

总量双周报：结构性行情继续演绎

2025 年 5 月 22 日

总量双周报

专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：linyang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080001
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003

主要观点：

宏观：5月7日，人民银行、金融监管总局、证监会举行发布会，人民银行降准50bp，降政策利率10bp，降结构性贷款和住房贷款利率25bp。此外，发布会显示一行一局一会对科技企业融资方面的全方位支持。从证监会大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，到央行创设科技创新债券风险分担工具，由央行提供低成本再贷款资金，购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化增信措施，分担债券的部分违约损失风险，提高市场对科创类债券的需求，保证科创类债券的顺利发行。股权方面，证监会将择机发布深化科创板、创业板改革政策措施，畅通科创企业股权融资的一级二级渠道。贷款方面，金融稳定局将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，扩大可投资科创企业的金融主体，进一步拓宽科创企业的融资渠道。

A股策略：指数有望维持强势震荡的前提下，建议维持较高仓位，可积极参与市场结构性投资的机会。在7月之前市场有望维持大的区间震荡走势，由于市场成交量维持在较低水平，市场成交难以支撑大市值板块持续上涨，因此，这个阶段市场的热端轮动态势将会十分明显，即使人工智能、机器人等产业向好的主线，目前量能情况下也难有整体性上涨基础，因此，积极参与主线轮动将是较为合理的策略。在2季度存在业绩压力的预期下，对于低估值板块可逢低布局，随着利率持续下行，机构资金尤其是中长线资金配置的方向仍将在低估值高分红板块，5月题材股相对活跃的阶段，低估值板块出现的调整是中线布局的机会。一旦进入6月之后，市场开始重新回归业绩预期，低估值板块有望迎来恢复性反弹。

债券市场：整体来看，4月以来，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠，使得二季度国内的对冲政策进一步发力。当前降准降息落地，基本面的现实仍有待于中美贸易最终影响落地与政策对冲的效果观察，债市定价权重向基本面倾斜，短期内利率债或维持窄幅震荡。中长期维度，我们继续持债券收益率震荡下行的观点。当前国内就业、地产、人口结构等一系列问题催生的需求不足，对于政策合力的要求较高。政策组合拳中，切实降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环。在经济确定性企稳回升前，市场利率仍需波动下行。策略上，建议10Y国债在1.60%-1.70%区间波段交易；短端利率债胜率较高；久期中性。

银行：继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注两条投资主线：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

地产：中办、国办近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务。其中包括：推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，加强城市基础设施建设改造等。这意味着中国大力实施城市更新按下“加速键”。投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

非银：近两周权益市场交易活跃度保持平稳，其中沪深京三市成交额维持在1.1万亿之上；两融余额亦小幅波动，且维持在1.8万亿之上。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公司盈利承压。

但随着国家促进内需增长、提振消费的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

目 录

1. 宏观	4
2. A 股策略	4
3. 债券	5
4. 银行	6
5. 地产	6
6. 证券	7
相关报告汇总	7

1. 宏观

经济形势：5月上半月经济数据显示经济活动仍旧温和。通胀同比仍处于负值区间，核心通胀较为稳定。经济景气度PMI有所下降，4月出口增速超预期。货币增速（M1、M2）和社融增速同比虽然继续温和增长，但走出底部的迹象越来越明显，此外，人民币贷款同比尚未触底企稳。

外部环境：中美日内经贸会谈联合声明标志着双方关税战暂告一段落。双方均承认会谈取得实质性进展，达成重要共识。双方公报中英文版本内容一致。双方关税及相关反制政策状态回到4月2日之前，再叠加对等的10%关税。双方的共识之一是没有一方希望经济脱钩。本次会谈建立了中美贸易交流机制。从中方的记者发布会来看，双方除各自牵头人以外，双方工作组将会举行定期和不定期的交流磋商，交流形式也多样化，例如网络会议、电话等。可以看出该交流机制的设立初衷是保证双方工作组的充分交流，减少信息壁垒和误解，出现2018年5月以后短期反复的概率不大。

本次会谈利好国内出口，减轻国内经济压力。在双方暂停关税战的3个月内，出口或将继续保持当前的高增长状态，二季度GDP表现或高于之前预期。未来出口可能进一步向中端和中高端产业倾斜。汇率方面，我们在4月初我国反制以后就不再趋势性看空人民币汇率。

宏观政策：5月7日，人民银行、金融监管总局，证监会举行发布会，人民银行降准50bp，降政策利率10bp，降结构性贷款和住房贷款利率25bp。此外，发布会显示一行一局一会将对科技企业融资方面的全方位支持。从证监会大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，到央行创设科技创新债券风险分担工具，由央行提供低成本再贷款资金，购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化增信措施，分担债券的部分违约损失风险，提高市场对科创类债券的需求，保证科创类债券的顺利发行。股权方面，证监会将择机发布深化科创板、创业板改革政策措施，畅通科创企业股权融资的一级二级渠道。贷款方面，金融稳定局将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，扩大可投资科创企业的金融主体，进一步拓宽科创企业的融资渠道。

海外：美国5月非农超预期、通胀不及预期，关税影响尚未显现。我们对美国资本市场的态度恢复至4月2日之前，即美股短期中性略谨慎积极，长期中性。由于特朗普的关税政策有所延后，企业可囤货时间拉长，对经济的影响也随之延后，美国股债避险情绪均下降。特朗普在4月2日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。从当前关税的走势来看，年内美国陷入衰退的概率降低，但通胀水平可能因为基础性关税有略微上升，美联储维持当前利率水平的可能时间可能延长。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

2. A股策略

行情重回正常，区间震荡格局不改：随着中美关税博弈告于段落，市场重回区间震荡走势。经历了4月中美关税战和业绩披露期的波动之后，市场对国家队维护市场的决心和能力有了新的认识，对指数层面的担忧快速下降，市场更关注市场的节奏和机会，我们一直强调目前阶段市场仍以区间震荡为主，基本面尚不支持新一波指数牛市开启，2季度基本面尚未明朗，市场担忧的基本面因素并未改变。从市场节奏来看，5月份指数维持强势震荡，个股机会明显增加，随着重组新规落地，市场对资产重组预期显著增强，尤其是业绩较差

的中小盘股想象空间打开，市场活跃度和赚钱效应开始逐步显现，尤其是新兴产业的重组并购对改善 A 股市场资产质量有重要作用，随着未来更多案例逐步落地，市场的赚钱效应有望逐步打开。

A 股策略：在指数有望维持强势震荡的前提下，建议维持较高仓位，可积极参与市场结构性投资的机会。在 7 月之前市场有望维持大的区间震荡走势，由于市场成交量维持在较低水平，市场成交难以支撑大市值板块持续上涨，因此，这个阶段市场的热端轮动态势将会十分明显，即使人工智能、机器人等产业向好的主线，目前量能情况下也难有整体性上涨基础，因此，积极参与主线轮动将是较为合理的策略。在 2 季度存在业绩压力的预期下，对于低估值板块可逢低布局，随着利率持续下行，机构资金尤其是中长线资金配置的方向仍将在低估值高分红板块，5 月题材股相对活跃的阶段，低估值板块出现的调整是中线布局的机会。一旦进入 6 月之后，市场开始重新回归业绩预期，低估值板块有望迎来恢复性反弹。

投资建议：建议 5 月关注中小盘风格个股，在资产重组新规出台后，市场重组风格将会显著走强，以中证 1000 为代表的指数机会较好，建议积极关注。从主线轮动来看，仍然可以逢低布局大科技板块，作为主线存在较好的逢低布局机会，同时对产业层面的进展保持积极关注。短期建议关注新消费在港股的示范效应，以泡泡玛特为代表的新消费板块持续走强，对 A 股产生较强的映射关系，以谷子经济为代表的新消费板块有望取代此前传统消费成为新的消费板块主力军，建议关注有相关 IP 的公司，尤其是天然有 IP 基因的影视传媒板块，有望借助谷子经济打造新的消费场景，形成新的商业模式。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

3. 债券

5 月降准降息落地。货币政策宽松预期兑现，带动利率小幅回调。过去两周，十年期国债收益率小幅回调 5BP 至 1.68%、一年期国债下行 1BP 至 1.45%。

从政策面来看，财政持续前置发力，近期已启动发行中央金融机构注资特别国债和 1.3 万亿支持“两重两新”的超长期特别国债，预计二三季度将迎来发行高峰。货币政策加强协同配合，后续流动性或易松难紧。但短期内，长端利率债突破前低仍需更多信号。

从基本面来看，4 月 PMI 数据明显弱于季节性。4 月制造业 PMI 回落至 49.0%，跌回荣枯线下，环比下行幅度大于季节性。从历年同期数据来看，4 月 PMI 是近 3 年同期最低，近 10 年同期次弱表现。从结构上看，新订单、生产两大分项的环比变化拖累制造业 PMI，供需双弱同时压制了制造业 PMI。

从机构行为来看，银行配置需求仍主要取决于有效信贷需求是否改善，当前未看到明显改善迹象。4 月 M2 同比增 8.0%，增速回升主要是上年手工补息导致非银存款流失的低基数影响。4 月存贷款增速差回正，是地方化解隐债置换贷款、上年同期存款增速阶段性走低和当前信贷需求未显著回升的综合体现。展望来看，前两者是阶段性因素且影响将逐步弱化，银行债券配置需求仍主要取决于一系列政策落实下的有效信贷需求改善情况。当前来看，考虑隐债置换和 3 月信贷冲量后回落，4 月信贷投放力度较大，但结构上以企业票据贴现为主，一定程度反映实际信贷需求未明显改善。

整体来看，4 月以来，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠，使得二季度国内的对冲政策进一步发力。当前降准降息落地，基本面的现实仍有待于中美贸易最终影响落地与政策对冲的效果观察，债市定价权重向基本面倾斜，短期内利率债或维持窄幅震荡。中长期维度，我们继续持债券收益率震荡下行的观点。当前国内就业、地产、人口结构等一系列问题催生的需求不足，对于政策合力的要求较高。政策组

合拳中，切实降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环。在经济确定性企稳回升前，市场利率仍需波动下行。策略上，建议 10Y 国债在 1.60%-1.70% 区间波段交易；短端利率债胜率较高；久期中性。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

4. 银行

近两周，随着公募基金高质量发展行动方案落地，强化业绩比较基准的约束力。市场博弈公募持仓向业绩比较基准靠拢，显著低配的银行板块充分受益。同时，降准降息组合拳落地，充分考虑了银行息差稳定性、金融体系安全性，对基本面影响偏中性。基本面+资金面逻辑成为推动银行板块持续上涨的核心。申万银行指数 +5.37%，跑赢沪深 300 指数 2.23pct。截至 5 月 16 日，银行板块 PB 估值为 0.67x，处于 2015 年以来 35.9% 的分位数水平。个股方面，重点指数权重股涨幅靠前，包括宁波银行、招商银行、兴业银行等。另外，部分存在可转债转股预期的银行也实现明显上涨，包括浦发银行、齐鲁银行、上海银行、常熟银行等。

银行基本面来看，盈利维持稳定的积极因素仍多。银行信贷增长较平稳，存款增速回升，价格方面，信贷投放利率继续走低，存款定期化趋势未根本性扭转，量平价降对净利息收入增长继续带来压力。展望后续，规模方面，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定；价格方面，受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率进一步调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注两条投资主线：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

5. 地产

新房销售降幅收窄，二手房成交热度下滑。34 城新房年内累计销售面积(1/1-05/17)同比增速为 1.4%，前值(1/1-05/10)为 2.3%。当月累计销售面积同比增速为-6.4%，上个月整月为-11.2%。16 城二手房年内累计销售面积(1/1-05/17)同比增速为 21.8%，前值(1/1-05/10)为 23.6%。当月累计销售面积同比增速为-5.4%，上个月整月为 15.8%。14 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-05/17)同比增速为 7.8%，前值(1/1-05/10)为 8.8%。当月累计销售面积同比增速为-7.6%，上个月整月为 6.4%。

中办、国办近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务。其中包括：推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，加强城市基础设施建设改造等。这意味着中国大力实施城市更新按下“加速键”。

投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

6. 证券

近两周权益市场交易活跃度保持平稳，其中沪深京三市成交额维持在 1.1 万亿之上；两融余额亦小幅波动，且维持在 1.8 万亿之上。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。

证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》，深化上市公司并购重组市场改革。修改主要包括：1.建立重组股份对价分期支付机制；2.提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度；3.新设重组简易审核程序；4.明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求；5.鼓励私募基金参与上市公司并购重组。《办法》从并购重组主体、投资方、交易对价、审核程序、锁定期等业务核心层面适度降低并购重组门槛，提升交易效率和便利性，有助于业务的顺利开展。特别是在当前 IPO、定增业务增速放缓的情况下，并购重组有望成为券商投行业务的关键增量，对上市公司做大做强支持亦将持续提升国内资本市场整体投资价值。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	A 股策略周报：结构性行情继续演绎	2025-05-21
策略快评报告	中美谈判超预期 市场重回活跃	2025-05-13
策略快评报告	稳定市场信心 强势格局延续	2025-05-08
策略专题报告	总量双周报：认清形势，积极应对	2025-04-29
策略普通报告	A 股策略周报：认清形势 积极应对	2025-04-28
策略专题报告	总量双周报：冲击逐步弱化，修复行情延续	2025-04-16

报告类型	标题	日期
策略普通报告	A股策略周报：冲击逐步弱化 修复行情延续	2025-04-15
策略普通报告	A股策略周报：调整带来布局机会 内需崛起正当其时	2025-04-07
策略专题报告	总量双周报：业绩为王，关注低估值蓝筹股	2025-04-02
策略普通报告	A股策略周报：业绩为王 关注低估值蓝筹股	2025-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行业和固收研究。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526