

“合作力”与确定性

证券研究报告

2026年05月26日

政策与大类资产配置周观察

作者

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

叶慧超 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525030001
yehuichao@tfzq.com

相关报告

- 1 《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》 2026-05-25
- 2 《投资策略：沃什要做格林斯潘-港股策略周观察》 2026-05-25
- 3 《投资策略：A 股策略周报-美伊谈判进入关键窗口》 2026-05-24

习近平主席同俄罗斯总统普京会谈。5月20日上午，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俄罗斯总统普京举行会谈。习近平指出，今年是中俄战略协作伙伴关系建立30周年和《中俄睦邻友好合作条约》签署25周年。中俄两国签署睦邻友好合作条约，以法律形式确立了长期睦邻友好、全面战略协作的制度基础，中俄关系由此实现跨越式发展。

国常会研究推进全国统一大市场建设有关工作。国务院总理李强5月21日主持召开国务院常务会议，研究推进全国统一大市场建设有关工作，审议通过《现代化应急体系建设“十五五”规划》，讨论《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案）》。会议指出，建设全国统一大市场是构建新发展格局、推动高质量发展的需要。

国内外政策导向分析

上周（5.17-5.24）海外政策聚焦于商务部解读中美经贸磋商初步成果，中美经贸团队围绕关税问题深入沟通，就有关双边关税做出安排；美联储4月会议纪要释放鹰派信号，据纪要显示许多与会者表示，倾向于删除会后声明中暗示未来利率决策偏向宽松的措辞；美联储新主席沃什正式宣誓就职。

上周（5.17-5.24）国内政策主要聚焦于习近平主席在人民大会堂同俄罗斯总统普京举行会谈；国常会研究推进全国统一大市场建设有关工作；李强总理和丁薛祥副总理在多地调研；货币财政方面，中国人民银行召开2026年内审工作会议；财政部与央行联合工作组召开第四次组长会议；资本市场方面，证监会等八部门发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》；证监会严肃查处老虎等机构非法跨境展业案件；产业方面，国办印发《稳岗扩容提质行动方案》；农业农村部召开生猪产能综合调控部署视频会议；商务部美大司负责人解读了中美经贸磋商的初步成果；2026年度长三角地区主要领导座谈会在上海举行；郑商所7个品种同步对外开放；国办出台《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》；中美同意开展人工智能政府间对话；其他金融方面，金管总局出台《关于做好2026年小微企业金融服务工作的通知》；地产方面，住建部印发《城市公共供水管网漏损治理可复制政策机制》。

1、权益：A股方面，受中东战争可能升级预期影响，上周A股各大指数基本维持震荡，其中上证综指、沪深300和中证100小幅回落，其余指数小幅反弹，万得微盘股指数微幅回落1.37%。政策影响：统计局数据显示4月投资有所回落；八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》。

2、固收：上周整体净回笼资金3985亿元（含国库现金）。央行此前多重工具释放流动性后资金压力持续缓解，上周市场流动性趋于平稳，5月22日DR007反弹至1.36%。政策影响：财政部与中国人民银行联合工作组召开第四次组长会议；前4月中国财政收入同比增长3.5%。

3、大宗商品：上周有色金属有所回升；原油上周有所回落；上周贵金属小幅回落；上周黑色金属小幅下跌；上周猪肉价格有所反弹。政策影响：西南铝产量连续3个月创历史新高；《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》印发；中国香港计划7月建设黄金清算中心；厦门市出台六条住房公积金新政，进一步松绑公积金使用条件以支持合理住房需求；农业农村部部署落实新修订的生猪产能综合调控实施方案。

4、外汇：地缘冲突下美元指数再度反弹。截止5月22日，美元指数收于99.34，周环比上行0.07%。人民币升值趋势，截至5月22日报6.8，周度升值0.26%。政策影响：商务部推出八项举措加力优化离境退税服务，以进一步便利和扩大入境消费；4月银行结售汇顺差再度反弹；凯文·沃什在白宫宣誓就任新一任美联储主席；美伊谈判进入关键阶段。

大类资产轮动展望：权益赛点2.0攻坚克难，波折难免，琢之磨之，玉汝于成。我们预计将保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力“四稳”。重视黄金，债券重点挖掘转债。半年内法国、英国、美国、俄罗斯四个联合国常任理事国领导先后访华，展现出对中国“合作力”的集体认同。我们预计后续将落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，进一步强化货币财政协同效应，“以我为主”，应对后续“特朗普不确定”以及海外地缘政治风险升级的潜在影响，努力为“十五五”开好局。

风险提示：全球地缘升级风险；中美缓和不及预期；海外流动性宽松不及预期。

内容目录

1. 海内外政策要闻.....	4
1.1. 国内政策要闻	4
1.2. 国际政策要闻	5
1.3. 政策导向分析	6
2. 权益市场分析.....	7
2.1. 市场回顾	7
2.2. 政策影响分析	7
3. 固收市场分析.....	10
3.1. 市场回顾	10
3.2. 政策影响分析	10
4. 大宗商品市场分析.....	13
4.1. 市场回顾	13
4.1.1. 有色金属.....	13
4.1.2. 原油能化.....	13
4.1.3. 贵金属	13
4.1.4. 黑色金属.....	13
4.1.5. 农产品	13
4.2. 产业政策影响分析	15
4.2.1. 有色金属.....	16
4.2.2. 原油能化.....	16
4.2.3. 贵金属	16
4.2.4. 黑色金属.....	16
4.2.5. 农产品	16
5. 外汇市场分析.....	17
5.1. 市场回顾	17
5.2. 汇率政策影响分析	17
6. 大类资产轮动展望	20
7. 本周大事前瞻.....	20
8. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：10 年美债收益率超过 4.5%（%）	6
图 2：4 月投资增速有所回落（%）	7
图 3：主要指数表现（点）	8
图 4：主要指数表现（点）	8
图 5：主要股指换手率（%）	8
图 6：沪深两市市盈率（倍）	8
图 7：南向资金变化（亿元）	9

图 8: 港交所主要指数市盈率 (倍)	9
图 9: 恒生 AH 溢价 (点)	9
图 10: 股指期货走势 (点)	9
图 11: 主要美股波动率 (%)	10
图 12: 主要美股走势 (点)	10
图 13: 4 月财政收入反弹 (%)	11
图 14: 政府性基金依旧回落 (%)	11
图 15: 美国国债收益率变化 (%)	11
图 16: TIPS 通胀预期 (%)	11
图 17: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)	12
图 18: 中资美元债指数 (点)	12
图 19: 联邦基金利率溢价 (%)	12
图 20: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)	12
图 21: RJ/CRB 指数 (点)	13
图 22: LME 铜价 (美元/吨)	13
图 23: 原油价格 (美元/桶)	14
图 24: EIA 库存 (万桶)	14
图 25: 金价有所回落 (美元/盎司)	14
图 26: 贵金属期货价格 (美元/盎司)	14
图 27: 金银比 (美元/盎司, 点)	15
图 28: 黄金 ETF 波动率 (点)	15
图 29: 螺纹钢价格 (元/吨)	15
图 30: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤)	15
图 31: 美元指数 (点)	18
图 32: 三大人民币汇率指数 (点)	18
图 33: 在岸-离岸利差 (点)	18
图 34: 离岸-NDF 利差 (点)	18
图 35: 美元指数期货多空对比 (%)	19
图 36: FRA-OIS 利差 (点)	19
图 37: 4 月结售汇差额再度反弹 (亿美元)	19
图 38: CME 联邦利率观察 (截至 5 月 25 日)	19
表 1: 近期国内外政策汇总	5
表 2: 财政部央行联合工作组历次会议	10
表 3: 各类资产涨跌幅汇总 (5.17-5.24)	17
表 4: 本周大事前瞻 (5 月 25 日-5 月 29 日)	20

1. 海内外政策要闻

1.1. 国内政策要闻

习近平同俄罗斯总统普京会谈。5月20日上午，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俄罗斯总统普京举行会谈。习近平指出，今年是中俄战略协作伙伴关系建立30周年和《中俄睦邻友好合作条约》签署25周年。中俄两国签署睦邻友好合作条约，以法律形式确立了长期睦邻友好、全面战略协作的制度基础，中俄关系由此实现跨越式发展。中俄关系一步一个脚印走到今天这个高度，是因为双方以“千磨万击还坚劲”的毅力不断深化政治互信和战略协作，以“更上一层楼”的精神拓展各领域合作，以“乱云飞渡仍从容”的勇气捍卫国际公道正义、推动构建人类命运共同体。

政策简评：此次中俄元首北京会晤，时逢“两个周年”：**中俄战略协作伙伴关系建立30周年，《中俄睦邻友好合作条约》签署25周年。**这也是普京总统第二十五次访问中国，充分体现出中俄关系的高水平和特殊性。在这样的时刻，两国元首再次相聚，更显继往开来的深远意义。将两国和两国人民世代友好的共同意愿，以法律形式确立下来，由此推动中俄关系跨越式发展，并与时俱进不断巩固深化，开创了相互尊重、公平正义、合作共赢的新型大国关系范式。近年来，中俄元首互动较为频繁。2019年，两国元首共同宣布发展中俄新时代全面战略协作伙伴关系；2021年，共同宣布将《中俄睦邻友好合作条约》延期；2023年、2024年，共同签署关于深化新时代全面战略协作伙伴关系的联合声明；2026年，这一次，共同签署关于进一步加强全面战略协作、深化睦邻友好合作的联合声明。本次双方元首共同会见记者时，习近平主席提出重要主张：“**筑牢更高质量政治互信，坚定彼此战略支持**”“**赋能更高质量互利合作，携手推进各自发展振兴**”“**推进更高质量民心相通，厚植两国世代友好根基**”“**开展更高质量国际协作，改革完善全球治理**”。本次会谈后，两国元首签署并发表《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于进一步加强全面战略协作、深化睦邻友好合作的联合声明》，见证签署经贸、教育、科技等领域20项合作文件。值得注意的是，除了双边会谈外，5月20日下午，两国元首共同出席“中俄教育年”开幕式。2025年底，习近平主席同普京总统互致新年贺电时宣布，两国将于2026-2027年举办“**中俄教育年**”。这是两国第十个国家级主题年。前不久美国总统特朗普刚刚访华离开，是中美两国元首继去年10月韩国釜山之后再次面对面会晤，也是美国总统时隔9年再次访华。从去年底以来，半年内法国、英国、美国、俄罗斯四个联合国常任理事国领导先后访华，我们认为正是对中国“合作力”的集体认同——这种合作力能把合作意愿转化为务实成果，为动荡世界注入宝贵的确定性，也彰显了在全球地缘不确定下我国的国际影响力进一步升级。

国常会研究推进全国统一大市场建设有关工作。国务院总理李强5月21日主持召开国务院常务会议，研究推进全国统一大市场建设有关工作，审议通过《现代化应急体系建设“十五五”规划》，讨论《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案）》。会议指出，建设全国统一大市场是构建新发展格局、推动高质量发展的需要。近年来，全国统一大市场建设取得积极成效和重要进展，但仍需持续用力、久久为功。要纵深推进相关制度建设，进一步完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用、市场退出等制度，做到有章可循、有法可依。要纵深推进市场设施高标准联通，畅通经济循环，有效降低全社会物流成本。

政策简评：自2022年3月《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布，4年来，全国统一大市场建设层层递进。2023年，政府工作报告重申加快建设全国统一大市场。2024年10月，国务院常务会议再次聚焦统一大市场建设，研究部署深入推进全国统一大市场建设的有关举措。2025年1月，国家发展改革委印发《全国统一大市场建设指引（试行）》。2025年12月召开的中央经济工作会议提出，制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。今年3月，政府工作报告延续“纵深推进”定调，提出一揽子具体举措，包括制定全国统一大市场建设条例。5月11日，国务院2026年度立法工作计划正式公布，将“制定全国统一大市场建设条例”列入其中。需要注意的是，本次国常会还重点提出“要纵深推进重点领域市场统一，以点带面、点面结合，让群众和企业更加可感可及。要以更大力度打通卡点堵点，破除各种显性和隐性壁垒，充分释放市场活力和潜能。”本次重点对“纵深推进”进行了细化，分别指向制度建设、市场设施联通、重点领域市场统一三个维度。我们预计制度建设与专项行动双管齐下，“立”与“破”同步推进，统一

大市场建设从顶层设计加速走向实质性落地。

表1：近期国内外政策汇总

	政策名称	市场影响
重大会议&讲话	习近平主席在人民大会堂同俄罗斯总统普京举行会谈	中俄关系进入更有作为、更快发展的新阶段
	李强召开国务院常务会议	研究推进全国统一大市场建设有关工作
	国务院总理李强在北京调研	推动人工智能与先进制造业深度融合
	丁薛祥副总理在多地调研算力网建设	加快构建全国一体化算力网 赋能经济社会高质量发展
财政货币政策	中国人民银行召开2026年内审工作会议	2026年中国人民银行内审工作要做到“九个坚持”
	财政部与央行联合工作组召开第四次组长会议	共同落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策
资本市场政策	证监会等八部门发布《 综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案 》	进一步防范和打击非法跨境证券期货基金经营活动，维护市场秩序和投资者合法权益
	证监会严肃查处老虎等机构非法跨境展业案件	严厉打击境外机构在境内非法经营证券业务等违法行为
其他金融政策	金管总局出台《 关于做好2026年小微企业金融服务工作的通知 》	未再明确提出普惠型小微企业贷款增速不低于各项贷款增速的目标
地产政策	《 城市公共供水管网漏损治理可复制政策机制 》印发	加强城市公共供水管网漏损治理，健全长效机制
产业政策及其他	国办印发《 稳岗扩容提质行动方案 》	18项具体举措促进高校毕业生、农民工等重点群体就业创业
	农业农村部召开生猪产能综合调控部署视频会	部署落实新修订的生猪产能综合调控实施方案
	国家发展改革委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会	听取有关行业运行新特点新变化新趋势以及宏观政策在微观层面落实情况
	商务部美大司负责人解读了中美经贸磋商的初步成果	推动吉隆坡经贸磋商联合安排延期
	2026年度长三角地区主要领导座谈会在上海举行	“奋楫扬帆‘十五五’，启航开拓新征程”
	郑商所7个品种同步对外开放	助力聚酯产业链融入全球发展大局
	国办出台《 关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见 》	促进未落户常住人口与户籍人口同等享有基本公共服务
	国家发展改革委召开新闻发布会	进一步统筹“六张网”建设内容
	神州二十三号发射时间确定	北京时间5月24日23时08分发射神舟二十三号载人飞船
	河南出台《 推进数字经济高质量发展若干政策措施 》	加快发展以数据为关键要素的数字经济
	中美同意开展人工智能政府间对话	推动人工智能更好服务人类文明进步和国际社会共同福祉
	美联储新主席沃什将宣誓就职	沃什宣誓就任美国联邦储备委员会新任主席

资料来源：新华网、新浪财经等，天风证券研究所

1.2. 国际政策要闻

商务部解读中美经贸磋商初步成果。5月12日至13日，中美经贸团队在韩国举行经贸磋商，为两国元首会晤作了经贸领域的准备。双方就成果具体内容进行了密集磋商，取得了积极共识。5月20日，商务部美大司负责人就有关经贸初步成果进行解读。本次经贸磋商，中美经贸团队围绕关税问题深入沟通，就有关双边关税做出安排。同时，**双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降税框架安排**，规模各为300亿美元或更多，对双方商定的彼此关注产品，有望适用最惠国税率甚至更低。

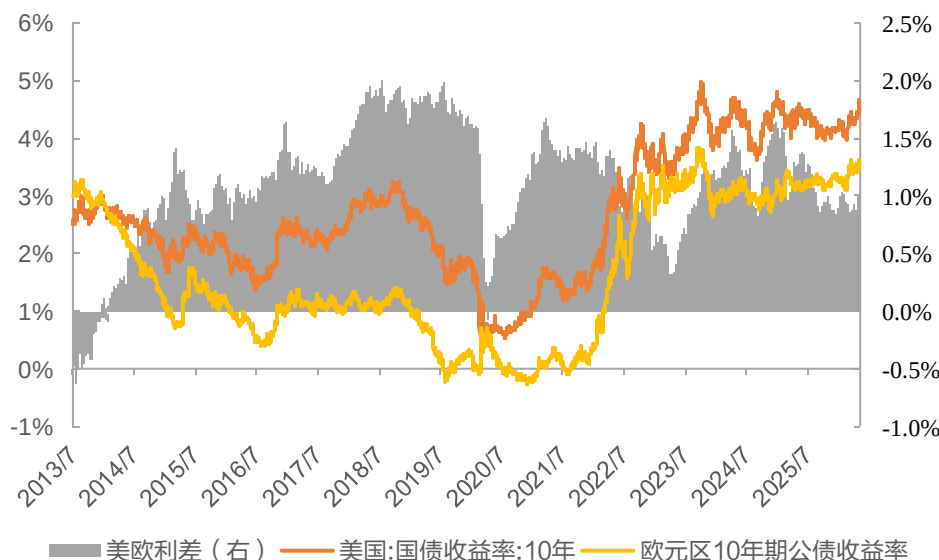
政策简评：商务部负责人表示，**关于贸易理事会和投资理事会**，两个理事会成立后，将为双方务实讨论贸易和投资领域彼此关切提供平台，有利于双方交流政策、拓展合作、管控分歧，推动中美双方经贸磋商由“危机式应对”转向“机制化管理”，为双方经贸合作提供有效机制保障；关于扩大农产品贸易，经过磋商，双方就推动解决双方部分农产品非关税壁垒和市场准入问题达成一系列积极共识，并原则同意将相关产品纳入对等降税框架安排，同时还设定了扩大农产品双向贸易的指导性目标；**关于吉隆坡经贸磋商联合安排延期**，本次磋商中，中美双方重申将继续落实好前期经贸磋商成果，双方经贸团队将保持密切沟通磋商，推动吉隆坡经贸磋商联合安排延期，为两国经贸合作提供更加稳定的政策环境和

市场预期。另外双方还就稀土管制、飞机贸易、农产品准入和美国牛肉企业准入进行了磋商。

美联储4月会议纪要释放鹰派信号。5月20日，美联储公布4月联邦公开市场委员会（FOMC）政策会议纪要。纪要显示，在4月28日至29日举行的议息会议上，美联储决定将联邦基金利率目标区间维持在3.50%至3.75%不变。据纪要显示多数与会者强调，如果通胀持续高于2%，进一步收紧货币政策可能是合适之举；同时许多与会者表示，倾向于删除会后声明中暗示未来利率决策偏向宽松的措辞。

政策简评：4月28-29日举行的FOMC会议投票结果为8比4，是自1992年10月以来分歧最大的一次。其中，由特朗普“钦点”的理事米兰支持降息25个基点；另外三张反对票来自地区联储主席，他们支持维持利率不变，但不支持在声明中体现宽松倾向。进入2026年后，尽管美联储暂停降息，但市场此前仍普遍预期其后续会延续宽松节奏。此次会议纪要显示，美联储内部对通胀的担忧已超过对就业市场的顾虑，成为影响政策调整的核心因素。新任主席沃什已经正式宣誓就职，其在致辞中表示将领导一个“改革导向”的美联储，他领导的美联储将从以往成功和失误的经验中学习，摆脱不变的框架和模型。我们认为近期市场加息预期或受通胀上行影响，但下半年联储操作或主要在放松监管与缩表上，利率政策仍需回归就业-通胀双重目标指引。

图 1：10 年美债收益率超过 4.5%（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 政策导向分析

上周（5.17-5.24）海外政策聚焦于商务部解读中美经贸磋商初步成果，中美经贸团队围绕关税问题深入沟通，就有关双边关税做出安排；美联储4月会议纪要释放鹰派信号，据纪要显示许多与会者表示，倾向于删除会后声明中暗示未来利率决策偏向宽松的措辞；美联储新主席沃什正式宣誓就职。

上周（5.17-5.24）国内政策主要聚焦于习近平主席在人民大会堂同俄罗斯总统普京举行会谈；国常会研究推进全国统一大市场建设有关工作；李强总理和丁薛祥副总理在多地调研；货币财政方面，中国人民银行召开2026年内审工作会议；财政部与央行联合工作组召开第四次组长会议；资本市场方面，证监会等八部门发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》；证监会严肃查处老虎等机构非法跨境展业案件；产业方面，国办印发《稳岗扩容提质行动方案》；农业农村部召开生猪产能综合调控部署视频会；商务部美大司负责人解读了中美经贸磋商的初步成果；2026年度长三角地区主要领导座谈会在上海举行；郑商所7个品种同步对外开放；国办出台《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》；中美同意开展人工智能政府间对话；其他金融方面，金管局出台《关于做好2026年小微企业金融服务工作的通知》；地产方面，住建部印发《城市公共供水管网漏损治理可

复制政策机制》。

2. 权益市场分析

2.1. 市场回顾

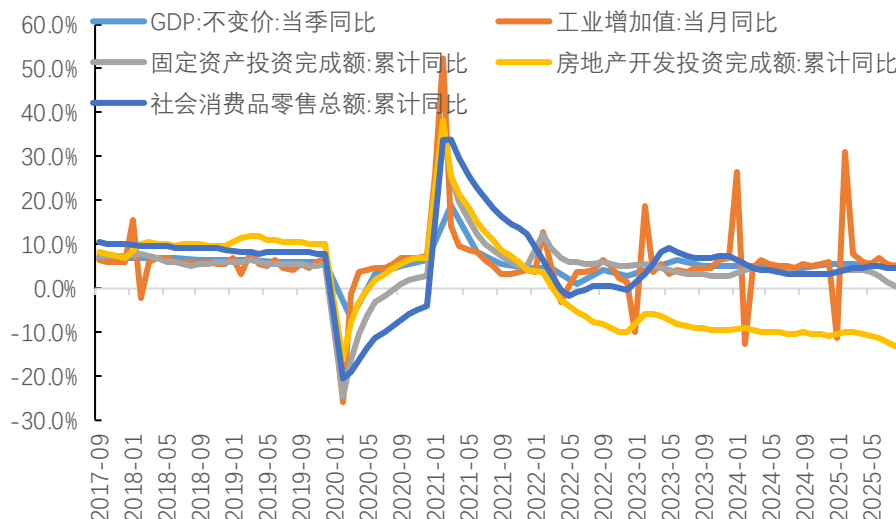
A股方面，受中东战争可能升级预期影响，上周A股各大指数基本维持震荡，其中上证综指、沪深300和中证100小幅回落，其余指数小幅反弹，万得微盘股指数微幅回落1.37%。上周后南向资金净流出达到117.03亿元。MSCI中国A股指数上周小幅反弹0.14%。股指期货方面上周四大指数合约都有所回落。受中东局势有所反复影响，上周美股三大指数小幅反弹，其中道琼斯单周涨幅超过2%，同时三大指数波动率也有所回落。AH溢价指数五一后全部维持在120点以下，5月22日一度降至118.31。

2.2. 政策影响分析

产业政策：

4月投资有所回落。5月18日统计局数据显示，前四个月各地区各部门认真落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，有效实施更加积极有为的宏观政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，生产供给平稳增长。**生产方面**，1—4月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.5%，制造业增长5.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%；**消费方面**，1—4月份，社会消费品零售总额164941亿元，同比增长1.9%；**投资方面**，1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）141293亿元，同比下降1.6%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长1.3%；分领域看，基础设施投资同比增长4.3%，制造业投资增长1.2%，房地产开发投资下降13.7%；**就业方面**，1—4月份，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。4月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.2个百分点，31个大城市城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点；**外贸方面**，1—4月份，货物进出口总额162252亿元，同比增长14.9%。其中，出口93280亿元，增长11.3%；进口68972亿元，增长20.0%。一般贸易进出口同比增长8.5%。对共建“一带一路”国家进出口增长13.5%。民营企业进出口增长15.9%。整体来看，我们认为4月投资偏弱和此前披露的信贷出现负增长大概率是投资暂时蓄力的表现，可能和此前宣布的8000亿元新型政策性金融工具尚未完全落地有关。5月22日发改委表示后续根据形势需要及时推出相应举措；将抓紧出台相关规划和实施方案，进一步统筹“六张网”建设内容，我们预计二季度工具落地后信贷需求大概率会有所反弹。

图 2：4 月投资增速有所回落（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资本市场政策：

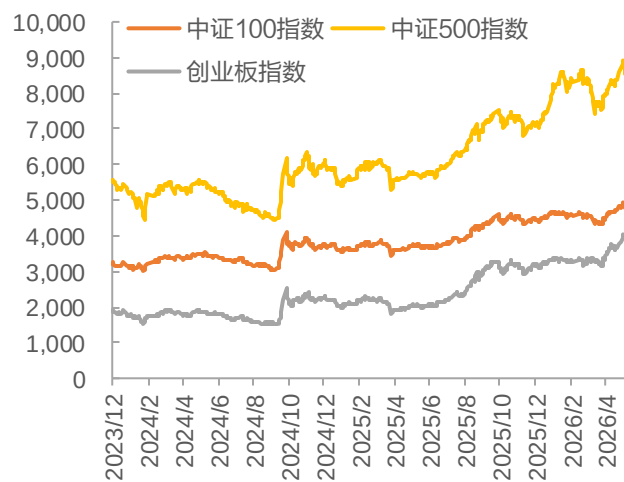
八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》。为进一步防范和打击非法跨境证券期货基金经营活动，维护金融市场秩序和投资者合法权益，近日，经国务院同意，中国证监会、工业和信息化部、公安部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、国家网信办、国家外汇局等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》（以下简称《整治方案》）。《整治方案》总体要求是经过2年集中整治，全面取缔境外证券期货基金经营机构（以下简称境外机构）非法跨境经营活动，实现“坚决取缔非法、稳妥清理存量”的整治目标。《整治方案》明确了整治主要任务：一是建立常态化协同监管机制；二是约谈非法跨境经营境外机构等，督促其严格落实整治要求；三是约谈为境内投资者非法跨境证券期货基金投资提供账户服务的境内银行；四是强化跨境监管协作，保障境内投资者财产安全，妥善处理投资者投诉；五是完善监管制度，引导境内投资者通过合法渠道开展境外投资。

图 3：主要指数表现（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

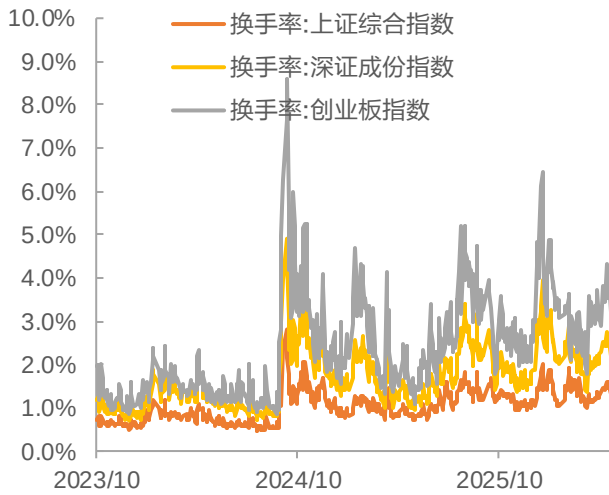
图 4：主要指数表现（点）



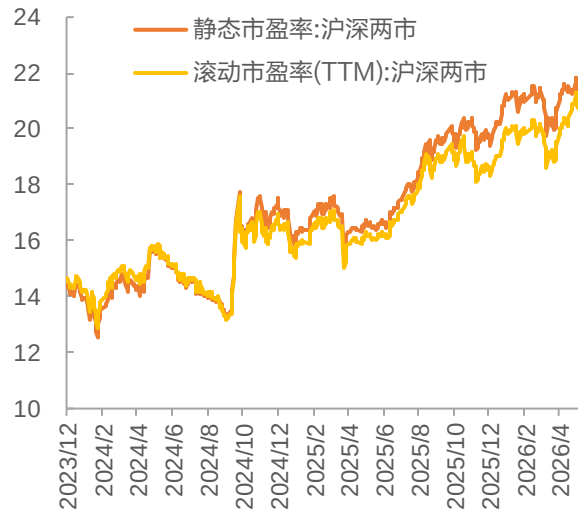
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：主要股指换手率（%）

图 6：沪深两市市盈率（倍）

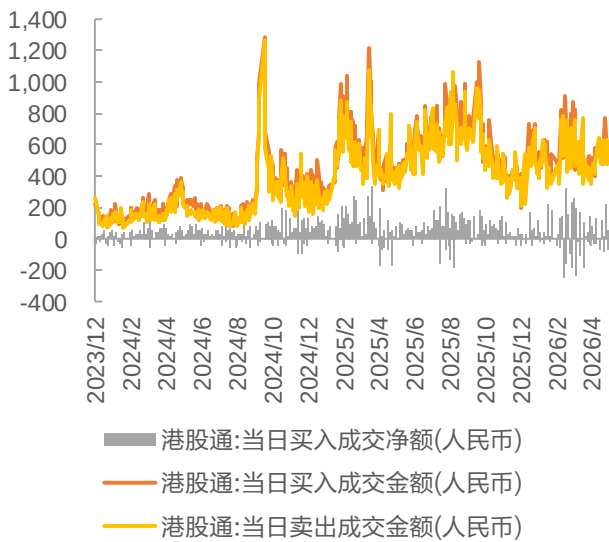


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 南向资金变化 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 港交所主要指数市盈率 (倍)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 恒生 AH 溢价 (点)

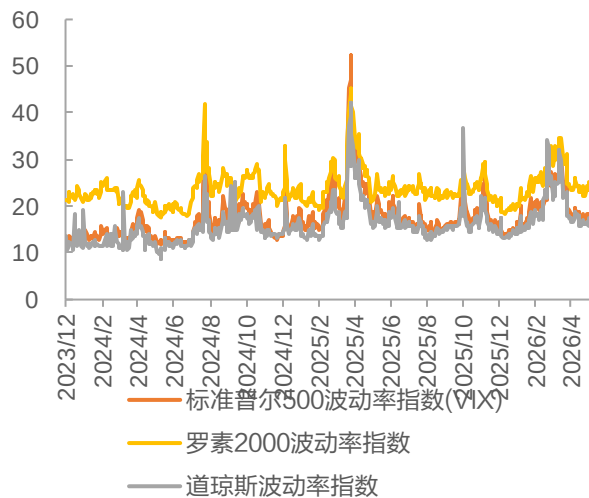


图 10: 股指期货走势 (点)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：主要美股波动率（%）



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 12：主要美股走势（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 固收市场分析

3.1. 市场回顾

5月以来央行持续回笼流动性。公开市场操作方面，央行3月以来暂停流动性投放，上周整体净回笼资金3985亿元（含国库现金）。央行此前多重工具释放流动性后资金压力持续缓解，上周市场流动性趋于平稳，5月22日DR007反弹至1.36%。5月以来债市延续此前反弹，十年期国债收益率维持在1.8%以下，5月19日最低跌至1.73%。

3.2. 政策影响分析

财政货币政策：

财政部与中国人民银行联合工作组召开第四次组长会议。为加强财政政策与货币政策协调配合，实施好更加积极有为的宏观政策，近日，财政部与中国人民银行联合工作组召开第四次组长会议。会议充分肯定了今年以来财政部与中国人民银行协同配合取得的成效，并就支持金融市场平稳运行、完善财政金融协同方式、推动离岸人民币国债市场发展等议题进行了深入交流。会议认为财政政策与货币政策协同发力，有利于提高宏观调控的前瞻性、针对性和有效性，**增强宏观经济治理效能和服务实体经济能力，更好贯彻落实2026年经济工作的总体要求和政策取向。**下一步，财政部与中国人民银行联合工作组机制将继续发挥沟通协调作用，共同落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

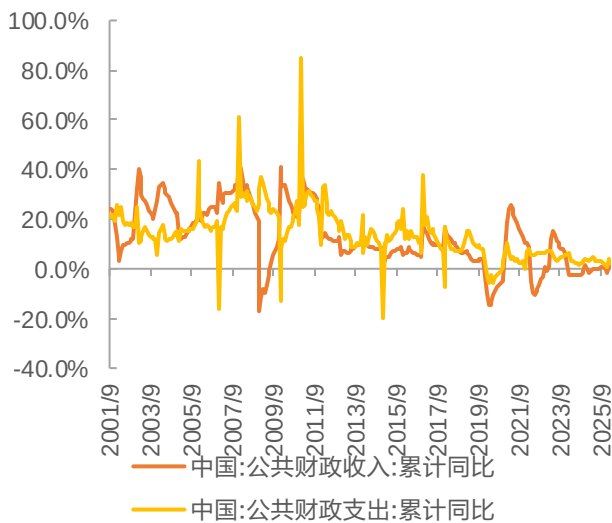
表2：财政部央行联合工作组历次会议

	日期	主要内容
第一次会议	2024 年 10 月 9 日	要统筹发展和安全，继续加强政策协同，不断优化相关制度安排，在规范中维护债券市场平稳发展，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境
第二次会议	2025 年 9 月 3 日	要继续积极发挥部、行联合工作组机制作用，深化合作，加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效
第三次会议	未见公开报道	

资料来源：财政部官网，天风证券研究所

前4月中国财政收入同比增长3.5%。中国财政部20日公布的数据显示，今年1至4月，全国一般公共预算收入83404亿元，同比增长3.5%。其中，全国税收收入68097亿元，增长3.9%；非税收入15307亿元，增长1.6%。财政部介绍，**财政收入巩固向好态势，累计增幅继续提高。**1至4月，全国一般公共预算收入增幅比一季度提高1.1个百分点。其中，全国税收收入增幅比一季度提高1.7个百分点。**分税种看**，国内增值税增长5.9%，增幅连续3个月提高，主要受工业服务业持续增长、工业生产者出厂价格逐月回暖等因素带动；进口货物增值税、消费税增长11.2%，主要是外贸进口较快增长；企业所得税下降0.5%，降幅比一季度收窄5.1个百分点，主要受近期企业利润较快增长带动；证券交易印花税增长74.8%，主要是因股票市场交易活跃；出口货物退增值税、消费税9540亿元，同比多退430亿元，有力支持外贸出口增长。1至4月，全国一般公共预算支出94809亿元，同比增长1.3%。各级财政部门认真落实更加积极的财政政策，保持必要财政支出力度，合理加快支出进度，**民生等重点领域支出得到较好保障。**其中，卫生健康支出增长11.4%，主要是发放育儿补贴、财政对基本医疗保险基金补助等增加较多；社会保障和就业支出增长7.3%。

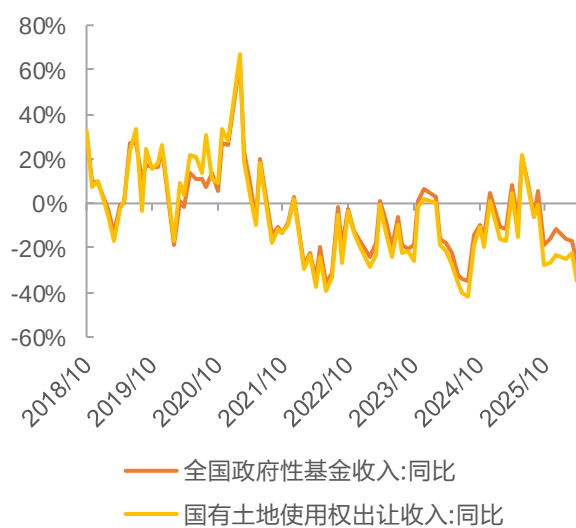
图 13：4 月财政收入反弹（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：美国国债收益率变化（%）

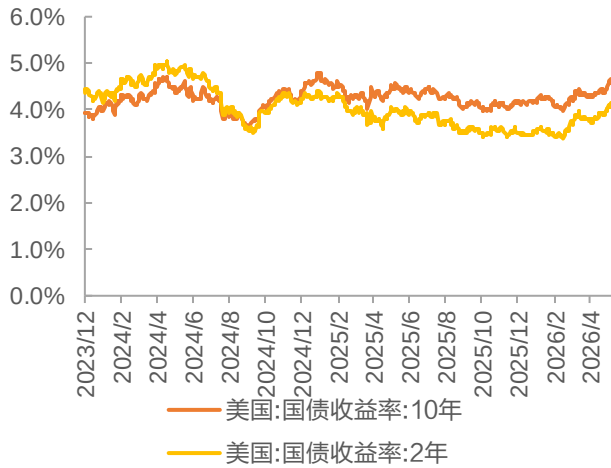
图 14：政府性基金依旧回落（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：TIPS 通胀预期（%）

策略报告 | 投资策略



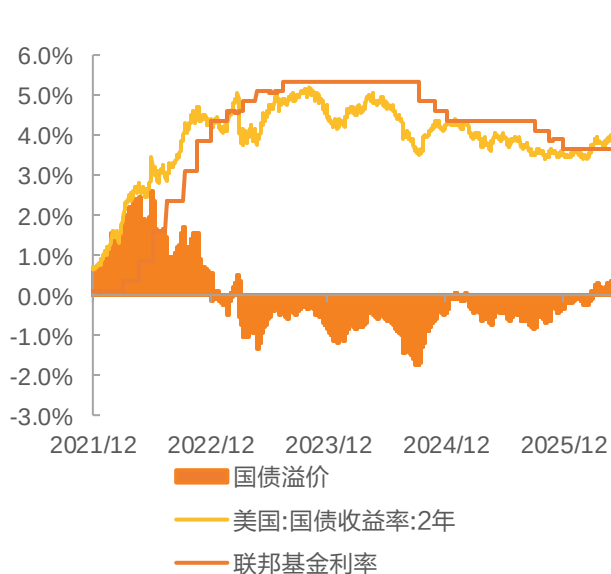
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)



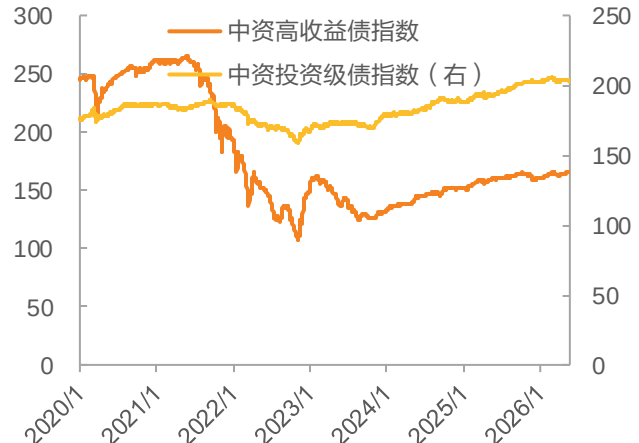
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：联邦基金利率溢价 (%)



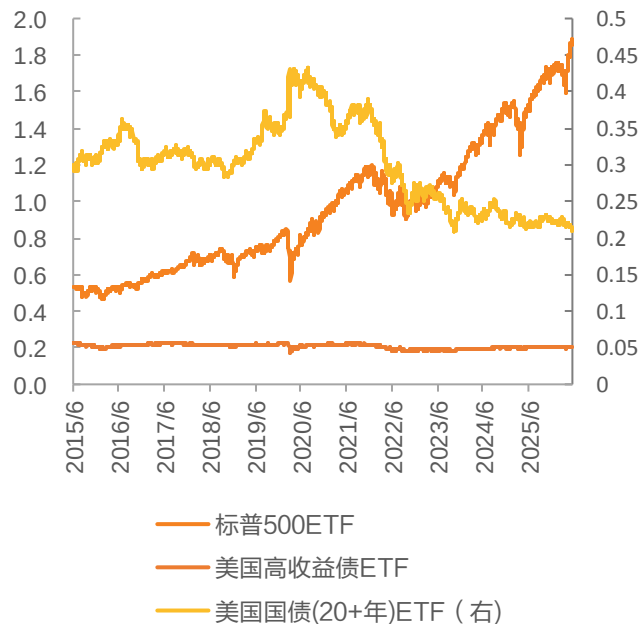
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：中资美元债指数 (点)



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 20：美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)



4. 大宗商品市场分析

4.1. 市场回顾

4.1.1. 有色金属

上周有色金属价格回升。截至5月22日，南华沪铜指数收于8620.99点，周环比上行0.17%。外盘方面，LME铜期货价格5月22日收于13599美元/吨，周环比上行0.03%。

4.1.2. 原油能化

上周原油价格回落。截至5月22日，WTI原油现货价格收于96.6美元/桶，周环比下跌11.1%。布伦特原油价格走势相同，5月22日收于107.51美元/桶，周环比下行4.25%。5月15日美国EIA原油库存较上月下降1.74%至4.45亿桶。

4.1.3. 贵金属

上周黄金价格有所回落。截至5月22日，伦敦现货金价收于4508.93美元/盎司，周环比下跌0.67%。COMEX黄金期货主力合约走势与现货市场相反，截至5月22日，COMEX黄金期货主力合约收于4530.3美元/盎司，周环比上涨0.13%。白银走势与黄金相反。截至5月22日收盘报75.84美元/盎司，周环比下跌3.68%，截止5月22日金银比下降至59.41。

4.1.4. 黑色金属

上周黑色金属价格有所下跌。螺纹钢现货价格小幅回落，截至5月22日收于3270元/吨，周环比下行1.21%。螺纹钢期货价格同步下跌。5月22日，螺纹钢期货价格收于3171元/吨，周环比下行2.4%。根据Wind数据，截至5月22日，上周库存螺纹钢、线材，冷轧库存环比下跌28.2、3.03、0.25万吨，热卷库存同比上涨1.29万吨

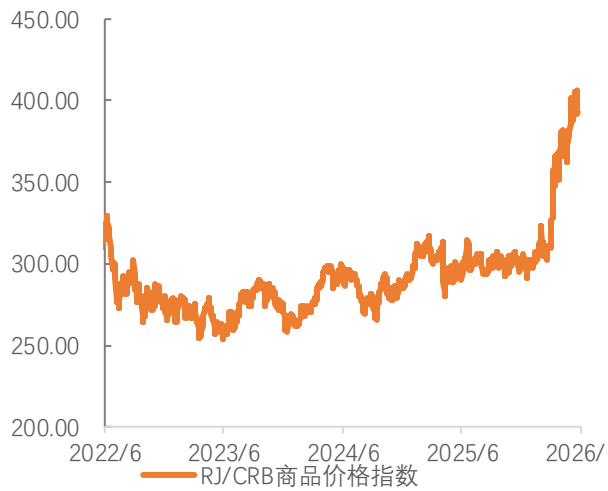
4.1.5. 农产品

上周猪肉价格小幅反弹。截至5月22日猪肉批发价为14.8元/公斤，周环比持平。大商所生猪主力合约价格有所反弹，截至5月22日收于11190元/吨，周环比上行3.71%。截至5月22日，猪粮比为4.06，继续保持在4.0上方。同时截至2026年3月，母猪存栏继续回落3.3%，收缩期已经超过半年，我们预计在前期农业部发布生猪产能调控方案背景下本轮猪肉价格拐点或已临近。

图 21：RJ/CRB 指数（点）

图 22：LME 铜价（美元/吨）

策略报告 | 投资策略



资料来源: Wind, 天风证券研究所



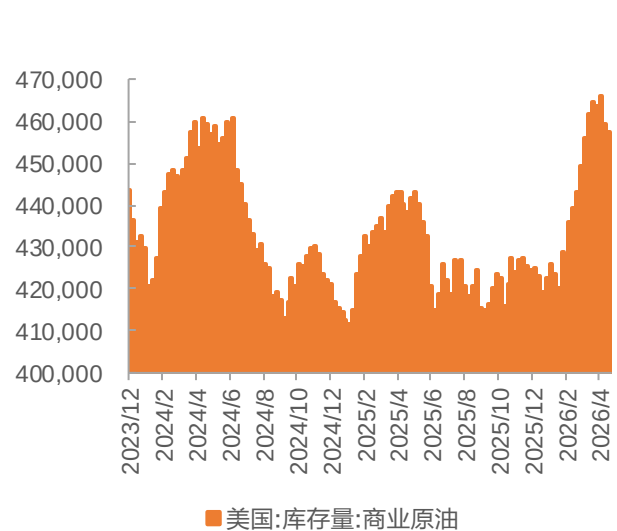
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: EIA 库存 (千桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 金价有所回落 (美元/盎司)

图 26: 贵金属期货价格 (美元/盎司)

策略报告 | 投资策略



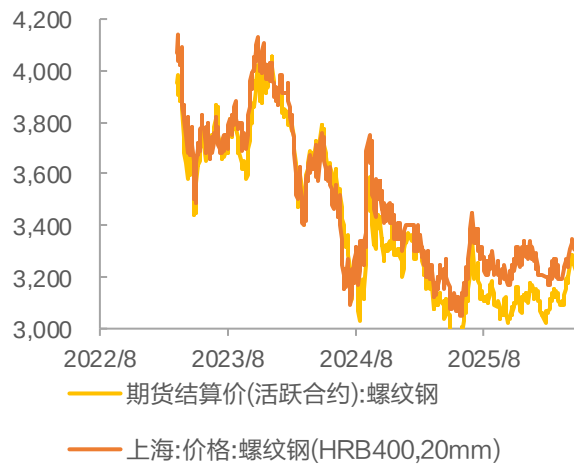
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 金银比 (美元/盎司, 点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 螺纹钢价格 (元/吨)

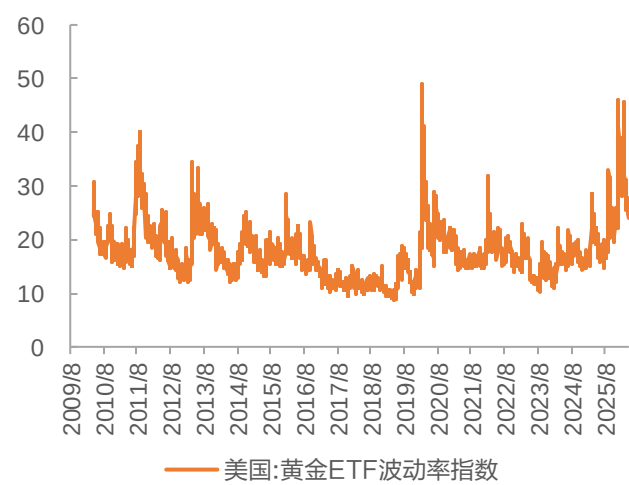


资料来源: Wind, 天风证券研究所



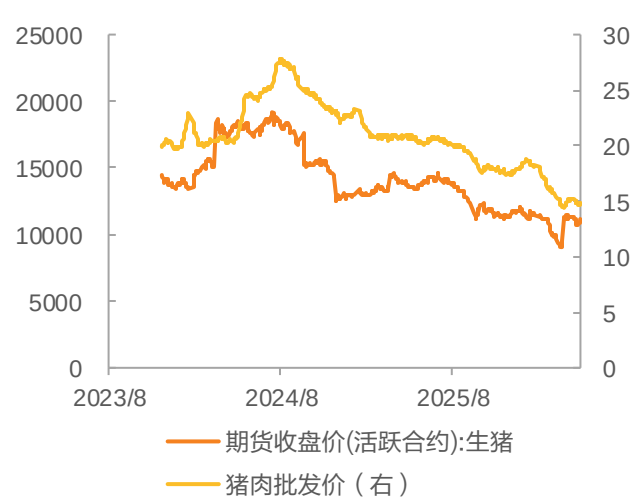
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 黄金 ETF 波动率 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 产业政策影响分析

4.2.1. 有色金属

西南铝产量连续 3 个月创历史新高。今年以来，西南铝业(集团)有限责任公司（以下简称“西南铝”）锚定“上量调结构、提质增效”核心目标，以精益管理为抓手，以市场需求为导向，全员攻坚、全链发力，生产经营接连跑出新的“加速度”：2 月至 4 月，西南铝产量连续 3 个月创历史新高，1 月至 4 月产量同比增长 10.7%。更难能可贵的是，在产量一路高歌猛进的同时，西南铝 4 月末在线金属占用总量环比下降 5.5%，实现了“增产又降库”的良性循环。

4.2.2. 原油能化

为推动新能源就近消纳并满足企业绿电需求，国家发展改革委、国家能源局近日发布《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》。《通知》共分为五部分。一是给出多用户绿电直连模式的定义和形态，在单用户绿电直连基础上拓展适用范围和应用场景，推动实现工业园区、零碳园区等用能清洁替代。二是明确投资与建设要求，按照“以荷定源”原则确定项目新能源规模及投产时序，要求项目通过灵活的投资模式建立主责单位，负责项目内部电力设施的建设和公平运营。三是细化运行管理要求，明确项目及内部主体、公共电网间的安全责任界面，强调项目内部自平衡管理模式，提升项目安全保障和应急管理能力，促进新能源就近消纳。四是交易与价格机制，明确项目作为整体参与电力市场，允许内部协调优化运行方式、灵活调整发用电曲线，明确计量结算要求并按就近消纳价格机制缴纳相关费用；同时，探索基于分时计量的绿电溯源机制，与绿证、碳核算等做好衔接。五是做好组织保障，明确地方能源主管部门、国家能源局派出机构、电网企业和电力市场运营机构等的工作要求。

4.2.3. 贵金属

中国香港计划 7 月建设黄金清算中心。中国香港计划于今年 7 月前推出全新的黄金中央清算系统，并与上海黄金交易所联手，三年内将储存能力扩容至 2000 吨。这不仅是一项金融基建升级，更是中国争夺全球大宗商品定价权、构建“去美元化”交易闭环的关键落子。根据最新规划，中国香港正致力打造亚洲黄金交易中心。新的清算系统将大幅提升交易效率与安全性，而上金所的合作介入，意味着两地市场的互联互通将进一步深化。此举旨在解决长期以来亚洲黄金交易“西价东移”（即定价跟随伦敦和纽约）的被动局面，增强区域定价影响力。

4.2.4. 黑色金属

厦门市出台六条住房公积金新政，自 2026 年 5 月 25 日起施行，进一步松绑公积金使用条件以支持合理住房需求。具体包括：多子女家庭及“卖旧换新”家庭购买第二套住房时，公积金贷款可按首套房利率执行；支持代际互助，购房人及配偶账户余额不足时可提取父母、子女账户余额；购房提取申请时限放宽至取得有效证明材料后 3 年内；新增装修提取功能，购房 5 年内可按每平方米 1800 元标准提取，每套最高 25 万元；同时支持购买同一小区一手车位（库）提取，提取额度不超过实际付款额且不超过账户余额的 50%。不过，当公积金贷款使用率高于 90%时，将暂停办理代际互助、装修提取及车位提取业务。

4.2.5. 农产品

农业农村部于 5 月 18 日召开视频会，部署落实新修订的生猪产能综合调控实施方案，明确推动生猪产业从数量扩张转向高质量发展。会议要求各地严格落实产能去化措施，巩固猪价回升势头，引导养殖场户理性看待后市，防止盲目压栏和扩产赌行情；多措并举压减产能，强化大型猪企窗口指导与风险预警，严控新增产能，引导中小养殖场户差异化发展。

同时，会议提出要强化监测预警，完善信息发布机制，抓好疫病防控，并推动屠宰企业精细加工与全产业链转型升级。会后，农业农村部将派出 7 个工作组赴主产省份督导落实。

表3：各类资产涨跌幅汇总（5.17-5.24）

天风外盘播报		2026/5/24			
外盘周度收益情况汇总					
品种	单位	2026/5/17	2026/5/24	涨跌	涨跌幅
标普500	点	7,408.50	7,473.47	64.97	0.88%
欧洲STOXX50	点	5,047.28	5,197.99	150.71	2.99%
富时中国A50期货	点	15,640.00	15,388.00	-252.00	-1.61%
美元指数	点	99.27	99.34	0.07	0.07%
ICE布油连续	美元/桶	109.47	104.25	-5.22	-4.77%
伦敦金现	美元/盎司	4,539.39	4,508.93	-30.46	-0.67%
伦敦银	美元/盎司	75.89	75.48	-0.42	-0.55%
LME铝	美元/吨	3,572.00	3,656.00	84.00	2.35%
LME铜	美元/吨	13,544.50	13,635.00	90.50	0.67%
LME锌	美元/吨	3,538.50	3,544.50	6.00	0.17%
LME镍	美元/吨	18,580.00	18,880.00	300.00	1.61%
ICE11号糖	美分/磅	14.78	14.68	-0.10	-0.68%
ICE2号棉花	美分/磅	80.33	77.34	-2.99	-3.72%
CBOT大豆	美分/蒲式耳	1,177.25	1,197.25	20.00	1.70%
CBOT豆粕当月连续	美元/短吨	334.10	332.00	-2.10	-0.63%
CBOT豆油当月连续	美分/磅	73.76	73.95	0.19	0.26%
CBOT小麦当月连续	美分/蒲式耳	635.50	647.00	11.50	1.81%
CBOT玉米当月连续	美分/蒲式耳	455.25	463.75	8.50	1.87%
MDE原棕榈油指数	林吉特/吨	4,331.00	4,452.00	121.00	2.79%
***各价格为该日收盘价格。					

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 外汇市场分析

5.1. 市场回顾

地缘危机反复下美元指数小幅上行。截止5月22日,美元指数收于99.34,周环比上行0.07%。人民币升值趋势,截至5月22日报6.8,周度升值0.26%。在岸人民币与NDF利差扩大至34bp。截至5月22日，CFETS人民币汇率指数、BIS货币篮子人民币汇率指数、SDR货币篮子指数分别较5月15日反弹0.19点、0.29点，0.19点。

5.2. 汇率政策影响分析

对外贸易政策:

国务院有关部门联合发布通知，推出八项举措加力优化离境退税服务，以进一步便利和扩大入境消费。主要措施包括：提升退税商店覆盖率，实现重点商圈、景区、口岸等场所基本全覆盖；自2026年7月1日起实行小额抽检制，对退税销售额1万元以下的申请单按比例随机抽检，1万元及以上仍逐单验核；优化“即买即退”服务，推动异地互认并将离境期限统一延长至28天；推行退税无纸化办理，允许线上确认；在进博会、广交会、消博会等重要展会设立退税服务专区；优化入境消费环境，加大国际消费中心城市工作力度，增加国际航线；加强多渠道政策宣传；结合“购在中国”品牌开展境外推广。

4月银行结售汇顺差再度反弹。国家外汇管理局统计数据显示，2026年4月，银行结汇17673亿元人民币，售汇14920亿元人民币。2026年1-4月，银行累计结汇70948亿元人民币，累计售汇58526亿元人民币。按美元计值，2026年4月，银行结汇2573亿美元，售汇2172亿美元。2026年1-4月，银行累计结汇10237亿美元，累计售汇8449亿美元。

国际大事影响：

美东时间5月22日，凯文·沃什在白宫宣誓就任新一任美联储主席，打破在总部举行的惯例，特朗普出席并希望其成为“完全独立”的主席。沃什表示将领导“以改革为导向”的美联储，市场预计其将推行“渐进式降息+加速缩表+改革通胀框架”的政策组合。然而，当前美国通胀压力重新抬头，4月CPI同比上涨3.8%创近三年新高，多位美联储票委已表达加息关切，CME数据显示6月维持利率不变的概率达99%。沃什的提名投票结果几乎完全按党派区分，其岳父为特朗普老友，而鲍威尔预计将继续留任理事，我们预计未来一段时间内美联储内部或面临对立政策理念并存的局面。

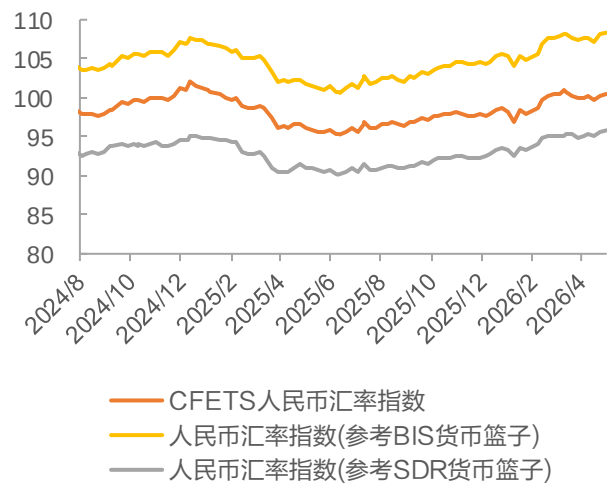
美伊谈判进入关键阶段，但双方在核心条款上出现严重信息分歧。特朗普宣称已“基本谈成”涉及重开霍尔木兹海峡的协议，美方版本要求伊朗承诺交出高浓缩铀库存作为关键条件；而伊朗方面强烈否认，称相关报道“完全不实”，当前谈判仅聚焦于停止敌对行动，核问题根本未被提及，同时强调霍尔木兹海峡仍将由伊朗管理。双方在铀库存处置、海峡重开方式及时间表等关键议题上表述截然相悖，尽管卡塔尔、沙特等多国表示支持美方版本，但协议细节高度模糊，共和党鹰派已强烈反对伊朗继续浓缩铀、发展核武并实际控制霍尔木兹海峡。据沙特阿拉伯阿拉比亚电视台24日报道，下一轮美国与伊朗之间的会谈可能于6月5日举行。

图 31：美元指数（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

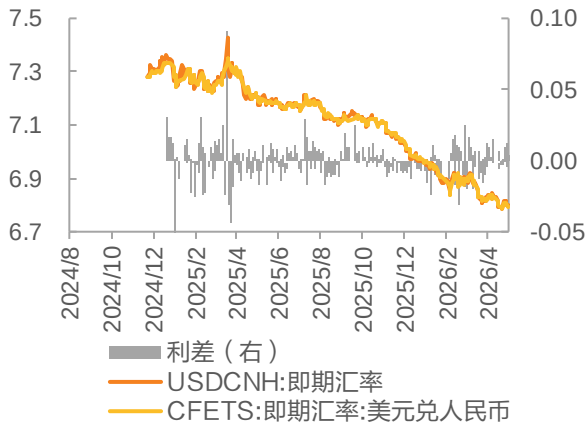
图 32：三大人民币汇率指数（点）



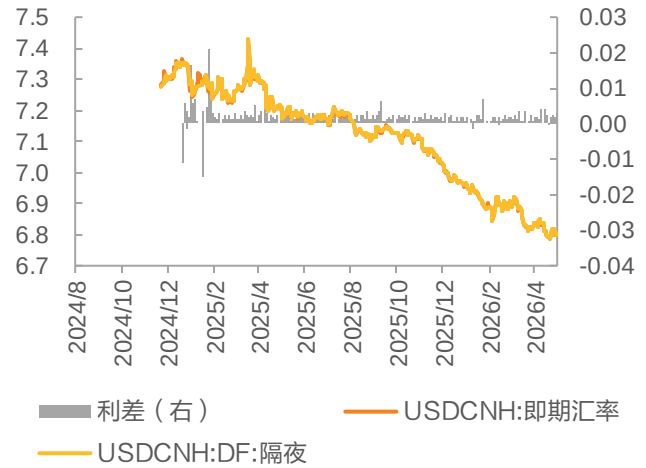
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：在岸-离岸利差（点）

图 34：离岸-NDF 利差（点）



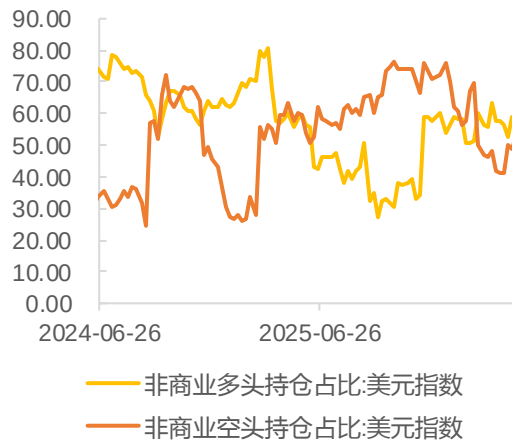
资料来源: Wind, 天风证券研究所



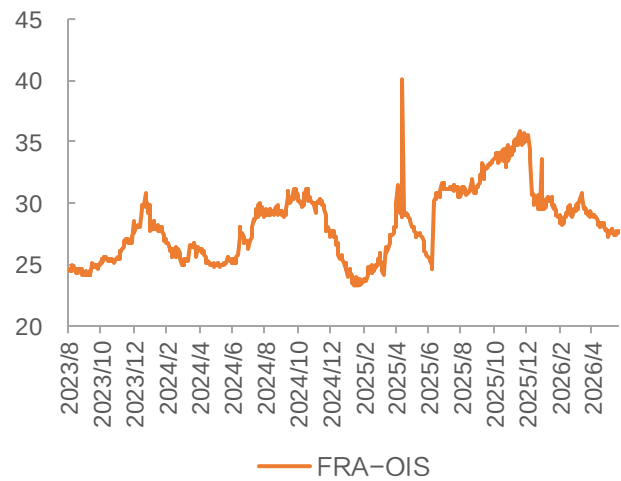
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 美元指数期货多空对比 (%)

图 36: FRA-OIS 利差 (点)

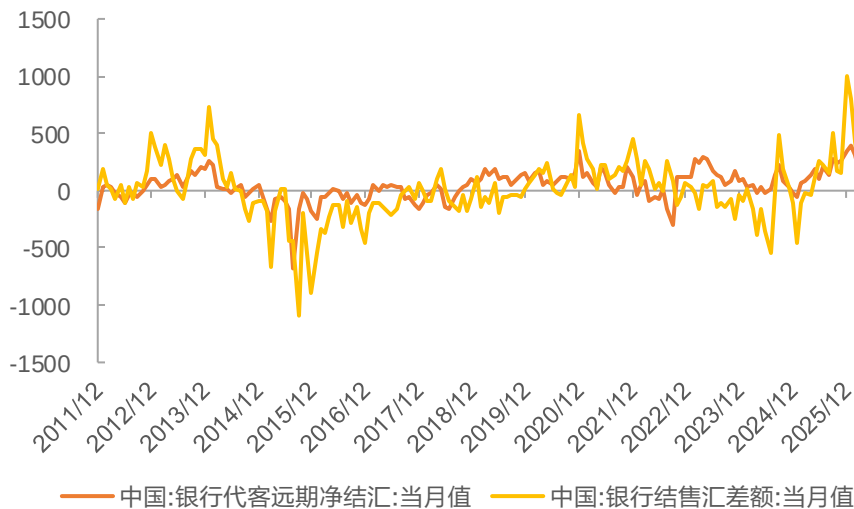


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 37: 4 月结售汇差额再度反弹 (亿美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: CME 联邦利率观察 (截至 5 月 25 日)

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425
2026/6/17	98.05%	1.95%	0.00%
2026/7/29	89.50%	10.50%	0.00%
2026/9/16	69.00%	31.00%	0.00%
2026/10/28	53.50%	46.50%	0.00%
2026/12/9	26.43%	73.57%	0.00%
2027/1/27	11.50%	88.50%	0.00%
2027/3/17	0.00%	90.14%	9.86%
2027/4/28	0.00%	80.50%	19.50%
2027/6/9	0.00%	84.07%	15.93%
2027/7/28	0.00%	88.50%	11.50%
2027/9/15	0.00%	60.20%	39.80%
2027/10/27	0.00%	62.50%	37.50%
2027/12/8	0.00%	97.54%	2.46%

资料来源：CME，天风证券研究所

6. 大类资产轮动展望

权益赛道2.0攻坚不易，波折难免，琢之磨之，玉汝于成。我们预计将保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力“四稳”。重视黄金，债券重点挖掘转债。半年内法国、英国、美国、俄罗斯四个联合国常任理事国领导先后访华，展现出对中国“合作力”的集体认同。国常会对纵深推进统一大市场进一步细化。我们预计后续将落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，进一步强化货币财政协同效应，“以我为主”，应对后续“特朗普不确定”以及海外地缘政治风险升级的潜在影响，努力为“十五五”开好局。

7. 本周大事前瞻

表 4：本周大事前瞻（5月25日-5月29日）

5月25日	5月26日	5月27日	5月28日	5月29日
美伊谈判局势进展；美国墨西哥启动USMCA正式谈判；财政部将在中国香港发行不超过60亿元的人民币绿色主权债券	伊朗往返中国航线逐步恢复；美国5月谘商会消费者信心指数	长鑫科技科创板IPO上会；中国4月规模以上工业企业利润同比；日本央行行长植田和男发表讲话	韩国央行公布利率决议；欧元区5月经济景气指数；美国一季度实际GDP修正值；美国4月PCE物价指数	亚洲防务峰会“香格里拉对话会”在新加坡开幕；美国4月零售库存

资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

8. 风险提示

全球地缘升级风险；中美缓和不及预期；海外流动性宽松不及预期。

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，并应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