

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 05 月 18 日

宽信用与弱预期的裂口

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：有理有利有节-《中美日内瓦经贸会谈联合声明》点评》 2025-05-13
- 2 《投资策略：关税破冰，以斗争求合作-政策与大类资产配置周观察》 2025-05-13
- 3 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-05-12

市场思考：如何理解近期 M2 与社融的强势表现？

1) M2 与社融是一体两面。近期 M2、社融增速均出现回升向好态势，然而后续仍然需要进一步观察。其一是社融的增长依赖政府债，信贷表现不佳，其二 M2 在 4 月的上行一定程度也有低基数的影响——2024 年上半年对金融总量数据产生“挤水分”，M2 加速下行。2) 从 2015 年以来，社融与 M2 的节奏表现整体是一致的，但每一轮的表征不同。在几轮周期中，M2 底部回升幅度更加明显，但顶部方面，15-21 年期间，M2 顶部往往是领先于社融，表明社融的上升持续性更强。而 2022 年的 M2 回升却强于社融，期间政府债券在同期明显上行。我们认为，居民中长贷反映出的地产周期的作用非常关键。3) 因此，M2 的持续回升是社融回升的基础。展望未来，一方面基数压力仍然不大，去年 9 月份开始 M2 增速才开始探底回升，另一方面，宽货币基调强化。24Q4 货政报告指出“注重盘活存量金融资源”、“防范资金沉淀空转”，而在 25Q1 报告中则是“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“引导银行加大信贷投放力度”，整体基调变化显著。4) 后续巩固地产稳态政策需进一步支持。5/7 国新办指出“加快完善与房地产发展新模式相适配的系列融资制度”，5/15，持续推进城市更新行动相关文件发布。目前房地产开发资金中国内贷款占比接近 2019-2020 年的水平，而商品房销售仍然负增长，但已经出现了改善态势，需要进一步支持。

国内：4 月国内社融脉冲持续回升

1) 4 月社融规模增量为 1.16 万亿元，比上年同期多 12249 亿元，社融存量同比 8.7%。社融脉冲持续回升，社融脉冲指数由 3 月的 25.41% 上升至 4 月的 26.16%。2) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回升。3) 工业生产腾落指数回落，唐山高炉、轮胎回升，纯碱、甲醇、山东地炼、涤纶长丝回落。4) 国内政策跟踪：习近平出席中拉论坛第四届部长级会议开幕式并发表主旨讲话；李强在做强国内大循环工作推进会上强调把做强国内大循环作为推动经济行稳致远的战略之举；中共中央办公厅、国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见。

国际：5 月 FOMC 会议如期维持利率不变

1) 俄乌冲突跟踪：乌方官员表示伊斯坦布尔谈判毫无成果；普京批准俄方与乌克兰谈判代表团的人员组成；泽连斯基表示将不参加在伊斯坦布尔举行的乌俄谈判。2) 中东冲突跟踪：以军空袭致加沙地带一日内至少 143 人死亡；胡塞武装证实打击以色列本-古里安机场；中方呼吁采取紧急行动为加沙人道惨剧画上句号。3) 美国 4 月通胀低于预期、核心通胀符合预期。4 月 CPI 同比增长 2.3%，前值 2.4%，预期 2.4%；核心 CPI 同比 2.8%，前值 2.8%，预期 2.8%。据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/17，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 8.2%，维持现有利率的概率为 91.8%。

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。

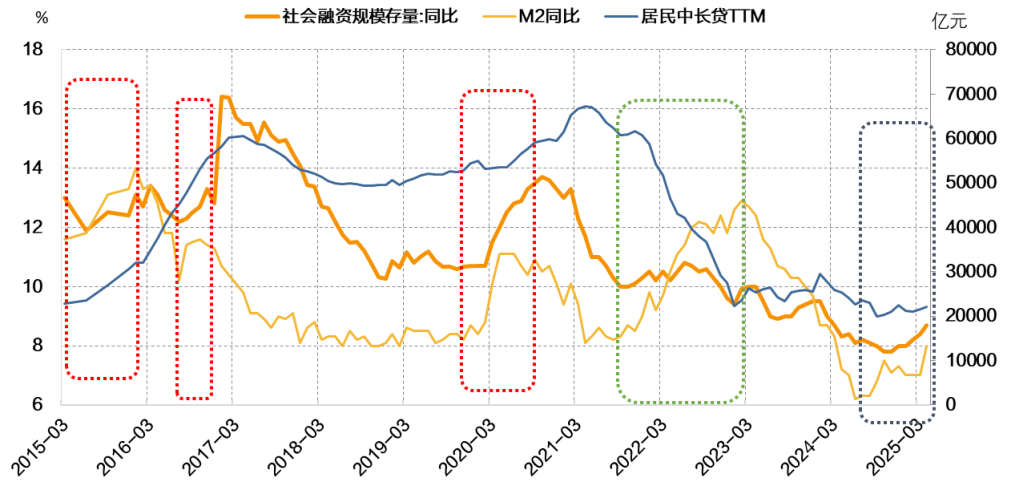
内容目录

1. 市场思考：如何理解近期 M2 与社融的强势表现？	3
2. 国内：4 月国内社融脉冲持续回升	5
2.1. 社融脉冲持续回升，新增人民币贷款同比回落	5
2.2. 交运高频指标跟踪	6
2.3. 普林格同步高频指标跟踪	6
2.3.1. 工业生产腾落指数	6
2.4. 国内政策跟踪	7
3. 国际：4 月美国 CPI 同比增速低于预期	8
3.1. 国际大事跟踪	8
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	8
3.1.2. 中东冲突跟踪	8
3.2. 美国 4 月通胀继续降温	9
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网	10
5. 重点大事前瞻	11
6. 风险提示	11

图表目录

图 1：支撑 25 年 4 月社融的结构主要是政府债	3
图 2：25 月 4 月新增长期居民贷款仍然为负	3
图 3：社融同比与 M2 同比的关系	4
图 4：房地产开发资金中国内贷款占比回到 14%	5
图 5：销售回正以后新开工往往出现回升	5
图 6：4 月社融脉冲升至 26.16%	5
图 7：社融同比结构中新增政府债同比大幅回升	5
图 8：新增人民币贷款同比回落	6
图 9：M1 回落，M2 回升，M1-M2 剪刀差走阔至 -6.5%	6
图 10：一线城市地铁客运量	6
图 11：工业生产腾落指数	7
图 12：工业生产腾落指数（分年度）	7
图 13：国内政策跟踪	7
图 14：美国 4 月 CPI 同比回落，核心 CPI 持平	9
图 15：美国 4 月 CPI 细分（环比）	9
图 16：CME 降息概率情况	9
图 17：重点大事前瞻	11

图 3：社融同比与 M2 同比的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，M2 的持续回升是社融回升的基础。一方面，基数压力未来仍然不大，去年 9 月份开始 M2 增速才开始探底回升，另一方面，宽货币基调强化。2024/12 政治局会议指出，“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，2025/4/25 政治局会议提出，“根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”，2025/5/7 国新办举行新闻发布会“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”，央行行长潘功胜介绍了货币政策措施，主要有三大类十项措施，“一是数量型政策，通过降准等措施，加大中长期流动性供给，保持市场流动性充裕。二是价格型政策，下调政策利率，降低结构性货币政策工具利率，也就是中央银行向商业银行提供再贷款的利率，同时调降公积金贷款利率。三是结构型政策，完善现有结构性货币政策工具，并创设新的政策工具，支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域。”相比 24 年 4 季度货币政策执行报告中下一阶段货币政策主要思路章节中指出“注重盘活存量金融资源”、“防范资金沉淀空转”，在 25 年一季度央行货币政策执行报告指出“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“引导银行加大信贷投放力度”，整体基调变化显著。

后续巩固地产稳态政策有望出台。在 5/7 国新办新闻发布会上，金融监管总局局长李云泽介绍，“下一步，我们将加快完善与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法。指导金融机构继续保持房地产融资稳定，有效满足刚性和改善性住房需求，强化对高品质住房的资金供给，助力持续巩固房地产市场稳定态势”。2025/05/15，中共中央办公厅发布《国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见》。

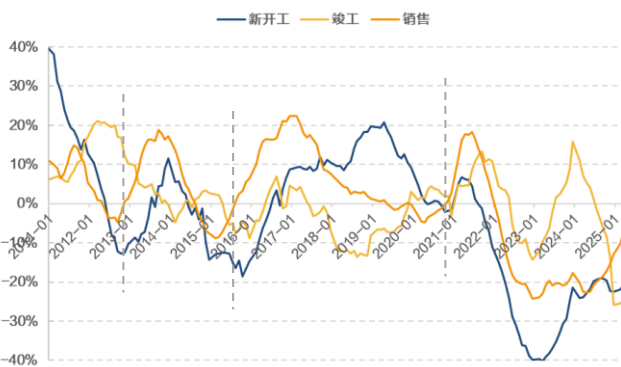
目前数据层面出现改善态势，但需要进一步支持。房地产开发资金中国内贷款占比持续回升，目前回到 14%，接近 2019-2020 年的水平，体现目前贷款层面对于地产企业的支持。而目前过去滚动 1 年的商品房销售仍然负增长，但已经出现了改善态势，参照历史经验来看，若销售数据进一步改善回正，则有望推动新开工的改善回升。

图 4：房地产开发资金中国内贷款占比回到 14%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：销售回正以后新开工往往出现回升



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：指标为滚动 12 个月同比）

2. 国内：4 月国内社融脉冲持续回升

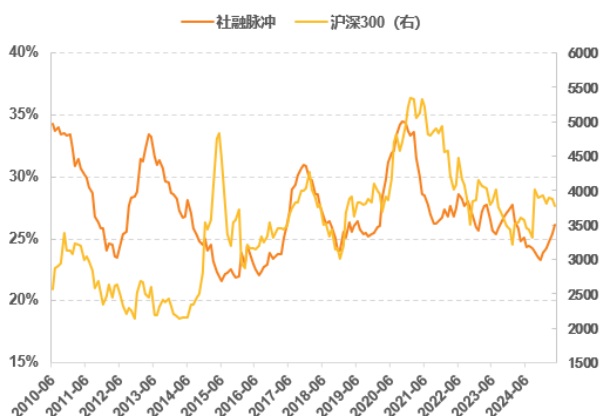
2.1. 社融脉冲持续回升，新增人民币贷款同比回落

4 月社融规模增量为 1.16 万亿元，比上年同期多 12249 亿元，社融存量同比 8.7%。社融脉冲持续回升，社融脉冲指数由 3 月的 25.41% 上升至 4 月的 26.16%。新增社融的同比变化结构中，新增政府债同比大幅回升，同比增 10666 亿元，表外三项同比回升，新增人民币贷款同比减少 2465 亿元。

信贷结构方面，新增企业中长贷同比降幅走阔，居民中长贷同比增幅小幅收窄。4 月金融机构新增人民币贷款同比减少 4500 亿元，居民新增贷款同比转负。分项方面，1) 居民新增短贷同比减少 501 亿元，上个月为减少 67 亿元，新增中长贷同比增加 435 亿元，上个月为增加 531 亿元，居民中长贷 TTM 同比增速报-12.97%，前值-16.37%；2) 企业方面，新增票据同比减少 40 亿元，前值为增加 514 亿元，新增企业短贷同比减少 700 亿元，上个月为增加 4600 亿元，新增中长贷同比减少 1600 亿元，上个月为减少 200 亿元，企业中长贷跌幅收窄，TTM 同比报-27.53%，前值-27.73%。

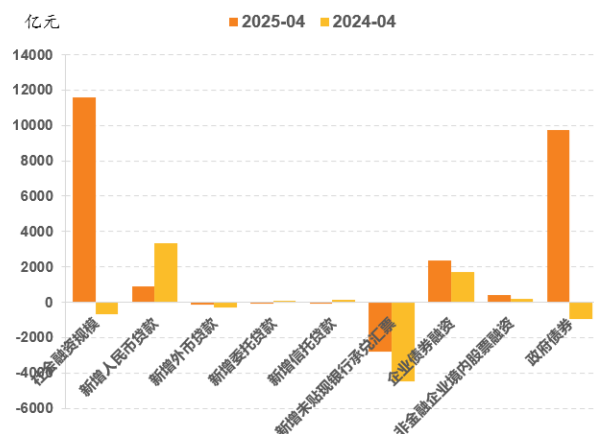
社融-M2 的剪刀差回落至 0.7%，反映超额流动性回升。4 月 M1 增速为 1.5%，前值 1.6%，M2 增速为 8%，前值 7%，社融同比增速为 8.7%，前值 8.4%。M1-M2 剪刀差为-6.5%，前值-5.4%。

图 6：4 月社融脉冲升至 26.16%



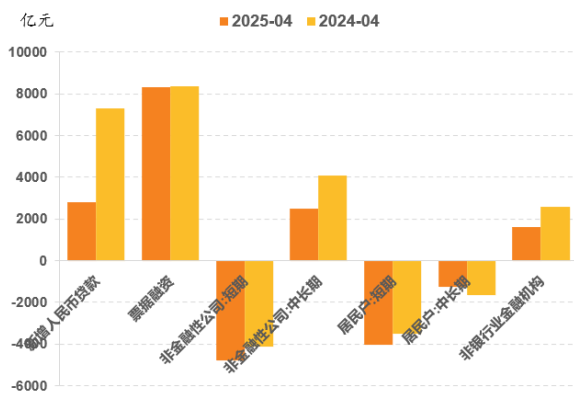
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：社融同比结构中新增政府债同比大幅回升



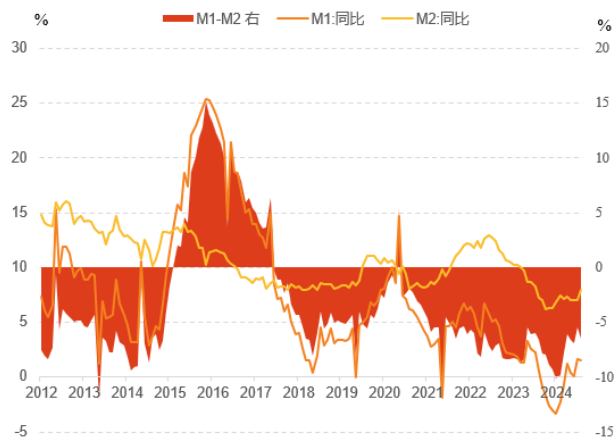
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：新增人民币贷款同比回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：M1 回落，M2 回升，M1-M2 剪刀差走阔至-6.5%



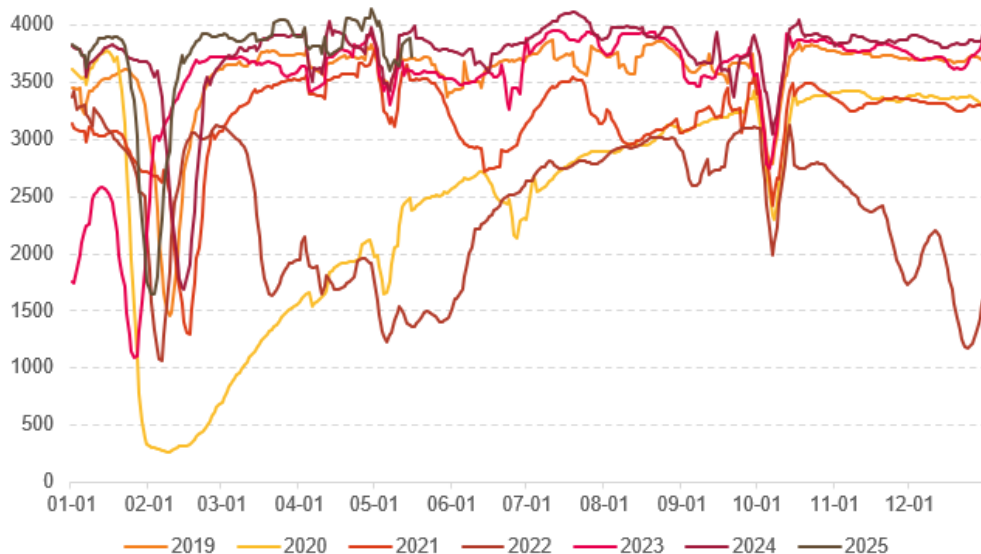
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 交运高频指标跟踪

截至 2025/5/16，一线城市地铁客运量（MA7）报 3727 万人次，较上周五的 3698 万人次回升。

图 10：一线城市地铁客运量

一线城市地铁客运量：万人次(MA7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

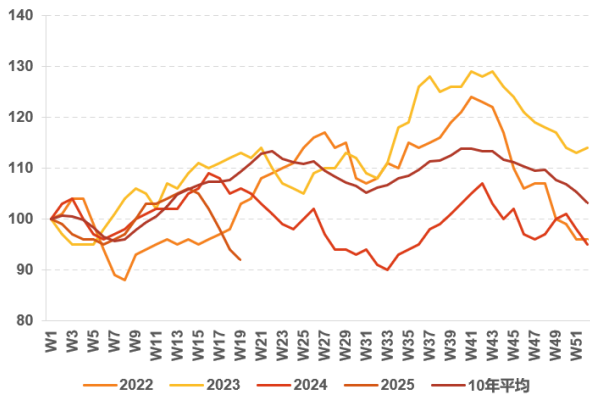
2.3. 普林格同步高频指标跟踪

2.3.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/5/18，工业生产腾落指数为 108，5/11 为 110。从分项上看，唐山高炉、轮胎回升，纯碱、甲醇、山东地炼、涤纶长丝回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

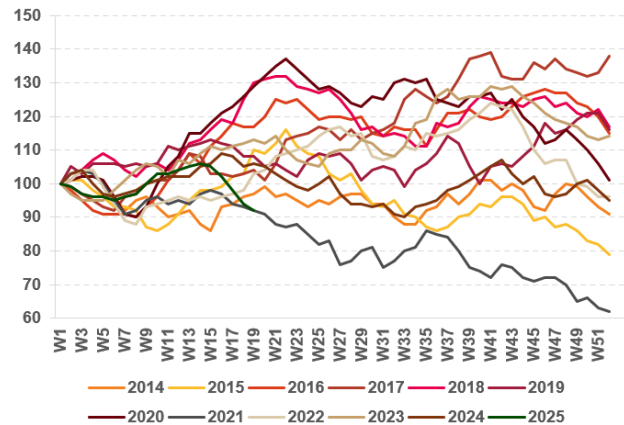
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 11：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 国内政策跟踪

本期关注重点：习近平出席中拉论坛第四届部长级会议开幕式并发表主旨讲话；李强在做强国内大循环工作推进会上强调把做强国内大循环作为推动经济行稳致远的战略之举；中共中央办公厅、国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见。

图 13：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
5月13日	习近平出席中拉论坛第四届部长级会议开幕式并发表主旨讲话	国家主席习近平在国家会议中心出席中国 - 拉美和加勒比国家共同体论坛第四届部长级会议开幕式并发表主旨讲话。习近平宣布，中方同拉方携手启动五大工程，共谋发展振兴，共建中拉命运共同体。习近平强调，当前，世界百年变局加速演进，多重风险交织叠加，各国唯有团结协作，才能维护世界和平稳定，促进全球发展繁荣。关税战、贸易战没有赢家，霸凌霸道只会孤立自身。中国同拉美和加勒比国家都是全球南方重要成员，独立自主是我们的光荣传统，发展振兴是我们的天然权利，公平正义是我们的共同追求。中方愿同拉方携手启动五大工程，共谋发展振兴，共建中拉命运共同体。
5月13日	习近平同巴西总统卢拉会谈	国家主席习近平在北京人民大会堂同来华进行国事访问的巴西总统卢拉举行会谈。习近平强调，站在新的历史起点，中巴双方要坚持战略互信，夯实中巴命运共同体根基，秉持相互尊重、互利共赢的优良传统，在涉及对方核心利益和重大关切问题上相互支持，加强各层级、全方位往来，确保双边关系长期健康稳定发展。二要坚持扩大合作，丰富中巴命运共同体内涵，深化“一带一路”倡议同巴西发展战略有效对接，发挥两国各项合作机制作用，加强基础设施、农业、能源等传统领域合作，拓展能源转型、航空航天、数字经济、人工智能等合作新领域，为两国务实合作打造更多亮点。三要坚持人文交流，增加中巴命运共同体活力，以明年举办“中巴文化年”为契机，加强文化、教育、旅游、媒体、地方等合作，为双方人员往来提供更多便利。四要坚持多边协作，提升中巴命运共同体成色。作为东西半球两大发展中国家，两国要加强在联合国、金砖国家、中拉论坛等多边机制中的协调配合，共同坚持多边主义、完善全球治理、维护国际经贸秩序，旗帜鲜明反对单边主义、保护主义和霸凌行径。
5月15日	《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《锲而不舍落实中央八项规定精神，以优良党风引领社风民风》	5月16日出版的第10期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《锲而不舍落实中央八项规定精神，以优良党风引领社风民风》。文章强调，党风问题关系执政党的生死存亡。作风建设关系我们党能不能长期执政、履行好执政使命。党的十八大以来，我们直面党内存在的种种问题和弊端，从制定和执行中央八项规定破题，解决了新形势下作风建设抓什么、怎么抓的问题，推动了全面从严治党。经过新时代全面从严治党革命性锻造，纪律松弛、作风飘浮状况显著改变，真管真严、敢管敢严、长管长严氛围基本形成，党风政风焕然一新，社风民风持续向好，重塑了党在人民心中的形象。
5月15日	李强在做强国内大循环工作推进会上强调把做强国内大循环作为推动经济行稳致远的战略之举	国务院召开做强国内大循环工作推进会，中共中央政治局常委、国务院总理李强在会上强调，要深入贯彻习近平经济思想，按照党中央决策部署，深刻认识和准确把握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，推动我国经济行稳致远，努力实现高质量发展。李强指出，内需为主导、内部可循环是大国经济的独有优势。要围绕加快构建新发展格局，把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹实施扩大内需战略和深化供给侧结构性改革，不断提升经济循环的质量和层次，促进国内市场和国际市场高效联通，以国内大循环更好牵引国际循环。
5月15日	中共中央办公厅、国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见	实施城市更新行动，是推动城市高质量发展、不断满足人民美好生活需要的重要举措。坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，全面贯彻习近平总书记关于城市工作的重要论述，坚持稳中求进工作总基调，转变城市开发建设方式，建立可持续的城市更新模式和政策法规，大力实施城市更新，促进城市结构优化、功能完善、文脉赓续、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。主要目标是：到2030年，城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效，安全发展基础更加牢固，服务效能不断提高，人居环境明显改善，经济业态更加丰富，文化遗产有效保护，风貌特色更加彰显，城市成为人民群众高品质生活的空间。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

3. 国际：4 月美国 CPI 同比增速低于预期

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

乌方官员表示伊斯坦布尔谈判毫无成果。当地时间 16 日获悉，土耳其外交部表示，土耳其、俄罗斯、乌克兰的三方会谈已经结束。乌克兰最高拉达议员热列兹尼亚克表示，伊斯坦布尔谈判毫无成果。作为停火条件，俄罗斯代表团要求乌军从顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热地区撤军。俄罗斯的其他要求也都是“不可接受的”，远远超出了先前讨论的范围。此外，也有消息人士称谈判只是暂停，并未结束。会谈当天，俄总统新闻秘书佩斯科夫表示，在伊斯坦布尔的俄方谈判代表与俄罗斯总统普京保持着密切联系，并且已经掌握了谈判所需的所有指导方针。

普京批准俄方与乌克兰谈判代表团的人员组成。据俄罗斯卫星通讯社报道，当地时间 14 日，俄罗斯克里姆林宫网站发布消息称，俄总统普京当天签令批准俄方与乌克兰谈判代表团的人员组成，俄总统助理梅金斯基担任代表团团长。据报道，当天，普京签署《关于俄罗斯联邦与乌克兰谈判之代表团组成》总统令。总统令中表示，代表团成员还包括俄副外长加卢津、俄武装力量总参谋部总局局长科斯秋科夫、俄国防部副部长福明。此外，代表团成员还包括俄武装力量总参谋部信息管理局第一副局长亚历山大·佐林等 4 名专家组成员。

泽连斯基：将不参加在伊斯坦布尔举行的乌俄谈判。据《基辅独立报》、乌克兰通讯社报道，当地时间 15 日，乌克兰总统泽连斯基在土耳其首都安卡拉表示，他将不会参加在伊斯坦布尔举行的乌俄谈判，将派由乌防长乌梅罗夫率领的代表团参加。据报道，泽连斯基 15 日中午抵达土耳其首都安卡拉与土总统埃尔多安举行会晤。会晤后，泽连斯基发表声明强调，停火仍然是谈判的首要目标。泽连斯基称，乌方还将与土耳其和美国官员会谈。泽连斯基指出，虽然他不会参加谈判，但乌克兰将充分参与商定的谈判形式，并对对话保持开放态度。报道称，泽连斯基当前已结束对土耳其的访问，目前正在前往阿尔巴尼亚。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

以军空袭致加沙地带一日内至少 143 人死亡。据加沙地带卫生部门当地时间 16 日消息，过去一天内，加沙地带多地遭以色列空袭，造成至少 143 人死亡。据半岛电视台、伊朗英语新闻电视台等媒体消息，15 日上午以来，以军对加沙地带多地发动空袭，目标包括难民营、民房、医疗机构等。加沙地带卫生部门 16 日上午通报称，过去一天内，以军空袭造成至少 143 名巴勒斯坦人丧生。据加沙地带卫生部门 15 日统计，今年 3 月以军恢复空袭加沙地带以来，造成至少 2799 人死亡。2023 年 10 月新一轮巴以冲突爆发以来，以军袭击已导致加沙地带逾 5.3 万人死亡、至少 1 万人失踪，约旦河西岸超过 967 名巴勒斯坦人因以军行动死亡。

胡塞武装证实打击以色列本-古里安机场。当地时间 5 月 15 日，也门胡塞武装发表声明表示，当天对以色列本-古里安国际机场实施了一次“高超音速弹道导弹精确打击”，导弹成功命中目标。声明称，此次打击造成数百万以色列人紧急逃入防空洞，机场运营一度中断近一小时。声明还指出，胡塞武装将在未来一段时间内继续扩大军事行动力度，包括对机场实施空域封锁以及对红海和阿拉伯海实施海上封锁，直到实现停止战争和解除封锁的目标。当天稍早前，以色列特拉维夫、耶路撒冷及中部多地响起防空警报。以色列《新消息报》报道称，在警报响起期间，特拉维夫本-古里安机场航班起降暂停。

中方呼吁采取紧急行动为加沙人道惨剧画上句号。联合国安理会 13 日举行加沙人道局势紧急公开会。中国常驻联合国代表傅聪在会上发言，呼吁国际社会采取紧急行动为加沙人道惨剧画上句号。当天，联合国负责人道主义事务的副秘书长兼紧急救援协调员弗莱

彻作通报表示，以色列蓄意在巴勒斯坦被占领土制造非人道的生存环境。过去 10 周，以色列将其清空加沙的目标凌驾于平民生命之上，拒绝任何物资准入。与此同时，约旦河西岸巴勒斯坦被占领土局势恶化，定居者暴力在以军纵容下达到惊人规模。傅聪强调，恢复人道援助是当务之急。以色列必须履行占领方的国际人道法义务，立即解除封锁，全面恢复物资准入。

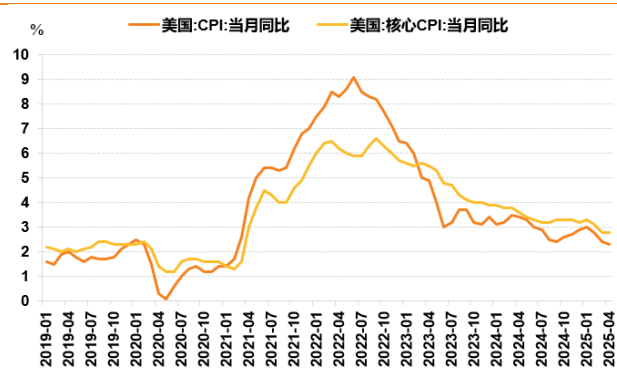
以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 4 月通胀继续降温

美国 4 月通胀低于预期、核心通胀符合预期。4 月 CPI 同比增长 2.3%，前值 2.4%，预期 2.4%，环比录得 0.2%，前值-0.1%，预期 0.3%；核心 CPI 同比 2.8%，前值 2.8%，预期 2.8%，环比增长 0.2%，前值 0.1%，预期 0.3%。

分项看，能源 CPI 环比为 0.7%，前值-2.4%。核心商品 CPI 环比增速 0.1%，前值-0.1%，其中新交通工具价格环比 0.0%，前值 0.1%。核心服务通胀环比为 0.3%，前值 0.1%，其中房租环比 0.3%，前值 0.2%，运输服务和医疗保健环比增速分别为 0.1%、0.5%，前值-1.4%、0.2%。

图 14：美国 4 月 CPI 同比回落，核心 CPI 持平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：美国 4 月 CPI 细分（环比）

指标 (单位: %)	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
CPI	0.2	(0.1)	0.2	0.5	0.4	0.3
食品	(0.1)	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
能源	0.7	(2.3)	0.2	1.1	2.4	0.1
核心CPI	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	0.1	(0.1)	0.2	0.3	0.0	0.2
新交通工具	0.0	0.1	(0.1)	0.0	0.4	0.5
二手汽车和卡车:季调	(0.5)	(0.7)	0.9	2.2	0.8	1.3
服务, 不含能源服务	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3
收容所(房租)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
运输服务(机票)	0.1	(1.4)	(0.8)	1.8	0.5	0.1
医疗保健	0.5	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
教育	0.3	0.5	(0.2)	0.1	(1.3)	(0.9)

资料来源：Wind，天风证券研究所

据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/17，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 8.2%，维持现有利率的概率为 91.8%。

图 16：CME 降息概率情况

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	8.2%	91.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	35.9%	61.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	22.7%	51.3%	24.3%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.4%	38.6%	36.3%	10.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.6%	31.1%	37.0%	18.4%	3.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	18.2%	33.4%	29.6%	12.4%	1.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	10.8%	25.4%	31.6%	21.4%	7.4%	1.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.6%	4.1%	14.1%	26.8%	29.3%	18.3%	6.0%	0.8%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.7%	7.3%	18.2%	27.6%	25.8%	14.3%	4.3%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.6%	9.1%	19.7%	27.3%	23.9%	12.7%	3.7%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.9%	4.0%	11.4%	21.4%	26.6%	21.5%	10.7%	3.0%	0.4%
2026/10/28	0.2%	1.2%	4.7%	12.3%	21.8%	26.1%	20.5%	10.0%	2.8%	0.3%
2026/12/9	0.2%	1.2%	4.6%	12.2%	21.7%	26.1%	20.6%	10.2%	2.9%	0.4%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

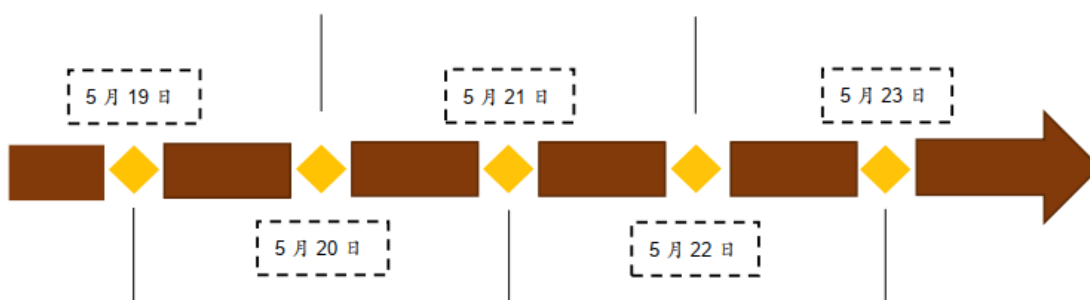
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

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 17：重点大事前瞻

- 欧盟 3 月欧盟:营建产出:同比(%)
- 欧盟 3 月欧元区:营建产出:同比(%)
- 欧盟 5 月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)
- 中国 贷款市场报价利率(LPR):1 年
- 中国 贷款市场报价利率(LPR):5 年
- 德国 4 月 PPI:环比(%)
- 德国 4 月 PPI:同比(%)
- 美国 5 月 17 日初请失业金人数:季调((人)
- 美国 5 月 10 日续请失业金人数:季调(人)
- 美国 5 月堪萨斯联储制造业综合指数:季调(%)
- 美国 5 月堪萨斯联储制造业综合指数:非季调(%)
- 美国 5 月堪萨斯联储制造业产出指数:季调(%)
- 美国 4 月芝加哥联储全国活动指数
- 美国 4 月成屋销售量:季调:折年数:环比(%)
- 美国 4 月成屋销售量:季调:折年数(万套)
- 美国 5 月 17 日周度经济指数



- 中国 4 月固定资产投资:累计同比(%)
- 中国 4 月社会消费品零售总额:当月同比(%)
- 中国 4 月工业增加值:当月同比(%)
- 中国 4 月城镇调查失业率(%)
- 中国 4 月本地户籍人口调查失业率(%)
- 中国 4 月外来户籍人口调查失业率(%)
- 中国 4 月外来农业户籍人口调查失业率(%)
- 中国 4 月 31 个大城市城镇调查失业率(%)
- 中国 4 月就业人员平均工作时间(小时/周)
- 欧盟 4 月欧盟:CPI:同比(%)
- 欧盟 4 月欧元区:CPI:环比(%)
- 欧盟 4 月欧元区:CPI:同比(%)
- 欧盟 4 月欧盟:核心 CPI:同比(%)
- 英国 4 月核心 CPI:环比(%)
- 英国 4 月 CPI:环比(%)
- 英国 4 月核心 CPI:同比(%)
- 英国 4 月 CPI:同比(%)
- 日本 4 月贸易差额:季调(百万日元)
- 中国 5 月中期借贷便利(MLF):投放:1 年:当月值(亿元)
- 中国 5 月中期借贷便利(MLF):利率:1 年
- 美国 4 月新屋销售:季调:折年数(千套)
- 美国 4 月新屋销售:季调:折年数:环比(%)
- 日本 4 月 CPI:环比(%)
- 日本 4 月 CPI(剔除食品):环比(%)
- 德国 第一季度现价 GDP:季调(百万欧元)

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