



五月配置视点：黄金见顶了吗？

2025 年 05 月 05 日

► 黄金见顶了吗？

美国经济在关税政策影响下一季度增速转负，结构上韧性减弱，市场对于美国经济衰退的预期上升；美国就业市场温和降温，对黄金有正面影响但较弱；美国财政方面近期虽然增速有所放缓，但是主要由国防支出减少导致，非国防消费支出和投资依旧维持增长，财政长期扩张趋势未完全扭转，依旧支撑黄金表现；技术层面黄金过去积累对应的上涨空间已基本兑现，未来价格继续上行需要进一步积累或者有新增量资金入场，短期或较为疲软。综合来说，黄金短期或阶段性休整，但是长期上涨逻辑不变（或由单一财政逻辑转向叠加经济衰退的逻辑）。

► 大类资产量化观点

1. **权益：Q1 财报景气度回升，五月积极应对。**景气度 4 月整体走平，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有所回升；上市公司 2024 年年报以及 2025 年一季报反映了积极变化。信用或继续稳步扩张，政府债券仍占主导；从结构来看，高增主要来源于去年同期的低基数，政府债券继续支撑社融增长。4 月市场如我们预期先下后上，目前市场遇强支撑，5 月静待成交放量。
2. **利率：5 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 1.53%。**经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子继续回落，短期利率因子下行，综合来看 5 月 10Y 国债利率或继续下行。
3. **黄金：各因素继续看涨，不宜轻易止盈。**从胜率因素看，各因素共同推动黄金上涨；财政因子上行速率趋缓来自国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。
4. **地产：行业压力有所反弹。**房地产行业压力指数 0.500，近三月行业压力有所反弹。供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升，而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。
5. **海外：印度外资流出暂缓，市场阶段性反弹。**外资小幅流入下，NIFTY 50 指数 4 月上涨 3.46%。印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限。

► 二元风格量化观点

1. **大势研判综合观点：成长性加剧分化，提升稀缺性价值。**实际增速资产优势差开始回升，预期增速资产优势差继续回升，ROE 优势差边际继续下行但拥挤度较低，高股息类资产拥挤度继续升高。当下 Δg 和 Δg_f 都有扩张，成长性的稀缺度抬升，5 月若风险偏好提升，整体推荐成长风格。
2. **风格补充观察：小盘机构关注度加速回升。**美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点；4 月小盘相较于大盘关注度加速回升；从市值因子拥挤度来看，4 月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位；从季节效应来看，2010 年以来 5 月份小盘相较于大盘显著占优。

► 行业配置量化观点

1. **胜率赔率策略，**推荐当下高胜率高赔率的行业：电力设备及新能源、计算机、有色金属、机械、电子、钢铁。2024 年以来绝对收益 12.05%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 3.57%。
2. **出清反转策略，**推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，本期推荐有色金属。

► **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化大势研判 202505：成长性分化加剧，提升稀缺性价值-2025/05/03
2. 量化分析报告：2025 年 4 月社融预测：14704 亿元-2025/05/01
3. 量化周报：工业景气度边际有所回升-2025/04/27
4. 基金分析报告：基金季报 2025Q1：港股仓位创历史新高-2025/04/23
5. 量化周报：成功二次测试，可以逢低加仓-2025/04/20

目录

1 黄金见顶了吗？	3
1.1 美国经济增速角度	4
1.2 美国就业表现角度	6
1.3 美国财政支出角度	7
1.4 黄金技术分析角度	8
1.5 总结	9
2 大类资产量化观点	10
2.1 权益：Q1 财报景气度回升，五月积极应对	11
2.2 利率：5 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 1.53%	15
2.3 黄金：各因素继续看涨，不宜轻易止盈	17
2.4 地产：行业压力有所反弹	20
2.5 海外：印度外资流出暂缓，市场阶段性反弹	22
3 二元风格量化观点	24
3.1 风格综合观点：成长性加剧分化，提升稀缺性价值	24
3.2 风格补充观察：小盘机构关注度加速回升	26
4 行业配置量化观点	29
4.1 行业推荐：胜率与赔率	29
4.2 行业推荐：出清反转策略	31
5 风险提示	33
插图目录	34
表格目录	35

1 黄金见顶了吗？

黄金价格自 2025 年 4 月 22 日起开始调整，截至 2025 年 5 月 2 日收盘，伦敦金现价格相较 4 月 22 日收盘累计回撤 5.35%。黄金价格自 2024 年初开始上涨趋势显著，伦敦金现价格相较 2024 年初累计涨幅达 2 倍多，近期黄金价格出现的回调是意味着黄金已经见顶还是只是短期调整？下面我们尝试从各个维度进行解析。

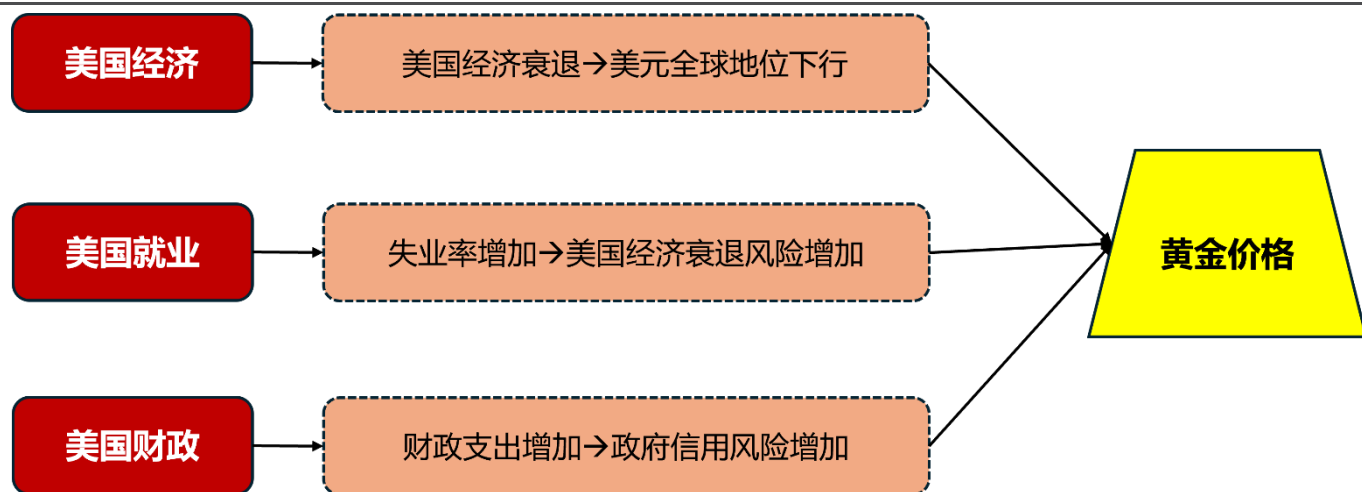
图1：伦敦金现价格（单位：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

黄金的本质是“高级别的保底信用”，其走势对标美元信用。美元信用取决于美国经济的强弱与美国信用扩张的强弱。我们尝试从美国经济、就业、财政、技术等角度，进行黄金未来表现研判。

图2：宏观指标与黄金价格逻辑推导

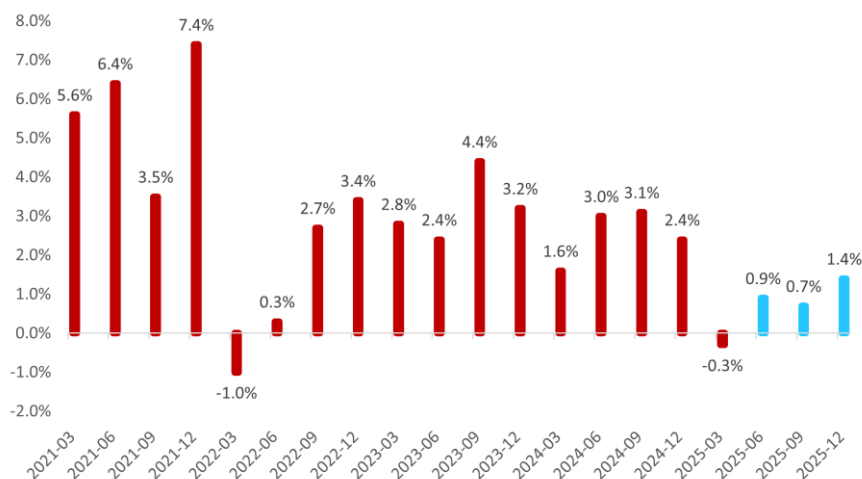


资料来源：民生证券研究院绘制

1.1 美国经济增速角度

2025 年 Q1 美国实际 GDP 季调环比折年率为-0.3%，低于市场一致预期 0.5%。相较于 2024 年 Q4 增速的 2.4%，2025 年 Q1 增速有着明显下行，这是 2022 年 Q1 以来首次出现单季度负增。

图3：美国 GDP 季调环比折年率



资料来源：BEA，民生证券研究院

从结构来看，实际 GDP 的负增主要来自于进口的增加以及政府支出的减少。分项贡献来看，消费贡献较前期有回落，私人部门消费贡献为 1.21% (前值 2.70%)；投资是 Q1 增长的主要贡献项，私人部门投资贡献为 3.60% (前值-1.03%)；净出口中出口的增加是 GDP 负增的最主要原因，进口贡献为-5.03% (前值 0.27%)，出口贡献为 0.19% (前值-0.01%)；政府部门支出也有回落，政府部门投资和消费贡献为-0.25% (前值 0.52%)。

图4：美国实际 GDP 环比增速折年率分项贡献



资料来源：BEA，民生证券研究院

细分来看，消费的回落主要来自于商品消费的回落。商品消费中，耐用品消费回落明显，特别是机动车零部件和娱乐设备；服务消费小幅回落主要是非盈利机构最终消费支出的回落。**私人部门投资高增一方面来自设备投资的走高，一方面则来自存货的高增。**设备投资拉动 Q1 实际 GDP 季调环比折年增速约 1.06%，存货变动拉动约 2.25%，二者较 Q4 贡献均有明显提高。**Q1 进口或由关税导致的“抢进口”而大幅高增。**商品进口大幅增加，对 Q1 实际 GDP 季调环比折年增速影响达 -5.03%，是 Q1GDP 实际增速的最主要拖累项。**政府支出的回落主要来自于联邦政府国防支出的明显回落。**

图5：美国 GDP 实际增速分项贡献 (%)

	2022年	2023年	2024年	2022年				2023年				2024年				2025年
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
GDP	2.5	2.9	2.8	-1.0	0.3	2.7	3.4	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.3	-0.3
私人部门消费	2.06	1.72	1.87	0.64	1.71	1.02	0.81	3.27	0.65	1.72	2.33	1.30	1.90	2.48	2.70	1.21
商品	-0.14	0.42	0.52	-0.41	-0.37	-0.54	-0.15	1.59	-0.08	0.76	0.73	-0.25	0.63	1.18	1.30	0.11
耐用品	-0.16	0.31	0.24	0.01	-0.18	-0.15	-0.16	1.24	-0.03	0.32	0.22	-0.13	0.40	0.54	0.87	-0.26
机动车零部件	-0.20	0.08	-0.03	0.08	-0.13	-0.16	-0.05	0.75	-0.19	-0.16	-0.15	-0.20	0.16	0.22	0.46	-0.30
家具及耐用家用设备	-0.07	0.03	0.07	-0.11	-0.01	-0.04	0.01	0.10	-0.03	0.09	0.07	0.00	0.13	0.15	0.09	0.03
娱乐设备	0.06	0.18	0.15	0.07	-0.11	0.06	-0.03	0.33	0.21	0.34	0.21	-0.04	0.11	0.16	0.30	0.06
其他耐用品	0.04	0.01	0.05	-0.03	0.07	-0.01	-0.09	0.05	-0.01	0.05	0.09	0.10	0.00	0.02	0.03	-0.04
非耐用品	0.02	0.12	0.28	-0.42	-0.19	-0.38	0.01	0.36	-0.05	0.44	0.51	-0.12	0.23	0.63	0.42	0.37
食品饮料	-0.11	-0.08	0.07	-0.17	-0.28	-0.27	-0.07	-0.10	-0.04	0.09	0.08	-0.01	0.11	0.14	0.09	0.13
服装及鞋类	-0.01	0.02	0.03	-0.17	0.12	-0.05	0.00	0.09	-0.11	0.09	0.07	0.05	-0.06	0.03	0.09	0.12
汽油及其他能源商品	0.02	0.02	-0.01	-0.10	-0.12	-0.06	0.01	0.13	0.02	-0.07	0.05	-0.14	0.11	0.05	-0.03	0.06
其他非耐用品	0.13	0.16	0.18	0.02	0.10	-0.01	0.06	0.25	0.08	0.32	0.32	-0.02	0.07	0.41	0.28	0.07
服务	2.20	1.30	1.35	1.05	2.09	1.55	0.96	1.67	0.73	0.96	1.60	1.55	1.27	1.31	1.41	1.10
家庭服务消费	2.03	1.41	1.21	0.69	1.79	1.48	1.17	2.00	0.81	0.95	1.63	1.27	0.94	1.14	1.43	1.41
住房和水电费	0.34	0.06	0.12	0.67	0.33	-0.05	0.30	-0.22	0.06	0.25	-0.03	0.09	0.23	0.10	0.13	0.41
医疗保健	0.46	0.66	0.61	0.05	0.14	0.61	0.79	1.04	0.31	0.35	0.85	0.76	0.35	0.79	0.53	0.46
运输服务	0.20	0.01	0.08	-0.05	-0.01	-0.01	-0.02	0.02	0.05	0.00	0.11	0.01	0.31	-0.10	0.08	0.12
娱乐服务	0.28	0.10	0.04	0.04	0.23	0.05	0.14	0.16	-0.01	0.08	0.02	0.07	0.05	0.01	0.12	0.12
食品和住宿服务	0.42	0.19	0.06	-0.06	0.98	0.20	-0.04	0.31	-0.11	0.28	0.27	-0.12	-0.01	0.07	0.14	-0.11
金融服务和保险	-0.01	0.20	0.14	-0.22	-0.11	0.18	0.11	0.29	0.46	0.07	-0.01	0.31	-0.04	0.21	0.16	0.10
其他服务	0.35	0.19	0.15	0.26	0.23	0.50	-0.10	0.41	0.04	-0.06	0.42	0.16	0.05	0.07	0.28	0.31
非营利机构最终消费支出	0.18	-0.11	0.15	0.37	0.30	0.08	-0.21	-0.33	-0.08	0.01	-0.03	0.28	0.33	0.17	-0.03	-0.31
私人部门投资	1.07	0.02	0.73	1.34	-1.67	-1.05	1.08	-1.63	1.42	1.80	0.16	0.64	1.47	0.16	-1.03	3.60
固定资产投资	0.48	0.43	0.67	1.44	0.35	-0.33	-0.36	0.53	1.48	0.45	0.62	1.14	0.42	0.38	-0.20	1.34
非住宅	0.90	0.81	0.50	1.66	0.94	1.01	0.76	0.71	1.30	0.16	0.52	0.61	0.53	0.55	-0.41	1.29
建筑	0.10	0.32	0.10	0.28	0.24	0.26	0.28	0.43	0.49	0.06	0.20	0.20	0.01	-0.16	0.09	0.01
设备	0.22	0.18	0.18	0.75	0.05	0.33	0.05	0.04	0.61	-0.05	0.04	0.02	0.49	0.54	-0.47	1.06
知识产权	0.58	0.31	0.22	0.63	0.65	0.42	0.42	0.24	0.21	0.15	0.28	0.40	0.04	0.17	-0.03	0.22
住宅	-0.42	-0.37	0.17	-0.22	-0.59	-1.34	-1.12	-0.18	0.17	0.30	0.10	0.53	-0.11	-0.18	0.22	0.05
存货变动	0.59	-0.41	0.06	-0.10	-2.01	-0.72	1.44	-2.16	-0.06	1.34	-0.47	-0.49	1.05	-0.22	-0.84	2.25
净出口	-0.42	0.49	-0.39	-2.40	0.50	2.50	0.56	0.33	-0.11	-0.10	0.09	-0.61	-0.90	-0.43	0.26	-4.83
出口	0.82	0.31	0.35	-0.51	1.40	1.63	-0.12	0.23	-0.54	0.53	0.66	0.21	0.12	1.01	-0.01	0.19
商品出口	0.45	0.17	0.16	-0.74	0.84	1.53	-0.43	0.39	-0.86	0.53	0.37	-0.02	0.07	0.70	-0.33	0.22
服务出口	0.38	0.14	0.20	0.23	0.56	0.09	0.31	-0.17	0.31	0.00	0.29	0.23	0.05	0.31	0.32	-0.03
进口	-1.24	0.17	-0.74	-1.90	-0.90	0.87	0.68	0.10	0.44	-0.63	-0.57	-0.82	-1.01	-1.44	0.27	-5.03
商品进口	-0.81	0.22	-0.54	-1.60	-0.40	1.08	0.48	-0.04	0.57	-0.56	-0.19	-0.69	-0.90	-1.14	0.57	-4.79
服务进口	-0.43	-0.05	-0.20	-0.29	-0.50	-0.21	0.21	0.14	-0.13	-0.07	-0.38	-0.13	-0.12	-0.29	-0.30	-0.24
政府	-0.20	0.66	0.57	-0.60	-0.27	0.26	0.90	0.84	0.48	0.94	0.61	0.30	0.52	0.86	0.52	-0.25
联邦政府	-0.22	0.19	0.16	-0.58	-0.22	-0.04	0.54	0.28	-0.08	0.33	-0.02	-0.02	0.27	0.55	0.25	-0.33
国防	-0.15	0.12	0.11	-0.43	0.07	-0.11	0.26	0.17	0.03	0.24	-0.05	-0.09	0.23	0.48	0.18	-0.31
非国防	-0.07	0.07	0.05	-0.15	-0.29	0.07	0.28	0.11	-0.11	0.09	0.02	0.07	0.04	0.07	0.08	-0.03
州和地方政府	0.02	0.47	0.41	-0.01	-0.05	0.29	0.36	0.56	0.56	0.62	0.63	0.32	0.25	0.31	0.27	0.08

资料来源：BEA，民生证券研究院，注：粉色表示相较前季度贡献显著增大，蓝色表示相较上季度贡献显著减小

图6：美国 GDP 实际增速结构 (%)

	2022年	2023年	2024年	2022年				2023年				2024年				2025年
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
GDP整体	2.5	2.9	2.8	-1.0	0.3	2.7	3.4	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.3
私人部门消费	3.0	2.5	2.8	1.0	2.6	1.5	1.2	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.7	4.0	1.8
商品	-0.6	1.9	2.4	-1.7	-1.5	-2.3	-0.7	7.4	-0.3	3.5	3.4	-1.2	3.0	5.6	6.2	0.5
耐用品	-1.9	3.9	3.3	0.1	-2.2	-1.9	-2.0	17.1	-0.3	4.2	2.9	-1.8	5.5	7.6	12.4	-3.4
非耐用品	0.1	0.8	1.9	-2.7	-1.2	-2.5	0.1	2.5	-0.4	3.1	3.6	-0.8	1.7	4.6	3.1	2.7
服务	5.0	2.9	2.9	2.4	4.7	3.5	2.2	3.8	1.6	2.1	3.5	3.4	2.7	2.8	3.0	2.4
私人部门投资	6.0	0.1	4.0	7.4	-8.5	-5.7	5.8	-8.9	8.0	10.1	0.7	3.6	8.3	0.8	-5.6	21.9
固定资产投资	2.7	2.4	3.8	8.5	2.0	-1.8	-1.9	3.1	8.6	2.6	3.5	6.5	2.3	2.1	-1.1	7.8
非住宅	7.0	6.0	3.7	13.6	7.3	7.7	5.7	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	4.0	-3.0	9.8
住宅	-8.6	-8.3	4.2	-4.5	-11.6	-25.2	-22.8	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-4.3	5.5	1.3
存货变动																
净出口	7.5	2.8	3.2	-4.6	12.7	14.5	-1.1	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	9.6	-0.2	1.8
出口	5.9	2.3	2.2	-9.4	10.9	20.3	-5.4	5.3	-10.9	7.5	5.3	-0.2	0.9	10.3	-4.6	3.2
商品出口	11.1	3.8	5.3	6.9	16.8	2.6	8.7	-4.5	8.8	0.0	8.0	6.1	1.2	8.4	8.5	-0.7
服务出口	8.6	-1.2	5.4	13.4	5.9	-5.4	-4.5	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	10.7	-1.9	41.3
进口	6.7	-1.8	4.9	13.6	3.1	-8.2	-4.0	0.1	-5.0	5.1	1.8	6.5	8.4	10.7	-4.9	50.9
商品进口	17.8	1.6	7.5	12.4	20.4	8.1	-6.9	-4.8	5.0	2.6	14.8	4.8	4.3	11.0	10.9	8.6
服务进口																
政府部门消费和投资	-1.1	3.9	3.4	-3.4	-1.5	1.6	5.4	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	5.1	3.1	-1.4
联邦政府	-3.2	2.9	2.5	-8.5	-3.3	-0.4	9.0	4.6	-1.1	5.3	-0.3	-0.4	4.3	8.9	4.0	-5.1
国防	-3.9	3.2	3.0	-11.2	2.0	-2.9	7.6	4.9	0.8	6.7	-1.3	-2.5	6.4	13.9	4.8	-8.0
非国防	-2.3	2.5	1.8	-5.0	-9.7	2.9	10.8	4.3	-3.5	3.4	0.9	2.6	1.5	2.6	2.9	-1.0
州和地方政府	0.2	4.4	3.9	-0.1	-0.4	2.7	3.4	5.3	5.4	5.9	6.1	3.1	2.3	2.9	2.5	0.8

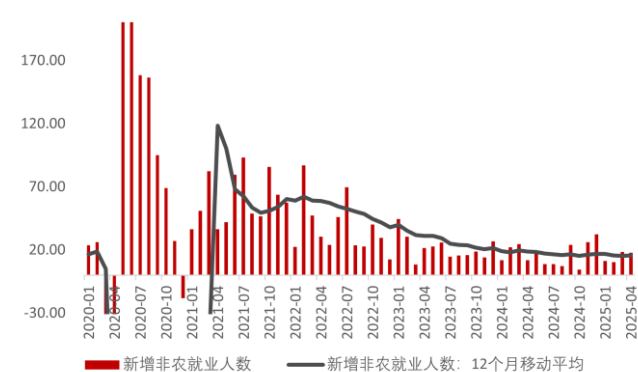
资料来源：BEA，民生证券研究院

美国经济增速是金价驱动核心因素之一，从一季度 GDP 结构来看，美国经济韧性有所减弱。美国经济的衰退会带来美元全球地位的下降，对黄金而言是利好因素。从一季度经济结构来看，过去长期支撑美国经济增长的消费部分回落明显，私人部门投资虽有增长但是主要来自于存货项的贡献，这一结构或意味这美国经济韧性的减弱。彭博一致预期显示，市场对于美国接下来三个季度经济增速的预测分别 0.9%、0.7%、1.4%，衰退预期增加。

1.2 美国就业表现角度

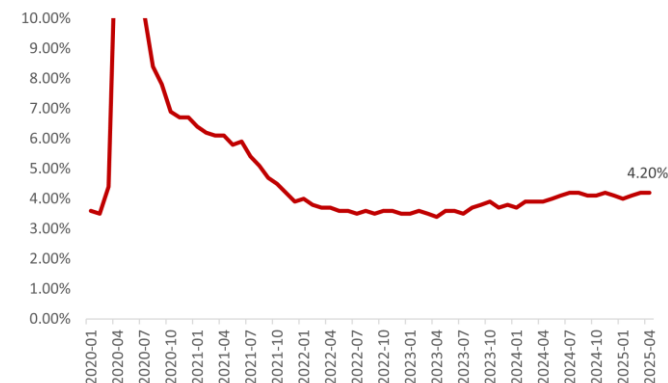
从非农数据来看，美国就业市场有一定放缓。2025 年 4 月美国新增非农就业为 17.7 万人，较 3 月 (18.5 万人) 略有下行。**从失业率来看，目前美国就业市场仍维持相对稳定。**2025 年 1 月-4 月美国平均失业率为 4.13%，虽较 2023 年有所抬升，但是目前相对稳定。

图7：美国新增非农就业人数 (单位：万人)



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国失业率



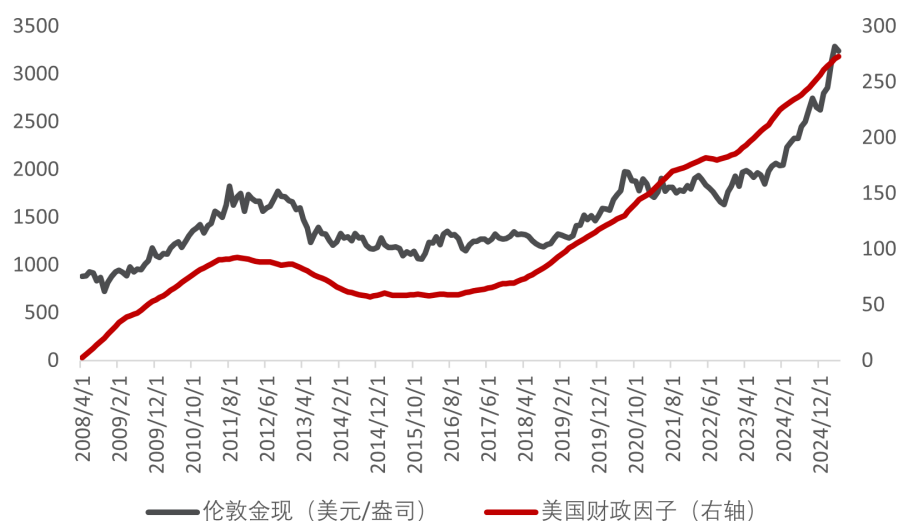
资料来源：wind，民生证券研究院

目前美国就业处于温和降温状态。从逻辑推演来看，就业降温会增加美国经济衰退风险，从而利好黄金；但目前就业降温相对温和，暂未表现出明显的经济加速衰退风险，因此短期美国就业对黄金影响或较为温和。

1.3 美国财政支出角度

历史来看，黄金价格走势与美国财政扩张高度相关。从我们的黄金预测模型来看，近两年对黄金上涨趋势的预测主要来自于美国财政因子的贡献。

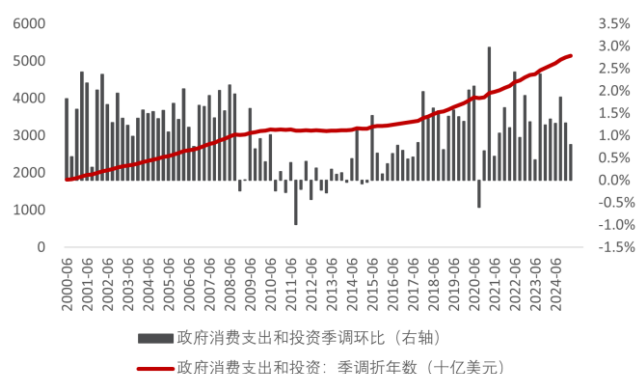
图9：伦敦金现与美国财政因子



资料来源：wind，民生证券研究院

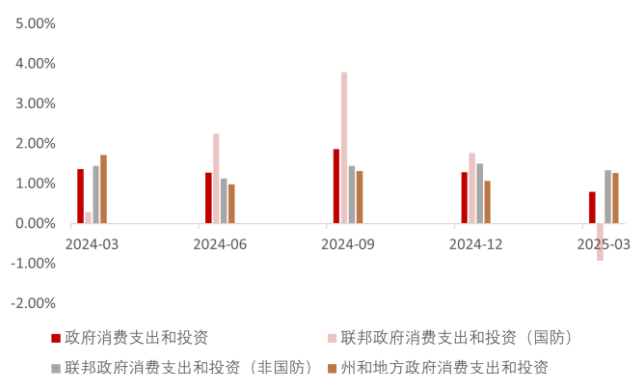
一季度美国政府财政支出有所放缓，主要是来自国防支出的削减。2025年一季度政府消费支出和投资季调环比折年增速为0.8%，相较于前些月份有所放缓。从细分项看，联邦政府国防消费支出和投资增速为-0.93%，有明显下降；而联邦政府非国防支出以及州和地方政府消费支出和投资增速分别为1.34%和1.27%，依旧维持较高增速。从规模来看，GDP中国防支出占政府总支出的比重约21.4%，单一国防支出的削减较难实现财政因子扩张趋势的扭转。

图10：美国政府消费支出与投资



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：美国政府消费支出与投资季调环比折年增速



资料来源：wind，民生证券研究院

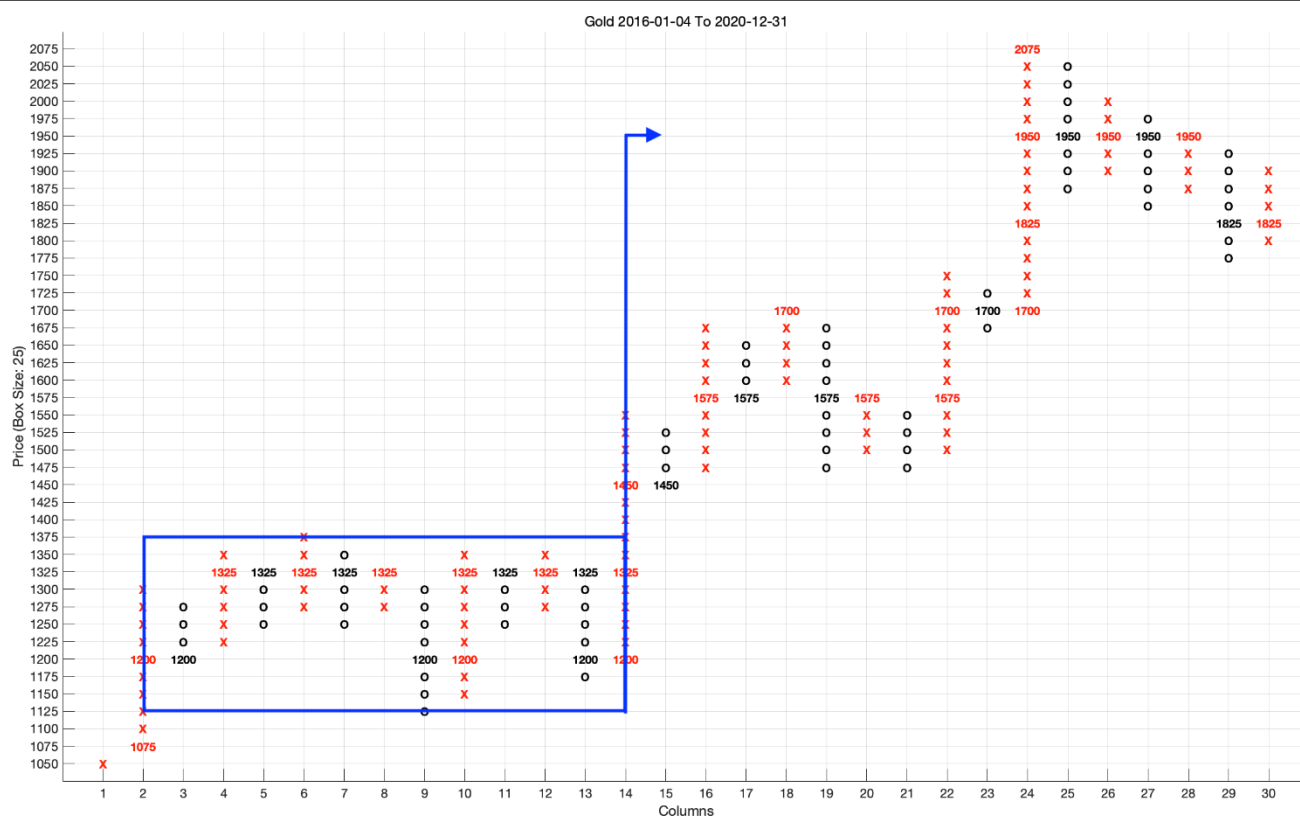
1.4 黄金技术分析角度

我们在报告《威科夫点数图的绘制与应用：股票涨跌空间判断》中，我们分析了点数图通过“横有多长，竖有多高”进行证券涨跌空间估算的功能。通过点数图我们可将证券价格的趋势与反转进行简洁记录，并在此基础上通过计数点数图中交易区间（Trade Range）的宽度通过以下公式估算证券突破后的目标价格：

$$\text{目标价位} = \text{横向列数} \times \text{格值} \times \text{转向值} + \text{起点价格}$$

在黄金上我们同样可以以阶段性底部交易区间的宽度计算突破后的空间。比如在伦敦金现的三点点数图中，2016 年的底部震荡区间共 11 列，按照公式计算目标价位为 1950 美元/盎司，最终价格最高达到 2075 美元/盎司，误差约 6%。

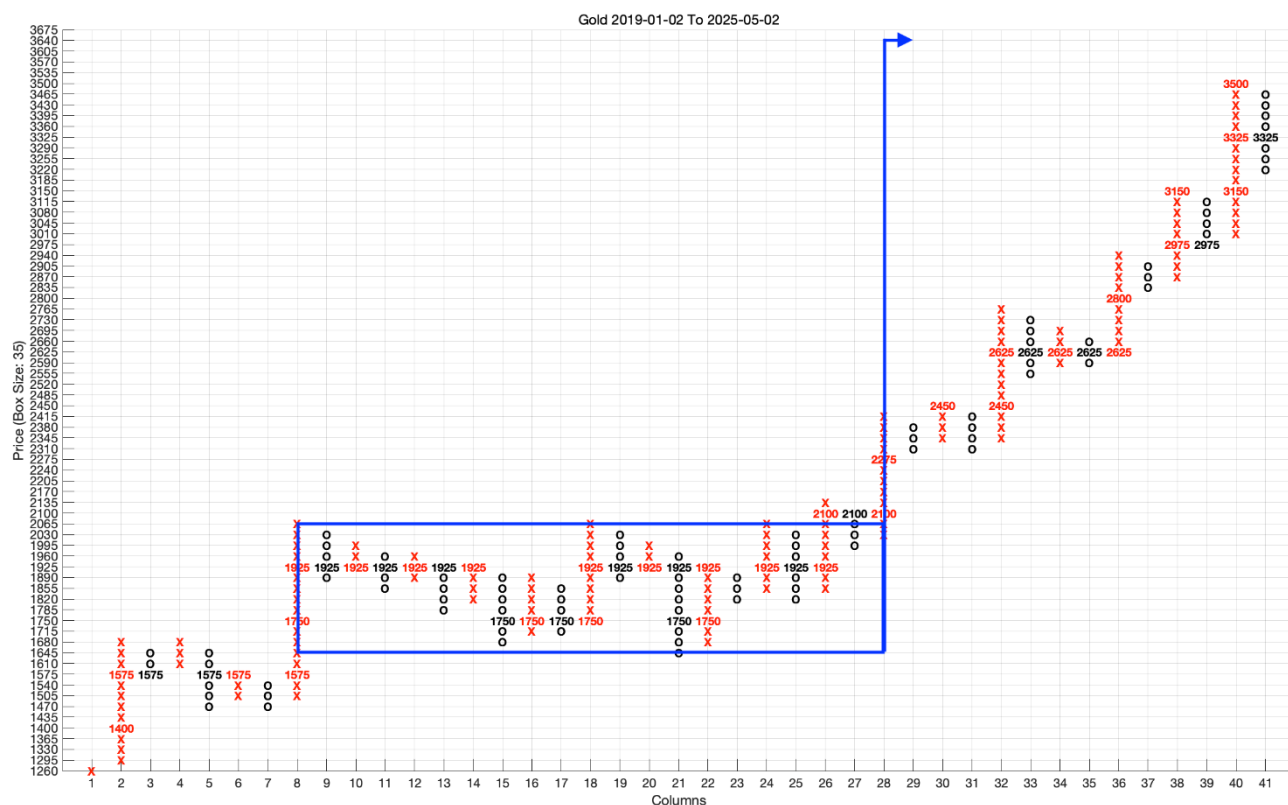
图12：伦敦金现三点点数图（2016-01-04 至 2020-12-31）



资料来源：wind，民生证券研究院

自 2020 年阶段性见顶以来，黄金进入新的交易区间直至 2024 年初再次突破。这段区间在三点点数图中共 19 列，按照公式计算目标价位为 3640 美元/盎司。与当下已经产生的最高价 3500 美元/盎司相差约 4%左右水平，因此这段积累区间所对应的空间目前已经基本兑现。未来价格要继续上行需要：1、再次震荡形成积累区间，以换取更高空间；或 2、新增大体量增量资金吸收当下所有供应。

图13：伦敦金现三点点数图（2019-01-01至2025-05-02）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.5 总结

黄金走势对标美元信用，美元信用可以由美国经济、就业、财政反映。美国经济在关税政策影响下一季度增速转负，结构上韧性减弱，市场对于美国经济衰退的预期上升；美国就业市场温和降温，对黄金有正面影响但较弱；美国财政方面近期虽然增速有所放缓，但是主要由国防支出减少导致，非国防消费支出和投资依旧维持增长，财政长期扩张趋势未完全扭转，依旧支撑黄金表现；技术层面黄金过去积累对应的上涨空间已基本兑现，未来价格继续上行需要进一步积累或者有新增量资金入场，短期或较为疲软。

综合来说，黄金短期或阶段性休整，但是长期上涨逻辑不变（或由单一财政逻辑转向叠加经济衰退的逻辑）。

2 大类资产量化观点

2025 年 5 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 5 月大类资产量化观点

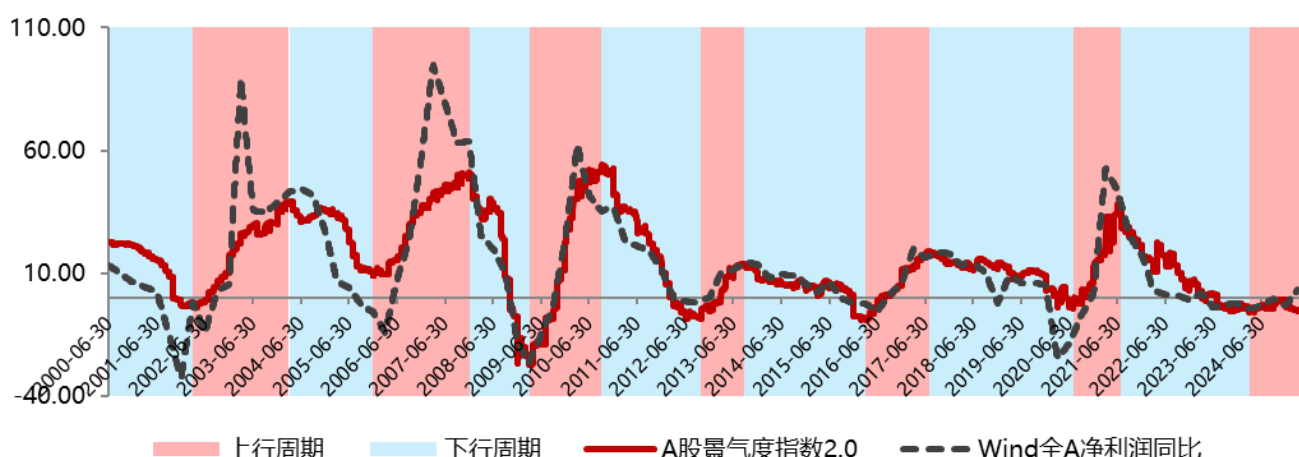
大类资产	观点
权益	核心：Q1 财报景气度回升，五月积极应对 - 景气度 4 月整体走平，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有所回升；上市公司 2024 年年报以及 2025 年一季报反映了积极变化； - 信用或继续稳步扩张，政府债券仍占主导；从结构来看，高增主要来源于去年同期的低基数，政府债券继续支撑社融增长； - 4 月市场如我们预期先下后上，目前市场遇强支撑，5 月静待成交放量。
利率	核心：5 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 1.53% - 2023 年以来样本外有 20 个月方向判断正确，胜率为 71%； - 经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子继续回落，短期利率因子下行。 - 综合来看 5 月 10Y 国债利率或继续下行。
黄金	核心：各因素继续看涨，不宜轻易止盈 - 2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 75%； - 从胜率因素来看，各因素共同推动黄金继续上涨； - 财政因子上行速率趋缓来自于国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。
地产	核心：行业压力有所反弹 - 房地产行业压力指数 0.500，近三月行业压力有所反弹； - 供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升，而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。
海外	核心：印度外资流出暂缓，市场阶段性反弹 - 4 月印度股市场外资有小幅流入，FPI 净流入 5.10 亿美元； - 外资小幅流入下，NIFTY 50 指数 4 月上涨 3.46%； - 印度市场盈利增速不及预期，处外资流出、估值下修阶段，当下配置价值或相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：Q1 财报景气度回升，五月积极应对

景气度 4 月整体走平，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有所回升。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。4 月以来金融业景气度持续下降，而工业景气度整体走稳。从景气度的预测来看，全 A 净利润 Q2 累计同比或将进一步改善。

图14：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



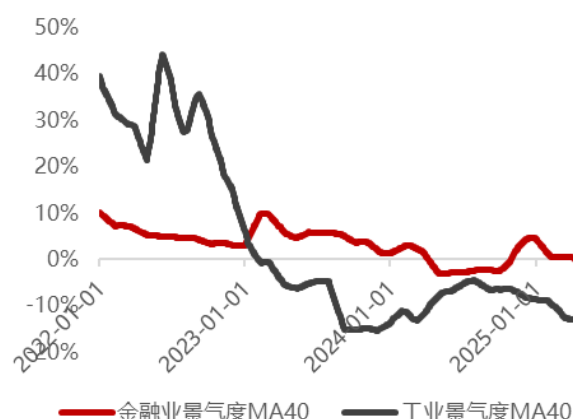
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：银行与非银景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

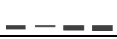
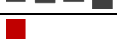
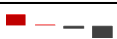
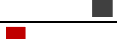
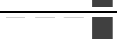
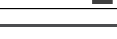
图16：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

上市公司 2024 年年报以及 2025 年一季报反映了积极变化。我们的景气度指数最终预测低估了 A 股 2025Q1 整体净利润增速,金融方便低估了非银的增速,而工业方面由于采用的指标和传统工业更为紧密因此低估了 TMT 等行业带来的增速扩张情况。总体来说 2025 年 Q1 传统制造业和 TMT 行业都有较好的利润增速。

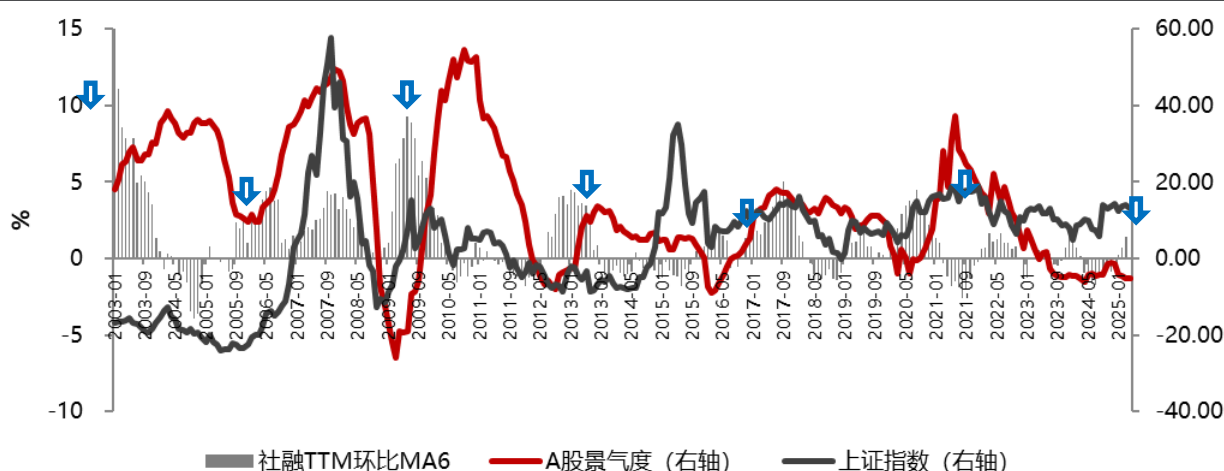
图17: 各行业净利润增速实际变化 (累计同比)

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	趋势	25Q1-24Q4
农林牧渔	37%	175%	453%	4277%	789%		-3488%
钢铁	-84%	-53%	-102%	-118%	392%		510%
建材	-89%	-60%	-52%	-49%	241%		291%
综合	-176%	-112%	-116%	25%	182%		156%
计算机	-55%	-24%	-15%	-35%	79%		115%
有色金属	-30%	-5%	0%	3%	65%		62%
传媒	-33%	-34%	-33%	-57%	45%		102%
电子	63%	31%	29%	29%	32%		3%
家电	11%	9%	6%	8%	26%		18%
非银行金融	-18%	-1%	42%	49%	23%		-26%
机械	10%	0%	-4%	-13%	17%		30%
汽车	9%	18%	5%	9%	14%		5%
通信	8%	7%	8%	7%	6%		-1%
基础化工	-11%	-5%	-9%	-14%	5%		19%
电力及公用事业	30%	16%	10%	6%	5%		-1%
纺织服装	2%	-8%	-15%	-39%	1%		39%
交通运输	29%	14%	8%	13%	0%		-12%
食品饮料	16%	14%	10%	5%	0%		-6%
银行	-1%	0%	1%	2%	-1%		-4%
电力设备及新能源	-56%	-56%	-53%	-59%	-6%		52%
石油石化	10%	11%	1%	0%	-6%		-7%
消费者服务	6%	-4%	-11%	-24%	-8%		16%
建筑	-3%	-12%	-13%	-15%	-9%		6%
医药	-9%	-1%	-6%	-9%	-11%		-3%
商贸零售	-19%	-18%	4%	6%	-14%		-20%
轻工制造	36%	12%	-6%	-43%	-18%		25%
煤炭	-37%	-28%	-23%	-21%	-28%		-8%
国防军工	-22%	-26%	-34%	-48%	-42%		6%
综合金融	1%	-11%	-7%	-48%	-45%		3%
房地产	-99%	-141%	-153%	-5418%	-911%		4507%

资料来源: wind, 民生证券研究院

信用或继续稳步扩张,政府债券仍占主导。3月社融 TTM 环比增速在 3.04%, 高于我们的预测值。我们预测 4 月新增社融约为 1.47 万亿元, 同比增加 1.54 万亿元, 社融 TTM 环比约为 4.46%。**从结构来看, 高增主要来源于去年同期的低基数, 政府债券继续支撑社融增长。**信贷方面, 大中城市新房成交量 4 月回落, 新增居民中长贷预计净增量较低; 4 月 PMI 为 49.0%重返荣枯线下, 新增企业信贷预计无突出表现。债券融资方面, 政府债券延续较快发行节奏, 净融资预计较去年同期低基数同比大幅多增; 企业债券净融资高频数据显示较去年同期有所增长。

图18: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 图中上证指数为调整后的趋势示意

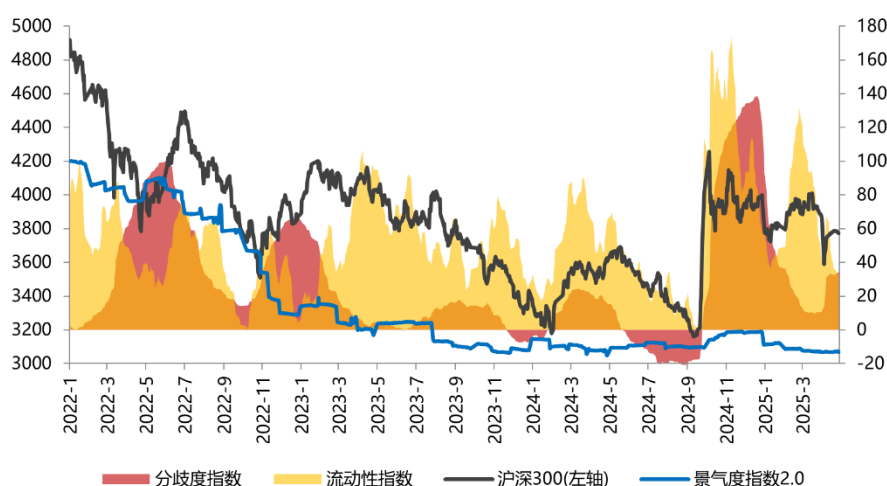
表2: 4 月社融结构预测 (单位: 亿元)

总量预测	2025 年 4 月预测值	2024 年 4 月	2025 年 3 月预测值	2025 年 3 月
新增社融	14704	-658	56806	58894
社融 TTM 环比	4.46%	-3.82%	2.42%	3.04%
结构预测	2025 年 4 月预测值	2024 年 4 月	2025 年 3 月预测值	2025 年 3 月
人民币贷款	4413	3349	37834	38234
→企业贷款+居民短贷	3222	-3518	33714	35041
→居民中长贷	419	-1666	3438	5047
→企业票据融资	772	8381	682	-1986
外币贷款	-323	-310	-449	-295
委托贷款	39	89	14	-165
信托贷款	109	142	310	238
未贴现银行承兑汇票	-2797	-4490	1877	3632
企业债券	3474	1707	75	-905
政府债券	9226	-937	15269	14866
非金融企业境内股票融资	236	186	427	412
存款类金融机构资产支持证券	-193	-1967	-138	-76
贷款核销	520	520	1587	1967

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4 月市场如我们预期先下后上，目前市场遇强支撑，5 月静待成交放量。上月月度配置报告中我们判断 4 月先下后上，复盘来看分歧度即波动率在外生冲击下快速回升，景气度逐步进入上行趋势。此环境下只需要成交量放大市场就有较好机会。从沪深 300 形态上来看，经历了恐慌抛售（SC）、自动反弹（AR）后的二次测试（ST）显示出较强的市场特征，价格站稳支撑线下持续小振幅，5 月整体较为乐观。

图19：分歧度、流动性、景气度变化趋势



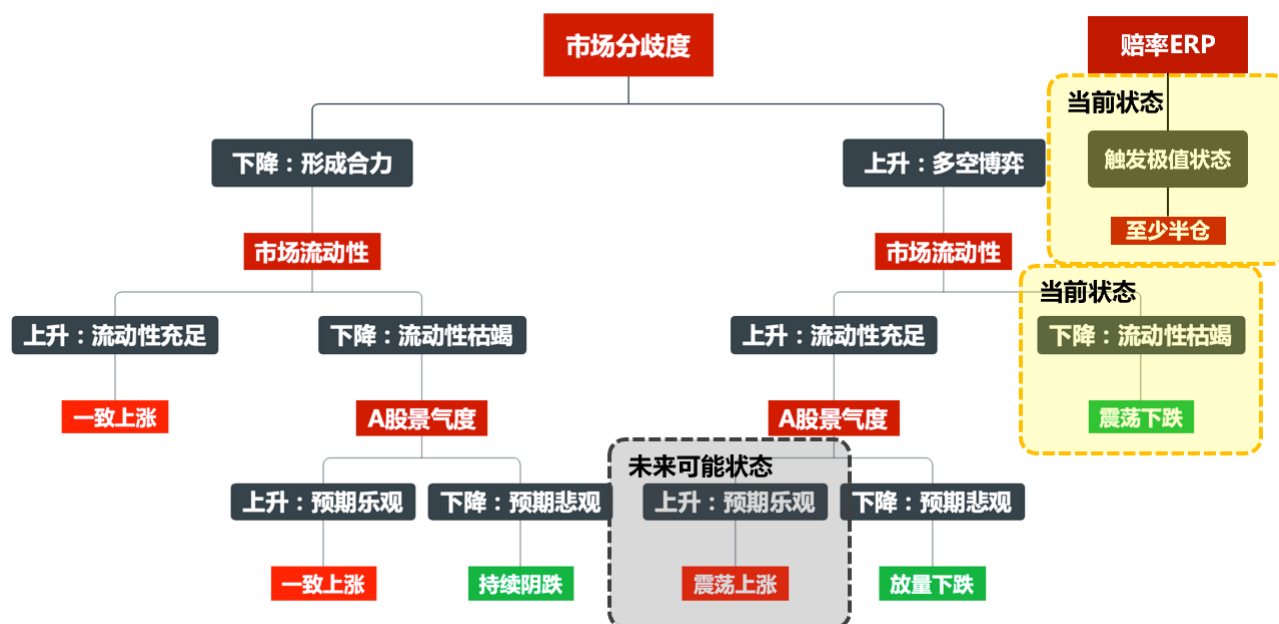
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：沪深 300 受阻力线影响短期回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：5月10Y国债利率或下行9BP至1.53%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图22：10Y国债利率驱动因素模型

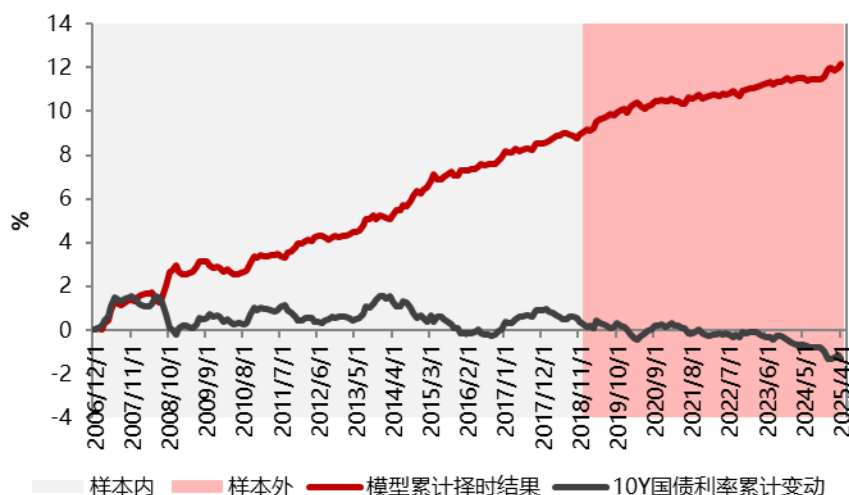


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 20 个月方向判断正确，胜率为 71%。

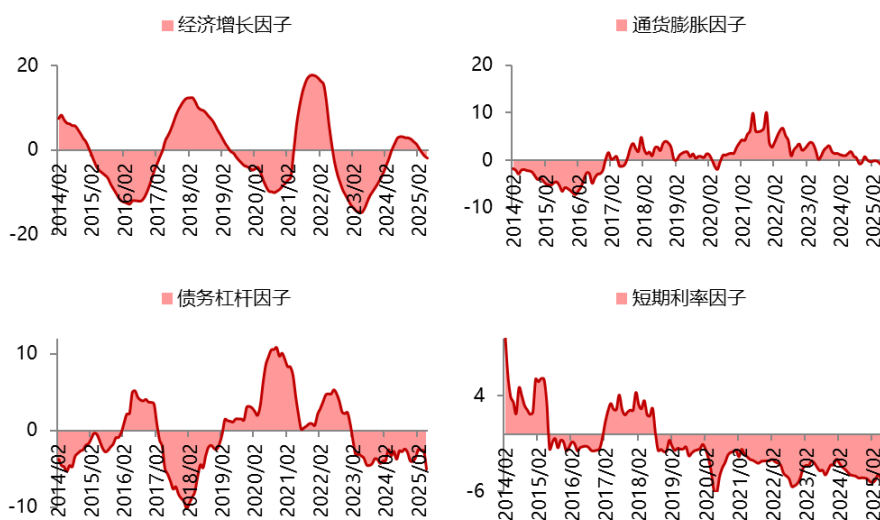
图23：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

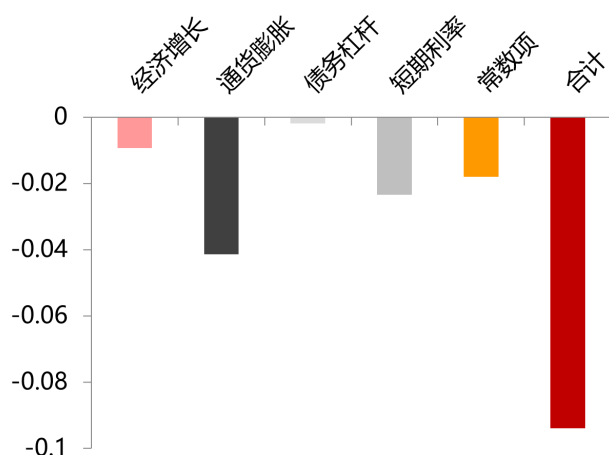
模型判断 5 月 10Y 国债利率或下行约 9BP 至 1.53%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子继续回落，短期利率因子下行，基本金属中螺纹钢价保持稳定，电解铜价格有所回落，综合来看 5 月 10Y 国债利率或继续下行。

图24：利率驱动因子长期变化趋势



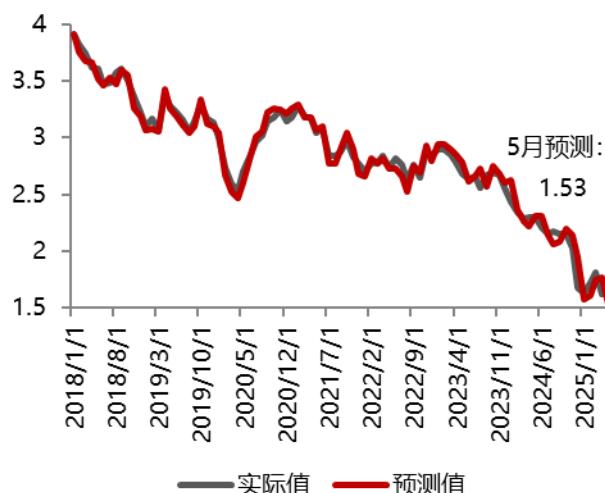
资料来源：wind，民生证券研究院

图25：10Y 国债利率 5 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2018 年以来模型预测值与实际值对比

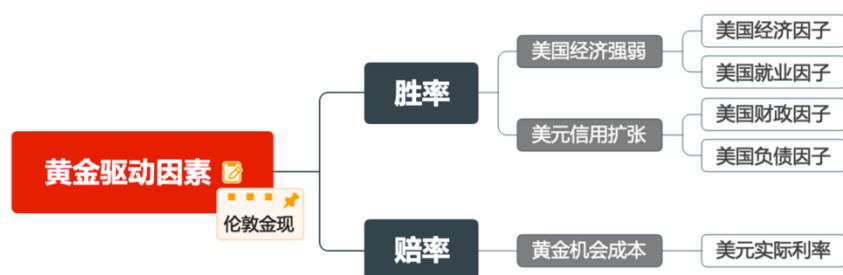


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：各因素继续看涨，不宜轻易止盈

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图27：黄金驱动因素模型

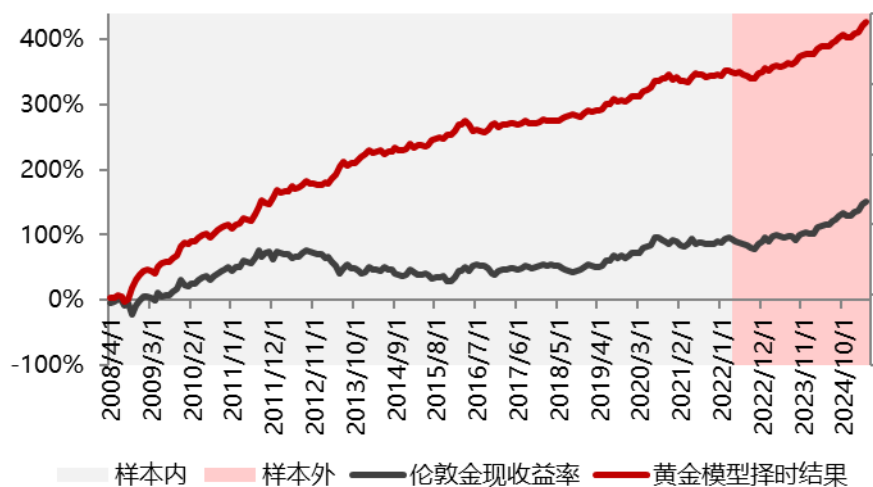


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 75%。

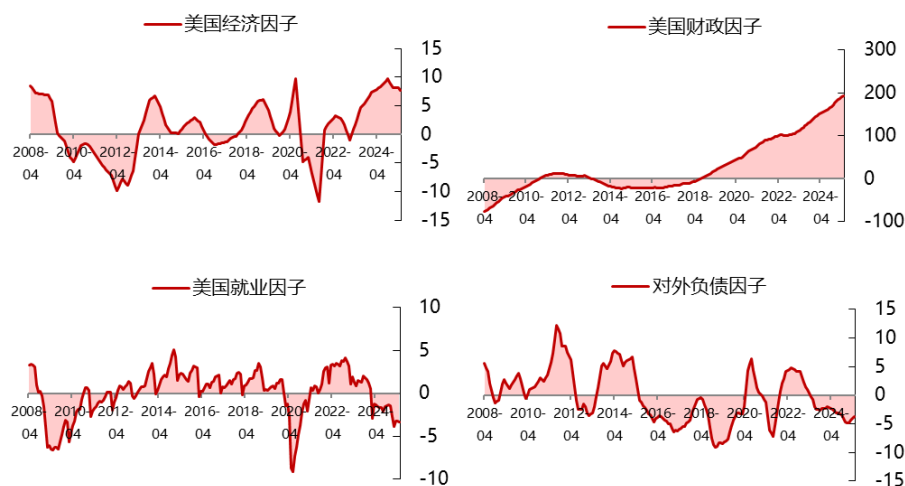
图28：静态因子模型历史月度黄金择时效果



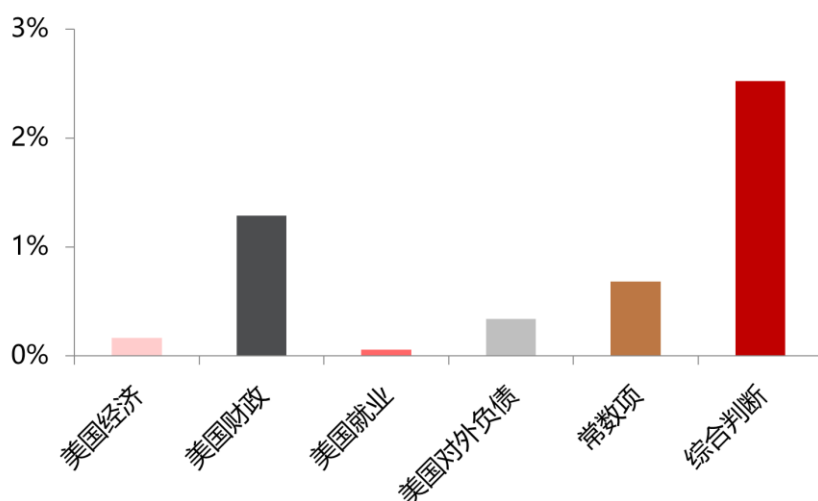
资料来源：wind，民生证券研究院

从胜率因素来看，各因素共同推动黄金继续上涨。与黄金相关的美国经济因子开始下行，财政因子保持上行但幅度有所趋缓，就业因子有所回落，对外负债因子上升，各因素都有望推动黄金继续上涨，模型对接下来的黄金表现继续乐观。

图29：黄金驱动因子长期变化趋势

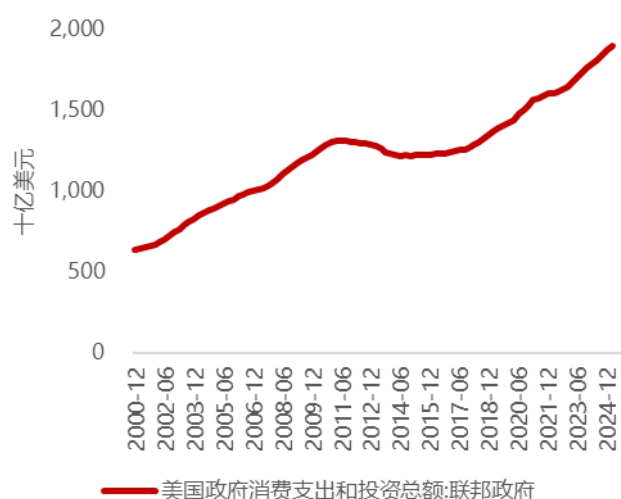


资料来源：wind，民生证券研究院

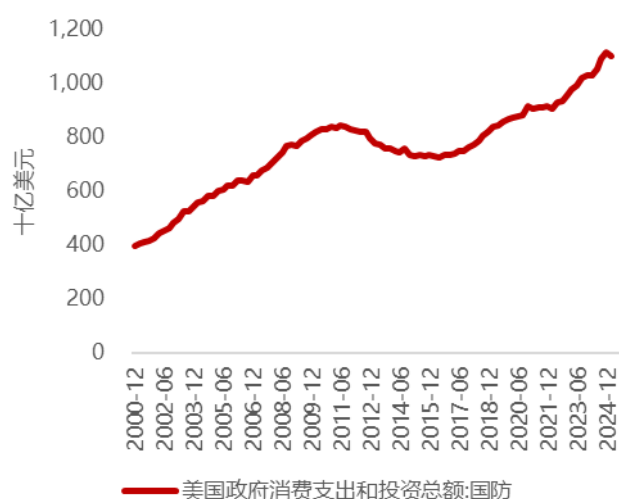
图30：伦敦金现 5 月预测各因子贡献


资料来源：wind，民生证券研究院

财政因子上行速率趋缓来自于国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。我们模型中的美国财政因子由三个分项构成，其中国防支出有所下降，主要因为美国暂停对乌克兰的军事援助等因素造成，整体消费与投资支出仍保持较高增速水平。削减支出会一定程度上缓和美元信用压力，但同时也会对经济本身造成负面影响，因此后续黄金的上涨逻辑可能存在一些切换，但是全面制约黄金需要美国削减财政开支的情况下同时保证经济和就业，目前来看仍较为困难，对于黄金我们认为目前不建议因为避险因素的起落而轻易止盈。

图31：GDP 中美国联邦政府消费支出和投资总额


资料来源：wind，民生证券研究院

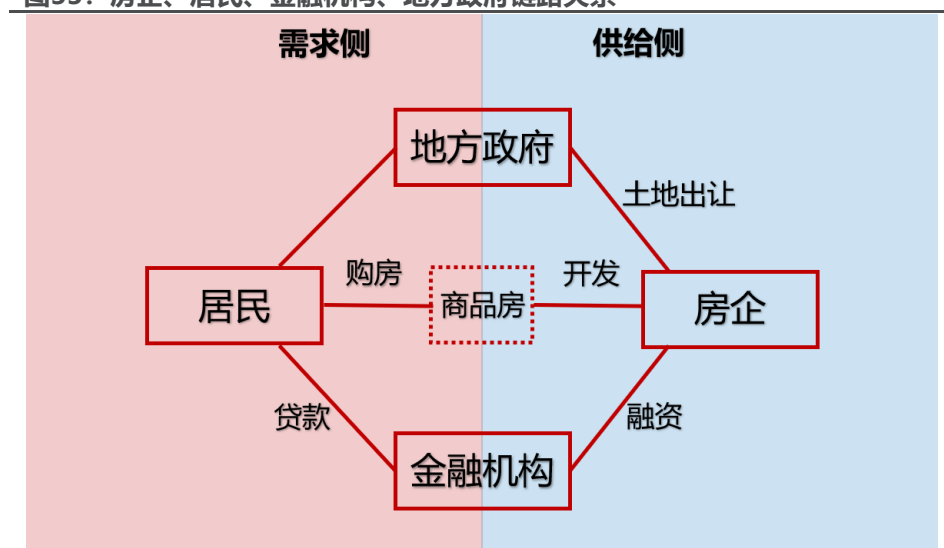
图32：GDP 中美国国防消费支出和投资总额


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：行业压力有所反弹

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

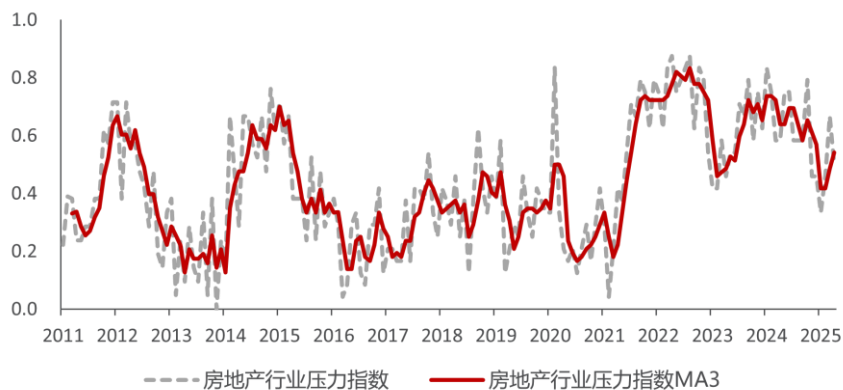
图33：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 4 月 30 日,三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.500,近三月行业压力有所反弹。从细分指标层面看,土地市场成交回落;商品房销售面积同比继续回落但降幅缩窄,70 大中城市新房价格连续 22 个月负增长,环比降幅维持-0.1%;房地产开发贷款与房屋新开工面积同比延续负增。从供需两侧来看,供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升,而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。

图34：民生金工房地产行业压力指数（2025.04）



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：细分指标当期评分（2025.04）

指标名称	当前观点
土地出让金	● ○ ○ ○ ○
成交土地溢价率	○ ○ ○ ● ○
商品房销售面积	○ ● ○ ○ ○
新建商品住宅价格指数	○ ○ ● ○ ○
房屋新开工面积	○ ● ○ ○ ○
新增个人住房贷款余额	○ ○ ○ ○ ●
房地产开发投资完成额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发贷款	○ ○ ○ ○ ●

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图36：房地产供需两侧压力（2025.04）

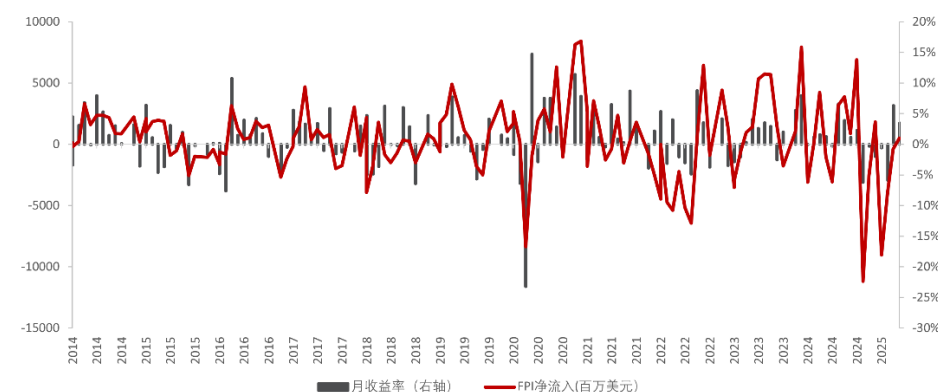


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印度外资流出暂缓，市场阶段性反弹

4 月印度股权市场外资有小幅流入，FPI 净流入 5.10 亿美元。外资在印度市场占比约 37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

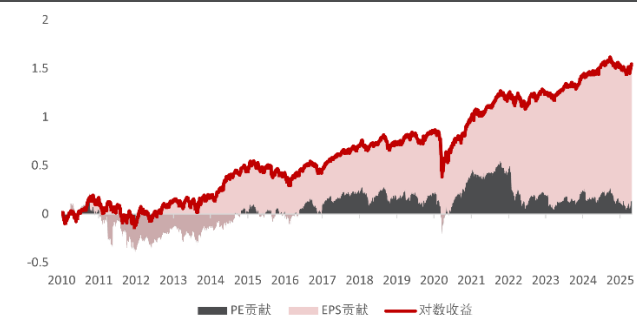
图37：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

外资小幅流入下，NIFTY 50 指数 4 月上涨 3.46%。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，3 月外国机构投资者净买入 274 亿卢比，而印度国内机构投资者净买入 2823 亿卢比。资金面维度内资持续维持买入，而外国机构投资者资金延续小幅流入。从收益分解来看，4 月的上涨主要来自于估值的回升。

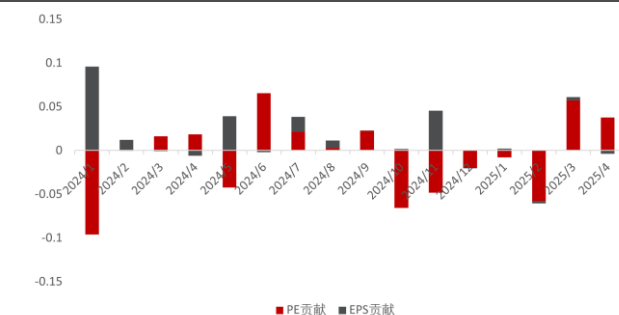
图38：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

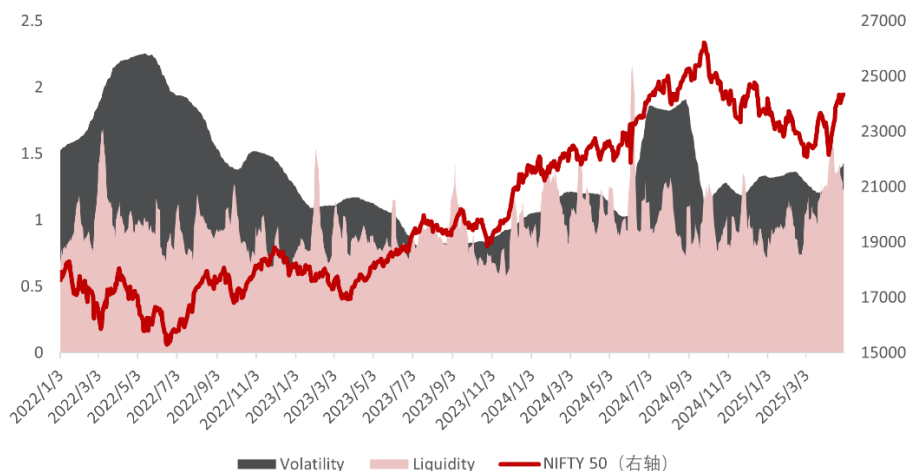
量价维度看，当前印度市场分歧度上行、流动性上行状态。历史上印度权益市场处于分歧度上升且流动性上升阶段时，主要行情为震荡和放量下跌，当前量价层面不看好印度市场。

图39：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



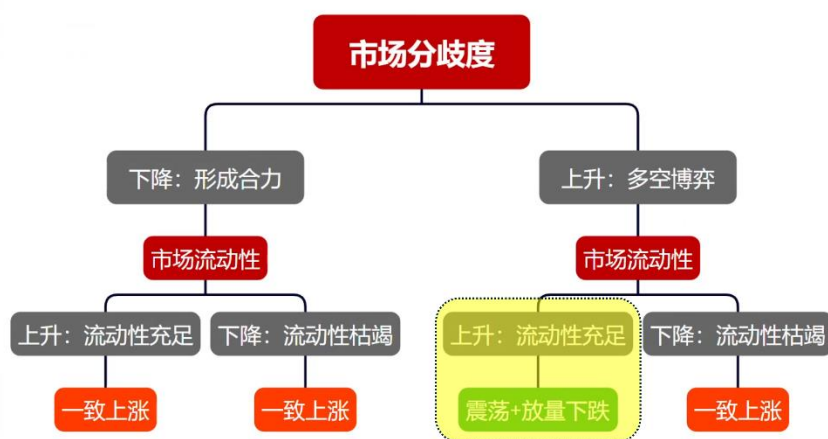
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图40：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图41：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是当前印度反弹的核心原因，但上涨的延续性预计较弱。印度经济的走弱与A股的修复带来外资的流出，是印度2024年9月以来下跌的核心原因；印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限；4月虽然有反弹，但是盈利预期未有明显改善，估值仍然较高，外资目前仅有小幅流入，预计上涨延续性不强。外资重返印度市场或可以作为判断印度估值下修是否结束的关键信号。

表3：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	↓	印度经济增速放缓，引发市场的担忧。
外资	↓	A股表现吸引全球资金，导致印度市场外资流出。
估值	↑	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↓	分歧度↑流动性↑，短期看处于震荡和放量下跌象限。
综合	↓	印度市场盈利增速不及预期，处外资流出、估值下修阶段，当下配置价值或相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 二元风格量化观点

2025 年 5 月市场二元风格量化观点如下：

表4：2025 年 5 月市场二元风格量化观点

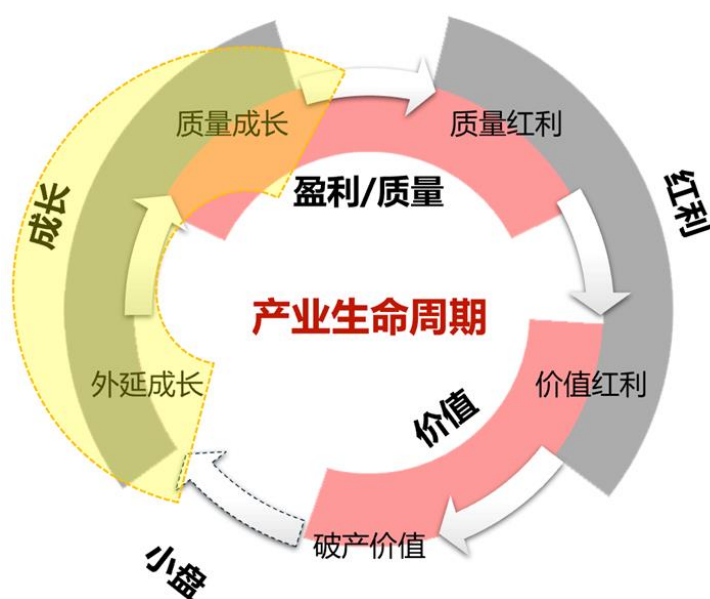
市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：成长性加剧分化，提升稀缺性价值 - 实际增速资产优势差开始回升，实际成长类策略或再次引起时长关注； - 预期增速资产优势差继续回升，对预期成长类资产机会保持关注； - ROE 优势差边际继续下行，仍看不到基本面改善，但拥挤度较低仍有避险价值； - 高股息类资产拥挤度继续升高，纯红利类资产依然不占优； - Δg 和 Δgf 都有扩张，成长性稀缺度抬升，5 月若风险偏好提升整体推荐成长风格。
风格补充观察	核心：小盘机构关注度加速回升 - 美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点； - 4 月小盘相较于大盘关注度加速回升； - 从市值因子拥挤度来看，4 月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位； - 从季节效应来看，2010 年以来 5 月份小盘相较于大盘显著占优。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：成长性加剧分化，提升稀缺性价值

根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，5 月权益整体乐观下，风格上关注预期成长/实际成长板块。具体判断依据详见报告《五月大势研判：成长性加剧分化，提升稀缺性价值》。

图42：产业生命周期视角下风格轮转规律



资料来源：民生证券研究院绘制，注：黄色区间为当下占优风格

图43：量化大势研判配置策略近期选择

	实际成长	预期成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：小盘机构关注度加速回升

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。4 月十年美债利率走高后回落，延续高位震荡，单月看红利表现强于成长；但长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或仍存在机会但长期来看预计已到拐点。

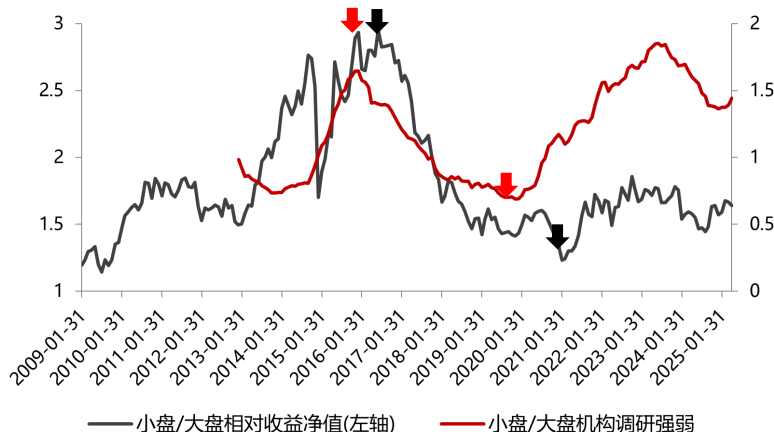
图44：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

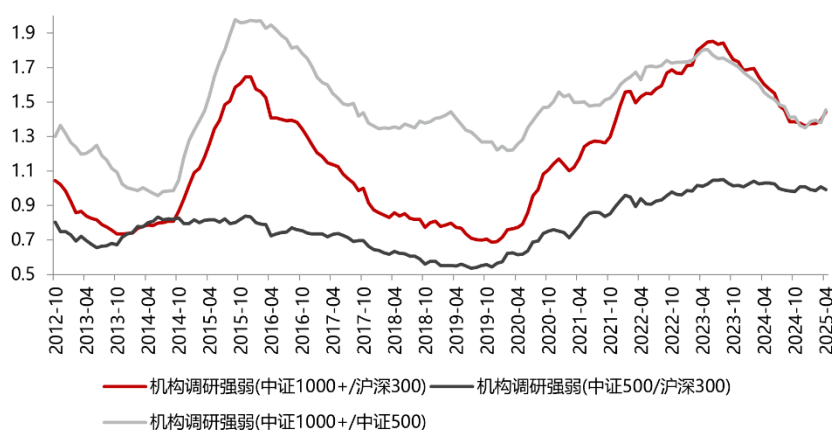
图45：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

4月小盘相较于大盘关注度加速回升。自2024年9月来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度中证1000+相对于沪深300/中证500的机构调研强度边际走强但斜率较低，4月斜率则出现明显走高，从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图46：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了MA12处理，中证1000+指中证1000指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，4月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位，需关注拥挤交易的风险。小盘拥挤度在4月继续维持在高位，较上月略有上行，拥挤交易对小盘的影响预计继续延续。

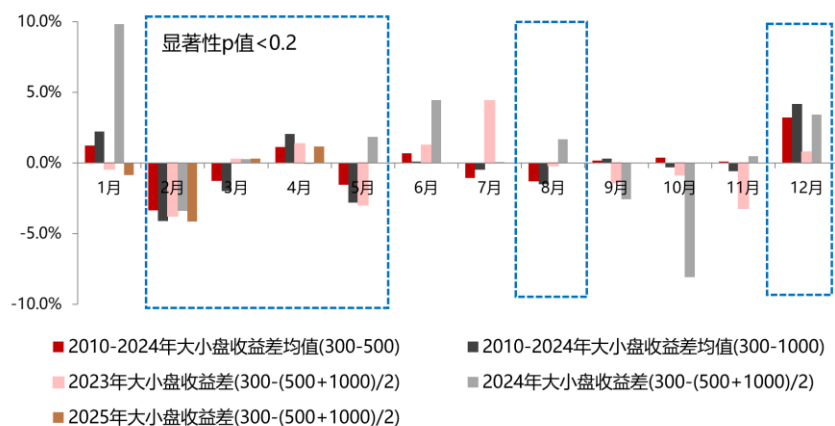
图47：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看, 2010 年以来 5 月份小盘相较于大盘显著占优。2010 年-2024 年期间 5 月份小盘占优比例 66.7%%, 平均跑赢小盘 2.81%。5 月份小盘统计胜率赔率相较于大盘都显著占优。

图48：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

表5：2025 年 5 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
有色金属	33.3%	√	√
电力设备及新能源	13.3%	√	
计算机	13.3%	√	
机械	13.3%	√	
电子	13.3%	√	
钢铁	13.3%	√	

资料来源：Wind，民生证券研究院

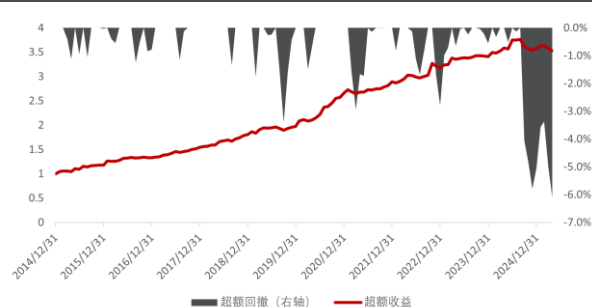
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益-3.17%，相对于中信一级行业等权的超额收益为-1.12%。

图49：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图50：民生金工多维行业配置策略超额收益



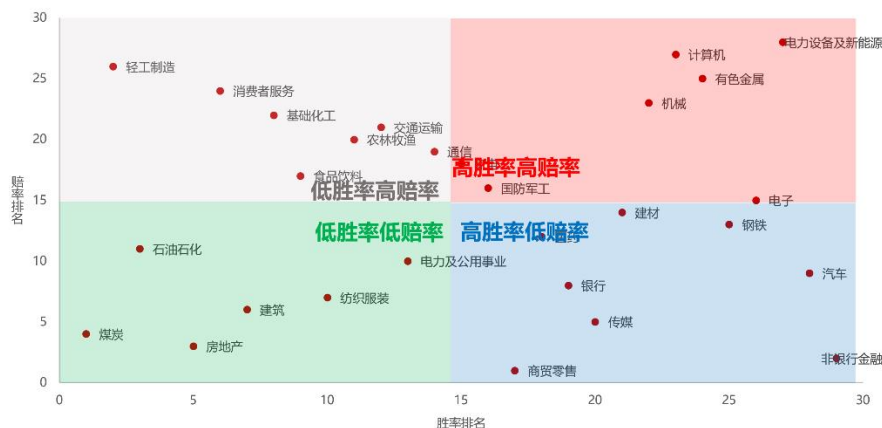
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：电力设备及新能源、计算机、有色金属、机械、电子、钢铁。

图51：2025 年 5 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

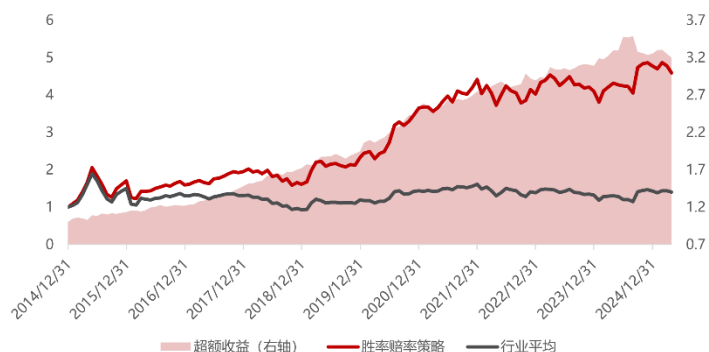
表6：2025 年 5 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
电力设备及新能源	√	√	√
计算机	√	√	√
有色金属	√	√	√
机械	√	√	√
电子	√	√	√
钢铁	√		√
交通运输		√	
通信	√	√	
建材	√	√	
家电	√	√	
消费者服务		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 12.05%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 3.57%。

图52：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

4.2.1 策略介绍

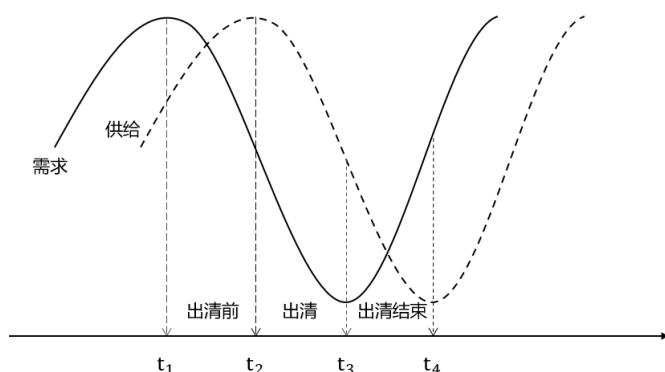
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

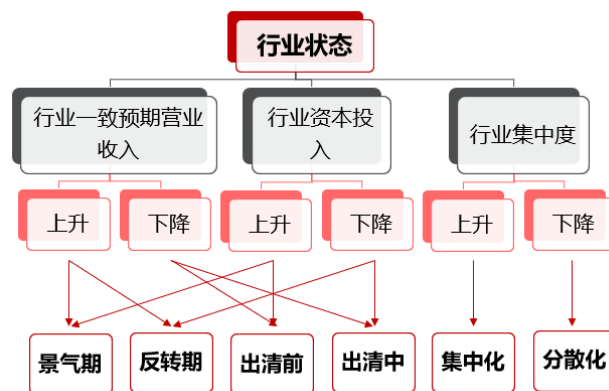
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图53：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

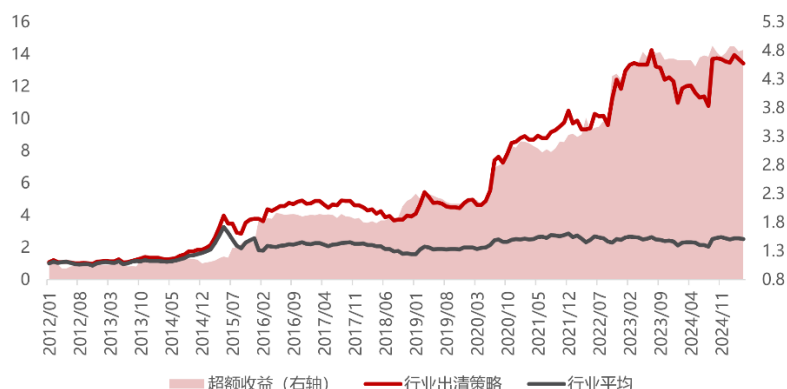
图54：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年4月30日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图55：行业出清反转策略收益


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

当下处在反转期-分散化且前6个月出清过的行业为**有色金属**。

表7：各行业 2025 年 3 月状态

行业	2025 年 4 月状态
有色金属	反转期-分散化
医药	反转期-集中化
电子	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
电力设备及新能源	景气期-集中化
汽车	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
石油石化	出清中-分散化
电力及公用事业	出清中-分散化
基础化工	出清中-分散化
房地产	出清中-分散化
通信	出清中-分散化
传媒	出清中-分散化
建筑	出清中-集中化
建材	出清中-集中化
机械	出清中-集中化
食品饮料	出清中-集中化
交通运输	出清中-集中化
轻工制造	出清前-分散化
国防军工	出清前-分散化
消费者服务	出清前-分散化
农林牧渔	出清前-分散化
煤炭	出清前-集中化
钢铁	出清前-集中化
商贸零售	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 伦敦金现价格 (单位: 美元/盎司)	3
图 2: 宏观指标与黄金价格逻辑推导.....	3
图 3: 美国 GDP 季调环比折年率	4
图 4: 美国实际 GDP 环比增速折年率分项贡献	4
图 5: 美国 GDP 实际增速分项贡献 (%)	5
图 6: 美国 GDP 实际增速结构 (%)	6
图 7: 美国新增非农就业人数 (单位: 万人)	6
图 8: 美国失业率.....	6
图 9: 伦敦金现与美国财政因子.....	7
图 10: 美国政府消费支出与投资.....	7
图 11: 美国政府消费支出与投资季调环比折年增速	7
图 12: 伦敦金现三点点数图 (2016-01-04 至 2020-12-31)	8
图 13: 伦敦金现三点点数图 (2019-01-01 至 2025-05-02)	9
图 14: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	11
图 15: 银行与非银景气度变化.....	11
图 16: 金融与工业景气度变化.....	11
图 17: 各行业净利润增速实际变化 (累计同比)	12
图 18: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	13
图 19: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	14
图 20: 沪深 300 受阻力线影响短期回落	14
图 21: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	15
图 22: 10Y 国债利率驱动因素模型	15
图 23: 静态因子模型历史月度利率择时效果.....	16
图 24: 利率驱动因子长期变化趋势	16
图 25: 10Y 国债利率 5 月预测各因子贡献	17
图 26: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	17
图 27: 黄金驱动因素模型.....	17
图 28: 静态因子模型历史月度黄金择时效果.....	18
图 29: 黄金驱动因子长期变化趋势	18
图 30: 伦敦金现 5 月预测各因子贡献.....	19
图 31: GDP 中美国联邦政府消费支出和投资总额.....	19
图 32: GDP 中美国国防消费支出和投资总额	19
图 33: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	20
图 34: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.04)	21
图 35: 细分指标当期评分 (2025.04)	21
图 36: 房地产供需两侧压力 (2025.04)	21
图 37: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	22
图 38: 印度 NIFTY 50 收益分解	22
图 39: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	22
图 40: 印度分歧度流动性变化趋势	23
图 41: 印度分歧度-流动性二维择时框架	23
图 42: 产业生命周期视角下风格轮转规律	24
图 43: 量化大势研判配置策略近期选择	25
图 44: 红利/成长相对收益与美债利率	26
图 45: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	26
图 46: 不同市值股票池机构调研强弱	27
图 47: 市值因子拥挤度	27
图 48: 月度大小盘收益差 (季节效应)	28
图 49: 民生金工多维行业配置策略绝对收益.....	29
图 50: 民生金工多维行业配置策略超额收益.....	29
图 51: 2025 年 5 月行业胜率赔率刻画	30
图 52: 胜率赔率策略收益	30
图 53: 供需角度分析行业出清过程	31
图 54: 行业状态划分标准	31

图 55： 行业出清反转策略收益.....	32
-----------------------	----

表格目录

表 1： 2025 年 5 月大类资产量化观点.....	10
表 2： 4 月社融结构预测（单位：亿元）	13
表 3： 印度市场综合判断.....	23
表 4： 2025 年 5 月市场二元风格量化观点.....	24
表 5： 2025 年 5 月推荐行业及权重	29
表 6： 2025 年 5 月行业胜率赔率刻画.....	30
表 7： 各行业 2025 年 3 月状态	32

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。	公司评级	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
	行业评级	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