

## 国内经济数据分化，LPR 如期下调 10BP

### 一、重要信息点评

1、国家统计局发布数据显示，今年 4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，服务业生产指数增长 6%，社会消费品零售总额增长 5.1%。1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4%，扣除房地产开发投资后增长 8%。数据还显示，4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，比上月下降 0.1 个百分点；1-4 月全国房地产开发投资同比下降 10.3%，新建商品房销售面积下降 2.8%。

2、我国最新一期 LPR 出炉，1 年期降至 3%，5 年期以上降至 3.5%，均下降 10 个基点，为去年 10 月以来首次下调。与此同时，国有六大行及部分股份行启动年内首次人民币存款利率下调，对活期、定期、通知存款利率下调幅度在 5 到 25bp 之间，其中一年期存款首次跌破“1%”。多家国有银行大额存单利率也同步下调，部分期限降幅高达 35bp。紧随 LPR 下调，北京、上海下调房贷利率 10 个基点。

3、央行今日将开展 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于本月有 1250 亿元 MLF 到期，这意味着 5 月央行 MLF 净投放将达到 3750 亿元，为连续三个月加量续作。

4、标普全球公布数据显示，美国 5 月制造业 PMI 升至三个月高点 52.3。服务业 PMI 初值 52.3，创下两个月新高。新订单增速达到一年多来最快，价格指数升至近三年最高，制造业出口订单连续第二个月收缩，就业指标亦下降。

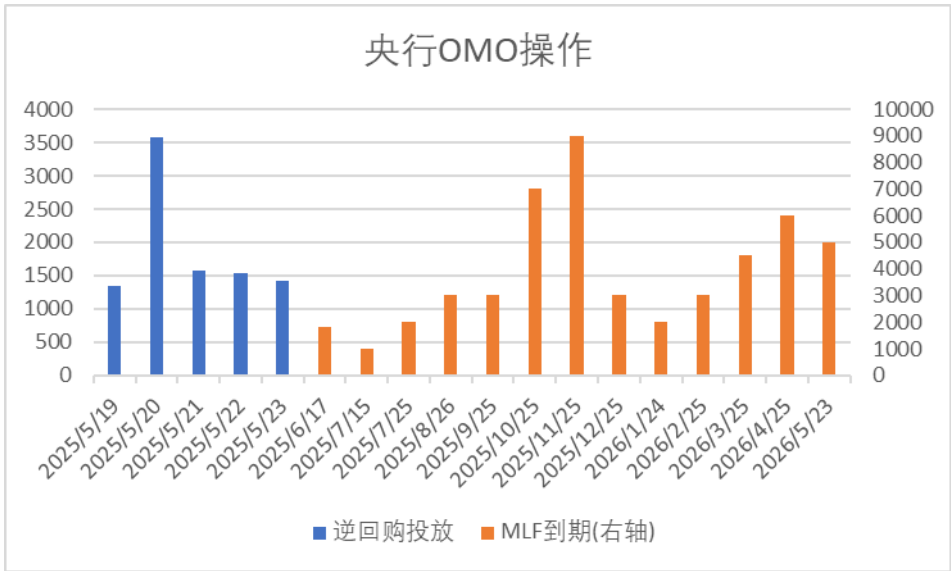
5、美国财政部拍卖 160 亿美元的 20 年期国债，得标利率为 5.047%，此次得标的收益率比 4 月的 4.810% 高出 24 个基点。本次拍卖的投标倍数为 2.46，表现也不佳，是自 2 月以来的最低水平，4 月为 2.63。

6、美国总统特朗普的减税法案在众议院以微弱优势通过，将交由参议院审议。该法案计划在未来十年内减税逾 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出。该法案将把美国债务上限提高 4 万亿美元，低于参议院所希望的 5 万亿美元。

7、美国政府通知哈佛大学，撤销其国际学生招收资格，同时现有国际学生必须转学，否则将失去合法身份。根据哈佛大学的数据，该校目前约有 6800 名国际学生，占总学生人数的 27%。美国国土安全部部长诺姆表示，在阻止哈佛大学招收外国学生后，特朗普政府正在考虑在其他大学采取类似措施。

8、美国总统特朗普威胁称,将自6月1日起对进口自欧盟的商品征收50%关税,因为欧盟在贸易方面“很难打交道”。特朗普表示,他目前无意寻求与欧盟达成协议,如果欧盟想在美国建厂,他可以考虑推迟。特朗普还针对所有手机制造商发出警告,称其不在美国制造的产品将被征收25%的关税。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

上周央行 OMO 投放 9460 亿, 同时到期 4860 亿, 共计净投放 4600 亿。此外, 5 月 MLF 到期 1250 亿后续作 5000 亿, 净投放 3750 亿。

|         | 2025/5/23 | 2025/5/16 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/23 | 环比变化 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 高炉开工率   | 83.67     | 84.13     | 84.35     | 82.13     | 81.52     | ↘    |
|         | 2025/5/21 | 2025/5/14 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/21 | 环比变化 |
| 水泥沥青开工率 | 30.8      | 34.4      | 28.3      | 26.7      | 25.7      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率下行, 同时水泥沥青开工率转弱。

|           | 2025/5/18   | 2025/5/11   | 2025/4/30   | 2025/3/31   | 2024/5/18   | 环比变化 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 土地成交面积    | 1315.3171   | 1069.8697   | 1170.4457   | 1446.6912   | 1438.5057   | ↗    |
| 土地成交溢价率   | 1.37        | 6.35        | 7.94        | 21.63       | 0.99        | ↘    |
| 商品房成交面积   | 26.32892786 | 23.43445043 | 31.87343714 | 43.48197786 | 28.76651643 | ↗    |
| 一线商品房成交面积 | 8.623444429 | 7.714796857 | 10.58704786 | 11.61466586 | 7.670844571 | ↗    |
| 二线商品房成交面积 | 10.32490786 | 10.75035743 | 15.72936543 | 24.33822443 | 14.79571971 | ↘    |
| 三线商品房成交面积 | 7.380575571 | 4.969296143 | 5.557023857 | 7.529087571 | 6.299952143 | ↗    |
| 二手房价格     | 154.87      | 154.99      | 155.32      | 155.82      | 168.38      | ↘    |
| 一线二手房价格   | 195.87      | 196.57      | 196.84      | 197.31      | 209.81      | ↘    |
| 二线二手房价格   | 144.67      | 144.7       | 145.02      | 145.93      | 158.88      | ↘    |
| 三线二手房价格   | 134         | 134.01      | 134.42      | 134.59      | 146.95      | ↘    |
| 四线二手房价格   | 114.76      | 114.82      | 114.95      | 114.86      | 121.21      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

地产数据方面，土拍面积有所回升背景下溢价率大幅下降，同时商品房成交面积上行，二手房价格回落，地产数据表现一般。

|            | 2025/4/30 | 2024/4/30 | 2023/4/30 | 2022/4/30 | 2021/4/30 | 同比     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 厂家批发：当月累计值 | 2174164   | 1959578   | 1778915   | 902261    | 1471750   | 10.95% |
| 厂家零售：当月累计值 | 1790974   | 1586581   | 1648622   | 1051833   | 1203818   | 12.88% |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

汽车销量方面，25 年 4 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 10.95%及 12.88%，汽车销量维持较高水平。

|          | 2025/5/18 | 2025/5/11 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/18 | 环比变化 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 集装箱吞吐量   | 633.4     | 620.1     | 671.2     | 620.9     | 604.8     | ↗    |
|          | 2025/5/24 | 2025/5/17 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/24 |      |
| CCFI指数   | 1107.4    | 1104.88   | 1121.08   | 1111.71   | 1389.16   | ↗    |
| CICFI指数  | 705.61    | 690.34    | 685.59    | 692.52    | 867.74    | ↗    |
|          | 2025/5/31 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2025/2/28 | 2025/1/31 |      |
| 韩国前十日出口  | -23.8     | 13.4      | 2.6       | 0.5       | 3.2       | ↘    |
| 韩国前二十日出口 | -2.4      | -5.3      | 4.4       | 15.9      | -5.1      | ↗    |
| 韩国出口     | #N/A      | 3.7       | 3.1       | 0.7       | -10.1     | ---- |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

进出口数据方面，上周出口运价走强，同时韩国 5 月前二十日出口数据有所回升。

|        | 2025/5/23 | 2025/5/16 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/23 | 环比变化 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 农产品价格  | 114.11    | 114.84    | 117.05    | 119.48    | 117.39    | ↘    |
| 猪肉价格   | 20.95     | 20.94     | 20.59     | 20.85     | 20.83     | ↗    |
| 粮油价格   | 112.93    | 112.96    | 112.8     | 112.94    | 115.04    | ↘    |
| 蔬菜价格   | 4.27      | 4.31      | 4.39      | 4.83      | 4.59      | ↘    |
| 水果价格   | 7.87      | 7.89      | 7.59      | 7.59      | 7.28      | ↘    |
|        |           |           |           |           |           |      |
| PTA价格  | 4882      | 5030      | 4350      | 4925      | 5815      | ↘    |
| 涤纶长丝价格 | 7000      | 6980      | 6280      | 6900      | 7425      | ↗    |
| 聚酯切片价格 | 6000      | 6050      | 5495      | 6030      | 6820      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

价格数据方面，农产品价格上周回落。其中，蔬菜水果价格下行，同时猪肉价格升至 20.95 元。纤维方面价格有所回落。食品价格出现季节性走弱。

|        | 2025/5/23 | 2025/5/16 | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2024/5/23 | 环比变化 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 煤炭价格   | 611       | 614       | 650       | 665       | 884       | ↘    |
| 石油价格   | 64.78     | 65.41     | 63.12     | 74.74     | 81.36     | ↘    |
|        |           |           |           |           |           |      |
| 铜杆价格   | 78680     | 79580     | 78620     | 80570     | 83690     | ↘    |
| 铝价     | 20400     | 20230     | 20090     | 20520     | 20720     | ↗    |
|        |           |           |           |           |           |      |
| 钢材价格   | 92.4      | 93.45     | 93.16     | 94.86     | 106.24    | ↘    |
| 沥青价格   | 3625      | 3615      | 3570      | 3605      | 3615      | ↗    |
| 水泥价格   | 117.69    | 120.04    | 124.55    | 127.77    | 111.35    | ↘    |
| MDI价格  | 16200     | 16300     | 14900     | 16000     | 17200     | ↘    |
| 浮法玻璃价格 | 1294      | 1318.3    | 1331.9    | 1308.3    | 1704.8    | ↘    |
|        |           |           |           |           |           |      |
| 工业品指数  | 3452.21   | 3493.78   | 3478.21   | 3719.05   | 4246.74   | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上下, 其中铝价及沥青价格回升, 煤价、油价、铜价、钢材价格、水泥价格、MDI 价格及玻璃价格则有所回落。

|          | 本周涨跌幅   | 本月涨跌幅   | 今年以来涨跌幅  |
|----------|---------|---------|----------|
| ICE布油    | -0.58   | 2.77    | -12.88   |
| COMEX黄金  | 5.35    | 0.72    | 27.14    |
| LME铝     | -0.62   | 0.02    | -3.35    |
| LME铜     | 1.76    | 1.84    | 9.65     |
| CBOT玉米   | 3.49    | -2.39   | 0.11     |
| CBOT大豆   | 1.02    | 0.76    | 4.97     |
|          | 本周涨跌BP  | 本月涨跌BP  | 今年以来涨跌BP |
| 美元指数     | -185.97 | -51.72  | -936.61  |
| 美元兑离岸人民币 | -376.00 | -967.00 | -1629.00 |
| 美元兑日元    | -307.30 | -48.90  | -1470.50 |

|          | 2025/5/23 | 2025/5/18 | 2025/4/30 | 2025/1/1 |
|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| ICE布油    | 65.03     | 65.33     | 61.04     | 74.83    |
| COMEX黄金  | 3357.7    | 3205.3    | 3299.2    | 2639.3   |
|          | 2025/5/23 | 2025/5/18 | 2025/4/30 | 2025/1/1 |
| 美元指数     | 99.1231   | 100.9828  | 99.6403   | 108.4892 |
| 美元兑离岸人民币 | 7.1722    | 7.2098    | 7.2689    | 7.3351   |
| 美元兑日元    | 142.5695  | 145.6425  | 143.0585  | 157.2745 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面, 上周各类期货价格有所走强, 其中黄金涨幅最大, 伦铝跌幅最大。ICE 布油收于 65.03 美元, 跌 0.58%, COMEX 黄金收于 3357.7 美元, 涨 5.35%。

上周美元指数下行 185.97BP, 美债发行大幅低于预期带动资金流出美国, 美元大幅下行。在此背景下人民币上周升值 376 个基点, 日元升值 307.3 个基点。

### 三、 市场表现回顾

#### a) 基金市场

| 基金发行情况 | 类型       | 债券型基金  | 主动债券型  | 偏债混合型基金 | 股票型基金  | 主动股票 | 偏股混合型基金 | 灵活配置型基金 | 平衡混合型基金 | FOF基金 | 总计     |
|--------|----------|--------|--------|---------|--------|------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 上周     | 数量       | 6      | 4      | 0       | 19     | 0    | 2       | 0       | 0       | 0     | 27     |
|        | 发行规模(亿元) | 69.35  | 28.85  | 0.00    | 92.55  | 0.00 | 2.33    | 0.00    | 0.00    | 0.00  | 164.23 |
| 上上周    | 数量       | 6      | 5      | 0       | 12     | 0    | 5       | 0       | 0       | 1     | 24     |
|        | 发行规模(亿元) | 192.50 | 132.51 | 0.00    | 40.01  | 0.00 | 7.44    | 0.00    | 0.00    | 0.10  | 240.04 |
| 本月以来   | 数量       | 13     | 10     | 0       | 44     | 1    | 7       | 1       | 0       | 1     | 66     |
|        | 发行规模(亿元) | 264.49 | 164.00 | 0.00    | 190.83 | 0.12 | 9.77    | 2.52    | 0.00    | 0.10  | 467.72 |
| 基金申报情况 |          |        |        |         |        |      |         |         |         |       |        |
|        | 普通混合     | 股票型    | 股票指数   | ETF     | 联接     | 定开债  | 中短债     | 债券指数    | 其他债券    | FOF   | 总计     |
| 上周     | 7        | 1      | 2      | 1       | 2      | 0    | 0       | 0       | 3       | 2     | 18     |
| 上上周    | 37       | 1      | 4      | 3       | 8      | 0    | 0       | 2       | 4       | 4     | 63     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 18 支, 其中普通混合型基金 7 支, 债券类基金 (3 支) 少于股票类基金 (6 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 164.23 亿, 其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 股票市场

|           | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 科创50      | -1.47   | -3.14   | -0.85   |
| 中证500     | -1.10   | 0.38    | -1.27   |
| 创业板指      | -0.88   | 3.77    | -5.61   |
| 万得全A      | -0.63   | 2.41    | 1.67    |
| 上证50      | -0.18   | 2.99    | 1.61    |
| 沪深300     | -0.18   | 2.96    | -1.34   |
| 偏股混合型基金指数 | 0.07    | 1.44    | 3.76    |
| 中小板指      | 0.62    | 2.81    | -0.09   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所下行, 其中中小板涨 0.62%, 涨幅最大; 科创 50 跌 1.47%, 跌幅最大。经济数据表现一般背景下 A 股有所回落。偏股基金指数涨 0.07%。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 高市盈率指数 | -2.03   | -1.66   | -2.42   |
| 小盘指数   | -1.49   | 0.09    | 0.56    |
| 高市净率指数 | -1.40   | -0.28   | 0.30    |
| 茅指数    | -0.20   | 3.01    | 1.46    |
| 绩优股指数  | -0.13   | 3.30    | -0.08   |
| 大盘指数   | -0.08   | 3.13    | -0.99   |
| 低市净率指数 | -0.08   | 3.90    | 2.12    |
| 低市盈率指数 | -0.07   | 4.10    | 2.23    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

A 股各风格指数中, 低 PE 指数跌 0.07%, 表现最好; 高 PE 指数跌 2.03%, 表现最差。市场风格大盘价值占优。

|      | 上周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 计算机  | -3.02   | 计算机  | -2.41   | 煤炭   | -10.93  |
| 机械设备 | -2.48   | 电子   | -2.28   | 房地产  | -8.63   |
| 通信   | -2.31   | 房地产  | -1.37   | 非银金融 | -7.36   |
| 电子   | -2.17   | 社会服务 | -1.03   | 石油石化 | -6.53   |
| 非银金融 | -1.72   | 钢铁   | 0.40    | 商贸零售 | -5.73   |
| 家用电器 | 1.21    | 轻工制造 | 4.67    | 机械设备 | 6.76    |
| 汽车   | 1.24    | 电力设备 | 4.73    | 银行   | 7.66    |
| 有色金属 | 1.26    | 汽车   | 5.78    | 有色金属 | 10.78   |
| 综合   | 1.41    | 银行   | 6.01    | 美容护理 | 11.71   |
| 医药生物 | 1.78    | 综合   | 6.84    | 汽车   | 13.22   |

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 10 个上涨, 21 个下跌。其中, 成长板块表现不佳, 计算机、机械设备、通信、电子及非银金融分别跌 3.02%至 1.72%不等, 跌幅最大。另一方面, 黄金价格大幅上行带动有色金属行业表现较好, 涨 1.26%。此外, 电动车出口数据表现较好背景下汽车行业涨 1.24%, 涨幅居前。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 恒生指数   | 1.10    | 6.70    | 17.65   |
| 恒生科技指数 | -0.65   | 3.13    | 17.43   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

港股方面, 恒生指数涨 1.10%, 恒生科技指数跌 0.65%。国内经济数据表现一般叠加美元指数下行背景下港股有所震荡。

|         | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|---------|---------|---------|---------|
| 标普小盘600 | -4.18   | 3.66    | -10.02  |
| 标普中盘400 | -3.58   | 4.42    | -4.59   |
| 标普500   | -2.61   | 4.20    | -1.34   |
| 纳斯达克指数  | -2.47   | 7.40    | -2.97   |
| 道琼斯工业指数 | -2.47   | 2.30    | -2.21   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

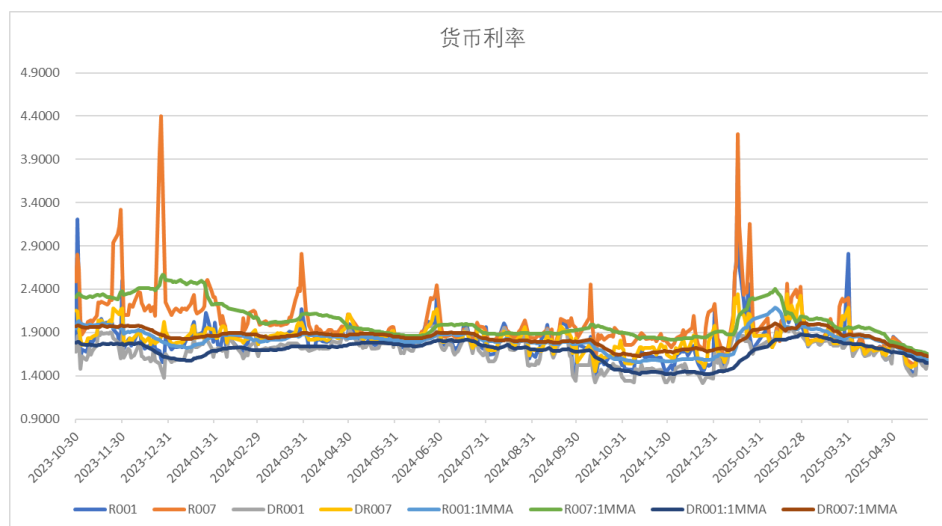
美股方面上周有所回落, 其中, 道琼斯指数跌 2.47%, 表现最好; 小盘 600 跌 4.18%, 表现最差。美债发行低于预期叠加美欧关系恶化使得风险偏好走弱, 美股有所下行。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

|            | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|------------|---------|---------|---------|
| 法国CAC40    | -1.93   | 1.85    | 4.79    |
| 日经225      | -1.57   | 3.09    | -6.85   |
| 韩国综合指数     | -1.32   | 1.39    | 8.93    |
| 台湾加权指数     | -0.88   | 7.00    | -6.00   |
| 印度SENSEX30 | -0.74   | 1.84    | 4.58    |
| 德国DAX      | -0.58   | 5.03    | 18.69   |
| 英国富时100    | 0.38    | 2.63    | 6.67    |
| 胡志明指数      | 1.00    | 7.19    | 3.76    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

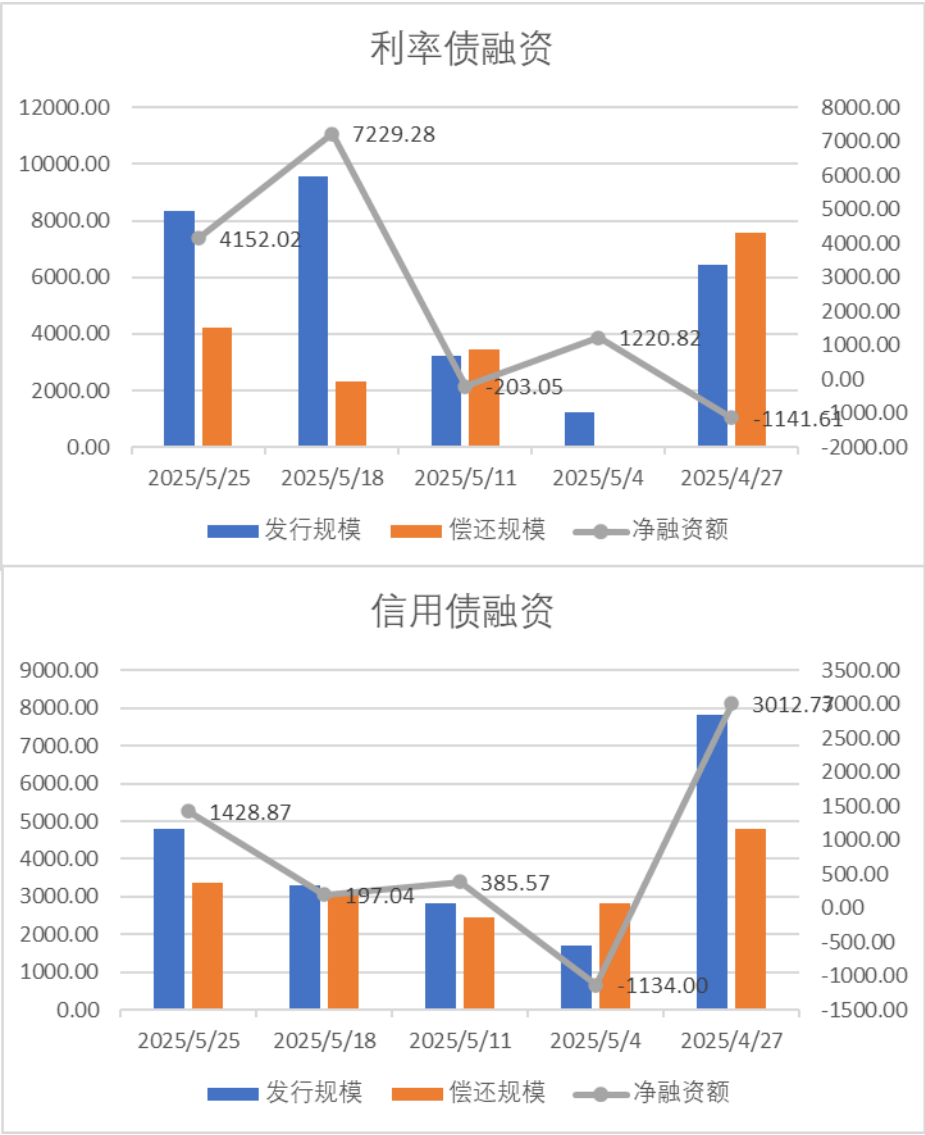
其他海外市场方面, 法国市场跌 1.93%, 表现最差; 越南市场涨 1.00%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

#### a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.63, 资金面较此前更为宽松。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 4152.02 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 1428.87 亿，较此前有所回升。上周债券净发行量有所回落。

| 收益率    |      |      |      |      | 期限利差   |       |       |        | 信用利差   |       |        |        |
|--------|------|------|------|------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|        | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |        | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |        | 1Y    | 3Y     | 5Y     |
| 国债     | 1.45 | 1.50 | 1.57 | 1.72 | 国债     | 4.75  | 6.94  | 15.58  | 国债     | -     | -      | -      |
| 国开债    | 1.52 | 1.62 | 1.61 | 1.70 | 国开债    | 10.04 | -0.78 | 9.58   | 国开债    | -     | -      | -      |
| AAA信用债 | 1.70 | 1.82 | 1.94 | -    | AAA信用债 | 11.91 | 12.06 | -      | AAA信用债 | 18.3  | 20.17  | 33.01  |
| AA+信用债 | 1.77 | 1.94 | 2.11 | -    | AA+信用债 | 17.12 | 16.22 | -      | AA+信用债 | 25.76 | 32.84  | 49.84  |
| AA信用债  | 1.82 | 2.12 | 2.39 | -    | AA信用债  | 30.73 | 26.7  | -      | AA信用债  | 30.06 | 50.75  | 78.23  |
| AA-信用债 | 2.43 | 3.05 | 3.44 | -    | AA-信用债 | 61.49 | 39.07 | -      | AA-信用债 | 91.72 | 143.17 | 183.02 |

| 上周以来利率变动 |    |    |    |     | 本月以来利率变动 |     |     |     |     | 今年以来利率变动 |     |    |    |     |
|----------|----|----|----|-----|----------|-----|-----|-----|-----|----------|-----|----|----|-----|
|          | 1Y | 3Y | 5Y | 10Y |          | 1Y  | 3Y  | 5Y  | 10Y |          | 1Y  | 3Y | 5Y | 10Y |
| 国债       | 0  | -1 | -1 | 4   | 国债       | 0   | -2  | 2   | 6   | 国债       | 36  | 31 | 15 | 5   |
| 国开债      | 1  | 0  | -1 | -1  | 国开债      | -5  | -5  | -2  | 1   | 国开债      | 31  | 19 | 14 | -2  |
| AAA信用债   | -1 | -3 | -5 | -   | AAA信用债   | -14 | -12 | -12 | -   | AAA信用债   | 2   | 7  | 6  | -   |
| AA+信用债   | 0  | 0  | -1 | -   | AA+信用债   | -15 | -11 | -7  | -   | AA+信用债   | -1  | 4  | 7  | -   |
| AA信用债    | -2 | 0  | 0  | -   | AA信用债    | -15 | -6  | -3  | -   | AA信用债    | -6  | 6  | 10 | -   |
| AA-信用债   | -2 | -2 | -4 | -   | AA-信用债   | -20 | -9  | -11 | -   | AA-信用债   | -27 | -5 | 3  | -   |

| 收益率分位数 |      |      |      |      | 期限利差分位数 |       |       |        | 信用利差分位数 |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|---------|-------|-------|--------|---------|------|------|------|
|        | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |         | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |         | 1Y   | 3Y   | 5Y   |
| 国债     | 0.11 | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 国债      | 0.04  | 0.06  | 0.31   | 国债      | -    | -    | -    |
| 国开债    | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 国开债     | 0.10  | 0.05  | 0.04   | 国开债     | -    | -    | -    |
| AAA信用债 | 0.01 | 0.02 | 0.03 | -    | AAA信用债  | 0.14  | 0.13  | -      | AAA信用债  | 0.01 | 0.06 | 0.14 |
| AA+信用债 | 0.01 | 0.02 | 0.05 | -    | AA+信用债  | 0.21  | 0.22  | -      | AA+信用债  | 0.00 | 0.06 | 0.14 |
| AA信用债  | 0.00 | 0.04 | 0.08 | -    | AA信用债   | 0.29  | 0.30  | -      | AA信用债   | 0.00 | 0.11 | 0.19 |
| AA-信用债 | 0.00 | 0.04 | 0.06 | -    | AA-信用债  | 0.54  | 0.44  | -      | AA-信用债  | 0.01 | 0.05 | 0.06 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年5月23日. 分位数为过去5年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债有所下行，其中5YAAA下行5BP，下行幅度最大。同时利率债有所震荡，其中10Y国债上行5BP，上行幅度最大。一方面，银行下调存款利率推动利率下行，同时基本面上国内经济数据表现尚可使得债券下行力度不大。往后看，虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制，但国内财政政策发力也有望带动经济企稳回升，后续债市走势仍取决于国内经济基本面。

| 上周以来期限利差变动 |       |       |        | 本月以来期限利差变动 |       |       |        | 今年以来期限利差变动 |       |       |        |
|------------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|
|            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |
| 国债         | -1    | 0     | 5      | 国债         | -2    | 5     | 4      | 国债         | -6    | -16   | -10    |
| 国开债        | -1    | -1    | 0      | 国开债        | 0     | 3     | 2      | 国开债        | -13   | -4    | -17    |
| AAA信用债     | -2    | -2    | -      | AAA信用债     | 2     | 0     | -      | AAA信用债     | 5     | 0     | -      |
| AA+信用债     | 0     | 0     | -      | AA+信用债     | 4     | 4     | -      | AA+信用债     | 5     | 2     | -      |
| AA信用债      | 2     | 0     | -      | AA信用债      | 8     | 3     | -      | AA信用债      | 12    | 4     | -      |
| AA-信用债     | 0     | -2    | -      | AA-信用债     | 11    | -2    | -      | AA-信用债     | 22    | 8     | -      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年5月23日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收窄，30年国债利率升至1.89，大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

| 上周以来信用利差变动 |    |    |    | 本月以来信用利差变动 |     |    |     | 今年以来信用利差变动 |     |     |     |
|------------|----|----|----|------------|-----|----|-----|------------|-----|-----|-----|
|            | 1Y | 3Y | 5Y |            | 1Y  | 3Y | 5Y  |            | 1Y  | 3Y  | 5Y  |
| AAA信用债     | -2 | -3 | -4 | AAA信用债     | -9  | -7 | -10 | AAA信用债     | -30 | -12 | -8  |
| AA+信用债     | -1 | 0  | 0  | AA+信用债     | -10 | -6 | -5  | AA+信用债     | -33 | -15 | -8  |
| AA信用债      | -3 | 0  | 1  | AA信用债      | -9  | -2 | -2  | AA信用债      | -37 | -13 | -4  |
| AA-信用债     | -3 | -2 | -3 | AA-信用债     | -15 | -4 | -10 | AA-信用债     | -59 | -24 | -12 |

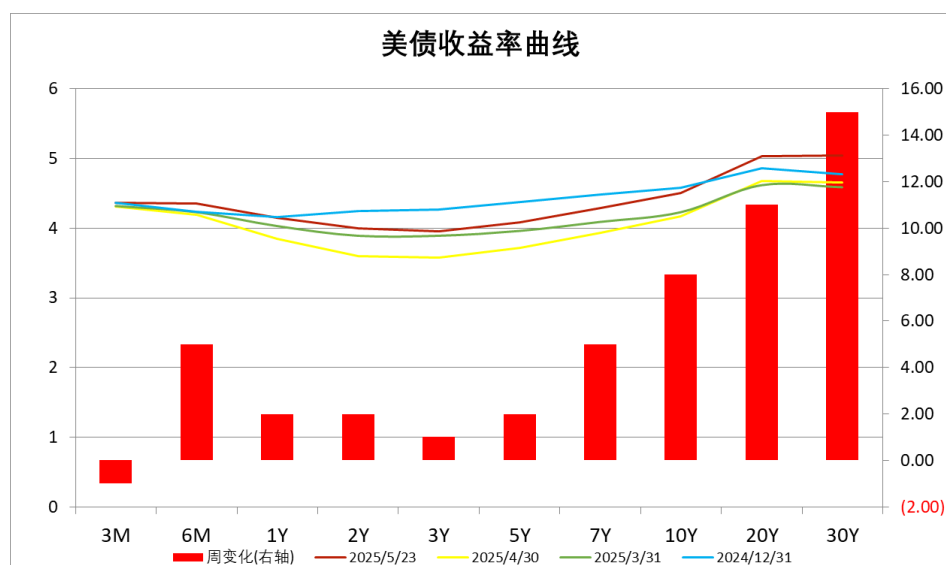
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年5月23日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行利率债震荡使得利差收窄。历史来看，部分信用债利差分位数维持偏低区间。

| 最新收益率 |       |        |      |       |        |
|-------|-------|--------|------|-------|--------|
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M   | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 1.66  | 1.72   | 1.71 | --    | --     |
| 国有银行  | 1.60  | 1.65   | 1.66 | 1.67  | 1.68   |
| 股份银行  | 1.62  | 1.65   | 1.68 | 1.70  | 1.70   |
| 城商行   | 1.63  | 1.69   | 1.71 | 1.74  | 1.75   |
| 农商行   | 1.71  | 1.70   | 1.70 | 1.73  | 1.74   |
|       |       |        |      |       |        |
| 一周变化  |       |        |      |       |        |
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M   | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 6     | 5      | 1    | --    | --     |
| 国有银行  | 0     | 4      | 4    | 0     | 4      |
| 股份银行  | 0     | 5      | 6    | 6     | 4      |
| 城商行   | 3     | 3      | 4    | -6    | -1     |
| 农商行   | 11    | -1     | -1   | -12   | 3      |
|       |       |        |      |       |        |
| 发行规模  |       |        |      |       |        |
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M   | 9M    | 1Y     |
| 总计    | 571.7 | 2573.5 | 1669 | 143.7 | 2030.4 |
| 国有银行  | 188   | 1281   | 600  | 0     | 933    |
| 股份银行  | 0     | 831    | 10   | 6     | 188    |
| 城商行   | 354   | 309    | 788  | 94    | 746    |
| 农商行   | 31    | 153    | 271  | 44    | 164    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 3M 国有银行上行 4BP, 为 1.65%; 1Y 国有银行上行 4BP, 为 1.68%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

美债方面，上周利率有所上行，其中 30Y 上行 15BP，上行幅度最大；3M 下行 1BP，下行幅度最大。美国长端利率债发行情况大幅低于市场预期，在此背景下美债利率有所上行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

#### **四、 资产配置观点**

##### **4.1.1 国内经济数据分化，美众院通过减税法案**

上周，国内发布 4 月经济数据，其中工业增加值同比增长 6.1%，基建投资累计同比 10.85%，超出市场预期；但制造业投资累计同比 8.8%，社零当月同比 5.1%，低于市场预期。经济数据的分化显示生产端及政府投资端维持一定韧性，但是贸易战不确定加剧使得居民及企业维持谨慎，信心回升仍需一段时间。往后看，预计我国二季度经济受到出口下行影响将出现一定回落，但中长期维度来看货币及财政政策进一步发力确定性较强，并有望带动居民信心回升及经济企稳。不过这一过程需要一定时间，期间宏观数据仍会面临一定波动。海外方面，美国众议院通过特朗普 4 万亿美元减税法案，将交由参议院审议，后续关注减税对美国经济的拉动效果。贸易冲突方面，特朗普宣称 6 月起将对欧盟征收 50% 关税，显示美欧关系有所恶化，预计后续消费者及企业将采取一定的观望态势，关注美国经济能否平稳落地。降息预期方面，随着 6 月 FOMC 会议临近，市场降息预期逐步下降，6 月降息的预期由 8% 下降至 6%。

| 指标(2025/04/30) | 预测值     | 实际值       |      | 2025/3/31 |
|----------------|---------|-----------|------|-----------|
| PMI            | ----    | 49        | ---- | 50.50     |
| 工业增加值:当月同比     | 5.21    | 6.1       | ↗    | 7.70      |
| GDP:当季同比       | ----    | ----      | ---- | 5.40      |
| 固定资产投资:累计同比    | 4.26    | 4         | ↘    | 4.20      |
| 制造业投资:累计同比     | 9.07    | 8.8       | ↘    | 9.10      |
| 基建投资:累计同比      | 10      | 10.85     | ↗    | 11.50     |
| 地产投资:累计同比      | -10.1   | -10.3     | ↘    | -9.90     |
| 社会消费品零售总额:当月同比 | 5.48    | 5.1       | ↘    | 5.90      |
| 出口金额:当月同比      | 0.75    | 8.1       | ↗    | 12.30     |
| 进口金额:当月同比      | -6.92   | -0.2      | ↗    | -4.40     |
| 社会融资规模:当月值     | 12637.5 | 11591     | ↘    | 58,894.00 |
| 社融规模:同比        | 8.8     | 8.7       | ↘    | 8.40      |
| 人民币贷款:当月值      | 7644.44 | 2800      | ↘    | 36,400.00 |
| 人民币贷款:同比       | 7.4     | 7.1       | ↘    | 7.20      |
| M1:同比          | 3       | 1.5       | ↘    | 1.60      |
| M2:同比          | 7.54    | 8         | ↗    | 7.00      |
| CPI:当月同比       | -0.15   | -0.1      | ↗    | -0.10     |
| PPI:当月同比       | -2.83   | -2.7      | ↗    | -2.50     |
| 1年存款利率(央行)     | ----    | 1.5       | ---- | 1.50      |
| 1年贷款利率(央行)     | ----    | 4.35      | ---- | 4.35      |
| 美元兑人民币汇率       | 7.2     | 7.3025048 | ↗    | 7.25      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

| 美国经济指标    | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 趋势   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 实际GDP(同比) | ----    | ----    | -0.30   | ----    | ----    | 2.40    | ----    | ----    | 3.10    | ----    | ----    | ↘    |
| PMI       | ----    | 48.70   | 49.00   | 50.30   | 50.90   | 49.30   | 48.40   | 46.50   | 47.20   | 47.20   | 46.80   | ↘    |
| 消费者信心     | 50.80   | 52.20   | 57.00   | 64.70   | 71.70   | 74.00   | 71.80   | 70.50   | 70.10   | 67.90   | 66.40   | ↘    |
| 零售        | ----    | 5.22    | 4.80    | -0.14   | 5.07    | 4.66    | 4.03    | 4.84    | 0.25    | 2.14    | 4.40    | 震荡下行 |
| 房地产       | 34.00   | 40.00   | 39.00   | 42.00   | 47.00   | 46.00   | 46.00   | 43.00   | 41.00   | 39.00   | 41.00   | 震荡下行 |
| 耐用品订单     | ----    | ----    | 9.20    | 0.83    | 3.36    | -1.76   | -1.99   | 0.75    | -0.36   | -0.85   | 9.82    | ↗    |
| CPI       | ----    | 2.30    | 2.40    | 2.80    | 3.00    | 2.90    | 2.70    | 2.60    | 2.40    | 2.50    | 2.90    | ↘    |
| 核心CPI     | ----    | 2.80    | 2.80    | 3.10    | 3.30    | 3.20    | 3.30    | 3.30    | 3.30    | 3.20    | 3.20    | ↘    |
| PCE       | ----    | ----    | 2.29    | 2.69    | 2.55    | 2.60    | 2.46    | 2.34    | 2.10    | 2.28    | 2.47    | 拐头向下 |
| 核心PCE     | ----    | ----    | 2.65    | 2.96    | 2.70    | 2.86    | 2.83    | 2.82    | 2.66    | 2.73    | 2.67    | 震荡下行 |
| 非农就业      | ----    | 177.00  | 185.00  | 102.00  | 111.00  | 323.00  | 261.00  | 44.00   | 240.00  | 71.00   | 88.00   | 震荡下行 |
| 失业率       | ----    | 4.20    | 4.20    | 4.10    | 4.00    | 4.10    | 4.20    | 4.10    | 4.10    | 4.20    | 4.20    | ↗    |
| 职位空缺率     | ----    | ----    | 4.30    | 4.50    | 4.70    | 4.50    | 4.80    | 4.60    | 4.30    | 4.60    | 4.50    | 震荡   |
| 时薪增速      | ----    | 0.17    | 0.28    | 0.20    | 0.42    | 0.20    | 0.37    | 0.42    | 0.28    | 0.46    | 0.20    | 震荡下行 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

## 4.2 股票市场观点

### 4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

近期万得全 A 预测 PE16.46 倍，处于 77%分位水平，股权溢价率 3.57%，处于 84%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

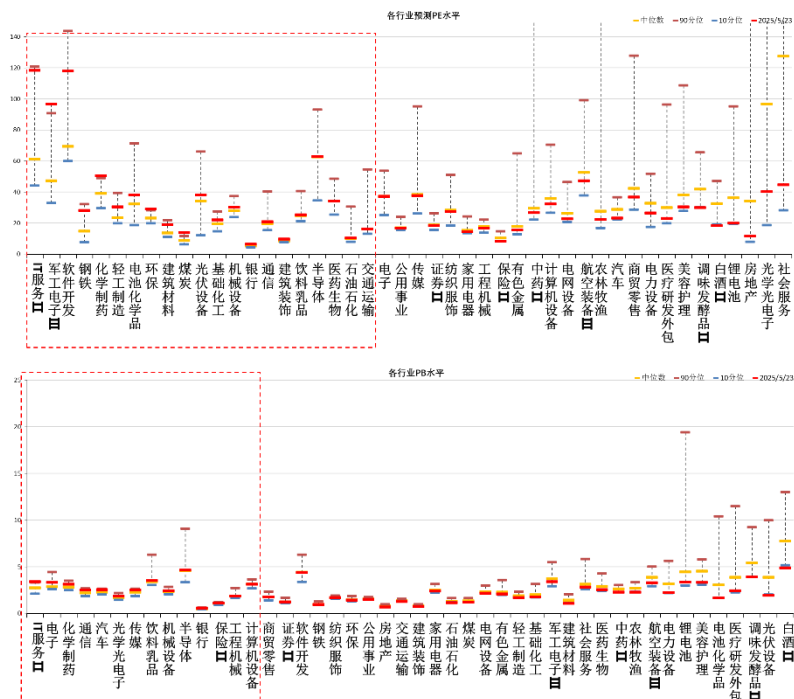
| 指数    | 指标值   |       |      |       | 5年分位数 |      |      |       |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|
|       | PE    | 预测PE  | PB   | 股权溢价率 | PE    | 预测PE | PB   | 股权溢价率 |
| 上证50  | 10.90 | 10.68 | 1.20 | 7.47  | 0.68  | 0.85 | 0.29 | 0.73  |
| 沪深300 | 12.55 | 11.68 | 1.31 | 6.27  | 0.57  | 0.76 | 0.25 | 0.85  |
| 中小板指  | 23.69 | 18.56 | 2.48 | 2.52  | 0.35  | 0.54 | 0.20 | 0.86  |
| 创业板指  | 30.68 | 23.36 | 3.70 | 1.56  | 0.24  | 0.34 | 0.17 | 0.93  |
| 中证500 | 28.53 | 21.27 | 1.76 | 1.80  | 0.84  | 0.86 | 0.43 | 0.63  |
| 万得全A  | 18.95 | 16.46 | 1.54 | 3.57  | 0.65  | 0.77 | 0.24 | 0.84  |

| 指数       | 指标值   |      |       | 5年分位数 |      |       |
|----------|-------|------|-------|-------|------|-------|
|          | PE    | PB   | 股权溢价率 | PE    | PB   | 股权溢价率 |
| 恒生指数     | 10.54 | 1.10 | 4.97  | 0.68  | 0.73 | 0.04  |
| 标普500    | 26.06 | 4.86 | -0.67 | 0.52  | 0.86 | 0.10  |
| 纳斯达克指    | 39.31 | 6.19 | -1.97 | 0.35  | 0.82 | 0.16  |
| 德国DAX    | 19.06 | 2.01 | ----  | 0.75  | 0.99 | ----  |
| 法国CAC40  | 17.20 | 1.88 | ----  | 0.62  | 0.61 | ----  |
| 英国富时100  | 18.57 | 1.85 | ----  | 0.72  | 0.99 | ----  |
| 韩国综合指数   | 12.86 | 0.88 | ----  | 0.29  | 0.09 | ----  |
| 台湾加权指数   | 17.26 | 1.84 | ----  | 0.51  | 0.08 | ----  |
| 日经225    | 17.94 | 1.83 | ----  | 0.33  | 0.50 | ----  |
| 胡志明指数    | 12.44 | 1.54 | ----  | 0.27  | 0.10 | ----  |
| 印度SENSEX | 22.77 | 3.76 | ----  | 0.23  | 0.84 | ----  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日.

分行业看，预测 PE 约三分之一行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约三分之一行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高



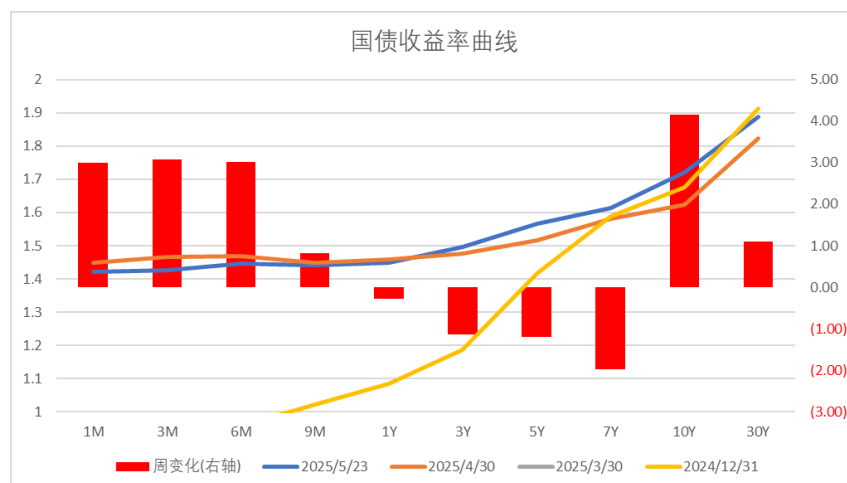
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，随着市场开始观测政策落地的实际效果，配置方向上关注：

- 1、以旧换新、设备更新等政策发力的家电、汽车等内需方向。

2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

### 4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 23 日

中短期看，关税对国内经济形成一定压制，短期内债券利率预计会出现一定幅度的下行，但由于此前市场降息预期较为充分，叠加潜在的财政发力刺激消费等政策，预计债市会出现一定的先下后上。拉长周期来看，虽然对于利率上行的终点判断难度较大，但不论是居民端风险偏好下行带来的配置压力还是政府加杠杆需要的货币政策支持都会带动利率趋势性下行，在此背景下一方面可以逢低进行加仓，尤其关注长端利率、信用债、转债等波动率更高的品种。

**风险提示：**本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。