

2025 年 04 月 05 日

# 加征关税后 A 股将如何演绎？

## 定期报告

### 投资要点

- ◆ **加征关税、美股大幅调整等外部负面因素短期对 A 股有一定影响，但国内政策和流动性宽松使 A 股可能相对偏强。**（1）复盘来看，一是 2010 年以来春季行情结束后上证综指平均调整 10%，持续时间在 2 周至 3 个月左右；二是推动调整的核心因素是基本面预期走弱、政策偏紧和外部负面事件、流动性偏紧等。（2）当前来看，外部负面因素有冲击，但国内因素继续支撑 A 股维持震荡趋势。一是加征关税、美股大幅调整等负面因素对短期 A 股有一定影响：首先，加征关税对国内出口可能有一定影响；其次，加征关税导致全球股市出现大幅调整，对 A 股市场情绪和外资流入可能有一定影响。二是短期国内因素依然偏积极，A 股可能相对偏强：首先，基本面低位修复；其次，国内扩大内需、提振消费等稳增长政策可能进一步出台和落实；最后，美国经济衰退风险上升，美元走弱，国内流动性短期仍维持宽松。
- ◆ **A 股短期可能维持震荡走势，还需看到更多积极因素才可能导致震荡结束。**（1）复盘历史，一是积极的政策是调整结束的核心推动因。二是外部冲击消减也可能导致调整结束，如 2019 年 7 月中美贸易摩擦缓解等。三是情绪指标调整充分也是调整结束的一个推动因素：成交额回落 40%-70% 左右、换手率调整到 0.4%-1.8% 左右、领涨行业成交额回落 45%-85% 左右。（2）当前来看，外部负面冲击还未消减，还需看到更多积极因素才可能导致震荡结束。一是短期国内政策偏积极。二是外部负面冲击还未消减：首先，加征关税后中美谈判还未开启；其次，加征关税对国内出口增速的影响、对 A 股情绪等的冲击还未完全消减。三是情绪指标短期调整已较充分，但不是最低：全 A 成交额调整幅度在 55.5% 左右，换手率最低为 1.2%。
- ◆ **短期内需和国产替代相关行业可能相对占优。**（1）复盘历史，春季行情后的调整前期，食品饮料、家电、医药等消费行业、银行等稳定类行业、产业趋势上行的传媒和军工等行业表现相对占优；调整后期政策导向的地产、食品饮料、煤炭、大金融、电新等行业表现相对占优。（2）当前来看，内需和国产替代相关的行业可能相对占优。一是比照历史经验，当前处于春季行情后的震荡调整的前期，因此食品饮料、医药等消费行业和大金融、公用事业等稳定类行业可能表现相对偏强。二是从加征关税的影响来看，短期内需和国产替代相关的行业可能相对占优：首先，提振内需相关的消费、建筑、公用事业、大金融等行业可能受政策支撑而相对偏强；其次，反制措施相关的稀土、半导体等关键资源品和国产替代相关行业可能受益。
- ◆ **行业配置：短期建议继续均衡配置价值板块和部分科技成长。**（1）内需相关的大金融、公用事业、建筑、商贸零售等行业短期值得关注。一是国内营收占比较高的行业是公用事业、大金融、建筑、商贸零售、社服等行业；二是 2025 年盈利增速预期较高的是非银金融、商贸零售、计算机、电子等行业。（2）中期建议关注调整已较充分、估值性价比较高的成长行业。（3）短期建议逢低配置：一是内需和国产替代相关的公用事业、银行、建筑、商贸零售、食品饮料、社服和稀土、半导体等行业；二是政策和产业趋势向上的成长行业，如医药、军工、电子（半导体）、传媒（游戏）、通信（运营商）、计算机（国产软件）等。
- ◆ **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

加征关税影响有限，A 股维持震荡趋势

2025.4.3

完善价格机制有利于改善盈利预期

2025.4.3

新股板块或步入休整周期，重视业绩和性价比-华金证券新股周报

2025.3.30

四月基本面主导，继续震荡

A 股二季度策略-回归基本面，均衡配置

2025.3.23



## 内容目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一、加征关税后 A 股将如何演绎？        | 3  |
| （一）负面因素短期有影响，但 A 股可能相对偏强 | 3  |
| （二）A 股短期可能维持震荡           | 6  |
| 二、行业配置：建议均衡配置科技、消费、顺周期   | 8  |
| （一）春季行情后调整期的下跌行情有何阶段特征？  | 8  |
| （二）关注内需相关的行业             | 9  |
| （三）估值角度关注成长行业            | 10 |
| （四）短期建议继续均衡配置价值板块和部分科技成长 | 11 |
| 三、风险提示                   | 13 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：春季行情结束后调整期市场表现及指标变化一览   | 4  |
| 图 2：主要关税施加领域对各国经济的影响程度测算    | 5  |
| 图 3：一线城市商品房成交面积较去年有明显上升     | 6  |
| 图 4：上海二手房成交面积较去年同期有上升       | 6  |
| 图 5：螺纹钢开工率回升                | 6  |
| 图 6：工业企业盈利增速仍在回升            | 6  |
| 图 7：回调结束见底情绪指标及外部事件和政策一览    | 7  |
| 图 8：计算机为春季行情领涨行业且调整期跌幅最深    | 8  |
| 图 9：调整期分阶段的行业涨跌幅排名情况        | 9  |
| 图 10：全 A 行业的内需维度（盈利增速、营收占比） | 10 |
| 图 11：成长板块估值的两个维度——性价比和位置    | 10 |
| 图 12：近期成长板块涨跌幅排名            | 10 |
| 图 13：社服、商贸活跃度近期提升           | 11 |
| 图 14：铜、铝等工业金属打开价格上行通道       | 11 |
| 图 15：交运保持高活跃度               | 12 |
| 图 16：智能手机出货量同比大幅增长          | 12 |
| 图 17：数字经济加速渗透               | 12 |
| 图 18：医药出口趋势性向上              | 13 |
| 图 19：软件业务收入稳定增长             | 13 |

## 一、加征关税后 A 股将如何演绎？

### （一）负面因素短期有影响，但 A 股可能相对偏强

复盘历史，春季行情结束后调整主要受基本面、政策和外部事件、流动性等因素推动。（1）春季行情结束后市场震荡偏弱，统计 2010 年以来春季行情（除跨年行情之外）共有 9 次，且上证综指平均回调 10 个百分点，回调持续时间在 2 周至 3 个月左右不等。（2）推动调整的核心因素是基本面预期走弱、政策偏紧和外部负面事件、流动性偏紧等。一是基本面为影响春季行情结束后市场走势的核心：首先，若基本面数据较差，则市场可能进一步走弱，如 2016、2017、2019、2022，经济数据均有所回落；其次，盈利走弱对行情也有压制，如 2012 年 3 月底公布的 1-2 月工业企业利润数据大幅低于预期、2022 年 Q1-Q2 绩差股盈利增速下降 52pcts（期间业绩预亏指数跌幅达 23.8%，拖累大盘）、2024 年 Q1-Q3 绩差股盈利增速下降 23pcts（期间业绩预亏指数跌幅达 18.8%，拖累大盘）等均对市场产生一定负面扰动。二是政策收紧和负面外部事件发生也是导致市场震荡调整的因素，如：2011 年欧债危机、2016 年美韩联合军演、2017 年银监会政策频发加强金融监管、2019 年美对华关税加码、2022 年俄乌冲突爆发、2024 年欧盟对自中国出口的电动车加征关税等。三是流动性收紧也是导致行情出现调整的原因：首先，9 年中有 6 次回调期间 DR007 分位数（2005 年起计算）出现上升；其次，2011 年央行加息提准、2014 年 2 月底和 2016 年 Q2 人民币汇率贬值压力上升、2022 年美联储加息等，均对市场形成一定冲击。

图 1：春季行情结束后调整期市场表现及指标变化一览

| 行情结束      | 调整结束      | 期间上证涨跌幅 (%) | 持续交易日 (天) | 制造业PMI (%) | 地产销售增速 (%)  | 社零增速 (%)   | 工业企业盈利增速 (%) | DR007分位数 (%) | 政策/外部事件                                                        |
|-----------|-----------|-------------|-----------|------------|-------------|------------|--------------|--------------|----------------------------------------------------------------|
| 2011/4/18 | 2011/6/20 | -14.07      | 44        | 52.9→50.9  | 6.3→12.9    | 17.1→17.7  | 29.7→28.7    | 60.4→99.5    | 4/6央行加息；4/17央行决定从2011年4月21日起提准；欧债危机蔓延                          |
| 2012/3/14 | 2012/3/29 | -8.29       | 12        | 53.1→53.1  | -13.6→-13.6 | 15.2→15.2  | -1.3→-1.3    | 70.6→84.2    | 3月底公布的1-2月工业企业利润数据大幅低于预期；地产政策继续收紧                              |
| 2014/2/20 | 2014/3/12 | -6.76       | 15        | 50.2→50.3  | -0.1→-3.8   | 11.8→12.2  | 9.4→10.1     | 86.6→36.8    | 2月底人民币汇率贬值                                                     |
| 2015/4/30 | 2015/5/7  | -8.14       | 5         | 50.1→50.2  | -4.8→-0.2   | 10.0→10.1  | -1.3→-0.8    | 47.8→46.5    | 2014年报盈利增速下滑                                                   |
| 2016/4/15 | 2016/6/24 | -7.40       | 48        | 50.1→50.0  | 36.5→27.9   | 10.1→10.6  | 6.5→6.2      | 51→54.6      | 美韩联合军演扰动地缘关系；地产政策收紧；人民币贬值压力上升                                  |
| 2017/4/11 | 2017/5/11 | -6.36       | 22        | 51.2→51.2  | 15.7→14.3   | 10.7→10.7  | 24.4→22.7    | 62.8→77.6    | 银监会政策频发加强金融监管                                                  |
| 2019/4/8  | 2019/6/6  | -12.90      | 41        | 50.1→49.4  | -0.3→-1.8   | 7.2→9.8    | -3.4→-2.4    | 43.2→49.4    | 5/9美对华关税加码，2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%                        |
| 2022/3/3  | 2022/4/27 | -15.09      | 38        | 49.5→47.4  | -13.8→-20.9 | -3.5→-11.1 | 8.5→3.5      | 29.7→23      | 上市公司业绩下行，Q1-Q2绩差股盈利增速下降52pcts；美联储加息；俄乌冲突爆发                     |
| 2024/5/20 | 2024/9/18 | -13.85      | 85        | 49.5→49.8  | -20.3→-17.1 | 3.7→3.2    | 3.4→3.5      | 18.2→24.1    | Q1至Q3绩差股盈利增速下降23pcts；5月美商务部将37个中国实体加入出口管制清单；6月欧盟宣布对中国进口的电动车加关税 |

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；绩差股指业绩预亏指数；分位数计算从2005年起；标红年份为调整原因与当下阶段类似时期，需重点关注）

当前来看，外部负面因素有冲击，但国内因素继续支撑 A 股维持震荡趋势。具体来看：

加征关税、美股大幅调整等负面因素对短期 A 股有一定影响。（1）加征关税可能大幅提升美国经济衰退和通胀上升的预期，对国内出口和流动性宽松均可能有一定影响。一是加征关税可能对美国经济和通胀有较大影响：首先，关税提高进口商品价格，迫使美国企业减少进口，转向美国本土生产或非关税国家采购，长期可能因替代来源成本更高导致生产效率下降；其次，居民可支配收入下降，关税推高商品价格下消费者实际购买力缩水下非必需品消费减少，可能进一步拖累经济增长；最后企业通过提价转嫁消费者，同时加征关税导致消费品价格上涨后，工资水平可能进一步上升，美国通胀压力加大。二是加征关税对我国出口和流动性也有一定的影响：首先，加征关税可能导致我国出口增速面临一定的回落压力，比照 2018 年的第二轮加征关税后国内出口增速出现明显回落，今年美对中国加征关税的范围和幅度更大，同时对东南亚等新兴市场国家也加征“对等关税”，我国出口增速可能面临一定压力；其次，加征关税对我国流动性宽松可能存在一定扰动，加征关税可能推升美国通胀，对美联储降息周期可能有影响，此外加征关税可能导致国内出口有一定压力，人民币汇率波动可能对国内宽松政策有一定掣肘。（2）短期海外风险加剧对 A 股情绪可能有影响。一是加征关税导致美股和全球股市出现较大幅度调整，本周道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 的跌幅分别达到 7.9%、10.0%、9.1%，短期对 A 股市场

情绪有一定影响。二是美股连续下跌，流动性风险是否会发生从而对 A 股的外资有影响也需要观察。

图 2：主要关税施加领域对各国经济的影响程度测算

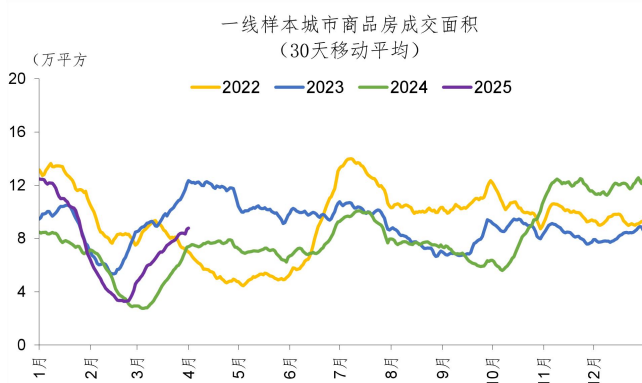
| 国家或地区    | 药品   | 半导体  | 钢/铝/铜 | 汽车及汽车零部件 | 全部GDP的百分比 |
|----------|------|------|-------|----------|-----------|
| 墨西哥      | 0.0% | 0.5% | 0.3%  | 8.8%     | 9.7%      |
| 马来西亚     | 0.0% | 4.0% | 0.1%  | 0.1%     | 4.2%      |
| 加拿大      | 0.3% | 0.1% | 0.9%  | 2.8%     | 4.0%      |
| 台湾       | 0.1% | 3.0% | 0.2%  | 0.4%     | 3.6%      |
| 新加坡      | 3.2% | 0.3% | 0.0%  | 0.0%     | 3.5%      |
| 韩国       | 0.2% | 0.5% | 0.3%  | 2.3%     | 3.2%      |
| 越南       | 0.0% | 2.6% | 0.2%  | 0.4%     | 3.1%      |
| 泰国       | 0.0% | 1.8% | 0.2%  | 0.4%     | 2.4%      |
| 瑞士       | 1.8% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%     | 1.8%      |
| 日本       | 0.2% | 0.1% | 0.0%  | 1.2%     | 1.6%      |
| 欧盟       | 0.7% | 0.0% | 0.1%  | 0.3%     | 1.2%      |
| 南非       | 0.0% | 0.0% | 0.3%  | 0.5%     | 0.9%      |
| 以色列      | 0.3% | 0.6% | 0.0%  | 0.0%     | 0.8%      |
| 印度       | 0.3% | 0.1% | 0.0%  | 0.1%     | 0.5%      |
| 英国       | 0.2% | 0.0% | 0.0%  | 0.2%     | 0.5%      |
| 阿拉伯联合酋长国 | 0.0% | 0.0% | 0.4%  | 0.0%     | 0.4%      |
| 巴西       | 0.0% | 0.0% | 0.3%  | 0.0%     | 0.3%      |
| 中国       | 0.0% | 0.1% | 0.0%  | 0.1%     | 0.2%      |
| 澳大利亚     | 0.1% | 0.0% | 0.1%  | 0.0%     | 0.1%      |
| 印度尼西亚    | 0.0% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%     | 0.1%      |

资料来源：华金证券研究所，J.P. Morgan

**短期国内因素依然偏积极，A 股可能相对偏强。**（1）地产销售继续回升、基建项目加速落地、盈利处于上升周期中，基本面低位修复。一是地产销售高频数据向好：首先，近期一线城市商品房销售数据较好，日频 MA30 数据超过去年同期，且 3 月整体商品房成交面积同比增速达 18.4%，而二线城市及三线城市 3 月地产销售数据同比小幅转弱；其次，二手房销售增速也在上升，今年以来上海二手房成交面积也超过去年同期，本轮地产政策宽松下一线城市二手房明显受益；最后，原材料来看，水泥价格及产量均出现一定回升，2025 年 2 月水泥产量累计同比增速为-5.7%（前值为-9.5%），或指向居民购房需求仍在改善下开发商施工进度不断提速。二是基建项目加速落地：首先，近期螺纹钢开工率有所回升，石油沥青装置开工率也维持一定高位，此外 2 月挖掘机开工小时数当月同比高达 100.7%，节后基建项目复工进程较好；其次，近期湖南省人民政府办公厅公开发布《湖南省推进地方政府专项债券项目“自审自发”试点实施方案》，成为首个公布地方政府专项债自审自发实施方案的地区，后续专项债发行可能提速下有望劳动基建项目的进一步落地。二是盈利上升周期可能未完：首先，工业企业盈利增速仍在回升，2025 年 2 月增速达-0.3%，而 2024 全年工业企业盈利增速为-3.3%，降幅明显收窄，且从 PPI 及其领先指标来看也有所回升，盈利上升周期大概率未完；其次，已披露的全 A 盈利来看，截至 2025/4/3，2024 年报披露率为 37.5%，可比口径下归母净利润同比增速为 5.8%，盈利正增长占比为 81.7%，全 A 盈利增速可能延续回升趋势不变。（2）国内扩大内需、提振消费等稳增长政策可能进一步出台和落实。一是近期中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》，其中针对减轻物价下行压力做出详细部署，例如通过深化市场化定价、规范公共服务价格等方式改善经济增长和企业盈利预期，外

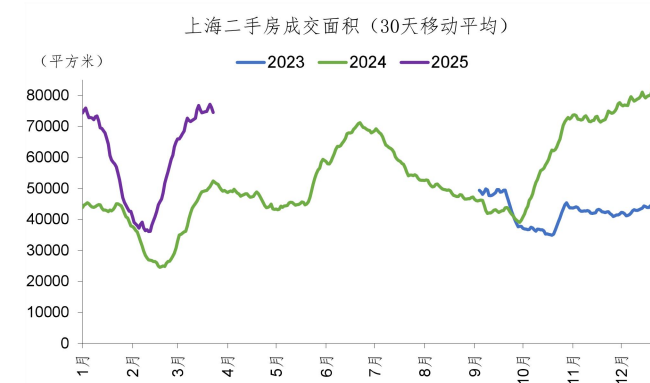
需走弱下政策提振内需的必要性上升。二是因地制宜促消费政策仍在积极落地，3月份，浙江省人民政府办公厅印发的《大力提振和扩大消费专项行动实施方案》提出力争2025年社会消费品零售总额增长5%以上的目标，上海市人民政府办公厅印发《上海市促进服务业创新发展若干措施》提出，“加大促消费力度”“加强市区联动，扩大消费券内容和商户覆盖范围，统筹有序发放专项消费券”等多项措施，配合五一假期等节日效应拉动，基本面修复进程可能加速。（3）国内流动性短期仍维持宽松。尽管美国通胀预期可能上升，但美国经济衰退风险上升，制造业PMI已低于荣枯线下，且当前美元指数也出现明显下滑态势，对国内流动性宽松的掣肘进一步减轻。

图 3：一线城市商品房成交面积较去年有明显上升



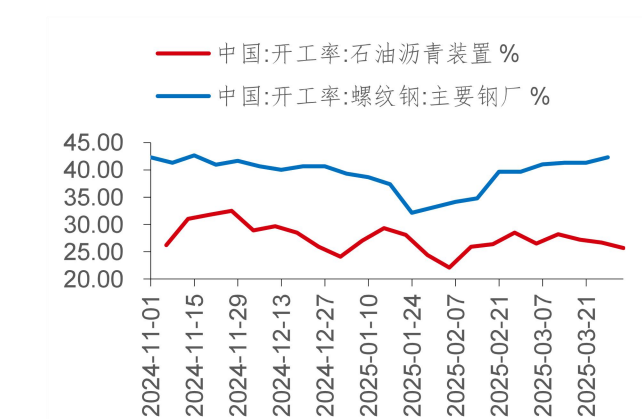
资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：上海二手房成交面积较去年同期有上升



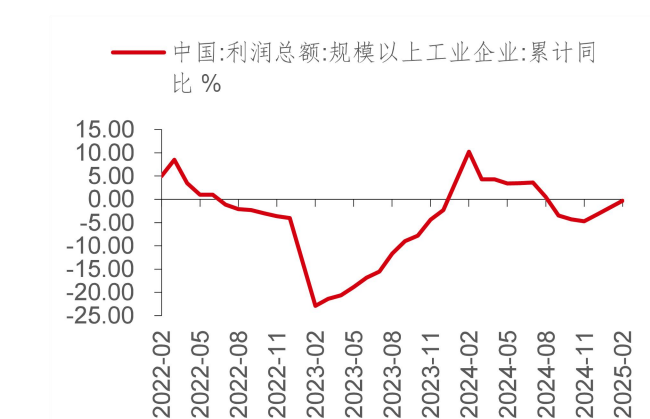
资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：螺纹钢开工率回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：工业企业盈利增速仍在回升



资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）A 股短期可能维持震荡

复盘历史，春季行情后导致调整结束的核心因素是积极的政策或外部冲击消减、情绪指标调整充分等。（1）积极的政策是调整结束的核心推动因素。如：2014 年 4 月，央行实施定向降准，5 月国九条发布；2015 年 5 月央行降准；2016 年 2 月供给侧改革政策落地，经济修复预期上升；2017 年 5 月，证监会发布“减持新规”；美联储在 2019 年 7 月底开始降息，同时 5G 商用牌照发放；2022 年 4 月央行降准，同期中央财经委会议稳信心，5 月国常会部署 33 项稳增长

举措；2024 年“924”一揽子重磅政策落地，同月 26 日政治局会议稳信心等。（2）外部冲击消减也可能导致调整结束，例如 2019 年 7 月中美贸易摩擦缓解等。（3）情绪指标调整充分也是调整结束的一个推动因素：大盘来看，成交额回落幅度（春季行情期间较调整期间的回落幅度）在 40%-70%左右，调整期间换手率最小值在 0.4%-1.8%左右；领涨行业来看，春季行情期间涨幅 TOP1 的行业成交额回落幅度在 45%-85%左右。

图 7：回调结束见底情绪指标及外部事件和政策一览

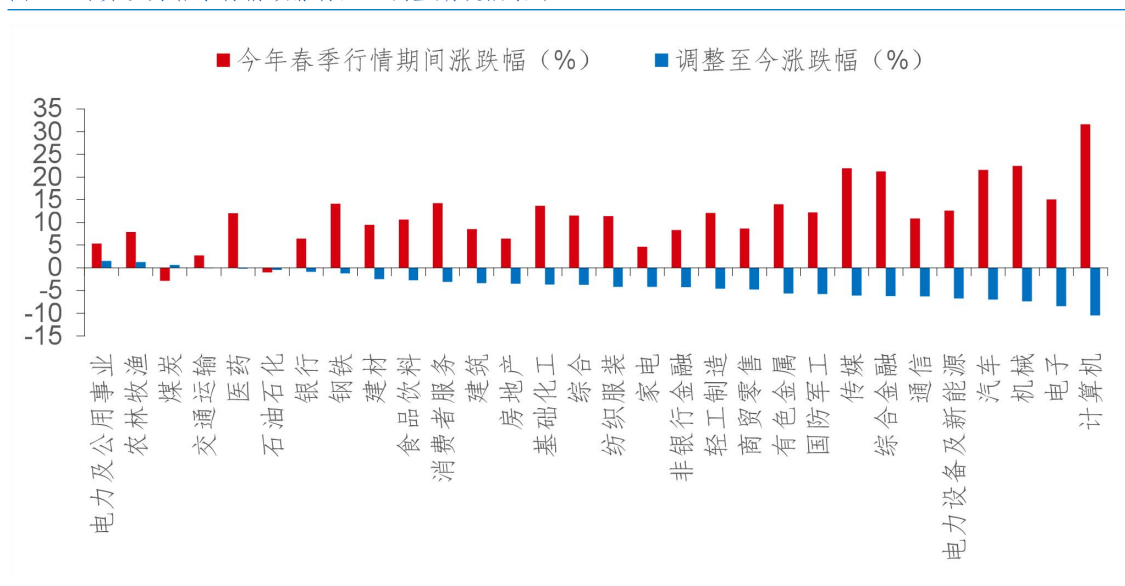
| 调整结束      | 大盘（万得全A）   |           | 春季行情期间涨幅top1行业 |           |          |             |           | 政策/外部事件                                              |
|-----------|------------|-----------|----------------|-----------|----------|-------------|-----------|------------------------------------------------------|
|           | 成交额回落幅度（%） | 换手率最小值（%） | 成交额回落幅度（%）     | 调整期间跌幅（%） | 估值最小值（倍） | 估值最小值分位数（%） | 换手率最小值（%） |                                                      |
| 2011/6/20 | 68.44      | 0.45      | 69.58          | 13.29     | 26.07    | 51.40       | 1.25      | 7月温家宝总理提出继续把稳定物价作为宏观调控的首要任务                          |
| 2012/3/29 | 67.25      | 0.43      | 62.76          | 9.62      | 28.55    | 31.50       | 0.63      | 4月初，温家宝总理在调研各地经济运行情况时提出“要根据形势变化尽快出台预调微调措施”           |
| 2014/3/12 | 42.96      | 0.59      | 54.75          | 9.87      | 51.67    | 28.20       | 1.74      | 2014年4月，央行实施了定向降准；5月国九条发布                            |
| 2015/5/7  | 45.55      | 1.85      | 58.32          | 12.09     | 25.93    | 76.50       | 3.41      | 5月11日，央行降准                                           |
| 2016/6/24 | 63.07      | 0.64      | 64.34          | 0.87      | 512.31   | 94.00       | 1.11      | 险资举牌潮；供给侧改革推进，经济修复预期上升                               |
| 2017/5/11 | 51.02      | 0.66      | 65.97          | 3.66      | 6.44     | 43.40       | 0.09      | 2017年5月，证监会发布“减持新规”，限制上市公司重要股东集中减持                   |
| 2019/6/6  | 68.08      | 0.79      | 48.16          | 8.76      | 107.83   | 81.00       | 2.10      | 美联储在2019年7月开始降息；5G商用牌照发放；中美贸易关系缓和                    |
| 2022/4/27 | 44.22      | 1.14      | 47.82          | 3.38      | 9.10     | 12.80       | 1.17      | 4月15日，央行降准；4月26日，中央财经委会议稳信心；5月31日国常会部署33项稳增长举措       |
| 2024/9/18 | 65.00      | 0.84      | 85.12          | 20.36     | 21.00    | 21.50       | 1.00      | 9月24日，国新办新闻发布会上央行、金融监管总局和证监会公布了一揽子重磅政策；9月26日政治局会议稳信心 |

资料来源：华金证券研究所，wind（注：回落幅度计算中最高值取春季行情区间内，最低值选调整区间内；换手率、估值取调整区间内最小值计算）

当前来看，外部负面冲击还未消减，还需看到更多积极因素才可能导致震荡结束。（1）短期国内政策偏积极。首先，专项债发行亟待提速，基建项目加速落地、提振消费、完善价格机制等扩内需政策继续出台和落实，4月政治局会议可能进一步对政策做出细化；其次，后续财政进一步加力、货币进一步宽松等政策也可能实施，发行超长期特别国债、降准降息等政策可能继续落地。（2）外部负面冲击还未消减。一是加征关税后中国进一步反制，我国反击内容主要分为三个部分，第一部分是在之前已经增加关税的基础上对美国商品同样增加 34%的关税，第二部分是将 16 家美国公司列入管制名单，并禁止另外 11 家美国公司在中国开展业务，第三部分涉及在世贸组织起诉、暂停美国 6 家家禽和农业公司对中国出口资质、反倾销调查和扩大稀土资源出口管制多个部分，但中美双方谈判还未开启，外部冲击还未消减。二是加征关税对国内出口增速的影响、对 A 股情绪等的冲击还未完全消减，仍需静待拐点出现。（3）情绪指标短期调整已较充分，但不是最低。一是大盘来看，春季行情以来全 A 成交额调整幅度约在 55.5%左右，换手率最低值为 1.2%，已处于历史数据区间，但不是最低。二是领涨行业来看，今年春季行情期间

涨幅 TOP1 行业为计算机，当前成交额已经调整近 80%，还有一定调整空间，短期市场可能延续震荡。

图 8：计算机为春季行情领涨行业且调整期跌幅最深



资料来源：华金证券研究所，wind（注：今年春季行情定义为 1 月 13 日至 3 月 19 日，调整区间为 3 月 20 日至 4 月 3 日）

## 二、行业配置：建议均衡配置科技、消费、顺周期

### （一）春季行情后调整期的下跌行情有何阶段特征？

复盘历史，春季行情后的调整前期，消费、稳定类行业、产业趋势上行的成长类行业表现相对占优；调整后期政策导向相关的行业表现相对占优。（1）调整前期：食品饮料、家电、医药等消费行业、银行等稳定类行业、产业趋势上行的传媒和军工等科技成长类行业表现相对占优。例如，2016 年 3 月央行降准，银行涨跌幅排名随后升至第 1，2018 年 2 月新一轮医改启动后，医药排名升至第 1；2024 年“十四五”规划进度成为焦点，军工排名升至第 1。（2）调整后期：政策导向的地产、食品饮料、煤炭、大金融、电新等行业表现相对占优。如：2012 年央行于 2 月下旬宣布降准，流动性宽松利好房地产，对应房地产涨跌幅排名第 1；2015 年 3 月政府工作报告首次提出“互联网+”，对应计算机排名第 1；2016 年供给侧改革推动周期股上涨，对应有色金属排名第 3；2018 年国内成品油价格按机制上调，对应石油石化行业相应走强、排名第 2；2018 年 4 月美国宣布制裁中兴通讯，国产替代预期增强，对应计算机排名升至第 1。

图 9：调整期分阶段的行业涨跌幅排名情况

| 前期   | 2012/3/5<br>2012/3/15  | 2015/4/28<br>2015/4/30 | 2016/4/15<br>2016/4/29 | 2017/4/12<br>2017/4/24 | 2018/3/13<br>2018/3/28 | 2019/4/8<br>2019/4/29 | 2023/4/19<br>2023/4/26 | 2024/4/19<br>2024/4/23 |
|------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| TOP1 | 食品饮料                   | 传媒                     | 银行                     | 家电                     | 医药                     | 食品饮料                  | 传媒                     | 国防军工                   |
| TOP2 | 商贸零售                   | 家电                     | 食品饮料                   | 食品饮料                   | 国防军工                   | 家电                    | 电力公用                   | 农林牧渔                   |
| TOP3 | 医药                     | 建筑                     | 家电                     | 非银行金融                  | 综合金融                   | 银行                    | 银行                     | 食品饮料                   |
| TOP4 | 纺织服装                   | 计算机                    | 煤炭                     | 医药                     | 计算机                    | 消费者服务                 | 纺织服装                   | 医药                     |
| TOP5 | 基础化工                   | 房地产                    | 汽车                     | 银行                     | 消费者服务                  | 通信                    | 家电                     | 综合金融                   |
| 后期   | 2012/3/16<br>2012/3/29 | 2015/5/4<br>2015/5/7   | 2016/5/3<br>2016/5/19  | 2017/5/2<br>2017/5/10  | 2018/4/11<br>2018/4/17 | 2019/4/30<br>2019/5/9 | 2023/5/8<br>2023/5/25  | 2023/5/20<br>2024/5/31 |
| TOP1 | 房地产                    | 计算机                    | 食品饮料                   | 银行                     | 计算机                    | 综合金融                  | 电新                     | 煤炭                     |
| TOP2 | 消费者服务                  | 非银行金融                  | 银行                     | 家电                     | 石油石化                   | 纺织服装                  | 机械                     | 家电                     |
| TOP3 | 银行                     | 传媒                     | 有色金属                   | 非银行金融                  | 纺织服装                   | 国防军工                  | 电力公用                   | 银行                     |
| TOP4 | 有色金属                   | 食品饮料                   | 农林牧渔                   | 电子                     | 国防军工                   | 电力公用                  | 电子                     | 石油石化                   |
| TOP5 | 钢铁                     | 国防军工                   | 医药                     | 传媒                     | 农林牧渔                   | 农林牧渔                  | 汽车                     | 汽车                     |

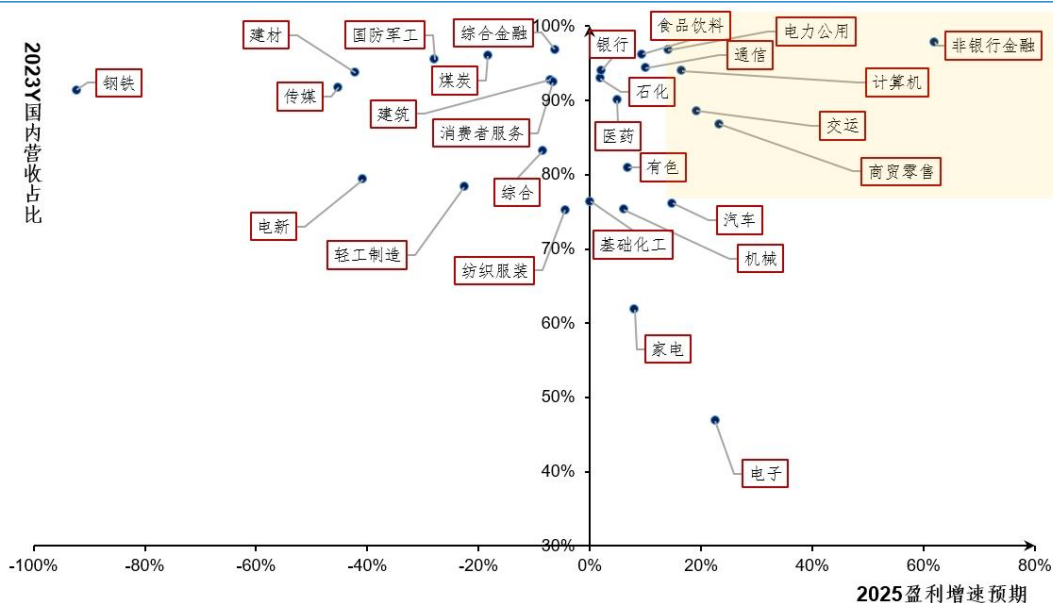
资料来源：华金证券研究所，wind

当前来看，内需和国产替代相关的行业可能相对占优。一是比照历史经验，当前处于春季行情后的震荡调整的前期，因此食品饮料、医药等消费行业和大金融、公用事业等稳定类行业可能表现相对偏强。二是从加征关税的影响来看，短期内需和国产替代相关的行业可能相对占优：首先，提振内需相关的消费、建筑、公用事业、大金融等行业可能受政策支撑而相对偏强；其次，反制措施相关的稀土、半导体等关键资源品和国产替代相关行业可能受益。

## （二）关注内需相关的行业

内需相关的大金融、公用事业、建筑、商贸零售等行业短期值得关注。（1）2025 年盈利增速预期较高的行业。我们选用 2025 万得一致预期归母净利润同比增速观察全 A 一级行业，预期盈利增速排名前五的行业有非银行金融(+62%)、商贸零售(+23%)、电子(+23%)、交运(+19%)、计算机(+17%)，反映行业增长潜力大、景气度高，当前受市场广泛认可。（2）国内营收占比较高的行业。我们计算出各行业 2023 全年营业收入当中由国内贡献的份额，国内营收占比排名前五的行业有非银行金融（98%）、综合金融（97%）、电力公用（97%）、食品饮料（96%）、煤炭（96%），反映行业的业绩主要受益于国内市场。（3）综合两个维度，我们认为优选内需相关的行业主要有：一是国内营收占比较高的行业，如大金融、公用事业、建筑、商贸零售、社服等行业；二是 2025 年盈利增速预期较高的行业，如非银金融、商贸零售、电子、计算机等行业。

图 10：全 A 行业的内需维度（盈利增速、营收占比）

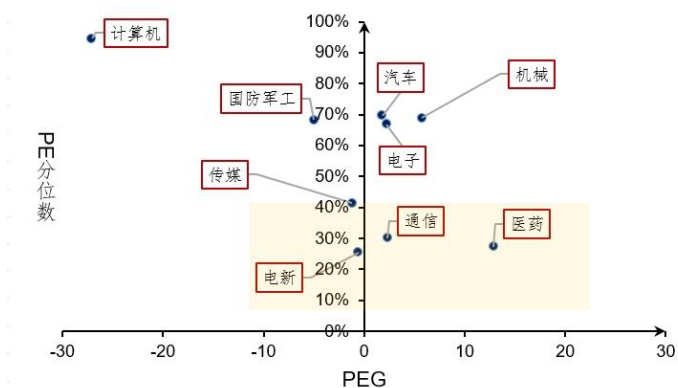


资料来源：华金证券研究所，wind

### （三）估值角度关注成长行业

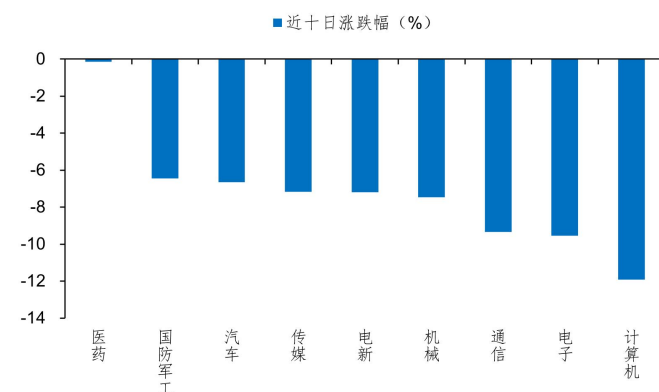
中期建议关注调整已较充分、估值性价比较高的成长行业。（1）具有估值性价比的低 PEG 行业。我们选用 PEG 指标，即市盈率相对盈利增速的情况，观察成长板块的 9 个一级行业：高 PEG 行业来看，主要有医药（7.69）、机械（5.76），估值与盈利之间的匹配度有限，后续需关注盈利修复情况；低 PEG 行业来看，主要有汽车（1.79）、电子（2.24）、通信（2.34），业绩有足够支撑，估值性价比较高，可能存在投资机会。（2）估值分位数较低的成长行业。我们选用 PE 历史分位数指标：高分位数行业来看，主要有计算机、汽车、机械、国防军工，市盈率处在历史估值区间的较高位置，反映市场情绪相对高涨；低分位数行业来看，主要有电新（25%）、医药（27%）、通信（30%），反映市场情绪较弱、估值处在底部。（3）综合两个维度，我们认为优选成长行业是：医药、电新、通信，原因是通信行业估值性价比高，并且三个行业估值分位数都较低，当前调整已较充分，后续补涨空间大。

图 11：成长板块估值的两个维度——性价比和位置



资料来源：华金证券研究所，wind（注：筛选方法采用申万一级行业）

图 12：近期成长板块涨跌幅排名

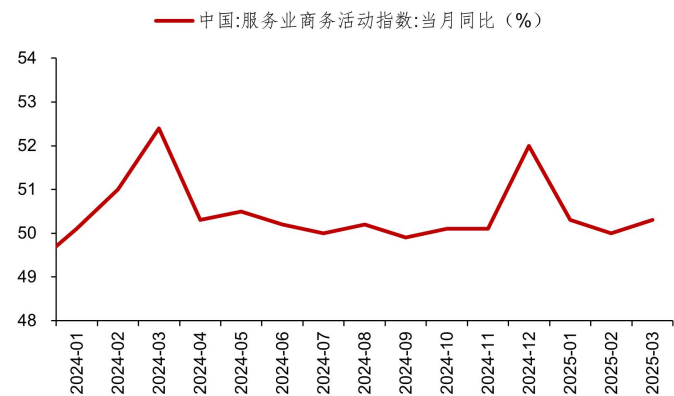


资料来源：华金证券研究所，wind

#### （四）短期建议继续均衡配置价值板块和部分科技成长

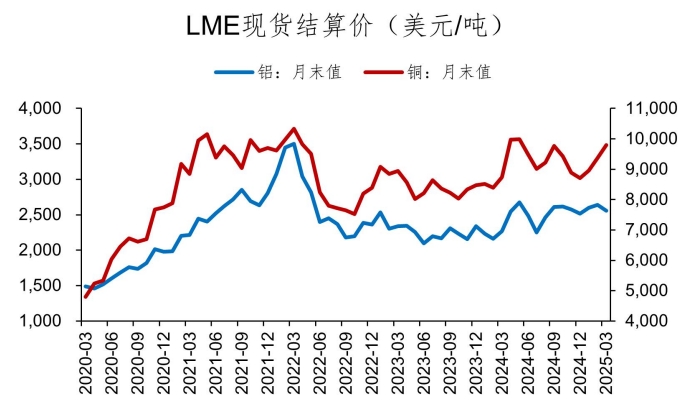
短期建议逢低配置内需和国产替代相关的稳定（大金融、公用事业、交运）、消费（商贸零售、食品饮料、社服）和稀土、半导体等行业。（1）非银行金融：一是资本市场改革持续推进，4月3日证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营科技企业座谈会，注册制改革、并购重组、再融资等制度将进一步优化，有望激活IPO及投行业务需求，利好头部券商。二是险资“进度条”再度刷新，三部门宣布支持保险公司发起设立私募证券投资基金，鼓励险资加大权益投资比例和长期资金入市，利好券商、保险行业。（2）交运：一是航空业复苏动能增强：首先，我国过境免签政策全面放宽优化，对外旅游业务蓬勃发展；其次，“五一”假期邻近助长民航业务订单量，2024年我国民航旅客量突破7亿人次创历史新高，受益于经济加速回暖，今年航运市场预期保持活力。二是铁路、航海运输也迎来机遇，美国大幅加征“对等关税”可能推动全球贸易模式发生变化，中国“一带一路”相关的自贸区、港口等行业可能受益。（3）消费：一是政策端持续发力推动消费修复，“以旧换新”政策补贴金额提升至3000亿元，补贴范围扩大至手机、平板、手表、手环等消费电子，有望带动相关品类销量回升。二是服务消费支持政策持续落地，上半年国务院发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，提出深化“文旅+百业”、丰富消费业态和场景，有望带动社服、商贸等行业客流回暖、盈利改善。三是消费板块有业绩支撑，根据wind一致预期来看，2024年归母净利润增速中商贸零售、消费者服务、食品饮料业绩均呈正增长趋势。（4）有色：一是新质生产力催生上游原材料结构性需求增长，新能源汽车、光伏、储能、数据中心等产业加速发展，对铜、铝、稀土、锂等资源品种形成持续拉动；二是能源转型与碳减目标驱动长期需求，全球绿色能源转型背景下“风光储”大规模建设也拉动铜、稀土等金属的需求，根据国际可再生能源署报告显示，2024年底可再生能源在全球电力装机容量中的占比达到46%，全年新增585GW，同比增长15.1%。

图 13：社服、商贸活跃度近期提升



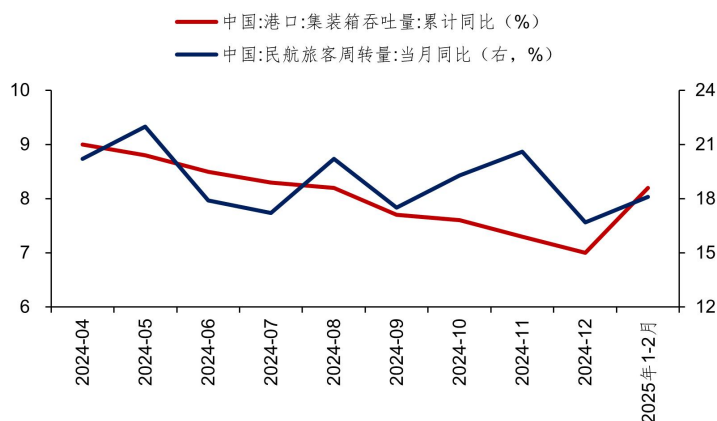
资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：铜、铝等工业金属打开价格上行通道



资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：交运保持高活跃度



资料来源：华金证券研究所，wind

短期建议逢低配置政策和产业趋势向上的成长行业，如医药、军工、电子（半导体）、传媒（游戏）、通信（运营商）、计算机（国产软件）等。（1）电子：一是消费电子方面：首先，全球 AI 智能终端新品加速发布拉动新需求，如三星 Galaxy S25 Ultra、微软 Surface Pro 11、华为 Pura X 等均深化 AI 能力；其次，国内以旧换新政策持续释放存量市场需求，高端消费电子产品渗透率有望提升。二是半导体方面：首先，AI 算力、新能源汽车等驱动全球半导体需求回暖，根据世界半导体贸易统计协会（WSTS）预测，2025 年全球半导体市场将增长 11.2%，全球市场估值达到 6970 亿美元；其次，美国 4 月 2 日“对等关税”政策给予半导体豁免敞口，业绩影响有限。（2）通信：一是政策目标明确要赋能数字化转型，根据工信部发布的《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年基本建成高速泛在、集成互联、智能绿色、安全可靠的新型数字基础设施，因此今年业绩待释放程度较高。二是服务业开放吸引外资、盘活市场，北京、上海等地已启动增值电信业务扩大对外开放试点，获准在华经营电信业务的外企增至 2220 家，后续将进一步推动行业创新与竞争力提升。（3）医药：一是政策端，两会工作报告明确提出支持创新药和中药行业高质量发展，政策边际改善明显。二是行业“走出去”步伐加快，近期国产创新药对外授权消息频出，国内恒瑞医药宣布与美国默沙东达成协议，将旗下 HRS-5346 创新药在大中华区以外的全球权益授予后者。（4）计算机：数据要素市场建设推进，叠加生成式 AI 与行业垂直场景融合加快，教育、医疗、金融等领域带动行业软件加快落地，2024 全年我国软件业务收入达 13.7 万亿元，同比增长 10%。

图 16：智能手机出货量同比大幅增长

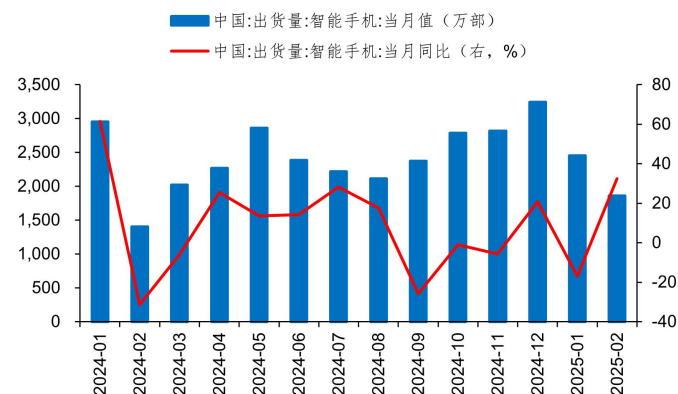
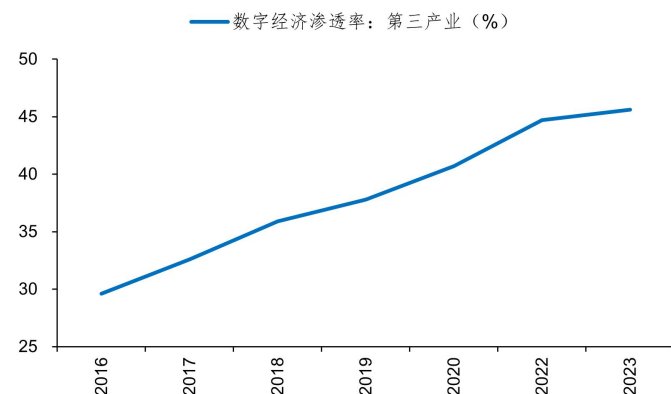


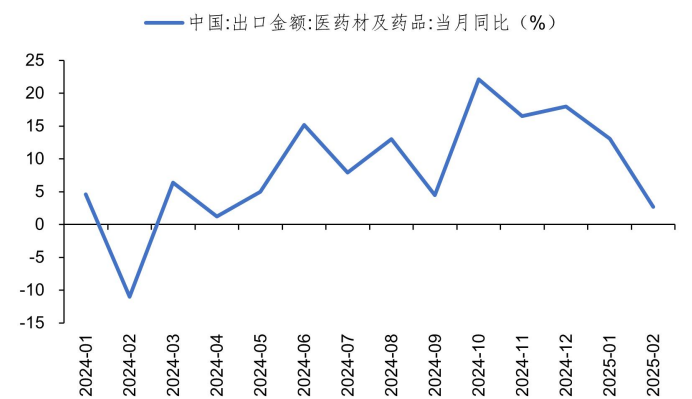
图 17：数字经济加速渗透



资料来源：华金证券研究所，中国信息通信研究院

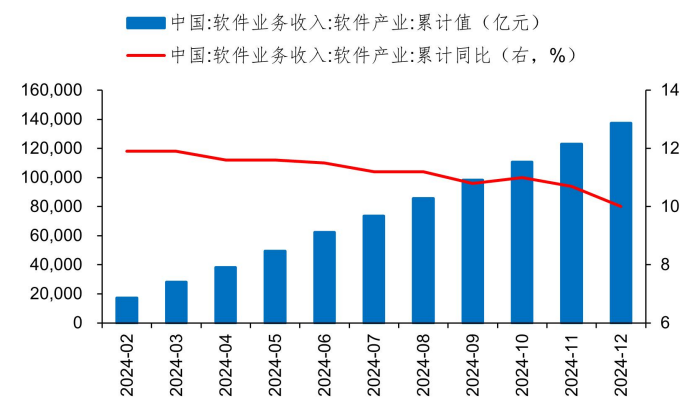
资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：医药出口趋势性向上



资料来源：华金证券研究所，wind

图 19：软件业务收入稳定增长



资料来源：华金证券研究所，wind

### 三、风险提示

- 1.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。
- 2.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](http://www.huajinsc.cn)