

持盈保泰

报告日期: 2025-04-27

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《风起浪动—2025年4月A股市场研判及配置机会》2025/3/30
2. 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
3. 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
4. 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
5. 策略季报《消费能否成为“定海神针”?—2025年二季度A股投资策略》2025/03/26

主要观点:

- 关税存在缓和迹象同时伴有不确定性,但对市场风险偏好冲击减弱,关税加征对出口的冲击尚未兑现、但国内政策储备充足将视冲击程度而发力对冲,市场整体维持震荡,若政策落地时度效超预期则可以乐观一些。配置上建议进行“哑铃型”策略,一端稳健红利如银行保险,另一端成长科技如电子、计算机、传媒、通信,消费行业经过充分轮动后行情近尾声。

- 市场观点: 关税对风险偏好影响减弱、政策储备充足视冲击程度对冲,市场维持震荡

关税加征在经济基本面上的兑现仍未落地,对应的储备对冲措施也在观察时机,市场在5月将继续维持震荡。经济基本面对内生动能依然偏弱,出口走弱影响逐步显现、拖累生产端,服务消费、二三线地产销售放缓态势明显。特朗普表示可能降低对华关税税率,关税风险冲击渐弱,决策层已做充分准备,中央政治局会议积极定调,国内政策有望发力对冲出口边际走弱影响,但对冲力度的大小也取决于对经济的冲击程度。因此,未来经济有隐忧、政策有储备托底并视对经济冲击程度而出台对冲,市场有望继续维持震荡,若对冲政策落地时度效超预期则可以乐观一些。

美国关税风险有缓和迹象但不确定性仍存,关注政治局会议后国内政策对冲。尽管美国总统表示可能降低对华关税税率,但不确定性仍存,决策层去年已对严峻经贸形势做了充分准备。中央政治局会议延续积极定调,政策发力对冲有望集中以下几个方向:①继续扩大内需,特别是养老、育儿等服务消费。②提高失业保险基金稳岗返还比例、出口转内销等方式对出口企业扶持。③稳定地产市场,加大收储力度。预计5月美联储议息会议“按兵不动”,待美方关税影响逐步明朗后,美联储政策路径可能逐步清晰。

内需在政策支撑下对冲出口边际走弱影响,但仍需密切关注“失速”风险。4月高频数据显示基本面对内生动能依然偏弱,出口边际走弱影响逐步显现、拖累生产端,服务消费、二三线地产销售放缓态势明显,商品消费在政策支撑下维持较高增速对冲出口影响。预计4月社零同比5.2%左右,固投累计同比4.1%,其中制造业投资累计同比9.0%、基建投资增速5.7%、地产投资增速-10.2%,出口同比3.6%;4月CPI同比-0.3%、PPI同比-3%。

货币总量宽松概率下降,但有望结构性宽松支撑流动性维持充裕。4月LPR报价未变叠加MLF超额续作释放5000亿中期资金,我们理解为央行对开年以来市场降准降息预期的回应。后续重视结构性货币工具,总量性仅为应对外部扰动的储备。4月信贷预计相对收缩,企业端信贷仍需观察。

- 行业配置: 哑铃型配置正当时,一端稳健红利、一端成长科技

4月市场在美国“对等关税”快速冲击后持续修复并高位震荡,行业机会上主要体现为消费行业内部轮动和红利资产稳健型配置,整体市场走势和行业表现上与我们判断一致。展望5月,市场有望继续维持高位震荡,向上动能和向下风险均有限。配置思路上,市场依然缺乏持续的明确主线,尤其是在当前市场不低的位置时需更加重视事件或政策的催化支撑。配置方向上,消费板块已经经历全面轮动、周期板块景气依然偏弱,成长科技板块深度回调后出现催化事件、金融板块稳定性具备一定配置价值。因此5

月建议采取“哑铃型”配置策略，一端配置成长科技，另外一端配置稳健型的红利资产，当前市场环境下哑铃天平略微偏向于红利资产。

第一条主线是短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行保险。一方面，5月市场有望继续维持震荡，尤其当前位置上继续上涨动能较弱，因此银行保险等权重股具备稳健型配置价值和稳市特性。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。

第二条主线是深度回调后的成长科技具备较强的布局价值，恰逢政策催化，关注电子、计算机、传媒、通信等泛TMT板块。2月底以来成长科技板块，尤其是AI、机器人方向深度回调，指数调整幅度普遍在25%以上。而近日出现催化剂，如政治局会议集体学习人工智能等。深跌+催化为成长科技板块带来良好的配置契机。

● 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：关税对风险偏好影响减弱、政策储备充足视冲击程度对冲，市场维持震荡	4
1.1 关税有缓和迹象但不确定性仍存，关注政治局会议后政策对冲	4
1.2 内需在政策支撑下对冲出口边际走弱影响，但仍需密切关注“失速”风险	5
1.3 结构性货币政策工具有望继续支持流动性充裕	8
2 哑铃型配置正当时，一端稳健红利、一端成长科技	9
2.1 主线一：短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性价值的银行保险	10
2.2 主线二：深度回调后再迎政策催化的成长科技，包括电子、计算机、传媒、通信等泛 TMT 板块	13
风险提示：	17

图表目录

图表 1 乘用车批发与零售同比增速 4 月有所反弹	6
图表 2 4 月小商品价格与纺织价格有所回升	6
图表 3 开工率分化，PX 与钢胎下降，高炉开工率上升	7
图表 4 4 月粗钢产量持续抬升	7
图表 5 4 月食品价格维持低位	7
图表 6 关税担忧持续发酵，能源与有色价格回落	7
图表 7 4 月建材价格整体回落	8
图表 8 4 月下旬 30 城商品房周销售面积同比回落	8
图表 9 10 年期国债利率 4 月上旬明显下降	9
图表 10 3 月信贷修复	9
图表 11 银行贷款不良率持续下降	11
图表 12 资金快速流入沪深 300ETF	11
图表 13 近期保险新规	13
图表 14 险资持续入市	13
图表 15 泛 TMT 继续下跌的空间有限	15
图表 16 美国对华科技封锁规模和力度不断加大	16
图表 17 平板、智能手机出货量高增	16
图表 18 字节跳动新推出的扣子空间（COZE SPACE）支持多种工具接入，功能类似 MANUS	17
图表 19 历次 AI 催化下计算机、传媒涨幅靠前	17

1 市场观点：关税对风险偏好影响减弱、政策储备充足视冲击程度对冲，市场维持震荡

1.1 关税有缓和迹象但不确定性仍存，关注政治局会议后政策对冲

关注 4 月中央政治局会议定调后的国内政策对冲。尽管美国总统特朗普表示可能降低对华出口的关税税率，但不确定性仍存，对于国际经贸的严峻形势国内决策层去年就已经做了充分准备。

4 月 25 日，中央政治局会议延续积极基调。针对当前内外部形势，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”，在政策基调上强调“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”“**统筹国内经济工作和国际经贸斗争**”。因此，会议提出“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”，同时“**强化底线思维，充分备足预案**”。结合会议公报中对具体政策表述较 3 月政府工作报告和会前国务院表态边际变化不大，一季度 GDP 增速为 5.4% 与去年四季度持平、高于全年经济目标，或表明当前政策发力重点还是既定政策的落实，强调“**用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**”，增强增量政策储备并视国内外经济形势出台。具体政策举措上：

①**财政政策靠前发力**，要求“**加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用**”，其方向可能是“**扩围提质实施‘两新’政策，加力实施‘两重’建设**”，同时提出“**兜牢基层‘三保’底线**”。

②**货币政策依然围绕结构性工具发力**，强调“**适时降准降息，保持流动性充裕**”。具体举措上提出“**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**”，其中比较明确的方向为“**设立服务消费与养老再贷款**”。

③从会议公报看，我们认为，需重点关注**服务消费、帮扶困难企业、收储**三方面关键表述变化。一是本次会议强调“**要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**”。具体举措上，一方面“**尽快清理消费领域限制性措施**”，另一方面加大资金支持力度。二是帮扶困难企业成为应对经贸摩擦的重要抓手。会议整体基调上，在之前“**稳就业、稳市场、稳预期**”基础上增加了“**稳企业**”，专门强调“**要多措并举帮扶困难企业**”，或表明这是当前政策发力重点之一。在具体举措上，我们认为值得关注的有三个方面：**加强融资支持、加快推动内外贸一体化（出口转内销）、提高失业保险基金稳岗返还比例**。三是**房地产收储政策有望进一步**

优化。去年四季度以来，房地产调控政策持续优化，成交量和房价有所改善，对此会议强调“加快构建房地产发展新模式，……持续巩固房地产市场稳定态势”，表明政策基调整体变化不大。同时，会议指出“优化存量商品房收购政策”，可能是未来一段时间增量政策发力的重要方向。

美国加征关税风险有缓和迹象但不确定性仍存。4月中美双方关税博弈加剧，美国对华商品关税升至145%，中国对美国出口商品税率升至125%。但进入4月下旬，关税冲突出现一定的缓和迹象。美国东部时间4月22日，美国总统特朗普在白宫新闻发布会上表示，对中国商品累计加征的145%关税“太高了”，税率将“大幅下降，但不会为零”。4月23日，《华尔街日报》表示，特朗普政府正考虑大幅削减对中国进口商品征收的高额关税，在某些情况下削减幅度超过一半。对此，美国不同官员在接受新闻媒体采访时给出了不同的可能方案，如美国对华关税可能将降至约50%至65%区间，或者类似于美国国会众议院“美中战略竞争特别委员会”去年年底提出的“分级征税”方案，即对美国认为不构成国家安全威胁的商品征收35%的关税，而对涉及所谓“美国战略利益”的商品则征收至少100%的关税。对此，白宫副新闻秘书库什·德赛表示“特朗普总统已明确表示，中国需要与美国达成协议。关税的决定将直接由总统作出”，结合特朗普本次就职后政策制定波动较大，因而关税风险的不确定性仍存。

5月预计美联储继续“按兵不动”，降息仍需更多数据提供支撑。近期，美国总统特朗普对美联储主席鲍威尔频频就降息进行施压，但参考2018-2019年特朗普上一任期对美联储施压的情况看，并不会对美联储货币政策路径产生显著影响，美联储大概率在其政策框架内独立决策。结合4月公布的美国经济数据来看，短期内降息概率依然不高。一方面，美国就业市场尚未出现明显走弱迹象，3月新增非农22.8万人、高于预期的14万人，零售、休闲酒店等服务就业出现一定反弹，DOGE冻结招聘以及裁员政策暂时没有导致政府部门就业明显弱化，因而3月非农失业率仅小幅升至4.2%。另一方面，3月美国通胀数据回落，但考虑到4月初特朗普宣布启动“对等关税”，后续关税对通胀的冲击将逐步显现。因而，预计5月美联储议息会议依然“按兵不动”，待美方关税谈判及其影响逐步明朗后，美联储政策路径可能逐步清晰。

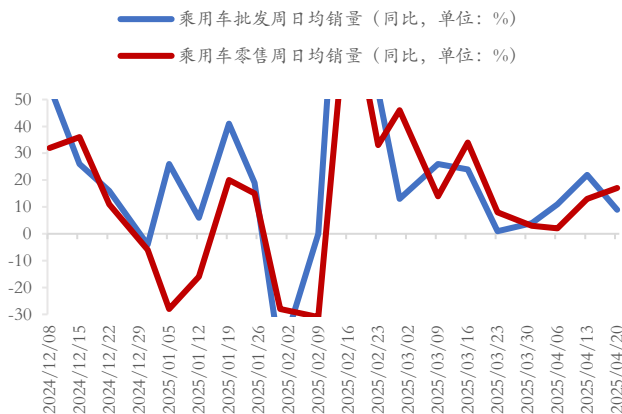
1.2 内需政策支撑下对冲出口边际走弱影响，但仍需密切关注“失速”风险

内需政策支撑下对冲出口边际走弱影响，但仍需密切关注“失速”风险。4月已公布的高频数据显示基本面依然缺乏修复内生动能，经济出口边际走弱影响逐步显现、小幅拖累生产端，服务消费、二三线地产销售放缓态势明显，商品消费在政策

支撑下维持较高增速、对冲出口边际走弱的影响。预计4月社零同比增长5.2%左右，固定资产投资累计同比增长4.1%，其中制造业投资累计同比9.0%、基建投资增速5.7%、地产投资增速-10.2%，出口同比3.6%；4月CPI同比-0.3%、PPI同比-3%。

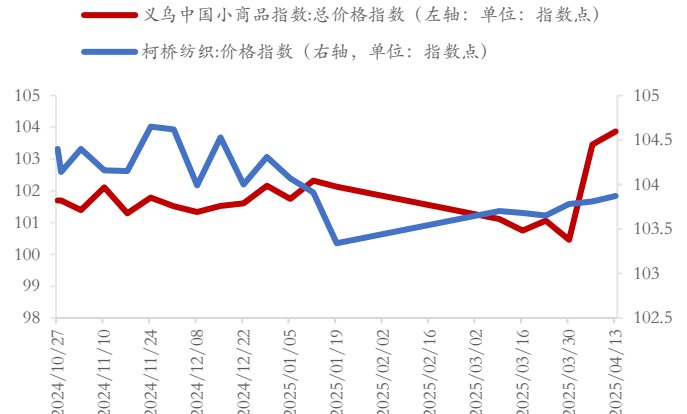
政策继续支撑大宗商品消费，但服务类仍需政策发力。4月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.90万辆和4.43万辆，同比分别增长13.79%和11.41%，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高，好于3月的3.13%和7.77%，继续支撑社零增速。商品价格温和改善，义乌小商品价格指数从100.8升至103.9，柯桥纺织指数从103.7小幅回升至103.9。可选服务类消费并无改善迹象：4月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌56.9%，放映场次同比下降25.4%。目前来看，政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速，考虑到近期价格因素有所改善，社零数据有望维持在5%左右，但服务类消费依然偏弱、有待政策发力提振。

图表1 乘用车批发与零售同比增速4月有所反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

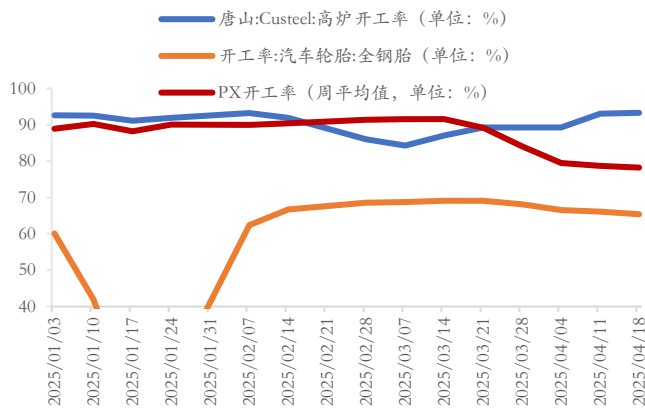
图表2 4月小商品价格与纺织价格有所回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

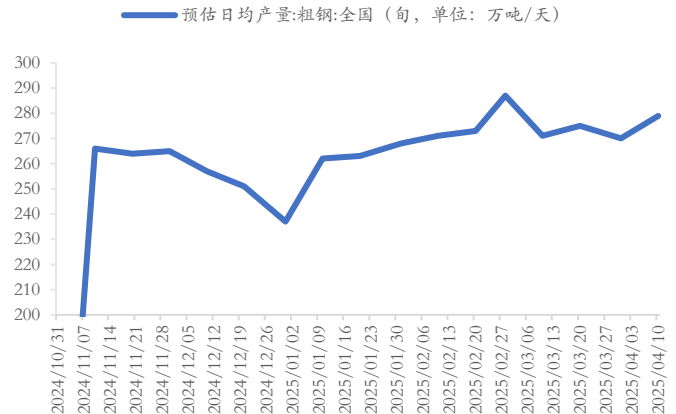
“抢出口”边际继续放缓，生产端有所分化。4月前三周周均集装箱吞吐量为619万标准箱，环比较上月有所改善，同比增速5.06%，较3月增速9.8%明显回落。同时，考虑到4月起美国对华出口商品加征关税逐步落地，“抢出口”边际继续放缓。受出口景气度放缓拖累，生产端有所分化，其中汽车全钢胎开工率回落至66%左右、较上月下降2.8个百分点，油价下行拖累化工产业链推动PX开工率回落至80%下方，仅唐山高炉开工率回升至90%以上。4月钢材预估日产量较3月环比略有抬升，可能与后续基建实物工作量形成有关。总的看，受“抢出口”边际放缓拖累，生产端有所走弱，预计4月工业增加值小幅回落至5.5%左右。

图表3 开工率分化，PX与钢胎下降，高炉开工率上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

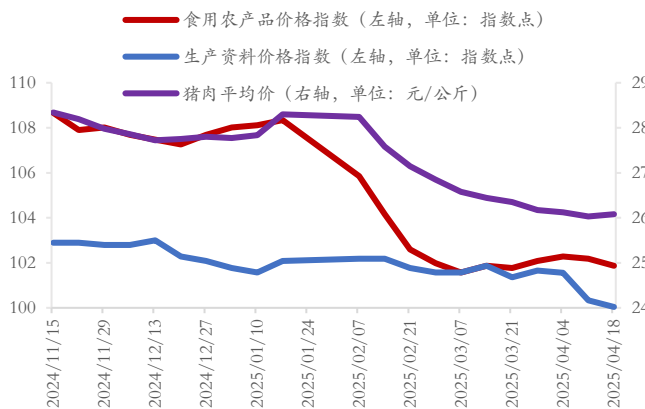
图表4 4月粗钢产量持续抬升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

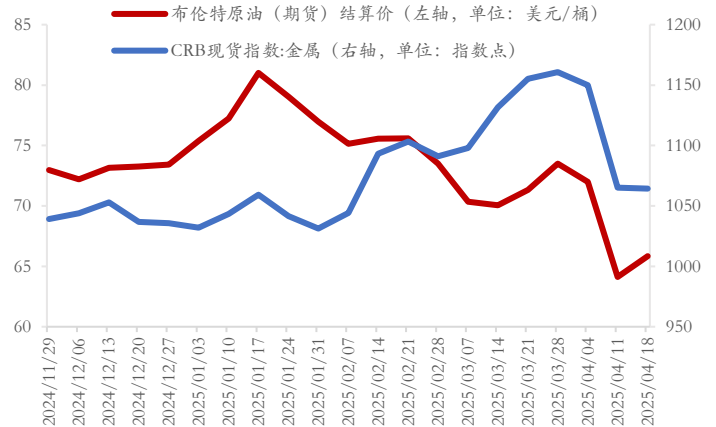
通胀方面，CPI、PPI 降幅有望小幅扩大。猪肉价格略有下降，4 月前三周猪肉平均价 26.08 元/公斤，节后价格持续下行态势，与去年 4 月均值同比上涨 3.56%、较上月回落约 2.2 个百分点。进入 4 月食用农产品价格指数低位略有下降，同时出行、酒店等服务类领域价格同比增速小幅回落。预计 4 月 CPI 同比仍为负值，且较上月小幅扩大至-0.3%左右。4 月上旬美国对等关税落地超市场预期，引发全球需求大幅走弱担忧，有色金属价格、原油价格均明显回落，国内 Q5500 煤炭价格小幅跌至 675 元/吨左右。考虑基数影响后，预计 4 月 PPI 同比降幅约-3%左右，降幅较 3 月有所扩大。

图表5 4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 关税担忧持续发酵，能源与有色价格回落

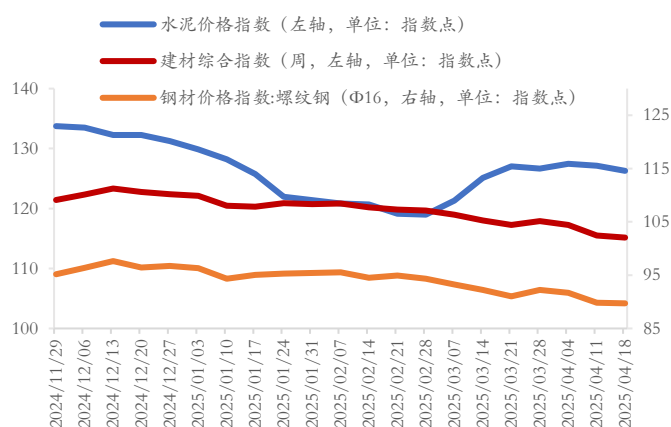


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

投资端尚未见明显发力，地产销售走弱。4 月，建材价格均有所走弱，或反应当前投资端形成实物工作量有待提速。地产销售在 4 月中下旬开始走弱，一线城市回落幅度相对偏低，但二三线城市商品房销售同比降幅扩大。我们认为，今年春节后房价表现整体偏弱，“小阳春”成色不足。2024 年 Q4 受政策提振信心影响，部分需

求得以提前释放，难以较长时间支撑较强的成交量和价格改善。3 月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。其中，北京、上海、深圳分别上涨 0.5%、0.4% 和 0.3%，广州下降 0.2%。二、三线城市一手住宅销售价格环比分别为持平 and 下降 0.2%，“小阳春”依然集中于核心一线城市。结合我们之前的判断，当前地产需求端调控政策历史横向比较已经是“最松”状态，政策加码概率较小，潜在政策空间在于一线城市下调首付比例（但因一线城市房价环比仍上涨故出台概率依然较小）和下调房贷利率（可能通过下调 5 年期 LPR 实现，单独调整加点下限的可能性较小，去年底以来央行持续干预推动房贷利率维持在 3% 以上），因而今年“小阳春”成色不足、以一线城市为主，地产基本面企稳仍需时日。除非 5 月之后地产基本面明显下滑，特别是一线城市走弱，则有可能出台新一轮政策。

图表 7 4 月建材价格整体回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点

图表 8 4 月下旬 30 城商品房周销售面积同比回落

指标（4 月各周）	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	3 月累计值
成交面积（万平方米）	-	148.98	149.21	158.70	902.55
同比	-	-19.80	-17.16	30.59	2.48
其中：一线	-	43.56	47.15	46.92	266.96
同比	-	-11.02	-2.25	52.32	18.40
二线	-	70.58	73.80	87.34	455.19
同比	-	-23.27	-18.33	28.16	-2.22
三线	-	34.84	28.26	24.44	180.40
同比	-	-22.26	-31.92	8.28	-4.90

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 结构性货币政策工具有望继续支持流动性充裕

外部不确定下宽货币作为储备，重视结构性流动性支撑。4 月以来，10 年期国债利率小幅下行，从 1.81% 下行至 1.66%，下行幅度较小。4 月 20 日 LPR 保持不变，但 25 日 MLF 超额续作释放 5000 亿中期流动性，流动性保持合理充裕。我们理解这一超额续作是对开年以来市场降准降息预期的回应，一方面是适时央行将给予流动性支撑，另一方面则是大范围的宽货币可能性降低。叠加 4 月政治局会议在货币政策上更为强调结构性货币工具发力，提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，我们认为后续虽然不能完全排除央行进行总量型宽货币的可能性，但更多作为应对外部不确定性的工具。而央行延续重视结构性工具，这一点预计股市敏感度高于债市。

4 月信贷预计相对有所收缩，企业信贷仍需进一步观察，但低基数下社融存量同比或好于市场预期。3 月社融增量超出市场预期，其中信贷修复明显，尤其是化债

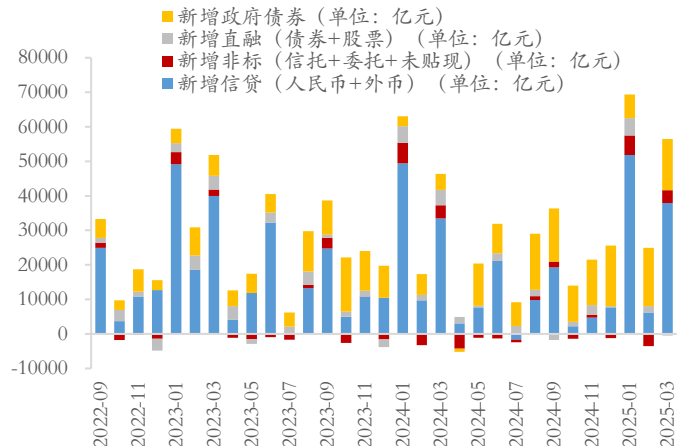
影响减少下，企业端贷款得以快速修复。并且3月M1同比较此前明显升高，指向融资需求有所回升以及企业存款端增加应对外部扰动挑战。但一季度“开门红”后，在季节性影响下，预计4月社融相对有所收缩，信贷端尤其是企业端的信贷情况仍有不确定性，需进一步观察。值得注意的是，去年4月新增社融当月值落入负区间，低基数情况下今年4月的社融存量同比或超预期。分项方面预计政府债券发行延续支撑力量，而对于财政支出进度，则需进一步观察4月M1的情况来推测转化。

图表9 10年期国债利率4月上旬明显下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表10 3月信贷修复



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 哑铃型配置正当时，一端稳健红利、一端成长科技

4月市场在美国“对等关税”的快速冲击后持续修复并维持高位震荡，行业机会上主要体现为消费品行业的内部轮动和红利资产的稳健型配置价值，整体市场走势和行业表现上与我们判断一致。展望5月，市场有望继续维持高位震荡，向上动能和向下风险均有限。配置思路上，市场依然缺乏持续的明确主线，尤其是在当前市场不低的位置时需更加重视事件或政策的催化支撑。配置方向上，消费板块已经经历全面轮动、周期板块景气依然偏弱，成长科技板块深度回调后出现催化事件、金融板块稳定性具备一定配置价值。因此5月建议采取“哑铃型”配置策略，一端配置成长科技，另外一端配置稳健型的红利资产，当前市场环境下哑铃天平略微偏向于红利资产。

第一条主线是短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行保险。一方面，5月市场有望继续维持震荡，尤其当前位置上继续上涨动能较弱，因此银行保险等权重股具备稳健型配置价值和稳市特性。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。

第二条主线是深度回调后的成长科技具备较强的布局价值，恰逢政策催化，关

注电子、计算机、传媒、通信等泛 TMT 板块。2 月底以来成长科技板块，尤其是 AI、机器人方向深度回调，指数调整幅度普遍在 25% 以上。而近日出现催化剂，如政治局会议集体学习人工智能等。深跌+催化为成长科技板块带来良好的配置契机。

2.1 主线一：短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性价值的银行保险

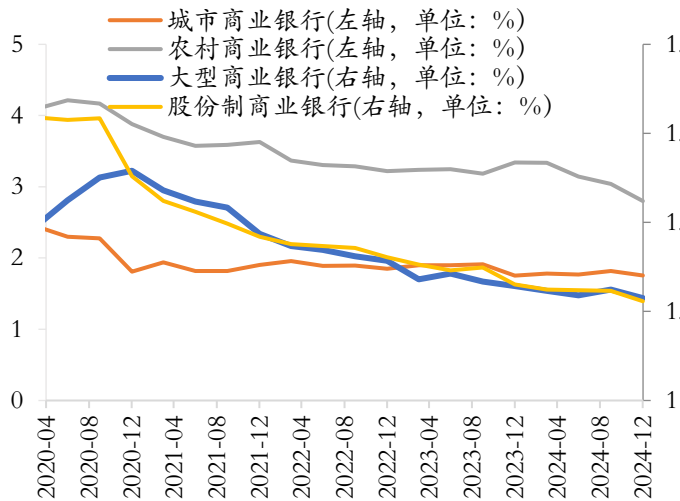
银行：贷款利率持续未调降、存款利率下调，净息差压力阶段性缓解；资金快速流入被动指数型基金的背景下，银行作为权重最大的板块将继续得到有力支撑。

银行业绩具有相对更高的确定性和稳定性，政策利好下信用修复、净息差压力缓解。财政注资后核心资本再迎提升。2025 年 3 月 30 日，中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行分别发布公告称，四家银行将通过定向发行股票引入财政部战略投资，至此财政补充银行核心资本金措施正式落地。这是自 1997 年后银行再次迎来财政部以特别国债的形式向银行注资。根据巴塞尔协议 III 的要求，系统重要性银行的核心一级资本要求在 8%-10.5%，而当前六大国有银行核心一级资本充足率整体处较高水平，继续注资将在已经较好的水平上继续加强银行的抗风险能力，有助于降低银行的信用成本。同时化债背景下银行资产质量有望持续提升。同时今年房地产迎来“小阳春”，一线城市房价环比企稳改善，财政加力推进化债进度以及地产政策已至历史上最为宽松水平，房企资金链条持续改善，利于信用风险下降，提高债务整体信用等级，优化银行资产质量。缓解银行净息差下行压力仍是政策目标。2023 年 8 月央行在专栏《合理看待我国商业银行利润水平》中指出，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准，商业银行向实体经济发放贷款面临资本约束，化解风险也要消耗资本。同时强调：商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。从维护金融稳定、防范化解金融风险等角度考虑下，维持商业银行利润水平仍具有一定必要性。2025 年初至今，多家银行宣布下调存款利率，普遍已经低于 2%，并且 4 月 21 日 LPR 利率 1 年期、五年期继续维持在 3.1%、3.6% 水平，较去年年底持平，持续 5 个月并未调降，净息差压力有所缓解，预计二季度银行业绩仍有望继续改善。

稳市措施下资金快速流入被动指数基金，银行作为权重板块再获大幅加持。4 月初在中美关税升级的扰动之下，稳市措施快速出台，中央汇金、社保基金、国资委等部门宣布维护市场稳定，政策引导各类中长期持续入市，上证从 3100 点左右回升至 3300 点作用。4 月 8 日至今，在 14 个交易日 ETF 净流入 2238 亿元，4 月 8 日单日净流入高达 1121 亿元，从比例看，在大幅净流入的几个交易日内，流入沪深 300ETF 的资金占比高达 50% 左右，从申万一级行业划分来看，银行个股由于市值普遍较大，占沪深 300 权重最高，权重合计占比高达 13.35%，超过第二位非银 2.7 个百分点，

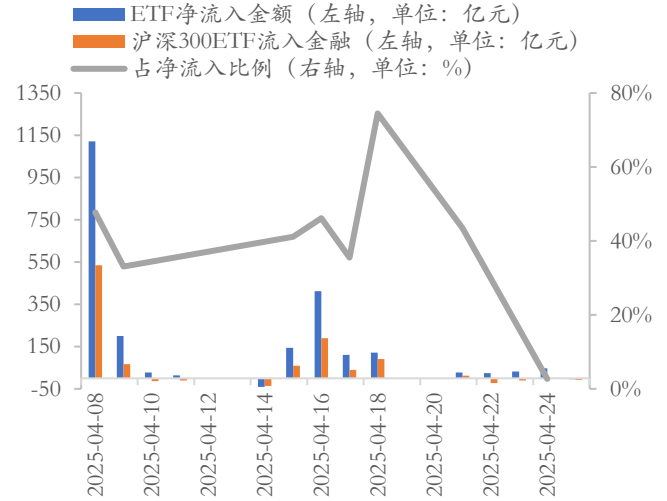
并且多数行业的权重合计值小于 2%，在股票型基金规模快速扩大的背景下，银行板块的个股表现有较强的支撑。

图表 11 银行贷款不良率持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 12 资金快速流入沪深 300ETF



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：占净流入比例了剔除负值以及净流出时间段

保险：政策引导行业格局优化，“炒停售”有望出现阶段性催化，同时中长期资金持续将和股市形成良性循环，带动业绩改善。

保险业监管规范措施持续出台，推动行业竞争格局优化，同时调整万能险最低保障了、禁止开发五年期以下的万能险或再次推动“炒停售”催化下的阶段性行情。为贯彻落实 2024 年印发的《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》，近期对保险业出台的监管政策加速落地。一是 2025 年 4 月 18 日，国家金融监管总局印发《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，加强了对保险销售人员的约束和引导，推动个人代理渠道转型升级。其中深化了个人营销体制改革，强调持续提升相关销售人员的专业化水平，提出建立具有中国特色的保险销售人员职业荣誉评价体系，同时要求压实保险公司主体责任，强化保险销售人员的全流程管理体系，深化执行“报行合一”，加强总费用与各类费用间的统筹规划，做到各期费用合理分摊、计量准确。短期内再次压实主体责任以及强化费用统筹、销售人员管理体系可能导致管理成本上升，但长期来看，该措施有助于引导业务资源向头部优质企业集中，优化保险业竞争格局。二是 4 月 25 日，金融监管总局对外发布了《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，规范万能险产品发展，通知允许保险公司在满足相应约束条件时，对万能险产品调整最低保证利率，有效防范利差损风险，提出万能险要提供最低保障利率，引导调整最低保证利率，防范利差损失风险，禁止保险公司开发 5 年期以下的万能险，且除终身寿险、两全保险和年金保险等产品外，其他产品不得设计成万能型，保单持续奖励发放时点不得

早于第五个保单年度末。调整最低保证利率有利于缓解保险公司利差损失风险，负债成本有望进一步下降，同时禁止开发五年期以下万能险可能导致近期市场再次出现“炒停售”，带动保险板块出现主题性机会。

政策推动中长期资金入市，股市、资金良性循环下保险板块业绩有望持续改善。

2025年1月22日，中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，针对中长期资金入市的卡点、堵点问题提出了更为具体和细化的安排，且已有举措落地：①力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股；②第二批保险资金长期股票投资试点规模为1000亿，参与方式为“契约型基金”，已落地520亿；③3年周期考核调整为3至5年并降低国有商业保险公司当年经营指标考核权重；④公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%。

据测算，金融监管总局披露的境内保险公司2023、2024年的保费收入增速分别为9%、11%，假定以2023、2024年保费收入增速均值10%作为未来几年的增速预测值，2024年末保费收入累计值为5.7万亿元，未来三年险资将为A股带来约5700亿增量资金；以2024年Q4末主动权益基金持仓市值2.86万亿测算，主动权益类基金规模未来三年预计为A股带来约9000亿增量资金。预计在政策引导资本市场健康发展的趋势下，今年A股有望维持较足的韧性，险资、市场良性循环下保险板块有望持续改善。

图表 13 近期保险新规

时间	部门	政策文件及内容
2025/4/18	金融监管总局	印发《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，一是深化个人营销体制改革。提升保险销售人员专业化水平，强化公司对保险销售人员的全流程管理；二是强化管理和监督力度。要求压实保险公司主体责任，明确内部管理职责，深化执行“报行合一”；三是夯实行业发展基础。支持中国保险行业协会建立产品分类和人员分级标准，建立健全保险销售人员诚信信息管理和运用机制，建立有中国特色的保险销售人员职业荣誉评价体系。
2025/4/25	金融监管总局	印发《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》一是规范产品发展。允许保险公司在满足相应约束条件时，对万能险产品调整最低保证利率，有效防范利差损风险。同时，对期缴万能险适当提高基本保险费上限，鼓励发展长期万能险。二是进一步提升万能险保障水平。禁止保险公司开发五年期以下的万能险，鼓励通过合理调整退保费用、保单持续奖金等产品设计要素延长保单实际存续期限。三是强化万能险账户管理。全流程规范账户运作。四是强化万能险资金运用监管。强化集中度监管和非标投资监管，对万能险资金运用从严设置上限。

资料来源：华安证券研究所整理。

图表 14 险资持续入市

时间	部门	政策文件&进展
2025/1/5	人社部等五部门	《关于全面实施个人养老金制度的通知》发布，将特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品目录，推动更多养老理财产品纳入个人养老金产品范围。
2025/1/14	金融监管局	批复开展第二批长期股票投资试点，规模为520亿元。采用契约制基金方式，可由多家保险公司联合设立，并简化了设立流程。
2025/3/18	金融监管局	保险资金长期投资改革试点已批复再新增600亿元。涉及人保寿险、中国人寿等5家保险公司。
2025/3	//	截至3月初，首批试点项目已成功投资落地500亿元，涉及中国人寿等保险公司。

资料来源：华安证券研究所整理。

保险和银行板块走势趋同性以及还会展现出的更大弹性。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。

2.2 主线二：深度回调后再迎政策催化的成长科技，包括电子、计算机、传媒、通信等泛TMT板块

政府高度重视人工智能，相关扶持政策将加速出台，“自主可控”主题有望持续发酵。4月25日，中共中央召开政治局会议，其中重点提及“人工智能+”，强调“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，坚持标准引领，规范竞争秩序。”同时习近平主席在4月25日下午就加强人工智能发展和监管进行中共中央政治局第二十次集体学习时强调，“党中央高度重视人工智能发展”，“要持续加强基础研究、集中力量攻克高端芯片、基础软件等核心技术，构建自主可控、协同运行的人工智能基础软件系统”。预计后续AI相关的顶层文件以及地方性支持政策有望加速出台，“自主可控”、“国产替代”等主题大概率将在相关催化下持续升温，AI相关的泛TMT板块有望迎来阶段性主题催化机会。

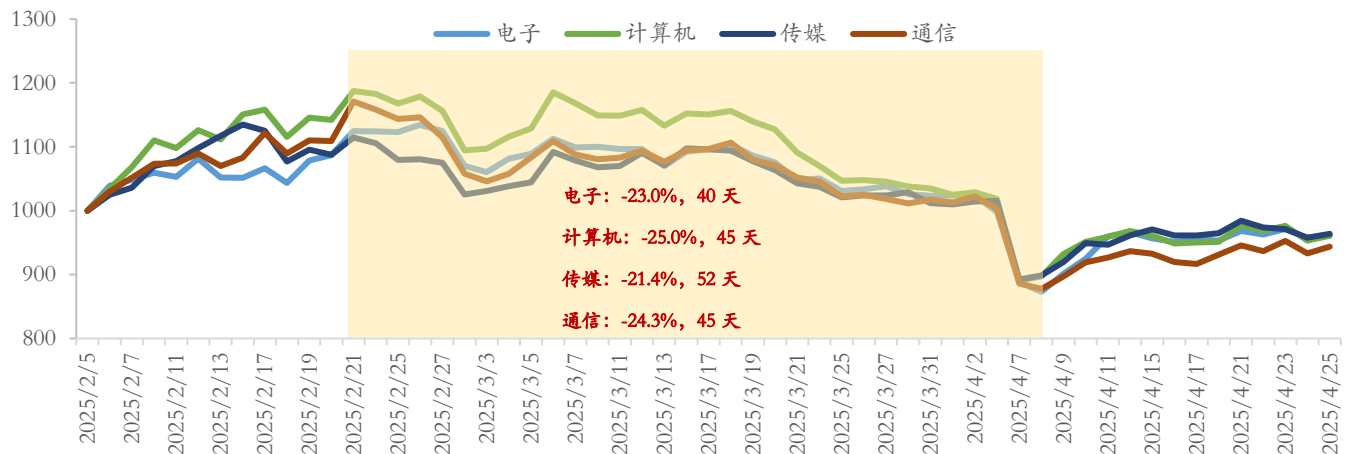
继续下跌空间有限，当前已具备一定政策催化条件下的上涨契机。我们在4月13日的周报《科技是否迎来主线契机，哪些消费行业尚未轮动？》中对泛TMT板块的下跌空间进行了复盘后发现，**本轮泛TMT板块整体跌幅已接近历史可比区间上方，继续调整的幅度虽有但预计有限。**我们在前期周报中复盘了自2023年6月以来泛TMT出现过的3次较大的阶段性调整，得出明确结论：**若泛TMT板块进入阶段性估值消化期，电子、通信跌幅相对较小，电子通常在15-30%，通信通常在20-25%，而传媒、计算机调整幅度通常在30-35%。**调整时间上并无明显规律，核心在于新一轮的重磅催化剂何时出现。调整时间（自然日）整体在1个月-6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。

成长科技板块再次步入行情需要三个条件之一：条件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；条件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；条件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，4月底的中央政治局会议仍对成长科技，尤其是AI方向进行了重点倾斜，国产替代以及自主可控主题有望升温，科技方向的扶持性政策值得期待，**当前成长科技板块已经具备条件二，即交投情绪热烈+政策催化中的政策契机。**

图表 15 泛 TMT 继续下跌的空间有限



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

电子、通信：“两新”全年将持续推进，电子板块业绩底部有支撑；在自主可控以及政策高度重视背景下，上游算力基建国产化以及建设进程将加快，通信等强相关板块有望得到催化。整体而言电子机会大于泛 TMT 其余板块。

美国对华科技封锁规模不断扩大，自主可控迫切性不断提升。当地时间 4 月 15 日，美国商务部宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能（AI）芯片，出口到中国需要许可证。今年 3 月，美国商务部对华再次使用“实体清单”，且规模扩大，将 50 余家中国科技企业和机构列入，包括 AI 和超算企业、量子通信、航空航天以及材料科学等高科技领域。今年中美关税摩擦不断升级，双方制裁措施不断向其他领域延展，按照美国对华科技企业的封锁力度和措施落地的频率来看，后续对 AI 以及超算领域的制裁措施仍将不断发布，国产替代和自主可控的紧迫性再度上升，和 AI 上游算力相关的电子、通信板块有望持续收到相关主题催化。

消费品以旧换新扩围至手机等消费电子产品类，设备端换新有望加速。2025 年 1 月，发改委、财政部发布《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》，宣布实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。2025 年 2 月，国内智能手机、平板电脑出货量同比增速分别高达 32.5%、43.0%，3 月平板电脑出货量小幅下降，但仍高达 28.0%，同时 4 月底召开的政治局会议宣布扩围提质“两新”，今年对消费电子品类的补贴政策将持续推进，后续在国产替代比例上行以及终端需求旺盛的环境下，电子、通信等科技基础部件板块业绩有支撑，技术升级推动的拔估行情有望被业绩逐步消化。

AI 上游业绩兑现度高。从已公布的年报和一季报来看，寒武纪、中际旭创等典

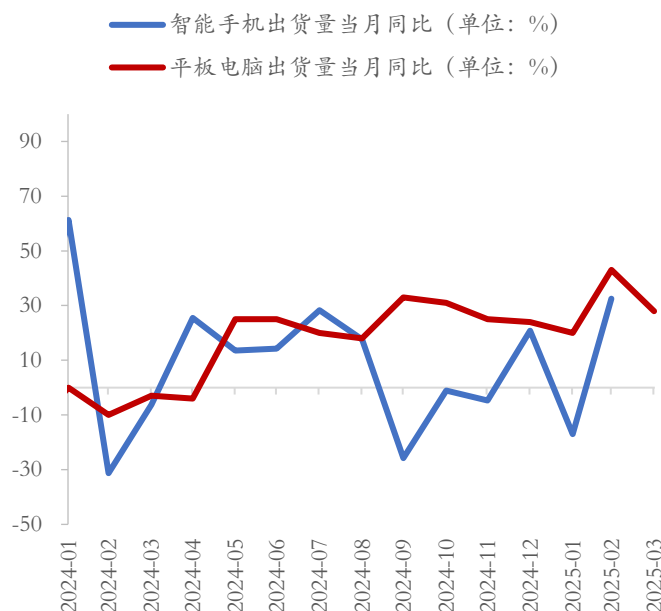
型的 AI 上游建设链头部企业归母净利实现高增，海光信息合同负债大幅增长也显示当前国内 AI 下游需求持续旺盛。

图表 16 美国对华科技封锁规模和力度不断加大

时间	部门	政策文件及内容
2024/11/6	美国财政部	限制美国企业和美国个人向中国半导体、人工智能(AI)和量子领域投资的“最终规则”。
2025/11/7	SpaceX	要求台湾供应商生产线外移。
2024/11/11	台积电、三星	受限于美国禁令，宣布全面暂停向中国大陆 AI/GPU 客户供应所有 7 纳米以及更先进工艺的芯片。
2025/3/28	美国商务部	宣布将 50 余家中国科技企业及机构列入“实体清单”，相关制裁正式生效。是特朗普政府今年首次大规模调整实体清单，中国人工智能、超算、量子技术等前沿领域，封锁方向从芯片制造延伸至 AI 算力底座。
2025/4/15	美国商务部	宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能 (AI) 芯片，出口到中国需要许可证。

资料来源：华安证券研究所整理。

图表 17 平板、智能手机出货量高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

计算机、传媒：AI 工程优化、综合应用开发加速，成本持续降低后端侧应用落地概率进一步加大，计算机、传媒有望在相关催化下展现出更高弹性。

在 DeepSeek-R1 创新后，国内 AI 降本、综合运用开发进一步加速。4 月 17 日，火山引擎面向企业市场正式发布豆包 1.5 深度思考模型，同步升级文生图模型 3.0、视觉理解模型，同时于 19 号推出扣子空间(Coze Space)并开启内测，功能类似 Msnus，支持 MCP (模块化能力组件) 扩展集成，首批官方支持飞书多维表格、高德地图、图像工具、语音合成等 MCP，未来还将支持开发者通过“扣子开发平台”发布自定义插件，持续拓展 Agent 能力边界。4 月 22 日，字节跳动旗下火山引擎 HiAgent 平台发布 Agent Devops 体系、AI 数据湖服务，为企业提供从智能体策略规划、能力开发、效果评测、应用发布、线上观测到效果调优的全生命周期管理。4 月 25 日，李彦宏在 Create 百度 AI 开发者大会上发布了文心大模型 4.5 Turbo 和 X1 Turbo，具备多模态、推理强、低成本三大特性的同时，价格优势显著。文心大模型 4.5 Turbo，每百万 tokens 的输入价格仅为 0.8 元，输出价格 3.2 元，相比文心 4.5，价格下降 80%，仅为 DeepSeek-V3 的 40%；文心大模型 X1 Turbo，输入价格为每百万 tokens 1 元，输出价格 4 元，相比文心 X1，性能提升的同时价格再降 50%，仅为 DeepSeek-R1 的 25%。在 DeepSeek-R1 带动中国 AI 科技突破下，特别是带来工程优化、成本降低方面的突破性创新后，国内加快研发进度，成本进一步降低后有企业对 AI 的需求将

继续得到释放，快速更新下终端应用推出的概率进一步加大。

AI 重磅端侧应用有望继续落地，技术升级催化下传媒、计算机弹性更大。复盘过往 4 次 AI 主题性行情，我们发现传媒行业往往优先受益，通常在行情早中期，传媒最为强势，处于领涨和领先表现的优势；二是在 AI 行情后期，机会向计算机、通信扩散，在行情的后半段通信往往表现占优；三是从完整催化行情来看，涨幅上通常传媒 > 计算机 > 通信 > 电子。2025 年国内 AI 端侧仍有望推出如 Sora、豆包模型等应用，同时 DeepSeek 新一代模型 DeepSeek-R2 模型宣布正在加速研发，AI 板块有望再迎终端应用升级事件类催化，带动计算机、传媒上涨。

图表 18 字节跳动新推出的扣子空间（Coze Space）支持多种工具接入，功能类似 Manus
 图表 19 历次 AI 催化下计算机、传媒涨幅靠前

在扣子空间：)
和 Agent 一起开始你的工作 🤖 |

扣子空间是你和 AI Agent 协同办公的最佳场所。
在扣子空间里，精通各项技能的「通用实习生」，各行各业的「领域专家」，任你选择。

快速开始



生产力全面提升
从思维到行动，解决各种问题，让 Agent 帮你完成更多的工作。

专家能力深度支持
专业 Agent 生态，让专业 Agent 来为你提供专业服务。

协作模式灵活调整
通过预设和自定义模式，更好地与 Agent 一起协作完成任务。

能力边界拓展延伸
通过 MCP 扩展，无限拓展 Agent 能力边界。

研究报告

市场调研报告分析

分析一家或多家公司在行业内的市场地位、竞争优势和劣势、包括

财务数据、运营数据、行业趋势...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

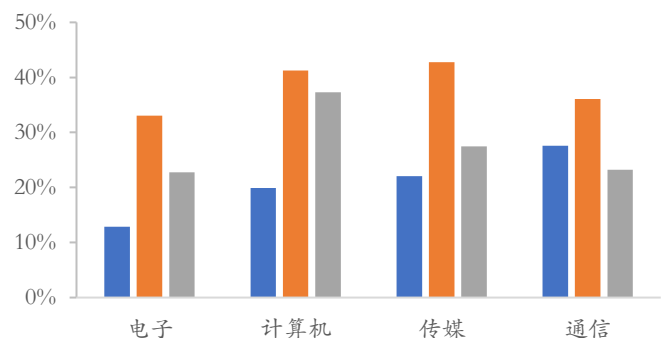
...

...

...

历次 AI 重磅催化剂出现时 TMT 板块最大涨跌幅对比

Windows Copilot 行情 Sora 行情 DeepSeek 行情



资料来源：字节跳动，华安证券研究所整理。

资料来源：Wind，华安证券研究所。

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。