

2025年05月24日

# 新消费和科技行情还能持续吗？

## 定期报告

### 投资要点

- ◆ **消费指数相对大盘短期难有超额收益。**（1）复盘历史，消费相对大盘有超额收益主要受经济和盈利预期改善、政策支持、机构资金流入等因素驱动。一是经济和盈利预期改善是消费有超额收益的核心驱动因素。二是政策支持也可能导致消费有超额收益，如地产放松、刺激消费等政策。三是机构资金流入也是驱动因素，如外资流入、公募基金持仓上升等。（2）当前来看，消费相对大盘短期可能难有超额收益。一是当前经济和企业盈利仍处于弱修复趋势中，但修复强度有限。二是当前政策对消费的支持偏强。三是机构资金未有明显流入。
- ◆ **新消费相对消费短期可能继续有超额收益。**（1）复盘历史，新消费相对消费短期有超额收益主要受政策支持、消费数据或盈利偏弱、流动性宽松等因素驱动。一是政策支持是新消费有超额收益的核心驱动因素。二是消费数据或盈利偏弱也可能驱动新消费有超额收益，如7次有6次社零增速出现回落或处于低位。三是流动性宽松也是驱动因素。（2）当前来看，新消费相对消费短期可能继续有超额收益。一是短期政策对新消费的支持力度较强。二是短期消费增速和消费板块的盈利增速仍可能偏弱：首先，3月份社零增速和一季度消费盈利同比增速仍偏低；其次，受限于收入预期，消费增速短期回升强度有限。三是短期内流动性大概率维持宽松。
- ◆ **A股短期可能延续震荡偏强趋势。**（1）分子端盈利：短期经济可能延续弱修复趋势。一是4月经济数据显示短期经济延续修复趋势。二是高频数据上，地产销售增速短期有所回落，经济修复趋势仍偏弱。（2）流动性：短期维持宽松。一是宏观流动性可能维持宽松。二是股市资金短期可能有所改善：首先，“五一”节后融资持续回流，但相较4月份的流出量依然较小，融资仍有较大的回流空间；其次，后续融资、外资、新发基金等资金短期流入可能有所改善。（3）风险偏好：短期可能低位有所改善。一是当前市场情绪处于中性偏低水平。二是国内政策依然积极可能继续支撑风险偏好，但美债收益率上行以及地缘风险可能上升也可能压制市场情绪。
- ◆ **短期科技和消费可能相对占优。**（1）复盘2015年以来A股出现短期快速下跌再快速反弹（即“填坑”行情）后震荡时的行业表现，可以看到：一是政策导向的行业表现相对占优；二是产业趋势上行的行业也表现相对占优；三是补涨的行业表现也相对偏强。（2）当前来看，科技和消费短期依然可能相对占优。一是当前A股市场已经处于由于美国加征关税导致快速调整、而后迅速反弹的“填坑”行情基本完成、后续可能进入震荡的阶段。二是当前来看，政策鼓励的方向指向TMT和消费等行业，产业趋势上行的行业主要集中在TMT、机械等，周期和消费可能补涨。
- ◆ **行业配置：短期建议继续关注科技和部分消费等行业。**（1）传媒、电子、计算机、电力设备等行业估值性价比较高，情绪偏低。一是电力设备、汽车、传媒、电子、计算机、机械设备预测PEG较低；二是通信、传媒、电子、计算机的成交额占比历史分位数较低。（2）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的计算机（国产软件）、机器人、军工、传媒（AI应用）、电子（半导体）、通信（算力）等；二是基本面预期可能边际改善的创新药、电新、食品、社服、商贸零售等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC执业证书编号：S0910523080001  
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

### 相关报告

新股休整周期尾端信号或更为清晰，变盘或只待共识重建达成-华金证券新股周报  
2025.5.18

短期继续震荡偏强，科技仍是主线  
2025.5.17

降低关税大超预期，A股可能突破上行  
2025.5.12

新股二级交投表现趋于向好，但量变到质变或仍待观察确认-华金证券新股周报  
2025.5.11

科技行情短期可能延续 2025.5.10



## 内容目录

一、周度聚焦：消费结构性行情还能持续吗？	3
（一）消费指数相对大盘短期难有超额收益	3
（二）新消费相对消费短期可能继续有超额收益	5
二、周度策略：A股短期可能延续震荡偏强趋势	7
（一）分子端：短期经济可能延续弱修复趋势。	7
（二）流动性：短期维持宽松	8
（三）风险偏好：短期可能低位有所改善	9
三、行业配置：短期继续关注科技和部分消费	10
（一）短期科技和消费可能相对占优	10
（二）从估值性价比和情绪等角度筛选成长行业	12
（三）短期建议继续关注科技和部分消费等行业	12
四、风险提示	13

## 图表目录

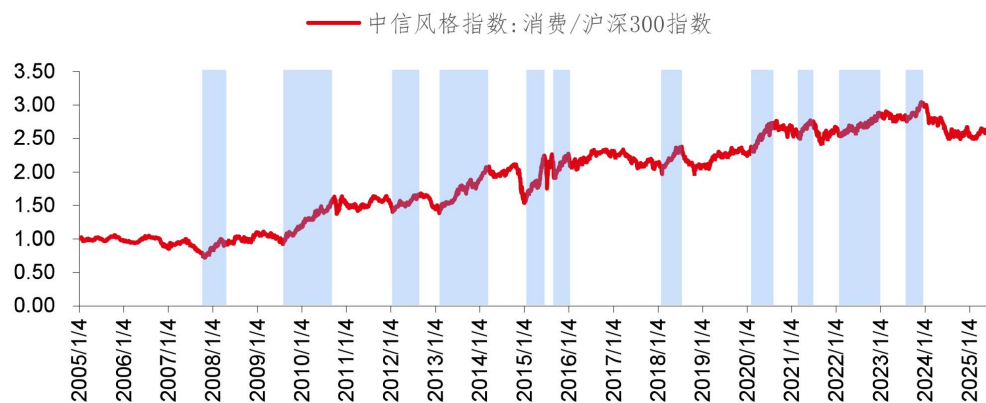
图 1：2005 年以来中信消费指数与沪深 300 比价有 11 次明显上升	3
图 2：中信消费指数与沪深 300 比价上升期间各指标变化一览	4
图 3：我国消费者收入信心指数有所下滑	5
图 4：房价增速仍处低位	5
图 5：2012 年以来新消费指数与中信消费指数比价有 7 次明显上升	5
图 6：新消费指数与中信消费指数比价上升期间各指标变化一览	6
图 7：新消费政策持续落地	7
图 8：出口东盟金额增速上升	8
图 9：4 月社零累计同比增速上升	8
图 10：投资增速有所下滑	8
图 11：一线城市地产销售增速维持高位	8
图 12：美国消费者信心指数大幅下降	9
图 13：CME 推迟对后续降息预期	9
图 14：近期央行公开市场操作回收流动性	9
图 15：融资近期维持流入	9
图 16：当前 MA200 日均线以上个股占比有所回落	10
图 17：当前宽基指数估值分位数多处于中性位置	10
图 18：填坑行情后的震荡阶段，表现较好的行业在填坑期涨幅靠后	11
图 19：2025.4.8-2025.5.14 填坑期周期和消费行业涨幅靠后	11
图 20：科技行业估值和成交占比	12
图 21：工业机器人产量 4 月增速显著提高	13
图 22：半导体销量持续稳步回升	13
图 23：消费者信心指数维持一定高位	13
图 24：电新指数拐头向上	13

## 一、周度聚焦：消费结构性行情还能持续吗？

### （一）消费指数相对大盘短期难有超额收益

复盘历史，消费相对大盘有超额收益主要受经济和盈利预期改善、政策支持、机构资金流入等因素驱动。（1）2005年以来消费指数相对沪深300共有11段明显超额收益，分别是2007/11/15-2008/3/24、2009/10/26-2010/9/28、2012/1/20-2012/5/16、2013/2/15-2014/2/18、2015/1/26-2015/6/15、2015/9/18-2015/12/30、2018/2/7-2018/7/16、2020/2/24-2020/7/23、2021/3/17-2021/7/1、2022/1/27-2023/1/10、2023/7/12-2023/12/6。（2）消费相对大盘有超额收益主要受经济和盈利预期改善、政策支持、机构资金流入等因素驱动。一是经济和盈利预期改善是消费有超额收益的核心驱动因素，如：在金融危机后我国推出“国十条”和新增投资四万亿，同时央行大幅宽松货币政策，2007至2014年期间4轮消费行情中地产销售增速均有所回升；随着供给侧改革持续推进，上游行业产能过剩问题得到缓解，消费升级趋势显现，2015和2020年行情中社零增速有所回升等；2020年疫情后，稳增长政策持续落地提振经济修复预期，板块盈利有所改善，也推动消费获得一定超额收益。二是政策支持也可能导致消费相对大盘占优，如：2009年底三部委联合发布《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，下调首套住房契税；2012年商务部部署消费促进活动，同时央行降准；2013年“新国五条”出台，央行决定全面放开金融机构贷款利率管制；2015年三部门宣布降低首付款比例，同时国务院发布《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，央行下调金融机构人民币存贷款基准利率和存款准备金率；2020年央行实施普惠金融定向降准并下调再贷款、再贴现利率；2022年发布地产16项举措，国务院发布关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见，同时央行降准降息；2023年三部门联合推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”等政策，国家出台恢复和扩大消费20条措施，均对当时消费行情有支撑。三是机构资金流入也是消费相对大盘获得超额收益的必要条件，如：在2018年、2020年中美贸易摩擦与疫情和2022年俄乌冲突背景下，市场不确定性增加，消费板块避险属性凸显，基金以及外资流入为消费板块带来确定性溢价。

图 1：2005 年以来中信消费指数与沪深 300 比价有 11 次明显上升



资料来源：华金证券研究所，wind

**图 2：中信消费指数与沪深 300 比价上升期间各指标变化一览**

开始时间	结束时间	社零增速 (%)	商品房销售增速 (%)	消费盈利增速 同比 (%)	PE分位数 (%)	外资持仓 (%)	基金持仓 (%)	政策和外部事件
2007/11/15	2008/3/24	18.8→21.5	13.6→18	140.44→34.32	87.87→85.58	-	11.66→15.52	央行降准
2009/10/26	2010/9/28	16.2→18.8	-3→45.3	46.93→30.84	80.63→75.25	-	18.23→28.01	三部委联合发布《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，下调首套住房契税
2012/1/20	2012/5/16	13.1→13.8	17.3→27.3	9.52→6.49	7.08→15.87	-	29.69→27.50	商务部部署2012年消费促进活动；央行降准
2013/2/15	2014/2/18	12.3→11.8	12.1→77.6	12.11→0.39	15.85→20.06	-	20.13→18.35	“新国五条”出台；央行决定全面放开金融机构贷款利率管制
2015/1/26	2015/6/15	11.9→10.6	-3.7→-8.2	12.23→10.13	37.77→85.89	-	10.07→9.89	三部门联合放宽二套房首付比例及公积金贷款门槛
2015/9/18	2015/12/30	10.9→11.1	-7.9→-15.8	5.53→0.78	42.72→77.23	-	9.77→10.91	降低首付比例；央行降准降息
2018/2/7	2018/7/16	9.7→8.8	21.5→12.7	17.73→13.60	29.15→26.02	35.23→34.89	21.45→24.64	大范围下调日用消费品进口关税；住建部发布《住房城乡部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》；央行定向降准
2020/2/24	2020/7/23	-20.5→-1.1	6.7→-35.9	-16.11→-9.67	45.33→80.79	30.24→31.82	22.44→25.86	央行实施普惠金融定向降准并下调再贷款、再贴现利率
2021/3/17	2021/7/1	34.2→8.5	5.8→133.4	52.74→-4.61	75.03→72.77	29.37→22.72	28.00→19.12	商务部印发《关于组织开展好2021年消费促进活动的通知》
2022/1/27	2023/1/10	1.7→-1.8	16.6→-26.1	-6.10→-10.13	65.57→58.96	22.10→35.72	17.34→21.64	发布支持房地产市场平稳健康发展的16项举措，发布关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见；央行接连降准降息
2023/7/12	2023/12/6	2.5→7.4	8.4→-4.9	-0.65→-4.26	41.02→38.21	21.91→21.67	19.74→18.37	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”；国家出台恢复和扩大消费20条措施；央行降准

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较）

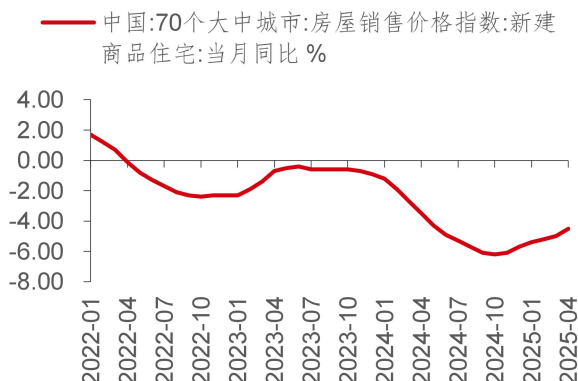
当前来看，消费相对大盘短期可能难有超额收益。（1）当前经济和企业盈利仍处于弱修复趋势中，但修复强度有限。一是当前我国消费者对收入的信心指数有所下滑，尤其是地产端仍未企稳，房价、商品房销售增速等仍偏弱，对居民消费信心形成一定负面压制，但消费增速和基建、制造业投资增速等可能在稳增长政策托底下回升，整体经济增长处于缓慢修复趋势中。二是工业企业利润增速和 A 股盈利增速大概率处于回升周期中，稳增长政策落地仍提振盈利继续向上的预期，但上升高度相对有限。（2）当前政策对消费的支持相对偏强。一是地产放松等提升经济和收入预期的政策持续出台和实施，前期央行决定下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，地产政策继续宽松下可能支撑房市企稳，稳定居民收入预期。二是“以旧换新”、刺激消费等政策也持续落地实施，如上海市政府办公厅印发《上海市提振消费专项行动方案》，此外浙江省人民政府网站近日发布该省《关于支持人工智能创新发展的若干措施》，提出将智能家居机器人、智能眼镜、智能仿生、智能健康等产品纳入消费品以旧换新补贴范围，按售价的 15% 给予最高 2000 元/件的补助，高端产品消费仍受政策支持。（3）机构资金未有明显流入。一是外资来看，自 2024 年起陆股通资金对消费板块的持仓占比持续下滑（2024Q1 的 22.1%→2025Q1 的 17.7%），外资一季度未有明显流入消费板块。二是基金持仓上，一季度偏股型基金对消费的持仓也未有明显上升。

图 3：我国消费者收入信心指数有所下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：房价增速仍处低位

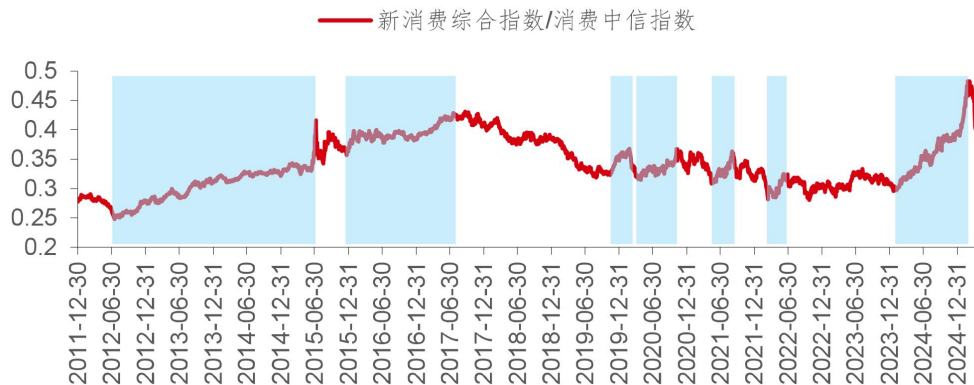


资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）新消费相对消费短期可能继续有超额收益

复盘历史，新消费相对消费短期有超额收益主要受政策支持、消费数据或盈利偏弱、流动性宽松等因素驱动。（1）2012 年以来，新消费指数相对中信消费指数有 7 次明显超额收益，分别是 2012/7/17-2015/7/8、2015/12/28-2017/8/24、2019/11/20-2020/2/24、2020/4/27-2020/11/10、2021/5/26-2021/9/15、2022/5/10-2022/7/28、2024/2/6-2025/3/7。（2）新消费相对消费短期有超额收益主要受政策支持、消费数据或盈利偏弱、流动性宽松等因素驱动。一是政策支持是新消费有超额收益的核心驱动因素：2019 年发改委印发《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》；2020 年疫情背景下，二十三个部门联合出台十九条举措扩大居民消费，提出加快信息基础设施建设，构建“智能+”消费生态体系等；2021 年 3 月底发改委制定了研究制定了《加快培育新型消费实施方案》；2024 年 6 月国家发展改革委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，均对当时新消费的结构行情有支撑。二是消费数据或盈利偏弱也可能驱动新消费有超额收益，如 7 次有 6 次社零增速出现回落或处于低位。三是流动性宽松也是驱动因素，7 次中 5 次 DR007 分位数出现下滑。

图 5：2012 年以来新消费指数与中信消费指数比价有 7 次明显上升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：新消费指数与中信消费指数比价上升期间各指标变化一览

开始时间	结束时间	新消费超额收益 (%)	社零增速 (%)	地产销售增速 (%)	消费归母净利润增速 (%)	DR007分位数 (%)	政策/外部事件
2012/7/17	2015/7/8	111.25	13.1→10.5	-6.6→6.1	5.8→-5.2	79.0→56.1	棚改货币化安置加速；沪股通开通外资流入
2015/12/28	2017/8/24	15.72	11.1→10.1	6.5→12.7	-6.4→35.6	56.6→86.1	商务部等部门联合开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动
2019/11/20	2020/2/24	12.02	8.0→20.5	0.2→39.9	35.3→-14.7	55.9→42.4	发改委印发《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》
2020/4/27	2020/11/10	17.89	-7.5→5.0	-19.3→1.3	16.1→-6.0	11.4→58.5	二十三个部门联合出台十九条举措扩大居民消费，新消费受政策支持
2021/5/26	2021/9/15	9.09	12.4→4.4	36.3→11.3	-7.2→-37.9	46.4→41.5	3月底发改委研究制定了《加快培育新型消费实施方案》
2022/5/10	2022/7/28	8.69	-6.7→2.7	-23.6→-23.1	-0.3→42.2	15.6→14.2	4月底《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》发布
2024/2/6	2025/3/7	69.38	5.5→5.9	-20.5→-3	6.2→11.4	28.3→18.4	2024年6月国家发展改革委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；超额收益与成交额占比取新消费指数计算；分位数计算从 2005 年起）

当前来看，新消费相对消费短期可能继续有超额收益。（1）短期政策对新消费的支持力度较强。一是从 4 月政治局会议定调要大力发展服务消费，3 月中共中央办公厅和国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》明确支持新型消费加快发展，通过深入实施数字消费提升行动、开展健康消费专项行动等方式拓宽新型消费需求。二是上海、深圳、重庆等地也密集出台促进新型消费实施方案等政策：上海市政府发布《上海市提振消费专项行动方案》，围绕城乡居民增收、消费能力保障支持、大宗消费更新、服务消费提质升级等方面，提出 32 项具体措施，其中对于新型消费培育，提出培育前沿数字消费、扩大银发消费供给、丰富悦己消费、挖掘邮轮消费潜力、促进首发经济高质量发展等方向；此外，重庆两江新区连续三天发放“低空飞行消费券”，以龙兴通用机场为主阵地，以“低空新体验”为主题，推出城市空中跳伞、固定翼飞行体验等飞行项目，以及航空器静态展、航空科普课程和实操体验等系列活动，推动低空消费需求改善；最后，深圳聚焦首发经济、以旧换新、AI 消费、绿色消费、低空经济，潮流经济等消费热点，打造一系列新型消费场景，组织举办超 450 场促消费活动。（2）短期消费增速和消费板块的盈利增速仍可能偏弱。一是 3 月份社零同比增速 5.9%、一季度消费板块盈利同比增速 11.4%，虽然受益于基数效应较去年年底有所回升，但增速水平仍偏低。二是短期来看，政策刺激下消费增速可能继续回升，当受限于地产以及收入预期偏弱，消费增速回升强度可能有限。（3）短期内流动性大概率维持宽松。一是前期央行降准降息，大幅宽松货币政策，国内流动性维持充裕。二是当前 DR007 利率位置较低，分位数来看处于 11% 左右的低位。

图 7：新消费政策持续落地

地区	内容
深圳	以“圳享新精彩”为主题的深圳新型消费季创“新”大赛暨宝安区首届“宝安优品优企”发布会在欢乐港湾举行，聚焦首发经济、以旧换新、AI消费、绿色消费、低空经济，潮流经济等消费热点，打造一系列新型消费场景，组织举办超450场促消费活动。
上海	上海市发布《上海市提振消费专项行动方案》，围绕城乡居民增收、消费能力保障支持、大宗消费更新、服务消费提质升级等方面，提出32项具体措施。
重庆	重庆两江新区连续三天发放“低空飞行消费券”。两江新区第二届低空飞行消费季截止时间为6月30日，以龙兴通用机场为主阵地，以“低空新体验”为主题，推出城市空中跳伞、固定翼飞行体验等飞行项目，以及航空器静态展、航空科普课程和实操体验等系列活动。

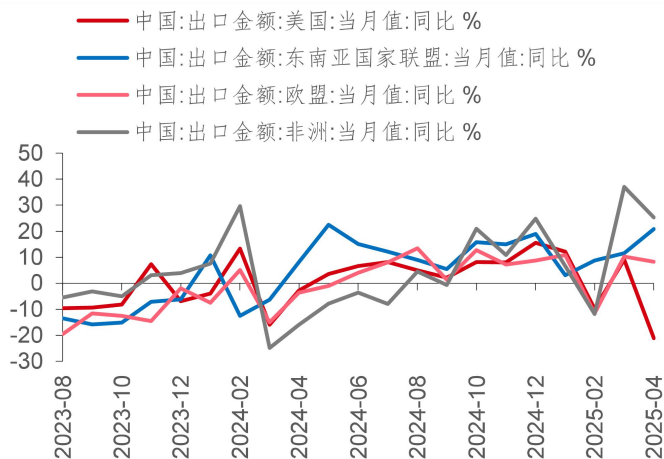
资料来源：华金证券研究所整理

## 二、周度策略：A 股短期可能延续震荡偏强趋势

### （一）分子端：短期经济可能延续弱修复趋势。

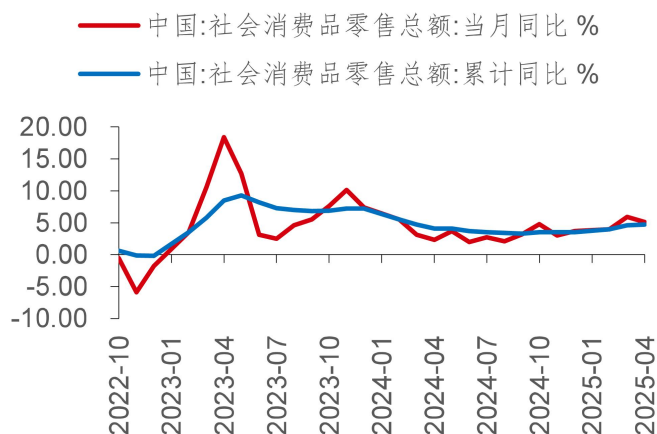
**短期经济可能延续弱修复趋势。**（1）4 月经济数据显示短期经济延续修复趋势。一是 4 月出口增速录得 8.1%（前值为 12.3%），抢出口效应下出口增速仍偏高；国别来看，4 月对美出口增速大幅下滑至-21.0%（前值为 9.1%），但对欧盟、非洲、东盟等地出口增速仍维持高增长，且 4 月当月，集成电路、汽车、汽车零配件、通用机械设备等出口额同比增长，我国高技术产品需求仍较为旺盛；后续来看，短期内抢出口因素可能持续，出口增速可能维持高位。二是以旧换新政策拉动 4 月社零增速回升：数据上，4 月社零累计增速同比录得 4.7%，较上月上升 0.1 个百分点；结构上，以旧换新政策相关产品销售增速向好，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类商品零售额分别增长 38.8%、33.5%、26.9%、19.9%，后续随着提振消费政策和“五一”、端午、暑期等消费旺季持续不断，消费增速可能继续回升。三是政策发力下基建和制造业投资增速维持高位：制造业及基建投资增速维持高位，4 月累计增速分别录得 8.8%、10.9%，地产投资增速下探至-10.3%，对投资整体仍有拖累；此外今年 1 至 4 月来看，信息服务业，计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.6%、28.9%、23.9%，此外项目投资审批进程向好，今年 1 至 4 月份，国家发展改革委共审批核准固定资产投资项 27 个，可能支撑后续制造业和基建投资维持高增速。（2）高频数据上，地产销售增速短期有所回落，经济修复趋势仍偏弱。一是最新周度销售数据显示，一线城市商品房成交面积同比增速近 20%，但二线城市商品房销售增速有所回落。二是石油沥青装置、螺纹钢厂开工率维持高位，开工旺季下基建项目落地进程可能提速。

图 8：出口东盟金额增速上升



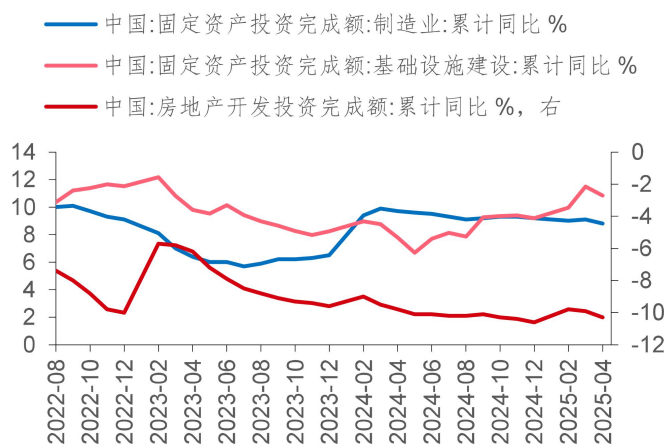
资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：4 月社零累计同比增速上升



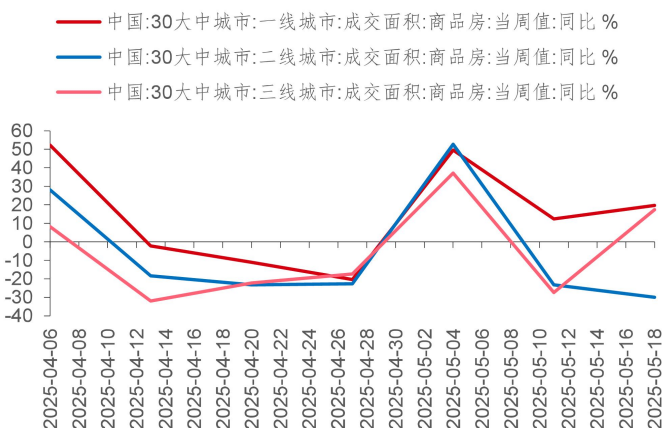
资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：投资增速有所下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：一线城市地产销售增速维持高位



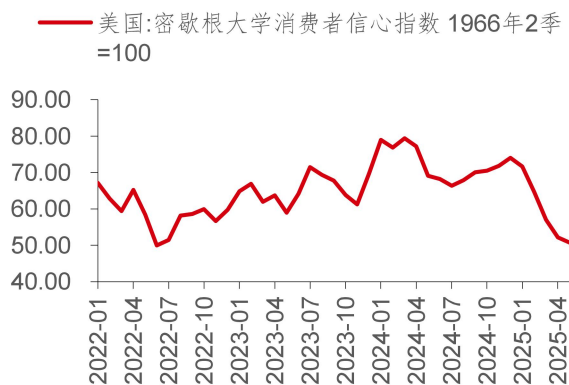
资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）流动性：短期维持宽松

**短期流动性维持宽松。**（1）宏观流动性可能维持宽松。一是海外方面：首先，前期穆迪降美信用评级，同时关税落地加重对美国通胀和债务风险的担忧，美债收益率上行，美联储降息预期有所延后，CME 预测来看下次降息可能推迟至 9 月；其次，美国消费者信心指数大幅下降，叠加美国最新当周初次申请失业金人数同比增速略有上升，海外经济修复进程可能放缓，美元指数维持低位震荡，但国内在降准、降息等货币政策宽松下人民币汇率韧性凸显，海外流动性预期反复对国内货币宽松影响较小。二是国内方面，5 月 9 日、16 日央行共计通过公开市场操作回收流动性超过 11000 亿元，后续在月底资金面偏紧张下可能加大宽松力度，同时随着降准降息的落地，稳定市场信心的同时有望推动后续地方债有望放量发行，保增长压力下货币宽松的政策大概率不变。（2）股市资金短期可能有所改善。一是从近期资金流入情况来看，市场情绪逐步修复下，融资（截至 5/22）本月至今流入 211.4 亿元，“五一”节后融资持续回流，但相较 4 月份

的流出量依然较小，融资仍有较大的回流空间，此外新成立偏股型基金份额也较上周环比增加100%，但外资单日成交金额较前期有所下滑，可能面临一定短期流出风险。二是后续随着经济修复预期上升、中美缓和等可能改善市场情绪，融资、外资、新发基金等资金短期流入可能有所改善。

图 12: 美国消费者信心指数大幅下降



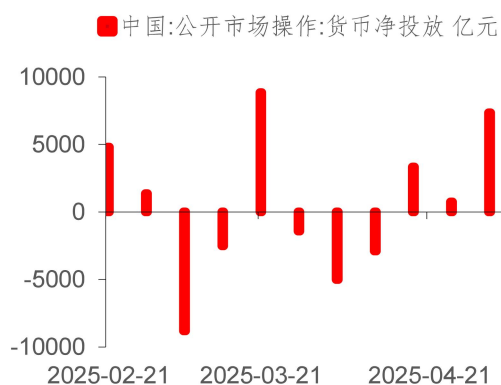
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 13: CME 推迟对后续降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	94.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	27.5%	71.2%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.3%	50.9%	33.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.7%	34.7%	41.2%	15.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.9%	25.9%	39.0%	23.9%	5.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	13.6%	31.0%	33.1%	16.6%	3.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	7.8%	22.0%	32.0%	25.2%	10.1%	1.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	10.9%	24.2%	30.5%	21.9%	8.2%	1.3%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.1%	5.4%	15.3%	26.3%	27.7%	17.4%	5.9%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.7%	6.9%	16.9%	26.5%	26.1%	15.7%	5.2%	0.7%
2026/9/16	0.1%	0.6%	3.0%	9.3%	19.3%	26.4%	23.6%	13.1%	4.1%	0.5%
2026/10/28	0.1%	0.8%	3.5%	10.2%	19.9%	26.2%	22.7%	12.3%	3.8%	0.5%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.5%	10.1%	19.7%	26.1%	22.7%	12.5%	3.9%	0.5%

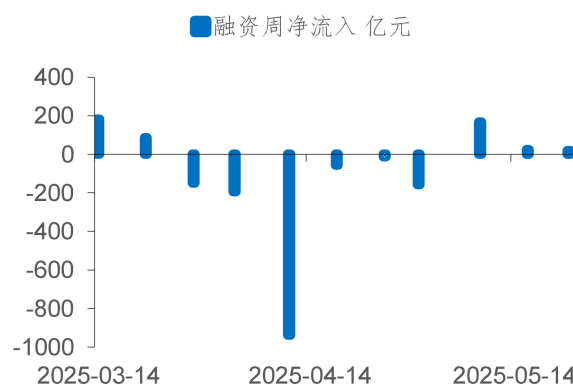
资料来源: 华金证券研究所, CME FedWatch Tool

图 14: 近期央行公开市场操作回收流动性



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 15: 融资近期维持流入



资料来源: 华金证券研究所, wind

### (三) 风险偏好: 短期可能低位有所改善

风险偏好短期可能低位有所改善。(1) 从成交额、情绪指标、估值等指标来看当前市场情绪处于中性偏低水平。一是当前全 A 单日成交额不足 1.2 万亿，较前期超过 1.5 万亿的水平明显下降。二是当前 MA200 日均线以上个股占比约为 67% 左右，较前期已有明显调整，后续仍有一定上升的空间。三是换手率来看 (5/22 数据, 下同)，多数指数换手率分位数 (2005 年起, 下同) 均处于中性或偏低的水平: 当前仅上证综指换手率分位数处于 60% 左右，其余指数如上证 50、创业板指和沪深 300 分别为 25%、23%、21% 左右，科创 50 处于 8% 左右。四是估值来看，除科创 50 外多数指数估值分位数均处于中性水平: 当前仅科创 50PE 分位数接近 100%，但创业板指 PE 历史分位数仅为 11.3%，处于极低位，其余指数如上证综指、上证 50、沪深 300 等 PE

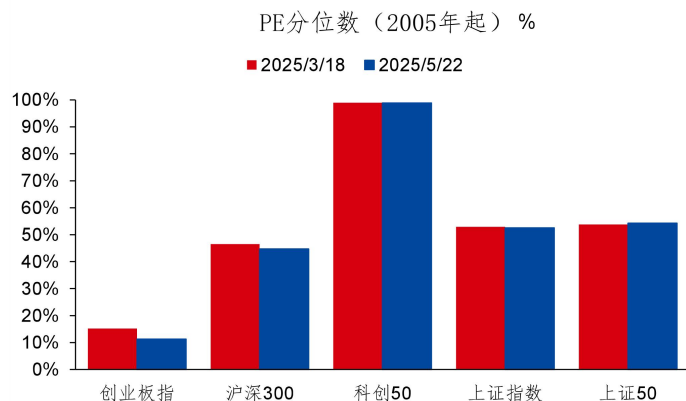
分位数均处中性位置，市场情绪并未过热。(2) 国内政策依然积极可能继续支撑风险偏好，但美债收益率上行以及地缘风险可能上升也可能压制市场情绪。一是稳增长政策持续落地，各地政府加力扩围“两新”政策实施，提振经济修复预期：广东省人民政府办公厅印发的《广东省提振消费专项行动实施方案》提出，支持各地市结合产业发展和居民消费需求，探索“财政补贴+企业让利+金融赋能”模式，对大宗耐用消费品以旧换新进行补贴；湖南发布 2025 年“两新”实施方案，进一步从扩围拓品、提标降槛等五方面进行调整和优化；陕西西安日前推出“国补贷”专项金融产品，帮助国补商户简单、高效、低成本获得高额度信贷资金，进一步减轻企业资金压力，促进以旧换新活动更好开展。二是美债收益率上行以及地缘风险可能上升也可能压制市场情绪：首先，此前美国主权信用评级被最后一家主要机构穆迪调降，全球债券的抛售正在加速，美债收益率明显上行，有所扰动全球风险偏好；其次，地缘风险有所加剧，近期伊朗外交部长阿拉格齐表示，伊朗将毫不犹豫地任何任何侵犯行为作出强力回应，并将不惜一切代价保护其利益和人民。伊以战争局势可能升级。

图 16: 当前 MA200 日均线以上个股占比有所回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17: 当前宽基指数估值分位数多处于中性位置



资料来源：华金证券研究所，wind

### 三、行业配置：短期继续关注科技和部分消费

#### (一) 短期科技和消费可能相对占优

**短期科技和消费可能相对占优。**(1) 复盘历史，填坑期涨幅落后、产业趋势向上及政策支持的行业，“填坑”行情后震荡时表现相对占优。复盘 2015 年以来 A 股出现短期快速下跌再快速反弹（即“填坑”行情）后震荡时的行业表现：一是政策导向的行业表现相对占优，如 2016 年 3 月 20 日至 2016 年 8 月 15 日的食品饮料、有色金属和 2017 年 8 月 1 日至 2017 年 11 月 13 日的食品饮料、家电均受益于供给侧结构性改革政策，2019 年 5 月 10 日至 2019 年 12 月 18 日的电子、计算机受益于自主可控的政策，均领涨；二是产业趋势上行的行业也表现相对占优，如 2016 年 3 月 20 日至 2016 年 8 月 15 日和 2017 年 8 月 1 日至 2017 年 11 月 13 日的食品饮料，2019 年 5 月 10 日至 2019 年 12 月 18 日的电子，2020 年 7 月 27 日至 2020 年 11 月 23 日的电力设备，2024 年 2 月 11 日至 2024 年 5 月 23 日的有色金属、通信，2024 年 10 月 18 日至 2024 年 12 月 31 日的电子、机械，2025 年 2 月 11 日至 2025 年 3 月 27 日的机械，均是

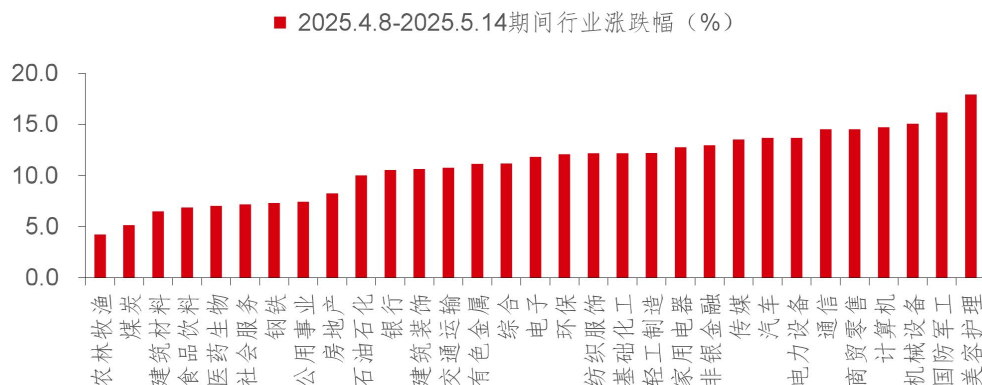
当时景气度较高的行业，涨幅也居前；三是补涨的行业表现也相对偏强，如 2022 年 6 月 8 日至 2022 年 9 月 13 日的农林牧渔、家电、2025 年 2 月 11 日至 2025 年 3 月 27 日的食品饮料在前期“填坑”阶段涨幅均靠后，“填坑”行情后的震荡期反而领涨。（2）当前来看，科技和消费短期依然可能相对占优。一是当前 A 股市场已经处于由于美国加征关税导致快速调整、而后迅速反弹的“填坑”行情基本完成、后续可能进入震荡的阶段，比照复盘的历史经验，政策导向、产业趋势上行和补涨的行业可能相对占优。二是当前来看，科技和消费短期可能相对占优：首先，政策鼓励的方向是科技创新和提振内需，指向 TMT 和消费等行业；其次，产业趋势上行的行业主要集中在人形机器人、国内外人工智能技术和产品不断更新迭代等相关的 TMT、机械等行业；最后，2025 年 4 月 8 日至 2025 年 5 月 14 日期间涨幅靠后的是采掘、农林牧渔、建材、食品饮料等周期和消费行业。

图 18：填坑行情后的震荡阶段，表现较好的行业在填坑期涨幅靠后

2016/3/20-2016/8/15 涨跌幅前十名 (单位: %)	食品饮料	有色金属	电子	家用电器	综合	汽车	医药生物	通信	煤炭	基础化工
填坑期涨幅排名	7	1	13	23	10	8	17	29	28	6
2017/8/1-2017/11/13 涨跌幅前十名 (单位: %)	食品饮料	电子	家用电器	通信	医药生物	社会服务	电力设备	非银金融	计算机	美容护理
填坑期涨幅排名	6	13	7	21	20	22	19	4	26	30
2019/5/10-2019/12/18 涨跌幅前十名 (单位: %)	电子	计算机	食品饮料	家用电器	建筑材料	美容护理	医药生物	非银金融	传媒	社会服务
填坑期涨幅排名	8	5	2	3	7	25	6	4	26	19
2020/7/27-2020/11/23 涨跌幅前十名 (单位: %)	汽车	家用电器	电力设备	食品饮料	石油石化	基础化工	钢铁	有色金属	煤炭	银行
填坑期涨幅排名	18	16	7	2	26	12	28	9	23	29
2022/6/8-2022/9/13 涨跌幅前十名 (单位: %)	综合	农林牧渔	家用电器	通信	国防军工	公用事业	机械设备	煤炭	电力设备	汽车
填坑期涨幅排名	24	29	26	12	3	14	5	9	1	2
2024/2/11-2024/5/23 涨跌幅前十名 (单位: %)	有色金属	通信	家用电器	基础化工	轻工制造	汽车	银行	机械设备	农林牧渔	国防军工
填坑期涨幅排名	6	13	16	7	25	9	26	14	19	2
2024/10/18-2024/12/31 涨跌幅前十名 (单位: %)	商贸零售	综合	电子	机械设备	轻工制造	纺织服装	通信	汽车	传媒	电力设备
填坑期涨幅排名	17	14	4	13	20	26	11	25	7	21
2025/2/11-2025/3/27 涨跌幅前十名 (单位: %)	食品饮料	环保	机械设备	基础化工	钢铁	美容护理	有色金属	农林牧渔	建筑材料	汽车
填坑期涨幅排名	30	10	6	11	8	18	12	22	23	3

资料来源：华金证券研究所，wind

图 19：2025.4.8-2025.5.14 填坑期周期和消费行业涨幅靠后



资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）从估值性价比和情绪等角度筛选成长行业

从估值性价比的角度建议关注成长中的通信，传媒、电子，计算机，电力设备，医药生物等行业。从估值性价比的角度筛选成长相关行业：国防军工预期营收增速较高，传媒、电子、计算机、电力设备、汽车以 2025 年预测盈利为基础的计算 PEG 小于 1，通信、传媒、国防军工的成交额占比仍然较低，机械设备、电子、医药生物、汽车的 PE 估值分位数处在合理区间，通信的 PE 估值较低。

图 20：科技行业估值和成交占比

行业	预期营收增速%	PEG	成交额占比 (%)	成交额占比分位数 (%)	PE 估值 (倍)	PE 估值分位数 (%)
通信	6.4	2.0	3.4%	56.6%	22.6	19.3
传媒	7.7	0.8	3.1%	61.8%	77.6	76.4
电子	14.2	0.8	9.5%	76.0%	61.2	62.8
计算机	17.7	0.9	7.4%	77.1%	136.5	89.7
电力设备	14.9	0.4	6.9%	84.9%	58.0	83.3
医药生物	7.5	1.3	9.1%	86.4%	44.7	67.5
国防军工	29.6	1.2	3.1%	88.4%	148.3	95.2
机械设备	9.3	1.0	9.3%	97.2%	38.7	58.1
汽车	16.9	0.7	8.4%	99.8%	32.8	65.5

资料来源：华金证券研究所，wind

## （三）短期建议继续关注科技和部分消费等行业

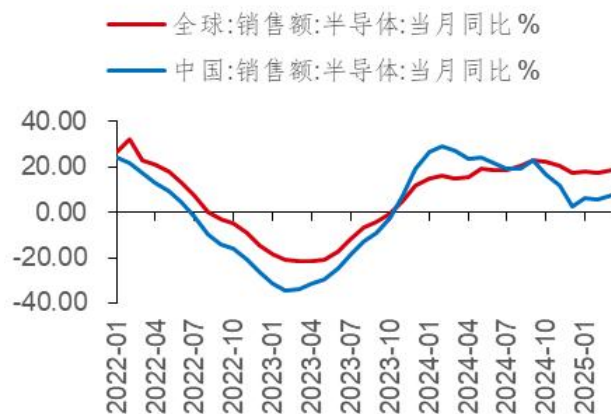
短期建议继续逢低配置政策和产业趋势向上的计算机（国产软件）、机器人、军工、传媒（AI 应用）、电子（半导体）、通信（算力）等。（1）计算机：5 月 21 日，中望软件在北京举办“中望软件 2025 年度产品发布会”，通过提供安全自主、极具行业属性的 CAx 一体化方案，助力企业实现高效协同与价值创新。（2）机器人：一是供需上，工业机器人产量 4 月增速显著提高，同比增长 51.5%，机器人生产企业的产能在逐步释放，市场对机器人市场前景较为乐观，预期需求也会持续增长；二是特斯拉在社交平台上发布人形机器人“擎天柱”新视频，人形机器人可以流畅地进行扔垃圾、炒菜、使用吸尘器、熨衣服等一系列动作；《CMG 世界机器人大赛·系列赛》机甲格斗擂台赛将于 5 月 25 日在杭州举行，宇树科技将以合作方身份参加比赛，国内机器人产业趋势持续强化。（3）军工：5 月 20 日，第十七届兰卡威国际海事与航空展在马来西亚开幕，歼-10CE 战机亮相，引发了广泛关注。（4）传媒：第五届中国（北京）广电媒体融合发展大会在京召开，设置创新发展、传播生态等 5 大板块，涉及政策解读、技术落地等热点议题。（5）电子：一是国内半导体销量持续稳步回升，需求端有望继续修复；二是小米自研手机 SoC 芯片玄戒 O1 于 5 月 22 日发布，采用第二代 3nm 工艺，晶体管数量达 190 亿个，填补了中国大陆在 3nm 先进制程芯片设计领域的空白，提升了国内半导体行业整体竞争力。（6）通信：英伟达与纳微半导体宣布合作开发下一代 800V 高压直流（HVDC）架构，将推动计算机行业在 AI 数据中心领域的技术进步与产业拓展。

图 21: 工业机器人产量 4 月增速显著提高



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 22: 半导体销量持续稳步回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

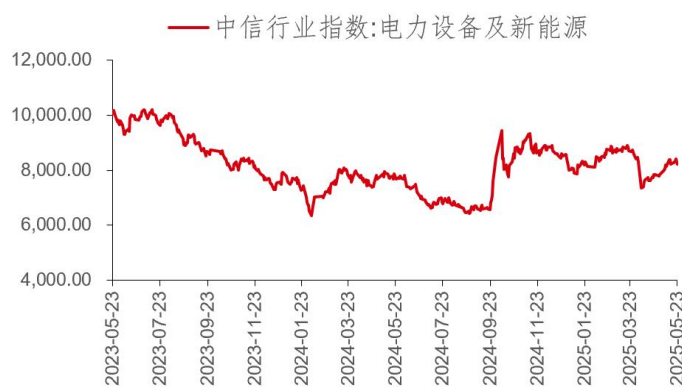
短期建议逢低配置基本面预期可能边际改善的创新药、电新、食品、社服、商贸零售等。(1) 创新药: 石药集团于 5 月 19 日宣布, 其 EGFRADC 药物 CPO301 获 FDA 授予快速通道资格, 加速国产创新药国际化突破。(2) 电新: 电新行业指数自 4 月起拐头向上, 5 月继续回升, 预计会持续走高 (3) 食品: 2025 年 5 月 19 日, 世界三大食品展之一的 2025 SIAL 西雅国际食品和饮料展览会 (上海) 开幕, 峰会围绕“向内改善, 向外塑造”, 将举办 10 场主题论坛, 挖掘存量市场下的新商机。(4) 社服: ITBChina (上海国际旅游交易博览会) 将于 5 月 27 日-5 月 29 日举办, 聚焦科技赋能旅游, 推出“旅游科创荟”板块, 展示 AI 行程助手、智慧酒店等创新应用。(5) 商贸零售: 社零显示消费复苏趋势仍在延续, 消费者信心指数稳定在一定高位, 内需预计持续复苏, 后续“618”购物节来临预计进一步推动食品、商贸零售等增速提高。

图 23: 消费者信心指数维持一定高位



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 24: 电新指数拐头向上



资料来源: 华金证券研究所, wind

## 四、风险提示

1. 历史经验未来不一定适用: 文中相关复盘具有历史局限性, 不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响, 过去的表现仅供参考。
2. 政策超预期变化: 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及

预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

**3.经济修复不及预期：**受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

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

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

## 免责声明：

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

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

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

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn