

消费行业轮动，行至何阶段？

报告日期：2025-04-20

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《科技是否迎来主线契机，哪些消费行业尚未轮动？—20250413第15周》2025-04-13
2. 策略周报《关税加征能否改变市场结构？—20250406第14周》2025-04-06
3. 策略月报《风起浪动—2025年4月A股市场研判及配置机会》2025-03-30
4. 策略周报《历年二季度哪些板块容易出现行情？—20250323第12周》

主要观点

- 海外关税扰动影响边际有限，市场核心矛盾在于国内政策应对，但1季度和3月经济大超预期，政策发力迫切性下降，但考虑到稳市态度坚决，因此市场继续高位震荡。配置上，本轮消费板块内部轮动行情可能已处后期，可关注汽车、家电以及银行、保险、贵金属。

- 市场观点：经济数据好于预期，政策加码迫切性下降

政策加码迫切性下降，关注月底政治局会议定调。海外关税仍有扰动，但对A股的边际影响明显减弱，已经不是影响市场方向的核心矛盾，当下市场的核心矛盾在于国内政策如何进行对冲。然而1季度经济数据超预期特别是3月数据边际走强，短期内宏观政策大幅加码的迫切性下降，弱化了市场对国内政策的预期。后续市场变化的重要时间窗口关注月底中央政治局会议的定调，同时考虑到决策层和监管层稳定资本市场的态度坚决，因此此政治局会议前预计市场将延续震荡态势。

市场热点1：如何看待近期美国关税扰动及国内政策应对？3月经济数据好于预期，短期内政策加码迫切性下降，但年内政策积极基调有望延续。从国常会、近期国家领导人调研和相关部委表态看，出口转内销、收储、扩大服务消费内需、降息等政策仍值得期待，上述政策出台或加码概率较高。后续重点关注4月政治局会议定调，可能成为重要窗口期。

市场热点2：如何看待1季度和3月经济金融数据？一季度GDP增长5.4%好于市场预期，3月经济数据较1-2月明显走强。尽管美对华加征关税影响下，外需压力可能在二季度逐步显现，但居民部门消费数据明显好转有望对冲。短期看，市场最关心国内政策如何对冲关税影响，而3月宏观经济数据走强使得短期内稳增长政策加码迫切性有所下降。

- 行业配置：本轮消费板块的内部行业轮动机会可能已行至后期

4月第3周市场高位震荡。行业表现上，继续呈现出消费板块的内部轮动之势、同时出现了向滞涨板块补涨扩散的现象；市场高位震荡后持续缩量，银行等红利板块领涨；成长科技重新回归弱势、跌幅居前。往后展望，市场震荡之势短期内仍将延续，同时考虑到消费板块大部分行业已经有过轮动表现，如出行链近两周表现较好但也出现兑现迹象，医药同样经历过轮动行情，因此我们将出行链和医药调出推荐。后市建议关注三条主线：1) 政策支持 and 事件催化的部分消费品，重点关注汽车、家电。2) 震荡市中具备稳定性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保险。3) 继续看好中长期贵金属价格和股价表现。

配置热点1：消费板块轮动机会处于何阶段，还有哪些行业仍未轮动？3月下旬以来我们持续强调，消费板块将出现板块内部行业的频繁轮动阶段性机会，近月市场表现正在不断验证。上周配置热点中我们筛选出了12个在本轮消费轮动行情中尚未轮动过的消费二级细分行业，其中有8个细分行业在本周迎来上涨、部分涨幅领先。站在当前时点，当下消费细分领域中仍然滞涨的细分领域还有造纸、包装印刷、贸易、非白酒、医药商业、医疗器械、生物制品。同时对本轮消费板块整体看法上，考虑到大多数消费细分行业均已经历过轮动表现，本轮消费板块的轮动机会预计已经处于后期。

配置热点2：房地产是否迎来政策提振预期下的阶段性估值提升机会？房

地产上涨行情总结为三种模式，分别是景气改善显著叠加调控政策边际放松（模式 1）；高景气叠加调控政策边际收紧（模式 2）；景气没有出现明显改善而政策边际大幅放松（模式 3）。近几年来地产机会都属于模式 3。本周地产涨幅居前主要在于市场博弈外需压力下，地产政策发力。而实质上近期房地产景气较 2024 年 3 季度底部位置出现一定改善，且当前地产调控力度已属历史最松，因此短期内政策继续大幅加码概率偏低，因此模式 3 的政策宽松带来的估值阶段性修复行情可能并未到来。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策出现新的超预期风险等。

正文目录

1 市场观点：经济数据好于预期，政策加码迫切性下降	4
1.1 市场热点 1：如何看待近期美国关税扰动及国内政策应对？	4
1.2 市场热点 2：如何看待 1 季度和 3 月经济金融数据？	5
2 行业配置：本轮消费板块的内部行业轮动机会可能已行至后期	8
2.1 配置热点 1：消费板块轮动机会处于何阶段，还有哪些行业仍未轮动？	8
2.2 配置热点 2：房地产是否迎来政策提振预期下的阶段性估值提升机会？	10
2.3 本轮消费板块的内部行业轮动机会可能已行至后期	11
风险提示：	12

图表目录

图表 1 地产链条消费增速大幅提升	6
图表 2 通讯器材类维持较高增速	6
图表 3 基建投资增速有所反弹	6
图表 4 地产分项数据降幅有所收窄	6
图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 走势分化，外需压力可能逐步显现	7
图表 6 建筑类商品产量增速分化，水泥增速有所改善	7
图表 7 3 月的信贷修复明显	8
图表 8 3 月企业信贷明显好于上月	8
图表 9 上周筛选出的 12 个滞涨细分二级板块中有 8 个本周上涨	9

1 市场观点：经济数据好于预期，政策加码迫切性下降

1.1 市场热点 1：如何看待近期美国关税扰动及国内政策应对？

我们的观点：3 月经济数据好于预期，短期内政策加码迫切性下降，但年内政策积极基调有望延续。从国常会、近期国家领导人调研和相关部委表态看，出口转内销、收储、扩大服务消费内需、降息等政策仍值得期待，上述政策出台或加码概率较高。后续重点关注 4 月政治局会议定调，可能成为重要窗口期。

3 月经济数据好于预期，短期内政策加码的迫切性下降，但年内政策积极基调有望延续，出口转内销、扩大内需政策仍值得期待，4 月政治局会议可能成为重要窗口期。尽管历史上看，2013 年以来一季度 GDP 增速高于全年目标时，4 月末政治局会议加码稳增长政策概率较小，因而今年一季度 GDP 增速达 5.4%且 3 月宏观经济数据边际向好的情况下，短期内政策加码的迫切性下降。但考虑到美方加征关税短期内难以缓解，美国财长表示 90 天暂缓期也难以完成美国主要经贸伙伴的关税谈判，因而全球经贸领域摩擦可能持续加剧，对此国内决策层去年就已经做了充分准备，进而今年积极的政策基调有望延续。4 月 17 日，国务院以“加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导”为主题进行第十三次专题学习，李强总理指出“要讲究政策时机，**在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响**”。4 月 18 日国常会提出加力落实《政府工作报告》明确的政策措施，锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度，重点提及**稳定就业**（职业技能培训、以工代赈、就业公共服务）、**稳外贸外资**（一业一策、一企一策）、**服务消费**（养老、生育、文化、旅游）、**稳定股市和房地产市场**。具体政策方面，4 月 15 日，李强总理在北京调研，一方面详细了解产品出口及内销情况时明确提出“要用足用好各类政策，做好国内外标准衔接，**搭建外贸优品拓内销平台**，培育外贸企业自主品牌，建立直达企业的政策宣介机制，稳步推进内外贸一体化发展”，另一方面现场调研存量房盘活再利用、商品住房转化人才公寓项目等情况时指出“要落实好各项相关政策，**在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施**”。同时，《求是》杂志 2025 年第 8 期刊登商务部党组书记、部长王文涛署名文章《多措并举扩大服务消费》，提出进一步完善“1+N”政策措施体系、加快政策推出，可关注“**家政服务消费、发展数字消费**”政策出台，以及商务部会同相关部门制定“**促进旅游业、超高清、体育赛事经济、中医药健康发展**”等支持政策。我们认为，在外需走弱概率较大的情况下，结合领导人调研和商务部发文看，出口转内销、

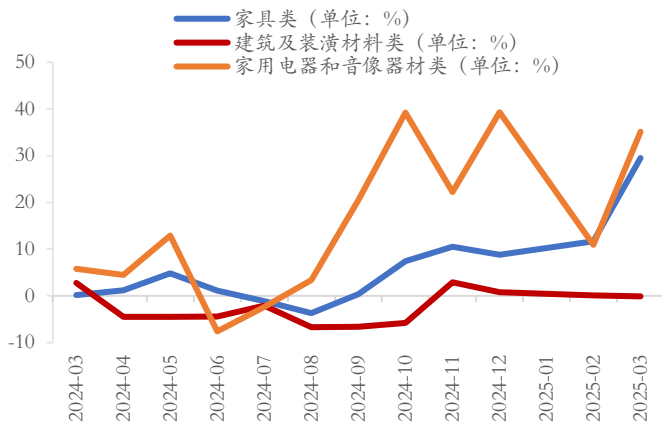
扩大内需政策仍值得期待，政策出台或加码概率较高。此外，近期降息概率有所提升。一方面，4月14日央行主管《金融时报》对降准降息时点条件做了进一步解释，一是中国宏观经济形势出现某种不利变化，二是扩张性财政政策产生的加息压力，三是当资本市场遭受某种冲击暴跌，而4月特别国债即将发行推升降息概率。另一方面，近期已有部分银行开始下调存款利率，参照过去两年的经验，或表明降息概率也有所提升。后续重点关注4月政治局会议定调，可能成为重要窗口期。

1.2 市场热点 2：如何看待 1 季度和 3 月经济金融数据？

我们的观点：一季度 GDP 增长 5.4% 好于市场预期，3 月经济数据较 1-2 月明显走强。尽管美对华加征关税影响下，外需压力可能在二季度逐步显现，但居民部门消费数据明显好转有望对冲。短期看，市场最关心国内政策如何对冲关税影响，而 3 月宏观经济数据走强使得短期内稳增长政策加码迫切性有所下降。

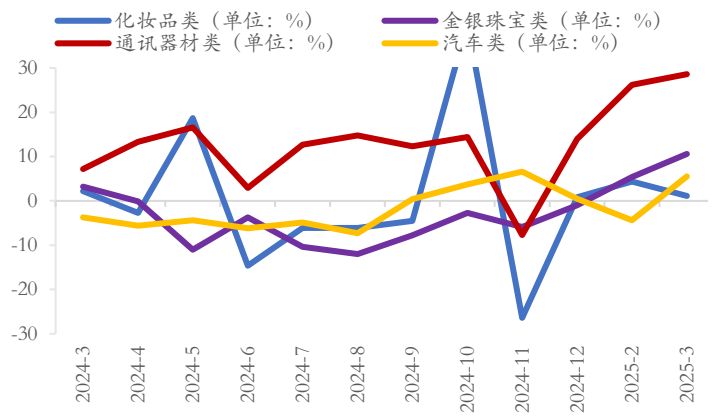
消费延续复苏态势，政策发力支撑下环比增速明显改善。3 月社会消费品零售总额约 4.09 万亿元，同比上涨 5.9%，季调后环比增长 0.6%、维持较高增速。我们认为，政策发力支撑下，商品零售消费维持较高增速，有望持续至上半年。从各类商品消费情况看：①政策发力支撑以旧换新商品维持较高增速。其中，汽车类（5.5%）和通讯类（28.6%）同比增速偏高，但其余可选消费品中化妆品（1.1%）增速相对偏慢。②地产下游消费有所改善，但集中于以旧换新品种。得益于政策支持叠加去年四季度以来二手房成交量回暖，地产下游的家电（35.1%）、家具（29.5%）维持较高增速，但建装材料（-0.1%）增速偏低，一方面受政策支持力度弱，另一方面新房与二手房成交分化也有一定影响。③服务类消费延续改善态势。3 月份，全国服务业生产指数同比增长 6.3%，较 1-2 月提升 0.7 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业分别增长 9.9%、9.3%。我们认为，参照去年消费“以旧换新”资金使用节奏和力度，今年上半年政策支撑下商品消费有望维持中高增速。一季度失业率平均为 5.3%，3 月份失业率下降至 5.2%，人均可支配收入回升至 5.6%，就业和收入端温和改善继续支撑消费温和复苏。

图表 1 地产链条消费增速大幅提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

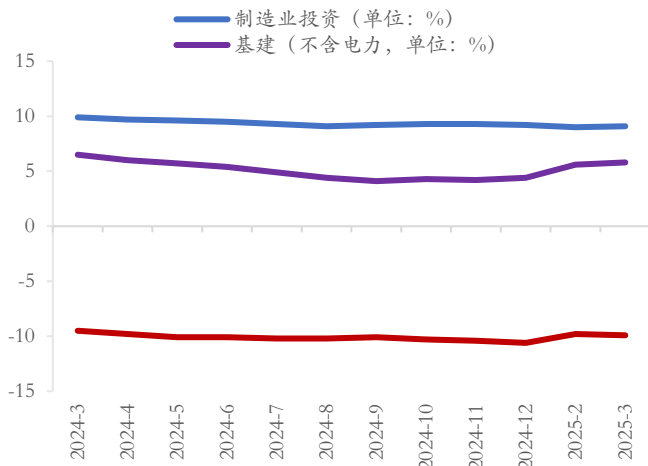
图表 2 通讯器材类维持较高增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

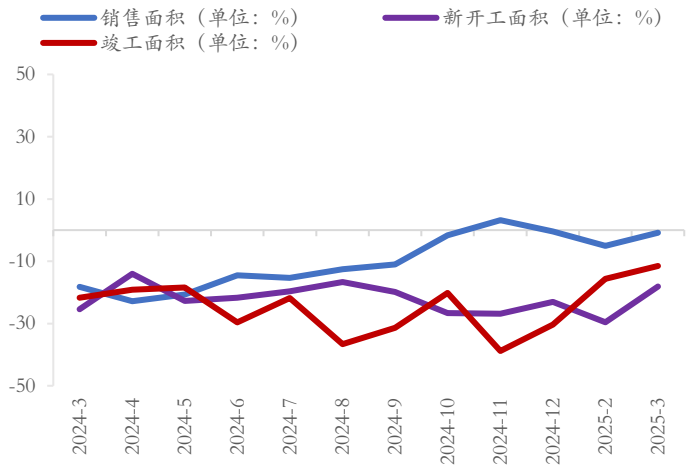
基建投资增速回升, 支撑固投增速小幅反弹。3月固定资产投资累计同比 4.2%, 较去年全年 3.2%上行 1 个百分点。其中, 制造业投资增速为 9.1%, 在去年同期较高基数上维持较快增长, 主要受设备更新和出口景气带动; 基建投资继续发挥稳增长“压舱石”作用, 增速达 5.8%, 较去年全年 4.4%大幅提高; 房地产投资同比下降 9.9%, 较去年降幅 10.6%有所收窄。我们认为, 扩大内需发力托底固投增速, 基建投资增速有望升至 6%左右。

图表 3 基建投资增速有所反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 上图为累计同比。

图表 4 地产分项数据降幅有所收窄



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

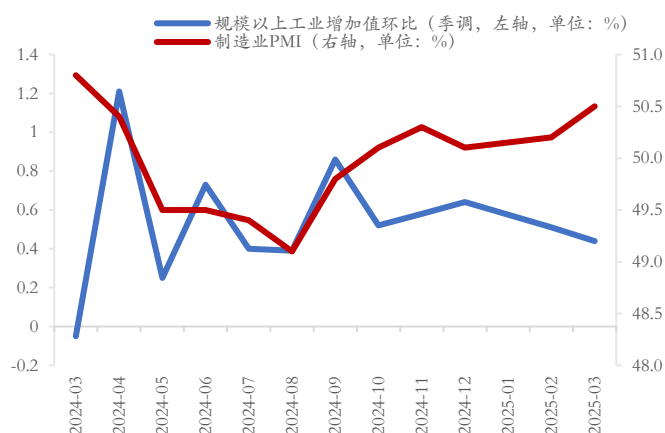
房地产开发投资依然维持较快下降, 企稳仍需时日。3月房地产投资同比下降 10%。房地产开发分项数据依旧维持弱势, 但降幅普遍收窄。其中, 商品房销售额和销售面积同比分别下降 2.1%和 3%, 降幅小幅收窄; 新开工面积同比降幅 24.4%, 依然维持偏低水平; 施工面积同比下降 9.5%, 较 1-2 月降幅 9.1%有所扩大; 竣工面积

同比下降 14.3%，或表明房地产企业当下现金流压力依然较大。我们认为，今年春节后房价表现整体偏弱，“小阳春”成色不足。3 月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。其中，北京、上海、深圳分别上涨 0.5%、0.4% 和 0.3%，广州下降 0.2%。二、三线城市一手住宅销售价格环比分别为持平和下降 0.2%，

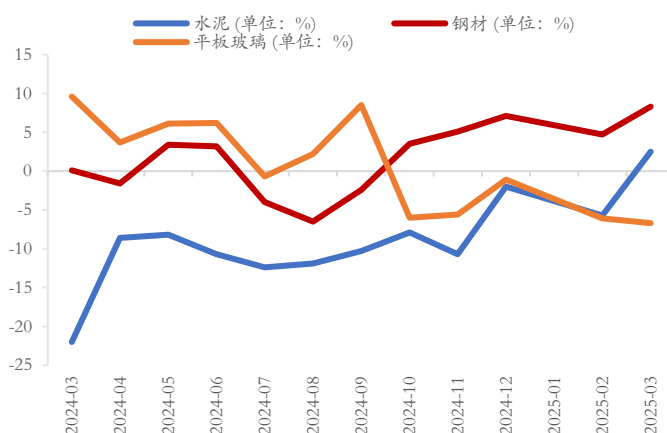
“小阳春”依然集中于核心一线城市。结合我们之前的判断，当前地产需求端调控政策历史横向比较已经是“最松”状态，政策加码概率较小，潜在政策空间在于一线城市下调首付比例（但因一线城市房价环比仍上涨故出台概率依然较小）和下调房贷利率（可能通过下调 5 年起 LPR 实现，单独调整加点下限的可能性较小，去年底以来央行持续干预推动房贷利率维持在 3% 以上），因而今年“小阳春”成色不足、以一线城市为主，地产基本面企稳仍需时日。除非 5 月之后地产基本面明显下滑，特别是一线城市走弱，则有可能出台新一轮政策。

“抢出口”拉动下，生产端表现亮眼。3 月，全国规模以上工业增加值同比增长 7.7%，维持较高增速。季调后，3 月环比增长 0.4%。主要得益于 3 月出口同比增长 12.4%、较 1-2 月 2.3% 增速大幅上涨 10.1 个百分点。但出口增速剔除去年同期基数偏低影响后，两年平均增速仅 1.9%，回落较为明显，或表明“抢出口”已边际明显弱化。同时，PMI 走势偏弱也表明后续外需走弱可能拖累生产端。从三大门类来看，上游价格分化、金属价格回升，采矿业增速为 9.3%；制造业和电热水生产供应业维持较高增速，分别为 7.9% 和 3.5%。主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速分化。3 月粗钢、钢材产量同比分别上涨 4.6% 和上涨 8.3%。水泥产量同比增长 2.5%、由降转增，表明基建开工有所提速。②汽车产量维持较快增长。3 月汽车产量同比上涨 8.4% 左右。③工业生产维持较高景气，发电量同比增长 1.8%。原煤产量同比上涨 9.6%。

图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 走势分化，外需压力 图表 6 建筑类商品产量增速分化，水泥增速有所改善可能逐步显现



资料来源：Wind，华安证券研究所。

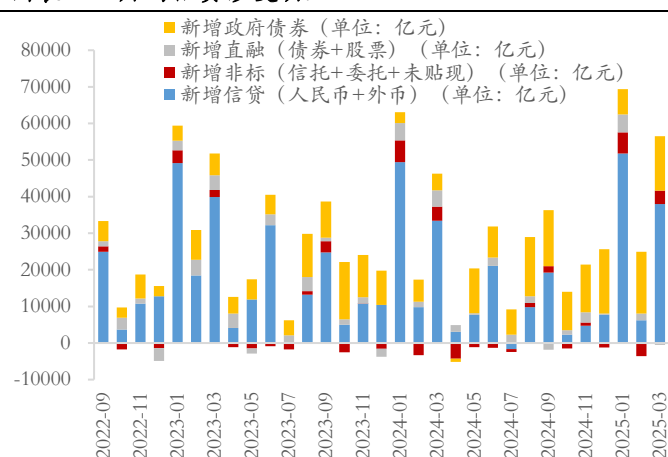


资料来源：Wind，华安证券研究所。

社融增量超预期、信贷修复，未来流动性支撑增强。3 月社融当月值 5.89 万亿

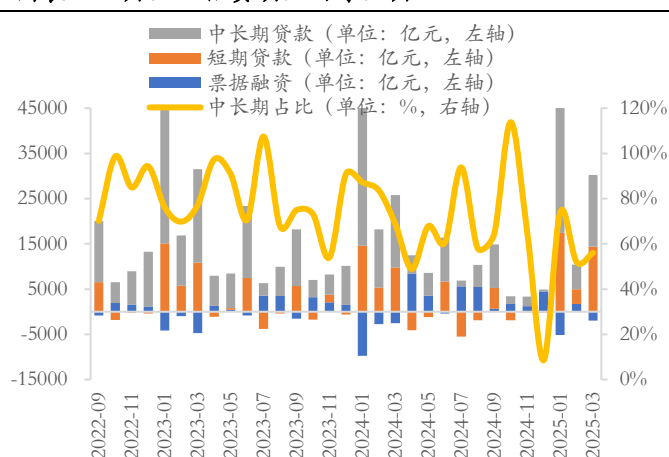
元，同比多增 1.06 亿元；社融存量同比增速为 8.4%，较上月增加 0.2%。各分项中，信贷、政府债券同比增加明显。具体来看，其中政府债券 14866 亿元，同比增加 10240 亿元，依然延续自开年以来的强劲支撑社融的趋势。非标三项 3705 亿元，同比减少 63 亿元；信贷社融口径当月值 37939 亿元，同比 4476 亿元，好于 2 月。具体信贷中，企业信贷中的票据融资和短贷均实现同比增加，其中票据融资、短期贷款、中长期贷款当月值分别为-1986 亿元、14400 亿元、15800 亿元，同比分别为 514 亿元、4600 亿元和-200 亿元，虽然企业中长期贷款同比依然减少，但明显好于 2 月情况，主要来源于化债影响减少，叠加当下企业更偏向于短期贷款以应对关税扰动不确定性，这也会相应推升 M1 同比。此外票据融资依然保持了同比多增的情况，显示银行端投放贷款意愿仍较强。居民端短贷和中长贷当月值分别为 4841 亿元、5047 亿元，同比分别为-67 亿元、531 亿元，指向居民提前还贷意愿在下降。值得注意的是 3 月 M1 同比为 1.6%，较上月明显升高，或指向融资需求有所回升以及企业存款端增加应对外部扰动挑战。展望后市，海外扰动增加的情况下，货币总量或结构性宽货币的概率都在提升，预计对后续流动性构成支撑。

图表 7 3 月的信贷修复明显



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 8 3 月企业信贷明显好于上月



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 行业配置：本轮消费板块的内部行业轮动机会可能已行至后期

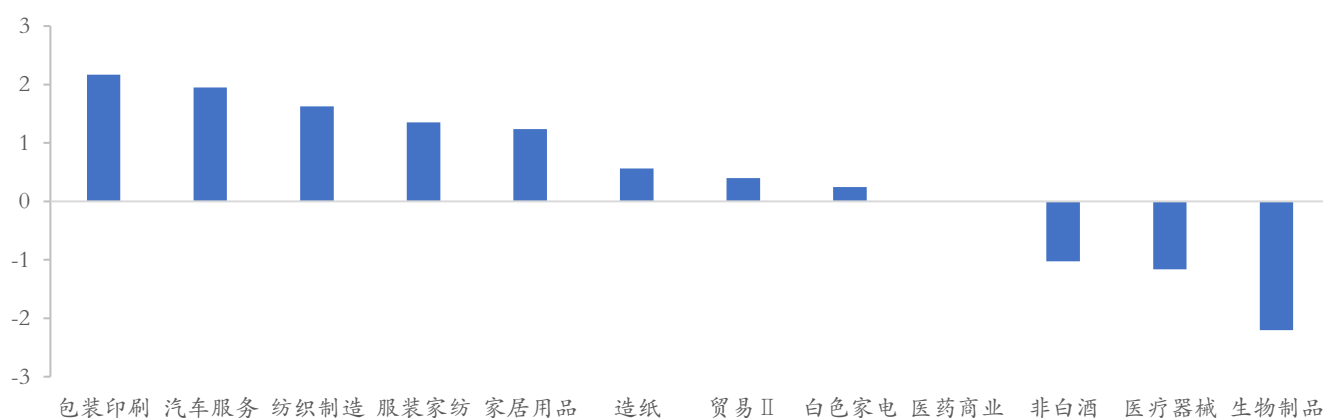
2.1 配置热点 1：消费板块轮动机会处于何阶段，还有哪些行业仍未轮动？

我们的观点：3月下旬以来我们持续强调，消费板块将出现板块内部行业的频繁轮动阶段性机会，近月市场表现正在不断验证。上周配置热点中我们筛选出了12个在本轮消费轮动行情中尚未轮动过的消费二级细分行业，其中有8个细分行业在本周迎来上涨、部分涨幅领先。站在当前时点，当下消费细分领域中仍然滞涨的细分领域还有造纸、包装印刷、贸易、非白酒、医药商业、医疗器械、生物制品。同时对本轮消费板块整体看法上，考虑到大多数消费细分行业均已经历过轮动表现，本轮消费板块的轮动机会预计已经处于后期。

本周（4月14日-4月18日）涨幅相对靠前的消费行业有纺织服饰、轻工制造，分别上涨1.6%、1.4%，分别位于第8、9位。细分子行业均收涨，其中包装印刷、饰品、纺织制造、服装家纺、文娱用品、家居用品、造纸分别上涨2.2%、2.1%、1.6%、1.4%、1.3%、1.2%、0.6%。

3月下旬以来我们持续提示消费板块预计将出现较为频繁的阶段性机会，但消费板块的频繁机会很难持续体现在某一行业上，而是呈现出板块内部轮动，多呈现时间短（2周之内）、幅度不强（10%之内）的显著特征，这主要是因为消费基本面修复疲软支撑不足，因此对消费板块行情的时间和空间支撑均有限，当前行情仍以主题性催化的估值阶段性修复为主，如上周在经贸形势升级事件催化和政策预期提振下农林牧渔上涨3.28%排名第一，而本周涨跌幅则以-2.2%居于倒数第二。上周我们筛选出12个具有滞涨属性的消费细分子行业，分别是**造纸、包装印刷、纺织服饰、服装家纺、生物制品、医药商业、纺织制造、医疗器械、家居用品、白电、贸易、非白酒、汽车服务**，从表现来看胜率较高，其中有8个板块本周（4月14日-4月18日）上涨。同时结合本周涨跌幅来看，当前仍属于明显滞涨的板块为**造纸、包装印刷、贸易、非白酒、医药商业、医疗器械、生物制品**。

图表9 上周筛选出的12个滞涨细分二级板块中有8个本周上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：纵轴为2025/4/14-2025/4/18的周涨跌幅，单位为%

多数消费细分行业已出现过轮动表现机会，预计本轮消费板块内部轮动机会已处于后期。再次强调当前消费板块基本面支撑性不强的主要原因在于，一是对消费风格整体而言，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的仍然低迷。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，从近期的经济金融数据尤其是短贷、社零等消费相关数据显示，终端消费需求仍然疲弱，居民对未来经济和收入信心仍不乐观，基本面支撑力度不足，这导致消费板块难以出现持续、大幅度的主线级行情，因此机会主要以阶段性估值修复为主。二是在外需压力下政策层面近期持续落地促消费措施，如商务部等 9 部门发文促进家政服务消费扩容升级、即将召开的介绍《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》国新办发布会等等，政策的出台都将带来板块的估值修复机会，但修复持续性和力度取决于政策力度和频率，机会的频率仍是重于机会的持续性。从消费风格指数来看，消费板块的行情从 2 月 6 日开始启动，基本上承接了成长科技主题性行情的降温（成长科技板块从 2 月中旬至 2 月底左右开始逐步回落），至今已经持续 2 月有余，大多数细分板块均已出现过阶段性机会，如酒店餐饮、农产品、动物保健（疫苗）、零售业、照明设备（深海科技主题）等，近两个月最大上涨幅度小于 13%、4 月 8 日以来反弹幅度小于 6% 的板块已经较少，后续继续在消费板块中寻找滞涨、安全边际较高的方向相对更为困难，并且 4 月底政治局会议临近，提振消费的政策落地频率将迎来最为密集的阶段，待政策出台正式落地后，消费的轮动性行情大概率将逐步进入尾声。

2.2 配置热点 2：房地产是否迎来政策提振预期下的阶段性估值提升机会？

我们的观点：房地产上涨行情总结为三种模式，分别是景气改善显著叠加调控政策边际放松（模式 1）；高景气叠加调控政策边际收紧（模式 2）；景气没有出现明显改善而政策边际大幅放松（模式 3）。近几年来地产机会都属于模式 3。本周地产涨幅居前主要在于市场博弈外需压力下，地产政策发力。而实质上近期房地产景气较 2024 年 3 季度底部位置出现一定改善，且当前地产调控力度已属历史最松，因此短期内政策继续大幅加码概率偏低，因此模式 3 的政策宽松带来的估值阶段性修复行情可能并未到来。

近期地产基本面有所改善，且当前政策调控力度已属于历史上最松阶段，预计短期内地产政策继续出台促进措施概率较低。近期市场博弈外需走弱的情形下对提振内需的政策升温，同时对地产政策端的期待也有所升高。而从近期地产基本面来看，三月份一线、二线、三线城市二手住宅价格指数环比分别为 0.2%、-0.2%、-0.3%，虽然今年地产“小阳春”成色相对偏弱，但已较 2024 年第三季度的底部区间出现了一

定改善，同时从历史横向比较下，2023年8月至今地产政策密集出台，如降低首付比例至15%、认房或认贷并取消指导价、限购措施除北上之外基本全部放开等等，当前已经属于调控最松阶段，预计在地产基本面行情有所改善且已出台政策宽松力度已经较大的情形下，短期内政策继续大幅加码的可能性偏低。

房地产景气度低位回升但市场对其持续性存疑，同时政策大幅加码概率较低，房地产板块的估值修复阶段性机会可能未至。根据我们在专题报告《本轮地产行情有望切换至基本面支撑吗？》对历史行情的复盘，房地产上涨行情可以总结为三种模式，分别是景气改善显著叠加调控政策边际放松（模式1）；高景气叠加调控政策边际收紧（模式2）；政策边际放松但景气没有出现明显改善（模式3）。景气显著改善或持续提升驱动的行​​情持续时间要明显长于政策边际缓和驱动的行​​情，前者可以长达数月至1年以上，后者通常在1-2个月。拆解成景气+政策调控力度两部分看，当前属于景气度低位略有改善时期，符合模式3的景气度条件，但是政策边际继续大幅放松的概率较低，出现模式3的政策条件可能性不大，因此后续来看，地产出现模式3，即政策提振带来的阶段性行​​情的概率也相对偏低，房地产板块机会未至。

2.3 本轮消费板块的内部行业轮动机会可能已行至后期

4月第3周市场高位震荡。行业表现上，继续呈现出消费板块的内部轮动之势、同时出现了向滞涨板块补涨扩散的现象；市场高位震荡后持续缩量，银行等红利板块领涨；成长科技重新回归弱势、跌幅居前。往后展望，市场震荡之势短期内仍将延续，同时考虑到消费板块大部分行业已经有过轮动表现，如出行链近两周表现较好但也出现兑现迹象，医药同样经历过轮动行情，因此我们将出行链和医药调出推荐。**后市建议关注三条主线。**

第一条主线是政策支持和有事件催化的部分消费品，重点关注汽车、家电。其中汽车、家电源于以旧换新政策进一步明确及优异效果，后续政策有望继续加力，政治局会议将成为重要观察时间点。该条主线在前期整体滞涨且低估背景下，有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

第二条主线是震荡市中具备稳定性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保险。一方面，后市有望延续震荡缓慢上涨，且在市场波动较大的环境中，银行保险等权重股具备流动性优势也兼具高股息特性。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第三条主线是继续看好中长期贵金属价格和股价表现。一方面，严重程度超预期的对等关税将会对全球贸易和经济形成冲击，此举也会加剧未来全球局势的不确

定性，黄金作为风险资产的储备价值增加。二方面，美国经济已经进入下行周期，叠加严厉贸易政策甚至演绎衰退风险，美元指数走弱，利于金价。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策出现新的超预期风险等。

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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。