

2025年05月25日

供给与价格传导，关注中游制造环节

——资产配置周报（2025/05/19-2025/05/23）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**5月23日当周，全球股市多数收跌，港股表现逆势走强；主要商品期货中黄金、铜收涨，铝、原油收跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：恒生指数>英国富时100>沪深300指数>深证成指>上证指数>德国DAX30>恒生科技指数>创业板指>科创50>日经225>法国CAC40>道指>纳指>标普500。2) 原油价格震荡调整，OPEC+预期7月再度增产，缓解地缘局势紧张对油价带来的影响。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、水泥、混凝土、螺纹钢皆小幅回落；高炉开工率环比下跌0.46pct；乘用车日均零售5.18万辆，环比下跌0.73%，同比上升12.00%；BDI环比下降3.46%。4) 国内利率债收益率分化，全周中债1Y国债收益率下跌0.27BP至1.45%，10Y国债收益率上行4.15BP收至1.7208%。5) 全球国债收益率普遍上行，长期限上行幅度更大，收益率曲线陡峭化。2Y美债收益率当周上行2BP至4.00%，10Y美债收益率上行8BP至4.51%；10Y德债收益率上行5BP；10Y日债收益率上行10.7BP至1.57%。6) 美元指数收于99.12，周下跌1.84%；离岸人民币对美元升值0.52%；日元对美元升值2.33%。
- **国内权益市场。**至5月23日当周，风格方面，周期>消费>金融>成长，日均成交额为11388亿元（前值12325亿元）。申万一级行业中，共有10个行业上涨，21个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+1.78%）、综合（+1.41%）、有色金属（+1.26%）；跌幅靠前的行业为计算机（-3.02%）、机械设备（-2.48%）、通信（-2.31%）。
- **供给与价格传导，关注中游制造环节。**5月23日，美国总统针对欧盟和苹果公司的新关税威胁言论，市场或将迎来新的动荡。根据“预览”数据，标普全球美国PMI综合产出指数从4月份的50.6上升至5月份的52.1；与此同时标准普尔PMI显示美国有记录以来最大的制造业投入库存增加，说明美国的主动补库存过程。国内4月份规上工业加工原油同比下降1.4%，3月份为增长0.4%；4月国内粗钢产量同比持平，1-4月累计产量同比增长0.4%；说明国内仍为去库存过程，对上游的基础原料的支撑力度较弱，但对下游有望供给收缩。我们认为5-6月份国内的经济刺激政策出台较为集中，引导消费预期向好，经济数据有望逐渐向好，以对冲出口潜在下行的风险。中间制造业有望受益原料成本下降，关注下游补库存，以及行业龙头对价格的传导能力。
- **利率与人民币汇率。**5月23日当周，税期走款及政府融资力度扰动资金面，央行相应加大投放力度。短期资金利率先降后升。同业存单收益率亦对税期资金面有所反应。新一轮存款降息可能对中期资金产生扰动，但考虑到当期央行的态度较Q1更为温和，存款脱媒对资金面利率的影响预计很难达到Q1的高度。本轮宽松货币政策暂告一段落，国债收益率略有上行。Q2稳增长压力缓解，政策进入观察期，意味着利率下行空间或有限。同时，在内需偏弱、外需承压的长期背景下，利率上行动力也不强。下周市场可能因特朗普政府关于欧盟关税的强硬态度有所反应。美债方面，赤字担忧与通胀粘性推高收益率至2023年10月以来的高位。短期美债投资情绪仍然脆弱，关注长端收益率可能面临的极端考验。人民币对美元升至7.20下方，后续国际资金流动、关税影响、央行干预等多空力量或逐步趋于均衡，预计人民币汇率在7.20左右波动。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：供给与价格传导，关注中游制造环节	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：关注存款降息对中期资金扰动	7
2.2. 利率债：政策进入观察期，市场或维持震荡	7
2.3. 美债：赤字担忧与通胀粘性推升长债收益率	8
2.4. 汇率：多空因素或趋于均衡	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 关税扰动下，国内经济 4 月表现出较强韧性	17
5.2. 美债、日债收益率上升，引发市场担忧	19
5.3. 资金及流动性跟踪	20
5.4. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	22
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格 (元/吨, 美元/吨)	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数 (美元/千吨)	13
图 22 铜精矿和电解铜库存 (万吨)	13
图 23 中国矿产粗铜产量 (万吨)	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量 (万吨)	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率 (万吨, %)	14
图 26 中国电解铜和需求缺口 (万吨)	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量 (手)	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量 (吨)	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水 (元/吨)	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 规模以上工业增加值当月同比, %	18
图 40 高技术制造业增加值当月同比, %	18
图 41 社会消费品零售总额当月同比, %	19
图 42 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %	19
图 43 固定资产投资完成额累计同比, %	19
图 44 制造业、基建投资累计同比, %	19
图 45 美国 30Y、10Y 国债收益率, %, %	20
图 46 美国财政赤字占 GDP 比重, %	20

图 47 两融余额, 亿元, 亿元	20
图 48 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	20
图 49 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21
图 50 SHIBOR 3M, %	21
图 51 美国存款准备金占比银行总资产, %	21
图 52 美国金融流动性指标, 十亿美元	21
图 53 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	22
图 54 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	22
图 55 财经日历	24

1.核心观点：供给与价格传导，关注中游制造环节

1) 供给与价格传导，关注中游制造环节。5月23日，美国总统针对欧盟和苹果公司的新关税威胁言论，市场或将迎来新的动荡。根据“预览”数据，标普全球美国 PMI 综合产出指数从4月份的50.6上升至5月份的52.1；与此同时标准普尔 PMI 显示美国有记录以来最大的制造业投入库存增加，说明美国的主动补库存过程。国内4月份规上工业加工原油同比下降1.4%，3月份为增长0.4%；4月国内粗钢产量同比持平，1-4月累计产量同比增长0.4%；说明国内仍为去库存过程，对上游的基础原料的支撑力度较弱，但对下游有望供给收缩。我们认为5-6月份国内的经济刺激政策出台较为集中，引导消费预期向好，经济数据有望逐渐向好，以对冲出口潜在下行的风险。中间制造业有望受益原料成本下降，关注下游补库存，以及行业龙头对价格的传导能力。

2) 利率与人民币汇率。5月23日当周，税期走款及政府融资力度扰动资金面，央行相应加大投放力度。短期资金利率先降后升。同业存单收益率亦对税期资金面有所反应。新一轮存款降息可能对中期资金产生扰动，但考虑到当期央行的态度较Q1更为温和，存款脱媒对资金面利率的影响预计很难达到Q1的高度。本轮宽松货币政策暂告一段落，国债收益率略有上行。Q2稳增长压力缓解，政策进入观察期，意味着利率下行空间或有限。同时，在内需偏弱、外需承压的长期背景下，利率上行动力也不强。下周市场可能因特朗普政府关于欧盟关税的强硬态度有所反应。美债方面，赤字担忧与通胀粘性推高收益率至2023年10月以来的高位。短期美债投资情绪仍然脆弱，关注长端收益率可能面临的极端考验。人民币对美元升至7.20下方，后续国际资金流动、关税影响、央行干预等多空力量或逐步趋于均衡，预计人民币汇率在7.20左右波动。

3) 未来一周主要经济数据。未来一周将公布美国第一季度GDP修正数据，最初的估计显示年化收缩0.3%；市场或认为美国的经济增长低估，未来一周有关通胀的核心PCE物价指数至关重要。美国出于对关税的担忧，加之原料补库存，美国消费者价格通胀可能大幅上升；美国5月PMI初值提升，美联储降息仍有推迟的可能。在欧洲，焦点将集中在德国、法国、意大利和西班牙的初步通胀数据上；其他关注数据包括欧元区商业信心、英国CBI零售趋势、法国失业率、瑞士贸易、零售和KOF领先指标，以及土耳其第一季度GDP和劳动力数据等。中国将公布4月份工业企业利润，以了解美中之间短暂的贸易战对商品订单的影响。

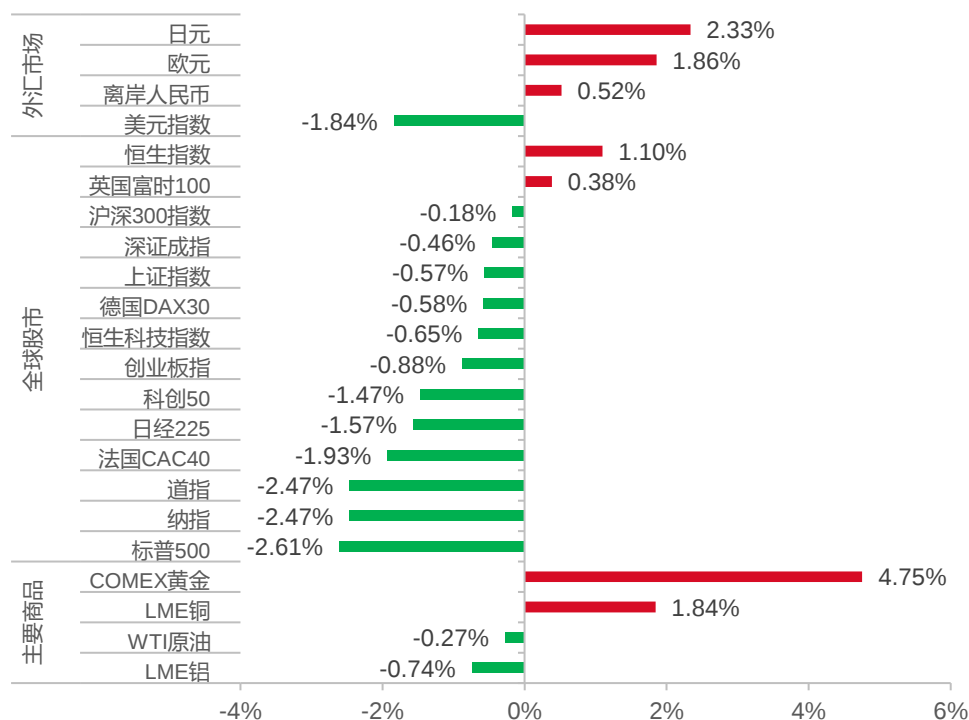
1.1.市场观点与资产配置建议

1.2.全球大类资产回顾

5月23日当周，全球股市多数收跌，港股表现逆势走强；主要商品期货中黄金、铜收涨，铝、原油收跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：恒生指数>英国富时100>沪深300指数>深证成指>上证指数>德国DAX30>恒生科技指数>创业板指>科创50>日经225>法国CAC40>道指>纳指>标普500，国内来看，4月经济数据经受住了关税冲击的考验，反映出偏强的韧性，但周五下午市场避险情绪回升，拖累当周权益表现。海外来看，美日长债拍卖结果不佳，超长期国债收益率明显上行，引发市场担忧，同时特朗普再次威胁对欧盟加征50%关税。2) 原油价格震荡调整，OPEC+预期7月再度增产，缓解地缘局势紧张对油价带来的影响。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、水泥、混凝土、螺纹钢皆小幅回落；高炉开工率环比下跌0.46pct；乘用车日均零售5.18万辆，环比下跌0.73%，同比上升12.00%；BDI环比下降3.46%。4) 国内利率债收益率分化，全周中债1Y国债收益率下跌0.27BP至1.45%，10Y国债收益率上行4.15BP收至1.7208%。5) 全球

国债收益率普遍上行，长期限上行幅度更大，收益率曲线陡峭化。2Y 美债收益率当周上行 2BP 至 4.00%，10Y 美债收益率上行 8BP 至 4.51%；10Y 德债收益率上行 5BP；10Y 日债收益率上行 10.7BP 至 1.57%。6) 美元指数收于 99.12，周下跌 1.84%；离岸人民币对美元升值 0.52%；日元对美元升值 2.33%。

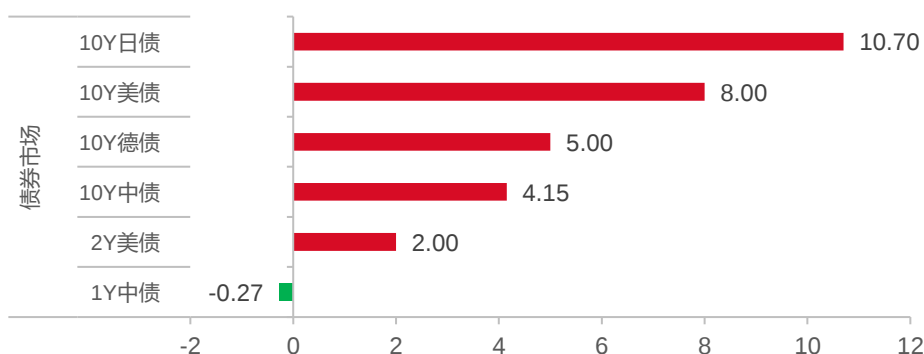
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升贬值。

图2 中债美债周度表现，BP



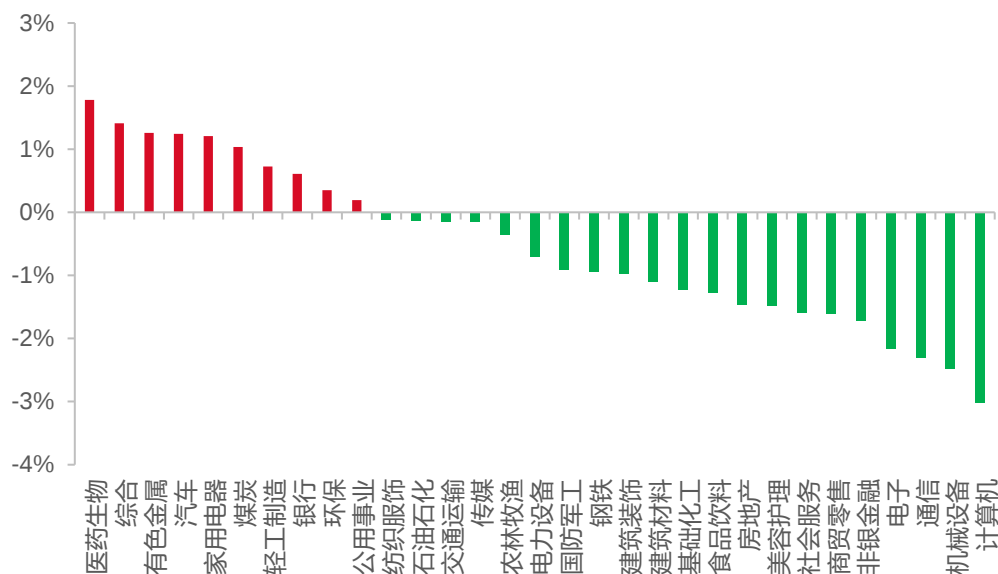
资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 5 月 23 日当周，风格方面，周期>消费>金融>成长，日均成交额为 11388 亿元（前值 12325 亿元）。申万一级行业中，共有 10 个行业上涨，21 个行业下跌。

其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+1.78%）、综合（+1.41%）、有色金属（+1.26%）；跌幅靠前的行业为计算机（-3.02%）、机械设备（-2.48%）、通信（-2.31%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，5/19-5/23

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：关注存款降息对中期资金扰动

5月23日当周，税期走款（23日走款开始）及政府融资力度较大（周内净融资规模约4380亿元）等因素扰动下，市场对短期流动性需求增加。央行相应加大投放力度，以维护资金面稳定：周内OMO+MLF+国库定存合计净投放1.2万亿资金。周一至周四资金利率稳中有降，周五税期走款开启，资金利率上行。周内DR001加权均价区间为1.53%-1.61%（VS前一周1.43%-1.65%），DR007加权均价区间为1.58%-1.63%（VS前一周1.54%-1.63%）。同业存单收益率亦对税期资金面有所反应。截至5月23日，1M、3M、6M、1Y收益率分别为1.62%、1.66%、1.68%、1.70%，周内分别+1.25bp、+2.5bp、+3bp、+2bp。

相对LPR降幅，国有行新一轮存款挂牌利率调降幅度较大。参照Q1存款脱媒影响，银行负债端结构性矛盾或上升。前期，利率敏感性存款寻求更高收益产品，导致存款从银表内流出，银行同业存单供给上升，利率上行。后期，随着存款流向理财、债券基金等资管产品，非银负债端充裕，对存单配置需求上升，利率下行。考虑到当期央行的态度较Q1更为温和，存款脱媒对资金面利率的影响预计很难达到Q1的高度。以上过程也会间接影响债券市场。由于非银与银行资产配置结构存在差异（前者整体债券配置比例及信用债配置比例均高于后者），非银相对充裕的资金面将对债券市场部分形成支撑，信用债受益或更明显。

2.2.利率债：政策进入观察期，市场或维持震荡

5月23日当周，降息从政策利率传导至LPR与存款利率，宣告本轮宽松货币政策暂告一段落。市场情绪较为稳定，国债收益率略有上行。1、5、10、30年期国债收益率分别收于1.45%、1.57%、1.72%、1.89%（VS5月16日1.45%、1.58%、1.68%、1.88%）。

二季度货币进一步宽松必要性降低。中美关税暂缓 90 天内或推升出口脉冲，有利于缓解二季度增长压力。另外，Q1 货币政策执行报告中“平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性关系”、“降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降”等表述，在一定程度上佐证货币政策面临息差约束。5 月 LPR 与国有行存款挂牌利率同步下调，进一步印证银行业稳息差共识。外部来看，最新公布的 5 月标普全球 PMI 指数反映美国经济仍具有韧性，进一步强化美联储推迟降息预期。同时，周内美国最高法院裁决保护美联储免受特朗普罢免高级官员的影响，推迟降息预期或因美联储独立性不受特朗普胁迫而进一步强化。这种背景下，中美利差边际扩大亦对货币政策仍形成隐性约束。

中长期货币政策仍有相机抉择空间。4 月工业增加值好于预期，消费和投资数据弱于预期，经济数据分化指向修复基础还需要进一步巩固。结合 4 月物价指数处于低位、PMI 走弱、金融数据折射信贷需求偏弱等事实，我们认为，在内需偏弱、外需承压的背景下，促进物价回升这一货币政策长期目标仍需要低利率环境支持。

综合而言，“降准降息”落地叠加关税进入谈判阶段，Q2 稳增长压力边际缓解，货币政策可能进入观察期，意味着利率下行空间或有限。同时，在内需偏弱、外需承压的长期背景下，物价回升仍需要低利率环境支撑，意味着利率上行动力也不强。下周市场可能因特朗普政府关于欧盟关税的强硬态度有所反应。

2.3.美债：赤字担忧与通胀粘性推升长债收益率

特朗普政府提出的税收和支出法案（The One Big Beautiful Act）包括减税与增加国防支出，预计将进一步扩大赤字。美财政部试图淡化影响，称法案将通过经济增长抵消赤字，但市场质疑这种预期过于乐观。惠誉、标普、穆迪相继下调美国主权信用评级，市场中长期美债需求转弱。5 月 20 日，20 年美债拍卖中标利率达 5.047%，较前次 4.81% 明显上升，投标倍数有所下降。此外，5 月标普全球 PMI 指数好于预期，反映美国经济仍具有韧性，进一步强化市场对美联储降息推迟的预期，助推美债收益率上升。截至 5 月 22 日，10 年期美债收益率达到 4.51%，30 年期收益率收于 5.04%，为 2023 年 10 月以来的高位。

美债收益率前景受财政赤字、特朗普关税政策、通胀预期和美联储货币政策的综合影响。5 月 22 日，特朗普提出的税收和支出法案已获得众议院通过，短期赤字担忧和需求疲软仍影响美债投资情绪，关注长债收益率可能面临的极端考验。长期看，若经济正常化且通胀放缓，收益率可能进入下行通道，密切关注关税谈判进展、就业数据和美联储政策动向。

2.4.汇率：多空因素或趋于均衡

至 5 月 24 日，离岸人民币收于 7.1722，较 5 月 17 日升值 376 基点。展望后续，影响人民币汇率的多空力量或趋于均衡：一方面，美元由强转弱背景下，全球资金寻找新的避风港，人民币资产投资热情或有所升温，有利于人民币汇率走强。外汇收支数据对此有所印证：4 月外资净增持境内债券 109 亿美元，处于较高水平，4 月下旬外资投资境内股票转为净买入。另一方面，Q2 基础关税的实际影响继续显现，外需压力下人民币也存在贬值压力。另外，监管层对于汇率的立场依然延续“三个坚决”和“一个保持”，任何方向的单边大幅调整可能都会引起监管层预期纠偏。预计人民币汇率在 7.20 左右波动。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 5 月 23 日当周，WTI 原油先涨后跌，于周五收于 61.53 美元/桶，较上周同期下跌 1.5%。截至 2025 年 5 月 16 日当周，美国原油产量为 1339 万桶/天，同比增长 29 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1649 万桶/天，开工率 91%。5 月 23 日当周，美国钻机数 566 台，较去年同期减少 34 台；其中采油钻机数 465，较去年同期减少 32 台。

5 月 23 日美国总统唐纳德·特朗普提议对欧盟全面加征 50% 关税，此举或重挫石油消费并对炼油商形成压力。特朗普称，拟自 6 月 1 日起实施高关税，指责欧盟在贸易谈判中“极难应对”。该 50% 关税提议远超 4 月 2 日宣布的 20% 初始税率（后暂缓 90 天并过渡性降至 10%）。2024 年欧盟对美贸易顺差达 1982 亿欧元（合 2250 亿美元），美国是其最大贸易伙伴及机械、农产品与成品油核心出口市场。荷兰国际集团测算，50% 关税或使欧盟 GDP 增速减少约 0.6 个百分点，使欧元区经济逼近衰退区间。

美国国家海洋和大气管理局（NOAA）5 月 22 日预测，本季飓风活动将高于平均水平，加剧墨西哥湾原油生产及沿岸炼厂与能源基础设施风险。墨西哥湾原油产量约 180 万桶/日，炼能达 1000 万桶/日。

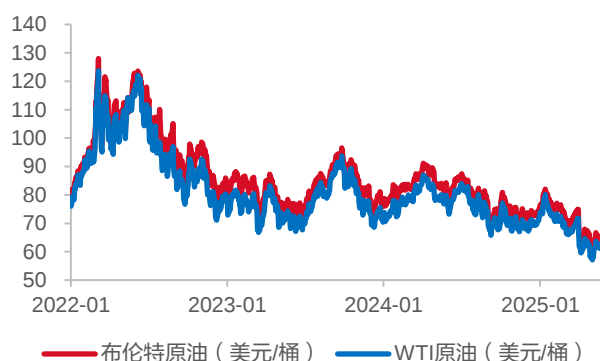
BP 中国 5 月 22 日通过官微宣布，在 5 月 21 日第 29 届世界天然气大会上与浙江省能源集团签署液化天然气长期购销协议。根据协议，BP 将以 DES 方式向浙能供应 100 万吨/年 LNG，为期 10 年。BP 称，此次合作是继 2023 年双方成立 LNG 销售合资公司后的又一里程碑，标志着战略伙伴关系进入更发展阶段。

广东珠江投资管理集团 5 月 20 日宣布，在第 29 届世界天然气大会期间与康菲石油公司在北京签署液化天然气长期购销协议。这是该集团首份 LNG 长协，康菲将连续 15 年供应 LNG，合同价格挂钩 HenryHub，预计 2028 年起执行。

油价判断：预计短期内布伦特原油仍将在 60~75 美元/桶区间震荡运行，二季度或将触及 55 美元/桶的年内低点。

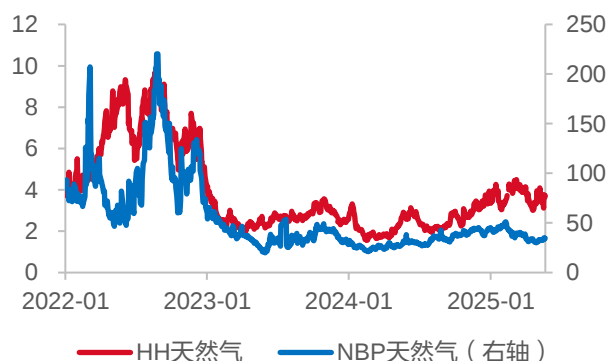
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



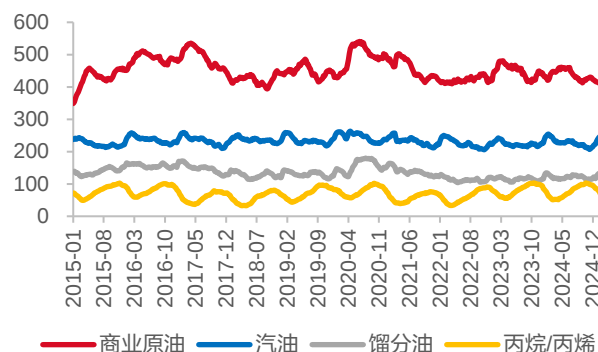
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



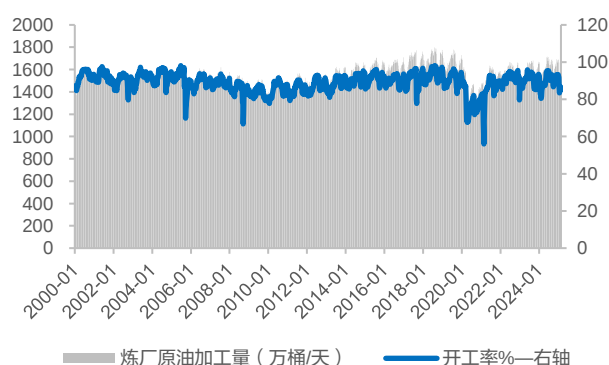
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



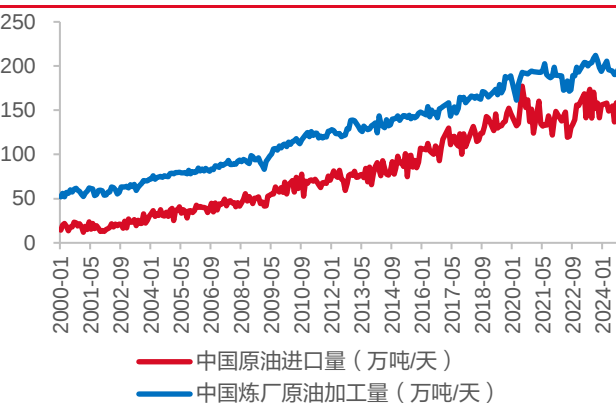
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



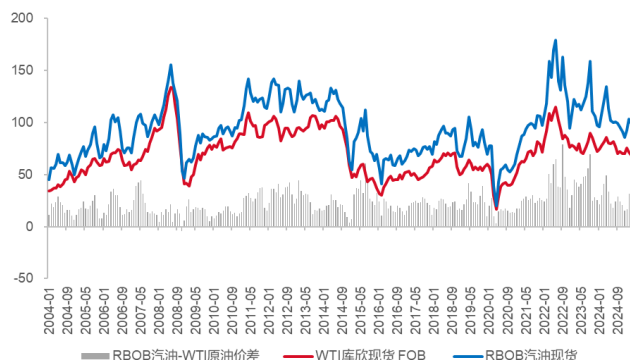
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



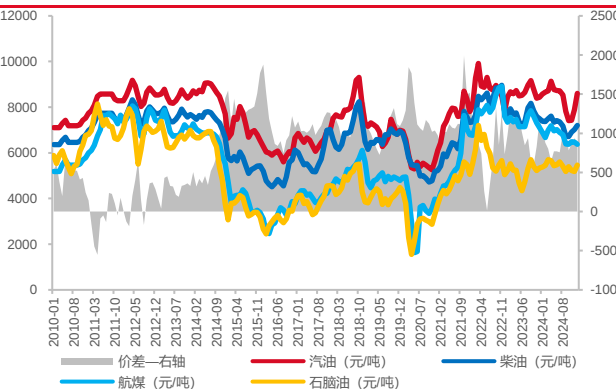
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

注: 价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油*VAT*汇率 (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2.黄金跟踪

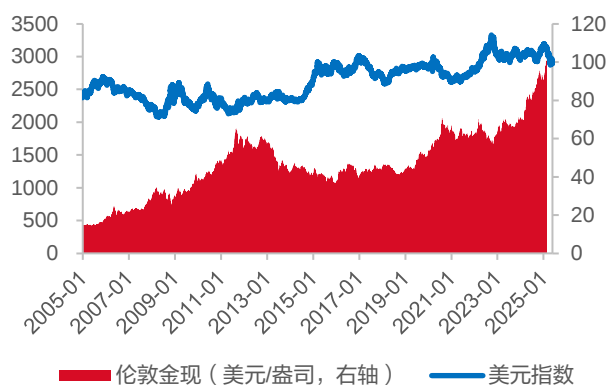
周五关税战再起波澜, 黄金价格加速修复。周内黄金价格反弹走势, 周五大幅走高, 主要由于美国总统特朗普表示将对欧盟上调关税 50%, 叠加美债拍卖价格低于票面价格, 市场大幅遇冷, 避险需求再次走高, 截至 2025 年 5 月 23 日, 伦敦金现收于 3357.52 美元/盎司, 较上周同期上涨 4.86%。周内美股震荡下行, 美元指数再次向下。若美国化债持续遇阻, 料美元或大幅贬值。4 月我国央行增持黄金储备 7 万盎司。美联储年内降息次数市场预期进一步降低到三次, 6-7 月市场预期继续暂停降息。SPDR 持有量周内快速下降, 政策面上美国

贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡上行，中债利率同步上行。截至5月23日当周，10Y美债利率周内震荡上行8bp至4.51%，10Y中美利差倒挂值为279bp，较上周略有走阔。中国10Y国债利率本周震荡运行，最终报收1.72%。2025年4月美国CPI同比上涨2.3%，前值2.4%，略低于市场预期，4月PPI同比增长2.4%，同略低于预期。2025年4月，我国制造业PMI为49，较前值50.5；美国制造业PMI为48.7，预期47.9，前值49，出现五个月来最大幅度的萎缩。

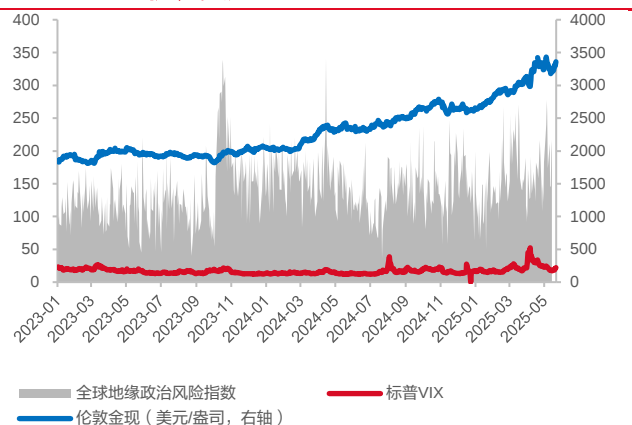
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，金价长期上涨逻辑不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



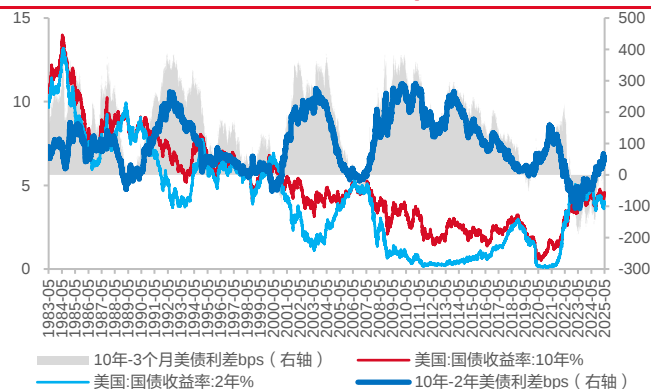
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



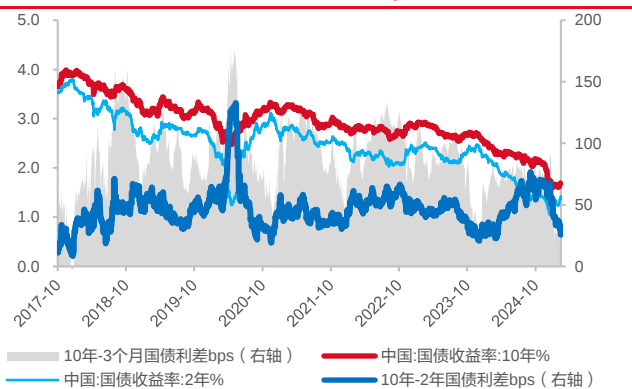
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



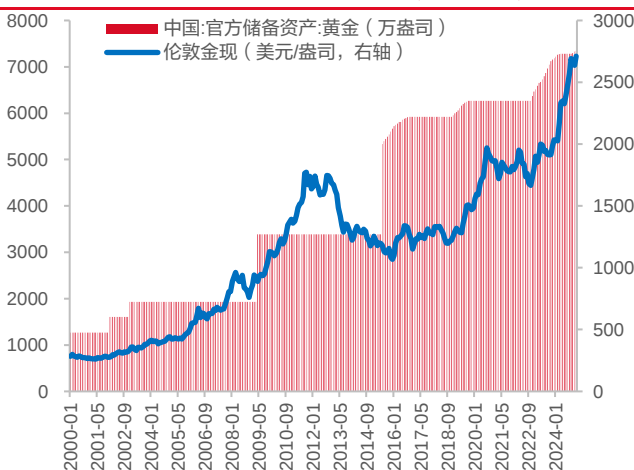
资料来源：CME，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	91.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	63.2%	
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	21.4%	51.5%	25.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.2%	33.0%	41.5%	15.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	24.4%	38.5%	25.0%	5.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.7%	13.4%	30.0%	33.1%	17.3%	3.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.7%	21.3%	31.5%	25.6%	10.7%	1.8%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	10.8%	23.6%	30.1%	22.2%	8.7%	1.4%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.2%	5.4%	15.0%	25.7%	27.5%	17.8%	6.3%	0.9%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	16.8%	26.0%	25.9%	15.8%	5.4%	0.8%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.2%	9.6%	19.2%	26.0%	23.3%	13.1%	4.2%	0.6%
2026/10/28	0.1%	0.8%	3.5%	10.0%	19.5%	25.9%	22.8%	12.7%	4.0%	0.5%
2026/12/9	0.1%	0.7%	3.1%	9.1%	18.2%	25.0%	23.3%	14.2%	5.3%	1.0%

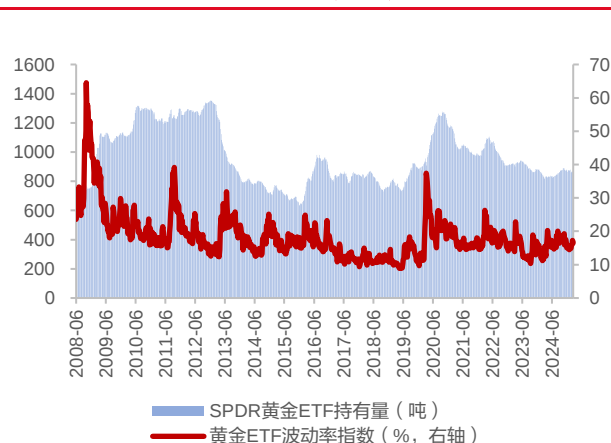
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，5 月 23 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 77866 元/吨，较上一周价格环比下降 0.8%，价格同比下滑 6.8%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9520.6 美元/吨。金属铜价小幅震荡。5 月 23 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2518.8 美元/千吨，价格环比上升 0.1%，同比下降 0.7%。铜精矿价格较上周几乎维持稳定。

2025 年 3 月，我国电解铜产量约为 112.97 万吨，环比上升 8.5%，同比增幅 15%，生产能力复苏水平较上期略有下滑，但下游需求维持旺盛状态。2025 年 2 月，我国电解铜产能为 1648 万吨，产能利用率为 75%。2024 年 12 月我国电解铜产量和需求缺口约为 38.6 万吨，缺口基本变化方向是从年初至年末递增，我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 5 月 23 日，现货库存为 14.28 万吨，环比增长 10%，现货库存略显回暖，同比下滑 65%，港口库存约为 74 万吨，环比下滑 17%，港口库存因生产需求变化明显减少。受政策和市场消费预期影响铜精矿港口库存增多但电解铜现货库存持续下滑，2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025年5月23日当周，我国SHFE电解铜持仓量为161221.8手，环比下降13.4%，本周持仓量回升；成交量为143114手，环比下降27.6%，电解铜的市场交易持仓交易情绪明显回落。2025年4月，沪铜单边交易交割量为53600吨，低于去年同期交割水平。主要原因是2025年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大，现货价格回升。

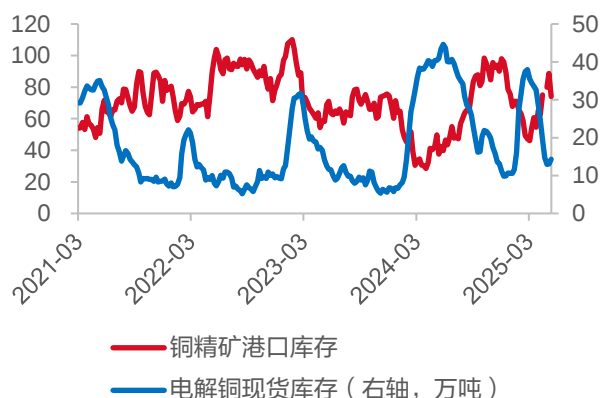
考虑到部分主要铜矿生产地区受技术、环境、政策等因素影响，全球铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费持续走高的现状，短期内原矿供不应求的现状难以缓解。近期受全球政策影响，铜金属现货、期货价格短期内波动较大，有色金属价格迎来不确定性冲击。

图20 金属铜价格（元/吨，美元/吨）

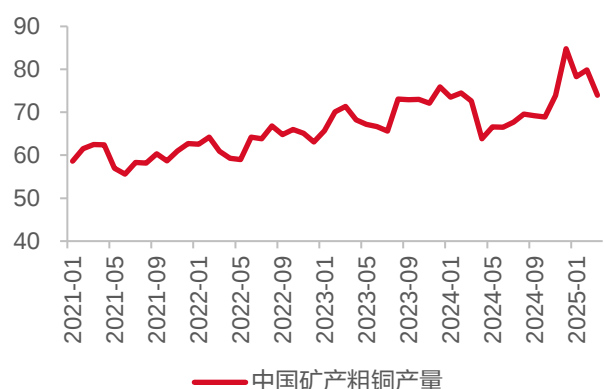

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数（美元/干吨）


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

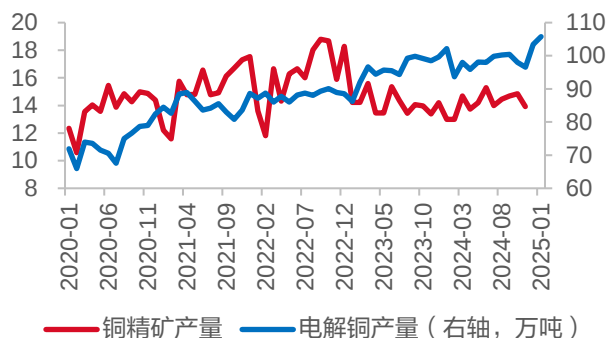
图22 铜精矿和电解铜库存（万吨）


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量（万吨）


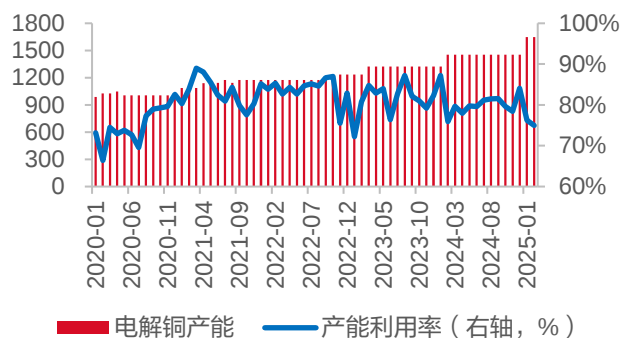
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量（万吨）



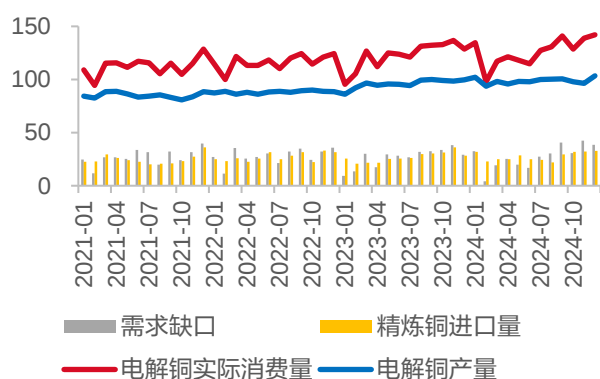
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率（万吨，%）



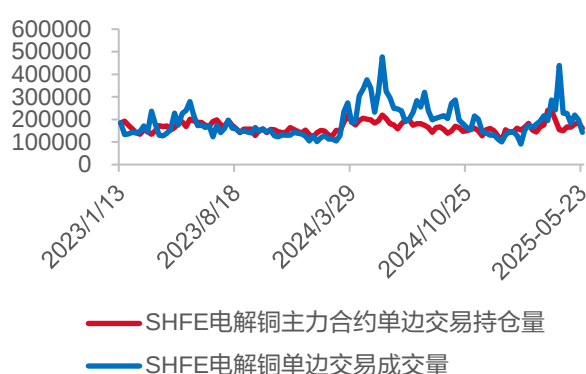
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口（万吨）



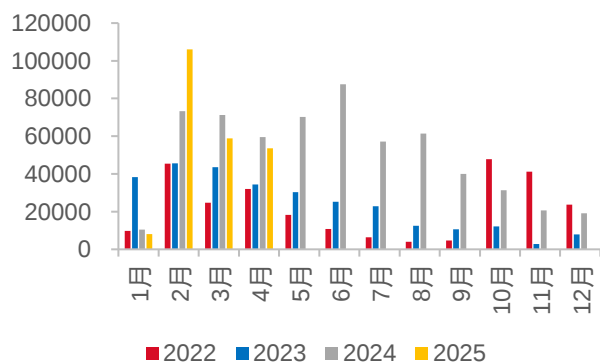
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量（手）



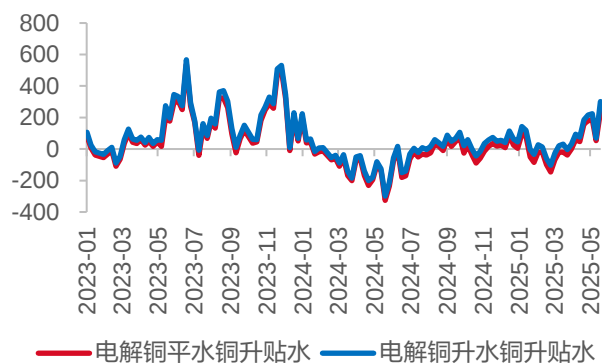
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量（吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水（元/吨）

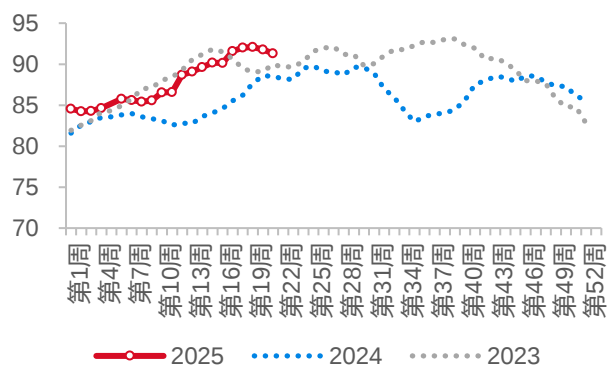


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

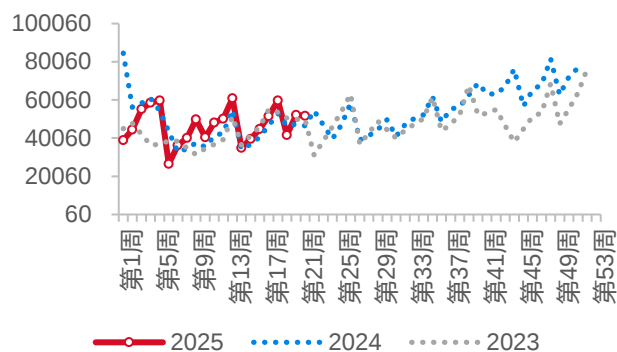
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



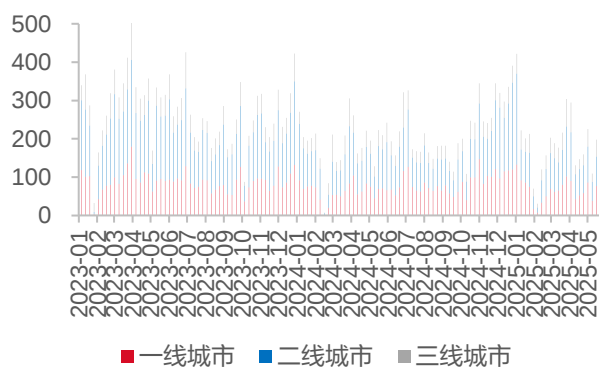
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI指数



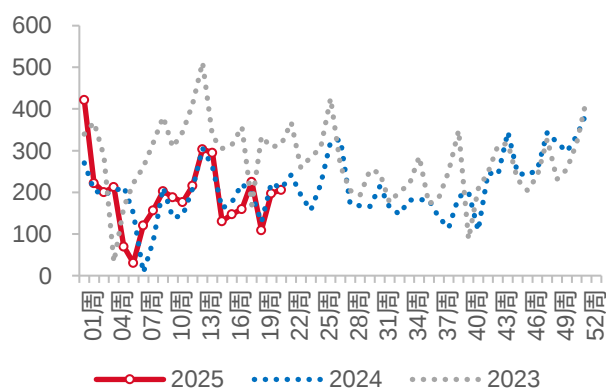
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



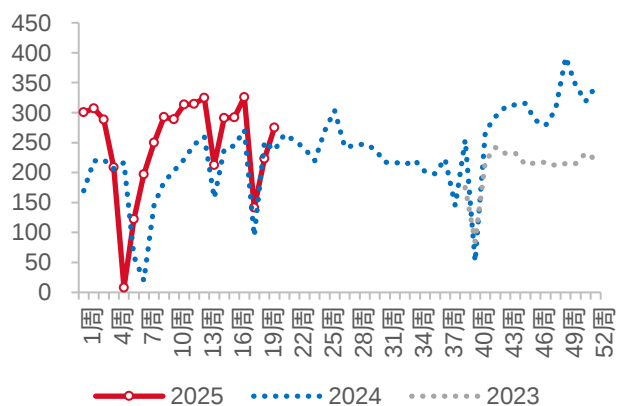
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%) / 环比变化(pct)	同比(%) / 同比变化(pct)	单位	5/23	5/16	5/9	5/2	4/25	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	4.2	-1.6	万平方米	206	197	109	225	160	
	一线城市	-10.3	-3.2	万平方米	69	77	39	86	58	
	二线城市	10.5	-16.5	万平方米	85	77	49	93	72	
	三线城市	18.4	43.5	万平方米	52	44	21	46	29	
消费出行	国内航班执飞	/	/	架次	/	88659	93306	94856	89711	
	国际航班执飞	/	/	架次	/	11994	12633	12667	12269	
	电影票房	-6.2	-49.1	万元	23242	24769	64859	38328	24914	
	观影人次	-6.4	-48.9	万人次	577	616	1630	899	517	
外需	BDI指数	-3.5	-25.4	/	1340	1388	1299	1421	1373	
	CCFI指数	0.2	-20.3	/	1107	1105	1106	/	1122	
	南华工业品价格指数	-1.0	-18.6	/	3485	3520	3450	3513	3539	
物价	螺纹钢	-1.0	-18.6	元/吨	3063	3093	3077	3114	3105	
	水泥价格指数	-1.8	7.9	/	118.61	120.72	122.38	125.25	125.73	
	南华农产品指数	-0.4	-3.6	/	1060	1064	1062	1071	1083	
	猪价	-0.4	-0.2	元/公斤	20.80	20.88	20.88	20.71	20.90	
	7种重点水果	-1.5	6.2	元/公斤	7.76	7.88	7.81	7.59	7.63	
	鸡蛋	-1.0	-12.5	元/公斤	7.86	7.94	7.98	8.17	8.34	
	28种重点蔬菜	-1.1	-8.3	元/公斤	4.24	4.29	4.38	4.48	4.60	
生产开工率	PTA	2.6	5.2	%	77.22	74.63	74.48	/	80.04	
	纯碱	-1.6	-4.7	%	78.63	80.27	87.74	/	89.44	
	浮法玻璃	0.3	-8.2	%	75.34	75.00	75.24	/	75.85	
	江浙织机	0.0	-6.2	%	63.44	63.44	60.82	55.09	55.15	
	半钢胎	-0.1	-2.6	%	78.22	78.33	58.35	72.43	78.11	
	全钢胎	-0.1	-1.1	%	64.96	65.09	44.77	56.24	62.46	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平：创业板指<创业板50<中证500<中证1000<沪深300<上证180<上证50<科创50。

图37 主要指数估值及分位数水平，%

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	10.17	30.92	21.19	3.79
创业板50	14.71	30.18	17.11	4.22
中证500	47.51	28.67	20.28	1.78
中证1000	49.26	39.14	13.78	2.03
沪深300	56.00	12.55	16.20	1.31
上证180	60.97	11.07	20.51	1.15
上证50	71.49	10.90	31.40	1.19
科创50	98.82	138.12	37.53	4.44

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为2010年以来

主要行业估值(PE)分位数水平：周期：有色金属<交通运输<石油石化。消费：农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造：家用电器<机械设备<汽车。科技：通信<电子<传媒。金融(PB)：房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-176.29	29.79	0.93
	有色金属	12.76	19.11	18.00	2.16
	交通运输	17.80	16.99	21.16	1.37
	石油石化	18.89	11.23	26.95	1.12

	公用事业	20.39	18.50	32.28	1.73
	环保	48.17	32.77	6.95	1.50
	建筑装饰	50.59	10.64	2.64	0.76
	煤炭	61.21	12.80	51.64	1.39
	基础化工	77.35	30.18	35.16	1.86
	建筑材料	80.45	35.00	2.84	1.03
	农林牧渔	1.88	20.24	3.34	2.36
	食品饮料	19.14	22.42	23.75	4.39
	美容护理	50.78	48.13	16.46	3.34
消费	纺织服饰	57.51	34.41	8.72	1.73
	轻工制造	68.68	45.56	10.64	1.94
	社会服务	71.24	61.71	6.66	2.75
	商贸零售	73.17	55.22	28.92	1.74
	医药生物	84.98	47.22	7.15	2.78
	家用电器	32.65	15.68	23.00	2.42
	机械设备	48.42	37.83	42.12	2.36
高端制造	汽车	65.52	32.01	66.12	2.53
	国防军工	85.30	139.33	66.70	3.42
	电力设备	88.78	64.60	15.05	2.33
	通信	31.00	23.15	30.15	1.98
科技	电子	59.96	57.85	42.46	3.43
	传媒	73.05	72.48	21.11	2.31
	计算机	92.49	217.56	33.02	3.81
	房地产	0.00	-6.42	5.62	0.80
金融地产	非银金融	1.99	12.49	15.13	1.33
	银行	77.02	6.65	25.32	0.67

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.关税扰动下，国内经济 4 月表现出较强韧性

4 月社零总额同比 5.1%，前值 5.9%；固投同比 4.0%，前值 4.2%；规上工业增加值同比 6.1%，前值 7.7%。

“抢出口”减弱，工业生产高位回落但维持韧性。4 月规模以上工业增加值增速虽然小幅回落，但仍高于去年中枢水平（5.6%），绝对水平仍然不低。回落的主要原因可能在于一是 4 月抢出口效应减弱，转出口虽然有贡献，但相对有限，4 月出口交货值同比回落至 0.9%；二是一季度的春节错位效应减弱。高技术制造增速 10.0%，高于整体增速 3.9 个百分点，产业升级依然具有带动作用。分具体产品来看，汽车保持稳定，但集成电路下滑较为明显，反映在内需上的粗钢、水泥也有明显回落。

网下消费回升明显，“以旧换新”效果持续。与工增一样，4 月社会消费品零售增速虽然回落，但同样高于去年中枢（3.3%）。分餐饮和商品来看，两者增速均小幅回落。不过，网下消费增速 4 月回升明显，经测算的当月同比回升至 5.4%。另一方面，以旧换新相关品类对整体社零的贡献依然比较明显，家电、办公用品、家具、通讯器材零售增速分别达到 38.8%、

33.5%、26.9%、19.9%，汽车零售增速虽然回落至 7%，但整体以旧换新相关产品对社零增速的贡献率依旧维持在 46%，是社零的主要支撑项。此外，4 月金银珠宝零售增速 25.3%，金价维持高位的情况下，黄金饰品销售依然维持高增速。

投资增速小幅回落。4 月固定资产投资增速累计同比及当月同比均小幅回落。边际上来看，虽然制造业、基建投资增速均小幅回落，但支撑仍强，而房地产投资增速仍处于低位。

基建投资支撑仍强。4 月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至 9.6%、5.8%。4 月建筑业 PMI 回落，但土木工程建筑业商务活动指数明显回升，印证基建投资在财政资金下沉的情况下，对投资的带动作用依然明显。同时广义基建与狭义基建增速差收窄，地方投资的约束在化债持续推进的背景下可能也要强于去年，但需关注持续性。

边际上，地产销售以及投资均走弱。商品房销售累计同比降幅虽然继续收窄至-2.8%，但经测算的当月同比以及 30 城销售增速均为负增长。前期政策推动地产销售持续性改善的动力有所减弱，公积金利率下调或在一定程度上提振地产销售。地产投资增速累计同比-10.3%，经测算的当月同比-11.3%，两者降幅均有所扩大。房企资金来源累计同比-4.1%，结构上虽然国内贷款转正，但自筹资金以及按揭贷款的拖累仍然较大，稳地产销售的重要性仍然较高。5 月 7 日国新办新闻发布会上提到，要加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，关注后续落实。

制造业投资相对平稳。制造业投资的边际变化相对有限，4 月增速即使回落但依旧维持高位。结构上，中游设备制造受益于设备更新政策，同期设备工器具累计同比仍在 18%以上。

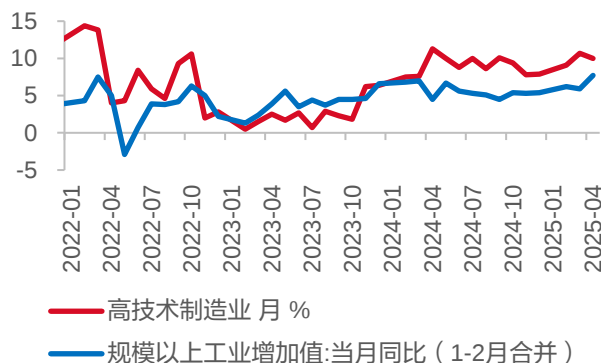
4 月关税政策虽对预期的扰动明显，工业生产、社零增速均小幅回落，但高于去年中枢；投资端基建以及制造业投资依然稳定，但地产的拖累仍然较深。4 月政治局会议做出积极部署，金融一揽子政策落地以及定调均超市场预期，此外日内瓦联合声明标志中美贸易摩擦进入阶段性缓和期。后续来看，由于 90 天的豁免期，二季度“抢出口”效应有望带动出口保持韧性，生产也将有望收益，对于增量储备政策来说也赢得了空间和时间。

图39 规模以上工业增加值当月同比，%



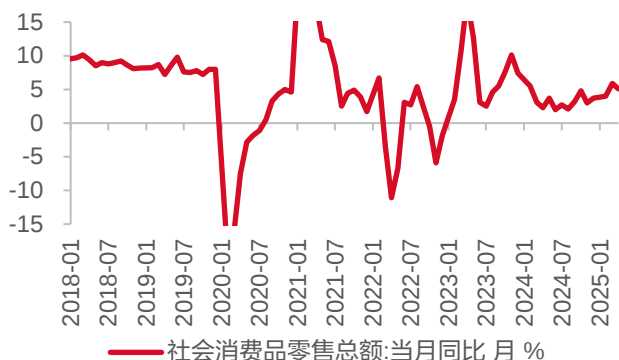
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 高技术制造业增加值当月同比，%



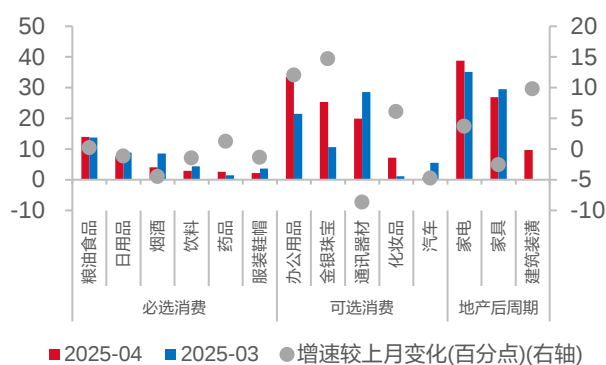
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 社会消费品零售总额当月同比，%



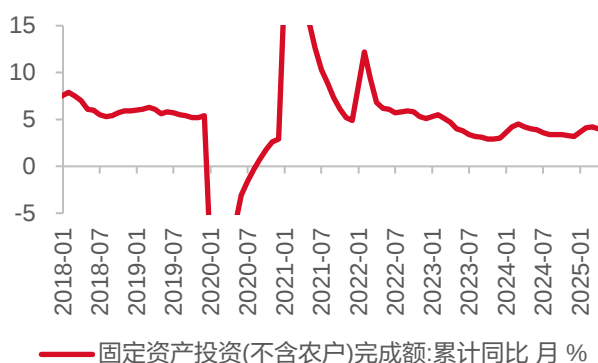
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%



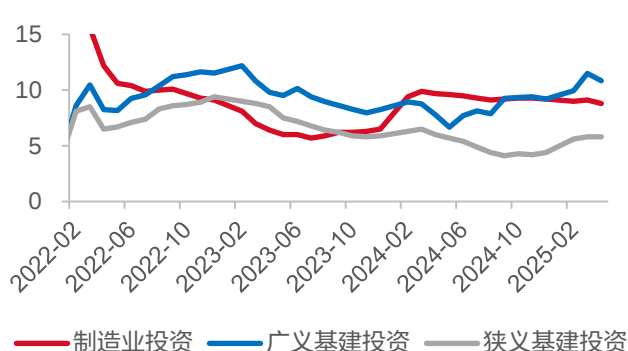
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 固定资产投资完成额累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图44 制造业、基建投资累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美债、日债收益率上升，引发市场担忧

近期 30Y 美债收益率上破 5%，为 2023 年 10 月以来首次，10Y 美债收益率也重新上破 4.5%，与此同时日本 30Y 国债收益率也上破 3%，引发市场关注。

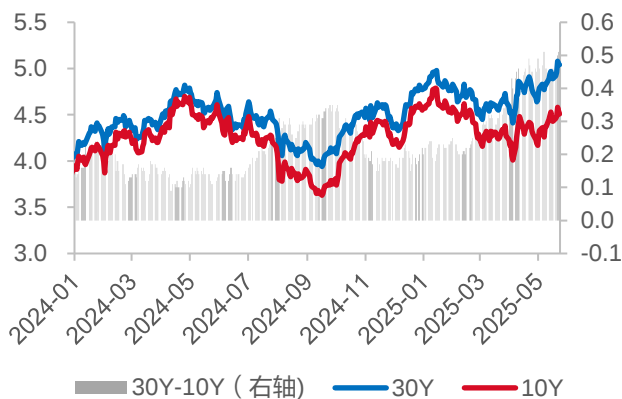
首先，从表现上来看，本轮长期美债收益率的明显上涨，主要源于期限溢价的抬升。30Y-10Y 利差自 3 月底的 36bps 走扩至 5 月 22 日的 51bps，美债收益率曲线走向陡峭化。

从催化的因素上来看可能有三点：一是，5 月 16 日，穆迪下调美国主权信用评级，自此美国已被三大评级机构全部降级。二是，5 月 21 日，20Y 美债拍卖结果不佳，中标利率 5.047%，史上第二次突破 5%，比预发行利率高 1.2bps，竞拍投标倍数 2.46 倍，为去年 2 月以来最低。三是，特朗普的税改政策或在短期内加大美债供应规模，目前“大而美”法案已通过众议院投票，根据 CRFB 预测，法案将增加政府债务 3.3 万亿美元，如果临时性条款成为永久性，则增加 5.2 万亿美元，由于支出和减税是前置的，对短期赤字的影响较大，简单测算 2027 年的赤字率可能达到 7% 左右。

日债一方面可能受短期头寸反转的影响（前期押注曲线扁平化）；另一方面利率持续上升导致日本寿险公司的投资组合账面亏损加大，增持日本国债的动力较弱；此外，也受发达国家国债联动性的影响。5 月 20 日，新发 20 年期日本国债拍卖投标倍数 2.5 倍，为 2012 年以来最低，尾差为 1987 年以来最高。

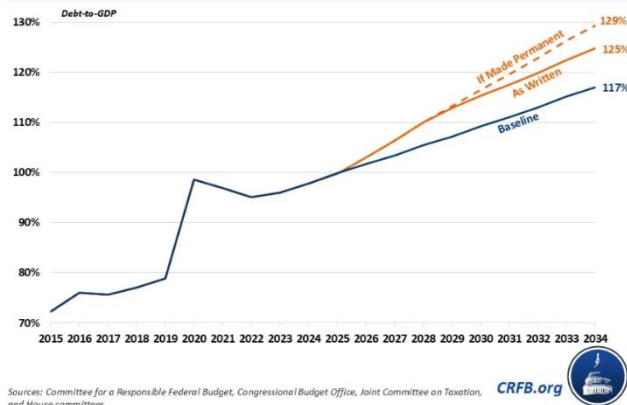
总的来看，日本虽然也有财政压力，但相对于美国的“大而美”法案来说，国债供给的压力要小不少。预计美日超长期国债收益率仍有可能维持高位，相对而言，美债收益率上行的风险可能更大。

图45 美国 30Y、10Y 国债收益率, %, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 美国财政赤字占 GDP 比重, %



资料来源：CRFB，东海证券研究所

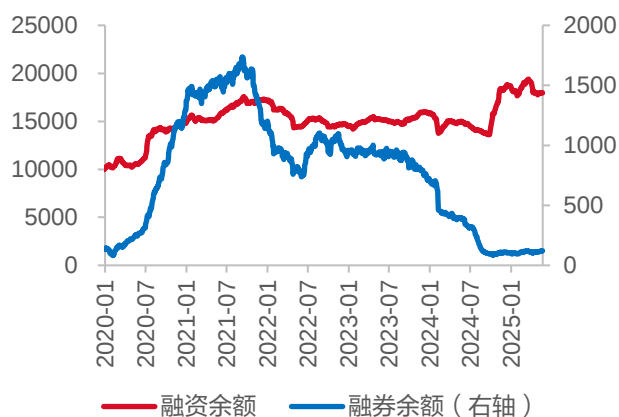
5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。5月22日，融资余额 17968.40 亿元，较上周末增长 19.95 亿元。

基金仓位环比下跌。5月23日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.99%、75.22%，分别较上周下降 1.53%、2.01%。

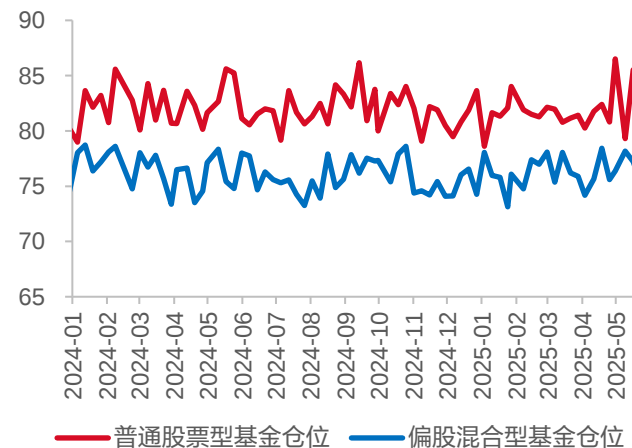
资金利率上升。5月23日当周，DR007 周均为 1.5820%，较上周环比上升 4.37 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.6418%，较上周环比下降 1.40 个 BP。

图47 两融余额, 亿元, 亿元



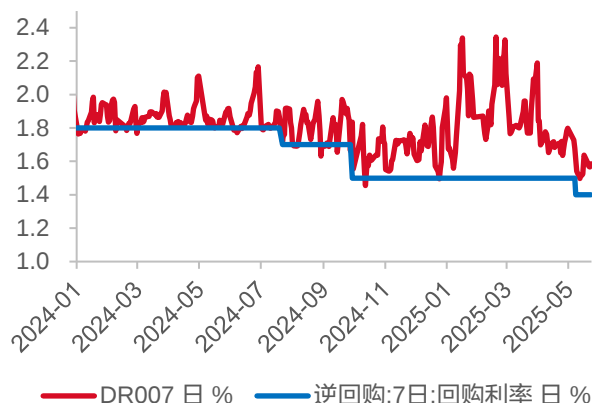
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图48 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



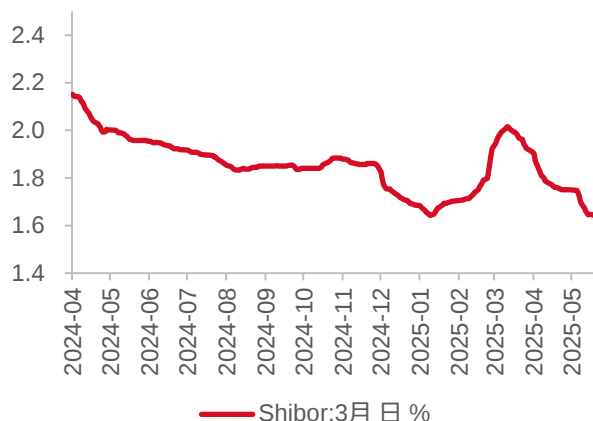
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 DR007、7 天期 OMO 利率, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SHIBOR 3M, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至5月23日当周，美国金融市场流动略有紧缩趋势。其背后主要原因是美债拍卖遇冷，导致金融市场出现资金盘宽松但流动性不足的系统性问题。5月22日，244亿美元联储资产到期，其中美国国债29亿美元，MBS资产36亿美元以及其他类金融资产（主要是应计利息和应收账款）169亿美元。同时隔夜逆回购协议余额增加149亿美元，存款准备金增加481亿美元。我们跟踪的美国金融市场流动性指标当周减少394亿美元。

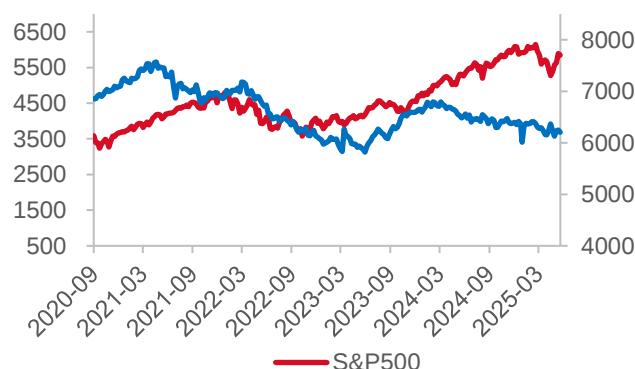
价的角度，截至5月23日，SOFR较上周下行4bps至4.26%，导致SOFR-IORB和SOFR-FFR分别下行至-14bp和-7bp，表明美国回购市场流动性较宽松。结合上文量的指标来看，当周美国存款类机构更愿意将资金放入准备金账户而非投入回购市场或进行证券投资。房地产贷款利率方面，15年期住房抵押贷款利率较上周上行9bp，并且向上突破6%关键位至6.01%。30年期住房抵押贷款利率较上周上升5bp至6.86%。

图51 美国存款准备金占比银行总资产, %



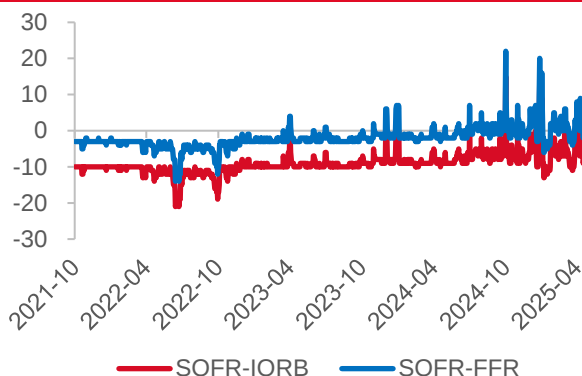
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图52 美国金融流动性指标, 十亿美元



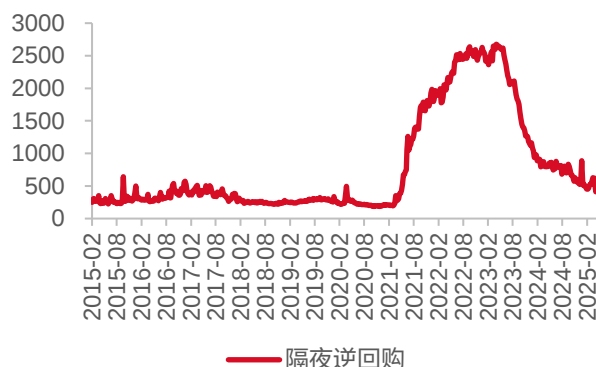
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图53 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图54 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 5月19日, 欧盟委员会下调欧元区经济预期, 称受贸易紧张和气候灾害影响, 增长面临下行风险。预计2025年GDP增速为0.9%, 低于此前1.3%; 2026年为1.4%。失业率将小幅下降, 通胀持续回落, 赤字和债务占GDP比重略升。预测基于美方对多数欧盟商品加征关税的假设。

2) 美国5月标普全球制造业PMI初值52.3, 预期50.1, 超出预期。美国5月标普全球服务业PMI初值52.3, 预期50.8, 4月终值50.8。

3) 欧元区5月制造业PMI初值49.4, 预期49.3, 4月终值49.0。欧元区5月服务业PMI初值48.9, 预期50.3, 4月终值50.1。欧元区5月综合PMI初值49.5, 预期50.7, 4月终值50.4。

4) 日本4月核心CPI同比升3.5%, 预期升3.4%, 前值升3.2%; 全国CPI同比升3.6%, 预期升3.5%, 前值升3.6%, 环比升0.4%, 前值升0.3%。

5) 美国总统特朗普表示与欧盟的谈判进展缓慢; 美国不能在欧盟销售汽车很“不好”, 不寻求达成协议, 6月1日起对欧盟征收50%关税; 如果他们在这里建工厂, 可以讨论延期。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 国家发改委在5月发布会上表示, 将加强“两新”政策储备(消费品以旧换新、设备更新), 推进贴息贷款、简化补贴流程, 缓解企业融资压力。整治内卷式竞争, 维护公平秩序。力争6月底前完成“两重”项目清单下达, 并加快稳就业、稳经济相关政策落地。

2) 1-4月, 全国一般公共预算收入80616亿元, 同比降0.4%, 支出93581亿元, 增4.6%。中央收入降3.8%, 地方增2.2%; 中央支出增9%, 地方增3.9%。印花税收入1614亿元, 增18.9%, 其中证券交易印花税535亿元, 增57.8%。政府性基金支出26136亿元, 增17.7%, 其中土地出让相关支出13647亿元, 降8.4%。

3) 5月19日, 央行行长潘功胜主持召开座谈会强调, 要实施适度宽松货币政策, 保障实体经济融资需求, 重点支持科技、消费、小微企业和外贸。用好政策工具, 提升金融支持质效, 推动经济转型升级。加强政策传导, 推进人民币国际化, 维护金融安全与公平竞争。

4) 5月19日, 证监会副主席李明在深交所全球投资者大会上表示, 近期将出台深化科创板、创业板改革政策, 为企业创新提供更适配的制度支持。当前, 稳定资源稀缺, 中国经济和A股市场的稳健与韧性为全球投资者提供独特机会。今年以来, 社保、保险等中长期资金已净买入A股超2000亿元, 显示出资金加速流入与股市稳步上涨的良性循环。

5) 5月20日, 国新办介绍城市更新新政。国家发改委称将加大中央投资力度, 设立专项资金支持老旧小区、街区、厂区等改造, 力争6月底前下达2025年投资计划。金融监管总局将制定城市更新贷款管理办法, 提升金融支持效率。

6) 5月20日, 1年期LPR下调至3.0%, 5年期以上LPR降至3.5%, 均下调10个基点。新利率在下次公布前有效。

7) 5月20日, 中国—东盟经贸部长特别会议线上宣布全面完成自贸区3.0版谈判。新协议强调维护自由贸易, 打造包容互利的自贸协定, 新增数字经济、绿色经济、供应链等9个章节, 助力双方命运共同体建设, 推动开放和新兴领域合作。

8) 5月22日, 国新办发布科技金融政策动态: 外汇局推动科技创新债券“科技板”, 支持股权投资机构, 发行规模超2500亿, 央行提供低成本再贷款和风险分担。证监会支持科技企业境内外上市, 已242家备案, 推进科创板新标准, 优化上市环境。科技部将推出创新积分制2.0, 助金融机构精准识别科创企业。

9) 国务院总理李强5月23日主持召开国务院常务会议, 审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案(2025-2027年)》。会议强调制造业绿色低碳发展趋势, 推动绿色科技创新和技术推广。推进传统产业绿色转型, 应用先进装备升级。引领新兴产业高起点绿色发展, 推广清洁能源和绿色产品, 提升资源循环利用。加强技术攻关, 完善标准和政策, 支持企业转型升级。

10) 5月23日, 央行开展5000亿元MLF操作, 期限为1年期。本月到期1250亿元。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《支持小微企业融资的若干措施》印发。《若干措施》提出23项工作, 从增加融资供给、降低融资成本、提高效率、精准支持、落实监管、强化风险管理、完善保障到组织实施等8方面发挥政策合力。

2) 《上海市提振消费专项行动方案》印发。其中提出, 提出加大消费品以旧换新力度, 推动汽车消费, 落实汽车报废及置换补贴, 新增手机、平板等数码产品补贴, 支持绿色家电和家居消费。

3) 《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》印发。《政策举措》提出优化科技创新与技术改造再贷款, 扩大规模、降利率, 打造民营中小企业专属融资渠道。鼓励银行设立科技金融机构, 优化考核, 简化贷款流程。金融监管总局将推进并购贷款和知识产权金融试点, 打造适合科技创新的新信贷模式。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图55 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
5/27	09:30	中国	4月工业企业利润:累计同比(%)	0.8	
5/29	20:30	美国	第一季度实际 GDP:季调:环比折年率(预估)(%)	2.4	-0.3
5/30	20:30	美国	4月核心 PCE 物价指数:同比(%)	2.65	
5/30	20:30	美国	4月 PCE 物价指数:环比(%)	-0.04	
5/30	20:30	美国	4月 PCE 物价指数:同比(%)	2.29	
5/30	20:30	美国	4月核心 PCE 物价指数:环比(%)	0.03	
5/31	09:30	中国	5月官方非制造业 PMI:商务活动	50.4	
5/31	09:30	中国	5月官方制造业 PMI	49	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089