

无所谓有，无所谓无

相关研究报告

<<察势者明，趋势者智>>—2025-04-23

<<苟余行之不迷，虽颠沛其何伤？>>—2025-04-14

<<大大大>>—2025-03-30

<<不输为赢>>—2025-03-23

<<行胜于言>>—2025-03-16

<<Make Others Great Again?>>—2025-03-10

<<人问津与人声鼎沸>>—2025-03-03

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

业绩打头阵，红利抗压力，补贴促消费。随着四月底政治局会议的召开和五月初商务部发言正在评估中美经贸对话，业绩进入真空期，政策进入消化期，在对等关税的影响下市场的不确定性并未消除。中美关税能否缓和以及国内财政和货币组合拳何时推出使得投资者在决策方面犹豫不决，以做减法的投资策略为基础，5月资产配置建议如下：业绩打头阵（月初有效性强），红利抗压力（月中数据期），补贴促消费（月末618）。

先业绩（有色+科技）—五月初，后稳定（红利）—五月中，再618（消费）—五月末。

业绩和持仓：25年财报一季报优中选优：上游—有色、中游—设备制造、下游—可选：家电、美容；必选：农业；TMT整体都在改善。**25年基金一季报，模拟预测仓位变化：**近一周医药、美容和传媒加仓最多，近一月银行、食品饮料和农业加仓最多。

预期的反复：

无所谓有：降息是否落地——5月有是利好，无不利空。

1. 择机降准降息+一季度GDP数据较好：影响的只是节奏问题。

24年特别国债和降息：5-6月、3笔，7月降息：7-9月、3笔、9月降息；

24年稳健的货币政策要灵活适度、精准有效：30BP；

25年特别国债：4-5月、3笔；7-8月、3笔；

25年适度宽松的货币政策：≥40BP。

无所谓无：关税是否谈判——有是回撤最多的行业反弹，无对宏观影响最大的时刻未至。

2. 月度经济数据上集中在月中公布，对等关税虽然在四月初发布，但考虑到货物运输时间以及美国人工统计的时滞性，美国方面整体数据影响体现在五月公布在六月，叠加短期内美联储将仍将关税通胀认为是一次性冲击，而更看重的就业数据良好，现阶段政策倒逼的必要性没有那么紧迫（详见报告《察势者明，趋势者智》）。

618和促消费：扩内需从金额和幅度上来看，消费是绝对主力。618是年初首发810亿元消费扩围后承上启下的关键期，上承“能早尽早”，下接双十一，四月底又首发特别国债1210亿元，历年5月31日将是618活动关键时间点。

风险提示：

1. 国内618活动力度不及预期；
2. 海外地缘政治及关税影响进一步恶化；
3. 模型测算可能存在相对误差，不构成实际投资建议。

目录

一、 犹豫不决	4
(一) 业绩和持仓	4
(二) 预期的反复	6
(三) 618 和促消费	7
二、 风险提示	7

图表目录

图表 1： 申万一级行业 2025 年一季报营业收入和净利润情况	4
图表 2： 2025 年公募基金一季报及最新测算情况.....	5
图表 3： 2024 年特别国债发行和基准利率变动.....	6
图表 4： 2025 年特别国债发行计划	6
图表 5： 2025 年两重及两新方案	7

一、犹豫不决

随着四月底政治局会议的召开和五月初商务部发言正在评估中美经贸对话，业绩进入真空期，政策进入消化期，在对等关税的影响下市场的不确定性并未消除。中美关税能否缓和以及国内财政和货币组合拳何时推出使得投资者在决策方面犹豫不决，以做减法的投资策略为基础，5月资产配置建议如下：业绩打头阵（月初有效性强），红利抗压力（月中数据期），补贴促消费（月末618）。

先业绩（有色+科技）—五月初，后稳定（红利）—五月中，再618（消费）—五月末。

（一）业绩和持仓

25年财报一季报优中选优：上游—有色、中游—设备制造、下游—可选：家电、美容；必选：农业；TMT整体都在改善。

图表1：申万一级行业 2025 年一季报营业收入和净利润情况

申万一级行业		净利润TTM同比						营收TTM同比						净利润累计同比						营收累计同比									
		24Q2	24Q3	24Q4	24Q4	25Q1	环比	趋势	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4	25Q1	环比	趋势	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4	25Q1	环比	趋势	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4	25Q1	环比	趋势
原材料	煤炭	-24%	-19%	-13%	16%	2%	-13%	-9%	15%	17%	-1%	-24%	-20%	-18%	30%	-12%	-10%	-8%	15%	18%	-13%	-18%	-13%	-18%	-13%	-18%	-13%	-18%	-13%
	石油石化	15%	3%	-1%	6%	-6%	0%	-3%	13%	16%	-3%	12%	1%	-1%	-8%	-8%	3%	-2%	13%	16%	-3%	12%	1%	-1%	-8%	-8%	3%	-2%	
	基础化工	-18%	-10%	-1%	7%	9%	2%	3%	1%	1%	2%	-2%	-1%	-1%	7%	18%	5%	5%	1%	1%	3%	3%	5%	1%	1%	3%	3%	5%	
	钢铁	299%	-75%	-122%	107%	14%	-4%	-7%	19%	11%	-1%	-47%	-104%	-122%	119%	441%	-7%	-9%	1%	1%	10%	-1%	-7%	-9%	1%	1%	10%	-1%	
	有色金属	-15%	-6%	0%	18%	18%	3%	1%	1%	1%	2%	-2%	0%	0%	3%	53%	4%	2%	1%	1%	3%	3%	4%	2%	1%	1%	3%	3%	4%
制造	电力设备	-28%	-56%	-62%	60%	2%	28%	-3%	18%	19%	-1%	-48%	-55%	-62%	14%	48%	11%	-10%	1%	1%	11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	机械设备	24%	4%	-5%	3%	3%	18%	8%	1%	1%	0%	15%	0%	-5%	28%	33%	14%	6%	1%	1%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
	国防军工	8%	-25%	-35%	-36%	-1%	19%	2%	12%	15%	-3%	-9%	-27%	-35%	-6%	29%	4%	-6%	1%	1%	10%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
消费	汽车	39%	21%	11%	10%	-1%	6%	6%	1%	1%	-1%	19%	7%	1%	1%	0%	3%	3%	1%	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	家用电器	11%	9%	10%	13%	4%	8%	7%	1%	1%	2%	8%	6%	10%	27%	17%	7%	6%	1%	1%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	轻工制造	34%	16%	-32%	-42%	-10%	0%	0%	2%	0%	-1%	17%	-2%	-32%	-19%	13%	3%	2%	2%	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	纺织服装	84%	43%	-33%	-36%	-3%	9%	3%	-3%	18%	-5%	1%	-6%	-33%	-5%	28%	4%	-1%	1%	1%	-11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	社会服务	386%	1199%	-11%	12%	-1%	34%	46%	32%	40%	3%	111%	46%	-1%	1%	46%	16%	44%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	美容护理	74%	-11%	-20%	30%	-10%	20%	7%	1%	1%	-3%	22%	-17%	-20%	18%	2%	18%	5%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	商贸零售	408%	426%	14%	39%	25%	-7%	-5%	15%	17%	-2%	-18%	6%	14%	13%	-27%	-10%	-5%	1%	1%	-4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	农林牧渔	-26%	751%	79%	1543%	750%	-1%	-5%	14%	12%	2%	168%	418%	79%	10%	-83%	-3%	-6%	1%	1%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	食品饮料	17%	12%	6%	1%	-5%	5%	4%	1%	1%	-1%	14%	11%	6%	1%	-5%	4%	5%	1%	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	医药生物	-12%	-10%	-12%	-14%	-3%	7%	-1%	-2%	-4%	-3%	-5%	-6%	-12%	-10%	2%	4%	-2%	-2%	1%	-6%	-5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
金融地产	银行	0%	1%	2%	2%	0%	-3%	-1%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	-1%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	-2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	非银金融	-3%	38%	5%	70%	16%	-15%	-5%	-1%	1%	9%	7%	47%	1%	19%	-35%	-16%	-3%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	建筑材料	-45%	-47%	-50%	-38%	13%	-5%	-8%	14%	11%	3%	-66%	-53%	-50%	27%	349%	-13%	-12%	1%	1%	11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	建筑装饰	0%	-3%	-1%	-15%	-1%	2%	-2%	14%	16%	-2%	-9%	-11%	-1%	8%	6%	-3%	-5%	1%	1%	-2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
TMT	房地产	-29%	-70%	-98%	595%	312%	-15%	-18%	-24%	-24%	0%	-120%	-127%	-108%	274%	634%	-23%	-26%	1%	1%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	电子	76%	34%	31%	24%	-7%	32%	17%	1%	1%	-3%	78%	29%	31%	17%	7%	35%	15%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	计算机	-32%	-25%	-44%	-24%	20%	13%	7%	1%	1%	1%	-44%	-29%	-44%	472%	516%	12%	6%	1%	1%	10%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	传媒	48%	23%	-49%	-33%	15%	-2%	2%	0%	1%	1%	-36%	-34%	-49%	18%	87%	-2%	1%	1%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
支持服务	通信	7%	7%	7%	7%	-1%	7%	4%	1%	1%	-1%	9%	9%	7%	7%	0%	5%	4%	1%	2%	-2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	环保	7%	16%	-2%	-6%	-3%	5%	8%	1%	1%	1%	16%	15%	-2%	9%	11%	8%	11%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	交通运输	45%	14%	9%	5%	-4%	-3%	-7%	-3%	-3%	0%	9%	5%	9%	3%	-6%	-2%	-5%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	公用事业	52%	22%	8%	3%	-5%	3%	2%	-1%	-2%	-1%	18%	9%	8%	7%	-1%	-2%	0%	1%	1%	-3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

25 年基金一季报，模拟预测仓位变化：近一周医药、美容和传媒加仓最多，近一月银行、食品饮料和农业加仓最多。

图表2：2025 年公募基金一季报及最新测算情况

申万一级	2025Q1仓位	4. 11	4. 18	4. 25	5. 02	5. 02-01	趋势
银行	3. 76%	4. 27%	4. 59%	4. 41%	4. 23%	0. 47%	
食品饮料	8. 83%	8. 97%	9. 79%	9. 37%	9. 27%	0. 44%	
农林牧渔	1. 19%	1. 82%	1. 66%	1. 59%	1. 55%	0. 36%	
公用事业	0. 97%	1. 26%	1. 20%	1. 25%	1. 17%	0. 20%	
医药生物	10. 57%	10. 44%	10. 64%	10. 64%	10. 76%	0. 19%	
交通运输	1. 66%	1. 93%	1. 91%	1. 86%	1. 79%	0. 13%	
商贸零售	0. 67%	0. 51%	0. 86%	0. 84%	0. 79%	0. 12%	
美容护理	0. 26%	0. 23%	0. 30%	0. 32%	0. 35%	0. 09%	
房地产	0. 87%	0. 59%	1. 49%	1. 24%	0. 93%	0. 06%	
石油石化	0. 40%	0. 48%	0. 43%	0. 44%	0. 44%	0. 04%	
建筑装饰	0. 54%	0. 53%	0. 59%	0. 58%	0. 56%	0. 02%	
纺织服饰	0. 40%	0. 47%	0. 42%	0. 42%	0. 42%	0. 02%	
轻工制造	0. 81%	0. 87%	0. 80%	0. 82%	0. 82%	0. 01%	
传媒	1. 37%	0. 95%	1. 29%	1. 21%	1. 38%	0. 01%	
基础化工	2. 98%	2. 91%	2. 95%	2. 99%	2. 98%	0. 00%	
环保	0. 42%	0. 45%	0. 42%	0. 42%	0. 42%	0. 00%	
综合	0. 10%	0. 07%	0. 11%	0. 11%	0. 09%	0. 00%	
国防军工	3. 18%	3. 58%	3. 21%	3. 18%	3. 17%	-0. 01%	
建筑材料	0. 63%	0. 66%	0. 74%	0. 70%	0. 61%	-0. 01%	
煤炭	0. 47%	0. 68%	0. 52%	0. 49%	0. 45%	-0. 01%	
钢铁	0. 61%	0. 53%	0. 59%	0. 60%	0. 59%	-0. 02%	
社会服务	0. 51%	0. 62%	0. 60%	0. 55%	0. 47%	-0. 04%	
汽车	7. 81%	6. 65%	7. 47%	7. 72%	7. 75%	-0. 05%	
通信	2. 93%	4. 13%	2. 79%	2. 80%	2. 83%	-0. 11%	
有色金属	4. 50%	3. 94%	4. 41%	4. 43%	4. 37%	-0. 12%	
家用电器	5. 19%	5. 20%	4. 84%	4. 94%	5. 05%	-0. 14%	
机械设备	4. 49%	4. 07%	4. 11%	4. 21%	4. 33%	-0. 16%	
电子	18. 75%	17. 81%	18. 45%	18. 40%	18. 59%	-0. 16%	
计算机	3. 14%	3. 28%	2. 64%	2. 61%	2. 96%	-0. 18%	
非银金融	1. 09%	0. 14%	1. 00%	1. 01%	0. 86%	-0. 23%	
电力设备	10. 91%	11. 79%	9. 91%	10. 06%	9. 99%	-0. 92%	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 预期的反复

无所谓有：降息是否落地——5月有是利好，无不利空。

- 择机降准降息+一季度 GDP 数据较好：影响的只是节奏问题。
24 年特别国债和降息：5-6 月、3 笔，7 月降息；7-9 月、3 笔、9 月降息；
24 年稳健的货币政策要灵活适度、精准有效：30BP；
25 年特别国债：4-5 月、3 笔；7-8 月、3 笔；
25 年适度宽松的货币政策：≥40BP。

图表3：2024 年特别国债发行和基准利率变动

	LPR (5年)	OMO	2024年超长期特别国债
2024/1/2	4.20%	1.80%	
2024/2/20	3.95%		
2024/5/17			400亿元
2024/5/24			400亿元
2024/6/14			350亿元
2024/7/22	3.85%	1.70%	
2024/7/24			550亿元
2024/8/14			450亿元
2024/9/24			600亿元
2024/9/29		1.50%	
2024/10/21	3.60%		

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表4：2025 年特别国债发行计划

2025年超长期特别国债发行安排			
月份	期限（年）	招标日期	首发
4月	20	4月24日	500
	30	4月24日	710
5月	50	5月23日	首发
7月	30	7月14日	首发
	20	7月24日	首发
8月	30	8月22日	首发

资料来源：财政部，太平洋证券整理

无所谓无：关税是否谈判——有是回撤最多的行业反弹，无对宏观影响最大的时刻未至。

- 月度经济数据上集中在月中公布，对等关税虽然在四月初发布，但考虑到货物运输时间以及美国人工统计的时滞性，美国方面整体数据影响体现在五月公布在六月，叠加短期内美联储将仍将关税通胀认为是一次性冲击，而更看重的就业数据良好，现阶段政策倒逼的必要性没有那么紧迫（详见报告《察势者明，趋势者智》）。

(三) 618 和促消费

扩内需从金额和幅度上来看，消费是绝对主力。618 是年初首发 810 亿元消费扩围后承上启下的关键期，上承“能早尽早”，下接双十一，四月底又首发特别国债 1210 亿元，历年 5 月 31 日将是 618 活动关键时间点。

图表5：2025 年两重及两新方案

2025年两重及两新方案		
类型	新增	同比
两重	1000亿元	14%
两新（设备）	500亿元	33%
两新（消费）	1500亿元	200%

资料来源：发改委，太平洋证券整理

二、 风险提示

1. 国内 618 活动力度不及预期；
2. 海外地缘政治及关税影响进一步恶化；
3. 模型测算可能存在相对误差，不构成实际投资建议。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。