

2025 年 04 月 26 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

强化底线思维，谋定而后动，哑铃风格有望回归

报告摘要

核心观点：

- ◆ 中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，本次比较罕见的在盘中发布政治局会议通稿，反映了政策层对于当前外部不确定性的高度重视。
- ◆ 市场对本次政治局会议出台增量政策存在一定博弈。但一方面，当前存量储备政策充足，政府债提速、降准降息等稳增长政策均有空间；另一方面，一季度经济数据显示 2024 年 9 月政策转向以来，政策效果超预期，会议也对经济形势表述为“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，因此在当前时点没有必要安排增量政策。此前资金对增量政策的预期可能过于激进，因此通稿发布后 A 股有所回落，国债有所拉升，全天公用事业涨幅第一，而房地产跌幅第一。
- ◆ 当前，中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。结合本次会议强化底线思维，预计二季度或将成为政策层对关税影响的观察期，存量政策有望稳步推出。同时会议指出将根据形势变化及时推出增量储备政策，增量政策仍值得期待，7 月份政治局或将是重要的政策发布窗口。
- ◆ 维持股票市场二季度震荡格局观点。结构上，哑铃风格有望回归。一方面，今年财报季为新“国九条”一周年，A 股分红率或将持续提升，红利板块有望贡献超额收益；另一方面，中国在本轮人工智能浪潮处于领先水平，在政策助力下，自主可控板块有望走出独立行情。此外，依旧建议关注国债、黄金在回调后的配置价值。
- ◆ 2025 年一季度，政策预期和 DeepSeek 领衔科技股掀起全球资金做多中国资产的“东升西落”潮共同推动了 A 股的春节行情，但 2025 年一季报主动偏股型基金份额下降 1.86%，不过较 2024 年四

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyys@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《4 月政治局会议临近，政策博弈线索有哪些》

中航策略周报：《复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势》

中航策略周报：《关税“风浪”起？清风拂山岗》

中航策略周报：《四月决断》

中航策略周报：《外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续》

中航策略周报：《国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

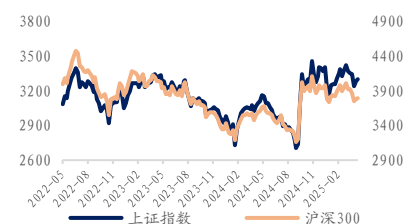
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

季度下降的 6.30% 大幅放缓。一季度主动偏股型基金的发行份额仍处于历史较低水平。

- ◆ 一季度主动偏股型基金股票仓位回升，但 A 股仓位继续回落，机构在配置上或更青睐于互联网龙头更加集中且估值相对更低的港股，扩大内需和自主可控是市场聚焦的两大主线。一季度商贸零售、电子、汽车仓位历史分位数处于 2016 年以来历史最高水平。超配变化角度看，电子再次为超配第一的行业，且超配比例依旧远多其他行业，在此基础上电子为一季度超配增配第三多的行业，显示主动偏股基金管理人一季度一致看好；商贸零售为第二大超配增配行业，而 2024 年四季度几乎为平配行业，反应主动偏股型基金对消费行业预期转好。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。底线思维下，二季度或将成为政策层对关税影响的观察期，存量政策有望稳步推出，哑铃风格有望回归。一方面，今年财报季为新“国九条”一周年，A 股分红率或将持续提升，红利板块有望贡献超额收益；另一方面，中国在本轮人工智能浪潮处于领先水平，在政策助力下，自主可控板块有望走出独立行情。此外，依旧建议关注国债、黄金在回调后的配置价值。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（+0.56%）、深证成指（+1.38%）、沪深300（+0.38%）、创业板指（+1.74%）、中证500（+1.20%）、中证1000（+1.85%）表现较强；科创50（-0.40%）表现较弱。行业风格上，周期风格表现较强，上涨2.44%。分行业来看，申万一级行业中汽车、美容护理、基础化工综合表现较强，分别上涨4.87%、3.80%、2.71%；食品饮料、房地产、煤炭表现较弱，分别下跌1.36%、1.31%、0.63%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为11466.36亿元，较上周增加379.79亿元。估值方面，A股整体市盈率为18.17倍，较上周上涨1.16%。

正文：

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。中共中央总书记习近平主持会议。本次比较罕见的在盘中发布政治局会议通稿，反映了政策层对于当前外部不确定性的高度重视。

本次政治局会议宏观政策释放将提速、加力的信号，体现在会议通稿的政策描述部分中，“加快”出现7次，“加力”出现3次，“加大”出现3次。财政政策方面，明确将加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用；货币政策方面，再次提出适时降准降息，这些内容与此前政策信号及市场预期相符。

会议强调通过金融工具的创新，加大货币政策与金融对实体经济的支持力度，包括“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”；“创新推出债券市场的‘科创板’”。

在风险化解部分，会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，意味着类平准基金等股市维稳政策具有持续性，有助于增强市场信心。

会议强调多措并举帮扶困难企业，加强融资支持，提出对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。

会议引导市场强化后续政策预期，提出要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，根据形势变化及时推出增量储备政策。

市场对本次政治局会议出台增量政策存在一定博弈。但一方面，当前存量储备政策充足，政府债提速、降准降息等稳增长政策均有空间；另一方面，一季度经济数据显示2024年9月政策转向以来，政策效果超预期，会议也对经济形势表述为“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，因此在当前时点没有必要安排增量政策。此前资金对增量政策的预期可能过于激

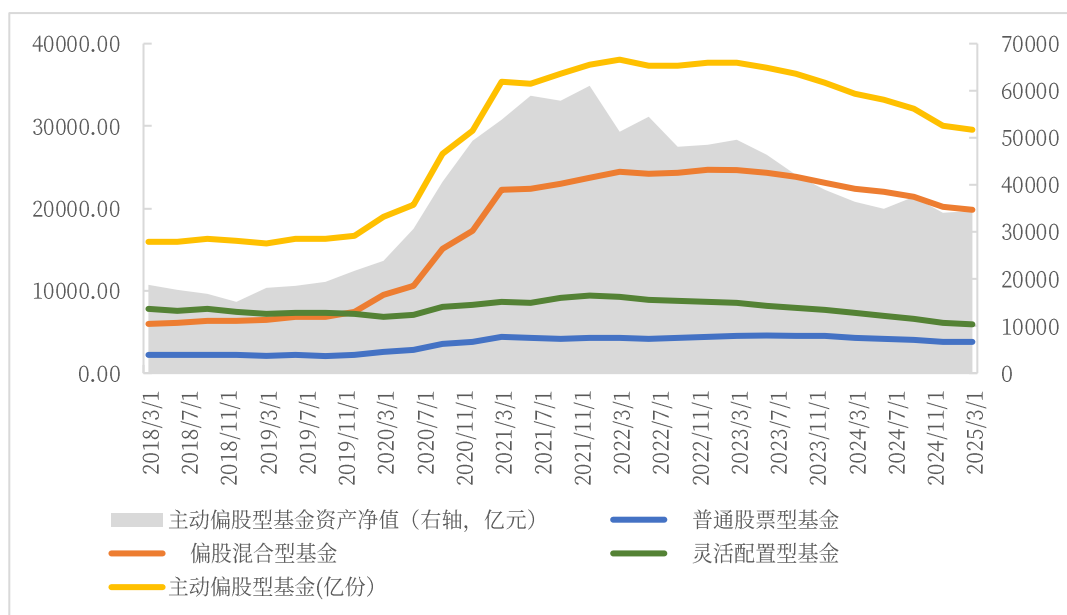
进，因此通稿发布后 A 股有所回落，国债有所拉升，全天公用事业涨幅第一，而房地产跌幅第一。

当前，中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。结合本次会议强化底线思维，预计二季度或将成为政策层对关税影响的观察期，存量政策有望稳步推出。同时会议指出将根据形势变化及时推出增量储备政策，增量政策仍值得期待，7 月份政治局或将是重要的政策发布窗口。

维持股票市场二季度震荡格局观点。结构上，哑铃风格有望回归。一方面，今年财报季为新“国九条”一周年，A 股分红率或将持续提升，红利板块有望贡献超额收益；另一方面，中国在本轮人工智能浪潮处于领先水平，在政策助力下，自主可控板块有望走出独立行情。此外，依旧建议关注国债、黄金在回调后的配置价值。

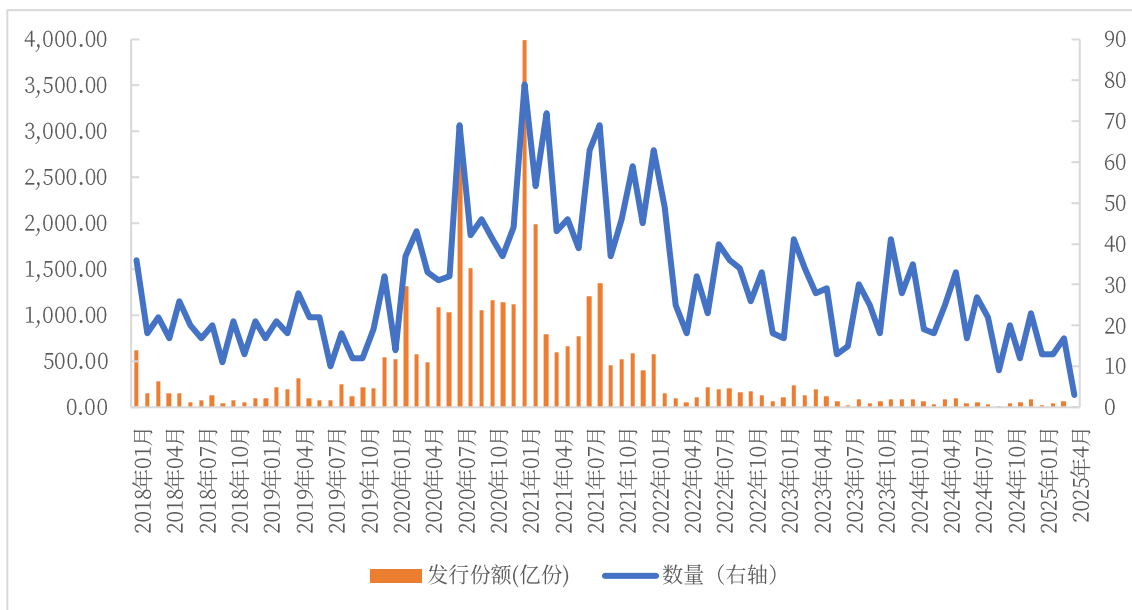
2025 年一季度，政策预期和 DeepSeek 领衔科技股掀起全球资金做多中国资产的“东升西落”潮共同推动了 A 股的春节行情，根据 2025 年基金一季报，主动偏股型基金净值增长 1.70%，但基金份额下降 1.86%，不过份额下幅度较 2024 年四季度下降的 6.30%大幅放缓。从基金发行情况来看，一季度主动偏股型基金的发行份额仍处于历史较低水平，显示市场风险偏好仍在缓慢修复中。从一季度内部基金发行节奏看，年初至今市场情绪有所升温，主动偏股基金发行份额和数量均呈现出小幅回升态势。

图1 主动偏股型基金规模情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）

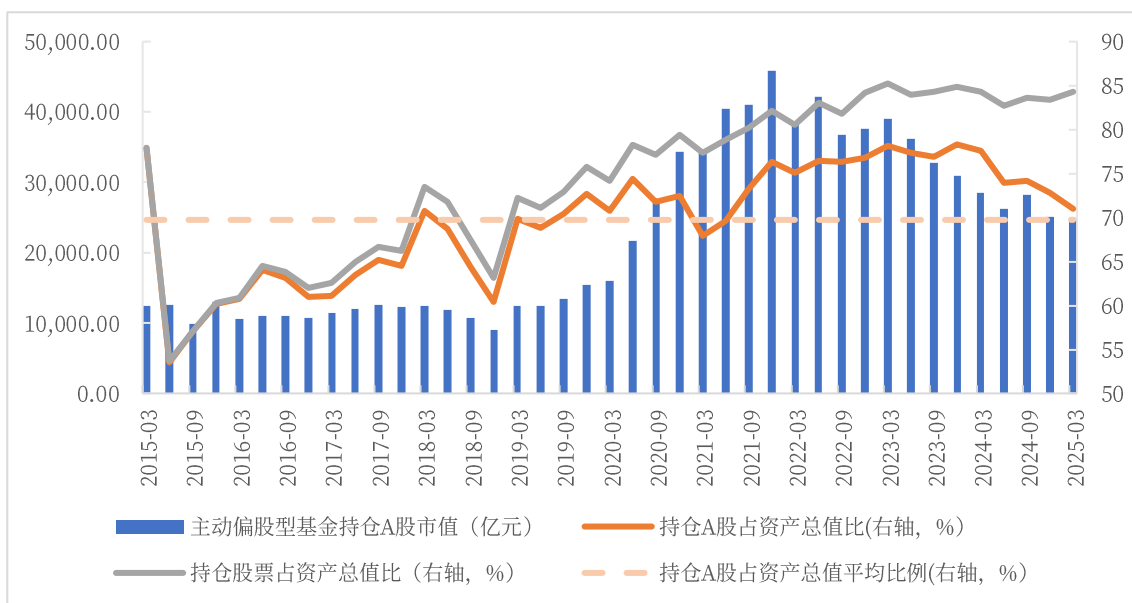
图2 主动偏股型基金发行情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：4月数据截至4月25日）

一季度主动偏股型基金股票仓位回升，但A股仓位继续回落，机构在配置上或更青睐于互联网龙头更加集中且估值相对更低的港股。截至4月25日，2025年主动偏股型基金一季度股票仓位相较2024年四季度有所上升，主动偏股型基金股票市值在资产总值中的占比达84.25%，相较于2024年四季度的83.43%有所上升，高于2024年三季度末的83.61%、2024年二季度末的82.66%和2024年一季末的84.34%；其中A股市值在资产总值中的占比为70.93%，仍高于历史十年平均水平，但已经位于2021年三季度末以来的最低值。

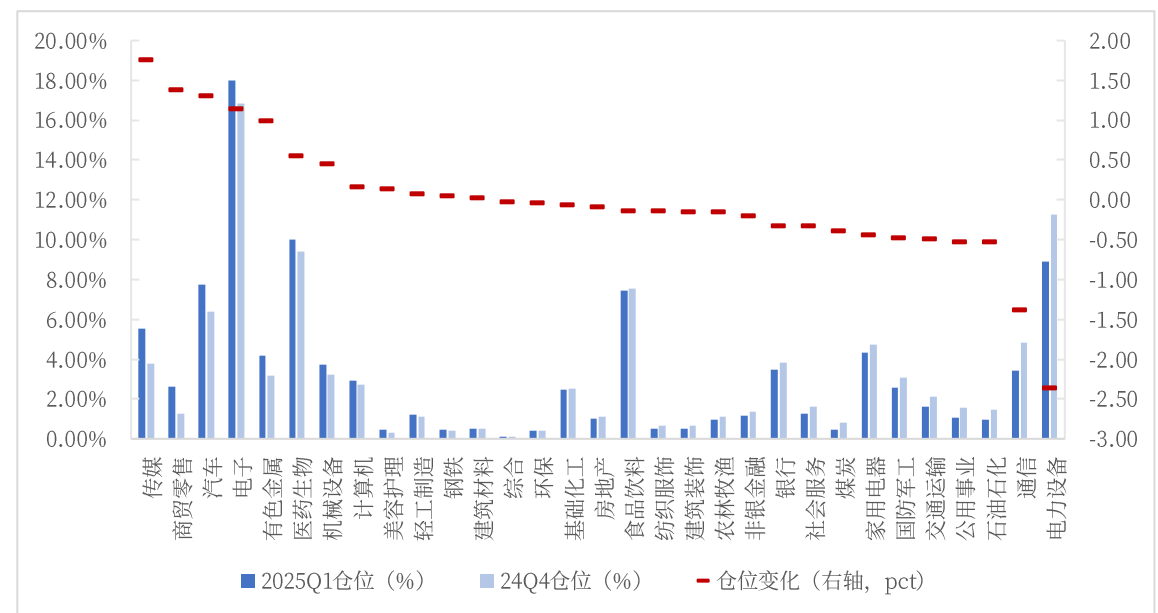
图3 2025Q1 主动偏股型基金股票仓位回升但A股仓位小幅回落



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

根据 2025 年主动偏股型基金一季报，截至 2025 年 4 月 25 日，加仓最多的申万一级行业为传媒、商贸零售、汽车，较 2024 年四季度仓位分别增加 1.77pcts、1.39pcts、1.31pcts；减仓最多的行业为电力设备、通信、石油石化，三个行业较 24 年四季度分别减少 2.35pcts、1.38pcts、0.52pct。从持仓比例历史分位数看，一季度商贸零售、电子、汽车处于 2016 年以来历史最高水平，扩大内需和自主可控是市场聚焦的两大主线。超配变化角度看，电子再次为超配第一的行业，且超配比例依旧远多其他行业，在此基础上电子为一季度超配增配第三多的行业，显示主动偏股基金管理人一季度一致看好；商贸零售为第二大超配增配行业，而 2024 年四季度几乎为平配行业，反应主动偏股型基金对消费行业预期转好。基金持仓显示前三大超配增加行业为，传媒、商贸零售、电子，增加比例分别为 1.73pcts、1.51pcts、0.95pct；前三大超配降低行业为电力设备、通信、家用电器，降低比例分别为 2.20pcts、1.33pcts、0.51pct。

图4 重仓股 2025Q1、2024Q4 主动偏股型基金行业仓位变化（单位：%、pct）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

表1: 重仓股 2025Q1、2024Q4 主动偏股型基金行业仓位变化（单位：%、pct）



行业	主动偏股基金超低配比例		超配比例变动↓(pct)	主动偏股基金配置比例		配置比例变动(pct)	25Q1配置比例历史分位数
	2024Q4	2025Q1	2025Q1-2024Q4	2024Q4	2025Q1	2025Q1-2024Q4	
传媒	1.78%	3.51%	1.73	3.78%	5.55%	1.77	94.44%
商贸零售	0.06%	1.57%	1.51	1.25%	2.64%	1.39	100.00%
电子	5.74%	6.69%	0.95	16.85%	18.00%	1.15	100.00%
汽车	1.96%	2.85%	0.89	6.41%	7.72%	1.31	100.00%
有色金属	-0.41%	0.25%	0.66	3.19%	4.18%	1.00	80.55%
医药生物	1.94%	2.48%	0.54	9.43%	9.99%	0.56	11.11%
非银金融	-5.63%	-5.32%	0.32	1.37%	1.17%	-0.20	8.33%
美容护理	-0.02%	0.11%	0.13	0.32%	0.46%	0.14	83.33%
轻工制造	0.18%	0.29%	0.11	1.12%	1.20%	0.08	63.88%
食品饮料	1.99%	2.05%	0.06	7.55%	7.42%	-0.13	13.88%
建筑材料	-0.32%	-0.28%	0.04	0.48%	0.52%	0.04	13.88%
钢铁	-0.42%	-0.38%	0.04	0.40%	0.46%	0.06	77.77%
建筑装饰	-1.28%	-1.25%	0.03	0.65%	0.51%	-0.14	33.33%
房地产	-0.27%	-0.24%	0.03	1.11%	1.03%	-0.08	2.77%
综合	-0.05%	-0.05%	0.00	0.11%	0.10%	-0.01	33.33%
机械设备	-1.86%	-1.89%	-0.03	3.24%	3.70%	0.46	66.66%
环保	-0.45%	-0.52%	-0.07	0.42%	0.39%	-0.03	69.44%
农林牧渔	-0.31%	-0.42%	-0.11	1.13%	0.98%	-0.15	0.00%
纺织服饰	0.01%	-0.10%	-0.11	0.65%	0.52%	-0.13	30.55%
基础化工	-1.63%	-1.75%	-0.11	2.51%	2.46%	-0.06	8.33%
计算机	-3.07%	-3.21%	-0.14	2.74%	2.91%	0.17	11.11%
煤炭	-0.41%	-0.63%	-0.22	0.82%	0.44%	-0.38	41.66%
交通运输	-0.84%	-1.13%	-0.28	2.10%	1.62%	-0.48	22.22%
银行	-3.67%	-3.99%	-0.32	3.82%	3.49%	-0.32	41.66%
国防军工	0.13%	-0.21%	-0.34	3.05%	2.58%	-0.47	55.55%
社会服务	0.97%	0.63%	-0.34	1.59%	1.27%	-0.32	27.77%
石油石化	0.13%	-0.27%	-0.41	1.47%	0.95%	-0.52	52.77%
公用事业	-1.62%	-2.13%	-0.51	1.57%	1.05%	-0.52	44.44%
家用电器	2.11%	1.61%	-0.51	4.75%	4.31%	-0.44	55.55%
通信	1.76%	0.43%	-1.33	4.83%	3.44%	-1.38	83.33%
电力设备	3.49%	1.29%	-2.20	11.27%	8.92%	-2.35	58.33%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

投资建议：

中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。底线思维下，二季度或将成为政策层对关税影响的观察期，存量政策有望稳步推出，哑铃风格有望回归。一方面，今年财报季为新“国九条”一周年，A股分红率或将持续提升，红利板块有望贡献超额收益；另一方面，中国在本轮人工智能浪潮处于领先水平，在政策助力下，自主可控板块有望走出独立行情。此外，依旧建议关注国债、黄金在回调后的配置价值。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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，再次申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637