

4、投资策略

在复杂变化的外部环境和政策加力维稳的背景下，市场较长一段时间或将呈区间震荡格局，预计上证指数围绕市净率 1.35 倍±10%附近波动。

资本市场的三大逻辑将长期并存且呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展、国家安全的核心动力和保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。维持此前行业推荐，具体方向见往期回顾。6 月无新增推荐。

建议关注证券板块，板块净利润增速排名居前，但今年以来市场表现落后，存在估值修复空间。继续关注红利风格、小金属如钨、稀土、磁性材料（稀土永磁）。

5、专题论述：

1) 上证指数之情绪指数

2) 2024 年“9.24 行情”至今走势对比 2019 年春季躁动后的走势

3) 央行一季度中国货币政策执行报告专栏解读：中国政府债务扩张具有物质基础和持续性

4) 关税博弈没有剧本，但有轨迹可循

往期回顾：

- 2025 年 5 月 建议关注小金属钨、稀土、磁性材料
- 2025 年 4 月 建议关注创新药、中药
- 2025 年 2 月 建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、医药生物和电力设备
- 2024 年 12 月 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指数、港股红利 ETF、黄金（2025 年 A 股年度策略）
- 2024 年 9 月 建议关注证券、银行、中证 A500
- 2024 年 8 月 建议关注黄金股 ETF

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

一、市场行情回顾

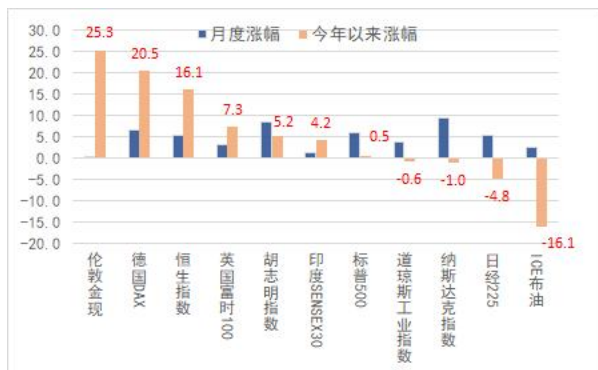
1.1 行情回顾

(1) 主要指数

受益于美英、中美关税达成初步协议，5月全球风险偏好提升。截至5月30日，纳斯达克指数当月上涨9.6%，胡志明指数、德国DAX指数、标普500、日经225、恒生指数月涨幅均超过5%，伦敦金月末报收3288.58美元/盎司，当月涨幅持平。1-5月，伦敦金上涨25.3%，继续领跑；德国DAX指数上涨20.5%，恒生指数上涨16.1%，表现领先。美股年内跌幅大幅收窄，纳斯达克指数、道琼斯工业指数年内跌幅收窄至1.0%和0.6%，标普500转为收涨0.5%。日经225指数年内下跌4.8%。ICE布油报收62.61美元/盎司，年内下跌16.1%，市场表现最差。

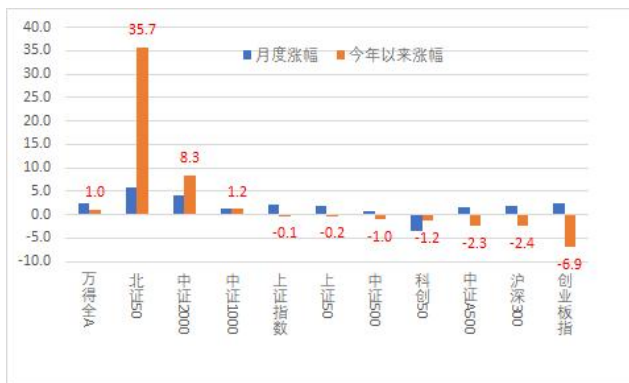
5月，A股主要指数收涨。5月，万得全A上涨2.4%，上证指数报收3347.49点，上涨2.1%。北证50上涨5.8%，中证2000上涨4.1%，创业板指上涨2.3%，上证50上涨1.7%，沪深300上涨1.8%，中证1000上涨1.3%，中证500上涨0.7%，科创50下跌3.5%。1-5月，小盘指数领先。万得全A累计涨幅1.0%，上证指数涨幅0.1%；北证50涨幅35.7%，中证2000涨幅8.3%，中证1000涨幅1.2%；其余主要指数下跌，创业板累计跌幅6.9%，跌幅最大。

图表1 国际主要指数及大类资产涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表2 A股主要指数涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

5月，市场普涨，防御特征领先。金融风格上涨4.4%，排名第一；基础设施建设、低市净率指数、低市盈率指数月涨幅均超过4%，三大红利指数均收涨，中信下游上涨3.2%。中信TMT、高市净率指数均下跌0.6%。

1-5月，中信下游领涨，累计涨幅4.1%，主要包括医药生物、食品饮料、汽车、家电等行业；周期行业涨幅3.5%，排名第二，主要包括汽车、基础化工、机械设备、有色、电力设备、石油石化等行业。红利风格下跌，中信TMT跌幅1.7%。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

分类	代码	指数	5月	1-5月	2024年	2023年	对应主要申万行业
中信风格	CI005917.WI	金融风格	4.4	0.4	33.4	-3.9	银行、非银金融、地产
	CI005918.WI	周期风格	2.5	3.5	7.3	-2.4	汽车、基础化工、机械、有色、电力设备、石油石化
	CI005919.WI	消费风格	2.9	2.0	-2.2	-7.9	食品饮料、医药生物、家用电器、农林牧渔
	CI005920.WI	成长风格	1.3	-0.7	7.4	-6.8	电子、电力设备、计算机、国防军工、机械设备、通信
	CI005921.WI	稳定风格	2.6	-0.8	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信产业	CI005901.WI	中信上游	2.0	0.8	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
	CI005902.WI	中信中游	2.7	0.7	2.4	-15.0	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
	CI005903.WI	中信下游	3.2	4.1	-1.4	-7.5	医药生物、食品饮料、汽车、家电
	CI005904.WI	基础设施建设	4.0	0.0	14.2	-4.9	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
	CI005905.WI	中信TMT	-0.6	-1.7	14.9	11.3	电子、计算机、通信、传媒
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	-1.1	-1.8	10.3	-11.0	电子、计算机、机械设备、国防军工、医药生物
	801823.SI	低市盈率指数	4.2	2.3	20.3	-7.1	银行、非银、建筑装饰、食品饮料、有色
	801831.SI	高市净率指数	-0.6	0.0	-0.4	-20.4	电子、食品饮料、计算机、医药生物
	801833.SI	低市净率指数	4.1	2.3	25.1	-2.1	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、钢铁
红利风格	000922.CSI	中证红利	1.9	-2.4	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、钢铁、纺织服饰、传媒、基础化工
	000015.SH	红利指数-上证	2.0	-3.7	14.5	2.7	银行、交运、煤炭、纺织服饰、钢铁、传媒、石油石化
	399324.SZ	深证红利	1.3	-1.2	7.8	-11.3	家用电器、食品饮料、计算机、医药生物、银行、有色

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

截至 5 月 30 日，16 个申万一级行业年内上涨，行业上涨比例为 51.6%。其中，美容护理、汽车、有色金属、银行年内涨幅超过 7%，环保、医药生物、机械设备、农林牧渔涨幅超过 5%。煤炭领跌，年内下跌 11.2%，房地产、非银金融、电力设备、石油石化、商贸零售跌超过 5%。TMT 走势分化，传媒、计算机上涨，电子、通信下跌。内需消费特征的行业走势分化，既有涨幅前列的如美容护理、医药生物、农林牧渔，也有跌幅前列的如商贸零售等行业。

图表 4 申万一级行业指数涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

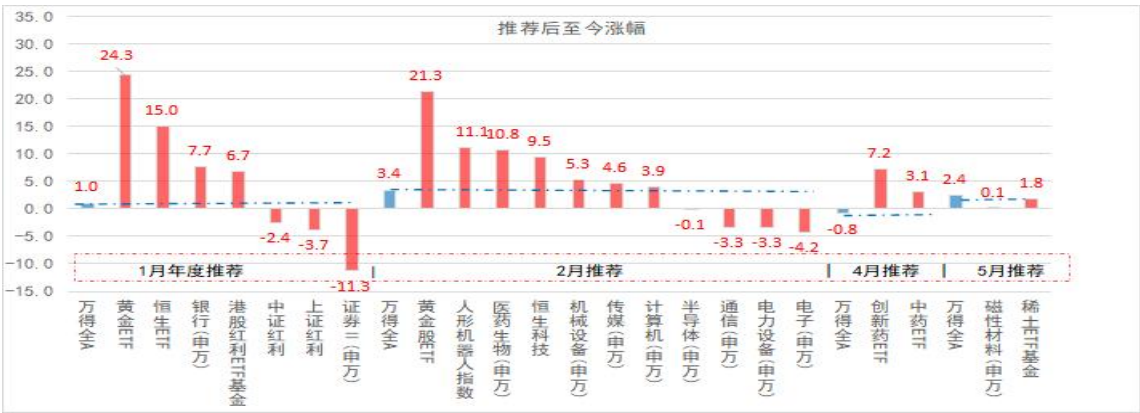
(4) 推荐行业回顾

1-5 月份，累计推荐 22 个行业/板块，累计涨幅为正的 15 个，上涨比例为 68.2%；申万一级行业胜率（51.6%）。截至 5 月 30 日，黄金 ETF、黄金股 ETF 推荐后累计涨幅超过 20.0%，恒生 ETF、人形机器人指数、医药生物涨幅超过 10%，银行、港股红利 ETF、恒生科技、机械设备、创新药涨幅在 5%-10%之间，计算机、传媒、中药 ETF 等涨幅在 0-5%之间。证券推荐后累计跌幅 11.3%，通信、电力设备、电子、上证红利、中证红利推荐后下跌。

5 月份，万得全 A 当月上涨 2.3%，推荐板块多数上涨。4 月份以来推荐方向转入防御风格，其中医药生物、创新药、中药、红利、银行等 5 月多录得 5%以上涨幅。5 月新增推荐的小金属钨、稀土、磁性材料均录得较好表现。

图表 5

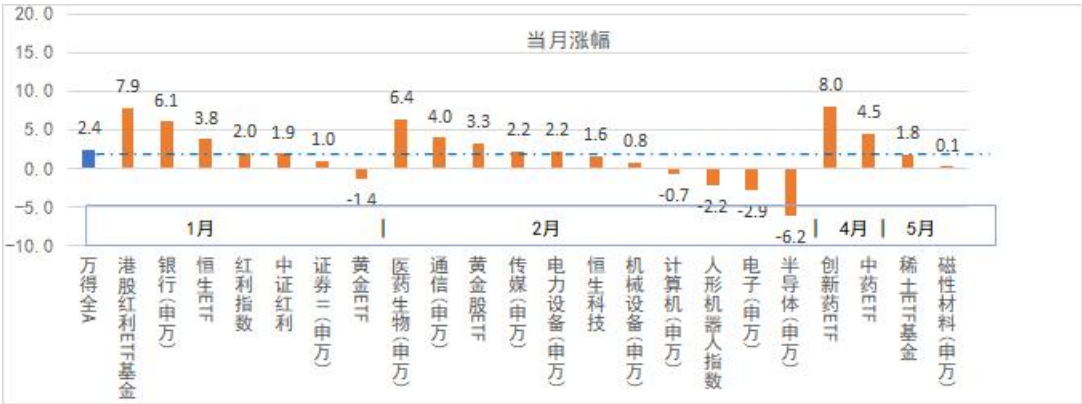
2025 年推荐行业推荐后至今累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 6

2025 年推荐行业 5 月涨幅情况 (%)



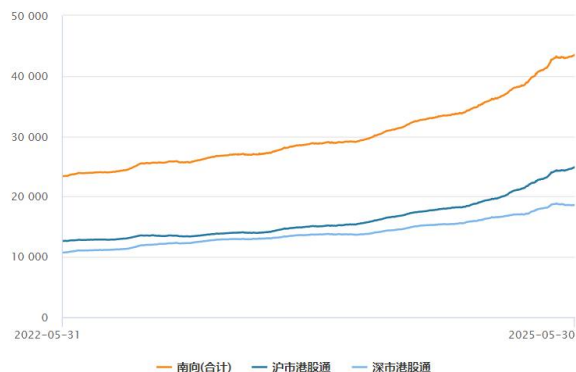
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 资金情况

(1) 南向资金：5月净流入显著收窄，深港通转为净流出

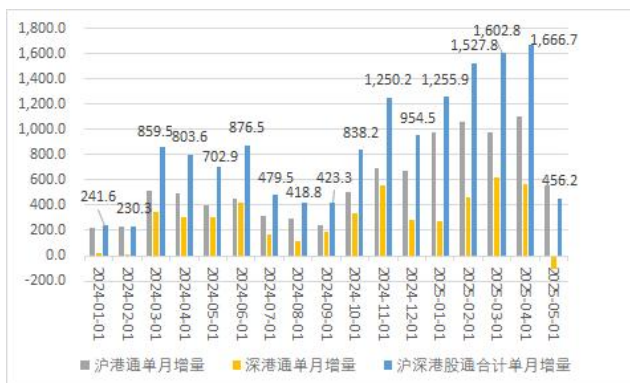
截至5月30日，南向资金累计净流入43487.3亿港元，其中深港通为18606.7亿港元，沪港通为24880.6亿港元。5月份，单月净流入达456.2亿港元，流入规模大幅收窄（2、3、4月单月净流入均超过1500亿港元），且呈分化态势，沪港通单月净流入收窄至559.3亿港元，深港通转为净流出103.1亿港元。

图表7 南向资金累计净流入情况（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况（亿港元）

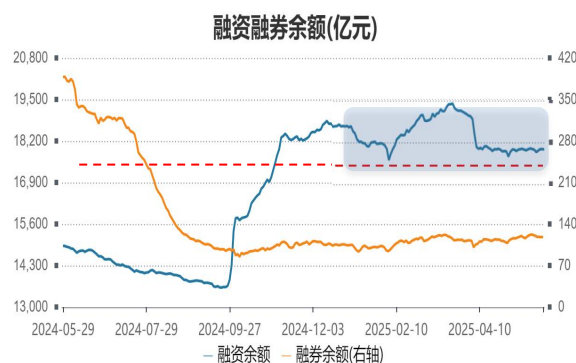


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

融资余额保持平稳，交易活跃度略有提升。截至5月29日，融资余额17975.6亿元，比上月末增加218.7亿元，在4月大幅下降之后5月保持平稳。融券余额117.9亿元，保持低位徘徊状态。融资买入额占A股成交额比例比4月有所提升，5月29日为8.57%，5月日均值（截至5月29日）为8.53%，4月日均值为8.46%，3月日均值为9.21%，2月日均值为9.96%。

图表9 融资融券变动情况（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

4 月份，在外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面下，经济增长保持韧性。其中，出口保持高增速，大超市场预期，货币投放保持强度；但固定资产、消费增速低于预期，价格端延续下滑态势，PMI 指数景气下方修复回升。

1-4 月，固定资产投资累计同比增速 4.0%，低于预期值 4.3%；制造业投资累计增长 8.8%，低于预期值 9.1%；基础设施建设投资累计增长 10.9%，高于预期值 10.0%；房地产投资累计增速-10.3%，低于预期值-10.1%。4 月份，社会消费品零售总额同比增速 5.1%，低于预期值 5.5%；出口增速 8.1%，大幅高于预期值 0.8%；工业增加值同比增速 6.1%，高于预期值 5.2%。

3 月份，PPI 同比下降 2.7%，CPI 同比下降 0.1%，下降幅度略好于预期值。M2 同比增速 8.0%，高于预期值 7.5%；M1 同比增速 1.5%，低于预期值 3.0%。人民币贷款新增 2800 亿元，社会融资新增 11591 亿元，呈季节性回落特征。4 月份，PMI 指数 49.0%，5 月份预期值 49.5%，处于景气区间下方。

图表 11 宏观经济数据概览

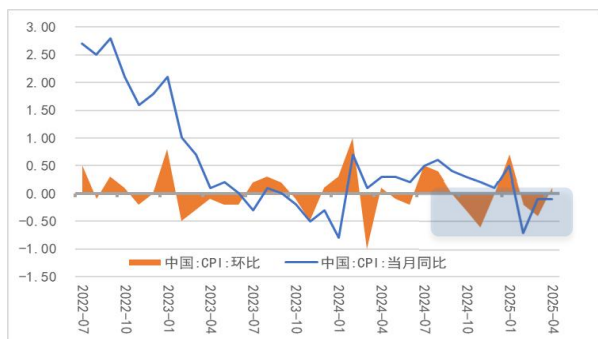
指标	预测值		实际值		4月实际 比预期
	2025-05F	2025-04F	2025-04	2025-03	
GDP:当季(%)	--	--	--	5.4	--
GDP:累计(%)	--	--	--	5.4	--
工业增加值(%)	--	5.2	6.1	7.7	0.9
固定资产投资:累计(%)	--	4.3	4.0	4.2	-0.3
固定资产投资:制造业:累计(%)	--	9.1	8.8	9.1	-0.3
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	--	10.0	10.9	11.5	0.9
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	--	-10.1	-10.3	-9.9	-0.2
社会消费品零售(%)	5.0	5.5	5.1	5.9	-0.4
进口(%)	--	-6.9	-0.2	-4.4	6.7
出口(%)	-0.8	0.8	8.1	12.3	7.4
贸易差额(亿美元)	--	968.7	961.8	1024.2	-6.9
中国制造业采购经理指数(PMI)	49.5	--	49.0	50.5	--
CPI(%)	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.1
PPI(%)	-3.0	-2.8	-2.7	-2.5	0.1
M1(%)	--	3.0	1.5	1.6	-1.5
M2(%)	--	7.5	8.0	7.0	0.5
人民币贷款:新增(亿元)	10000.0	7644.4	2800.0	36400.0	-4844.4
人民币贷款(%)	--	7.4	7.2	7.4	-0.2
社会融资规模:新增(亿元)	--	12637.5	11591.0	58894.0	-1046.5
社会融资规模存量(%)	--	8.8	8.7	8.4	-0.1

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（预测值为 WIND 机构综合预测）

(1) CPI 与 PPI

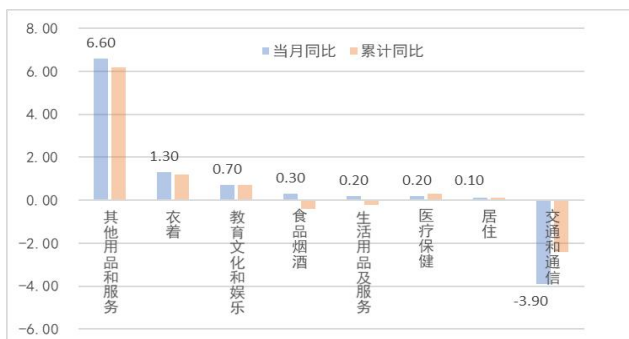
CPI 同比下降。4 月份，CPI 同比下降 0.1%，同比连续三个月下降；环比上升 0.1%，中止了环比两连降态势。4 月 CPI 下降主要受交通工具影响，当月同比下降 3.9%；教育文化和娱乐上涨 0.7%，食品烟酒上涨 0.3%，医疗保健上涨 0.2%，居住上涨 0.1%。1-4 月，CPI 累计同比下降 0.1%，与上月降幅持平。细分项目中，奶类累计同比下降 1.5%，酒类下降 2.0%，猪肉上涨 7.3%；租赁房房租下降 0.1%；交通工具下降 4.1%，交通工具用燃料下降 4.5%，通信工具涨 1.1%；教育服务上涨 1.2%，旅游下降 1.3%；西药下降 1.1%，中药上涨 0.5%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

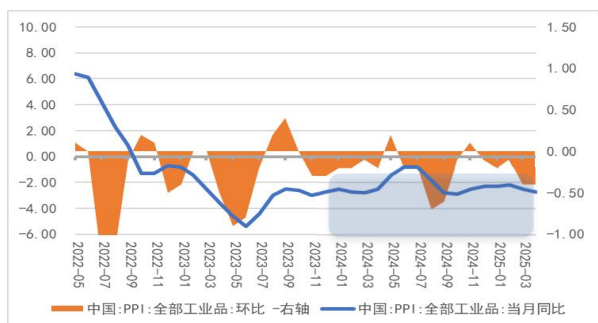
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

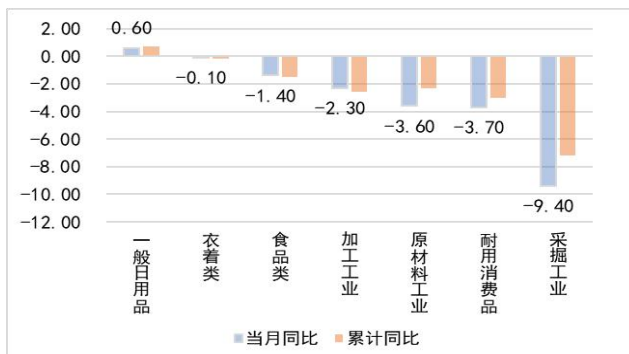
PPI 继续下降。4 月份，PPI 同比下降 2.7%，比上月降幅扩大；环比下降 0.4%，与上月降幅持平。其中，一般日用品同比上涨 0.6%，衣着类下降 0.1%，食品类下降 1.4%，加工工业下降 2.3%，原材料工业下降 3.6%，耐用消费品下降 3.7%，采掘工业下降 9.4%。有色金属价格继续保持较高增速，一季度，有色金属矿采选业累计同比上涨 20.0%，有色金属材料及电线类上涨 10.3%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 8.6%。汽车制造业累计同比下降 3.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.1%，医药制造业下降 1.2%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨 0.2%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



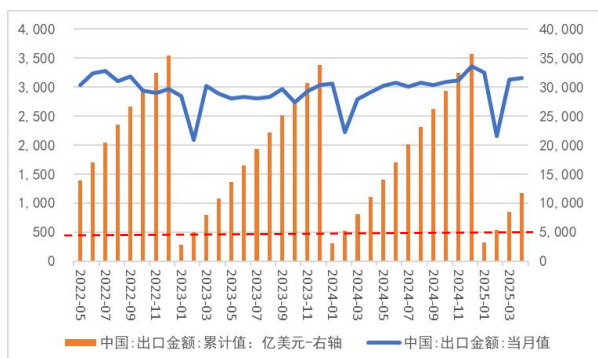
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

出口：出口大超预期。2025 年 1-4 月，我国出口金额累计 11690.6 亿美元，同比增长 6.4%，比上月累计增速提高 0.7 个百分点。4 月当月出口增速 8.1%，对非美国国家出口环比普遍上行，且力度较大，支撑 4 月出口保持韧性；显示中国出口结构持续改善，对美依存度降低；另一方面，与 4 月关税战后转口贸易增加相关。

从主要国别看，按海关口径（美元），1-4 月，对美国出口同比增长-2.5%，前值 4.5%，显示关税战背景下对美直接出口已产生一定影响；对欧盟出口增长 4.9%，前值 3.7%（德国 9.8%，前值 6.0%；法国 1.0%，前值 0.5%）；对日本出口同比增长 4.0%，前值 2.8%；对东盟国家同比增长 11.5%，前值 8.1%（越南 18.1%，前值 16.5%；马来西亚 5.3%，前值 2.1%；泰国 20.6%，前值 17.9%；印度尼西亚 18.4%，前值 11.9%）；对拉丁美洲出口增长 11.5%（巴西-0.5%，前值-2.0%；阿根廷 93.3%，前值 94.9%），前值 9.6%；对印度出口增长 15.8%，前值 13.8%；对俄罗斯出口增长-5.3%，前值-6.3%；对非洲出口增长 15.1%，前值 11.3%。

图表 16 出口金额当月及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比（%）



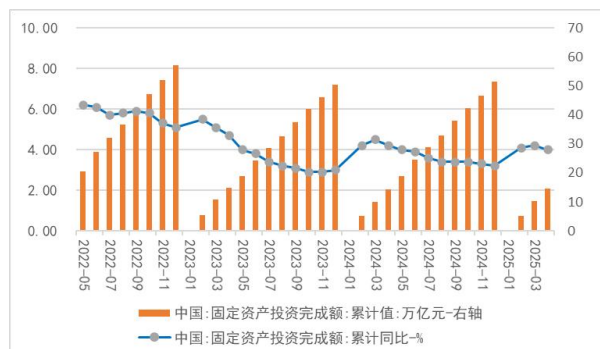
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：固定资产投资增速略有回落，民间投资保持增长态势。2025 年 1-4 月份，中国固定资产投资（不含农户）147024 亿元，同比增长 4.0%，增速环比下降 0.2 个百分点，比去年同期下降 0.2 个百分点。其中，国有控股企业同比增长 6.2%（前值 6.5%），港澳台商投资同比增长达 9.2%（前值 10.8%），保持较高投资强度；民间投资同比增长 0.2%（前值 0.4%），连续两个月保持正增长；外商投资同比增长-11.4%（前值-9.5%），延续下降态势。

细分项目中，基础设施建设投资累计同比增长 10.9%，增速环比下降 0.6 个百分点；制造业投资累计同比增长 8.8%，环比下降 0.3 个百分点。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业累计同比增长 29.6%，前值 37.9%；汽车制造业增长 23.6%，前值 24.5%，通用设备制造业增长 17.9%，前值 17.2%，专用设备制造业增长 8.4%，前值 8.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 16.4%，前值 17.9%，食品制造业增长 16.6%，前值 18.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 25.5%，前值 26.0%；医药制造业增长

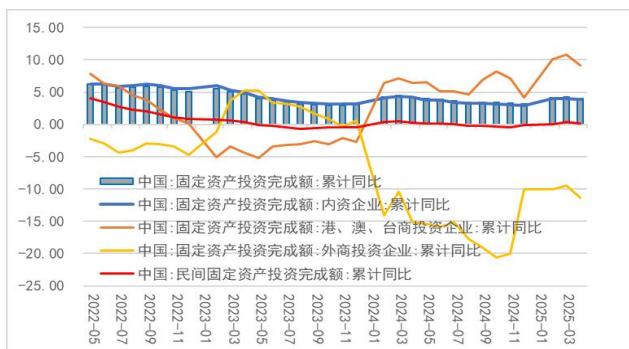
2.6%，前值 4.4%；电气机械和器材制造业增长-7.5%，前值-7.4%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



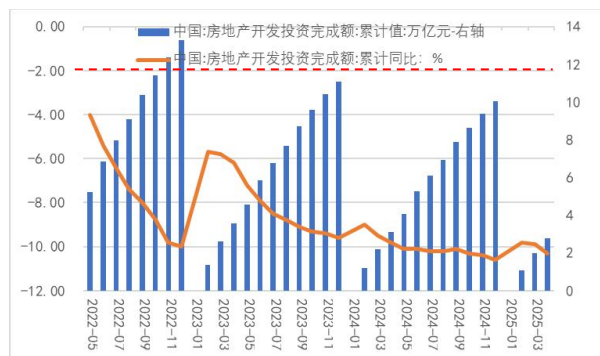
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：国房景气指数小幅回落，信贷投放加力支持。4 月份，国房景气指数 93.86 点，比上月下降 0.09 点，在连续小幅上升 11 个月之后首次回落。1-4 月份，全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%，比上年降幅扩大 0.3 个百分点。其中，住宅投资同比下降 9.6%，办公楼投资下降 16.7%。分区域看，东北地区投资额下降 21.8%，下降幅度最大；东部、中部、西部分别下降 11.7%、9.6%和 4.8%。

房屋新开工面积 1.78 亿平方米，同比下降 23.8%，比上年降幅收窄 0.6 个百分点。商品房销售面积 2.83 亿平方米，同比下降 2.8%，比上年降幅收窄 10.1 个百分点。商品房销售额 2.70 万亿元，同比下降 3.2%，比上年降幅收窄 13.9 个百分点，比 1-3 月降幅扩大 1.1 个百分点。

地产企业资金自筹能力不足，信贷投放继续加力。1-4 月份，房地产开发企业到位资金 32596 亿元，同比下降 4.1%，前值下降 3.7%，比上年降幅（17.0%）显著收窄。其中，国内贷款 5619 亿元，同比增长 0.8%，前值下降 2.3%；自筹资金 10953 亿元，下降 6.8%，前值下降 5.8%；定金及预收款 79583 亿元，下降 3.0%，前值下降 1.1%；个人按揭贷款 4518 亿元，下降 8.5%，前值下降 7.0%。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



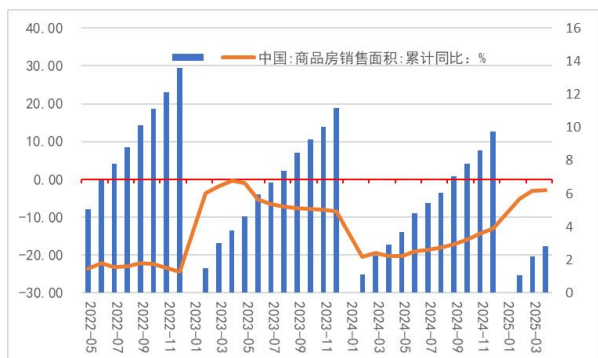
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



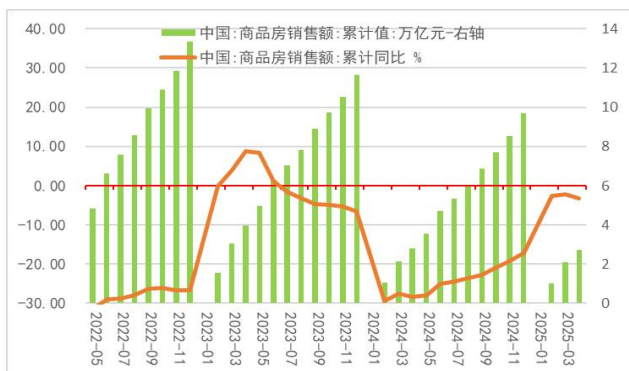
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

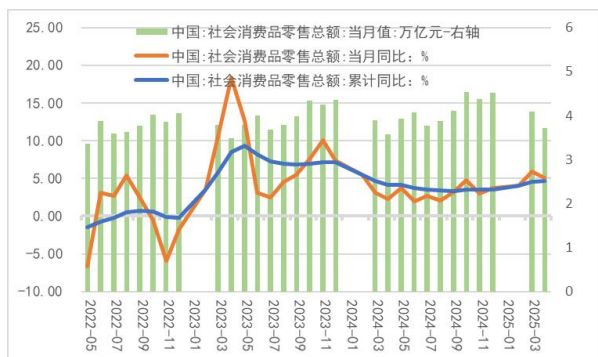
图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

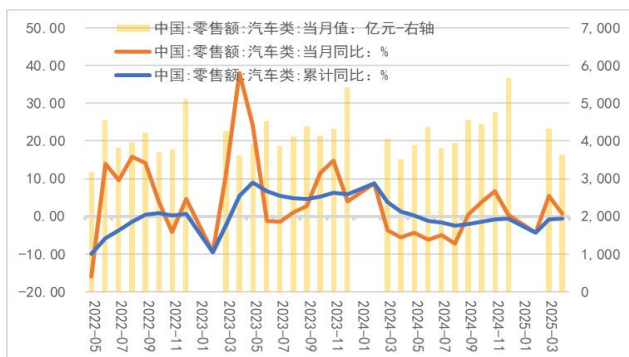
消费：消费增长保持平稳。1-4 月份，社会消费品零售总额 16.18 万亿元，同比增长 4.7%，比上月增速提高 0.1 个百分点，比上年全年增速（3.5%）提高 1.2 个百分点。其中，城镇消费同比增长 4.7%，乡村消费同比增长 4.8%。网上商品和服务零售同比增长 7.7%，比上月增速下降 0.2 个百分点；实物商品网上零售额同比增长 5.8%，比上月增速提高 0.1 个百分点。4 月份，社会消费品零售总额 3.72 万亿元，同比增长 5.1%，比上月增速下降 0.8 个百分点。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

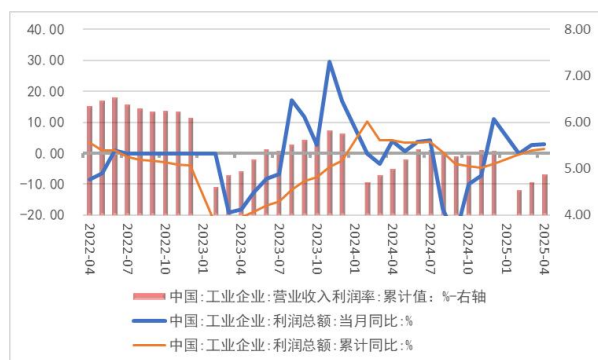
按零售业态分，便利店、专业店、超市销售增速较高。1-4 月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、百货店和品牌专卖店零售额同比分别增长 9.1%、6.4%、5.2%、1.7%和 1.4%。分项看，消费刺激政策持续深化推广，家电音响、通讯器材、家具持续保持较高增长，金银珠宝消费提速。1-4 月份，汽车类销售累计 14840 亿元，同比增长-0.5%，前值-0.8%，汽车消费继续改善；中西药品类增长 2.2%，前值 2.1%；金银珠宝类增长 10.4%，前值 6.9%，增速大幅提高；家用电器和音响器材类增长 23.9%，前值 19.3%；体育娱乐用品增长 24.9%，前值 25.4%；通讯器材类增长 25.4%，前值 26.9%。家具类同比增速持续扩大，前 4 月累计增长 20.2%，前值 18.1%，1-2 月增速 11.7%。

(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2025 年 1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 21170.2 亿元，同比增长 1.4%，前值 0.8%，环比提高 0.6 个百分点；营业收入利润率 4.87%，前值 4.70%，环比提高 0.17 个百分点；工业企业营业收入同比增速 3.2%，前值 3.4%，环比下降 0.2 个百分点；应收账款平均回收天数为 70.3 天，比上月减少 0.6 天，连续两个月改善。4 月末，工业企业应收账款余额 25.86 万亿元，同比增长 9.7%。工业企业亏损企业单位数量 164467 家，同比增加 5633 家；亏损企业亏损额累计 6859.5 亿元，比去年同期减少 226.6 亿元。**整体看，工业企业利润增速、营业收入利润率均呈改善态势，工业企业累计亏损额同比下降，但上述改善主要来自成本费用下降等内部挖潜因素，1-4 月份营业收入增速环比下滑，表明经营向好态势仍待巩固。**

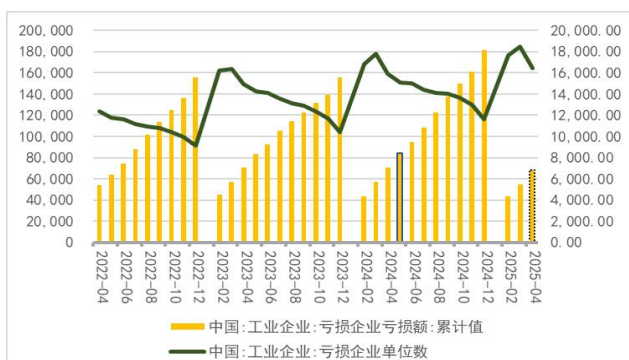
分行业看，电气机械和器材制造业、仪器仪表制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速环比显著提高。1-4 月份，有色金属矿采选业利润总额同比增长 47.8%，前值 62.3%；有色金属冶炼和压延加工业增长 24.5%，前值 33.6%；通用设备制造业增长 11.7%，前值 9.5%；专用设备制造业增长 13.2%，前值 14.2%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业增长 59.2%，前值 59.7%；电气机械和器材制造业增长 15.4%，前值 7.5%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.6%，前值 3.2%；电力、热力生产和供应业增长 5.6%，前值 6.1%；废弃资源综合利用业增长 91.6%，前值 133.9%；仪器仪表制造业增长 22.0%，前值 15.3%；食品制造业利润同比增长 1.1%，前值-0.1%；医药制造业增长-3.3%，前值 0.7%；汽车制造业增长-5.1%，前值-6.2%；造纸和纸制品业增长-23.6%，前值-16.9%；煤炭开采和洗选业增长-48.9%，前值 47.7%；黑色金属矿采选业增长-45.4%，前值-52.8%；家具制造业增长-32.2%，前值-40.1%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业收入利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业亏损企业单位数及其累计亏损额



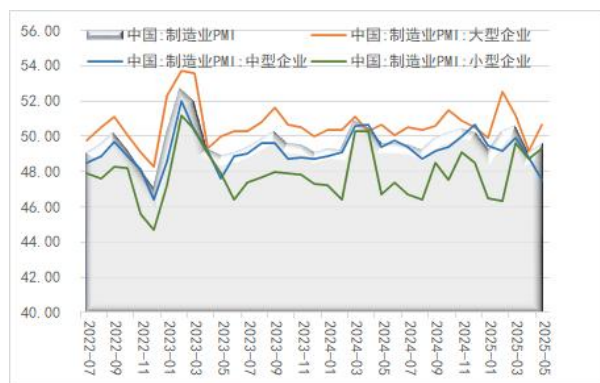
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

制造业 PMI：大型企业 PMI 显著回升，订单情况低位回升。5 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。其中，大型企业 PMI 为 50.7%，上升 1.5 个百分点；中型企业 PMI 为 47.5%，下降 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 49.3%，上升 0.6 个百分点。5 月，新订单指数 49.8%，比上

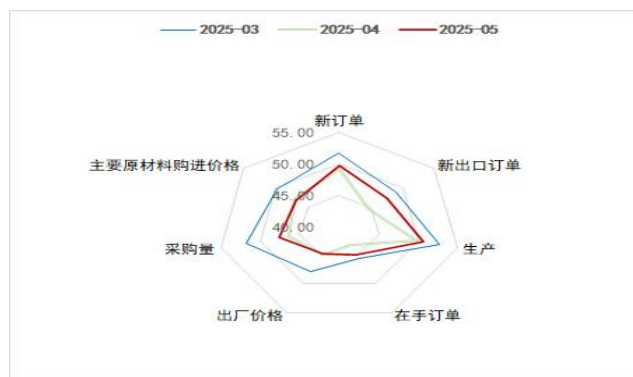
月上升 0.6 个百分点；新出口订单指数 47.5%，上升 2.8 个百分点，在手订单指数 44.8%，上升 1.6 个百分点；生产指数 50.7%，上升 0.9 个百分点；出厂价格指数 44.7%，下降 0.1 个百分点；采购量指数 47.6%，上升 1.3 个百分点；主要原材料购进价格指数 46.9%，下降 0.1 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

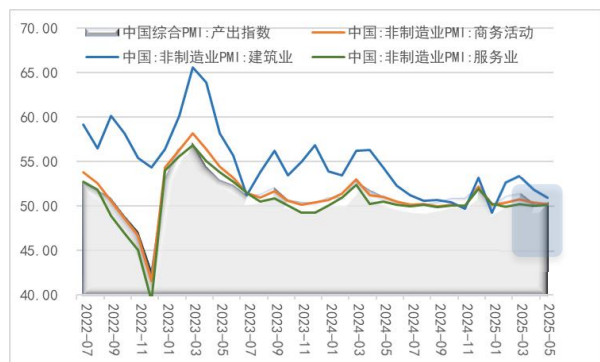
图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

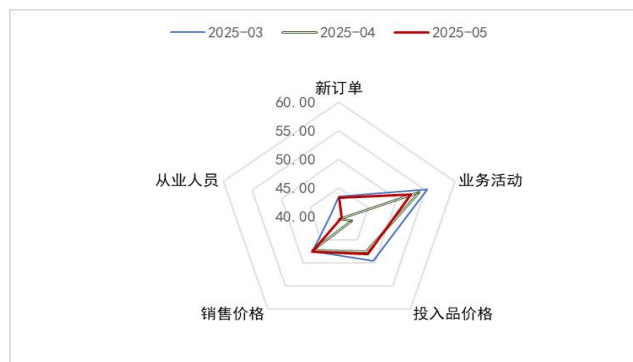
非制造业 PMI：5 月份，非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.1 个百分点。分项目看，非制造业订单指数低位回升。服务业新订单指数为 46.6%，比上月上升 0.7 个百分点。建筑业新订单指数为 43.3%，比上月上升 3.7 个百分点。建筑业投入品价格指数 48.0%，环比上升 0.5 个百分点，销售价格指数 47.5%，环比上升 0.3 个百分点；从业人员指数 39.5%，环比上升 1.7 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

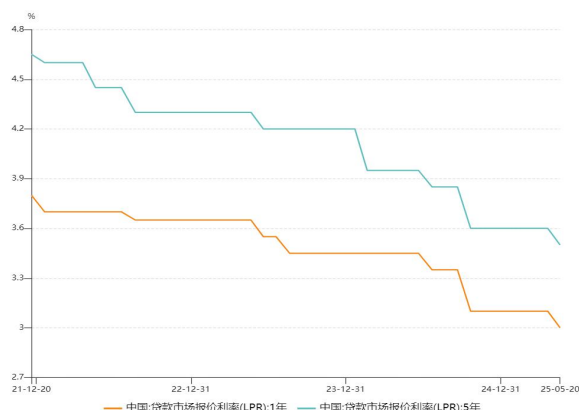
(1) 利率

逆回购利率、贷款利率年内首次下调。5 月 8 日，7 天逆回购利率为 1.40%，年内首次下调 10BP。5 月 20 日，贷款市场报价利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，均下调 10BP。5 月 30 日，

1 年期国债收益率 1.47%，比上月末上升 1BP，比上年末（1.09%）上升 38BP；10 年期国债收益率报收 1.72%，比上月末上升 8BP，比上年末（1.68%）上升 4BP。

在贷款利率下降的背景下，国债收益率并没有同步下降。因中国人民银行的政策重点除了在总量上保持流动性以外，其货币政策不再依赖单一工具，而是不断创新货币政策工具，寻求更有效的结构性工具，在形式上将更加灵活，政策更加具有针对性、开放性和非对称性，对市场内部结构的影响也更加复杂，不能以简单线性思维进行推导。

图表 32 LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）货币投放：政府债券净融资持续多增，非金融机构企业人民币活期存款余额降幅收敛

2025 年 4 月末，M2 余额 325.17 万亿元，同比增长 8.0%，比上月增速提高 1 个百分点；M1 余额 109.14 万亿元，同比上升 1.5%，比上月增速下降 1 个百分点；M1-M2 增速剪刀差-6.5%，比上月扩大了 1.1 百分点。

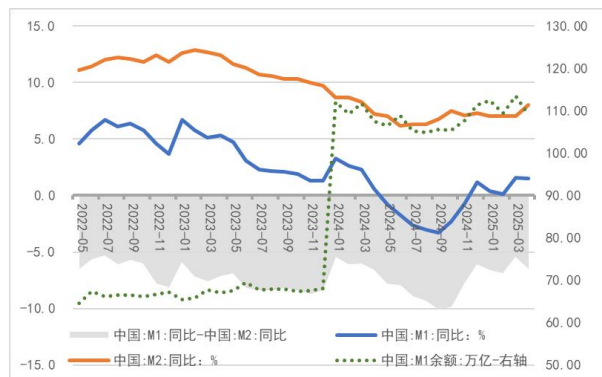
2025 年 1-4 月，社会融资规模增量累计为 16.34 万亿元，比上年同期多 3.61 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.78 万亿元，同比多增 3397 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 1098 亿元，同比多减 2311 亿元；政府债券净融资 4.85 万亿元，同比多 3.58 万亿元（1-3 月同比多 2.52 万亿元），大幅超过 2024 年全年多增的规模（2024 年全年，政府债券净融资 11.3 万亿元，比 2023 年多 1.69 万亿元），充分体现了政策及早发力、持续用力、更加给力的特征；非金融企业境内股票融资 1353 亿元，同比多 404 亿元。

4 月，社会融资当月值 11591 亿元，比上年同期多增 12249 亿元。其中，政府债券当月值 9729 亿元，同比多增 10666 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 391 亿元，同比多增 205 亿元；新增人民币贷款当月值 884 亿元，同比少增 2465 亿元。金融机构口径，4 月，企事业单位中长期人民币贷款同比少增 1600 亿元，企事业单位短期人民币贷款同比少增 700 亿元；居民中长期贷款同比多增 435 亿元。

4 月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为 20.41 万亿元，同比下降 6.74%，比上月降幅收敛

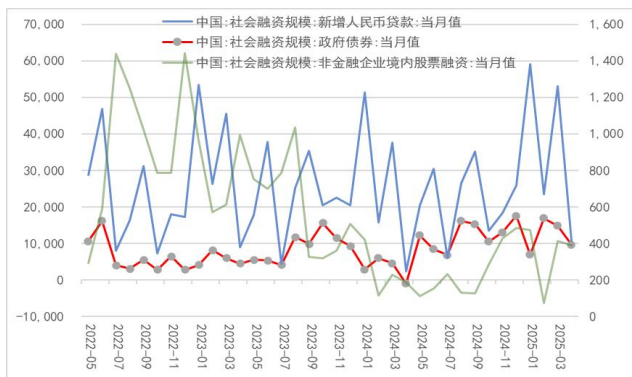
4.5个百分点。4月末，社融口径下，对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.18万亿元，同比下降33.9%，外币贷款规模延续震荡下降态势。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



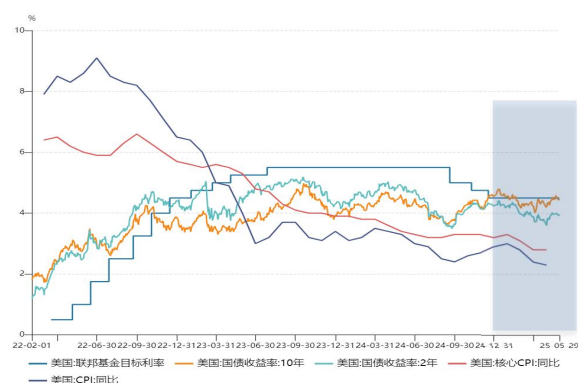
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(3) 美国利率及其他: 鲍威尔重新考虑“平均通胀目标”，向降息方向迈进一步

5月，美国国债收益率上升。5月29日，10年期美国国债收益率为4.43%，比上月末上升26BP，比上年末下降15BP；2年期美国国债收益率3.92%，比上月末上升32BP，比上年末下降33BP。美国联邦基金利率维持4.50%不变。4月，美国CPI同比为2.3%，美国核心CPI同比为2.8%。

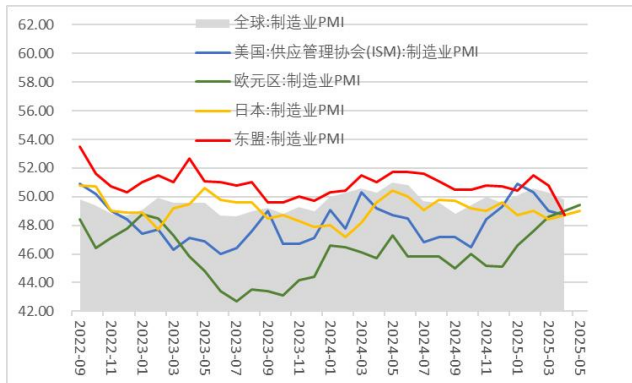
5月15日，美联储主席鲍威尔表示，2020年疫情之后，通胀调整后的“实际”利率上升，可能会影响美联储当前框架的要素。美联储需要重新审视2020年货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，以应对供应冲击加剧及政策不确定性的挑战。这意味着美联储不用过多考虑历史高基数因素，在即期通胀目标达到2%附近时，便具备了降息的可能性，增强了货币政策的灵活性；也意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。5月29日，特朗普在白宫会见了美联储主席鲍威尔，并告诉后者，不降息是一个错误。

图表 36 美联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

2025 年 4 月，全球制造业 PMI 为 49.8%，比上月下降 0.5 个百分点，对等关税政策第一个月，全球制造业下滑至景气区间下方。4 月，东盟国家 PMI 为 48.7%，下降 2.1 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 48.7%，比上月下降 0.3 个百分点。5 月，欧元区制造业 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.4 个百分点；日本制造业 PMI 为 49.0%，比上月上升 0.3 个百分点。

2.3 政策环境分析

5 月，国务院新闻发布会发布多项稳市场、稳预期等政策措施，积极部署做强国内大循环工作，坚持科技创新和产业创新深度融合，加快补齐消费短板，要把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的位置，发挥各地优势加强专业化分工、地区间协作，持续补链强链拓链，增强产业发展韧性。各项政策的制定与实施，具有显著的连贯性、协同性、预防性和集成性等多个特征。

积极应对外部关税谈判，坚决反对贸易和科技霸凌主义，既坚持斗争，也争取合作。5 月 30 日，中国贸促会表示，美国摩根大通集团董事长兼首席执行官杰米·戴蒙访华，表示愿继续深耕中国资本市场。5 月，中国对巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭、沙特、阿曼、科威特、巴林等 9 个国家试行免签政策，便利中外人员往来及经贸文化交流。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心词	主要内容
5月7日，国新办举行新闻发布会	稳市场、稳预期	中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，央行推出三类十项措施，涵盖总量宽松+结构性支持，金监局推出八项新政，多举措稳企业稳经济等。
5月12日，国务院国资委党委召开扩大会议，科学谋划国资央企“十五五”规划	因地制宜发展新质生产力	要科学设定目标，紧扣高质量发展这个首要任务，聚焦提升“五个价值”，科学制定国资央企有进取性的目标，把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的位置，切实优化战略性新兴产业和未来产业布局，加快推进关键核心技术攻关，发挥好科技创新、产业控制、安全支撑作用。
科技部、中国人民银行等七部门印发《加快构建科技金融体系有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》	科技创新	政策举措》围绕发挥创业投资支持科技创新生力军作用、发挥货币信贷支持科技创新的重要作用、发挥资本市场支持科技创新的关键枢纽作用、发挥科技保险支持创新的减震器和稳定器作用、加强财政政策对科技金融的引导和支持、央地联动推进全国科技金融工作和打造科技金融开放创新生态7个方面，提出了15条举措。
5月15日，国务院召开做强国内大循环工作推进会。	做强国内大循环	做强国内大循环重点要体现在四个方面。一是资源要素的高效配置，进一步消除地方保护和市场分割，深化要素市场化配置改革，加快推进全国统一大市场建设。二是科技创新和产业创新的深度融合，加强关键核心技术和前沿技术攻关，推进科技成果产业化应用，打造一批新产业新赛道。三是产业链供应链的自主完备，发挥各地优势加强专业化分工、地区间协作，持续补链强链拓链，增强产业发展韧性。四是供给和需求的动态平衡，加快补齐消费短板，推动经济政策着力点更多转向惠民生、促消费，以消费升级引领产业升级，以优质供给更好满足需求。
5月19日，中国人民银行行长潘功胜主持召开金融支持实体经济座谈会并讲话	稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，抓落实	金融系统要提高政治站位，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，抓好货币金融政策措施的落实和传导，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。要实施好适度宽松的货币政策，满足实体经济有效融资需求，保持金融总量合理增长。加力支持科技创新、提振消费、民营小微、稳定外贸等重点领域。推动金融服务实体经济和银行自身可持续发展的有机统一。
5月20日，《中华人民共和国民营经济促进法》施行	平等对待、平等保护	民营经济促进法作为第一部专门关于民营经济发展的基础性法律，创下了很多个“第一次”。如第一次将坚持“两个毫不动摇”写入法律，第一次明确民营经济的法律地位，第一次在法律中规定“促进民营经济持续、健康、高质量发展，是国家长期坚持的重大方针政策”，充分彰显了党中央促进民营经济发展壮大的坚定决心，进一步向社会表明发展民营经济是党和国家一以贯之并将长期坚持的方针政策。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

三、投资策略

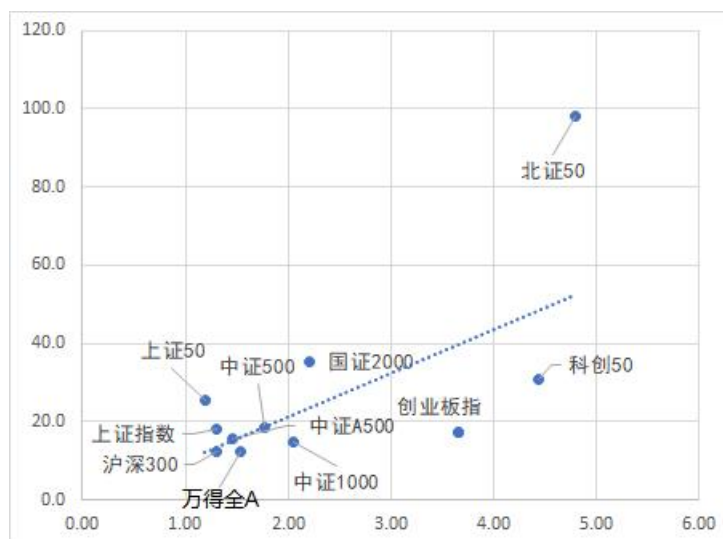
3.1 大盘判断

4 月经济数据出现部分积极信号，PMI 指数低位回稳，订单回升力度较大，工业企业利润增速及利润率环比提升，非银行金融机构企业活期存款同比降幅收敛；另一方面，PPI、CPI 价格端仍然下滑，工业企业营业收入环比下滑，表明企业端经营改善主要基于“量”的因素以及内部成本挖潜和费用控制，这与 5 月消费增速低于预期形成一定印证，也与政策端持续倡导的加快补齐消费短板相印证。在政策加力维稳和中美关税达成初步协议背景下，5 月 A 股震荡走强，估值小幅提升。

未来关税博弈没有预设的剧本，但大国博弈的外部环境没有发生变化，在关税谈判的同时，外部的科技封锁与打压仍在持续进行，这些都给经济、企业经营及证券市场带来不确定性变化。

不过，我国政府既具有逆周期调节的强烈意愿，也具有逆周期调节的强劲能力。5 月 7 日，中国人民银行一次性发布了数量型、价格型、结构性三类共计 10 项货币政策工具，支持经济发展与市场稳定，显示了政策的灵活性、丰富性及预防性，表达了政策逆周期调节的强烈意愿。央行发布《2025 年一季度中国货币政策执行报告》指出，与美国、日本相比，中国政府具有良好的资产负债结构和较高的广义政府净资产率。因此，我国政府具备更好的逆周期调节能力，政策工具箱可以创造出更多结构性工具提高政策的针对性和实效性，这是我们应对百年变局的重要物质基础，也是经济与资本市场稳健发展的坚实后盾。

图表 39 主要宽基指数市净率及分位值



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

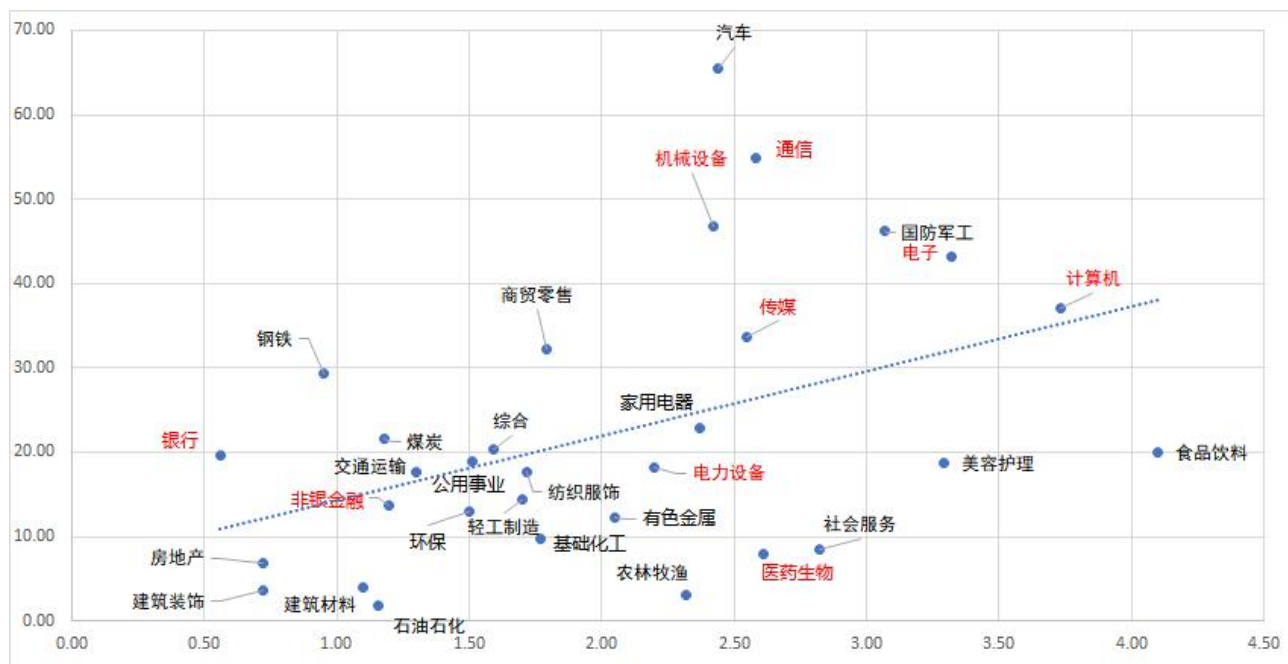
在复杂的格局之下，资本市场未来较长一段时间料保持平稳，呈区间震荡格局，预计上证指数围绕市净率 1.35 倍±10%附近波动。5 月，上证指数市净率摆动范围在 1.29-1.33 之间。5 月 30 日，上证指数报收 3347.49 点，市净率 1.31 倍。主要宽基指数估值低位略有回升。5 月 30 日，万得全 A 市净率 1.54 倍

（4月末为1.50倍），2010年以来分位值12.3%；上证指数市净率1.31倍（4月末为1.28倍），分位值17.9%；创业板指市净率3.66倍，分位值17.4%；上证50市净率1.19倍，分位值25.6%；沪深300市净率1.30倍，分位值12.4%；中证500市净率1.77倍，分位值18.5%；中证1000市净率2.05倍，分位值14.6%；国证2000市净率2.21倍，分位值35.4%；科创50市净率4.44倍，分位值30.6%；北证50市净率4.79倍，分位值98.0%。

3.2 行业配置

资本市场的三大逻辑将长期并存且呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

图表 40 申万一级行业 PB（横轴）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向包括：1）从科技创新角度：行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2）从红利资产或潜在边际改善角度：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物（中药、创新药）、黄金股 ETF、小金属如钨、稀土、稀土永磁（磁性材料）。3）从大类资产配置角度：黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）。维持前期推荐。6 月无新增推荐品种。

6月，建议关注证券板块。证券板块业绩持续改善，2024年度，证券板块归母净利润同比增速16.0%，在124个申万二级行业排名第20位；2025年一季度，板块净利润同比增速上升至80.0%，排名第12位；但今年以来证券板块表现不佳，累计下跌11.3%，排名第121位（倒数第四位）。今年前5个月，A股市场整体表现平稳，证券板块上半年业绩有望延续增长态势。5月30日，证券板块市净率1.24倍，近10年分位值21.31%，仍处于相对较低水平；市盈率18.79倍，分位值23.2%，处于低位水平；股息率1.63%，分位值71.39%，处于较高水位；风险溢价3.65%，分位值89.71%，处于较高水位。整体看，证券板块估值处于较低水位，业绩保持持续增长态势，上半年其市场表现与业绩发生较大背离，或被市场误杀，存在估值修复机会。此外，5月，金融风格领涨，主要受银行板块带动，证券板块表现平平，后续若市场出现维稳需要，证券板块也可能成为重要的增持方向。

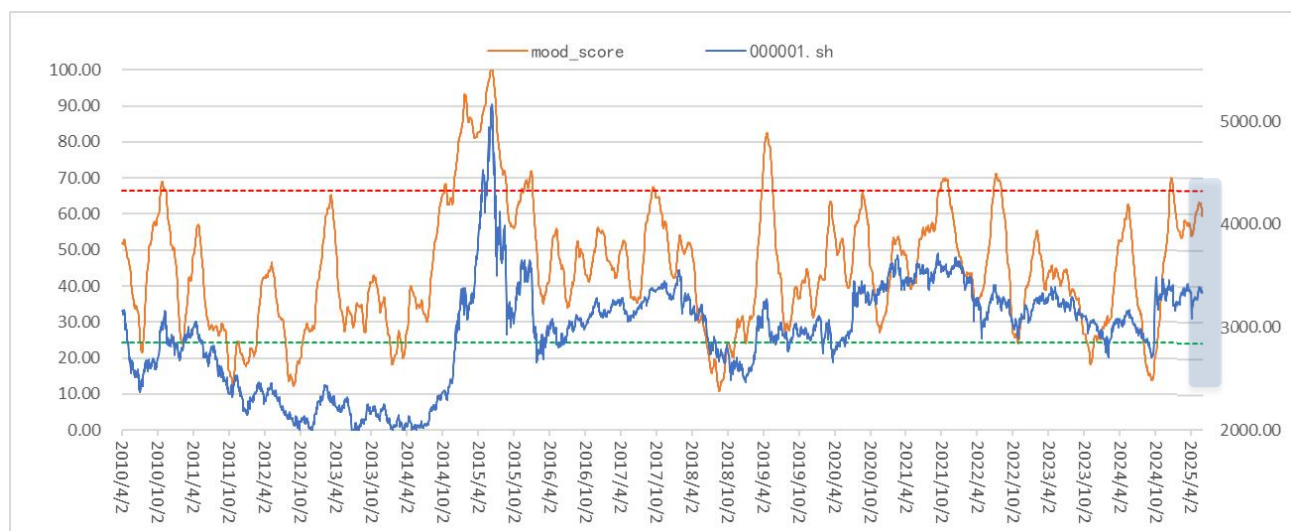
继续关注小金属钨、稀土、磁性材料。

3.3 专题论述

1) 上证指数之情绪指数：情绪整固，指数整理

2025年5月30日，情绪指数为59.53点，2010年4月以来分位值为82.2%，高位保持整理格局。上证指数今年以来窄幅波动，大致围绕3300±200点范围内区间摆动。

图表 41 上证指数/情绪指数 (mood-score) 自高位震荡回落 (2010年4月以来数据)

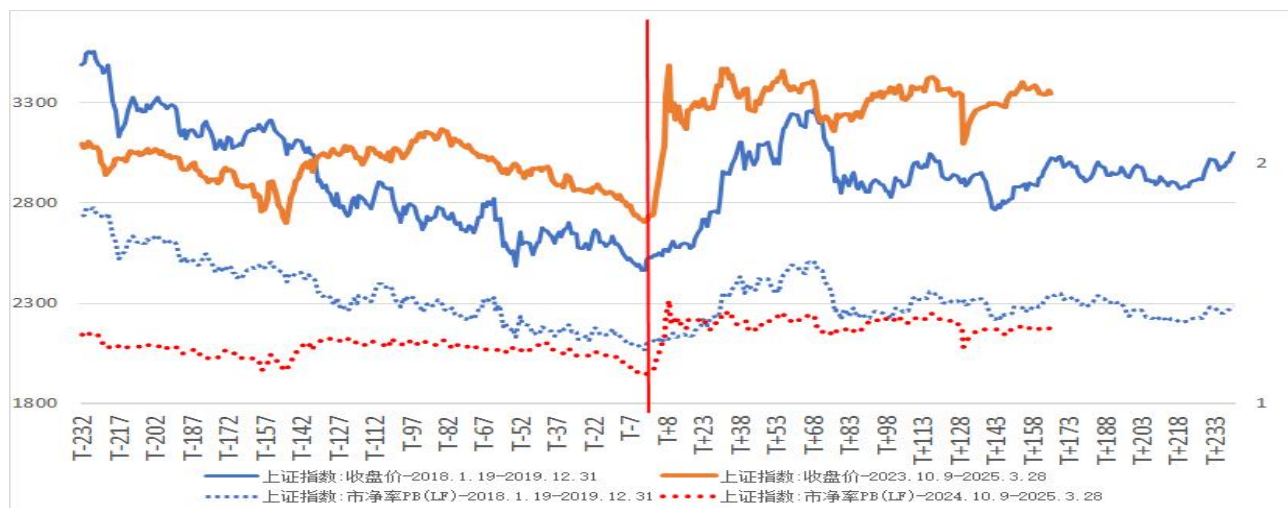


资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（注：绿色虚线为10%分位，红色虚线为90%分位）

2) 2024年“9.24行情”至今走势对比2019年春季躁动后的走势

2024年“9.24”以来的市场走势，基本延续2019年春季躁动行情的图谱，大涨后呈盘局走势，以结构性行情为主。自底部上涨第166日，对应2025年5月30日，上证指数报收3347.49点，市净率1.31倍；对应2019年春季躁动行情的2019年9月9日，上证指数报收3024.74点，市净率1.45倍。

图表 42 上证指数行情对比 (2018.1.19-2019.12.31, T 日 2019.1.4) 与 (2024.10.9-2025.5.30, T 日 2024.9.18)



资料来源: WIND、金圆统一证券研究所

3) 央行一季度中国货币政策执行报告专栏解读: 中国政府债务扩张具有物质基础和持续性

政府广义总资产、总负债、净资产和净负债率是衡量一国财政健康状况的重要指标。合理管理和优化这些指标, 对促进经济稳定增长、提升财政可持续性和社会稳定具有重要意义。

广义总资产是一个国家或地区所有资产的总和, 涵盖政府、企业和居民资产, 反映国家财富总量和经济基础。其对经济发展的影响包括: ①促进投资与增长: 丰富的资产可投入基础设施建设等方向, 提升生产效率, 推动经济增长。②增强经济韧性: 高总资产水平可在经济危机时提供缓冲, 通过资产变现或再投资稳定经济。③吸引外资: 丰富的资产能增强国家吸引力, 促进国际贸易和投资。

广义总负债是一个国家或地区所有负债的总和, 包括政府、企业和居民债务, 反映国家的债务负担和偿债压力。其影响包括: ①推动经济增长: 适度负债可用于基础设施建设、企业扩张和居民消费, 促进投资和消费。②提供公共服务: 政府举债可提供教育、医疗等公共服务, 提升社会福利。③潜在风险: 过高的负债可能导致债务危机, 增加偿债压力, 挤出私人投资, 推高利率, 增加企业和居民融资成本。

净资产率是广义总资产减去广义总负债后的余额与 GDP 的比率, 反映国家的净财富水平和经济健康状况。其意义在于: ①增强信心: 高净资产率表明国家有较强经济基础和偿债能力, 增强投资者和居民信心。②支持财政政策: 高净资产率意味着政府有更大财政空间实施扩张性政策, 促进经济增长。③提升竞争力: 高净资产率可提升国家在国际市场上的竞争力, 吸引外资和技术。

净负债率是广义总负债减去广义总资产后的余额与 GDP 的比率, 反映国家的净债务水平和财政风险。其影响包括: ①推动增长: 适度负债且用于生产性投资可推动经济增长, 为政府应对经济波动提供灵活性。②潜在风险: 过高的净负债率可能导致债务不可持续, 增加财政危机风险, 引发资本外流、汇率波动, 迫使政府采取紧缩性财政政策, 减少公共服务支出, 影响社会福利。

图表 43 广义政府总资产、总负债基本概念

广义政府范围		中央政府：指国家层面的政府机构，负责制定和执行国家政策，管理国家财政。
		地方政府：包括省级、市级、县级等各级地方政府，负责地方事务的管理和财政收支。
		社会保险基金：如养老保险基金、医疗保险基金等，这些基金虽然在形式上相对独立，但其财务状况与政府财政密切相关。
		公共部门：包括国有企业、公共事业单位等，这些机构的债务在一定程度上也可能被视为政府的隐性负债。
广义政府总资产	金融资产	1、货币资金：包括流通中的纸币、铸币、信用货币等。
		2、存款：政府在金融机构的存款，包括财政存款和其他专项存款。
		3、债券：政府持有的各类债券，如国债、地方政府债券等。
		4、持有企业股权：政府持有的国有企业股权等金融资产。
		5、证券投资基金份额：政府持有的各类基金，如股票型基金、债券型基金等。
		6、其他金融资产：包括金融衍生工具、应收预付款等。
	非金融资产	1、固定资产：包括政府用于办公、公共服务等的建筑物、设备等。
		2、在建工程：政府正在建设中的基础设施项目等。
		3、公共基础设施：如公路、桥梁、铁路、机场等。
		4、国有建设用地资产：政府拥有的土地资源等。
		5、无形资产：包括专利权、商标权、版权等。
		6、政府储备物资：如粮食储备、石油储备等。
		7、保障性住房：政府建设或购置的用于保障民生的住房。
	其他资产	1、自然资源：如矿产、水流、森林、山岭、草原、荒地、滩涂等。
2、其他国有资产：包括分布在各类工厂、商店、铁路、银行、公路、邮电、农场、电站等企业中的属于国家所有的资产，以及科学、文教、卫生事业、行政机关、社会团体等单位的房产、物资、设备等资产。		
广义政府总负债	直接债务	1、国债：中央政府发行的债券，用于筹集资金以支持国家的基础设施建设、公共服务等。
		2、地方政府债券：地方政府发行的债券，用于地方基础设施建设、公共服务等。
		3、社保基金缺口：社会保险基金的支出超过收入的部分，需要政府财政进行补贴或弥补。
	间接债务	1、国有企业债务：国有企业在经营过程中产生的债务，虽然名义上是企业的债务，但在某些情况下，政府可能需要承担救助责任
		2、政府担保债务：政府为其他实体（如企业、金融机构等）提供的担保，如果被担保方违约，政府需要承担相应的债务责任。
		3、公共部门债务：公共事业单位等公共部门的债务，这些债务的偿还可能依赖于政府的财政支持。

资料来源：百度、KIMI、金圆统一证券研究所

5月9日，央行发布《2025年一季度中国货币政策执行报告》，其《专栏 5 从政府部门资产负债表视角对比中美日政府债务情况》指出，与美国、日本相比，中国拥有庞大的国有资产和较低政府负债水平，中国政府债务扩张仍有可持续性，这对于加强民生保障、完善收入分配、推动经济转型和动态平衡都有重要意义。

专栏指出，2022 年，美国广义政府部门的总负债相当于 GDP 的 142%。而其所持金融资产仅相当于 GDP 的 23%，美国广义政府部门净负债率为 119%。由于资产端回报率与负债端融资成本大致持平，政府部门基本无法通过资产负债运作获得结构性盈余，债务可持续性在很大程度上依赖于经济增长潜力、赤字控制能力及储备货币地位。

2022 年，日本广义政府总负债规模高达 GDP 的 252%。但日本广义政府部门也持有大量金融资产，总资产规模相当于 GDP 的 134%，净负债规模相当于 GDP 的 119%，与美国相当。日本广义政府部门在净负债的情况下，1997-2023 年间每年实现的净收益达 GDP 的 2.16%，主要因为日本广义政府部门“借短投长”，如日本养老金基金投资了大量海外证券，日本央行持有大量股票型交易所交易基金，且负债成本较低。这种模式暗藏利率与汇率风险，若通胀明显上升或日元大幅贬值，资产端估值可能大幅缩水，带来财政风险。

图表 44 中国、美国、日本 2022 年末广义总资产、总负债及占 GDP 比重情况

国家	广义政府总资产/GDP	广义政府总负债/GDP	净资产率	净负债率	备注
中国	166%	75%	91%	*	净资产率 = $\frac{\text{广义政府部门总资产} - \text{广义政府部门总负债}}{\text{GDP}}$ 净负债率 = $\frac{\text{广义政府部门总负债} - \text{广义政府部门总资产}}{\text{GDP}}$
美国	23%	142%	*	119%	
日本	134%	252%	*	119%	

资料来源：中国人民银行、金圆统一证券研究所

2022 年末中国的广义政府总资产相当于 GDP 的 166%，总负债相当于 GDP 的 75%，净资产约占 GDP 的 91%，与美日明显不同。中国广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，规模相当于 GDP 的 119%，据国际货币基金组织的经济学家估计，这一比例相当于各国平均值的 5 倍以上。根据中国社科院测算，2012-2022 年，国企股权价值年均增速达 13.8%。以上统计还未纳入国有金融资产以及土地、自然资源等。从政府部门资产负债表的角度看，中国政府债务扩张仍有相应的资产支撑。

由上述央行分析报告可见，**由于具有较好的资产负债结构和较高的广义政府净资产率，我国政府既具备逆周期扩张的意愿，也具备逆周期调节的能力。**

正因如此，我国政府部门今年以来通过财政政策、货币政策、产业政策等多种手段，及早发力，持续发力，推动企业发展与居民消费相互促进，推动产业升级，形成经济增长的良性循环。

2025 年伊始，1 月 5 日，国家发展改革委、财政部即发布《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》。通知指出，增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新，将去年的冰箱等 8 类家电产品以旧换新补贴扩展至 12 类，实施手机等数码产品购新补贴，支持家装消费品换新，完善汽车置换更新补贴标准。今年 1-4 月，上述政策有效刺激了消费市场，带动了家电、数码产品、汽车等领域的消费升级，上述产品消费增速持续保持较高水平。

5 月 7 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

中国人民银行一次性发布了数量型、价格型、结构性三类共计 10 项工具，支持经济发展。其中，数量型货币工具包括：降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计向市场提供长期流动性约 1 万亿元；阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5%调降至 0%。将准备金率暂时调节至 0%，货币政策定向宽松力度之大，超出市场预期。

价格型工具包括：一是公开市场 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.5% 调降至 1.4%，带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点。二是下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的 1.75% 降至 1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的 2.25% 降至 2%。三是降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，预计每年将节省居民公积金贷款利息超过 200 亿元。

结构性工具重点支持科技创新。增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元，持续支持“两新”政策实施。创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券。目前有近 500 家市场机构计划发行超过 3000 亿元科技创新债券。

4) 关税博弈没有剧本，但有轨迹可循

在 4 月 2 日美国发布对等关税政策之后一周，橡树资本创始人霍华德·马克斯表示，特朗普政府具有不确定性，一切皆可瞬息万变。所有规则均被推翻。过去 80 年形成的世界贸易的运作方式可能就此改写，其对经济乃至世界整体格局的影响完全无法预测。

全球关税博弈没有预定剧本，参与主体都是编剧之一，短期处于随机变化进程中。

■ 美国向全球发布“对等关税”政策

4 月 2 日：特朗普签署行政令，宣布对多数国家征收 10% 的基准关税，并对部分国家加征“对等关税”。4 月 9 日，美国“对等关税”政策正式落地生效；同日，特朗普表示，已授权对不采取报复行动的国家实施 90 天的关税暂停。他称许多国家都在主动联系美国，希望达成贸易协议。4 月 16 日，白宫网站宣布特朗普最新关税政策，称超过 75 个国家已经主动联系，讨论新的贸易协议。

■ 迄今为止，仅有英国、中国与美国达成初步贸易协议

然而，美国对等关税政策公布至今已近两个月，与美国达成初步贸易协议的国家只有两个。第一个是英国，这符合情理；第二个是中国，大超市场预期。

5 月 8 日，美国和英国宣布达成一项新的贸易协议。这是特朗普对全球贸易伙伴发动广泛的关税战后，达成的首份协议，美国此前对多国加征的 10% 全球关税仍将适用于大多数英国商品。英国政府官员表示，将继续就取消美国实施的 10% 基准关税与美方展开进一步谈判。

5 月 12 日，中美在日内瓦发表联合声明，达成了初步的贸易协定。双方同意建立一个贸易和经济问题的磋商机制。美国将对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区的商品）的额外从价关税税率进行调整。具体而言，暂停 24% 的关税 90 天，保留剩余的 10% 关税。此外，美国将取消 2025 年 4 月 8 日和 4 月 9 日通过行政令 14259 和 14266 加征的额外关税。

中国，采取对等措施，将对美国商品的额外从价关税税率进行相应调整。具体而言，暂停 24% 的关税 90 天，保留剩余的 10% 关税。同时，中国将取消 2025 年 4 月 5 日通过国务院关税税则委员会第 5 号和第 6 号公告加征的额外关税，并采取所有必要的行政措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起对美国采取的非关税反制措施。

■ 美国与欧盟的关税谈判持续反转

5月23日，美国总统特朗普在社交媒体发文称，他建议从6月1日开始对来自欧盟的商品征收50%的关税。他表示，欧盟成立的主要目的就是“在贸易上占美国的便宜”，美国与欧盟的谈判“毫无进展”。因此，他建议从2025年6月1日起对来自欧盟的商品征收50%的关税。如果商品在美国制造或生产，则无需缴纳关税。5月24日，欧盟委员会执行副主席特雷莎·里贝拉曾表示，“这种勒索行为是不能容忍的”，欧盟应该做的是“坚守立场”，但“不要让冲突升级”，“欧盟不会接受完全违背欧洲企业和社会利益的条件”。

5月25日，特朗普在与欧盟委员会主席冯德莱恩通电话后表示，本次与欧盟就关税问题的谈话“非常愉快”，他同意将对欧盟征收50%关税的起征时间从6月1日延至7月9日。

5月30日，特朗普在宾夕法尼亚州举行的一场集会上表示，将把进口钢铁的关税从25%提高至50%；随后他在社交媒体平台上发文表示，该决定从6月4日（周三）起生效。5月31日，欧盟委员会在一份声明中对美国宣布提高进口钢铝关税表示遗憾，并表示欧盟准备采取反制措施。

■ 美国内部对关税政策反复变化

5月28日，美国国际贸易法院出人意料地裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对多国加征关税的行政令属于越权行为，是非法的。法院认为，该法律并未授权总统出台任何全球性关税令、报复性关税令和非法交易相关关税令。该裁决暂停了特朗普对中国征收的30%关税、对从墨西哥和加拿大进口的部分商品征收的25%关税，以及对大多数美国进口商品征收的10%的普遍关税。裁决书要求特朗普政府在10天内完成暂停加征关税措施的程序。

特朗普政府在裁决发布后立即提起上诉，并质疑该法院的管辖权。白宫发言人库什·德赛表示，非民选法官无权决定如何妥善应对国家紧急状态，特朗普政府将动用一切行政权力来应对这场危机。

5月29日，特朗普在其社交媒体平台Truth Social上发长文，抨击了美国国际贸易法院叫停其关税政策的裁决。“美国国际贸易法院的裁决是如此错误，如此政治化！”“正是因为我成功地运用了关税，数万亿美元才开始从其他国家涌入美国”“根据这项裁决，我们国家将损失数万亿美元，而这些钱将使美国再次伟大。这将是作为一个主权国家所面临的最严厉的金融裁决。”

5月29日，美国联邦巡回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关税措施的裁决，恢复实施特朗普政府关税政策。上诉法院表示，在其审议相关动议文件期间，国际贸易法院的判决和永久性禁令将暂时中止，直至另行通知。

由此可见，置身美国对等关税政策博弈的各个国家，以及美国自身内部党派集团之间，均影响和演绎着关税博弈大戏的进程。距离特朗普关税谈判的最后期限7月9日不足40天，后续如何演绎，或正如橡树资本创始人霍华德·马克斯4月份所言，“如果有人认为其知道三个月后的关税税率，我敢打赌他肯定错了——甚至无需知道他预测的具体数值。”“当前局势中充斥着大量前所未有的未知变量，而这有可能演变为我们有生之年最重大的经济变局。这里不存在所谓的预知性，唯有复杂性和不确定性，而我们必须

接受这一事实。”

■ 大国博弈变局不变，美国科技封锁加强

尽管对等关税博弈的具体演变存在不确定性，但大国博弈的变局呈确定性特征。在中国与美国达成关税初步协议的次日，5月13日，美国商务部工业与安全局（BIS）正式发布文件废除拜登政府的人工智能扩散规则，同时发布了三项新的指导政策，进一步加强对全球AI芯片的出口管制，明确指出在世界任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国的出口管制规定，企业可能会受到BIS的执法行动。

美国BIS的这项指导意见彰显了其“长臂管辖”特征，目的是最大程度地限制中国自主研发的AI芯片应用和生态的发展。原本全球企业都能够合规地使用中国的AI芯片，不管该芯片是否使用了美国技术。但是该指导意见则直接将全球企业使用涵盖在3A090规则下的中国AI芯片的行为视为违反美国的出口管制政策，如果未获许可使用，可能会受到BIS的执法行动，包括严重的刑事和行政处罚，直至包括监禁、罚款、丧失出口特权或其他限制。

■ 特朗普施政有章可依

虽然关税博弈没有预设的剧本，特朗普的言论及政策看似疯狂，但其施政方针是有迹可循、有章可依的。被誉为特朗普“新国师”的白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰，2024年11月撰写的《重构全球贸易体系用户指南》（A User's Guide to Restructuring the Global Trading System）（简称“米兰报告”）的报告，是特朗普重要的施政纲领。（参见4月份研究报告《20250422 策略专题：关税博弈下的资产配置策略》）

米兰报告以“美国优先”为原则，提出了系统性解决美国问题的“工具箱”，旨在重塑全球经济与贸易格局，减少贸易逆差，重振美国制造业，提高美国企业的国际竞争力，让其他国家分担美元作为安全储备货币的“成本”，维护美国科技霸权和美元霸权。

具体而言，就是利用关税工具，用来增加美国财政收入、减少美国贸易逆差，保护国内产业；通过弱势美元政策，提高美国产品的出口竞争力；降低能源价格，平抑美国通胀水平，降低美国企业生产成本，增强美国企业竞争力。因此，世界各国可能面临的是一个美国的强势关税政策、弱势美元政策和弱势油价的政策经济环境。

■ 市场运行与特朗普政策的验证

特朗普政府已获得对等关税政策的短期“甜头”。在对等关税实施的4月份，美国海关税收收入达到163亿美元，创历史新高，比3月份大涨86%，比去年同期增长130%；美国当月贸易逆差大幅收窄至876亿美元，远低于市场预估值1430亿美元。

美元持续弱势，特朗普继续施压降息。今年以来，美元指数下跌8.44%至99.32点，4月下旬以来基本运行在100点之下。5月29日，特朗普在白宫告知美联储主席鲍威尔，不降息是一个错误。鲍威尔5月最新表示，美联储需要重新审视货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。

油价持续下挫，欧佩克+增产，国际投行配合唱空。5月30日，ICE布油报收62.61美元/桶，年内下跌16.1%，为今年市场表现最差的大类资产之一。5月3日，沙特等八个欧佩克+成员国联合宣布，6月原油日产量将增加41.1万桶，远高于最初预定的13.7万桶，标志着欧佩克+自2022年实施减产政策以来的显著转向。国际投行给予跟进配合，巴克莱银行在最新报告中将2025年布伦特原油价格预期下调4美元至每桶66美元，2026年则下调至60美元，理由是欧佩克+减产措施加速退出。高盛表达更为悲观的预测，若保持全球经济增长放缓的预测不变，2026年布伦特原油价格或降至每桶40美元区间。

弱势原油背景下，推动下游石油化工产品价格下行，化工产业链价值下降，对化工产业造成负向冲击。5月30日，中国化工品价格指数63.90点，比年初下降14.4%。中国是全球石化产品销售第一大国，据前瞻经济学人研究报告，2023年，中国全球石化产品销售额排名第一，占全球比重的43.0%。

图表 45 特朗普政府的政策偏好、目的及市场验证

政策偏好	市场印证	目的
强势关税政策	1、4月份美国海关关税收入达到163亿美元，创历史新高，3月为87.5亿美元，环比大涨86%；较去年同期的71亿美元更是大幅增加了92亿美元，增幅达130%。 2、美国普查局发布的《经济指标预览》报告显示，4月份美国商品进口额从3月的3444.70亿美元下降至2760.97亿美元，环比暴跌19.8%，创有记录以来的最大降幅。美国4月份商品贸易逆差收窄至876亿美元，市场预估为逆差1430亿美元，前值为逆差1632亿美元。	直接增加美国收入，间接增加美国产品竞争力，间接增加美国投资，减少美国贸易逆差。
弱势美元政策	1、5月30日，美元指数报收99.32点，年内下跌8.44%。 2、特朗普多次催促美联储主席鲍威尔降息，并称其为“太迟先生”。 3、5月15日，鲍威尔最新表示，美联储需要重新审视货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，这意味着美联储降息调整将更多参考即期数据，增强了货币政策的灵活性；也意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。	提高美国产品竞争力，降低美国融资成本。
弱势油价政策	1、5月30日，ICE布伦特原油报收62.61美元/桶年内下跌16.1%。 2、5月3日，沙特阿拉伯、俄罗斯等八个欧佩克+成员国联合宣布，自4月以来连续第二个月加快增产步伐，6月原油日产量将增加41.1万桶，远高于最初预定的13.7万桶，标志着欧佩克+自2022年实施减产政策以来的显著转向。 3、据国际能源署数据，即便欧佩克+保持现有产量，全球市场在2025年也将进入供给过剩局面。路透社援引消息人士的报道称，如果成员国仍然不能改善减产配额的遵守情况，欧佩克+在7月份还会将日产量再增加41.1万桶。	降低美国通胀，降低美国企业经营成本。

资料来源：WIND、华尔街见闻、中国石油新闻中心、腾讯网、券商中国、金圆统一证券研究所

■ 中国强力反制，持续斗争

关税博弈背景下，其他各国加强合作，以斗争求发展则形成多维协同，保护全球多边贸易体系，避免单边霸凌主义。4月4日，中国迅速且果断地公布了一系列反制措施，成为世界上第一个反制美国“对等关税”的国家。

5月21日，中国商务部发布一份声明，谴责美国BIS的这项指导意见是典型的单边霸凌和保护主义做法，严重损害全球半导体产业链供应链稳定，剥夺其他国家发展高科技产业的权利。同时警告，针对任何组织和个人执行或协助执行美国对中国先进计算芯片（包括科技巨头华为的产品）的限制措施，中国将会对其采取法律行动。

与此同时，中国严厉打击稀土等战略矿产走私活动。5月9日，国家出口管制工作协调机制办公室组

织商务部、公安部、国家安全部、海关总署、最高人民法院、最高人民检察院、国家邮政局等部门在广东省深圳市召开打击战略矿产走私出口专项行动现场会，部署各项具体工作。

会议指出，加强战略矿产资源出口管制事关国家安全和利益。国家对镓、锗、锑、钨、中重稀土等战略矿产实施出口管制以来，部分境外实体与境内不法人员相互勾结，不断翻新走私出口手法，试图逃避打击。为避免战略矿产非法外流、遏制走私势头、切实维护国家安全，同时促进合规贸易、保障供应链稳定，打击战略矿产走私出口成为当前迫切且重要的工作任务。

自4月4日中国宣布对7类中重稀土相关物项实施出口管制后，海外稀土金属价格在数周内达到了创纪录的高位。据《日经亚洲》（Nikkei Asia）报道，截至5月1日，欧洲镓价已自4月初以来上涨两倍，达到每公斤850美元（约6180.6元人民币）。钽价则从每公斤965美元（约7016.9元人民币）上涨至3000美元（约21814.1元人民币），累计涨幅超210%。两者均录得2015年5月以来最大月度涨幅和最高价格。

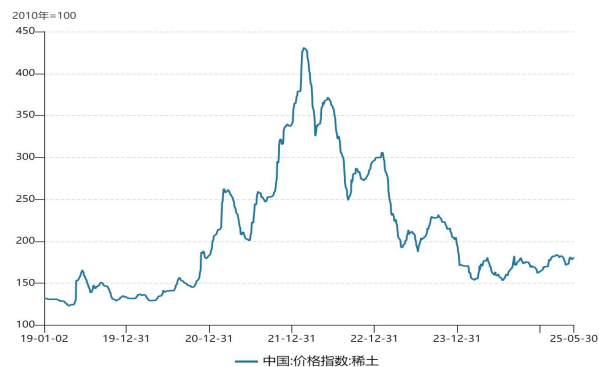
截至5月30日，中国稀土价格指数报收180.7点，比上月末上涨4.6%，比上年末（163.80点）上涨10.3%，处于温和上涨状态。黑钨精矿报收16.90万元/吨，5月大幅上涨13.0%，比2023年末（12.20万元/吨）上涨38.5%。此前4月3日，自然资源部下达通知，2025年度第一批钨矿（三氧化钨含量65%）开采总量控制指标为58000吨，较2024年度第一批指标减少4000吨。

图表 46 钨价创出历史新高



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 47 中国稀土价格指数小幅收涨



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或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决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：

厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：

深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：

上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：

北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室