



修复之后，关注变化

2025 年 05 月 11 日

➤ **经济潜在的走弱即将验证，而对政策期待还需要时间兑现。**此前全球大部分市场基于贸易争端缓和预期的修复是一种短暂的平静，资产的波动率可能将再次放大。本周中美市场似乎已经摸到“天花板”：A 股、港股都在刚好接近 4 月 2 日水平之前出现回落，美股在修复到 4 月 2 日水平时开始止步不前，两个市场都需要支撑上涨的进一步证据。A 股自 4 月 2 日以来涨幅前 10 的二级行业平均海外营收占比是 10%，而跌幅前 10 的二级行业平均海外营收占比是 8%，意味着 A 股的进一步修复要么需要贸易上出现积极改善信号，促使落后的外需型行业反弹，要么是内部出现增量的扩内需政策。就前者而言，虽然中美经贸高层会谈于当地时间 10 日上午在瑞士日内瓦开始举行，但从本周美国高调公布的“重大贸易协议”仅是与英国之间达成了一份模糊的协议来看，要中美之间通过一次会议接触就拿出一份有重大进展的贸易协议的难度很高，“夹在”中国供给和美国需求之间的越南股市的较差表现也侧面印证了这一点。就后者而言，中美两国政策都进入了“自动巡航”的阶段，“硬数据”的走弱才能催化增量政策的出台，而当下两国虽然存在一些高频经济数据的走弱或是调查统计的信心受损的迹象，但“硬数据”仍然平稳：中国 Q1 内需平稳修复，社零增速高于去年全年和同期中枢，制造业加速结构转型；美国非农就业强劲，本周非制造业 PMI 表现良好。从硬数据走弱到中美各自的政策放松中间的换挡期可能成为波动来源，7 月之前，中国可能相对更具有应对机制，中国资产韧性高于海外。

➤ **市场风格的转折点：或在政策鼓励下转向金融、稳定和大盘。**本周证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，提出：“对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降”。要战胜基准，主动基金管理人必须具备很强的仓位择时能力，然而从过去 3 年来看，这一标准是较难达成的（60.8%的主动权益基金累计 3 年跑输基准 10%），因此对大部分基金管理人而言，为了适应规则的调整，或许第一反应是先选择与基准配平，至少避免跑输，我们测算了这一假设下主动权益基金对各个行业所需要增减仓的规模和占流通市值之比，非银金融、银行、建筑、交通运输、电力及公用事业、煤炭、建材、石油石化是调仓的方向。

➤ **当下消费板块的三种收益来源：净利润增长、股息支付率抬升、估值提升。**当前扩大内需的“长效机制”，真正提供了“长坡厚雪”的基础，重新使一些商业模式稳定的、ROE 高的传统消费类资产可以运用红利思维，例如家电、食品饮料、汽车、消费电子、纺织制造中的细分行业，股东回报来自于其利润的增长和股息支付率的抬升。另一些新消费在当下赚的是估值提升的钱，我们从三个角度去整理了值得关注的赛道：（1）商品定位（低单价的高周转 VS 高单价的品牌壁垒），前者如零食、饮料，后者代表是珠宝饰品；（2）消费者群体变化（“一老一小一世代”成为消费主力军），相关领域是个护、教育、潮玩；（3）消费模式的变化（闲暇回归、即时性），相关领域是旅游休闲、网络零售商。

➤ **变化近在咫尺，也影响深远。**市场已经修复接近 4 月 2 日水平，市场整体的波动率可能会随基本面变化而放大，结构上也存在值得注意的深远影响，《推动公募基金高质量发展行动方案》或将推动市场风格向金融、稳定和大盘转换。我们推荐：第一，长效机制下存在三种收益来源的消费行业（家电、汽车、食品饮料、化妆品、潮玩、旅游休闲、游戏、线上零售）；第二，适应权益基金调仓方向的低估值金融板块（银行、保险）；第三，在未来全球经济重塑中，资源品（铜、铝、黄金）和资本品（机械设备等）有其价值所在。

➤ **风险提示：**1) 国内经济增速不及预期。2) 海外经济衰退。3) 测算误差。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

- 1.市场温度计系列之三十一：情绪指标显示市场或延续偏弱走势-2025/05/10
- 2.2025 年 4 月行业信息跟踪月报：大宗消费品、光伏行业的制造端景气度回落，厂商生产信心不强-2025/05/06
- 3.资金跟踪系列之一百六十七：北上继续回流，个人活跃度季节性回落-2025/05/06
- 4.A 股策略周报 20250505：暗藏的变化-2025/05/05
- 5.策略专题研究：当关税冲突掩盖了弱复苏：2024 年报&2025 年一季报业绩深度解读-2025/05/05

目录

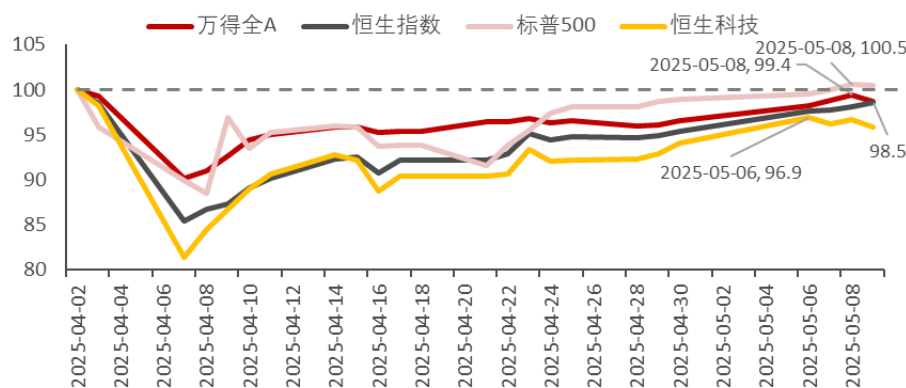
1 经济潜在的走弱与政策期待	3
1.1 基于“缓和”的修复或将告一段落	3
1.2 “自动巡航”的中美政策	5
2 市场风格的转折点	8
3 如何理解“长效机制”下的消费？	10
3.1 消费表现平平的背后	10
3.2 消费板块的两大收益来源	10
4 变化近在咫尺，也影响深远	14
5 风险提示	15
插图目录	16

1 经济潜在的走弱与政策期待

1.1 基于“缓和”的修复或将告一段落

此前全球大部分市场基于贸易争端缓和预期的修复是一种短暂的平静，资产的波动率可能将再次放大。我们在上周周报中统计了全球股市自 2025 年 4 月 2 日美国总统特朗普公布“对等关税”方案之后的表现：欧美股市在白宫不断释放贸易谈判积极信号以及美国在关税行动后首份强劲非农的催化下修复，中国权益资产则在平准力量、政策预期的驱动下有所修复，且从 4 月下旬开始在美方多次释放出希望进行关税谈判的信号后开始被市场所定价。但这种修复到了本周似乎已经摸到“天花板”：A 股、港股都在刚好接近 4 月 2 日水平之前出现回落，美股在修复到 4 月 2 日水平时开始止步不前，两个市场都需要更多支撑市场上行的力量。

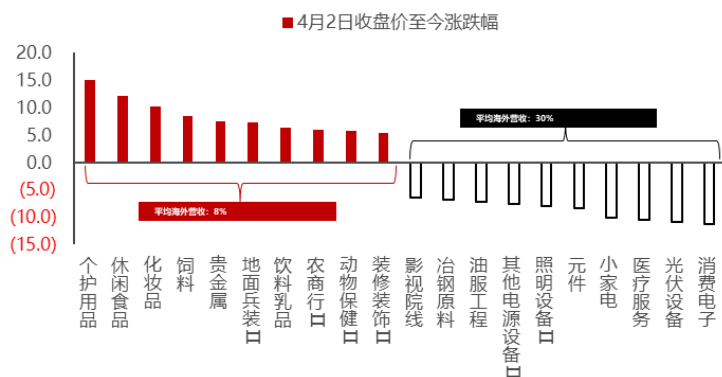
图1：A 股、港股都在刚好接近 4 月 2 日水平之前出现回落，美股在修复到 4 月 2 日水平时开始止步不前（单位：2025.4.2 收盘价=100）



资料来源：Wind，民生证券研究院

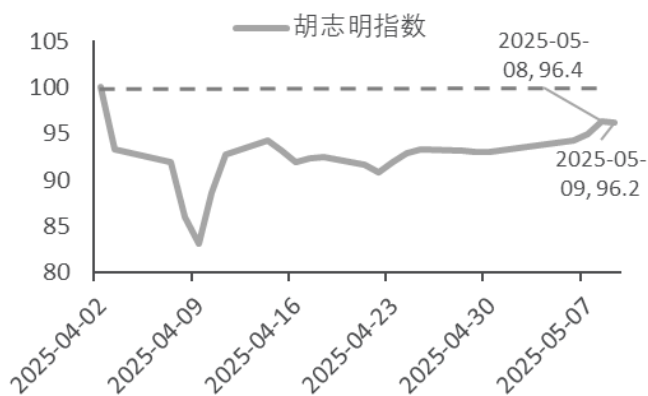
以 A 股为例，前 10 个上涨的二级行业平均海外营收占比是 8%，而下跌最多的 10 个二级行业平均海外营收占比是 30%，**要使表现靠后的外需型行业反弹，需要的是外部的贸易上出现改善信号**，但当前无论是事实数据还是预期层面，都指向中美之间的贸易缓和离“兑现”还很远：一方面，虽然中美经贸高层会谈于当地时间 10 日上午在瑞士日内瓦开始举行，但从本周美国高调公布的“重大贸易协议”仅是与英国之间达成了一份模糊的协议来看，要中美之间通过一次会议接触就拿出一份有重大进展的贸易协议的难度很高，2024 年美国与英国之间为贸易顺差 106.7 亿美元，而与中国为 3190.9 亿美元的贸易逆差，换言之，中美之间的贸易问题复杂程度远远高于英美之间；并且，从资产价格表现来看，投资者也没有对此次会谈抱有多么乐观的预期，以“夹在”中国供给和美国需求之间的越南的股市来看，截至 5 月 9 日，其收盘价仍远远落后于 4 月 2 日的水平。

图2：涨幅靠前的行业平均海外营收占比为 8%，远低于跌幅靠前行业的平均海外营收占比（30%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：越南股市远未回到 4 月 2 日水平(单位:2025.4.2 收盘价=100)



资料来源：Wind，民生证券研究院

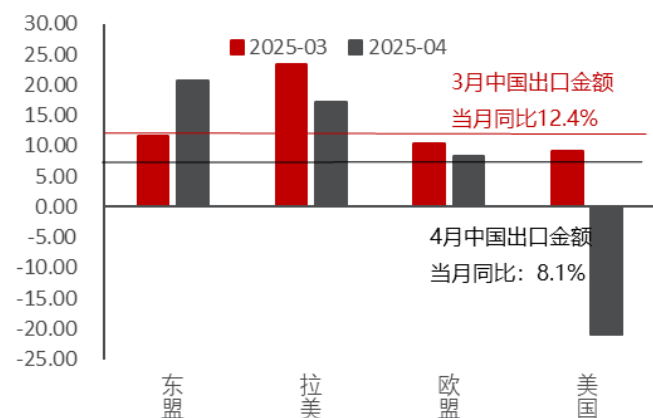
图4：5 月 8 日所公布的英美达成的贸易协议内容

协议领域	协议内容
关税调整	
汽车关税	美国对英国出口汽车的关税从 27.5% 降至 10%，但每年轻前 10 万辆享受该关税优惠，超出部分按 25% 征税
钢铁和铝关税	英国出口至美国的钢铁和铝产品的关税从 25% 降至零
农产品关税	在一定配额内，英国的农产品出口美国将实行零关税；英国将把自美国进口的乙醇的关税降至零，并且对美国牛肉、乙醇等农产品实施接近零关税政策
市场准入	
美国产品进入英国	英国同意扩大对美国农产品的市场准入
英国产品进入美国	英国的化学品、机械等工业产品可获得新的市场准入
其他方面	
关税机制	美国对英国商品保留 10% 的对等关税，英国则承诺将整体进口关税均值从 5.1% 下调至 1.8%
数字服务税	英国政府同意取消 2% 的数字服务税等部分非关税贸易壁垒，英国方面希望未来美国对某些行业引入新的关税时，英国有望获得“优先待遇”
通关便利化	英国将加快美国商品的通关流程
双边合作	关于经济安全的“高层级”协议，将在科技领域建立更深层次的合作关系，涉及生命科学、量子计算、生物技术等多个板块

资料来源：白宫，民生证券研究院

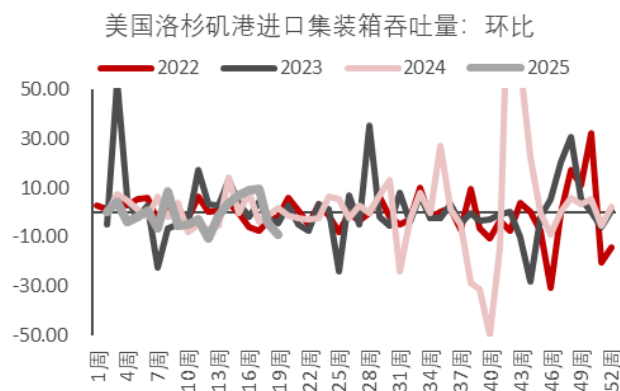
另一方面，4 月的经济数据陆续出炉，虽然还没有确凿的证据，但已经有一些征兆开始体现关税对制造业供应效率和信心造成的破坏：对中国而言，出口似乎并未受到明显影响，对东盟、拉美的出口支撑了整个大盘，然而这并未解决“90 天暂缓关税”以后的忧虑，这表现为高频数据来看制造业排产下降，我们在 4 月的《行业信息跟踪月报》中指出了这一现象：大宗消费品、光伏行业的制造端景气度边际明显回落，表现了制造商在高度的需求不确定下选择放慢生产，避免积累库存。

图5：4 月中国出口金额增速还未受到关税冲击，对东盟、拉美出口起到最大拉动（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：进入 2025 年 17 周之后，美国洛杉矶港进口集装箱环比超越季节性回落（单位：%）

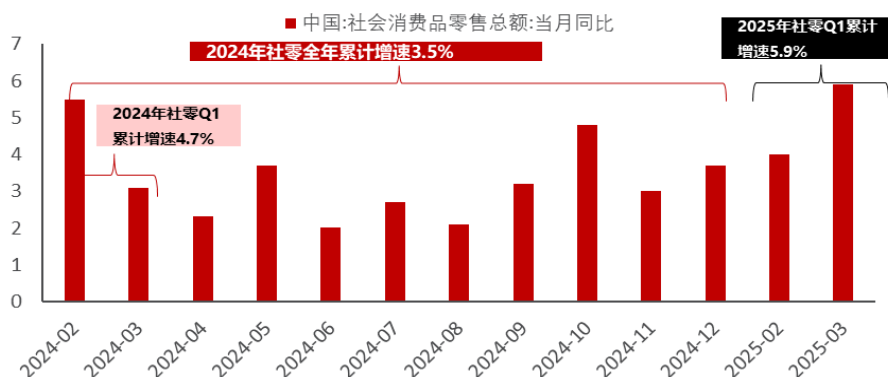


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 “自动巡航”的中美政策

要进一步支撑此前表现好的内需行业继续上涨，可能需要除了长效机制以外的增量政策，而中国的财政政策、美国的货币政策都进入了一种相机抉择的“自动巡航”状态：即政策当局关心的是 GDP 及其构成、通胀、就业等硬数据，并没有给予市场投资者所看中的 PMI、高频景气数据、预期调查等“软数据”的走弱以太多权重。而当下，中美两国的“硬数据”又偏强或好于预期：就中国而言，内部的供需在政策与内生修复的双重驱动下缓慢修复，一季度社零同比上行，高于 2024 年中枢，从上市公司一季报的营收环比增速来看，在 60 个消费二级行业中，有 38 个行业在 2025Q1 单季度营收环比增速都超过了 2016 年以来的同期季节性均值，其中的白色家电、游戏、出版、装修装饰、数字媒体、渔业则从去年的 4 季度开始即超过了 21016 年以来的同期季节性均值。制造端表现为供给侧出清、结构升级的现象仍然在持续；即使是外需层面，4 月份的出口仍然不差，考虑到上述情形，4 月下旬的政治局会议没有如此前预期的一样推出增量政策，本周央行降准降息的幅度也并不大（降准 0.5 个百分点，降息 0.1 个百分点）。美国同样如此，本周，鲍威尔的讲话中多次强调了关税的不确定性，和美联储维持充分就业、物价稳定的双重目标，上周公布的硬数据非农就业已经给了美联储维持利率不变的底气，而本周的非制造业 PMI 这一软数据又表现较好，读数自 3 月份的 50.8% 上升至 4 月份的 51.6%。因此，市场期盼的政策利好在较为稳定的经济状态下或难以兑现，要等待经济进一步切实地发出走弱信号。

图7：2025 年 Q1，国内消费有明显修复，社零累计增速高于 2024 年全年和 Q1，社零当月增速自 2024Q4 以来平稳上行（单位：%）



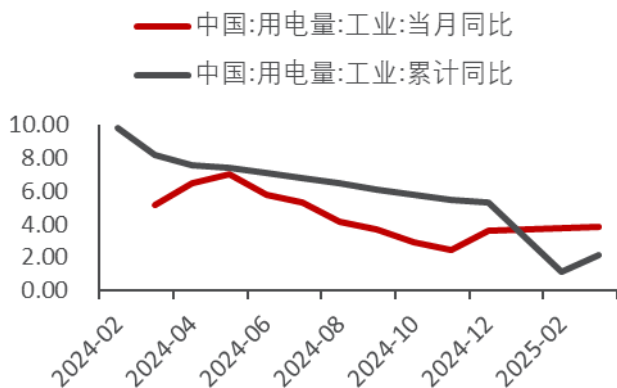
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：38 个消费类细分行业在 2025Q1 营收增速超过 2016 年以来的季节性均值

行业	营收单季度环比					行业	营收单季度环比				
	四季度季 节性均值	一季度季 节性均值	2024Q4>Q4 季节性均值	2025Q1>Q1 季节性均值	2025Q1超过Q1 季节性均值幅度		四季度季 节性均值	一季度季 节性均值	2024Q4>Q4 季节性均值	2025Q1>Q1 季节性均值	2025Q1超过Q1 季节性均值幅度
白色家电	-9.4%	6.4%	是	是	9.3%	旅游零售II	23.4%	14.3%	否	是	10.2%
游戏II	6.6%	-0.6%	是	是	6.4%	休闲食品	10.1%	-14.0%	否	是	9.1%
出版	32.7%	-32.3%	是	是	6.3%	其他家电II	21.0%	-20.9%	否	是	8.7%
装修装饰II	11.6%	-36.7%	是	是	3.1%	白酒II	9.3%	42.7%	否	是	8.0%
数字媒体	30.5%	-32.4%	是	是	1.5%	汽车零部件II	7.2%	0.7%	否	是	7.9%
渔业	-3.4%	-21.8%	是	是	0.9%	中药II	6.9%	3.6%	否	是	7.7%
影视院线	32.1%	-17.5%	否	是	60.9%	广告营销	9.3%	-17.1%	否	是	7.1%
专业连锁II	19.3%	-9.4%	否	是	55.0%	饮料乳品	-3.0%	6.6%	否	是	6.1%
非白酒	-43.1%	69.5%	否	是	38.0%	家居用品	11.2%	-28.5%	否	是	5.8%
摩托车及其他	-7.1%	-8.3%	否	是	27.9%	电视广播II	37.3%	-32.0%	否	是	5.7%
多元金融	4.0%	-11.7%	否	是	24.8%	通信设备	14.3%	-21.2%	否	是	5.1%
贵金属	5.3%	-2.9%	否	是	24.1%	医疗服务	7.5%	-13.9%	否	是	4.6%
教育	-1.1%	-22.7%	否	是	18.8%	医药商业	5.4%	-0.5%	否	是	4.3%
一般零售	23.7%	-5.8%	否	是	13.8%	服装家纺	59.3%	-23.9%	否	是	3.8%
装修建材	15.4%	-34.2%	否	是	12.8%	农产品加工	15.3%	-16.2%	否	是	3.4%
农业综合II	87.6%	-41.0%	否	是	12.2%	养殖业	6.1%	-15.3%	否	是	2.4%
黑色家电	11.2%	-21.9%	否	是	11.1%	酒店餐饮	-6.3%	-9.7%	否	是	2.4%
消费电子	20.0%	-28.5%	否	是	11.1%	航空机场	-9.4%	10.0%	否	是	1.1%
纺织制造	7.4%	-13.5%	否	是	11.0%	医疗美容	28.0%	-19.6%	否	是	0.5%

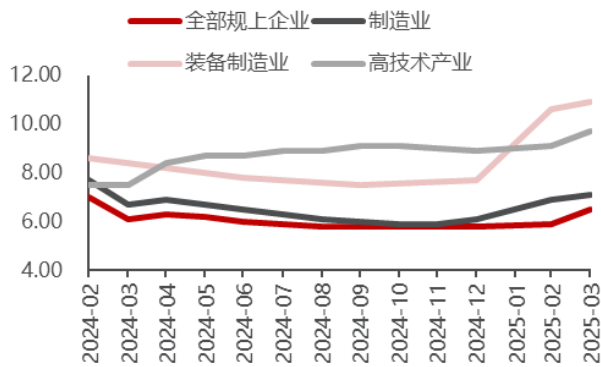
资料来源：wind，民生证券研究院 注：季节性均值计算区间为 2016Q1-2025Q1

图9：自 2024 年工业用电量累计同比持续下行后，2025 年工业用电量当月同比持续在低位徘徊，表现工业整体生产有所放缓（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：工业企业内部结构持续调整，自 2024Q4 以来，制造业工增累计同比高于全部规上企业，装备制造业和高技术制造业增速较高（单位：%）



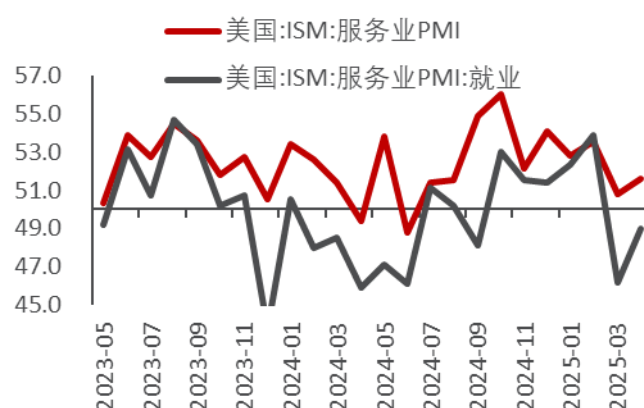
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2025 年 4 月政治局会议内容及实施情况回顾

议题	主要内容
宏观政策方向	
财政政策	加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，兜牢基层“三保”底线，加快解决地方政府拖欠企业账款问题
货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等（5月7日央行已公布相关政策）
经济工作重点	
扩内需与消费	扩围提质实施“两新”政策，设立服务消费与养老再贷款（5月7日已落地），加快清理消费领域限制性措施，大力发展服务消费
产业与科技	加快推动内外贸一体化，加大服务业开放试点政策力度，创新推出债券市场“科技板”（5月7日已落地），培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业
房地产与金融	有力有序推进建制镇和危旧房改造，加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续稳定和活跃资本市场
民生保障	对受关税冲击较大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例，健全分层分类社会救助体系，加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格，巩固脱贫攻坚成果与乡村振兴衔接

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图12：美国 4 月份服务业 PMI 回升，就业分项回升（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

这种“自动巡航”的状态会在何时发生切换？最近的时间点可能也在 7 月。

中国而言，按照惯例，下一次政治局会议一般安排在 7 月，若届时经济出现超预期下行，用于对冲的增量财政政策可适时推出，在其余时间里或通过类似本周的央行+证监会这样多部门的联合新闻发布会稳定经济信心。而对美国而言，政策的纠结基于中国：美联储还需要观察关税对价格究竟是“一次性影响”还是将拉高长期通胀预期，而特朗普政府想要实施的对经济起到拉动作用的“减税+放松监管”的政策，其效果显现仍需要时间，根据贝森特近期在华尔街日报发表的文章——“预计到 2025 年下半年，我们将真正听到引擎的轰鸣”。因此在 5、6 月份，中国资产的稳定性会高于美国。

2 市场风格的转折点

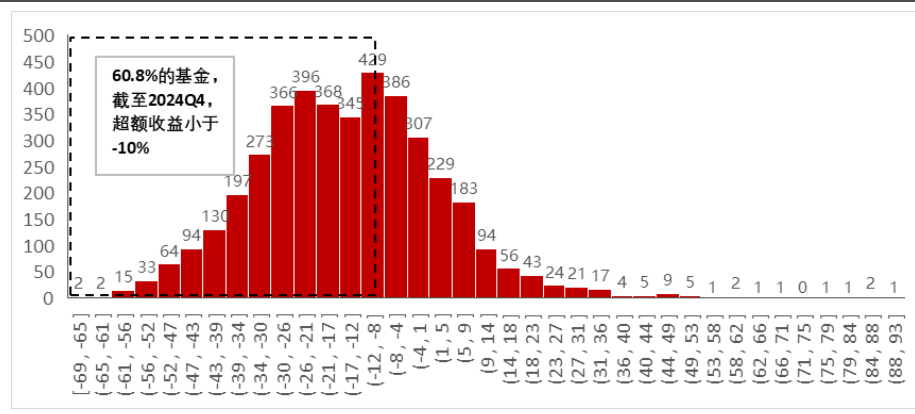
本周证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，这一方案或将进一步加速中国股票市场被动基金规模扩张的趋势。《方案》提出：“对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降”。而我们此前在专题报告《越久越“被动”：ETF 崛起的海外经验与市场影响》中分析过，主动跑赢被动有两类方法：一是高仓位+高集中持仓抓住上涨；二是应对风险时主动降低仓位+相对分散持仓。考虑到高仓位集中持仓且选对方向的难度整体高于在面对风险时主动降低仓位，特别是如果行业轮动速度较快时，如果要战胜ETF，主动基金管理人必须具备很强的仓位择时能力，然而从过去3年来看，这一标准是较难达成的（60.8%的主动权益基金累计3年跑输基准10%），因此对大部分基金管理人而言，为了适应规则的调整，或许第一反应是先选择与基准配平，至少避免跑输，5月9日的市场可能反映了这种调仓的行为。

图13：《推动公募基金高质量发展行动方案》重要内容摘录

议题	主要内容
优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制	
浮动管理费	对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平。在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%
强化业绩比较基准的约束作用	对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位、明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。
稳步降低基金投资者成本	合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。
完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制	
绩效考核机制	基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
督促行业加大薪酬管理力度	强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。严格落实基金公司高管和关键岗位人员绩效薪酬延期支付制度，对于严重违法违规的责任人员薪酬依法予以追索扣回。对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥	
权益类基金发展	制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品。大力发展各类场内指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金。研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。

资料来源：证监会，民生证券研究院

图14：60.8%的主动权益基金累计3年跑输基准10%



资料来源：wind，民生证券研究院

如果假设大部分的主动权益基金管理人选择调仓，使持仓与业绩比较基准尽量持平，那么**金融、稳定风格将是未来一段时间主动权益资金的调仓风向**。我们按照 2024H2 基金半年报披露的全部持仓和 2025Q1 基金一季报披露的重仓数据测算了主动权益基金与基准平配假设下需要增减仓的规模和占流通市值之比，从行业上来看，**非银金融、银行、建筑、交通运输、电力及公用事业、煤炭、建材、石油石化**是在两种数据测算下都需要增配的行业。

图15：假设主动权益基金与其基准平配下，测算主动权益基金需要增减仓的规模及占流通市值之比

行业	需要增减仓规模(亿元):基于2025Q1		需要增减仓规模占流通市值之比:基于2025Q1		需要增减仓规模(亿元):基于2024H2		需要增减仓规模占流通市值之比:基于2024H2	
	全口径	A股口径	全口径	A股口径	全口径	A股口径	全口径	A股口径
非银行金融	2916.7	2406.8	5.22%	4.31%	2873.6	2460.0	5.14%	4.40%
银行	3093.2	2427.9	3.33%	2.61%	2914.7	2435.6	3.13%	2.62%
建筑	415.9	325.1	2.61%	2.04%	404.3	329.5	2.54%	2.07%
交通运输	641.0	461.3	2.24%	1.61%	480.2	346.5	1.68%	1.23%
电力及公用事业	732.9	555.4	2.08%	1.57%	638.5	497.6	1.81%	1.44%
煤炭	296.4	228.0	1.84%	1.42%	234.2	176.8	1.46%	1.10%
建材	96.7	58.8	1.61%	0.98%	37.0	11.9	0.62%	0.20%
石油石化	339.5	261.3	1.18%	0.91%	297.4	234.8	1.03%	0.82%
通信	268.1	99.0	1.64%	0.60%	-94.2	-214.7	-0.58%	-1.31%
计算机	306.6	113.6	0.86%	0.32%	152.0	24.8	0.43%	0.07%
食品饮料	663.8	142.3	1.40%	0.30%	958.1	619.4	2.02%	1.34%
农林牧渔	86.4	10.2	0.94%	0.11%	46.4	-2.4	0.50%	-0.03%
综合金融	0.0	0.0	0.00%	0.00%	-3.4	-3.4	-0.30%	-0.30%
综合	-1.8	-1.8	-0.16%	-0.17%	-2.8	-2.8	-0.25%	-0.25%
钢铁	19.4	-13.3	0.24%	-0.17%	7.3	-13.2	0.09%	-0.17%
房地产	-2.6	-43.3	-0.02%	-0.39%	-51.2	-78.0	-0.46%	-0.70%
有色金属	95.0	-137.5	0.41%	-0.60%	73.0	-56.2	0.32%	-0.25%
商贸零售	-67.9	-82.8	-0.82%	-1.00%	-106.0	-112.5	-1.29%	-1.36%
电力设备及新能源	-4.9	-467.4	-0.01%	-1.06%	-133.2	-429.4	-0.30%	-0.98%
传媒	-119.6	-166.3	-0.88%	-1.23%	-202.0	-228.6	-1.49%	-1.69%
消费者服务	-38.0	-56.6	-0.87%	-1.29%	-72.6	-84.3	-1.65%	-1.92%
基础化工	-388.2	-544.5	-1.07%	-1.51%	-760.4	-840.1	-2.10%	-2.32%
家电	-55.1	-279.2	-0.33%	-1.69%	46.5	-86.2	0.88%	-0.52%
汽车	-224.7	-513.6	-0.74%	-1.69%	-151.3	-311.8	-0.50%	-1.03%
纺织服装	-86.7	-93.1	-1.76%	-1.89%	-165.3	-167.5	-3.36%	-3.40%
医药	-715.8	-1109.3	-1.41%	-2.18%	-929.2	-1152.2	-1.83%	-2.27%
机械	-734.6	-930.7	-1.89%	-2.39%	-833.6	-934.9	-2.14%	-2.40%
国防军工	-342.3	-419.7	-2.03%	-2.49%	-491.6	-534.9	-2.92%	-3.18%
轻工制造	-191.1	-202.3	-2.69%	-2.85%	-312.3	-314.6	-4.40%	-4.43%
电子	-1342.5	-2028.3	-1.99%	-3.01%	-1177.6	-1568.6	-1.75%	-2.33%

资料来源：Wind，民生证券研究院

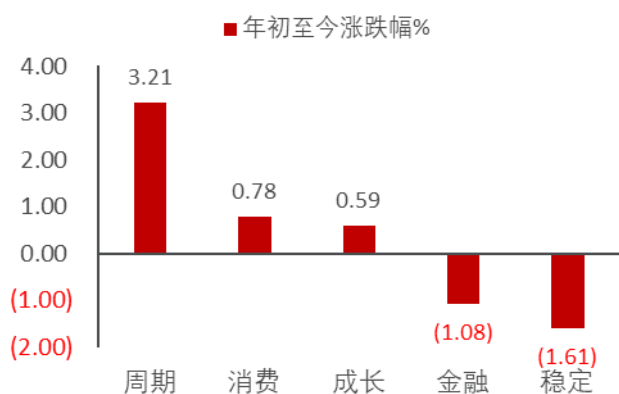
注：“全口径”指全部持仓平配（港股都要换成A股），A股口径为A股内部平配。自由流通市值对应 2025 年 5 月 10 日股价。

3 如何理解“长效机制”下的消费？

3.1 消费表现平平的背后

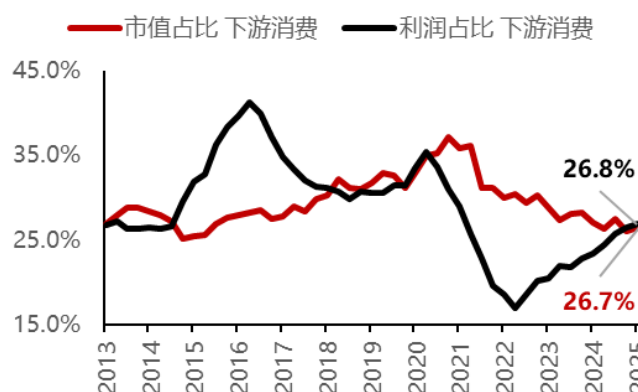
2025 年以来，消费板块行情似乎表现平平（年初至今涨幅 0.78%），从风格的比较而言，好于金融、稳定、成长，但弱于周期。背后的原因可能在于：**消费板块虽然业绩不错且边际改善，但估值处于合理水平，利润占比与市值占比相匹配。**也就是说，当前的消费确实与 2020 年以来，利润占比系统性抬升、同时市值占比远低于利润占比的上游相比，估值抬升的空间不大，因此也难以出现短期内“波澜壮阔”的行情。

图16：年初至今，消费板块涨幅好于成长、金融和稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：消费板块利润占比与市值占比相匹配

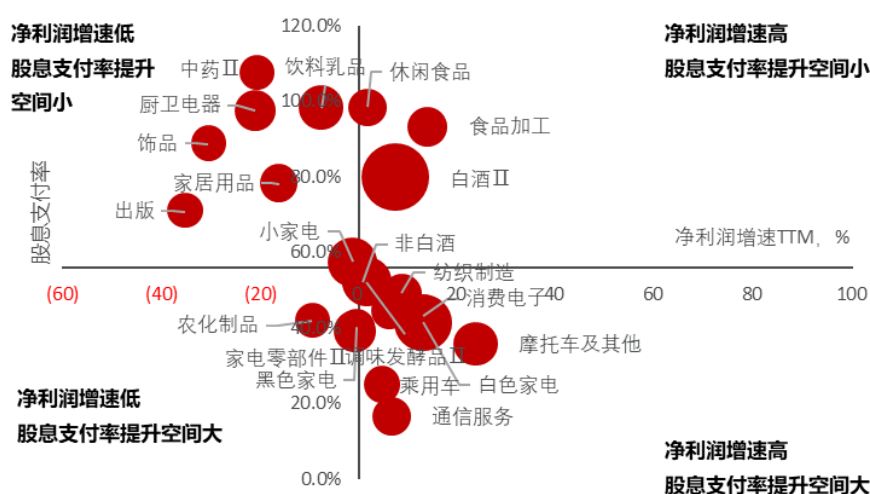


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 消费板块的两大收益来源

当前扩大内需的“长效机制”，真正提供了“长坡厚雪”的基础，重新使一些商业模式稳定的、ROE 高的传统消费类资产开始适用 DCF 折现，投资者在这一类资产上赚的是每年稳定的收益增长、和潜在的分红率提高，在上文中提到的公募基金“均衡配置”浪潮下，这一类与金融、稳定风格相类似的消费资产也会受到青睐，除此之外，短期之内可能还有国补等增量政策的推动。我们将 ROE(TTM)高于 7% 的消费子行业列出，这一类消费子行业可理解为商业模式清晰，能够贡献稳定盈利的行业，在它们之中，我们进一步区分收益来源主要是利润的增长（净利润增速）还是股息支付率的提升，结论是：（1）白色家电、汽车、调味品、通信服务、消费电子、纺织制造和其他酒类既可以赚利润增长的钱，股息支付率的提升空间也较大；（2）休闲食品、食品加工、白酒、小家电可以赚利润增长的收益，股息支付率进一步提升的空间较小；（3）黑色家电、家电零部件和农化制品，回报可能主要来自股息支付率提升的收益。

图18：商业模式稳定的消费类子行业，收益来源：净利润增长 VS 股息支付率提升的比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

另一些新消费在当下赚的是估值提升的钱，无论怎样的宏观环境，消费不会“死去”，只是消费者的需求发生了转变，需要市场去重新挖掘，我们之前用营收跑赢社零的方法去筛选了一批个股，以它们的主营业务来一窥当下流行的商业模式，例如：（1）从商品定位出发：**低单价商品的消费升级，特征是高周转、聚焦下沉市场提升渗透率**，例如零食、饮料（盐津铺子、万辰集团、东鹏饮料），而**高单价带则是消费平替，通过建立品牌效应进行国产替代取得更高市场份额**，典型的例子是黄金珠宝（潮宏基、莱百股份、老铺黄金）；（2）从消费者出发：“**一老一小一Z世代**”的商品和服务，其需求端在自然而然的增长，例如A股中的个护（白亚股份）、教育（学大教育），港股中的**潮玩**（泡泡玛特、名创、布鲁可）；（3）从消费模式出发：**在长效机制的保障下，闲暇消费有望进入快速发展期**，1991年日本年人均工时下降至2000个小时以下，服务消费支出大幅增长，而当前中国年人均工时仍在2170个小时，且在2002年人均工时达到2100个小时时，服务消费支出占消费总支出的比例大幅下降，也许在未来保障劳动者权益的长效机制下，人均工时下降至2000-2100个小时以下时，中国也将迎来服务性消费的需求增长，我们在港股中发现旅游休闲（酒店、旅游观光）的个股，和满足线上化和即时化、受益于消费量的回升的平台型公司也在过去几个季度展现出较强的营收增速。

图19：2023Q2 起营收增速高于同期社零增速的港股消费股上市公司概览

类别	名称	上市日期	市值 (亿港元)	类别	名称	上市日期	市值 (亿港元)
服饰配件	新秀丽	2011-06	279	博彩	永利澳门	2009-10	290
家用电器	美的集团	2024-09	479	教育	新东方-S	2020-11	646
汽车/ 零部件	比亚迪股份	2002-07	4737	酒店	华住集团-S	2020-09	928
	长城汽车	2003-12	353	旅游 观光	同程旅行	2018-11	440
	广汽集团	2010-08	91		携程集团-S	2021-04	3288
	小鹏汽车-W	2021-07	1429		中国中免	2022-08	62
	理想汽车-W	2021-08	1999	多元化/ 线上零售 商	名创优品	2022-07	504
玩具 休闲用品	福耀玻璃	2015-03	354		美团-W	2018-09	9589
	布鲁可	2025-01	316		阿里巴巴-W	2019-11	25813
					京东集团-SW	2020-06	4737

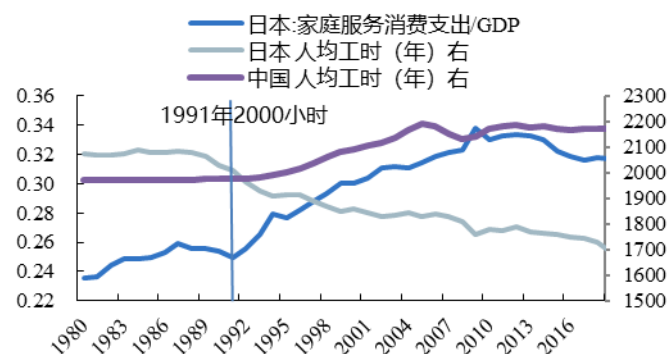
资料来源：wind，民生证券研究院 注：市值对应 2025/3/14 股价

图20：A 股中连续四个季度跑赢社零的个股所在行业及平均营收增速、净利润增速

细分行业	个股数量	代表性个股	2025Q1平均营 收增速 (%)	2025Q1平均净 利润增速 (%)
酒类	8	贵州茅台、五粮液	10.99	10.98
畜牧业	6	牧原股份、温氏股份	37.30	1,253.44
食品	4	海天味业、盐津铺子	28.03	36.68
摩托车及其他Ⅱ	4	千里科技、隆鑫股份	33.43	61.42
白色家电Ⅱ	4	美的集团、海信家电	12.94	25.95
家居	3	匠心家具、嘉逸股份	42.38	37.32
专营连锁	2	莱百股份、潮宏基	30.18	30.85
饮料	2	东鹏饮料、安德利	34.66	54.46
小家电Ⅱ	2	苏泊尔、新宝股份	33.28	24.42
消费电子	2	国光电器、亿道信息	23.57	46.03
农产品加工Ⅱ	2	乖宝宠物	24.91	49.90
种植业	1	万辰集团	25.36	3,344.13
照明电工及其他	1	禾盛新材	124.02	82.72
造纸Ⅱ	1	百亚股份	14.21	27.27
教育	1	学大教育	10.10	47.00
电商及服务Ⅱ	1	若羽臣	22.32	113.88
厨房电器Ⅱ	1	万和电气	30.32	8.01

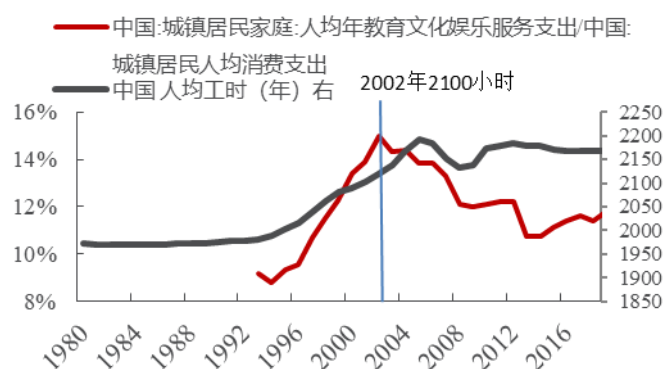
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：日本家庭服务消费支出在人均工时小于 2000 小时，迎来高速增长（单位：小时）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：中国家庭文化娱乐服务支出占消费比重自人均工时突破 2100 小时快速下降（单位：小时）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 变化近在咫尺，也影响深远

外部“对等关税”所带来的冲击对经济的影响在未来会逐渐凸显，而当下市场面对的格局是：经济信心受损，但硬数据稳健，中美政策都处于“相机抉择”的空档期，在市场已经修复接近4月2日水平的情形下，进一步上涨的驱动力在短期之内较为匮乏。

在市场整体的波动率可能会随基本面而放大时，结构上也存在值得注意的深远影响，《推动公募基金高质量发展行动方案》或将推动市场风格向金融、稳定和大盘转换。

我们推荐：第一，受益中国需求构建的消费行业，第一类是受益于稳定商业模式下，股东回报来自净利润和股息支付率增长的**家电、汽车、食品饮料**等，另一类是有望抓住当下消费者需求，进入快速发展期的“新消费”，例如**低单价商品的消费升级**（零食、饮料），**高单价带的消费平替**（化妆品、珠宝），**关注“一老一小一世代”**的商品（个护、乳制品、潮玩），**与闲暇消费发展相关的服务**（旅游休闲、线上零售商、游戏等）；

第二，应对潜在的外部冲击，且适应调仓方向的**低估值金融**（银行、保险）。

第三，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（铜、铝、黄金）、资本品（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）；

5 风险提示

- 1) **国内经济增速不及预期。**如果后续内需增长幅度不足以抵消外需下行，则 GDP 增速将受到拖累。
- 2) **海外经济衰退。**如果海外经济超预期下行，外需将对我国增加值造成更大拖累。
- 3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1: A 股、港股都在刚好接近 4 月 2 日水平之前出现回落, 美股在修复到 4 月 2 日水平时开始止步不前 (单位: 2025.4.2 收盘价=100)	3
图 2: 涨幅靠前的行业平均海外营收占比为 8%, 远低于跌幅靠前行业的平均海外营收占比 (30%)	4
图 3: 越南股市远未回到 4 月 2 日水平 (单位: 2025.4.2 收盘价=100)	4
图 4: 5 月 8 日所公布的英美达成的贸易协议内容	4
图 5: 4 月中国出口金额增速还未受到关税冲击, 对东盟、拉美出口起到最大拉动 (单位: %)	5
图 6: 进入 2025 年 17 周之后, 美国洛杉矶港进口集装箱环比超越季节性回落 (单位: %)	5
图 7: 2025 年 Q1, 国内消费有明显修复, 社零累计增速高于 2024 年全年和 Q1, 社零当月增速自 2024Q4 以来平稳上行 (单位: %)	6
图 8: 38 个消费类细分行业在 2025Q1 营收增速超过 2016 年以来的季节性均值	6
图 9: 自 2024 年工业用电量累计同比持续下行后, 2025 年工业用电量当月同比持续在低位徘徊, 表现工业整体生产有所放缓 (单位: %)	6
图 10: 工业企业内部结构持续调整, 自 2024Q4 以来, 制造业工增累计同比高于全部规上企业, 装备制造业和高技术制造业增速较高 (单位: %)	6
图 11: 2025 年 4 月政治局会议内容及实施情况回顾	7
图 12: 美国 4 月份服务业 PMI 回升, 就业分项回升 (单位: %)	7
图 13: 《推动公募基金高质量发展行动方案》重要内容摘录	8
图 14: 60.8%的主动权益基金累计 3 年跑输基准 10%	8
图 15: 假设主动权益基金与其基准平配下, 测算主动权益基金需要增减仓的规模及占流通市值之比	9
图 16: 年初至今, 消费板块涨幅好于成长、金融和稳定	10
图 17: 消费板块利润占比与市值占比相匹配	10
图 18: 商业模式稳定的消费类子行业, 收益来源: 净利润增长 VS 股息支付率提升的比较	11
图 19: 2023Q2 起营收增速高于同期社零增速的港股消费股上市公司概览	12
图 20: A 股中连续四个季度跑赢社零的个股所在行业及平均营收增速、净利润增速	12
图 21: 日本家庭服务消费支出在人均工时小于 2000 小时候, 迎来高速增长 (单位: 小时)	13
图 22: 中国家庭文化娱乐服务支出占消费比重自人均工时突破 2100 小时候快速下降 (单位: 小时)	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048