



权益市场震荡上行，关注中美经贸磋商进展

——鑫元周观点（2025.6.2-2025.6.8）

一、核心观点

宏观方面，国家主席习近平 6 月 5 日应邀与特朗普通话，讨论了贸易和矿物出口等关键问题，中美双方代表团将进一步就关税等贸易问题进行磋商。5 月制造业 PMI 低位回升至 49.5%，或显示出口及生产活动在 5 月中美关税降级后有所回补，但整体仍偏弱、较季节性水平偏低。海外方面，2025 年 5 月美国新增非农就业数据高于市场预期，缓和经济衰退担忧，失业率也稳定在 4.2%，显示美国就业市场相对稳健。

权益市场方面，中美双方本周将在伦敦举行贸易磋商，有可能将剩余的 20% 芬太尼关税全部或部分取消，若能取消将有助于国内权益市场向上突破。在关税问题缓和的背景下，国内对冲政策力度平稳，国内 PMI 下行显示需求端压力仍在。本周权益策略建议继续哑铃策略，维持谨慎：1) 仓位维持均衡，哑铃策略下，哑铃内部更偏向红利资产；2) 行业选择上，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，建议及时止盈；3) 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；科技股存在止跌轮动反弹的机会，目前还是由海外 AI 算力带动，反弹的持续性要看 6 月 Deepseek R2 的发布、火山引擎开发者大会有没有推出超期的重磅产品。

固收市场方面，本周债市围绕 PMI 数据、央行重启国债买卖传闻及央行意外公告买断式逆回购操作等交易，上周前半周债市延续窄幅震荡，基本面数据反应钝化，存单到期担忧致短债小幅上行，长债受利差交易扰动，上周后半周长短分化加剧，短端持续受大行买入和政策预期支撑，长端则因外部消息表现犹豫，央行意外公告买断式逆回购操作推动债市阶段性阴跌行情出现反转可能，但买卖国债重启可能性也变弱。全周来看，债市呈现短强长弱格局。当前债市短期的扰动因素依然在关税缓和预期，但基本面角度债牛环境依然坚实，且央行依然温和的资金面态度也整体支撑债市，本周关注中美第二轮贸易谈判进展，如果有情绪波动形成的高点，依然认为至少是中期级别的买点。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。习近平表示，中国人一向言必行、行必果，既然达成了共识，双方都应遵守。日内瓦会谈之后，中方严肃认真执行了协议。美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措。双方应增进外交、经贸、军队、执法等各领域交流，增进共识、减少误解、加强合作。特朗普表示十分尊重习近平主席，中美关系十分重要。美方乐见中国经济保持强劲增长。两国日内瓦经贸会谈很成功，达成了好的协议。美方愿同中方共同努力落实协议。

商务部再回应美方对华采取新限制措施。商务部称，5月12日，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布后，中方本着负责任的态度，认真对待、严格落实中方义务，积极维护日内瓦经贸会谈共识。反观美方，在日内瓦会谈后，对华采取一系列限制措施，严重破坏既有共识，严重损害中方正当权益。中方对此强烈不满、坚决反对，要求美方立即停止。如果美方一意孤行，继续损害中方利益，中方将坚决采取有力措施，维护自身正当权益。

教育部部长怀进鹏在《求是》发表题为《把教育强国的宏伟蓝图变为美好现实》的文章。文章指出，积极应对人口峰谷变化带来的挑战，把资源调配机制作为战略抓手，采取有效措施，不断提升教育公共服务质量和水平。促进人工智能助力教育变革，深入实施人工智能赋能教育行动。加强人工智能素养教育，完善人工智能算法和伦理安全相关制度。

上交所召开高分红重回报暨上市公司价值提升座谈会。上交所相关负责人表示，未来，上交所将推动上市公司进一步加大分红力度，增加分红频次，用好回购、并购重组、投资者交流等市值管理工具，持续提升公司投资价值。在产品供给端，将不断丰富红利指数相关产品体系，满足市场多元投资需求，推动长期资本、耐心资本与优质权益资产的良性互动。

（二）海外宏观

美国初请失业金人数升至 8 个月新高，就业市场降温。美国上周首次申请失业救济的人数意外增加，达到自去年 10 月以来的最高水平，这进一步表明就业市场正在降温。美国至 5 月 31 日当周初请失业金人数增加 0.8 万人至 24.7 万人，高于市场预期的 23.5 万。四周均值也升至 23.5 万，为去年 10 月以来的最高水平。续请失业金人数略有下降，但仍处于较高水平，表明失业人员找到工作的时间正在延长。

5 月非农超预期但增速放缓，美联储降息或将推迟。美国劳工部统计局发布数据显示，5 月非农就业人口增加 13.9 万（前值下修至 14.7 万），高于市场预期的 13 万人，在贸易政策

不确定性影响下就业增长持续放缓，失业率连续第三个月维持在 4.2%，这或许将为美联储推迟降息提供政策空间。

美国 5 月 ADP 就业人数增 3.7 万人，大幅低于预期。美国 5 月 ADP 就业人数增 3.7 万人，预期增 11.0 万人，前值增 6.2 万人。美国 5 月份的招聘速度达到 2023 年 3 月以来的最低水平。在美国 5 月 ADP 就业数据发布后，美国总统特朗普表示，鲍威尔现在必须降息。他还表示，“这令人难以置信，欧洲已经降息九次了”。此外，美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 为 49.9，为近一年来首次萎缩，预期 52.0，前值 51.6。

欧洲央行将存款机制利率下调 25 个基点至 2%，符合市场预期，为连续第 7 次降息。欧洲央行还将主要再融资利率和边际贷款利率分别从 2.4%和 2.65%下调至 2.15%和 2.4%，处于 2023 年初以来的最低水平。这是对通胀放缓以及特朗普贸易战对欧元区经济增长威胁的回应。

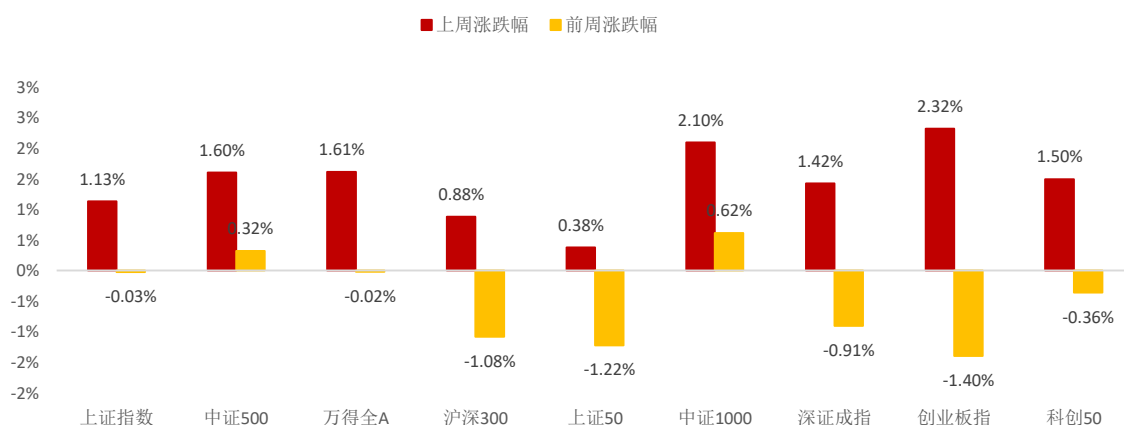
欧洲央行管委表示，欧洲央行的降息行动已接近尾声。如果六月经济预测得以实现，当前货币政策立场是合适的。持续比对最新数据与预测模型至关重要，通胀超预期上行或 GDP 增长意外疲软（反之亦然）都将影响欧洲央行对利率适宜水平的判断。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数均上涨。截至 6 月 6 日，创业板指上涨 2.32%，中证 1000 上涨 2.10%，

涨幅靠前。从行业板块看，上周通信、有色金属、电子领涨，家用电器、食品饮料、交通运输领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/6/6	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	14.6	↑	0.15	42.5	↑	2.26	72.3%	87.3%	83.3%
深证成指	25.2	↑	0.34	52.2	↑	2.57	48.3%	51.7%	39.0%
上证 50	10.9	↑	0.06	51.0	↑	2.02	76.1%	77.0%	69.0%
沪深 300	12.6	↑	0.10	43.6	↑	2.11	58.9%	64.2%	58.8%
中证 500	29.1	↑	0.45	48.7	↑	3.56	61.5%	91.7%	88.5%
中证 1000	40.1	↑	0.79	56.7	↑	3.83	56.7%	79.3%	79.8%
创业板指	30.9	↑	0.72	11.1	↑	1.23	13.2%	22.5%	24.4%
科创 50	139.9	↑	1.83	98.9	↑	0.23	98.9%	98.9%	98.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/6/6	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)	17.2	↑	0.15	4.58%	↑	0.65	4.6%	7.8%	10.8%
基础化工(申万)	24.6	↑	0.60	47.88%	↑	3.43	47.9%	81.2%	75.5%
钢铁(申万)	33.5	↓	0.07	74.48%	↓	0.12	74.5%	98.8%	98.3%
有色金属(申万)	18.5	↑	0.60	14.39%	↑	1.20	14.4%	24.4%	33.8%
电子(申万)	50.3	↑	1.76	62.80%	↑	5.52	62.8%	81.5%	75.7%
家用电器(申万)	14.0	↓	0.26	26.90%	↓	4.10	26.9%	29.4%	28.7%
食品饮料(申万)	21.6	↓	0.23	20.64%	↓	0.45	20.6%	11.8%	16.2%
纺织服饰(申万)	25.5	↑	0.60	54.11%	↑	3.47	54.1%	71.6%	67.5%
轻工制造(申万)	28.0	↑	0.58	48.53%	↑	3.26	48.5%	78.4%	70.1%
医药生物(申万)	34.4	↑	0.38	39.18%	↑	1.57	39.2%	65.2%	68.9%
公用事业(申万)	18.1	↓	0.01	22.78%	↓	0.08	22.8%	20.4%	27.1%
交通运输(申万)	16.4	↓	0.11	44.29%	↓	1.41	44.3%	55.1%	67.6%
房地产(申万)	39.8	↑	0.34	98.45%	↑	0.20	98.5%	97.4%	96.4%
商贸零售(申万)	37.8	↑	0.46	81.47%	↑	1.07	81.5%	94.0%	91.7%
社会服务(申万)	41.5	↑	0.86	34.33%	↑	2.08	34.3%	43.4%	22.3%
综合(申万)	40.3	↑	1.13	33.76%	↑	1.98	33.8%	43.5%	23.9%
建筑材料(申万)	26.3	↑	0.19	74.61%	↑	1.05	74.6%	97.2%	96.3%
建筑装饰(申万)	10.7	↑	0.13	54.65%	↑	2.36	54.6%	81.4%	89.4%
电力设备(申万)	28.8	↑	0.38	21.56%	↑	1.05	21.6%	36.6%	36.4%
国防军工(申万)	75.4	↑	0.18	68.03%	↑	0.11	68.0%	95.9%	95.1%
计算机(申万)	80.4	↑	2.18	90.90%	↑	1.60	90.9%	95.7%	94.0%
传媒(申万)	40.7	↑	1.03	55.51%	↑	2.35	55.5%	80.1%	76.7%
通信(申万)	30.7	↑	1.51	16.98%	↑	7.18	17.0%	27.8%	38.4%

银行(申万)	6.5	↑	0.10	58.73%	↑	5.59	58.7%	66.4%	80.0%
非银金融(申万)	13.9	↑	0.27	17.50%	↑	5.00	17.5%	19.1%	25.9%
汽车(申万)	26.0	↑	0.04	67.22%	↑	0.16	67.2%	51.1%	32.3%
机械设备(申万)	31.4	↑	0.33	58.84%	↑	3.16	58.8%	81.0%	81.9%
煤炭(申万)	12.7	↓	0.07	65.79%	↓	0.73	65.8%	97.0%	96.8%
石油石化(申万)	16.2	↑	0.16	43.73%	↑	1.29	43.7%	72.1%	78.4%
环保(申万)	24.5	↑	0.09	54.60%	↑	0.45	54.6%	92.6%	98.7%
美容护理(申万)	40.0	↑	0.59	57.51%	↑	0.88	57.5%	54.1%	37.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

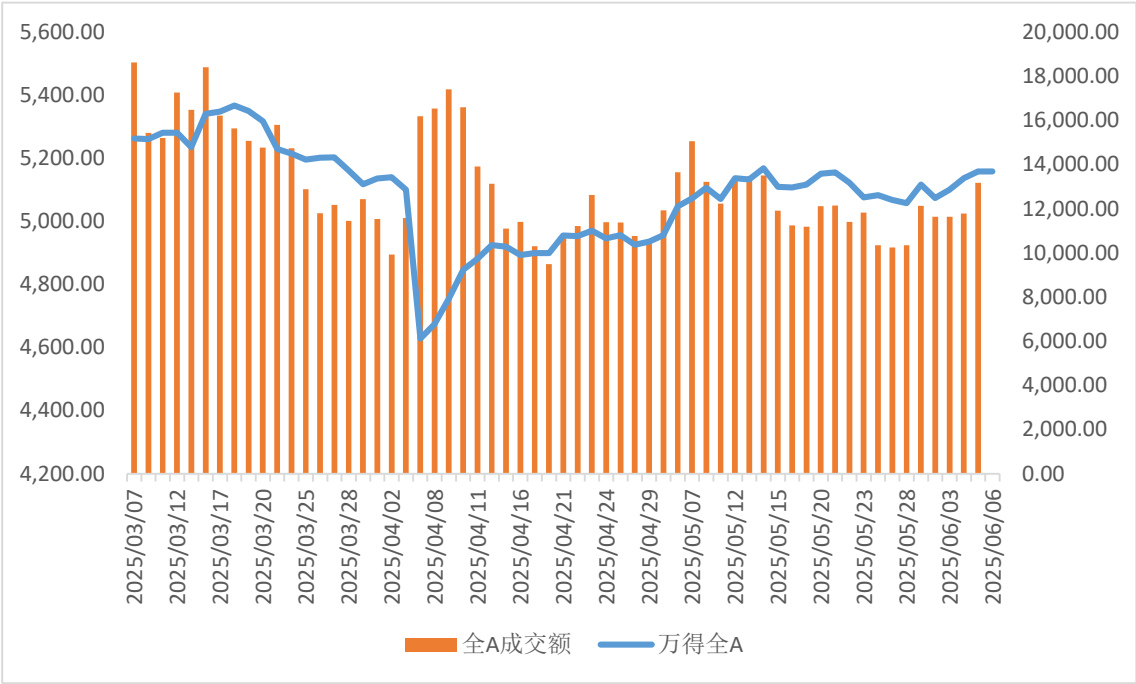
上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50% 分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机、电子、通信**估值上行最多，**家用电器、食品饮料、交通运输**下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、建筑材料、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、有色金属、通信、非银金融、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

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。

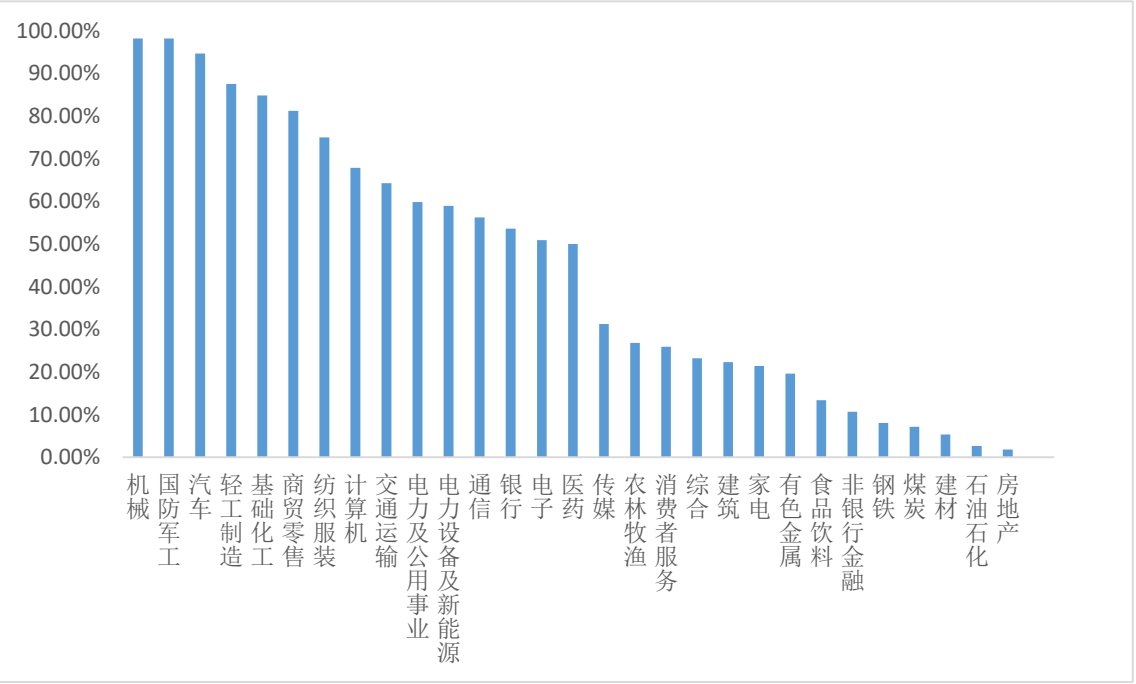
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.28%，处于历史 87.92% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



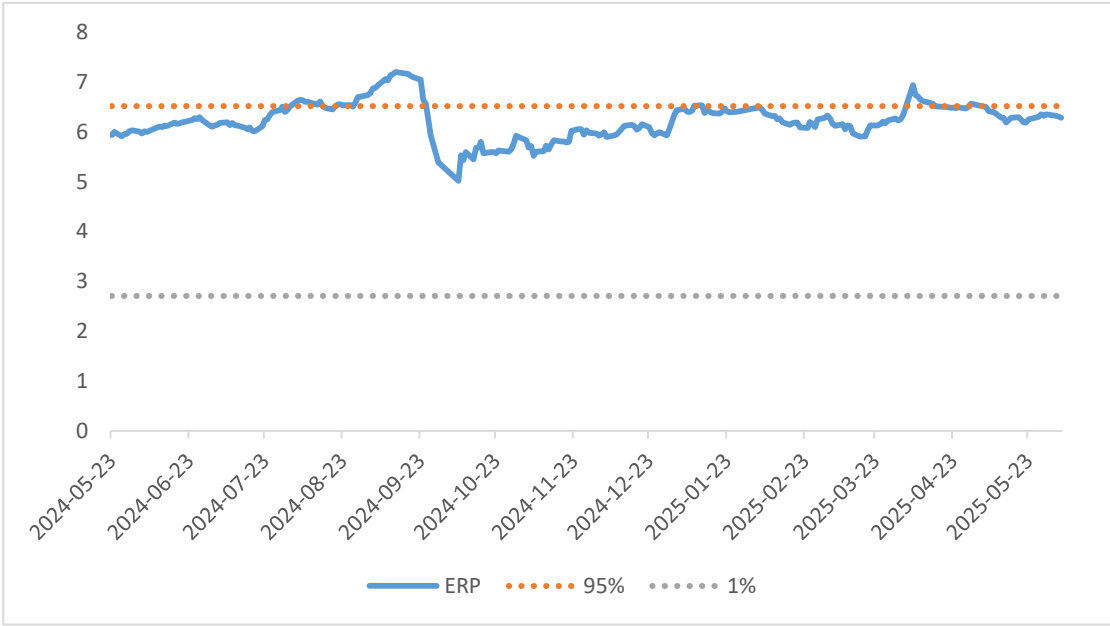
数据来源：Wind

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



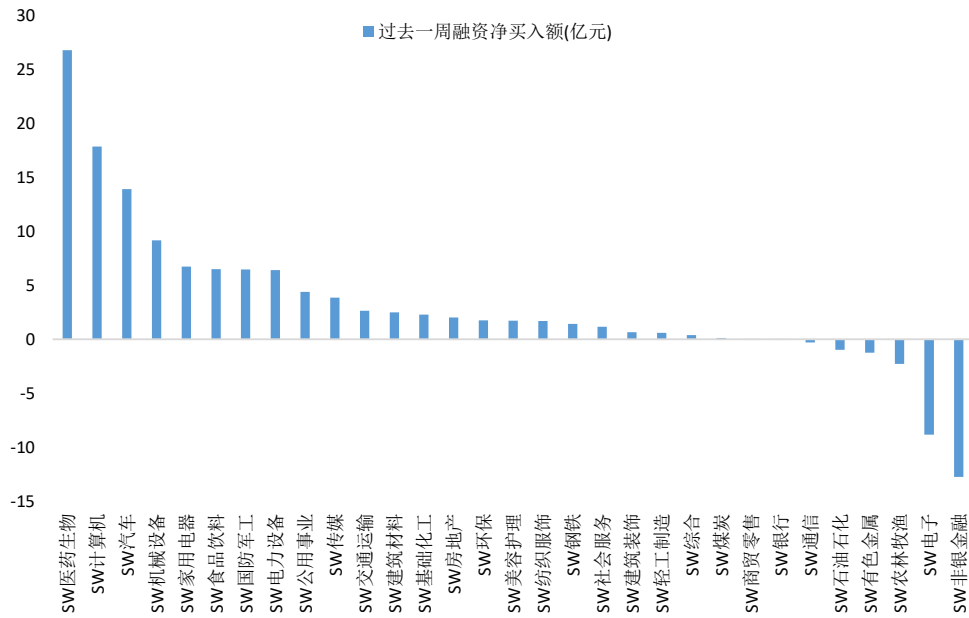
数据来源：Wind

4、权益市场资金

6月6日，两融资金占比为8.71%，5月30日为7.87%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。

截至6月6日，上周融资净买入的前三行业为医药生物、计算机、汽车。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

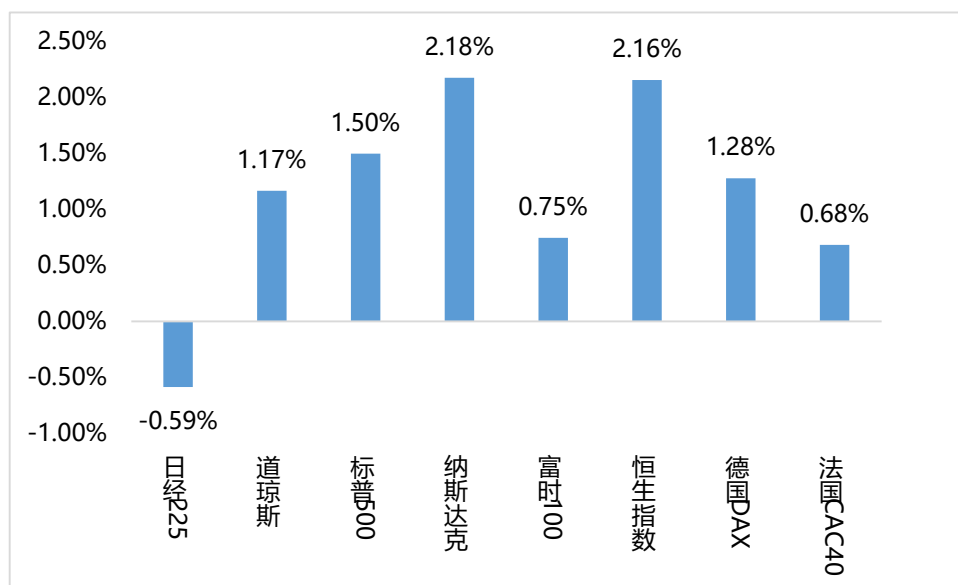


数据来源：Wind、鑫元基金

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 1.17%，标普 500 上涨 1.5%，纳指上涨 2.18%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.75%，德国 DAX 上涨 1.28%，法国 CAC40 上涨 0.68%；亚太股市方面，日经 225 指数下跌 0.59%，恒生指数上涨 2.16%。

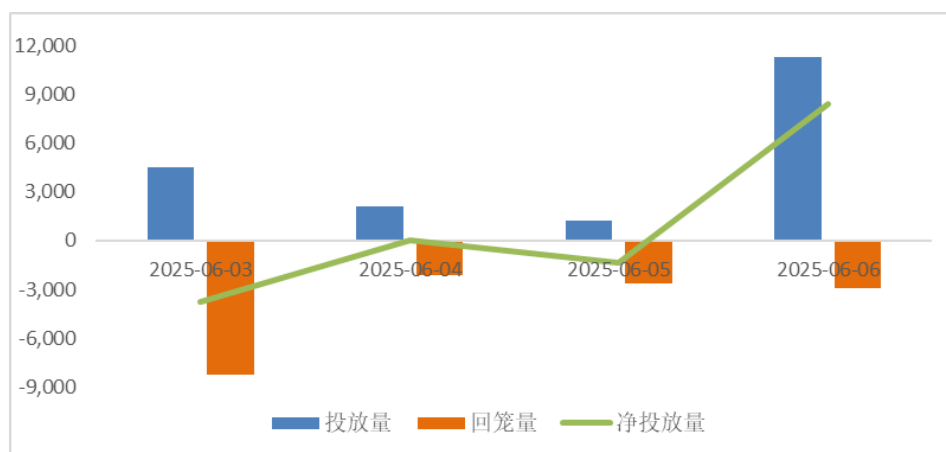
图 8：上周海外主要指数涨跌



(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 9309 亿元 7 天期逆回购操作和 10000 亿元买断式逆回购投放操作，因有 16026 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净投放 3283 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 5650 亿元，地方政府债计划发行 1078 亿元，整体净缴款 1219 亿元。

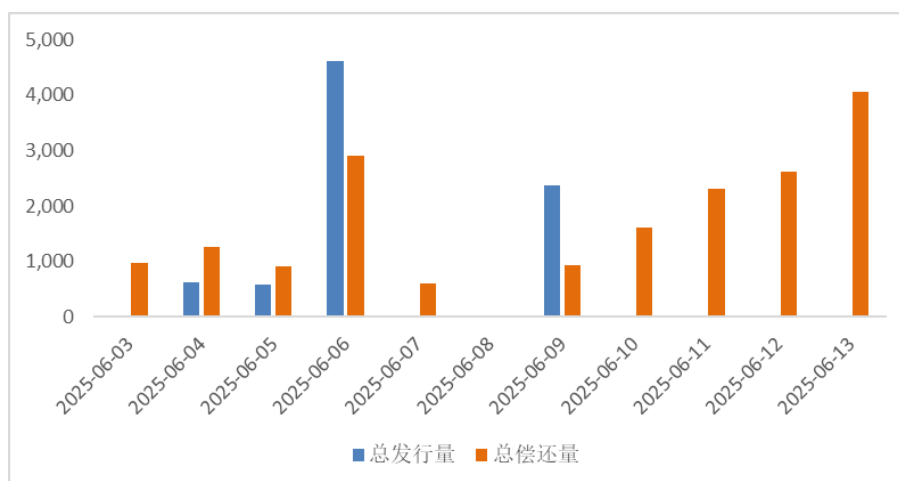
图 10：6 月 9 日-6 月 13 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 9 日		6 月 10 日		6 月 11 日		6 月 12 日		6 月 13 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	315	0	0	2250	221	0	383	3400	159
到期	1230.1	322.05	0	371.2	0	164	1159.9	412.93		
缴款	1710	0	0	315	0	0	2250	221	0	383
净缴款	158		-56		-164		898		383	

同业存单发行：本周（6 月 9-13 日）存单到期 12125 亿元，为历史单周到期量最大规模，后续两周，存单到期规模将维持 1 万亿元以上。

图 11：同业存单到期与发行

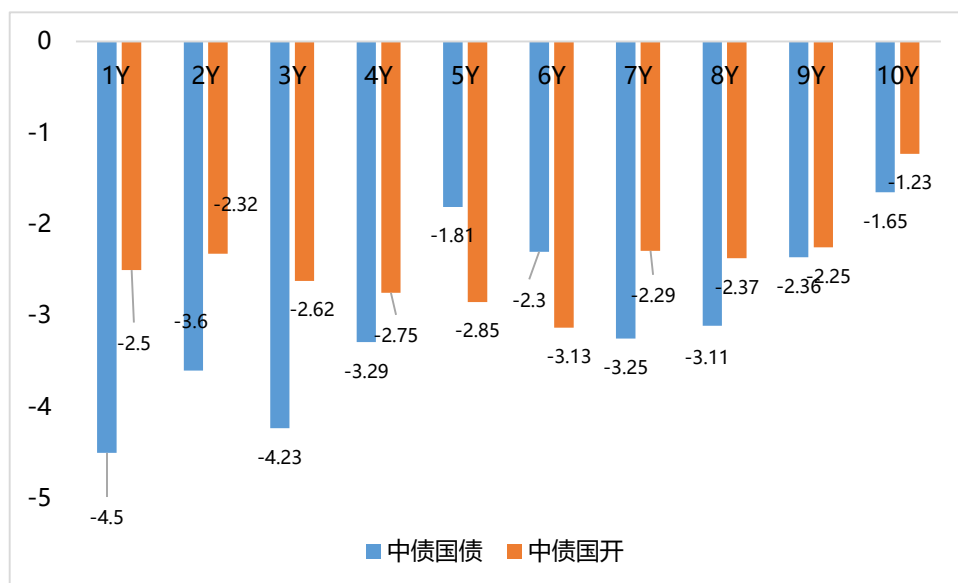


回购市场：在央行的显性呵护下，上周月初首周资金面如期转松。隔夜利率持续回落，DR001 由跨月前的 1.48% 逐日下行至 1.41%，R001 同样由 1.57% 连续降至 1.45%。7 天资金利率同步走低，回落至 1.5% 一线，其中 DR007 由跨月前的 1.66% 降至 1.53%，R007 从 1.70% 下行至 1.55%。全周来看，平均资金价格较跨月前明显下降，DR001、R001 周均值较上周分别下行 4、5bp，DR007、R007 分别环比下行 9、13bp。

票据利率：上周月初时点，市场交投活跃度不高，主要大行继续进场收票，报价较为平稳，托收票收口较多，买盘配置情绪谨慎。卖盘月初止盈需求释放，整体来看，卖盘力量相对较强，供需博弈下，上周票据利率呈现月初低开后小幅回暖的走势。

（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	2.52	11.05	10.88	10.33
环比	0.27	2.42	0.16	12.93
年初以来	-18.46	-0.02	-4.64	-20.07
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	25.84	15.38	18.52	47.82
2016 年以来分位数	2.80%	22.26%	15.44%	15.44%

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

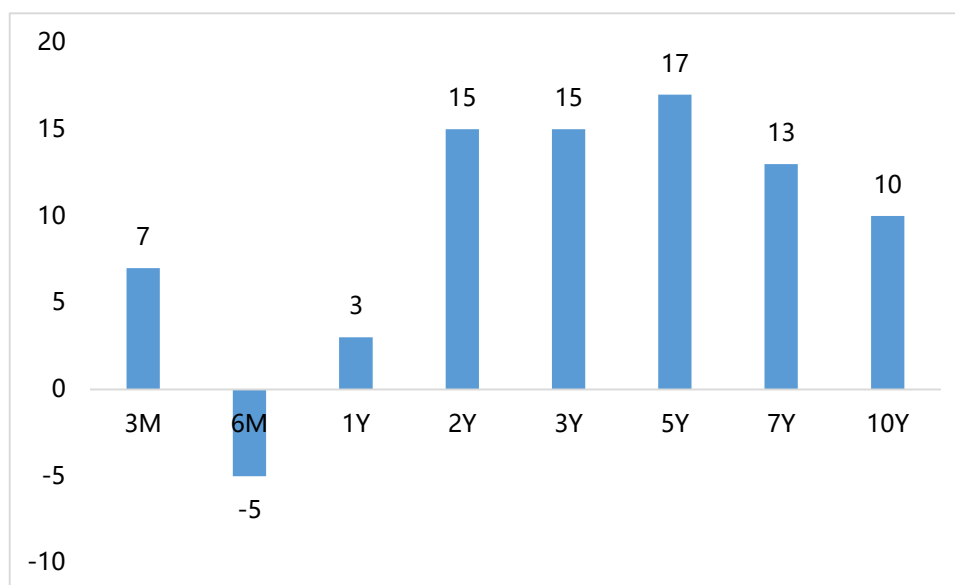
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	22.22	22.16	23.3	29.8	33.67
环比	2.95	1.76	1.81	2.64	0.30
年初以来	-10.12	-13.07	-13.96	-3.84	-11.45
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.87	35.98	38.41	42.56	43.94
2016 年以来分位数	2.88%	10.18%	9.25%	12.09%	17.30%

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整体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.5BP 至 1.4102%，3 年期下行 4.23BP 至 1.4354%，5 年期下行 1.81BP 至 1.5459%，10 年期下行 1.65BP 至 1.6547%。

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 2.95BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.76BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.81BP。

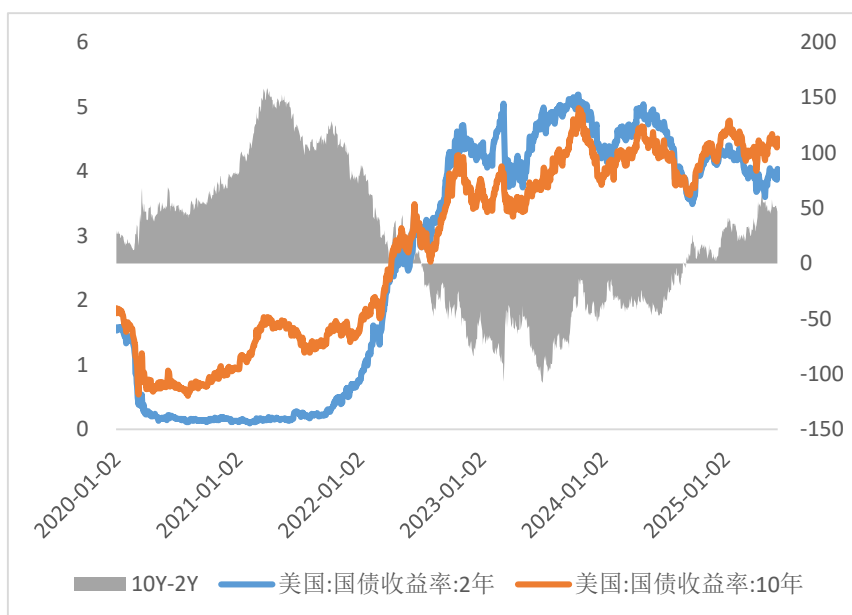
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率多数上行。上周 10 年期美债收益率上行 10BP，10 年期国债收益率下行 1.65BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 3BP，3 年期美债收益率上行 15BP，10 年期美债收益率上行 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

上周美元指数下行，人民币升值。上周美元指数下行 0.24%，人民币汇率中间价不变，即期汇率升值 0.15%，离岸人民币汇率升值 0.25%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
项目	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	99.2031	7.1845	7.1847	7.1885
对照日期	99.4393	7.1848	7.1953	7.2065
涨跌	-0.24%	0.00%	0.15%	0.25%

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

海外宏观方面，5 月美国非农数据相对稳健，失业率也未上行，短期内美联储或继续保持观望，等待经济转弱的更多信号。市场预期 6 月美联储将不再降息，首次降息时间为 9 月。

（二）权益市场展望和策略

中美双方本周将在伦敦举行贸易磋商，有可能将剩余的 20% 芬太尼关税全部或部分取消。如果能取消，将有助于国内权益市场向上突破。上周三公布的美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 为 49.9，ADP 就业人数 3.7 万人，强化了 9 月美联储降息预期，造成美债收益率和美元共同下行；但上周五的非农数据超预期的好，对冲之下，10Y 美债收益率收复失地，重回 4.5%。如果下周公布的通胀数据较为温和，海外流动性仍有改善的预期。

在关税问题缓和的背景下，国内对冲政策力度平稳；国内 PMI 下行显示外需压力仍在。本周权益策略建议：继续哑铃策略，维持谨慎。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，建议及时止盈。3）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。科技股存在止跌轮动反弹的机会，目前还是由海外 AI 算力带动；反弹的持续性要看 6 月 Deepseek R2 的发布、火山引擎开发者大会有没有推出超期的重磅产品。

（三）债券市场展望和策略

上周关税谈判又有一定进展，上周四中美元首通话后双方表述友好，表明在现实压力下中美双方关税谈判至少短期正在往转暖的方向发展，关注本周中美第二轮贸易谈判进展，考虑到双方目前仍处在出牌阶段，短期通过协议削减中国对美庞大的贸易顺差预计很难，债市对谈判进展反应基本钝化。往后看我们认为即便最高法院裁定暂停特朗普加征关税，关税作为特朗普重要的对外谈判工具也很难被放弃，而其也能动用其他条款绕开禁令，若市场因此调整反而是一个较好的配置机会。

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，5 月 PMI 数据略有修复但幅度有限，表明即便关税缓和，企业对于补库依然处在观望状态。此外关注到居民端一线房价开始环比加速回落，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，总体需求预计处在逐步回落的过程，债市中期做多逻辑依然稳固。短期关注陆家嘴论坛是否有增量金融政策，后续是否有居民层面的相关补贴。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。