

# A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 05 月 25 日

## A 股公司赴港二次上市怎么看？

### 市场思考：A 股公司赴港二次上市怎么看？

1) 沪深港是全球主要融资市场。过去 5 年，在上海、深圳、中国香港三地上市的 IPO 规模均能排到全球前十，但近几年融资规模的表征不同。A 股方面，23 年 8 月以后新股融资开始逆周期调节，24 年整体大幅回落，25 年至今则有所回暖，后续新股发行的逆周期调节机制将更加“灵活精准”，而港股融资从 22 年就已经走弱，24 年规模出现复苏。2) 港股上市规则不断优化，核心资产在港股认可度相对更高。2024 年 10 月起香港监管机构加快审批流程并设快速通道，中国央行推进两地金融互联互通，中国香港财政司长表态愿做中概股回流首选地，2025 年 5 月推出“科企专线”。今年 A 股企业赴港上市升温，年初至今 5 家已上市，预计年内上市或达到 27 家，2025 年至今的融资规模已超去年整年。已上市和通过备案的 10 只 AH 标的近期市场表现取得明显超额。在现阶段 AH 溢价方面，有 4 家 AH 公司溢价倒挂，在 AH 溢价率最低的 10 家公司中有 9 家公司的市值均超过 500 亿元，而 AH 溢价率最高的 10 家公司有 5 家市值低于 100 亿元。而 2010 年至今招行长期的 AH 溢价均围绕 1 范围波动。

### 国内：4 月 3 大经济数据均回落，财政收支回暖

1) 4 月 3 大经济数据均回落，其中工业高于万得预期，社消、投资回落且低于预期，工业增加值同比 6.1%，预期 5.21%，前值 7.7%，社消同比 5.1%，预期 5.48%，前值 5.9%，固投增 4%，前值 4.2%，预期 4.26%。2) 4 月财政收入累计同比收窄，当月同比回升，税收收入同比回正，财政支出同比回升。4 月全国政府性基金收入同比转正，土地成交回暖，一本账、二本帐支出端同比均回升。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，唐山高炉、涤纶长丝持平，甲醇、纯碱、轮胎回落。5) 国内政策跟踪：LPR 年内首降；国有六大行下调存款利率；中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判；八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》。

### 国际：美俄元首就乌克兰和平问题通话

1) 俄乌冲突跟踪：特朗普与普京就乌克兰和平问题通话；俄罗斯决定在俄乌边境设立安全缓冲区；俄国防部宣布俄乌各自交换 270 名被俘军人和 120 名平民。2) 中东冲突跟踪：加沙地带停火谈判陷入僵局；也门胡塞武装表示将对以色列海法港实施“海上封锁”。3) 穆迪 (Moody's) 下调美国的主权信用评级，从“Aaa”下调一级至“Aa1”。据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/24，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 5.6%，维持现有利率的概率为 94.4%。

### 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

5 月，应对“特朗普”不确定。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。

**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。

### 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：投资策略-微观流动性跟踪(2025.5.5-2025.5.18)》 2025-05-21
- 2 《投资策略：做强国内大循环-政策与大类资产配置周观察》 2025-05-20
- 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》 2025-05-19

## 内容目录

1. 市场思考：A 股公司赴港二次上市怎么看？	4
1.1. 沪深港是全球主要融资市场	4
1.1.1. 近期 A 股融资出现回暖现象，融资主要以制造业为主	4
1.1.2. 近期港股融资规模出现改善迹象	6
1.2. 港股上市规则不断优化，核心资产在港股认可度相对更高	7
2. 国内：4 月 3 大经济数据均回落，财政收支回暖	11
2.1. 4 月 3 大经济数据均回落，但工业同比超预期	11
2.1.1. 工业生产同比回落但高于预期	11
2.1.2. 社消同比、环比均回落	12
2.1.3. 投资同比、环比均回落	13
2.2. 4 月财政收支回暖，土地成交回暖	15
2.3. 交运高频指标跟踪	17
2.4. 普林格同步高频指标跟踪	17
2.4.1. 工业生产腾落指数	17
2.5. 国内政策跟踪	18
3. 国际：美俄元首就乌克兰和平问题通话	19
3.1. 国际大事跟踪	19
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	19
3.1.2. 中东冲突跟踪	19
3.2. 穆迪下调美国主权信用评级	19
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	21
5. 重点大事前瞻	22
6. 风险提示	22

## 图表目录

图 1：过去 5 年中国市场在全球范围以内也是主要 IPO 市场（以上市地来看）	4
图 2：2025 年至今 A 股各行业 IPO 发行数量及规模情况	5
图 3：2025 年各月 A 股各板块 IPO 发行规模情况（单位：亿元）	5
图 4：2025 年各月 A 股各类型再融资发行数量情况（单位：家）	5
图 5：2025 年各月 A 股各类型再融资发行规模情况（单位：亿元）	5
图 6：24 年及以后 A 股融资数量有较大幅度下滑（单位：亿元）	6
图 7：24 年 A 股融资规模大幅下滑，25 年回暖（单位：亿元）	6
图 8：2025 年各月港股 IPO 发行数量及规模情况	6
图 9：2025 年至今港股各行业 IPO 发行数量及规模情况	6
图 10：20-24 年港股融资数量未有明显下降（单位：亿港元）	7
图 11：22 年及以后港股的融资规模持续位于低位（单位：亿港元）	7
图 12：近期香港资本市场上市监管逐步放宽及未来发展契机	7

图 13: 2025 年以来已在或未来将要在港股上市的 A 股公司	8
图 14: 2025 年至今已在或已通过备案将在港股上市的 A 股公司近期涨跌幅情况 (单位: %)	9
图 15: 目前 AH 溢价率前 10 和后 10 的公司	10
图 16: 4 月 3 大经济数据均回落, 其中工业高于万得预期, 社消、投资回落且低于预期	11
图 17: 工业增加值 4 月同比增速为 6.1%	11
图 18: 4 月工业增加值环比为 0.22%	11
图 19: 工业增加值分项均下行	12
图 20: 高技术产业 4 月同比小幅回落	12
图 21: 4 月城镇调查失业率报 5.1%	12
图 22: 4 月社消季调环比为 0.24%	13
图 23: 4 月考虑基数效应的社消增速小幅超越趋势线	13
图 24: 多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升	13
图 25: 4 月投资分项多数回落	14
图 26: 4 月固投季调环比增速为 0.1%	14
图 27: 基建各分项增速多数回落	14
图 28: 制造业主要分项累计同比增速情况	15
图 29: 4 月竣工面积、新开工面积同比跌幅走阔	15
图 30: 4 月商品房销售额同比跌幅走阔	15
图 31: 4 月财政收入累计同比收窄, 当月同比回升	16
图 32: 4 月税收收入同比回正	16
图 33: 4 月财政支出同比回升	16
图 34: 财政支出占收入比重处于近年同期高位	16
图 35: 全国政府性基金收入同比转正	17
图 36: 土地成交回暖	17
图 37: 一线城市地铁客运量	17
图 38: 工业生产腾落指数	18
图 39: 工业生产腾落指数 (分年度)	18
图 40: 国内政策跟踪	18
图 41: CME 降息概率情况	20
图 42: 重点大事前瞻	22

## 1. 市场思考：A 股公司赴港二次上市怎么看？

### 1.1. 沪深港是全球主要融资市场

过去 5 年，在上海、深圳、中国香港三地上市的 IPO 规模均能排到全球前十，但近几年融资规模的表征不同。24 年上海、深圳两地上市融资数量出现明显收缩，其中上海、深圳合计融资规模为 87 亿美元，23 年为 488.27 亿美元。另外 22、23 年上海、深圳的融资规模在全球排在第一、二，并且 22 年融资规模较 21 年相比还有所增加，24 年排名才开始回落，而中国香港的 IPO 方面则收缩更早，22 年仅为 21 年的 30%，23 年进一步收缩，24 年出现明显好转。

新股发行逆周期调节机制的实施要更加灵活精准。24 年 1 月，证监会也召开了发布会说明，“2023 年 8 月底以来，证监会加强逆周期调节，阶段性收紧 IPO，合理把握新股发行节奏”。24 年 3 月，《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见》（试行）文件发布，“实施新股发行逆周期调节”，24 年 7 月证监会部署下半年工作指出，“完善新股发行逆周期调节机制”，25 年 5 月 22 日在国新办发布会上指出“证监会会实施更加灵活精准的新股发行逆周期调节机制，把握好新股发行的节奏”。

图 1：过去 5 年中国市场在全球范围以内也是主要 IPO 市场（以上市地来看）

2024		2023		2022		2021		2020	
印度	200.91	上海	277.89	上海	539.43	纳斯达克	991.91	纳斯达克	573.01
纽约	173.94	深圳	210.38	深圳	315.88	纽约	575.21	中国香港	512.79
纳斯达克	165.43	纳斯达克	119.12	韩国	129.44	上海	556.38	上海	494.19
中国香港	112.36	纽约	96.75	中国香港	127.04	中国香港	422.97	纽约	309.79
日本	62.57	印度	65.21	沙特阿拉伯	97.76	深圳	262.46	深圳	182.87
上海	46	中国香港	59.1	德国	87.42	伦敦	205.49	伦敦	108.5
深圳	41.11	阿布扎比	55.49	迪拜	84.76	韩国	177.33	巴西	86.18
沙特阿拉伯	36.07	日本	44.13	印度	77.72	印度	161.6	泰国	45.79
阿布扎比	33.47	印尼	32.96	纳斯达克	59.48	巴西	130.1	澳洲	35.43
西班牙	31.23	土耳其	32.79	阿布扎比	44.67	德国	104.3	印度	34.91

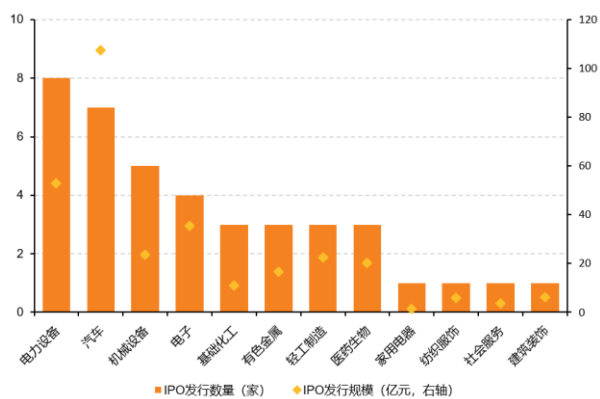
资料来源：香港交易所，天风证券研究所 注：单位亿美元

#### 1.1.1. 近期 A 股融资出现回暖现象，融资主要以制造业为主

2025 年 3 月为 A 股 IPO 发行高发期，发行规模从 3 月起维持高位。2025 年至今各月 A 股发行数量分别为 8、5、14、7、7 家，按照板块划分，各板块发行数量分别为主板（15 家）、创业板（17 家）、科创板（6 家）、北交所（3 家），共计 41 家。按照发行规模来看，2025 年至今各月 A 股发行规模分别为 47.68、38.79、79.35、64.73、76.64 亿元，各板块发行规模分别为主板（158.63 亿元）、创业板（98.21 亿元）、科创板（34.65 亿元）、北交所（15.69 亿元），共计 307.18 亿元。

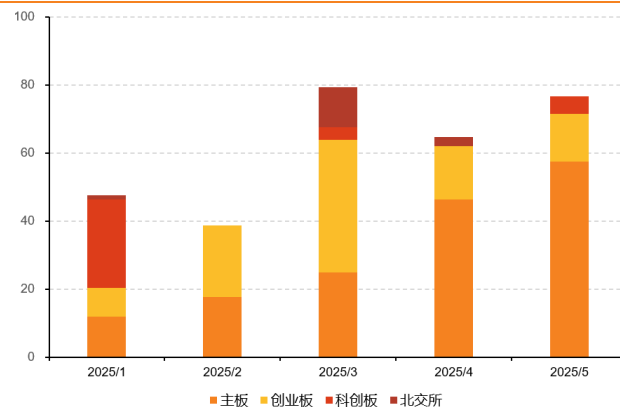
2025 年至今电力设备行业发行数量最多，汽车行业发行规模最大，仍然以制造行业为主。按照行业来看，一级行业中有 12 个行业 IPO，其中电力设备、汽车、机械设备行业的 IPO 发行数量位列前三，分别为 8、7、5 家；而汽车、电力设备、电子行业的 IPO 发行规模最大，分别为 107.38、52.96、35.41 亿元，另外轻工制造和医药生物行业的发行规模也达 20 亿元以上。

图 2：2025 年至今 A 股各行业 IPO 发行数量及规模情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2025 年各月 A 股各板块 IPO 发行规模情况（单位：亿元）

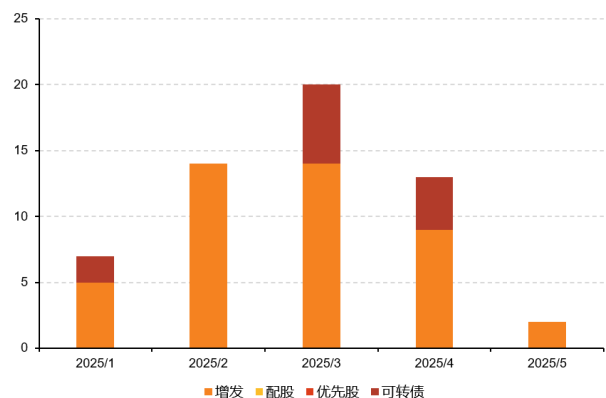


资料来源：Wind，天风证券研究所

再融资方面，2025 年 3、4 两月为高发期，其中 3 月融资规模最多。2025 年至今，A 股再融资主要以增发和可转债为主，融资数量分别为增发（44 家）、可转债（12 家）；按月来看，2025 年每月的融资数量分别为 7、14、20、13、2 家。按照融资规模来看，2025 年至今增发和可转债融资规模分别为 919.58 和 170.96 亿元，每月的融资规模分别为 209.73、296.11、437.37、133.49、13.84 亿元，共计再融资 1090.54 亿元。

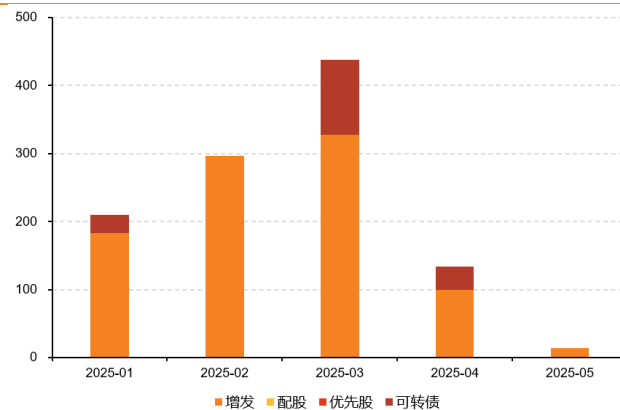
当前 A 股整体融资数量仍处于低位，但融资规模开始出现回暖。2024 年 A 股 IPO+再融资数量为 297 家，2023 年为 790 家，而发行数量高位为 2020、2021 年的 1019、1175 家；2025 年至今的累计发行数量为 116 家，较 2024 年全年完成率为 39%。按照融资规模来看，2024 年 A 股 IPO+再融资规模为 2904.72 亿元，较 2023 年同比大幅下滑 73.62%，而融资规模近年来高点为 2021 年的 1.77 万亿元；当前 2025 年已累计完成融资规模达 2014.23 亿元，为 2024 年全年的 69.34%，市场的融资规模有所回暖。

图 4：2025 年各月 A 股各类型再融资发行数量情况（单位：家）



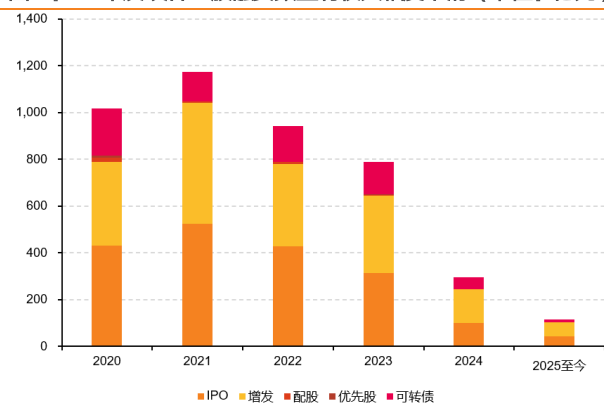
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2025 年各月 A 股各类型再融资发行规模情况（单位：亿元）



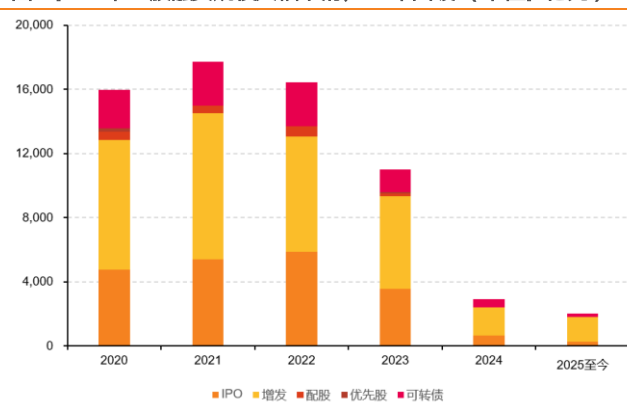
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：24 年及以后 A 股融资数量有较大幅度下滑（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：24 年 A 股融资规模大幅下滑，25 年回暖（单位：亿元）



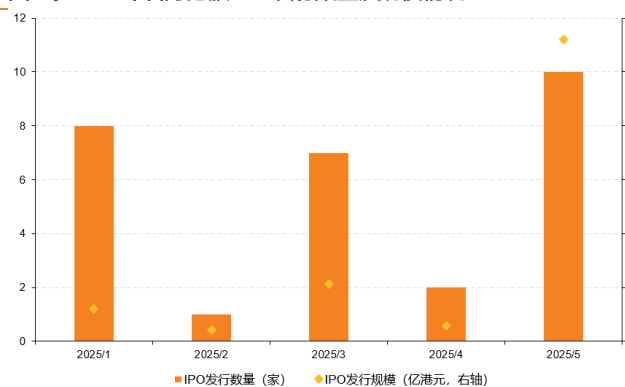
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1.2. 近期港股融资规模出现改善迹象

今年以来 5 月为港股 IPO 发行数量和规模的高峰。2025 年至今各月港股发行数量分别为 8、1、7、2、10 家，共计 28 家。按照发行规模来看，各月港股发行规模分别为 59.82、20.30、106.57、28.91、559.64 亿港元，今年以来累计发行规模已达 775.24 亿港元。

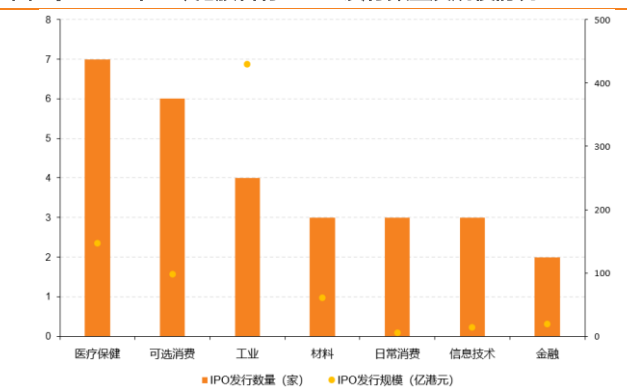
2025 年至今医疗保健行业发行数量最多，工业行业发行规模最大。按照行业来看，港股一级行业中有 7 个行业产生 IPO，其中医疗保健、可选消费、工业行业的 IPO 发行数量位列前三，分别为 7、6、4 家；而工业、医疗保健、可选消费的 IPO 发行规模最大，分别为 429.63、147.29、98.06 亿港元，另外材料和金融行业的发行规模也较多，分别为 60.59 和 19.80 亿港元。

图 8：2025 年各月港股 IPO 发行数量及规模情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

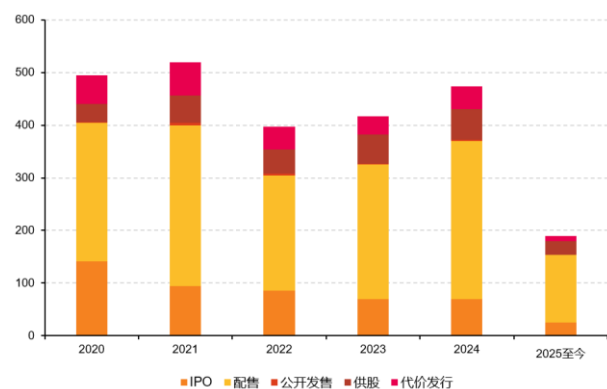
图 9：2025 年至今港股各行业 IPO 发行数量及规模情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

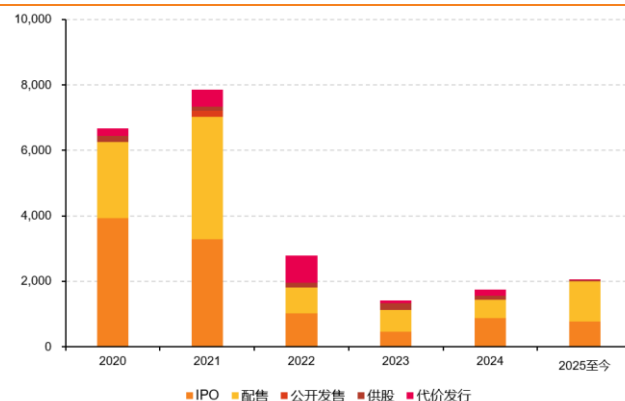
2024 年港股融资数量创下 2022 年以来新高，2025 年至今融资规模已超去年全年。2024 年港股 IPO+再融资数量为 474 家，较 2023 年的 417 家同比增长 13.67%，为 2022 年以来新高；2025 年至今整体融资数量为 190 家，其中配售数量占整体最多，达 128 家。融资规模方面，2024 年港股整体融资规模为 1756.60 亿港元，同比增长 24.62%，而 2025 年至今的融资规模已达 2042.26 亿港元，超过去年全年水平，说明港股的融资需求呈现逐步回暖的趋势，但距离 2021 年高位 7859.72 亿港元依然有一定距离。

图 10：20-24 年港股融资数量未有明显下降（单位：亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：22 年及以后港股的融资规模持续位于低位（单位：亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 港股上市规则不断优化，核心资产在港股认可度相对更高

近期关于优化香港资本市场的政策频出，后续港股的融资规模有望再度提升。一方面，2024 年 10 月 8 日香港证监会、香港交易所及香港联交所便发表联合声明称将加快符合资格的 A 股公司审批流程，同时对市值不少于 100 亿港元的 A 股上市公司设有快速审批通道；中国央行行长潘功胜于 2025 年 1 月 13 日也表示将提高国家外汇储备在香港的资产配置，不断优化中国内地和香港两地金融市场的互联互通机制，将进一步扩大香港在全球资本市场的影响力。另一方面，美国财长贝森特在 4 月 9 日曾表示在美国上市的中国企业存在退市的可能性，以此当做贸易摩擦的谈判筹码，言论发表不久后，香港财政司司长陈茂波在 4 月 13 日表示，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地，以表明大力发展香港资本市场的决心。另外，在 5 月 6 日，香港证监会、香港交易所及香港联交所公告称将推出“科企专线”，以进一步提高科技公司和生物科技公司上市效率。

图 12：近期香港资本市场上市监管逐步放宽及未来发展契机

时间	机构	事件	详细内容
2024年10月8日	香港证监会、香港交易所、香港联交所	有关优化新上市申请审批流程时间表的联合声明	香港证监会与香港交易及结算所有限公司全资附属公司香港联合交易所有限公司作出联合声明，宣布将优化新上市申请审批流程时间表，加快符合资格A股公司审批流程，进一步提升香港作为区内领先的国际新股集贸市场的吸引力。优化流程后，申请人及其保荐人预计可于总共约60个营业日内就监管机构提出的意见给予完善答复。待取得上市委员会及其他相关部门或监管机构批准后，申请程序预计可于6个月的申请有效期内完成。其中，预计市值不少于100亿港元的A股上市公司，先A后H赴港上市，设有快速审批通道。
2025年1月13日	中国人民银行	中国央行行长表示提高国家外汇储备在香港资产配置比例	1. 支持香港资本市场发展，持续深化中国内地和香港两地金融市场互联互通，将支持更多优质企业到香港上市和发行债券，持续优化、拓展内地与香港在股票、债券、理财、利率互换等领域的互联互通，深化粤港澳大湾区的金融合作，提高国家外汇储备在香港的资产配置比例。 2. 做大做强香港离岸人民币业务枢纽地位。将统筹发挥人民币清算行、货币互换安排机制作用，中国人民银行与香港金管局将有8000亿元人民币互换资金的安排，支持香港金管局使用互换资金充实离岸市场人民币流动性，常态化在香港发行人民币国债、央行票据，丰富香港离岸人民币市场的产品和服务。 3. 强化香港国际资产管理中心和财富管理中心功能。中国人民银行将进一步优化跨境理财通和QDII（合格境内机构投资者）制度，落实好基金互认优化安排，更好满足两地居民跨市场、多元化配置资产的需求，吸引更多内地和国际资金流入香港，不断丰富香港私募股权投资基金、创业投资基金、私人银行、家族办公室、对冲基金等金融业态，进一步提升香港在全球资产和财富管理市场的影响力。 4. 坚决维护香港金融稳定与安全。多年来，在国家大力支持下，香港成功应对了数轮金融危机和外部冲击的考验，金融体系保持整体稳健，对于防范化解重大风险积累了丰富经验。
2025年4月9日	美国财政部	美国财长表示不排除将中国企业股票从美国交易	美国财政部部长斯科特·贝森特表示，中国对美国加征84%的报复性关税的举措令人遗憾，并称这对北京而言是一个失败的选择，引发全球资本市场关注的是，他没有排除将中国企业股票从美国交易所退市的可能性，表示“所有选项都摆在桌面上”。
2025年4月13日	香港特区政府财政司	香港证监会及港交所必须确保中国香港成为海外中概股回流首选地	香港财政司司长陈茂波表示，针对全球最新变化，已要求香港证券及期货事务监察委员会和香港交易及结算所有限公司做好准备，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们的首选上市地。在当前全球市场前景不明朗的情况下，香港背靠祖国，在“一国两制”的制度优势下显得更加稳定和具吸引力。最近不少国际大型金融机构和其他地区的耐心资本对香港市场愈加重视，并深入探讨增加在香港市场的参与，也有更多科技企业希望以香港为基地拓展国际市场，特区政府将加速吸引境外资金、人才及企业来港发展。
2025年5月6日	香港证监会、香港交易所、香港联交所	关于推出“科企专线”的联合公告	证券及期货事务监察委员会与香港交易及结算所有限公司的全资附属公司香港联合交易所有限公司发出联合公告，宣布正式推出“科企专线”，以进一步便利特专科技公司及生物科技公司申请上市，并允许这些公司可以选择以保密形式提交上市申请。证监会企业融资部执行董事戴霖先生表示：“证监会支持设立‘科企专线’及允许特专科技公司和生物科技公司可以选择以保密形式提交上市申请，以巩固香港作为新兴及创新公司首选上市平台的地位。是次举措再次展示了证监会致力于促进发展一个充满活力、多元和高质量的上市市场，同时确保上市制度能够适应全球市场的变化，并足够稳健地保护投资者。”香港交易所上市主管伍洁霞女士表示：“香港交易所致力吸引世界各地的优质公司来港上市，并对潜在发行人筹备上市的过程提供支持。因此，我们很高兴推出‘科企专线’，为特专科技公司和生物科技公司在提交上市申请前提供专门的指引。‘科企专线’在这些企业筹备上市的早期阶段为它们解答关键问题，帮助它们更清楚地了解并满足相关上市规定，进一步协助它们更有效率地筹备上市。通过‘科企专线’，香港交易所希望不断提升监管透明度，支持创新企业的发展，推动科技进步，进一步增强香港市场的活力、竞争力和韧性。”

资料来源：财经网，中国新闻网，新浪财经，香港证监会官网，天风证券研究所

今年以来，A 股企业赴港上市的情绪升温。2025 年至今，已有 4 家 A 股企业成功上市港股，其中宁德时代和恒瑞医药均为本周刚上市 A 股企业，下周吉宏股份也将登陆港股。除此之外，2025 年已在港股交表且通过备案的 A 股企业已达 5 家，分别为海天味业、百利天恒、三花智控、安井食品、康乐卫士，以大消费领域为主。另外，2025 年至今还有 17 家 A 股企业已提交港股上市申请，包括赛力斯、东鹏饮料、蓝思科技等。因此 2025 年至今赴港已上市、即将上市以及有上市打算的 A 股企业已达 27 家。

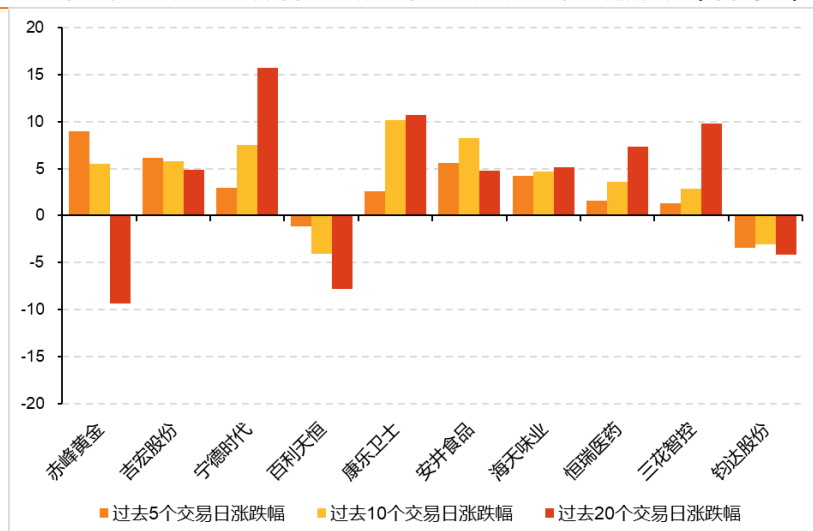
同时，近期已在港股上市的 A 股公司市场表现较好。统计 2025 年已上市和已通过备案的共有 10 家公司，这 10 家过去 5 日与过去 10 日的收益率中位数分别为 2.76%、5.10%，相对万得全 A 有明显的超额，万得全 A 指数收益率分别为-0.63%、0.08%。

图 13：2025 年以来已在或未来将要在港股上市的 A 股公司

2025年已在港股上市的A股公司							
序号	A股代码	H股代码	公司名称	所属一级行业	H股上市日期	A股年初至今涨跌幅(%)	H股上市以来涨跌幅(%)
1	600988.SH	6693.HK	赤峰黄金	有色金属	2025/3/10	78.25	118.29
2	002865.SZ	2865.HK	钧达股份	电力设备	2025/5/8	-23.50	16.48
3	300750.SZ	3750.HK	宁德时代	电力设备	2025/5/20	2.65	22.59
4	600276.SH	1276.HK	恒瑞医药	医药生物	2025/5/23	18.55	25.20
5	002803.SZ	2603.HK	吉宏股份	商贸零售	2025/5/27	10.23	—
2025年已在港股交表且通过备案的A股公司							
序号	A股代码	H股代码	公司名称	所属一级行业	市值(亿元)	A股年初至今涨跌幅(%)	PE(TTM)
1	603288.SH	H02072.HK	海天味业	食品饮料	2,467.24	-4.27	37.23
2	688506.SH	H02027.HK	百利天恒	医药生物	1,077.45	39.43	—
3	002050.SZ	H02075.HK	三花智控	家用电器	1,011.10	13.04	30.14
4	603345.SH	H02081.HK	安井食品	食品饮料	245.96	2.40	17.07
5	833575.BJ	H01965.HK	康乐卫士	医药生物	49.22	6.31	—
2025年已在港股递交上市材料的A股公司							
序号	A股代码	H股代码	公司名称	所属一级行业	市值(亿元)	A股年初至今涨跌幅(%)	PE(TTM)
1	601127.SH	H02140.HK	赛力斯	汽车	2,382.59	9.03	56.97
2	605499.SH	H02116.HK	东鹏饮料	食品饮料	1,475.07	16.12	—
3	300433.SZ	H02115.HK	蓝思科技	电子	1,044.89	-6.47	36.80
4	300450.SZ	H02103.HK	先导智能	电力设备	324.98	-0.91	34.19
5	688538.SH	H02131.HK	和辉光电	电子	320.90	-2.11	33.54
6	002459.SZ	H02141.HK	晶澳科技	电力设备	320.05	-31.71	—
7	301308.SZ	H02110.HK	江波龙	电子	304.25	-19.96	—
8	300919.SZ	H02129.HK	中伟股份	电力设备	296.03	-15.56	21.22
9	600699.SH	H02078.HK	均胜电子	汽车	270.89	19.89	16.22
10	688234.SH	H02102.HK	天岳先进	电子	260.19	12.97	40.49
11	688052.SH	H02132.HK	纳芯微	电子	249.00	31.01	27.91
12	300638.SZ	H02134.HK	广和通	通信	200.55	22.83	—
13	688279.SH	H02076.HK	峰岬科技	电子	198.17	29.68	374.17
14	300783.SZ	H02136.HK	三只松鼠	食品饮料	115.73	-22.16	183.95
15	603083.SH	H02142.HK	剑桥科技	通信	98.08	-14.11	27.24
16	688062.SH	H02069.HK	迈威生物	医药生物	95.38	16.72	89.18
17	603098.SH	H02128.HK	南华期货	非银金融	74.31	-2.33	—

资料来源：Wind，东方财富 Choice，天风证券研究所（注：吉宏股份下周将在港股上市，归为已上市企业中）

图 14：2025 年至今已在或已通过备案将在港股上市的 A 股公司近期涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

当前已有 4 家 AH 公司出现倒挂现象（H 股更贵），并且往往核心资产 AH 溢价更低。一般而言，由于流动性、投资税率、投资者结构等因素影响，A 股价格通常比港股价格更高，但是近期部分 AH 个股的价格出现倒挂现象，宁德时代、比亚迪、招商银行、药明康德的 AH 溢价率分别为 -9.85%、-5.23%、-3.51%、-0.15%，可能原因在于以外资为主的港股机构投资者更加倾向于各行业的龙头企业，并看好其长期发展价值。在 AH 溢价率最低的 10 家公司中有 9 家公司的市值均超过 500 亿元，而 AH 溢价率最高的 10 家公司有 5 家市值低于 100 亿元。在 2010-2025 年期间，招行的 AH 溢价有较长的时间以 1 为中枢上下波动。

图 15：目前 AH 溢价率前 10 和后 10 的公司

AH 溢价率最低的 10 家公司						
序号	A 股代码	H 股代码	公司名称	AH 溢价率 (%)	所属一级行业	市值 (亿元)
1	300750.SZ	3750.HK	宁德时代	-9.85	电力设备	12,218.38
2	002594.SZ	1211.HK	比亚迪	-5.23	汽车	12,582.42
3	600036.SH	3968.HK	招商银行	-3.51	银行	11,183.00
4	603259.SH	2359.HK	药明康德	-0.15	医药生物	1,792.36
5	688339.SH	2402.HK	亿华通-U	2.57	电力设备	48.16
6	600988.SH	6693.HK	赤峰黄金	3.08	有色金属	536.95
7	000333.SZ	0300.HK	美的集团	3.91	家用电器	6,033.71
8	600276.SH	1276.HK	恒瑞医药	7.58	医药生物	3,590.30
9	000338.SZ	2338.HK	潍柴动力	7.66	汽车	1,304.63
10	601899.SH	2899.HK	紫金矿业	8.11	有色金属	4,857.30
AH 溢价率最高的 10 家公司						
序号	A 股代码	H 股代码	公司名称	AH 溢价率 (%)	所属一级行业	市值 (亿元)
1	605198.SH	2218.HK	安德利	265.22	农林牧渔	165.52
2	001236.SZ	3678.HK	弘业期货	232.39	非银金融	76.32
3	600871.SH	1033.HK	石化油服	224.83	石油石化	281.85
4	000488.SZ	1812.HK	ST晨鸣	221.71	轻工制造	40.48
5	688505.SH	1349.HK	复旦张江	221.32	医药生物	64.47
6	601238.SH	2238.HK	广汽集团	208.57	汽车	667.78
7	601727.SH	2727.HK	上海电气	201.09	电力设备	1,013.82
8	601456.SH	1456.HK	国联民生	197.62	非银金融	525.74
9	600860.SH	0187.HK	京城股份	195.34	机械设备	58.26
10	600775.SH	0553.HK	南京熊猫	191.21	通信	72.10

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 国内：4月3大经济数据均回落，财政收支回暖

### 2.1. 4月3大经济数据均回落，但工业同比超预期

4月3大经济数据均回落，其中工业高于万得预期，社消、投资回落且低于预期，工业增加值同比6.1%，预期5.21%，前值7.7%，社消同比5.1%，预期5.48%，前值5.9%，固投增4%，前值4.2%，预期4.26%。

图 16：4月3大经济数据均回落，其中工业高于万得预期，社消、投资回落且低于预期

(%)	较前值	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	
生产	工业增加值	-1.60	6.1	7.7	31.0	-11.1	6.2	6.0	4.9	4.9	4.5	4.4	4.8	4.5
	固定资产投资	-0.20	4.0	4.2	4.1	0.0	3.2	3.1	3.2	3.3	3.5	3.8	4.0	
	制造业	-0.30	8.8	9.1	9.0	0.0	9.2	7.8	7.7	7.7	7.5	7.5	7.7	7.8
	房地产	-0.40	-10.3	-9.9	-9.8	0.0	-10.6	-9.9	-9.8	-9.6	-9.5	-9.4	-9.0	-8.7
需求	基建	-0.65	10.9	11.5	10.0	0.0	9.2	8.7	8.8	8.9	8.4	8.8	8.9	8.1
	社会消费品零售	-0.80	5.1	5.9	4.0	0.0	3.7	6.5	6.2	4.3	3.3	2.6	2.5	8.1
	出口(人民币)	-4.10	9.3	13.4	-2.0	7.3	10.9	3.8	3.7	0.1	2.5	-1.6	0.6	4.9
	进口(人民币)	4.30	0.8	-3.5	2.5	-15.2	1.2	-2.1	1.2	-0.8	-0.9	-0.5	-1.9	3.4
(当月值, %)	较前值	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	
就业	调查失业率	-0.10	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0
	16—24岁人口	-0.70	15.8	16.5	16.9	16.1	15.7	16.1	17.1	17.6	18.8	17.1	13.2	14.2
	25—29岁人口	-0.10	7.1	7.2	7.3	6.9	6.6	6.7	6.8	6.7	6.9	6.5	6.4	6.6
	30—59岁人口	-0.10	4.0	4.1	4.3	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0
景气	制造业PMI	-1.50	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5
	CPI同比	0.00	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3
通胀	PPI同比	-0.20	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4
	社融同比	0.30	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4
信用	M2同比	1.00	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0
	M1同比	-0.10	1.5	1.6	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3.0	-2.6	-1.7	-0.8

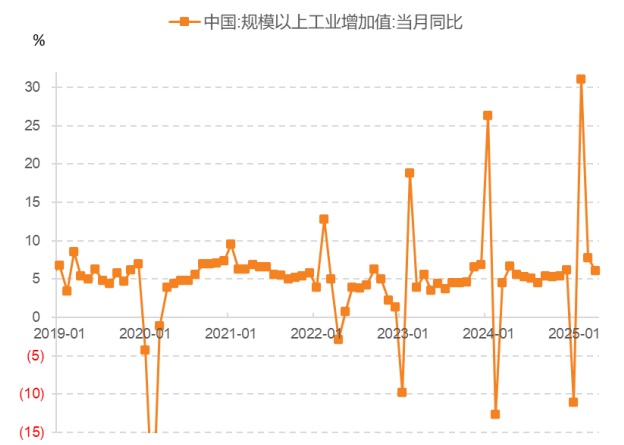
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：0.0为未披露）

#### 2.1.1. 工业生产同比回落但高于预期

4月工业生产同比回落，读数高于预期，环比回落。4月工业增加值同比增长6.1%，前值7.7%，预期5.21%，环比增长0.22%，前值0.44%。

制造业、电燃水、采矿业均回落。采矿业、制造业、电燃水4月同比为5.7%、6.6%、2.1%，前值9.3%、7.9%、3.5%。1-4月累计同比则为6%、7.1%、2%。另外，高技术产业增速回落，4月同比10%，前值10.7%。

图 17：工业增加值4月同比增速为6.1%



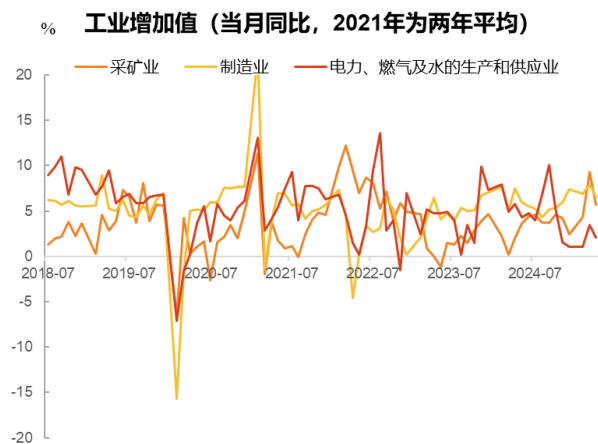
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：4月工业增加值环比为0.22%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：工业增加值分项均下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：高技术产业 4 月同比小幅回落

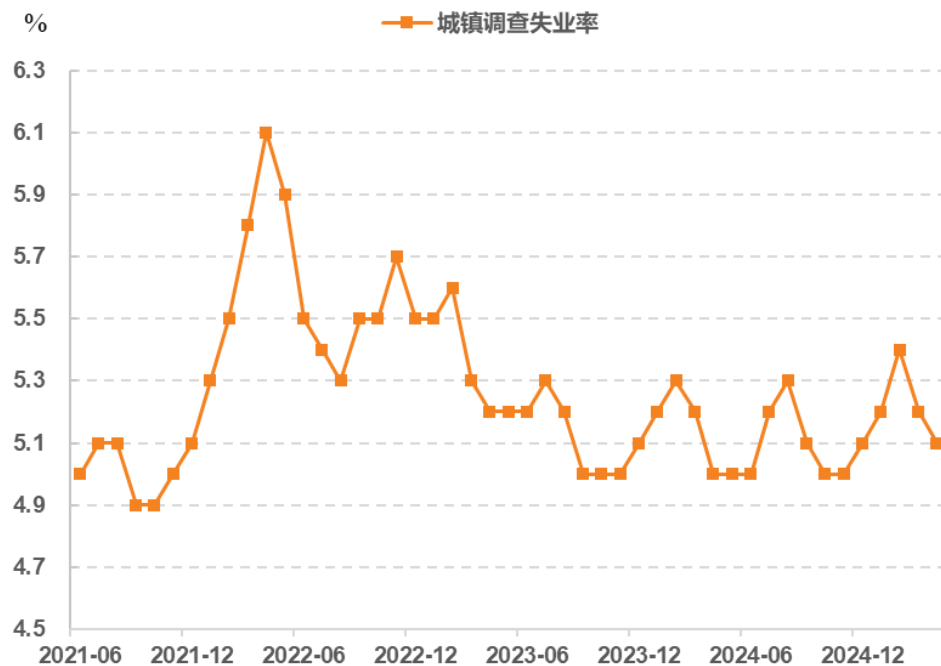


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.1.2. 社消同比、环比均回落

4 月城镇调查失业率回落至 5.1%，前值 5.2%。统计局自 2023 年 12 月起开始公布不含在校生的分年龄段劳动力调查失业率数据。16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力 4 月调查失业率分别为 15.8%、7.1%、4%，3 月则为 16.5%、7.2%、4.1%。

图 21：4 月城镇调查失业率报 5.1%



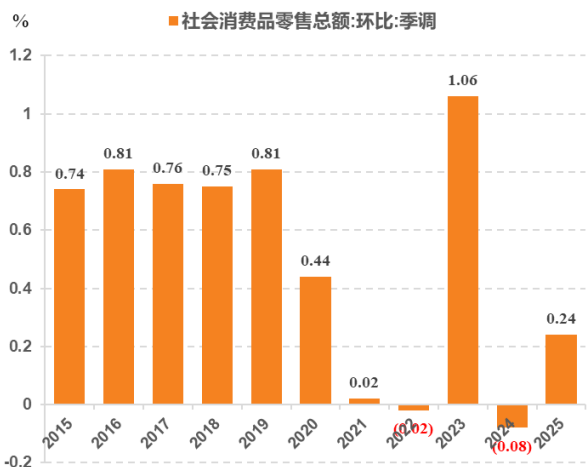
资料来源：Wind，天风证券研究所

**社消 4 月同比、环比回落。**4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，前值 5.9%，预期 5.48%。4 月季调环比报 0.24%，前值 0.47%，另外，从分项来看，商品、餐饮消费 4 月同比分别为 5.1%、5.2%，3 月同比为 5.9%、5.6%。

**多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升。**限额以上企业商品零售总额 4 月累计同比 6%，3 月为 5.8%，多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升。4 月增速较高的细分品类主要有通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品，累计同比分别为 25.4%、24.9%、

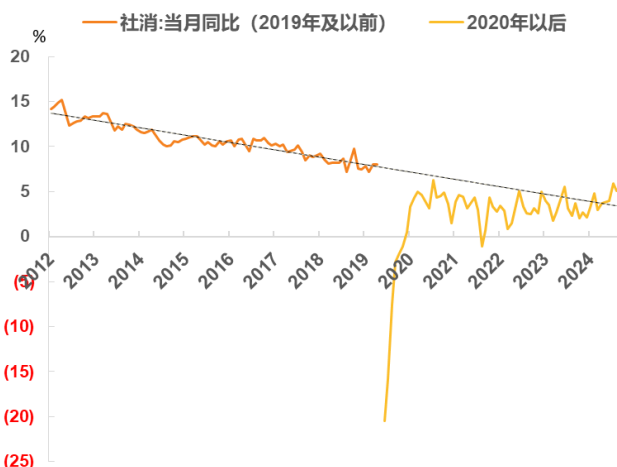
24.4%，拖累项主要为石油及制品、汽车，累计同比为-1.4%、-0.5%。

图 22：4 月社消季调环比为 0.24%



资料来源：Wind，天风证券研究所

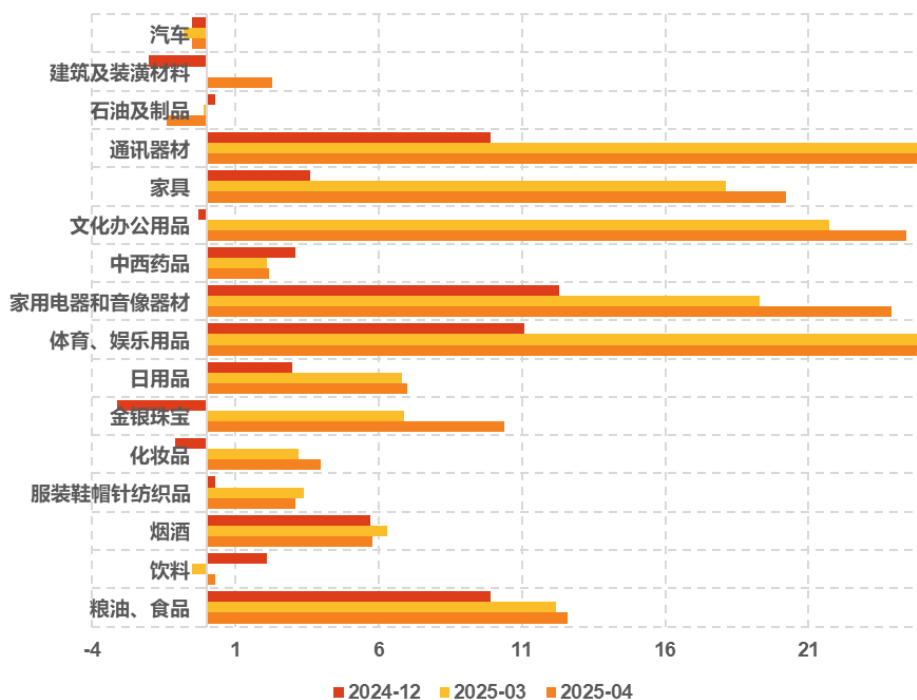
图 23：4 月考虑基数效应的社消增速小幅超越趋势线



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升

### 社消分项情况 %



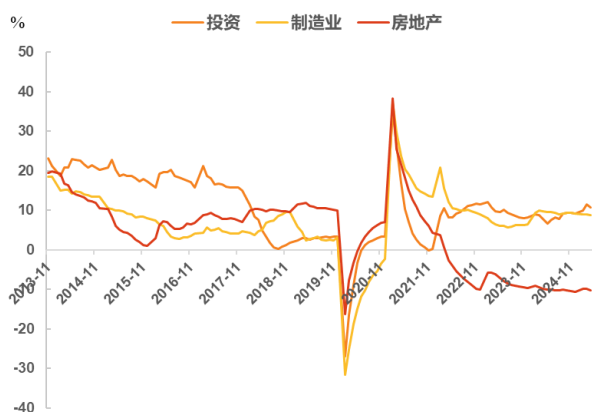
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.1.3. 投资同比、环比均回落

**整体投资 4 月小幅回落。**4 月固定资产投资累计同比增速为 4.2%，3 月为 4%，4 月季调后环比为 0.1%，前值 0.19%。

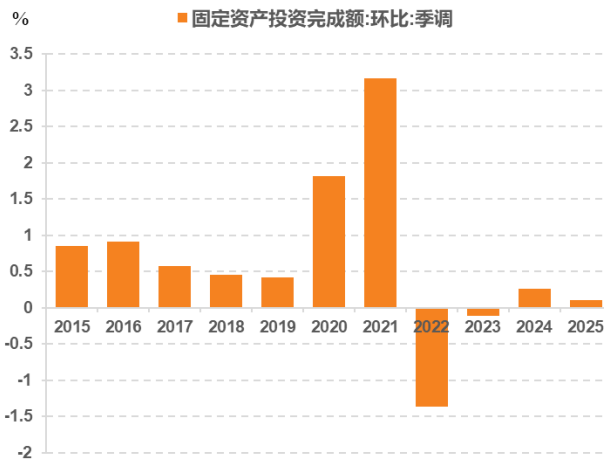
**分项中除狭义基建外均回落。**分项上来看，广义基建、狭义基建、制造业、房地产 4 月累计同比增速为 10.85%、5.8%、8.8%、-10.3%，较前值分别变化-0.65、0、-0.3、-0.4pct，狭义基建持平，其余分项均回落。

图 25：4 月投资分项多数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

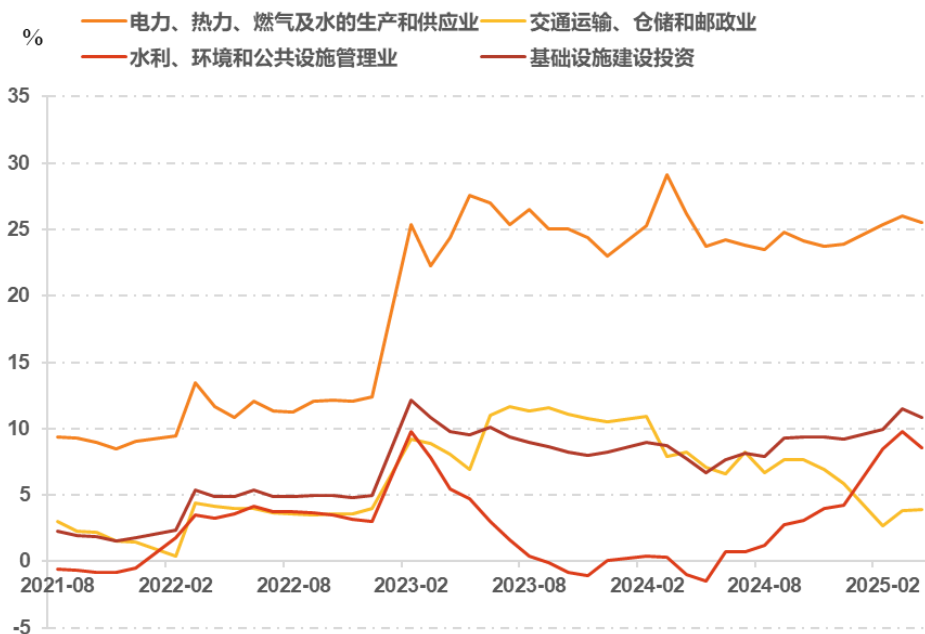
图 26：4 月固投季调环比增速为 0.1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

**基建各分项增速多数回落**，基建三大分项累计同比除交通运输仓储和邮政业外均回落，电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业同比增速为 25.5%、8.6%，环比回落 0.5、1.2 个百分点，交通运输仓储和邮政业累计同比增速为 3.9%，环比回升 0.1 个百分点。

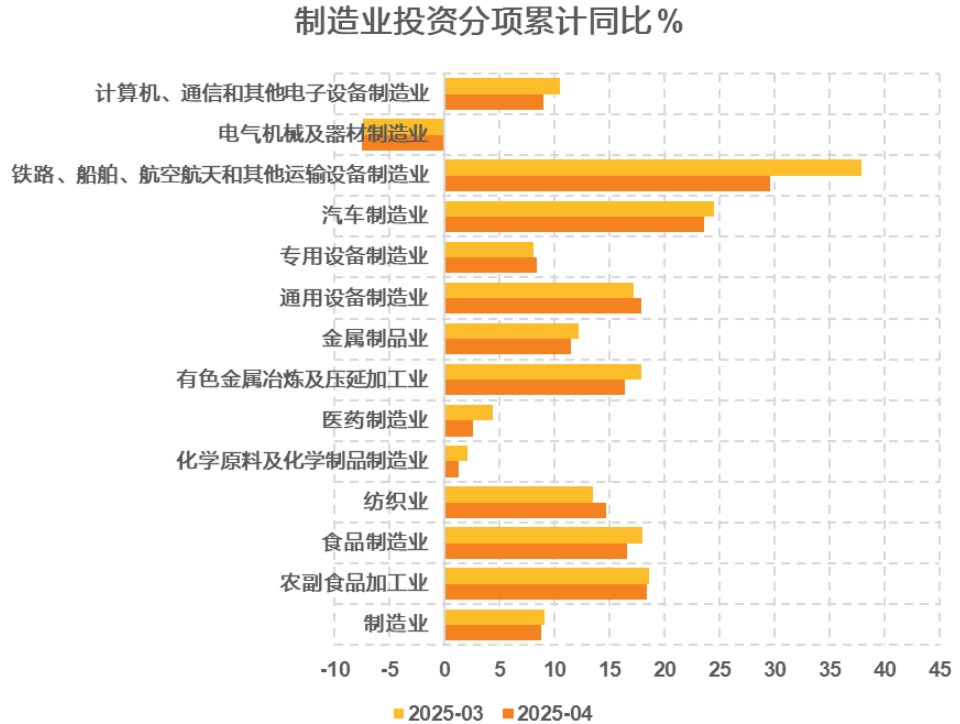
图 27：基建各分项增速多数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

**制造业投资分项多数回落**。目前公布的制造业主要分项（共 13 个）4 月累计同比增速数据中，3 个分项回升，分别为专用设备制造业、通用设备制造业、纺织业，10 个分项回落，包括食品制造业、汽车制造业等。

图 28：制造业主要分项累计同比增速情况

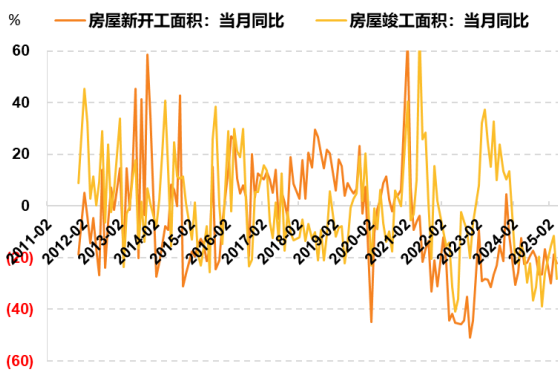


资料来源：Wind，天风证券研究所

**4 月竣工面积、新开工面积同比跌幅走阔。**4 月竣工面积累计同比、当月同比分别为-16.9%、-28.2%，环比变动-2.6、-16.5 个百分点。房屋新开工面积当月同比为-22.3%，前值-18.7%，累计同比为-23.8%，前值-24.4%。

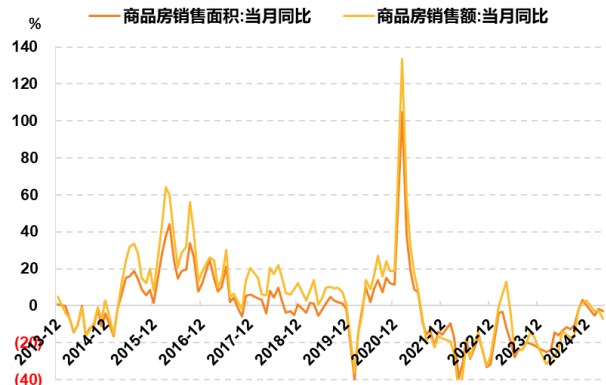
**商品房销售额同比跌幅走阔。**4 月商品房销售面积、销售额累计同比为-2.8%、-3.2%，分别环比回升 0.2、回落 1.1 个百分点；当月同比仍然为负，为-2.91%、-7.08%，较上月变化-1.36、-4.76 个百分点。

图 29：4 月竣工面积、新开工面积同比跌幅走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：4 月商品房销售额同比跌幅走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 4 月财政收支回暖，土地成交回暖

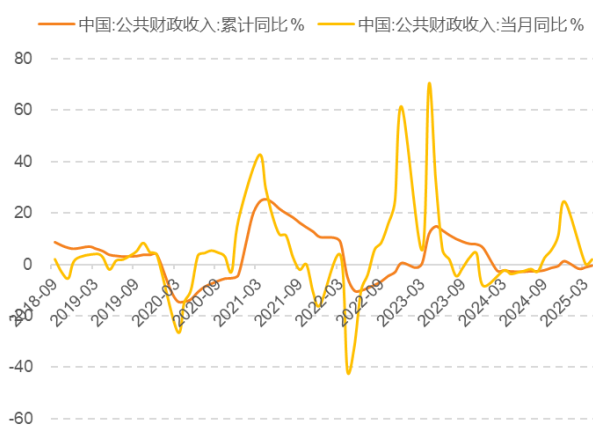
4月财政收入累计同比收窄，当月同比回升。4月全国财政收入同比报1.89%，前值0.25%。累计增速方面，1-4月全国财政收入同比报-0.4%，前值-1.1%。

中央地方财政收入同比分化。分地区来看，4月中央财政收入同比回升报1.6%，前值-5.31%，同期地方本级财政收入同比回落报2.14%，前值2.79%。

税收收入同比回正。分收入类别来看，税收收入4月同比回升报1.91%，前值-2.21%，同期非税收入同比报1.66%，前值5.91%，非税收入同比大幅回落，4月非税收入占财政收入比重达18.68%，前值21.16%，去年同期则为17.28%。

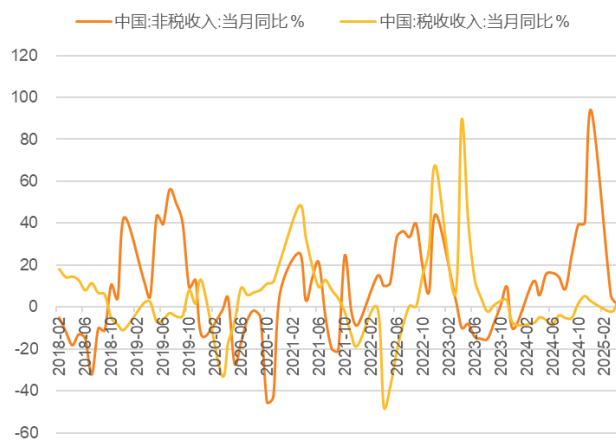
4月财政支出同比回升。4月全国财政支出同比报5.8%，前值5.67%。累计同比方面，1-4月全国财政支出同比录得4.6%，前值4.2%。支出占收入比重来看，当前比重高于2019-2024年。中央地方财政支出同比均回落。分地区来看，4月中央本级财政支出同比报9.22%，前值9.41%，同期地方财政支出同比回落报5.12%，前值5.15%。

图 31：4月财政收入累计同比收窄，当月同比回升



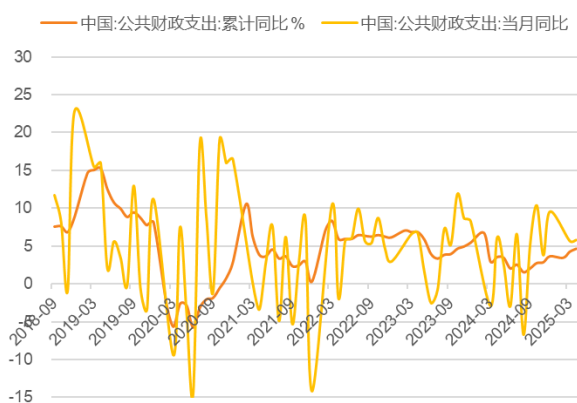
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：4月税收收入同比回正



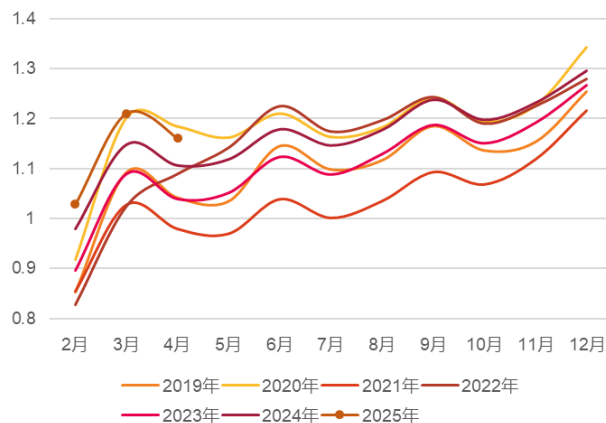
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：4月财政支出同比回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：财政支出占收入比重处于近年同期高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

全国政府性基金收入同比转正。4月全国政府性基金收入同比回升至8.06%，前值-11.68%。累计同比方面，1-4月全国政府性基金收入同比升至-6.7%，前值-11%。

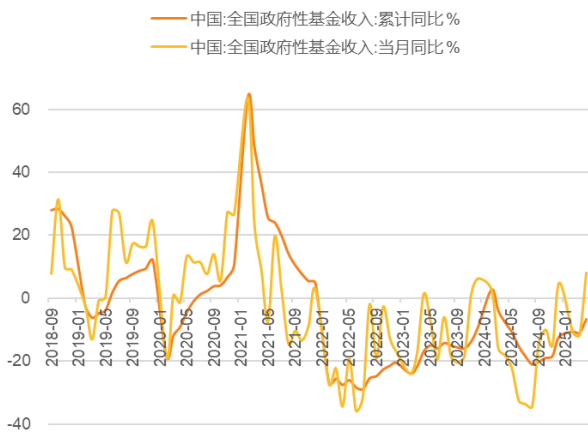
分地区来看，4月中央政府性基金收入同比升至3.97%，前值3.35%，地方本级政府性基金收入同比转正，4月同比录得8.5%，前值为-13.04%。

土地成交回暖。4月国有土地使用权出让收入同比回升至4.27%，前值-16.53%。累计同比

方面，1-4月国有土地使用权出让收入同比为-11.4%，前值-15.9%。

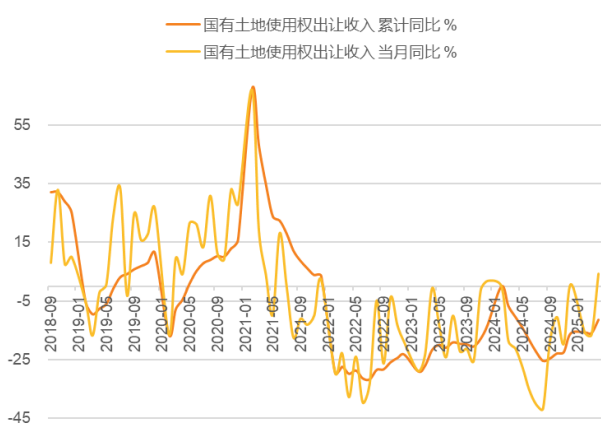
一本账、二本帐支出端同比均回升。4月全国政府性基金支出同比回升至44.7%，前值27.92%。4月全国公共财政支出、全国政府性基金支出同比均回升。累计同比方面，1-4月全国政府性基金支出同比回升至17.7%，前值11.1%。

图 35：全国政府性基金收入同比转正



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：土地成交回暖

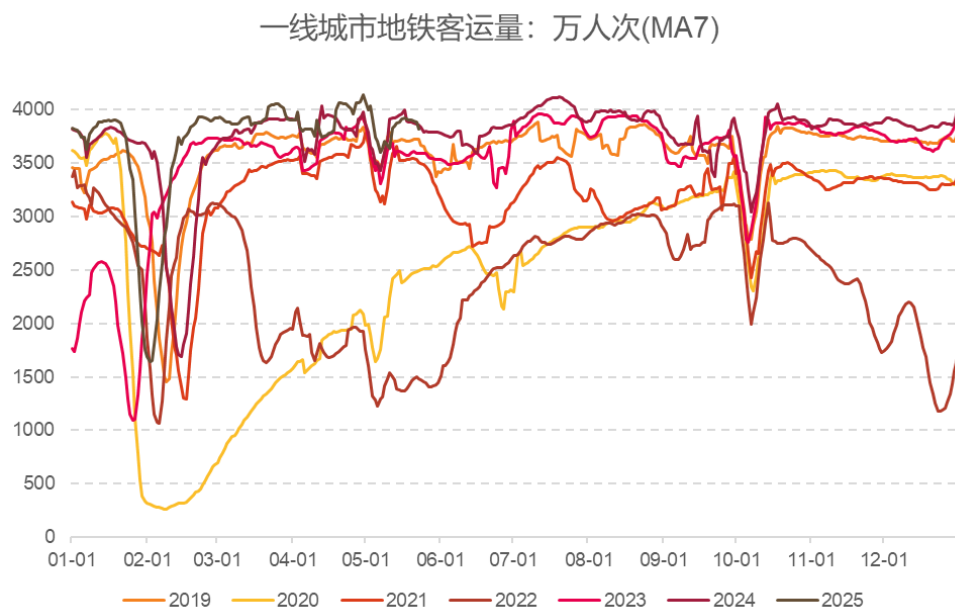


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.3. 交运高频指标跟踪

截至 2025/5/23，一线城市地铁客运量（MA7）报 3814 万人次，较上周五的 3911 万人次回落。

图 37：一线城市地铁客运量



资料来源：Wind，天风证券研究所

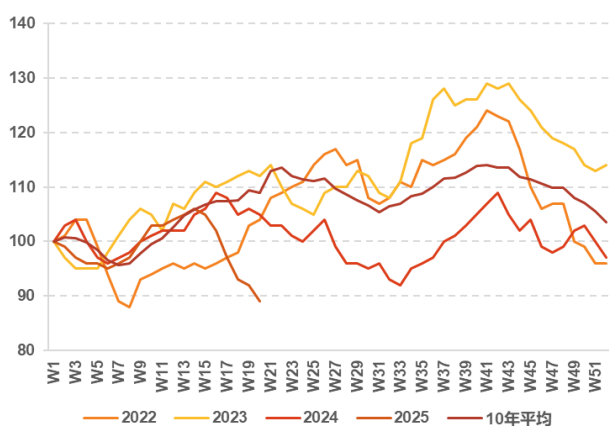
## 2.4. 普林格同步高频指标跟踪

### 2.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/5/25，工业生产腾落指数为 107，5/18 为 110。从分项上看，唐山高炉、涤纶长丝持平，甲醇、纯碱、轮胎回落。（水泥数据滞后，当期记为 0，山东地炼本期末更新，记为 0）

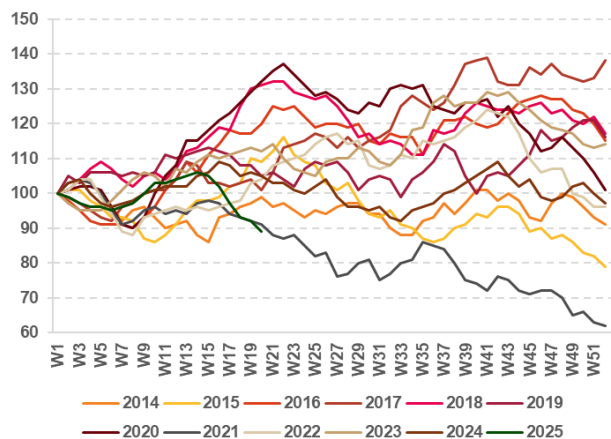
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 38：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.5. 国内政策跟踪

本期关注重点：LPR 年内首降；国有六大行下调存款利率；中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判；八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》。

图 40：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年5月19日	《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》印发	要推动科技服务业全面发展，围绕研究开发、技术转移转化、企业孵化、技术推广、检验检测认证、信息技术、工程技术、科技金融、知识产权、科技咨询及其他科技服务等重点领域进行全部署，明确发展任务。要加快转型升级，强化科技服务创新，深化新一代信息技术融合应用，推广应用先进绿色技术，促进与三次产业深度融合，推动科技服务业高端化、智能化、绿色化、融合化发展。
2025年5月20日	LPR年内首降	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR降至3%，5年期以上LPR降至3.5%，均较上一期下降10个基点。这是今年以来LPR首次下降，传递出稳市场、稳预期的明确信号。
2025年5月20日	国有六大行下调存款利率	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行均发布消息，下调人民币存款利率，最大降幅25个基点。其中，活期存款利率下调5个基点至0.05%；定期整存整取三个月期、半年期、一年期、二年期均下调15个基点，分别为0.65%、0.85%、0.95%、1.05%；定期整存整取三年期和五年期均下调25个基点，分别至1.25%和1.30%。
2025年5月20日	中国人民银行行长潘功胜主持召开金融支持实体经济座谈会	会议强调，要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，提高金融支持实体经济质效，支持经济结构调整、转型升级和新旧动能转换。强化货币政策执行和传导，维护市场竞争公平秩序，推动金融服务实体经济和银行自身可持续发展的有机统一。
2025年5月21日	中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区3.0版谈判	3.0版谈判于2022年11月启动，历经近两年时间、9轮正式谈判，于2024年10月实质性结束。在各国经贸部长全力协调和共同推动下，双方全面完成谈判，向签署升级议定书的目标又迈出关键一步。3.0版包含数字经济、绿色经济、供应链互联互通、标准技术法规与合格评定程序、海关程序与贸易便利化、卫生与植物卫生措施、竞争和消费者保护、中小微企业、经济技术合作等9个新增章节。
2025年5月22日	八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》	《若干措施》着重发挥监管、货币、财税、产业等各项政策合力，从增加融资供给、降低综合融资成本、提高融资效率、提高支持精准性、落实监管政策、强化风险管理、完善政策保障、做好组织实施等8个方面，提出23项工作措施。

资料来源：中国政府网，央行，21世纪经济报，天风证券研究所

### 3. 国际：美俄元首就乌克兰和平问题通话

#### 3.1. 国际大事跟踪

##### 3.1.1. 俄乌冲突跟踪

**特朗普与普京就乌克兰和平问题通话。**美国总统特朗普 5 月 19 日与俄罗斯总统普京就乌克兰和平问题举行通话。美方在通话后说，俄乌将立即启动谈判，以实现停火。俄方表示，俄方将提议并准备与乌方就未来可能达成的和平协议起草一份备忘录。特朗普与普京当日通话持续约两个小时。特朗普通过社交媒体表示，通话的“基调和气氛都非常好”。克里姆林宫的声明说，这次通话“内容丰富且相当坦率”，总的来说非常有益。

**普京：俄罗斯决定在俄乌边境设立安全缓冲区。**综合俄罗斯卫星通讯社等媒体报道，当地时间 5 月 22 日，俄罗斯总统普京表示，俄罗斯已决定在俄乌边境地区设立安全缓冲区。普京在与俄罗斯政府成员进行视频会议时表示：“我们已决定沿边境建立必要的安全缓冲区”，并强调“(俄军)正在为此开展工作，并积极压制敌方火力点。”普京称俄军还在发生过战斗行动的地区进行排雷工作，包括清除未爆炸的弹药、地雷，以及武装分子的武器藏匿处等，并表示这些工作涉及库尔斯克州、布良斯克州和别尔哥罗德州。

**俄国防部：俄乌各自交换 270 名被俘军人和 120 名平民。**俄罗斯国防部 5 月 23 日发布消息称，俄罗斯与乌克兰当天各向对方移交了 270 名被俘军人和 120 名平民。据俄国防部网站当日消息，根据俄乌双方 5 月 16 日在土耳其伊斯坦布尔达成的协议，俄方 270 名被俘军人和 120 名平民被从乌克兰控制区送回，其中包括来自俄罗斯库尔斯克州的居民。作为交换，270 名乌军被俘人员和 120 名平民被移交给乌方。

以上消息来源于中新网。

##### 3.1.2. 中东冲突跟踪

**加沙地带停火谈判陷入僵局。**据以色列《耶路撒冷邮报》报道，以色列总理办公室 5 月 20 日晚发表声明称，以方同意美国中东问题特使威特科夫提出的方案，并通过中间调解人转交至哈马斯方面，但哈马斯坚持拒绝。在卡塔尔首都多哈进行磋商的以色列高级谈判代表将返回以色列，而一个工作小组将留在多哈，此举是为表明以色列方面仍然愿意为了达成协议而努力。哈马斯 5 月 20 日也发表声明称，在多哈进行谈判的以色列代表团没有任何达成协议的权力。以总理内塔尼亚胡“企图误导国际舆论，并假装参与谈判进程”。声明称，自 17 日新一轮关于加沙地带停火与释放被扣押人员的谈判开始以来，哈马斯与以色列“没有进行过任何真正的谈判”。

**也门胡塞武装：将对以色列海法港实施“海上封锁”。**据路透社及法新社报道，当地时间 5 月 19 日，也门胡塞武装宣布，决定对以色列海法港实施“海上封锁”，以回应以军近期在加沙地带持续升级的军事行动。胡塞武装发言人叶海亚·萨雷亚表示，胡塞武装将“开始实施对海法港的海上封锁”，并警告所有相关企业及航运公司，胡塞武装将海法港列入打击目标名单。以色列总理内塔尼亚胡早些时候说，以军在加沙地带开始大规模战斗，并取得进展，“我们将控制整个加沙地带”。

以上消息来源于中新网。

#### 3.2. 穆迪下调美国主权信用评级

穆迪 (Moody's) 下调美国的主权信用评级，从“Aaa”下调一级至“Aa1”，穆迪表示，“美国历届政府和国会都未能就扭转年度巨额财政赤字和利息成本增长趋势的措施达成一致”。对此，多位美联储官员发表讲话，谨慎对待美国政府信用评级被下调和市场不稳定带来的影响，亚特兰大联储总裁博斯蒂克表示，此次评级被调降“将对资本成本和其他一系列因素产生影响，因此可能会对经济产生连锁反应”。

据 CME “美联储观察”，截至 2025/5/24，美联储 2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 5.6%，维持现有利率的概率为 94.4%。

图 41：CME 降息概率情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	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%	5.6%	94.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	23.9%	74.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.8%	47.7%	40.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	30.9%	43.6%	18.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	22.6%	39.3%	27.1%	6.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	12.1%	29.6%	34.2%	18.4%	3.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.3%	21.4%	32.0%	25.8%	10.6%	1.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.9%	11.4%	24.5%	30.2%	21.4%	8.0%	1.2%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.3%	6.2%	16.4%	26.7%	26.8%	16.2%	5.4%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	18.6%	26.7%	24.6%	13.9%	4.4%	0.6%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.8%	10.7%	20.5%	26.2%	22.1%	11.7%	3.5%	0.5%
2026/10/28	0.2%	1.1%	4.4%	11.6%	21.0%	25.9%	21.2%	11.0%	3.3%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.3%	11.4%	20.8%	25.7%	21.3%	11.3%	3.5%	0.5%

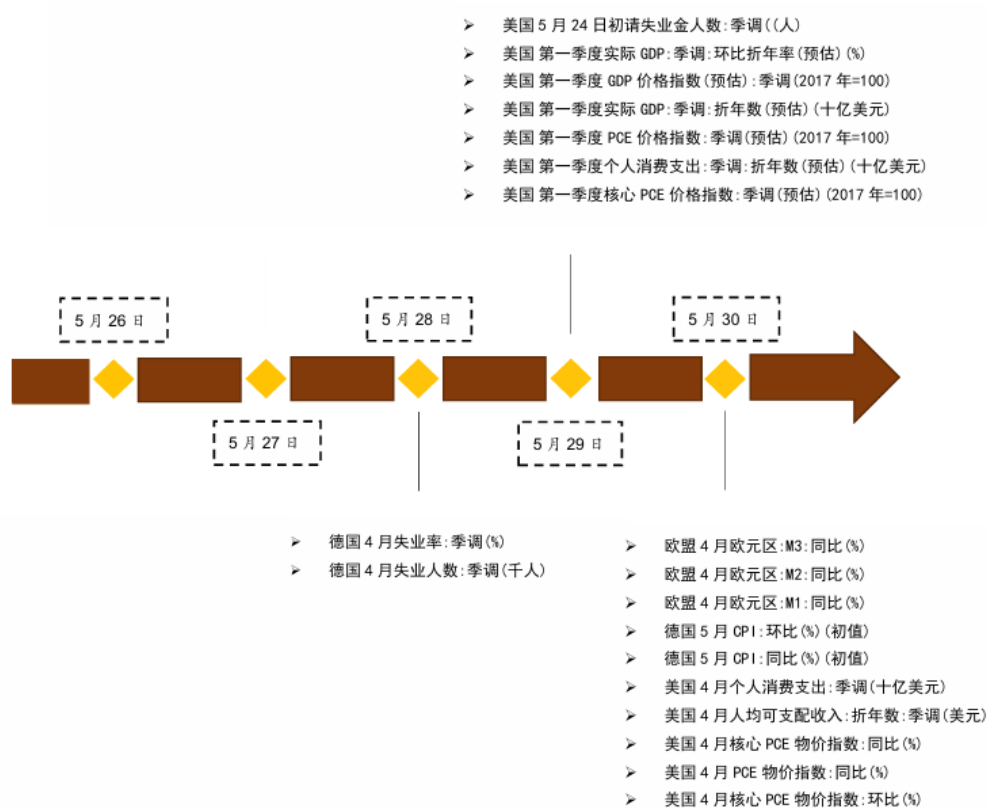
资料来源：CME Group，天风证券研究所

#### 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。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 42：重点大事前瞻



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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com