

# 生于忧患，死于安乐

## 2025年中期策略

作者：

分析师 吴开达 SAC执业证书编号：S1110524030001

分析师 林晨 SAC执业证书编号：S1110524040002

分析师 孙希民 SAC执业证书编号：S1110524110002

分析师 肖峰 SAC执业证书编号：S1110524040003

分析师 叶慧超 SAC执业证书编号：S1110525030001

联系人 苏璟宇

联系人 汪书慧

联系人 赵志远

联系人 陈英奇



- **一、放弃幻想，破局攻坚。**我们在2024年9月5日《我们为什么判断年内赛点2.0临近？》提示赛点2.0临近，在2024年11月25日发表《2025年度策略——玉汝于成：赛点2.0第三阶段攻坚战》。展望2025年下半年，宏观环境面临多重矛盾冲突：1) 一是经济新旧动能转换：内需筑底、地产周期仍未出现明显上行趋势，部分周期品存在产能过剩压力，价格持续低迷，另外一头则是科技创新不断突破，AI、机器人、新能源车、半导体、军工等领域不断增强在全球的核心竞争力。DeepSeek两款新版大模型性价比已位列行业头部水平，机器人、自研芯片等都有重磅产品落地，印巴冲突中歼-10的实战表现有目共睹，同时中国也是世界拥有“五代机”的3个国家之一。2) 二是虽有短期风险，但长期看我国出口背后的企业竞争优势较大。本轮大宗商品上行期，贸易顺差、出口却同步走强；全球制造业大国中，仅中国顺差加速提升。企业出海核心竞争力上升助力出口长期趋势向好，国内产业转型升级加快。但也要注意2025年三季度美国90天关税缓冲期到期后续谈判或仍有波折。此外全球地缘风险高企，美国经济存在“滞胀”隐忧，欧元区复苏进程受阻，贸易风险叠加经济周期性压力，下半年全球经济风险或将继续释放。
- **二、资本市场的重要性仍在提升。**1) 宽货币有望走向宽信用。2025/4/25政治局会议指出加强超常规逆周期调节，相比24年央行货政报告的“盘活存量环境”、“金融数据‘挤水分’”，在25年Q1则指出“引导银行加大信贷投放力度”。近期M2、社融增速均出现回升向好态势，货币环境有望持续维持宽松。2) 自2023年7月政治局会议在资本市场方面首提“活跃资本市场，提振投资者信心”，2025年4月政治局会议指出“持续稳定和活跃资本市场”。本轮中央汇金公司从23年8月开始增持，是维护资本市场稳定的重要战略力量，是资本市场上的“国家队”，未来坚定增持各类市场风格的ETF，必要时中国人民银行也将向其提供充足的再贷款支持。

- 3) 港股投融资市场率先活跃。截至2025年5月末，融资规模已超过2023年并接近2024年水平，再融资规模也与2022年相当。2024年港股回购总额超过2022年与2023年之和，预计今年港股上市公司的回购力度较前几年仍有较大提升空间；2024年9月AH市场经历令人瞩目的反弹后，外资流入中国市场的资金规模迅速提升，2025年Deepseek再次点燃中国资产重估行情，进一步整固外资流入态势。从被动投资角度看，美国上市的主要中国ETF也在近期录得明显流入。
- **三、特朗普2.0时代“百日新政”后的新变量。**1)回顾“百日新政”，特朗普大量签署行政令，或对“三权分立”的民主传统产生挑战；2)将特朗普的百日执政成果与其上任前宣称的执政目标进行对比，从总体水平来看，目前特朗普对于其竞选前的承诺兑现度仍偏低。分领域来看，特朗普的承诺兑现度优先贸易、移民与边境和能源等领域，在经济民生及地缘方面兑现度偏弱；3)随着特朗普执政节奏的推进，关税的落地结果和减税政策的推进成为市场新一轮的关注焦点。然而，我们认为特朗普的不同政策追求或存在彼此间的结构性矛盾；4)展望后续，我们认为围绕两大核心问题（关税反复性+减支能力有限）的政策博弈仍然激烈，市场波动率或进一步放大。
- **四、行业主线：A.内需消费：**（1）长期逻辑：消费的核心逻辑是政策加码预期下的重估预期，提振内需稳增长政策，是外部环境不确定性增强下的主要政策储备方向；化债疏压，财政支出结构优化。消费基本面拐点或已现，宏微观数据呈现诸多积极信号，宏观数据的改善来自微观企业与消费者的叠加。

- (2) 配置思路：财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块，一是政策基调明确，政策补贴力度明显抬升，二是财报积极线索出现，可视为一段行情的前夕。根据政策补贴力度占营收比重，盈利增速和政策语调，服务业值得重视。财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响板块，这一类的本质是政策逻辑稍弱、产业逻辑不证伪下，财报基本面趋势性向好确定性很强。必选消费、可选消费的耐用消费品板块也有望走出结构性行情。
- **B.自主可控：**（1）长期逻辑：自主可控政策是重要国家战略，相关政策多次发布。现代化产业体系建设要求固链、补链、延链，顶层设计为科技领域发展提供土壤。中国对美反制措施可能推升中国对美进口商品价格，导致对美依赖度较高的商品种类出现供给缺口，国内供给端替代供给缺口下相关板块有望看到盈利驱动下的业绩改善。（2）配置思路：筛选对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块，主要涉及航空装备、医药以及部分机械行业；从产能周期视角看制造业内部，当前中游制造业几乎看不到整体产能建设或产能投放的恢复，没有系统性景气beta的情况下，产能先出清、产能投放先恢复的先获胜，自主可控领域符合条件的细分赛道有通信、机械设备。
- **五、主题投资：海洋经济已成为经济增长新引擎，**2024年海洋生产总值首破10万亿元，对GDP拉动达11.5%，深海科技在政府工作报告中被列为与商业航天、低空经济并列的战略性新兴产业，通过蓝色债券等金融工具加速绿色转型，推动海上风电、油气装备、港口航运及海水淡化等产业链发展，从而构建基础设施、装备技术、资源开发三层产业生态。
- **六、风险提示：**1) 海外局势演化超预期；2) 通胀持续性超预期；3) 流动性收紧超预期。

## 目录

- 1、 放弃幻想，破局攻坚
- 2、 资本市场的重要性仍在提升
- 3、 特朗普2.0时代“百日新政”后的新变量
- 4、 行业主线：内需消费、自主可控
- 5、 主题投资：海洋经济已成为经济增长新引擎
- 6、 风险提示

# 1 放弃幻想，破局攻坚

# 1.1. 2025上半年A股大事记

上证综指: -0.13%

LME铜: 8.31%

创业板指: -6.93%

Comex黄金: 25.45%

标普500: 0.51%

NYMEX原油: -15.24%

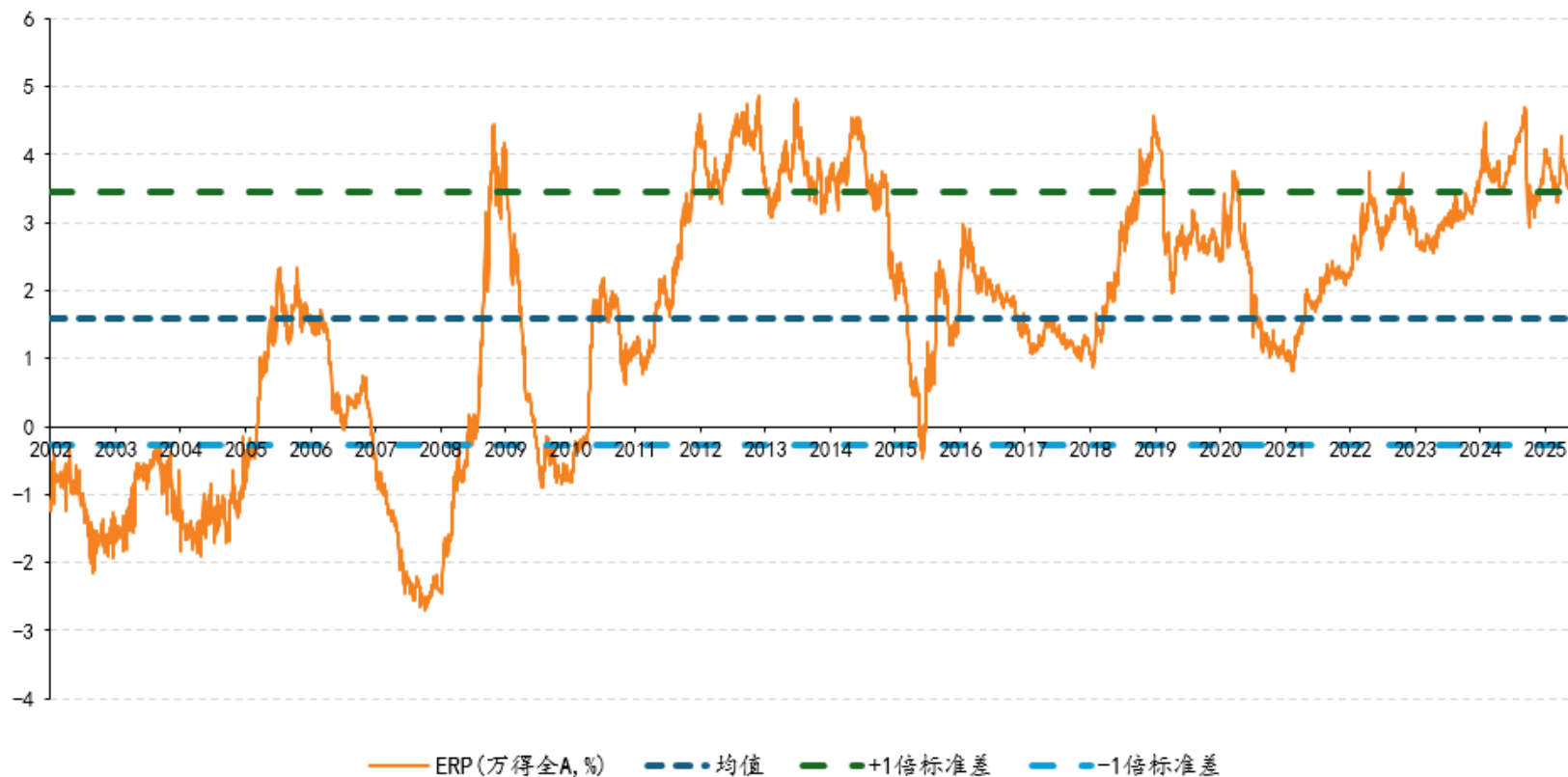
美元指数: -8.31%

美债10年: -17 (BP)



# 1.1. 赛点2.0依然处于第三阶段攻坚战

- 股权风险溢价ERP(equity risk premium)是指市场投资组合或具有市场平均风险的股票收益率与无风险收益率的差额。我们采用万得全A指数的PE-TTM以及10年期国债到期收益率作为无风险收益率代入计算得到ERP。**截至2025/5/30，ERP在3.61%水平，与25年2月初的ERP水平相比回落，但依然超过一倍标准差3.46%。**
- 对比历史2008-2009、2011-2014、2018-2019，ERP都曾达到过4%以上水平；且ERP分位来看，当前为85.2%。（分位统计自2002年以来）
- **放弃幻想，破局攻坚。**我们在2024年9月5日《我们为什么判断年内赛点2.0临近？》提示赛点2.0临近，在2024年11月25日发表《2025年度策略——玉汝于成：赛点2.0第三阶段攻坚战》。展望2025年下半年，宏观环境面临多重矛盾冲突：1）一是经济新旧动能转换，2）二是虽有短期风险，但长期看我国出口背后的企业竞争优势较大。此外全球地缘风险高企，美国经济存在“滞胀”隐忧，欧元区复苏进程受阻，贸易风险叠加经济周期性压力，下半年全球经济风险或将继续释放。



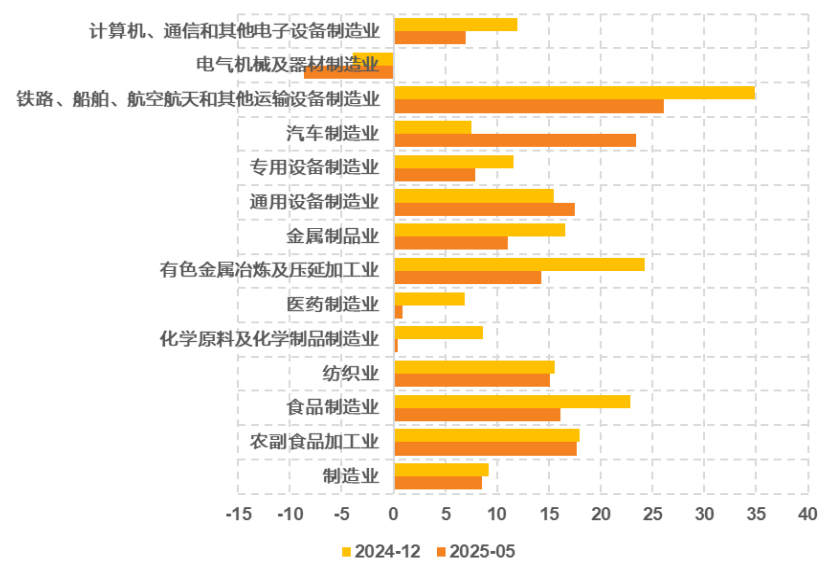
# 1.1.1 新旧动能转换-制造业、地产

地产投资维持在-10%左右，制造业投资则维持在9%左右，呈现出明显的分化。

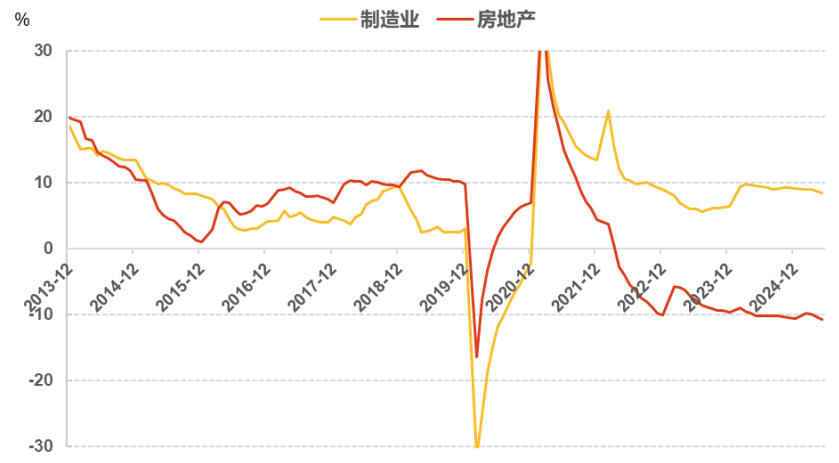
在制造业投资分项中，过去几年高增速的电气机械及器材制造是拖累项，铁路船舶航空航天、汽车制造、通用设备制造则对制造业投资形成明显的支撑。

从贷款角度来看，制造业贷款增速从2020年开始也是持续高于房地产业、基础设施。

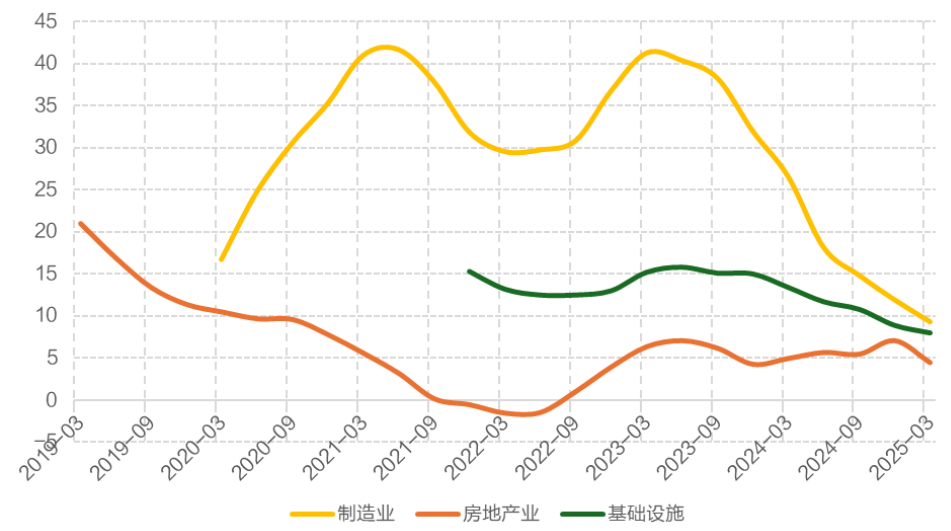
制造业投资分项累计同比%



地产投资和制造业投资出现明显分化



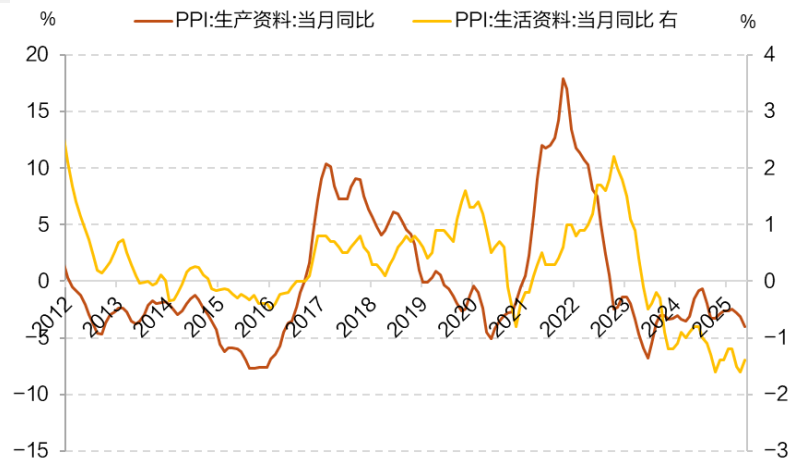
自2020年至今，制造业贷款增速高于基础设施、房地产业（单位%）



# 1.1.1 新旧动能转换-老动能的下行压力

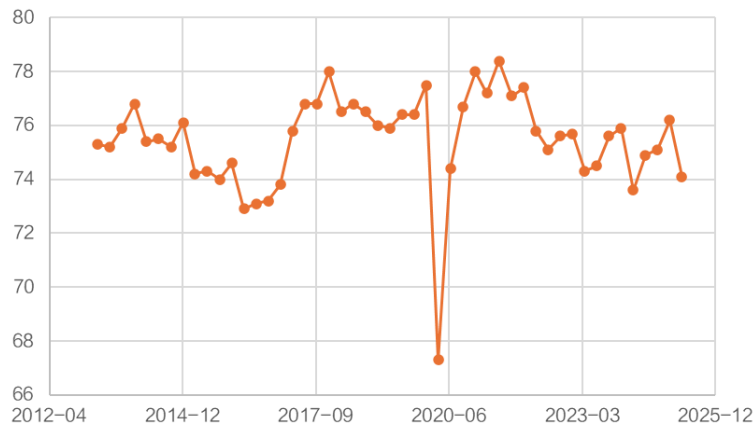
本轮PPI为负已经有30多个月，上一轮PPI连续为负的周期是2012年3月-2016年8月的54个月；与上一轮相比，生产资料的跌幅相近，而生活资料则跌幅更大。生活资料中，受损最大的是耐用消费品类，其次是食品类。工业产能利用率方面22-25Q1变化不大，25Q1走弱有一定的季节性因素。

### PPI生产与生活资料情况



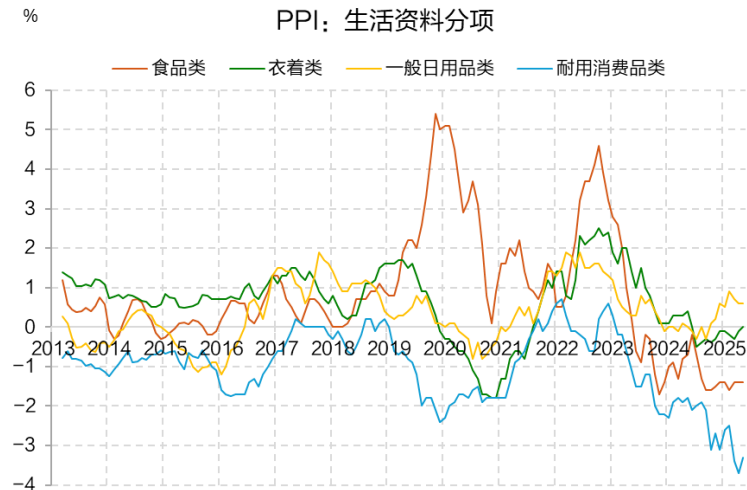
### 工业产能利用率

中国:工业产能利用率:当季值 %



### PPI生活资料分项情况

PPI: 生活资料分项

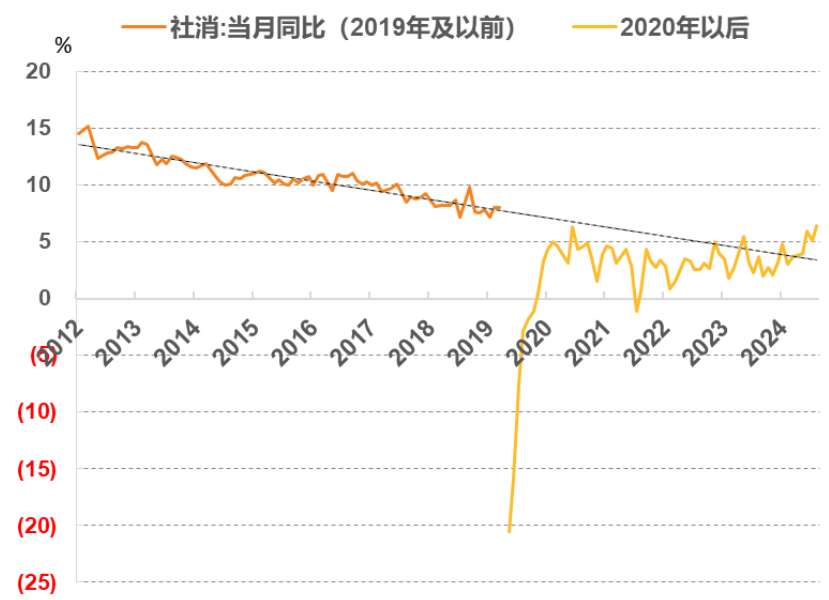


# 1.1.1 新旧动能转换-消费逐渐形成稳定中枢

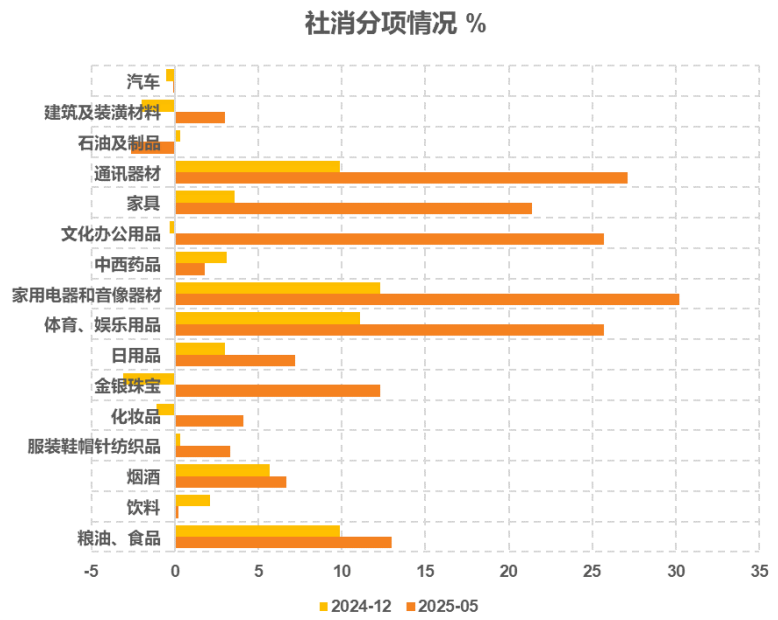
消费在21年以后的增速逐渐稳定，12-19年消费增速呈现出稳定下行，21-23年增速低于12-19年的趋势项，或是反映疫情、地产周期下行等对居民消费的影响。24年至今消费增速与过去几年相比有所上涨，21年-25年5月的月平均消费增速在3.4%左右，由于增速的稳定，开始逐渐高于下行的趋势项。

分项方面，通讯器材、家电音像器材、体育娱乐用品、粮油食品的消费增速24年全年、25年5月均在10%以上。

消费近几年来增速中枢稳定（21、23年增速为两年平均）



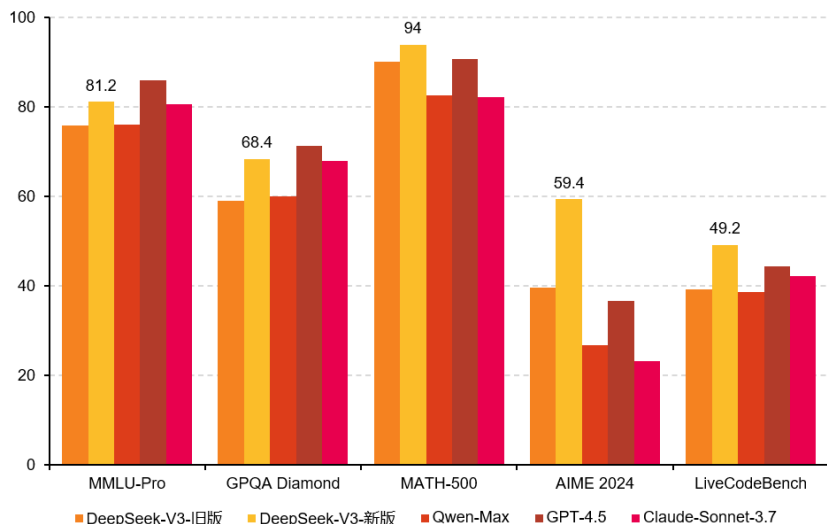
分项较去年大多有所改善



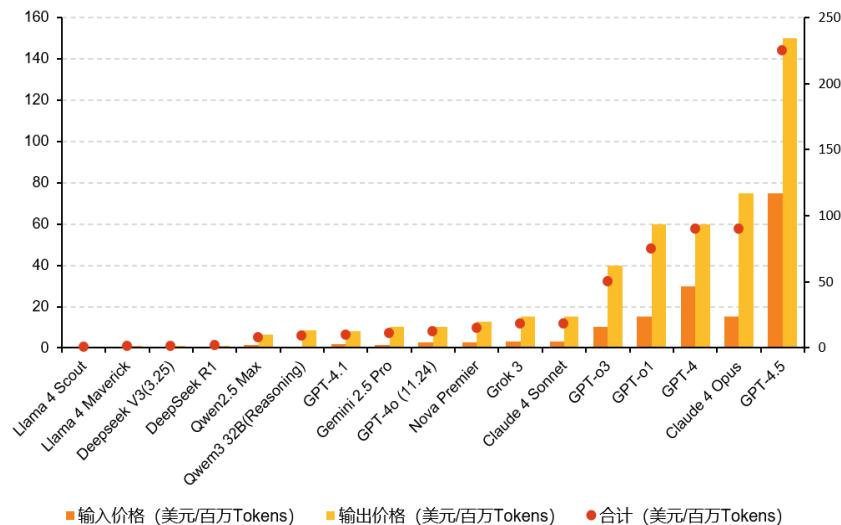
## 1.1.2. 新动能突破：DeepSeek开启中国AI大模型斯普特尼克时刻

- **最新版DeepSeek的性能进一步提升。**5/28DeepSeek公司在DeepSeek V3的基础上进一步对模型进行升级，发布全新的DeepSeek-R1-0528，并在数学、编程与通用逻辑等多个领域测试中领先国内模型，同时性能表现也无限接近GPT-o3等国际模型。而在此前3/25DeepSeek公司就已在新版V3模型中借鉴旧版R1训练时的强化学习技术，性能得到大幅提高，在数学、代码类测试中全面超越GPT-4.5，因此当前国内大模型的性能已可逐步媲美国际先进大模型，技术差距进一步被缩小，坐稳大模型领域领军者的位置。
- **DeepSeek大模型使用成本极低，性价比彰显。**除了拥有领先于行业的使用性能之外，在API调用成本方面，新版V3的价格极低，输入和输出价格分别为0.27和1.1美元/百万Tokens，仅高于Meta新版的Llama大模型。无论与GPT-o3还是GPT-4.5相比都具备显著的价格优势，因此就用户的使用性价比而言，DeepSeek-V3已经位列行业头部。

新版DeepSeek-V3已在推理领域较多方面领先于GPT-4.5



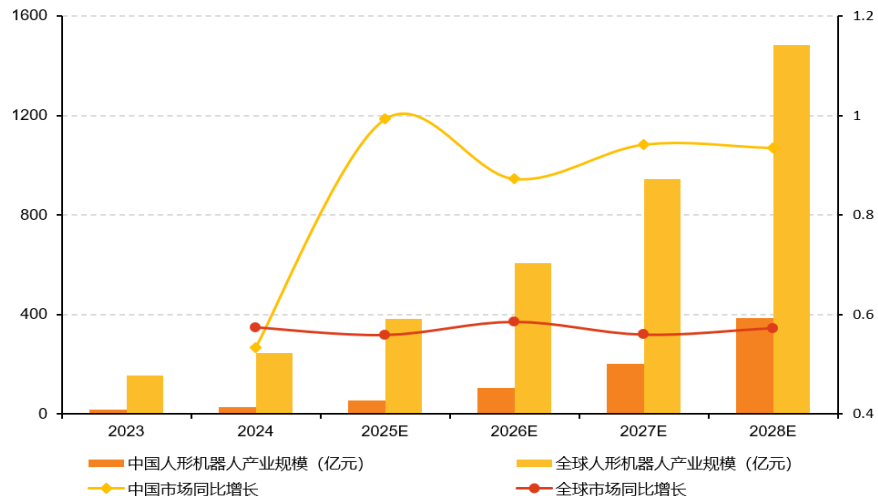
DeepSeek的API调用成本极低，领先于各版本GPT



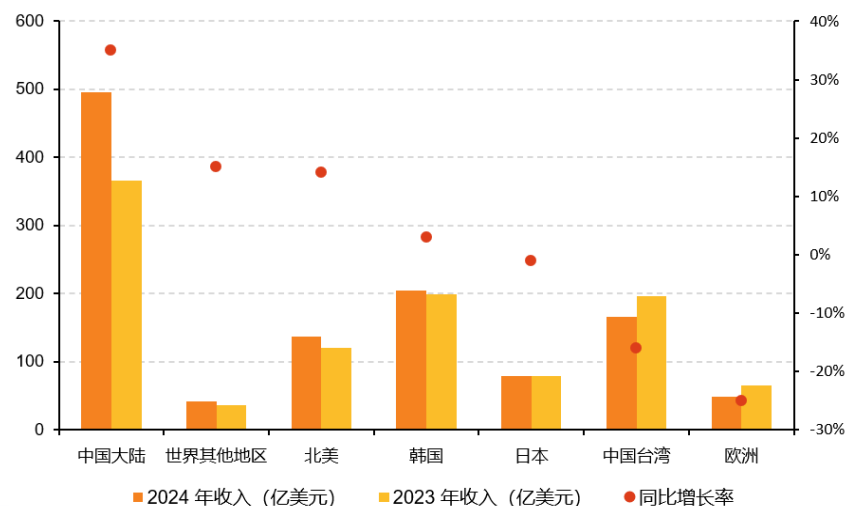
# 1.1.2. 新动能突破：人形机器人和国产半导体奇点时刻均已到来

- **人形机器人或将成为未来科技产业的重点发展领域。**根据中商产业研究院数据，2024年我国人形机器人市场规模27.6亿元，预计2028年将达到387亿元，2023-2028CAGR超过80%，且占全球市场规模比重大幅增加。今年以来，人形机器人领域催化事件颇多，宇树机器人H1率先登陆春晚表演抛手绢节目、天工Ultra在全球首个机器人半程马拉松比赛中获得冠军、央视总台主办全球首个人形机器人格斗大赛都印证国家大力发展该领域的决心。同时，小米、小鹏、蔚来、特斯拉等国内外车企也纷纷布局人形机器人赛道，以及8月全球首个人形机器人运动会将开始，或将进一步提振市场在该板块的投资情绪。
- **半导体国产替代技术发展黎明将至。**今年以来，国内半导体产业催化不断，3月底新凯来在SEMICON CHINA 2025大会上发布31款全新半导体设备，市场一度预期国产光刻机迎来重大突破，5月小米发布自研芯片“玄戒O1”，为国内首次自主研发设计的3nm制程手机处理器芯片，华为麒麟X90芯片也逐步出现在公共视野中。根据SEMI统计数据，2024年中国大陆半导体设备收入接近500亿美元，同比增长35%，增速位列全球市场第一，预计未来随着技术不断突破，芯片国产化率有望进一步提高。

### 预计未来几年我国人形机器人市场规模将迎来快速增长时刻



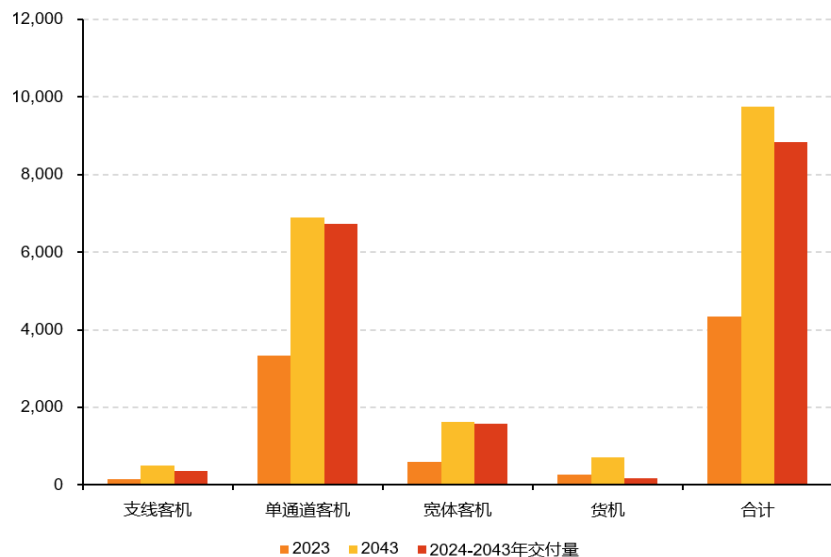
### 我国半导体设备营收增速已领先于全球



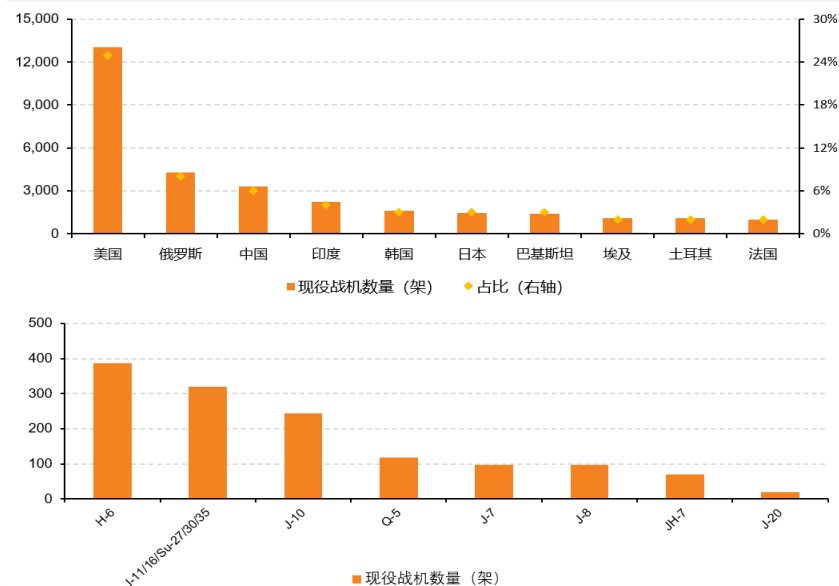
## 1.1.2. 新动能突破：商用和军用飞机双轮驱动

- **我国商用飞机未来需求较高，国产大飞机或逐步发展为主力机型。**根据波音公司数据，未来20年左右中国民航新飞机交付量为8830架，到2043年飞机总量将达9740架。随着经济动能不断修复、消费刺激政策作用逐步显现、以及航线网络建设完善，空运与货运航空运输需求或将逐年提升。自2022年C919首次交付使用以来，开启国产大飞机商用元年，截至2025年4月国产C919飞机已收到约1500架订单，预计未来在产能逐步扩建情况下，叠加产品零部件国产化率提高，后续将进一步替代海外产品订单，实现最终完全的自主可控。
- **印巴空战突显中国国防装备实力。**5/8在印度和巴基斯坦的冲突中，由中国制造的歼10-C战机击落阵风战斗机，标志着中国战机在实战中首次取得击杀战果，也印证中国国防力量愈发强大。当前我国空军现役战机数量超过3300架，仅次于美国和俄罗斯；同时拥有五代机歼-20，是和美俄唯三拥有五代机的国家。

到2043年，我国民航飞机总量有望达9740架，为现在一倍



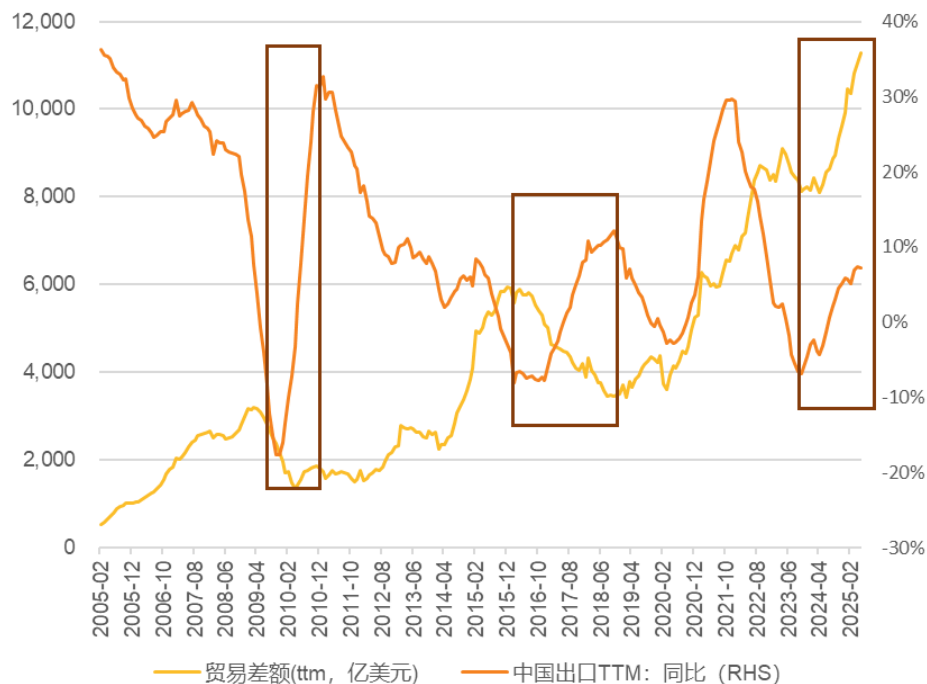
当前我国战机数量全球靠前，主力机型为J-10



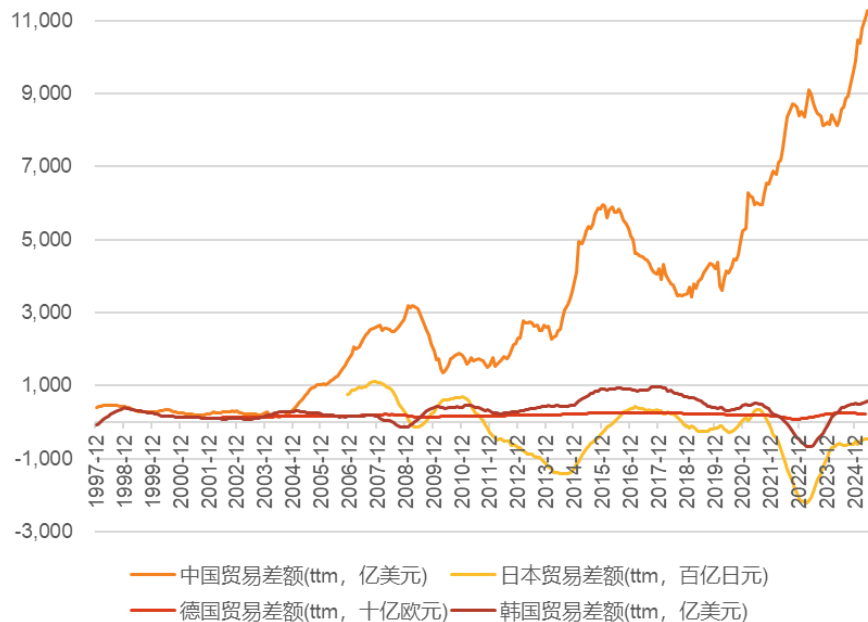
## 1.2. 虽有短期风险，但我国出口竞争力长期向好

我国出口竞争优势较大，出口长期趋势向好。1) 2009-2010年、2016-2017年这两段贸易顺差下降时期，出口却大幅上行，且这两段均对应大宗商品走强的年份，或与原材料涨价之下定价能力较弱的产业转嫁能力有限有关，而本轮大宗商品上行期，贸易顺差、出口却同步走强，截至2025年5月，贸易顺差TTM为11271亿美元，创历史最高。2) 全球制造业大国中，德国、日本、韩国贸易差额均处于低点回升后的维稳阶段，中国顺差则加速提升。日本贸易差额虽自2022年低点回升，但仍然为负，德国贸易差额自2024年起基本持平于2400亿欧元左右，韩国贸易差额2024年回正，随后小幅回升，而中国贸易差额则自2020年起持续提升，2024年年中起加速上行。

本轮大宗商品上行期，我国贸易顺差持续扩大



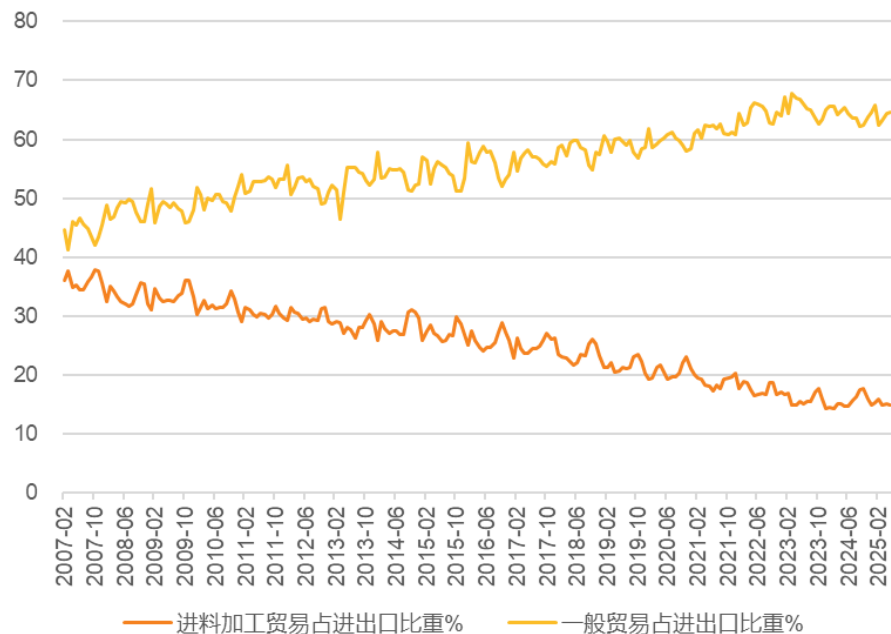
制造业大国中，中国贸易顺差近年表现明显占优



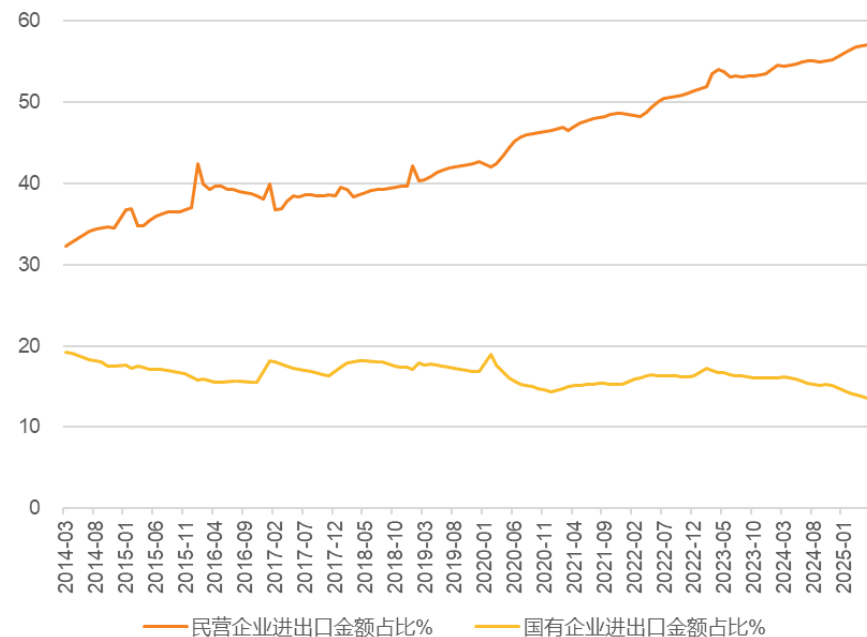
## 1.2. 虽有短期风险，但我国出口竞争力长期向好

企业出海核心竞争力上升助力出口长期趋势向好。国内出口的全球市场份额不断提升，我国具备完整的产业链，制造业优势较大大，未来也有望延续。进出口结构上，1) 近年来一般贸易占比上升、进料加工贸易占比回落趋势持续，截至2025年5月，一般贸易占比已升至64.59%，加工贸易附加值更低，易受产业链上下游制约影响，进出口结构变化表明国内产业转型升级加快，贸易方式从代加工转向自主研发制造。2) 民营企业进出口金额占比不断提升，民营企业多分布在产业链下游，截至2025年5月，民营企业进出口占比为57.12%，占比已过半，同期国有企业进出口占比为13.6%，不及民营企业占比三分之一。

一般贸易占比上升、进料加工贸易占比回落



民营企业进出口金额占比不断上升



## 1.2. 虽有短期风险，但我国出口竞争力长期向好

**出口贸易短期冲击跟踪：**结合上海航运交易所的SCFI综合指数、SCFIS欧洲航线、集运指数（欧线）期货三组数据跟踪贸易冲击影响，SCFI为预定价格指数，SCFIS为结算价格指数，集运指数（欧线）期货为以SCFIS欧洲航线为标的的期货。集运指数（欧线）期货先回落后反弹，5/19回升至2000点，其标的的现货指数SCFIS欧洲航线（周频）自4/21起持续下行，6月起反弹回升，SCFI综合指数4月窄幅震荡，5月快速走高，6月震荡上行。以上的3组数据能够看出运价期货定价充分反映关税的影响，在中美日内瓦会谈后集运指数（欧线）期货快速回升，欧线现货指数短期较为抗跌，波动较小，SCFI综合指数5月、6月回升，一定程度上或受到抢出口、抢转口的影响。



## 1.2. 虽有短期风险，但我国出口竞争力长期向好

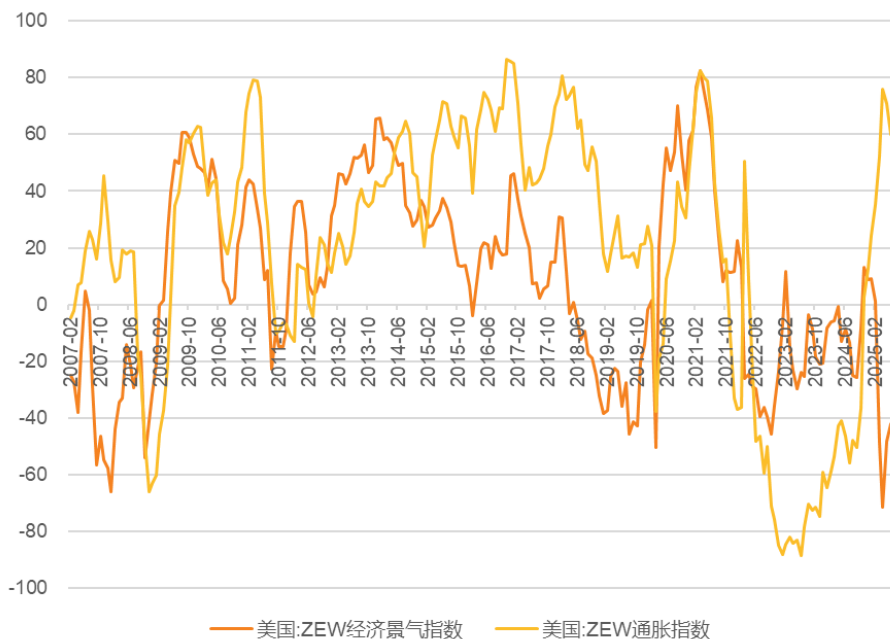
中美日内瓦经贸会谈后发表联合声明，均宣布关税暂停加征90天，但参考2018年中美贸易谈判进程，2018年5月、2019年5月、2019年8月美方均破坏磋商共识，宣布加征关税，2025年三季度美国90天关税缓冲期到期后续谈判或仍有波折。



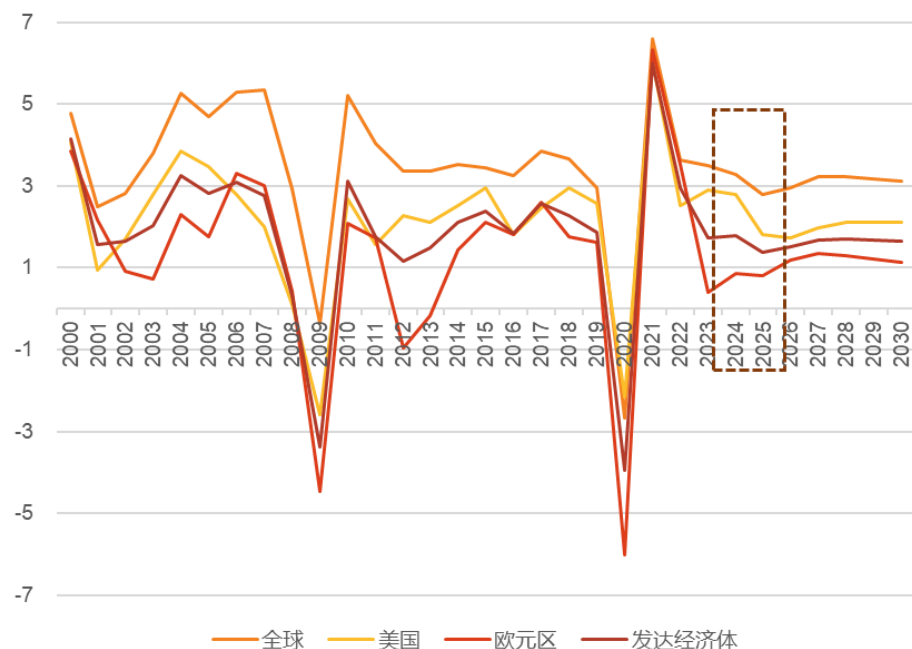
## 1.2. 虽有短期风险，但我国出口竞争力长期向好

美国经济存在“滞胀”隐忧，虽4月美国CPI超预期回落，但ZEW通胀指数升至高位，且市场担忧关税反复风险，通胀前景仍面临上行压力，5月FOMC上利率维持不变，美联储降息周期仍然具备不确定性，ZEW经济景气指数在2024年11月见顶后开始回落，25年3月转负，下半年美国仍有“滞胀”风险。一季度欧元区经济增长动能不足，外部不确定性又给处于降息周期中的欧洲带来通缩压力，扰动其经济复苏进程。联合国5月发布的《2025年全球经济形势与前景年中更新》提示全球经济前景恶化风险，贸易政策不确定性对供应链造成压力，IMF预测同样显示全球2025年GDP同比较2024年回落，贸易风险叠加经济周期性压力，下半年全球经济风险或将继续释放。

美国景气指数回落，通胀指数回升



IMF预测显示全球2025年GDP同比较2024年回落



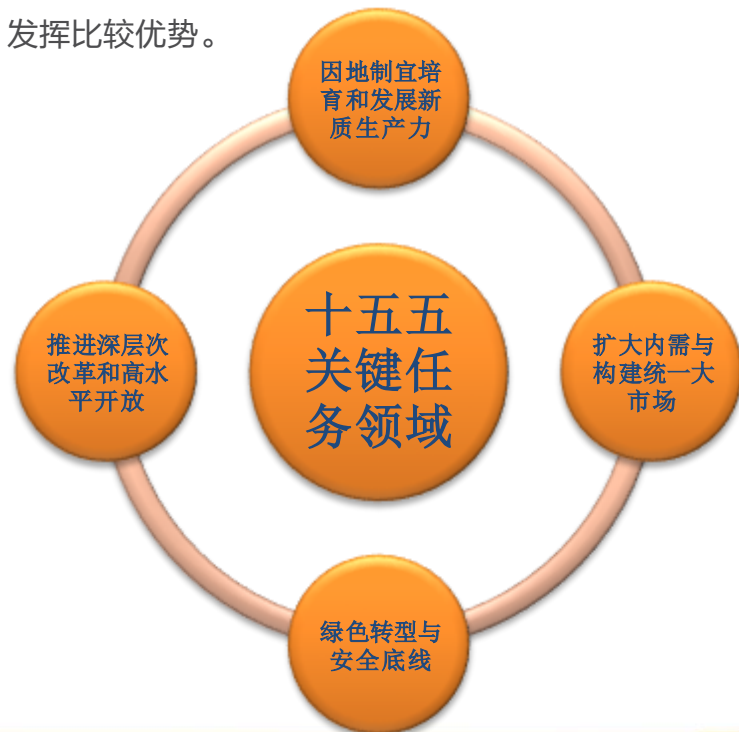
## 1.3. “十五五” 规划布局长远

今年是“十四五”规划的最后一年，也是编制中国“十五五”规划的关键一年。根据计划，我国将于2026年开始实施“十五五”规划，目前党中央正在组织起草“十五五”规划建议。根据习近平重要指示精神和规划建议起草工作安排，有关方面近期将通过多种形式征求干部群众、专家学者等对编制“十五五”规划的意见建议。

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平4月30日上午在上海主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会并发表重要讲话。他强调，今年是“十四五”规划收官之年，要在加紧落实规划目标任务的同时，适应形势变化，把握战略重点，科学谋划好“十五五”时期经济社会发展。总书记强调，各地区谋划“十五五”时期经济社会发展，要在全国大局中精准定位，加强规划衔接。要深入调查研究，坚持目标导向和问题导向相统一，在确定发展思路和战略举措时注重体现自身特色、发挥比较优势。

关于整体目标，谋划“十五五”时期经济社会发展，必须准确把握“十五五”时期的阶段性要求，着眼强国建设、民族复兴伟业，紧紧围绕基本实现社会主义现代化目标，一个领域一个领域合理确定目标任务、提出思路举措。主题不变，方向不改，彰显中国“扭住目标不放松，一张蓝图绘到底”的战略定力。

5月19日习近平总书记对“十五五”规划编制工作作出重要指示强调，编制和实施“十五五”规划，对于全面落实党的二十大战略部署、推进中国式现代化意义重大。“十五五”规划或将进一步延续去年三中全会决定关于高质量发展的整体思路，着力构建现代化产业体系。



## 1.3. “十五五” 规划布局长远

领域	预期核心目标	预计具体举措
经济增长	年均增速4.75%左右	扩大内需、基建投资、区域协同
科技创新	研发投入强度持续提升	关键核心技术攻关、企业主导创新
绿色转型	单位国内生产总值能耗降低3%左右	清洁能源替代、碳排放管控
民生福祉	缩小城乡收入差距	公共服务均等化、乡村振兴
安全保障	粮食综合生产能力达到1.4万亿斤	耕地保护、能源多元化

**外部环境：**单边主义升级，全球地缘风险高企，国际经贸体系受到冲击；

**内部结构性矛盾：**需求依旧不足、转型压力仍较大

二十届三中全会提出“到二〇二九年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务”，为改革给出了明确时间表。我们认为“十五五”是中国迈向2035远景目标的决定性阶段，高质量编制“十五五”规划必须：**1.坚持胸怀“两个大局”；2.坚持久久为功；3.坚持问题导向；4.坚持人民立场；5.坚持统筹协调。**



## 2

# 资本市场的重要性仍在提升

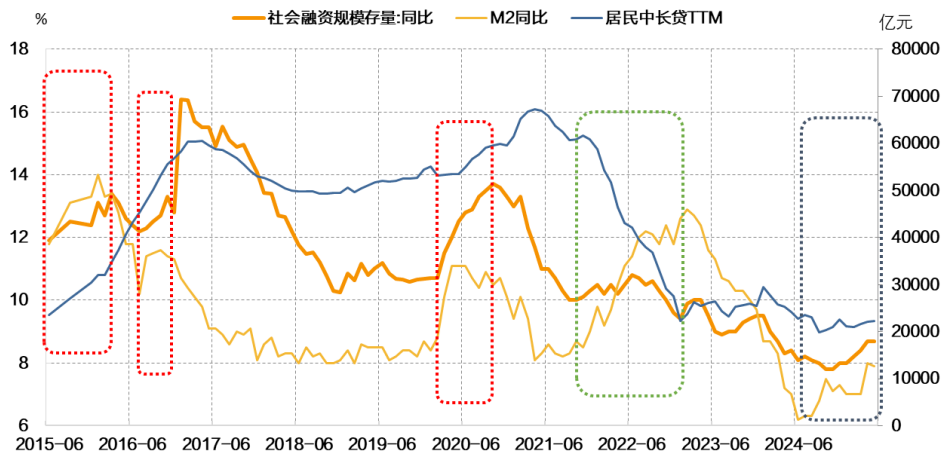
## 2.1. 流动性：关注M2与社融的后续持续性

从2015年以来，社融与M2的节奏表现整体是一致的，但每一轮的表征不同，核心是地产周期的作用。而15-21年期间，M2顶部往往是领先于社融同比增速顶部出现，从而表明社融的持续性更强，期间居民中长贷持续上行。而2022年相反，M2回升幅度、持续性均强于社融，期间政府债券上行，居民中长贷则持续下行。

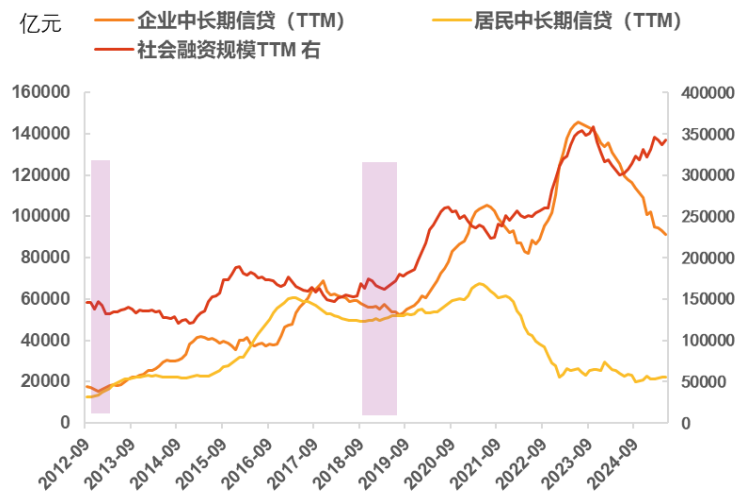
近期M2、社融增速均出现回升向好态势。结构表明目前社融处于低位筑底，目前在贷款结构方面，居民中长贷出现一定程度的改善，票据融资仍然是新增贷款中的主要贡献结构。

M2可以作为货币政策的观测性指标，央行主管的金融时报公众号在5/14发布“业内人士：宜将M2作为观测性指标”。

近期M2、社融增速均出现回升向好态势，但内生动能较弱，未来仍需政策支持持续发力支持



居民中长贷16、20年上行，22年下行



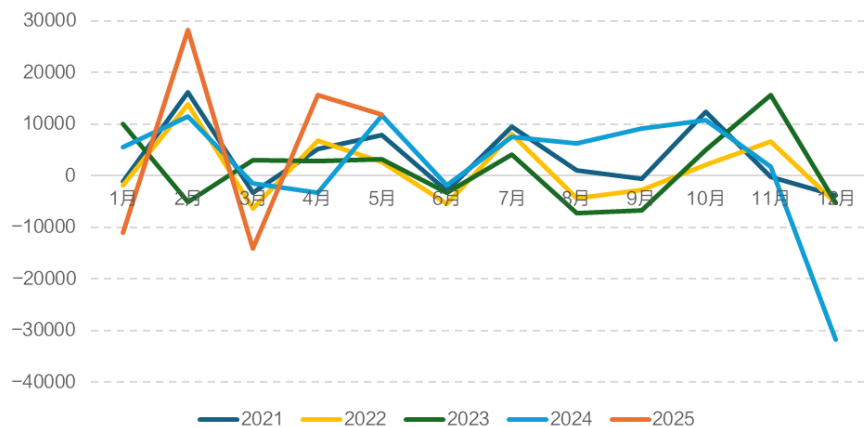
## 2.1. 流动性：从盘活存量到引导加大信贷投放力度

**从盘活存量到引导加大信贷投放力度。**1) 2024年上半年，人民银行引导金融机构加强信贷均衡投放，并会同国家统计局优化季度金融业增加值核算方式，治理和防范资金空转。相当一部分虚增的、不规范的存贷款被压缩，短期内对金融总量数据产生“挤水分”效应，24年上半年M1加速下行探底。2024年11月29日，市场利率定价自律机制发布了《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》，将非银同业活期存款利率纳入自律管理。

2) 相比24年4季度货币政策执行报告中下一阶段货币政策主要思路章节中指出“注重盘活存量金融资源”、“防范资金沉淀空转”，在25年一季度央行货币政策执行报告指出“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“引导银行加大信贷投放力度”，整体基调变化显著。

2024年12月新增非银存款大幅减少

新增非银存款（亿元）



25年Q1与24Q4央行货币政策执行报告表述对比

	2025年第一季度	2024年第四季度
<b>货币政策</b>	实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， <b>灵活把握政策实施的力度和节奏</b> ，保持流动性充裕。	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，根据 <b>国内外经济金融形势和金融市场运行情况</b> ， <b>择机调整优化政策力度和节奏</b> ，保持流动性充裕。
<b>信贷</b>	使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。	使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。畅通货币政策传导机制， <b>更好把握存量与增量的关系</b> ， <b>注重盘活存量金融资源</b> ，提高资金使用效率。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，优化工具体系，持续做好金融“五篇大文章”，进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度。
<b>利率</b>	进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督， <b>降低银行负债成本</b> ，推动社会综合融资成本下降。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行， <b>提升银行自主理性定价能力</b> ，推动企业融资和居民信贷成本下降。

## 2.2. 持续稳定和活跃资本市场：汇金的重要性仍在提升

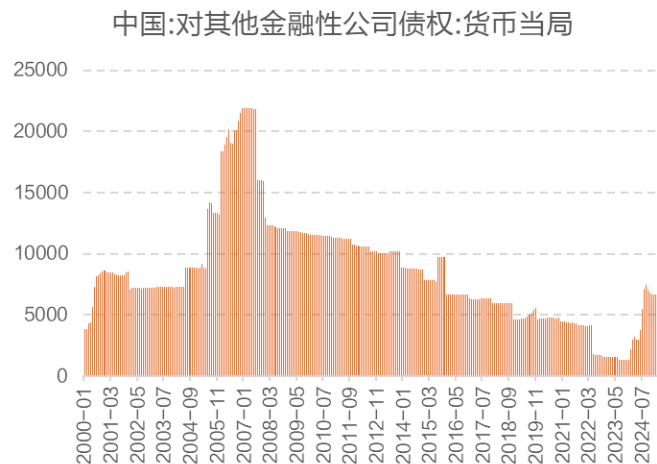
- 自2023年7月政治局会议在资本市场方面，首提“活跃资本市场，提振投资者信心”，25年一季度政治局会议里面则指出“持续稳定和活跃资本市场”。
- 证监会分别在2024年1月-4月召开4次新闻发布会，此后从24年9月下旬至今，国新办召开了多次新闻发布会，均有金融口重要领导参会介绍增量政策，资本市场方面引入不少中长期资金，包括保险资金、公募基金等。
- 公告层面上看，2023年-2024年汇金开始有几次增持行为，1) 2023年10月11日出手对工农中建四大行集体增持。2) 2023年10月23日公告买入交易型开放式指数基金（ETF），并将在未来继续增持。3) 2024年2月6日，汇金公司于近日扩大ETF增持范围。
- 中央汇金公司一直是维护资本市场稳定的重要战略力量，是资本市场上的“国家队”。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。4月7日，中国人民银行坚定支持中央汇金公司在必要时加大力度增持股票市场指数基金，并向其提供充足的再贷款支持。

	政治局会议关于资本市场相关表述
2023年7月	要 <b>活跃</b> 资本市场， <b>提振</b> 投资者信心。
2024年4月	多措并举促进资本市场 <b>健康发展</b> 。
2024年7月	要统筹防风险、强监管、促发展， <b>提振</b> 投资者信心， <b>提升</b> 资本市场内在稳定性。
2024年9月	要努力 <b>提振</b> 资本市场， <b>大力引导</b> 中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2025年4月	持续 <b>稳定</b> 和 <b>活跃</b> 资本市场。

国新办金融相关的新闻发布会

	内容	出席人员
2025年5月7日	一揽子金融政策支持稳市场稳预期	中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清
2025年1月23日	大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展	中国证监会主席吴清和财政部副部长廖岷、人力资源和社会保障部副部长李忠、中国人民银行党委委员邹澜、金融监管总局副局长肖远企
2025年1月14日	金融支持经济高质量发展	中国人民银行副行长宣昌能先生，国家外汇管理局副局长李斌先生、中国人民银行新闻发言人、货币政策司司长邹澜先生，调查统计司负责人张文红女士，国家外汇管理局国际收支司司长贾宁先生
2024年9月24日	金融支持经济高质量发展	中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清

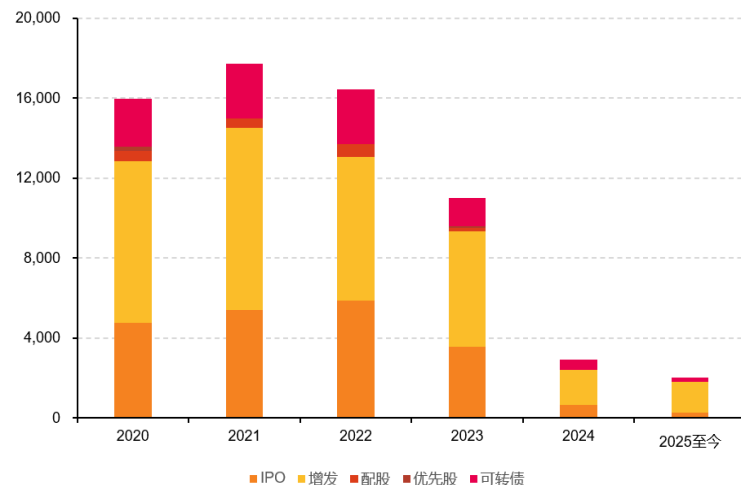
货币当局对其他金融性公司债权持续扩张



## 2.2. 持续稳定和活跃资本市场：沪深港是主要全球的融资市场

- 24年上海、深圳两地上市融资数量出现明显收缩，其中上海、深圳合计融资规模为87亿美元，23年为488.27亿美元。另外22、23年上海、深圳的融资规模在全球排在第一、二，并且22年融资规模较21年相比还有所增加，24年排名才开始回落，而中国香港的IPO方面则收缩更早，22年仅为21年的30%，23年进一步收缩，24年出现明显好转。
- 24年1月，证监会也召开了发布会说明，“2023年8月底以来，证监会加强逆周期调节，阶段性收紧IPO，合理把握新股发行节奏”。24年3月，《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见》（试行）文件发布，“实施新股发行逆周期调节”，24年7月证监会部署下半年工作指出，“完善新股发行逆周期调节机制”，25年5月22日在国新办发布会上指出“证监会会实施更加灵活精准的新股发行逆周期调节机制，把握好新股发行的节奏”。

24年A股融资规模大幅下滑，25年回暖  
(单位：亿元)



过去5年中国市场在全球范围以内也是主要IPO市场（以上市地来看）

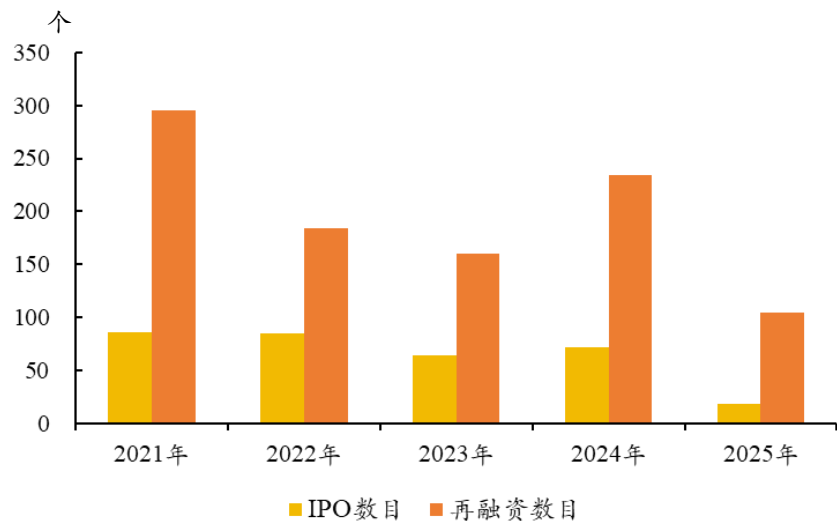
2024		2023		2022		2021		2020	
印度	200.91	上海	277.89	上海	539.43	纳斯达克	991.91	纳斯达克	573.01
纽约	173.94	深圳	210.38	深圳	315.88	纽约	575.21	中国香港	512.79
纳斯达克	165.43	纳斯达克	119.12	韩国	129.44	上海	556.38	上海	494.19
中国香港	112.36	纽约	96.75	中国香港	127.04	中国香港	422.97	纽约	309.79
日本	62.57	印度	65.21	沙特阿拉伯	97.76	深圳	262.46	深圳	182.87
上海	46	中国香港	59.1	德国	87.42	伦敦	205.49	伦敦	108.5
深圳	41.11	阿布扎比	55.49	迪拜	84.76	韩国	177.33	巴西	86.18
沙特阿拉伯	36.07	日本	44.13	印度	77.72	印度	161.6	泰国	45.79
阿布扎比	33.47	印尼	32.96	纳斯达克	59.48	巴西	130.1	澳洲	35.43
西班牙	31.23	土耳其	32.79	阿布扎比	44.67	德国	104.3	印度	34.91

注：上表数据单位为亿美元

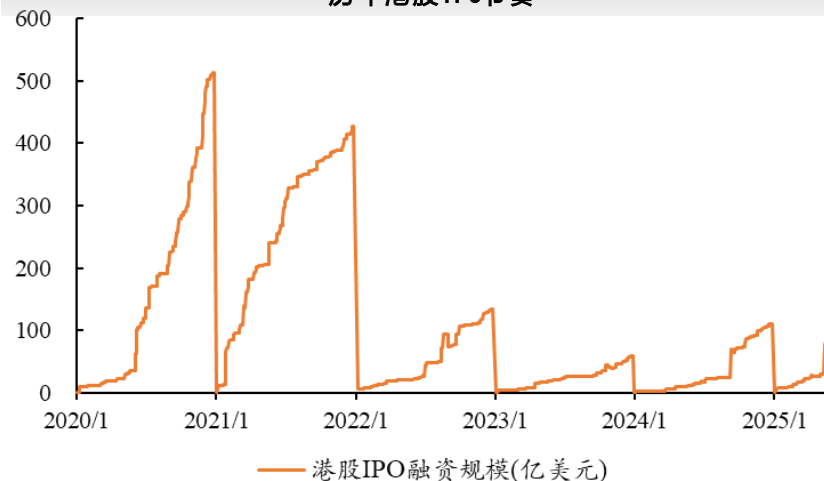
## 2.3. 港股融资功能明显修复

- 恒生指数自2021年2月触顶后便进入长达3年的下行通道，截至2024年初的回调幅度高达50%，而在此期间港股的融资功能也受损严重，IPO与再融资案例数目与规模均出现显著下滑。转机来到2024年，在国内政策暖风频吹、经济稳中向好、资本市场深化改革卓见成效的背景下，港股拾级而上，不断创下近年来新高，二级市场的显著好转对一级市场的融资功能起到积极修复作用，2024年四季度港股的IPO与再融资规模开始提速放量，并在2025年延续这一趋势。截至2025年5月末，港股IPO案例数尽管低于过去几年同期水平，但融资规模已超过2023年并接近2024年水平，再融资规模也与2022年相当。

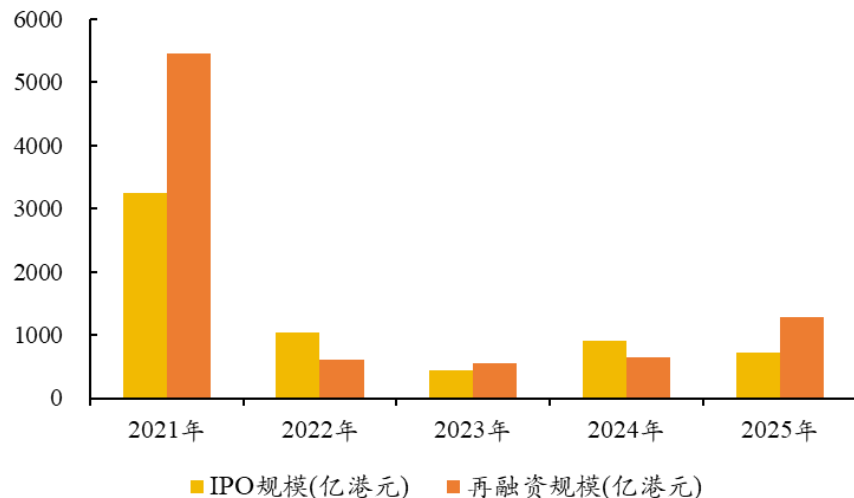
历年港股IPO与再融资案例数目



历年港股IPO节奏



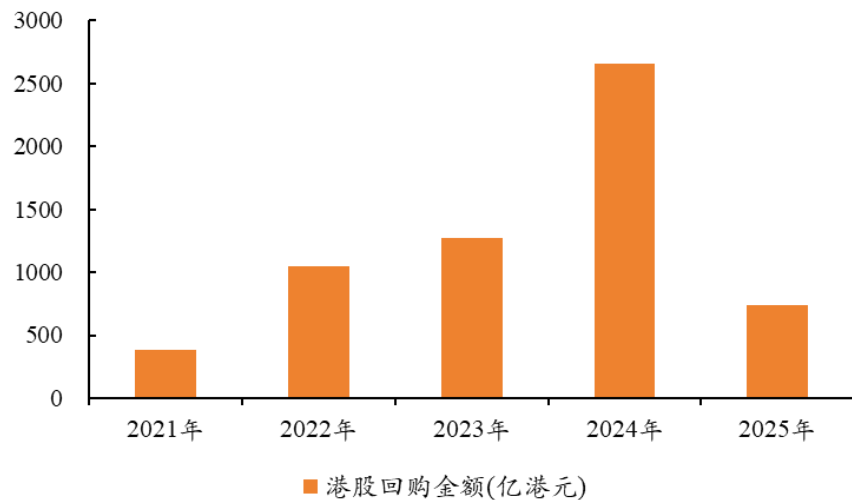
历年港股IPO与再融资规模



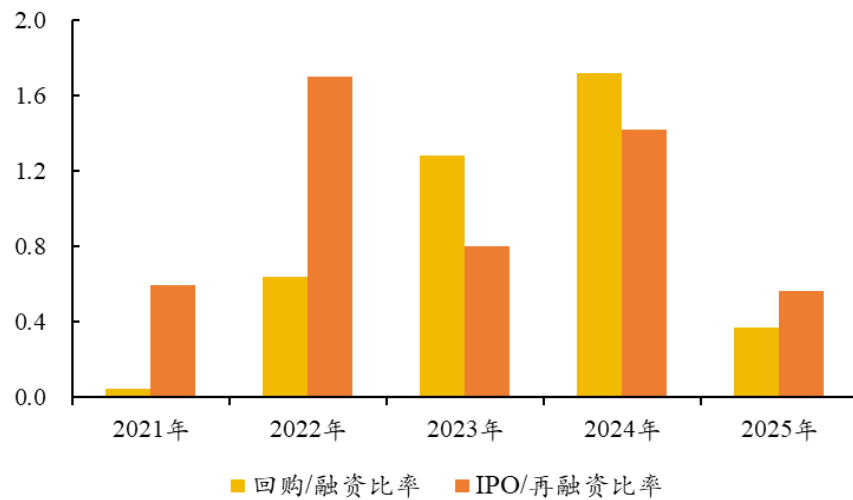
## 2.3. 港股上市公司保持较高回购力度

- 尽管过去几年港股表现相对欠佳，但上市公司仍然实施较大规模的回购计划，对公司基本面与发展前景表达充分信心，给港股市场起到提振作用。2024年港股回购总额高达2654亿港元，超过2022年与2023年之和，2025年还未过半但也达到2022年与2023年超过一半水平，预计今年港股上市公司的回购力度较前几年仍有较大提升空间。
- **港股上市公司充分享受港股牛市带来的投融资便利。**一方面，港股上市公司通过前期的大规模回购在股价低位时获得更多筹码，在2024年9月末至今的上涨行情中实现了较高的投资回报；另一方面，港股牛市也将上市公司注意力从回购转向融资，其中再融资规模扩张速度较IPO更快，希望在短时间内获得充足的资本市场支持。2025年3月，比亚迪与小米分别实施435亿港元、425亿港元配售计划，中国香港作为全球金融中心的地位正重新站稳脚跟，成为新兴跨国企业走出去的重要舞台。

2021-2024年港股回购金额不断提高

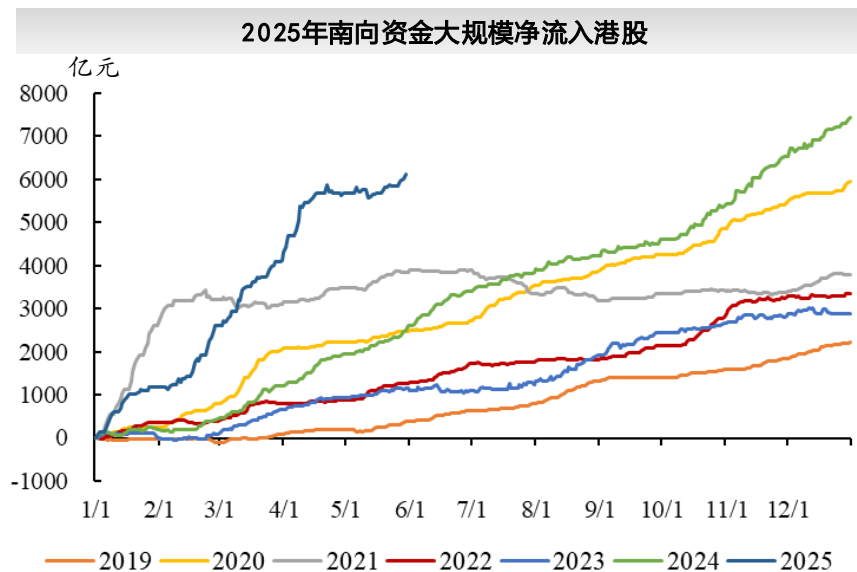
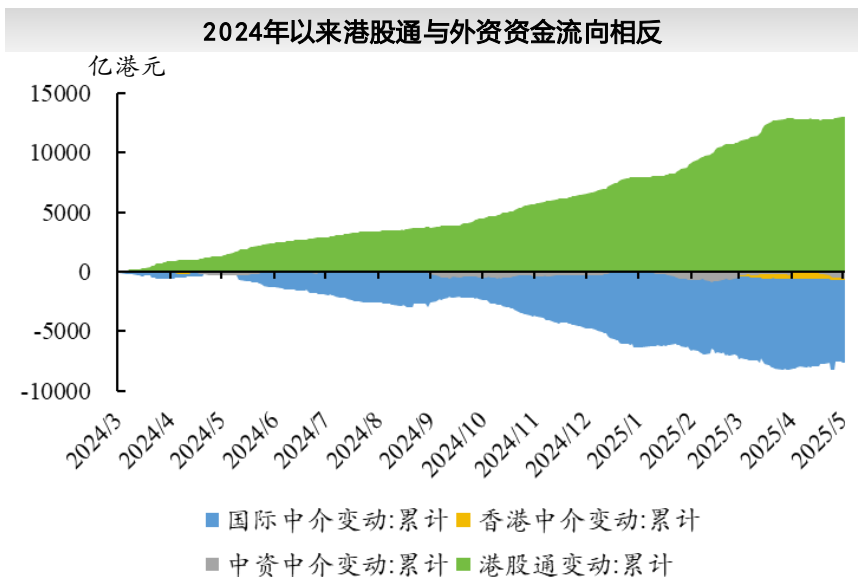


2025年港股再融资规模较IPO明显提速



## 2.3. 南向资金积极涌入港股

- 根据相关分类，现存托管机构包括国际中介、中国香港中介、中资中介、港股通共四类。2024年以来，中国香港与中资中介的资金流量相对较小，国际中介与港股通在流向上呈镜像关系，除2024/4、2024/9、2025/2三轮行情中两类资金共振推动港股上涨，其余时间表现为双方的筹码交换。
- **2025年南向资金流入港股的速度与规模均超过历史同期水平。**截至2025年5月末，南向资金累计净流入超6000亿元，尽管4月中旬在海外政策不确定的干扰下出现流入速度放缓迹象，但5月末再次提速。中国科技产业趋势整体向上，叠加传统经济在稳增长政策的扶持下的持续好转，都将提振投资者对中国资产重估的信心，年内南向资金净流入规模有望进一步打开。



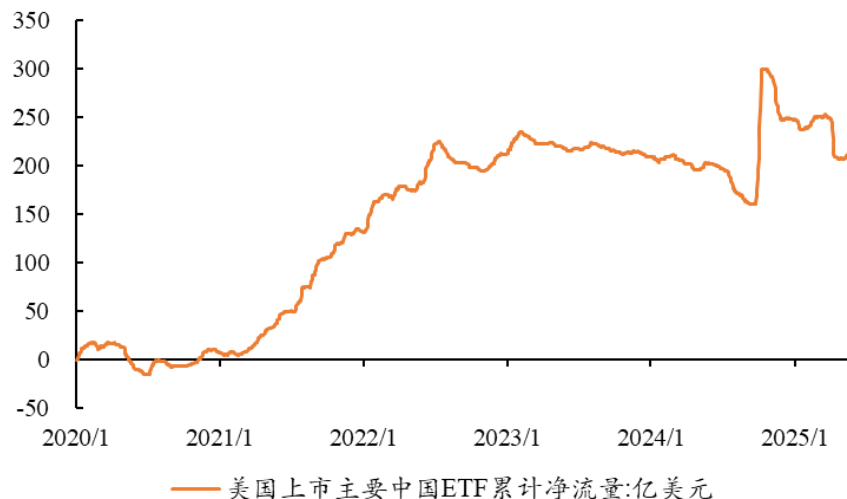
## 2.3. 海外投资者持续回流中国权益资产

- 海外投资者低配中国权益资产的程度已有所缓解，资金仍存在较大回流空间。2022年以来，在地缘博弈加剧的背景下，外资出现了大量流出，此后尽管在部分时间段迎来显著流入，但持续性并不明显。2024年9月AH市场经历令人瞩目的反弹后，外资流入中国市场的资金规模迅速提升，2025年Deepseek再次点燃中国资产重估行情，进一步整固外资流入态势。从被动投资角度看，美国上市的主要中国ETF也在近期录得明显流入，2024年以来KWEB（海外中国互联网ETF）与FXI（中国大盘股ETF）累计净流入规模分别达177亿美元与256亿美元。

外资净流入中国权益资产规模逐月回升



美国上市的主要中国ETF小幅净流入





### 3

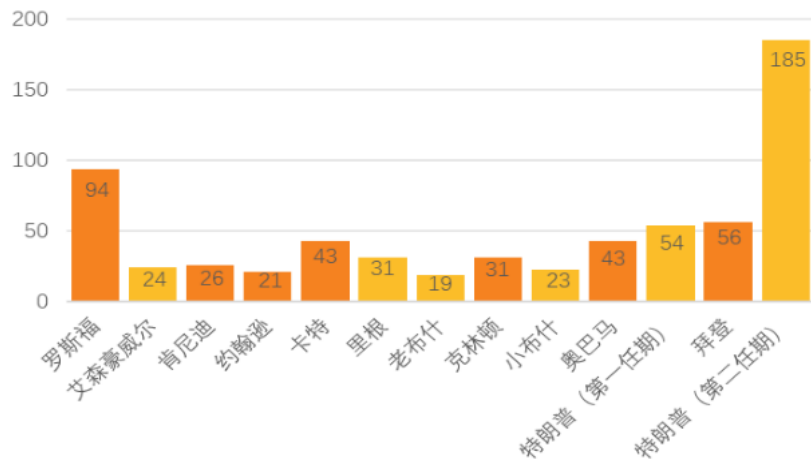
## 特朗普2.0时代 “百日新政” 后的新变量

## 3.1.回顾“百日新政”，特朗普施政更倾向于直接签署行政令

回顾“百日新政”，特朗普大量签署行政令，或对“三权分立”的民主传统产生挑战。自1月20日以来，特朗普第二次担任美国总统已经超过百日。在2025.1.9时，我们曾在《全球等待特朗普扰动》中做出判断，参考历任新总统就职后经验，就职百日新政内，总统将优先推行重要且紧急、仅需要总统行政令的政策，如移民、外交与去监管等，以及关税的初步策略。回头看，特朗普上任百天内已经签署了至少185项行政命令，这一数据比二战后任何一位美国总统百日内签署的行政命令都多。

特朗普签署行政命令的施政领域和施政节奏均有显著特色。从施政领域上看，特朗普的大部分行政命令都集中在移民与边境安全、能源和贸易三大核心方面。主要议题包括与全球大部分国家重新签署贸易协定、终止对绿色能源的帮助并重启对传统能源的帮扶、管控边境控制移民；从施政节奏上看，行政法令的颁布主要集中在两个时间段，分别是特朗普上任第一天，及4月之后。其中上任第一天直接签发了26条行政命令，4月部分天数日签署行政命令达到8条，其余时间日签署行政命令数量在2-3条的水平。

特朗普百日内使用行政命令数量或是二战后美国总统之最



柱形颜色不同代表不同党派，黄色为共和党籍总统，橙色为民主党籍总统。

特朗普签署行政令的节奏时间较为集中



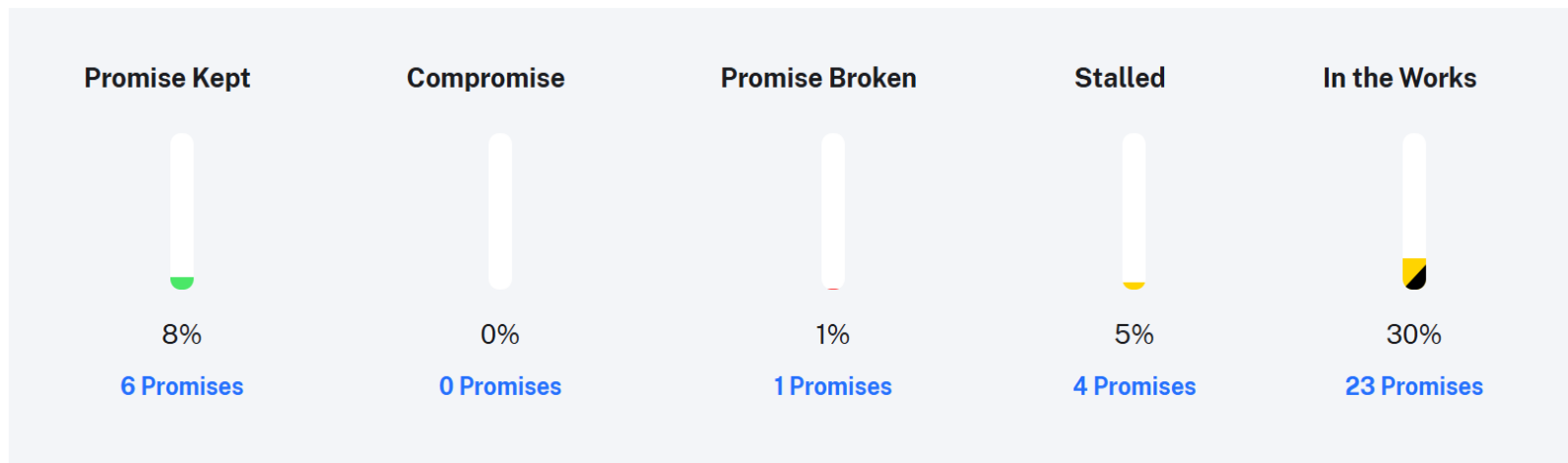
## 3.2. 鉴往知今，特朗普2.0时代 “百日新政” 政策复盘

我们将特朗普的百日执政成果与其上任前宣称的执政目标进行对比，其不同领域的政策“兑现度”或有助于我们厘清：当存在内部约束和冲突时，特朗普的政策优先目标会作何取舍。

从总体水平来看，目前特朗普对于其竞选前的承诺兑现度仍偏低。根据Poynter Institute的统计，特朗普在上任前共有75条主要政治承诺，而在其上任百天内，有6条承诺得到兑现（8%），1条承诺明显违约（1%），4条承诺陷入停滞（5%），23条承诺正在推进（30%），共计34条，不足全部承诺的半数。

特朗普第二任期承诺履行“记分卡”（当选100天水平）

### MAGA-Meter: Trump's Second Term Scorecard



## 3.2. 鉴往知今，特朗普2.0时代“百日新政”政策复盘

分领域来看，特朗普的承诺兑现度优先贸易、移民与边境和能源等领域，在经济民生及地缘方面兑现度偏弱。这可能是由于其依赖于单边行政命令的推广，但当涉及到多边合作时（如与国会合作、与其他国家合作签署协议），政策兑现度就会大打折扣。

（1）**贸易领域**：特朗普在贸易领域的主要政治承诺包括全面提高关税水平、针对部分国家重点征税以及建立专门的外部机构来管理关税。目前前两部分基本兑现，但最终落地情况仍存较大变数，且外部税收服务机构的建立也在推进中。

（2）**经济与财政**：特朗普在经济与就业领域的主要政治承诺包括控制通胀降低企业税率并为全社会大幅减税、减少“低效”财政支出。然而，尽管马斯克在政府机构精简方面进行了大刀阔斧的改革，但美国财政端对于赤字的控制成效仍然有限。

特朗普三大领域的政策承诺兑现情况

领域	承诺	细则	兑现度
贸易领域	首日对加拿大、墨西哥、中国实施关税	首日未实施关税，签署行政命令启动贸易调查；2月对加墨实施25%关税后暂停，同期对中国商品加征10%关税并最终提升至145%	待定
	对进口商品实施高达20%的全面关税，对中国商品至少实施60%的关税	4月实施10%进口商品基准关税，对中国商品超额实施145%关税	已兑现
	创建一个“外部税务局”来征收关税	就职日启动机构设立可行性研究，4月1日报告期后未披露进展。	待定
移民与边境安全	签署行政令终止非法移民在美出生子女出生地公民权	签署行政令试图单方取消出生地公民权，遭三级联邦法院全国禁令阻止，最高法院5月审理执行争议	部分兑现
	恢复“特朗普旅行禁令”限制恐怖主义高风险国家人员入境	首日行政令启动高风险国家审查机制，要求机构界定审查不可行且威胁国家安全的国家，草案清单未正式公布	待定
	首日启动大规模驱逐非法移民	因资金短缺、人员配置不足及移民法院系统低效，未能实现承诺规模的即时驱逐；共和党通过预算协调推动ICE资金增加	未兑现
	封锁边境并“阻止非法移民潮”	强化南部边境管控措施，配合强硬政策声明，非法越境人数降至数十年最低水平	已兑现
能源领域	宣布国家紧急状态并动用军队实施大规模驱逐	首日宣布南部边境国家紧急状态，部署军队并启用国防设施拘留移民，讨论援引《叛乱法》调动国民警卫队增强执法	部分兑现
	宣布国家紧急状态并批准新钻探、管道、炼油厂、发电厂及反应堆	就职日签署行政命令启动能源紧急状态，终止《巴黎气候协定》，冻结气候监管措施并恢复联邦海域大规模油气开采许可；政策将风电/光伏等可再生能源排除在能源生产定义外，可能导致化石能源项目审批加速、能源价格上涨及温室气体排放增加	部分兑现
	首日终止“绿色新政”相关政策	针对拜登政府《通胀削减法案》下200亿美元气候拨款启动司法程序，试图收回“温室气体减排基金”；国会内部就是否保留清洁能源税收抵免产生分歧，保守派与温和派博弈影响政策延续性	部分兑现

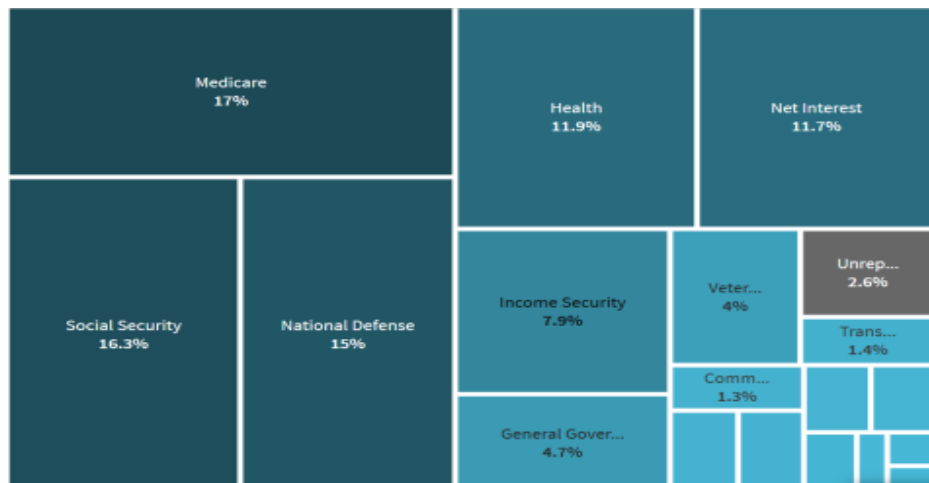
### 3.3. 特朗普2.0时代 “百日新政” 背后的政治矛盾

随着特朗普指正执政节奏的推进，关税的落地结果和减税政策的推进成为市场新一轮的关注焦点。然而，我们认为特朗普的不同政策追求或存在彼此间的结构性矛盾。

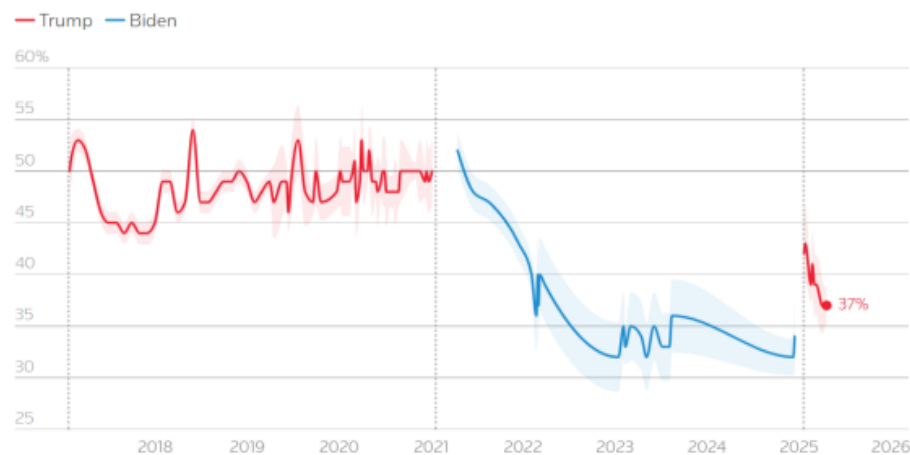
**矛盾1：减支的困难源于财政的结构性特征。**从当前的结果来看，特朗普政府对财政减支的影响相对有限。这一方面是由于裁减行政机构对财政的影响本身即为非线性，另一方面是由于财政支出的结构性问题，医疗、社保和国防的占比相对较大。前两者是强制性支出，其更改往往需要国会立法，且争议较大，相对较难推进；后者虽然具有自由裁量权，但考虑到特朗普政府对于导弹防御计划的追求，也难有弹性。

**矛盾2：关税和减税的因果悖论。**考虑到特朗普政府在“节流”层面的相对困难，且还想进一步推进减税政策，关税为其带来的增量收入进而显得更为重要。而关税问题对经济本身或带来负向影响，进而影响到税基，美国的所得税很难用关税来替代；此外，特朗普的加关税方案最终可能伤害到其主要政治支持来源，进而进一步影响中期选举。基于此，关税政策理论上可能起到了为减税创造财政空间的效果，从现实中可能反而由于其经济影响和政治影响约束了减税政策的落地。

分用途看，医疗、社保和国防在2025年财政预算中占比较大



3月之后，特朗普支持率加速走弱



## 3.4. 展望后续，政策不稳定性或放大市场波动率

5月以来，特朗普“百日新政”背后的政治矛盾逐渐显现到台前，使得政策的稳定性受到极大的挑战。展望后续，我们认为围绕两大核心问题（关税反复性+减支能力有限）的政策博弈仍然激烈，市场波动率或进一步放大。

**问题1：关税谈判后续反复性或仍大。**5月以来，特朗普政府在关税问题方面多次“转折”。5月12日，中美达成贸易协定，美国暂时将对中国来源商品的关税从145%降至30%，为期90天；5月28日，美国国际贸易法院裁决特朗普4月2日以来的对等关税“越权”；5月29日，美国联邦上诉法院批准了特朗普政府的请求，暂时中止美国国际贸易法院的裁决。特朗普的对等关税仍将继续执行；5月30日，特朗普在宾夕法尼亚州举行的一场集会上表示，将把进口钢铁的关税从25%提高至50%。特朗普在社交媒体平台上发文指出，该决定从自6月4日起生效。

**问题2：政府减支能力有限，美债赤字压力仍大。**纵观本月美国“大漂亮法案”在众议院的流通过程，我们认为市场对于美债赤字问题的担忧后续仍难言缓解。5月22日，美国众议院微弱优势通过新版减税法案，后续还需面临参议院的审议。考虑到参议院对于维持医疗等支出的诉求或更强，我们认为后续赤字压力或仍然偏大。

### 贸易不确定性倒逼美国企业“抢进口”

#### China to US Bookings

A focused view on TEUs booked from China to the US, this chart reflects one of the most closely watched trade lanes, especially relevant during tariff volatility.

2025 BOOKING WEEK	TEU VOLUME	WoW % Change	YoY % Change
May 19, 2025	216,709	-5.3%	28.4%
May 12, 2025	228,818	157.6%	14.5%
May 5, 2025	88,825	70.6%	-61.5%
April 28, 2025	52,073	-42.7%	-27.0%
April 21, 2025	90,831	11.8%	-48.6%
April 14, 2025	81,239	-22.1%	-44.5%
April 7, 2025	104,339	0.2%	-21.3%

### “大漂亮”法案或推动赤字进一步攀升

US federal deficit or surplus, by fiscal year





# 4

## 行业主线：内需消费、自主可控

# 4.1. 消费的长期逻辑（1）：政策加码预期下的重估预期

消费的核心逻辑是政策加码下的重估预期。

➤ 提振内需稳增长政策，是外部环境不确定性增强下的主要政策储备方向。2025年《政府工作报告》把提振消费放在首要位置；3月是消费政策密集发布期，两会、《提振消费转向行动方案》定基。4月，政治局会议承上启下，增强消费对经济增长的拉动作用以“稳市场”，各省份相继出台提振消费相关行动方案，促消费覆盖面扩大，消费政策细化逐步落地。

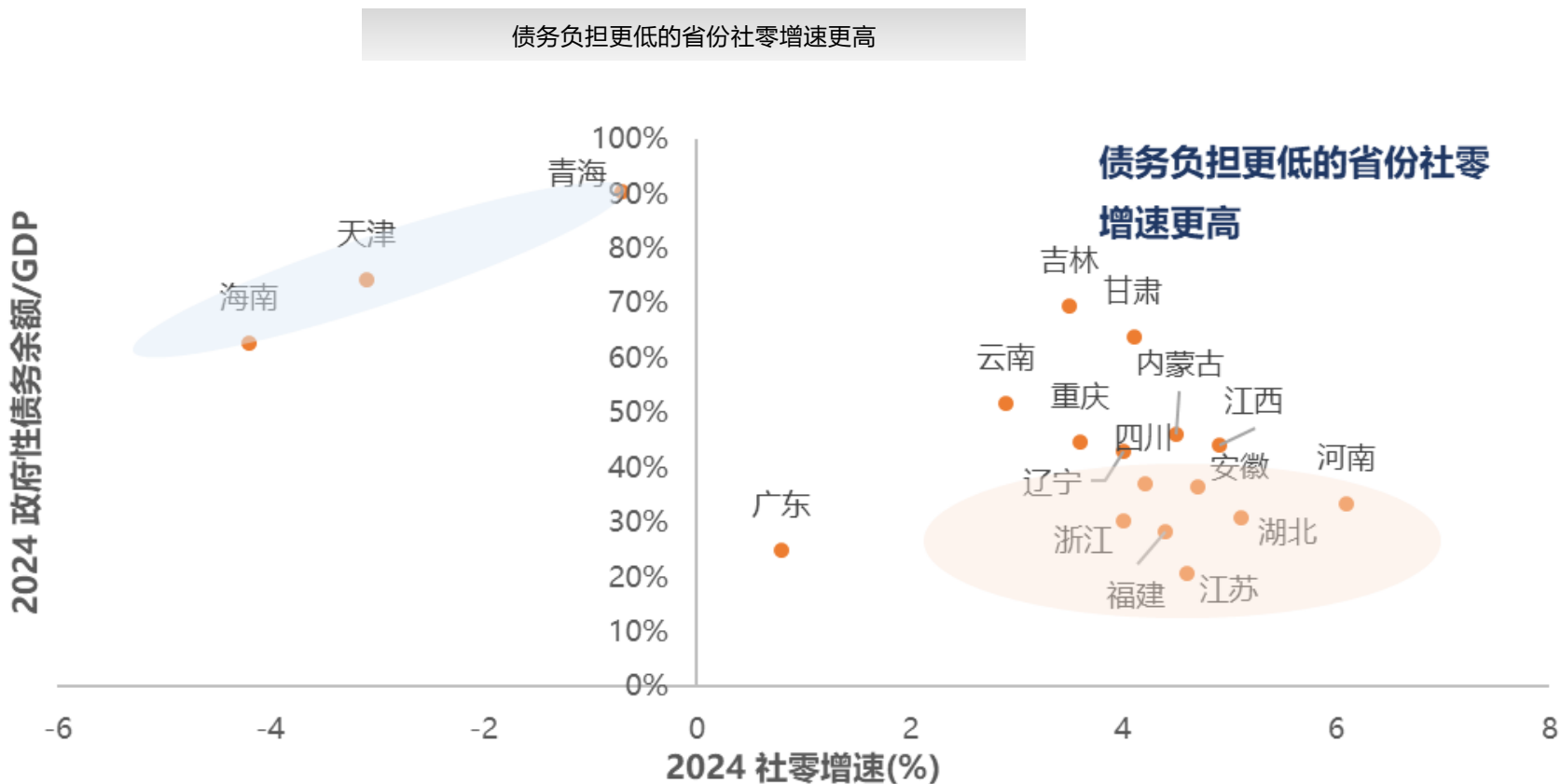
2025年一季度消费政策梳理

日期	政府部门/媒体	政策操作	主要内容
2025/1/5	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	汽车家电家居补贴强度基本维持而范围有所扩大，新增手机等数码产品补贴类别。
2025/3/5	中国政府网	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。实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。
2025/3/5	中国政府网	《政府工作报告》起草组成员答记者问	《政府工作报告》起草组成员、国务院研究室副主任陈昌盛表示，从部署看，《政府工作报告》提出了四项主要措施，以提振物价并实现这一目标：第一，加大逆周期宏观政策力度，通过综合财政货币政策改善供求关系。第二，着力提振消费，释放需求潜力。消费是最终需求，提振消费有利于带动国民经济循环和理顺价格。第三，加强和规范内卷式价格战。第四，更大力度稳住楼市和股市。
2025/3/16	中共中央办公厅、国务院	《提振消费专项行动方案》	方案要点包括：拓宽财产性收入渠道，多措并举稳住股市；促进工资性收入合理增长；加大生育养育保障力度。研究建立育儿补贴制度；加大消费品以旧换新支持力度；延伸汽车消费链条；适时降低住房公积金贷款利率；扩大住房公积金使用范围；加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频等新技术新产品开发与应用推广；强化投资对消费的支撑作用；保障休息休假权益，严格落实带薪年休假制度；鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。
2025/3/23	中央财办、新华社	中国发展高层论坛2025年年会	中央财办主任韩文秀表示坚持把扩大内需作为长期战略，努力把消费打造成经济增长的主动力和压舱石。一是增强消费能力。在促进经济增长、提高劳动生产率基础上，增加城乡居民收入、优化收入分配结构，提升居民收入在国民收入中的比重，让消费者有钱能消费。二是扩大服务消费。积极发展首发经济、健康消费、冰雪经济、银发经济，把文化旅游业发展成为重要的支柱产业。三是优化消费环境。要形成保护消费者权益的强大震慑，把每天都变成“3·15”，让消费者放心安心消费。四是减少后顾之忧。今年将提高城乡居民基本养老保险最低标准、适当提高退休人员基本养老金，加快发展第三支柱养老保险等。今后还要稳步提高公共服务和社会保障水平。
2025/3/5	发改委	《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》	加力扩围实施“两新”政策。安排超长期特别国债5000亿元支持大规模设备更新和消费品以旧换新。进一步加大重点领域设备更新项目支持力度，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。
2025/3/6	商务部	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	商务部部长王文涛表示如何做好扩消费：以旧换新，突出“加力扩围、惠民升级”。在去年政策基础上，按照中央部署，我们聚焦广大消费者实际需求，倾听了大家反映的意见，扩大了“换新”补贴的品类范围，家电从“8+N”类增加到“12+N”类，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”，截至3月5日，全国共收到2025年汽车报废更新补贴申请超31万件，汽车置换更新补贴申请超70万份，合计超过100万，超940万名消费者购买12大类家电以旧换新产品超1200万台、已有超3400万名消费者申请了超4200万件手机等数码产品购新补贴。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	商务部：将组织开展汽车流通消费改革试点，积极支持有条件的地方在促进二手车高效流通、发展汽车后市场等方面先行先试，着力培育汽车消费的新增长点。
2025/2/19	新华社	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》的通知	行动方案明确，在实施消费供给提质行动方面，提升实物消费质量、改善服务消费品质、创造更多消费场景；在实施消费秩序优化行动方面，严守消费安全底线、整治市场交易环境、规范市场竞争秩序、完善综合治理机制实施消费维权提效行动方面，强化消费纠纷源头解决、强化消费纠纷行政调解、强化消费者权益司法保护、创新消费纠纷多元化解；在实施消费环境共治行动方面，落实企业主体责任、推动行业自律、加强消协组织建设、强化社会监督引导；在实施消费环境引领行动方面，突出创新引领、注重标杆带动、鼓励区域先行、深化国际合作。
2025/3/13	呼和浩特市人民政府	落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程	发放育儿补贴实施细则如下：生育一孩一次性发放育儿补贴10000元；生育二孩发放育儿补贴50000元，按照每年10000元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴100000元，按照每年10000元发放，直至孩子10周岁。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	目前，国家卫健委正在起草育儿补贴的具体操作方案，其他诸如扩大住房公积金使用范围、农村低收入人口增收行动等，相关职能部门也在积极推进。
2025/3/5	金管总局	李云泽参加全国两会“部长通道”集体采访	针对长期、大额消费需求，我们将研究提高消费贷款额度，延长消费贷款期限。
2025/3/14	金管总局	就发展消费金融助力提振消费工作答记者问	金融支持提振消费的主要内容： 一是增加消费金融供给。金融机构要围绕扩大商品消费、发展服务消费和培育新型消费，丰富完善金融产品和服务。 二是优化消费金融管理。鼓励银行业金融机构在风险可控前提下，加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率，优化资源配置。完善个人消费贷款尽职免责要求。 三是开展个人消费贷款纾困。银行业金融机构可根据借款人信用记录、还款保障，针对暂时遇到困难的借款人，合理商定贷款偿还的期限、频次。 四是优化消费金融环境。银行业金融机构要规范消费贷款合同条款，明示最终综合融资成本。用好金融产品查询平台和金融消费者保护服务平台，便利消费者查询使用。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	财政部：为进一步提振消费市场，中央财政拟通过财政贴息的方式，引导带动信贷资源支持消费市场稳健发展。对消费领域服务业经营主体贷款给予贴息支持，有力提升消费基础设施水平，加强服务人员的技术培训，增加优质服务供给。同时，对我国居民使用个人消费贷款进行的重点领域消费给予一定贴息支持，降低消费者信贷成本，提升人民群众的幸福感和获得感。
2025/3/21	金管局	《关于发展消费金融助力提振消费的通知》	《通知》明确，商业银行可根据客户还款能力和风险情况，实施差异化授信。对于信用良好、有大额消费需求、个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从30万元提高至50万元，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从20万元提高至30万元。在期限方面，针对有长期消费需求的客户，商业银行用于个人消费的贷款期限可阶段性由不超过5年延长至不超过7年。
2025/3/24	卫健委	关于组织开展2025年人口高质量发展研究揭榜攻关活动的通知	《通知》提到，完善生育支持政策体系。基于多源数据和国内外比较的视角，分析当前我国生育医疗服务、生育假期、生育保险、育儿补贴、托育服务、教育、住房、就业等支持措施实施现状及存在问题，开展政策效果评估，研究提出进一步完善生育支持措施、加强中长期政策储备的建议。

## 4.1. 消费的长期逻辑（1）：政策加码预期下的重估预期

消费的核心逻辑是政策加码预期下的重估预期。

➢ 化债疏压，财政支出结构优化。当前财政政策基调是加快财政支出向出口、消费、民生方向，二季度财政支出有望调整结构。

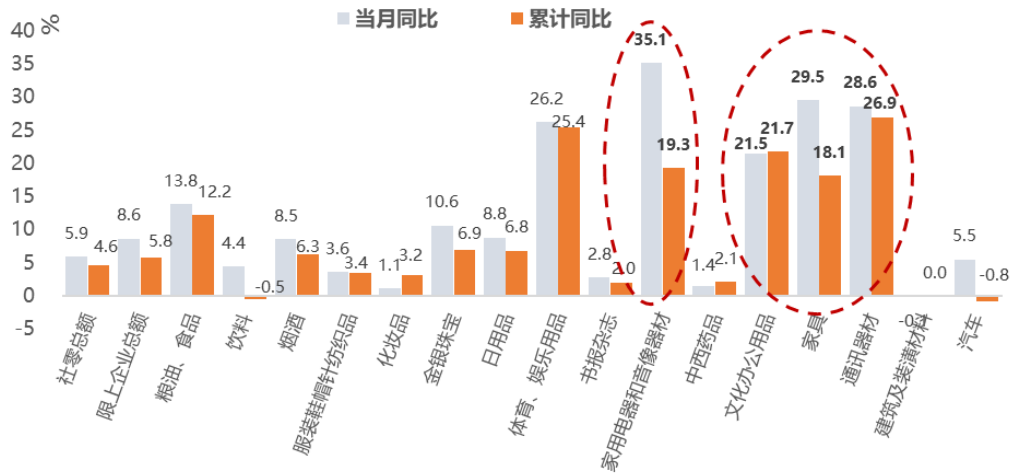


## 4.1.消费的长期逻辑(2)：基本面改善的确定性

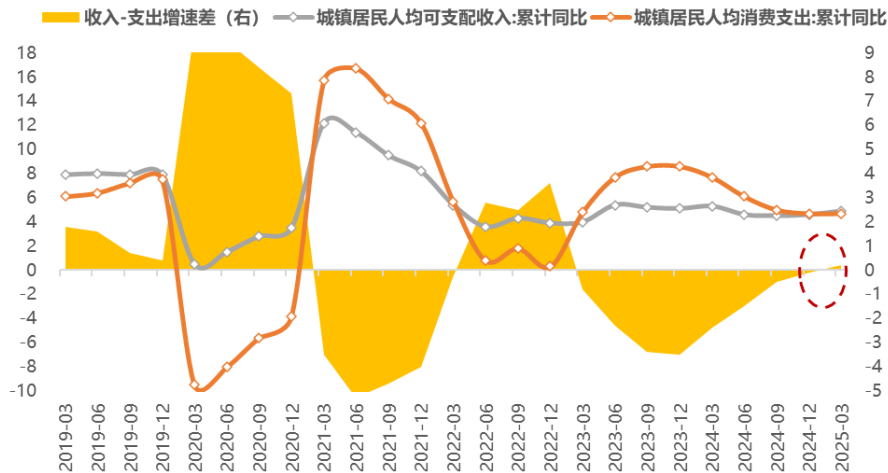
消费基本面拐点或已现，宏微观数据呈现诸多积极信号，宏观数据的改善来自微观企业与消费者的叠加。

- **社零凸显可选消费修复弹性，Q1居民支出增速<收入增速确认持续性。** 3月社零同比增长5.9%，高于去年年度的3.5%、今年前两个月的4.0%，家电、家具、体育娱乐用品、文化办公用品增速较高。
- **CPI的积极线索：**3月核心CPI同比增速回升，家用器具CPI环比达2.8%，反映需求端受“以旧换新”政策支持加码；服务CPI同比0.3%，旅游分项降幅收窄；租房房租连续第二个月环比正增，同比降幅亦收窄。
- **社融的积极线索：**3月社融新增5.89万亿大超预期，实体信贷同比明显改善，隐含企业融资环境回升、需求端结构性改善线索。

3月社零凸显可选消费修复弹性



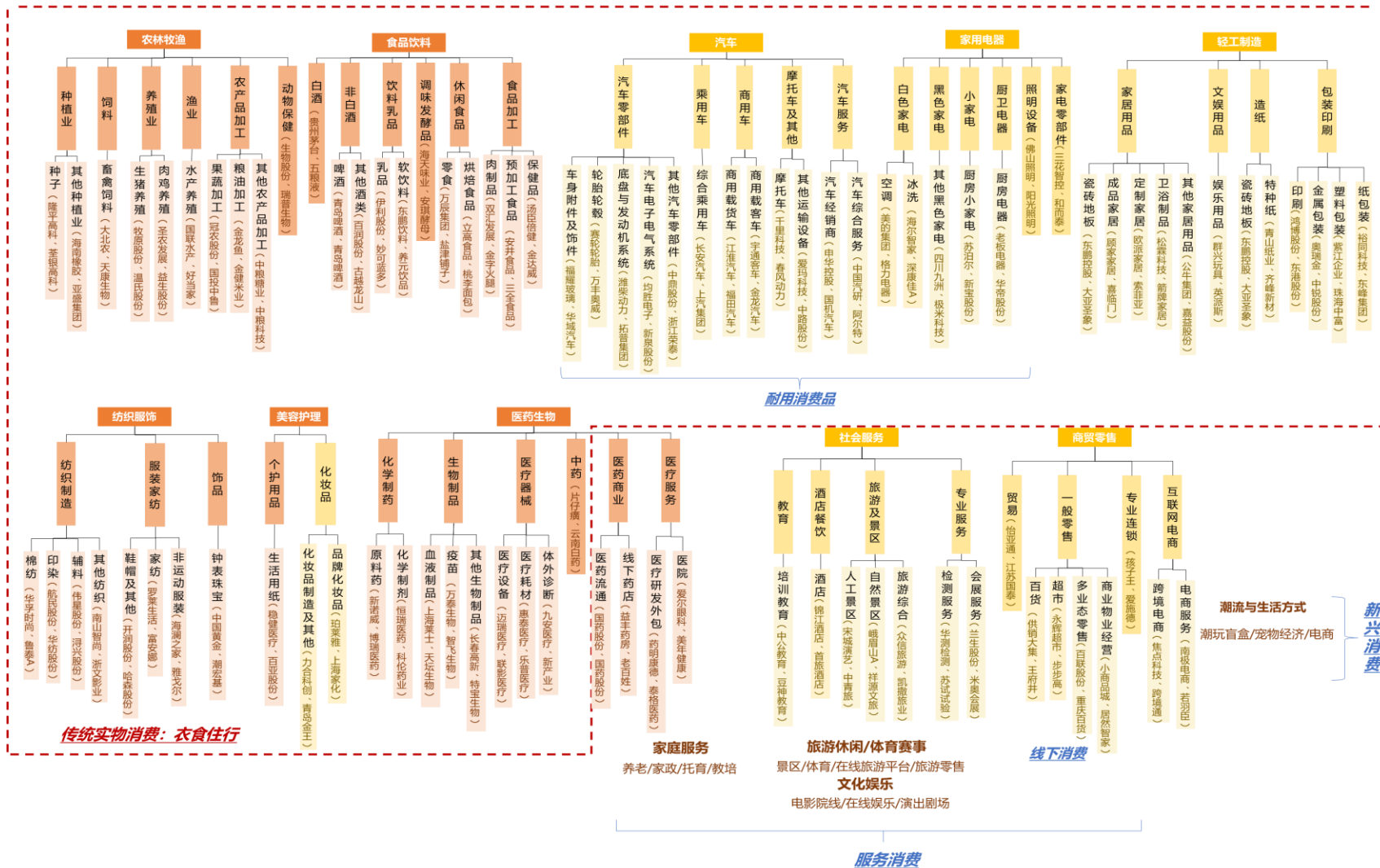
Q1居民支出增速<收入增速 (%)



# 4.1.大消费产业链

必选消费

可选消费



# 4.1. 消费配置思路：政策线索指向服务消费

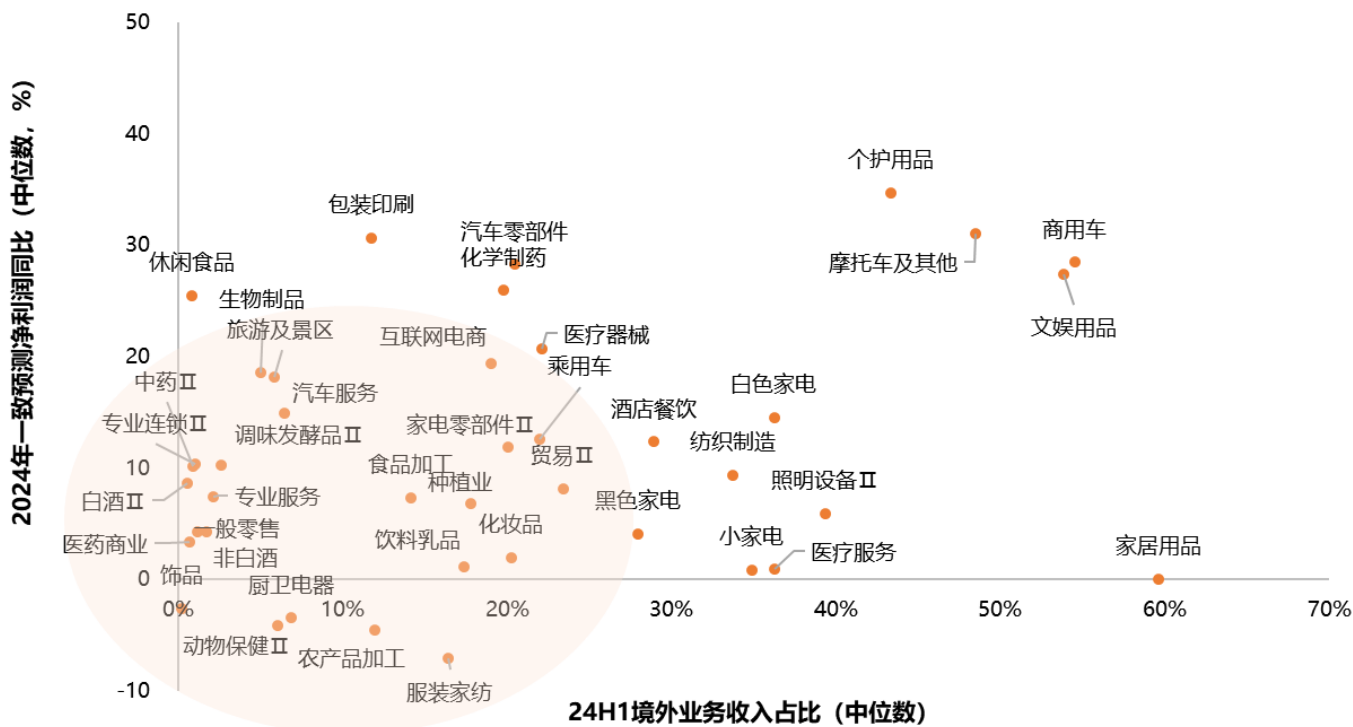
▶ 4月各地消费政策细节落地，主要有三点特征：1) 商品消费在家电/汽车/电子设备基础上扩范围，2) 服务消费对文旅消费、大型赛事、户外文娱活动的支持力度加大，3) 更注重养老/医疗等民生领域的联动。

省市	具体举措
四川	结合重要节假日和重点消费促进活动，同步发放线上和线下餐饮、零售、川酒川茶等专项消费券。实施演艺赛事活动激励。实施重大文旅消费促进活动激励。
广西	实施服务消费“提质惠民”行动：推动餐饮业高质量发展，促进住宿业升级发展，推动家政服务提质扩容，加快推动城市一刻钟便民生活圈试点建设。
海南	消费回流能级提升行动：吸引高端医疗消费回流，塑造“留学海南”国际品牌。 旅游消费提质扩容行动：大力发展海洋旅游，加快发展康养旅游，提升环岛旅游品质，建高质量户外运动目的地，促进民族特色乡村旅游。 消费新场景培育行动：创新发展新型数字消费，拓展航天旅游消费，有序发展低空消费，因地制宜发展研学旅游，丰富精品会展演艺活动。 消费能力保障行动：加大生育养育保障支持，优化教育资源供给，提升医疗养老保障水平，兜底重点群体基本生活。
河北	城乡居民增收减负行动：稳定居民就业，促进居民增收，解决拖欠账款，加强生育保障，强化教育支撑，加强救助帮扶。 服务消费提质惠民行动：完善养老服务，加强托育服务，优化医疗服务，提升生活服务，扩大文旅消费，激活体育消费，推动冰雪消费，发展入境消费。
云南	提出升级“旅居云南”消费、扩大入境消费、激活赛演消费、培育首发经济、提升餐饮消费、优化“一老一小”服务供给、促进“社区+”融合消费7项具体措施，支持“乐消费”；提出加力以旧换新、扩大住房消费2项具体措施，进一步把促消费和惠民生统筹起来；提出强化消费品牌引领、提高内外贸一体化水平、壮大新型消费3项具体措施，通过品牌引领、标准制修订、技术牵引等培育消费新增长，推动消费供给创新；提出保障休息休假权益、营造放心消费环境、完善消费基础设施3项具体措施，进一步提升消费体验，让群众放心、省心、舒心、安心。
重庆	服务消费扩容工程：增强住餐消费质量、提升商业服务品质、促进文旅消费融合、提振体育服务消费、扩大开放服务消费。 新型消费培育工程：涵盖首发经济、电子商务、特色消费、绿色经济、免税保税经济、数智消费6个领域
吉林	积极促进居民增收：增加工资性收入，提高技能水平，拓宽财产性收入，增加农民收入。 全力帮助居民减负：保障生育养育，健全医疗保障，帮扶重点群体。 持续提升消费质量：挖掘文化和教育消费，支持旅游消费，推动体育消费，突出冰雪消费，丰富生活消费，促进银发消费。
安徽	在需求侧，着力促进居民增收减负，大力实施外来客源引留行动，全面激发消费需求；在供给侧，重点支持消费新业态新模式发展，加大消费新场景培育力度，引导首发经济、“人工智能+消费”、IP经济、户外运动等新兴消费加快发展，推动商贸零售、住宿餐饮、汽车家电等传统消费焕新升级，对省内开设首店、举办首演首秀活动、主办会展赛事和文化演艺活动、培育“皖美消费”新场景以及消费领域重大项目给予支持，以高质量供给引领创造消费新需求。

## 4.1. 消费配置思路：更关注内需驱动板块

- **更关注内需驱动板块以对冲关税冲击**，根据大消费板块各二级行业境外业务收入占比和2024年一致预测净利润同比进行筛选，重点关注农业、旅游业、食品饮料等内需板块。

大消费板块各申万二级行业2024H1海外收入占比&2024年度一致预测净利润增速（中位数）



# 4.1. 消费板块的结构性机会

寻找消费板块的结构性机会，实际是在寻找哪些细分领域更具备长期逻辑，财务报表不可线性外推，则选股思路分为两类：

- **财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块**：一是政策基调明确，政策补贴力度明显抬升，二是财报积极线索出现，可视为一段行情的前夕。根据政策补贴力度占营收比重，盈利增速和政策语调，服务业值得重视。
- **财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响**：这一类的本质是政策逻辑稍弱、产业逻辑不证伪下，财报基本面趋势性向好确定性很强。必选消费、可选消费的耐用消费品板块也有望走出结构性行情。

财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块

	政府补助占营收比重			25Q1盈利增速（平均值，%）
	25Q1	24Q4	变动	
专业服务	2.29%	0.99%	1.30%	22.92
饮料乳品	0.65%	0.26%	0.39%	4.27
食品加工	0.49%	0.26%	0.22%	14.10
化妆品	0.88%	0.67%	0.21%	7.92
照明设备II	0.84%	0.65%	0.19%	42.97
商用车	0.69%	0.50%	0.18%	27.83
旅游及景区	0.28%	0.22%	0.07%	0.82
专业连锁II	0.09%	0.05%	0.04%	19.58

财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响

二级行业	ROE (TTM)		盈利增速(中位数, %)		收入正增率	
	25Q1	环比变动	25Q1	24Q1	数量占比	市值占比
饲料	5.59	-0.36	56.1	32.2	88%	94%
摩托车及其他	11.14	0.34	43.0	1.2	82%	93%
白色家电	19.12	-0.95	27.8	12.8	90%	100%
家电零部件II	4.85	-0.64	19.6	28.9	91%	94%
农产品加工	6.61	0.20	14.3	3.9	40%	75%
非白酒	13.12	1.64	7.1	28.1	50%	81%
纺织制造	21.86	4.96	5.8	18.7	70%	79%



## 4.2.自主可控的Q2配置思路：产能周期视角看产业节奏

从产能周期视角看，资本开支增速反映产能建设，固定资产增速反映产能建成投放，从资本支出到固定资产的增加，是产能形成的周期长度。**自主可控领域符合条件的细分赛道有通信、机械设备。**

自主可控板块资本开支增速

大类板块	一级行业	2025Q1		2024Q4		2025Q1较2024Q4变动		2025Q1较2024Q4变动		2011年以来历史分位数(2025Q1)	
		固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
中游制造业	电力设备	8.2%	-23.8%	19.57%	-23.0%	-11.4%	-0.8%	低位下行	低位下行	3.5%	0.0%
	机械设备	5.1%	-2.7%	9.26%	-3.4%	-4.2%	0.7%	低位下行	低位上行	12.5%	23.2%
	电子	3.7%	3.2%	8.04%	5.9%	-4.3%	-2.7%	低位下行	低位下行	3.5%	35.7%
	通信	0.7%	-4.1%	1.10%	-5.8%	-0.4%	1.7%	低位下行	低位上行	39.2%	35.7%
	国防军工	6.1%	-0.1%	9.05%	3.7%	-2.9%	-3.7%	低位下行	低位下行	42.8%	14.2%
	中游制造业	4.4%	-9.0%	9.08%	-8.0%	-4.7%	-1.0%	低位下行	低位下行	0.0%	3.5%
支持服务	公用事业	-5.3%	8.2%	11.27%	9.9%	-16.5%	-1.6%	低位下行	高位下行	1.7%	66.0%
	环保	-14.9%	-14.0%	8.85%	-6.5%	-23.7%	-7.6%	低位下行	低位下行	3.5%	8.9%
	交通运输	-6.3%	4.5%	3.97%	8.2%	-10.3%	-3.7%	低位下行	高位下行	5.3%	50.0%
	商贸零售	-3.4%	-18.8%	-2.55%	-14.3%	-0.8%	-4.5%	低位下行	低位下行	1.7%	1.7%
	计算机	5.3%	-1.6%	10.75%	2.1%	-5.4%	-3.7%	低位下行	低位下行	3.5%	17.8%
	综合	-33.0%	-7.9%	4.53%	-5.3%	-37.5%	-2.6%	低位下行	低位下行	0.0%	32.1%
	支持服务	-5.6%	4.4%	8.74%	7.1%	-14.4%	-2.6%	低位下行	低位下行	1.7%	46.4%
<b>全A非金融</b>	0.8%	-7.5%	8.51%	-5.7%	-7.7%	-1.9%	低位下行	低位下行	0.0%	0.0%	



5

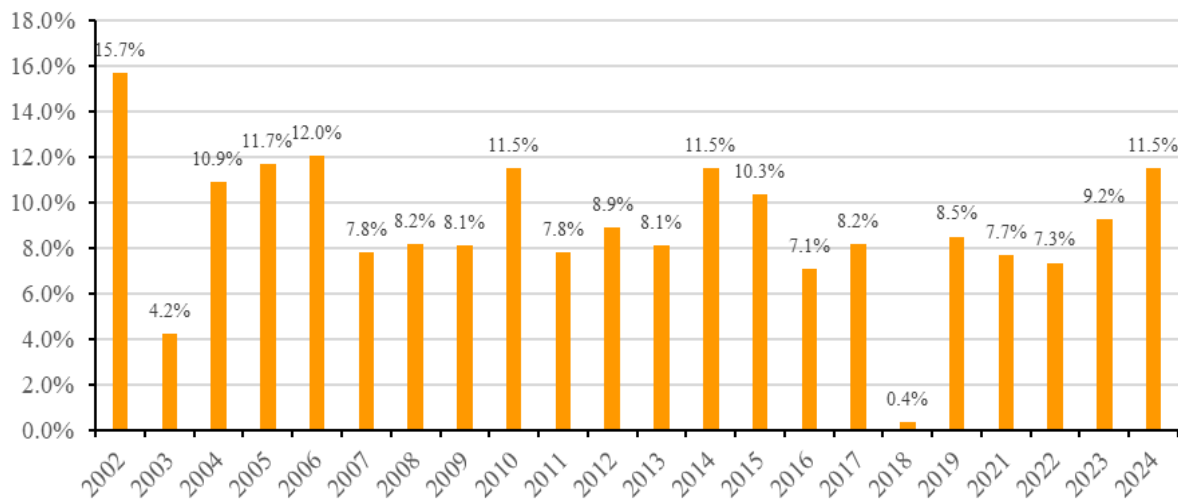
## 主题投资：海洋经济已成为经济增长新引擎

# 5.1.海洋经济：驱动经济提速，深海科技为其注入新质内涵

- **海洋经济有效拉动GDP增长，产业空间具备规模。**根据《2024年中国海洋经济统计公报》，2024年全国海洋生产总值首次突破10万亿元，占2024年国内生产总值7.8%，产业规模上，海洋经济具备广阔的空间，是驱动经济增长的重要模块。海洋经济对GDP的拉动作用达11.5%，已成为驱动经济增长的新引擎。
- **政府报告在新质生产力部分首次提及“深海科技”，为海洋经济注入新内涵。**2025年政府工作报告提出，“开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。”我们认为，深海科技与商业航天、低空经济并列，有望获得较高速发展，尤其是在深海装备、深海探索等核心科技领域。

### 海洋经济对GDP的拉动

### 海洋经济对GDP的拉动

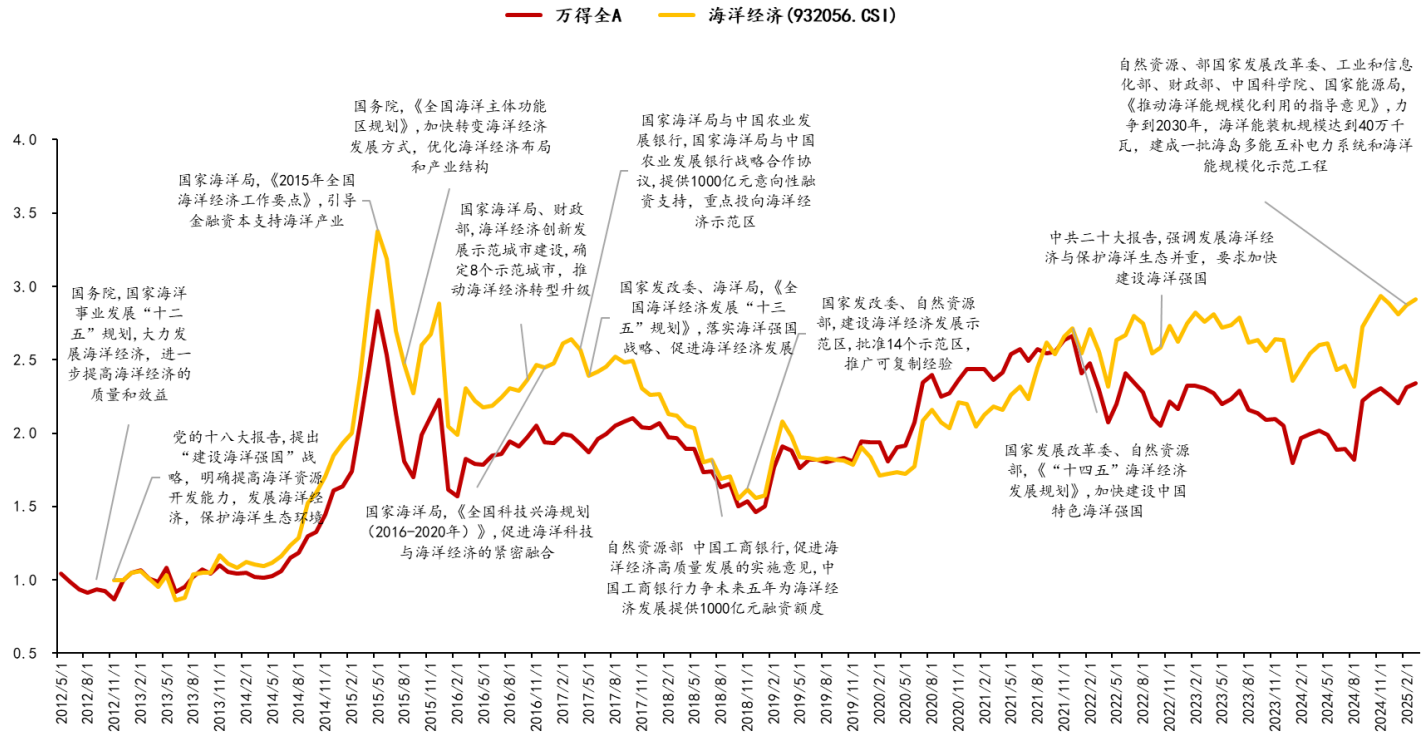


(备注：海洋经济对GDP拉动定义：海洋生产总值增量/GDP增量)

# 5.2.海洋经济：海洋强国政策与海洋经济板块复盘

▶ 复盘我国海洋经济的发展，自2021年提出“海洋强国”战略目标以来，海洋经济在政策驱动下不断深化发展，2021年后随着疫情缓和及“双碳”政策发力，海上风电、海水淡化等新兴产业崛起，海洋经济向绿色化、高端化转型颇具成效。具体来看，我国海洋经济的发展可以分为五个阶段。

海洋经济指数走势及相关政策复盘（定基2012/12/31为1）



（备注：指数定基2012/12/31为1）

## 5.2. 海洋经济：海洋强国政策与海洋经济板块复盘

### 2013-2014年： 政策驱动下的板块初步成长

2013年上半年，国务院批准《国家海洋事业发展“十二五”规划》，叠加党的十八大提出“建设海洋强国”战略目标，海洋经济板块指数启动上行。初期市场对政策预期反应较温和，至2013年末，板块指数持平于万得全A指数。2014年，金融资本支持政策落地（如2014年国家海洋局引导金融资本支持海洋产业），板块开启主升浪，2014年全年涨幅达显著跑赢万得全A。

### 2015-2017年： 政策深化与市场波动交织

2015年《全国海洋主体功能区规划》发布，推动板块指数于2015年5月创下历史峰值。但受A股市场系统性调整影响，板块短期回调较大。此后政策持续加码：2016年《海洋经济创新示范城市建设》、2017年《全国海洋经济发展“十三五”规划》出台，叠加千亿级融资支持，板块逐步修复，2017年指数回升。

### 2018-2020年： 外部冲击下的结构性韧性

中美贸易摩擦叠加国内金融去杠杆冲击下，万得全A指数2018年出现较大回撤，而海洋经济板块在政策托底（如2018年工商银行千亿融资计划、支持14个海洋经济示范区建设）下展现抗跌性。2020年疫情初期板块短暂承压，但“十四五”规划预期驱动下半年快速反弹，跑赢万得全A。

### 2021-2024年： 高质量发展主线强化

“十四五”规划明确海洋强国目标后，板块于2021年9月创下近期新高。尽管2022年全球流动性收紧导致市场调整，但二十大重申海洋经济战略地位，推动板块在2022年11月逆势反弹。2023年板块维持高位震荡，但回调幅度小于同期万得全A指数，显示政策护城河效应。2024年《“十四五”海洋经济发展规划》进入深化期，海洋能、高端装备等领域政策倾斜力度加大。

### 2025年初以来：技术赋能与新质生产力升级

2025年2月，《推动海洋能规模化利用的指导意见》发布（2030年装机目标40万千瓦），指数上行，创近期新高，反应政策催化下技术红利释放成为核心驱动。

## 5.3.海洋经济：政策支持与市场机制的协同发力

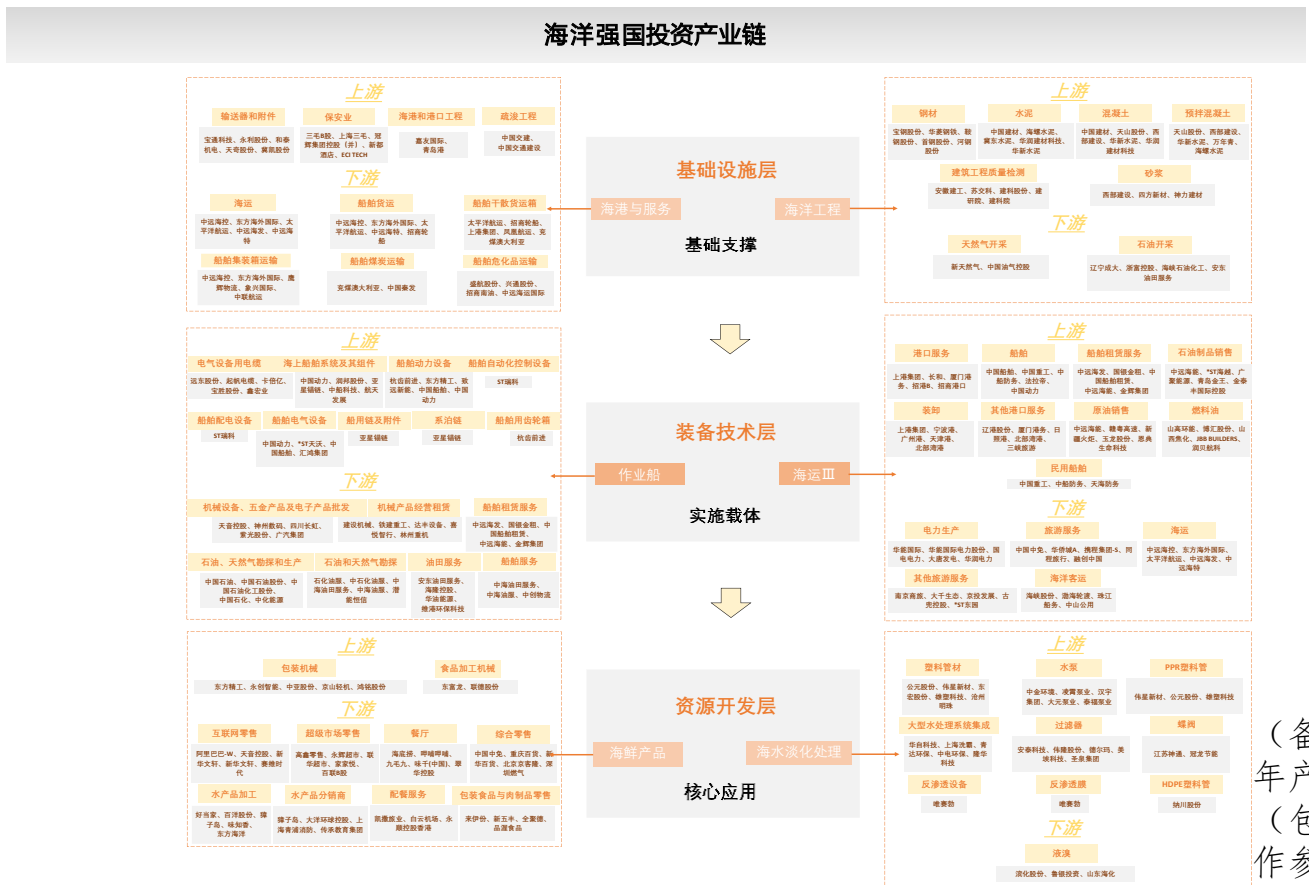
- ▶ 在“海洋强国”战略驱动下，以蓝色债券为代表的创新型金融工具正成为推动海洋经济高质量发展的重要抓手，通过引导资本向海上风电、海水淡化等绿色产业聚集，形成政策支持与市场机制的协同发力，随着2025年政策红利释放有望加速海洋经济专项债发行节奏。
- ▶ 2025年3月5日，国务院总理李强在十四届全国人大三次会议上作政府工作报告，强调了大力发展海洋经济，建设全国海洋经济发展示范区的工作。2020年1月，中国银保监会发布《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，提出探索蓝色债券等创新型绿色金融产品，支持绿色、低碳、循环经济发展。蓝色债券是将海洋经济的蓝色发展和科技创新相结合的创新型金融工具，为解决沿海地区淡水危机、促进海洋资源可持续利用探索的新模式。2022年深圳市政府和2025年山东省政府明确发行支持海洋经济的专项债，以及目前有18支主要集中于海上风电项目，少部分用于深海养殖以及海水淡化的蓝色债券。从发行节奏上来看，多数集中与2022年，近年来，蓝色债券发行节奏有所放缓。展望2025年，随着海洋经济政策端重视，海洋经济专项债发行有望提速。

2021年以来海洋经济专项债以及蓝色债券发行情况

时间	债券名称	发行主体	金额（亿元）	投向领域
2022年10月	-	深圳市政府	11	改善近海环境质量
2025年1月	-	山东省政府	10	统筹10亿元地方政府专项债券资金，聚焦黄河流域生态保护和高质量发展、海洋经济发展、新型城镇化建设、污水垃圾处理等重点领域，遴选支持一批优质项目。
2021年9月	21国电GN004B	国电电力	2	海上风电
2022年3月	22风电G1	中广核风电	15	海上风电
2022年3月	22风电G2	中广核风电	5	海上风电
2022年4月	22国电GN001A	国电电力	10	海上风电
2022年4月	22国电GN001B	国电电力	5	海上风电
2022年5月	22海运集装GN001	中集集团	5	海上风电
2022年8月	22招租G3	招商租赁	7	海上风电
2022年8月	22招租G4	招商租赁	3	海上风电
2022年9月	22福投G1	福建投资集团	5	深海装备养殖
2022年10月	22核风电GN003(蓝债)	中广核风电	20	海上风电
2022年12月	G中交11A	中交三航局	8.97	
2022年12月	G中交11C	中交三航局	0.5	
2023年3月	23中广核租MTN001	中广核租赁	3.16	海上风电
2023年6月	23风电GK01	中广核风电	10	海上风电
2024年4月	24青岛水务MTN002	青岛水务	3	海水淡化
2024年4月	24青岛水务MTN001	青岛水务	2.6	海水淡化
2024年8月	24国网租赁CP001	国网租赁	4	海上风电
2025年2月	25青岛水务MTN001	青岛水务	2	海水淡化

# 5.4. 海洋经济：产业链投资

- 海洋经济产业链较长，这也是海洋经济产出体量大的原因之一。具体来看，海洋经济产业链可以分为基础设施层、装备技术层、资源开发层三个层级。基础设备层包括海港与服务、海洋基础设施，是海洋经济发展的基础支撑；装备技术层包括作业船和海运，装备与制造环节是深海科技的实施载体，或将最先受益于深海科技建设；资源开发层是海洋经济与技术的核心应用环节，包括海水淡化处理、海鲜产品等环节。
- 我们整理了与海洋经济相关的产业链各环节以及各细分领域的代表上市公司作为参考，如下：



(备注：每个子行业仅包含2023年产品收入前五的上市公司 (包含A股和H股)，列示公司仅作参考，不作为投资推荐依据)

# 6

## 风险提示

- **海外局势演化超预期：**中东、俄乌等局部地缘问题，以及中美关系走向出现超预期因素，都可能会造成市场的超预期波动，进而影响我们的判断。
- **通胀持续性超预期：**海内外通胀演绎超预期，或造成相关宏观政策及基本面环境出现变化，从而影响我们的判断结论。
- **流动性收紧超预期：**国内外流动性政策可能会出现超预期收紧，从而进一步影响宏观流动性环境、市场资金面、市场情绪等，部分可能会导致我们此前的判断出现误差。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS