



美国关税博弈短期加剧，或加大全球市场波动

2025年6月大类资产配置策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-6-3

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

- 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** 股债市场结构特征与策略
- 05** 2025年5月资产配置观点展望

1.1 大类资产表现回顾：全球股市延续反弹，波动降低

5月大类资产表现特征回顾：

- **全球股市延续反弹的特征，波动降低。**其中A股延续反弹后维持震荡，整体小幅收涨，港股反弹幅度较大；欧洲短期延续反弹，趋势较强，波动降低；日本股市延续反弹，涨幅较大；美股波动降低，延续反弹，整体大幅收涨。中美债市分化较为明显，美债延续弱势、中债高位震荡。黄金创历史新高后高位震荡、美元整体低位反弹后维持震荡，非美货币有所回调，人民币贬值压力缓解。
- A股短期进入反弹结束后维持震荡走势，板块分化后逐步迈入新的平衡。在中美相互大幅取消和降低关税后外部冲击缓和以及超预期央行降准和降息的支持下延续反弹；在利好驱动消化完毕后，大盘整体呈震荡走势。
- 美国股市在美国持续释放贸易缓和信号后持续修复反弹，5月随着与英国和美国达成有限贸易协议和大幅降低关税，美股延续反弹趋势，市场波动率继续降低。欧洲股市走势相对更强，但得益于受美国贸易政策缓和以及欧央行降息，在全球主要市场中表现最好。
- OPEC+7月后继续超预期增产、但是美元走弱以及美国关税谈判取得进展和成果，关税对经济的影响整体降低，国际油价低位反弹且继续维持区间窄幅震荡。
- 美元低位反弹区间窄幅震荡、黄金高位震荡调整。美国关税谈判取得进展和成果和美国经济不确定性降低以及美国经济仍具韧性，美联储降息预期降至1-2次，美元区间窄幅震荡、美债收益率偏强运行；此外，美元低位反弹以及全球关税战缓和导致避险需求下降，黄金价格高位震荡调整。
- 5月中债整体高位震荡，美债收益率持续偏强运行。5月受股市反弹、经济增长稳健；但通胀降低，央行超预期降准和降息，国内利率债价格维持高位震荡。美债由于关税谈判取得进展和成果，美联储降息预期下降以及美国税改法案可能导致财政赤字进一步恶化，美国政府信用评级下调，美国长期国债标售疲软，美债收益率持续偏强运行。

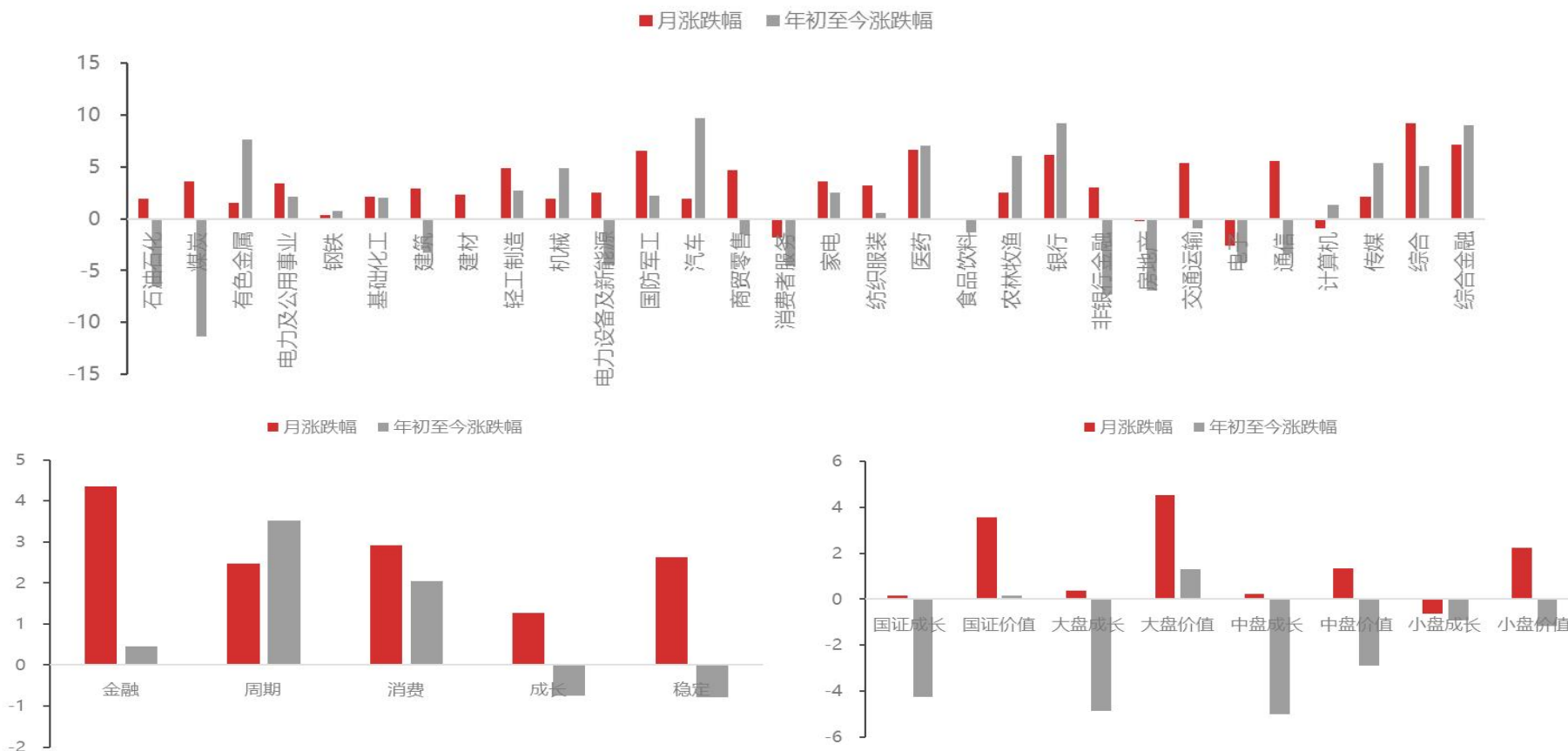
资产类别		区间涨跌幅		
		2025年5月份	2025年4月份	2025年以来
A股	上证指数	2.09	-1.70	-0.13
	沪深300	1.85	-3.00	-2.41
	上证50	1.73	-1.22	-0.23
	中证500	0.70	-3.86	-0.95
	中证1000	1.28	-4.44	1.16
	创业板指	2.32	-7.40	-6.93
	科创50	-3.50	-1.01	-1.20
港股	恒生指数	5.82	-4.81	16.10
	恒生科技指数	3.00	-6.95	15.72
	恒生国企指数	4.51	-5.27	15.67
海外股市	道琼斯工业平均	4.30	-3.51	-0.64
	标普500	6.31	-0.91	15.67
	纳斯达克综指	9.46	0.94	-1.02
	日经225	5.33	1.20	-4.84
	德国DAX	7.01	1.18	20.53
	富时100	3.65	-1.39	7.33
	法国CAC40	2.59	-3.01	5.03
	中债总财富指数	0.03	1.14	0.55
债券	中债信用债指数	0.34	0.36	0.90
	上证转债指数	1.87	-1.19	2.84
商品	南华商品指数	-2.40	-5.01	-5.88
	LME铜	4.07	-5.83	8.15
	伦敦现货价:黄金	-0.74	6.00	25.62
	布伦特原油:ICE	2.57	-18.30	-16.33
	美元指数	-0.14	-4.55	-8.44
汇率	美元兑人民币	-0.89	0.06	-1.79
	欧元兑美元	0.17	9.60	9.60
	英镑兑美元	0.88	3.26	7.51
	美元兑日元	0.69	-4.60	-8.36

1.1 A股行业风格回顾：5月成长风格小幅上涨，价值风格表现更好

5月风格表现强弱不一，成长风格小幅上涨，价值风格表现更好：

- 目前A股主线清晰，科技创新、高端制造和产业升级为主线，消费、金融板块为防御配置。短期在外部冲击缓和以及降准和降息利多消化后，5月A股进入震荡调整阶段。风格方面，震荡调整期，防御板块更受资金青睐。成长风格小幅上涨，价值风格表现更好。
- 行业方面，5月综合金融、银行、医药和军工板块表现较好。5月受A股进入调整期，资金偏向防御，前期表现较好的人工智能、人形机器人、通信服务以及软件等计算机及电子板块的退潮，低波高红利板块表现较好；此外，受中美相互大幅降低关税影响，轻工制造等出口板块表现也较好；受国内“以旧换新”政策、印巴冲突以及降准和降息政策的影响，大消费、银行金融以及军工板块表现最佳。

图 中信一级行业板块涨跌表现



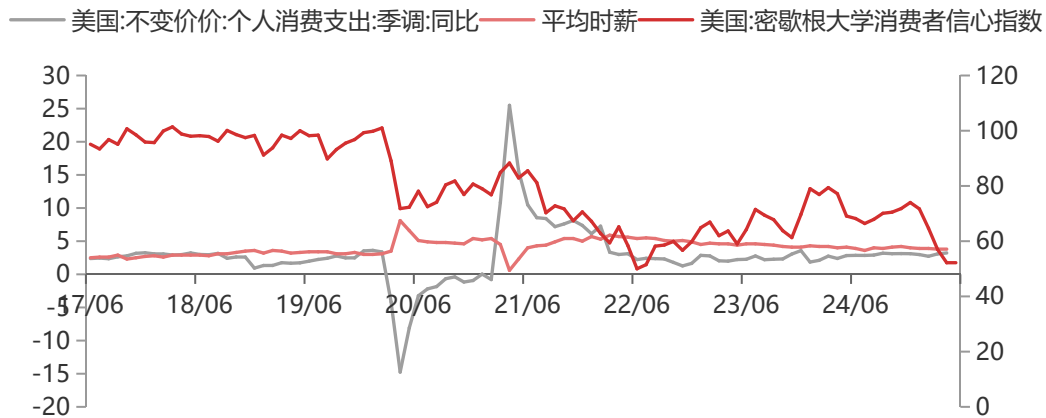
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债市场结构特征与策略
- 05 2025年5月资产配置观点展望

2.1 海外宏观：美国经济增长继续放缓，但仍具韧性

图 欧美制造业PMI



图 美国消费支出数据



1

美国：经济景气方面，美国5月标普全球制造业PMI初值52.3，预期50.1，4月终值50.2；服务业PMI初值52.3，预期50.8，4月终值50.8；综合PMI初值52.1，预期50.3，4月终值50.6。美国5月制造业PMI超预期回升，主要由于新订单、价格等回升；但新出口订单和就业指数下降。就业方面，美国4月季调后非农就业人口增**17.7万，预期13万，前值18.5万，高于市场预期**。失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%，符合市场预期。平均时薪同比升3.8%，预期3.9%，前值3.8%；环比升0.2%，预期升0.3%，前值0.3%；薪资增速超预期下降。目前美国劳动力市场**整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲**。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国5月密歇根大学消费者信心指数录得52.2，预期53.4，前值52.2，4月美国个人消费支出环比增长0.2%，预期0.2%，美国消费信心继续走弱，消费增速有所放缓，基本符合市场预期。

2

欧洲：经济方面，欧元区5月制造业PMI初值49.4，预期49.3，4月终值49；服务业PMI初值48.9，预期50.3，4月终值50.4；综合PMI初值49.5，预期50.7，4月终值50.4；欧元区5月份PMI数据显示欧洲经济增速有所放缓且低于市场预期。

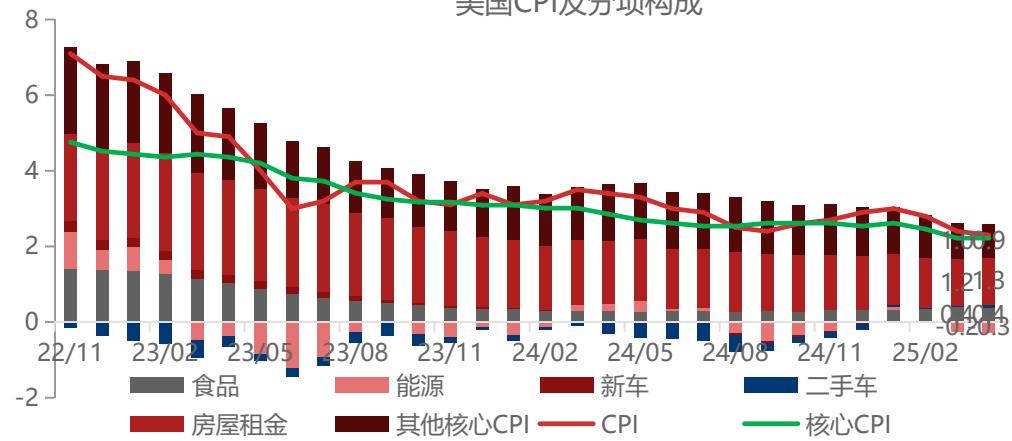
2.2 海外宏观：美国通胀短期继续回落，但关税加剧上行风险

图 天然气和原油价格



图 美国CPI及分项构成

美国CPI及分项构成



1 **能源：**由于欧盟对俄罗斯发起第十七轮制裁，天然气供应受到一定的影响，以及需求短期较为稳定，天然气价格短期反弹。

OPEC+超预期增产，全球经济增长受美国关税政策影响有所放缓，原油价格短期持稳；但由于能源价格中枢下移，欧美能源通胀整体有所下降。

2 **通胀：**目前美国通胀整体继续降温，**美国4月CPI同比升2.3%**，预期升2.6%，前值升2.4%；季调后CPI环比降0.1%，预期升0.1%，前值升0.2%；**核心CPI同比升2.8%**，预期升3.0%，前值升3.1%；季调后核心CPI环比升0.1%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国通胀超预期回落。

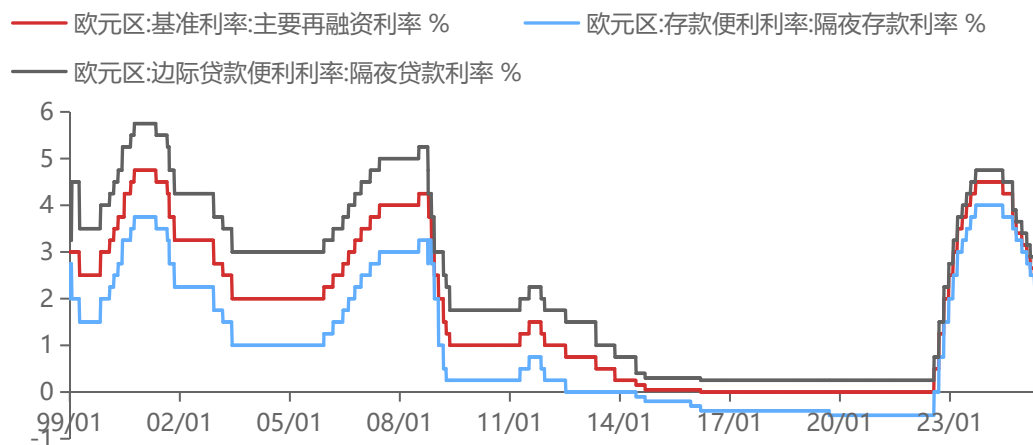
目前美国核心CPI由于房屋租金、服务业消费等核心CPI支撑维持较高水平，但整体超预期回落。在整体通胀2.4%中，能源和食品通胀共计贡献0.1%，下降0.1%，其中能源下降0.1%至-0.3%。核心通胀方面，房屋租金上升0.1%，对通胀贡献为1.3%，服务消费贡献下降0.1%至0.9%，二手车上升0.1%至0.1%。

2.3 海外宏观：欧央行降息25BP，美联储降息预期下降

图 美联储3月维持利率不变



图 欧央行3月降息25BP



1

美联储5月议息会议：美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间。

- **利率：**维持利率4.25-4.5%不变，将密切关注即将到来的信息并评结其对货币政策的影响。在考虑进一步调整利率的幅度和时机时，将考虑最新数据、前景变化、风险平衡。
- **缩表：**从2025年4月开始，每月国债缩减上限由250亿下降至50亿，MBS缩减上限维持350亿不变。
- **通胀：**通胀仍偏高。委员会对其双重使命面临的风险保持关注，并判断失业率和通胀上升的风险已经增加。坚定地致力于支持充分就业，并将通胀恢复至2%的目标。
- **经济：**尽管净出口波动影响了数据，但指标显示近期经济活动稳步（solid）扩张，失业率近几个月稳定在低位，劳动力市场保持稳健。经济前景的不确定性进一步加剧。

2

鲍威尔称，目前为止经济表现依然稳健，但关税影响尚未充分反映。政府已经开始贸易谈判，这有可能实质性改变局面。如果双重目标间存在矛盾，要考虑与目标的差距和弥合差距的时间，现在无法确定哪个会是更大的担忧。经济前景的不确定性相当高，不需要急于调整利率，所有委员都支持继续等待，当形势明朗时可以酌情迅速采取行动。目前市场预期美联储降息1-2次，降息时间推迟至9月。欧央行由于经济增长疲软以及美国关税政策导致的不确定性，如期降息25BP，6月降息的预期仍存，但降息的预期随着美欧关税谈判进展加快而有所减弱。

1.5 宏观小结

- **海外：**整体来看，海外宏观方面，受对等关税政策的影响，美国经济增长继续放缓、消费信心下降，虽然美国4月通胀和核心通胀继续降温，但关税导致通胀预期快速上升，美国经济滞胀结构明显。但随着美国与英国和中国达成协议和共识，以及与欧洲、日本等经济体贸易谈判进展加快，美国关税导致美国经济的不确定性降低。美联储降息预期有所下降，市场预期降息次数下降到1-2次，降息时间推迟到9月，美元短期整体低位反弹，全球市场波动降低。短期由于美国抢进口补库、抢消费以及关税成本上升导致商品需求继续改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，而且美国关税政策持续缓和使得商品市场短期反弹、波动降低。不过，一方面美国“滞胀”叙事还在继续，以欧洲为代表的海外非美国国家政策转向，地缘博弈持续，宏观环境尤其美国90天关税暂缓期进入中后期，美国关税政策和谈判节奏存在反复和预期差，预计6月海外波动或有所加剧。

- 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 股债市场结构特征与策略
- 05 2025年二季度资产配置观点展望

3.1 外部冲击缓和，经济增长稳健

图 PMI数据

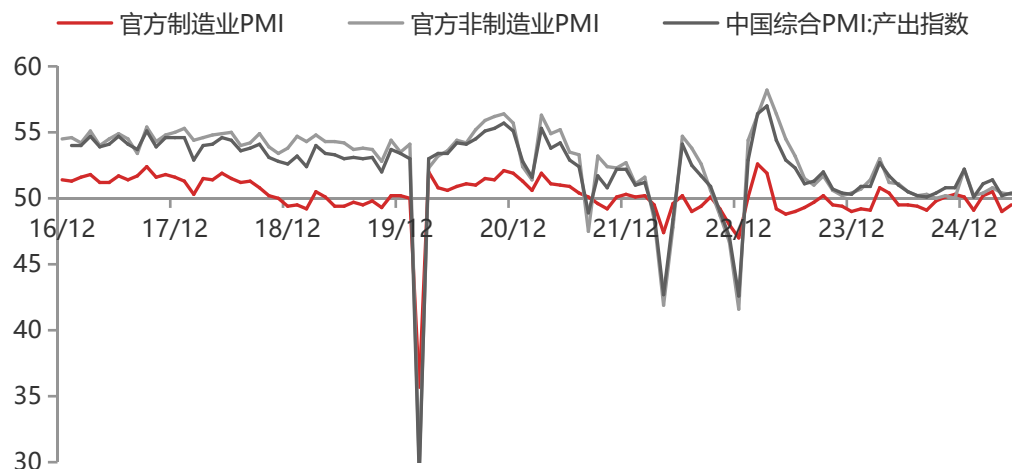
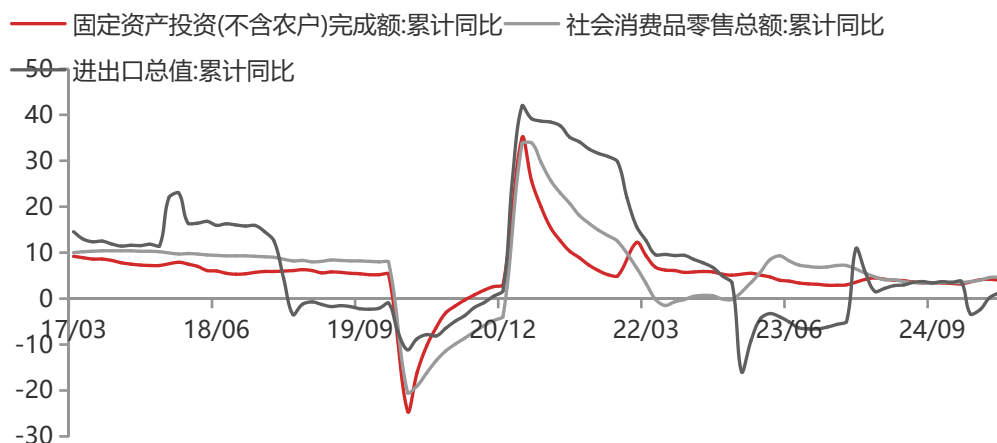


图 经济驱动三驾马车数据



1

PMI：中国 5 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.5%、50.3%和 50.4%，分别比上月上升 0.5、下降 0.1 和 上升 0.2 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，经济增长有所加快。

2

经济驱动：从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中1-4月固定资产投资累计同比4.0%，较1-3月下降0.2%；消费同比增长4.7%，较1-3月上升0.1%；1-4月进出口同比上升1.2%，较1-3月上升1.1个百分点。

3

目前国内经济增长三驾马车中，制造业和基建投资增速有所放缓但仍旧较高，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢转口高于预期；消费有所放缓但仍旧较高，消费以及净出口对国内经济的拉动作用明显增强。

3.1 外部冲击缓和，经济增长稳健

金融经济指标	最新值 (2025-4)	上期值 (2025-3)
固定资产投资(不含农户)完成额: 累计同比	4.00	4.20
制造业:累计同比	8.80	9.10
房地产业:累计同比	-10.60	-10.00
基础设施建设:累计同比	10.85	11.50
社会消费品零售总额:当月同比	5.10	5.90
出口总值(美元计价):当月同比	8.10	12.40
进口总值(美元计价):当月同比	-0.20	-4.30
CPI:当月同比	-0.10	-0.10
PPI:当月同比	-2.70	-2.50
制造业PMI	49.50	49.00
规模以上工业增加值:当月同比	6.10	7.70
M2(货币和准货币):同比	8.00	7.00
新增社融	11591.00	58894.00
新增人民币贷款	2800.00	36400.00

3.3.1 房地产销售放缓、投资持续偏弱

1

销售：4月商品房销售面积同比增长-2.9%，降幅较前值扩大1.4%，商品房销售额同比增长-7.1%，降幅较前值扩大4.8%，由于居民信心回落以及存量政策刺激效应边际降低，住房市场成交活跃度下降，销售有所放缓。

2

投资：房地产开发资金来源方面，4月当月同比增长-5.8%，降幅扩大2.1%，资金来源压力有所加大；房地产开发投资当月同比增长-11.5%，降幅较前值扩大1.2%，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。

3

开工、施工：4月房地产新开工面积同比增长-22.3%，降幅较前值扩大3.5%；施工面积同比增长-26.9%，降幅缩窄6.4%；竣工面积同比增长-28.2%，降幅较前值扩大16.5%；施工端仍旧较弱。

4

国房景气：4月国房景气指数下降0.09至93.86，房地产景气度小幅回落。

图 房地产投资及资金来源



图 房屋销售面积、销售额数据

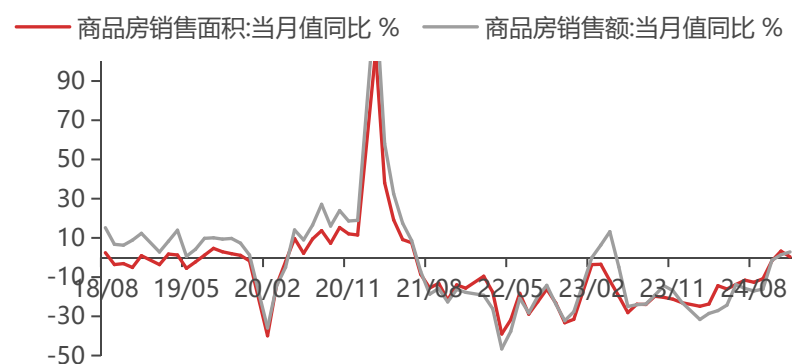


图 房屋新开工、施工、竣工数据

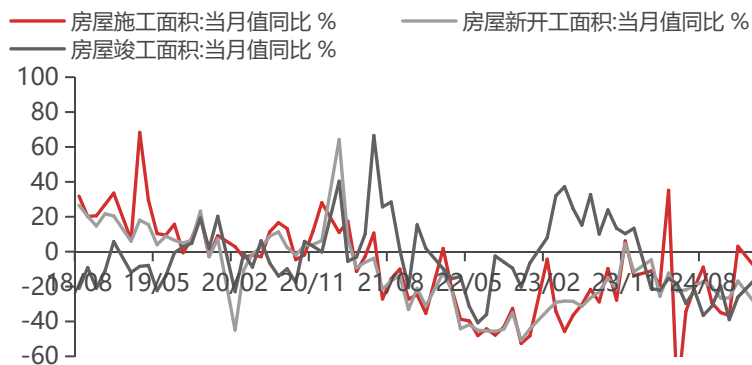


图 国房景气指数

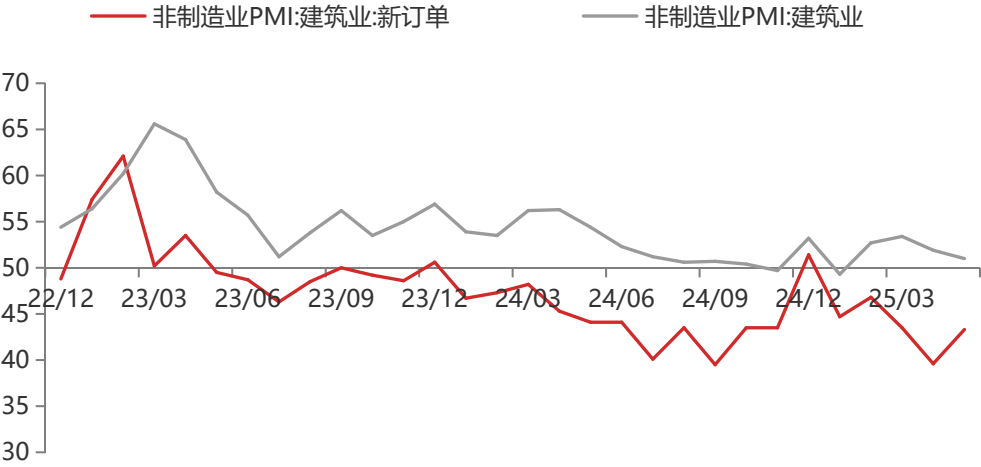


3.1.2 基建投资增速放缓但继续维持高位

图 基建投资增速



图 建筑业景气度及订单



- 1 **基建：**4月基建（全口径）投资当月同比9.6%，前值12.6%，较前值下降3%，基建投资增速有所放缓。随着专项债使用进度加快，以及政策靠前加快发力，基建投资增速预计将保持高位增长。
- 2 **建筑业景气度：**5月建筑业PMI 51.0%，前值51.9%，下降0.9%，景气度有所下降；建筑业新订单43.3%，前值39.6%，较上月上升3.7%，短期订单大幅反弹；需求端短期整体仍旧偏弱。
- 3 **政策：**二季度在美国对中国加征关税的情况下，预期外需会受到一定的影响。政治局会议表示，国内政府支出力度会靠前且加强、基建对冲力度可能加强，财政支出将明显加快加强。而且财政支出的重点领域在于设备更新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注财政支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

3.1.3 制造业投资有所回落但继续保持高速增长

- 1 制造业投资：**4月制造业投资当月同比8.2%，前值9.2%，较前值下降1%，制造业投资由于美国关税战影响企业投资信心，增速小幅回落但继续保持高位。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高新技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。
- 2 存货投资：**1-4月工业企业产成品存货同比3.9%，较下降0.3%，制造业短期处于主动降库阶段。
资本开支投资：1-4月工业企业利润增速同比增长1.4%，较上月上升0.6%，企业业绩整体继续修复回升，对未来资本开支意愿逐步增强。
- 3 未来**一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前由于外部冲击预计冲击外需，美国预计将加快补库，短期制造业补库投资仍有一定的支撑。

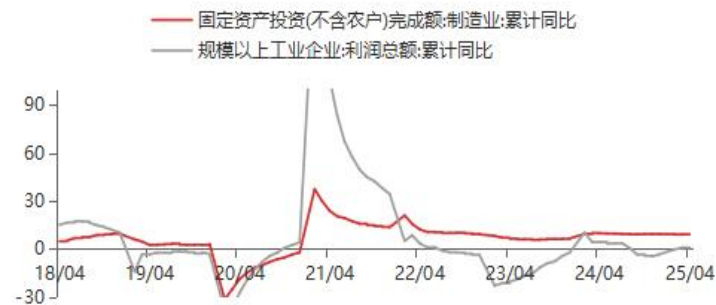
图 制造业投资增速



图 制造业企业主动降库



图 企业利润修复导致资本开支意愿上升

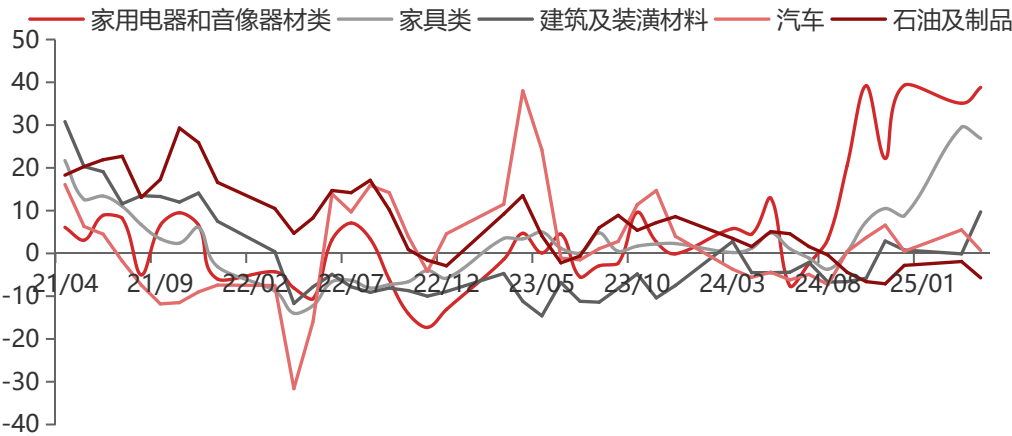


3.2 国内消费增速同比回落且低于市场预期

图 社会消费零售总额同比数据



图 地产相关消费持续低迷



1

消费：4月份，社会消费品零售总额同比增长5.1%，预期5.5%，前值5.9%，较前值下降0.8个百分点且低于市场预期。

消费品以旧换新以及服务消费刺激政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长38.8%、26.9%、0.7%、23.3%，继续保持高速增长；但是由于美国关税战影响国内居民消费信心以及汽车、石油及制品类消短期快速放缓拖累整体消费。

2

目前来看，短期由于基数效应较低、消费品以旧换新政策以及服务消费刺激持续加力显效等因素导致消费增速保持较高增速但低于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的同比回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

3.3 4月“抢转口”效应推动出口好于预期

图 进出口以及贸易差额数据

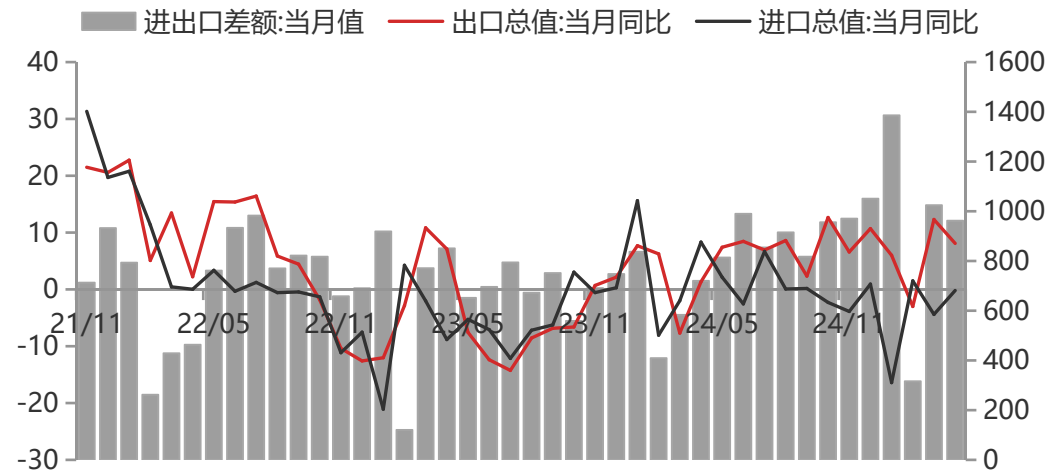
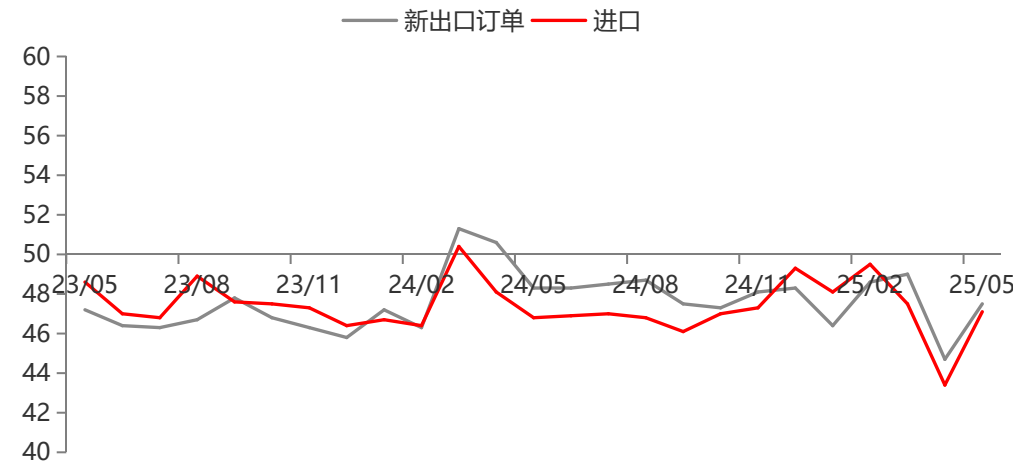


图 国内进口以及新出口订单数据



1

进出口：中国2025年4月进出口总额（以美元计）5352.05亿美元，同比4.6%，前值为5%，下降0.4%。其中，出口3156.92亿美元，同比上升8.1%，预期1.9%，前值上升12.4%，下降4.3%，但出口远超预期；进口2195.12亿美元，同比下降0.2%，预期下降5.9%，前值下降4.3%，降幅收窄4.1%；**贸易顺差968.1亿美元，同比增长33.61%**，预期890亿美元，前值1026.4亿美元。

进出口订单：5月新出口订单47.5%，较上月上升2.8%；进口订单47.1%，较上月上升3.7%，进出口订单双双大幅反弹。

2

目前商品外需整体回升且由于关税原因，国内抢转口和抢出口或致90天暂缓期内国内出口仍然强劲，内需有所改善但仍旧偏弱的局势导致国内顺差持续较大。美国对话关税90天暂缓期内国内出口或仍然强劲，而且对东盟及一带一路沿线国家转口出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑；后期需要持续关注中美贸易谈判进展对中国出口的影响。而进口由于国内财政货币政策逐步出台，需求预期有所提升，商品需求支撑进一步增强，预计进口增速有望回升。短期净出口对经济的拉动仍具有较强的支撑。



3.4 短期市场处于外部冲击可能加大和内部对冲力度的博弈震荡阶段

- 1 经济和政策方面，4月份由于美国高额关税原因，国内经济增长有所放缓且不及预期，但是由于美国抢转口和抢消费等因素，国内出口超预期以及工业生产好于预期，国内经济增长仍然稳健。5月12日中美双双大幅取消和降低关税，预计抢出口对经济的支撑仍存；此外央行和金融部门推出一揽子金融支持措施，包括降准和降息以及结构性金融支持政策，对经济和市场的支持作用增强。
- 2 汇率和股市方面，由于中美双双大幅取消和降低关税，以及美国贸易政策持续释放积极信号，美元指数低位反弹，人民币汇率压力大幅缓解，但为对冲关税的影响，人民币汇率短期升值幅度不大。国内股市由于中美双双大幅取消和降低关税，外部风险不确定性降低；以及央行降准和降息，指数整体反弹进入震荡整固阶段。
- 3 展望2025年6月，中美互降关税后，国内政策思路 and 方向清晰，根据实际情况择机采取相应对冲政策，后期政策支持预期下降，更重要的是关注落地节奏。“低物价”、“宽财政节奏前置”、“货币节奏择机”预期延续，后期择机降准降息可能会继续兼顾外部市场节奏。经济方面，向上支撑来自基建增速有望维持高位；“两新”政策和高科技产业投入对制造业需求仍有增量；进一步下调房贷和公积金贷款利率对地产销售有增量，但效果及持续性仍面临考验，且销售向投资端传导还有较长时间；消费刺激对需求拉动效果仍将延续，但下半年或边际递减；以及关税下调、叠加90天暂缓期，我国出口短期仍有支撑。6月市场处于外部冲击可能加强和内部对冲力度的博弈的阶段，市场进入震荡阶段，波动或将有所加大。

- 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 **股债市场结构特征与策略**
- 05 2025年5月资产配置观点展望

4.1 A股活跃度：交易活跃度整体继续放缓

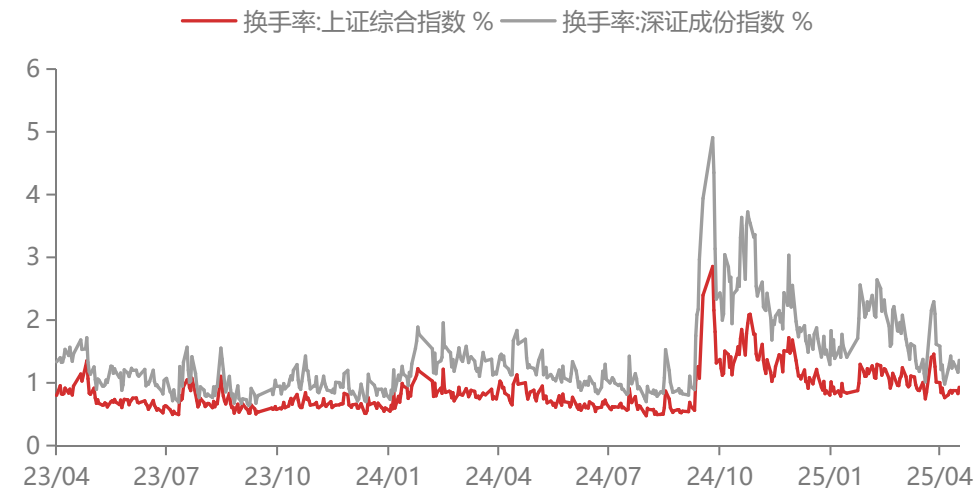
5月市场交投活跃度整体继续放缓，整体风险偏好继续降温。

- **两市成交额：**5月份以来沪深两市日均成交额继续下降，目前成交均值回落至低于1.2万亿下方。
- **换手率方面：**上证A股换手率在5月份继续下降，整体换手率逐步接近2024年10月之前的水平。

图 A股日成交金额



图 A股市场换手率



4.2 市场风险偏好：市场风险偏好明显降温，但股市性价比依旧较高

5月股/债性价比继续创历史新高。

- **股/债性价比有继续创历史新高：**截至5月30日，沪深300股息率/十年期国债收益率2.26，持续处于历史高位，主要是由于股息率处于高位和无风险收益短期持续处于低位所致，目前股票性价比持续较高。
- **风险溢价率整体继续维持高位：**截至5月30日，同花顺全A风险溢价率为3.550，市场情绪整体降温导致估值有所下降，风险溢价整体较高，风险偏好持续处于较高位置。

图 股票性价比持续较高



图 风险溢价率处于高位

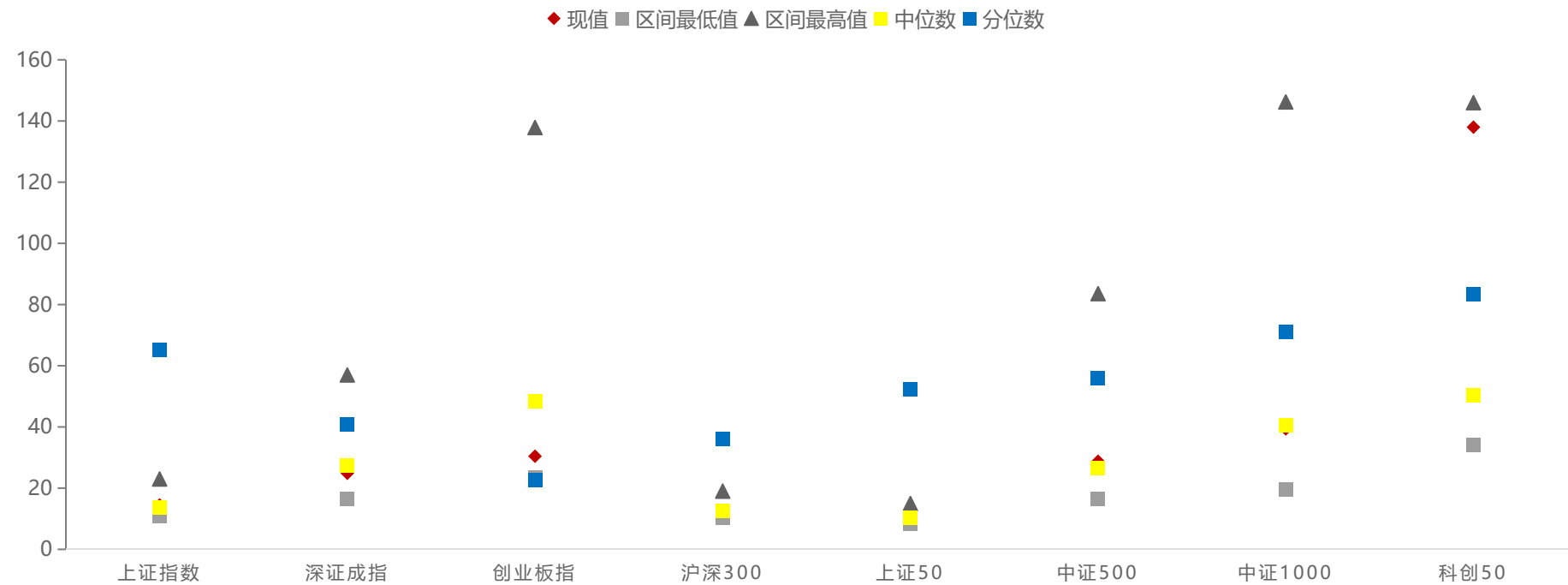


4.3 股指估值：整体上涨，但中小盘和科创指数小幅下跌

5月股指估值全部超跌反弹。

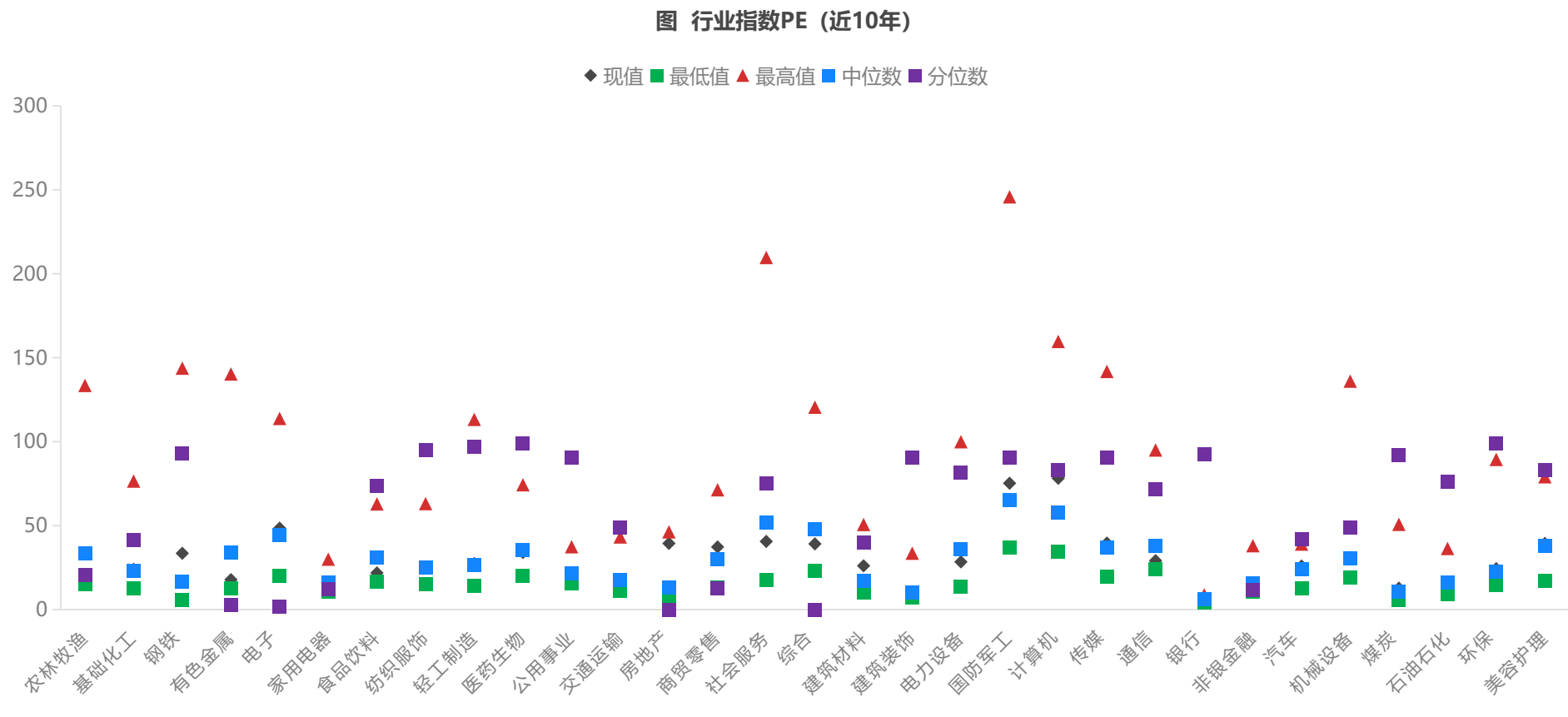
- 5月，跟踪的8个股指估值涨多跌少，整体上升，估值分位数分化明显。其中仅有科创50和中证1000指数估值小幅下跌，其余均录得上涨；中证1000和科创50估值分位数下降至80%左右，其余指数估值分位数均上升至50%左右。
- 跟踪PE的8个股指中，上证指数、上证50、中证500以及科创50等5个位于中位数以上区间，其中沪深300、深证成指、创业板以及中证1000处于中位数以下区间。

图 股指PE (近10年)



4.4 行业估值：多数下跌，高成长相关板块估值回调相对较大

- 5月，跟踪PE的31个一级行业中，14个行业估值上涨，17个行业估值下跌，估值下跌个数小幅增加。其中农林牧渔、电子、计算机和传媒等行业估值跌幅较为显著；国防军工、医药生物、美容护理、纺织服装和煤炭等几个行业的估值涨幅居前。
- 当前观察PE的29个行业中，仅有18个行业处于下1/2分位数以上区间，较上月少1个，11个行业位于上1/2分位数以下。

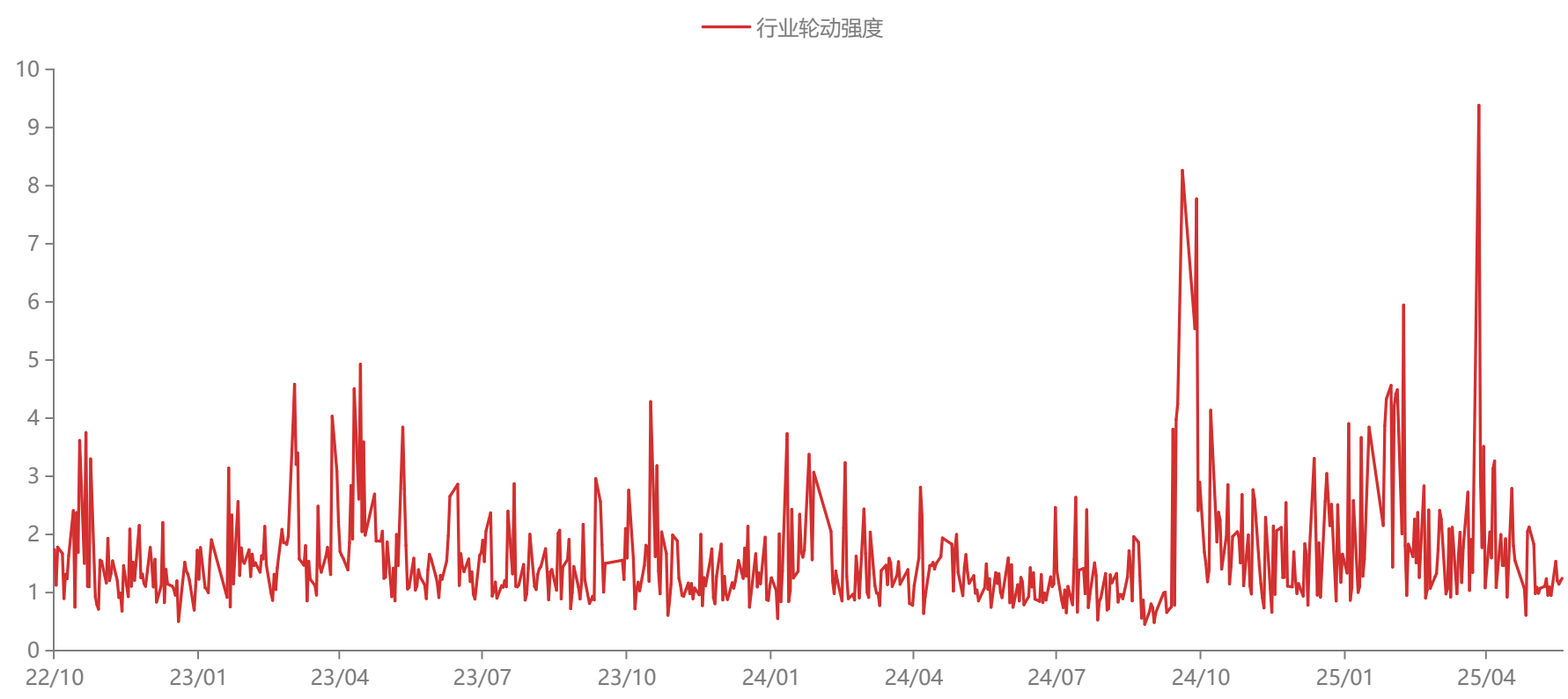


4.5 A股交易结构：行业轮动继续下降

5月行业轮动速度在4月下降之后继续下降，一是中美双方相互大幅取消和降低关税和央行降准和降息，经济周期、消费和金融板块表现较好，板块分化加大；二是随着市场情绪的降温，市场偏向防御配置，金融和公用事业等热门板块和板块赚钱效应明显回升，科技板块相对延续偏弱；行业间超额收益明显，显示出资金偏好较强。

- 行业拥挤度方面，5月交易热度持续降温的行业主要集中在前期受益于DeepSeek人工智能和宇树科技人形机器人的爆火等相关板块，主要涉及人工智能、算力通信和人形机器人等；但是银行、保险、电力等防御板块表现相对较好、波动较低。5月份，股市成交在短期继续降温，资金偏向谨慎，科技板块延续相对偏弱，防守偏进攻型策略组合或具备较高吸引力。

图 行业轮动强度较低



4.6 A股资金面：内资情绪有所回暖，外资流入倾向仍强

内资方面：由于内资情绪有所回暖，融资资金短期小幅流入。

- 从资金结构来看，杠杆资金方面，5月以来随着市场的反弹，杠杆资金短期净流入，4月份融资资金净流入132亿元，较4月份的净流出1160亿元明显好转，且呈持续流出趋势。预计内资情绪的回暖以及赚钱效应回暖，杠杆资金流入将有所继续改善。长期资金方面，五部门联合推动中长期资金入市政策落地，包括研究降准降息、设立国家级创业投资引导基金等。瑞银证券预测2025年将有1.7万亿元长线资金流入A股，主要来源于养老金、保险资金及海外主权基金。

外资方面：美债收益率持续偏强，A股估值有所上升，市场有所反弹，外资净流入放缓，但外资视角下A股性价比较高。

- 近期美债收益率由于美债信用评级下调导致美债标售疲软而持续偏强，美股也在TACO交易逻辑下持续反弹。虽然A股和港股在外部风险降低和降准和降息等利多驱动释放完毕之后进入震荡调整期。但是A股和港股在资本市场政策、经济增长加快等因素驱动下，中国资本市场仍展现出强大的“磁吸效应”，外资机构仍对中国资产保持较大的热情。

图 融资余额增幅放缓



图 美债-A股收益差回落



4.7 当下影响A股的关键——外部风险缓和&内部对冲力度，经济复苏成色

- 1 首先，从性价比方面来看，美债收益率维持高位，中债国债收益率较低，美中利差走扩，中国资产性价比短期有所下降，但内外资仍旧看好中国股市投资价值。
- 2 其次，中国人工智能（AI）技术爆发、政策红利释放、企业业绩改善等因素驱动下，导致中国股市估值明显提升，从横向和纵向比较来看，中国股市估值仍旧偏低。
- 3 三是，美国持续对中国释放贸易谈判信号，预计美国关税政策对中国的出口影响将逐步减弱；相应的内需政策刺激预期有所减弱；未来的关注点是外部冲击缓和和内部对冲对国内经济实际影响情况如何演绎，短期预计市场将维持震荡走势。

4.8 行业比较：震荡市，短期防御性配置为主

1 短期震荡与长期向上：关税缓和和降准和降息等利多短期释放后，市场进入震荡整理阶段，短期波动降低，但是需要关注中美贸易谈判的进展。中长期看，市场投资逻辑转向“范式变革”，成长风格（如科创50、AI）仍为核心主线，流动性宽松预期或强化其阶段性表现。

结构分化延续：科技突围（半导体、工业母机）与出口链（机械、电力设备）受益于国产替代及美国短期补库和中美互相大幅降低关税。高股息资产（公用事业、能源、金融）作为防御性配置，对冲地缘冲突及海外政策不确定性风险有所降低，均衡持仓高股息红利资产，降低组合波动。

2 行业比较及配置建议：

超配方向：

科技制造：半导体、AI、工业母机（政策扶持+国产替代逻辑）；**出口链：**汽车零部件、家电（全球制造业周期触底+新兴市场需求）；**高端装备：**新能源设备、智能驾驶（产业转型+技术突破）。

标配方向：

消费：可选消费（政策托底+需求边际改善）；**金融：**银行、券商（资本市场改革红利）。

低配方向：

传统地产链：政策托底效果有限，转型压力仍存。

4.9 港股：外部风险整体降低，市场偏向谨慎震荡

5月AH股溢价率变化不大。

- 4月A股、H股均延续反弹，整体小幅上涨，其中H股反弹幅度明显大于A股，AH股溢价率继续走弱，但仍处在较高水平。
- 目前港股估值相对于欧美日等发达经济体以及历史高点来说仍旧偏低，而且随着中国科技的突破，科技估值重估驱动港股中长期上行；短期中美贸易整体缓和，外部风险对股市的影响逐步降低，港股短期明显反弹，市场逐步回暖修复。6月主要关注中美贸易谈判进展以及美联储货币政策基调是否调整；长期来看，外资机构和投行纷纷看好中国资产、港股估值仍有上行空间，对港股仍持谨慎偏乐观态度。

图 港股溢价率



图 港股市盈率



4.10 资金：资金面转松，政策延续宽松基调

- **5月资金面逐渐转松，资金利率整体下降。**5月央行降准0.5%、降息10BP，资金面逐步转松，资金利率有所下降，但仍高于政策利率水平，市场流动性改善。
- **政策延续宽松基调。**4月政治局会议强调实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕。央行表态将6月中旬推出增量货币和金融支持政策。
- **后续经济复苏仍需货币政策持续发力。**进入5月之后随着央行降准和降息以及净投放资金，市场利率大幅回落，资金偏紧的情况大幅好转，后续市场利率或维持在政策利率附近。6月份，随着财政刺激加快提速以及大规模地方政府化债推进，可能对流动性造成扰动。不过MLF的净投放可在一定程度上缓解流动性的冲击，再加上6月中旬推出增量货币和金融支持政策，央行将继续向市场适度投放流动性，市场利率或维持在政策利率附近。

图 央行货币净投放

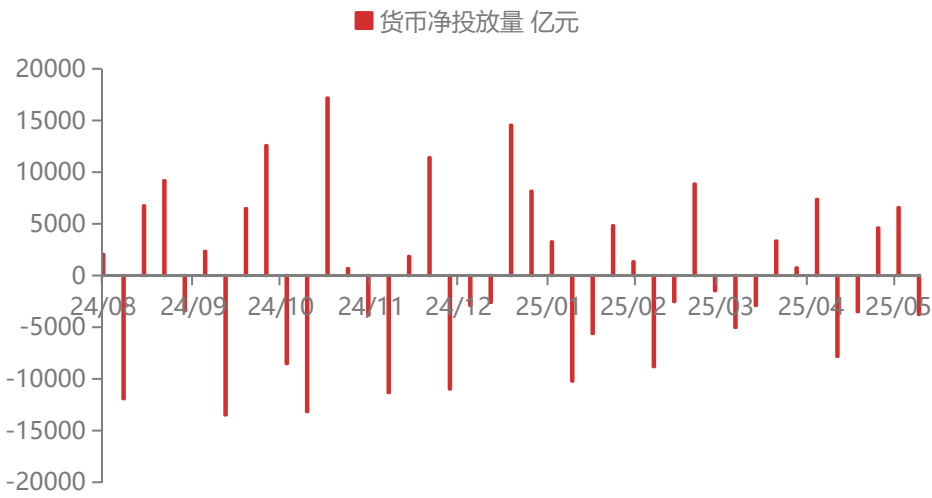
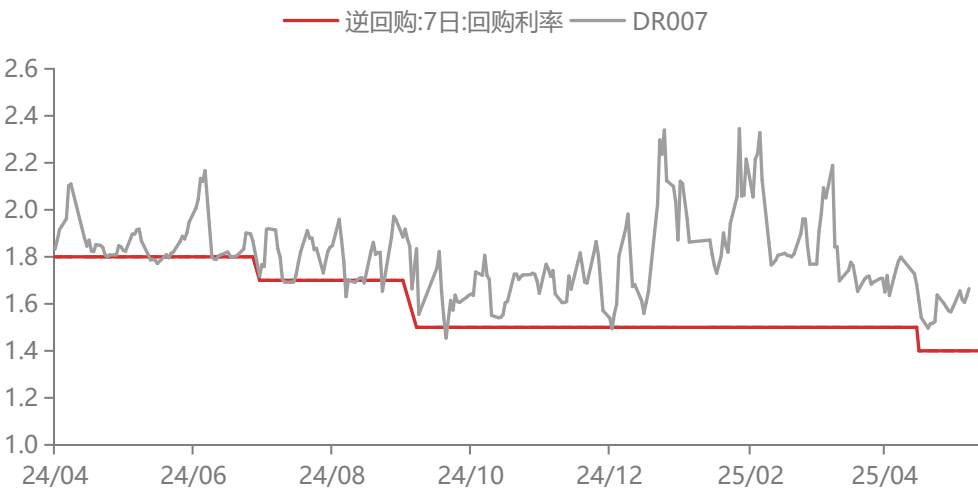


图 市场利率和政策利率



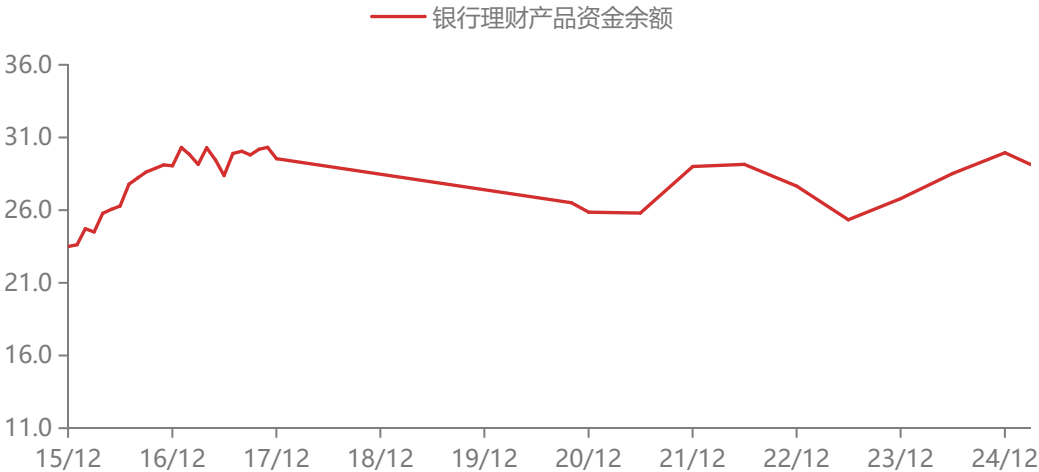
4.11 债市：短期高位震荡，需关注后续政策节奏及效果

- **5月以来，债市整体维持高位震荡。**主要是受到以下几个方面因素影响：1、4月国内内需经济数据不及预期，市场逐步将关注点仍聚焦在关税对国内经济的影响上。2、中美相互大幅取消和降低关税以及央行降准和降息导致国内股市继续反弹，短期避险情绪下降。3、国内货币宽松，流动性合理充裕，市场利率维持低位。因此，近期债市短期高位震荡。
- **债市短期高位震荡，但反弹空间预期有限。**美国中美双方大幅取消和降低关税，预计二季度末出口对国内经济的影响大幅减弱，国内经济稳定增长预期增强，以及美联储降息预期减弱挤压了国内央行的宽松预期空间，约束了债市上行空间；但是，随着美国关税暂缓期进入中后期，关税博弈短期或加剧，市场波动或加剧，在一定程度支撑债市。

图 国债收益率短期偏弱震荡



图 银行理财资金持续搬家



- 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 股债市场结构特征与策略
- 05 **2025年5月资产配置观点展望**

5.1 全球化配置观点

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
港股	1、外部风险缓和后，技术性买入增强，港股技术指标重新走好。 2、中美短期科技博弈加剧，关注中美进一步谈判进展。 3、二季度关注国内增量政策情况、国内经济复苏成色以及美国关税政策情况。 4、恒指今年处于震荡上行的通道中，配置价值较高，短期震荡调整后，建议继续维持中配+，中长期择机逢低买入。	中配+
美股	1、美国经济增长放缓，但短期抢进口补库和抢消费支撑美国经济和美股业绩。 2、美国关税谈判进展加快，关税暂缓期进入中后期，关税博弈加剧以及市场TACO交易，美股波动性或加大，但整体偏强运行。 3、短期和中期关注美国关税措施对美国经济以及美联储货币政策的影响。 4、短期反弹上行，中长期仍有配置价值，建议维持中配+。	中配+
美债	1、美国关税政策导致经济放缓且不确定性加大，且推高美国通胀，美债收益率短期偏强运行，价格下行风险较大。 2、美联储仍处于降息周期，但由于关税推升通胀预期、美国经济韧性较强以及美债标售疲软，预期美联储降息预期下降至1-2次，美债收益率持续偏强运行。 3、美债价格震荡偏弱，中长期继续下跌空间有限，仍具备较好的中期配置价值，建议维持中配。	中配
美元	1、美国关税的不确定性导致美国经济增长前景恶化，美债信用评级下降，美元指数持续偏弱运行。建议美元指数维持中配-。 2、美元偏弱导致人民币汇率压力缓解，且美国和中国关税缓，中期人民币贬值压力降低，且央行保持人民币汇率基本稳定的预期导致人民币汇率贬值空间不大。 建议人民币维持中配-。 3、可维持非美货币储备，对欧元、英镑、日元等主流货币适度分散配置。	中配-

5.2 债市及黄金

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
债券（利率）	1、美国和中国关税缓和，提振风险偏好，减少对债市的需求。 2、央行货币政策维持宽松基调，市场利率下行，对债市中期仍有支撑。 3、在外部风险减弱的背景下，宏观对冲政策预计有所减弱。 4、中期角度看，美国关税政策对中国外贸的影响将有所减弱，且内需刺激政策将逐步落地，国内经济复苏的成色是重要关注点，债市配置价值减弱。 5、短期债市整体高位震荡，中期上行空间受限，配置价值有所减弱，建议维持中配+。	中配+
黄金	1、美元整体偏弱运行，中期美联储以及全球央行仍处于宽松周期，支撑黄金的中期配置价值。 2、美国关税暂缓期进入中后期，关税博弈加剧增加避险需求。 3、中国等新兴经济体央行购进需求导致配置价值仍旧较高。 4、俄乌谈判有所进展，但俄乌地缘风险短期加剧，地缘避险需求中期仍存。 5、短期高位震荡偏强运行，中期配置价值仍旧较高，继续维持高配。	高配

5.3 A股策略

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	1、全球整体处于降息周期，对国内偏利多；且美国的关税政策整体缓和对中国市场冲击减弱。 2、国内经济基本面：外部冲击缓和VS内需对冲力度，影响偏中性，但过程或有波折，二季度关注国内经济复苏的成色。 3、政策面：在二季度美国关税影响减弱的情况下，宏观政策刺激预期有所减弱，但后续政策及政策节奏及效果受外部影响较大。 4、资金面：5月降准和降息后资金紧张缓和，影响偏多。 5、估值方面，A股估值虽然横向和纵向对比估值仍旧偏低，二季度需关注经济基本面的验证。 6、目前股市处于震荡调整期，等待中美贸易谈判进展以及政策驱动，建议继续维持中配。	中配
行业风格	投资组合——红利价值（防御），新兴科技成长（偏进攻、弹性），整体均衡偏防御。 1、大盘趋势上整体是震荡上行，短中期经济复苏并未被定价，仍有波动和反复，适宜将红利和价值策略作为组合中防御性配置； 2、以AI、机器人、半导体自主可控等为代表的新兴科技成长板块仍是发展空间更大、中长期确定性更强的方向，结构性行情下新兴科技成长方向形成合力的可能性更高，且具备较高的弹性。 3、行业方面，建议关注： 科技制造：半导体、AI、工业母机（政策扶持+国产替代逻辑）； 出口链：汽车零部件、家电（全球制造业周期触底+新兴市场需求）； 高端装备：新能源设备、智能驾驶（产业转型+技术突破）； 消费：可选消费（政策托底+需求边际改善）。	

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及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。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-68756925

Jialj@qh168.com.cn

