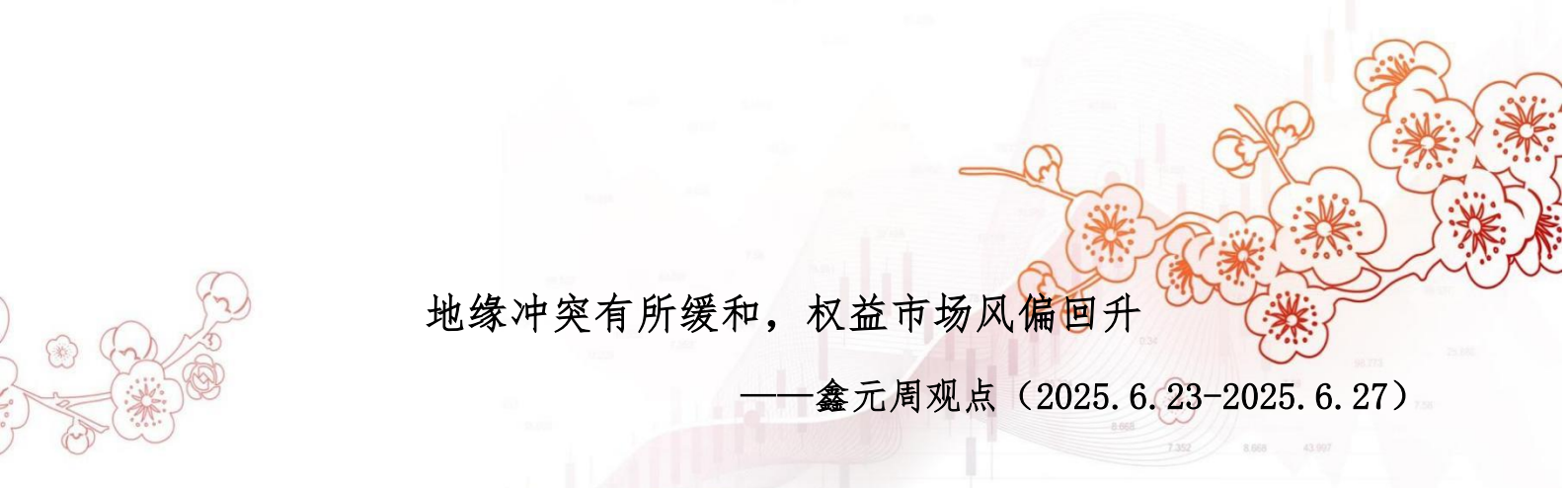




地缘冲突有所缓和，权益市场风偏回升

——鑫元周观点（2025.6.23-2025.6.27）

一、核心观点

宏观方面，6月27日国家统计局公布数据显示，1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，同比下降1.1%，较1-4月份下滑2.5个百分点，主要系有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响。从利润构成看，投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉1-5月份规上工业企业利润增速1.7个百分点。海外方面，美国经济“软数据”与“硬数据”的分化进一步收窄：5月居民消费增速放缓，但6月PMI超预期回升。政策层面，美联储等三大监管机构通过下调eSLR（补充杠杆率）提案，放宽对系统重要性银行的资本约束；同时，参议院版“大而美”法案因部分开支削减条款受阻，最终扩张力度可能超过众议院版本。市场方面，经济数据走弱强化联储降息预期，推动美债利率下行、美元走软及美股上涨；叠加中东地缘风险降温，国际油价显著回落。

权益市场方面，上周最为重要的变化是美联储态度的松动。鲍威尔上周出席众议院金融服务委员会听证会时，给出了更为鸽派的表述，带动全球分母宽松预期的提升。美联储的放鸽叠加美失业率的早期数据表现，打开了美联储降息的桎梏，同时以伊冲突对风险偏好的影响得到了大幅削弱。海外宽松预期和市场风偏回升，推动A股市场上涨。因海外宽松预期上升和以伊冲突导致风偏下行的影响淡化，策略上建议从较低仓位增至中性仓位，并维持哑铃策略，继续增加红利资产配置，包括银行、保险、石油石化、公用事业、煤炭、电信运营商；成长端可参与包括科创芯片半导体、互联网金融（金融科技）、军工、券商、机器人等的超跌反弹交易，但要注意交易节奏，不能追高。之前涨幅较大的新消费和创新药，近期涨幅较大的CPO和PCB行业，短期建议暂时回避和止盈。

固收市场方面，上周债市围绕季末资金面、股债跷跷板及伊以冲突等交易，债市急跌慢涨，长债收益率震荡回调至阶段性高点，后再度回落。债市主线仍未改变，其中外部中东局势、跨季流动性、政府债供给、权益压制等因素反复扰动债市，但在央行呵护下，市场调整也有限，周五基本面数据再度确认利好因素，随着季末压力褪去，短债率先重回下行通道。

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、0.5bp、-1bp 收于 1.85%、1.64%、1.34%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0.5bp、2bp 收于 20bp、30bp。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。债市胜率仍在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，但若收益率靠近前低需注意止盈。

二、宏观动态

（一）国内宏观

前 5 月全国规上工业企业利润 2.7 万亿元，多重因素影响盈利承压。国家统计局公布数据，1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 2.72 万亿元，同比下降 1.1%，主要是受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响。5 月份，规模以上工业企业利润同比下降 9.1%。

国家发改委举行新闻发布会介绍，将在 7 月下达今年第三批消费品以旧换新资金。随着存量政策加快落地见效，新的储备政策陆续出台实施，有信心、有能力把外部冲击的不确定性和不利影响降到最低，推动经济持续健康发展。

央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》。从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度 5000 亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。

央行货币政策委员会召开二季度例会。会议建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。会议指出，要加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势。

6 月 28 日，商务部新闻发言人就美与有关国家关税谈判情况答记者问。发布会称今年 4 月以来，美国对全球贸易伙伴加征所谓“对等关税”，这是典型的单边霸凌做法，严重冲击多边贸易体制，严重破坏正常国际贸易秩序。对此，中方一直坚决反对。实践证明，只有坚定捍卫原则立场，才能真正维护自身合法权益。中方乐见各方通过平等磋商解决与美方经贸分歧。同时，呼吁各方应始终站在公平正义的一边，站在历史正确的一边，坚决捍卫国际经

贸规则和多边贸易体制。中方坚决反对任何一方以牺牲中方利益为代价达成交易，换取所谓关税减免。如果出现这种情况，中方绝不接受，将坚决予以反制，维护自身正当权益。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数降至 23.6 万，低于预期。美国上周初请失业金人数下降 1 万至 23.6 万人，低于预期的 24.5 万人。前一周续请失业金人数升至 197.4 万人，为 2021 年 11 月以来的最高水平。

美联储偏爱的通胀指标——核心 PCE 物价指数 5 月同比上升 2.7%，略超市场预期的 2.6%。5 月实际个人消费支出环比下降 0.3%，为年初以来的最大跌幅；个人收入环比降 0.4%，出现自 2021 年以来的最大跌幅。美联储卡什卡利称，仍预计今年美联储将进行两次降息，首次降息可能在 9 月进行，关税仍是最大变数。

以色列和伊朗同意全面停火。伊朗最高国家安全委员会发表声明，宣布与“以色列及其支持者”停火。以色列总理内塔尼亚胡也发表声明称，接受美国总统特朗普提出的停火协议。外交部长王毅同伊朗外长阿拉格齐通电话表示，中方支持伊方致力于维护国家的主权和安全，在此基础上实现真正停火。

特朗普称美国将立即终止与加拿大的所有贸易谈判。美国总统特朗普在社交媒体平台上发文表示，美国刚刚获悉，加拿大宣布将对美国科技公司征收数字服务税。特朗普称，这是对美国的“直接且赤裸裸的攻击”，称加拿大显然是在效仿欧盟。特朗普表示，鉴于这项令人震惊的税收，美国特此终止与加拿大的所有贸易谈判，立即生效。美国将在未来七天内告知加拿大与美国开展贸易将支付的关税。

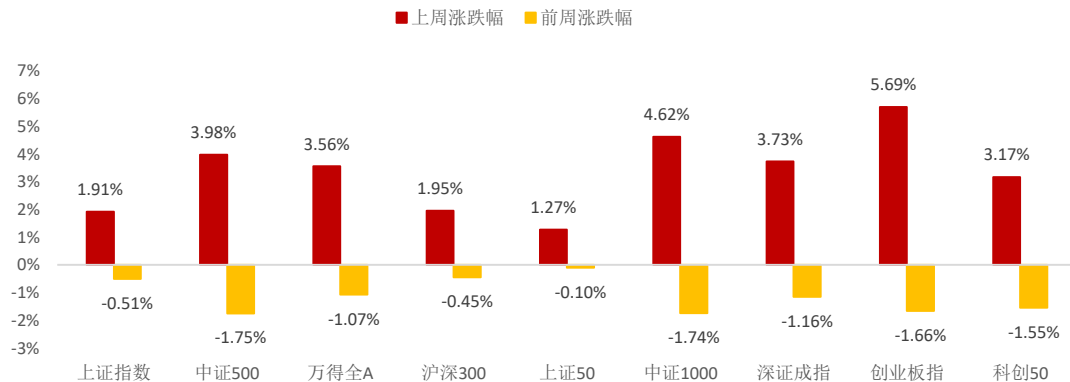
日本央行鹰派成员发出可能果断加息的信号。日本央行鹰派审议委员田村直树表示，即使美国关税政策的不确定性持续存在，日本央行也可能需要“果断”加息以应对通胀风险。他指出，通胀正在加速，且速度超过他在 5 月货币政策会议上所预测的水平。

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 27 日，创业板指上涨 5.69%，涨幅居前。从行业板块看，上周**计算机、国防军工、非银金融**领涨，**石油石化、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）

	2025/6/27	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	14.9	↑ 0.29	44.2	↑ 2.86	75.0%	89.8%	86.3%
深证成指	26.5	↑ 0.81	58.1	↑ 6.11	58.7%	68.2%	57.0%
上证 50	11.2	↑ 0.11	54.4	↑ 1.61	81.2%	83.4%	77.5%
沪深 300	13.0	↑ 0.20	49.7	↑ 3.86	68.2%	74.3%	68.4%
中证 500	28.7	↑ 0.99	46.0	↑ 7.06	58.0%	88.2%	83.7%
中证 1000	38.5	↑ 1.60	48.9	↑ 8.96	48.9%	68.4%	69.2%
创业板指	31.9	↑ 1.53	13.1	↑ 3.06	15.3%	25.8%	28.4%
科创 50	136.8	↑ 5.00	97.7	↑ 0.16	97.7%	97.7%	97.6%

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）

	2025/6/27	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	↑ 0.14	4.07%	↑ 0.48	4.1%	6.9%	9.5%
基础化工(申万)	24.8	↑ 0.74	48.84%	↑ 4.38	48.8%	82.5%	77.3%
钢铁(申万)	33.4	↑ 0.55	74.22%	↑ 1.24	74.2%	98.2%	97.5%

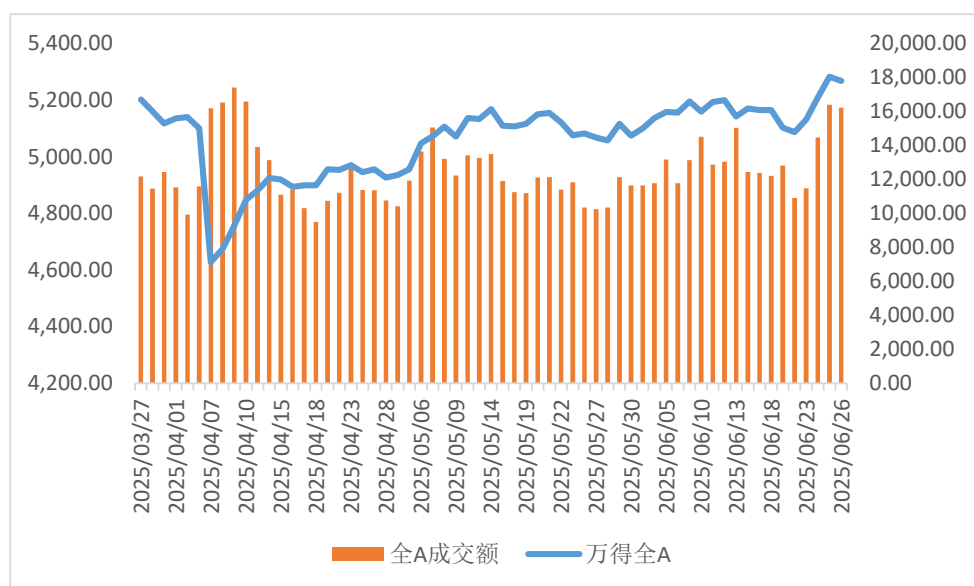
有色金属(申万)	19.4	↑	0.95	17.45%	↑	3.09	17.4%	29.5%	40.7%
电子(申万)	52.2	↑	2.34	67.77%	↑	5.98	67.8%	85.9%	81.1%
家用电器(申万)	13.8	↑	0.27	23.43%	↑	3.42	23.4%	26.1%	24.6%
食品饮料(申万)	20.5	↓	0.18	15.82%	↓	0.61	15.8%	6.5%	8.9%
纺织服饰(申万)	25.3	↑	1.00	52.90%	↑	6.66	52.9%	70.0%	66.4%
轻工制造(申万)	28.1	↑	1.01	48.99%	↑	5.59	49.0%	78.8%	70.8%
医药生物(申万)	33.9	↑	0.51	36.74%	↑	1.79	36.7%	61.6%	65.4%
公用事业(申万)	18.0	↑	0.01	21.07%	↑	0.10	21.1%	18.1%	24.3%
交通运输(申万)	16.2	↓	0.08	41.92%	↓	0.84	41.9%	51.1%	63.6%
房地产(申万)	39.6	↑	1.18	98.04%	↑	0.59	98.0%	96.7%	95.4%
商贸零售(申万)	38.0	↑	1.63	82.03%	↑	5.25	82.0%	94.7%	92.7%
社会服务(申万)	41.9	↑	1.83	35.53%	↑	4.88	35.5%	44.5%	23.9%
综合(申万)	41.2	↑	1.26	35.65%	↑	2.64	35.7%	46.1%	27.1%
建筑材料(申万)	25.8	↑	0.60	72.06%	↑	1.71	72.1%	94.6%	92.9%
建筑装饰(申万)	10.8	↑	0.36	56.39%	↑	7.14	56.4%	83.9%	91.6%
电力设备(申万)	29.9	↑	1.47	24.82%	↑	4.44	24.8%	42.0%	41.3%
国防军工(申万)	79.9	↑	5.29	71.71%	↑	5.00	71.7%	99.2%	98.8%
计算机(申万)	82.8	↑	6.01	92.79%	↑	5.20	92.8%	98.4%	97.8%
传媒(申万)	41.8	↑	1.21	57.68%	↑	2.40	57.7%	82.9%	80.0%
通信(申万)	32.6	↑	1.66	23.30%	↑	5.48	23.3%	36.9%	49.8%
银行(申万)	6.8	↑	0.15	73.99%	↑	5.90	74.0%	79.7%	85.6%
非银金融(申万)	14.8	↑	0.93	29.47%	↑	11.87	29.5%	37.6%	46.4%
汽车(申万)	25.9	↑	0.72	66.66%	↑	3.26	66.7%	50.3%	31.5%
机械设备(申万)	31.5	↑	1.24	60.41%	↑	10.09	60.4%	83.4%	84.7%
煤炭(申万)	12.6	↑	0.09	64.52%	↑	0.97	64.5%	95.3%	94.7%
石油石化(申万)	16.3	↓	0.35	43.83%	↓	2.81	43.8%	71.9%	77.9%
环保(申万)	24.5	↑	0.91	54.54%	↑	5.17	54.5%	92.2%	98.2%
美容护理(申万)	37.6	↑	0.37	51.41%	↑	1.27	51.4%	47.6%	31.8%

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、国防军工、电子估值上行最多，石油石化、食品饮料、交通运输下行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、钢铁、银行板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、有色金属、公用事业、通信板块估值处于历史较低水平。

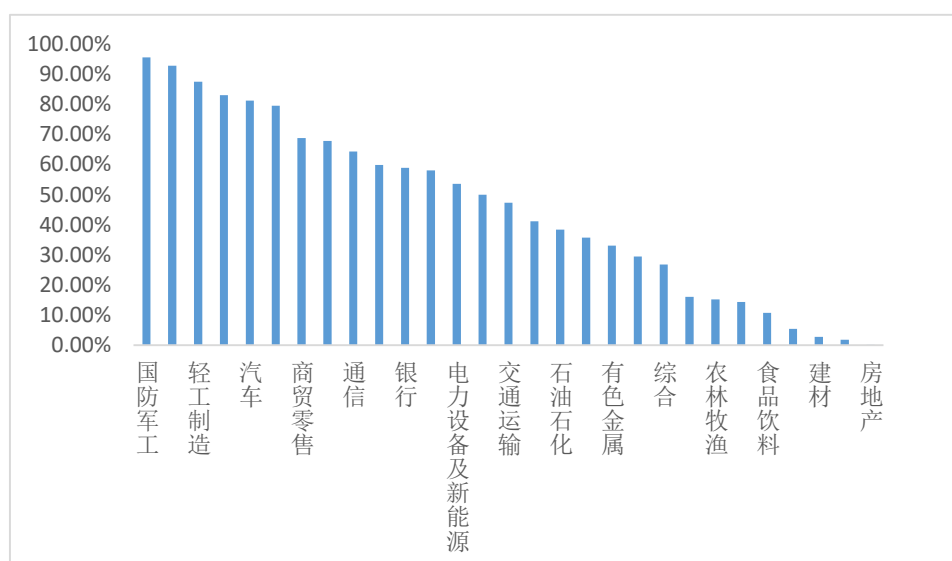
3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



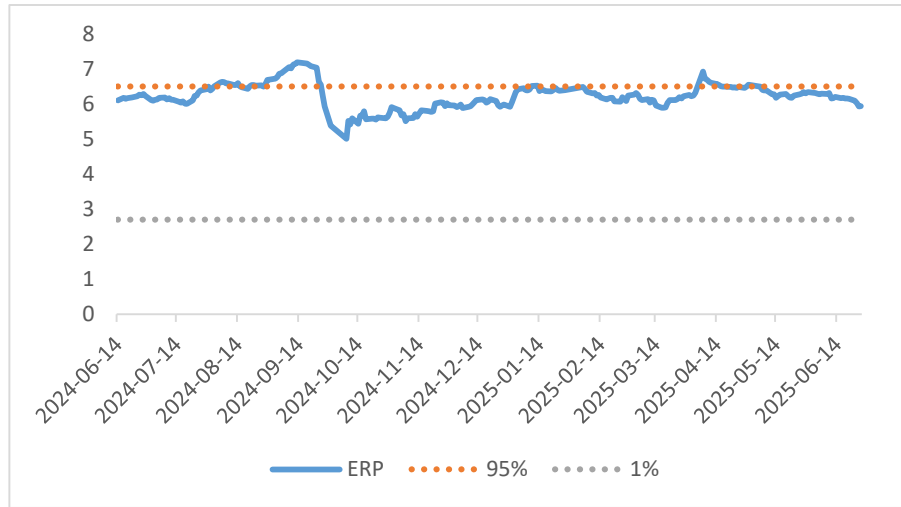
数据来源：Wind

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



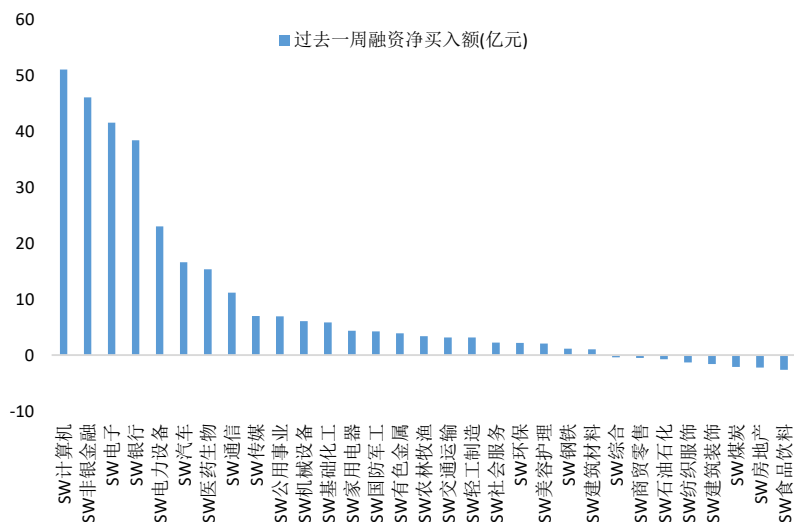
数据来源：Wind

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。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 5.95%，处于历史 76.0%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27日，两融资金占比为 9.60%，6月20日为 7.75%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 6 月 27 日，上周融资净买入的前三行业为计算机、非银金融、电子。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

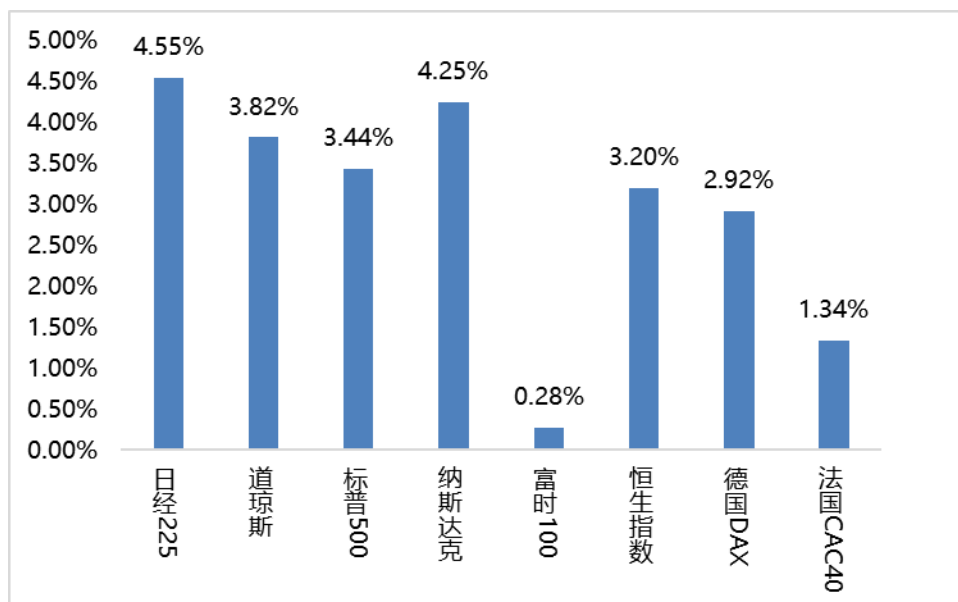


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市全线上涨。美国股市方面，道指上涨 3.82%，标普 500 上涨 3.44%，纳斯达克指数上涨 4.25%；欧洲股市方面，英国富时 100 指数上涨 0.28%，德国 DAX 指数上涨 2.92%，法国 CAC40 指数上涨 1.34%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 4.55%，恒生指数上涨 3.20%。

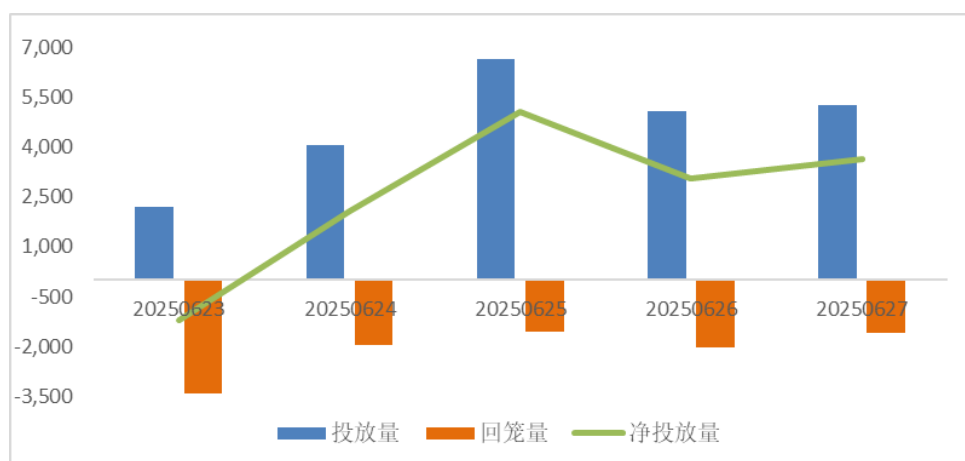
图 8：上周海外主要指数涨跌



(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 20275 亿元逆回购和 3000 亿 MLF 操作，因有 9603 亿元逆回购到期和 1000 亿元国库现金定存到期，整体上实现净投放 12672 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 0 亿元，地方政府债计划发行 721 亿元，整体净缴款-59 亿元。

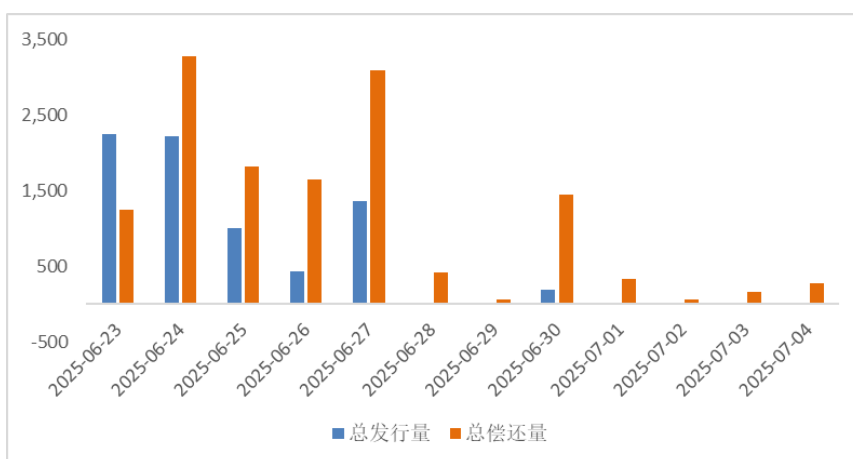
图 10：6 月 30 日-7 月 4 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 30 日		7 月 1 日		7 月 2 日		7 月 3 日		7 月 4 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	545	0	69	0	0	0	0	0	107
到期	0	428.81	0	13.65	0	9.2	801.5	14.2	0	170.65
缴款	0	764	0	545	0	69	0	0	0	0
净缴款	335		532		60		-816		-171	

同业存单发行：本周（6 月 30-7 月 4 日）存单到期 2767 亿元，单周到期规模降至年内相对低位，往后看，7 月存单到期压力将再度抬升，后续一周存单到期量升至 5000+ 亿元。不过整体来看，7 月存单到期压力较 6 月明显缓释，到期规模为 2.8 万亿元。

图 11：同业存单到期与发行



回购市场：临近跨季，央行持续加码净投放力度，6 月 24 日起正式进入跨季周后，央行保持每日 2000 亿元+级别逆回购净投放，其中上周四、上周五净投放量更是升至 3000 亿以上（24-27 日单日净投放规模依次为 2092、2090、3058、3647 亿元）。全周来看，6 月 23-27 日，央行公开市场累计净投放 12672 亿元（其中，逆回购投放 20275 亿元，到期 9603 亿元），为今年以来单周净投放次高，仅次于 1 月 13-17 日春节备付期间的 14539 亿元。

与此同时，6 月中长期资金同样超额投放，24 日央行公告 6 月 MLF 超额续作 3000 亿元，净投放 1180 亿元，叠加此前 3 个月、6 个月买断式回购续作，6 月中长期净投放合计规模为 3180 亿元，高于 3 月跨季的 1630 亿元（其中，MLF 净投放 630 亿元，买断式逆回购净投放 1000 亿元），显示出更强的呵护力度。

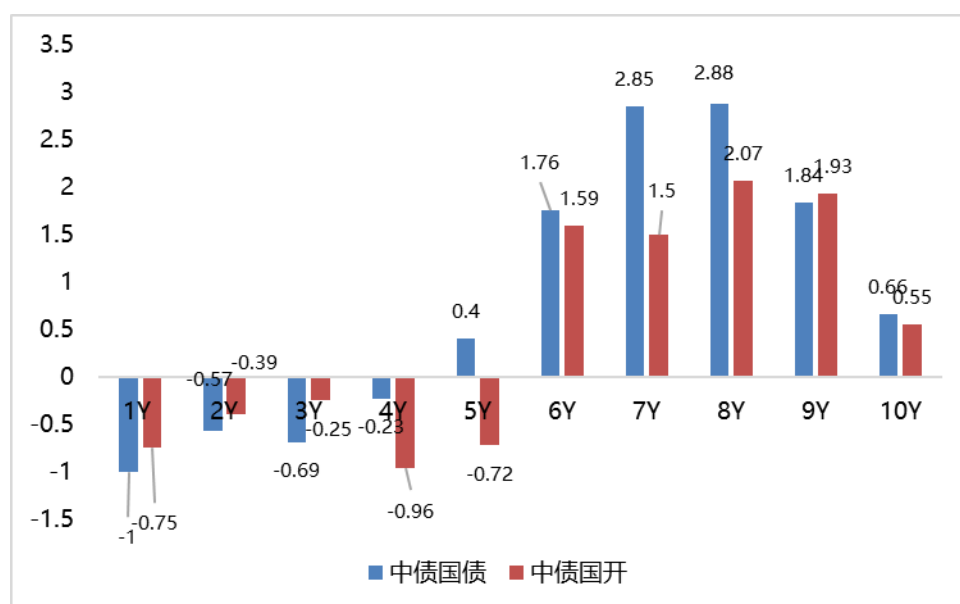
在央行加码投放与跨季压力加大的共同作用下，资金价格结构性分化。隔夜资金维持稳

定，R001 周均值微升 1bp，而 DR001 反而小幅回落 1bp；7 天利率显著走升，DR007 和 R007 分别较前一周上行 13bp 和 24bp。

票据利率：上周临近月末，在主要大行需求逐步满足和票源供给不断攀升后，票据利率跌后回调。上周前半周，大行依旧活跃，中小行亦跟随收票，买盘力量相对较强，票据利率震荡小降。上周后半周，大行操作减少，买盘情绪明显减弱，卖盘票源供给继续支撑，买卖报价快速升高，短期票价涨幅较大，月末迎来翘尾。

（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	4.79	11.34	13.97	-27.39
环比	0.31	1.09	0.26	-32.25
年初以来	-16.19	0.27	-1.55	-57.79
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	25.70	15.35	18.48	47.51
2016 年以来分位数	5.90%	24.02%	26.38%	5.48%

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

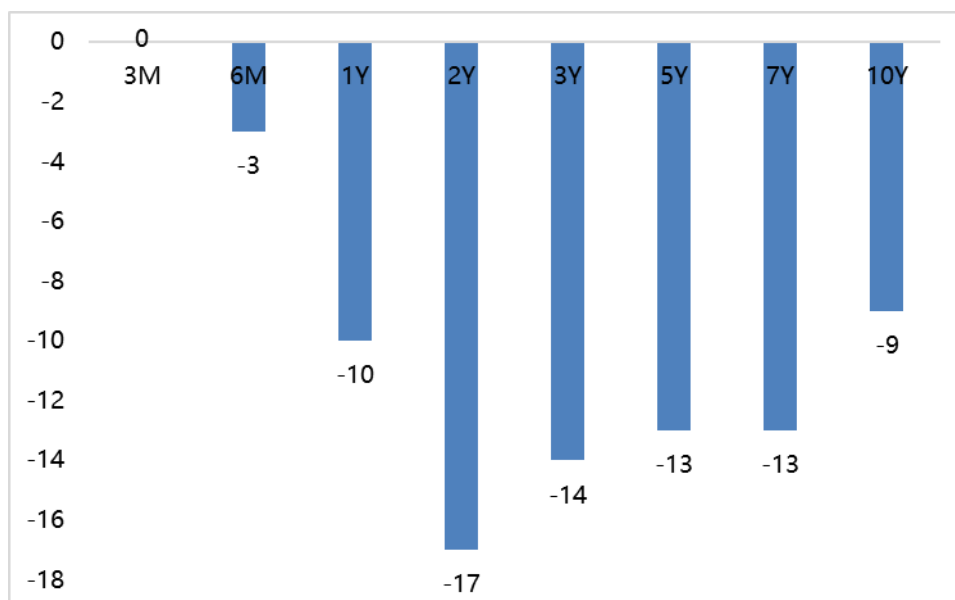
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	22.25	23.73	25.21	30.84	33.65
环比	0.23	2.19	3.00	4.45	2.82
年初以来	-10.09	-11.5	-12.05	-2.8	-11.47
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.73	35.88	38.31	42.47	43.86
2016 年以来分位数	3.24%	14.58%	12.18%	14.83%	17.70%

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表现分化。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1BP 至 1.3452%，3 年期下行 0.69BP 至 1.3931%，5 年期上行 0.4BP 至 1.5065%，10 年期上行 0.66BP 至 1.6462%。

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 0.23BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.19BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.00BP。

图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

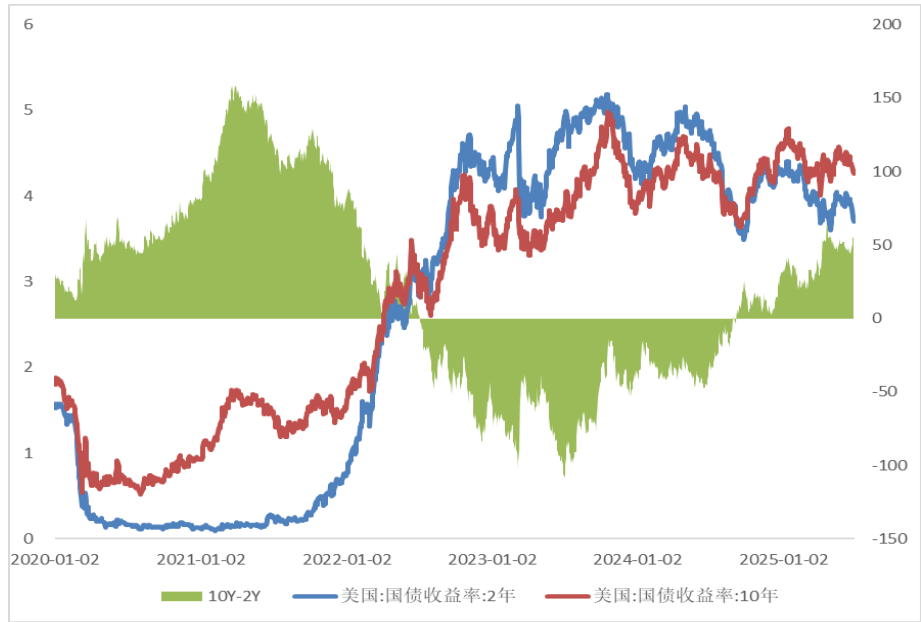


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 9BP，10 年期国债收益率上行

0.66BP，中美利差倒挂程度减弱。全周来看，1 年期美债收益率下行 10BP，3 年期美债收益率下行 14BP，10 年期美债收益率下行 9BP。

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，人民币汇率升值。上周美元指数下行 1.52%，人民币汇率中间价升值 0.09%，即期汇率升值 0.20%，离岸人民币汇率升值 0.09%。

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	97.2612	7.1627	7.169	7.1729
对照日期	98.7639	7.1695	7.1837	7.1794
涨跌	-1.52%	0.09%	0.20%	0.09%

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

展望7月，流动性宽松状态有望延续。历史规律显示，7月常现“自发性”宽松：财政与金融政策靠前发力后，政府债净融资占比全年仅4.1%，叠加外部关税扰动抑制企业信贷需求，资金面冲击有限。央行呵护意愿仍强，虽经济下行风险暂未紧迫，但二季度货币政策例会已警示“贸易壁垒增多”风险，若制造业PMI持续收缩，可能触发宽松加码。外部环境利好国内宽松：美联储降息预期升温，人民币汇率压力减轻，为货币政策打开空间。

（二）权益市场展望和策略

上周最为重要的变化是美联储态度的松动。鲍威尔上周出席众议院金融服务委员会听证会时，给出了更为鸽派的表述，带动全球分母宽松预期的提升。美联储的放鸽叠加美失业率的早期数据表现，打开了美联储降息的桎梏，同时以伊冲突对风险偏好的影响得到了大幅削弱。海外宽松预期和市场风偏回升，推动A股市场上涨。

上周权益策略建议：因海外宽松预期上升，和以伊冲突导致风偏下行的影响淡化，建议从较低仓位增至中性仓位。维持哑铃策略：1）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）；银行和保险受益于分母宽松，无需减仓，可以通过部分的波段操作来应对其自身的价格波动。2）成长端可参与包括科创芯片半导体、互联网金融（金融科技）、军工、券商、机器人等的超跌反弹交易，但要注意交易节奏，不能追高。之前涨幅较大的新消费和创新药，近期涨幅较大的CPO和PCB行业，短期建议暂时回避和止盈。

（三）债券市场展望和策略

上周外部环境迎来了一定程度的缓和，关税谈判方面消息显示中美在结构性议题及关键产品出口限制上取得进展，但债市对谈判进展反应基本钝化，关注7月份美国对全球加征关税的90天豁免期的变化，是否对7月份的中美关税谈判产生一定指引。上周伊以冲突迎来转折并告一段落，此前受打压的风险偏好部分回补并打压债市情绪，后续影响预计逐步减弱。外部环境缓和抬升权益市场风险偏好导致债市承压，但国内权益市场受情绪面主导因素大，债市交易基本面居多，只要基本面支撑债市，债市反转概率就很低。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。后续市场关注的7月政治局会议建议放低期待，当前经济增速并不差，出政策的紧迫性并不强，更多的后手政策需要留给

中美谈判结果。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，只是较低的收益率水平约束下行空间。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。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牛。上周五央行货政例会再次关注长端收益率，和去年相比基本面支持利率下行但央行态度并不支持的情况类似。窄幅波动下逢调整加仓及靠近前低后的止盈操作胜率较高。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，长端此前已计入较多的下行空间，在资金面整体较为宽松的支撑下 3-5 年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。