

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 05 月 11 日

如何看待 4 月出口超预期以及后续高频跟踪?

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人
wangshuhui@tfzq.com

陈英奇 联系人
chenyingqi@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略专题-市场后续主线的进一步思考》2025-05-10
- 2 《投资策略：投资策略-周观 REITs》2025-05-10
- 3 《投资策略：特朗普的美国“梦”与现实-“新秩序”研究系列二》2025-05-08

市场思考：如何看待 4 月出口超预期以及后续高频跟踪?

1) 4 月出口、进口增速超预期，海关数据显示中国出口韧性。分国别来看，美国贡献度大幅下行，东盟回升，欧盟、日本基本持平，抢出口延续。出口方面，4 月商品同比表现分化，多数回落，其中电子信息产品类均回落，资源品出口普遍回暖，下游消费品普遍回落。目前出口项数量贡献程度较高。2) 贸易跟踪观测指标：航运期货指数建议跟踪上海航运交易所的 3 个指数，SCFIS 欧线、SCFI、SCFIS 欧线期货指数，目前期货指数下跌显著，SCFI 在 5/9 当周则弱企稳，表明市场预期对于运价指数较为谨慎，但短期现货指数仍然较为抗跌，一定程度上或受到抢出口、抢转口的影响。国内生产方面，4 月制造业 PMI 新出口订单指数、EPMI 生产指数均大幅下行。此外，旬度数据显示韩国出口 4 月上旬、下旬出现强于季节性的增长，中旬出现一定程度回落，4 月抢出口效应仍明显。

国内：4 月 CPI 维持负值，Q1 货执报告注重物价回升、银行净息差问题

1) 4 月 CPI 同比跌幅持平，PPI 同比降幅走阔，PPI-CPI 剪刀差走阔。CPI 方面，食品项同比降幅收窄，非食品项同比回落。PPI 生产资料、生活资料降幅均走阔。2) 央行发布 2025 年第一季度中国货币政策执行报告。基调方面，提出“灵活把握政策实施的力度和节奏”，专栏六提及促进物价合理回升，并强调了未来的价格调控思路。报告关注净息差问题，指出“低银行负债成本”、“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”。3) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回落。4) 工业生产腾落指数回落，甲醇回升，唐山高炉持平，纯碱、山东地炼、轮胎、涤纶长丝回落。5) 国内政策跟踪：中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制；国新办举行新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场预期”有关情况；中俄发布联合声明；何立峰访问瑞士、法国并举行中美经贸高层会谈。

国际：5 月 FOMC 会议如期维持利率不变

1) 俄乌冲突跟踪：泽连斯基与特朗普通话讨论俄乌停火事宜；普京宣布“胜利日停火”已开始生效；俄罗斯纪念苏联伟大卫国战争胜利 80 周年阅兵式在莫斯科红场举行。2) 中东冲突跟踪：以防长称以军将全面控制加沙地带并集中转移当地民众；以色列防长称将“强烈回应”也门胡塞武装袭击。3) 5 月 FOMC 会议如期维持利率不变，FOMC 声明显示委员会判断失业率和通胀上升的风险已经加剧；美联储未来的政策方向，将取决于就业和通胀风险哪一个先加剧。据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/10，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 17.2%，维持现有利率的概率为 82.8%。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

5 月，应对“特朗普”不确定，关注“逆特朗普交易”缓和迹象。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

内容目录

1. 市场思考：如何看待 4 月出口超预期以及后续高频跟踪？	4
1.1. 4 月出口韧性超预期，抢出口延续，抢转口迹象显现	4
1.2. 贸易跟踪观测指标	6
2. 国内：4 月 CPI 维持负值，Q1 货执报告注重物价回升、银行净息差问题	8
2.1. 4 月 CPI 同比持平，PPI 跌幅走阔	9
2.2. 2025Q1 货政执行报告：灵活把握政策实施的力度和节奏	10
2.3. 交运高频指标跟踪	11
2.4. 普林格同步高频指标跟踪	12
2.4.1. 工业生产腾落指数	12
2.5. 国内政策跟踪	12
3. 国际：5 月 FOMC 会议如期维持利率不变	14
3.1. 国际大事跟踪	14
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	14
3.1.2. 中东冲突跟踪	14
3.2. 5 月 FOMC 会议如期维持利率不变	14
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网	16
5. 重点大事前瞻	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：4 月出口金额高于 2019-2024 年同期水平	4
图 2：4 月进口金额低于 2022、2024 年同期水平	4
图 3：4 月出口维持高增速	4
图 4：各国各地区对出口的拉动效应变化情况	5
图 5：主要国家/地区中韩国、东盟累计进口同比增速为正	5
图 6：4 月商品同比表现分化，多数回落	5
图 7：电子信息产品类均回落	5
图 8：进口方面，4 月商品表现分化	6
图 9：电子信息产品类多数回落	6
图 10：出口项数量支撑强于价格	6
图 11：欧线集运指数	7
图 12：CCFI 综合指数	7
图 13：BDI 指数	7
图 14：制造业 PMI 新出口订单指数、EPMI 生产指数均下行	7
图 15：韩国出口	8
图 16：全球供应链压力指数处于低位	8
图 17：旬度数据显示韩国出口 4 月上旬、下旬出现强于季节性的增长	8

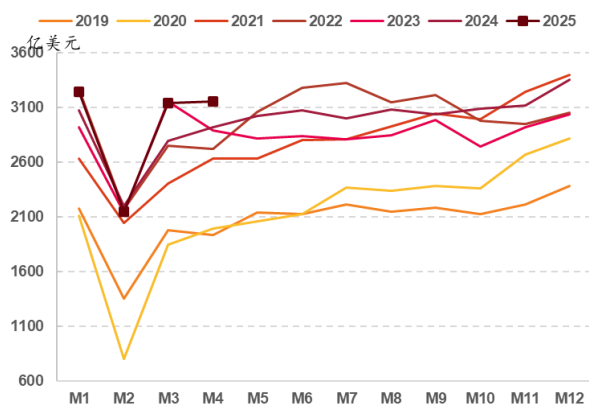
图 18: PPI-CPI 剪刀差由 3 月的-2.4%走阔至 4 月的-2.6%	9
图 19: CPI 食品项同比收窄, 非食品项同比回落	9
图 20: PPI 生产资料、生活资料降幅均走阔	9
图 21: CPI 食品烟酒分项上行	10
图 22: 核心 CPI 同比持平(单位%)	10
图 23: 2025 年一季度、2024 年四、三季度央行货币政策执行报告内容对比	11
图 24: 一线城市地铁客运量	12
图 25: 工业生产腾落指数	12
图 26: 工业生产腾落指数(分年度)	12
图 27: 国内政策跟踪	13
图 28: CME 降息概率情况	15
图 29: 重点大事前瞻	17

1. 市场思考：如何看待 4 月出口超预期以及后续高频跟踪？

1.1. 4 月出口韧性超预期，抢出口延续，抢转口迹象显现

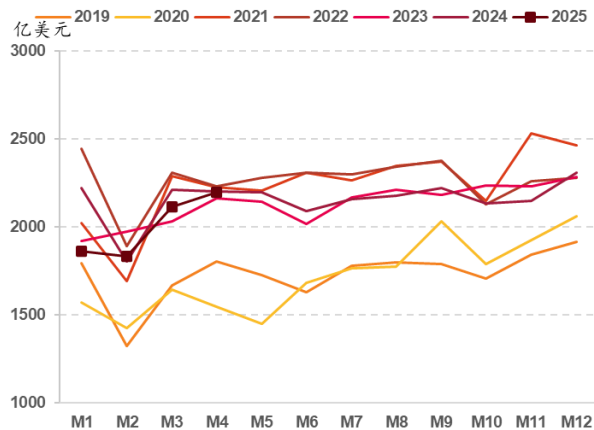
4 月出口、进口增速超预期。中国 4 月出口（以美元计价）同比升 8.1%，前值升 12.4%，万得预期 0.75%；进口降 0.2%，前值降 4.3%，预期-6.92%；贸易顺差 962 亿美元，前值 1026 亿美元。海关数据显示中国出口韧性，且 3、4 月出口高增，抢出口延续。

图 1：4 月出口金额高于 2019-2024 年同期水平



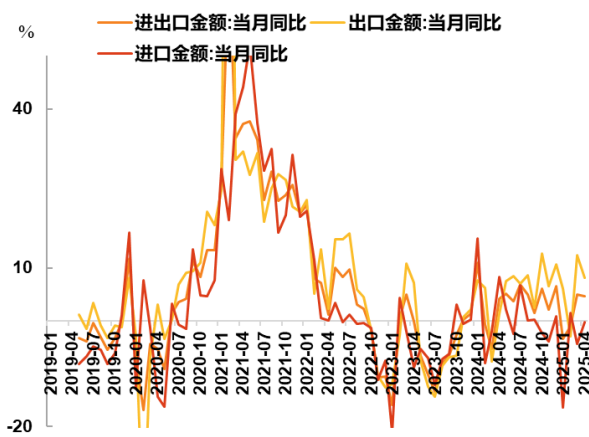
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月进口金额低于 2022、2024 年同期水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：4 月出口维持高增速

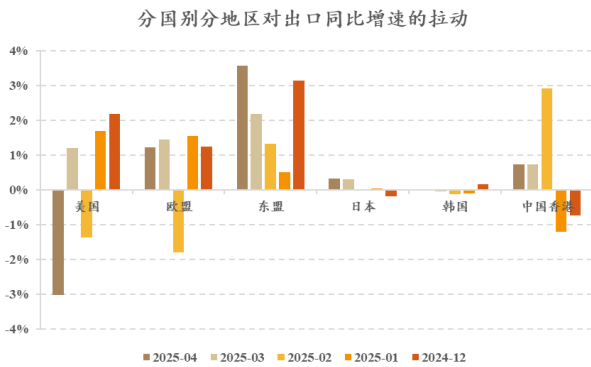


资料来源：Wind，天风证券研究所

分贸易国别来看，美国、欧盟、东盟、日本、韩国 4 月对整体出口增速的拉动效应，分别为-3.01%、1.22%、3.56%、0.33%、-0.01%，3 月贡献率则分别为 1.2%、1.44%、2.19%、0.31%、-0.04%。4 月美国贡献度大幅下行，东盟回升，欧盟、日本基本持平，抢转口迹象显现，对东盟出口支撑总出口保持韧性。

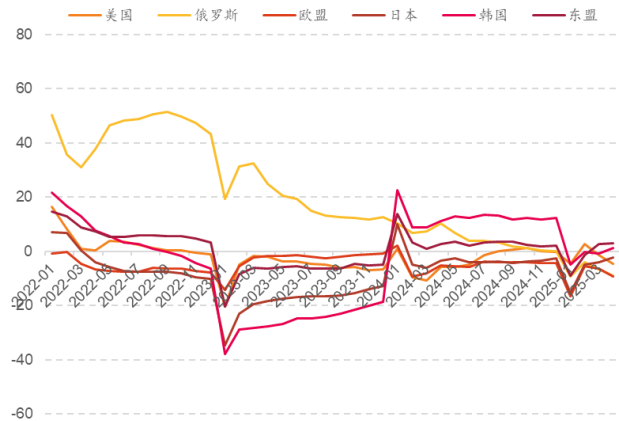
进口方面，4 月日本、韩国、东盟进口回升，韩国、东盟累计进口同比增速为正。美国、俄罗斯、欧盟、日本、韩国、东盟进口额增速 1-4 月累计同比为-4.7%、-9.1%、-9.2%、-2.2%、1.3%、2.9%。

图 4：各国各地区对出口的拉动效应变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

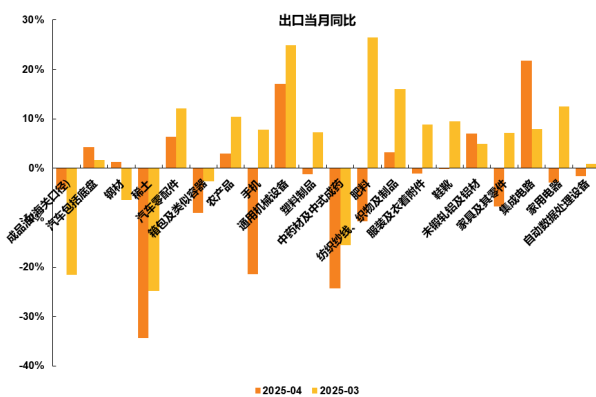
图 5：主要国家/地区中韩国、东盟累计进口同比增速为正



资料来源：Wind，天风证券研究所（单位：%）

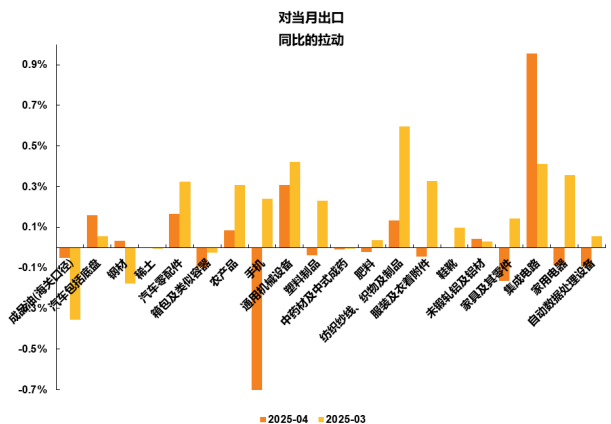
出口方面，4 月商品同比表现分化，多数回落，同比及同比拉动来看，1) 电子信息产品类均回落，机电产品、高新技术产品、自动数据处理设备同比报 10.2%、6.8%、-1.7%，3 月同比为 13.4%、7.3%、0.9%。2) 汽车类（包括底盘）出口回升，4 月同比 4.3%，3 月同比 1.7%，出口拉动贡献值为 0.16%，前值 0.06%。3) 资源品出口普遍回暖。成品油、钢材、未锻轧铝及铝材同比-4.3%、1.3%、7%，3 月同比-21.6%、-6.4%、4.9%，出口拉动贡献值分别为-0.05%、0.03%、0.04%，前值-0.36%、-0.18%、0.03%。4) 下游消费品普遍回落。鞋靴、箱包、服装 4 月同比-0.1%、-9%、-1.1%，3 月同比 9.4%、-2.6%、8.8%，出口拉动贡献值分别为 0.00%、-0.1%、-0.05%，前值 0.1%、-0.03%、0.33%。

图 6：4 月商品同比表现分化，多数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

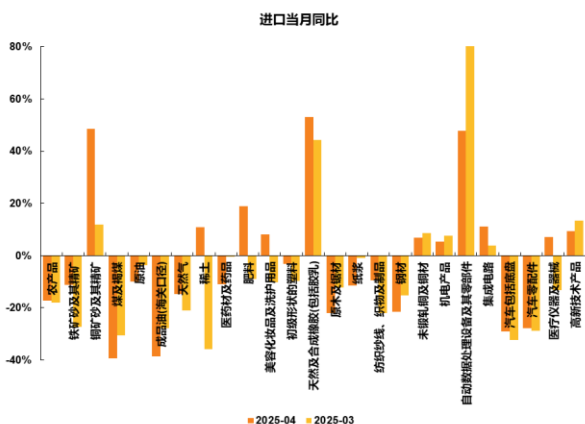
图 7：电子信息产品类均回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

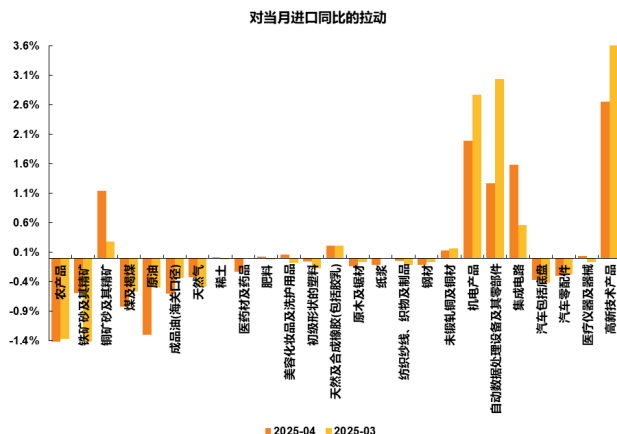
进口方面，4 月商品表现分化，涨跌参半。从同比及同比拉动来看，1) 电子信息产品类多数回落，机电产品、高新技术产品、集成电路、自动数据处理设备同比报 5.4%、9.4%、11.1%、47.8%，3 月同比 7.6%、13.4%、3.9%、130.7%，进口拉动贡献值为 1.99%、2.65%、1.58%、1.28%，前值 2.78%、3.73%、0.56%、1.28%。2) 大宗商品表现分化，稀土、铜矿砂同比 11%、48.7%，3 月报-35.9%、12%，原油、成品油金额同比-10.1%、-38.7%，3 月同比-3.7%、-27.7%，铁矿砂、煤及褐煤同比-11.3%、-39.5%，3 月同比为-27.2%、-30.5%；3) 农产品金额同比-17.2%，前值-18%。

图 8：进口方面，4 月商品表现分化



资料来源：Wind，天风证券研究所

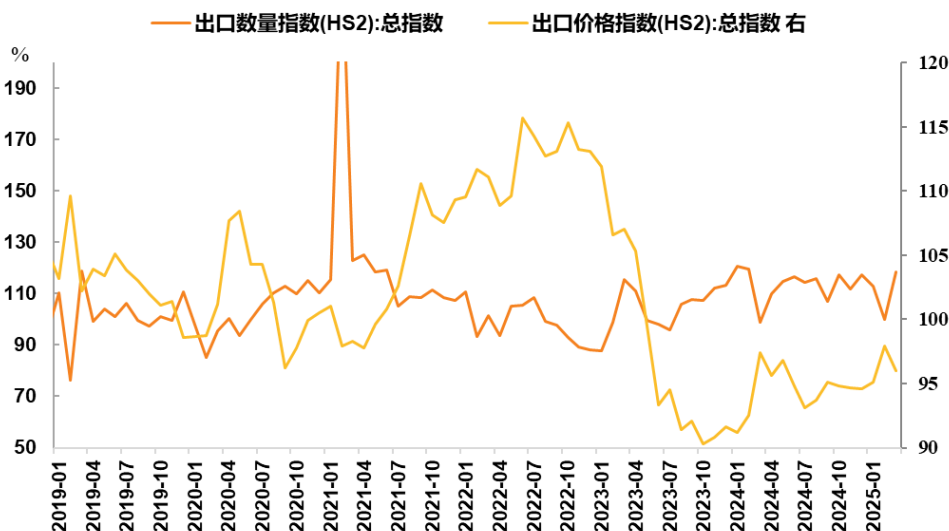
图 9：电子信息产品类多数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前出口项数量贡献程度较高。自 2023 年 3 月以来，出口数量指数持续高于价格指数，且数量指数呈现上升趋势，价格指数自 22 年末起大幅回落，23 年起企稳回升，但仍弱于数量指数。

图 10：出口项数量支撑强于价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 贸易跟踪观测指标

航运期货指数方面，欧线集运指数连续下行。集运指数（欧线）期货是我国首个航运期货品种，考虑到船东报价到货物发船的时间，期货指数较现货航运指数能更快观测到贸易节奏的变化，便于捕捉早期趋势，下图展示了期货价格的领先性。

4 月起，集运指数（欧线）期货持续走弱，4 月下跌 16%，5 月截至 9 日下跌 3%。而其标的的现货指数（周频）方面，走势上 4/21 为高点（对应的采样数据为 4/14-4/18），此后出现回落，至目前最新数据 5/5 来看，结算价格较 3 月底下跌 6.4%。

另外，上海航运交易所有一个编制的 SCFI 指数（周频）同样也值得关注，该指数为预定价格。从 3/28-4/11 开始上升，此后开始回落至 5/2，到 5/9 又小幅回升，从最新数据 5/9 来看，与 3/28 相比仅下跌 0.86%。

因此，从以上的 3 组数据能够体现市场预期对于运价指数较为谨慎，但短期现货指数仍然明显较为抗跌，一定程度上或受到抢出口、抢转口的影响。

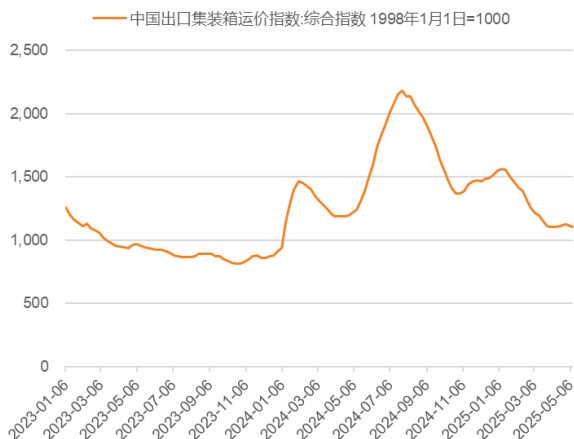
图 11：欧线集运指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

航运价格指数方面，CCFI 综合指数自 3 月底起维持在 1100 左右，处于 2024 年 7 月以来的低位。BDI 指数则反复波动，4 月上中旬 BDI 指数震荡下行，下旬起反弹回升，5 月起恢复下行趋势。

图 12：CCFI 综合指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

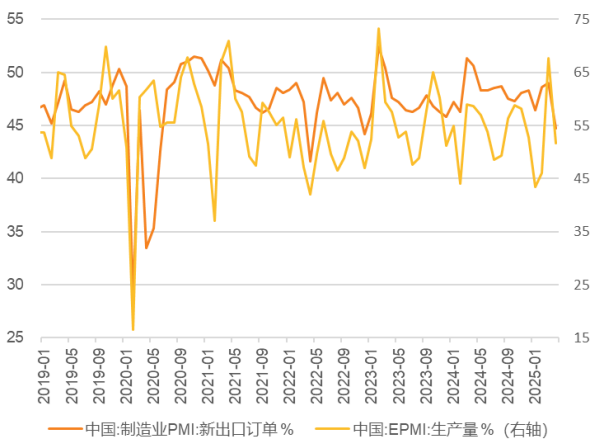
图 13：BDI 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

国内生产方面，4 月制造业 PMI 新出口订单指数、EPMI 生产指数均大幅下行，PMI 新出口订单指数由 49% 下行至 44.7%，前一个低于现在该值的点是 22 年 12 月的 44.2%、22 年 4 月的 41.6%，EPMI 生产指数由 67.7% 下行至 51.6%。

图 14：制造业 PMI 新出口订单指数、EPMI 生产指数均下行

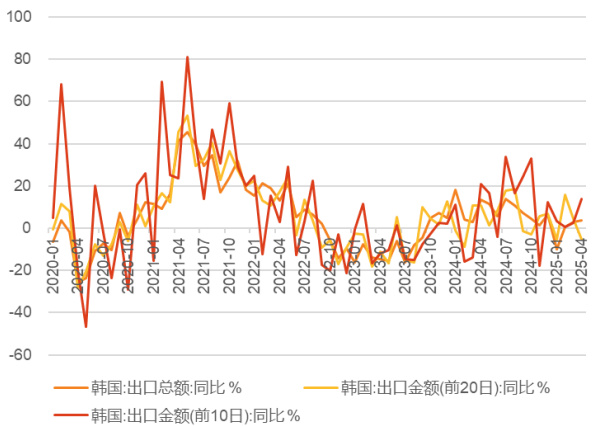


资料来源: Wind, 天风证券研究所

此外，韩国出口常被视为世界贸易的先行评估指标，且韩国海关于每月 11、21 日发布当月前 10 日、前 20 日出口同比数据，可用于跟踪观测中国出口贸易，韩国出口 4 月前 20 日同比为-5.2%，前值 4.4%，但整月同比为 3.7%，前值 3.1%，或许与特朗普宣布暂缓对等关税 90 日有关，关税缓和后韩国抢出口同样加剧。旬度数据显示韩国出口 4 月上旬、下旬出现强于季节性的增长，中旬出现一定程度回落，4 月抢出口效应仍明显。

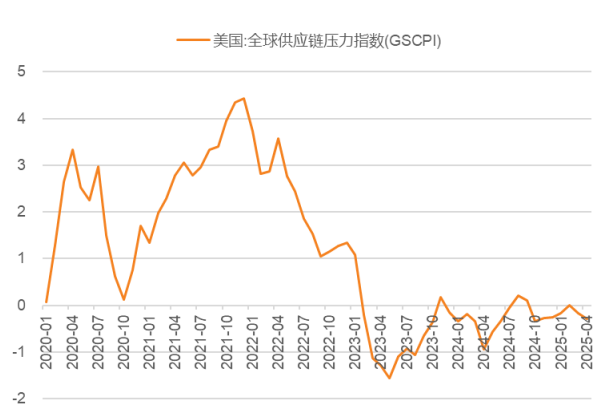
由于特朗普给予 90 天对等关税的宽限期，4 月 24 日，韩美两国 24 日在华盛顿举行“2+2”高级别贸易磋商，商定争取到 7 月初就美国撤销对韩加征关税措施及两国产业合作等问题达成“一揽子协议”。韩国经济副总理兼企划财政部长官崔相穆表示，两国将不急于求成，从容有序地进行磋商。近期，美国财长贝森特称韩国希望建立贸易谈判基本框架，但韩国政府 4/30 进行否认。

图 15: 韩国出口



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 全球供应链压力指数处于低位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 旬度数据显示韩国出口 4 月上旬、下旬出现强于季节性的增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

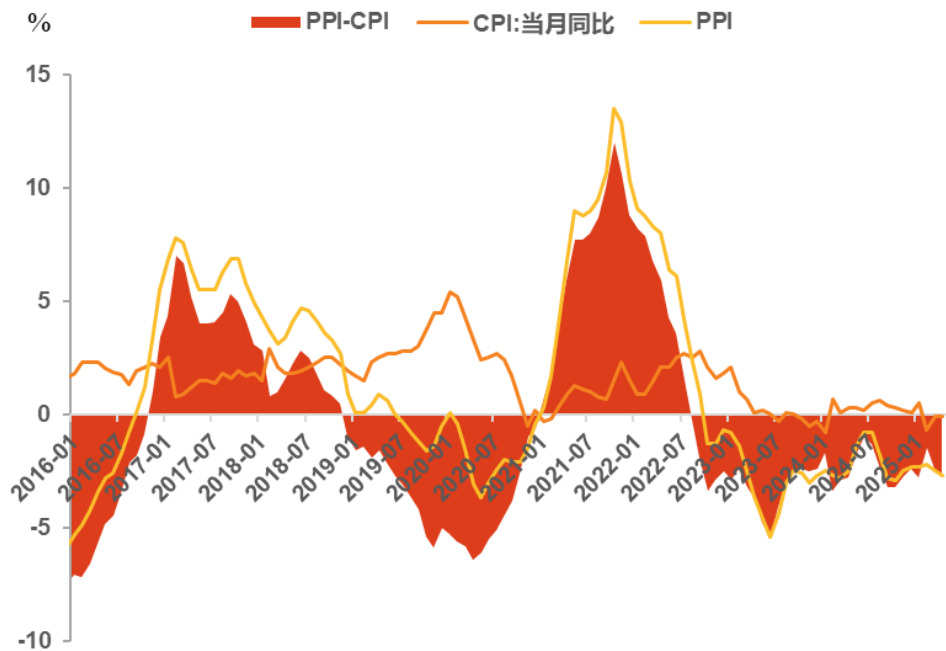
2. 国内：4 月 CPI 维持负值，Q1 货执报告注重物价回升、银行

净息差问题

2.1. 4月CPI同比持平，PPI跌幅走阔

4月CPI同比跌幅持平，PPI同比降幅走阔，PPI-CPI剪刀差走阔。4月CPI同比-0.1%，前值-0.1%；环比0.1%，前值-0.4%。PPI同比-2.7%，前值-2.5%；环比-0.4%，前值-0.4%。PPI-CPI剪刀差由25年3月的-2.4%走阔至4月的-2.6%。

图 18：PPI-CPI 剪刀差由 3 月的-2.4%走阔至 4 月的-2.6%

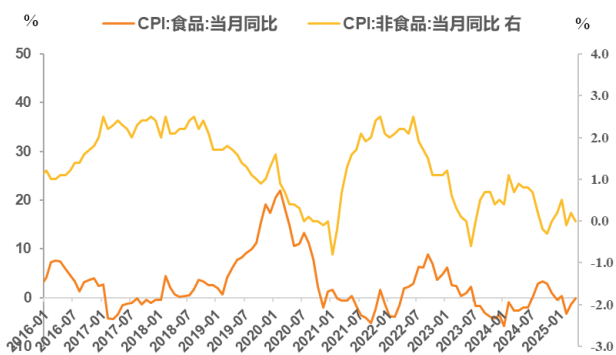


资料来源：Wind，天风证券研究所

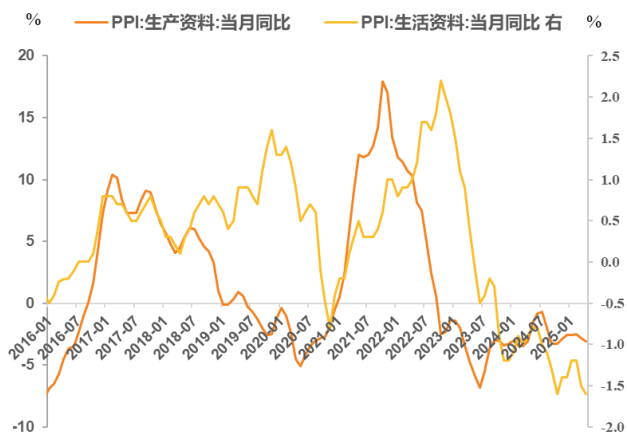
CPI 方面，食品项同比降幅收窄，非食品项同比回落。食品项同比为-0.2%，前值-1.4%，非食品项当月同比为0%，前值0.2%。1) CPI食品项环比为0.2%，前值-1.4%，其中鲜菜和猪肉环比均改善，分别为-1.8%、-1.6%；2) CPI非食品项环比为0.1%，前值-0.2%，其中教育文化和娱乐的旅游分项回升，环比3.1%，前值-5.9%。

核心CPI持平。核心CPI同比为0.5%，前值0.5%，环比0.2%，前值0%。CPI八分法中，食品烟酒、医疗保健、其他用品和服务分项走高，衣着、居住分项持平，其余分项走低。

PPI：生产资料、生活资料降幅均走阔。4月生产资料同比-3.1%，前值-2.8%，环比-0.5%，前值-0.4%；生活资料同比-1.6%，前值-1.5%，环比-0.2%，前值-0.4%。其中，石油和天然气开采业环比-3.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比-2.6%，煤炭开采和洗选业环比为-3.3%，电力、热力的生产和供应环比为-0.3%。

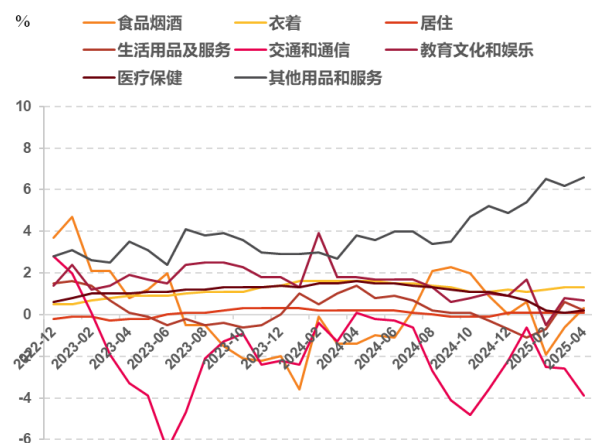


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：CPI 食品烟酒分项上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：核心CPI 同比持平（单位%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 2025Q1 货政执行报告：灵活把握政策实施的力度和节奏

2025年5月9日，央行发布2025年第一季度中国货币政策执行报告。

以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。对于面临的挑战，报告指出“当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在”；对于国内经济，央行态度乐观，指出“我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件”，面向挑战“要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”。

灵活把握政策实施的力度和节奏。基调方面，Q1报告延续“实施好适度宽松的货币政策”描述，新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，24年Q4报告中的“国内外经济金融形势和金融市场运行情况”延续，“择机调整优化政策力度和节奏”表述则变为“灵活把握政策实施的力度和节奏”。24年Q4报告的“推进货币政策框架转型”、“平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”表述延续。

促进物价合理回升。通胀方面，24年Q4表述“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。”延续。此外专栏六提出“从需求端看，有效需求持续恢复，但仍面临一些约束”、“从供给端看，部分行业领域存在过度竞争”，4月CPI同比持平于前值，仍然为负，PPI同比跌幅走阔，对于未来的价格调控思路，专栏六表明“从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”。

汇率方面，24 年 Q4 报告中“增强外汇市场韧性，稳定市场预期”表述延续，“加强市场管理”表述删除，“发挥市场在汇率形成中的决定性作用”表述中“发挥”修改为“坚持”，“坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”表述延续。

注重银行净息差。利率方面，Q4 报告中“强化央行政策利率引导”表述删除，“提升银行自主理性定价能力”修改为“低银行负债成本”，注重银行净息差问题。专栏一对 MLF 演变历程进行分析，目前“MLF 利率退出政策利率功能，MLF 定位于为金融机构投放中长期流动性”，未来央行将“引导 MLF 回归中期流动性投放工具的基本定位，形成与其他工具各有侧重、又共同维护流动性充裕的立体工具架构”。

政府债务扩张仍有可持续性。专栏五分析中美日政府债务情况，表明“美国广义政府部门金融资产相对有限”、“日本广义政府部门呈现高负债、高资产特征”，中国政府债务则有资产支撑，专栏五提出“与美日明显不同，中国广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，规模相当于 GDP 的 119%”，指出“三国对比表明，考虑到庞大的国有资产和较低的政府负债水平，中国政府债务扩张仍有可持续性”。

图 23：2025 年一季度、2024 年四、三季度央行货币政策执行报告内容对比

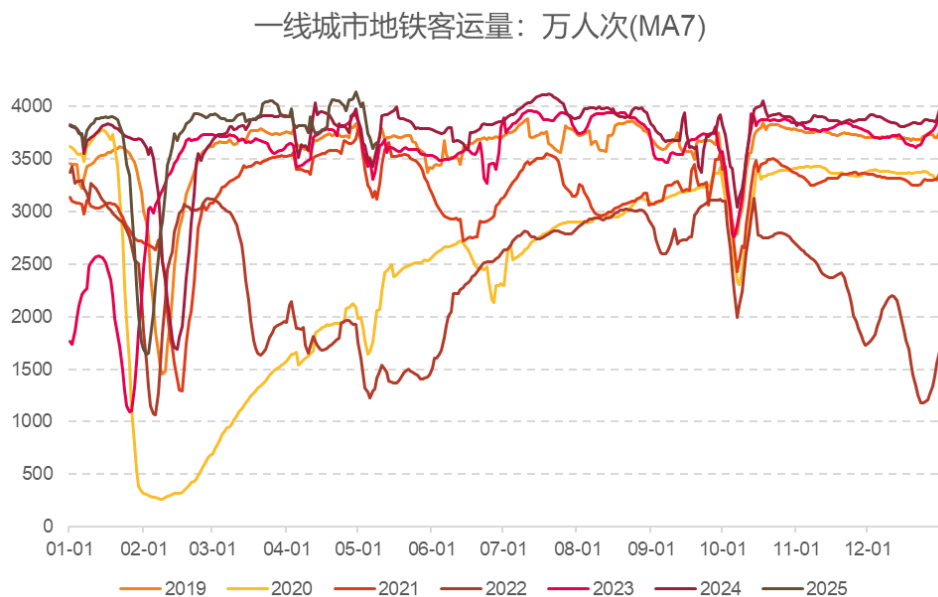
	2025年第一季度	2024年第四季度	2024年第三季度
经济形势	当前外部冲击影响加大，世界经济复苏动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到， 我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件 ，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济 基础稳、优势多、韧性强、潜能大 ，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。	当前外部环境的不确定性增多，世界经济增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。但我国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，要 正视困难、坚定信心、积极应对 。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、 支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系 ，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力， 全力巩固经济和社会稳定的基本面 。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路， 进一步深化金融改革和高水平对外开放 ，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系， 提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性 ，增强宏观政策协调配合， 支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长 。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度， 进一步健全货币政策框架 。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系， 坚定支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性 ，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。
通货膨胀	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。
货币政策	实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 灵活把握政策实施的力度和节奏 ，保持流动性充裕。	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，根据 国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏 ，保持流动性充裕。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放。
信贷	使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。	使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。畅通货币政策传导机制， 更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源 ，提高资金使用效率。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，优化工具体系，持续做好金融“五篇大文章”，进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度。	保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，持续做好金融“五篇大文章”，切实加强重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务， 提升金融服务对经济结构调整、经济动态平衡的适配性和精准性 。畅通货币政策传导机制，持续丰富货币政策工具箱，提高资金使用效率。
利率	进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督， 降低银行负债成本 ，推动社会综合融资成本下降。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行， 提升银行自主理性定价能力 ，推动企业融资和居民信贷成本下降。	完善市场化利率形成和传导机制， 强化央行政策利率引导作用 ，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能， 提升金融机构自主理性定价能力 ，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。
汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
防风险	探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，守住不发生系统性金融风险的底线。	健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制，守住不发生系统性金融风险的底线。

资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

2.3. 交运高频指标跟踪

截至 2025/5/9，一线城市地铁客运量（MA7）报 3650 万人次，较上周五的 3992 万人次回落。

图 24：一线城市地铁客运量



2.4. 普林格同步高频指标跟踪

2.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/5/11，**工业生产腾落指数**为 112，5/4 为 115。从分项上看，甲醇回升，唐山高炉持平，纯碱、山东地炼、轮胎、涤纶长丝回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 25：工业生产腾落指数

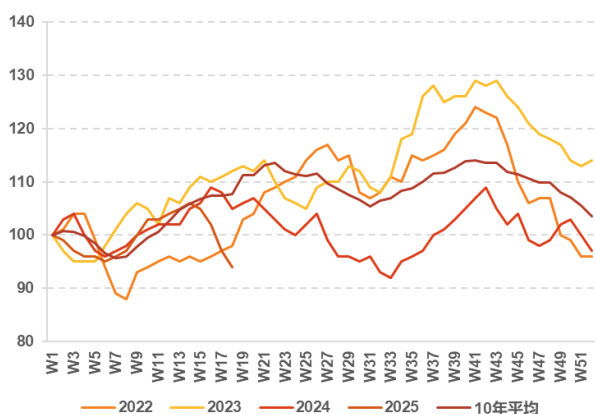
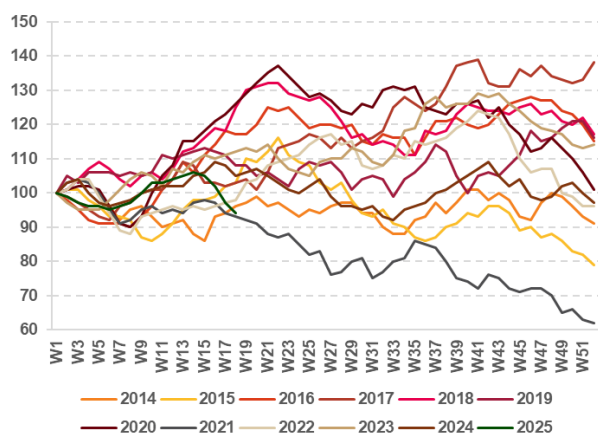


图 26：工业生产腾落指数（分年度）



2.5. 国内政策跟踪

本期关注重点：中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制；国新办举行新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况；中俄发布联合声明；何立峰访问瑞士、法国并举行中美经贸高层会谈。

图 27：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年5月6日	中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制	过去几年，中欧立法机构交往，因为众所周知的原因出现了一些波折。当前形势下，双方都认为中欧加强对话合作十分重要。经双方商定，中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制，我们相信并期待随着中欧全面恢复立法机构的交往，双方的交流和理解将更加深入，这将为中欧关系持续健康稳定发展注入新动力。
2025年5月7日	国新办举行新闻发布会 介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况	第一，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。第二，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%调降为0%。第三，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。第四，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，都从目前的1.75%降至1.5%。抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。第五，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%，其他期限利率同步调整。
2025年5月7日	中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》	坚持问题导向、目标导向，提出一系列回应市场和社会关切的改革措施，着力督促基金公司、基金销售机构等行业机构从“重规模”向“重回报”转变，形成行业高质量发展的“拐点”。行动方案共提出25条举措。优化主动管理权益类基金收费模式。对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率。业绩明显低于比较基准的，须少收管理费，有力扭转基金公司“旱涝保收”的现象。
2025年5月7日	何立峰将访问瑞士、法国并举行中美经贸高层会谈	外交部发言人宣布，应瑞士政府邀请，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于5月9日至12日访问瑞士，与瑞士领导人及有关方面举行会谈。访瑞期间，何立峰副总理作为中美经贸中方牵头人，将与美方牵头人美国财政部长贝森特举行会谈。5月12日至16日，何立峰副总理将赴法国与法方共同主持第十次中法高级别经济财金对话。
2025年5月9日	中俄发布联合声明	应俄罗斯联邦总统普京邀请，中华人民共和国主席习近平于2025年5月7日至10日对俄罗斯联邦进行国事访问。两国元首在莫斯科举行正式会谈，共同签署并发表本联合声明（中华人民共和国和俄罗斯联邦在纪念中国人民抗日战争、苏联伟大卫国战争胜利和联合国成立80周年之际关于进一步深化中俄新时代全面战略协作伙伴关系的联合声明），5月9日，习近平主席出席纪念苏联伟大卫国战争胜利80周年庆典。
2025年5月9日	李强主持召开国务院常务会议	学习贯彻习近平总书记在部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会上的重要讲话精神。会议强调，要准确把握党中央对“十五五”时期的阶段性要求，自觉对标对表，合理确定各领域目标任务，充分体现党中央战略意图。要深入谋划“十五五”时期经济社会发展重点工作，加快构建新发展格局，促进经济持续向好，因地制宜发展新质生产力，稳步推动共同富裕。要加强调查研究，广泛听取各方面意见建议，为规划编制提供有力支撑。
2025年5月9日	央行发布2025年第一季度中国货币政策执行报告	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和稳定的基本盘。

资料来源：中国政府网，央视网，央行，国新办，天风证券研究所

3. 国际：5月 FOMC 会议如期维持利率不变

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

泽连斯基与特朗普通话讨论俄乌停火事宜。当地时间 5 月 8 日，乌克兰总统泽连斯基与美国总统特朗普就俄乌停火事宜等议题进行了一次电话交谈。泽连斯基表示，双方进行了“良好”的会谈，既“热情又富有建设性”。双方对乌克兰最高拉达批准关于建立美乌重建投资基金的协议(即美乌矿产协议)表示欢迎。泽连斯基称这是一份具有真正历史意义的文件，为两国开辟了诸多新的合作契机。泽连斯基表示，两国元首着重讨论了进一步推动和平的必要性，并探讨了可采取的具体步骤。两人还讨论了联合行动，包括美国对乌克兰的支持以及对俄罗斯的施压，并进一步讨论了前线局势、外交努力以及“真正持久的停火”。

普京宣布“胜利日停火”已开始生效。据俄新社等外媒当地时间 5 月 8 日报道，俄罗斯总统普京宣布，“胜利日停火”已于莫斯科时间当日 0 时开始生效。普京 4 月 28 日决定，在纪念苏联伟大卫国战争胜利 80 周年庆典期间，即 5 月 8 日 0 时至 11 日 0 时实施停火。在这一时间段内，一切军事行动将停止。预计乌克兰方面将“效仿”。一旦俄方发生违反停火的情况，乌军将作出“充分有效的回应”。

俄罗斯纪念苏联伟大卫国战争胜利 80 周年阅兵式在莫斯科红场举行。俄罗斯总统助理乌沙科夫 5 月 6 日对外公布红场阅兵相关细节时表示，共计有 20 多个国家的领导人将出席 5 月 9 日的阅兵式，包含中国、巴西、斯洛伐克等国领导人，同时有 13 个国家的仪仗队将沿红场列队行进。应俄罗斯国防部邀请，5 月 9 日，中国人民解放军仪仗司礼大队仪仗分队 119 名官兵将在莫斯科参加纪念苏联伟大卫国战争胜利 80 周年阅兵活动。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

以防长称以军将全面控制加沙地带并集中转移当地民众。以色列国防部长卡茨 5 月 7 日宣布，将在加沙地带扩大军事行动并将当地民众集中转移到南部狭小区域。卡茨的办公室 5 月 7 日发表声明称，此次军事行动将全面控制加沙地带，进一步加大对巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)的压力，而加沙地带民众将被“集中转移”，或推动加沙民众“自愿移民”。声明强调，此次行动不同于以往，以军将驻守所占领的每一个地区，即便达成停火协议也不会撤出。

以色列防长称将“强烈回应”也门胡塞武装袭击。以色列国防部长卡茨 5 月 9 日称，以色列将对也门胡塞武装的导弹袭击予以“强烈回应”。据以色列《耶路撒冷邮报》报道，卡茨 5 月 9 日在社交媒体发布消息称，也门胡塞武装继续向以色列发射导弹。以色列“将在也门和任何必要的地方予以强烈回应”。美国总统特朗普 5 月 6 日表示，也门胡塞武装同意停止威胁中东水域航行安全，在此基础上美国将停止对其轰炸。也门胡塞武装 7 日回应称，只要美方切实履行承诺，该组织将遵守停火协议，但该协议“不适用于针对以色列的军事行动”。

以上消息来源于中新网。

3.2. 5月 FOMC 会议如期维持利率不变

美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.50%之间，这是今年 1 月以来美联储连续第三次维持利率不变。FOMC 声明显示：委员会判断失业率和通胀上升的风险已经加剧；通胀仍然处于略高企水平；美国经济前景不确定性进一步增加。美联储未来的政策方向，将取决于就业和通胀风险哪一个先加剧。

鲍威尔在会后新闻发布会上表示，如果数据支持，降息是可能的，目前不适合采取先发制人的利率政策；经济路径的不确定性极高，下行风险已增加；GDP 数据的波动不会真正改变美联储的处境。

据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/10，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 17.2%，维持现有利率的概率为 82.8%。

图 28：CME 降息概率情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.2%	82.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	51.1%	40.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	39.3%	43.1%	11.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	26.1%	41.6%	24.0%	4.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.6%	36.4%	29.9%	11.1%	1.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.9%	25.7%	33.8%	22.4%	7.3%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	16.8%	29.5%	28.4%	15.3%	4.3%	0.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	7.5%	19.7%	29.3%	25.4%	12.8%	3.4%	0.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	3.3%	11.3%	22.7%	28.1%	21.5%	9.8%	2.5%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	12.5%	23.3%	27.4%	20.2%	9.0%	2.2%	0.2%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.7%	11.2%	21.6%	26.7%	21.4%	10.8%	3.3%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.8%	6.5%	15.1%	23.5%	24.7%	17.4%	8.0%	2.3%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.4%	5.1%	12.6%	21.0%	24.3%	19.5%	10.7%	3.9%	0.9%	0.1%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

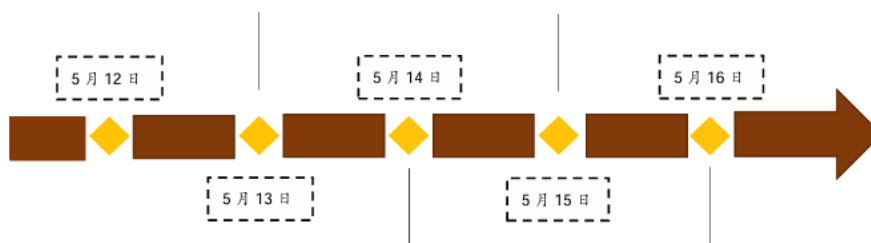
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

5 月，应对“特朗普”不确定，关注“逆特朗普交易”缓和迹象。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 29：重点大事前瞻

- 欧盟 5 月欧元区:ZEW 经济景气指数
- 欧盟 5 月欧元区:ZEW 经济现状指数
- 德国 5 月 ZEW 经济景气指数
- 德国 5 月 ZEW 经济现状指数
- 美国 4 月 CPI:未季调:同比(%)
- 美国 4 月 CPI:未季调(1982-84 年=100)
- 美国 4 月 CPI:未季调:环比(%)
- 美国 4 月 CPI:季调(1982-84 年=100)
- 美国 4 月 CPI:季调:同比(%)
- 美国 4 月核心 CPI:季调(1982-84 年=100)
- 美国 4 月核心 CPI:未季调:同比(%)
- 美国 4 月核心 CPI:季调:同比(%)
- 美国 4 月核心 CPI:未季调(1982-84 年=100)
- 美国 4 月核心 CPI:未季调:环比(%)
- 美国 4 月核心 CPI:季调:环比(%)
- 中国 4 月 M2:同比(%)
- 中国 4 月新增人民币贷款(亿元)
- 中国 4 月 M1:同比(%)
- 中国 4 月 M0:同比(%)
- 中国 4 月社会融资规模:当月值(亿元)
- 中国 4 月社会融资规模存量:同比(%)
- 中国 4 月社会融资规模存量(万亿元)
- 中国 4 月 M0(亿元)
- 中国 4 月 M1(亿元)
- 中国 4 月 M2(亿元)
- 英国 第一季度 GDP(初值):季调:同比(%)
- 德国 3 月工业生产指数:同比(%)
- 美国 4 月 PPI 最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%)
- 美国 4 月 PPI 最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%)
- 美国 4 月零售销售:同比(%)
- 美国 4 月零售销售:环比(%)



- 德国 4 月 CPI:环比(%)
- 德国 4 月 CPI:同比(%) 20,439.31
- 美国 3 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)
- 美国 3 月核心 PCE 物价指数:同比(%)
- 美国 3 月 PCE 物价指数:同比(%)
- 美国 3 月核心 PCE 物价指数:环比(%)
- 日本 第一季度不变价 GDP:同比(初值)(%)
- 日本 第一季度不变价 GDP:季调:环比(初值)(%)
- 日本 第一季度现价 GDP(初值)(十亿日元)
- 欧盟 3 月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)
- 欧盟 3 月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)
- 欧盟 3 月欧盟:商品进口金额:同比(%)
- 欧盟 3 月欧盟:商品出口金额:同比(%)
- 欧盟 3 月欧元区:贸易差额(百万欧元)
- 美国 4 月新屋开工:私人住宅(千套)
- 美国 5 月密歇根消费者情绪指数(初值)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

地缘冲突超预期, 海外通胀持续性超预期, 流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com