

美股还有上行空间吗？

定期报告

——宏观与大类资产周报

频率：每周

国内方面，经济结构显著分化：新能源与高新技术领域受益于不确定性，传统经济则受制于成本上行。4 月 PPI 同比升至 2.8%，预计 5 月 PPI 同比至少 4.0%；4 月新增全口径人民币信贷罕见转负，企业信贷拖累最大。

资产方面，高油价、高通胀相当于“加息”，进而，1999-2000 年，亚洲金融危机结束后美联储加息期间的美股表现可作参考。1999 年 6 月首次加息靴子落地至 7 月中，美股大涨；但 8 月再度加息令纳指回吐前期涨幅，随后两个月震荡上移；但 10 月下旬纳指甩开标普和道指一骑绝尘，此间美联储于 11 月第三次加息；2000 年 1-2 月纳指继续飙涨阶段，标普与道琼斯已然转跌；直至 2000 年 3 月美联储第四次加息才令纳指转跌。1999-2000 年的走势表明在流动性与风险偏好尚可之际，成本攀升率先打压的仍是传统行业，高景气方向反而更具虹吸效应，与当下一致。但若标普与道琼斯转跌，纳指仍在上涨就表明经济即将衰退、流动性亦不再充裕，或为极端危险信号。5 月 13 日标普席勒市盈率高达 42.32 倍（历史峰值 44.19）。美股极有可能已经非常接近本轮顶部，但在三大股指走势分化前，纳指或仍有空间。若美伊能在未来两月内达成协议，油价暂时回落，重燃降息预期，或可拉长美股涨势至明年。就国内权益而言，美联储降息预期来临前，格局分化、波动加剧或仍是主要特征。

- 1、国内方面：经济结构显著分化：新能源与高新技术领域受益于不确定性，传统经济则受制于成本上行。4 月 PPI 同比升至 2.8%，预计 5 月 PPI 同比至少 4.0%；4 月新增全口径人民币信贷罕见转负，企业信贷拖累最大。
- 2、海外方面：1) 特朗普访华加强了中美关系的稳定性、可控性，特朗普表示中美关系“正处于历史性转折点”，中方通稿提出“建设性战略稳定关系”，是对“新型大国关系”的延伸。习主席用“四个稳定”精准概括了新定位的四重内涵。这次访华在贸易采购和市场准入上达成一定成果，在技术、地缘等问题时尚未形成一致意见。2) 美国 4 月 CPI 同比 3.8%、PPI 同比 6.0%，打消了市场的降息预期，关注沃什上台后对通胀规则提法的变化。
- 3、资产方面：高油价、高通胀相当于“加息”，进而，1999-2000 年，亚洲金融危机结束后美联储加息期间的美股表现可作参考。1999 年 6 月首次加息靴子落地至 7 月中，美股大涨；但 8 月再度加息令纳指回吐前期涨幅，随后两个月震荡上移；但 10 月下旬纳指甩开标普和道指一骑绝尘，此间美联储于 11 月第三次加息；2000 年 1-2 月纳指继续飙涨阶段，标普与道琼斯已然转跌；直至 2000 年 3 月美联储第四次加息才令纳指转跌。1999-2000 年的走势表明在流动性与风险偏好尚可之际，成本攀升率先打压的仍是传统行业，高景气方向反而更具虹吸效应，与当下一致。但若标普与道琼斯转跌，纳指仍在上涨就表明经济即将衰退、流动性亦不再充裕，或为极端危险信号。5 月 13 日标普席勒市盈率高达 42.32 倍。美股极有可能已经非常接近本轮顶部，但在三大股指走势分化前，纳指或仍有空间。若美伊能在未来两月内达成协议，油价暂时回落，重燃降息预期，或可拉长美股涨势至明年。就国内权益而言，美联储降息预期来临前，格局

相关报告

- 1、《非银存款大增或受益于权益积极表现——2026 年 4 月金融数据点评报告》2026-05-15
- 2、《核心通胀实际升温并不严重——美国 4 月 CPI 点评》2026-05-13
- 3、《PPI 上下游涨价分化加剧——2026 年 4 月通胀数据点评》2026-05-11

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
王添宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

分化、波动加剧或仍是主要特征。

货币流动性跟踪（5月11日—5月15日）

资金价格小幅下行，资金面延续宽松格局，央行继续“削峰填谷”

□ 流动性复盘：

本周，银行间市场流动性整体维持宽松，资金价格整体下行。同时央行最新发布的《一季度货币政策执行报告》表示继续维持适度宽松基调，但删去了此前“降准降息”的具体表述，新增“增强政策前瞻性灵活性针对性”，短期仍以“灵活运用多种货币政策工具，加强货币财政政策协同配合”为主，总量型宽松的降准降息大概率难以落地。此外，1至4月存贷差累计值约4.2万亿元，较去年同期多增2.6万亿，这与当前流动性充裕表现一致。在实体经济融资需求偏弱背景下，央行大概率延续“削峰填谷”、“地量滴灌”操作，且随着政府债放量以及缴税等，货币市场利率中枢或将从当前低位出现小幅、渐进式抬升。

公开市场操作方面，5月11日—5月15日，共有535亿7天期逆回购与800亿元国库现金定存到期，央行累计开展了25亿7天期逆回购、3000亿元6M期买断式逆回购操作，实现净投放1690亿。往后看，下周（5月18日—5月22日）7天逆回购到期25亿，6M期买断式逆回购到期8000亿。

□ 货币市场：

资金价格方面，本周R001、DR001、R007、DR007价格中枢分别为1.29%、1.25%、1.35%、1.37%；周度均值来看，R001、R007、DR007资金价格较前一周分别下跌了0.5、1.10、3.32bp，DR001资金价格较前一周上升了0.43bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额81856.11亿元，较上周增加了18069.17亿元。

□ 政府债：

本周，地方政府债净融资1117.12亿元，国债净融资816.50亿元，合计净融资约1933.62亿元，同时政府债净缴款合计为4303.21亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（5月18日-5月22日），地方政府债计划发行1817.07亿元，净融资规模1187.08亿元，国债计划发行1150亿元，净融资规模1150亿元，同时政府债净缴款合计约2716.08亿元。

□ 同业存单：

一级市场方面，截至5月15日，各期限同业存单利率中枢走势分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y同业存单利率中枢分别为1.33%、1.42%、1.44%、1.47%、1.50%，较上周分别变动-2.91、+1.23、-3.92、-5.92、-0.83bp。二级市场，周度均值来看，1个月AAA同业存单下行4.11bp至1.2765%，3个月AAA同业存单下行1.71bp至1.3593%，9个月AAA同业存单下行1.61bp，一年AAA同业存单下行1.42bp。

大类资产表现跟踪（5月11日—5月15日）

□ 权益：

- 1) A股市场：三大指数前半周震荡上行，后半周回落。
- 2) 港股市场：先扬后抑、震荡下行。
- 3) 美股：三大指数收涨，科技成长修复明显。

□ 债券：

1) 国内：债券利率连续多周下行。

2) 海外：十年美债收益率先升后回，周度小幅上行。

□ 大宗：黄金重震荡回落；原油 WTI 和布油反弹。

□ 外汇：美元震荡上行；人民币先强后弱、整体偏弱。

□ 风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。

正文目录

一、宏观周观点（5月17日）	5
二、货币流动性跟踪周报（5月11日-5月15日）	6
三、大类资产总体回顾（5月11日-5月15日）	8

图表目录

图 1：交易所利率走势	7
图 2：资金价格走势	7
图 3：1 年期同业存单发行利率	7
图 4：AAA 中债同业存单二级收益率	7
图 5：AAA 同业存单期限利差	8
图 6：国股转贴票据利率走势	8
图 7：A 股主要市场指数变化幅度	10
图 8：全球股票市场走势	10
图 9：国内债市信用利差和期限利差	10
图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）	10
图 11：美债期限利差	10
图 12：中美利差变化趋势	10
图 13：南华指数的变化幅度	11
图 14：黄金价格与美元指数	11
图 15：人民币兑主要货币汇率波动	11
图 16：美元兑人民币	11
表 1：大类资产表现（上周、上周、月初至今、年初至今）	9

一、宏观周观点（5月17日）

1、国内方面：经济结构显著分化：新能源与高新技术领域受益于不确定性，传统经济则受制于成本上行。4月PPI同比升至2.8%，预计5月PPI同比至少4.0%；4月新增全口径人民币信贷罕见转负，企业信贷拖累最大。

2、海外方面：1）特朗普访华加强了中美关系的稳定性、可控性，特朗普表示美中关系“正处于历史性转折点”，中方通稿提出“建设性战略稳定关系”，是对“新型大国关系”的延伸。习主席用“四个稳定”精准概括了新定位的四重内涵。这次访华在贸易采购和市场准入上达成一定成果，在技术、地缘等问题时尚未形成一致意见。2）美国4月CPI同比3.8%、PPI同比6.0%，打消了市场的降息预期，关注沃什上台后对通胀规则提法的变化。

3、资产方面：高油价、高通胀相当于“加息”，进而，1999-2000年，亚洲金融危机结束后美联储加息期间的美股表现可作参考。1999年6月首次加息靴子落地至7月中，美股大涨；但8月再度加息令纳指回吐前期涨幅，随后两个月震荡上移；但10月下旬纳指甩开标普和道指一骑绝尘，此间美联储于11月第三次加息；2000年1-2月纳指继续飙涨阶段，标普与道琼斯已然转跌；直至2000年3月美联储第四次加息才令纳指转跌。1999-2000年的走势表明在流动性与风险偏好尚可之际，成本攀升率先打压的仍是传统行业，高景气方向反而更具虹吸效应，与当下一致。但若标普与道琼斯转跌，纳指仍在上涨就表明经济即将衰退、流动性亦不再充裕，或为极端危险信号。5月13日标普席勒市盈率高达42.32倍。美股极有可能已经非常接近本轮顶部，但在三大股指走势分化前，纳指或仍有空间。若美伊能在未来两月内达成协议，油价暂时回落，重燃降息预期，或可拉长美股涨势至明年。就国内权益而言，美联储降息预期来临前，格局分化、波动加剧或仍是主要特征。

国内：

1. 5月11日，国家统计局发布4月通胀数据。4月CPI环比+0.30%，高于季节性水平0.4个百分点，同比录得1.2%；4月PPI同比+2.8%，较上月扩大了2.3个百分点；环比录得1.7%，连续7个月上涨，且涨幅较3月的1.0%更进一步。

2. 5月14日，央行更新4月金融数据。1）社融新增0.62万亿，增速7.8%（前值7.9%）2）人民币贷款减少100亿，增速5.6%（前值5.7%）3）M2同比增长8.6%（前值8.5%），M1-M2增速差-3.6%（前值-3.4%）。

3. 5月15日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取贯彻落实中央城市工作会议部署和实施城市更新进展情况汇报；审议通过《城市更新“十五五”规划》《加快农业农村现代化“十五五”规划》；研究人口发展有关工作；研究基础教育改革发展有关工作。

海外：

1. 5月12日，美国劳工统计局（BLS）发布4月CPI，核心通胀超预期反弹。4月美国CPI环比+0.64%，预期+0.6%，前值+0.87%；同比+3.81%，预期+3.7%，前值+3.26%；核心CPI环比上升0.4%，预期上升0.3%；核心CPI同

比增长 2.8%，预估为 2.7%，前值为 2.6%。

2. 5 月 13 日至 15 日，美国总统特朗普对中国进行国事访问。当地时间 15 日下午，特朗普返回白宫时表示，他在北京与中国领导人举行的峰会是一个“历史性时刻”，双方达成了许多重要协议，完成了很好的贸易协议。

二、货币流动性跟踪周报（5 月 11 日-5 月 15 日）

资金价格小幅下行，资金面延续宽松格局，央行继续“削峰填谷”

流动性复盘

本周，银行间市场流动性整体维持宽松，资金价格整体下行。同时央行最新发布的《一季度货币政策执行报告》表示继续维持适度宽松基调，但删去了此前“降准降息”的具体表述，新增“增强政策前瞻性灵活性针对性”，短期仍以“灵活运用多种货币政策工具，加强货币财政政策协同配合”为主，总量型宽松的降准降息大概率难以落地。此外，1 至 4 月存贷差累计值约 4.2 万亿元，较去年同期多增 2.6 万亿，这与当前流动性充裕表现一致。在实体经济融资需求偏弱背景下，央行大概率延续“削峰填谷”、“地量滴灌”操作，且随着政府债放量以及缴税等，货币市场利率中枢或将从当前低位出现小幅、渐进式抬升。

公开市场操作方面，5 月 11 日—5 月 15 日，共有 535 亿 7 天期逆回购与 800 亿元国库现金定存到期，央行累计开展了 25 亿 7 天期逆回购、3000 亿元 6M 期买断式逆回购操作，实现净投放 1690 亿。往后看，下周（5 月 18 日—5 月 22 日）7 天逆回购到期 25 亿，6M 期买断式逆回购到期 8000 亿。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.29%、1.25%、1.35%、1.37%；周度均值来看，R001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下跌了 0.5、1.10、3.32bp，DR001 资金价格较前一周上升了 0.43bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 81856.11 亿元，较上周增加了 18069.17 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 1117.12 亿元，国债净融资 816.50 亿元，合计净融资约 1933.62 亿元，同时政府债净缴款合计为 4303.21 亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（5 月 18 日-5 月 22 日），地方政府债计划发行 1817.07 亿元，净融资规模 1187.08 亿元，国债计划发行 1150 亿元，净融资规模 1150 亿元，同时政府债净缴款合计约 2716.08 亿元。

同业存单：

一级市场方面，截至 5 月 15 日，各期限同业存单利率中枢走势分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.33%、1.42%、1.44%、1.47%、1.50%，较上周分别变动-2.91、+1.23、-3.92、-5.92、-0.83bp。

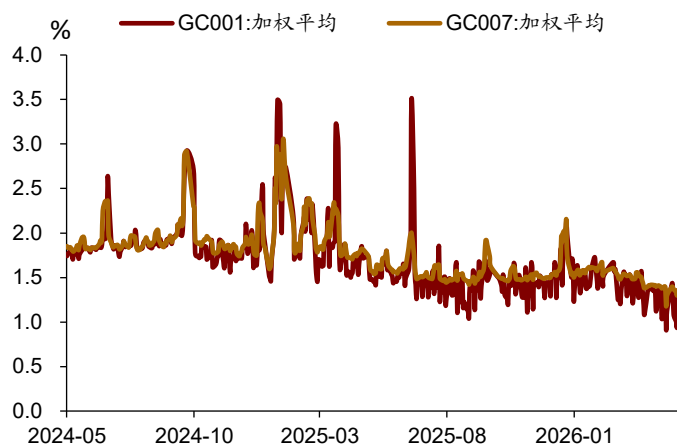
二级市场方面，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 4.11bp 至 1.2765%，

3 个月 AAA 同业存单下行 1.71bp 至 1.3593%，9 个月 AAA 同业存单下行 1.61bp，一年 AAA 同业存单下行 1.42bp。

汇率变动：

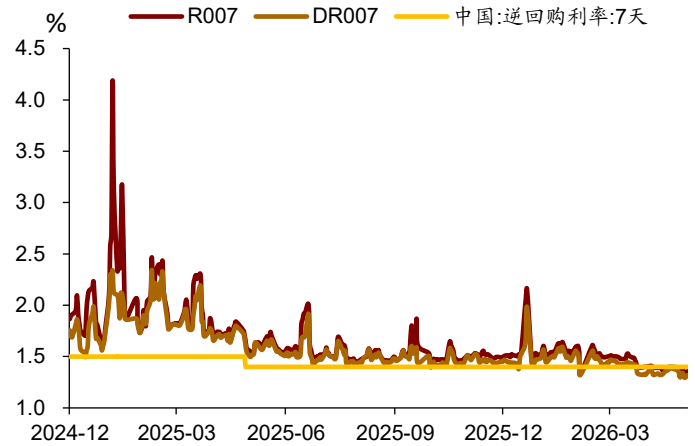
上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币集体走强，截至 5 月 15 日收盘价，分别录得 6.7973、6.8415，与 5 月 8 日相比，人民币离岸价调升 66 个基点，中间价调升 87 个基点。

图 1：交易所利率走势



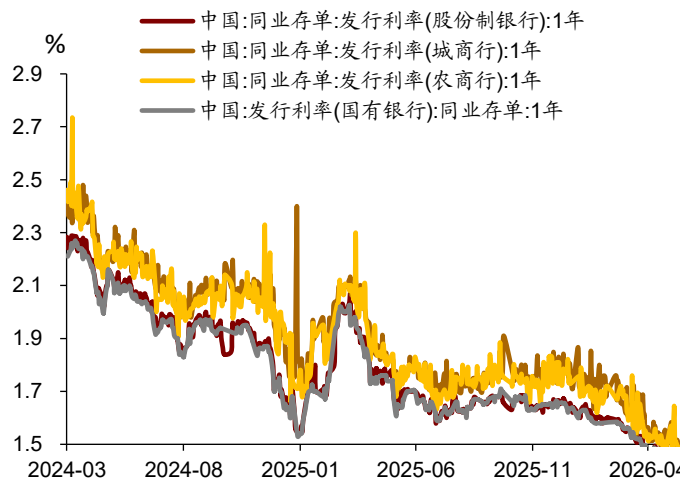
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



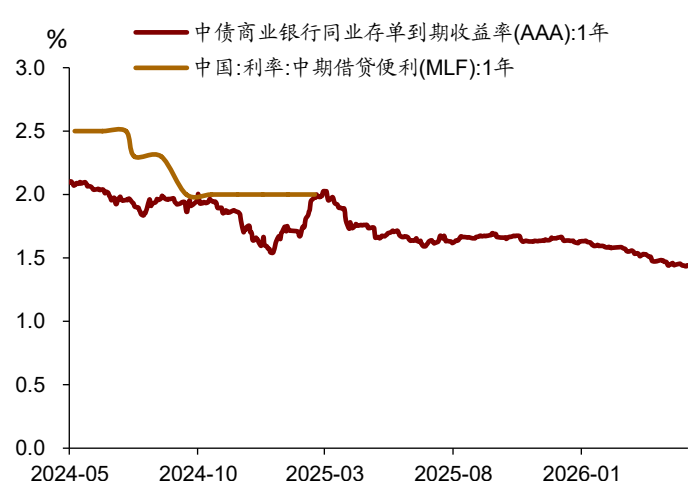
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



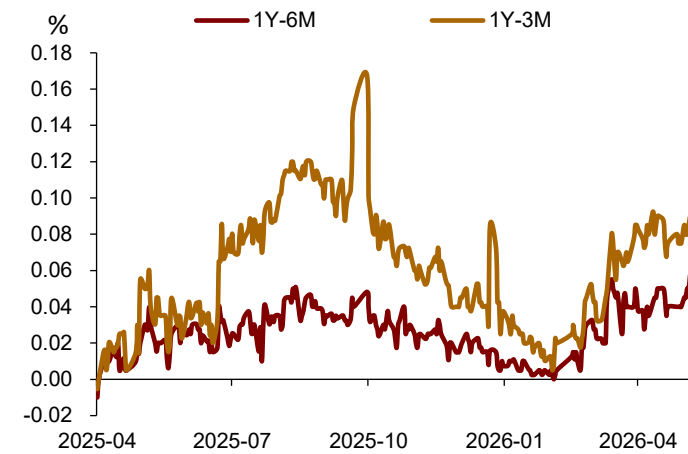
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



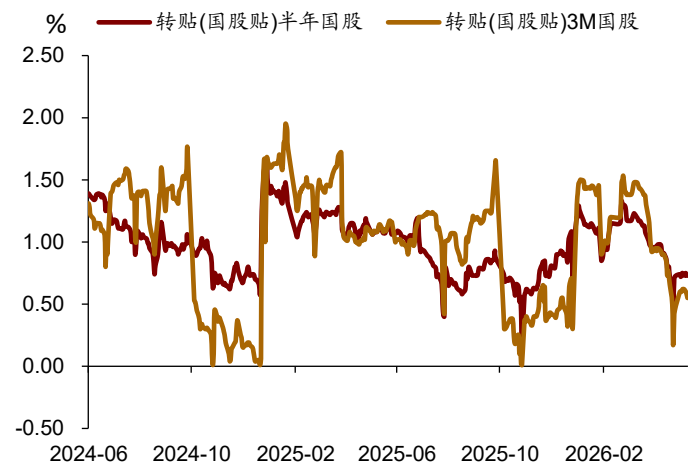
资料来源：Wind，招商证券

图 5: AAA 同业存单期限利差



资料来源: Wind, 招商证券

图 6: 国股转贴票据利率走势



资料来源: Wind, 招商证券

三、大类资产总体回顾（5 月 11 日-5 月 15 日）

□ 权益:

- 1) A 股市场: 三大指数前半周震荡上行, 后半周回落。
- 2) 港股市场: 先扬后抑、震荡下行。
- 3) 美股: 三大指数收涨, 科技成长修复明显。

□ 债券:

- 1) 国内: 债券利率连续多周下行。
- 2) 海外: 十年美债收益率先升后回, 周度小幅上行。

□ 大宗: 黄金重震荡回落; 原油 WTI 和布油反弹。

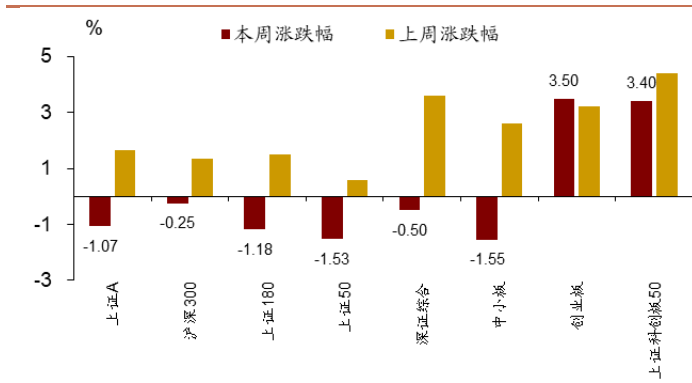
□ 外汇: 美元震荡上行; 人民币先强后弱、整体偏弱。

表 1：大类资产表现（上周、上周、月初至今、年初至今）

	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	4135.39	-1.07%	1.65%	0.56%	4.20%
		深证成指	15561.37	-0.02%	3.02%	3.00%	15.06%
		中小板指数	9500.95	-1.55%	2.61%	1.02%	14.97%
		创业板指数	3929.06	3.50%	3.24%	6.85%	22.66%
		沪深300	4859.59	-0.25%	1.34%	1.09%	4.96%
	港股	恒生指数	25962.73	-1.63%	2.39%	0.72%	1.30%
		恒生中国企业指数	8691.03	-2.23%	2.39%	0.11%	-2.50%
	美股及其它	道琼斯工业	49526.17	-0.17%	0.22%	-0.25%	3.04%
		标准普尔500	7408.50	0.13%	2.33%	2.77%	8.22%
		纳斯达克综指	26225.14	-0.08%	4.51%	5.35%	12.84%
		欧元区STOXX50	5827.76	-1.42%	0.51%	-0.91%	0.63%
		伦敦富时100	10195.37	-0.37%	-1.26%	-1.77%	2.66%
		巴黎CAC40	7952.55	-1.97%	-0.03%	-2.00%	-2.42%
		法兰克福DAX	23950.57	-1.59%	0.19%	-1.41%	-2.20%
		日经225	61409.29	-2.08%	5.38%	5.68%	24.46%
		韩国综指	7493.18	-0.06%	13.63%	13.55%	77.81%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.21%	1.95BP	2.51BP	4.46BP	-13.06BP
		国债收益率:10Y	1.77%	0.10BP	1.75BP	1.85BP	-8.15BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.56%	-1.85BP	-0.76BP	-2.61BP	4.91BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.30%	-3.24BP	-2.32BP	-5.56BP	-4.46BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.30%	-3.69BP	-1.78BP	-5.47BP	-6.78BP
		SHIBOR:1周	1.31%	-3.20BP	-4.60BP	-9.20BP	-65.70BP
		DR007	1.32%	-1.79BP	-5.32BP	-9.55BP	-68.79BP
	海外	10Y美国国债收益率	4.59%	21.00BP	-1.00BP	19.00BP	41.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	50BP	2.00BP	-3.00BP	-2.00BP	-21.00BP
		10Y法国国债收益率	3.97%	34.40BP	-6.90BP	12.70BP	26.00BP
		10Y德国国债收益率	3.19%	11.00BP	-10.00BP	25.00BP	25.00BP
		10Y意大利国债收益率	3.96%	22.70BP	-13.40BP	-8.00BP	27.20BP
		10Y国债中美利差	-282BP	-20.90BP	6.04BP	-17.15BP	-49.15BP
大宗商品	国内	2Y国债中美利差	-282BP	-19.75BP	4.43BP	-19.19BP	-70.72BP
		原油	651.71	4.64%	-8.73%	-4.49%	50.55%
		沪金	1006.93	-3.21%	2.19%	-1.09%	2.76%
		螺纹钢	3249.00	-0.79%	2.22%	1.40%	3.90%
		沪铜	104689.75	0.13%	3.58%	3.72%	6.49%
		沪铝	24412.36	-0.28%	0.12%	-0.16%	6.36%
	全球	谷物	484.66	-0.62%	-2.25%	-2.86%	4.91%
		布伦特原油	109.26	7.87%	-6.36%	-4.17%	79.56%
		COMEX黄金	4524.30	-4.24%	2.54%	-2.04%	4.62%
		LME铜	13595.00	0.73%	4.10%	3.90%	9.07%
		LME铝	3578.00	1.91%	-0.31%	2.82%	19.75%
		CBOT大豆	1177.00	-2.57%	0.39%	-1.55%	12.36%
外汇		美元兑人民币(离岸)	6.81	0.27%	-0.52%	-0.26%	-2.31%
		欧元兑人民币	7.95	-0.75%	0.10%	-0.65%	-3.43%
		美元指数	99.27	1.45%	-0.37%	1.21%	1.01%
		美元兑欧元	0.86	1.39%	-0.55%	0.90%	0.94%

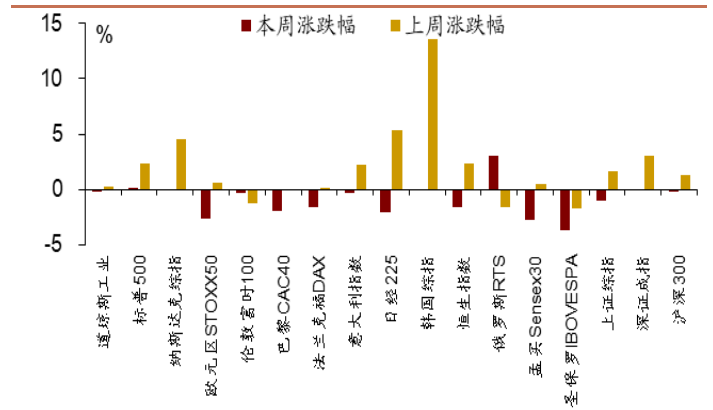
资料来源：Wind，招商证券

图 1: A 股主要市场指数变化幅度



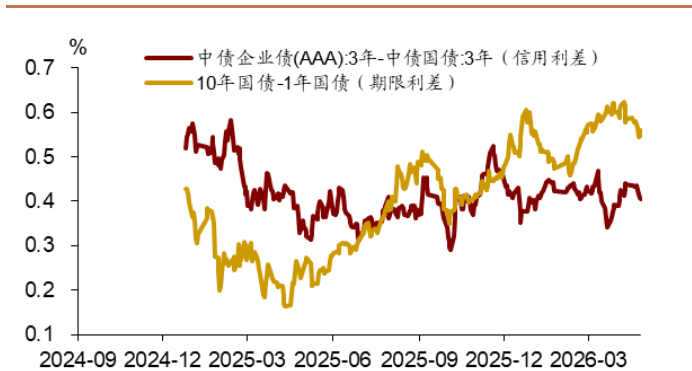
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 全球股票市场走势



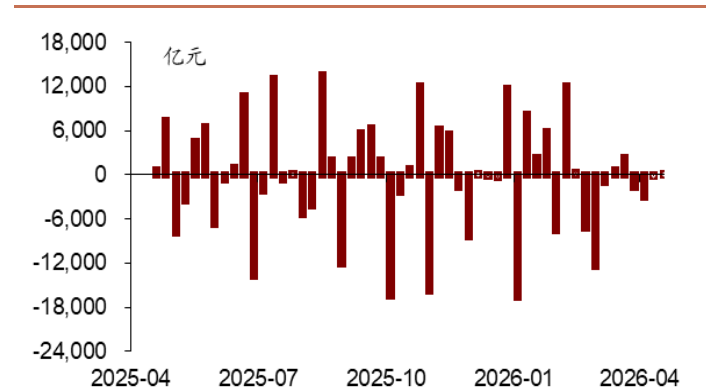
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 国内债市信用利差和期限利差



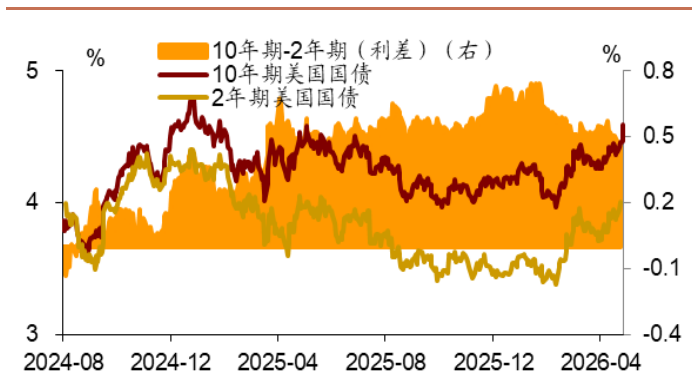
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 货币净投放量变化(公开市场操作)



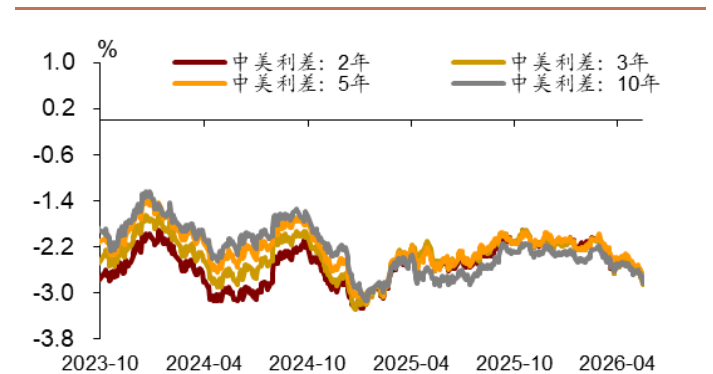
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 美债期限利差



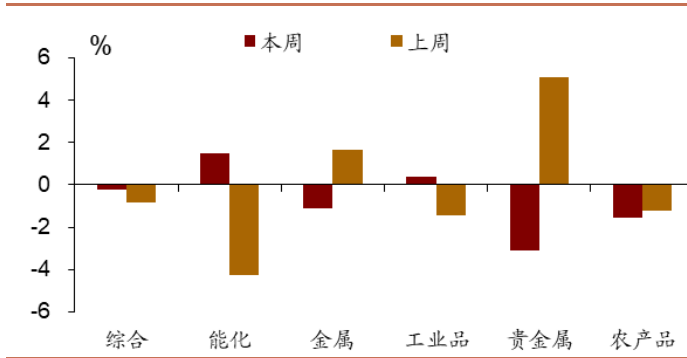
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 中美利差变化趋势



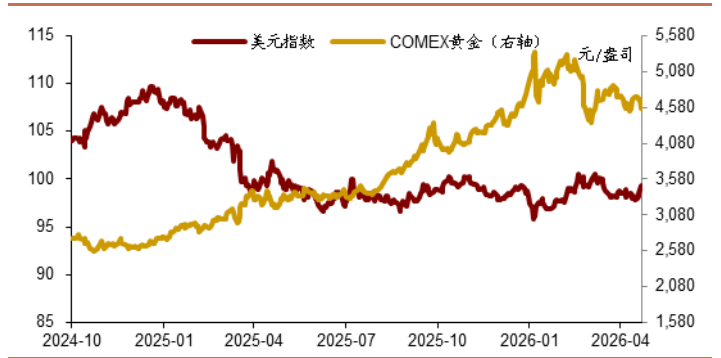
资料来源: Wind、招商证券

图 7：南华指数的变化幅度



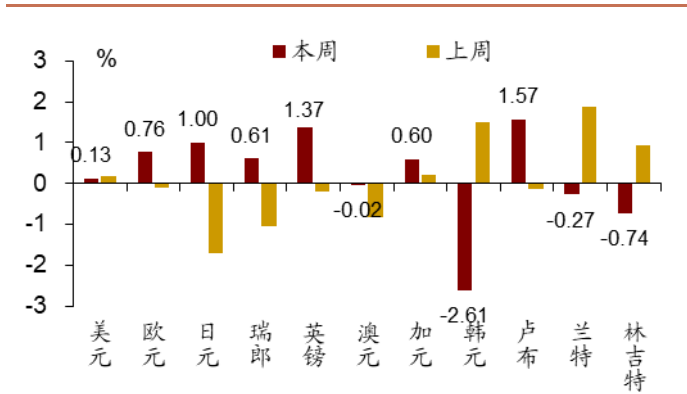
资料来源：Wind、招商证券

图 8：黄金价格与美元指数



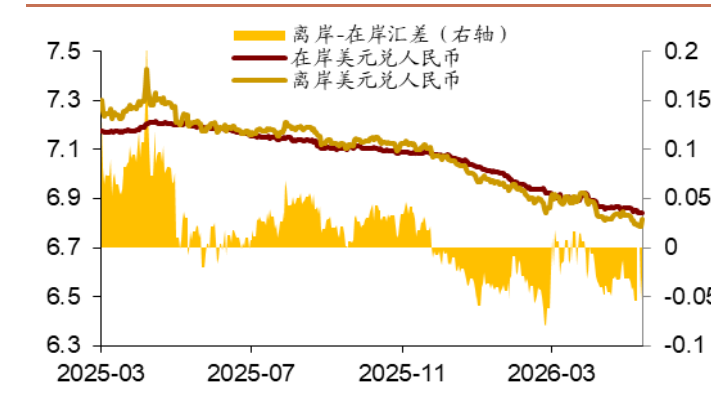
资料来源：Wind、招商证券

图 9：人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：Wind、招商证券

图 10：美元兑人民币



资料来源：Wind、招商证券



分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。