

5月宏观展望

研究咨询部霍柔安、王兆玮
5月14日





目录

ONTENTS

01 ||

市场行情梳理

02 ||

宏观基本面分析

03 ||

未来趋势展望





目录

ONTENTS



01 市场行情梳理

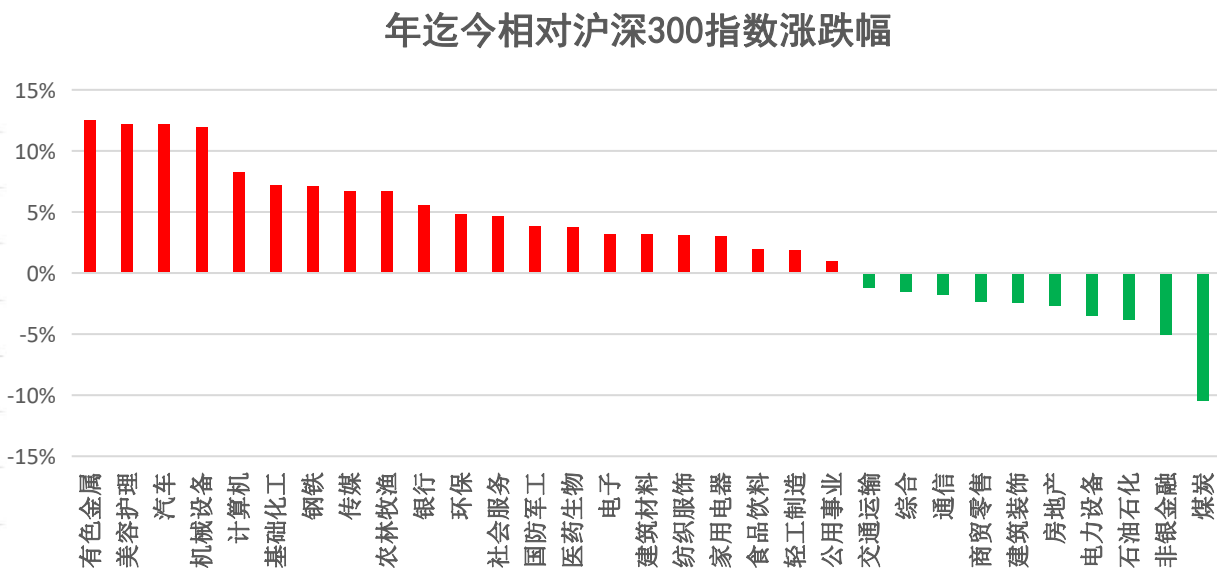
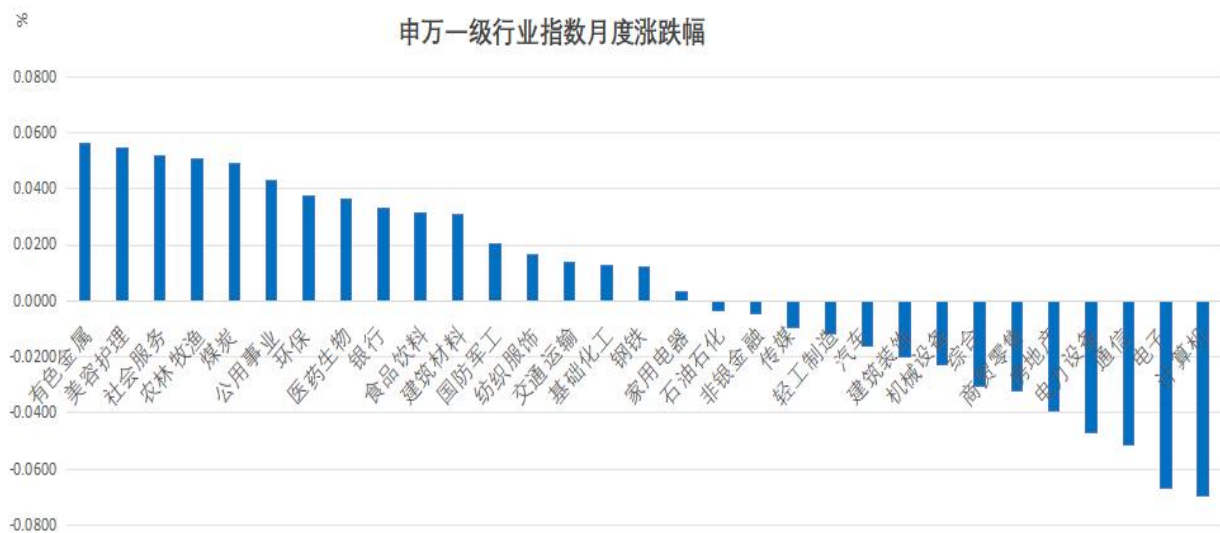
图表1.上证指数4月走势



数据来源：Wind，国元期货

4月市场呈现触底反弹走势。美国关税政策反复无常，市场提前定价缓和预期。清明假期后大跌后，市场持续震荡攀升。

图表2.申万一级指数月度涨跌幅



数据来源：Wind，国元期货

4月有色、美容护理以及农林牧渔等板块逆势上涨。电子、通信以及计算机等板块遭遇回调，跌幅超6%。全年来看，有色金属、美容护理、汽车等板块表现强势，大幅领先沪深300涨幅。煤炭、非银金融以及石油石化等板块表现不佳。

代码	名称	现价	涨跌幅	20日主力净流入天数	主力净流入天数	20日主力净流入额 ▼	主力净流入额
801080	电子(申万)	4421.31	-1.30%	12	-1	458.36亿	-18.92亿
801890	机械设备(申万)	1661.67	-0.87%	14	-1	436.16亿	-2868万
801750	计算机(申万)	4627.08	-1.33%	13	-1	402.17亿	-17.81亿
801880	汽车(申万)	7044.89	-0.50%	13	-1	287.54亿	-8692万
801030	基础化工(申万)	3406.93	-0.46%	14	-2	278.77亿	-3.13亿
801740	国防军工(申万)	1518.52	-0.82%	12	6	243.65亿	6530万
801770	通信(申万)	2889.00	-1.10%	12	-1	189.47亿	-8.34亿
801200	商贸零售(申万)	2117.62	-1.22%	14	-1	185.55亿	-3.89亿
801730	电力设备(申万)	6747.50	-0.60%	13	2	182.81亿	7237万
801780	银行(申万)	4086.01	0.43%	13	3	169.63亿	6.41亿
801760	传媒(申万)	669.59	-1.17%	16	-1	150.53亿	-5.52亿

代码	名称	现价	涨跌幅	20日主力净流入天数	主力净流入天数	20日主力净流入额 ▲	主力净流入额
801950	煤炭(申万)	2517.46	-0.11%	8	1	-3.32亿	4455万
801960	石油石化(申万)	2167.06	0.31%	10	3	11.90亿	7440万
801010	农林牧渔(申万)	2636.23	0.25%	12	4	14.15亿	1.22亿
801230	综合(申万)	2618.84	-0.70%	14	-1	20.06亿	-1342万
801710	建筑材料(申万)	4415.40	-0.20%	13	4	20.19亿	6483万
801040	钢铁(申万)	2178.96	-0.43%	10	-3	20.35亿	-7134万
801970	环保(申万)	1722.39	-0.34%	16	6	28.24亿	3981万
801980	美容护理(申万)	4727.95	0.00%	15	1	46.63亿	330万
801210	社会服务(申万)	8132.88	-0.53%	11	-1	47.09亿	-2368万
801790	非银金融(申万)	1726.15	-0.39%	10	-1	60.54亿	-4.29亿
801050	有色金属(申万)	4695.93	-0.57%	10	-3	61.43亿	-7988万

从20日主力净流入额来看，电子，机械设备以及计算机板块排名靠前。之前3月净流出较多板块资金回流。市场风险偏好回升。净卖出方面。仅煤炭板块主力资金净流出。个股来看：电子板块主力净流入资金较多的有兆易创新、深圳华强、京东方等。机械设备板块包括利欧股份、龙溪股份。计算机板块包括拓维信息、常山北明、华胜天成等。

2025 年一季度 A 股上市公司业绩总览

关键指标	2025 Q1	同比变动
营业总收入	16.8 万亿元	-0.5 %
归母净利润	1.49 万亿元	+3.6 %~4.2 %
盈利公司占比	75.5 %	+2.1 pct
收入正增长公司占比	57.9 %	-
净利正增长公司占比	54.8 %	-

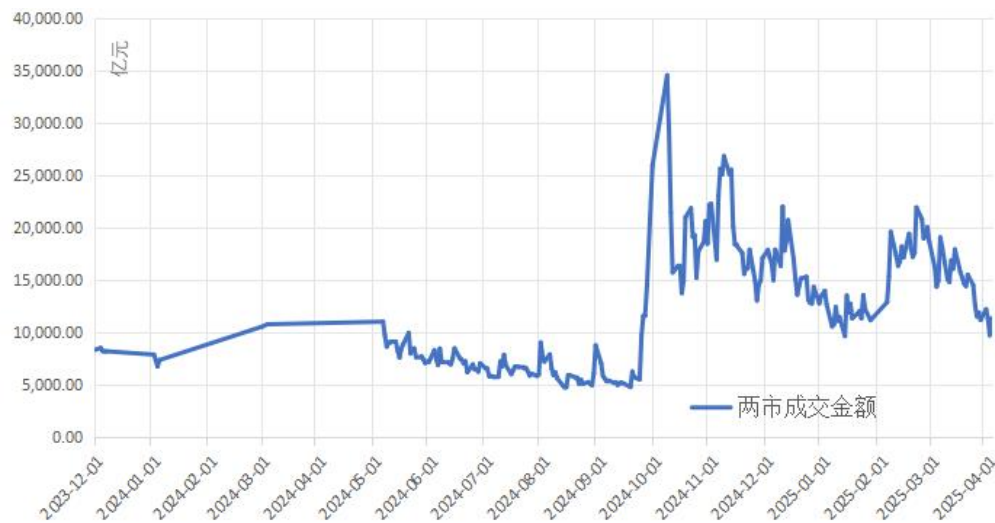
2025年一季报净利润增幅居前的行业



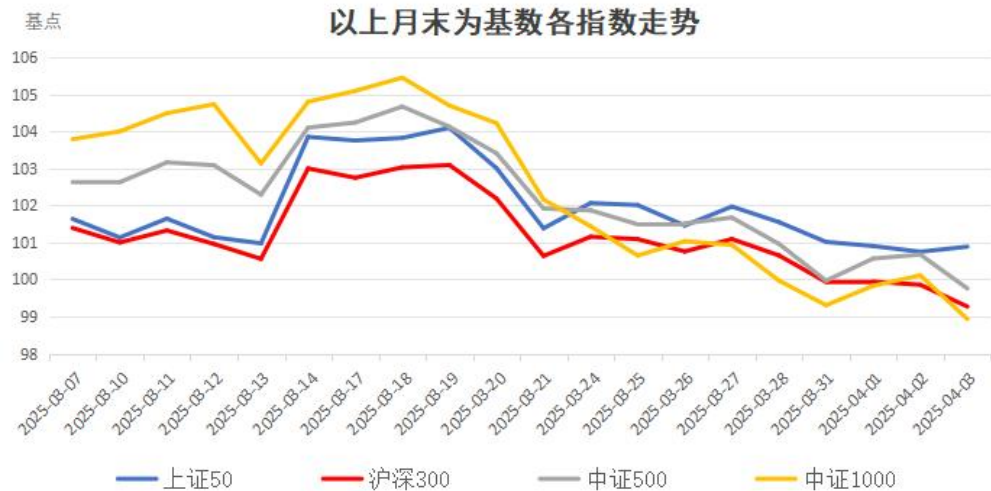
2025年一季度A股上市公司合计实现营业收入**16.8**万亿元，同比微降**0.53%**；实现净利润**1.49**万亿元，同比增长**3.68%**。

分行业来看，**31**个申万一级行业中，有**19**个行业一季度业绩同比增长，其中综合、农林牧渔行业扭亏，净利润分别录得**134.01**亿元和**2.97**亿元。从增幅来看，计算机、钢铁、建筑材料三大行业的净利润同比翻倍式增长。房地产、煤炭、国防军工等行业的净利润同比下滑幅度均超**20%**。

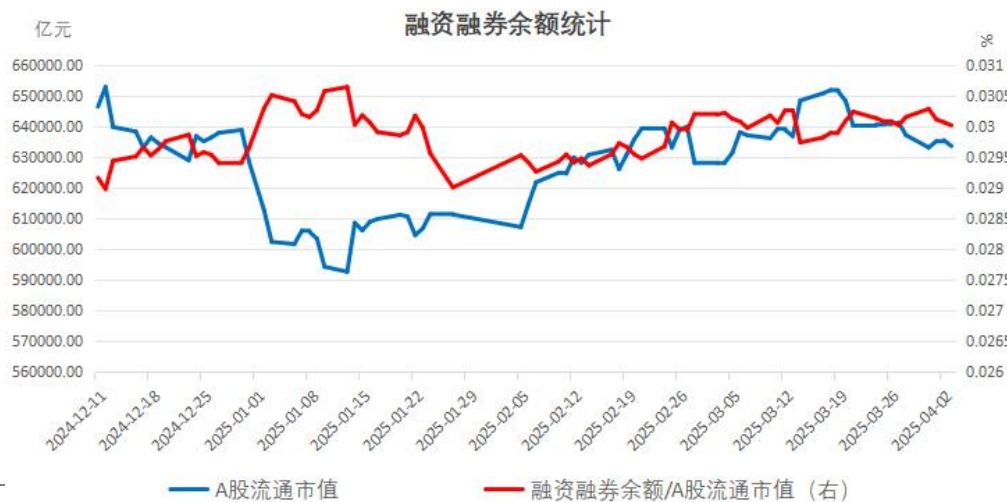
图表3.两市成交额近一年走势



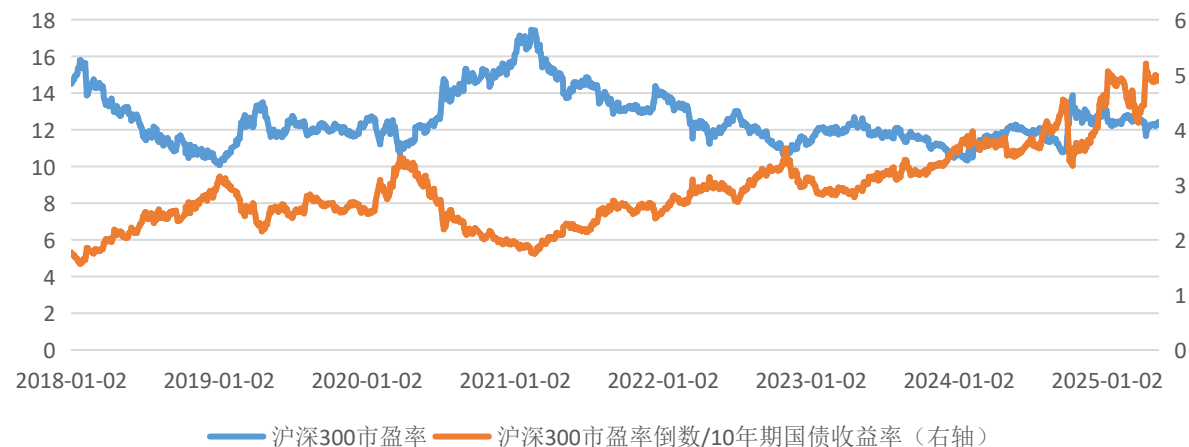
图表4.期指近两月走势



图表5.融资融券情况



图表6.风险溢价情况 数据来源：Wind，国元期货



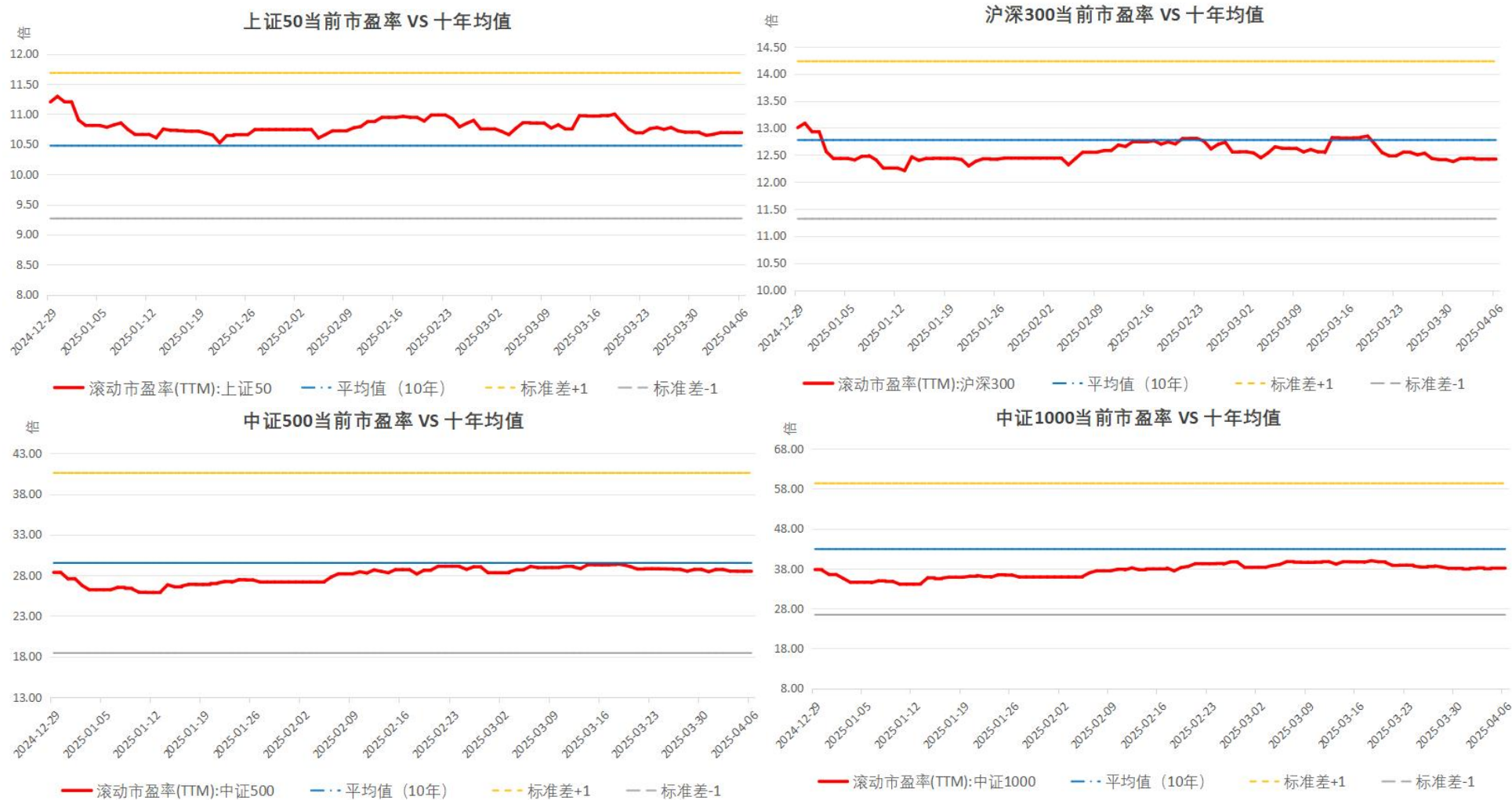
图表9.基金指数及私募基金仓位情况

基金指数	4月	2025年全年
普通股票型基金	-2.36%	3.51%
偏股混合型基金	-2.26%	3.67%
偏债混合型基金	-0.24%	0.77%
平衡混合型基金	-1.62%	-0.18%
债券型基金	0.37%	0.47%
股票指数型基金	-3.08%	1.20%
QDII基金	-1.35%	2.48%
大盘价值风格型基金	-1.65%	0.84%
大盘平衡风格型基金	-1.83%	1.01%
大盘成长风格型基金	-2.62%	0.64%
中盘价值风格型基金	-1.00%	2.73%
中盘平衡风格型基金	-1.95%	1.76%
中盘成长风格型基金	-1.53%	3.06%
小盘价值风格型基金	1.22%	5.20%
小盘平衡风格型基金	1.13%	8.79%
小盘成长风格型基金	5.04%	21.30%

数据来源：Wind，国元期货

- ◆ 4月各基金风格多数走低。
- ◆ 市场风格再次轮换，小盘成长风格反弹，4月上漲超5%。
小盘股全线上涨
- ◆ 全年看，小盘成长风格基金领跑，全年上涨超20%。小盘风格整体表现较好。

图表10.四大期指估值情况



目前四大股指市盈率处在近十年中等偏高水平。

从股息率以及市净率等角度看，目前估值处在相对低位。

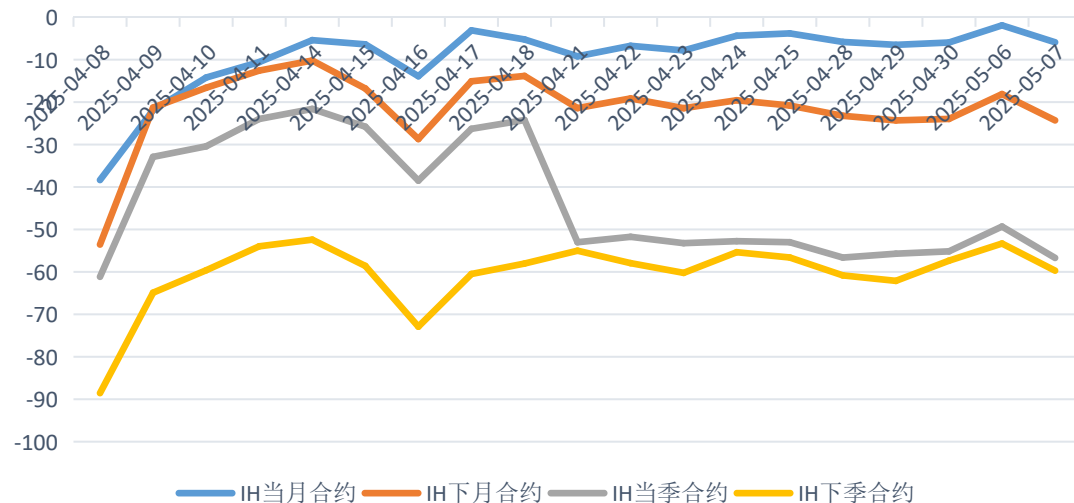
市场风险偏好再度回升。对于贸易战以及经济前景有较乐观预期。

	上证综指	深证成指	创业板指数	上证50指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
市盈率 (TTM)	14.47	24.88	29.94	10.81	12.41	28.87	40.97
市盈率分位点 (近十年)	65.54	35.12	13.90	69.39	49.51	66.45	62.13

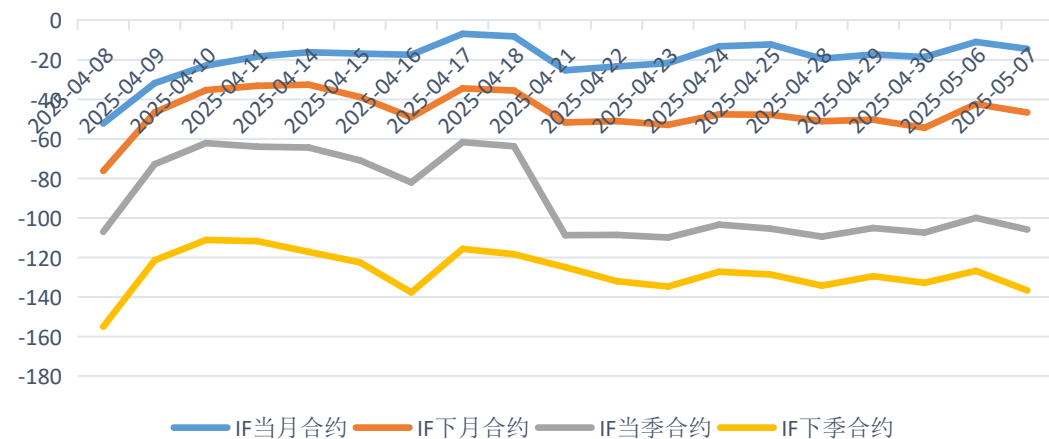
数据来源：Wind，国元期货

图表11.四大期指基差变化情况

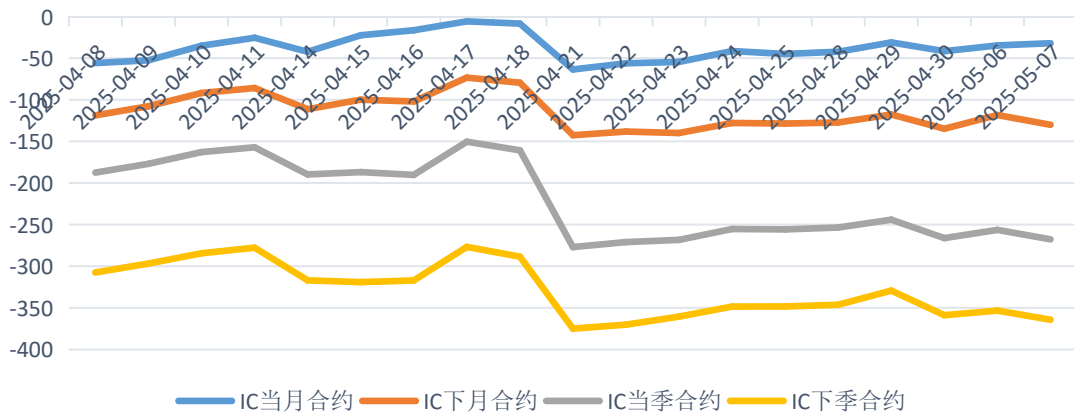
上证50股指期货基差



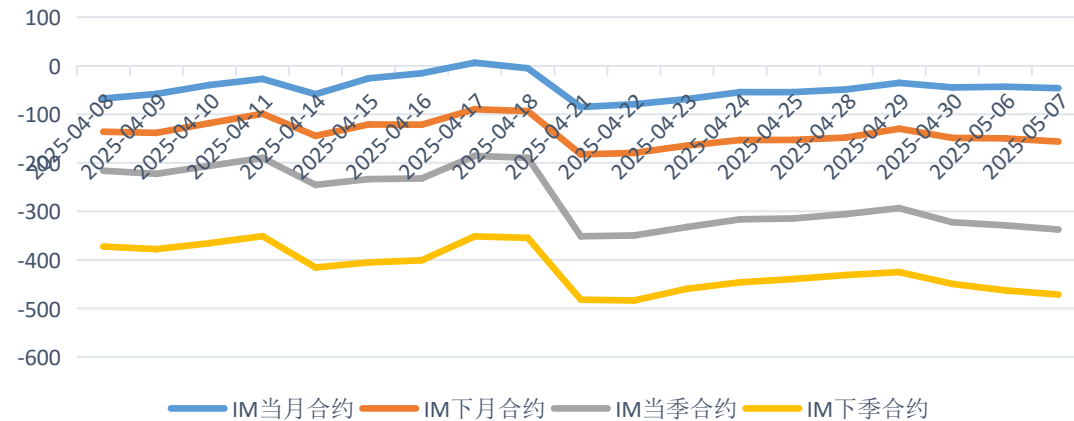
沪深300股指期货基差



中证500股指期货基差



中证1000股指期货基差

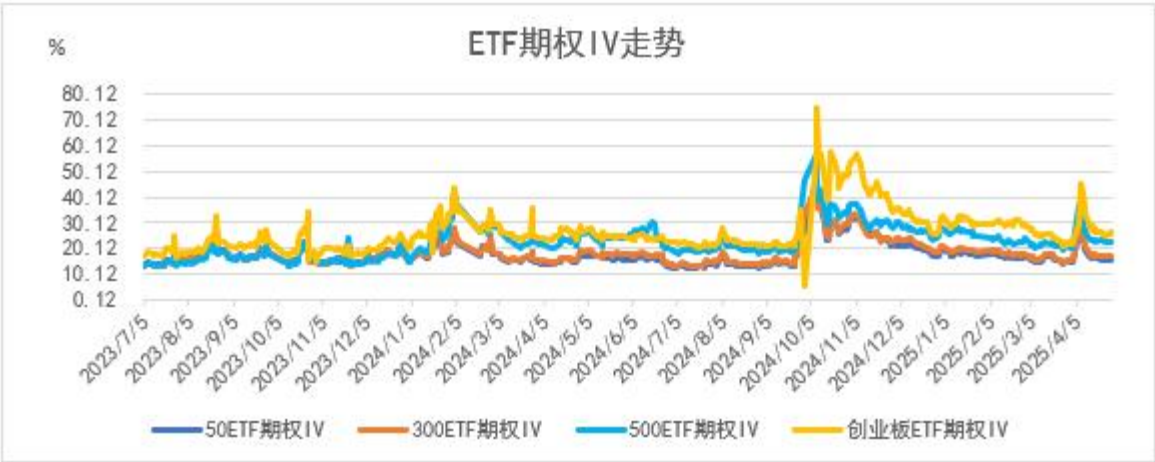


数据来源：Wind，国元期货

图表12.期权市场情况

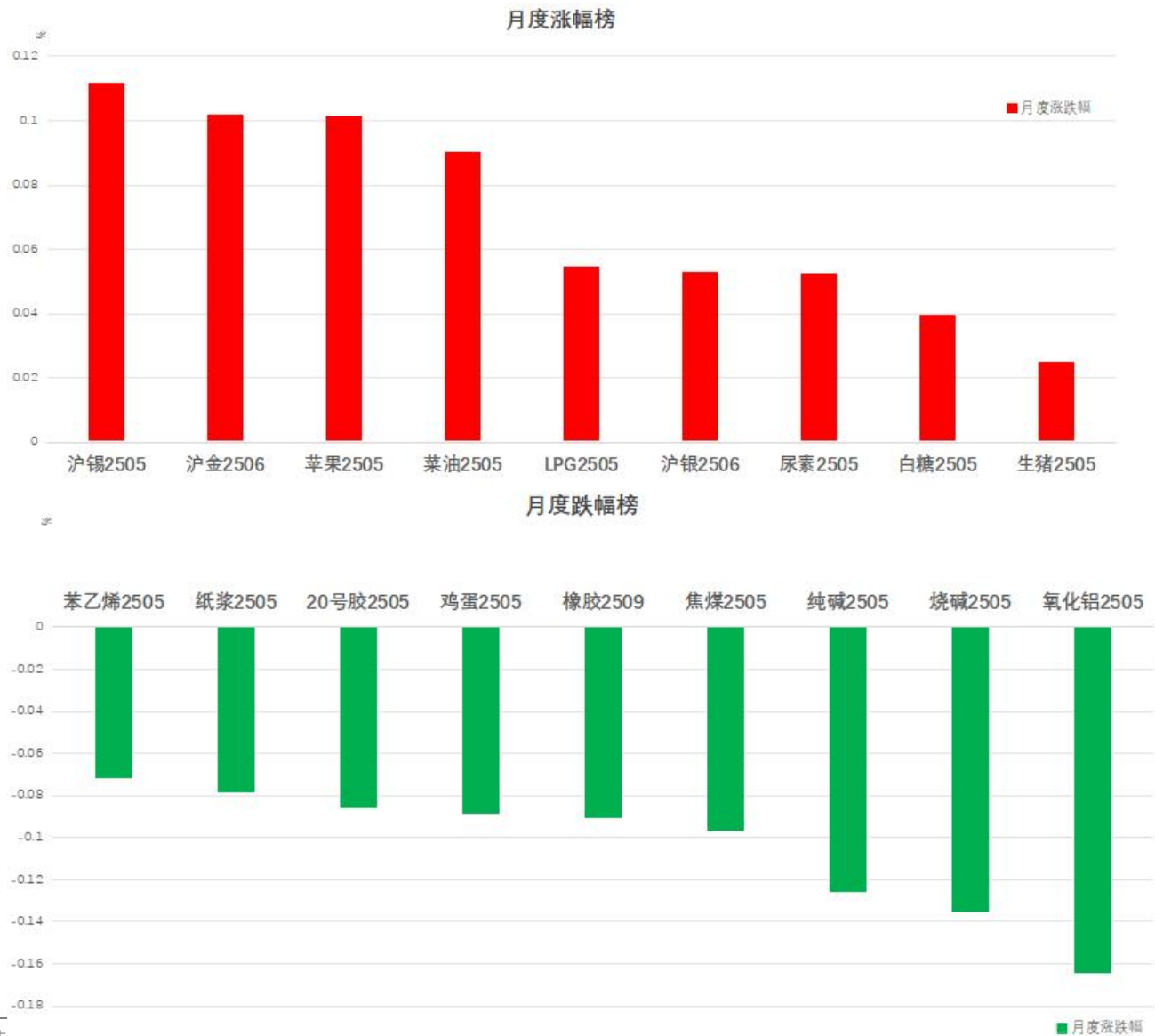
	50ETF	300ETF	500ETF	创业板 ETF	上证 50 指数	沪市 300 指数	中证 1000 指数
期权加权平均隐含波动率分位点	37%	52%	59%	64%	59%	73%	68%

分位数	50ETF	300ETF	500ETF	创业板 ETF	上证 50 指 数	沪深 300 指数	中证 1000 指数
成交量 PCR 分位点	90.71%	78.04%	44.29%	68.57%	74.11%	76.43%	93.57%
持仓量 PCR 分位点	84.46%	49.11%	45.18%	56.43%	88.93%	73.21%	59.82%
成交额 PCR 分位点	55.36%	65.18%	54.82%	57.14%	56.96%	67.86%	84.64%



数据来源：Wind、国元期货

图表13.主要商品期货月度涨跌幅排行



4月商品期货涨跌不一。沪锡、沪金以及苹果大涨超10%。氧化铝、烧碱、纯碱跌超10%。焦煤、橡胶以及鸡蛋等品种跌幅靠前。最近20交易日，多数板块走低，贵金属随中间回调，但涨幅依旧领跑。谷物以及玉米链逆势走高。煤炭、石油等板块跌幅较大。

数据来源：Wind，国元期货

图表14.文华商品分类指数近期表现

序号	合约名称	5日涨幅	20日涨幅 ↓	5日资金流向	20日资金流向	沉淀资金
1	贵金属	1.11%	5.30%	85.07亿	321.81亿	1279.45亿
2	谷物板块	0.74%	4.04%	-1.24亿	-3013.69万	92.27亿
3	玉米链	1.45%	2.85%	6944.62万	2.47亿	84.61亿
4	生猪链	-0.63%	0.88%	-5.53亿	-3.71亿	301.82亿
5	饲料板块	-1.73%	-1.52%	-8.66亿	-46.76亿	281.99亿
6	油脂链	-3.30%	-4.19%	-27.29亿	-114.50亿	428.84亿
7	有色板块	-1.47%	-4.47%	7.13亿	-56.61亿	652.65亿
8	软商板块	-1.49%	-4.50%	-6.59亿	-28.74亿	100.48亿
9	钢铁板块	0.04%	-4.76%	-25.05亿	-37.44亿	345.49亿
10	油脂板块	-2.96%	-4.92%	-18.29亿	-66.95亿	196.35亿
11	煤化工	0.51%	-5.21%	2.86亿	-21.88亿	124.62亿
12	塑化链	-1.39%	-5.74%	-1.53亿	-10.50亿	94.82亿
13	聚酯链	1.32%	-6.47%	-2.98亿	-23.36亿	76.47亿
14	化工板块	0.51%	-6.83%	-11.30亿	-95.01亿	458.29亿
15	建材板块	-1.77%	-7.28%	-16.81亿	-81.57亿	175.99亿
16	黑链指数	-2.12%	-7.29%	-30.78亿	-73.68亿	479.75亿
17	铁合金	-3.60%	-8.75%	4549.04万	-4.45亿	53.38亿
18	石油板块	-2.68%	-9.59%	3.73亿	2.46亿	130.48亿
19	煤炭板块	-3.62%	-9.64%	-6.19亿	-31.79亿	80.89亿

数据来源：文华财经，国元期



目录

ONTENTS



02

宏观基本面情况

周三会议后，无论是A股市场还是债市走的都是不及预期或者利好落地的逻辑，整体中枢较清明复苏之后再次上移，但在基本面出现明显转变或者再次出现利好之前，大概率在当前为止保持震荡，因为当前基本面依然存在一些核心问题没有解决，所以这些是近期的会议或者政策的一些背景。比如通缩，只有走出通缩企业才能盈利，居民才有收入，消费才能起来，但是走出通缩靠的是需求，当前居民需求的回升还是比较慢，就要靠政府需求，最直接的方法就是政府直接花钱，也就是财政政策。货币政策的实施必须要有财政政策的配合，但是本次会议财政政策方面没有太多刺激，故而走势是相对合理的。



消费面临制约

从短期来看，居民的收入恢复偏缓是消费受到约束的主要原因，财产性的收入维持低位，且以京沪为代表的东部地区收入增速更低，制造业产能过剩和服务业供给不足，对消费形成额外拖累。中期来看，则主要是由于居民资产负债表受损，房价的明显回调形成了较大的冲击，需要时间进行修复。而居民债务负担的加大也是的其对于房价波动更加敏感。此外结构性失业也是主要原因。长期则包含着人口老龄化，传统消费供给质量无法匹配新消费需求。

图 24：居民资产负债结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：不同年龄段与消费倾向相关系数

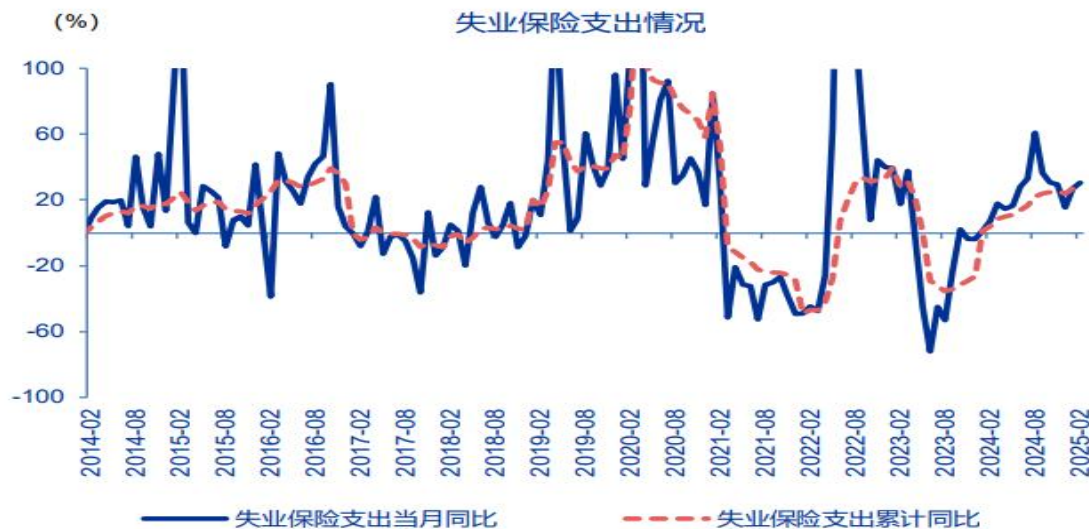


资料来源：Wind，申万宏源研究

就业压力攀升

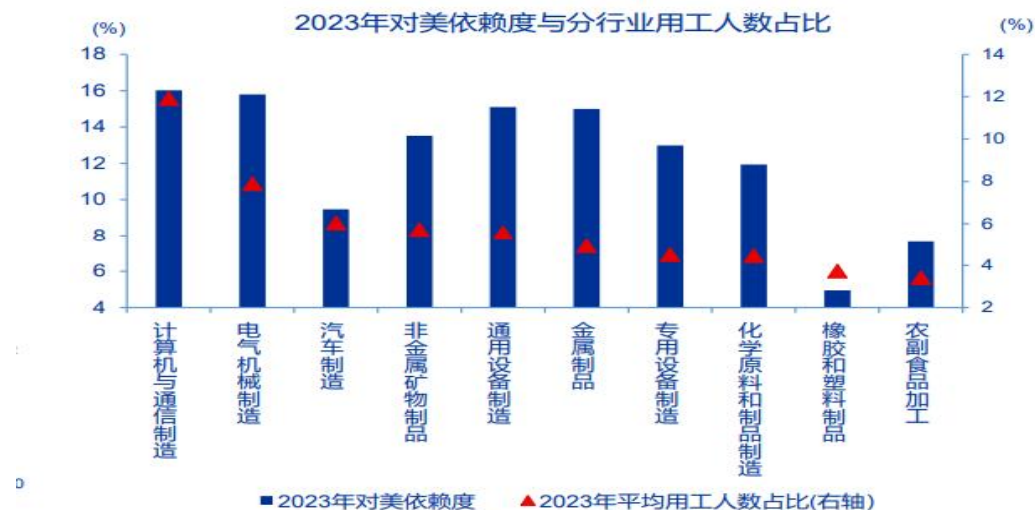
稳就业也是当前稳定经济以及稳定预期的关键要点之一，16-24岁群体的失业率已经超过16%，失业保险的支出也从2023年四季度开始持续加快。如果拆分失业人群结构来看，初中学历群体占比较高，本科和研究生占比也是在逐渐提高，但就业人群学历分布比较稳定，也指向当前高学历事业群体的提升并不是因为总体劳动力学历提升的原因导致。主要原因来自结构性失业，传统技能的服务业招聘需求收缩，比如房地产、互联网、教培等。除经济转型、产业结构调整带来的挑战外，贸易摩擦或是后续稳就业不容忽视的风险点。

图表 2：失业保险支出增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 12：分行业对美出口依赖度及用工情况

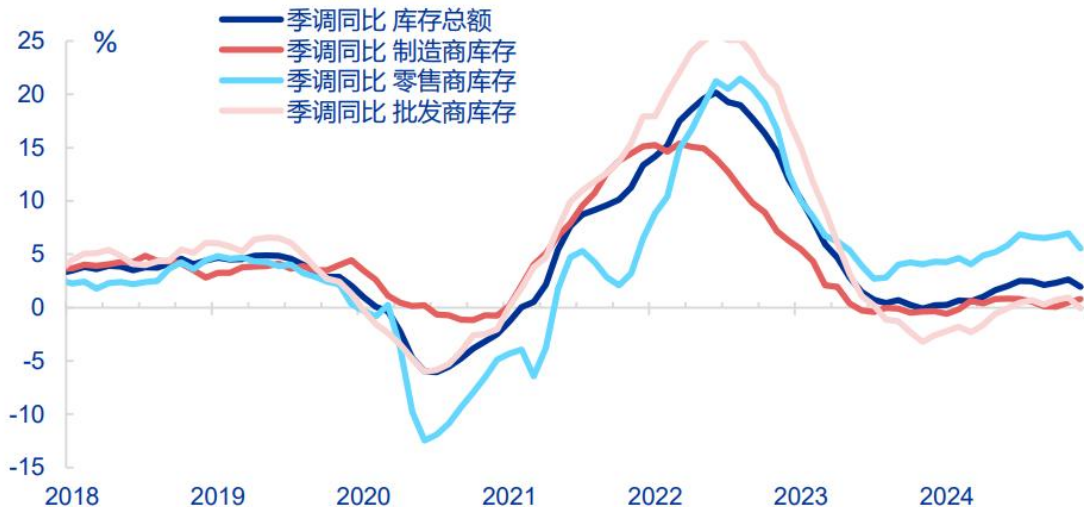


资料来源：海关总署，Wind，申万宏源研究

出口面临较大下行风险

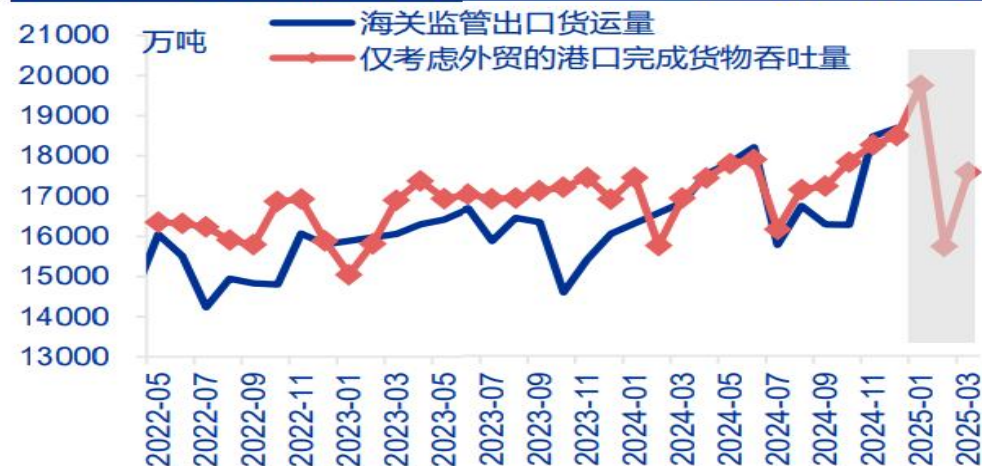
需求方面的疲软是当前市场的主要担忧。2024年经济各领域中，内生性表现最为强劲的是出口与制造业投资，尤其是四季度实际GDP增速结构呈现“消费走弱、投资韧性、净出口走强”特征。但当前发达国家的补库行为以及在减弱，叠加对等关税政策的影响，本轮抢出口持续的时间预计也将小于上一轮，最新的进出口数据显示4月份进口同比回落4.3%，故综合起来看当前出口面临很大的下行风险。

图 3：2024 年美国库存增速小幅上升，但年末明显回落

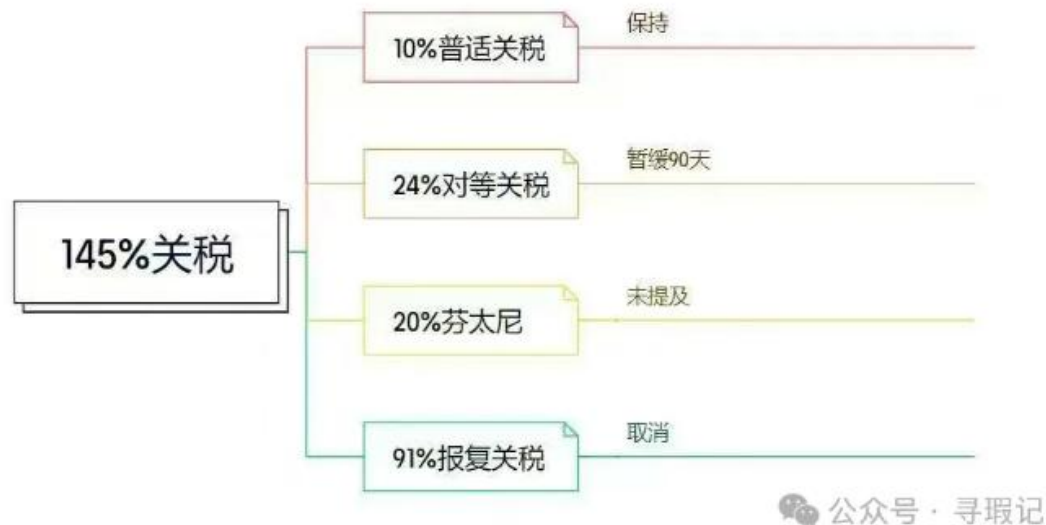


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：高频指标显示抢出口现象退坡（观察同比）



资料来源：CEIC，申万宏源研究



5月12日，中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，双方承诺将于5月14日前暂缓2025年4月2日和4月8日公布的大部分关税加征及相应反制措施，暂缓期为90天。其实关税政策的缓解在几周之前就已经有迹象，且目前中美之间建立了经贸磋商机制，这就意味着未来关税可能有进一步下调的可能，尤其是芬太尼的20%，但特朗普方面也存在不稳定的因素。

目前关税从4月2日开始暂缓90天，且之后有可能会继续暂缓，但是政策不确定性的影响之下，抢出口可能会继续延续，叠加产能出海的需求有望推升中国出口并继续对经济形成支撑，但这并不会改变我国的扩张性政策大方向。

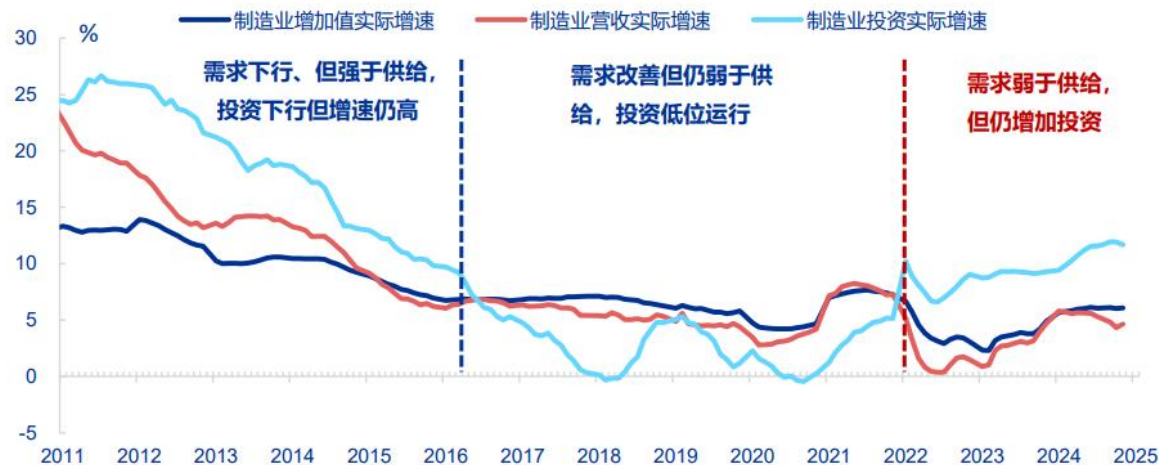
往后看，中美关税不确定性仍大，重点关注 3 大方面：

- 1) 中美谈判进展，不排除出现关税反复的可能性；
- 2) 中美谈判议题，可能主要针对关税和非关税壁垒、贸易再平衡、经济安全、原产地规则、汇率等，芬太尼关税存在降低或取消可能性；
- 3) 美国与其他国家的谈判进展，关注其中是否有涉及中国的条款。对国内市场，短期权益风险偏好有望提升，债券可能阶段性承压、但调整应是机会。

制造业内生性更新周期结束

2024年制造业投资走强，并非源于需求与产能利用率明显改善。制造业投资需兼顾供给需求的远期再平衡，因此在2022年前，制造业投资总体围绕着制造业当期需求和供给缺口波动。但在2022年以来，制造业需求增速虽然有所回升，但同期制造业固定资产周转率总体趋于下行，制造业投资实际增速冲高，所以**整体来看，目前需求还是弱于供给的，投资仍然在增加，也给制造业投资带来了压力**。虽然2024年设备更新政策明显加码，但也不是推升制造业投资的最主要力量。推动制造业投资走强的更多源于自然更新周期，但目前或已近尾声、将拖累2025年制造业投资读数。

图 14：2022 年以来，制造业投资增速持续强于需求增速



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：根据制造业投资与固定资产增速差，可观察设备更新规律

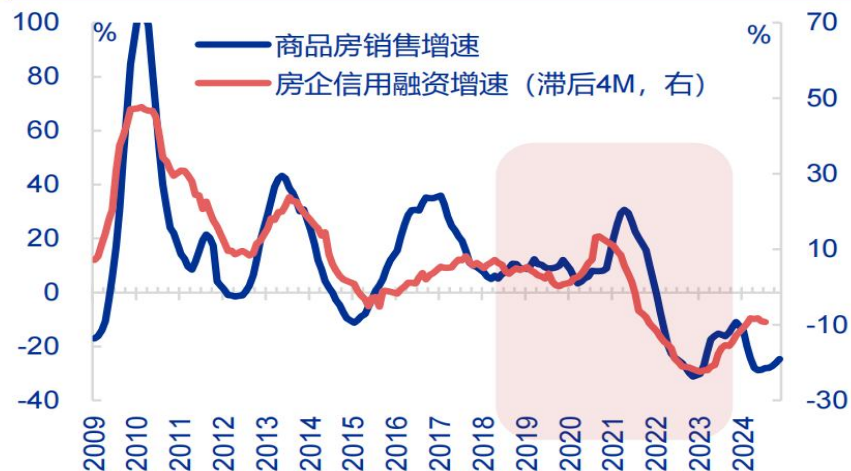


资料来源：CEIC，申万宏源研究

房地产行业堵点在供给端

房地产也是当前的主要矛盾之一，目前来看主要是由于“供给侧”而非“需求侧”。2021年前中国三轮地产调整都是“需求侧调整”的主线。但2021年以来，政策并未大幅收紧需求（加息、收紧货币），而是融资监管政策影响房企，地产调整始于“供给侧”。供给端出现问题导致需求侧的政策刺激效果下降，降息可以一定程度上促进现房和二手房需求，但因竣工问题期房销售难以提振，进而导致房企回款有难度。影响我国降息政策的更多是结构性因素，如果只考虑成屋销售，降息政策已在推动销售走强。但降息政策更多影响需求侧，无法直接扭转供给侧问题，期房竣工风险令居民推迟购房行为，而期房占比更大，相应导致**整体地产销售与需求侧刺激政策“脱敏”**。

图 18: 2021 年以来地产调整是由供给引发而非需求



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 20: 2021 年地产销售大幅回落以来，期房销售走弱，但现房销售明显走强



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 33： 2025 年政府工作报告重点政策安排

2024年两会政府工作报告			2025年两会政府工作报告		
政策方向	政策内容	顺序	政策方向	政策内容	顺序
现代化产业体系	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力： 1、推动产业链供应链优化升级，保持工业经济平稳运行。 2、积极培育新兴产业与未来产业。 巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。 3、深入推进数字经济创新发展。 深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动。	1	扩需求、促消费	大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求： 1、实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，多渠道促进居民增收，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。推动扩大入境消费，强化消费者权益保护。 2、积极扩大有效投资。今年中央预算内投资拟安排7350亿元，更大力度支持“两重”建设，简化投资审批流程，加大服务业投资力度，支持和鼓励民间投资发展，引导更多民间资本参与重大基础设施、社会民生等领域建设。 因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系： 1、培育壮大新兴产业、未来产业。推动商业航天、低空经济等新兴产业发展，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业，支持独角兽企业、瞪羚企业发展。 2、推动传统产业改造提升。实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程，加快制造业数字化转型，深入推进制造业“增品种、提品质、创品牌”工作。 3、激发数字经济创新活力。持续推进“人工智能+”行动，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。加快完善数据基础制度。 深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能： 1、加快建设高质量教育体系。 2、推进高水平科技自立自强。推进科研院所改革，探索国家实验室新型科研组织模式，推动科技支出向基础研究倾斜。健全科技成果转化支持政策和市场服务，加强知识产权保护 and 运用。 3、全面提升人才队伍质量。大力支持、大胆使用青年科技人才，优化外籍人才服务，加强拔尖创新人才、重点领域急需紧缺人才和高技能人才培养。 推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用：有效激发各类经营主体活力，纵深推进全国统一大市场建设，深化财税金融体制改革。 扩大高水平对外开放，积极稳妥利用外资：稳定对外贸易发展，大力鼓励外商投资，推动高质量共建“一带一路”走深走实，深化多双边和区域经济合作。 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：持续用力推动房地产市场止跌回稳，稳妥化解地方政府债务风险，积极防范金融领域风险。 着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴：持续增强粮食等重要农产品稳产保供能力，毫不松懈巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进农村改革发展。 推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局：深入实施新型城镇化战略行动，加大区域战略实施力度。 协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型：加强污染防治和生态建设，加快发展绿色低碳经济，积极稳妥推进碳达峰碳中和。 加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能：更大力度稳定和扩大就业，强化基本医疗卫生服务，完善社会保障和服务政策，加强精神文明建设，维护国家安全和稳定。	1
	深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑： 1、加强高质量教育体系建设。 2、加快推动高水平科技自立自强，加强颠覆性技术和前沿技术研究，完善国家实验室运行管理机制，强化企业科技创新主体地位，加强健康、养老、助残等民生科技研发应用，加强知识产权保护。 3、全方位培养用好人才。加快建设国家战略人才力量，完善拔尖创新人才发现和培养机制，建设基础研究人才培养平台，积极推进人才国际交流。	2	现代化产业体系建设		2
扩需求、促消费	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环： 1、促进消费稳定增长。积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。加强消费者权益保护，落实带薪休假制度。 2、积极扩大有效投资。重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板。深化投资审批制度改革，着力稳定和扩大民间投资，鼓励民间资本参与重大项目建设。	3	科教		3
深化改革	坚定不移深化改革，增强发展内生动力：激发各类经营主体活力，加快全国统一大市场建设，推进财税金融等领域改革。	4	深化改革		4
高水平对外开放	扩大高水平对外开放，促进互利共赢：推动外贸提质稳量，加大吸引外资力度，推动高质量共建“一带一路”走深走实，深化多双边和区域经济合作。	5	高水平对外开放		5
发展与安全	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险：稳妥有序处置风险隐患，健全风险防控长效机制，加强重点领域安全能力建设。	6	发展与安全		6
乡村振兴	坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴：加强粮食和重要农产品稳产保供，毫不松懈巩固拓展脱贫攻坚成果，稳步推进农村改革发展。	7	乡村振兴		7
区域协调发展	推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局：积极推进新型城镇化，提高区域协调发展水平。	8	区域协调发展		8
生态与绿色发展	加强生态文明建设，推进绿色低碳发展：推动生态环境综合治理，大力发展绿色低碳经济，积极稳妥推进碳达峰碳中和。	9	生态与绿色发展		9
民生与社会治理	切实保障和改善民生，加强和创新社会治理：多措并举稳就业促增收，提高医疗卫生服务能力，加强社会保障和服务，丰富人民群众精神文化生活，维护国家安全和稳定。	10	民生与社会治理		10

资料来源：中国政府网，中国网，申万宏源研究

以上提到的问题其实目前有对应的政策，比如今年的政府工作报告把扩内需放在了工作首位主要提到就是两个维度。一是就业保障筑基。“更大力度稳定和扩大就业”，并采取“支持劳动密集型产业吸纳和稳定就业，统筹好新技术应用和岗位转换，创造新的就业机会”的策略。

二是消费结构优化升级，且更注重供给侧。需求侧主要还是以安排超长期特别国债支持消费品以旧换新为主，强调规模的提升。



4月25日政治局会议，主要是针对对等关税政策提出了以确定性应对不确定性的会议精神。出“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”。提出了六大抓手之中没有收缩性政策。

1、财政“加紧”，货币金融“新工具”。二季度有望看到今年已部署的财政政策之加速，如中央预算内投资拨付加速、专项债与特别国债发行使用加速，这将是二季度经济值得关注的一股总量力量；同时创设新的货币政策结构性工具与政策性金融工具，这将是二季度值得关注的一股结构性力量。

2、大力发展服务消费：通稿提及“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”。考虑到商品消费补贴存在客观的透支和挤压特征，针对服务消费的支持政策有望逐渐走到扩内需的前线。

3、产业方面帮困助优。通稿提出要多措并举帮扶困难企业；创新推出债券市场的“科技板”等。

4、改革开放+企业走出去：“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”。

5、地产总体思路依然是控增量+化存量。

6、保民生与就业：底线思维意味着社会托底性会增强。

部委	类别/领域	具体措施
央行： 三类十项政策	数量型政策	降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元 完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%调降0%
	价格型政策	下调政策利率0.1个百分点，即公开市场7天期逆回购操作利率从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率(LPR)同步下行约0.1个百分点 下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款(PSL)利率从目前的2.25%降至2% 降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整
	结构型政策	增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策实施 设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持 增加支农支小再贷款额度3000亿元，与调降相关工具利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放 优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度8000亿元 创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限科创债券融资提供支持
	金融监管总局： 8项增量政策	房地产 加快出台与房地产发展新模式相适应的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场的稳定态势 稳定和活跃资本市场 进一步扩大保险资金长期投资试点范围（近期拟批复600亿元），为市场引入更多的增量资金 调整优化监管规则，进一步调降保险公司股票投资风险因子（调降10%），支持稳定和活跃资本市场 小微民营企业融资 尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制助力稳企业、稳经济 稳外贸 制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营拓展市场 并购贷款 修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级 支持科技创新 将发起设立金融资产投资公司的主体，扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度 制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障
证监会	巩固市场回稳向好势头	强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用 配合中国人民银行健全支持资本市场货币政策工具长效机制，更好发挥市场各参与方的稳市功能
	服务新质生产力发展	近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施，择机发布，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性，同时尽快推动典型案例落地 抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用 大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持，为科创企业提供全方位、“接力式”的金融服务
	推动中长期资金入市	在引导上市公司完善治理、改善绩效，持续提升投资者回报的同时，更大力度“引长钱”，协同各方持续提升各类中长期资金入市规模和占比，抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，今天就发布
	资本市场的底气和信心来源	党中央、国务院的坚强领导和维护市场稳定的坚定决心、有力部署 资本市场“1+N”政策体系的落地实施 A股市场“科技叙事”逻辑越来越清晰
		A股市场估值水平实际上被业界认为仍处于相对低位

总体来看，本次发布会政策意图还是比较明确的，针对性强。总量政策主要针对活跃资本市场、降低融资成本、释放地产需求。结构性政策主要致力于推动科技产业升级、促进消费、提振股市、稳定楼市、稳定金融体系、以及为困难企业纾困。

可以看做是对此前的政治局会议进行了一定的回应，尤其是央行所出的政策，三类十大项细则。降准降息终于落地，OMO、LPR、再贷款、PSL、公积金贷款都降了；个人公积金贷款的利率已经低于消费贷的利率，可以说4月zzj会议的增量金融政策“设立新型政策性金融工具”“创设新的结构性货币政策工具”“设立服务消费与养老再贷款”“创新推出债券市场的科技板”及其配套工具都落地了。

对比预期来看，这一次央行属于提前发力，属于前瞻部署主动作为，虽然降息幅度不及预期，但是降息的影响只要方向确定都不会有很大差别。但结构型工具也在跟进，总量结构协同发力，货币政策相对全面，也给未来的进一步发力留了空间。财政政策目前仍然有较大空间，当前财政政策的重点在于前期政策的加快落地，二季度以来政府债仍延续较快的发行节奏，加上5月、6月中长期流动性到期量明显较大，也需要央行加大流动性投放进行呵护。本轮货币政策宽松，也凸显了其对于财政政策的支持效果。

图表1：央行新增结构性货币政策工具（基础货币）项目与体量

工具 (单位：亿元)	新增额度	原有额度	目前水平/ 结构性货币工具存量	政策意图
支持实体经济				
“两新”再贷款	3,000	5,000	7	推动科技产业升级
支农支小再贷款	3,000	27,100	24,215	为困难企业纾困
服务消费和养老再贷款	5,000	-	-	促进消费
总计	11,000	32,100	24,222	
支持金融市场				
互换便利和回购贷款额度合并	-	8,000	4,050	提振股市、稳定金融体系
创设科技债券风险分担工具	-	-	-	推动科技产业升级、稳定金融体系
总计	-	8,000	4,050	
结构性货币工具扩容总计	11,000	40,100	28,272	
其他结构性货币政策工具	-	39,839	30,728	
		扩容后额度总计 90,939	存量总计 59,000	

注：各项结构性货币政策工具分项余额数据截至2024年末，存量总计数据截至今年3月末。

资料来源：中国人民银行，华泰研究

从结构性政策和意图来看，政策主要分为五个重点。

- 1) 多措并举推动科技创新投融资，包括科技创新和技术改造再贷款政策工具扩容及利率下调，创设科技创新债券风险分担工具、发展科技创新债券等，政策意图拓宽科技型企业的融资渠道，有助于带动更多社会资本进入科技创新领域。
- 2) 支持资本市场，推动保险等增量资金入市+提升股市投资风险偏好，汇金公司等继续发挥市场“托底”作用。
- 3) 推动金融支持消费、尤其服务消费：比如设立再贷款工具5,000亿元定向支持服务业消费及养老，向汽车消费等领域提供金融支持。
- 4) 继续稳定地产市场：继续强调促进地产市场止跌企稳，降低积金贷款利率25bp，表示将继续推动地产融资协调机制的扩围增效。
- 5) 稳定金融体系。再次强调完善资本补充机制，同时，表示将会加快完善监管制度，修订出台公司治理、监管评级、消费者保护等各类制度30余项，综合增强金融体系韧性。



目录

ONTENTS



03

未来展望



目前中美谈判结果短期告一段落，但是芬太尼的20%目前仍没有谈拢，且美方不确定性仍然较强，抢出口在当前时间窗口可能会进一步持续，但是不排除货币和财政政策有进一步加码的空间的可能。

预计中国逆周期调节政策将视：①美中进一步关税磋商结果；②关税对中国总需求的具体冲击而进一步调节、加码。

短期内，外需冲击及财政支出力度间的对冲关系是实体经济和总需求走势的主要决定性因素，而货币政策对稳定资产价格和市场预期的作用可能更为明显。后续除调降利率和准备金水平外，结构性货币政策工具亦存在进一步扩容空间。另一方面，财政政策对直接提振投资和消费需求的效果更为“立竿见影”。

如果关税影响进一步扩大、政府收入增长受到负面影响，则需适时扩大财政预算赤字和/或进一步扩展政策性金融工具额度和用途，以起到更好的逆周期效果。**政策支持方向上，科技创新，促进消费，城市更新，生育补贴等均为“长短皆宜”、有较高共识的政策储备。**

央行行长宣布降准0.5个百分点，基本符合预期，降息10个bp，两者同时调降超出市场预期，虽然降息幅度小幅不及预期但是对于债市来说，只要方向明确且是央行主动为之，市场变回沿着方向进行交易，对债市总体利好。虽然在政策公布当天，市场高开低走，但主要逻辑是由于政治局会议召开后市场已经对后续政策存在基本预期提前计入，利好落地叠加中美谈判在即，债市尤其是长债市场可能会对风险偏好产生担忧进行止盈，短债主要受利率影响有所回升，整体来看央行流动性呵护的意图明显，关税谈判目前出现转机，但基本面复苏仍未见明显信号。后续需要关注资金面的变化以及一系列经济数据传达的基本面信号，基本面压力仍然存在，则债市存在较强支撑。

策略：当前长债和短债走势稍显分化，中短期主要受到降息政策影响，主要对方向进行交易，而长债主要受基本面影响，若中美贸易谈判出现转机或基本面数据偏强，则利率曲线可能会变陡，若经济数据显示基本面压力仍存的话，则债市整体仍然存在支撑。故前期多单可继续持有，短期可以择机做陡曲线策略。

图 4. 国债期货跨品种走势价差



数据来源: Wind、国元期货

谈判核心条款与进展

1. 关税调整

美方提案：计划将对中国商品的平均关税从145%降至50%-60%，部分民生商品（如电子产品、纺织品）可能进一步下调至25%。

中方回应：承诺同步调整125%的反制关税，但要求美方先纠正单边关税错误，并强调调整需基于“对等原则”。

实施时间表：首批降税措施或于5月12日后生效，优先涉及消费电子、医疗物资等关键商品。

2. 供应链与关键商品豁免

双方讨论为医疗物资、稀土等关键商品提供临时豁免，以缓解短期供应压力。

美方要求中方放宽稀土出口限制，但中方未松口，反而强化稀土走私打击作为反制筹码。

3. 技术管制与产业政策

半导体、AI等高科技领域管制仍为僵局，美方坚持对华技术出口限制，中方要求解除制裁并承认“中国制造2025”战略的合理性。

未触及根本性妥协，但同意建立技术交流工作组推进后续协商。

4. 对话机制建设

双方同意建立常态化经贸磋商机制，明确牵头人及定期会晤安排，计划于5月12日发布联合声明公布细节。

上周五风险偏好出现下降，主要是由于地缘冲突的不确定性以及对于中美谈判的预期偏弱。但根据今日中方的表态来看，目前可以确认的是后续还会继续谈判，所以短期更多的是以中美贸易作为主要叙事背景，黄金、汇率、股市今日都有一定反馈。根据目前的小道消息来看，**如果关税可以降回1月初通话的水平的话，情绪可能会得到较大提振。若没有其他利多或者利空刺激的话，大概率近期依然会维持窄幅震荡态势。**

从结构上来看，印巴停战，虽然不排除后续会有零星冲突但是再有大规模冲突比较困难，**军工板块**短期情绪盘可能已经结束，应回归十四五收官年补量+军贸放量+市场注意力提升的通道上来。指数权重股，上周的会议上表明将加快完善监管制度，从产品监管角度上来看，要修正基差，修正偏离度，那么很多飘移出去的资金就要回来买自己相关性比较强的权重，也符合过去一周大票的资金走势。

科技板块，外需敞口高的板块（机器人、光模块、果链）从超跌到反弹，内需敞口高的科技板块从领涨到震荡。整体而言，科技板块随着关税冲突逐步缓和，情绪正在逐步修复。其中表现相对稳定的就是我们此前反复强调的半导体领域。截至当前在低位板块补涨之后，高切低指标正在逐步从高点回落，目前（5月9日）回落至28.11%，已经跌破30%的阈值。应该说当前高低板块的分化已经有效收敛。，当前在市场情绪逐步回暖后，科技板块成交额占比仍然只有32.55%，可以认为科技板块的交易拥挤度已经较为充分地下降，“科技第二波”在交易层面存在基础。但需要考虑避险情绪，风险偏好敏感的方向持续反弹存在约束。

图30.高切低行情开始以来，高切低跟踪指标从高位逐步回落

图27 科技板块交易热度较2月有所下降，当前交易额占比为 32.55%



资料来源：Wind，国投证券证券研究所



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

高股息策略可以继续关注，美联储延迟降息，美债面临展期压力，美国贸易政策不确定性动摇市场信心等多重因素影响下，美债利率走高。而国内货币宽松预期升温，中美利差再度走扩，为高股息策略提供较好空间，叠加政策促进中长期资金流入稳定市场，可能会对红利资产上涨起支撑作用。

谢谢观看

