

全球贸易谈判关键阶段，以稳应变



——2025年6月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年6月5日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

- 美国关税政策仍具不确定性**
- **市场担忧减税法案带来美国财政赤字难以持续**
 - ◆ 5月23日，美国众议院通过“一个大美丽法案”。根据宾夕法尼亚大学测算，若法案最终通过，未来十年或将净增3.3万亿美元赤字。市场担忧该法案带来的财政赤字难以持续，叠加穆迪下调美国主权信用评级，这均导致5月下旬美国市场再现股债汇三杀。
 - **美国关税政策仍具较高不确定性，最终结果或趋于全球10%-15%、中国30%-54%的税率水平**
 - ◆ 后续关税存在上行空间及不可预测性。在6-7月与各国达成关税贸易协定后，逐步明确的关税收入可缓解市场对财政赤字的担忧，减税法案有望在7-8月继续推进。
 - ◆ 据美国Tax Foundation、PIIE、CBO等相关机构的测算，若对全球征10%-15%的普遍关税，叠加行业关税及对华关税，将极大抵消减税法案带来的新增赤字压力。结合特朗普竞选时期的发言，最终谈判结果或趋近于全球10%-15%、中国30%-54%的税率水平。

国内宏观

- 关税扰动短期影响有限，中期压力值得关注，静待增量政策出台**
- **关税扰动下经济回落压力显现，但仍具有韧性**
 - ◆ 尽管关税扰动上升，但4月出口转口仍然支撑出口高增，叠加政策发力，投资、生产、消费指标虽有回落，但总体韧性仍然偏强。
 - ◆ 5月制造业PMI修复，显示关税对经济影响仍然相对有限，但后续外需压力不可忽视。
 - ◆ 此外，特朗普关税豁免期进入最后一个月，贸易谈判不确定性仍然偏强。
 - **短期继续以落实既定政策为主，静待后续增量政策**
 - ◆ 5月中美关税谈判利好落地后，整体政策节奏以落实前期已部署政策为主，后续增量政策正常或需等待中美贸易谈判结果进一步明确，或关税影响上升导致经济回落压力明显加大。

A股策略与观点

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➢ 颠簸与变局将近，以稳应变： ◆ 国内经济基本面：关税反复，总需求回落压力上升，需关注政策发力的对冲效果； ◆ 资金面：A股成交额回落至“9.24”以来的低位，市场观望情绪上升； ◆ 政策面：短期内以落实已部署正常政策为主，下半年或有增量政策； ◆ 外部环境：关税谈判期仅剩月余，不确定性有抬头的风险，且不可预测性较强。 ➢ 关税豁免期临近结束（7月8日），变盘节点临近，6-7月或先抑后扬：关税豁免期仅剩月余，不确定性扰动或上升，且市场成交活跃度回落，市场临近变盘。此外，结构上或将出现风格变化，今年以来市场缩圈至更为极致的“杠铃”策略——大盘权重+微盘，即以银行为代表的权重以及以微盘股指数为代表的方向表现更为突出。但这一趋势当前面临风险收益性价比偏低的阻力，导致市场活跃度下降、小微盘题材方向轮动加快，对赚钱效应形成拖累，处于高位的大盘权重、微盘风格或面临短期调整压力。	中性
行业/风格	➢ 大盘权重相对小微盘偏强、阶段性以稳为主： ◆ 短期以稳应变，关注银行等偏防守板块。关税谈判阶段预期反复的概率仍然不小，经济下行压力有所回升，风险偏好或难以大幅回升，且在有中央汇金托底的背景下，大盘权重下行空间相对有限，尤其银行等抛压较小的板块预计将继续保持稳健。 ◆ 微盘股“三高”，或需耐心等待风险释放：微盘股指数、成交占比、IM贴水呈“三高”局面，且当前市场成交活跃度明显降低，题材轮动加快，尽管短期仍可能强势，但波动风险加大，一旦出现拐点则调整风险不小。因此建议耐心等待科技、医药、服务消费（旅游、文娱、体育等）、新消费（玩具、宠物、谷子、时尚美容等）调整后更具性价比的布局机会。	以稳应变， 静待弹性方向更具性价比的布局机会
配置策略	◆ 关税不确定性或上升，可适度提高稳健资产配置：特朗普关税90天谈判期仅剩一个月左右，预计未来一个月时间内不确定性总体仍然偏高，且不可预测性较强，建议提高稳健资产配置，等待权益资产根据性价比或确定性更高的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	以稳应变 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	中性	中性
港股	中性	中性
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	相对乐观	中性
可转债	中性	中性
美股	中性	相对谨慎
美债	相对乐观	相对乐观
美元	相对谨慎	相对谨慎
黄金	相对乐观	中性
原油	相对谨慎	中性
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：关税风险缓和，全球资产修复

2025年5月大类资产表现特征回顾：

- 5月份，中国资产全线回暖；海外市场大幅上涨；利率债小幅上涨；黄金价格下跌，美元指数走弱。
- A股整体修复。**5月12日中美日内瓦会谈联合声明大幅降低关税，贸易摩擦缓和，A股全线修复。
- 港股大涨。**5月中美就关税问题发布联合声明，中美硬脱钩的尾部风险降低，叠加人民币汇率走强，港股市场大涨。
- 海外市场快速反弹。**中美达成的关税削减协议（如中国对美商品税率从125%降至10%）。叠加美国推迟对欧盟商品加征的50%关税。这些消息缓解了市场对贸易战升级的恐慌，海外市场大幅修复。
- 黄金小幅回落。**5月黄金价格回落，主因前期涨幅较高，同时贸易关税风险缓和下，避险需求有所回落。
- 原油价格有所回暖。**原油在五月初已经跌落至美国页岩油成本线，后续中美谈判利好推动以及俄乌局势再度紧张下价格反弹，但OPEC+增产压制反弹幅度。
- 利率债继续上涨。**5月7日央行降准50BP，同时下调7天逆回购利率10BP至1.40%，释放长期流动性约1.2万亿元，流动性充裕推动短端利率下行。
- 美元指数走弱。**尽管5月贸易摩擦缓和，但特朗普政府的关税政策维持反复无常和不可预测性，资本外流的趋势并未扭转。同时美国众议院通过减税法案，市场预期美国债务赤字将持续恶化，叠加穆迪下调美国主权债务评价，美元继续走弱。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年5月	2025年4月	2025年以来
A股	Wind全A	2.39	-3.15	1.04
	上证指数	2.09	-1.70	-0.13
	沪深300	1.85	-3.00	-2.41
	中证500	0.70	-3.86	-0.95
	中证1000	1.28	-4.44	1.16
	创业板指	2.32	-7.40	-6.93
港股	恒生指数	5.29	-4.33	16.10
	恒生中国企业指数	4.41	-5.17	15.67
	恒生科技指数	1.63	-5.70	15.72
海外股市	标普500	6.15	-0.76	0.51
	纳斯达克指数	9.56	0.85	-1.02
	德国DAX	6.67	1.50	20.53
	日经225	5.33	1.20	-4.84
	英国富时100	3.27	-1.02	7.33
	法国CAC40	2.08	-2.53	5.03
债券	中债总财富指数	0.03	1.14	0.55
	中债信用债指数	0.34	0.36	0.90
	中证转债指数	1.75	-1.31	3.56
商品	南华商品指数	-2.40	-5.01	-5.88
	ICE布油	1.24	-15.55	-14.39
	COMEX黄金	-0.47	5.24	25.11
汇率	美元指数	-0.20	-4.37	-8.34
	美元兑人民币	-0.93	0.16	-1.42

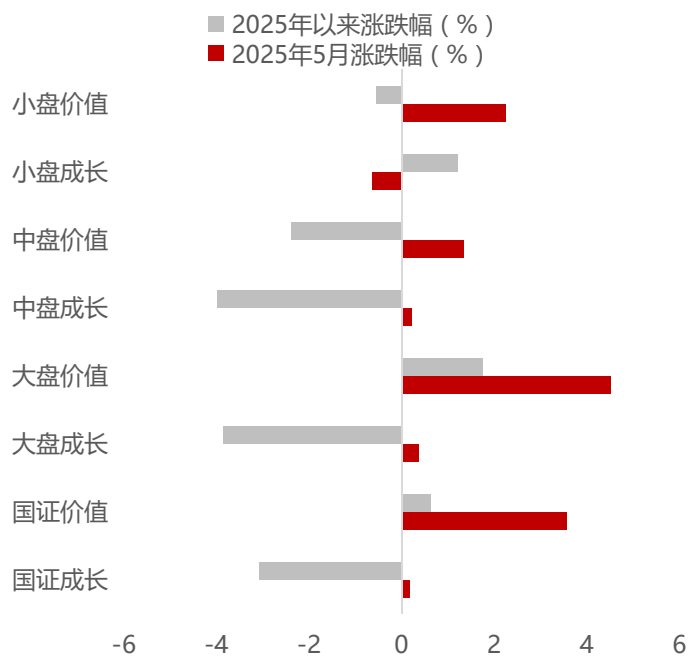
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年5月31日，单位：%

A股行业风格回顾：5月金融风格领涨

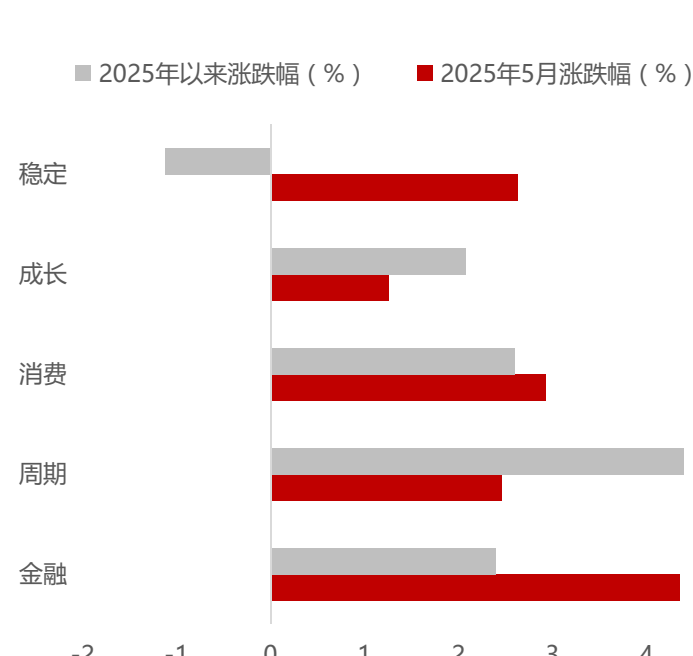


- 2025年5月市场整体修复。
5月中美就关税问题发布联合声明，达成的关税削减协议，市场情绪有所修复。受到保险资金持续入市以及政策导向的影响，金融板块领涨，另外消费板块受到新消费概念的刺激同样表现不俗。
- 行业方面，2025年5月涨多跌少，综合、综合金融、医药、国防军工及银行领涨。
从具体行业来看，5月涨多跌少。证监会《推动公募基金高质量发展行动方案》引导资金流向低配的金融板块，同时政策批复600亿元保险资金扩大入市试点，股票投资风险因子调降10%，推动险资增配金融股。

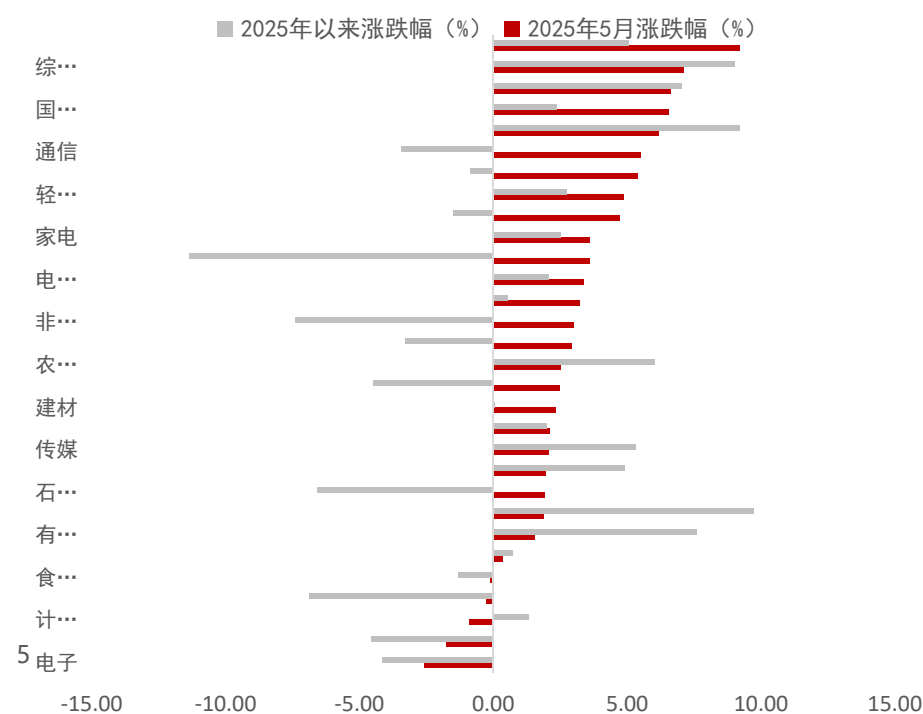
5月大盘价值领涨（%）



5月金融风格领涨（%）



5月综合、综合金融、医药领涨（%）



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望

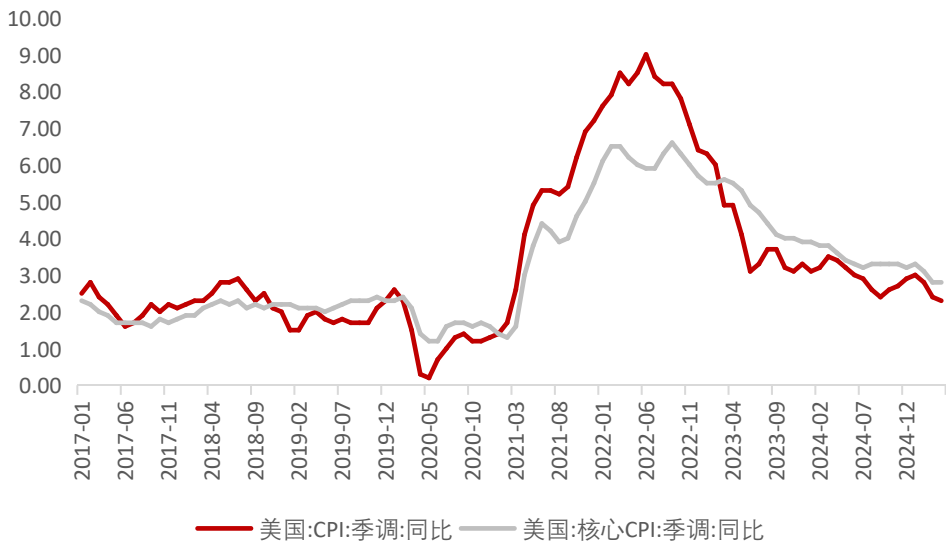


美国：4月通胀降温，降息预期延后



- 美国4月通胀继续降温。**美国4月CPI同比上涨2.3%，略低于前值和预期的2.4%；核心CPI同比2.8%，持平于前值与市场预期。分项来看，主要受益于原油价格的回落。住房租金同比涨幅维持在4%，这可能部分源于3月12日特朗普实施钢铁和铝进口关税政策，该政策推高了建筑成本。而家具关税敏感商品物价同样上涨，而4月实施的对等关税冲击预计将于5-6月后传导显现，二次通胀的风险仍存。
- 市场预期美联储9月后进行降息。**5月下旬，市场担忧美国减税法案带来的财政赤字难以持续，导致长债拍卖遇冷；另外由于担忧美国持续的大规模财政赤字将进一步推高政府债务和利息支出负担，国际评级机构穆迪将美国主权信用评级从AAA下调至AA1，这均导致美国长期政府债券利率的显著上升。同时美元延续疲软。对此，美联储整体态度仍偏鹰派，大概率将等待关税政策及减税法案不确定性落地后调整政策。

美国通胀持续降温（%）



截至6月3日，市场预期年内将降息1-2次

FOMC TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	98.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	23.4%	76.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	14.3%	55.5%	30.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.1%	7.4%	35.5%	42.4%	14.6%
2025/12/10	0.0%	0.1%	4.7%	24.9%	39.8%	25.1%	5.5%
2026/1/28	0.0%	1.8%	12.3%	30.5%	34.3%	17.7%	3.4%
2026/3/18	0.9%	7.1%	21.4%	32.4%	26.0%	10.5%	1.7%
2026/4/29	2.5%	10.8%	24.3%	30.7%	22.0%	8.3%	1.3%
2026/6/17	5.9%	16.3%	26.9%	27.2%	16.4%	5.4%	0.8%
2026/7/29	8.1%	18.5%	26.9%	24.9%	14.1%	4.4%	0.6%
2026/9/16	10.8%	20.7%	26.4%	22.1%	11.6%	3.4%	0.4%
2026/10/28	12.1%	21.5%	25.8%	20.7%	10.5%	3.0%	0.4%
2026/12/9	16.3%	23.4%	23.5%	16.1%	7.1%	1.8%	0.2%

美国《One Big Beautiful Bill Act》



- 5月23日，美国众议院以215:214的一票优势通过特朗普的“一个大美丽法案”。该法案拟将2017年以来的减税政策永久化，削减医疗补助等社会支出，并将债务上限提高4万亿美元。宾夕法尼亚大学测算，法案若最终通过，未来十年将净增3.3万亿美元赤字（减税增赤4.9万亿，支出削减抵减1.6万亿）。尽管参议院目前共和党占多数，但部分保守派担忧赤字膨胀，法案在参议院仍面临较大阻力，具体落地时间仍存疑。

表：美国《one big beautiful bill》法案的主要内容

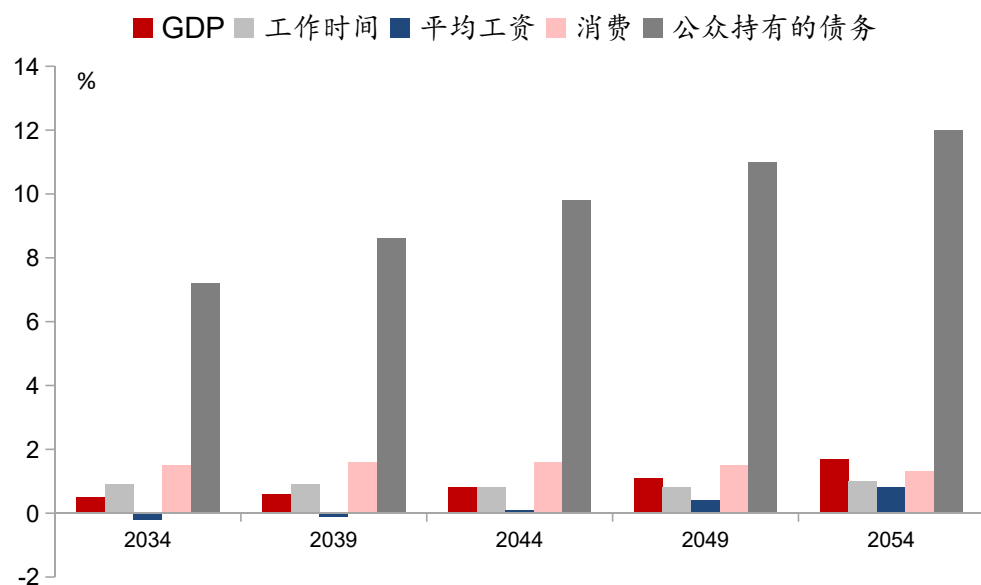
分项	主要内容
税收改革：大幅减税：延续并永久化2017年《减税与就业法案》（TCJA）中的大部分减税政策，原本许多减税条款将在2025年到期。	使个人和企业税收减免永久化。
	提高标准扣除额，个人从\$8300提高至\$16300，夫妻从\$16,600提高至\$32,600。
	将儿童税收抵免（Child Tax Credit）从\$2,000提高至每名儿童\$2,500，并将其与通货膨胀挂钩
	将合格企业收入的扣除额从20%提高到23%
	为每位符合条件的老年人（65岁或以上）提供4,000美元的扣除，单身申报者总收入不超过75,000美元
	小费收入、加班工资、汽车贷款利息等部分收入类别将享有税收减免或免税政策。将遗产税免税额永久提高到1500万美元
	将个人州和地方税（SALT）扣除额上限从10,000美元提升至30,000美元。
社会福利削减：以“财政责任”为名压缩开支	削减医疗补助（Medicaid）；要求所有非老年低收入群体重新提交资格审核，以减少参保人数。
	削减营养援助计划（SNAP）：强化工作要求，限制领取年限，将行政成本转移到各州。
	对学生贷款施加新的总体限制，并收紧、助学金的资格。将在预算窗口期内减少3500亿美元的支出。
	计划生育与女性健康资金削减：全面终止联邦对“计划生育联盟（Planned Parenthood）”的资金支持。
债务上限提高	将联邦债务上限提高4万亿美元，使之在2026年之前不再受限。
移民与边境政策	拨款465亿美元建造美墨边境墙；要求快速驱逐非法移民，目标为每年驱逐100万人。限制庇护申请资格，加快遣返程序。
其他措施	设立“MAGA婴儿账户”：为2024-2028年出生的新生儿提供\$1,000的政府出资储蓄账户。
	废除清洁能源补贴和电动车税收抵免，支持传统化石燃料产业。

资料来源：宾夕法尼亚大学，华宝证券研究创新部

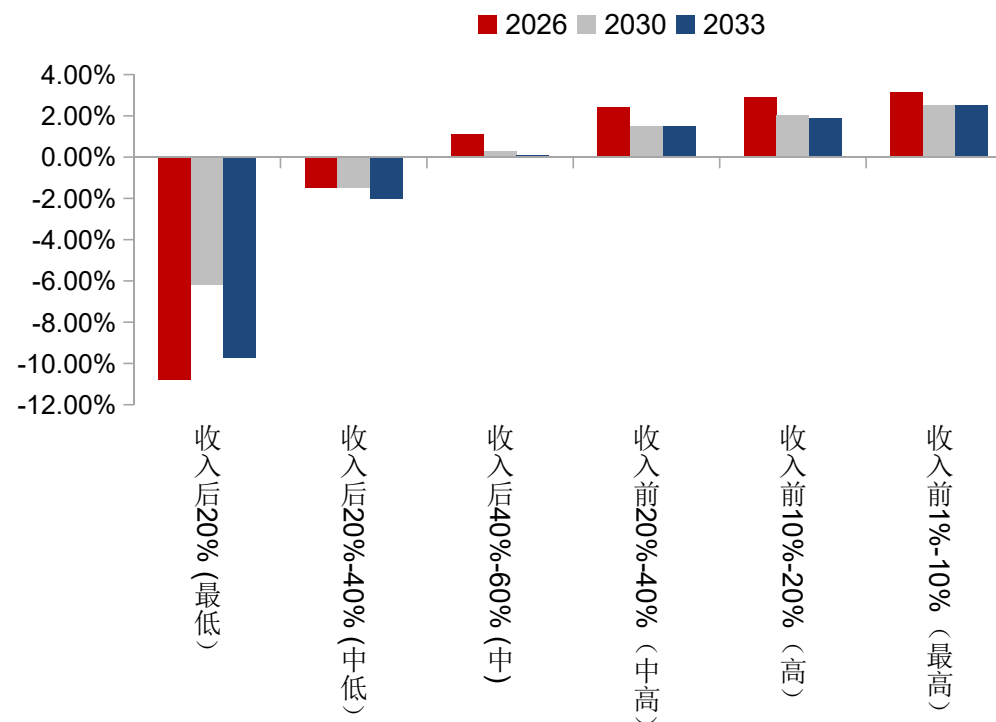
美国《One Big Beautiful Bill Act》

- 该法案对经济拉动的效果可能远低于赤字增加的幅度，引起市场对于美国债务不可持续的担忧。根据宾夕法尼亚大学测算，该法案在今后10年和30年内将分别拉动GDP增长0.5%和1.7%，但今后10年和30年的债务将分别增加7.2%和12.0%。
- 这是因为尽管针对高收入人群和公司的税收减免，但由于医疗补助和SNAP（营养计划）的削减，低收入家庭在健康和收入受到较大的负面冲击，从而不得不增加工作时间并增加预防性储蓄。根据法案细则测算，收入最低的五分之一家庭（家庭收入在0美元到16999美元之间）的平均家庭在2026年将损失约1035美元。

图：如果该法案相关细则通过，对不同分项影响的百分比



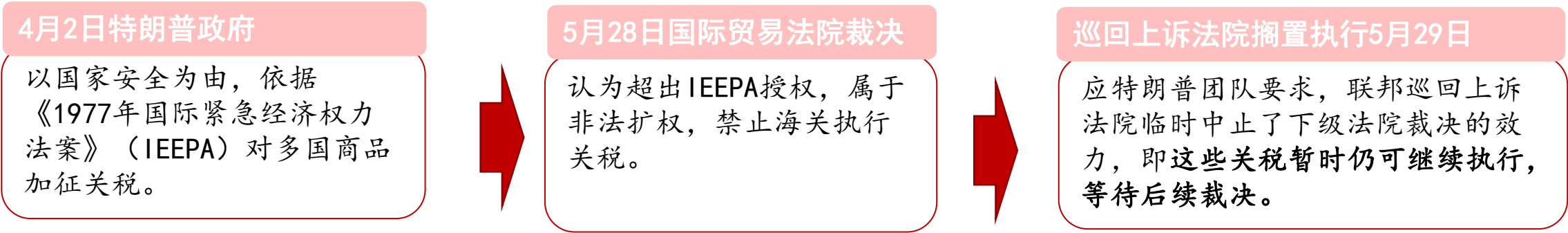
图：如果该法案相关细则通过，不同收入群体的税后+转移收入变化



美国关税政策仍具不确定性

- 联邦法院29日上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府对多国加征关税措施的行政令的裁决。预计最终特朗普团队仍将有权继续实施关税政策。首先美国多项法律条款赋予总统在关税方面的权力，特别是IEEPA本身文本模糊，法院不容易判定总统“滥权”。其二国会对总统关税权没有制定清晰限制，法院很难主动介入政策判断。其三，最终若关税政策被裁定禁止执行，特朗普政府或提交最高法院。最高法院中共和党提名的保守派大法官占绝对多数，将倾向于维持特朗普的相关权利。

图：美国关税政策遭遇法院挑战



表：美国多项法律条款赋予总统在关税方面的权力

法律条款	说明
IEEPA（1977）	总统可因“国家紧急状态”限制经济交易，特朗普及此法加征关税
贸易扩展法 232条（1962）	若商品进口被认定威胁“国家安全”，总统可单方面加征关税（用于对钢铝等）
301条款（1974）	若发现不公平贸易行为，总统可授权USTR报复性关税（针对特定国家）

美国关税政策仍具不确定性

- 从时间维度看，7-8月是主要关税暂免的到期窗口，因此各国将于6-7月继续与美国谈判。迄今仅英美达成初步贸易协议，其他国家的关税结果仍存不确定性。另一方面，5-6月关税政策仍维持变化，特朗普或受“Trump Always Chickens Out”等政策触发词刺激，后续关税存在上行空间及不可预测性。
- 当前特朗普减税法案的主要阻力源于参议院对美国债务可持续性的担忧。鉴于关税豁免多集中于7月初到期，我们推测美国政府可能优先于6-7月与各国达成关税贸易协定，逐步明确的关税收入可缓解市场对财政赤字的忧虑，进而为减税法案的条款调整与后续推进创造空间。相关不确定性落地后，美联储将视经济与通胀数据而进行对应操作。

图：6-7月为关税谈判关键期



表：美国关税相关政策仍在出台且存在反复

日期	事件
2025/5/13	美国商务部对商用飞机、发动机和零部件的进口是否对美国国家安全构成威胁展开了调查。
2025/5/23	美国总统特朗普威胁称，如果苹果公司不在美国境内制造iPhone，就必须缴纳至少25%的关税。同日威胁自6月1日起对欧盟商品征收50%关税。
2025/5/25	对欧盟商品征收50%关税的起征时间从原定的6月1日推迟至7月9日。
2025/6/3	美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%(除英国外)，该关税政策自美国东部时间4日起生效。

资料来源：PIIE，央视新闻、金融界、路透社、华宝证券研究创新部

美国关税政策仍具不确定性

- 据美国Tax Foundation、PIIE、CBO等相关机构的测算，若对全球征10%-15%的普遍关税，未来10年将会为美国带来约1.8-2.7万亿美元的收入。叠加行业关税及对华关税，相关关税收入未来10年有望进一步增加，这将极大抵消减税法案带来的新增赤字压力，将会更加有利于特朗普通过该减税法案，从而达成特朗普的政治诉求目标。
- 结合特朗普竞选时期的发言，最终谈判结果或趋近于全球其他国家10%-15%、中国30%-54%的税率水平。

表：美国不同机构测算关税政策在2025-2034年带来的新增收入（万亿美元）

机构	情景	静态	考虑宏观动态	考虑宏观动态 以及报复性关税
Tax Foundation	10%的普遍关税	2.171	1.721	1.443
	15%的普遍关税	2.895	2.242	1.841
	20%的普遍关税	3.488	2.556	2.04
彼得森研究中心（PIIE）	10%的普遍关税		1.575	2.456
	15%的普遍关税		3.189	1.508
	20%的普遍关税		3.618	0.791
联邦预算委员会（CRFB）	4月2日实施对等关税后	1.8	1.6	
	截至4月7日已实施的所有关税	3	2.7	
国会预算办公室（CBO）	10%的普遍关税	2.2	2.1	
	对华征收60%的关税	0.8	0.7	
耶鲁大学预算实验室（对2026年-2035年的影响）	截至6月1日的关税永远生效	2.381		2.005

资料来源：Tax Foundation, PIIE, CRFB, CBO, 耶鲁大学, 华宝证券研究创新部

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：有所回落，韧性仍强

- 4月经济数据有所回落，出口转口及政策发力支撑下韧性仍然较强。尽管关税扰动上升，但4月出口转口仍然支撑出口高增，叠加政策发力，投资、生产、消费指标虽有回落，但总体韧性仍然偏强。
- 需求：4月消费增速回落至5.1%（前值5.9%），国补对消费的支撑仍然偏强，叠加黄金消费增速明显回升，消费增速高于一季度平均水平。
- 投资：4月固定资产投资增速回落，广义基建增速、制造业增速维持偏高水平，但地产投资下行压力加大。
- 生产：4月工业增加值高位回落，关税升级后对美出口下滑，但向东盟出口高增，显示转口需求仍然较强，支撑生产维持偏高水平。

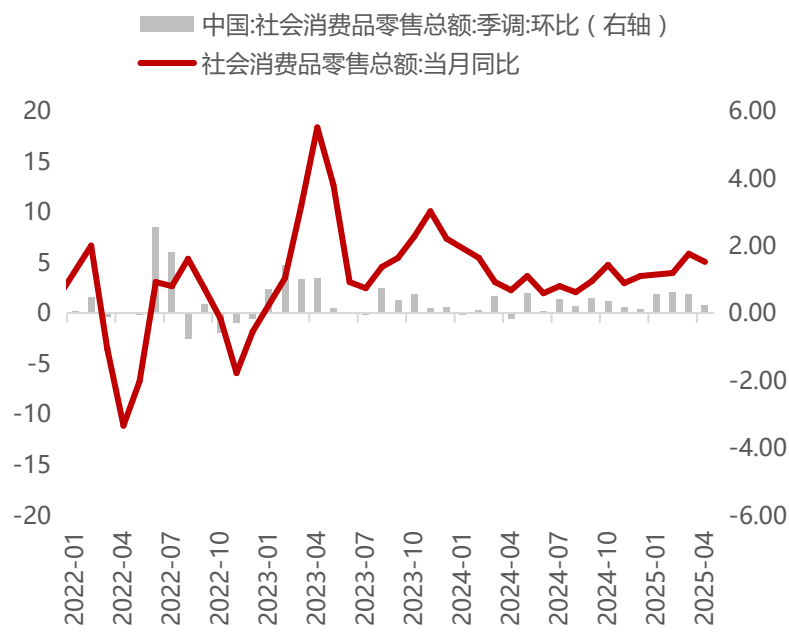
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口（人民币）
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：可选消费分化，出口转口韧性较强

- 国补扩容影响出现分化，黄金消费走强。4月消费分项来看，国补扩容后对不同品类影响出现分化，家电、文化办公用品类仍强，但汽车、手机等增速回落。此外，金价持续强势也带动了黄金消费走强。总体来看，在国补支撑下，消费增速有所回落，但仍然偏高。
- 4月出口转口迹象显著，外需仍然对经济提供较强支撑。4月出口（人民币计价）同比增速9.3%，尽管美国关税升级导致对美出口大幅下滑（-21.0%），但对东盟大幅上升（20.8%），同时对欧日出口也保持偏高增速。总体来看，出口转口的迹象较为显著，较大程度削弱了关税的不利影响，对我国出口仍然形成支撑，5月关税缓和也有望形成积极影响。不过下半年抢出口、抢转口效应存在逐渐减弱的可能，总需求放缓的压力仍需警惕。

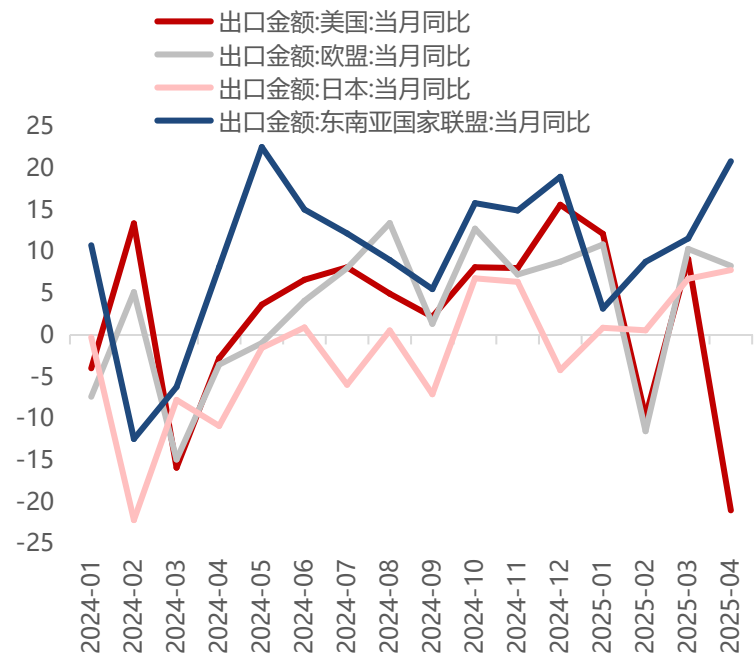
社零增速有所回落（%）



4月可选消费有所分化（%）

	2025年4月份同比	2025年4月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	14.00	0.2
饮料类	2.90	-1.5
烟酒类	4.00	-4.5
服装鞋帽针纺织品类	2.20	-1.4
日用品类	7.60	-1.2
中西医药品类	2.60	1.2
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	38.80	3.7
家具类	26.90	-2.6
建筑及装潢材料类	9.70	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	7.20	6.1
金银珠宝类	25.30	14.7
文化办公用品类	33.50	2.0
通讯器材类	19.90	-8.7
石油及制品类	-5.70	-3.8
汽车类	0.70	-4.8

4月出口转口迹象显著（%）

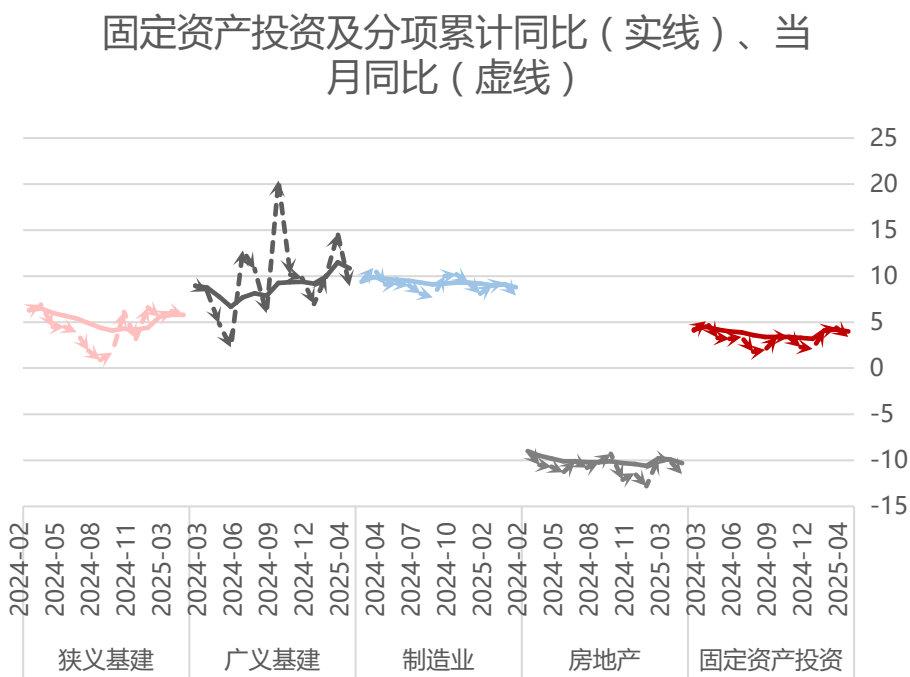


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

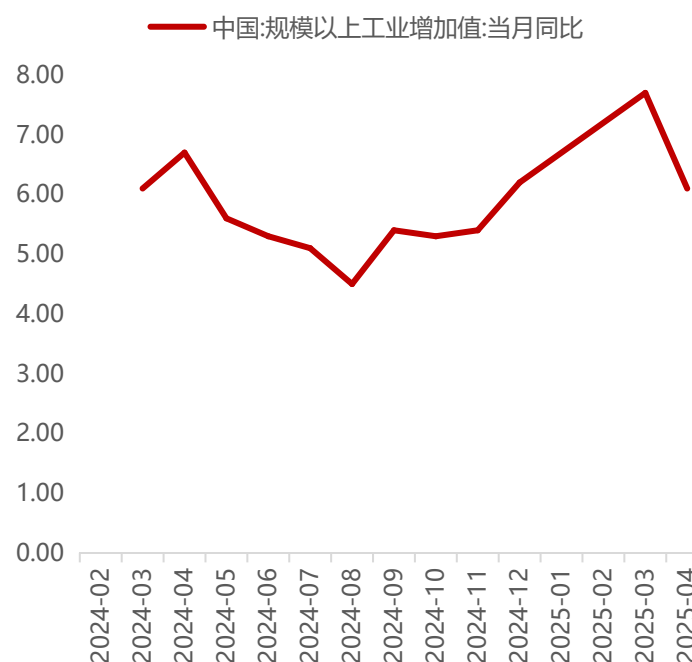
投资&生产端：投资、工增小幅回落

- 4月固定资产投资增速回落，基建、制造业偏强，地产下行压力上升。4月广义基建投资当月增速回落至8.9%（前值14.6%），制造业投资当月增速回落至7.9%（前值9.3%），总体增速仍然偏强。但地产下行压力有所上升，当月投资增速下行-11.5%（前值-10.1%）。
- 4月工业增加值高位回落，外需仍然提供韧性。4月尽管受到关税影响，但出口转口偏强仍然对工业生产形成支撑，工增高位回落至6.1%（前值7.7%），尚处于偏强水平，高于去年全年的5.8%。不过从PMI、出口压力指向来看，下半年工增回落的压力存在上升的风险。

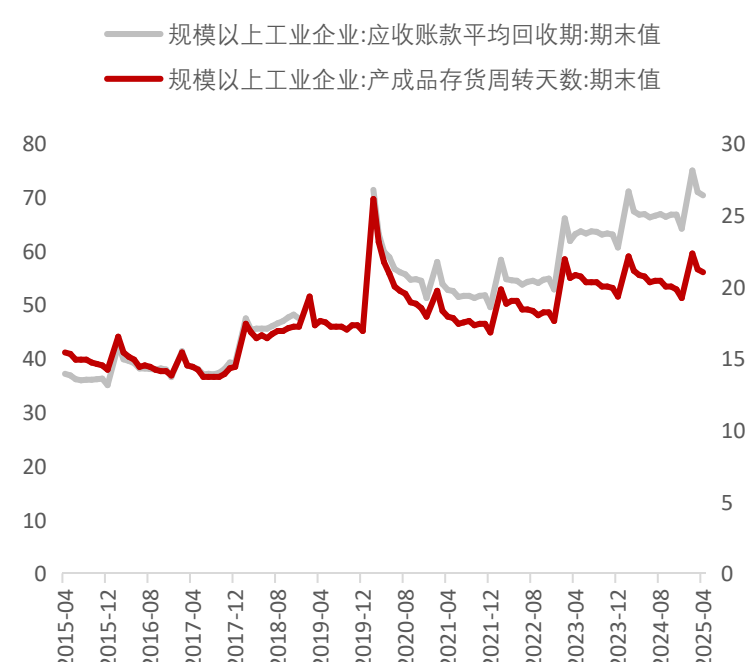
4月投资增速小幅回落（%）



4月工增回落（%）



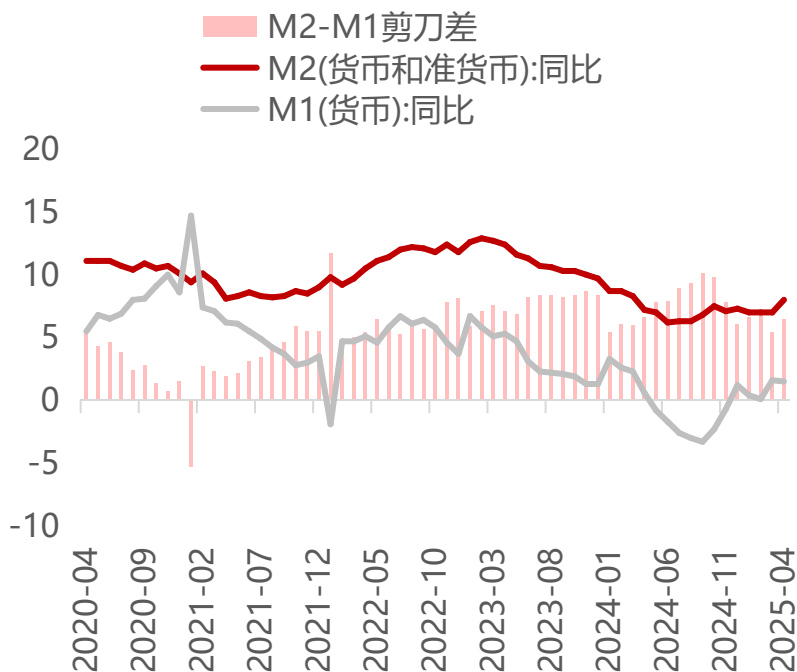
工业企业回款压力仍然偏大（天）



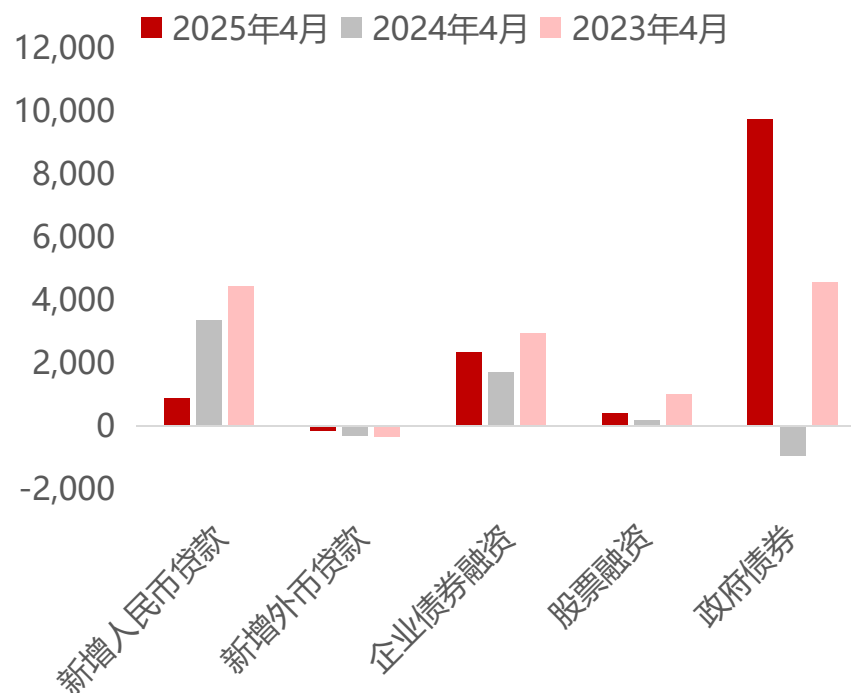
金融数据：政府融资继续发力，信贷需求回落

- **低基数推动M2明显回升，企业信心不强拖累M1增速。**去年同期由于“金融挤水分”、打击“手工补息”等因素，导致基数偏低，M2较前值上涨较多（本期8%，前值7%）。由于关税升级影响了企业信心，整体来看M1维持在偏低水平，明显低于市场预期，M2-M1随之走阔。
- **4月政府债继续多增，信贷走弱。**4月社融同比8.7%，较前值提升0.3%，但主因政府债融资大幅增加，但信贷明显走弱。新增人民币贷款分项中，居民信贷回归弱势，短贷回落幅度较多，企业信贷明显走弱，主要依靠票据冲量。总体来看，关税对市场信心造成的影响加大，企业和居民相对偏谨慎，但政策发力形成对冲。

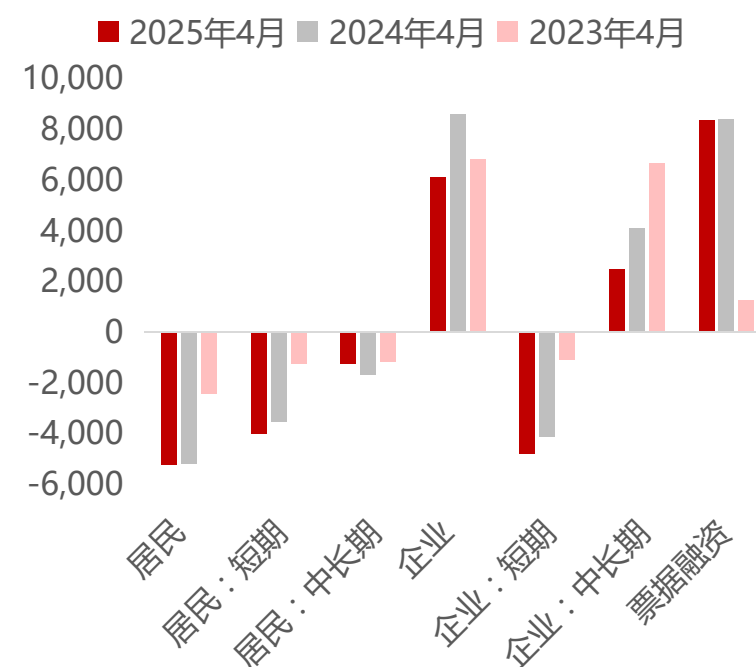
M1回落，M2明显回升（%）



社融分项：政府债融资延续多增（亿元）



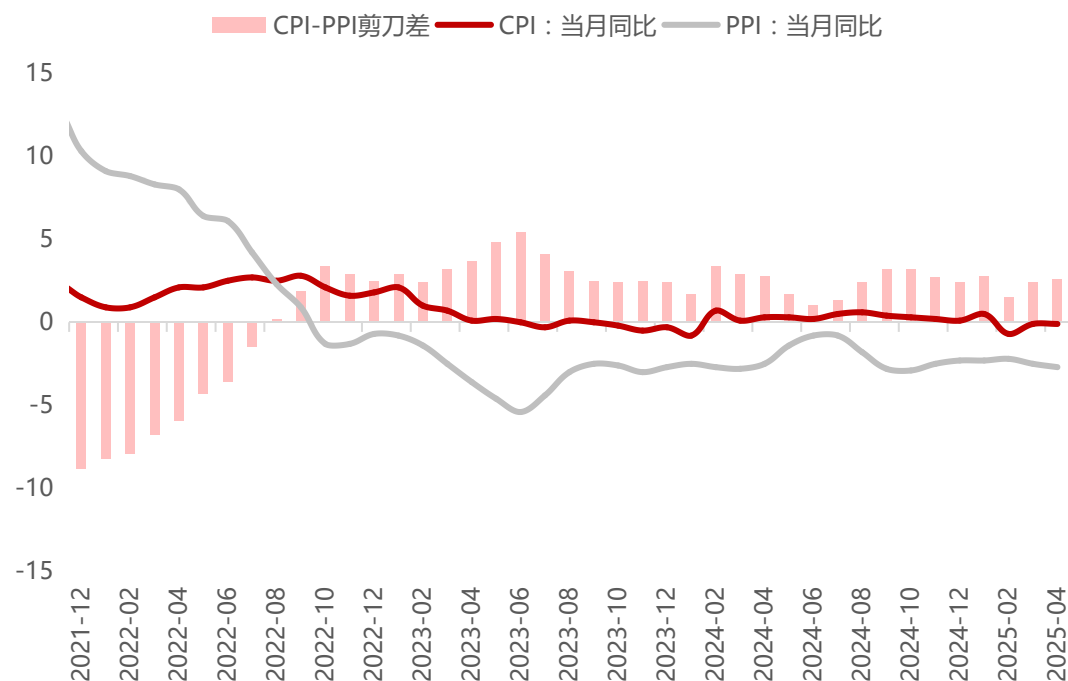
企业、居民信贷回落（亿元）



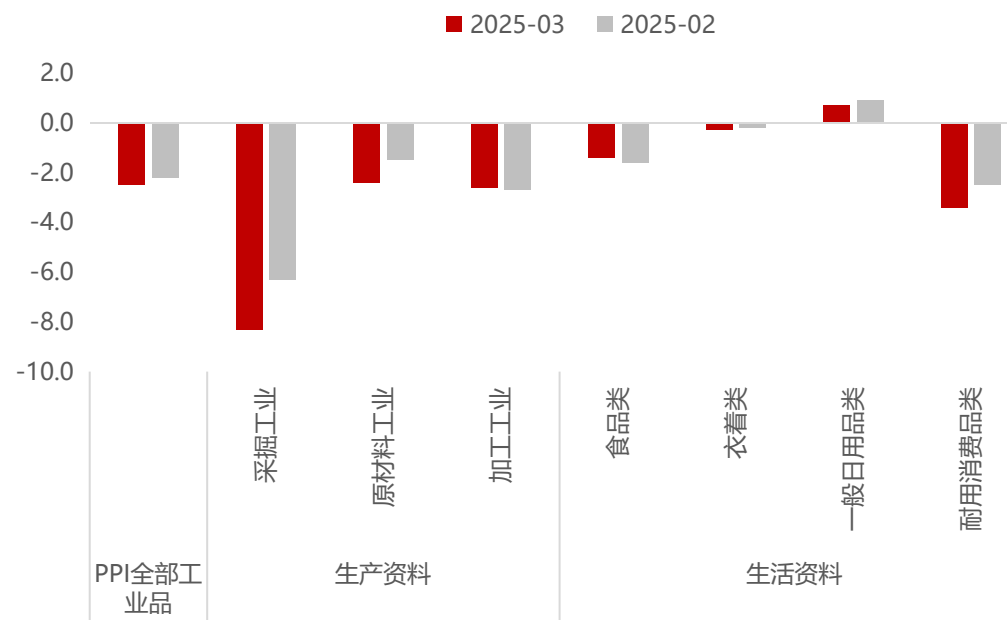
通胀前景：价格指数偏弱运行，PPI下行压力有所上升

- 4月CPI、PPI延续偏弱态势。4月CPI同比为-0.1%持平前值，尚待修复；PPI方面，同比、环比继续偏弱运行，环比-0.4%持平前值，同比-2.7%（前值-2.5%），总体来看受关税问题影响，供大于求、价格下行压力有所上升。
- 关税影响下PPI下行压力有所上升。受关税升级影响，出口以价换量态势较为明显，叠加国内供强需弱的结构尚未有效扭转，或仍将对PPI形成拖累。

CPI持平前值，PPI低位回落（%）



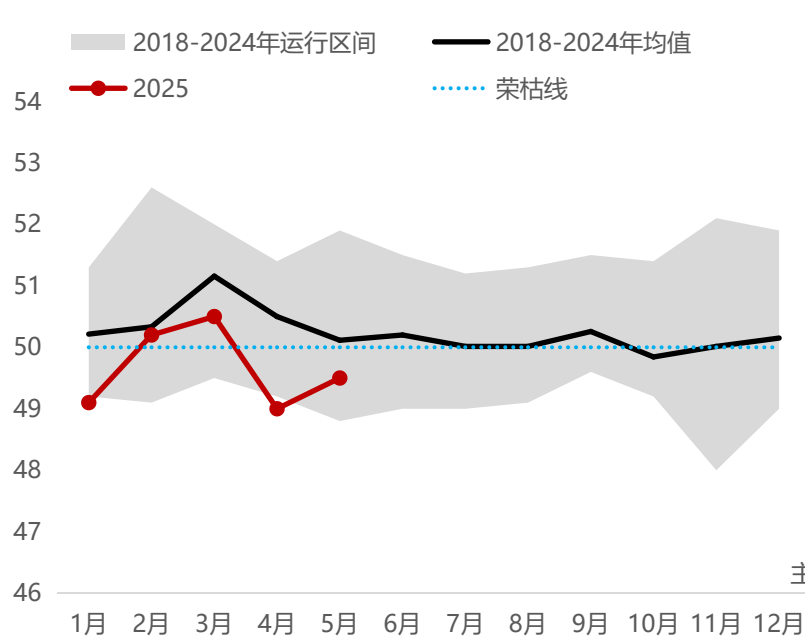
PPI各分项多数走弱（%）



PMI：5月关税缓和推动制造业修复

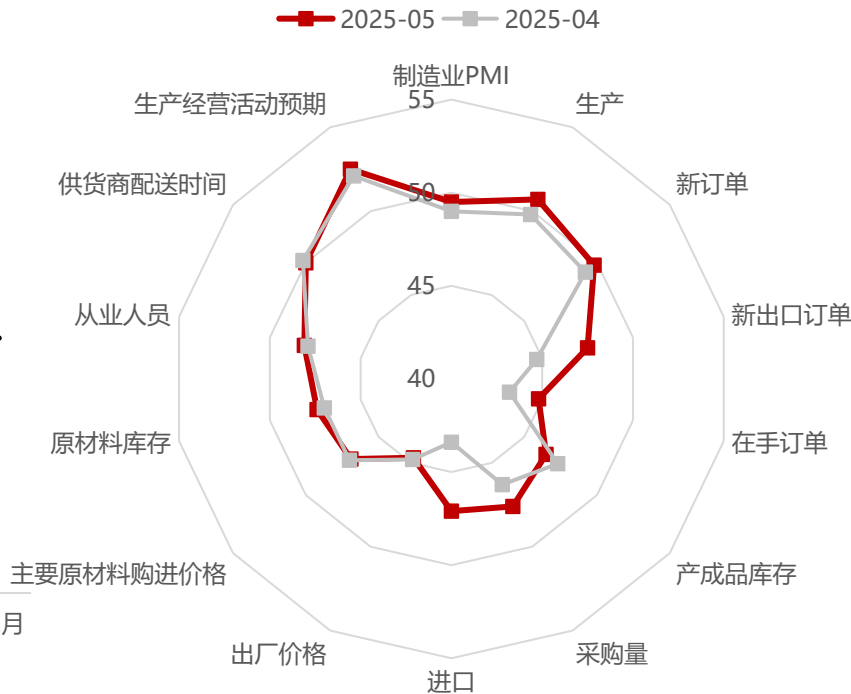
- 5月中美关税出现缓和，制造业PMI回升。5月，中美谈判好于预期，关税回落，制造业PMI回升至49.5（前值49），制造业企业预期有所改善，不过仍然低于往年同期均值，后续关税谈判仍有不确定性扰动的风险。
- 生产、订单等多数分项修复。5月制造业PMI分项普遍修复，生产、订单、进口、从业人员等普遍修复，但价格指数则小幅下滑。
- 服务业PMI小幅回升。5月服务业PMI回升至50.2（前值50.1），年初以来服务业景气度总体呈慢修复态势，弱于往年同期水平，消费服务需求有待政策发力提振。

制造业PMI回升

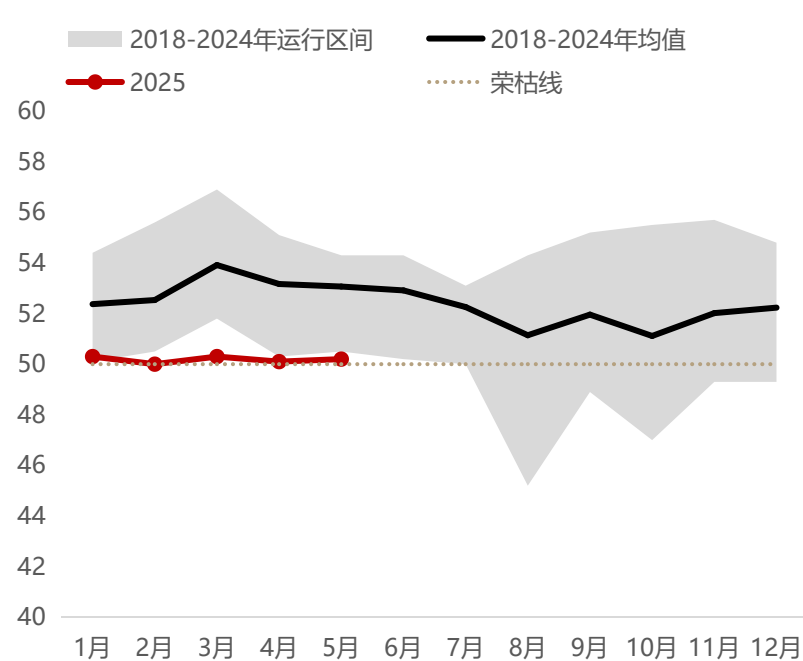


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

生产、订单、采购量普遍回升



服务业PMI仍然弱于季节性



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



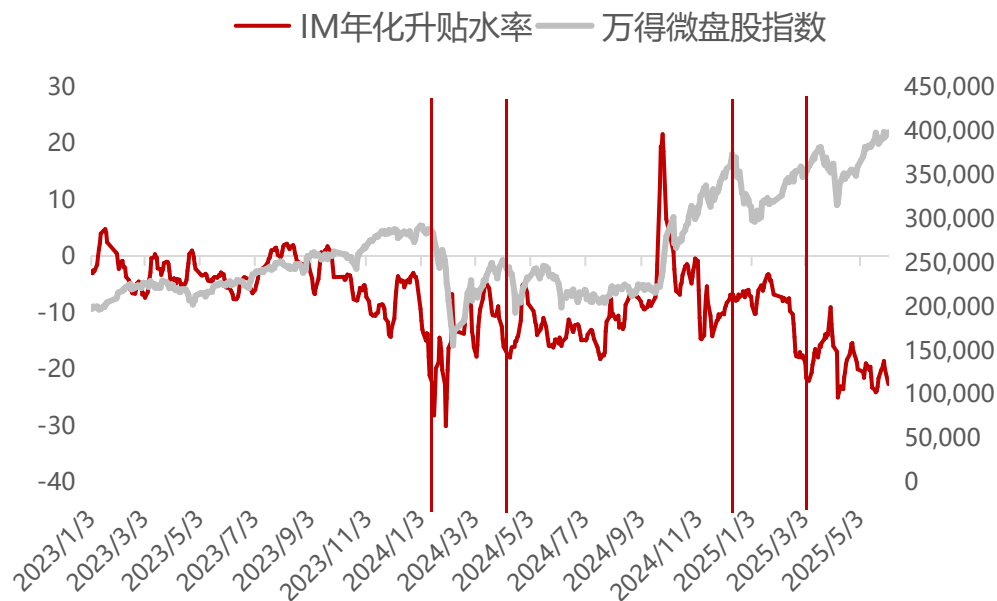
微盘股“三高”之后，性价比偏低

- **微盘股指数创历史新高：**近期微盘股指数再创新高。
- **微盘股成交占比连续上升至高位：**从微盘股指数成交占比看，也连续回升至偏高水平。
- **IM年化贴水率持续处于高位：**今年2月以来，IM年化贴水率上升，4月以来则持续处于高位。
- **微盘股“三高”之后，风险或大于机会：**根据过去两年历史经验来看，2025年3月“小三高”后，微盘股指数最大回撤22.94%；2024年12月出现“小三高”后，微盘股指数最大回撤23.47%；2024年初“大三高”后微盘股指数最大回撤49.63%。“三高”状态虽有可能再度延续一段时间，但一旦风险释放，则可能面临不小的调整风险。

微盘股成交占比偏高、价格历史新高



IM年化贴水率连续处于较高水平



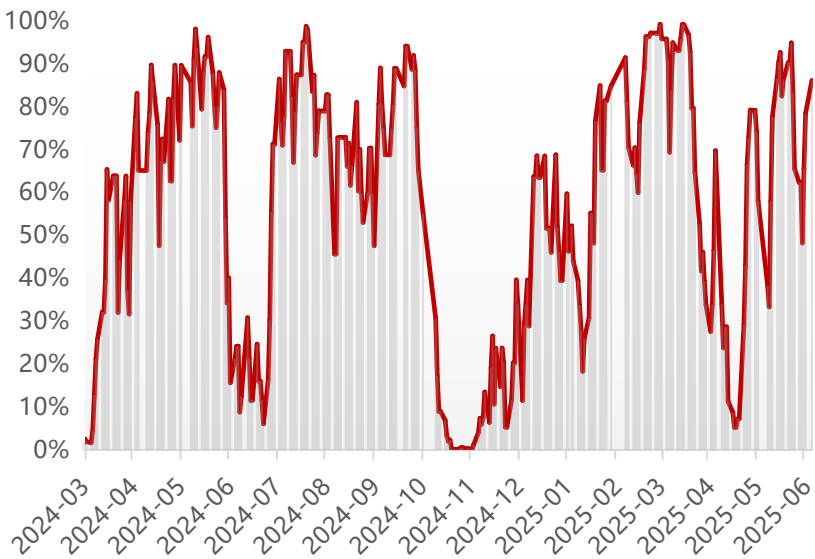
A股交易结构：轮动速度上升，行业收益差下降

2025年5月，A股行业轮动速度提升，行业间收益差上升

- ✓ 行业轮动：5月行业轮动速度回升，总体呈两极分化，一方面题材概念快速轮动；另一方面防守方向聚焦于红利、银行、医药方向。
- ✓ 行业收益分布差：5月行业收益差下降，相关主题持续性偏低，市场主线不够明确，赚钱难度偏高。
- ✓ 行业拥挤度：5月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：轻工制造、国防军工、纺织服装、汽车、美容护理等方向。

行业轮动速度有所体现

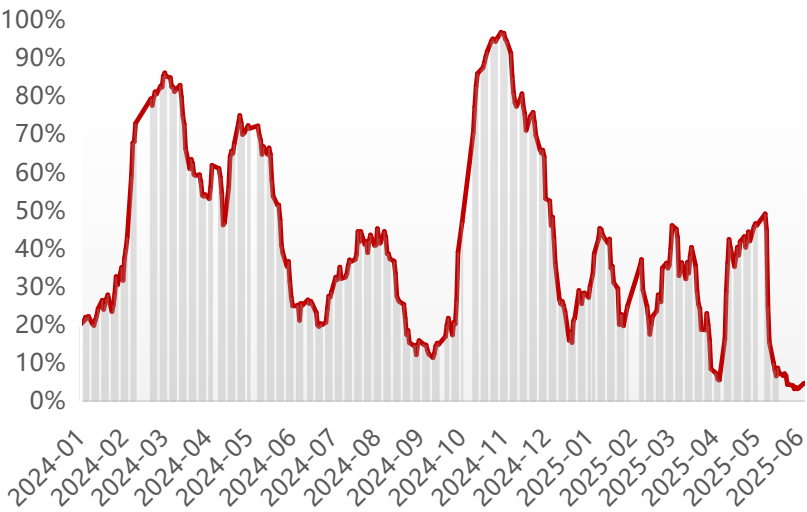
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异下降

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
社会服务	0.24	-64.0%
钢铁	0.14	-44.4%
农林牧渔	0.39	-31.0%
电子	0.46	-30.8%
有色金属	0.28	-22.4%
食品饮料	0.13	-19.5%
房地产	0.02	-14.5%
非银金融	0.22	-14.3%
商贸零售	0.82	-13.6%
石油石化	0.05	-10.8%
公用事业	0.53	-9.3%
家用电器	0.76	-4.2%
计算机	0.63	-2.8%
煤炭	0.09	-2.4%
建筑材料	0.05	-1.7%
综合	0.46	1.7%
机械设备	0.95	1.8%
银行	0.70	2.1%
建筑装饰	0.27	3.7%
环保	0.88	4.0%
医药生物	0.39	4.3%
基础化工	0.60	7.0%
交通运输	0.84	7.8%
通信	0.69	9.6%
电力设备	0.28	9.8%
传媒	0.35	12.9%
美容护理	0.94	15.9%
汽车	0.93	22.6%
纺织服装	0.99	25.5%
国防军工	1.00	41.4%
轻工制造	0.93	62.1%

市场风险偏好：上升

- **上证红利股债性价比维持高位：**5月国债收益率整体小幅上升，同时A股整体回暖，上证红利股息率 - 十年期国债收益率整体维持高位，为4.99（前值5.15），超过3年滚动均值加一倍标准差水平（4.51），上证红利的股债性价比维持高位。
- **A股风险溢价率回落，市场风险偏好上升：**截至5月30日，万得全A风险溢价率为3.58（前值3.80），目前维持在5年滚动正一倍标准差以上的水平（3.69），市场整体风险偏好上升。

上证红利股债性价比维持高位

股债性价比 (%)



风险溢价率回落

A股风险溢价率

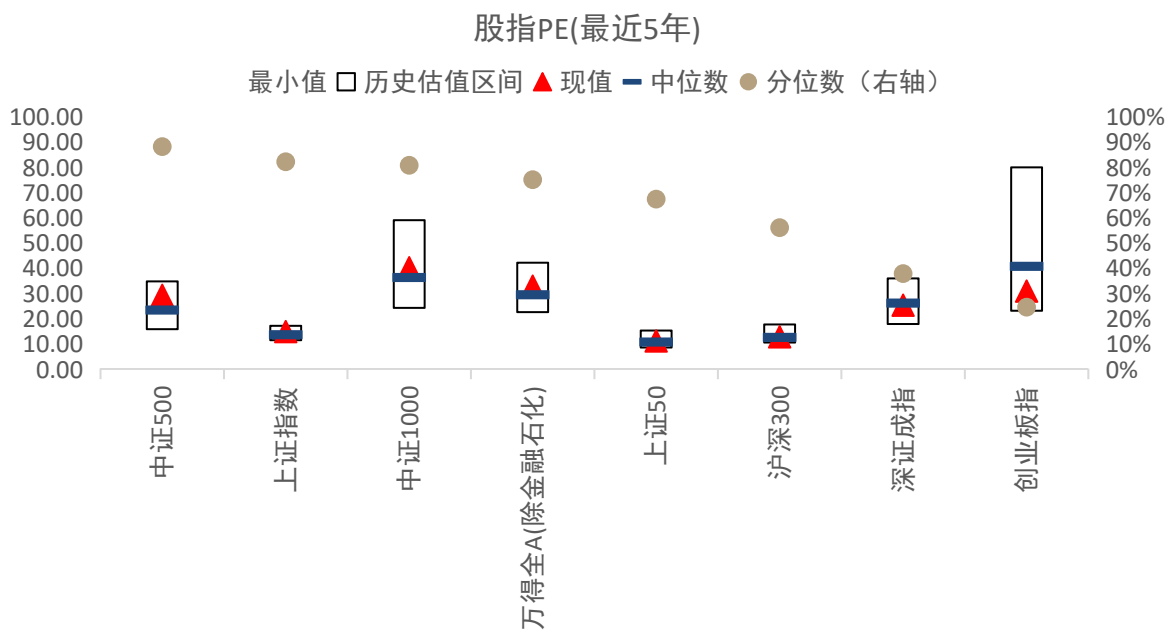


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：大多上升

- 2025年5月，跟踪的8个股指中，估值大多上升，其中，创业板指、深证成指处于中位数以下区间，上证50、万得全A（除金融、石油石化）、沪深300处于中位数区间以上，中证1000、上证指数、中证500、处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅（%）	2025年涨跌幅（%）	PE	百分位
创业板指	2.32	-6.93	30.20	23.37
深证成指	1.42	-3.59	24.82	34.85
万得全A(除金融、石油石化)	2.04	1.13	32.30	72.17
沪深300	1.85	-2.41	12.46	54.34
中证500	0.70	-0.95	28.65	84.97
中证1000	1.28	1.16	39.26	76.55
上证指数	2.09	-0.13	14.49	78.70
上证50	1.73	-0.23	10.86	64.82

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/5/31

港股：AH股溢价率小幅震荡，估值小幅上升

- 5月AH股溢价率维持震荡：
- 5月，港股跟随A股修复，因此AH溢价整体维持震荡，相比于前值135.72小幅下降至132.83。
- 港股估值小幅修复，仍处于处于均值水平附近：
- 5月恒生指数估值在中美就关税问题发布联合声明后小幅修复，PB估值整体从前值1.0318上升至1.0829，整体位于历史均值附近的位置。

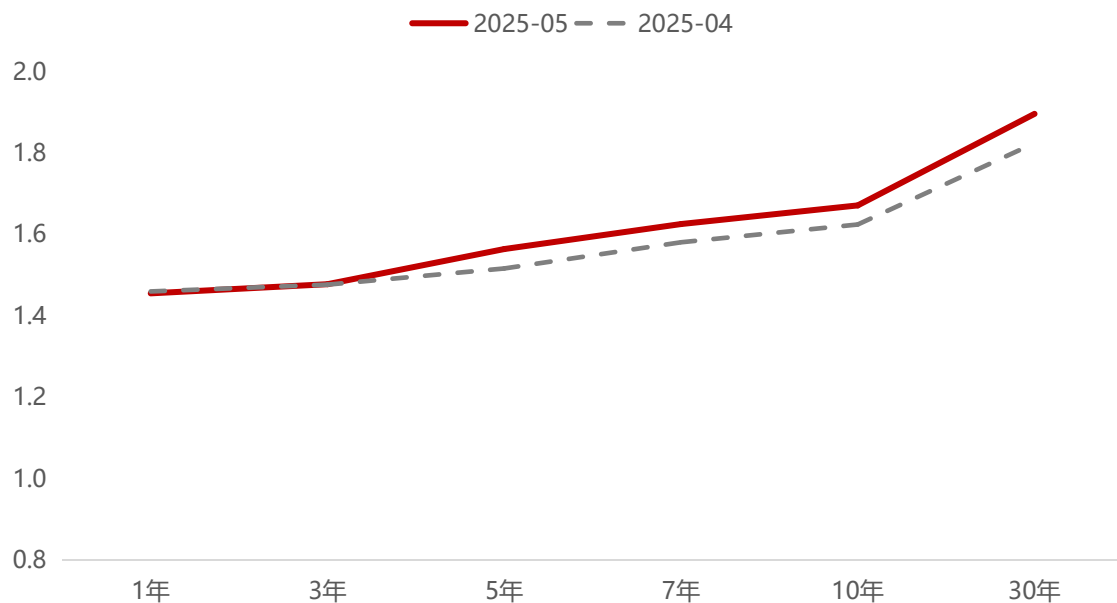
AH股溢价率先升后降



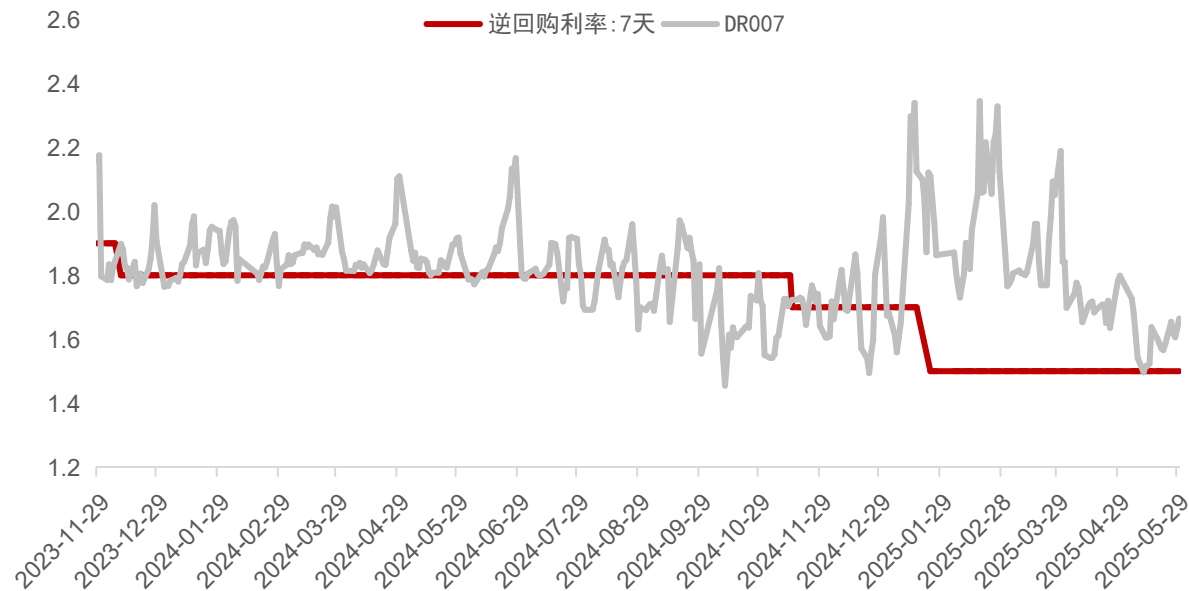
债市回顾：关税缓和后利率震荡回升，风险还是机会？

- **中美谈判利好落地，收益率震荡回升：**5月中美关税缓和，叠加政府债发行规模较大，资金利率小幅回升，债市收益率震荡回升，10年期国债收益率回升至1.7%附近。由于月初降准降息确认，短端利率下行较多、月度总体收平，而长端利率回升，导致收益率曲线走陡。
- **短期空间尚未打开，但一季度资金面偏紧状况或难再现：**考虑当前关税影响及经济下行压力加大，央行持续收紧流动性的极端情形可能性较低。
- **后续利率仍有望创新低，“慢上快下”格局下耐心等待利率下行契机：**从下半年视角看，利率仍有突破前低的可能，且一季度央行持续收紧资金面的状况或难再现，因而债市风险可控。今年债市收益率呈“慢上快下”格局，难以捕捉右侧机会，建议在具有性价比的位置耐心等待利率下行契机。从十年期国债收益率的角度看，一季度机会配置点在1.8%上方，极端点位触及1.9%，考虑到央行持续收紧流动性的极端情形可能性较低，预计短期内十年期国债收益率或主要在1.6%-1.7%区间震荡，可通过部分波段交易策略增强收益，当十年期国债收益率接近1.7%，则可积极加仓、加久期。

国债收益率曲线5月走陡（%）



资金利率较4月明显回落（%）



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望





资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	震荡为主，可待调整逢低布局 ➤ 关税豁免期仅剩月余，外部不确定性扰动或上升。 ➤ 港股市场新消费、创新药等概念持续受热捧，但短期存在过热风险。 ➤ 预计增量政策将在7月前后陆续出台，届时关税变化也更加清晰，布局确定性更高。 ➤ 短期震荡，观点中性，适宜逢低布局。	中性
美股	美股存在震荡风险 ➤ 特朗普或受“Trump Always Chickens Out”等政策触发词刺激，后续关税存在上行空间及不可预测性，美股或面临一定的波动风险。 ➤ 尽管面临关税政策变化，美股科技巨头当前整体盈利仍维持稳定，在AI和云计算领域投资势头维持，为盈利的后续增长提供了动力。 ➤ 美股盈利、维持稳健，不过6-7月为关税谈判期，美股或面临一定的波动风险。	中性
美债	➤ 美减税法案7-8月落地概率较大，通过之前经济预期提振及赤字交易将放缓，短期市场或更聚焦关税摩擦的利空影响。 ➤ 即使日本加息引发日资抛售，但美债获美联储潜在托底支撑，其安全属性相对较高。 ➤ 在关税上调带来的成本压力推动下，美国通胀水平可能滞后反应，同时美联储当前态度仍偏向观望和等待，短期内降息概率较低。 ➤ 美债收益率若在4.5%附近具有一定配置价值，不过非美市场或受汇率拖累，配置价值偏中性。	相对乐观
美元	➤ 美国众议院通过的《大而美法案》中第899条款修订中提到：增加非美投资者税收负担，这或将间接减少海外资金对美元资产的配置意愿。资本外流的趋势一旦形成，美元贬值进程或将持续。 ➤ 美元长期仍具有下行空间。	相对谨慎



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	未来利率仍有望创新低，关注左侧机会 ➢ 经济内生动能回落压力上升，通胀偏弱，未来利率有望创新低。 ➢ 今年债市收益率呈“慢上快下”格局，难以捕捉右侧机会，建议在具有性价比的位置耐心配置。 ➢ 从10年期国债收益率的角度看，一季度机会配置点在1.8%上方，极端点位触及1.9%，考虑到央行持续收紧流动性的极端情形可能性较低，降息10BP后，十年期国债收益率接近1.7%时配置性价比较高。 ➢ 债市收益率有望破新低，观点相对乐观，耐心等待利率下行契机。	相对乐观
	信用债	➢ 短期内债市整体偏震荡，资金面波动对信用债影响或相对偏大。 ➢ 建议根据负债端稳定情况进行配置，负债端稳定则以票息确定性为主，可适度关注中长久期；负债端有波动的建议偏向流动性更好的品种。 ➢ 短期仍以震荡为主，总体观点相对乐观。	相对乐观
	可转债	➢ 由于权益市场短期或偏震荡，可转债或阶段性维持震荡。 ➢ 可转债或阶段性震荡，观点中性。	中性
商品	黄金	➢ 特朗普政府关税政策仍具有不可预测性，增加黄金有助于降低组合的风险。 ➢ 美国减税法案中第899条款修订中提到要增加非美投资者税收负担，这或将间接减少海外资金对美元资产的配置意愿，进一步动摇美元作为全球储备货币根基，黄金慢牛趋势尚未改变。 ➢ 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。	相对乐观
	原油	➢ 美国关税政策对全球经济的拖累后续可能逐步显现，抑制原油消费信心。同时特朗普政府具有降通胀的诉求，或将持续施压来提升原油供应从而压低原油价格。 ➢ 近期原油价格有所回升，不过考虑到美国页岩油成本线位于60-65美元/桶区间，短期下行空间同样受限。 ➢ 原油价格或将延续弱势。	相对谨慎

A股策略与观点

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 颠簸与变局将近，以稳应变： ◆ 国内经济基本面：关税反复，总需求回落压力上升，需关注政策发力的对冲效果； ◆ 资金面：A股成交额回落至“9.24”以来的低位，市场观望情绪上升； ◆ 政策面：短期内以落实已部署正常为主，下半年或有增量政策； ◆ 外部环境：关税谈判期仅剩月余，不确定性有抬头的风险，且不可预测性较强。 ➤ 关税豁免期临近结束（7月8日），变盘节点临近，6-7月或先抑后扬：关税豁免期仅剩月余，不确定性扰动或上升，且市场成交活跃度回落，市场临近变盘。此外，结构上或将出现风格变化，今年以来市场缩圈至更为极致的“杠铃”策略——大盘权重+微盘，即以银行为代表的权重以及以微盘股指数为代表的方向表现更为突出。但这一趋势当前面临风险收益性价比偏低的阻力，导致市场活跃度下降、小微盘题材方向轮动加快，对赚钱效应形成拖累，处于高位的大盘权重、微盘风格或面临短期调整压力。	中性
行业/风格	➤ 大盘权重相对小微盘偏强、阶段性以稳为主： ◆ 短期以稳应变，关注银行等偏防守板块。关税谈判阶段预期反复的概率仍然不小，经济下行压力有所回升，风险偏好或难以大幅回升，且在有中央汇金托底的背景下，大盘权重下行空间相对有限，尤其银行等抛压较小的板块预计将继续保持稳健。 ◆ 微盘股“三高”，或需耐心等待风险释放：微盘股指数、成交占比、IM贴水呈“三高”局面，且当前市场成交活跃度明显降低，题材轮动加快，尽管短期仍可能强势，但波动风险加大，一旦出现拐点则调整风险不小。因此建议耐心等待科技、医药、服务消费（旅游、文娱、体育等）、新消费（玩具、宠物、谷子、时尚美容等）调整后更具性价比的布局机会。	以稳应变， 静待弹性方向更具性价比的布局机会
配置策略	◆ 关税不确定性或上升，可适度提高稳健资产配置：特朗普关税90天谈判期仅剩一个月左右，预计未来一个月时间内不确定性总体仍然偏高，且不可预测性较强，建议提高稳健资产配置，等待权益资产根据性价比或确定性更高的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	以稳应变 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

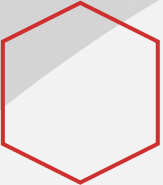
★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES