



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

“央行购金”框架：从跟踪、驱动到空间，看中长期“金价贡献”

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：新一轮朱格拉最快 Q3 开启，聚焦：科技。我们不仅短期面临基本面与流动性的双重压力，拉长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。预计企业“盈利底”最快 2025Q3 下旬，届时朱格拉方有望全面开启，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

当下市场聚焦：1、国内经济短期与中期驱动力在哪里？2、六月海外风险抬升的因素有哪些？3、如何判断全球权益市场“波动率”上升风险？4、如何看待“央行购金”对金价贡献的驱动明显增强？5、“央行购金”绝对与边际贡献国有哪些？如何跟踪相关数据变化？6、如果评估“央行购金”持续性动力及测度未来上升空间？

6 月海外风险抬升，新一轮“波动率”上行周期或开启

“两新”政策对国内经济拉动效用边际递减，后续“引擎”或较大程度依赖政府部门，6 月美债到期续作、赤字率预期抬升及贸易谈判不确定性或再次推升海外市场风险，包括：①美国“滞胀”风险或抬升；②美债到期续作成本或趋于抬升；③减税或推升赤字率，加大美债信用风险；④关税谈判不确定性上升，不仅冲击全球贸易景气，亦将对市场情绪笼上“阴霾”。展望市场，6 月我们或面临基本面、流动性及情绪面的三重压力，拉长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。故维持全球权益市场“波动率”或上行观点，建议“切换”至大盘价值防御。

全球货币体系重构下，央行购金或为长期性需求

随着央行在黄金市场中的角色变化，“央行购金”对于金价的驱动力已明显增强。“央行购金”占黄金需求结构的比重明显上升；另外，全球黄金储备量正“加速”扩张。“央行购金”绝对/边际“TOP 贡献”的国家有哪些？长期维度来看，TOP5 黄金增量贡献的国家包括：俄罗斯、中国、印度、土耳其及波兰；（2）2022 年以来加速增持黄金的国家，除俄罗斯外，主要集中在其余四个新兴市场国家。俄罗斯、中国、印度占全球黄金储备比重已位列第 6、7 及 9 排名。观测“央行购金”需求变化的三大路径：世界黄金协会、各国央行披露月度黄金储备变化及英国黄金出口数据。

“央行购金”持续性动力评估与空间测度：（1）央行购金需求或为中长期趋势，阶段性高点或出现在“美债危机”。一方面，美元信用走弱甚至触及“美债违约”风险，均将支撑央行购金需求；另一方面，逆全球化风险尤其贸易谈判不确定性上升的背景下，全球央行或继续增持黄金以提升储备资产的安全性和多元化。事实上，《2024 年央行黄金储备调查》显示，69%的央行愿意在未来 5 年持续增持黄金；根据 IMF 数据，2016 年以来美元资产在全球储备资产份额下降的同时亦观察到黄金储备资产的趋势性上升。（2）中长期维度下，央行黄金储备份额提升空间依然广阔。相比：①黄金储备占外汇储备比重：欧元区约 66.1%和全球约 21.3%，还是②黄金储备占总储备比重：发达经济体约 17.3%、发展中和新兴经济体约 10.4%来看，在“央行购金”需求有望延续的背景下，未来仍具备提升空间。

风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会

交易三大逻辑：（一）交易美国衰退甚至滞胀，重点看好黄金/黄金股当前低吸机会，业绩+估值“戴维斯双击”，叠加机构资金加快流入。（二）交易国内财政发力方向，包括：（1）创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。（2）三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。（三）考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：（1）产业渗透率在 10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 6月海外风险抬升，新一轮“波动率”上行周期或开启.....	4
2.2 全球货币体系重构下，央行购金或为长期性需求.....	5
2.3 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会.....	11
三、市场表现回顾.....	11
3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨.....	11
3.2 市场估值：A股主要指数估值涨多跌少，海外权益指数估值普涨.....	14
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	15
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	18
四、下周经济数据及重要事件展望.....	20
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：“抢出口”之下，工业生产维持偏强劲.....	5
图表 2：4月社零当月同比增速略有回落.....	5
图表 3：固定资产投资分项中，“设备更新”带动设备工器具购置维持较高增速水平.....	5
图表 4：受益于“以旧换新”政策，家电、家具、通讯器材为代表的细分领域表现相对强劲.....	5
图表 5：近几年央行购金中枢明显上移.....	6
图表 6：央行购金需求占比亦出现明显扩张.....	6
图表 7：70年代以后全球黄金储备趋于回落；2009年以后则趋于上升.....	6
图表 8：季频数据显示，近几年全球黄金储备自2022Q4以来出现加速上升.....	6
图表 9：2009年以来黄金储备增量需求的变化以及各国家/地区所持黄金资产规模对比.....	7
图表 10：2010年以后中国、俄罗斯等国家增持黄金资产.....	8
图表 11：央行口径下，中国所持黄金资产亦趋于上升.....	8
图表 12：央行口径下，俄罗斯、土耳其所持黄金增加.....	8
图表 13：央行口径下，印度央行所持黄金资产亦上升.....	8
图表 14：央行增持黄金的同时，英国出口至中国的黄金数量同样出现上升.....	8
图表 15：央行增持黄金阶段，中国黄金进口规模同样趋于扩张.....	8
图表 16：长期视角下，美国债务规模的扩张对于金价起到一定的支撑.....	9
图表 17：2025年以来美国政策不确定性指数加速攀升.....	9
图表 18：利率水平、通胀担忧以及地缘风险为当下央行增持黄金储备的三大主要因素.....	10
图表 19：2024年69%的央行表示倾向于增加黄金储备.....	10
图表 20：“去美元化”背景下，全球黄金储备占比持续提升.....	10
图表 21：当下以中国大陆为代表的主要购金方，黄金储备占比依然偏低且具备提升空间.....	10
图表 22：2009年以来黄金储备增量需求的变化以及各国家/地区所持黄金资产规模对比.....	11
图表 23：本周（5.19-5.23）国内宽基指数普跌，海外权益涨跌参半.....	13
图表 24：本周（5.19-5.23）一级行业跌多涨少，医药生物领涨，计算机领跌.....	14



图表 25:	本周 (5.19-5.23) A 股主要指数估值普跌, 海外权益指数估值涨跌参半.....	15
图表 26:	本周 (5.19-5.23) A 股各行业估值多数下跌, 汽车、综合领涨, 计算机领跌.....	15
图表 27:	万得全 A ERP 略低于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 28:	上证指数 ERP 略低于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 29:	沪深 300 ERP 略低于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 30:	创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 31:	万得全 A 股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 32:	上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 33:	沪深 300 股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 34:	创业板指股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 35:	金融的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	17
图表 36:	周期的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	17
图表 37:	消费的 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	17
图表 38:	成长的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	17
图表 39:	金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 40:	周期股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 41:	消费股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 42:	成长股债收益差高于“1 倍标准差下限”.....	18
图表 43:	本周 (5.19-5.23) 主要指数盈利全面下调.....	19
图表 44:	本周 (5.19-5.23) 各行业盈利预期多数下调.....	19
图表 45:	下周全球主要国家核心经济数据一览.....	20
图表 46:	下周全球主要国家重要财经事件一览.....	20



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：新一轮朱格拉最快 Q3 开启，聚焦：科技。我们不仅短期面临基本面与流动性的双重压力，拉长时间维度甚至可能再经历约三次“流动性陷阱”冲击。预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

当下市场聚焦：1、国内经济短期与中期驱动力在哪里？2、六月海外风险抬升的因素有哪些？3、如何判断全球权益市场“波动率”上升风险？4、如何看待“央行购金”对金价贡献的驱动明显增强？5、“央行购金”绝对与边际贡献国有哪些？如何跟踪相关数据变化？6、如果评估“央行购金”持续性动力及测度未来上升空间？

二、策略观点及投资建议

2.1 6 月海外风险抬升，新一轮“波动率”上行周期或开启

“两新”政策对国内经济拉动效用边际递减，后续“引擎”或较大程度依赖政府部门。供给端上，“抢出口”之下工业生产维持相对强劲，4 月工业增加值当月同比 6.1%，维持高位水平且高于市场预期。(1) 投资端，4 月固定资产投资累计同比 4%，增速相比 3 月略有回落（环比-0.2pct），其中主要来自于地产投资的拖累，4 月累计同比-10.3%且降幅进一步扩大（环比-0.4pct）。不过，随着“两新”政策效果持续显现，当下“设备更新”依然对投资端形成支撑，4 月设备工器具购置累计同比 18.2%，对全部投资增长的贡献率为 64.5%，拉动全部投资增长 2.6 个百分点。(2) 需求端，4 月社零当月同比 5.1%，增速边际放缓 0.8pct。社零增速的相对韧性主要源自于“以旧换新”政策的支持，受益于该政策的细分领域如家用电器、家具、通讯器材等品类 4 月分别实现了 38.8%、26.9%、19.9%的当月增速。不过，后续则需要关注“以旧换新”政策的透支效应，如 4 月汽车社零当月同比 0.7%，环比 3 月回落 4.8pct 且今年以来其增速表现较为反复。实际上，结合我们一直比较关注的领先性指标单位活期存款同比来看，4 月再次掉头回落至-3%，环比降 0.4pct，显然，居民就业疲弱、企业实际回报率较低，均导致居民、企业信用偏弱，消费、生产意愿较低等特征。这意味着，国内经济“引擎”的重担或落在政府部门，预计未来政府仍有望适度扩大发债融资规模，并加大对新、老基建以及促使居民可支配收入相关支出的“投入”，比如，我们此前持续提到的向“社保”注资，加大社会保障建设、支持灵活就业、农民工等新城市居民完善社保等，而“宽货币”则将在未来起到辅助于财政发力的作用。

6 月美债到期续作、赤字率预期抬升及贸易谈判不确定性或再次推升海外市场风险。① 美国“滞胀”风险或抬升，利空全球景气及贸易；② 美债到期，预计到期续作成本或趋于抬升。5~7 月一个季度期间美债到期规模约为 8 万亿，占美债流通市值比重近 1/3。其中，美国非官方持有美债规模占比约 46%，海外持有近 33%，意味着约 79%的不可控因素正在酝酿。我们之前也曾指出美国利息占财政收入比重近 20%，历史上也是全球最高水平，一旦美国经济明显衰退，将难以偿还利息费用。显然，在“偿还能力+关税 2.0 冲击”的叠加影响下，非官方为其到期续作的意愿将大打折扣，进而推升美债续作成本。事实上，当前 10 年期美债收益率再次升至 4.5%上方，倘若 6 月叠加通胀因素与到期续作压力，10 年期美债收益率甚至可能突破 5%以上；③ “减税”将推升赤字率，加大美债信用风险。特朗普夜间发文：我是财政“鹰派”，进一步刺激投资者敏感神经。先不说全球景气下行的背景下，减税作用已大打折扣，也不说美国财政不受 3%赤字红线约束，单单讲美国债务利息偿还压力，恐怕已足以说明为什么大家在这时候这么担心赤字率上升了。我们测算过，倘若减税实施，美债利息占财政收入比重或升至 25%左右，占 GDP 比重接近 4%，试问在美国“滞胀”预期下，其经济增长的速度能够超过 4%？届时，一旦展期或者重启美联储扩表买债，均大概率出现罕见的“美债危机”，届时，美债收益率将可能进一步显著攀升至 10%附近。④ 关税 2.0 谈判不确定性上升，不仅冲击全球贸易景气，亦将对市场情绪笼上“阴霾”。关税谈判的大部分利好均已在五月 price in，近期英国等“陪跑国”与美国达成贸易协议意义不大，美国对于核心有诉求的国家谈判不会那么容易，设想下美国的贸易谈判诉求有哪些？缩减贸易赤字、引导制造业回流及减轻利息费用压力等，美国可能会要求核心诉求国家加大进口美国产品及服务、加大对美投资建厂，甚至要求该类国家购买美国“零息债券”为其“减税”买单等。上述条件均可能触及他国底线，加大未来贸易谈判的不确定性。事实上，近日特朗普再次发文称要在 6 月重启欧盟关税至 50%，并威胁苹果公司加征关税至少 25%，相信对于其他核心诉求国家的贸易谈判均可能出现上述的不确定性。

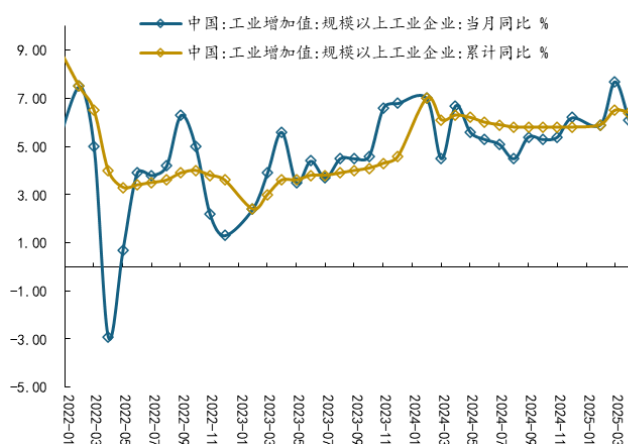
展望市场，短期而言无论美国衰退，还是关税冲击，均将导致国内出口承压，加剧居民、企业资产负债表压力，进一步抑制居民及企业部门对国内经济的拉动效用，最终对 A 股、



港股市场的“分子端”形成下行压力。与此同时，预计信用亦会受到资产负债表走弱影响，亦会抬升 M1 的下行压力，导致“分母端”流动性收紧。事实上，宏观名义流动性“M2%-社融%”虽负剪刀差有所收窄，仍为连续 16 个月负值；另外，宏观有效流动性“M1%-短融%”亦呈现疲弱态势，一方面 M1 再次掉头回落，另一方面，企业短期融资增速明显上升，或反映风险抬升，流动性偏紧。中期而言，一旦关税 2.0 加剧美国“滞胀”风险：①美联储甚至可能重启加息，引发年内第二轮“流动性陷阱”冲击；②我们一直强调美国“通胀”是 2020 年 QE 的“后遗症”，其回落代表美国居民资产负债表“泡沫”被刺破。故当美国通胀开始回落、降息周期全面开启初期，市场亦因会担忧美国经济从“滞胀”转向“显著通缩”，导致第三轮“流动性陷阱”冲击；③接踵而至的恐怕将是美国经济引擎全面“熄火”，其增长已难以应付债务利息，即美债风险开始暴露，将导致包含美债的大部分美元资产被抛售，市场争夺离岸美元，再次引发第四次“流动性陷阱”。

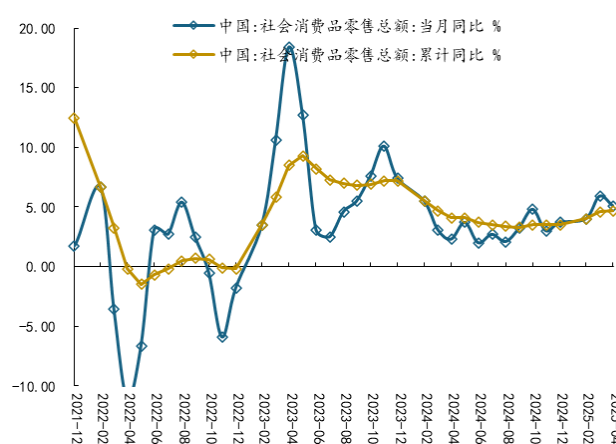
显然，在全球基本面与流动性风险叠加影响下，短、中期恐怕难以看到“盈利底”，预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

图表1：“抢出口”之下，工业生产维持偏强劲



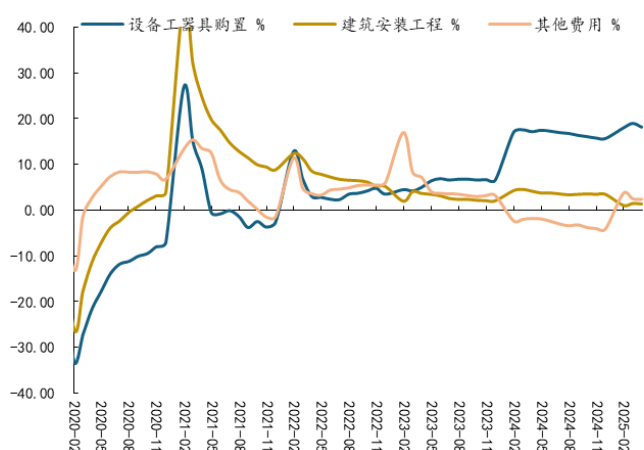
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：4 月社零当月同比增速略有回落



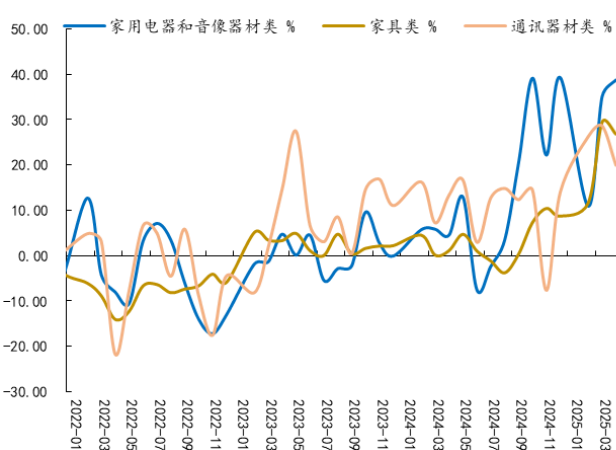
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：固定资产投资分项中，“设备更新”带动设备工器具购置维持较高增速水平



来源：Wind、国金证券研究所；注：图中数据均为累计同比。

图表4：受益于“以旧换新”政策，家电、家具、通讯器材为代表的细分领域表现相对强劲



来源：Wind、国金证券研究所；注：图中数据均为累计同比。

2.2 全球货币体系重构下，央行购金或为长期性需求

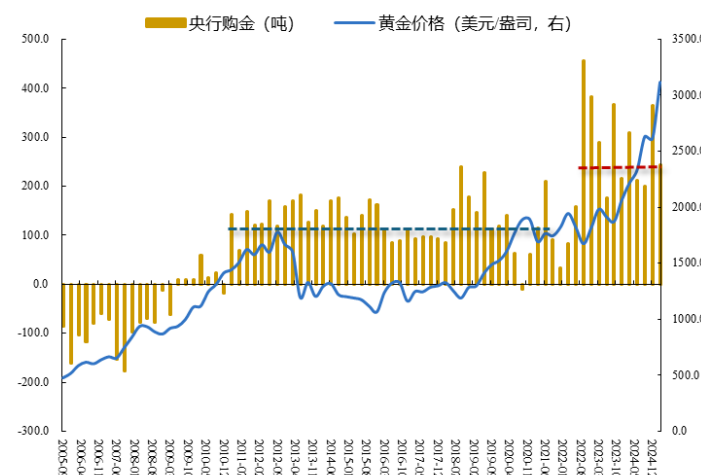
随着央行在黄金市场中的角色变化，“央行购金”对于金价的驱动力已明显增强。黄金的本质可以理解对冲全球经济增长的风险和信用风险。虽然黄金非货币化后世界进入了信用货币时代，黄金逐步退出了流通市场，但是黄金仍是世界各国重要的储备资产，发挥着世界货币的职能。尤其是进入 21 世纪以来，2009 年央行在黄金市场角色的转换（由



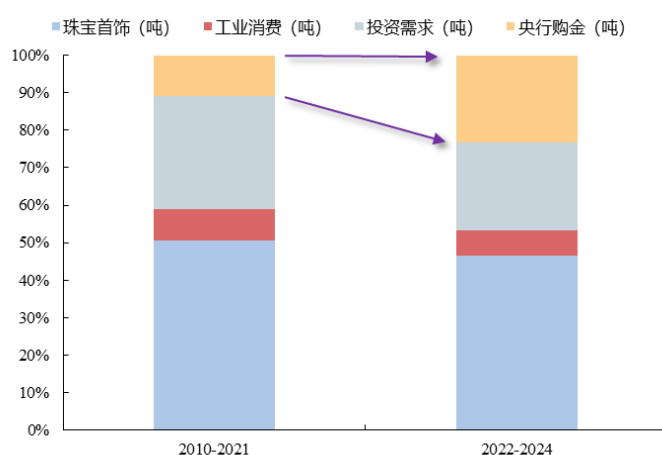
“净卖方”转向“净买方”)、2022 年以来“央行购金”增量需求中枢的明显上移，更是使得“央行购金”在黄金定价中逐步成为“不可忽视”的重要力量之一。我们可以从两个数据得到验证：(1)“央行购金”占黄金需求结构的比重明显上升：2010-2021 年央行购金季度均值水平约 118 吨，相比之下，2022-2025Q1 央行购金中枢则出现显著上移（季度均值水平约 266 吨），增量约 148 吨。与之相对应的便是“央行购金”在黄金需求结构中占比出现明显提升，由 2010-2021 年的 10.9% 上升至 2022-2024 年的 23.2%。(2) 全球黄金储备量“加速”扩张：自 70 年代初期布雷顿森林体系瓦解后，全球黄金储备量仅在 70 年初期维持高位甚至略有上行，此后黄金储备量趋于下降，直至 2009 年呈现“V 型”反转，且 2022Q4 以来同样加速扩张，截至 2024Q4 全球黄金储备量约 36250 吨，相比 2022Q3 末的数据扩张了约 782 吨。这或反映出逆全球化风险上升及美元信用走弱的背景下，部分央行倾向于增持黄金以增加储备资产的多元化和安全性。

图表5：近几年央行购金中枢明显上移

图表6：央行购金需求占比亦出现明显扩张



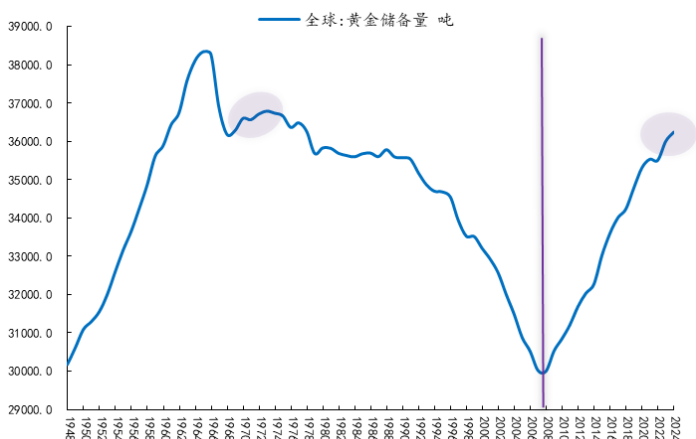
来源：Wind、国金证券研究所



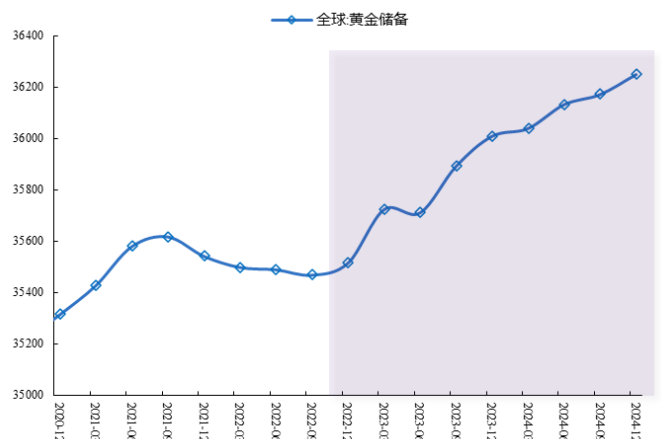
来源：Wind、国金证券研究所

图表7：70 年代以后全球黄金储备趋于回落；2009 年以后则趋于上升

图表8：季频数据显示，近几年全球黄金储备自 2022Q4 以来出现加速上升



来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

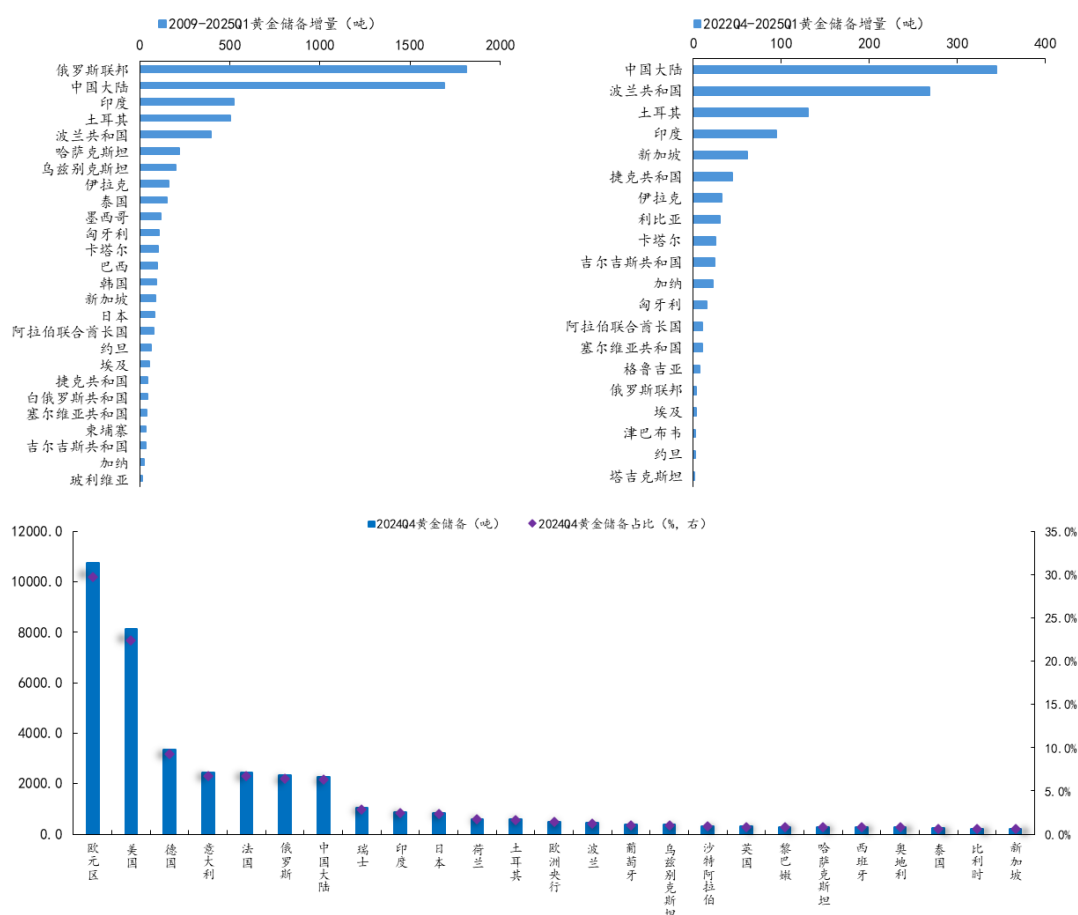
“央行购金”绝对/边际“TOP 贡献”的国家有哪些？我们从三个维度的数据进行观察：①从长期增量贡献 TOP5 的国家来看，2009 年央行在黄金市场的“角色”变化之后，以俄罗斯、中国、印度、土耳其及波兰等为代表的地区为金融危机以来黄金储备资产增量的主要贡献者；②2022Q4 至 2025Q1 边际加快增持黄金储备资产的国家主要集中于：中国（344 吨）、波兰（268 吨）、土耳其（130 吨）、印度（94 吨）等，即除俄罗斯外，以新兴市场为主的国家仍在加速增持黄金储备。随着上述国家/地区大幅增持黄金储备，总体黄金储备资产规模均出现明显扩张且在全球黄金储备资产中的占比亦趋势提升，部分国家/地区所持黄金储备在全球所有国家/地区排名中“名列前茅”。③截止于 2024Q4 上述



主要贡献黄金储备增量的国家/地区，其对应黄金储备规模及全球占比分别是：俄罗斯（储备资产 2332.7 吨，占全球黄金储备比重 6.4%，排名第 6 下同）、中国大陆（2279.6 吨，6.3%，第 7）、印度（876.2 吨，2.4%，第 9）、土耳其（595.4 吨，1.6%，第 12）及波兰（448.2 吨，1.2%，第 14）等。事实上，我们采用各国央行所披露的黄金储备资产口径来看，同样也证明了各国央行在 2010 年以来，尤其是在 2022 年底以来对于黄金储备资产的青睐。

观测“央行购金”需求变化的三大路径。最直观的数据是世界黄金协会所公布的“央行购金”数据，不过该数据是季度频率且披露时间相对滞后，因此我们可结合另外两个维度的数据进行观察：①各国央行所披露的月度黄金储备变化，以中国央行例，2025 年 4 月中国所持黄金储备资产为 7377 万盎司，环比 3 月增加 7 万盎司；再比如俄罗斯和印度央行，截至 4 月底两个国家的黄金储备资产规模同样出现扩张。②英国的黄金出口数据，伦敦作为世界最大的黄金现货交易中心，该市场使用 400 盎司的“合格交割”金条进行交易，可用其出口数据来跟踪央行购金变化。以中国大陆为例，在 2010 年以来几轮央行增持黄金阶段，均对应英国出口至中国的黄金数量上升以及中国黄金进口规模扩张。

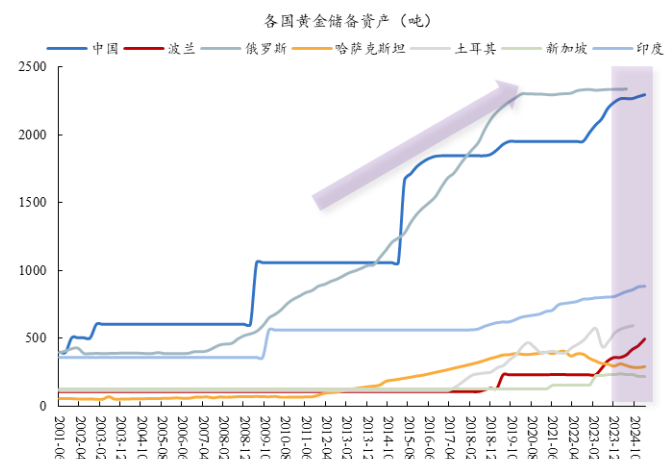
图表9：2009 年以来黄金储备增量需求的变化以及各国家/地区所持黄金资产规模对比



来源：世界黄金协会、国金证券研究所；注：下图中土耳其黄金储备数据对应的是 2024Q3。

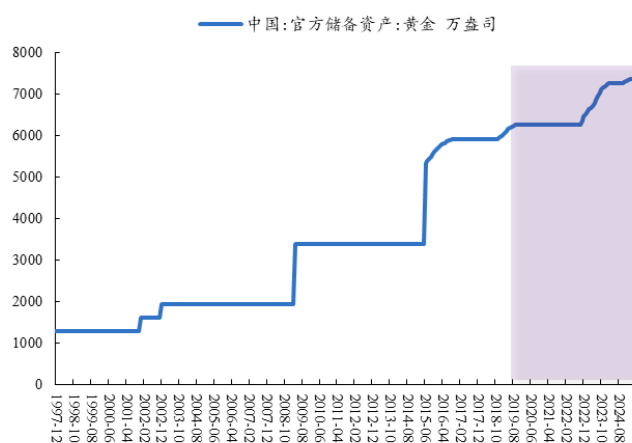


图表10: 2010年以后中国、俄罗斯等国家增持黄金资产



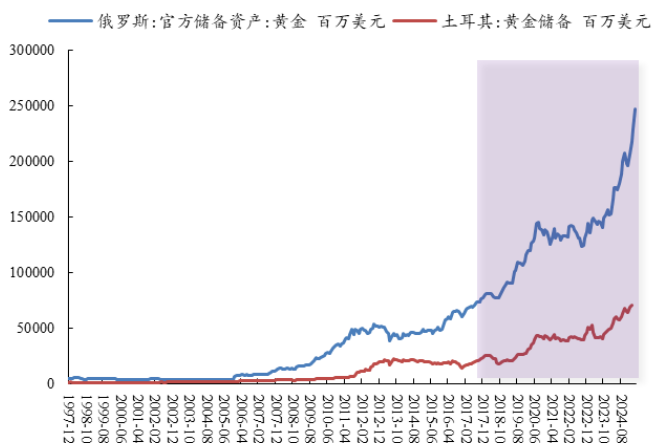
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 央行口径下, 中国所持黄金资产亦趋于上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 央行口径下, 俄罗斯、土耳其所持黄金增加



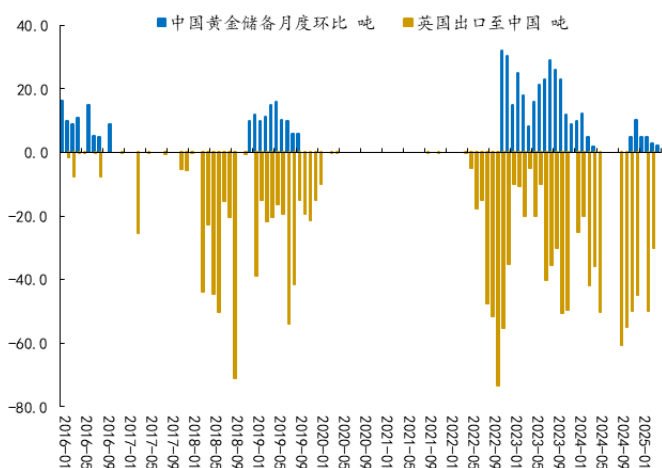
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 央行口径下, 印度央行所持黄金资产亦上升



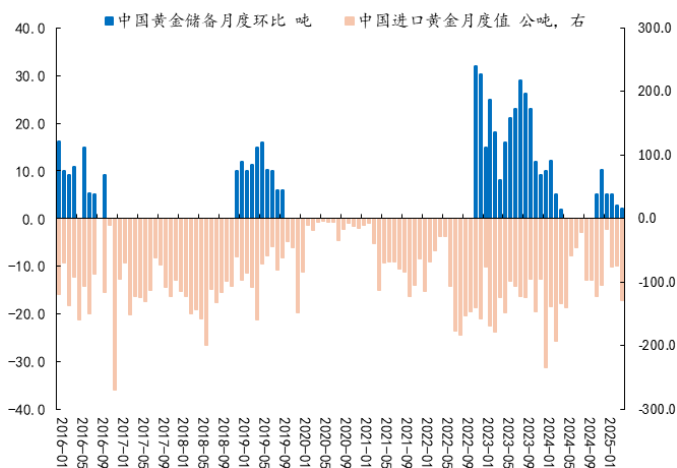
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 央行增持黄金的同时, 英国出口至中国的黄金数量同样出现上升



来源: Wind、国金证券研究所; 注: 为了方便数据对比, 图中“英国出口至中国”的数据采用负值处理。

图表15: 央行增持黄金阶段, 中国黄金进口规模同样趋于扩张



来源: Wind、国金证券研究所; 注: 为了方便数据对比, 图中“中国进口黄金月度值”的数据采用负值处理。

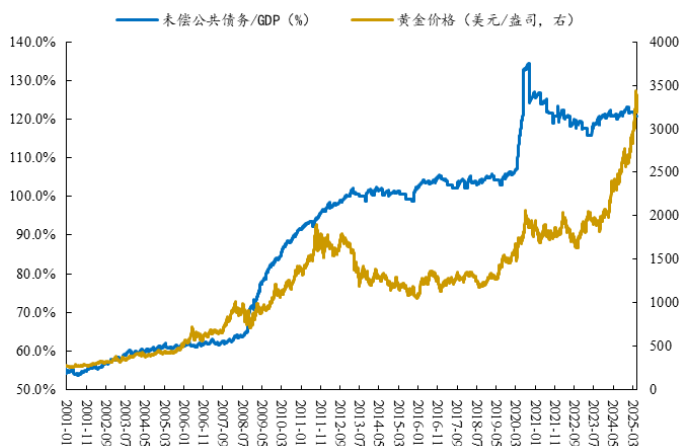


“央行购金”持续性动力评估与空间测度：

(1) 央行购金需求或为中长期趋势，阶段性高点或出现在“美债危机”。黄金与美元同为全球储备资产，黄金可在一定程度上对冲美元信用风险。一方面，美国债务高企、美元信用走弱，支撑央行购金需求。基于我们已发布报告《70s 美国“大滞胀”启示：聚焦“二次通胀”》中的核心结论，参考海外相关机构的研究，特朗普减税政策或将继续推高本就高企的联邦政府赤字率，尤其是在 2026 年开始这一作用幅度或将更为明显。赤字率和利息支出占比的上升或将加剧美国债务可持续性的挑战。短期而言，无论大规模美债到期续作，其续作成本或大概率提升，还是新一轮财政预算案或将“减税”纳入当中，均将推动美债信用风险抬升；长期看利息占比高企、经济增速放缓导致“美债违约”风险。另一方面，逆全球化风险尤其贸易谈判不确定性上升的背景下，全球央行或继续增持黄金以提升储备资产的安全性和多元化。尽管近期关税风险有所缓和，但中期维度下“逆全球化”的隐忧或仍在，同时当下美国经济政策的不确定性指数依然在高位，“去美元化”逻辑或继续支撑央行购金需求。实际上，根据世界黄金协会披露的《2024 年央行黄金储备调查》显示，69%的央行表示未来 5 年黄金在全球总储备中所占的份额将进一步上升。并且，利率水平、通胀担忧以及地缘政治的不确定性为当下央行增持黄金储备资产的三大主要因素，背后或在于增加外汇储备的多元化以增强抵抗风险的能力。与此同时，根据 IMF 数据显示，全球外汇储备当中，最近几年美元资产储备份额下降的同时可以观察到黄金资产储备份额的趋势性上升。

(2) 中长期维度下，央行黄金储备份额提升空间依然广阔。随着 2022Q4 以来央行购金中枢的提升，虽然 2022Q4 至 2025Q1 主要购金国家的黄金储备已有所增加，但从“黄金储备占外汇储备的比重”来看，当下多数国家的黄金储备份额依然具备成长空间，包括：中国大陆、印度、新加坡、伊拉克、利比亚等。以中国大陆为例，尽管黄金储备持有规模在主要购金国家/地区中遥遥领先且占据较高的结构占比（2024Q4 约 6.3%），但倘若以“黄金储备占总储备的比重”或“黄金储备占外汇储备的比重”进行衡量，最新数据显示 2025 年 4 月中国央行上述两个数据分别为 7.4%和 6.8%，无论是①相比欧元区黄金储备占外汇储备比重（2025 年 3 月约 66.1%）和全球黄金储备占外汇储备比重（2025 年 2 月约 21.3%），还是②相比发达经济体（2025 年 3 月约 17.3%）、发展中和新兴经济体的黄金占总储备的比重（2025 年 3 月约 10.4%）来看，在“央行购金”需求有望延续的背景下，未来仍具备提升空间。

图表16：长期视角下，美国债务规模的扩张对于金价起到一定的支撑



来源：Wind、国金证券研究所

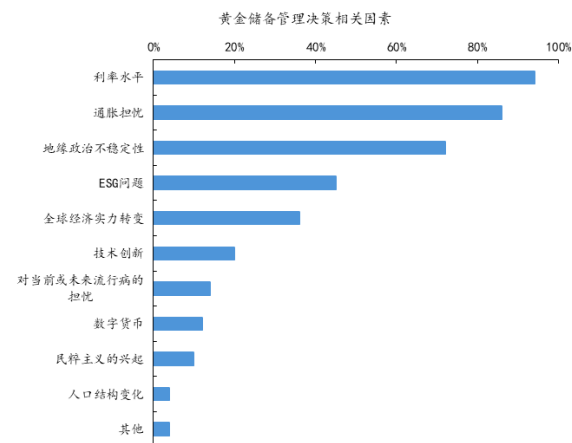
图表17：2025 年以来美国政策不确定性指数加速攀升



来源：Wind、国金证券研究所

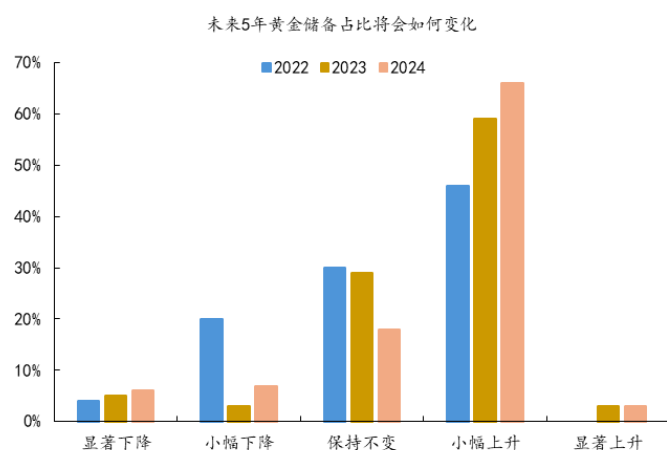


图表18：利率水平、通胀担忧以及地缘风险为当下央行增持黄金储备的三大主要因素



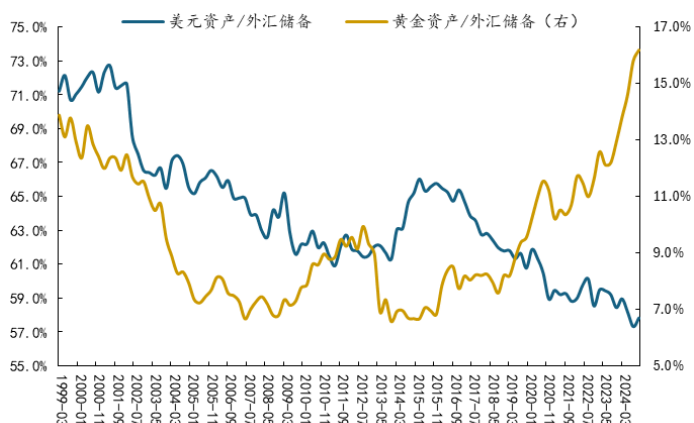
来源：世界黄金协会、国金证券研究所

图表19：2024年69%的央行表示倾向于增加黄金储备



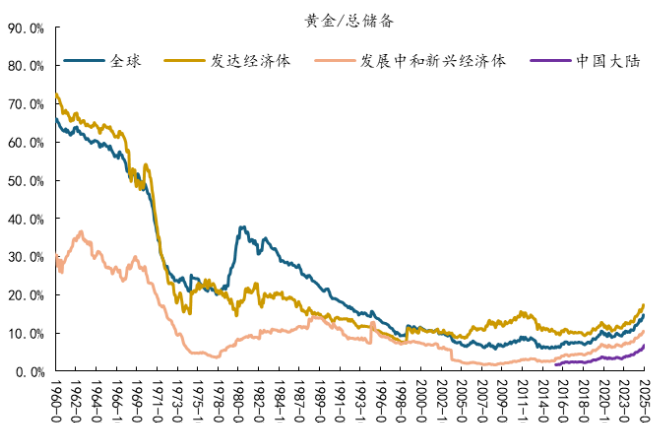
来源：世界黄金协会、国金证券研究所

图表20：“去美元化”背景下，全球黄金储备占比持续提升



来源：CEIC、国金证券研究所；注：为了方便比较，此处“黄金资产/外汇储备”的测算数据均采用 IMF 所披露的数据进行测算。由于数据口径等可能存在一定的差异性，故最终结果与图表 18 世界黄金协会所披露的“全球黄金储备占比”存在一定的差异性。

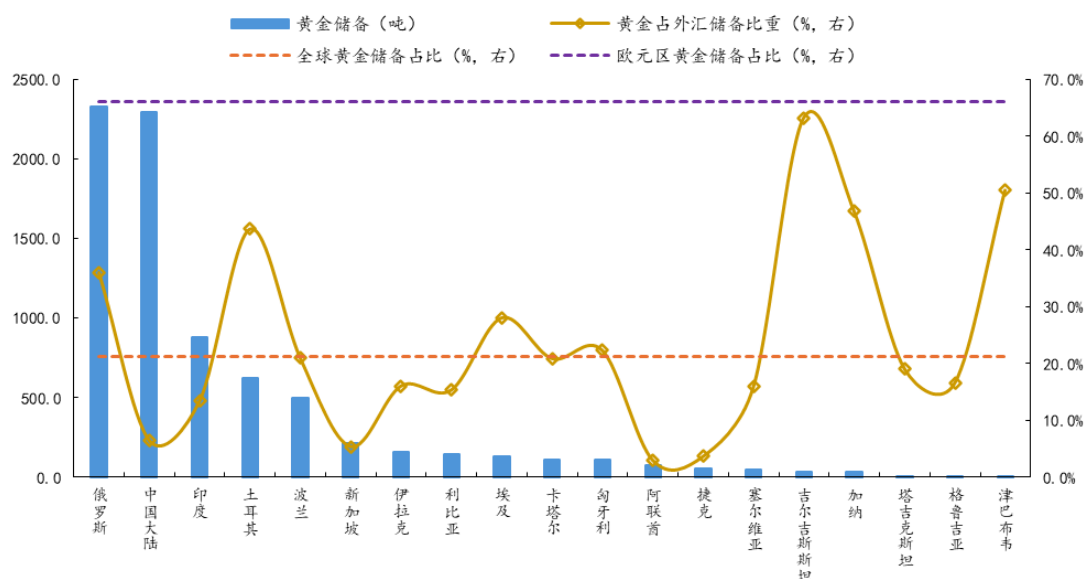
图表21：当下以中国大陆为代表的主要购金方，黄金储备占比依然偏低且具备提升空间



来源：CEIC、Wind、国金证券研究所



图表22：2009年以来黄金储备增量需求的变化以及各国家/地区所持黄金资产规模对比



来源：世界黄金协会、国金证券研究所

2.3 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会

交易三大逻辑：（一）交易美国衰退甚至滞胀，重点看好黄金/黄金股当前低吸机会，业绩+估值“戴维斯双击”，叠加机构资金加快流入。（二）交易国内财政发力方向，包括：（1）创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。（2）三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。（三）考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：（1）产业渗透率在 10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨

A 股方面，本周（5.19-5.23）宽基指数普跌，沪深 300（-0.2%）领涨、科创 50（-1.5%）领跌；一级行业跌多涨少，医药生物（1.8%）领涨，计算机（-3.0%）领跌。主要宽基指数中，沪深 300（-0.2%）、上证 50（-0.2%）、中证 800（-0.4%）涨幅居前，科创 50（-1.5%）、中证 1000（-1.3%）跌幅居前。主要风格指数跌多涨少，宁组合（1.7%）、大盘价值（0.5%）和茅指数（-0.2%）涨幅居前。本周市场呈现缩量震荡下行，主要原因在于①20 年期美债拍卖遇冷，中标利率升破 5%，投标倍数跌至 2.46，引爆市场恐慌，美国市场再度出现股债汇“三杀”，10 年期美债利率一度突破上行阻力位 4.6%。同样的，5 月 20 日日本国债拍卖结果也较冷，20 年期投标倍数跌至历史低位 2.5，10 年日债利率站上 1.5%。②中国 1-4 月房地产开发投资同比下降 10.3%。1—4 月份，全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 21179 亿元，下降 9.6%。地产低迷的现状并未得到明显改变。③伊朗美国第五轮核问题谈判将于 23 日在意大利罗马举行，当地时间 5 月 23 日凌晨，俄防空部队击落多架飞往莫斯科的无人机。稍早前，莫斯科多莫杰多沃机场和茹科夫斯基机场再次暂停航班起降。地缘政治危机再起，全球避险情绪再度升温。

行业方面，本周（5.19-5.23）一级行业涨多跌少，医药生物（1.8%）、综合（1.4%）、有色金属（1.3%）领涨，计算机（-3.0%）、机械设备（-2.5%）、通信（-2.3%）领跌。领涨行业原因：（1）医药生物：国产双抗再迎“天价”大单，三生制药与辉瑞达成的 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 全球权益合作；多家创新药企业宣布将在 5 月 30 日至 6 月 3 日举办的 2025 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会上展示创新药物研究成果；恒瑞医药（600276.SH、01276.HK）正式登陆港股上市，恒瑞医药“A+H”上市情绪带动效果显著。



(2) 有色金属：本周美、日长端债券收益率显著走高，长债抛压较强。特朗普“美丽大法案”通过众议院，大规模减税落地的概率增强，后续美国赤字率继续攀升的预期走高，这也与穆迪下调美国信用评级的逻辑吻合，债务的无序扩张带来的美元信用收缩，逐渐显性化落地。当地时间 21 日晚间，阿曼外交大臣巴德尔通过其社交账号表示，伊朗美国第五轮核问题谈判将于 23 日在意大利罗马举行。当地时间 5 月 23 日凌晨，俄防空部队击落多架飞往莫斯科的无人机。稍早前，莫斯科多莫杰多沃机场和茹科夫斯基机场再次暂停航班起降，地缘政治危机再起，全球避险情绪再度升温。领跌行业原因：(1) 计算机：5 月 22 日，美国国际贸易委员会 (ITC) 发布公告称，对特定用于计算机电子元件的液体冷却器及其零部件、用于控制该液体冷却器的装置以及包含该液体冷却器在内的产品作出 337 部分终裁。此外，受全球地缘政治危机再起，本周计算机板块资金净流出行为带动板块下跌。(2) 通信：随着 DeepSeek R2 的即将发布，高效 AI 模型降低算力硬件依赖，市场担忧光模块等通信硬件需求减少。这也导致资金从通信硬件转向软件和算法领域，导致光通信板块整体资金净流出。叠加光模块行业面临 800G 向 1.6T 升级的技术分歧，叠加 CPO / LPO 等技术路线竞争，引发市场对于行业竞争带来的毛利率和净利润的担忧。

海外权益市场方面，本周 (5.19-5.23) 全球主要经济体权益指数涨跌参半，恒生国企指数 (1.4%)、恒生指数 (1.1%) 呈现增长态势；标普 500 (-2.6%)、纳斯达克 (-2.5%) 等指数相对偏弱。

大宗商品方面，本周 (5.19-5.23) 大宗商品价格涨跌参半，NYMEX 天然气 (11.2%)、COMEX 黄金 (5.3%)、COMEX 白银 (4%)、CBOT 小麦 (3.5%)、CBOT 玉米 (3.5%) 涨幅居前，而波罗的海干散货指数 (-3.5%)、DCE 铁矿石 (-1.5%)、LME 铝 (-0.6%)、ICE 布油 (-0.6%) 则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：(1) NYMEX 天然气：供应紧张与需求增长成为主要驱动因素。近期天气变化及库存水平低于预期，进一步加剧了价格波动。同时，全球经济复苏带来的能源需求上升，也为天然气市场注入动力。(2) CBOT 玉米：主要原因是本周中西部地区的降雨放慢春播工作，邻池小麦市场继续攀升带来比价提振。

(3) CBOT 小麦：美元指数走弱，加上美国小麦作物状况意外下降以及中国和俄罗斯的天气恶劣，引发投资空头回补。领跌大宗商品的主要原因：(1) 波罗的海干散货指数：受巴拿马型和灵便型船运价指数下跌拖累。由于巴拿马型船和超灵便型船运费下跌，该指数周度出现下跌。监测好望角型船、巴拿马型船和超灵便型船运费的主要指数下跌 1 点至 1,340 点，跌幅 0.1%，周跌幅为 3.5%。(2) ICE 布油：受制于美伊谈判前景不明、供应不确定性大，加之穆迪下调美国主权信用评级及上周美国油品库存意外增加，油价承压下跌。



图表23：本周（5.19-5.23）国内宽基指数普跌，海外权益涨跌参半

板块	简称	最新值	涨跌幅（%）				过去5年历史分位数（%）	过去20年历史分位数（%）
			周环比（%）	月环比（%）	年初以来（%）	2024年（%）		
A股	沪深300	3882.3	-0.2	2.5	-1.3	14.7	34.6	72.2
	上证50	2711.9	-0.2	2.4	1.0	15.4	48.7	71.4
	中证800	4170.6	-0.4	2.0	-1.3	12.2	25.8	64.4
	深证成指	10132.4	-0.5	2.0	-2.7	9.8	23.2	45.0
	上证综指	3348.4	-0.6	1.6	-0.1	12.7	64.5	80.0
	创业板指	2021.5	-0.9	3.7	-5.6	13.2	22.6	62.0
	中证500	5653.0	-1.1	0.3	-1.3	5.5	25.8	64.4
	中证1000	5989.7	-1.3	0.1	0.5	1.2	23.5	61.5
	科创50	980.6	-1.5	-3.2	-0.8	16.1	54.7	54.7
	宁组合	32857.3	1.7	6.0	3.4	-3.0	30.3	77.3
风格指数	大盘价值	8193.6	0.5	4.2	1.5	26.9	93.9	98.1
	茅指数	445682.9	-0.2	3.5	1.5	7.8	29.7	82.4
	大盘成长	4021.9	-0.4	2.6	-2.2	7.6	21.1	70.8
	小盘价值	6383.0	-0.8	0.5	-1.7	7.6	40.7	75.0
	小盘成长	4482.4	-1.4	-0.4	-0.6	-2.3	17.1	53.6
	恒生国企指数	8583.9	1.4	5.8	17.8	26.4	66.3	28.1
海外权益	恒生指数	23601.3	1.1	6.9	17.7	17.7	65.9	65.6
	英国富时	8718.0	0.4	3.7	6.7	5.7	98.6	99.6
	澳洲	8360.9	0.2	5.6	2.5	7.5	97.5	99.3
	德国DAX	23629.6	-0.6	7.6	18.7	18.8	99.4	99.8
	韩国综合	2592.1	-1.3	2.6	8.0	-9.6	50.8	87.6
	日经225	37160.5	-1.6	6.6	-6.9	19.2	79.4	94.8
	法国CAC40	7734.4	-1.9	3.4	4.8	-2.2	88.8	97.2
	道琼斯	41603.1	-2.5	5.0	-2.2	12.9	89.2	97.3
	纳斯达克	18737.2	-2.5	12.1	-3.0	28.6	93.2	98.3
	标普500	5802.8	-2.6	7.9	-1.3	23.3	91.7	97.9
商品	NYMEX天然气	3.7	11.2	22.6	2.0	44.5	66.0	65.1
	COMEX黄金	3357.7	5.3	1.9	27.1	27.4	99.5	99.8
	COMEX白银	33.6	4.0	0.3	15.0	21.6	98.1	95.3
	CBOT小麦	543.5	3.5	0.0	-1.5	-12.3	12.5	43.6
	CBOT玉米	459.0	3.5	-4.2	0.1	-2.7	33.1	62.7
	LME铜	9614.0	1.8	2.5	9.6	2.6	80.8	94.1
	CBOT大豆	1060.8	1.0	1.0	5.0	-22.2	24.3	55.3
	LME锌	2712.5	0.8	2.8	-8.9	12.5	34.4	68.0
	LME铅	1994.0	-0.3	2.5	2.2	-5.7	24.4	38.5
	CZCE白糖	5833.0	-0.4	-2.7	-1.9	-5.7	46.0	69.0
	ICE WTI原油	60.6	-0.5	-1.7	-15.0	-0.5	17.0	36.5
	LME镍	15570.0	-0.5	-0.6	1.6	-7.8	12.3	41.3
	ICE布油	65.0	-0.6	-1.6	-12.9	-2.9	18.6	34.7
	LME铝	2466.0	-0.6	1.4	-3.4	7.1	59.5	75.1
	DCE铁矿石	718.0	-1.5	-0.6	-7.6	-20.0	16.6	57.0
	波罗的海干散货指数	1340.0	-3.5	3.1	34.4	-52.4	26.4	42.2

来源：Wind、国金证券研究所



图表24：本周（5.19-5.23）一级行业跌多涨少，医药生物领涨，计算机领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
下游消费	医药生物	7533.0	1.8%	3.5%	4.3%	-14.3	19.9	62.7
-	综合	2700.4	1.4%	3.3%	-1.2	3.2	63.8	76.2
上游周期	有色金属	4783.3	1.3%	1.2	10.8	3.2	63.3	83.5
下游消费	汽车	7269.0	1.2%	9.6	13.2	16.3	99	99.4
下游消费	家用电器	8692.1	1.2%	6.8	3.0	25.4	84.2	96.0
上游周期	煤炭	2587.3	1.0%	1.3	-10.9	4.4	43	58.8
下游消费	轻工制造	2043.0	0.7%	4.6	0.7	-6.0	19.9	46.2
金融	银行	4208.6	0.6%	4.6	7.7	34.4	99.5	99.8
中游制造	环保	1730.0	0.4%	3.2	3.3	1.9	29.3	34.2
中游制造	公用事业	2383.6	0.2%	2.4	-0.5	10.2	79.6	72.1
下游消费	纺织服饰	1523.7	-0.1%	4.0	1.9	-5.3	24.8	21.9
上游周期	石油石化	2164.3	-0.1%	1.9	-6.5	6.2	24.6	42.8
上游周期	交通运输	2201.2	-0.2%	1.8	-2.4	13.0	33.8	40.5
TMT	传媒	659.1	-0.2%	2.1	2.3	2.2	54.2	56.1
下游消费	农林牧渔	2611.2	-0.4%	-1.3	3.2	-11.6	16.6	56.1
中游制造	电力设备	6788.3	-0.7%	5.4	-4.6	3.1	25.7	79.0
中游制造	国防军工	1471.3	-0.9%	2.9	-0.2	7.1	40.3	73.8
中游制造	钢铁	2139.2	-0.9%	0.5	1.8	0.2	28.1	33.0
中游制造	建筑装饰	1881.7	-1.0%	0.6	-5.5	5.6	18.4	36.6
中游制造	建筑材料	4362.8	-1.1%	-2.0	-0.6	-5.9	12.3	45.6
上游周期	基础化工	3406.5	-1.2%	2.9	3.8	-5.1	28.9	76.7
下游消费	食品饮料	17875.7	-1.3%	-0.3	-0.5	-8.0	13.1	78.3
金融	房地产	1971.2	-1.5%	-6.0	-8.6	-2.1	8.8	13.0
下游消费	美容护理	4869.1	-1.5%	7.5	11.7	-10.3	26.2	66.2
下游消费	社会服务	7914.5	-1.6%	-4.8	-0.9	-5.1	17.3	79.0
下游消费	商贸零售	2110.6	-1.6%	-3.4	-5.7	13.7	24.1	15.1
金融	非银金融	1729.0	-1.7%	1.9	-7.4	30.2	53.6	66.5
TMT	电子	4259.5	-2.2%	-1.1	-3.9	18.5	53.1	87.7
TMT	通信	2812.3	-2.3%	3.8	-5.6	28.8	89.7	88.7
中游制造	机械设备	1620.5	-2.5%	4.3	6.8	5.0	84.2	90.2
TMT	计算机	4402.3	-3.0%	-0.8	-0.1	4.4	40.1	67.4

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值：A股主要指数估值涨多跌少，海外权益指数估值普涨

A股方面，本周（5.19-5.23）A股主要宽基指数估值普跌，科创50（-1.7%）、中证500（-1.1%）估值领跌，深成指（-0.1%）、沪深300（-0.1%）估值领涨。从过去20年PE-TTM历史分位数来看，创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中，小盘成长（-1.4%）、小盘价值（-0.7%）估值跌幅居前，宁组合（2.9%）、大盘成长（0.2%）估值涨幅居前。海外方面，本周海外市场主要指数估值涨跌参半，英国富时指数（6.9%）、恒生国企指数（0.9%）领涨，道琼斯指数（-2.0%）、标普500指数（-1.6%）估值涨幅落后；道琼斯、标普500估值处于过去20年较高历史分位数水平。

行业方面，本周（5.19-5.23）各行业估值多数上涨。从PE来看，汽车（+1.4%）、综合（+1.4%）行业估值涨幅明显，而计算机（-3.2%）、机械设备（-2.4%）行业的估值则略有回落。



图表25：本周（5.19-5.23）A股主要指数估值普跌，海外权益指数估值涨跌参半

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)	
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)
A股	科创50	138.2	-1.7	42.8	62.2	88.1	98.8	98.9	4.4	-1.7	-3.6
	深证成指	25.1	-0.1	2.5	1.0	19.0	37.7	56.3	2.1	-0.2	-0.3
	中证1000	39.0	-0.8	4.2	6.9	3.7	74.6	51.6	2.0	-0.5	-0.3
	上证50	10.9	-0.3	1.8	-2.7	21.8	67.5	50.8	1.2	-0.3	-0.1
	中证800	14.0	-0.3	2.2	-2.2	18.6	57.9	46.9	1.4	-0.3	-0.2
	中证500	28.5	-1.1	2.5	3.5	26.2	84.1	45.1	1.8	-0.9	-0.7
	上证综指	14.5	-0.4	2.8	-0.5	16.1	78.5	44.4	1.3	-0.4	-0.1
	沪深300	12.5	-0.1	2.3	-3.0	19.1	56.5	43.4	1.3	-0.1	0.0
	创业板指	30.7	-0.1	3.1	-7.8	19.4	23.9	10.4	3.7	-2.0	0.5
	小盘成长	30.7	-1.4	4.1	20.1	18.8	89.6	61.4	2.2	-1.2	-1.5
风格指数	大盘成长	17.8	0.2	0.3	-8.9	19.4	23.0	53.4	2.5	-0.2	-2.4
	大盘价值	8.4	0.1	3.2	-1.0	28.4	84.8	50.4	0.9	0.1	0.8
	小盘价值	16.4	-0.7	6.1	10.6	2.0	90.2	44.6	1.1	-0.6	-0.7
	茅指数	17.8	0.1	0.8	-1.6	7.4	9.0	32.5	2.8	-0.2	-0.6
	宁组合	28.0	2.9	3.2	-2.2	27.2	25.6	8.5	4.3	0.1	-1.5
	道琼斯	28.6	-2.0	7.3	-14.7	30.8	74.6	94.7	8.2	-2.1	8.3
海外	标普500	26.3	-1.6	7.2	-7.6	14.4	55.5	89.3	4.9	-1.6	7.5
	纳斯达克	39.6	-0.8	8.2	-13.3	6.4	37.9	76.5	6.2	-1.3	10.7
	英国富时	18.7	6.9	12.4	-2.0	84.8	72.0	70.7	1.9	1.5	4.1
	恒生国企指数	9.7	0.9	5.4	16.1	17.6	70.6	56.0	1.0	0.9	4.4
	恒生指数	10.5	0.9	6.7	14.5	11.6	66.6	43.2	1.1	0.9	4.8

来源：Wind、国金证券研究所

图表26：本周（5.19-5.23）A股各行业估值多数下跌，汽车、综合领涨，计算机领跌

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年PE历史分位数(%)	过去20年PE历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)				过去5年PB历史分位数(%)	过去20年PB历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	计算机	76.8	-3.2	-2.4	18.8	11.7	89.6	93.2	3.7	-3.2	-1.3	4.3	4.0	45.1	39.6
	钢铁	33.8	-0.1	15.7	29.7	22.2	98.7	83.4	0.9	-1.0	-1.0	3.3	3.3	35.7	19.5
	房地产	39.0	-1.1	5.7	6.1	194.9	95.7	81.3	0.7	-1.4	-1.4	0.0	4.3	18.9	4.0
	国防军工	73.6	-0.1	26.4	12.9	35.7	92.7	76.1	3.0	-0.7	2.0	2.0	2.7	30.6	47.2
	商贸零售	37.2	-1.1	3.3	0.4	28.2	88.9	67.8	1.8	-1.7	2.5	-3.3	1.8	58.0	23.6
	汽车	27.1	1.4	26.8	9.7	2.7	36.7	67.1	2.5	1.6	1.6	39.9	5.9	86.1	63.2
	美容护理	39.8	-1.1	11.8	20.7	11.7	36.2	57.0	3.3	-1.5	3.7	39.2	-15.7	20.1	40.5
	机械设备	31.2	-2.1	0.2	4.3	7.9	77.7	56.9	2.4	-2.4	0.4	7.0	3.9	52.1	39.2
	电子	48.8	-2.1	-7.2	-7.1	18.1	70.4	54.3	3.3	-2.1	-3.2	-2.3	35.0	51.3	53.1
	建筑材料	25.9	-1.1	-2.5	6.7	42.4	94.4	51.0	1.1	-0.9	-0.9	0.9	-5.9	11.9	2.5
	煤炭	12.8	1.0	17.6	6.1	36.8	98.6	44.0	1.2	1.2	0.0	-9.8	3.5	23.6	15.0
	基础化工	24.1	-1.1	1.4	6.0	7.4	68.7	41.7	1.8	-1.1	0.6	2.9	2.7	17.4	10.4
	轻工制造	27.4	0.8	12.2	11.0	-12.4	63.8	37.8	1.7	0.6	1.8	0.6	-7.6	16.4	17.8
	纺织服饰	24.5	0.0	23.4	21.3	-13.0	61.4	37.3	1.7	0.0	1.3	1.8	4.6	29.4	15.7
	传媒	38.9	-0.1	-1.7	4.9	2.1	69.4	34.3	2.5	-0.4	2.5	5.5	4.3	58.3	20.1
	美容护理	39.8	-1.1	11.8	20.7	11.7	36.2	33.4	3.3	-1.5	3.7	39.2	-15.7	20.1	40.5
	石油石化	16.0	-0.1	16.6	-1.1	9.5	74.2	31.8	1.2	0.0	-0.9	-7.2	3.2	4.3	1.1
	社会服务	40.6	-1.1	-4.1	74.2	-52.9	18.8	30.9	2.8	-1.7	-4.7	0.0	1.4	18.9	15.5
	银行	6.4	0.6	5.1	9.4	36.8	76.4	30.7	0.6	0.0	3.7	7.7	15.6	60.5	12.9
	交通运输	16.3	-0.1	12.2	-1.8	19.3	64.8	30.2	1.3	0.0	-0.8	-1.5	7.2	17.6	8.5
	综合	39.9	1.4	-7.9	-32.8	19.9	21.0	29.7	1.6	1.2	20.2	3.2	2.2	48.8	18.0
	环保	23.5	0.5	14.6	13.3	3.5	92.8	26.8	1.5	0.1	3.6	4.3	2.9	29.1	6.4
	建筑装饰	10.5	-0.1	17.0	10.7	16.8	84.0	26.0	0.7	0.0	0.0	-2.7	4.1	11.1	2.4
	家用电器	14.4	1.3	-1.0	-4.4	22.6	39.1	22.8	2.4	1.3	-0.4	-4.4	4.2	22.2	39.2
	电力设备	29.1	-0.1	-0.1	-3.7	84.2	38.9	19.8	2.3	-0.4	1.6	-2.6	3.0	15.6	16.4
	通信	28.7	-2.1	-3.3	-11.2	16.3	20.0	19.1	2.5	-2.3	2.0	-5.9	31.3	78.1	55.8
	有色金属	18.3	1.2	-6.1	0.5	15.0	34.0	13.5	2.1	1.0	-0.5	16.1	-2.5	20.7	17.5
	食品饮料	22.1	-1.1	15.4	7.8	-15.1	17.8	12.7	4.1	-1.2	-5.7	-4.6	-14.5	6.7	35.0
	公用事业	18.2	0.2	16.4	6.6	-8.9	28.1	12.4	1.5	0.0	0.7	0.0	3.4	36.0	12.5
	非银金融	13.6	-2.1	-2.4	-14.6	16.0	15.6	6.4	1.2	-0.8	-2.4	-4.8	27.9	41.9	9.0
	农林牧渔	16.7	-0.1	-7.9	-24.4	-55.8	6.7	1.4	2.3	-0.4	-2.6	0.9	-14.8	6.3	14.0

来源：Wind、国金证券研究所

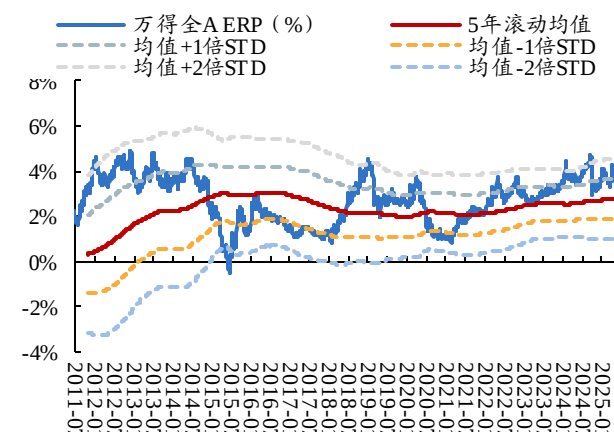
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高

指数方面，本周（5.19-5.23）主要宽基指数的ERP呈震荡整理趋势，按照五年滚动来看，创业板指高于“1倍标准差上限”，万得全A、沪深300、上证指数略低于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下跌，按照五年滚动来看，万得全A、沪深300、创业板指均高于“2倍标准差下限”；上证指数低于“2倍标准差下限”。

风格方面，本周（5.19-5.23）主要风格指数的ERP呈上升趋势。按照五年滚动来看，金融、周期、成长、消费风格指数均高于“1倍标准差下限”，其中消费风格指数高于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下跌，按照五年滚动来看，金融风格指数股债收益差低于“2倍标准差下限”，周期和消费风格指数股债收益差高于“2倍标准差下限”，成长风格指数股债收益差高于“1倍标准差下限”。

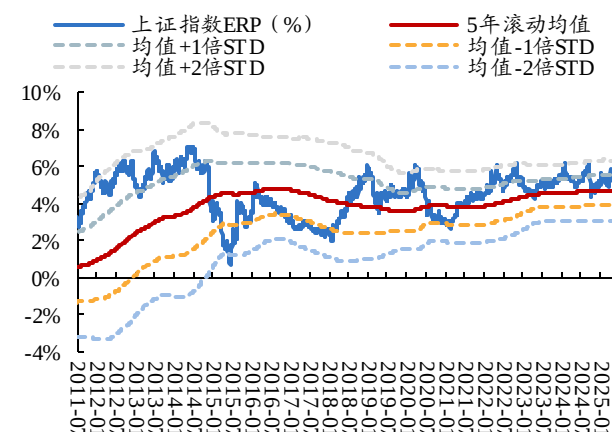


图表27: 万得全 A ERP 略低于“1 倍标准差上限”



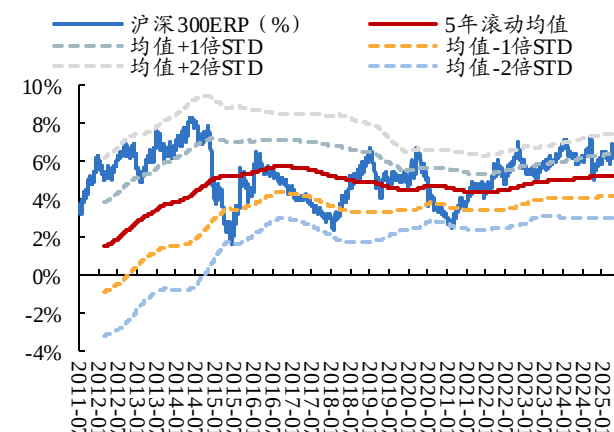
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 上证指数 ERP 略低于“1 倍标准差上限”



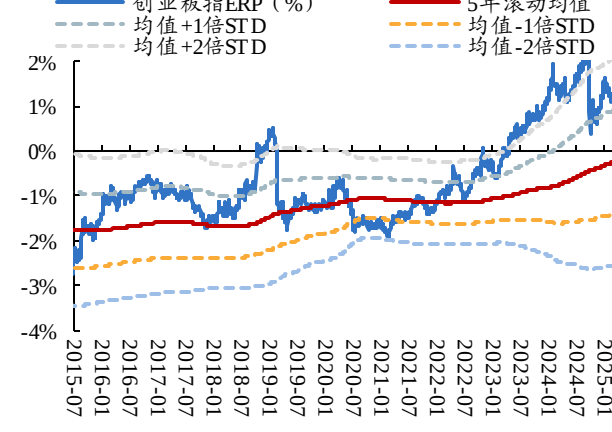
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 沪深 300 ERP 略低于“1 倍标准差上限”



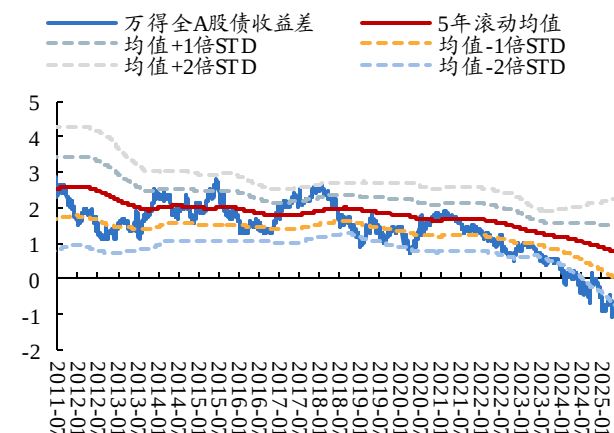
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”



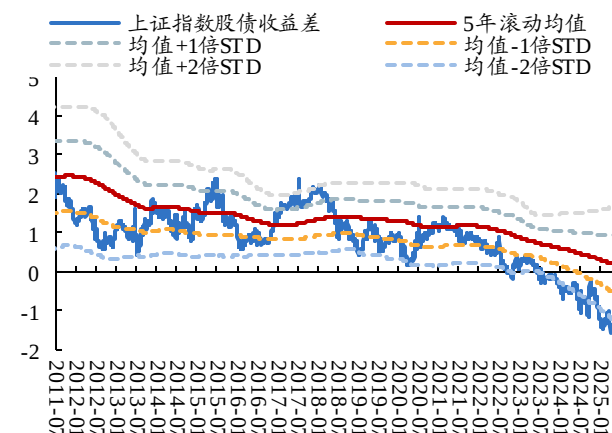
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 万得全 A 股债收益差高于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

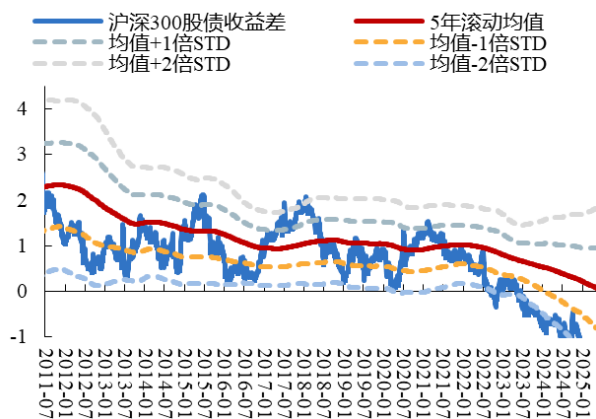
图表32: 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

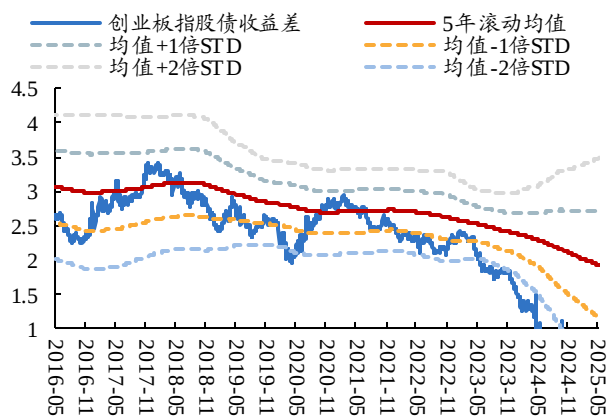


图表33: 沪深300股债收益差高于“2倍标准差下限”



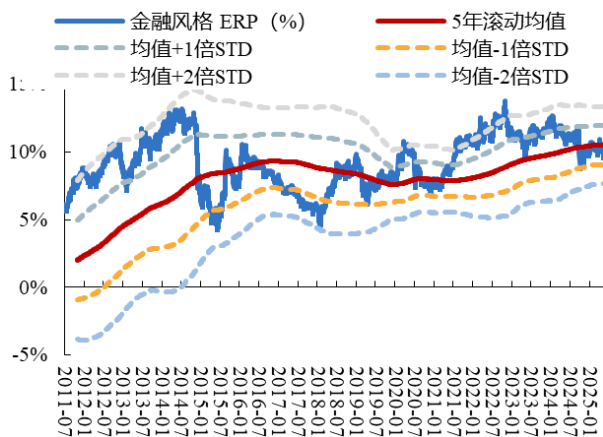
来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 创业板指股债收益差高于“2倍标准差下限”



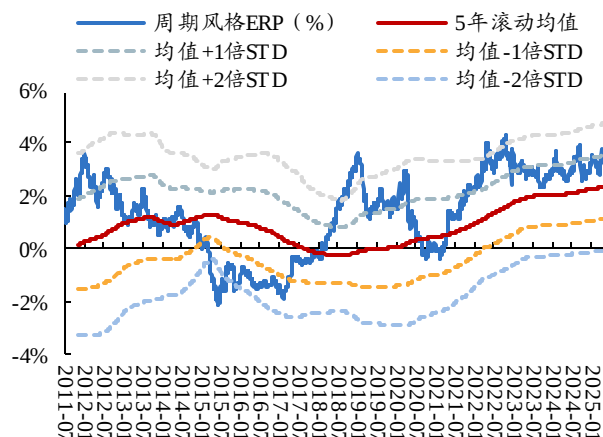
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 金融的 ERP 高于“1倍标准差下限”



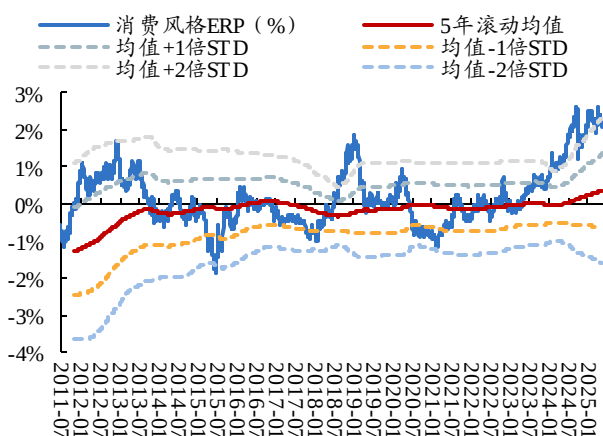
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 周期的 ERP 高于“1倍标准差下限”



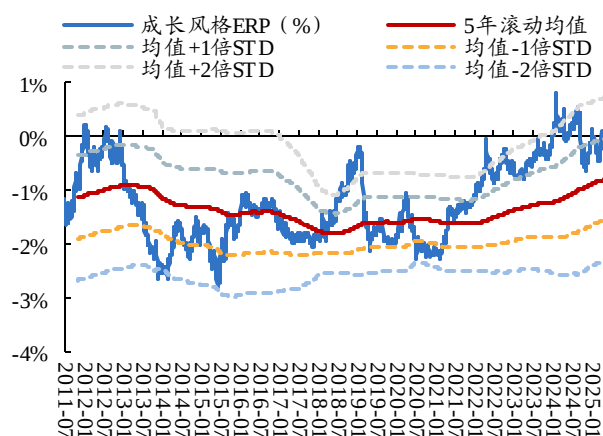
来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 消费的 ERP 高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

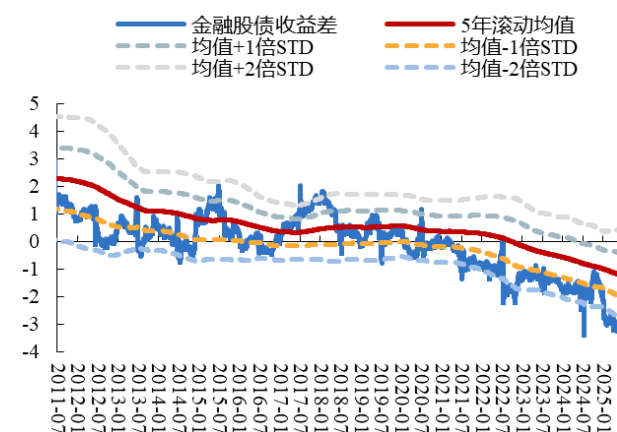
图表38: 成长的 ERP 高于“1倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

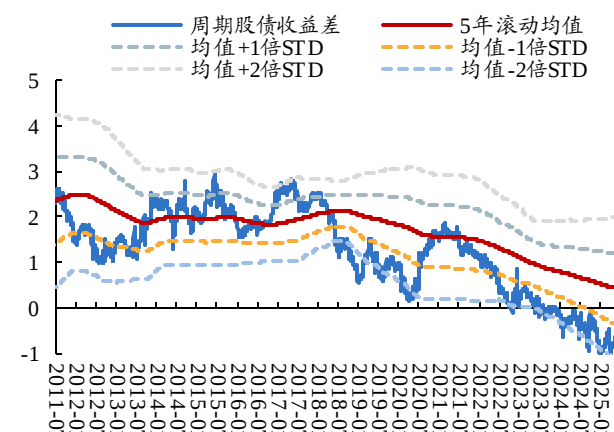


图表39：金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



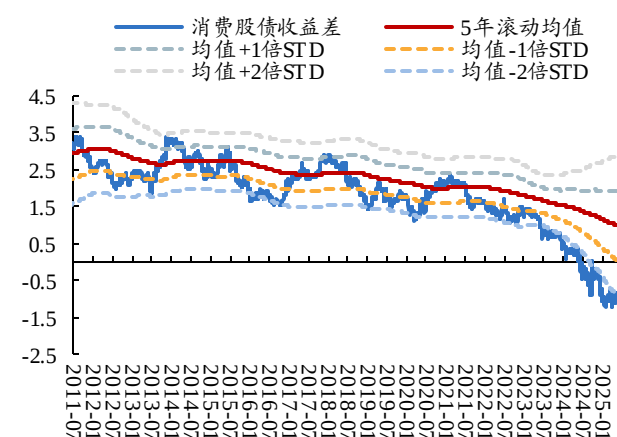
来源：Wind、国金证券研究所

图表40：周期股债收益差高于“2倍标准差下限”



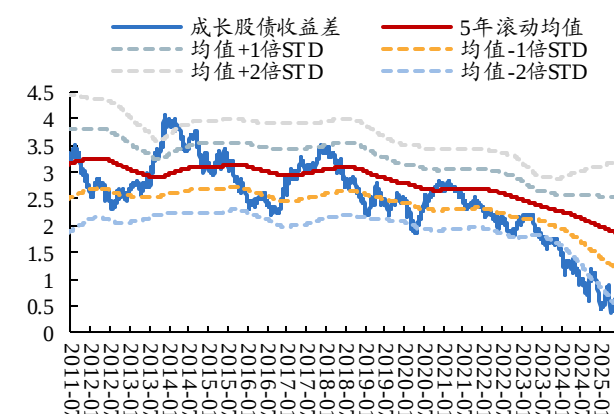
来源：Wind、国金证券研究所

图表41：消费股债收益差高于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表42：成长股债收益差高于“1倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期多数下调

指数方面，本周（5.19-5.23）主要指数盈利预期多数下调。主要宽基指数中，科创 50（-1.18%）、创业板指（-0.29%）和中证 500（-0.25%）盈利预期下调幅度居前；主要风格指数中，大盘价值（-0.1%）、小盘价值（-0.2%）盈利预期下调幅度较小；宁组合（-1.3%）盈利预期下调较多。

行业方面，本周（5.19-5.23）各行业盈利预期多数下调。周期板块中，公用事业（0.1%）盈利预期上调幅度最大，电力设备（-2.6%）、建筑材料（-1.8%）盈利预期显著下调；传统消费板块中，纺织服饰（0.8%）、商贸零售（0.4%）盈利预期上调幅度较大，农林牧渔（-0.4%）盈利预期降幅居前；成长板块中，传媒（1.1%）盈利预期上调幅度最大，电子（-0.5%）盈利预期降幅较大；金融板块中，房地产（0.7%）盈利预期上调幅度较大。



图表43: 本周 (5.19-5.23) 主要指数盈利全面下调

板块	指数	指数代码	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	000001.SH	0.84	-0.20%	-17.2%	0.84	0.76
	深证成指	399001.SZ	0.88	-0.13%	-16.5%	0.88	0.64
	沪深300	000300.SH	1.16	-0.16%	-2.8%	1.16	1.07
	创业板指	399006.SZ	1.66	-0.29%	-6.9%	1.66	1.22
	中证500	000905.SH	0.49	-0.25%	-24.6%	0.49	0.36
	科创50	000688.SH	0.64	-1.18%	-30.8%	0.64	0.36
	上证50	000016.SH	1.20	-0.19%	-2.0%	1.20	1.18
	中证800	000906.SH	1.01	-0.18%	-7.9%	1.01	0.91
	中证1000	000852.SH	0.41	-0.12%	-34.5%	0.41	0.26
风格 指数	大盘成长	399372.SZ	1.37	-0.5%	-5.2%	1.37	1.23
	大盘价值	399373.SZ	1.21	-0.1%	-1.3%	1.21	1.20
	小盘成长	399376.SZ	0.70	-0.8%	-22.0%	0.70	0.48
	小盘价值	399377.SZ	0.47	-0.2%	-19.7%	0.47	0.40
	茅指数	8841415.WI	3.92	-0.4%	-2.3%	3.92	3.10
	宁组合	8841447.WI	3.78	-1.3%	-6.2%	3.78	2.80

来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 本周 (5.19-5.23) 各行业盈利预期多数下调

风格 板块	行业	指数代码	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
周期	煤炭	801950.SI	0.84	0.0%	-30.9%	0.84	0.99
	有色金属	801050.SI	0.76	-0.5%	-17.3%	0.76	0.55
	交通运输	801170.SI	0.41	-0.1%	-31.1%	0.41	0.40
	基础化工	801030.SI	0.51	-0.1%	-48.7%	0.51	0.36
	石油石化	801960.SI	0.84	-0.3%	-8.1%	0.84	0.78
	钢铁	801040.SI	0.14	0.0%	-41.4%	0.14	-0.04
	建筑材料	801710.SI	0.42	-1.8%	-22.6%	0.42	0.21
	建筑装饰	801720.SI	0.57	-0.2%	-32.1%	0.57	0.53
	电力设备	801730.SI	0.66	-2.6%	-50.8%	0.66	0.28
	机械设备	801890.SI	0.41	-0.1%	-45.0%	0.41	0.31
	国防军工	801740.SI	0.36	-0.1%	-38.5%	0.36	0.16
	公用事业	801160.SI	0.46	0.1%	-16.9%	0.46	0.41
	环保	801970.SI	0.26	-0.1%	-55.2%	0.26	0.23
传统 消费	汽车	801880.SI	0.84	-0.3%	-40.0%	0.84	0.60
	家用电器	801110.SI	1.58	-0.1%	-25.8%	1.58	1.38
	纺织服饰	801130.SI	0.30	0.8%	-59.4%	0.30	0.25
	商贸零售	801200.SI	0.20	0.4%	-54.0%	0.20	0.13
	食品饮料	801120.SI	2.48	-0.1%	-24.6%	2.48	2.25
	社会服务	801210.SI	0.20	-0.2%	-61.3%	0.20	0.15
	农林牧渔	801010.SI	0.52	-0.4%	-42.0%	0.52	0.44
	轻工制造	801140.SI	0.32	-0.2%	-62.5%	0.32	0.23
	医药生物	801150.SI	0.56	0.1%	-46.3%	0.56	0.42
	美容护理	801980.SI	0.85	-0.1%	-37.0%	0.85	0.57
成长	电子	801080.SI	0.59	-0.5%	-30.9%	0.59	0.36
	计算机	801750.SI	0.27	-0.2%	-57.6%	0.27	0.07
	传媒	801760.SI	0.25	1.1%	-52.8%	0.25	0.12
	通信	801770.SI	1.04	-0.1%	-21.0%	1.04	0.92
金融	房地产	801180.SI	-0.40	0.7%	-309.1%	-0.40	-0.67
	银行	801780.SI	1.14	0.0%	-1.0%	1.14	1.13
	非银金融	801790.SI	1.11	-0.1%	-21.7%	1.11	1.05



来源：Wind、国金证券研究所

四、下周经济数据及重要事件展望

图表45：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-05-27	中国	4月工业企业利润:累计同比(%)	0.80	
2025-05-30	中国	4月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-194.90	
2025-05-31	中国	5月官方制造业PMI	49	
2025-05-29	美国	5月24日初请失业金人数:季调(人)	227000	
2025-05-30	美国	4月个人消费支出:季调(十亿美元)	20,653.31	
2025-05-30	美国	4月核心PCE物价指数:同比(%)	2.65	
2025-05-30	美国	4月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	65,437.00	
2025-05-30	美国	4月PCE物价指数:环比(%)	-0.04	
2025-05-30	美国	4月PCE物价指数:同比(%)	2.29	
2025-05-30	美国	4月核心PCE物价指数:环比(%)	0.03	
2025-05-30	美国	5月密歇根大学1年期通胀率预期(终值)(%)	6.50	
2025-05-30	美国	5月密歇根大学5年期通胀率预期(终值)(%)	4.4	
2025-05-30	欧盟	4月欧元区:M1:同比(%)	3.53	
2025-05-30	欧盟	4月欧元区:M2:同比(%)	2.87	

来源：Wind、国金证券研究所

图表46：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-05-26	欧盟	5月欧洲央行行长拉加德发表讲话
2025-05-27	欧盟	5月欧洲央行管委维勒鲁瓦发表讲话
2025-05-27	欧盟	5月欧洲央行管委维勒鲁瓦在ACPR年度报告发布会上发表讲话并出席发布会
2025-05-03	美国	5月29日EIA公布周度能源报告

来源：Wind、国金证券研究所

五、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究