



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2025年05月06日

分析师: 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告:

《政策有保障, 转型有成效》

——2025年04月18日

《中国对等反制, 降息降准或加速落地》

——2025年04月07日

《拥抱科技, 新质助力破局》

——2025年04月02日

美国非农超预期, 东亚货币兑美元升值

——五一假期国内外资本市场重要事件点评

■ 事件

2025年5月1日至5月5日, 中国处于五一假期, A股市场休市, 但美股、美债、大宗商品、离岸汇率市场等在部分日期仍然运行。

■ 主要观点

美股上涨, 恒生指数上涨。

五一假期所在周(20250428-20250504)纳斯达克、标普500与道琼斯工业平均指数分别上涨3.42%、2.92%与3.00%; 纳斯达克中国科技股指数上涨6.30%, 恒生指数上涨2.38%。

美债价格下跌, 收益率曲线上移。

五一假期所在周(20250428-20250504)美债价格下跌, 截至2025年5月2日, 10年美债收益率较2025年4月25日提升4BP至4.33%; 从曲线形态看, 五一假期所在周(20250428-20250504)各期限品种收益率提升, 收益率曲线上移。

美元上涨, 东亚货币等兑美元汇率升值。

五一假期所在周(20250428-20250504)美元指数走强0.46%, 美元兑离岸人民币汇率下降1.06%至7.2113, 截至2025年4月30日美元兑在岸人民币汇率为7.2632, 我们认为节后开盘可能存在一定升值压力。

另外, 中国台湾的新台币、韩元、新加坡元等兑美元均有升值, 分别为4.49%、0.23%与0.62%, 5月5日中国台湾的新台币与新加坡元兑美元继续大幅升值, 分别为2.96%与1.03%。

金价回调, 较最高点回撤5%以上。

五一假期所在周(20250428-20250504)伦敦金现货价格下跌0.84%至3249.70美元/盎司, 较最高点回调5.35%; COMEX黄金期货价格下跌1.44%至3225.00美元/盎司, 较最高点回调5.46%。截至2025年4月30日上海金现价格为780.19元/克, 同样较最高点回调5.52%。

A股大市值跌小市值涨, 沪深两市成长上涨蓝筹下跌。

五一假期所在周（20250428-20250504）wind 全 A 指数上涨 0.00%，其中中证 A100、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000 与 wind 微盘股分别变化-0.30%、-0.43%、0.08%、0.18%、0.84%与 2.69%。

从板块风格看，沪市与深市成长板块上涨、蓝筹板块下跌：上证 50 与科创板 50 分别变化-0.59%与 0.78%；深证 100 与创业板指数分别变化-0.47%与 0.04%；北证 50 指数上涨 2.38%。

过去一周利率债价格上涨，收益率曲线平坦化。

五一假期所在周（20250428-20250504）国债期货上涨，10 年期国债期货主力合约较 2025 年 4 月 25 日下跌 0.21%。从现券来看，10 年国债活跃券收益率较 2025 年 4 月 27 日下跌 3.64 BP 至 1.6243%；从曲线形态看，3 年及以上期限品种收益率下降幅度较大，曲线平坦化。

资金价格提升，债市杠杆水平下降。

资金价格提升，截至 2025 年 4 月 30 日 R007 为 1.8396%，较 2025 年 4 月 25 日变化+18.09 BP；DR007 为 1.7986%，变化+16.28 BP，两者利差略微走阔。公开市场操作方面（逆回购操作与央票互换），央行五一假期所在周（20250428-20250504）净投放 7358 亿元。

7 天资金成本目前仍高于长限品种国债收益率，5Y、10Y 与 30Y 的国债收益率与 IRS007 的差额截至 4 月 30 日分别为-31.37、-20.57 与-0.60 BP。债市杠杆水平下降，银行间质押式回购成交量（5 日均值）由 2025 年 4 月 25 日的 6.34 万亿元变为 2025 年 4 月 30 日的 4.97 万亿元。

4 月美国非农略超预期，劳动参与率提升，失业率平稳。

4 月份美国季调后非农新增 17.7 万人，超出预期的 13.8 万人，同比多增 5.9 万人，其中政府与私人部分分别多增 2.1 万与 3.8 万人，私人部门中商品生产、服务生产分别多增 0.6 万与 3.2 万人。另外，4 月劳动参与率为 62.6%，较上月提升 0.1%；4 月失业率为 4.2%，与上月持平。我们认为劳动力市场整体表现尚佳。

市场预期美联储降息推迟至 7 月。

基于 30 天联邦基金期货价格数据显示，5 月 8 日会议美联储降息概率极低，6 月 19 日会议降息的概率为 32.6%，较前一周的 59.9%大幅下降，已经低于 50%。不过 7 月 31 日美联储降息的概率仍然高达

80.2%，远大于 50%。

国内旅游消费热度或创历史新高，国内文旅强势复苏。

五一假期期间，交通运输部预计全社会跨区域人员流动量累计 14.67 亿人次，日均 2.93 亿人次，同比增长 8.0%。根据同程、抖音、携程的“五一”消费报告显示，国内旅游市场的热度或创历史新高，线下到店消费力强劲，国内文旅市场强势复苏。

同程旅行报告显示除北上广深杭等热门旅游城市外，“一路向西”成为今年“五一”国内长线旅游市场的主流趋势，携程旅行报告显示该平台长线游目的地表现亮眼，青海、新疆、宁夏等地景区门票销售额同比激增 1 倍至 2 倍。另外，县城、乡村游也有较好的表现，同程旅行报告显示“奔县游”热度依旧不减，携程旅行报告也显示“反向旅游”带火乡村游，新疆民宿预订提前两月进入旺季。

A 股值得期待，债市收益率或低位震荡，黄金短期波动大。

展望后市，五一假期期间纳斯达克中国科技股指数与恒生指数上涨，叠加国内旅游消费表现较好，我们认为 A 股在节后的表现值得期待。债市方面，我们认为利率债收益率还不具备向下突破的时机，国债现券收益率可能继续低位震荡。大宗方面，我们认为黄金长期看多的逻辑仍然没有变化，但短期波动可能加大。

■ **风险提示**

美国加征关税行动或提升通胀预期；

美国经济衰退概率或因加征关税行动有所提升；

国内稳增长政策落地或低于预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。