

## 权益市场风偏下行，关注地缘冲突进展

——鑫元周观点（2025.6.9-2025.6.13）

### 一、核心观点

**宏观方面**，5月金融数据显示，由于需求端预期尚待改善，叠加化债影响仍在，金融数据仍未起势，其中社融尚可、信贷偏低。海外方面，美国5月CPI不及预期，显示当前关税影响有限，可能与零售商不愿转嫁成本以及关税前库存积累有关；服务通胀的走弱可能更多受到总需求收缩影响。当地时间6月13日凌晨，以色列袭击了伊朗数十个与核计划相关的设施目标，伊朗表示将做出“严厉回击”，并已向以色列发射无人机和导弹。伊朗多个核设施遭袭，能源设施也成为被打击目标。此外，伊朗多名军方高级领导人死亡，哈梅内伊重要顾问伤重离世。

**权益市场方面**，美国5月通胀数据回落，叠加就业数据向好及财政宽松前置，强化了经济软着陆预期，但以伊冲突加剧避险情绪，推升能源价格和通胀风险，可能影响海外需求及国内外需。国内CPI、PPI等数据符合预期，但油价飙升和地缘冲突或延缓通胀下行，短期压制经济信心。权益策略建议采取哑铃策略，偏向红利资产（如煤炭、石油石化、公用事业等）；短期涨幅较大的行业和主题性机会已经进入高波动阶段，建议尽快止盈；继续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。

**固收市场方面**，上周债市围绕通胀及外贸数据、中美谈判等交易，外部因素反复但对债市影响边际递减，股债跷跷板效应并不明显，随着资金利率下台阶和基本面因素利好，现券利率下台阶震荡。债市仍在顺风中，但是收益率临近前低，止盈盘增加，叠加存单收益率下行乏力，债市可能依然存在较大阻力。全周来看，债市整体维持小幅下行局面，其中30y、10y、1y国债收益率分别变化-2.6bp、-1bp、-1bp收于1.85%、1.64%、1.4%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化-1.5bp、0bp收于20bp、24bp。5月以来基本面的高频数据略有走弱，加上近期央行对资金面呵护态度明显，债市看多情绪有所升温。但技术面10y国债1.5-1.6%位置的阻力依然存在，向下突破需要资金利率继续下行、经济预期反馈强化、央行态度进一步转松等催化。本周关注5月份经济数据披露及陆家嘴论坛是否有增量的货币

政策预期的指引。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

**5 月份核心 CPI 同比涨幅扩大，经济韧性凸显。**国家统计局数据显示，5 月份，CPI 环比下降 0.2%，同比下降 0.1%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。国家统计局表示，CPI 环比由涨转降主要受能源价格下降影响；PPI 仍处低位，但从边际变化看，我国宏观政策加力实施，部分领域供需关系有所改善，价格呈现积极变化。

**前 5 月我国货物贸易进出口同比增长 2.5%，对东盟、欧盟进出口增长。**据海关统计，今年前 5 个月，我国货物贸易进出口总值为 17.94 万亿元，同比增长 2.5%。其中，出口 10.67 万亿元，增长 7.2%；进口 7.27 万亿元，下降 3.8%。海关总署统计分析司司长吕大良表示，今年以来，我国经济持续回升向好，货物贸易在外部压力下保持较强韧性。进入 5 月份，我国进出口延续增长态势，特别是中美经贸高层会谈之后，增速明显加快。当月在同比少 2 个工作日的情况下，进出口、出口分别实现 2.7%、6.3%的同比增长。其中，我国与美国的进出口总值为 2855.1 亿元，环比下降 12.67%，环比降幅较 4 月收窄 0.58 个百分点。

**5 月金融总量合理增长，有力支持实体经济。**央行发布数据显示，5 月金融数据与实体经济运行情况合理匹配，社会融资规模、M2 和人民币贷款增速均明显高于名义 GDP 增速。具体来看，5 月末，社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 7.9%，M1 余额同比增长 2.3%；前 5 个月，社会融资规模增量 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元；人民币贷款增加 10.68 万亿元。业内专家表示，总体来看，金融总量继续合理增长，支持实体经济力度保持稳固。财政、产业等宏观政策也靠前发力、更加积极有为，与货币政策形成更强合力，推动经济持续回稳向好。

**国新办举办新闻发布会，国家发改委等六部门介绍进一步保障和改善民生有关政策情况。**预计今年支持社会事业的中央预算内投资规模将比“十三五”末提高 30%以上；统筹用好中央预算内投资和超长期特别国债，支持高校持续改善办学条件；积极推进低保等社会救助政策扩围增效，研究制定加快发展服务类社会救助的政策措施；研究制定更适合新就业方式和收入特点的参保政策，退休人员基本养老金将适当提高，抓紧建立实施育儿补贴制度。

**新华社评中美经贸磋商机制首次会议称，解决中美经贸关系中长期积累的结构性矛盾和深层次分歧不可能一蹴而就。**下一步，双方要按照两国元首通话达成的重要共识和要求，进

一步发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作。尤其要指出的是，营造良好的对话氛围至关重要。如果美方一边在谈判桌上寻求合作，一边却在会场外继续对中国企业采取歧视性限制措施，延续其遏制打压的错误做法，无疑会严重侵蚀双方互信，为落实共识制造障碍。

**世界贸易组织 6 月 13 日在瑞士日内瓦召开服务贸易理事会年度第二次会议。**中方代表指出，美国“对等关税”误导性叙事和错误逻辑，要求美方切实遵守世贸组织规则，通过多边合作而非单边措施解决分歧，与各方共同维护全球贸易体系的稳定。中方代表指出，美国是全球最大的服务贸易顺差国，美方只谈货物贸易“吃亏”，避谈服务贸易“获利”，这显然是片面和具有误导性的。美方不能采取双重标准，对于不同领域规则“合则用，不合则弃”，更不能只允许自己获利，不允许其他成员，特别是发展中成员获利。

**工信部印发《工业和信息化部科技型企业孵化器管理办法》。**对包括含加速器、众创空间等科技型企业孵化器进行动态管理；在工信部孵化器的认定中，设置了标准级和卓越级两类。其中，标准级孵化器对标原国家级孵化器，部级（卓越级）孵化器对标国际一流，择优认定，面向新兴产业和未来产业领域，提供高标准专业化服务的创新型孵化器。

## （二）海外宏观

**美国最新通胀数据仍保持温和。**美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比增长 2.4%、环比增长 0.1%，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.8%、环比增长 0.1%，均低于预期。CPI 数据公布后，美国总统特朗普呼吁美联储将利率下调一个百分点。华尔街交易员也加大了对美联储降息的押注，基本预计今年将降息两次，利率互换显示交易员预计美联储在 9 月份前降息的可能性为 75%。但美联储本周议息会议或继续按兵不动。

**美国上周初请失业金人数录得 24.8 万人，为 2024 年 10 月 5 日当周以来新高。**预期 24 万人，前值由 24.7 万人修正为 24.8 万人。这些数据可能是受到学年结束、学校放假的影响。

**美国 5 月 PPI 同比增长 2.6%，符合预期。**前值增长 2.4%。美国 5 月核心 PPI 同比增长 3%，低于预期值 3.1%，前值为 3.1%。数据显示，美国 5 月生产者价格涨幅保持温和，因商品和服务成本升幅有限。尽管到目前为止，提高关税对美国人的影响不大，但经济学家认为，随着企业希望防范利润率进一步走软，价格压力将在今年下半年加大。

**当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。**以空军对伊朗境内数十个与核计划和其他军事设施相关的目标发动空袭，并且将此次行动命名为“狮子的力量”。以色列总理内塔尼亚胡称，以色列已摧毁被以军称为伊朗最大的地区铀浓缩设施。随后伊朗开始反击，以

色列城市特拉维夫遭袭击，包括 10 处核设施。以色列国防军称，伊朗向以色列发射了 100 多架无人机，并检测到伊方导弹袭击，其中第三波导弹袭击约有 150 枚。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。伊朗最高领袖哈梅内伊称，伊朗将采取武力行动，彻底摧毁以色列政权。稍早美国总统特朗普在社交平台上发帖，警告伊朗在“一无所有”之前达成核协议，并称以色列新一轮针对伊朗的袭击会更加“残酷”。

**俄美总统再次通话，普京透露俄准备调解伊以冲突。**俄罗斯总统助理乌沙科夫表示，俄罗斯总统普京与美国总统特朗普进行了通话，通话持续约 50 分钟。双方在通话中强调了防止中东冲突升级的必要性。普京谴责了以色列对伊朗的军事行动，并表达了对冲突可能升级的严重关切。普京还提到，俄罗斯准备调解以色列与伊朗的冲突。特朗普表示，他希望俄乌冲突能尽快结束。特朗普还称中东局势令人担忧。他表示，美国谈判代表愿与伊朗就核问题恢复谈判。

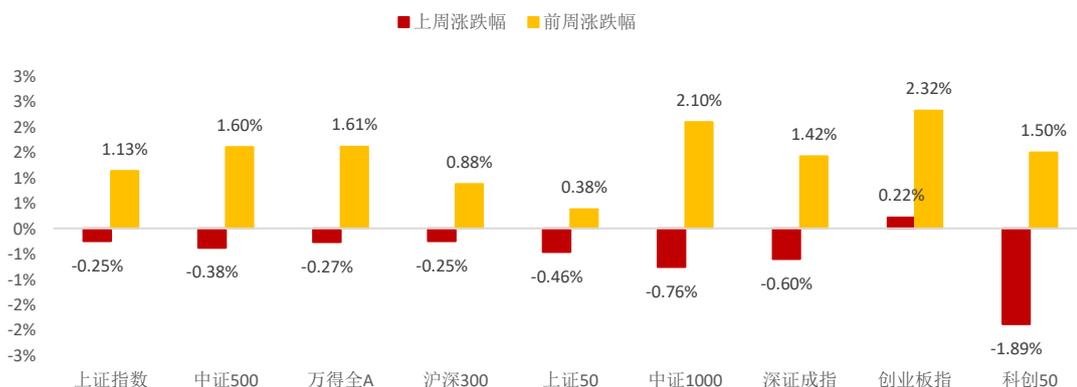
日本首相石破茂表示，日本正逐步进入利率上升的趋势阶段。随着利率上升，政府的债务融资成本将增加，这可能会对政府支出产生一定压力。他指出，日本长期处于低利率环境，因此部分公众尚未体验到利率上升带来的影响。在此背景下，日本必须确保公众和市场对国家财政的信心，以应对未来可能出现的挑战。

### 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 股各宽基指数涨跌不一。截至 6 月 13 日，创业板指上涨 0.22%，涨幅居前，科创 50 下跌 1.89%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**有色金属、石油石化、农林牧渔**领涨，**食品饮料、家用电器、建筑材料**领跌。

## 2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/6/13	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	↓ 0.03	42.3	↓ 0.42	71.8%	86.7%	82.8%
深证成指	26.0	↑ 0.82	56.1	↑ 7.02	55.3%	63.1%	51.2%
上证 50	10.9	↓ 0.05	50.0	↓ 1.78	74.4%	75.1%	66.5%
沪深 300	12.7	↑ 0.16	45.7	↑ 3.33	62.2%	68.7%	62.8%
中证 500	29.0	↓ 0.08	48.1	↓ 0.78	60.7%	90.7%	87.1%
中证 1000	39.9	↓ 0.19	55.7	↓ 1.00	55.7%	77.9%	78.5%
创业板指	31.0	↑ 0.07	11.3	↑ 0.18	13.4%	22.7%	24.8%
科创 50	137.9	↓ 1.98	98.0	↓ 0.91	98.0%	98.0%	98.0%

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)

	2025/6/13	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)	17.4	↑ 0.26	4.94%	↑ 0.36	4.9%	8.4%	11.6%
基础化工(申万)	24.6	↑ 0.01	47.86%	↓ 0.01	47.9%	81.1%	75.4%
钢铁(申万)	33.5	↑ 0.03	74.47%	↓ 0.01	74.5%	98.6%	98.0%
有色金属(申万)	19.1	↑ 0.67	16.08%	↑ 1.69	16.1%	27.2%	37.6%
电子(申万)	49.3	↓ 0.96	59.96%	↓ 2.85	60.0%	79.0%	72.4%
家用电器(申万)	13.6	↓ 0.45	20.32%	↓ 6.59	20.3%	22.4%	20.4%
食品饮料(申万)	20.7	↓ 0.94	16.40%	↓ 4.24	16.4%	7.0%	9.7%
纺织服装(申万)	25.5	↑ 0.08	54.42%	↑ 0.31	54.4%	71.8%	67.5%
轻工制造(申万)	27.9	↓ 0.17	47.41%	↓ 1.12	47.4%	77.2%	68.5%
医药生物(申万)	34.9	↑ 0.47	41.88%	↑ 2.69	41.9%	68.4%	71.0%
公用事业(申万)	18.2	↑ 0.04	23.46%	↑ 0.68	23.5%	21.6%	28.5%

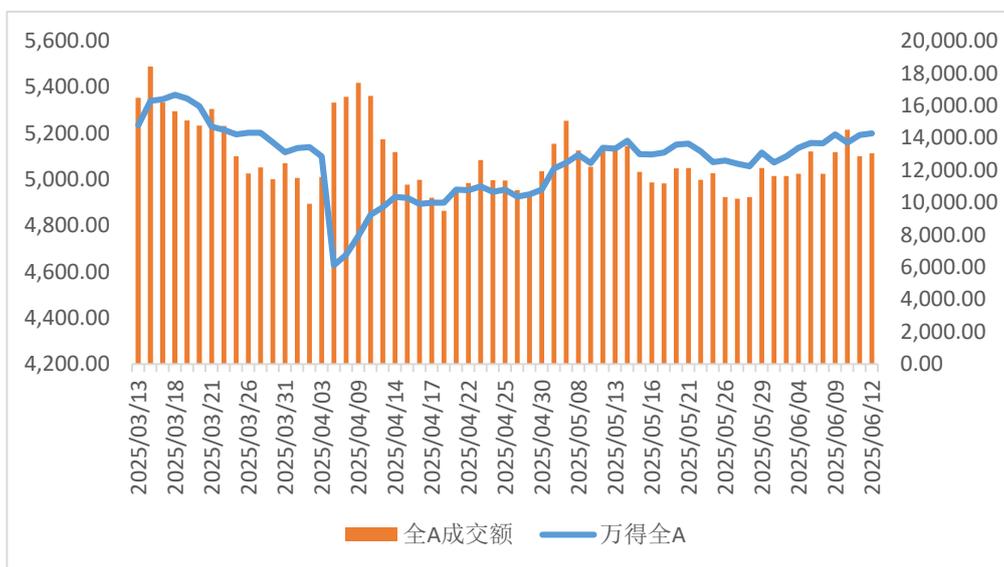
交通运输(申万)	16.4	↓	0.03	43.88%	↓	0.41	43.9%	54.3%	66.8%
房地产(申万)	39.1	↓	0.68	97.81%	↓	0.64	97.8%	96.3%	94.9%
商贸零售(申万)	37.3	↓	0.47	80.14%	↓	1.33	80.1%	92.2%	89.2%
社会服务(申万)	41.5	↑	0.01	34.34%	↑	0.01	34.3%	43.3%	22.3%
综合(申万)	40.5	↑	0.25	34.14%	↑	0.38	34.1%	44.1%	24.5%
建筑材料(申万)	25.5	↓	0.73	71.19%	↓	3.42	71.2%	94.2%	92.3%
建筑装饰(申万)	10.6	↓	0.07	53.21%	↓	1.44	53.2%	79.4%	87.3%
电力设备(申万)	28.7	↓	0.13	21.22%	↓	0.34	21.2%	36.0%	35.7%
国防军工(申万)	76.1	↑	0.66	68.80%	↑	0.78	68.8%	96.8%	96.0%
计算机(申万)	78.3	↓	2.09	89.17%	↓	1.73	89.2%	93.5%	91.0%
传媒(申万)	41.2	↑	0.59	56.79%	↑	1.29	56.8%	81.7%	78.8%
通信(申万)	30.5	↓	0.20	16.40%	↓	0.58	16.4%	26.8%	37.1%
银行(申万)	6.5	↑	0.02	59.45%	↑	0.73	59.5%	67.0%	80.1%
非银金融(申万)	14.1	↑	0.17	19.32%	↑	1.82	19.3%	21.8%	29.6%
汽车(申万)	25.8	↓	0.18	66.15%	↓	1.07	66.1%	49.5%	30.2%
机械设备(申万)	31.0	↓	0.37	55.42%	↓	3.43	55.4%	75.5%	75.2%
煤炭(申万)	12.6	↓	0.11	64.69%	↓	1.10	64.7%	95.7%	95.2%
石油石化(申万)	16.8	↑	0.55	47.26%	↑	3.53	47.3%	76.5%	83.1%
环保(申万)	24.1	↓	0.34	53.13%	↓	1.47	53.1%	90.0%	97.4%
美容护理(申万)	39.5	↓	0.49	56.79%	↓	0.72	56.8%	53.2%	36.7%

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，上周有色金属、国防军工、传媒估值上行最多，计算机、电子、食品饮料下行最多。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；农林牧渔、有色金属、通信、食品饮料、非银金融板块估值处于历史较低水平。

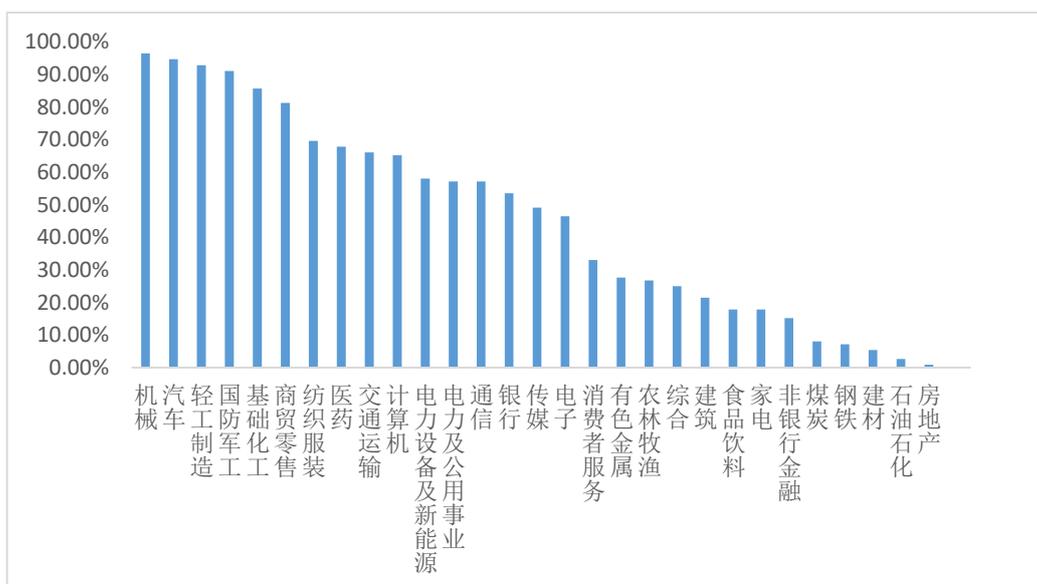
### 3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



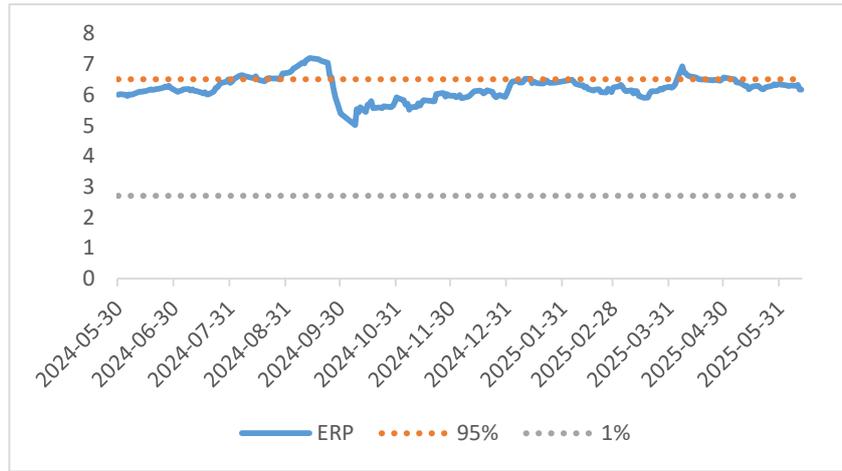
数据来源：Wind

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

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量上行。从行业拥挤度的角度，机械，汽车，轻工制造的拥挤度较高。

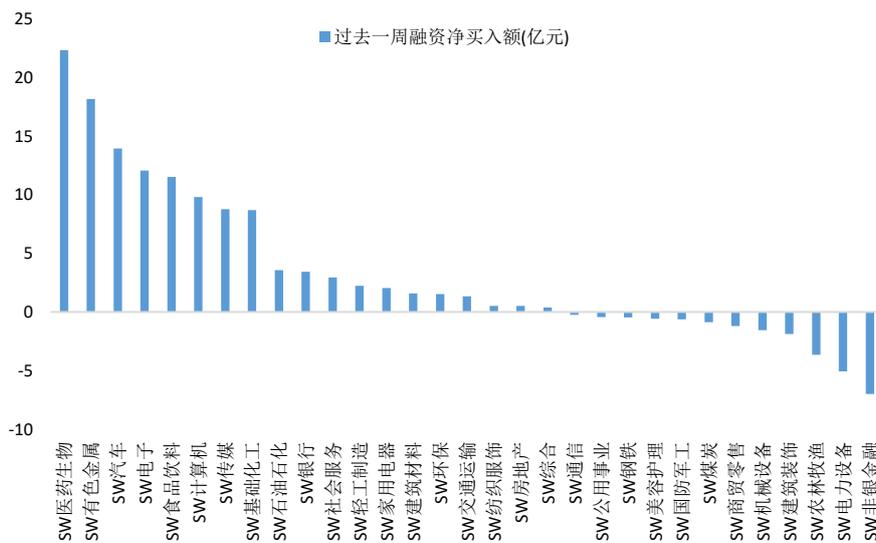
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.18%，处于历史 83.58% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

6月13日，两融资金占比为 8.68%，6月6日为 8.24%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。

截至 6 月 13 日，上周融资净买入的前三行业为医药生物、有色金属、汽车。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

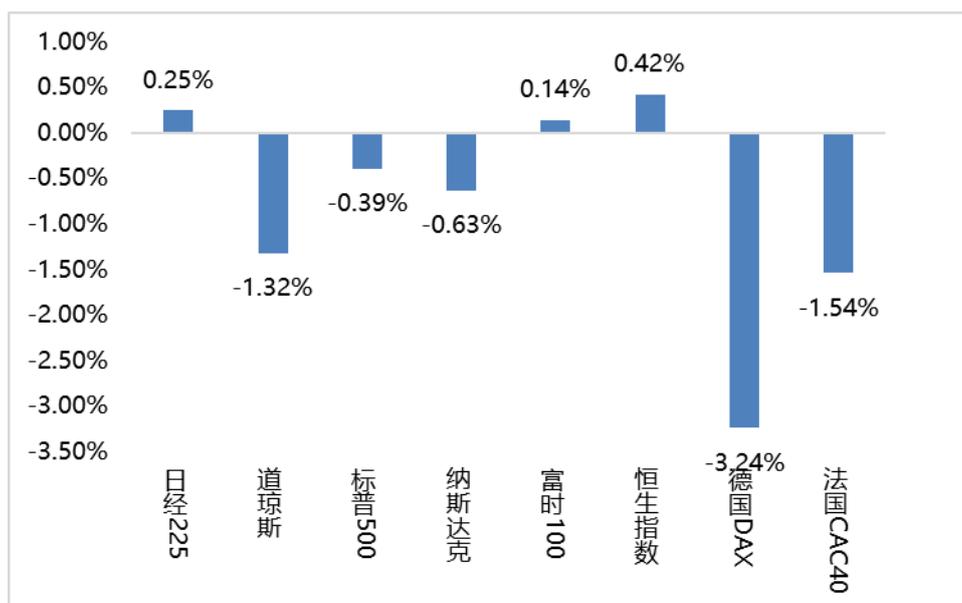


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌，美国股市方面，道指下跌 1.32%，标普 500 下跌 0.39%，纳斯达克下跌 0.63%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.14%，德国 DAX 指数下跌 3.24%，法国 CAC40 指数下跌 1.54%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 0.25%，恒生指数上涨 0.42%。

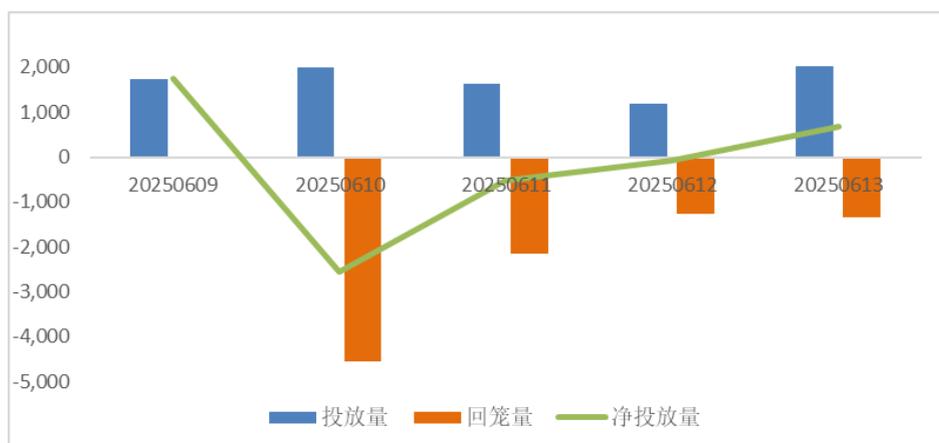
图 8：上周海外主要指数涨跌



## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 8582 亿元 7 天期逆回购操作，因有 9309 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净回笼 727 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 3900 亿元，地方政府债计划发行 2618 亿元，整体净缴

款 1036 亿元。

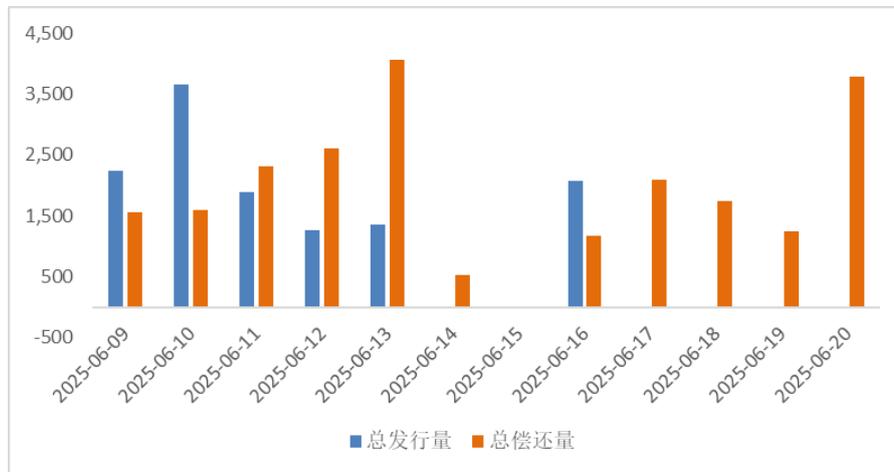
图 10：6 月 16 日-6 月 20 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 16 日		6 月 17 日		6 月 18 日		6 月 19 日		6 月 20 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	661	0	673	1700	207	0	1018	2200	60
到期	2797.9	599.17	0	95.2	0	16	2957.1	227.1	0	104.45
缴款	3416	159	0	661	0	673	1700	207	0	1018
净缴款	178		566		657		-1278		913	

**同业存单发行：**本周（6 月 16-20 日）存单到期 10553 亿元，较前一周边际回落，不过整体仍位于高位，后续一周，存单到期规模仍维持在 1 万亿元以上。

图 11：同业存单到期与发行



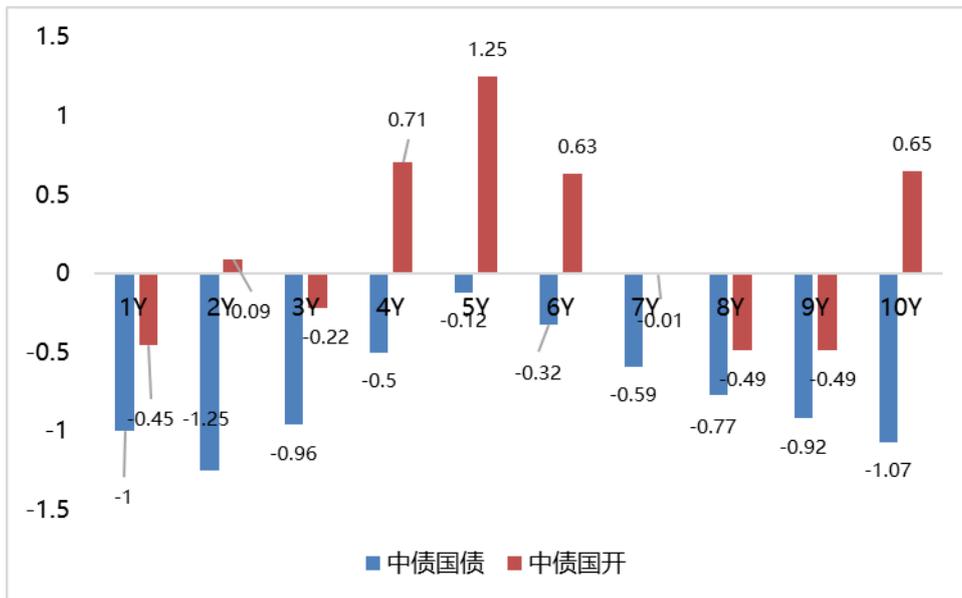
**回购市场：**税期临近，资金面呈现预防性收敛态势，不过央行呵护态度较为坚定，资金面维持平稳。资金价格“先下后上”。上周一周二资金利率延续前一周的下行态势，R001 由上上周五的 1.45% 降至 1.41%，DR001 下行至 OMO 利率以下，为 1.36%，创年内新低；7 天资金利率同样走低，R007 较周初下行 1bp 至 1.54%，DR007 下行 3bp 至 1.51%。其后，税期渐近，资金利率或因预防性需求拐头向上，与此同时，央行也及时向市场释放维稳信号，在此背景下，尽管面临税期扰动，资金利率上行幅度仍相对温和。隔夜利率依然在 1.4% 一线，上周三

至周五 R001、DR001 均上行 5bp，分别至 1.46%、1.41%，7 天资金利率方面，R007 上行 4bp 至 1.58%，DR007 则基本稳定在 1.50% 水平。

**票据利率：**上周票据场活跃度较前一周有所提升，上周前半周主要大行纷纷降价进场收票，买盘情绪相对较强，受票源供给下滑，卖盘力量补充有限，供需博弈下，票价震荡小降，足月国股最低来到 1.03% 附近。上周后半周，随着票价低位，买盘降价意愿不足，标杆大行倾向稳价，卖盘跟随出票，供需力量趋于平衡，票价窄幅震荡为主。

### (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	2.56	11.89	9.93	6.29
环比	0.04	0.84	-0.95	-4.04
年初以来	-18.42	0.82	-5.59	-24.11
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	25.79	15.37	18.50	47.74
2016 年以来分位数	2.96%	26.32%	13.37%	14.13%

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

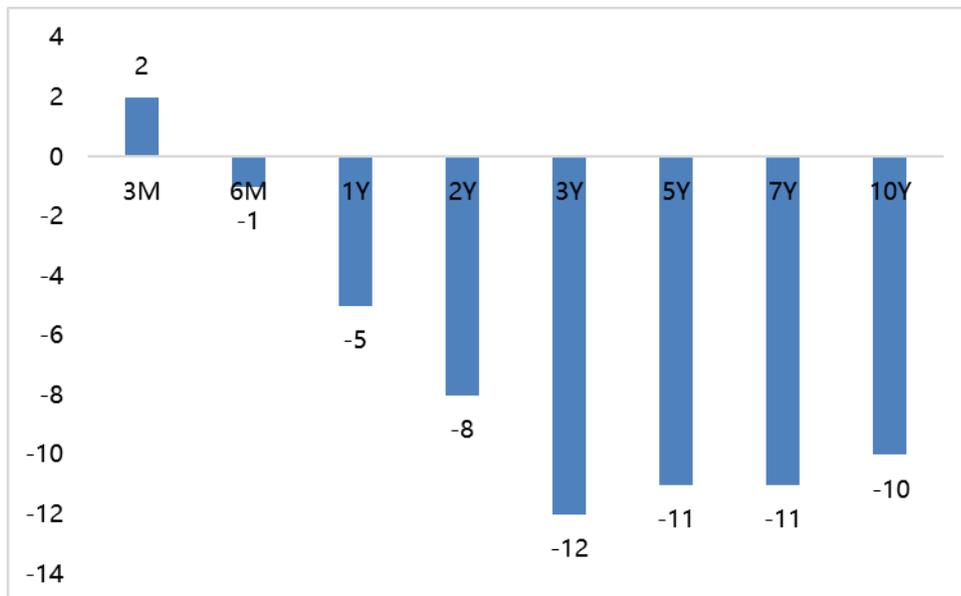
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	22.8	19.26	22.92	27.46	30.58
环比	0.58	-2.90	-0.38	-2.34	-3.09
年初以来	-9.54	-15.97	-14.34	-6.18	-14.54
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.83	35.94	38.37	42.53	43.91
2016 年以来分位数	3.60%	4.19%	8.97%	8.08%	12.74%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1BP 至 1.4002%，3 年期下行 0.96BP 至 1.4258%，5 年期下行 0.12BP 至 1.5447%，10 年期下行 1.07BP 至 1.644%。

高等级票据信用利差多数收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.58BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.90BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.38BP。

图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

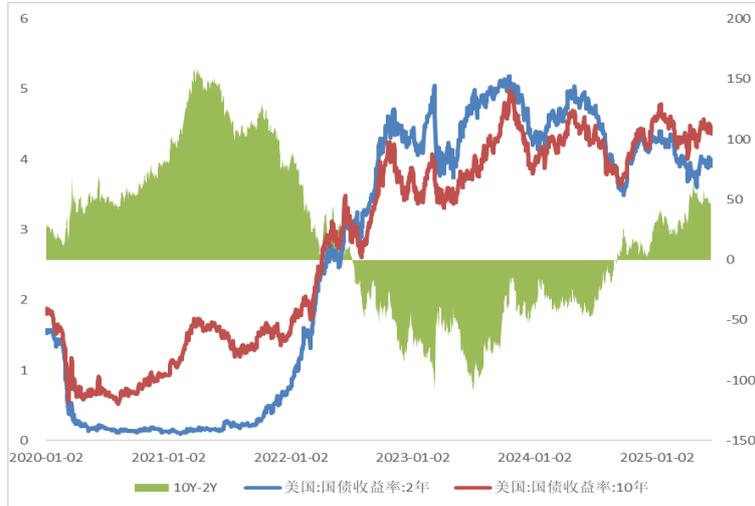


数据来源：Wind、鑫元基金

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

1.07BP，中美利差倒挂程度减弱。全周来看，1 年期美债收益率下行 5BP，3 年期美债收益率下行 12BP，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

上周美元指数下行，在岸人民币汇率升值。上周美元指数下行 1.07%，人民币汇率中间价升值 0.10%，即期汇率升值 0.05%，离岸人民币汇率贬值 0.01%。

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	98.145	7.1772	7.1813	7.1896
对照日期	99.2031	7.1845	7.1847	7.1885
涨跌	-1.07%	0.10%	0.05%	-0.01%

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，5 月金融数据显示，由于需求端预期尚待改善，叠加化债影响仍在，金融数据仍未起势，其中社融尚可、信贷偏低。海外方面，美国 5 月 CPI 不及预期，显示当前关税影

响有限，可能与零售商不愿转嫁成本以及关税前库存积累有关；服务通胀的走弱可能更多受到总需求收缩影响。当地时间6月13日凌晨，以色列袭击了伊朗数十个与核计划相关的设施目标，伊朗表示将做出“严厉回击”，并已向以色列发射无人机和导弹。伊朗多个核设施遭袭，能源设施也成为被打击目标。此外，伊朗多名军方高级领导人死亡，哈梅内伊重要顾问伤重离世。5月社融增加2.3万亿元，同比多增2271亿元，略高于Wind一致预期（2.05万亿）；社融存量增速为8.7%，与上月持平。各分项中，实体信贷同比少增，企业债券、政府债券、外币贷款同比多增。5月M1同比2.3%，较4月上升0.8个百分点，M2同比增长7.9%，较上月下降0.1个百分点，主要源于去年5月仍受手工补息下存款流失的影响，基数较低。海外方面，5月美国CPI环比0.1%，预期0.2%，前值0.2%。核心CPI环比0.1%，预期0.3%，前值0.2%。5月美国CPI同比2.4%，符合预期，前值2.3%；核心CPI同比2.8%，不及预期的2.9%，前值为2.8%。季调环比看，除食品分项外，5月CPI多数分项回落。地缘政治方面，以色列13日凌晨开始对伊朗进行打击，伊朗则在13日夜间发起报复行动，使用无人机及导弹对以色列进行了多波次大规模回击。14日夜间，伊朗开始对以色列的新一轮导弹袭击。与此同时，以方也对伊朗发起新一轮无人机攻势。根据此前已披露的内容，以色列近期袭击的伊朗核设施包括：纳坦兹核设施、福尔多核设施、伊斯法罕附近的核设施。

## （二）权益市场展望和策略

海外方面，美国5月通胀数据如期回落，叠加之前的就业数据，关税谈判进展符合预期，财政相关的OBDD法案中宽松显著前置，美国经济软着陆预期进一步强化。国内方面，上周公布的国内CPI、PPI、进出口和社融数据，基本符合预期。相对超预期的是以伊冲突，油价飙升和VIX指数明显反馈，类似俄乌冲突早期的事件冲击定价。油价的高波动将延缓商品型通胀的下行速度，短期降低海外消费者需求的边际信心，不利于海外经济基本面，也会影响国内经济的外需部分。对资本市场的后续影响取决于以色列打击的烈度和伊朗后续的反击是否会升级。

本周权益策略建议：哑铃策略，维持谨慎，市场存在一定技术性回调的可能。1）市场风偏下行，适当降低仓位。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、石油石化、公用事业、银行（含H股）、电信运营商（含H股）；短期涨幅较大的行业和主题性机会，已经进入高波动阶段，建议尽快止盈；继续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

### （三）债券市场展望和策略

上周关税谈判整体符合市场预期，即双方保持了原有关税税率的基础上对非关税条款进行了谈判，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。上周发生的另外一件大事是伊朗和以色列的冲突，对此我们认为如果冲突延续并持续拉升油价，滞胀及衰退风险下全球风险资产将呈现 risk off 的状态，整体利好债市情绪。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，上周披露了 5 月份的金融数据，首先可以看到社融总体由政府债券融资为主要支撑，居民部门则延续躺平状态，信贷冲量预计将随着政府债加速落地及一线二手房房价环比加速回落而见顶。其次从货币指标看，5 月份 M1 同比回升主要由于去年 5 月份打击手工补息的低基数影响，但环比趋势依然减少，这表明前期化债对居民部门现金流的改善随着进度放缓在逐步减弱，M2 则在去年低基数水平下回落至 7.9%，和当前居民部门的躺平是一致的。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，过往经验显示利率在横盘震荡后多数下行。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。

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。我们此前的周报里也提及过去年“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。当前核心问题在于产能过剩及内需疲软导致的企业端利润不足，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。随着关税谈判落地带来的情绪冲击逐渐消退，我们观察到美国经济走弱的背景下第二轮抢出口的效应是在减弱的，叠加上财政给到的内需冲量减弱，那么近期情绪或供给冲击也至少是年内的高点，操作思路建议逢调整买入。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跟随一线二手房价格回调而加速见顶回落，债市的基本面相当扎实，如果有非银抛盘完全可以入场。今年高层格外重视预期管理，利率自我强化式螺旋下行很难看到，那么机构强学习效应下收益和回撤难以兼得，需要买预期卖现实。经常关注我们观点的朋友可以发现近期债市的表现正在逐步兑现我们此前推荐回补长端仓位的逻辑，尽管央行最终通过买断式逆回购呵护债市，重启买卖国债的时点可能延后，但随着资金面转松带来短端

利率的下降，长端利率也会跟随期限利差回补而下降。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，当前债市情绪整体较好，若伊以冲突后续进一步扩大打击权益市场风险偏好，在资金面整体较为宽松的支撑下中长久期信用品种表现或更好。

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。