

如何看待银行股大跌及配置价值？

报告日期：2025-05-05

主要观点

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《持盈保泰—2025年5月A股市场研判及配置机会》2025-04-27
2. 策略周报《消费行业轮动，行至何阶段？—第16周》2025-04-20
3. 策略周报《科技是否迎来主线契机，哪些消费行业尚未轮动？—第15周》2025-04-13
4. 策略周报《关税加征能否改变市场结构？—第14周》2025-04-06

- 美国关税调降预期对市场和基本面影响均有限，出口冲击逐步迎来压力、国内内需提振偏弱，经济预期存在下修风险，但国内政策储备充分有力托底，假期海外市场收涨为主，A股有望继续高位震荡。配置上，哑铃策略正当时，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。

● 市场观点：市场有望延续高位震荡

市场有望延续高位震荡。4月PMI数据显示美国加征关税对出口冲击可能逐步显现，五一假期数据显示内需存在一定分化但整体偏弱，4月底政治局会议并未提出超市场预期的提振性政策，国内经济预期存在一定的下修风险。尽管美国关税加征有缓和迹象，但以对等关税后的税率基础既对市场风险偏好提振有限，又对经济基本面压力缓解有限。假期期间以美股为代表的海外市场多数小幅收涨。预计A股整体有望延续高位震荡。

市场热点1：如何看待4月PMI、五一假期数据及后续可能出台的政策？

4月PMI数据显示美国加征关税对国内出口冲击可能逐步显现，五一假期数据显示内需存在分化，旅游出行保持较快增速但票房惨淡。短期看，市场关注国内政策应对及提振内需效果，结合当前政策导向，我们认为政策可能发力的方向主要有：继续扩大内需，特别是养老、育儿等服务消费；提高失业保险基金稳岗返还比例、出口转内销等对出口企业扶持；稳定地产市场，加大收储力度等。

市场热点2：如何看待近期美国关税政策动态？近期美国加征关税出现一定缓和迹象，但尚未出现明显改善。相关部委表态中美尚未进行谈判，短期内中美关税摩擦“降级”可能性小，如确有关税税率调整，来自美国国内博弈的概率更大。

● 行业配置：“哑铃型”配置策略正当时

节前最后一周市场小幅收跌，但行业表现上反应剧烈、甚至出现涨跌幅靠前行业短期反跳。整体上泛TMT行业涨幅居前、而高股息资产跌幅靠前，整体上符合我们5月观点中提出的哑铃型配置策略。往后看，消费板块经历全面轮动后迎来分化、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。因此仍然建议按照“哑铃型”策略进行配置：1) 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。2) 深度回调后的成长科技具备较强的布局价值，恰逢政策和事件催化，关注电子、计算机、传媒、通信等泛TMT板块。

配置热点1：如何看待成长节前涨幅靠前的持续性和空间？节前泛TMT板块涨幅居前，主要是由于前期深跌叠加AI相关催化剂下的行情反弹。从其持续性和上涨空间考虑，一方面AI相关的催化剂如政治局会议中提及AI、政治局会议后集体学习AI、MCP技术升级等，都并非属于革新性重大技术进步甚至其催化效度尚不如“完蛋了我被美女包围了”等应用落地。二方面从估值百分位角度看，截至4/30日计算机、传媒、通信、电子从2010年至今估值百分位分别93.6%、56.9%、9.1%、65.3%（节后首个交易日，2024Q4和2025Q1业绩计入可能导致估值分位出现较大变化）看，计算机估值处于高位，继续抬升空间有限，对TMT板块上涨空间形成制约。

配置热点 2：节前银行板块为何跌幅靠前，后续是否还有配置价值？ 银行板块节前表现不佳的主要原因在于行业 2025Q1 业绩表现不及预期，因此在前期银行板块不断创新高的基础上受情绪影响而下跌。但我们认为这种下跌只是快而短暂且非源于主要矛盾变化的快速情绪反应。后续来看，银行板块仍然具备较高的配置价值：一方面近两三年以来银行板块的配置核心逻辑在于其普遍的高股息率而非强势业绩预期，因此股息率是主要矛盾，截至 4/30 日，银行板块股息率 6.69% 和煤炭并列第一，业绩表现基本不对股息率形成影响。二方面高股息的反应通常在高位震荡市或者弱市中，我们对 5 月整体维持震荡弱市判断。三方面从稳市角度和促进中长期资金入市角度，银行板块都具备短期和中长期战略性配置价值。

● 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：市场有望延续高位震荡.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待 4 月 PMI、五一假期数据及后续可能出台的政策？.....	4
1.2 市场热点 2：如何看待近期美国关税政策动态？.....	5
2 行业配置：“哑铃型”配置策略正当时.....	6
2.1 配置热点 1：如何看待成长节前涨幅靠前的持续性和空间？.....	6
2.2 配置热点 2：节前银行板块为何跌幅靠前，后续是否还有配置价值？.....	7
2.3 “哑铃型”配置策略正当时.....	8
风险提示：.....	9

图表目录

图表 1 新出口订单回落较为明显.....	5
图表 2 大型企业 PMI 回落幅度最高.....	5

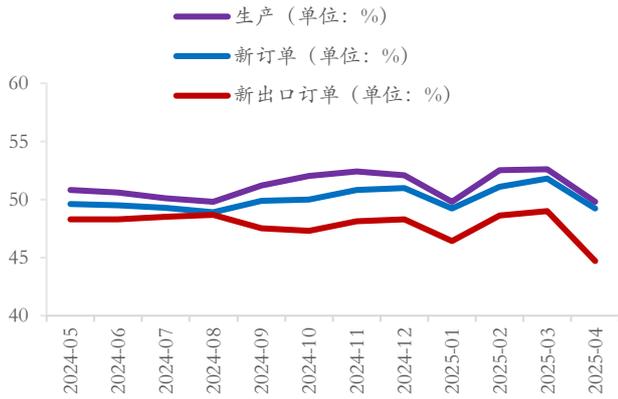
1 市场观点：市场有望延续高位震荡

1.1 市场热点 1：如何看待 4 月 PMI、五一假期数据及后续可能出台的政策？

我们的观点：4 月 PMI 数据显示美国加征关税对国内出口冲击可能逐步显现，五一假期数据显示内需存在分化，旅游出行保持较快增速但票房惨淡。短期看，市场关注国内政策应对及提振内需效果，结合当前政策导向，我们认为政策可能发力的方向主要有：继续扩大内需，特别是养老、育儿等服务消费；提高失业保险基金稳岗返还比例、出口转内销等对出口企业扶持；稳定地产市场，加大收储力度等。

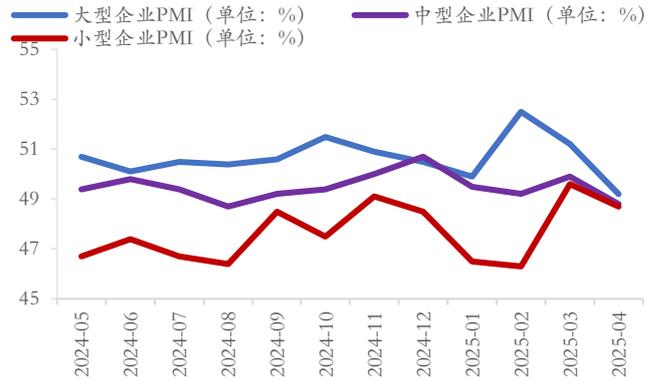
4 月 PMI 数据显示美国加征关税对出口冲击可能逐步显现，五一假期数据显示内需存在一定分化。4 月制造业 PMI 为 49%，较上月下降 1.5 个百分点，跌破荣枯线。①内需强于外需，但加征关税拖累生产与需求。4 月生产、新订单和出口订单指数分别为 49.8%、49.2%和 44.7%，生产和需求均有所下降，尤其是新出口订单大幅下降 4.3 个百分点。②就业压力仍不容忽视，从业人员指数仍在低位。4 月从业人员为 47.8%，较上月下降 0.3 个百分点。③服务业复苏势头有所放缓。4 月份，服务业 PMI 为 50.1%，较上月下降 0.2 个百分点。建筑业 PMI 下降至 51.9%，但较 2019 年之前 55%以上高景气水平明显回落。五一假期数据显示内需存在一定分化。一方面，旅游出行维持较高景气。五一假期前三天，铁路客运量较去年同期增速约 10%，交通部预计“五一”全社会跨区域人员流动量同比增长约 5%左右，或表明旅游出行维持较高景气。据文旅部统计数据显示，五一假期前三天多地旅游维持较快增长。其中，浙江省累计接待全域旅游游客 2374.8 万人次，同比增长 12.9%；黑龙江省共接待游客 921.5 万人次，同比增长 13.8%；湖北省 A 级旅游景区共接待游客 1217.03 万人次，同比增长 24.15%；甘肃省乡村旅游接待游客 334.6 万人次、游客花费 11.54 亿元，同比分别增长 18.5%、29.81%。但另一方面，同样作为典型可选消费品的电影票房则表现不佳。根据猫眼专业版，“五一”假期全国票房大致在 7 亿元左右，较 2024 年同期 15.27 亿元明显下降。结合当前政策导向，我们认为可能的政策发力方向主要有：继续扩大内需，特别是养老、育儿等服务消费；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（如深圳市商务局推出 2025 年服务企业拓展国内市场系列支持政策，包括支持企业参加消费品以旧换新补贴活动，支持商贸企业开拓国内市场，支持网络零售扩容等 10 条具体措施，单项最高奖励达 2500 万元）；稳定地产市场，加大收储力度等。

图表 1 新出口订单回落较为明显



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 2 大型企业 PMI 回落幅度最高



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1.2 市场热点 2: 如何看待近期美国关税政策动态?

我们的观点: 近期美国加征关税出现一定缓和迹象, 但尚未出现明显改善。相关部委表态中美尚未进行谈判, 短期内中美关税摩擦“降级”可能性小, 如确有关税税率调整, 来自美国国内博弈的概率更大。

美国加征关税出现一定缓和迹象, 但中美关税摩擦缓和概率偏小。4 月底以来, 美国加征关税出现一定缓和迹象。如, 5 月 1 日, 美国海关表示, 加拿大和墨西哥制造的汽车零部件属于《美加墨协议 (USMCA)》的一部分将免于 25% 的关税, 该政策于 5 月 3 日生效; 5 月 2 日, 欧盟贸易专员马罗什·谢夫乔维奇表示, 欧盟可能考虑增加约 565 亿美元的美国商品进口, 以缩小美国的贸易逆差, 降低美国加征关税的风险。但目前来看, 中美关税摩擦缓和概率偏小。一方面, 日美第二轮贸易谈判最终未能取得成果, 美方于 5 月 4 日实施关键汽车零部件加征 25% 关税的行为, 在日方看来“无法接受”。另一方面, 4 月底以来国内相关部委表态中美尚未进行谈判, 外交部发表视频也表明了中方态度。但从 4 月末, 美国零售巨头沃尔玛表示, 将恢复从中国供应商进口商品, 其中部分商品加征关税由沃尔玛承担, 部分商品将于中国企业协商降低进口价格, 或表明美国企业等继续向美国政府施压。因而, 如确有关税税率调整, 来自美国国内博弈的概率更大。

2 行业配置：“哑铃型”配置策略正当时

2.1 配置热点 1：如何看待成长节前涨幅靠前的持续性和空间？

我们的观点：节前泛 TMT 板块涨幅居前，主要是由于前期深跌叠加 AI 相关催化剂下的行情反弹。从其持续性和上涨空间考虑，一方面 AI 相关的催化剂如政治局会议中提及 AI、政治局会议后集体学习 AI、MCP 技术升级等，都并非属于革新性重大技术进步甚至其催化效度尚不如“完蛋了我被美女包围了”等应用落地。二方面从估值百分位角度看，截至 4/30 日计算机、传媒、通信、电子从 2010 年至今估值百分位分别 93.6%、56.9%、9.1%、65.3%（节后首个交易日，2024Q4 和 2025Q1 业绩计入可能导致估值分位出现较大变化）看，计算机估值处于高位，继续抬升空间有限，对 TMT 板块上涨空间形成制约。

上周（4 月 28 日-4 月 30 日）泛 TMT 板块涨幅相对靠前，传媒、计算机、电子、通信分别上涨 2.7%、2.5%、1.3%、0.6%，分别位于第 1、2、5、7 位，细分子行业中，广告营销、IT 服务、游戏、出版、软件开发、半导体、通信服务分别上涨 3.7%、3.6%、3.6%、2.9%、2.3%、2.3%、2.1%。

成长科技板块前期深度回调后迎自主可控主题升温，板块迎来催化。我们在 4 月 27 日发布月报《持盈保泰》中已经提示到，2 月以来成长科技板块，尤其是 AI、机器人方向深度回调，2 月 1 日至 4 月 30 日期间，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 23.0%、25.0%、21.4%、24.3%。复盘自 2023 年下半年以来泛 TMT 出现过的 3 次较大的阶段性调整可得出较明显的经验性规律是，若泛 TMT 板块进入 AI 重磅催化剂拔估后的阶段性估值消化期，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%。本轮和近三次泛 TMT 板块调整幅度对比来看，泛 TMT 板块继续下跌的空间整体已经较为有限。同时近期“自主可控”主题持续发酵。4 月 25 日，中共中央召开政治局会议，强调“**加快实施‘人工智能+’行动**”，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**”。“自主可控”、“国产替代”等主题在相关催化下持续升温，因此泛 TMT 板块在节前涨幅居前。

AI 再迎技术升级，MCP 作为通用协议接口将加速智能体发展，但由于暂时并未出现大幅提升用户体验的终端应用程序，催化作用稍弱于 DeepSeek-R1。MCP (Model Context Protocol, 模型上下文协议) 是由 Anthropic 推出的开源协议，是为了高

效获得模型所需要上下文信息而设计的通用接口，定义了一套通用的通信协议、数据格式和规则，有简化开发、灵活、实时响应、安全合规、可扩展的特点，通过相同的协议同时处理本地资源（如数据库、文件等）和远程资源（如 GitHub 等 API）。简单而言，可将 MCP 视为 AI 应用的 USB-C 端口，如 USB-C 可以将不同的设备相互连接，MCP 提供了一种标准化的方式将 AI 模型连接到不同的数据源和工具，为 AI Agent 提供了强大的基础生态支持。目前已有多家大模型厂商宣布提供 MCP 服务或扩展，包括 OpenAI、阿里云百炼、字节跳动扣子空间、百度千帆和心响等系列产品、蚂蚁数科等。MCP 作为单独性事件在一定程度上弱于 DeepSeek-R1 的催化作用，其作用主要类似于 DeepSeek-R1 实现的工程优化，即加速了大模型、特别是 AI Agent 的发展，但并没有实际推出可以大幅提升用户体验的到端的应用程序，催化作用暂时弱于 DeepSeek-R1，未来若下游推出的智能体终端功能快速提升，AI 热度将再次快速发酵。

泛 TMT 板块由于深跌+催化具备一定的配置价值，但往上空间预计有限。我们多次强调，无论是完整区间维度还是某一阶段性维度，估值都是 TMT 行情涨跌的最重要驱动力，即估值变动可以非常契合的解释 TMT 行情的变动。泛 TMT 板块的历史行情中，都体现出来了各自的拔估值行情所对应的估值百分位天花板将整体随着轮次的推进而下降的趋势，总结而言，计算机、通信、传媒的估值百分位天花板分别为 90%、70%、80%左右，电子的估值百分位天花板在 70-75%左右，但电子有别于另外三个板块的地方在于，当达到这个关口后，行情驱动力可能会切换至业绩支撑，即估值分位到顶后行情仍有进一步业绩支撑上行的可能。截至 2025 年 4 月 30 日，计算机、传媒、通信、电子自 2010 年至今的估值百分位分别为 93.6%、56.9%、9.1%、65.3%（在节后首个交易日，2024Q4 和 2025Q1 的业绩计入相关指数后，可能导致估值分位出现较大变化），截面来看计算机仍然处于高估值分位上，继续大幅往上空间有限，同时也意味着制约了指数上涨的空间，而从 AI 相关的泛 TMT 共同催化作用下，其他板块的上涨空间也会同样受限。

2.2 配置热点 2：节前银行板块为何跌幅靠前，后续是否还有配置价值？

我们的观点：银行板块节前表现不佳的主要原因在于行业 2025Q1 业绩表现不及预期，因此在前期银行板块不断创新高的基础上受情绪影响而下跌。但我们认为这种下跌只是快而短暂且非源于主要矛盾变化的快速情绪反应。后续来看，银行板块仍然具备较高的配置价值：一方面近两三年以来银行板块的配置核心逻辑在于其普遍的高股息率而非强势业绩预期，因此股息率是主要矛盾，截至 4/30 日，银行板块股息率 6.69%和煤炭并列第一，业绩表现基本不对股息率形成影响。二方面高股息

的反应通常在高位震荡市或者弱市中，我们对 5 月整体维持震荡弱市判断。三方面从稳市角度和促进中长期资金入市角度，银行板块都具备短期和中长期战略性配置价值。

银行板块 2025 年一季度业绩出现负面扰动，致使节前银行板块跌幅靠前。截至 2025 年 4 月 30 日，银行板块 2024 年报和 2025 年一季度业绩全部披露，四大行业业绩整体表现不佳，建设银行、工商银行、中国银行、农业银行 2025 年一季度归母净利润同比增速分别为-4.0%、-4.0%、-2.9%、+2.2%，建设银行、工商银行、中国银行、农业银行 2025 年一季度营收同比增速分别为-5.4%、-3.2%、+2.6%、+0.4%，四家银行中有三家利润同比下滑，其中两家营收也同步下滑，其余较大的银行个股中，招商银行、平安银行 2025 年一季度利润同比增速分别为-2.1%、-5.6%，营收同比增速为 7.4%、-3.1%，利润也有所下滑。银行板块主要个股业绩表现不佳导致指数下跌较多。

今年以来银行板块股息率有所回升，同时在推动中长期资金入市的背景下银行板块具备很强的战略性投资价值。截至 2025 年 4 月 30 日，申万一级行业中股息率（近 12 个月）最高的三个行业分别为煤炭（6.69%）、银行（6.69%）、石油石化（4.83%），煤炭和银行板块的股息率显著领先于第三位的石油石化。银行板块整体的股息率在年初（2025 年 1 月 2 日）仅有 4.94%，迄今为止已明显提高 1.75 个百分点，已逐步追赶并与第一位的煤炭持平，高分红属性再次凸显。同时银行受益于政策积极推动资金入市，银行股作为典型的高股息、大权重板块也较为契合中长期资金的投资需求。4 月初在中美关税升级的扰动之下，政策持续引导各类中长期持续入市，4 月 8 日至 4 月 26 日期间，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%，银行板块行情在中长期资金持续入市、被动指数型基金规模扩大之下仍有较强支撑。

2.3 “哑铃型”配置策略正当时

节前最后一周市场小幅收跌，但行业表现上反应剧烈、甚至出现涨跌幅靠前行业的短期反跳。整体上，泛 TMT 行业涨幅居前、而高股息资产跌幅靠前，整体上符合我们 5 月观点中提出的哑铃型配置策略。往后看，消费板块经历全面轮动后迎来分化、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。因此仍然建议按照“哑铃型”策略进行配置。

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，恰逢政策和事件催化，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。

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。