

风起浪动

报告日期：2025-03-30

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. 策略月报《静水流深—2025年3月A股市场研判及配置机会》2025/02/23
2. 策略月报《正值春光好时节—2025年2月A股市场研判及配置机会》2025/01/26
3. 策略月报《扰动与对冲—2025年1月A股市场研判及配置机会》2024/12/29
4. 策略季报《积极应变—2025年一季度A股投资策略》2024/12

主要观点：

● 4月内外部均存在一定的风险扰动，外部美国实施“对等关税”，内部经济边际弱化，同时4月末政治局会议政策加码概率偏低，故市场有望迎来波动加剧。配置上也将延续轮动之势，沿着滞涨低估+潜在催化剂寻找布局机会，可关注稳健性的银行、保险，政策催化的汽车、家电、医药，以及有景气改善的有色金属。

● 市场观点：国内经济放缓、外部关税扰动，市场波动加剧

4月市场波动有望加剧，尤其是前半月将面临较多内外部扰动。一是海外风险发酵，4月2日美国“对等关税”将落地，对全球经济预期和风险偏好形成扰动。二是国内经济基本面支撑偏弱，高频数据显示经济基本面边际弱化，3月信贷投放偏弱概率仍大。同时一季度GDP大概率好于全年预期目标，4月底政治局会议政策加码概率偏低。因此4月市场整体面临内外部风险扰动、波动加剧，市场拐点关注国内宏观政策预期能否因4月底政治局会议而变化。

美国“对等关税”将落地，关注市场扰动及国内政策应对。4月2日美国将实施“对等关税”及额外“行业特定关税”，可能会对市场风险偏好产生一定扰动和冲击。国内政策延续积极基调，加码与否看外围。一方面，财政资金充足，政策有望靠前发力。另一方面，货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变，降准和结构性降息概率较大。

经济基本面边际弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险。高频数据显示经济基本面边际弱化，其中“抢出口”放缓拖累生产端，服务消费、二三线地产销售放缓态势明显。因而二季度经济环比增速快速下滑风险需关注。预计一季度GDP增长5.2%，3月社零同比4.8%左右，固投累计同比3.9%，其中制造业累比8.9%、基建增速5.4%、地产增速-9.6%，出口5.0%；3月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。

利率最快上行阶段已过，降准预期发酵。央行3月数次发声将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息。后续降准概率大于降息，流动性供给合理充裕。10年期国债利率最快上行阶段已过，预计后续维持震荡态势。此外3月企业信贷弱于预期概率仍大。

● 行业配置：轮动之势不改，布局稳健、政策支持、景气改善品种

3月市场如预期般高位小幅震荡，4月震荡之势有望延续但波动将有所加大，尤其是前半月。配置上也将延续3月以来的行业轮动，轮动思路上沿着“前期滞涨、低估值叠加有潜在政策催化的方向”寻找布局机会。而年后强势的成长科技方向尽管3月估值已经有所消化，但仍有较大的消化空间，因此短期内仍以调整为主，直到市场上涨β出现或行业重磅催化剂出现。按上述行业轮动的配置思路上，我们梳理出三条值得关注的主线。

第一条主线是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。一方面，4月市场整体维持震荡、尤其是前半个月预计将面临较大风险扰动，因此银行保险等权重股兼具高股息特性，有较为稳定的性价比。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。

第二条主线是政策支持催化的部分消费领域，重点关注汽车、家电、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。医药有望出现阶段性估值修复。该条主线在前期整体滞涨且低估背景下，有政策催化时，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是有景气支撑的有色金属，主要包括贵金属和工业金属。一方面，特朗普关税威胁下，铜需求改善、供给边际弱化、库存维持低位，铜等工业基本面具备涨价支持。二方面美国经济衰退担忧下美元持续走弱，也利于贵金属和工业金属价格上涨。

● 风险提示

国内经济基本面超预期回落；政策节奏和力度不及预期；美国经济持续衰退风险；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：国内经济放缓、外部关税扰动，市场波动加剧	4
1.1 美国“对等关税”将落地，关注市场扰动及国内政策应对	4
1.2 经济基本面有所弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险	5
1.3 利率上行最快阶段已过，降准预期发酵	7
2 轮动之势不改，布局稳健、政策支持、景气改善品种	8
2.1 主线一：中长期具备战略配置价值以及震荡市中相对稳健的银行、保险	9
2.2 主线二：受益于政策支持力度进一步加码的汽车、家电、医药	11
2.3 主线三：景气度边际上行的有色（贵金属、工业金属）	13
风险提示：	15

图表目录

图表 1 乘用车批发与零售同比增速收窄	5
图表 2 节后小商品价格明显回落	5
图表 3 轮胎和 PX 开工率整体偏高，唐山高炉开工率回落	6
图表 4 3 月粗钢产量有所回落	6
图表 5 3 月食品价格维持低位	6
图表 6 关税担忧引发补库需求提前，有色金属价格反弹	6
图表 7 春节后，水泥价格有所反弹	7
图表 8 3 月 30 城商品房周销售面积同比仅一线维持增长	7
图表 9 10 年期国债利率已回升至 2024 年 12 月初水平	8
图表 10 2 月企业信贷大幅走弱	8
图表 11 银行板块 2024 年业绩有望呈现高增速	10
图表 12 银行贷款不良率持续下降	10
图表 13 保险与银行走势趋同，且弹性更大	11
图表 14 保费收入有季节效应，2025 年一季度在低基数影响下有望高增	11
图表 15 汽车大规模以旧换新政策继续落地	12
图表 16 新能源车销量维持较高增速	12
图表 17 “两新”对家电销量的带动作用明显	12
图表 18 白色家电明显滞涨	12
图表 19 铜缺口扩大	14
图表 20 铜价与美元指数呈负相关性	14
图表 21 黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多，美元走弱亦有贡献	15

1 市场观点：国内经济放缓、外部关税扰动，市场波动加剧

1.1 美国“对等关税”将落地，关注市场扰动及国内政策应对

美国“对等关税”即将落地，关注其对市场的扰动。3月17日，美国总统特朗普表示将于4月2日同时实施广泛的针对每个贸易伙伴的“对等关税”以及额外的“行业特定关税”，包括对美国“示好”的印度。3月26日，美国总统特朗普26日在白宫签署行政令，对进口美国的汽车以及零部件征收25%关税，其中进口整车关税将于4月2日生效，汽车零部件的关税生效日期最迟不得晚于2025年5月3日符合《美墨加协定》优惠关税待遇的汽车获批后可仅征收“非美国成分”关税。对此，多国宣布考虑实施反制手段，包括欧盟、日本、加拿大等。因而，4月将迎来美国加征“关税”的密集落地期，需重点关注其对市场的扰动，尤其是对市场风险偏好的冲击。

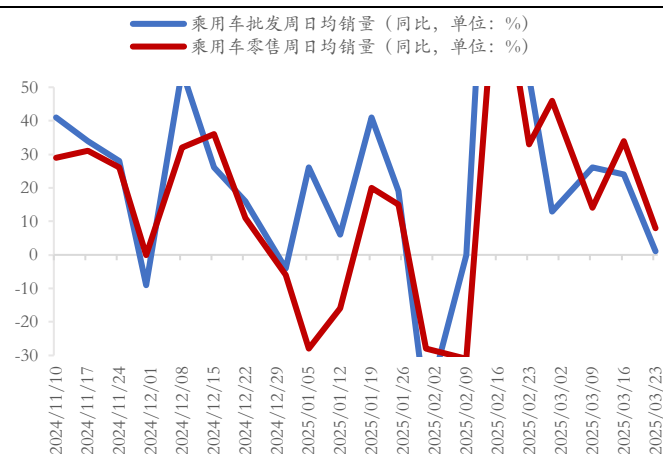
国内政策延续积极基调，加码与否看外围。我们预计2025年一季度GDP同比增速为5.2%、高于2025年度目标值5.0%，而且主要宏观经济政策基本落地，因而4月政策预计延续两会基调，政策定调偏积极，后续重在落地，短期再大幅加码可能性较小，除非外围美国加征关税等冲击显著增加引发国内政策加码对冲。①**财政资金充足，政策有望靠前发力。**2025年政府工作报告中财政政策强调要“加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出”，1-2月部分地区披露数据显示部分地区一般公共预算支出同比仍为负值，江苏、湖南同比分别为-4.5%、-2.8%，预计后续执行方面强调进一步提速、靠前发力，财政支出转化效果有望加强。对此，财政资金较为充足。2月财政存款同比大幅多增，资金充足支撑财政支出提速。债券发行提速。截至3月25日，一季度地方政府新增专项债发行已9602.41亿元（进度约21.82%），高于2024Q1的6341.24亿元（进度约16.26%）。②**货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变。**一方面，降准概率较大。近期央行表态“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息”，考虑汇率压力，预计降准概率更大。二方面，结构性降息推动宽信用。央行2024Q4货币政策执行报告专栏4“再贷款的机理、演进和发展”指出，“对于财政资金未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的领域，结构性再贷款可以发挥引导作用适度补位”，例如设备更新改造专项再贷款（2022年）、科技创新和技术改造再贷款（2024年）均实现再贷款与财政贴息政策的相互配合、协同发力。因而，利率上行基本到位，除非基本面明显改善。

1.2 经济基本面有所弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险

经济基本面边际有所弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险。3月已公布的高频数据显示经济基本面边际有所弱化，其中“抢出口”边际放缓小幅拖累生产端，服务消费、二三线地产销售放缓态势明显。因而，二季度经济环比增速快速下滑风险仍需关注。预计一季度GDP同比增长5.2%，3月社零同比增长4.8%左右，固定资产投资累计同比增长3.9%，其中制造业投资累计同比8.9%、基建投资增速5.4%、地产投资增速-9.6%，出口同比5.0%；3月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。

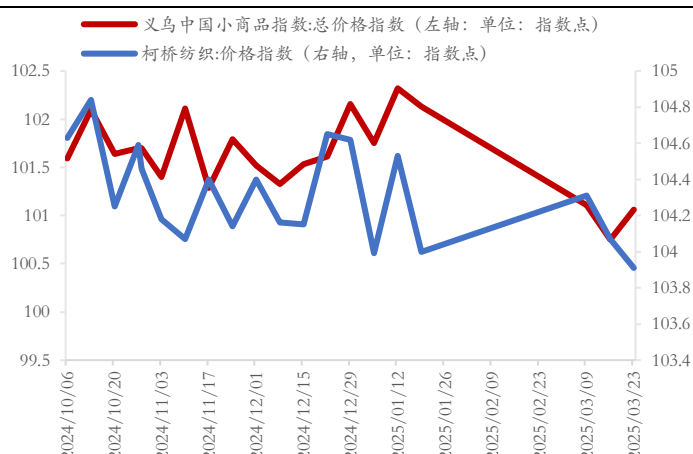
政策支撑大宗商品消费，但服务类消费走弱。3月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.87万辆和5.11万辆，同比分别增长14.96%和18.38%，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高，好于1-2月合并的累计同比（分别为2.95%和0%），但价格因素可能难以支撑社零增速明显走强。节后小商品价格均有所回落，义乌小商品价格指数从102.1下降至101，柯桥纺织指数从104.2下降至103.9。可选服务类消费春节后明显走弱：3月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌30.46%，放映场次同比下降16.8%；海南旅游3星以上酒店散客价3月下旬同比下降1.06%，旅游需求也未见明显好转。目前来看，政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速、考虑到价格因素后对社零支撑较为有限，但其余消费和服务类消费依然偏弱。

图表1 乘用车批发与零售同比增速收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表2 节后小商品价格明显回落

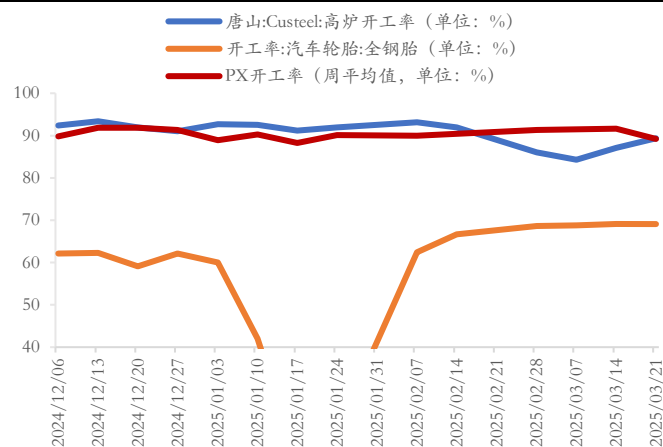


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

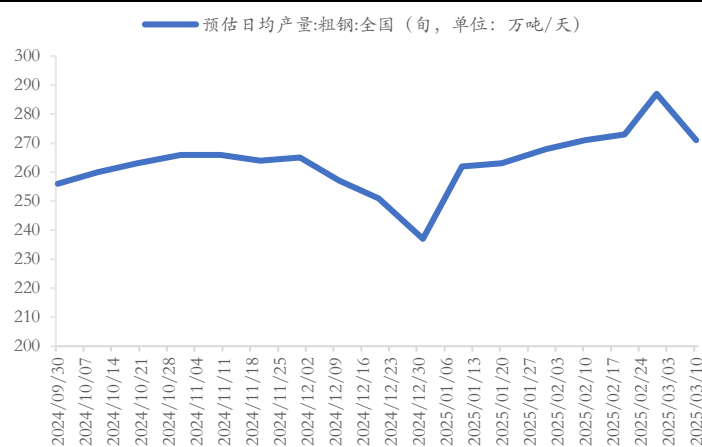
“抢出口”边际放缓，小幅拖累生产端。3月周均集装箱吞吐量为598万标准箱，环比较上月有所改善，但3月同比增速大致在9%，较1-2月平均增速10.3%略有回落。同时，考虑到1-2月出口价格因素明显回落，“以价换量”态势明显，结合高频数据判断“抢出口”边际放缓。受出口景气度放缓拖累，生产端小幅下降，汽车全钢胎开工率回升至69%左右、但较去年同比下降1.3%，唐山高炉开工率小幅回落

至 90% 下方，仅 PX 开工率小幅仍在 90% 左右。3 月钢材预估日产量较 2 月环比略有回落，可能与近期化解产能矛盾有关。总的看，受“抢出口”边际放缓拖累，生产端有所走弱，预计 3 月工业增加值小幅回落至 5.5% 左右。

图表 3 轮胎和 PX 开工率整体偏高，唐山高炉开工率回落 图表 4 3 月粗钢产量有所回落



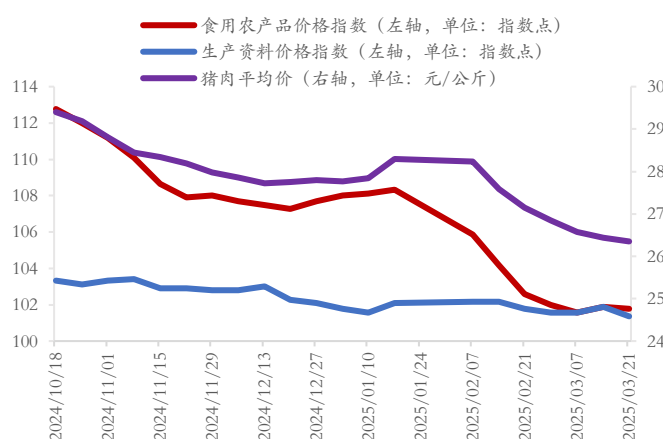
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

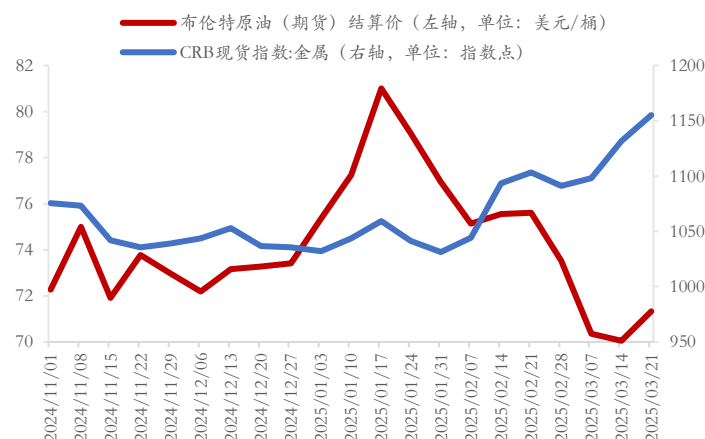
通胀方面，CPI、PPI 降幅有望小幅收窄。猪肉价格略有下降，3 月前三周猪肉平均价 26.46 元/公斤，节后价格持续下行态势，与去年 3 月均值同比上涨 6.1%、较上月回落约 1.5 个百分点。春节结束后，食用农产品价格指数继续下降，同时出行、酒店等服务类领域价格同比难以维持较高增速。考虑到“春节”错位影响因素小腿，预计 3 月 CPI 同比仍为负值，但较 2 月有所收窄。美国就铜、铝加征关税引发制造商提前补库需求、推动有色金属价格上行，OPEC+ 以减产应对美国增产压力、原油价格低位企稳，但国内 Q5500 煤炭价格跌至 700 元/吨下方。考虑基数影响后，预计 3 月 PPI 同比降幅约 -2% 左右，降幅较 2 月有所收窄。

图表 5 3 月食品价格维持低位



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点、元/公斤

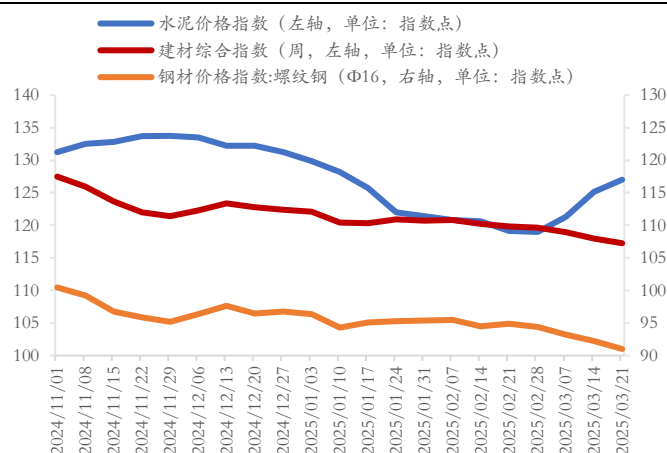
图表 6 关税担忧引发补库需求提前，有色金属价格反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

地产“小阳春”成色不足，集中在一线城市。3月，建材价格有所分化，其中水泥价格有所反弹，但钢材价格回落，或反应基建开工上行、地产开工维持低迷。地产销售在3月中下旬开始有所分化，一线城市维持较高增速，但二三线城市商品房销售同比增速转负。我们认为，地产“小阳春”成色不足。2024年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025年2月（春节后第一个月份）房价并未出现改善态势，也表明对今年3-4月传统地产销售旺季房价走势和成交量不宜太过乐观。

图表7 春节后，水泥价格有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点

图表8 3月30城商品房周销售面积同比仅一线维持增长

指标（3月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	2月累计值
成交面积（万平方米）	209.02	170.33	149.91	217.91	531.87
同比	-0.86	4.00	15.50	36.93	31.76
其中：一线	65.34	56.84	44.27	56.01	137.06
同比	23.07	31.28	42.97	52.17	65.05
二线	102.30	75.34	71.50	111.70	269.82
同比	-10.44	-8.85	7.90	25.15	17.24
三线	41.38	38.15	34.13	50.20	124.99
同比	-4.91	0.86	4.84	51.76	38.16

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市与此前可比性弱化

1.3 利率上行最快阶段已过，降准预期发酵

长端利率快速上升阶段已过，降准预期仍在发酵。2月下旬至3月上旬间，10年期国债利率从1.69%持续上行至1.89%、短期快速上行20BP。快速上行一是来自于央行提示国债风险，1月14日中国人民银行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示：“国债代表国家信用，持有到期无信用风险，被视为安全资产，但因票面利率固定，市场预期利率变动会致二级市场交易价格波动，投资国债并非没有风险”；二是2025年开年后降息、降准均没有落地，市场调整此前对宽货币的预期；三是开年后流动性短期偏紧。以上共同导致长端利率快速上升。但当前利率最快上升阶段已过，10年期国债利率近期在1.8%上下震荡、已回升至2024年12月初水平。3月以来央行几次发声表示将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息。市场对于宽货币的预期再次逐步发酵。而3月LPR未调降、MLF超额续作，意味着央行短期仍倾向于释放流动性而非降息，预计未来降准概率大于降息。

信贷需求偏弱问题进一步突出，预计3月信贷仍弱于预期的概率较大。2月金融数据显示信贷仍处于超季节性偏弱，尤其是企业端的短期贷款和中长期贷款同比

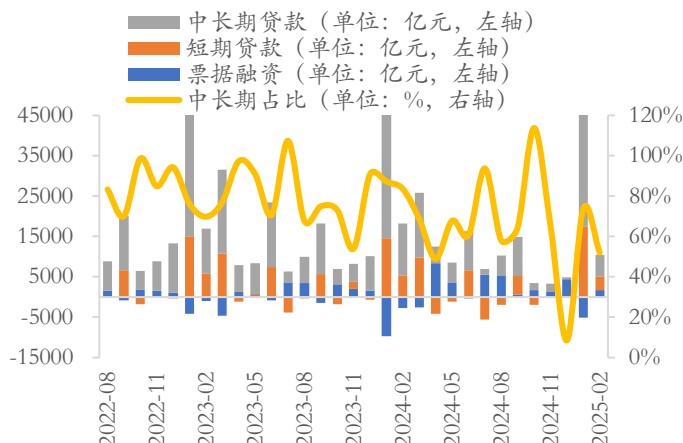
减少较多，但票据同比多增显示银行端投放贷款的意愿较高，指向了信贷需求偏弱进一步突出。居民端方面，结合当前消费贷的持续推进，预计 3 月居民端短期贷款情况向好。1-2 月的政府债分项持续支撑社融，而在两会后政府债发行可能仍会偏高，3 月预计仍对金融数据形成支撑。需要关注的是在化债置换后，企业端的中长期信贷修复情况，若信贷修复仍不及预期，预计后续宽货币加码的概率增大。

图表 9 10 年期国债利率已回升至 2024 年 12 月初水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 10 2 月企业信贷大幅走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

2 轮动之势不改，布局稳健、政策支持、景气改善品种

3 月市场如预期般高位小幅震荡，4 月震荡之势有望延续但波动将有所加大，尤其是前半月。配置上也将延续 3 月以来的行业轮动，轮动思路沿着“前期滞涨、低估值叠加有潜在政策催化的方向”寻找布局机会。而年后强势的成长科技方向尽管 3 月估值已经有所消化，但仍有较大的消化空间，因此短期内仍以调整为主，直到市场上涨 β 出现或行业重磅催化剂出现。按上述行业轮动的配置思路，我们梳理出三条值得关注的主线。

第一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，4 月市场整体维持震荡、尤其是前半个月预计将面临较大风险扰动，因此银行保险等权重股兼具高股息特性，有较为稳定的性价比。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。

第二条主线是政策支持催化的部分消费领域，重点关注汽车、家电、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。医药有望出现阶段性估值修复。该条主线在前期整体滞涨且低估背景下，有政策催化时，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是有景气支撑的有色金属，主要包括贵金属和工业金属。一方面，特朗普关税威胁下，铜需求改善、供给边际弱化、库存维持低位，铜等工业基本面具备涨价支持。二方面美国经济衰退担忧下美元持续走弱，也利于贵金属和工业金属价格上涨。

2.1 主线一：中长期具备战略配置价值以及震荡市中相对稳健的银行、保险

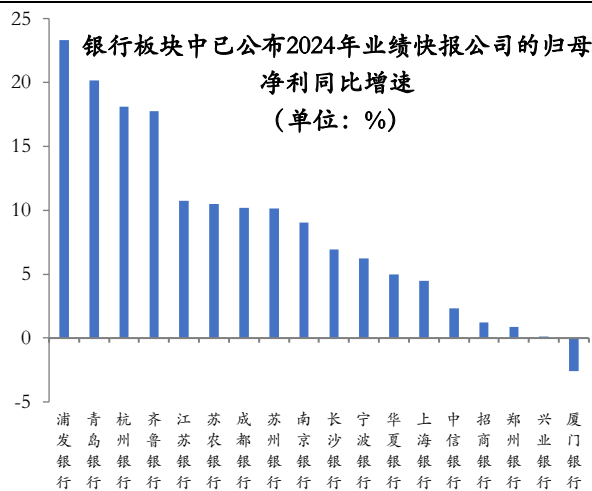
银行：抗风险能力提升，业绩有望实现稳定增长，同时在震荡市中银行的稳定性突出。

政策鼓励下居民信贷有望回升，银行抗风险能力整体继续提升。政策方面，3月14日，金融监管总局鼓励加大个人消费贷款投放力度，为实现一季度开门红行动，多家银行已快速展开消费贷宣传活动，对于部分用户的利率已降低至2.5%左右，低息对有资金需求的个人吸引力较高，四月信贷规模有望得到提升。2024年4季度，股份制银行、大型商业行的贷款不良率降低至1.2%左右，较2022年同期下降0.1个百分点左右，农商行、城商行贷款不良率分别降至2.8%、1.8%，城商行贷款不良率保持基本稳定，农商行较2023年同期明显下降0.5个百分点左右，整体来看抗风险能力继续提升。同时3月举行的经济主题记者会上，财政部提到将拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本，有望进一步巩固其经营以及抗风险能力。

银行2024年业绩预增确定的个股较多。多利好因素对板块业绩形成有力支撑。业绩方面，截至2025年3月29日，银行板块中已披露业绩快报的18家公司中，有17家2024年归母净利润实现正增长。

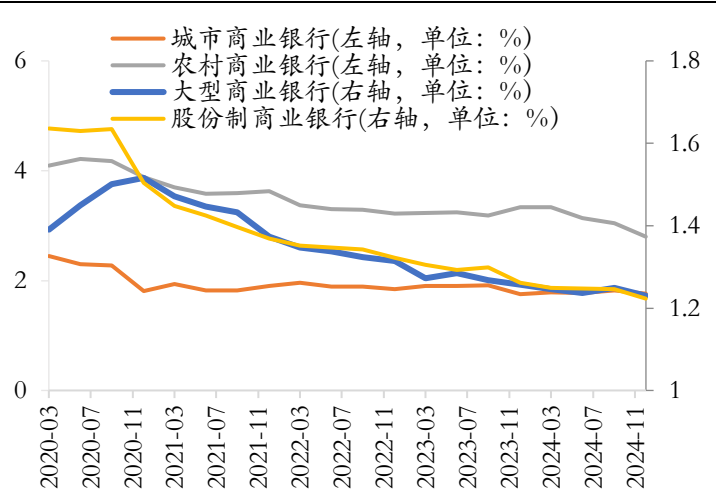
市场震荡盘整期内银行的稳定性将进一步得到凸显。截至2025年3月21日，银行板块近12个月股息率为6.3%，位居第2，银行板块中个股的股息率多数处于较高水平，防守性较好，其在市场走势疲软环境下的抗跌属性突出，2025年1月1日至2025年2月21日上证指数单日下跌期间，银行在申万一级行业的排名进入前5的次数高达7次，概率为47%。

图表 11 银行板块 2024 年业绩有望呈现高增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 12 银行贷款不良率持续下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

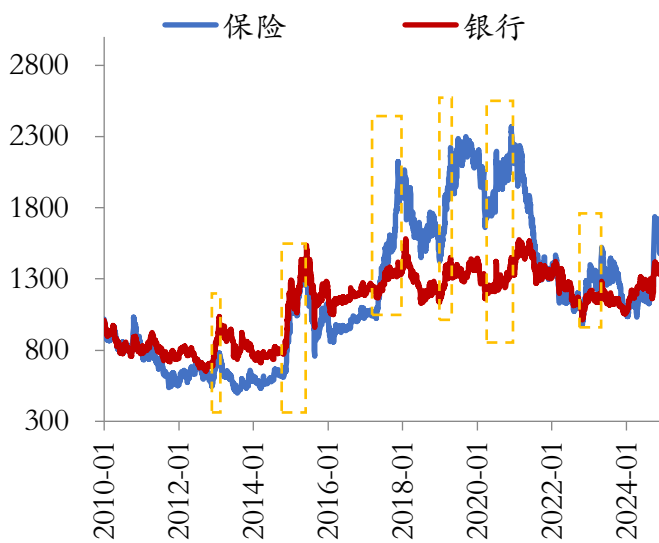
保险: 业绩有望实现高增, 政策鼓励中长期资金入市以及 A 股回升背景下投资收益将得到稳定增长。

保险板块 2024 年业绩大概率将实现高速增长。申万二级保险板块中 6 只个股中当前已有 5 家披露 2025 年业绩预告, 4 家 2024 年净利润均实现显著增长。

银行板块和保险板块展走势呈现出高度的趋同性, 在银行板块上涨期间保险板块弹性更大。2010 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 25 日期间, 申万保险指数与申万银行指数之间的相关系数高达 0.86, 14 年间基本为同涨同跌趋势。复盘 7 次银行以及保险行业出现较明显的上涨行情期间, 其中 6 次保险涨幅均显著超过银行涨幅。

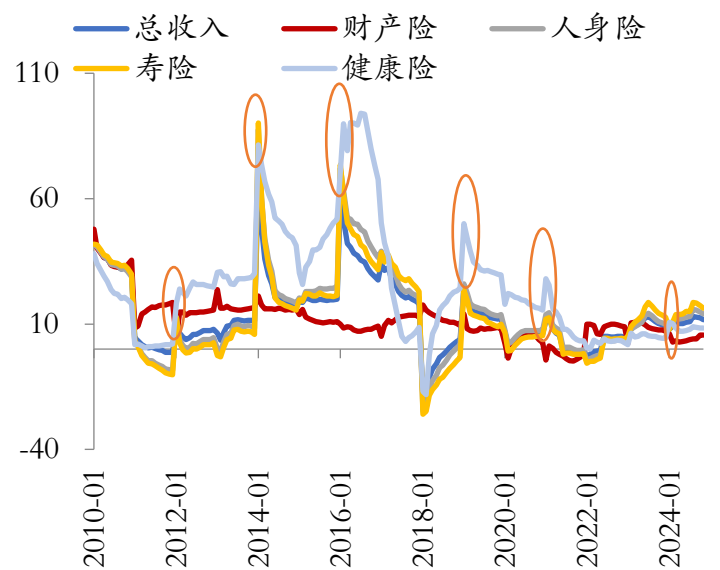
保费收入通常有开门红行情。保费收入有一定季节性效应, 每年一季度各大保险公司都会推出各种优惠活动和新产品吸引客户投保, 2024 年保费总收入基本保持 10% 的平稳增速, 2025 年一季度有望在低基数效应下实现保费收入的开门红行情, 支撑保险板块业绩阶段性改善。

图表 13 保险与银行走势趋同，且弹性更大



资料来源:Wind, 华安证券研究所。注:均为标准化指数,以 2010 年第一个交易日为 1000 点

图表 14 保费收入有季节效应，2025 年一季度在低基数影响下有望高增



资料来源:Wind, 华安证券研究所。注:均为保费收入累计同比增速,单位:%

2.2 主线二：受益于政策支持力度进一步加码的汽车、家电、医药

汽车、家电：“两新”“两重”政策继续加码，属于消费行业中确定性较高的板块。

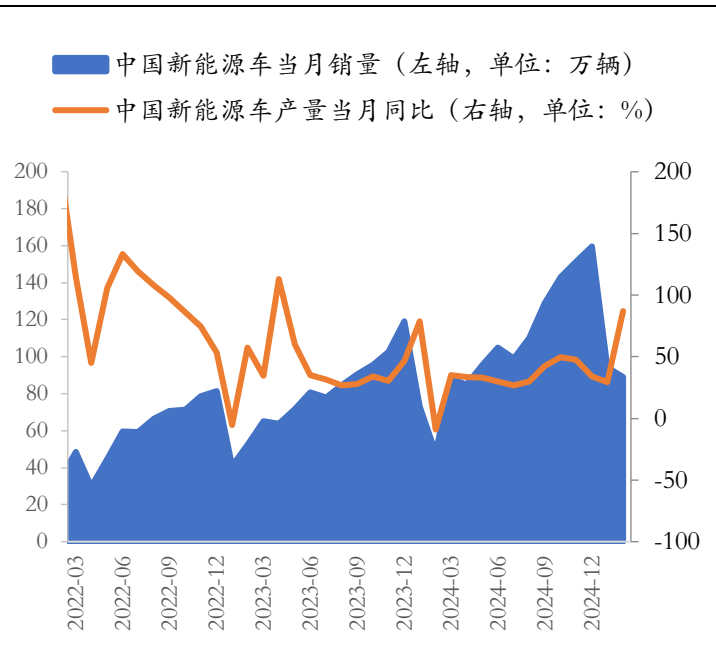
两新政策继续实施，汽车、家电补贴范围和力度进一步扩大，4 月内需有望形成底部支撑。2025 年 1 月，发改委、财政部印发了《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，强调要进一步加大对汽车、家电等产品消费的补贴范围和力度，地方上的相关政策跟随快速落地。2025 年 3 月，政府工作报告提出将安排 3000 亿元支持消费品以旧换新，发改委负责人介绍称金额较去年增加 1 倍。汽车增速上看，2024 年 10 月至 2025 年 2 月，新能源车销量同比增速分别高达 49.6%、47.4%、34.0%、29.4%、87.1%，剔除掉 2 月因为低基数带来的高增速后，近 5 个月同比也维持在 40%左右的高增速水平；2024 年 4 季度在国补政策的带动下家电市场零售额线上、线下零售额分别同比高增 25.5%、69.1%，2025 年春节后家电也恢复高增长趋势，2 月线上、线下零售额同比增速回升至 21.4%、61.2%。虽然四月美国实施对等关税后对于出口可能形成一定负面冲击，但内需政策提振下需求端也有较强支撑。

图表 15 汽车大规模以旧换新政策继续落地

时间	部门	政策文件及内容
2025/1/5	发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》：扩围支持老旧营运货车报废更新、提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准、扩大汽车报废更新支持范围、完善汽车置换更新补贴标准。
2025/1/14	商务部等 8 部门	《关于做好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》：对转让登记在本人名下的乘用车，并购买乘用车新车的个人消费者，给予一次性补贴支持。
2025/3/18	交通部等 3 部门	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》：支持国三、国四排放标准营运货车报废更新，加快更新一批营运货车。按照车辆类型、报废时间等，实施差异化补贴标准。

资料来源：华安证券研究所整理。

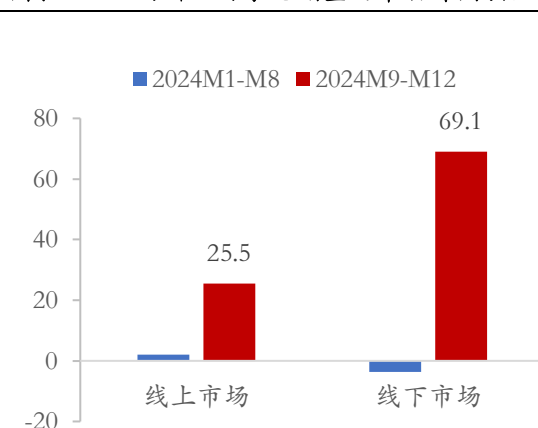
图表 16 新能源车销量维持较高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万辆、%

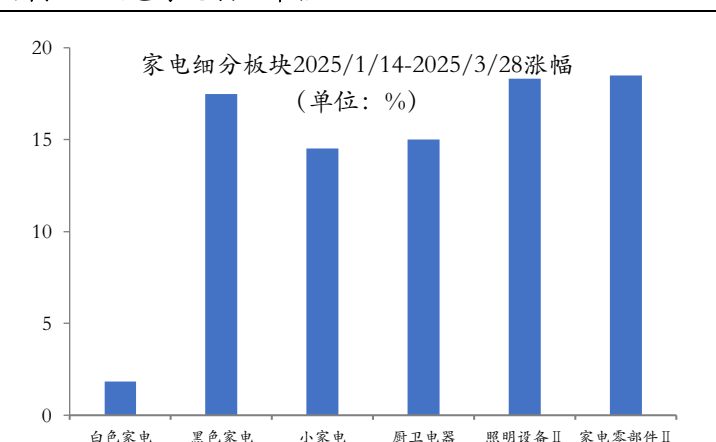
家电板块中的白色家电、小家电以及厨卫电器仍具有低估或滞涨属性，关注家电中细分板块的低位补涨机会。2025 年 1 月 14 日至 2025 年 3 月 29 日期间，上证指数上涨 6.0%，截至 2025 年 3 月 29 日的近十五年（2010/1/1-2025/3/29）估值分位（下同）为 62.9%，家电板块细分子行业中白色家电上涨 1.8%，估值分位为 30.9%；厨卫电器上涨 15.0%，估值分位为 40.8%；小家电上涨 14.5%，估值分位为 27.9%。家电中的传统方向，如白电、厨卫电器等方向整体仍处于低估值状态，其中白色家电低估+滞涨的属性明显，而黑电、家电零部件、照明设备等方向则由于涉及到机器人、车载、深海科技等成长性概念已累计较高涨幅。

图表 17 “两新”对家电销量的带动作用明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：报告来源为 2025 年一季度策略《积极应变》20241216

图表 18 白色家电明显滞涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

医药生物：医保等民生政策支持进一步加码，创新药出海有望延续高增速。

医保标准提高利于医药行业需求扩充。3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，对于消费能力保障部分，对于医保相关部分，其中重点强调到要指导有条件的地方将参加职工基本医疗保险的灵活就业人员、农民工、新就业形态人员纳入生育保险；提高医疗养老保障能力，健全基本养老保险待遇合理调整机制，提高城乡居民基本医疗保险财政补助标准。生育、医保政策补助标准扩大将一定程度上提高医疗相关需求，同时设备更新政策中也囊括医疗基础设施（器械）等方面的补贴政策，政策带动以及人口结构加速老龄化带动的需求提振背景下相关医疗器材、药品的需求规模有望实现持续增长。

关注创新药出海带来的行业机会。在国内集采化常态对医药行业利润形成挤压的影响下，国内创新药行业正在加速出海。援引21世纪经济报道，2025年第一季度（截至3月17日），中国创新药领域的授权合作事件超过50起。其中，国际授权合作“license-out”事件近20起，至少11起合作披露合作金额超1亿美元，涉及总金额超过110亿美元。而根据动脉智库统计，2024 1-10月国内创新药领域共产生76笔License out交易，从数量和金额上看，2025年创新药出海有望延续2024年的高增速水平。

医药当前仍具有低估属性，安全边际较高。截至2025年3月28日，医药生物板块近15年分位数为25.7%，明显低于上证62.9%的估值分位水平。可关注医药细分板块中相对更为低估的生物制药、医疗器械、医药商业、中药和医疗服务板块。

2.3 主线三：景气度边际上行的有色（贵金属、工业金属）

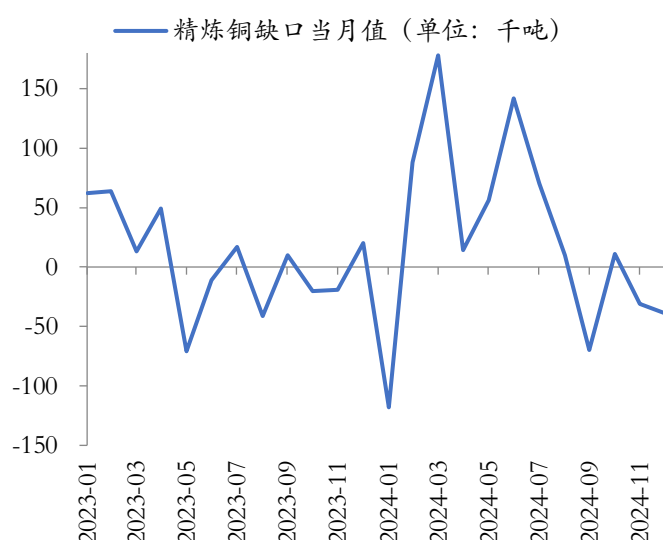
有色金属如铜：全球供需错配以及美元走弱共同带动价格上行，但需要关注美国关税政策快速落地后全球需求压力缓解的风险。

美国对铜加征关税引起供需缺口扩大，同时国内冶炼厂面临亏损困境供给端出现收缩，供需结构性矛盾加剧。2月25日，特朗普下令美商务部对铜进口可能征收的新关税展开新调查，以重建美国的铜生产；3月13日，美商务部长表示计划对铜征收高额关税，高盛和花旗预测美国可能在2025年底前对所有进口铜征收25%关税。近期美国国内加速进口精铜以规避未来可能面临的潜在成本，托克、嘉能等大宗商品巨头将原计划运往亚洲的10-15万吨铜紧急向美国转移。截至2025年3月20日，全球LME铜库存已从去年9月32万吨下滑至22万吨左右，半年降幅超30%。但3月26日，援引金融界报道，美国可能会在几周内对进口铜征收关税，比决定的最后期限早几个月，需要注意铜关税快速落地后美国“抢进口”降温口后对于供需缺口收窄

的风险。同时从国内供给侧来看，2024 年底，江西铜业与智利矿业公司达成的 2025 年铜精矿加工费（TC）为每吨 21.25 美元，较 2024 年大幅下降 73.4%，冶炼厂经营较为困难，铜产能已于 2024 年初出现持续趋势性收缩，截至 2025 年 1 月精炼铜产量当月增速已低至 1.2%，供给错位带动铜价上行背景下相对更为利好铜矿供给端的上游企业。

美元走弱对铜价造成的压力预计将逐步减小。近两年铜价与美元指数负相关性较强，铜价走势与美元强弱呈较明显的反向关系，美元指数在降息以及经济降温推动下预计将继续下行。预计未来美元进一步走弱条件下铜价仍有上行空间。

图表 19 铜缺口扩大



资料来源：奥维云网，华安证券研究所。

图表 20 铜价与美元指数呈负相关性



资料来源：Wind，华安证券研究所。

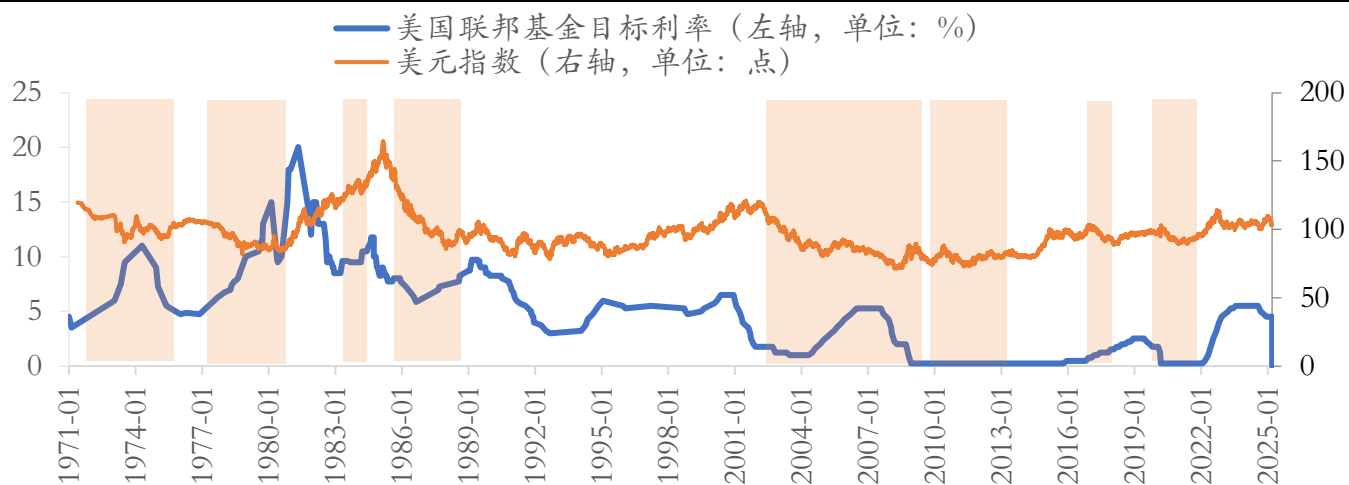
黄金：关注美联储降息周期下黄金的中长期配置价值以及短期美元走弱对金价的支撑。

黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多。第 1、2、5 轮行情中美联储处在加息应对通胀的过程中，10Y 实际利率有所下行。其余 6 轮行情与降息周期重叠较多（或维持低利率），大多是通胀问题得到缓解或美国经济需要宽松货币政策进行托底。因此，可以认为美联储进入降息周期时出现黄金大行情的概率更高，但关键依然是实际利率会不会因为降息而下行。

中长期看美联储仍会继续降息带动持续行情，短期看美元指数走弱继续推动黄金上涨。近期美国市场对于经济衰退的担忧有所加剧，3 月 FOMC 会议大幅下调了美国经济增长预期，美元指数近期持续走弱对黄金形成短期支撑；根据点阵图显示，市场押注 6 月末、10 月末各降息 1 次，表明今年大概率仍将至少有一次降息，美联储仍处于降息周期中。虽然短期由于政策的不确定性可能导致通胀有所反弹，但鲍威

尔认为反弹持续性不高，中长期看美国实际利率将持续下行。

图表 21 黄金 9 轮大周期发生在美联储降息中的次数更多，美元走弱亦有贡献



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、点

风险提示：

国内经济基本面超预期回落；政策节奏和力度不及预期；美国经济持续衰退风险；美国对华政策超预期严厉等。

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。