

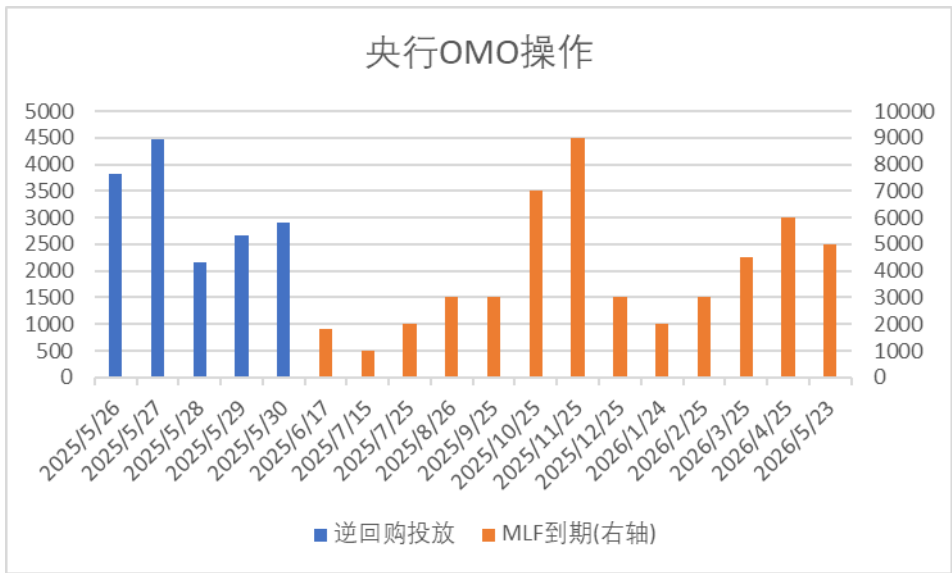
国内 5 月 PMI 出炉，美国关税面临内部博弈

一、重要信息点评

- 1、美国联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，对于暂停期是否会进一步延长，联邦上诉法院尚在考虑之中。此前，美国国际贸易法院裁定，美国政府 4 月 2 日依据《国际紧急经济权力法》发布对多国加征关税的行政令属越权行为，是非法的，禁止执行相关行政令。
- 2、5 月份，制造业采购经理指数为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点。
- 3、美国总统特朗普在社交媒体发文称，对欧盟加快贸易谈判进程感到鼓舞。知情人士此前透露，欧盟正寻求加快与美国的贸易谈判，重点放在关键的行业以及关税和非关税壁垒上。另外，白宫经济委员会主任哈塞特表示，部分国家的关税可能降至 10%或更低，接近完成的包括与印度之间的贸易协议。
- 4、美国特朗普政府正在考虑要求所有申请赴美留学的外国学生接受社交媒体审查。为准备实施这一审查要求，特朗普政府已下令美国各大使馆和领事馆停止为此类学生签证申请人安排新的面试。
- 5、受商用飞机订单锐减拖累，美国 4 月份耐用品订单超预期下滑，核心资本货物订单环比下降 1.3%，创去年 10 月以来最大跌幅。整体耐用品订单环比初值暴跌 6.3%。
- 6、今日凌晨公布的美联储会议纪要显示，本月稍早的会议上，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎，等待特朗普政府关税等政策的影响更明朗，再考虑行动。而且，此次纪要中，联储决策者几乎全都表达了对关税长期推升通胀的担忧。继 4 月的上次会议纪要后，本次纪要中，联储官员再度警惕，联储货币政策委员会 FOMC 可能不得不在抗通胀和保就业之间做出“艰难的取舍”。
- 7、美国第一季度 GDP 修正值按年率计算萎缩 0.2%，较此前公布的初值（萎缩 0.3%）略有上调，但仍显示美国经济在年初遭遇了收缩。消费支出增速大幅下调，创下近两年来的最弱增速。企业利润暴跌 2.9%，创下 2020 年以来最大跌幅。核心 PCE 小幅下调至 3.4%。

8、美国商务部最新公布数据,4月核心PCE物价指数同比上涨2.5%,符合预期,较前值修正值2.7%放缓,为四年多来最小涨幅。不包括住房和能源的核心服务成本也跌至四年来最低,为自2020年4月以来首次环比下降。数据发布后,交易员仍押注美联储将在9月降息。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

上周央行 OMO 投放 16026 亿,同时到期 9460 亿,共计净投放 6566 亿。此外,6 月 MLF 到期量为 1820 亿。

	2025/5/30	2025/5/23	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/30	环比变化
高炉开工率	83.89	83.67	84.35	82.13	81.52	↗
	2025/5/28	2025/5/21	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/28	环比变化
水泥沥青开工率	27.7	30.8	28.3	26.7	26.5	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率上行, 同时水泥沥青开工率转弱。

	2025/5/25	2025/5/18	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/25	环比变化
土地成交面积	955.6295	1356.8182	1170.4457	1446.6912	1162.3047	↘
土地成交溢价率	10.05	1.2	7.94	21.63	3.05	↗
商品房成交面积	29.41951186	26.32892786	31.87343714	43.48197786	28.60891843	↗
一线商品房成交面积	8.597932429	8.623444429	10.58704786	11.61466586	6.536611429	↘
二线商品房成交面积	13.953726	10.32490786	15.72936543	24.33822443	15.79145043	↗
三线商品房成交面积	6.867853429	7.380575571	5.557023857	7.529087571	6.280856571	↘
二手房价格	154.64	154.87	155.32	155.82	168.3	↘
一线二手房价格	195.54	195.87	196.84	197.31	209.79	↘
二线二手房价格	144.34	144.67	145.02	145.93	158.95	↘
三线二手房价格	133.84	134	134.42	134.59	146.87	↘
四线二手房价格	114.81	114.76	114.95	114.86	120.95	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

地产数据方面，土拍面积有所回落背景下溢价率回暖，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 30 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。

	2025/5/25	2025/5/18	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/25	环比变化
集装箱吞吐量	656.4	633.4	671.2	620.9	594.6	↗
	2025/5/30	2025/5/23	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/30	
CCFI指数	1117.61	1107.4	1121.08	1111.71	1389.16	↗
CICFI指数	711.45	705.61	685.59	692.52	847.16	↗
	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 30 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。

	2025/5/30	2025/5/23	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/30	环比变化
农产品价格	114.15	114.11	117.05	119.48	115.53	↗
猪肉价格	20.66	20.95	20.59	20.85	22.21	↘
粮油价格	112.77	112.93	112.8	112.94	115.24	↘
蔬菜价格	4.33	4.27	4.39	4.83	4.46	↗
水果价格	7.84	7.87	7.59	7.59	7.33	↘
PTA价格	4955	4882	4350	4925	5915	↗
涤纶长丝价格	7000	7000	6280	6900	7350	----
聚酯切片价格	5905	6000	5495	6030	6850	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

价格数据方面，农产品价格上周回升。其中，蔬菜价格上行，水果价格下行，同时猪肉价格降至 20.66 元。纤维方面价格有所分化。食品价格出现一定震荡。

	2025/5/30	2025/5/23	2025/4/30	2025/3/31	2024/5/30	环比变化
煤炭价格	611	611	650	665	874	----
石油价格	63.9	64.78	63.12	74.74	81.86	↘
铜杆价格	78920	78680	78620	80570	84170	↗
铝价	20240	20400	20090	20520	21730	↘
钢材价格	90.8	92.4	93.16	94.86	107.62	↘
沥青价格	3625	3625	3570	3605	3565	----
水泥价格	115.45	117.69	124.55	127.77	113.3	↘
MDI价格	16000	16200	14900	16000	17300	↘
浮法玻璃价格	1294	1294	1331.9	1308.3	1704.8	----
工业品指数	3383.03	3452.21	3478.21	3719.05	4270.03	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中铜价回升, 油价、铝价、钢材价格、水泥价格及 MDI 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	-3.35	-1.06	-16.12
COMEX黄金	-1.57	-0.61	25.45
LME铝	-0.61	-0.69	-4.04
LME铜	-1.18	0.60	8.31
CBOT玉米	-3.48	-5.69	-3.27
CBOT大豆	-1.70	-1.00	3.14
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	31.62	-20.10	-904.99
美元兑离岸人民币	343.00	-624.00	-1286.00
美元兑日元	149.20	100.30	-1321.30

	2025/5/30	2025/5/24	2025/4/30	2025/1/1
ICE布油	62.61	65.03	61.04	74.83
COMEX黄金	3313.1	3357.7	3299.2	2639.3
	2025/5/30	2025/5/24	2025/4/30	2025/1/1
美元指数	99.4393	99.1231	99.6403	108.4892
美元兑离岸人民币	7.2065	7.1722	7.2689	7.3351
美元兑日元	144.0615	142.5695	143.0585	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 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弱, 其中伦铝跌幅最小, 玉米跌幅最大。ICE 布油收于 62. 61 美元, 跌 3. 35%, COMEX 黄金收于 3313. 1 美元, 跌 1. 57%。

上周美元指数上行 31. 62BP, 美欧关系缓和使得美元信心回升。在此背景下人民币上周贬值 343 个基点, 日元贬值 149. 2 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	8	8	0	19	1	3	0	0	0	30
	发行规模(亿元)	97.61	97.61	0.00	75.03	0.12	17.23	0.00	0.00	0.00	189.87
上上周	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
本月以来	数量	21	18	0	63	2	10	1	0	1	96
	发行规模(亿元)	362.11	261.62	0.00	265.87	0.24	26.99	2.52	0.00	0.10	657.59
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	3	0	12	7	5	0	0	3	7	2	39
上上周	7	1	2	1	2	0	0	0	3	2	18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 39 支, 其中普通混合型基金 3 支, 债券类基金 (10 支) 少于股票类基金 (24 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 189.87 亿, 其中股票型基金发行规模基本持平。

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
中小板指	-1.55	1.22	-1.63
创业板指	-1.40	2.32	-6.93
上证50	-1.22	1.73	-0.23
沪深300	-1.08	1.85	-2.41
偏股混合型基金指数	-0.37	1.06	3.37
科创50	-0.36	-3.50	-1.20
万得全A	-0.02	2.39	1.94
中证500	0.32	0.70	-0.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所下行, 其中中证 500 涨 0.32%, 涨幅最大; 中小板跌 1.55%, 跌幅最大。美国关税前景有所反复背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 0.37%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-2.39	0.83	-2.47
茅指数	-1.90	1.05	-0.47
大盘指数	-1.25	1.84	-2.23
高市净率指数	-0.33	-0.60	-0.03
低市盈率指数	0.05	4.16	2.29
低市净率指数	0.17	4.07	2.29
高市盈率指数	0.59	-1.08	-1.85
小盘指数	0.81	0.90	1.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

A 股各风格指数中, 小盘指数涨 0.81%, 表现最好; 绩优股指数跌 2.39%, 表现最差。市场风格小盘占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
汽车	-4.11	电子	-2.85	煤炭	-11.23
电力设备	-2.44	社会服务	-0.86	房地产	-7.76
有色金属	-2.40	计算机	-0.68	非银金融	-7.20
综合	-1.94	房地产	-0.44	电力设备	-6.89
食品饮料	-1.06	钢铁	-0.31	石油石化	-6.15
计算机	1.77	纺织服饰	6.03	环保	6.79
农林牧渔	1.79	银行	6.05	银行	7.70
国防军工	2.13	国防军工	6.34	有色金属	8.11
医药生物	2.21	医药生物	6.42	汽车	8.57
环保	3.42	环保	6.83	美容护理	10.91

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 30 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 18 个上涨, 13 个下跌。其中, 5 月以来出现的大盘强小盘弱出现了一定程度的反转, 小市值占比较高的环保、国防军工、农林牧渔及计算机分别涨 3.42%至 1.77%不等, 涨幅居前; 而大市值占比较高的汽车、电力设备、有色金属及食品饮料则分别跌 4.11%至 1.06%不等, 跌幅居前。

	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	-1.32	5.29	16.10
恒生科技指数	-1.46	1.63	15.72

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

港股方面, 恒生指数跌 1.32%, 恒生科技指数跌 1.46%。美欧关系缓和带动美元指数上行叠加 A 股走弱背景下港股有所下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普中盘400	0.80	5.25	-3.83
标普小盘600	1.85	5.07	-8.80
道琼斯工业指数	1.60	3.94	-0.64
标普500	1.88	6.15	0.51
纳斯达克指数	2.01	9.56	-1.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

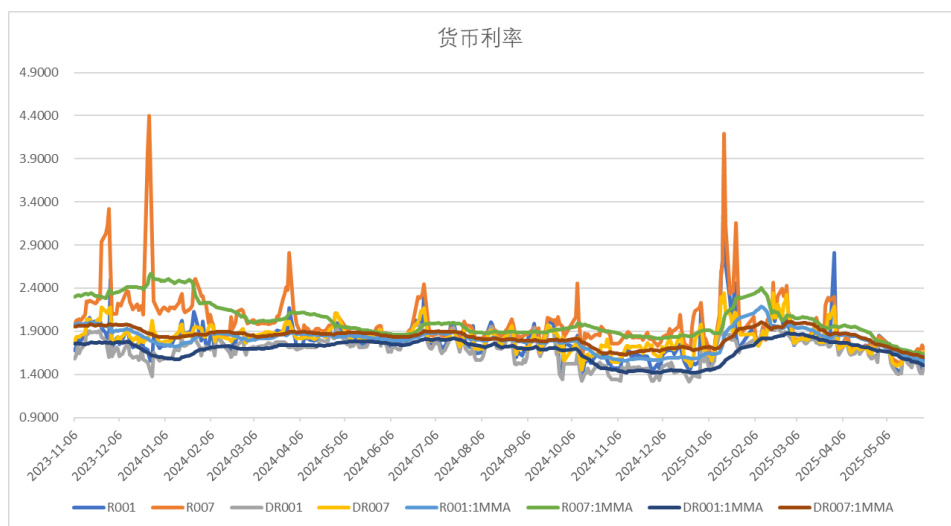
美股方面上周有所回升, 其中, 纳斯达克指数涨 2.01%, 表现最好; 中盘 400 涨 0.80%, 表现最差。美欧关系回暖使得风险偏好回升, 美股有所上行。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-1.41	5.50	-7.33
印度SENSEX30	-0.33	1.51	4.24
法国CAC40	0.23	2.08	5.03
英国富时100	0.62	3.27	7.33
胡志明指数	1.38	8.67	5.20
德国DAX	1.56	6.67	20.53
日经225	2.17	5.33	4.84
韩国综合指数	4.07	5.52	12.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

其他海外市场方面, 台湾市场跌 1.41%, 表现最差; 韩国市场涨 4.07%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



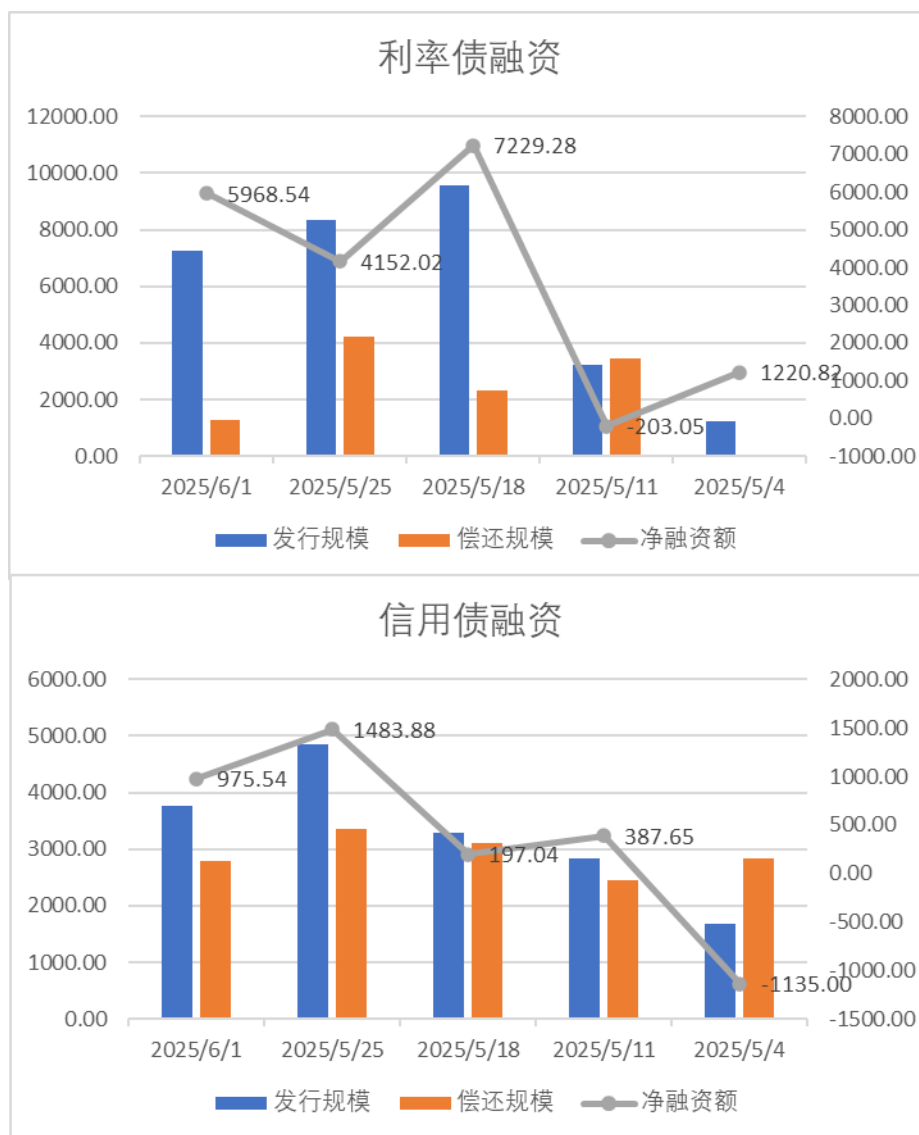
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.60, 资金面较此前更为宽松。

	2025/4/30	2025/5/23	2025/5/30
6M	1.16	1.09	1.06
3M	1.12	1.09	1.16
	2024/4/30	2024/5/23	2024/5/29
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/4/30	2023/5/24	2023/5/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/4/30	2022/5/24	2022/5/30
6M	1.1091	0.419	1.4242
3M	0.6506	0.0645	1.3617

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

国股银票方面, 5 月末 6M、3M 转贴现利率分别为 1.06、1.16, 较 4 月末有所下降, 预计 5 月社融中贷款分项表现不佳。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

债券融资方面, 上周利率债净融资额 5968.54 亿, 维持大额净发行; 信用债净融资额 975.54 亿, 较此前有所回落。上周债券净发行量有所回升。

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	1.46	1.48	1.56	1.67	国债	2.25	8.63	10.72	国债	-	-	-
国开债	1.53	1.63	1.62	1.71	国开债	10.04	-0.78	8.64	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.72	1.84	1.95	-	AAA信用债	12.21	10.67	-	AAA信用债	19.23	21.4	32.85
AA+信用债	1.80	1.94	2.09	-	AA+信用债	13.91	15.84	-	AA+信用债	26.69	30.56	47.18
AA信用债	1.84	2.10	2.39	-	AA信用债	26.02	28.82	-	AA信用债	30.99	46.97	76.57
AA-信用债	2.41	3.00	3.41	-	AA-信用债	58.8	41.18	-	AA-信用债	88.14	136.9	178.86

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	1	-2	0	-5	国债	1	-4	2	1	国债	37	29	15	0
国开债	2	2	2	1	国开债	-4	-3	0	1	国开债	33	20	16	-2
AAA信用债	2	3	1	-	AAA信用债	-11	-9	-10	-	AAA信用债	4	9	8	-
AA+信用债	2	-1	-1	-	AA+信用债	-12	-12	-8	-	AA+信用债	1	3	5	-
AA信用债	2	-2	0	-	AA信用债	-12	-9	-3	-	AA信用债	-3	4	10	-
AA-信用债	-2	-5	-3	-	AA-信用债	-22	-14	-14	-	AA-信用债	-29	-10	0	-

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	0.12	0.07	0.06	0.04	国债	0.01	0.09	0.07	国债	-	-	-
国开债	0.04	0.05	0.06	0.05	国开债	0.10	0.05	0.02	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.02	0.03	0.04	-	AAA信用债	0.14	0.09	-	AAA信用债	0.02	0.07	0.14
AA+信用债	0.02	0.02	0.04	-	AA+信用债	0.15	0.22	-	AA+信用债	0.01	0.05	0.11
AA信用债	0.01	0.02	0.08	-	AA信用债	0.23	0.33	-	AA信用债	0.00	0.09	0.18
AA-信用债	0.00	0.03	0.06	-	AA-信用债	0.46	0.51	-	AA-信用债	0.00	0.05	0.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年5月30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，信用债有所分化，其中3YAA-下行5BP，下行幅度最大；3YAAA上行3BP，上行幅度最大。同时利率债大体上行，1Y、3Y及5Y国开债均上行2BP，上行幅度最大。关税政策反复背景下债券市场有所震荡。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社融企稳回升，后续债市走势仍取决于国内信用扩张情况。

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	-3	2	-5	国债	-5	6	-1	国债	-8	-14	-15
国开债	0	0	-1	国开债	0	3	1	国开债	-13	-4	-18
AAA信用债	0	-1	-	AAA信用债	3	-1	-	AAA信用债	5	-2	-
AA+信用债	-3	0	-	AA+信用债	0	4	-	AA+信用债	2	2	-
AA信用债	-5	2	-	AA信用债	3	6	-	AA信用债	7	6	-
AA-信用债	-3	2	-	AA-信用债	8	0	-	AA-信用债	19	10	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年5月30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1.90，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	1	1	0	AAA信用债	-8	-6	-10	AAA信用债	-29	-11	-8
AA+信用债	1	-2	-3	AA+信用债	-9	-9	-8	AA+信用债	-32	-17	-10
AA信用债	1	-4	-2	AA信用债	-8	-5	-3	AA信用债	-36	-16	-6
AA-信用债	-4	-6	-4	AA-信用债	-18	-10	-14	AA-信用债	-62	-30	-16

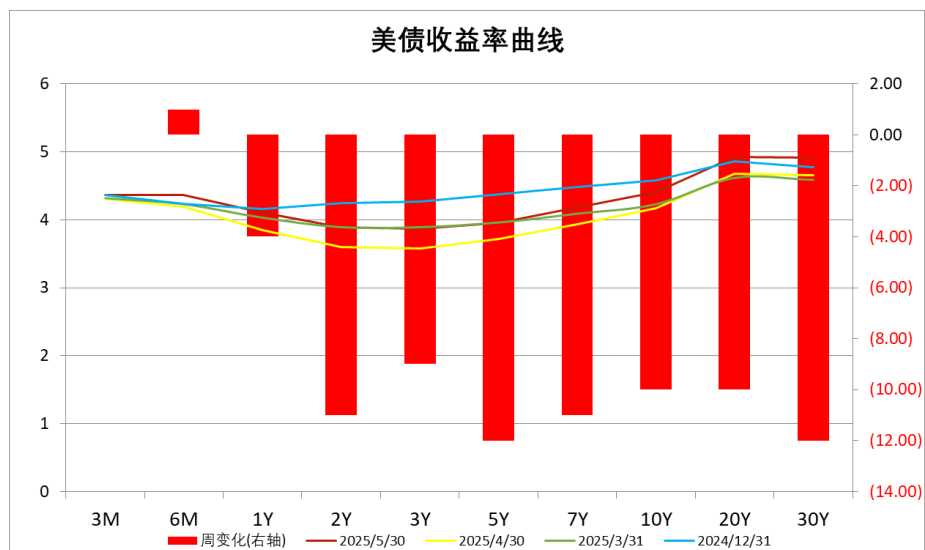
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日. 信用利差为信用债与相同
期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周高等级/短期限走阔，同时低等级/长期限收窄。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	1.70	1.67	1.78	--	--
国有银行	1.63	1.65	1.68	1.67	1.70
股份银行	1.67	1.66	1.70	1.70	1.70
城商行	1.64	1.70	1.70	1.77	1.83
农商行	1.70	1.74	1.85	1.78	1.80
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	4	-3	7	--	--
国有银行	3	0	2	0	2
股份银行	5	0	2	0	-1
城商行	0	1	-1	3	9
农商行	-1	4	15	5	6
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	354.1	887.3	1428.2	79.2	3921.1
国有银行	208	263	410	0	2781
股份银行	20	420	200	6	276
城商行	86	132	724	71	769
农商行	41	73	94	2	96

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 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 1Y 国有银行
上行 2BP，为 1.70%；1Y 城商行上行 4BP，为 1.83%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

美债方面，上周利率有所下行，其中 6M 上行 1BP，上行幅度最大；5Y 及 30Y 下行 12BP，下行幅度最大。美欧关系缓和带动美元信用回升，在此背景下美债利率有所下行。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 国内经济符合预期，美国核心通胀下行

上周，国内发布 5 月 PMI 数据，由 4 月的 49 回升至 49.5。分项上来看，新出口订单回升幅度较为明显，由 44.7 回升至 47.5，显示中美双边关税下调后出口企业信心有所回升。往后看，虽然短期内贸易冲突短期有所缓和，但中长期维度看逆全球化没有转向迹象，后续关税仍有可能反复。内需方面，进一步降息可能需要等待 9 月美联储 FOMC 会议，因此需要财政进一步发力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 4 月核心 PCE 由 3 月的 2.67% 下降至 2.52%，仍处于下行通道当中。贸易冲突方面，在此前特朗普表示将对欧盟征收 50% 关税后，上周欧盟寻求加快与美国的贸易谈判，美欧关系有所缓和。此外，美国关税政策出现了一定的内部博弈，联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，预计后续仍将出现一段时间的反复，关注美国经济能否平稳落地。降息预期方面，5 月 FOMC 会议纪要中表明美联储官员对关税政策的担忧，市场降息预期进一步下降，6 月降息的预期由 6% 下降至 3%。

指标(2025/05/31)	预测值	实际值		2025/4/30
PMI	49.5	49.5	----	49.00
工业增加值:当月同比	----	----	----	6.10
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	----	----	4.00
制造业投资:累计同比	----	----	----	8.80
基建投资:累计同比	----	----	----	10.85
地产投资:累计同比	----	----	----	-10.30
社会消费品零售总额:当月同比	5	----	----	5.10
出口金额:当月同比	-0.8	----	----	8.10
进口金额:当月同比	----	----	----	-0.20
社会融资规模:当月值	----	----	----	11,591.00
社融规模:同比	----	----	----	8.70
人民币贷款:当月值	10000	----	----	2,800.00
人民币贷款:同比	----	----	----	7.10
M1:同比	----	----	----	1.50
M2:同比	----	----	----	8.00
CPI:当月同比	-0.1	----	----	-0.10
PPI:当月同比	-2.95	----	----	-2.70
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	----	7.2080789	----	7.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 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)	----	----	-0.20	----	----	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	52.20	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	----	-6.30	7.56	0.96	0.22	0.77	-1.68	0.27	0.88	-1.13	4.31	↗
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	----	2.15	2.31	2.65	2.54	2.60	2.46	2.34	2.10	2.28	2.47	震荡下行
核心PCE	----	2.52	2.67	2.92	2.69	2.86	2.83	2.82	2.66	2.73	2.67	↘
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 30 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。

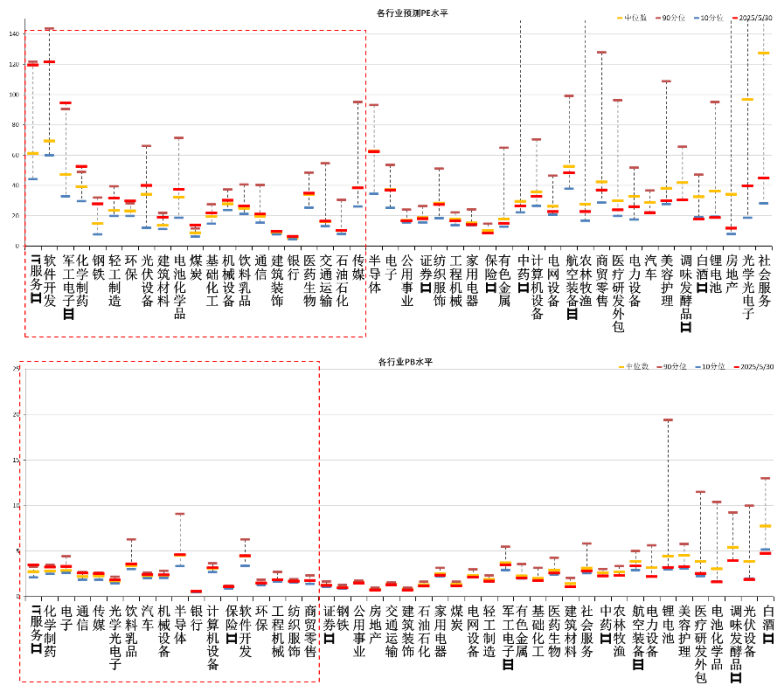
近期万得全 A 预测 PE16.45 倍，处于 76%分位水平，股权溢价率 3.57%，处于 84%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

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	10.86	10.63	1.19	7.50	0.65	0.84	0.28	0.75
沪深300	12.46	11.60	1.30	6.32	0.55	0.75	0.23	0.87
中小板指	23.11	18.15	2.43	2.62	0.31	0.53	0.17	0.90
创业板指	30.20	23.02	3.66	1.60	0.23	0.31	0.16	0.93
中证500	28.65	21.34	1.77	1.78	0.85	0.88	0.45	0.61
万得全A	18.94	16.45	1.54	3.57	0.65	0.76	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	10.37	1.08	5.23	0.63	0.69	0.06
标普500	26.50	4.95	-0.64	0.58	0.90	0.12
纳斯达克指	39.72	6.29	-1.89	0.38	0.87	0.19
德国DAX	18.95	2.01	----	0.75	0.99	----
法国CAC4	17.01	1.85	----	0.61	0.52	----
英国富时1	18.68	1.86	----	0.72	0.99	----
韩国综合指	13.39	0.92	----	0.34	0.27	----
台湾加权指	17.02	1.84	----	0.49	0.08	----
日经225	18.33	1.87	----	0.38	0.55	----
胡志明指数	12.56	1.56	----	0.30	0.18	----
印度SENSE	23.31	3.73	----	0.35	0.79	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日.

分行业看, 预测 PE 约二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



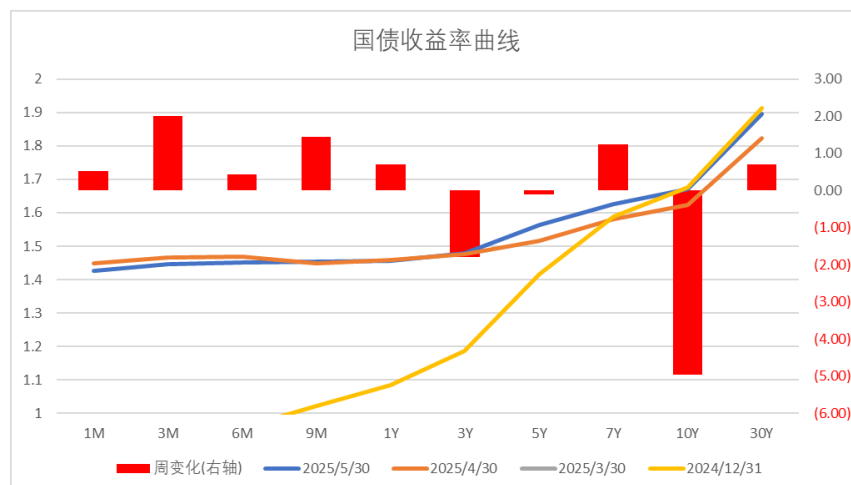
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 5 月 30 日. 分位数为过去 5 年。

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 30 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。