

2025年5月30日

震荡企稳

2025年6月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

投资要点:

分析师: 费小平

SAC 执业证书编号:

S0340518010002

电话: 0769-22111089

邮箱: fxp@dgzq.com.cn

分析师: 尹炜祺

SAC 执业证书编号:

S0340522120001

电话: 0769-22118627

邮箱:

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师: 曾浩

SAC 执业证书编号:

S0340523110001

电话: 0769-22119276

邮箱:

zenghao@dgzq.com.cn

■ **2025年5月指数冲高回落。**月初指数延续先前走势，沪指于月中一度突破3400点，但涨势未能延续至月末，指数涨幅有所回落，但三大指数月K线仍收涨。截至5月30日，上证指数月K线上涨2.09%，深证成指月K线上涨1.42%，创业板指月K线上涨2.32%，科创50月K线下跌3.50%，北证50月K线上涨5.83%。个股板块涨多跌少，环保、医药生物、国防军工、银行和纺织服饰等板块涨幅靠前；钢铁、房地产、计算机、社会服务和电子等板块跌幅靠前。

■ **2025年6月份行情研判：震荡企稳。**从6月份的市场环境来看，海外方面，美国关税政策反复，5月美联储如期按兵不动，后续美联储降息路径将高度依赖后续经济数据及关税谈判进展。国内方面，随着中美贸易争端缓和、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供强有力的支撑。资本市场方面，当前多方合力维稳资本市场，为提振投资者信心注入关键动力。展望6月份，随着中美贸易关系趋于缓和，类平准基金在对冲市场尾部风险中发挥了重要托底作用。在各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备，以及中长期资金的持续入市，将有望持续改善市场微观结构并增强投资者信心。在政策与资金面形成合力的背景下，市场整体风险偏好有望得到系统性支撑。但考虑到上方或存在一定抛压，短期内市场或延续震荡态势，中期在经济维持韧性与政策工具箱蓄力的支撑下大盘仍有上行动力。

■ **板块上建议关注金融、公用事业、有色金属、TMT、农林牧渔、基础化工、食品饮料、医药生物等板块。**

■ **行业配置：超配金融、公用事业、有色金属、TMT等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，5月建议超配：金融、公用事业、有色金属、TMT等。

■ **风险提示：**海外经济超预期下滑导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

市场主要指数 5 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3347.49	2.09%
深证成指	10040.63	1.42%
沪深 300	3840.23	1.85%
创业板指	1993.19	2.32%
北证 50	1408.68	5.83%
科创 50	977.03	-3.50%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾.....	3
2、2025 年 6 月份市场环境分析	4
2.1 美国关税政策反复，国内经济维持韧性	4
2.2 “一行一局一会”落地系列政策，中美首轮谈判节奏和进展超预期，对等关税大幅下调.....	6
2.3 降准降息预期落地，多方合力维稳资本市场.....	7
3、6 月行情研判：震荡企稳	8
4、行业配置：超配金融、公用事业、有色金属、TMT	9
5、风险提示.....	12

插图目录

图 1：近期指数走势.....	3
图 2：5 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 5 月份涨跌幅.....	3
图 4：美国通胀数据.....	5
图 5：中国进出口同比增速.....	5
图 6：GDP 当季同比增速	6
图 7：重要股东交易增减持数据.....	8

1、月度行情回顾

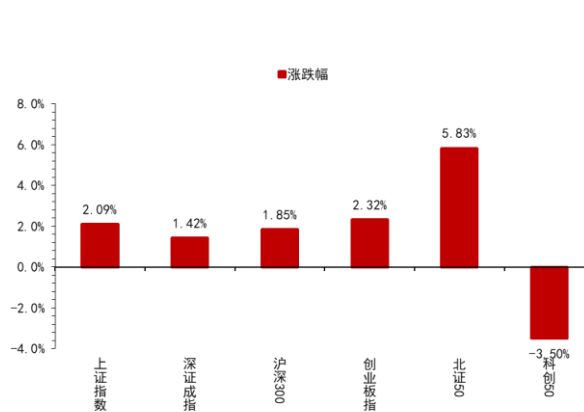
2025 年 5 月指数冲高回落。月初指数延续先前走势，沪指于月中一度突破 3400 点，但涨势未能延续至月末，指数涨幅有所回落，但三大指数月 K 线仍收涨。截至 5 月 30 日，上证指数月 K 线上涨 2.09%，深证成指月 K 线上涨 1.42%，创业板指月 K 线上涨 2.32%，科创 50 月 K 线下跌 3.50%，北证 50 月 K 线上涨 5.83%。个股板块涨多跌少，环保、医药生物、国防军工、银行和纺织服装等板块涨幅靠前；钢铁、房地产、计算机、社会服务和电子等板块跌幅靠前。

图 1：近期指数走势



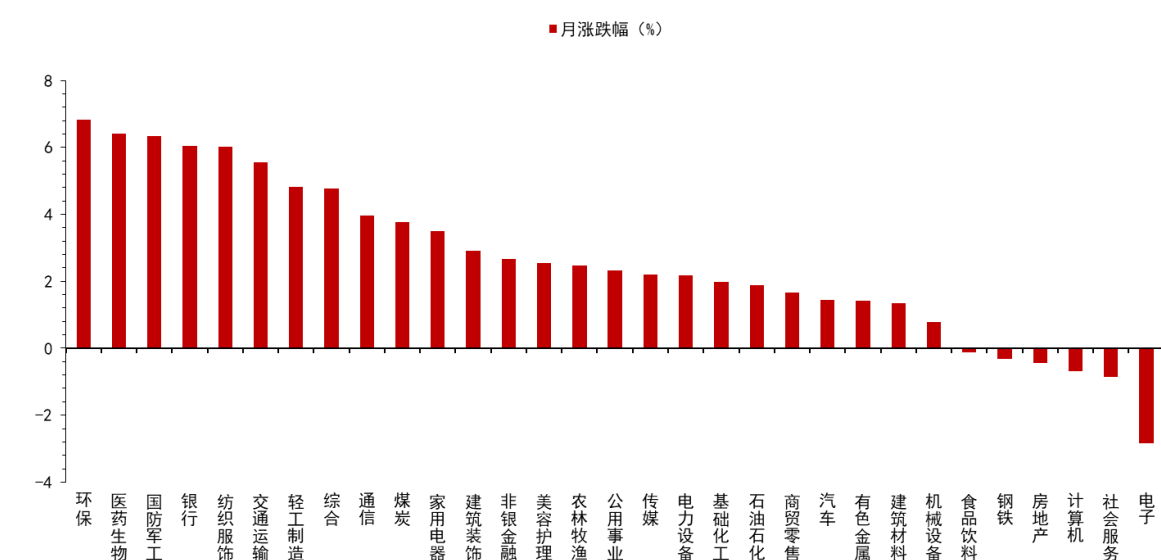
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：5 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 5 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 6 月份市场环境分析

2.1 美国关税政策反复，国内经济维持韧性

（1）美国关税政策反复，5 月美联储如期按兵不动

5 月 23 日美国政府计划对欧盟输美商品加征 50%关税，旨在促使欧洲制造业企业将生产基地转移至美国境内。该关税水平远高于美国此前宣布对欧暂缓征收的 20% 所谓“对等关税”。之后，美国总统特朗普 5 月 25 日表示，在与欧盟委员会主席通电话后，他同意将对欧盟征收 50%关税的起征时间从 6 月 1 日延至 7 月 9 日。同时美国财长在当地时间 23 日对外宣称，美国政府可能在未来几周宣布几个大型贸易协议，并表示许多亚洲国家都提出了非常好的条件。不过 5 月 29 日，美国国际贸易法院裁定特朗普以贸易逆差等为由，援引《国际紧急经济权力法》征收全面关税，属于越权行为。而随后，美国联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，对于暂停期是否会进一步延长，联邦上诉法院尚在考虑之中。

货币政策上，美国方面，基于经济前景不确定性加剧及滞胀风险上升的考量，2025 年 5 月美联储议息会议决定连续第三次维持基准利率 4.25%~4.5%不变。会议声明指出，尽管当前经济数据整体保持韧性，劳动力市场相对平衡，但净出口波动导致一季度 GDP 数据存在噪音，需进一步修正评估。决策层认为，短期通胀预期受关税等因素扰动有所升温，但长期通胀预期仍锚定在 2%目标附近，而关税对经济的影响方向和时点存在较大不确定性，尚未完全体现在实际数据中。政策立场上，美联储强调需等待形势明朗化，短期内不急于降息，需在通胀上行风险与失业率攀升压力之间谨慎权衡，整体保持观望态度，处于“边走边看”阶段。另外，5 月 29 日公布的美联储会议纪要显示，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎，等待特朗普政府关税等政策的影响更明朗，再考虑行动。而且，此次纪要中，联储决策者几乎全都表达了对关税长期推升通胀的担忧。继 4 月的上次会议纪要后，本次纪要中，联储官员再度警惕，联储货币政策委员会 FOMC 可能不得不在抗通胀和保就业之间做出“艰难的取舍”。我们认为后续美联储降息路径将高度依赖后续经济数据及关税谈判进展，关注关税豁免期的谈判结果，以及就业、消费和通胀等数据情况。欧洲方面，近期相关数据预测欧元区主要经济体通胀率普遍回落至 2%目标线附近，为其 6 月继续降息铺平道路。但欧元区经济前景面临内外风险，美国关税威胁带来的中长期通胀压力加大使得欧元区后续货币宽松节奏充满不确定性。日本方面，5 月 27 日，日本央行行长表示，只要公布的数据使日本央行对基本预期更有信心，随着经济活动和物价的改善，日本央行将根据需要调整货币宽松的程度，以确保实现可持续的 2%通胀目标。

（2）4 月经济普遍回落，二季度经济压力有望减轻

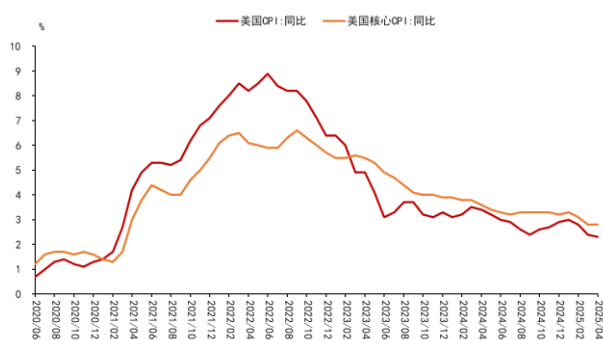
从 4 月经济数据来看，工业增加值方面，中国 4 月规上工业增加值同比增长 6.1%，同比增速较前值下降 1.6 个百分点。投资端方面，1-4 月城镇固定资产投资累计同比增长 4.0%，较 1-3 月下降 0.2 个百分点。分领域来看，基建和制造业投资虽高位回调，但依旧表现出较强韧性。1-4 月狭义基础设施建设投资累计同比增长 5.8%，持平于前值。1-4 月制造业投资累计同比增长 8.8%，较 1-3 月减少 0.3 个百分点。1-4 月房地产开发投资累计同比下降 10.3%，降幅较 1-3 月扩大 0.4 个百分点。消费端方面，“以旧换新”政策支持下的家电仍是促进消费的重要支撑力量，4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，增速较前值回落 0.8 个百分点。受益于二手

房地产市场活跃，家具零售同比连续三个月实现两位数增长，建筑装潢消费亦由负转正。进出口方面，虽“对等关税”已满月，但 4 月我国出口增速好于市场预期。按人民币计，4 月中国出口同比增长 9.30%，进口同比增长 0.80%。在外部关税压力下出口逆势走强，主要源于三方面支撑：一是通过东盟等地的转口贸易激增；二是对非洲、印度等新兴市场出口持续放量；三是对美出口实际降幅好于预期。短期看，随着关税暂缓，“抢出口”或将带动 5 月出口维持韧性。总的来看，得益于内需韧性和政策支撑，4 月经济运行整体稳定。

信贷数据方面，4 月社会融资规模增量为 1.2 万亿元，同比多增 1.2 亿元，带动社融存量增速边际抬升至 8.7%，为 2024 年 3 月以来新高。一方面，4 月政府债券同比多增超 1 万亿元，成为支撑社融的最主要力量；另一方面，去年 4 月新增社融仅为-658 亿元，同期基数较低。4 月新增人民币贷款 2800 亿元，同比少增 4500 亿元。其中，居民短期贷款减少 4019 亿元，中长期贷款减少 1231 亿元，居民部门资产负债表恢复仍需提振；企业中长期贷款新增 2500 亿元，同比少增 1600 亿元，或继续受到地方政府债务置换的影响；票据融资新增 8340 亿元，同比少增 40 亿元。此外，4 月货币供应量 M2 同比增长 8.0%，较 3 月回升 1 个百分点；M1 同比增速则略微回落至 1.5%。物价方面，4 月 CPI 同比下降 0.1%，降幅较 3 月持平，国际输入性因素继续拉低物价。更能反映供求关系的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅保持稳定，体现了我国经济的内在韧性。此外，4 月 PPI 同比下降 2.7%，降幅较上月扩大 0.2 个百分点，主因特朗普关税政策影响下，国际大宗商品价格迅速下行，导致国内相关行业价格下降。往后看，五一、端午、暑期旅游需求旺盛，将带动相关服务价格上涨。随着一揽子存量政策和增量政策持续发力显效，消费需求加快释放，供需有望持续改善，后续 CPI 有望温和回升

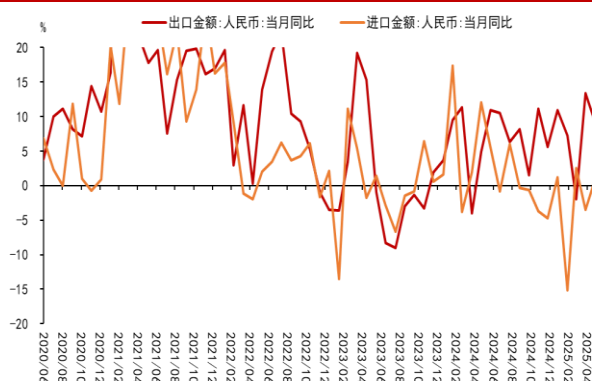
总的来看，得益于内需韧性和政策支撑，4 月经济运行整体稳定。展望 6 月，中美贸易争端缓和、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面的稳定性提供了强有力的支撑，后续经济将稳中有进。

图 4：美国通胀数据



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 5：中国进出口同比增速



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 6: GDP 当季同比增速



资料来源: iFinD 资讯、东莞证券研究所

2.2 “一行一局一会”落地系列政策，中美首轮谈判节奏和进展超预期，对等关税大幅下调

5月7日“一行一局一会”落地系列政策。央行方面，围绕着总量工具为主、结构性工具为补充的货币政策调控框架，央行推出十项货币政策措施，既有数量型政策（降准0.25个百分点），还有价格型政策（下调政策利率0.1个百分点、下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点、降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点），也有结构性政策（增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度、增加支农支小再贷款额度3000亿元、创设科技创新债券风险分担工具），形成“宽货币+宽信用”组合。金融监管总局方面，金融监管总局推出八项增量政策，聚焦稳楼市、稳股市、助实体及促创新四大方向，全力巩固经济回升向好的基本面。证监会方面，证监会强调三大方面，向市场释放积极的政策信号。一是全力巩固市场回稳向好势头。二是突出服务新质生产力发展这个重要着力点。三是大力推动中长期资金入市。我们认为本次系列政策的出台从范围到力度一定程度上超市场预期。央行推出十项货币政策措施，金融监管总局推出八项增量政策，同时证监会全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场，这均有助于提升投资者信心，驱动市场风险偏好回升。

此外，中美日内瓦经贸会谈联合声明12日发布。美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税。90天内两国对等关税税率将降至10%。采取上述举措后，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。考虑到上一轮关税战中美谈判几经波折，而此次中美首轮经贸会谈便取得积极成效，且为非中美首脑会晤，整体来看本次谈判的节奏和进展大超市场预期，其背景可能是特朗普面临美国国内经济、金融、政治等多方面压力以及中国对美坚决反制，增加了谈判筹码。中美关税税率互降后，与前期极端情况下中美贸易实质性“脱钩”和禁运状态下相比，二季度中

国出口增速要好于预期，对经济增长、企业盈利和就业形势的压力有所缓解。但是仍然要看到相比去年底，短短几个月时间，特朗普对华仍然加征了 30% 的关税，将显著拖累中国对美出口和总体出口。更为关键的是，当前中美经贸关系的演进存在显著不确定性：首阶段协议执行尚存变数，未来三个月的谈判进程可能面临反复，特别是美方存在再度推翻既定共识的政策风险。短期政策仍有必要把扩大总需求、救助纾困和稳定就业作为高度重要的目标，即“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。

总体来看，央行推出的十项货币政策措施颇具亮点，涵盖数量型、价格型和结构性政策，形成“宽货币+宽信用”组合，这将向金融机构提供规模可观的、低成本的中长期资金，有利于降低金融机构的负债成本，稳定净息差。政策效果还将进一步传导至实体经济，带动社会综合融资成本稳中有降，有效支持实体经济稳定增长。金融监管总局推出八项增量政策，聚焦稳楼市、稳股市、助实体及促创新四大关键方向，全力巩固经济回升向好的基本面。与此同时，证监会积极行动，全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场，这一系列举措有助于提升投资者信心，推动市场风险偏好回升。经贸方面，中美经贸会谈联合声明的发布，标志着自 4 月“对等关税”冲突以来贸易摩擦出现实质性缓和。双方宣布在 90 天内暂停新增关税、保留部分低位税率，并建立后续对话机制，释放出明显的“降温”信号。不过，需注意的是，本届美国政府累计对华新增关税税率仍达 30%，这或将对中国对美出口产生影响。短期政策仍需将扩大总需求、救助纾困和稳定就业作为核心目标，即“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。我们认为，增量政策或即将推出，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策空间有望进一步拓展。

2.3 降准降息预期落地，多方合力维稳资本市场

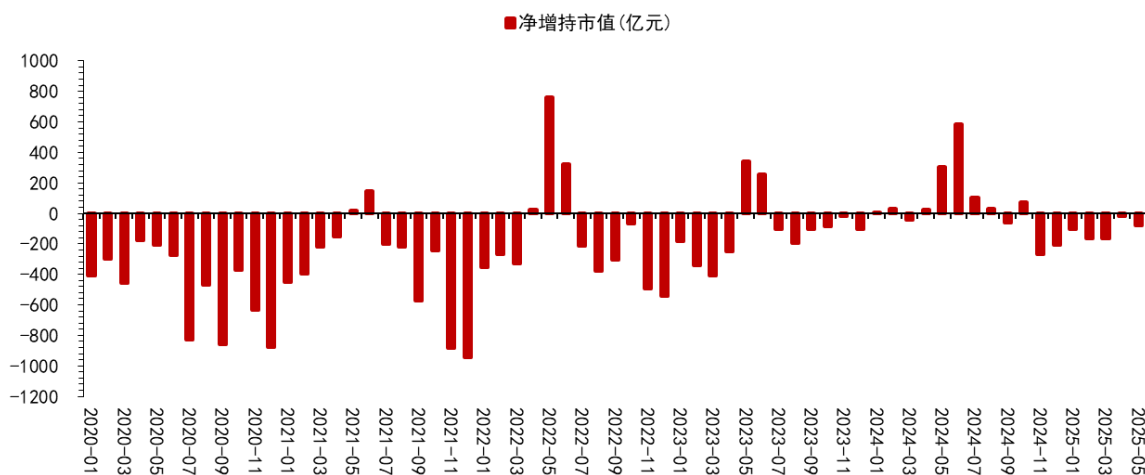
随着 5 月 7 号央行推出十项货币政策措施，降准降息预期兑现。降准方面，5 月 15 日央行全面降准 0.5 个百分点落地，约 1 万亿元的中长期资金注入市场，此举大幅对冲了政府债净缴款等多重资金扰动，资金面维持均衡偏松局面。此外，央行发布第一季度中国货币政策执行报告，其中提到，保持融资和货币总量合理增长；实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏；维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。降息方面，5 月贷款市场报价利率报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3.0%，均较上月下调 10BP。同日，国有大行与部分股份行宣布下调存款利率，多数银行的活期存款、1 年期定存、3 年期定存的利率下调了 5BP、15BP 与 25BP，降至 0.05%、0.95% 与 1.25%。政策进一步释放流动性宽松信号，降低存量房贷利率以刺激消费和经济复苏。值得关注的是，存款端利率的下调幅度整体上超过 LPR 的降幅，延续了 2023 年以来的政策常态，主要目的是稳息差，通过压降银行负债成本，平衡“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，激发银行对实体经济的信贷投放意愿，拓展社会综合融资成本的下行空间。往后看，在降准降息等宽松政策落地后，接下来的货币政策重心在于实施，并将促进物价合理回升作为重要目标。在美联储降息时点尚不明确背景下，一般意义上的降准和降息仍面临一定的掣肘，未来货币政策或主要聚焦于对结构性货币政策工具的运用，精准滴灌楼市、消费、科技。

资本市场方面，自 4 月 26 日中央政治局会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策，持续稳定和活跃资本市场”以来，利好政策密集出台。5 月 7 日，“一行一局一会”联合推出一揽子金融政策，积极稳市场稳预期。围绕资本市场高质量发展，三部委推出多项实质性举措，包括：优化两项支持资本市场货币政策工具，总额度达

8000 亿元；全力支持中央汇金公司发挥类“平准基金”功能；印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，促进“回报增—资金进—市场稳”的良性循环；加大上市公司并购重组支持力度，提升其创新能力和抗风险能力等。整体来看，这一系列举措为当前稳定资本市场、提振投资者信心注入关键动力。

两融资金方面，截至 5 月末，沪深两市两融余额为 18093.70 亿元。其中，融资余额为 17975.80 亿元，较 4 月末增加。此外，5 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.28%，较 4 月末的 2.32% 有所回落。重要股东交易方面，5 月份重要股东净减持约 80.91 亿元。股权融资方面，按网上发行日进行统计，5 月份股权融资规模约为 195.84 亿元，较 3 月微落。

图 7：重要股东交易增减持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，央行方面，降准降息等宽松政策落地后，接下来的货币政策重心在于实施，并将促进物价合理回升作为重要目标。在美联储降息时点尚不明确背景下，一般意义上的降准和降息仍面临一定的掣肘，未来货币政策或主要聚焦于对结构性货币政策工具的运用，精准滴灌楼市、消费、科技。资本市场方面，自 4 月政治局会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策，持续稳定和活跃资本市场”以来，利好政策密集出台。5 月“一行一局一会”联合推出一揽子金融政策，积极稳市场稳预期，这一系列举措为当前稳定资本市场、提振投资者信心注入关键动力。

3、6 月行情研判：震荡企稳

对于 2025 年 6 月份的行情走势，我们认为：

第一，美国关税政策反复，国内经济维持韧性。海外方面，美国关税政策反复，5 月美联储如期按兵不动。我们认为后续美联储降息路径将高度依赖后续经济数据及关税谈判进展，关注关税豁免期的谈判结果，以及就业、消费和通胀等数据情况。国内方面，得益于内需韧性和政策支撑，4 月经济运行整体稳定。展望 6 月，中美贸易争端缓和、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供强有力的支撑，后续经济将稳中有进。

第二，“一行一局一会”落地系列政策，中美首轮谈判节奏和进展超预期，对等关税大幅下调。央行推出的十项货币政策措施涵盖数量型、价格型和结构性政策，形成“宽货币+宽信用”组合，这将向金融机构提供规模可观的、低成本的中长期资金，有利于降低金融机构的负债成本，稳定净息差。金融监管总局推出八项增量政策，聚焦稳楼市、稳股市、助实体及促创新四大关键方向，全力巩固经济回升向好的基本面。与此同时，证监会积极行动，全力巩固市场回稳向好势头，持续稳定和活跃资本市场。经贸方面，中美经贸会谈联合声明的发布，标志着自 4 月“对等关税”冲突以来贸易摩擦出现实质性缓和。双方宣布在 90 天内暂停新增关税、保留部分低位税率，并建立后续对话机制，释放出明显的“降温”信号。不过，需注意的是，本届美国政府累计对华新增关税税率仍达 30%，这或将对中国对美出口产生影响。短期政策仍需将扩大总需求、救助纾困和稳定就业作为核心目标，即“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。我们认为，增量政策或即将推出，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策空间有望进一步拓展。

第三，降准降息预期落地，多方合力维稳资本市场。央行方面，降准降息等宽松政策落地后，接下来的货币政策重心在于实施，并将促进物价合理回升作为重要目标。在美联储降息时点尚不明确背景下，一般意义上的降准和降息仍面临一定的掣肘，未来货币政策或主要聚焦于对结构性货币政策工具的运用，精准滴灌楼市、消费、科技。资本市场方面，自 4 月政治局会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策，持续稳定和活跃资本市场”以来，利好政策密集出台。5 月“一行一局一会”联合推出一揽子金融政策，积极稳市场稳预期，这一系列举措为当前稳定资本市场、提振投资者信心注入关键动力。

从 6 月份的市场环境来看，海外方面，美国关税政策反复，5 月美联储如期按兵不动，后续美联储降息路径将高度依赖后续经济数据及关税谈判进展。国内方面，随着中美贸易争端缓和、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供强有力的支撑。资本市场方面，当前多方合力维稳资本市场，为提振投资者信心注入关键动力。展望 6 月份，随着中美贸易关系趋于缓和，类平准基金在对冲市场尾部风险中发挥了重要托底作用。在各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备，以及中长期资金的持续入市，将有望持续改善市场微观结构并增强投资者信心。在政策与资金面形成合力的背景下，市场整体风险偏好有望得到系统性支撑。但考虑到上方或存在一定抛压，短期内市场或延续震荡态势，中期在经济维持韧性与政策工具箱蓄力的支撑下大盘仍有上行动力。

板块上建议关注金融、公用事业、有色金属、TMT、农林牧渔、基础化工、食品饮料、医药生物等板块。

4、行业配置：超配金融、公用事业、有色金属、TMT

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，5 月建议超配：金融、公用事业、有色金属、TMT。

（1）金融

根据东莞证券《金融行业双周报：年内首次降准落地，4 月信贷同比少增》报告的观点，银行方面，4 月社融总量同比多增，主要靠政府债券拉动，人民币贷款同比少增，其中企业端和居民端信贷需求有所走弱，显示国内有效需求增长动力不足，

特别是目前外部环境更趋复杂严峻，美国关税政策带来诸多不确定性，经济持续回升的基础仍需进一步巩固。近期，央行表示将推出降准降息等十项货币政策措施，一是自 2025 年 5 月 15 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，增强银行信贷投放能力，预计向市场提供长期流动性约 1 万亿元。二是下调政策利率 0.1 个百分点，降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，预计每年将节省居民公积金贷款利息超过 200 亿元，有利于支持居民家庭的刚性住房需求，有助于房地产市场止跌企稳。我们认为，2024 年银行业整体业绩稳健，在外围不确定性加剧的背景下受到的扰动相对较小，其稳定分红、低估值、高股息价值等特质使其受到避险资金的青睐，同时也受到降准、扩内需、财政部注资等政策托底，以险资为代表的中长期资金以及以沪深 300ETF 为代表的被动资金或将延续流入态势，外围扰动、低利率环境下银行板块仍是确定性较强的布局方向，继续看好其防御和红利价值。

证券方面，5 月 15 日，最高人民法院与证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》。该文件作为资本市场法治建设的重要成果，从多维度助力资本市场发展，其内容聚焦四大方面：一是保护投资者权益，打击欺诈发行、财务造假，完善民事赔偿责任制度，常态化开展证券纠纷代表人诉讼，降低维权成本；二是规范市场参与人行为，推动证券期货基金经营机构稳健经营，完善多层次资本市场司法规则，净化市场生态；三是强化司法行政协同，完善纠纷多元化解机制，加强会商与信息共享，提升司法审判与行政监管质效；四是完善组织保障，加强金融审判队伍建设，优化案件管辖与审理机制，提高监管执法规范化法治化程度。对证券行业而言，该《指导意见》为行业提供更明确的司法与监管指引，促使市场参与主体规范运作。在投资者保护强化下，将提升投资者信心，吸引更多资金流入证券市场，推动市场规模扩大与活跃度提升。同时，严格的执法司法将有力打击违法违规行为，净化市场环境，有利于行业长期健康、稳定发展，助力资本市场更好地服务实体经济与国家发展战略。

保险：近期，金融监管总局表示，将推出三条措施支持稳定和活跃资本市场。一是扩大保险资金长期投资的试点范围，近期拟批复 600 亿元，为市场注入更多增量资金；二是调整偿付能力的监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度；三是推动长周期的考核机制，促进长钱长投。中长期资金加速入市不仅是政策引导的重要方向，更是险企实现稳健运营、谋求长远可持续发展的内在必然需求。随着长端利率持续下行，险资固收投资收益难以覆盖负债端成本，增加权益类投资，优化资产配置结构，有助于提升险企整体的投资收益水平，减轻利差损的压力。在新金融工具准则下，若险企直接投资权益市场，更多权益类资产公允价值变动将直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为了避免利润波动过大，保险公司或更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，分红计入利润表。随着中长期入市的卡点堵点进一步打通，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。

（2）公用事业

根据东莞证券《公用事业行业 2024 年及 2025 年一季度业绩综述：经营利润及盈利能力均有所提升》。受益于煤价下行以及水电发电量同比增长等，公用事业的经营利润及盈利能力均有提升，但各子板块情况有所分化，其中新能源发电板块受利用小时数减少等因素影响。今年以来动力煤价格同比下降，有望促进煤电企业的

业绩提升。当前我国有序推进天然气上下游价格联动，有助于燃气企业疏导天然气采购成本，从而促进燃气行业良性发展。

（3）有色金属

根据东莞证券《有色金属与钢铁行业双周报：美债担忧上行，黄金市场多空博弈加剧》报告的观点，黄金方面，美国债务总额已达到 36.1 万亿美元的法定界限，而当下关税预期的缓和，或进一步加剧美国的债务风险，使得美元的信用下降。5 月 16 日，穆迪宣布，由于美国政府债务和利率支付比例增加，决定将美国主权信用评级从 AAA 下调至 AA1。截至 5 月 21 日，30 年期美债收益率收于 5.08%，10 年期收益率收于 4.58%。而另一方面，随着美国关税政策立场的软化，以及俄乌谈判的推进，部分避险情绪受到压制。综合来看，当下黄金市场多空力量博弈加剧，美元信用下降已成为推升黄金价格上行的结构性因素，此外，各国央行加速增持黄金、个人及机构投资者需求增加等因素共同作用，使得金价依然具备上行动力。

铜方面，2025 年 4 月我国精炼铜产量为 125.4 万吨，同比增长 10.4%；1-4 月累计产量为 478.1 万吨，同比增长 5.6%。总体而言，2025 年以来我国精炼铜产量继续维持较高态势，主要因再生铜补充显著以及冶炼技术提升。然而冶炼费用持续低位，冶炼厂单吨亏损增加，且随着原料铜精矿趋紧的预期逐步传导，精炼铜产量增长动能减弱。

铝方面，2025 年以来铝材初加工端开工情况出现结构性分化，在新能源及家电领域的驱动下，铝板、铝杆、铝箔等呈现高景气，而铝型材因建筑端需求偏弱，整体开工率受到压制。据上海有色网数据，2025 年 4 月，铝板、铝箔、铝杆、铝型材的开工率分别为 73.44%、80.50%、62.00%、56.5%。未来铝初加工材的核心驱动将继续来自新能源领域的需求扩张，新能源汽车渗透率、光伏及风电装机容量的提升将使得铝箔、铝板持续高景气。铝型材方面，工业型材需求维持韧性，建筑型材需关注下半年地产政策的落地以及竣工端的边际修复。

（4）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业 2024 及 2025Q1 业绩综述：终端需求复苏及 AI 创新驱动，2024 及 25Q1 业绩向好》报告的观点，受终端需求复苏及 AI 创新推动，电子行业 2024 年及 2025Q1 业绩向好，消费电子、PCB/CCL、面板制造等细分领域业绩表现亮眼。后续重点关注在 AI 算力硬件高景气驱动下，业绩持续释放的 PCB/CCL 领域。近期全球贸易摩擦虽有扰动，但中长期来看，消费电子结构创新永不停歇，AI 加持的手机、PC、眼镜等智能终端有望加快落地。面板制造也有望通过按需定产策略维持市场供需动态平衡，实现面板价格挺价。

通信方面，根据东莞证券《通信行业 2024 年报及 2025 年一季报业绩综述：行业业绩稳中有进，盈利能力提升》报告的观点，通信行业 2024 年业绩延续正向增长，2025 年第一季度归母净利润持续增长。细分来看，光器件及模块业绩持续实现快速增长，物联网与光纤光缆板块已呈现复苏的迹象，运营商与通信工程及服务板块维持正向增长态势，通信元器件及设备板块经营业绩总体平稳运行，整体与通信行业电信业务总量与收入规模保持增长的稳中有进趋势相符。后续随着数通领域下游建设持续推进，部分板块在手订单对业绩的正向效益有望逐步释放，进一步推动板块业绩回升。在传统通信用户规模逐步饱和，5G 业务导入对 ARPU 拉动幅度有限的背景下，行业收入增长放缓，算力相关细分领域及 5G-A/6G 建设成为拉动总体向上增长的新支柱。展望后市，2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、

量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释放增长动能，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

半导体方面，根据东莞证券《半导体行业 2024 年报&2025 年一季报业绩综述：AI 驱动算力、终端齐飞，设备、材料自主可控强化》的观点，AI 渗透与国产替代趋势明确，维持半导体板块超配评级。受益 AI 驱动需求复苏和关键领域国产替代持续推进，半导体行业自 2023 年下半年以来逐步进入景气复苏周期，且 2024 年、2025 年一季度营收、净利润维持增长态势，盈利能力也从 2024 年下半年开始逐步修复，并于 25Q1 实现同比正向增长。建议从成长空间和长期确定性出发，把握 25Q1 业绩表现较好的半导体设备与材料、AI 算力、AI 终端芯片、模拟芯片、半导体封测等细分板块。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业 2024 年与 2025 年一季度业绩综述：2024 行业利润端仍旧承压，2025Q1 业绩明显改善》报告的观点，计算机行业 2024 年利润端受宏观经济影响仍旧承压，但 2025Q1 行业业绩明显改善，营收端同比加速增长，利润端增速迎来拐点。分板块来看，营收端，2025Q1，算力基建和信创板块增速相较去年同期有所提升。利润端，2025Q1，智能驾驶、能源 IT、金融 IT、网络安全和人工智能这 5 个子板块扣非后归母净利润同比显著增长。展望后续，建议把握 AI 算力和信创两条主线。1) AI 算力：目前，大模型发展步入新阶段，海内外 AI 应用加速发展。2025Q1，北美四大 CSP 资本开支同比高速增长，对未来指引维持乐观，论证全球 AI 算力需求仍非常旺盛，建议关注英伟达和国产 AI 算力产业链，涉及 AI 芯片、AI 服务器等领域。2) 信创：当前外部不确定性增强进一步凸显我国科技自主可控的紧迫性，叠加我国政府不断强化信创领域政策支持和资金保障，信创产业有望迎来发展新机遇，建议关注基础硬件（整机、芯片）、基础软件（数据库、操作系统）、应用软件、网络安全等领域具有竞争优势的企业。

5、风险提示

海外经济超预期下滑导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn