

报告类型

证券研究报告

2025/04/23

投资策略报告——

察势者明，趋势者智

证券分析师：张冬冬

分析师登记编号：S1190522040001

研究助理：徐梓铭

一般证券业务登记编号：S1190123050005

证券分析师：吴步升

分析师登记编号：S1190524110002

## 察势

- 1、国内势在新动能与有效需求的释放
- 2、海外势在特朗普三板斧下的重塑

## 趋势

- 1、科技、消费、红利
- 2、美股、美元、美债、商品

# 目录

一、新动能、有效需求、基础巩固

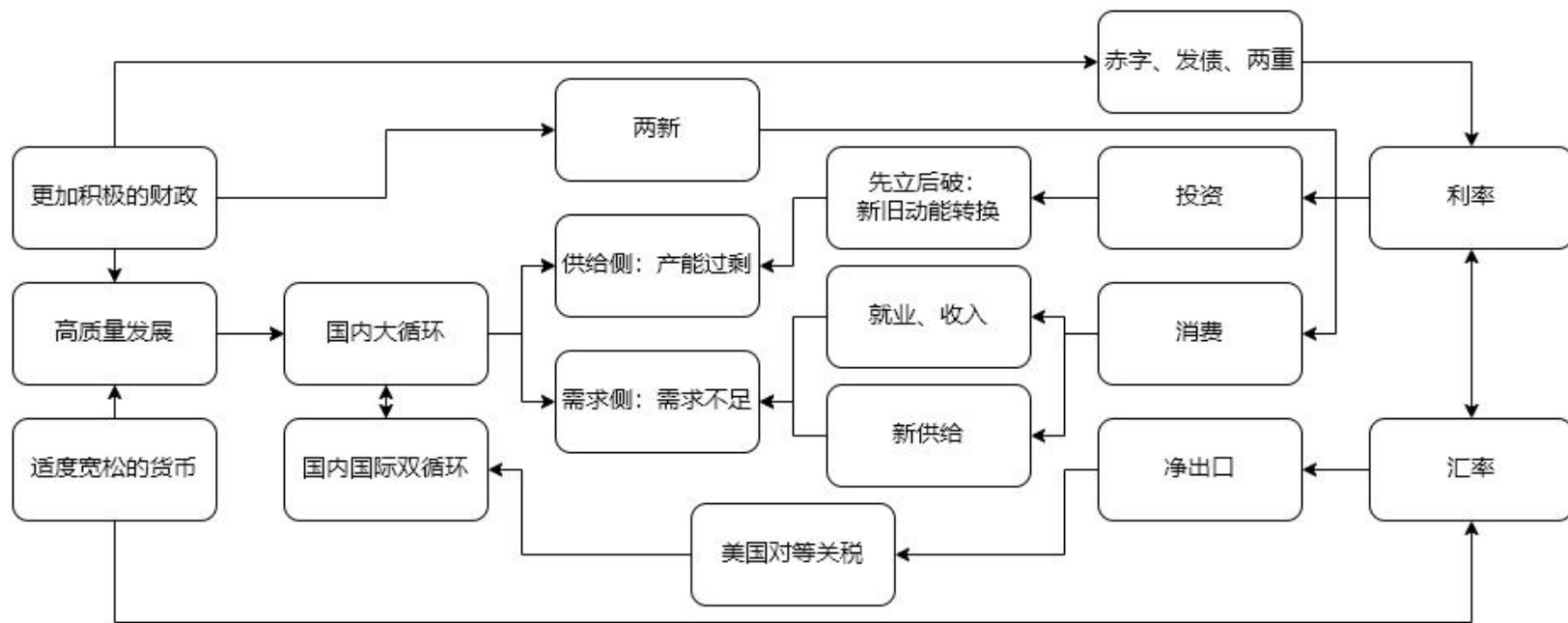
二、特朗普三板斧——虎头已出，蛇尾难落

三、A股配置策略

## 一、新动能、有效需求、基础巩固

- 稳定增长——稳就业、稳地产、稳基础；
- 高质量发展——扩内需、科技。

图表1：国内宏观逻辑

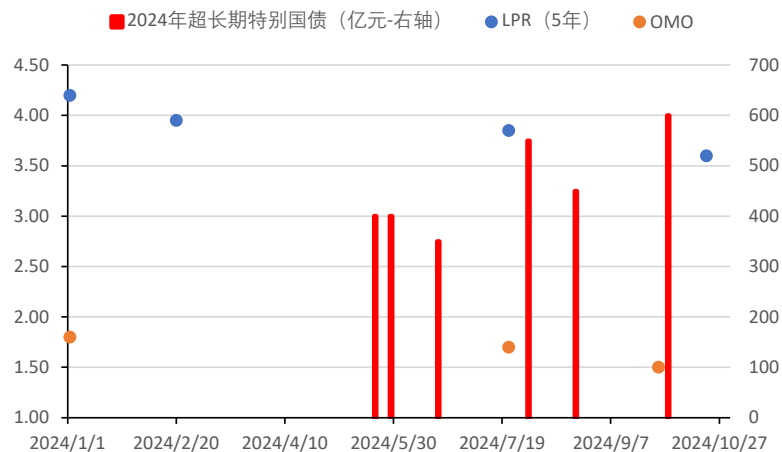


资料来源：太平洋证券研究院整理

## 1.1 更加积极的财政

- 超长期特别国债——首发：4（500+710亿元）、5、7、8月，新增：两重-1000亿元（+14.29%）、两新-设备500亿元（+33.33%）&消费1500亿元（+200%，1月6日首批810亿元）；
- 新增2.9万亿元财政支出=赤字1.6万亿元+超长期特别国债（两新两重）3000亿元+特别国债5000亿元（银行，4月1650亿元）+地方政府专项债5000亿元（投资、收储、企业欠款）。

图表2：2024年特别国债与降息一览



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：2025年一季度财政支出情况

	一般公共预算支出占预算数比例	主要支出科目占一般公共预算支出比例									
		教育	科学技术	文化旅游体育与传媒	社会保障和就业	卫生健康	节能环保	城乡社区	农林水	交通运输	债务付息
2025Q1	24.52%	15.45%	2.75%	1.16%	18.64%	8.03%	1.79%	7.39%	6.70%	4.21%	3.92%
2024Q1	24.47%	14.94%	2.77%	1.16%	18.19%	8.21%	1.75%	8.04%	7.42%	4.47%	3.46%
2023Q1	24.68%	14.99%	2.98%	1.14%	18.05%	9.45%	1.86%	7.37%	6.73%	4.78%	3.40%
2022Q1	23.80%	15.37%	2.90%	1.25%	17.58%	9.00%	2.04%	7.73%	6.48%	5.13%	3.13%
2021Q1	23.47%	15.34%	2.57%	1.26%	17.84%	9.18%	2.06%	7.79%	6.49%	5.01%	3.40%
2020Q1	22.31%	14.31%	2.35%	1.18%	17.79%	9.00%	2.01%	8.63%	7.29%	5.77%	2.83%

资料来源：Wind，太平洋证券

## 1.1 适度宽松的货币

➤从适时降准降息到择机降准降息；

➤空间是确定的——24年OMO下降30BP，25年 $\geq$ 40BP；

➤极端定价带来的交易机会——逢低做多。

图表4：OMO与一年期国债收益率



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表5：30年期国债与国债期货走势



资料来源: Wind, 太平洋证券

## 1.2 2025年一季度经济情况

图表6: 国内经济基本面一览

		单位: %							
		25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q1	22Q1	
GDP	GDP实际增速: 当季	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3	4.7	4.8	
	GDP名义增速: 当季	4.6	4.6	4.1	4.0	4.2	5.5	8.7	
收入	居民人均可支配收入: 当季	5.5	5.6	5.0	4.5	6.2	5.1	6.3	
	居民人均消费支出: 当季	5.2	4.5	3.5	5.0	8.3	5.4	6.9	
		单位: %							
		25-03	25-02	24-12	24-11	24-10	24-9	24-8	
生产	工业增加值	7.7	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	
	服务业生产指数	6.3	5.6	6.5	6.1	6.3	5.1	4.6	
投资	固定资产投资	4.3	4.1	2.2	2.3	3.4	3.4	2.0	
	地产投资	-10.0	-9.8	-13.3	-11.6	-12.3	-9.4	-10.2	
	基建投资	5.9	5.6	6.3	3.3	5.8	2.2	1.2	
	制造业投资	9.2	9.0	8.3	9.3	10.0	9.7	8.0	
消费	社会消费品零售总额	5.9	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	
	除汽车以外的消费品零售额	6.0	4.2	2.5	4.9	3.6	3.6	3.3	
	限额以上单位消费品零售额	8.5	4.0	1.3	6.2	2.6	-0.6	-0.1	
	实物商品网上零售额	14.9	2.3	2.3	0.2	0.3	-0.3	-0.9	
	限额以上单位餐饮收入	6.8	1.2	2.5	-0.3	0.7	0.4	-0.7	
	限额以上单位商品零售额	8.5	4.0	1.3	6.2	2.6	-0.6	-0.1	
	家用电器和音像器材类	35.1	39.3	22.2	39.2	20.5	3.4	-2.4	
	通讯器材类	28.6	14.0	-7.7	14.4	12.3	14.8	12.7	
	汽车类	5.5	0.5	6.6	3.7	0.4	-7.3	-4.9	
地产	商品房销售面积	-0.9	-5.1	-0.5	3.2	-1.6	-11.0	-12.6	
	商品房销售额	-1.6	-2.6	2.4	1.0	-1.0	-16.3	-17.1	
	房地产新开工面积	-18.1	-29.6	-23.0	-26.8	-26.7	19.9	-16.7	
就业	城镇调查失业率	5.2	5.4	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	
	31个大城市	5.2	5.2	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	
		单位: %							
		25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q1	22Q1	
出口	计算机与通信技术	6.2	3.7	3.1	1.4	-3.5	-17.2	1.6	
	电子元件	5.1	5.4	5.4	4.9	3.7	-7.1	24.0	
	电子技术	5.1	6.6	6.5	6.1	4.7	-8.3	27.3	
	纺织纱线、织物及其制品	4.0	5.7	2.9	3.3	2.6	-12.1	15.1	
	服装及衣着附件	-1.9	0.3	-1.6	0.0	1.4	-1.3	7.4	
	RCEP	4.7	-	-	-	-	-	-	
一带一路	6.1	-	-	-	-	-	-		

资料来源: iFind, 太平洋证券

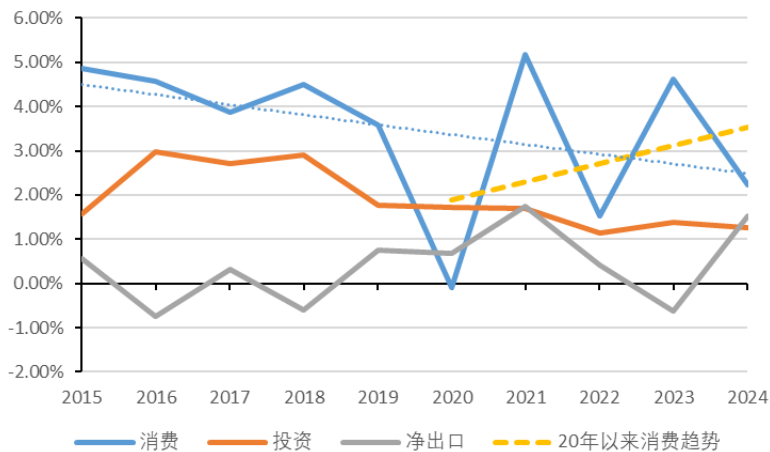
## 1.2 2025年GDP展望

➤2025年中国GDP贡献率——消费是主力；

➤新旧动能转换——投资端整体仍将维持平稳，地产基数效应下，科技投资贡献有限；

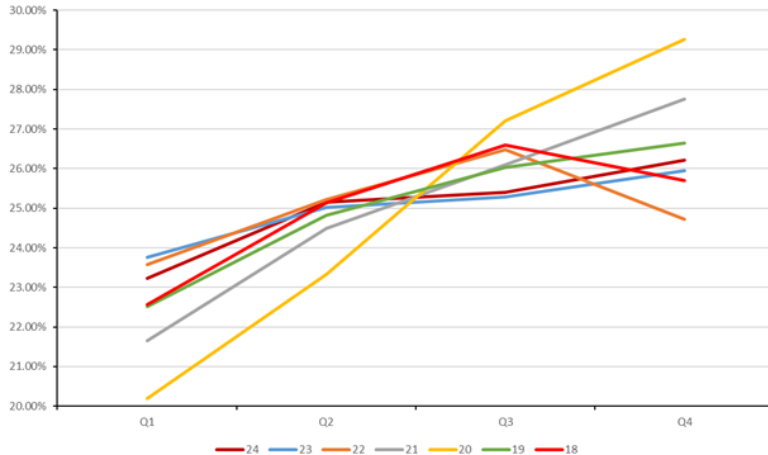
➤对等关税——在一季度抢出口之后，前低后高的季节性规律，难言乐观。

图表7：三驾马车对GDP的拉动



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表8：进出口季节性变化

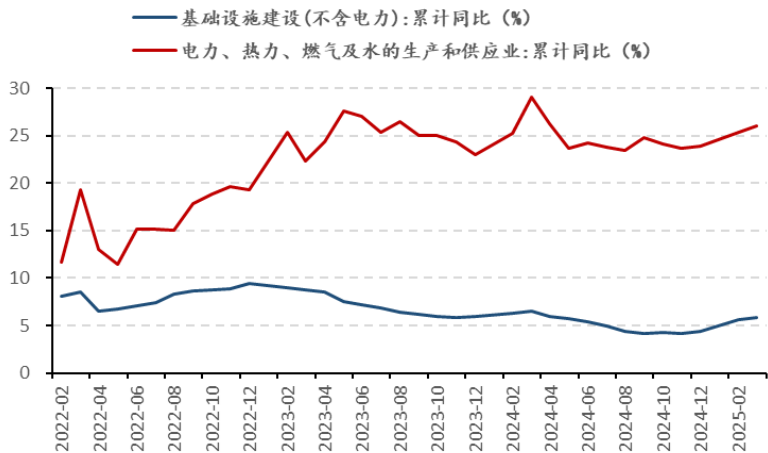


资料来源: Wind, 太平洋证券

## 1.3 投资

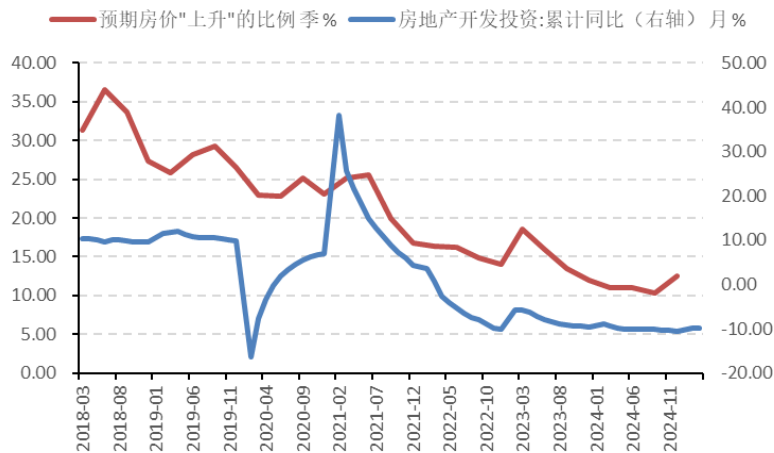
- 固定资产投资自22年以来维持在低增速水平，其中地产依旧处于探底阶段，拖累整体投资增速。
- 基建投资处于低增速水平，亮点是电力、热力、燃气及水的生产和供应业，投资增速持续走高。

图表9：基建投资低增速，但公用事业投资持续



资料来源: iFind, 太平洋证券

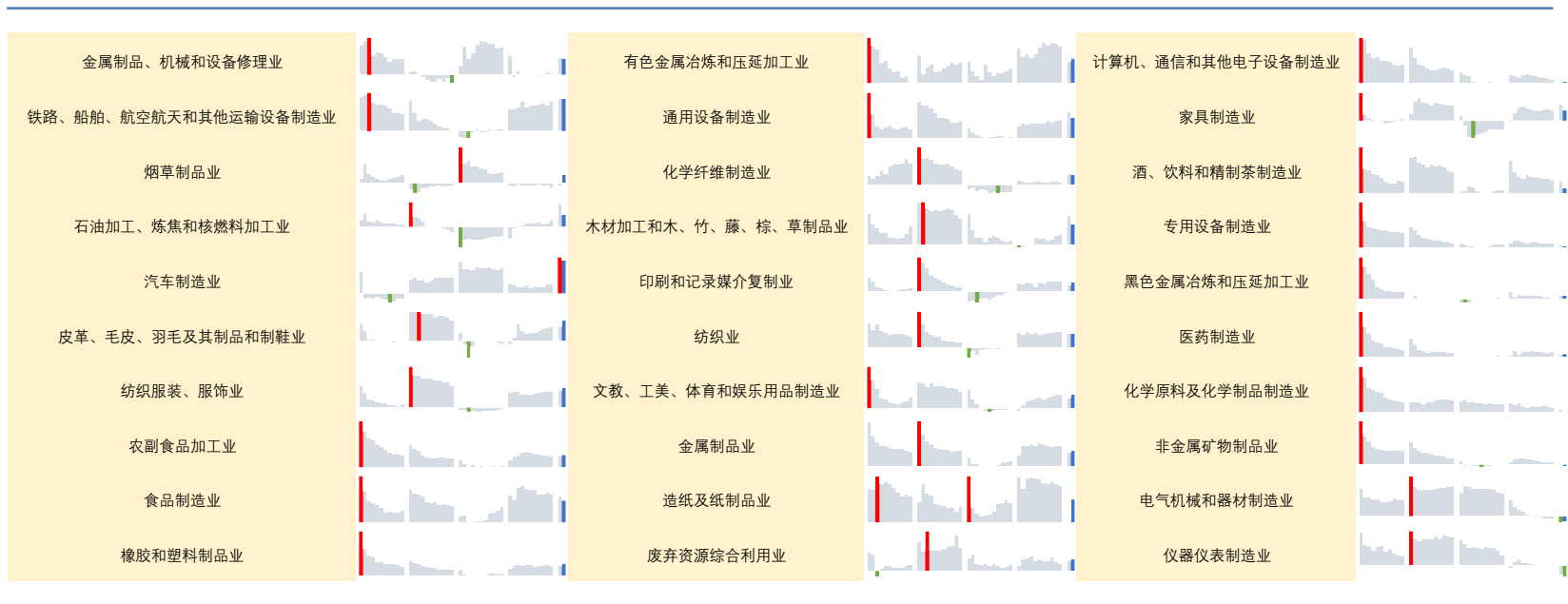
图表10：地产依旧处于探底阶段，拖累整体投资增速



资料来源: iFind, 太平洋证券

➤汽车延续强势，烟草、造纸近月亮眼，整体上看必选消费和运输设备制造较好。

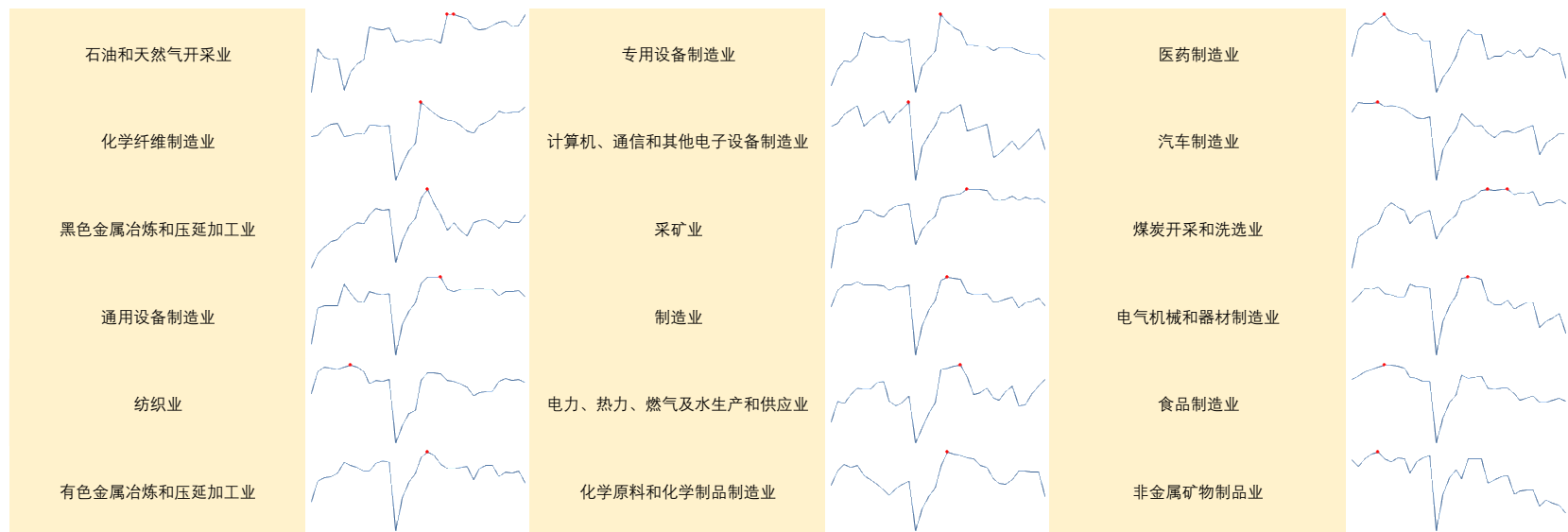
图表11：2021年以来制造业各子行业月度固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

►公用事业类（水电煤等）投资增速与产能利用率双升，基建投资托底，警惕产能过剩与抢出口陷阱。

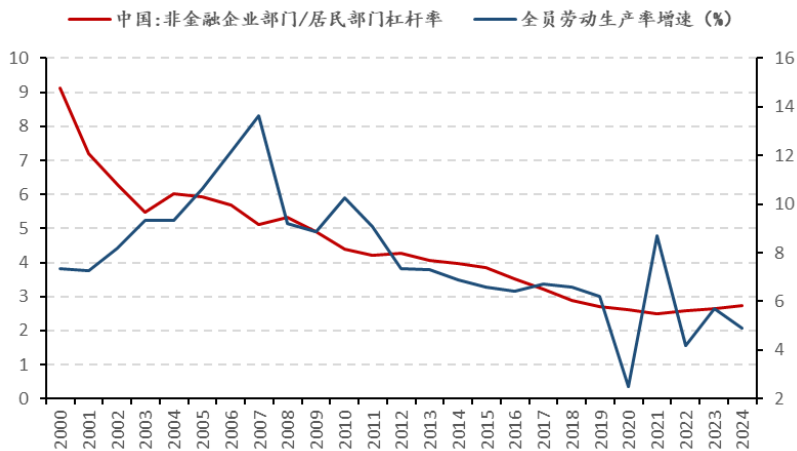
图表12：2017年以来各行业季度产能利用率



资料来源：Wind，太平洋证券

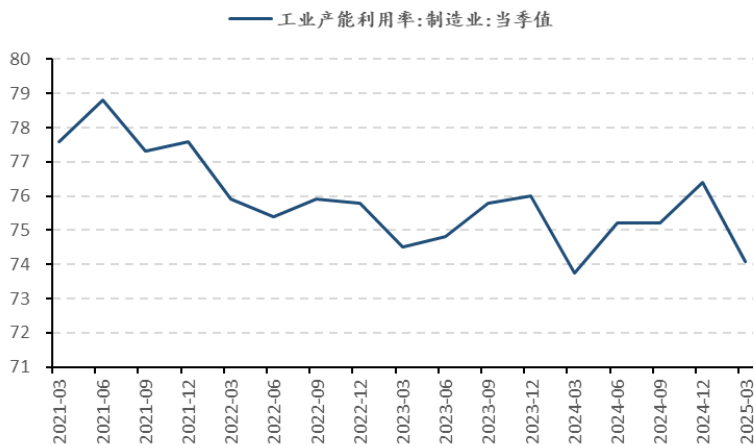
➤企业去杠杆，居民加杠杆带来的生产率下滑制约了投资的回升；深化供给侧改革以及有效需求不足也使得产能在调结构的过剩中下行。两大因素使得投资拉动GDP增长的效用递减。

图表13：居民杠杆率位于高位



资料来源：iFind，太平洋证券

图表14：制造业产能利用率位于低位

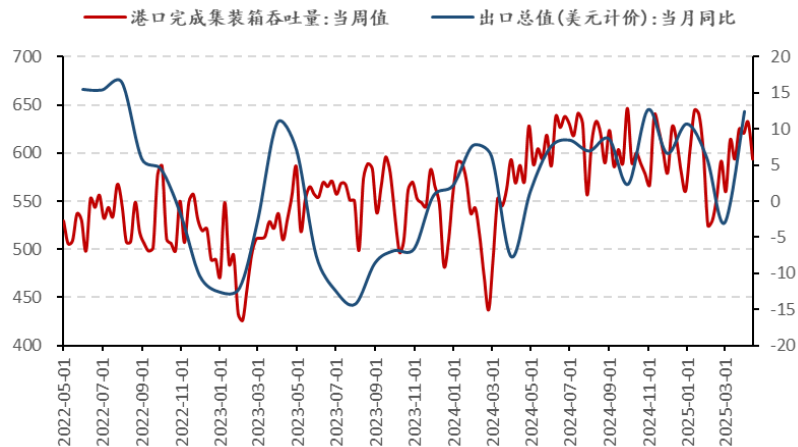


资料来源：iFind，太平洋证券

## 1.3 出口

▶年初以来出口呈现出后继不足的趋势，增速开始下台阶。3月在抢出口带动下，出口增速有所回升，随着后续关税政策进一步落地收紧，预计国内出口将面临在下台阶的压力，而且从高频数据看，4月港口完成集装箱吞吐量已经开始下滑。

图表15：集装箱吞吐量下滑将影响出口



资料来源：iFind，太平洋证券

图表16：近年来中国对外出口分布情况

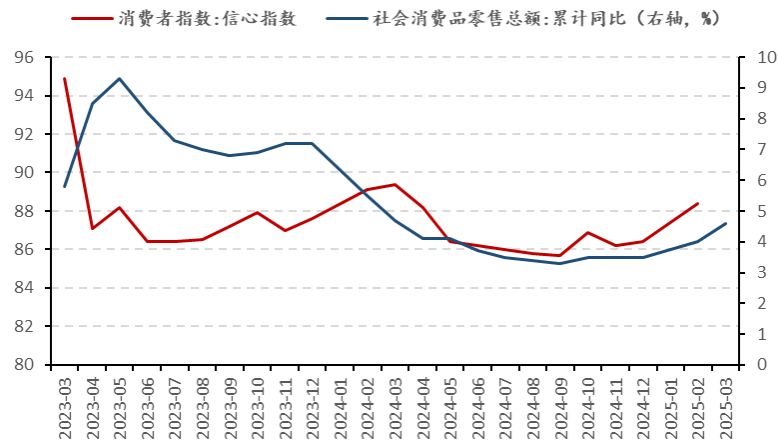
中国对外出口	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	趋势
亚洲	47.76%	48.83%	47.52%	46.89%	47.34%	47.82%	48.21%	↑
非洲	4.22%	4.53%	4.41%	4.41%	4.58%	5.11%	5.00%	↑
欧洲	19.09%	19.99%	20.69%	20.84%	20.73%	21.07%	20.65%	↑
拉丁美洲	5.98%	6.08%	5.82%	6.81%	7.04%	7.25%	7.74%	↑
北美洲	20.65%	18.23%	19.07%	18.66%	17.69%	16.14%	15.97%	↓
大洋洲	2.30%	2.33%	2.50%	2.40%	2.63%	2.61%	2.42%	↓
东南亚国家联盟	12.83%	14.38%	14.81%	14.38%	15.79%	15.49%	16.40%	↑
欧洲联盟	16.43%	17.15%	15.09%	15.41%	15.64%	14.83%	14.44%	↓
亚太经济合作组织	63.97%	62.24%	62.67%	61.89%	60.29%	59.12%	59.10%	↓
三者合计	93.23%	93.78%	92.58%	91.67%	91.71%	89.44%	89.94%	↓

资料来源：中华人民共和国海关总署，太平洋证券研究院整理

## 1.3 消费

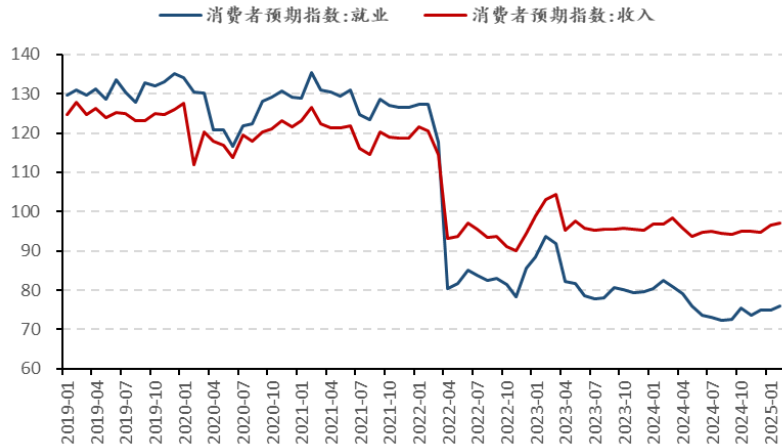
- **消费有企稳迹象，但依旧疲弱。**年初以来社零增速开始持续回升，消费者信心连续3个月上升，但整体依旧处于低位。
- **消费者就业预期指数与收入预期指数依旧处于低位，消费持续复苏的基础薄弱，需要政策继续提振稳固信心。**

图表17：社零与消费者信心回升



资料来源：iFind，太平洋证券

图表18：就业和收入仍需提振

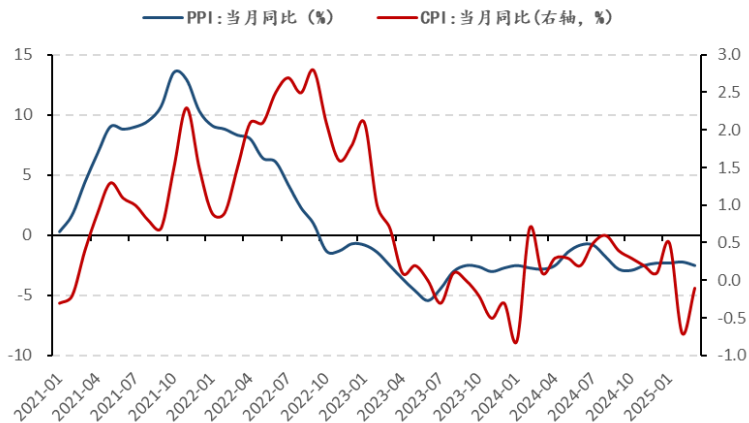


资料来源：iFind，太平洋证券

▶ 物价水平处于负增长区间，反应出需求不足。当前PPI与CPI整体以旧处于负增长区间，需要政策更大力度对冲物价水平负增长。

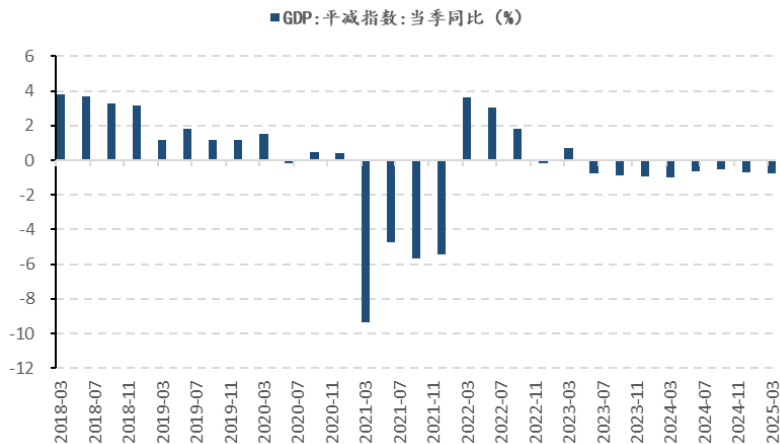
▶ 连续八个季度的GDP平减指数，但经济总体读数不弱，使得政策仍以强调落实为主。

图表19：物价压力持续存在



资料来源：iFind，太平洋证券

图表20：GDP平减指数当季同比



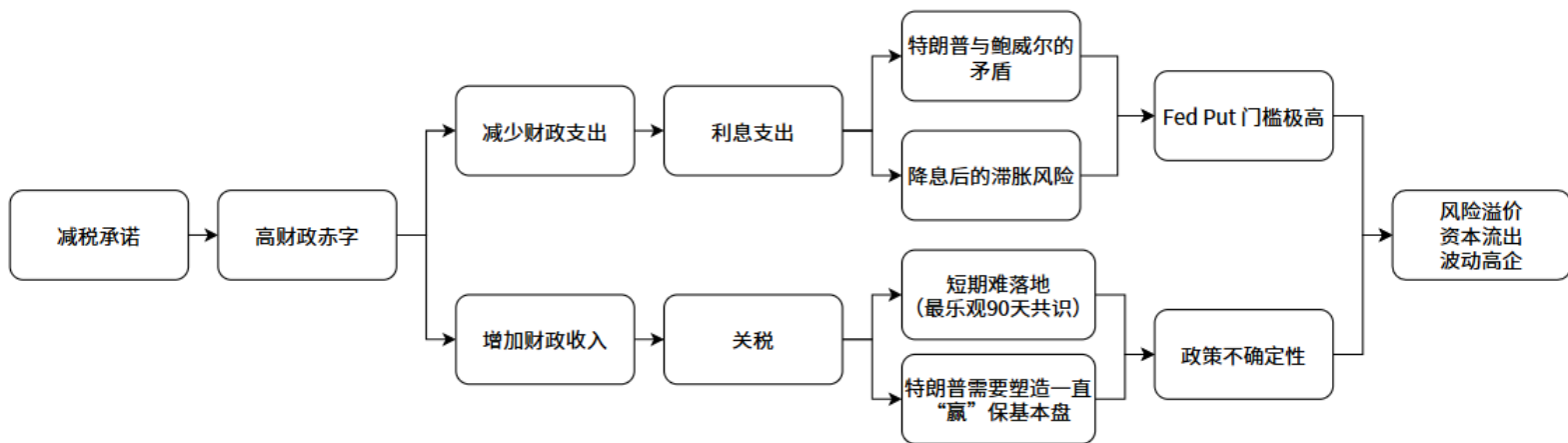
资料来源：iFind，太平洋证券

## 二、特朗普三板斧——虎头已出，蛇尾难落。

- 一斧：关税大棒——贸易赤字未见减少前，资本先流出；
- 二斧：逼迫美联储降息——鲍威尔正面迎战，期限溢价或将继续飙升；
- 三斧：减税——加剧市场对财政持续的质疑，股债汇三杀。

三板斧下，出斧虎头生威，但未见伤人先伤己，“强人”形象下，短期落斧蛇尾难。

图表21：特朗普的政策将对资本市场带来极大压力

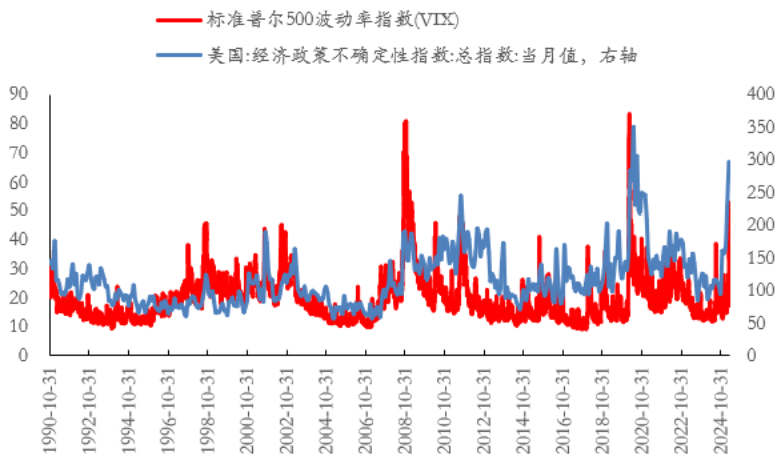


资料来源：太平洋证券研究院整理

## 2.1 关税确定性是关键，二季度较难有实质性结果

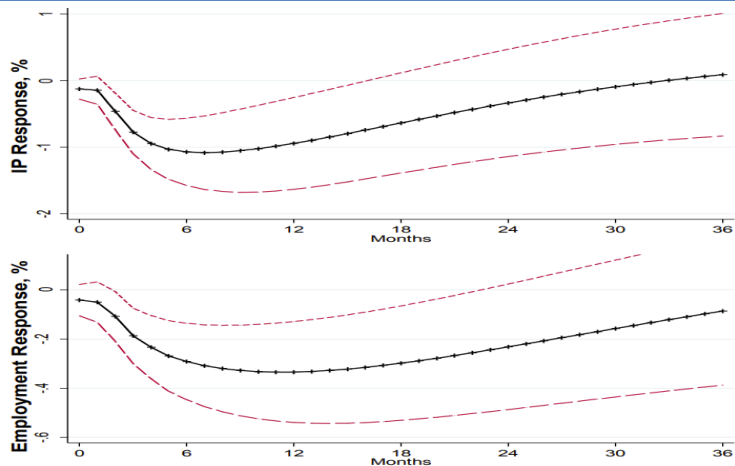
- 在特朗普胜选后，美国政策不确定指数在贸易政策不确定的带动下陡升，截至2025年3月该指数仍未有回落迹象。
- 根据该指数创造者论文显示政策不确定性冲击一年后，工业生产可能下降超1个百分点，失业率上升超3个百分点。

图表22：贸易不确定指数与VIX指数有较高相关性



资料来源: iFind, 太平洋证券

图表23：政策不确定性冲击一年后，失业率上升超3个百分点



资料来源: Baker (2016), 太平洋证券

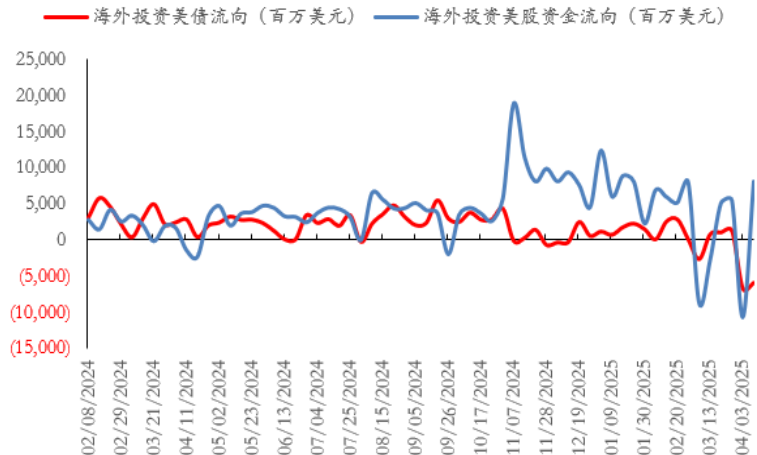
- 关税有实质进展前，海外资金或将持续流出美国资产。贸易赤字是海外资金购入美国资产的重要前提，以往美国贸易项赤字，资本项盈余的美元循环面临挑战。
- EPFR资金流向显示关税政策的变化决定了海外资金的流向。截至4月10日当周，随着特朗普关税暂缓，美股已重新呈现出海外资金净流入的情况，同时美债抛售暂缓，但未停止。

图表24：美国贸易赤字对应海外资金流入



资料来源: iFind, 太平洋证券

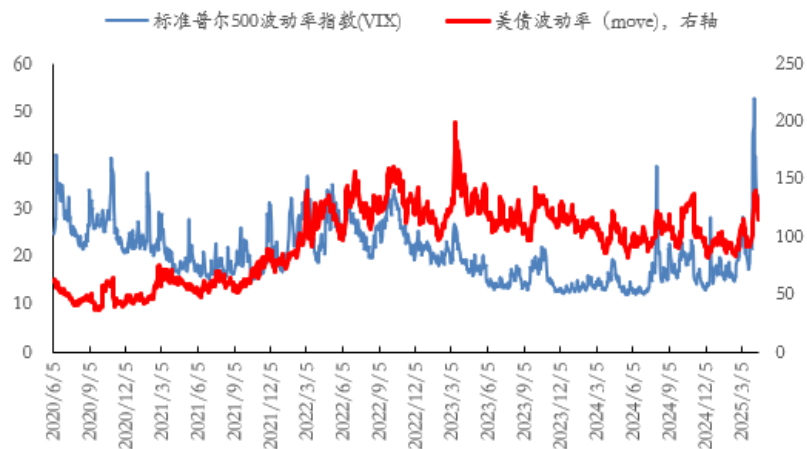
图表25：关税政策的变化决定了海外资金的流向



资料来源: CEIC, 太平洋证券

- 在此次关税导致的资产波动中，多指标指向美国国内流动性和金融环境收紧，但离岸市场流动性稳定的异常景象。美股和美债波动率和高收益债利差大幅上行，其中美股波动率创下疫情后最高值，指向美国国内金融环境快速收紧。

图表26：关税导致美股和美债波动率陡升



资料来源：iFind，太平洋证券

图表27：高收益利差快速上行



资料来源：iFind，太平洋证券

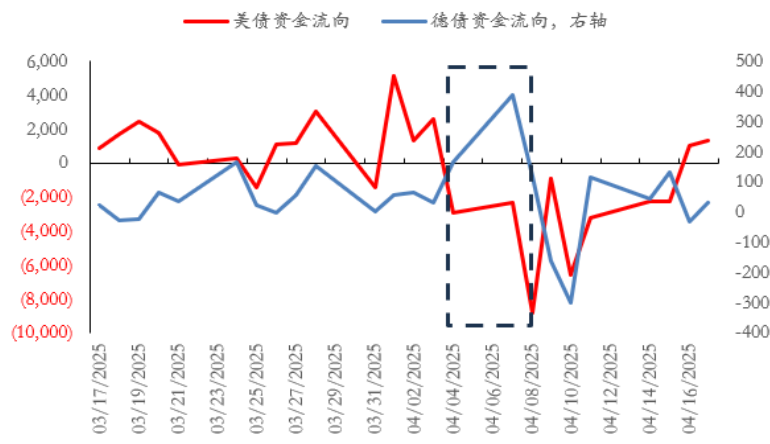
- 美元兑欧元与美德利差出现罕见背离。从EPFR的资金流向可以看出，资金在4月4日-4月8日美债被抛售最猛烈期间，德债出现资金净流入。

图表28：美欧汇率与美德利差罕见背离



资料来源：iFind，太平洋证券

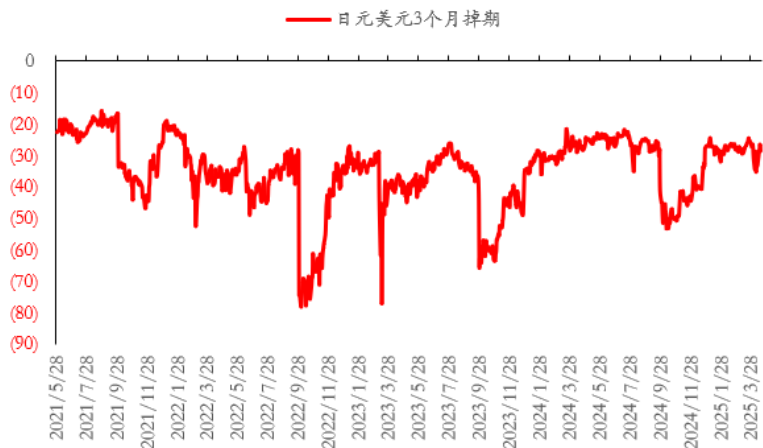
图表29：美债被资金抛售的同时德债获得资金流入



资料来源：CEIC，太平洋证券

- 日元美元3个月掉期指数小幅下行（仅略高于2024年8月日元unwind，相对应的VIX指数却创下疫情后新高），同时美元指数大幅下行，指向离岸美元流动性整体稳定，资金流出美国。

图表30：日元掉期显示离岸美元流动性稳定



资料来源：Bloomberg，太平洋证券

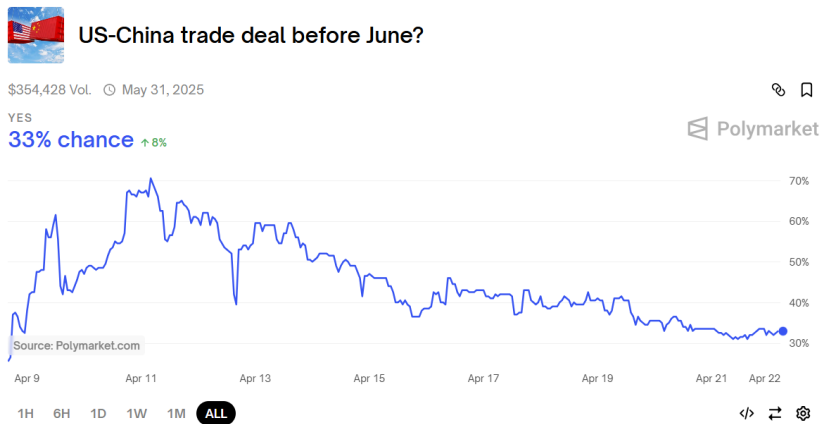
图表31：美元指数大幅下跌指向此次波动离岸美元流动性并不紧张



资料来源：iFind，太平洋证券

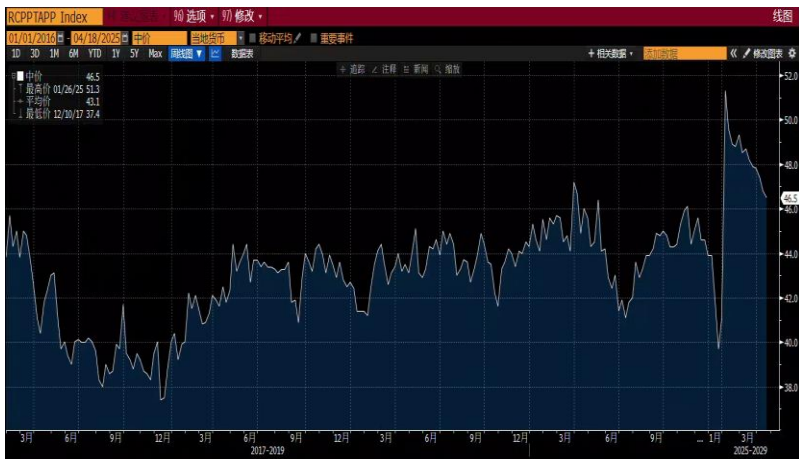
- 美加墨的关税博弈自特朗普上任后就已开始，但目前仍未有任何实质性进展，其余经济体达成协议的时间只会更长。博彩网站显示6月前中美达成deal的概率较低。
- 目前特朗普工作支持率虽已有大幅下滑，但与其上一任期相比仍属于较高水平，特朗普需要维持一直“赢”的形象来保基本盘，这使得关税迅速达成协议难度较大。

图表32：博彩市场对中美6月前达成协议的押注一路走低



资料来源：Polymarket，太平洋证券

图表33：特朗普工作支持率相比上一任期仍处于较高水平



资料来源：Bloomberg，太平洋证券

## 2.2 特朗普与鲍威尔的争斗将对美元体系造成极为负面影响

- 无论特朗普是否解雇鲍威尔，确定的是下一任美联储主席可能被市场视为亚瑟伯恩斯一般的“傀儡”联储主席。
- 这预计将导致期限溢价大幅上升。在伯恩斯时期由于不可控的通胀使得期限溢价大幅上行。一旦美联储失去独立性，投资者可能需要更多对长久期债券的风险补偿，目前期限溢价已在技术面形成突破未来可能长期走强。
- 这同时意味着即使美联储降息，长端利率可能不降反升，降息并不能支撑经济也无法降低财政支出。

图表34：此次美债利率上行完全由期限溢价主导



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券

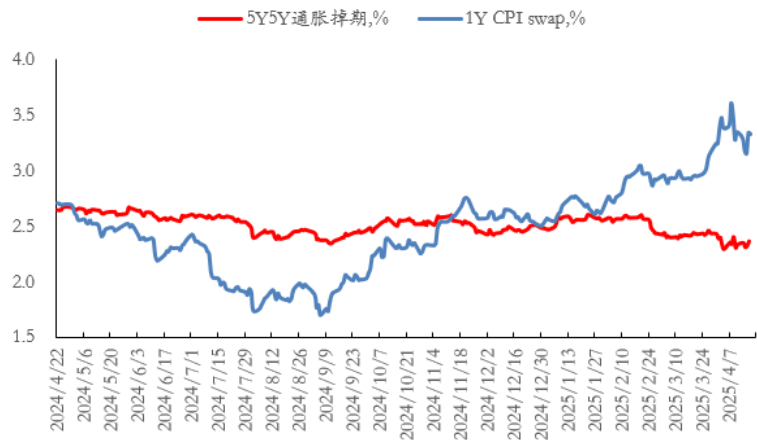
图表35：一旦美联储失去独立性，期限溢价预计将大幅上行



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券

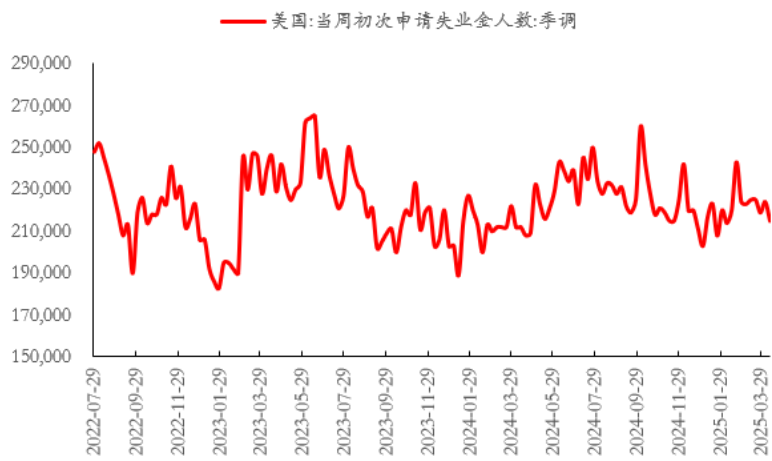
- ▶ 为彰显独立性，且鲍威尔即将退休，为避免重蹈通胀暂时的错误，美联储更可能采取后视镜的视角，Fed Put的门槛预计较高，市场一旦面临波动，美联储兜底的时间预计将迟滞。
- 从美联储通胀使命来看，近端通胀上行但远端通胀回落给予美联储按兵不动的理由。
- 从美联储保就业使命来看，高频数据显示就业情况稳定，且就业作为滞后指标，当美联储以此作为理由行动意味着已经太迟。
- 鲍威尔近期否认了Fed Put的存在，意味着除非市场出现功能性失调，否则美联储不会兜底，行动门槛较高。

图表36：近端通胀大幅上行，但远端通胀预期回落



资料来源：Bloomberg，太平洋证券

图表37：初请数据表明就业市场仍保持稳定

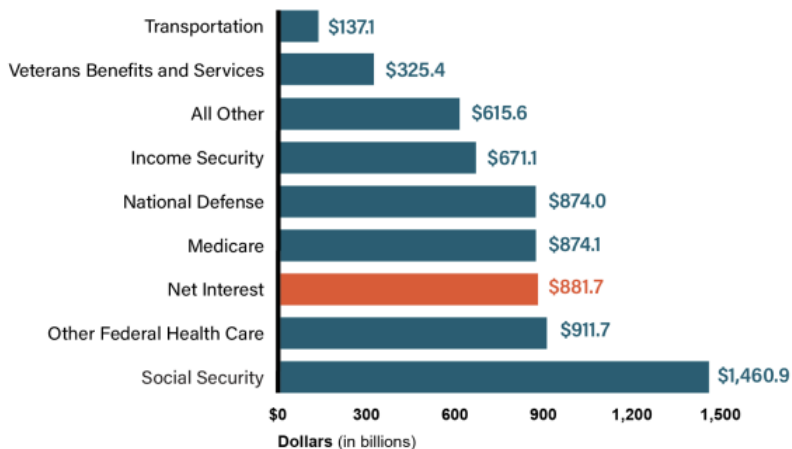


资料来源：iFind，太平洋证券

## 2.3 减税未得到市场认可，对内改革才是正解

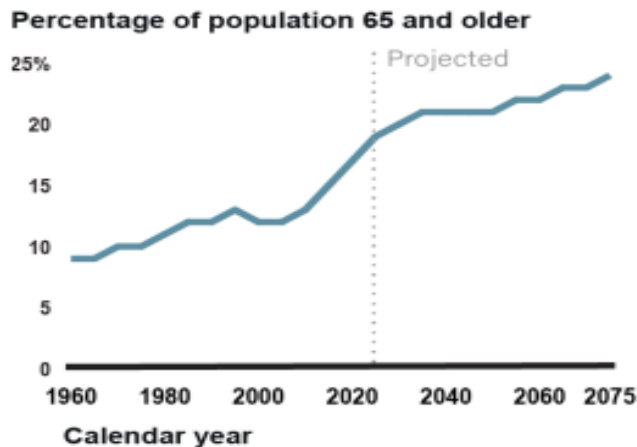
- 4月10日参众两院正式启动了预算协调过程，未来10年允许减税5.3万亿，削减40亿支出，提高5万亿债限规模。减支仅削减40亿美元远超此前减少1.5-2万亿美元的预期，但市场以股债汇三杀来回，表明市场更关注美国财政是否走在可持续的道路上。
- 利息支出仅次于社保和医疗，但通胀和美联储独立性制约下，降息可能适得其反。
- 美国同样面临老龄化愈发严重的问题，减少必要性支出（社保医疗）同时增加富人税、公司税才是正解。但目前看特朗普宁愿以一次性牺牲美元信用来实现债务稀释，这是未来的最大风险。

图表38：利息支出仅次于社保和医疗保障



资料来源：CBO，太平洋证券

图表39：美国同样面临老龄化愈发严重的问题



资料来源：CBO，太平洋证券

- 基础假设是二季度关税协议没有进展，特朗普与鲍威尔斗争白热化，美联储按兵不动。
- 宏观交易主题类似衰退交易：美股下跌、美债上涨（如果特朗普试图开除鲍威尔，长端美债可能遭遇抛售）、美元下跌（如果遭遇流动性危机，美元将上行）、商品下跌。

图表40：基准假设二季度关税协议没有进展，美联储滞后降息

	基准情形	风险情形1	风险情形2	风险情形3
概率	50%	30%	15%	5%
美国与主要贸易国家关税政策	未达成基础协议	达成基础协议	达成基础协议	未达成基础协议
特朗普与鲍威尔斗争	白热化	白热化	缓和	缓和
货币政策	迟滞降息	迟滞降息	及时行动	及时行动
美股	下跌	小幅上涨	上涨	下跌时间和幅度有限
美债	上涨（开除鲍威尔可能导致长端下跌）	下跌，长端下跌更多	下跌	上涨
美元	下跌（流动性危机时期上涨）	震荡	上行	小幅下跌
商品	下跌	震荡	小幅上涨	下跌

资料来源：太平洋证券研究院整理

### 三、流动性与估值

#### ➤ 流动性:

##### ➤ 增持合力:

- 北向资金、公募基金、南向资金: 纺织服装、社会服务、银行;
- 公募基金、两融: 农林牧渔;

##### ➤ 减持合力:

- 北向资金、公募基金、两融: 传媒、电力设备、非银金融、家电、通信;

#### ➤ 估值:

- PEG衡量指数当前估值与盈利增速的匹配度, 该视角下, 当前电力设备、化工、汽车、传媒等行业PEG较小, 意味具有较高配置价值;
- PB-ROE视角衡量为成长性所支付的溢价, 当前看银行、煤炭、非银、家电、交运、公用事业等行业PB-ROE值最小, 意味着投资者为两者所支付的成长溢价最小, 具有较高的安全边际。

### 3.1 资金面：北向

➤25Q1季度北向资金加仓了汽车、电子、机械设备、有色金属、银行等。

➤25Q1季度减仓了公用事业、非银金融、电力设备、通信等行业。

➤银行、计算机、社会服务、商贸零售等行业连续四个季度增持。

➤公用事业、煤炭、石油石化、化工、家电等连续四个季度减持。

图表41：一季度北向资金加仓汽车、电子、机械设备

行业	25Q1-24Q4	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	趋势
汽车	1.22%	6.28%	5.06%	4.79%	4.84%	■
电子	0.81%	10.29%	9.48%	8.68%	9.21%	■
机械设备	0.75%	5.23%	4.48%	4.42%	4.55%	■
有色金属	0.48%	3.56%	3.09%	3.93%	4.42%	■
银行	0.30%	10.18%	9.88%	9.14%	9.09%	■
计算机	0.27%	2.91%	2.64%	2.13%	2.09%	■
社会服务	0.11%	0.45%	0.35%	0.28%	0.20%	■
钢铁	0.04%	0.63%	0.59%	0.61%	0.70%	■
纺织服装	0.02%	0.31%	0.30%	0.26%	0.40%	■
综合	0.00%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	■
商贸零售	0.00%	0.60%	0.60%	0.59%	0.50%	■
环保	0.00%	0.20%	0.20%	0.20%	0.19%	■
轻工制造	-0.01%	0.44%	0.45%	0.47%	0.59%	■
家用电器	-0.02%	6.46%	6.48%	6.70%	7.44%	■
建筑材料	-0.02%	1.08%	1.10%	1.06%	1.05%	■
国防军工	-0.04%	0.94%	0.99%	1.03%	0.98%	■
美容护理	-0.04%	0.38%	0.43%	0.59%	0.63%	■
医药生物	-0.06%	6.67%	6.73%	7.61%	7.32%	■
食品饮料	-0.07%	9.70%	9.77%	10.94%	10.52%	■
农林牧渔	-0.09%	0.79%	0.89%	0.95%	1.06%	■
传媒	-0.13%	1.24%	1.37%	1.14%	1.07%	■
房地产	-0.16%	0.56%	0.72%	0.72%	0.65%	■
基础化工	-0.17%	2.31%	2.48%	2.85%	3.15%	■
石油石化	-0.19%	1.09%	1.29%	1.55%	1.71%	■
煤炭	-0.26%	0.82%	1.08%	1.34%	1.72%	■
交通运输	-0.28%	2.62%	2.90%	2.93%	2.87%	■
建筑装饰	-0.29%	1.01%	1.30%	1.31%	1.36%	■
通信	-0.39%	1.71%	2.10%	1.91%	2.14%	■
电力设备	-0.54%	12.21%	12.75%	11.71%	10.67%	■
非银金融	-0.56%	6.22%	6.78%	5.68%	4.20%	■
公用事业	-0.65%	3.04%	3.69%	4.46%	4.62%	■

资料来源：Wind，太平洋证券

### 3.1 资金面：南向

▶南向资金加速流入港股，港股定价权提升。南向资金年初以来净流入港股约5900亿元，内资对港股定价权提升，近一个月，南向资金主要增持银行、医药、商贸零售、电子、汽车、通信、社服、传媒等行业。

图表42：南向资金年初以来大幅流入港股市场

行业	走势	4. 18	4. 11	4. 4	3. 28	3. 21	3. 14	3. 7	2. 28	年初以来
传媒		10	118	32	5	-59	118	59	72	754
电力设备		-1	-1	3	3	-1	2	-1	5	11
电子		-13	107	48	49	-29	30	14	41	398
房地产		0	24	13	18	27	42	-6	8	190
纺织服装		6	28	9	12	3	18	-4	3	80
非银金融		0	42	5	11	4	104	-18	69	248
钢铁		0	0	0	1	1	1	1	1	4
公用事业		5	36	22	17	5	6	8	15	199
国防军工		0	2	5	1	1	2	-1	0	12
环保		0	3	1	5	4	4	-1	3	21
机械设备		2	5	8	3	8	16	9	10	79
基础化工		0	1	1	4	0	2	2	1	13
计算机		3	3	14	10	10	12	43	10	195
家用电器		-1	22	10	10	8	4	0	5	75
建筑材料		-1	2	1	-1	0	12	-3	-6	-9
建筑装饰		0	5	5	3	2	1	1	3	28
交通运输		0	21	10	5	5	6	9	8	93
煤炭		5	25	5	13	5	11	6	13	131
美容护理		5	5	5	6	6	17	-1	1	40
农林牧渔		0	4	1	1	0	0	0	0	7
汽车		8	20	44	19	30	13	37	57	296
轻工制造		7	26	16	8	12	8	2	-1	93
商贸零售		0	89	58	1	9	106	125	210	928
社会服务		10	56	23	23	-14	9	8	16	91
石油石化		9	57	13	12	-8	7	-10	-13	83
食品饮料		-1	20	3	10	-5	5	-5	-2	54
通信		8	52	23	111	31	30	-58	17	273
医药生物		27	67	65	41	37	14	33	45	473
银行		15	133	28	54	33	55	58	60	825
有色金属		8	37	1	30	25	26	10	4	176
综合		1	8	0	3	0	5	0	1	24

资料来源：iFind，太平洋证券

### 3.1 资金面：公募

►25Q1季度增仓汽车、有色金属、电子、机械设备、医药生物、传媒、食品饮料等。

►25Q1季度减仓电力设备、通信、交通运输、煤炭、公用事业等。

►根据模型测算，4月以来，公募基金增持食品饮料、银行、房地产、农林牧渔等行业。

►4月以来减持电力设备、计算机、机械设备以及家电。

图表43：一季度公募基金加仓汽车、有色金属、电子等行业

行业	趋势	25Q1-24Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	4.4	4.11	4.18	4.18-25Q1
汽车		1.53%	5.04%	5.16%	5.77%	6.28%	7.81%	7.63%	7.55%	7.47%	-0.34%
有色金属		1.10%	6.02%	6.09%	5.43%	3.40%	4.50%	4.37%	4.37%	4.41%	-0.09%
电子		0.89%	11.95%	15.69%	14.93%	17.86%	18.75%	18.52%	18.59%	18.45%	-0.30%
机械设备		0.79%	3.86%	3.84%	3.34%	3.70%	4.49%	4.38%	4.19%	4.11%	-0.38%
医药生物		0.59%	11.66%	11.15%	11.13%	9.99%	10.57%	11.19%	10.82%	10.64%	0.07%
传媒		0.43%	0.95%	0.69%	0.85%	0.94%	1.37%	1.36%	1.20%	1.29%	-0.08%
食品饮料		0.41%	13.15%	9.50%	9.00%	8.42%	8.83%	9.05%	9.81%	9.79%	0.95%
计算机		0.26%	3.98%	2.52%	2.44%	2.88%	3.14%	3.04%	2.82%	2.64%	-0.50%
钢铁		0.12%	0.41%	0.50%	0.35%	0.49%	0.61%	0.62%	0.59%	0.59%	-0.01%
基础化工		0.11%	3.03%	3.08%	3.00%	2.86%	2.98%	2.98%	2.95%	2.95%	-0.03%
商贸零售		0.10%	0.60%	0.40%	0.35%	0.57%	0.67%	0.69%	0.86%	0.86%	0.19%
建筑材料		0.08%	0.45%	0.48%	0.49%	0.55%	0.63%	0.66%	0.74%	0.74%	0.11%
社会服务		0.08%	0.51%	0.37%	0.43%	0.43%	0.51%	0.56%	0.60%	0.60%	0.09%
美容护理		0.07%	0.34%	0.27%	0.21%	0.19%	0.26%	0.28%	0.30%	0.30%	0.04%
环保		0.01%	0.41%	0.38%	0.37%	0.41%	0.42%	0.44%	0.43%	0.42%	0.00%
综合		-0.01%	0.11%	0.09%	0.09%	0.11%	0.10%	0.11%	0.10%	0.11%	0.02%
建筑装饰		-0.09%	0.49%	0.55%	0.47%	0.63%	0.54%	0.55%	0.57%	0.59%	0.05%
房地产		-0.10%	0.99%	0.89%	1.51%	0.97%	0.87%	0.90%	1.19%	1.49%	0.63%
农林牧渔		-0.11%	2.02%	1.95%	1.49%	1.30%	1.19%	1.36%	1.82%	1.66%	0.47%
纺织服装		-0.11%	0.71%	0.53%	0.49%	0.52%	0.40%	0.42%	0.40%	0.42%	0.02%
非银金融		-0.13%	0.68%	0.74%	1.74%	1.23%	1.09%	1.07%	0.95%	1.00%	-0.09%
轻工制造		-0.16%	1.17%	0.91%	0.88%	0.97%	0.81%	0.82%	0.78%	0.80%	-0.01%
银行		-0.23%	2.46%	2.77%	2.82%	3.99%	3.76%	4.02%	4.16%	4.59%	0.83%
家用电器		-0.24%	4.24%	4.86%	5.49%	5.42%	5.19%	4.95%	4.86%	4.84%	-0.35%
石油石化		-0.33%	1.19%	1.24%	0.81%	0.73%	0.40%	0.43%	0.38%	0.43%	0.04%
国防军工		-0.36%	2.77%	3.40%	3.63%	3.54%	3.18%	3.15%	3.32%	3.21%	0.03%
公用事业		-0.37%	2.37%	2.96%	1.75%	1.34%	0.97%	1.10%	1.15%	1.20%	0.23%
煤炭		-0.38%	1.38%	1.55%	1.21%	0.84%	0.47%	0.49%	0.48%	0.52%	0.05%
交通运输		-0.38%	2.40%	2.41%	2.14%	2.04%	1.66%	1.76%	1.93%	1.91%	0.25%
通信		-1.55%	3.86%	4.97%	5.08%	4.48%	2.93%	2.95%	2.79%	2.79%	-0.14%
电力设备		-2.00%	10.82%	10.02%	12.29%	12.91%	10.91%	10.55%	10.01%	9.91%	-1.00%

资料来源：Wind，太平洋证券

### 3.1 资金面：两融

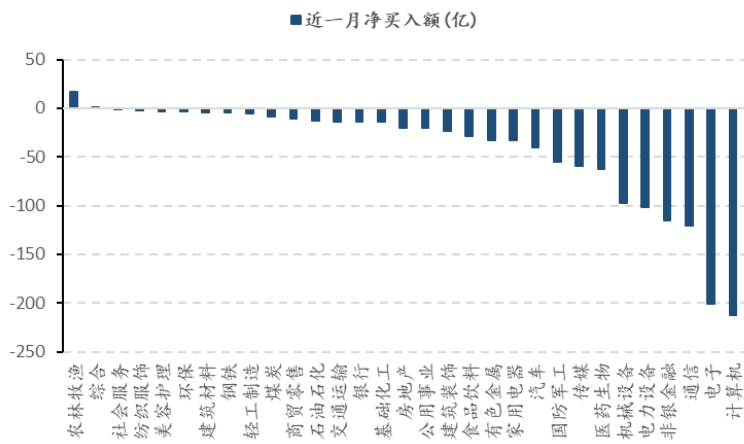
➤近一个月两融开始见顶回落，TMT、医药、机械、电力设备以及非银等行业是流出主力。

图表44：两融余额处于历史高位，近一月净流出1272亿元



资料来源：iFind，太平洋证券

图表45：近一个月TMT、医药、机械、电力设备以及非银净流出最多

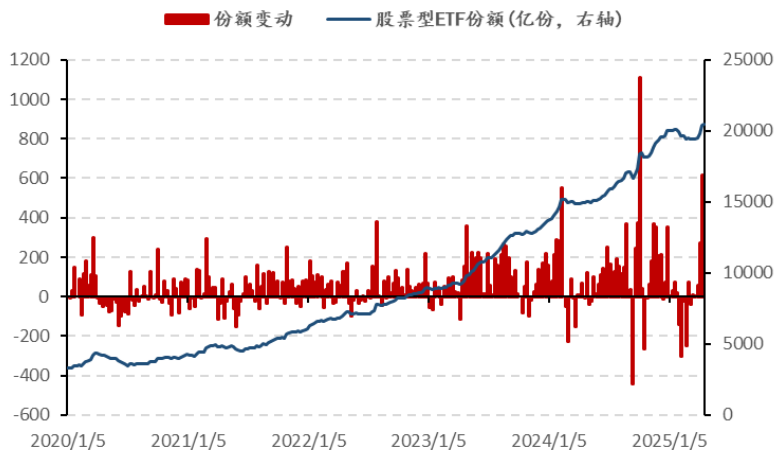


资料来源：iFind，太平洋证券

### 3.1 资金面：ETF

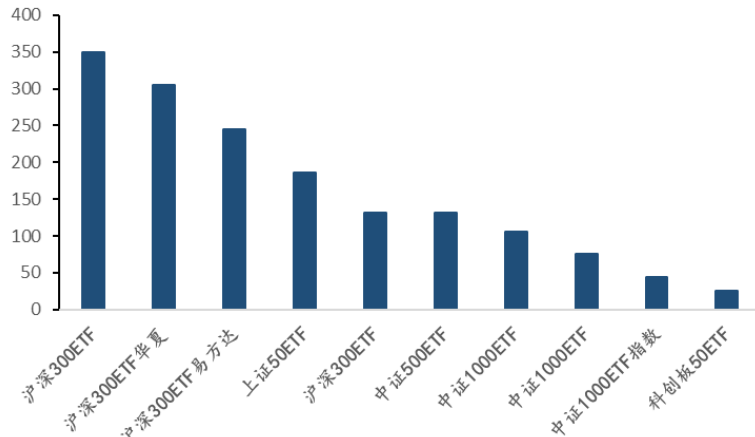
➤ETF4月以来加速流入A股，主要通过沪深300等宽基指数流入。

图表46：贸易冲突以来ETF资金加速流入A股



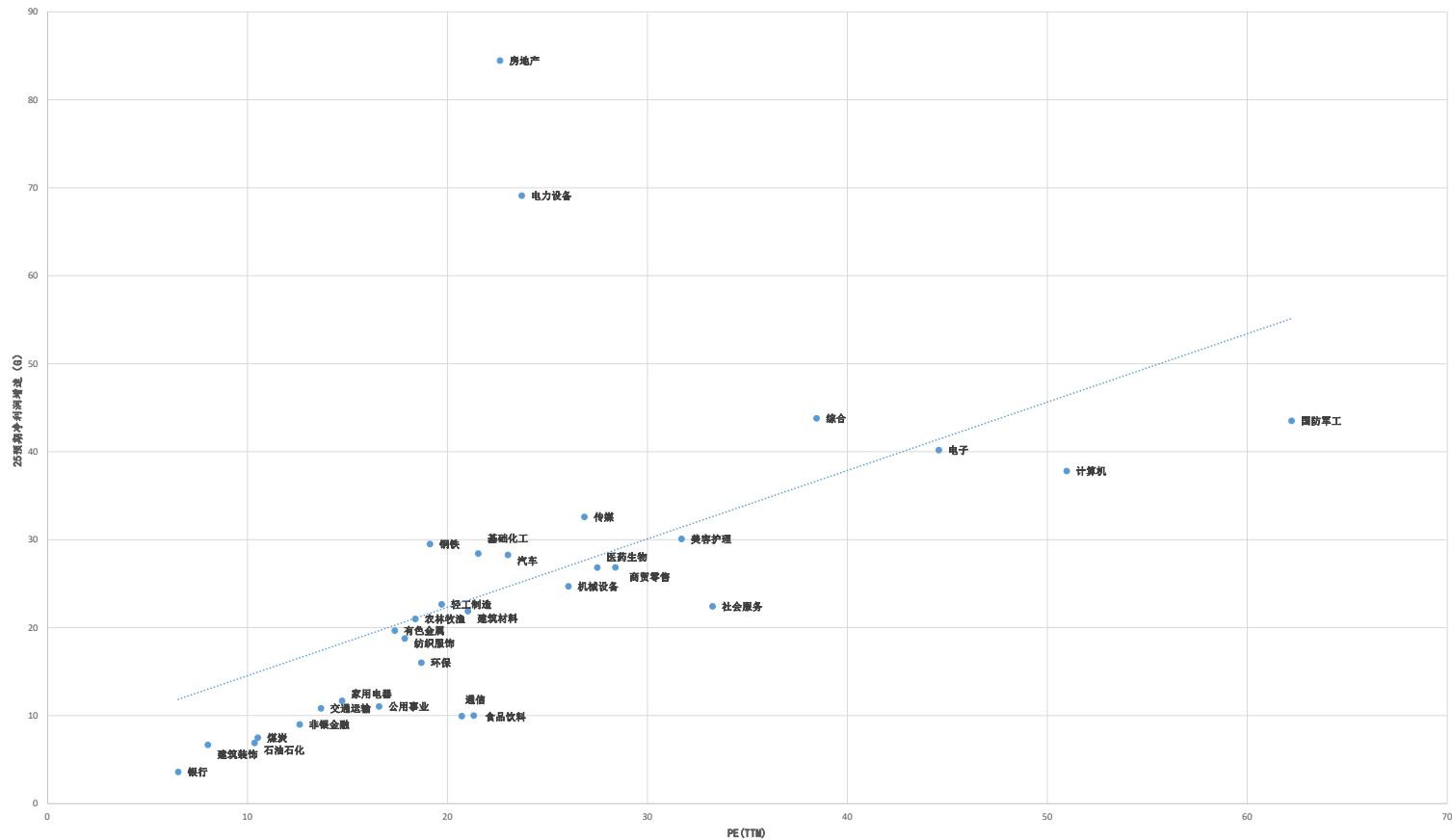
资料来源：iFind，太平洋证券

图表47：4月以来前十宽基ETF流入规模1600亿



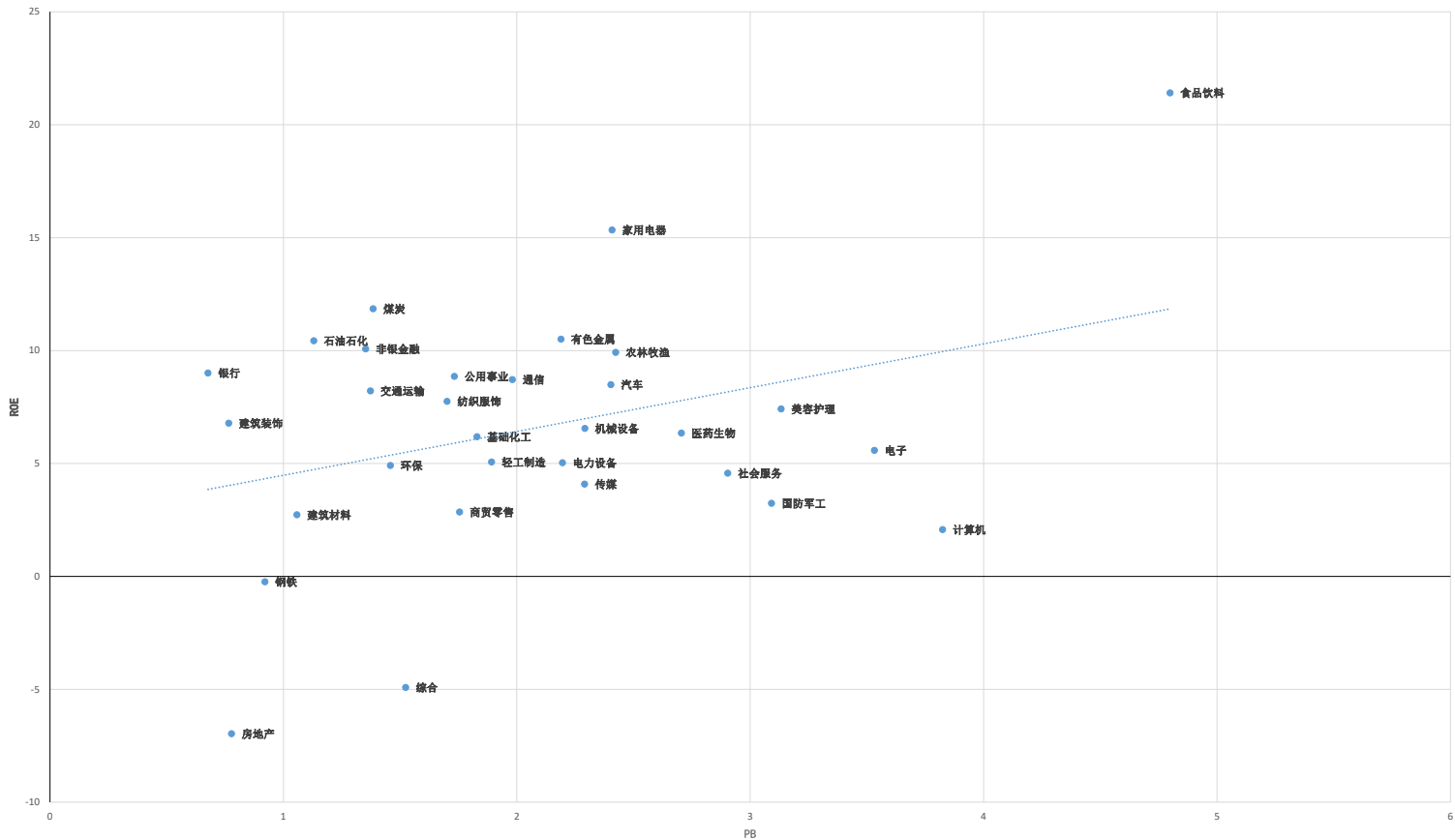
资料来源：iFind，太平洋证券

图表48: 当前电力设备、化工、汽车、传媒等行业PEG较小, 意味具有较高配置价值



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表49：当前看银行、煤炭、非银、家电、交运、公用事业等行业PB-ROE值最小，具有较高的安全边际

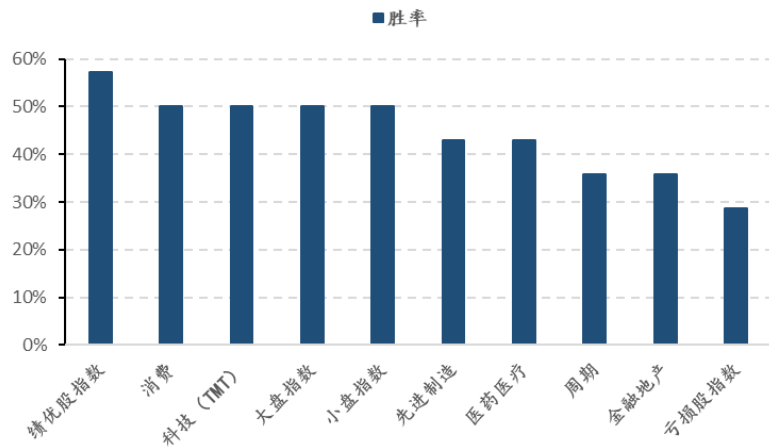


资料来源: Wind, 太平洋证券

## 3.2 配置：消费、科技中的绩优股，大盘风格好于小盘

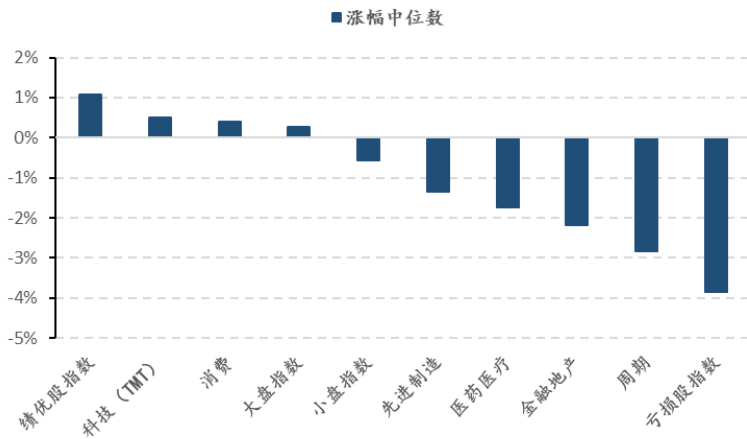
▶ 二季度绩盈利因子兼具胜率与赔率，优先选择消费与科技中的绩优股，大盘风格好于小盘。统计2010年以来数据，胜率（上涨次数/（上涨+下跌次数））：绩优股>消费=科技=大盘=小盘>其他；赔率（涨幅中位数）：绩优股>科技>消费>大盘>小盘>其他；结合看，二季度消费与科技中的绩优股胜率与赔率最高，大盘风格更优。

图表50：二季度绩优股、消费风格胜率最高（2010年以来）



资料来源：iFind，太平洋证券

图表51：二季度绩优股、科技、消费涨幅中位位居前（2010年以来）



资料来源：iFind，太平洋证券

## 3.2 配置主线：消费

► **关税冲击叠加内需信心不足，稳增长重要性提升，聚焦政策支持且与关税无关的行业板块。**从政策端来看，消费、农业和生育是刺激内需的重要抓手。结合政策和受关税影响小两方面，消费中的乳品、白酒、调味品、餐饮、商贸零售，社服中的旅游（五一假期临近），农业中的林业、饲料等。

图表52：今年以来政府相继发布一系列促消费文件

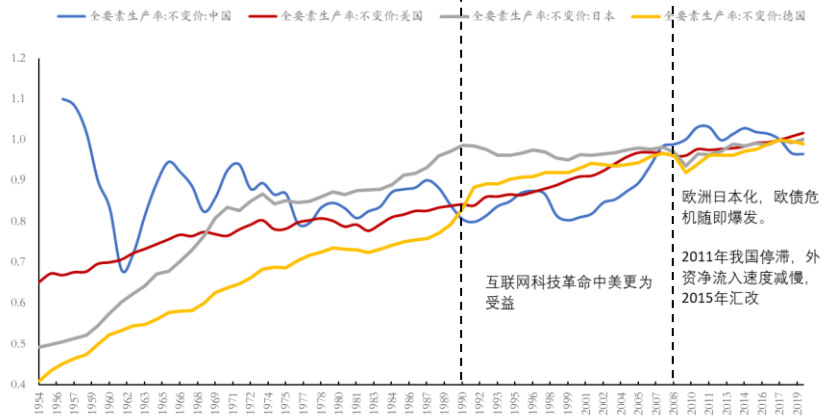
发布日期	部门	文件
2025-04-16	商务部等9部门	《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》
2025-04-10	商务部等12部门	《促进健康消费专项行动方案》
2025-03-16	中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》
2025-02-11	商务部等9部门	《关于增开银发旅游列车促进服务消费发展的行动计划》
2025-01-15	商务部等8部门	《关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知》
2025-01-23	发改委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》
2025-01-15	国务院办公厅	《关于进一步培育新增张点繁荣文化和旅游消费的若干措施》

资料来源：太平洋证券研究院整理

## 3.2 配置主线：科技

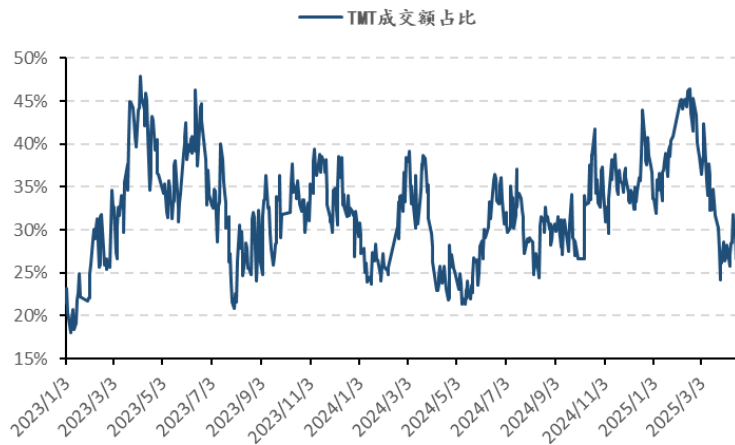
- 在经济调结构的背景下，提升全要素生产率是中国经济增长的唯一解，科技作为全要素生产率的抓手，长期的配置逻辑不会变。同时当前的地缘风险加大，对科技行业安全自主可控的需求提升，国产替代的逻辑得到强化。另一方面从拥挤度看，TMT板块热度已至23年以来低位，科技迎来重新关注配置时点。

图表53：全要素生产率之争是国运之争



资料来源：iFind，太平洋证券

图表54：TMT板块成交热度下降至年初以来低位

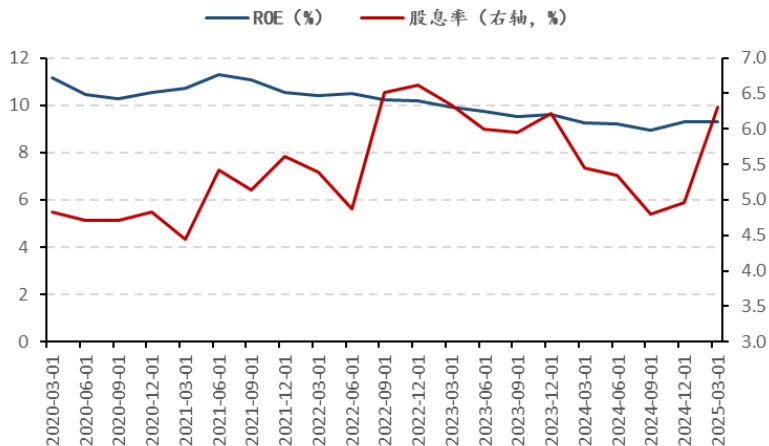


资料来源：iFind，太平洋证券

## 3.2 配置主线：红利

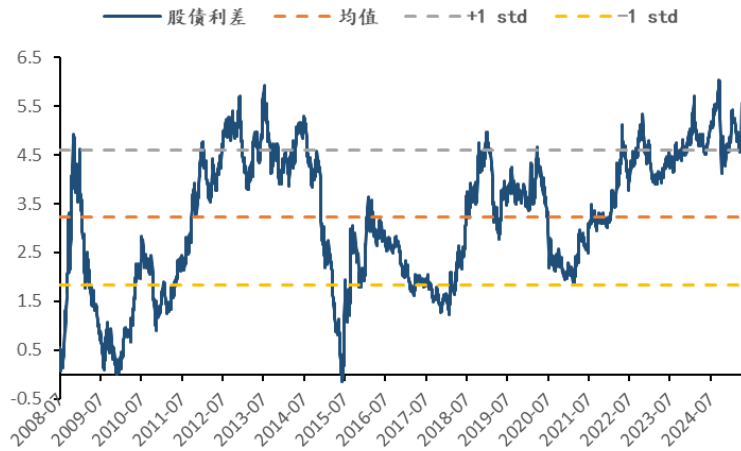
- ▶ 资本市场“中长期资金流入”机制开始提速完善：保险每年新增保费的30%用于投资股市——25年以来已有1120亿元保险资金批复；公募持有A股流动市值每年增长10%——公募资金持有A股流通市值已有6万亿。
- ▶ 股债利差已至08年以来的极值区间，红利资产ROE稳定且股息率高，低风险偏好的社保、保险等长线资金对红利资产的需求提升。

图表55：中证红利ROE稳定且股息率高



资料来源：iFind，太平洋证券

图表56：股债利差已至08年以来的极值区间

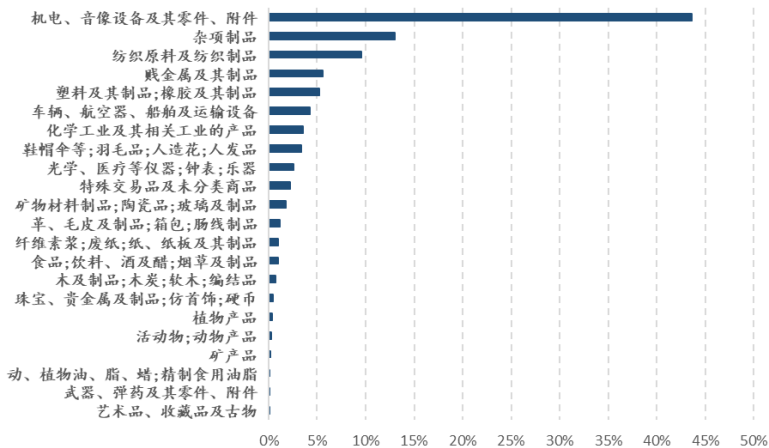


资料来源：iFind，太平洋证券

### 3.2 配置主线：规避海外营收占比较高，对美需求依赖度高且定价权较小的行业

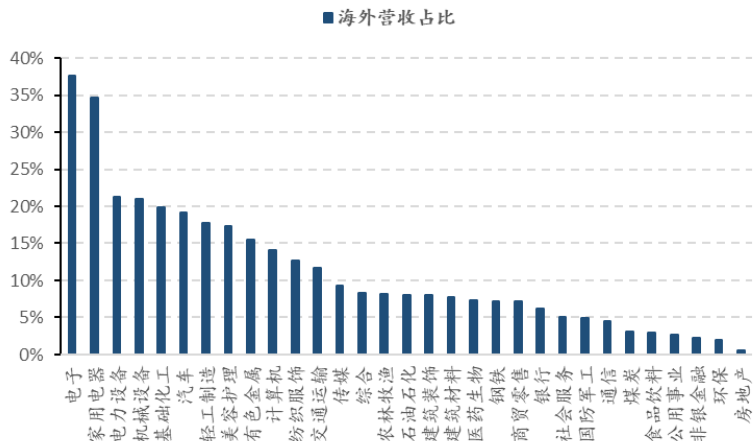
➤关税冲突下，一级行业中家电、轻工以及纺服等，二级行业中其他家电II、油气开采II、纺织制造等，三级行业中纺织鞋类制造、其他家电III等相关行业需要规避，以避免盈利端受到冲击而带来的价值下跌。

图表57：我国对美出口产品占比



资料来源：Wind, 太平洋证券

图表58：一级行业海外营收占比



资料来源：Wind, 太平洋证券

图表59：二级行业海外营收占比

一级	二级	海外营收占比↓	一级	二级	海外营收占比↓	一级	二级	海外营收占比↓	一级	二级	海外营收占比↓
家用电器	其他家电 II	64%	美容护理	个护用品	19%	农林牧渔	动物保健 II	9%	医药生物	生物制品	3%
农林牧渔	渔业	43%	石油石化	油服工程	19%	银行	国有大型银行 II	9%	煤炭	煤炭开采	3%
电子	其他电子 II	42%	美容护理	化妆品	18%	轻工制造	造纸	9%	社会服务	专业服务	3%
机械设备	工程机械	41%	机械设备	通用设备	17%	基础化工	化学原料	9%	公用事业	电力	3%
电子	光学光电子	40%	基础化工	塑料	17%	农林牧渔	饲料	9%	银行	股份制银行 II	2%
石油石化	油气开采 II	39%	医药生物	化学制药	16%	机械设备	轨交设备 II	8%	农林牧渔	农业综合 II	2%
有色金属	能源金属	39%	建筑材料	玻璃纤维	16%	综合	综合 II	8%	公用事业	燃气 II	2%
家用电器	白色家电	39%	非银金融	多元金融	16%	非银金融	证券 II	8%	环保	环境治理	2%
电子	消费电子	38%	有色金属	金属新材料	15%	电力设备	电网设备	8%	商贸零售	专业连锁 II	1%
纺织服装	纺织制造	38%	钢铁	冶钢原料	15%	交通运输	航运港口	7%	医药生物	中药 II	1%
电子	元件	38%	有色金属	工业金属	15%	计算机	IT服务 II	7%	食品饮料	非白酒	1%
传媒	游戏 II	38%	商贸零售	贸易 II	15%	有色金属	贵金属	6%	食品饮料	白酒 II	1%
电力设备	光伏设备	35%	有色金属	小金属	14%	建筑材料	水泥	6%	食品饮料	休闲食品	1%
家用电器	小家电	35%	基础化工	橡胶	14%	钢铁	普钢	6%	房地产	房地产开发	1%
电子	半导体	34%	传媒	影视院线	14%	建筑装饰	装修装饰 II	6%	商贸零售	一般零售	1%
计算机	计算机设备	32%	汽车	商用车	14%	国防军工	航空装备 II	6%	食品饮料	调味发酵品 II	1%
汽车	摩托车及其他	30%	社会服务	酒店餐饮	14%	石油石化	炼化及贸易	6%	医药生物	医药商业	0%
农林牧渔	种植业	29%	汽车	乘用车	13%	社会服务	旅游及景区	6%	纺织服装	饰品	0%
汽车	汽车零部件	29%	机械设备	自动化设备	13%	建筑材料	装修建材	6%	传媒	出版	0%
家用电器	家电零部件 II	28%	医药生物	医疗服务	12%	建筑装饰	工程咨询服务 II	5%	传媒	数字媒体	0%
轻工制造	家居用品	28%	建筑装饰	专业工程	12%	汽车	汽车服务	5%	通信	通信服务	0%
基础化工	化学制品	26%	电力设备	风电设备	11%	农林牧渔	养殖业	5%	国防军工	航天装备 II	0%
家用电器	照明设备 II	26%	交通运输	物流	11%	农林牧渔	农产品加工	5%	房地产	房地产服务	0%
医药生物	医疗器械	25%	食品饮料	食品加工	11%	基础化工	非金属材料 II	5%	非银金融	保险 II	0%
通信	通信设备	24%	家用电器	厨卫电器	11%	国防军工	军工电子 II	5%	银行	城商行 II	0%
电力设备	电池	24%	电子	电子化学品 II	11%	国防军工	地面兵装 II	5%	传媒	电视广播 II	0%
基础化工	农化制品	23%	纺织服装	服装家纺	10%	传媒	广告营销	5%	煤炭	焦炭 II	0%
交通运输	航空机场	23%	轻工制造	包装印刷	10%	国防军工	航海装备 II	4%	社会服务	教育	0%
电力设备	电机 II	22%	美容护理	医疗美容	10%	电力设备	其他电源设备 II	4%	农林牧渔	林业 II	0%
家用电器	黑色家电	22%	钢铁	特钢 II	10%	建筑装饰	房屋建设 II	4%	商贸零售	旅游零售 II	0%
轻工制造	文娱用品	22%	建筑装饰	基础建设	10%	环保	环保设备 II	4%	银行	农商行 II	0%
机械设备	专用设备	21%	社会服务	体育 II	9%	计算机	软件开发	4%	交通运输	铁路公路	0%
基础化工	化学纤维	20%	商贸零售	互联网电商	9%	食品饮料	饮料乳品	4%			

资料来源：Wind，太平洋证券



## 风险提示

- 财政货币政策不及预期；
- 原油价格战；
- 特朗普重启升级贸易战；
- 美国逼迫贸易伙伴汇率大幅升值。



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。