



Research and
Development Center

超配价值和低位成长

——行业配置主线探讨

2025 年 5 月 15 日



证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
联系电话：+86 18817552575
邮箱：lichang@cindasc.com

超配价值和低位成长

2025 年 5 月 15 日

核心结论：

- 5 月之后，随着年报、一季报披露窗口期已过，中美关税谈判取得一定实质性进展，市场风险偏好可能会有所回升，经验上部分投资者会重新关注成长。部分国际科技巨头发布的一季度数据均显示资本开支显著增加、鸿蒙 PC 版即将发布等行业利好事件，短期也提振了部分成长板块表现。但考虑到以下三个因素，我们认为这一次季报期后重回成长的配置面临一定挑战：（1）季报等因素带来的季节性规律在年底到年初比较明显，但 5-10 月规律性往往不强，因为基本面数据披露间隔不长；（2）万得全 A 指数从 4 月 9 日以来反弹幅度可观，后续指数反弹速度或放慢。而成长风格更容易在市场上涨期间活跃；（3）AI 和机器人等成长方向长期产业趋势依然不错，但短期能否出现新的类似 DeepSeek 的产业突变存在不确定性。
- 风格方面，我们认为季度内偏向大盘价值，Q3 再增加弹性。行业配置方面，我们建议关注部分政策催化下基本面存在积极变化预期的新方向。如成长风格中的军工，受益于涨价的有色金属，以及价值中可以进攻的方向，比如价值类主题、受益于稳增长和金融地产、受益于公募基金改革的指数权重等。
- 未来 1 个月配置建议：军工（独立的需求周期、主题事件催化）、有色金属（产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力）>国企改革，并购重组（价值类主题、受益于政策）>新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需）、地产（低估值、稳增长）>银行、钢铁、建筑（对国内政策比海外经济更敏感、指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向）
- 上游周期：商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。短期黄金价格维持高位震荡，但考虑到地缘政治格局的不确定性以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。
- 金融地产：之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。
- 消费：传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。我们认为新消费相关细分领域仍然可以关注。自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面

外需不确定，内需确定性更强，后续还可能有稳内需的政策，新消费也有望受益。

- **成长：**长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩驱动的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）美股科技股调整较多，后续能否重回牛市或将影响全球 AI 产业链的估值。
- **配置方向：**（1）**进可攻退可守（银行、钢铁、建筑）：**海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。（2）**新消费：**自下而上，业绩趋势和产业逻辑能自愈；自上而下看，宏观层面外需不确定，内需更确定，后续还可能有稳内需的政策，新消费也有望受益。（3）**军工：**独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。（4）**有色金属（黄金、稀土）：**产能格局强，经济弱受影响小，经济强或政策支持下也可能受益；内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现。（5）**房地产：**估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031



目录

一、市场主线风格探讨：超配价值和低位成长	6
1.1 5月季节性规律是小盘成长占优，但季节性统计规律稳定性减弱	6
1.2 业绩不是很强的成长股牛市，波动性往往较大	7
1.3 关税政策对风格和行业的影响持续时间可能较长	8
1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议	10
1.4.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，有色金属细分领域或有涨价动力	13
1.4.2 金融地产：地产快速下降可能接近尾声，政策支持下指数权重有望受益	13
1.4.3 消费：传统消费估值上台阶空间不大，新消费产业和业绩趋势较强	14
1.4.4 成长：长期产业趋势仍强，短期波动性或较大	14
1.6 PB-ROE 模型度量行业估值性价比	15
二、市场表现跟踪	17
2.1 市场表现回顾：4月稳定风格表现较好	17
2.2 市场情绪跟踪：4月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄	19
三、宏观、中观基本面跟踪	23
3.1 投资	23
3.2 外需	23
3.3 工业	24
3.4 通胀	24
3.5 上游：资源品	25
3.6 中游：建材、机械设备	25
3.7 下游：房地产、消费	26
风险因素	27

表目录

表 1：2013 年以来历年 5 月小盘风格胜率更高（单位：%）	6
表 2：2013 年以来历年 5 月成长风格胜率更高（单位：%）	7
表 3：大类行业基本面情况及季度配置顺序	10
表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析	11
表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）	16

图目录

图 1：13-15 年成长股业绩兑现强和业绩兑现弱阶段超额收益波动差别很大（单位：倍）	7
图 2：13 年-15 年成长牛，牛市初期业绩强，后期业绩弱（单位：%）	8
图 3：2013 年 TMT 板块 ROE 整体改善（单位：%）	8
图 4：2025Q1TMT 行业归母净利润同比增速回升（单位：%）	8
图 5：2025Q1TMT 行业 ROE 缓慢回升（单位：%）	8
图 6：受钱荒影响最大的金融周期持续 3 个季度偏弱（单位：倍）	9
图 7：疫情后，各类板块机会的演绎都受疫情的影响（单位：倍）	9
图 8：4 月稳定风格表现较好（单位：倍）	17
图 9：4 月大盘指数跌幅相对较小（单位：%）	17
图 10：4 月上证指数跌幅较小（单位：%）	17
图 11：4 月亏损股指数跌幅较小（单位：%）	17
图 12：4 月一级行业涨跌幅（单位：%）	18
图 13：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）	18
图 14：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）	18
图 15：4 月领涨板块估值偏低（单位：%）	18
图 16：4 月一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差下降（单位：%）	19
图 17：4 月一级行业涨跌幅标准差下降（单位：%、点）	19
图 18：新能源车日均换手率（单位：%、倍）	20
图 19：半导体日均换手率（单位：%、倍）	20
图 20：计算机日均换手率（单位：%、倍）	20
图 21：传媒日均换手率（单位：%、倍）	20

图 22: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)	20
图 23: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)	20
图 24: 煤炭日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 25: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 26: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 27: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 28: 4 月北向资金持仓占流通市值比例 (单位: %)	22
图 29: 4 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)	22
图 30: 4 月核心资产上涨股票数占比较 3 月下降 (单位: %)	22
图 31: 4 月核心资产估值回升 (单位: 倍)	22
图 32: 3 月基建、制造业投资同比增速回升, 房地产投资同比增速下降 (单位: %)	23
图 33: 2025 年 3 月上游和中游利润占比回升, 下游利润占比下降 (单位: %)	23
图 34: 美国 4 月 CPI 回落至 2.3% (单位: %)	23
图 35: 4 月我国出口金额当月同比正增 9.3% (单位: %)	23
图 36: 3 月工业增加值和工业企业利润总额环比回落 (单位: %)	24
图 37: 2025 年 4 月高炉开工率高于历史同期 (单位: %)	24
图 38: 4 月 CPI 仍为负增, 核心 CPI 走平 (单位: %)	24
图 39: 4 月 PPI 同比降幅扩大 (单位: %)	24
图 40: 猪肉价格企稳, 蔬菜价格下降 (单位: 元/公斤)	24
图 41: 鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡 (单位: 元/公斤)	24
图 42: 煤炭库存回升、螺纹钢库存回落 (单位: 万吨)	25
图 43: 铜、铝、锌库存持续下降 (单位: 万吨)	25
图 44: 4 月玻璃价格下降, 水泥价格回升 (单位: 元/吨, 点)	25
图 45: 3 月挖掘机销量同比增长 18.5% (单位: %)	25
图 46: 4 月 30 大中城市商品房成交面积回落 (单位: 万平方米, %)	26
图 47: 3 月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升(单位: %)	26
图 48: 4 月汽车销量增速环比小幅上升 (单位: %)	26
图 49: 3 月新能源车销量渗透率为 42.4% (单位: %)	26

一、 市场主线风格探讨：超配价值和低位成长

2025 年 4 月市场风格明显偏向大盘价值，比较符合季节性规律。大类风格中仅稳定类板块上涨，而成长板块跌幅较大。一级行业中，表现居前的农林牧渔、公用事业、有色金属、银行、食品饮料等行业，共性特征是在中美关税博弈背景下具备一定防御属性。4 月影响风格和板块表现的主要因素有：中美关税博弈进程、扩内需政策、消费复苏预期、黄金价格走强、避险。

5 月之后，随着年报、一季报披露窗口期已过，中美关税谈判取得一定实质性进展，市场风险偏好可能会有所回升，经验上部分投资者会重新关注成长。部分国际科技巨头发布的一季度数据均显示资本开支显著增加、鸿蒙 PC 版即将发布等行业利好事件，短期也提振了部分成长板块表现。但考虑到以下三个因素，我们认为这一次季报期后重回成长的配置面临一定挑战：（1）季报等因素带来的季节性规律在年底到年初比较明显，但 5-10 月规律性往往不强，因为基本面数据披露间隔不长；（2）万得全 A 指数从 4 月 9 日以来反弹幅度可观，后续指数反弹速度或放慢。而成长风格更容易在市场上涨期间活跃；（3）AI 和机器人等成长方向长期产业趋势依然不错，但短期能否出现新的类似 DeepSeek 的产业突变存在不确定性。

风格方面，我们认为季度内偏向大盘价值，Q3 再增加弹性。行业配置方面，我们建议关注部分政策催化下基本面存在积极变化预期的新方向，如成长风格中的军工，受益于涨价的有色金属，以及价值中可以进攻的方向，比如价值类主题、受益于稳增长的金融地产、受益于公募基金改革的指数权重等。

1.1 5 月季节性规律是小盘成长占优，但季节性统计规律稳定性减弱

4 月市场风格的季节性规律是大盘价值，5 月开始小盘成长占优的概率提高，但相比 4 月季节性统计规律并不稳定。从 2013 年以来的季节性规律来看，近 13 年中 5 月小盘风格胜率 67%。同时，2013 年以来历年 5 月成长风格胜率 67%。可以看出 5 月小盘成长占优的概率提高。但相较于 4 月大盘风格胜率 100%，价值风格胜率接近 70%，5 月风格的季节性统计规律稳定性减弱。

表 1：2013 年以来历年 5 月小盘风格胜率更高（单位：%）

时间	大盘月涨幅-小盘月涨幅											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	-4.8%	-3.2%	0.9%	-9.3%	0.6%	-7.8%	-1.8%	-1.4%	1.7%	-4.7%	-1.3%
2014	-7.9%	-4.9%	1.6%	3.4%	-2.2%	-3.4%	1.2%	-6.3%	-8.7%	0.5%	7.8%	32.0%
2015	-11.1%	-3.9%	-9.9%	3.1%	-24.3%	3.7%	1.4%	2.1%	0.7%	-7.4%	-5.8%	0.2%
2016	9.2%	0.2%	-4.7%	0.0%	0.9%	-5.5%	3.6%	-1.0%	0.1%	0.4%	4.7%	0.3%
2017	5.6%	-1.8%	2.1%	4.6%	9.7%	1.2%	1.1%	-0.7%	-1.6%	7.9%	5.6%	1.9%
2018	9.6%	-3.4%	-6.2%	0.2%	4.5%	2.9%	1.1%	3.0%	4.6%	3.1%	-4.3%	-0.2%
2019	8.4%	-8.4%	-5.6%	5.9%	-0.1%	6.0%	2.4%	0.0%	-1.1%	2.5%	0.4%	-1.3%
2020	-4.2%	-3.6%	1.2%	1.5%	-3.2%	-0.7%	-0.4%	1.5%	3.8%	4.5%	2.1%	6.0%
2021	8.0%	-2.6%	-4.8%	1.1%	-1.7%	-4.4%	-10.7%	-9.5%	4.7%	2.6%	-9.2%	1.1%
2022	3.7%	-4.2%	0.5%	9.0%	-7.4%	2.1%	-7.3%	1.9%	2.3%	-11.2%	3.5%	5.4%
2023	-0.5%	-5.2%	-1.4%	0.8%	-3.4%	1.1%	5.4%	-0.2%	-1.9%	-1.1%	-3.6%	1.2%
2024	11.2%	-3.8%	0.7%	0.8%	1.6%	4.2%	-0.6%	2.5%	-2.2%	-8.4%	-0.3%	4.0%
2025	-1.3%	-5.5%	0.4%	1.6%								
大盘风格占优概率	61.5%	7.7%	46.2%	100.0%	33.3%	66.7%	58.3%	41.7%	50.0%	66.7%	50.0%	75.0%
小盘风格占优概率	38.5%	92.3%	53.8%	0.0%	66.7%	33.3%	41.7%	58.3%	50.0%	33.3%	50.0%	25.0%

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：2013 年以来历年 5 月成长风格胜率更高（单位：%）

高PE月涨幅-低PE月涨幅												
时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	4.0%	5.7%	-1.7%	9.0%	-0.1%	7.0%	-2.2%	3.8%	-6.1%	6.9%	-0.9%
2014	13.7%	2.5%	-7.5%	-2.6%	3.8%	5.7%	-4.7%	8.0%	7.4%	-3.6%	-9.0%	-34.4%
2015	14.0%	9.0%	8.8%	3.8%	22.4%	-12.3%	-3.9%	-6.2%	-2.7%	3.5%	3.1%	-4.0%
2016	-7.2%	-3.3%	3.6%	-2.6%	-2.5%	5.5%	-6.7%	-1.6%	-2.1%	0.3%	-5.3%	-3.8%
2017	-7.7%	1.3%	-3.4%	-7.6%	-11.6%	-1.2%	-3.8%	2.2%	0.8%	-6.6%	-6.4%	-3.5%
2018	-14.0%	4.2%	12.7%	0.3%	-4.1%	-3.8%	-5.0%	-2.3%	-6.1%	-6.3%	5.2%	-0.2%
2019	-8.2%	13.2%	6.3%	-6.7%	3.5%	-2.6%	0.8%	5.8%	0.0%	-0.5%	-1.6%	0.8%
2020	9.9%	11.6%	-3.2%	3.8%	5.1%	13.3%	5.9%	-6.8%	-2.3%	-0.3%	-11.1%	16.0%
2021	0.4%	-9.7%	-2.9%	13.5%	8.3%	12.9%	10.5%	-9.4%	-2.7%	9.2%	7.1%	-12.5%
2022	-10.9%	0.3%	-8.5%	-9.5%	9.7%	9.0%	4.9%	-4.1%	-4.7%	11.0%	-12.8%	0.7%
2023	3.0%	-0.8%	0.5%	-6.6%	4.0%	1.0%	-8.9%	0.8%	-3.5%	5.5%	3.2%	-2.6%
2024	-24.0%	8.0%	4.6%	-4.1%	-6.0%	0.1%	2.1%	-4.8%	5.7%	19.7%	3.0%	-7.0%
2025	-0.8%	8.4%	-5.9%	-0.4%								
高PE风格占优概率	46.2%	69.2%	53.8%	30.8%	66.7%	58.3%	50.0%	33.3%	41.7%	50.0%	50.0%	25.0%
低PE风格占优概率	53.8%	30.8%	46.2%	69.2%	33.3%	41.7%	50.0%	66.7%	58.3%	50.0%	50.0%	75.0%

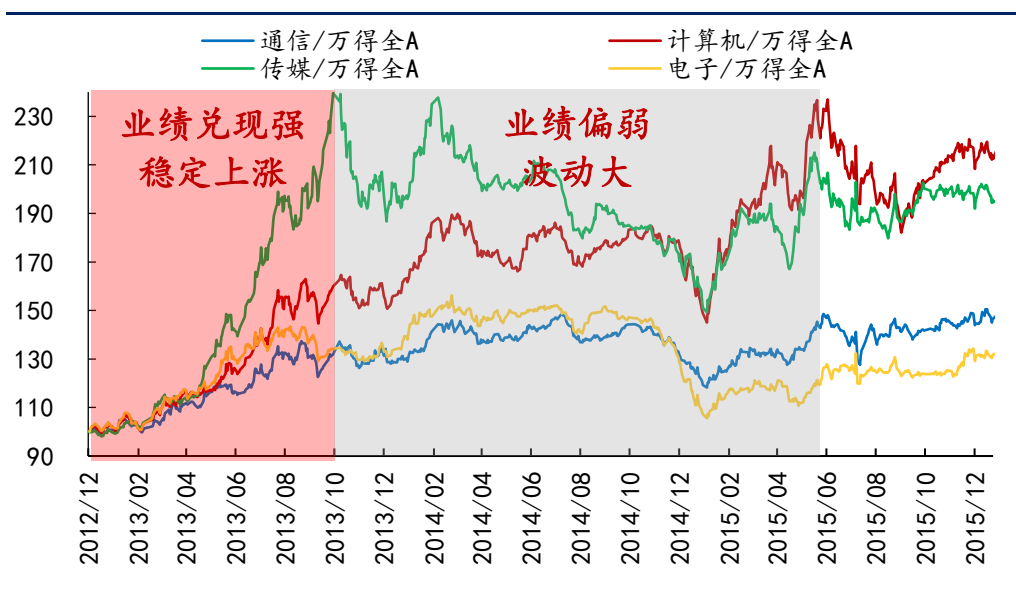
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 业绩不是很强的成长股牛市，波动性往往较大

成长股牛市如果是业绩强劲的阶段，如 2013 年的 TMT、2020Q2-2021Q3 的新能源，可以持续 1 年每个季度都有超额收益，但如果是业绩偏弱的 2014-2015、2019-2020Q1 年，2-3 个季度超额收益后，往往会伴随着季度超额收益回撤。

国内股市历史上 TMT 最强的阶段之一是 2013-2015 年的移动互联网牛市。2013-15 年是典型的成长股牛市，如果从超额收益来看，TMT 对应的 4 个一级行业 2013 年 1-10 月超额收益走势稳健，期间波动性很小。而从 2013 年 11 月-2015 年 6 月，成长股虽然依然处在牛市氛围中，但波动性明显变大，2013 年 11-12 月、14 年 3-5 月、14 年 Q4，出现过多次 2-3 个月的超额收益回撤。

图 1：13-15 年成长股牛市，业绩兑现强和业绩兑现弱阶段超额收益波动差别很大（单位：倍）

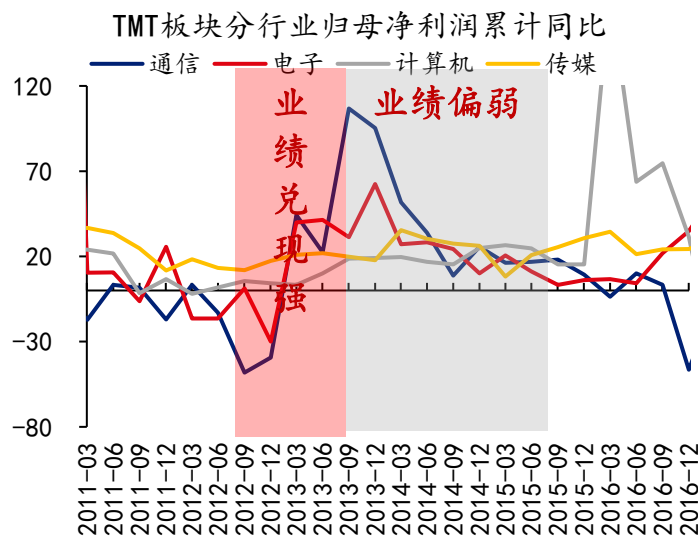


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为之所以 13 年 TMT 行情波动小，14-15 年波动大，主要是因为业绩兑现情况的差异，2013 年 TMT 对应的各个行业利润增速逐渐上行，而 14-15 年虽然利润增速依然

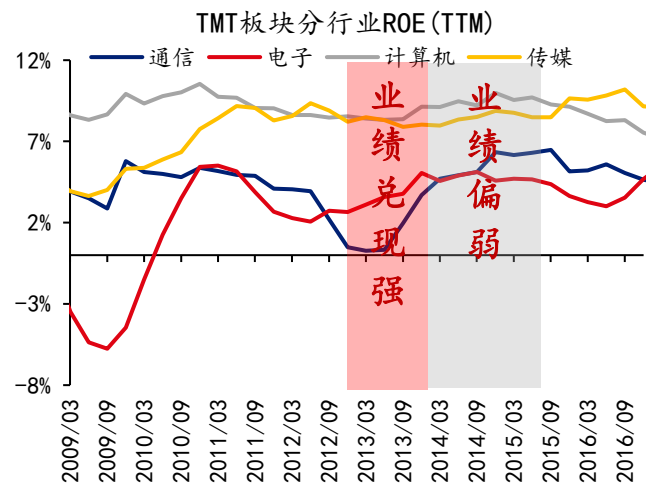
不错，但已经逐渐放缓。从 ROE 的角度来看，2013 年电子、通信等行业 ROE 逐季改善，但 2014-2015 年 TMT 行业 ROE 整体走平。

图 2：13 年-15 年成长牛，牛市初期业绩强，后期业绩弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

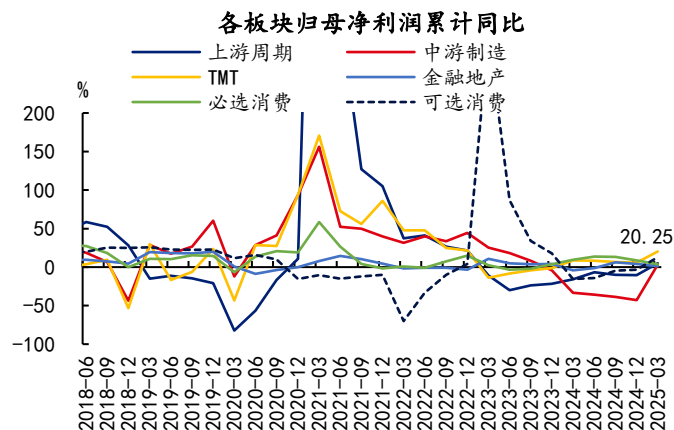
图 3：2013 年 TMT 板块 ROE 整体改善（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

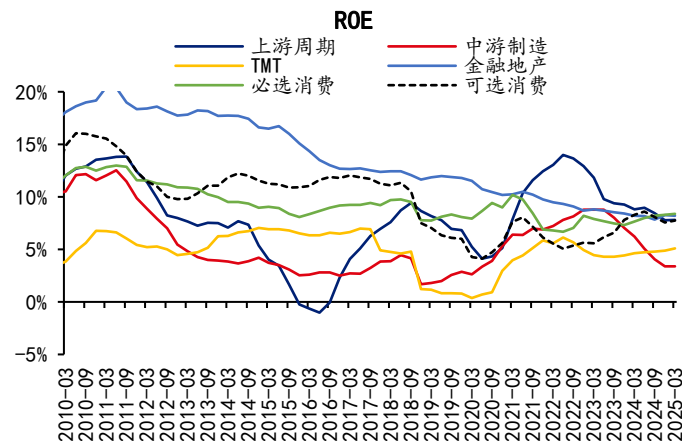
站在当下来看，截至 2025 年一季报，TMT 行业归母净利润同比增长 20.25%，相对于其他大类板块增速较快，ROE 整体缓慢回升。我们认为当前成长股业绩仍处于回升早期，尚未进入较强的业绩驱动阶段。根据历史经验，2024 年 9 月-2025 年 2 月约半年的时间里成长股整体较为活跃，2025 年 3 月-5 月大概率成长偏弱。

图 4：2025Q1TMT 行业归母净利润同比增速回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：2025Q1TMT 行业 ROE 缓慢回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 关税政策对风格和行业的影响持续时间可能较长

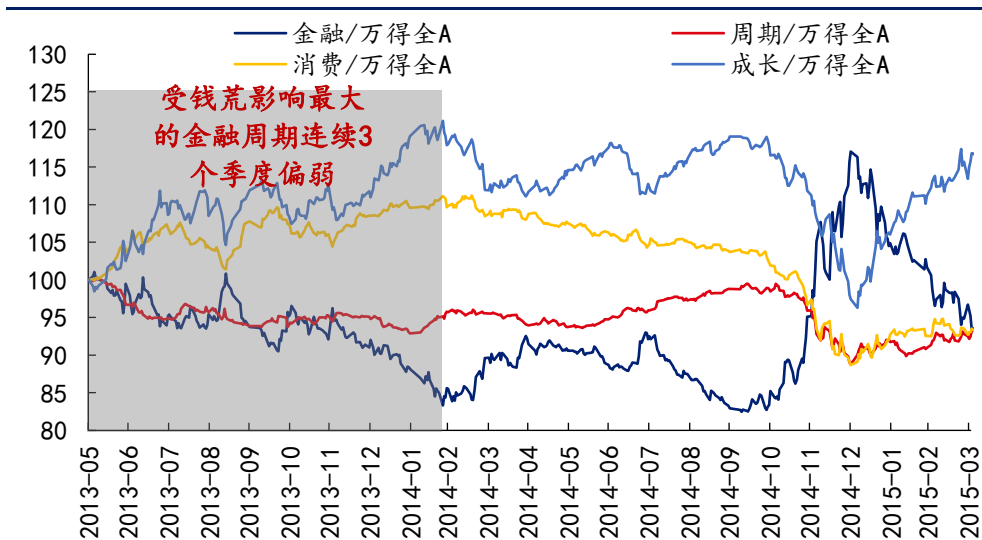
中美关税谈判取得一定实质性进展，但考虑到关税后续还会再谈，还有不确定的地方，对盈利的影响还有待观察。同时，新增政策不断托底，稳增长持续发力，市场可能还会有 1-2 个季度继续窄幅震荡。在此期间，关税政策变化可能持续通过风险偏好对成长风格产生扰动，成长风格或会波动较大。我们预计外需不确定性仍存，类似

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

DeepSeek 技术进步强度的成长主线仍在酝酿，国内稳增长政策预期可能还会反复出现，整体上有利于价值风格。历史上类似的案例有 13 年年中钱荒和 20 年初疫情。

2013 年中钱荒：牛初的黑天鹅、指数短时间内跌幅较大、对盈利和行业影响持续了 3 个季度。从板块上来看，钱荒的影响持续了 3 个季度。2013 年 6 月到 2014 年 2 月，受钱荒影响大的金融周期持续跑输市场，直到 14 年 Q2，房地产政策转向积极才企稳。期间表现最强的是成长和消费，成长有移动互联网产业趋势的驱动，不依赖债券融资，消费也会受地产的影响，但因为是后周期，直到 2014 年 Q2 以后才开始明显跑输市场。

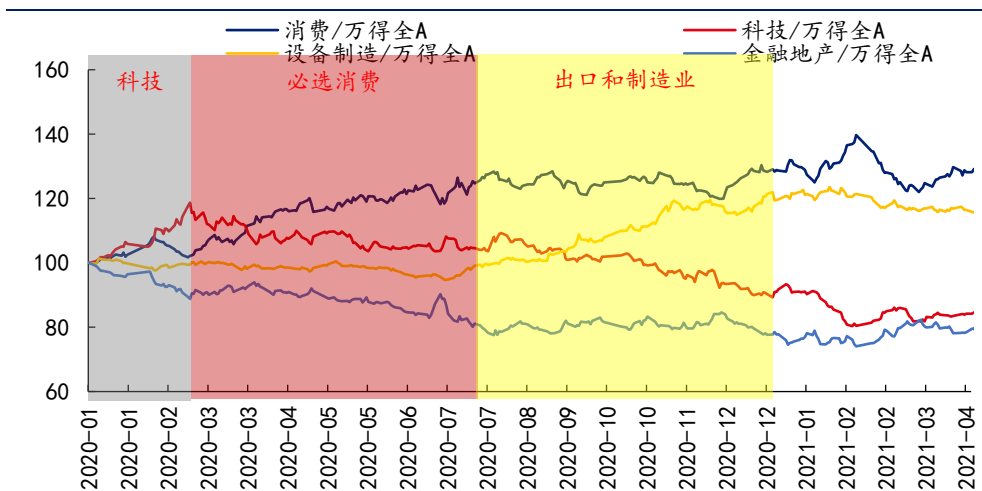
图 6：受钱荒影响最大的金融周期持续 3 个季度偏弱（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2020 年初疫情：牛初的黑天鹅、指数短时间内跌幅较大、对盈利影响 1 个季度、对行业影响时间很长。与 2013 年类似的是，疫情对板块的影响持续了很长时间。2020 年 Q1 疫情刚出现期间，表现最强的是科技，因为线上办公、线上购物、线上娱乐均有利于科技。之后随着国内疫情第一次得到控制，国内必选消费快速恢复，2020 年 Q2-Q3 消费最强。2020 年下半年开始，投资者发现，海外疫情虽然没有控制住，但对冲性政策力度较大，全球各国经济开始逐渐恢复，出口和制造业也开始领涨市场。

图 7：疫情后，各类板块机会的演绎都受疫情的影响（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议

未来1个月配置建议：军工（独立的需求周期、主题事件催化）、有色金属（产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力）>国企改革，并购重组（价值类主题、受益于政策）>新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需）、地产（低估值、稳增长）>银行、钢铁、建筑（对国内政策比海外经济更敏感、指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向）

表3：大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本面格局	未来1年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然较难使行业长期格局完全扭转，但经济出现失速风险的可能性降低，我们认为对ROE预期稳定和存量资产重估均有利。资本市场活跃度提高，有利于非银金融利润提升。	低	低
消费	需求下降除了受经济周期的影响，可能还受人口、收入等长期因素影响；	消费补贴政策持续推进。需求修复的弹性和空间不确定性大；仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升。	低	低
上游周期	碳中和长期压制产能，之前10年产能建设不足，可能存在产能周期。	2025年海外经济可能偏强，内需逐步摆脱下滑的压力，但尚需时间，经济修复可能要等下半年。	低	中等
中游材料	没有明显的产能建设不足问题，传统下游受房地产长周期下行影响，中国产能全球替代。	国内需求稳定尚需时间。政策可能催化主题性的机会。	低	中等
成长	AI、军工、机器人等新的成长产业机会逐渐显现。	半导体周期上行；消费补贴扩容利好消费电子；AI重点关注下游应用能否突破；新能源产能压力尚未完全消化。	中等	中等
稳定类	竞争格局稳定，股息率高，成长性较弱。	我们预计基本面年度弹性不大，重点关注国企改革等主题性机会。	中等	高
未来1个月配置建议	军工（独立的需求周期、主题事件催化）、有色金属（产能格局强、经济弱受影响小、细分行业受益于地缘格局或有涨价动力）>国企改革，并购重组（价值类主题、受益于政策）>新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需）、地产（低估值、稳增长）>银行、钢铁、建筑（对国内政策比海外经济更敏感、指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向）			
2025年度配置建议	新赛道（AI、军工）；新逻辑（高ROE、ETF权重）；政策影响下的主题（房地产、破净个股市值管理）			

注：（1）相对估值为行业PB/万得全APB

（2）红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	产能释放比较有限。国内需求修复尚需时间。	有色金属（产能格局好、经济弱受影响小，经济强或政策支持下也可能受益，受益于地缘格局或有涨价动力） 商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。 短期黄金价格维持高位震荡，但考虑到地缘政治格局的不确定性以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。 有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。
	石油石化	长期资本开支不足。	海外经济可能仍偏强。中美原油需求进一步增长有不确定性；自愿原则下 OPEC+减产可能不及预期。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	存在产能释放压力，国内需求修复尚需时间。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	国内需求修复尚需时间。可能有政策性主题行情。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，全球政治经济变局重塑黄金定价逻辑。	海外经济可能仍偏强；美联储降息节奏不确定可能导致价格波动大。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	二手房销售回暖和政策补贴提振消费建材需求；供给冲击仍存，但可能有边际改善。	
	机械设备	存量替换大周期接近结束，新兴行业有增量，部分细分领域有出海和国产替代逻辑。	低空经济、人形机器人、3C 设备等成长相关细分领域受益于政策支持、自主可控，AI 应用落地等因素，可能逐步有业绩兑现。特朗普关税政策可能影响出口链。国内需求修复尚需时间。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代，出口竞争力提高。	整车需求受益于以旧换新补贴政策。自主品牌出海进入海外设厂布局阶段。自动驾驶、机器人等概念可能带来新的增量。国内需求修复的时间和弹性不确定；新能源车渗透率逐渐接近 50%；特朗普关税政策可能影响出口链。	建议关注：新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需） 传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。 从 2025 年一季度业绩来看，可选消费板块归母净利润增速较快，我们认为新消费相关细分领域仍然可以关注。自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能稳内需的政策，新消费也有望受益。
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	“以旧换新”政策支持需求。白电板块兼具安全边际和高分红、高现金流可能带来的弹性。人民币贬值利好出口企业盈利修复。地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	社会服务	部分子行业集中度提高，但核心壁垒还在构建。	并购重组活跃度提高背景下部分景区有望受益；酒店行业供给端出清后景气筑底回升；国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧，消费升级长期逻辑暂时没有进一步证明。	餐饮需求受益于消费券发放；乳制品库存较低；量贩零食渠道拓展速度较快；白酒需求复苏仍需时间；	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化，政策监管趋严，海外制裁可能成为黑天鹅。	二级市场可能回暖带动国内投融资情况改善；地方化债有利于推动医疗设备采购需求回升；政策支持创新药发展；集采和反腐仍然可能对行业预期有扰动。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度可能不够。	猪价企稳，成本下降，有利于养殖板块盈利改善；粮食安全主题；能繁母猪补栏速度偏慢；种业或仍处于产能出清过程中。	
	美容护理	国产品牌替代。	医美新材料、新产品的上市可能带来增量需求；渠道变革的加成减弱；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	IP 消费需求增长；传统零售竞争格局改善；AI 赋能板块主题行情。国内需求修复的时间和弹性不确定。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	纺织服饰	国产品牌替代，出口竞争力提高，毛利率较低。	家纺补贴推进；体育产业政策支持；海外库存水平较健康，头部厂商集中度提高；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	“以旧换新”政策支持家居需求；部分细分行业仍有产能过剩压力；地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	



板块	行业	长期基本格局	未来 1 年供需格局	综合评价
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。双碳、一带一路可能提高景气度。	稳增长发力，订单有望增加。化债力度加大有利于资产负债表修复。	建议关注：房地产（低估值、稳增长）>金融（指数权重） 之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。稳增长增量政策落地，金融地产有望受益，公募基金改革可能推动指数权重配置比例提升。
	交通运输	航空产能出清，航运超级周期可能已结束，快递物流竞争格局一般。	公路铁路等高股息板块受益于利率下降；促消费政策支持航空需求；直营快递竞争格局较好；快递件量基数高；海运可能出现供需紧张缓解；国内需求修复的时间和弹性不确定；跨境物流受特朗普关税政策影响不确定。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	并购重组活跃度提升有利于部分公司整合优质资产；成本压制有所缓解；总量层面增量逻辑不多。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊转牛拐点弹性大，短期基本面压制接近尾声。	
	银行	金融去杠杆，房贷不炒，压制收入和利差。	降息对利润有压制，稳增长促使信贷扩张。	
	房地产	房贷不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松；部分城市二手房销售有回暖迹象；地产销售全面恢复仍需时间。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率提升速度较快。长期需求强。	行业资本开支在 2021 年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。库存周期可能触底。	建议关注：军工（需求周期独立、主题事件催化） 长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。亚马逊、谷歌、微软、Meta 等国际科技巨头发布的一季度数据均显示资本开支显著增加，也说明科技进步仍然是中长期较为确定的趋势。 短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩驱动的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）美股科技股调整较多，后续能否重回牛市或将影响全球 AI 产业链的估值。 成长板块中，我们认为可以关注前期处于低位的新方向，比如军工。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定；“十四五”收官之年订单周期有望带来业绩切换；库存周期触底可能上行。	
	通信	5G 基站建设也已出现一段高速增长，但 5G 应用尚在探索普及阶段。	运营商资本开支少，利润稳定；AI 有望驱动资本开支提高；算力产业链国产化需求。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	半导体周期回升；消费电子补贴提振需求；AI 应用如果有突破利好硬件需求增长。	
	计算机	AI、机器人、智能驾驶等新的产业逻辑逐步显现，数字经济高速发展。	政策支持低空经济、数字经济；化债有利于 to G 需求复苏；AI 对盈利的影响方向较明确，节奏不确定。传统计算机下游需求和经济相关性强；	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期；线上需求受宏观经济影响小；港股互联网竞争格局清晰，前期人员出清后有利于利润释放；文化产业出海有望持续，但也可能受到海外政策的扰动。平台经济监管常态化。	

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心



1.4.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，有色金属细分领域或有涨价动力

商品价格依然受到产能周期的正面支撑，下一轮上涨需等待需求接力。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。2024 年上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，我们认为这与行业长期资本开支不足带来的产能格局改善有关。根据历史经验，每一轮 2 年左右商品上涨的初期，商品价格大多是领先 GDP 的，所以商品刚开始涨价时，大多感觉到是供给原因主导的。历史上商品牛市底部可能会出现领先需求回升

(GDP、库存周期) 1-2 个季度的情况。但商品价格较难在 1 年以上维度和 GDP 走势背离。我们认为 2025 年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。虽然海内外仍有一些影响需求的负面因素，比如美国经济滞胀、国内房地产下行的风险尚未完全消退，但我们认为负面影响的力度可能会逐渐减弱。

黄金价格高位震荡，但长期支撑仍存，黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据之一。

2025 年 4 月 22 日黄金价格上涨到高点，之后开始高位震荡。我们认为主要原因在于：一是地缘政治紧张有所缓解；二是美联储不急于降息，美元指数有所反弹；三是央行分散化配置资产需求提升；四是部分交易性资金获利离场。短期黄金价格维持高位震荡，但考虑到地缘政治格局的不确定性以及全球长期通胀风险尚未消除，黄金价格中长期支撑仍存。历史上黄金上涨，大多是商品全面牛市的领先信号。在 2008 年 Q4、2019 年也出现过，黄金比其他商品更强，但随后的 2009 年和 2020 年均是商品的全面牛市。同样，1980-2005 年，历次商品周期中，黄金价格都是领先其他商品的，领先的时间大多在半年-1 年之间。

有色金属部分细分领域同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。

中国对中重稀土出口管制，部分稀土金属价格创新高。截至 5 月 1 日欧洲镨价涨至 850 美元/公斤，铽价则上涨至 3000 美元/公斤。

1.4.2 金融地产：地产快速下降可能接近尾声，政策支持下指数权重有望受益

之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。国内经济层面，之前 3 年比较大的风险项是地产。2021 年之后银行 PB 下降速度比 ROE 更快，主要是因为房地产销售和房价的下降可能会导致银行的 ROE 出现较为明显的下降。目前来看，商品房销售已经逐渐企稳，虽然没有二手房销售改善强，但底部逐渐显现。之前 3 年，地产销售都是在房地产放松政策之后 1 个季度有回升，随后快速下滑。但从去年 9 月以来，地产销售虽然有波动，但中枢正在逐渐震荡企稳。我们认为，房地产下行风险可能已经接近尾声，对金融体系的冲击也基本上告一段落。银行等行业持续低估有望得到修复。

鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。在新国九条政策体系下，推动中长期资金入市是资本市场稳定发展的重要举措。保险、养老金等中长期资金更倾向于配置银行等低估值、高分红的板块。同时伴随着 ETF 市场快速发展，银行作为指数权重股能够吸引稳定的资金流入。此外，考虑到政策层面对市值管理的强化和引导，银行板块当前大部分个股处于长期破净状态，有望在市值管理的推动下实现估值修复。



稳增长增量政策落地，金融地产有望受益，公募基金改革可能推动指数权重配置比例提升。5月7日金融监管部门联合召开新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，增量政策包括：降准&定向降准、降息、公积金贷款利率下调；优化两项支持资本市场货币政策工具；创设科技创新债券风险分担工具，提供低成本再贷款资金等。金融地产等稳增长相关板块有望受益。证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，对基金公司中长期业绩考核权重、基金产品业绩指标权重提出新要求，短期可能推动主动基金提高低配板块仓位，持仓向指数权重靠拢。

1.4.3 消费：传统消费估值上台阶空间不大，新消费产业和业绩趋势较强

传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。因此估值波动下限可能要低于 16-21 年的估值下限，或者 PB 底部震荡的时间可能拉长。消费板块的年度基本面虽然有扩内需政策支持的影响，但需求修复的弹性和空间仍有较大的不确定性。我们认为在长期逻辑较难进一步验证的情况下，仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升，因此估值上台阶空间可能不大。

消费板块中，我们认为新消费行情大概率可以持续。从 2025 年一季报业绩来看，可选消费板块归母净利润增速较快，我们认为新消费相关细分领域仍然可以关注。自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能稳内需的政策，新消费也有望受益。

1.4.4 成长：长期产业趋势仍强，短期波动性或较大

长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。AI 技术进步和资本开支增加带来的景气上行趋势没有改变。亚马逊、谷歌、微软、Meta 等国际科技巨头发布的一季度数据均显示资本开支显著增加，也说明科技进步仍然是中长期较为确定的趋势。

短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩驱动的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）美股科技股调整较多，后续能否重回牛市或将影响全球 AI 产业链的估值。

成长板块中，我们认为可以关注前期处于低位的新方向，比如军工。一方面，军工在 2024 年 11 月-2025 年 4 月表现偏弱，当前 PB 分位数处于过去 10 年中等水平。另一方面，军工板块拥有独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。

1.6 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块中，上游资源品中煤炭低估程度大幅下降，石油石化、有色金属仍低估，中游周期制造略有高估。截至 2025 年 5 月 9 日，根据 2025 年一季报数据，煤炭板块 ROE 下降到历史偏低位置，低估程度大幅下降。石油石化、有色金属 ROE 历史分位仍处于历史偏上水平，仍有一定程度低估。钢铁、化工、建材、机械设备 ROE 整体处于历史偏低位置，从当前 PB 估值分位来看，钢铁、机械设备存在一定高估情况，化工、建材估值和盈利相对匹配。

(2) 成长板块中，大多数行业处于高估状态。截至 2025 年 5 月 9 日，根据 2025 年一季报数据，成长板块中电力设备、军工、计算机 ROE 处于历史低位，当前 PB 估值处于中等偏上水平，处于高估状态。通信、电子、传媒 ROE 处于历史中等偏上水平，虽然 PB 估值位置不低，但通信仍有一定程度低估，电子、传媒高估程度不大。我们认为成长板块后续可能出现分化，建议关注 ROE 能够出现回升从而消化高估值的细分行业。

(3) 消费板块中，大多数行业处于低估状态。截至 2025 年 5 月 9 日，根据 2025 年一季报数据，消费板块中家电、医药生物、轻工制造虽然当前 PB 估值处于历史低位，但由于 ROE 也处于历史低位，因此存在一定高估情况。其余大部分消费板块 ROE 处于历史中等水平，PB 估值处于历史偏低水平，处于低估状态。但需要注意的是消费板块 ROE 波动范围收窄后，估值抬升空间或有限。

(4) 金融板块中，非银金融处于低估状态，银行、地产则有一定高估。截至 2025 年 5 月 9 日，非银金融 2024 年以来 ROE 有明显提升，根据 2025 年一季报数据，ROE 处于历史偏高水平，PB 估值处于历史中等水平，处于低估状态。银行、地产 ROE 则处于历史低位，PB 估值处于历史中等水平，存在一定程度高估。

(5) 稳定类板块中，建筑装饰、环保略有高估，交通运输、公用事业则有一定程度低估。截至 2025 年 5 月 9 日，根据 2025 年一季报数据，建筑装饰、环保 PB 估值处于历史低位，但由于 ROE 也处于历史低位，略有高估。交通运输、公用事业 ROE 处于历史中等水平，PB 估值处于历史中等偏下水平，存在一定程度低估。

表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB,过去 10 年分位数 (%)	PB,过去 5 年分位数 (%)	ROE,过去 10 年分位数 (%)	ROE,过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数(10 年)	ROE 分位数-PB 分位数(5 年)
周期	煤炭	25.3	20.5	34.1	19.0	8.82	(1.48)
	石油石化	3.3	5.7	70.7	42.8	67.41	37.06
	基础化工	16.9	18.5	31.7	19.0	14.78	0.54
	钢铁	29.5	43.9	19.5	9.5	(10.02)	(34.39)
	有色金属	23.1	19.7	75.6	52.3	52.52	32.65
	建筑材料	7.9	15.9	7.3	14.2	(0.60)	(1.65)
	机械设备	54.4	64.1	48.7	19.0	(5.68)	(45.12)
消费	汽车	74.4	82.3	51.2	80.9	(23.23)	(1.39)
	家用电器	13.7	23.1	26.8	14.2	13.11	(8.88)
	社会服务	13.8	23.8	43.9	76.1	30.09	52.28
	食品饮料	14.0	7.6	60.9	28.5	46.88	20.94
	医药生物	7.5	15.1	2.4	4.7	(5.13)	(10.41)
	农林牧渔	2.9	5.7	75.6	76.1	72.74	70.36
	美容护理	28.2	19.5	39.0	38.0	10.84	18.47
	商贸零售	48.5	60.0	39.0	76.1	(9.48)	16.11
	纺织服装	19.2	29.4	36.5	42.8	17.27	13.44
	轻工制造	17.4	16.8	2.4	4.7	(15.01)	(12.10)
稳定	建筑装饰	6.9	13.8	2.4	4.7	(4.48)	(9.09)
	交通运输	10.5	17.8	36.5	57.1	26.00	39.26
	公用事业	29.0	36.5	65.8	66.6	36.78	30.10
	环保	14.4	28.9	2.4	4.7	(12.01)	(24.20)
金融	非银金融	20.9	41.9	65.8	76.1	44.91	34.19
	银行	30.0	60.1	2.4	4.7	(27.57)	(55.42)
	房地产	11.2	22.5	2.4	4.7	(8.82)	(17.80)
成长	电力设备	27.0	18.0	2.4	4.7	(24.59)	(13.30)
	国防军工	46.0	40.1	31.7	4.7	(14.31)	(35.43)
	通信	51.0	80.9	92.6	85.7	41.61	4.78
	电子	47.8	54.6	46.3	42.8	(1.52)	(11.78)
	计算机	47.9	57.7	4.8	9.5	(43.14)	(48.22)
	传媒	49.4	63.7	41.4	52.3	(8.02)	(11.45)
其他	综合	29.4	45.0	34.1	61.9	4.66	16.90

注：PB 为截至 2025 年 5 月 13 日数值，ROE 为 2025 年一季度数值。

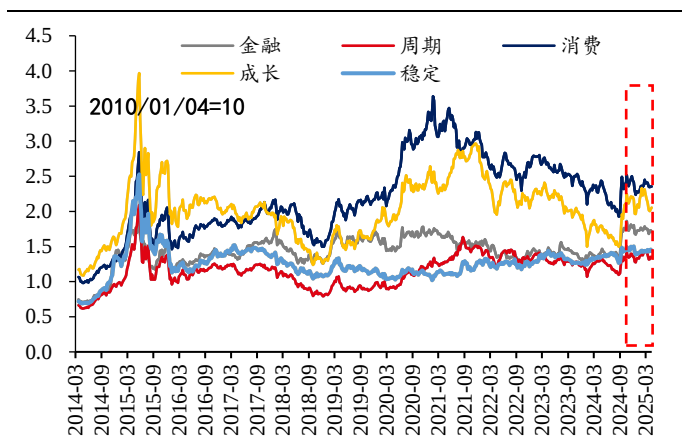
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：4月稳定风格表现较好

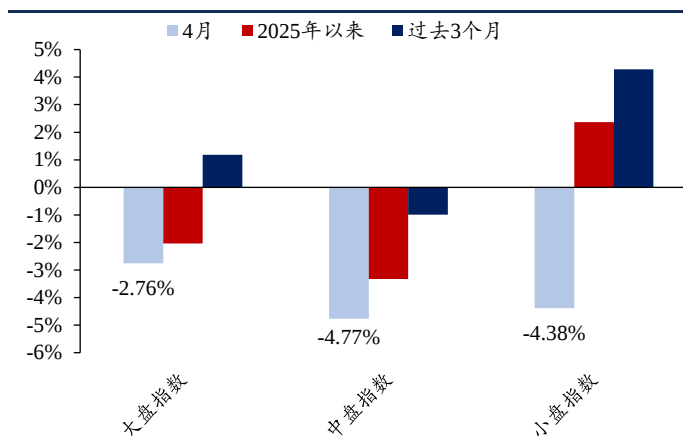
4月市场风格偏防御，稳定风格表现较好。主要风格板块中，2025年4月稳定风格涨幅0.69%，成长风格则下跌4.89%，周期风格下跌3.78%。从大小盘风格来看，2025年以来小盘风格表现较好，但4月明显回调，小盘指数跌幅4.38%。4月大盘指数下跌2.76%，跌幅相对较小。从主要指数涨跌幅来看，4月主要指数均下跌，上证指数跌幅1.7%，跌幅较小，创业板指下跌7.4%，跌幅居前。4月亏损股指数跌幅2.8%，跌幅较小，绩优股指数跌幅5.2%，跌幅居前。

图 8：4月稳定风格表现较好（单位：倍）



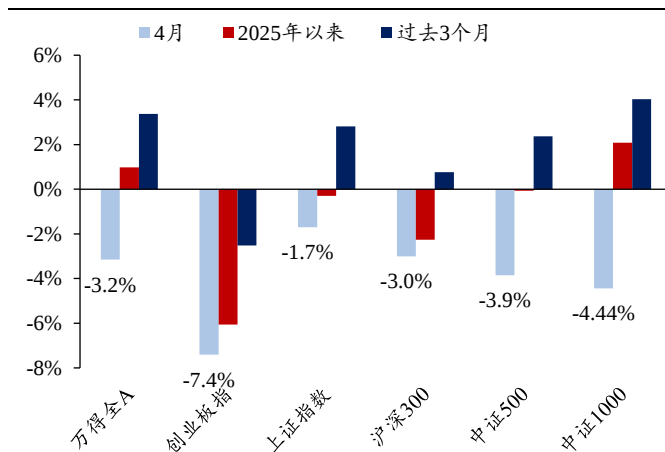
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：4月大盘指数跌幅相对较小（单位：%）



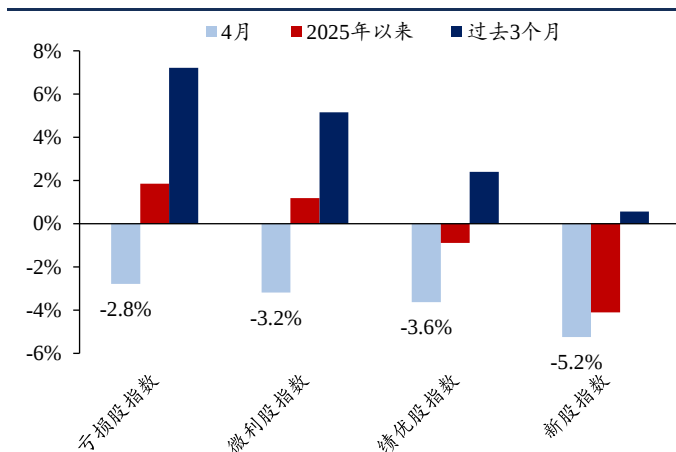
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：4月上证指数跌幅较小（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

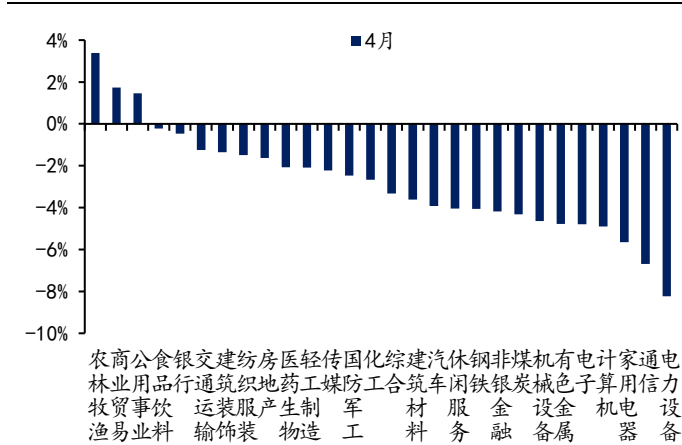
图 11：4月亏损股指数跌幅较小（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

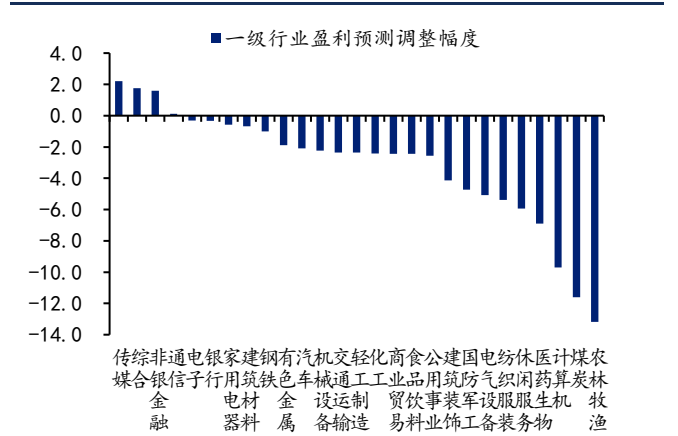
行业表现方面，4月申万一级行业中农林牧渔、商业贸易、公用事业涨幅居前，而电力设备、通信、家用电器表现居后。截至4月30日，2025年盈利预测上调幅度居前的有传媒、非银金融、通信，而农林牧渔、煤炭、计算机2025年盈利预测下调幅度居前。

图 12：4 月一级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

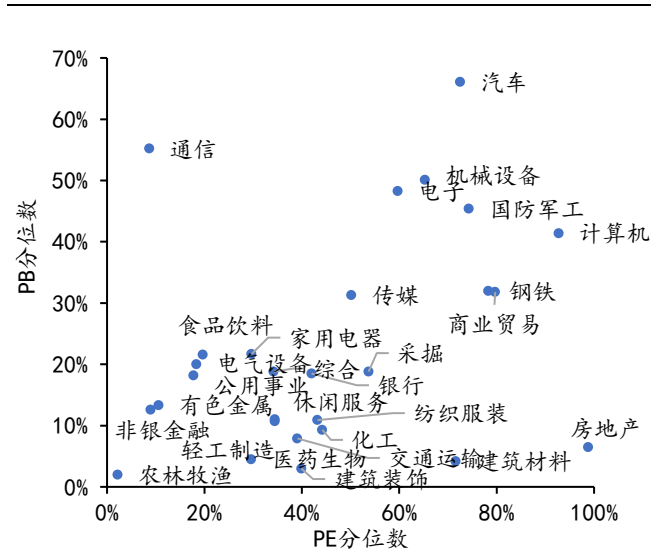
图 13：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

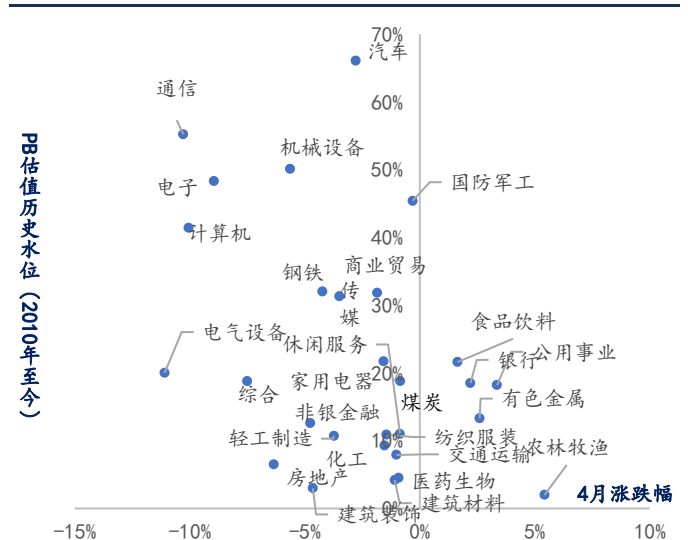
注：统计截至 2025 年 4 月 30 日

图 14：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：4 月领涨板块估值偏低（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场情绪跟踪：4月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄

4月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄，5月以来成交量分化程度有所回升。一级行业成交量占比标准差持续下降，从3月底的2.31%下降到4月21日1.79%的低点，截至5月12日，申万一级行业成交量占比标准差为2.12%，较4月21日的低点小幅上升0.33个百分点。截至5月12日一级行业3个月涨跌幅标准差为4.8%，较2月27日的高点8%下降3.2个百分点。

图 16：4月一级行业成交量占比（5日MA）标准差下降（单位：%）

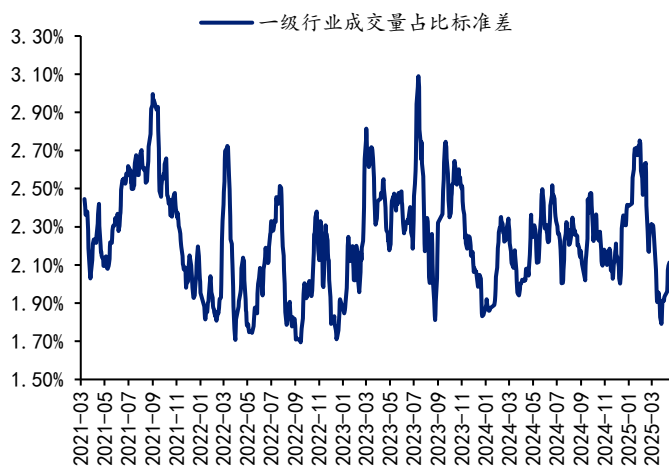


图 17：4月一级行业涨跌幅标准差下降（单位：%、点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

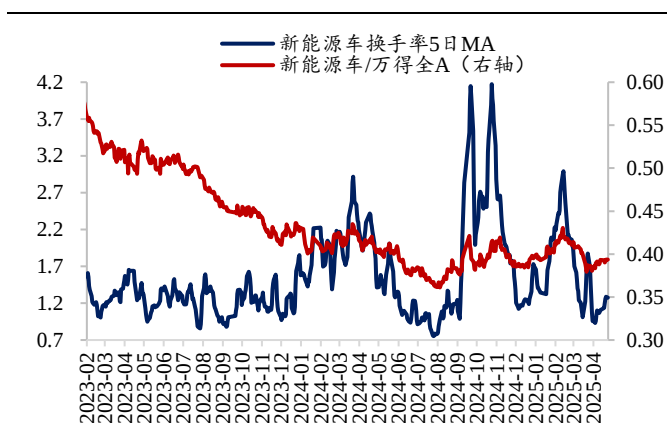
注：统计截至2025年5月12日

资料来源：万得，信达证券研发中心

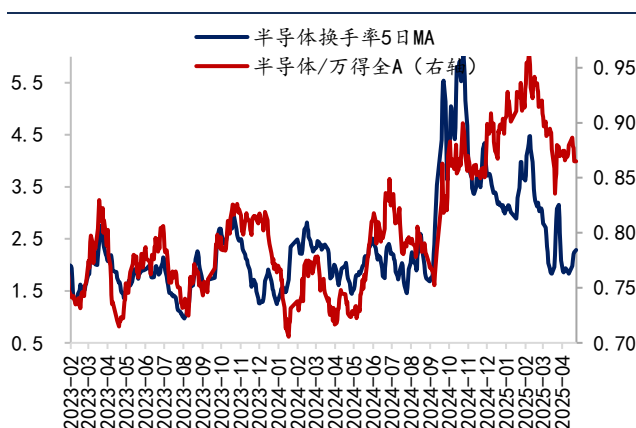
注：统计截至2025年5月12日

从换手率来看，TMT交易热度回升，周期板块换手率回落，银行板块热度上升。

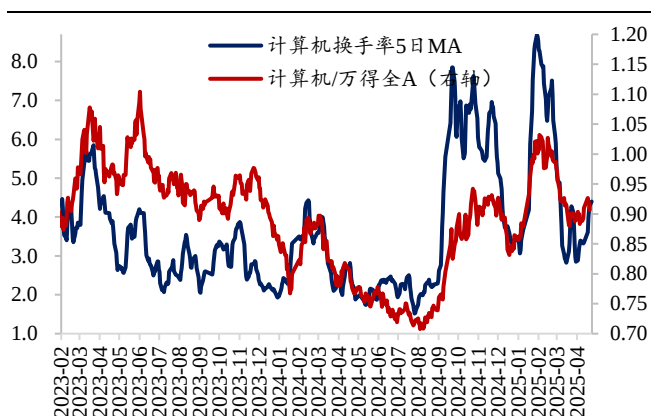
（1）TMT换手率相比3月底上升。截至5月12日，新能源车换手率（5日MA）为1.35%，处于2010年以来38.5%的分位水平。半导体换手率（5日MA）为2.27%，处于2010年以来61.3%的分位水平。计算机换手率（5日MA）为4.21%，处于2010年以来87.4%的分位水平。传媒换手率（5日MA）为2.49%，处于2010年以来68.50%的分位水平。（2）消费板块4月换手率较3月小幅上升，而后下降。截至5月12日，食品饮料换手率（5日MA）1.82%，处在2010年以来79.2%的分位水平。医药生物换手率（5日MA）为1.70%，处在2010年以来69.3%的分位水平。（3）周期板块换手率较3月有所下降。截止5月12日，煤炭行业换手率（5日MA）为0.79%，处于2010年以来45.5%的分位水平；有色金属换手率（5日MA）为1.74%，处于2010年以来61.2%的分位水平。（4）银行换手率较3月底上升，建筑换手率较3月底下降。截至5月12日，银行换手率（5日MA）为0.28%，处于2010年以来84.0%的分位水平；建筑行业换手率（5日MA）为1.15%，处于2010年以来64.0%的分位水平。

图 18：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


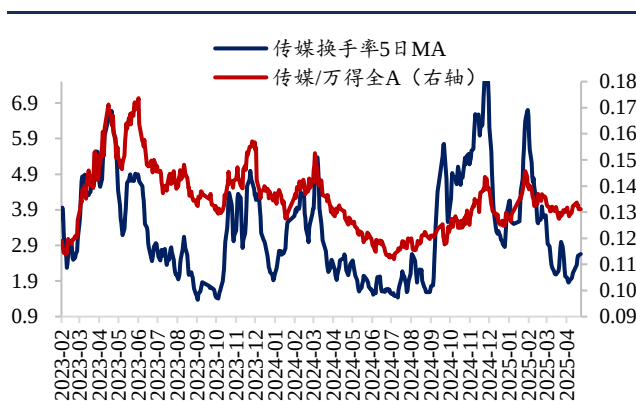
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：半导体日均换手率（单位：%、倍）


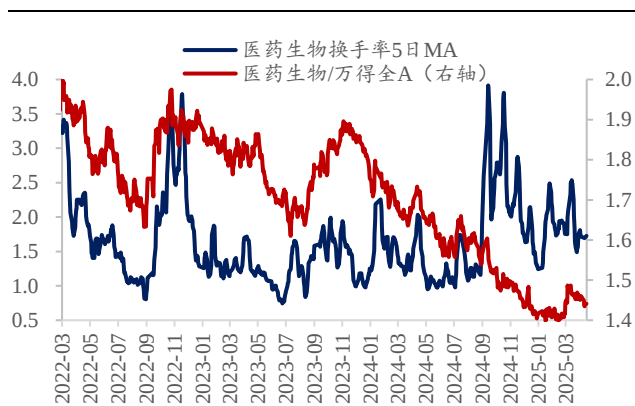
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：计算机日均换手率（单位：%、倍）


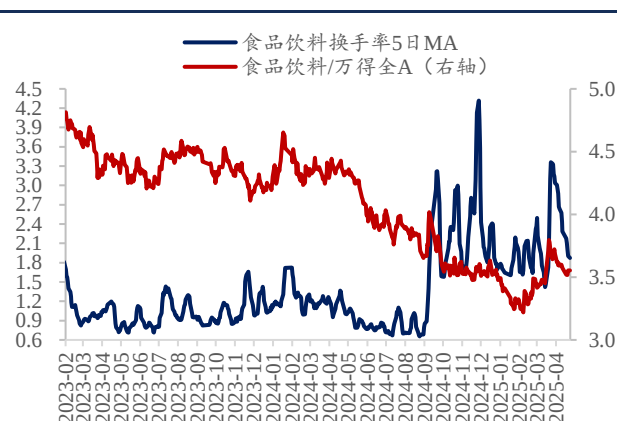
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：传媒日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

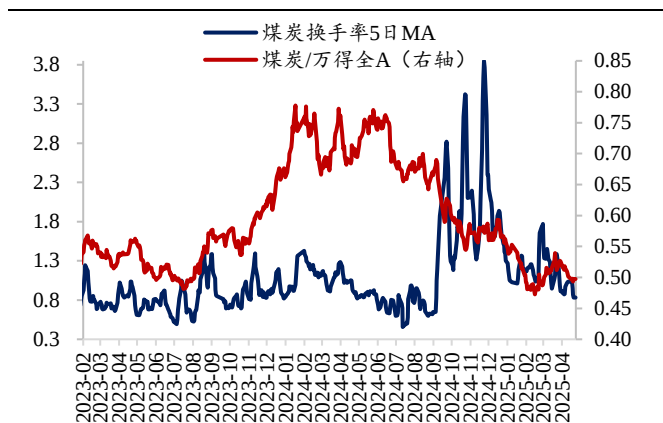
图 22：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）


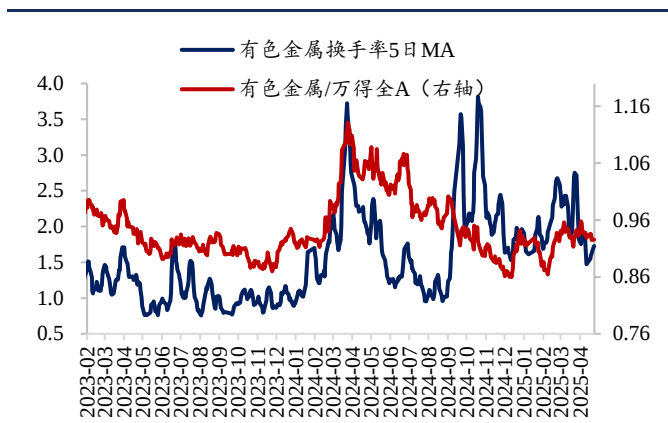
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：煤炭日均换手率（单位：%、倍）



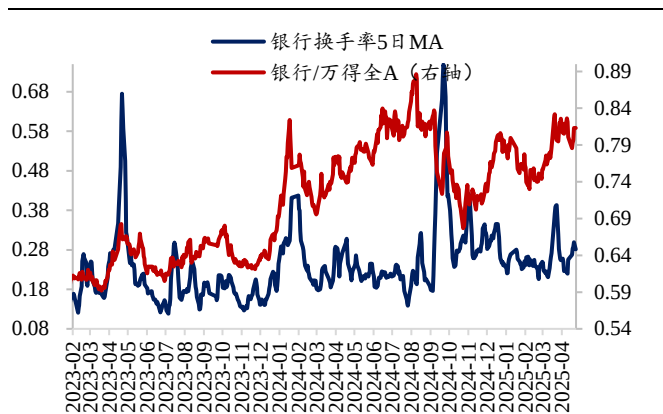
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：有色金属日均换手率（单位：%、倍）



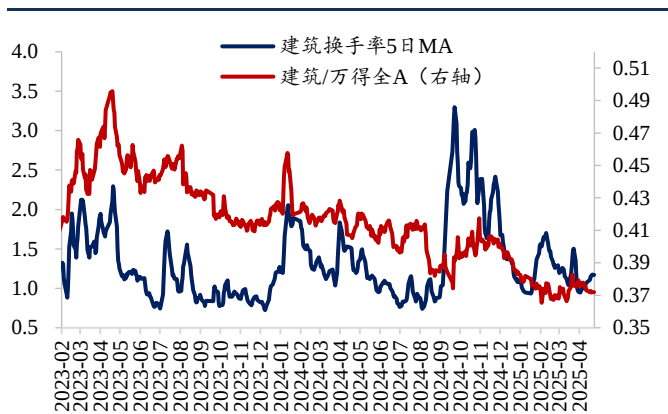
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：银行日均换手率（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

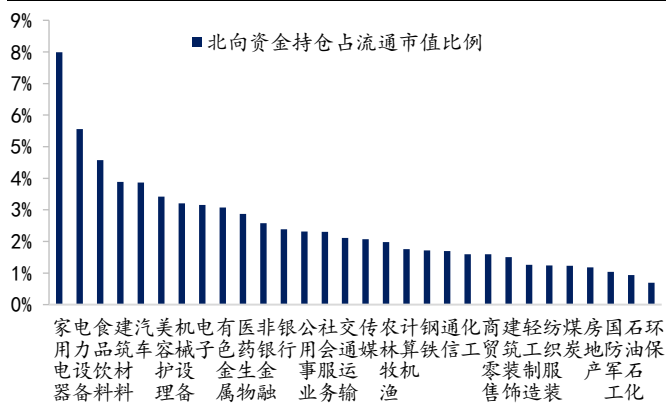
图 27：建筑日均换手率（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

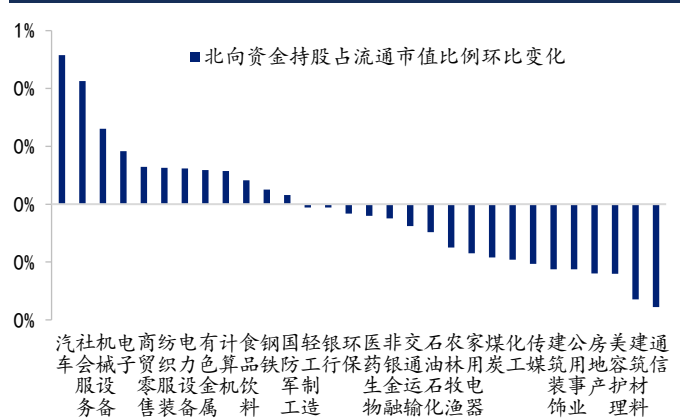
2025 年 4 月北向资金持仓占流通市值比例居前的行业为家用电器、电力设备、食品饮料。4 月北向资金加仓的行业主要为汽车、社会服务、机械设备、电子、商贸零售。而减仓的行业主要为通信、建筑材料、美容护理、房地产、公用事业。

图 28：4 月北向资金持仓占流通市值比例（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

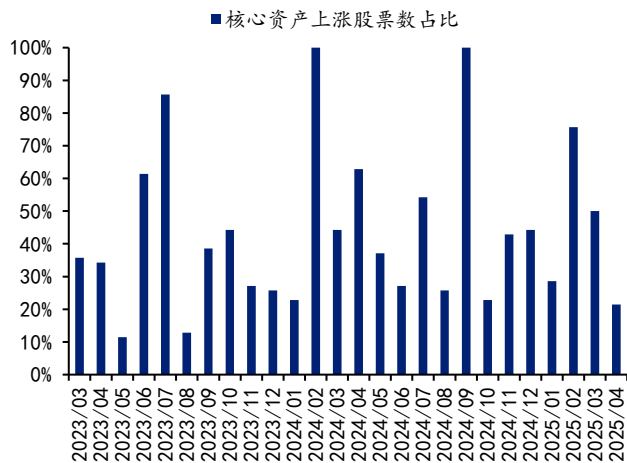
图 29：4 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心

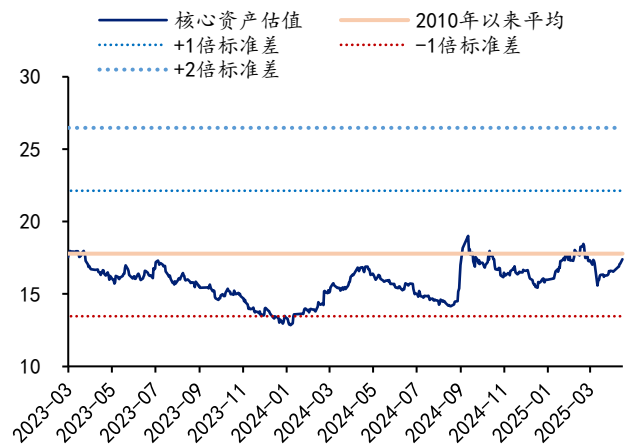
2025 年 4 月核心资产上涨股票占比较 3 月下降，核心资产估值回升，但仍低于 2010 年以来平均值水平。

图 30：4 月核心资产上涨股票数占比较 3 月下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：4 月核心资产估值回升（单位：倍）

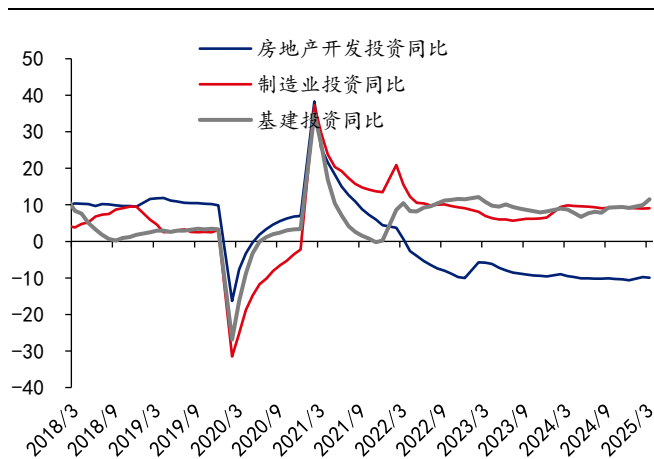


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观、中观基本面跟踪

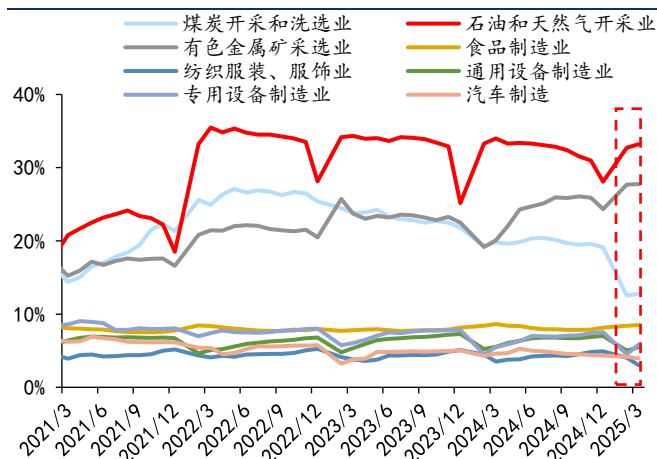
3.1 投资

图 32：3 月基建、制造业投资同比增速回升，房地产投资同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

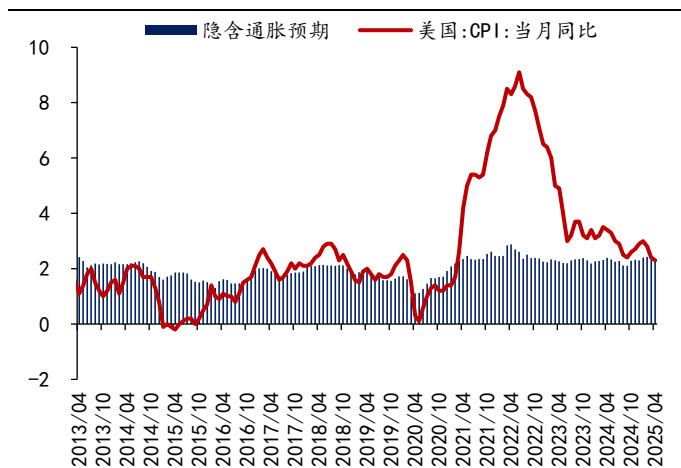
图 33：2025 年 3 月上游和中游利润占比回升，下游利润占比下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

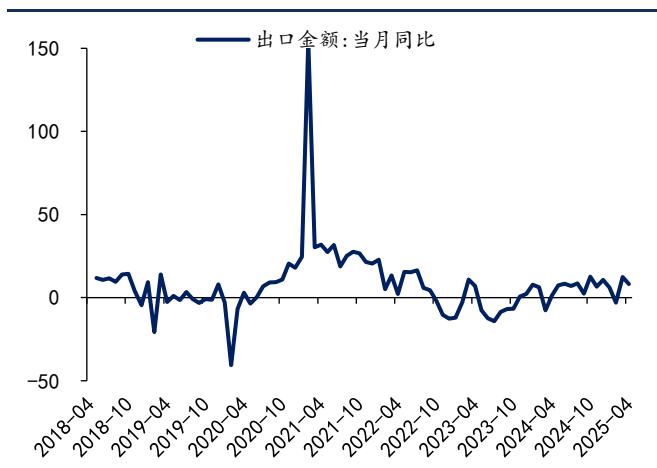
3.2 外需

图 34：美国 4 月 CPI 回落至 2.3%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：4 月我国出口金额当月同比正增 9.3%（单位：%）

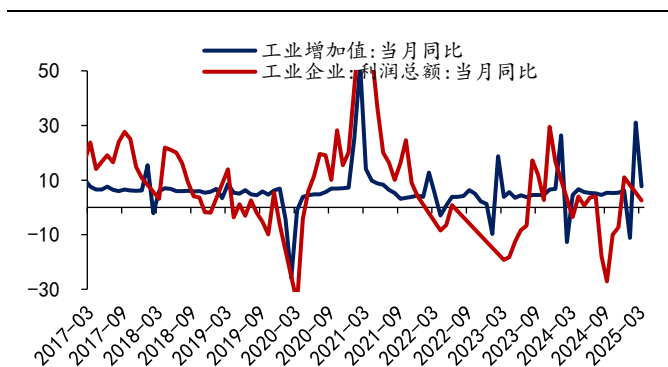


资料来源：万得，信达证券研发中心



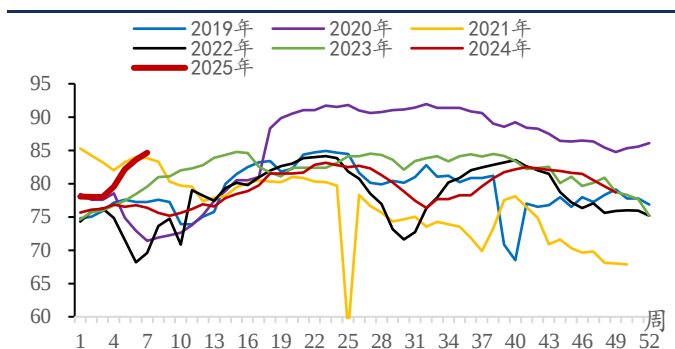
3.3 工业

图 36：3 月工业增加值和工业企业利润总额环比回落（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

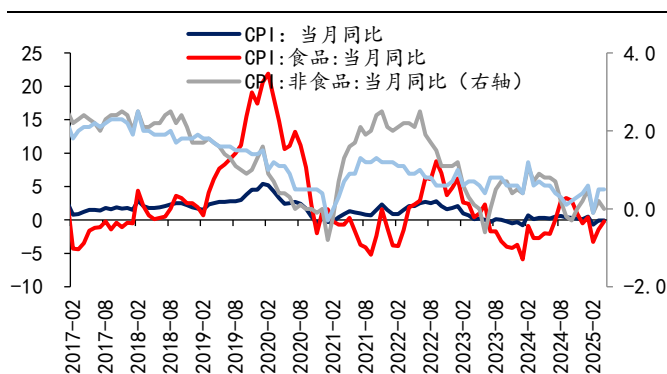
图 37：2025 年 4 月高炉开工率高于历史同期（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

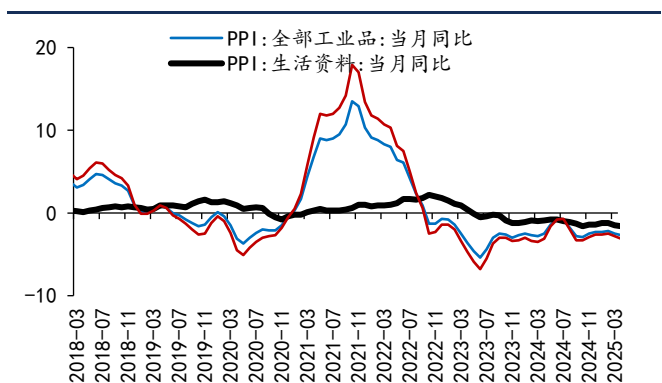
3.4 通胀

图 38：4 月 CPI 仍为负增，核心 CPI 走平（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：4 月 PPI 同比降幅扩大（单位：%）



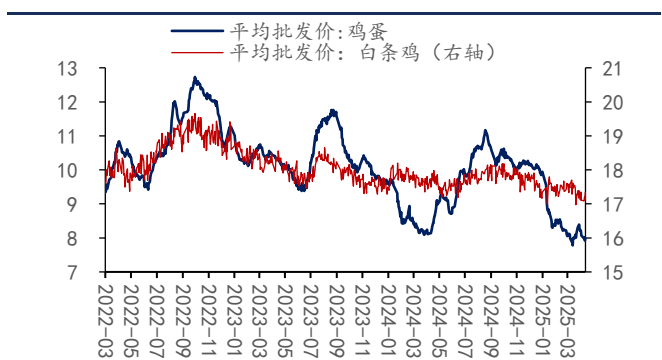
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：猪肉价格企稳，蔬菜价格下降（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

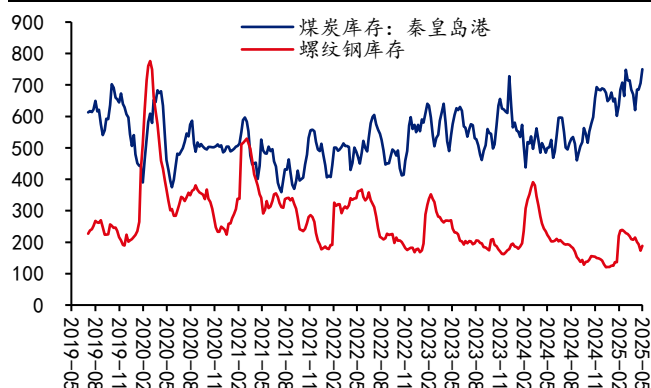
图 41：鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

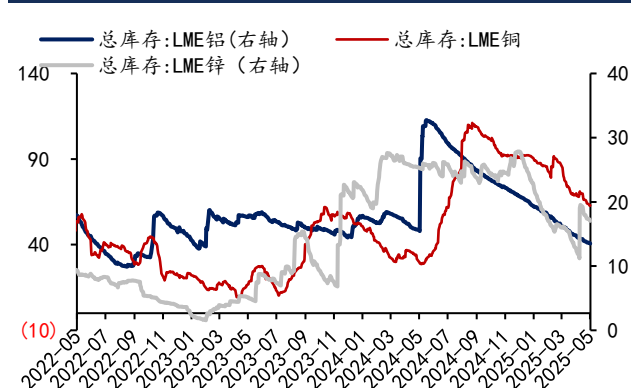
3.5 上游：资源品

图 42：煤炭库存回升、螺纹钢库存回落（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

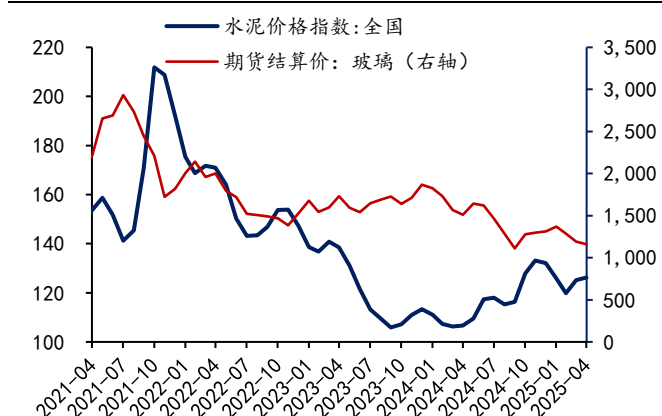
图 43：铜、铝、锌库存持续下降（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

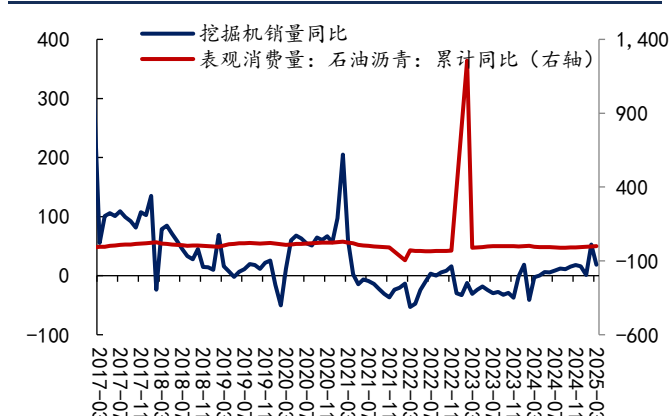
3.6 中游：建材、机械设备

图 44：4 月玻璃价格下降，水泥价格回升（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

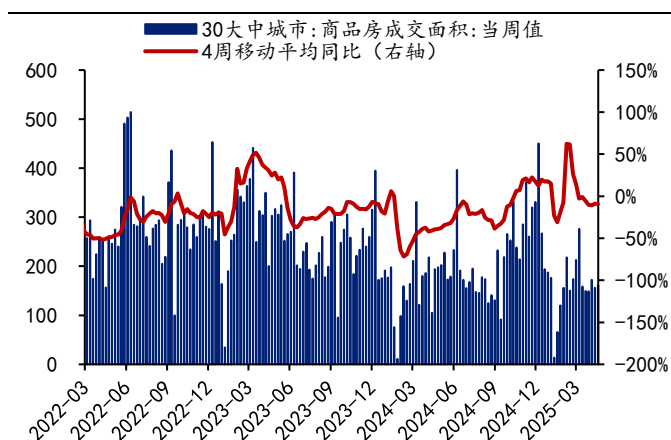
图 45：3 月挖掘机销量同比增长 18.5%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

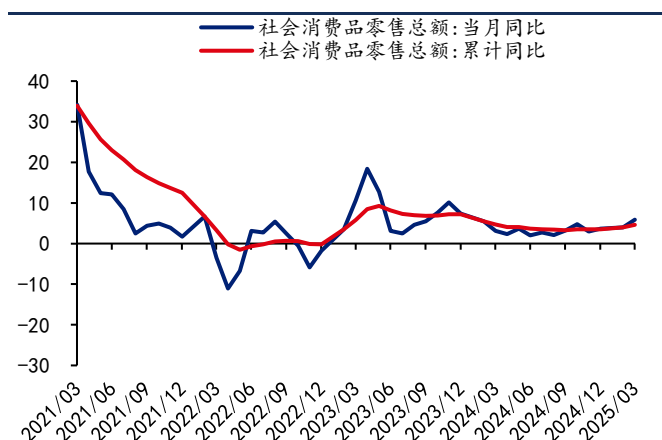
3.7 下游：房地产、消费

图 46：4 月 30 大中城市商品房成交面积回落（单位：万平方米，%）



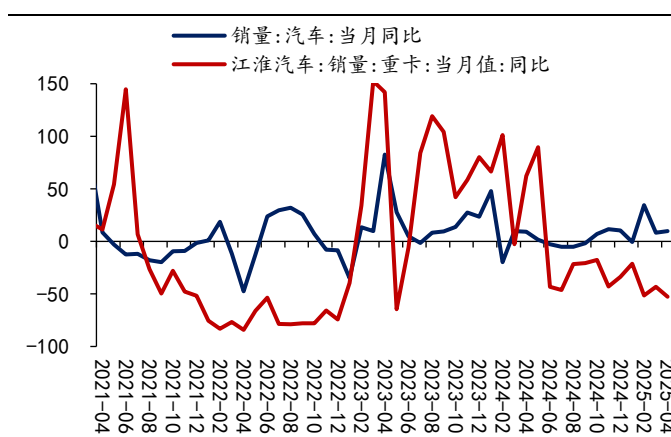
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：3 月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升（单位：%）



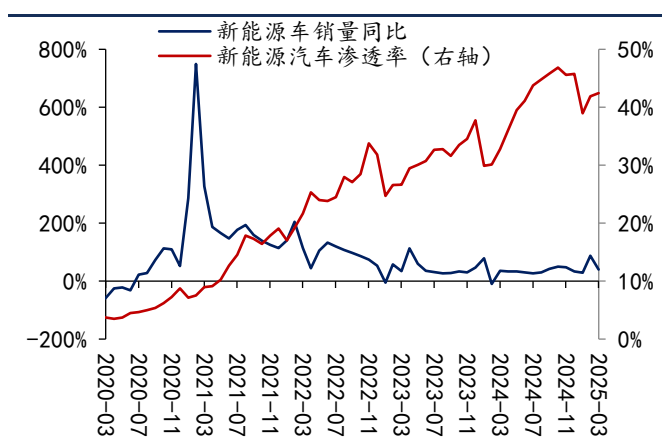
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：4 月汽车销量增速环比小幅上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：3 月新能源车销量渗透率为 42.4%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021 年 11 月《V 型大震荡》，2022 年 5 月《静待 V 形反转》，2022 年 12 月《先 Beta，再 Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。