

2025年05月04日

节后开启震荡反弹，五月震荡偏强

定期报告

投资要点

- ◆ **假期期间担忧的风险基本未发生，节后可能开启震荡反弹。**（1）假期期间海外风险事件并未发生，国内政策继续偏积极。一是假期期间中国商务部表示中方正在对美方主动要求谈判进行评估，中美谈判可能性增大。二是假期期间国内积极的政策进一步落地实施。（2）假期期间海外流动性宽松预期未有变化。一是美国4月份制造业PMI、新增非农就业人数环比、平均时薪同比增速等均有所回落；二是美联储继续降息概率仍较大，美元维持低位。（3）假期期间国内出行和消费数据火爆。
- ◆ **复盘历史，影响5月A股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面和流动性。**（1）5月A股表现多偏弱：2010年以来的15年中上证综指仅有6次5月上涨。（2）影响5月A股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面和流动性。一是政策宽松或外部事件积极则上证综指5月可能上涨，如2014年“新国九条”发布、2015年央行降准LPR、2021“双碳”目标确立等；否则A股表现可能偏弱，如2010、2011年欧债危机、2017年去杠杆、2023年美联储加息等。二是基本面的强弱对A股5月表现也有一定影响，如2013、2015年地产销售增速回升，上证综指上涨。三是流动性也是导致A股5月涨跌的重要因素。
- ◆ **今年5月A股可能震荡偏强。**（1）政策和外部事件可能偏积极。一是国内积极的政策可能进一步出台和实施：首先，包括基建项目、降准等财政和货币政策5月可能加速实施；其次，5月提振消费和支持科技创新等行业政策也大概率进一步出台和落地。二是5月外部事件也可能偏积极：首先，5月中美谈判一旦开启则市场情绪可能有提振；其次，5月科技产业会议密集召开；最后，节后5月美联储议息会议召开，对海外和国内流动性预期影响较小。（2）5月经济和盈利基本面仍可能延续弱修复。一是5月消费、投资增速可能企稳回升。二是5月出口增速可能进一步回落。三是5月工业企业利润增速可能继续处于回升周期中。（3）5月流动性可能维持宽松。一是5月宏观流动性维持宽松。二是5月股市资金流入可能继续回升。
- ◆ **5月行业配置：聚焦科技，部分消费可能也有配置机会。**（1）5月科技和消费可能是配置主线。一是复盘历史，5月消费旺季下消费、大金融行业相对占优，同时政策导向和产业趋势上行的行业也表现偏强。二是今年5月来看，消费和科技可能相对占优：首先，“五一”假期期间出行和消费火爆，相关的社服、食品饮料等表现可能相对偏强；其次，当前政策支持的方向是提振消费、科技创新，相关的消费和科技表现可能相对占优。（2）5月科技可能有超额收益。一是历史经验上，5月科技行业大概率有超额收益，且主要受产业和政策催化驱动。二是今年来看，5月科技可能相对偏强：首先，5月科技产业大会密集召开，DeepSeek R2发布，科技相关产业趋势不断上行；其次，政治局会议再次强调支持科技创新。（3）5月一季报较好的行业可能表现占优。（4）5月建议逢低配置：一是政策 and 产业趋势向上的计算机（国产软件、AI大模型）、机器人、传媒（AI应用）、通信（算力）、电子（半导体）、创新药、电新等；二是政策和旺季催化下的食品、社服（旅游、酒店、餐饮）、商贸零售、家电、建材等；三是大金融、电力等低估值红利行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

加仓汽车、化工、地产，减仓军工、交运
 2025.4.30
 部分周期和消费行业一季报可能偏好
 2025.4.29
 新股二级交投表现平淡，但首日交投情绪或有加速赶底迹象-华金证券新股周报
 2025.4.27
 积极的政策稳步推进，A股慢牛延续
 2025.4.26
 短期延续震荡，可持股过节 2025.4.26



内容目录

一、A股五月可能震荡偏强	3
(一) 假期期间担忧风险基本未发生，节后可能震荡反弹	3
(二) 今年5月A股可能震荡偏强	4
1、影响5月A股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面	4
2、今年5月政策和外事件偏积极，A股可能震荡偏强	5
二、5月行业配置：聚焦科技，部分消费可能也有配置机会	8
(一) 5月科技和消费可能是配置主线	8
(二) 5月科技可能有超额收益	9
(三) 5月一季报较好的行业可能表现占优	9
(四) 5月建议逢低配置科技和部分消费	11
三、风险提示	13

图表目录

图 1：今年“五一”假期出行热度较高	3
图 2：楼市宽松政策持续落地	3
图 3：5月市场表现及指标变化一览	5
图 4：地缘政治风险指数下降	6
图 5：5月美联储大概率不降息	6
图 6：去年4、5月社零当月值相对偏低	7
图 7：去年4月专项债发行速度偏低	7
图 8：美国PCE及核心PCE同比继续下探	7
图 9：今年5月MLF到期量较少	7
图 10：5月外资、融资流入概率较大	8
图 11：融资已经大幅流出	8
图 12：历年5月行业涨跌幅排名情况	8
图 13：历年五月TMT取得超额收益情况	9
图 14：一季报绩优、绩差行业的股市表现在5月具有延续性	10
图 15：2025年Q1盈利同比增速排名	11
图 16：5G移动用户规模持续扩大	12
图 17：光电新增装机容量有所提升	12
图 18：“五一”旺季旅游热度有望再创新高	13
图 19：国内社零延续回暖	13
图 20：当前净息差处于低位	13
图 21：暑期用电高峰即将来临	13

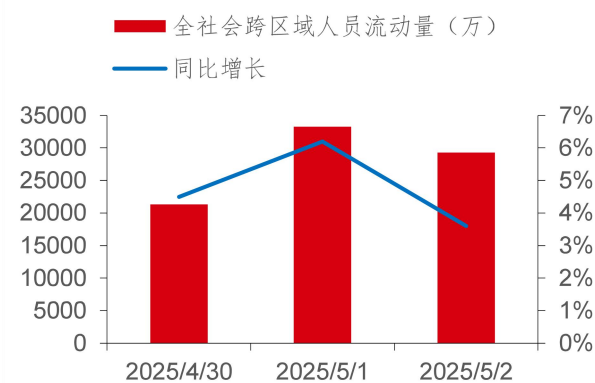
一、A 股五月可能震荡偏强

（一）假期期间担忧风险基本未发生，节后可能震荡反弹

假期期间担忧的风险基本未发生，节后可能开启震荡反弹。（1）假期期间海外风险事件并未发生，国内积极的政策进一步落地实施。一是假期期间中美贸易摩擦并未恶化，中美谈判可能性增大：首先，假期期间美国并未进一步对华加征关税或对华高科技封锁，中美双方谈判尚未开启，据商务部表示，美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判，后续中美谈判可能性增大。二是假期期间国内积极的政策进一步落地实施：首先，财政部表示 2025 年地方政府债务置换额度发行进度已超 70%，已确定的政策和资金安排能早则早，存量政策加速落实；其次，地方政府进一步放松地产的政策持续出台，河南省印发《奋战二季度确保“双过半”若干政策措施》，提出加强房地产“白名单”项目贷款投放，扩大收购存量商品房规模，上海市印发《上海市灵活就业人员自愿缴存、提取和使用住房公积金实施办法》，明确灵活就业人员可以个人身份自愿缴存，不设户籍限制，且享有购房申请公积金贷款权利，可能提拉动存量住房进一步去库。

（2）假期期间披露的美国经济数据有所回落，海外流动性宽松预期未有大的变化。假期期间披露数据来看，美国制造业 PMI 继续下探，同时新增非农就业人数环比、平均时薪同比增速等均有所回落，显示美国就业市场降温、经济运行压力较大、抗通胀进程向好等特点，进一步强化了年内降息的预期，符合前期海外流动性维持宽松的预期。二是美联储继续降息的概率仍较大，美元指数维持低位，海外流动性宽松预期不变。（3）假期期间国内出行和消费数据火爆。一是交通运输部数据来看，今年“五一”假期前一天及 5 月 1 日、5 月 2 日，全社会跨区域人员流动量均较去年同期有一定增长，居民出行意愿较强。二是消费数据来看：首先，今年五一假期期间全国 30 大中城市商品房成交面积增速较去年明显改善，统计今年 5/1-5/3 期间同比数据（比照去年“五一”假期期间）为-30.0%（前值为-72.2%），政策支持下居民购房热情有所修复；其次，截至 5 月 2 日 13 时 38 分，2025 年五一档电影新片（含重映）总票房（含点映及预售）突破 3 亿，此外多地发布政策加快推动消费品以旧换新，如上海进一步加力支持汽车置换更新，补贴范围扩大至外牌旧车，而宁夏将在“五一”期间举办 24 场以旧换新主题活动；最后，部分旅游景区参观日次同比增长 30% 以上，文旅消费需求旺盛。

图 1：今年“五一”假期出行热度较高



资料来源：华金证券研究所，交通运输部

图 2：楼市宽松政策持续落地

省份/部门	政策内容
中央办公厅	出台提振消费专项行动方案，首次在促消费文件中提出“稳楼市”，包括持续推动房地产市场止跌回稳、加力实施城中村和危旧房改造、允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房、落实促进房地产市场平稳健康发展的有关税收政策、适时降低住房公积金贷款利率等。
住房和城乡建设部	《住宅项目规范》5 月起落地实施，对层高、隔音等作出强制规定，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。
河南省	印发《奋战二季度确保“双过半”若干政策措施》，其中提到，加强房地产“白名单”项目贷款投放，扩大收购存量商品房规模，补贴适老化改造家庭。
上海市	印发《上海市灵活就业人员自愿缴存、提取和使用住房公积金实施办法》，明确灵活就业人员可以个人身份自愿缴存，不设户籍限制，且享有购房申请公积金贷款权利。

资料来源：华金证券研究所整理

（二）今年 5 月 A 股可能震荡偏强

1、影响 5 月 A 股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面

复盘历史，影响 5 月 A 股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面和流动性。（1）5 月 A 股表现多偏弱。2010 年以来的 15 年中上证综指仅有 6 次 5 月上涨，分别是 2013、2014、2015、2018、2021、2022。（2）影响 5 月 A 股走势的主要因素是政策和外部事件、基本面和流动性。一是政策宽松或外部事件积极则上证综指 5 月可能上涨，如 2014 年地产政策松绑同时“新国九条”发布、2015 年 5 月 11 日央行调降 LPR、2018 年 5 月中美贸易摩擦缓和、2021 年中央层面成立了碳达峰碳中和工作领导小组确立“双碳”目标、2022 年上海疫情防控效果较好等，当年 5 月上证均走强；否则 A 股表现可能偏弱，如 2010、2011 年海外欧债危机蔓延、2017 年金融去杠杆、2019 年证监会严查场外配资且中美贸易摩擦加剧、2023 年 5 月美联储加息等，均导致 5 月上证走弱。二是基本面的强弱对 A 股 5 月表现也有一定影响，在财报季结束后市场关注重心逐步转移至 5 月中旬披露的 4 月经济基本面数据上，如 2013 年地产销售和社零增速回暖下市场表现较强，以及 2015 年地产销售增速回升，上证综指上涨。三是流动性也是导致 A 股 5 月涨跌的重要因素，如 2013 年和 2021 年人民币汇率升值，2014、2015、2022 年 DR007 分位数回落，5 月国内流动性偏宽松，上证综指均出现上涨。

图 3：5 月市场表现及指标变化一览

年份	上证涨跌幅 (%)	制造业 PMI (%)	地产销售增速 (%)	社零增速 (%)	DR007 分位数 (%)	政策/外部事件
2010	-9.70	55.1→55.7	35.8→32.8	18.0→18.5	11.9→53.6	5/10 央行升准；地产政策收紧；欧债危机
2011	-5.77	53.4→52.9	14.9→6.3	17.4→17.1	68.7→89.6	5/18 央行升准；地产政策收紧；欧债危机
2012	-1.00	53.1→53.3	-13.6→-13.4	15.2→14.1	88.3→34.3	5/18 央行降准；欧债危机蔓延
2013	5.63	50.9→50.6	37.1→38	12.6→12.8	69.9→96.4	证监会重处万福生科造假事件；人民币汇率升值
2014	0.63	50.3→50.4	-3.8→-6.9	12.2→11.9	92.2→77.9	地产政策松绑；5/9 “国九条”发布
2015	3.83	50.1→50.1	-9.2→-4.8	10.2→10.0	47.9→26.6	齐鲁证券等券商停止向场外配资提供数据端口服务；5/11 央行调降 LPR
2016	-0.74	50.2→50.1	33.1→36.5	10.5→10.1	53.7→46.8	5/7 美国国际贸易委员会宣布，对中兴、联想等企业展开“337 调查”
2017	-1.19	51.8→51.2	19.5→15.7	10.9→10.7	92.8→74.5	金融去杠杆
2018	0.43	51.5→51.4	3.6→1.3	10.1→9.4	72.3→90.6	5/3 美财政部长到访中国，5/16 副总理刘鹤应邀访美，中美贸易摩擦缓和
2019	-5.84	50.5→50.1	-0.9→-0.3	8.7→7.2	62.1→56.6	证监会严查场外配资；中美贸易摩擦
2020	-0.27	52→50.8	-26.3→-19.3	-15.8→-7.5	23.8→36.8	国内疫情控制较好
2021	4.89	51.9→51.1	63.8→48.1	34.2→17.7	44.9→60.6	人民币汇率升值；中央层面成立了碳达峰碳中和工作领导小组
2022	4.57	49.5→47.4	-13.8→-20.9	-3.5→-11.1	28.7→20	5/5 美联储加息；上海疫情控制较好
2023	-3.57	51.9→49.2	-1.8→-0.4	10.6→18.4	44.5→31	政治局会议重申“房住不炒”；5/4 美联储加息
2024	-0.58	50.8→50.4	-19.4→-20.2	3.1→2.3	31.1→21.3	月初多地优化调整房地产市场政策落地；“517”地产新政发布

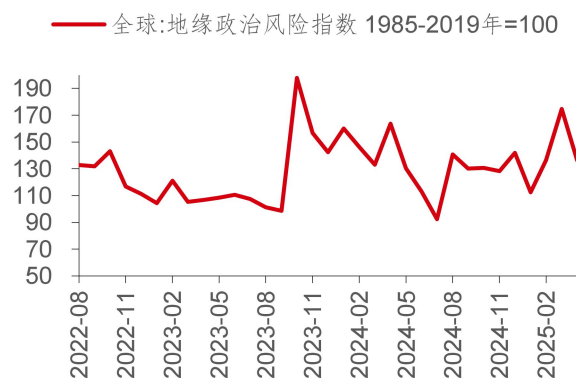
资料来源：华金证券研究所，wind（注：因经济数据滞后公布，取 3 月与 4 月基本面数据进行比较；日频数据取 4 月和 5 月最后一个交易日数据比较；分位数计算从 2005 年起）

2、今年 5 月政策和外事件偏积极，A 股可能震荡偏强

比照历史复盘经验，政策和外部事件可能偏积极，5 月经济和盈利基本面仍可能延续弱修复，流动性可能维持宽松下今年 5 月 A 股可能震荡偏强：

政策和外部事件可能偏积极。（1）国内积极的政策可能进一步出台和实施。首先，4 月底的政治局会议强调要加紧实施更加积极有为的宏观政策，包括基建项目、降准等财政和货币政策 5 月可能加速实施。其次，5 月提振消费和支持科技创新等行业政策也大概率进一步出台和落地，例如近期青岛自贸片区出台科技创新政策，12 条措施支持企业创新发展，后续地方政府支持创新主体提升研发能力政策可能加速落实。（2）5 月外部事件也可能偏积极。首先，中美加征关税已到极致，后续可能边际改善，5 月中美谈判一旦开启则市场情绪可能有提振。其次，5 月科技产业会议密集召开，进一步提升科技产业趋势上行的预期：如 2025 年联想创新科技大会（Tech World）将于 5 月 7 日在上海世博中心开幕、第二十七届北京科博会 5 月 8 日开幕、2025 工业互联网大会将于 5 月 21 日至 23 日于苏州举办，人工智能大模型、人形机器人等专精特新产品催化不断，科技领域基本面得到进一步强化，有望提振后续市场情绪。最后，节后 5 月美联储议息会议召开，大概率维持当前利率不变，但对海外和国内流动性预期影响较小。

图 4：地缘政治风险指数下降



资料来源：华金证券研究所，wind

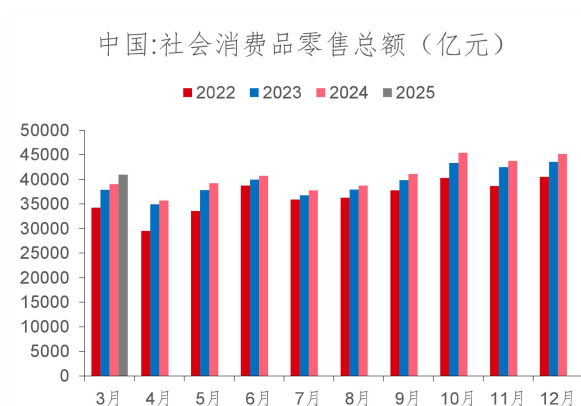
图 5：5 月美联储大概率不降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	98.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	39.5%	60.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	30.3%	55.2%	14.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	26.1%	51.7%	19.9%	2.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	16.9%	42.5%	31.3%	8.4%	0.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	12.1%	35.1%	34.5%	15.0%	2.9%	0.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.8%	21.0%	34.9%	27.0%	10.3%	1.9%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	11.5%	26.7%	31.6%	20.1%	6.8%	1.2%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	14.6%	27.7%	29.2%	17.3%	5.7%	0.9%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.4%	6.8%	18.1%	28.1%	26.1%	14.3%	4.4%	0.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.1%	8.2%	19.4%	27.9%	24.6%	13.0%	3.9%	0.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.5%	2.7%	9.4%	20.3%	27.5%	23.4%	12.1%	3.6%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.5%	5.7%	14.3%	23.6%	25.6%	18.2%	8.2%	2.2%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.6%	2.8%	8.4%	17.2%	24.2%	23.3%	15.1%	6.4%	1.6%	0.2%

资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

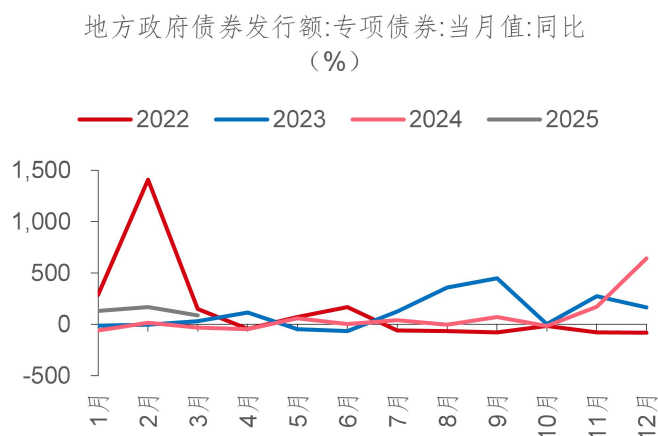
5 月经济和盈利基本面仍可能延续弱修复。（1）5 月消费增速可能受益于旺季及低基数效应而出现回升。一是今年“五一”假期期间消费数据向好，今年“五一”消费记录可能创新高，如：假期首日，上海港汇恒隆的老铺黄金在开业首日迎来客流高峰，居民对黄金的购买力和热情仍较高；截至 5 月 1 日晚，“五一”期间，成都大熊猫繁育研究基地，5 月 1 日-3 日上午场次已约满，三星堆博物馆 5 月 1 日-4 日全时段票售罄，四川科技馆 5 月 1 日-3 日门票已约满，文旅消费需求显著释放；湖南省文旅厅消息显示，根据手机信令大数据建模分析，五一假期第一天，全省当日客流同比增长 31.40%。二是比照去年 5 月社零当月数据来看，基数相对偏低，今年消费增速有望在各省促消费政策的协同下得到进一步增长，社零同比增速可能继续回升。（2）5 月开工加速下基建和制造业投资增速可能进一步上升，而地产销售回升下 5 月地产投资增速也可能进一步企稳。一是财政发力下制造业和基建投资可能维持高位：首先，一季度的新增专项债发行进度偏慢，仅完成了全年新增专项债限额的 21.8%，5 月可能继续提速，且后续“自审自发”试点范围有望扩大下对基建投资增速回升有支撑；其次，前期工信部提出要积极扩大制造业有效投资，后续推动我国高新技术制造业发展的相关政策有望加速落地，且外部环境严峻的背景下也有望推动自主可控相关新兴领域技术的进一步突破，制造业投资增速可能在设备更新政策支持下维持高位。二是地产投资增速有望企稳，今年以来房地产开发投资完成额累计同比增速降幅已经有所收窄，且 3 月商品房销售面积累计同比降幅继续收窄至-3.0%，同时政策发力稳地产下可能推动地产投资增速企稳。（3）加征关税的效应逐步显现，5 月出口增速可能进一步回落。一是 4 月初“对等关税”落地后，美对华商品关税大幅征收，对后续出口压力的传导可能逐步显现，出口增速可能承压。二是我国出口结构转向多元化，对新兴市场如东盟、非洲等地区的出口增速维持高位，且对“一带一路”沿线经济体贸易往来上升，因此中美贸易摩擦下我国出口可能仍有一定韧性。（4）5 月工业企业利润增速可能继续处于回升周期中：首先，3 月工业企业利润增速回升，且 PPI 及其领先指标在财政政策的发力下可能继续上升，盈利上升周期可能未完；其次，以 wind 预测 2025 年净利润增速计算，今年全 A 盈利增速超过 10%，盈利可能继续改善。

图 6：去年 4、5 月社零当月值相对偏低



资料来源：华金证券研究所，wind

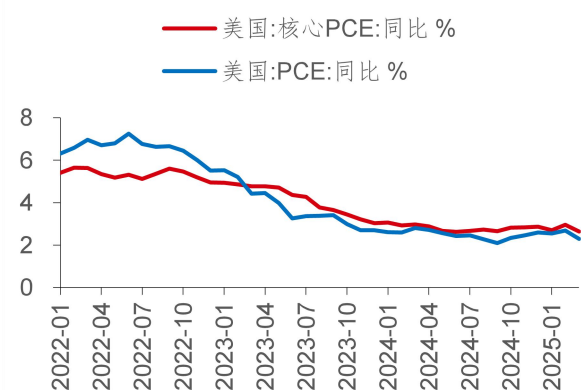
图 7：去年 4 月专项债发行速度偏低



资料来源：华金证券研究所，wind

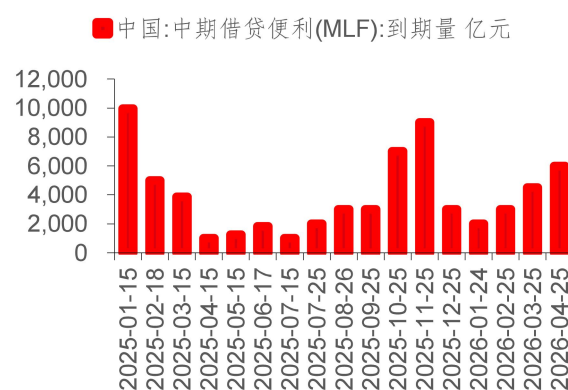
5 月流动性可能维持宽松。（1）5 月宏观流动性维持宽松。一是数据强化美联储降息预期，美元指数维持相对低位减轻对国内宽松掣肘：首先，通胀数据来看，美国 PCE 及核心 PCE 同比数据继续下探，3 月数据分别录得 2.3%、2.7%（前值分别为 2.7%、3.0%），通胀仍在缓解；其次，4 月美国制造业 PMI 下滑至 48.7，处于收缩区间内，同时 4 月失业率维持 4.2% 的高位，新增非农就业人数及薪资增速有所下滑，就业市场有所降温下强化美联储年内继续降温预期；最后，尽管美联储 5 月大概率不降息，但美元指数持续低位震荡，人民币汇率维持震荡偏强趋势，海外对国内宽松掣肘有限。二是节后国内降准降息预期可能上升：首先，政治局会议和央行近期持续表态要实施降准降息；其次，今年 5 月 15 日将有 1250 亿元 MLF 到期，叠加 4 月央行开展 1.2 万亿元买断式逆回购操作，缩量续作下后续央行可能降准甚至降息。（2）5 月股市资金流入可能继续回升。一是历史经验来看，5 月微观资金多维持净流入，2015 年以来的十年中外资净流入 8 次，融资净流入 7 次。二是加征关税后融资和外资基本流出了春季行情流入的规模，而近期市场出现企稳后融资已经开始出现回升，5 月随着业绩期和加征关税等压力过去，市场情绪可能修复，融资和外资流入可能回升。三是从基金构成变化来看，股票型基金份额占比较去年底上升 0.72pcts，债基份额占比下降 0.78pcts，后续权益市场情绪逐步修复有望进一步拉动偏股型基金份额的增长。

图 8：美国 PCE 及核心 PCE 同比继续下探



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：今年 5 月 MLF 到期量较少



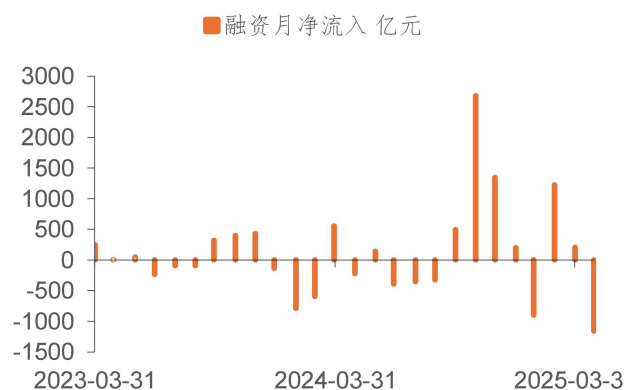
资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：5 月外资、融资流入概率较大

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股 型基金份额 (亿份)
2015	142.25	2421.60	2354.32
2016	38.63	(300.40)	150.93
2017	177.44	(398.10)	142.35
2018	508.51	41.40	251.74
2019	(536.74)	(377.00)	276.26
2020	301.11	302.88	1200.78
2021	557.76	670.31	929.79
2022	168.67	107.85	134.31
2023	(121.37)	49.90	336.16
2024	87.79	143.02	160.42

资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：融资已经大幅流出



资料来源：华金证券研究所，wind

二、5 月行业配置：聚焦科技，部分消费可能也有配置机会

（一）5 月科技和消费可能是配置主线

复盘历史，5 月消费旺季下消费、大金融行业相对占优，同时政策导向和产业趋势上行的行业也表现偏强。一是消费旺季背景下消费、大金融行业通常占优，例如 2017 年的银行，2018 和 2020 年的食品饮料，2022 年的汽车。二是政策导向和产业趋势向上的行业也表现较好。例如 2019 年 5 月习近平总书记在江西赣州实地调研稀土企业时回应媒体有关关税反制的问题，市场预期稀土价格将受益于国家政策，因此有色金属行业排名跃升至第 1；2022 年 5 月底财政部发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，政策延续刺激汽车消费，对应汽车行业排名升至第 1；2024 年 4 月底政治局会议提出要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，房地产复苏预期升温，带动房地产行业 5 月排名升至第 2。

图 12：历年 5 月行业涨跌幅排名情况

日期	2016/5/1 2016/5/31	2017/5/1 2017/5/31	2018/5/1 2018/5/31	2019/5/1 2019/5/31	2020/5/1 2020/5/31	2021/5/1 2021/5/31	2022/5/1 2022/5/31	2023/5/1 2023/5/31	2024/5/1 2024/5/31
TOP1	电子	银行	食品饮料	有色金属	食品饮料	国防军工	汽车	电力公用	煤炭
TOP2	计算机	非银行金融	消费者服务	农林牧渔	消费者服务	综合	石油石化	电子	房地产
TOP3	食品饮料	家电	商贸零售	国防军工	商贸零售	计算机	电新	计算机	农林牧渔
TOP4	非银行金融	食品饮料	医药	综合金融	家电	基础化工	机械	通信	银行
TOP5	家电	石油石化	纺织服装	食品饮料	轻工制造	有色金属	国防军工	综合	交通运输

资料来源：华金证券研究所，wind

今年 5 月来看，消费和科技可能相对占优。一是“五一”假期期间出行和消费数据火爆，相关的社服、食品饮料等行业景气预期上升，5 月表现可能相对偏强。二是当前政策支持的方向是提振消费、科技创新，相关的消费和科技表现可能相对占优：首先，政策重点聚焦提振内需，近期多地发放消费券刺激市场消费，例如河南省预计发放 4000 万元文旅消费券，四川省预计发放 6800 余万元文旅专项消费券，黑龙江省预计发放 5000 余万元政府消费券，因此 5 月消费市场有望进一步活跃；其次，推动科创也是政府当前关注的重点。面对外部环境的不确定性，自主可

控与自主创新的战略意义显著提升，4月25日召开的中央政治局会议继续强调“培育壮大新质生产力”，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”，因此5月政府工作有望加力扶持科技；最后，科技行业的产业趋势逐步明朗，部分前沿赛道进入实际落地阶段，如人工智能、人形机器人。大模型商业化助推AI应用场景持续扩展，同时头部科创企业纷纷加码人形机器人研发，诸多迹象表明科技行业仍具备极大的中长期发展潜力。

（二）5月科技可能有超额收益

5月旺季市场情绪回暖，事件、政策催化下科技行业易取得超额收益。（1）历史经验上，5月科技行业大概率有超额收益，且主要受产业和政策催化驱动，例如：2016年人工智能和VR备受市场关注，上半年催化频出，包括AlphaGo战胜李世石、Oculus Rift等VR产品发布，叠加市场情绪回暖带动电子、计算机行业走强，排名升至前2；2019年5月美国将中国“2000亿”商品的加征税率正式提高到25%，并将华为列入实体清单，中方立即实施反制，市场对国防板块的关注度提高，对应国防军工排名第3；2022年5月国务院发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，产业政策对新能源的扶持力度加大，相关板块收益，对应电新行业排名升至第3；2023年人工智能热度持续提高，ChatGPT问世以来市场反响强烈，同时国内相关政策出台也反应政府高度关注，包括4月底中央政治局会议明确提出重视通用人工智能发展，以及5月底深圳出台人工智能高质量发展高水平应用行动方案，AI相关预期高景气，对应TMT行业排名集体上榜。（2）今年来看，5月科技可能相对偏强：首先，5月机器人等科技产业大会密集召开，如第27届大连国际工业博览会将于5月14日至5月17日在大连自贸区国际会展中心举办，聚焦智能制造、绿色能源、高端装备、人工智能等前沿领域，同时DeepSeek R2即将发布，科技相关产业趋势不断上行；其次，政治局会议再次强调支持科技创新，政策对科技的支持也不断落地。

图 13：历年五月 TMT 取得超额收益情况

时间	TMT指数 涨跌幅（%）	万得全A 涨跌幅（%）	科技相对全A的 超额收益
2016年5月	1.58	-0.46	2.05
2017年5月	-7.10	-2.84	-4.26
2018年5月	-5.05	-0.06	-4.99
2019年5月	-4.12	-6.38	2.26
2020年5月	0.63	0.58	0.05
2021年5月	7.42	5.14	2.28
2022年5月	10.63	5.90	4.73
2023年5月	3.55	-3.31	6.86
2024年5月	-3.02	-1.21	-1.81

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）5月一季报较好的行业可能表现占优

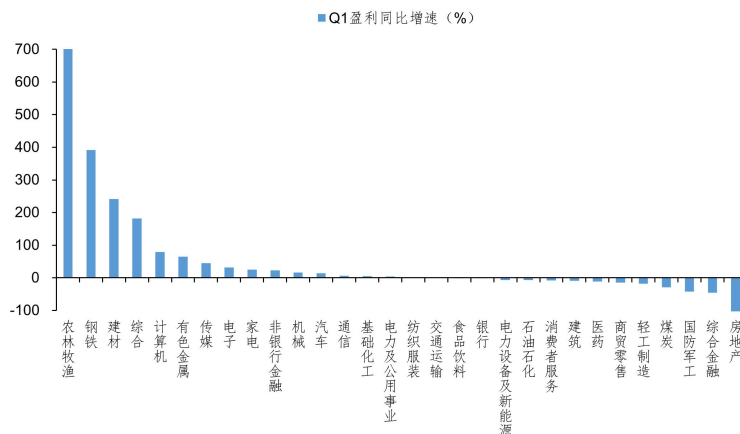
5月一季报绩优行业可能占优。(1)复盘历史：一季报较好的行业在5月可能表现偏强，如2016年的计算机、2017年的石油石化、2018年的消服、2019年的国防军工、2020年的食饮、2021年的计算机和有色、2023年的计算机、2024年的农林牧渔和交运，盈利增速排名和涨幅排名均位于前5；而一季报较差的行业在5月表现可能偏弱：如2016年的煤炭和钢铁、2017年的电新、2018年的计算机、2019年的基础化工和汽车、2020年的石油石化、2021年的农林牧渔、2022年的房地产和消费者服务、2024年的综合。(2)当前来看，今年一季报盈利增速较高的行业主要有农林牧渔、钢铁、建材、综合、计算机等，可能有一定机会。

图 14：一季报绩优、绩差行业的股市表现在 5 月具有延续性

排名	2016年		2017年		2018年	
	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名
TOP1	计算机	电子	石油石化	银行	建材	食品饮料
TOP2	农林牧渔	计算机	煤炭	非银行金融	钢铁	消费者服务
TOP3	综合	食品饮料	钢铁	家电	消费者服务	商贸零售
TOP4	轻工制造	非银行金融	建材	食品饮料	有色金属	医药
TOP5	电新	家电	有色金属	石油石化	房地产	纺织服装
LAST5	交通运输	商贸零售	通信	电新	计算机	建筑
LAST4	煤炭	钢铁	纺织服装	有色金属	综合金融	电新
LAST3	非银行金融	消费者服务	电新	综合	农林牧渔	计算机
LAST2	建材	综合	电力公用	农林牧渔	综合	钢铁
LAST1	钢铁	煤炭	计算机	国防军工	通信	国防军工
排名	2019年		2020年		2021年	
	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名
TOP1	通信	有色金属	农林牧渔	食品饮料	计算机	国防军工
TOP2	国防军工	农林牧渔	国防军工	消费者服务	汽车	综合
TOP3	非银行金融	国防军工	银行	商贸零售	交通运输	计算机
TOP4	综合	综合金融	食品饮料	家电	有色金属	基础化工
TOP5	计算机	食品饮料	综合金融	轻工制造	石油石化	有色金属
LAST5	基础化工	非银行金融	汽车	石油石化	非银行金融	建筑
LAST4	汽车	基础化工	计算机	建筑	银行	轻工制造
LAST3	有色金属	商贸零售	交通运输	非银行金融	农林牧渔	钢铁
LAST2	钢铁	传媒	消费者服务	农林牧渔	房地产	家电
LAST1	农林牧渔	汽车	石油石化	通信	国防军工	农林牧渔
排名	2022年		2023年		2024年	
	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名	Q1盈利增速排名	5月涨跌幅排名
TOP1	有色金属	汽车	计算机	电力公用	电子	煤炭
TOP2	煤炭	石油石化	综合金融	电子	农林牧渔	房地产
TOP3	交通运输	电新	消费者服务	计算机	轻工制造	农林牧渔
TOP4	基础化工	机械	农林牧渔	通信	电力公用	银行
TOP5	医药	国防军工	非银行金融	综合	交通运输	交通运输
LAST5	房地产	家电	基础化工	食品饮料	电新	综合
LAST4	消费者服务	消费者服务	电子	有色金属	钢铁	通信
LAST3	计算机	非银行金融	建材	建筑	建材	综合金融
LAST2	综合金融	银行	钢铁	农林牧渔	房地产	计算机
LAST1	农林牧渔	房地产	综合	消费者服务	综合	传媒

资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：2025 年 Q1 盈利同比增速排名



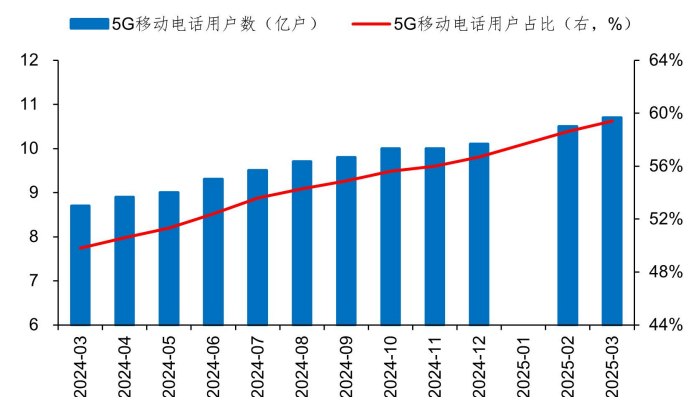
资料来源：华金证券研究所，wind

（四）5 月建议逢低配置科技和部分消费

建议关注政策和产业趋势向上的计算机（国产软件、AI 大模型）、机器人、传媒（AI 应用）、通信（算力）、电子（半导体）、创新药、电新等。（1）计算机：一是国产软件方面，4 月 18 日，深圳云道智造在其主办的用户生态大会上宣布，其自主研发的电子散热仿真工具 Simdroid-EC 正式发布，标志着国产 CAE（计算机辅助工程）软件首次从“技术可用”迈入“全面替代”阶段，打破了欧美巨头在工业仿真领域的长期垄断；二是 AI 大模型方面，首先，4 月 3 日，DeepSeek 发表论文提出 SPCT 架构并带来新模型 DeepSeek-GRM，性能再次实现提升；其次，4 月 30 日晚，DeepSeek 放出开源模型 Prover-V2，定理证明方面达到业内最佳；即将发布的 DeepSeek-R2，将采用混合专家模型（MoE）架构，总参数量达 1.2 万亿，活跃参数仅 78 亿，实现“大容量、小计算”的高效平衡。（2）机器人：一是近期习主席来到“模速空间”大模型创新生态社区考察，听取了智元机器人彭志辉关于人形机器人的汇报，具身智能仍是发展新质生产力重要一环；二是工业机器人方面，产业催化涌现，4 月 23 日自动驾驶公司卡尔动力在上海国际车展上推出首款未来运输机器人 KargoBot Space，预期实现货运客户单车毛利 5 倍提升，单车每年可增加 25 万元-40 万元，同时在换电网络的支撑下，无人化运输迎来全场景、高效率的补能生态。（3）传媒：AI 应用方面，生态市场来看，深圳 QIAI 宣布将于 5 月 8 日发布中国首个企业 AI 应用生态市场，提供模块化、即插即用的 AI 服务，平台涵盖设计、财务、营销等数十个场景的 AI 插件；特定领域来看，深圳市中级人民法院上线 AI 辅助审判系统，覆盖立案、阅卷、庭审、文书制作等全流程，AI 应用加速落地。（4）通信：算力方面，国产化取得重大突破的消息频出，近期中国移动打造的全国首个“四算融合”算力网络调度平台正式宣告启用，效率大幅提升 20%，且芯片国产化率高达 90% 以上，智算市场迎来新发展机遇；5G 方面，积极政策信号再释放，近日国新办在新闻发布会上表示，工信部将“有序开展工业 5G 独立专网建设”，后续 5G 在赋能新型工业化方面将进一步取得成效，因此工业 5G 可能受益于专频专网的常态化。（5）电子：半导体方面，首先，存储来看，IDC 正式发布 2024 年度《中国企业级外部存储市场跟踪报告》，显示 2024 年中国企业级外部存储市场整体回暖并进入增长周期，销售额达 69.2 亿美元，占全球市场份额的 22.0%，预计后续仍维持增长态势，存储需求仍在上升，其次 ASML 首席财务官戴厚杰近期强调，在当前半导体出口管制和关税下，中国市场需求依然强劲，2025 年 ASML

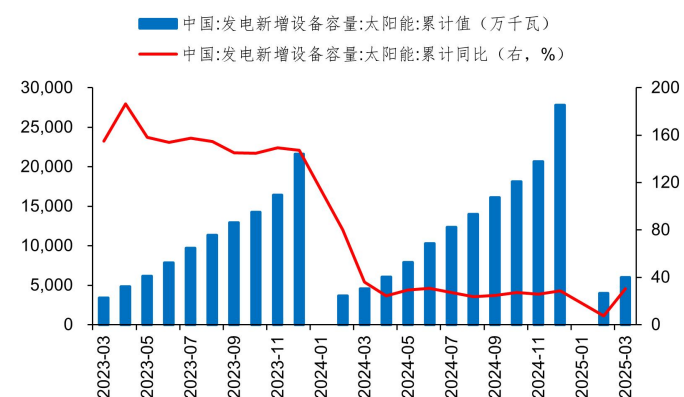
中国区的销售额占总收入比重有望将略高于 25%。(6) 创新药：2025 年中国创新药板块估值或迎来提升，药企收入或迎来改善，仍看好中长期创新药板块估值提升机会。(7) 电新：一是近期光电新增装机容量增速有所提升，产业景气改善；二是新能源发电规模增长可期，4 月 21 日全球能源互联网发展合作组织与中国气象局联合发布《2025 年全球新能源发电年景预测报告》，预测 2025 年全球风电、光伏平均可发电小时数为 2300 左右、1350 左右，相比 2024 年分别提高 10%和 30%以上。

图 16：5G 移动用户规模持续扩大



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17：光电新增装机容量有所提升

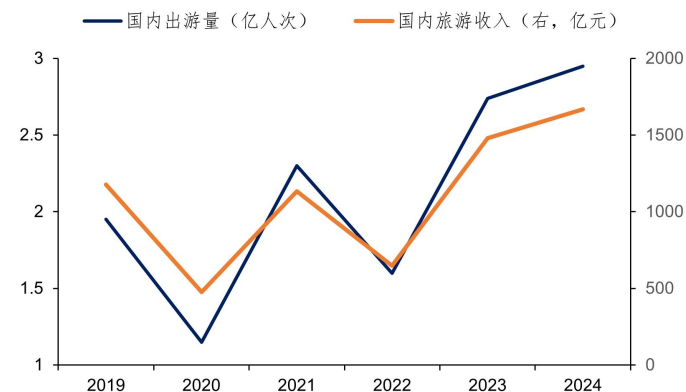


资料来源：华金证券研究所，wind

建议关注政策和旺季催化下的食品、社服（旅游、酒店、餐饮）、商贸零售、家电、建材等。

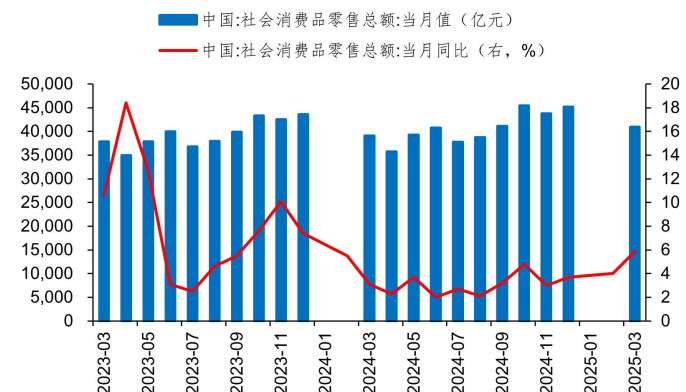
(1) 食品：基本面来看，国内提振消费的政策效应逐渐显现,3 月食品 CPI 同比下降 1.4%，降幅比上月收窄 1.9 个百分点，价格运行出现积极变化；需求端来看，受益于假期消费带动及居民收入预期改善，叠加地方促消费活动频出，食品饮料行业消费潜力有望近期释放；供给端来看，上游原材料成本继续企稳，4 月农产品批发价格 200 指数从月初的 120 小幅回落至当前 118，食品饮料行业的成本进一步改善。(2) 社服：一是“五一”假期期间出行、消费数据向好，文旅、酒店和餐饮收入均有望迎来提升；二是社零数据显示年初以来的消费复苏趋势仍在延续，低基数下看好内需持续复苏，后续端午节等节日假期来临下可能推动旅游、餐饮等消费增速进一步改善。(3) 商贸零售：AI 技术加速赋能零售业，精准营销或成为未来市场主流趋势。根据《中国互联网络发展状况统计报告》数据显示,截至 2024 年底我国生成式人工智能产品的用户规模已达 2.49 亿人，占整体人口的 17.7%。(4) 家电：一是“五一”假期，家电更新消费热度高，同时我国加力扩围实施消费品以旧换新政策，将原来的 8 大类家电扩围至 12 大类；二是中国家用电器协会发布的《2025 中国家电消费趋势白皮书》显示，在国家政策强力推动下，家电消费绿色低碳化、智能融合化趋势逐步走强；三是京东等电商平台响应国家绿色消费号召，将于 5 月 4 日 20 点至 5 月 5 日 24 点推出“超级焕新日”活动，通过国家补贴叠加以旧换新等方式，部分产品优惠力度高达 50%，可能拉动家电换新需求回升。(5) 建材：首先，政策来看，2025 年财政赤字率升至 4%、专项债扩容至 4.4 万亿元，叠加 1.3 万亿元超长期特别国债，资金规模创历史新高，资金重点投向基建、城中村改造及化债领域，叠加二季度气候转暖，水泥、沥青等高频数据已现环比回升；其次，政府工作报告首次提出“稳住楼市”目标，推动房地产“止跌回稳”，通过城中村改造、保障房建设等释放建材需求。

图 18：“五一”旺季旅游热度有望再创新高



资料来源：华金证券研究所，文旅部，新华社

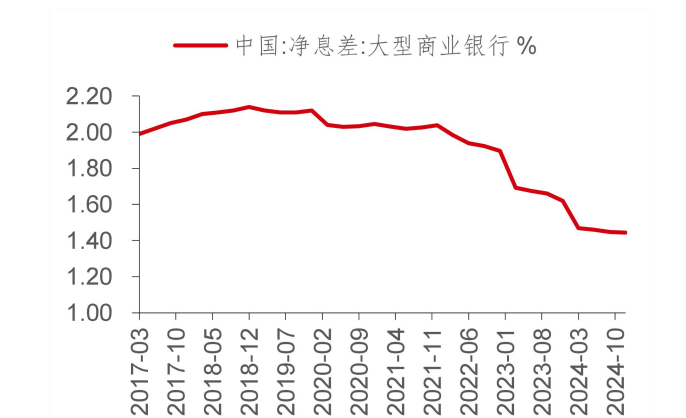
图 19：国内社零延续回暖



资料来源：华金证券研究所，wind

建议关注大金融、电力等低估值红利行业。（1）银行和非银：一是当前大型商业银行净息差处于低位，后续货币政策宽松迫切性上升，可能对银行盈利改善有支撑；二是非银来看，当前DR007 利率处于低位，流动性维持宽松，且资产荒背景下险资增配权益的预期上升，配置结构优化下可能改善保险公司盈利能力。（2）电力：一是南方城市天气回暖，暑期用电高峰即将来临下可能提振电力景气回升；二是政策催化不断，如《电力系统调节能力优化专项行动方案》提出2027 年新增 200GW 新能源消纳目标，叠加山东等地推动煤电灵活性改造及储能建设，新能源消纳能力提升预期强化等提振行业趋势上升。

图 20：当前净息差处于低位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 21：暑期用电高峰即将来临



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 历史经验未来不一定适用：**文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 政策超预期变化：**经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn