



美国关税政策有所缓和，全球市场波动率降低

2025年5月大类资产配置策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-5-6

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-80128600-8631

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

- 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** 股债市场结构特征与策略
- 05** 2025年5月资产配置观点展望

1.1 大类资产表现回顾：全球股市波动降低

4月大类资产表现特征回顾：

- 全球股市整体下跌，但呈现超跌反弹的特征，波动急剧放大后逐步降低。其中港股和A股超跌反弹，整体小幅收跌；欧洲短期跌后反弹，波动加大，但整体基本持平，日本股市超跌反弹，小幅上涨；美股波动最大，超跌反弹，整体小幅收跌。中美债市分化较为明显，美债大幅下跌、中债高位震荡。黄金持续创历史新高、美元整体走弱，非美货币大幅走强，其中欧元表现最强。
- A股短期进入震荡反弹阶段，板块有所分化，整体维持宽幅震荡。在外部冲击下，A股大跌后在国内资本市场政策、经济政策刺激预期支持下修复反弹；叠加美国持续释放贸易缓和信号，国内市场情绪持续回暖，大盘整体呈震荡修复反弹走势。
- 美国所谓“对等关税”政策落地导致市场对美国经济不确定性和衰退的担忧加深，以及美国总统试图解雇美联储主席引发对美联储独立性的担忧，美股短期大跌；在美国持续释放贸易缓和信号后持续修复反弹，市场波动率在急剧放大后逐步降低。欧洲股市走势与美股基本一致，但得益于受美国贸易政策影响相对较小以及欧央行降息，表现整体相对较好。
- OPEC+4月开始增产、美国能源行业增产预期，而且美国所谓“对等关税”政策引发全球经济和需求的担忧，国际油价一度大跌；后期随着贸易政策的缓和而逐步修复反弹。
- 美元走势偏弱、黄金持续走高。美国贸易政策对经济的冲击和导致美国经济不确定性增大，美债遭到抛售，美联储降息预期增加到4次左右，美元走势偏弱、美债收益率偏强运行；此外，美元持续走弱以及全球关税战导致避险需求增加，黄金价格持续上行。
- 4月中债整体高位震荡，美债大幅下跌后大幅反弹。4月受股市短期大跌、外部冲击对经济的担忧以及央行降准和降息的预期，国内债市大幅反弹后高位震荡。美债由于关税政策导致美国经济增长前景恶化，美债收益率大跌，此外市场担忧美国经济的不确定性抛售美债，美债大幅下跌，美债收益率大幅上涨且维持高位。

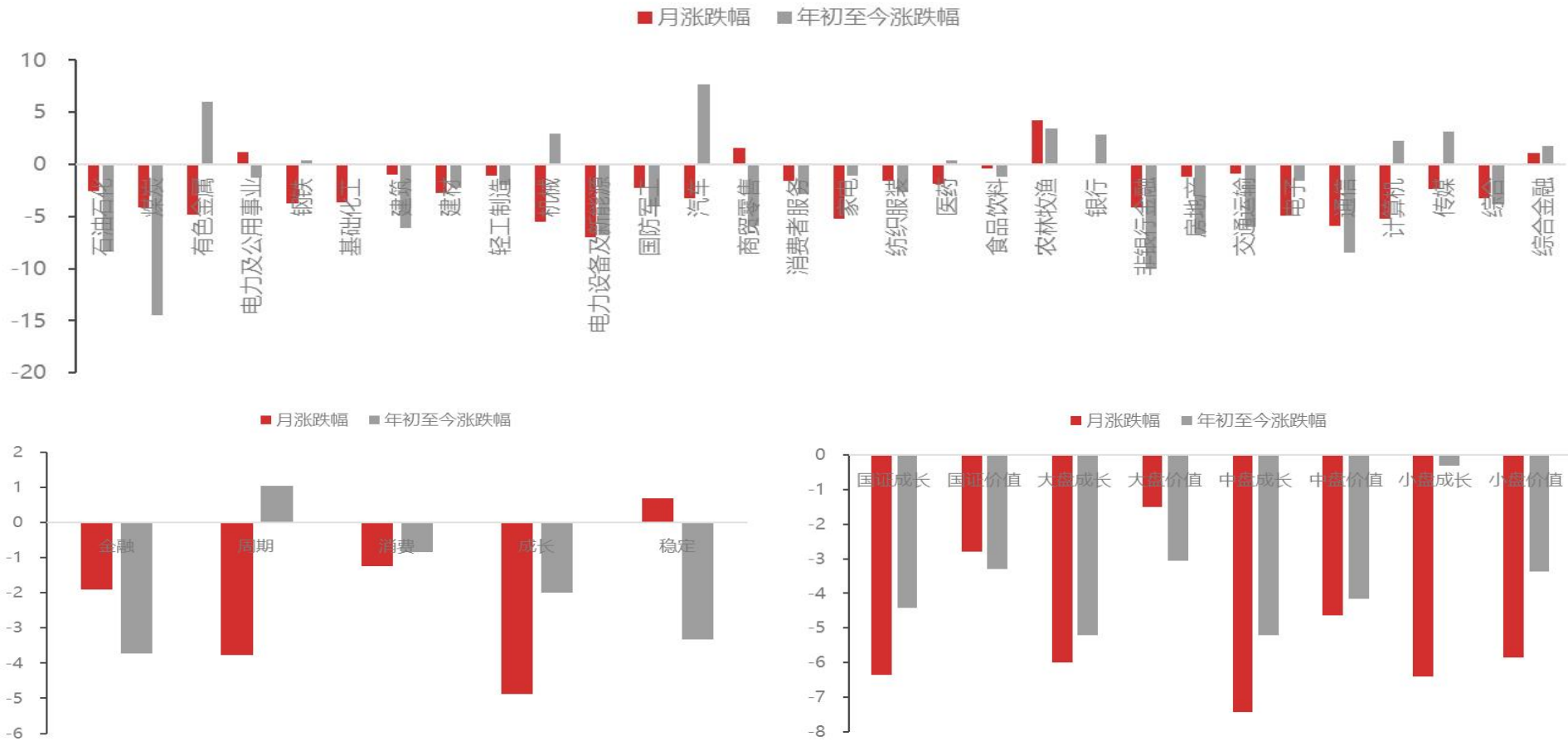
资产类别		区间涨跌幅		
		2025年4月份	2025年3月份	2025年以来
A股	上证指数	-1.70	0.45	-2.17
	沪深300	-3.00	-0.07	-4.18
	上证50	-1.22	1.01	-1.92
	中证500	-3.86	-0.04	-1.64
	中证1000	-4.44	-0.70	-0.13
	创业板指	-7.40	-3.07	-9.04
	科创50	-1.01	-5.20	2.37
港股	恒生指数	-4.81	0.78	9.71
	恒生科技指数	-6.95	-3.11	12.35
	恒生国企指数	-5.27	1.18	10.67
海外股市	道琼斯工业平均	-3.51	-4.20	-4.74
	标普500	-0.91	-5.75	10.67
	纳斯达克综指	0.94	-8.21	-9.58
	日经225	1.20	-4.14	-9.65
	德国DAX	1.18	-1.72	12.64
	富时100	-1.39	-2.58	3.55
	法国CAC40	-3.01	-3.96	2.37
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
	上证转债指数	-1.19	-0.69	0.96
商品	南华商品指数	-5.01	-0.73	-3.57
	LME铜	-5.83	3.51	3.92
	伦敦现货价:黄金	6.00	9.90	26.56
	布伦特原油:ICE	-18.30	2.23	-18.43
汇率	美元指数	-4.55	-3.16	-8.31
	美元兑人民币	0.06	-0.39	-0.91
	欧元兑美元	4.74	9.42	9.42
	英镑兑美元	3.26	2.66	6.57
	美元兑日元	-4.60	-0.43	-8.99

1.1 A股行业风格回顾：4月成长风格全面回调，价值风格相对抗跌

4月风格表现不一，成长风格全面回调，大盘价值相对抗跌：

- 目前A股主线清晰，科技创新、高端制造和产业升级为主线，短期在外部冲击加大以及后期有所缓和以及资本市场政策支持背景下，国内外资金大幅流入，4月A股进入震荡修复反弹阶段。风格方面，价值风格表现明优于成长风格，且成长风格波动较大。
- 行业方面，4月电力及公用事业、商贸零售、农林牧渔和综合金融板块表现较好。4月受前期爆火的人工智能、人形机器人、通信服务以及软件等计算机及电子板块的退潮，资金整体偏向防御板块，低波高红利板块表现较好；受国内“以旧换新”政策的支撑，商贸零售等消费板块表现也较好；受黄金持续创历史新高影响，贵金属板块表现最佳。

图 中信一级行业板块涨跌表现



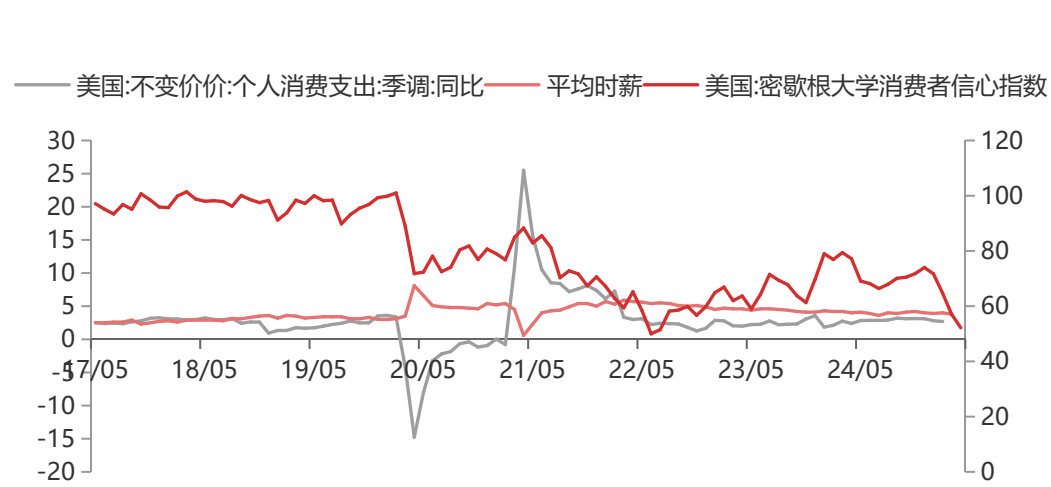
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债市场结构特征与策略
- 05 2025年5月资产配置观点展望

2.1 海外宏观：美国经济增长快速放缓，但仍具韧性

图 欧美制造业PMI



图 美国消费支出数据



1 **美国：**经济景气方面，美国4月标普全球制造业PMI初值50.7，预期49.1，3月终值50.2；服务业PMI初值51.4，预期52.8，3月终值54.4；综合PMI初值51.2，预期52.2，3月终值53.5。美国4月制造业PMI超预期回升，但服务业PMI超预期大幅下降，拖累美国经济景气整体大幅下降。就业方面，美国3月季调后非农就业人口增**17.7万，预期13.0万，前值18.5万**。失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%，符合市场预期。平均时薪同比升3.8%，预期3.9%，前值3.8%；环比升0.2%，预期升0.3%，前值0.3%；薪资增速超预期下降。目前美国劳动力市场**整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲**。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国4月密歇根大学消费者信心指数终值录得52.2，预期50.8，前值57，3月实际消费支出环比增长0.7%，预期0.5%，消费增速继续回升，但好于市场预期。

2 **欧洲：**经济方面，欧元区4月制造业PMI初值48.7，预期47.5，3月终值48.6；服务业PMI初值49.7，预期50.5，3月终值51.0；综合PMI初值50.1，预期50.3，3月终值50.9；欧元区4月份PMI数据显示欧洲经济增速有所放缓但低于市场预期。

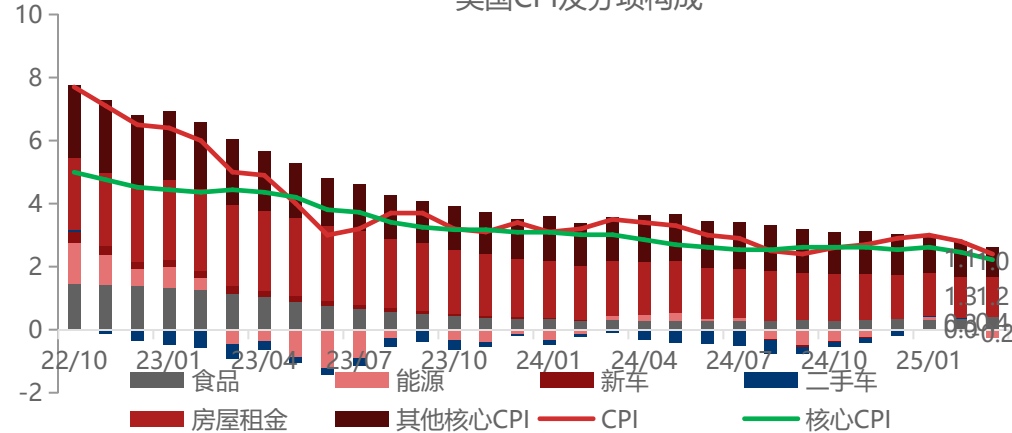
2.2 海外宏观：美国通胀短期全线降温，但关税加剧上行风险

图 天然气和原油价格



图 美国CPI及分项构成

美国CPI及分项构成



1 **能源：**由于俄乌谈判进展良好，天然气供应受到影响减弱，以及需求预期减弱，天然气价格短期回调。

OPEC+超预期增产，全球经济增长受美国关税政策影响有所放缓；由于能源价格中枢下移，欧美能源通胀整体有所下降。

2 **通胀：**目前美国通胀整体全面降温，**美国3月CPI同比升2.4%**，预期升2.6%，前值升2.8%；季调后CPI环比降0.1%，预期升0.1%，前值升0.2%；**核心CPI同比升2.8%**，预期升3.0%，前值升3.1%；季调后核心CPI环比升0.1%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国通胀超预期回落。

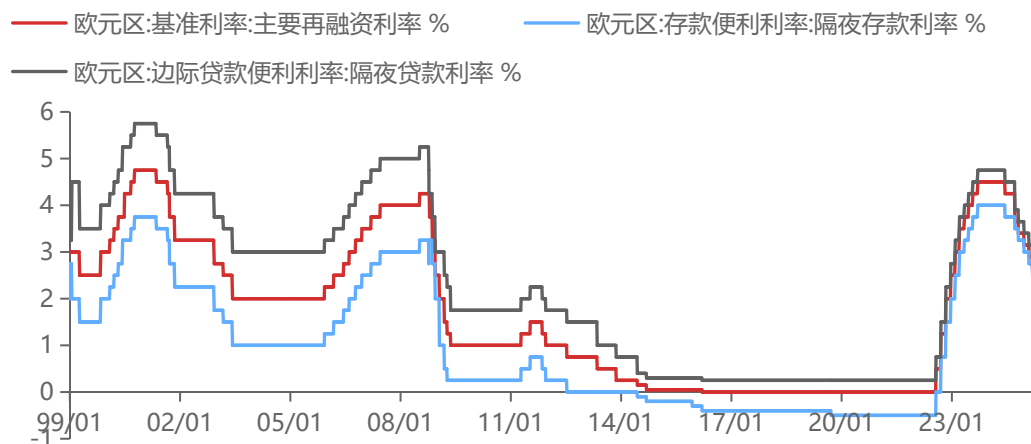
目前美国核心CPI由于房屋租金、服务业消费等核心CPI支撑维持较高水平，但整体超预期回落。在整体通胀2.4%中，能源和食品通胀共计贡献0.2%，下降0.1%。核心通胀方面，房屋租金下降0.1%，对通胀贡献为1.2%，服务消费贡献下降0.1%至1.0%，二手车维持0%不变。

2.3 海外宏观：欧央行降息25BP，美联储降息预期增强

图 美联储3月维持利率不变



图 欧央行3月降息25BP



1

美联储3月议息会议：美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间。

- 声明概述：以11-1的投票比例通过将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，理事沃勒投下反对票，其倾向于继续以当前速度缩表。声明中不再称风险“大致平衡”，提及经济前景的不确定性已增加。
- 利率前景：点阵图维持近三年中值不变，今明两年将降息两次，但2025年支持不降息或者降息更少的官员人数增多。
- 通胀前景：上调今明两年PCE通胀预期及今年核心PCE通胀预期，仍预计通胀在2027年达标，多数官员预计风险倾向上行。
- 经济前景：全线下调2025-2027年GDP增速预期，今年预期从2.1%大幅下调至1.7%。小幅上调今年失业率至4.4%，其余年限不变。
- 缩表政策：将于4月开始放缓资产负债表缩减步伐，缩减国债规模从250亿美元降至50亿美元，MBS规模维持在350亿美元。

2

欧央行由于经济增长疲软以及美国关税政策导致的不确定性，如期降息25BP，6月降息的预期仍存。美国4月服务业PMI和综合PMI超预期下降，且消费信心放缓以及零售销售放缓，显示经济出现了一定程度的放缓，但非农就业数据强劲显示美国关税政策对经济的影响尚未完全显现。降息预期方面，市场降息预期整体有所增加。目前市场中性预期年内大约降息接近4次，并最早于6月进行降息。

1.5 宏观小结

- **海外：**整体来看，海外宏观方面，美国3月通胀和核心通胀全面降温，美国经济增长继续放缓、消费信心下降，以及美国所谓“对等关税”落地导致美国经济的不确定性增大。美联储降息预期有所升温，市场预期降息次数上升到4次左右，美元短期整体走弱，全球市场波动率急剧放大后随着美国贸易政策的缓和而逐步降低。短期商品需求由于美国“抢进口”和“抢消费”整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，但关税风险使得商品市场短期波动加大。伴随4月中下旬以后美国的关税政策逐步缓和，以及美国4月经济数据好于预期，海外波动有所降低。不过，美国“滞胀”叙事还在继续，以欧洲为代表的海外非美国国家政策转向，地缘博弈持续，宏观环境尤其关税落地节奏存在反复和预期差，预计5月海外波动仍旧偏高。

- 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 股债市场结构特征与策略
- 05 2025年二季度资产配置观点展望

3.1 外部冲击加大，经济复苏放缓

图 PMI数据

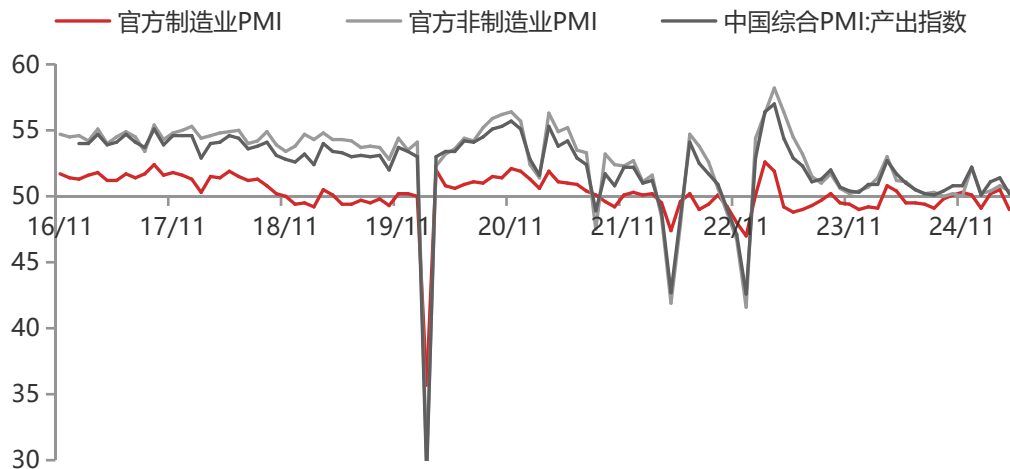
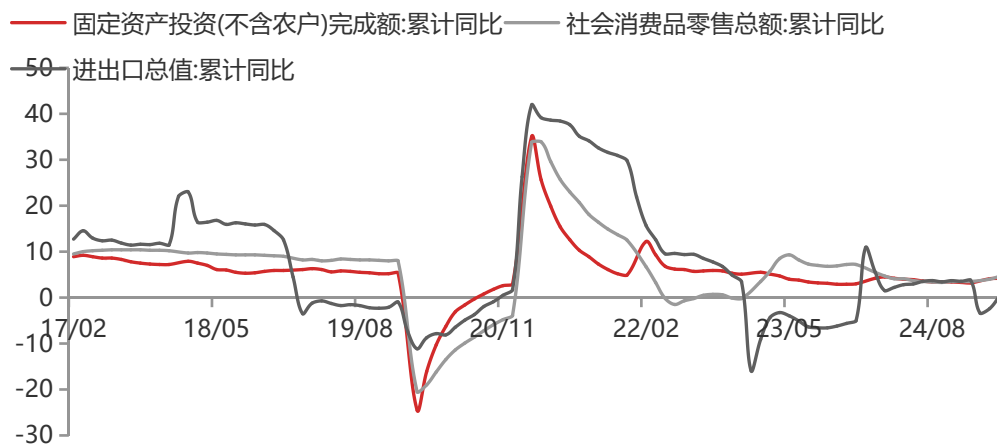


图 经济驱动三驾马车数据



1

PMI：中国4月份制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI分别为49%、50.4%和50.2%，比上月下降1.5、0.4和1.2个百分点，三大指数明显下降，企业生产经营活动放缓，我国经济景气水平有所下降，复苏步伐有所放缓。

2

经济驱动：从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中1-3月固定资产投资累计同比4.2%，较1-2月上升0.1%；消费同比增长4.6%，较1-2月上升0.6%；1-3月进出口同比上升0.2%，较1-2月上升2.6个百分点。

3

目前国内经济增长三驾马车中，制造业增长较快较高，基建加快，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期由于抢出口超预期回升；消费复苏有所加快，消费以及净出口对国内经济的拉动作用明显增强。

3.1 外部冲击加大，经济复苏放缓

金融经济指标	最新值 (2025-3)	上期值 (2025-2)
固定资产投资(不含农户)完成额: 累计同比	4.20	4.10
制造业:累计同比	9.10	9.00
房地产业:累计同比	-10.00	-9.10
电力、热力、燃气及水的生产和供应业:累计同比	11.50	9.90
社会消费品零售总额:当月同比	5.90	4.00
出口总值(美元计价):当月同比	12.40	2.30
进口总值(美元计价):当月同比	-4.30	-8.40
CPI:当月同比	-0.10	-0.70
PPI:当月同比	-2.50	-2.20
制造业PMI	49.00	50.50
规模以上工业增加值:当月同比	7.70	5.90
M2(货币和准货币):同比	7.00	7.00
新增社融	58894.00	10100.00
新增人民币贷款	36400.00	22375.00

3.1.1 房地产销售回暖但投资修复偏慢

1 **销售：**3月商品房销售面积同比增长-1.6%，较前值缩窄3.9%，商品房销售额同比增长-2.3%，较前值缩窄0.6%，由于低基数效应以及政策刺激力度加强，住房市场成交活跃度提升，销售有所好转。

2 **投资：**房地产开发资金来源方面，3月当月同比增长-3.6%，收窄0.2%，资金来源压力大幅缓解；房地产开发投资当月同比增长-10.3%，降幅较前值扩大0.8%，房地产投资由于需要严控增量、整体仍旧偏弱。

3 **开工、施工：**3月房地产新开工面积同比增长-18.7%，降幅较前值缩窄11.1%；施工面积同比增长-33.3%，降幅扩大24.2%；竣工面积同比增长-11.7%，降幅较前值缩窄4.0%；施工端有所修复但仍旧较弱。

4 **国房景气：**3月国房景气指数上升0.17至93.96，房地产景气度继续回升。

图 房地产投资及资金来源



图 房屋销售面积、销售额数据

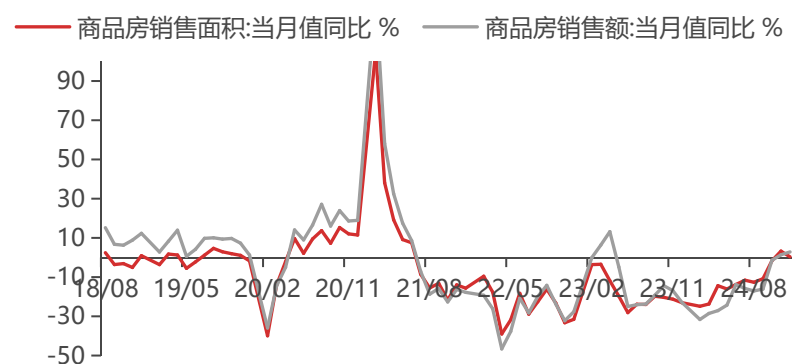


图 房屋新开工、施工、竣工数据

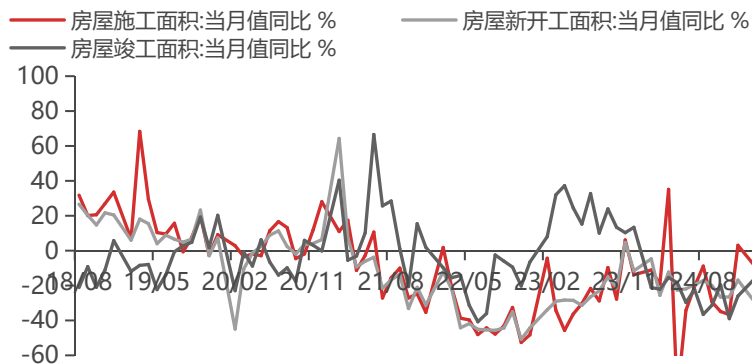


图 国房景气指数

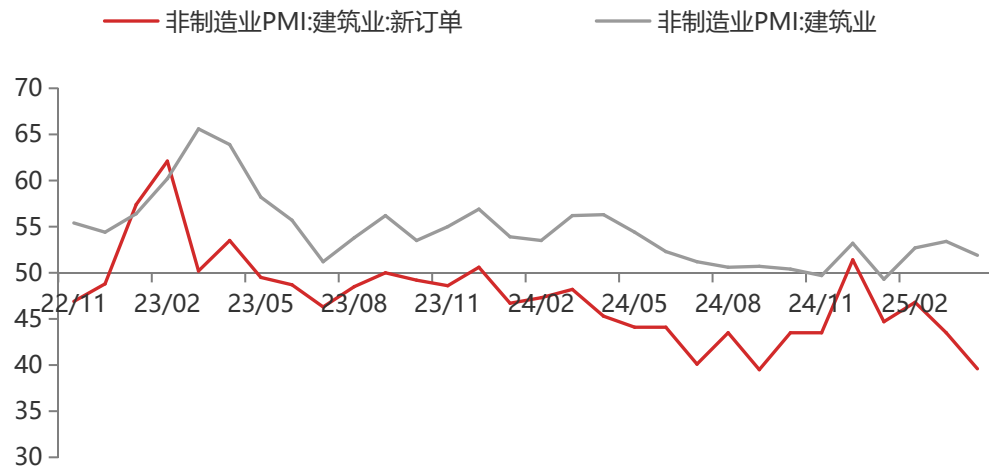


3.1.2 基建投资持续加快

图 基建投资增速



图 建筑业景气度及订单



1

基建：3月基建（全口径）投资当月同比12.6%，前值9.9%，较前值上升2.7%，基建投资增速大幅加快。随着专项债使用进度加快，以及政策超前发力，基建投资增速大幅回升。

2

建筑业景气度：4月建筑业PMI 51.9%，前值53.4%，下降1.5%，景气度有所下降；建筑业新订单39.6%，前值43.5%，较上月下降3.9%，短期订单大幅回落；需求端短期整体有所承压。

3

政策：二季度在外部贸易冲击逐步显现的情况下，国内政府支出力度会靠前且加强、基建对冲力度可能加强，财政支出将明显加快加强。而且财政支出的重点领域在于设备更新、消费品以旧换新以及民生方面，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注政治局会议后财政政策落地、基建支出力度以及增量政策出台情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

3.1.3 制造业投资小幅回升且保持高速增长

- 1 制造业投资：**3月制造业投资当月同比9.2%，前值9.0%，较前值上升0.2%，整体小幅回升且继续保持高速增长。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。
- 2 存货投资：**1-3月工业企业产成品存货同比4.2%，较上月持平，制造业短期处于被动补库阶段。
资本开支投资：1-3月工业企业利润增速同比增长0.8%，较上月上升1.1%，企业业绩整体继续修复回升，对未来资本开支意愿逐步增强。
- 3 未来**一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前由于外部冲击加大预计冲击外需，国内外将补库过程可能受阻，短期制造业投资动力有所减弱。

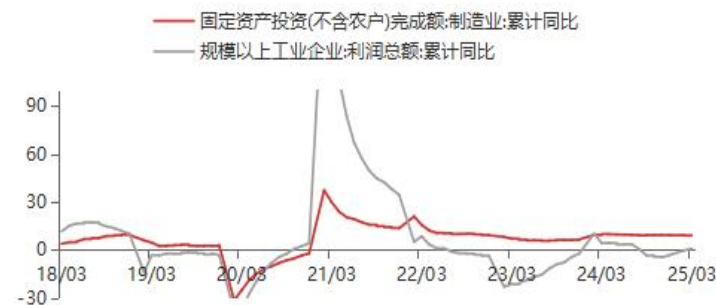
图 制造业投资增速



图 制造业企业主动降库



图 企业利润修复导致资本开支意愿上升



3.2 国内消费增速同比大幅回升且高于市场预期

图 社会消费零售总额同比数据

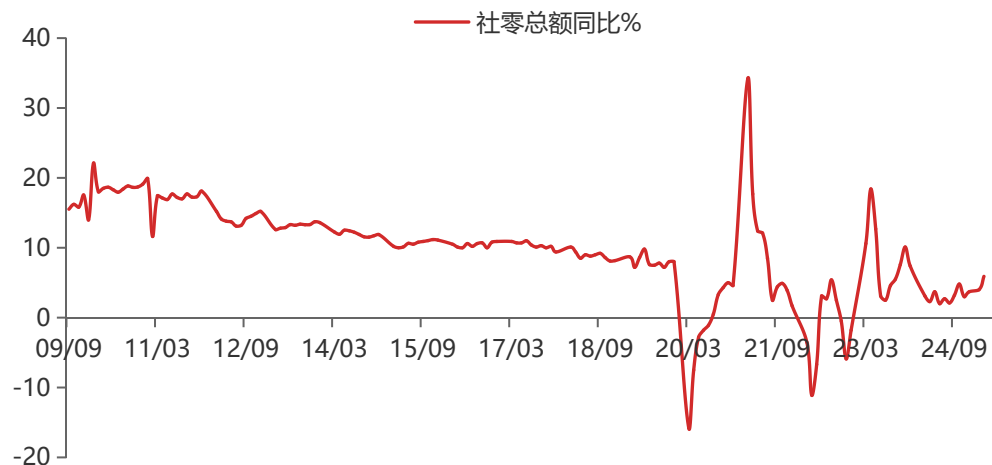
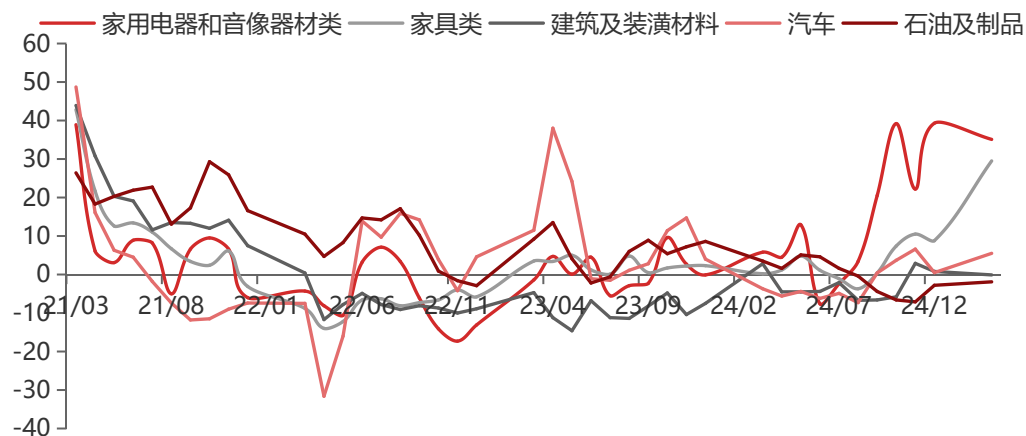


图 地产相关消费持续低迷



1

消费：3月份，社会消费品零售总额同比增长5.9%，预期4.2%，前值4.0%，较前值上升1.9个百分点，高于市场预期。

消费品以旧换新政策持续加力显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长35.1%、29.5%、5.5%、26.2%，继续保持高速增长或大幅回升。

2

目前来看，消费复苏方向不变，短期由于基数效应较低以及消费品以旧换新政策持续加力显效等因素导致消费增速回升且高于市场预期；后期随着国内消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

3.3 3月“抢出口”效应推动出口超预期回升

图 进出口以及贸易差额数据

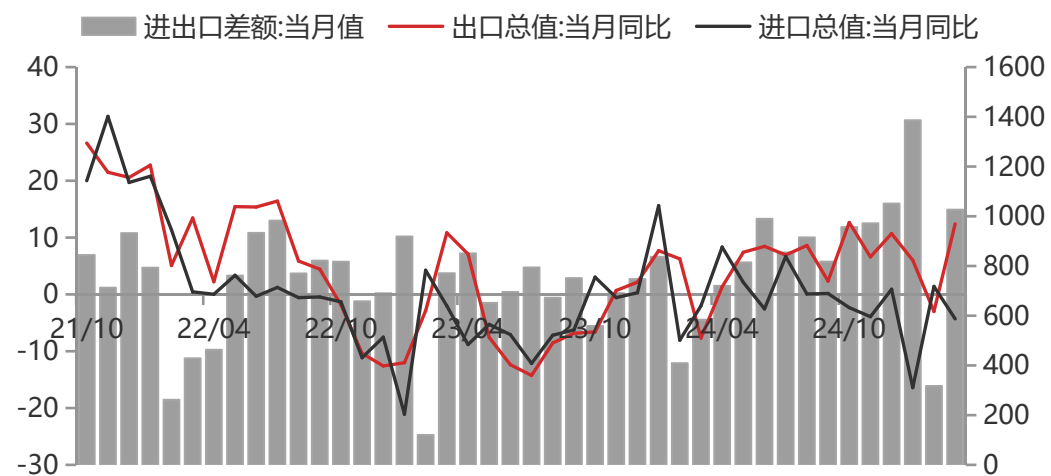
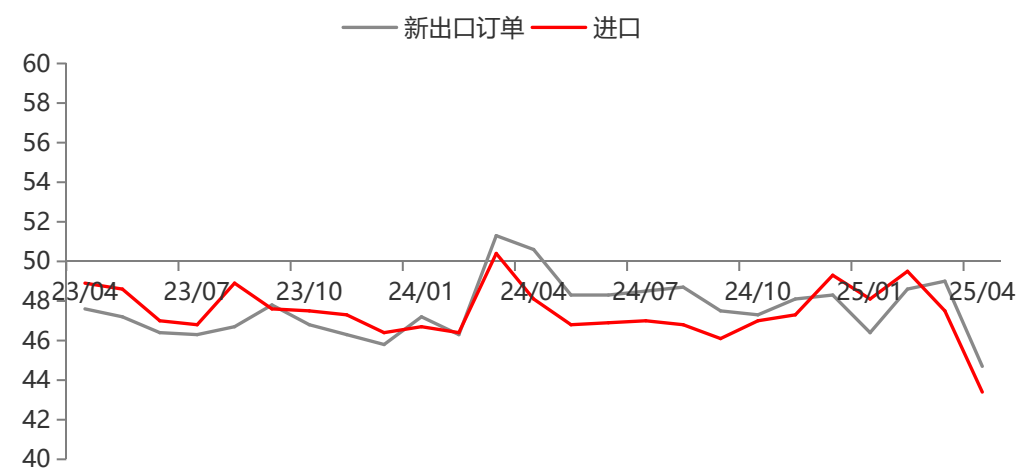


图 国内进口以及新出口订单数据



1

进出口：中国2025年3月进出口总额（以美元计）5251.81亿美元，同比5%，前值为-2.4%，上升7.4%。其中，出口3139.12亿美元，同比上升12.4%，预期4.4%，前值上升2.3%，上升10.1%，出口超预期回升；进口2112.69亿美元，同比下降4.3%，预期下降2%，前值下降8.4%，降幅收窄4.1%%；**贸易顺差1048.4亿美元，预期770亿美元**，前值1705.15亿美元。

进出口订单：4月新出口订单44.7%，较上月下降4.3%；进口订单43.4%，较上月下降4.1%，进出口订单双双大幅下降。

2

目前商品外需抢进口整体有所回升、内需有所改善但仍旧偏弱的局势导致国内顺差大幅扩大，净出口对经济的支撑明显加大。随着美国对华高额关税政策落地，国内出口将受到较大的冲击；但是对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑；需要持续关注特美国贸易措施对中国出口的影响。进口由于国内财政货币政策支持力度可能进一步加大，需求预期有所提升，商品需求支撑进一步增强，预计进口增速有望回升，短期净出口对经济的拉动仍有一定的支撑，但将大幅减弱。



3.4 短期市场处于外部冲击缓和和内部对冲力度的博弈震荡反弹阶段

- 1 经济和政策方面，一季度国内经济增长有所加快且好于预期，但是美国对中国加征高额关税，预计二季度对国内经济的负面影响逐步显现。4月中国召开政治局会议，强调要坚持稳中求进工作总基调，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事；适时降准和降息，根据形势变化及时推出增量储备政策；政策支持预期加强。
- 2 汇率方面，由于美国近期经济增长有所放缓，以及市场对于关税对经济的冲击担忧加深，美元指数短期整体走弱，人民币汇率压力有所缓解，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于外部风险不确定性加大、而且当前市场估值并不低，在经济数据、财报发布，基本面对行情的影响重新加大环境下，近期指数拉估值的难度进一步上升，股市或持续进入震荡整固阶段。
- 3 展望2025年5月，政治局会议之后，国内政策思路 and 方向清晰，后期更重要的是落地节奏。“低物价”、“宽财政节奏前置”、“货币节奏后置”预期延续，择机降准降息可能会兼顾外部市场节奏。经济方面，向上支撑来自基建增速有望维持高位，“两新”政策和高科技产业投入对制造业需求仍有增量；向下压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间，消费刺激对需求拉动效果仍将延续，但下半年或边际递减，以及4月后我国出口压力将逐渐体现。5月市场处于外部冲击放缓和内部对冲力度的博弈的经济验证阶段，市场进入震荡修复反弹阶段，波动或将降低。

- 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 **股债市场结构特征与策略**
- 05 2025年5月资产配置观点展望

4.1 A股活跃度：交易活跃度整体放缓

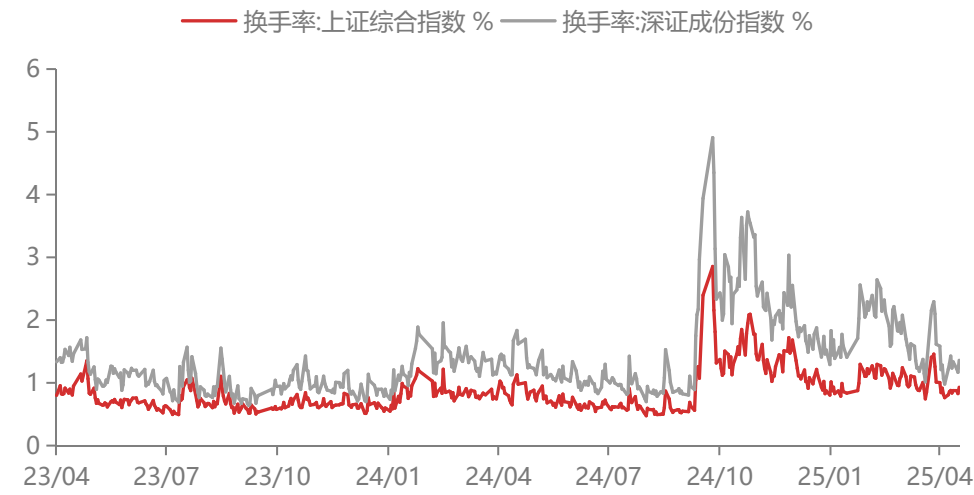
4月市场交投活跃度整体放缓，整体风险偏好继续降温。

- **两市成交额：**4月份以来沪深两市日均成交额出现明显下降，从接近1.5万亿的成交均值回落至接近1.2万亿左右。
- **换手率方面：**上证A股换手率在4月份出现明显下降，整体换手率逐步接近2024年10月之前的水平。

图 A股日成交金额



图 A股市场换手率



4.2 市场风险偏好：市场风险偏好明显降温

4月股/债性价比继续创历史新高。

- **股/债性价比有继续创历史新高：**截至4月30日，沪深300股息率/十年期国债收益率2.36，持续创历史新高，主要是由于无风险收益短期回升所致，目前股票性价比持续上升。
- **风险溢价率整体继续维持高位：**截至4月30日，同花顺全A风险溢价率为3.723，市场情绪整体降温导致估值有所下降，风险溢价整体较高，风险偏好持续处于较高位置。

图 股票性价比大幅上升



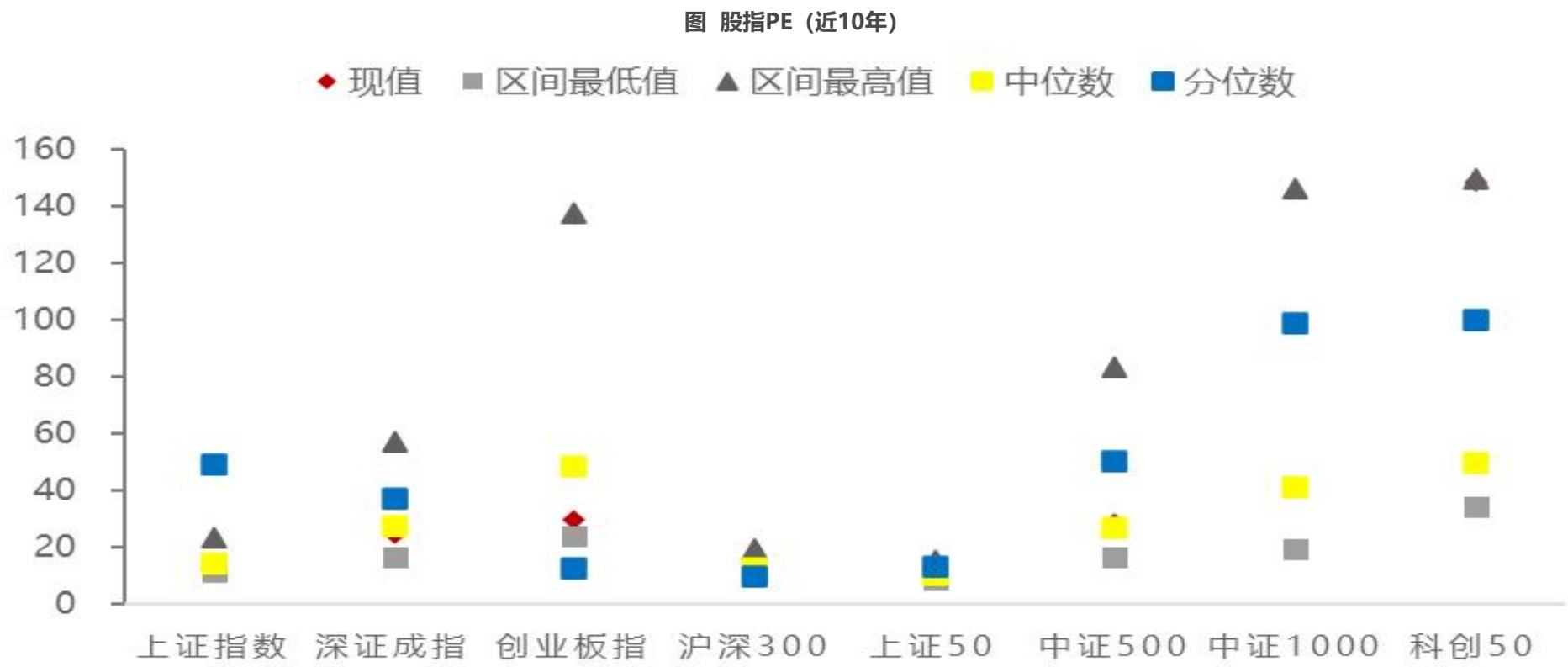
图 风险溢价率处于高位



4.3 股指估值：全部超跌反弹

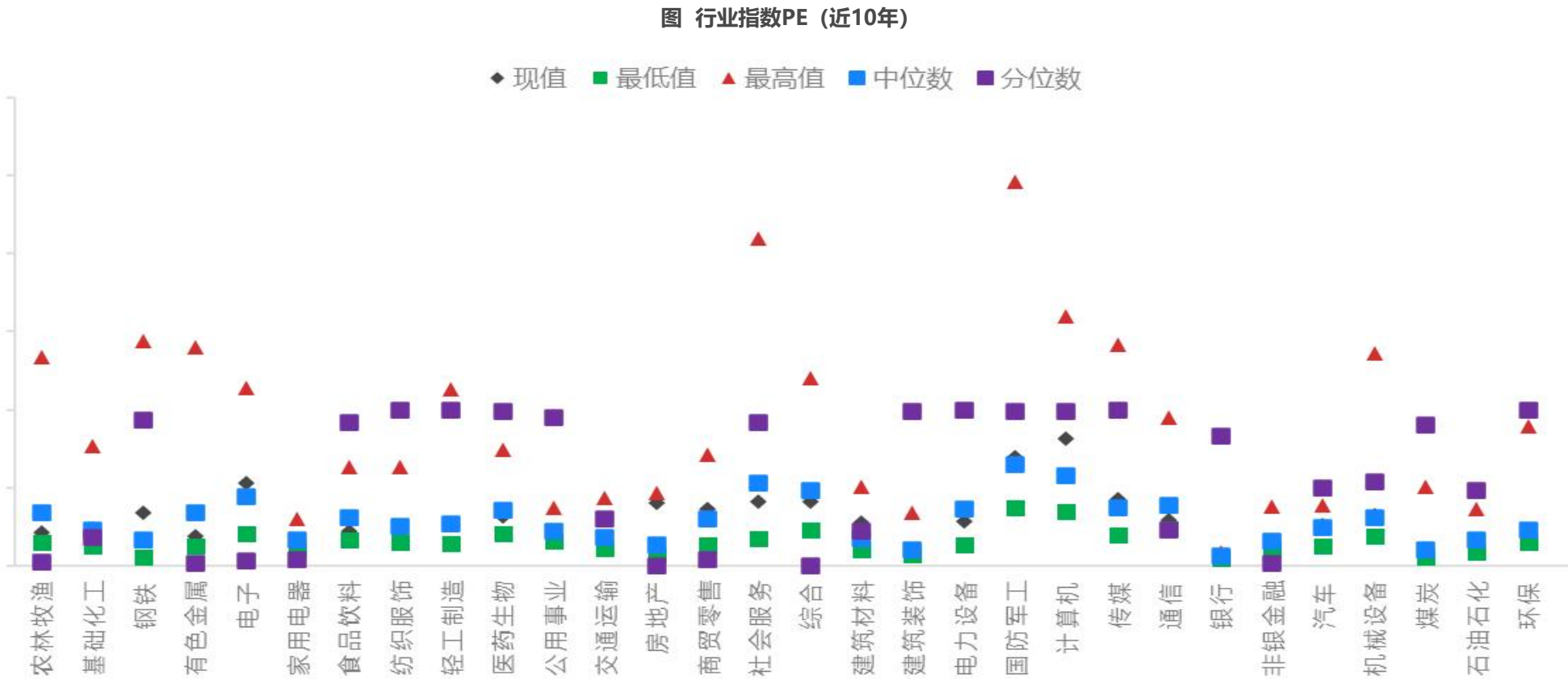
4月股指估值全部超跌反弹。

- 4月，跟踪的8个股指估值全部超跌反弹，但整体下跌，估值分位数分化明显。其中科创50估值波动最大，修复反弹力度也最大；沪深300、上证50以及创业板估值分位数目前处于10%左右，中证1000和科创50估值分位数涨至100%。
- 跟踪PE的8个股指中，上证指数、上证50、中证500以及科创50等5个位于中位数以上区间，其中沪深300、深证成指、创业板以及中证1000处于中位数以下区间。



4.4 行业估值：大部分上涨，高成长相关板块估值回调相对较大

- 4月，跟踪PE的31个一级行业中，16个行业估值上涨，1个行业持平，14个行业估值下跌，无明显变化。其中综合、通信、电子、电力设备等行业估值跌幅较为显著；农林牧渔、钢铁、房地产、美容护理和传媒等几个行业的估值涨幅居前。
- 当前观察PE的29个行业中，仅有19个行业处于下1/2分位数以上区间，较上月多7个，10个行业位于上1/2分位数以下。

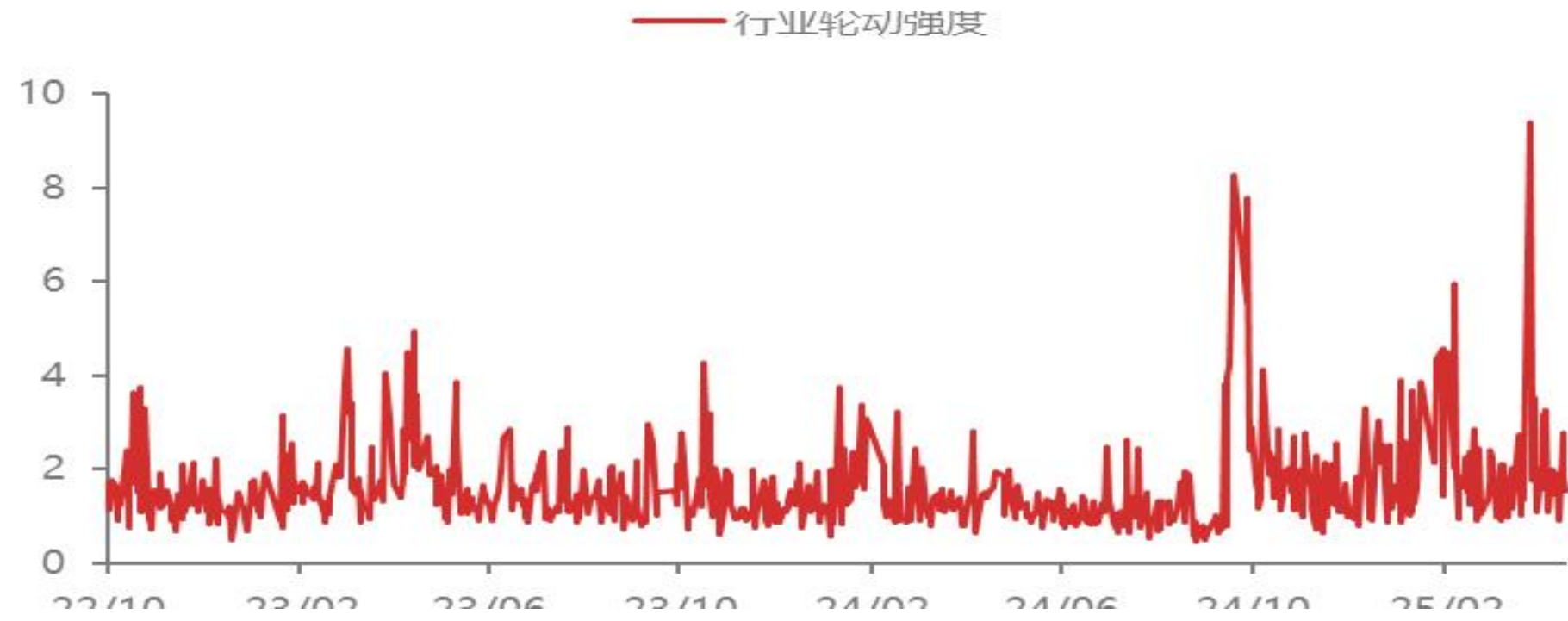


4.5 A股交易结构：行业轮动加快后明显下降

4月行业轮动速度在月初大幅上升后快速下降，一是美国“对等关税”政策落地导致全市场大幅下跌且受关税政策影响较大的板块跌幅最大，板块分化加大；二是随着市场情绪的修复回升，市场逐步回归主线，热门板块和板块赚钱效应明显回升，科技板块相对较好；行业间超额收益明显，显示出资金偏好较强。

- 行业拥挤度方面，4月交易热度明显降温的行业主要集中在前期受益于DeepSeek人工智能和宇树科技人形机器人的爆火等相关板块，4月初大幅下跌后在内需政策刺激预期下快速反弹，主要涉及人工智能、算力通信和人形机器人等；但是银行、保险、电力等防御板块表现相对较好、波动较低。5月份，股市成交在短期有所上升，科技板块大幅反弹，而且中国科技持续突破，高科技板块热度有望持续强于其他板块，防守偏进攻型策略组合或具备较高吸引力。

图 行业轮动强度较低



4.6 A股资金面：内资情绪降温，外资流入倾向仍强

内资方面：由于国内市场情绪降温，融资资金短期净流出。

- 从资金结构来看，杠杆资金方面，4月以来随着市场情绪的降温，杠杆资金短期净流出，4月份融资资金净流出1160亿元，较3月份的净流入194亿元明显下降，且呈持续流出趋势。预计内资情绪的回暖以及赚钱效应回暖，杠杆资金流入将有所修复改善。长期资金方面，五部门联合推动中长期资金入市政策落地，包括研究降准降息、设立国家级创业投资引导基金等。瑞银证券预测2025年将有1.7万亿元长线资金流入A股，主要来源于养老金、保险资金及海外主权基金。

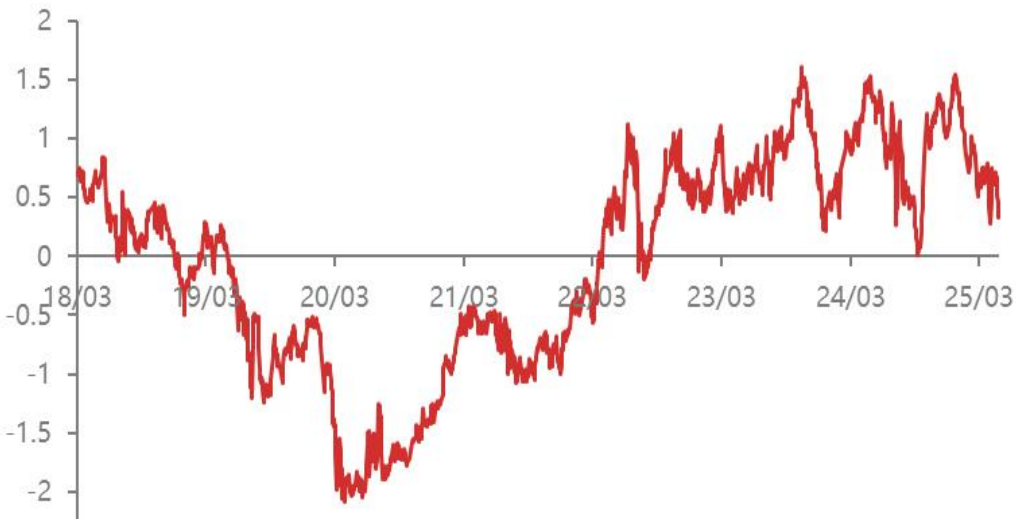
外资方面：美债收益率大幅反弹，A股估值有所下降，市场有所回调，外资净流入放缓，但外资视角下A股性价比较高。

- 近期美债收益率由于对等关税政策落地导致美债被抛售而大幅反弹，美股也在大幅下跌后逐步反弹。虽然A股和港股在外部风险释放且逐步缓和的情况下逐步修复反弹。但是A股和港股在资本市场政策、经济刺激政策支持、资金大幅流出等因素驱动下，中国资本市场仍展现出强大的“磁吸效应”，外资机构仍对中国资产保持极大的热情。

图 融资余额增幅放缓



图 美债-A股收益差回落



4.7 当下影响A股的关键——外部风险缓和&内部对冲力度，经济复苏成色

- 1 首先，从性价比方面来看，美债收益率维持高位，中债国债收益率下跌，美中利差走扩，中国资产性价比短期有所下降，但内外资仍旧看好中国股市投资价值。
- 2 其次，中国人工智能（AI）技术爆发、政策红利释放、企业业绩改善等因素驱动下，导致中国股市估值明显提升，从横向和纵向比较来看，中国股市估值仍旧偏低。
- 3 三是，美国持续对中国释放贸易缓和信号，预计美国关税政策对中国的出口影响将逐步减弱；而且4月底政治局会议，全方位扩大内需政策刺激预期增强；未来的关注点是外部冲击缓和和内部对冲对国内经济实际影响情况如何演绎，短期预计市场将震荡修复。

4.8 行业比较：震荡市，短期防御性配置为主

1 **短期震荡与长期向上：**外部冲击短期释放后，市场进入震荡整理阶段，外部冲击缓和、及政策预期加强、短期波动降低。中长期看，市场投资逻辑转向“范式变革”，成长风格（如科创50、AI）仍为核心主线，流动性宽松预期或强化其阶段性表现。

结构分化延续：科技突围（半导体、工业母机）与出口链（机械、电力设备）受益于国产替代及全球制造业复苏。高股息资产（公用事业、能源）作为防御性配置，对冲地缘冲突及海外政策不确定性风险有所降低，均衡持仓高股息红利资产，降低组合波动。

2 **行业比较及配置建议：**

超配方向：

科技制造：半导体、AI、工业母机（政策扶持+国产替代逻辑）；**出口链：**汽车零部件、家电（全球制造业周期触底+新兴市场需求）；**高端装备：**新能源设备、智能驾驶（产业转型+技术突破）。

标配方向：

消费：可选消费（政策托底+需求边际改善）；**金融：**券商（资本市场改革红利）。

低配方向：

传统地产链：政策托底效果有限，转型压力仍存。

4.9 港股：外部风险缓和，市场偏向谨慎修复反弹

4月AH股溢价率变化不大。

- 4月A股、H股均出现超跌反弹，整体一定的回调，其中H股调整幅度明显大于A股，AH股溢价率继续走弱，但仍处在较高水平。
- 目前港股估值相对于欧美日等发达经济体以及历史高点来说仍旧偏低，而且随着中国科技的突破，科技估值重估驱动港股中长期上行；短期中美贸易释放缓和信号，外部风险对股市的影响逐步降低，港股短期明显反弹，市场逐步回暖修复。5月主要关注国内经济受关税的影响程度以及美联储鸽派基调是否延续；长期来看，外资机构和投行纷纷看好中国资产、港股估值仍有上行空间，对港股仍持谨慎偏乐观态度。

图 港股溢价率



图 港股市盈率



4.10 资金：资金面转松，政策延续宽松基调

- **4月资金面逐渐转松，资金利率整体下降。**4月资金面逐步转松，资金利率有所下降，但仍旧明显高于政策利率水平，央行并未降准而是采取大额续作MLF和净投放资金的方式改善市场流动性。
- **政策延续宽松基调。**4月政治局会议强调实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕。央行也多次表态将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况择机降准降息。
- **后续经济复苏仍需货币政策持续发力。**进入4月之后市场利率有所回落，资金偏紧的情况有所好转，后续市场利率或维持在政策利率附近。5月份，随着政治局会议强调财政刺激加快提速以及大规模地方政府化债推进，可能对流动性造成扰动。不过适时降准降息以及MLF的净投放可在一定程度上缓解流动性的冲击，再加上政策延续偏松表态，将继续向市场适度投放流动性，市场利率或维持在政策利率附近。

图 央行货币净投放

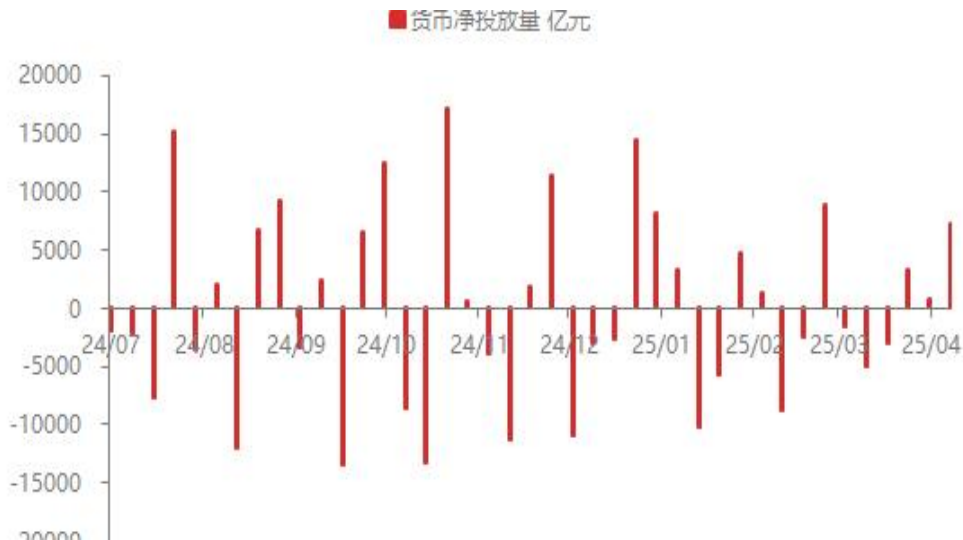


图 市场利率和政策利率



4.11 债市：短期高位震荡，需关注后续政策节奏及效果

- **4月以来，债市继续反弹且维持高位震荡。**主要是受到以下几个方面因素影响：1、一季度国内经济数据整体好于预期，而且美国释放贸易缓和信号，市场逐步将关注点转移到二季度经济复苏的成色上来。2、美国关税政策落地导致国内股市大跌，短期避险情绪升温。3、虽然美国释放贸易缓和信号、外部风险降低，股市反弹，但国内货币宽松预期增强，市场利率维持低位。3、政治局会议释放宽松信号，市场资金利率有望下降。因此，近期债市短期高位震荡。
- **债市短期高位震荡，但反弹空间预期有限。**美国关税政策落地，预计二季度末对国内出口压力将逐步显现，以及美联储降息预期整体增强为国内央行的宽松预期提供了边际空间；但是，随着美国对中国持续释放贸易缓和信号，以及二季度国内政策将加力落地，为经济持稳提供较强的支撑，在一定程度上约束债市上行空间。

图 国债收益率短期偏弱震荡



图 银行理财资金持续搬家



- 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 股债市场结构特征与策略
- 05 **2025年5月资产配置观点展望**

5.1 全球化配置观点

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
港股	1、外部风险释放后，技术性买入增强，港股技术指标重新走好。 2、美国对中国持续释放贸易缓和信号，中国正在评估，外部冲击缓和。 3、二季度关注国内增量政策情况、国内经济复苏成色以及美国关税政策情况。 4、恒指今年处于震荡上行的通道中，配置价值较高，短期反弹后，建议继续维持中配+，中长期择机逢低买入。	中配+
美股	1、美国经济增长放缓，但短期抢进口补库和抢消费支撑美国经济和美股业绩。 2、美国关税谈判进展不佳，但持续释放贸易缓和信号，导致市场风险偏好上升，美股波动性降低。 3、短期和中期关注美国关税措施对美国经济以及美联储货币政策的影响。 4、短期震荡反弹，中长期仍有配置价值，建议维持中配+。	中配+
美债	1、美国关税政策导致经济放缓且不确定性加大，且推高美国通胀，美债收益率短期偏强运行，价格下行风险较大。 2、美联储仍处于降息周期，由于关税原因市场预期美联储降息预期次数为4次左右，但短期经济韧性较强导致美联储降息预期下降，美债收益率下行风险减弱。 3、美债价格震荡偏弱，中长期继续下跌空间有限，仍具备较好的中期配置价值，建议维持中配。	中配
美元	1、美国关税的不确定性导致美国经济增长前景恶化，美联储降息预期次数为4次左右，美元指数价格中枢将在100左右，整体偏弱。建议美元指数维持中配-。 2、美元偏弱导致人民币汇率压力缓解，且美国对中国释放关税缓和信号，中期看人民币贬值压力降低，且央行保持人民币汇率基本稳定的预期导致人民币汇率贬值空间不大。 建议人民币从低配+上调至中配-。 3、可维持非美货币储备，对欧元、英镑、日元等主流货币适度分散配置。	中配-

5.2 债市及黄金

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
债券（利率）	1、美国对中国关税政策释放缓和信号，提振风险偏好，减少对债市的需求。 2、央行货币政策维持宽松基调，引导市场利率下行，对债市中期仍有支撑。 3、宏观对冲政策预计二季度有所发力、经济预期较稳， 4、中期角度看，美国关税政策对中国外贸的影响将在二季度逐步显现，内需刺激政策将逐步发力，国内经济复苏的成色是重要关注点，债市配置价值减弱。 5、短期债市整体高位震荡，中期上行空间受限，配置价值有所减弱，建议维持中配+。	中配+
黄金	1、美元整体偏弱运行，中期美联储仍处于宽松周期且降息预期有所增强，支撑黄金的中期配置价值。 2、美国持续释放关税政策缓和信号可能导致中期避险需求有所减弱。 3、中国等新兴经济体央行购进需求导致配置价值仍旧较高。 4、俄乌谈判仍无进展，且中东地缘风险仍存，地缘避险需求中期仍存。 5、短期高位震荡运行，中期配置价值仍旧较高，继续维持高配。	高配

5.3 A股策略

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	1、整体处于降息周期，对国内偏利多；且美国的关税政策缓和对中国市场冲击减弱。 2、国内经济基本面：外部冲击缓和VS内需对冲力度，影响偏中性，但过程或有波折，二季度关注国内经济复苏的成色。 3、政策面：在二季度美国关税政策影响显现的情况下，宏观政策进入发力阶段，政策发力带来边际利好，但政策节奏及效果受外部影响较大。 4、资金面：4月后资金紧张缓和，政治局会议和央行释放择机降准降息信号，影响略偏多。 5、估值方面，A股估值虽然横向和纵向对比估值仍旧偏低，且经历4月超跌后估值分位整体下降，估值进一步上拉空间增大，二季度需关注经济基本面的验证。 6、目前股市多头氛围增强，整体维持区间震荡反弹走势，建议继续维持中配。	中配
行业风格	投资组合——红利价值（防御），新兴科技成长（偏进攻、弹性），整体均衡。 1、大盘趋势上整体是震荡上行，短中期经济复苏并未被定价，仍有波动和反复，适宜将红利和价值策略作为组合中防御性配置； 2、以AI、机器人、半导体自主可控等为代表的新兴科技成长板块仍是发展空间更大、中长期确定性更强的方向，结构性行情下新兴科技成长方向形成合力的可能性更高，且具备较高的弹性。 3、行业方面，建议关注： 科技制造：半导体、AI、工业母机（政策扶持+国产替代逻辑）； 出口链：汽车零部件、家电（全球制造业周期触底+新兴市场需求）； 高端装备：新能源设备、智能驾驶（产业转型+技术突破）； 消费：可选消费（政策托底+需求边际改善）。	

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-80128600-8632  Jialj@qh168.com.cn

