



# 海外债券收益率上行，国内市场震荡整理

——鑫元周观点（2025.05.19-2025.05.25）

## 一、核心观点

宏观方面，5月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均较上月下调10BP。同日，国有大行与部分股份行宣布下调存款利率，多数银行的活期存款、1年期定存、3年期定存的利率下调了5BP、15BP与25BP，降至0.05%、0.95%与1.25%。4月财政数据显示，税收收入改善，支出方面更加积极。海外宏观方面，5月22日，美国众议院通过“美丽大法案”，落实特朗普竞选承诺，CRFB估计，法案将在未来10年增加联邦债务约3.1万亿美元。美国总统特朗普当地时间5月23日威胁对欧盟征收50%的关税。美国财长贝森特讲话，可能会修改银行补充杠杆率（SLR），这可能会压低美债收益率好几十个基点；此外，他撇清美债波动与美国税收立法的关系。

权益市场方面，上周海外部分发达经济体的中长期债券收益率快速上行，背后的重要原因在于将要实施更大规模的扩张性财政政策，全球投资者对于财政无节制宽松的风险厌恶，因此越长久期的债券需求越差，造成利率曲线的进一步陡峭化。面对一个无序扩张的财政宽松政策，同时还叠加着因为关税、地缘政治可能额外带来的经济压力所导致的进一步宽松，投资者会要求一个更高的期限溢价，比如30年期美国国债收益率5%以上的某个水平。因此，在关税和地缘政治等对经济基本面数据的负面冲击明确之前，美债的利率将维持在较高的位置，这将对全球资产的估值产生较大的压制。

国内经济基本面并无新的边际变化，在中美瑞士谈判达成之后，至少二季度之内，经济增速的压力并不大，也不会有过于强烈的刺激政策出台。24年底证金和汇金持有非货ETF规模超过1.05万亿元，是A股市场最为重要的新增资金，基本可以抵消过去一段时间内海外主动基金的卖出。即便因外部突发因素（海外关税、地缘政治、高利率对估值的压制等）出现快跌，在稳定力量的支持下，A股整体也难以出现持续大幅的下跌。短期市场调整的影响可能主要来自于全球高利率对权益估值的压制。

策略上，短期如果没有场外新增资金或是新的结构性分子景气叙事逻辑，A股整体将表现

为弱势震荡。投资策略上继续维持哑铃策略：红利+成长，且更多偏向红利资产。一方面继续坚定持有包括银行、非银金融、公用事业和煤炭等在内的红利资产。另一方面，总量分子走平趋势下的微观结构并没有显著的具备持续性的结构景气机会，应该降低操作频率和换手率。目前追逐市场短期极快的热点轮动，已难以带来明显的绝对超额收益。

**固收市场方面**，上周债市围绕4月经济数据、存款和LPR下调及超长端供给等交易，前半周债市先扬后抑，中长端收益率受LPR调降预期及政策落地影响先下后上，30年期国债波动显著；后半周债市延续震荡格局，受权益市场压制、新债供给及资金面扰动，现券收益率窄幅震荡上行，机构分歧加剧，市场整体维持多空拉锯态势。全周来看，债市呈现震荡整理格局，其中30y、10y、1y国债收益率分别变化1bp、4bp、0bp收于1.89%、1.72%、1.45%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化-3bp、4bp收于17bp、27bp。随着中美关税谈判暂告一段落，90天的缓冲期意味着外部扰动逐步减弱，而政策面的下个博弈节点预计要到7月份的政治局会议，短期债市方向并不明朗且对利空因素较为敏感，重点关注5月份谈判落地后基本面特别是地产数据的变动，这是后续债市重要的观测方向。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**4月份我国经济顶住压力稳定增长。**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%。

**央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清出席首都金融工作座谈会。**潘功胜在会上表示，央行将支持北京打造科技金融发展高地，推动北京人民币国际化继续走在全国前列。李云泽表示，全力支持加强北京国家金融管理中心功能建设，更好促进首都经济社会高质量发展。吴清表示，证监会将加快推进北交所服务创新型中小企业主阵地建设，强化多层次市场功能发挥。

**中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在河南考察时指出，高质量发展是中国式现代化的必然要求。**面对复杂的外部环境，要坚定信心，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。

央行行长潘功胜主持召开金融支持实体经济座谈会。会议要求实施好适度宽松的货币政策，满足实体经济有效融资需求，保持金融总量合理增长。加力支持科技创新、提振消费、民营小微、稳定外贸等重点领域，用好用足存量和增量政策。强化货币政策执行和传导，维护市场竞争公平秩序。

**我国存贷款利率同降。**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。

**国家统计局发布 70 城房价数据。**数据显示，4 月份，一、二线城市新房价格环比持平，三线城市略有下降，各线城市房价同比降幅均持续收窄。新房价格环比上涨城市有 22 个，比上月减少 2 个，上海、大连新房价格环比涨幅全国第一；二手房价环比上涨城市有 5 个，比上月减少 5 个，赣州二手房价环比涨幅居首。

## （二）海外宏观

**欧元区 5 月 PMI 意外萎缩，服务业创 16 个月来最差表现。**欧元区 5 月制造业 PMI 初值小幅改善至 49.2，但服务业 PMI 意外大幅下跌至 48.9，创 16 个月来最差表现，拖累欧元区 5 月综合 PMI 从 4 月的 50.4 降至 49.5。法国经济活动已连续 9 个月萎缩，德法服务业活动均出现下跌。货币市场加大了对欧洲央行今年将再降息两次的押注。

**欧洲央行管委诺特表示，“不能排除”6 月再次降息的可能性。**但在未看到最新季度预测的情况下，目前做出决定还“为时尚早”。欧洲央行管委温施称，欧元区经济可能需要“温和支持性”的利率水平，以确保在一系列冲击后通胀不会跌破目标水平。

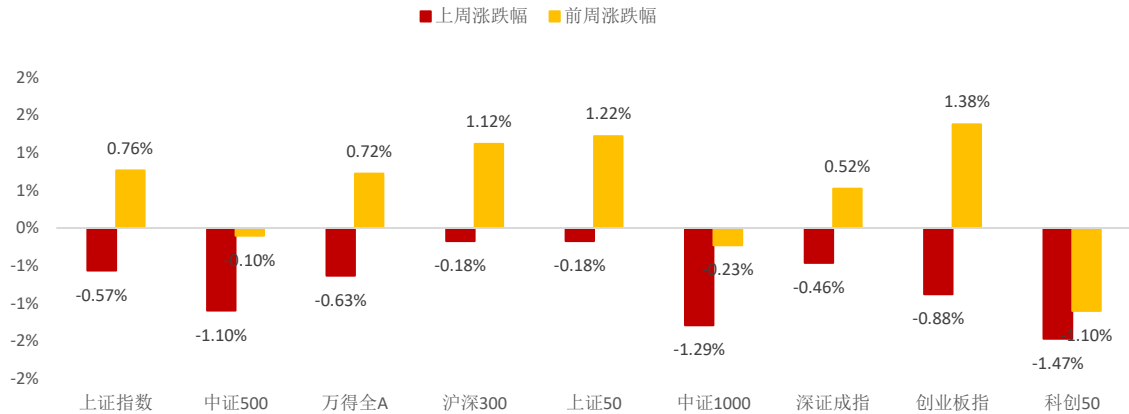
**特朗普威胁自 6 月 1 日起对欧盟商品征收 50%关税。**美国总统特朗普威胁称，将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税，因为欧盟在贸易方面“很难打交道”。特朗普表示，他目前无意寻求与欧盟达成协议，如果欧盟想在美国建厂，他可以考虑推迟。特朗普还针对三星电子、苹果等所有手机制造商发出警告，称其不在美国制造的产品将被征收 25%的关税。

## 三、市场回顾

### （一）权益市场

#### 1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周A股各宽基指数普跌。截至5月23日，科创50下跌1.47%，中证1000下跌1.29%，跌幅靠前。从行业板块看，上周医药生物、综合、有色金属领涨，计算机、机械设备、通信领跌。

## 2、权益市场估值

图：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|        | 2025/5/23 | 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   | 14.5      | ↓ 0.06 | 41.0 | ↓ 1.13 | 69.9%  | 84.1% | 79.3% |
| 深证成指   | 25.1      | ↓ 0.03 | 51.9 | ↓ 0.28 | 47.8%  | 50.9% | 37.9% |
| 上证50   | 10.9      | ↓ 0.03 | 50.8 | ↓ 0.91 | 75.8%  | 76.7% | 68.6% |
| 沪深300  | 12.5      | ↓ 0.01 | 43.4 | ↓ 0.35 | 58.5%  | 63.6% | 58.0% |
| 中证500  | 28.5      | ↓ 0.31 | 45.1 | ↓ 2.57 | 57.0%  | 88.2% | 83.6% |
| 中证1000 | 39.0      | ↓ 0.30 | 51.6 | ↓ 1.70 | 51.6%  | 72.4% | 73.4% |
| 创业板指   | 30.7      | ↓ 0.03 | 10.4 | ↓ 0.02 | 12.5%  | 21.3% | 23.1% |
| 科创50   | 138.2     | ↓ 2.35 | 98.9 | ↓ 0.38 | 98.9%  | 98.9% | 98.9% |

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周A股市场申万一级行业PE（TTM）

| 2025/5/23 | 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) | 16.7 | ↓ | 0.05 | 2.75%  | ↓ | 0.16 | 2.8%  | 4.7%  | 6.5%  |
| 基础化工(申万) | 24.1 | ↓ | 0.30 | 45.20% | ↓ | 1.77 | 45.2% | 76.8% | 69.7% |
| 钢铁(申万)   | 33.8 | ↓ | 0.29 | 75.36% | ↓ | 0.94 | 75.4% | 99.1% | 98.7% |
| 有色金属(申万) | 18.3 | ↑ | 0.21 | 13.92% | ↑ | 0.45 | 13.9% | 23.7% | 32.8% |
| 电子(申万)   | 48.8 | ↓ | 1.08 | 58.48% | ↓ | 3.31 | 58.5% | 78.4% | 71.5% |
| 家用电器(申万) | 14.4 | ↑ | 0.18 | 33.14% | ↑ | 2.79 | 33.1% | 36.5% | 37.9% |
| 食品饮料(申万) | 22.1 | ↓ | 0.27 | 21.46% | ↓ | 0.75 | 21.5% | 12.7% | 17.2% |
| 纺织服饰(申万) | 24.5 | ↓ | 0.01 | 48.04% | ↓ | 0.10 | 48.0% | 63.4% | 60.0% |
| 轻工制造(申万) | 27.4 | ↑ | 0.22 | 44.96% | ↑ | 0.82 | 45.0% | 74.8% | 65.1% |
| 医药生物(申万) | 33.3 | ↑ | 0.60 | 34.71% | ↑ | 1.57 | 34.7% | 58.9% | 63.2% |
| 公用事业(申万) | 18.2 | ↑ | 0.04 | 23.25% | ↑ | 0.49 | 23.3% | 21.2% | 28.1% |
| 交通运输(申万) | 16.3 | ↓ | 0.02 | 42.40% | ↓ | 0.24 | 42.4% | 52.1% | 65.0% |
| 房地产(申万)  | 39.0 | ↓ | 0.57 | 98.24% | ↓ | 0.23 | 98.2% | 97.0% | 95.9% |
| 商贸零售(申万) | 37.2 | ↓ | 0.65 | 80.01% | ↓ | 1.64 | 80.0% | 92.2% | 89.3% |
| 社会服务(申万) | 40.6 | ↓ | 0.66 | 32.19% | ↓ | 1.43 | 32.2% | 41.7% | 20.7% |
| 综合(申万)   | 39.9 | ↑ | 0.55 | 32.88% | ↑ | 0.79 | 32.9% | 42.1% | 22.8% |
| 建筑材料(申万) | 25.9 | ↓ | 0.28 | 72.90% | ↓ | 1.44 | 72.9% | 95.9% | 94.6% |
| 建筑装饰(申万) | 10.5 | ↓ | 0.10 | 49.92% | ↓ | 2.18 | 49.9% | 75.6% | 84.6% |
| 电力设备(申万) | 29.1 | ↓ | 0.27 | 22.15% | ↓ | 0.60 | 22.2% | 37.7% | 37.5% |
| 国防军工(申万) | 73.6 | ↓ | 0.58 | 65.60% | ↓ | 0.91 | 65.6% | 92.6% | 93.0% |
| 计算机(申万)  | 76.8 | ↓ | 2.50 | 88.07% | ↓ | 2.18 | 88.1% | 92.8% | 90.0% |
| 传媒(申万)   | 38.9 | ↓ | 0.05 | 50.46% | ↓ | 0.34 | 50.5% | 73.4% | 68.0% |
| 通信(申万)   | 28.7 | ↓ | 0.64 | 8.20%  | ↓ | 2.38 | 8.2%  | 13.9% | 19.3% |
| 银行(申万)   | 6.4  | ↑ | 0.04 | 53.08% | ↑ | 1.79 | 53.1% | 62.0% | 77.3% |
| 非银金融(申万) | 13.6 | ↓ | 0.32 | 11.79% | ↓ | 5.62 | 11.8% | 11.2% | 15.4% |
| 汽车(申万)   | 27.1 | ↑ | 0.38 | 71.54% | ↑ | 1.33 | 71.5% | 56.0% | 39.0% |
| 机械设备(申万) | 31.2 | ↓ | 0.78 | 56.98% | ↓ | 5.23 | 57.0% | 78.1% | 78.5% |
| 煤炭(申万)   | 12.8 | ↑ | 0.13 | 67.11% | ↑ | 1.31 | 67.1% | 98.5% | 98.6% |
| 石油石化(申万) | 16.0 | ↓ | 0.02 | 41.82% | ↓ | 0.31 | 41.8% | 69.3% | 75.1% |

|          |      |   |      |        |   |      |       |       |       |
|----------|------|---|------|--------|---|------|-------|-------|-------|
| 环保(申万)   | 23.5 | ↑ | 0.11 | 49.31% | ↑ | 0.54 | 49.3% | 83.8% | 92.8% |
| 美容护理(申万) | 39.8 | ↓ | 0.67 | 57.38% | ↓ | 0.74 | 57.4% | 54.1% | 37.5% |

数据来源：Wind、鑫元基金

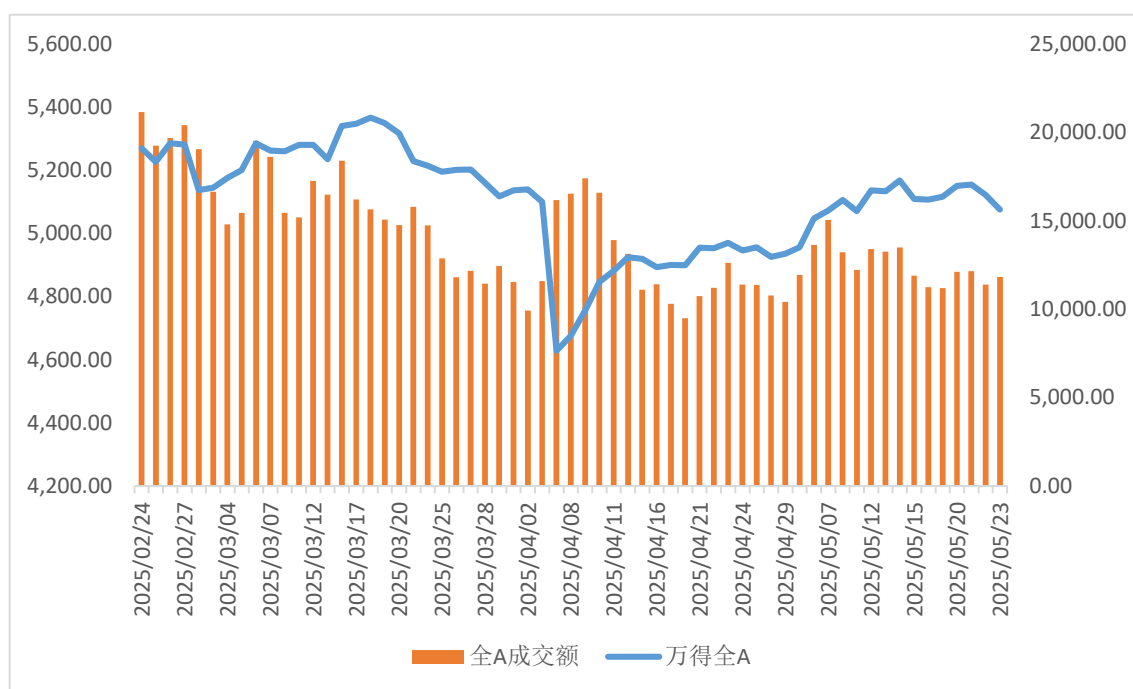
上周各宽基指数估值下行，行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周医药生物、综合、汽车估值上行最多，计算机、机械设备、美容护理下行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、钢铁、建筑材料板块估值处于历史较高水平；通信、农林牧渔、有色金属、纺织服饰、公用事业板块估值处于历史较低水平。

### 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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，汽车的拥挤度较高。

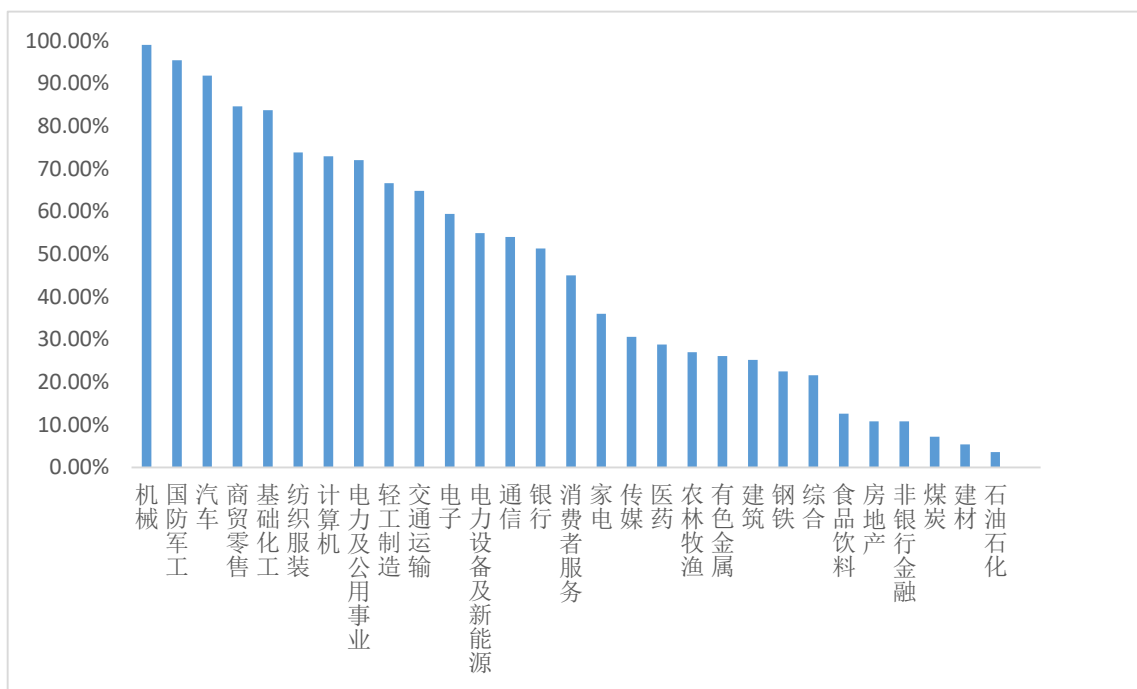
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.19%，处于历史 84.71%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



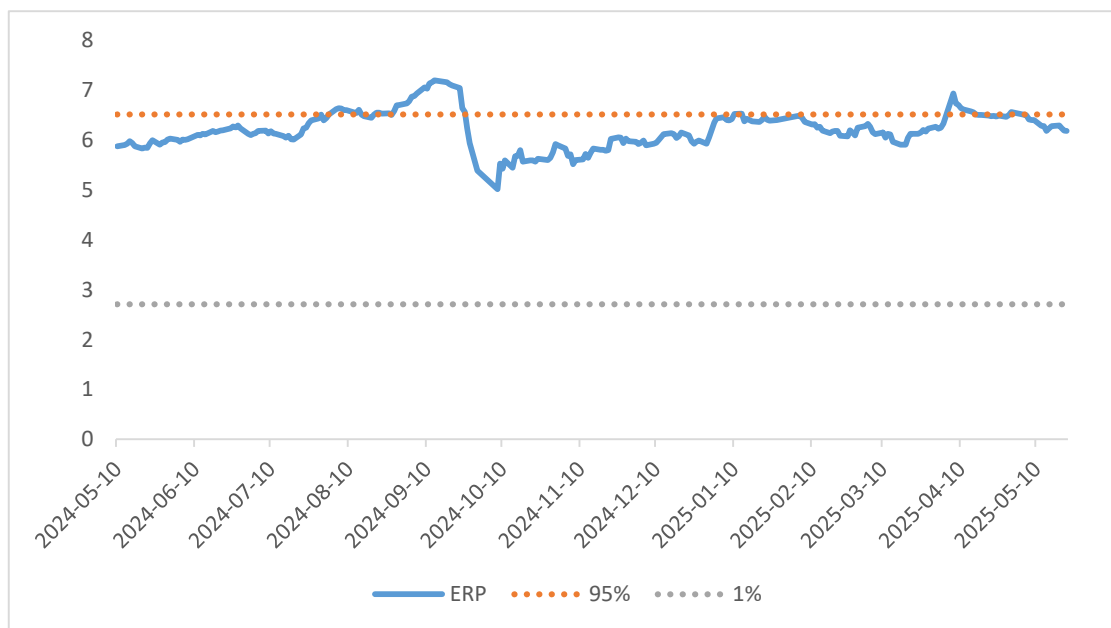
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

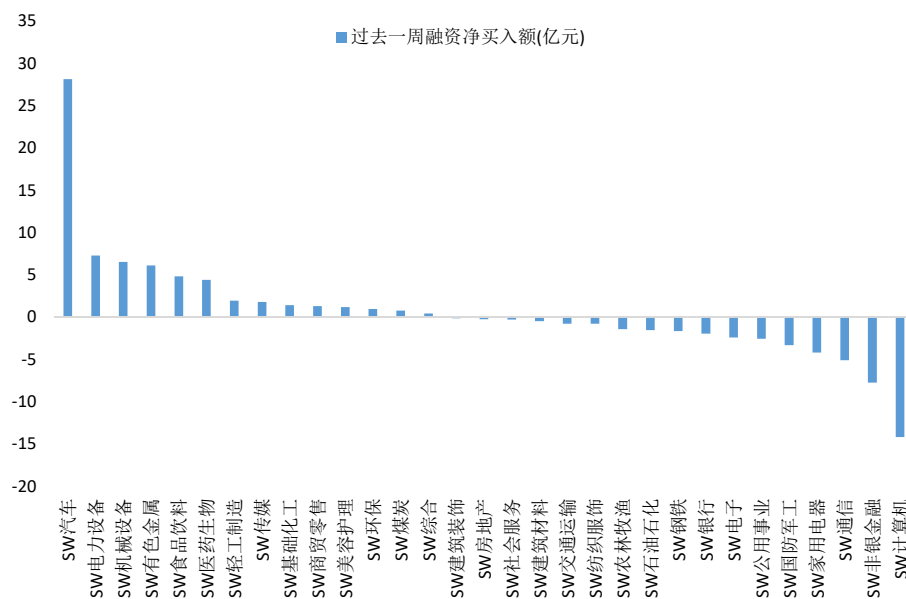


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

5月23日，两融资金占比为3.91%，5月16日为8.36%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月23日，上周融资净买入的前三行业为汽车、电力设备、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

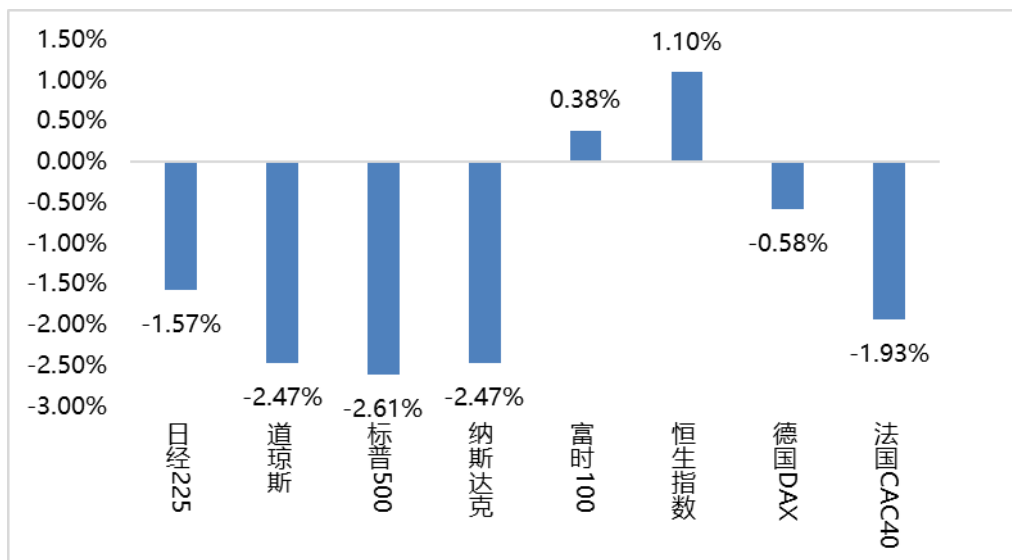


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指下跌 2.47%，标普 500 下跌 2.61%，纳指下跌 2.47%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 0.58%，英国富时 100 上涨 0.38%，法国 CAC40 下跌 1.93%；亚太股市方面，日经指数下跌 1.57%，恒生指数上涨 1.10%。

图 9：上周海外主要指数涨跌



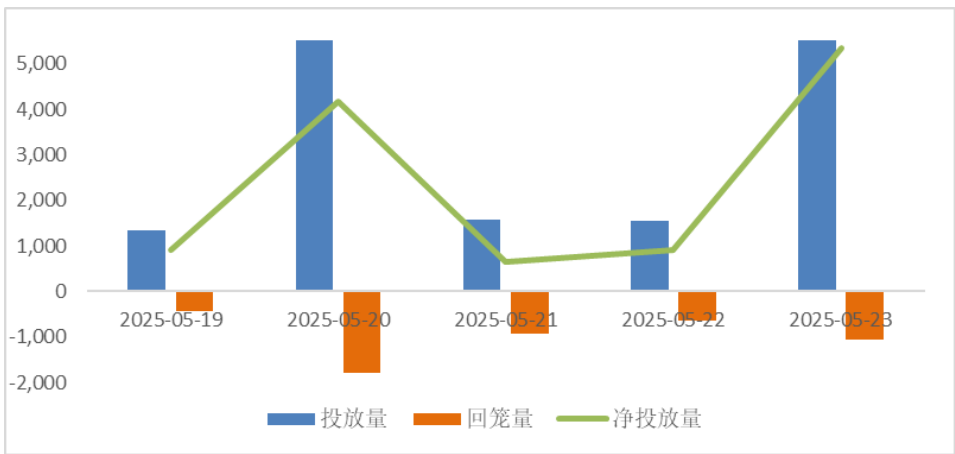
数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场



**公开市场操作：**上周央行开展 9460 亿元 7 天期逆回购操作、5000 亿元 MLF 及 2400 亿元国库现金定存，因有 4860 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净投放 12000 亿元。

图：上周公开市场操作情况



**政府债发行：**本周国债计划发行 0 亿元，地方政府债计划发行 2282 亿元，整体净缴款 3531 亿元。

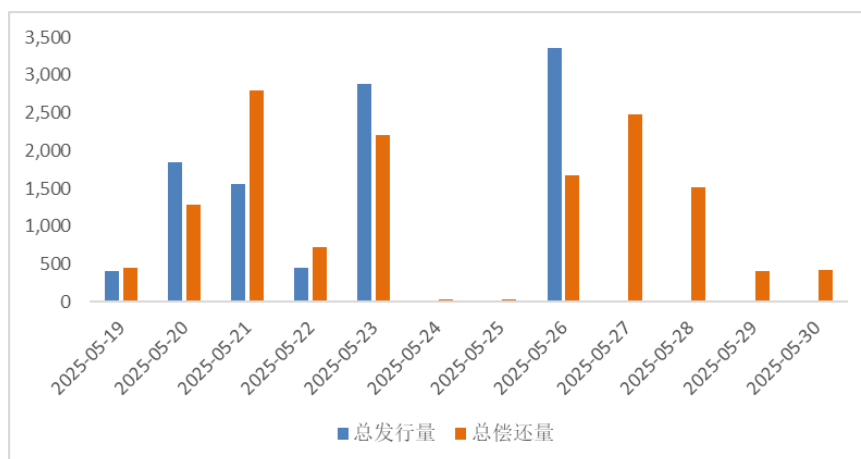
图：5 月 26 日-5 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

|     | 5 月 26 日 |        | 5 月 27 日 |      | 5 月 28 日 |        | 5 月 29 日 |     | 5 月 30 日 |       |
|-----|----------|--------|----------|------|----------|--------|----------|-----|----------|-------|
|     | 国债       | 地方债    | 国债       | 地方债  | 国债       | 地方债    | 国债       | 地方债 | 国债       | 地方债   |
| 发行  | 0        | 163    | 0        | 1290 | 0        | 0      | 0        | 505 | 0        | 324   |
| 到期  | 1991.1   | 120.79 | 0        | 31.7 | 0        | 109.99 | 0        | 194 | 0        | 72.99 |
| 缴款  | 3917     | 176    | 0        | 163  | 0        | 1290   | 0        | 0   | 0        | 505   |
| 净缴款 | 1981     |        | 131      |      | 1180     |        | -194     |     | 432      |       |

**同业存单发行：**本周（5 月 26 -30 日）存单到期 6570 亿元，规模低于前一周的 7460 亿元，后续一周存单到期量将边际回落，不过规模仍维持 6000+亿水平。

图：同业存单到期与发行

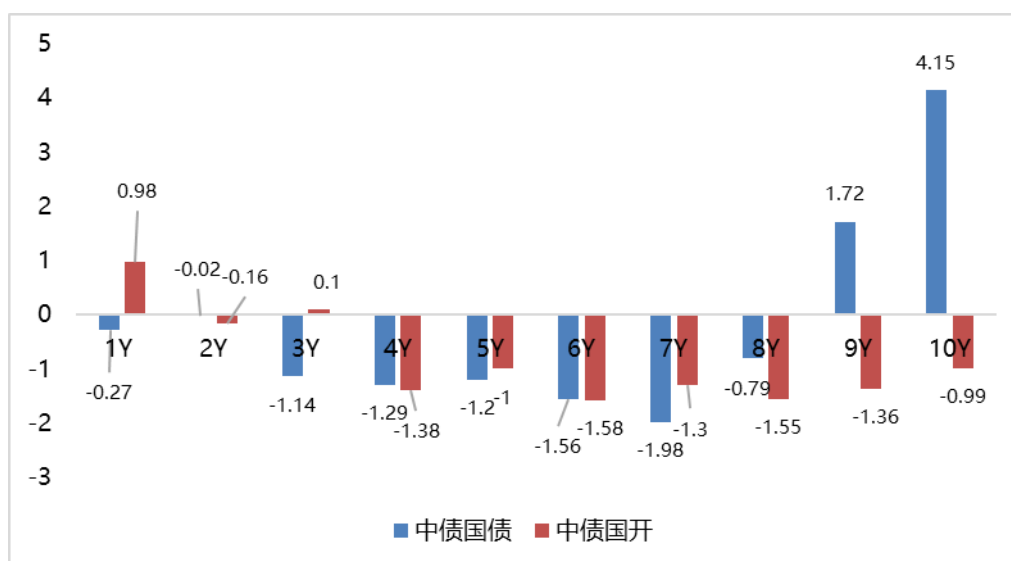


**回购市场：**在央行加码流动性投放的背景下，资金面延续渐进修复趋势，不过在税期走款首日边际收紧。上周一至上周四资金价格逐步下台阶，隔夜利率由前一周五的 1.6%水平修复至 1.4%-1.5%区间，DR001 下行 15bp 至 1.48%，R001 下行 13bp 至 1.53%；7 天资金价格同样降至 1.5%水平，DR007、R007 分别下行 7、5bp，至 1.57%、1.58%。上周五（23 日）在特别国债发行和税期走款首日的影 响下，资金面边际收敛，DR001、R001 单日均上行 9bp，分别至 1.57%、1.61%，7 天资金利率同样抬升，DR007、R007 分别升至 1.59%、1.63%。

**票据利率：**上周票据利率趋势上跌后回暖，但整体呈区间震荡。上周初大行降价收票，买盘情绪释放，票价震荡下行；上周三开始大行报价有所抬升，而卖盘坚持压价，买卖双方拉锯，票价整体震荡；上周五随着部分大行抬价进场收票，卖盘出票情绪提振，供需情绪逐步升高，票价震荡上涨，午后，市场交投清淡，供需两弱，票价小幅调整。

### （三）债券市场

图 12：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

| 中债国债期限利差   |        |       |        |         |
|------------|--------|-------|--------|---------|
| 项目         | 3-1    | 5-3   | 10-5   | 10-R007 |
| 期限利差       | 4.75   | 6.94  | 15.58  | 9.42    |
| 环比         | -0.87  | -0.06 | 5.35   | 4.00    |
| 年初以来       | -16.23 | -4.13 | 0.06   | -20.98  |
| 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 | 25.93  | 15.41 | 18.54  | 47.99   |
| 2016年以来分位数 | 4.98%  | 9.62% | 34.78% | 14.77%  |

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

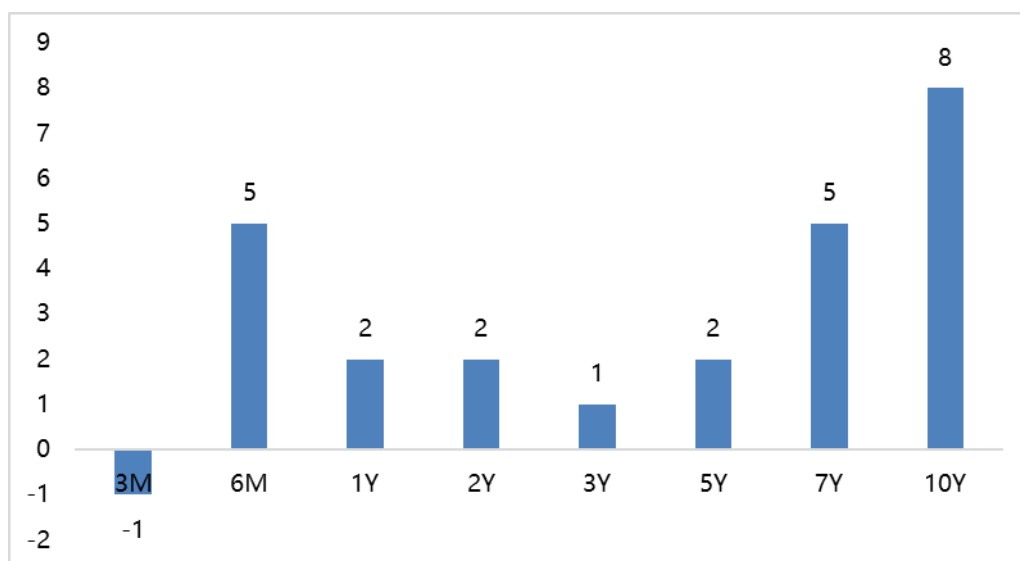
| 中债中短期票据信用利差 |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 项目          | AAA：1Y | AAA：2Y | AAA：3Y | AAA：4Y | AAA：5Y |
| 信用利差        | 16.92  | 18.89  | 20.5   | 27.37  | 33.69  |
| 环比          | -2.43  | 0.58   | -2.46  | -1.43  | -4.21  |
| 年初以来        | -15.42 | -16.34 | -16.76 | -6.27  | -11.43 |
| 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  | 44.98  | 36.04  | 38.47  | 42.62  | 43.98  |
| 2016年以来分位数  | 0.09%  | 3.36%  | 5.58%  | 7.79%  | 17.03% |

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.27BP 至 1.4481，3 年期下行 1.14BP 至 1.4956，5 年期下行 1.2BP 至 1.5650，10 年期上行 4.15BP 至 1.7208。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.43BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.58BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.46BP。

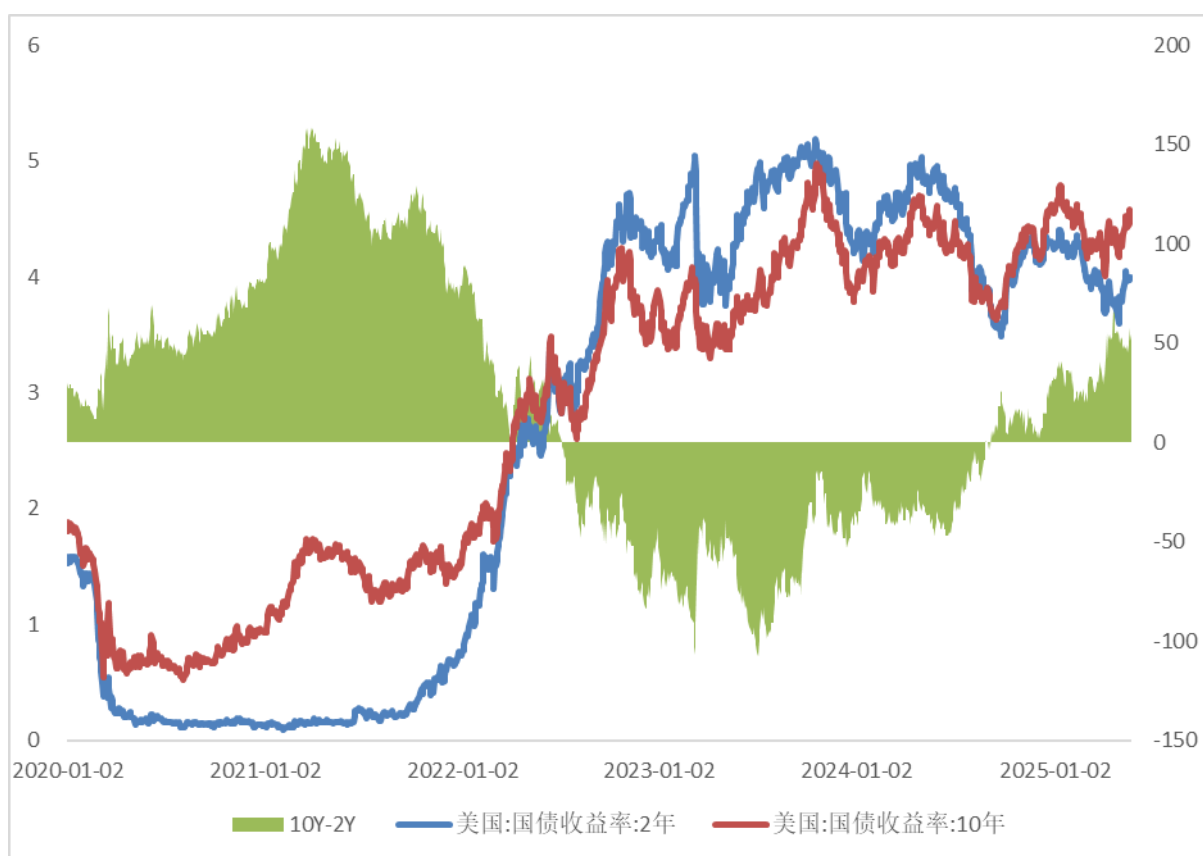
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体上行。上周 10 年期美债收益率上行 8BP，10 年期国债收益率上行 4.15BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 1BP，10 年期美债收益率上行 8BP。

图 14：10 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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率均升。上周美元指数下行 1.84%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.03%，即期汇率升值 0.20%，离岸人民币汇率升值 0.52%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

| 美元和人民币汇率 |          |            |             |           |
|----------|----------|------------|-------------|-----------|
| 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     | 99.1231  | 7.1919     | 7.1895      | 7.1722    |
| 对照日期     | 100.9828 | 7.1938     | 7.2037      | 7.2098    |
| 涨跌       | -1.84%   | 0.03%      | 0.20%       | 0.52%     |

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，5月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均较上月下调10BP。同日，国有大行与部分股份行宣布下调存款利率，多数银行的活期存款、1年期定存、3年期定存的利率下调了5BP、15BP与25BP，降至0.05%、0.95%与1.25%。4月财政数据显示，税收收入改善，支出方面更加积极。海外宏观方面，5月22日，美国众议院通过“美丽大法案”，落实特朗普竞选承诺，CRFB估计，法案将在未来10年增加联邦债务约3.1万亿美元。美国总统特朗普当地时间5月23日威胁对欧盟征收50%的关税。美国财长贝森特讲话，可能会修改银行补充杠杆率（SLR），这可能会压低美债收益率好几十个基点，撇清美债波动与美国税收立法的关系。

我们认为，调降LPR和存款利率的背景有以下三点：1）当前经济增长内生动能不强，需要继续降低社融综合成本。2）LPR及存款利率下调也是广谱利率调降的重要环节。调降存款利率是维护银行净息差的重要手段。3）现在LPR降息和存款利率下调也是货币政策传导的正常需要。4月一般公共预算收入同比增速上行至1.9%，其中税收收入同比显著提升4.1个百分点至1.9%；狭义财政支出增速进一步走高，4月当月同比5.8%；4月政府性基金收入增速也是今年以来首次同比由负转正；4月政府性基金支出同比显著上行16.8个百分点至44.7%。5月22日，美国众议院通过“美丽大法案”，落实特朗普竞选承诺，该法案后续仍有待参议院审议，最终完成立法可能要到6-7月。CRFB估计，法案将在未来10年增加联邦债务约3.1

万亿美元；若其中的临时条款被永久延续，增债规模将达 5.1 万亿美元。对于 2027 财年来说，赤字较 CBO 基准水平（1.7 万亿）多出 0.6 万亿美元至 2.3 万亿美元，相当于对赤字率额外上拉 1.8pct。特朗普上周五威胁称，将从 6 月 1 日起对欧盟商品征收 50% 的关税，并表示“我们与他们的谈判毫无进展”。美国财长贝森特讲话，表示特朗普对欧盟 50% 的关税威胁为的是能促使欧盟加快行动。贝森特透露，今年夏季可能会修改银行补充杠杆率（SLR），这可能会压低美债收益率好几十个基点。此外，贝森特试图撇清美债波动与美国税收立法的关系。

## **（二）权益市场展望和策略**

上周海外部分发达经济体的中长期债券收益率快速上行，背后的重要原因在于将要实施更大规模的扩张性财政政策，全球投资者对于财政无节制宽松的风险厌恶，因此越长久期的债券需求越差，造成利率曲线的进一步陡峭化。面对一个无序扩张的财政宽松政策，同时还叠加着因为关税、地缘政治可能额外带来的经济压力所导致的进一步宽松，投资者会要求一个更高的期限溢价，比如 30 年期美国国债收益率 5% 以上的某个水平。因此，在关税和地缘政治等对经济基本面数据的负面冲击明确之前，美债的利率将维持在较高的位置，这将对全球资产的估值产生较大的压制。

国内经济基本面并无新的边际变化，在中美瑞士谈判达成之后，至少二季度之内，经济增速的压力并不大，也不会有过于强烈的刺激政策出台。24 年底证金和汇金持有非货 ETF 规模超过 1.05 万亿元，是 A 股市场最为重要的新增资金，基本可以抵消过去一段时间内海外主动基金的卖出。即便因外部突发因素（海外关税、地缘政治、高利率对估值的压制等）出现快跌，在稳定力量的支持下，A 股整体也难以出现持续大幅的下跌。短期市场调整的影响可能主要来自于全球高利率对权益估值的压制。

策略上，短期如果没有场外新增资金或是新的结构性分子景气叙事逻辑，A 股整体将表现为弱势震荡。投资策略上继续维持哑铃策略：红利+成长，且更多偏向红利资产。一方面继续坚定持有包括银行、非银金融、公用事业和煤炭等在内的红利资产。另一方面，总量分子走平趋势下的微观结构并没有显著的具备持续性的结构景气机会，应该降低操作频率和换手率。目前追逐市场短期极快的热点轮动，已难以带来明显的绝对超额收益。

## **（三）债券市场展望和策略**

上周中美关税谈判暂无最新进展，但上周五特朗普突然再度威胁欧盟加征 50% 的关税表明关税谈判的反复预期仍在，包括后续的行业关税以及留有谈判余地的芬太尼关税，参考 18-19 年的中美贸易谈判过程均有可能再度扰动市场走势。后续债市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。国内基本面变化方面，我们认为关税压力已开始导致基本面出现消极信号，从 4 月份金融数据可以看到社融依然通过政府融资维持冲量，在去年打击手工补息的低基数下，新口径下 M1 的超预期回落表明私人部门货币活性也开始重新趋弱。并且近期居民端一线房价也再度环比走弱，而 4 月政治局会议表态又以“稳”为主，尽管央行给到了超预期的降准降息，但财政政策以存量加速为主，难以给到向上的驱动，债市中期做多逻辑依然稳固。

策略层面，如果现阶段债市回归基本面定价，那么市场环境也依然有利于债市。我们此前的周报里也提及过去年“924”反映的更多的是政策态度的变化，而并非政策方向的变化。除非政策层能够直接补贴至居民部门，抑或加大政策力度打通企业端利润至居民端收入的传导路径，否则私人部门信用周期很难起来，更何况关税也仅仅是暂缓 90 天，并且关税力度也高于过往，那么长端依然有其配置价值。具体观测指标可参考居民部门定存同比增速与企业活期存款同比增速差以及企业利润，前者指向化债进度放缓及一线房价转跌背景下的居民部门缩表倾向，后者则是打通国内正循环的关键。随着关税谈判落地带来的情绪冲击逐渐消退，如果后续基本面数据开始走弱，近期情绪或供给冲击也至少是年内的高点，操作思路完全可以逢调整买入。因为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，这就意味着在机构强学习效应下收益和回撤难以兼得，需要买预期与卖现实，我们维持前周判断继续推荐回补长端仓位并等待下一个驱动因素，从央行货政报告的表态看，后续若政府债发行明显放量，央行大概率会重启买债以配合财政。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，当前债市对利空因素较为敏感，由于资金面整体较为宽松，建议继续关注短久期信用品种。

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。