

金融市场分析周报

(2025.05.12-2025.05.16)

报告摘要

- **金融数据：**内部政策和外部因素导致信贷新增不及预期，政府发债仍是社融新增的关键支撑。4 月，人民币贷款新增 2800 亿元，同比少增约 4500 亿元；社会融资规模新增 1.16 万亿元，同比多增约 1.22 万亿元，两者均不及市场预期。结构上，一方面政策引导下居民消费贷出现降温导致居民短贷下降，另一方面企业在关税冲击下融资意愿偏低，中长贷同比大幅少增，是贷款新增的主要拖累项。总体看，居民和企业融资需求仍不高，主要依靠政府扩大财政赤字来提供支持，增强政策力度并改变未来预期成为经济复苏的关键。
- **资金面分析：**本周央行降准，但国债融资额上行叠加央行净回笼，本周资金价格上行；下周税期叠加政府债融资，央行流动性投放尤为关键。本周央行公开市场共开展了 4860 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 8361 亿元逆回购和 1250 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场净回笼 4751 亿元。虽然本周央行降准，但国债融资额上行叠加央行净回笼，本周资金价格上行。受五一假期影响，5 月份税期顺延至下周，5 月虽非缴税大月，但当前情况下，税期仍可能对于资金面造成一定影响。下周政府债融资额环比下行，但数量仍不低，与税期共同作用下，预计将持续对资金价格起到支撑作用。经历了本周大幅净回笼后，下周公开市场到期额环比回落，在税期及政府债融资的共同影响下，央行公开市场续作情况尤为关键。
- **利率债：**对债券市场而言，受益于降准降息环境下资金中枢下移，货币市场利率连续多日下探至政策利率 1.40% 附近，流动性充裕状态明显。4 月份金融数据显示财政政策发力明显，随着后期政府债发行节奏加快，将对金融数据形成有力支撑。总的来看，短期双降落地、关税缓和、

主要数据

上证指数	3380.478
沪深 300	3898.1705
深证成指	10249.1731

主要指数走势图



作者

符畅 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

实体经济内在动能仍需进一步修复 —2025-05-19
财政靠前发力和低基数支撑社融，实体经济融资需求仍弱 —2025-05-19
4 月通胀平稳，进出口保持韧性 —2025-05-12

基本面风险下降、长债利率管控的要求仍存，宽货币或阶段性告一段落，但资金面回到 2-3 月偏紧状态的可能性也很小，资金面预计将重回平衡、略高于政策利率波动的格局。基于当前债市窄幅震荡、资金面宽松的格局，票息策略占优，超额回报主要在于波段交易和久期策略的把握。

- **权益市场：**本周市场整体表现分化，金融风格表现较强。上证指数（+0.76%）、深证成指（+0.52%）、沪深 300（+1.12%）、创业板指（+1.38%）表现较强；科创 50（-1.10%）、中证 500（-0.10%）、中证 1000（-0.23%）表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 1.80%，成长风格表现较弱，下跌 0.08%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、非银金融、汽车表现较强，分别上涨 3.08%、2.49%、2.40%；计算机、国防军工、传媒表现较弱，分别下跌 1.26%、1.18%、0.77%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 12662.67 亿元，较上周减少 871.58 亿元。展望未来，中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调，有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。
- **美元指数分析：**本周中美发布经贸高层会谈联合声明，美国 4 月份通胀数据有所回落，美元指数本周有所反弹。本周中美经贸高层会谈联合声明发布，双方同意大幅降低双边关税水平。中美贸易冲突缓和一定程度减少了后续市场对于美国衰退的担忧，本周一美元指数有所反弹。本周美国 4 月份通胀数据公布，美国 4 月份 CPI 同比上涨 2.3%，进一步接近美联储 2% 的目标，PPI 环比下行 0.5%。受通胀缓和影响，数据公布后美元指数相应回落。本周美联储主席鲍威尔在内的美联储官员发言，整体表示美国未来不确定性仍强，随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高。整体来看，本周中美发布经贸高层会谈联合声明，美国 4 月份通胀数据有所回落，美元指数本周有所反弹。

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

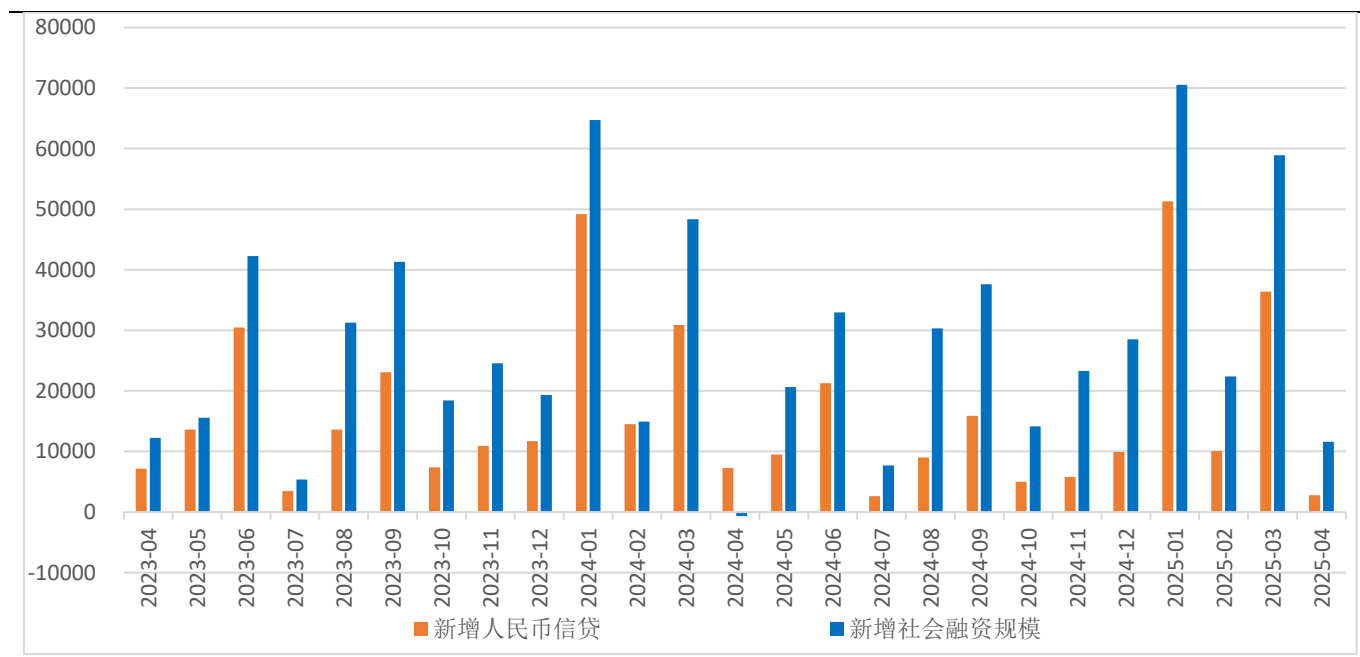
一、 本周重点经济	5
1.1 内部政策和外部因素导致信贷新增不及预期，政府发债仍是社融新增的关键支撑	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：本周央行降准，但国债融资额上行叠加央行净回笼，本周资金价格上行；下周税期叠加政府债融资，央行流动性投放尤为关键	7
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场大额净回笼，但随着双降落地，资金面转为宽松，在关税声明影响下，债市上行明显	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率涨跌不一	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：关税阶段性缓和，市场焦点或将回归基本面	13
3.2 美元指数分析：本周中美发布经贸高层会谈联合声明，美国 4 月份通胀数据有所回落，美元指数本周有所反弹	14

一、 本周重点经济

1.1 内部政策和外部因素导致信贷新增不及预期，政府发债仍是社融新增的关键支撑

消费贷“降温”导致居民短期贷款下降，高关税影响企业贷款需求，企业、居民新增信贷均处于历年同期低位，政府债券发行仍是新增社融最主要的拉动因素。4月，金融机构口径人民币贷款新增2800亿元，较上年同期少增约4500亿元；社会融资规模新增1.16万亿元，同比多增约1.22万亿元。4月信贷和社融新增均低于市场预期值。新口径下，4月M1同比增速为1.5%，较3月小幅回落0.1个百分点；M2同比增速为8%，较3月提高1个百分点。

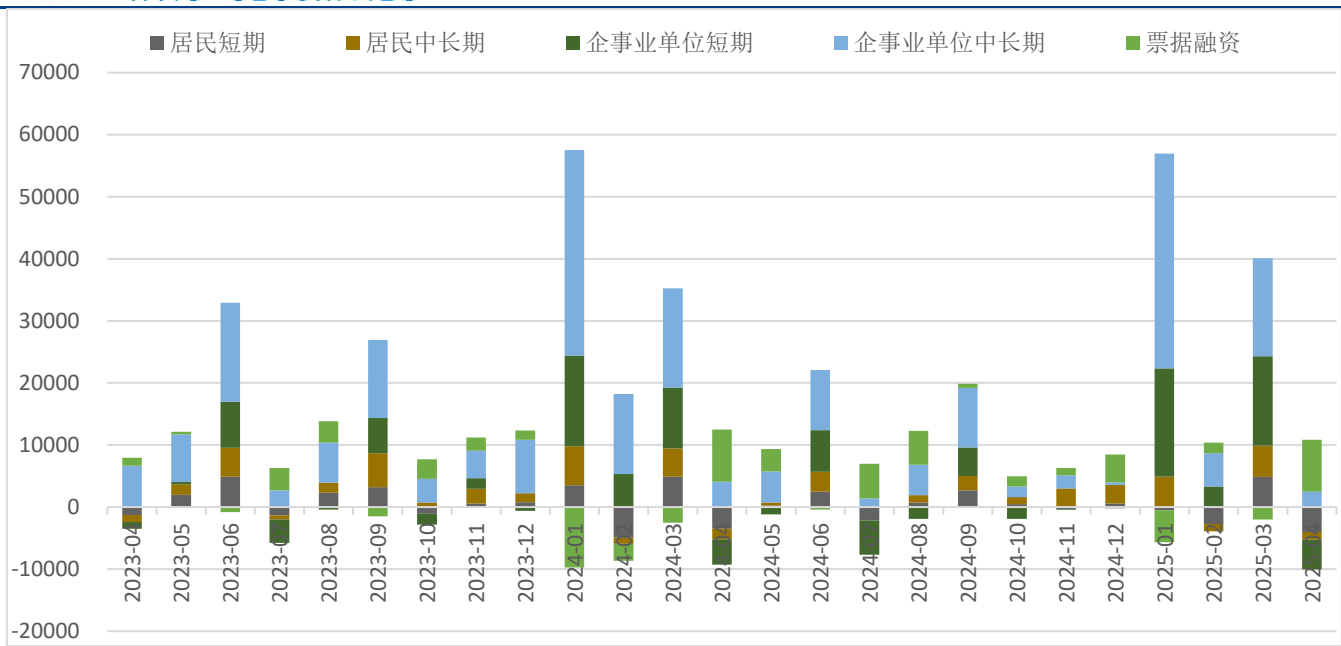
图1：4月人民币贷款和社融新增均低于市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

4月是传统的贷款淡季，一季度“开门红”对信贷投放形成一定透支，叠加政策导致消费贷降温和关税冲突影响，市场主体融资需求仍不足。从信贷结构看，4月住户贷款减少5216亿元，同比多减50亿元，其中短期贷款减少4019亿元，同比多减501亿元，主因是政策引导下消费贷“降温”引起居民短期贷款需求下降，而中长期贷款同样减少1231亿元，同比少减435亿元；企（事）业单位贷款新增6100亿元，同比少增2500亿元，其中短期贷款减少4800亿元，同比多减700亿元，但中长期贷款增加2500亿元，同比少增1600亿元，企业融资需求或受到美国加征关税的不利影响；票据融资增加8341亿元，同比少增40亿元，表明银行体系“票据贴现冲量”规模依然较高。

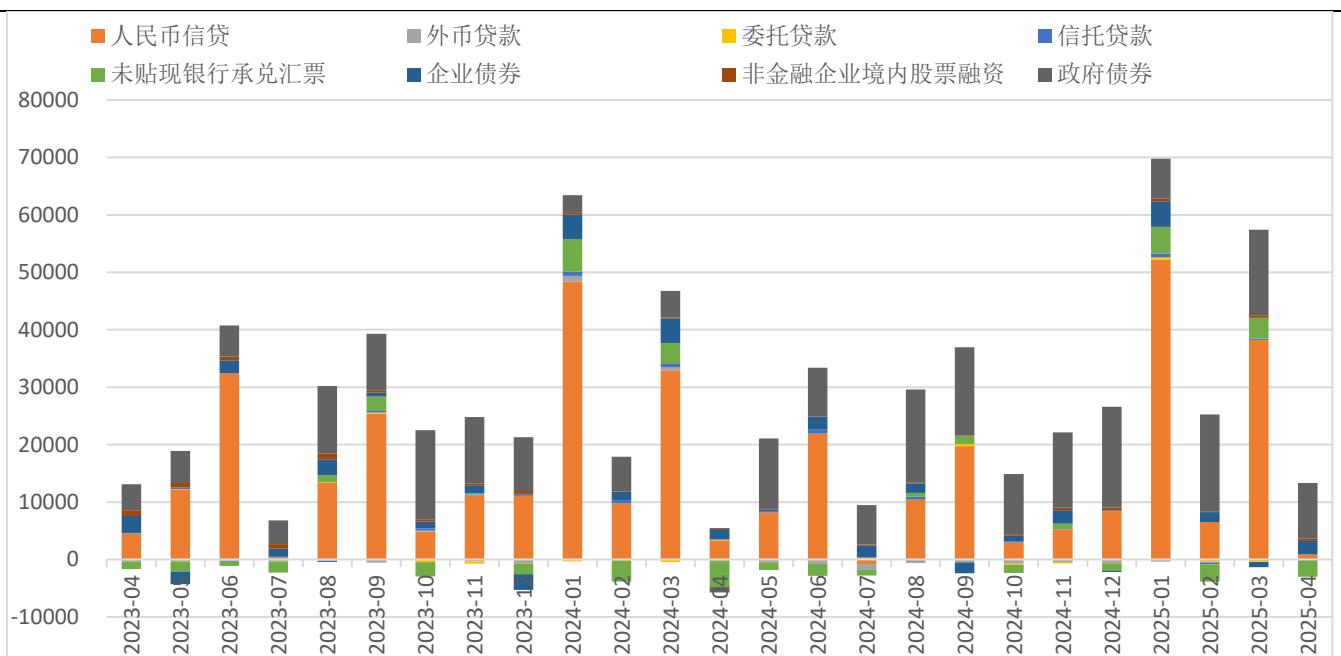
图2：4月居民短期贷款、企业中长期贷款下降，票据贴现冲量特征显著（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

政府发债依然是社融新增的主要支撑项。社融结构上，4月政府债券净融资 9729+937 亿元，同比多增约 1.07 万亿元，是最主要的拉动因素，年初以来国债、地方专项债发行进度明显加快，用于化债的 2 万亿元特殊再融资专项债发行约 70%；企业债券净融资 2340 亿元，同比多增 633 亿元，主因是 4 月债券收益率有所走低，企业加大债券融资力度，推动降低整体融资成本。其他融资方面，4 月社融口径的人民币贷款当月新增 844 亿元，同比大幅少增 2465 亿元；非标融资减少 2873 亿元，同比少减 1386 亿元。

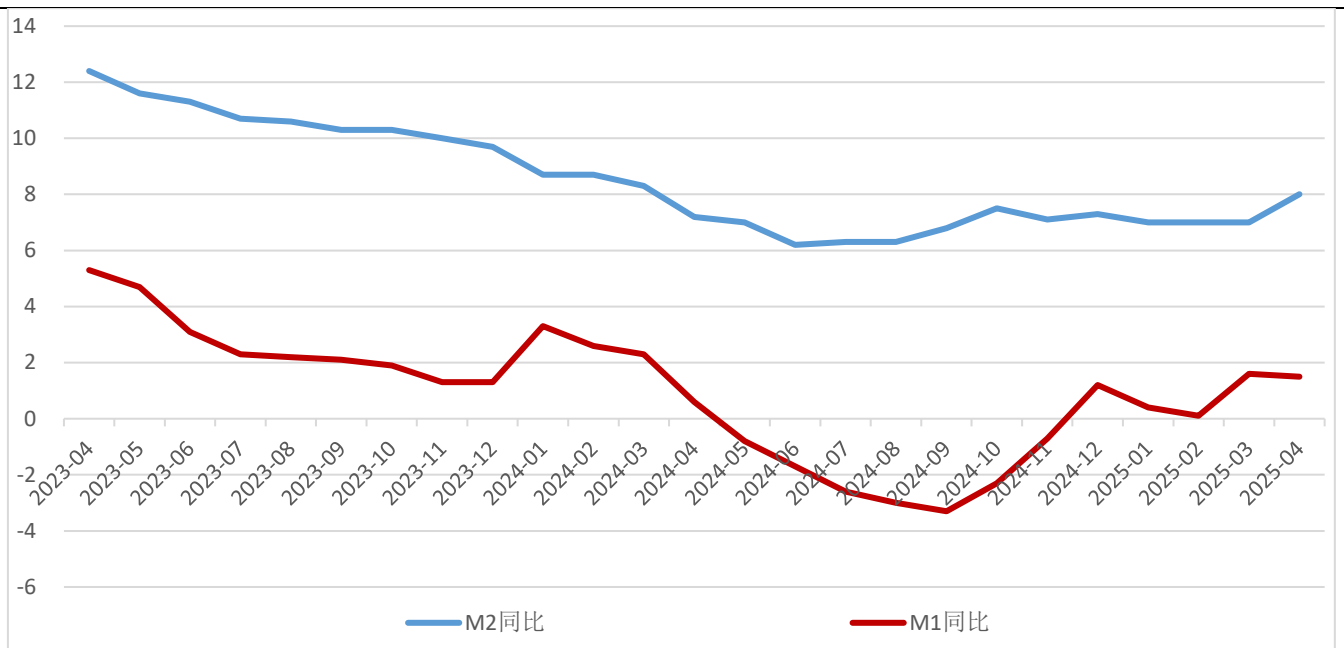
图 3：4 月政府发债依然是社融新增的主要支撑项（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

货币供应方面，4 月广义货币（M2）同比增速加快，较 3 月提高 1 个百分点至 8%；狭义货币（M1）增速微降 0.1 个百分点至 1.5%。M2 同比增速加快，主因是一方面金融数据“挤水分”导致基数偏低，另一方面今年以来债券市场双向波动，没有出现单边上涨态势，存款向理财分流明显减少。

图 4: 4 月 M2 同比增速加快, M1 同比增速微降 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 本周一中美经贸高层会谈联合声明发布, 双方同意大幅降低双边关税水平, 美方取消共计 91% 的加征关税, 中方相应取消 91% 的反制关税; 美方暂停实施 24% 的“对等关税”, 中方也相应暂停实施 24% 的反制关税。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方将建立机制, 继续就经贸关系进行协商。根据需要, 双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

2) 本周国际信用评级机构穆迪宣布, 由于美国政府债务和利率支付比例增加, 将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1, 同时将美国主权信用评级展望从“负面”调整为“稳定”。此前, 惠誉评级和标普全球评级已将美国评级调至 AAA 以下, 穆迪的这一决定这意味着美国已被三大评级机构全部降级。白宫批评穆迪下调美国政府信用评级的决定, 指责该机构缺乏声誉。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 本周央行降准, 但国债融资额上行叠加央行净回笼, 本周资金价格上行; 下周税期叠加政府债融资, 央行流动性投放尤为关键

1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场净回笼 4751 亿元

本周央行公开市场共开展了 4860 亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有 8361 亿元逆回购和 1250 亿元

MLF 到期，本周央行公开市场净回笼 4751 亿元。下周央行公开市场将有 4860 亿元逆回购到期，其中下周一至下周五分别到期 430 亿元、1800 亿元、920 亿元、645 亿元、1065 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	0	4050	1955	1586	770
7 天	430	1800	920	645	1065
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	1250	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	430	-2250	-1035	-2191	295

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：虽然本周央行降准，但国债融资额上行叠加央行净回笼，本周资金价格上行。本周仍为月初，受五一假期影响，本月税期后延，本周资金面受到税期影响较少。本周政府债融资额上行，对于资金面造成一定压力，上周央行宣布于本周四降准，释放资金约一万亿元，一定程度上对冲财政融资压力。本周央行维持公开市场操作净回笼，叠加政府债融资额上行，资金价格低位波动后有所上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.6513%，R007 加权平均升至 1.6251%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.5610%，GC007 加权平均升至 1.6410%。

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	1.4565	1.4343	1.4412	1.4477	1.6513
	R007	1.5499	1.5337	1.5440	1.5456	1.6251
	R014	1.5978	1.5798	1.5845	1.5715	1.6280
	R021	1.6487	1.6499	1.6250	1.6335	1.6743
	R1M	1.6905	1.6682	1.6546	1.6444	1.6528
上交所协议回购	206001	1.8220	1.8100	1.7950	1.8100	
	206007	1.8010	1.8590	1.8500	1.8300	1.8250
	206014	2.4600	2.3800	2.4720	2.4640	2.7710
	206021	2.1750	3.9760	4.6110	4.7920	3.1610
	206030	2.8640	3.0960	2.6270	2.2340	1.9870
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.4938	1.4992	1.5189	1.5383	1.5720

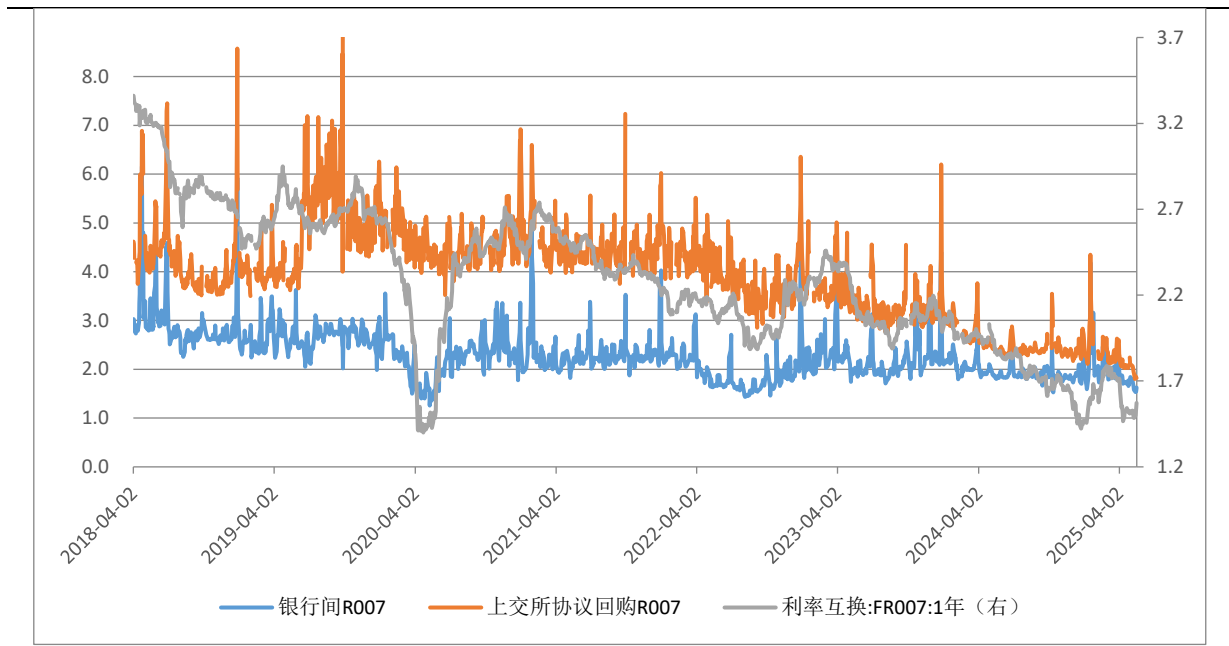
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周税期叠加政府债融资, 央行流动性投放尤为关键

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, 同时中美贸易摩擦持续, 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。本周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。

受五一假期影响, 5 月份税期顺延至下周, 5 月虽非缴税大月, 但当前情况下, 税期仍可能对于资金面造成一定影响。下周政府债融资额环比下行, 但数量仍不低, 与税期共同作用下, 预计将持续对资金价格起到支撑作用。经历了本周大幅净回笼后, 下周公开市场到期额环比回落, 在税期及政府债融资的共同影响下, 央行公开市场续作情况尤为关键。

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，但随着双降落地，资金面转为宽松，在关税声明影响下，债市上行明显

1) 利率债走势复盘：央行本周公开市场大额净回笼，但随着双降落地，资金面转为宽松，在关税声明影响下，债市上行明显

周一，央行开展了 430 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日无逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 430 亿元。资金面方面，央行周三宣布降准降息，且降息举措已于周四生效，银行间市场上周五资金面宽松无虞，存款类机构隔夜和七天质押式回购加权利率双双创出逾四个月新低。但中美日内瓦经贸会谈成果大超预期，打破债市持续已久的横盘局面，10 年、30 年国债活跃券单日上行幅度超 5BP。

周二，央行开展了 1800 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 4050 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净回笼 2250 亿元。资金面方面，央行本月宣布降准降息后，银行间市场周一资金面愈发宽松，存款类机构隔夜和七天质押式回购加权利率均降至逾五个月以来新低，其中隔夜加权利率逼近 1.40%。资金面宽松，股市高开低走，收益率转下。

周三，央行开展了 920 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1955 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净回笼 1035 亿元。资金面方面，银行间市场周二资金面均衡偏松，存款类机构隔夜和七天质押式回购加权利率变动有限，其中隔夜加权利率进一步逼近 1.40%。资金面延续偏松，但在国债供给担忧及股市走强下债市情绪偏谨慎。尾盘金融数据季节性偏弱，收益率先上后下。

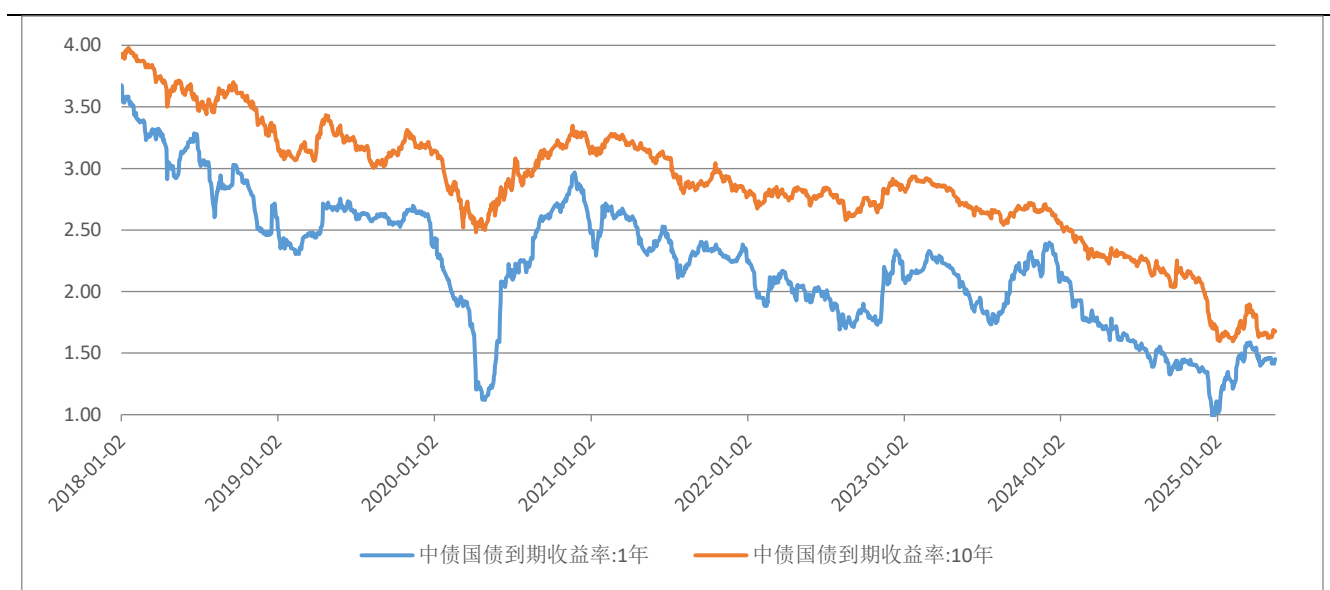
周四，央行开展了 645 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1586 亿元逆回购和 1250 亿元 MLF 到期，据此计算，单日全口径净回笼 2191 亿元。资金面方面，银行间市场周三存款类隔夜

和七天期回购加权利率变动微弱，分别在 1.4% 和 1.5% 关口附近徘徊。降准资金落地，但央行大额净回笼、引发市场对宽货币持续性的担忧。叠加午后资金面收敛，收益率上行，短端情绪尤为偏弱。

周五，央行开展了 1065 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 770 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 295 亿元。资金面方面，央行年内首次降准正式落地，不过银行间市场周四资金面整体呈现均衡平稳局面，存款类隔夜和七天期回购加权利率变动甚微，继续持稳在 1.4% 和 1.5% 关口附近。早盘资金面整体偏紧，现券收益率平开后持续上行。不过伴随股市低走及午后资金面边际转松，债市跌幅修复大半，全天看曲线小幅熊平。

全周来看，央行公开市场累计净回笼 4751 亿元，双降落地后资金面转为宽松，10 年国债活跃券 250004 累计上行 5bp 至 1.68%。

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：对债券市场而言，受益于降准降息环境下资金中枢下移，货币市场利率连续多日下探至政策利率 1.40% 附近，流动性充裕状态明显。4 月份金融数据显示财政政策发力明显，随着后期政府债发行节奏加快，将对金融数据形成有力支撑。总的来看，短期双降落地、关税缓和、基本面风险下降、长债利率管控的要求仍存，宽货币或阶段性告一段落，但资金面回到 2-3 月偏紧状态的可能性也很小，资金面预计将重回平衡、略高于政策利率波动的格局。基于当前债市窄幅震荡、资金面宽松的格局，票息策略占优，超额回报主要在于波段交易和久期策略的把握。

金融数据：4 月新增人民币贷款 2,800 亿元，同比少增 4,500 亿元；4 月新增社融 1.16 万亿元，低基数下同比多增 1.22 万亿元。由此，4 月社融同比增速从 3 月的 8.4% 回升至 8.7%，而季调后月环比折年增速较 3 月的 10% 回落至 8%。从社融分项看，4 月政府债净融资占新增社融近 9 成，而人民币贷款同比少增 4,500 亿元，即便考虑地方债置换的影响，新增贷款可能仍偏弱。低基数下，4 月 M2 同比增速较 3 月的 7% 回升至 8%，部分受非银存款同比多增提振。4 月金融数据显示财政扩张有力支撑社融与 M2 增长，4 月新增政府债净融资 9729

亿元，由于去年 4 月政府债净融资为负数，今年 4 月政府债净融资同比多增超过 1 万亿元。数据显示财政扩张的步伐尚未放缓，4 月财政存款同比增速达到了 21.5%，是 2022 年一季度以来的最高水平，明显高于趋势增速，原因或是今年财政发债的节奏较快，要明显快于拨付进度。如果未来财政资金能够顺利拨付、专项债融资接棒国债融资，财政扩张或继续给经济提供有力支撑。

对债券市场而言，受益于降准降息环境下资金中枢下移，货币市场利率连续多日下探至政策利率 1.40% 附近，流动性充裕状态明显。4 月份金融数据显示财政政策发力明显，随着后期政府债发行节奏加快，将对金融数据形成有力支撑。总的来看，短期双降落地、关税缓和、基本面风险下降、长债利率管控的要求仍存，宽货币或阶段性告一段落，但资金面回到 2-3 月偏紧状态的可能性也很小，资金面预计将重回平衡、略高于政策利率波动的格局。基于当前债市窄幅震荡、资金面宽松的格局，票息策略占优，超额回报主要在于波段交易和久期策略的把握。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回落

本周同业存单净融资规模为-685.30 亿元，发行总额达 5,139.90 亿元，平均发行利率为 1.6448%，到期量为 5,825.20 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 5.34bp 报 1.6188%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 7.59p 报 1.6252%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 3.30bp 报 1.6595%，9M 存单平均发行利率较上周下行 3.10bp 报 1.6847%。

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 1,205.49 亿元，环比减少 501.33 亿元，偿还量约 1,380.33 亿元，净融资额约-174.84 亿元，环比回落 223.11 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌不一，1 年期各评级信用债收益率下行 4.52p~下行 3.01bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.31bp~下行 0.31bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.54bp~上行 1.92bp。

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	1.6987	0.20%	-3.51
信用债(AAA):3 年	1.8440	1.00%	-0.31
信用债(AAA):5 年	1.9966	1.70%	0.92
信用债(AA+):1 年	1.7737	0.20%	-4.52
信用债(AA+):3 年	1.9640	1.00%	-1.81

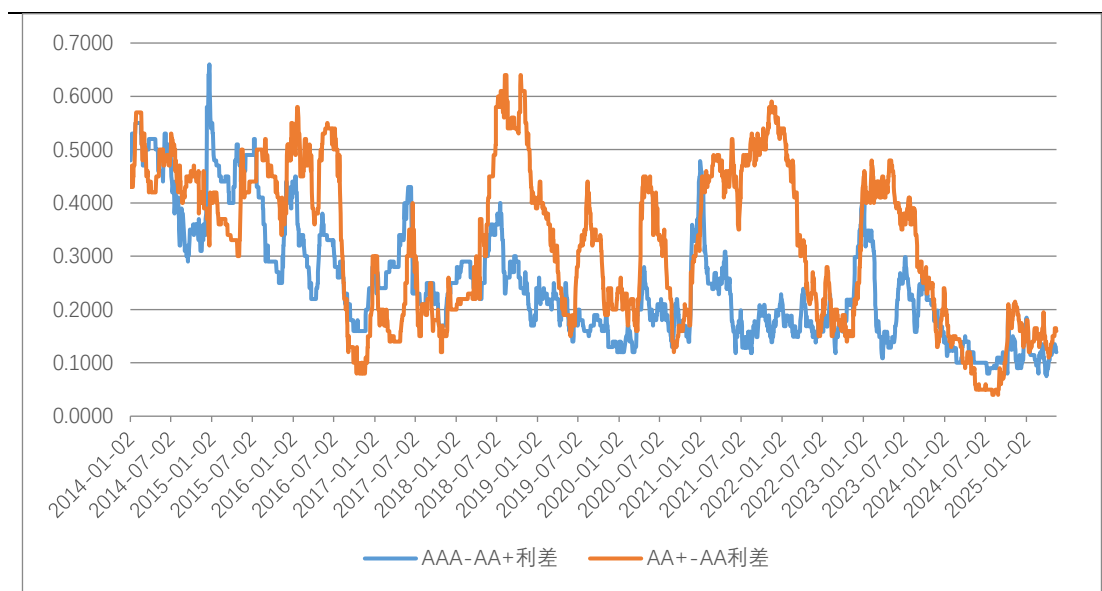
信用债(AA+):5 年	2.1266	2.10%	1.92
信用债(AA):1 年	1.8387	0.20%	-3.01
信用债(AA):3 年	2.1240	1.70%	-2.31
信用债(AA):5 年	2.4216	4.00%	0.54

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 利差整体扩大 3.20bp、扩大 2.71bp、扩大 0.70bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 1.23bp、扩大 3.73bp、扩大 2.85bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 12bp, 较上周缩小 2bp, AA 与 AA+之间的利差为 16bp, 较上周缩小 1bp。

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: 关税阶段性缓和, 市场焦点或将回归基本面

1) 权益市场走势复盘: 本周市场整体表现分化, 金融风格表现较强

本周市场表现分化, 上证指数 (+0.76%)、深证成指 (+0.52%)、沪深 300 (+1.12%)、创业板指 (+1.38%) 表现较强; 科创 50 (-1.10%)、中证 500 (-0.10%)、中证 1000 (-0.23%) 表现较弱。行业风格上, 金融风格表现较强, 上涨 1.80%, 成长风格表现较弱, 下跌 0.08%。分行业来看, 申万一级行业中美容护理、非银金融、汽车表现较强, 分别上涨 3.08%、2.49%、2.40%; 计算机、国防军工、传媒表现较弱, 分别下跌 1.26%、1.18%、0.77%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 12662.67 亿元, 较上周减少 871.58 亿元。

2) 权益市场展望:

5月12日,中美日内瓦经贸会谈联合声明发布,双方同意大幅降低双边关税水平。目前美国对华的“对等关税”税率与此前美英协议一样也仅执行10%的基准关税。这意味着中方在本轮谈判博弈中取得阶段性胜利,虽然结果大超市场预期,但符合我们此前的“中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势”的判断,我们预计该判断仍将在此后博弈中被不断验证。中美联合声明消息发布后,全球风险偏好明显回升,风险资产上涨,美元、人民币大幅拉升,黄金回落。

中美两国贸易从“几乎禁运”回到“可贸易”水平。对于美国来说,通胀担忧有所缓解,降低美国经济风险,预计美股情绪或将有所改善,美元指数压力有所缓解。对于中国来说,预计在90天豁免政策引发的企业自发“抢出口”和“转出口”带动下,关税负面影响或将延后至三季度体现,二季度出口有望从拖累项转变为拉动项,市场对二季度的经济预期有望明显改善,二季度国内财政政策前置发力的必要性也有所下降。

考虑到特朗普“对等关税”的目的或包括的降低贸易逆差、促进美国制造业回流和缓解美债风险等目前均远未实现,同时参考2018年-2019年期间美方反复无常,我们认为本轮中美关税战或已正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段。

对于A股和港股来说,二季度经济预期上调有望带动风险偏好进一步修复。当前A股、港股均已回到“对等关税”之前的水平,后续或以结构性行情为主,关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存,结构上哑铃策略有望阶段性占优,红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。

资金方面,4月以来的市场V型反转,V型底部杠杆资金快速流出,股票型ETF被大量净申购,背后或为“国家队”成功维护资本市场平稳运行。5月以来杠杆资金略有恢复,股票型ETF被逐步净赎回,后续或需要基本面改善或产业上新的热点才能进一步吸引增量资金流入。

近日大金融板块一度大涨,或验证了我们此前对于公募新规的观点,即预计未来部分基金将在持仓配置上往沪深300行业配置上回归。同时新“国九条”强化上市公司现金分红监管的政策已推行一年,我们尝试通过分红意愿和分红能力筛选潜在分红空间较大的行业。结果显示,保险II、城商行II、农商行II、国有大型银行II、航海装备II、证券II、等行业属于有能力、有意愿且当下分红率较低的行业,在政策的推动下这些行业未来或将持续提升分红率。

展望未来,中美关税战最差时刻已经过去,或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段,未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调,有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主,关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存,结构上哑铃策略有望阶段性占优,红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。

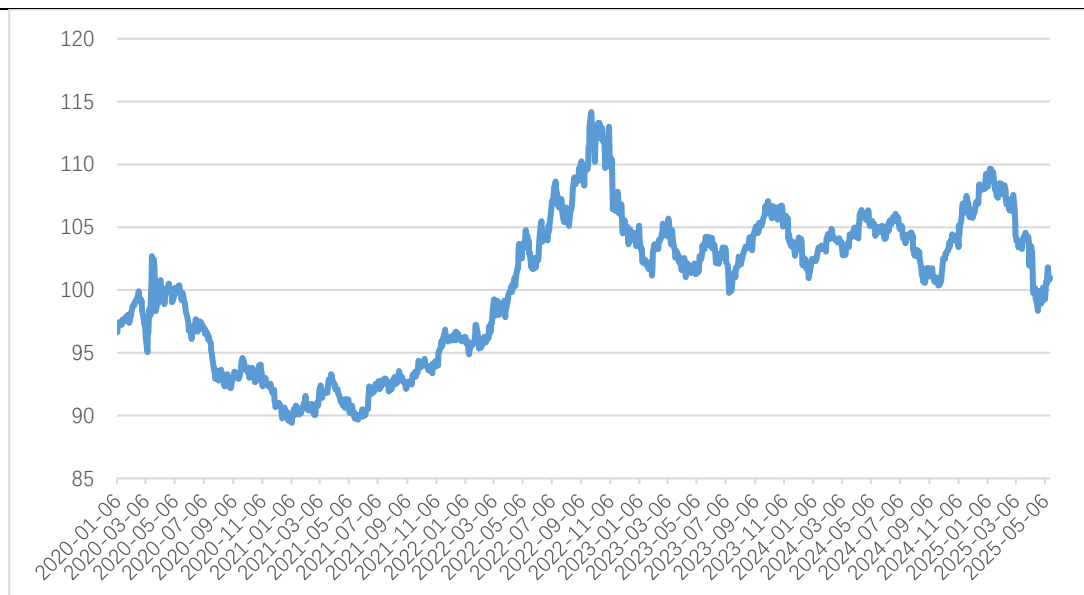
3.2 美元指数分析: 本周中美发布经贸高层会谈联合声明, 美国4月份通胀数据有所回落, 美元指数本周有所反弹

本周美元指数报100.9828,较上周上行0.5610。本周中美经贸高层会谈联合声明发布,双方同意大幅降低

双边关税水平。中美贸易冲突缓和一定程度减少了后续市场对于美国衰退的担忧，本周一美元指数有所反弹。本周美国 4 月份通胀数据公布，美国 4 月份 CPI 同比上涨 2.3%，进一步接近美联储 2% 的目标，PPI 环比下行 0.5%。受通胀缓和影响，数据公布后美元指数相应回落。本周美联储主席鲍威尔在内的美联储官员发言，整体表示美国未来不确定性仍强，随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高。整体来看，本周中美发布经贸高层会谈联合声明，美国 4 月份通胀数据有所回落，美元指数本周有所反弹。

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