

静观其变，谋而后动



——2025年5月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年5月8日

分析师： 蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）
分析师： 郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）
分析师： 刘 芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

- 关税缓和信号显现，但行业关税仍存变数：**
- **美国一季度GDP萎缩，后续走势取决于关税谈判及减税政策进展**
 - ◆ 今年第一季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算萎缩至-0.3%，主要受到抢进口和政府投资减少的拖累。后续美国经济走势取决于关税谈判的进展（商品消费），以及减税政策的支持（私人投资）。
 - **对等关税税率后续有望下调，行业关税仍存变数**
 - ◆ 基于财政收益最大化及后续行业关税实施空间的考量，对等关税存在下调预期。预计最终调整方向或与特朗普竞选大致匹配——即全球基准税率降至10%，中国维持约60%高位。
 - ◆ 对华关税政策方面，特朗普表示“对中国达成协议的前景表现得更加乐观”。然而潜在的行业关税（特别是医药、关键矿产及半导体等敏感行业）关税仍存变数，伴随着协议谈判进程，市场波动或将延续。政策不确定性高企将持续扰动市场风险偏好。

国内宏观

- 关税对经济影响逐渐显现，既定政策加快落地**
- **一季度经济开门红，二季度关税影响显现**
 - ◆ 一季度经济“开门红”，抢出口及政策发力贡献显著。政策靠前发力，广义基建投资大幅增长，“两新”政策支撑制造业投资保持高位、消费增速进一步回升，一季度GDP增速达到5.4%。
 - ◆ 4月PMI超季节性回落，显示关税对经济影响开始显现。
 - ◆ **降准降息落地，后续经济变化决定增量政策力度与节奏**
 - ◆ 4月底政治局会议指向二季度将加快政策落地，央行行长已于5月7日宣布降准降息等措施，下半年有望针对关税影响出台更多增量措施。
 - ◆ 需要观察关税对经济的影响，以及加快落实已部署政策能否有效对冲关税影响，经济下行压力将决定后续增量政策的力度与节奏。
 - ◆ 若经济下行压力明显加大，则增量政策有望提前至6月前后出台。考虑到投资或主要对冲总量压力，对当前有效需求不足问题的改善相对有限，因而重点关注需求领域的增量规模（收入、消费、民生保障等）。



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 静观其变，谋而后动： ◆ 国内经济基本面： 关税影响逐渐加大，经济下行压力上升，需关注政策发力的对冲效果； ◆ 资金面： A股成交额回落至“9.24”以来的低位，市场观望情绪有所上升； ◆ 政策面： 政策博弈阶段已过，二季度或以落实已部署政策为主，下半年或有增量政策； ◆ 外部环境： 特朗普加征关税扰动有所缓和，但谈判进程、对经济冲击尚待观察。 ➤ 关税谈判与冲击的观察期，待政策发力，欲扬或需先抑： 海外关税进入博弈、谈判阶段，或仍有反复，且难以修复到特朗普上台前水平。另一方面，关税对经济冲击有待观察，4月政治局会议指向尽快落实已部署政策为主，下半年或有增量政策。待经济冲击加大或7月份，增量政策有望落地。可适度控制仓位，静观其变，待市场出现阶段性调整或政策发力紧迫性提高时再积极布局。	中性
行业/风格	➤ 高股息降低组合波动，科技、消费谋而后动： ◆ 红利、银行、公用事业等高股息、防守板块可继续持有： 一方面，关税谈判阶段预期反复的概率较大，风险偏好或难以有效回升；另一方面，银行等分红相对稳定的板块仍是降低组合波动的压舱石。建议关注红利低波、银行、公用事业等方向。 ◆ 科技、消费等板块等待政策发令枪，谋而后动： 当前市场成交活跃度降低，且市场风险偏好受到关税事件压制，科技、消费等板块后续的上限空间打开依赖于政策的进一步发力，以及后续真金白银的增量政策落地情况。可关注AI+、TMT、电子等科技方向，以及旅游、文娱、体育等新型消费的逢低布局机会。	高股息“静观其变”，科技、新消费“谋而后动”
配置策略	◆ 中期看科技仍是年度主线，可待调整布局： 政策对科技创新领域的支持态度较为坚定，对科技板块不宜过度悲观。总体来看，全球市场风险偏好有所回升，但短期或仍有波折反复，追高短期仍有风险，建议关注调整后的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会： 关注日股、海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。	关注科技方向逢低布局机会 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	中性	中性
港股	中性	中性
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	中性	相对乐观
可转债	中性	中性
美股	相对谨慎	中性
美债	相对乐观	中性
美元	相对谨慎	相对谨慎
黄金	中性	相对乐观
原油	中性	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：关税扰动下全球资产普跌

2025年4月大类资产表现特征回顾：

- 4月份，中国资产大多收跌；海外市场震荡；利率债上涨；黄金价格大幅上涨，美元指数大幅回落。
- A股先抑后扬。**4月7日受到关税外部冲击的影响，避险情绪升温，后续随着汇金、央企资金申购ETF政策对冲措施落地，市场逐步回暖。
- 港股整体回落。**受特朗普政府4月初超预期对等关税政策的冲击，叠加中概股强制退市风险升温，4月港股市场回落。
- 海外市场先抑后扬。**海外市场上旬受关税扰动大幅下跌，后续特朗普政府释放90天关税暂缓措施以及关税谈判缓和信号后强势修复，叠加头部科技股财报超预期，三大股指最终收复失地收涨。
- 黄金大幅上涨。**4月黄金价格飙升，主因超预期关税政策推升避险需求及美元信用体系松动。
- 原油价格显著回落。**主要受两大因素影响：一是乌克兰与美国签署矿产供应协议、哈马斯同意与以色列实施五年停火，地缘风险降低；二是OPEC+宣布6月起每日增产超41万桶，市场担忧原油供应过剩。
- 利率债上涨。**月初美国关税政策引发市场避险情绪，叠加降准降息预期升温，利率债上涨。同时4月PMI走低，CPI延续负增长，强化资金配置需求。
- 美元指数大幅回落。**随着美债置换重组的逐步演绎，市场对美元从全球储备货币变为胁迫工具的担忧逐步升温。4月下旬特朗普扬言解雇美联储主席，引发市场对美联储政治独立性受损的担忧，导致美元抛售进一步加剧。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年4月	2025年3月	2025年以来
A股	Wind全A	-3.15	-0.40	-1.31
	上证指数	-1.70	0.45	-2.17
	沪深300	-3.00	-0.07	-4.18
	中证500	-3.86	-0.04	-1.64
	中证1000	-4.44	-0.70	-0.13
	创业板指	-7.40	-3.07	-9.04
港股	恒生指数	-4.33	0.78	10.27
	恒生中国企业指数	-5.17	1.18	10.79
	恒生科技指数	-5.70	-3.11	13.86
海外股市	标普500	-0.76	-5.75	-5.31
	纳斯达克指数	0.85	-8.21	-9.65
	德国DAX	1.50	-1.72	13.00
	日经225	1.20	-4.14	-9.65
	英国富时100	-1.02	-2.58	3.94
	法国CAC40	-2.53	-3.96	2.89
债券	中债总财富指数	1.14	-0.22	0.52
	中债信用债指数	0.36	0.30	0.56
	中证转债指数	-1.31	-0.55	1.78
商品	南华商品指数	-5.01	-0.73	-3.57
	ICE布油	-15.55	2.13	-15.43
	COMEX黄金	5.24	10.37	25.00
汇率	美元指数	-4.37	-3.14	-8.15
	美元兑人民币	0.16	-0.44	-0.49

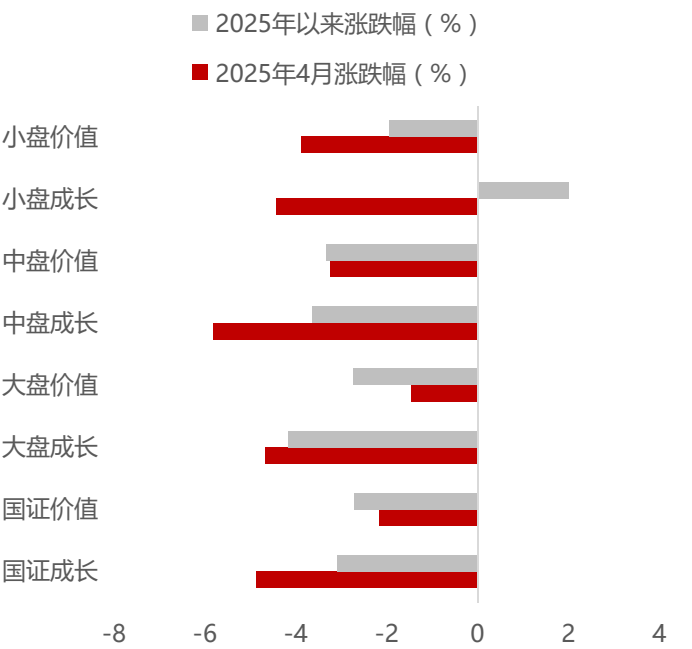
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年4月30日，单位：%

A股行业风格回顾：4月成长和周期风格领跌

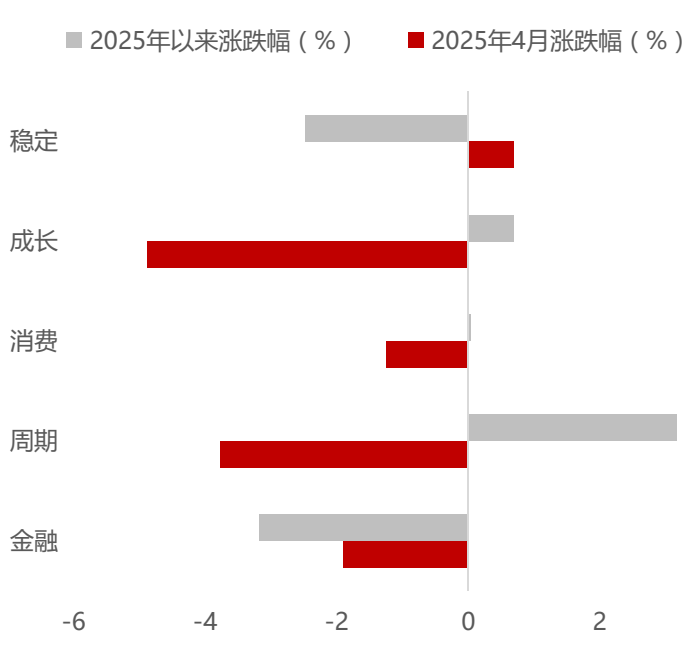


- 2025年4月市场整体回落。
4月7日受到关税外部冲击的影响，避险情绪升温，4月市场整体回落，成长股领跌。从风格上来看，稳定风格上涨，成长和周期领跌。
- 行业方面，2025年4月跌多涨少，农林牧渔、商贸零售、电力及公用事业领涨。
从具体行业来看，4月跌多涨少。受益于关税反制措施的农林牧渔领涨，电力及公用事业、综合金融、银行等防御板块相对表现较好。前期涨幅较高的TMT板块以及出口产业链相关的家电、机械等行业跌幅居前。

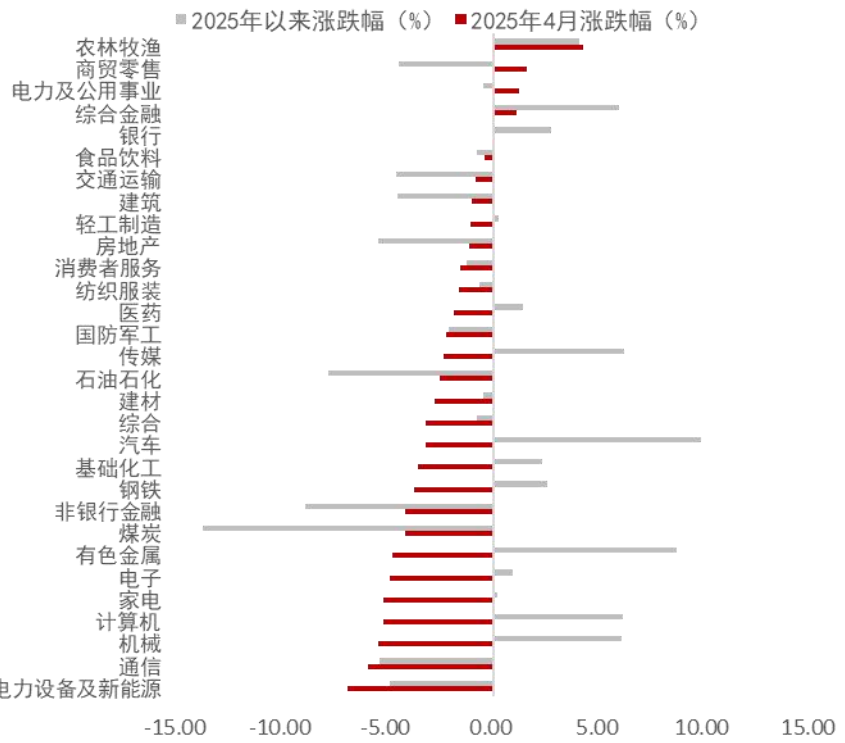
4月中盘成长领跌（%）



4月稳定风格上涨（%）



4月农林牧渔、商贸零售、电力及公用事业领涨（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：市场数据统计截至2025年4月30日

内容目录

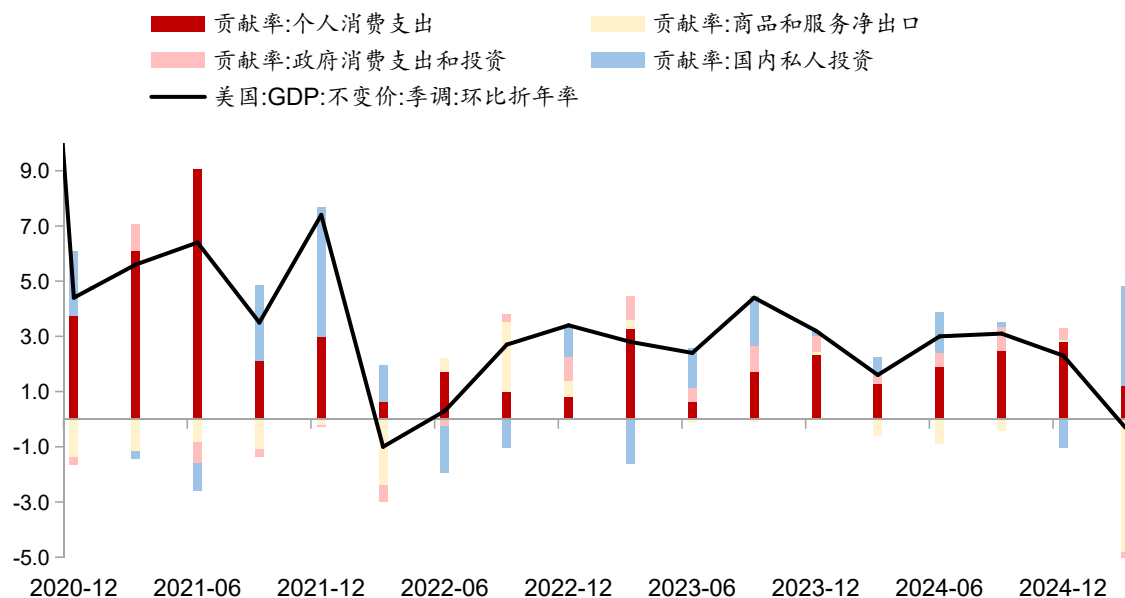
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



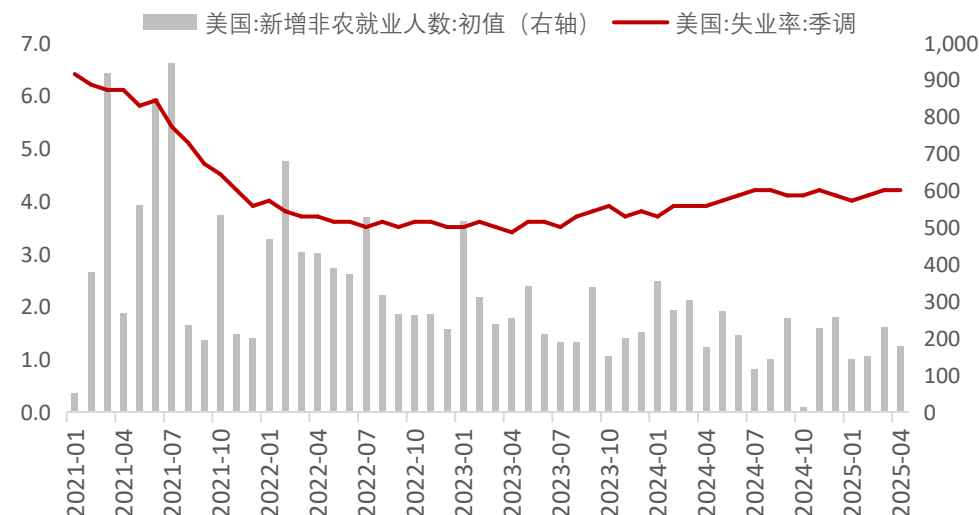
美国：一季度GDP萎缩，后续走势取决于政策进展

- **美国一季度GDP萎缩，后续走势取决于关税谈判及减税政策进展。**今年一季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算萎缩至-0.3%，主要受到抢进口和政府投资减少的拖累。个人消费支出持续走弱，但私人投资走强（受到抢进口下企业被动补库存的提振）。同时财政刺激退坡以及债务上限僵局使得政府投资减少。后续美国经济走势取决于关税谈判的进展（商品消费），以及减税政策的支持（私人投资）。
- **美国非农就业数据高于预期，美联储降息预期有所降温：**4月失业率报4.2%，预期4.2%，4月新增非农就业人数17.7万人，预期增13.8万人，平均每小时工资同比增长3.8%，预期3.9%。从结构看，关税扰动下零售业、休闲酒店业就业转弱，不过4月运输和仓储行业新增就业大幅回升，对冲了关税对就业的影响。结合非农就业结构分化及前值下修，美国劳动力市场维持强劲的持续性存疑。

受抢出口拖累，美国2025年一季度GDP环比折年率回落至-0.3%



美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



关税缓和信号显现，但行业关税仍存变数



- 贸易格局迎来阶段性缓和窗口。美国在为期90天的互惠关税“暂停”期间与数十个经济体进行了谈判。对华关税政策方面，白宫近期释放微妙转向信号，特朗普表示“对中国达成协议的前景表现得更加乐观”。然而潜在的行业关税（特别是医药、关键矿产及半导体等敏感行业）关税仍存变数，伴随着协议谈判进程，市场波动或将延续。政策不确定性高企将继续扰动市场风险偏好。

表：4月下旬以来，关税缓和信号显现，但行业关税政策仍在密集发布

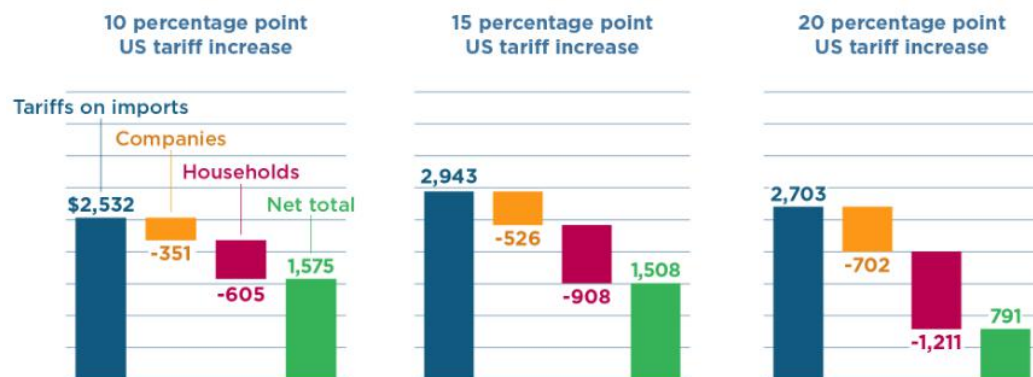
种类	日期	国家	事件
对等关税	2025/5/1	美国	美国财政部长斯科特·贝森特(Scott Bessent)表示，美国可能会重新审视2020年1月与中国建立的采购协议。他还暗示围绕关税的不确定性最终将得到解决。
	2025/5/2	中国	商务部新闻发言人表示，中方注意到美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判。对此，中方正在进行评估
	2025/5/5	美国	美国总统特朗普在空军一号上表示，美国正在与包括中国在内的许多国家就贸易协议举行会谈。他还表示，对中国达成协议的前景表现得更加乐观。
	2025/5/7	中国	中方决定同意与美方进行接触。何立峰副总理作为中美经贸中方牵头人，将在访问瑞士期间，与美方牵头人美国财长贝森特举行会谈。
行业关税	2025/4/29	美国	白宫发布公告和行政命令解决对关税叠加的担忧，以避免因其早期涉及汽车、钢铁、铝和不符合美墨加协定的商品的行政命令（和修正案）而对某些商品产生重叠关税的累积效应。
	2025/4/14	美国	美国商务部对进口药品和医药成分是否对美国国家安全构成威胁展开了调查。
	2025/4/14	美国	美国商务部在对进口半导体和半导体制造设备是否对美国国家安全构成威胁展开了调查。
	2025/4/17	美国	白宫发布了一份情况说明书和行政命令，要求商务部调查关键矿物、稀土元素、加工关键矿物和衍生产品的进口是否对美国国家安全构成威胁。
	2025/4/17	美国	美国贸易代表办公室宣布，正在采取行动，以恢复美国的造船业，并应对中国主导海运、物流和造船业的行动。
	2025/4/17	美国	白宫发布了一项行政命令，表明将解决对于美国渔业不公平的贸易行为，消除不安全的进口。
	2025/4/23	美国	白宫发布了一项行政命令，寻求提升美国在海底矿产开发方面的领导地位。
	2025/5/3	美国	美国对关键汽车零部件加征25%关税的措施正式生效。加拿大和墨西哥制造的汽车零部件属于《美加墨协议（USMCA）》的一部分，将免于25%的关税
	2025/5/5	美国	将在未来两周内宣布对医药产品的关税措施。

对等关税税率后续有望下调

- 彼得森国际经济研究所最新研究表明，关税税率上调虽能短期增加关税收入，但将对经济增长造成结构性损害：通过抑制企业投资、就业扩张及居民实际工资增长，最终导致公司利润和家庭所得税基萎缩。若其他国家实施报复关税，负面冲击将被放大，关税上调20%所带来的财政收入增幅小于上调15%。因此从财政收入最大化的角度来看，当前高企的对等关税税率难以持续，后续大概率将回调。
- 前段时间市场极为关注的所谓“海湖庄园协议”（Mar-a-Lago Accord）中提到：1、美国整体有效关税在提高至20%以内，对经济整体影响偏向正面。2、对中国的关税税率最高可超过60%。而根据美国耶鲁大学实验室的测算，美国消费者面临的总体平均有效关税税率已超过25%。基于财政收益最大化及后续行业关税实施空间的考量，对等关税存在下调预期。预计最终调整方向或与特朗普竞选大致匹配——即全球基准税率降至10%，中国维持约60%高位。

图：关税上调20%带来的财政税收收入可能小于上调15%的财政收入

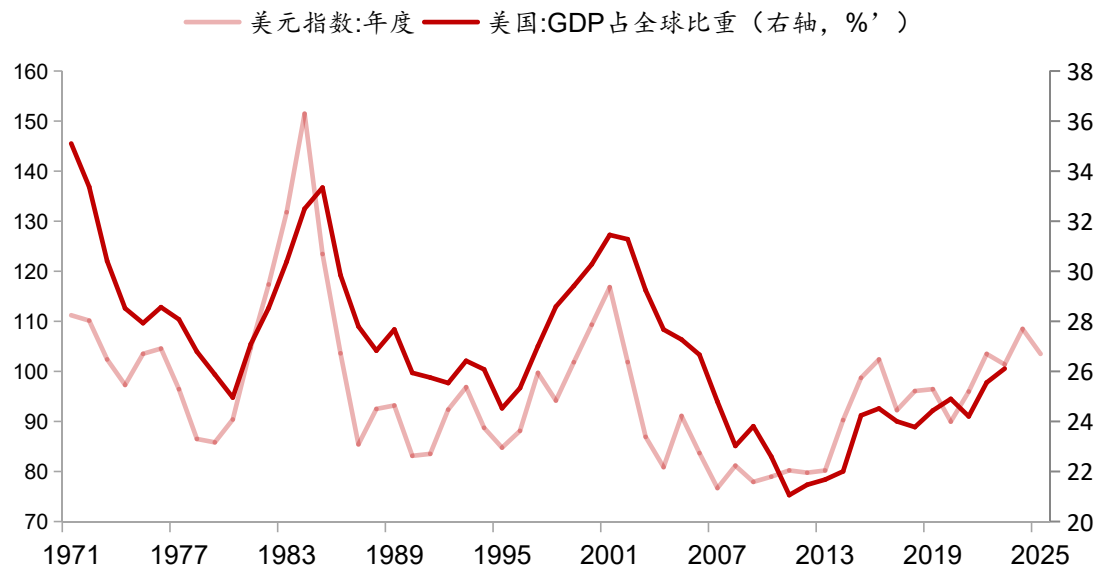
Projected changes from baseline in US tax revenue by source under tariff scenarios with retaliation, billions of US dollars, 2025-34



美元资产抛售或将持续

- 本轮美国加征关税剑指全球，覆盖中国及全球180多个国家，同时幅度从10%到50%不等，打击广度和政策烈度均远超市场预期，因此全球关税累积的负面效应直接冲击美国经济。即使后续对等关税税率下调，美国经济前景已经无法恢复到前期水平。
- 过去10年在全球低收益环境与美元资产超额回报的双重驱动下，美元资产在国际投资组合中的占比大幅提升。而当前美国关税政策的快速反复以及后续不确定性高企，也同步动摇了市场对美元资产的信心，资本流向面临反转。例如伴随日本国债收益率曲线持续抬升，或将触发本国投资者系统性削减美元资产配置。
- 随着美债置换重组的逐步演绎，美元从全球储备货币变为胁迫工具的担忧也逐步升温，资本外流的趋势一旦形成，美元贬值进程或将持续。

图：美元指数的长期走势取决于自身经济基本面相对于全球的走势



图：日债收益率回升，可能推动日本投资者减少美元资产敞口



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：一季度经济“开门红”

- 一季度经济“开门红”，抢出口及政策发力贡献显著。政策靠前发力，广义基建投资大幅增长，“两新”政策支持制造业投资保持高位、消费增速进一步回升，一季度GDP增速达到5.4%，实现“开门红”。除政策发力贡献外，外需“抢出口”效应显著，3月出口增速跳升至13.5%，也推动工业生产同比大幅上升。
- 需求：3月消费增速回升至5.9%（前值4%），国补扩容提振消费，推动相关家电、家具、通讯器材、文化办公用品等消费增速大幅提高。
- 投资：3月固定资产投资增速回升，广义基建增速进一步提升，显示中央财政发力推动的投资对经济的贡献进一步提升。
- 生产：3月工业增加值大幅回升，受关税预期影响，“抢出口”效应显著，但4月全球关税升级后，外需回落压力或明显上升。

国内经济供需表现

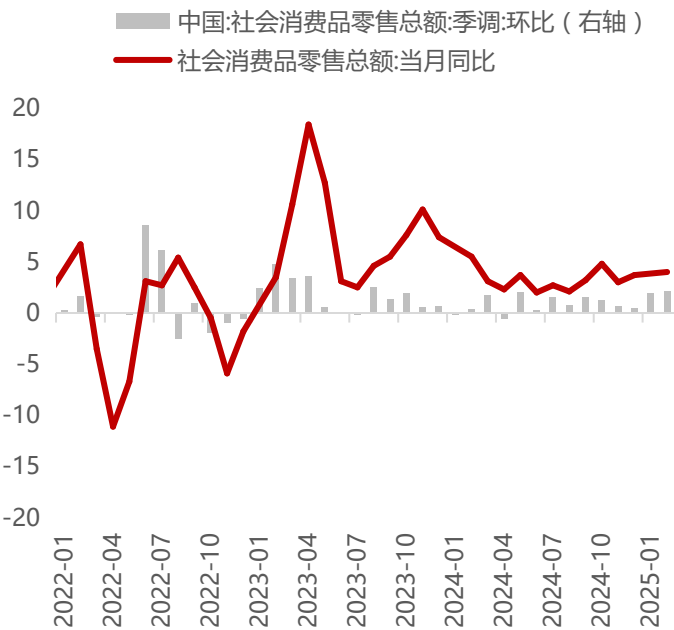
	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口（人民币）
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：国补扩容支撑消费修复，抢出口带动外需走强



- 国补扩容继续推动可选消费修复。3月消费分项来看，国补扩容后，推动相关家电、家具、通讯器材、文化办公用品等消费增速大幅提高。
- 统计口径小幅修订。今年数据根据第五次全国经济普查结果对统计口径进行了修订，可比口径增速较绝对值计算同比增速加快一个百分点。
- 3月抢出口提速，出口高增，但进口回落。3月出口（人民币计价）同比增速13.5%，主因3月关税扰动提升，抢出口提速，尤其是通过部分国家转口贸易进行的抢出口交易增加，但4月特朗普全球关税升级后，外需压力或将明显上升。进口增速回落反应内需仍有待修复。

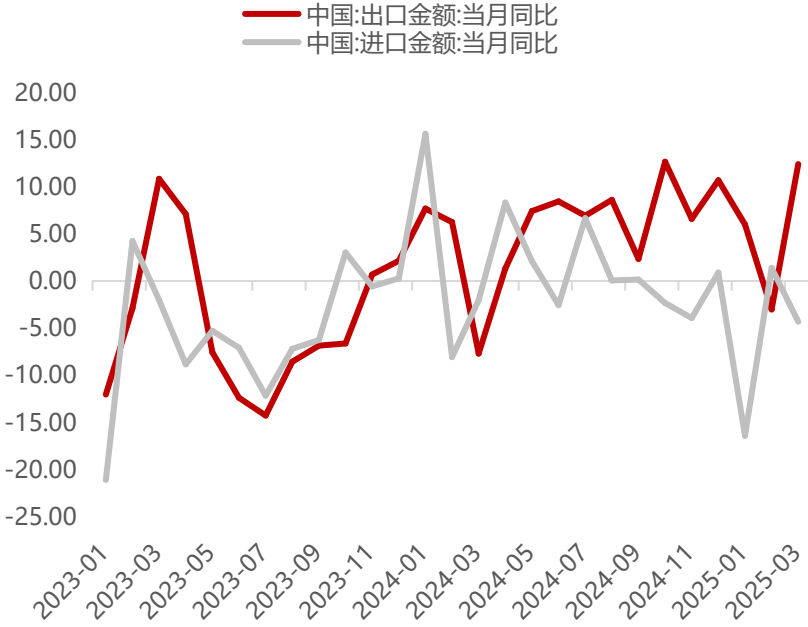
社零增速回升（%）



3月国补相关可选消费延续偏强（%）

	2025年3月份同比	2025年1-2月份同比
必选消费		
粮油、食品类	13.80	11.50
饮料类	4.40	-2.60
烟酒类	8.50	5.50
服装鞋帽针纺织品类	3.60	3.30
日用品类	8.80	5.70
中西医药品类	1.40	2.50
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	35.10	10.90
家具类	29.50	11.70
建筑及装潢材料类	-0.10	0.10
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	1.10	4.40
金银珠宝类	10.60	5.40
文化办公用品类	21.50	21.80
通讯器材类	28.60	26.20
石油及制品类	-1.90	0.90
汽车类	5.50	-4.40

3月出口大幅回升（%）



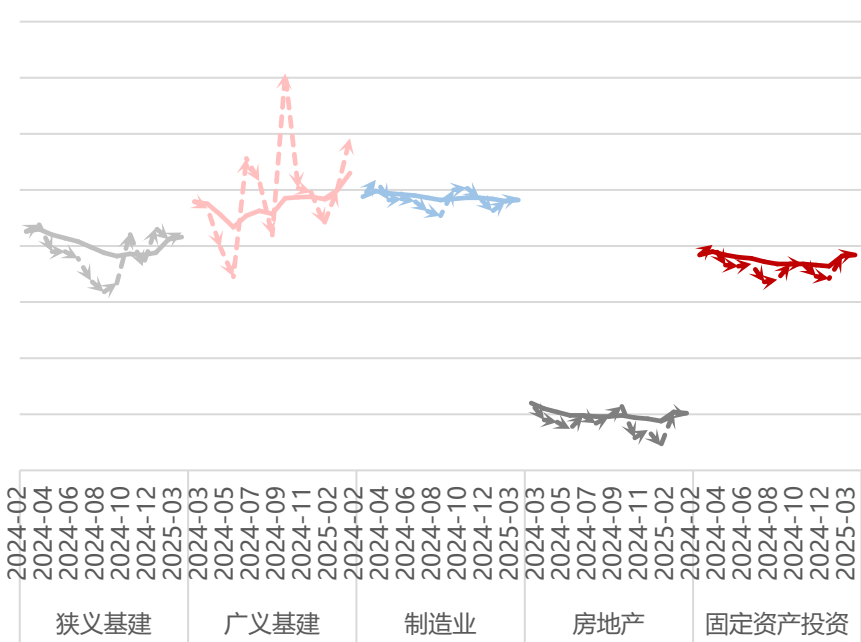
注：2023-2024年为相比2019年年化同比增速

投资&生产端：广义基建高增，工增偏强运行

- 3月固定资产投资增速回升，广义基建投资力度进一步增强。狭义基建增速小幅回升，3月广义基建当月增速提升至14.6%（前值10.0%），显示中央财政发力推动的投资对经济的贡献进一步提升，制造业投资维持高增速，房地产投资依然低迷。
- 3月工业增加值大幅回升，外需抢出口为主要因素。受关税预期影响，3月“抢出口”效应显著，出口增速提升至13.5%，工业出口交货值同比也提升至7.7%（前值6.2%）。出口高增对工业生产形成积极推动作用，但4月全球关税升级后，外需回落压力或明显上升。但企业营收账款平均回收期较去年同期仍明显上升，企业回款压力偏大。

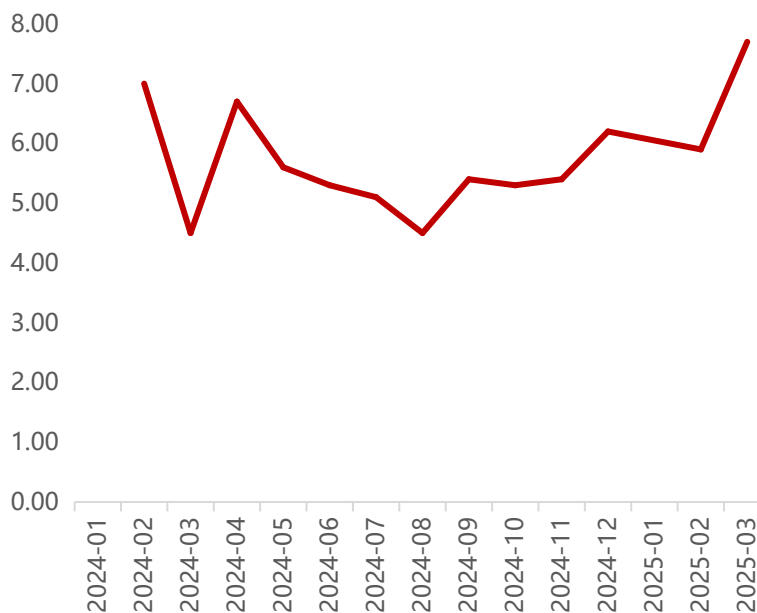
3月广义基建投资增速大幅回升（%）

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



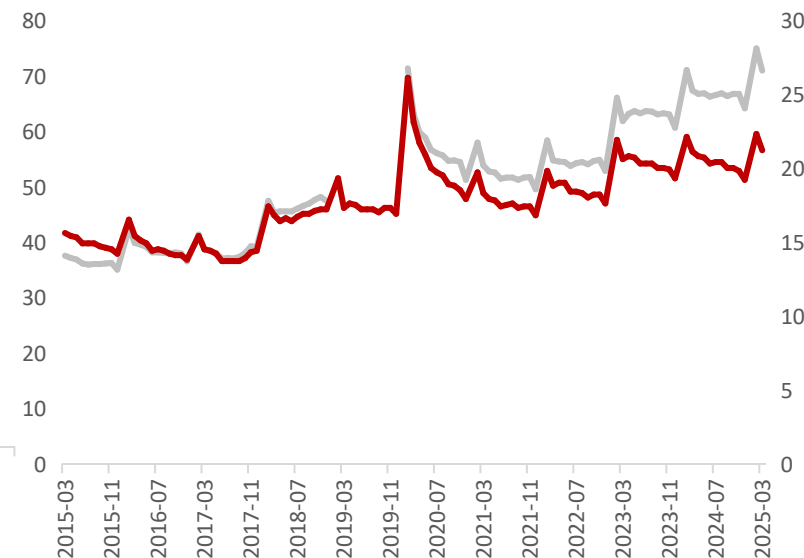
3月工增明显上升（%）

中国:规模以上工业增加值:当月同比



工业企业回款压力仍然偏大（天）

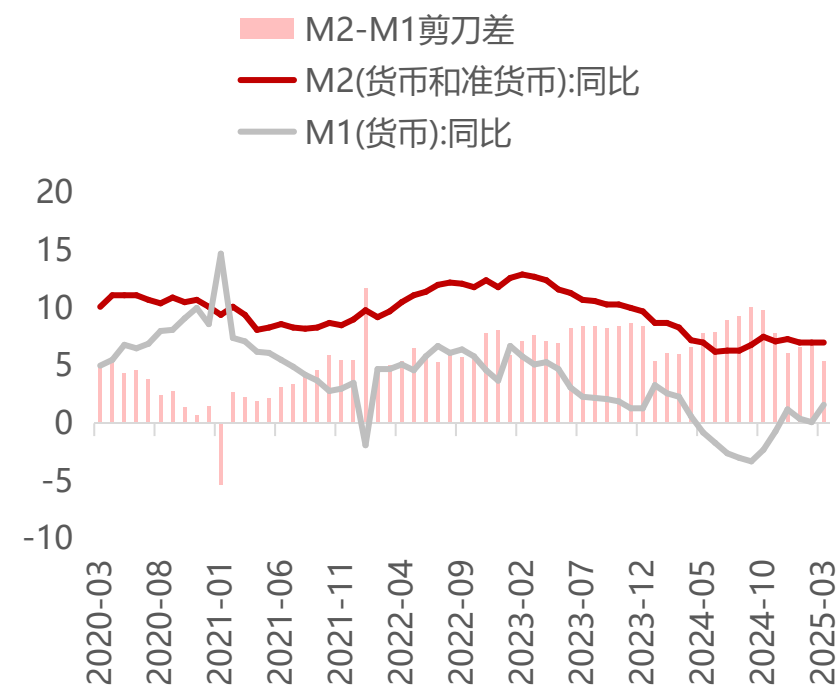
规模以上工业企业:应收账款平均回收期:期末值
规模以上工业企业:产成品存货周转天数:期末值



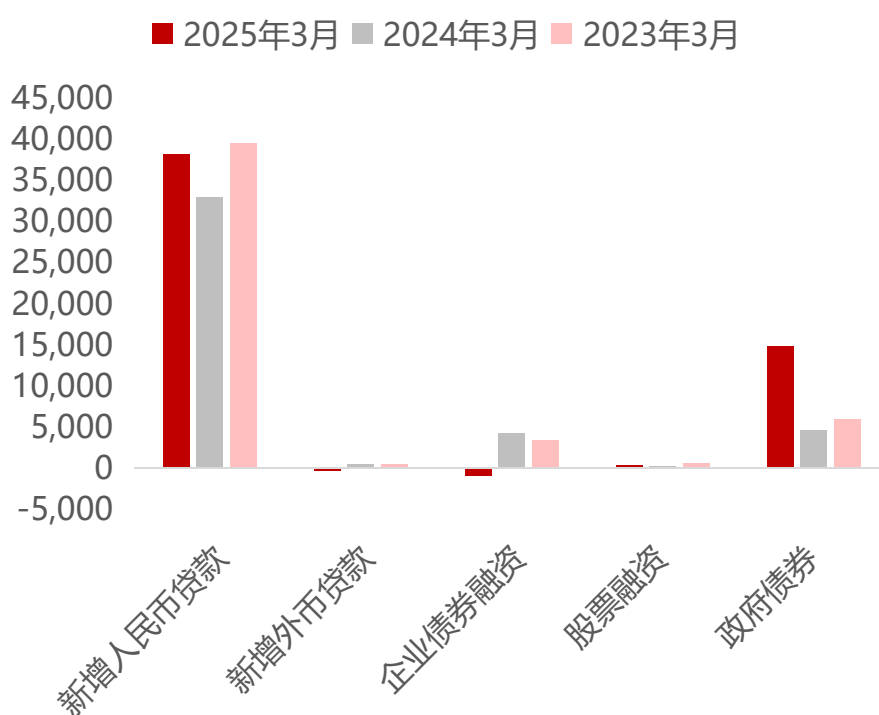
金融数据：政府融资继续发力，企业经营活动有所改善

- **财政资金流向实体，政策、抢出口推动企业经营活动阶段性改善，M1回升。**一季度政府债融资同比多增超2.5万亿，节后资金逐步注入实体经济，推动M1回升，M2走平，M2-M1剪刀差收窄。一季度政策发力叠加抢出口效应支撑工业生产，企业在3月生产旺季资金流动状况有所改善。
- **3月政府债继续多增，居民信贷小幅修复，企业短期信贷回升。**3月社融同比8.4%，较前值提升0.2%，人民币贷款回升，政府债发行保持多增。新增人民币贷款分项中，企业短期贷款明显回升，居民中长期贷款小幅回升，一季度居民信贷需求仍然偏弱。总体来看，在政策发力叠加抢出口效应支撑下，企业生产活动加快、信贷需求有所修复，居民信贷需求有望逐渐企稳。

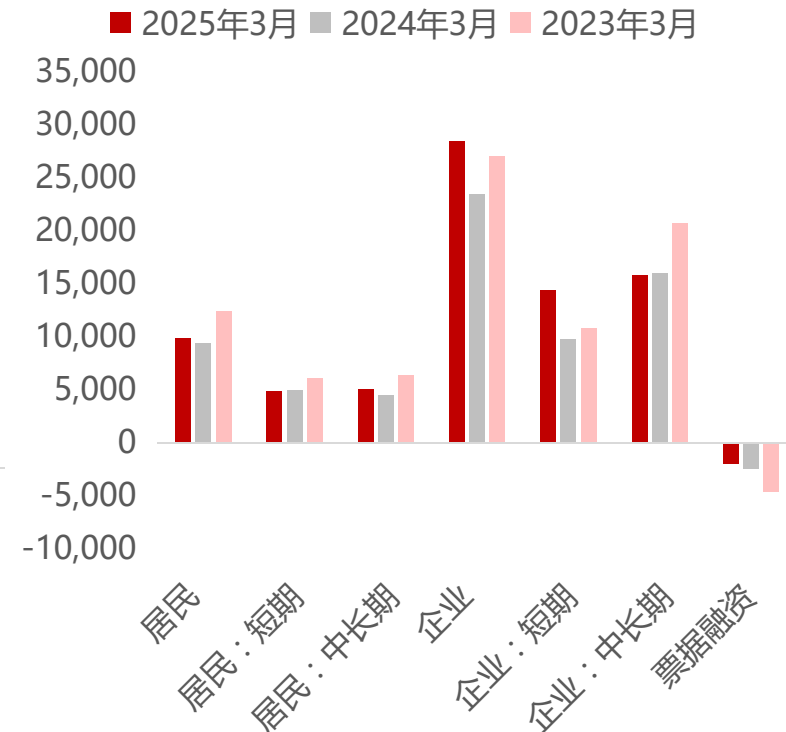
M1回升，M2持平前值（%）



社融分项：政府债发行量延续多增（亿元）



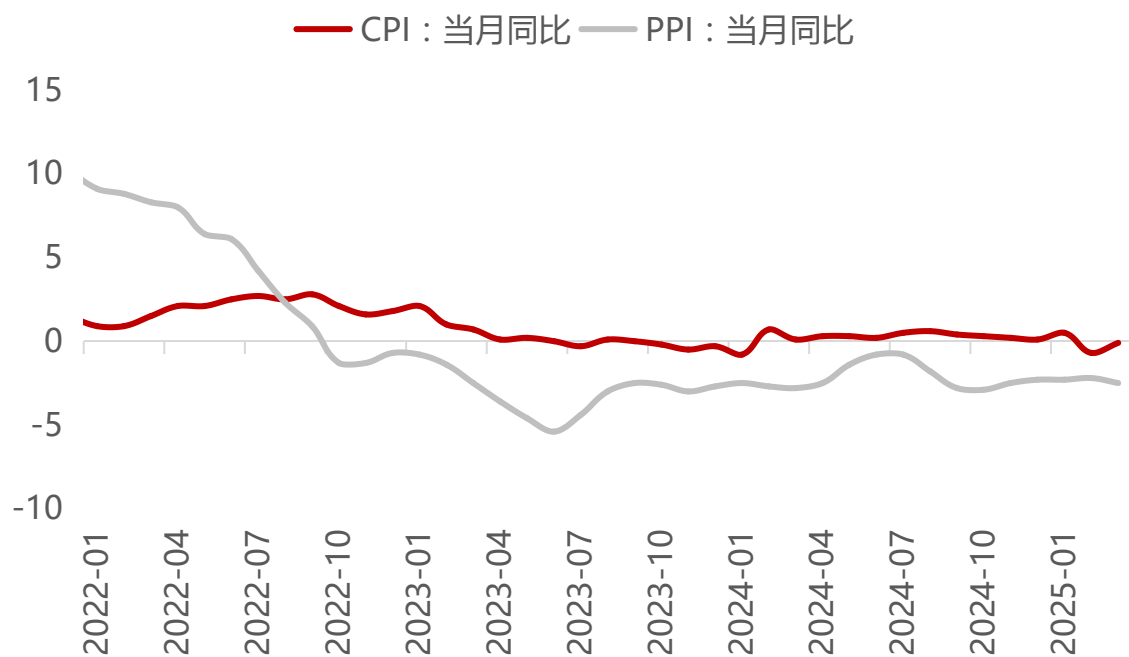
企业、居民信贷小幅修复（亿元）



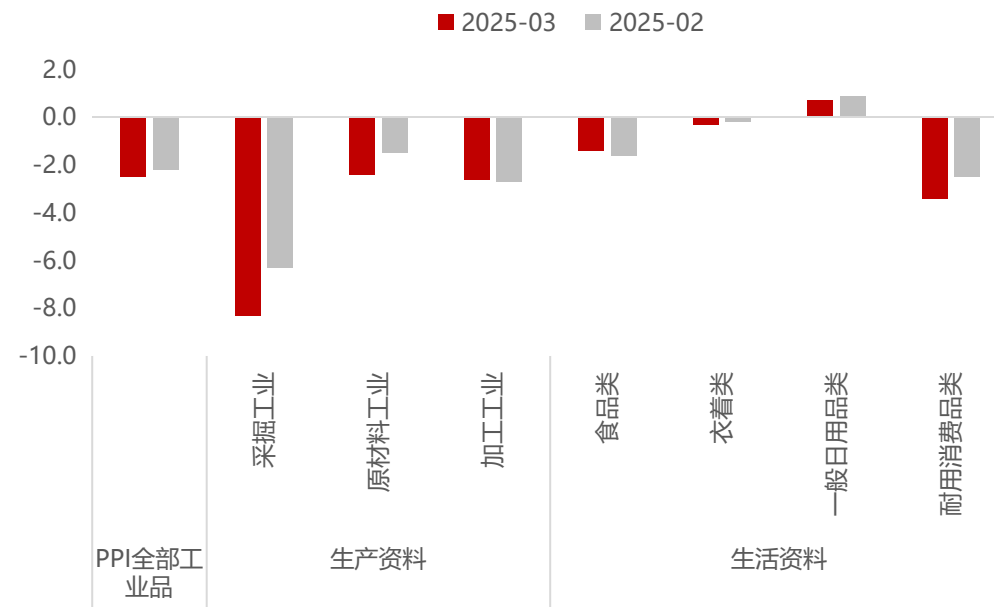
通胀前景：价格指数偏弱运行，PPI下行压力有所上升

- **3月CPI、PPI偏弱运行，出口商品价格走弱。**3月CPI同环比回落，一季度整体弱于季节性；PPI方面，同比、环比仍然偏弱运行，受油价下行影响，能源价格走弱，受抢出口及出口转口因素影响部分出口商品价格走低，推动PPI进一步回落，
- **关税影响下PPI下行压力有所上升。**后续受关税升级影响，叠加国内供强需弱的结构尚未有效扭转，或仍将对PPI形成拖累。

CPI回落，PPI低位小幅回升（%）



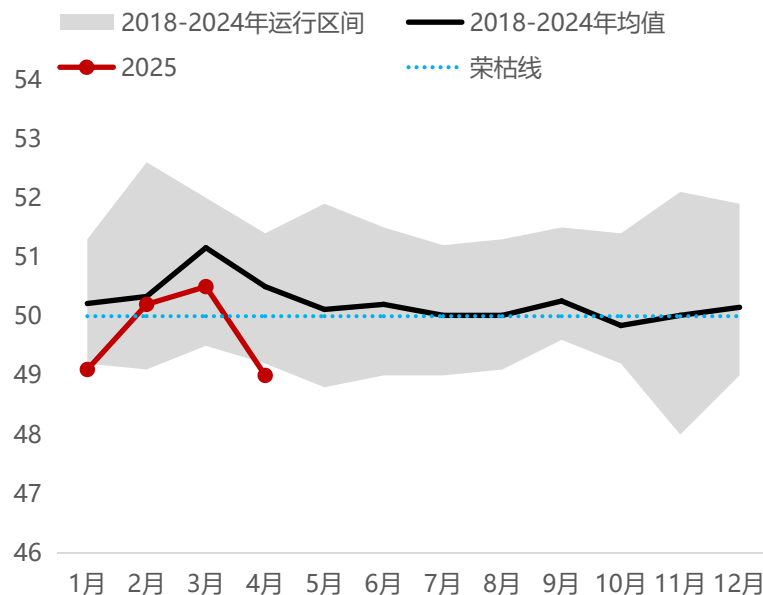
PPI各分项多数走弱（%）



PMI：4月制造业超季节性回落，服务业有待提振

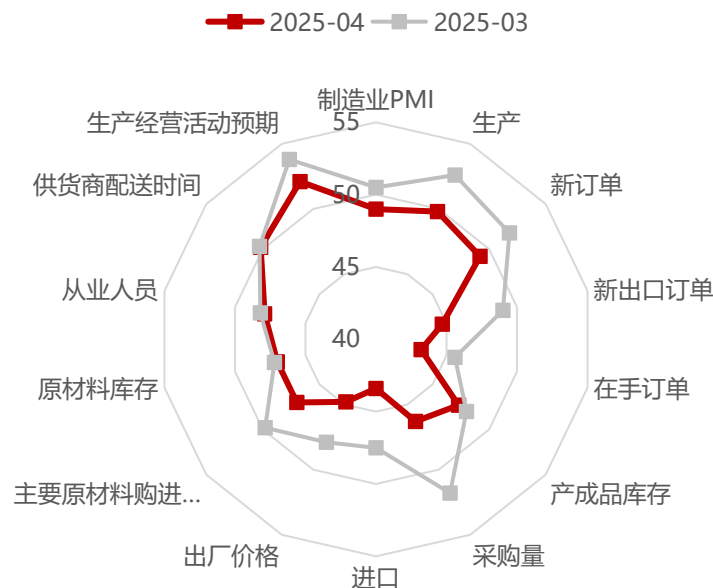
- 4月制造业PMI季超季节性回落，关税影响加大，主要分项全部走弱。尽管一季度受到抢出口及政策发力的影响，经济实现“开门红”，但4月制造业PMI回落至49（前值50.5），超季节性回落，随着4月关税影响升级，抢出口效应逐渐消退，制造业的不利因素增多。
- 主要分项均明显回落。4月制造业PMI分项普遍回落，生产、订单、价格、进口、采购量指数回落幅度较大、从业人员等小幅回落。
- 服务业PMI小幅回落。4月服务业PMI回落至50.1（前值50.3），年初以来整体仍然弱于季节性，消费服务需求有待政策发力提振。

制造业PMI超季节性回落

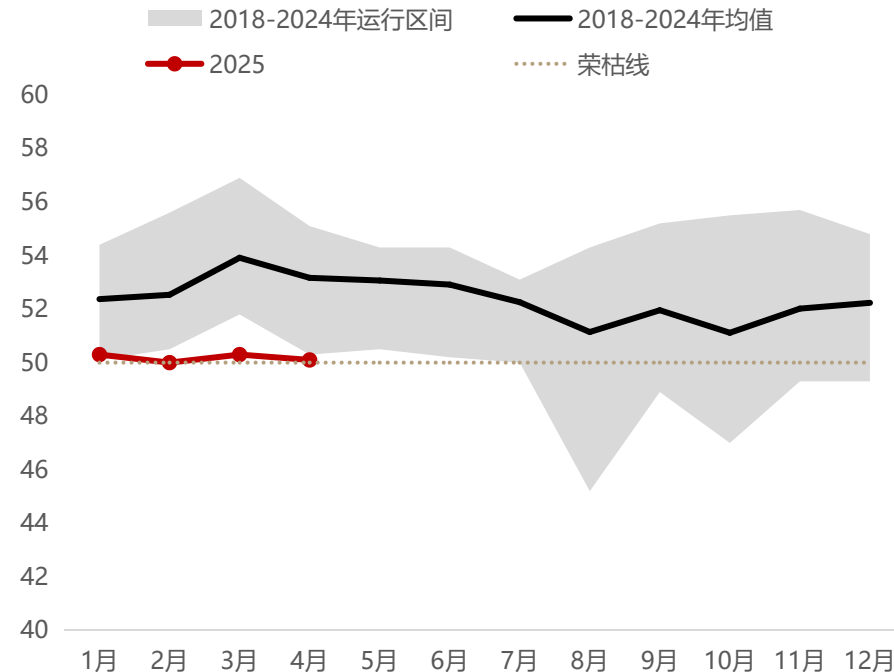


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

生产、订单、采购量普遍回落



服务业PMI仍然弱于季节性



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

政治局会议——加快落实存量，储备增量



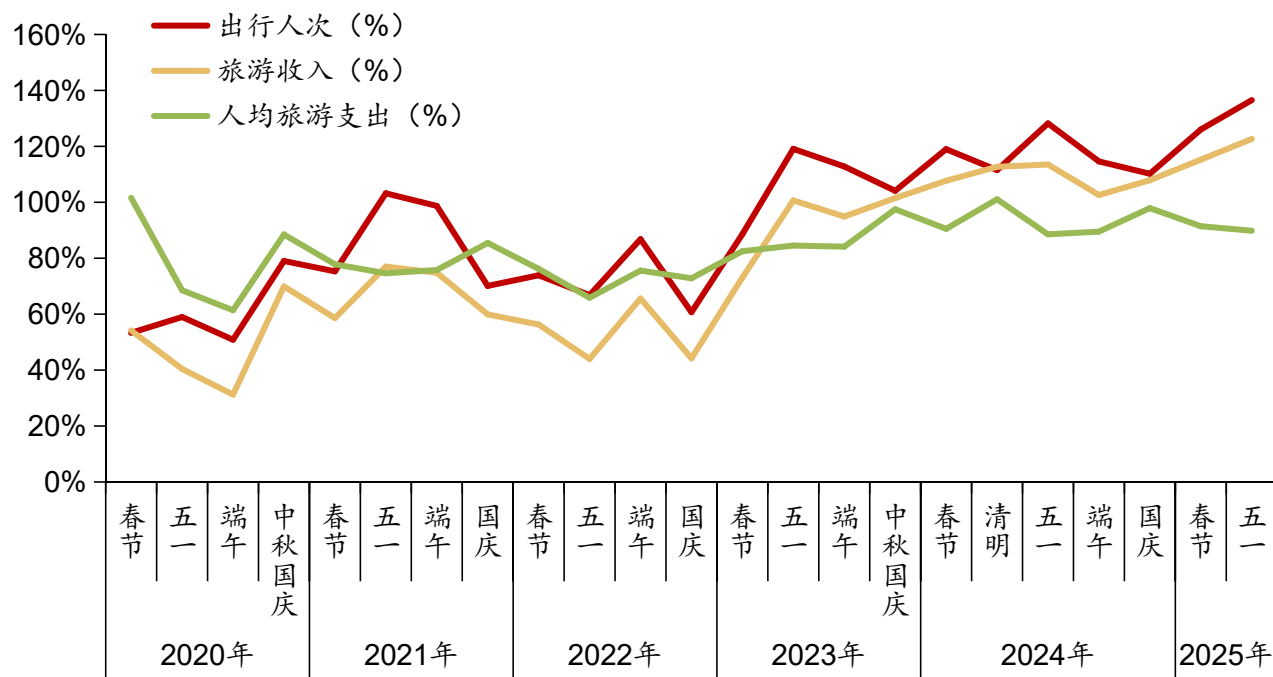
- 从政治局会议变化来看，我们认为主要有四大核心要点：
- 一、放弃幻想，应对关税。未来关税有望缓和，但难以完全消减，后续将着重于应对关税影响；
- 二、经济基调认定相对偏积极。连续两个季度经济较快修复，认为经济回升向好，且地产表述从“止跌回稳”转向巩固“稳定态势”；
- 三、二季度加快落实既定存量、储备增量，下半年出台增量。降准降息等政策加快落地，若经济冲击加大，或将出台超常规政策；
- 四、消费扩围、投资加力。预计“两新”政策有望扩围至服务消费，投资方面则进一步加力对冲总量下行压力。

	2025. 4政治局会议	2024. 12政治局会议
形势判断	各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固， 外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案 ，扎实做好经济工作。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
工作基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局， 统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好好自己的事 ，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。 要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效， 根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节 ，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。	明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合。 实施 更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求 ，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击 ，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定
财政货币政策基调	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。 加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用 。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕， 加力支持实体经济 。创设新的结构性货币政策工具， 设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等 。强化政策取向一致性。	实施 更加积极的财政政策 和 适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱， 加强超常规逆周期调节
扩大内需	要 提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用 。尽快清理消费领域限制性措施， 设立服务消费与养老再贷款 。加大资金支持力度， 扩围提质实施“两新”政策 ，加力实施“两重”建设。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
产业政策	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关， 创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动 。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。
改革开放	要坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题。加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。 同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。	要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。 要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。
房地产	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式， 加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策 ，持续巩固房地产市场稳定态势。	稳住楼市股市
资本市场	持续稳定和活跃资本市场。	稳住楼市股市
防风险	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。防范化解重点领域风险和外部冲击。
保民生	要着力保民生。 对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例 。健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。	要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

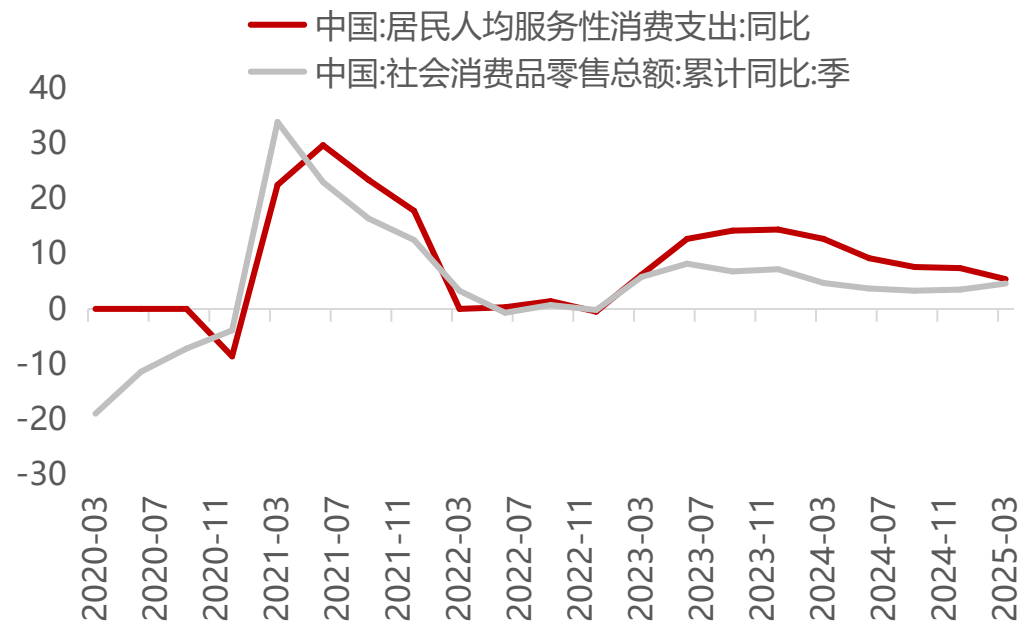
五一假期“出行旺”，促进服务消费大有可为

- **五一假期出行人数再创新高，人均支出小幅回落。**五一假期全国国内出游3.14亿人次，同比增长6.4%，国内游客出游总花费1802.69亿元，同比增长8.0%。人均支出环比走弱，不过与2019年相比，出行人数、旅游总收入明显增长。
- **居民服务消费意愿更强。**疫情以来，居民服务消费增长更快，一方面，在收入预期偏弱的情况下，商品消费或存在瓶颈；另一方面，近年居民消费习惯发生一定变化，更注重娱乐、悦己等消费，推动相关服务消费、新型消费较快增长。
- **促进服务消费大有可为。**考虑到假期出现人数较多，服务消费或存在“承载力”上限等限制，后续加大服务消费补贴、灵活调整假期等方式有望进一步提振服务消费。

五一出行人数、收入增长



疫情后服务消费增长更快 (%)



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



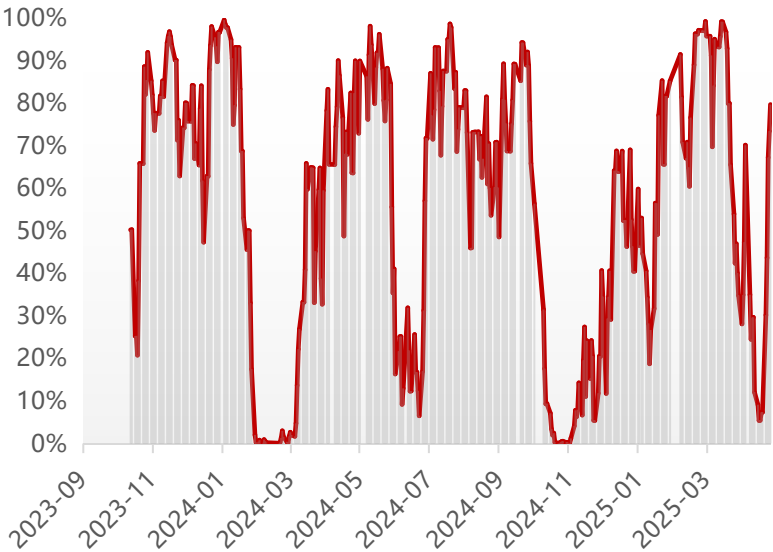
A股交易结构：轮动速度先降后升，行业收益差上升

2025年4月，A股走势与行业轮动速度先降后升，行业间收益差上升

- ✓ 行业轮动：月初受到外部冲击，行业轮动速度快速下降，资金转向防御板块。后续随着市场回暖，行业轮动速度攀升，资金在行业板块、题材概念中快速轮动，市场主线不够明确，赚钱难度偏高。
- ✓ 行业收益分布差：4月前期涨幅较高的TMT板块以及出口产业链相关行业跌幅居前，相关防御板块上涨，行业间收益差异增加。
- ✓ 行业拥挤度：4月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：交通运输、农林牧渔、美容护理、银行、公用事业等方向。

行业轮动速度快速回落后 迅速提升

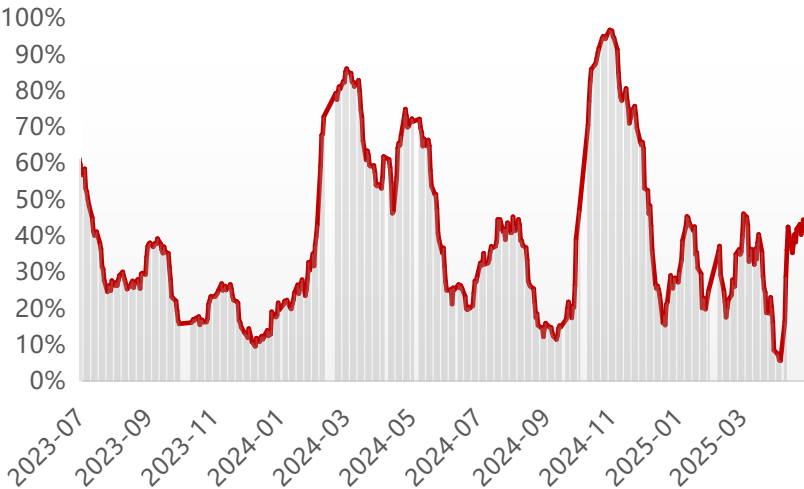
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异上升

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
电力设备	0.18	-48.3%
通信	0.60	-23.4%
计算机	0.66	-23.3%
传媒	0.22	-18.7%
国防军工	0.58	-17.7%
汽车	0.71	-15.5%
家用电器	0.80	-10.4%
钢铁	0.58	-7.8%
机械设备	0.94	-6.4%
煤炭	0.12	-3.6%
电子	0.77	-1.7%
有色金属	0.50	0.8%
建筑装饰	0.24	2.1%
建筑材料	0.07	3.9%
石油石化	0.16	5.4%
环保	0.84	10.8%
综合	0.44	13.2%
轻工制造	0.31	14.0%
非银金融	0.37	14.5%
基础化工	0.53	15.7%
房地产	0.16	16.1%
纺织服饰	0.73	18.7%
食品饮料	0.32	27.3%
医药生物	0.35	27.9%
社会服务	0.88	29.1%
商贸零售	0.96	36.9%
公用事业	0.63	43.2%
银行	0.68	48.5%
美容护理	0.78	53.3%
农林牧渔	0.70	66.9%
交通运输	0.76	74.3%

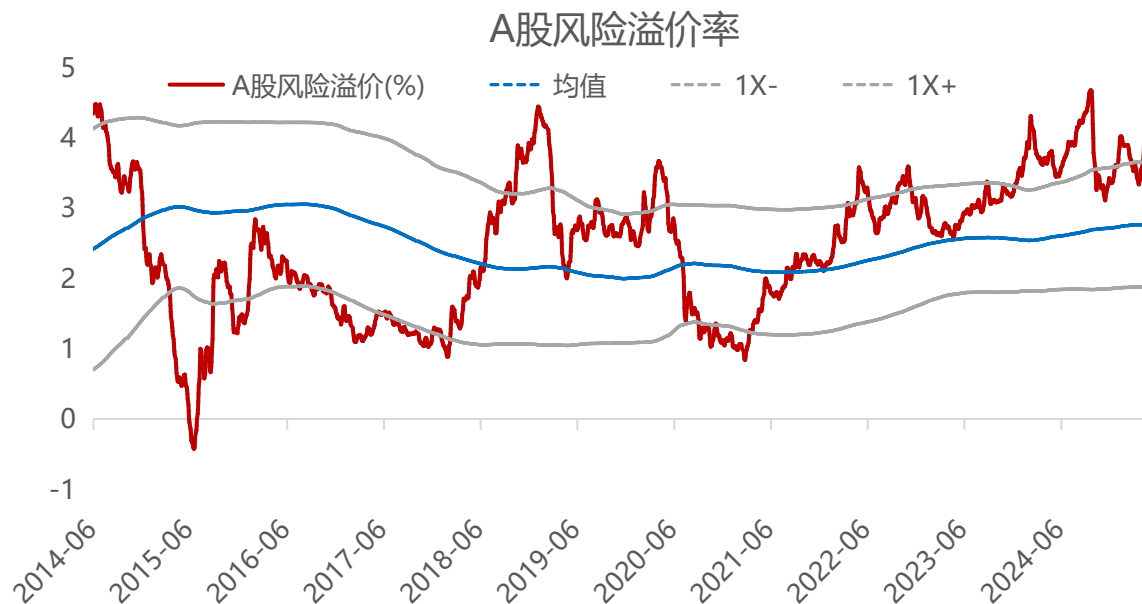
市场风险偏好：回落

- **上证红利股债性价比持续上升：**4月国债收益率整体回落，同时A股整体回调，因此上证红利股息率 - 十年期国债收益率整体上升，为5.15（前值4.80），超过3年滚动均值加一倍标准差水平（4.51），上证红利的股债性价比持续提升。
- **A股风险溢价率上升，市场风险下降：**截至4月30日，万得全A风险溢价率为3.80（前值3.57），目前上升至5年滚动正一倍标准差以上的水平（3.67），市场整体风险偏好下降。

上证红利股债性价比快速攀升



风险溢价率上升

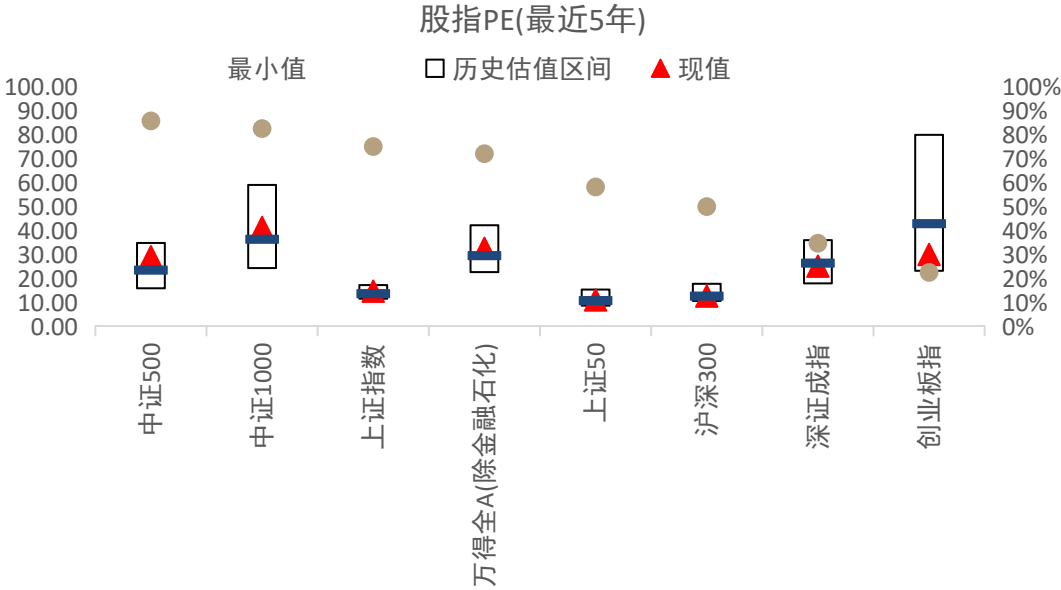


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：大多下降

- 2025年4月，跟踪的8个股指中，估值均下降，其中，创业板指、深证成指、沪深300处于中位数以下区间，上证50、万得全A（除金融、石油石化）、上证指数处于中位数区间以上，中证1000、中证500、处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，5个位于中位数以上区间，3个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2025年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-7.40	-9.04	29.18	19.82
深证成指	-5.75	-4.94	24.40	32.12
万得全A(除金融、石油石化)	-3.33	-0.89	31.69	69.53
沪深300	-3.00	-4.18	12.21	46.41
中证500	-3.86	-1.64	28.27	81.83
中证1000	-4.44	-0.13	40.06	80.35
上证指数	-1.70	-2.17	14.21	72.17
上证50	-1.22	-1.92	10.65	56.81

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/4/30

港股：AH股溢价率先升后降，估值快速回落后修复

- 4月AH股溢价率先升后降：
- 4月，港股在遭受外部冲击后跌幅更深，后续修复程度更高，因此AH溢价整体先升后降，整体小幅上升，相比于前值133.78上升至135.72。
- 港股估值快速回落后修复，处于均值水平附近：
- 4月恒生指数估值快速回落后修复，估值整体从前值1.0951小幅回落至1.0318，整体位于历史均值附近的位置。

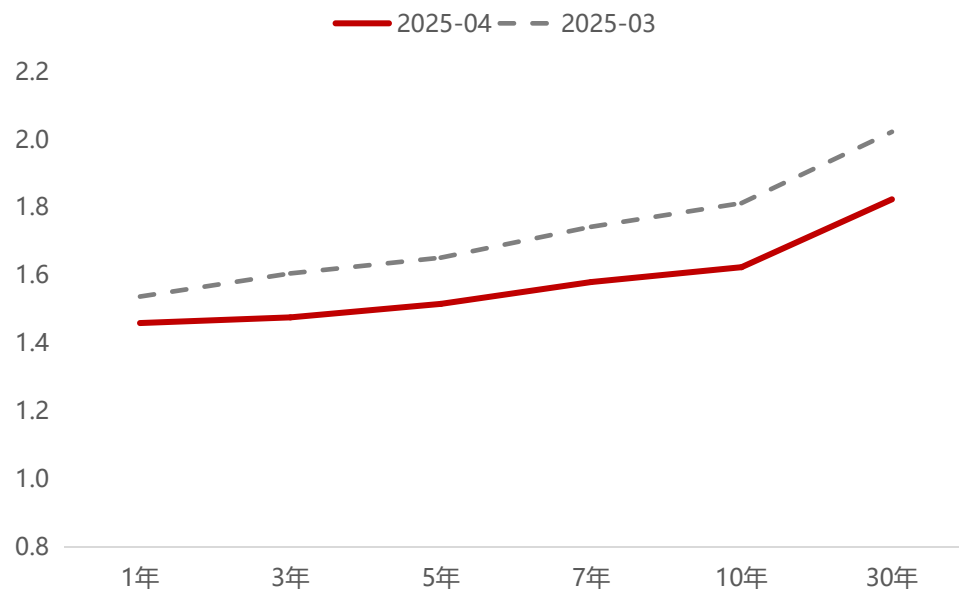
AH股溢价率先升后降



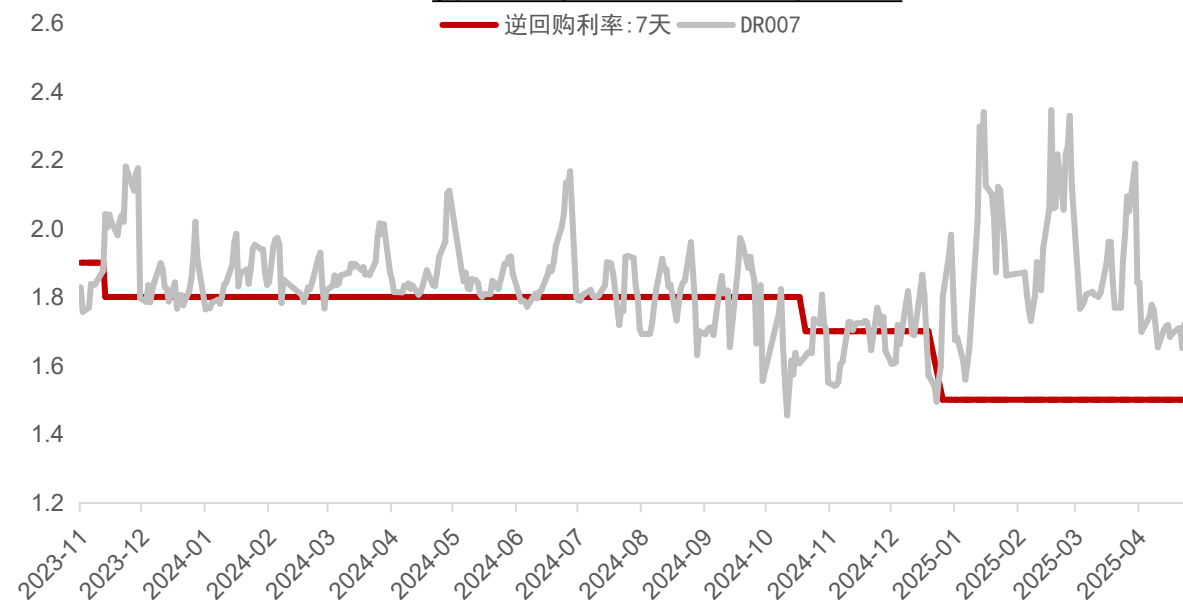
债市回顾：降息落地，利率还会有新低吗？

- **关税冲击预期，国债收益率下行，收益率曲线走平：**4月特朗普加征关税影响下，全球经济前景走弱、风险偏好降低。国内债市收益率由升转降，10年期国债收益率再度触及前低的1.6%附近，整体来看长短下行幅度大于短端，收益率曲线走平。
- **降准降息落地，利好短端，但后续仍有空间：**5月7日央行行长宣布降准降息，OMO政策利率调降10BP，宽松落地利好短端，但考虑到此次降息幅度仅10BP，较前次（24年9月降息20BP）幅度收窄，预计为应对关税影响，后续仍有进一步降息空间。
- **二季度利率仍有望创新低，但或是止盈机会：**二季度关税影响逐渐显现，“抢出口”、“抢转口”或逐渐回落，就业、收入、消费等需求侧指标面临的下行压力增加；此外，从政策节奏来看，5-6月或以加快已有政策落地为主，更多增量政策或需等待关税冲击明显加大或下半年出台。考虑到美联储6月较大概率降息，或将打开国内降息空间，市场有望提前反应，整体来看，在增量政策出台前，利率仍有下行创新低的可能。考虑到利率总体下行空间仍相对有限，且经济下行压力提升后增量政策出台概率加大，新低或是止盈机会（十年期国债收益率止盈区间1.50-1.55%）。

国债收益率曲线4月明显下移（%）



资金利率仍然相对偏高（%）



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



全球化配置

谨慎

相对谨慎

中性

相对乐观

乐观



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	震荡为主，可待调整逢低布局 ➤ 关税升级对全球风险偏好的影响缓和，但对经济的实际冲击仍处于观察期，总体宽幅震荡为主。 ➤ 随着经济下行压力加大，后续政策加码概率提升，且4月港股调整相对充分，性价比更高，未来弹性更好，5-6月适宜逢低布局。 ➤ 短期震荡，但后续增量政策出台后弹性或更高，观点中性，适宜逢低布局。	中性
美股	美股存在二次回落的风险 ➤ 目前美股已收复4月全部跌幅，估值重回高位。但即使关税税率后续回落也难以恢复至前期水平，而美股权重股海外收入占比较高，盈利将受关税政策调整的滞后冲击。 ➤ 关税政策加剧二次通胀风险，加之其政策框架的高度不确定性可能加剧市场波动。 ➤ 相较于美股，特朗普政府对美债收益率关注的优先级更高。政策重心差异下，美股仍存在二次回落风险。	相对谨慎
美债	➤ 美国经济前景承压以及美国政府本身对于降低美债偿债压力的诉求使得美债长端利率受到压制。 ➤ 美债受到美联储潜在托底机制的支撑，在当前美元资产中安全性大于美股。 ➤ 在关税上调带来的成本压力推动下，美国核心CPI通胀率具有上行动力，进而限制了美联储的降息空间。 ➤ 美债在当前点位具有一定配置价值。	相对乐观
美元	➤ 美国孤立主义政策叠加财政紧缩，或抑制外资流入并拖累经济增长；而欧洲国防与基建支出扩大，有望提振中长期经济增速、缩小对美差距。 ➤ 随着美债置换重组的逐步演绎，美元从全球储备货币变为胁迫工具的担忧也逐步升温，资本外流的趋势一旦形成，美元贬值进程或将持续。 ➤ 美元短期可能受到对等关税政策下调而受到支撑，长期仍处贬值通道中。	相对谨慎



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	二季度利率仍有望创新低，但新低或是止盈机会 ➢ 经济下行压力增加，二季度或以加快已有政策落地为主，增量政策或需等待关税冲击明显加大或下半年出台。 ➢ 央行降息10BP，降息幅度不大，但宽松确认，且预计为应对关税影响，后续仍有降息空间。 ➢ 考虑到经济下行压力提升后增量政策出台概率加大，新低或是止盈机会（十年期国债收益率止盈区间1.50-1.55%）。 ➢ 债市收益率有望破新低，观点相对乐观，新低后宜适度止盈。	相对乐观
	信用债	➢ 债市下行压力缓和后，债市整体偏牛市思维，但4月信用债表现相对弱于利率债，信用利差有所回升，显示出市场仍然对资金面有所担忧。 ➢ 5月震荡，总体观点中性，关注中短久期，若利率快速下行，可适度止盈。	中性
	可转债	➢ 由于权益市场短期或偏震荡，可转债或阶段性转向震荡。 ➢ 可转债或阶段性震荡，观点中性。	中性
商品	黄金	➢ 特朗普政府后续政策延续的不确定性，另外本身较为反复的政策以及市场前端时间关注的“海湖庄园协议”已经开始动摇美元作为全球储备货币根基，黄金慢牛趋势尚未改变。 ➢ 黄金4月短期快速拉涨后，短期内进一步上行动能或将放缓。 ➢ 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。	中性
	原油	➢ 美国关税政策对全球经济的拖累后续可能逐步显现，抑制原油消费信心。同时特朗普政府具有降通胀的诉求，或将持续施压来提升原油供应从而压低原油价格。 ➢ 近期原油价格持续走弱，布伦特与WTI原油分别回落至62美元/桶和59美元/桶。考虑到美国页岩油成本线位于60-65美元/桶区间，短期继续下行空间受限。 ➢ 原油价格或将延续弱势。	中性



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 静观其变，谋而后动： ◆ 国内经济基本面： 关税影响逐渐加大，经济下行压力上升，需关注政策发力的对冲效果； ◆ 资金面： A股成交额回落至“9.24”以来的低位，市场观望情绪有所上升； ◆ 政策面： 政策博弈阶段已过，二季度或以落实已部署政策为主，下半年或有增量政策； ◆ 外部环境： 特朗普加征关税扰动有所缓和，但谈判进程、对经济冲击尚待观察。 ➤ 关税谈判与冲击的观察期，待政策发力，欲扬或需先抑： 海外关税进入博弈、谈判阶段，或仍有反复，且难以修复到特朗普上台前水平。另一方面，关税对经济冲击有待观察，4月政治局会议指向尽快落实已部署政策为主，下半年或有增量政策。待经济冲击加大或7月份，增量政策有望落地。可适度控制仓位，静观其变，待市场出现阶段性调整或政策发力紧迫性提高时再积极布局。	中性
行业/风格	➤ 高股息降低组合波动，科技、消费谋而后动： ◆ 红利、银行、公用事业等高股息、防守板块可继续持有： 一方面，关税谈判阶段预期反复的概率较大，风险偏好或难以有效回升；另一方面，银行等分红相对稳定的板块仍是降低组合波动的压舱石。建议关注红利低波、银行、公用事业等方向。 ◆ 科技、消费等板块等待政策发令枪，谋而后动： 当前市场成交活跃度降低，且市场风险偏好受到关税事件压制，科技、消费等板块后续的上限空间打开依赖于政策的进一步发力，以及后续真金白银的增量政策落地情况。可关注AI+、TMT、电子等科技方向，以及旅游、文娱、体育等新型消费的逢低布局机会。	高股息“静观其变”，科技、新消费“谋而后动”
配置策略	◆ 中期看科技仍是年度主线，可待调整布局： 政策对科技创新领域的支持态度较为坚定，对科技板块不宜过度悲观。总体来看，全球市场风险偏好有所回升，但短期或仍有波折反复，追高短期仍有风险，建议关注调整后的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会： 关注日股、海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。	关注科技方向逢低布局机会 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

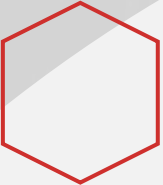
★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES