

向上的契机

报告日期: 2025-06-02

分析师: 郑小霞

执业证书号: S0010520080007

电话: 13391921291

邮箱: zhengxx@hazq.com

分析师: 刘超

执业证书号: S0010520090001

电话: 13269985073

邮箱: liuchao@hazq.com

分析师: 张运智

执业证书号: S0010523070001

电话: 13699270398

邮箱: zhangyz@hazq.com

分析师: 任思雨

执业证书号: S0010523070003

电话: 18501373409

邮箱: rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《如何看待银行板块跳水及细分领域性价比?—第21周》2025/5/25
2. 策略周报《如何把握汽车行业的投资节奏?—第20周》2025-05-18
3. 策略周报《如何看待军工行情的持续性?—第19周》2025-05-11
4. 策略周报《如何看待银行股大跌及配置价值?—第18周》2025-05-05

主要观点:

- 中美关税冲突继续缓和、出口预期修复,经济基本面尽管边际有所走弱但韧性较强,此外市场将逐步转向中央政治局会议、“十五五”规划等政策方向,整体而言市场存在向上契机。配置上,结构性特征仍然突出、行业分化较大,新消费领域机会层出不穷、可继续挖掘景气细分领域,此外银行保险也仍然具备很强的短期稳健型配置需求和中长期战略性投资价值。

- 市场观点: 关税冲突继续缓和,市场存在向上契机

关税冲突继续缓和,市场存在向上契机。5月已公布高频数据显示基本面边际走弱但仍显韧性。而中美关税冲突缓和后出口可能阶段性回暖,有望对市场风险偏好形成小幅提振。后续市场可能转向对7月政治局会议定调及发力、“十五五”规划等潜在政策方向的关注。因此,关税风险缓释、出口修复、博弈后续政策发力等预期下,市场存在向上契机,但持续性的上行还需政策明显加码或基本面出现明确改善迹象。

关税冲突继续缓和,国内政策保持“定力”,市场更加关注政治局会议、“十五五”预期。中美关税谈判取得进展,外贸企业订单存在修复迹象。5月末美国贸易法庭裁定特朗普实施全面进口税行为越权,但特朗普上诉后暂停实施,表明美国进一步加征关税风险明显减弱。国内4月宏观经济数据较3月放缓,但总体表现不差,外部风险缓释后国内政策可能保持“定力”、侧重于已有政策落地,后续市场可能转向对7月政治局会议、“十五五”规划等潜在政策发力方向的关注。

基本面边际走弱,后续出口风险缓释与政策落地效果尚待观察。5月已公布数据显示基本面边际走弱,中美经贸谈判推动后续出口风险缓释,以及5月降息降准等政策落地效果尚待观察,短期基本面难以对市场形成明显支撑但也不会存在显著掣肘。预计5月社零同比4.8%左右,固投累计同比4.0%,其中制造业投资累计同比8.7%、基建投资增速5.8%、地产投资增速-10.2%,出口同比4.5%;5月CPI同比0.1%、PPI同比-3%。

流动性维持充裕,短期货币再加码概率较小。5月上旬央行发布一揽子货币政策支持稳市场稳预期,降准25bp、降息10bp,MLF延续超额续作,流动性延续充裕。短期内总量型政策再加码概率较小,但当前信贷数据指向内需低迷,不排除年内再次降准、降息的概率。

- 行业配置: 新消费机会层出不穷,银行保险配置价值仍高

宏观政策预期决定5月市场走势。上旬中美关税持续升级、政策对冲预期持续升温,市场延续修复;下旬中美达成联合声明叠加4月经济数据表现超预期、政策对冲预期降温,市场进入震荡。5月市场整体小幅上涨,但高位波动特征更为凸显。行业机会上主要体现为新消费品、红利稳健资产和有催化剂军工等领涨。展望6月,我们继续维持市场高位震荡的判断。配置思路,由于市场缺乏显著向上动能,机会主要以结构性为主、行业分化仍然较大。考虑到宏观环境和政策仍处于积累量变过程中,因此一方面从自上而下角度,可继续配置稳健类资产,如高股息红利板块等。二方面从自下而上或中观切入角度,也可继续寻找景气细分领域机会,如景气新消费品等。

新消费品领域机会层出不穷，可继续从中观或微观角度挖掘悦己、IP 流量等景气赛道。在消费提振作为 2025 年首要经济工作任务、新生代群体消费增速边际快速提升的宏观背景下，市场继续维持万亿成交量水平叠加悦己、IP 经济等概念催化，一些市值偏小的新兴消费领域机会层出不穷。当前这种宏观环境和市场环境仍在延续，因此新兴消费领域的投资惯性预计也将延续。

银行保险仍然具备很强的短期稳健型配置需求和中长期战略性投资价值。

一方面，6 月市场仍将延续震荡，当前位置上进一步上涨动能偏弱，因此无论从稳市角度或者谨慎性配置高股息角度考虑，银行保险均有配置必要。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。三方面证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，更加重视业绩比较基准对投资行为约束，有利于低配行业资金回归，而银行保险是最典型的低配行业。

成长科技板块存在客观估值分位压力和有效上涨催化剂，仍有一定调整空间，需继续等待契机。根据我们的 TMT 投资框架，一方面如计算机行业当前估值分位 91.5%，处于历史阶段性行情可比高点，形成估值提升和上涨空间阻力。二方面无论从市场 β 性上涨体现成长高弹性、重磅技术或应用落地催化等上涨条件的可预见度均低。三方面本轮泛 TMT 的最大调整空间较此前可比行情的幅度仍有不足。

● 风险提示

市场对国内经济基本面预期持续恶化；国内政策落地节奏和力度不及预期；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险等。

正文目录

1 市场观点：关税冲突继续缓和，市场存在向上契机.....	4
1.1 关税冲突继续缓和，国内政策保持“定力”，市场更加关注政治局会议、“十五五”政策预期.....	4
1.2 基本面边际走弱，后续出口风险缓释与政策落地效果尚待观察.....	5
1.3 流动性延续充裕，货币短期再加码可能性小.....	8
2 新消费机会层出不穷，银行保险配置价值仍高.....	9
2.1 如何看待新消费后续行情的结构和持续性？.....	10
2.2 如何看待长期调整后的成长科技后续行情？.....	14
2.3 配置主线：银行保险仍具备短期性价比和中长期战略价值.....	16
风险提示：.....	18

图表目录

图表 1 新出口订单回升较为明显.....	6
图表 2 中型企业 PMI 回落，大型企业 PMI 改善.....	6
图表 3 乘用车批发与零售同比增速较 4 月波动加剧.....	6
图表 4 5 月纺织价格有所回升，小商品价格回落.....	6
图表 5 开工率分化，PX 下降、轮胎持平、高炉上升.....	7
图表 6 5 月粗钢产量持平.....	7
图表 7 5 月农产品价格继续回落.....	7
图表 8 关税边际变化不大，能源与有色价格震荡企稳.....	7
图表 9 5 月建材价格整体下行.....	8
图表 10 5 月 30 城商品房周销售面积同比有所改善.....	8
图表 11 10 年期国债利率 5 月先升后降.....	9
图表 12 4 月信贷低迷.....	9
图表 13 零零后近年消费边际增速较快.....	11
图表 14 自 4 月 7 日低点反弹以来消费行业整体涨幅靠前.....	12
图表 15 消费一级行业涨跌幅，市场较小行业涨幅居前.....	12
图表 16 消费三级行业分类中的新消费概念升温、炒小不炒大现象突出.....	13
图表 17 向新消费概念中细分方向低估、滞涨以及弹性较高的方向寻找机会.....	14
图表 18 当前泛 TMT 板块阶段性低点仍是 2025 年 4 月初.....	15
图表 19 计算机的历史估值百分位仍处高位，缺乏向上空间.....	15
图表 20 自 4 月 8 日底部反弹以来银行板块内部出现分化.....	17
图表 21 国有大行估值相对其余细分板块持续处偏高水平.....	17
图表 22 国有大行股息率仍然相对靠前.....	18
图表 23 银行细分行业中市值较小的方向弹性较高.....	18

1 市场观点：关税冲突继续缓和，市场存在向上契机

1.1 关税冲突继续缓和，国内政策保持“定力”，市场更加关注政治局会议、“十五五”政策预期

关税冲突继续缓和，外部风险持续缓释。①5月12日，中美双方发表日内瓦经贸会谈联合声明，取消91%的报复性关税，为24%的“对等关税”暂停实施90天并进行谈判，标志着中美关税冲突明显缓和。并且，从相对税率和关税政策看，美国对华关税政策基本与其他发达国家持平，未对中国出口商品进行“区别对待”，好于此前市场预期。②当地时间5月28日，美国贸易法庭针对特朗普在“解放日”宣布关税生效的行为，裁定特朗普对贸易逆差国家实施全面进口税的行为越权。法院明确指出，特朗普依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)宣布贸易逆差为“国家紧急状态”并加征关税的做法，超出了该法授予总统的权限。IEEPA对总统权力设定了明确限制，包括要求一旦总统援引IEEPA宣布国家紧急状态，必须立即向国会提交一份情况说明报告，总统应在随后行使权力的每6个月向国会提交一次更新报告。此外，IEEPA第1701条要求总统只能在美国面临“不寻常状态且极其严重威胁”时才能宣布紧急状态。按照目前美国法律体制，美国贸易法庭裁决立即生效（给特朗普政府10日调整期，能否顺利执行还需要特朗普政府下海关的配合），特朗普政府已就法院阻止“解放日”关税的裁决提起上诉。次日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。

因而，美国内部对关税存在较多分歧，短期内美国进一步加征关税风险明显减弱，可能对全球市场风险偏好形成一定提振。但中长期来看，美国国内阻力尚不足以形成有效掣肘，白宫贸易顾问纳瓦罗也明确表示，即使不能在IEEPA框架下征收关税也会选择其他方式，故特朗普加征关税最终仍取决于美国和贸易伙伴谈判。

关税政策不确定性推动美联储对降息维持谨慎，预计重启降息窗口推迟至三季度末。5月29日，美联储公布了今年5月份FOMC会议纪要，显示美联储对降息维持谨慎，短期内维持“按兵不动”概率加大。尽管美联储认为美国宣布的关税上调幅度和范围远超他们的预期，实际经济活动将受到已经宣布的贸易政策更大的拖累，对此美联储下调了对2025年与2026年美国经济增长的预期。

但掣肘美联储降息的因素依然偏多：①一方面，美联储指出围绕贸易政策的演变以及对经济影响的规模、范围、时机和持久性，都存在相当大的不确定性。财政、

监管和移民政策的变化及其对经济的影响也存在重大不确定性，上述因素导致“美国经济前景的不确定性进一步增加，在美国政府的一系列政策变化对经济的影响变得更加清晰之前，采取谨慎的态度是恰当的”。②另一方面，美联储认为通胀可能会受到更高关税的影响，担忧美国公司将部分或全部与关税相关的成本增加转嫁给消费者，特别是对中间产品征收关税、供应链终端可能会导致通货膨胀持续加剧。CME显示，市场对6月美联储不降息的押注为98.7%，9月份降息的概率略高于50%。

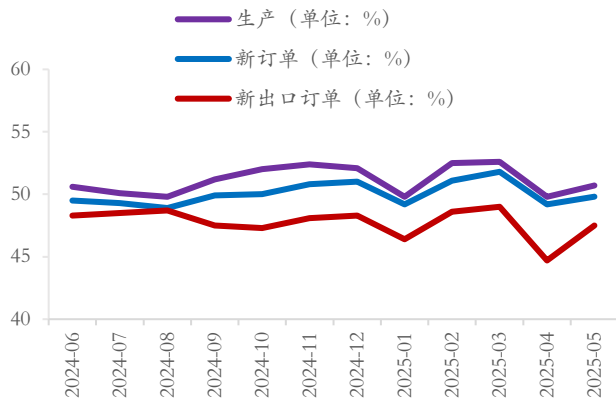
外部风险缓释后，国内政策可能保持定力。4月宏观经济数据较3月有所放缓，关税影响逐步显现，但总体表现不差，其中消费在政策支撑下维持韧性。中美谈判取得进展后经济数据并未显示政策加码紧迫性，因而当前政策重心在于存量政策落地执行，如5月上旬央行一揽子政策落地，故短期内政策再次加码迫切性下降，预计6月国内政策可能保持定力，对市场风险偏好影响不大。后续市场可能转向对7月政治局会议、“十五五”规划等潜在政策发力方向的关注。

1.2 基本面边际走弱，后续出口风险缓释与政策落地效果尚待观察

基本面边际走弱，后续出口风险缓释与政策落地效果尚待观察。5月已公布的高频数据显示基本面边际走弱，中美经贸谈判以及美国法院裁定“对等关税”无效等因素推动后续出口风险缓释，以及5月以来降息降准等政策落地效果尚待观察，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计5月社零同比增长4.8%左右，固定资产投资累计同比增长4.0%，其中制造业投资累计同比8.7%、基建投资增速5.8%、地产投资增速-10.2%，出口同比4.5%；5月CPI同比0.1%、PPI同比-3%。

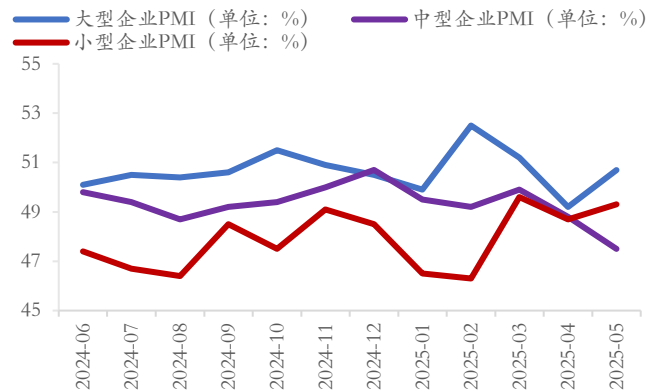
中美关税冲突缓和推动 PMI 温和回升。5月制造业 PMI 为 49.5%，较上月回升 0.5 个百分点，在荣枯线之下企稳。①中美谈判取得积极进展后，外需回升最为明显。5月生产、新订单和出口订单指数分别为 50.7%、49.8%和 47.5%，生产和需求均有所回升，尤其是新出口订单大幅回升 2.8 个百分点。②就业压力小幅改善，但从业人员指数仍在低位。5月从业人员为 48.1%，较上月回升 0.2 个百分点。③服务业延续温和改善态势。5月份，服务业 PMI 为 50.2%，较上月回升 0.1 个百分点。建筑业 PMI 下降至 51%，主要是受地产景气度下行拖累、也表明基建开工也依然偏慢。从不同企业类型的 PMI 来看，大型企业、小型企业有所改善，但中型企业 PMI 明显回落。

图表1 新出口订单回升较为明显



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

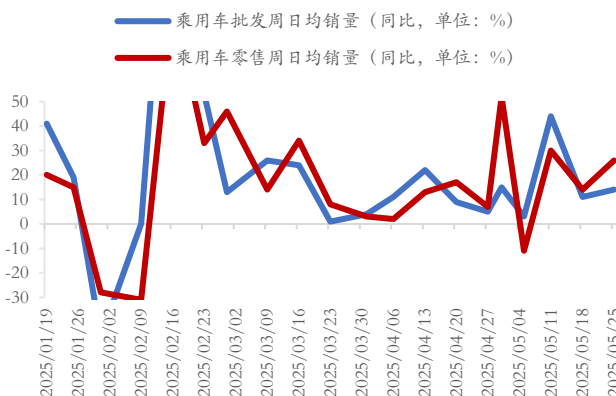
图表2 中型企业PMI 回落, 大型企业PMI 改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

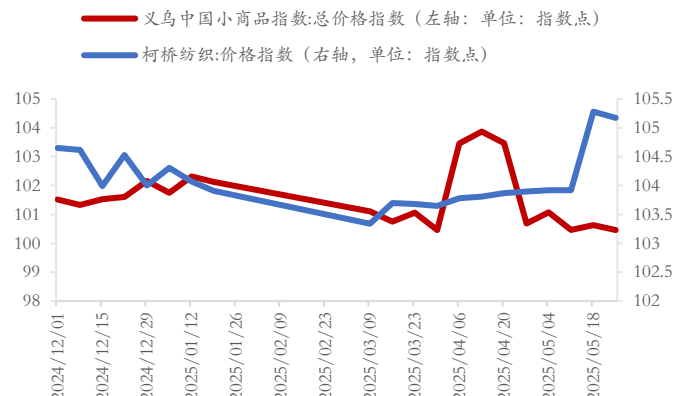
政策继续支撑汽车和家电等大宗商品消费,但服务类消费依然乏力。5月前四周乘用车批发和零售每周日均销量平均值分别为 5.38 万辆和 5.46 万辆,同比分别增长 16.65%和 14.85%,政策支撑下乘用车同比销量依然偏高、继续支撑社零增速,但增速低于 4 月,或表明商品销售增速有所回落。商品价格有所波动,义乌小商品价格指数从 102.9 降至 100.5,柯桥纺织指数从 103.8 回升至 105.2。可选服务类消费并无改善迹象: 5 月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌 46.65%,放映场次同比微降 1.2%。目前来看,政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速、但边际有所回落,大方向上社零数据继续维持在 5%左右,但服务类消费依然偏弱、有待政策发力提振。

图表3 乘用车批发与零售同比增速较 4 月波动加剧



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表4 5 月纺织价格有所回升, 小商品价格回落

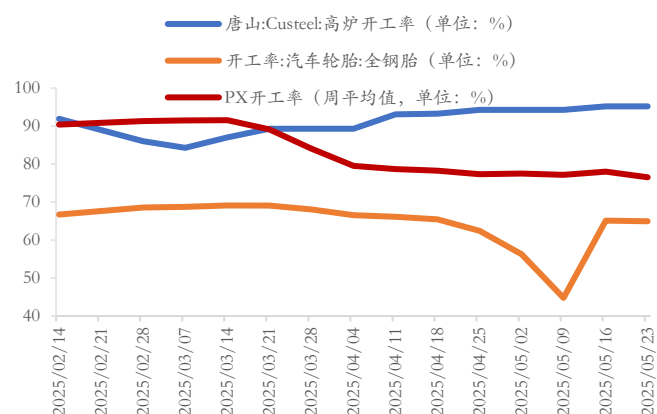


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

出口边际放缓拖累生产端,但后续存在改善可能。5月前两周周均集装箱吞吐量为 627 万标准箱,环比较上月有所下降,同比增速 4.17%,较 4 月增速 7.3%明显回

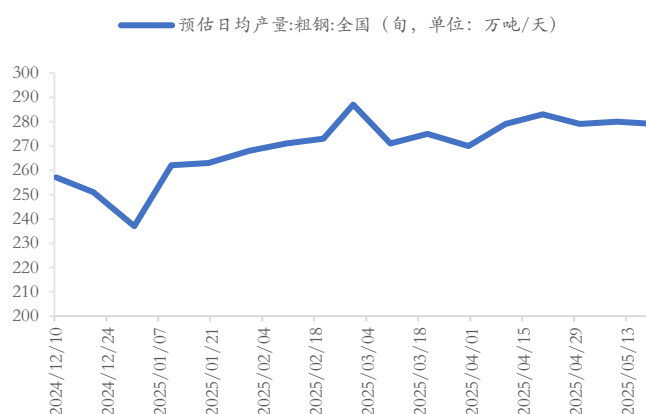
落。受出口边际放缓拖累，典型工业品开工率有所分化，其中汽车全钢胎开工率五一假期后反弹回升至 65%左右、较上月变化不大，油价下行拖累化工产业链推动 PX 开工率继续回落，仅唐山高炉开工率维持在 95%的较高水平。5 月钢材预估日产量持平于 280 万吨/天，整体变化不大。但考虑到 5 月中美关税谈判取得积极进展，并且美国法院裁定特朗普“对等关税”无效，后续出口仍有改善可能，预计 5 月工业增加值小幅回落至 5.3%左右。

图表 5 开工率分化，PX 下降、轮胎持平、高炉上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

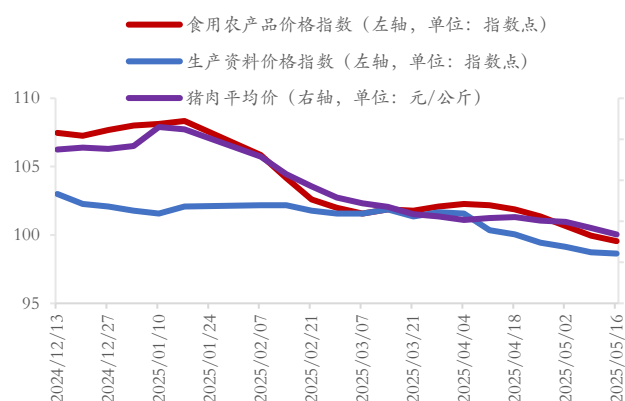
图表 6 5 月粗钢产量持平



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

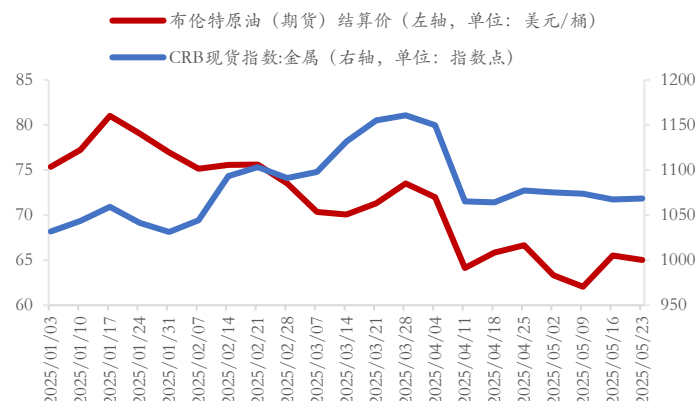
通胀方面，CPI 有望回升、PPI 降幅恐小幅扩大。猪肉价格略有下降，5 月前三周猪肉均价 25.84 元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比上涨 2.36%、较上月回落约 1.2 个百分点。进入 5 月食用农产品价格指数低位略有下降，同时出行、酒店等服务类领域价格仅在五一假期有所改善。预计 5 月 CPI 同比仍在 0%附近，但考虑到五一假期提振作用，有望回升至 0.1%左右。美国对等关税落地后边际变化不大，OPEC 加强对产量的控制，有色金属价格、原油价格基本持平，但国内 Q5500 煤炭价格小幅跌至 650 元/吨左右。考虑基数影响后，预计 5 月 PPI 同比降幅约-3%左右，降幅较 4 月有所扩大。

图表 7 5 月农产品价格继续回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点、元/公斤

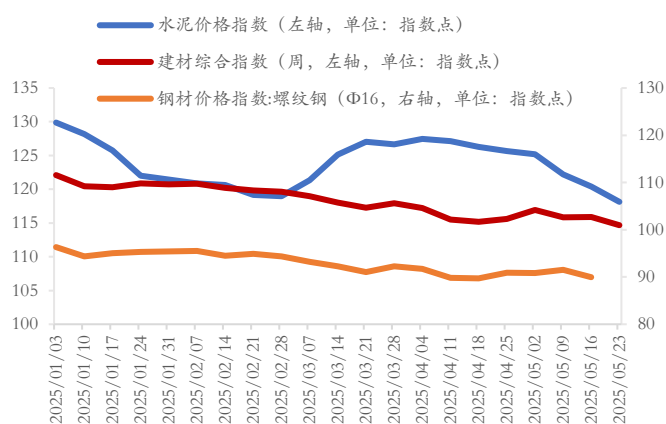
图表 8 关税边际变化不大，能源与有色价格震荡企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

投资端尚未见明显发力，地产销售小幅改善。5月，建材价格均有所走弱，或反应当前投资端形成实物工作量有待提速。受降息和调降公积金贷款利率提振，地产销售在5月中下旬有所改善，一线城市改善最为明显，二线有所回落、三线城市商品房略有改善。我们认为，利率调降幅度不大、效果有限，预计6月中下旬地产可能重新承压。5月上旬央行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”既降政策利率又降公积金贷款利率，短期内可能推动部分需求有所释放。但房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。4月份，一线城市二手房住宅销售价格环比由3月的上涨0.2%转为下降0.2%，二线城市的新房价格指数依然维持0.0%、持平与前值。

图表9 5月建材价格整体下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点

图表10 5月30城商品房周销售面积同比有所改善

指标（5月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	4月累计值
成交面积（万平方米）	205.94	184.30	164.04	155.84	686.02
同比	1.95	-6.74	-15.46	48.76	-12.06
其中：一线	60.19	60.36	54.00	51.01	215.28
同比	28.98	19.75	12.43	49.63	-2.21
二线	97.68	72.27	75.25	77.64	337.92
同比	-12.77	-29.96	-23.28	52.71	-15.12
三线	48.07	51.66	34.79	27.18	132.82
同比	10.90	17.34	-27.42	37.15	-17.90

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市与此前可比性弱化

1.3 流动性延续充裕，货币短期再加码可能性小

流动性维持充裕，短期内再度加码可能性较小。5月以来，10年期国债利率呈现先升后降的震荡态势，从1.62%上升至1.72%后近期又下行至1.68%，波动幅度相对较小。而短期资金利率在税期走款的影响下5月中旬出现小幅抬升。而5月20日LPR一年期及五年期均下调10个基点，符合市场预期。5月25日MLF延续超额续作净投放3750亿中期流动性，并且5月央行通过逆回购净投放资金相对较多，流动性延续充裕。5月上旬央行发布一揽子货币政策措施支持稳市场稳预期，既降准又降息，总量叠加结构型货币政策工具带来流动性持续充裕。短期内预计进入政策落地执行观察期，货币政策再度加码的可能性较小。但当前信贷指向内需低迷，外部仍有扰动不确定性，不排除年内降准、降息的可能性。

5月社融存量同比预计有所下降。4月社融存量同比受低基数影响抬升，但去年5月的社融环比恢复，预计今年5月的社融存量同比将较4月的8.7%有所下降。而

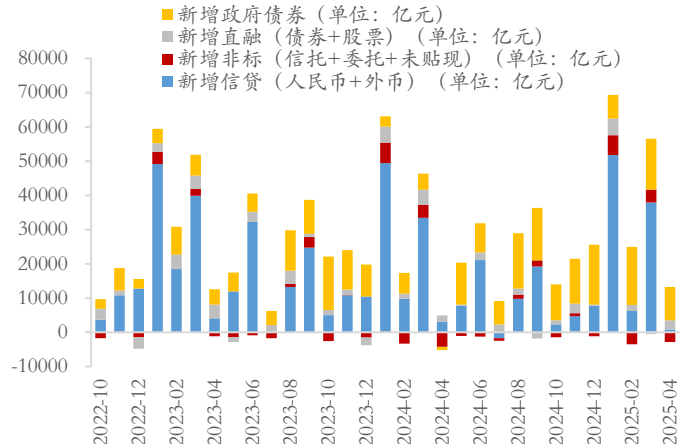
当前金融数据中显示居民部门和企业部门信贷走弱，4月均是同比减少、落入负值区间，指向内需依然较为低迷。需要注意的是虽然开年以来政府债券持续对社融形成支撑并且今年5-6月政府债发行量仍较大，但受去年5月政府债新增量较多的高基数影响，预计政府债这一分项对今年5月社融的支撑力度或减弱。

图表 11 10 年期国债利率 5 月先升后降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 12 4 月信贷低迷



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 新消费机会层出不穷，银行保险配置价值仍高

宏观政策预期决定 5 月市场走势。上旬中美关税持续升级、政策对冲预期持续升温，市场延续修复；下旬中美达成联合声明叠加 4 月经济数据表现超预期、政策对冲预期降温，市场进入震荡。5 月市场整体小幅上涨，但高位波动特征更为凸显。行业机会上主要体现为新消费品、红利稳健资产和有催化剂军工等领涨。展望 6 月，我们继续维持市场高位震荡的判断。配置思路上，由于市场缺乏向上动能，机会主要以结构性为主、行业分化仍然较大。考虑到宏观环境和政策仍处于积累量变过程中，因此一方面从自上而下角度，可继续配置稳健类资产，如高股息红利板块等。二方面从自下而上或中观切入角度，也可继续寻找景气细分领域机会，如景气新消费品等。

新消费品领域机会层出不穷，可继续从中观或微观角度挖掘悦己、IP 流量等景气赛道。在消费提振作为 2025 年首要经济工作任务、新生代群体消费增速边际快速提升的宏观背景下，市场继续维持万亿成交量水平叠加悦己、IP 经济等概念催化，一些市值偏小的新兴消费领域机会层出不穷。当前这种宏观环境和市场环境仍在延续，因此新兴消费领域的投资惯性预计也将延续。

银行保险仍然具备很强的短期稳健型配置需求和中长期战略性投资价值。一方面，6 月市场仍将延续震荡，当前位置上进一步上涨动能偏弱，因此无论从稳市角度或者谨慎性配置高股息角度考虑，银行保险均有配置必要。二方面《关于推动中长期

资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。三方面证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，更加重视业绩比较基准对投资行为约束，有利于低配行业资金回归，而银行保险是最典型的低配行业。

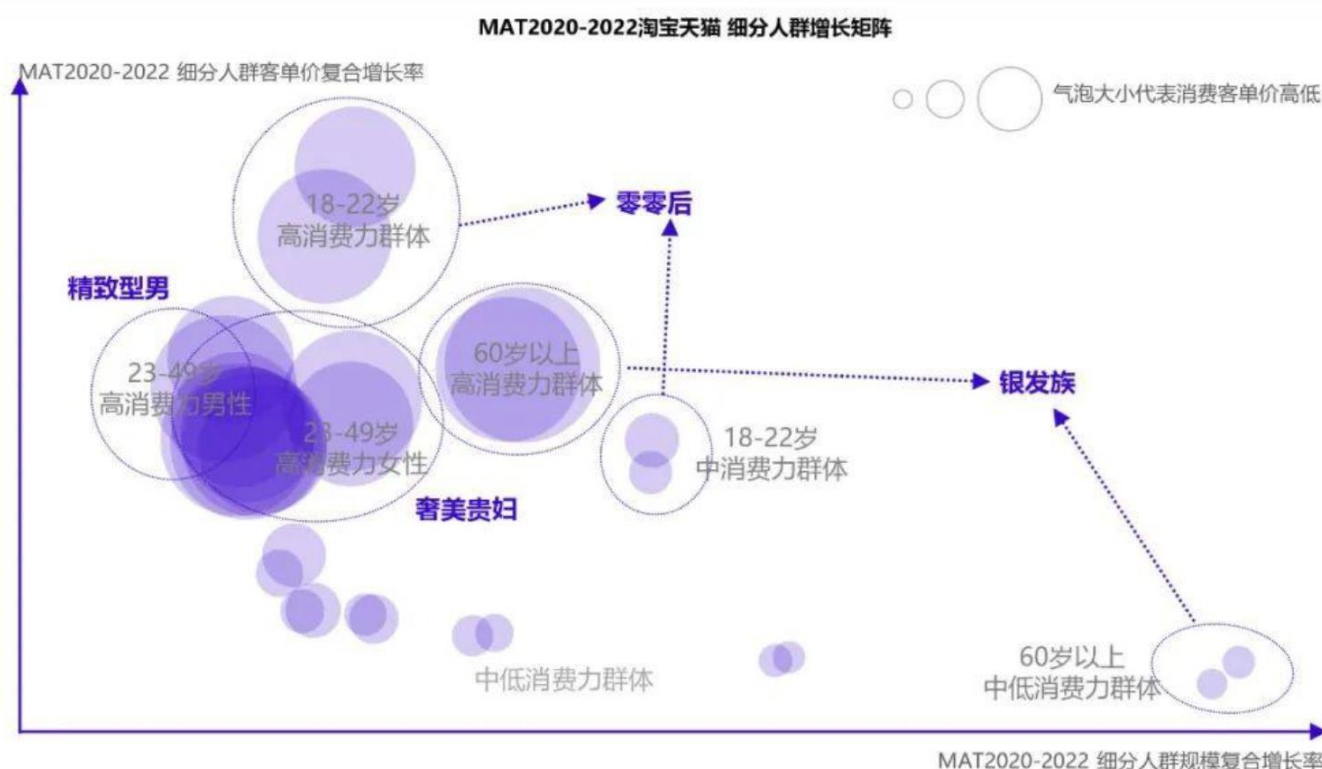
成长科技板块存在客观估值分位压力和有效上涨催化剂，仍有一定调整空间，需继续等待契机。根据我们的 TMT 投资框架，一方面如计算机行业当前估值分位 91.5%，处于历史阶段性行情可比高点，形成估值提升和上涨空间阻力。二方面无论从市场 β 性上涨体现成长高弹性、重磅技术或应用落地催化等上涨条件的可预见度均低。三方面本轮泛 TMT 的最大调整空间较此前可比行情的幅度仍有不足。

2.1 如何看待新消费后续行情的结构和持续性？

消费提振作为 2025 年经济工作的首要任务，市场政策期待较高。2024 年年底的中央经济工作会议上提出 9 大重点任务，其中将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在 2025 年重点任务首位，凸显出对提振内需的高度重视。2025 年 3 月 16 日，中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，提出 8 方面 30 条具体措施，从增收减负、消费提质、资金支持等多个方面提振消费。消费重要性地位显著提升，也整体提升了市场对 2025 年消费板块的期待。

新生代群体消费边际增速快，新兴消费概念走强。阿里洞察数据显示，2020-2022 年淘宝天猫客单价复合增长率最快的群体为 18-22 岁零零后新生代，即边际上增速较快的为年轻消费群体，同时和 23-49 岁女性群体以及 60 岁以上老龄群体构成了三块消费边际增速贡献最高的人群。从群体的消费需求上看，近期符合新兴消费的“悦己”概念（在能力范围内优先满足自我情感需求的消费模式，其核心在于通过消费获取愉悦感与情绪价值）在消费政策推动下持续升温。

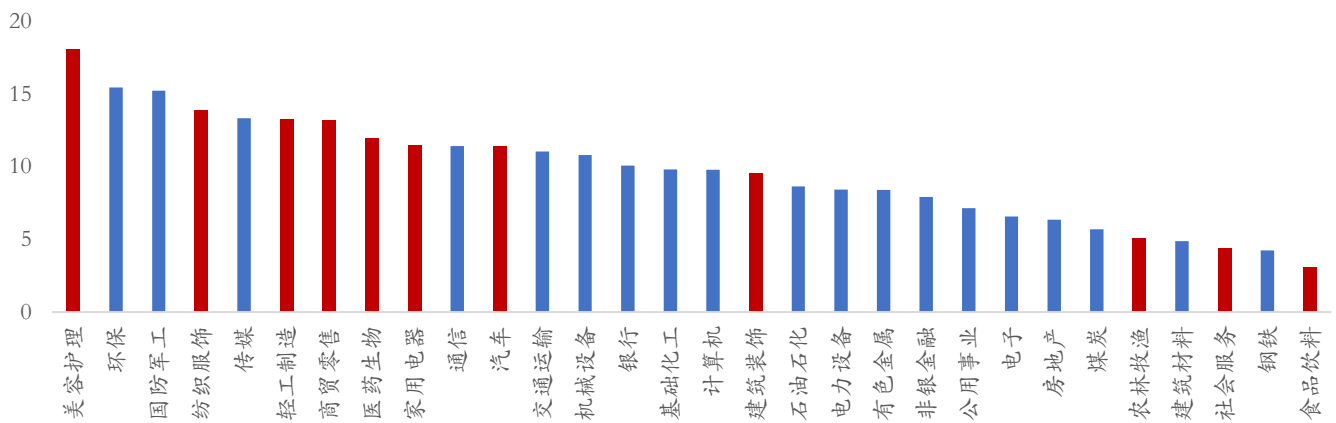
图表 13 零零后近年消费边际增速较快



资料来源：阿里消费洞察，智策商业研究院，华安证券研究所。

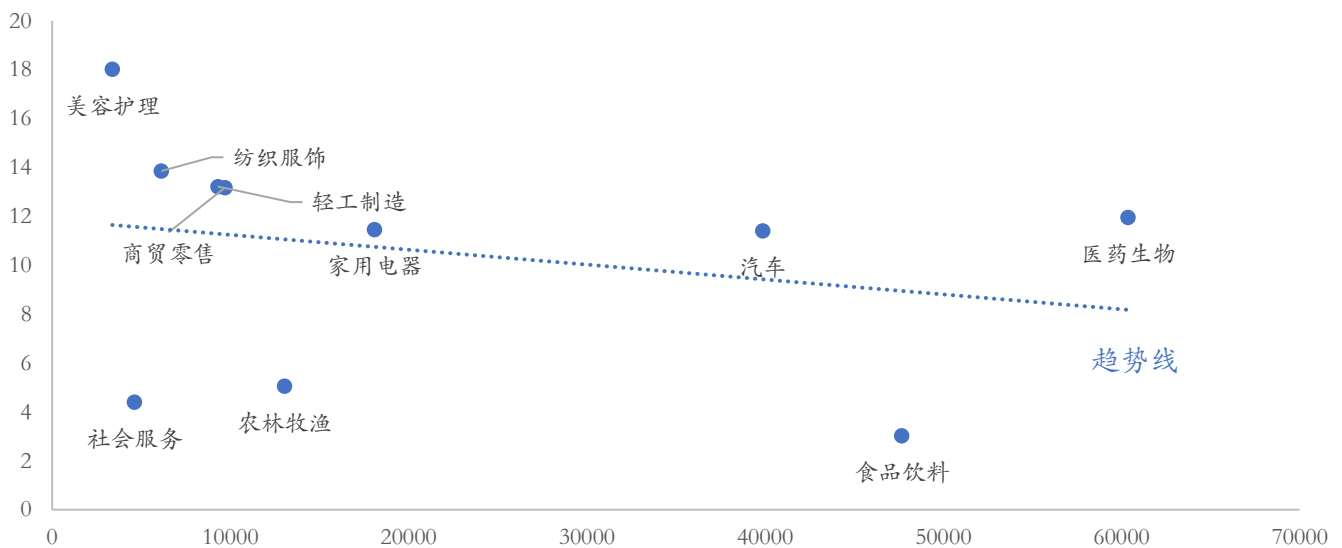
消费板块中市值偏小板块在新消费概念催化+市场万亿水平成交量基础上弹性较高的驱动下涨幅靠前。自4月8日市场受对等关税影响出现低点至5月30日，消费板块整体反弹靠前，美容护理、纺织服饰、轻工制造、医药生物、家电分别以18.0%、13.9%、13.2%、13.2%、12.0%、11.5%的涨幅位列第1、4、6、7、8、9位。从二级细分行业上看，与新消费概念相关的宠物经济（动物保健、饲料）、谷子经济（包装印刷）、美容美体（化妆品、个护用品）整体涨幅靠前，而传统消费板块中的家电、汽车以及白酒相对偏弱。从一级行业市值上看，总市值小于20000亿元的赔率整体更高，同时也符合上涨行情中弹性上大盘<中盘<小盘的排序，存在一定（板块市值上）炒大不炒小趋势。

图表 14 自 4 月 7 日低点反弹以来消费行业整体涨幅靠前



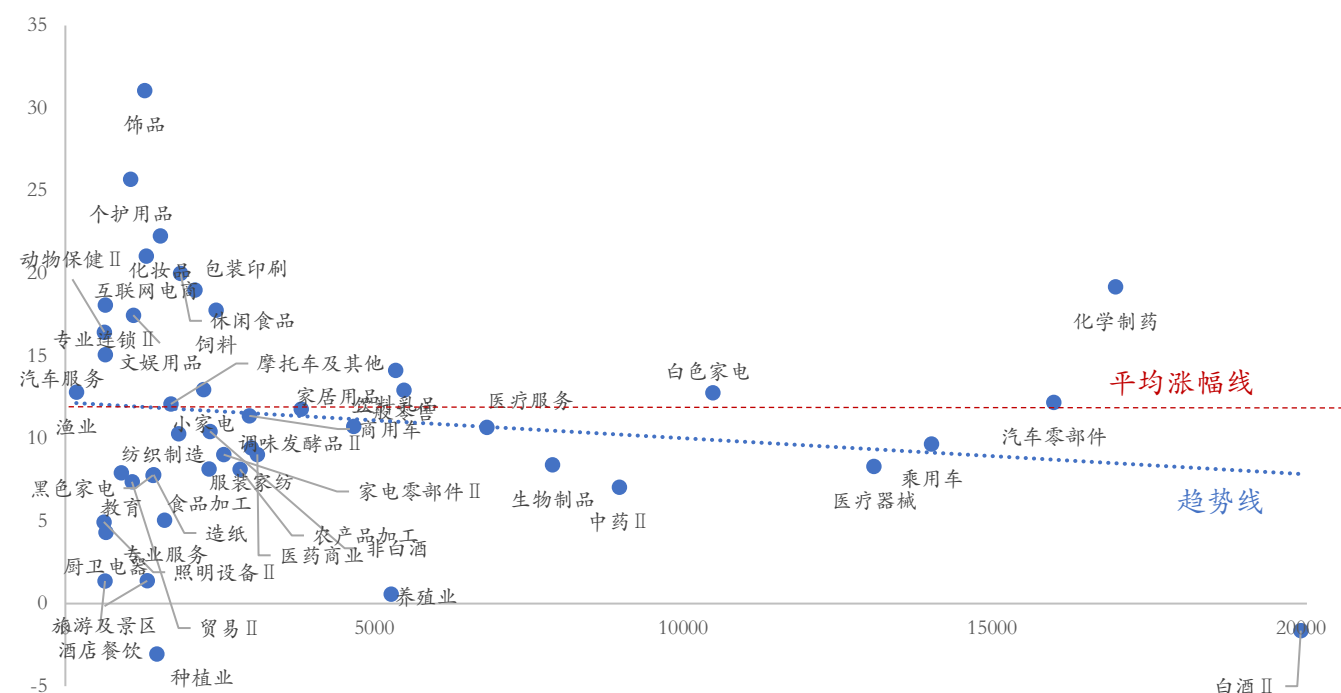
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：纵轴为从 4 月 8 日低点至 5 月 30 日的区间涨跌幅，单位：%

图表 15 消费一级行业涨跌幅，市场较小行业涨幅居前



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为总市值，单位：亿元，纵轴为从 4 月 8 日低点至 5 月 30 日的区间涨跌幅，单位：%

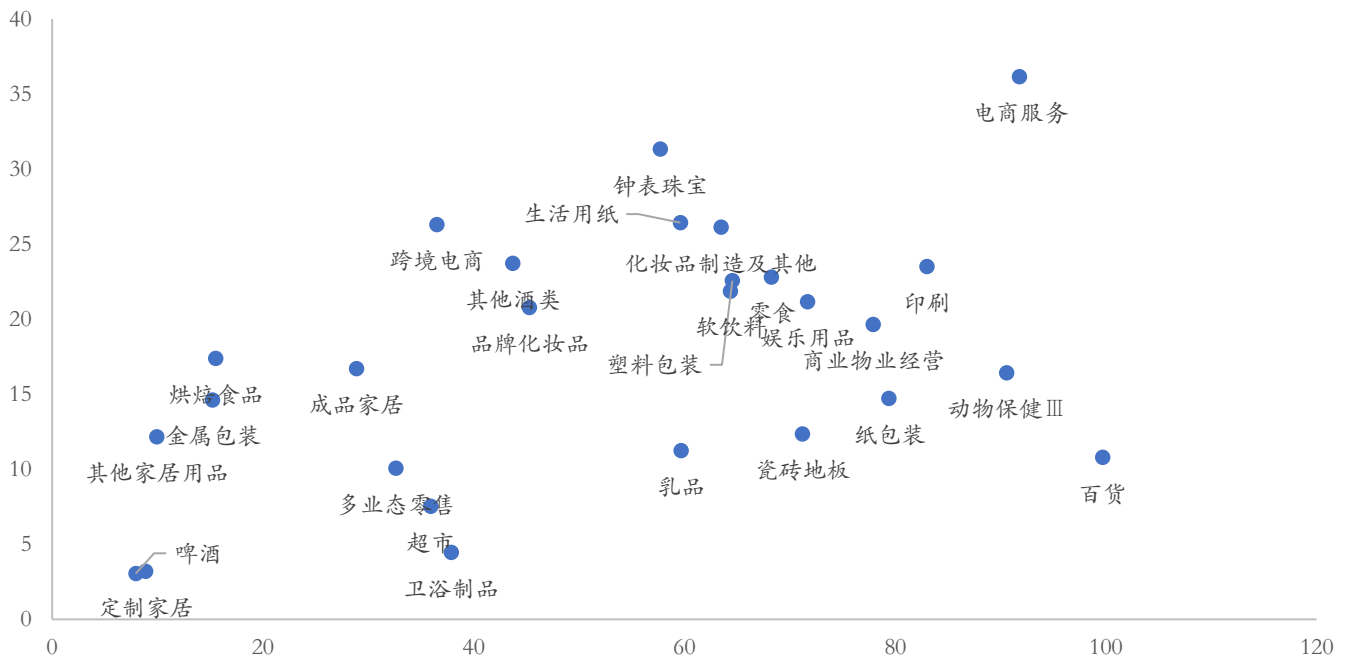
图表 16 消费三级行业分类中的新消费概念升温、炒小不炒大现象突出



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：为方便展示，白酒、化学制药和汽车零部件总市值进行了缩减，横轴为总市值，单位：亿元。纵轴为从 4 月 8 日低点至 5 月 30 日的区间涨跌幅，单位：%

关注新兴消费概念中低位扩散的机会。从政策导向上看，后续消费板块仍存在一定的政策催化即提振内需相关措施，在市场成交量仍维持在较高水平的背景下，市场仍将继续在消费板块中寻找热度、概念以及边际增速潜力较大的方向，但市场从 4 月 8 日反弹至今部分板块估值和涨幅已至较高水平，且 6 月外部扰动仍存变数、经济数据存在一定边际下行压力，市场整体 β 动能有限，预计消费板块将继续出现结构性行情，仍可在新消费概念相关，如宠物经济、谷子经济、潮玩、美容美体等细分方向寻找机会，从新消费板块中的三级子行业当前估值、反弹涨幅来看，烘焙食品、金属包装、家居用品、啤酒、乳品、纸包装、动物保健当前仍属于安全边际较高的新消费类别，同时可在市值偏小板块继续等待轮动机会。

图表 17 向新消费概念中细分方向低估、滞涨以及弹性较高的方向寻找机会



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为估值百分位（2010/1/1-2025/5/30），单位：%。纵轴为从4月8日低点至5月30日的区间涨跌幅，单位：%。

2.2 如何看待长期调整后的成长科技后续行情？

参照历史经验，泛 TMT 板块仍有一定的调整空间。复盘自 2023 年 6 月以来泛 TMT 出现过的 3 次较大的阶段性调整，得出明确结论：若泛 TMT 板块进入阶段性估值消化期，从行业跌幅上看，电子通常在 15-30%，通信通常在 20-25%，而传媒、计算机调整幅度通常在 30-35%。调整持续时间上并无明显规律，核心在于新一轮的重磅催化剂何时出现。调整时间（自然日）整体在 3 个月-9 个月，跨度较长、无明显规律。由于今年政策基调偏积极、成长科技催化剂事件频出，若后续在 AI 大模型研发加速背景下应用端出现热门应用或技术再革新性进步，有望成为新一轮泛 TMT 等成长板块行情再启动的重磅催化剂。

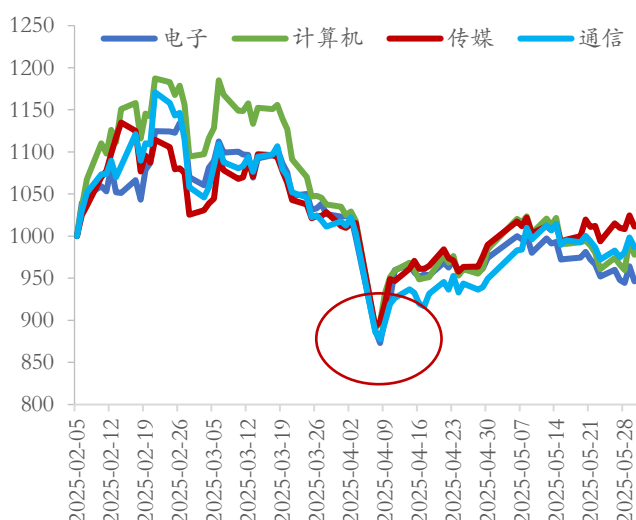
从本轮跌幅来看，2025 年 2 月至 2025 年 5 月期间，电子、计算机、传媒、通信低位仍为 4 月初对等关税影响下的位置，最大跌幅分别为 23.0%（2025/2/26-2025/4/8）、25.0%（2025/2/21-2025/4/7）、21.4%（2025/2/14-2025/4/7）、24.3%（2025/2/21-2025/4/7），和近三次泛 TMT 板块调整幅度对比来看，计算机、传媒和电子跌幅仍还有 5-10%，通信幅度基本到位。

泛 TMT 板块中估值百分位最高的计算机板块也存在上行阻力。从估值百分位上看，根据我们的复盘报告显示，对于泛 TMT 板块来讲，估值抬升空间是决定行情能

走多远的关键一环。从过去的演绎经验来看，计算机的估值百分位天花板在 90%左右、通信的估值百分位天花板在 70%左右、传媒的估值百分位天花板在 80%左右，这可能是一个比较重要的行情和估值考验关口，越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。而电子的估值百分位天花板在 70-75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口，但也许并非是电子行情的考验关口，因为当电子行业的估值百分位到达这一关口时，更多属于是行情支持因素转换的一个关口，行情的支撑将从估值切换为业绩，即届时哪怕估值到达天花板，也并不意味着行情结束。

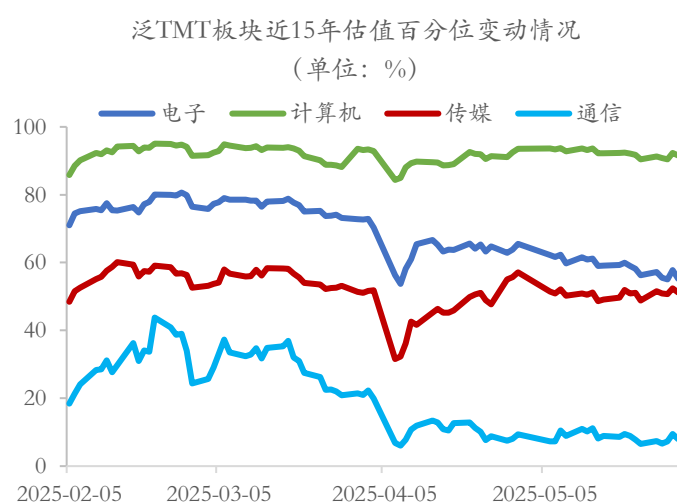
截至 5 月 30 日，泛 TMT 板块中，电子、计算机、传媒、通信估值百分位分别达到了 55.3%、91.5%、51.2%、8.0%，计算机的拔估值空间也已经有限，若计算机板块出现回调，届时也将会对泛 TMT 板块整体带来调整压力。同时从另一个角度验证估值，与 Sora 等 AI 重磅催化剂出现时的可比情形作比对，除通信外，计算机、电子已处于可比情况下的最高水平附近，均已经超过 Windows Copilot 以及 Sora 行情下的最大估值分位水平。

图表 18 当前泛 TMT 板块阶段性低点仍是 2025 年 4 月初



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标准化处理，以 2025/2/5 为 1000 点

图表 19 计算机的历史估值百分位仍处高位，缺乏向上空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。

成长科技板块再次步入行情需要三个条件之一：条件一是重磅催化剂事件（重大技术升级等），如 ChatGPT4.0 发布、Sora 问世、DeepSeek-R1 开源模型性能显著提升带动多家企业部署等；条件二是交投情绪热烈加政策催化，如国产替代重要支持政策、扶持基金成立等，典型案例如 2018 年美国封锁中国科技企业、2019 年将华为列入出口管制名单带动自主科技扶持政策密集出台等；条件三是市场系统性大涨，成长科技板块继续体现出高弹性特征。从三个条件看，6 月成长科技板块的**重磅催化、系统 β 以及市场交投情绪的空间可见度都相对较低**，因此无论是从 AI 行情阶段性调整空间、估值百分位天花板以及上涨条件上看，6 月可能还未至成长科技的主

线级别行情。

2.3 配置主线：银行保险仍具备短期性价比和中长期战略价值

银行股在兼具稳定（震荡市中熨平波动属性突出）以及属于典型的中长期资金偏好方向、业绩比较基准修改指引下引导向价值和红利配置方向靠拢等属性下，仍具有较好配置价值。

短期市场预计将维持高位震荡行情，银行、保险股符合短期资金的谨慎配置需求。根据我们对 6 月市场整体的判断来看，由于 4 月经济数据表现维持一定韧性，刺激政策加码的概率有所降低，在政策继续发力或经济数据持续性好转之前，市场将继续呈高位震荡态势，震荡市中资金仍有谨慎性配置的需求。

政策积极引导中长期资金入市、强化业绩比较基准引导效果，均可提升银行、保险等板块的中长期投资价值。2025 年 1 月 22 日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，针对中长期资金入市的卡点、堵点问题提出了更为具体和细化的安排，且已有举措落地：①力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股；②第二批保险资金长期股票投资试点规模为 1000 亿，参与方式为“契约型基金”，已落地 520 亿；③3 年周期考核调整为 3 至 5 年并降低国有商业保险公司当年经营指标考核权重；④公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%。其中诸多举措都有力的提升了银行保险的中长期投资价值，意味着对权重股的依赖性将有所加强；保险资金的 30% 新增保费、保险资金长期股票投资试点（5 月 7 日国新办发布会上，金融监管局表示进一步扩大保险资金长期投资试点，拟再批复 600 亿元，随后于 5 月 13 日批复同意新华保险参与第三批保险资金长期投资改革试点）、注入社保基金的财政投入等投入 A 股，同时基于稳健要求，银行成为优选；监管层加大中低波动型产品创新力度以及鼓励上市公司增加分红派息等都将加强银行股的投资优势。

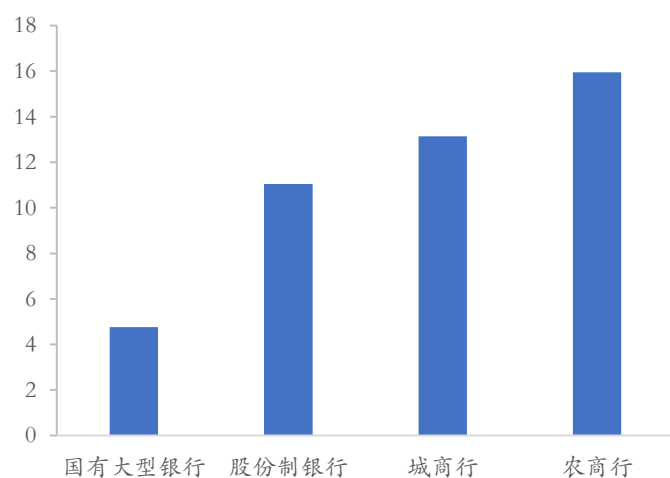
据测算，金融监管总局披露的境内保险公司 2023、2024 年的保费收入增速分别为 9%、11%，假定以 2023、2024 年保费收入增速均值 10% 作为未来几年的增速预测值，2024 年末保费收入累计值为 5.7 万亿元，未来三年险资将为 A 股带来约 5700 亿增量资金；以 2024 年 Q4 末主动权益基金持仓市值 2.86 万亿测算，主动权益类基金规模未来三年预计为 A 股带来约 9000 亿增量资金。预计在政策引导资本市场健康发展的趋势下，今年 A 股有望维持较足的韧性，险资、市场良性循环下保险板块有望持续改善。

公募新规对业绩基准的硬约束仍会引导基金向 A 股低配行业进行一定配置。公募新规更加强化业绩比较基准对投资行为的约束，尤其是对公募主动权益基金，从

行业超低配程度上，以沪深 300、中证 800 等主要业绩比较基准参考的指数为指引，银行、非银属于被大幅低配板块，在基金业绩基准和管理费率、基金经理薪酬挂钩后，虽然短期内部分基金可能会修改业绩基准以匹配投资策略，但沪深 300 作为业绩基准中权重最大的指数，仍会引导部分基金向金融等低配方向进行配置。

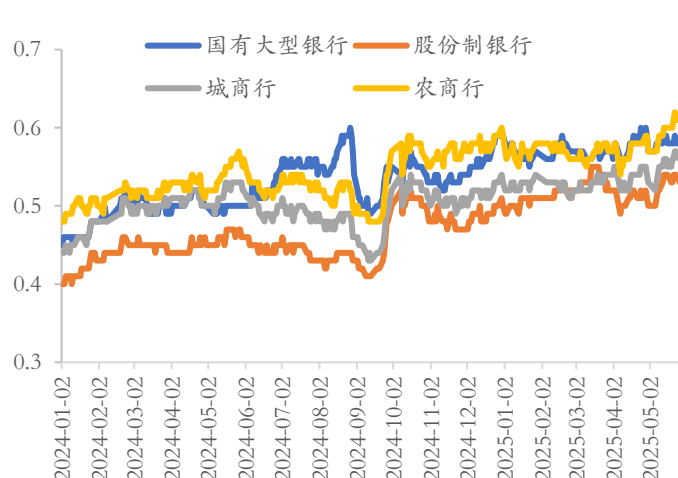
动态考虑银行细分领域的估值、股息率以及弹性，当前股份行性价比比较高。自对等关税推出后市场阶段底部反弹以来，银行板块内部也出现了较为明显的分化现象。4 月 8 日至 5 月 30 日期间，银行细分子板块中，国有大行、股份行、城商行、农商行分别上涨 4.8%、11.0%、13.1%、16.0%。从估值上看，截至 5 月 30 日，城商行的市净率已经超过国有大行，而相对偏低的为股份行和城商行；从分红上看，国有大行 7.3% 的股息率明显超过其余三个板块（5.5% 左右）；从市值上看，国有大行>股份行>城商行>农商行，仍能很好的对应大小盘弹性的结论。**就股息率来看，即便是财政部注资对国有行的分红会造成一定影响，但国有行的整体分红率仍然较高，但当前估值已经偏高，农商行在小市值属性下弹性较大，但在震荡市中波动较大，且估值也相对较高，配置性价比有所下降，城商行的估值也基本与国有行相近，综合而言股份行仍具备相对优势性价比。**

图表 20 自 4 月 8 日底部反弹以来银行板块内部出现分化



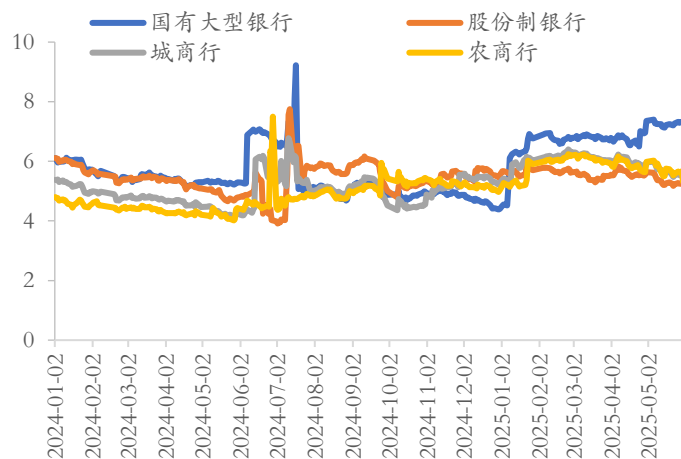
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：4 月 8 日至 5 月 30 日期间涨幅，单位：%

图表 21 国有大行估值相对其余细分板块持续处偏高水平



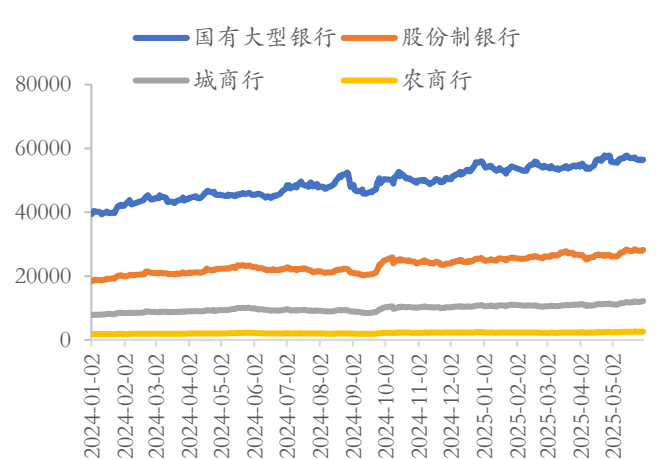
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块 PB (LF) 近一年走势，单位：倍

图表 22 国有大行股息率仍然相对靠前



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块股息率（近12个月）近一年变化，单位：%

图表 23 银行细分行业中市值较小的方向弹性较高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块总市值（总市值2）近一年变化，单位：亿元

风险提示：

市场对国内经济基本面预期持续恶化；国内政策落地节奏和力度不及预期；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。