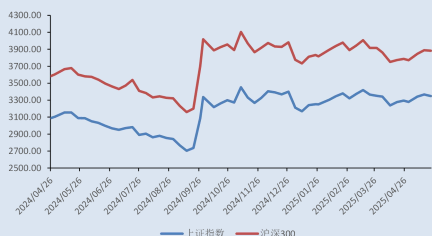


经济保持增长韧性

——A 股投资策略周报

华龙证券研究所

A 股市场走势 (2024/04/26-2025/05/23)



分析师

姓名：朱金金

执业证书编号：S0230521030009

邮箱：zhujj@hlzq.com

相关阅读

《A 股市场 2024 年报及 2025 年一季报综述：二季度关注政策催化且业绩保持韧性方向》2025.05.17

《A 股投资策略周报：利多因素助力市场》2025.05.13

《A 股投资策略点评报告：一揽子金融政策稳市场稳预期》2025.05.09

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- **4 月经济保持较强韧性。**4 月经济运行在面临外部冲击影响加大的情况下保持了较强韧性。①生产供给：工业方面，4 月工业增加值同比增长 6.1%，保持较快增速。②国内需求：4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%；1-4 月固定资产投资同比增长 4.0%，“两重两新”政策效应持续发挥作用。③外贸方面：4 月外部影响加大的情况下，外贸保持增长韧性。1-4 月货物进出口总额同比增长 2.4%，比一季度加快 1.1%。
- **社融存量回升和财政持续发力。**(1)社融存量继续回升。①1-4 月社会融资规模增量，比 2024 年同期多 3.61 万亿元。②2025 年 4 月末社会融资规模存量同比增长 8.7%。③4 月末 M2 余额同比增长 8%；M1 余额同比增长 1.5%。前四个月净投放现金 3193 亿元。4 月末人民币贷款余额 265.7 万亿元，同比增长 7.2%。(2)财政持续发力。1-4 月，全国一般公共预算支出 93581 亿元，同比增长 4.6%，完成预算的 31.5%，支出进度为 2020 年以来同期最快。
- **美联储降息预期仍受美关税政策影响。**美国 4 月 CPI 上涨 2.3%，低于市场预期的 2.4%。美国 4 月核心 CPI 同比上涨 2.8%，符合预期。目前美国关税政策仍存在较大的不确定性，如特朗普称将自 7 月 9 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税，且美国关税较前期有明显提升，部分成本会转嫁至消费端，最终可能会推升通胀水平。据 CME “美联储观察”，美联储 6 月维持利率不变的概率为 94.4%，降息 25 个基点的概率为 5.6%。美联储 7 月维持利率不变的概率为 74.9%。
- **震荡中关注结构性机会。**从当前市场走势来看，仍属于正常波动。短期市场量能仍需要实质性的回升，并且美欧关税冲突对全球市场供需产生扰动、美国针对中国的政策表态等不确定因素，或对市场风险偏好继续有所影响，但政策仍持续发力内需领域支持经济增长向好预期，企业盈利层面逐步改善；外需方面积极突围，出口保持较强韧性，叠加中美贸易改善等因素，整体有望支撑市场韧性，可关注市场结构性机会。
- **行业及主题配置。**一是科技创新和先进制造方向。政策持续发力科技创新和产业升级，并且叠加美国对于中国先进计算芯片领域的打压，国产替代逻辑延续。关注电子、数字经济(传媒)等。二是内需方向。政策上强调“把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹实施扩大内需战略和深化供给侧结构性改革”。关注家用电器、汽车、机械设备、电力设备；“两新两重”，“城市更新”等。三是外需突围方向。主题关注：新质生产力、低空经济、人形机器人、并购重组、市值管理、化债等。
- **风险提示：**经济复苏不及预期风险；行业风险；汇率风险；数据风险；贸易保护主义风险；黑天鹅事件等。

内容目录

1. 策略观点	1
1.1 市场聚焦	1
1.2 市场研判	4
2. 市场数据	5
2.1 全球及国内指数表现	5
2.2 行业及概念指数表现	6
2.3 融资交易行业方向	6
2.4 市场及行业估值	7
3. 事件日历	8
4. 风险提示	9

图目录

图 1：工业增加值增速 (%)	1
图 2：固定资产投资累计同比 (%)	1
图 3：社会消费品零售总额增速 (%)	2
图 4：社会消费品行业累计同比走势 (%)	2
图 5：社会融资规模存量及 M2 同比走势 (%)	3
图 6：一般公共预算收支增速 (%)	3
图 7：美国 4 月 CPI 及核心 CPI 走势 (%)	3
图 8：全球主要指数涨跌幅 (%)	5
图 9：国内指数涨跌幅 (%)	5
图 10：行业指数涨跌幅 (%)	6
图 11：概念指数涨幅前十板块 (%)	6
图 12：概念指数跌幅前十板块 (%)	6
图 13：期间净买入额(融资净买入-融券净卖出)(万元)	7

表目录

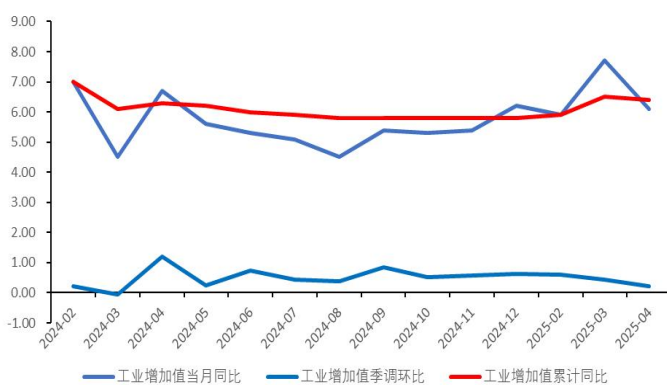
表 1：主要宽基指数市盈率 (TTM) 及市净率 (LF) 估值分位	7
表 2：行业市盈率 (TTM) 及市净率 (LF) 估值分位	7
表 3：事件前瞻	8

1. 策略观点

1.1 市场聚焦

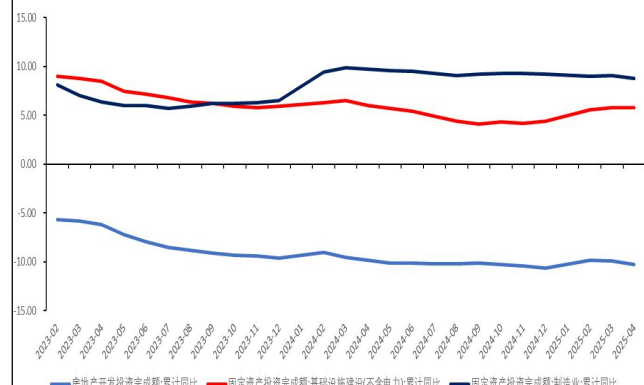
4 月经济保持较强韧性。4 月经济运行在面临外部冲击影响加大的情况下保持了较强韧性。①生产供给：工业方面，4 月工业增加值同比增长 6.1%，保持较快增速。其中 4 月装备制造业增加值同比增长 9.8%，贡献率为 55.9%，主要得益于“两新”政策加力扩围和产业升级带动。航空航天相关设备制造、集成电路制造增加值分别增长 21.4%和 21.3%；数字产品制造业增加值增长 10%；新能源汽车、充电桩等新能源产品产量分别增长 38.9%和 43.1%。服务业方面，4 月服务业生产指数同比增长 6.0%，在扩大内需政策的作用下，服务业增势平稳。信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业生产指数分别增长 10.4%和 8.9%，快于全部服务业增长。②国内需求：4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，消费品以旧换新支持作用明显，受假期效应影响，服务零售保持稳定增长，1-4 月服务零售额同比增长 5.1%；1-4 月固定资产投资同比增长 4.0%，“两重两新”政策效应持续发挥作用，1-4 月设备工器具购置投资同比增长 18.2%，对全部投资增长的贡献率为 64.5%。③外贸方面：4 月外部影响加大的情况下，外贸保持增长韧性。1-4 月货物进出口总额同比增长 2.4%，比一季度加快 1.1%。1-4 月机电产品出口额同比增长 9.5%。

图 1：工业增加值增速(%)



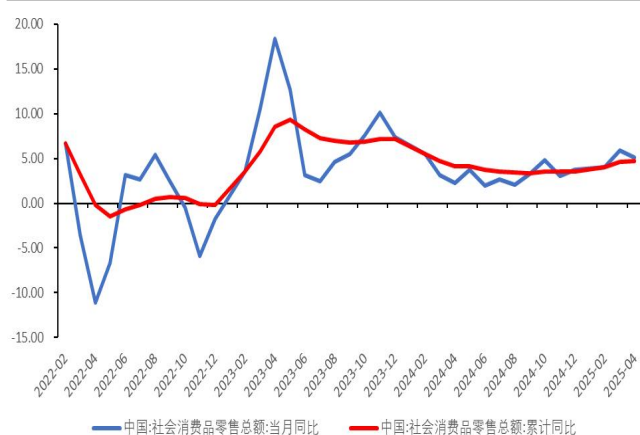
资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 2：固定资产投资累计同比(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 3：社会消费品零售总额增速(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

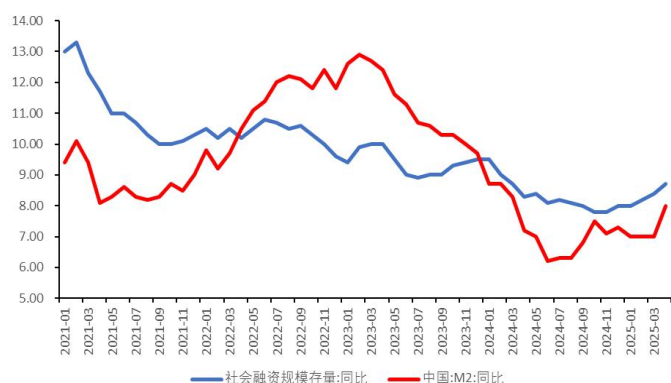
图 4：社会消费品行业累计同比走势(%)

行业大类	2025-03	2025-04	累计同比走势
粮食、食品类	12.20	12.60	
饮料类	-0.50	0.30	
烟酒类	6.30	5.80	
服装类	2.70	2.50	
化妆品类	3.20	4.00	
金银珠宝类	6.90	10.40	
日用品类	6.80	7.00	
体娱、娱乐用品类	25.40	24.90	
书报杂志类	2.00	-0.70	
家用电器和音像器材类	19.30	23.90	
中西药品类	2.10	2.20	
文化办公用品类	21.70	24.40	
家具类	18.10	20.20	
通讯器材类	26.90	25.40	
石油及制品类	-0.10	-1.40	
建筑及装潢材料类	0.00	2.30	
汽车类	-0.80	-0.50	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

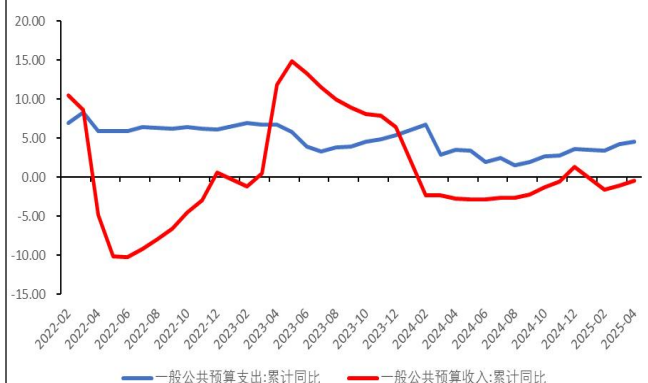
社融存量回升和财政持续发力。(1)社融存量继续回升。①1-4月社会融资规模增量，比2024年同期多3.61万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加9.78万亿元，同比多增3397亿元；委托贷款增加53亿元，同比多增959亿元；未贴现的银行承兑汇票增加2506亿元，同比多增1494亿元；政府债券净融资4.85万亿元，同比多3.58万亿元；非金融企业境内股票融资1353亿元，同比多404亿元。②2025年4月末社会融资规模存量同比增长8.7%。对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长7.1%；信托贷款余额同比增长5.6%；政府债券余额同比增长20.9%，增速较快。结构上，4月末的贷款余额存量占比多有下降，其中政府债券余额占比20.3%，同比高2.1%。③4月末M2余额同比增长8%；M1余额同比增长1.5%。前四个月净投放现金3193亿元。4月末人民币贷款余额265.7万亿元，同比增长7.2%。前四个月人民币贷款增加10.06万亿元，主要为企事业单位贷款增加。(2)财政持续发力。1-4月，全国一般公共预算支出93581亿元，同比增长4.6%，完成预算的31.5%，支出进度为2020年以来同期最快，民生领域保持较快增速，其中教育支出14481亿元，累计同比增长7.4%；社会保障和就业支出16852亿元，累计同比增长8.5%。

图 5：社会融资规模存量及 M2 同比走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

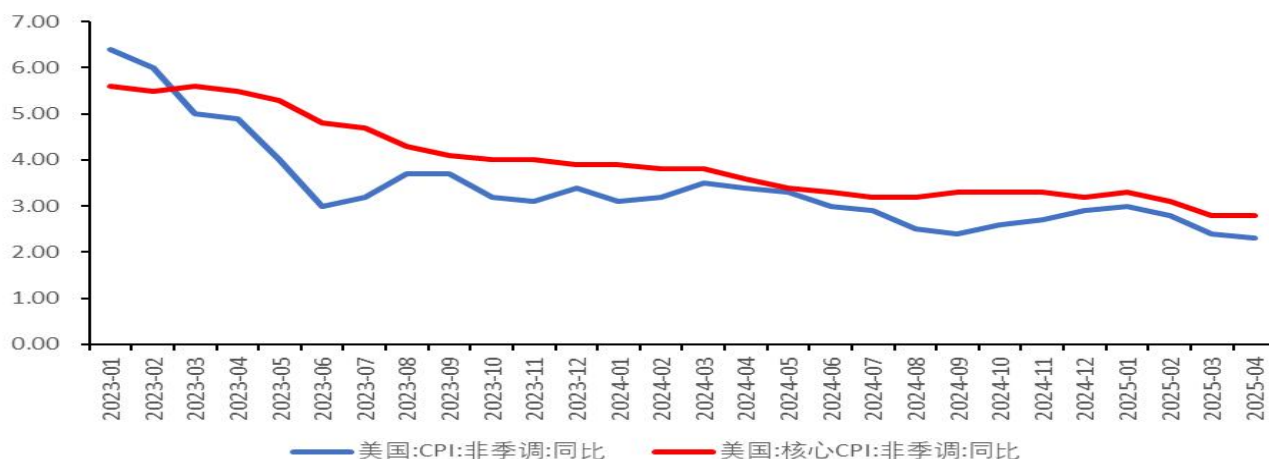
图 6：一般公共预算收支增速(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

美联储降息预期仍受美关税政策影响。美国 4 月 CPI 上涨 2.3%，低于市场预期的 2.4%，环比上涨 0.2%，高于 3 月的-0.1%，低于市场预期。美国 4 月核心 CPI 同比上涨 2.8%，符合预期；环比上涨 0.2%，高于 3 月的 0.1%，低于预期的 0.3%。美国 4 月通胀数据表明关税冲击未得到明确显现，因关税对于价格的影响可能存在传导期，且美国企业当月可能仍处于去库存阶段，关税对价格的影响并未完全反映。目前美国关税政策仍存在较大的不确定性，如特朗普称将自 7 月 9 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税，且美国关税较前期有明显提升，部分成本会转嫁至消费端，最终可能会推升通胀水平，短期来看美联储降息落地时间仍需关注美国关税政策对通胀的影响。据 CME “美联储观察”，美联储 6 月维持利率不变的概率为 94.4%，降息 25 个基点的概率为 5.6%。美联储 7 月维持利率不变的概率为 74.9%。

图 7：美国 4 月 CPI 及核心 CPI 走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

1.2 市场研判

震荡中关注结构性机会。近两周(2025年5月12日-2025年5月23日)市场呈现前高后低,小幅上涨。其中上证指数区间涨跌幅为0.19%、沪深300区间涨跌幅为0.94%、万得全A指数区间涨跌幅为0.08%。市场总体表现出一定的震荡走势。上周市场有所调整,主要原因可能包括以下几个方面:一是科技板块的承接力度有所降低,在红利板块行情边际走弱的环境下,没有较好的上涨表现。二是在市场关键突破位置,量能有所回调,股票型ETF资金连续流出。三是尽管中美关税谈判取得积极成果,但美国在一些领域仍有针对中国的政策表态,如美国企图全球禁用中国先进计算芯片,对市场风险偏好有所影响。不过从当前市场走势来看,仍属于正常波动。短期市场量能仍需要实质性的回升,并且美欧关税冲突对全球市场供需产生扰动、美国针对中国的政策表态等不确定因素,或对市场风险偏好继续有所影响,但政策仍持续发力内需领域支持经济增长向好预期,企业盈利层面逐步改善;外需方面积极突围,出口保持较强韧性,叠加中美贸易改善等因素,整体有望支撑市场韧性,可关注市场结构性机会。

行业及主题配置。

(一)行业及主题信息动态:

①据商务部大数据监测,1至4月,数字产品线上销售额同比增长8.4%,其中智能机器人、智能家居系统同比分别增长87.6%和16%。手机等3类以旧换新扩围数码产品同比增长18.5%。

②国务院常务会议,审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案(2025-2027年)》,研究进一步健全横向生态保护补偿机制有关举措。

③中国汽车工程学会正式发布《全固态电池判定方法》团体标准,首次明确了全固态电池的定义,解决了行业界定模糊、测试方法缺失等问题,为技术升级和产业化应用奠定基础。

④北京人形机器人创新中心牵头发布全球首个《人形机器人智能化分级》标准,构建形成“四维五级”的评价框架,包括“感知认知、决策学习、执行表现、协作交互”四大能力维度, L1-L5 五级智能化能力分级体系。

⑤中央网信办等三部门印发《2025年深入推进IPv6规模部署和应用工作要点》,部署9个方面42项重点任务,明确到2025年末,全面建成全球领先的IPv6技术、产业、设施、应用和安全体系。

⑥住建部将继续深入推进城镇老旧小区改造。财政部在加大资金投入的同时,持续发力落实好税费优惠政策。国家发改委将在6月底前下达2025年城市更新专项中央预算内投资计划。

⑦国家发改委介绍,2025年1-4月,发改委共审批核准固定资产投资项 目 27 个,总投资 5737 亿元。在“两新”政策带动下,截至5月5日,汽车、家电、数码产品销售额约 8300 亿元。

⑧《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》发布。《白皮书》显示, 2024 年我国以北斗为核心的卫星导航与位置服务产业总体产值达到 5758 亿元人民币, 同比增长 7.39%。截至 2024 年底, 我国卫星导航专利申请累计总量已突破 12.9 万件, 同比增长 4.8%, 继续保持全球领先。

⑨2025 数据安全发展大会, 我国将培育壮大一批数据要素产业链上下游企业, 预计到 2030 年, 数据产业规模将达到 7.5 万亿元。

⑩据商务部介绍, 以旧换新成效持续显现, 家电类商品零售额连续 8 个月保持两位数增长。

(二) 行业及主题关注:

一是科技创新和先进制造方向。政策持续发力对于科技创新和产业升级的支持, 并且叠加美国对于中国先进计算芯片领域的打压, 国产替代逻辑延续。关注电子、数字经济(传媒)等。二是内需方向。政策上强调“要围绕加快构建新发展格局, 把做强国内大循环摆到更加突出的位置, 统筹实施扩大内需战略和深化供给侧结构性改革”。关注家用电器、汽车、机械设备、电力设备; “两新两重”, “城市更新”等。三是外需突围方向。关注关税博弈缓和带来的超预期改善方向以及加强全球区域合作和扩大对外开放可能催生的投资机会。主题关注: 新质生产力、低空经济、人形机器人、并购重组、市值管理、化债等。

2. 市场数据

2.1 全球及国内指数表现

图 8: 全球主要指数涨跌幅(%)

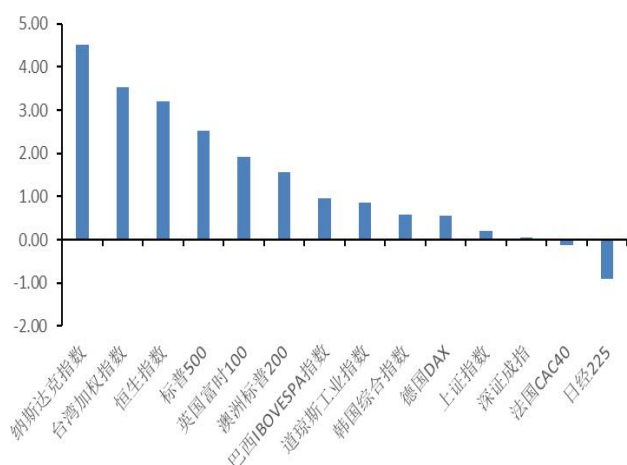
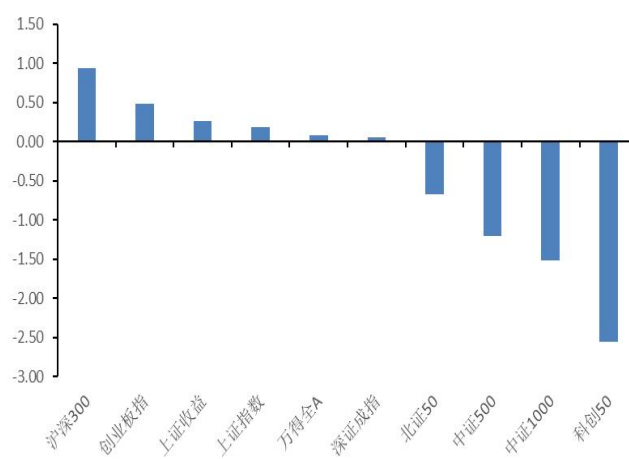


图 9: 国内指数涨跌幅(%)

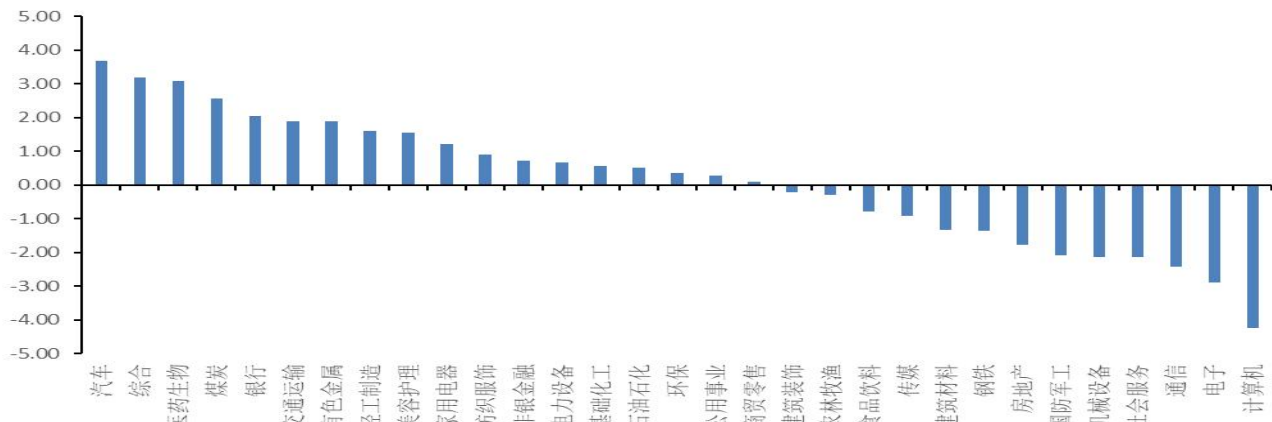


资料来源: Wind, 华龙证券研究所

注: 时间区间为 2025 年 05 月 12 日-2025 年 05 月 23 日

2.2 行业及概念指数表现

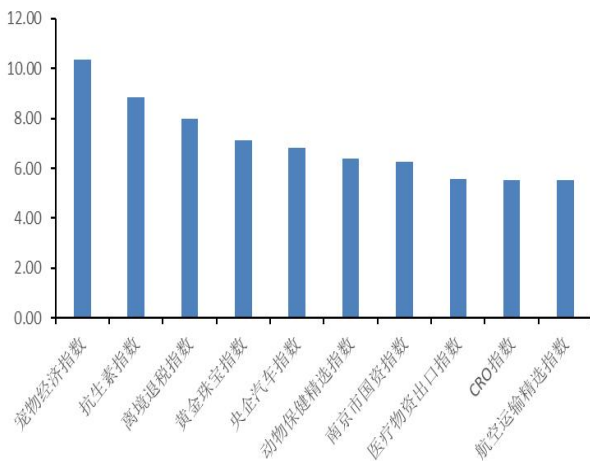
图 10：行业指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

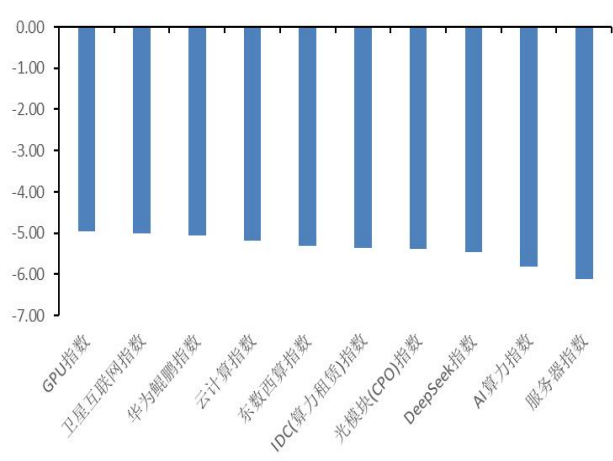
注：时间区间为 2025 年 05 月 12 日-2025 年 05 月 23 日

图 11：概念指数涨幅前十板块(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

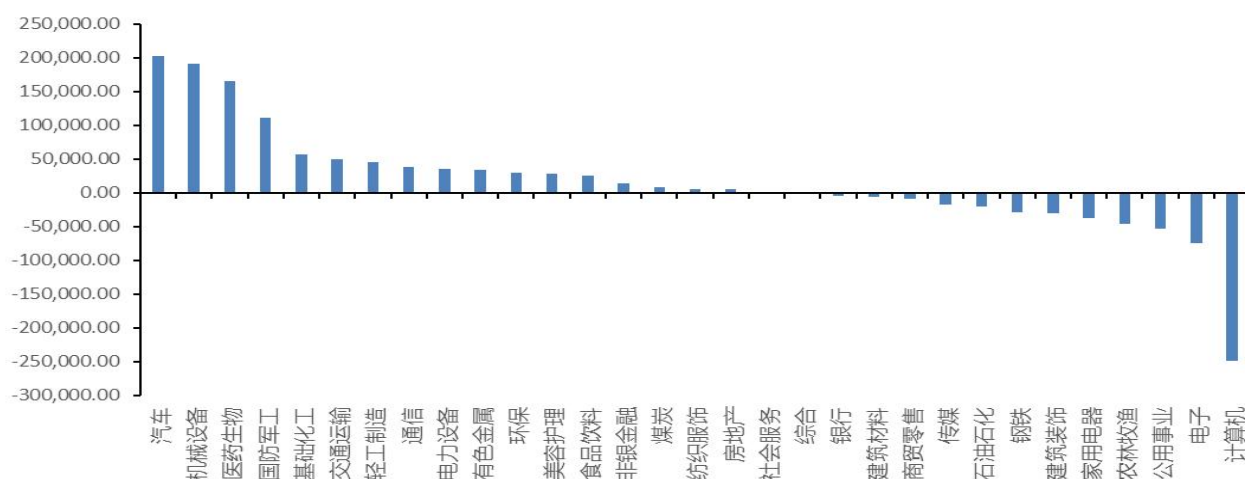
图 12：概念指数跌幅前十板块(%)



注：时间区间为 2025 年 05 月 12 日-2025 年 05 月 23 日

2.3 融资交易行业方向

图 13：期间净买入额(融资净买入-融券净卖出)(万元)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

注：时间区间为 2025 年 05 月 12 日-2025 年 05 月 23 日

2.4 市场及行业估值

表 1：主要宽基指数市盈率(TTM)及市净率(LF)估值分位

证券简称	市盈率分位数%	市净率分位数%
创业板指	16.93	14.87
深证成指	40.73	14.00
沪深 300	53.23	16.16
万得全 A	60.59	17.28
中证 1000	60.82	16.20
上证指数	68.28	24.99
上证收益	68.28	24.99
中证 500	71.90	29.22
北证 50	98.65	96.76
科创 50	98.93	30.29

资料来源：Wind，华龙证券研究所

注：时间区间为 2016 年 05 月 23 日-2025 年 05 月 23 日

表 2：行业市盈率(TTM)及市净率(LF)估值分位

证券简称	市盈率分位数(十年)%	市净率分位数(十年)%
农林牧渔	3.73	3.48
食品饮料	10.11	6.32
非银金融	10.27	23.25
通信	11.10	52.65
公用事业	16.89	32.36
有色金属	18.86	26.91
家用电器	29.11	14.65
电力设备	30.00	27.48
综合	33.55	37.41

社会服务	35.33	11.05
交通运输	41.49	11.72
医药生物	46.96	11.14
银行	50.16	33.55
纺织服饰	50.82	21.46
美容护理	52.31	31.74
石油石化	55.24	2.93
建筑装饰	60.21	6.16
轻工制造	60.89	19.52
基础化工	61.21	17.80
机械设备	62.24	53.25
汽车	64.94	85.47
环保	66.78	16.16
传媒	67.28	51.67
电子	71.69	46.29
国防军工	74.92	45.03
建筑材料	77.57	6.59
煤炭	78.75	31.42
商贸零售	83.18	53.09
钢铁	88.83	28.54
计算机	94.23	40.00
房地产	97.62	10.48

资料来源: Wind, 华龙证券研究所

注: 时间区间为 2016 年 05 月 23 日-2025 年 05 月 23 日

3. 事件日历

表 3: 事件前瞻

日期	指标名称	国家/地区
2025-05-27	4 月工业企业利润: 累计同比 (%)	中国
2025-05-29	5 月 17 日续请失业金人数: 季调 (人)	美国
2025-05-29	5 月 24 日初请失业金人数: 季调 ((人)	美国
2025-05-29	第一季度实际 GDP: 季调: 环比折年率 (预估) (%)	美国
2025-05-29	第一季度 GDP 价格指数 (预估): 季调 (2017 年=100)	美国
2025-05-29	第一季度实际 GDP: 季调: 折年数 (预估) (十亿美元)	美国
2025-05-29	第一季度实际国内生产最终销售: 季调: 环比折年率 (预估) (%)	美国
2025-05-29	第一季度 PCE 价格指数: 季调 (预估) (2017 年=100)	美国
2025-05-29	第一季度个人消费支出: 季调: 折年数 (预估) (十亿美元)	美国
2025-05-29	第一季度核心 PCE 价格指数: 季调 (预估) (2017 年=100)	美国
2025-05-29	5 月 23 日原油库存量 (千桶)	美国
2025-05-29	5 月 23 日战略石油储备库存量 (千桶)	美国
2025-05-30	4 月个人消费支出: 季调 (十亿美元)	美国
2025-05-30	4 月人均可支配收入: 折年数: 季调 (美元)	美国
2025-05-30	4 月核心 PCE 物价指数: 同比 (%)	美国
2025-05-30	4 月个人收入: 季调: 折年数 (十亿美元)	美国

2025-05-30	4 月个人支出:季调:折年数(十亿美元)	美国
2025-05-30	4 月实际个人消费支出:季调(十亿美元)	美国
2025-05-30	4 月 PCE 物价指数:环比(%)	美国
2025-05-30	4 月 PCE 物价指数:同比(%)	美国
2025-05-31	5 月官方非制造业 PMI:建筑业	中国
2025-05-31	5 月官方非制造业 PMI:商务活动	中国
2025-05-31	5 月官方制造业 PMI	中国
2025-05-31	5 月官方综合 PMI:产出指数	中国

资料来源: Wind, 华龙证券研究所

4. 风险提示

(1) 经济复苏不及预期风险。在政策的支撑下, 经济复苏良好, 政策预期仍会持续发力稳定内需, 经济有望持续复苏向好, 但仍会受到很多不确定因素的影响, 若经济复苏不及预期可能会引发市场波动。

(2) 行业风险。行业业绩会受到多种因素影响, 如供求关系、行业周期、关税政策等, 若业绩不及预期可能导致行业指数或个股波动。

(3) 汇率风险。人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 有利于 A 股市场表现, 但人民币汇率受到多种因素影响, 若超预期波动可能导致市场波动。

(4) 数据风险。行业历史数据表现不能完全代表未来, 且行业受多种因素影响, 结果与实际可能存在差距。第三方预测数据误差风险。

(5) 贸易保护主义风险。全球贸易保护主义事件频率有所上升, 尤其涉及到关税领域, 若关税加征继续超预期, 可能会引发全球经济进一步的衰退风险。

(6) 黑天鹅事件。难以预计的突发事件对市场产生干扰, 这些事件可能包括地缘冲突、金融风险、自然灾害等。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046