



研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《中共中央政治局会议精神学习》 -
2025. 04. 28

宏观观点

假期海外回顾：市场风偏回暖，全球股市普涨

● 假期行情回顾

假期全球市场风偏回暖，股市普涨。纳斯达克指数上涨 3.05%，道琼斯工业指数上涨 1.59%，标普 500 指数上涨 2.11%；法国 CAC40 上涨 2.33%，德国 DAX 上涨 2.62%，英国富时 100 上涨 1.19%；亚太市场方面，韩国综合指数上涨 0.12%，日经 225 指数上涨 2.18%，恒生指数上涨 1.74%。

债市方面，受到美国就业数据超预期的影响，假期美债收益率小幅上行。

汇率方面，亚洲货币普遍升值，新台币大涨，为 30 年来最大涨幅，市场猜测台湾当局可能允许新台币升值，以推动与美国的贸易协议。保险公司和出口商急于将美元兑换成新台币，加剧了汇率波动。

大宗商品方面，假期油价大幅下跌。消息面上，OPEC+周六表示同意连续第二个月加速提高石油产量，6 月份产量将增加 41.1 万桶/日。

● 核心观点

宏观层面，当前市场对关税政策的负面预期已逐步消化，美国就业数据仍然稳健，4 月美国非农就业人数增加 17.7 万，失业率维持 4.2% 不变。微观上，近期 Mag7 的强劲业绩为美股反弹提供了有力的支撑。但从历史经验来看，硬数据通常会在事件冲击后约三到四个月才会走弱，因此关税对美国经济的冲击力度究竟几何，可能要在 7 月之后才会在宏观经济指标上得以体现，届时，对美国经济是否会陷入衰退的担忧或将主导市场宏观叙事，预计在衰退被证伪之前，美股市场很可能维持高波动性的震荡走势。而无论关税政策如何演变，美国经济的下行方向难以扭转，美元指数缺乏持续走强的内在逻辑。相比之下，欧洲经济体，尤其是德国正在积极推进财政扩张政策，德国政府已宣布将增加财政支出，重点投向基础设施和绿色能源转型领域，这有望为欧元区经济注入新的活力。

基于以上分析，我们对以下资产类别持积极看法：（1）欧元：随着美元走弱预期增强及欧洲财政政策转向扩张，欧元兑美元汇率有望进一步回升；（2）美债：在美国经济增速放缓背景下，美联储降息预期加上财政扩张力度较前两年有所下降，预计将支撑债券价格；（3）欧洲股票：尤其是德国的工业、国防板块将直接受益于财政扩张政策。

● 风险提示：

贸易政策不确定性；欧洲经济受关税影响大幅走弱。

目录

1 假期海外热点回顾.....	4
2 假期海外市场表现.....	5
3 风险提示.....	7

图表目录

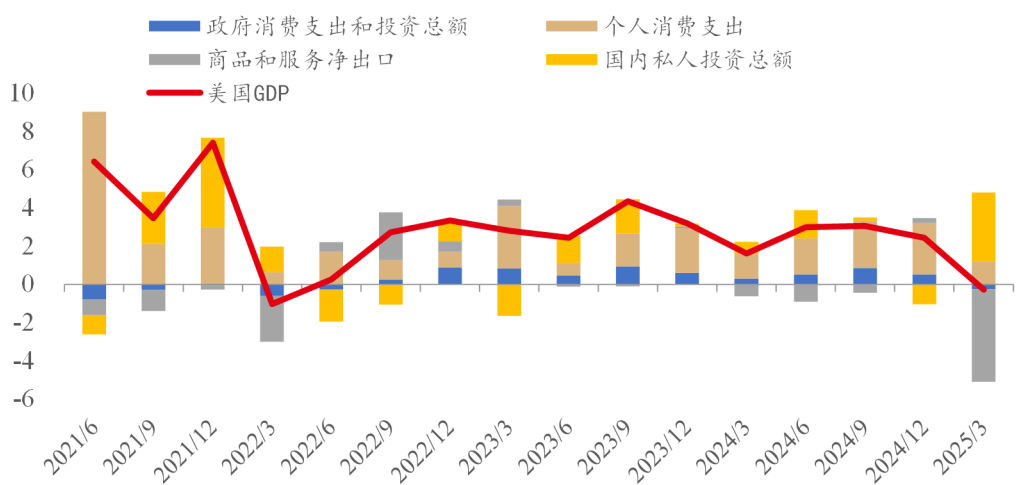
图表 1: 美国一季度 GDP 增速转负 (%)	4
图表 2: 美国新增非农就业人数	5
图表 3: 美国失业率	5
图表 4: 美国平均时薪	5
图表 5: 美国劳动参与率 (%)	5
图表 6: 假期期间, 全球股市普涨	6
图表 7: 美债收益率小幅上行 (%)	6
图表 8: 美元指数	7
图表 9: 离岸人民币大幅升值	7
图表 10: 油价大幅下跌	7
图表 11: 铜价下跌	7

1 假期海外热点回顾

关税方面消息频出，贸易紧张局势整体有所缓和。特朗普表示部分贸易协议最快可能在本周内达成，但他未透露细节，也表示近期没有与中国通话的计划。美日贸易协议谈判进展有限，尽管日本表示在与美国的贸易谈判中不会以抛售美债相威胁，但特朗普政府拒绝了日本提出的全面豁免钢铁、铝和汽车关税的请求，日本执政党自民党也对增加从美国进口大米的提议提出了反对意见。据彭博社报道，印度在与美国的贸易谈判中提出对钢铁、汽车零部件和药品在一定进口量内“互惠零关税”。此外，特朗普称美国将对外国制作的电影征收 100% 关税。

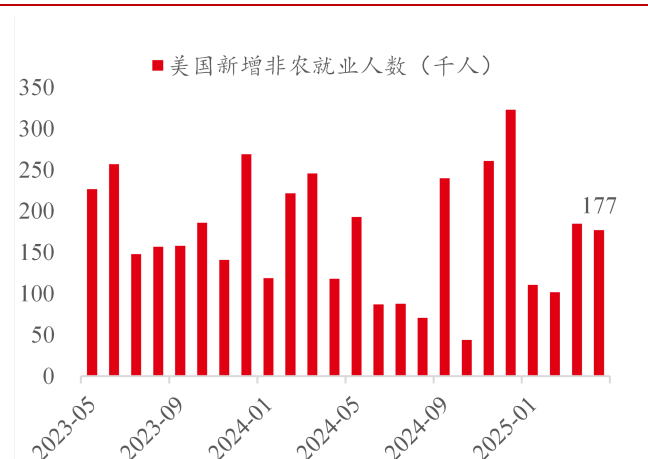
经济数据方面，4 月美国非农就业人数增加 17.7 万，好于预期。失业率维持 4.2% 不变，符合预期。平均时薪涨幅温和，劳动参与率提升。一季度美国 GDP 受关税影响波动较大，年化收缩 0.3%，为三年来最差表现，其中受企业“抢进口”影响，净出口分项成为主要拖累。

图表1：美国一季度 GDP 增速转负（%）



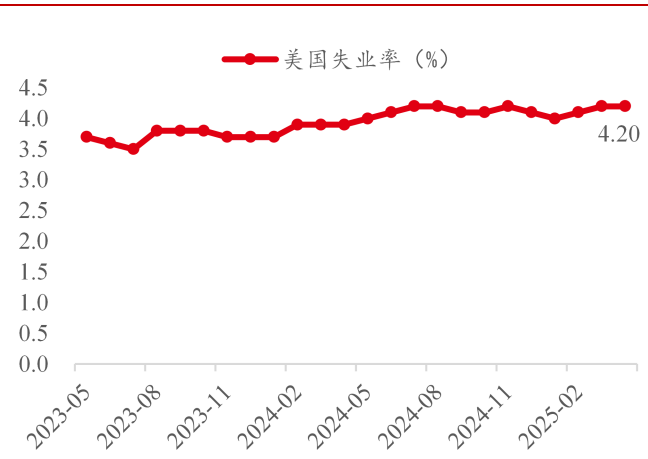
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国新增非农就业人数



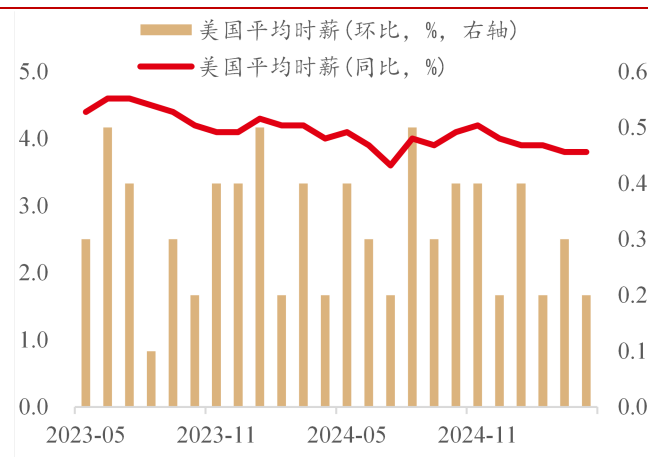
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国失业率



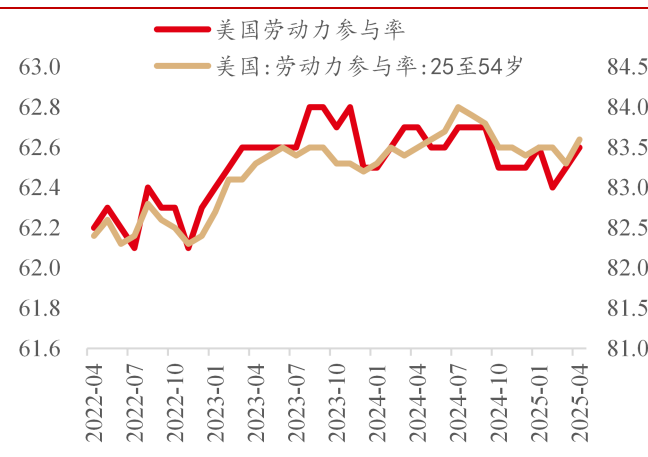
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国平均时薪



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国劳动参与率 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 假期海外市场表现

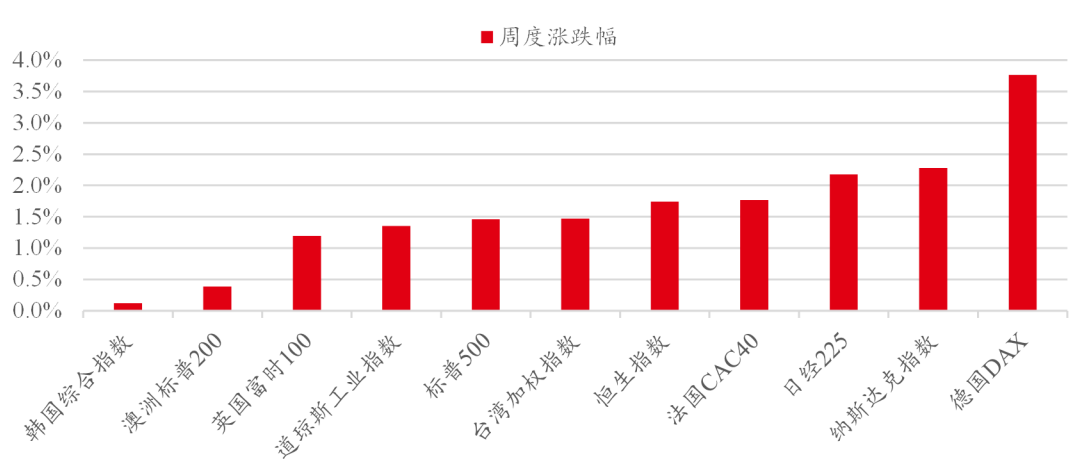
假期（5/1-5/5）全球股市普涨，纳斯达克指数上涨 2.28%，道琼斯工业指数上涨 1.35%，标普 500 上涨 1.46%；法国 CAC40 上涨 1.77%，德国 DAX 上涨 3.77%，英国富时 100 上涨 1.19%；亚太市场方面，韩国综合指数上涨 0.12%，日经 225 上涨 2.18%，恒生指数上涨 1.74%。

债市方面，假期美债收益率小幅上行，期限利差小幅收窄。

汇率方面，亚洲货币普遍升值，新台币大涨，为 30 年来最大涨幅，市场猜测台湾当局可能允许新台币升值，以推动与美国的贸易协议。出口商和保险公司急于将美元兑换成新台币，加剧了汇率波动。

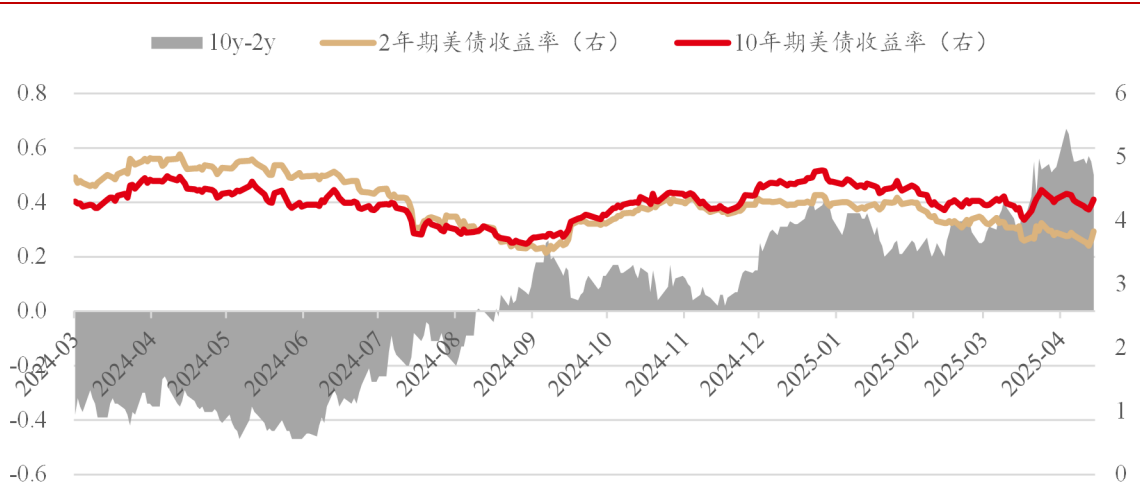
大宗商品方面，假期油价大幅下跌。消息面上，OPEC+周六表示同意连续第二个月加速提高石油产量，6 月份产量将增加 41.1 万桶/日。

图表6：假期期间，全球股市普涨



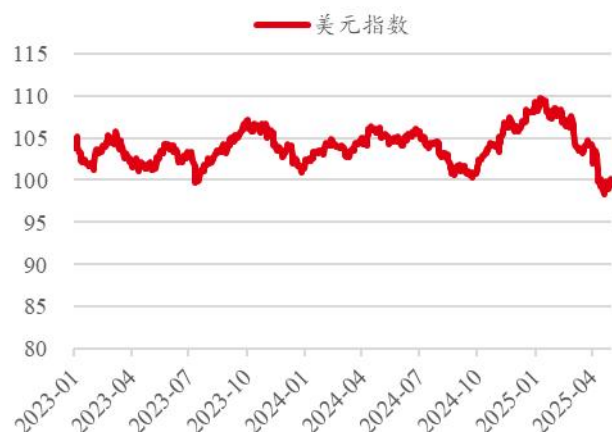
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美债收益率小幅上行 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：美元指数



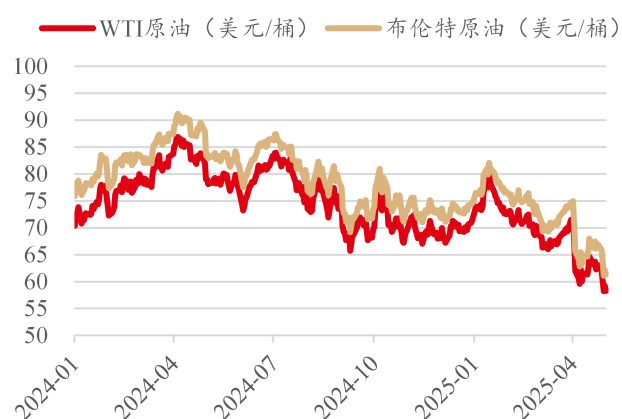
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：离岸人民币大幅升值



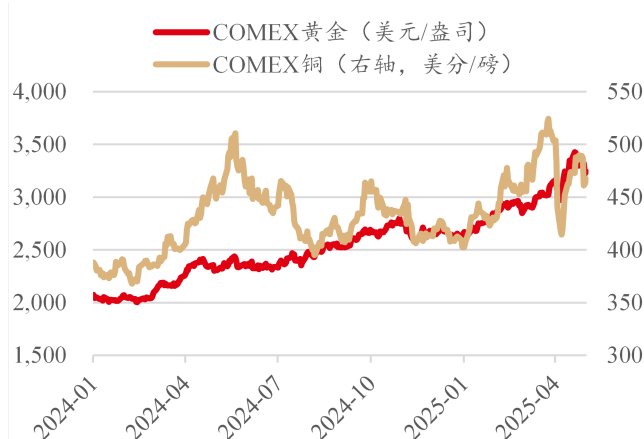
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：油价大幅下跌



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：铜价下跌



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 风险提示

贸易政策不确定性；欧洲经济受关税影响大幅走弱。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048