

# 研报精选

2025年5月25日 第222期

## 宏观专栏

### 基建和“两新”短期缓冲关税影响——4月经济数据点评

报告认为，在关税冲击下，4月经济数据同比增速放缓，但未大幅走弱，反映财政前置发力下基建和两新政策的短期缓冲作用。展望未来，虽然关税缓和，但是出口仍有不确定性，加上两新与基建的持续效果有待观察，财政加码支持民生非常重要。

### 宏观探市5月报：汇率仍是核心

报告认为，美元资产的投资属性或仍然存疑，特别是在美元流动性可能面临紧缩的情况下，系统性的美元资产去杠杆仍有发生的可能，弱美元或将是未来一段时期内的主线。

## 专题聚焦

### 行业产能周期走到哪了？

报告认为，近年来产能周期对于行业配置的重要性抬升。从出清程度来看，当前传统制造出清持续的时间较长，高端制造和原材料前期存在一定的供过于求问题，当前也在供给侧明显收缩。

### 美债、日债，与全球流动性趋紧

报告认为，美、日债同步拍卖遇冷、利率上行，可能反映了当前全球流动性趋紧。美债利率短时间大幅走高，波动率上升，叠加流动性紧缩可能将压制美股并导致海外资金流出。

## 宏观专栏

### 基建和“两新”短期缓冲关税影响——4月经济数据点评

在关税冲击下，4月经济数据同比增速放缓，但未大幅走弱，反映基建和两新政策的短期缓冲作用。出口交货值同比增速回落，带动工业增加值增速回落。政策缓冲主要体现为财政前置发力支撑基建以及“两新”政策的持续推进。房地产销售和供给均呈现量价双弱，投资依旧承压。展望未来，虽然关税缓和，但是出口仍有不确定性，加上两新与基建的持续效果有待观察，财政加码支持民生非常重要。

关税影响加大，出口交货值同比增速回落，带动工业增加值增速回落。4月美国对中国加征关税幅度显著提升，外需受到一定负面影响，4月规上工业企业出口交货值同比0.9%（3月为7.7%）。而前期公布的4月海关口径出口同比9.3%（3月为13.5%）。我们认为，两者差异或部分体现为工业企业的库存增加。4月规上工业企业产销率为97.2%，同比下降0.2个百分点，降幅较3月扩大0.1个百分点。外需回落也带动了工业增加值同比增速回落。4月工业增加值同比6.1%（3月为7.7%），其中制造业增加值同比6.6%（3月为7.9%）。分行业来看，受外需影响较大的纺织品、金属制品的增加值同比增速分别较3月下降2.8、2.2个百分点。而电气机械和器材增加值同比13.4%（3月为13.0%），或更多受到“两新”政策的支撑。服务业方面，低基数下，4月服务业生产指数同比6.0%，较3月的6.3%小幅回落。

政策主要体现为财政前置发力支撑基建以及“两新”政策的持续推进。1-4月固定资产投资同比4.0%，较1-3月回落0.2个百分点。其中设备更新改造支撑1-4月设备工器具投资累计同比18.2%，虽然较1-3月回落0.8个百分点，但是仍然高于整体投资增速。

1-4月广义基建投资同比小幅放缓至10.8%（1-3月为11.5%），仍保持高位增长。分项上，1-4月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比增长

25.5%、3.9%和8.6%，4月交运投资提速，其他行业则略有放缓。受新能源政策影响，分布式光伏在今年上半年迎来“抢装潮”，我们预计年内电力行业投资增速或有小幅回落。传统基建方面，4月交运投资低位反弹，近期沥青表观消费量改善或反映5月交运投资继续回升，不过水利市政仍占传统基建的主体，后续传统基建动能仍高度依赖政府债券的发行与使用能否有效提速。

**关税不确定性下，制造业投资增速小幅回落。**1-4月制造业投资累计同比8.8%(1-3月为9.1%)。其中计算机通信和其他电子设备制造业投资累计同比9.0%(1-3月为10.5%)，我们认为这或更多受到关税政策不确定性影响。而通用设备制造业、专用设备制造业投资累计同比分别为17.9%、8.4%，我们认为这或更多受到大规模设备更新改造政策的支撑。

**房地产近期数据走弱，房地产投资依旧承压。**需求端，量价双弱的现象初显。4月商品房销售面积同比下降2.1%(3月同比下降0.9%)，商品房销售金额同比下降6.7%(3月同比下降1.6%)跌幅均走阔。70城新房价格环比与3月持平于-0.1%，70城二手房价环比从3月的-0.2%走阔至-0.4%，同时4月中金同质二手房价格指数环比也从-0.3%下滑至-1.3%。4月300城土地市场成交面积同比由上月的26%下滑至-5%，成交价款同比由31%回落至28%。投资端，房地产投资和新开工面积仍承压，竣工和施工面积跌幅收窄，销售回款走弱拖累房企到位资金。4月全国新开工面积同比下降22.1%(3月同比-18.1%)，竣工面积同比下降27.9%(3月同比-24.4%)，施工面积同比下降25.1%(3月同比-32.7%)。4月房企到位资金同比下降5.3%(3月同比-3.9%)，定金及预收款同比下降8.5%(3月-1.4%)，个人按揭贷款同比下降12.7%(3月0.3%)。房地产开发投资完成额同比较3月的-10.0%进一步走阔至-11.3%，累计同比从1-3月的-9.9%下滑至-10.3%。

**以旧换新政策支撑社零保持较快增长。**4月，社零总额同比增长5.1%，增速较3月回落0.8个百分点。其中，以旧换新类零售额增速下降3个百分点至9.5%，非以旧换新类零售额增速下降0.4个百分点至4.3%，二者增长均有边际放缓。季末效应消退和耐用品零售均价下移，可能对社零增速形成一定影响。剔除汽

车后的以旧换新类商品零售额增速达到29.4%，是2012年以来（除1Q21疫情影响低基数时期）单月增速最快的一个月。家电（38.8%）、文化办公用品（33.5%）、家具（26.9%）、通讯器材（19.9%）等零售额均实现高速增长。汽车零售额增速从5.5%放缓至0.7%，拖累社零增速大约0.5个百分点，是4月社零放缓的主要拖累项。实际上，4月乘用车零售量同比增长14.5%，增速快于3月，而零售额增速的明显放缓，可能反映了价格下行的影响。



---

以上观点来自：2025年5月19日中金公司研究部已发布的《基建和“两新”短期缓冲关税影响——4月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

## 宏观专栏

### 宏观探市5月报：汇率仍是核心

美国方面，特朗普政府上任以来持续的不确定性促使美国经济边际转弱。一季度GDP环比年化增速-0.3%，低于预期的0.3%和前值2.4%，消费走低，企业大幅增加进口。不过美国经济虽然上行乏力，但下行也有底。居民只是延缓消费而非无力消费，企业虽预期走弱，但并未减少雇佣，劳动力市场基本稳健，地产需求也相对平稳。贸易不确定引发4月全球资本市场剧烈震荡，尤其罕见的美国股债汇“三杀”（详见[《特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值》](#)）。连续美债“杀”加速了政策调整，4月9日特朗普宣布对等关税延期90天，贸易谈判开启，助推市场在4月下旬开始修复。我们认为，中美日内瓦经贸会谈联合声明释放乐观信号，修复趋势有望在未来一个月持续。同时我们提示，美债上限立法最快可能在6月通过，7月开始美债净融资规模可能较大，并引发流动性紧缩风险（详见[《美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金》](#)）。

国内方面，4月国内市场受海外超预期关税政策影响，中国股市先抑后扬，整体呈现出较强的韧性。4月8日，中央汇金公司表示将发挥类“平准基金”作用，且央行表示将在必要时向中央汇金公司提供再贷款支持。4月25日政治局会议进一步释放稳增长政策预期，加强超常规逆周期调节。另一方面，中美关税缓和有望提振人民币与中国股市。往前看，国内政策继续落实，“美股例外论”终结叠加美元体系面临挑战，全球资金再平衡或带来资金回流中国。美元走弱利好新兴市场，特别是中国资产。市场尤其外资有望从当下的中短期交易AI boosted by China (ABC)，到中长期配置AI boosting China (ABC\*)（[《宏观探市3月报：中美重估，从交易ABC，到配置ABC\\*》](#)）。

美元指数的走势是理解近期全球市场变化的关键。过去两年，AI叙事支撑“美股例外论”，叠加美联储激进加息使得美元相对其他货币融资成本显著更高，美元逐渐成为了一个投资货币而非融资货币。海外资金持续流入美元资产，使得美元在美国贸易、财政双赤字走阔的情况下维持强势。今年1-3月，虽然美元开始走弱，但与美德利差的下滑基本同步，美元的下滑反映资金在美股和其

他股市间的重新配置。而4月以来，对等关税叠加参议院通过历史规模财政扩张方案，政策不确定性和债务可持续性的担忧动摇了美元资产的投资性，美国出现多次股债汇“三杀”，海外资金开始对泛美元资产产生质疑。在特朗普的贸易保护主义政策没有本质转向前，我们认为美元资产的投资属性或仍然存疑，特别是在美债上限即将通过美元流动性可能面临紧缩的情况下，系统性的美元资产去杠杆仍有发生的可能，弱美元或将是未来一段时期内的主线。具体到人民币汇率，在对等政策关税公布后，国内积极出台金融货币措施，市场信心较为稳定，人民币呈现出一定的韧性。同时，外汇市场供求延续改善，美元贬值预期下，净结汇率或进一步修复，对人民币形成支撑。



---

以上观点来自：2025年5月19日中金公司研究部已发布的《宏观探市5月报：汇率仍是核心》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

## 专题聚焦

### 行业产能周期走到哪了？

近年来产能周期对于行业配置的重要性抬升。过去3年行业表现与产能周期关联度较高，2023年7月我们发布《[从供给侧出清视角看行业投资机会](#)》，较早提出在总需求不足环境下，企业自发缩减资本开支是走出周期底部的关键，根据产能周期视角筛选的“供给出清”行业明显跑赢市场，而“供需失衡”的行业则是跌幅较大的行业。当前A股上市公司去产能已取得初步进展，1Q25非金融企业资本开支同比下降4.9%，已连续四个季度负增长，在建工程增速近年来首次转负，同比下滑2.5%，反映资本开支下滑已传导至产能建设与扩张。从行业层面，多数行业资本开支转为负增长并持续较长时间，产能周期面临的压力得到缓解，但另一方面也有部分行业基本面已逐步改善，在新需求的催化下资本开支开始重新扩张，我们认为这两类行业之中都存在一定的布局机会。本篇报告将结合最新业绩情况分析行业所处产能周期的位置，并自下而上梳理具备潜在投资机会的细分行业。

**典型的产能周期如何演绎？**我们结合资本开支和产能投放变化，以及反映基本面健康程度的指标，重点分析煤炭、工程机械、白酒等典型案例，对产能周期进行刻画。较为典型的产能周期往往会经历供过于求、资本开支收缩、产能投放逐步收缩至供给出清、以及需求改善后再度扩张的过程，由于目前大多数行业处于收缩期，我们结合反映供需指标的变化，进一步细分为六个阶段。

- 1) 阶段一：行业需求放缓导致供需失衡**，产能利用率阶段性下降，行业投入意愿下降，具体体现在资本开支增速回落，毛利率和ROE等经营指标开始下滑；
- 2) 阶段二：供过于求明显，供给侧持续收缩**，具体体现在行业资本开支转为负增长，资本开支/(固定资产+无形资产)指标明显下降，各类经营指标低迷；
- 3) 阶段三：行业资本开支下滑传递至建产能的放缓**，供给收缩初见成效，具体体现在资本开支维持下滑状态，在建工程增速放缓或者负增长，企业在建工程加速转固，经营指标未见好转；
- 4) 阶段四：供给侧出清较为充分**，具体体现在资本开支/折旧摊销接近1倍，投入和折损基本实现平衡，但不同行业该阈

值存在差别，磨底的时间长度也存在差别，若需求未改善则该阶段长达数年；**5) 阶段五：行业出清之后重回扩张，新一轮产能周期开启**，具体通常体现为行业资本开支率先转为正增长，产能利用率回升，行业经营指标有望改善；**6) 阶段六：行业加速扩张**，具体体现在该阶段资本开支相关指标大幅增长，资本开支/折旧摊销回到2倍以上，经营指标处于较好状态，但资本开支大幅扩张后的往往不确定性在上升，基本面持续好转对于需求持续增长依赖较高。**聚焦各阶段的市场表现**，通常在阶段一和阶段二，股价表现较弱；进入阶段三则股价相比市场不再大幅跑输，但不排除龙头公司可能率先走出低谷；如果在需求不足的环境下，率先进入阶段四可能超额收益逐步显现，成为股价由弱转强的转折，而阶段五具备相对确定性的超额收益阶段，阶段六可能处于行业股价由强转弱的转折，具体取决于行业需求持续性。我们更关注的是处于四五阶段的机会。

**基于产能周期的行业分析需要注意哪些问题？**首先，上述划分为较为典型的产能周期演绎过程，但并非所有行业都要经历上述所有阶段，长期需求增长前景的差别，以及建产能、去产能速度的差别，使得出清的时间跨度以及相关指标参考阈值也存在一定差异。适用范围方面，产能周期的逻辑不完全适用于全部行业，主要适用于制造业或固定资产投资关联度较高的领域，对于资本开支占比较低或以人工成本为主的服务业可能并不适用。

**大类行业的产能周期位置：各领域供给侧延续收缩，多数大类行业在建工程同比下滑，去产能取得一定成效**

从大类行业维度，我们观察到各领域的资本开支及产能扩张速度延续收缩，其中高端制造领域供需失衡问题得到一定改善，传统制造领域受需求下降的影响，资本开支收缩仍较为明显，具体来看：

**1) 从资本开支增速来看**，各领域资本开支增速延续为负，但一季度出现企稳迹象，除能源领域外其余领域资本开支同比降幅出现不同程度收窄，其中石油石化一季度下滑11.2%为能源领域主要拖累，高端制造板块受益于产业景气度上行，资本开支降幅收窄至-3.4% (vs.2024同比-14.9%)；过去三年资本开

支增加不多的传统制造领域资本开支同比较为平稳，1Q25同比下滑1.7%（vs. 2024同比-2.5%）。中上游的能源及原材料经历连续3年资本开支扩张后，2024/1Q25资本开支增速分别为-5.9%/-7.4%。

2) 从资本开支/折旧摊销的水平来看，多数领域该指标延续回落趋势，其中高端制造的指标2024年下降至1.6的历史最低水平，前期资本开支过快扩张的问题已得到缓解，传统制造经历长时期的收缩，资本开支/折旧摊销已降至1.28，再创历史新低。能源及原材料板块2024年该指标分别为1.46/1.35倍，处于历史中低位置水平。

3) 从实际的产能扩建情况来看，主要观测在建工程增速，资本开支长期负增长后供给侧收缩将逐步传导至产能，导致在建工程和固定资产依次转为负增长，反映企业扩产结束，供给出清较为充分。目前除能源领域外，其余领域资本开支增速均转为负增长，其中高端制造领域下滑最为明显，自3Q24转为负增长以来，1Q25进一步回落至-9.5%；传统制造在建工程已连续八个季度负增长，1Q25同比下降3.6%，同比降幅出现一定的企稳迹象。中上游的能源和原材料板块表现分化，其中能源领域在经历长期的产能收缩后，在建工程增速连续两季度实现30%以上正增长，原材料1Q25在建工程初步转负，同比-5.4%。

综合来看，从出清程度来看，当前传统制造出清持续的时间较长，高端制造和原材料前期存在一定的供过于求问题，当前也在供给侧明显收缩，而能源行业则处于此前出清之后目前已进入再度扩张的状态。

---

以上观点来自：2025年5月18日中金公司研究部已发布的《行业产能周期走到哪了？》

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号：S0080124070034

## 专题聚焦

### 美债、日债，与全球流动性趋紧

当地时间5月21日，20年期美债拍卖遇冷，中标利率升破5%，投标倍数跌至2.46<sup>1</sup>，引爆市场恐慌，美国市场再度出现股债汇“三杀”，10年期美债利率一度突破上行阻力位4.6%。同样的，5月20日日本国债拍卖结果也较冷，20年期投标倍数跌至历史低位2.5，10年日债利率站上1.5%<sup>2</sup>。我们认为，美、日债同步拍卖遇冷、利率上行，可能反映了当前全球流动性趋紧，而作为重要融资货币，日元流动性不足带来的外溢效应可能加速美国股债汇“三杀”。我们再次提示，随着特朗普“美丽大法案”（one big beautiful bill）通过在即，美债上限问题得到解决后，财政部可能在7-9月集中投放新增美债，美国市场遭受系统性流动性冲击的风险上升，美联储开启QE等扩表政策来救市的迫切性正在提升（参见《[美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金](#)》）。

#### 全球流动性收紧

2022年6月以来，主要发达国家央行同步开启QT。较2022年二季度，2024年底美、日、欧、英四大央行的资产占本地GDP比例分别下滑了12.1、14.0、29.3和17.6个百分点，如果仅考虑狭义流动性<sup>3</sup>，比例则分别下滑了0.57、13.6、14.6和14.4个百分点。综合来看，这四大央行所提供的总流动性水平已退至疫情前状态，但承接全球主要资产估值的压力已经远超疫情前水平。从2019年至今，可交易美债规模在从16.7万亿美元升至28.5万亿美元<sup>4</sup>，上涨71.3%<sup>5</sup>，美国上市企业市值从38.5万亿美元升至70.3万亿美元，上涨82.9%，而同期美国名义GDP增长仅有35.4%<sup>6</sup>，美股、美债市场相较GDP的比重相较疫情前明显增加。

从当下节点来看，全球流动性收紧对美国市场的影响较为明显。我们在《[宏](#)

<sup>1</sup> <https://www.barrons.com/articles/20-year-treasury-bond-auction-bba9d889>

<sup>2</sup> <https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/auction/calendar/2505e.htm>

<sup>3</sup> 指英国和美国央行账目下的reserve balance一项，日本央行选用金融机构存款一项，欧洲央行选用base money减去流通中的现金

<sup>4</sup> 截至今年4月，参考<https://www.dallasfed.org/research/econdata/govdebt>

<sup>5</sup> 截至2024年底，参考<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1LM883164115Q>

<sup>6</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/NGDPXDCUSA>

[《观探市5月报：汇率仍是核心》](#)中指出，过去两年，美元更多是一个投资货币而非融资货币，这主要是由于：1) AI 叙事下，美股相较其他股市存在更明显的成长性；2) 美联储加息并维持较高利率，美元融资成本较高，增加了投资者借入低息外币投资美元资产的套息交易规模。从资金流来看，海外对美国净投资量明显增加。换言之，美元资产及美元的价值很大程度上依赖海外资金。

**日债市场的风险显露出全球金融体系的脆弱性。**在低利率环境下，日元向来是重要的融资货币<sup>7</sup>。但近年来，随着通胀抬升，日本央行从2022年底开始调高收益率曲线控制（YCC）的波动上限，并于2024年3月全面终止YCC。结果是，一方面，日债利率开始逐步攀升；另一方面，日央行开始减少日债的购入。在通胀和利率趋势上行的情况下，海外购买日债的需求也在萎缩，承接日债的压力给到了日本本土的私人金融机构（如银行、私人养老金、保险金）和政府性机构（如日本养老金GPIF等）。而这些私人金融机构本身也持有大比例的海外资产，在日元流动性整体收紧、承接日债压力较大的情况下，美元资产的亏损可能进一步挤压其流动性，迫使资金回流日元资产。此外，伴随日债利率中枢抬升，日本险资养老金等资产负债管理类账户其负债规模收缩，相应地减少了资产端对长债尤其弱美元下美债的需求。对美元在不同交易时段的表现证明了这一点，自4月初以来，美元指数的下跌基本上发生在亚洲时段，可能反映日元资金正在从美元资产撤离。未来一两个月，面对国内通胀压力，叠加美日贸易谈判过程中较为敏感的汇率压力，我们预计日本央行重启YCC的可能性不大，日元流动性收紧的情况或较难改善。

### 流动性风险与重启QE

年初以来，我们在[《特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值》](#)[《美债季报：第二个流动性拐点》](#)等多篇报告中提示，今夏债务上限解决后恐加剧系统性流动性冲击的风险。今年1月下旬起，美债供给问题在债务上限的限制下得到缓解，一季度美债净融资仅2940亿美元，较年初的预期少了4460亿美元，在动用TGA资金的情况下，美元狭义流动性整体平稳（参见[《美国债务](#)

<sup>7</sup> [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2409y.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409y.htm)

[上限的解决路径与资产含义](#)》)。往前看，特朗普“美丽大法案”(one big beautiful bill) 通过在即，长期来说，CRFB预计该法案将增加赤字3.3-5.2万亿美元<sup>8</sup>，基本符合我们对特朗普新任期内美国延续大财政的判断(参见《[特朗普+贝森特：财政难紧缩](#)》)。短期来看，我们预计美债上限可能在6月得到解决，考虑补充TGA以及偿还“非常措施”挪用的资金，从7月起至9月间，美债的净融资量可能达到1.25万亿美元<sup>9</sup>，恐将大幅收紧美元流动性。这种供给增加的预期可能在7月前便推动利率持续上行，在美联储和日本央行短期难介入的情况下，我们预计10年期美债利率可能在未来一两个月逐步升至4.8%，7月后随着美债供给大幅增加，利率恐冲破5%。

利率短时间大幅走高，波动率上升，叠加流动性紧缩可能将压制美股，将加剧美元资产敞口较大的日本金融机构去美元资产的压力，并加速高杠杆的美国对冲基金降低美债基差交易(basis trade)、美债互换利率利差交易(swap spread trade)和美国企业信用债的仓位(参见《[美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金](#)》)，推动海外资金流出，恐导致美国股债汇“三杀”系统性、间歇性上演(参见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》)。如果作为美元流动性核心抵押品的美债出现问题，可能诱发系统性金融风险(参见《[新宏观范式下的金融裂缝](#)》)，美联储或被迫开启QE等扩表类政策，释放流动性以稳住市场，进一步加剧美元贬值。此外，建议关注美国主权财富基金的建立和注资，及潜在的抄底和托举美元资产。

---

以上观点来自：2025年5月22日中金公司研究部已发布的《美债、日债，与全球流动性趋紧》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

---

<sup>8</sup> <https://www.crfb.org/blogs/house-reconciliation-bill-would-massively-increase-near-term-deficits>

<sup>9</sup> 包括补充TGA的3500亿美元，偿还非常措施的约3000亿美元，和7-9月本身的融资需求约6000亿美元

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.5.19 中国图说中国宏观周报：对美出口回暖
- 2025.5.19 宏观探市：5月报：汇率仍是核心
- 2025.5.19 联合解读：中金5月数说资产
- 2025.5.19 中国宏观热点速评：基建和“两新”短期缓冲关税影响——4月经济数据点评
- 2025.5.22 宏观探市：美债、日债，与全球流动性趋紧

### 策略及大宗商品

- 2025.5.19 有色金属：聚焦：氧化铝：供应风险难改宽松格局
- 2025.5.19 大宗商品：数据观察：4月数据点评：从关税影响回归基本面

### 固定收益

- 2025.5.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.5.19 信用债收益率跟踪周报：信用债收益率短端下行，利差收窄
- 2025.5.19 简评：内需仍待提振，政策仍有空间，债牛延续——2025年4月经济数据分析
- 2025.5.20 简评：非对称降息，缓解银行息差压力，利好债市
- 2025.5.20 专题研究：企业财务表现总体偏弱——债券发行人2024年年报和2025年一季报点评
- 2025.5.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.5.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.5.23 简评：4月利率债发行放缓，商业银行配置积极——2025年4月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.5.23 资产证券化分析周报：简评ABS扩募试点新规
- 2025.5.23 专题研究：规范化发展的理财有何新变化

### 行业

- 2025.5.19 银行：1Q25银行监管数据点评：仍看好头部银行的盈利稳定性
- 2025.5.19 有色金属：几内亚矿山停运发酵，氧化铝价格有望攀升
- 2025.5.19 电力电气设备：工控2024及1Q25业绩回顾：1Q25需求有所改善，AIDC和人形机器人共舞
- 2025.5.19 金融：理财委外与公募基金配置有何变化？——4Q24&1Q25回顾

- 2025.5.19 REITs: 公募REITs周报(5.12-5.16): 市场有所回暖, 关注板块分化
- 2025.5.19 主题研究: 光伏周谈 | 需求走弱产业链降价, 美国补贴调整初现端倪 (25年第20周)
- 2025.5.19 房地产: 4月一二手房销售边际走弱, 房地产投资承压
- 2025.5.19 建筑与工程: 4月固投: 固投增速边际放缓, 水泥市场需求减弱
- 2025.5.20 科技硬件: NVIDIA的ComputeX 2025: 更多样的终端, 更开放的生态
- 2025.5.20 可选消费: 数说消费5月刊: 内需总体坚韧, 家电、金饰、化妆品走强
- 2025.5.20 可选消费: 4月社零同增5.1%, 消费提振政策持续发力
- 2025.5.20 不动产与空间服务: 周评#439: 二手房销售量同比趋弱, 挂牌价延续跌势
- 2025.5.20 汽车及零部件: 十年展望(六): 助力经济内循环, 再论汽车政策工具箱
- 2025.5.20 银行: 如何理解非对称降息?
- 2025.5.21 银行: 区域行观察: 成渝发展下的银行经营与投资
- 2025.5.21 东南亚研究: 东南亚5月报告: 宏观、互联网与消费
- 2025.5.21 煤炭: 4月点评: 供给边际收缩, 需求延续弱势
- 2025.5.21 日常消费: 营养健康食品: 市场分层及竞争要素解析
- 2025.5.21 机械: 光伏设备2024及1Q25业绩回顾: 新签订单磨底, 盈利能力承压
- 2025.5.22 电力电气设备: 海外电力设备跟踪: 电网互联+海风送出需求共振, 高压直流输电建设加速
- 2025.5.22 汽车及零部件: 乘用车出海洞察#4: 海外车市表现分化; 新能源出口逆势启航
- 2025.5.22 传媒互联网: 4月电商月报: 线上实物零售增长延续
- 2025.5.24 机械: 磨床一产业升级与资本竞逐的黄金期

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn