

宏观和大类资产配置周报

中美日内瓦经贸会谈联合声明发布

我们将后续大类资产配置顺序调整为：股票>大宗>债券>货币

宏观要闻回顾

- **经济数据：**4 月份，全国企业销售收入增速加快，同比增长 4.3%。各地项目建设也在加快推进，建筑业销售收入同比增长 6.5%。（万得）
- **要闻：**5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，双方承诺在采取相关举措后，将建立机制，继续就经贸关系进行协商。5 月 14 日，美国调整对华加征关税，撤销对中国商品加征的共计 91% 的关税，调整实施 34% 的对等关税措施，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数上涨 1.12%，沪深 300 股指期货上涨 1.06%；焦煤期货本周下跌 2.21%，铁矿石主力合约本周上涨 4.67%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.24%；十年国债收益率上行 4BP 至 1.68%，活跃十年国债期货本周下跌 0.53%。

资产配置建议

- 4 月新增社融 1.16 万亿元，较去年同期多增 1.22 万亿元，较 3 月少增 4.73 万亿元，略低于万得一致预期的 1.26 万亿元。4 月社融存量同比增长 8.70%，较 3 月上升了 0.37 个百分点，略低于万得一致预期的 8.80%。4 月新增人民币贷款 884 亿元，较去年同期少增 2465 亿元，较 3 月少增 3.74 万亿元。去年同期社融基数较低。较去年同期多增的是政府债券、汇票、企业债、股票融资和外币贷款，较去年同期少增的是人民币贷款、信托贷款和委托贷款。我们认为，一方面，4 月人民币贷款融资需求偏弱，主要是受到美国关税冲击的影响，但汇票和企业债融资较去年同期多增，一定程度上表明企业端仍在积极应对外需变化对经营的影响，另一方面，政府债券融资较去年同期多增 1.07 万亿元，表明积极的财政政策仍在加快落地。

本周中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，中美贸易关系有望出现短期明显改善。在经历了 4 月美国关税冲击之后，我们预计在国内宏观政策放松和外部贸易环境改善的影响下，二季度经济增长预期或有所改善。

因此，我们将后续大类资产配置顺序调整为：股票>大宗>债券>货币。

- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略点评》20250515
《4 月金融数据点评》20250515
《策略点评》20250514

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.5.18）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
本周 A 股指数上涨.....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪.....	8
大类资产表现	10
A 股：本周市场指数小幅上涨.....	10
债券：十年国债收益率微幅下行.....	11
大宗商品：本周商品期货指数下跌 3.69%	12
货币类：货币基金收益率中枢在 2%下方	13
外汇：人民币兑美元中间价本周下行.....	13
港股：金融业涨幅领先.....	14
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点（2025.5.18）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	8
图表 5. 建材社会库存周度表现	8
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	8
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	8
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	8
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	9
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	9
图表 11. 汽车周消费规模表现	9
图表 12. 本周权益类资产涨跌幅	10
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 14. 信用利差和期限利差	11
图表 15. 央行公开市场操作净投放	11
图表 16. 7 天资金拆借利率	11
图表 17. 大宗商品本周表现	12
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 理财产品收益率曲线	13
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 23. 恒指走势	14
图表 24. 陆港通资金流动情况	14
图表 25. 港股行业涨跌幅	14
图表 26. 港股估值变化	14
图表 27. 本期观点（2025.5.18）	16

一周概览

本周 A 股指数上涨

本周沪深 300 指数上涨 1.12%，沪深 300 股指期货上涨 1.06%；焦煤期货本周下跌 2.21%，铁矿石主力合约本周上涨 4.67%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.24%；十年国债收益率上行 4BP 至 1.68%，活跃十年国债期货本周下跌 0.53%。

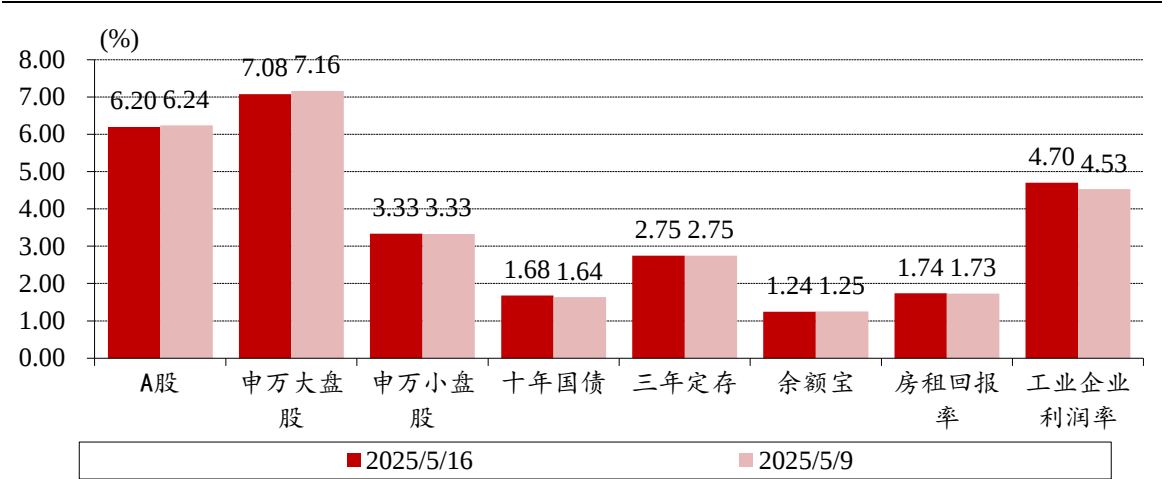
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 +1.12%	债券	10 年国债到期收益率 1.68%/本周变动 +4BP
	沪深 300 期货 +1.06%		活跃 10 年国债期货-0.53%
本期评论：关注“稳增长”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗	铁矿石期货 +4.67%	保守	余额宝 1.24%/本周变动 -2BP
	焦煤期货 -2.21%		股份制理财 3M 1.85%/与上周持平
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2% 上下波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

4 月新增社融 1.16 万亿元，较去年同期多增 1.22 万亿元，较 3 月少增 4.73 万亿元，略低于万得一致预期的 1.26 万亿元。4 月社融存量同比增长 8.70%，较 3 月上升了 0.37 个百分点，略低于万得一致预期的 8.80%。4 月新增人民币贷款 884 亿元，较去年同期少增 2465 亿元，较 3 月少增 3.74 万亿元。去年同期社融基数较低。较去年同期多增的是政府债券、汇票、企业债、股票融资和外币贷款，较去年同期少增的是人民币贷款、信托贷款和委托贷款。我们认为，一方面，4 月人民币贷款融资需求偏弱，主要是受到美国关税冲击的影响，但汇票和企业债融资较去年同期多增，一定程度上表明企业端仍在积极应对外需变化对经营的影响，另一方面，政府债券融资较去年同期多增 1.07 万亿元，表明积极的财政政策仍在加快落地。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券；注：房租回报率、工业企业利润率为月频数据，图表中所列为近二月数据

股市方面，本周 A 股市场指数有所上涨，领涨的指数主要为创业板指（1.38%），领跌的指数为中证 1000（-0.23%）；港股方面恒生指数上涨 2.09%，恒生国企指数上涨 1.92%，AH 溢价指数下行 1.33% 收于 134.11；美股方面，标普 500 指数本周上涨 5.27%，纳斯达克上涨 7.15%。债市方面，本周多数国内债市指数小幅下滑，中债总财富指数本周下跌 0.20%，中债国债指数下跌 0.39%，金融债指数下跌 0.22%，信用债指数上涨 0.06%；十年美债利率上行 6 BP，周五收于 4.43%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 2 BP，周五收于 1.24%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 1.49%，收于 61.93 美元/桶；COMEX 黄金下跌 4.15%，收于 3205.30 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.52%，LME 铜上涨 0.02%，LME 铝上涨 2.65%；CBOT 大豆下跌 0.07%。美元指数上涨 0.56%收于 100.98。VIX 指数下行至 17.24。

图表 3.大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/5/12 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/5/16 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,367.46	0.76	1.92	2.70	0.47
	399001.SZ	深证成指	10,179.60	0.52	2.29	2.83	(2.26)
	399005.SZ	中小板指	6,337.62	0.68	1.49	2.18	(0.70)
	399006.SZ	创业板指	2,039.45	1.38	3.27	4.69	(4.77)
	881001.WI	万得全 A	5,107.73	0.72	2.32	3.06	1.71
	000300.SH	沪深 300	3,889.09	1.12	2.00	3.14	(1.16)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.53	(0.20)	0.14	(0.05)	0.46
	CBA00603.C	中债国债	246.56	(0.39)	0.06	(0.33)	0.26
	CBA01203.C	中债金融债	246.38	(0.22)	0.19	(0.02)	0.19
	CBA02703.C	中债信用债	222.72	0.06	0.15	0.21	0.77
	885009.WI	货币基金指数	1,720.37	0.02	0.03	0.06	0.53
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.93	1.49	6.88	6.39	(13.65)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,205.30	(4.15)	0.20	(3.43)	21.37
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,082.00	1.52	(2.39)	(0.45)	(6.94)
	CA.LME	LME 铜	9,447.50	0.02	0.85	3.53	7.75
	AH.LME	LME 铝	2,481.50	2.65	(0.58)	3.42	(2.74)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,051.00	(0.07)	0.65	0.62	4.01
货币	-	余额宝	1.24	-2 BP	-1 BP	-3 BP	-2 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	100.98	0.56	0.63	1.35	(6.91)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.20	0.59	0.24	0.82	1.30
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.06	1.06	1.31	2.35	(5.99)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.96	0.67	1.80	2.45	(6.09)
港股	HSI.HI	恒生指数	23,345.05	2.09	1.61	5.54	16.38
	HSCEI.HI	恒生国企	8,468.29	1.92	0.95	4.85	16.16
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	134.11	(1.33)	(0.28)	(1.61)	(8.89)
美国	SPX.GI	标普 500	5,958.38	5.27	0.17	6.99	1.30
	IXIC.GI	NASDAQ	19,211.10	7.15	0.47	10.12	(0.52)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.43	6 BP	20 BP	26 BP	-15 BP
	VIX.GI	VIX 指数	17.24	(21.28)	(7.36)	(30.20)	(0.63)
	CRB.RB	CRB 商品指数	296.08	0.32	2.35	2.53	(0.22)

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家主席习近平出席中拉论坛第四届部长级会议开幕式并发表主旨讲话。习近平强调，当前，世界百年变局加速演进，多重风险交织叠加，各国唯有团结协作，才能维护世界和平稳定，促进全球发展繁荣。关税战、贸易战没有赢家，霸凌霸道只会孤立自身。中方愿同拉方携手启动团结工程、发展工程、文明工程、和平工程、民心工程，共谋发展振兴，共建中拉命运共同体。

5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，双方承诺在采取相关举措后，将建立机制，继续就经贸关系进行协商。

国务院关税税则委员会发布公告，自5月14日12时01分起，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施。其中，国务院关税税则委员会2025年第4号公告规定的加征关税税率，由34%调整为10%，在90天内暂停实施24%的对美加征关税税率；停止实施2025年第5号、第6号公告规定的加征关税措施。

美国调整对华加征关税，于美东时间5月14日凌晨0时01分，撤销对中国商品加征的共计91%的关税，调整实施34%的对等关税措施，其中24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税。同时，美方还将对中国小额包裹的国际邮件从价税率由120%下调至54%，撤销原定于6月1日起将从量税由每件100美元调增为200美元的措施。

商务部新闻发言人表示，为落实中美经贸高层会谈共识，自5月14日起，暂停28家美国实体列入出口管制管控名单90天，暂停17家美国实体不可靠实体清单措施90天。对于开展加强战略矿产出口全链条管控工作，商务部新闻发言人表示，对于铤而走险、顶风作案的，发现一起，查处一起。

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”。

国务院召开做强国内大循环工作推进会，国务院总理李强在会上强调，要深刻认识和准确把握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，推动我国经济行稳致远，努力实现高质量发展。

国务院办公厅印发《国务院2025年度立法工作计划》。在推动高质量发展、构建高水平社会主义市场经济体制方面，列明国家发展规划法草案、金融法草案、消费税法草案、上市公司监督管理条例、公司债券管理条例等。

第十次中法高级别经济财金对话在法国巴黎举行。国务院副总理何立峰表示，中方愿同法方一道，维护开放合作的国际经贸环境，挖掘互利合作潜力。双方签署了中法禽肉和种禽种蛋合作文件。

商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢出席亚太经合组织贸易部长会议，并出席中国与《数字经济伙伴关系协定》（DEPA）成员部级会议。李成钢表示，中方加入DEPA谈判取得积极进展。

国务院国资委全面深化改革领导小组召开2025年第一次全体会议，要求进一步抓好“两非”“两资”处置和亏损企业治理，将资源更好地集中到主责主业、发展战略性新兴产业上来。

国务院办公厅印发《国务院2025年度立法工作计划》。在推动高质量发展、构建高水平社会主义市场经济体制方面，列明国家发展规划法草案、金融法草案、消费税法草案、上市公司监督管理条例、公司债券管理条例等。

国家发改委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，重点就当前经济形势及稳就业稳经济政策落实情况听取意见建议。郑栅洁表示，将推动既定政策早出台早见效，根据形势变化预研储备增量政策。

根据央行发布消息，为实施适度宽松的货币政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，自5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。此次降准预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。国家统计局数据显示，2024年，全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为124110元，名义增长2.8%，按可比口径增长2.6%；城镇私营单位就业人员年平均工资为69476元，名义增长1.7%，按可比口径增长4%。

国家税务总局最新增值税发票数据显示，4月份，全国企业销售收入增速加快，同比增长4.3%。各地项目建设也在加快推进，建筑业销售收入同比增长6.5%。

央行、金融监管总局等 7 部门联合发文，从创业投资、货币信贷、资本市场、科技保险、财政政策、央地联动、创新生态等七个方面，提出 15 项促进科技金融发展的政策举措，为科技创新提供全生命周期、全链条的金融服务，引导长期资本、耐心资本和优质资本进入科技创新领域。

央行发布数据显示，4 月末，我国社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 8%，较上月增速加快。今年前四个月，人民币贷款增加 10.06 万亿元，社会融资规模增量 16.34 万亿元。4 月，企业新发放贷款平均利率约 3.2%，比上月低约 4 个基点，保持历史低位水平。据《金融时报》，今年以来，存款向理财搬家现象明显减少，对 M2 增速形成上拉效应。业内人士对此表示，长期看，M2 增速宜作为观测性指标。

中国央行与巴西央行续签双边本币互换协议，规模为 1900 亿元人民币/1570 亿巴西雷亚尔，协议有效期五年，经双方同意可以展期。

金砖国家召开经贸联络组司局级特别会议，呼吁共同抵制单边主义和贸易保护主义。中方在会上表示，美国近期推出所谓“对等关税”政策，是对各国正当权益的严重侵害。中方愿同金砖成员一道，共同应对美方单边措施对全球贸易秩序带来的冲击。

全球大型银行在中美贸易关系缓和后，开始重新评估对中国经济的判断。包括瑞银、摩根士丹利、澳新银行、法国外贸银行等在内的国际投行宣布上调对中国的经济增长预测。同时，还有多家投行上调对中国股市的展望，野村将中国股票评级上调至“战术性增持”，花旗银行将恒生指数年底目标上调 2%。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周钢材开工率环比上周涨跌不一，螺纹钢、线材开工率分别变动 1.35 和-0.57 个百分点。5 月 14 日当周，各地区石油沥青装置开工率环比涨跌不一，仅华南地区开工率较前一周有所下滑。

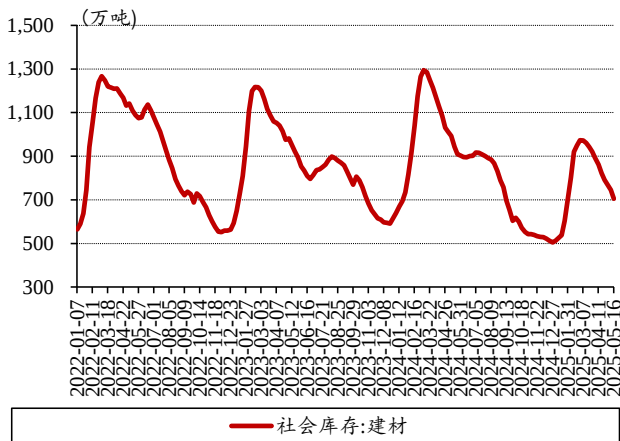
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	42.64	1.35	0.65
	线材：主要钢厂开工率（%）	46.50	(0.57)	(1.75)
石油沥青装置	开工率:华北地区	27.10	15.30	(11.10)
	开工率:华南地区	42.20	(1.00)	18.00
	开工率:东北地区	17.30	0.60	(1.60)
	开工率:西北地区	42.30	2.50	21.40

资料来源：万得，中银证券

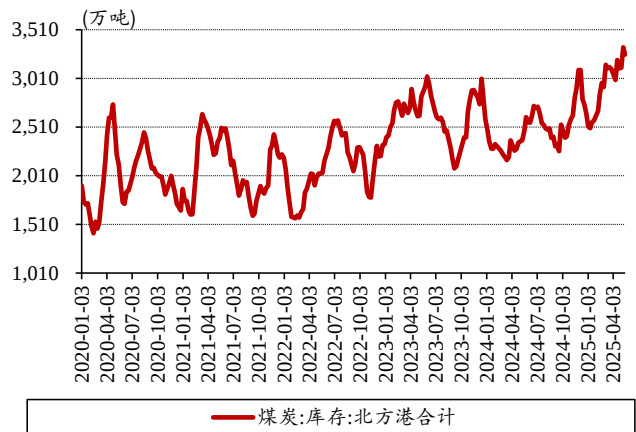
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-6.23%。原油库存方面，5 月 9 日当周，美国 API 原油库存有所回升，本周环比变动 428.70 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



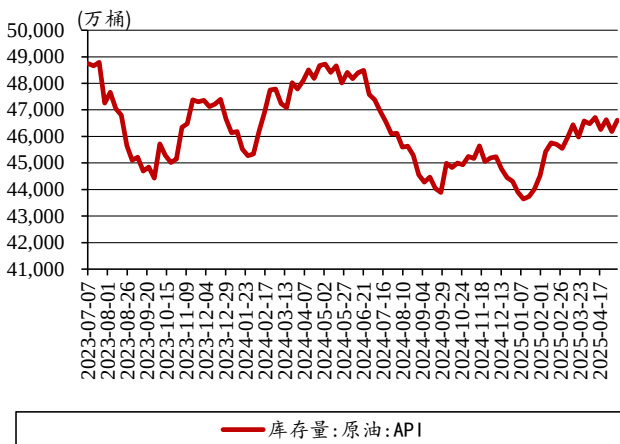
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



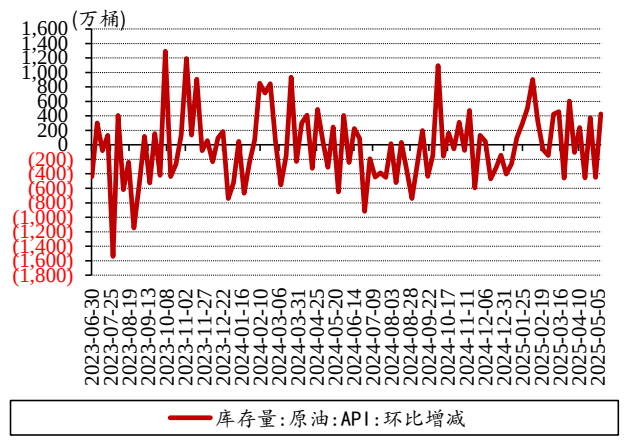
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

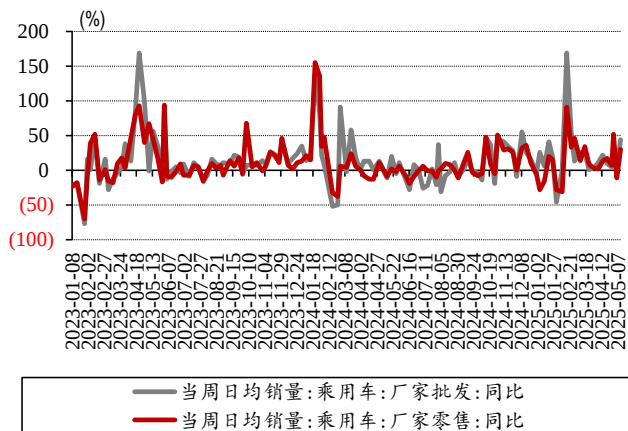


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比微幅回升。5月11日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周微幅回升，单周成交面积实现164.04万平方米。我们认为，年内“稳地产”政策组合效应有望持续发挥，下半年商品房销售有望温和回升。

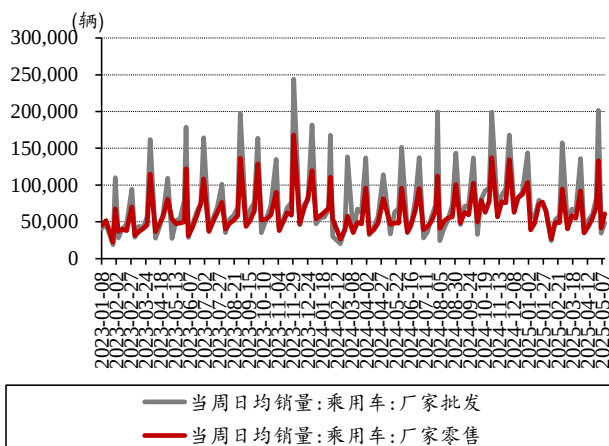
汽车方面，5月11日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为44%和30%。“促消费”是年内扩内需的重要发力点，我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周市场指数小幅上涨

本周市场指数有所上涨，领涨的指数包括创业板指（1.38%）、上证 50（1.22%）、中证 100（1.12%），下跌的指数主要为中证 1000（-0.23%）和中证 500（-0.10%）。行业方面，领涨的行业有汽车（2.71%）、非银行金融（2.67%）、商贸零售（2.23%），领跌的行业有国防军工（-1.61%）、计算机（-1.40%）、电子元器件（-0.69%）。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	1.38	汽车	2.71	电子商务指数	4.85
上证 50	1.22	非银行金融	2.67	次新股指数	3.87
中证 100	1.12	商贸零售	2.23	新零售指数	3.27
上证 380	0.10	电子元器件	(0.69)	大数据指数	(1.91)
中证 500	(0.10)	计算机	(1.40)	网络安全指数	(1.91)
中证 1000	(0.23)	国防军工	(1.61)	云计算指数	(2.12)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

最高人民法院、证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，其中提出，依法打击资本违规隐形入股、违法违规“造富”行为；依法打击欺诈发行和持续信息披露造假，坚持“追首恶”、“打帮凶”。对于编造“小作文”损害他人权益且构成犯罪的，依法追究刑事责任。

央行、香港证监会、香港金管局拟进一步丰富“互换通”产品类型，以更好满足境外投资者管理人民币利率风险的需求。一是延长合约期限，延长利率互换合约期限至 30 年；二是扩充产品谱系，推出以 LPR 为参考利率的利率互换合约。

证监会正式公布实施修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，在简化审核程序、创新交易工具、提升监管包容度等方面作出优化。修订后的重组办法创多个“首次”：首次建立简易审核程序；首次调整发行股份购买资产的监管要求；首次建立分期支付机制；首次引入私募基金“反向挂钩”安排，鼓励私募基金参与上市公司并购重组。

证监会修订发布《上市公司募集资金监管规则》，强调募集资金使用应专款专用，用于主营业务，明确超募资金最终用途应为在建项目及新项目、回购注销，不得用于永久补充流动资金和偿还银行借款。

证监会副主席陈华平表示，坚持追“首恶”，加大对造假公司大股东、实控人等直接责任人员的查处力度。从严从快惩治违规减持。集中力量打击内幕交易、操纵市场等违法行为，重拳整治非法荐股、非法代理维权等违法活动。

据证券时报，目前金融机构发放股票回购增持贷款利率基本在 2% 左右，低于上市公司平均股息率水平。截至 4 月末，上市公司披露拟申请股票回购增持贷款金额上限超 1100 亿元，金融机构与上市公司和主要股东签订股票回购增持贷款合同金额约 2000 亿元。

明晟公司（MSCI）公布了 5 月份指数审议结果。MSCI 全球股票指数（ACWI）新纳入 30 只股票，剔除 61 只股票。其中 MSCI 中国指数新纳入芯原股份、百利天恒、惠泰医疗、光线传媒、海思科等 6 只股票；剔除海信家电、一汽解放、上海医药、金诚信等 17 只股票。此次调整将于 5 月 30 日收盘后生效。

债券：十年国债收益率微幅下行

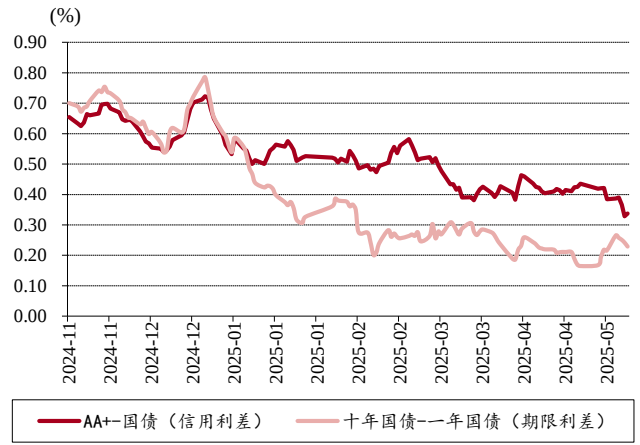
十年期国债收益率周五收于 1.68%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.71%，较上周五下行 1BP。本周期限利差下行 4BP 至 0.23%，信用利差下行 5BP 至 0.34%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

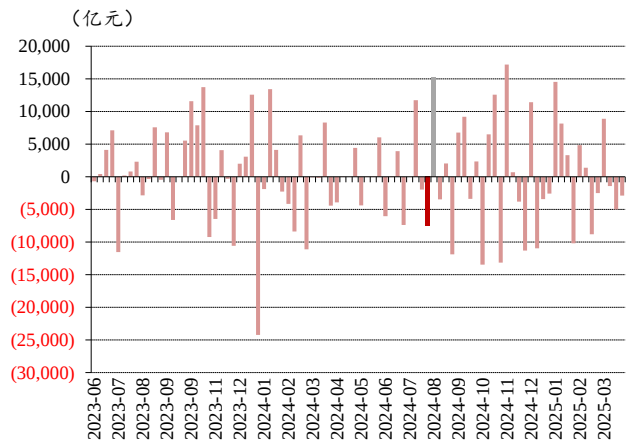
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

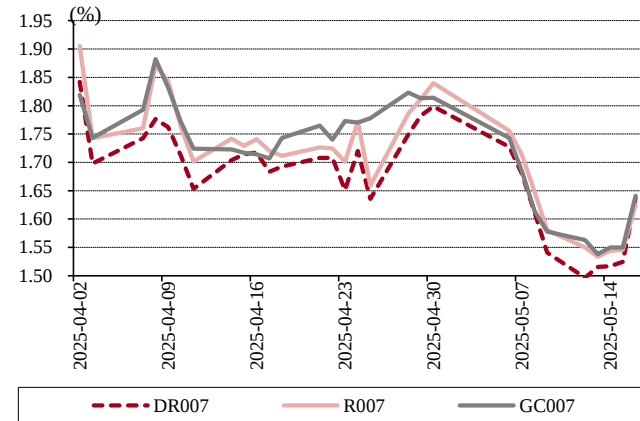
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.6374%、1.6251% 和 1.6410%，较上周分别变动 14BP、8BP 和 8BP。本周央行在公开市场净回笼 3501 亿元，货币市场流动性维持稳定。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

美国财政部数据显示，3 月海外债主们的美债总持仓合计增加了 2331.00 亿美元，达到 9.05 万亿美元。其中，日本 3 月所持美国国债增加 49.00 亿美元，为连续第三个月增加，至 1.13 万亿美元。中国大陆 3 月所持美债下降 189.00 亿美元，至 7654.00 亿美元。

美联储理事会助理主任 David Lynch 表示，鉴于市场参与者的强烈意愿，旨在降低美国国债交易冻结风险的改革可能很快就会出台。摩根士丹利固定收益业务风险管理全球主管称，解决方案可能包括调整比率要求，或修改风险敞口计算方式。

大宗商品：本周商品期货指数下跌 3.69%

本周商品期货指数下跌 3.69%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿(2.70%)、化工(2.11%)、非金属建材(0.01%)；下跌的则有色金属(-0.13%)、油脂油料(-0.36%)、能源(-0.52%)、谷物(-1.63%)、贵金属(-4.52%)。

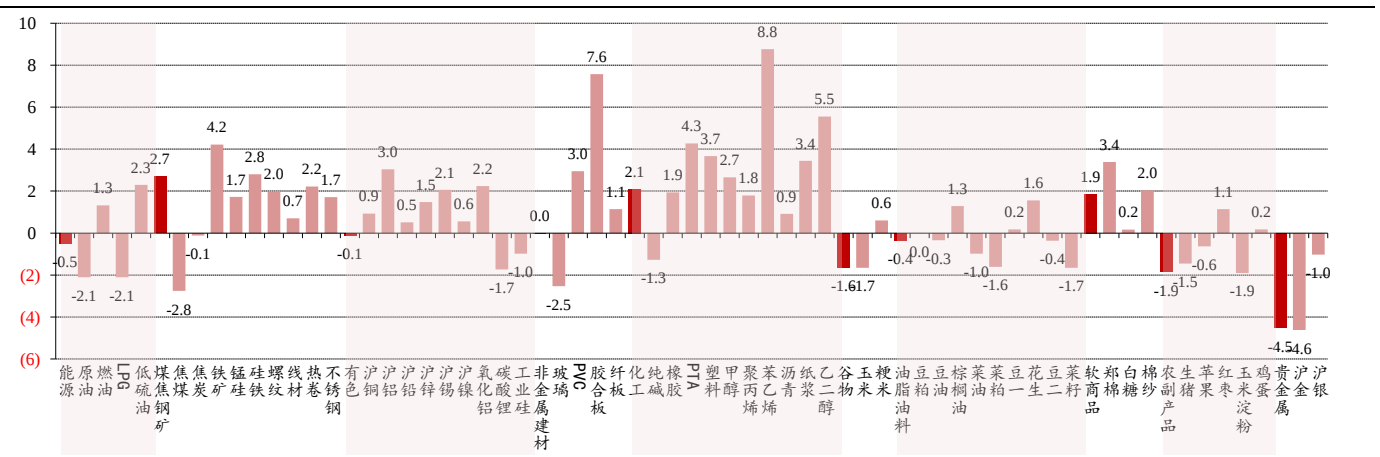
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有苯乙烯(8.76%)、胶合板(7.57%)、乙二醇(5.55%)，跌幅靠前的则有沪金(-4.62%)、焦煤(-2.76%)、玻璃(-2.53%)。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -3.69%	能源 -0.52%	煤焦钢矿 +2.7%
有色金属 -0.13%	非金属建材 +0.01%	化工 +2.11%
谷物 -1.63%	油脂油料 -0.36%	贵金属 -4.52%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

德国新任总理默茨就美国与俄罗斯被曝计划重启波罗的海海底输气管道“北溪-2”表态，称德方不会批准这条管道运营。默茨表示，“北溪-2”目前未获运营许可，预计这一状况不会改变。

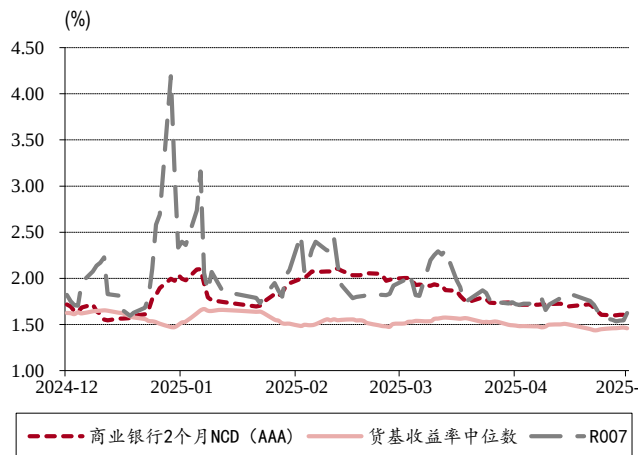
国际能源署（IEA）发布月报称，受经济下行和创纪录的电动车销量影响，预计今年剩余时间全球石油需求增速将放缓至 65 万桶/日，低于一季度 99 万桶/日的增速。而由于原油价格下跌，该机构连续第二个月下调美国页岩油产量的预期。IEA 将 2025 年全年平均需求增长预测上调 2 万桶/日至 74 万桶/日。

OPEC 最新月报显示，OPEC+产油国 4 月份产量合计仅增加 2.5 万桶/日，远低于原定增产 13.8 万桶/日的目标。OPEC 维持其对明年两年全球石油需求增长的预测不变，尽管这些预测仍远高于能源行业其他机构的预测。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

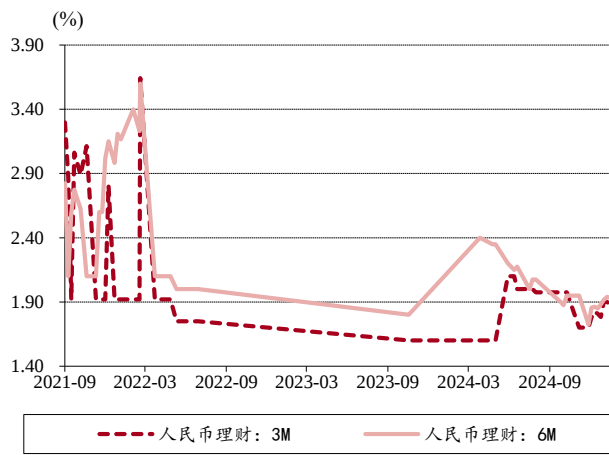
本周余额宝 7 天年化收益率下行 2BP，周五收于 1.24%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.46%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

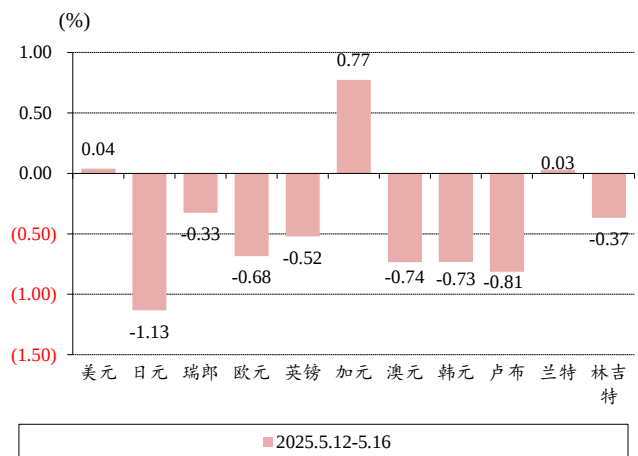


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

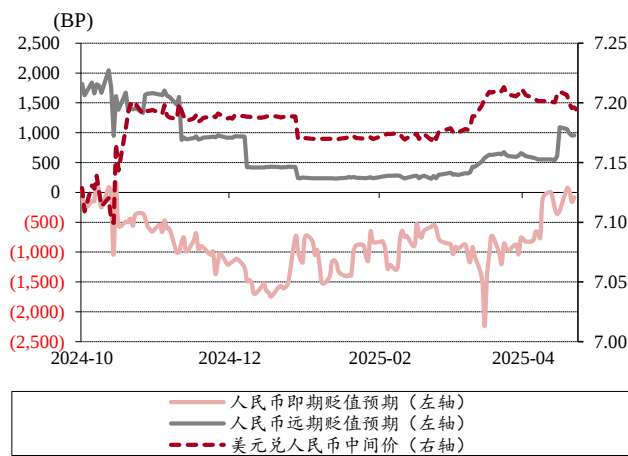
人民币兑美元中间价本周下行 132BP，至 7.1938。本周人民币对以下货币升值：加元(0.77%)、美元(0.04%) 和兰特(0.03%)；对以下货币贬值：瑞郎(-0.33%)、林吉特(-0.37%)、英镑(-0.52%)、欧元(-0.68%)、韩元(-0.73%)、澳元(-0.74%)、卢布(-0.81%)、日元(-1.13%) 贬值。我国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

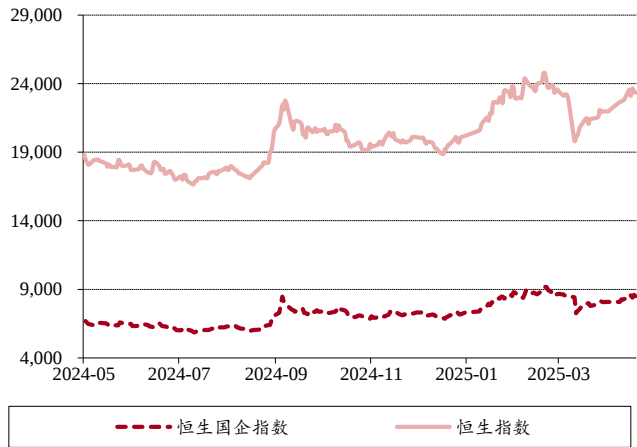
瑞士央行行长施莱格尔表示，瑞士与美国就央行货币干预进行了富有成效的会谈，并驳斥了关于瑞士操纵瑞郎汇率的说法。施莱格尔指出，对法郎的干预只是为了满足稳定物价的目标。

韩国政府官员确认，韩美两国财政部官员近日讨论了汇率政策相关问题。这令市场再度猜测美国总统特朗普可能以“贸易换汇率”，推动美元走弱。不过，有知情人士称，美国官员在与全球各国进行贸易谈判时，并未将汇率承诺作为降关税的条件。自特朗普重返白宫以来，美元已下跌约 8%。

港股：金融业涨幅领先

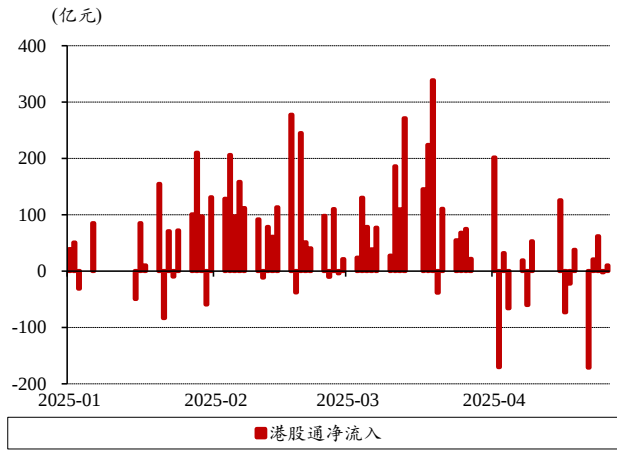
行业方面本周领涨的有金融业（3.77%）、工业（2.83%）、能源业（2.21%），唯一下跌的行业为公用事业（-0.31%）。本周南下资金总量为-80.48 亿元。

图表 23. 恒指走势



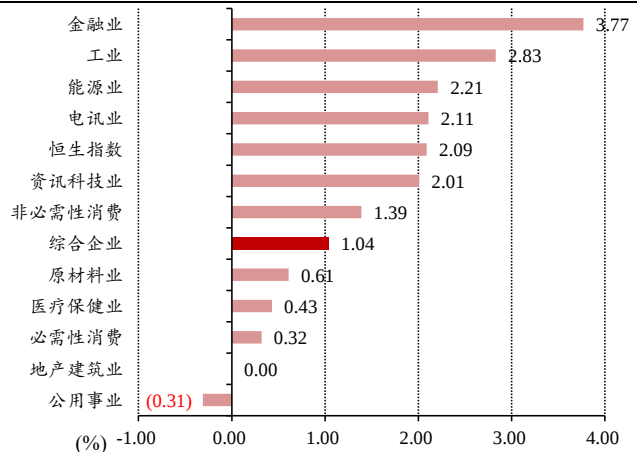
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆股通资金流动情况



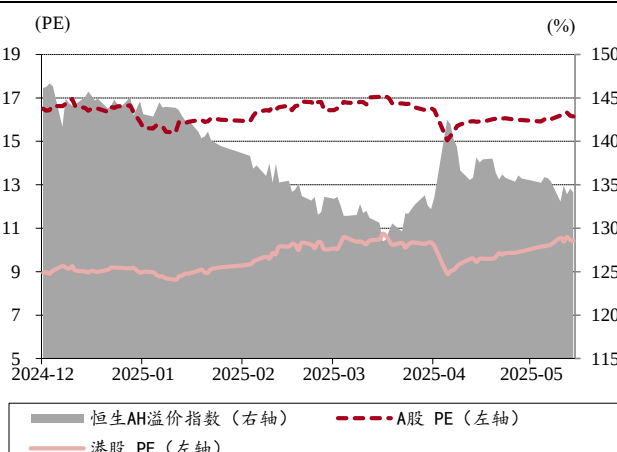
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

俄罗斯和乌克兰两国代表团 16 日在土耳其举行 3 年来的首次直接谈判。乌克兰方面在谈判结束后表示，谈判毫无成果。俄方则表示，对谈判结果总体满意，愿意继续同乌方进行接触。据乌克兰消息人士称，作为停火条件，俄罗斯代表团要求乌军从顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热地区撤军。

美国总统特朗普表示，伊朗已经同意有关核问题协议的部分条件，他将敦促伊朗在不获得核武器的情况下达成协议。美国正在与伊朗进行认真的谈判，以实现长期和平。伊朗最高领袖高级顾问沙姆哈尼表示，伊朗愿承诺永远不制造核武器，以换取解除经济制裁。

美国总统特朗普表示，将在“未来两到三周内”为美国的贸易伙伴设定新的关税税率，称其政府目前没有能力与所有贸易伙伴同时展开谈判。财政部长贝森特和商务部长拉特尼克“将会发送信函，基本上告知各国”他们“为进入美国市场所需支付的费用”。特朗普称，有“150 个国家”希望达成协议。

美国总统特朗普访问卡塔尔期间，双方签署经贸、防务等领域的多项合作协议。美国白宫发布声明称，协议预计将带来至少 1.2 万亿美元的经济交流。其中，波音公司斩获史上最大单笔订单，金额高达 2000 亿美元。

美国和欧盟已启动贸易谈判，以避免特朗普关税政策的最坏影响，此举打破了此前欧盟在谈判队列中近乎垫底的僵局。双方近日首次交换了谈判文件，内容涵盖关税、数字贸易及投资机会等领域。

美联储主席鲍威尔表示，美联储正在考虑调整货币政策指导框架的核心内容，以应对 2020 年疫情后通胀和利率前景的重大变化。他指出，美国可能进入供应冲击更频繁、通胀更不稳定的时期，这对经济和央行构成艰巨挑战。而随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高。鲍威尔预测，美国 4 月 PCE 同比将上涨 2.2% 左右。

美联储主席鲍威尔在一份备忘录中表示，美联储计划在未来几年将员工人数削减 10%，包括为一些年长员工提供延迟辞职的选择。马斯克此前曾称美联储“人员臃肿得离谱”。

美联储副主席杰斐逊表示，关税及相关不确定性可能导致今年经济增长放缓、通胀上升，但货币政策已做好准备，可根据需要做出反应。杰斐逊强调，政府政策的不确定性显著增加，目前尚不清楚关税对物价上涨的影响是短期还是长期。

亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，他预计美国经济今年将放缓但不会陷入衰退，并重申 2025 年可能进行一次降息。博斯蒂克称，今年经济增长可能在 0.5% 至 1% 之间。

芝加哥联储主席、FOMC 票委古尔斯比表示，4 月份通胀数据不一定反映了美国进口关税上升的影响，美联储仍需要更多数据来判断物价和经济的走向。他指出，美联储必须做稳定之手，而不是对股票市场或政策声明的每日波动做出反应。

美国与沙特达成两国有史以来最大规模的商业协议，沙特承诺向美国投资 6000 亿美元，包括谷歌、DataVolt、甲骨文等公司 800 亿美元尖端科技投资、接近 1420 亿美元的史上最高金额军火销售协议等。沙特王储穆罕默德·本·萨勒曼称，沙特将努力推动在美国投资额达到 1 万亿美元。

英国政府出台严厉措施以减少移民数量，例如收紧签证发放标准，提高技能与英语要求，将永居申请所需的合法居留年限从 5 年延长至 10 年。过去两年英国净移民仍分别高达 90.6 万和 72.8 万人，远超预期。

印度向世贸组织（WTO）发送通知文件表示，拟对美国征收报复性关税，以应对美国推出的钢铝关税。这标志着印度首次回击特朗普的关税行动。另据知情人士透露，印度商务部长预计将于本周访问美国讨论关税问题。

穆迪将美国评级从 AAA 下调至 AA1，将美国评级展望从负面调整为稳定。穆迪称，评级下调反映政府债务增加；到 2035 年美国联邦债务负担将升至 GDP 的 134%；预计到 2035 年美国联邦政府赤字将达到 GDP 的 9%；随着经济因关税而做出调整，GDP 增长可能会放缓。

由于对关税的担忧日益加剧，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值下滑至 50.8，创历史第二低。1 年通胀预期初值 7.3%，为 1981 年以来的最高；5 年通胀预期初值 4.6%，为 1991 年以来的最高。

美国 4 月 PPI 环比意外下跌 0.5%，其中服务价格下降 0.7%，创 2009 年以来最大单月跌幅。零售销售环比仅增长 0.1%，明显低于 3 月 1.7% 的强劲增幅。制造业产值环比下降 0.4%，出现六个月来的首次下降。5 月住宅建筑商信心指数也下滑至 2023 年底以来的最低水平。

欧盟统计局公布最新数据，欧元区第一季度 GDP 环比增长，低于此前初步估算的 0.4%。劳动力市场保持坚挺，第一季度就业增长 0.3%，增幅高于去年年底的 0.1%。

英国一季度 GDP 环比增长 0.7%，较前一季度 0.1% 的增速有所加快。

下周大类资产配置建议

4月新增社融1.16万亿元，较去年同期多增1.22万亿元，较3月少增4.73万亿元，略低于万得一致预期的1.26万亿元。4月社融存量同比增长8.70%，较3月上升了0.37个百分点，略低于万得一致预期的8.80%。4月新增人民币贷款884亿元，较去年同期少增2465亿元，较3月少增3.74万亿元。去年同期社融基数较低。较去年同期多增的是政府债券、汇票、企业债、股票融资和外币贷款，较去年同期少增的是人民币贷款、信托贷款和委托贷款。我们认为，一方面，4月人民币贷款融资需求偏弱，主要是受到美国关税冲击的影响，但汇票和企业债融资较去年同期多增，一定程度上表明企业端仍在积极应对外需变化对经营的影响，另一方面，政府债券融资较去年同期多增1.07万亿元，表明积极的财政政策仍在加快落地。

从社融存量结构来看，2025年4月与2025年3月相比，占比上升的仅有政府债券（上升0.18个百分点）和企业债（上升0.03个百分点），占比下降较多的是人民币贷款（下降0.13个百分点）和汇票（下降0.07个百分点）；与去年同期相比，仅有政府债券占比大幅上升。

关注存款向投资搬家的情况。4月存款少增4400亿元，其中居民存款少增1.39万亿元，企业存款少增1.33万亿元，财政存款多增3710亿元，非银存款多增1.57万亿元；但由于去年同期基数较低，因此各存款分项均较去年同期有不同程度的多增。我们建议关注两方面数据，一是4月新增政府债券融资较去年同期多增1.07万亿元，财政存款较去年同期多增2729亿元，表明财政支出力度较大，二是居民存款少增与非银存款大幅多增并行，关注存款向投资搬家的情况。

贷款不强。金融机构口径4月新增贷款2800亿元，各贷款分项整体偏弱，其中短贷及票据和居民贷少增，中长贷和企业贷较去年同期也出现少增的情况。我们认为4月实体经济融资需求不强，主要是受美国关税政策冲击，影响了企业经营预期，但仍有两方面值得关注，一是4月新增票据融资较3月多增1.03万亿元，较去年同期略少增40亿元，表明企业短期融资需求仍在，二是居民中长期贷款较去年同期多增435亿元，表明房地产销售仍在好转趋势当中。

本周中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，中美贸易关系有望出现短期明显改善。在经历了4月美国关税冲击之后，我们预计在国内宏观政策放松和外部贸易环境改善的影响下，二季度经济增长预期或有所改善。

因此，我们将后续大类资产配置顺序调整为：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.5.18）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371