

2025年4月30日

继续企稳修复

2025年5月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：

zenghao@dgzq.com.cn

市场主要指数 4 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3279.03	-1.70%
深证成指	9899.82	-5.75%
沪深 300	3770.57	-3.00%
创业板指	1948.03	-7.40%
北证 50	1331.13	4.72%
科创 50	1012.42	-1.01%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **2025年4月指数走出“V型”行情。**4月在外部事件冲击下，全球资本市场整体出现巨幅动荡。而A股市场在“国家队”护盘以及内需政策预期的支撑下，大盘探底企稳回升，资金情绪持续修复，整体表现较为韧性，沪指一度走出八连涨，市场逐步修复，指数走出“V型”行情，不过三大指数月K线仍收绿。截至4月30日，上证指数月K线下跌1.70%，深证成指月K线下跌5.75%，创业板指月K线下跌7.40%，科创50月K线下跌1.01%，北证50月K线上涨4.72%。个股板块跌多涨少，美容护理、农林牧渔、商贸零售、公用事业和食品饮料等板块涨幅靠前；电子、计算机、家用电器、通信和电力设备等板块跌幅靠前。

■ **2025年5月份行情研判：继续企稳修复。**从5月份的市场环境来看，海外方面，虽关税扰动落地，但全球经济前景不确定性仍存。美联储强调目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。国内方面，随着政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，推动一季度国内经济实现“开门红”，5.4%的GDP增速高于市场预期和全年增长目标。不过4月PMI指数落至荣枯线下，国内有效需求增长动力不足，经济持续回升向好基础还需巩固。相关部门亦多次强调，将在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，后续经济将稳中有进、持续向好。当前增量政策或推出在即，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策想象空间打开。同时面对4月初的市场波动，各路资金集体行动、多方部门公开表态维稳资本市场，这也将进一步提振市场信心。**展望5月份，随着国内一季度经济实现“开门红”、政治局强调加紧实施更加积极有为的宏观政策、各方持续稳定和活跃资本市场等皆为国内经济基本面和资本市场的稳定性提供了强有力的支撑。短期海外扰动已经有所减弱，而随着财报披露窗口期结束，政治局会议给出政策新方向，外部扰动无碍市场逐步修复节奏，市场或从短期大波动行情转向基本面驱动的行市，整体趋势有望继续企稳修复。**

■ **板块上建议关注金融、公用事业、食品饮料、TMT、医药生物、有色金属、电力设备等板块。**

■ **行业配置：超配金融、公用事业、食品饮料、TMT等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，5月建议超配：金融、公用事业、食品饮料、TMT等。

■ **风险提示：**美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾.....	3
2、2025 年 5 月份市场环境分析	4
2.1 全球经济前景不确定性放大，国内一季度经济实现“开门红”	4
2.2 政治局强调加紧实施更加积极有为的宏观政策，政策想象空间打开	6
2.3 央行加大资金投放力度，各方持续稳定和活跃资本市场	7
3、5 月行情研判：继续企稳修复	9
4、行业配置：超配金融、公用事业、食品饮料、TMT	10
5、风险提示.....	13

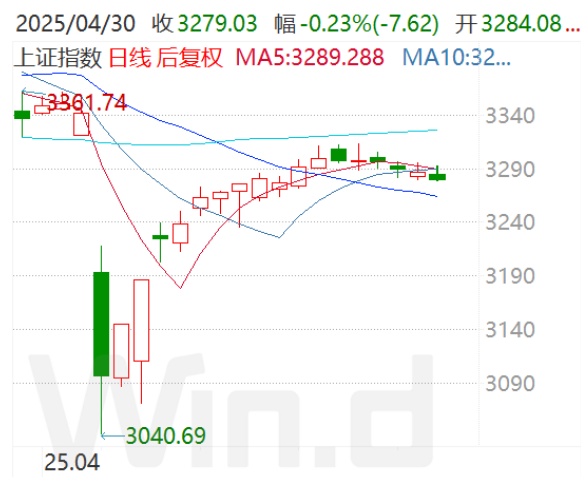
插图目录

图 1：近期指数走势.....	3
图 2：4 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 4 月份涨跌幅.....	3
图 4：海外 PMI 数据.....	5
图 5：中国 GDP 当季同比增速.....	5
图 6：PMI 数据	6
图 7：重要股东交易增减持数据.....	8

1、月度行情回顾

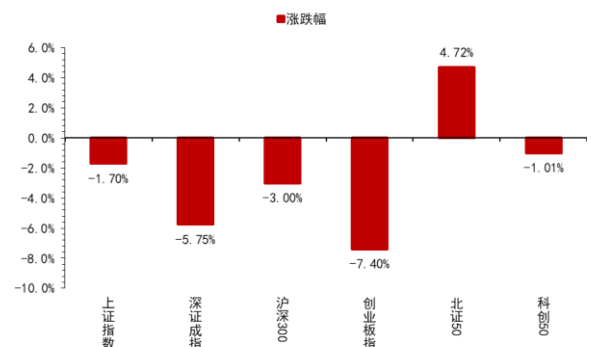
2025 年 4 月指数走出“V 型”行情。4 月在外部事件冲击下，全球资本市场整体出现巨幅动荡。而 A 股市场在“国家队”护盘以及内需政策预期的支撑下，大盘探底企稳回升，资金情绪持续修复，整体表现较为韧性，沪指一度走出八连涨，市场逐步修复，指数走出“V 型”行情，不过三大指数月 K 线仍收绿。截至 4 月 30 日，上证指数月 K 线下跌 1.70%，深证成指月 K 线下跌 5.75%，创业板指月 K 线下跌 7.40%，科创 50 月 K 线下跌 1.01%，北证 50 月 K 线上涨 4.72%。个股板块跌多涨少，美容护理、农林牧渔、商贸零售、公用事业和食品饮料等板块涨幅靠前；电子、计算机、家用电器、通信和电力设备等板块跌幅靠前。

图 1：近期指数走势



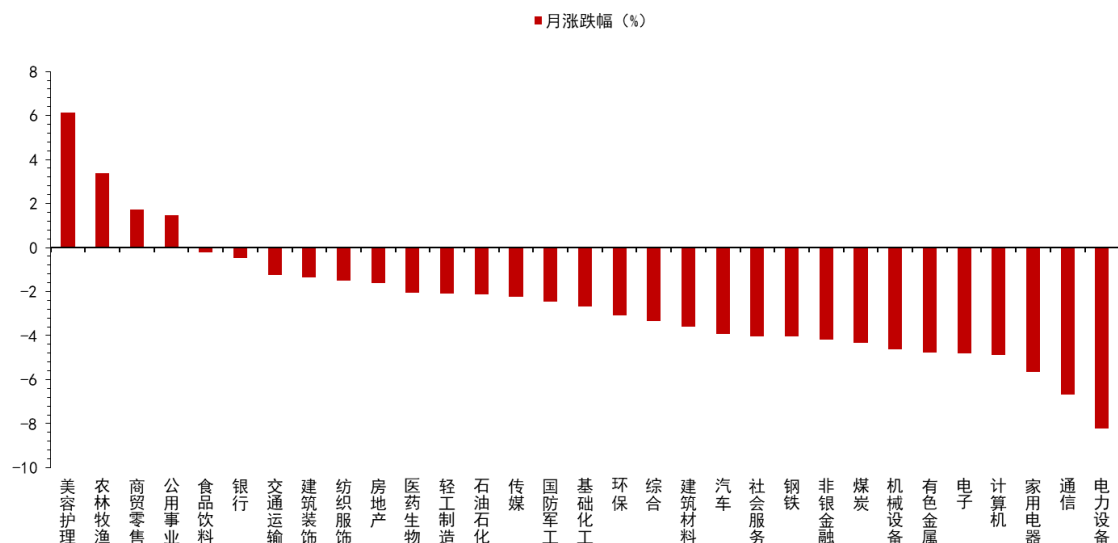
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：4 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 4 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 5 月份市场环境分析

2.1 全球经济前景不确定性放大，国内一季度经济实现“开门红”

(1) IMF 下调 2025 年全球经济增长预期，美联储强调保持独立性

4 月 22 日，IMF 世界经济展望报告显示，考虑了美国在今年 2 月 1 日至 4 月 4 日期间宣布的关税措施以及其他国家采取的反制措施的影响。IMF 将 2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3% 下调至 2.8%，2026 年预计为 3%，这反映出有效关税税率达到一个世纪以来的最高水平，以及当前环境高度不可预测。在贸易紧张局势升级、金融市场经历调整的环境下，不断加剧的下行风险主导着经济前景。政策立场的分化和迅速改变，或市场情绪的恶化，都可能导致全球金融环境进一步收紧。贸易战升级和贸易政策不确定性加剧，可能会进一步阻碍短期和长期增长前景。国际合作的缩减可能导致增强全球经济韧性的进程受损。不过全球经济增速虽然放缓，但仍远高于经济衰退期间的水平。

货币政策上，美国方面，美联储强调央行必须远离政治干预，以确保它们能专注于维持通胀稳定和就业率高企。同时表示，目前尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度；如果出现美元短缺情况，美联储随时准备向全球央行供应美元。目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。欧洲方面，4 月 17 日，欧洲央行将存款机制利率下调 25 个基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 个基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 个基点至 2.65%，均符合市场预期。不过欧央行修改了会议声明的措辞，并强调经济增长前景在贸易争端的背景下面临巨大的不确定性。日本方面，5 月 1 号，日本央行将公布利率决议，我们预计由于贸易政策不确定性持续存在，日本央行或将维持利率不变。

(2) 一季度经济实现“开门红”，4 月 PMI 指数有所回落

一季度，随着政策效应持续释放，推动生产供给加快恢复，新质生产力加快培育，国内需求不断扩大，就业形势总体稳定，一季度 GDP 同比增速录得 5.4%，超出市场预期，为全年实现 5% 的经济增速目标奠定坚实基础。

从 3 月单月宏观数据来看，工业增加值方面，中国 3 月规上工业增加值同比增长 7.7%，同比增速较前值下降 1.8 个百分点。投资端方面，1-3 月城镇固定资产投资累计同比增长 4.2%，较 1-2 月回升 0.1 个百分点。分领域来看，1-3 月狭义基础设施建设投资累计同比增长 5.8%，较 1-2 月回升 0.2 个百分点。随着 2 月下旬企业陆续全面复工复产，叠加 3 月地方政府债券发行节奏加快，基建项目的资金到位率有所提升，财政支出对基建形成阶段性支撑，推动基建投资改善。1-3 月制造业投资累计同比增长 9.1%，较 1-2 月加快 0.1 个百分点。1-3 月房地产开发投资累计同比下降 9.9%，降幅较 1-2 月扩大 0.1 个百分点。消费端方面，“以旧换新”政策继续发挥拉动效应，成为促进消费的重要支撑力量，3 月社会消费品零售总额同比增长 5.9%，增速较前值上升 1.9 个百分点。进出口方面，按人民币计价，出口方面，或因企业存在“抢出口”情况、低基数效应和外需回暖，3 月出口同比增速为 13.50%，显著强于预期和前值。进口方面，或因受具有全球定价权的大宗商品价格下跌，3 月进口同比增速为 -3.50%。

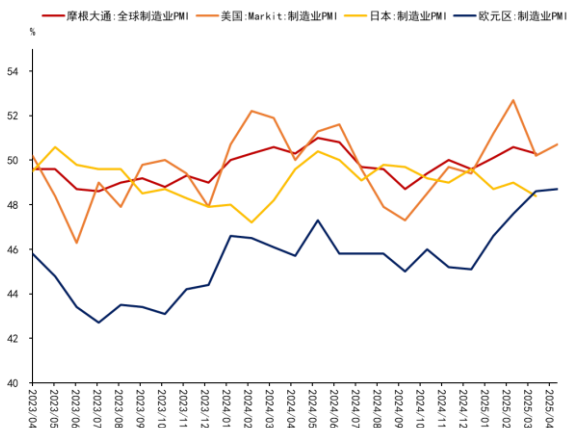
通胀数据方面，3 月 CPI 同比下降 0.1%，降幅较 2 月收窄 0.6 个百分点，春节错月因素消退，叠加去年同期低基数以及“以旧换新”政策显效，CPI 同比降幅显著

收窄。3 月 CPI 环比下降 0.4%，降幅较 2 月扩大 0.2 个百分点，天气转暖后食品供应充足和旅游淡季出行需求减少是主要拖累因素。3 月核心 CPI 明显回升，同比由 2 月下降 0.1% 转为上涨 0.5%，指向居民消费需求有温和改善。此外，3 月 PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%，均较前值回落 0.3 个百分点，国际原油价格下行带动国内石油相关行业价格回落，拖累 PPI。往后看，伴随贸易摩擦加剧，传统产业动能或面临内外需双重挤压，叠加 PPI 与出口增速的高度相关性，通胀仍是弱变量，实体需求复苏斜率亟须政策进一步加码托举。信贷数据方面，3 月信贷数据呈现总量扩张，结构仍需改善的特征。总量方面，社会融资规模增量 5.89 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，存量增速回升至 8.4%。人民币贷款单月增量达 3.64 万亿元，同比多增 5500 亿元。信贷结构方面，3 月信贷数据呈现总量扩张，结构仍需改善的特征。企业端方面，企业短贷同比多增 4600 亿元，表现亮眼。企业中长贷持续承压，同比少增 200 亿元。居民端方面，地产“小阳春”或带动居民中长贷修复，同比多增 531 亿元。居民短贷较为疲弱，在去年的较低基数上同比少增 67 亿元。

4 月制造业 PMI 指数为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点；非制造业 PMI 指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.4% 和 50.2%，继续保持在扩张区间。制造业 PMI 指数方面，4 月份，受前期制造业较快增长形成较高基数叠加外部环境急剧变化等因素影响，制造业 PMI 为 49.0%，回落至临界点以下。非制造业 PMI 指数方面，4 月非制造业 PMI 指数为 50.4%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体继续保持扩张。具体看，服务业 PMI 指数为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点，仍高于临界点。建筑业 PMI 指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点，仍位于扩张区间。总体看，综合 PMI 产出指数自 2023 年 1 月以来始终位于临界点以上，我国经济总体产出持续扩张，长期向好的基本面没有改变。受外部环境急剧变化等因素影响，4 月份制造业采购经理指数有所回落，但高技术制造业等相关行业继续保持扩张，以内销为主的制造业企业生产经营总体稳定。

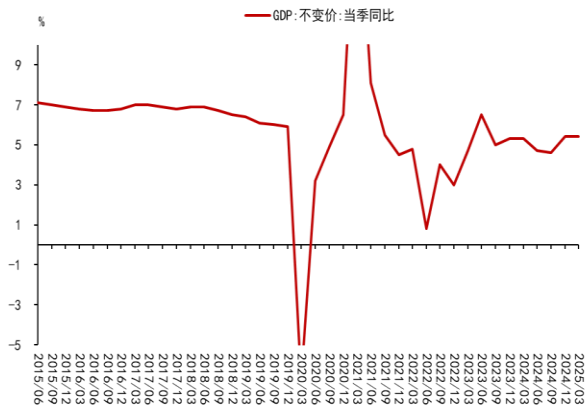
总的来看，随着政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，推动一季度国内经济实现“开门红”，5.4% 的 GDP 增速高于市场预期和全年增长目标。但也要看到，当前外部环境更趋复杂严峻，4 月 PMI 指数落至荣枯线下，国内有效需求增长动力不足，经济持续回升向好基础还需巩固。相关部门亦多次强调，将在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，后续经济将稳中有进、持续向好。

图 4：海外 PMI 数据



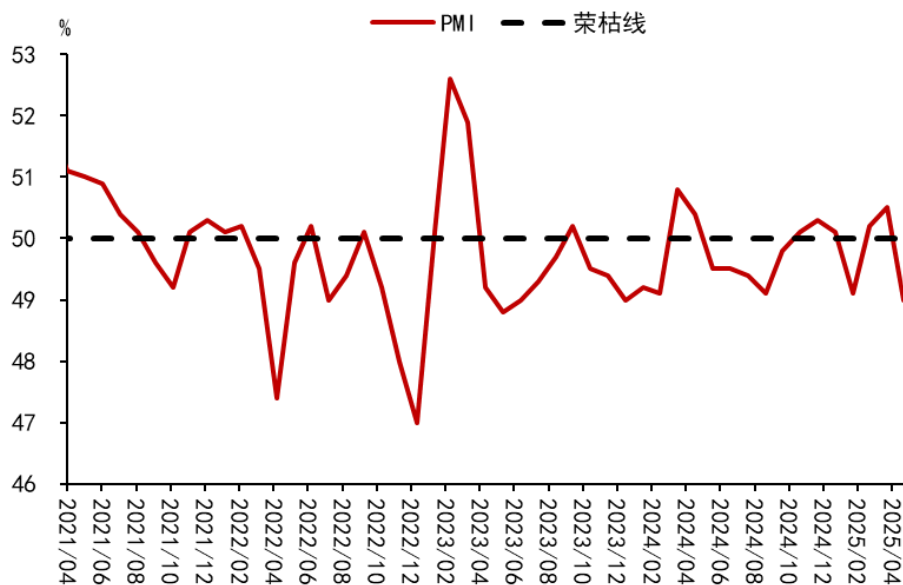
资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 5：中国 GDP 当季同比增速



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 6: PMI 数据



资料来源：iFinD 资讯、东莞证券研究所

2.2 政治局强调加紧实施更加积极有为的宏观政策，政策想象空间打开

4 月 25 号政治局会议召开。宏观政策方面，会议强调“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。财政政策方面，4 月财政部启动今年 1.3 万亿元超长期特别国债和 5000 亿元中央金融机构注资特别国债发行，加之会议提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，预计未来一段时间地方政府债券还会保持较快发行节奏。总体看，国内财政政策空间充足。货币政策方面，由于一季度经济超预期，4 月 LPR 继续保持不变。此外，目前我国经济修复动能呈现增强趋势，A 股市场整体表现较为韧性，人民币汇率短期面临一定压力，所以短期宽货币政策或有所延后。但与此同时，受外部经贸环境变化影响，宏观政策助力稳增长的必要性上升，4 月央行 MLF 净投放达到 5000 亿元，为连续第二个月加量续作，此次会议也延续此前“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”，综合来看，二季度或将择机降准降息。

消费政策方面，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。随着消费结构由商品向服务转移，我国服务消费提升空间大，产生需求的同时创造就业，是扩内需的长期重要抓手。金融支持方面，本次会议着力货币端，提出设立服务消费与养老再贷款。未来，财政端的补贴类支持可能相机跟进。此外，会议强调，要多措并举帮扶困难企业，加强融资支持，加快推动内外贸一体化，凸显短期政策重心和紧迫性。关税冲击下企业经营波动加剧，除加强融资支持、支持出口转内销，后续或将通过自贸区扩容、人民币国际化和区域合作，降低对美贸易依赖度，培育外贸新动能。我们认为，面对外部压力加大的宏观环境，会议将稳就业、稳企业置于“四稳”工作目标的前两位，并提出“要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱”，意在打通就业、居民收入、内需、企业盈利的内循环，以内部确定性应对外部不确定性的思路得到明确，预计一揽子稳就业、助企纾困政策有望加快推出。楼市股市方面，会议提到“持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场”，通过楼市股市的财富效应，提升社会预期与居民消费意愿和消费能力，与

2025 年政府工作报告中“稳住楼市股市”的表述形成呼应，凸显资本市场和楼市在经济全局中的战略地位。

4 月 28 日，国新办举行新闻发布会，介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况。当前我国将出台实施稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。在支持就业方面，主要包括鼓励企业积极稳定就业、加大职业技能培训力度、扩大以工代赈等支持、加强就业公共服务等举措；在稳定外贸发展方面，主要包括“一业一策”“一企一策”加大支持力度、帮助出口企业规避风险、扩大服务产品出海、鼓励外资企业境内再投资等；在促进消费方面，主要包括扩大服务消费、强化失能老年人照护、推动汽车消费扩容、构建技能导向的薪酬分配制度等；在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等；在营造稳定发展的良好环境方面，主要包括持续稳定和活跃资本市场、持续巩固房地产市场稳定态势、加大对实体经济的金融支持等。这些若干举措将成熟一项、出台一项。

总体来看，面对二季度海外环境的急剧变化，国内宏观政策仍有进一步发力的必要性，4 月政治局会议重点强调了稳就业和稳企业，微观主体预期有望得到进一步改善，有利于维护社会信心与稳定。对此，我们认为，一方面，管理层把“稳就业”看作“稳消费”的前提核心，居民的就业稳定，居民的收入就能得到保障，从而促进消费和经济增长；另一方面，关税冲击下企业经营波动加剧，除加强融资支持、加快推动内外贸一体化外，后续或将通过自贸区扩容、人民币国际化和区域合作，降低对美贸易依赖度，培育外贸新动能。此外，会议提到“持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场”，与 2025 年政府工作报告中“稳住楼市股市”的表述形成呼应，凸显资本市场和楼市在经济全局中的战略地位。财政货币方面，目前特别国债发行已启动、专项债发行节奏加快，MLF 大幅净投放注入中期流动性，但考虑到当前基本面修复情况、股市回暖节奏以及汇率压力，预计降息操作时点上或需观察美联储后续议息决议。但我们认为当前增量政策或推出在即，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策想象空间打开。

2.3 央行加大资金投放力度，各方持续稳定和活跃资本市场

央行操作方面，4 月央行净投放（含国库现金）7708 亿元，旨在对冲政府债供给高峰对流动性的压力，维护资金面稳定。同时为确保“五一”假期前后市场流动性充裕，在五一假期临近之际，央行加大资金投放力度，4 月 27 日至 29 日连续三日净投放共计 3130 亿元。我们预计 5 月流动性将持续宽松，央行将继续通过 MLF、逆回购等工具提供中长期流动性支持，以配合财政政策支持实体经济。LPR 方面，4 月 LPR 报价继续“按兵不动”，符合市场预期。一方面，作为央行 7 天期逆回购利率维持不变，叠加商业银行净息差处于历史低位，报价行缺乏主动下调加点数的动力；另一方面，一季度宏观经济修复动能强于预期，尽管货币政策基调转向适度宽松，但短期调降 LPR 的紧迫性有所减弱。展望 5 月，随着国内外经贸环境演变，房地产市场仍处于调整阶段与物价低位运行形成政策共振窗口，预计降准降息将择机启动。

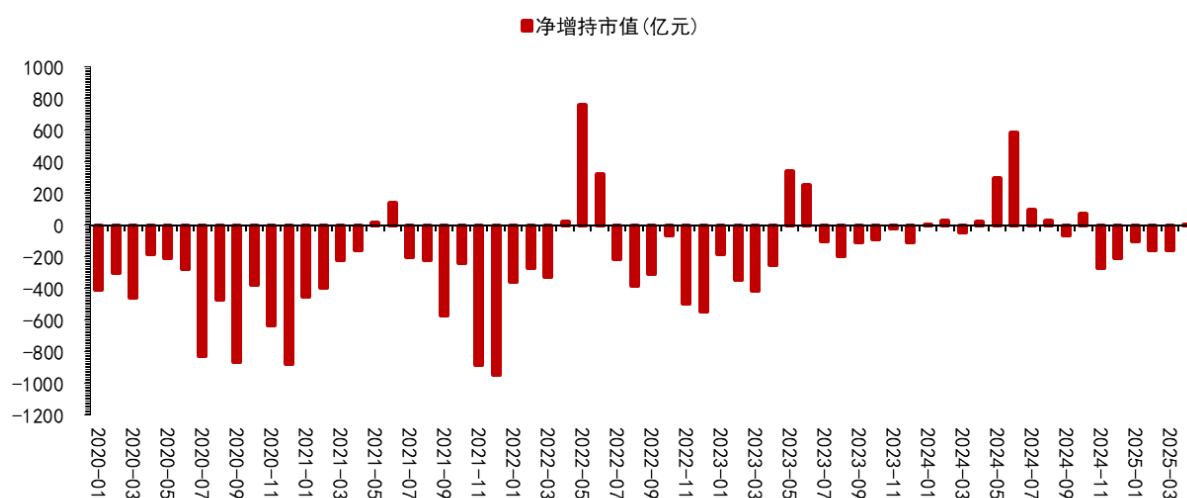
4 月政治局会议强调，持续稳定和活跃资本市场。资本市场是居民增加财产性收入、满足日益增长的财富管理需求的重要渠道。持续稳定和活跃资本市场，最终带动资产价值的合理增长，这不仅能够产生显著的财富效应，更能切实提升居民消费信心，为扩大内需提供持续动力。随着新“国九条”及“科创板八条”“并购六条”、资本市场做好金融“五篇大文章”等“1+N”政策体系持续落地见效，投资和融资更加协调的市场生态正在加快形成，各方预期明显改善。4 月证监会强调，将进一步完善全链条全生命周期的多层次市场服务体系，加力支持优质民营企业做强做优做大。4 月 10

号，证监会亦表示，基金行业要加强自身能力建设，进一步筑牢高质量发展根基，基金行业始终坚持理性投资、价值投资、长期投资，坚定看好中国资本市场前景，充分认可 A 股投资价值，坚决为资本市场健康稳定运行贡献基金力量。

面对 4 月初的市场波动，一系列重磅发声释放维护资本市场平稳运行的积极信号。中国人民银行表示，坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场平稳运行。金融监管总局发布通知，上调权益类资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，为实体经济提供更多股权性资本。另外，国务院国资委将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度，切实维护全体股东权益，持续巩固市场对上市公司的信心，努力提升公司价值，充分彰显央企责任担当。多家央企宣布增持股票资产，上市公司发布回购或增持计划公告，以真金白银来表达对未来发展的坚定看好，商业银行回购增持贷全力护航资本市场发展。整体来看，各路资金集体行动、多方部门公开表态维稳资本市场，这也将进一步提振市场信心。

两融资金方面，截至 4 月末，沪深两市两融余额为 18022.72 亿元。其中，融资余额为 17913.26 亿元，较 3 月末减少。此外，4 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.34%，较 3 月末的 2.41% 有所回落。重要股东交易方面，4 月份重要股东净增持约 8.28 亿元。股权融资方面，按网上发行日进行统计，4 月份股权融资规模约为 193.45 亿元，较 3 月显著回落。

图 7：重要股东交易增持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，央行操作方面，4 月央行积极向市场释放流动性，旨在对冲政府债供给高峰对流动性的压力以及确保“五一”假期前后市场流动性充裕。我们预计 5 月流动性将持续宽松。LPR 利率方面，4 月 LPR 报价继续“按兵不动”。展望 5 月，随着国内外经贸环境演变，房地产市场仍处于调整阶段与物价低位运行形成政策共振窗口，预计降准降息将择机启动。资本市场端方面，4 月两市融资融券余额较 3 月有所减少，融资规模亦较 3 月显著回落。不过 4 月份重要股东净增持约 8.28 亿元，时隔 5 个月重回净增持状态。面对 4 月初的市场波动，各路资金集体行动、多方部门公开表态维稳资本市场，这也将进一步提振市场信心。

3、5 月行情研判：继续企稳修复

对于 2025 年 5 月份的行情走势，我们认为：

第一，全球经济前景不确定性放大，国内一季度经济实现“开门红”。4 月 IMF 将 2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3% 下调至 2.8%，2026 年预计为 3%，这反映出有效关税税率达到一个世纪以来的最高水平，以及当前环境高度不可预测。不过全球经济增速虽然放缓，但仍远高于经济衰退期间的水平。国内市场方面，随着政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，推动一季度国内经济实现“开门红”，5.4% 的 GDP 增速高于市场预期和全年增长目标。但也要看到，当前外部环境更趋复杂严峻，4 月 PMI 指数落至荣枯线下，国内有效需求增长动力不足，经济持续回升向好基础还需巩固。相关部门亦多次强调，将在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，后续经济将稳中有进、持续向好。

第二，政治局强调加紧实施更加积极有为的宏观政策，政策想象空间打开。面对二季度海外环境的急剧变化，国内宏观政策仍有进一步发力的必要性，4 月政治局会议重点强调了稳就业和稳企业，微观主体预期有望得到进一步改善，有利于维护社会信心与稳定。对此，我们认为，一方面，管理层把“稳就业”看作“稳消费”的前提核心，居民的就业稳定，居民的收入就能得到保障，从而促进消费和经济增长；另一方面，关税冲击下企业经营波动加剧，除加强融资支持、加快推动内外贸一体化外，后续或将通过自贸区扩容、人民币国际化和区域合作，降低对美贸易依赖度，培育外贸新动能。此外，会议提到“持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场”，与 2025 年政府工作报告中“稳住楼市股市”的表述形成呼应，凸显资本市场和楼市在经济全局中的战略地位。财政货币方面，目前特别国债发行已启动、专项债发行节奏加快，MLF 大幅净投放注入中期流动性，但考虑到当前基本面修复情况、股市回暖节奏以及汇率压力，预计降息操作时点上或需观察美联储后续议息决议。但我们认为当前增量政策或推出在即，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策想象空间打开。

第三，央行加大资金投放力度，各方持续稳定和活跃资本市场。央行操作方面，4 月央行积极向市场释放流动性，旨在对冲政府债供给高峰对流动性的压力以及确保“五一”假期前后市场流动性充裕。我们预计 5 月流动性将持续宽松。LPR 利率方面，4 月 LPR 报价继续“按兵不动”。展望 5 月，随着国内外经贸环境演变，房地产市场仍处于调整阶段与物价低位运行形成政策共振窗口，预计降准降息将择机启动。资本市场方面，4 月两市融资融券余额较 3 月有所减少，融资规模亦较 3 月显著回落。不过 4 月份重要股东净增持约 8.28 亿元，时隔 5 个月重回净增持状态。面对 4 月初的市场波动，各路资金集体行动、多方部门公开表态维稳资本市场，这将进一步提振市场信心。

从 5 月份的市场环境来看，海外方面，虽关税扰动落地，但全球经济前景不确定性仍存。美联储强调目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。国内方面，随着政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，推动一季度国内经济实现“开门红”，5.4% 的 GDP 增速高于市场预期和全年增长目标。不过 4 月 PMI 指数落至荣枯线下，国内有效需求增长动力不足，经济持续回升向好基础还需巩固。相关部门亦多次强调，将在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，把握政策力度，必

要时敢于打破常规，打好“组合拳”，后续经济将稳中有进、持续向好。当前增量政策或推出在即，政策将针对投资、消费、出口等维度进行部署，政策想象空间打开。同时面对 4 月初的市场波动，各路资金集体行动、多方部门公开表态维稳资本市场，这也将进一步提振市场信心。展望 5 月份，随着国内一季度经济实现“开门红”、政治局强调加紧实施更加积极有为的宏观政策、各方持续稳定和活跃资本市场等皆为国内经济基本面和资本市场的稳定性提供了强有力的支撑。短期海外扰动已经有所减弱，而随着财报披露窗口期结束，政治局会议给出政策新方向，外部扰动无碍市场逐步修复节奏，市场或从短期大波动行情转向基本面驱动的行市，整体趋势有望继续企稳修复。

板块上建议关注金融、公用事业、食品饮料、TMT、医药生物、有色金属、电力设备等板块。

4、行业配置：超配金融、公用事业、食品饮料、TMT

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，5 月建议超配：金融、公用事业、食品饮料、TMT。

(1) 金融

根据东莞证券《金融行业双周报：政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场，适时降准降息》报告的观点，银行方面，外围扰动使得市场避险情绪显著升温，银行等高股息板块业绩稳健，行业经营受外围扰动相对较小，同时具备估值低、分红稳定等特性，成为资金避风港的优选。而从整个大盘来说，贸易战期间，A 股的表现是我国经济对贸易摩擦承受能力的直观体现，或将影响关税的谈判以及博弈，故中央汇金等“国家队”资金维稳大盘的动力较强，银行等高股息大盘股也将继续承接沪深 300ETF 等资金的流入。我们继续看好二季度银行等高股息板块的投资潜力，一是贸易战是一场持久战，二季度避险逻辑仍未发生改变，我们认为银行等高股息板块所展现出的防御与红利价值，将继续吸引避险资金的流入。二是随着国内扩内需政策的持续推进与落地，宏观经济根基不断夯实，银行业的信贷投放以及资产质量等方面或将都有所收益，驱动银行基本面修复。三是中央政治局会议强调，要加强超常规逆周期调节，加紧实施更加积极有为的宏观政策，适时降准降息，预计低利率环境延续，银行等高股息板块的股息率性价比进一步提升，有望继续获得险资、社保基金等资金的青睐。

证券方面，截至 4 月 25 日，已有 17 家上市券商发布 2025 年一季度经营成果，其中 16 家实现归母净利润正增长。从市场环境来看，一季度以来，监管部门持续推动中长期资金入市，创设相关便利工具，鼓励上市公司回购和增持，市场活跃度有所提升，为券商业务发展提供了有利的市场环境。而从业务发展来看，经纪、自营、投行业务成为业绩增长重要驱动力。经纪业务方面，市场交易活跃度提升，投资者交易频次增加，券商经纪业务手续费收入随之增长；自营方面，市场行情的好转使得券商自营投资收益增加，对业绩增长起到了重要作用；投行方面，部分券商积极把握市场机遇，在企业融资、并购重组等投行业务方面取得进展，投行业务的增长对整体业绩起到了积极作用。中央政治局会议强调，要持续稳定和活跃资本市场，券商整体经营环境具备政策支撑，建议继续关注券商业绩披露驱动的板块行情机会。

保险：近期国家金融监督管理总局近日印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。主要内容包括上调权益资产配置比例上限、提高投资创业投资基金的集中度比例和放宽税延养老比例监管要求。于资本市场而言，在近期外围市场扰动的背景下，上调险资权益资产配置比例上限，有望缓解市场资金紧张局面，为资本市场提供关键的资金支持，避免因资金短缺引发市场流动性危机，助力市场维持正常运转。而于险企而言，随着长端利率持续下行，险资固收投资收益难以覆盖负债端成本，增加权益类投资，优化资产配置结构，有助于提升险企整体的投资收益水平，减轻利差损的压力。中长期资金加速入市不仅是政策引导的重要方向，更是险企实现稳健运营、谋求长远可持续发展的内在必然需求。

（2）公用事业

根据东莞证券《公用事业行业专题报告：新形势下，关注电力及燃气板块优质机会》。水电方面，为了推动能源结构向绿色、低碳的方向转型，近年来我国高度重视清洁能源，出台一系列政策，支持水电发展。我国水电装机容量从 2020 年底的 3.70 亿千瓦增长至 2024 年底的 4.36 亿千瓦，年均复合增速为 4%，水电装机稳步增长。主要水电公司均有新增装机的计划，未来水电装机容量增长可期。而且，水电公司重视现金分红，积极与投资者分享发展成果。根据 2023 年度权益分派实施公告等公司资料，11 家水电行业上市公司中有 9 家通过现金分红的方式回报股东。

燃气方面，《2025 年国务院政府工作报告》提到，2025 年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。综合来看，一系列政策将助力工业经济发展，并有望带动天然气需求提升。另外，当前我国有序推进天然气上下游价格联动。在天然气价格大幅波动的背景下，价格联动机制逐步落地有助于燃气企业疏导天然气采购成本，从而促进燃气行业良性发展。

煤电方面，在我国能源绿色低碳转型的过程中，合规煤电机组由于发挥对电力系统支撑调节的作用，将获得容量电费。煤电容量电价机制的落实将助力符合条件的煤电企业回收固定成本，从而有助于煤电行业健康运行。另外，国家发改委提到，南方区域市场、川渝一体化调峰辅助服务市场启动试运行，长三角电力市场建设已经启动，正在研究京津冀电力市场建设方案，各区域省间中长期、辅助服务市场持续健全。当前我国“中长期+现货+辅助服务”的多品类电力市场体系初步建成，煤电公司积极参与辅助服务市场，拓展辅助服务收入。并且，今年以来动力煤价格同比下降，有望促进煤电企业的业绩提升。

（3）食品饮料

根据东莞证券《食品饮料行业深度报告：政策预期强化，关注景气细分》报告的观点，外部不确定性增加叠加国内政策定调积极，行业重视度提升。近期外部不确定性增加，提振内需或将成为推动国内经济增长的重要一环。叠加国内消费定调积极，食品饮料业绩受海外市场影响较小，行业重视度提升。

白酒板块，根据酒业家调研数据显示，今年春节白酒动销同比下滑 10%左右。节后，步入酒企销售淡季，主要以控货挺价为主。从酒企目前公布的 2024 年业绩来看，表现有所分化。预计今年上半年以消化库存为主。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。短期关注政策落地效果、业绩反馈、经销商信心变化等指标，中长期还需结合实际需求进行判断。

大众品板块方面，在消费积极定调的背景下，与餐饮供应链相关、存在边际改善预期、受益于生育政策催化等板块可重点关注。调味品板块可重点关注餐饮消费力修复等边际改善预期。啤酒板块关注餐饮场景复苏回暖、高端化等边际改善机会。乳品板块方面，在内蒙古呼和浩特发布育儿补贴细则后，浙江等地区也制定了实施生育补贴制度，预计其他城市亦会出台相关扶持政策刺激生育，乳品需求有望增加，进而为乳企业绩带来增量贡献。零食板块，持续关注核心大单品、零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。

近期外部不确定性增加，提振内需将成为推动国内经济增长的重要一环，市场重视度有所提升。叠加国内消费积极定调，预计后续促消费政策的力度和范围有望加大。白酒、大众品中与餐饮供应链相关等顺周期板块，可以重点关注。白酒板块可关注二大主线。第一，优选确定性。标的方面，建议关注高端白酒，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的酒企。第二，关注前期超跌，存在困境反转的标的。大众品板块方面，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注受益于生育政策催化的板块，如乳品龙头等。

（4）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（2025/04/11-2025/04/24）谷歌第一季度业绩超市场预期》报告的观点，近期美国海关与边境保护局公布对等关税豁免清单，包括智能手机、笔记本电脑、计算机、服务器等电子产品，或对前期跌幅较大的苹果、英伟达产业链带来估值修复空间。但中长期来看，考虑到美方挑起的全球贸易摩擦争端仍具有不确定性，可能会对智能手机、PC 等消费电子产品需求造成一定程度波动，关注关税政策落地、谈判进展。另一方面，产业链自主可控进程有望加快发展，比如 GPU、CPU 等 AI 算力的国产化有望进一步加快渗透。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（2025/4/11-2025/4/24）低轨卫星“千帆星座”完成五批次组网卫星发射》报告的观点，低轨卫星“千帆星座”完成五批次组网卫星发射，商业航天制造集群有序发展，卫星通信产业持续高质量发展。展望后市，2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释放增长动能，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

半导体方面，根据东莞证券《半导体设备专题报告：国产替代持续推进，下游扩产拉动需求增长》的观点，半导体设备对半导体产业发展起重要支撑作用，内资晶圆厂持续扩产拉动相关需求。近年来，我国在半导体设备领域的国产替代逐步推进，但部分品类自主可控率仍然偏低，行业主要市场份额被美国、欧洲、日本等国家或地区占据。作为全球最大的半导体设备制造中心，美国有三家半导体设备企业营收位列全球前五，且来自中国大陆营收占比较高。国际贸易新形势下，国内设备企业有望通过技术进步和市场扩张实现逐步替代。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业深度报告：信创迎来发展新机遇，基础软件替换空间广阔》报告的观点，当前，外部不确定性增强进一步凸显我国科技自主可控的紧迫性。内部来看，近年来我国政府不断强化信创领域政策支持和资金保障，安全可靠测评结果公布节奏加快有望提振下游客户采购积极性。多重因素催化下，中国信创产业有望迎来发展新机遇。目前，我国重要基础软件领域国产化率仍较低，随着 2027 年全面替换时间节点迫近，数据库、操作系统等核心基础软件领

域有望进入国产替换的高峰期。建议重点关注基础硬件（整机、芯片）、基础软件（数据库、操作系统）、应用软件等领域具有竞争优势的企业。

5、风险提示

美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn