

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 04 月 27 日

政治局会议的前瞻指引

市场思考：如何理解后续政策的节奏、目标？

1) 四月政治局会议召开，会议指出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事”，对美国对等关税表明了中方的态度，“斗争”为接下来的政策部署奠定基调，会议提出四稳，与之前经常提出的三稳（稳增长、稳就业、稳物价）相比，**稳就业保留，新增稳企业、稳市场、稳预期概念，这表明了政策的发力目标。**会议提出，“要强化底线思维，充分备足预案，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”，**政策节奏处于坚守底线、锚定目标、后手应对状态；**

2) 对等关税对于经济的冲击影响已经初步显现。高频指标来看，4 月中国 EPMI 指数下行，回落至收缩区间，其中产品订货、进口分项均大幅回落。韩国出口常被视为世界贸易的先行评估指标，韩国 4 月出口同比转负，半导体出口同比回落，中国集运欧线指数近 3 周连续下跌。内需方面，消费者信心指数处于低位回升过程中，3 月考虑基数效应的社消增速在趋势线上方，自 2024 年 9 月政治局会议提出房地产“止跌回稳”以来，地产初步回稳。**国内经济回升势头需继续加力稳固。**

国内：工业生产腾落指数回落

1) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回升。2) 工业生产腾落指数回落，甲醇、唐山高炉回升，纯碱、山东地炼、轮胎、涤纶长丝回落。3) 国内政策跟踪：中共中央、国务院近日印发《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》；《市场准入负面清单（2025 年版）》发布；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。

国际：特朗普指责鲍威尔后态度软化，俄乌谈判进度加快

1) 俄乌冲突跟踪：特朗普称俄乌“非常接近”达成协议；乌总统泽连斯基与美国总统特朗普在罗马会面。2) 中东冲突跟踪：以色列总理称以军将加大对哈马斯的压力；美以领导人通话讨论“大量议题”。3) 特朗普指责鲍威尔后态度软化。据 CME “美联储观察”，截至 2025/4/26，美联储 2025 年 5 月降息 25 基点的概率为 10.4%，维持现有利率的概率为 89.6%。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

4 月决断，应对波动率放大，待冲击落地继续攻坚。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人
wangshuhui@tfzq.com

陈英奇 联系人
chenyingqi@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：行业比较周报-震荡期后续主线的思考》 2025-04-26
- 2 《投资策略：超常规逆周期应对关税冲击-4 月 25 日政治局会议学习》 2025-04-25
- 3 《投资策略：AI+机器人双轮驱动-主动偏股基金 25Q1 重仓股分析》 2025-04-23

内容目录

1. 市场思考：如何理解后续政策的节奏、目标？	3
1.1. 政治局会议：统筹国内经济工作和国际经贸斗争	3
1.2. 近期高频数据显示出口或走弱，内需向好态势仍需巩固	5
2. 国内：工业生产腾落指数回落	7
2.1. 交运高频指标跟踪	7
2.2. 普林格同步高频指标跟踪	7
2.2.1. 工业生产腾落指数	7
2.3. 国内政策跟踪	8
3. 国际：特朗普指责鲍威尔后态度软化，俄乌谈判进度加快	9
3.1. 国际大事跟踪	9
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	9
3.1.2. 中东冲突跟踪	9
3.2. 特朗普指责鲍威尔后态度软化	9
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网	11
5. 重点大事前瞻	12
6. 风险提示	12

图表目录

图 1：4 月政治局会议：统筹国内经济工作和国际经贸斗争	4
图 2：EPMI 指数 4 月下行	5
图 3：EPMI 产品订货、进口分项 4 月均回落	5
图 4：韩国 4 月出口开始下滑	5
图 5：BDI 指数回落后 4 月中旬起小幅回升	5
图 6：消费者信心指数处于低位回升区间	6
图 7：3 月考虑基数效应的社消增速在趋势线上方	6
图 8：30 大中城市成交面积	6
图 9：一线城市二手房挂牌指数底部回升	6
图 10：一线城市地铁客运量	7
图 11：工业生产腾落指数	7
图 12：工业生产腾落指数（分年度）	7
图 13：国内政策跟踪	8
图 14：CME 降息概率情况	10
图 15：重点大事前瞻	12

1. 市场思考：如何理解后续政策的节奏、目标？

1.1. 政治局会议：统筹国内经济工作和国际经贸斗争

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。

统筹国内经济工作和国际经贸斗争。会议对国内经济工作评价较高，认为“经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定”，但也表示“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”。对于接下来工作安排，指出“**统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事**”，对美国对等关税表明了中方的态度，“**斗争**”为接下来的政策部署奠定基调，具体来看，要“坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，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”，会议提出四稳，与之前经常提出的三稳（稳增长、稳就业、稳物价）相比，新提出稳企业、稳市场、稳预期概念。此外，会议指明、“要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”、“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，加强超常规逆周期调节”，表明了政策面的积极定调。

加紧实施更加积极有为的宏观政策。政策方面定调“用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。财政政策方面，提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，二季度政府债券有望继续支撑社融增量。货币政策方面，“适时降准降息”表述延续，但具体时点仍然要视内外部环境相机抉择，会议提出“保持流动性充裕，加力支持实体经济”，还指明“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”，指引增量政策。

通稿中**提振消费政策靠前**，会议提出“增强消费对经济增长的拉动作用”，抓手仍然侧重于“两新”、“两重”，还提出“尽快清理消费领域限制性措施”。

产业政策方面，提出“加快推动内外贸一体化”、“培育壮大新质生产力”、“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”等着力点。

此外通稿还提出“加快全国统一大市场建设”、“加大服务业开放试点政策力度”、“加强对企业‘走出去’的服务”，强调积极维护多边主义，反对单边霸凌行径，也为接下来的贸易博弈奠定了基调、指明了路径。社会民生方面，会议强调“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”，表明要着力保民生，保障系统稳定性。

图 1：4 月政治局会议：统筹国内经济工作和国际经贸斗争

	2025年4月政治局会议	2024年12月政治局会议	2024年7月政治局会议
经济背景	各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力， 经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进 ，社会大局保持稳定。同时， 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。要强化底线思维 ，充分备足预案，扎实做好经济工作。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化， 重点领域风险化解有序有效 ，民生保障扎实有力， 全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成 。	各地区各部门迎难而上、积极作为，深化改革开放，加强宏观调控，有效应对风险挑战，经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。 当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛 。这些是发展中、转型中的问题，我们既要增强风险意识和底线思维，积极主动应对，又要保持战略定力，坚定发展信心，唱响中国经济光明论。
政策基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争， 坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放 ，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，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。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有力的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	下半年改革发展稳定任务很重，要全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，因地制宜发展新质生产力，着力推动高质量发展，围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革，加大宏观调控力度，深化创新驱动发展，深入挖掘内需潜力，不断增强新动能新优势，增强经营主体活力，稳定市场预期，增强社会信心，增强经济持续回升向好态势，切实保障和改善民生，保持社会稳定， 坚定不移完成全年经济社会发展目标任务 。要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措。
财政政策	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足 更加积极的财政政策 。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。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。强化政策取向一致性。	要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。	宏观政策要持续用力、更加给力 。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策。要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。
货币政策	用好用足 适度宽松的货币政策 。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。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。强化政策取向一致性。	实施适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节。	实施好稳健的货币政策。要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
产业政策	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。 加快推动内外贸一体化 。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，坚持标准引领，规范竞争秩序。 要坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题。加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。	要培育壮大新兴产业和未来产业。要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
社会民生	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 。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。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。 要着力保民生。 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 。健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等工作。 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， 加强超常规逆周期调节 ，全力巩固经济发展和稳定的基本盘面。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。	要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向 惠民生、促消费 ，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿， 把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手 ，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资。 要加大保障和改善民生力度。要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。要加强低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。要全力做好防汛抗洪救灾工作，做好迎峰度夏期间能源电力供应，抓好安全生产，认真解决食品安全、社会治安等问题。要深入打好污染防治攻坚战，扎实推进碳达峰碳中和。
防风险	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策， 加快解决地方政府拖欠企业账款问题 。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。 持续稳定和活跃资本市场 。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。	要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合， 积极支持收购存量商品房用作保障性住房 ，进一步做好保交楼工作，加快构建房地产发展新模式。要完善和落实地方一揽子化债方案， 创造条件加快化解地方融资平台债务风险 。要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

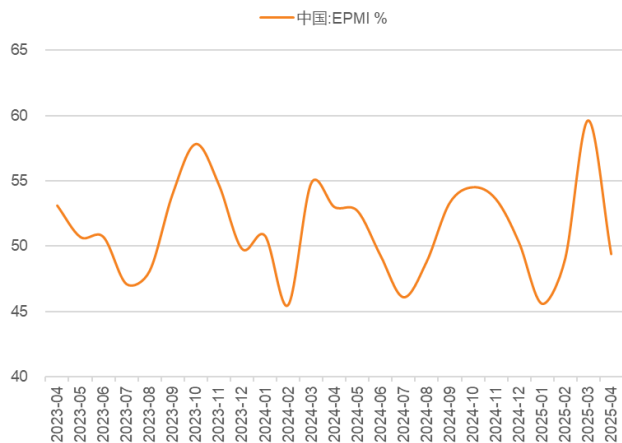
在上一期周报中，我们指出：4 月末召开的政治局会议，结合历史来看，若经济总量冲击较大时，经济工作往往趋向于加大总量全面稳增长。

今年一季度，我国 GDP 同比增长 5.4%，经济增速在全球主要经济体中名列前茅。但由于外部突发经贸冲击，预期出现一定的转弱，因此会议也指出了，“统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事”，而会议的“充分备足预案”、“增量政策储备”、“加强超常规逆周期调节”也表明政策节奏处于坚守底线、锚定目标、后手应对状态；另外会议的新“四稳”——就业、企业、市场和预期，也指出了经济政策的发力目标。

1.2. 近期高频数据显示出口或走弱，内需向好态势仍需巩固

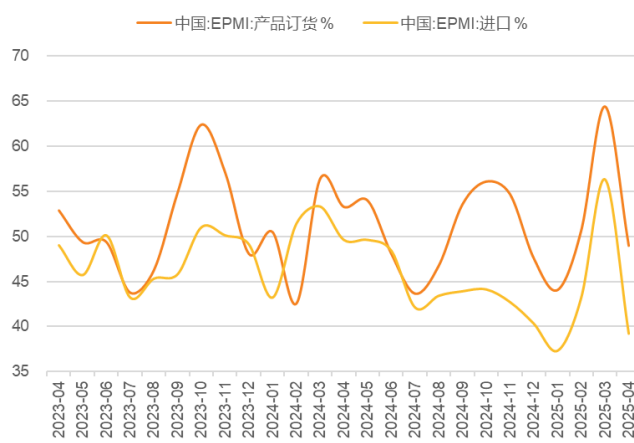
对等关税的影响已经初步显现。高频指标来看，4 月中国 EPMI 指数下行，回落至收缩区间，读数为 49.4%，前值 59.6%，其中产品订货、进口分项均大幅回落，4 月分别报 49%、39.2%，前值为 64.4%、56.3%。韩国出口常被视为世界贸易的先行评估指标，4 月前 20 日数据来看，韩国 4 月出口同比转负，读数为 -5.2%，前值 4.4%，2 月同比则为 15.9%，韩国半导体出口同比 4 月回落至 10.74%，前值 11.58%。波罗的海干散货指数自 3 月下旬起持续下行，4 月 16 日跌至阶段低点，随后小幅回暖。而集运欧线期货指数在 4/11、4/18、4/25 的 3 周分别下跌 18.9%、10.6%、5.1%。

图 2：EPMI 指数 4 月下行



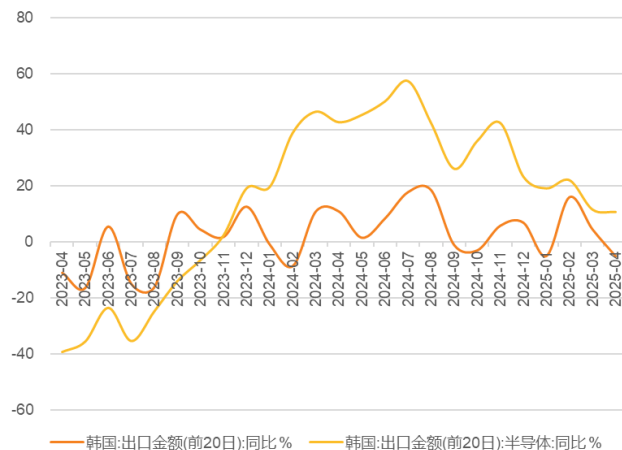
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：EPMI 产品订货、进口分项 4 月均回落



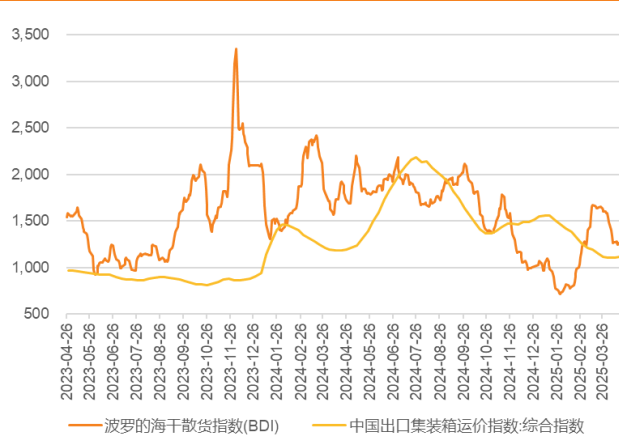
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：韩国 4 月出口开始下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

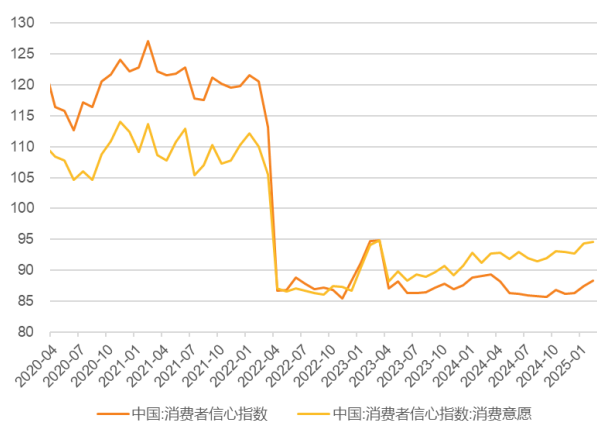
图 5：BDI 指数回落 4 月中旬起小幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

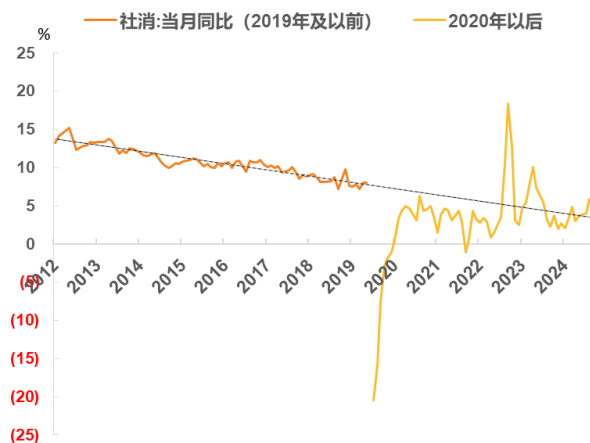
国内经济回升势头需继续加力稳固。内需方面，消费者信心指数自 2024 年年末起持续回升，消费意愿分项则自 2023 年年末起震荡回暖，3 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，前值 4.0%，预期 4.36%，3 月考虑基数效应的社消增速在 2012 年以来的趋势线上方。地产方面，自 2024 年 9 月政治局会议提出房地产“止跌回稳”以来，30 大中城市成交面积、一线城市二手房挂牌指数均出现回暖迹象，4 月 25 日政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，政策有望加力，地产回稳势头有望继续稳固。

图 6：消费者信心指数处于低位回升区间



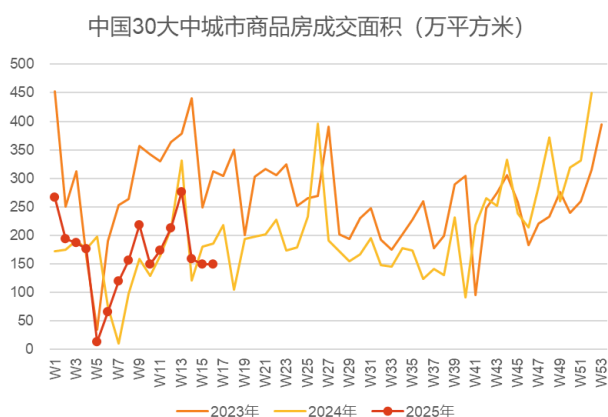
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：3 月考虑基数效应的社消增速在趋势线上方



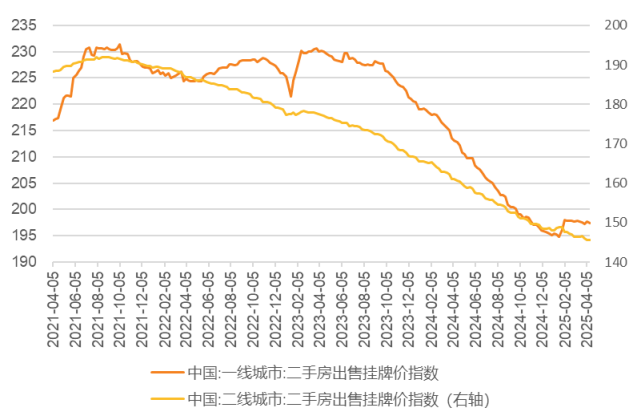
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：30 大中城市成交面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：一线城市二手房挂牌指数底部回升



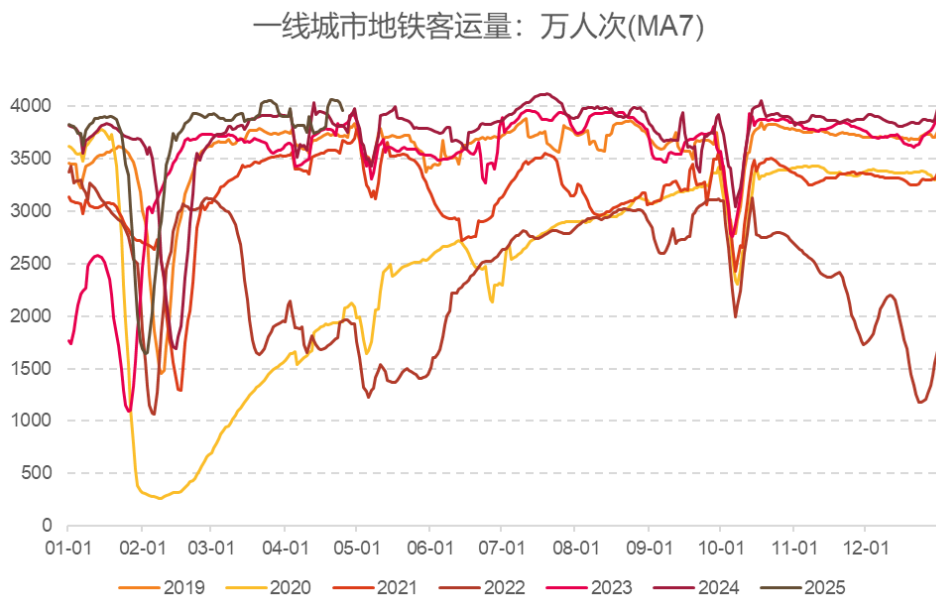
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 国内：工业生产腾落指数回落

2.1. 交运高频指标跟踪

截至 2025/4/25，一线城市地铁客运量（MA7）报 3954 万人次，较上周五的 3806 万人次回升。

图 10：一线城市地铁客运量



资料来源：Wind，天风证券研究所

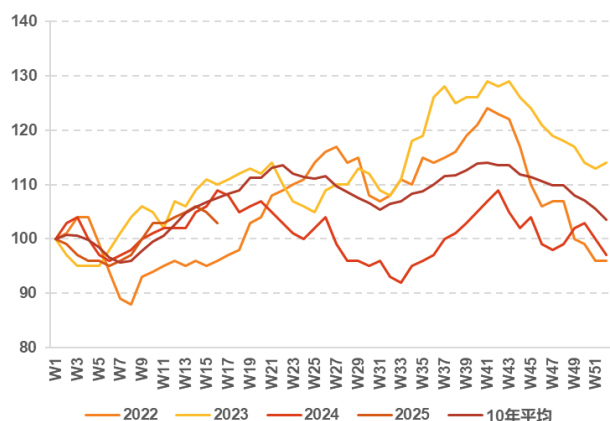
2.2. 普林格同步高频指标跟踪

2.2.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/4/27，工业生产腾落指数为 121，4/20 为 123。从分项上看，甲醇、唐山高炉回升，纯碱、山东地炼、轮胎、涤纶长丝回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

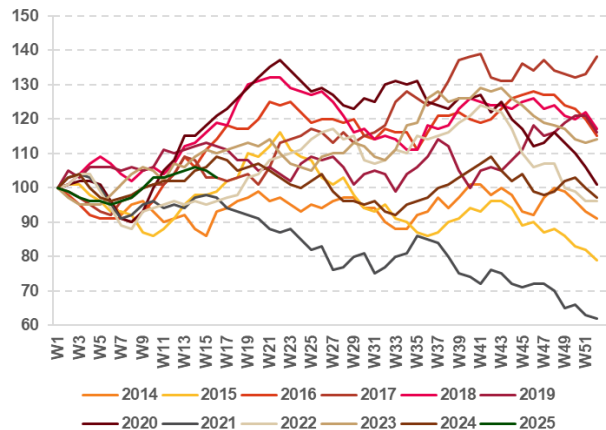
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 11：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 国内政策跟踪

本期关注重点：中共中央、国务院近日印发《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》；《市场准入负面清单（2025 年版）》发布；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。

图 13：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年4月21日	国务院新闻办就《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》有关情况举行发布会	推动重点行业领域的开放。在电信领域，试点任务中包括取消应用商店、互联网接入等服务业务的外资股比限制等试点内容；鼓励发展数据标注产业，健全数据交易市场体系，支持发展“来数加工”等新业态和新模式；发展游戏出海业务，布局从IP打造到游戏制作、发行、海外运营的整个产业链布局。在医疗领域，试点任务中包括支持外籍医生开设诊所；境外医疗专业技术人员短期执业；支持开办外资护理学院；允许以捐资方式举办非营利性医疗机构和养老机构；支持建设基因与细胞治疗专利专题数据库；探索优化罕见病药品进口抽检模式等。
2025年4月21日	中共中央、国务院近日印发《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》	经过5年左右的首创性、集成式探索，实现自由贸易试验区制度型开放水平、系统性改革成效、开放型经济质量全面提升，以贸易、投资、资金流动、交通运输、人员往来自由便利和数据安全有序流动为重点的政策体系更加完善，科技创新和产业创新深度融合，现代产业集群能级跃升，新质生产力加快发展，打造开放层次更高、营商环境更优、辐射作用更强的改革开放新高地。
2025年4月22日	人力资源社会保障部等三部门延续实施失业保险稳岗惠民政策举措	一是助力企业稳定岗位。对不裁员少裁员的参保企业继续实施稳岗返还政策至2025年底，中小微企业按不超过企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的60%返还、大型企业返还比例不超过30%。二是助力劳动者提升技能。继续放宽技能提升补贴政策参保年限并拓宽受益范围至2025年底。
2025年4月24日	《市场准入负面清单（2025年版）》	新修订的清单事项数量由2022年版的117项缩减至106项，市场准入限制进一步放宽。《清单（2025年版）》删除了8条全国性措施，主要涉及公章刻制、计算机信息系统安全专用产品等。比如，公章刻制业由许可制改为备案制，计算机信息系统安全专用产品销售业务改革为基于强制性国家标准的检测认证制度，相关市场准入管理措施相应取消。新一版清单严格落实全国统一大市场建设要求，根据国家在林草、药监、农业农村、交通运输、市场监管、金融、水利、教育、卫健、公安等领域的全国性法规，取消了相应的地方性许可措施。
2025年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	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。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。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。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。强化政策取向一致性。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和老旧小区改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。
2025年4月25日	十四届全国人大常委会第十五次会议将三审民营经济促进法草案	十四届全国人大常委会第十五次会议于4月27日至30日在北京举行。委员长会议建议，十四届全国人大常委会第十五次会议审议民营经济促进法草案、传染病防治法修订草案、原子能法草案、仲裁法修订草案；审议委员长会议关于提请审议生态环境法典草案的议案；审议国务院关于提请审议国家发展规划法草案、监狱法修订草案的议案，关于授权国务院在中国（新疆）自由贸易试验区暂时调整适用种子法有关规定的决定草案的议案等。委员长会议还审议通过了全国人大常委会2025年度立法工作计划。
2025年4月25日	国家金融监督管理总局关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知	保险公司为强化资产负债管理、保障客户长期利益，可以对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满后可以根据合理调整最低保证利率。保险公司在销售此类产品时应当向客户充分提示风险，在调整最低保证利率时应当及时告知调整原因并做好客户服务。如合同约定可以追加保费，应当在产品条款中明确追加保费的条件。

资料来源：中国政府网，新京报，国家金融监督管理总局，天风证券研究所

3. 国际：特朗普指责鲍威尔后态度软化，俄乌谈判进度加快

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

特朗普：俄乌“非常接近”达成协议。当地时间4月25日，俄罗斯总统助理乌沙科夫透露，俄罗斯总统普京与美国中东问题特使威特科夫的会晤持续了3个小时，富有建设性。他称，会晤讨论了恢复俄乌直接谈判的可能性。据克里姆林宫网站消息，俄罗斯方面参加会谈的还有俄总统助理乌沙科夫和俄罗斯直接投资基金总裁、负责对外投资和经济合作事务的俄总统特别代表德米特里耶夫。乌沙科夫在会谈结束后对外界表示，会谈持续了3个小时，会谈“富有建设性且非常有益”。他表示，针对乌克兰问题，双方特别就俄乌恢复直接谈判的可能性进行了讨论。乌沙科夫称，此次会谈使得俄美立场不仅在乌克兰问题上，也在其他一系列国际问题上进一步靠拢。俄美将继续在各个层级开展富有成效的对话。俄总统新闻秘书佩斯科夫表示，会谈涉及问题的层面很多，“实质非常复杂”，因此会谈时间比较长。他表示，威特科夫访俄是“穿梭外交”，他向俄总统普京转达美国总统特朗普的观点，然后又将普京的观点转达给特朗普。

乌总统泽连斯基与美总统特朗普在罗马会面。据法新社4月26日报道，乌克兰方面发言人称，乌克兰总统泽连斯基与美国总统特朗普在意大利罗马会面。4月25日当天，特朗普在其社交媒体平台上表示，与俄罗斯和乌克兰的谈判和会晤进展顺利，他们“非常接近”达成协议，双方现在应该进行高层会晤。特朗普称，大部分主要议题都已达成一致。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

以色列总理称以军将加大对哈马斯的压力。以色列总理内塔尼亚胡4月19日称，以色列将加大对巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)的压力，在作战目标实现前不会结束在加沙地带的军事行动。据《以色列时报》称，以总理内塔尼亚胡4月19日晚表示，除非哈马斯被摧毁，否则以军在加沙的战斗不会结束。最新民调数据显示，多数以色列民众将达成释放被扣押人员协议列为首要诉求，即便该协议意味着需要终止军事行动。据以色列第12频道电视台3月底发布的调查结果，近七成以色列人支持此类协议，只有21%的人反对结束战斗。

美以领导人通话讨论“大量议题”。以色列总理内塔尼亚胡4月22日与美国总统特朗普通话，讨论了贸易、伊朗问题等“大量议题”。阿克西奥斯新闻网援引美以消息人士的话说，二人讨论了人质释放和停火协议的问题，美方试图推动在达成协议方面取得突破，内塔尼亚胡则不想同意任何可能结束目前战争的协议。《以色列时报》指出，特朗普在列举双方讨论内容时没有点出协议问题，这一点值得注意。以色列方面尚未就通话发表评论，但内塔尼亚胡转推了特朗普的发文，并表示感谢。《以色列时报》说，一个巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)代表团4月22日前往埃及首都开罗参加停火谈判。埃及和卡塔尔近日提出一项新停火提案，内容包括哈马斯释放所有人质并发表解除武装声明，以军全面撤出加沙地带，双方停火7年。

以上消息来源于中新网。

3.2. 特朗普指责鲍威尔后态度软化

特朗普指责鲍威尔后态度软化。4月21日，特朗普再次通过其社交平台向美联储主席鲍威尔发难。他称鲍威尔为“Mr. Too Late，大失败者”，并要求其“立即降息”，否则美国经济将陷入放缓，近期他还暗示可能“终止”鲍威尔的职务，引发市场对美联储独立性和政策中立性的高度警觉。随后4月22日，美国总统特朗普就美联储主席鲍威尔的去留问题作出最新回应，称“完全没有”解雇对方的打算。这一表态标志着他在近期对鲍威

尔频频施压之后立场出现明显软化。

据 CME “美联储观察”，截至 2025/4/26，美联储 2025 年 5 月降息 25 基点的概率为 10.4%，维持现有利率的概率为 89.6%。

图 14：CME 降息概率情况

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	89.6%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	57.2%	36.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	46.3%	41.1%	7.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	38.0%	42.1%	14.5%	1.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	24.3%	40.5%	25.6%	6.7%	0.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	17.0%	35.1%	30.5%	13.0%	2.7%	0.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.5%	7.0%	23.4%	33.5%	24.3%	9.4%	1.8%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.2%	3.2%	13.7%	27.5%	29.7%	18.2%	6.2%	1.1%	0.1%
2026/4/29	0.1%	0.9%	5.6%	16.9%	28.0%	27.1%	15.4%	5.1%	0.9%	0.1%
2026/6/17	0.2%	1.9%	8.0%	19.2%	27.8%	24.6%	13.3%	4.2%	0.7%	0.0%
2026/7/29	0.5%	2.9%	9.9%	20.7%	27.3%	22.7%	11.7%	3.6%	0.6%	0.0%
2026/9/16	0.6%	3.0%	10.1%	20.8%	27.2%	22.5%	11.6%	3.5%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.6%	3.2%	10.3%	20.9%	27.1%	22.3%	11.4%	3.5%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.4%	2.4%	8.1%	17.7%	25.2%	23.8%	14.8%	5.9%	1.5%	0.2%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

4 月决断，应对波动率放大，待冲击落地继续攻坚。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2）消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3）低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 15：重点大事前瞻



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com