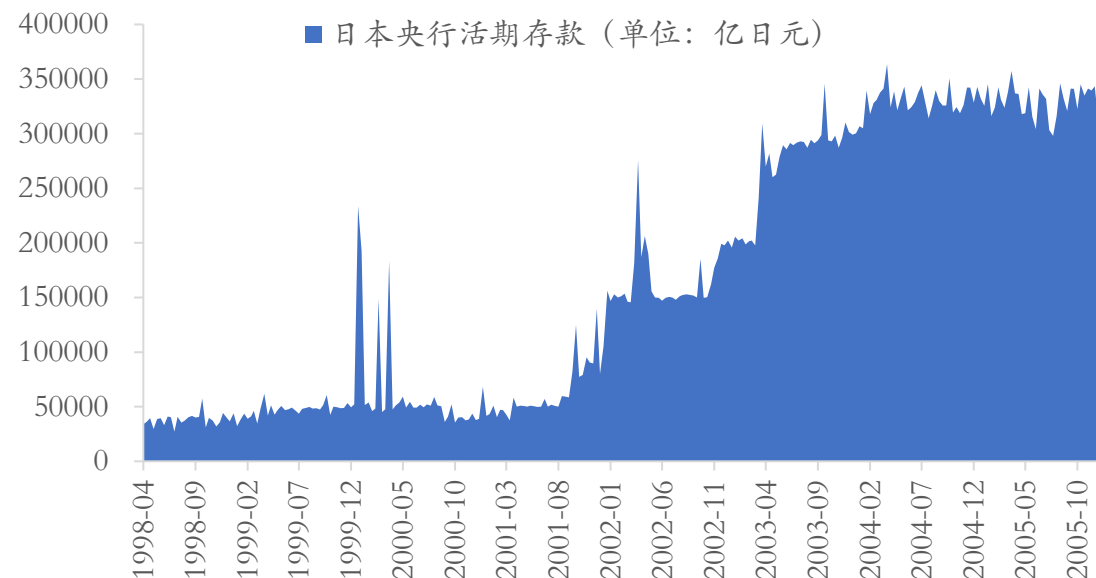
- ③2001年3月至2006年6月零利率叠加QE1：美国互联网泡沫传导下日本央行实施零利率和QE1。随着美国互联网泡沫破灭并传导至日本，日本经济再度疲软。日本央行在2001年3月重新开启零利率政策，无担保隔夜拆借利率在2001年到2006年间被控制在0%附近。与此同时日本央行在2001年3月实施量化宽松（QE1）。为了尽可能为市场提供更充裕的资金，期间日本央行将货币市场操作目标从无担保隔夜拆借利率变为金融机构准备金账户余额并且承诺维持金融市场流动性宽裕状态，其中“经常账户”余额维持在4万亿日元以上。受此带动，日本央行的活期账户余额迅速膨胀。随着国际贸易改善、国内经济扩张，通胀重回正值，日本央行于2006年3月将货币政策目标从准备金账户余额调回无担保隔夜拆借利率，并将额度逐步减少至符合必要准备金水平的程度。

QE1期间日本央行准备金账户余额维持情况及国债购买规模

时间	需维持的经常账户余额	长期国债购买规模
2001年3月19日	5万亿	4.8万亿
2001年8月14日	6万亿	7.2万亿
2001年12月19日	10-15万亿	9.6万亿
2002年10月30日	15-20万亿	14.4万亿
2002年3月25日	17-22万亿	14.4万亿
2003年4月30日	22-27万亿	14.4万亿
2003年5月20日	27-30万亿	14.4万亿
2003年10月10日	27-32万亿	14.4万亿
2004年1月20日	30-35万亿	14.4万亿

资料来源：日本央行，华安证券研究所。单位：日元。

2002-2003年日本央行的活期账户余额快速上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：阶段④，金融危机爆发后日本央行重启降息，并于2008年底开启QE2

- ④2008年11月至2010年8月的降息周期叠加QE2：金融危机爆发后日央行再次降息，于2008年底开启QE2，央行维持零利率政策至2016年2月。随着2008年爆发全球金融危机，日本经济受到拖累，因而日本央行于2008年11月开始下调无担保隔夜拆借利率，并在2008年12月开启量化宽松（QE2）。值得注意的是，相比于QE1，QE2一是对于通胀的要求目标更明确，2009年12月，日本央行货币政策委员会认为CPI同比在0%至2%的范围内是合适的。2012年2月，日本央行对中长期价格稳定设定通胀目标为CPI增速1%，并明确将坚持推行强力宽松政策直到目标实现；二是日本央行的购买资产范围更广、期限更长，延长国债购买的期限、增加购买品种，实施定向资金支持。
- 然而QE2效果并不明显，走出通缩的目标未完成。所以日本并未退出QE2，而是紧接着实施了QQE。

QE2时期日本央行购买资产情况及额度

时间	国债	商业票据	公司债	资金支持操作
2008年12月19日	16.8万亿			
2009年1月22日	16.8万亿	不大于3万亿		
2009年2月19日	16.8万亿	不大于3万亿	不大于1万亿	
2009年3月18日	21.6万亿	不大于3万亿	不大于1万亿	
2009年12月1日	21.6万亿	不大于3万亿	不大于1万亿	10万亿（3月期）
2010年3月17日	21.6万亿	不大于3万亿	不大于1万亿	20万亿（3月期）
2010年8月30日	21.6万亿	不大于3万亿	不大于1万亿	20万亿（3月期） +10万亿（6月期）

资料来源：日本央行，华安证券研究所。单位：日元。

QE2后日本基础货币快速增长



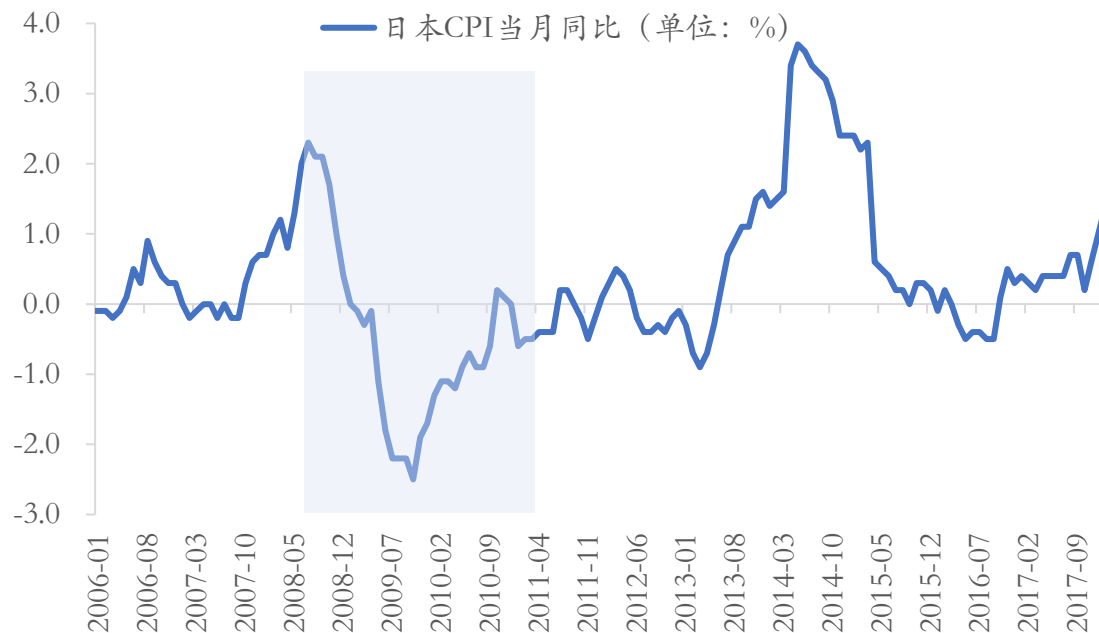
资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：阶段⑤，通缩困境仍在，日本央行继续开启QQE

- ⑤2013年4月至2016年9月零利率+QQE时期：QE2政策效果不及预期，日本央行维持零利率至2016年2月并开启QQE政策。此前的QE2并未达到稳固走出通缩的目标，叠加日本经济复苏后再次走弱。2012年末安倍当选首相提出“三支箭”经济刺激政策组合，包括大规模货币宽松、财政刺激政策和其它结构性改革政策。因而日本央行进一步加大了货币政策的宽松力度，于2013年4月推出量化质化宽松政策（QQE），通过大规模购买日本国债来推动长期利率下降，并且扩大了对ETF等风险资产的购买量以及延长了购买资产标的的期限，并承诺将持续扩大基础货币，直至观察到的CPI同比增速维持在2%以上。

日本CPI同比在QE2实施期间并未达成日本央行目标



资料来源：Wind，华安证券研究所。

QQE时期日本央行的操作及时间

时间	具体
2013年4月	1、国债余额以每年50万亿日元速度增长； 2、ETF和房地产信托基金(J-REITs)购买规模每年增加1万亿和300亿。
2014年10月	1、国债余额以每年80万亿日元速度增长，增加40年期国债购买 2、持有国债平均期限延长至7-10年； 3、ETFs和房地产信托基金（J-REITs）购买规模每年增加3万亿和900亿。
2015年12月	持有国债平均期限延长至7-12年。
2016年1月	引入负利率政策。
2016年9月	1、ETF购买规模每年增加6万亿； 2、引入YCC(收益率曲线控制)； 3、承诺将持续扩大基础货币，直至观察到的CPI同比增速超过2%的通胀目标。

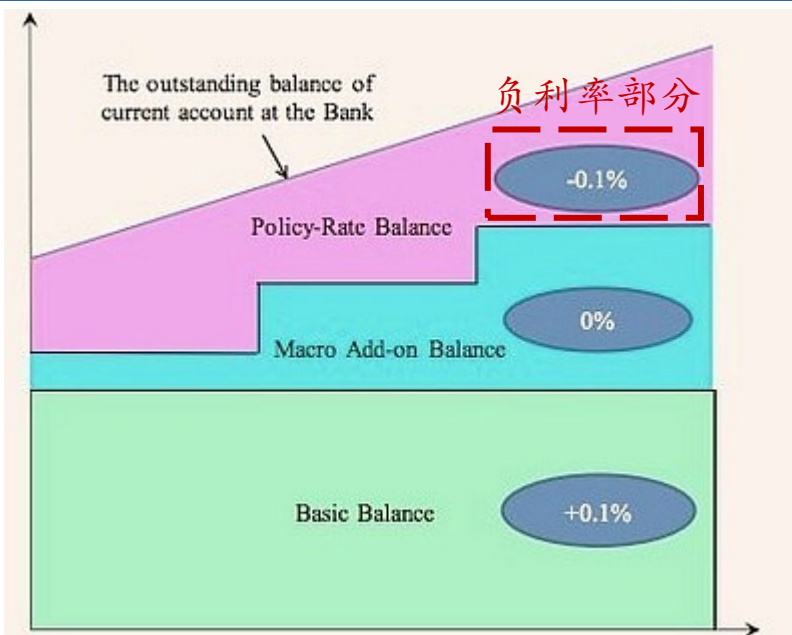
资料来源：日本央行，华安证券研究所。



专题：阶段⑥，QQE大背景下日本央行实施负利率、收益率曲线控制

- ⑥2016年3月至2024年3月负利率叠加收益率曲线控制时期：为达到走出通缩目的，日本央行开启负利率并推出收益率曲线控制。2016年3月开始日本央行开始实行负利率，但并非所有的存款利率均为负利率，而是通过分级制度提供三层不同利率（见下左图）：第一层的基础余额实施0.1%的利率（保护银行利润）、第二层的宏观加算余额实施0%利率（准备金缓冲），而对于第三层的政策利率余额实施-0.1%的利率（惩罚措施刺激银行放贷）。与之配套的是，2016年9月日本央行推出了收益率曲线控制（YCC）的政策（意在保持10年期国债收益率的目标水平为0%左右，控制长端融资成本、保障银行信贷稳定）。在QQE的大背景下，央行的负利率+YCC的政策组合依然通过了较长时间才有效改善通胀，直至2022年4月以后才实现保持通胀稳固在2%以上的目标。因而在2024年3月，日本央行认为负利率和YCC已经发挥了作用，因此决议退出负利率并且取消收益率曲线控制。

负利率时期的三级利率体系框架



资料来源：日本央行，华安证券研究所。

2016年3月至2022年4月，日本10Y国债利率维持在0%左右



资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题启示1：日本央行货币政策的调控目标从数量型转变为价格型

- 日本央行货币调控框架从数量型转向价格型。随着1990年代的市场化改革推进，日本央行的货币政策操作由数量型工具逐步切换到价格型工具。在利率市场化之前，日本实体融资主要来自于信贷，因而贴现率作为定价基准成为政策利率。在利率市场化之后，市场利率与贴现率联系弱化，无抵押隔夜拆借利率作为短期市场利率，成为政策目标利率。而在负利率时期，则通过控制超额存款准备金率实现货币政策目标。1990年以来日本央行的政策操作目标经历了三次大切换，一是1990年代中后期从贴现率切换到无担保隔夜拆借利率；再到2016年实施负利率时切换至超额存款准备金的利率；最后在2024年退出负利率后又切换回无抵押隔夜拆借利率。

1990年以后日本央行的政策锚定利率演变情况

贴现率

- ✓ 1996年之前，官方贴现率是日本央行的政策利率。日央行起初的利率政策是围绕官方贴现率来设立的。日本央行主要通过再贷款的方式向市场注入流动性。再贷款利率即日本央行向合格对手方（通常为大型商业银行）提供的贷款利率。大型商业银行在获得资金之后，通过银行间市场传导至中小银行以及其他金融机构等。

无担保隔夜拆借利率

- ✓ 1996-2013年，政策利率切换为无抵押隔夜拆借利率。随着市场利率与官方贴现率间的联系弱化。市场利率的定价锚，开始和短期市场利率的无抵押隔夜拆借利率绑定。值得注意的是，互联网泡沫后，为了提供更充分的流动性，期间日央行将货币市场操作目标从此前的无担保隔夜拆借利率（当时已趋近于0%）变为金融机构准备金账户余额。2013至2016年，随着量化宽松（QQE）的实施，无抵押隔夜拆借利率已经降为0%附近，因而日本央行将货币政策目标转向基础货币供应量。

超额存款准备金利率

- ✓ 2016-2024年负利率时代，政策利率为商业银行在央行的超额存款准备金利率。为了刺激货币进入实体，日本央行从2016年开始实施负利率政策，以商业银行等金融机构的超额存款准备金的利率为政策目标。而在2024年退出负利率后，政策利率又切换回无担保隔夜拆借利率。



专题启示2：日本央行创设较多新型货币政策工具

- 日本实施宽松的货币政策超30年，经历了零利率、量化宽松（QE）、量化与质化宽松（QQE）、收益率控制曲线（YCC）、负利率等货币政策工具的演变。在此过程中，日本央行不断突破传统货币政策框架，发展了多层次的非常规货币政策操作，操作目标从短期利率扩展至长期利率、从零利率扩展至负利率、从购买国债扩展至购买其他风险资产等。

日本央行货币政策工具情况

名称	期限	抵押品/购买对象/借贷标的
正、逆回购	逆回购不超过1年，回购不超过6个月	日本政府债券
商票逆回购	不超过6个月	国内企业发行的商票，国外企业发行的有担保商票，政府担保商票，资产支持商票等
证券借贷便利	隔夜	日央行持有的政府债券
抵押池美元融资操作	不超过3个月	日央行抵押品框架下的合格抵押品
受灾地区金融机构融资操作	不超过1年	日央行抵押品框架下的合格抵押品
应对新冠疫情的企业特别融资操作	不超过1年	日央行抵押品框架下的合格抵押品
补充融资便利	隔夜	日央行抵押品框架下的合格抵押品
贷款支持计划	不超过4年	抵押品为日央行抵押品框架下的合格抵押品，要求资金用于研发、重组和升级基础设施等有助于经济发展的领域
抵押池融资操作	浮动利率贷款不超过1年，固定利率贷款不超过10年	日央行抵押品框架下的合格抵押品
国库券买卖		日本国库券
政府债券购买		日本政府债券
商票和企业债券购买	企业债券的剩余期限在1到3年之间，商票无期限要求	日央行抵押品框架下合格的商票和企业债券，企业债券评级在BBB或以上，商票评级在AA或以上房地产投资公司适用更高的评级要求
ETF和J-REITs购买	-	跟踪TOPIX、日经225或JPX日经400的ETF；符合日央行抵押品框架要求的房地产投资公司发行的REITs，且上市超过200天或年交易量超过200亿元



专题启示3：扩大财政支出、经济结构调整配合宽货币，推动日本走出通缩

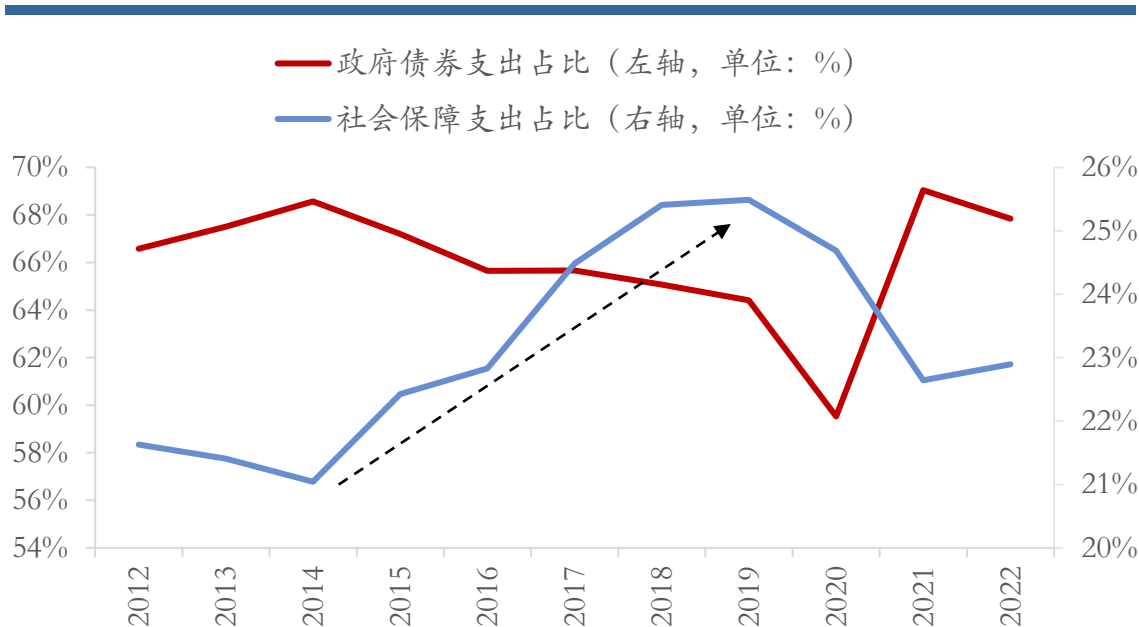
- 除货币宽松外，扩大财政支出并进行结构性调整也助力日本经济修复、走出通缩。自QQE开启以来日本央行持续量化质化宽松，在货币宽松的基础上财政刺激、扩大企业投资、解决劳动力短缺问题等也对振兴经济、走出通缩提供了极大的助力。2012年底安倍上任后宣布了振兴经济的三支箭，除“第一支箭”的货币宽松以外，还增加了“第二支箭”的大规模财政刺激方案以及“第三支箭”的解决就业问题及扩大产业投资等改革。其中财政方面，2012财年补充预算案规模达13.1万亿日元，仅次于应对金融危机2009财年第一次补充预算案的14.7万亿日元。之后，安倍内阁在2014年、2016年、2019年和2020年多次宣布了扩张性财政政策计划，并在财政支出端进行结构性调整，主要将财政支出向两个方向倾斜：①基础设施建设。②社会保障支出。

安倍内阁期间宣布了较多的财政刺激政策

政策名称	出台时点	财政支出 (万亿日元)	事业规模 (万亿元)	事业规模相当 于名义GDP规模
“振兴日本经济的经济 经济措施”	2013年1月	10.3	20.2	4%
“实现良性循环的经济 经济措施”	2013年12月	5.5	18.6	3.70%
“采取紧急经济措施， 将良性循环扩大到各地 区”	2014年12月	3.5	-	-
“未来投资的经济措施”	2016年8月	13.5	28.1	5.20%
“采取综合经济措施， 实现安全和增长的未来”	2019年12月	13.2	26	4.70%
“应对新型冠状病毒感 染的经济经济措施”	2020年4月	48.4	117.1	21%

资料来源：日央行，华安证券研究所。

日本社会保障支出明显增加



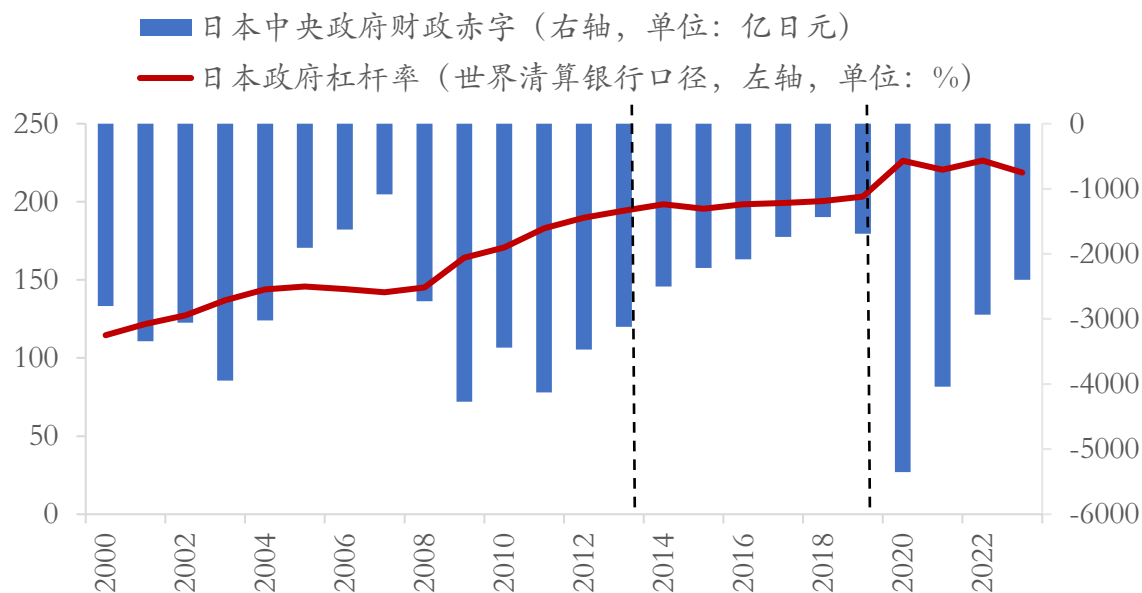
资料来源：Wind，华安证券研究所。



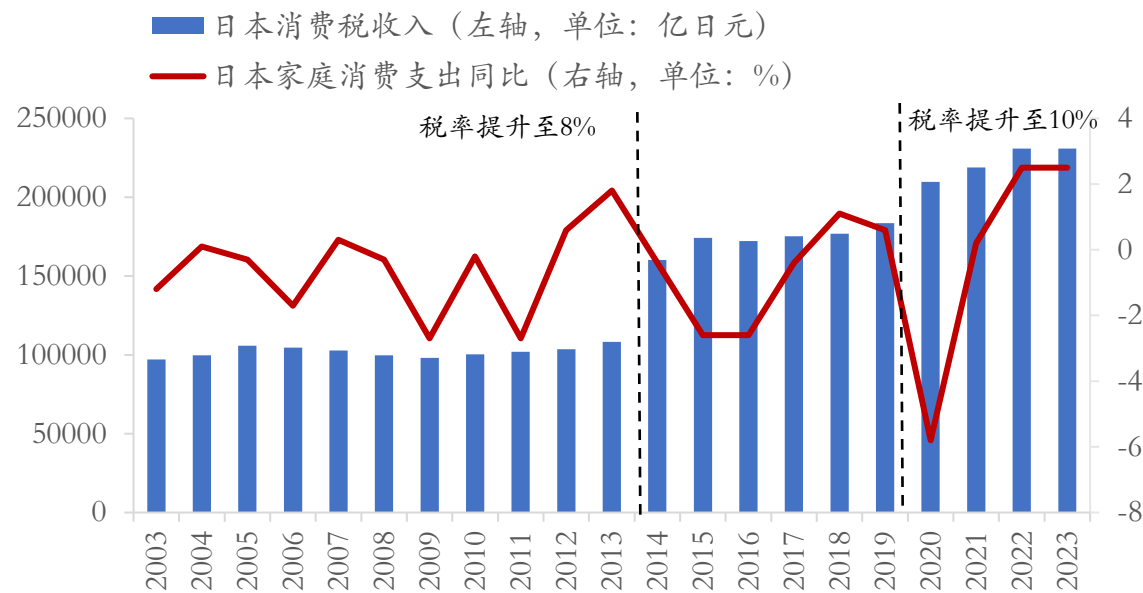
专题：日本弥补财政收支压力不得已提高消费税，需结构性政策对冲

- **弥补财政支出而提高消费税。**而为了配合大规模财政刺激政策，安倍政府上台后不得不依赖举债扩大政府收入来源，发债收入在日本政府收入中的占比持续保持在30%以上，这也导致日本政府杠杆率持续上行，从2012年末的189.8%升至2019年末203.4%。由于债务压力加剧，安倍内阁在保留企业所得税优惠的情况下，两次调高了消费税率。其中，在2014年5月将消费税从5%上调至8%，在2019年10月将消费税率提高至10%。消费税率提升后，对日本家庭消费支出形成了明显冲击，对日本经济发展形成了拖累。这一点也为安倍经济的“第三支箭”着力解决日本劳动力短缺问题留下伏笔。

财政压力日本杠杆率持续上升



消费税率提升导致日本居民消费显著下降





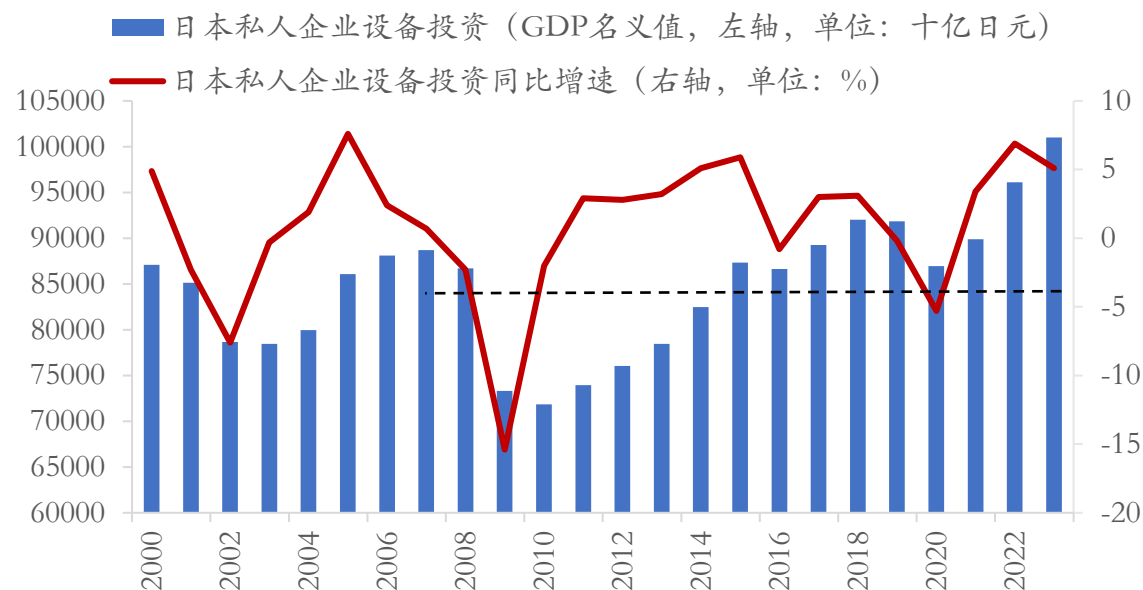
专题：结构性改革聚焦解决劳动力短缺、促进就业并扩大企业投资

- **促进就业并扩大产业投资。**“第三支箭”涉及范围广，包含社会、产业等政策等结构性改革。2013年至2016年，日本推出一系列改革举措，包括中小企业、科技创新、保障能源安全供应、支持育儿、扶持年轻人就业等，跨度较大。总体来看，一方面，政策着力解决日本劳动力短缺问题。主要举措包括支持女性就业、降低移民门槛以鼓励移民吸引为外国劳工、完善社会保障提高生育意愿以及促进青年群体就业。另一方面，扩大企业投资与提升企业盈利能力。2015年开始，日本致力于提升企业的盈利能力，从而推动经济增长。在政策支持下，日本私人企业设备投资在2015年开始回升至2008年全球经济危机之前水平，同时日本制造业企业利润持续回升接近2008年全球经济危机前高点。

日本女性就业与移民人数增长



日本企业投资回升至2008年全球经济危机前水平

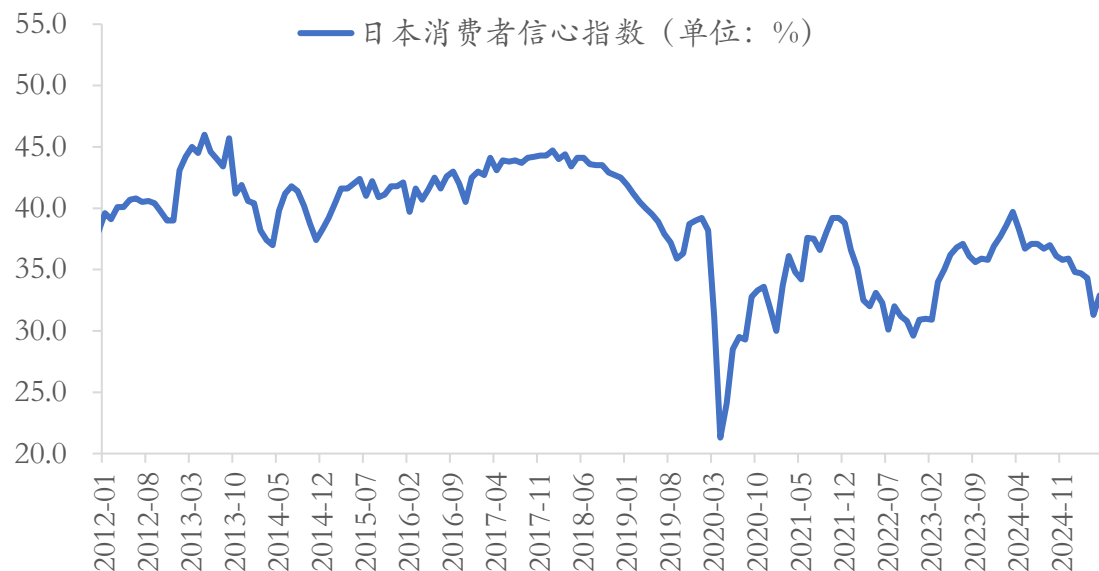




专题：2022年后日本薪资涨幅增长，工资传导至物价形成良性需求型通胀

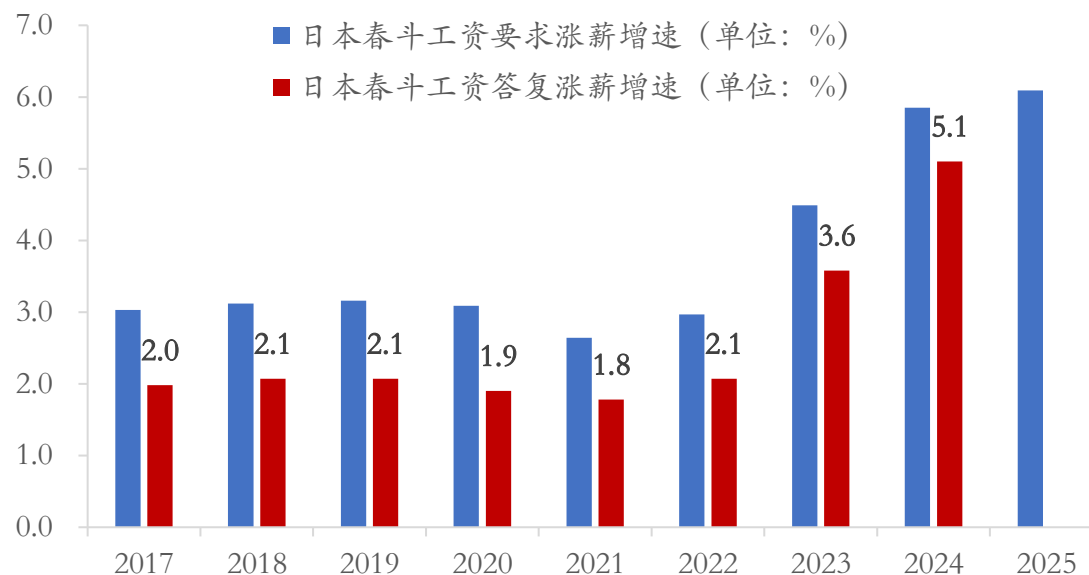
► 2022年后日本薪资涨幅增长，工资传导至物价形成良性需求型通胀。除政策支持外，收入端提升也推动了近些年日本通胀稳固回升。日本工会在每年春季召开全国性劳资谈判，俗称“春季工资斗争”、简称“春斗”。随着2022年通胀形势的好转，“春斗”工资涨幅迅速回升，2022年、2023年、2024年的“春斗”中，平均工资涨幅分别为2.1%、3.6%、5.1%，涨幅逐年走高，薪资增长增强居民购买力，带动消费复苏，强化内生性通胀动力。而随着日本薪资的增长推动需求型通胀，促使日本核心通胀从成本推动转向需求拉动，形成“工资-物价”的良性循环。

2023年后日本消费者信心指数回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

日本“春斗”薪资增长情况



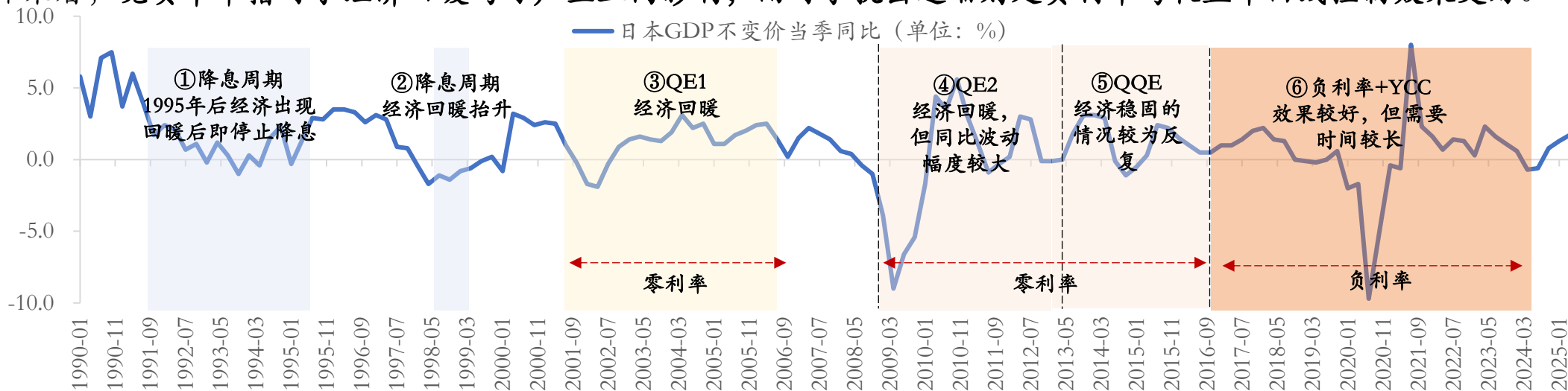
资料来源：华安证券研究所整理。



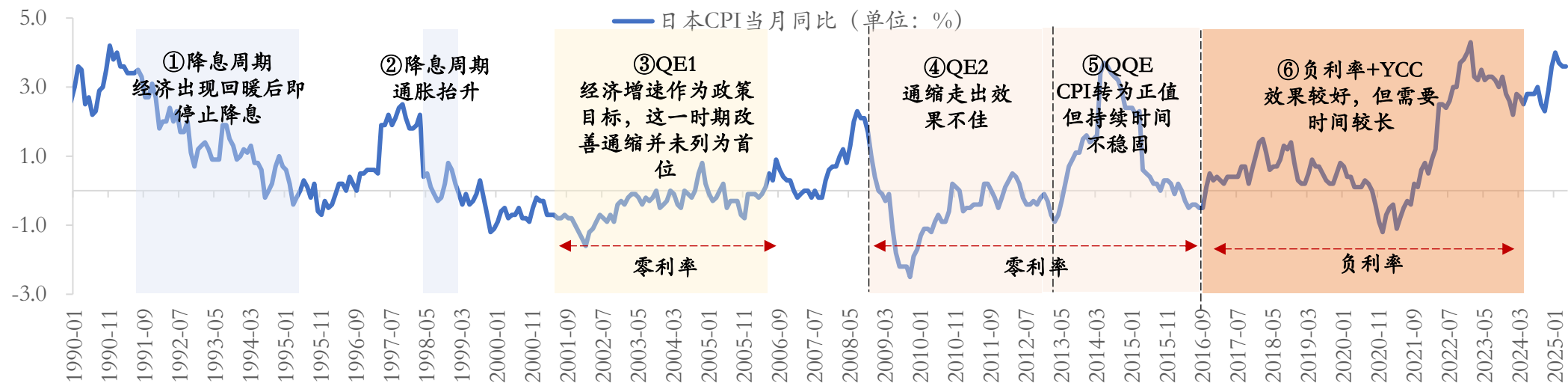
专题：效果分析①，宽货币提振经济，抗通缩尚需负利率与收益率曲线控制

- ▶ 前期日央行的货币宽松更多以经济出现转暖为目标，而在金融危机后日本央行的货币宽松目标更为明确，提出通胀目标具体数值及区间。总体来看，宽货币举措对于经济回暖均可产生正向影响，而对于抗击通缩则是负利率与收益率曲线控制效果更好。

历次宽松后
GDP同比均有回暖



负利率和收
益率曲线控
制的抗通缩
效果更好





专题：效果分析②，持续购买风险资产稳定金融市场效果好

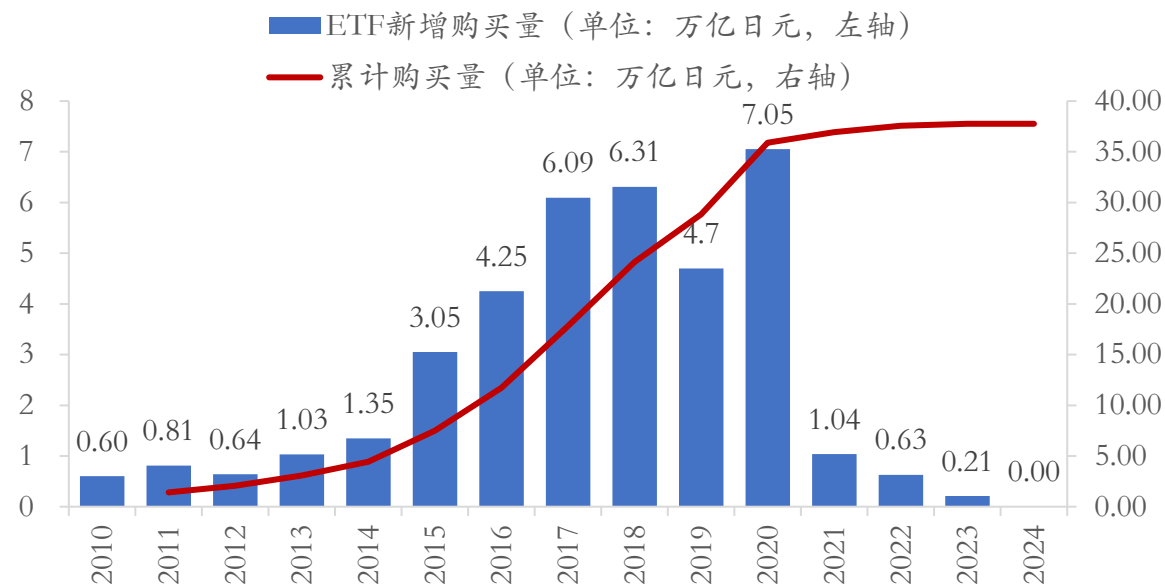
- 日本央行历次宽货币均可以短期内稳定资本市场价格，持续购买风险资产稳定金融市场效果好。从1990年以来，日本央行的货币政策操作工具多元化，逐步从利率的突破（由零利率转向负利率）涵盖到资产购买多元化（由购买国债等风险相对较小的资产转向购买ETF、股票以及房地产REITs等风险较高的资产）。事后看，日本央行历次宽松均可以在短期内稳定资本市场的价格，但直接推动资本价格回升则依赖于日本央行风险资产购买计划，其余的货币政策工具实施期间，指数大多数是“稳定”或“不再大跌”。

稳定金融市场方面，日本央行购买风险资产的效果较好



资料来源：Wind，华安证券研究所。

日本央行购买ETF情况



资料来源：日本央行，华安证券研究所。



专题小结：不同困境下货币政策工具实施效果排序

- 日本央行自1990年以来的宽货币操作回看均对经济增速回暖均有正向作用，抗击通缩效果最好的是负利率与收益率曲线管理，资产价格稳定效果最好的是购买风险资产。

工具及实施效果排序

1

经济低迷

宽货币均有正向效果

2

通缩困境

负利率
收益率曲线管理
购买风险资产

>

量化质化宽松 (QQE)
零利率
购买风险资产

>

量化宽松 (QE2)
零利率
购买资产

>

量化宽松 (QE1)
零利率
准备金余额充裕

>

降息

3

资产价格
波动

负利率
收益率曲线管理
购买风险资产

≈

量化质化宽松 (QQE)
零利率
购买风险资产

>

量化宽松 (QE1)
零利率
准备金余额充裕

>

量化宽松 (QE2)
零利率
购买资产

>

降息



目录

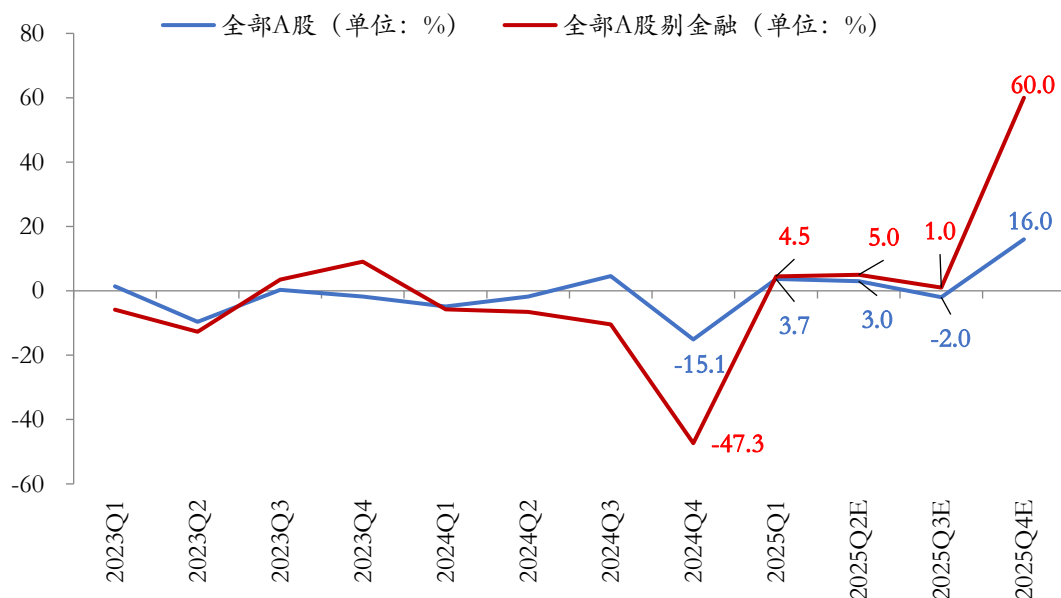
- 1 经济：快慢变量交织，整体平稳回落
- 2 政策：长短兼顾，小步快跑再加码
- 3 盈利：改善趋势确立，业绩支撑在即
- 4 配置：高股息、景气与成长活跃主题
- 5 专题：银行高股息行情将缘何结束？



盈利：各板块延续改善，创业板最为明显

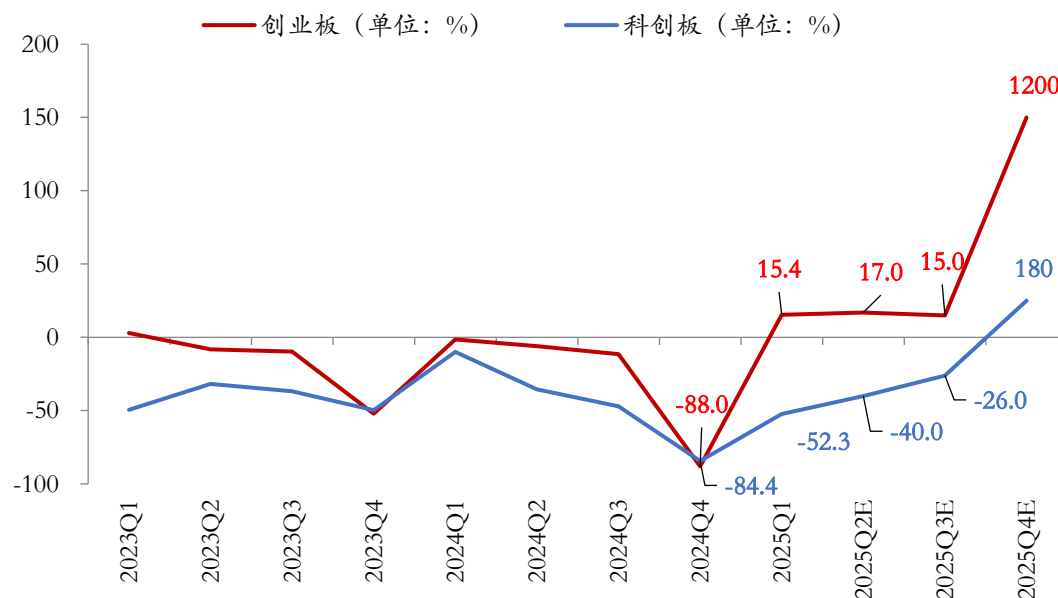
- 创业板下半年盈利增速显著改善，基本面有望得到支撑；全A及剔除金融盈利增速稳中改善，科创板盈利增速由负转正，基本面支撑有限。根据我们对2025年四个季度经济增速5.4%、5.1%、4.8%、4.7%假设及各上市板历史季度环比数据，测算：
- 全A和全A剔除金融盈利增速有望在下半年迎来稳中改善，但仍为中低增速。预计H2二者盈利增速分别为3.3%和9.8%，较H1的3.3%和4.8%，整体边际稳中改善。2025年二者增速分别为3.3%和6.6%，较2024年-2.8%和-11.3%，均由负转正、边际改善。
- 创业板盈利增速下半年有望显著改善，H2预计为54.3%明显好于H1的16.3%，2025年增速为30.5%，有望给予基本面有力支撑；科创板盈利增速有望由负转正至低增速，预计H2为7.2%相较H1的-46.5%显著改善，由负转正预计发生在Q4季度，2025年盈利增速为-27.5%。

预计全A和全A剔除金融盈利增速H2将稳中改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%

创业板盈利增速H2预计显著改善，科创板预计由负转正



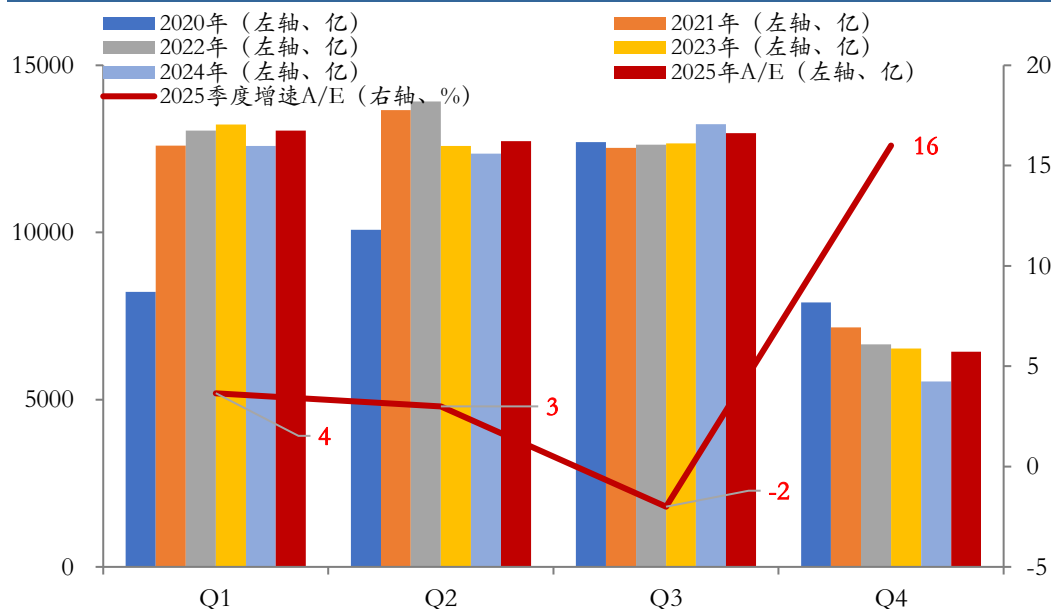
资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%



盈利：全A和全A剔金融盈利规模不足以支撑基本面

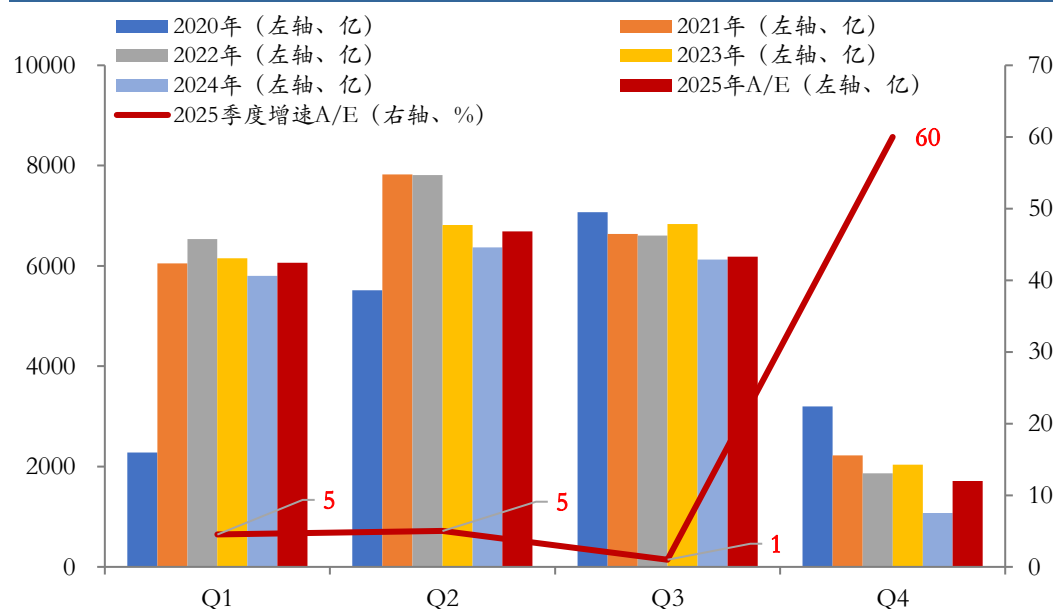
- 根据我们测算，尽管下半年尤其是四季度全A和全A剔金融盈利增速有望明显改善，但实质上其基本面支撑将较为有限。核心在于明显改善主要源于前一年的低基数效应，整体看，盈利规模还是不高。
- 全A三季度盈利规模预计处于近6年次高，但盈利增速为负。四季度盈利增速有望高增16%，但主要由于低基数效应，其盈利规模预计处于近6年次低，仍远不如2020年水平。
- 全A剔金融三季度盈利规模预计处于近6年次低，相较2020年同期水平存在较大差距，且单季度盈利增速预计1%左右。四季度盈利增速有望达到60%左右高增速，但其低基数效应更加明显，盈利规模仍然处于近6年次低，远不如2020年水平。

全A三季度盈利规模近6年次高，四季度近6年次低



资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模

全A剔金融三、四季度盈利规模预计均处于近6年次低



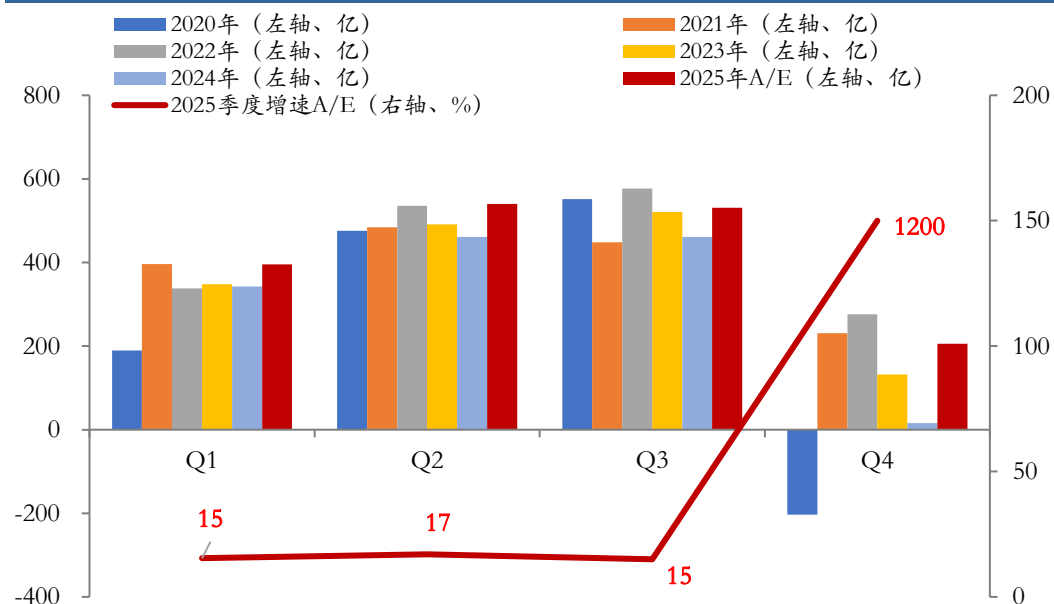
资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模



盈利：创业板有望迎来基本面支撑，科创板基本面依然弱势

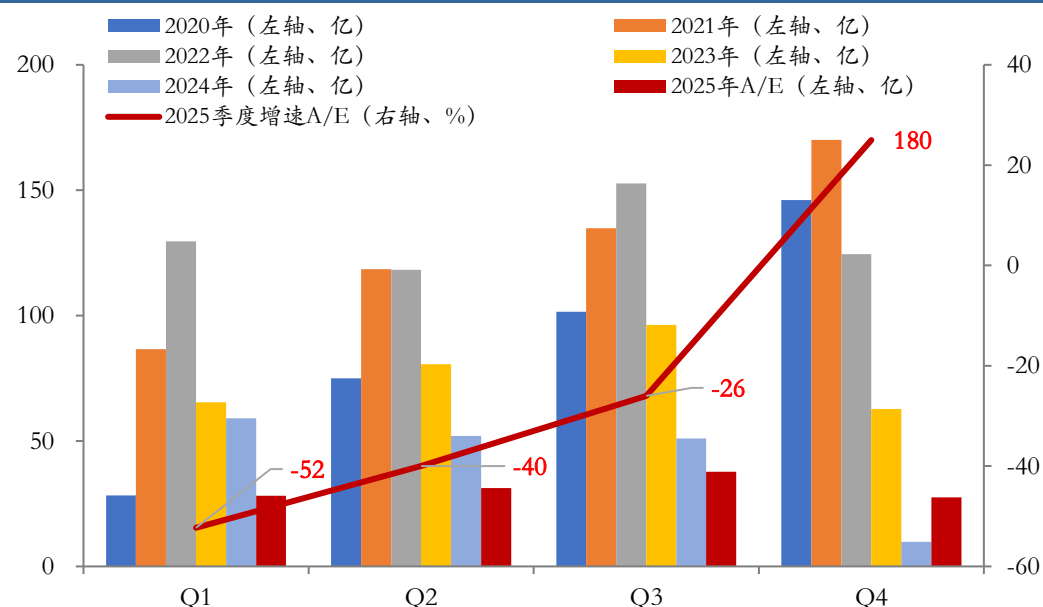
- 同样用盈利增速叠加盈利规模来综合衡量创业板、科创板的基本面支撑性。预计创业板在下半年有望迎来基本面支撑，而科创板基本面支撑较为有限。
- 创业板三季度盈利增速有望达到15%，盈利规模预计处于近6年第3，距离第1较为接近。四季度盈利增速有望高增12倍，当然低基数效应是重要原因，但其盈利规模预计也处于近6年次第3。综合来看，创业板有望出现基本面支撑。
- 科创板三季度盈利增速预计为-26%，盈利规模预计处于近6年最低。四季度盈利增速有望高增至180%左右，但其低基数效应是主要原因，而其盈利规模处于近6年次低。综合来看，科创板的基本面依然偏弱。

创业板三、四季度盈利规模均居近6年前3



资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模

科创板三季度盈利规模近6年最低，四季度近6年次低



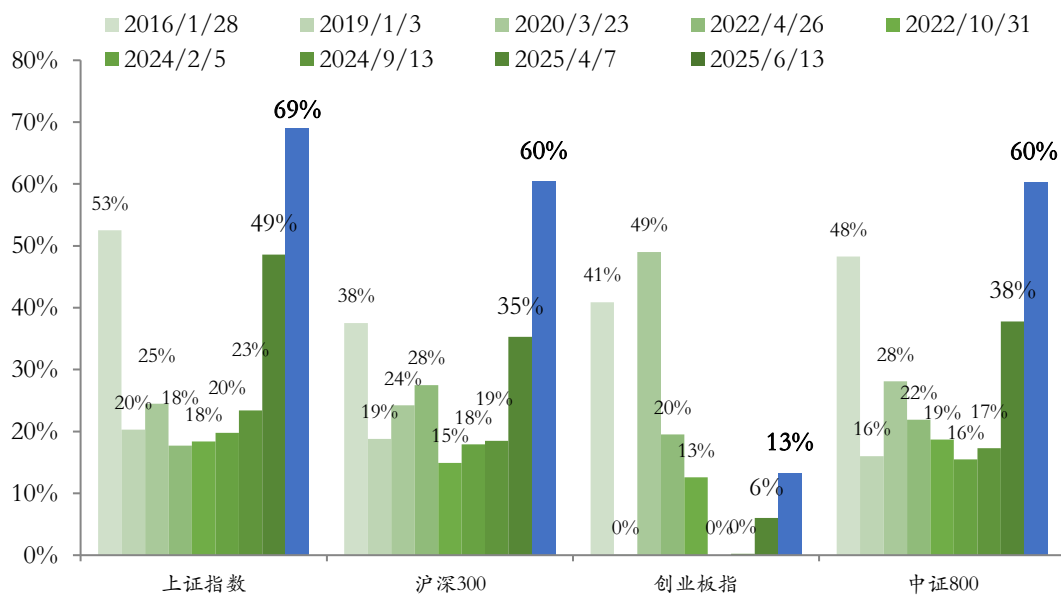
资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模



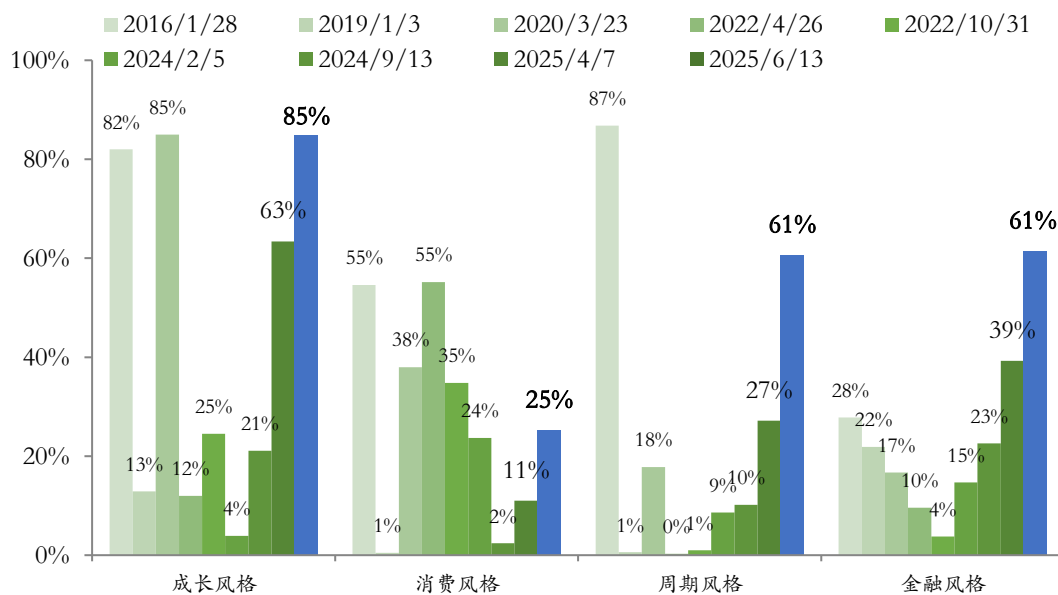
估值：多数整体显著回升，仅创业板和消费风格仍在低位

- 截至2025/6/13日，市场主要指数除创业板外估值分位均处于较高水平，而创业板估值分位仍处历史底部。上证指数处于69%分位、沪深300处于60%分位、中证800处于60%分位，较过去数次底部明显抬升，当前位置也不算低。而创业板指估值处于13%分位，与近几年多次底部水平相比仍然偏低。
- 多数风格指数估值分位回升至中等或偏高水平，但消费风格估值分位仍位于历史底部附近。风格指数当下整体估值水平也已经回升至偏高位置，仅消费风格仍处于25%分位底部位置。
- 自4月上旬中美对等关税缓和以来，市场反弹并高位企稳，各板块风格估值均由4月底部位位置显著回升，当前多数宽基指数和风格指数的估值分位水平已经较此前底部显著抬升至中枢偏高甚至偏高位置，而创业板和消费风格估值分位仍与多轮市场底相当。

与多次市场底相比，创业板估值分位仍在低位



与多次市场底相比，消费风格估值分位仍在低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位

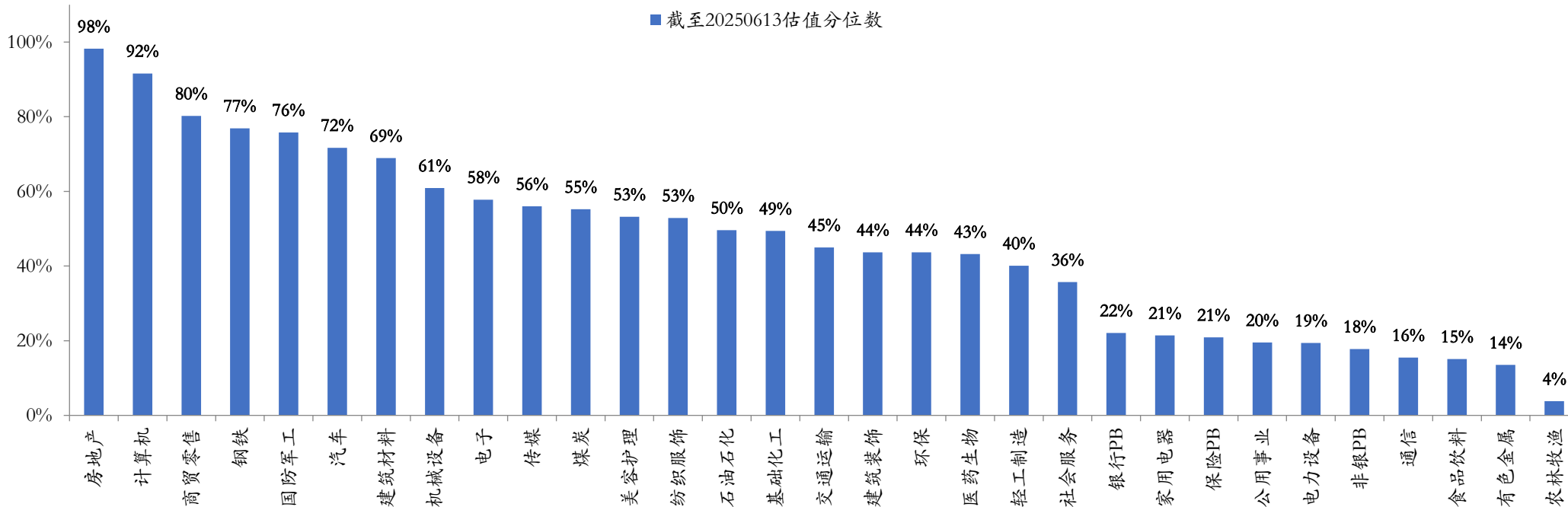
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



估值：成长、新消费估值分位高，权重板块估值分位靠后

- 经历4月至今的反弹和多番行业轮动后，仍有半数行业的估值分位处于50%以下水平，其中权重股板块的估值分位整体靠后偏低。①金融板块中非银金融市净率为1.2X，保险市净率为1.2X、银行市净率为0.6X，分别处于18%、21%、22%的分位水平，基本属于垫底的存在。②部分消费大市值板块的估值分位水平也偏低如农牧估值分位仅4%、所有行业最低，餐饮15%，家电21%，社服36%，轻工40%。③多数周期品行业估值分位整体偏低，如有色金属估值分位仅14%（哪怕贵金属持续大涨）、公用事业20%等。
- 成长板块整体估值分位处于偏高水平，尤其是计算机行业估值分位高达92%，这也是我们认为制约TMT上行空间的最重要原因。此外军工估值分位也不低，电子、传媒、通信行业的估值分位尽管不高，但受制于计算机估值高分位的压制。
- 房地产近年盈利能力持续恶化，哪怕地方行业整体持续调整，但估值分位仍持续处于近100%水平。

仍有半数行业估值处于50%分位以下，权重板块如金融、消费白马、周期品等行业估值分位靠后



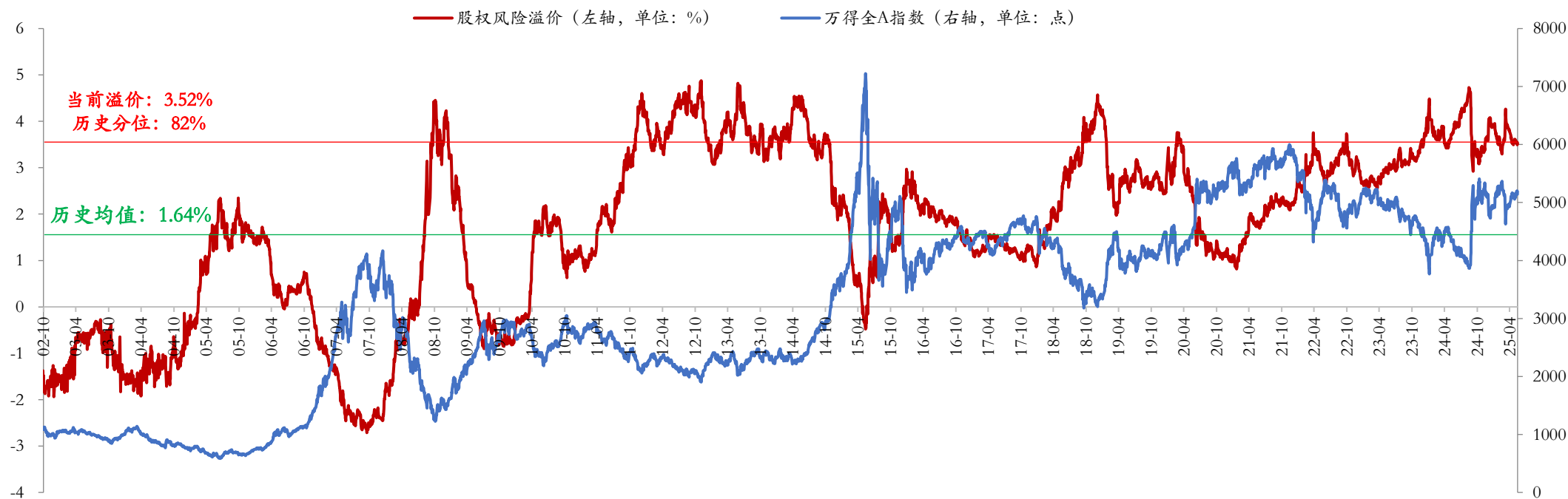
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



股权风险溢价率：当前处于偏高位，但短期下行动能有限

- 股权风险溢价率当前处于历史可比的偏高位，有较大下行空间。截至2025年6月16日，股权风险溢价率报收3.52%，处于2002年以来的82%历史分位，较去年9月的极值有所下降。与历史上多次极值点相比，明显低于极值点，整体处于较高位置，也显著高于历史均值1.64%。从向均值回归的长期视角看，股权风险溢价率仍有较大的下行空间。
- 但短期看，股权风险溢价率下行动能预计有限。一方面H2经济仍存一定下行压力，且流动性宽松呵护信号明确，国债收益率将持续处于低位，收益率抬升的可能性很低，对股权风险溢价率下行形成阻碍；另一方面，当前A股整体的估值水平并不低，上证指数处于69%分位水平，同时下半年A股整体业绩支撑有限对估值消化同样有限，因此估值继续大幅抬升的动能也较小。

股权风险溢价率仍处于历史可比的偏高位，但相较于多次极值点仍有明显距离



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点、%



目录

- 1 经济：快慢变量交织，整体平稳回落
- 2 政策：长短兼顾，小步快跑再加码
- 3 盈利：改善趋势确立，业绩支撑在即
- 4 配置：高股息、景气与成长活跃主题
- 5 专题：银行高股息行情将缘何结束？



行业配置：优选高股息、景气支撑和成长活跃主题方向

- 2025H2配置节奏：高股息、景气支撑持续看好，成长活跃主题预计先抑后扬
- 风格展望：金融 > 成长 > 消费 > 周期

配置方向

细分领域配置逻辑

1 稳定市场、高股息以及战略价值

1. 银行、保险

1. 银行、保险具备良好市场适应性和中长期战略投资价值。一是H2市场多数时间内仍将呈现高位震荡，因此银行保险兼具稳定高股息应对市场波动和稳定资本市场重要工具的属性；二是H2尤其Q4，经济改善叠加流动性宽松的宏观环境，银行保险通常出现季节性机会；三是银行保险具备资金中长期流入的政策导向和趋势。《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》诸多举措显著提升银行保险中长期投资价值。《推动公募基金高质量发展行动方案》加强业绩比较基准对投资行为约束，有利于低配行业最典型便是银行保险的资金回归；四是保险与银行走势高度相关且弹性更大，H2往往有“炒停险”机会。

2 景气支撑

- 1. 金属新材料、小金属（即稀土永磁）
- 2. 贵金属
- 3. 工程机械
- 4. 摩托车
- 5. 农化制品

- 1. 稀土永磁进可攻退可守。①若中美贸易争端再起，作为重要反制手段，稀土永磁存在主题催化机会；②若中美贸易缓和甚至达成稀土出口协议，而中外数倍价差将带来基本面强支撑。
- 2. 黄金中长期上涨趋势仍在。①全球经贸或地缘冲突不确定性环境下，黄金作为货币储备功能增强；②中长期角度全球实际利率仍将继续下行，美联储仍在降息周期中。
- 3. 工程机械正站在新一轮景气周期早期。2024年以来挖机销量增速持续回升，海外需求亮眼。
- 4. 摩托车销售高增，尤其出口需求强劲。2024年摩托车出口金额增速26%，2025年前5月出口金额增速34%。
- 5. 粮食安全目标叠加虫害、干旱多发，农作物肥料需求增加。粮食安全重要性不断提升，今年虫害旱灾频发。

3 活跃主题

- 1. 机器人
- 2. 人工智能AI
- 3. 军工

- 1. AI+机器人，在市场β环境或重磅事件催化下，将成为首选弹性方向，但要注意可能出现“先抑后扬”的节奏。①机器人催化逻辑和AI存在较高绑定；②4月8日至今随着市场β体现，AI如传媒通信和机器人都积累较高涨幅，但当下TMT板块尤其是计算机仍然处于历史可比估值高分位，抑制上涨空间且存在较大消化压力，因此当前位置AI+机器人性价比偏低、调整风险大；③展望H2，待该方向估值显著消化后，若出现重大催化剂如AI或机器人技术重大进步、热门应用落地等，或者市场出现阶段性β时，届时将出现介入良机。
- 2. 军工有望体现创业板情绪且存在较多潜在事件催化可能。①据我们测算H2创业板基本面有支撑，且估值低位，因此创业板可能存在较大机会（也可能是因AI调整而先抑），而军工与创业板走势高度一致且作为其情绪指标弹性较大；②地缘政治冲突、军工出口预期、十五五规划等存在较多潜在催化军工行情的事件。



2025H2四大风格投资机会及具体逻辑展望

AI-泛TMT科技股当前仍面临估值消化的压力，且待消化空间仍然较大，因此在当前时点配置性价比低。但展望H2，在估值消化后，若市场出现阶段性上涨或出现重磅事件催化，将迎来新一轮机会，因此可能呈“先抑后扬”节奏。与AI关联度高的机器人主题与之节奏同步。军工在创业板机会和催化剂下需重视。

①成长板块目前未观测到基本面持续兑现的支撑，因此科技股行情的演绎仍以估值波动为主。一是电子行业本轮景气周期偏弱、基本面支撑力度不足。二是AI产业国内大规模落地条件不成熟，无论是技术、设备最重要的是To C端的需求规模存在明显欠缺。因此AI机会当以主题性阶段性行情看待。三是新能源产业周期已过，尽管电池技术有更新，但核心在于下游需求存量竞争严重。②4月8日行情至今，随着市场β的抬升和高位窄幅震荡，科技股已经积累较高收益，当前计算机估值分位压制力度强，存在消化的客观需要。本轮市场反弹，科技股和金融股领涨，当前科技股中尤其是计算机行业的估值处于历史高分位，制约行业包括TMT板块的上涨空间。因此倾向于认为科技股在下半年将是先抑后扬的节奏。③估值消化后，科技股仍有机会。一是若市场阶段性上涨，科技股将体现相对弹性。二是AI或机器人等领域仍有望出现重大技术革新或热门应用落地等重大催化事件。三是军工股下半年有望出现良好演绎环境，如创业板有望迎来机会，军工作为创业板情绪反馈且走势与之高度相关，地缘冲突、十五五规划等。

成长

继续看好金融风格在2025H2的配置机会，尤其是银行、保险既具备应对市场波动情况下的稳市功能，又具备中长期资金流入政策鼓励和战略性投资价值。此外地产量价下行压力有所加大，出于止跌回稳的政策诉求，若地产调控政策出现集中宽松时也将带来估值修复的阶段性机会。

根据金融风格行情的复盘显示，板块性的金融风格机会需要满足“经济边际改善+流动性边际宽松”宏观环境，同时还需要具备金融风格的持续业绩相对优势。展望2025年H2，据宏观测算，经济边际改善（难度较大）+流动性边际宽松（概率很大）宏观组合出现概率偏低同时金融风格出现持续业绩相对优势的难度较大，因此金融风格机会仍以个别行业的机会为主。

具体配置机会可关注：一是波动行情下具备稳市功能和高股息防御力的银行、保险，同时也具备中长期战略性投资价值。①市场不具备向上系统性β行情情况下，银行、保险作为高股息资产和重要稳市工具，具备较好配置价值。我们预计H2市场仍有较大的比例处于震荡波动甚至弱势阶段性回调的环境中。②银行保险具备资金中长期流入政策导向。《中长期资金入市实施方案》多举措提升银行保险中长期投资价值。《公募基金高质量发展行动方案》加强业绩比较基准对投资行为约束，有利于低配行业如银行保险的资金回归。

金融

消费板块在H2预计以跟随性行情为主，整体板块性的机会较小、取得超额收益难度较大。核心制约在于终端消费仍然低迷疲弱以及对未来经济信心和收入预期难以有限扭转。自上而下较难寻找机会，但可以从自下而上或中观切入的角度寻找景气细分赛道。

①消费风格整体而言，作为经济的滞后反应变量，行情持续、有力度的演绎压力主要在于当前市场对未来的经济信心和收入改善预期仍然持续低迷。基本面能否持续改善是影响消费风格行情持续性的更重要因素，而非像成长风格具备“讲故事”的持续估值提升机会。从金融数据中的短贷数据、社零消费数据、CPI同比走势等均体现出终端消费需求的疲弱态势，当前居民对未来经济和收入信心仍不乐观，市场对消费改善并没有期待。因此从自上而下的角度很难寻找出消费中有景气支撑的领域。②消费板块整体估值修复的难度较大。尽管消费板块整体估值水平偏低，但其估值修复的难度仍然较大。一是上面所述市场对未来消费改善的期待低。二是从资金角度，无论是国内公募资金、私募基金、普通投资者，尤其是外资重新流入消费板块的态度或倾向均低迷。③可考虑从自下而上或中观切入的角度挖掘景气细分赛道。如5月的新消费、创新药等，但这两个赛道经过极致炒作后，预计将经历较长一段时间的降温过程。

消费

H2周期风格出现景气持续改善支撑或政策刺激估值修复行情可能性低。但可以从行业层面筛选出一些具备景气改善的细分领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、农化制品等。

根据周期风格行情复盘显示，周期风格持续演绎需要基本面强支撑，很少出现无基本面支撑仅靠估值驱动行情（估值驱动行情需要强大的经济刺激政策催化如四万亿）。立足基本面，从供给、需求两个角度考虑，通常存在两种模式的机会：一是当需求强劲带来显著业绩提振形成持续业绩相对优势，量增价涨，这种机会通常发生在经济大的上行期，如2009-2010年、2020-2021年；二是供给持续收缩，量减价涨，也会带来上市公司业绩改善，如2016-2017年供给侧结构性改革等。

①展望H2，无论是政策强刺激带来估值修复还是经济强修复带来的基本面强支撑都很难出现。上半年经济形势和数据总体强于预期，上半年经济增速预计将明显强于全年5%左右增长目标，同时面临贸易缓和等因素，下半年经济下行压力有限或体现韧性，决策层进行政策强力刺激的可能性很低。当前经济基本面体现出来的是韧性而非强劲，因此周期品价格普遍改善的可能性也较低。②从中观维度选择具备景气改善或支撑的领域。我们根据申万二级行业逐个筛选，遴选出稀土永磁、贵金属、工程机械、农化制品等方向。

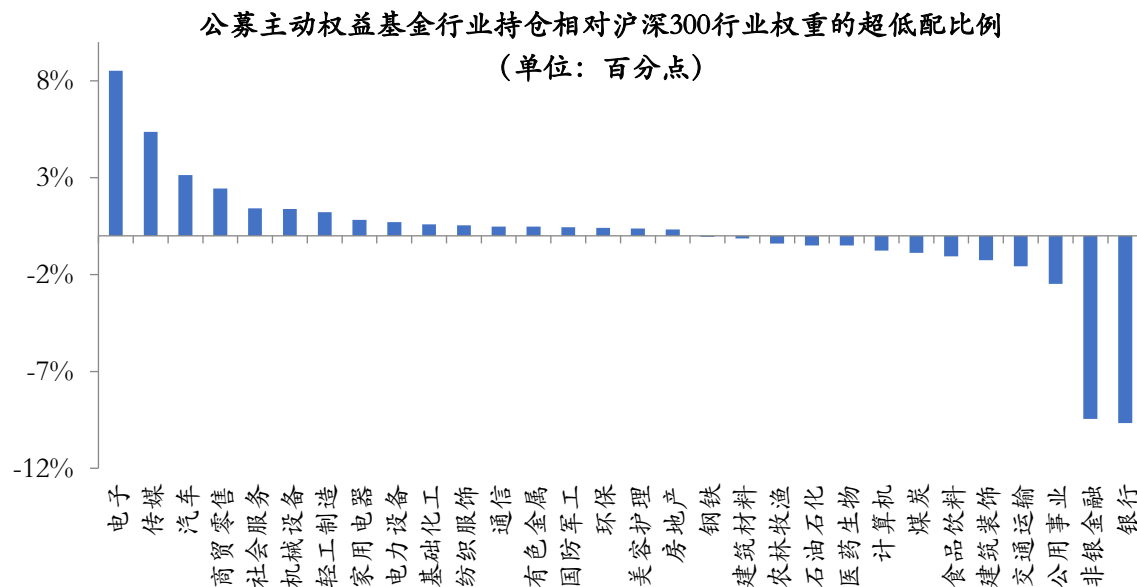
周期



银行：公募新规、中长期资金入市、被动基金规模提升均加强了银行保险中长期投资价值

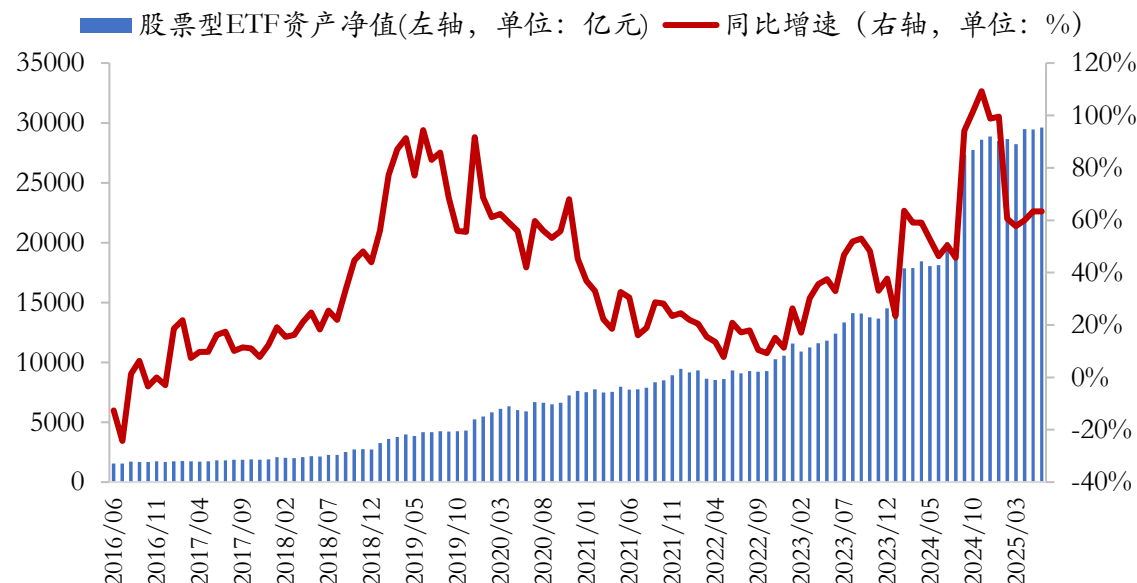
- **银行保险具备中长期资金流入的政策导向和趋势。**①年中证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》大幅强化业绩比较基准对主动权益基金投资行为的约束和引导。据测算，公募主动权益基金中业绩基准综合权重最高三个指数分别为沪深300的29.9%、中证800的11.8%、中债国债10.2%。但截至2025年Q1，相对沪深300行业权重分布，公募主动权益基金对电子、传媒、汽车明显超配，对银行、非银明显低配。②年初监管发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，其中提及的多项政策或目标均显著提升了银行保险对中长期资金的吸引力。因此在公募新规和中长期资金入市引导下，银行保险具备中长期战略性投资价值。
- **股票型ETF规模快速增长，银行保险等权重板块也有望获被动资金持续买入。**近年来被动指数型基金规模快速提升，2023年1月股票型ETF资产净值只有11569亿元，而截至2025年6月13日已抬升至29611亿元，2年半左右增长156%。而截至6月13日，沪深300、中证800等宽基指数基金规模占股票型ETF总量35.3%，银行作为规模指数中权重最大行业，在股票型ETF规模不断扩大情形下，有望受益资金被动流入。

银行、非银等板块仍被主动公募权益基金严重低配



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：公募主动权益基金行业配比测算中剔除了行业特征突出的基金

股票型ETF规模近年来快速增长，银行非银板块有望受益



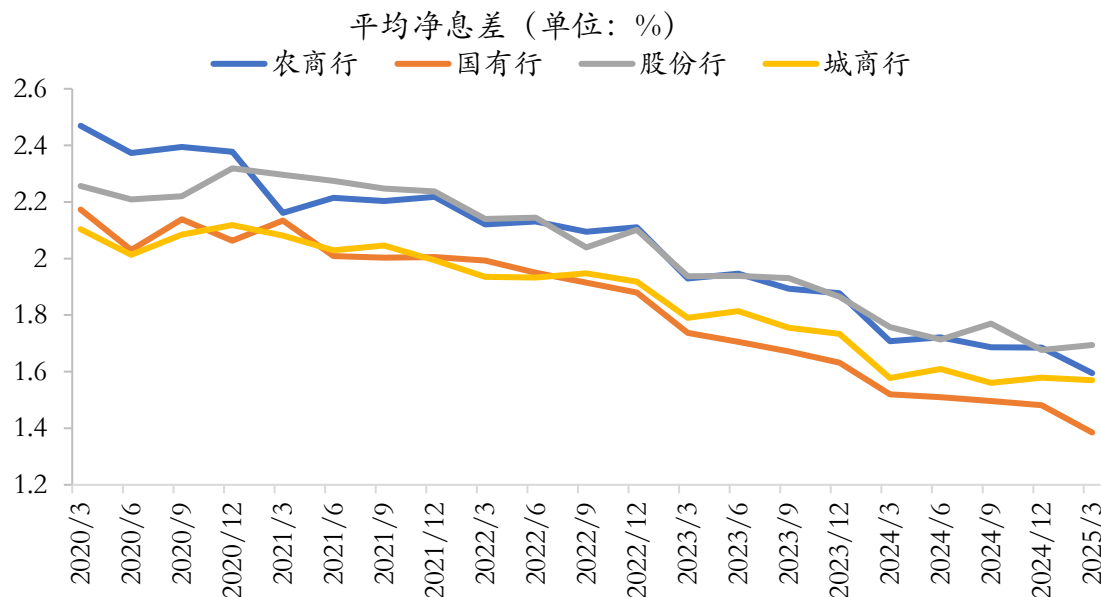
资料来源：Wind，华安证券研究所



银行：高股息稳定性强，稳市和抗波动能力突出

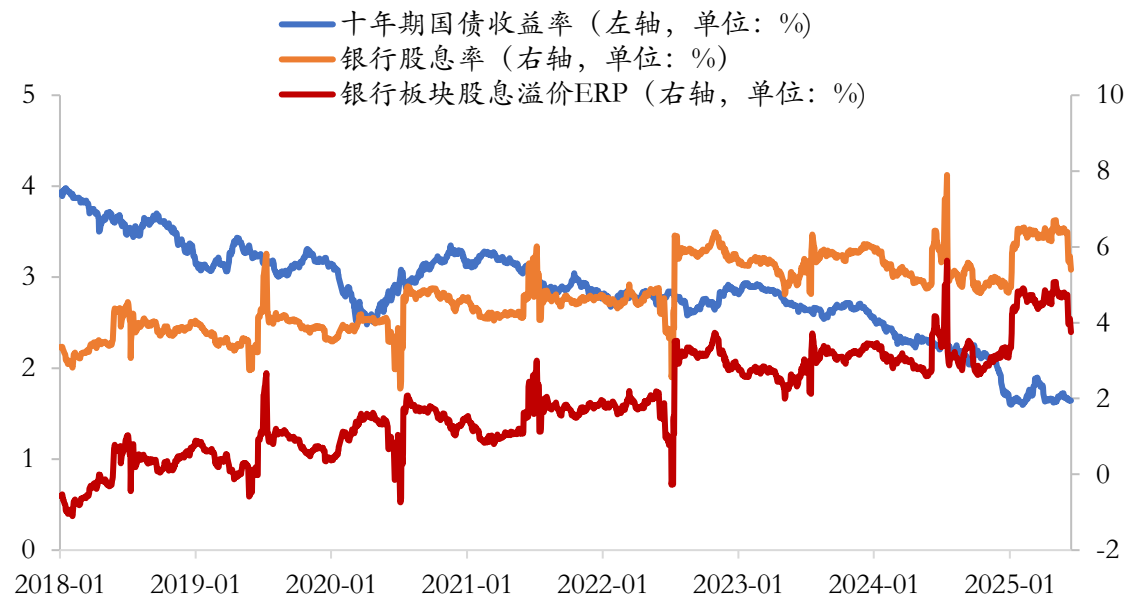
- ▶ 净息差整体下降态势缓和且空间有限，业绩走弱风险可控，高股息稳定性强。截至2025年Q1，股份行、农商行、城商行、国有行平均净息差分别为1.69%、1.59%、1.57%、1.39%。回溯可发现，随着2024年监管强调保持银行合理利润的背景下，银行业净息差下行态势大幅缓和，在后续短期内大幅下滑的概率较小，因此银行板块的利润规模将得到一定保障和支撑，这为银行高股息特征提供了稳定性。
- ▶ 预计未来无风险利率仍有下行空间，银行稳定高股息优势将继续得以凸显。截至2025年6月13日，银行板块近12个月股息率为5.75%，较2025年最高水平减少了0.96个百分点，但整体来看相较2024年全年5.0-5.3%左右水平有进一步提升。和长端利率的差值来看，伴随着银行股息率上行、无风险利率的持续下行，银行板块整体的股息性价比有望持续得到凸显，并且从结构上看，银行个股的股息率方差也相对较小，属于较优质的高股息板块。

股份行、城商行净息差相对稳定，国有行、农商行下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：以申万二级行业分类，按均值计算

2025年银行板块股息率较2024年有所提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。



保险：预定利率进入动态调整时代，负债端成本压力缓解

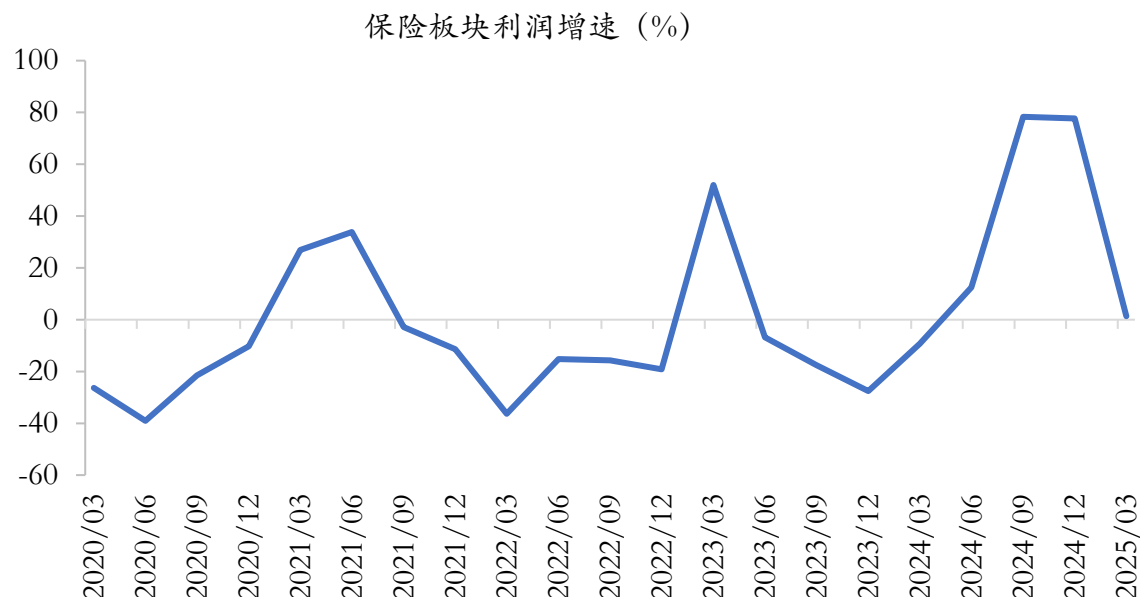
- ▶ 预定利率进入动态调整时代，引导负债端成本压力下降。2025年1月金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，建立预定利率与市场利率挂钩及动态机制，结合5年期以上LPR、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等利率变化，每季度研究发布预定利率研究值。具体要求主要有四点：①预定利率最高值取0.25%整倍数；②公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高25个基点/低于25个基点及以上时，要及时下调/适当上调新产品预定利率最高值；③在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值；④公司经营出现重大变化时，要研究调整各类产品预定利率最高值。
- ▶ 保险板块业绩增速中枢有望抬升。2025年Q1预定利率研究值为2.13%，较2.50%再次下调，利差损风险下降，2025年下半年保险板块有望维持较高利润增速，在政策引导负债成本压力下降的趋势下，保险板块业绩增速有望形成较高的底部支撑。

预定利率预计将继续下调，缓解保险负债端压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。

保险板块业绩增速中枢有望抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。



保险：中长期投资改革试点持续推进，权益投资有望增厚行业利润

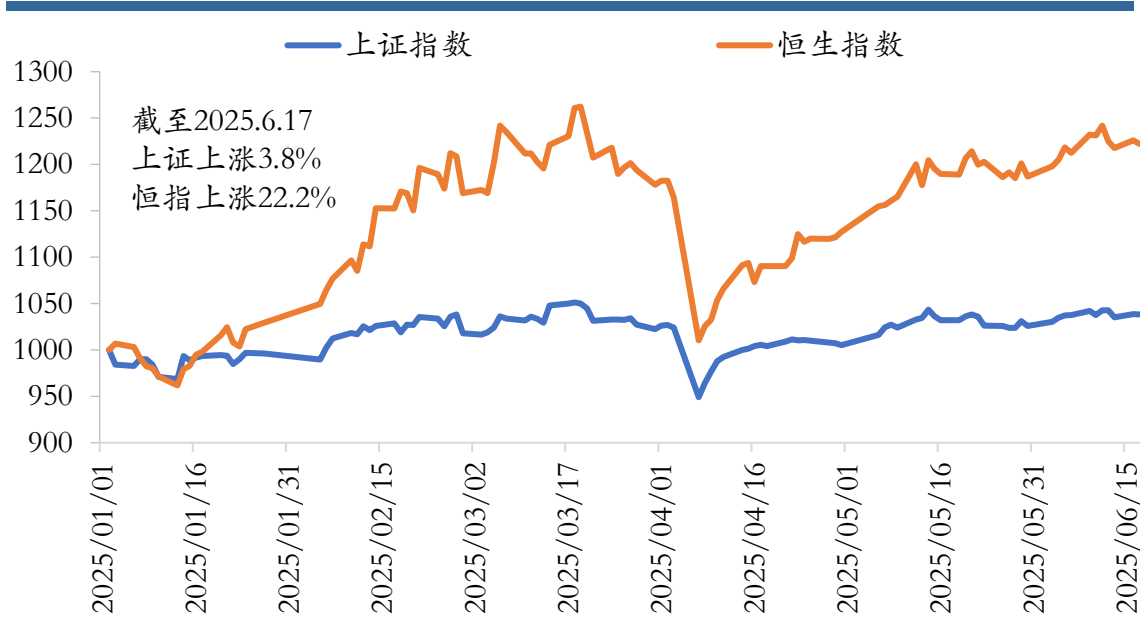
- **政策引导险资等中长期资金加速入市。**2025年1月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》印发，提出积极实施长周期考核，将公募基金、国有商业保险、年金基金等考核周期延长至三年以上，同时提出要从推出更多产品、加快指数化投资发展等角度提高权益类基金规模和占比。
- **保险资金长期投资改革试点加速推进。**险资长期投资改革试点指保险公司出资设立私募证券投资基金，主要投向二级市场股票并长期持有。2023年首批总规模500亿险资长期投资试点落地，2025年开始加速推进。截至2025年6月，险资长期投资试点落点三批合计规模达2220亿元，仅今年上半年批复的金额便占到当前批复总额的77%。
- **政策加码支持稳定资本市场，2025年H2股市无明显下行风险，险资权益投资收益增厚有望带动业绩增长。**

保险资金长期投资改革试点规模已达到2220亿元

时间	进展	长期股票投资改革试点具体内容
2023年10月	第一批	中国人寿、新华保险联合设立鸿鹄基金，总规模500亿元
2025年1月	第二批	总规模520亿元。阳光保险出资200亿元投资杨光和远私募证券投资基金；泰康人寿设立泰康稳行私募基金管理公司，获批120亿元；太保人寿设立太保致远私募基金管理有限公司，规模200亿元。
2025年3月		总规模600亿元。中国人寿、新华保险各出资100亿元认购鸿鹄致远二期私募证券投资基金，规模200亿元；太平人寿获批100亿元；平安人寿获批200亿元，人保寿险获批100亿元。
2025年5月	第三批	总规模600亿元。国寿资产联合相关机构发起设立鸿鹄基金三期，规模为400亿元，目前新华保险、中国人寿拟各出资112.5亿元认购；中邮保险及资管部门获批100亿元；平安人寿获批100亿元。

资料来源：Wind，华安证券研究所。

市场下半年大幅下行或持续下跌的风险较低



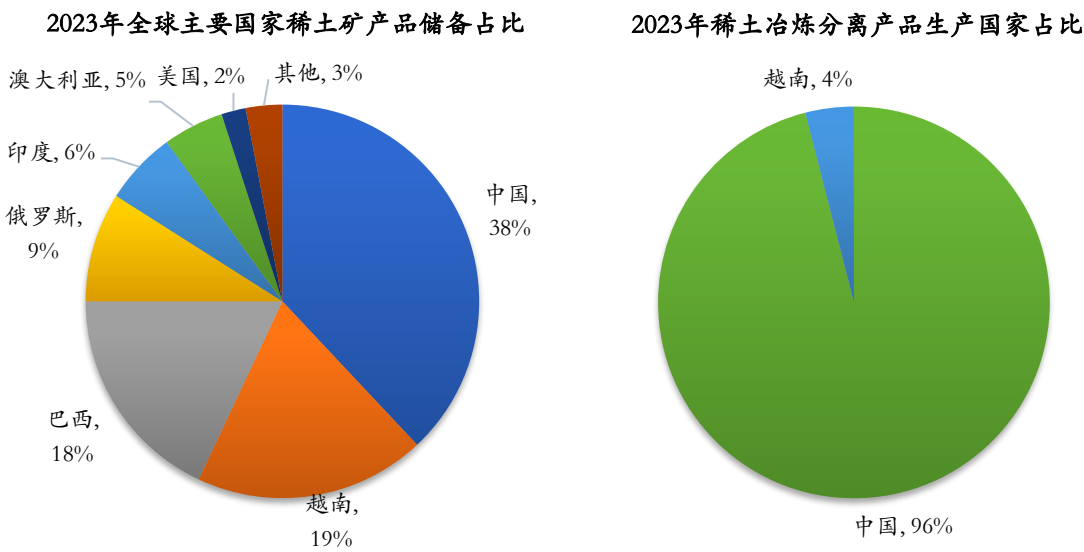
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以2025年年初第一个交易日为1000点



金属新材料、小金属：无论贸易形势严峻或缓和，该方向进可攻退可守

- 中国在稀土领域具备绝对的全球优势，若贸易形势严峻，稀土作为重要的反制手段将带来事件催化下的估值提升机会。据USGS统计，2023年中国稀土储备占全球38%，远超第二名越南的19%。在稀土冶炼产品上，中国占全球产量的96%，无论是从储备还是产量来看，中国在全球都具备绝对优势。而稀土材料广泛应用于军事、半导体等尖端、关键领域，并且在中美谈判过程中也展现出了筹码优势，后续在中美谈判不断磨合的过程中，稀土有望成为谈判热点领域被反复提及，若出口管控趋严，稀土相关公司有望在事件性催化下获得估值抬升。
- 稀土永磁等材料海内外价差明显，若出口管制放松，稀土相关公司有望实现显著业绩改善。据Argus、SMM数据显示，当前氧化钕、氧化铈、氧化镨、氧化铽欧洲到岸价相较于国内价格分别为1.1倍、1.3倍、3.3倍、2.9倍，价格差距明显。若后续中美谈判有序推进，稀土出口管制放松后国内稀土产品生产公司有望在出口方面形成较强的业绩增长动力。

中国在稀土储备及冶炼分离领域具有绝对优势地位



稀土海内外价差明显

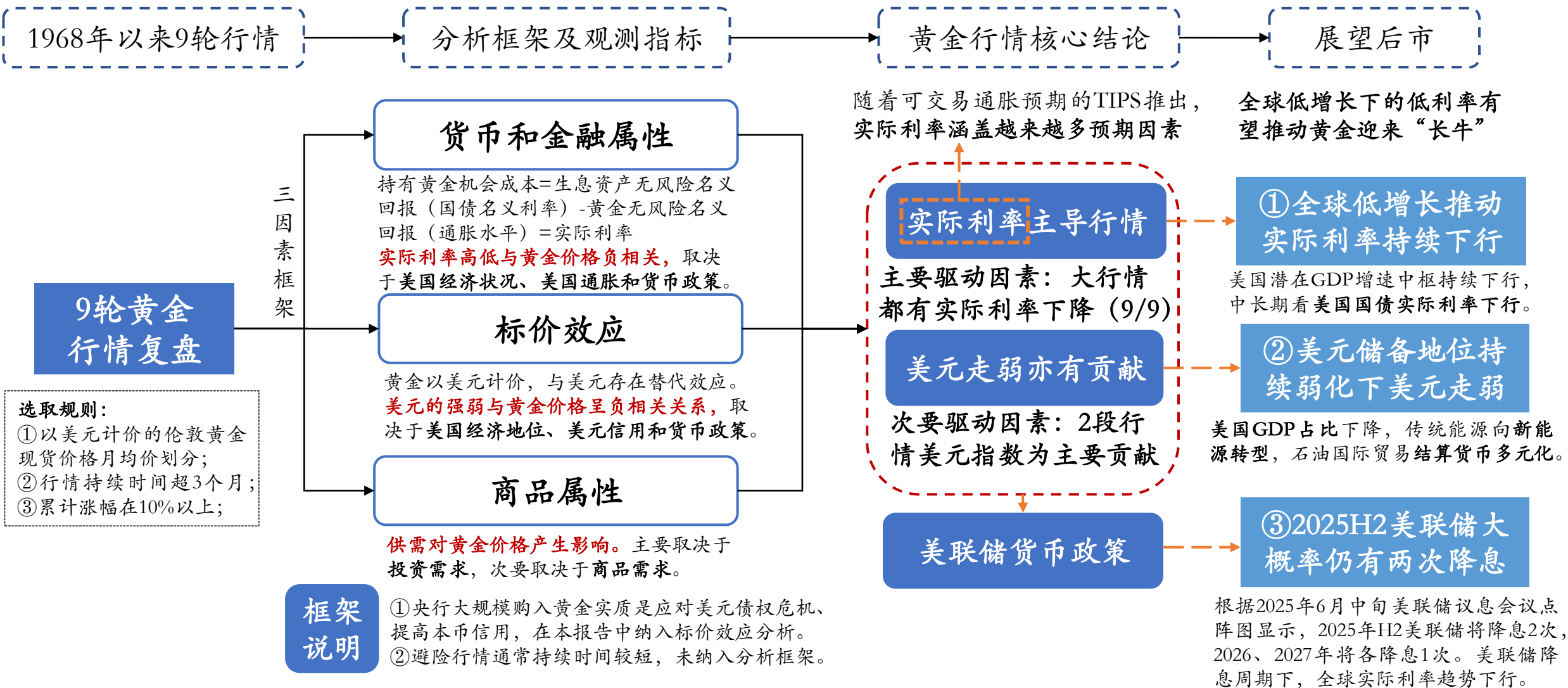
品类	地域	价格（元/吨）	欧洲到岸价/中国价格（倍）
99.5-99.9%氧化钕	欧洲到岸价	499010	1.1
	中国	447500	
99.5-99.9%氧化铈	欧洲到岸价	14360	1.3
	中国	10900	
99.5-99.9%氧化镨	欧洲到岸价	5385000	3.3
	中国	1625000	
99.5-99.9%氧化铽	欧洲到岸价	20463000	2.9
	中国	7125000	

资料来源：USGS，《中国稀土形势分析及储备》，华安证券研究所。

资料来源：Argus、SMM，华安证券研究所。注：海外价格数据日期2025/6/12，国内价格2025/6/17



贵金属如黄金：货币储备需求增加，美联储降息周期内实际利率下行

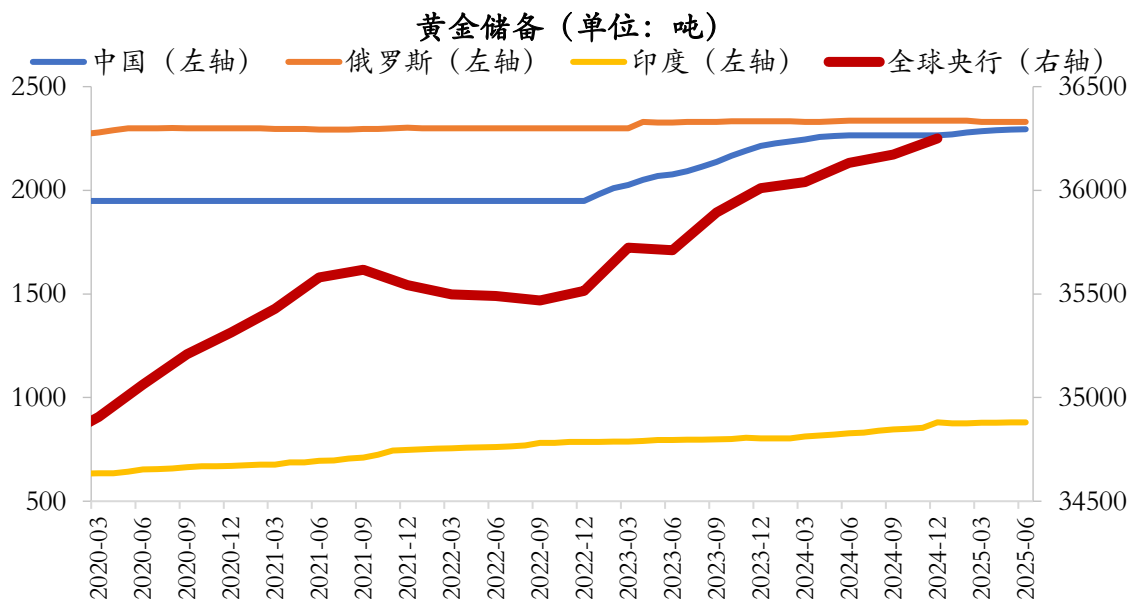




贵金属如黄金：货币储备需求增加，美联储降息周期内实际利率下行

- ▶ 世界贸易形势和地缘政治不确定性增加，全球央行黄金储备需求随之增加，对金价形成较强支撑。近年来全球央行黄金储备持续增加，2020Q1全球央行储备为34906.9吨，截至2024Q4已达到36250.1吨，四年时间内增加1343.3吨。中国、印度央行近2年来黄金储备有加速上行趋势。特朗普上台后，全球政治、贸易格局、地缘冲突不确定性加剧，美元信用有进一步弱化趋势，黄金在金融体系中的地位得到强化，预计全球央行购金趋势有望持续或加速。
- ▶ 下半年美联储大概率仍有至少一次降息，美联储降息周期内全球实际利率将中长期下行。在美国对全球广泛征收关税的背景下，其对美国国内经济的影响已经有所显现，美国国内通胀和经济衰退仍存较大不确定性，市场预测美联储年内大概率仍有至少1次降息。从我们的黄金分析框架来看，驱动金价上行的主要因素为实际利率下行，下半年美联储降息落地后，利好金价继续上行。长期看美国仍处于降息大周期内，实际利率具备中长期下行趋势，根据最新6月中旬美联储议息会议点阵图显示，2026、2027年也将降息。

全球央行黄金储备预计将持续增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。

美联储联邦基金利率预测中值仍为3.875%

目标利率	4.5	4.375	4.25	4.125	4	3.875	3.75	3.625	3.5	3.375	3.25	3.125	3	2.875	2.75	2.625	2.5	2.375
2025		7		2		8		2										
2026				1		5		4		5		2		1		1		
2027						2		3		6		3		3		2		
长期						1	1	2	2	1		1	3	4		2	2	

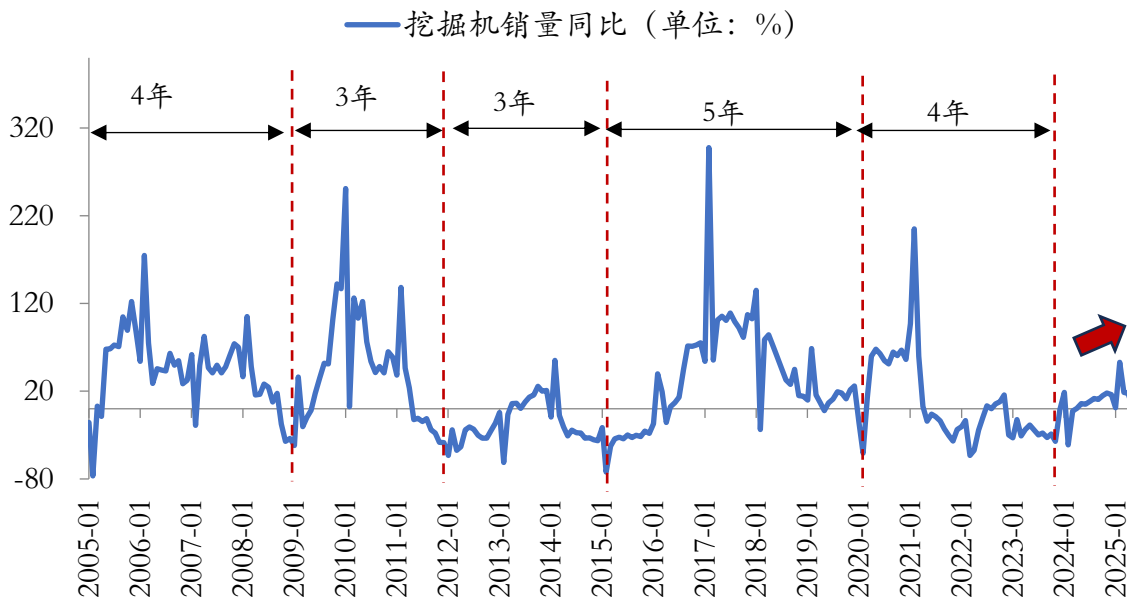
资料来源：CME，华安证券研究所。注：最新更新日期为6月19日



工程机械：正迎景气周期性回升期，景气上行趋势明确

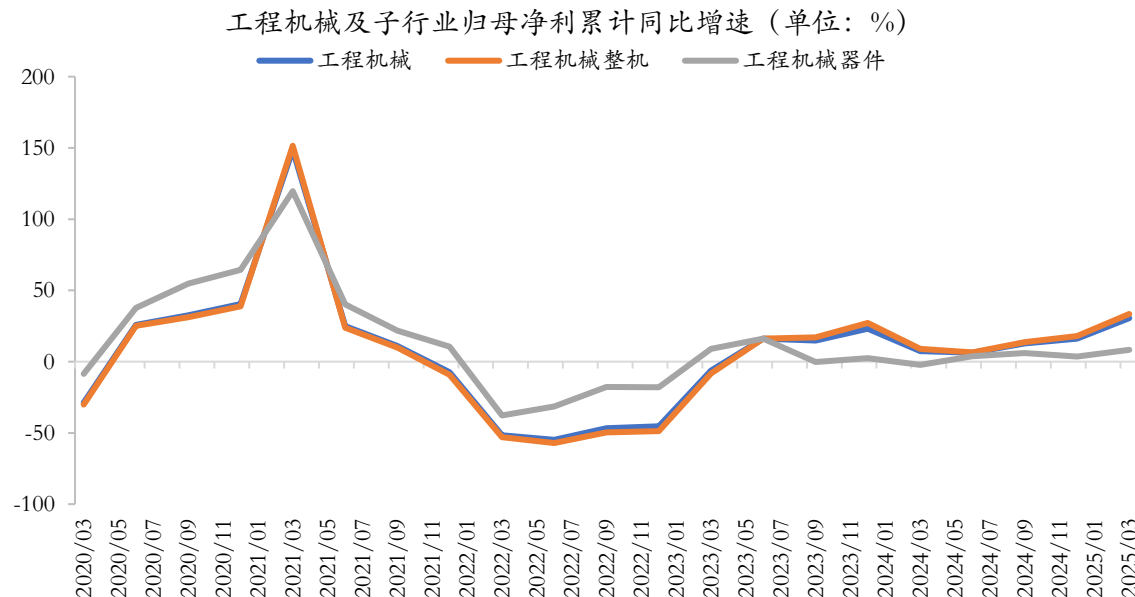
- 2024年以来挖掘机销量增速持续回升。工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在3-5年左右。2025年1月、2月、3月、4月、5月挖掘机销量同比增速为1.1%、52.8%、18.5%、17.6%、2.1%，整体维持较高增速，且明显好于2023、2024年同期水平，呈见底回升趋势。从周期上来，自2020年2月增速见底至2024年初已历时4年左右，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。
- 业绩增速提前于2022年见底，当前仍处上行期内。业绩增速上看，工程机械行业景气度提前于挖机销量周期于2022年见底，随后于2023年回正，后维持在低增速水平，2024年Q4开始出现进一步上行趋势，2024年、2025Q1工程机械归母净利润同比增速分别达到了30.6%、33.4%。

挖机销量增速周期在3-5年左右，目前迈入新一轮上行期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

工程机械业绩增速提前于2022年见底



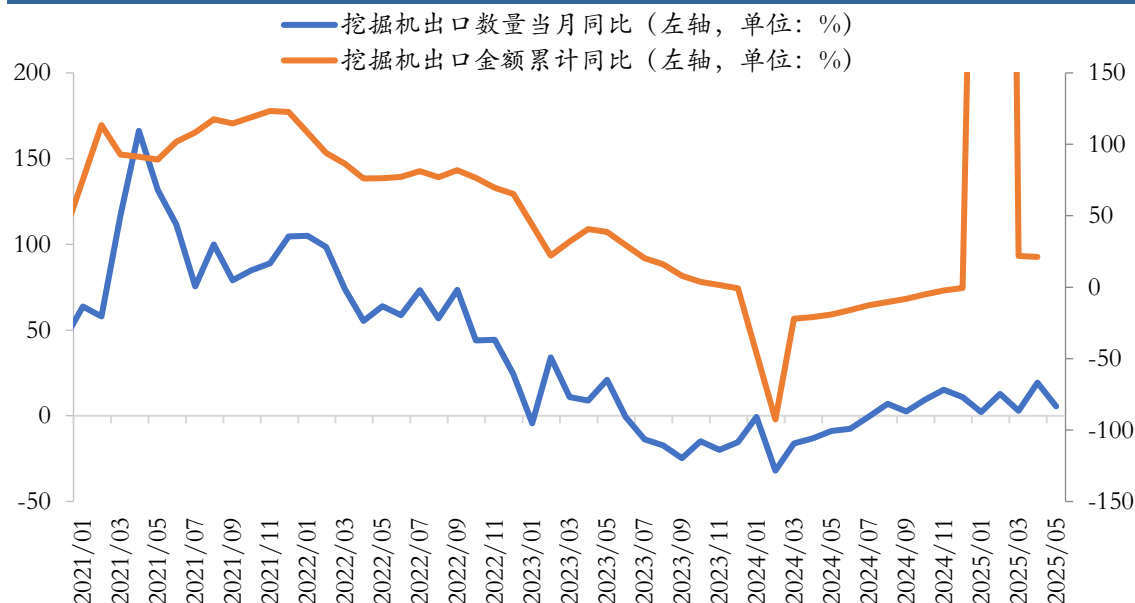
资料来源：Wind，华安证券研究所。



工程机械：出口需求强劲，头部企业产品加速出海

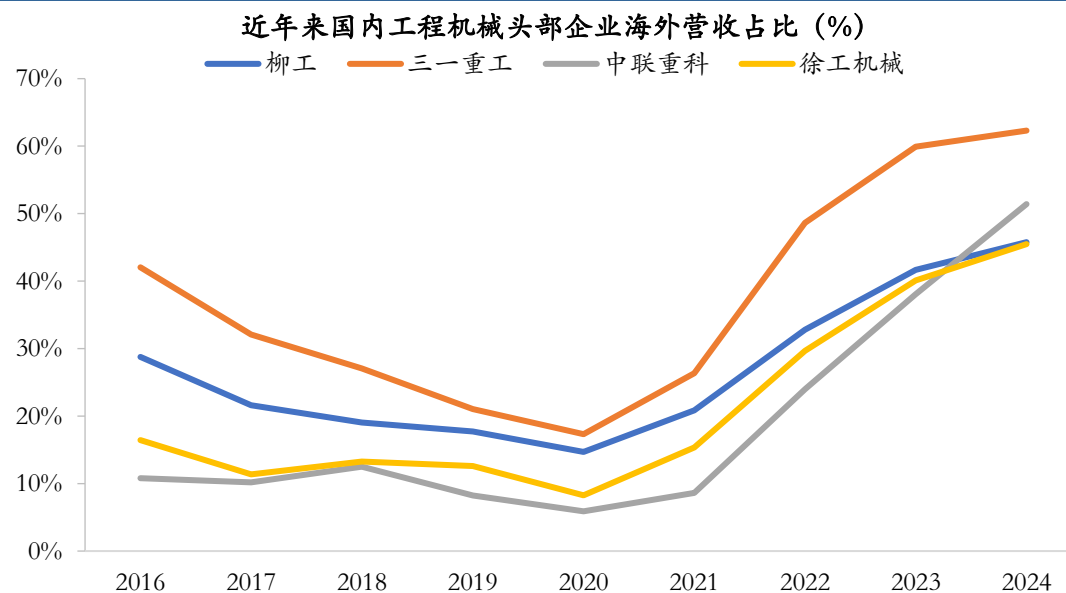
- **海外需求趋势性回升。**挖机出口数量当月同比增速于2024年8月回正后持续处于扩张区间，出口金额回升则更为明显。截至2025年4月，挖机出口金额累计同比增速为21.1%，较2024年2月的-92.6%底部增速回升了113.7个百分点。工程机械作为周期性行业，2024年初的底部位置已经较为明确。
- **工程机械头部企业2024年出口占营收比进一步提升，企业出海加速。**东南亚、亚洲等新兴市场基建需求快速增长，已成为我国工程机械出口的重要增长极。从供给端看，国内工程机械厂商近年来积极推动国际化战略，加速海外布局，从我们统计的4家头部工程机械企业海外营收占比边际变化上看，2024年海外营收较2023年40-60%高增速基础上均有进一步提升，2024年三一重工、中联重科海外营收占比已超过50%。

挖掘机出口销量和金额同比增速于2024年初见底



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2024年工程机械头部企业海外营收占比持续提升



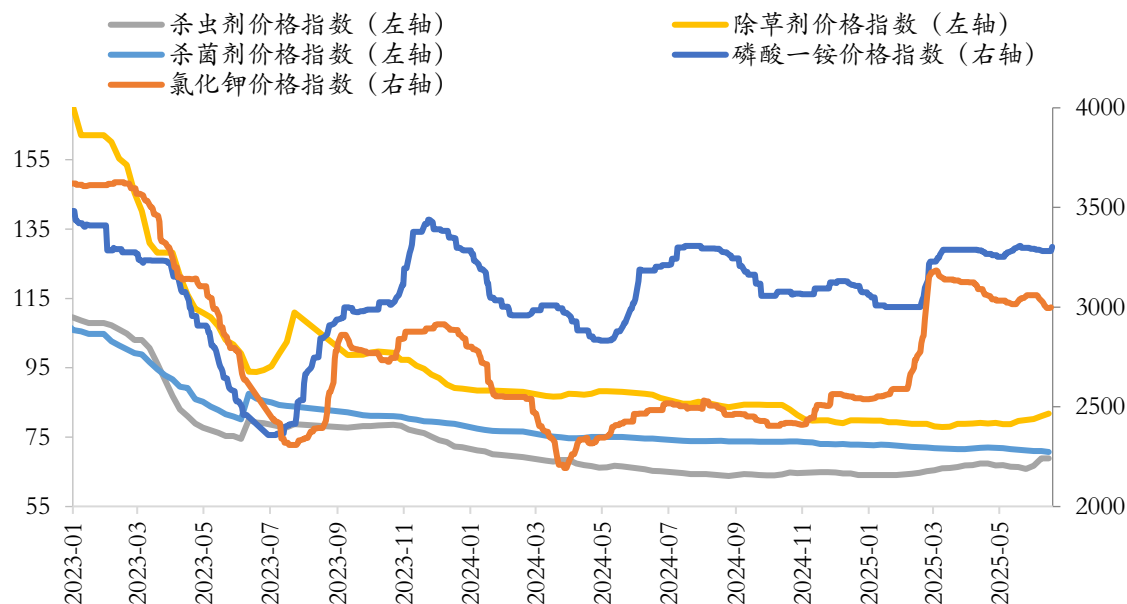
资料来源：Wind，华安证券研究所。



农化制品、摩托车：农药价格触底回升，摩托车出口持续高增

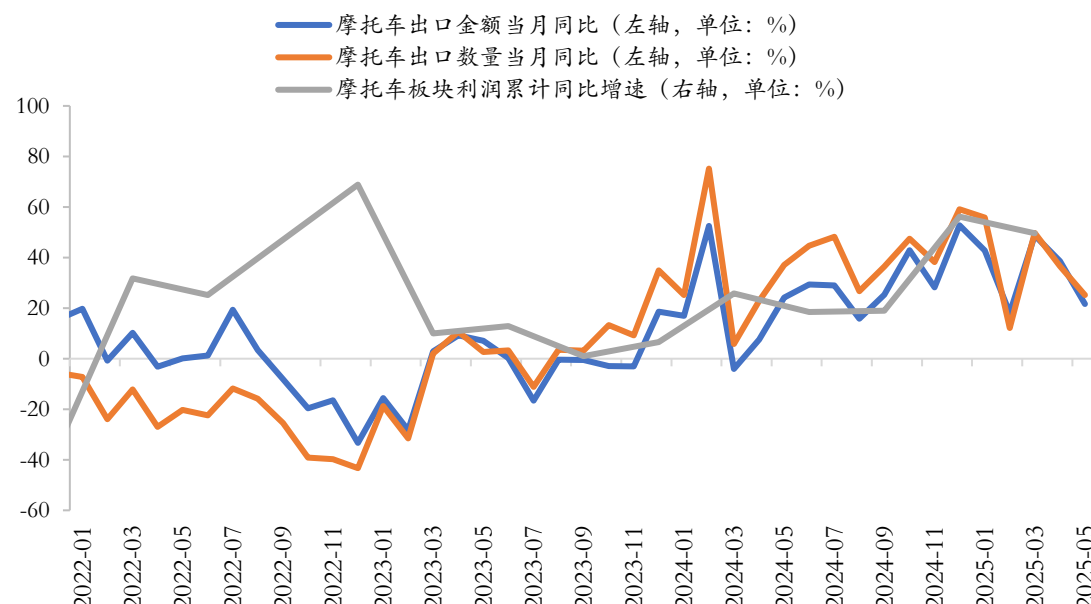
- **农化制品景气度触底回升。**农药价格于2022年触及高位后持续下降，从主要品类上看，除草剂价格指数于2025年3月触及77.9点的低位，杀虫剂价格指数于2024年8月触及63.8的低位。截至6月15日，除草剂和杀虫剂价格较低点分别回升5.0%、7.8%，杀菌剂价格仍在触底过程中，但农药品类整体已经出现了涨价趋势。考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。
- **摩托车维持高出口景气度，对业绩形成支撑。**2024年以来，中国摩托车，尤其是两轮电动车出口开始呈现高增趋势，主要是由于出口市场从欧美等高端市场向东南亚等新兴国家有所转移，中低端车型出口需求高增带动整个摩托车出口量上行。在中美关税不确定性风险增加的情形下，向新兴市场出口的份额将继续提升，持续对摩托车出口形成支撑，并且从业绩增速上看，摩托车板块利润也基本于2024年开始触底回升，景气确定性较高。

部分农化产品价格开始上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

摩托车出口、业绩增速持续高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。



AI-TMT：下半年AI行情有望演绎“先抑后扬”节奏

1 不具备成长科技进入主线行情的三个条件之一

2 行情再次启动压力较大

3 计算机估值百分位触及历次行情天花板，进一步上行压力大，有消化诉求

4 除通信外，计算机和传媒最大调整幅度并不充分

1 重磅催化剂事件

各种科技发布会较多，但出现重磅催化存在较大不确定性。

2 交投情绪+政策催化

当前市场交投情绪正在经历降温，预计还将持续一段时间。下一个节点在中央政治局会议前。同时目前无重磅科技政策。

3 市场系统性大涨（β）

经济统计数据现实偏强、但市场未来预期弱；政策并不存在加力紧迫性；当前位置市场估值分位中等偏上。

2023年来历次行情启动时估值百分位		
计算机	ChatGPT4	67.7
	Copilot	79.6
	万亿国债行情	63.4
	触底反弹+Sora	18.0
	924	17.8
	DeepSeek	69.8
	当前（6.19）	91.3
传媒	ChatGPT4	35.2
	Copilot	55.9
	万亿国债行情	33.5
	触底反弹+Sora	13.8
	924	10.2
	DeepSeek	30.8
	当前（6.19）	54.9
通信	ChatGPT4	5.2
	Copilot	4.3
	万亿国债行情	3.6
	触底反弹+Sora	0.0
	924	0.4
	DeepSeek	13.2
	当前（6.19）	16.5

2023年来历次行情估值百分位极值		
计算机 估值分位天花板：90%	ChatGPT4	83.0
	Copilot	92.2
	万亿国债行情	80.7
	触底反弹+Sora	71.2
	924	82.7
	DeepSeek	95.0
	当前（6.19）	91.3
传媒 估值分位天花板：80%	ChatGPT4	55.4
	Copilot	75.1
	万亿国债行情	53.1
	触底反弹+Sora	50.9
	924	43.8
	DeepSeek	59.4
	当前（6.19）	54.9
通信 估值分位天花板：50%	ChatGPT4	7.6
	Copilot	30.0
	万亿国债行情	8.9
	触底反弹+Sora	14.8
	924	33.6
	DeepSeek	42.8
	当前（6.19）	16.5

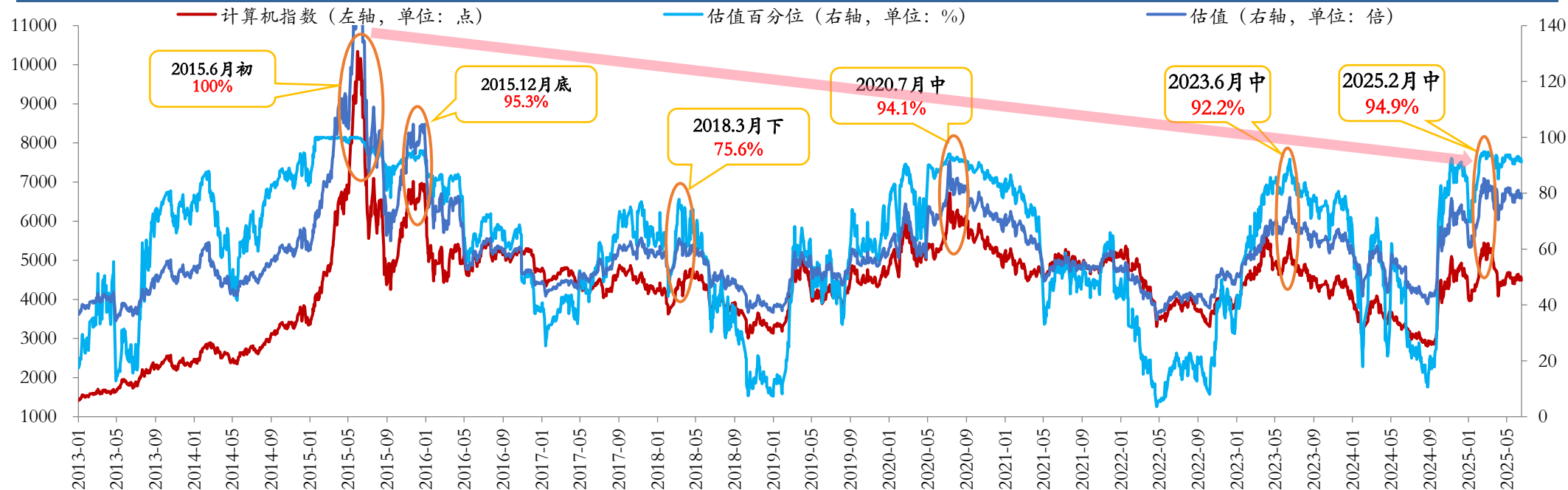
行业		计算机	传媒	通信
第一轮 (Windows Copilot)	高点：点	5556.7	873.6	2899.7
	低点：点	4025.5	575.4	2210.5
	跌幅：%	27.6	34.1	23.8
第二轮 (增发万亿国债)	高点：点	4600.7	717.5	2421.9
	低点：点	2892.5	480.8	1867.7
	跌幅：%	37.1	33.0	22.9
第三轮 (Sora+市场触底反弹)	高点：点	4086.5	686.5	2540.9
	低点：点	2805.5	456.8	2122.7
	跌幅：%	31.3	33.5	16.5
第四轮 (DeepSeek)	高点：点	5440.5	752.5	3387.1
	低点：点	4080.6	591.7	2538.7
	跌幅：%	25.0	21.4	25.0



AI-TMT：计算机当前高估值百分位成为行情进一步上涨的关键制约

- 根据我们的AI-TMT的投资框架，估值变动是决定行情走势的最关键因素。通过复盘发现，历次TMT行情下的估值百分位顶点存在周期性、趋势性下移的特征，从趋势上可以大致判断新一轮TMT板块行情的拔估值行情高点位置。
- 计算机在90%估值分位时将受到巨大上涨阻力，上涨空间受限，同时存在巨大消化压力。2025/2/21日计算机以94.9%的估值百分位触及DeepSeek行情下的极值，成为彼轮行情的高点。在2025年3月以后，计算机估值百分位持续在90%-94%附近高位徘徊，这决定了计算机行业难以通过估值抬升而出现上涨，因为估值变动时解释AI-TMT行情变化最重要的因素。

DeepSeek主题性行情下，计算机在2025年2月21日达到94.9%估值分位高位，当前分位仍然超过90%



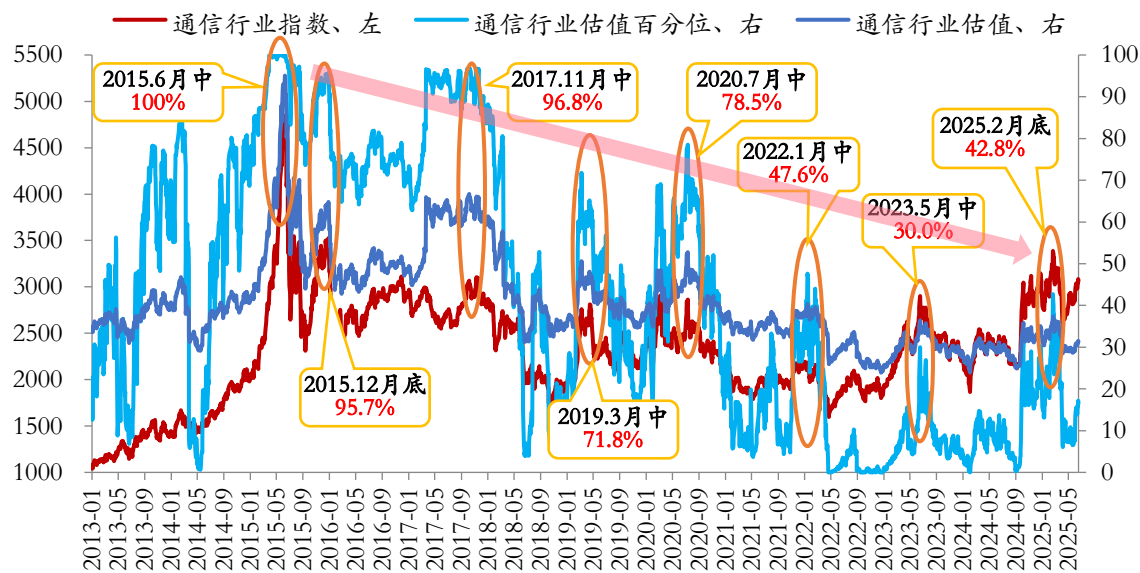
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、倍、%，估值分位测算区间为2010/1/1-2020/6/19



AI-TMT：传媒估值百分位天花板在80%左右，通信在50%左右

- ▶ 传媒、通信估值百分位天花板同样呈随时间拉长而逐步下降的趋势，通过趋势判断，传媒估值百分位天花板在80%左右，通信行业在50%左右。通信行业在2025年2月底达到今年以来的估值分位极值后，至今仍未出现进一步突破。传媒在2月中旬达到本轮估值分位极值后，经历过对等关税的反弹行情后，于6月1日-6月19日期间仍在50%-57%分位区间内徘徊，也未破前高。
- ▶ 但需要注意的是，TMT三大行业并非是都要分别达到估值百分位关键考验关口的时候才会出现下跌，而是当任何一个行业率先触及估值百分位考验关口的时，TMT行情基本上同时结束。核心原因在于，2023年以来的AI重磅事件催化同时涉及TMT三大行业，因此三大行业的走势在本轮AI催化下具备很强联动性。

通信行业于2025年2月底达到43%左右的估值分位顶点



传媒行业于2025年2月中达到60%左右的估值分位顶点

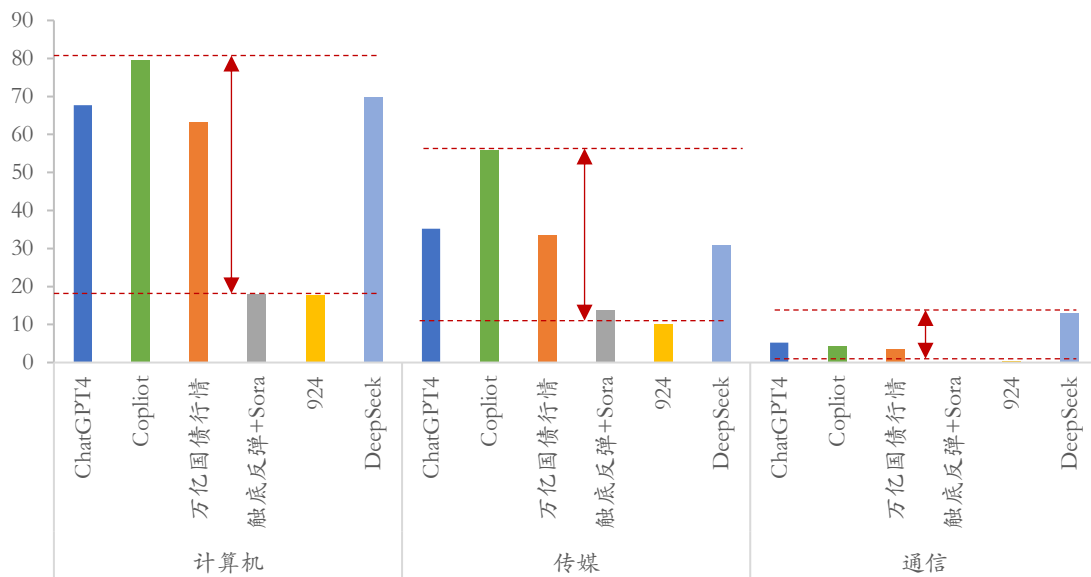




AI-TMT：行情启动和结束时的估值分位分别处于什么水平？

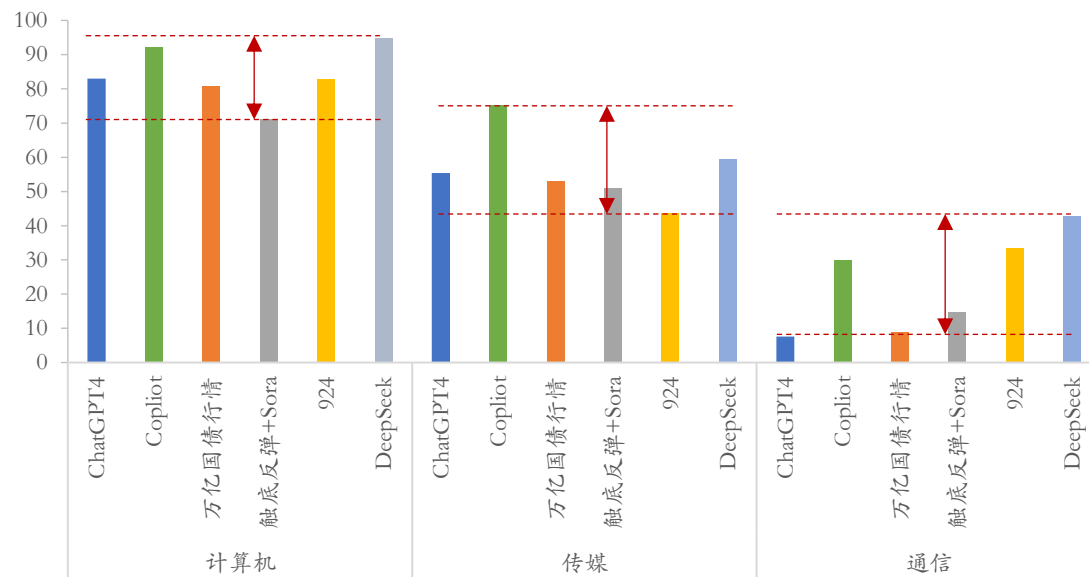
- **AI主题性催化行情启动时并不需要TMT板块充分消化估值压力。**复盘自2023年以来6次TMT主线行情，我们发现在两个条件下TMT各板块启动时的估值分位水平会出现较明显的区别：①AI重磅软件发布时的主题性催化机会：该条件下行情启动时，TMT板块会出现并未将估值压力充分消化的情形，如从计算机板块来看，在Windows Copilot发布时，计算机启动时的估值分位为79.6%，传媒为55.9%，仅通信板块为4.3%的水平，但通信板块启动的估值分位区间通常也明显较低。②政策或情绪反转时的上涨：如2024年初股市见底和924大涨行情，此时TMT板块大概率处于估值低位，计算机估值分位在18%左右，传媒在10-14%左右，通信则接近0%。
- **主线行情结束时，只要TMT板块任何一个行业估值分位触及压力区间，行业则出现阶段性高点。**根据我们报告分析，计算机估值百分位压力在90%左右，传媒在80%左右，通信在50%左右。由于AI催化下，TMT三个板块走势具备高度一致性，因此任何一个行业触及历史可比估值百分位天花板水平即将达到阶段性高点。

2023年以来TMT板块行情启动时的估值分位水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：估值分位计算区间为2010/1/1-2025/6/20，单位：%。

2023年以来TMT板块行情结束时的估值水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：估值分位计算区间为2010/1/1-2025/6/20，单位：%。



AI-TMT：估值消化期内，TMT通常回调幅度是多少？

- TMT在经历过前期由AI催化、市场交投情绪反转后的上涨条件下，后续迈入估值消化期的下跌幅度通常也较大，按照过往经验来看，计算机在30%-35%、传媒在33%-34%、通信在16%-24%。
- 计算机、传媒在第四轮(DeepSeek)估值消化期的最大调整幅度仍未到前三轮平均水平。由于4月初美国出台对等关税措施，随后我国也做出强硬反制，经济悲观预期快速升温，市场出现快速下跌，TMT板块均触及二季度（截至2025年6月20日）最低点，但从最大跌幅上看，计算机、传媒分别下跌25.0%、21.4%，较前三轮调整水平仍有5%10%左右的跌幅空间，仅通信板块超过前三轮的跌幅。

历次TMT板块上涨后进入估值消化期内的调整幅度

行业	第一轮（Windows Copilot）			第二轮（增发万亿国债）			第三轮（Sora+ 市场触底反弹）			第四轮(DeepSeek)		
	高点日期 单位：点	低点日期 单位：点	跌幅 %	高点日期 单位：点	低点日期 单位：点	跌幅 %	高点日期 单位：点	低点日期 单位：点	跌幅 %	高点日期 单位：点	低点日期 单位：点	跌幅 %
计算机	2023/6/20	2023/10/23	27.6	2023/11/20	2024/2/5	37.1	2024/03/20	2024/8/27	31.3	2025/02/21	2025/04/07	25.0
	5556.7	4025.5		4600.7	2892.5		4086.5	2805.5		5440.5	4080.6	
传媒	2023/6/20	2023/10/23	34.1	2023/12/12	2024/2/5	33.0	2024/03/22	2024/7/24	33.5	2025/02/14	2025/04/07	21.4
	873.6	575.4		717.5	480.8		686.5	456.8		752.5	591.7	
通信	2023/6/20	2023/11/2	23.8	2023/11/20	2024/2/5	22.9	2024/03/18	2024/9/6	16.5	2025/02/21	2025/04/08	25.0
	2899.7	2210.5		2421.9	1867.7		2540.9	2122.7		3387.1	2538.7	

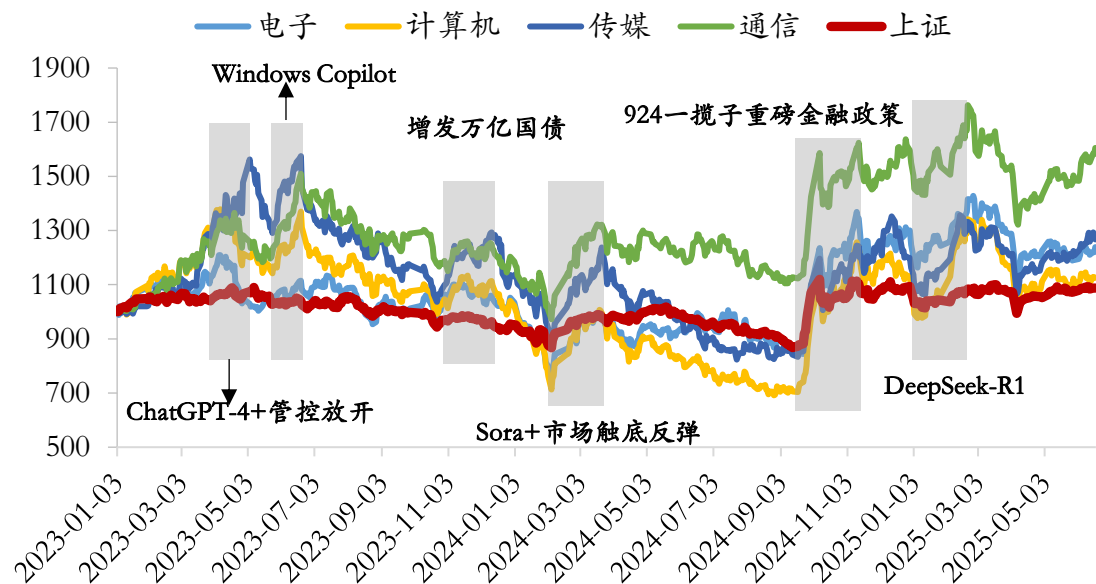
资料来源：Wind，华安证券研究所。



AI-TMT：成长科技步入主线行情需三个条件之一

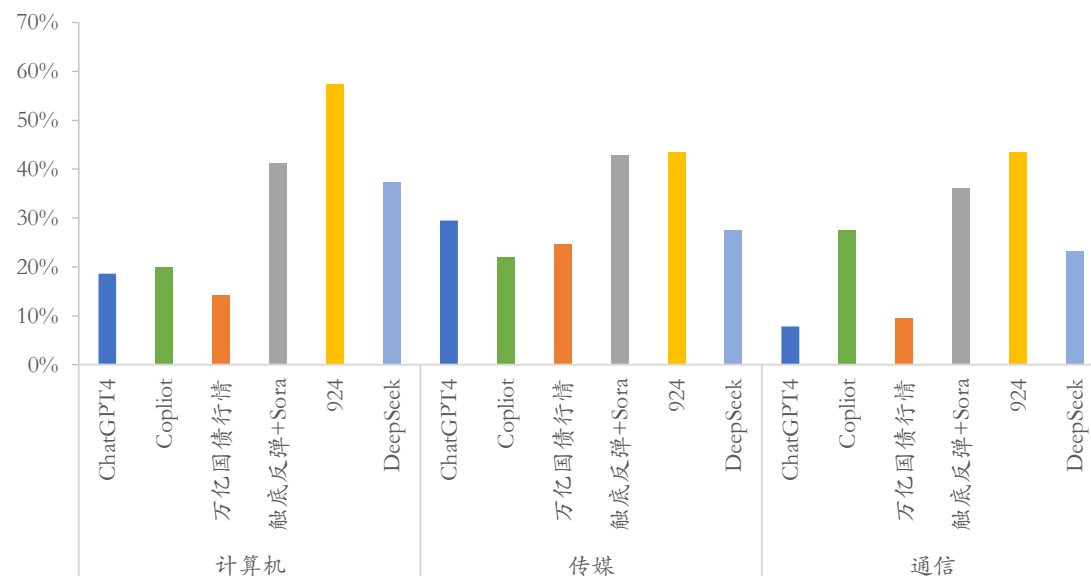
- 成长科技板块再次步入主线行情需具备三个条件之一：①条件一是重磅催化剂事件（重大技术升级等），如ChatGPT4.0发布、Sora问世、DeepSeek-R1开源模型等；②条件二是交投情绪热烈加政策催化，如国产替代重要支持政策、扶持基金成立等，典型案例如2018年美国封锁中国科技企业、2019年将华为列入出口管制名单带动自主科技扶持政策密集出台等；③条件三是市场系统性大涨，典型如924行情下成长板块涨幅靠前，体现出高弹性特征。
- 2023年以来AI-TMT行情下，除通信行业外，计算机、传媒最大涨幅通常能达到20-40%。6次TMT行情中，计算机涨幅在14%-57%，接近或超过20%涨幅的次数为5。传媒板块涨幅在22%-43%，历次涨幅均超过20%。通信板块涨幅在8%-43%，有4次超过20%，2次偏低涨幅分别为7.8%、9.6%。

2023年以来成长科技成为主线行情的主要催化因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以2023年1月3日为1000点

2023年以来TMT板块行情的最大涨幅对比



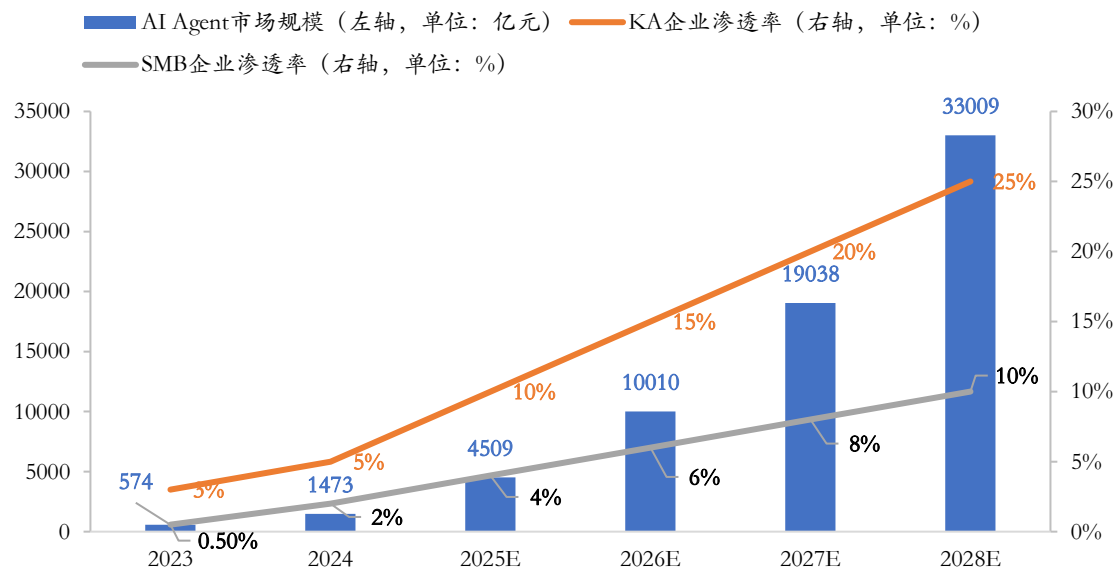
资料来源：Wind，华安证券研究所。



AI-TMT：预计H2仍有望出现AI相关重磅催化剂，届时将启动新一轮行情

- 下半年AI方向仍有望出现重磅催化剂，等待第二个“ChatGPT”、“Sora”、“DeepSeek”时刻。行业事件催化上，如6月底特斯拉大概率将正式推出Robotaxi自动驾驶服务，其将取消车辆的方向盘和踏板；DeepSeek和OpenAI的新版大模型、英伟达推出的新型计算平台以及各家大厂举行的手机、模型等重要发布会；政策及市场交投情绪催化上，7月底政治局会议在科技方面的支持措施仍有望带动相关主题热度，或带动市场宏观政策预期等。中美经贸谈判仍在推进，后续有望进一步达成协议带动市场预期改善，从而出现市场系统性上涨行情等。
- 关注AI Agent发展动向。人工智能体将简单任务自动化转变为主动式问题解决，具备通过独立思考并调用工具完成目标的能力。据测算，2028年中国AI Agent市场规模有望达到3.3万亿，较2024年有望实现22倍的规模增长。

关注AI Agent的快速扩张



资料来源：亿欧智库，华安证券研究所。

下半年AI潜在催化事件（包括许多未知可能，跟踪为主）

技术进步催化	6月底	特斯拉拟于6月底推出Robotaxi自动驾驶服务，取消了方向盘与踏板，依赖全自动驾驶软件运行。
	6-7月	深度求索可能发布DeepSeek-R2。
	6-9月	OpenAI预计将发布ChatGPT-5。
	6-9月	英伟达宣布GB300计算平台三季度上市，配备了升级版Blackwell芯片，推理性能提升1.5倍。
	9月初	苹果秋季发布会。
	9月中下旬	字节跳动TikTok在美国禁令延期的截止日期，关注是否会再次延期。
	10-11月	华为发布HarmonyOS 6。
政策催化	7月政治局会议	关注在科技相关领域可能出现的支持措施。
	中美经贸谈判	关税风险有进一步缓释的可能，美对华可能取消部分出口管制和技术限制措施，如芯片等。

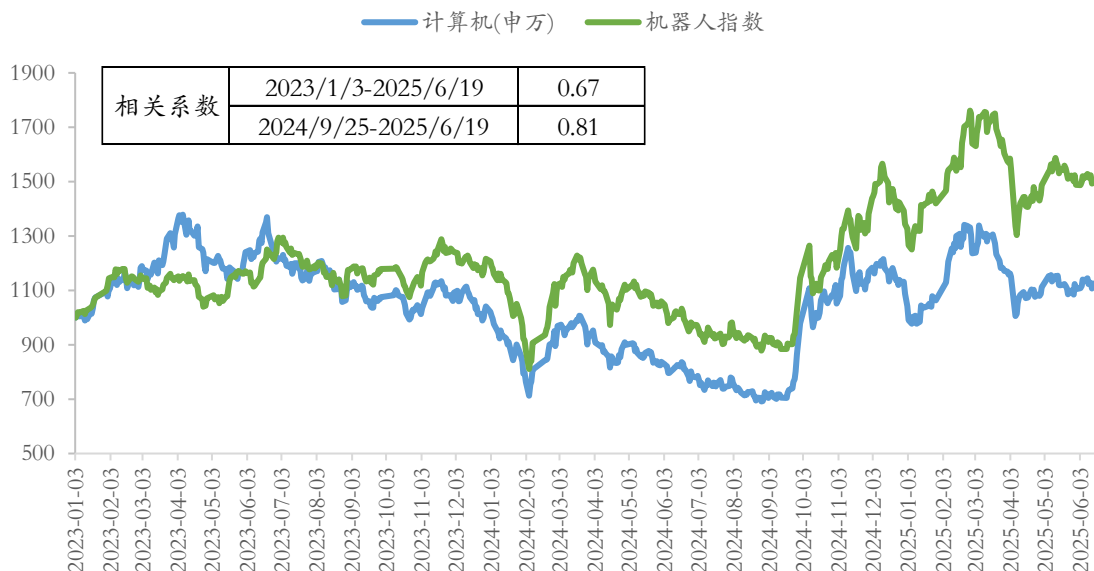
资料来源：华安证券研究所整理。



机器人：机器人板块与AI行情的联动性越来越高

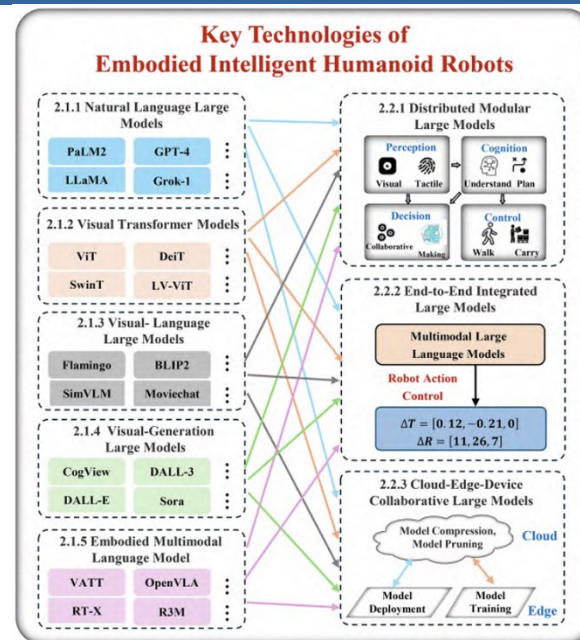
- ▶ 带动人形机器人快速发展的根本因素是AI大模型的进步。人形机器人是“人工智能”和“机器人”结合的产物，近年来随着AI大模型的飞跃式发展，机器人实现了从自动化向智能化的进化，并且与软件的联系更加紧密。大模型技术的应用，使机器人不仅能够完成复杂的任务，还能够在无人监督的条件下自主学习和优化其行为，具身智能机器人成为能够与人协作，甚至独立完成任务的智能实体，其应用范围已经扩展至服务业、教育、医疗等领域。
- ▶ 924之后机器人板块与AI走势（以计算机为例）相关性增强。2023年初至2025年6月期间，计算机与机器人指数的相关性仅为0.67，但924之后的时间段内（2024/9/25-2025/6/19），两者间相关系数增长至0.81，关联性明显增强。并且从2023年至今走势来看，机器人弹性较计算机更大。今年下半年仍具备较多的AI潜在催化事件，届时机器人将有望和TMT板块联动上涨，且有望跑出超额收益。

924之后机器人板块和AI走势的联动性大幅增强



资料来源：Wind，华安证券研究所。

驱动具身智能人形机器人发展的核心是大模型

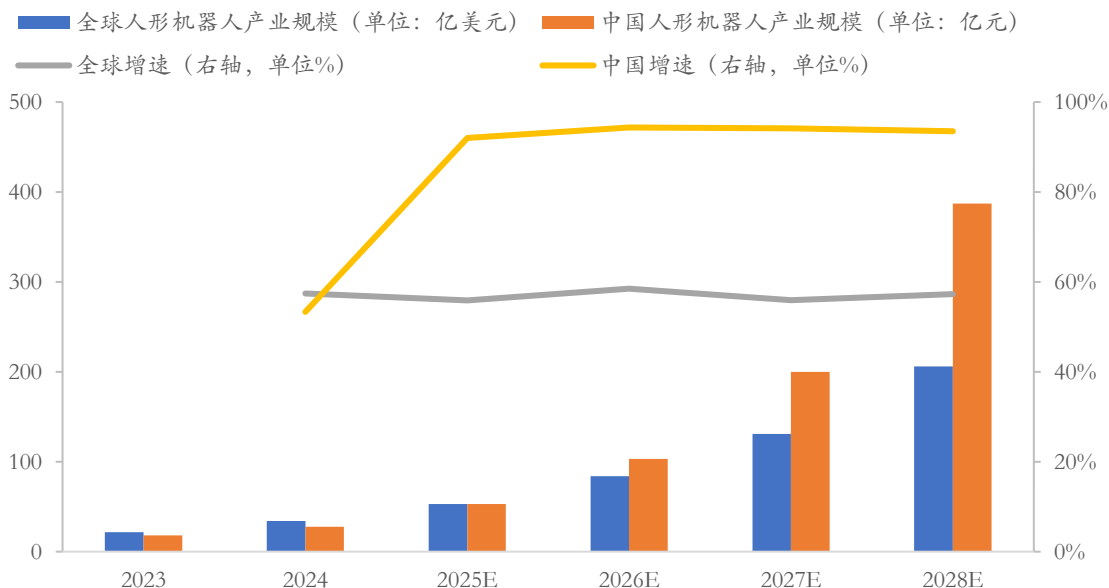


资料来源：《中国科学》，华安证券研究所。

机器人：关注零部件制造等细分板块机会

- 中国机器人产业规模增速预计将超过全球整体水平。据中商产业研究院预测，2024年全球、中国人形机器人规模分别达到34亿美元、27.6亿元，到2028年分别有望达到206亿美元、387亿元，复合增速分别高达56.9%、93.5%，国内产业规模复合增速将明显超过全球增速。若AI再次出现重大技术进步性事件，也将带动机器人进入爆发奇点，规模或远超预测值。
- 机器人零部件结构较多，关注中上游生产厂商。机器人主要零部件包括执行器、减速器、传感器和电机，总机组装的持续增长将快速带动下游零部件厂商业绩增长，可关注自动化设备、家电零部件、汽车零部件、电机、通用设备、专用设备 etc 机器人构件强相关行业。

2025年后我国机器人规模增速每年均有望达到翻倍



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。

机器人组装的主要零部件构造



资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所。



国防军工：下半年有望成为创业板上涨的情绪表征

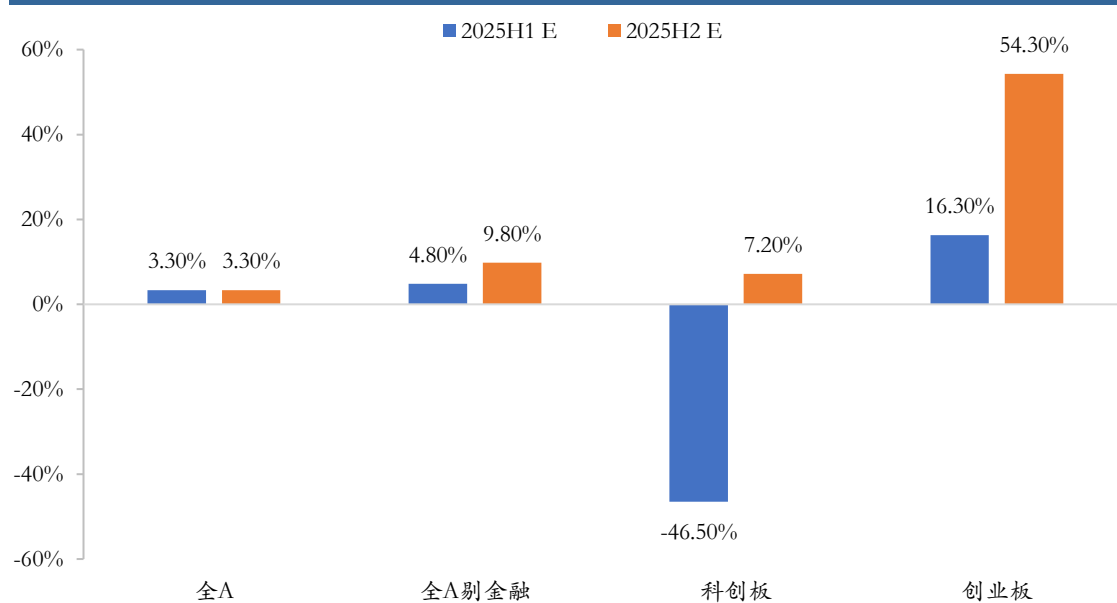
- ▶ 国防军工板块走势与创业板指走势高度趋同，且上涨弹性更大。2023年1月3日至2025年6月17日期间，创业板指和申万国防军工指数相关系数高达0.9137，走势具有极高的相似度，并且国防军工相对创业板指通常显现出更大的上涨弹性。2024年2月-3月期间，国防军工最大涨幅为31.5%，创业板指为23.3%；2024年9月-11月期间，国防军工最大涨幅53.8%，创业板66.0%；2025年3月期间，国防军工最高上涨16.2%，创业板指14.8%；对等关税出台后的触底反弹过程中（截至6月17日），国防军工上涨17.0%，创业板13.4%。
- ▶ 下半年预计创业板的盈利将出现显著改善，基本面驱动下有望演绎一波上涨行情，国防军工板块有望跟随上涨。据我们对下半年各上市板的盈利预测数据显示，下半年创业板盈利水平将出现大幅回升，创业板2025年H2预测增速为54.3%，相较于全A的3.3%、科创板的7.2%具有明显优势。

2023年以来创业板指和军工板块走势高度一致



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标注化处理，以2023年第一个交易日为1000点

创业板下半年有望出现明显的基本面支撑



资料来源：Wind，华安证券研究所。

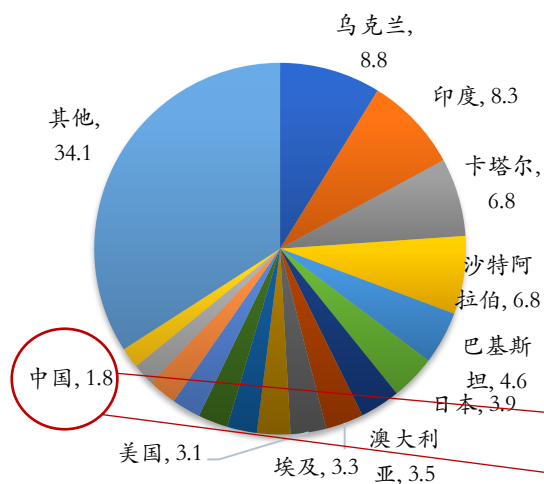


国防军工：下半年存在较多潜在催化事件

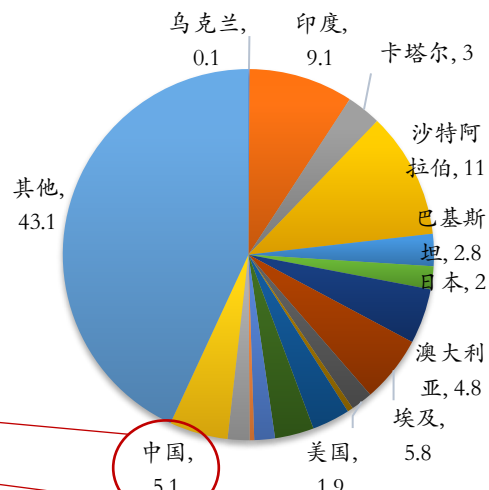
- ▶ **国产武器性能得到实战印证，出口有加速预期。**5月初的印巴冲突中，巴基斯坦国防部长确认使用歼-10C战机、霹雳15导弹等武器击落了多架印度战机，随后6月初印尼国防副部长表示考虑采购歼-10C战机。国产武器性能在实战中得到验证，有望带动出口销量增长。据SIPRI数据显示，2015-2019年中国进口武器占全球比例为5.1%，但2020-2024年已大幅减少至1.8%，显示当前国产武器性能已能进一步满足国内装备需求，同时2020-2024年我国出口武器占全球比例为6.8%，虽然位列第四位，但相较于美国、法国8-9%的水平仍有进一步提升空间。
- ▶ **近年来地缘政治冲突频发，叠加十五五规划、11月初珠海航展等，军工受事件催化的频率明显增加。**近年来，全球地缘政治热点频发，地区不稳定因素明显增加，欧洲、中东、亚太等地均有重大冲突发生。近期伊以冲突愈演愈烈，美国释放下场信号后不确定性进一步增加，下半年预计中东地区仍有较多地缘冲突性事件，俄乌冲突仍在延续等，军工板块催化剂有望频出。

随着国产武器性能提升，我国进口占比明显缩小

2020-2024各国武器进口占比（单位：%）

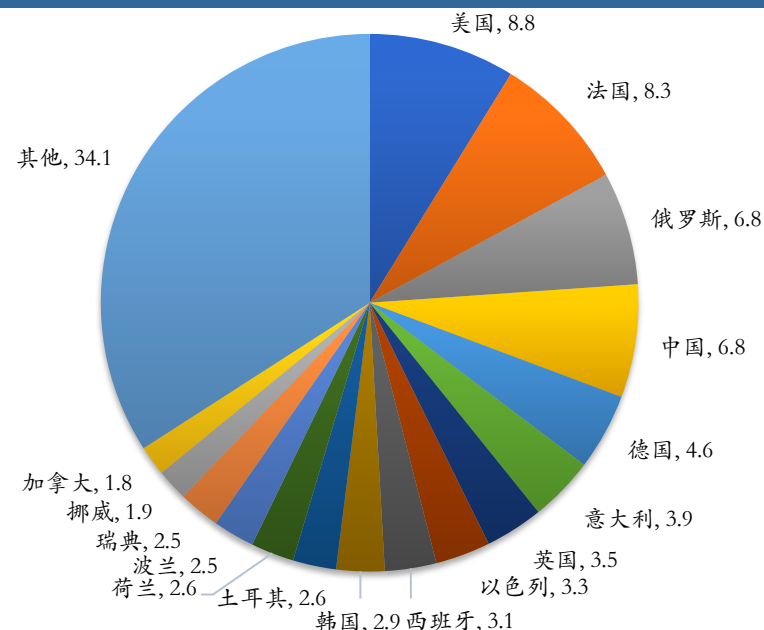


2015-2019各国武器进口占比（单位：%）



资料来源：SIPRI，华安证券研究所。

2020-2024我国武器出口比例排全球第四，仍有较大增长空间



资料来源：SIPRI，华安证券研究所。单位：%

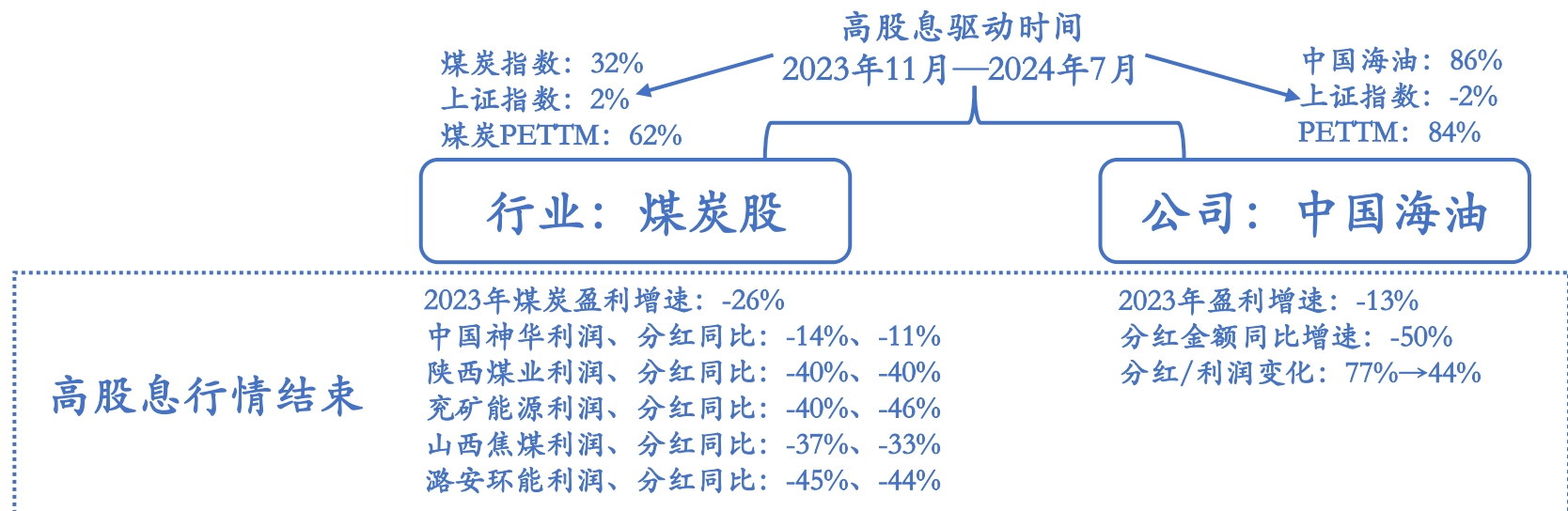


目录

- 1 经济：快慢变量交织，整体平稳回落
- 2 政策：长短兼顾，小步快跑再加码
- 3 盈利：改善趋势确立，业绩支撑在即
- 4 配置：高股息、景气与成长活跃主题
- 5 专题：银行高股息行情将缘何结束？



结论：银行股的高股息行情有望继续演绎



股息率
结束VS持续

6.0 VS 7.9

高股息行情持续	2023、2024、2025Q1银行盈利增速： 1.4%、2.3%、-1.2% 2023、2024年分红金额同比：4.4%、3.0% 2023、2024年分红/利润：29.3%、29.5%	2023、2024、2025Q1盈利增速： 5%、5%、4% 2023、2024年分红同比：14%、7% 2023、2024年分红/利润：72%、73%
---------	---	---



高股息驱动结束原因

核心：高股息稳定性和稀缺性预期同时被打破。

- 稳定性预期：盈利能力大幅回落、分红能力显著减弱、分红意愿明显下降。
- 稀缺性预期：行业股息率不再具备断层优势，存在其他可替代板块。

银行高股息行情展望

核心：仍具备稳健经营和充足分红调控能力，保持稳定高股息。

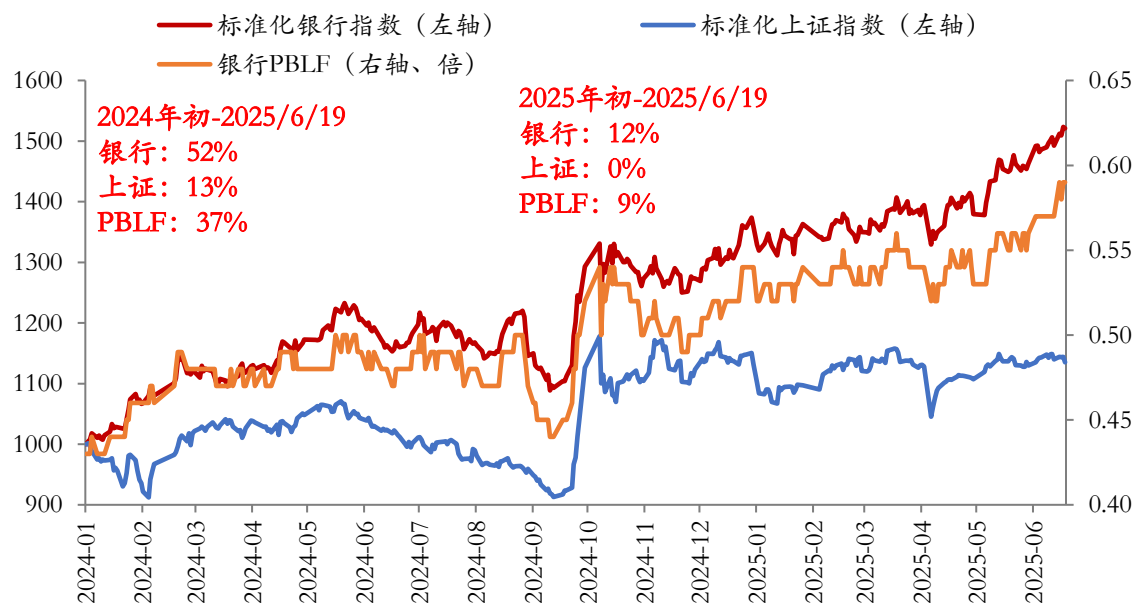
- 银行业属性决定其谨慎经营风格，仍有望继续保持盈利低增速。分红将继续逐年增加。
- 分红/利润始终维持29%左右，意愿稳定，且有巨大提升空间。分红/未分配利润处于6%左右水平，必要时会有充足调升空间。
- 当前股息率位列行业第2，具备优势，且下半年有望增加分红也将抬升股息率水平。



专题：2024年初至今的银行行情，主要由高股息带来的估值驱动

- ▶ 本轮银行行情上涨至今主要由估值贡献所驱动。本轮银行行情从2024年初开始启动，持续至今。截至2025/6/19日，银行指数涨幅52%，较同期上证指数13%涨幅具备显著超额收益，因此本轮银行上涨行情除小幅受益市场 β 以外，更主要在于 α 因素。驱动因素看，2024年至今估值PBLF抬升37%，倒算后EPS抬升11%，相当于贡献度8:2，即银行涨幅主要由估值驱动。
- ▶ 银行业绩小幅改善，盈利贡献有限。银行业绩具备整体稳定性，2024年银行盈利同比增加2.3%，2025Q1盈利小幅减少1.2%，完整区间整体盈利小幅改善，但增速较低、盈利贡献有限。
- ▶ 本轮银行估值抬升高股息特性功不可没。在完整区间内，银行股息率基本都维持在5%以上，部分时间甚至能维持在6.5%左右，长期排名所有行业前2。与同期的市场利率不断破位下滑相比，银行股息率具备明显的优势。高股息贡献成为市场共识。

本轮银行行情有超额收益且主要由估值贡献



资料来源：Wind，华安证券研究所。银行和上证指数采用标准化处理，以2024年初为1000基点

本轮银行行情期间，业绩小幅改善，股息率维持较高水平



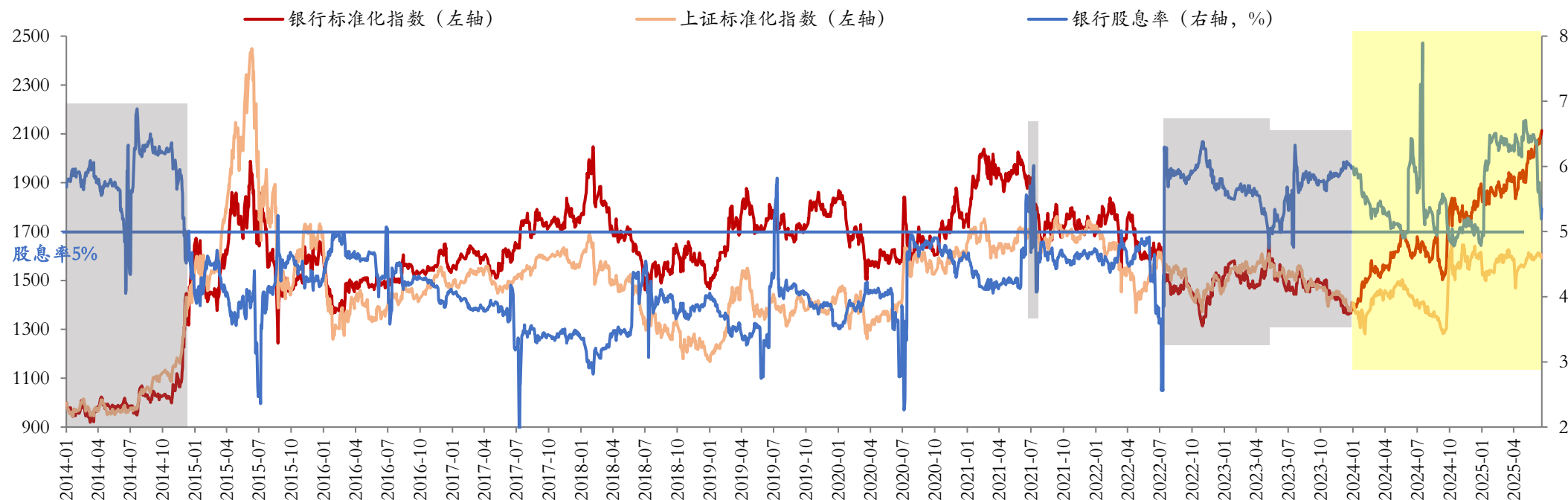
资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率



专题：银行股历史上因高股息而上涨仅有当前一段

- 2014年银行股息率数据公布以来，共有5次出现过阶段性股息率高于5%的情形，但也仅有当前一段属于高股息逻辑支撑上涨。因此探索本轮银行股的高股息行情，难以从银行股的历史演绎中寻找答案。
- 第一次：2014年初-2014年11月，银行指数上涨23.6%，同期上证指数涨幅27.2%，无相对优势。同期PBLF提升5.2%，倒推EPS提升17.5%，业绩主驱动。因此市场 β 贡献、业绩驱动特征明显，不属于高股息驱动。
- 第二、四次：尽管也存在银行阶段性高股息，但在这期间银行股整体是下跌的。因此高股息并未驱动银行股上涨。
- 第三次：2022年7月中旬-2023年5月上旬，这期间银行股呈V型走势，对应地股息率呈倒V型走势。其中V型左侧尽管银行高股息，但整体下跌，下跌原因在于疫情冲击。V型右侧银行股息率高且银行指数上涨，但驱动主要在于疫情防控放开带来的市场 β 行情带动。因此本段也不属于高股息驱动。

历史上银行股因高股息特性而上涨，2014年以来仅有当前一段



资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率。银行股股息率自2014年起有数据



专题：以史为鉴，煤炭高股息行情缘何结束？

- 煤炭因高股息特性而上涨的行情，主要源于非常规情形下的市场交易性行为，历史案例极少，逻辑不具备稳定性。
- 煤炭因高股息特性而上涨的行情，历史案例极少，2010年以来仅有一段（下图中淡黄色标识区域）。假定以5%作为股息率高低划分标准，在2010年以来，煤炭股息率曾出现过多次在5%以上的时段，但在诸多时段中仅有一段煤炭股因高股息上涨，在这个时段中，高股息是因，煤炭股上涨是果。
- 煤炭股高股息行情主要发生在2023年10月到2024年5月。期间A股持续下跌，同时煤价回落，但市场基于避险考虑选择高股息抱团。
- 其余时段下，尽管煤炭股也存在高股息，但并不能成为煤炭股上涨的原因，恰恰相反的是，这期间煤炭股都是下跌的，而对应的股息率却反而上升。这是因为煤炭股下跌是因，股息率计算式抬升是果。如2022年8月-2023年9月，煤炭股下跌的原因在于煤价快速下行。2024年6月至今，煤炭股整体持续下跌的原因同样在于煤价持续性下行。

煤炭因高股息特性而上涨，在2010年以来仅有此一段



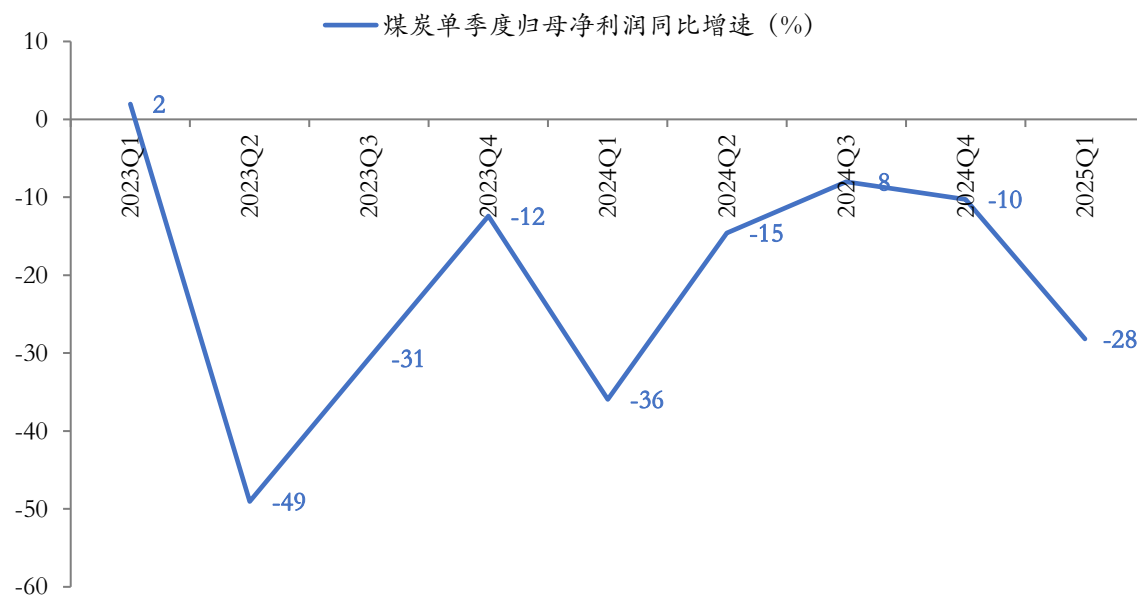
资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率



专题：以史为鉴，煤炭高股息行情缘何结束？

- 历史经验显示，高股息并不能成为煤炭股上涨的有效逻辑支撑，该逻辑具备不稳定性，因此容易被其他因素所干扰。
- 煤炭高股息行情又因何而结束？本轮煤炭高股息行情结束于2024年5月左右，行情结束的本质原因在于行业盈利能力大幅下滑导致分红金额大幅减少且对未来盈利和分红预期持续恶化。
- 2024年4月底5月初，上市公司公告2023年报和2024年一季报，行业整体盈利能力显著下滑。2023年全年煤炭行业盈利增速大幅回落至-26%。2023Q4、2024Q1单季度煤炭行业归母净利润同比增速分别为-12%、-36%，盈利能力有进一步恶化态势。
- 随着行业整体盈利的大幅回落，上市公司分红相应大幅减少，煤炭行业高股息预期被打破。代表性煤炭上市公司2024年分红金额普遍减少了40%甚至更多。

2024年中时根据年报和一季报披露，煤炭行业盈利较差



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2023年主要煤炭公司利润大幅下滑，同时分红金额大幅减少

主要煤炭公司	2023年 分红金额 亿元	2024年 分红金额 亿元	分红金额 规模变化	2023年 归母净利润 同比增速
中国神华	506.6	449.0	-11%	-14.29%
陕西煤业	211.4	127.5	-40%	-39.67%
兖矿能源	213.3	115.1	-46%	-39.62%
山西焦煤	68.1	45.4	-33%	-37.03%
潞安环能	85.3	47.5	-44%	-45.11%

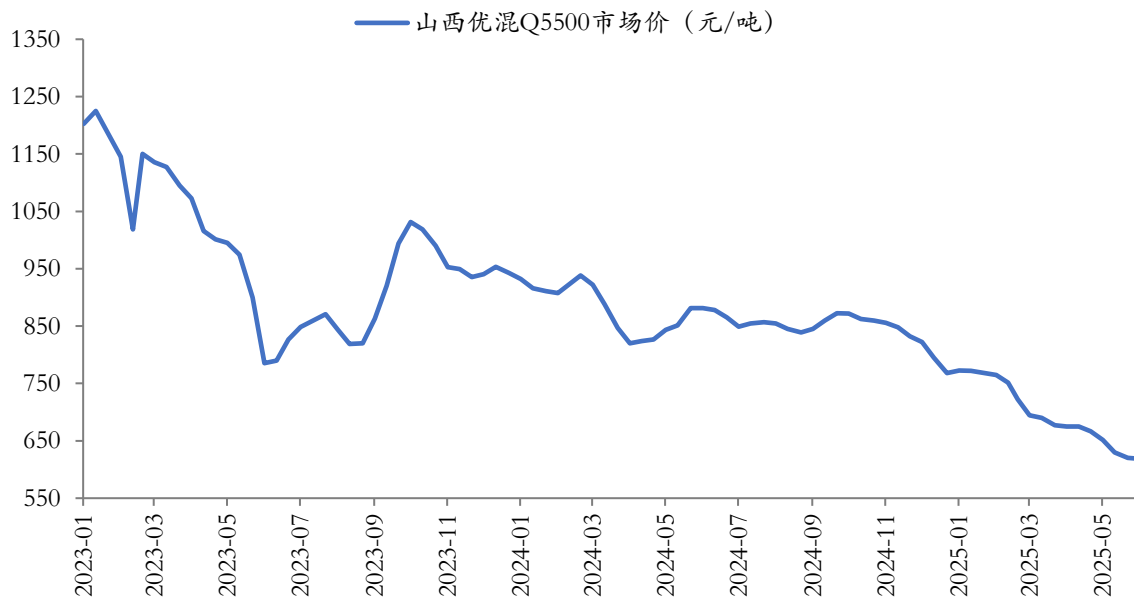
资料来源：Wind，华安证券研究所。分红金额根据对应公司公告



专题：以史为鉴，煤炭高股息行情缘何结束？

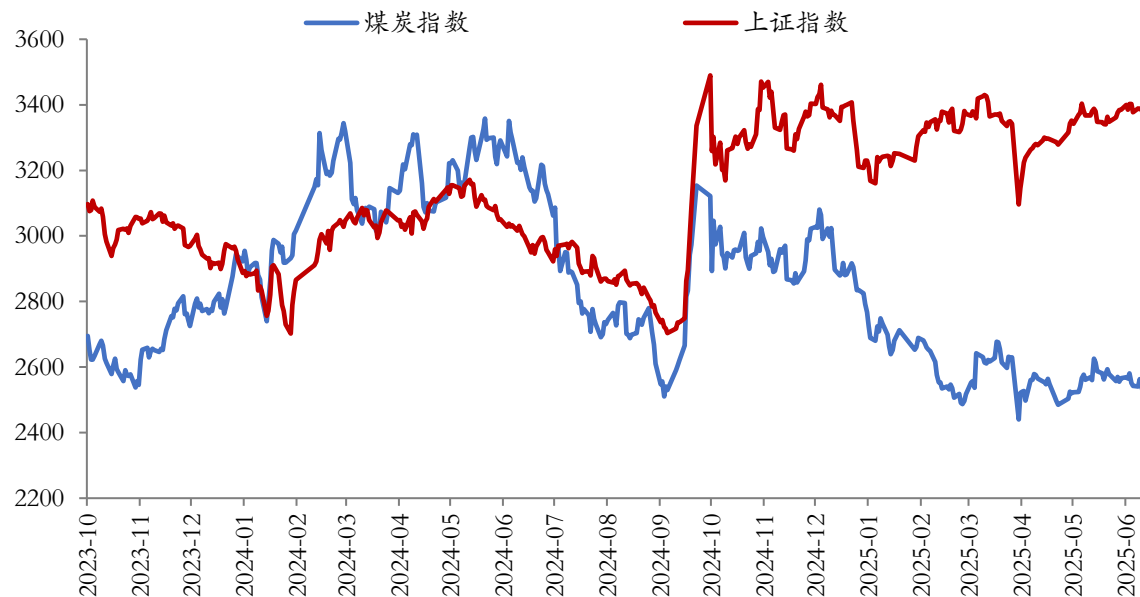
- ▶ 除2024Q1季度煤炭行业盈利能力继续恶化带来未来盈利和分红悲观预期以外。煤炭价格也进入了新一轮降价，降价趋势持续至今，这也不断加深了市场对煤炭企业维持高股息特性的怀疑和担忧。
- ▶ 值得一提的是，2024年6月后煤炭行业指数整体持续下跌至今，其原因并没有上证指数的影响，反而在这同期内上证指数整体上有所上涨并维持高位，因此这反而起到了减少煤炭行业跌幅的作用。
- ▶ 值得再提的是，2024年6月左右煤炭行情结束也并未受到事情交易情绪的影响。彼时无论从估值及分位还是拥挤度及分位来看，均没有到极致或过热情形。
- ▶ 因此2024年6月后，煤炭指数持续调整的最重要原因在于盈利能力恶化（煤炭价格持续下降）。一方面削弱了高股息的持续性和稳定性；更重要的是煤炭行情再次回到了常规情形，即煤价下跌对指数走势的基本面压制。

2024年6月后煤价进入新一轮下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2024年6月后煤炭指数持续走低，上证指数并非提供负面影响



资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：以史为鉴，煤炭高股息行情缘何结束？

- 另外，煤炭股息率经过高股息支撑行情消化后，与银行股息率差距消失，而银行具备经营稳健性特征，因此煤炭高股息逻辑被转移至银行，并成为助推银行上涨至今的最重要支撑。
- 2025年6月前后银行业的股息率追上煤炭行业股息率，成为良好的潜在替代对象。
- 2025年中银行业整体仍能维持分红金额上涨，是使得银行业股息率追上煤炭行业的重要因素。也让银行继承了煤炭行业的高股息逻辑。

2024年6月银行与煤炭股息率差距基本消失



2024年中，银行业仍能维持分红金额增加

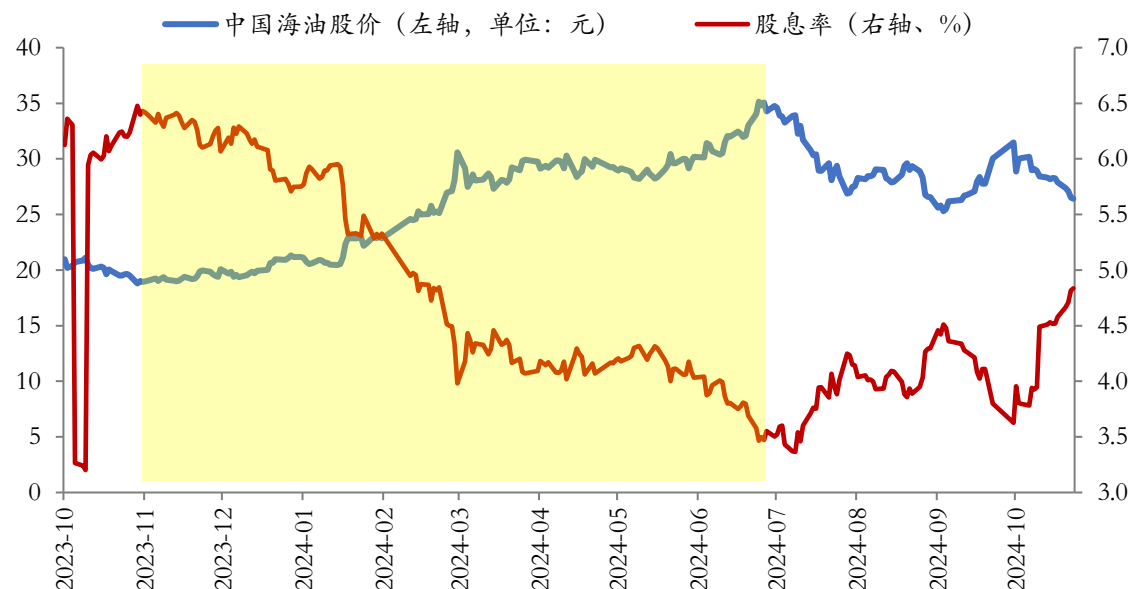
主要银行公司	2023年 分红金额 亿元	2024年 分红金额 亿元	分红金额 规模变化	2023年 归母净利润 同比增速
招商银行	438.3	497.3	13.5%	6.22%
中国银行	683.0	695.9	1.9%	2.38%
交通银行	277.0	278.5	0.5%	0.68%
工商银行	1081.7	1092.0	1.0%	0.79%
农业银行	777.7	808.1	3.9%	3.91%
建设银行	972.5	1000	2.8%	2.44%
平安银行	55.3	139.5	152.3%	2.06%

资料来源：Wind，华安证券研究所。分红金额根据对应公司公告

专题：以史为鉴，中国海油高股息行情缘何结束？

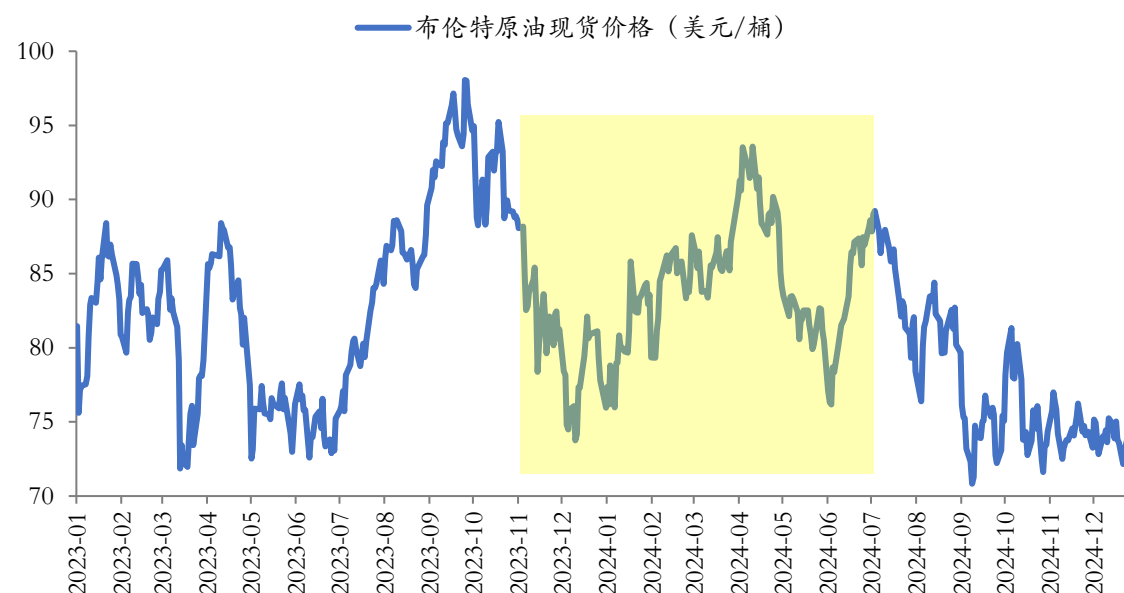
- 除了从煤炭行业高股息行情结束的过程中寻求答案外，我们还可以从一些标志性个股来验证结论。从行业层面，高股息驱动在煤炭和银行业影响较大，在其他行业相对影响没那么显著、清晰，但某些个股仍然受影响较大，如中国海油。
- 在煤炭行情高股息驱动的同期，即2023年11月-2024年6月左右，中国海油也因为受益高股息逻辑而表现优异。在这期间，中国海油涨幅高达85.5%，上证指数-1.8%，表现优异。同期其估值PE TTM抬升了84.3%，本轮上涨几乎全由估值驱动。
- 在这期间，国际原油价格呈宽幅波动性下滑。在原油价格上涨区间，中国海油涨速快，受到价格边际改善和高股息的双重驱动。而原油价格下跌区间，中国海油并没有明显下跌，在于高股息支撑与价格边际下行之间形成对冲。

中国海油在2023年11月-2024年6月也经历了高股息驱动上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率

中国海油高股息上涨区间，油价的变化



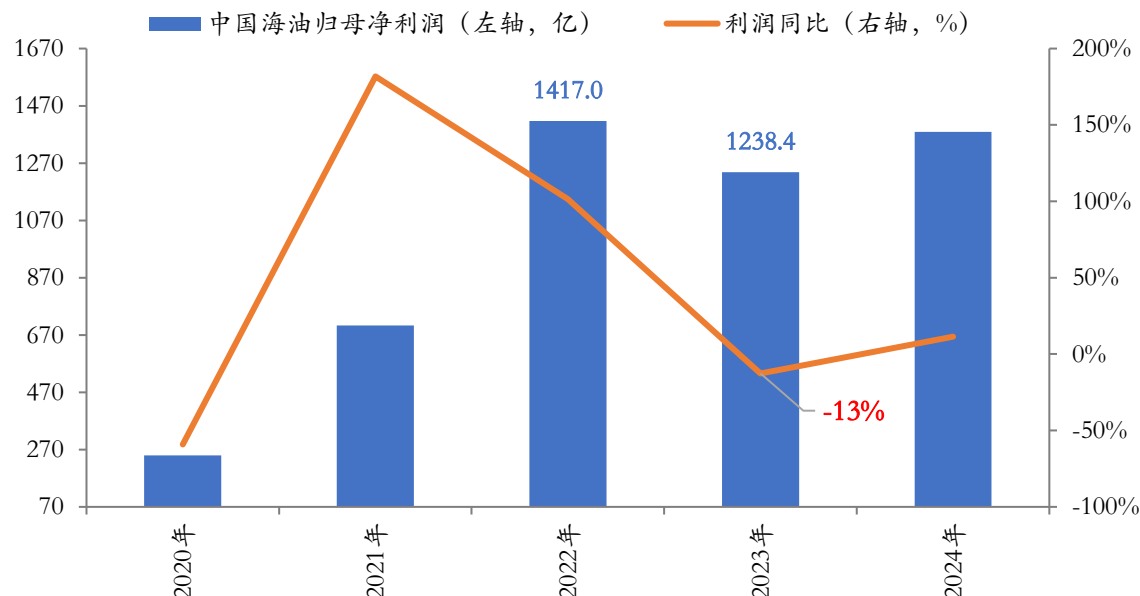
资料来源：Wind，华安证券研究所。淡黄区域为中国海油高股息上涨阶段



专题：以史为鉴，中国海油高股息行情缘何结束？

- 与煤炭高股息驱动行情同期嘎然而止的原因一致，中国海油2023年报盈利大幅下滑，分红金额和意愿大幅下降，引发了市场对分红未来预期的恶化，以及由此保持高股息能力的怀疑。此外国际油价进入新一轮下行加深了该忧虑。
- 2024年4月底中国海油公布2023年年报，其中归母净利润同比下滑了13%。受归母净利润下滑影响，当年中国海油的分红总额也大幅回落了50%。不仅如此，该分红金额回落幅度远大于归母净利润下滑幅度，这意味着公司分红意愿明显减弱，2022年分红金额占归母净利润的比例为77%，但2023年这一比例锐减至44%。
- 除了利润下降影响分红以及意愿减弱外，2024年7月起国际原油价格进入了新一轮的快速下行（见前页图）。

2023年中国海油归母净利润下降，同比为-13%



资料来源：Wind，华安证券研究所。

中国海油对2023年的分红金额和意愿大幅下降

年份/项目	2022年	2023年
① 年度分红总额、亿	1091.1	543.0
年度分红总额 同比变化	--	-50%
② 归母净利润、亿	1417.0	1238.4
①/②	77%	44%

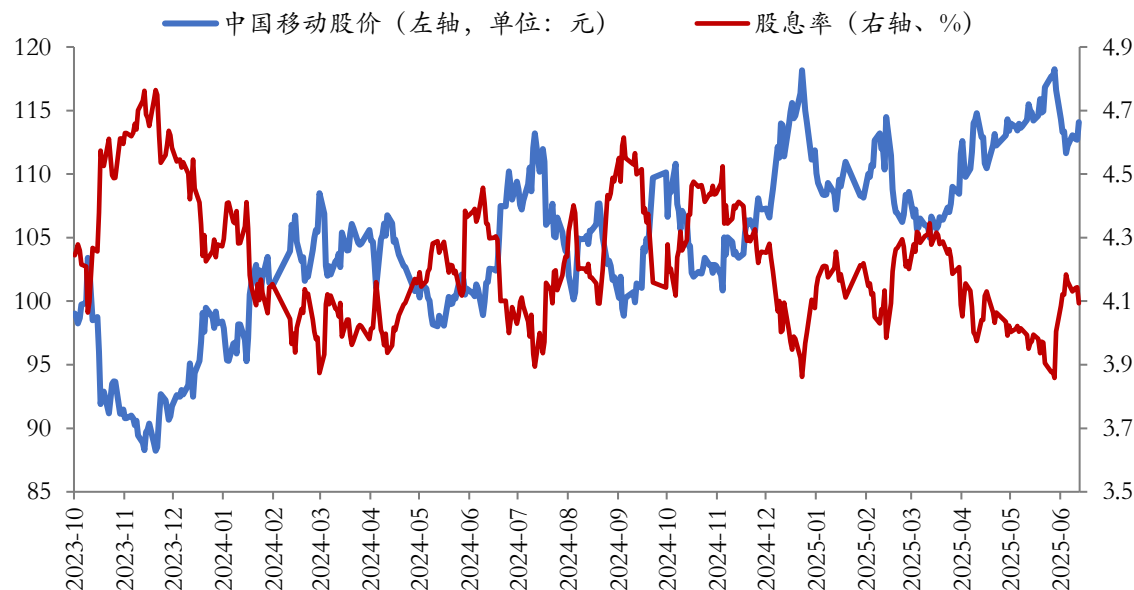
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据公司公告



专题：以史为鉴，中国移动高股息行情为何能持续？

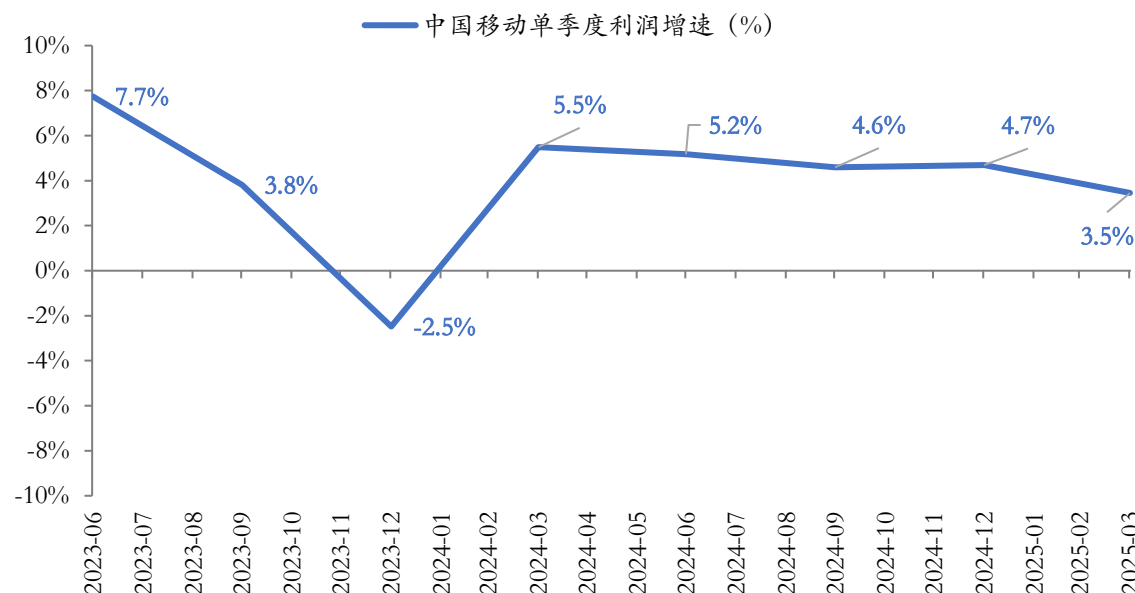
- 除了中国海油行情走势与煤炭类似，且影响因素一致以外。也有代表性个股可以类似银行股受益于高股息驱动而不断创新高，如中国移动。
- 自从2023年11月高股息概念发酵以来，甚至在2024年7月煤炭、中国海油因高股息预期结束之后，中国移动整体仍在波动中不断创新高，持续至今。截至6月20日，中国移动涨幅37.9%，同期上证指数涨幅10.6%，超额优势明显。驱动因素方面，同期中国移动PETTM抬升了24.1%，倒算EPS抬升了11.1%，其中估值仍然是主要贡献因素。
- 业绩也有一定贡献，2024年初以来中国移动的单季度归母净利润同比增速始终维持稳定的低速增长。（而其业绩贡献相比银行略高的原因在于中国移动盈利增速整体高于银行股）。

中国移动行情整体仍在不断新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率

中国移动经营盈利增速稳定



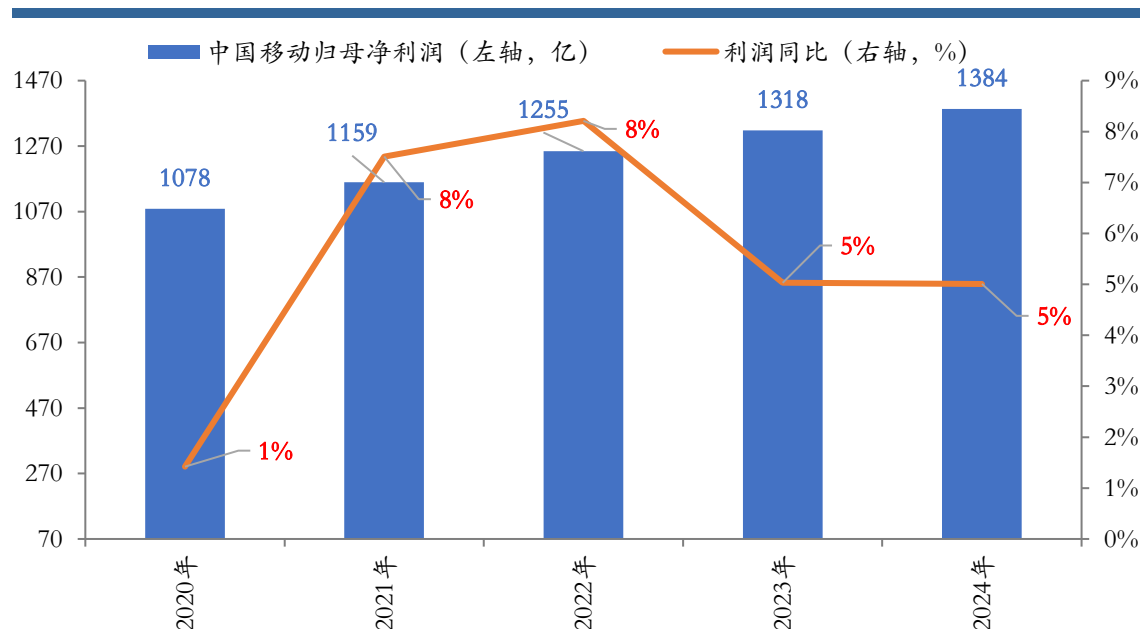
资料来源：Wind，华安证券研究所。



专题：以史为鉴，中国移动高股息行情为何能持续？

- 中国移动与银行股持续受益高股息，行情不断创新高的核心在于：具备稳健的经营能力，盈利始终维持稳定低速增速，同时其分红意愿快速抬升并维持高位。
- 2020年-2024年，中国移动年度归母净利润同比增速分别为1%、8%、8%、5%、5%，始终维持稳健低增速，这为其分红能力的稳步逐年提升提供了良好基础。不仅如此，中国移动每年的分红金额同比增速均高于其盈利增速，也使得其分红总额占归母净利润的比例快速抬升，近两年均维持在72%左右的高比例，这意味着中国移动的分红意愿很强且稳定。

中国移动盈利能力始终维持稳定低增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

中国移动分红金额逐渐增加，且分红意愿提升维持高位

年份/项目	2021年	2022年	2023年	2024年
① 年度分红总额、 亿	447.3	827.8	943.5	1005.1
年度分红总额 同比变化	--	85%	14%	7%
② 归母净利润、亿	1159.37	1254.59	1317.66	1383.73
①/②	39%	66%	72%	73%

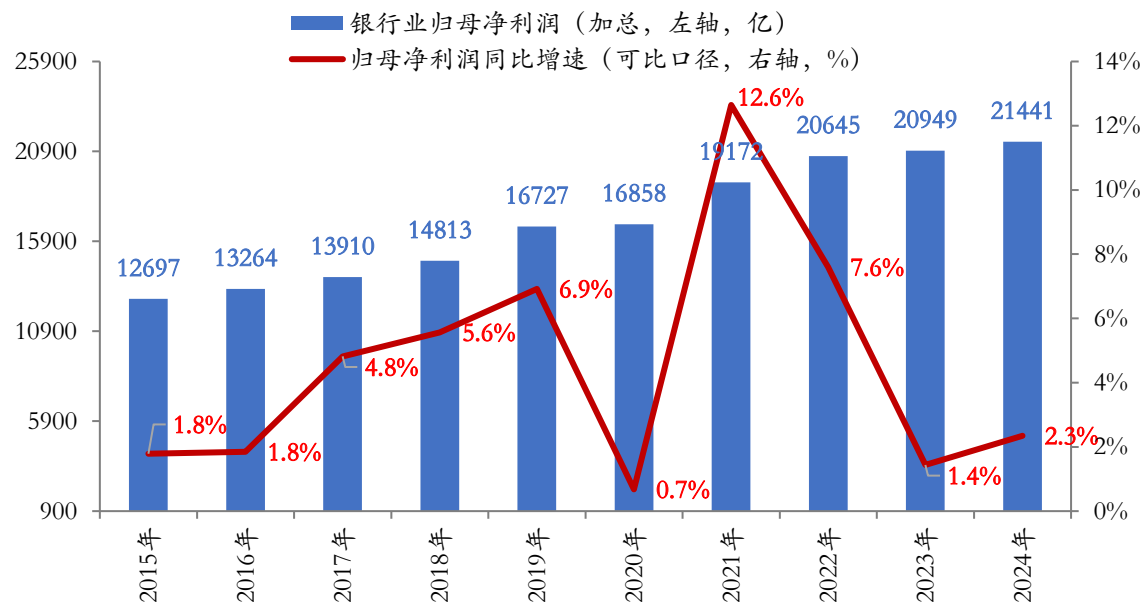
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据公司公告



专题：分红比例和未分配利润规模有力保证银行维持高股息率

- 因此根据对前文高股息行情结束和被替代的原因分析，需要同时具备两方面条件：①高股息行情板块盈利能力大幅削弱导致分红金额大幅减少，未来分红预期恶化。②需要有股息率接近的行业作为替代，并且该行业的分红能力预期稳定或向好。
- 银行经营极度稳健，分红预期稳定。①近10年来，银行始终维持微幅或小幅增长，尽管可能存在个别季度盈利增速压力，但完整年度盈利增速极其稳健。②近5年来，银行业分红金额占归母净利润的占比始终维持在29%左右，分红意愿和分红能力有保障。③由于分红金额主要来源于未分配利润，而银行业具备极其庞大的未分配利润规模可以调节分红金额，近年来分红金额占未分配利润的比例有所下滑，这也为未分配利润提供分红金额的稳定性提供了蓄水池效果。
- 讨论：假如银行经营出现超预期下滑，只要下滑幅度不达到类似煤炭-40%幅度，银行可以通过提高分红比例和从未分配利润中进行调整，以维持其分红规模的稳健性或上涨性。

银行业经营极其稳健，多年来始终保持微小增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

银行业分红占净利润维持稳定比例，未分配利润提供蓄水池

年份	① 分红金额 亿元	② 归母净利润 亿元	③ 未分配利润 亿元	①/②	①/③
2020年	4892.5	16857.9	70225.1	29.0%	7.0%
2021年	5491.1	19172.5	78873.6	28.6%	7.0%
2022年	5877.1	20645.4	87699.2	28.5%	6.7%
2023年	6133.5	20948.7	96153.7	29.3%	6.4%
2024年	6319.6	21440.7	102453.5	29.5%	6.2%

资料来源：Wind，华安证券研究所。上述数据均为当年公司加总

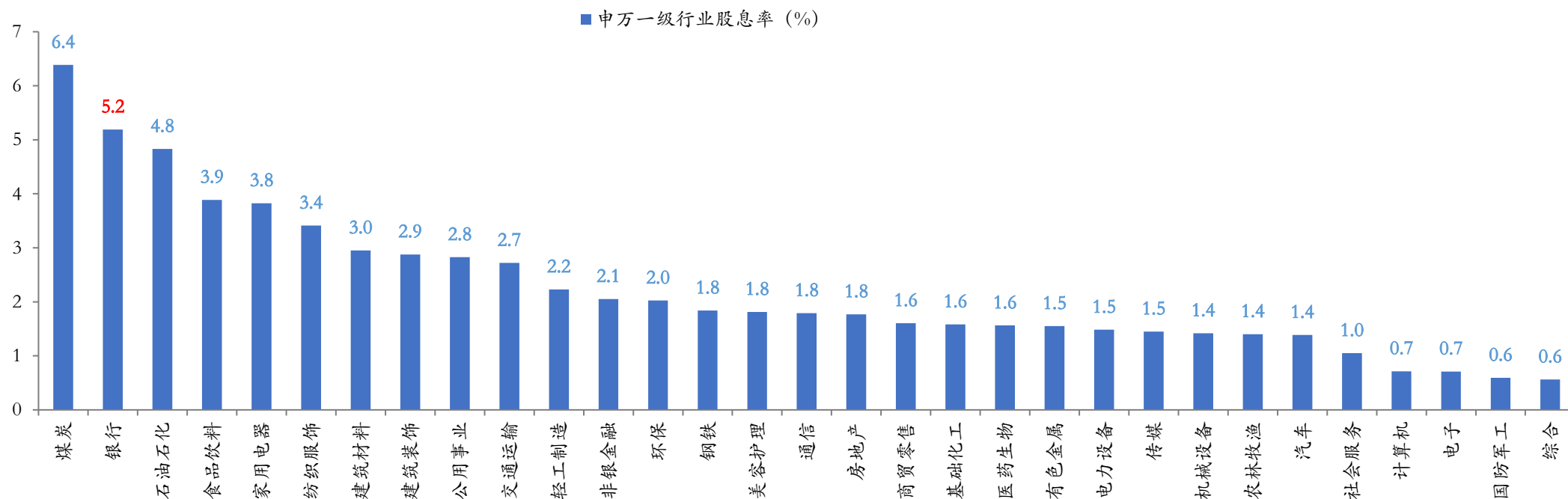


专题：银行股息率仍具有断层优势

□ 银行股息率仍具有断层优势，煤炭和石油石化难以继承其高股息逻辑。

- 银行以5.2%股息率位列第二。此外如果考虑到银行分红总额长期以来逐年增加，银行有望在下半年继续分红（监管鼓励、2024年下半年银行增加了分红），中长期维度看，银行仍有股息率通过分红形式抬升的逻辑（而非通过股价下跌式的计算抬升）。
- 煤炭行业股息率6.4%，位列第一，但再次承接高股息逻辑可能性低。核心在于煤炭行业盈利能力仍然弱势，分红金额仍有下滑预期。其股息率的支撑主要是由于长期以来指数下跌计算所致。
- 石油石化行业股息率4.8%，位列第三，也难承接高股息逻辑。一方面油化行业的盈利增速变化极大、不稳定，如2020年-2024年盈利增速分别为-50.9%、152.8%、30.5%、-2.6%、0.6%。二方面近年来油化行业分红金额持续大幅下滑，2022年-2024年近三年分红金额分别为2400亿、1910亿、1613亿。

银行股息率仍具有断层优势



资料来源：Wind，华安证券研究所。股息率采用近12个月股息率



华安策略



感谢关注!

风险提示：相关预测存在方向性偏差；国内宏观政策超预期；美联储政策超预期；历史比较的局限性等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。