

科技是否迎来主线契机，哪些消费行业尚未轮动？

报告日期：2025-04-13

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《关税加征能否改变市场结构？—20250406 第 14 周》2025-04-06
2. 策略月报《风起浪动—2025 年 4 月 A 股市场研判及配置机会》2025-03-30
3. 策略周报《历年二季度哪些板块容易出现行情？—20250323 第 12 周》
4. 策略周报《消费主线是否迎来机会？—20250316 第 11 周》

主要观点

- 关税税率超 60% 后边际影响减弱，同时国内稳市政策和外贸对冲政策预期升温，在中央政治局会议前市场有望延续震荡缓慢上涨。配置上机会仍然主要体现在消费品的轮动行情中，可关注汽车、家电、出行链、医药，以及银行、保险、贵金属。

- 市场观点：关税影响边际走弱，对冲政策预期升温

关税影响边际走弱，稳市措施和政策对冲预期升温呵护风险偏好改善，市场有望延续震荡缓慢上行。尽管中美互征关税税率仍在增加，但税率超过 60% 后已经缺乏实际经济意义，对市场的冲击已经边际减弱。而对应的国内宏观政策对冲预期升温，叠加稳市信号明确，流动性呵护和风险偏好提振下，市场有望继续震荡缓慢上涨。当前市场上涨的主要动能在于关税风险利空消化后对宏观政策的期待提升，因此 4 月底前后的中央政治局会议定调和政策安排将是观察市场变化的重要时间窗口，在此之前预计市场将继续震荡缓慢上行的态势。

市场热点 1：如何看待对等关税落地后市场风险偏好的变化？ 美对华加征关税税率超过 60% 后边际影响弱，即使后续再度提高也难再对市场形成更大的边际冲击。相对应的国内政策对冲预期再起，4 月 9 日经济形势专家和企业座谈会，提出要根据形势需要及时推出新增量政策，以有力有效的政策应对外部环境不确定性。随着对冲政策落地概率提升，市场对政策预期再起，提振市场风险偏好。

市场热点 2：如何看待即将公布的一季度宏观经济数据？ 一季度 GDP 大概率在 5.2% 左右，但 3 月通胀数据依然延续负增长，显示内需仍然偏弱。在外部关税扰动下，经济增长压力加大、政策发力概率提升。若政策近期确认落地，则二季度经济环比动能可能好于预期。

- 行业配置：消费继续轮动，关注有催化剂和补涨逻辑的行业

4 月第 2 周市场呈深 V 走势，美国对等关税和国内稳市措施稳外贸预期是影响市场走势的核心矛盾，同时也成为行业表现上的重要催化事件，农牧（种子）、内需（服务消费）表现领先，且市场反弹期间高弹性的成长科技也表现靠前。后续市场有望延续震荡缓慢上涨，行业主线仍不明了，整体机会上仍然体现在消费品行业频繁轮动和有催化事件的其他行业上，成长科技尽管近期上涨但主要是基于市场 β ，在市场缺乏持续性大级别 β 和行业重磅事件催化的前提下，仍难成为主线所在。建议关注三条主线：1) 政策支持 and 事件催化的部分消费品，重点关注汽车、家电、出行链条、医药。2) 震荡市中具备稳定性性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保险。3) 继续看好中长期贵金属价格和股价表现。

配置热点 1：本轮消费板块中还有哪些行业未经历轮动？ 本周部分消费行业在经贸形势升级事件催化和政策预期提振下涨幅靠前。实质上从 3 月下旬起，消费板块内部就开始不断出现轮动机会，我们二季度投资策略中的判断“消费板块有望在二季度取得超额收益，且主要体现为频繁的阶段性轮动而非某一行业的持续性机会”正在兑现。站在当前时点，消费轮动仍将延续，我们从 2 月以来和本周分别的最大涨幅两个维度筛选，其中食品饮料、医药、纺服、家电中的白电、轻工制造中的造纸包装等板块仍然相对滞涨。

配置热点 2：本轮成长科技调整是否到位，能否迎来大反攻？2 月至今电子、计算机、传媒、通信的最大跌幅分别是 23%、25%、21%、24%，和此前三轮历史可比跌幅看，计算机和传媒预计最多还有 5-10% 跌幅空间，通信和电子调整基本到位，整体而言当前泛 TMT 板块继续下跌空间虽有但经历前期大跌后整体已较为有限。尽管如此，也不意味着配置时机到来：一是新一轮成长科技重大催化事件如技术重大进步等未出现。二是后续市场将表现为缓慢震荡上涨而非酣畅淋漓的牛市行情，因此成长科技高弹性体现时间也有限。三是尽管中美经贸争端局势升级，但欲成为重大催化剂，还需要市场交投热烈的环境，而这并不具备。因此成长科技的主线级行情时机未至。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策出现新的超预期风险等。

正文目录

1 市场观点：关税影响边际走弱，对冲政策预期升温.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待对等关税落地后市场风险偏好的变化？	4
1.2 市场热点 2：如何看待即将公布的一季度宏观经济数据？	4
2 行业配置：消费继续轮动，关注有催化剂和补涨逻辑的行业.....	5
2.1 配置热点 1：本轮消费板块中还有哪些行业未经历轮动？	5
2.2 配置热点 2：本轮成长科技调整是否到位，大反攻时机何时到来？	8
2.3 消费继续轮动，关注有催化剂和补涨逻辑的行业.....	9
风险提示：	10

图表目录

图表 1 分项中黑色系对 PPI 同比拖累严重	5
图表 2 申万一级行业中食品饮料明显滞涨	7
图表 3 消费板块二级细分行业有哪些滞涨？	7
图表 4 泛 TMT 继续下跌的空间有限（预计 5-10%左右）	9

1 市场观点：关税影响边际走弱，对冲政策预期升温

1.1 市场热点 1：如何看待对等关税落地后市场风险偏好的变化？

我们的观点：美对华加征关税税率超过 60%后边际影响弱，即使后续再度提高也难再对市场形成更大的边际冲击。相对应的国内政策对冲预期再起，4 月 9 日经济形势专家和企业座谈会，提出要根据形势需要及时推出新增量政策，以有力有效的政策应对外部环境不确定性。随着对冲政策落地概率提升，市场对政策预期再起，提振市场风险偏好。

关税风险边际走弱，国内对冲政策预期有望提振市场风险偏好。4 月 3 日以来，美方宣布实施“对等关税”，我国坚决予以反制。截至北京时间 4 月 11 日，美国对中国产品征收的额外关税现已达到 145%，中国对美国出口商品加征关税 125%。考虑到超过 60%的关税税率已经对双边贸易形成极大冲击，正如国务院关税税则委员会指出“即便美方继续加征再高关税，已经没有经济意义……如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会”。因而，加征关税风险边际走弱，难以再对市场形成冲击。另一方面，面对外部风险压力，国内政策预期再起。4 月 9 日李强主持召开经济形势专家和企业座谈会，明确表示“外部冲击对我国经济平稳运行造成一定压力……我们对此已经作了充分估计，做好了应对各种不确定因素的准备”，同时要求“根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性”。我们认为，随着对冲政策落地概率大幅提升，市场对政策预期再起，有望提振市场风险偏好。

1.2 市场热点 2：如何看待即将公布的一季度宏观经济数据？

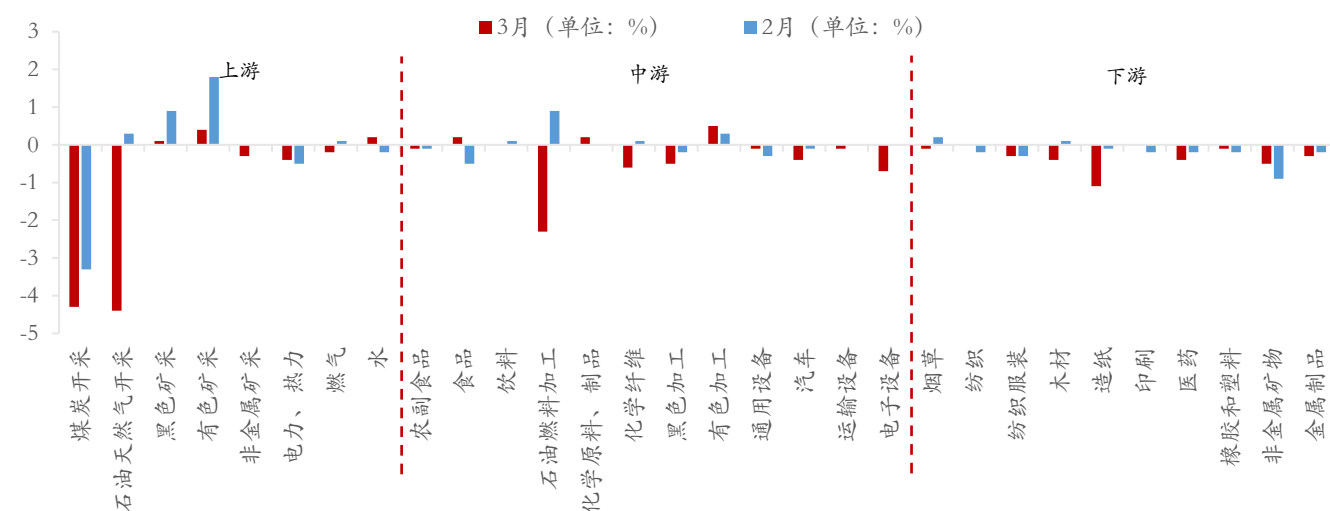
我们的观点：一季度 GDP 大概率在 5.2%左右，但 3 月通胀数据依然延续负增长，显示内需仍然偏弱。在外部关税扰动下，经济增长压力加大、政策发力概率提升。若政策近期确认落地，则二季度经济环比动能可能好于预期。

3 月通胀数据同比为负，内需依然偏弱。①3 月 CPI 同比-0.1%，较上月跌幅收窄 0.6 个百分点，核心 CPI 同比 0.5%较上个月-0.1%改善 0.6 个百分点，但 CPI 和核心 CPI 整体处于偏低水平。食品烟酒中猪肉 3 月同比为 6.7%，较前值 4.1%出现改善，而鲜菜 3 月同比为-6.8%，较前值-12.6%下行幅度大幅收窄。教育文化和娱乐 3

月为 0.8%，较前值-0.7%由负转正，对 CPI 同比提供最多支撑。家用器具 3 月同比为 -0.3%，较前值-3.3%跌幅收窄，应和“以旧换新”政策对需求端的支持加码有关。

②3 月 PPI 同比下降 2.5%，降幅扩大 0.3 个百分点。3 月 PPI 环比延续下降，原因在于一方面原油等全球定价的大宗价格回落、国内煤价下行，对 PPI 形成压制；另一方面开年以来的“抢出口”效应有所透支后亦对 PPI 形成压力。当前关税扰动一波三折，预计对 CPI 影响相对有限，但大概率会加剧 PPI 的下行压力。一是国内商品出口转内销，供给扰动下价格压力增加；二是关税争端下国内基本面压力增加，对价格形成负反馈；三是全球贸易需求萎缩，亦对价格产生冲击。尽管一季度 GDP 增速大概率仍在 5%以上，但内需延续弱势，增长压力加大、政策发力概率提升。若政策近期确认落地，则二季度经济环比动能可能好于预期。

图表 1 分项中黑色系对 PPI 同比拖累严重



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2 行业配置：消费继续轮动，关注有催化剂和补涨逻辑的行业

2.1 配置热点 1：本轮消费板块中还有哪些行业未经历轮动？

我们的观点：本周部分消费行业在经贸形势升级事件催化和政策预期提振下涨幅靠前。实质上从 3 月下旬起，消费板块内部就开始不断出现轮动机会，我们二季度投资策略中的判断“消费板块有望在二季度取得超额收益，且主要体现为频繁的阶段性轮动而非某一行业的持续性机会”正在兑现。站在当前时点，消费轮动仍将延续，我们从 2 月以来和本周分别的最大涨幅两个维度筛选，其中食品饮料、医药、纺织服装、家电中的白电、轻工制造中的造纸包装等板块仍然相对滞涨。

本周（4月7日-4月11日）部分消费板块领涨，农林牧渔、商贸零售、食品饮料分别上涨3.3%、2.9%、0.2%，分别位于申万一级行业第1、2、4位。细分子行业中，涨幅靠前的行业有种植业、一般零售、乳料饮品、养殖业、饲料、休闲食品、渔业、调味发酵品、农产品加工，分别上涨9.6%、4.9%、3.3%、3.2%、2.3%、2.1%、2.0%、1.2%、1.0%。

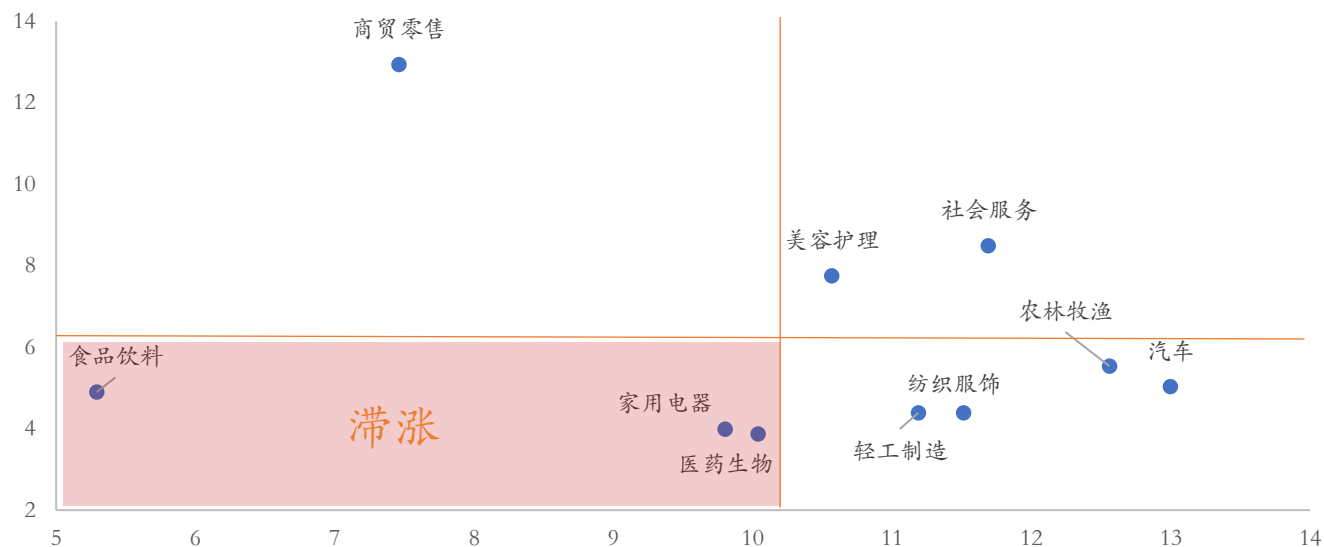
本周部分消费板块在对等关税事件催化下迎来上涨。美国对等关税开征后，经贸局势快速升温，我国也被迫在关税、农产品、稀土等进行反制，同时外需面临巨大不确定性形式下，提振内需的政策预期也不断升温，叠加去年年底中央经济工作会议将提振消费作为今年首要经济工作任务等，使得一些相关品种如种植业（农产品）、商贸零售等在事件和预期催化下本周涨幅领先。此外我们上周报新增推荐的出行链条，如交通运输、社会服务等，在服务消费政策提振预期同时叠加临近五一长假来临，表现也较为靠前。

但整体来看，消费修复仍然较为疲弱、基本面支撑不足，因此对消费板块行情的时间和空间支撑均有限，当前行情仍以主题性催化的估值阶段性修复为主，体现出消费板块内部行业轮动机会多，但多呈现时间短（2周之内）、幅度不强（10%之内）的显著特征。我们在二季度投资策略《消费能否成为“定海神针”？》中判断，消费板块在2025Q2季度预计将出现较为频繁的阶段性机会，整个风格有望取得超额收益，但消费板块的频繁机会很难持续体现在某一行业上，而是呈现出板块内部轮动的特征。消费板块的轮动支撑在于促消费政策、外部不确定性下的内需提振、假期主题等。而轮动的逻辑在于：一是对消费风格整体而言，作为经济的滞后反应变量，行情持续、有力度的演绎压力主要在于当前市场对未来的经济信心和收入改善预期的仍然低迷。基本面能否持续改善是影响消费风格行情持续性的更重要因素，而非像成长风格具备“讲故事”的持续估值提升机会。从近期的经济金融数据尤其是短贷、社零等消费相关数据显示，终端消费需求仍然疲弱，居民对未来经济和收入信心仍不乐观，基本面支撑力度不足，这导致消费板块难以出现持续、大幅度的主线级行情，因此机会主要以阶段性估值修复为主。二是在Q2季度有望出现消费相关的催化剂。提振消费已经明确作为2025年首要工作任务，因此在政策层面将持续出台促消费措施，包括但不限于消费品以旧换新、消费提振计划等，政策的出台都将带来板块的估值修复机会，但修复持续性和力度取决于政策力度和频率，预计机会的频率重于机会的幅度。同时Q2季度恰逢五一黄金周，在这个时间节点前后也容易出现阶段性主题机会。目前这一判断正在不断兑现。

当前消费板块中还有哪些方向具有相对滞涨属性？从两个维度来看，一是2月份启动消费行情中消费各板块的最大涨幅，二是本周反弹行情中各板块的最大涨幅，在前期和本轮反弹中涨幅相对靠后的一级行业有：**食品饮料、家用电器、医药生物**；二级行业中有**造纸、包装印刷、纺织服饰、服装家纺、生物制品、医药商业、纺织制造、医疗器械、家居用品、白电、贸易、非白酒、汽车服务**。整体而言，餐饮、家电

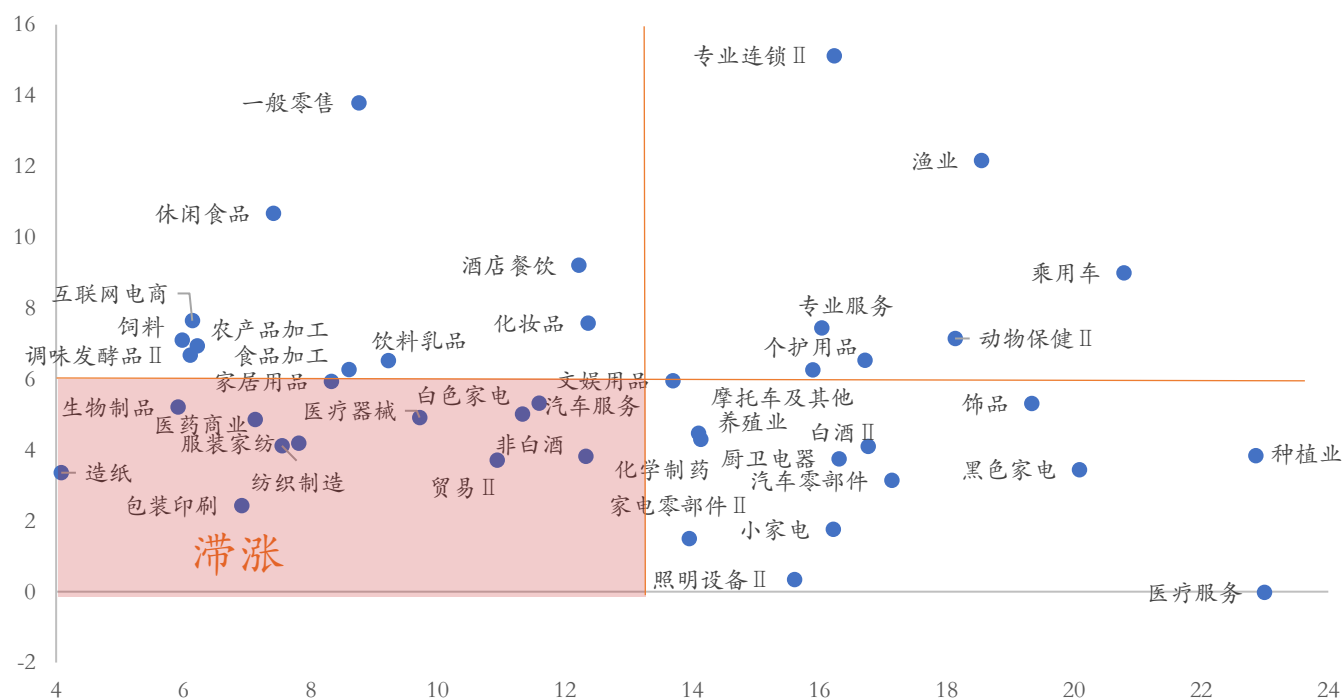
中的白电、轻工制造中如造纸和包装、医药和纺服中的个别细分板块安全边际较高，有望在后续出现轮动补涨机会。

图表 2 申万一级行业中食品饮料明显滞涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：横轴为 2025 年 2 月 6 日-2025 年 4 月 11 日期间最大涨幅，纵轴为 2025 年 4 月 8 日-2025 年 4 月 11 日最大涨幅

图表 3 消费板块二级细分行业有哪些滞涨？



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：横轴为 2025 年 2 月 6 日-2025 年 4 月 11 日期间最大涨幅，纵轴为 2025 年 4 月 8 日-2025 年 4 月 11 日最大涨幅

2.2 配置热点 2：本轮成长科技调整是否到位，大反攻时机何时到来？

我们的观点：2 月至今，电子、计算机、传媒、通信的最大跌幅分别达到 23%、25%、21%、24%，和此前三轮历史可比跌幅看，计算机和传媒预计最多还有 5-10% 跌幅空间，通信和电子调整基本到位，整体而言当前泛 TMT 板块继续下跌空间虽有但经历前期大跌后整体已较为有限。尽管如此，也不意味着配置时机到来：一是新一轮成长科技重大催化事件如技术重大进步等未出现。二是后续市场将表现为缓慢震荡上涨而非酣畅淋漓的牛市行情，因此成长科技高弹性体现时间也有限。三是尽管中美经贸争端局势升级，但欲成为重大催化剂，还需要市场交投热烈的环境，而这并不具备。因此成长科技的主线级行情时机未至。

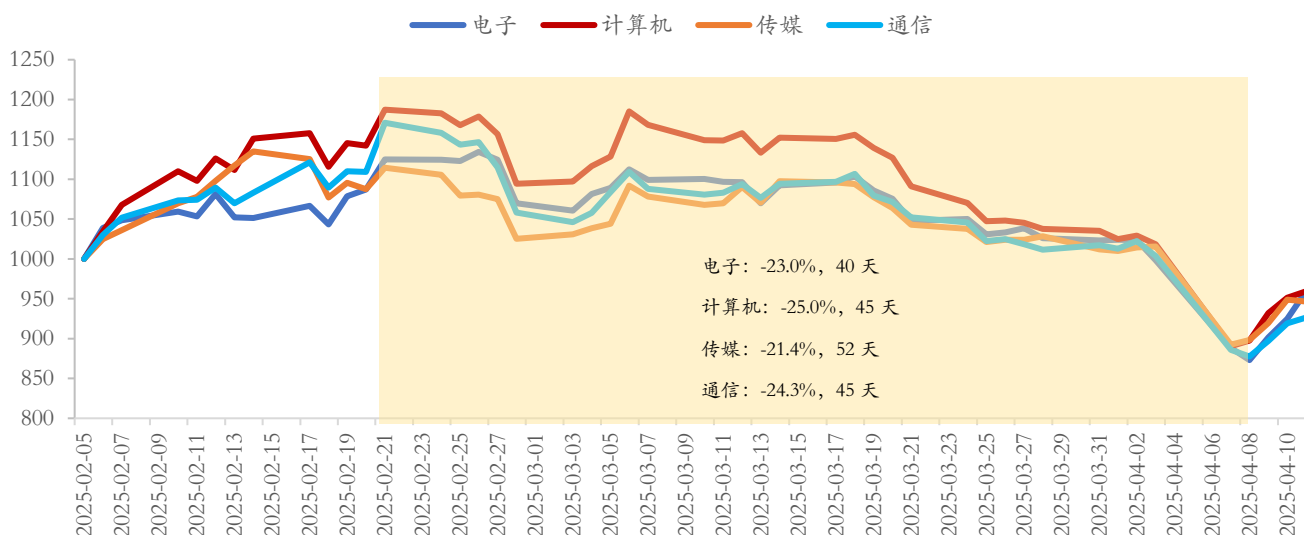
本轮泛 TMT 板块整体跌幅已接近历史可比区间上方，继续调整的幅度虽有但预计有限。我们在前期周报中复盘了自 2023 年 6 月以来泛 TMT 出现过的 3 次较大的阶段性调整，得出明确结论：若泛 TMT 板块进入阶段性估值消化期，电子、通信跌幅相对较小，电子通常在 15-30%，通信通常在 20-25%，而传媒、计算机调整幅度通常在 30-35%。调整时间上并无明显规律，核心在于新一轮的重磅催化剂何时出现。调整时间（自然日）整体在 1 个月-6 个月，跨度较长、无明显规律，由于今年政策基调偏积极、成长科技催化剂事件频出，若后续在 AI 大模型研发加速背景下应用端出现热门应用或技术再革新性进步，泛 TMT 等成长板块调整时间有望缩短。从本轮跌幅来看，2025 年 2 月 1 日至 2025 年 4 月 11 日期间，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 23.0%（2025/2/26-2025/4/8）、25.0%（2025/2/21-2025/4/7）、21.4%（2025/2/14-2025/4/7）、24.3%（2025/2/21-2025/4/7），和近三次泛 TMT 板块调整幅度对比来看，计算机和传媒跌幅预计最多还有 5-10%，而通信和电子的调整幅度基本到位，从跌幅上来看当前泛 TMT 板块继续下跌的空间整体较为有限。

催化剂事件较少、交投情绪降温，成长科技的主线级别行情时机未至。从 4 月 8 日市场底部反弹开始算起，电子、计算机、传媒、通信已分别上涨 9.9%、7.7%、6.1%、4.6%，反弹幅度靠前，主要是市场整体反弹即 β 带动下成长科技板块展现出了更大的弹性，超额收益并不明显。

短期来看，成长科技板块再次步入主线行情需要三个条件之一：一是重磅催化剂事件（重大技术升级等），如 ChatGPT4.0 发布、Sora 问世、DeepSeek-R1 开源模型性能显著提升带动多家企业部署等；二是交投情绪热烈加政策催化，如国产替代重要支持政策、扶持基金成立等，典型案例如 2018 年美国封锁中国科技企业、2019 年将华为列入出口管制名单带动自主科技扶持政策密集出台等；三是市场系统性大涨，成长科技板块继续体现出高弹性特征。

目前来看，一是短期内 DeepSeek 的催化作用边际减弱，暂未出现新一轮的成长科技的技术重大突破性事件。二是国产替代预期有所升温但是二季度政策重点大概率在扩内需方向，预计科技方向的政策刺激力度有限。三是在中美矛盾仍未出现明显缓和的情形下经济数据的不确定性仍然较高，中期市场风险偏好仍难趋势性抬升，因此成长科技短期内并不具有成为主线级行情的条件。

图表 4 泛 TMT 继续下跌的空间有限（预计 5-10%左右）



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标准化处理，以 2 月 5 日收盘价为 1000 点

2.3 消费继续轮动，关注有催化剂和补涨逻辑的行业

4 月第 2 周市场呈深 V 走势，美国对等关税和国内稳市措施稳外贸预期是影响市场走势的核心矛盾，同时也成为行业表现上的重要催化事件，农牧（种子）、内需（服务消费）表现领先，且市场反弹期间高弹性的成长科技也表现靠前。后续市场有望延续震荡缓慢上涨，行业主线仍不明了，整体机会上仍然体现在消费品行业频繁轮动和有催化事件的其他行业上，成长科技尽管近期上涨但主要是基于市场 β ，在市场缺乏持续性大级别 β 和行业重磅事件催化的前提下，仍难成为主线所在。**建议关注三条主线。**

第一条主线是政策支持和有事件催化的部分消费品，重点关注汽车、家电、出行链、医药。其中汽车、家电源于以旧换新政策进一步明确及优异效果，后续政策有望继续加力。出行链条在于临近五一假期，此外各地针对出行旅游的补贴或扶持政策开始逐步发力。医药有望出现阶段性估值修复。该条主线的行业在前期整体滞涨且低估背景下，有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

第二条主线是震荡市中具备稳定性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保

险。一方面，后市有望延续震荡缓慢上涨，且在市场波动较大的环境中，银行保险等权重股具备流动性优势也兼具高股息特性。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第三条主线是继续看好中长期贵金属价格和股价表现。一方面，严重程度超预期的对等关税将会对全球贸易和经济形成冲击，此举也会加剧未来全球局势的不确定性，黄金作为风险资产的储备价值增加。二方面，美国经济已经进入下行周期，叠加严厉贸易政策甚至演绎衰退风险，美元指数走弱，利于金价。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策出现新的超预期风险等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。