

春和景明——A股二季度策略展望

华金证券研究所策略组

分析师：邓利军S0910523080001

2026年4月16日



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- ◆ **一、回顾与展望：一季度春季行情受美伊冲突影响而表现偏弱；二季度基本面可能占据主导，修复行情可能开启。**
- ◆ **二、二季度市场主线：盈利可能上行，信用可能处于低位，A股可能震荡偏强。**
 - (1) 宏观环境：美国二季度可能通胀回升、就业继续回落，中期选举期间美联储可能难紧缩；二季度出口可能维持较高增速，制造业投资和基建投资可能维持较高增速，地产投资增速降幅可能进一步缩窄，消费可能延续结构性回升。
 - (2) 市场主线：A股二季度可能处于企业盈利回升、信用低位磨底的阶段，历史经验上A股表现偏震荡，周期、政策支持或产业趋势上行的行业表现相对占优。
 - (3) 二季度经济和盈利基本面回升、政策积极支撑估值等驱动慢牛的核心因素不变。
- ◆ **三、影响二季度A股走势的因素：盈利可能回升，股市资金可能回流，政策支持使得市场情绪可能回升。**
- ◆ **四、二季度行业配置：科技成长和顺周期仍可能是配置主线。**
 - (1) 二季度大小盘风格可能偏均衡，小市值公司盈利可能改善。
 - (2) 二季度大类行业：二季度科技成长和顺周期仍可能是配置主线，消费可能也有配置机会。一是二季度A股可能处于盈利上行后半段的阶段，科技成长和顺周期行业表现可能占优。二是二季度A股可能处于因外部事件而导致的快速调整后的底部震荡阶段，政策和产业趋势向上的科技成长和部分周期行业坑你占优。三是二季度部分消费行业可能也有配置机会。
 - (3) 二季度行业配置：建议关注TMT、电新、军工、有色金属、化工、机械、医药、食品饮料等行业。
- ◆ **五、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、模型失效风险**

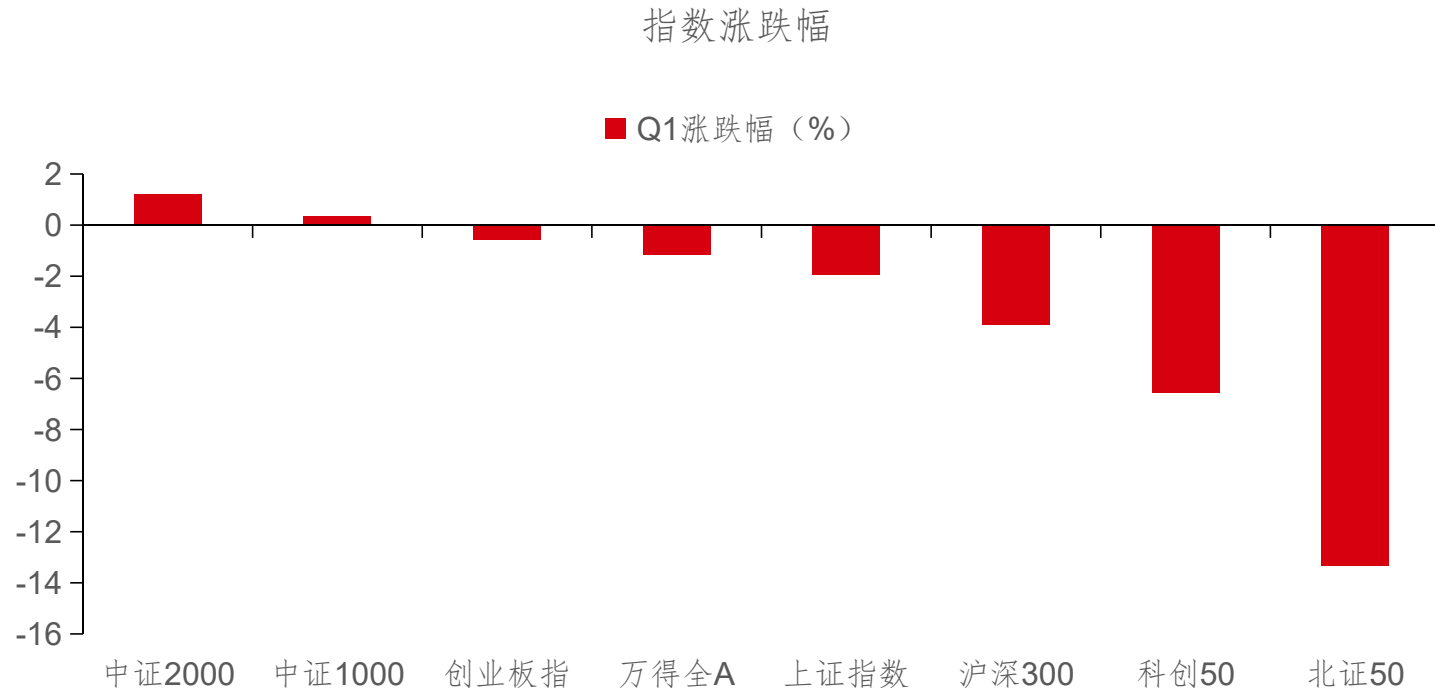
01.

回顾与展望：二季度修复行情
可能开启

1.1 回顾与展望：一季度春季行情受美伊冲突影响偏弱

- ◆ 一季度春季行情受美伊冲突影响而表现偏弱。一季度A股冲高回落，主要是源于2025年12月中下旬开启的春季行情受到3月初的美伊冲突的影响而结束，主要指数均出现明显回落，其中科创50和北证50领跌，且沪深300等大盘指数表现比中证2000等小盘指数更弱，显示宏观环境和基本面的不确定性对一季度行情的影响较大。

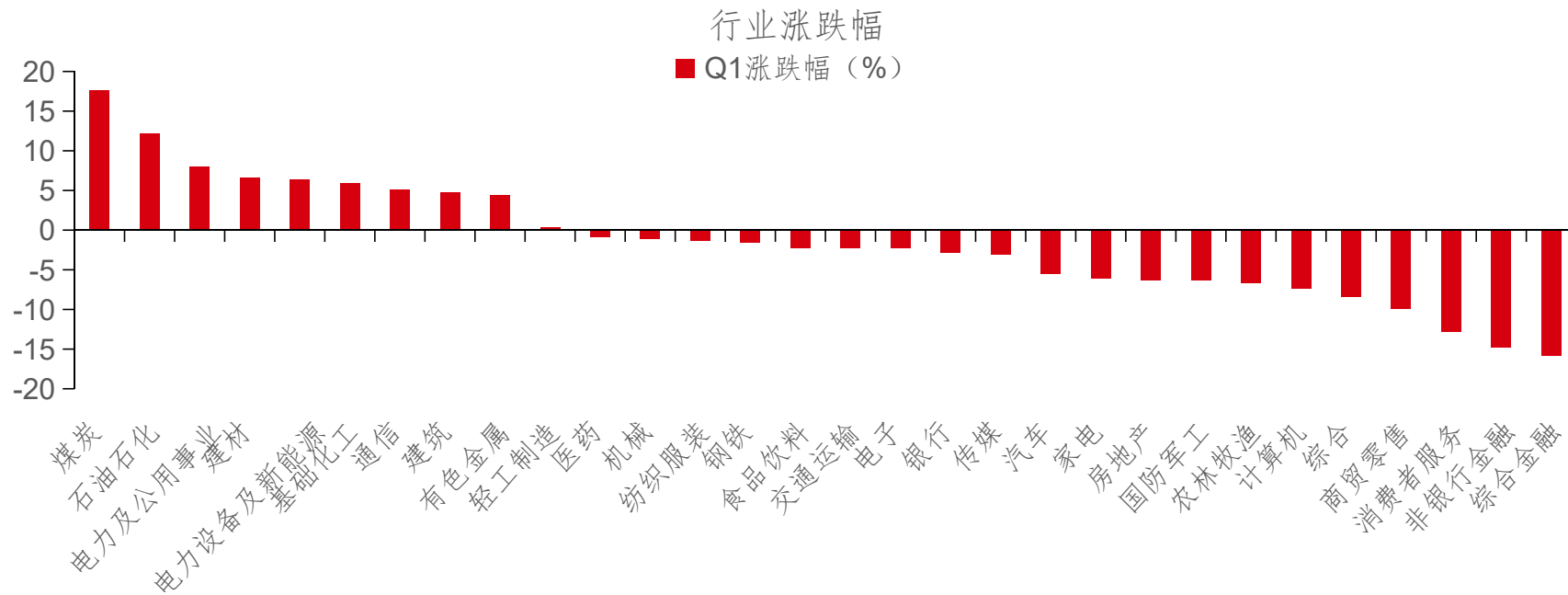
一季度A股宽基指数多出现下跌



1.2回顾与展望：二季度基本面主导，结构性慢牛依旧

- ◆ 一季度受益于美伊冲突的能源电力相关的行业表现较强。一季度领涨的行业主要是受益于美伊冲突导致能源价格上涨、从而带动能源电力相关景气度可能改善的行业，包括煤炭、石油石化、电力、电新、基础化工等；而一季度股市调整等导致保险投资业绩下滑，同时经济修复依然偏弱，非银金融、消费等行业因此领跌。
- ◆ 二季度基本面可能占据主导，修复行情可能开启。展望二季度，国内经济和企业盈利可能回升，同时美伊冲突的负面影响可能消减甚至消失，市场情绪也有望修复，二季度有望开启震荡偏强的修复行情，结构性慢牛依旧。

一季度煤炭、石化、公用事业、建材等周期行业涨幅靠前



02.

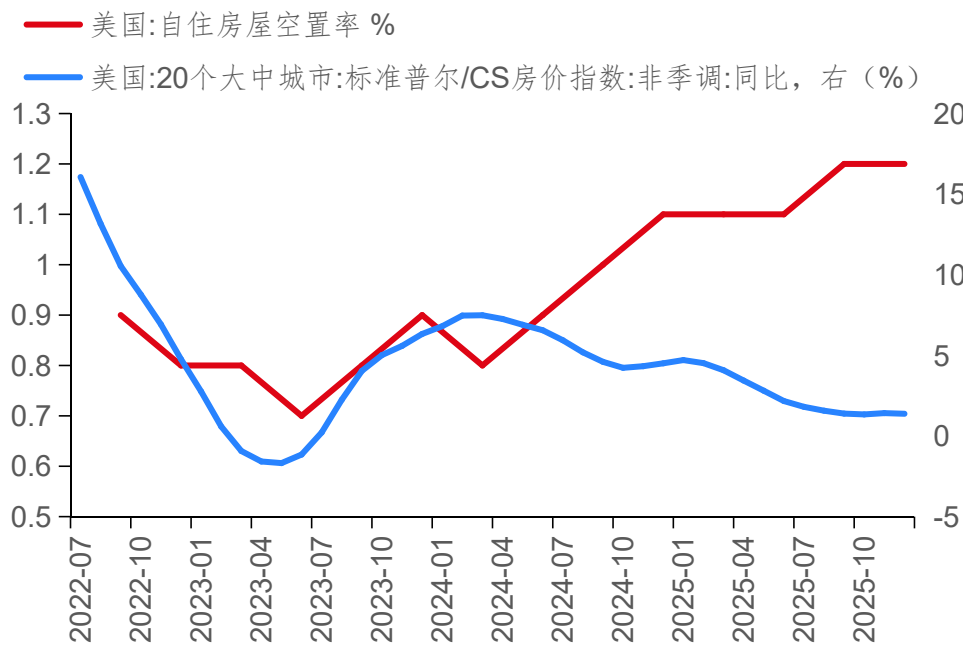
二季度市场主线：盈利上行后半段，A股震荡偏强

2.1 宏观环境：美国二季度可能通胀回升、就业继续回落

◆ 美伊冲突可能使得美国二季度通胀有所回升，但难有高通胀。

(1) 油价可能推升美国二季度通胀，但幅度可能有限。一是当前美国房价增速仍处于低位，自住房屋空置率也有抬升趋势；二是美伊冲突导致原油价格大幅上涨，可能推升二季度美国通胀中的能源分项，但美国能源分项占CPI权重由2012年的10%左右下降至今的6%-7%；三是美国就业和经济疲软，导致工资物价的螺旋上升可能难以出现，二季度通胀难大幅上升。

美国房价增速仍维持低位



美国能源分项占CPI权重持续回落



2.1 宏观环境：美国二季度可能通胀回升、就业继续回落

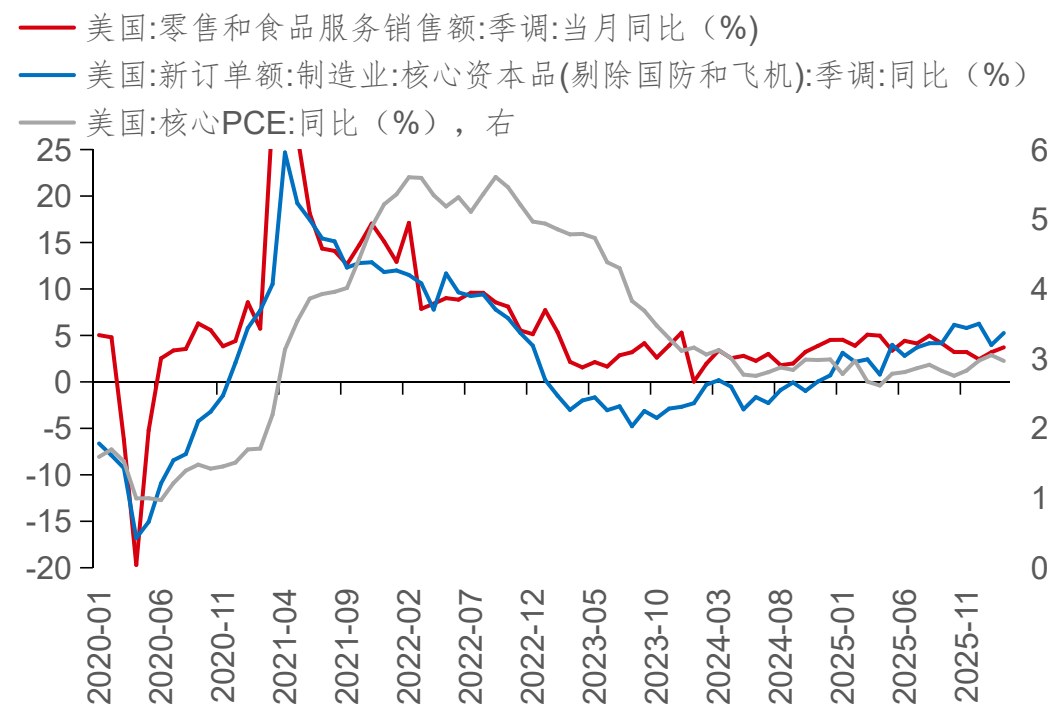
◆ 美伊冲突可能使得美国二季度通胀有所回升，但难有高通胀。

(2) 美国就业和消费疲软可能使得二季度难有高通胀。一是美国非农就业劳动参与率和平均时薪同比增速均处于回落趋势中，显示美国劳动力市场仍处于持续降温中。二是美国零售销售同比增速稍领先于美国核心PCE同比增速，当前美国消费增速仍处于偏低、缓慢回落的趋势中，考虑到高油价对成本的推升从而可能部分抑制消费，美国二季度经济增长和消费都可能疲软。综合就业和经济情况来看，预计美国二季度通胀即使有回升，可能也较为温和。

美国劳动参与率和平均时薪增速均持续回落



美国零售销售增速处于偏低、缓慢回落趋势中



2.1 宏观环境：中期选举期间美联储可能难紧缩

◆ 二季度美国中期选举期间美联储可能维持宽松，难紧缩。

(1) 美国中期选举初选在二季度进行：一是美国中期选举有4个关键时间节点，分别是初选（2026/3/3-9/15）、选举日（2026/11/3）、选后阶段（2026/11/4-2027/1/3）、第120届国会开幕日（2027/1/3）；二是绝大多数省份初选日集中在5月和6月，即二季度期间。

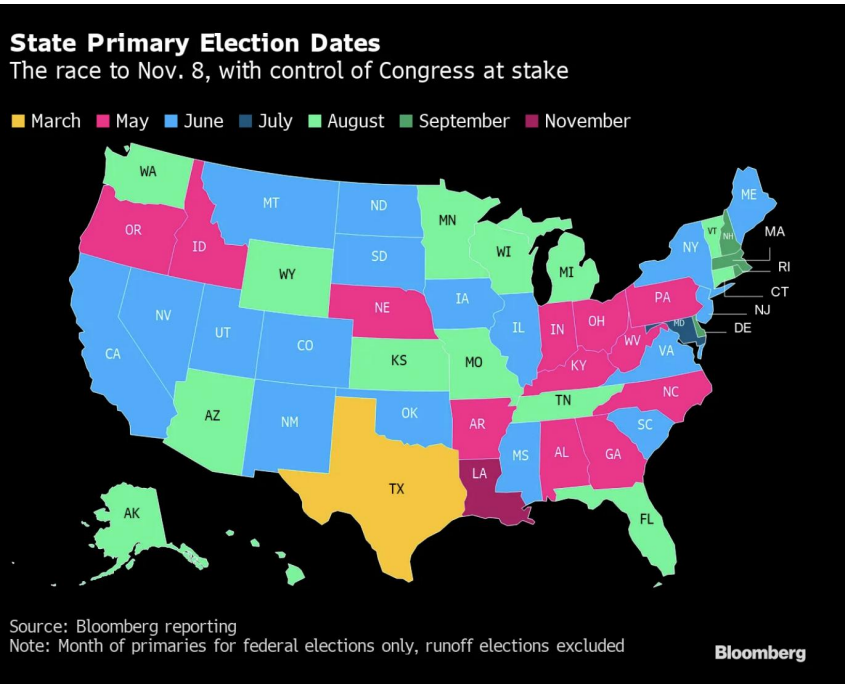
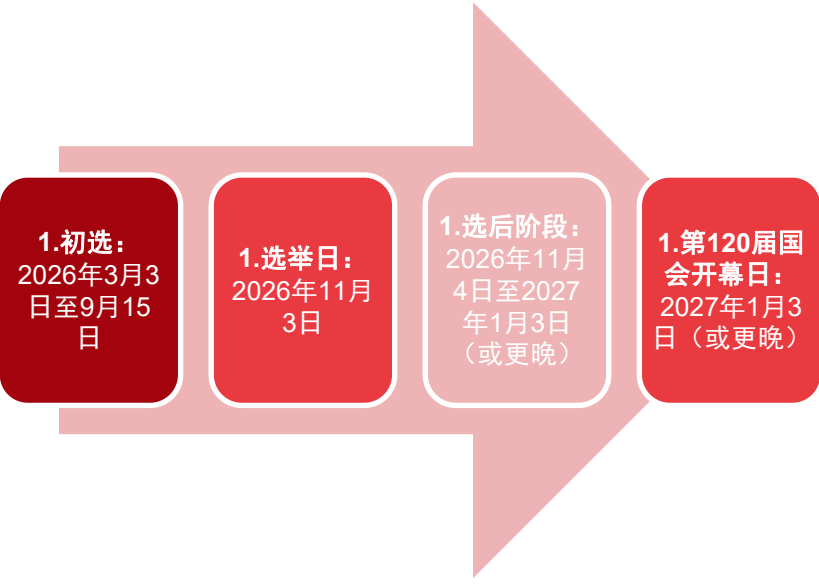
(2) 中期选举期间美联储可能维持宽松，难紧缩：一是5月鲍威尔任期结束，凯文·沃什可能接任，为配合特朗普在中期选举期间刺激经济的政策基调，其在6月首次主持的FOMC会议上可能难缩表；二是从当前CME的预测来看，年内尽管降息概率较低，但加息也不太可能。

CME预测美联储年内大概率维持利率不变

美国中期选举关键时间节点

多数省初选集中于5月和6月（粉色与蓝色部分）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.5%	0.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	97.8%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.8%	93.6%	0.5%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	12.3%	86.8%	0.5%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.2%	81.0%	0.4%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	26.3%	69.5%	0.4%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	28.8%	65.6%	0.3%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	31.7%	60.5%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	7.5%	32.6%	58.6%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	11.7%	37.0%	48.8%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	14.8%	38.4%	42.8%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.1%	1.0%	5.6%	19.7%	39.3%	34.0%	0.2%
2027/10/27	0.0%	0.1%	1.1%	5.8%	20.0%	39.3%	33.6%	0.2%
2027/12/8	0.2%	1.5%	7.1%	21.7%	38.7%	30.5%	0.2%	0.0%



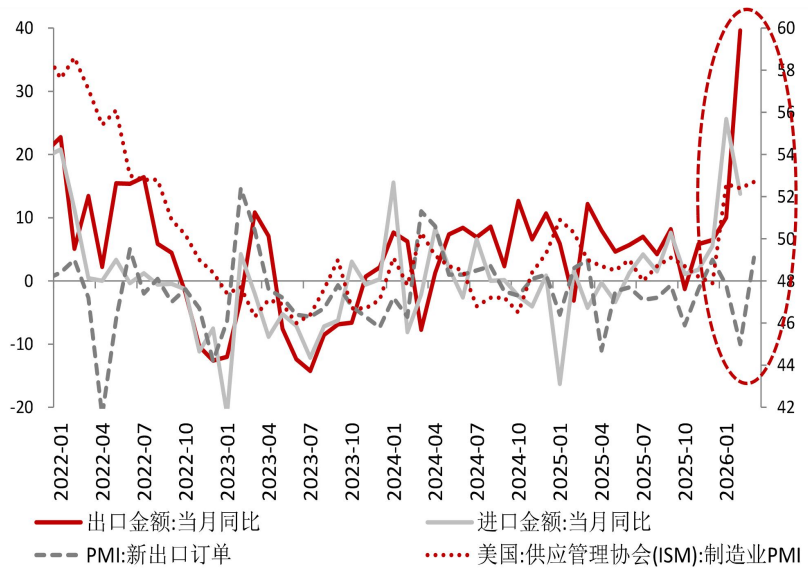
2.2 宏观环境：二季度出口可能维持较高增速

◆ 出口：二季度出口可能维持较高增速。

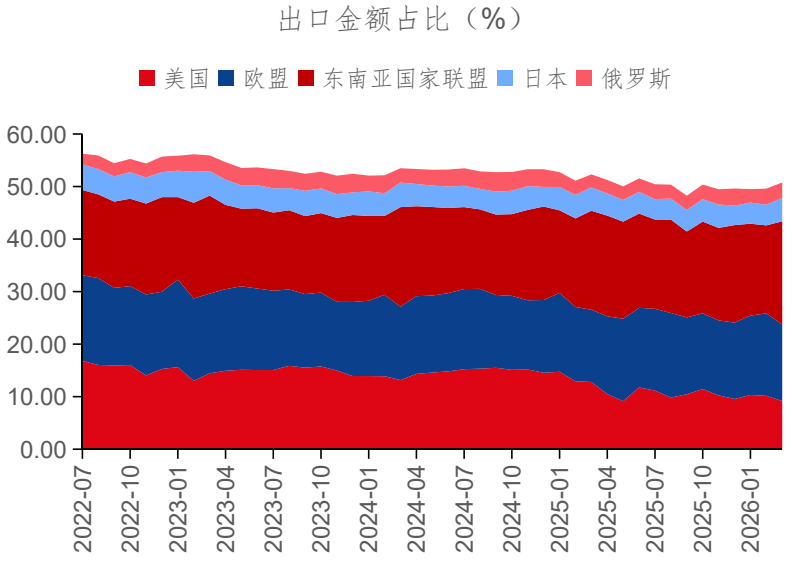
(1) 总量上，外需偏强及战争导致中国的成本优势凸显可能使得二季度出口维持较高增速。一是从美国制造业PMI处于较高水平来看，短期外需仍可能有一定的韧性；二是美伊冲突导致油价高企从而推升全球制造业成本，中国的成本优势可能进一步凸显，二季度出口增速可能维持较高水平。

(2) 结构上，对新兴国家及高技术产品出口可能维持高增速。一是从出口区域结构上看，2025年对美国、欧盟和东盟的出口金额占比分别为11.1%、14.9%、17.7%，对美出口金额占比下滑的同时对欧盟和东盟出口金额占比上涨，二季度有望延续该趋势。二是高新技术产品出口增速较高：2025年生物技术、电子技术、计算机集成制造技术分别为全年出口增速的前三名，新兴行业出口的高增速二季度也可能延续。

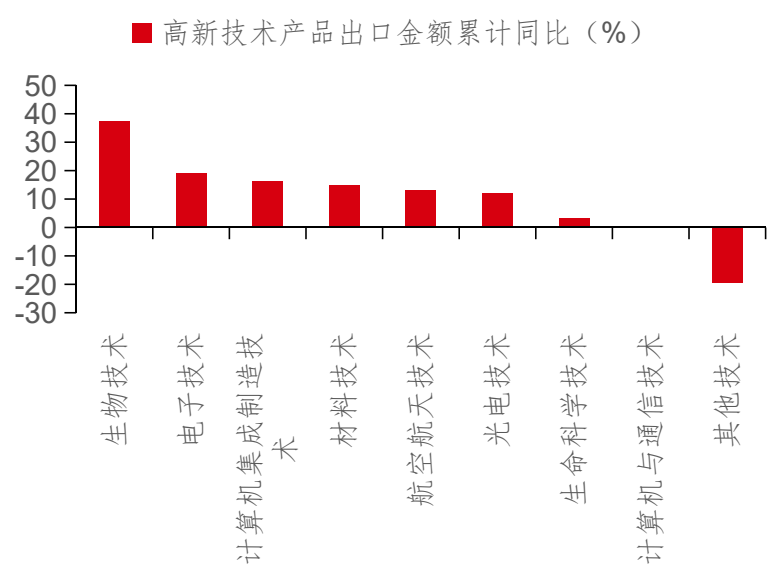
今年以来出口持续维持高增速



当前我国对欧盟、东盟出口金额占比较高



2025年生物技术、电子技术出口增速较高



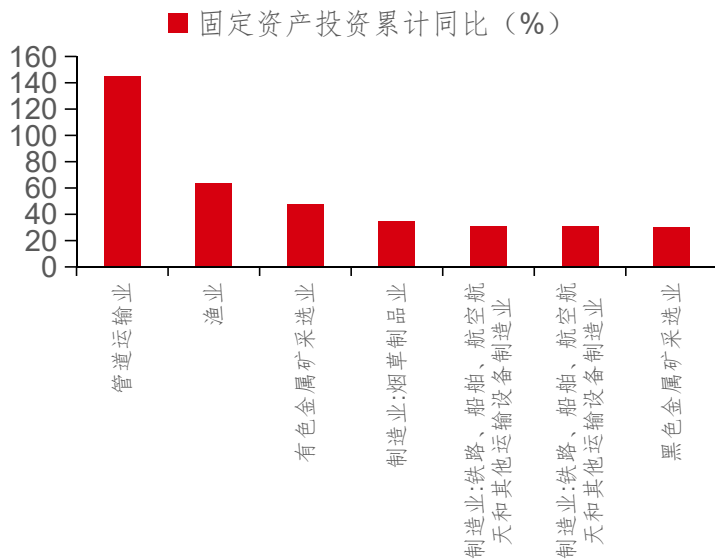
2.2 宏观环境：二季度投资增速仍可能继续回升

◆ 二季度制造业投资和基建投资可能维持较高增速。

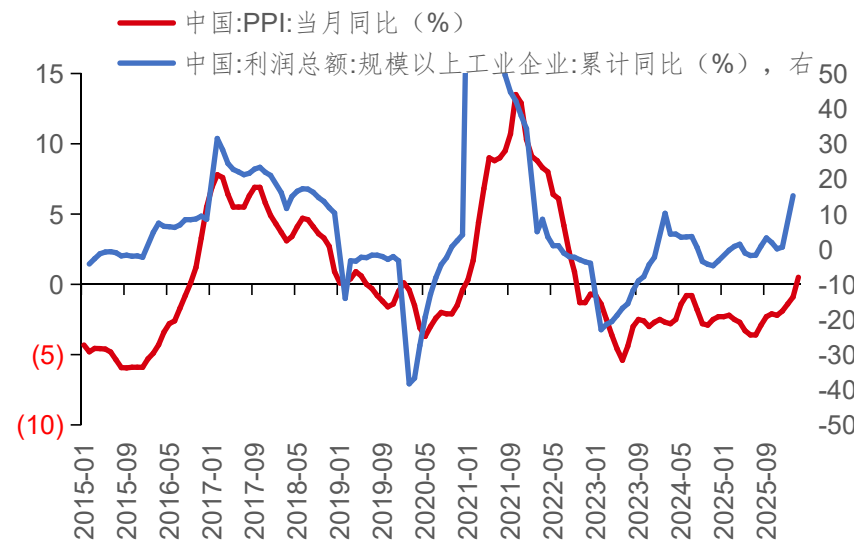
(1) 制造业投资增速可能继续回升，维持较高增速：一是二季度是两会后设备更新、科技创新等支持政策加速落地实施的阶段，对二季度制造业投资可能有较强的支撑；二是有色金属、化工等产品价格上涨和新兴科技行业景气持续上行，相关的工业企业利润出现明显回升，这使得有色金属、机械、高技术服务业等行业的制造业投资可能持续维持高增速。

(2) 基建投资可能继续维持较高增速：一是二季度为开工旺季，石油沥青装置、螺纹钢等开工率可能有所回升，有望进一步拉动基建投资增速回升；二是今年以来专项债发行节奏较去年同期有所放缓，新增专项债仅8242亿元，但随着两会后政策落地可能加速，二季度专项债发行可能加速，基建投资增速可能进一步回升。

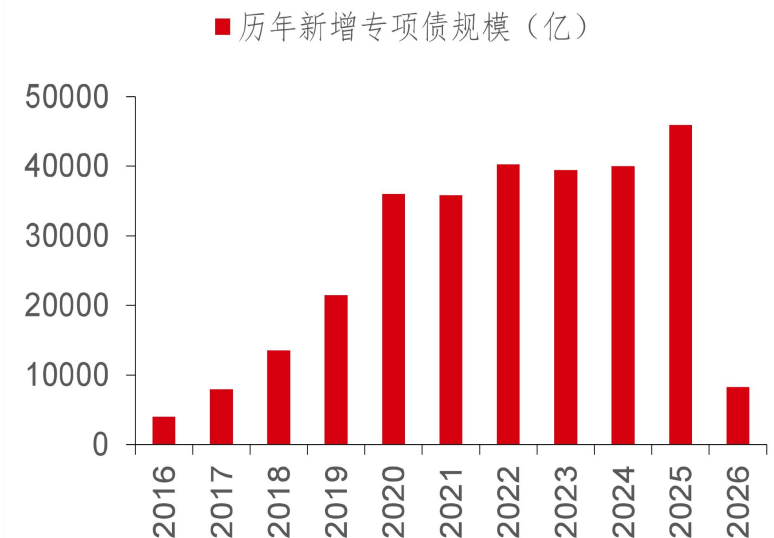
制造业投资结构改善



工业企业利润增速出现回升



今年以来专项债发行仍待提速

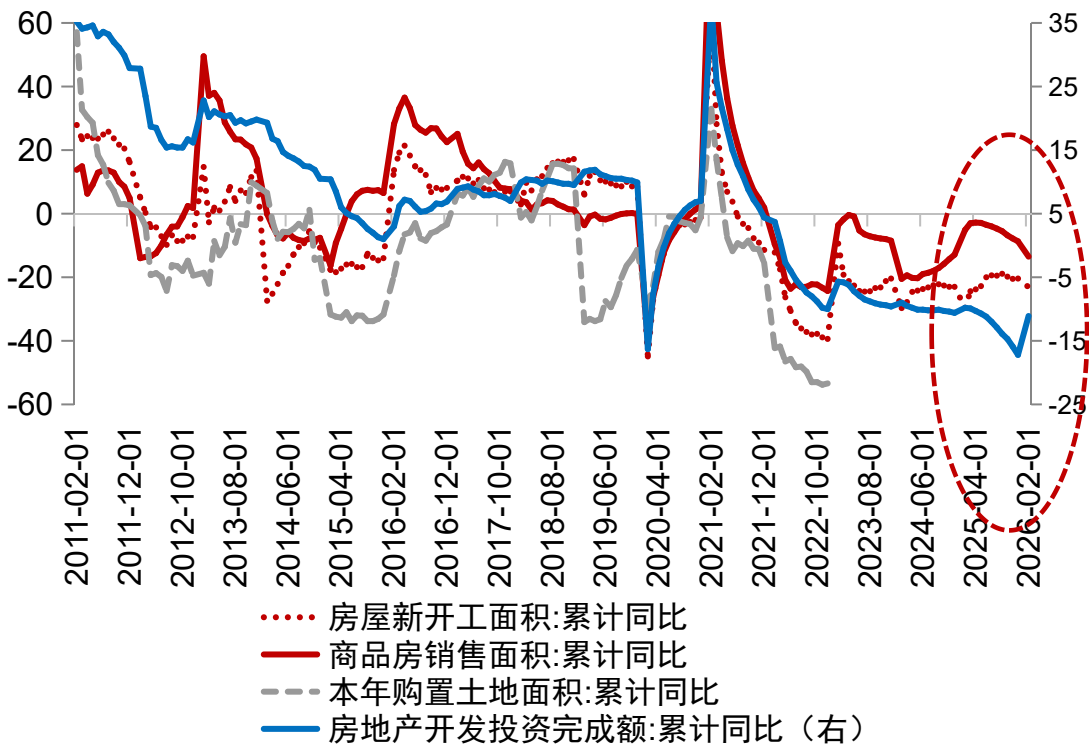


2.2 宏观环境：二季度投资增速仍可能继续回升

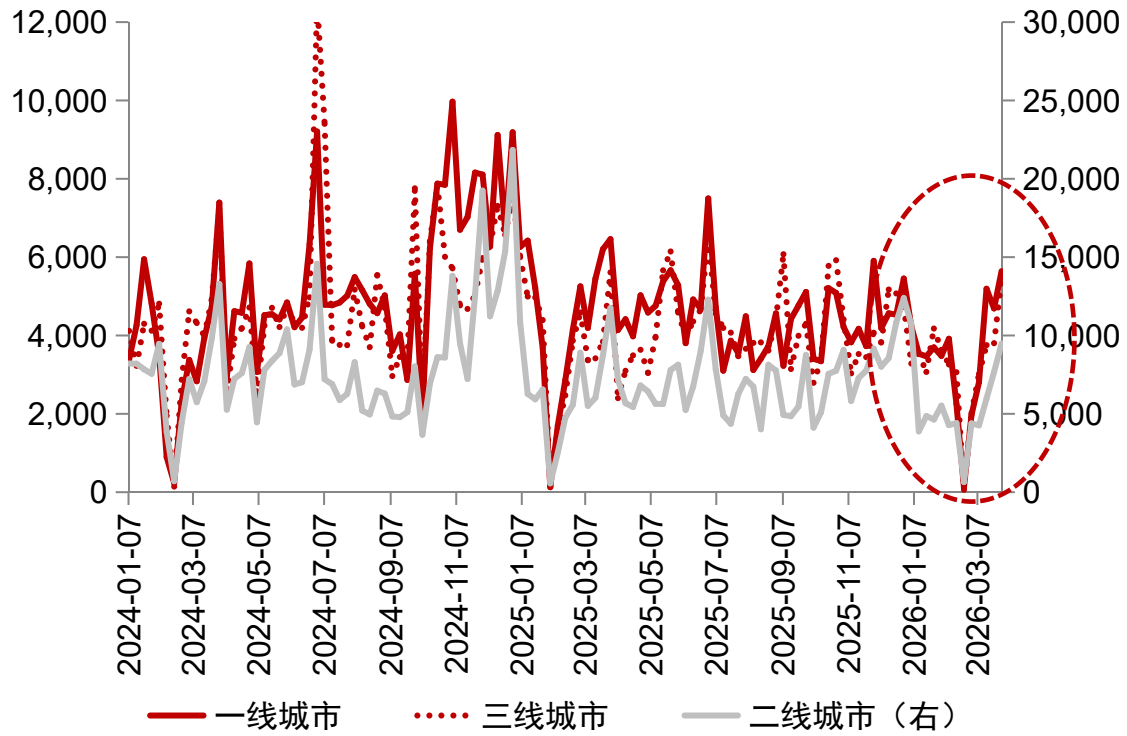
◆ 二季度地产投资增速降幅可能进一步缩窄。

(3) 地产投资增速降幅可能进一步缩窄：一是当前商品销售面积和新开工面积同比增速仍处于低位，但地产投资同比增速降幅有所收窄。二是短期地产放松政策不断，一二三线地产销售均有所企稳，预计二季度地产销售和地产投资增速降幅可能进一步缩窄。

短期地产投资增速降幅有所收窄



近期地产销售有所企稳



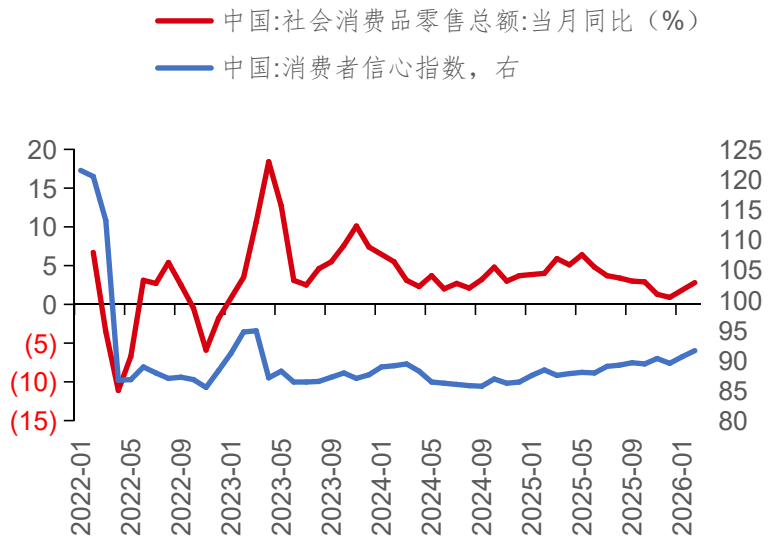
2.2 宏观环境：二季度消费可能继续结构性回升

◆ 二季度消费可能延续结构性回升。

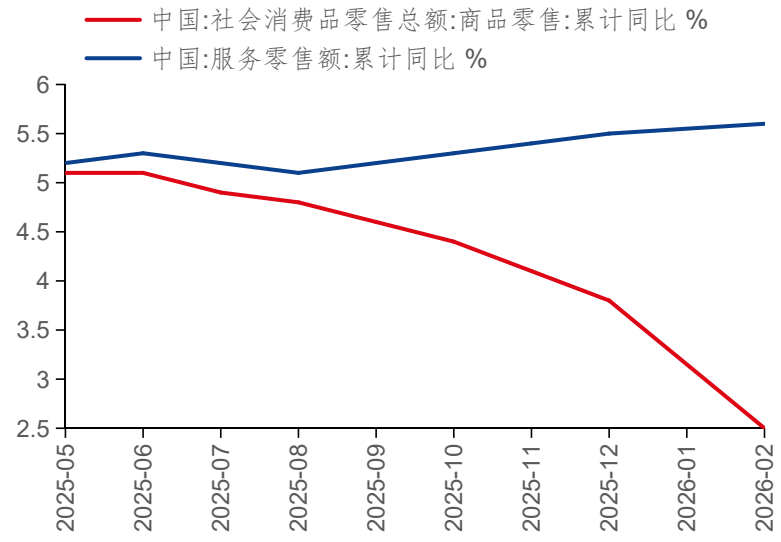
(1) 二季度支持消费的政策可能继续实施：一是在元旦春节消费旺季和政策刺激下今年1-2月消费增速有所回升，二季度来看，两会强调的提振内需政策可能继续实施，同时“五一”等假期刺激下消费增速可能继续企稳有所回升；二是二季度提振消费的政策仍可能从供需两端发力，供给端可能继续丰富消费环境，需求端可能继续促进居民增收、加码财政补贴等。

(2) 二季度消费结构性回升趋势可能延续：一是当前服务零售增速维持回升趋势，二季度在扩大教育、医疗、养老、文旅等领域优质供给等政策下服务消费可能继续维持较高增速；二是2025年以旧换新、财政补贴支持的商品如通讯器材、家具等零售增速较高，今年二季度这些政策可能延续，相关的商品零售增速可能继续维持较高增速。

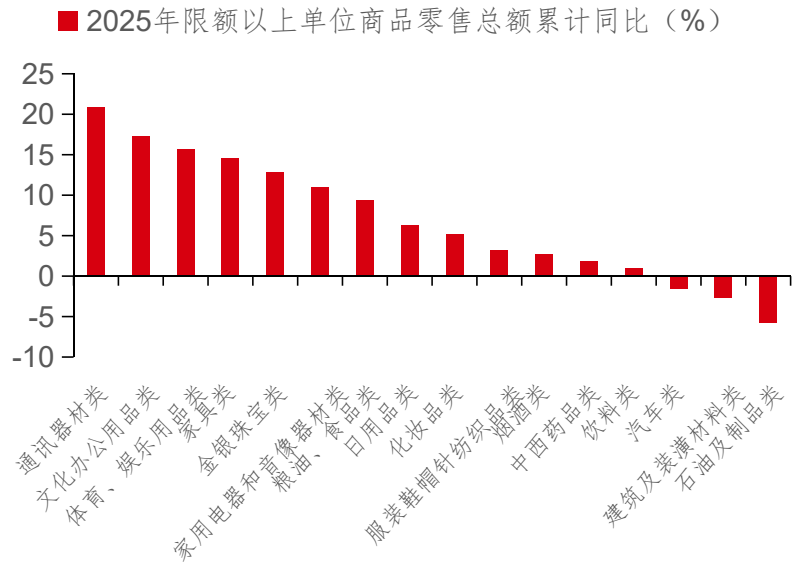
消费者信心指数有所回升



服务零售增速回升



通讯器材、家具等商品零售增速较高



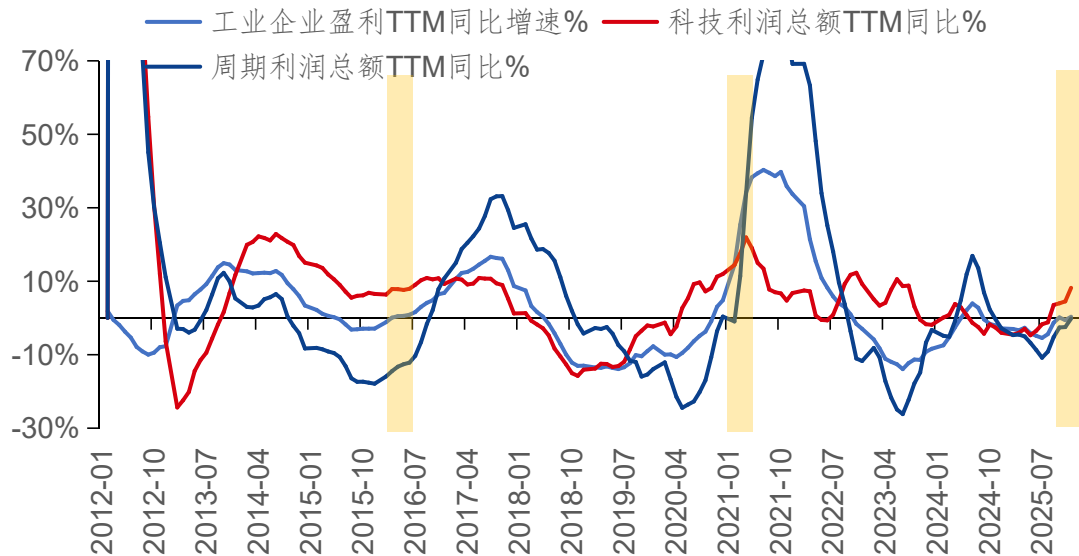
2.3 二季度市场主线：企业盈利可能回升

◆ 二季度企业盈利可能回升。

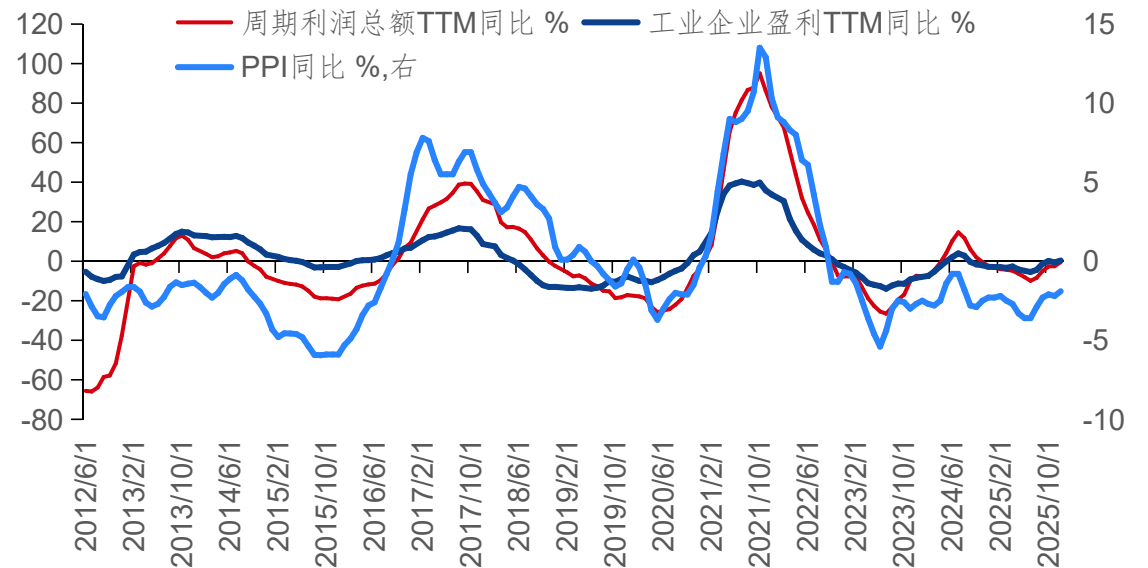
(1) “五年规划”落地当年二季度工业企业盈利增速多回升：2016和2021年分别为“十三五”和“十四五”规划落地首年，当年二季度工业企业（包括周期及科技）盈利增速均处于回升或高位阶段。

(2) 工业企业盈利增速在二季度有望继续结构性回升：一是周期类工业企业盈利增速与整体工业企业盈利增速和PPI周期基本同步，2026年反内卷等政策实施可能提升PPI和周期企业盈利增速；二是科技类工业企业盈利增速2015年以来领先于整体盈利增速，而当前科技企业盈利增速已于2025年5月见底，持续处于回升趋势中，预示着工业企业盈利增速可能见底回升。

“五年规划”落地当年二季度工业企业盈利周期多回升



PPI同比与周期行业工业企业盈利增速相关性较强



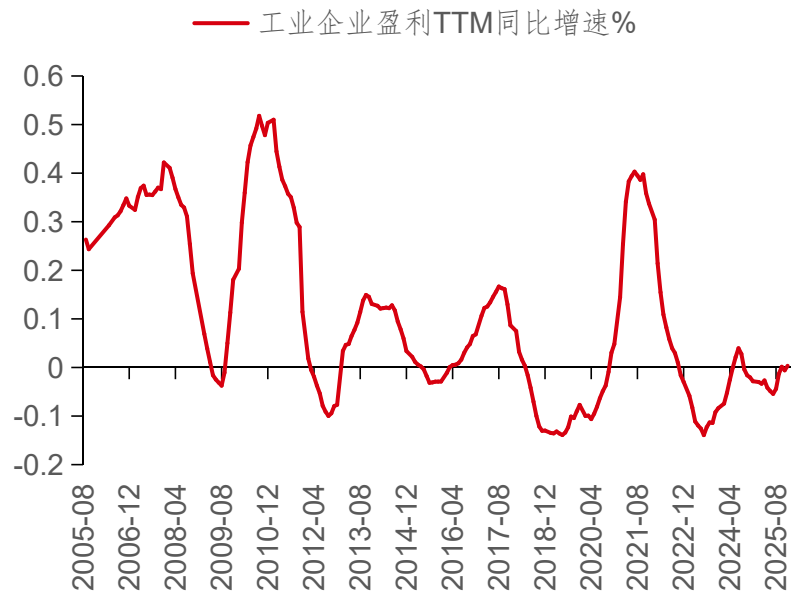
2.3 二季度市场主线：企业盈利可能回升

◆ 二季度企业盈利可能回升。

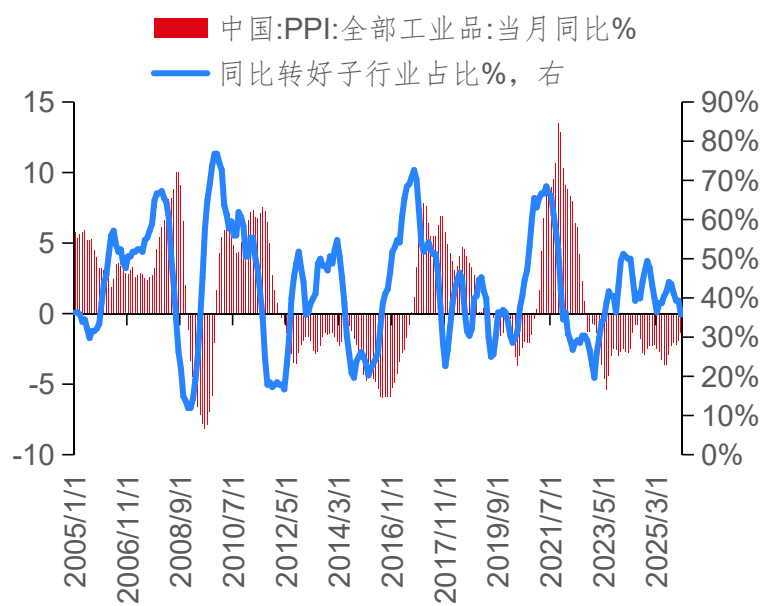
(3) 财政政策发力可能使盈利回升。一是财政发力可能使企业盈利维持较高增速，如2008年11月“四万亿”政策、2012年4月对小微企业财税支持、2020年3月特别国债发行等。二是今年两会对财政政策表述积极，二季度财政政策可能加速落地实施，推动企业盈利增速回升。

(4) 领先指标来看，二季度盈利可能结构性回升：一是PPI与盈利周期基本同步，而PPI领先指标当前仍在回升，或指向二季度盈利可能继续回升；二是当前2025年年报预告来看，盈利增速靠前行业主要是钢铁、有色金属、电子和计算机等周期和科技类行业，二季度该趋势可能延续。

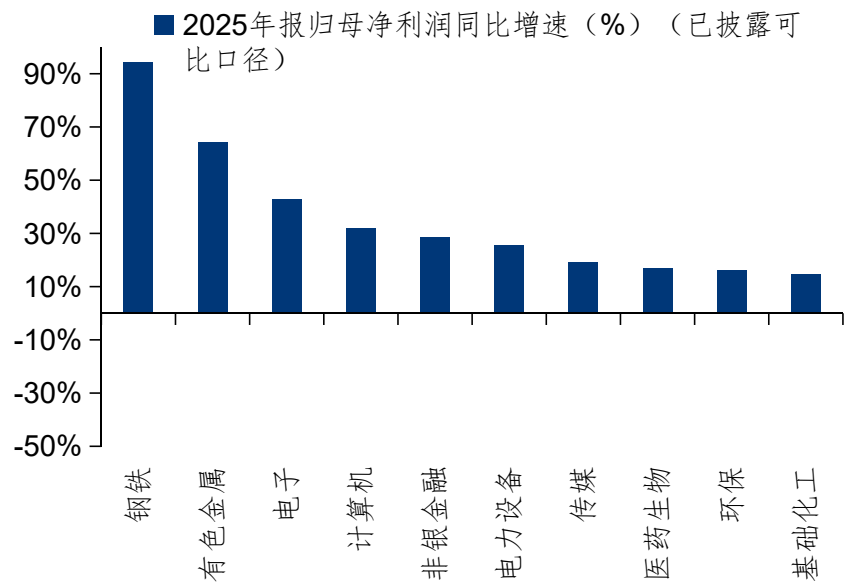
财政政策发力下盈利可能回升



PPI及其领先指标仍在修复



钢铁、有色金属等2025年年报盈利增速靠前



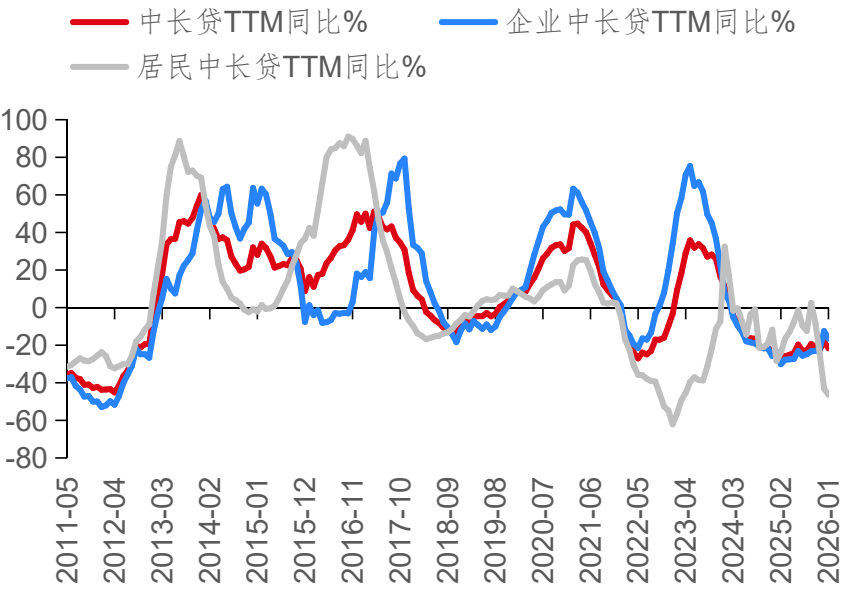
2.3 二季度市场主线：信用可能低位震荡磨底

◆ 二季度信用可能低位震荡磨底。

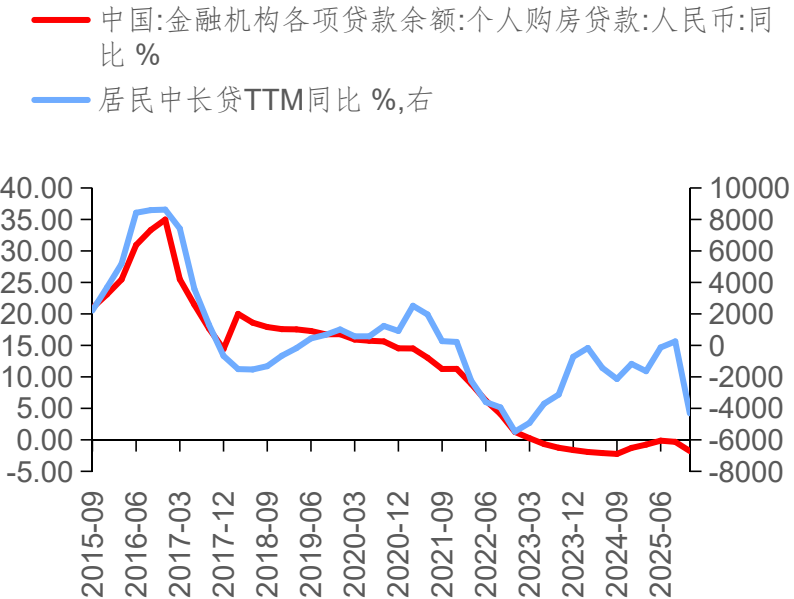
(1) 信用周期来看，历史上一轮中长贷增速下行和上行周期均持续11-23个月左右，上一轮中长贷增速在2023年7月见顶，至2025年年中见底，当前信用上升周期未完，但二季度信用周期受地产难强复苏、企业中长期低位回升等驱动可能继续震荡磨底。

(2) 二季度中长期增速可能继续低位缓慢回升。一是居民中长贷基本挂钩房贷，当前个人购房贷款余额同比增速有所回落下居民中长贷增速也出现下滑，预计二季度地产销售可能有所企稳，居民中长期回落趋势可能趋缓。二是企业中长期贷可能继续低位回升：首先，企业中长期与制造业投资、出口和基建投资等相关；其次，二季度制造业投资、出口和基建投资等增速均可能有所回升，当前已出现M2增速有所企稳回升，预示着企业融资需求可能上升，中长期可能低位有所回升。

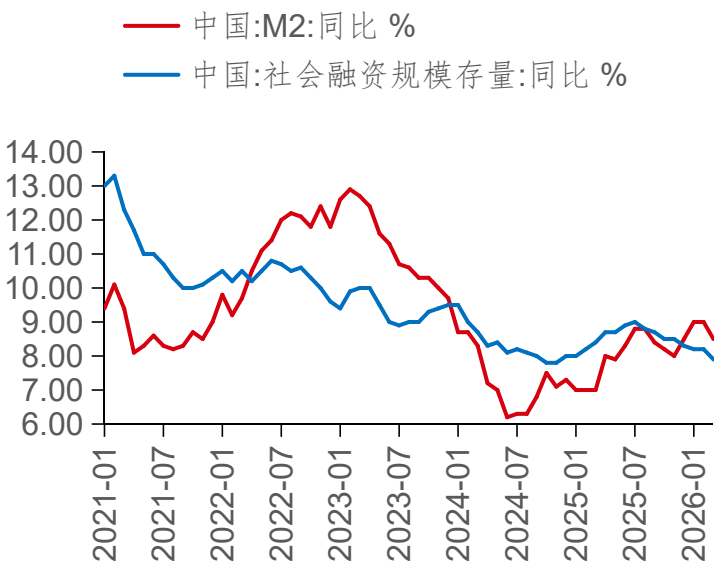
居民中长贷增速拖累较为严重



居民端继续去杠杆



M2增速有所回升



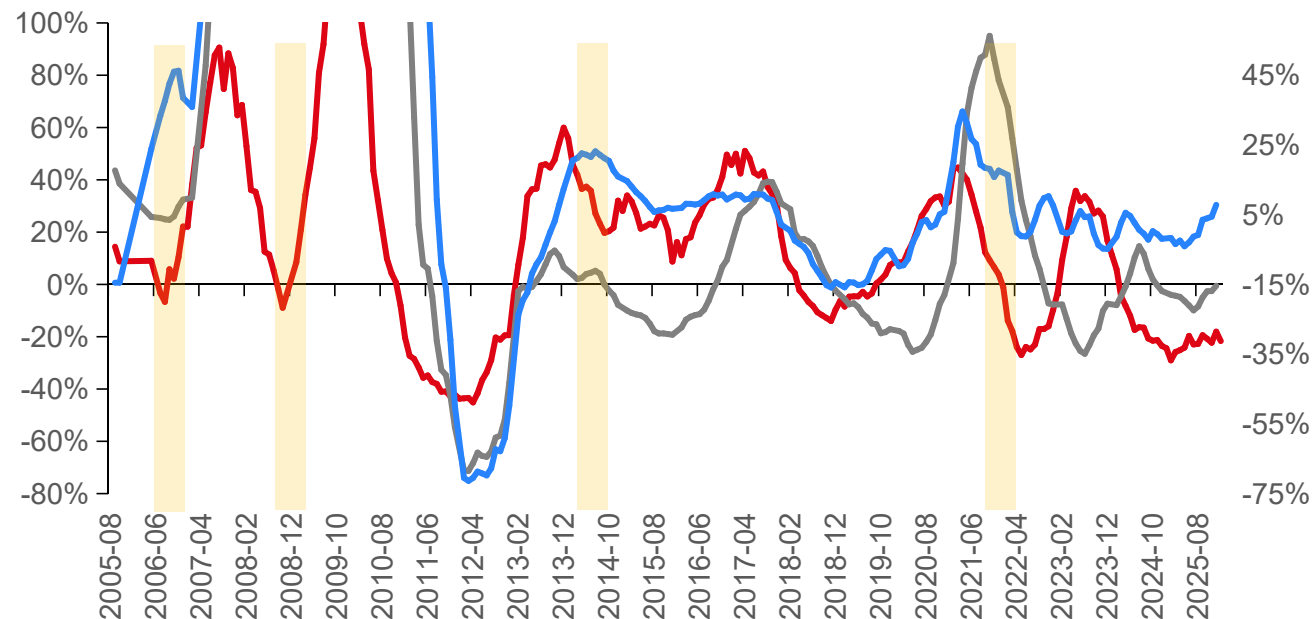
2.4 主线复盘：盈利上行后半段、信用低位时市场偏震荡

- ◆ 2005年以来盈利上行后半段、信用低位区间共有4段，分别为：2006/5-2006/9、2008/8-2008/10、2014/2-2014/7、2021/12-2022/2。
- ◆ 盈利上行后半段、信用低位时上证综指表现偏震荡，涨跌各半，期间内上证综指平均下跌4.8%，平均持续约67个交易日。

盈利上行后半段、信用低位共有4段

盈利上行后半段、信用低位期间上证偏震荡

— 中长贷TTM同比增速% — 周期利润总额TTM同比% — 科技利润总额TTM同比%，右



开始时间	结束时间	持续交易日(天)	上证涨跌幅(%)	信用变化幅度(pp)	科技盈利变化幅度(pp)	周期盈利变化幅度(pp)
2006/5	2006/9	88	5.74	-3.24	18.72	-1.12
2008/8	2008/10	39	-27.89	-14.25	98.12	80.13
2014/2	2014/7	106	7.53	-18.69	2.59	1.51
2021/12	2022/2	36	-4.33	-17.64	-1.26	-10.30

2.4 主线复盘：盈利上行后半段、信用低位时中小盘表现占优

- 历史上盈利上行后半段、信用低位时的2006/5-2006/9、2008/8-2008/10、2014/2-2014/7、2021/12-2022/2期间市值前60%-100%的中小盘表现较强，主要是期间估值弹性较大。

盈利上行后半段、信用低位时中小盘表现较强

市值分层	2006/5/31			2008/8/31			2014/2/28			2021/12/31		
	2006/9/31			2008/10/31			2014/7/31			2022/2/28		
	涨跌幅 (%)	盈利同比增速 (%)	PE (TTM) 提升幅度 (%)	涨跌幅 (%)	盈利同比增速 (%)	PE (TTM) 提升幅度 (%)	涨跌幅 (%)	盈利同比增速 (%)	PE (TTM) 提升幅度 (%)	涨跌幅 (%)	盈利同比增速 (%)	PE (TTM) 提升幅度 (%)
0-20%	-7.78	55.60	0.12	-30.24	39.06	-0.31	2.39	3.53	0.07	-7.00	45.61	-0.08
20%-40%	-5.39	74.92	-0.23	-31.83	44.87	-0.23	-0.30	25.57	0.11	-6.58	-127.86	-0.05
40%-60%	-3.72	-39.71	2.66	-32.32	5.42	-0.38	3.15	54.50	0.31	-2.59	-60.65	-0.04
60%-80%	0.56	-168.16	0.13	-31.17	-21.98	-0.35	5.24	-5.47	0.32	-2.95	-75.07	-0.02
80%-100%	2.46	-91.54	-0.06	-30.08	-111.60	-1.44	13.03	-45.04	1.12	1.09	-377.17	0.01

2.4 主线复盘：盈利上行后半段、信用低位时的行业表现

- ◆ 盈利上行后半段、信用低位时周期行业表现相对占优。如2008/8-2008/10期间的建筑装饰，2014/2-2014/7的房地产、有色金属，2021/12-2022/2的煤炭、有色金属等表现相对占优。
- ◆ 政策支持或产业趋势上行的行业表现相对占优。一是政策支持的行业表现可能相对占优，如受益于2008年“四万亿”刺激政策的建筑、电力、通信等行业，受益于2021年“双碳”政策而供给收缩的煤炭、有色金属、石化等行业。二是产业趋势上行或景气较高的行业可能表现相对偏强，如2006/5-2006/9受益于城镇化大趋势的房地产、银行等行业，流动性宽松和城镇化趋势延续导致景气上行的2014/2-2014/7的房地产、有色金属等行业，供给收缩和油价上涨驱动景气上行的2021/12-2022/2的煤炭、有色金属、石油石化等行业。

盈利上行后半段、信用低位时周期行业表现相对占优

		行业涨跌幅					
		2006/5/31-2006/9/31	2008/8/31-2008/10/31	2014/2/28-2014/7/31	2021/12/31-2022/2/28		
国防军工	29.09	建筑装饰	-13.88	房地产	23.71	煤炭	10.35
房地产	21.82	公用事业	-14.67	有色金属	20.40	有色金属	5.95
银行	16.00	通信	-17.49	汽车	18.89	石油石化	4.44
社会服务	15.14	传媒	-19.44	非银金融	16.95	银行	3.34
机械设备	11.97	医药生物	-19.62	国防军工	14.85	建筑装饰	2.06
通信	11.72	美容护理	-19.76	建筑材料	14.75	综合	1.80
商贸零售	10.37	家用电器	-22.41	煤炭	14.37	钢铁	1.01
轻工制造	8.94	房地产	-23.38	银行	10.40	交通运输	-0.09
电力设备	8.42	电力设备	-24.48	钢铁	10.32	房地产	-0.44
汽车	8.42	钢铁	-27.76	建筑装饰	10.07	基础化工	-1.07

2.5 二季度A股市场展望：震荡偏强

◆ 市场趋势：二季度A股可能震荡偏强，慢牛趋势延续。

- (1) 宏观环境：美国二季度可能通胀回升、就业继续回落，中期选举期间美联储可能难紧缩；二季度出口可能维持较高增速，制造业投资和基建投资可能维持较高增速，地产投资增速降幅可能进一步缩窄，消费可能延续结构性回升。
- (2) 市场主线：A股二季度可能处于企业盈利回升、信用低位磨底的阶段，历史经验上A股表现偏震荡，周期、政策支持或产业趋势上行的行业表现相对占优。
- (3) 二季度经济和盈利基本面回升、政策积极支撑估值等驱动慢牛的核心因素不变。

◆ 市场节奏：4月、5月可能相对偏强。

- (1) 4月美伊可能谈判，冲突有望边际缓解，A股超跌后受到经济和盈利基本面回升等支撑可能修复。
- (2) 5月地缘风险可能有所减弱，叠加特朗普可能访华，风险偏好可能有所回升。
- (3) 6月美国中期选举初选逐步开始，中美博弈的风险可能上升，此外美国通胀上升可能带来流动性预期的波动。

◆ 行业方向：二季度中小盘可能相对占优，科技成长和顺周期行业可能仍是配置主线。

- (1) 历史上盈利上行后半段、信用低位时的2006/5-2006/9、2008/8-2008/10、2014/2-2014/7、2021/12-2022/2期间40-100%的中小盘表现较强，周期、政策支持或产业趋势上行的行业表现可能相对占优。
- (2) 科技成长和顺周期行业仍可能是二季度配置主线：一是二季度可能处于因外部事件快速调整后的底部震荡期，历史经验上政策和产业趋势向上的行业相对占优，当前指向科技成长和部分周期行业；二是二季度部分消费可能也有配置机会。

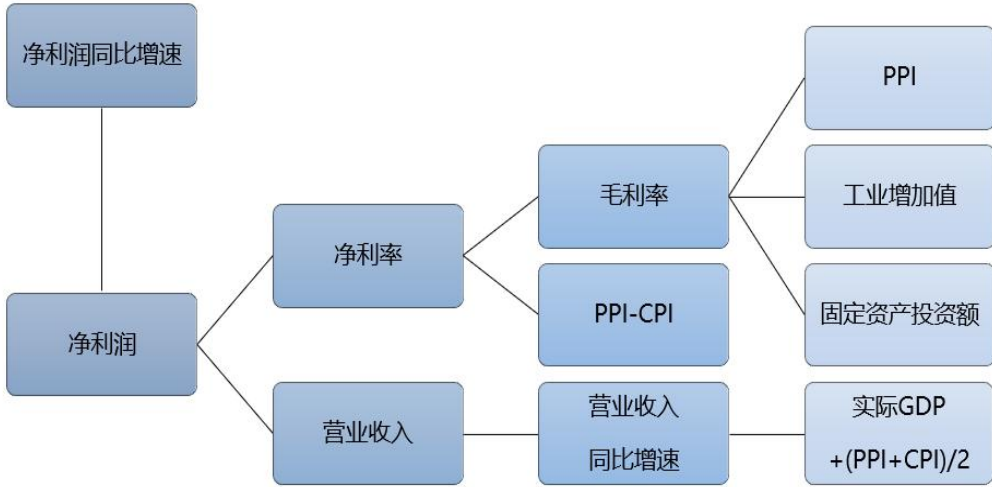
03.

**影响二季度A股走势的因素：
盈利可能回升，股市资金可能回流**

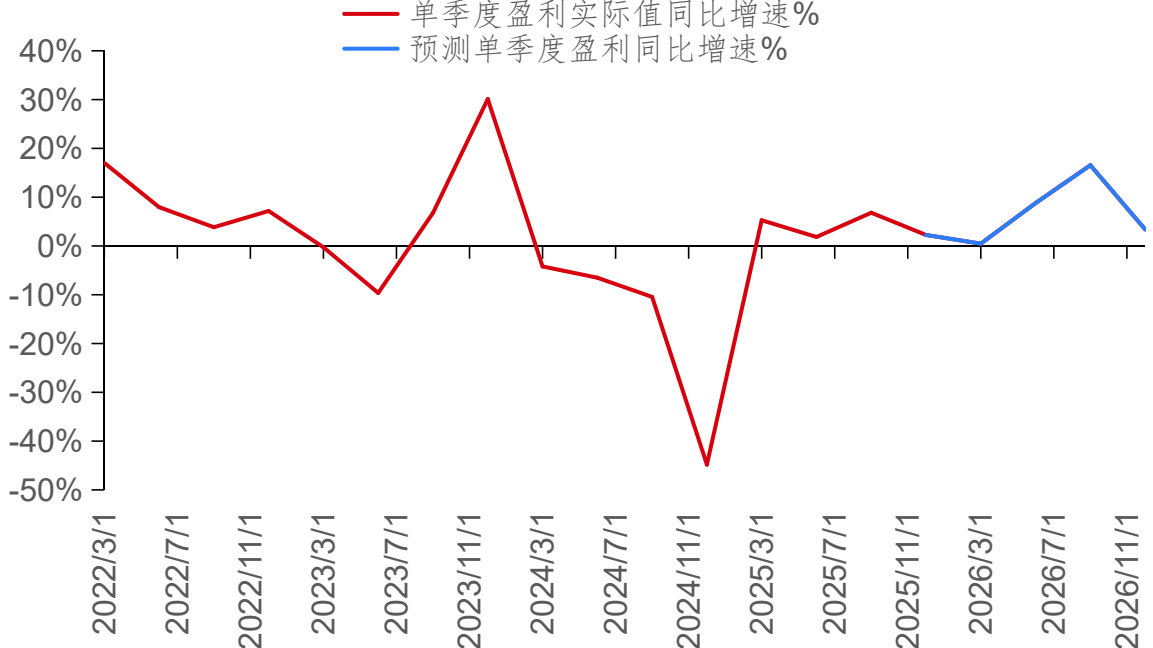
3.1 A股盈利测算：二季度盈利可能继续修复

- ◆ 预测方法: 结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 预计2026Q2-Q4全A净利润同比增速分别为8.79%、16.55%、3.39%，全年净利润同比增速为**8.27%**。

盈利预测框架



二季度盈利增速可能回升



3.2 股市资金：二季度融资和外资可能回流

◆ 二季度融资、外资等微观资金可能回流。

(1) **复盘历史，盈利上行后半段、信用低位期间股市微观资金多流入。**一是2014年融资开通以来，有两段盈利处于上行后半段、信用处于低位的期间，分别是2014/2-2014/7、2021/12-2022/2。二是2014/2-2014/7期间融资流入555亿，新发基金734亿；2021/12-2022/2期间外资流入253亿，融资流出902亿，新发基金1252亿；总体来看两端时期股市资金多流入。

(2) **今年二季度融资、外资等可能回流。**一是今年二季度可能处于盈利上行后半段、信用低位的阶段，根据历史经验，股市资金可能流入；二是今年2月28日美伊冲突以来，截至4月3日融资累计流出891亿，二季度来看，美伊冲突可能边际缓和、美国中期选举初选等可能导致风险偏好回升、流动性边际宽松，叠加国内经济可能继续回升，融资、外资可能回流。

盈利上行后半段、信用低位期间股市微观资金可能流入

开始时间	结束时间	外资净流入 (亿元)	外资日均净流入 (亿元/天)	融资净流入 (亿元)	融资日均净流入 (亿元/天)	新成立偏股 型基金份额 (亿份)	新发基金日 均成立规模 (亿份/天)
2014/2	2014/7	-	-	555.40	5.24	733.68	6.92
2021/12	2022/2	253.28	7.04	-902.28	-25.06	1252.24	34.78

3.2 股市资金：二季度融资和外资可能回流

◆ “十五五”首年的二季度融资和外资可能继续流入。

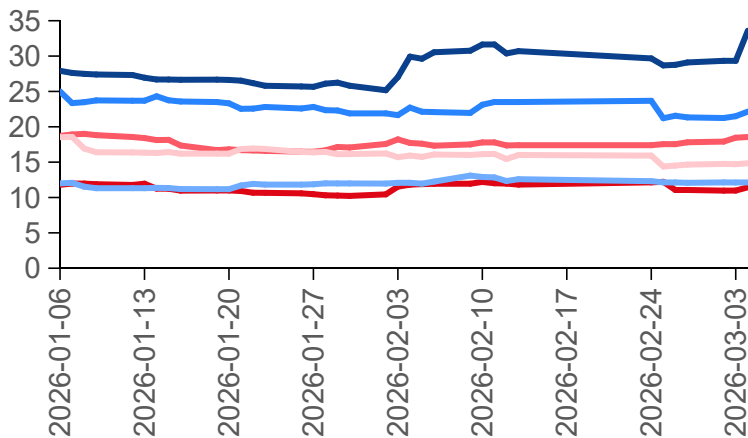
(1) 复盘历史，“十四五”首年二季度融资和外资均大幅流入A股。2021年作为“十四五”的开局之年，全年融资净流入2300.11亿元，其中二季度净流入1184.35亿元；全年外资净流入4322亿元，其中二季度净流入1238亿元。

(2) 今年来看，“十五五”首年的二季度融资和外资可能继续流入。一是根据历史复盘经验，今年处于“十五五”首年，五年规划首年的二季度融资和外资可能流入A股。二是二季度融资和外资可能回流：首先，二季度美伊冲突可能边际缓和，风险偏好可能回升，融资可能回流；其次，国内股市波动率相对较低，叠加二季度国内经济可能修复，同时美国流动性预期也可能边际改善，外资因此可能回流。

上证综指波动率相对海外股票指数偏低

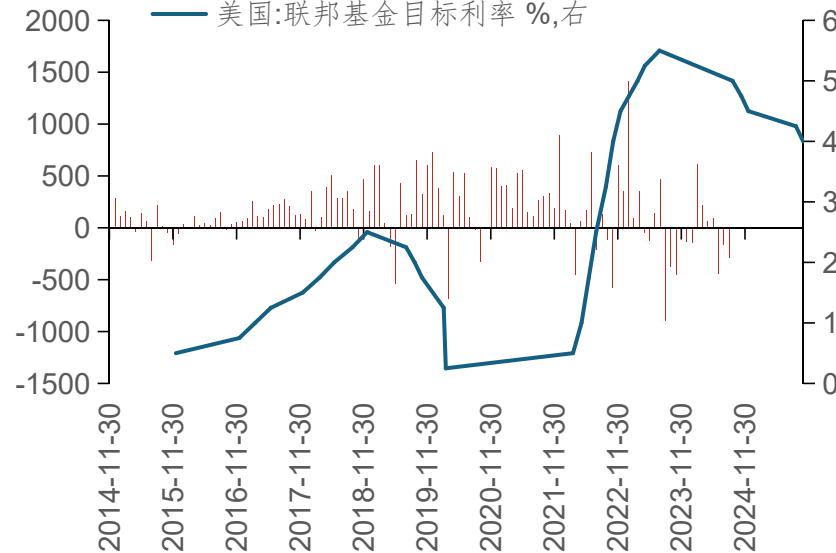
波动率 (%)

— 上证指数 — 韩国综合 — 日经225
 — 道指 — 恒指 — 纳指

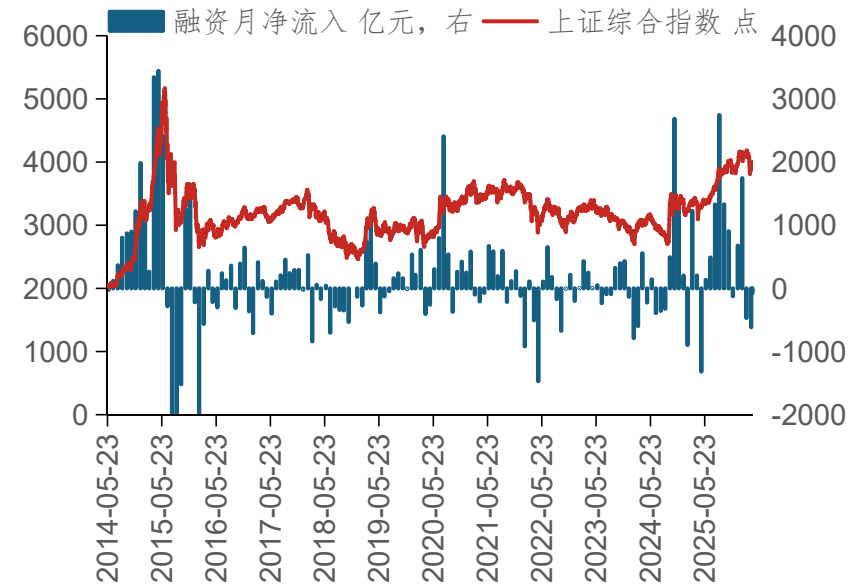


美联储降息下外资可能加大流入规模

■ 陆股通:当日买入成交净额(人民币)亿元
 — 美国:联邦基金目标利率 %,右



“五年规划”落地首年融资多呈净流入趋势



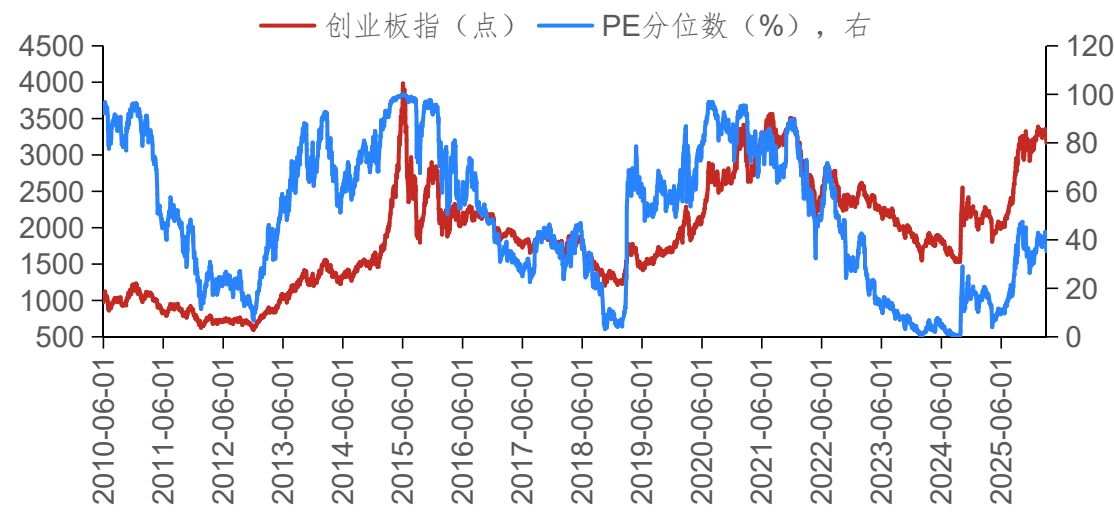
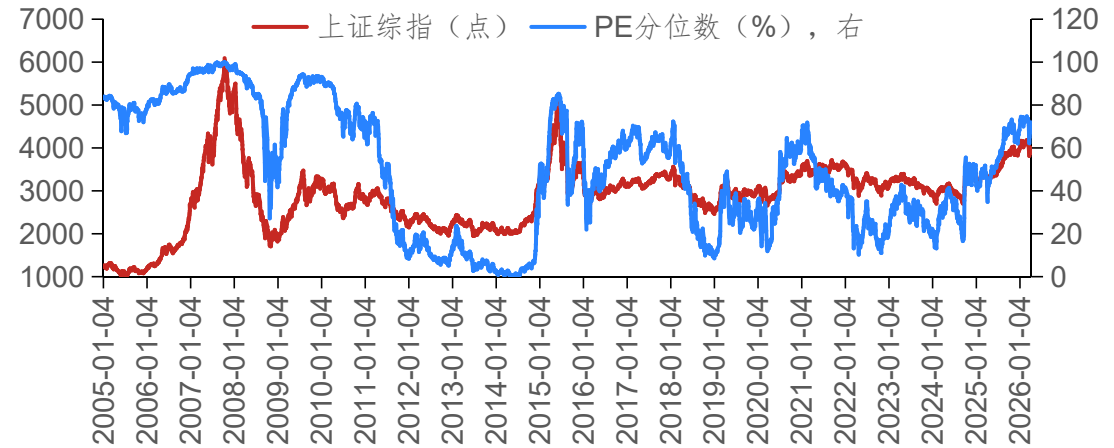
3.3 估值情绪：股市估值处于中性偏高水平

◆ 当前A股估值和情绪已经处于中性偏高水平，创业板指相对偏低。

(1) 当前上证综指估值分位数约为71.8%左右，距离牛市高点的位置约20%-30%的上升空间。

(2) 当前创业板指估值分位数约为34.6%左右，距离牛市高点的位置约有50-65%的上升空间。

当前A股估值已处于中性偏高水平



资料来源：wind、华金证券研究所（注：分位数计算从2005年起；数据截至4/15）

3.4 二季度政策依然可能偏积极

◆ “十五五”首年二季度政策依然可能偏积极。

一是复盘历史，“十四五”首年二季度资本市场的积极政策落地较快：首先，“十四五”总纲要于2021年3月发布，多数细项政策从三季度开始逐步落地，产业政策多从四季度开始落地；其次，二季度开始绿色金融、REITs等方面的资本市场政策快速落地。

二是今年二季度来看，资本市场、扩内需等相关积极的政策可能落地。首先，4月10日证监会发布《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》，包括加力支持新产业、新业态、新技术企业发展和传统产业转型升级，增设创业板第四套上市标准，支持优质创新公司灵活设置股权激励考核指标，支持创业板公司发行科创债、绿色债券等产品，优化创业板指数、ETF和期货期权品种体系等。其次，4月8日全国服务业发展大会召开，高层强调要大力发展科技服务和数智服务，推动制造业和服务业融合发展；二季度提振内需、扩大投资等政策落地实施可能进一步加快。

十四五首年多数细项政策从三季度开始逐步落地

十四五首年重点政策落地时间	
2021/3/12	第十四个五年规划和2035年远景目标纲要
2021/7/1	“十四五”循环经济发展规划
2021/8/23	“十四五”就业促进规划
2021/10/9	“十四五”国家知识产权保护和运用规划
2021/10/24	中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见
2021/10/24	2030年前碳达峰行动方案
2021/11/1	工业和信息化部关于印发“十四五”信息通信行业发展规划的通知
2021/11/12	“十四五”推进农业农村现代化规划
2021/11/18	“十四五”对外贸易高质量发展规划
2021/12/12	“十四五”数字经济发展规划的通知
2021/12/14	“十四五”市场监管现代化规划

十四五首年二季度资本市场政策落地较多

十四五首年二季度落地政策	
2021/4/2	中国人民银行、发展改革委、证监会关于印发《绿色债券支持项目目录（2021年版）》的通知
2021/5/10	国务院办公厅关于全面加强药品监管能力建设的实施意见
2021/5/27	中国人民银行关于印发《银行业金融机构绿色金融评价方案》的通知
2021/6/3	国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知
2021/6/17	国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知
2021/6/24	中国人民银行等关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知
2021/6/25	国务院关于印发全民科学素质行动规划纲要（2021—2035年）的通知
2021/6/29	国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知

04.

**行业配置：二季度科技成长和顺周期
依然可能是配置主线**

4.1 风格：盈利上行后半段风格偏均衡

- ◆ 二季度风格可能偏均衡。一是复盘历史上近6次盈利上行后半段A股风格的表现，可以看到6次中有3次小盘相对占优、3次超大盘相对占优，大小盘风格偏均衡；二是6次中有2次稳定、1次金融、1次消费、1次成长、1次周期占优，大类风格可能也偏均衡。

盈利上行后半段大小盘风格偏均衡

涨幅排名	2006/11/1		2010/3/1		2013/5/1	
	2007/12/31		2010/9/30		2013/11/30	
	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)
1	超大盘	256.5	小盘	5.0	小盘	26.8
2	大盘	252.5	中盘	-0.7	中盘	20.8
3	中盘	239.1	大盘	-10.8	大盘	-0.7
4	小盘	227.8	超大盘	-16.7	超大盘	-5.8
5	-	-	-	-	-	-
涨幅排名	2016/7/1		2020/8/1		2024/1/1	
	2017/1/31		2021/8/31		2024/6/30	
	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)
1	超大盘	11.0	小盘	15.3	超大盘	4.4
2	大盘	7.3	超小盘	7.7	大盘	0.8
3	超小盘	6.4	中盘	7.4	中盘	-9.7
4	中盘	-2.3	大盘	5.6	小盘	-16.8
5	小盘	-4.6	超大盘	-2.7	超小盘	-25.4

盈利上行后半段大类风格偏均衡

涨幅排名	2006/11/1		2010/3/1		2013/5/1	
	2007/12/31		2010/9/30		2013/11/30	
	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)
1	金融	281.2	消费	9.1	成长	34.0
2	周期	278.0	成长	6.7	消费	18.4
3	消费	221.1	周期	-3.1	周期	5.4
4	稳定	211.8	稳定	-14.5	稳定	4.8
5	成长	177.4	金融	-18.7	金融	-0.4
涨幅排名	2016/7/1		2020/8/1		2024/1/1	
	2017/1/31		2021/8/31		2024/6/30	
	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)	风格	涨幅 (%)
1	稳定	17.2	周期	42.4	稳定	8.8
2	金融	8.2	成长	15.7	金融	2.8
3	消费	6.6	稳定	1.8	周期	-1.2
4	周期	5.8	金融	-7.9	消费	-13.2
5	成长	-7.8	消费	-8.8	成长	-14.8

4.1 风格：盈利上行后半段小市值公司盈利可能改善

- ◆ 盈利上行前半段到后半段，盈利由大市值向小市值扩散。一是盈利上行前半段市值前0-40%大的公司盈利提升幅度较大：如2009/8-2010/9、2012/9-2013/11、2019/7-2021/8、2023/7-2024/6；二是盈利上行后半段市值前60%-100%大的公司盈利提升幅度较大：如2005/10-2007/12、2009/8-2010/9、2012/9-2013/11、2015/12-2017/1、2019/7-2021/8。
- ◆ 盈利上行后半段小市值公司盈利往往大幅改善，主要来自毛利率的贡献。一是盈利上行后半段是之前60%-100%大的公司盈利提升幅度较大，如2005/10-2007/12、2009/8-2010/9、2012/9-2013/11后半段盈利提升幅度在20%左右；二是后半段60%-100%大的公司毛利率提升幅度较高。

盈利上行阶段盈利由大市值向小市值扩散

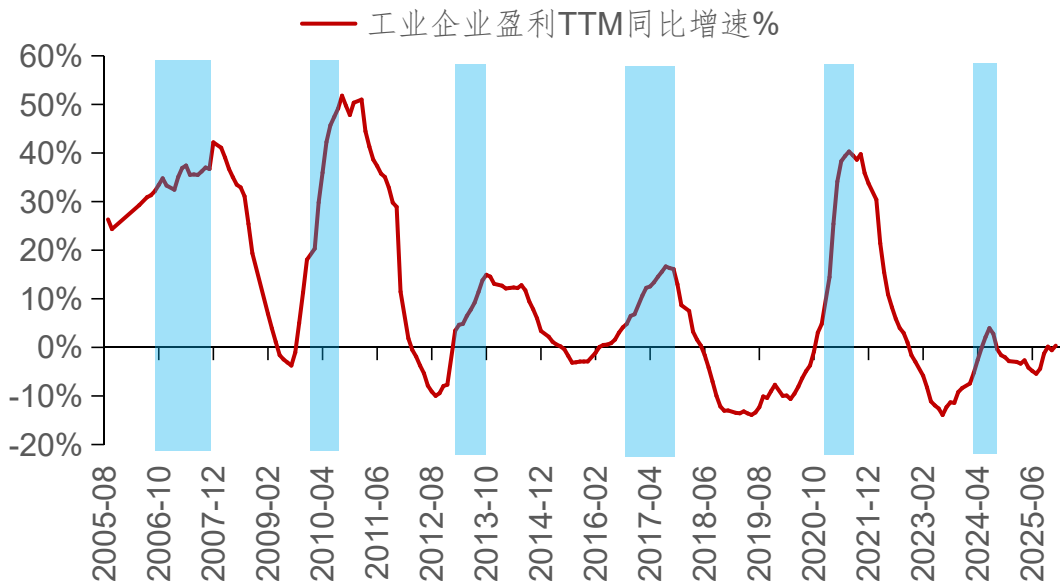
盈利上行前/后半段归母净利润提升幅度 (%)												
市值分层	2005/10/1		2009/8/1		2012/9/1		2015/12/1		2019/7/1		2023/7/1	
	2007/12/31		2010/9/30		2013/11/30		2017/1/31		2021/8/31		2024/6/30	
	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段
0-20%	1.52	0.67	7.77	0.73	2.81	0.06	0.77	1.65	1.03	0.78	4.89	0.33
20%-40%	0.50	15.68	1.05	1.15	1.41	0.97	0.98	1.67	1.28	0.75	1.64	1.19
40%-60%	-4.80	-0.80	6.15	1.27	1.13	1.00	2.60	1.50	-1.74	1.13	0.46	-0.70
60%-80%	8.43	0.53	-1.98	19.51	1.01	24.05	2.70	0.31	0.17	0.41	0.84	-0.03
80%-100%	14.84	22.32	2.39	0.78	-1.90	2.31	-0.52	1.88	0.48	1.64	-0.43	0.67

盈利上行前/后半段毛利率提升幅度 (pp)												
市值分层	2005/10/1		2009/8/1		2012/9/1		2015/12/1		2019/7/1		2023/7/1	
	2007/12/31		2010/9/30		2013/11/30		2017/1/31		2021/8/31		2024/6/30	
	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段	前半段	后半段
0-20%	0.48	-0.23	0.12	-0.36	-0.10	-0.55	0.62	-0.21	-0.37	-0.15	1.88	0.29
20%-40%	-1.46	0.87	0.71	-0.62	0.07	-0.68	0.58	-0.25	-0.82	-2.05	-0.30	-0.81
40%-60%	-0.05	9.39	0.01	-0.51	0.86	4.33	2.50	-0.32	-0.64	-2.49	-0.63	0.13
60%-80%	2.53	0.65	-1.45	0.55	-0.22	5.11	-6.53	-0.79	0.74	-2.76	0.31	-1.23
80%-100%	4.52	7.02	0.48	0.31	0.59	-2.73	1.94	1.95	-6.85	2.21	0.44	0.78

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

◆ 二季度科技成长和顺周期等行业可能相对占优。一是复盘历史上近6次盈利上行后半段A股行业的表现，可以看到6次中有5次顺周期行业相对占优，如2006/11-2007/12、2010/3-2010/9、2016/7-2017/11、2020/8-2021/8、2024/1-2024/6；而2013/5-2013/11领涨的都是科技成长行业。二是今年二季度A股可能处于盈利上行周期的后半段，而科技成长和部分周期行业景气可能持续上升，结合历史复盘经验，表现可能相对占优。

2005年以来盈利上行后半段共有6段



盈利上行后半段顺周期行业相对占优

涨跌幅排名	2006/11/1-2007/12/31		2010/3/1-2010/9/30		2013/5/1-2013/11/30	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	非银金融	395.5	美容护理	23.4	传媒	81.9
2	煤炭	358.4	食品饮料	16.8	计算机	54.2
3	美容护理	315.5	电子	16.4	国防军工	35.7
4	房地产	291.0	医药生物	15.9	环保	34.4
5	建筑材料	279.9	国防军工	11.6	通信	31.3
涨跌幅排名	2016/7/1-2017/11/30		2020/8/1-2021/8/31		2024/1/1-2024/6/30	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	家用电器	51.3	电力设备	94.9	银行	17.0
2	食品饮料	49.0	煤炭	71.0	煤炭	12.0
3	建筑材料	32.7	汽车	48.8	公用事业	11.8
4	煤炭	29.3	石油石化	44.4	家用电器	8.5
5	非银金融	25.4	机械设备	27.9	石油石化	7.9

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

◆ 二季度A股可能处于受外部事件影响而短期快速调整后的底部震荡阶段。

◆ 2003年以来，A股受外部事件影响而短期快速调整共有9次，其中有4次底部震荡后回升，有3次底部震荡后二次探底/跌破，有2次底部震荡后三次探底/跌破。

3次底部震荡后二次探底/跌破

快速调整原因	底部震荡			二次探底/跌破		
	开始时间	结束时间	政策/外部事件	开始时间	结束时间	政策/外部事件
欧债危机深化	2012/1/6	2012/5/7	西班牙银行业危机	2012/5/7	2012/12/3 (跌破)	中日关系紧张
克里米亚事件、俄乌冲突开始	2014/3/10	2014/4/10	俄乌冲突持续	2014/4/10	2014/4/28 (探底成功)	央行定向降准、港股通获批
俄乌冲突全面升级	2022/3/15	2022/4/19	美欧对俄制裁全面升级	2022/4/19	2022/4/26 (跌破)	上海疫情

4次底部震荡后回升

快速调整原因	底部震荡后回升		
	开始时间	结束时间	政策/外部事件
雷曼兄弟破产、次贷危机爆发	2008/11/4	2008/12/31	国务院推出4万亿元扩大内需十项措施、央行降准降息
欧债危机爆发	2010/7/1	2010/9/21	欧盟批准希腊银行重组计划
新冠疫情全球爆发	2020/3/23	2020/5/22	政府工作报告提出发行1万亿元抗疫特别国债
中美贸易摩擦升级	2025/4/7	2025/4/30	政治局会议强调实施更加积极有为的宏观政策

2次底部震荡后三次探底/跌破

快速调整原因	底部震荡			二次探底			三次跌破		
	开始时间	结束时间	政策/外部事件	开始时间	结束时间	政策/外部事件	开始时间	结束时间	政策/外部事件
非典爆发	2003/4/25	2003/7/1	疫情管控	2003/7/1	2003/9/30 (探底)	央行提准	2003/9/30	2003/11/13 (跌破)	央行提准
中美贸易摩擦爆发	2018/7/6	2018/9/28	美对中国商品加征10%关税	2018/9/28	2018/10/19 (探底)	美国宣布将退出《中导条约》	2018/10/19	2019/1/4 (跌破)	美股暴跌

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

◆ 复盘历史，底部震荡时政策支持和产业趋势向上的行业相对占优。

(1) 政策支持的行业相对占优：如2008/11/4-2008/12/31的电力设备受益于四万亿政策刺激，2010/7/1-2010/9/21的汽车受益于新能源汽车补贴，2012/1/6-2012/5/7的有色金属受益于《工业转型升级规划（2011—2015年）》，2014/3/10-2014/4/10的建筑材料受益于《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》等政策支持而相对占优。

(2) 产业趋势向上的行业相对占优：如2003/4/25-2003/7/1的传媒受非典疫情导致线上娱乐需求爆发，2020/3/22-2020/5/22的美容护理受益于国货崛起，2022/3/15-2022/4/19的煤炭受益于落后产能淘汰、供给优化，在当时产业趋势向上而相对占优。

底部震荡时政策支持和产业趋势向上的行业相对占优

底部震荡							
涨幅排名	2008/11/4-2008/12/31			涨幅排名	2010/7/1-2010/9/21		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)		行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
TOP 1	电力设备	17	0.0	TOP 1	汽车	12	7.3
TOP 2	建筑材料	15	16.4	TOP 2	建筑材料	14	38.0
TOP 3	医药生物	7	0.0	TOP 3	食品饮料	17	43.0
TOP 4	计算机	6	0.0	TOP 4	国防军工	8	5.7
TOP 5	社会服务	2	1.6	TOP 5	农林牧渔	20	54.4
涨幅排名	2020/3/23-2020/5/22			涨幅排名	2025/4/7-2025/4/30		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)		行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
TOP 1	美容护理	15	26.3	TOP 1	美容护理	26	26.1
TOP 2	食品饮料	5	29.6	TOP 2	商贸零售	29	60.3
TOP 3	医药生物	9	61.0	TOP 3	农林牧渔	8	0.7
TOP 4	家用电器	21	29.6	TOP 4	公用事业	20	7.4
TOP 5	商贸零售	24	8.2	TOP 5	银行	16	48.5

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

◆ 复盘历史，复盘历史，二次或三次探底时绩优和估值相对偏低的行业表现偏强。

二次探底时绩优和估值相对偏低的行业表现偏强

涨幅排名	底部震荡			二次探底/跌破		
	2012/1/6-2012/5/7			2012/5/7-2012/12/3		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
TOP 1	有色金属	16	26.3	美容护理	1	56.6
TOP 2	非银金融	23	40.4	医药生物	8	9.6
TOP 3	房地产	12	21.0	建筑装饰	14	36.8
TOP 4	煤炭	9	36.4	公用事业	3	59.2
TOP 5	食品饮料	2	22.3	家用电器	4	23.6
涨幅排名	2014/3/10-2014/4/10			2014/4/10-2014/4/28		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
	TOP 1	建筑材料	1	17.3	银行	12
TOP 2	房地产	21	13.2	非银金融	29	64.6
TOP 3	非银金融	17	23.8	房地产	7	35.5
TOP 4	银行	14	1.9	交通运输	14	43.0
TOP 5	煤炭	28	10.0	建筑装饰	6	36.8
涨幅排名	2022/3/15-2022/4/19			2022/4/19-2022/4/26		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
	TOP 1	煤炭	2	6.0	美容护理	3
TOP 2	房地产	27	77.3	食品饮料	15	28.5
TOP 3	农林牧渔	30	0.0	银行	16	81.8
TOP 4	银行	14	18.6	公用事业	23	42.5
TOP 5	社会服务	29	0.0	建筑装饰	17	31.5

三次探底时绩优和估值相对偏低的行业表现偏强

涨幅排名	底部震荡			二次探底/跌破			三次探底		
	2003/4/25-2003/7/1			2003/7/1-2003/9/3			2003/9/3-2003/11/13		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
TOP 1	传媒	26	54.2	计算机	21	62.8	钢铁	13	36.7
TOP 2	汽车	2	0.0	传媒	3	72.3	石油石化	23	52.8
TOP 3	公用事业	10	54.7	家用电器	7	90.5	汽车	12	0.0
TOP 4	计算机	23	50.2	综合	1	0.0	公用事业	22	60.8
TOP 5	石油石化	17	49.4	交通运输	26	89.8	煤炭	16	77.3
涨幅排名	2018/7/6-2018/9/28			2018/9/28-2018/10/19			2018/10/19-2019/1/4		
	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)	行业	业绩排名	PE历史分位数 (%)
	TOP 1	石油石化	1	63.4	银行	12	0.0	综合	1
TOP 2	银行	16	48.0	煤炭	14	51.3	通信	20	88.3
TOP 3	非银金融	30	14.5	家用电器	4	23.6	房地产	6	0.1
TOP 4	钢铁	8	4.5	非银金融	24	64.6	农林牧渔	29	17.9
TOP 5	煤炭	12	16.5	钢铁	31	89.5	电力设备	27	9.4

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

- ◆ 今年二季度绩优科技和部分周期行业可能相对占优。
- ◆ 一是二季度可能处于一季度快速调整后的底部震荡反弹时期，政策和产业趋势向上的行业占优。首先，科技创新、反内卷等政策支持的方向指向科技成长和周期行业。其次，产业趋势向上的行业也指向周期和科技：AI需求驱动AI硬件景气可能持续上升，石化、有色金属、化工等相关商品价格上涨导致部分周期行业景气度也可能继续上行。
- ◆ 二是二季度即使出现二次探底，绩优的科技和部分周期行业也可能相对占优：TMT、有色金属、基础化工、建材等周期和科技行业1-2月工业企业利润增速较高，分别为203.5%、148.2%、35.9%、16.2%、11.4%，一季报业绩增速可能较高。

2026年1-2月TMT、有色、科技硬件等行业工业企业利润增速较高

一级行业	对应工业行业	利润总额累计同比%	
		2026年1-2月	2025年度
TMT (除传媒)	计算机、通信和其他电子设备制造业	203.5	19.5
有色金属	有色金属冶炼和压延加工业	148.2	22.6
基础化工	化学原料和化学制品制造业	35.9	-7.3
建材	非金属矿物制品业	16.2	-1.7
交通运输	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.4	31.2
电力设备	电气机械和器材制造业	6.2	4.9
轻工制造	造纸和纸制品业	6.1	-13.6
煤炭	煤炭开采和洗选业	4.5	-41.8
机械	通用设备制造业	3.6	4.2
公用事业	电力、热力生产和供应业	3.4	13.9
纺织服装	纺织服装、服饰业	-5.2	-27.3
医药	医药制造业	-12.0	2.7
石油石化	石油和天然气开采业	-16.8	-18.7
食品饮料	酒、饮料和精制茶制造业	-17.2	-9.1
汽车	汽车制造业	-30.2	0.6

4.2 大类行业：科技成长和顺周期仍是配置主线

◆ 成长行业中的军工、传媒、计算机等外资和基金持仓占比相对较低。

(1) 成长行业中的军工、传媒、计算机、基础化工外资持仓占比较低。军工、传媒、计算机2026年一季度外资持仓占比相对较低，在全行业中排名分别为18、16、14、12名。

(2) 成长行业中的传媒、计算机、军工、化工基金持仓占比较低。传媒、计算机、军工、化工2025年四季度基金持仓占比较低，在全行业中排名分别为16、14、10、9名。

军工、传媒、计算机2026年一季度外资持仓占比较低

成长行业	持仓占比 (%)	排名
国防军工	1.05%	18
传媒	1.59%	16
计算机	1.94%	14
基础化工	3.08%	12
汽车	4.46%	9
通信	4.81%	8
医药生物	5.06%	7
机械设备	6.08%	5
有色金属	6.77%	3
电子	14.54%	2
电力设备	19.86%	1

传媒、计算机、军工2025年四季度基金持仓占比较低

成长行业	持仓占比 (%)	排名
传媒	1.32%	16
计算机	1.63%	14
国防军工	2.63%	10
基础化工	3.19%	9
机械设备	4.74%	7
汽车	5.07%	6
有色金属	8.05%	5
医药生物	8.07%	4
通信	11.12%	3
电力设备	11.45%	2
电子	23.75%	1

4.3 大类行业：消费可能也有配置机会

◆ 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。

2005年以来中信消费指数与沪深300比价有11次明显上升



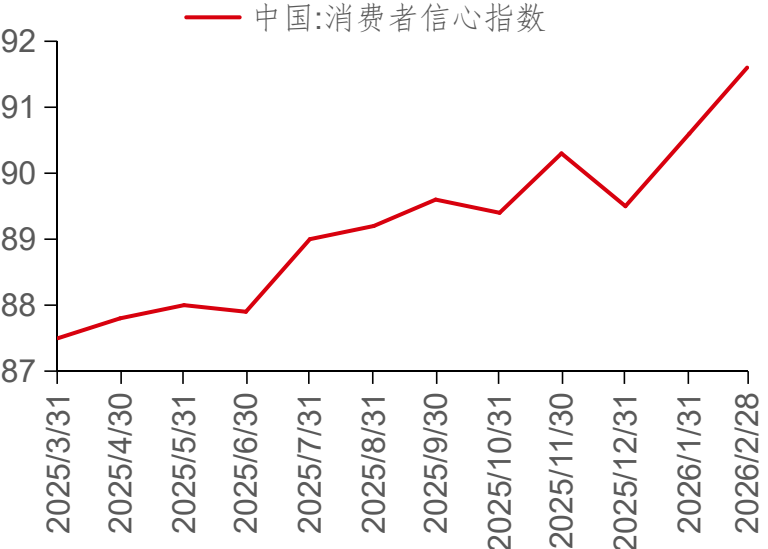
中信消费指数与沪深300比价上升期间各指标变化一览

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	央行升准
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	降低首付款比例；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《住房城乡建设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

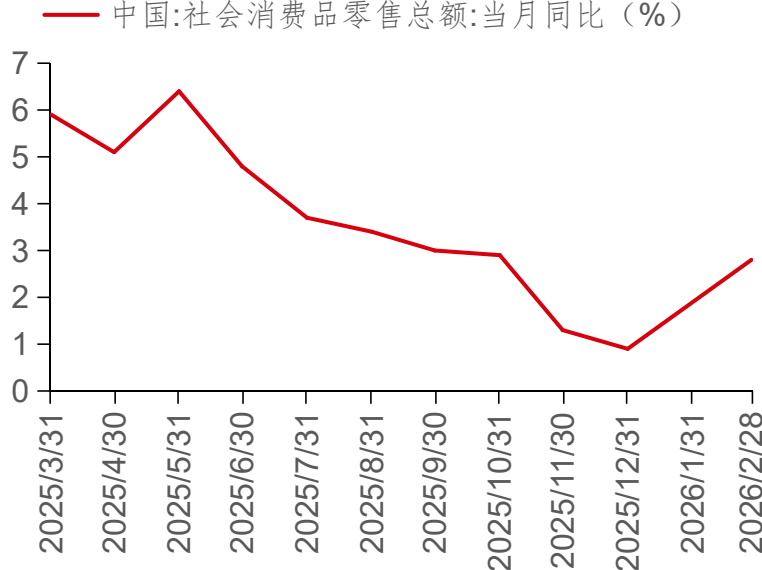
4.3 大类行业：消费可能也有配置机会

◆ **二季度消费行业可能也有配置机会。**一是二季度经济和盈利可能继续回升：首先，随着出口的高增和地产的企稳，二季度经济和企业盈利可能继续有所回升；其次，伴随着经济和企业盈利的修复，消费信心和消费增速当前已出现企稳回升，预计二季度可能延续缓慢回升趋势。二是二季度提振消费的政策依然可能继续实施：首先，今年2500亿元消费品以旧换新和1000亿财政金融协同促内需专项资金等可能逐步发放；其次，高层再次强调提振服务业，相关的政策可能在二季度进一步细化落实。三是二季度机构可能增持消费：首先，外资持仓中消费占比持续下降，从2025Q1的24.1%降至2025Q4的16.3%，但2026Q1持仓占比有所上升；其次，基金持仓中消费占比也持续下降，从2025Q2的22.06%下降到2025Q4的14.7%，2026Q1也可能回升。

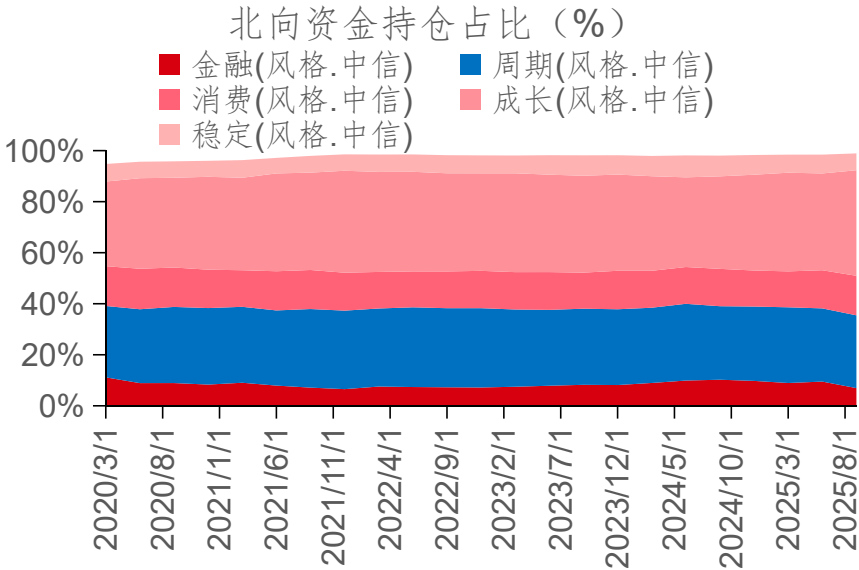
消费者信心指数上涨



社会消费品零售额上涨



2026Q1外资回流消费板块



4.4 科技成长筛选：电力设备、计算机、军工等性价比较高

◆ 从估值性价比角度筛选成长行业，建议关注电力设备、计算机、传媒、军工、电子等。

(1) 成长一级行业中的电力设备、传媒、军工、电子估值性价比较高：电力设备、传媒、军工、电子以2026年盈利预期计算的PEG较低，电子、军工、汽车2026年预期营收增速较高，计算机、电力设备、军工2026年预期净利润增速较高。

(1) 成长二级行业中的航海装备、游戏、风电设备等估值性价比较高：航海装备、游戏、风电设备等PEG较低，消费电子、航海装备、乘用车等预期营收增速较高，光伏设备、地面兵装、IT服务等预期净利润增速较高。

成长一级行业筛选

一级行业	PEG	2026E营收增速 (%)	2026E净利润同比 (%)
电力设备	0.36	2.33	75.72
传媒	0.59	-15.28	41.32
国防军工	0.75	10.83	67.65
电子	0.78	11.61	44.70
汽车	0.83	5.12	28.75
计算机	0.88	-0.19	75.20
机械设备	1.19	-6.18	28.00
通信	1.40	4.63	16.08
医药生物	1.49	-12.34	21.47

成长二级行业筛选

二级行业	PEG (2026E)	营收增速 (2026E) (%)	净利润增速 (2026E) (%)
航海装备 II	0.20	19.18	60.17
游戏 II	0.29	7.54	52.25
风电设备	0.32	0.21	74.26
地面兵装 II	0.40	10.90	1,409.11
商用车	0.38	9.95	42.74
软件开发	0.47	-2.25	120.16
光学光电子	0.38	-13.89	57.68
通信设备	0.53	15.57	54.35
军工电子 II	0.55	0.50	130.36
元件	0.54	8.25	41.65
IT服务 II	0.58	-4.27	247.12
电池	0.53	10.88	45.36
其他电源设备 II	0.61	9.40	55.90
消费电子	0.71	28.65	47.12
医疗服务	0.74	5.62	18.62
半导体	0.97	11.58	44.76
电网设备	1.02	-23.75	16.34
计算机设备	1.12	6.17	28.92
汽车零部件	1.16	-6.66	19.20
自动化设备	1.17	5.55	34.16
其他电子 II	1.24	-54.71	7.62
专用设备	1.31	-14.55	44.65
汽车服务	1.31	-91.25	66.45
化学制药	1.42	-13.21	32.95
医药商业	1.45	-18.55	1.01
通用设备	1.46	-13.88	30.86
航空装备 II	1.89	12.76	32.35
生物制品	1.86	-4.04	19.57
医疗器械	2.09	-12.26	30.66
电机 II	2.20	-19.10	4.77
航天装备 II	4.60	6.83	31.54
光伏设备	-	15.09	3,550.78

4.4 顺周期筛选：锌、镍、磷酸、碳酸锂等涨价空间较大

◆ 从本轮涨幅与历史平均涨幅相比来看，预计锌、镍、磷酸、碳酸锂等未来涨价空间可能较大。

(1) 有色金属中的锌、镍、锂相比历史涨价空间较大：有色金属中的锌、镍、锂本轮涨幅仅在历史平均涨幅的15.2%、19.5%、34.6%位置。

(2) 化工品中的碳酸锂、磷酸、尿素相比历史涨价空间较大：化工品中的碳酸锂、磷酸、尿素本轮涨幅仅在历史平均涨幅的30.6%、39.5%、65.1%位置。

有色金属中的锌、镍、锂相比历史涨价空间较大

部分涨价金属	历史平均涨幅 (%)	本轮涨幅 (%)	本轮/历史
锌	119.3%	18.1%	15.2%
镍	173.5%	33.8%	19.5%
锂	555.7%	192.3%	34.6%
铝	81.9%	28.8%	35.2%
铜	105.1%	44.8%	42.7%
黄金	106.5%	236.3%	222.0%
白银	90.2%	299.9%	332.4%
钨	81.0%	643.3%	794.4%

化工品中的碳酸锂、磷酸、尿素相比历史涨价空间较大

部分涨价化工品	历史平均涨幅 (%)	本轮涨幅 (%)	本轮/历史
电池级碳酸锂	431.1%	131.8%	30.6%
磷酸	58.1%	22.9%	39.5%
尿素	20.7%	13.5%	65.1%
煤化工指数	69.2%	53.1%	76.8%
石油化工指数	92.5%	71.1%	77.0%
硫磺	75.7%	78.5%	103.6%
纯苯	47.9%	60.1%	125.6%
磷酸铁锂	46.2%	66.2%	143.1%
丙烯	38.1%	69.7%	182.7%
PVC	9.9%	33.6%	338.6%

4.4 顺周期筛选：证券、航运港口、贵金属等性价比较高

◆ 按照当前PE分位数、2026年净利润增速预期、2026年营收增速预期等筛选相对占优的顺周期行业。

(1) 保险、证券、贵金属、专业服务、饲料等当前市盈率分位数较低。

(2) 航空机场、能源金属、汽车服务、普钢等2026年净利润增速预期较高。

(3) 贵金属、非金属材料、证券、环保设备等2026年营收增速预期较高。

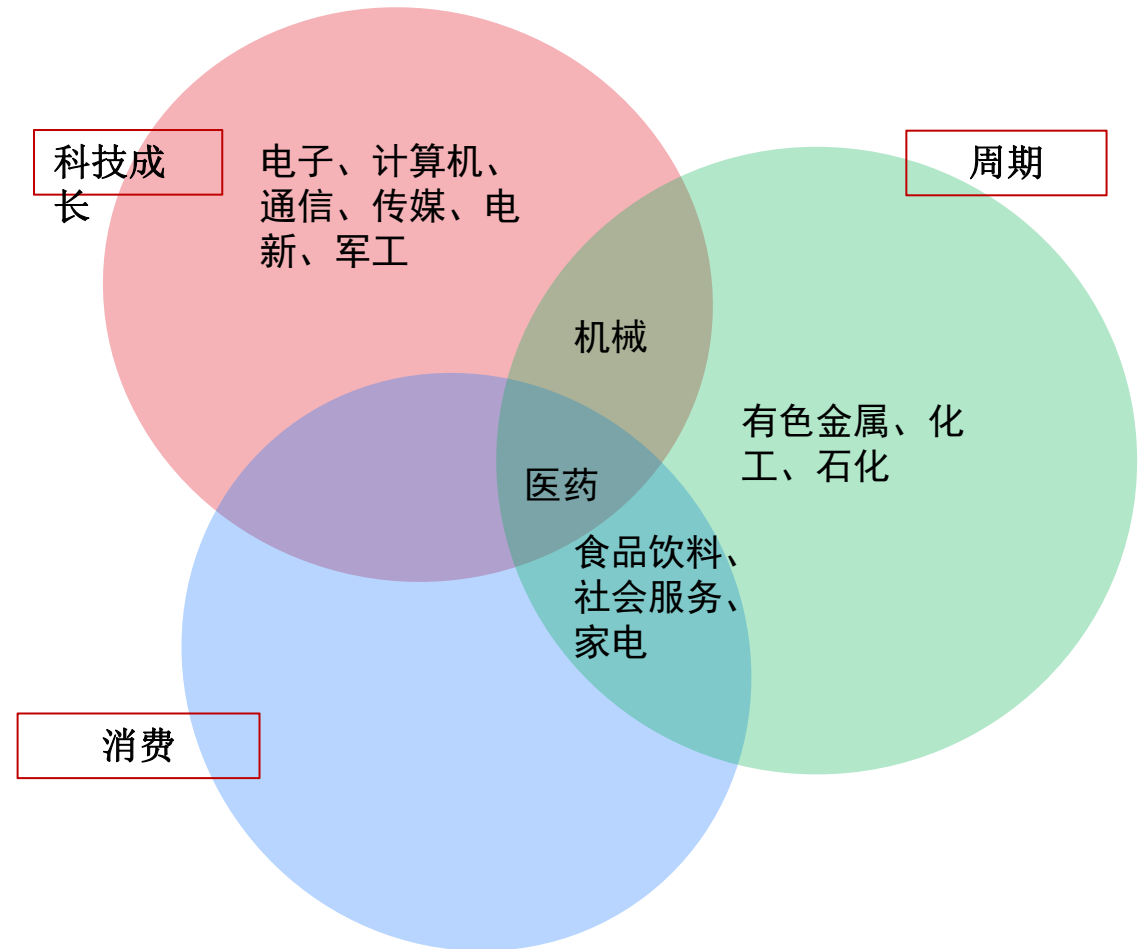
◆ 综合来看，证券、航运港口、贵金属、能源金属等估值性价比较高。

顺周期二级行业筛选

名称	市盈率分位数 (%)	市净率分位数 (%)	2026年营收增速预期 (%)	2026年净利润增速预期 (%)
保险 II	2.26	18.95	8.91	30.56
证券 II	6.69	17.75	20.25	43.24
专业服务	10.66	20.11	10.27	18.85
饲料	14.74	30.04	10.69	27.70
养殖业	15.36	19.32	4.45	-7.59
航运港口	21.28	26.22	-0.27	-15.29
燃气 II	22.50	34.67	3.84	15.15
农产品加工	28.49	35.66	2.58	33.45
油服工程	30.67	33.42	6.62	18.84
能源金属	32.82	25.29	12.50	2,842.35
工业金属	33.67	77.21	8.58	37.00
轨交设备 II	36.19	26.59	8.10	16.95
贵金属	43.62	65.78	30.30	81.31
种植业	46.05	27.03	11.47	30.52
房地产服务	46.96	30.48	12.47	-380.00
化学原料	47.82	37.30	6.52	13.33
汽车服务	48.96	45.20	-10.77	342.16
工程咨询服务 II	55.08	28.41	-2.58	13.20
工程机械	55.09	59.47	11.66	27.16
光伏设备	55.22	53.03	-5.31	98.46
农化制品	56.40	30.03	6.10	45.23
基础建设	57.64	16.58	1.37	0.82
化学制品	57.72	36.06	11.20	34.16
环保设备 II	58.09	34.28	16.78	141.94
铁路公路	58.83	9.86	0.41	1.11
金属新材料	60.20	65.86	14.01	37.06

4.5 行业配置建议

- ◆ 二季度大小盘风格可能偏均衡，小市值公司盈利可能改善。一是历史上盈利上行后半段大小盘风格偏均衡。二是历史上盈利上行后半段小市值公司盈利往往大幅改善，主要来自毛利率的贡献。
- ◆ 二季度科技成长和顺周期仍可能是配置主线，消费可能也有配置机会。一是二季度科技成长和部分周期行业表现可能相对占优：首先，二季度A股可能处于盈利上行后半段的阶段，根据历史复盘经验，科技成长和顺周期行业表现可能占优；其次，二季度A股可能处于因外部事件而导致的快速调整后的底部震荡阶段，根据历史复盘经验，政策和产业趋势向上的行业占优，当前指向科技成长和部分周期行业。二是二季度部分消费行业可能也有配置机会。
- ◆ 二季度行业配置：建议关注TMT、电新、军工、有色金属、化工、机械、医药、食品饮料等行业。（1）科技成长行业方面，建议关注电子、计算机、通信、传媒、军工、机械、医药等。（2）周期方面，建议关注有色金属、化工、石化等行业。（3）消费方面，建议关注食品饮料、社会服务、家电等行业。



- ◆ **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。
- ◆ **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。
- ◆ **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。
- ◆ **模型失效风险：**经济学模型基于有限纬度的理论框架，在实际应用中由于考虑到现实情况复杂性，数据实效性，信息不对称性等可能出现模型失效。

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全部责任，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.com