

中美关税争端现缓和信号，A股分化债市回暖

——鑫元周观点（2025.04.28-2025.05.05）

一、核心观点

宏观方面，4月中国制造业 PMI 回落超出季节性因素影响，关税影响或有所体现。五一假期人流保持高位，跨境游、县域游热度攀升；“量增价稳”特征明显。近期美国多次表态，希望与中国达成贸易协议。中方回应表示正在进行评估，传递出中美贸易关系可能缓和的信号。海外宏观方面，美国一季度 GDP 转向负增长，主要是受到抢进口的拖累；4月美国新增非农数据好于预期，同时失业率基本持平于前值。对等关税对企业招聘有一定负面拖累，但4月数据表示美国劳动力市场仍较为健康；市场对美联储重启降息预期从6月推迟至7月。

权益市场方面，上周A股市场呈现分化态势，宽基指数涨跌互现，科创50和中证1000表现相对较好，而上证50和沪深300则出现下跌。行业板块方面，传媒、计算机、美容护理领涨，房地产、综合、社会服务则表现较弱。从估值来看，多数宽基指数估值处于历史50分位数以下，未来仍有估值提升空间。行业估值分化明显，房地产、计算机等板块估值处于历史较高水平，而通信、农林牧渔等板块估值较低。资金方面，两融资金占比下降，杠杆资金加仓意愿减弱，但汽车、通信、公用事业等行业仍获得融资净买入。综合来看，权益市场短期内可能维持分化格局，但整体估值相对合理，部分低估值行业存在估值修复机会。投资者可关注传媒、计算机等成长性行业，以及通信、农林牧渔等低估值板块的投资机会，同时需警惕房地产等高估值板块的调整风险。

固收市场方面，上周债市围绕4月PMI以及月底央行净投放数据交易，机构抢跑PMI数据不及预期，在节前避险交易情绪以及央行维持资金面宽松的带动下，债市整体有所回暖。全周来看，收益率曲线持续走平，长端及超长端较为强势，其中30y、10y国债收益率分别下行10bp、4bp收于1.82%、1.62%，1y国债小幅上行1bp收于1.46%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化-7bp、-5bp收于20bp、16bp。随着关税博弈暂告一段落，关税落地后对基本面的影响开始逐渐显现，后续重点关注出口等基本面数据是否有超预期的下滑及国内的政策应对，这可能是未来决定债市方向的关键因素。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

4 月份制造业采购经理指数为 49.0%，非制造业商务活动指数继续保持扩张。国家统计局数据显示，4 月份，制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点；非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.4%和 50.2%，继续保持在扩张区间。受外部环境急剧变化等因素影响，4 月份制造业 PMI 有所回落，但高技术制造业等相关行业继续保持扩张，以内销为主的制造业企业生产经营总体稳定。

国家主席习近平主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会。他强调，“十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系。

财政部部长蓝佛安日前在《求是》杂志上发表署名文章《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》，透露出积极财政政策的设计思路和实施重点。文章指出，在政策目标上，将经济社会发展目标作为有机整体统筹把握，加大超常规逆周期调节力度，提高赤字率，保持必要的支出强度，同时大力优化支出结构，精打细算、有保有压，在多重目标中实现动态平衡。

我国将出台实施稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。在支持就业方面，主要包括鼓励企业积极稳定就业、加大职业技能培训力度、扩大以工代赈等支持、加强就业公共服务等举措；在稳定外贸发展方面，主要包括“一业一策”“一企一策”加大支持力度、帮助出口企业规避风险、扩大服务产品出海、鼓励外资企业境内再投资等；在促进消费方面，主要包括扩大服务消费、强化失能老年人照护、推动汽车消费扩容、构建技能导向的薪酬分配制度等；在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等；在营造稳定发展的良好环境方面，主要包括持续稳定和活跃资本市场、持续巩固房地产市场稳定态势、加大对实体经济的金融支持等。这些若干举措将成熟一项、出台一项。

中证协就《证券公司董事、监事、高级管理人员及证券从业人员投资行为管理指引（试行）（征求意见稿）》向行业征求意见。《意见稿》强化了关键岗位人员管理。要求证券公司优化资源配置，加强对董事、监事、高级管理人员、部门及分支机构负责人、保荐代表人、财务顾问主办人、投资经理、证券分析、证券投资顾问等关键岗位人员的投资行为管理。通

过采取提高申报频次、加强交易行为监测、纳入重点核查名单、提高检查频率等手段措施，提高投资行为管理的针对性和有效性。《意见稿》还对股票账户管理和投资信息申报豁免作出了规定。从业人员确需开立股票账户的，证券公司应当鼓励从业人员在本公司或本公司关联证券公司指定交易或托管等。

国新办举行新闻发布会，介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况。央行副行长邹澜表示，适时降准降息，保持流动性充裕；将发挥好货币政策工具箱总量和结构双重功能，适时推出增量政策。国家发改委副主任赵辰昕表示，将加力推动既定政策落地见效，包括提振消费专项行动、用好今年国家层面 5 万亿元投资资金、加快设立国家创业投资引导基金等，这些政策大部分将在二季度落地。商务部副部长盛秋平表示，将设立大型成套设备出口专项信贷等支持工具，让外贸企业更有底气接单。人社部副部长俞家栋表示，我国就业政策工具箱充足，将根据形势变化及时推出。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数增幅超过预期，可能暗示因关税而导致的裁员增加。关税在第一季拖累经济。美国上周初请失业金人数为 24.1 万人，预期 22.4 万人，前值由 22.2 万人修正为 22.3 万人。

美财长贝森特：国债市场发出信号，美联储应该降息了。美国财长贝森特表示，美国 2 年期国债收益率低于 10 年期国债收益率，这一信号表明美联储应该降息；美国家庭消费强劲；GDP 下降可能是由于进口商品的库存积压所致；预计 GDP 数据将被修正；政策将降低通胀。正与美国的前 17 大贸易伙伴合作推进协议磋商。关税不确定性将会消除，将逐日逐周减少关税不确定性；战略上的不确定性是美国总统的谈判策略；将与日本就贸易事宜举行会谈。

美国总统特朗普在接受采访时，再次批评了美联储主席鲍威尔不降低利率的行为。特朗普暗示这是出于“个人敌意”，但特朗普表示，在鲍威尔 2026 年任期结束之前不会对其进行罢免。在采访中，特朗普还淡化了对经济衰退可能性的担忧，并表示美国正处于一个过渡期，他并不担心在其任期内经济会萎缩，但也不排除这种可能性。当被进一步追问他是否会对其关税政策对经济造成的影响负责时，特朗普表示，他最终会对一切负责。

日本央行全票一致通过利率政策决定，连续第二次将目标利率维持在 0.5% 不变。日本央行将 2025、2026 财年实际 GDP 增速预期中值分别下调至 0.5%、0.7%（1 月份预期分别为 1.1%、1.0%），核心 CPI 预期中值分别下调至 2.2%、1.7%（1 月份预期为 2.4%、2.0%）。日本央行行长植田和男表示，贸易政策带来的不确定性显著增加，日本经济增长可能放缓，下

次加息的时机将很大程度上取决于关税对经济的影响。

欧佩克+将讨论 6 月产量计划的电话会议提前至 5 月 3 日。在上周六召开视频会议制定政策之前，欧佩克+主要成员国正在讨论 6 月份再次增产约 40 万桶/日。上个月，以沙特和俄罗斯为首的石油集团将日产量提高了 41.1 万桶，是原计划的三倍，此举令石油交易员大为震惊，此举显然是为了约束其产量过剩的成员国。代表们表示，他们正在考虑下个月再次采取同样的行动。

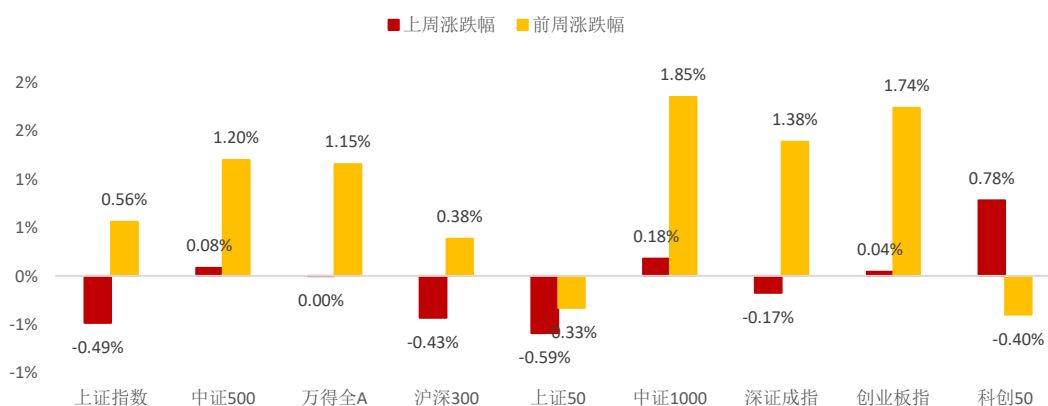
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数涨跌互现。截至 4 月 30 日，科创 50 上涨 0.78%，中证 1000 上涨 0.18%，涨幅靠前；上证 50 下跌 0.59%，沪深 300 下跌 0.43%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**传媒、计算机、美容护理**领涨，**房地产、综合、社会服务**领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数和行业指数估值上下不一。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**传媒、计算机、房地产**估值上行最多，**国防军工、美容护理、综合**下行最多。当前**房地产、计算机、建筑材料、商贸零售、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**通信、农林牧渔、有色金属、纺织服饰、公用事业**板块估值处于历史较低水平。

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/5/2	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.2	↑ 0.12	38.0	↑ 2.47	65.0%	78.2%	72.8%
深证成指	24.4	↓ 0.39	49.6	↓ 2.02	43.6%	44.6%	32.4%
上证 50	10.6	↓ 0.07	45.7	↓ 2.74	67.5%	68.0%	57.9%
沪深 300	12.2	↓ 0.05	37.9	↓ 1.48	50.0%	51.9%	47.7%
中证 500	28.3	↑ 0.23	43.4	↑ 0.86	55.3%	87.2%	82.3%
中证 1000	40.1	↑ 2.83	56.6	↑ 13.79	56.6%	79.4%	80.0%
创业板指	29.2	↑ 0.17	8.1	↑ 0.50	9.8%	16.8%	19.3%
科创 50	148.4	↑ 53.52	100.0	↑ 3.19	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/5/2	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	21.4	↑ 0.59	10.76%	↑ 0.33	10.8%	18.4%	25.5%
基础化工(申万)	24.0	↑ 0.10	44.96%	↑ 0.46	45.0%	76.7%	69.4%
钢铁(申万)	34.0	↑ 1.97	76.49%	↑ 3.61	76.5%	99.9%	99.8%
有色金属(申万)	19.1	↓ 0.19	15.43%	↓ 0.49	15.4%	26.3%	36.6%
电子(申万)	52.7	↑ 0.30	68.61%	↑ 0.80	68.6%	86.7%	82.0%
家用电器(申万)	14.5	↓ 0.08	35.08%	↓ 1.19	35.1%	38.6%	40.8%
食品饮料(申万)	21.8	↑ 0.88	21.09%	↑ 3.79	21.1%	12.2%	16.8%
纺织服装(申万)	23.0	↑ 2.71	35.93%	↑ 19.73	35.9%	48.4%	47.6%
轻工制造(申万)	25.9	↑ 1.36	38.37%	↑ 7.18	38.4%	65.0%	51.7%
医药生物(申万)	31.7	↑ 1.00	30.12%	↑ 3.93	30.1%	51.4%	58.0%
公用事业(申万)	18.0	↑ 0.44	21.34%	↑ 4.69	21.3%	18.5%	24.9%
交通运输(申万)	15.9	↓ 0.05	38.74%	↓ 0.36	38.7%	46.5%	60.0%
房地产(申万)	39.9	↑ 3.39	98.78%	↑ 1.12	98.8%	97.9%	97.1%
商贸零售(申万)	36.1	↑ 0.29	76.55%	↑ 1.43	76.6%	89.5%	85.5%
社会服务(申万)	41.3	↓ 0.47	33.67%	↓ 0.73	33.7%	42.8%	21.6%
综合(申万)	41.5	↓ 2.63	35.60%	↓ 7.53	35.6%	46.0%	26.4%
建筑材料(申万)	27.3	↑ 0.09	77.33%	↑ 0.40	77.3%	99.7%	99.5%
建筑装饰(申万)	10.0	↓ 0.07	39.98%	↓ 1.59	40.0%	62.5%	75.3%
电力设备(申万)	28.8	↓ 0.29	21.48%	↓ 0.48	21.5%	36.6%	36.5%
国防军工(申万)	69.5	↓ 3.04	59.49%	↓ 4.99	59.5%	84.1%	84.9%
计算机(申万)	81.5	↑ 3.55	91.92%	↑ 2.32	91.9%	97.2%	96.1%
传媒(申万)	42.4	↑ 3.69	58.71%	↑ 9.12	58.7%	85.1%	82.7%
通信(申万)	29.5	↑ 0.15	11.02%	↑ 0.62	11.0%	18.5%	25.7%
银行(申万)	6.0	↓ 0.09	40.27%	↓ 3.34	40.3%	46.6%	63.5%
非银金融(申万)	13.7	↓ 0.22	14.23%	↓ 3.62	14.2%	14.1%	19.5%
汽车(申万)	26.4	↑ 1.05	69.07%	↑ 4.42	69.1%	53.3%	35.1%
机械设备(申万)	32.2	↑ 1.24	63.07%	↑ 7.53	63.1%	88.2%	89.7%
煤炭(申万)	11.1	↑ 0.12	53.06%	↑ 1.17	53.1%	82.6%	84.2%

石油石化(申万)	15.3	↓	0.11	34.41%	↓	1.16	34.4%	58.7%	64.4%
环保(申万)	23.0	↑	0.67	44.87%	↑	7.84	44.9%	76.5%	86.2%
美容护理(申万)	37.2	↓	1.06	50.66%	↓	3.45	50.7%	47.1%	31.9%

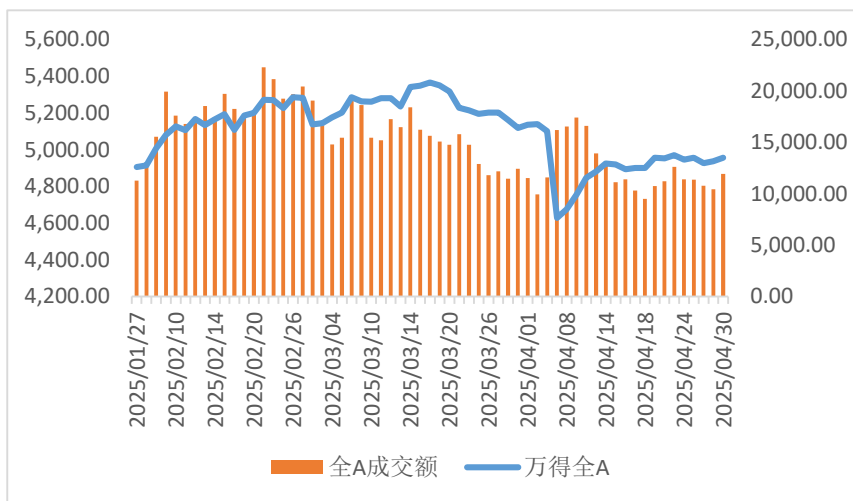
数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，商贸零售，消费者服务的拥挤度较高。

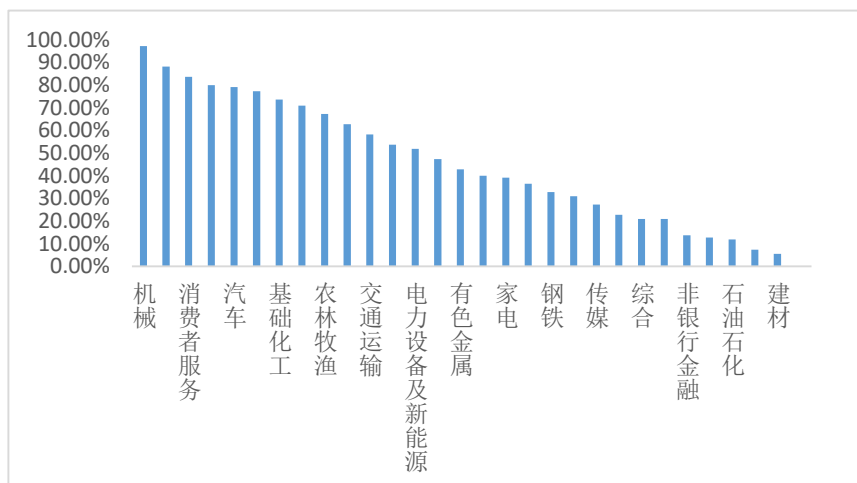
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.5%，处于历史 94.65% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



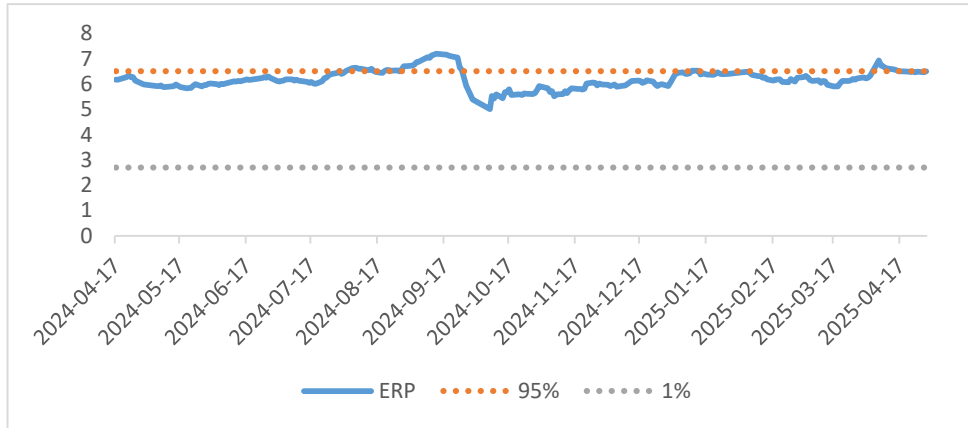
数据来源：Wind

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

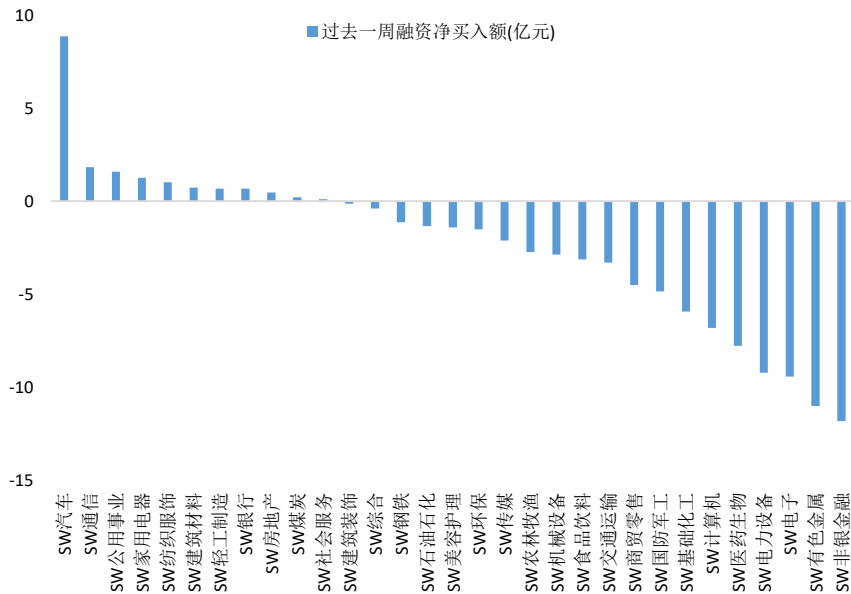


数据来源：Wind

4、权益市场资金

4月30日，两融资金占比为3.98%，4月25日为8.73%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至4月30日，上周融资净买入的前三行业为汽车、通信、公用事业。

图7：上周两融资金行业流向（亿元）

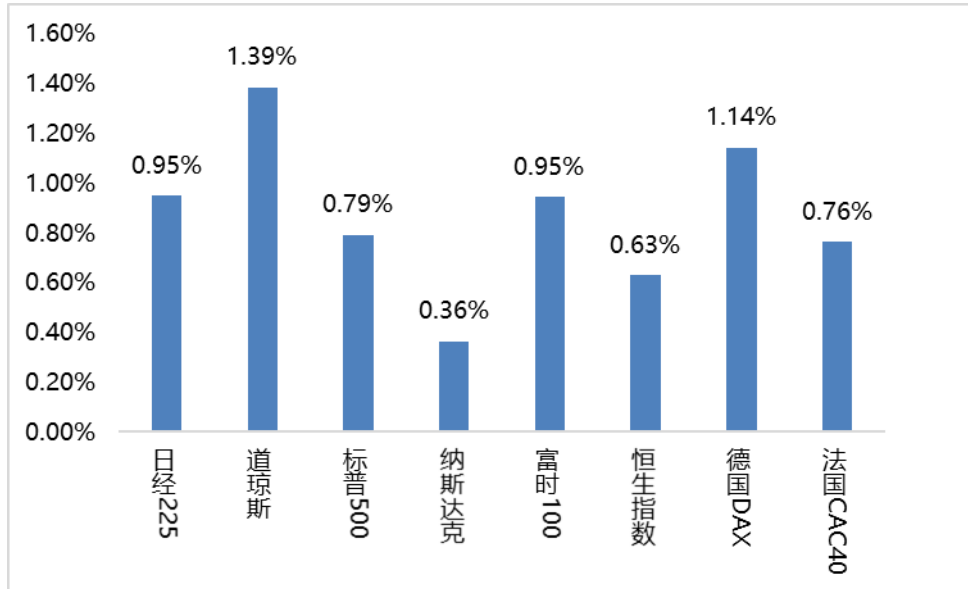


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨1.39%，标普500上涨0.79%，纳指上涨0.36%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.95%，德国上涨1.14%，法国上涨0.76%；亚太股市方面，日经指数上涨0.95%，恒生指数上涨0.63%。

图8：上周海外主要指数涨跌

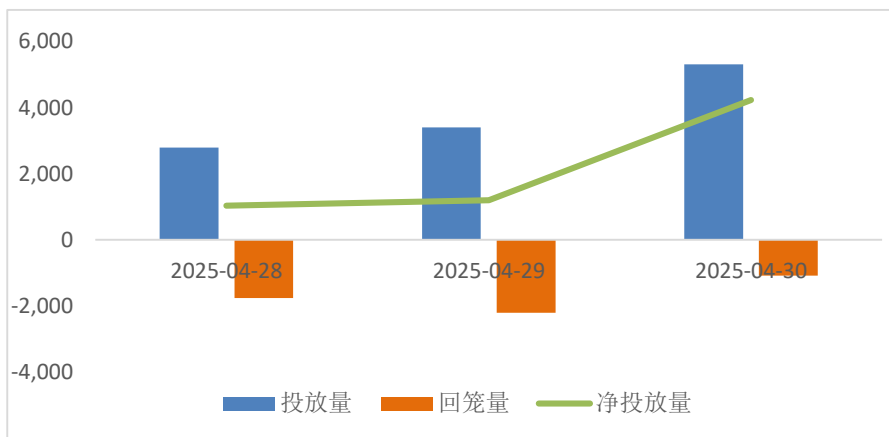


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 11503 亿元 7 天期逆回购操作，因有 5045 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净投放 6458 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 2410 亿，地方政府债计划发行 741 亿，整体净缴款-1123 元。

表 1：5 月 6 日-5 月 9 日政府债发行缴款

单位：亿元

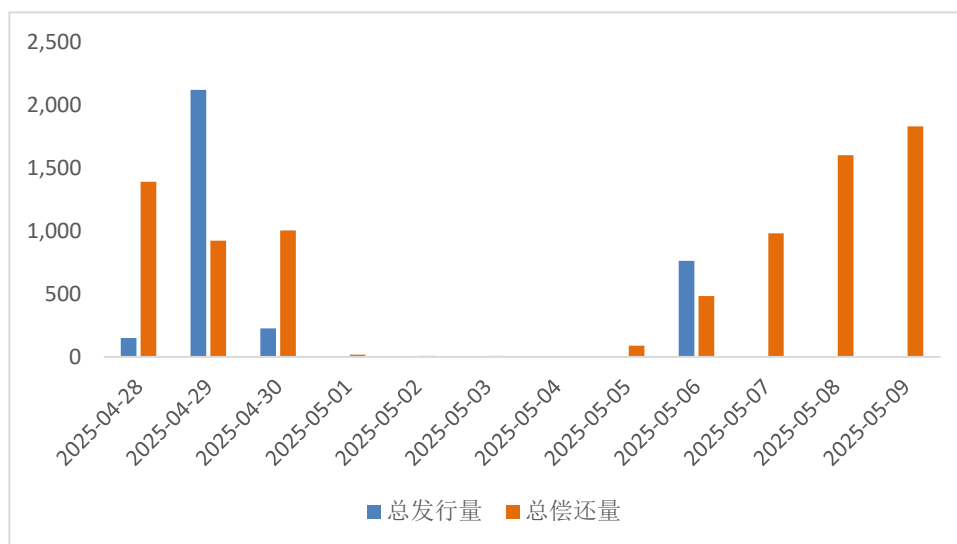
	5 月 6 日		5 月 7 日		5 月 8 日		5 月 9 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	0	0	741	2410	0
到期	0	218	0	0	1754	71	0	67

缴款	0	248	0	0	0	0	0	741
净缴款	30		0		-1826		673	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周（5月6-9日）存单到期5019亿元，规模较前一周的3530亿元有所回升，后续两周存单到期压力将边际抬升。整体来看，4、5月同业存单到期均接近2.5万亿元，低于3月的到期规模3.0万亿元。

图 10：同业存单到期与发行



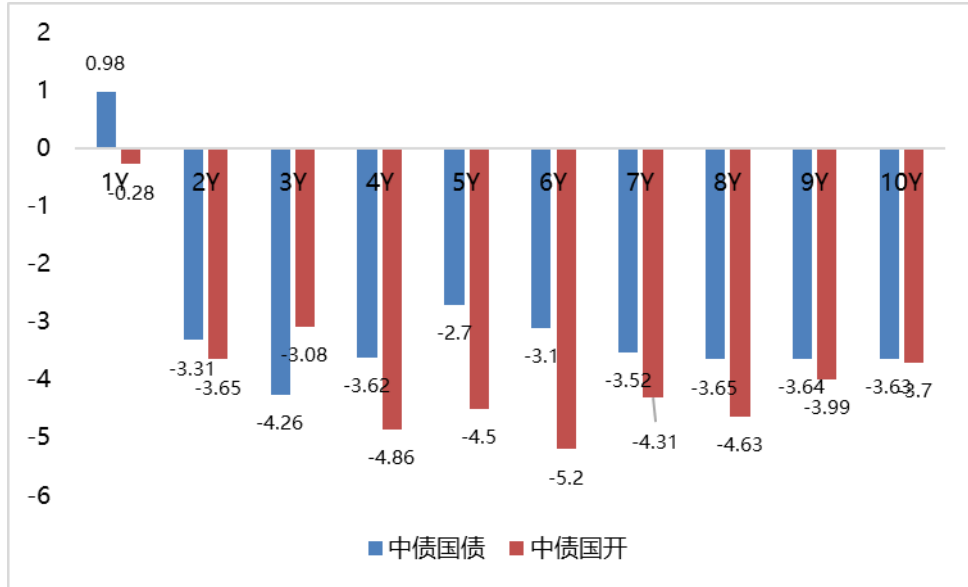
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：央行持续呵护，月末资金面小幅收敛。临近月末，央行持续加大逆回购净投放量以维持资金面稳定，4月27-30日，累计净投放7358亿元。其中节前最后一日净投放量高达4228亿元。在此背景下，尽管面临跨月、跨节压力，资金价格仅小幅抬升，体感整体相对舒适。4月27-29日，R001、DR001均维持低位，其中R001基本分布1.59%-1.62%区间，DR001则由27日的1.61%持续降至1.54%；而月末最后一日，R001、DR001分别上行27、25bp，至1.85%、1.79%。7天资金利率则呈现缓步抬升的走势，R007由27日的1.72%升至1.84%，DR007由1.71%升至1.80%。

票据利率：供给方面，月末最后一周，一级市场签发量维持较高水平，企业融资贴现需求相对上周下滑，票源供给持稳，卖盘出票情绪平稳释放。需求方面，月末买盘需求主要为部分中小行填补规模和交易盘收票，大行活跃度一般，收口情绪则相对有限。

（三）债券市场

图 11：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	1.67	3.97	10.8	-21.53
环比	-5.24	1.56	-0.93	-21.72
年初以来	-19.31	-7.1	-4.72	-51.93
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.06	15.46	18.58	48.24
2016 年以来分位数	2.14%	4.75%	15.07%	6.51%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 4 月 30 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	23.1	25.75	27.76	37.84	44.52
环比	-2.44	-0.49	-0.04	1.12	2.50
年初以来	-9.24	-9.48	-9.5	4.2	-0.6
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.12	36.13	38.56	42.68	44.01
2016 年以来分位数	3.08%	18.24%	15.50%	35.85%	51.82%

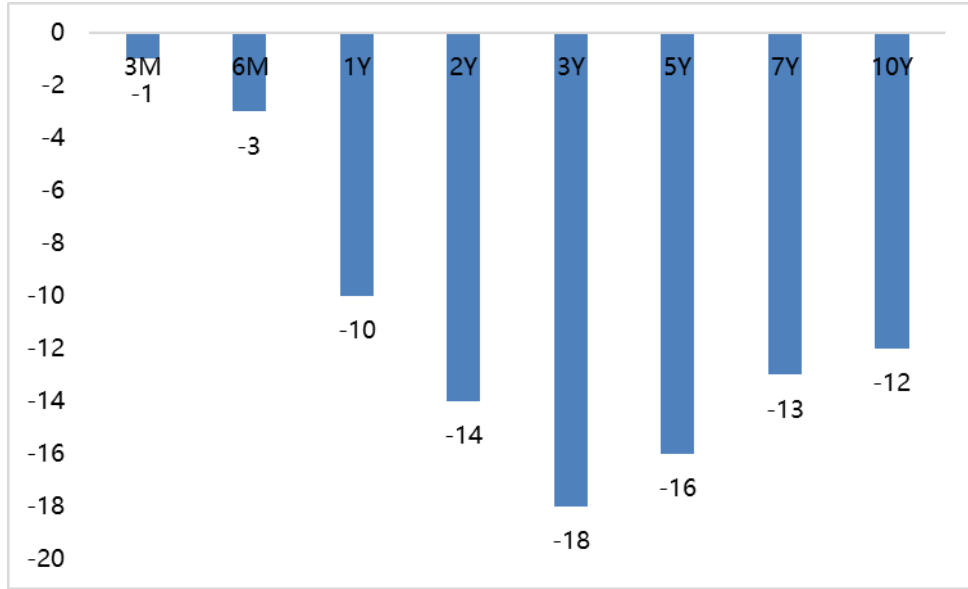
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率短期上行，中长期下行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.98BP 至 1.4599，3 年期下行 4.26BP 至 1.4766，5 年期下行 2.7BP 至 1.5163，10 年期下行 3.63BP 至 1.6243。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利

差收窄 2.44BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.04BP。

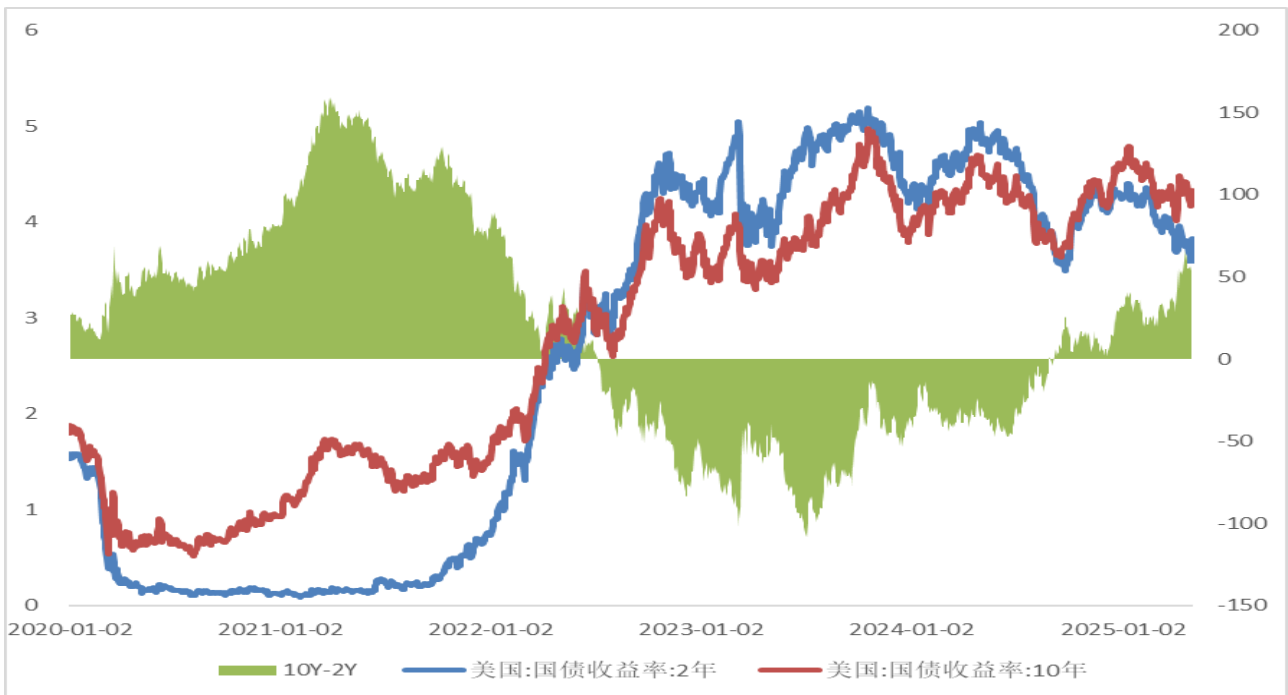
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 12BP，10 年期国债收益率下行 3.63BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 10BP，3 年期美债收益率下行 18BP，10 年期美债收益率下行 12BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.06%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.07%，即期汇率升值 0.37%，离岸人民币汇率升值 0.28%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	99.6403	7.2014	7.2632	7.2689
对照日期	99.5836	7.2066	7.2832	7.2889
涨跌	0.06%	0.07%	0.27%	0.28%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

(一) 宏观展望

宏观方面，4月中国制造业 PMI 回落超出季节性因素影响。五一假期人流保持高位，跨境游、县域游热度攀升；“量增价稳”特征明显。近期美国多次表态，希望与中国达成贸易协议。中方回应表示正在进行评估，传递出中美贸易关系可能缓和的信号。海外宏观方面，美国一季度 GDP 转向负增长，主要是受到抢进口的拖累；4月美国新增非农数据好于预期，同时失业率基本持平于前值。对等关税对企业招聘有一定负面拖累，但4月数据表征美国劳动力市场仍较为健康；市场对美联储重启降息预期从6月推迟至7月。中国4月官方制造业 PMI 为 49，前值 50.5。非制造业 PMI 为 50.4，前值为 50.8。PMI 回落超出季节性，主要是关税影响，关注后续政策对冲力度。五一假期前3日，全社会跨区域日均人流量同比 5.7%，较春节假期上行 5.2 个百分点。跨境出行热度延续，同比 21.3%；县域旅游也有较快增长，假期首日携程平台县域旅游订单同比增长近两成。人均门票或人均消费收入增幅较小或降低，内蒙古、甘肃、北京和福建略有提升；四川、江苏和安徽出现小幅回落。电影消费表现平淡，票房同比-43.7%。5月2日，中国商务部在面对记者提问时表示，美方近期通过相关方面多次主动向中方传递消息，希望与中方谈起来。对此，中方正在进行评估。不过，中方进一步强调，任何可能的对话、会谈中，如果美方不纠正错误的单边关税措施，则说明美方完全没有诚意，且会进一步损害双方互信。4月30日，美国商务部公布数据显示，2025年一季度

美国实际 GDP 年化季环比初值-0.3%，低于预期的-0.2%，自 2022 年一季度以来美国经济首次出现负增长。拆分来看，净出口拖累 GDP 4.8 个百分点；政府支出也在特朗普减支裁员的政策推动下拖累 GDP 0.25 个百分点，抢进口推动下，存货增长较快，对 GDP 拉动达到 2.2 个百分点。个人消费和固定投资分别拉动 GDP 1.2、1.4 个百分点，合计拉动 2.6 个百分点，与去年四季度基本持平。4 月美国新增非农数据好于预期，同时失业率基本持平于前值。对等关税对企业招聘有一定负面拖累，但 4 月数据表征美国劳动力市场仍较为健康。美国劳工部周五（5 月 2 日）发布数据显示，美国 4 月季调后非农就业人口新增 17.7 万人，远超预期（+13.8 万人）。4 月失业率 4.2%，持平于前值/一致预期；4 月劳动参与率 62.6%，较前值提高 0.1 个百分点。薪资增速方面，美国 4 月非农时薪环比+0.2%，低于预期和前值（0.3%）。

（二）权益市场展望和策略

从宏观环境来看，市场进入相持阶段，与 2018 年底和 2019 年初有相似之处，但也有显著不同。当前美国对全球加征关税，且通胀压力较大，这将制约美联储的政策转向速度。国内方面，4 月制造业 PMI 指数低于荣枯线，企业盈利受损，但出口数据仍有一定韧性。短期内，总量分子的结构景气交易可能转向更长久期的方向，总量分母进一步宽松的可能性有限。在权益市场策略上，建议采用哑铃策略，其中红利资产作为基本仓位，维持相对收益。对于围绕关税的短期博弈性交易，建议加快止盈，降低仓位。同时，关注海外互联网大厂的良好财报表现，尤其是人工智能板块的营收超预期，结合 A 股上市公司一季报情况，建议关注计算机、传媒、电子、机械设备等成长方向的行业。整体而言，权益市场短期内可能维持分化格局，投资者可关注低估值和成长性板块的投资机会，同时警惕高估值板块的调整风险。

（三）债券市场展望和策略

当前国内债市交易主线已逐渐由关税博弈切换至宽货币预期博弈。关税博弈方面，在前期关税落地后，当前中美同时处在关税的经济压力测试阶段，这点会在双方的经济数据上逐渐显现。随着贝森特主导下的贸易谈判重归传统途径，我们倾向于认为中美双方更可能是边打边谈的过程，一方面双方都还有牌可以打，贸易摩擦没必要一次升级到位，而另一方面双方面临的经济压力也还没到需要立马达成协议的地步，对于债市而言只是局部扰动。后续再次全面做多的驱动主要来自两条，一是国内对美的转口贸易遭到美国及其盟友的全面围剿，二是美国后续面临可能的衰退时导致国内出口全面下行。大方向上中美深层次的经济结构矛盾很难在短期和解，况且特朗普政府政策反复，那么债市依然可以偏强看待。国内货币政策节奏方面，根据近期《金融时报》刊文对于“择机降准降息”的理解，稳增长、配合财政以

及防风险是进一步宽松的前提条件，上周披露的 PMI 数据表明关税压力下央行稳增长诉求开始显现，而机构也会在强学习效应下进行抢跑。

展望来看，随着关税压力下基本面的走弱开始压制国内地产回暖的动力，而政治局会议表态又以“稳”为主，考虑到特别国债发行高峰需要资金面宽松配合，债市大方向依然是看多。策略层面，我们此前推荐的超长端的配置机会在上周得到了兑现，节后债市预计更多的是机构配置下动量效应的体现，短期债市胜率较高但赔率不高，一方面五一期间的避险交易落空，会有止盈盘离场，而另一方面经济压力更多的是慢变量，且政治局会议后就立马召开的新闻发布会表明今年高层格外重视预期管理，利率自我强化式螺旋下行很难看到。同时我们也关注到今年四大行的财务报表都面临了较大的利润增长压力，后续债市若抢跑存款利率下调或降准预期，中短端的表现会好于长端，因此可以考虑在保持原有久期的基础上将长端仓位部分移至中短端，待短端预期计入充分后重新移至长端的节奏。中长期看，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和解，而特朗普带来的中美硬脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。信用债方面，当前市场环境并未到资产荒的地步，即便长端信用走阔，也并未阻止其弱势的表现，况且五月份马斯克工作重心重回特斯拉，Deepseek-R2 也发布在即，都会带动短期风险偏好有一定修复，因此中长端信用配置需要负债端足够稳定，而短端在理财需求的支撑下预计仍保持稳定，整体下行还需要看到资金面的进一步宽松。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。