



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
 证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）
 zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
 wuhuimin@gjzq.com.cn

分析师：周翰（执业 S1130523110003）
 zhou_han@gjzq.com.cn

市场防御周期下：内需消费的系统性投资框架

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：美国滞胀风险升温，权益市场“波动率”上升。美国“对等关税”幅度和力度均远超市场预期。特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现。

当下市场聚焦：1、中美之间互加关税，对于权益市场如何影响？如何看待后续 A 股表现？2、美债利率大幅飙升，是否会导致市场波动率上升？3、外需受关税冲击，如何筛选内需消费机会？4、新消费与传统消费如何进行选择？

全球关税战推升美国滞胀风险，全球权益市场“波动率”将明显上升

全球关税战升级，权益市场维持“高波动”状态。4 月 2 日美国“对等关税”发布后，中美之间关税战持续升级，截止目前，美国对中国产品征收的额外关税已达 145%，而中国对原产于美国的进口商品加征关税税率也已经提高至 125%。欧盟也宣布了对美国的关税反制措施。参考关税 1.0 的经验，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从最新落地的“对等关税”情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温。回到当下的 A 股、港股市场定价层面，国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。事实上，3 月 CPI 和 PPI 数据已经开始呈现走弱迹象。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会。

财政发力预期下，内需消费的投资逻辑与框架

在外需冲击扩大的背景下，近期政策利好彰显“扩内需”决心。我们判断内需消费改善的核心是促使居民可支配收入改善，路径有三：一是静待企业“盈利底”，居民薪资及财产性收入方有望迎来趋势性回升。二是财政有望发力，促使居民防御性储蓄释放：①“普惠式”加大社会保障力度，促使存量防御性储蓄释放；②“定向优惠”城镇在低收入人群，促其有能力、有意愿在城市中生活、消费。三是补贴广度、力度加码，与居民“本金改善”形成合力，加快年内消费落地。构建消费投资框架：挖掘“真消费资产”甚至“超消费资产”。方向一：围绕新消费方向，筛选“政策支持+产业景气加速向上+透支久期适度”的方向。首选：ROE 改善+营收盈利趋势改善+资本开支扩张的景气上升类行业：银发经济、辅助生殖、旅游及景区（含冰雪经济概念）、谷子经济、化妆品；次选：ROE 边际改善+资本开支扩张的行业：宠物经济（以及动物保健行业）。方向二：围绕政策方向布局传统消费，筛选“增长型红利”方向。首选：ROE 稳定或改善+股息率改善或高+现金流改善且充裕的行业：母婴消费、教育和饮料乳品等。次选：ROE 稳定或改善+现金流充裕+存在政策支撑/自身有成长性的行业：酒店餐饮、旅游及景区、医疗美容、饰品等。

风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优

建议：（一）减持：“渗透率 10%以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；（二）增配：有业绩贡献或者潜在出业绩的结构性科技成长方向，包括：（1）光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。（三）超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。（四）黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；（五）创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 全球关税战推升美国滞胀风险，全球权益市场“波动率”将明显上升.....	4
2.2 财政发力预期下，内需消费的投资逻辑与框架.....	5
2.3 风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优.....	11
三、市场表现回顾.....	11
3.1 市场回顾：国内宽基指数全面下跌，海外权益指数跌多涨少.....	11
3.2 市场估值：A股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半.....	14
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	15
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	18
四、下周经济数据及重要事件展望.....	19
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 3 月 CPI 同比继续负增长.....	4
图表 2： 3 月 PPI 同比低于预期.....	4
图表 3： 2024 年 9 月以来“扩内需”相关政策列表.....	5
图表 4： 21 年底以来居民收入中枢明显下移.....	6
图表 5： 工资性收入和财产性收入拖累整体收入表现.....	6
图表 6： 工资性和财产性收入占比超 70%.....	7
图表 7： 当下消费意愿指数整体偏低.....	7
图表 8： 居民年度新增存款中枢仍然较高.....	7
图表 9： 央行调查显示居民更倾向于储蓄.....	7
图表 10： 当下就业人员有约 24%来自于农村外出务工劳动力的贡献.....	7
图表 11： 除 2020 年外，财政补贴占据社会保险基金收入的比重长期维持在 20%-23%.....	7
图表 12： 旅游及景区营收盈利增速呈现改善趋势.....	8
图表 13： 旅游及景区 ROE 上升，资本开支扩张.....	8
图表 14： 宠物经济指数 ROE 边际企稳改善.....	8
图表 15： 宠物经济指数资本开支扩张.....	8
图表 16： 主要新消费行业的透支久期情况.....	9
图表 17： 建议关注两类新消费行业.....	9
图表 18： 消费板块内部来看，2021 年以来各细分板块 ROE 表现存在分化.....	10
图表 19： 21 年以来消费中枢下移；22H2 开始拐头回暖.....	10
图表 20： 教育 ROE 持续上行，属于“ROE 边际向上”.....	10
图表 21： 白色家电的 ROE 持续维持高位窄幅波动.....	11
图表 22： 21 年以来食品加工 ROE 持续下移.....	11
图表 23： 建议关注两类传统消费资产.....	11
图表 24： 本周（4.7-4.11）国内宽基指数全面下跌，海外权益指数跌多涨少.....	13



图表 25:	本周 (4.7-4.11) 一级行业涨跌互现, 农林牧渔领涨, 电力设备领跌.....	14
图表 26:	本周 (4.7-4.11) A 股主要指数估值多数下跌, 海外权益指数估值涨跌参半.....	14
图表 27:	本周 (4.7-4.11) A 股各行业估值多数下跌, 社会服务领涨, 综合领跌.....	15
图表 28:	万得全 A ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 29:	上证指数 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 30:	沪深 300 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 31:	创业板指 ERP 触及“2 倍标准差上限”.....	16
图表 32:	万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 33:	上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 34:	沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 35:	创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 36:	金融的 ERP 高于“滚动均值”.....	17
图表 37:	周期的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	17
图表 38:	消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”.....	17
图表 39:	成长的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	17
图表 40:	金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 41:	周期股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 42:	消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 43:	成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 44:	本周 (4.7-4.11) 主要指数盈利预期全面下调.....	18
图表 45:	本周 (4.7-4.11) 各行业盈利预期多数下调.....	19
图表 46:	下周全球主要国家核心经济数据一览.....	19
图表 47:	下周全球主要国家重要财经事件一览.....	20



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：美国滞胀风险升温，权益市场“波动率”上升。美国“对等关税”幅度和力度均远超市场预期。特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现。

当下市场聚焦：1、中美之间互加关税，对于权益市场如何影响？如何看待后续 A 股表现？2、美债利率大幅飙升，是否会导致市场波动率上升？3、外需受关税冲击，如何筛选内需消费机会？4、新消费与传统消费如何进行选择？

二、策略观点及投资建议

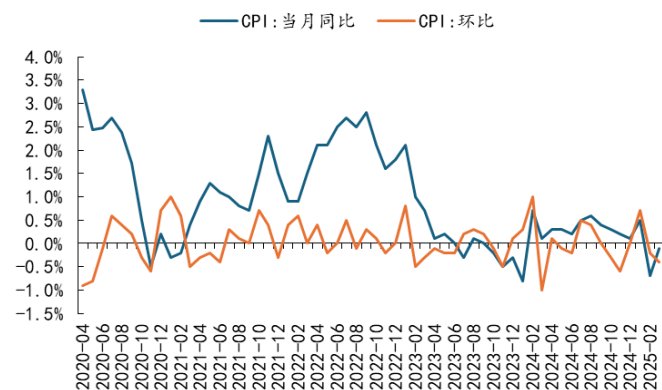
2.1 全球关税战推升美国滞胀风险，全球权益市场“波动率”将明显上升

全球关税战升级，权益市场维持“高波动”状态。4 月 2 日美国“对等关税”发布后，中美之间关税战持续升级，截止目前，美国对中国产品征收的额外关税已达 145%，而中国对原产于美国的进口商品加征关税税率也已经提高至 125%。4 月 9 日，欧盟 27 个成员国投票表决通过对美国进口产品征收 25% 关税的反击措施，以报复特朗普政府 3 月 12 日宣布的对欧盟钢铁和铝征收关税的措施。前期美国“对等关税”的加征力度远超市场预期，尤其是对“对美贸易逆差大”的国家所征收的关税水平更高；而之后中美、欧美之间互加关税则进一步加剧了关税战的严重程度，在此期间权益时维持“高波动”的状态。

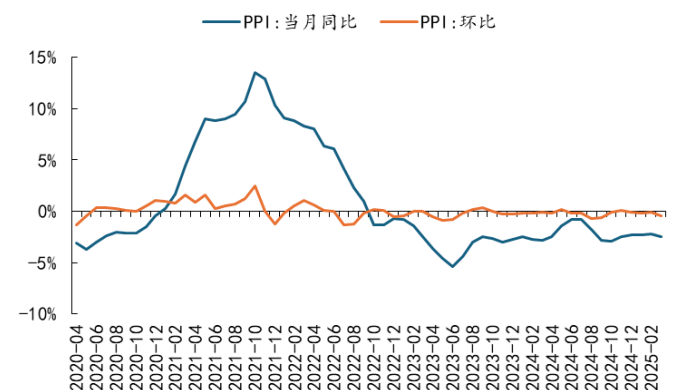
我们重申观点，参考关税 1.0 的经验，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从最新落地的“对等关税”情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温，主要基于：①更广的加征范围和更大的加征幅度已经得到印证，或将显著推升美国进口关税税率；②可能招致贸易伙伴的“报复性”关税，由此对美国经济的负面含义是更大的；③美联储降息周期受到通胀水平的“掣肘”；④高关税壁垒下，全球贸易活动收缩，经济景气下行，亦会拖累美国增长动力，具体详见报告《特朗普关税 2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整》。

维持 A 股、港股波动率上升风险观点。回到当下的 A 股、港股市场定价层面，国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。这将进一步抑制居民、企业的信用释放，加大 M1 下行风险。显然，基本面“退坡”叠加 M1 下行，意味着企业“分子”、“分母”端均面临调整压力。事实上，最新发布的 3 月份 CPI 和 PPI 数据已经开始显现出走弱的迹象，3 月 CPI 同比下滑 0.1%，基本符合预期，环比下滑 0.4%，下滑幅度环比扩大；3 月 PPI 同比下滑 2.5%，低于市场预期，下滑幅度扩大。3 月国内经济尚未明显受到关税战的冲击，4 月份数据压力或进一步放大。此外，考虑到港股在经历过年初至今显著涨幅之后，其 ERP 水平已经创下 2021 年 4 月以来新低，反映短期情绪透支明显，一旦国内、外风险抬升，将加大分母端估值波动率抬升。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会。

图表1：3 月 CPI 同比继续负增长



图表2：3 月 PPI 同比低于预期



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



2.2 财政发力预期下，内需消费的投资逻辑与框架

在外需冲击扩大的背景下，近期政策利好彰显“扩内需”决心。自从2024年9月系列“宽货币+宽财政”实施以来，与之相伴的“扩内需”政策也持续出台。2025年3月《政府工作报告》继续提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，并将其置于重点任务的首要位置。同时，“以旧换新”政策则呈现出“加力”又“扩围”的特征，包括安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，相比上年增量1500亿元；同时，也将手机、平板、智能手表（手环）等纳入补贴范围。

2025年3月16日中共中央国务院印发《提振消费专项行动方案》，整体上延续“扩内需”方向，并对未来消费政策刺激方向给予了更为明确的指引。结合政策内容来看，主要包括：服务消费（银发经济、养老服务、生活消费、文体旅游、冰雪经济、入境消费等）、大宗消费（汽车、家电、家装、消费电子等），以及新型消费（首发经济、“人工智能+消费”等）。

中美关税战升级后，4月9日，总理主持召开经济形势专家和企业座谈会，强调要做大做强国内大循环，把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收，在抓好消费品以旧换新的同时加快释放服务消费潜力。

图表3：2024年9月以来“扩内需”相关政策列表

时间	会议/政策	主要内容
2024-09	9月中央政治局会议	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。
2024-10	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	(1) 强化生育服务支持：增强生育保险保障功能、完善生育休假制度、建立生育补贴等制度、加强生殖健康服务；(2) 加强婴幼儿服务体系建设和提高儿童医疗服务水平、增加普惠托育服务供给、完善普惠托育支持政策、促进儿童发展和保护；(3) 强化教育、住房、就业等支持措施：扩大优质教育资源供给、加强住房支持政策、强化职工权益保障；(4) 营造生育友好社会氛围：积极构建新型婚育文化、加强社会宣传倡导。
2024-11	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	1、目标：到2027年，冰雪经济总规模达到1.2万亿元；到2030年，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。 2、持续推动冰雪运动发展：广泛开展群众性冰雪运动、推动青少年冰雪运动发展、提升冰雪运动竞技水平、发展冰雪项目竞赛表演产业。 3、完善冰雪经济产业链条：促进冰雪经济区域协调发展、传承发展冰雪文化、推进冰雪装备器材产业高质量发展、优化发展冰雪旅游。 4、完善基础设施和配套服务：加强冰雪场地设施建设、提升配套服务水平。 5、培育壮大冰雪经济经营主体：打造一批冰雪领域知名品牌和龙头企业、培育一批冰雪领域专精特新中小企业、积极培育冰雪体育组织。 6、促进和扩大冰雪消费：丰富冰雪消费产品、优化冰雪消费环境、健全冰雪标准体系。
2024-11	《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》	1、目标：到2027年，新型城市基础设施建设取得明显进展，对韧性城市建设的支撑作用不断增强，形成一批可复制可推广的经验做法。到2030年，新型城市基础设施建设取得显著成效，推动建成一批高水平韧性城市，城市安全韧性持续提升，城市运行更安全、更有序、更智慧、更高效。 2、重点任务：实施智能化市政基础设施建设和改造、推动智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展、发展智慧住区、提升房屋建筑管理智能化水平、开展数字家庭建设、推动智能建造与建筑工业化协同发展、完善城市信息模型（CIM）平台、搭建完善城市运行管理服务平台、强化科技引领和人才培养、创新体制机制保障网络和数据安全。
2024-12	12月中央政治局会议	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
2024-12	中央经济工作会议	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。
2025-01	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	1、加力推进设备更新，包括：加大重点领域设备更新项目支持力度（支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域）；加力实施设备更新贷款贴息；加快存量设备评估诊断和项目储备；加强老旧营运船舶报废更新项目实施；扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。 2、扩围支持消费品以旧换新，包括：(1) 扩大汽车报废更新支持范围，如新纳入符合条件的国四排放标准燃油乘用车；(2) 加力支持家电产品以旧换新。继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围；(3) 实施手机等数码产品购新补贴，包括手机、平板、智能手表手环；(4) 积极支持家装消费品换新；(5) 加快推进电动自行车以旧换新。
2025-03	政府工作报告	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，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。(1) 实施提振消费专项行动，包括：安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新；扩大健康、养老、助残、托幼、家政等多元化服务供给；创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展等。(2) 积极扩大有效投资，包括更大力度支持“两重”建设等。
2025-03	《提振消费专项行动方案》	(1) 城乡居民增收促进行动：促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、多措并举促进农民增收、扎实解决拖欠账款问题。(2) 消费能力保障支持行动：加大生育养育保障力度、强化教育支撑、提高医疗养老保障能力、保障重点群体基本生活。(3) 服务消费提质惠民行动：优化“一老一小”服务供给、促进生活服务消费、扩大文体旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费、稳步推进服务业扩大开放。(4) 大宗消费更新升级行动：加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、延伸汽车消费链条。(5) 消费品品质提升行动：强化消费品品牌引领、支持新型消费加快发展、提高内外贸一体化水平。(6) 消费环境改善提升行动：保障休息休假权益、营造放心消费环境、完善城乡消费设施。(7) 限制措施清理优化行动：有序减少消费限制、持续优化营商环境。(8) 完善支持政策：加强促消费政策协同联动、强化投资对消费的支撑作用、发挥财政政策引导带动作用、强化信贷支持、完善消费配套保障措施。
2025-04	经济形势专家和企业座谈会	要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。要做大做强国内大循环，把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收，在抓好消费品以旧换新的同时加快释放服务消费潜力，推动科技创新和产业创新发展，以高质量供给引领需求、创造需求。

来源：中国政府网、国金证券研究所

宏观经济向内需消费的三大传导机制。逻辑上讲，影响消费需求的核心因子主要在于：消费能力和消费意愿。其中，尤其是以消费能力为代表的因子，主要受到居民就业和收入预期的影响。虽然相关政策的发布确实对于消费板块形成利好，有助于带动板块风险偏好的回暖，但我们更倾向于认为消费板块实现实质性修复需要能够看到微观主体的资产负债表是否能够得到实质性改善。倘若二季度美国“硬着陆”风险暴露，“提内需”的



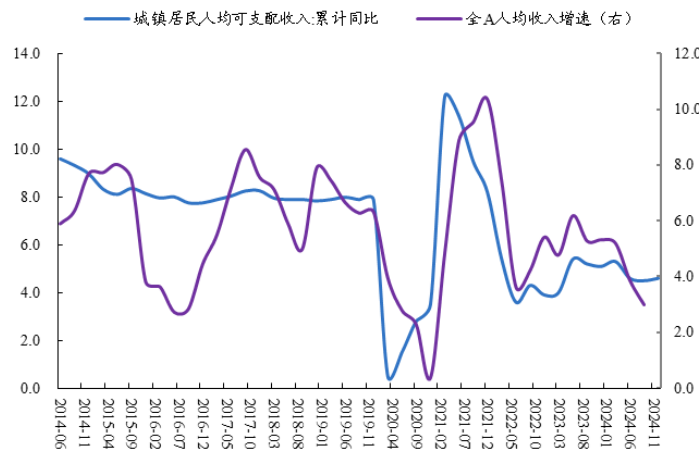
紧迫性提升，或将倒逼国内财政发力，结合《提振消费专项行动方案》中的“城乡居民增收促进行动”和“消费能力保障行动”，我们判断内需消费改善的核心是促使居民可支配收入改善，路径有三：

一是静待企业“盈利底”，居民薪资及财产性收入方有望迎来趋势性回升。拆分居民收入来源来看，各项收入增速表现均偏弱，尤其是以“工资性收入+财产性收入”（两者占比超 72%）为代表的细分项目，自 2021 年以来整体趋势性走弱，其中财产性收入在房价下行的拖累下其回落幅度更大。对应至整体的收入来看，无论是国家统计局所公布的居民人均可支配收入累计增速，还是我们测算的全 A 人均收入增速来看，其中枢相比于 2019 年之前更低且当前仍处于底部区间。基于《提振消费专项行动方案》中所提及的“促进工资性收入合理增长”、“拓宽财产性收入渠道”、“解决拖欠账款问题”及“多措并举促进农民增收”等四个增收方向，我们判断：无论是居民薪资收入（含多渠道）还是财产性收入，均高度依赖于“盈利底”出现，届时居民就业及收入方有望形成趋势性改善。事实上，当下居民消费者信心仍处于低位，且居民年度新增存款中枢仍在上移。

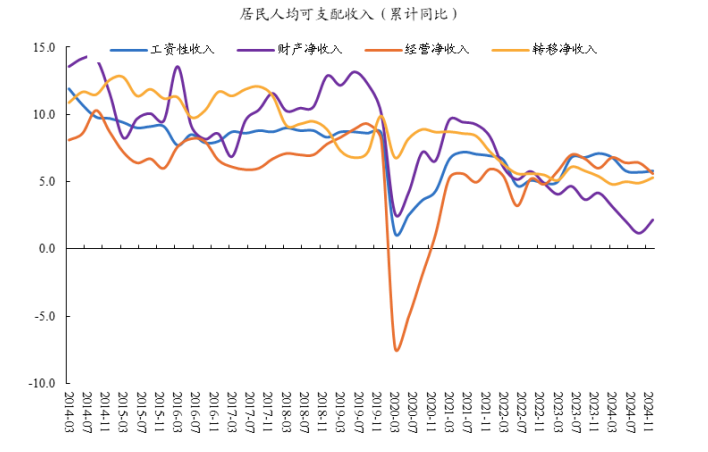
二是财政有望发力，促使居民防御性储蓄释放。提高医疗保障能力（如提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准；推动取消灵活就业人员在就业地参加基本养老、医疗保险的户籍限制等），新增的“灵活就业人员”消费需求亦将有望提振总需求。一方面，“普惠式”加大社会保障力度，促使存量防御性储蓄释放。随着人口老龄化程度的加深，医保整体处于紧平衡状态，因此，提高财政补助标准也是一种变相提高居民医保收入的措施，在降低整体医保支出压力的同时也有望改善居民医保收入，进而提振消费需求。实际上，2013-2023 年期间社保基金收入与支出的平衡主要依靠财政补贴在支撑，其占社会保险基金收入的比重长期维持在 20%-30%的水平（2020 年因公共卫生事件所带来的支出大幅提升除外）。并且，从其支出结构来看，2023 年城乡居民基本养老保险和基本医疗保险合计占比约 15.2%。另一方面，“定向优惠”城镇在的低收入人群，促其有能力、有意愿在城市中生活、消费。随着灵活就业人口规模的扩大，推动灵活就业人员可以直接在当地参加基本养老、医疗保险，或将有望带动灵活就业人员增加对于当地的消费需求。事实上，截至 2024 年底我国农村外出务工劳务劳动力人数约 1.8 亿人，占总体就业人员数量比重为 24.3%，意味着倘若这部分群体的消费需求有望得到释放，对于总需求仍有可能起到一定的拉动作用。

三是补贴广度、力度加码，与居民“本金改善”形成合力，加快年内消费落地。根据《提振消费专项行动方案》，例如通过提供育儿补贴、提高学生资助补助标准等方式降低居民负债端压力，典型的如近期呼和浩特市的生育补贴政策（生育一孩补贴 1 万、二孩补贴 5 万、三孩补贴 10 万），补贴力度超市场预期。

图表4：21 年底以来居民收入中枢明显下移



图表5：工资性收入和财产性收入拖累整体收入表现

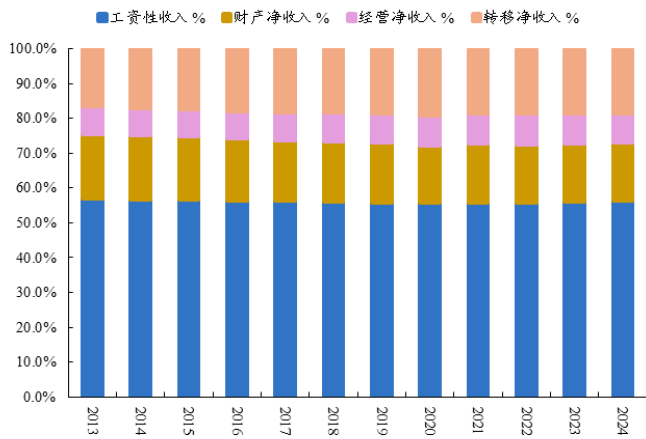


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

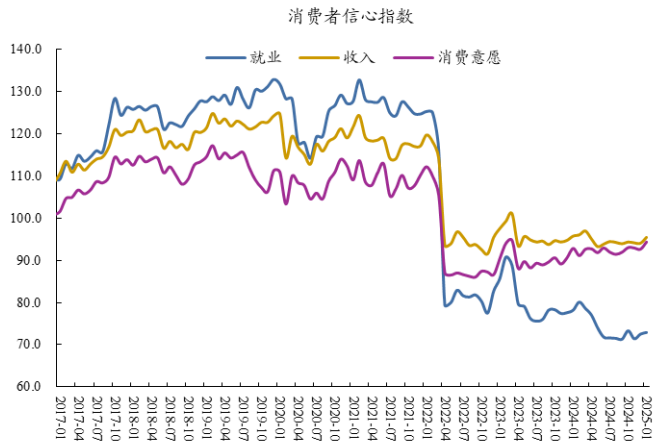


图表6: 工资性和财产性收入占比超70%



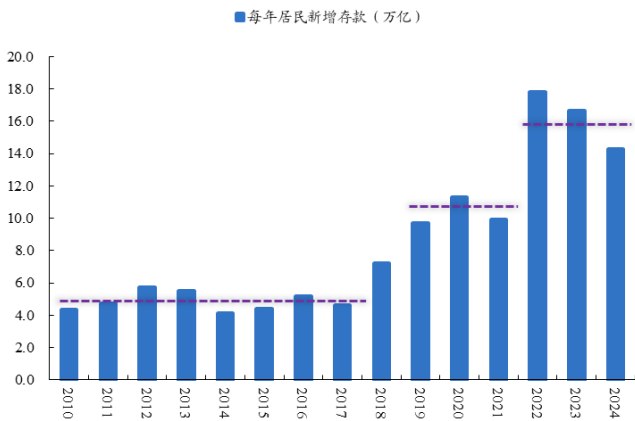
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 当下消费意愿指数整体偏低



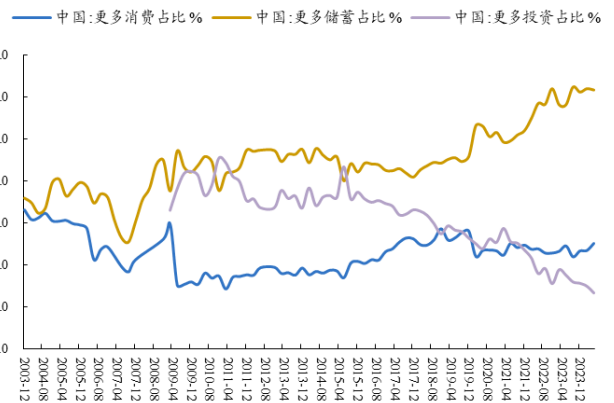
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 居民年度新增存款中枢仍然较高



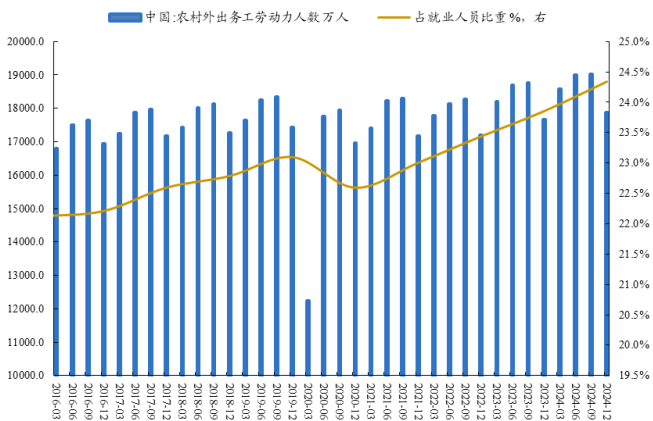
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 央行调查显示居民更倾向于储蓄



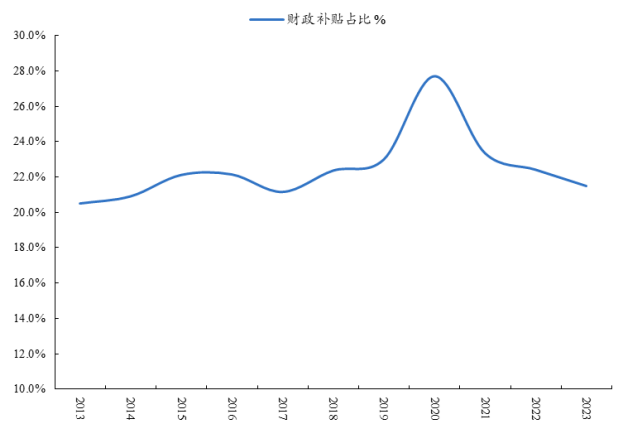
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 当下就业人员有约24%来自于农村外出务工劳动力的贡献



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 除2020年外, 财政补贴占据社会保险基金收入的比重长期维持在20%-23%



来源: Wind、国金证券研究所

构建消费投资框架: 挖掘“真消费资产”甚至“超消费资产”。随着国内经济结构转型为: “国内先进制造, 海外市场导向”, 意味着2020年以来国内消费升级已暂告一段落。还



记得 2018 年国内经济进入主动去库下行周期，在消费升级的带动下“消费风格”走出较为明显的防御属性，然而 2022 年转型后的中国市场，“消费风格”已不再具备防御，为何？只因为随着消费风格的 ROE 中枢下行，大部分传统消费已不再具备消费属性，其尽头必将走向“周期”；仅少部分尚保留着行业持续的增长性，尤其那些仍处于资本开支高速扩张的新消费行业，将是我们所定义的“超消费资产”，可类比成长。本文试图通过框架构建，筛选出少部分仍具备增长性的“真消费资产”及可类比成长的“超消费资产”。

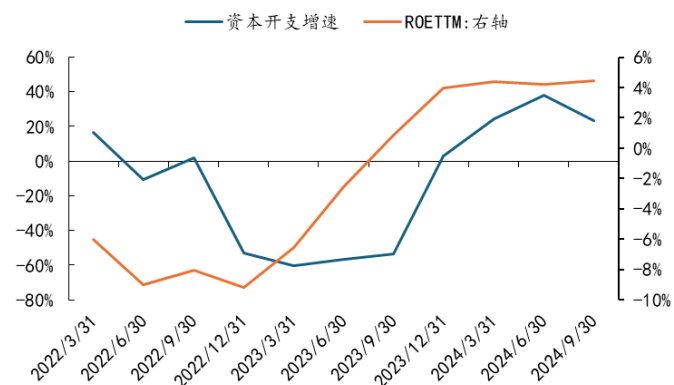
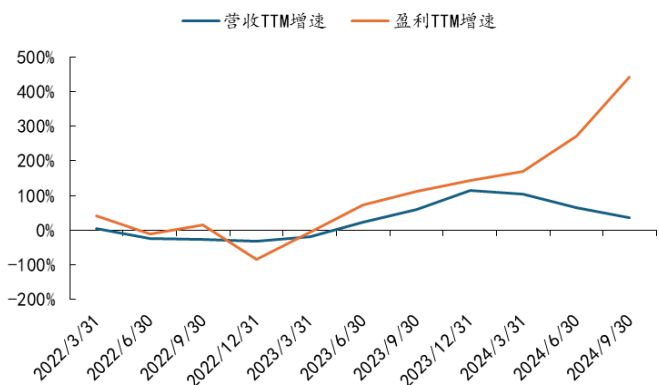
基于自上而下的视角，我们判断企业“盈利底”的出现最快需要等到 2025Q3（M1 领先于 PPI 约 9 个月且“PPI 底”对应企业“盈利底”），这意味着当下“企业盈利改善→就业增加与薪资提升”的传导路径仍然“受阻”，而消费较强的“顺周期”属性使得消费需求的周期性修复或需要更多依赖整体企业盈利的改善。因此，在此之前，我们更倾向于认为传统消费“分子端”韧性或者边际修复或主要源自于两个方向：①寻找行业自身依然具备成长性逻辑；②具备政策支撑逻辑的细分方向，有望受益于二季度财政发力，“外部力量”或将推动行业率先实现“g”的增长。

方向一：围绕新消费方向，筛选“政策支持+产业景气加速向上+透支久期适度”的方向

今年以来部分新消费方向凭借自身较强的 alpha 取得了不错的市场表现，因此我们在万得概念指数和申万二级行业的基础上，筛选出以银发经济指数、旅游及景区（冰雪经济）、化妆品等 24 个细分新消费方向，作为筛选的基础。我们基于：盈利增长+ ROE 改善+ 营收盈利趋势改善+资本开支扩张筛选景气加速上升的新消费行业。①以旅游及景区为例，在扩大服务消费的政策促进下，包括促进冰雪经济的发展等，2023 年以来，行业营收和盈利增速呈现改善趋势，ROE 也被带动持续修复，而行业也进入资本开始扩张阶段，具备较强的内生增长性。②以宠物经济指数为例，在前期行业 ROE 有小幅回落，2024 年以来 ROE 已经边际企稳改善，由于行业整体增长空间巨大，资本开支再度进入扩张状态，可以预期未来业绩增速有望进入上升通道。

图表 12: 旅游及景区营收盈利增速呈现改善趋势

图表 13: 旅游及景区 ROE 上升，资本开支扩张

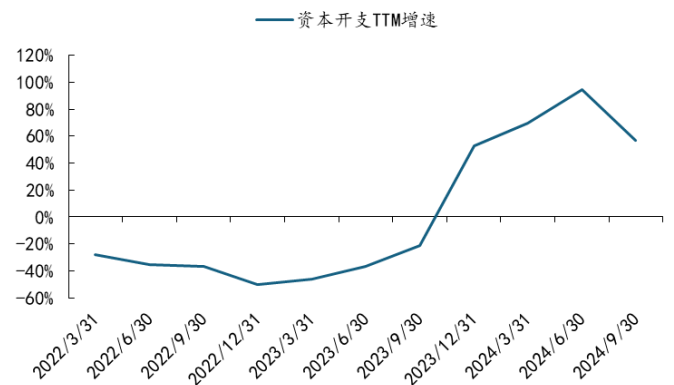
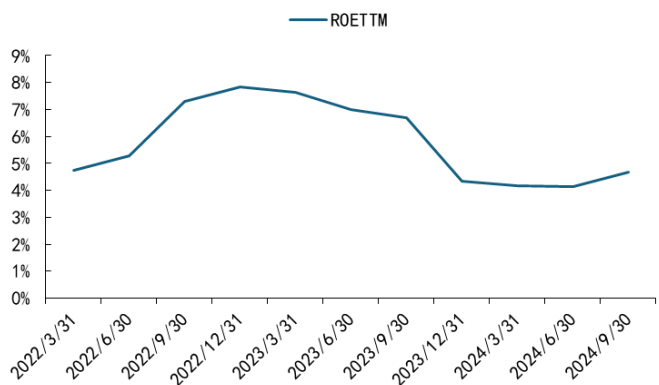


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 宠物经济指数 ROE 边际企稳改善

图表 15: 宠物经济指数资本开支扩张



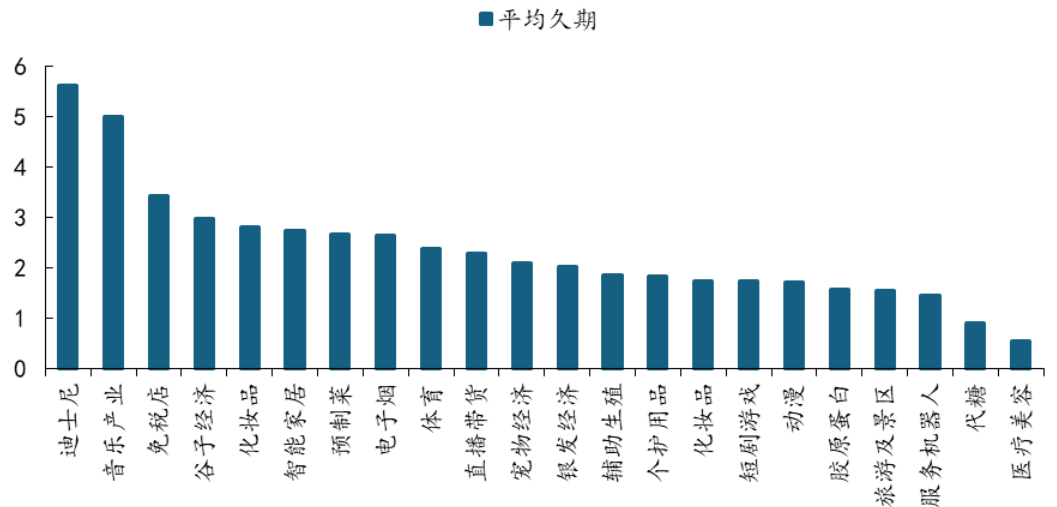
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



在对新消费进行以上资产划分之后，我们在筛选过程中进一步考虑新消费行业的透支久期情况，剔除透支久期已经大于3年的高估值行业。

图表16：主要新消费行业的透支久期情况



来源：Wind、国金证券研究所

结合对新消费的资产划分，我们建议以下两类新消费行业：

首选：ROE 改善+营收盈利趋势改善+资本开支扩张的景气上升类行业：银发经济、辅助生殖、旅游及景区（含冰雪经济概念）、谷子经济、化妆品。其中银发经济、辅助生殖、旅游及景区（含冰雪经济概念）受到政策的明确支持，可以重点关注。谷子经济、化妆品等受到年轻人“情绪价值”、“悦己经济”等需求的推动，未来成长空间较大。

次选：ROE 边际改善+资本开支扩张的行业：宠物经济（以及高度关联的动物保健行业）。

图表17：建议关注两类新消费行业

新消费行业类型	代码	行业简称	平均久期	营收TTM 增速	趋势图	盈利TTM 增速	趋势图	ROETTM 趋势图	经营现金流TTM 占比	趋势图	资本开支增速	趋势图	是否有政策支持
ROE改善+营收盈利趋势改善+资本开支扩张	884142.WI	银发经济指数	2.03	+3.7%		14.1%		+11.1%	47.5%		2.8%		是
	8841439.WI	辅助生殖指数	1.86	+4.1%		-20.3%		+6.6%	8.8%		20.8%		是
	884194.WI	谷子经济指数	2.97	+4.3%		+22.3%		+4.2%	7.2%		1.0%		是
	801993.SI	旅游及景区	1.56	+5.1%		+44.4%		+4.5%	18.6%		23.4%		是
ROE边际改善+资本开支扩张	801982.SI	化妆品	2.80	+5.2%		+13.7%		+9.7%	9.1%		29.8%		
	8841147.WI	宠物经济指数	2.09	+1.6%		-27.5%		+4.7%	6.0%		56.5%		
	8841438.WI	动物保健精选指数	none	+5.9%		-48.4%		+4.4%	11.3%		-18.9%		

来源：Wind、国金证券研究所

方向二：围绕政策方向布局传统消费，筛选“增长型红利”方向

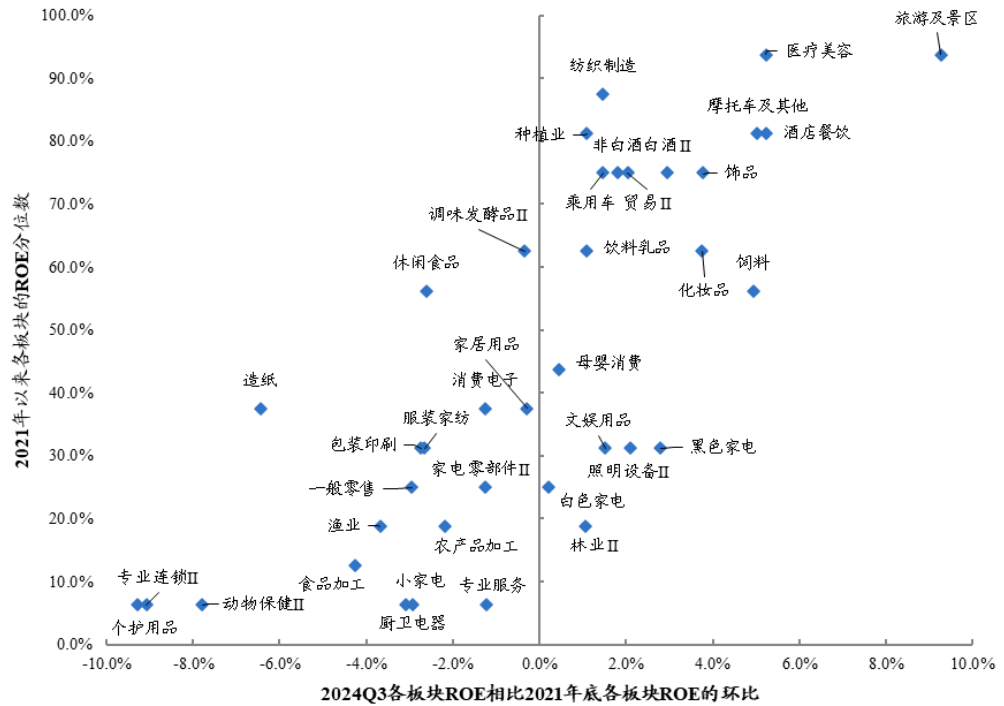
回顾2021年以来消费股的基本面情况，整体上消费ROE中枢出现下移，背后主要来自于资产周转率和净利率的共同拖累，导致大部分消费公司具备较强的“周期属性”。筛选“增长型红利”核心是：围绕财政发力，挖掘那些可以牺牲部分股息率，通过资本开支扩张带来潜在盈利改善的细分行业或公司，其未来股息率反而有望提升，故市场愿意在当下给予其更高估值。我们基于：经营性现金流趋于改善+ROE向上或稳定+资本开支向上或稳定+股息率TOP30%或趋势向上+分红率向上或稳定筛选景气向上或即将向上的传统消费行业。

- ① ROE 趋于改善或维持稳定：表现为 ROE 中枢维持“区间窄幅震荡”（体现为波动率较低）或“中枢上移”。典型的如白色家电、饮料乳品等，稳定且优秀的竞争格局使得行业内企业能够维持高且稳定的 ROE 水平；再比如教育行业，经历 2021 年的“双减”之后行业 ROE 边际向上，但随着行业供给侧出清，尽管当下 ROE 尚未回归正值但已持续边际改善。
- ② ROE 边际向下：表现为“类周期股”，典型的以食品加工、商贸零售等为代表的，自 2021 年以来 ROE 中枢与 Capex 增速共振向下、量价齐跌，即便是近期有所修复，但



相比 2021 年之前的表现也依然偏弱且中枢下移。

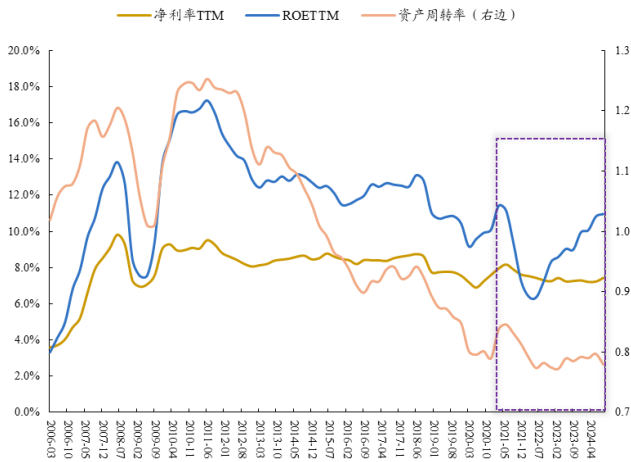
图表 18: 消费板块内部来看, 2021 年以来各细分板块 ROE 表现存在分化



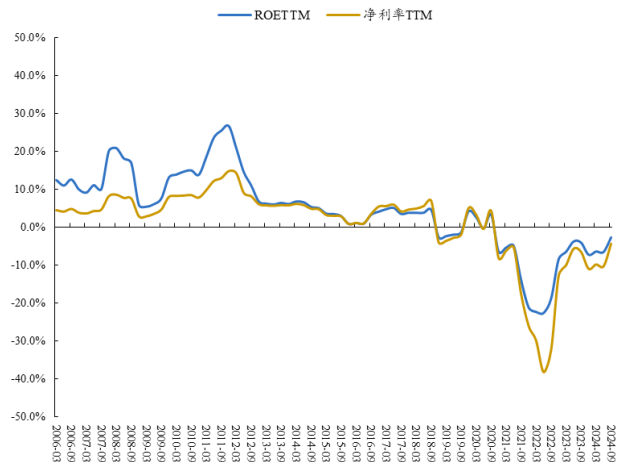
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 21 年以来消费中枢下移; 22H2 开始拐头回暖

图表 20: 教育 ROE 持续上行, 属于“ROE 边际向上”



来源: Wind、国金证券研究所

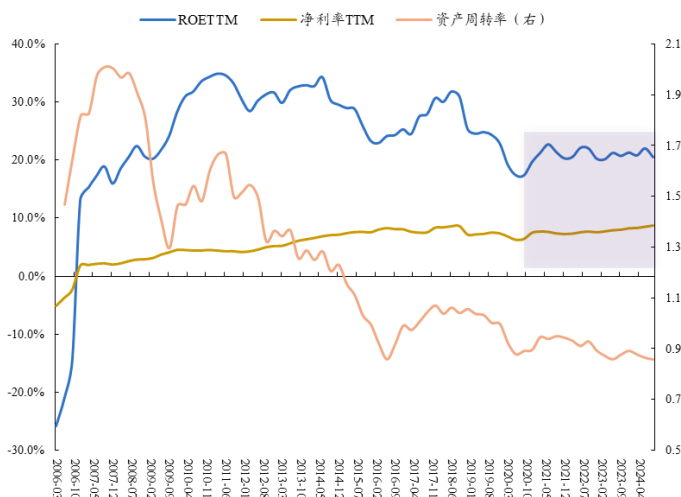


来源: Wind、国金证券研究所

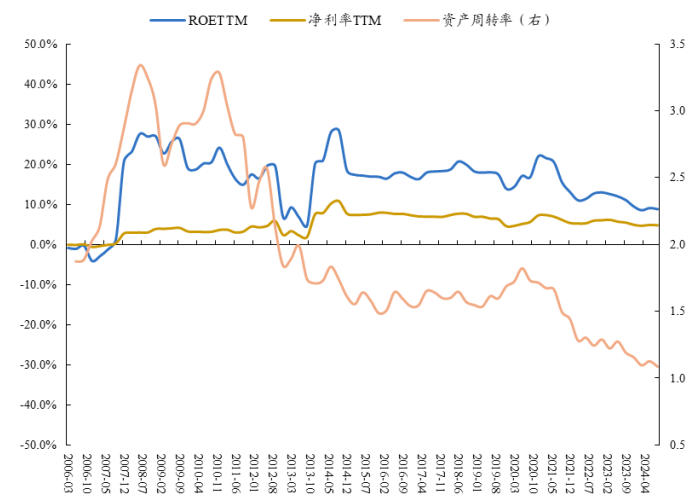


图表21: 白色家电的 ROE 持续维持高位窄幅波动

图表22: 21 年以来食品加工 ROE 持续下移



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

企业“盈利底”出现之前，消费“分子端”的修复或更多源自于自身成长性或者存在政策支持。结合 ROE 的表现形态及行业自身的财务指标来看，我们建议可关注：

(1) ROE 稳定或改善+股息率改善或高+现金流改善且充裕，同时剔除资本开支出现较大幅度下跌的细分行业，优先关注：母婴消费、教育和饮料乳品等。其中，前两者受益于消费政策补贴方向，且近期 ROE 已经出现向上边际修复，行业景气有望延续边际改善，尤其是以教育为代表的细分领域，或将迎来“困境反转”的机会。此外，尽管饮料乳品并未直接受益于消费补贴政策，但在育儿补贴政策带动母婴消费的同时，饮料乳品有望受益于产业链相关消费需求。

(2) ROE 稳定或改善+现金流充裕+存在政策支持/自身有成长性，优先关注：酒店餐饮、旅游及景区、医疗美容、饰品等。其中，前两者存在消费这个测支持，行业存在景气扩张的基础；后两者则更多受益于行业自身的成长性，如饰品，主要是黄金珠宝相关企业居多，金价上涨带动相关企业盈利修复。

图表23: 建议关注两类传统消费资产

类别	行业	内需收入占比	ROETTM				趋势图	营收TTM 增速	趋势图	归母净利润TTM 增速	趋势图	现金流占比	趋势图	2021-2023		是否存在政策补贴
			2023-12	2024-03	2024-06	2024-09								年分红率均值	股息率	
ROE 稳定或改善+股息率改善或高+现金流改善且充裕	母婴消费	94.6%	13.0%	13.1%	12.8%	11.8%	-3.0%	1.6%	15.1%	50.5%	2.8%	是				
	教育	99.3%	-7.3%	-6.5%	-6.6%	-2.8%	-8.3%	-93.5%	14.9%	45.1%	0.6%	是				
	饮料乳品	96.6%	14.5%	15.9%	15.8%	15.5%	-4.5%	9.2%	16.0%	68.7%	2.8%	是				
ROE 稳定或改善+现金流充裕+存在政策支持/自身有成长性	医疗美容	91.1%	16.1%	16.4%	15.8%	17.9%	-4.5%	9.2%	16.0%	41.0%	-	-				
	酒店餐饮	85.8%	5.5%	5.7%	6.5%	5.5%	17.4%	60.1%	28.5%	48.9%	1.5%	是				
	旅游及景区	96.6%	4.0%	4.4%	4.2%	4.5%	36.1%	44.4%	19.0%	120.0%	0.7%	是				
	饰品	98.2%	13.3%	13.2%	13.9%	12.6%	1.8%	225.4%	7.9%	54.9%	3.8%	是				

来源: Wind、国金证券研究所

2.3 风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优

建议：(一) 减持：“渗透率 10% 以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；(二) 增配：有业绩贡献或者潜在在业绩的结构性科技成长方向，包括：(1) 光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；(2) AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。

(三) 超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。(四) 黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；(五) 创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数全面下跌，海外权益指数跌多涨少

A 股方面，本周 (4.7-4.11) 宽基指数全面下跌，创业板指 (-6.7%)、中证 1000 (-5.5%)



领跌；一级行业涨跌互现，农林牧渔（3.3%）领涨，电力设备（-8.1%）领跌。主要宽基指数中，创业板指（-6.7%）、中证 1000（-5.5%）、深证成指（-5.1%）和中证 500（-4.8%）跌幅居前。主要风格指数全面下跌，宁组合（-7.0%）、小盘价值（-5.2%）和小盘成长（-2.5%）领跌。本周市场自 4.7 日大跌（-7.3%）后便持续修复，主要原因在于①美国总统特朗普全面加征关税超市场预期，全球经济陷入经济衰退危机，引发市场恐慌。全球股市崩盘，遭遇“黑色星期一”。②自美国继续加征 50%关税后，中美双方进行至少五次轮番报复式加码加税，截至 4 月 11 日，美国对华加征关税 145%，中国对美加征关税为 125%，中美贸易战彻底升级。③中国人民银行、中央汇金公司再次发声。中央汇金公司有关负责人指出，将继续发挥好资本市场“稳定器”作用，有效平抑市场异常波动，该出手时将果断出手；下一步，中央汇金公司将坚定增持各类市场风格的 ETF，加大增持力度，均衡增持结构。国家队下场大幅提振市场信心。

行业方面，本周（4.7-4.11）一级行业涨跌互现，农林牧渔（3.3%）、商贸零售（2.9%）领涨，电力设备（-8.1%）、通信（-7.7%）领跌。领涨行业原因：（1）农林牧渔：中共中央、国务院发布《加快建设农业强国规划（2024—2035 年）》，《规划》中再次提出推动种业自主创新全面突破，深入实施种业振兴行动，加快实现种业科技自立自强、种源自主可控。在加快建设农业强国调动下，板块个股随之上涨。（2）商贸零售：国家税务总局发布《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》，对离境退税“即买即退”的主要内容、办理流程和施行时间作出明确规定，将该项服务措施从多地试点推广至全国。此项措施推动商贸零售需求增强，带动板块个股上涨。领跌行业原因：（1）电力设备：中美关税报复式加码后电力设备关税达到高位，电力设备出海阻碍攀升，市场担忧国内电力设备出海困境。电力设备板块作为成长性行业，短期内面临资金流出压力，造成行业表现不佳。（2）通信：在中美冲突升级后，投资者将资金从通信等高估值行业撤出，转而投入一些高防御板块，主力资金的大幅流出压力导致板块个股表现不佳。

海外权益市场方面，本周（4.7-4.11）全球主要经济体权益指数跌多涨少，只有纳斯达克（5.1%）、标普 500（3.8%）呈现增长态势；恒生指数（-8.5%）、恒生国企指数（-7.4%）等指数相对偏弱。

大宗商品方面，本周（4.7-4.11）大宗商品价格涨跌参半，COMEX 白银（6.5%）、COMEX 黄金（5.2%）领涨，而波罗的海干散货指数（-14.8%）、DCE 铁矿石（-10.3%）则跌幅靠前。领涨大宗商品的主要原因：（1）COMEX 白银：美国对等关税政策正在逐步冲击全球贸易市场，市场担忧经济衰退，投资者增加对白银等贵金属的配置，以对冲潜在的经济下行风险，支撑了白银价格。（2）COMEX 黄金：受关税政策影响，美债遭遇抛售危机，美债收益率持续快速上行，美国滞涨风险加大，系统性风险可能性提升，刺激黄金投资需求攀升。领跌大宗商品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：美国对等关税政策快速冲击全球贸易市场，全球供应链危机攀升，航运受到巨大影响，波罗的海干散货指数惨遭十二连跌。（2）DCE 铁矿石：在关税政策不断发酵下，美债收益率持续攀升，美元走强，导致铁矿石等大宗商品普遍面临估值压制。



图表24: 本周(4.7-4.11)国内宽基指数全面下跌,海外权益指数跌多涨少

板块	简称	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	科创50	1011.7	-0.6	-8.1	2.3	16.1	69.1	69.1
	上证50	2619.6	-1.6	-2.3	-2.4	15.4	33.1	65.4
	沪深300	3750.5	-2.9	-4.8	-4.7	14.7	22.9	65.1
	上证综指	3238.2	-3.1	-4.2	-3.4	12.7	45.7	71.3
	中证800	4051.6	-3.3	-5.6	-4.1	12.2	23.6	63.3
	中证500	5581.3	-4.5	-7.7	-2.5	5.5	23.6	63.3
	深证成指	9834.4	-5.1	-9.5	-5.6	9.3	18.1	40.2
	中证1000	5862.2	-5.5	-10.5	-1.6	1.2	21.4	60.4
	创业板指	1926.4	-6.7	-12.6	-10.0	13.2	17.6	57.9
	风格指数	大盘价值	7721.0	-2.6	-1.7	-4.4	26.9	75.7
大盘成长		3897.1	-3.4	-6.3	-5.2	7.6	15.8	67.2
茅指数		430548.0	-3.5	-7.1	-2.0	7.3	24.8	81.2
小盘成长		4455.8	-4.8	-9.4	-1.2	-2.3	15.8	53.5
小盘价值		6253.2	-5.2	-5.3	-3.7	7.6	29.5	70.1
宁组合		30892.5	-7.0	-11.3	-2.8	-3.0	23.0	74.7
海外权益	纳斯达克	16387.3	5.1	-6.0	-15.1	28.6	81.6	95.4
	标普500	5268.1	3.8	-5.5	-10.4	23.3	82.4	95.6
	道琼斯	39593.7	3.3	-4.4	-6.9	12.9	84.8	96.2
	澳洲	7646.5	-0.3	-3.1	-6.3	7.5	78.0	94.5
	德国DAX	20562.7	-0.4	-7.9	3.3	18.8	95.7	98.9
	日经225	33585.6	-0.6	-8.7	-15.8	19.2	75.1	93.7
	韩国综合	2432.7	-1.3	-4.1	1.4	-9.6	25.2	78.1
	英国富时	7913.3	-1.8	-6.9	-3.2	5.7	78.3	94.5
	法国CAC40	7126.0	-2.0	-10.3	-3.5	-2.2	58.1	89.5
	恒生国企指数	7801.5	-7.3	-10.9	7.0	26.4	58.5	24.4
恒生指数	20914.7	-8.5	-12.1	4.3	17.7	51.4	38.5	
商品	COMEX白银	31.1	6.4	-6.1	6.4	21.6	92.0	90.8
	COMEX黄金	3194.2	5.2	9.4	20.9	27.4	99.9	99.9
	CBOT大豆	1028.0	5.2	1.7	1.7	-22.2	20.4	49.9
	CBOT玉米	482.5	4.8	2.6	5.2	-2.7	42.7	66.7
	LME铜	8988.0	2.4	-7.0	2.5	2.6	54.8	85.5
	CBOT小麦	537.3	1.6	-3.5	-2.6	-12.3	9.9	42.2
	LME镍	14798.0	0.3	-10.3	-3.5	-7.8	8.6	35.9
	LME铝	2370.0	-0.4	-12.3	-7.1	7.1	48.3	69.4
	LME锌	2641.0	-0.6	-9.3	-11.3	12.5	31.2	66.0
	LME铅	1892.0	-0.7	-7.8	-3.1	-5.7	11.0	28.2
	CZCE白糖	6086.0	-1.4	1.9	2.3	-5.7	70.4	76.8
	ICE WTI原油	59.7	-3.2	-9.5	-16.2	-0.5	18.2	35.2
	ICE布油	63.4	-3.3	-8.9	-15.1	-2.9	18.3	32.1
	NYMEX天然气	3.5	-8.6	-21.3	-3.5	44.5	63.6	61.0
DCE铁矿石	708.0	-10.3	-8.3	-8.9	-20.0	14.6	54.9	
波罗的海干散货指数	1269.0	-14.8	-11.6	27.3	-52.4	22.7	38.7	

来源: Wind、国金证券研究所



图表25：本周（4.7-4.11）一级行业涨跌互现，农林牧渔领涨，电力设备领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
下游消费	农林牧渔	2670.0	3.3	5.0	5.5	-11.6	#VALUE!	#VALUE!
下游消费	商贸零售	2120.5	2.9	-1.8	-5.3	13.7	24.7	15.9
中游制造	国防军工	1450.6	0.3	-7.0	-1.6	7.1	36.1	72.4
下游消费	食品饮料	18005.2	0.2	0.8	0.3	-8.0	16.2	79.0
上游周期	交通运输	2144.5	-1.3	-0.2	-4.9	13.0	24.5	36.6
金融	房地产	2020.0	-1.5	-4.4	-6.4	-2.1	10.8	14.3
中游制造	建筑材料	4385.3	-2.4	-3.2	-0.1	-5.9	12.8	46.5
下游消费	美容护理	4413.0	-2.5	-4.7	1.3	-10.3	10.7	53.5
下游消费	社会服务	8239.4	-2.9	-3.2	3.1	-5.1	24	80.7
中游制造	公用事业	2278.6	-2.9	1.5	-4.9	10.2	57.3	63.5
金融	银行	3889.1	-3.1	-0.8	-0.5	34.4	87.2	95.6
中游制造	建筑装饰	1835.5	-3.4	-5.3	-7.8	5.6	10.2	33.3
TMT	电子	4293.4	-3.9	-12.5	-3.1	18.5	56	88.5
上游周期	有色金属	4530.9	-4.4	-7.3	4.9	3.2	45.7	76.8
中游制造	环保	1657.8	-4.9	-4.9	-1.1	1.9	19.4	29.5
上游周期	煤炭	2497.4	-5.0	-2.3	-14.0	4.4	36.6	56.4
上游周期	基础化工	3237.5	-5.1	-7.2	-1.3	-5.1	18.3	68.6
金融	非银金融	1672.0	-5.2	-6.3	-10.4	30.2	50.3	62.1
下游消费	家用电器	8027.7	-5.3	-5.8	-4.9	25.4	63.6	90.6
-	综合	2508.2	-5.3	-9.0	-8.2	3.2	34.1	67.5
下游消费	汽车	6571.6	-5.5	-9.2	2.4	16.3	87.3	96.3
下游消费	医药生物	7142.9	-5.6	-3.8	-1.1	-14.3	8.8	56.5
下游消费	纺织服装	1418.7	-5.7	-7.4	-5.1	-5.3	9	16.0
TMT	计算机	4396.1	-5.8	-16.5	-0.3	4.4	39.4	67.7
上游周期	石油石化	2060.1	-5.8	-5.2	-11.0	6.2	16.1	34.1
下游消费	轻工制造	1886.3	-5.8	-8.6	-7.0	-6.0	8.5	37.3
中游制造	钢铁	2109.4	-6.3	-8.5	0.3	0.2	26.3	31.4
TMT	传媒	627.6	-6.8	-11.5	-2.6	2.2	43.8	50.8
中游制造	机械设备	1545.9	-6.8	-14.3	1.8	5.0	68.8	82.5
TMT	通信	2680.3	-7.7	-14.5	-10.0	28.8	87.9	84.6
中游制造	电力设备	6387.7	-8.1	-13.4	-10.2	3.1	17.8	76.4

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值：A股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半

A股方面，本周（4.7-4.11）A股主要宽基指数估值多数下跌，创业板指（-5.9%）、中证1000（-5.3%）估值领跌，只有科创50（0.1%）估值微涨。从过去20年PE-TTM历史分位数来看，创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中，宁组合（-4.9%）、小盘价值（-4.0%）估值跌幅居前。海外方面，本周海外市场主要指数估值涨跌参半，纳斯达克（5.3%）、道琼斯（5.2%）领涨，恒生指数（-8.1%）、恒生国企指数（-7.6%）估值跌幅居前；道琼斯、标普500估值处于过去20年较高历史分位数水平。

行业方面，本周（4.7-4.11）各行业估值多数下跌。从PE来看，社会服务（+70.3%）行业估值涨幅明显，而综合（-11.3%）、电力设备（-8.0%）行业的估值则略有回落。

图表26：本周（4.7-4.11）A股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)
A股	科创50	100.0	0.1	-12.6	17.8	88.1	98.1	4.6	0.1	-6.9	
	深证成指	24.2	-5.0	-6.3	-2.5	19.0	30.9	2.1	-4.8	-8.7	
	上证50	10.5	-1.8	-2.4	-6.3	21.8	53.0	1.2	-1.8	-2.8	
	中证800	13.5	-2.9	-4.3	-5.6	18.6	49.0	1.4	-3.0	-5.1	
	中证500	27.5	-3.5	-5.3	-0.3	26.2	78.2	1.8	-4.4	-7.0	
	上证综指	13.8	-2.8	-4.2	-4.9	16.1	64.7	1.3	-2.9	-4.7	
	沪深300	12.1	-2.7	-3.7	-6.5	19.1	42.5	1.3	-2.5	-4.5	
	中证1000	36.1	-5.3	-9.2	-1.2	3.7	50.4	2.0	-5.3	-9.5	
	创业板指	29.5	-5.9	-12.3	-1.3	19.4	20.6	3.7	-6.0	-12.5	
	大盘成长	17.7	-3.2	-7.2	-7.7	19.4	20.5	2.5	-3.1	-7.6	
风格指数	小盘成长	26.1	-2.7	-6.5	2.0	18.8	72.8	2.2	-4.7	-9.6	
	大盘价值	7.9	-2.7	-0.8	-6.8	28.4	66.1	0.8	-2.5	-2.1	
	茅指数	17.7	-2.0	-4.3	-12.3	7.4	6.1	2.8	-2.0	-3.2	
	小盘价值	14.6	-4.0	-2.5	-1.5	2.0	57.5	1.1	-4.9	-4.7	
	宁组合	27.0	-4.9	-13.5	-5.5	27.2	21.3	4.2	-5.8	-11.0	
海外	道琼斯	27.3	5.2	-5.5	-18.8	30.8	72.8	7.6	4.9	-5.9	
	标普500	24.3	3.8	-5.4	-14.5	14.4	35.8	4.5	3.9	-5.7	
	纳斯达克	36.0	5.3	-7.1	-21.3	6.4	25.9	5.5	5.1	-7.0	
	英国富时	15.7	-1.9	-6.7	-17.7	84.8	42.2	1.7	-1.8	-6.5	
	澳洲	18.2	0.4	-0.6	0.0	10.9	44.3	0.0	0.0	0.0	
	恒生国企指数	8.8	-7.6	-8.1	5.2	17.6	54.2	0.9	-7.8	-8.9	
恒生指数	9.4	-8.1	-9.4	2.0	11.6	35.7	1.0	-8.1	-9.6		

来源：Wind、国金证券研究所



图表27: 本周(4.7-4.11) A股各行业估值多数下跌, 社会服务领涨, 综合领涨

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年PE历史分位数	过去20年PE历史分位数	PB最新值	PB涨跌幅(%)				过去5年PB历史分位数	过去20年PB历史分位数
			周环比	月环比	年初以来	2024年				周环比	月环比	年初以来	2024年		
A股	计算机	75.7	-5.9	8.4	17.0	11.7	90.4	93.0	3.7	-5.9	-17.3	4.3	14.0	44.5	39.6
	钢铁	29.2	-4.4	0.8	12.2	22.2	98.4	78.6	0.9	-5.9	-6.8	3.3	3.3	37.7	19.5
	房地产	34.9	-1.6	2.6	-5.2	194.9	90.3	76.5	0.7	-1.4	-1.4	1.4	1.3	16.6	3.6
	国防军工	69.1	0.1	2.4	6.0	35.7	83.6	68.7	3.0	0.7	-6.6	1.4	7.7	30.1	46.5
	电子	52.6	-4.0	12.8	0.2	8.1	81.6	62.5	3.4	-3.9	-12.9	0.3	15.0	53.2	56.8
	商贸零售	35.0	2.2	0.2	-5.5	28.2	80.8	60.4	1.7	3.0	-1.7	-7.1	11.8	52.6	20.9
	汽车	24.5	-6.8	15.3	-1.1	2.7	18.6	58.8	2.4	-5.5	-10.7	4.3	15.9	75.5	56.6
	机械设备	30.6	-7.4	15.4	2.5	7.9	72.2	54.1	2.4	-6.7	-14.2	4.0	5.9	43.4	35.2
	建筑材料	25.8	-1.4	5.1	6.0	2.4	95.8	50.7	1.1	-2.7	-3.5	0.9	5.9	11.3	2.4
	美容护理	34.6	0.4	1.0	5.1	11.7	23.9	38.7	3.1	-2.2	-3.7	2.0	15.7	10.2	34.5
	基础化工	23.1	-4.9	6.3	1.4	7.4	62.3	37.5	1.7	-4.9	-7.5	0.0	2.7	11.8	7.4
	社会服务	42.8	-3.2	70.3	83.6	52.9	21.6	36.2	3.0	-3.0	-2.3	5.0	1.4	26.5	20.8
	综合	41.1	-11.3	30.1	-30.9	9.9	23.8	31.6	1.4	-5.9	-9.5	8.9	2.2	35.9	10.6
	传媒	37.2	-6.6	13.1	0.2	2.1	63.7	29.4	2.4	-6.3	-12.3	0.4	4.3	47.2	16.9
	煤炭	10.7	-5.3	1.2	-11.6	36.8	77.5	28.3	1.2	-4.9	-1.7	-12.1	3.5	19.4	12.7
	美容护理	34.6	0.4	1.0	5.1	11.7	23.9	25.0	3.1	-2.2	-3.7	2.0	15.7	10.2	34.5
	通信	30.0	-7.8	15.6	-7.1	6.3	31.5	23.6	2.5	-7.9	-15.5	-8.9	11.3	73.4	51.5
	轻工制造	23.4	-4.3	7.4	-5.2	12.4	26.9	22.1	1.6	-5.3	-6.9	-4.2	7.6	9.3	11.6
	家用电器	14.3	-4.9	5.9	-5.1	22.6	35.9	21.6	2.3	-5.2	-6.7	-6.0	14.2	16.2	36.5
	医药生物	29.7	-5.0	4.7	-1.3	8.9	48.5	21.2	2.4	-5.4	-3.2	0.8	10.5	10.7	12.4
	石油石化	14.8	-6.0	4.1	-8.5	9.5	55.0	21.1	1.1	-5.3	-5.0	-9.6	3.2	1.4	0.3
	银行	5.9	-3.1	1.5	1.0	36.8	56.4	21.1	0.5	-1.9	-1.9	1.9	25.6	50.2	10.8
	电力设备	27.8	-8.0	13.9	-8.1	34.2	33.4	16.5	2.1	-8.2	-13.3	8.2	3.0	8.0	10.4
	有色金属	19.1	-4.6	8.9	4.7	5.0	36.4	15.2	2.1	-4.1	-8.4	5.1	2.5	19.5	16.3
	环保	20.8	-2.0	3.3	0.2	3.5	45.0	11.2	1.4	-5.5	-6.1	-0.7	2.9	18.8	4.1
	食品饮料	21.2	0.9	3.0	3.3	15.1	13.7	11.1	4.4	0.5	1.8	2.1	14.5	11.6	41.5
	建筑装饰	9.2	-3.1	4.0	-2.4	6.8	43.5	10.8	0.7	-4.1	-6.7	-5.4	1.1	6.8	1.5
	非银金融	13.7	-5.0	12.2	-13.8	6.0	19.4	7.7	1.2	-5.3	-6.7	-4.0	27.9	42.8	9.2
	纺织服装	19.4	-6.1	6.6	-4.1	13.0	14.2	6.4	1.6	-6.0	-7.6	-4.8	4.6	10.0	8.1
	公用事业	16.8	-3.0	1.1	-1.3	-8.9	5.5	5.4	1.5	-2.6	0.7	-2.0	3.4	28.4	9.7
农林牧渔	19.1	4.0	-14.9	-13.4	55.8	19.4	4.2	2.4	3.4	5.7	7.1	14.8	14.4	17.0	

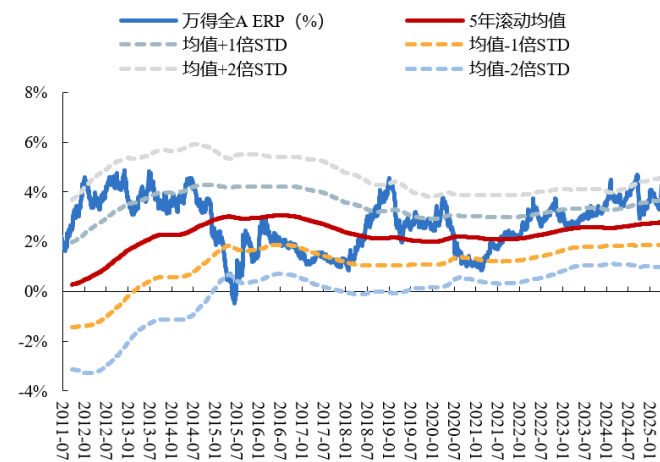
来源: Wind、国金证券研究所

3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周(4.7-4.11) 主要宽基指数的 ERP 呈上升趋势, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均高于“1 倍标准差上限”, 创业板指触及“2 倍标准差上限”。股债收益差全面下跌, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均低于“2 倍标准差下限”。

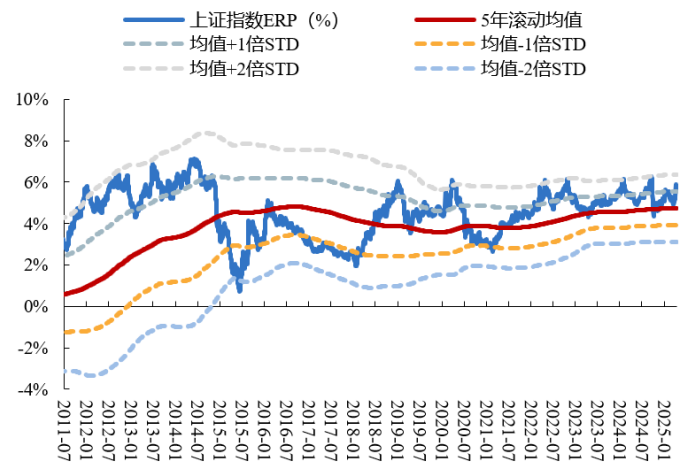
风格方面, 本周(4.7-4.11) 主要风格指数的 ERP 呈上升趋势。按照五年滚动来看, 金融风格指数高于“滚动均值”, 周期、成长、消费风格指数均高于“1 倍标准差上限”, 其中消费风格指数高于“2 倍标准差上限”。股债收益差全面下跌, 按照五年滚动来看, 金融、消费、成长、周期风格指数股债收益差均低于“2 倍标准差下限”。

图表28: 万得全 A ERP 高于“1 倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

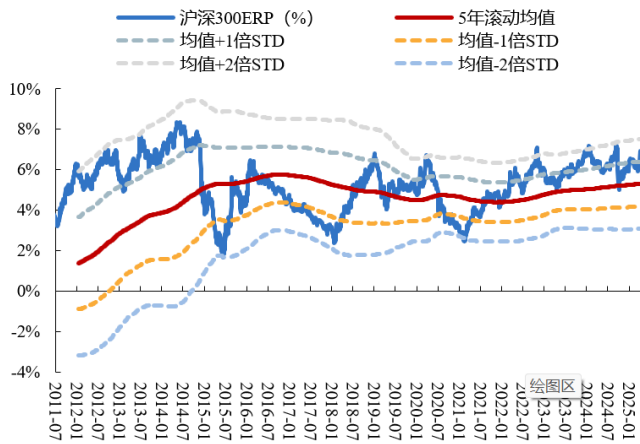
图表29: 上证指数 ERP 高于“1 倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

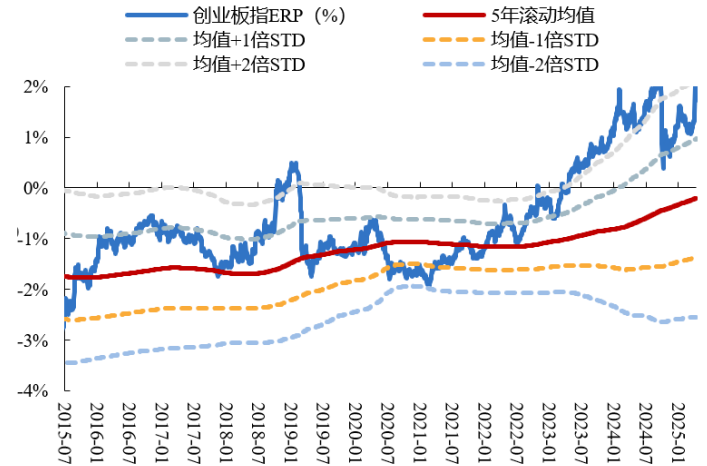


图表30: 沪深300 ERP 高于“1倍标准差上限”



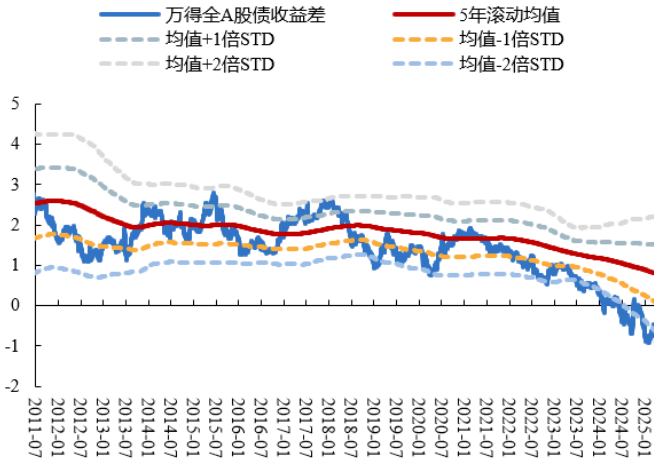
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 创业板指 ERP 触及“2倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 万得全A股债收益差低于“2倍标准差下限”



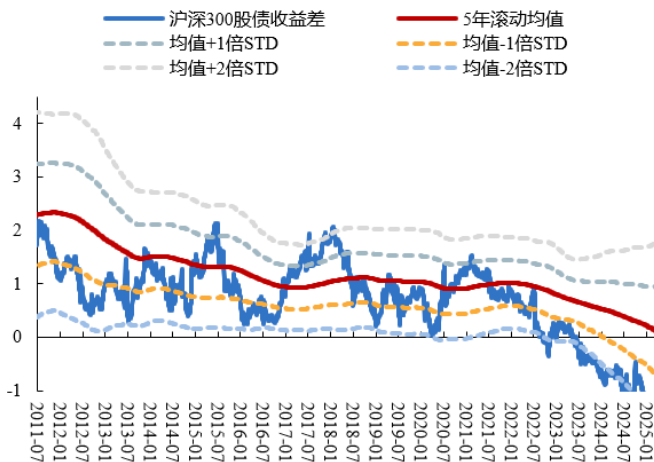
来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 上证指数股债收益差低于“2倍标准差下限”



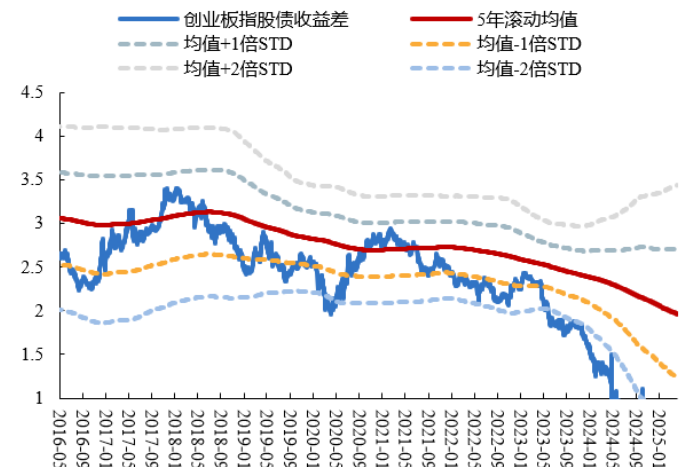
来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

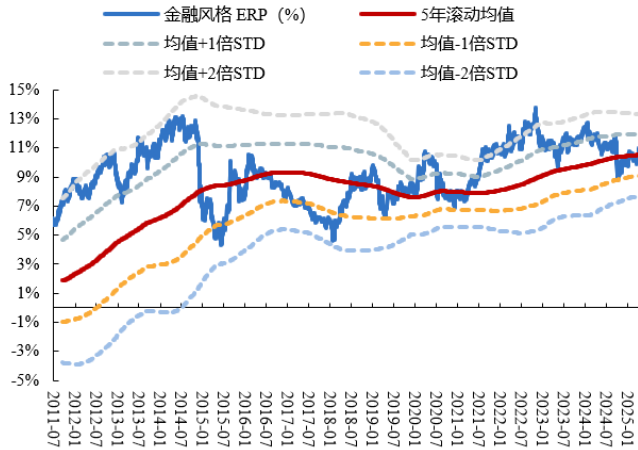
图表35: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

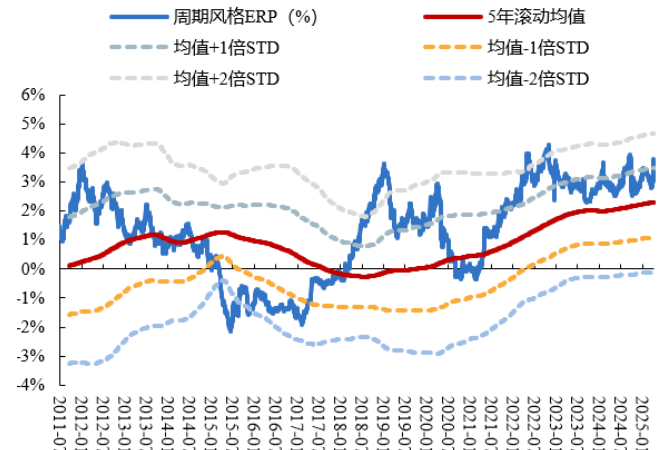


图表36: 金融的 ERP 高于“滚动均值”



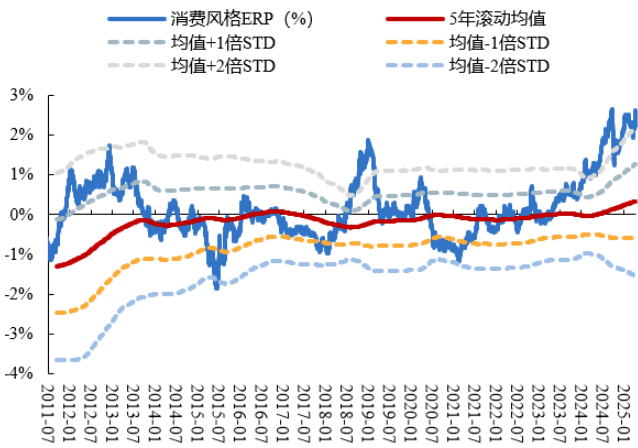
来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 周期的 ERP 高于“1 倍标准差下限”



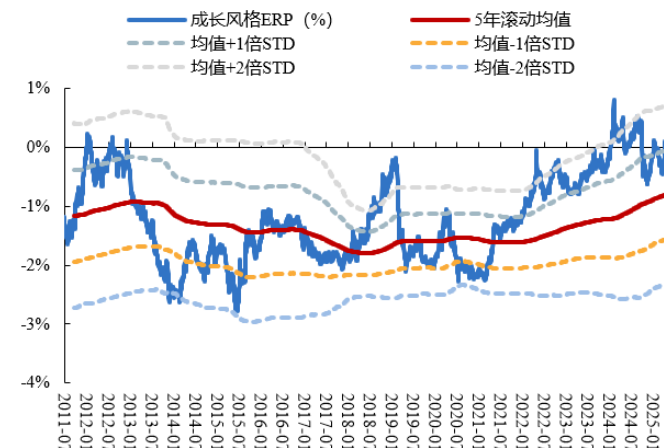
来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”



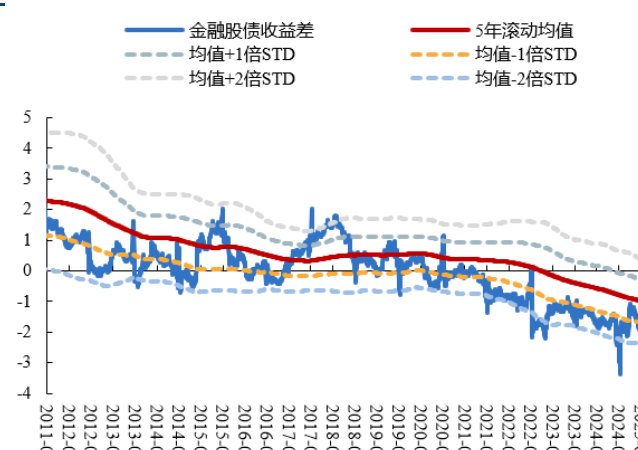
来源: Wind、国金证券研究所

图表39: 成长的 ERP 高于“1 倍标准差下限”



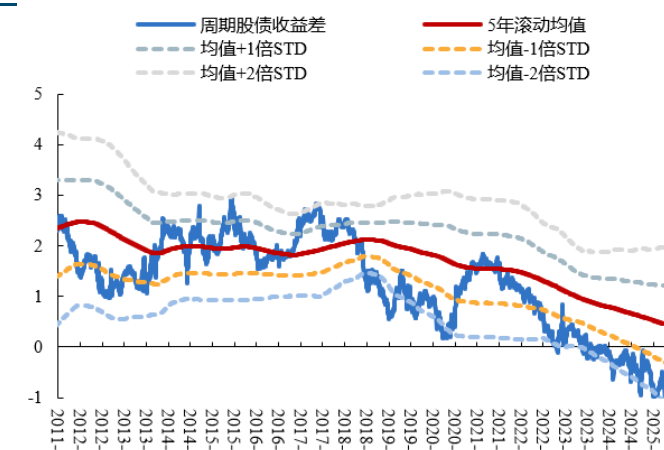
来源: Wind、国金证券研究所

图表40: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

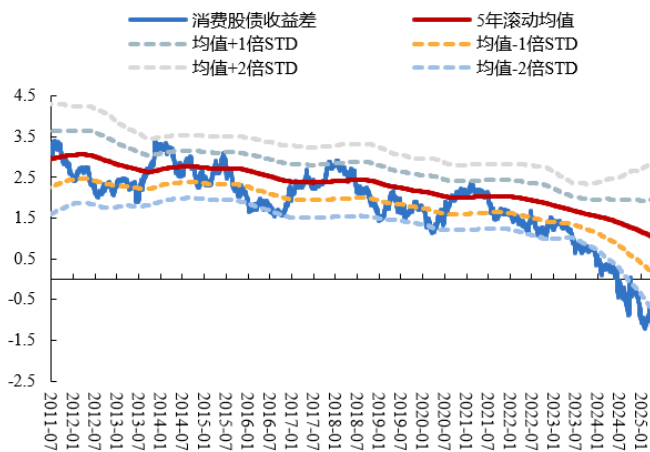
图表41: 周期股债收益差低于“2 倍标准差下限”



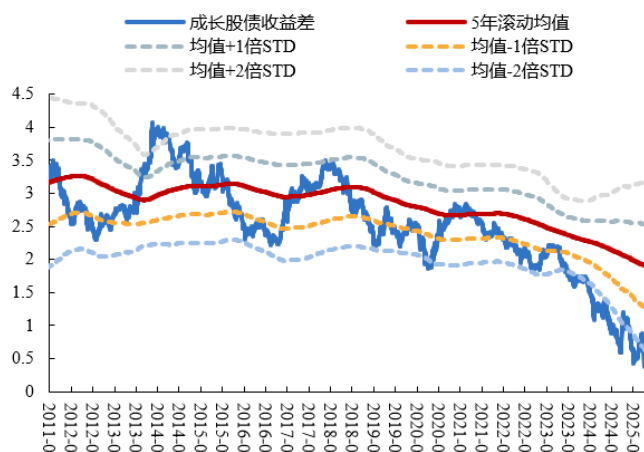
来源: Wind、国金证券研究所



图表42: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



图表43: 成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 盈利预期多数下调

指数方面, 本周(4.7-4.11)主要指数盈利预期全面下调。主要宽基指数中, 中证1000(-0.8%)、中证500(-0.6%)、科创50(-0.4%)盈利预期下调幅度居前; 主要风格指数中, 小盘价值(-0.9%)、宁组合(-0.7%)盈利预期下调较多。

行业方面, 本周(4.7-4.11)各行业盈利预期多数下调。周期板块中, 钢铁(-29.6%)盈利预期显著下调; 传统消费板块中, 轻工制造(-1.6%)、纺织服饰(-1.0%)盈利预期降幅居前; 成长板块中, 美容护理(-2.7%)盈利预期降幅较大; 金融板块中, 房地产(-0.9%)盈利预期下调。

图表44: 本周(4.7-4.11)主要指数盈利预期全面下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.79	-0.05%	-1.0%	-2.6%	0.79	0.76
	深证成指	0.67	-0.36%	-6.7%	-12.4%	0.67	0.70
	沪深300	1.09	0.01%	-1.2%	-2.3%	1.09	1.03
	创业板指	1.28	-0.16%	-2.3%	-10.6%	1.28	1.21
	中证500	0.40	-0.58%	-5.1%	-10.6%	0.40	0.41
	科创50	0.46	-0.41%	5.2%	-11.7%	0.46	0.68
	上证50	1.19	0.00%	0.2%	0.1%	1.19	1.08
	中证800	0.93	-0.05%	-1.6%	-3.2%	0.93	0.89
	中证1000	0.33	-0.81%	-2.7%	-12.1%	0.33	0.27
风格 指数	大盘成长	1.26	0.2%	-2.3%	-3.4%	1.26	1.27
	大盘价值	1.20	0.0%	-0.7%	-0.9%	1.20	1.11
	小盘成长	0.54	-0.4%	-3.7%	-14.0%	0.54	0.54
	小盘价值	0.43	-0.9%	-3.4%	-7.2%	0.43	0.39
	茅指数	3.63	-0.1%	0.7%	13.8%	3.63	3.00
	宁组合	2.91	-0.7%	-1.5%	-2.5%	2.91	2.99

来源: Wind、国金证券研究所



图表45：本周（4.7-4.11）各行业盈利预期多数下调

风格板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
周期	煤炭	1.02	0.0%	-1.6%	-3.1%	1.02	1.24
	有色金属	0.57	0.3%	-4.5%	-8.3%	0.57	0.53
	交通运输	0.41	0.3%	-1.4%	-5.3%	0.41	0.37
	基础化工	0.40	0.1%	-2.5%	-8.7%	0.40	0.37
	石油石化	0.80	-0.1%	-6.5%	-8.1%	0.80	0.79
	钢铁	-0.01	-29.6%	-147.3%	-119.9%	-0.01	0.13
	建筑材料	0.24	-1.0%	-17.5%	-25.5%	0.24	0.40
	建筑装饰	0.59	-0.4%	-4.0%	-9.1%	0.59	0.62
	电力设备	0.42	-0.9%	-4.0%	-16.6%	0.42	0.73
	机械设备	0.36	0.0%	-2.2%	-5.9%	0.36	0.33
	国防军工	0.22	0.3%	-17.0%	-30.7%	0.22	0.26
	公用事业	0.44	-0.1%	-3.1%	-5.6%	0.44	0.40
环保	0.29	-0.8%	-4.1%	-6.6%	0.29	0.25	
传统消费	汽车	0.63	0.2%	-1.5%	-6.1%	0.63	0.54
	家用电器	1.38	-0.4%	-1.1%	-2.0%	1.38	1.36
	纺织服饰	0.37	-1.0%	-3.1%	-5.9%	0.37	0.35
	商贸零售	0.13	1.2%	-11.0%	-22.5%	0.13	0.11
	食品饮料	2.34	-0.2%	-0.7%	-1.7%	2.34	2.18
	社会服务	0.19	-0.8%	-35.8%	-39.8%	0.19	0.18
	农林牧渔	0.41	-0.2%	10.9%	-8.1%	0.41	-0.04
轻工制造	0.28	-1.6%	-20.7%	-23.5%	0.28	0.33	
成长	医药生物	0.49	-0.9%	-2.9%	-12.2%	0.49	0.48
	美容护理	0.71	-2.7%	-3.4%	-11.2%	0.71	0.68
	电子	0.35	-0.5%	-2.3%	-12.0%	0.35	0.25
	计算机	0.14	-0.2%	-29.4%	-39.6%	0.14	0.14
	传媒	0.15	4.2%	5.6%	-17.4%	0.15	0.22
通信	0.95	0.0%	-0.3%	-1.8%	0.95	0.85	
金融	房地产	-0.39	-0.9%	-72.4%	-314.1%	-0.39	-0.12
	银行	1.13	0.0%	1.0%	1.4%	1.13	1.11
	非银金融	1.05	0.0%	1.6%	5.6%	1.05	0.65
综合	-0.17	4.1%	14.9%	5.6%	-0.17	-0.25	

来源：Wind、国金证券研究所

四、下周经济数据及重要事件展望

图表46：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2024-04-16	中国	3月固定资产投资:累计同比(%)	4.10	4.03
2024-04-16	中国	3月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.00	4.36
2024-04-16	中国	3月城镇调查失业率(%)	5.40	5.30
2024-04-16	中国	3月工业增加值:当月同比(%)	31.02	
2025-04-16	中国	第一季度GDP:当季同比(%)	5.40	5.16
2025-04-15	欧盟	4月欧元区:ZEW经济景气指数	39.80	
2025-04-15	欧盟	4月欧元区:ZEW经济现状指数	-45.20	
2025-04-15	欧盟	3月欧盟:CPI:同比(%)	2.70	
2025-04-15	欧盟	3月欧元区:CPI:同比(%)	2.30	2.20
2025-04-15	欧盟	3月欧元区:CPI:环比(%)	0.40	0.60
2025-04-15	欧盟	3月欧盟:核心CPI:环比(%)	0.50	1.00
2025-04-15	欧盟	3月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.60	2.40
2025-04-17	欧盟	4月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.65	
2025-04-17	欧盟	4月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	2.50	
2025-04-17	欧盟	4月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	2.90	
2025-04-16	美国	3月零售销售:同比(%)	3.11	
2025-04-16	美国	3月零售销售:环比(%)	0.20	
2025-04-16	美国	3月核心零售销售:环比(%)	0.33	
2025-04-17	美国	4月12日初请失业金人数:季调((人))	223,000.00	
2025-04-17	美国	3月新屋开工:私人住宅(千套)	111.10	

来源：Wind、国金证券研究所



图表47：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-04-15	法国	4月IEA公布月度天然气市场报告
2025-04-15	法国	4月IEA公布月度石油市场报告
2025-04-17	法国	4月IEA公布月度电力市场报告
2025-04-15	欧盟	4月欧洲央行公布银行贷款调查报告
2025-04-17	欧盟	4月欧洲央行公布利率决议
2025-04-17	欧盟	4月欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会
2025-04-16	美国	4月16日EIA公布周度能源报告

来源：Wind、国金证券研究所



五、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究