

金融市场分析周报

(2025.05.19-2025.05.23)

报告摘要

- **宏观数据：稳增长政策效果减弱叠加中美贸易冲突影响，主要经济指标分化，内需整体较疲软。**4 月，工业增加值同比增长 6.1%，较 3 月下降 1.6 个百分点；消费同比增长 5.1%，较 3 月下降 0.8 个百分点；1-4 月投资累计同比增长 4%，较 1-3 月放缓 0.2 个百分点；此前公布的出口同比增速下行 4.2 个百分点至 8.1%。整体看，供给端和外需具有一定韧性，但消费和投资等内需指标仍弱，此前公布的金融数据也表明居民和企业的融资需求不强，对经济预期不乐观，未来政策强度应继续加大，拉动消费和投资成为关键。
- **资金面分析：税期央行增大投放，资金价格维持平稳；月末逆回购到期额环比回升，关注央行公开市场投放情况。**本周央行公开市场共开展了 9460 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 4860 亿元逆回购到期，同时本周央行公开市场还进行了 5000 亿元 MLF 操作和 2400 亿元国库现金定存操作，本周央行公开市场全口径净投放 12000 亿元。央行增大投放，税期资金价格维持平稳。下周一为税期最后一天，随税期结束，叠加月末财政走款，一定程度可能对资金面紧张程度有所缓解。但同时月末来临，本次跨月与端午节小长假叠加，资金面面临的季节性压力仍然存在。下周政府债净融资额环比回落，预计对于资金面冲击相应有所减少。本周央行增大投放后，下周逆回购到期额环比上行，叠加政府债融资需求降低，央行对于资金面支持意愿存在环比回落可能，其公开市场投放情况仍然关键。
- **利率债：4 月经济数据不弱，好于此前 PMI 数据的表征。**尽管对等关税超出预期，但抢出口对生产数据仍有支撑，工增好于预期，服务业生产基本稳定；投资有所回落，基本在季节性规律之内，需关注关税对制

主要数据

上证指数	3340.687
沪深 300	3839.3969
深证成指	10029.1114

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

4 月经济展现韧性，5 到 7 月的经济走势决定政策节奏 —2025-05-26
金融市场分析周报 —2025-05-22
4 月经济韧性较强，后续政策节奏仍是关键 —2025-05-22

制造业投资的影响、以及财政规模小幅收敛的后续演绎。消费略有回落，一定程度反映价格影响，同时地产投资仍有惯性、销售端收敛、房价走势值得关注。对债券市场而言，短期内关税缓和、基本面预期上修、资金面收敛，债市收益率或有小幅上行压力。但基本面中期趋势仍不清晰，资金面回到 2-3 月偏紧状态概率不高，债市或难摆脱震荡格局。

- **权益市场：本周市场整体下跌，周期风格表现较强。**上证指数（-0.57%）、深证成指（-0.46%）、沪深 300（-0.18%）、科创 50（-1.47%）、创业板指（-0.88%）、中证 500（-1.10%）、中证 1000（-1.29%），均表现较弱。行业风格上，周期风格表现较强，上涨 0.15%，成长风格表现较弱，下跌 1.50%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、综合、有色金属表现较强，分别上涨 1.78%、1.41%、1.26%；计算机、机械设备、通信表现较弱，分别下跌 3.02%、2.48%、2.31%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11733.34 亿元，较上周减少 929.33 亿元。展望未来，特朗普执政风格的高度不确定性，美债风险仍未缓解，这两大问题重新成为市场焦点，5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期或将告一段落。未来若全球金融市场波动加剧，在中国政府维护金融市场稳定政策下，中国资产整体波动率或更低，有望成为全球资本的避风港。结构上，红利板块仍存在较高配置价值。
- **美元指数分析：穆迪下调美国主权评级，本周美元指数大幅下行。**近期穆迪下调美国主权信用评级至 Aa1，称其债务及利息负担加重。受此影响，本周美元指数大幅下行。本周部分美国经济数据公布，其中美国 5 月份制造业 PMI 数据升至 52.3，服务业 PMI 初值 52.3，显示出美国经济 5 月份仍具有一定韧性。美联储方面，美国最高法院 5 月 22 日裁定，特朗普无权随意罢免美联储主席鲍威尔，该判决一定程度缓解了市场对于美国政府过多影响货币政策的担忧。此外本周多位美联储官员发言，整体表示目前美国政府的关税政策对美国经济及通胀走势带来了额外的不确定性，未来降息路径仍需观察。整体来看，虽然本周经济数据及美联储表态对美元起到支持作用，但穆迪下调美国主权评级影响下，美元指数仍大幅下行。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹,
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超
预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

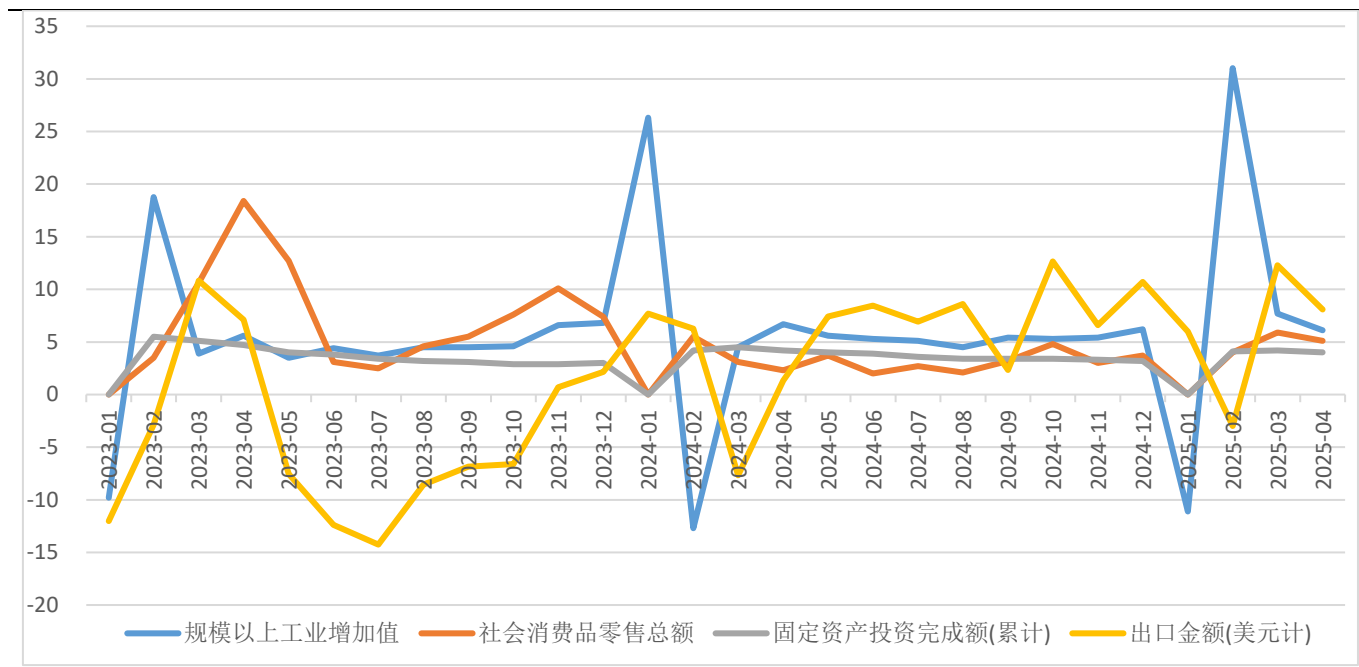
一、 本周重点经济	5
1.1 稳增长政策效果减弱叠加中美贸易冲突影响，主要经济指标分化， 内需整体较疲软	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：税期央行增大投放，资金价格维持平稳；月末逆回购 到期额环比回升，关注央行公开市场投放情况	8
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场大额净回笼，虽进入税期，但 资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率 整体下行	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：全球市场波动或将加剧，中国资产有望成为避风港	13
3.2 美元指数分析：穆迪下调美国主权评级，美元指数本周大幅下行 .	14

一、 本周重点经济

1.1 稳增长政策效果减弱叠加中美贸易冲突影响，主要经济指标分化，内需整体较疲软

受中美互加“对等关税”影响，主要宏观经济指标不同程度走弱，内需仍然较疲软，但生产端和出口表现出较强韧性，说明事件对经济主体的影响主要是预期性的。4月，工业增加值同比增长6.1%，较3月下降1.6个百分点，超出市场预期；社会消费品零售总额同比增长5.1%，较3月下降0.8个百分点，不及市场预期；1-4月固定资产投资累计同比增长4%，较1-3月放缓0.2个百分点，不及市场预期；此前公布的4月出口同比增速下行4.2个百分点至8.1%，超出市场预期。

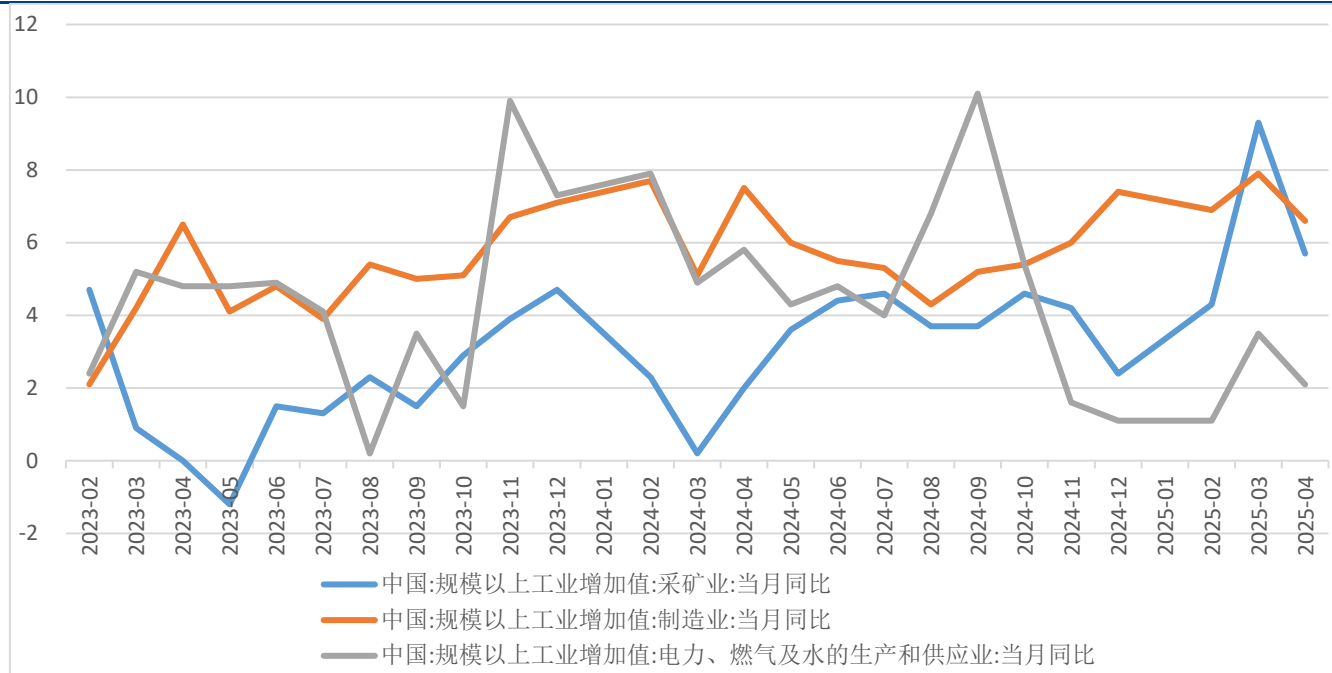
图1：4月工业增加值和出口具有韧性，消费和投资走弱（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

一揽子稳经济政策尽管继续发挥效力但效果减弱，工业生产增速出现一定回落。4月，规模以上工业增加值同比增长6.1%，较3月回落1.6个百分点；环比看，工业增加值增长0.22%，较3月下降0.22个百分点，表明工业生产增速边际放缓。从三大工业门类看，制造业仍是工业增加的主要拉动力，4月其增加值同比增长6.6%，较3月放缓1.3个百分点，采矿业同比增速大幅回落3.6个百分点至5.7%，电力、燃气及水的生产和供应业增速回落1.4个百分点至2.1%。41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，其中原材料行业表现分化，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油和天然气开采业同比分别增长6.3%、5.8%、4.3%，增速均较3月大幅回落，但有色金属冶炼及压延加工业增速则加快1个百分点至7.5%；计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业分别增长10.8%、9.2%，均较3月回落2.3个百分点。

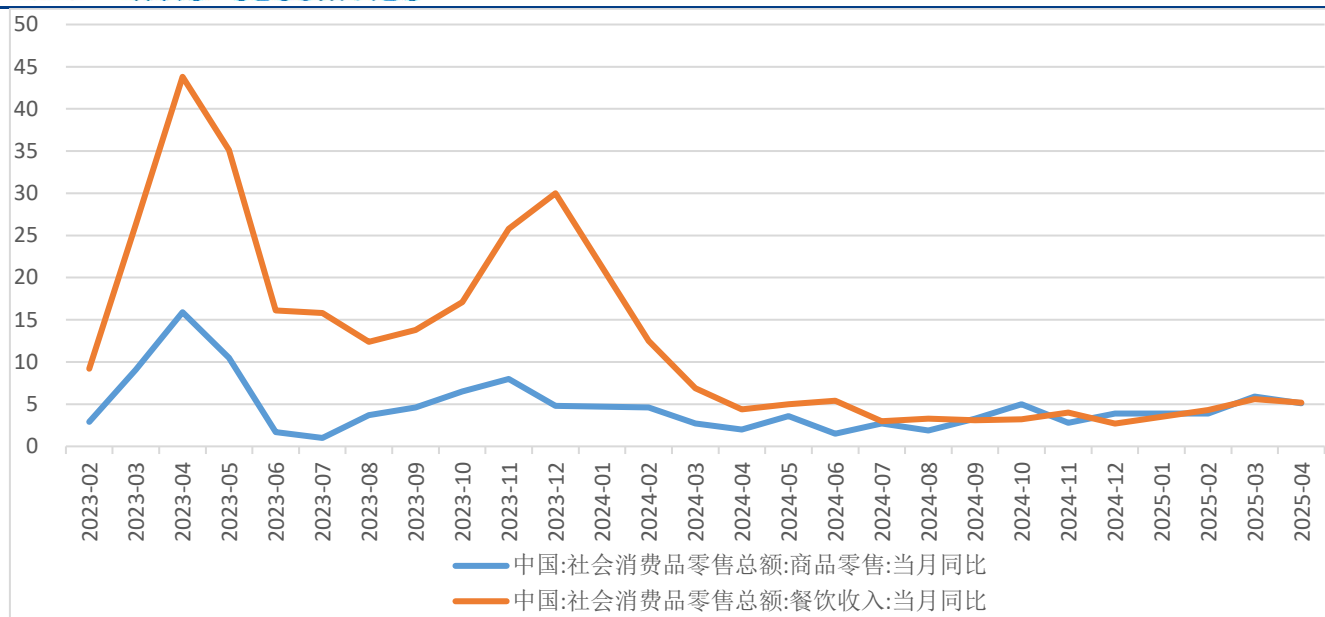
图2：4月三大工业增加值同比增速均回落，制造业仍是主要拉动力（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所

受以旧换新政策持续推动, 家电类、通讯器材类商品消费出现较快增长, 但汽车类消费持续低迷, 拖累消费整体表现。4 月, 社会消费品零售总额同比增长 5.1%, 较 3 月下降 0.8 个百分点; 环比看, 社会消费品零售总额增长 0.24%, 较 3 月下降 0.23 个百分点。从消费类型看, 4 月商品零售、餐饮收入同比增速均放缓, 商品零售同比增速下行 0.8 个百分点至 5.1%, 餐饮收入同比增速下行 0.4 个百分点至 5.2%。从主要消费商品看, 属于必需品中的粮油食品类同比涨幅加快 0.2 个百分点至 14; 属于可选消费品的化妆品类消费同比涨幅扩大 6.1 个百分点至 7.2%, 金价连创新高推动金银珠宝类消费同比涨幅大幅加快 14.7 个百分点至 25.3%; 出行相关的服装鞋帽消费同比下降 1.4 个百分点至 2.2%, 国际油价下行拖累石油及制品类消费同比降幅扩大 3.8 个百分点至 5.7%; 家用电器和音像器材类、文化办公用品类商品零售额同比分别增长 38.8%、33.5%, 家具类和通讯器材类消费同比增速分别为 26.9%和 19.9%; 汽车类消费相对低迷, 同比增速大幅放缓 4.8 个百分点至 0.7%; 房地产相关消费改善, 建筑及装潢材料类消费同比增速转正, 上升 9.8 个百分点至 9.7%。

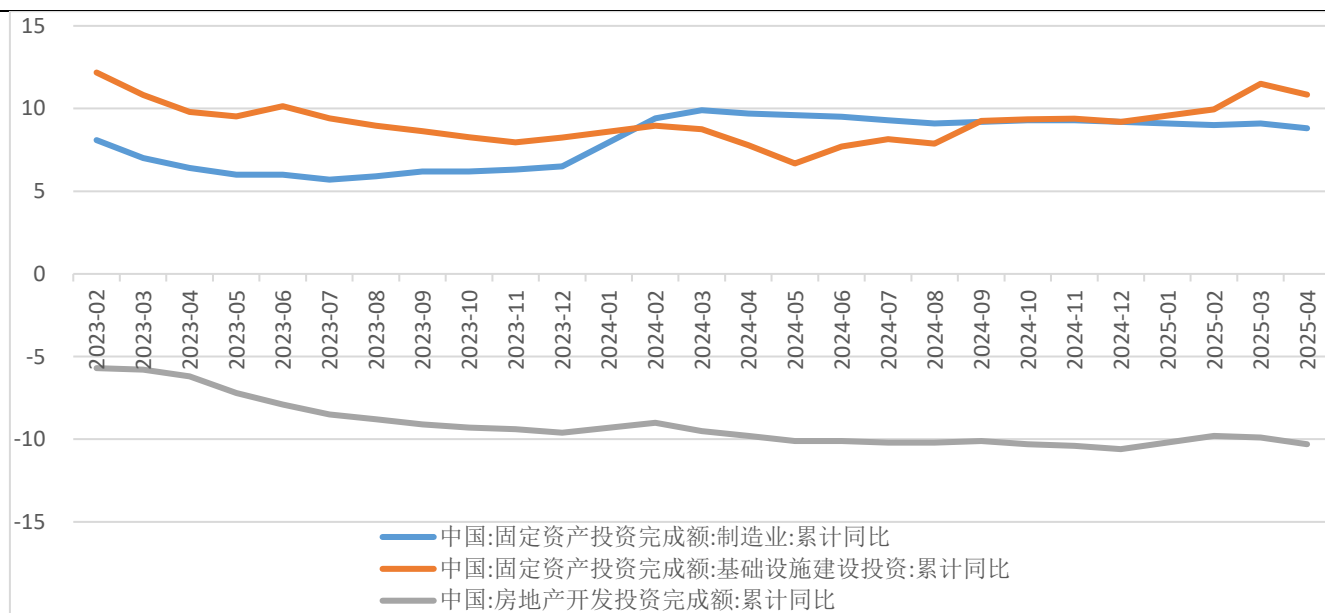
图 3: 4 月商品零售、餐饮收入同比增速均放缓 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

制造业、基础设施投资同比增速高位回落, 房地产投资降幅扩大, 拖累投资增速小幅放缓。1-4 月, 全国固定资产投资累计同比增长 4%, 较 1-3 月下降 0.2 个百分点; 边际上环比看, 4 月增速放缓 0.09 个百分点至 0.10%, 表明投资增长内在动能走弱。从三大投资领域看, 1-4 月基础设施投资累计同比下降 0.65 个百分点至 10.85%, 中美关税摩擦导致制造业投资累计同比增速放缓 0.3 个百分点至 8.8%, 房地产市场继续低迷, 开发投资同比下降 10.3%, 降幅扩大 0.4 个百分点。

图 4: 1-4 月制造业、基础设施投资增长高位回落, 房地产投资降幅扩大 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 本周国内 4 月份经济数据公布。国家统计局发布数据显示, 今年 4 月份, 全国规模以上工业增加值同比

增长 6.1%，服务业生产指数增长 6%，社会消费品零售总额增长 5.1%。1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4%，扣除房地产开发投资后增长 8%。数据还显示，4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，比上月下降 0.1 个百分点；1-4 月全国房地产开发投资同比下降 10.3%，新建商品房销售面积下降 2.8%。

2) 本周 LPR 及多家银行存款利率相应下调。其中 1 年期 LPR 降至 3%，5 年期以上降至 3.5%，均下降 10 个基点，为去年 10 月以来首次下调。与此同时，国有六大行及部分股份行启动年内首次人民币存款利率下调，对活期、定期、通知存款利率下调幅度在 5 到 25bp 之间，其中一年期存款首次跌破“1%”。多家国有银行大额存单利率也同步下调，部分期限降幅高达 35bp。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期央行增大投放，资金价格维持平稳；月末逆回购到期额环比回升，关注央行公开市场投放情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净净投放 12000 亿元

本周央行公开市场共开展了 9460 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 4860 亿元逆回购到期，同时本周央行公开市场还进行了 5000 亿元 MLF 操作和 2400 亿元国库现金定存操作，本周央行公开市场全口径净投放 12000 亿元。下周央行公开市场将有 9460 亿元逆回购到期，其中下周一至下周五分别到期 1350 亿元、3570 亿元、1570 亿元、1545 亿元、1425 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	430	1800	920	645	1065
7 天	1350	3570	1570	1545	1425
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	5000
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	2400	0	0	0
净投放	920	4170	650	900	5360

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：央行增大投放，税期资金价格维持平稳。本周税期临近，本周四为缴税申报截至日，本周五、下周一缴税走款。受税期影响，本周资金价格存在一定上行压力。本周利率债融资额虽然环比回落，但仍然位于近期偏高位置。面对较大的资金需求压力，本周央行转为净投放，通过逆回购、国库现金定存及 MLF 方式，共净投放资金共 12000 亿元，一定程度对冲了资金需求压力。央行支持下，本周一资金价格有所回落，后半周受

税期影响相应反弹。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.6119%，R007 加权平均升至 1.6266%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.6700%，GC007 加权平均升至 1.7110%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.5815	1.5556	1.5426	1.5255	1.6119
	R007	1.6374	1.5986	1.5884	1.5777	1.6266
	R014	1.7078	1.6786	1.6623	1.6434	1.6765
	R021	1.7129	1.6869	1.6880	1.6730	1.6818
	R1M	1.6829	1.6484	1.6253	1.6468	1.7861
上交所协议回购	206001	1.9140	1.8220	1.8140	1.8310	
	206007	1.8800	1.8740	1.8600	1.8310	1.8750
	206014	2.5310	2.4390	2.3600	2.2860	2.4680
	206021	3.2310	3.4930	3.8450	3.4570	3.0020
	206030	3.5500	2.4530	4.0030	2.5260	2.1740
利率互换定盘：1Y	FR007	1.5555	1.5552	1.5581	1.5501	1.5575

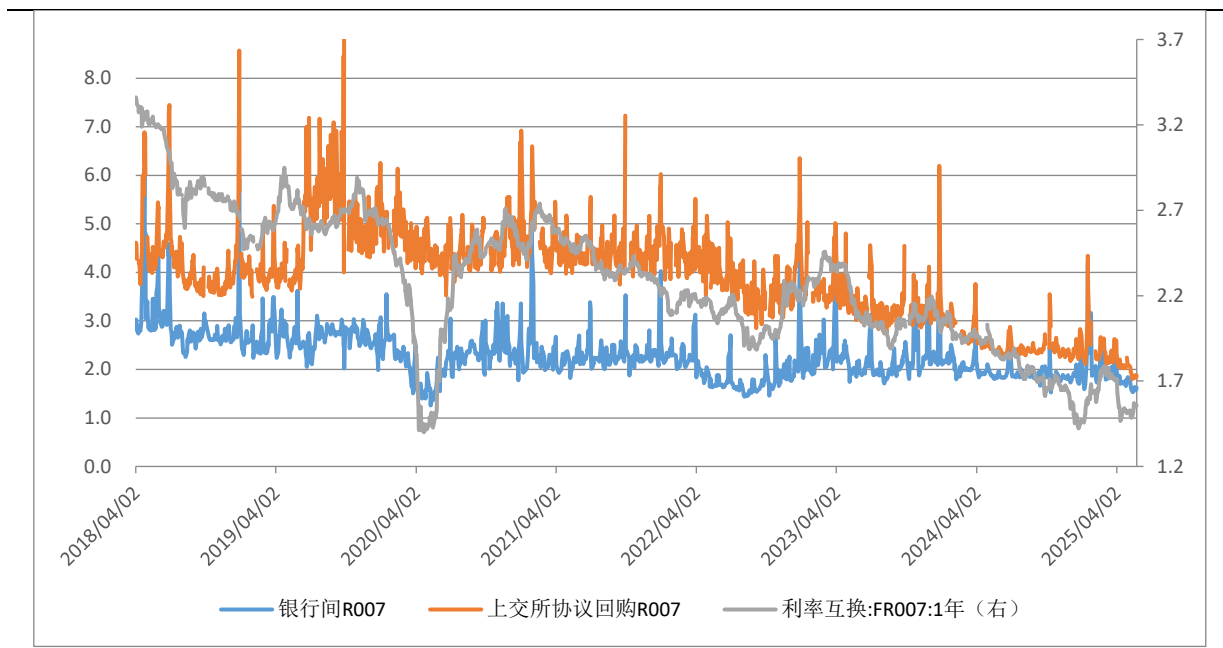
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：月末逆回购到期额环比回升，关注央行公开市场投放情况

近期央行发布一季度货币政策执行报告，明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，同时中美贸易摩擦仍存变数，未来经济不确定性增大，预计后续货币政策仍将维持宽松态势。近期中美贸易冲突暂时缓和，一定程度降低短期货币政策发力诉求，需关注资金价格变化。

下周一为税期最后一天，随税期结束，叠加月末财政走款，一定程度可能对资金面紧张程度有所缓解。但同时月末来临，本次跨月与端午节小长假叠加，资金面面临的季节性压力仍然存在。下周政府债净融资额环比回落，预计对于资金面冲击相应有所减少。本周央行增大投放后，下周逆回购到期额环比上行，叠加政府债融资需求降低，央行对于资金面支持意愿存在环比回落可能，其公开市场投放情况仍然关键。

图 5：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场大额净回笼，虽进入税期，但资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行

1) 利率债走势复盘：央行本周公开市场大额净回笼，虽进入税期，但资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行

周一，央行开展了 1350 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 430 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 920 亿元。周一上午发布了 4 月经济数据，其中工业增加值超预期，消费和固定资产投资低于预期，股市和债市温和小幅震荡。资金面持续均衡宽松，当天 10 年国债活跃券 250004 下行 1.6bp。

周二，央行开展了 3570 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1800 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 1770 亿元。资金面方面，银行间市场周一资金收敛态势有所缓解，存款类隔夜回购加权利率降逾 9bp，供给亦有改善。周二股市小幅上行，5 月 LPR 下调 10bp，新一轮存款利率下调落地，最大降幅 25bp。存款利率和 LPR 降息利好落地，债市出现止盈需求。当天 250004 上行 0.8bp。

周三，央行开展了 1570 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 920 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 650 亿元。资金面方面，银行间市场周二资金面继续向宽改善，存款类隔夜回购加权利率稳中略降，供给持续改善。消息面较为平静，资金面整体均衡偏宽松，税期对资金面扰动压力仍在。30Y 国债的一级发行情绪一般。当天 250004 上行 0.9bp。

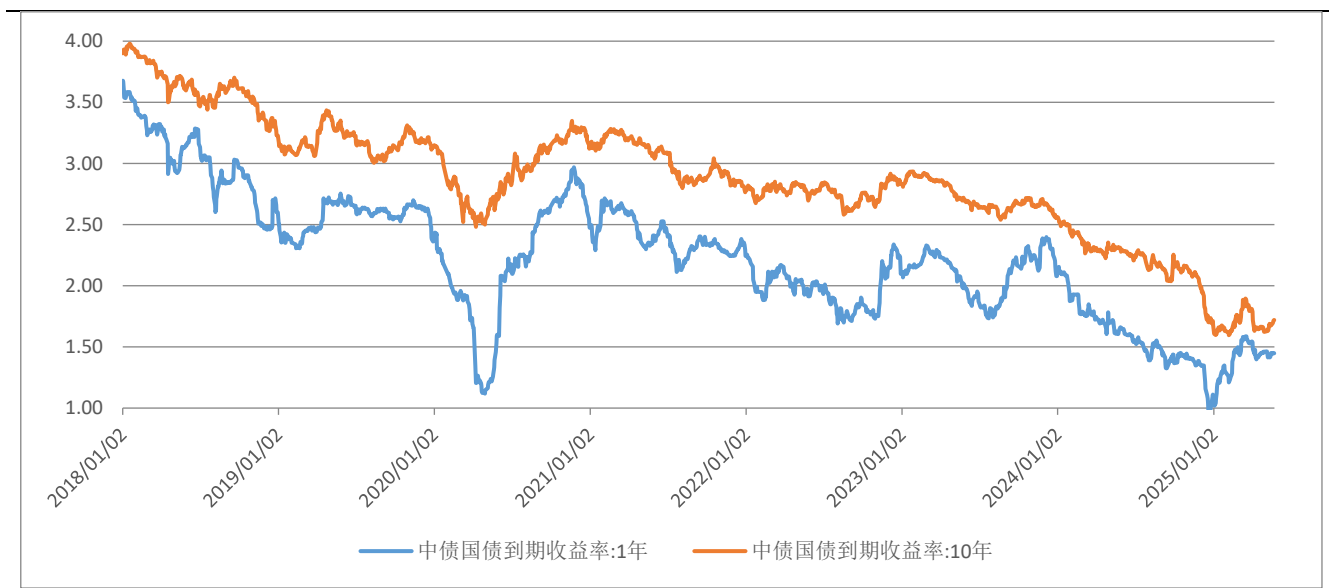
周四，央行开展了 1545 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 645 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 900 亿元。资金面方面，税期将近央行公开市场持续净投放，银行间市场

周三资金供给充裕，存款类机构隔夜和七天回购加权利率继续小降。临近税期，资金面均衡收紧，资金面成为当天决定债市走向的主要因素。当天 250004 上行 1.1bp

周五，央行开展了 1425 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1065 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 360 亿元。资金面方面，税期央行公开市场净投放不停歇，银行间市场周四资金供给平稳，存款类机构隔夜和七天回购加权利率继续小降。当天国债一级发行规模较高，对债市形成压力，50Y 国债一级发行情绪一般。叠加当天税期走款因素，资金面有所收敛。当天 250004 上行 0.3bp

全周来看，央行公开市场累计净投放 4600 亿元，资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券 250004 累计上行 1.5bp 至 1.69%。

图 6：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：4 月经济数据不弱，好于此前 PMI 数据的表征。尽管对等关税超出预期，但抢出口对生产数据仍有支撑，工增好于预期，服务业生产基本稳定；投资有所回落，基本在季节性规律之内，需关注关税对制造业投资的影响、以及财政规模小幅收敛的后续演绎。消费略有回落，一定程度反映价格影响，同时地产投资仍有惯性、销售端收敛、房价走势值得关注。对债券市场而言，短期内关税缓和、基本面预期上修、资金面收敛，债市收益率或有小幅上行压力。但基本面中期趋势仍不清晰，资金面回到 2-3 月偏紧状态概率不高，债市或难摆脱震荡格局。

经济数据：2025 年 5 月 19 日，国家统计局发布 4 月经济数据：中国 4 月规模以上工业增加值同比 6.1%，前值 7.70%；中国 1-4 月固定资产投资同比 4%，前值 4.20%，其中，中国 1-4 月房地产开发投资同比-10.3%，前值-9.9%；中国 4 月社会消费品零售总额同比 5.1%，预期 5.5%，前值 5.90%。

4 月工业增加值同比 6.1%（3 月为 7.7%），其中制造业增加值同比 6.6%（3 月为 7.9%）。分行业来看，受外需影响较大的纺织品、金属制品的增加值同比增速分别较 3 月下降 2.8、2.2 个百分点。而电气机械和器材增加值同比 13.4%（3 月为 13.0%），或更多受到“两新”政策的支撑。1-4 月固定资产投资同比 4.0%，较 1-3 月

回落 0.2 个百分点。其中设备更新改造支撑 1-4 月设备工器具投资累计同比 18.2%，虽然较 1-3 月回落 0.8 个百分点，但是仍然高于整体投资增速。从分项上看，1-4 月广义基建投资同比小幅放缓至 10.8%（1-3 月为 11.5%），仍保持高位增长，其中，1-4 月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比增长 25.5%、3.9%和 8.6%，4 月交运投资提速，其他行业则略有放缓；1-4 月制造业投资累计同比 8.8%（1-3 月为 9.1%），其中，计算机通信和其他电子设备制造业投资累计同比 9.0%（1-3 月为 10.5%），或因受到关税政策不确定性影响所致；房地产开发投资完成额同比较 3 月的-10.0%进一步走阔至-11.3%，累计同比从 1-3 月的-9.9%下滑至-10.3%。

总的来看，4 月经济数据不弱，好于此此前 PMI 数据的表征。尽管对等关税超出预期，但抢出口对生产数据仍有支撑，工增好于预期，服务业生产基本稳定；投资有所回落，基本在季节性规律之内，需关注关税对制造业投资的影响、以及财政规模小幅收敛的后续演绎。消费略有回落，一定程度反映价格影响，同时地产投资仍有惯性、销售端收敛、房价走势值得关注。对债券市场而言，短期内关税缓和、基本面预期上修、资金面收敛，债市收益率或有小幅上行压力。但基本面中期趋势仍不清晰，资金面回到 2-3 月偏紧状态概率不高，债市或难摆脱震荡格局。。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回升

本周同业存单净融资规模为-240.00 亿元，发行总额达 7,143.40 亿元，平均发行利率为 1.6688%，到期量为 7,383.40 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 0.54bp 报 1.6242%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 2.24p 报 1.6476%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 1.68bp 报 1.6763%，9M 存单平均发行利率较上周上行 3.89bp 报 1.7236%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,616.27 亿元，环比增加 1,410.78 亿元，偿还量约 2,430.00 亿元，净融资额约 186.27 亿元，环比回升 361.11 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 2.45p~下行 1.44bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.36bp~下行 0.36bp，5 年期各评级信用债收益率下行 5.21bp~下行 2.15bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.6842	0.30%	-1.45
信用债(AAA):3 年	1.8204	0.60%	-2.36
信用债(AAA):5 年	1.9445	1.10%	-5.21



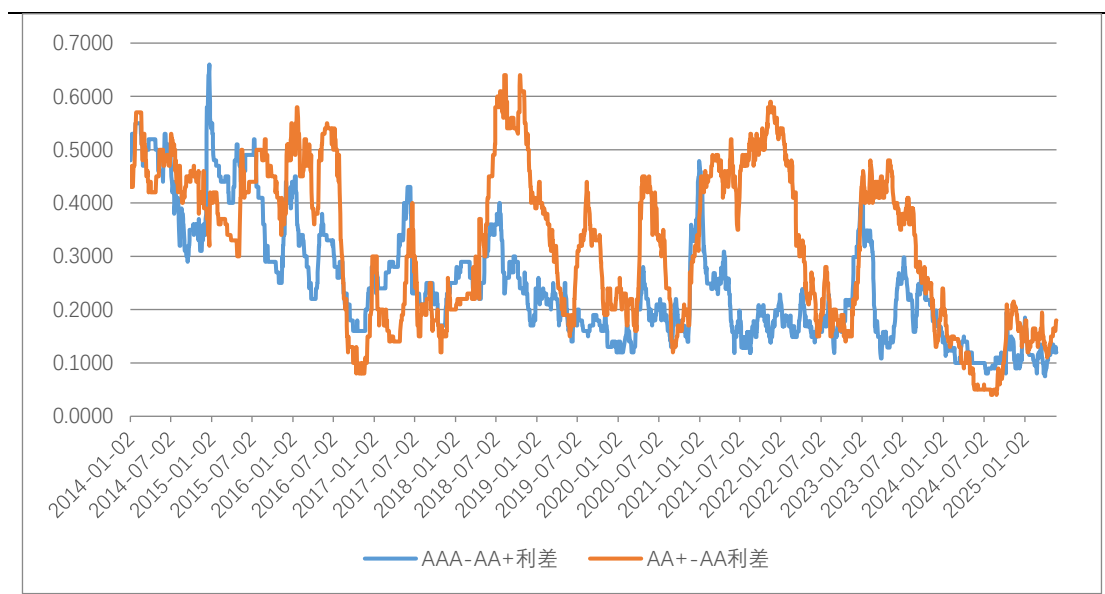
信用债(AA+):1 年	1.7593	0.20%	-1.44
信用债(AA+):3 年	1.9404	0.50%	-2.36
信用债(AA+):5 年	2.1045	1.40%	-2.21
信用债(AA):1 年	1.8142	0.10%	-2.45
信用债(AA):3 年	2.1204	1.50%	-0.36
信用债(AA):5 年	2.3895	2.90%	-2.15

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 0.91bp、缩小 0.92bp、扩大 2.09bp，5Y-3Y 利差分别缩小 2.85bp、扩大 0.15bp、缩小 1.79bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 12bp，较上周持平，AA 与 AA+之间的利差为 18bp，较上周扩大 2bp。

图 7：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：全球市场波动或将加剧，中国资产有望成为避风港

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，周期风格表现较强

本周市场整体下跌，本周市场整体下跌，上证指数（-0.57%）、深证成指（-0.46%）、沪深 300（-0.18%）、科创 50（-1.47%）、创业板指（-0.88%）、中证 500（-1.10%）、中证 1000（-1.29%），均表现较弱。行业风格上，周期风格表现较强，上涨 0.15%，成长风格表现较弱，下跌 1.50%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、综合、有色金属表现较强，分别上涨 1.78%、1.41%、1.26%；计算机、机械设备、通信表现较弱，分别下

跌 3.02%、2.48%、2.31%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11733.34 亿元，较上周减少 929.33 亿元。

2) 权益市场展望：

美国“对等关税”政策落地后，全球主要股票市场波动快速放大，先快速下跌，约一周后见底快速回升。5 月以来全球主要股票市场波动逐渐下降，截至 5 月 22 日，多数主要市场已回到并超越 4 月 2 日的水平。这背后或是因为 90 天豁免期内全球内抢出口有望支撑短期经济，同时美国与多国谈判引发的关税缓和预期改善风险偏好。

但理论上，全球关税水平提升、逆全球化加剧后，中期全球需求大概率要受阻，同时当前的豁免政策中仍保留了 10%，这与资本市场近期表现相矛盾。此外，我们此前也多次提示特朗普执政风格存在高度不确定性以及美债风险仍未缓解等不确定性，本周这两大隐患也重新成为市场焦点，并引发全球资本市场波动率放大，这意味着 5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期将告一段落。

特朗普 5 月 23 日建议自 6 月 1 日起对欧盟产品征收 50% 的关税。市场担忧美国关税战或再度升级，消息发布后欧美股市集体下挫。当地时间 5 月 16 日，穆迪下调美国主权信用评级。复盘此前另两大评级机构调降美国主权信用评级后的大类资产走势，调降前后美国股、债、汇和黄金四大类资产在短期冲击后均表现较为分化，或显示评级调降的直接冲击或有限，市场恐慌程度与当时基本面背景相关，但或将在短期内放大市场负面情绪。

中长期看，美国债务水平持续增长下，美债海外需求是其不确定性来源。2025 年 3 月，中国减持美债后由美国第二大债主变为第三大债主。短期看，6-7 月美国国债到期金额高企，偿还压力或迫使美国以借新还旧的手段缓解政府债务压力。但当前仍需关注两党债限谈判情况，美债长端利率仍有上行风险。本次调降后，美国 20 年期国债拍卖遭遇需求低迷，恐慌情绪被放大后导致美国股债汇三杀，黄金等避险资产有望受益。

未来全球金融市场波动或将加剧。相比较之下，在政府维护金融市场稳定政策下，中国资产整体波动率或更低，有望成为全球资本的避风港。但也需关注到当前 A 股内部结构上存在一定不确定性。近期小盘及微盘股板块市场情绪持续升温，中证 2000、北证 50、微盘股指数在本周成交额占比万得全 A 周内再度冲高，拥挤度已处于近三年高位，需警惕短期情绪退潮带来的回调风险。相较而言，红利板块仍存在较高配置价值。

展望未来，特朗普执政风格的高度不确定性，美债风险仍未缓解，这两大问题重新成为市场焦点，5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期或将告一段落。未来若全球金融市场波动加剧，在中国政府维护金融市场稳定政策下，中国资产整体波动率或更低，有望成为全球资本的避风港。结构上，红利板块仍存在较高配置价值。

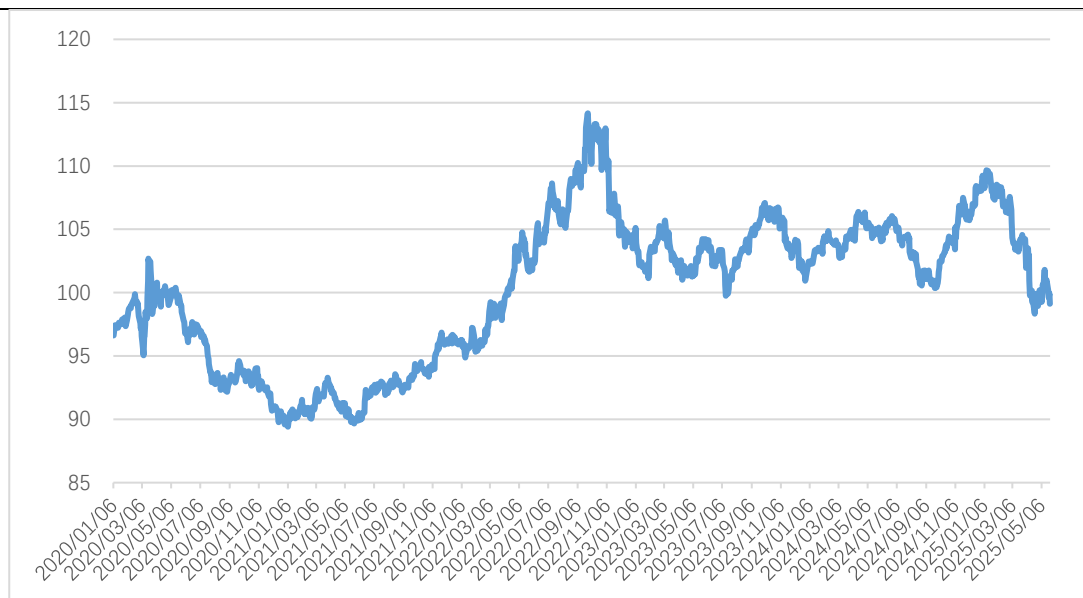
3.2 美元指数分析：穆迪下调美国主权评级，美元指数本周大幅下行

本周美元指数报 99.1231，较上周下行 1.8597。近期穆迪下调美国主权信用评级至 Aa1，称其债务及利息负担加重。受此影响，本周美元指数大幅下行。本周部分美国经济数据公布，其中美国 5 月份制造业 PMI 数据升至 52.3，服务业 PMI 初值 52.3，显示出美国经济 5 月份仍具有一定韧性。美联储方面，美国最高法院 5 月 22 日裁定，特朗普无权随意罢免美联储主席鲍威尔，该判决一定程度缓解了市场对于美国政府过多影响货币政策的

担忧。此外本周多位美联储官员发言，整体表示目前美国政府的关税政策对美国经济及通胀走势带来了额外的不确定性，未来降息路径仍需观察。整体来看，虽然本周经济数据及美联储表态对美元起到支持作用，但穆迪下调美国主权评级影响下，美元指数仍大幅下行。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后美联储主席在发布会上称美联储并不急于调整利率，目前的不确定性要求美联储继续等待；长期通胀将取决于关税；经济方面鲍威尔认为后续经济面临的压力增大，但目前经济仍处于稳健状态，数据中还没有看到经济放缓的迹象。随美国与全球其他国家贸易冲突持续，美国经济后续面临较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国贸易谈判情况以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 8：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637