



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

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

联系人：李超
lichao5@gjzq.com.cn

全球风险或加剧，金价有望突破 4500 美元/盎司

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：“关税 2.0”开始影响国内、外经济，维持波动率上升风险。国内方面，“关税战”对经济压力开始显现，政策发力的可能性逐步抬升。海外看，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。展望后市，我们预计当前全 A 非金融企业仍处于“主动去库”的磨底阶段，未来短期业绩表现仍会反复，最快 Q3 之后方有望形成趋势性反转。

当下市场聚焦：1、如何看待美国三大趋势性风险？2、国内经济现状及未来趋势演绎？3、全球权益市场面临的风险有哪些？如何表现？4、如何基于历史回溯，构建黄金定价模型及空间测算？5、为何判断黄金股在当前位置仍有望“一飞冲天”？6、如何看待公募机构超配影响，往往掀起黄金股“主升行情”？

全球基本面+流动性“双重风险”正趋于抬升

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、企业信用下降，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。

2025 年黄金价格有望突破 4500 美元/盎司，黄金/黄金股配置价值凸显

复盘历史金价上涨周期与驱动，预计黄价有望向上突破 4500 美元/盎司。2025 年在美国“滞胀”预期下，金价上涨的四大核心驱动尚未完成演绎，意味着本轮黄金上涨周期依然存在较大空间，配置价值凸显。我们构建黄金空间测算框架，基于 2025 年全年美元指数回落至 90、期货降息次数 3 次（约 75bp）、央行购金趋势及速率不变，以及金融条件小幅释放流动性等假设条件，预计年内金价有望站上 4500 美元/盎司。最快 6 月静待关税 2.0 落地，美国“滞胀”压力加大，新一轮黄金上涨行情将全面开启。倘若上述条件持续超出我们预期，我们亦将继续上调黄金价格。

黄金股：“戴维斯双击”叠加低估值及机构超配提升，维持“底部布局，一飞冲天”判断

①黄金股分子端 EPS 持续上修；②估值仅 17.8 倍，处于 12.2%分位数水平。未来有望受益于金价上涨及 EPS 中枢抬升，呈现趋势扩张；③公募超配比例仅 0.57%相比 2024Q2 依然明显欠配；以史为鉴，公募机构偏好在赚钱效应起来、业绩释放后“逆势加仓”，随着定价权及超配比例抬升，往往支撑黄金股“主升行情”。直到企业“盈利底”兑现，出现更具弹性的“进攻”方向，机构加仓黄金股的热情方有望逐步减退。

风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构化机会

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

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 全球基本面+流动性“双重风险”正趋于抬升.....	4
2.2 2025 年黄金价格有望突破 4500 点，黄金/黄金股配置价值凸显.....	5
2.3 公募“逆势加仓”，定价权及超配比例抬升，往往支撑黄金股“主升行情”.....	9
2.4 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会.....	11
三、市场表现回顾.....	11
3.1 市场回顾：国内宽基指数多数上涨，海外权益指数呈普涨格局.....	11
3.2 市场估值：A 股主要指数估值多数上调，海外权益指数估值涨跌参半.....	13
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	14
3.4 盈利预期：盈利预期全面下调.....	17
四、下周经济数据及重要事件展望.....	20
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：大型金融机构存款准备金率调降 50BP.....	5
图表 2：政策利率调降 10BP.....	5
图表 3：70 年代“滞胀”及 80 年代中期，受益于美元趋势性贬值，金价呈现上涨趋势.....	6
图表 4：美国实际利率同样趋于回落，对黄金价格起到正向驱动作用.....	6
图表 5：金价上涨期间美国通胀及失业率表现.....	6
图表 6：70 年末期美国经济逐步由“滞胀”转向衰退.....	6
图表 7：复盘历史上黄金核心驱动力所带动的黄金涨幅.....	7
图表 8：美联储降息周期开启之后，黄金 ETF 需求上升.....	7
图表 9：2022Q4 以来央行购金中枢上移.....	7
图表 10：黄金股 EPS 的持续上升来自于利润的持续兑现.....	8
图表 11：黄金股 EPS 与金价存在高度正相关.....	8
图表 12：金价对于黄金股股价和估值的驱动，更多在于金价的快速上涨阶段.....	8
图表 13：纵向对比，黄金股当前超配比例仍明显低于 24Q2.....	9
图表 14：横向对比，黄金股超配比例的绝对数值仍有不小提升空间.....	9
图表 15：金价、黄金股与公募持仓行为的历史演绎.....	10
图表 16：本周（5.6-5.9）国内宽基指数多数上涨，海外权益指数呈普涨格局.....	12
图表 17：本周（5.6-5.9）一级行业全面上涨，国防军工、通信领涨.....	13
图表 18：本周（5.6-5.9）A 股主要指数估值多数上调，海外权益指数估值涨跌参半.....	14
图表 19：本周（5.6-5.9）A 股各行业估值涨跌参半，煤炭和国防军工领涨.....	14
图表 20：万得全 A ERP 高于“滚动均值”.....	15
图表 21：上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	15
图表 22：沪深 300 ERP 触及“1 倍标准差上限”.....	15
图表 23：创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15



图表 24: 万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”	15
图表 25: 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”	15
图表 26: 沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”	16
图表 27: 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”	16
图表 28: 金融的 ERP 低于“滚动均值”	16
图表 29: 周期的 ERP 高于“滚动均值”	16
图表 30: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”	16
图表 31: 成长的 ERP 低于“滚动均值”	16
图表 32: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 33: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	17
图表 34: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 35: 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 36: 本周 (5.6-5.9) 主要指数盈利预期全面下调	18
图表 37: 本周 (5.6-5.9) 各行业盈利预期全面下调	19
图表 38: 下周全球主要国家核心经济数据一览	20
图表 39: 下周全球主要国家重要财经事件一览	20



一、前期报告摘要与市场聚焦

前期观点回顾：“关税 2.0”开始影响国内、外经济，维持波动率上升风险。国内方面，“关税战”对经济压力开始显现，政策发力的可能性逐步抬升。海外看，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。展望后市，我们预计当前全 A 非金融企业仍处于“主动去库”的磨底阶段，未来短期业绩表现仍会反复，最快 Q3 之后方有望形成趋势性反转。

当下市场聚焦：1、如何看待美国三大趋势性风险？2、国内经济现状及未来趋势演绎？3、全球权益市场面临的风险有哪些？如何表现？4、如何基于历史回溯，构建黄金定价模型及空间测算？5、为何判断黄金股在当前位置仍有望“一飞冲天”？6、如何看待公募机构超配影响，往往掀起黄金股“主升行情”？

二、策略观点及投资建议

2.1 全球基本面+流动性“双重风险”正趋于抬升

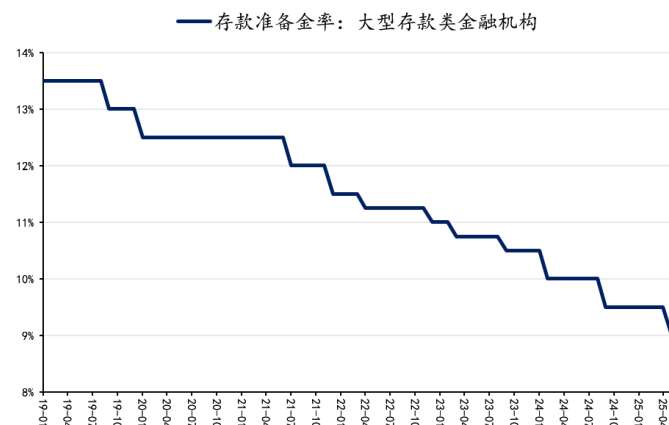
我们维持 A 股、港股波动率上升的观点。我们在系列报告中重点提到海外风险的三大趋势，包括：①美国衰退趋势；②美国高通胀趋势；③特朗普关税 2.0 对于“陪跑”国可能容易达成协议，但对于美国希望索取利益的核心国家将难以在短期内达成协议，其对全球景气、贸易出口及推升美国通胀的冲击影响亦难以避免。与此同时，我们观察到国内制造业 PMI 等部分指标出现边际走弱，意味着关税 2.0 的影响已经逐步渗透到国内经济。考虑到：（1）五一节假日期间，人均消费仅 574 元，甚至低于 2019 年 603 元水平；（2）2025Q1 第二产业平减指数再次降至-2.4%，甚至超过去年 Q1 低点-2.3%；期间全 A 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）非金融企业活期存款下滑 11.3%，亦佐证了居民、企业信用偏弱，花钱意愿较低的特征。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。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。

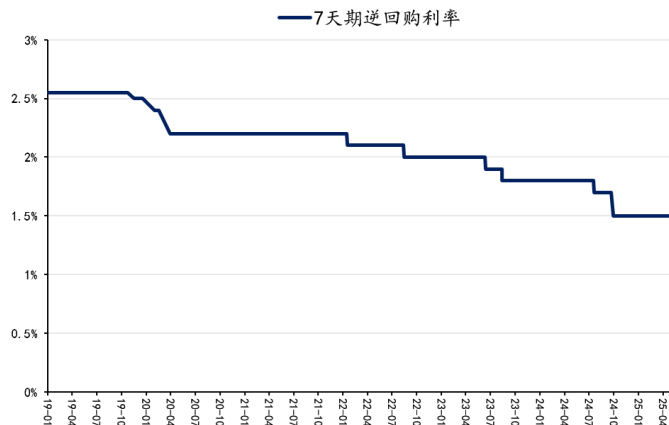


图表1：大型金融机构存款准备金率调降 50BP



来源：Wind、国金证券研究所

图表2：政策利率调降 10BP



来源：Wind、国金证券研究所

2.2 2025 年黄金价格有望突破 4500 点，黄金/黄金股配置价值凸显

2025 年开年以来黄金价格持续创下历史新高，尤其是 4 月“对等关税”超预期、外部环境不确定性上升的背景下，金价中枢快速上移，最高突破 3500 美元/盎司。由于黄金价格本身缺乏估值的“锚”，这里我们主要对 70 年代美国“滞胀”时期和 80 年代里根时期美联储降息阶段，以及 2008 年以来黄金表现进行复盘，以史为鉴对未来黄金进行展望。

1、70 年代至 80 年代初期，卡特政府：①美国“滞胀”时期（1976 年 8 月至 1980 年初）：受益于货币与商品属性的双轮驱动，该阶段黄金价格涨幅高达 721.3%。尽管美联储处于加息周期、前期失业率下行，但高通胀之下美债实际利率走弱、美元走贬。尤其是 1978 年第二次石油危机爆发，美国“滞胀”压力越发凸显，1979 年下半年开始失业率迎来趋势性上升，黄金上涨迎来主升行情。②美国经济陷入衰退（1980 年 3 月中旬至 9 月下旬）：该阶段黄金价格涨幅达 47.7%。期间，黄金主要受益于美元贬值及“流动性陷阱”缓释。届时，亦成为黄金该轮行情的“卖点”。

2、80 年代中期（1985 年 2 月至 1987 年 12 月），里根政府：受益于实际利率下行及美元贬值，该阶段黄金价格涨幅约 76%。尽管 1984 年 9 月美联储已开启首次降息，但经济“软着陆”（未见失业率持续性攀升）及美元升值均对金价起到一定的抑制作用，直到 1985 年 2 月开启上涨行情。期间，美债实际利率下降及美元走贬，尤其是 1985 年 9 月广场协议签订之后美元呈现单边贬值趋势，推动本轮黄金的小牛市。

3、2000 年以后金价复盘，我们主要选取 5 个阶段对黄金“四大核心驱动力”影响进行回测，包括：（1）阶段①（2008 年 10 月底至 2009 年 11 月）和阶段⑤（2020 年 3 月下旬至 8 月初）：彼时美国经济均处于遭受外生冲击及短期流动性风险上升之后，受益于美债实际利率下行、美元贬值以及流动性释放三大因子的共振驱动，黄金价格均迎来趋势性上涨，上述两个阶段金价涨幅分别达 61%和 40%。（2）阶段②（2009 年 12 月至 2011 年 9 月初）和阶段④（2018 年 11 月至 2020 年 2 月）：金价均主要受益于美债实际利率下行所带来的投资需求上升，金价涨幅分别达 59.5%和 31.5%。以阶段③为例，尽管美元升值，但随着美联储停止加息并于 2019 年 8 月开启降息，经济下行压力加大，美债实际利率下行驱动本轮金价上涨。（3）阶段③（2017 年 1 月至 2018 年 1 月）：金价均主要受益于美元贬值，带来金属属性上升，金价涨幅为 17.7%。（4）阶段⑥（2024 年 2 月至 5 月）：该阶段金价上涨幅度达 22.3%。与传统实际利率定价框架不同的地方在于，本轮黄金价格与实际利率关系出现逆转（由“负相关”转为“正相关”）。结合黄金需求结构拆解来看，本轮金价主要受益于：一是央行持续性购金；二是美国金融条件指数回落，宽松的流动性环境吸引资金回流美国增配黄金。（5）阶段⑦（2024 年 12 月至 2025 年 4 月），受益于美债实际利率下行、美元贬值及央行购金三大因子的共振驱动，金价涨幅为 31.3%。

参考历史回测经验，预计本轮黄金价格有望向上突破 4500 美元/盎司。基于我们已发布报告《2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天》中的核心结论：2025 年金价驱动力或具备四大趋势：①美联储持续性降息周期对金价的趋势性影响；②美元持续性贬值对金价趋势性涨幅贡献影响；③各国央行“加速”购金对金价的趋势性影响（即美债风险引发美元信用替代）；④美国流动性释放对金价后续的“再次拉动”影响。虽然短期在美国关税缓和的背景下，伦敦金在 4 月底突破 3500 美元/盎司以后，近期表现为偏震荡行情。然而考虑到：美国“滞胀”预期下，上述四大核心驱动尚未完成演绎，意味着本轮黄金上涨周期依然存在较大空间，配置价值凸显。我们构建黄金空间测算框架，以年初 2616 美



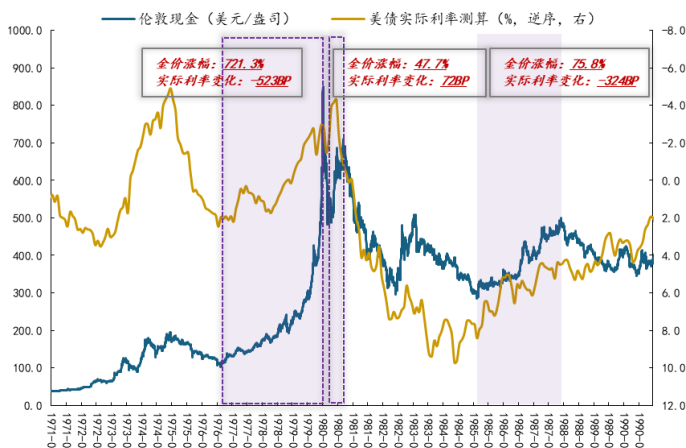
元/盎司为基数，根据四大驱动历史对金价的涨幅贡献分别测算：（1）选取阶段②&④仅依靠实际利率贡献，得到 1bp 实际利率下降带来金价平均涨幅约 0.4%；（2）选取阶段③仅依靠美元驱动，单位美元下跌带来金价平均涨幅为 1.3%；（3）再选取阶段①&⑤分别剔除实际利率与美元贡献，得到金融条件指数下降，单位流动性释放对于金价的贡献约 0.5%；（4）最后基于阶段⑥&⑦分别剔除实际利率、美元贡献、流动性释放等因素，最终获得央行购金贡献约为 20%。综上，基于 2025 年全年美元指数回落至 90、期货降息次数 3 次（约 75bp）、央行购金趋势及速率不变，以及金融条件小幅释放流动性等假设条件，预计年内金价有望站上 4500 美元/盎司。最快 6 月静待关税 2.0 落地，美国“滞胀”压力加大，新一轮黄金上涨行情将全面开启。倘若未来美国降息力度及频率、美元走弱幅度、央行因美债风险加速购金，以及流动性陷阱缓释后，资金趋势性、显著流出美国等情况超出我们预期，我们亦将继续上调黄金价格。

图表3: 70 年代“滞胀”及 80 年代中期，受益于美元趋势性贬值，金价呈现上涨趋势

图表4: 美国实际利率同样趋于回落，对黄金价格起到正向驱动作用



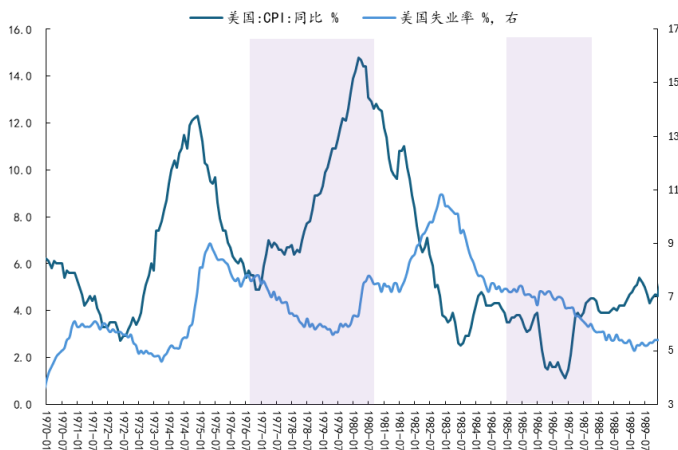
来源: Wind、国金证券研究所



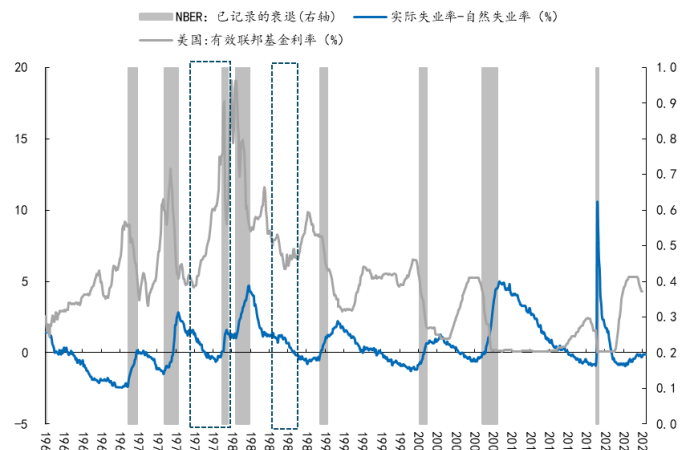
来源: Wind、国金证券研究所；注：此处的实债实际利率采用“10 年期美债名义利率-美国 CPI”进行测算。

图表5: 金价上涨期间美国通胀及失业率表现

图表6: 70 年末期美国经济逐步由“滞胀”转向衰退



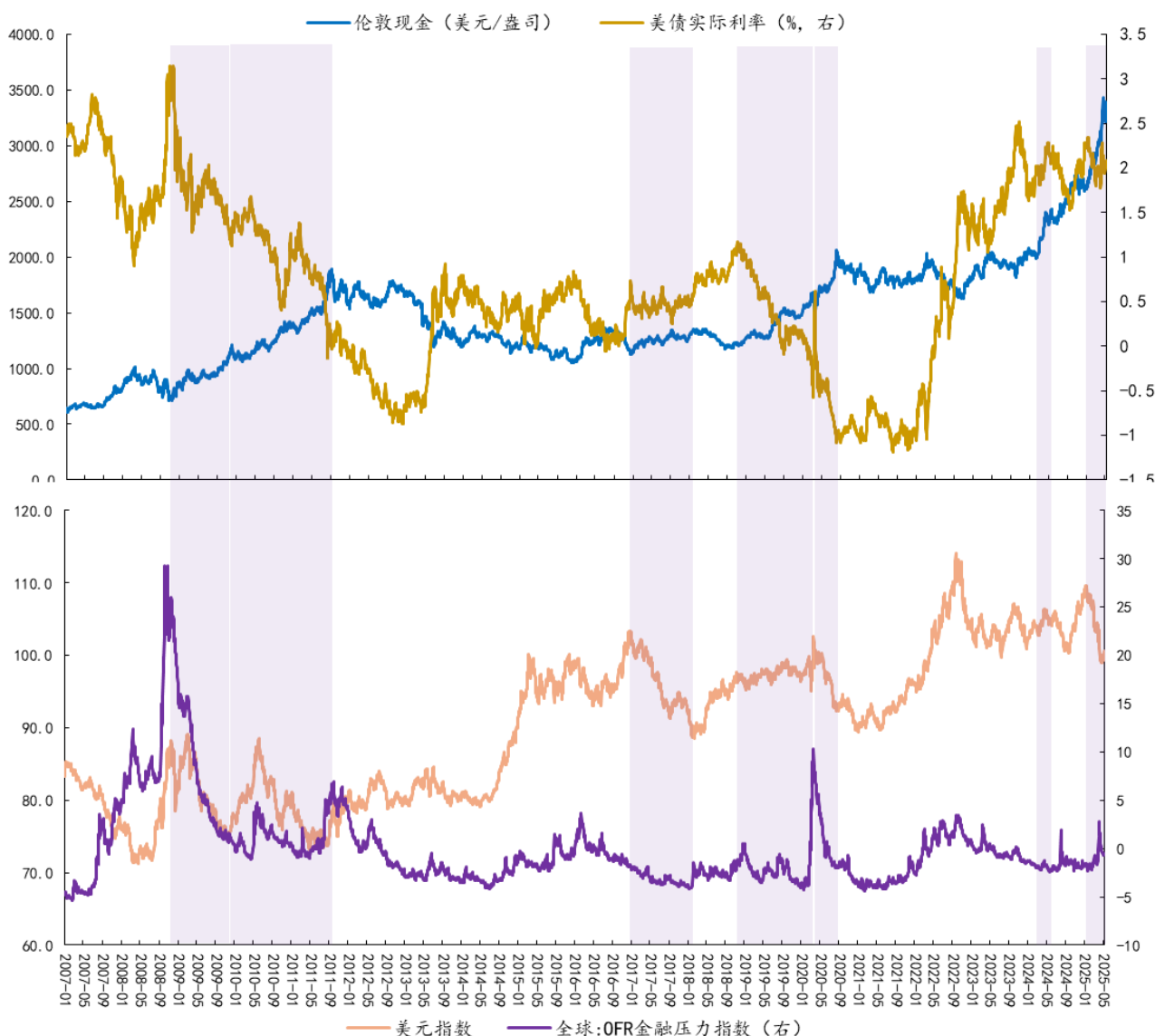
来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所



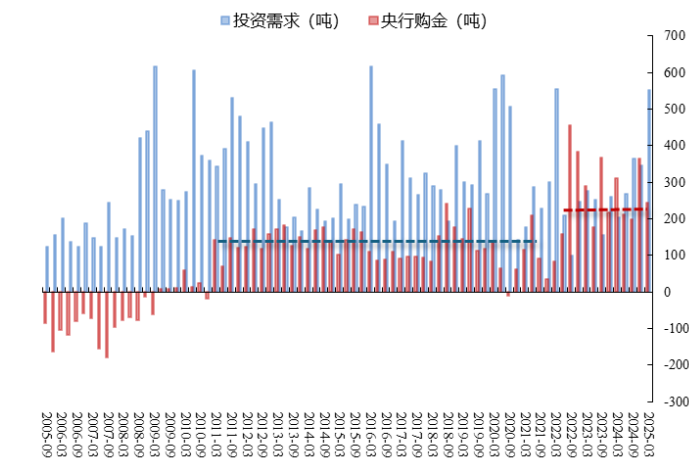
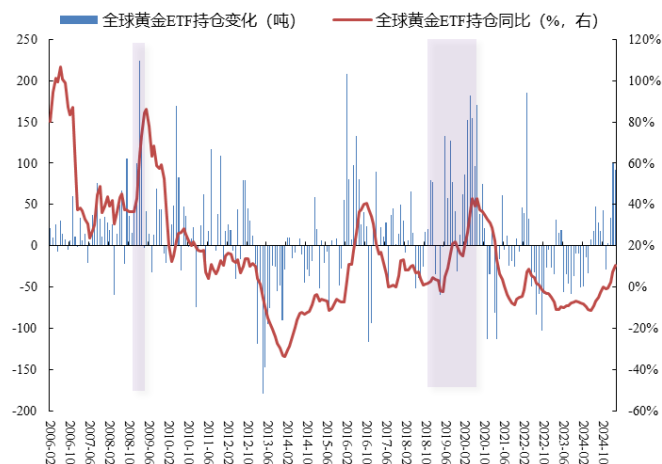
图表7：复盘历史上黄金核心驱动力所带动的黄金涨幅



来源：Wind、国金证券研究所

图表8：美联储降息周期开启之后，黄金ETF需求上升

图表9：2022Q4以来央行购金中枢上移



来源：Wind、国金证券研究所

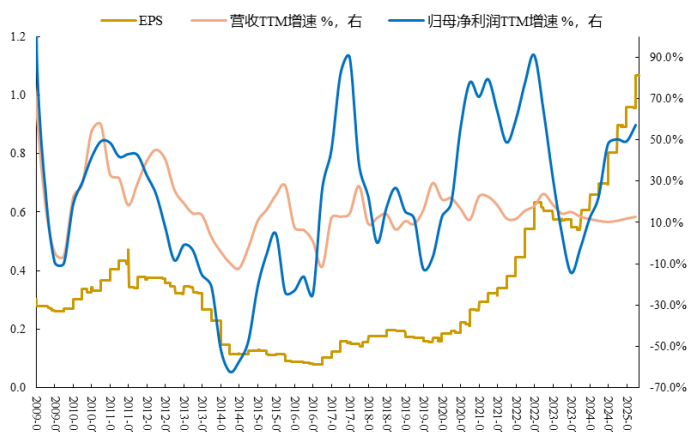
来源：Wind、国金证券研究所



黄金股：“戴维斯双击”叠加低估值，维持“底部布局，一飞冲天”判断。(1) 分子端上，黄金价格高位或中枢上移均有望带动黄金股 EPS 持续上修。截至 2025Q1，黄金股归母净利润累计同比 58.8%，期间其毛利率及 ROE (TTM) 同样出现边际上修，2025Q1 分别为 17.9% 和 18.8%。与此同时，根据 wind 一致预期，预计 2025 年黄金股归母净利润累计同比约 37.3%，较高的盈利增速有望继续带动 2025 年黄金股 EPS 持续上修。(2) 分母端上，基于我们已发布报告《2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天》中的核心结论：黄金股估值主要源自于两大支撑：金价中枢上移及避险情绪的上升。一方面，当下市场依然处于“市场底至盈利底”之间，黄金股存在配置价值；另一方面，基于前文分析结论，后续金价存在上涨驱动力且仍有上行空间，我们继续看好黄金股估值的扩张动力及修复空间，实际上，最新数据显示，经历近期的回调以及业绩披露所带来的估值消化之后，截至 2025 年 5 月 7 日黄金股估值约 17.8 倍，处于近三年 12.2% 的分位数水平，并且相比 2024 年 7 月（最高为 28 倍，分位数接近 80%）和 2020 年 8 月（最高为 62 倍，分位数接近 100%）来看，显然当前估值水平处于历史低位。(3) 此外，资金面来看，机构有望继续提升黄金股的超配比例和定价权，黄金股将迎来可观的增量资金，从而进一步抬升股价。

图表10：黄金股 EPS 的持续上升来自于利润的持续兑现

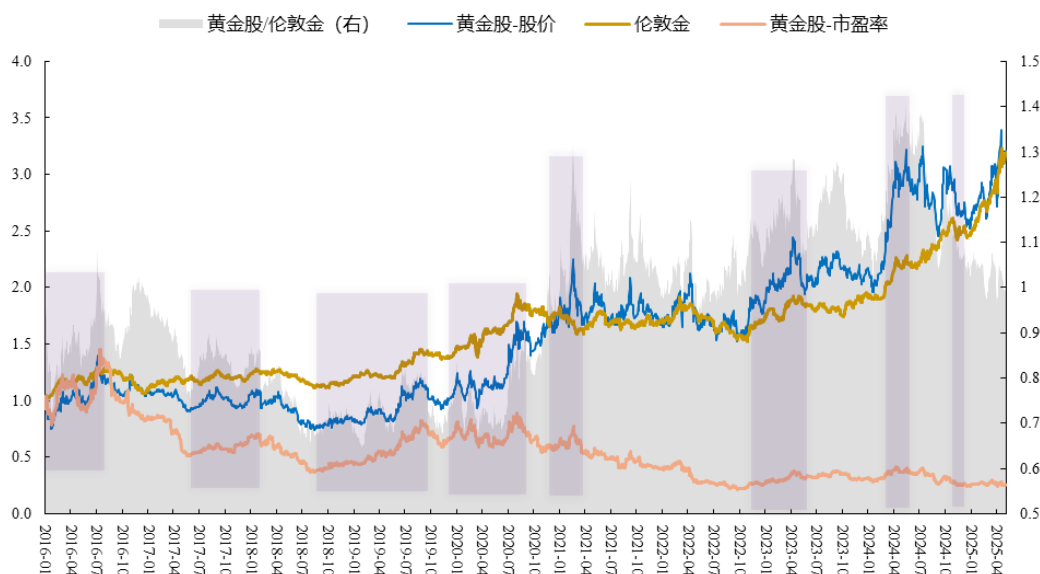
图表11：黄金股 EPS 与金价存在高度正相关



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表12：金价对于黄金股股价和估值的驱动，更多在于金价的快速上涨阶段



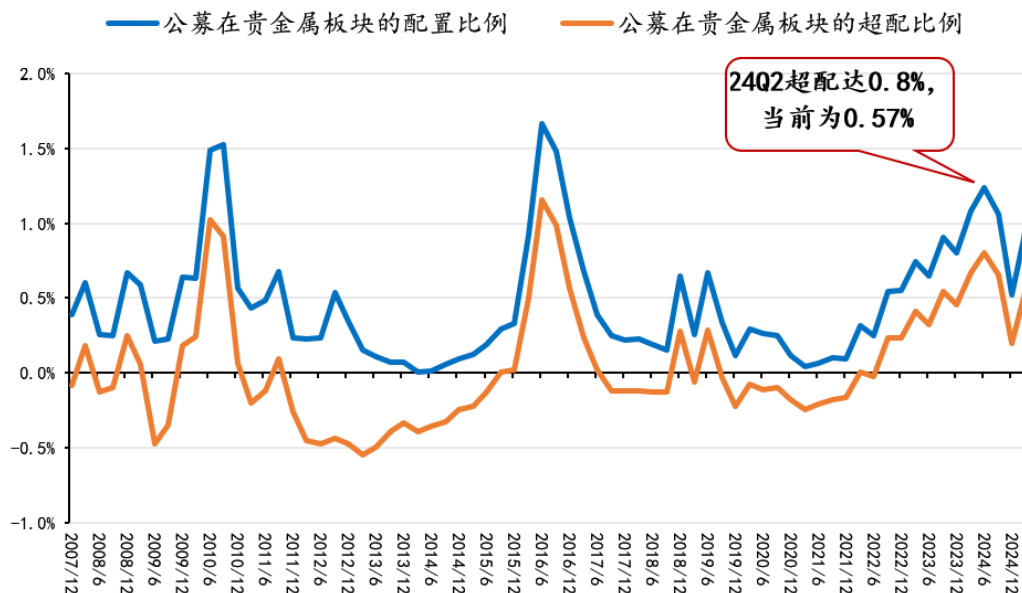
来源：Wind、国金证券研究所



2.3 公募“逆势加仓”，定价权及超配比例抬升，往往支撑黄金股“主升行情”

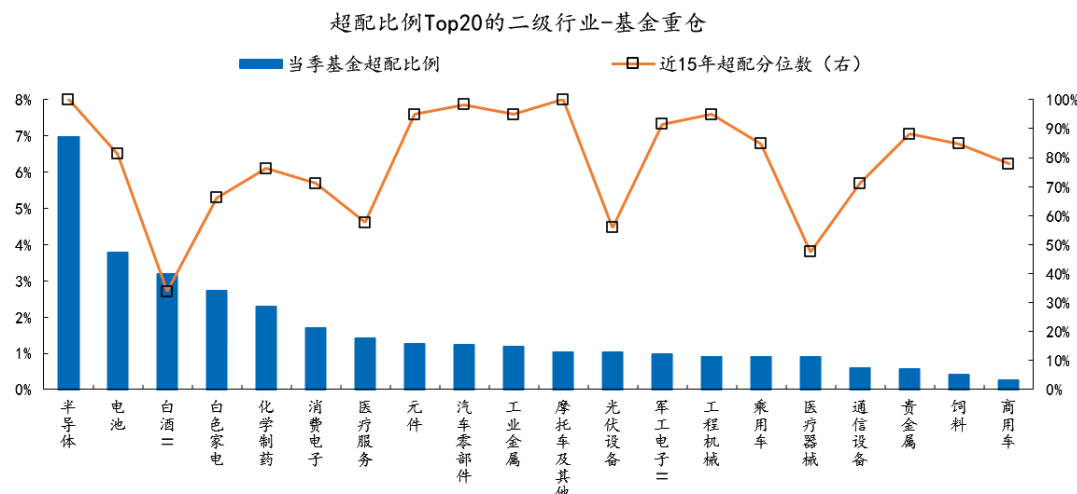
公募在黄金股的超配和定价权的提升空间依然广阔。纵向来看，当前公募在黄金股的超配比例为 0.57%，尽管处于历史上不低的分位数水平，但相比 2024Q2 的 0.8% 仍然明显偏低，考虑到彼时金价仅为 2300~2450 美元/盎司，远低于 2025Q1 的中枢 3000 美元/盎司，黄金股的超配比例有望继续提升。横向来看，公募超配黄金股约为 0.5%，排在二级行业的第 18 位，相比超配居前的行业提升空间依然较大。

图表13：纵向对比，黄金股当前超配比例仍明显低于 24Q2



来源：wind、国金证券研究所

图表14：横向对比，黄金股超配比例的绝对数值仍有不小提升空间



来源：wind、国金证券研究所

公募有望继续提升黄金股的超配比例和定价权。上文我们论述了黄金股的超配和定价权，无论纵向还是横向来看，提升空间依然较大，但空间大并不意味着会继续提升。那么今年公募会继续加仓黄金股吗？我们认为可能性仍然很高。这里我们通过总结公募加仓黄金股的历史经验来论证。2008 年至今，公募在黄金股的持仓大致有 4 轮加仓周期，同期金价均表现强势：

（1）第一轮加仓周期是 2009/7-2010/6。金价在 08 年金融危机期间最大回撤超 34%，随后在 08 年 11 月中旬企稳再度开启上涨，同期黄金股也迅速拉涨，直到 2009 年 7 月底-2010 年 6 月黄金股持续调整，而同期金价仍旧强势上涨，在此催化下，公募逆势大举加仓黄金股，收益颇丰。



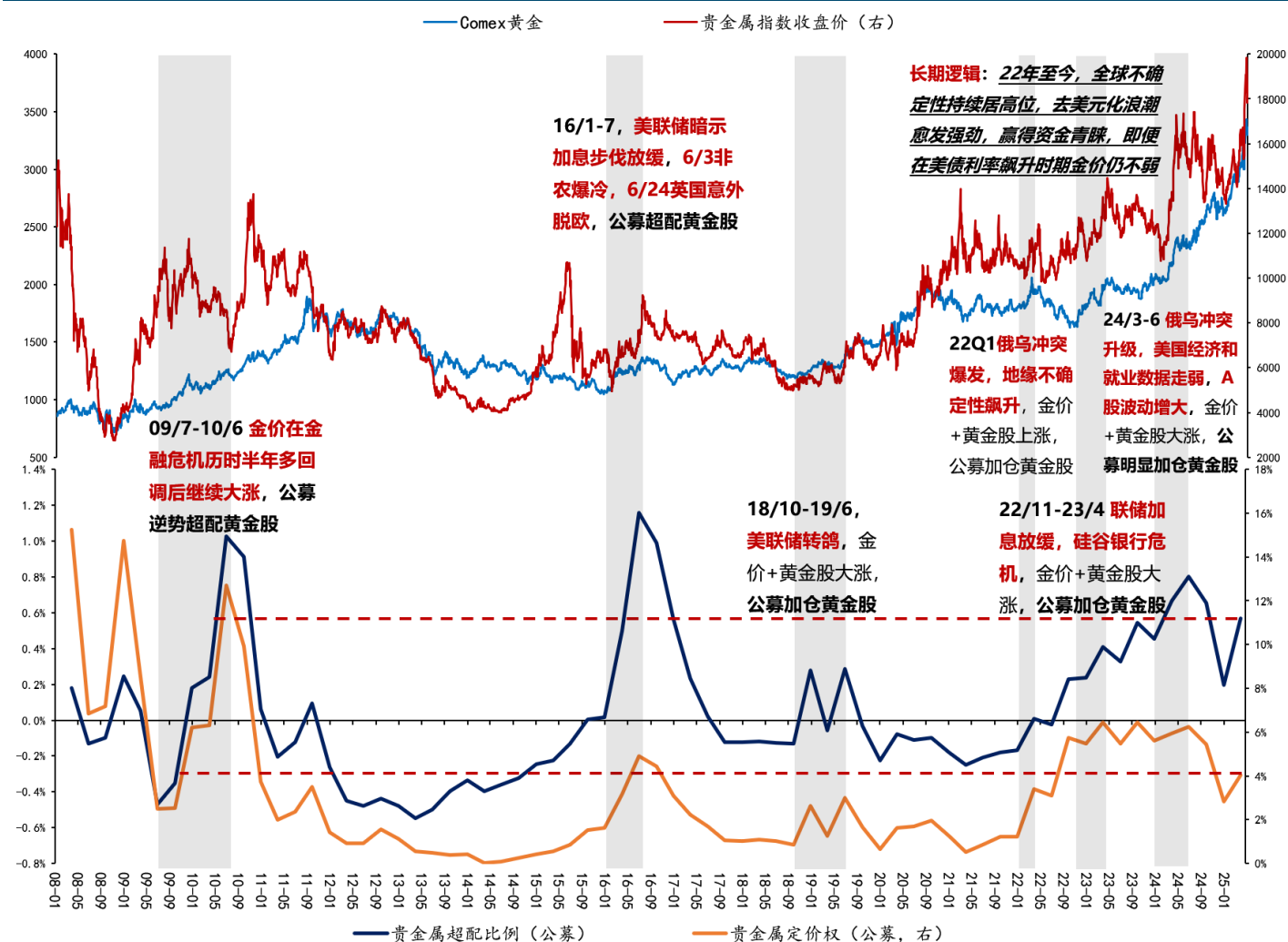
(2) 第二轮加仓周期是 2016/1-2016/7。2016 年 2 月美联储主席耶伦暗示加息步伐放缓，美元指数走弱，金价大涨；5 月美国非农就业仅新增 3.8 万人（预期 16 万），6 月加息概率骤降，金价单日大涨；6 月 24 日英国意外脱欧，英镑暴跌，全球股市大多回调，黄金单日飙涨。同期公募迅速加仓，黄金股表现亮眼。

(3) 第三轮加仓周期是 2018/10-2019/6。在 2018 年美联储连续加息后，因中美贸易摩擦、经济放缓和特朗普施压，美联储逐步转鸽，金价见底回升，黄金股也触底反弹，公募迅速增配黄金股，但力度和持续性并不强，或因彼时市场更“偏爱”自主可控、消费升级等方向有关。

(4) 第四轮加仓周期是 2022 年至今，全球不确定性持续居高位，去美元化浪潮愈发强劲，黄金赢得资金青睐，即便在美债利率飙升时期金价仍不弱。具体来看：2022Q1 俄乌冲突爆发，资金涌入黄金避险，金价+黄金股大涨，公募明显加仓黄金股；2022/11-2023/4，美联储接连释放加息放缓信号，随后硅谷银行危机牵动全球投资者神经，同时多家央行大笔净购金，金价+黄金股大涨，公募继续加仓黄金股；2024/3-2024/6，俄乌冲突升级，黑海航运中断引发能源价格波动，美国制造业和零售销售等数据不及预期，显示经济韧性减弱，同期 A 股持续调整，金价+黄金股大涨，公募再度加仓黄金股。2025 年以来，特朗普政府推行的“对等关税”政策引发全球市场恐慌，加剧市场对美国经济衰退和美元信用担忧，资金规避美元资产风险，黄金和黄金股成为稀缺的避风港。

总结，我们发现公募偏好在黄金股赚钱效应起来及业绩释放之后，逢低逆势加仓，其行为往往对黄金股“主升浪”起到显著支撑，直到企业“盈利底”兑现，出现更具弹性的“进攻”方向，机构加仓黄金股的热情方有望逐步减退。

图表 15：金价、黄金股与公募持仓行为的历史演绎



来源: wind、国金证券研究所



2.4 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。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数多数上涨，海外权益指数呈普涨格局

A 股方面，本周（5.6-5.9）宽基指数全面上涨，创业板指（+3.3%）和深证成指（+2.3%）领涨；一级行业全面上涨，国防军工（+6.3%）领涨。主要宽基指数中，创业板指（+3.3%）、深证成指（+2.3%）、中证 1000（+2.2%）和沪深 300（+2.0%）涨幅居前。主要风格指数全面上涨，大盘价值（+2.7%）、茅指数（+2.0%）和大盘成长（+2.0%）领涨。本周市场高开低走，总体来看震荡走高。本周军工股持续强势，中国的国防支出仍有较大增长空间，未来或将长期高于 GDP 增速。2025 年是“十四五”收官之年，行业有望摆脱近两年的低迷期，迎来全面复苏的景气拐点。随着订单恢复正常并陆续释放，军工板块或将进入业绩改善与估值提升的“戴维斯双击”机会，后续关注先进战机、低空经济、国产大飞机、卫星互联网等领域。

行业方面，本周（5.6-5.9）一级行业全面上涨，国防军工（+6.3%）、通信（+5.0%）、电力设备（+4.0%）领涨。领涨行业原因：（1）国防军工：一方面，地缘政治事件对军工板块的短期刺激作用显著。5 月 7 日，巴基斯坦军方披露印度对其本土及巴控克什米尔地区的空袭，并随即展开反击，导致印巴冲突进一步升级。另一方面，25 年作为“十四五”末年，中国的国防支出仍有较大增长空间，行业有望摆脱近两年的低迷期，迎来全面复苏的景气拐点；（2）通信：政策催化加速 5G-A 与卫星通信基础设施部署，北京市于 5 月 8 日宣布建成近 1.6 万个 5G-A 基站，OTN 全光万兆节点突破 9000 个，标志着国内 5G-A 规模化商用进入加速期；（3）电力设备：政策端持续发力，国家发改委与国家能源局联合推动电力现货市场建设，明确要求多地要全面加快电力现货市场建设工作，政策落地预期增强，有望带动电力设备增长，市场情绪回暖。

海外权益市场方面，本周（5.6-5.9）全球主要经济体权益指数呈普涨格局，俄罗斯 RTS（+5.4%）、日经 225（+1.8%）、恒生国企指数（+0.9%）领涨；仅英国富时（-0.5%）下跌。

大宗商品方面，本周（5.6-5.9）大宗商品价格涨多跌少，ICE WTI 原油（+6.8%）、NYMEX 天然气（+6.7%）领涨，波罗的海干散货指数（-7.4%）、CBOT 小麦（-1.9%）则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：（1）ICE WTI 原油：从供需角度看，5 月 7 日，美国能源信息署(EIA)公布的最新库存报告显示，截至 5 月 2 日当周，美国原油及馏分油库存下降。此外，本周印巴冲突进一步升级，地缘政治因素也带动了原油价格上涨；（2）NYMEX 天然气：5 月通常是美国天然气需求上升的时期，尤其是在气温逐渐回暖的背景下，居民和工业用气需求增加。随着夏季用电高峰的临近，天然气作为发电燃料的需求预期上升，进一步支撑了价格的上行趋势。领跌大宗商品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：铁矿石运输需求预期转弱，市场对粗钢压减政策及限产传闻的担忧削弱了市场对远期运输需求的信心，导致好望角型船（主要用于铁矿石运输）即期运费承压；（2）CBOT 小麦：黑海地区降雨缓解干旱压力，全球小麦供应预期改善，叠加美国国内出口需求低迷，削弱价格支撑。



图表16：本周（5.6-5.9）国内宽基指数多数上涨，海外权益指数呈普涨格局

板块	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	创业板指	2011.8	3.3	9.3	-6.1	13.2	21.8	61.7
	深证成指	10126.8	2.3	7.5	-2.8	9.3	23.0	45.0
	中证1000	6082.1	2.2	10.0	2.1	1.2	28.3	63.2
	沪深300	3846.2	2.0	5.4	-2.3	14.7	31.6	70.6
	上证50	2684.0	1.9	4.3	0.0	15.4	45.5	69.9
	上证综指	3342.0	1.9	6.2	-0.3	12.7	64.3	79.9
	中证800	4154.6	1.9	5.9	-1.7	12.2	28.6	65.7
	中证500	5721.7	1.6	7.4	-0.1	5.5	28.6	65.7
	科创50	1006.3	-0.6	7.0	1.8	16.1	66.8	66.8
	大盘价值	8038.2	2.7	4.5	-0.4	26.9	90.0	97.0
风格指数	茅指数	441141.7	2.0	6.1	0.4	7.3	28.8	82.1
	大盘成长	3974.7	2.0	5.6	-3.4	7.5	20.2	70.1
	小盘价值	6395.9	1.9	5.0	-1.5	7.5	43.4	75.9
	小盘成长	4556.5	1.3	8.1	1.0	-2.3	19.2	55.3
	宁组合	31936.7	1.3	7.2	0.5	-3.0	27.3	76.2
	俄罗斯RTS	1110.7	5.4	9.7	24.3	-17.6	41.6	33.2
海外权益	日经225	37503.3	1.8	13.6	-6.0	19.2	80.5	95.1
	恒生国企指数	8308.8	0.9	11.8	14.0	26.4	62.4	26.2
	澳洲	8231.2	0.9	9.6	0.9	7.5	94.3	98.5
	韩国综合	2577.3	0.7	10.4	7.4	-9.6	49.5	87.3
	德国DAX	23499.3	0.7	15.9	18.0	18.8	100.0	100.0
	纳斯达克	17928.9	0.5	17.4	-7.2	28.6	89.6	97.4
	法国CAC40	7743.8	0.2	9.1	4.9	-2.2	89.7	97.4
	标普500	5659.9	0.2	13.6	-3.8	23.3	90.0	97.5
	道琼斯	41249.4	0.1	9.6	-3.0	12.9	88.9	97.2
	英国富时	8554.8	-0.5	8.1	4.7	5.7	96.6	99.1
商品	ICE WTI原油	60.6	6.8	2.6	-14.9	-0.5	17.8	36.7
	NYMEX天然气	3.8	6.7	9.3	4.2	44.5	67.9	66.8
	ICE布油	63.9	6.1	1.7	-14.4	-2.9	17.5	32.6
	COMEX白银	32.9	1.3	10.8	12.4	21.6	96.7	94.3
	LME铜	9431.5	0.7	9.0	7.5	2.5	71.6	91.2
	CBOT大豆	1052.3	0.6	6.0	4.1	-22.2	23.7	54.2
	LME铅	1944.5	0.5	4.0	-0.4	-5.7	14.2	32.4
	LME锌	2619.0	0.4	2.2	-12.1	12.5	29.6	64.9
	LME镍	15535.0	0.4	9.6	1.4	-7.8	12.0	40.9
	COMEX黄金	3329.1	0.2	11.3	26.1	27.4	99.1	99.7
	LME铝	2412.5	-0.8	2.7	-5.4	7.1	53.4	71.8
	CZCE白糖	5839.0	-0.8	-3.8	-1.8	-5.7	47.2	69.2
	CBOT玉米	449.8	-1.0	-4.1	-1.9	-2.7	29.9	61.0
	DCE铁矿石	696.0	-1.2	-1.7	-10.4	-20.0	10.2	52.8
	CBOT小麦	521.0	-1.9	-3.5	-5.5	-12.3	4.3	36.8
	波罗的海干散货指数	1316.0	-7.4	-1.9	32.0	-52.4	24.8	41.0

来源：Wind、国金证券研究所



图表17: 本周 (5.6-5.9) 一级行业全面上涨, 国防军工、通信领涨

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 (%)		
中游制造	国防军工	1502.5	6.3	12.8	1.9	7.1	48.1	76.5
TMT	通信	2882.1	5.0	13.5	-3.2	28.8	92.5	91.3
中游制造	电力设备	6742.7	4.0	10.0	-5.2	3.1	25.3	78.8
金融	银行	4124.2	3.9	6.0	5.5	34.4	97.9	99.2
-	综合	2617.3	3.6	9.7	-4.2	3.2	48.9	72.2
下游消费	纺织服饰	1510.1	3.5	11.9	1.0	-5.3	21.9	20.9
中游制造	机械设备	1655.8	3.4	14.4	9.1	5.0	88.4	92.1
下游消费	家用电器	8588.6	3.3	9.9	1.7	25.4	82.6	95.6
下游消费	轻工制造	2010.8	3.0	11.6	-0.8	-6.0	15.5	44.1
中游制造	环保	1724.0	2.9	9.0	2.9	1.9	28	33.8
中游制造	建筑材料	4422.2	2.6	3.7	0.7	-5.9	15.4	47.7
中游制造	公用事业	2377.2	2.2	4.6	-0.8	10.2	78.6	71.7
上游周期	基础化工	3387.4	2.1	8.5	3.3	-5.1	28.1	75.7
下游消费	汽车	7011.4	2.0	13.9	9.2	16.3	96.3	98.7
上游周期	有色金属	4695.2	2.0	9.3	8.7	3.2	58.6	81.7
中游制造	建筑装饰	1885.7	2.0	5.9	-5.3	5.6	19.1	37.0
TMT	计算机	4597.6	1.9	11.8	4.3	4.4	47.8	72.9
上游周期	交通运输	2160.2	1.8	4.2	-4.2	13.0	27.2	37.7
中游制造	钢铁	2168.8	1.8	5.5	3.2	0.2	34.2	35.8
下游消费	食品饮料	18019.5	1.8	1.6	0.3	-8.0	16.1	79.0
金融	非银金融	1716.6	1.7	5.4	-8.0	30.2	53.3	65.9
下游消费	美容护理	4794.5	1.7	13.4	10.0	-10.3	23.3	64.0
上游周期	煤炭	2522.9	1.5	0.1	-13.1	4.4	37.2	56.7
TMT	传媒	665.2	1.4	11.7	3.2	2.2	55.6	57.1
下游消费	社会服务	8086.9	1.1	3.5	1.2	-5.1	20.6	79.8
下游消费	医药生物	7308.1	1.0	5.2	1.2	-14.3	12.8	59.0
下游消费	农林牧渔	2619.3	1.0	-4.0	3.5	-11.6	17	56.5
上游周期	石油石化	2153.2	0.9	5.2	-7.0	6.2	23.5	41.6
下游消费	商贸零售	2108.8	0.9	8.6	-5.8	13.7	23.9	15.3
TMT	电子	4386.7	0.6	12.3	-1.0	18.5	59.6	89.5
金融	房地产	2006.8	0.4	5.0	-7.0	-2.1	10.4	13.8

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: A股主要指数估值多数上调, 海外权益指数估值涨跌参半

A股方面, 本周 (5.6-5.9) A股主要宽基指数估值多数上调, 创业板指 (+3.7%)、深证成指 (+2.3%)、中证500 (+1.9%) 估值领涨。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 科创50处于较高历史分位数水平, 创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中, 宁组合 (+2.7%)、茅指数 (+2.3%) 估值涨幅居前。海外方面, 本周海外市场主要指数估值涨跌参半, 日经225 (+2.6%)、恒生指数 (+1.5%)、恒生国企指数 (+1.2%) 估值涨幅居前, 法国CAC40 (-1.4%)、道琼斯 (-0.8%)、澳洲 (-0.4%) 估值下调; 道琼斯、标普500估值处于过去20年较高历史分位数水平。

行业方面, 本周 (5.6-5.9) 各行业估值涨跌参半。从PE来看, 煤炭 (+12.5%) 和国防军工 (+8.1%) 行业估值领涨, 而农林牧渔 (-21.6%)、传媒 (-7.4%) 和综合 (-6.6%) 行业的估值则出现较大回落。



图表18: 本周(5.6-5.9) A股主要指数估值多数上调, 海外权益指数估值涨跌参半

板块	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	科创50	142.4	-4.0	46.5	73.4	90.2	99.7	99.7	4.6	-0.7	1.5
	中证1000	40.6	1.3	16.7	14.2	4.2	81.5	57.9	2.0	1.9	6.4
	深证成指	25.0	2.3	5.8	3.6	20.5	36.1	55.5	2.1	2.4	2.7
	上证50	10.8	1.8	3.5	-0.5	22.7	65.2	52.9	1.2	1.9	1.4
	上证综指	14.5	1.7	5.9	2.1	16.5	78.3	51.4	1.3	1.9	2.6
	中证500	28.8	1.9	7.5	7.7	26.5	86.3	47.0	1.8	1.9	2.8
	中证800	13.9	1.9	4.3	0.2	19.4	56.7	45.9	1.4	2.0	1.7
	沪深300	12.4	1.9	3.9	-1.0	20.1	54.7	42.1	1.3	2.1	1.5
	创业板指	30.3	3.7	6.3	-5.5	21.7	23.4	10.0	3.7	3.7	5.0
	小盘成长	31.1	1.3	23.5	25.3	19.5	90.8	63.3	2.2	1.4	3.4
风格指数	大盘成长	17.5	1.5	1.1	-5.8	21.0	20.0	51.1	2.5	1.6	-0.6
	大盘价值	8.3	2.2	4.9	0.4	28.6	83.6	48.1	0.9	2.3	2.1
	小盘价值	16.4	1.9	14.2	13.2	1.4	90.0	44.6	1.1	2.1	0.4
	茅指数	17.5	2.3	0.8	-10.6	9.5	6.0	34.9	2.7	2.4	-0.5
	宁组合	26.3	2.7	2.3	-5.0	30.7	20.9	6.8	4.1	2.6	2.1
海外	道琼斯	27.6	-0.8	-2.2	-17.7	32.0	67.3	92.3	7.9	-0.1	0.0
	标普500	25.3	-0.3	0.5	-10.8	15.1	43.0	84.9	4.7	-1.0	1.5
	纳斯达克	37.4	-0.2	-0.5	-18.1	8.0	29.0	69.4	5.9	-1.0	2.2
	英国富时	17.6	0.8	15.1	-8.9	85.1	66.9	66.8	1.8	0.5	11.0
	澳洲	19.5	0.0	11.8	6.5	10.3	57.1	59.9	-	-	-
	恒生国企指数	9.4	1.2	10.8	16.2	18.9	66.8	56.7	1.0	1.3	8.9
	恒生指数	10.2	1.5	12.9	14.4	12.9	60.4	46.0	1.1	1.6	10.1
	法国CAC40	16.8	-1.4	12.1	7.1	13.7	60.4	43.2	1.8	-2.7	10.2
	韩国综合	12.8	0.7	6.1	0.7	-35.3	27.6	35.6	0.9	1.2	-5.4
	日经225	18.3	2.6	17.7	-2.6	-4.3	37.6	30.6	1.8	10.3	-1.1

来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 本周(5.6-5.9) A股各行业估值涨跌参半, 煤炭和国防军工领涨

板块	行业	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(%)				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(%)				周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	计算机	80.3	-1.5	9.1	24.2	11.7	94.0	94.3	3.8	1.9	2.3	8.8	4.0	54.7	46.0
	房地产	39.7	-0.5	15.0	8.0	194.9	96.7	90.5	0.7	0.0	4.3	1.4	4.3	20.9	5.2
	钢铁	34.2	0.4	21.3	31.2	22.2	99.6	81.6	1.0	2.1	3.2	5.4	3.3	44.0	25.8
	国防军工	75.1	8.1	11.5	15.3	35.7	94.8	75.8	3.1	5.9	5.2	4.1	7.7	36.3	42.7
	商贸零售	37.2	3.0	9.7	0.5	28.2	89.7	74.4	1.8	0.6	8.5	-3.3	11.8	58.8	27.2
	汽车	26.1	-1.1	10.9	5.6	2.7	31.5	68.9	2.5	2.1	6.5	5.6	15.9	78.4	63.3
	机械设备	31.8	-1.1	7.3	6.5	7.9	87.2	64.6	2.5	3.3	9.3	9.3	6.9	58.8	45.3
	建筑材料	26.3	-3.9	2.1	8.1	42.4	96.8	57.9	1.1	1.8	0.9	1.8	-5.9	14.1	3.5
	电子	50.2	-4.6	1.4	-4.4	18.1	74.9	57.9	3.4	0.6	6.5	0.6	35.0	53.5	53.1
	美容护理	39.2	5.3	19.1	19.1	11.7	34.8	52.1	3.3	1.6	7.9	7.6	-15.7	17.4	31.2
	煤炭	12.5	12.5	15.7	3.5	36.8	95.6	48.5	1.2	1.8	-0.9	-12.1	-3.5	18.5	14.8
	基础化工	23.9	-0.6	5.5	5.1	7.4	66.9	44.2	1.8	2.3	4.7	2.3	-2.7	16.6	11.3
	纺织服装	24.2	5.3	29.9	20.0	-13.0	59.6	41.1	1.7	3.1	9.9	0.6	-4.6	24.9	15.2
	传媒	39.2	-7.4	8.7	5.8	2.1	70.9	41.1	2.5	1.2	9.6	6.3	4.3	61.9	24.5
	轻工制造	27.0	4.2	20.3	9.4	-12.4	60.3	38.6	1.7	3.1	6.4	-0.6	-7.6	15.4	18.1
	石油石化	15.9	3.9	8.2	-1.5	9.5	73.2	35.7	1.1	0.9	2.7	-8.0	3.2	3.3	0.9
	社会服务	41.5	0.7	-1.2	78.2	-52.9	19.8	35.6	2.9	1.0	-0.7	2.5	1.4	22.3	16.1
	交通运输	15.9	0.6	3.6	-3.6	19.3	61.3	32.9	1.3	2.4	0.0	-3.1	7.2	10.5	6.7
	银行	6.3	3.8	7.0	7.2	36.8	73.8	32.3	0.6	3.8	5.8	5.8	25.6	58.2	14.5
	综合	38.7	-6.6	9.8	-34.9	19.9	18.6	31.2	1.6	4.0	12.1	0.0	12.2	45.0	17.6
	环保	23.4	1.7	18.3	13.0	3.5	93.0	30.9	1.4	2.9	5.9	3.6	2.9	27.1	6.9
	建筑装饰	10.5	5.0	14.9	10.9	16.8	85.2	30.6	0.7	2.9	2.9	-2.7	4.1	10.9	2.7
	医药生物	32.3	1.9	11.3	7.2	8.9	61.9	29.9	2.5	0.8	4.2	2.5	-10.5	14.3	11.3
	家用电器	14.3	-1.9	1.7	-5.6	22.6	34.7	24.2	2.4	3.1	2.6	-5.6	14.2	17.9	28.4
	电力设备	29.0	0.7	8.0	-4.2	84.2	38.3	20.7	2.2	3.7	8.7	-3.4	3.0	14.5	17.8
	通信	29.4	-0.4	0.9	-9.2	16.3	25.5	19.7	2.6	4.9	8.8	-3.7	31.3	80.1	56.0
	食品饮料	22.3	2.2	5.5	8.6	-15.1	18.3	15.1	4.2	1.7	5.9	-3.9	-14.5	7.2	25.2
	有色金属	18.0	-6.1	-1.7	-1.2	15.0	32.6	15.1	2.1	2.0	4.0	4.5	-2.5	17.2	16.0
	公用事业	18.1	0.7	7.3	6.3	-8.9	26.6	14.0	1.5	2.7	2.0	0.0	3.4	36.5	14.5
	非银金融	13.6	-1.2	0.1	-14.8	16.0	14.9	7.3	1.2	3.5	0.0	-5.6	27.9	40.0	10.0
	农林牧渔	16.8	-21.6	-14.8	-24.1	-55.8	6.9	1.7	2.3	1.3	-7.7	1.3	-14.8	6.6	9.9

来源: Wind、国金证券研究所

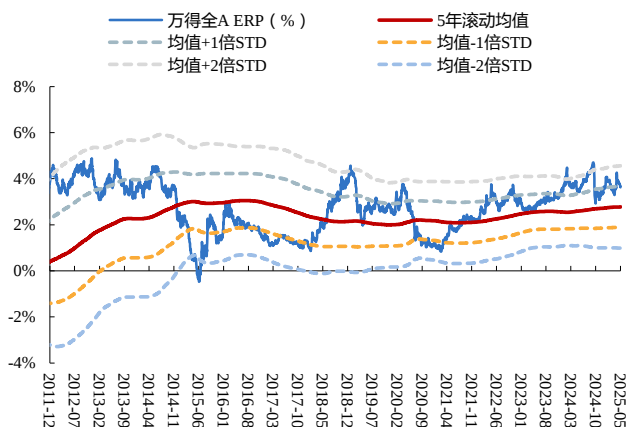
3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周(5.6-5.9)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、创业板指均低于“2倍标准差下限”。

风格方面, 本周(5.6-5.9)主要风格指数的ERP呈下行趋势。按照五年滚动来看, 金融、成长风格指数低于“滚动均值”, 周期、消费风格指数均高于“滚动均值”, 其中消费高于“2倍标准差上限”。股债收益差全面上行, 按照五年滚动来看, 金融、消费、成长风格指数低于“2倍标准差下限”, 周期风格指数低于“1倍标准差下限”。

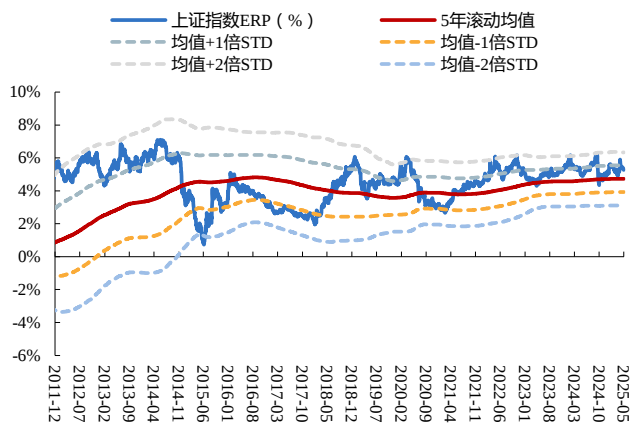


图表20: 万得全 A ERP 高于“滚动均值”



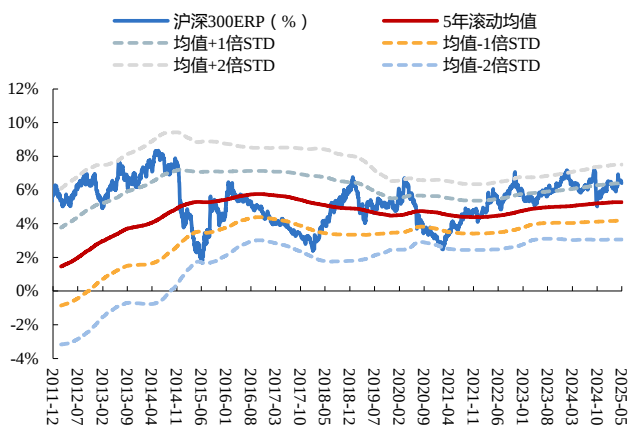
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



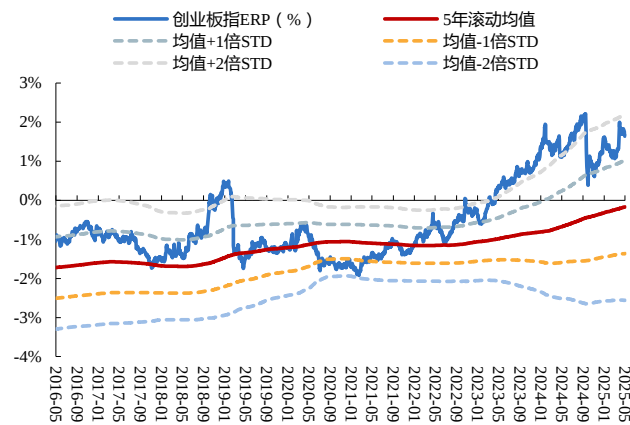
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 沪深 300 ERP 触及“1 倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”



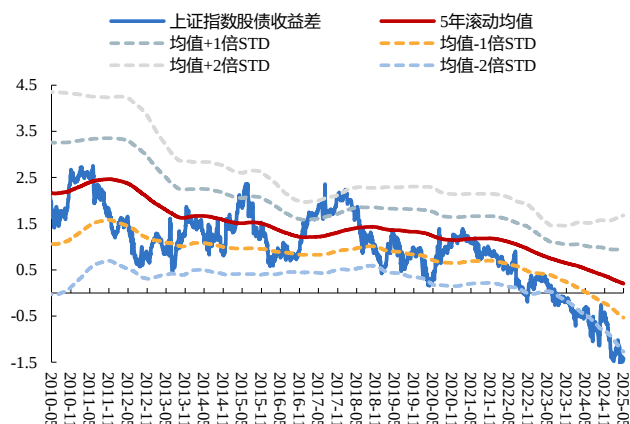
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 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25: 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

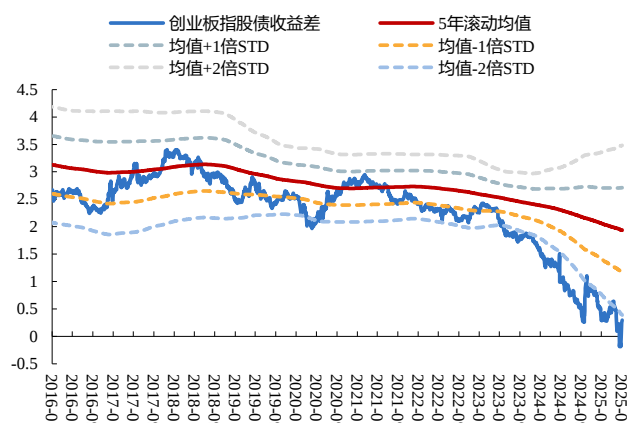


图表26: 沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



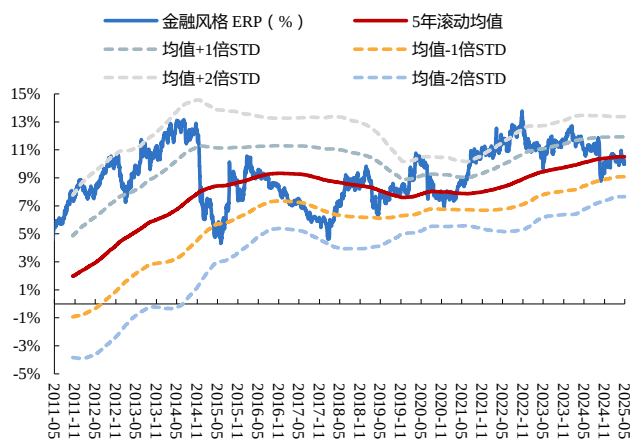
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



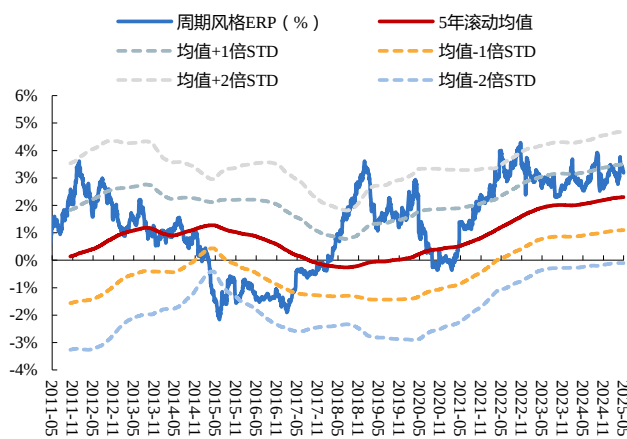
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 金融的 ERP 低于“滚动均值”



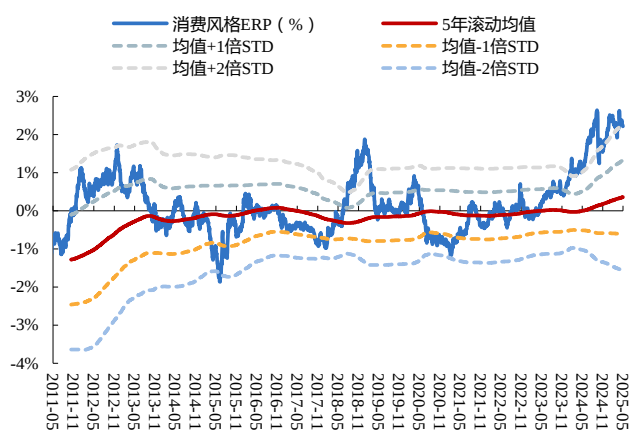
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 周期的 ERP 高于“滚动均值”



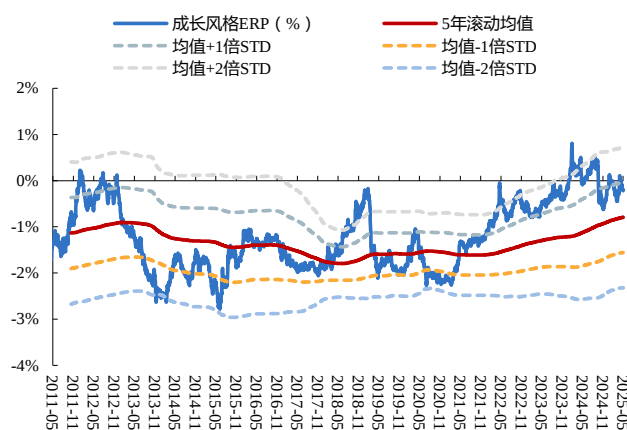
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 消费的 ERP 高于“2倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

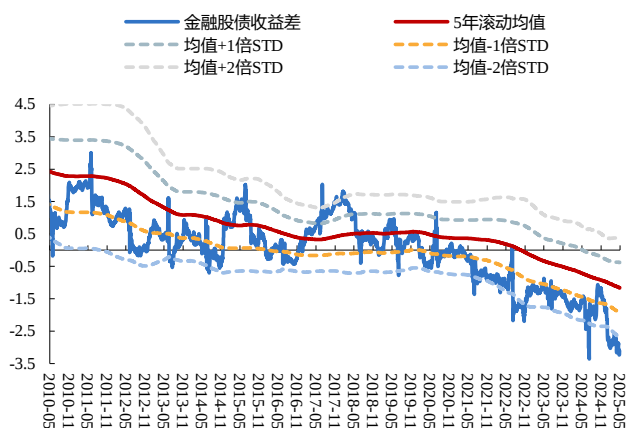
图表31: 成长的 ERP 低于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

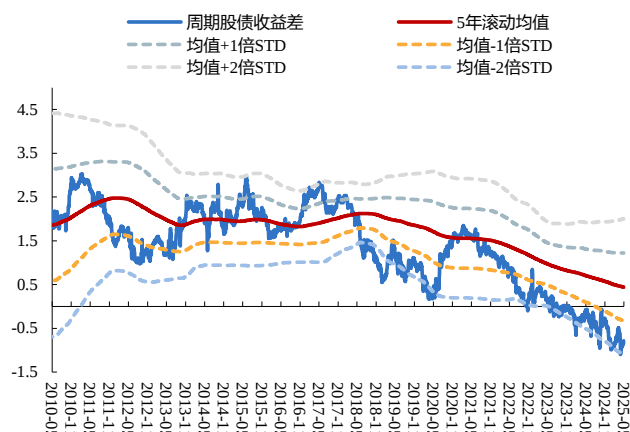


图表32：金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



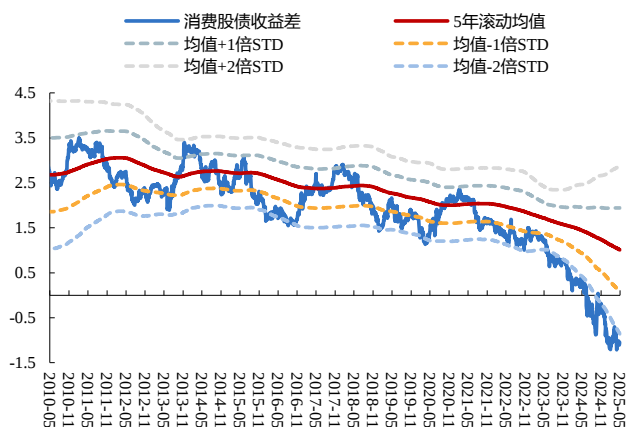
来源：Wind、国金证券研究所

图表33：周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



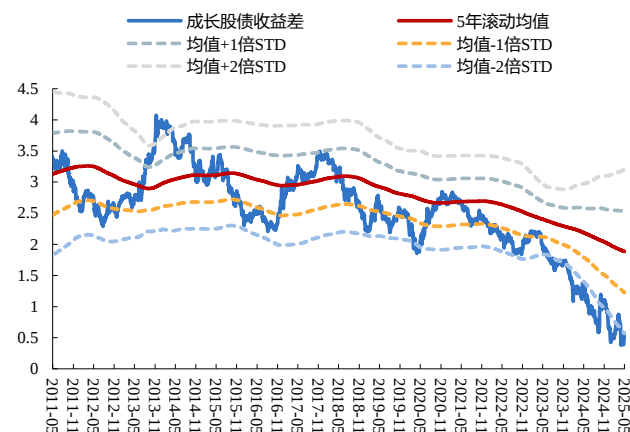
来源：Wind、国金证券研究所

图表34：消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表35：成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期全面下调

指数方面，本周（5.6-5.9）主要指数盈利预期全面下调。主要宽基指数中，中证1000（-33.8%）、科创50（-26.5%）、中证500（-21.8%）盈利预期下调幅度居前；主要风格指数中，小盘成长（-19.6%）、小盘价值（-18.6%）、宁组合（-3.3%）盈利预期下调较多。

行业方面，本周（5.6-5.9）各行业盈利预期全面下调。周期板块中，钢铁（-59.5%）盈利预期显著下调；传统消费板块中，社会服务（-62.7%）、轻工制造（-60.4%）盈利预期降幅居前；成长板块中，计算机（-54.7%）、传媒（-54.2%）盈利预期降幅较大；金融板块中，房地产（-323.7%）盈利预期大幅下调。


图表36：本周（5.6-5.9）主要指数盈利预期全面下调

板块	指数	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.84	-16.3%	-18.2%	0.84	0.76
	深证成指	0.88	-12.7%	-17.4%	0.88	0.64
	沪深300	1.17	-1.5%	-3.8%	1.17	1.07
	创业板指	1.67	-4.3%	-9.0%	1.67	1.22
	中证500	0.49	-21.8%	-25.2%	0.49	0.36
	科创50	0.68	-26.5%	-27.0%	0.68	0.36
	上证50	1.21	-1.1%	-2.0%	1.21	1.18
	中证800	1.01	-6.3%	-8.7%	1.01	0.91
	中证1000	0.40	-33.8%	-37.1%	0.40	0.26
风格 指数	大盘成长	1.39	-2.7%	-10.8%	1.39	1.23
	大盘价值	1.21	-0.6%	-1.5%	1.21	1.20
	小盘成长	0.71	-19.6%	-21.2%	0.71	0.48
	小盘价值	0.48	-18.6%	-22.3%	0.48	0.40
	茅指数	3.94	-1.2%	-1.8%	3.94	3.10
	宁组合	3.87	-3.3%	-4.2%	3.87	2.80

来源：Wind、国金证券研究所



图表37: 本周 (5.6-5.9) 各行业盈利预期全面下调

风格 板块	行业	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
周期	煤炭	0.84	-23.1%	-31.2%	0.84	0.99
	有色金属	0.77	-16.5%	-16.5%	0.77	0.55
	交通运输	0.41	-29.5%	-31.0%	0.41	0.40
	基础化工	0.52	-46.6%	-49.5%	0.52	0.36
	石油石化	0.84	-6.0%	-8.9%	0.84	0.78
	钢铁	0.09	-59.5%	-73.1%	0.09	-0.04
	建筑材料	0.43	-19.2%	-21.5%	0.43	0.21
	建筑装饰	0.57	-29.1%	-33.8%	0.57	0.53
	电力设备	0.70	-45.3%	-48.2%	0.70	0.28
	机械设备	0.42	-44.7%	-44.4%	0.42	0.31
	国防军工	0.36	-37.7%	-39.5%	0.36	0.16
	公用事业	0.46	-16.0%	-18.6%	0.46	0.41
	环保	0.27	-52.2%	-57.9%	0.27	0.23
传统 消费	汽车	0.85	-39.8%	-40.1%	0.85	0.60
	家用电器	1.58	-30.4%	-26.3%	1.58	1.38
	纺织服饰	0.30	-58.2%	-59.9%	0.30	0.25
	商贸零售	0.20	-52.1%	-53.7%	0.20	0.13
	食品饮料	2.49	-23.7%	-25.0%	2.49	2.25
	社会服务	0.20	-62.7%	-59.8%	0.20	0.15
	农林牧渔	0.52	-38.8%	-42.7%	0.52	0.44
	轻工制造	0.32	-60.4%	-62.6%	0.32	0.23
成长	医药生物	0.56	-43.2%	-46.4%	0.56	0.42
	美容护理	0.85	-31.3%	-37.3%	0.85	0.57
	电子	0.60	-29.2%	-30.3%	0.60	0.36
	计算机	0.28	-54.7%	-58.3%	0.28	0.07
	传媒	0.25	-54.2%	-53.2%	0.25	0.12
	通信	1.04	-19.8%	-20.8%	1.04	0.92
金融	房地产	-0.39	-323.7%	-285.2%	-0.39	-0.67
	银行	1.14	-1.0%	-1.1%	1.14	1.13
	非银金融	1.11	-19.0%	-20.4%	1.11	1.05
	综合	0.00	-100.6%	-100.6%	0.00	-0.07

来源: Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表38：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
2025-05-15	中国	4月M2:同比(%)	7	7.5444
2025-05-15	中国	4月新增人民币贷款(亿元)	36400	7644.44
2025-05-15	中国	4月M1:同比(%)	1.6	3
2025-05-15	中国	4月M0:同比(%)	11.5	
2025-05-15	中国	4月社会融资规模:当月值(亿元)	58894	12637.5
2025-05-15	中国	4月社会融资规模存量:同比(%)	8.4	8.8
2025-05-15	中国	4月货币当局:国外资产(亿元)	232015.68	
2025-05-15	中国	4月货币当局:储备货币(亿元)	376817.73	
2025-05-15	中国	4月社会融资规模存量(万亿元)	422.96	
2025-05-15	中国	4月M0(亿元)	130691.86	
2025-05-15	中国	4月M1(亿元)	1134863.1	
2025-05-15	中国	4月M2(亿元)	3260554.57	
2025-05-13	美国	4月CPI:未季调:同比(%)	2.4	
2025-05-13	美国	4月CPI:未季调(1982-84年=100)	319.8	
2025-05-13	美国	4月CPI:未季调:环比(%)	0.2	
2025-05-13	美国	4月CPI:季调(1982-84年=100)	319.62	
2025-05-13	美国	4月CPI:季调:同比(%)	2.4	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:季调(1982-84年=100)	325.66	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:未季调:同比(%)	2.8	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:季调:环比(%)	2.8	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:未季调(1982-84年=100)	325.93	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:未季调:环比(%)	0.2	
2025-05-13	美国	4月CPI:季调:环比(%)	-0.1	
2025-05-13	美国	4月核心CPI:季调:环比(%)	0.1	
2025-05-15	美国	4月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%)	0.1	
2025-05-15	美国	4月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%)	3.4	
2025-05-15	美国	4月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):未季调:同比(%)	3.4	
2025-05-15	美国	4月核心PPI最终需求:未季调:同比(%)	3.3	
2025-05-15	美国	4月PPI最终需求:未季调:同比(%)	2.7	
2025-05-15	美国	4月核心PPI:季调:环比(%)	0.3	
2025-05-15	美国	4月核心PPI:季调:同比(%)	2.4	
2025-05-16	美国	4月新屋开工:私人住宅(千套)	110.7	
2025-05-16	美国	5月密歇根消费者情绪指数(初值)	52.2	
2025-05-13	欧盟	5月欧元区:ZEW经济景气指数	-18.5	
2025-05-13	欧盟	5月欧元区:ZEW经济现状指数	-50.9	
2025-05-16	欧盟	3月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)	5.7	
2025-05-16	欧盟	3月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)	6.2	
2025-05-16	欧盟	3月欧盟:商品进口金额:同比(%)	7.2	
2025-05-16	欧盟	3月欧盟:商品出口金额:同比(%)	7	
2025-05-16	欧盟	3月欧元区:贸易差额(百万欧元)	23984.5	
2025-05-16	日本	第一季度不变价GDP:同比(初值)(%)	1.1	
2025-05-16	日本	第一季度不变价GDP:季调:环比(初值)(%)	0.6	
2025-05-16	日本	第一季度现价GDP(初值)(十亿日元)	161754.6	

来源: Wind、国金证券研究所

图表39：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-05-13	美国	5月14日EIA公布周度能源报告

来源: Wind、国金证券研究所

五、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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