



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

联系人：王超特

wangchaote@gjzq.com.cn

新一轮朱格拉最快 Q3 开启，聚焦：科技

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：全球基本面+流动性“双重风险”正趋于抬升。海外风险的三大趋势，包括：①美国衰退趋势；②美国高通胀趋势；③特朗普关税 2.0 冲击影响亦难以避免。国内方面，经济压力再度显现，政策发力的可能性逐步抬升。预计未来财政扩张为主，货币扩张为辅。展望市场，我们不仅短期面临基本面与流动性的双重压力，拉长长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬。

当下市场聚焦：1、如何解读年初以来国内经济的真实情况？2、如果解读年初至今国内宏观的名义流动性与有效流动性？3、如果理解未来全球市场面临潜在的“双重”风险？4、为何朱格拉周期最快 Q3 开启？5、为何聚焦“科技”将受益于朱格拉周期？细分领域有哪些？

国内经济再次“走弱”，全球市场面临基本面+流动性“双重”风险

我们在系列报告中重点提到海外风险的三大趋势，包括：①美国衰退趋势；②美国高通胀趋势；③特朗普关税 2.0 冲击影响亦难以避免。与此同时，我们观察到关税 2.0 的影响已经逐步渗透到国内经济。考虑到当前国内居民与企业的就业、生产及信用下降，叠加美国衰退或关税冲击，意味着将进一步抑制居民、企业部门的“花钱意愿”及其对国内经济的拉动效用，经济引擎重点落在政府部门发力。预计未来财政扩张为主，货币扩张为辅。展望市场，我们不仅短期面临基本面与流动性的双重压力，拉长长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

新一轮朱格拉周期最快将在 25Q3 开启

我们此前已从宏观、中观、投资框架以及景气筛选层面详细的阐述了朱格拉周期与资本市场的关联，核心逻辑：1）Capex 扩张弹性将是朱格拉受益行业获取“超额收益”的保证。2）Capex 扩张空间将支撑朱格拉受益行业“超额收益”的持续性。3）Capex 扩张能力将绝对受益行业“超额受益”的启动时机。基于宏观环境，我们研判本轮朱格拉受益行业 Capex 扩张最快或在“2025Q3”。最终，筛选同时满足“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”三因子的行业：1）首选，先行指标处于“主动补库”阶段，即“现金流+资产周转+毛利率+ROE”均回升的行业：电子（光学光电子+元件）&通信（通信服务）&传媒（游戏）。2）次选，先行指标处于“被动去库”阶段的行业，即“现金流+资产周转率”或“现金流+毛利率”回升的行业：军工（航海装备+航天装备）、计算机（IT 服务）、机械（工程机械+通用设备+专用设备）；环保（环境治理+环保设备）。3）此外，一级不满足，但二级具备上述条件的行业包括：汽车（摩托车）；电力设备（电池+风电设备）；医药生物（医疗服务）。

风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会

交易三大逻辑：（一）交易美国衰退甚至滞胀，重点看好黄金/黄金股当前低吸机会，业绩+估值“戴维斯双击”，叠加机构资金加快流入。（二）交易国内财政发力方向，包括：（1）创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。（2）三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。（三）考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：（1）产业渗透率在 10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

1、前期报告提要与市场聚焦.....	4
2、策略观点及投资建议.....	4
2.1 国内经济再次“走弱”，全球市场面临基本面+流动性“双重”风险.....	4
2.2 新一轮朱格拉周期最快将在 25Q3 开启.....	5
2.3 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会.....	9
3、市场表现回顾.....	9
3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数全面上涨.....	9
3.2 市场估值：宽基指数、风格指数估值上调为主，海外主要指数估值多数上调.....	12
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	13
3.4 盈利预期：盈利预期下调为主.....	16
4、下周经济数据及重要事件展望.....	18
5、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：社融存量（剔除政府债）增速筑底.....	5
图表 2：4 月企业中长贷边际回落.....	5
图表 3：M2%-社融%负值有所收窄，为连续 16 个月负值.....	5
图表 4：M1-短融（%）仍旧偏弱.....	5
图表 5：朱格拉传导周期与景气“买点”框架.....	6
图表 6：“扩张弹性+扩张空间+扩张能力”三因素模型，筛选复合受益朱格拉周期的景气行业.....	6
图表 7：具备“扩张弹性”+“扩张空间”的一级行业筛选.....	7
图表 8：具备“扩张弹性”+“扩张空间”的一级行业筛选.....	7
图表 9：具备“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”的一级行业筛选.....	8
图表 10：具备“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”的二级行业筛选.....	9
图表 11：本周（5.12-5.16）国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数全面上涨.....	11
图表 12：本周（5.12-5.16）一级行业涨多跌少，美容护理、非银金融领涨，计算机、国防军工领跌.....	12
图表 13：本周（5.12-5.16）A 股主要指数估值上调为主，海外主要指数估值多数上调.....	13
图表 14：本周（5.12-5.16）各行业估值涨多跌少，美容护理、汽车领涨，国防军工、计算机领跌.....	13
图表 15：万得全 A ERP 高于“滚动均值”.....	14
图表 16：上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	14
图表 17：沪深 300 ERP 高于“滚动均值”.....	14
图表 18：创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	14
图表 19：万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	14
图表 20：上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	14
图表 21：沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	15
图表 22：创业板指股债收益差触及“2 倍标准差下限”.....	15
图表 23：金融的 ERP 触及“滚动均值”.....	15
图表 24：周期的 ERP 高于“滚动均值”.....	15



图表 25: 消费的 ERP 高于“1 倍标准差上限”	15
图表 26: 成长的 ERP 高于“滚动均值”	15
图表 27: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”	16
图表 28: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	16
图表 29: 消费股债收益差触及“2 倍标准差下限”	16
图表 30: 成长股债收益差低于“1 倍标准差下限”	16
图表 31: 本周 (5.12-5.16) 主要指数盈利预期多数下调	17
图表 32: 本周 (5.12-5.16) 各行业盈利预期多数小幅下调, 钢铁盈利预期大幅上调	17
图表 33: 下周全球主要国家核心经济数据一览	18
图表 34: 下周全球主要国家重要财经事件一览	18



1、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：全球基本面+流动性“双重风险”正趋于抬升。海外风险的三大趋势，包括：①美国衰退趋势；②美国高通胀趋势；③特朗普关税 2.0 冲击影响亦难以避免。国内方面，经济压力再度显现，政策发力的可能性逐步抬升。预计未来财政扩张为主，货币扩张为辅。展望市场，我们不仅短期面临基本面与流动性的双重压力，拉长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬。

当下市场聚焦：1、如何解读年初以来国内经济的真实情况？2、如果解读年初至今国内宏观的名义流动性与有效流动性？3、如果理解未来全球市场面临潜在的“双重”风险？4、为何朱格拉周期最快 Q3 开启？5、为何聚焦“科技”将受益于朱格拉周期？细分领域有哪些？

2、策略观点及投资建议

2.1 国内经济再次“走弱”，全球市场面临基本面+流动性“双重”风险

我们维持 A 股、港股波动率上升的观点。我们在系列报告中重点提到海外风险的三大趋势，包括：①美国衰退趋势；②美国高通胀趋势；③特朗普关税 2.0 对于“陪跑”国可能容易达成协议，但对于美国希望索取利益的核心国家将难以在短期内达成协议，其对全球景气、贸易出口及推升美国通胀的冲击影响亦难以避免。最新公布 4 月美国零售数据同比回落-0.09pct 至 5.16%，以及消费者信心指数降至 50.8 低位水平，亦体现关税对美国经济及总需求等负面冲击。

与此同时，我们观察到国内制造业 PMI、PPI、CPI 等指标再次走弱，也意味着关税 2.0 的反复变化和不确定性，正在对国内经济形势造成冲击。考虑到：（1）五一节假日期间，人均消费数据回落至低于 2019 年水平；（2）2025Q1 第二产业平减指数再次降至-2.4%，甚至超过去年 Q1 低点-2.3%；期间全 A 非金融企业 ROE_TTM 从去年 7% 左右水平降至 6.6%，导致企业实际回报率仅 0.4%，为 2020 年以来最低水平；（3）1~3 月工业用电累计增速仅 1.3%，明显低于去年年底约 5.4% 增速水平；（4）期间，城镇新增就业累计增速为-3.7%，相比去年年底 3.7% 正增长，反映就业市场或出现明显放缓。（5）4 月 M1：单位活期存款再次掉头回落至-3%，环比降 0.4pct，显然，居民就业疲弱、企业实际回报率较低，均导致居民、企业信用偏弱，消费、生产意愿较低等特征。这意味着，国内经济“引擎”的重担或落在政府部门，预计未来政府仍有望适度扩大发债融资规模，并加大对新、老基建以及促使居民可支配收入相关支出的“投入”，比如，我们此前持续提到的向“社保”注资，加大社会保障建设、支持灵活就业、农民工等新城市居民完善社保等，而“宽货币”则将在未来起到辅助于财政发力的作用。

展望市场，短期而言无论美国衰退，还是关税冲击，均将导致国内出口承压，加剧居民、企业资产负债表压力，进一步抑制居民及企业部门对国内经济的拉动效用，最终对 A 股、港股市场的“分子端”形成下行压力。与此同时，预计信用亦会受到资产负债表走弱影响，亦会抬升 M1 的下行压力，导致“分母端”流动性收紧。事实上，宏观名义流动性“M2%-社融%”虽负剪刀差有所收窄，仍为连续 16 个月负值；另外，宏观有效流动性“M1%-短融%”亦呈现疲弱态势，一方面 M1 再次掉头回落，另一方面，企业短期融资增速明显上升，或反映风险抬升，流动性偏紧。中期而言，一旦关税 2.0 加剧美国“滞胀”风险：①美联储甚至可能重启加息，引发年内第二轮“流动性陷阱”冲击；②我们一直强调美国“通胀”是 2020 年 QE 的“后遗症”，其回落代表美国居民资产负债表“泡沫”被刺破。故当美国通胀开始回落、降息周期全面开启初期，市场亦因会担忧美国经济从“滞胀”转向“显著通缩”，导致第三轮“流动性陷阱”冲击；③接踵而至的恐怕将是美国经济引擎全面“熄火”，其增长已难以应付债务利息，即美债风险开始暴露，将导致包含美债的大部分美元资产被抛售，市场争夺离岸美元，再次引发第四次“流动性陷阱”。

显然，在全球基本面与流动性风险叠加影响下，短、中期恐怕难以看到“盈利底”，预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。



图表1：社融存量（剔除政府债）增速筑底



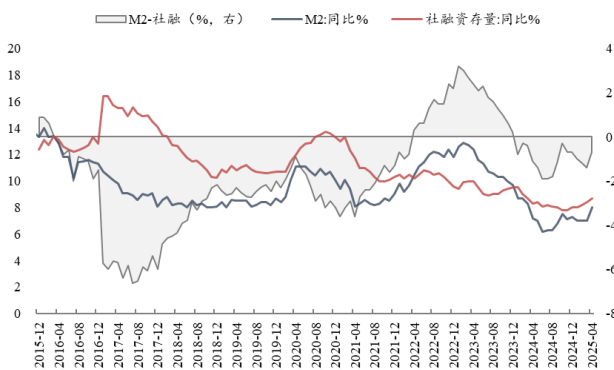
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：4月企业中长贷边际回落



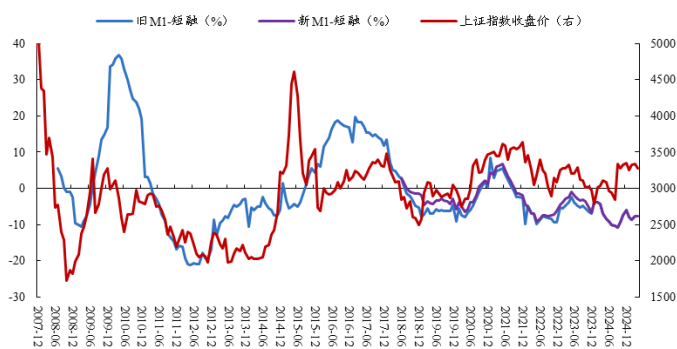
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：M2-社融%负值有所收窄，为连续16个月负值



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：M1-短融(%) 仍旧偏弱



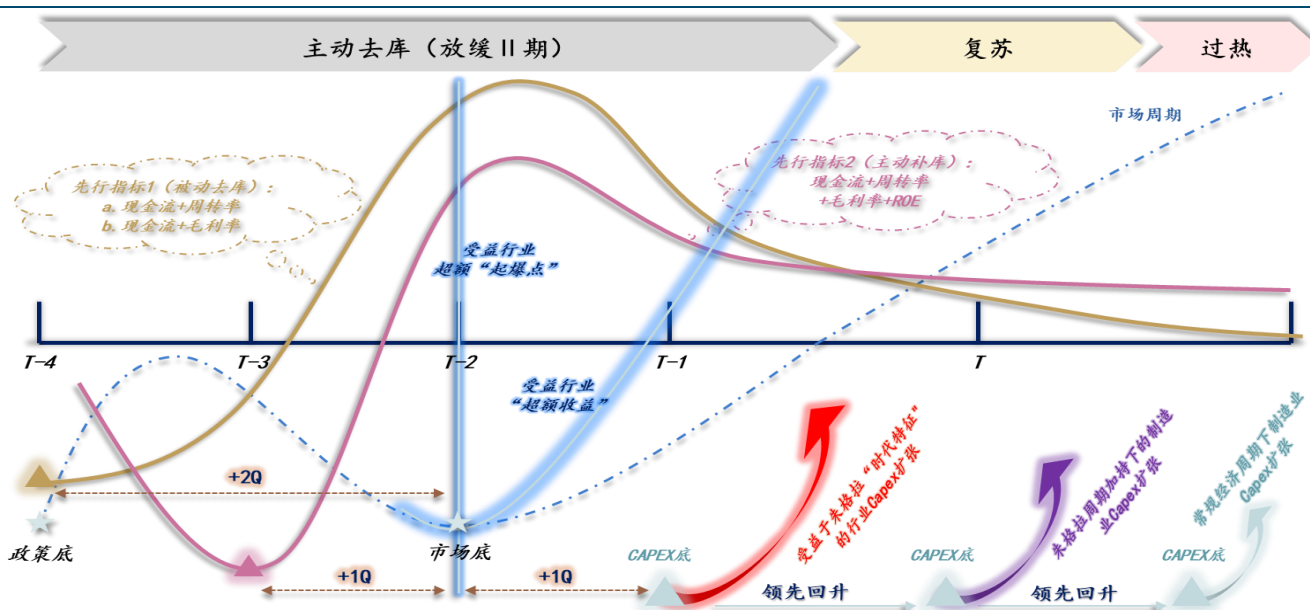
来源：Wind、国金证券研究所

2.2 新一轮朱格拉周期最快将在 25Q3 开启

我们此前已经从宏观、中观、投资框架以及景气筛选层面详细的阐述了朱格拉周期与资本市场的关联，核心逻辑：1) Capex 扩张弹性将是朱格拉受益行业获取“超额收益”的保证，朱格拉行情期间符合经济结构转型与产业趋势，以及政策支持领域往往具备更强的扩张弹性，并总结出相关受益行业。2) Capex 扩张空间将支撑朱格拉受益行业“超额收益”的持续性。3) Capex 扩张能力将绝对受益行业“超额受益”的启动时机。具备扩张能力的行业，其“先行指标体系”一旦回暖，后续“超额起爆点”将随即到来，开启超额收益行情。基于宏观环境，我们研判本轮朱格拉受益行业 Capex 扩张最快或在“2025Q3”，并结合上市企业的最新的一季报情况，对朱格拉景气筛选框架进行了更新。

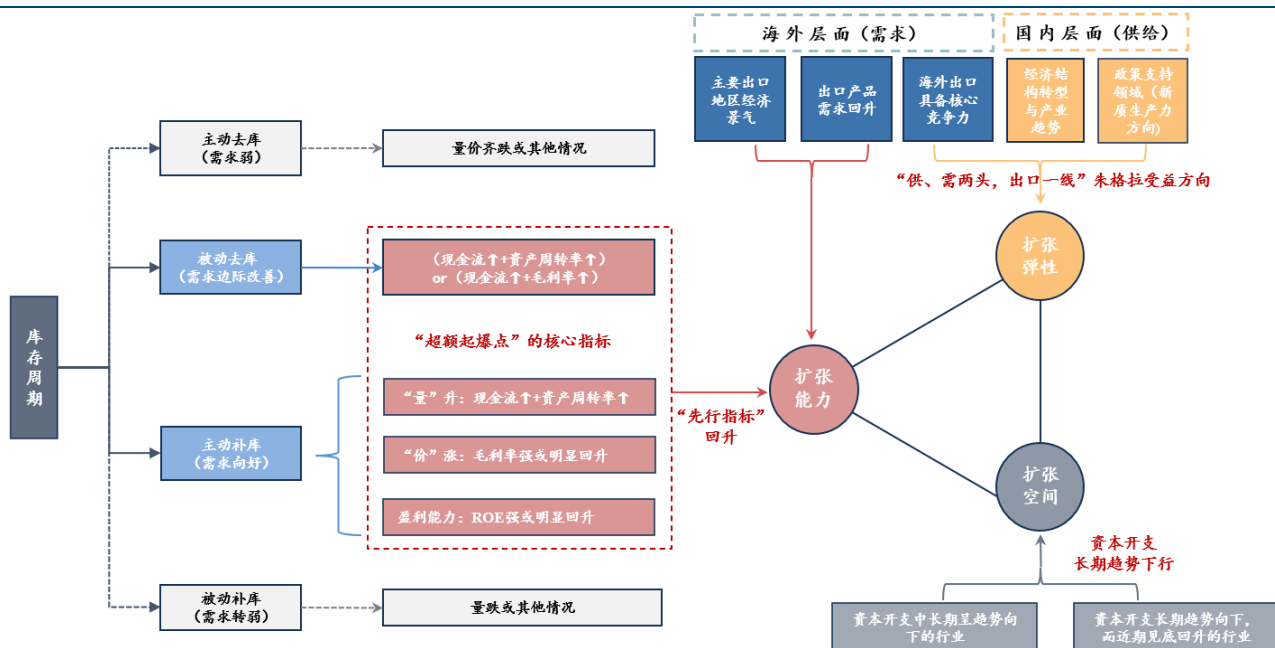


图表5：朱格拉传导周期与景气“买点”框架



来源：国金证券研究所

图表6：“扩张弹性+扩张空间+扩张能力”三因素模型，筛选复合受益朱格拉周期的景气行业



来源：国金证券研究所

首先，我们根据符合朱格拉产业趋势逻辑行业，即新质生产力支持领域以及受益于宏观产业结构占比提升的领域：①寻找适应经济结构变化或产业趋势的行业以及作为“卖铲人”角色的机械设备行业。②寻找政策层面有望持续扶持和重点关注的行业为主要研究对象。筛选出具备朱格拉“扩张弹性”的行业：电子、计算机、军工、通信、机械、环保、医药、传媒、化工、电力设备、汽车、有色。

其次，以行业资本开支占营收比重和行业资本开支在全 A 资本开支中的结构占比两个指标来衡量行业的资本开支趋势情况。具体计算方式如下（下同）：1）资本开支占营收比重分别采用资本开支（TTM）和营业收入（TTM）计算；2）资本开支结构占比的计算方式为在可比口径下计算每个季度行业资本开支（TTM）占全 A 资本开支（TTM）情况，且均剔除新股上市的影响。筛选出具备“扩张弹性”+“扩张空间”的一、二级行业：



1) 朱格拉受益行业+供给出清至底部/或底部回升的行业：军工（航天装备+军工电子>航海装备+航空装备）、电子（光学光电子+消费电子+元件）、计算机（IT 服务+计算机设备）、通信（通信服务+通信设备）、传媒（游戏）、机械（工程机械+通用设备+专用设备+自动化设备>轨交设备）、环保（环境治理>环保设备）和医药生物（化学制药+生物制品+医疗服务+医药商业>医疗器械）。

2) 此外，一级不满足，但二级具备上述条件的行业包括：汽车（商用车>摩托车）；电力设备（电机+风电设备+电池）；化工（化学纤维+非金属材料）；有色（工业金属+能源金属>金属新材料+贵金属）。

图表7：具备“扩张弹性”+“扩张空间”的一级行业筛选

行业	Capex结构占比判断	Capex距2016年以来高点回撤	Capex结构占比2016年以来分位	Capex结构占比2019年以来分位	Capex占营收比2016年以来分位	Capex占营收比2019年以来分位	扩张空间
国防军工	23Q1供给收缩且回升	-	91.67%	91.67%	66.67%	83.33%	具备空间
通信	23Q3供给收缩且回升	-	11.11%	16.67%	2.78%	4.17%	显著空间
机械设备	24Q1供给收缩且回升	-	75.00%	91.67%	11.11%	16.67%	显著空间
电子	24Q1供给收缩且回升	-	66.67%	62.50%	0.00%	0.00%	显著空间
计算机	24Q1供给收缩且回升	-	36.11%	54.17%	5.56%	8.33%	显著空间
环保	供给收缩至相对低点	-53.86%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	显著空间
医药生物	供给收缩至相对低点	-28.21%	13.89%	4.17%	0.00%	0.00%	显著空间
传媒	供给收缩至相对低点	-74.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	显著空间
基础化工	供给高位回落	-17.96%	66.67%	50.00%	47.22%	29.17%	不具备
电力设备	供给高位回落	-21.06%	66.67%	50.00%	19.44%	29.17%	不具备
汽车	供给高位回落	-6.38%	88.89%	83.33%	75.00%	62.50%	不具备
有色金属	供给未明显收缩	-5.40%	83.33%	75.00%	22.22%	29.17%	不具备

来源：Wind、国金证券研究所。

图表8：具备“扩张弹性”+“扩张空间”的一级行业筛选

二级行业	Capex结构占比判断	Capex距2016年以来高点回撤	Capex结构占比2016年以来分位	Capex结构占比2019年以来分位	Capex占营收比2016年以来分位	Capex占营收比2019年以来分位	扩张空间
金属新材料	24Q1供给收缩且回升	-	92%	100%	64%	79%	具备空间
贵金属	22Q4供给收缩且回升	-	97%	96%	78%	75%	具备空间
化学纤维	23Q4供给收缩且回升	-	78%	67%	44%	25%	显著空间
专用设备	22Q3供给收缩且回升	-	69%	96%	36%	54%	显著空间
自动化设备	24Q3供给收缩且回升	-	100%	100%	31%	46%	显著空间
轨交设备II	22Q3供给收缩且回升	-	64%	96%	64%	83%	具备空间
地面兵装II	23Q1供给收缩且回升	-	28%	29%	97%	96%	具备空间
航空装备II	23Q2供给收缩且回升	-	83%	83%	47%	71%	显著空间
航天装备II	24Q1供给收缩且回升	-	36%	50%	100%	100%	具备空间
航海装备II	22Q2供给收缩且回升	-	92%	96%	83%	79%	具备空间
环保设备II	23Q2供给收缩且回升	-	94%	92%	94%	92%	具备空间
摩托车及其他	22Q3供给收缩且回升	-	94%	92%	81%	71%	具备空间
商用车	23Q3供给收缩且回升	-	28%	38%	44%	58%	显著空间
消费电子	24Q1供给收缩且回升	-	89%	83%	25%	17%	显著空间
元件	24Q4供给收缩且回升	-	69%	58%	8%	4%	显著空间
IT服务II	23Q3供给收缩且回升	-	44%	67%	50%	75%	显著空间
通信设备	24Q1供给收缩且回升	-	56%	71%	8%	4%	显著空间
非金属材料II	供给收缩至相对低点	-44.7%	33%	13%	0%	0%	显著空间
电池	供给收缩至相对低点	-30.7%	67%	50%	3%	4%	显著空间
电机II	供给收缩至相对低点	-55.3%	31%	46%	22%	33%	显著空间
工程机械	供给收缩至相对低点	-37.1%	56%	33%	50%	38%	显著空间
通用设备	供给收缩至相对低点	-24.0%	33%	50%	3%	4%	显著空间
环境治理	供给收缩至相对低点	-58.0%	0%	0%	0%	0%	显著空间
化学制药	供给收缩至相对低点	-39.5%	0%	0%	3%	4%	显著空间
生物制品	供给收缩至相对低点	-33.6%	61%	42%	69%	67%	显著空间
医疗服务	供给收缩至相对低点	-41.1%	36%	25%	6%	0%	显著空间
医药商业	供给收缩至相对低点	-55.3%	8%	0%	0%	0%	显著空间
光学光电子	供给收缩至相对低点	-61.6%	22%	29%	8%	13%	显著空间
计算机设备	供给收缩至相对低点	-73.4%	0%	0%	0%	0%	显著空间
游戏II	供给收缩至相对低点	-80.5%	17%	25%	3%	4%	显著空间
通信服务	供给收缩至相对低点	-35.4%	11%	17%	3%	4%	显著空间
风电设备	供给收缩至相对低点	-27.0%	64%	46%	17%	25%	显著空间
军工电子II	供给收缩至相对低点	-24.7%	50%	46%	44%	58%	显著空间
工业金属	供给高位回落	-19.0%	56%	46%	11%	17%	具备空间
能源金属	供给高位回落	-38.7%	69%	54%	72%	58%	具备空间
电网设备	供给高位回落	-18.6%	69%	54%	3%	4%	具备空间
光伏设备	供给高位回落	-38.1%	72%	58%	31%	46%	具备空间
医疗器械	供给高位回落	-22.2%	69%	54%	75%	71%	具备空间

来源：Wind、国金证券研究所。



进一步的，基于我们朱格拉受益行业的“超额起爆点”背后的“先行指标”体系理论，结合当前25Q1财报情况，从库存周期、“量”、“价”、“盈利能力”和Capex扩张表现上，寻找被动去库阶段下先行指标回升，即“现金流+资产周转率”或“现金流+毛利率”回升的行业和主动补库阶段下先行指标回升，即“现金流+资产周转+毛利率+ROE”均回升的行业。

最终，筛选同时满足“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”三因子的行业：

首选，先行指标处于“主动补库”阶段，即“现金流+资产周转+毛利率+ROE”均回升的行业：电子（光学光电子+元件）&通信（通信服务）&传媒（游戏）。

次选，先行指标处于“被动去库”阶段的行业，即“现金流+资产周转率”或“现金流+毛利率”回升的行业：军工（航海装备+航天装备）、计算机（IT服务）、机械（工程机械+通用设备+专用设备）；环保（环境治理>环保设备）。

此外，一级不满足，但二级具备上述条件的行业包括：汽车（摩托车）；电力设备（电池+风电设备）；医药生物（医疗服务）。

图表9：具备“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”的一级行业筛选

行业	扩张空间	库存情况	现金流	资产周转	毛利率	ROE	扩张能力判断
计算机	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	回落	改善	具备
机械设备	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	拐头迹象	改善	具备
传媒	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	回落	恶化	具备
国防军工	具备空间	被动去库	趋势向上	回落	拐头迹象	恶化	具备
电子	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	趋势向上	改善	具备
通信	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	趋势向上	改善	具备
环保	显著空间	被动去库	回落	回落	趋势向上	改善	不具备
医药生物	显著空间	被动去库	回落	回落	回落	恶化	不具备

来源：Wind、国金证券研究所。



图表10：具备“扩张弹性”+“扩张空间”+“扩张能力”的二级行业筛选

二级行业	扩张空间	库存周期	现金流	周转率	毛利率	ROE	扩张能力判断
工业金属	具备空间	主动补库	趋势向上	高位	趋势向上	改善	具备
摩托车及其他	具备空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	趋势向上	改善	具备
光学光电子	显著空间	主动补库	高位回落	趋势向上	趋势向上	改善	具备
元件	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	趋势向上	改善	具备
游戏Ⅱ	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	高位	改善	具备
通信设备	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	高位	改善	具备
金属新材料	具备空间	主动补库	回落	拐头迹象	回落	改善	不具备
贵金属	具备空间	主动补库	回落	高位	趋势向上	改善	不具备
化学纤维	显著空间	主动补库	拐头迹象	趋势向上	回落	回落	不具备
电机Ⅱ	显著空间	主动补库	回落	趋势向上	回落	回落	不具备
轨交设备Ⅱ	具备空间	主动补库	回落	回落	拐头迹象	改善	不具备
生物制品	显著空间	主动补库	趋势向上	回落	趋势向上	回落	不具备
消费电子	显著空间	主动补库	回落	趋势向上	回落	回落	不具备
计算机设备	显著空间	主动补库	趋势向上	趋势向上	回落	改善	不具备
电池	显著空间	被动去库	拐头迹象	回落	趋势向上	回落	具备
风电设备	显著空间	被动去库	拐头迹象	拐头迹象	拐头迹象	改善	具备
工程机械	显著空间	被动去库	高位回落	趋势向上	回落	改善	具备
通用设备	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	回落	改善	具备
专用设备	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	回落	改善	具备
航天装备Ⅱ	具备空间	被动去库	趋势向上	回落	趋势向上	回落	具备
航海装备Ⅱ	具备空间	被动去库	拐头迹象	趋势向上	趋势向上	改善	具备
环保设备Ⅱ	具备空间	被动去库	趋势向上	回落	拐头迹象	回落	具备
环境治理	显著空间	被动去库	趋势向上	回落	趋势向上	回落	具备
医疗服务	显著空间	被动去库	趋势向上	回落	趋势向上	改善	具备
IT服务Ⅱ	显著空间	被动去库	趋势向上	趋势向上	回落	改善	具备
通信服务	显著空间	被动去库	回落	回落	高位	高位	不具备
电网设备	具备空间	被动去库	趋势向上	回落	回落	回落	不具备
自动化设备	显著空间	被动去库	拐头迹象	回落	回落	回落	不具备
航空装备Ⅱ	显著空间	被动去库	回落	回落	拐头迹象	回落	不具备
军工电子Ⅱ	显著空间	被动去库	拐头迹象	回落	回落	回落	不具备
商用车	显著空间	被动去库	回落	回落	回落	回落	不具备
化学制药	显著空间	被动去库	回落	回落	回落	回落	不具备
医疗器械	具备空间	被动去库	回落	回落	回落	回落	不具备
医药商业	显著空间	被动去库	趋势向上	回落	回落	回落	不具备

来源：Wind、国金证券研究所。

2.3 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会

交易三大逻辑：（一）交易美国衰退甚至滞胀，重点看好黄金/黄金股当前低吸机会，业绩+估值“戴维斯双击”，叠加机构资金加快流入。（二）交易国内财政发力方向，包括：（1）创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。（2）三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。（三）考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：（1）产业渗透率在 10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

3、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数全面上涨

A 股方面，本周（5.12-5.16）市场整体走强。宽基指数涨多跌少，创业板指（+1.4%）、上证 50（+1.2%）、沪深 300（+1.1%）等指数领涨。主要风格指数中，大盘成长（+1.6%）、大盘价值（+1.4%）、茅指数（+1.2%）等指数涨幅居前。5 月 12 日，商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明，中美双方承诺于 5 月 14 日前采取关税调整和反制措施暂停等举措，并建立后续磋商机制，谈判结果释放了缓和信号，推动市场情绪回升。

行业方面，本周（5.12-5.16）一级行业涨多跌少。其中，美容护理（+3.1%）、非银金融（+2.5%）、汽车（+2.4%）等行业涨幅居前，计算机（-1.3%）、国防军工（-1.2%）、传媒



(-0.8%)等行业领跌。领涨行业原因：(1) 美容护理：消费升级趋势下，居民收入提升使对高品质美容护理产品和医美服务需求持续增长；电商 618 大促活动预热，进一步激发市场热情；一季度行业龙头企业财务表现强劲，利润增长稳健。(2) 非银金融：受益于 3 月初 DeepSeek 在人工智能的技术突破推动科技板块走强，市场交投活跃带动券商经纪业务实现高增；一季度券商投行业务收入整体小幅上升；国新办 5 月 7 日举行的新闻发布会上，一揽子重磅金融政策的宣布释放稳市场稳预期强信号。(3) 汽车：AEBS 强制装配政策推进，相关零部件企业受益；今年以来，受以旧换新补贴延续政策驱动，汽车市场销量持续高增长。领跌行业原因：(1) 计算机：宏观经济环境不确定性较大，而计算机板块具有高波动性特征；计算机行业在过去一段时间估值快速上涨，存在泡沫风险，估值有所调整。(2) 国防军工：本周国防军工板块波动较大，于周一暴涨之后连续 3 日回调，市场或因短期涨幅过高，出现获利回吐情况；(3) 传媒：市场环境复杂多变，全球经济复苏乏力，传媒行业受政策和市场情绪影响；行业内部的竞争加剧，新媒体的兴起导致传统传媒的市场份额受侵蚀。

海外权益市场方面，本周 (5.12-5.16) 全球主要经济体权益指数全面上涨，其中，纳斯达克 (+6.6%)、标普 500 (+4.5%)、道琼斯 (+2.6%)、恒生指数 (+2.1%) 等指数涨幅居前。

大宗商品方面，本周 (5.12-5.16) 大宗商品价格多数上涨。DCE 铁矿石 (+4.5%)、LME 铝 (+3%)、LME 锌 (+2.7%) 等大宗商品价格领涨，而 NYMEX 天然气 (-11.3%)、COMEX 黄金 (-3%)、COMEX 白银 (-0.4%) 跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：(1) DCE 铁矿石：供给端，受澳大利亚和巴西两大主要供应国发运量减少影响，全球铁矿石发运总量仍维持小幅收缩。(2) LME 铝：中美关税缓和预期增强；外盘市场带动；供给端，国内电解铝社会库存降至 83 万吨以下，创 2025 年新低。(3) LME 锌：供给端，紫金位于俄罗斯的矿山计划于 6 月份停产，且 1 季度海外矿产量不及预期。领跌大宗商品的主要原因：(1) NYMEX 天然气：产量降幅低于预期，LNG 出口工厂的天然气流量减少，且需求预测下降；(2) COMEX 黄金：中美贸易摩擦缓和提振了风险偏好，削弱了避险需求；(3) COMEX 白银：供需格局从紧平衡转向宽松，且库存持续累积，显性库存压力压制市场信心。



图11：本周（5.12-5.16）国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数全面上涨

板块	代码	简称	最新值	涨跌幅(%)				过去5年 历史分 位数	过去20 年历史 分位数
				周环比(%)	月环比 (%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	399006.SZ	创业板指	2039.4	1.4	5.6	-4.8	13.2	23.3	62.7
	000016.SH	上证50	2716.7	1.2	3.1	1.2	15.4	48.9	71.7
	000300.sh	沪深300	3889.1	1.1	3.4	-1.2	14.7	35.3	72.6
	000906.SH	中证800	4187.9	0.8	3.0	-0.9	12.2	28.2	65.6
	000001.SH	上证综指	3367.5	0.8	3.1	0.5	12.7	68.5	81.6
	399001.SZ	深证成指	10179.6	0.5	3.3	-2.3	9.3	23.9	46.2
	000905.SH	中证500	5715.8	-0.1	2.0	-0.2	5.5	28.2	65.6
	000852.SH	中证1000	6068.1	-0.2	2.6	1.9	1.2	27.1	62.8
	000688.SH	科创50	995.2	-1.1	-1.1	0.6	16.1	60.7	60.7
	399372.SZ	大盘成长	4038.1	1.6	3.6	-1.8	7.6	21.8	71.3
风格指数	399373.SZ	大盘价值	8154.7	1.4	4.2	1.0	26.9	93.4	98.0
	8841415.WI	茅指数	446569.9	1.2	4.8	1.7	7.3	30.6	82.6
	8841447.WI	宁组合	32316.3	1.2	5.1	1.7	-3.0	28.3	76.6
	399377.SZ	小盘价值	6435.9	0.6	2.2	-0.9	7.6	47.2	77.5
	399376.SZ	小盘成长	4547.5	-0.2	1.7	0.8	-2.3	19.2	55.1
海外权益	IXIC.GI	纳斯达克	19112.3	6.6	13.6	-1.0	28.6	94.9	98.7
	SPX.GI	标普500	5916.9	4.5	9.6	0.6	23.3	94.6	98.6
	DJI.GI	道琼斯	42322.8	2.6	4.8	-0.5	12.9	91.9	97.9
	HSI.HI	恒生指数	23345.1	2.1	8.8	16.4	17.7	64.0	63.2
	KS11.GI	韩国综合	2626.9	1.9	6.0	9.5	-9.6	58.7	89.6
	HSCXI.HI	恒生国企指数	8468.3	1.9	6.1	16.2	26.4	64.3	27.0
	FCHI.GI	法国CAC40	7853.5	1.4	7.1	6.4	-2.2	90.2	97.5
	AS51.GI	澳洲	8343.7	1.4	7.5	2.8	7.5	97.1	99.2
	FTSE.GI	英国富时	8633.8	0.9	4.7	5.6	5.7	97.2	99.3
	GDAXI.GI	德国DAX	23695.6	0.8	11.5	19.0	18.8	99.9	99.9
	N225.GI	日经225	37753.7	0.7	10.2	-5.4	19.2	81.1	95.2
	I.DCE	DCE铁矿石	728.0	4.5	2.7	-6.3	-20.0	20.3	58.9
商品	AH.LME	LME铝	2489.0	3.0	4.8	-2.4	7.1	62.3	76.9
	ZS.LME	LME锌	2724.5	2.7	4.2	-8.5	12.5	34.8	68.2
	W.CBT	CBOT小麦	532.3	2.0	-1.8	-3.5	-12.3	7.4	40.5
	CA.LME	LME铜	9577.0	1.4	4.5	9.2	2.6	79.5	93.7
	PB.LME	LME铅	2004.5	1.2	4.7	2.7	-5.7	26.7	40.0
	B.IPE	ICE布油	64.6	1.1	-0.1	-13.4	-2.9	18.1	34.1
	T.IPE	ICE WTI原油	61.2	1.1	0.8	-14.1	-0.5	18.3	37.8
	BDI.GI	波罗的海干散货指	1305.0	0.5	3.3	30.9	-52.4	24.5	40.7
	SR.CZC	CZCE白糖	5855.0	0.3	-0.9	-1.6	-5.7	48.4	69.7
	S.CBT	CBOT大豆	1053.3	0.1	0.6	4.2	-22.2	23.4	54.3
	NI.LME	LME镍	15799.0	0.0	1.5	3.1	-7.8	15.9	43.0
	C.CBT	CBOT玉米	448.3	-0.3	-6.9	-2.2	-2.7	28.7	60.6
	SI.CMX	COMEX白银	32.8	-0.4	1.5	12.1	21.6	96.1	94.0
	GC.CMX	COMEX黄金	3243.9	-3.0	0.1	22.8	27.4	98.4	99.6
	NG.NYM	NYMEX天然气	3.4	-11.3	1.1	-7.3	44.5	60.4	58.9

来源：Wind、国金证券研究所



图表12: 本周 (5.12-5.16) 一级行业涨多跌少, 美容护理、非银金融领涨, 计算机、国防军工领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
下游消费	美容护理	4942.2	3.1	7.3	13.4	-10.3	27.7	68.8
金融	非银金融	1759.4	2.5	4.9	-5.7	30.2	56	68.4
下游消费	汽车	7179.8	2.4	7.5	11.8	16.3	98.3	99.2
上游周期	交通运输	2204.6	2.1	3.1	-2.2	13.0	34.7	40.9
上游周期	基础化工	3448.9	1.8	5.3	5.1	-5.1	33.4	78.6
-	综合	2662.8	1.7	3.6	-2.6	3.2	57.6	74.6
下游消费	商贸零售	2145.1	1.7	0.2	-4.2	13.7	27.5	16.2
上游周期	煤炭	2560.9	1.5	0.0	-11.8	4.4	41.3	58.1
金融	银行	4183.2	1.4	5.3	7.0	34.4	98.6	99.5
中游制造	电力设备	6836.7	1.4	6.0	-3.9	3.1	26.7	79.3
下游消费	医药生物	1601.2	1.3	2.7	2.5	-14.3	15.9	60.6
下游消费	纺织服饰	1525.4	1.0	3.6	2.0	-5.3	25.3	22.3
下游消费	轻工制造	2028.2	0.9	5.3	0.0	-6.0	17.7	45.2
中游制造	建筑装饰	1900.2	0.8	2.9	-4.6	5.6	20.9	37.7
上游周期	石油石化	2167.2	0.7	3.9	-6.4	6.2	25.5	43.3
上游周期	有色金属	4723.8	0.6	2.4	9.4	3.2	60.5	82.4
下游消费	食品饮料	18105.5	0.5	0.5	0.8	-8.0	16.8	79.2
中游制造	机械设备	1661.6	0.4	6.6	9.5	5.0	88.8	92.4
中游制造	公用事业	2379.0	0.1	2.4	-0.7	10.2	78.5	71.8
下游消费	农林牧渔	2620.6	0.0	-2.0	3.5	-11.6	17.3	56.4
下游消费	家用电器	8588.6	0.0	6.2	1.7	25.4	82.1	95.5
中游制造	环保	1724.0	0.0	2.4	2.9	1.9	28.1	33.7
TMT	通信	2878.7	-0.1	6.7	-3.3	28.8	92	91.2
中游制造	建筑材料	4411.4	-0.2	0.7	0.5	-5.9	14.9	47.1
金融	房地产	2000.5	-0.3	-0.3	-7.3	-2.1	10.3	13.6
中游制造	钢铁	2159.4	-0.4	2.1	2.7	0.2	32.1	34.8
下游消费	社会服务	8043.1	-0.5	-3.5	0.7	-5.1	19.7	79.6
TMT	电子	4354.1	-0.7	1.7	-1.8	18.5	57.5	88.9
TMT	传媒	660.1	-0.8	2.6	2.4	2.2	54.6	56.4
中游制造	国防军工	1484.8	-1.2	3.9	0.7	7.1	43.3	74.9
TMT	计算机	4539.4	-1.3	3.1	3.0	4.4	45.2	71.0

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: 宽基指数、风格指数估值上调为主, 海外主要指数估值多数上调

A 股方面, 本周 (5.12-5.16) A 股主要宽基指数估值上涨为主。创业板指 (+1.5%)、沪深300 (+1.0%)、上证50 (+0.9%)、中证800 (+0.8%) 等指数领涨。中证1000 (-3.0%) 和科创50 (-1.3%) 下跌。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 科创50处于高历史分位数水平, 创业板指处于低历史分位数水平。风格指数方面, 宁组合 (+3.3%)、大盘成长 (+1.5%)、茅指数 (+1.5%) 等指数涨幅居前, 小盘成长 (-0.1%) 估值小幅下跌。海外方面, 本周海外市场主要指数估值多数上调, 纳斯达克 (+6.5%)、道琼斯 (+5.4%)、标普500 (+4.7%) 等指数上调幅度较大; 道琼斯、标普500、纳斯达克等指数估值处于较高历史分位数水平。

行业方面, 本周 (5.12-5.16) 各行业估值涨多跌少。从PE-TTM来看, 美容护理 (+3.0%)、汽车 (+2.5%)、非银金融 (+2.5%)、交通运输 (+2.1%) 等行业估值涨幅居前。国防军工 (-1.3%)、计算机 (-1.2%)、电子 (-0.7%)、传媒 (-0.7%) 等行业估值跌幅居前。



图表13: 本周 (5.12-5.16) A股主要指数估值上调为主, 海外主要指数估值多数上调

板块	代码	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年 历史分位数	过去20 年历史分位数	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)
A股	000688.SH	科创50	140.5	-1.3	39.9	65.0	88.1	99.3	99.3	4.5	-1.3	-2.7
	399001.SZ	深证成指	25.1	0.7	4.8	1.1	19.0	37.9	56.5	2.1	0.8	1.4
	000852.SH	中证1000	39.3	-3.0	7.4	7.8	3.7	76.8	53.3	2.0	-0.3	2.4
	000016.SH	上证50	10.9	0.9	1.6	-2.4	21.8	69.0	51.3	1.2	0.9	-0.4
	000906.SH	中证800	14.1	0.8	2.8	-1.9	18.6	59.5	47.7	1.4	0.8	-0.2
	000905.SH	中证500	28.8	0.1	5.3	4.6	26.2	86.5	47.2	1.8	0.2	1.2
	000001.SH	上证综指	14.5	0.6	3.5	-0.1	16.1	80.8	45.2	1.3	0.7	0.1
	000300.SH	沪深300	12.6	1.0	2.5	-2.8	19.1	57.3	43.5	1.3	1.0	-0.5
	399006.SZ	创业板指	30.7	1.5	6.8	-7.7	19.4	23.9	10.4	3.8	1.5	5.4
	399376.SZ	小盘成长	31.1	-0.1	20.2	21.7	18.8	90.9	63.2	2.2	0.0	0.7
风格指数	399372.SZ	大盘成长	17.8	1.5	0.8	-7.1	19.4	22.8	53.0	2.5	1.5	-1.5
	399373.SZ	小盘价值	8.4	1.0	2.7	-1.1	28.4	84.6	50.1	0.9	1.0	-0.6
	399377.SZ	小盘价值	16.5	0.8	12.7	11.4	2.0	91.2	45.5	1.1	0.8	0.1
	8841415.WI	茅指数	17.8	1.5	0.6	-11.7	7.4	8.8	32.3	2.8	1.6	-0.5
	8841447.WI	宁组合	27.2	3.3	3.9	-4.9	27.2	23.3	7.6	4.3	3.3	3.4
海外	DJI.GI	道琼斯	29.1	5.4	9.0	-13.3	30.8	80.1	95.8	8.3	5.7	10.6
	SPX.GI	标普500	26.5	4.7	9.5	-6.8	14.4	58.0	90.1	4.9	4.7	10.1
	IXIC.GI	纳斯达克	39.7	6.5	11.2	-13.0	6.4	39.2	76.9	6.3	6.6	14.1
	FTSE.GI	英国富时	17.4	-0.7	6.2	-8.6	84.8	66.5	66.7	1.8	0.8	3.5
	HSCEI.HI	恒生指数	9.6	1.8	8.6	15.0	17.6	69.2	54.8	1.0	2.4	7.4
	HSI.HI	恒生指数	10.4	1.7	10.2	13.6	11.6	66.0	42.4	1.1	2.3	8.2

来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 本周 (5.12-5.16) 各行业估值涨多跌少, 美容护理、汽车领涨, 国防军工、计算机领跌

板块	代码	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年 PE历史分位数	过去20 年PE历史分位数	PB最新值	PB涨跌幅 (%)				过去5年 PB历史分位数	过去20 年PB历史分位数
				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	801750.SI	计算机	79.3	-1.2	6.7	22.6	11.7	92.6	94.7	3.8	-1.0	4.7	7.7	14.0	52.2	45.0
	801040.SI	钢铁	34.1	-0.3	4.6	30.8	22.2	99.2	84.0	1.0	-1.0	1.1	4.3	3.3	40.5	20.9
	801180.SI	房地产	39.6	-0.3	15.2	7.7	194.9	96.3	81.8	0.7	0.0	2.9	1.4	4.3	20.9	4.5
	801740.SI	国防军工	74.1	-1.3	10.0	13.8	35.7	93.9	76.9	3.0	-1.3	3.4	2.7	7.7	32.8	48.1
	801200.SI	商贸零售	37.8	1.7	6.7	2.2	28.2	92.0	69.7	1.8	1.7	5.2	1.6	11.8	60.8	24.7
	801880.SI	汽车	26.7	2.5	9.4	8.2	2.7	34.7	66.0	2.5	2.4	3.7	8.2	15.9	84.0	61.1
	801890.SI	机械设备	31.9	0.4	5.4	6.9	7.9	87.7	60.8	2.5	0.4	5.4	9.7	6.9	60.1	42.5
	801980.SI	美容护理	40.4	3.0	12.8	22.7	11.7	37.1	58.0	3.4	3.1	5.6	10.9	15.7	21.6	42.1
	801080.SI	电子	49.9	-0.7	3.7	-5.1	18.1	73.7	56.7	3.4	-0.9	0.3	-0.3	35.0	52.7	55.8
	801710.SI	建筑材料	26.2	-0.3	1.5	7.8	42.4	96.1	52.3	1.1	0.0	1.8	1.8	-5.9	14.2	3.0
	801030.SI	基础化工	24.4	2.1	5.4	7.3	7.4	72.8	43.2	1.8	1.7	4.7	4.0	-2.7	20.1	11.6
	801950.SI	煤炭	12.7	1.5	15.0	5.0	36.8	97.2	42.8	1.2	0.9	2.5	11.4	-3.5	20.3	13.5
	801130.SI	纺织服饰	24.5	1.1	23.1	21.3	-13.0	61.4	37.3	1.7	1.2	3.7	1.8	-4.6	29.5	15.7
	801140.SI	轻工制造	27.1	0.6	15.1	10.1	-12.4	62.6	37.2	1.7	0.6	3.7	0.0	-7.6	15.9	17.0
	801760.SI	传媒	38.9	-0.7	2.5	5.0	2.1	69.5	34.5	2.5	-0.4	4.1	5.9	4.3	60.2	20.6
	801960.SI	石油石化	16.0	0.6	6.8	-0.9	9.5	75.0	32.0	1.2	0.9	0.9	7.2	3.2	4.6	1.1
	801150.SI	医药生物	32.7	1.2	9.9	8.5	8.9	63.5	31.4	2.5	1.2	2.9	3.7	-10.5	16.6	14.1
	801170.SI	交通运输	16.3	2.1	4.0	-1.6	19.3	64.9	30.4	1.3	1.6	0.0	-1.5	7.2	17.7	8.5
	801780.SI	银行	6.4	1.4	4.3	8.7	36.8	75.6	29.7	0.6	1.8	3.7	7.7	25.6	60.2	12.9
	801230.SI	综合	39.4	1.7	5.7	-33.8	19.9	19.7	28.5	1.6	1.9	11.1	1.9	12.2	48.0	16.9
	801720.SI	建筑装饰	10.6	0.8	12.3	11.7	16.8	86.1	27.2	0.7	0.0	1.4	-2.7	4.1	11.0	2.4
	801970.SI	环保	23.4	-0.2	3.4	12.8	3.5	92.4	26.4	1.4	0.0	3.6	3.6	2.9	27.2	5.9
	801770.SI	通信	29.3	-0.1	1.7	-9.2	16.3	25.5	21.2	2.6	0.0	6.1	-3.7	31.3	80.2	58.0
	801110.SI	家用电器	14.3	0.0	-0.6	-5.6	22.6	34.7	20.8	2.4	0.0	0.4	-5.6	14.2	18.0	37.1
	801730.SI	电力设备	29.4	1.4	5.9	-2.8	84.2	39.6	20.6	2.3	1.3	7.6	-2.2	3.0	15.9	16.7
	801050.SI	有色金属	18.1	0.6	6.8	-0.6	15.0	32.9	13.2	2.1	0.5	-1.0	5.1	-2.5	18.3	16.4
	801120.SI	食品饮料	22.4	0.5	5.2	9.2	-15.1	18.7	13.1	4.2	0.5	-5.8	-3.5	14.5	7.9	36.2
	801160.SI	公用事业	18.1	0.1	5.4	6.3	-8.9	27.0	12.1	1.5	0.0	0.0	0.0	3.4	36.4	12.5
	801790.SI	非银金融	13.9	2.5	1.3	-12.6	16.0	24.9	9.5	1.2	1.7	0.0	-4.0	27.9	43.6	9.3
	801010.SI	农林牧渔	16.8	-0.1	11.3	-24.2	-55.8	7.1	1.5	2.3	0.0	-4.6	1.3	-14.8	6.8	14.2

来源: Wind、国金证券研究所

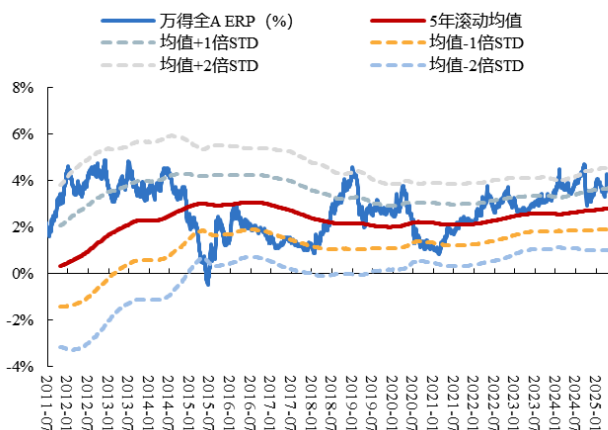
3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周 (5.12-5.16) 主要宽基指数的 ERP 呈下行趋势。按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均高于“滚动均值”, 创业板指高于“1 倍标准差上限”。股债收益差全面上行, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300 的股债收益差低于“2 倍标准差下限”, 创业板指触及“2 倍标准差下限”。

风格方面, 本周 (5.12-5.16) 主要风格指数的 ERP 水平多数呈下行趋势, 按照五年滚动来看, 金融触及“滚动均值”, 周期、消费、成长均高于“滚动均值”, 消费高于“1 倍标准差上限”。股债收益差上行为主, 金融、周期、消费、成长风格指数的股债收益差指标整体有所上升。按照五年滚动来看, 金融低于“2 倍标准差下限”, 周期、成长低于“1 倍标准差下限”, 消费触及“2 倍标准差下限”。

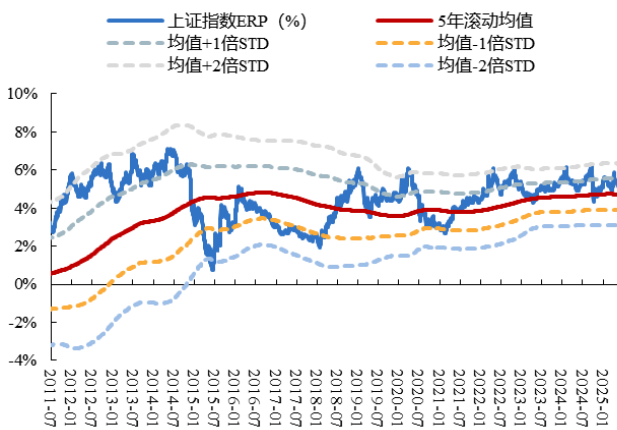


图表15: 万得全A ERP 高于“滚动均值”



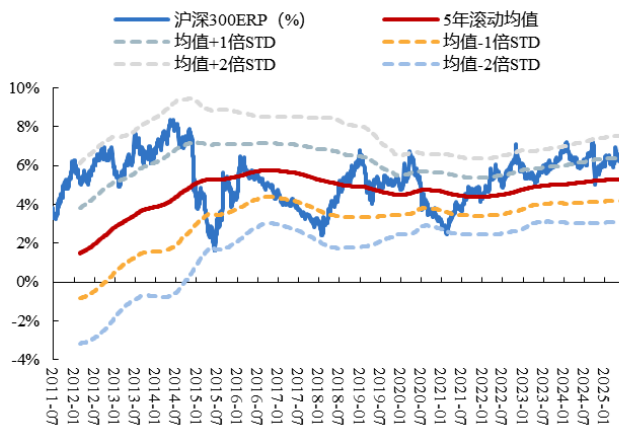
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



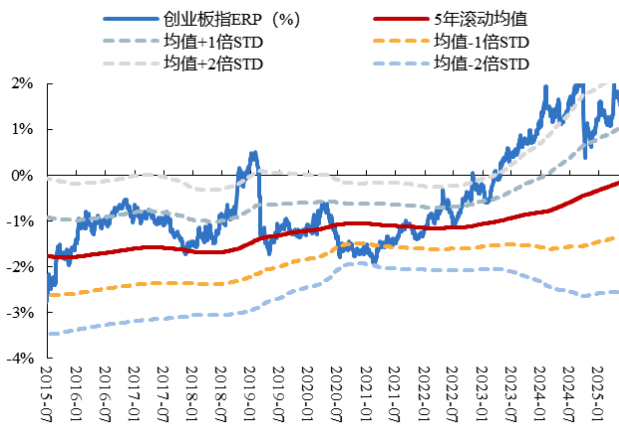
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 沪深300 ERP 高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 万得全A 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

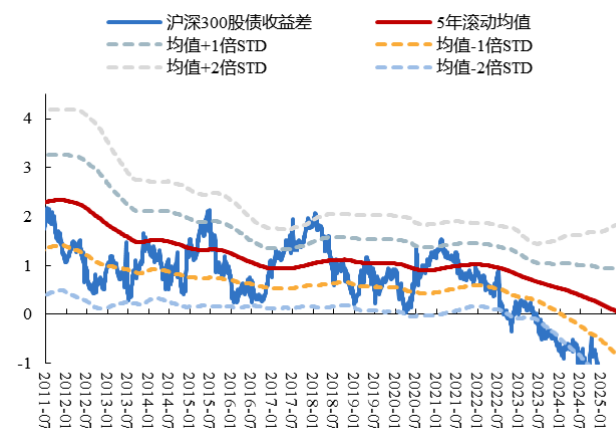
图表20: 上证指数 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

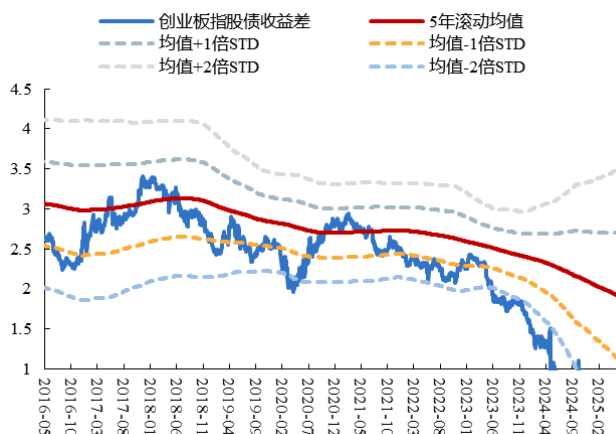


图表21: 沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”



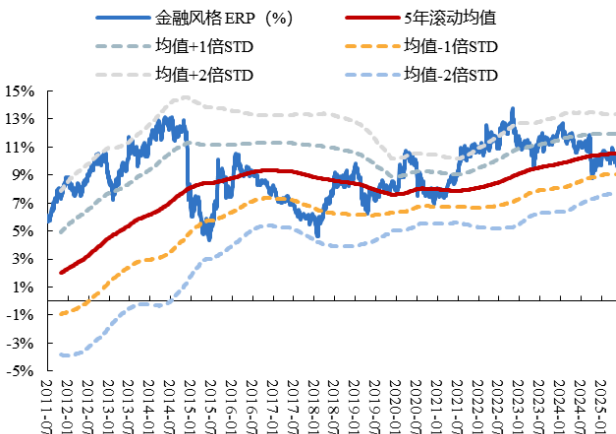
来源：Wind、国金证券研究所

图表22: 创业板指股债收益差触及“2 倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表23: 金融的 ERP 触及“滚动均值”



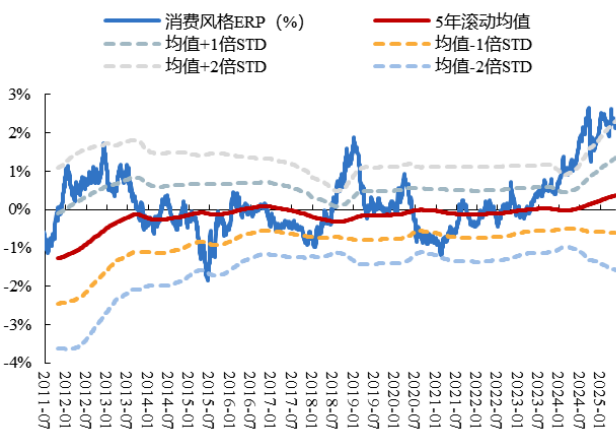
来源：Wind、国金证券研究所

图表24: 周期的 ERP 高于“滚动均值”



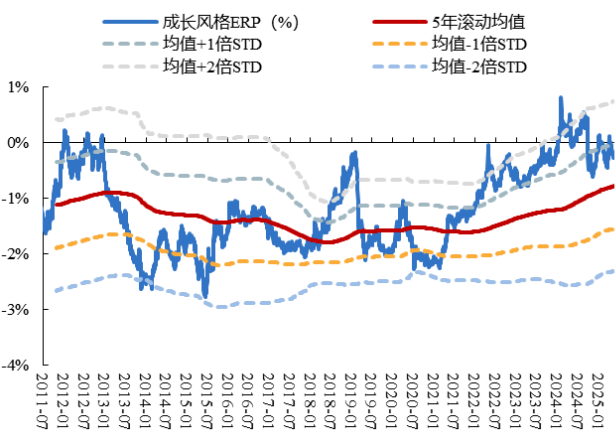
来源：Wind、国金证券研究所

图表25: 消费的 ERP 高于“1 倍标准差上限”



来源：Wind、国金证券研究所

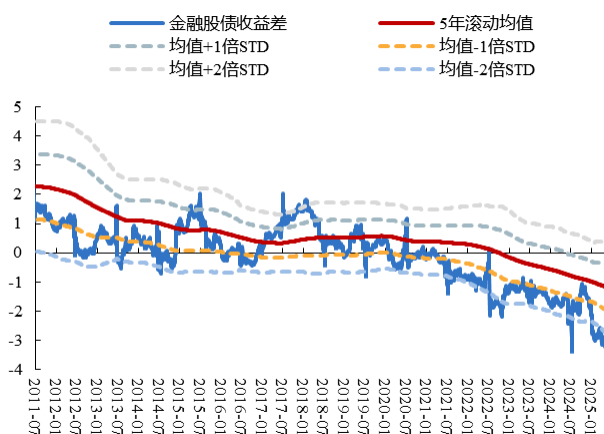
图表26: 成长的 ERP 高于“滚动均值”



来源：Wind、国金证券研究所

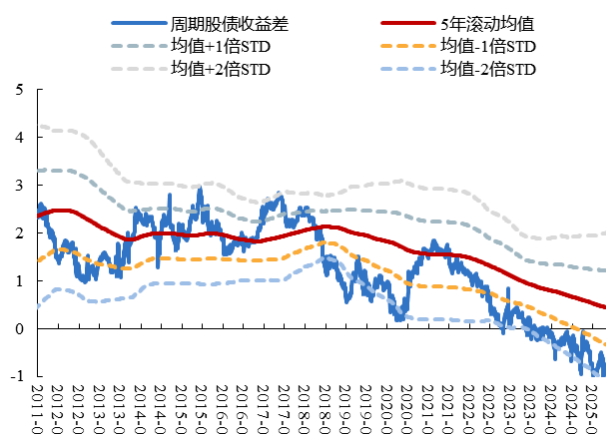


图表27：金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



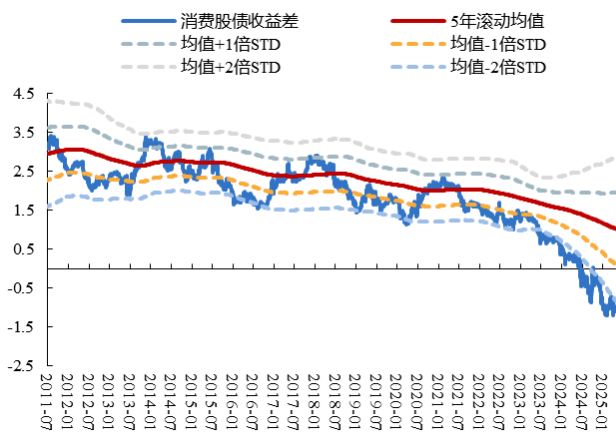
来源：Wind、国金证券研究所

图表28：周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



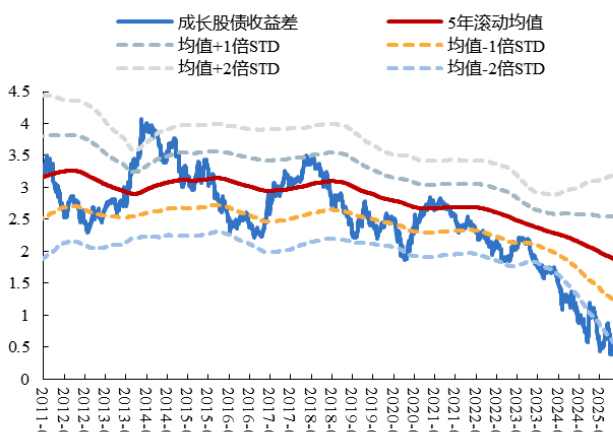
来源：Wind、国金证券研究所

图表29：消费股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：成长股债收益差低于“1倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期下调为主

指数方面，本周（5.12-5.16）主要指数盈利预期多数下调。主要宽基指数中，科创 50（-5.20%）、中证 500（-0.59%）、深证成指（-0.52%）等指数盈利预期下调幅度居前。主要风格指数中，宁组合（-1.0%）、小盘价值（-0.7%）、小盘成长（-0.6%）等指数盈利预期下调较多。

行业方面，本周（5.12-5.16）各行业盈利预期多数小幅下调。周期板块中，电力设备（-3.1%）、环保（-2.7%）、机械设备（-1.5%）等行业盈利预期下调幅度居前，钢铁（49.1%）行业盈利预期大幅上调；传统消费板块中，商贸零售（-1.2%）、纺织服饰（-1.0%）、轻工制造（-0.5%）等行业盈利预期下调居前；成长板块中，计算机（-1.5%）、医药生物（-1.0%）、电子（-1.0%）盈利预期下调幅度居前；金融板块中，房地产（-3.3%）行业盈利预期下调幅度较大。


图表31: 本周 (5.12-5.16) 主要指数盈利预期多数下调

板块	指数	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.84	-0.10%	-17.4%	-17.8%	0.00	0.76
	深证成指	0.88	-0.52%	-17.3%	-18.6%	0.00	0.64
	沪深300	1.16	-0.25%	-2.9%	-4.4%	0.00	1.07
	创业板指	1.67	-0.26%	-7.0%	-11.4%	0.00	1.22
	中证500	0.49	-0.59%	-25.1%	-27.2%	0.00	0.36
	科创50	0.64	-5.20%	-30.0%	-31.4%	0.00	0.36
	上证50	1.21	-0.14%	-2.0%	-2.7%	0.00	1.18
	中证800	1.01	-0.29%	-8.0%	-9.3%	0.00	0.91
	中证1000	0.41	2.35%	-35.2%	-37.3%	0.00	0.26
风格 指数	大盘成长	1.38	-0.4%	-5.1%	-7.7%	0.00	1.23
	大盘价值	1.21	-0.1%	-1.4%	-3.3%	0.00	1.20
	小盘成长	0.71	-0.6%	-21.5%	-21.5%	0.00	0.48
	小盘价值	0.47	-0.7%	-21.6%	-25.7%	0.00	0.40
	茅指数	3.93	-0.2%	-2.1%	7.2%	0.00	3.10
	宁组合	3.83	-1.0%	-5.1%	-3.1%	0.00	2.80

来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 本周 (5.12-5.16) 各行业盈利预期多数小幅下调, 钢铁盈利预期大幅上调

风格 板块	行业	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
周期	煤炭	0.84	-0.3%	-31.2%	-37.9%	1.12	0.99
	有色金属	0.77	-0.1%	-16.8%	-18.1%	1.09	0.55
	交通运输	0.41	-0.2%	-31.2%	-26.5%	0.57	0.40
	基础化工	0.51	-0.4%	-49.3%	-48.8%	1.12	0.36
	石油石化	0.84	-0.3%	-8.4%	-16.0%	0.93	0.78
	钢铁	0.14	49.1%	-44.3%	-44.7%	0.26	-0.04
	建筑材料	0.43	0.1%	-21.4%	-21.3%	0.64	0.21
	建筑装饰	0.57	-0.1%	-33.7%	-34.8%	0.83	0.53
	电力设备	0.68	-3.1%	-49.5%	-45.4%	1.43	0.28
	机械设备	0.41	-1.5%	-45.0%	-45.7%	0.91	0.31
	国防军工	0.36	-0.5%	-38.6%	-40.4%	0.77	0.16
	公用事业	0.46	-0.1%	-18.4%	-22.4%	0.58	0.41
	环保	0.26	-2.7%	-56.3%	-59.1%	0.61	0.23
传统 消费	汽车	0.85	-0.2%	-40.0%	-38.9%	1.65	0.60
	家用电器	1.58	-0.1%	-26.3%	-27.2%	2.50	1.38
	纺织服饰	0.30	-1.0%	-60.1%	-59.6%	0.82	0.25
	商贸零售	0.20	-1.2%	-53.9%	-59.7%	0.50	0.13
	食品饮料	2.48	-0.3%	-25.1%	-25.2%	3.51	2.25
	社会服务	0.20	-0.1%	-59.7%	-61.5%	0.59	0.15
	农林牧渔	0.52	0.3%	-41.8%	-48.6%	0.94	0.44
	轻工制造	0.32	-0.5%	-62.5%	-64.9%	0.91	0.23
成长	医药生物	0.56	-1.0%	-46.5%	-49.4%	1.18	0.42
	美容护理	0.85	-0.2%	-37.2%	-41.1%	1.42	0.57
	电子	0.59	-1.0%	-30.7%	-31.5%	1.09	0.36
	计算机	0.27	-1.5%	-58.2%	-60.8%	0.72	0.07
	传媒	0.25	-0.3%	-53.4%	-53.8%	0.61	0.12
	通信	1.04	-0.2%	-20.8%	-19.7%	1.41	0.92
金融	房地产	-0.40	-3.3%	-290.9%	-211.4%	0.24	-0.67
	银行	1.14	0.0%	-1.1%	-1.3%	1.19	1.13
	非银金融	1.11	0.1%	-20.1%	-12.1%	1.48	1.05

来源: Wind、国金证券研究所



4、下周经济数据及重要事件展望

图表33：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-05-19	中国	4月城镇调查失业率(%)	5.2	5.2
2025-05-19	中国	4月本地户籍人口调查失业率(%)	5.3	
2025-05-19	中国	4月外来户籍人口调查失业率(%)	4.9	
2025-05-19	中国	4月外来农业户籍人口调查失业率(%)	5.0	
2025-05-19	中国	4月31个大城市城镇调查失业率(%)	5.2	
2025-05-19	中国	4月就业人员平均工作时间(小时/周)	48.5	
2025-05-19	中国	4月固定资产投资:累计同比(%)	4.2	4.26
2025-05-19	中国	4月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.9	5.48
2025-05-19	中国	4月工业增加值:当月同比(%)	7.7	5.21
2025-05-19	欧盟	4月欧盟:CPI:同比(%)	2.5	
2025-05-19	欧盟	4月欧元区:CPI:环比(%)	0.6	0.6
2025-05-19	欧盟	4月欧元区:CPI:同比(%)	2.2	2.2
2025-05-19	欧盟	4月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.6	
2025-05-20	欧盟	3月欧盟:营建产出:同比(%)	0.3	
2025-05-20	欧盟	3月欧元区:营建产出:同比(%)	0.2	
2025-05-20	欧盟	5月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-16.7	
2025-05-22	美国	5月17日初请失业金人数:季调((人)	229000.0	
2025-05-23	美国	4月新屋销售:季调:折年数(千套)	724.0	

来源: Wind、国金证券研究所

图表34：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
待定	美国	5月21日EIA公布周度能源报告

来源: Wind、国金证券研究所



5、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究