



关税局势摇摆不定，市场震荡防御观望

——鑫元周观点（2025.05.26-2025.06.01）

一、核心观点

宏观方面，中美贸易与地缘政治局势扰动再起，全球经济面临多重不确定性。中国国内政策持续发力稳增长，工业企业利润有所改善，但制造业活动仍处于收缩区间，反映内需不足与外部订单疲弱并存。美国方面，4月核心 PCE 通胀放缓至 2.5%，但消费增长乏力，经济增长动能减弱。此外，特朗普政府的“解放日”关税政策遭遇司法挑战，国际贸易法院裁定其超越总统权限，尽管上诉法院暂时维持关税有效性，但未来政策走向仍存不确定性。

权益市场方面，上周国内经济基本面并无新的边际变化。在中美瑞士谈判达成之后以及美国联邦巡回上诉法院就特朗普政府基于 IEEPA 征收关税是否有效在6月中旬审理结束之前，海外关税政策的影响不大。国内经济二季度增速料将维持平稳，难有强烈的刺激政策出台。

海外市场，AI 暂未有新的叙事逻辑、市场转向利用实际的经济数据来评估关税对于消费和就业的影响，6月上旬的美国经济数据是一个重要的验证。关税征收违法的判定以及美债收益率本周的回落，让通胀压力趋缓，海外分母端宽松预期有所乐观，但美联储继续强调货币政策路径将取决于经济数据及前景展望，美联储将基于谨慎客观、非政治性分析制定货币政策。

国内经济基本面平稳，目前国内维持适度宽松的货币政策，也已经降准降息，但短期并没有进一步宽松的预期了。本周权益策略建议：1）仓位维持均衡。哑铃策略下，哑铃内部更偏向红利资产。2）行业选择：继续增加红利资产配置，包括煤炭、公用事业、银行（含 H 股）、电信运营商（含 H 股）；短期涨幅较大的主题性机会，建议及时止盈；ASCO 年会召开，利好兑现，三月初推荐的医药生物行业，建议止盈。降低小市值品种配置比例，防备拥挤度过高带来的快速调整。在变与不变之间，保持耐心；在纷繁复杂的因素相互交织下，放慢节奏，仔细甄别，等待赔率和胜率俱佳的那个时点。

固收市场方面，上周债市围绕工业企业利润数据、特朗普关税政策反复及央行资金面投放等交易，上周前半周债市维持震荡格局，工业企业利润好于预期及市场预期二季度银行兑

现浮盈共同压制债市情绪，但央行持续净投放使得债市仍有一定支撑；上周后半周特朗普关税扰动风险偏好，现券收益率先上后下，市场整体维持多空拉锯态势。全周来看，债市呈现震荡整理格局，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、-5bp、1bp 收于 1.90%、1.67%、1.46%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 6bp、-6bp 收于 22bp、22bp。受特朗普关税政策反复影响，短期债市方向并不明朗且对利空因素较为敏感，但宽货币的进程仍在整体支撑债市，重点关注 5 月份谈判落地后基本面特别是地产数据的变动，这是后续债市重要的观测方向。

二、宏观动态

（一）国内宏观

5 月制造业 PMI 为 49.5%，较上月上升 0.5 个百分点。国家统计局公布数据显示，5 月份，我国制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点。综合 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为 47.5%和 47.1%，比上月上升 2.8 和 3.7 个百分点。调查中部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进出口情况有所改善。

4 月份规模以上工业企业利润同比增长 3%，企业盈利状况持续改善。国家统计局公布数据显示，4 月份，我国规模以上工业企业利润同比增长 3%，较 3 月份加快 0.4 个百分点。以装备制造业、高技术制造业为代表的新动能行业利润增长较快，智能车载设备制造、智能无人飞行器制造等行业利润分别增长 177.4%、167.9%。

《求是》杂志将发表国家主席习近平的重要文章《加快建设教育强国》。文章指出，以科技发展、国家战略需求为牵引，完善高校学科设置调整机制和人才培养模式。优化高等教育布局，培育壮大国家战略人才力量。提升教育公共服务质量和水平，优化区域教育资源配置，持续巩固“双减”成果，深入实施国家教育数字化战略。

国务院总理李强在吉隆坡出席东盟-中国-海合会峰会。会议以“共创机遇 共享繁荣”为主题。李强指出，中方愿同东盟、海合会加强三方伙伴关系，商讨制定高质量共建“一带一路”行动计划，加强基础设施、市场规则等对接联通，拓展能源、农业、人工智能、数字经济、绿色低碳等领域合作，促进人员往来和民心相通。东盟-中国-海合会峰会联合声明发布，其中提到，促进自由贸易，欢迎中国-东盟自贸区 3.0 版升级谈判全面完成，期待升级议定书早日签署和生效；期待中国-海合会自贸协定谈判早日完成；探讨建立区域性商务理事会，促进三方企业对话，加强贸易投资流动，发展地区价值链；探索本币和跨境支付合作。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于健全资源环境要素市场化配置体系的意见》。意见提出，到 2027 年，碳排放权、用水权交易制度基本完善，排污权交易制度建立健全，资源环境要素交易市场更加活跃、价格形成机制更加健全。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》。《意见》提出，完善企业收入分配制度，推动企业健全工资合理增长机制，深化国有企业工资分配制度改革，在符合条件的国有企业推行工资总额预算周期制管理。推动上市公司开展中长期激励，制定稳定、长期的现金分红政策。强化控股股东对公司的诚信义务，支持上市公司引入持股比例 5%以上的机构投资者作为积极股东。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数激增 1.4 万人至 24 万人，升至 2021 年 11 月以来最高水平。前一周续请失业金人数大幅增加 2.6 万人至 191.9 万人，创 2021 年 11 月以来的最高水平。

美联储会议纪要：通胀可能比想象中顽固，经济面临“滞胀”风险。美联储会议纪要显示，本月稍早的会议上，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎，等待特朗普政府关税等政策的影响更明朗，再考虑行动。而且，此次纪要中，联储决策者几乎全都表达了对关税长期推升通胀的担忧。继 4 月的上次会议纪要后，本次纪要中，联储官员再度警惕，联储货币政策委员会 FOMC 可能不得不在抗通胀和保就业之间做出“艰难的取舍”。

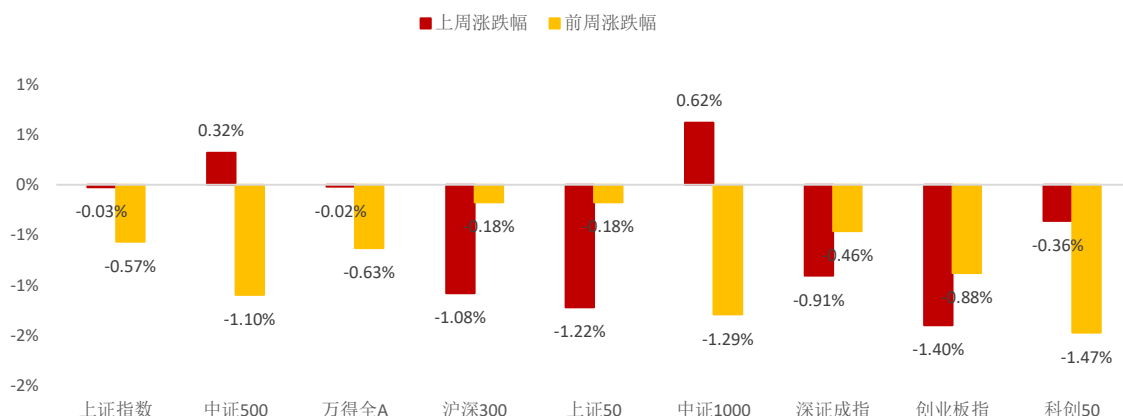
特朗普政府官员在法律争端中为关税辩护，坚称关税“不会消失”。美国商务部长卢特尼克表示，请放心，关税不会消失。白宫国家经济委员会主任哈塞特亦表示，他“非常有信心”最高法院的法官会支持特朗普的关税政策，如果关税被阻止，也会有其他替代方案来确保美国重新实现公平贸易，但未具体说明这一路径将如何实施。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数涨跌互现。截至 5 月 30 日，中证 1000 上涨 0.62%，中证 500 上涨 0.32%，涨幅靠前；创业板指下跌 1.40%，上证 50 下跌 1.22%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**环保、医药生物、国防军工**领涨，**汽车、电力设备、有色金属**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/5/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.5	↑ 0.01	41.1	↑ 0.12	70.0%	84.2%	79.5%
深证成指	24.8	↓ 0.30	50.8	↓ 2.04	45.7%	47.9%	34.7%
上证 50	10.9	↓ 0.05	49.8	↓ 1.65	74.1%	74.9%	66.2%
沪深 300	12.5	↓ 0.09	42.2	↓ 1.68	56.8%	61.6%	56.1%
中证 500	28.7	↑ 0.12	45.9	↑ 0.92	57.9%	88.5%	84.1%
中证 1000	39.3	↑ 0.22	52.9	↑ 1.29	52.9%	74.1%	74.9%
创业板指	30.2	↓ 0.48	9.9	↓ 0.49	12.0%	20.4%	22.4%
科创 50	138.0	↓ 0.14	98.7	↓ 0.23	98.7%	98.7%	98.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/5/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	17.0	↑ 0.31	3.93%	↑ 1.18	3.9%	6.7%	9.2%
基础化工(申万)	24.0	↓ 0.14	44.45%	↓ 0.75	44.5%	75.5%	67.8%
钢铁(申万)	33.5	↓ 0.22	74.60%	↓ 0.77	74.6%	98.9%	98.4%
有色金属(申万)	17.9	↓ 0.44	13.19%	↓ 0.73	13.2%	22.4%	31.0%
电子(申万)	48.5	↓ 0.28	57.29%	↓ 1.20	57.3%	77.4%	70.2%
家用电器(申万)	14.3	↓ 0.14	31.01%	↓ 2.13	31.0%	34.0%	34.5%
食品饮料(申万)	21.9	↓ 0.25	21.09%	↓ 0.37	21.1%	12.2%	16.7%
纺织服饰(申万)	24.9	↑ 0.37	50.64%	↑ 2.60	50.6%	67.2%	63.9%
轻工制造(申万)	27.5	↑ 0.09	45.28%	↑ 0.31	45.3%	75.0%	65.3%
医药生物(申万)	34.0	↑ 0.78	37.62%	↑ 2.91	37.6%	63.2%	66.9%
公用事业(申万)	18.1	↓ 0.03	22.86%	↓ 0.39	22.9%	20.5%	27.2%
交通运输(申万)	16.5	↑ 0.28	45.70%	↑ 3.30	45.7%	57.4%	69.3%
房地产(申万)	39.4	↑ 0.39	98.25%	0.00	98.2%	97.0%	95.9%
商贸零售(申万)	37.3	↑ 0.18	80.40%	↑ 0.39	80.4%	92.7%	89.8%
社会服务(申万)	40.6	↑ 0.02	32.25%	↑ 0.06	32.3%	41.6%	20.7%
综合(申万)	39.2	↓ 0.77	31.78%	↓ 1.10	31.8%	40.2%	21.0%
建筑材料(申万)	26.1	↑ 0.16	73.57%	↑ 0.67	73.6%	96.2%	95.1%
建筑装饰(申万)	10.6	↑ 0.11	52.29%	↑ 2.38	52.3%	78.4%	86.4%
电力设备(申万)	28.4	↓ 0.71	20.51%	↓ 1.64	20.5%	34.8%	34.3%
国防军工(申万)	75.3	↑ 1.71	67.91%	↑ 2.32	67.9%	95.8%	95.0%
计算机(申万)	78.2	↑ 1.40	89.30%	↑ 1.23	89.3%	93.9%	91.6%
传媒(申万)	39.6	↑ 0.73	53.15%	↑ 2.70	53.2%	76.7%	72.2%
通信(申万)	29.2	↑ 0.46	9.80%	↑ 1.61	9.8%	16.6%	23.0%
银行(申万)	6.4	0.00	53.14%	↑ 0.06	53.1%	62.1%	77.3%
非银金融(申万)	13.6	↑ 0.03	12.50%	↑ 0.71	12.5%	12.1%	16.6%
汽车(申万)	26.0	↓ 1.17	67.05%	↓ 4.49	67.1%	50.8%	31.8%
机械设备(申万)	31.0	↓ 0.13	55.68%	↓ 1.29	55.7%	76.0%	75.9%

煤炭(申万)	12.8	↓	0.04	66.52%	↓	0.59	66.5%	97.8%	97.8%
石油石化(申万)	16.1	↑	0.06	42.44%	↑	0.62	42.4%	70.2%	76.1%
环保(申万)	24.4	↑	0.88	54.15%	↑	4.84	54.2%	91.9%	98.7%
美容护理(申万)	39.4	↓	0.32	56.63%	↓	0.75	56.6%	53.0%	36.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

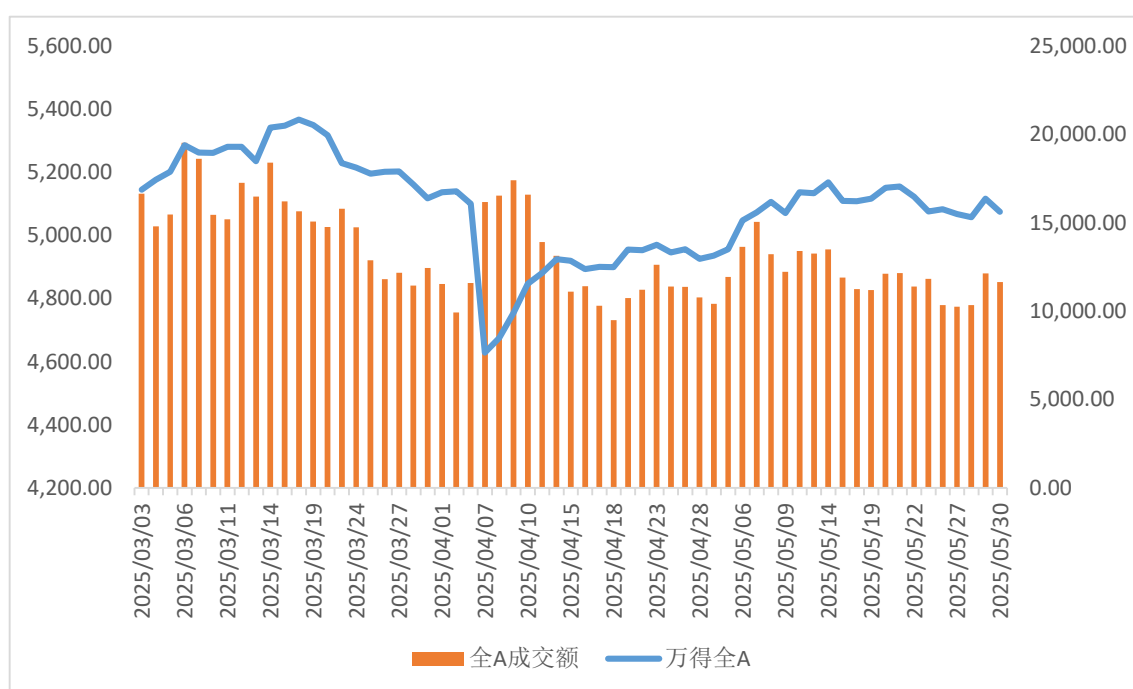
上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50% 分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周国防军工、计算机、环保估值上行最多，汽车、综合、电力设备下行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、钢铁、建筑材料板块估值处于历史较高水平；通信、农林牧渔、有色金属、纺织服饰、公用事业板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，汽车的拥挤度较高。

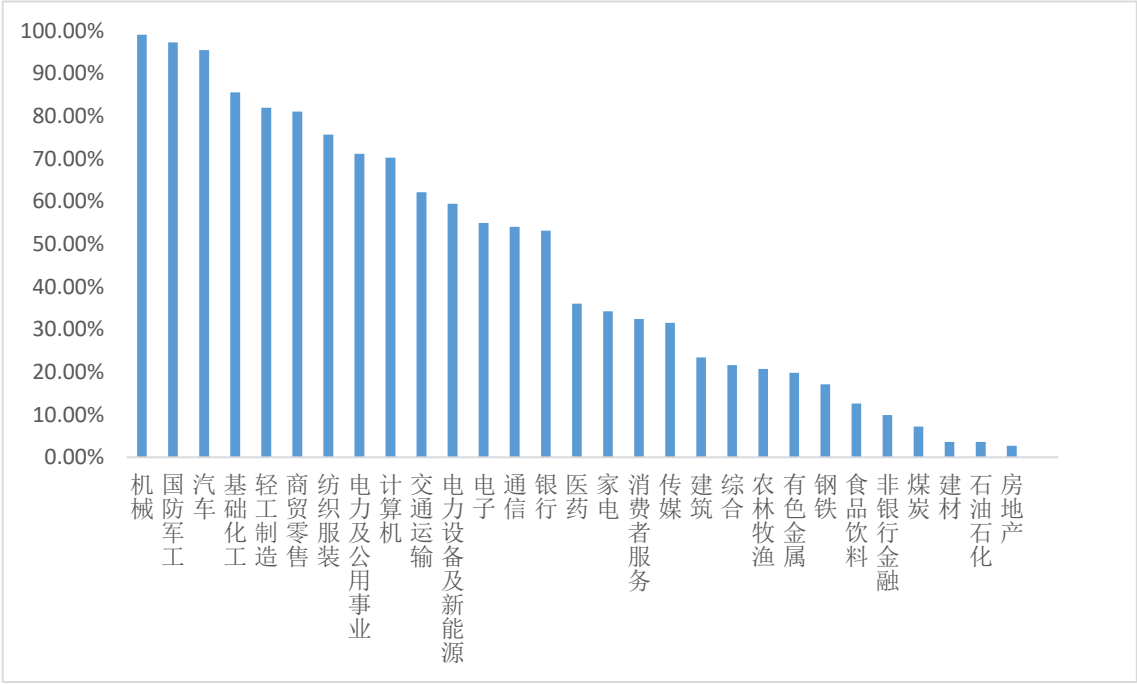
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.32%，处于历史 89.43% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



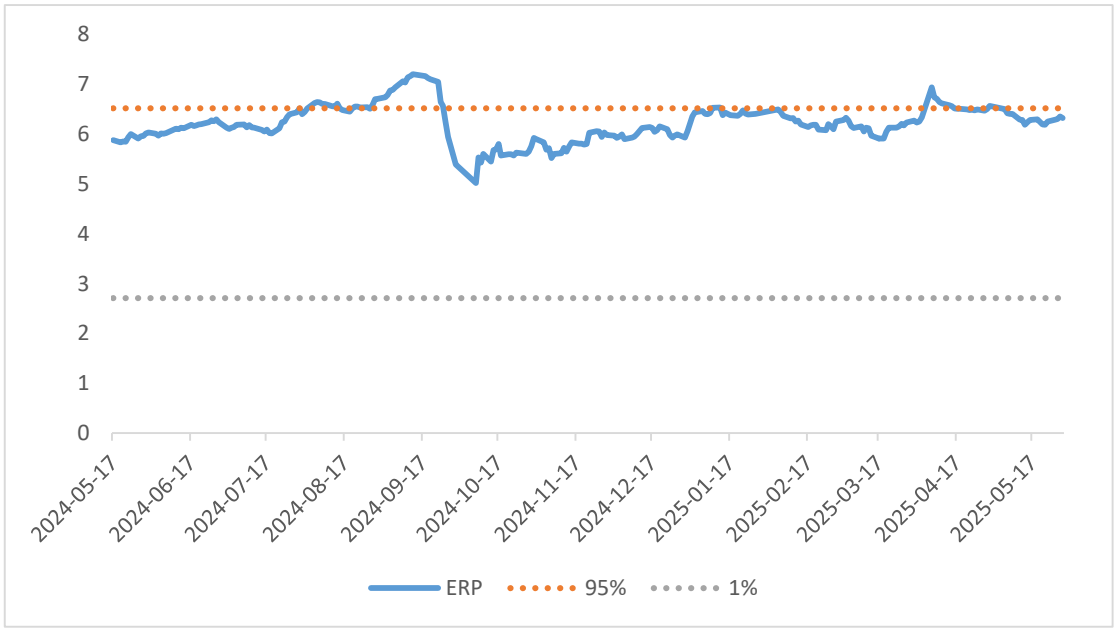
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



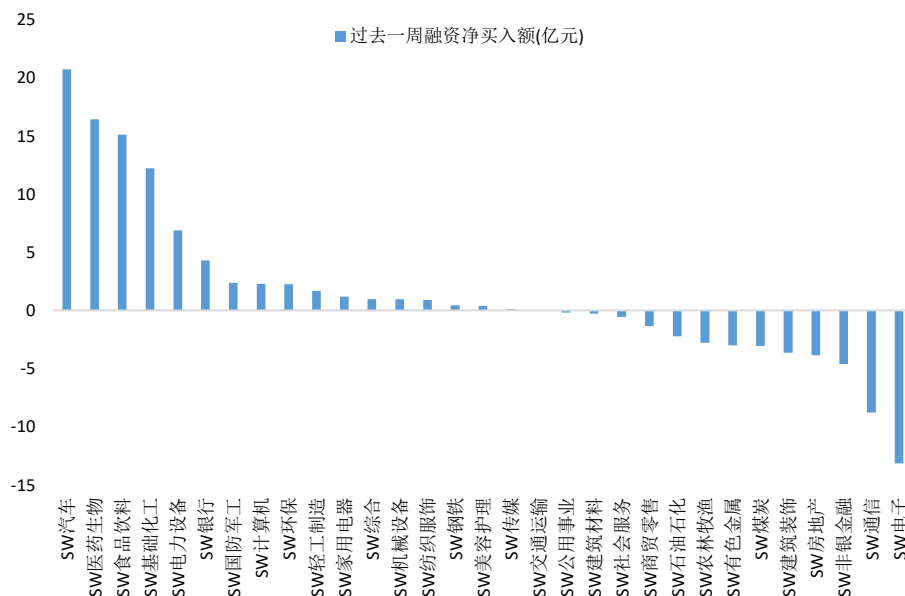
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

5月30日，两融资金占比为3.51%，5月23日为8.17%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。

截至5月30日，上周融资净买入的前三行业为汽车、医药生物、食品饮料。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

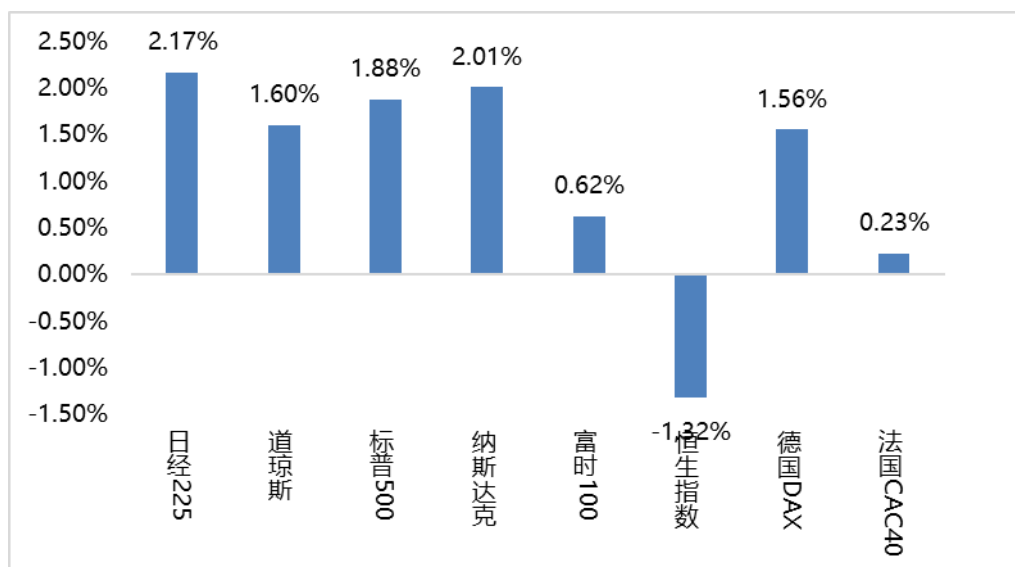


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数上涨。美国股市方面，道指上涨 1.60%，标普 500 上涨 1.88%，纳指上涨 2.01%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 1.56%，英国富时 100 上涨 0.62%，法国 CAC40 上涨 0.23%；亚太股市方面，日经指数上涨 2.17%，恒生指数下跌 1.32%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

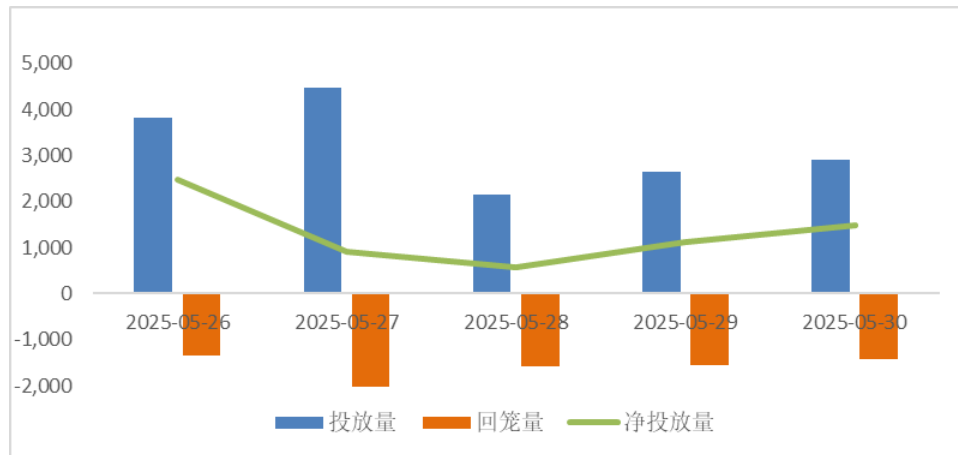


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 16026 亿元 7 天期逆回购操作，因有 9460 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净投放 6566 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2760 亿元，地方政府债计划发行 1096 亿元，整体净缴款 782 亿元。

图：6 月 3 日-6 月 6 日政府债发行缴款

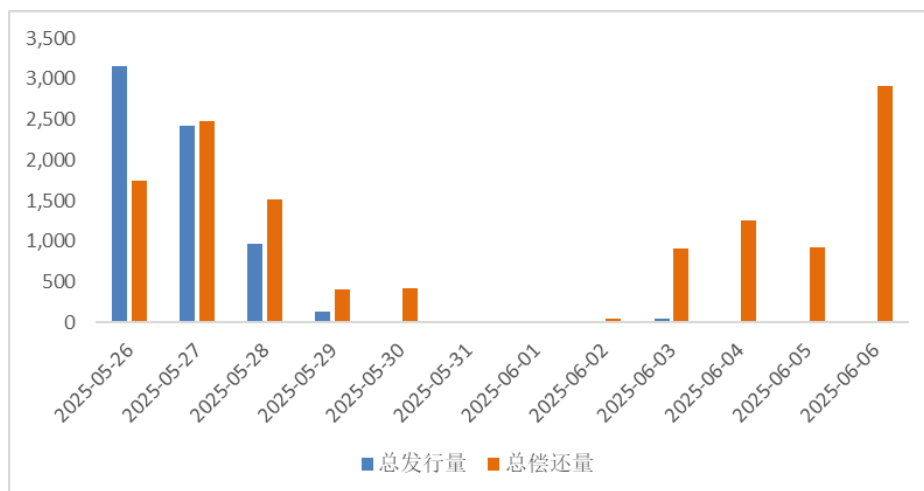
单位：亿元

	6 月 3 日		6 月 4 日		6 月 5 日		6 月 6 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	245	1050	131	0	720	1710	0
到期	0	735.7	0	132.25	751.5	68	0	0
缴款	0	324	0	245	1050	131	0	720
净缴款	-412		113		361		720	

同业存单发行：本周（6 月 3 -6 日）存单到期 6070 亿元，规模略低于前一周的 6570 亿

元，不过后续一周存单到期压力将显著提升，到期规模超过 1.2 万亿元。

图：同业存单到期与发行

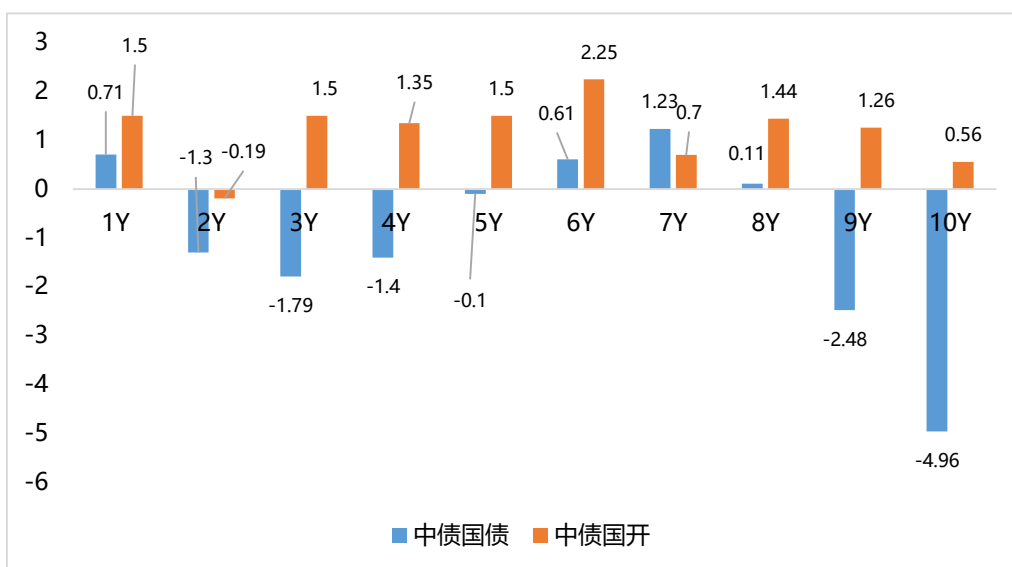


回购市场：在央行呵护之下，跨月资金面平稳。周内来看，资金价格整体呈先下后上的态势，R001 从上上周五的 1.61% 连续下行至上周三的 1.46%，DR001 同样由上周五的 1.57% 逐日走低，并于上周四触及周内低点 1.41%。其后，随着月末时点临近，资金价格拐头向上，至 5 月 30 日，R001 上行至 1.57%，DR001 同样回升至 1.48%。7 天资金利率走势与之类似，上周一税期截止叠加跨月需求，R007、DR007 单日均上行 7bp，随后回落；但上周三起资金价格再度抬升，截至 30 日，R007、DR007 分别报 1.70%、1.66%。

票据利率：上周周初主要大行的收票活跃度逐渐降低，买盘配置情绪较为谨慎，卖盘继续出票，供需博弈下，票价略有上行。上周下半周，随着月末来临，中小行纷纷加紧配置节奏，买盘情绪主要由城农行带动，而一级市场贴现量则是逐渐缩量，稍显疲软之势，卖盘出票意愿温和，市场供需情绪整体低位运行，票价转而小幅下探。整体来看，票据利率呈现涨后回调之势。

（三）债券市场

图 12：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	2.25	8.63	10.72	-2.6
环比	-2.50	1.69	-4.86	-12.02
年初以来	-18.73	-2.44	-4.8	-33
2016年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016年以来平均值	25.88	15.39	18.53	47.89
2016年以来分位数	2.42%	13.30%	14.83%	11.00%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差

中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	19.27	20.4	21.49	27.16	33.37
环比	2.35	1.51	0.99	-0.21	-0.32
年初以来	-13.07	-14.83	-15.77	-6.48	-11.75
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	44.91	36.00	38.43	42.58	43.96
2016年以来分位数	0.89%	6.03%	7.05%	7.82%	16.53%

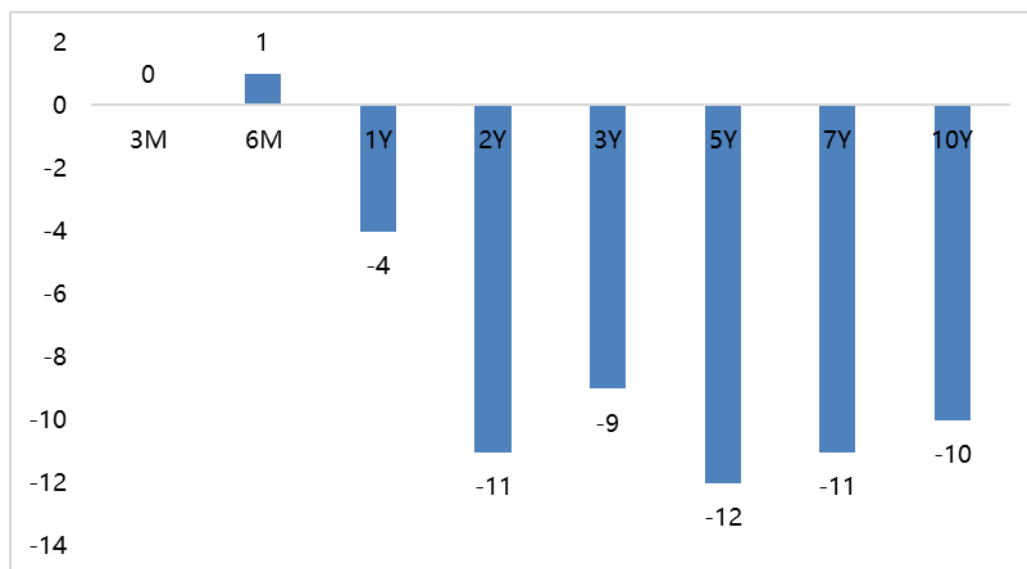
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率走势分化。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.71BP 至 1.4552，3 年期下行 1.79BP 至 1.4777，5 年期下行 0.1BP 至 1.5640，10 年期下行 4.96BP 至 1.6712。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.35BP，

中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.51BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.99BP。

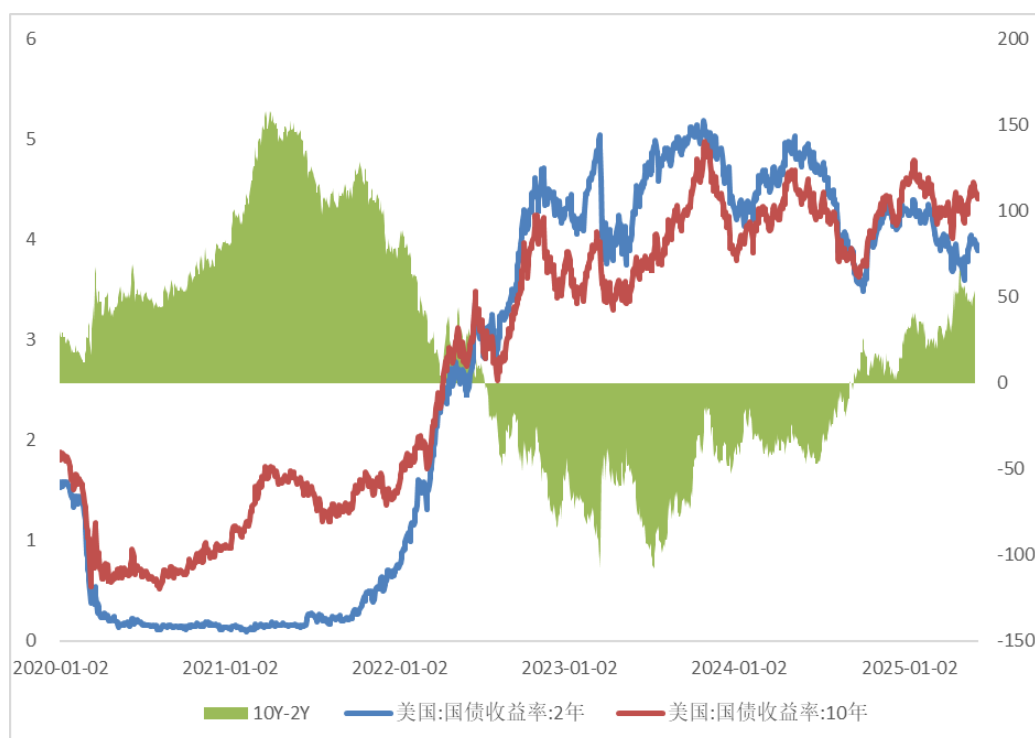
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 10BP，10 年期国债收益率下行 4.96BP，中美利差倒挂程度减弱。全周来看，1 年期美债收益率下行 4BP，3 年期美债收益率下行 9BP，10 年期美债收益率下行 10BP。

图 14：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率走势分化。上周美元指数上行 0.32%，在岸人民币汇率走势分化，中间价升值 0.10%，即期汇率贬值 0.08%，离岸人民币汇率贬值 0.48%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元和人民币汇率			
	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	99.4393	7.1848	7.1953	7.2065
对照日期	99.1231	7.1919	7.1895	7.1722
涨跌	0.32%	0.10%	-0.08%	-0.48%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，中美贸易与地缘政治局势扰动再起，全球经济面临多重不确定性。中国国内政策持续发力稳增长，工业企业利润有所改善，但制造业活动仍处于收缩区间，反映内需不足与外部订单疲弱并存。美国方面，4 月核心 PCE 通胀放缓至 2.5%，但消费增长乏力，经济增长动能减弱。此外，特朗普政府的“解放日”关税政策遭遇司法挑战，国际贸易法院裁定其超越总统权限，尽管上诉法院暂时维持关税有效性，但未来政策走向仍存不确定性。

国内方面，国家统计局数据显示，1-4 月全国规模以上工业企业利润同比增长 1.4%，较一季度的 0.8%有所改善，显示工业企业盈利修复初现成效。部分高端制造行业受益于政策引导，利润回升明显。但 5 月 PMI 录得 49.4，连续第二个月处于荣枯线下方，反映出企业生产和新订单仍承压，结构性疲弱未解。房地产市场方面，5 月 100 个城市新建住宅价格环比上涨 0.30%，较 4 月的 0.14%有所加快。一线和二线城市，尤其是上海，领涨全国。然而，二手房市场仍疲软，价格环比下降 0.71%，同比下降 7.24%。新房市场的边际回暖可能为经济提供一定支撑，但整体复苏仍需观察。

国际方面，美国经济在 2025 年第一季度出现三年来首次收缩，实际 GDP 年化下降 0.2%，主要受进口激增和政府支出减少的影响。企业为规避即将实施的关税，提前大量进口商品，导致贸易逆差扩大，对 GDP 增长造成显著拖累。美国 4 月核心个人消费支出（PCE）物价指数

同比上涨 2.5%，较 3 月的 2.7% 有所回落，显示通胀压力有所缓解，但消费支出增长乏力，经济增长动能减弱。5 月 28 日，美国国际贸易法院裁定，特朗普总统依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的广泛关税超越了总统权限，违反宪法规定，命令立即撤销相关关税。然而，联邦巡回上诉法院于次日暂时中止了该裁决的执行，允许关税政策在上诉期间继续实施。法院要求双方在 6 月初提交进一步法律意见。特朗普总统对此裁决表示强烈不满，警告称若法院推翻关税政策，将导致美国经济“毁灭”，并指责司法系统干预其经济政策。中美贸易关系再度紧张。美国财政部长指责中国未履行 5 月初日内瓦贸易协议中关于关键矿产和工业品的出口承诺，称中国在稀土、镓等战略资源出口上存在延迟。中国外交部回应美国率先违约，未及时履行 AI 芯片及高性能设备的出口宽松承诺，并在学生签证、军民两用技术等领域出台更多限制措施。中方警告美方不要“自毁协议”，并表示将采取对等反制措施。此外，特朗普政府的“解放日”关税政策遭遇司法挑战。

（二）权益市场展望和策略

上周国内经济基本面并无新的边际变化。在中美瑞士谈判达成之后以及美国联邦巡回上诉法院就特朗普政府基于 IEEPA 征收关税是否有效在 6 月中旬审理结束之前，海外关税政策的影响不大。国内经济二季度增速料将维持平稳，难有强烈的刺激政策出台。

海外市场，AI 暂未有新的叙事逻辑、市场转向利用实际的经济数据来评估关税对于消费和就业的影响，6 月上旬的美国经济数据是一个重要的验证。关税征收违法的判定以及美债收益率本周的回落，让通胀压力趋缓，海外分母端宽松预期有所乐观，但美联储继续强调货币政策路径将取决于经济数据及前景展望，美联储将基于谨慎客观、非政治性分析制定货币政策。

国内经济基本面平稳，目前国内维持适度宽松的货币政策，也已经降准降息，但短期并没有进一步宽松的预期了。本周权益策略建议：1）仓位维持均衡。哑铃策略下，哑铃内部更偏向红利资产。2）行业选择：继续增加红利资产配置，包括煤炭、公用事业、银行（含 H 股）、电信运营商（含 H 股）；短期涨幅较大的主题性机会，建议及时止盈；ASCO 年会召开，利好兑现，三月初推荐的医药生物行业，建议止盈。降低小市值品种配置比例，防备拥挤度过高带来的快速调整。在变与不变之间，保持耐心；在纷繁复杂的因素相互交织下，放慢节奏，仔细甄别，等待赔率和胜率俱佳的那个时点。

（三）债券市场展望和策略

上周特朗普关税再度扰动全球市场，上周四美国国际贸易法院叫停关税政策后上周五又

再度反转，带动收益率先上后下。往后看我们认为关税作为特朗普重要的对外谈判工具很难被放弃，而其也能通过如 232 调查等方式加征关税，若市场因此调整反而是一个较好的配置机会。考虑到近期特朗普通过对留学生的拒签、EDA 软件及航空发动机的断供等方式施压中国，既体现其反复无常的特征，也说明中美根本性的矛盾很难短期解决，参考 18-19 年的中美贸易谈判过程均有可能再度扰动市场走势。后续债市再次全面做多的驱动主要来自两条，一是国内对美的转口贸易遭到美国及其盟友的全面围剿，二是美国后续面临可能的衰退时导致国内出口全面下行。国内基本面变化方面，我们认为关税压力已开始导致基本面出现消极信号，上周披露的 5 月 PMI 数据略有修复但幅度有限，表明即便关税缓和，但企业对于补库依然处在观望状态。此外近期居民端一线房价也开始环比走弱，考虑到 4 月政治局会议表态以“稳”为主，财政政策难以给到向上的驱动，债市中期做多逻辑依然稳固。

策略层面，如果现阶段债市回归基本面定价，那么市场环境也依然有利于债市。我们此前的周观点里也提及过去年“924”反映的更多的是政策态度的变化，而并非政策方向的变化。除非政策层能够直接补贴至居民部门，抑或加大政策力度打通企业端利润至居民端收入的传导路径，否则私人部门信用周期很难起来，更何况关税也仅仅是暂缓 90 天，并且关税力度也高于过往，那么长端依然有其配置价值。具体观测指标可参考居民部门定存同比增速与企业活期存款同比增速差以及企业利润，前者指向化债进度放缓及一线房价转跌背景下的居民部门缩表倾向，后者则是打通国内正循环的关键。随着关税谈判落地带来的情绪冲击逐渐消退，如果后续基本面数据开始走弱，近期情绪或供给冲击也至少是年内的高点，操作思路完全可以逢调整买入。至于 6 月份银行浮盈仓位的止盈，我们认为无需过于担心，因为今年 3 月份在信贷开门红的支撑下经济预期整体是向上的，而 6 月份从高频数据看基本面也处在见顶回落的区间，债市的基本面相对扎实，如果有非银的恐慌性抛盘完全可以入场。我们继续推荐回补长端仓位并等待下一个驱动因素，从央行货政报告的表态看，后续若政府债发行明显放量，央行大概率会重启买债以配合财政。中长期看，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和解，而特朗普带来的中美硬脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。信用债方面，当前债市对利空因素较为敏感，由于跨月后资金面整体较为宽松，建议继续关注短久期信用品种。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。