经济表现仍有改善空间，地缘冲突带动风偏下行

——鑫元周观点（2025.06.16-2025.06.22）

一、核心观点

宏观方面，5 月中国宏观数据延续温和改善态势，工业和消费增长保持稳健，高技术制造与数字经济持续发力，结构性亮点突出。但房地产仍处筑底阶段，房价整体承压，销售和投资信心仍待修复。政策层面延续“稳预期、强支撑”的思路，强调以中长期规划引导发展路径，陆家嘴论坛释放金融改革和开放信号，助力国际金融中心建设；中亚峰会和中俄互动凸显中国多边外交的高频推进，强化在不确定环境中的战略稳定角色。海外方面，美联储如期维持利率不变，鲍威尔强调降息需建立在通胀实质性回落的信心基础上，并指出关税因素可能带来结构性物价上行压力；中东局势紧张升级，伊朗定点打击以方军事目标后，与英法德举行首次面对面磋商，为局势降温释放有限外交信号。整体来看，全球宏观环境仍处在“结构切换+不确定冲击”的过渡阶段，政策应对需在保持定力与灵活调节之间寻找平衡。

权益市场方面，美联储6月议息会议的新信息有限，保持继续等待和观察。目前年内两次降息的预期不变。在鲍威尔看来，以伊冲突带来的石油价格冲击是一次性的影响，关注的重点依然是服务业通胀数据和就业数据。因此海外流动性宽松预期暂维持不变。海外经济基本面数据为空窗期。上周公布的规模以上工业增加值和固定资产投资数据继续走弱，叠加外需的压力，或许有在财政端进一步发力的需要；居民在社零消费端的韧性犹在，总量分子的动能相对平缓。策略方面建议：1）哑铃策略，哑铃内部更偏向红利资产，降低成长端的持仓比例。以伊冲突导致短期市场风偏下行。2）继续增加红利资产配置，包括银行（含 H 股）、保险（含 H 股）、石油石化、公用事业、煤炭、电信运营商（含 H 股）；3）面对市场风偏下行，一是之前涨幅较大的行业和主题性机会，进入高波动阶段，建议尽快止盈；二是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 5 月经济数据、陆家嘴金融论坛及银行限制债券投资期限传闻等交易，在上周中消息面影响下，短债行情一度启动，利率曲线走向牛陡，但随着各种利好消息被证伪，债市再次回归震荡行情，下行进入平台期暂时休整。债市低波震荡中，机

构逐步挖掘新老券利差，其中多头抱团于部分超长端老券，20Y、50Y 国债行情较强。全周来看，债市整体维持震荡局面，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化-1bp、-0.4bp、-5bp 收于 1.84%、1.64%、1.36%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-1bp、4bp 收于 20bp、28bp。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。但债市胜率仍在但赔率不足的情况可能延续，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，逢调整可适当增配，窄幅震荡下适当保持久期，关注超长端的结构性机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家统计局：5 月份国民经济运行总体平稳、稳中有进。国家统计局发布最新经济数据显示，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，社会消费品零售总额增长 6.4%。前 5 个月，全国固定资产投资同比增长 3.7%。高端制造、数字经济等发展新动能持续壮大，5 月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.6%，数字产品制造业增加值同比增长 9.1%。

国家统计局公布 70 城房价数据。5 月份，各线城市房价环比下降，一线、二线城市新房价格均环比下降 0.2%，一线城市二手房价格环比下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。各线城市房价同比降幅继续收窄。从房价上涨的城市来看，杭州新房价格环比涨幅全国第一，无锡二手房价环比涨幅居首。1-5 月份，全国新建商品房销售面积和销售额同比分别下降 2.9%和 3.8%。同时，新开工降幅继续低位收窄，投资降幅略有扩大，商品房库存已经连续三个月减少。

6 月 16 日出版的第 12 期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》。文章强调，科学制定和接续实施五年规划，是我们党治国理政一条重要经验，也是中国特色社会主义一个重要政治优势。文章强调，谋划“十五五”时期经济社会发展，必须准确把握“十五五”时期的阶段性要求，着眼强国建设、民族复兴伟业，紧紧围绕基本实现社会主义现代化目标，一个领域一个领域合理确定目标任务、提出思路举措。

国家主席习近平出席第二届中国-中亚峰会并作主旨发言。习近平指出，我们要以更加进取的姿态和更加务实的举措加强合作，推动共建“一带一路”高质量发展，朝着构建中国-中亚命运共同体目标砥砺前行。峰会期间，习近平同中亚五国元首共同签署永久睦邻友好合作条约。峰会宣布签署共建“一带一路”、人员往来便利化、绿色矿产、贸易畅通、互联互

通、工业、海关等领域12份合作文件。

2025 陆家嘴论坛在上海举行，央行、金融监管总局、证监会、外汇局等部门发布多项金融举措，助力高水平开放。央行将推出 8 项政策举措支持上海国际金融中心建设，包括设立数字人民币国际运营中心、“先行先试”结构性货币政策工具创新等。金融监管总局将支持外资机构参与更多金融业务试点。证监会将在科创板设置科创成长层，同时推出 6 项更具包容性、适应性的改革措施。外汇局将在全国实施支持科研机构吸引利用外资、扩大科技型企业跨境融资便利等政策。

国家主席习近平同俄罗斯总统普京通电话，重点就中东局势交换意见。习近平表示，当前中东局势很危急，再次印证世界进入新的动荡变革期。如果冲突进一步升级，不仅冲突双方将遭受更大损失，地区国家也将深受其害。针对当前事态，习近平提出四点主张：第一，推动停火止战是当务之急；第二，保障平民安全是重中之重；第三，开启对话谈判是根本出路；第四，国际社会促和努力不可或缺。

（二）海外宏观

美国初请失业金人数微降至24.5万，稳定在今年高位。美国上周初请失业金人数小幅回落5000人至24.5万人，稳定在八个月高点附近。前一周续请失业金人数也小幅下降，至195万人。

美联储公布 6 月利率决议，将基准利率维持在 4.25%-4.50%不变，连续第四次会议按兵不动，符合市场预期。美联储表示，对前景的不确定性已减弱，但仍然处于较高水平。美联储将 2025 年 GDP 预估下调至 1.4%，同时将通胀预期上调至 3%。另外，美联储点阵图显示，2025 年预计将降息两次共 50 个基点，与三月份预期一致，但 2026 年预计仅将降息 25 个基点，而此前预测为降息 50 个基点。美联储公布声明后，美股尾盘走低；现货黄金跳水，短线下挫20美元；美元指数拉升出现U形反转。

美联储主席鲍威尔表示，维持当前利率水平是适当的。当前的货币政策已略微收紧，仍适度具有限制性；加息并非基本预期；当有信心通胀正在下降时会降息；通胀水平一直略高于 2%目标；不能假设关税引发的通胀冲击仅仅是一次性的；预计未来几个月将出现关税驱动的通胀上升；经济不确定性在 4 月达到峰值后已减弱；经济一直都具有韧性，在一定程度上归功于美联储的立场；劳动力市场状况依然稳健；多个指标显示经济接近最大就业水平；拒绝评论2026年任期结束后是否留任；中东能源冲击不会造成持续通胀效应。

美国总统特朗普表示，“太迟先生”鲍威尔让美国损失了数千亿美元。他确实是政府中

最愚蠢、最具破坏性的人之一，美联储委员会是同谋。欧洲已经降息了 10 次，而美国没有。美国的利率本应该降低 250 个基点，这样可以在拜登的短期债务上节省数十亿美元。

6 月 19 日上午，伊朗对以色列发动新一轮导弹袭击。据以色列媒体称，导弹击中了南部城市贝尔谢巴的索罗卡医院和中部特拉维夫的霍隆和拉马特甘地区。但伊朗外交部长阿拉格齐否认蓄意袭击医院，呼吁以方重视撤离警告。阿拉格齐称，上周四早间，伊朗武装部队精准摧毁了以色列的一处军事指挥、控制与情报中心，以及另一处重要目标。爆炸的冲击波波及了附近的索罗卡医院，导致该院一小部分区域出现轻微损伤。他强调，这家医院当时“基本已经完成撤离”，且主要用于治疗参与加沙军事行动的以色列士兵，而以色列摧毁或损坏了加沙 94%的医院。

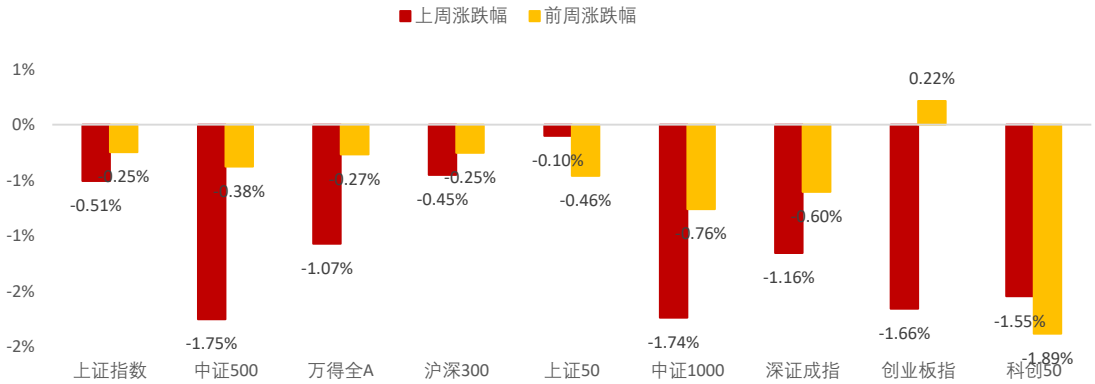
伊朗与英法德三国外交部长当地时间 20 日 19 时左右结束在瑞士日内瓦持续约 3 个小时的会晤。这是以色列与伊朗发生军事冲突以来，伊朗首次与西方国家高级官员进行面对面磋商。伊朗外长阿拉格齐发表声明称，伊朗的核计划用于和平目的，并受到国际原子能机构的监督。因此，对伊朗和平核设施的袭击被视为重大犯罪，严重违反了国际法。他表示，如果以色列停止侵略行为并为其罪行承担责任，伊朗愿意考虑外交途径。

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 股各宽基指数均下跌。截至 6 月 20 日，中证 500 下跌 1.75%，跌幅居前。从行业

板块看，上周银行、通信、电子领涨，美容护理、纺织服饰、医药生物领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/6/20	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	42.5	↑	0.32	72.2%	87.0%	83.0%
深证成指	25.7	↓	0.33	54.5	↓	2.75	52.6%	58.6%	46.3%
上证 50	11.1	↑	0.21	53.3	↑	5.25	79.6%	81.5%	75.0%
沪深 300	12.8	↑	0.11	47.1	↑	2.09	64.3%	71.2%	65.2%
中证 500	27.7	↓	1.35	39.9	↓	9.81	50.9%	82.8%	76.8%
中证 1000	36.9	↓	2.99	40.0	↓	15.75	40.0%	56.3%	56.1%
创业板指	30.4	↓	0.62	10.2	↓	1.23	12.2%	20.6%	22.6%
科创 50	131.8	↓	6.11	97.5	↓	0.52	97.5%	97.5%	97.4%

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）

	2025/6/20	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)	16.9	↓	0.54	3.59%	↓	1.35	3.6%	6.1%	8.4%
基础化工(申万)	24.0	↓	0.57	44.46%	↓	3.40	44.5%	75.2%	67.6%
钢铁(申万)	32.9	↓	0.63	72.99%	↓	1.49	73.0%	98.1%	97.3%
有色金属(申万)	18.5	↓	0.67	14.36%	↓	1.72	14.4%	24.3%	33.5%
电子(申万)	49.9	↑	0.54	61.79%	↑	1.83	61.8%	80.5%	74.3%
家用电器(申万)	13.6	↓	0.03	20.01%	↓	0.30	20.0%	22.0%	19.9%
食品饮料(申万)	20.7	↓	0.03	16.44%	↑	0.04	16.4%	7.2%	9.9%
纺织服饰(申万)	24.3	↓	1.27	46.24%	↓	8.18	46.2%	60.7%	57.3%
轻工制造(申万)	27.1	↓	0.79	43.40%	↓	4.01	43.4%	72.4%	61.8%
医药生物(申万)	33.4	↓	1.49	34.96%	↓	6.92	35.0%	59.1%	63.3%
公用事业(申万)	18.0	↓	0.19	20.97%	↓	2.49	21.0%	18.0%	24.2%
交通运输(申万)	16.3	↓	0.09	42.76%	↓	1.11	42.8%	52.5%	65.0%

房地产(申万)	38.4	↓	0.66	97.45%	↓	0.37	97.4%	95.7%	94.0%
商贸零售(申万)	36.4	↓	0.96	76.78%	↓	3.36	76.8%	88.8%	84.5%
社会服务(申万)	40.1	↓	1.40	30.66%	↓	3.68	30.7%	40.7%	20.2%
综合(申万)	40.0	↓	0.58	33.01%	↓	1.13	33.0%	42.2%	23.1%
建筑材料(申万)	25.2	↓	0.36	70.35%	↓	0.84	70.3%	93.5%	91.4%
建筑装饰(申万)	10.5	↓	0.19	49.24%	↓	3.97	49.2%	74.2%	83.1%
电力设备(申万)	28.4	↓	0.26	20.38%	↓	0.84	20.4%	34.5%	33.8%
国防军工(申万)	74.6	↓	1.47	66.71%	↓	2.10	66.7%	93.9%	93.1%
计算机(申万)	76.8	↓	1.48	87.59%	↓	1.58	87.6%	91.9%	88.8%
传媒(申万)	40.5	↓	0.69	55.27%	↓	1.52	55.3%	79.7%	76.1%
通信(申万)	31.0	↑	0.50	17.81%	↑	1.42	17.8%	29.1%	40.1%
银行(申万)	6.7	↑	0.18	68.08%	↑	8.63	68.1%	74.5%	84.4%
非银金融(申万)	13.9	↓	0.16	17.60%	↓	1.73	17.6%	19.2%	26.0%
汽车(申万)	25.2	↓	0.63	63.40%	↓	2.75	63.4%	45.5%	24.7%
机械设备(申万)	30.3	↓	0.68	50.32%	↓	5.10	50.3%	68.2%	67.4%
煤炭(申万)	12.5	↓	0.10	63.55%	↓	1.13	63.6%	94.2%	93.7%
石油石化(申万)	16.6	↓	0.17	46.64%	↓	0.62	46.6%	75.6%	81.9%
环保(申万)	23.5	↓	0.59	49.38%	↓	3.75	49.4%	83.6%	92.2%
美容护理(申万)	37.3	↓	2.27	50.13%	↓	6.66	50.1%	46.3%	31.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

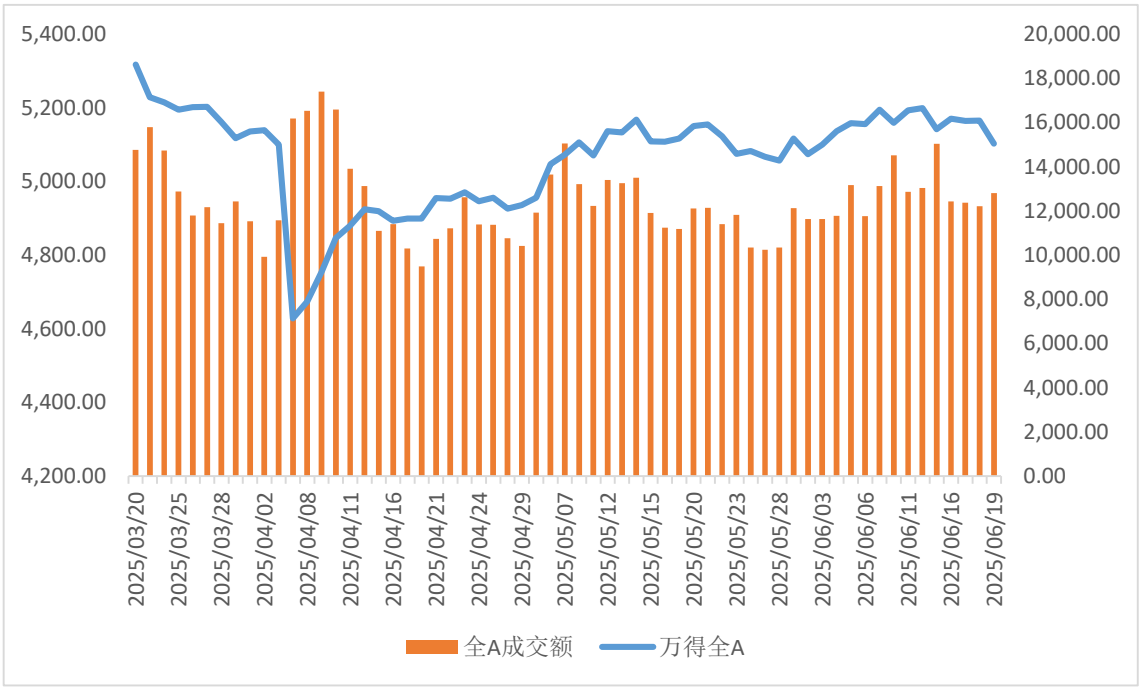
上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周**电子、通信、银行**估值上行最多，**美容护理、医药生物、计算机**下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、钢铁、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、有色金属、食品饮料、非银金融、通信**板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，轻工制造的拥挤度较高。

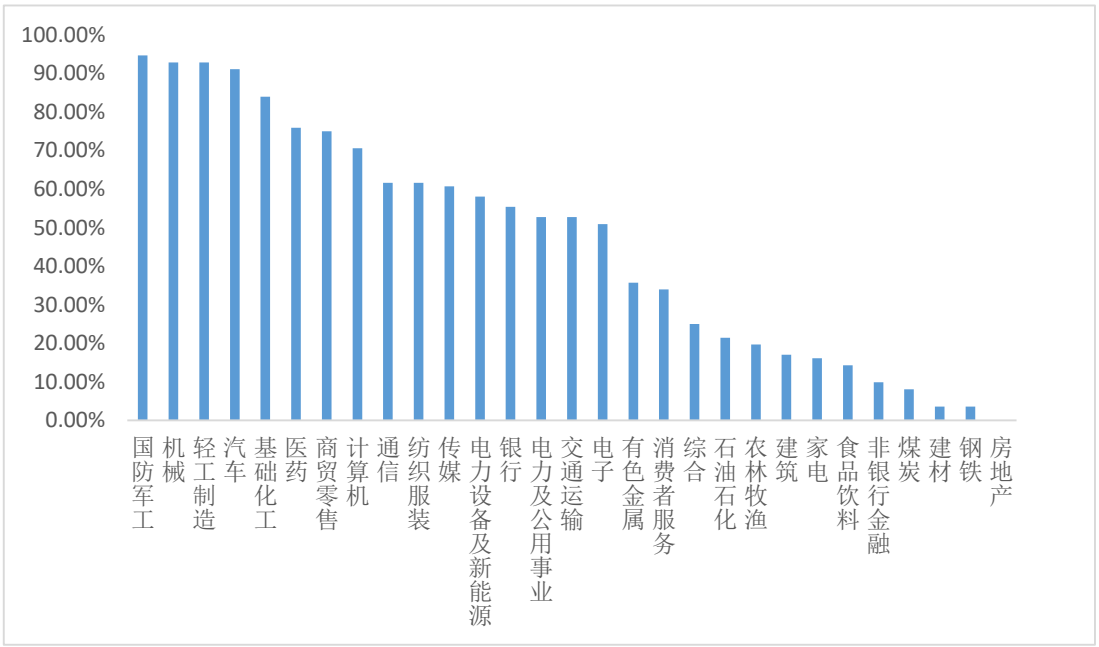
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.17%，处于历史 83.18%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



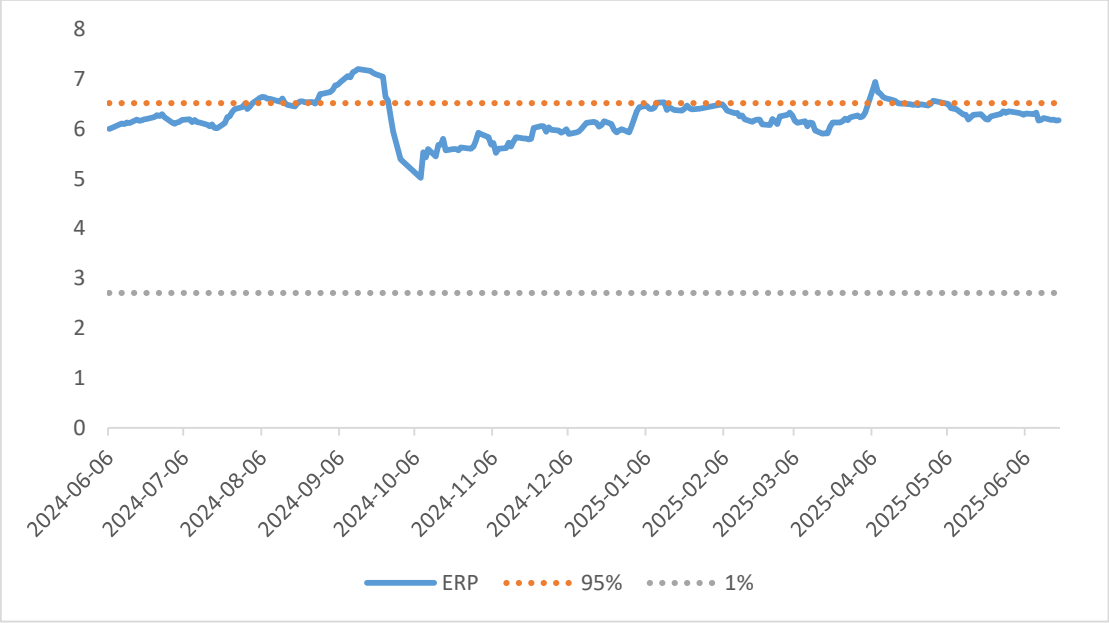
数据来源：Wind、鑫元基金

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

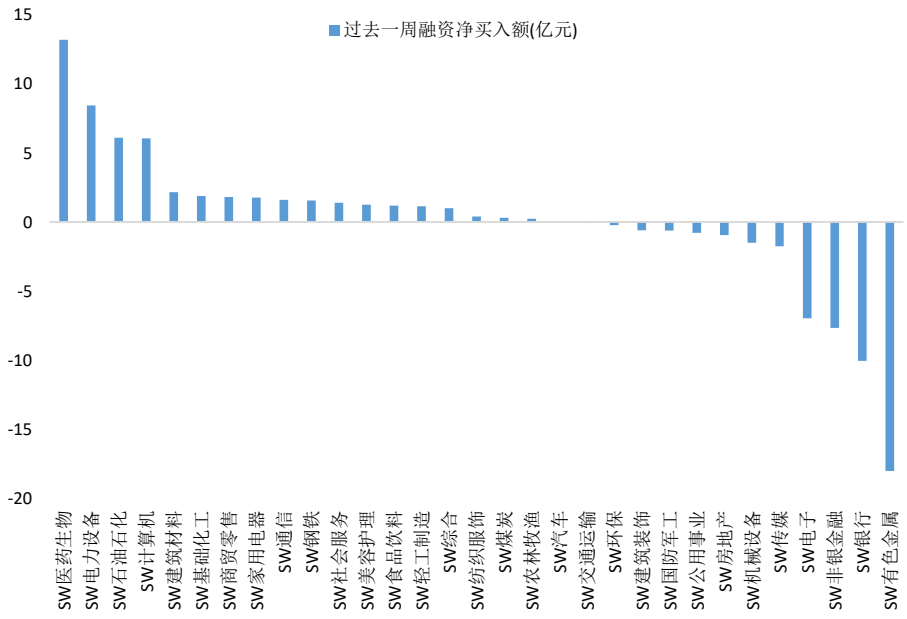


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

6 月 20 日，两融资金占比为 8.48%，6 月 13 日为 7.66%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 6 月 20 日，上周融资净买入的前三行业为**医药生物、电力设备、石油石化。**

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）



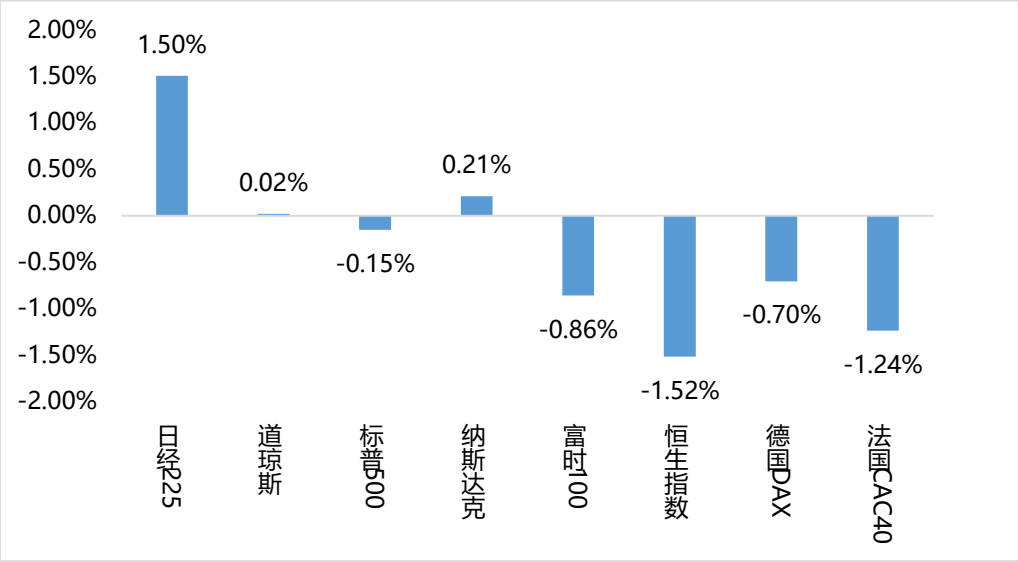
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指上涨 0.02%，标普 500 下跌 0.15%，纳指上

涨 0.21%；欧洲股市方面，德国 DAX 指数下跌 0.70%，英国富时 100 指数下跌 0.86%，法国 CAC40 指数下跌 1.24%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 1.50%，恒生指数下跌 1.52%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

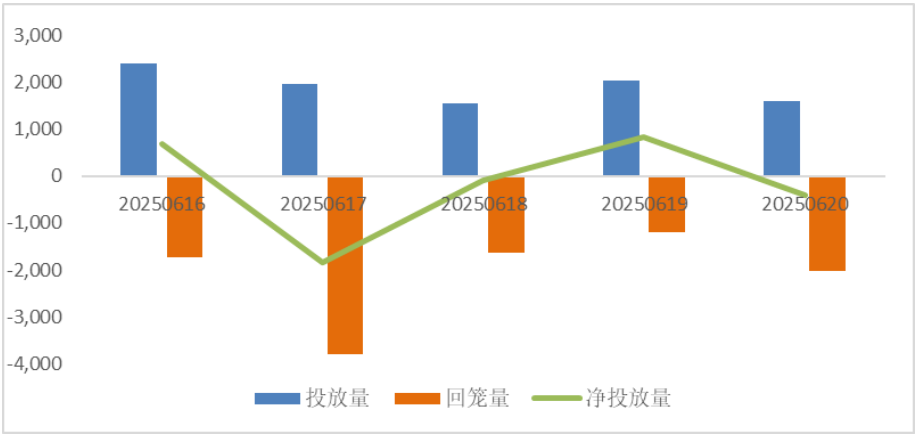


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 9603 亿元逆回购操作，因有 8582 亿元逆回购到期和 1820 亿元 MLF 到期，整体上实现净回笼 799 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 710 亿元，地方政府债计划发行 5756 亿元，整体净缴款 7498 亿元。

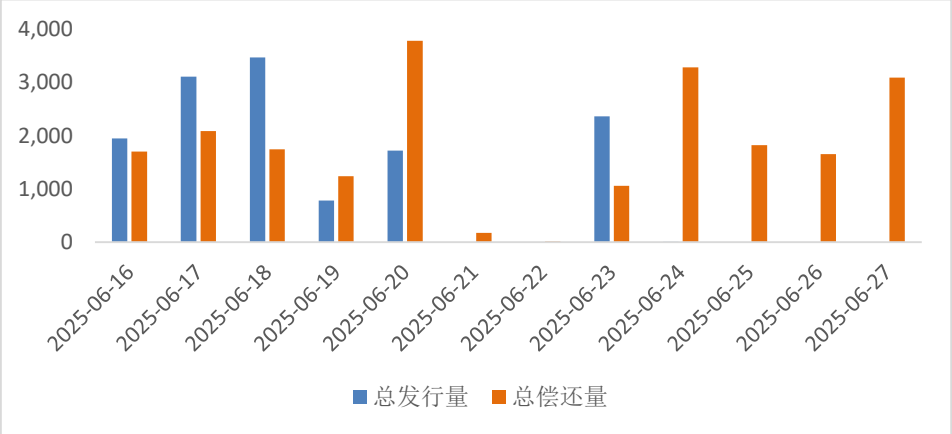
表 1：6 月 23 日-6 月 27 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 23 日		6 月 24 日		6 月 25 日		6 月 26 日		6 月 27 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	1950	710	986	0	1333	0	1382	0	103
到期	0	815.4	0	32.7	0	30	0	243.9	0	1.62
缴款	2200	60	0	1950	710	986	0	1333	0	1382
净缴款	1444		1917		1666		1089		1381	

同业存单发行：本周（6 月 23-27 日）存单到期 11092 亿元，较前一周边际提升。不过往后看，存单到期压力高峰已过，后续一周存单到期量将回归至相对低位，规模大幅降至 2000+亿元。

图 11：同业存单到期与发行



回购市场：资金面“逆税期”宽松，不过随着季末渐进，市场紧张情绪升温，流动性边际趋紧。上周一至上周三（16-18 日）正值税期，资金面超预期宽松。隔夜资金利率逆势下行，DR001、R001 分别较前一上周五下行 4、3bp，分别至 1.37%、1.43%。结合历史数据来看，2020-2024 年 6 月税期截止日前后的三个交易日，R001 利率均呈上行趋势，幅度在 3-88bp 不等。7 天资金利率虽延续上行趋势，但升幅明显弱于历史同期水平，DR007 上行 2bp 至 1.53%，R007 基本与前一周五持平，为 1.58%，往年 6 月同期上行幅度通常超 10bp。不过，在此期间，17 日起支持跨季的 14 天资金利率明显抬升，上行 13bp 至 1.75%，往年距离季末相同时期 R014 上行幅度均在 25bp 以上。

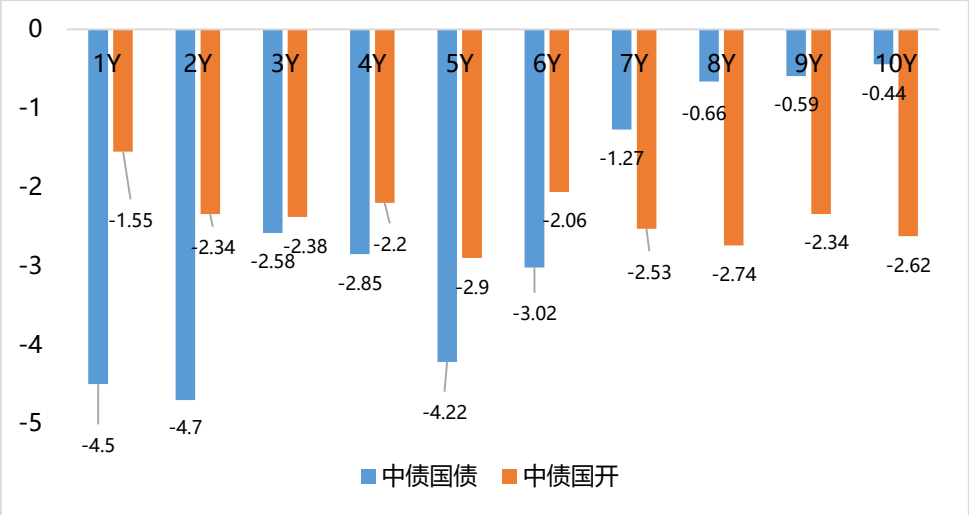
税期过后，资金面的主线逻辑转为跨季准备。随着季末临近，上周四上周五（19-20 日）

资金价格出现波动，上周四资金面边际趋紧，隔夜利率转为上行，7 天资金利率 R007 一度触及 1.60%水平，14 天资金进一步抬升至 1.77%。不过，央行整体态度仍偏呵护，上周逆回购累计净投放 1021 亿元（其中，投放 9603 亿元，到期 8582 亿元），叠加本周三（25 日）MLF 投放预期，上周五 7 天资金利率重回低位，R007 回落至 1.59%，DR007 也降至 1.50%以下。

票据利率：上周票据利率跌后回调。前半周，买盘收票需求较强，主要大行纷纷降价进场收票，中小行亦有跟随，而票源供给未见起色，卖盘出票情绪一般，供需情绪低开，票价震荡下行。后半周，一级市场签发量逐步上量，支撑卖盘出票，而主要大行的活跃度有所下滑，降价意愿减弱，转而选择稳价或抬价，供需博弈下，票价止跌回调，足月国股票价终究未跌破 1.0%。

（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	**4.48**	**10.25**	**13.71**	**4.86**
环比	1.92	-1.64	3.78	-1.43
年初以来	-16.5	-0.82	-1.81	-25.54
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	25.74	15.36	18.49	47.65
2016年以来分位数	5.45%	18.75%	25.25%	13.47%

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

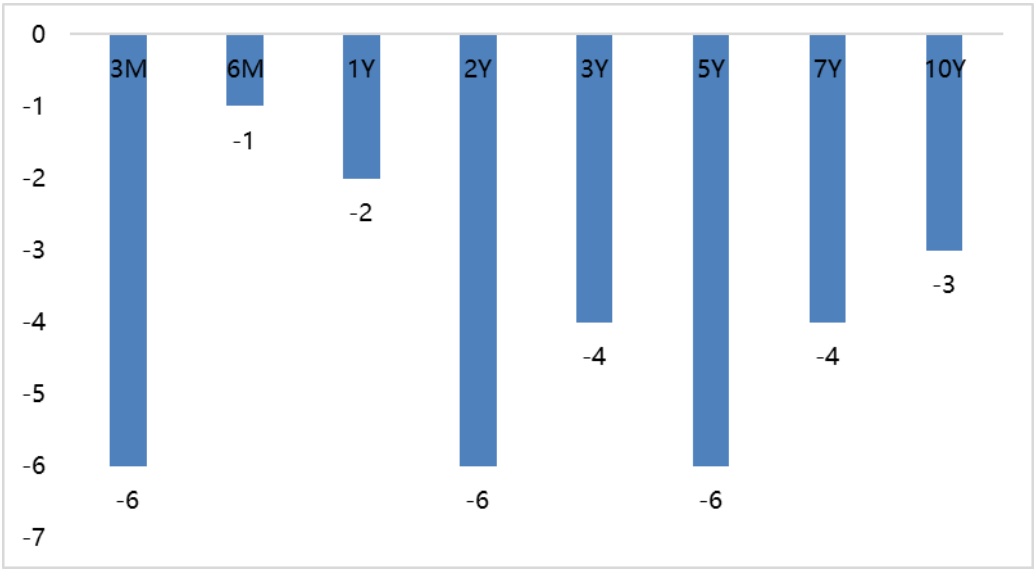
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	**22.02**	**21.54**	**22.21**	**26.39**	**30.83**
环比	-0.78	2.28	-0.71	-1.07	0.25
年初以来	-10.32	-13.69	-15.05	-7.25	-14.29
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	44.78	35.91	38.34	42.50	43.89
2016年以来分位数	2.91%	8.70%	7.90%	7.14%	13.13%

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整体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.5BP 至 1.3552%，3 年期下行 2.58BP 至 1.4%，5 年期下行 4.22BP 至 1.5025%，10 年期下行 0.44BP 至 1.6396%。

高等级票据信用利差走势分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.78BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.28BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.71BP。

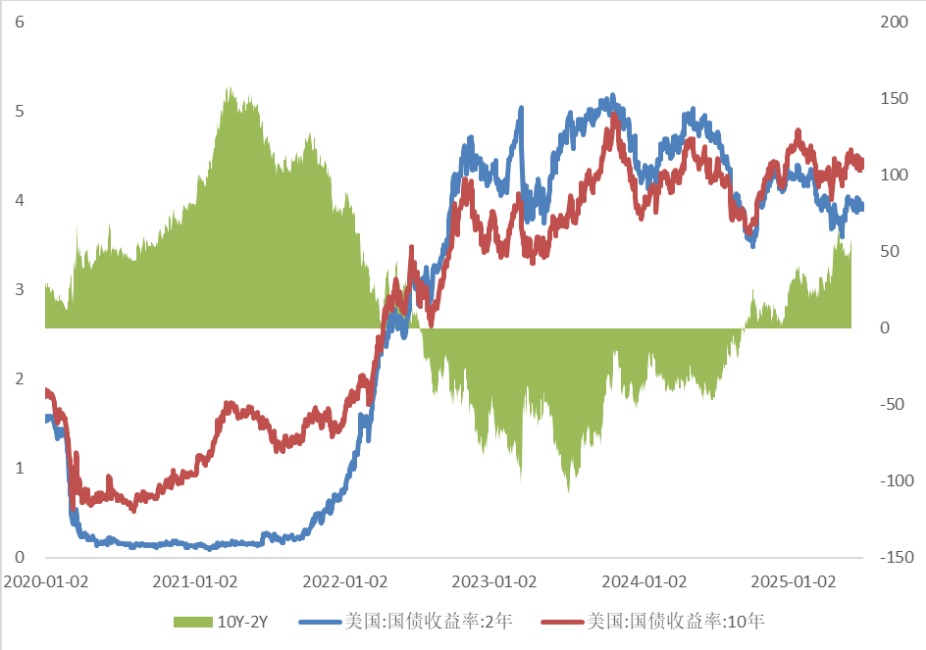
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 3BP，10 年期国债收益率下行 0.44BP，中美利差倒挂程度减弱。全周来看，1 年期美债收益率下行 2BP，3 年期美债收益率下行 4BP，10 年期美债收益率下行 3BP。

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 0.63%，在岸人民币汇率走势分化，中间价升值 0.11%，即期汇率贬值 0.03%，离岸人民币汇率升值 0.14%。

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	98.7639	7.1695	7.1837	7.1794
对照日期	98.145	7.1772	7.1813	7.1896
涨跌	0.63%	0.11%	-0.03%	0.14%

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 月中国宏观数据延续温和改善态势，工业和消费增长保持稳健，高技术制造与数字经济持续发力，结构性亮点突出。但房地产仍处筑底阶段，房价整体承压，销售和投资信心仍待修复。政策层面延续“稳预期、强支撑”的思路，强调以中长期规划引导发展路径，陆家嘴论坛释放金融改革和开放信号，助力国际金融中心建设；中亚峰会和中俄互动

凸显中国多边外交的高频推进，强化在不确定环境中的战略稳定角色。海外方面，美联储如期维持利率不变，鲍威尔强调降息需建立在通胀实质性回落的信心基础上，并指出关税因素可能带来结构性物价上行压力；中东局势紧张升级，伊朗定点打击以方军事目标后，与英法德举行首次面对面磋商，为局势降温释放有限外交信号。整体来看，全球宏观环境仍处在“结构切换+不确定冲击”的过渡阶段，政策应对需在保持定力与灵活调节之间寻找平衡。

国内方面，5 月经济数据显示恢复节奏延续：工业增加值同比增长 5.8%，社零同比增速 6.4%，延续改善趋势。高技术制造业与数字制造持续领跑，结构优化信号明显；但固定资产投资增速回落至 3.7%，房地产链条依旧承压，70 城房价整体下行，库存虽有所去化但销售疲弱。政策层面，《求是》发表总书记文章强调科学制定“十五五”规划，强化中长期制度设计与发展目标联动，凸显政策延续性与前瞻性。陆家嘴论坛期间，金融监管部门发布多项改革举措，包括数字人民币国际运营中心、结构性货币政策试点、科创板分层机制等，整体方向聚焦开放、创新与服务实体经济。中亚峰会期间签署多项务实合作文件，进一步推进“一带一路”高质量发展。此外，中俄领导人通话聚焦中东局势，强调停火止战与多边对话，体现中方积极外交立场。

国际方面，美联储 6 月 FOMC 维持利率不变，点阵图显示 2025 年或仅降息两次，总幅度 50bp，并下调 GDP 预期，上调通胀预期，显示“更长时间维持高利率”倾向仍主导政策路径。鲍威尔强调当前政策仍具限制性，未来将视通胀下行信心决定降息时点；特朗普则强烈批评美联储“过度保守”，再度引发市场对货币政策路径争议。地缘方面，伊朗导弹精准打击以色列军事设施，虽波及平民区域但尚未引发大规模报复。伊朗与英法德会晤释放外交修复信号，若后续能构建核问题缓和基础，或有助于降低中东局势不确定性及其对能源市场的外溢风险。

（二）权益市场展望和策略

美联储 6 月议息会议的新信息有限，保持继续等待和观察。目前年内两次降息的预期不变。在鲍威尔看来，以伊冲突带来的石油价格冲击是一次性的影响，关注的重点依然是服务业通胀数据和就业数据。因此海外流动性宽松预期暂维持不变。海外经济基本面数据为空窗期。

上周公布的规模以上工业增加值和固定资产投资数据继续走弱，叠加外需的压力，或许有在财政端进一步发力的需要；居民在社零消费端的韧性犹在，总量分子的动能相对平缓。策略方面建议：1）哑铃策略，哑铃内部更偏向红利资产，降低成长端的持仓比例。以伊冲突

导致短期市场风偏下行。2）继续增加红利资产配置，包括银行（含 H 股）、保险（含 H 股）、石油石化、公用事业、煤炭、电信运营商（含 H 股）；3）面对市场风偏下行，一是之前涨幅较大的行业和主题性机会，进入高波动阶段，建议尽快止盈；二是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

上周关税谈判未有新增信息，当前中美谈判达成协议框架但结构性议题及关键产品出口限制仍然僵持，债市对谈判进展反应基本钝化，预计后续关税问题大概率仍将反复，但短期并不是交易重心。上周伊以冲突持续演绎，后续随着美国加入预计烈度将继续上升，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规避风险的状态，整体利好债市情绪。国内基本面变化方面，M1 在经历了“924”以来的短暂回暖后，4 月份开始又有所弱化，说明前期化债带来的企业现金流改善并未对居民端构成有效传导。而 5 月份金融数据也可以看到信贷冲量逐步见顶，说明有限的财政力度带动的信贷回暖从高度和持续性上都难言乐观。5 月份的社零数据超预期，但考虑到国补更多的是透支需求，后续逐步走弱的概率较高。陆家嘴论坛整体符合市场预期，即涉及政策增量的信息不会太多，一方面不涉及财政，而财政才是修复市场信心的关键，另一方面当前经济增速并不差，出政策的急迫性也不强。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。

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，当前宏观基本面依然支持债市走强。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。