

总量双周报：认清形势，积极应对

2025 年 4 月 29 日

总量双周报

专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：linyang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080001
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001

主要观点：

宏观：外部冲击影响加大，充分备足预案。4月25日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

经济形势：会议指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，同时指出“经济回升向好的基础还需要进一步稳固”。一季度实际 GDP 同比增 5.4%，超出市场预期。从产业看，第二产业，特别是制造业，增速继续上行，第三产业有所回落。从需求看，一季度出口略超预期，消费平稳。从消费细分项价格看，直接受益于以旧换新补贴的消费受到明显提振，刺激消费的政策仍需时间扩散到其他商品和服务类消费。考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，全球经济衰退风险提升，我国出口或在二季度开始有所承压，今年经济增速目标虽与去年的 GDP 持平，但仍需积极的宏观政策支持。

本次政治局会议是4月2日美国关税政策落地后的首次政治局会议，会议明确了当前的国际经贸斗争状态，以及内外的应对政策原则，指出当前外部负面冲击加大，将充分备足预案。服务消费地位明显提升，科技、消费和外贸是关注重点，后续政策的响应速度可能加快。

策略：认清形势，积极应对。中央政治局会议于4月25日召开，会议分析研究当前的经济形势。会议针对当前的内外部形势，提出总的方针，坚定不移办好自己的事，当前外部国际形势不确定性增大，内部增长处于新旧动能转换时期，保持战略定力，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。在政策应对上，明确提出既定政策要加紧上市，用好用足，早出台早见效，增量政策要充分备足预案，根据形势变化及时推出。在政策目标上，提出了稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，尤其把稳就业放在首位。在货币政策上，延续了政府工作报告表述，强调了适时降准降息，新提出额创新新的结构性货币政策工具，设立服务消费与养老再贷款，指向生活性服务业和养老产业。在政策重点上，促销费进一步向服务消费倾斜，大力发展服务消费，一方面继续加大服务性消费补贴，尤其在餐饮住宿旅游等方面，另一方面，增加文化、养老等新消费。会议强调加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，设立新型政策性金融工具，财政政策持续发力。同时，对资本市场提法继续加码，首提持续稳定和活跃资本市场，对股市的重视程度增加，本次会议对资本市场形成了更加稳定的预期，以我为主，认清形势，积极应对，市场随着外部因素逐步明朗将逐步活跃。

从A股近期走势来看，市场基本消除贸易战对指数的影响，市场重新步入常态化走势，在业绩披露期即将结束的阶段，市场阶段性业绩风险释放，展望政策未来指向更加清晰，对资本市场的稳定和活跃给予较高定位，我们倾向于指数未来将会呈现出稳中有升的格局。高质量发展未来仍将是市场的主线，我们继续看好大科技的主线地位，中美博弈仍是主旋律，自主可控受消息面影响出现调整可视为布局机会。从政策角度，消费是下一步关注重点，提高中低收入者福利和生育养老等方面政策支持，服务消费为代表的政策红利将会逐步释放，重点关注生育、教育、文旅等政策扶持方向。

投资建议：中美贸易领域继续博弈可能性大，政策做好充分应对，短期市场风险偏好稳步回升，业绩风险逐步兑现，可逐步提升仓位比例。首选人工智能、机器人为代表的大科技板块，经历了业绩兑现期之后，市场关注度有望重回行业发展层面，主题性投资热度有望恢复。其次关注消费，未来政策红利充足，重点关注商贸零售、生育、文旅以及符合新消费理念的细分赛道。再次，以券商为代表的绩优指标板块值得关注，随着指数稳中有升，绩优权重板块有望重拾升势。

债券市场：4月政治局会议促存量政策落实注重优化经济结构，更多增量对冲政策可期。会议指出“我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”，对经济形势判断进一步明确。结合“不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，

既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘”的表述看，在前期存量政策基础上，更多增量对冲政策将在中美关税谈判落地前后出台。当前存量政策注重加快落实，调优结构。生产端注重优化新质生产力和帮扶困难企业，“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”，包括创新推出债券市场的“科技板”等；需求端，强调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。

投资策略：4.2 以后，债券收益率急速下行至近 1.60%，反映出债市交易的核心逻辑由一季度大行负债偏紧和央行谨慎投放转向中美关税政策博弈影响下的基本面现实影响和国内政策对冲下的货币宽松预期。整体来看，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠。一季度基本面弱修复态势在二季度或遇到挑战，使得二季度国内的对冲政策有望进一步发力。

短期来看，当前实际基本面影响仍有待于贸易谈判的落地与政策对冲效果的确认。而当前债券收益率已隐含一定降息预期，10Y 国债收益率距离前低（1.6%左右）并不远，降息落地或带来利率回调。中期维度，我们继续维持债券收益率震荡下行的观点，主要是在地产、人口等结构性问题尚难根本性解决；叠加关税政策博弈推动央行态度重回呵护，后续货币政策易松难紧；从机构行为来看，国有大行资本补充到位，年内银行体系资产负债两端矛盾将逐步缓解。资金面、基本面对债市仍偏利好。

策略上，目前债市赔率空间相对有限，建议 10Y 国债在 1.60%-1.75% 区间波段交易；品种上，建议选择高流动性的 10Y 活跃券。

银行：一季度业绩韧性较强，关注板块高股息配置价值。近两周（2025.4.14-2025.4.25），在外部扰动下市场风险偏好回落，市场风格倾向防御、红利资产，且作为宽基指数权重股，银行持续获得 ETF 资金增配，银行指数相对跑赢。申万银行指数 +3.62%，跑赢沪深 300 指数 2.65pct。截至 4 月 25 日，银行板块 PB 估值为 0.68x，处于 2015 年以来 36.1% 的分位数水平。个股方面，部分业绩超预期银行涨幅靠前，包括青岛银行、渝农商行、重庆银行等；另外，部分国有大行前期回调后股息率吸引力凸显，吸引长期资金配置、涨幅靠前并创新高。

银行经营层面来看，一季度银行业绩韧性较强。（1）量：一季度信贷规模增长平稳，信贷实现同比多增，好于市场年初预期；部分优质区域性银行保持较快扩表，对公贷款仍是主要支撑。（2）价：在一季度信贷集中重定价影响下，净息差继续承压；但存款成本持续改善形成一定对冲，部分银行息差降幅收窄或企稳，预计银行整体净利息收入延续负增长、部分量价表现优异的银行率先转正。（3）非息：随着降费带来的基数效应消退，一季度中收降幅有望继续收窄，部分银行中收增速已经回正。另外，在债市调整及较高基数下，其他非息收入有压力，交易盘公允价值净亏损，但考虑 2024 年四季度银行积累较多其他综合收益浮盈，或在一季度部分兑现、对冲营收压力。（4）质：银行整体资产质量保持平稳，零售风险预计仍在上行但斜率放缓，拨备有望继续释放反哺利润。信贷需求相对旺盛、扩表能力强，资产质量处于改善周期，拨备厚实的优质城商行利润增速有望继续领跑。

投资建议：基本面韧性+中长线资金，推动板块配置价值增强。展望全年，银行资产规模增长有望保持平稳，净息差降幅有望收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：新房销售当月同比转负，二手房成交增速回落。46 城新房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 6.1%，前值(1/1-04/19)为 5.6%。当月累计销售面积同比增速为-8.1%，上个月整月为 13.7%。23 城二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 22.1%，前值(1/1-04/19)为 27.9%。当月累计销售面积同比增速为 7.8%，上个月整月为 71.9%。21 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 1.1%，前值(1/1-04/19)为 10.6%。当月累计销售面积同比增速为-7.1%，上个月整月为 54.1%。

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，我们认为，本次政策会议提出了持续化解行业风险，以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的基调。政策短期聚焦行业流动性修复和城中村改造发力，长期推动行业向高质量发展转型。

投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

证券：近两周权益市场交易活跃度企稳回升，其中沪深京三市成交额自 4 月 18 日的 0.95 万亿回升至 4 月 25 日的 1.14 万亿；两融余额亦企稳于 1.8 万亿。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公

司盈利承压。但从国内政策层面看仍旧是“以我为主”的主基调，中共中央政治局 4 月 25 日召开会议分析研究当前经济形势和经济工作时表示，将“持续稳定和活跃资本市场”、“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”，继续明确维护资本市场稳定的政策目标。我们认为，基于未来积极的政策预期，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

目 录

1. 宏观：外部冲击影响加大，充分备足预案	5
2. A 股策略：认清形势，积极应对	6
3. 债券：资金面、基本面对债市仍偏利好	6
4. 银行：一季度业绩韧性较强，关注板块高股息配置价值	7
5. 地产：加力实施城市更新行动，加大高品质住房供给	8
6. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业 ETF 的投资价值	8
相关报告汇总	10

1. 宏观：外部冲击影响加大，充分备足预案

4月25日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

经济形势：会议指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，同时指出“经济回升向好的基础还需要进一步稳固”。一季度实际GDP同比增5.4%，超出市场预期。从产业看，第二产业，特别是制造业，增速继续上行，第三产业有所回落。从需求看，一季度出口略超预期，消费平稳。从消费细分项价格看，直接受益于以旧换新补贴的消费受到明显提振，刺激消费的政策仍需时间扩散到其他商品和服务类消费。考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，全球经济衰退风险提升，我国出口或在二季度开始有所承压，今年经济增速目标虽与去年的GDP持平，但仍需积极的宏观政策支持。

外部环境：会议指出外部冲击影响加大，明确是国际经贸斗争而非贸易冲突、摩擦，统筹国内经济工作和国际经贸斗争。应对方面，对外，“要同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”。4月8日，中央举行了中央周边工作会议，指出将致力于构建周边命运共同体，与周边国家巩固战略互信，加强产业链供应链合作；共同维护地区稳定，扩大交往交流。随后习近平主席对东南亚进行出访。同时，与欧洲的经贸关系也正在加强合作。

对内，坚定不移办好自己的事，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，充分备足预案，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。文件通稿中体现出对未来经济面临的挑战有充分的准备，指出要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策。

宏观政策：强调加紧实施，用好用足。整体延续去年9月以来的政策基调，即加强超常规逆周期调节，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。节奏上，强调加紧实施，用好用足。财政方面，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。货币政策方面，适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。以上均延续前期口径。二三季度仍可对降准降息有所期待，预计降息幅度为50bp。

此外，货币政策或有专门扶持科技、消费和外贸企业的政策出台。会议通稿中，在货币政策的部分提到要创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，以支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。科技、消费和外贸是在当前国内国际环境中，经济建设的主要抓手（科技和消费）和稳定对象（外贸）。后续可以关注相关有针对性的融资政策出台力度。

消费：收入层面，力保民生，进一步明确了向中低收入、失业人群倾斜；内容方面，进一步向服务类消费倾斜。我国消费比重中，服务类消费的比重仍有很大提升空间，是消费拉动经济的重要抓手，能够成为新的经济增长点。文件明确尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。

（外贸）企业：明确帮扶困难企业，加强融资支持，外贸方面，特别是受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。加强对企业“走出去”的服务，鼓励企业在海外市场拓展新的市场。加快推动内外贸一体化。“走出去”不仅仅针对外贸企业，也是国内企业面临的重要课题和潮流，是进一步提升自身竞争力的必经之路。

科技：培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级。其中，“创新推出债券市场的“科技板””意味着将进一步探索资本市场服务科技型企业的方式。2月7日，中国证监会发布的《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》中提到将加大多层次债券市场对科技创新的支持力度，优化科创债发行注册流程，在本次政治局会议中，进一步明确为创新推出债券市场的“科技板”。

系统性风险：除地方债化解以外，稳楼市股市变为“持续巩固房地产市场稳定态势”以及“持续稳定和活跃资本市场”。一方面，房地产市场和资本市场已止跌企稳，另一方面，仍需持续巩固。

综上，本次政治局会议是4月2日美国关税政策落地后的首次政治局会议，会议明确了当前的国际经贸斗争状态，以及内外的应对政策原则，指出当前外部负面冲击加大，将充分备足预案。服务消费地位明显提升，

科技、消费和外贸是关注重点，后续政策的响应速度可能加快。

风险提示：美国大选落地前后，特朗普的对外政策可能与当前政府有所不同；国内需求不足导致经济放缓。

2. A 股策略：认清形势，积极应对

中央政治局会议于 4 月 25 日召开，会议分析研究当前的经济形势。会议针对当前的内外部形势，提出总的方针，坚定不移办好自己的事，当前外部国际形势不确定性增大，内部增长处于新旧动能转换时期，保持战略定力，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。在政策应对上，明确提出既定政策要加紧上市，用好用足，早出台早见效，增量政策要充分备足预案，根据形势变化及时推出。在政策目标上，提出了稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，尤其把稳就业放在首位。在货币政策上，延续了政府工作报告表述，强调了适时降准降息，新提出创新新的结构性货币政策工具，设立服务消费与养老再贷款，指向生活性服务业和养老产业。在政策重点上，促销费进一步向服务消费倾斜，大力发展服务消费，一方面继续加大服务性消费补贴，尤其在餐饮住宿旅游等方面，另一方面，增加文化、养老等新消费。会议强调加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，设立新型政策性金融工具，财政政策持续发力。同时，对资本市场提法继续加码，首提持续稳定和活跃资本市场，对股市的重视程度增加，本次会议对资本市场形成了更加稳定的预期，以我为主，认清形势，积极应对，市场随着外部因素逐步明朗将逐步活跃。

从 A 股近期走势来看，市场基本消除贸易战对指数的影响，市场重新步入常态化走势，在业绩披露期即将结束的阶段，市场阶段性业绩风险释放，展望政策未来指向更加清晰，对资本市场的稳定和活跃给予较高定位，我们倾向于指数未来将会呈现出稳中有升的格局。高质量发展未来仍将是市场的主线，我们继续看好大科技的主线地位，中美博弈仍是主旋律，自主可控受消息面影响出现调整可视为布局机会。从政策角度，消费是下一步关注重点，提高中低收入者福利和生育养老等方面政策支持，服务消费为代表的政策红利将会逐步释放，重点关注生育、教育、文旅等政策扶持方向。

投资建议：中美贸易领域继续博弈可能性大，政策做好充分应对，短期市场风险偏好稳步回升，业绩风险逐步兑现，可逐步提升仓位比例。首选人工智能、机器人为代表的大科技板块，经历了业绩兑现期之后，市场关注度有望重回行业发展层面，主题性投资热度有望恢复。其次关注消费，未来政策红利充足，重点关注商贸零售、生育、文旅以及符合新消费理念的细分赛道。再次，以券商为代表的绩优指标板块值得关注，随着指数稳中有升，绩优权重板块有望重拾升势。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

3. 债券：资金面、基本面对债市仍偏利好

4 月政治局会议促存量政策落实注重优化经济结构，更多增量对冲政策可期。会议指出“我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”，对经济形势判断进一步明确。结合“不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”的表述看，在前期存量政策基础上，更多增量对冲政策将在中美关税谈判落地前后出台。当前存量政策注重加快落实，调优结构。生产端注重优化新质生产力和帮扶困难

企业，“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”，包括创新推出债券市场的“科技板”等；需求端，强调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。

货币宽松窗口渐行渐近，或更注重定向直达实体。上年 9.24 以来，适度宽松的货币政策定调明确，政策支持性立场不变。回顾一季度，经济呈现开门红，延续修复态势。在此背景下，货币政策显现一定相机抉择性，主要关注长端利率风险和汇率贬值压力。此外，在一季度国有大行负债偏紧阶段，央行资金投放仍相对审慎，没有明显宽松迹象。而此次会议“适时降准降息”的提法或预示货币宽松窗口渐行渐近，呼应了 4.6 人民日报文章关于“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”的表述。降准降息落地具体时点，尤其是核心政策利率的调降时点，或需结合后续月度经济数据、融资数据以及关税落地情况考虑。此外，从一季度货币政策举措来看，货币政策对资金有效直达实体关注度提高。Q1 货币政策例会重提防范资金空转。此次会议特别提及创设新型政策性金融工具或也出于此考虑，资金或定向聚焦科技创新、扩大消费、稳定外贸等方面。

房地产方面，会议侧重防范化解风险和优化存量商品房收购政策。此次会议指出加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。棚改、城中村改造与前期政策表述较一致。会议同时提到“优化存量商品房收购政策”，预计主要针对当前收储推进不太快，与市场化法制化收储等机制建设有关。从债券投资角度看，市场关注房地产政策优化对经济负向影响逐步减小的同时，更加关注房价企稳带来居民资产负债表修复，进而改善需求不足、缓解通缩的拐点来到。因此，一系列地产优化政策出台后，房价止跌回稳的基础巩固将是利率中期拐点的重要判断指标之一。

投资策略：4.2 以后，债券收益率急速下行至近 1.60%，反映出债市交易的核心逻辑由一季度大行负债偏紧和央行谨慎投放转向中美关税政策博弈影响下的基本面现实影响和国内政策对冲下的货币宽松预期。整体来看，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠。一季度基本面弱修复态势在二季度或遇到挑战，使得二季度国内的对冲政策有望进一步发力。

短期来看，当前实际基本面影响仍有待于贸易谈判的落地与政策对冲效果的确认。而当前债券收益率已隐含一定降息预期，10Y 国债收益率距离前低（1.6%左右）并不远，降息落地或带来利率回调。中期维度，我们继续维持债券收益率震荡下行的观点，主要是在地产、人口等结构性问题尚难根本性解决；叠加关税政策博弈推动央行态度重回呵护，后续货币政策易松难紧；从机构行为来看，国有大行资本补充到位，年内银行体系资负两端矛盾将逐步缓解。资金面、基本面对债市仍偏利好。

策略上，目前债市赔率空间相对有限，建议 10Y 国债在 1.60%-1.75% 区间波段交易；品种上，建议选择高流动性的 10Y 活跃券。

风险提示：关税政策超预期影响、流动性及资本市场预期外波动等。

4. 银行：一季度业绩韧性强，关注板块高股息配置价值

近两周（2025.4.14-2025.4.25），在外部扰动下市场风险偏好回落，市场风格倾向防御、红利资产，且作为宽基指数权重股，银行持续获得 ETF 资金增配，银行指数相对跑赢。申万银行指数 +3.62%，跑赢沪深 300 指数 2.65pct。截至 4 月 25 日，银行板块 PB 估值为 0.68x，处于 2015 年以来 36.1% 的分位数水平。个股

方面，部分业绩超预期银行涨幅靠前，包括青岛银行、渝农商行、重庆银行等；另外，部分国有大行前期回调后股息率吸引力凸显，吸引长期资金配置、涨幅靠前并创新高。

银行经营层面来看，一季度银行业绩韧性较强。（1）量：一季度信贷规模增长平稳，信贷实现同比多增，好于市场年初预期；部分优质区域性银行保持较快扩表，对公贷款仍是主要支撑。（2）价：在一季度信贷集中重定价影响下，净息差继续承压；但存款成本持续改善形成一定对冲，部分银行息差降幅收窄或企稳，预计银行整体净利息收入延续负增长、部分量价表现优异的银行率先转正。（3）非息：随着降费带来的基数效应消退，一季度中收降幅有望继续收窄，部分银行中收增速已经回正。另外，在债市调整及较高基数下，其他非息收入有压力，交易盘公允价值净亏损，但考虑 2024 年四季度银行积累较多其他综合收益浮盈，或在一季度部分兑现、对冲营收压力。（4）质：银行整体资产质量保持平稳，零售风险预计仍在上行但斜率放缓，拨备有望继续释放反哺利润。信贷需求相对旺盛、扩表能力强，资产质量处于改善周期，拨备厚实的优质城商行利润增速有望继续领跑。

投资建议：基本面韧性+中长线资金，推动板块配置价值增强。展望全年，银行资产规模增长有望保持平稳，净息差降幅有望收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

5. 地产：加力实施城市更新行动，加大高品质住房供给

新房销售当月同比转负，二手房成交增速回落。46 城新房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 6.1%，前值(1/1-04/19)为 5.6%。当月累计销售面积同比增速为-8.1%，上个月整月为 13.7%。23 城二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 22.1%，前值(1/1-04/19)为 27.9%。当月累计销售面积同比增速为 7.8%，上个月整月为 71.9%。21 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为 1.1%，前值(1/1-04/19)为 10.6%。当月累计销售面积同比增速为-7.1%，上个月整月为 54.1%。

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，我们认为，本次政策会议提出了持续化解行业风险，以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的基调。政策短期聚焦行业流动性修复和城中村改造发力，长期推动行业向高质量发展转型。

投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等

6. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业 ETF 的投资价值

证券：近两周权益市场交易活跃度企稳回升，其中沪深京三市成交额自 4 月 2 日的 0.99 万亿快速回升至 4 月 9 日的 1.74 万亿，季末流动性紧张得到一定缓解；但两融余额持续缓慢回落，已降至 1.8 万亿，市场波动性上升对杠杆资金的影响持续发酵。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关联性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。近期国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，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%，进一步拓宽权益投资空间；同时，提高投资创业投资基金的集中度比例，加大对国家战略性新兴产业股权投资力度。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	A股策略周报：认清形势 积极应对	2025-04-28
策略专题报告	总量双周报：冲击逐步弱化，修复行情延续	2025-04-16
策略普通报告	A股策略周报：冲击逐步弱化 修复行情延续	2025-04-15
策略普通报告	A股策略周报：调整带来布局机会 内需崛起正当其时	2025-04-07
策略专题报告	总量双周报：业绩为王，关注低估值蓝筹股	2025-04-02
策略普通报告	A股策略周报：业绩为王 关注低估值蓝筹股	2025-04-01
策略普通报告	回归基本面 重视海洋经济	2025-03-24
策略专题报告	总量双周报：指数有望强势突破，消费迎来重要拐点	2025-03-18
策略普通报告	指数有望强势突破 消费迎来重要拐点	2025-03-18
策略普通报告	指数维持慢牛 轮动机会增加	2025-03-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行业和固收研究。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526