



全球资产走势分化，国内消费温和修复

——鑫元周观点（2025.07.07-2025.07.13）

一、核心观点

宏观方面，中国宏观经济继续保持温和修复节奏，政策稳增长导向持续明确。6月CPI由负转正，消费端温和修复迹象逐步显现；PPI同比降幅扩大，工业品价格持续承压。从政策动向看，险资长周期考核机制正式落地、程序化交易监管细则实施，均体现出强化长期资金引导和优化市场结构的政策取向。海外方面，美国大规模加征关税计划重启，触及多国商品和核心工业品，市场对通胀回升与美联储政策路径的不确定性明显上升。全球风险偏好面临双重压制，需密切关注贸易政策对价格链条与流动性的传导节奏。

权益市场方面，海外地缘政治引发的商品型通胀，关税冲击对通胀的扰动，目前都被认为是可以容忍的。短期美联储对于分子端增长的权重要高于通胀的权重。而美总量分子承压，结构性景气尚存。美国人工智能及相关产业的景气度与其消费、汽车和地产的趋弱，形成较为明显的分化，但还无法判断，人工智能的结构性景气能否重启新的经济上行周期。目前美国分子端的韧性，支撑其强劲的软着陆预期。

国内预计结构性货币工具会是未来进一步宽松的主要方向，但并不排除央行按照过去三年的惯例，在三季度提前降息（虽然降息幅度有限，预计在10BP左右）。6月PPI继续下行，显示中长期仍需一定的托底政策支持。后续政策的具体时间上可能需要等到9月前后，但市场预期7月底的政治局会议将给出一定的方向性指引。

本周权益策略建议如下：1、仓位：市场仍处于小幅的风偏提升阶段，维持中性仓位。目前市场还在提前抢跑分母宽松的区间，只是从抢跑美联储降息，到了抢跑中国央行降息。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）稳定类红利资产（含H股）配置不变，包括银行、保险、石油石化、公用事业、环保、煤炭、电信运营商；2）如果有短线波段交易的需求，可参与短线操作品种：1）高位短线品种：CPO+PCB、金融互联网、港股创新药、可控核聚变、稳定币；2）低位品种（需要提前埋伏）：光伏、券商、地产链、半导体。细分行业品种如果出现短期热度过高，建议多做止盈。

固收市场方面，上周债市围绕股债跷跷板交易，股债跷跷板为市场主要波动来源，沪指成功站稳 3500 点，续创年内新高，叠加市场对资金利率抬升的预期增强，债市逐步开启调整步伐，长债周内上行近 4BP，10Y 国开债活跃券 250210 创其 4 月 7 日上市以来收益率新高，TL 合约跌至近一月新低，交易盘全周持续抛售，市场看股做债，利率上周五午后有所回落。但整体看，相较于股市强劲涨幅，债市跌幅较为有限。全周来看，债市迎来近期较大幅度调整，10Y 国债最高触及 1.67%，为自 6 月初以来最高点，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 2bp、1bp、4bp 收于 1.87%、1.66%、1.36%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、-1bp 收于 21bp、30bp。近期股市走出了脉冲式破前高的上行行情，一定程度上压制了债市走势。总结其驱动因素，一方面是政策层超预期反内卷带动盈利周期见底，另外一方面则是上市公司二季报超预期，上述两者共同驱动权益市场估值以及盈利的上行。但我们认为短期权益市场计入了过多的政策预期，并且基本面高频数据近期开始走弱表明二季报很可能是全年盈利预期的高点，债市在股市跷跷板效应下逢调整增配的胜率有所提高，窄幅震荡下适当保持久期，胜率上升下关注波段交易机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家主席习近平在山西考察时强调，转型发展必须牢牢守住安全稳定底线。要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，强化“一老一小”等重点民生保障服务。要强化社会治安整体防控，常态化开展扫黑除恶，依法打击各类违法犯罪活动。

外交部长王毅在吉隆坡会见美国国务卿鲁比奥。双方就中美关系以及共同关心的问题交换了意见。双方一致认为会晤是积极、务实、建设性的，同意加强外交渠道及各领域各层级沟通对话，发挥外交部门在推动两国关系中的作用，在管控分歧的同时，探索扩大合作领域。

国家统计局发布数据，中国 6 月 CPI 同比上涨 0.1%，为连续下降 4 个月后转涨；核心 CPI 继续回升，同比上涨 0.7%，创 14 个月新高。6 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.6%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。

财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》，推动保险资金全面建立三年以上长周期考核机制，新考核指标自 2025 年度绩效评价起开始实施。长周期考核机制落地，有助于提高保险资金投资积极性、稳定性，并逐步提高投资 A 股的比例，增厚长期收益，改善资本市场投资者结构，增强市场内在稳定性。市场预期，险资长周期考核机制落地，有望为 A 股带来万亿元增量资金。

我国退休人员基本养老金实现“21 连涨”。人社部、财政部印发通知明确，从 2025 年 1 月 1 日起，为 2024 年底前已按规定办理退休手续并按月领取基本养老金的退休人员提高基本养老金水平，总体调整水平为 2024 年退休人员月人均基本养老金的 2%。

国家发改委介绍“十四五”成就表示，“十四五”中国经济增量预计超 35 万亿元，今年经济总量预计可以达到 140 万亿元左右。过去 4 年内需对经济增长的平均贡献率为 86.4%，其中最终消费对中国经济增长的平均贡献率达到 56.2%。

沪深北交易所《程序化交易管理实施细则》7 月 7 日起实施。《实施细则》明确高频交易标准，即单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到 300 笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到 20000 笔以上。同时，《实施细则》对高频交易作出差异化监管安排，包括额外报告要求、从严管理异常交易行为、实行差异化收费标准等。

商务部回应中美是否会在 8 月初进行谈判表示，双方在多个层级就经贸领域各自关切保持密切沟通。对于“英伟达 CEO 黄仁勋计划访华”传闻，商务部称目前没有可以提供的信息。商务部还驳斥冯德莱恩“产能过剩”言论表示，过剩的不是中国产能，恐是欧方的过度焦虑。

美国总统特朗普威胁对金砖国家加征 10%新关税。外交部对此回应称，金砖机制是新兴市场和发展中国家合作的重要平台，倡导开放包容、合作共赢，不搞阵营对抗，不针对任何国家。关于加征关税，中方已经多次阐明了立场，贸易战、关税战没有赢家，保护主义没有出路。

（二）海外宏观

美国总统特朗普宣布，将从 8 月 1 日起对加拿大产品征收 35%的关税。特朗普还透露，将于本周一（当地时间 7 月 14 日）就俄罗斯问题发表“重大声明”。

芝加哥联储主席古尔斯比表示，美国总统特朗普最新宣布的关税措施再度搅浑通胀前景，这将使他更难支持特朗普极力主张的降息政策。古尔斯比透露，过去几个月由于特朗普暂停了 4 月提出的高额双边关税计划，市场对关税推高物价的忧虑已大幅缓解，这原本为美联储很快再次降息铺平了道路。但最新一轮关税，包括 8 月 1 日起对部分加拿大进口商品征收 35%、对巴西商品征收 50%关税，可能重新点燃通胀担忧，迫使美联储保持观望姿态直至形势明朗。

美国总统特朗普宣布，美国将对进口铜征收 50%的关税，自 2025 年 8 月 1 日起生效。铜是全球第三大消费金属，仅次于铁和铝。美国的铜消费量几乎一半来自进口，大多数进口来自智利。

美国总统特朗普在社交媒体平台上发布致 8 个国家领导人有关加征关税的信函。其中，

巴西将被征收 50%的关税，利比亚、伊拉克、阿尔及利亚和斯里兰卡将被征收 30%的关税，文莱和摩尔多瓦的税率是 25%，菲律宾的税率是 20%。新税率将从 8 月 1 日起生效。

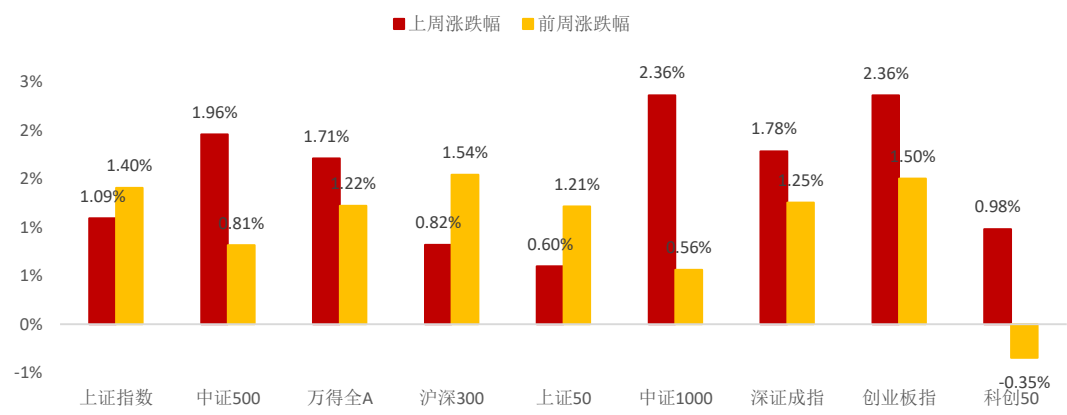
美联储公布的最新 6 月会议纪要显示，官员们对利率前景的分歧日益显现，主要源于他们对关税可能如何影响通胀的预期不同。与会者普遍认为，由于经济增长和劳动力市场仍然稳健，而当前的货币政策或有适度的限制性，委员会完全有能力等待通胀和经济活动前景更加明朗。

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 股宽基指数悉数上涨。截至 7 月 11 日，创业板指与中证 1000 上涨 2.36%，涨幅居前。从行业板块看，上周**房地产、钢铁、非银金融**领涨，**煤炭、银行、汽车**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/7/11	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	15.3	↑ 0.15	46.0	↑ 0.97	77.6%	91.5%	88.6%
深证成指	27.2	↑ 0.44	60.7	↑ 2.51	62.6%	73.5%	63.7%
上证 50	11.4	↑ 0.07	56.0	↑ 0.76	83.5%	86.1%	81.2%
沪深 300	13.3	↑ 0.08	54.0	↑ 1.15	73.9%	79.5%	73.7%

中证 500	29.5	↑	0.60	51.0	↑	4.04	63.9%	93.3%	90.8%
中证 1000	39.7	↑	0.91	55.2	↑	4.81	55.2%	76.9%	77.6%
创业板指	33.1	↑	0.68	16.1	↑	1.51	18.0%	30.4%	34.7%
科创 50	137.8	↑	1.51	97.9	↑	0.53	97.9%	97.9%	97.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/7/11	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)	17.7	↑ 0.21	6.11%	↑ 0.61	6.1%	10.3%	14.2%
基础化工(申万)	25.4	↑ 0.39	50.72%	↑ 1.27	50.7%	84.9%	79.9%
钢铁(申万)	36.8	↑ 1.68	80.15%	↑ 1.61	80.2%	100.0%	100.0%
有色金属(申万)	19.8	↑ 0.19	19.16%	↑ 0.79	19.2%	32.3%	44.5%
电子(申万)	53.2	↑ 0.57	70.63%	↑ 1.82	70.6%	88.5%	84.7%
家用电器(申万)	14.0	↓ 0.05	27.08%	↓ 0.71	27.1%	29.9%	29.4%
食品饮料(申万)	20.8	↑ 0.18	17.31%	↑ 0.94	17.3%	8.6%	11.8%
纺织服饰(申万)	26.0	↑ 0.40	56.70%	↑ 1.95	56.7%	74.6%	69.6%
轻工制造(申万)	28.8	↑ 0.58	51.42%	↑ 2.09	51.4%	82.2%	75.5%
医药生物(申万)	35.8	↑ 0.67	47.24%	↑ 3.97	47.2%	72.1%	72.9%
公用事业(申万)	18.7	↑ 0.20	30.17%	↑ 2.59	30.2%	30.8%	37.4%
交通运输(申万)	16.3	↑ 0.12	42.90%	↑ 1.33	42.9%	52.6%	65.1%
房地产(申万)	42.2	↑ 2.43	99.50%	↑ 1.27	99.5%	99.2%	98.8%
商贸零售(申万)	38.8	↑ 0.89	83.83%	↑ 2.14	83.8%	97.1%	96.0%
社会服务(申万)	43.2	↑ 0.87	39.93%	↑ 3.15	39.9%	46.4%	26.4%
综合(申万)	44.0	↑ 1.63	43.90%	↑ 4.19	43.9%	56.8%	40.5%
建筑材料(申万)	27.6	↑ 0.85	78.18%	↑ 1.83	78.2%	99.7%	99.6%
建筑装饰(申万)	11.2	↑ 0.30	61.64%	↑ 3.98	61.6%	90.6%	98.9%
电力设备(申万)	31.3	↑ 0.78	28.63%	↑ 2.03	28.6%	48.3%	45.0%
国防军工(申万)	81.9	↑ 0.73	72.64%	↑ 0.38	72.6%	99.5%	99.3%

计算机(申万)	84.6	↑	2.73	93.62%	↑	1.68	93.6%	99.3%	99.0%
传媒(申万)	44.3	↑	1.32	62.08%	↑	1.90	62.1%	89.2%	87.2%
通信(申万)	33.4	↑	0.74	26.78%	↑	3.45	26.8%	42.1%	56.2%
银行(申万)	7.1	↓	0.07	81.87%	↓	2.21	81.9%	86.2%	87.6%
非银金融(申万)	15.3	↑	0.58	37.05%	↑	8.74	37.1%	48.8%	56.7%
汽车(申万)	25.8	↓	0.12	66.04%	↓	0.93	66.0%	49.5%	30.5%
机械设备(申万)	32.3	↑	0.61	63.97%	↑	2.91	64.0%	88.9%	90.3%
煤炭(申万)	12.7	↓	0.11	65.44%	↓	1.52	65.4%	96.1%	95.5%
石油石化(申万)	16.7	↑	0.42	47.36%	↑	2.82	47.4%	76.3%	82.8%
环保(申万)	25.5	↑	0.90	57.30%	↑	2.00	57.3%	96.2%	99.9%
美容护理(申万)	38.0	↑	0.55	52.72%	↑	2.39	52.7%	49.0%	33.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

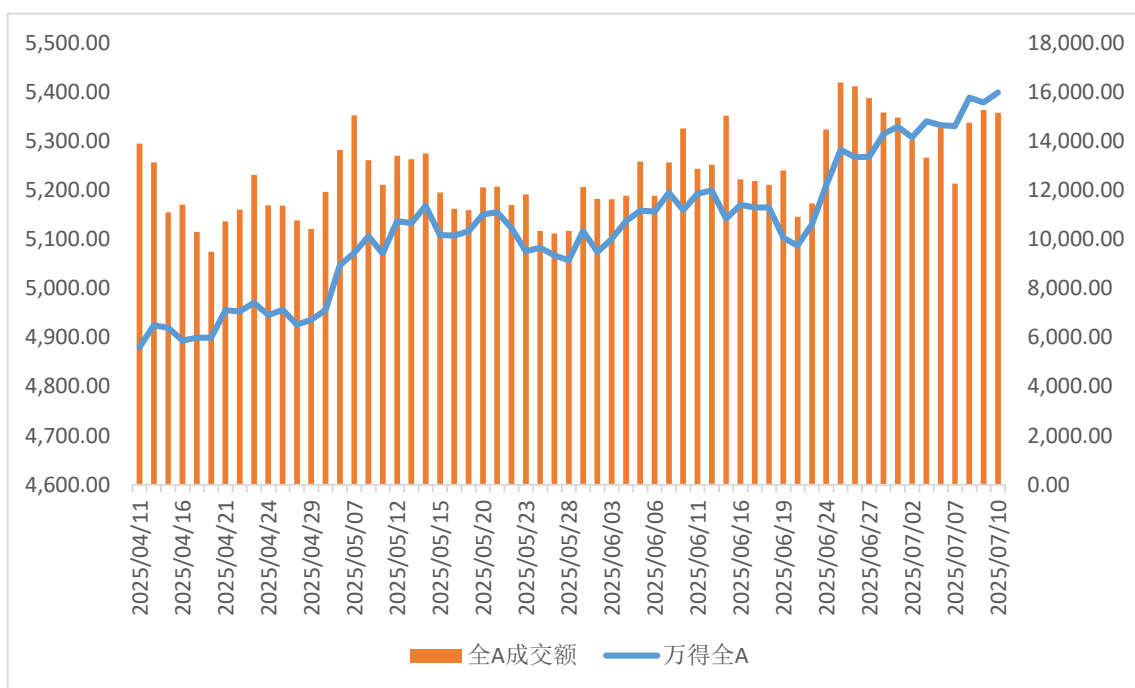
上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50% 分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机、房地产、钢铁**估值上行最多，**汽车、煤炭、银行**下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、银行、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、食品饮料、有色金属、通信、家用电器**板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，基础化工的拥挤度较高。

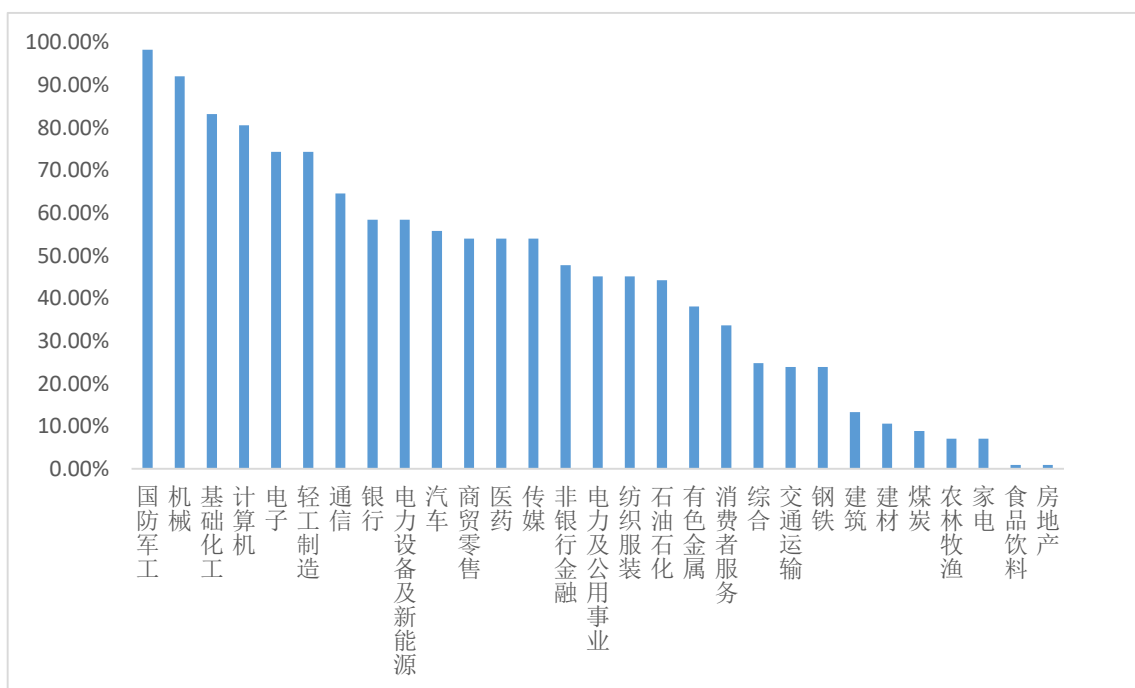
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.84%，处于历史 71.69% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



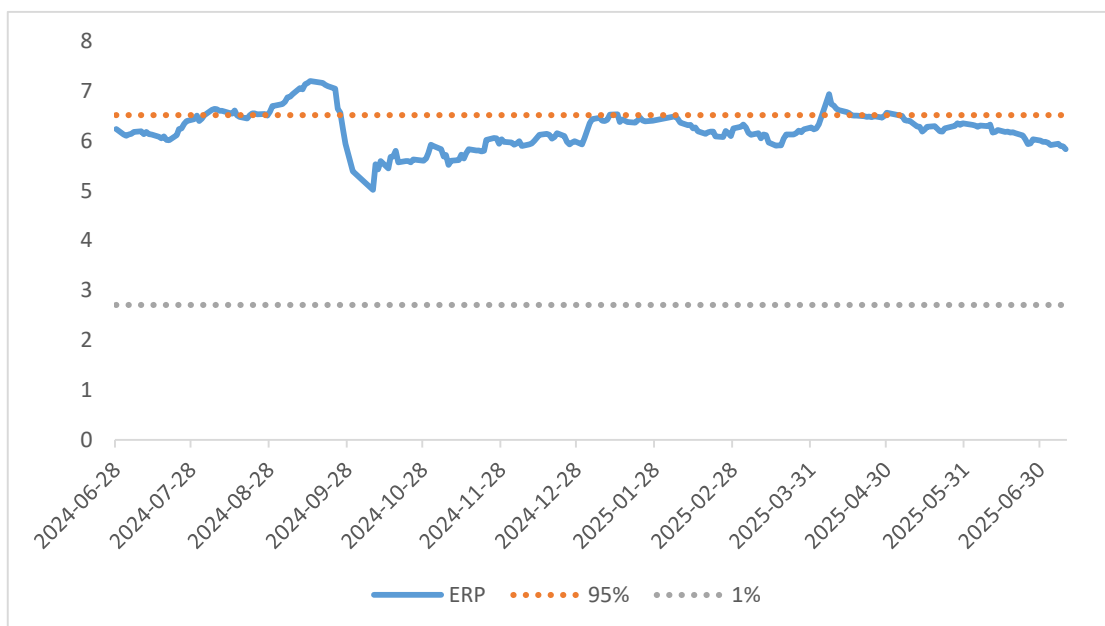
数据来源：Wind、鑫元基金

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



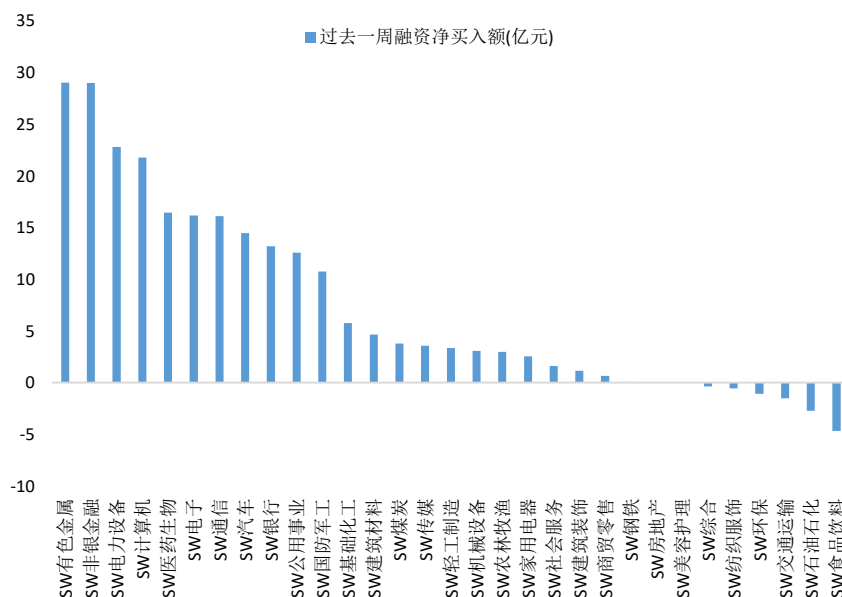
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

7月11日，两融资金占比为4.83%，7月4日为4.13%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。

截至7月11日，上周融资净买入的前三行业为有色金属、非银金融、电力设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）



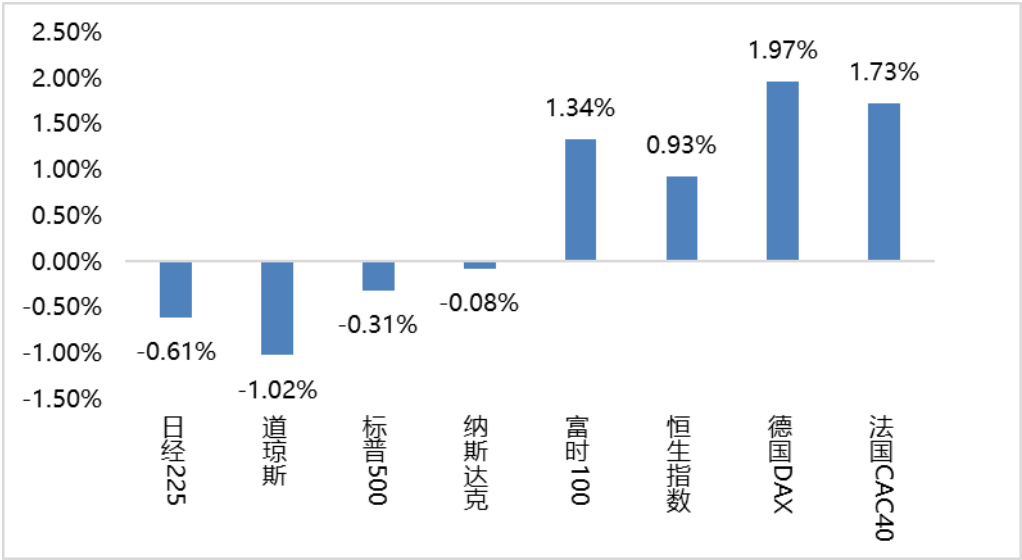
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市走势分化。美国股市方面，道指下跌1.02%，标普500下跌0.31%，纳指下

跌 0.08%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 1.97%，英国富时 100 上涨 1.34%，法国 CAC40 上涨 1.73%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.61%，恒生指数上涨 0.93%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

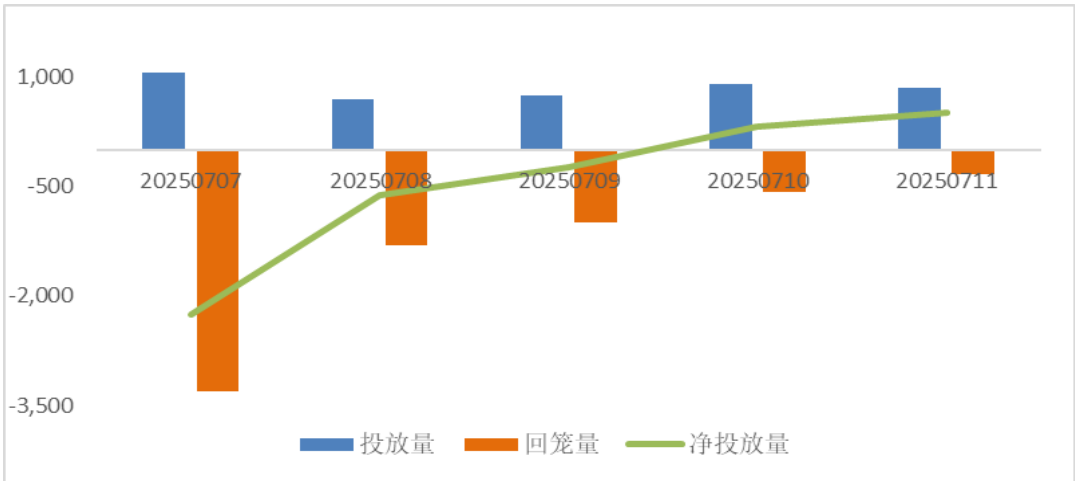


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 4257 亿元逆回购操作，因有 6522 亿元逆回购到期，整体上实现净回笼 2265 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 2130 亿元，地方政府债计划发行 2512 亿元，整体净缴款 3985 亿元。

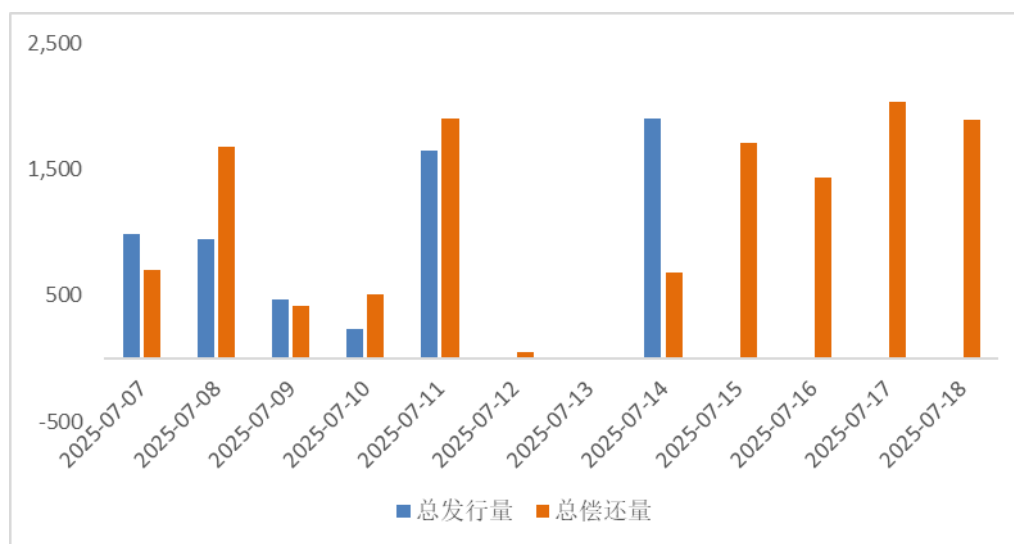
图：7 月 14 日-7 月 18 日政府债发行缴款

单位：亿元

	7月14日		7月15日		7月16日		7月17日		7月18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	1530	471	0	949	600	0	0	384	0	707
到期	0	506.83	0	107.79	900	28.49	951.6	139	0	95.91
缴款	2482	298	1530	471	0	949	600	0	0	384
净缴款	2273		1893		21		-491		288	

同业存单发行：本周（7月14-7月18日）存单到期7822亿元，较前一周的5213亿元有所提升。后续一周（21-25日）存单到期量将攀升至1万+亿元。

图：同业存单到期与发行



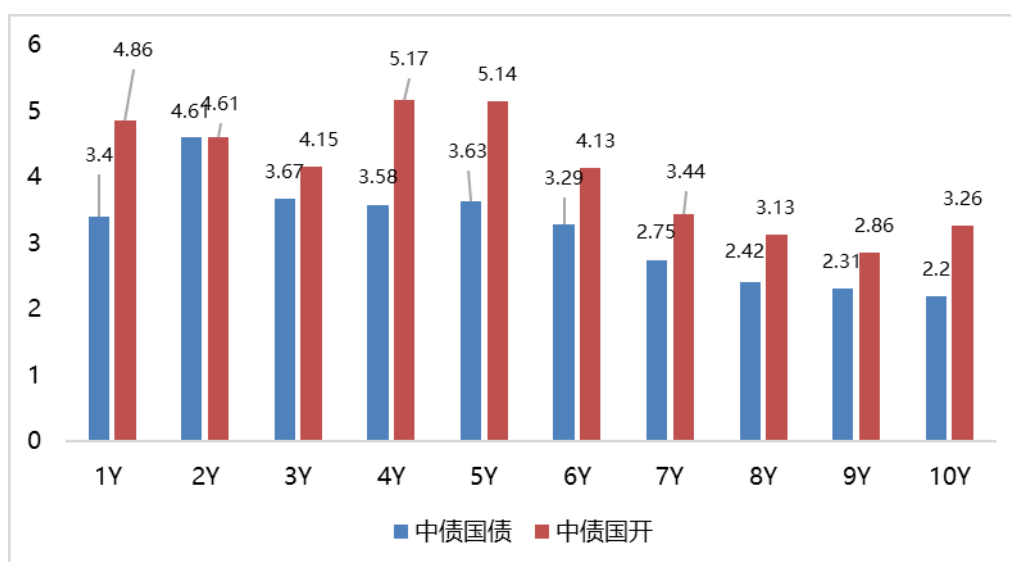
回购市场：跨季资金回笼基本告一段落，央行于10-11日开启净投放，不过资金价格依然延续上升态势。上周一作为跨季资金回收的最后时点，当日逆回购大幅到期3315亿元，央行延续缩量续作，净回笼2250亿元，标志着本轮跨季呵护的资金回笼完毕。随后的8-9日，央行延续净回笼态势，分别回收资金620亿元和230亿元。在持续的净回笼压力下，7月9日的

隔夜和 7 天资金利率较前一周五普遍回升 1-2bp。尽管上周周内资金价格有所反弹，但全周资金价格平均值依然较前一周明显下行，R001 大幅下行 20bp，DR001 下行 5bp；7 天资金利率同样有所回落，R007、DR007 分别较前一周下行 13、10bp。

票据利率：上周市场整体较为平静，买盘偏好较为明显，1 月票需求依旧是主流，主要大行逐日降价进场配置，卖盘谨慎降价出票，带动足月票价向下跌破 0.90%。反观其他期限票，供需力量则相对平稳，叠加市场交投逐渐清淡，票价整体维持区间震荡。综合来看，上周票价较前一周五下行的为 8、1 月票，上行的为 10-11 月票。

（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	4.56	11.34	13.61	15.67
环比	0.27	-0.04	-1.43	0.15
年初以来	-16.42	0.27	-1.91	-14.73
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	25.61	15.34	18.46	47.35
2016年以来分位数	5.79%	24.05%	25.05%	18.42%

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

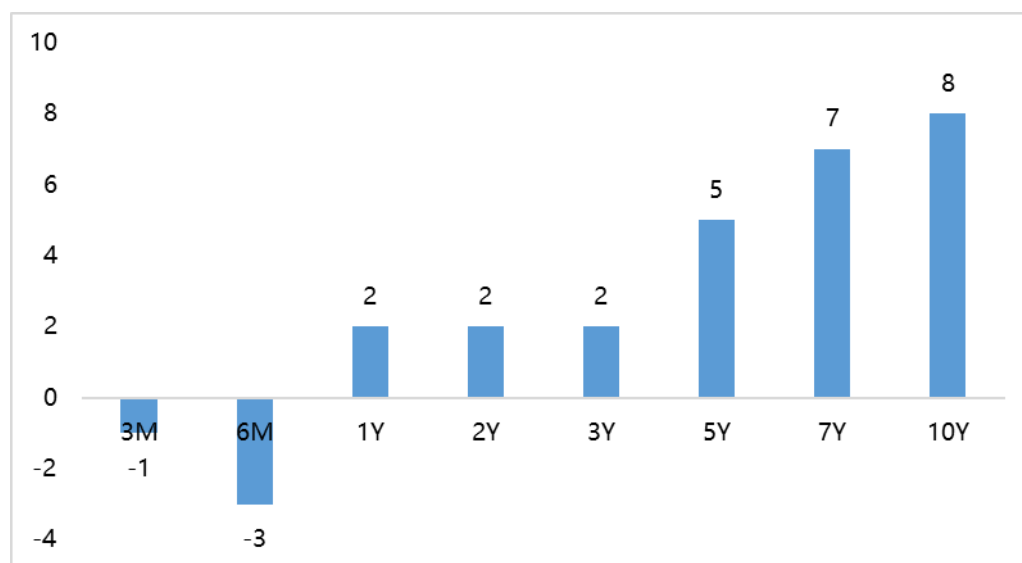
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	17.87	17.9	21.56	25.31	28.49
环比	-5.44	-3.15	-0.81	-1.58	-1.27
年初以来	-14.47	-17.33	-15.7	-8.33	-16.63
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	44.63	35.82	38.24	42.40	43.80
2016年以来分位数	0.59%	2.01%	7.26%	6.13%	10.45%

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上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.4BP 至 1.3702，3 年期上行 3.67BP 至 1.4158，5 年期下行 0.1BP 至 1.5640，10 年期上行 2.2BP 至 1.6653。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.44BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.15BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.81BP。

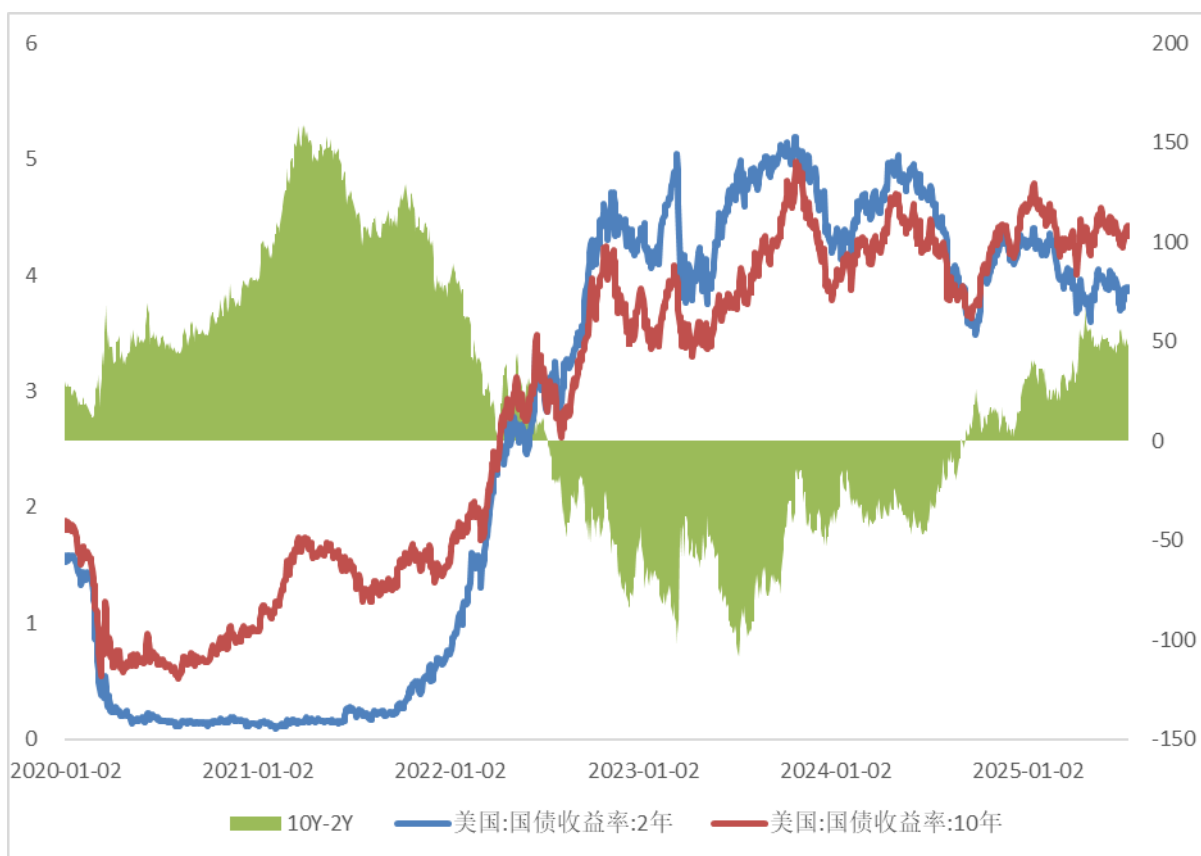
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 8BP，10 年期国债收益率上行 2.2BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 2BP，3 年期美债收益率上行 2BP，10 年期美债收益率上行 8BP。

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 0.91%，在岸人民币汇率走势分化，中间价升值 0.08%，即期汇率贬值 0.08%，离岸人民币汇率贬值 0.13%。

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	97.8731	7.1475	7.171	7.1736
对照日期	96.988	7.1535	7.1652	7.1646
涨跌	0.91%	0.08%	-0.08%	-0.13%

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

中国宏观经济继续保持温和修复节奏，政策稳增长导向持续明确。6 月 CPI 由负转正，消

费端温和修复迹象逐步显现；PPI 同比降幅扩大，工业品价格持续承压。从政策动向看，险资长周期考核机制正式落地、程序化交易监管细则实施，均体现出强化长期资金引导和优化市场结构的政策取向。海外方面，美国大规模加征关税计划重启，触及多国商品和核心工业品，市场对通胀回升与美联储政策路径的不确定性明显上升。全球风险偏好面临双重压制，需密切关注贸易政策对价格链条与流动性的传导节奏。

国内方面，6 月 CPI 同比由-0.1%回升至+0.1%，核心 CPI 升至 0.7%，反映出消费端逐步改善。一方面，高温多雨天气抬升鲜菜等食品价格，食品环比降幅收窄；另一方面，地缘冲突推动国际油价上涨，带动汽油、燃料类价格环比转正；同时，汽车家电促消费政策也对耐用品价格形成支撑。但从累计数据看，核心 CPI 累计同比为 0.4%，表明国内整体物价水平仍偏弱，需求修复仍显不足。PPI 方面，6 月同比下降 3.6%，环比下降 0.4%，降幅略有扩大，受钢铁、水泥等价格下行拖累，但原油及有色相关行业环比反弹，有色采选和石油开采价格出现结构性修复。中美高层会晤释放建设性信号，外交部回应称中美经贸仍保持多层级沟通。

国际方面，特朗普政府宣布自 8 月起对铜和包括加拿大等多个国家进口商品加征关税，最高达 50%，并声称将发表“重大对俄声明”。多重关税扰动导致通胀回升预期增强，美联储内部对降息路径分歧加剧，最新会议纪要显示部分委员呼吁保持耐心观望。整体来看，政策端内稳外压格局未变，需持续关注通胀路径变化与贸易摩擦升级风险对资产定价的边际冲击。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，地缘政治引发的商品型通胀，关税冲击对通胀的扰动，目前都被认为是可以容忍的。短期美联储对于分子端增长的权重要高于通胀的权重。而美总量分子承压，结构性景气尚存。美国人工智能及相关产业的景气度与其消费、汽车和地产的趋弱，形成较为明显的分化，但还无法判断，人工智能的结构性景气能否重启新的经济上行周期？目前美国分子端的韧性，支撑其强劲的软着陆预期。

国内预计结构性货币工具会是未来进一步宽松的主要方向，但并不排除央行按照过去三年的惯例，在三季度提前降息（虽然降息幅度有限，估计在 10BP 左右）。6 月 PPI 继续下行，显示中长期仍需一定的托底政策支持。后续政策的具体时间上可能需要等到 9 月前后，但市场预期 7 月底的政治局会议将给出一定的方向性指引。

本周权益策略建议如下：1、仓位：市场仍处于小幅的风偏提升阶段，维持中性仓位。目前市场还在提前抢跑分母宽松的区间，只是从抢跑美联储降息，到了抢跑中国央行降息。2、

配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括银行、保险、石油石化、公用事业、环保、煤炭、电信运营商；2）如果有短线波段交易的需求，可参与短线操作品种：1）高位短线品种：CPO+PCB、金融互联网、港股创新药、可控核聚变、稳定币；2）低位品种（需要提前埋伏）：光伏、券商、地产链、半导体。细分行业品种如果出现短期热度过高，建议多做止盈。

（三）债券市场展望和策略

上周资金面维持宽松，但市场对利差压尽后的潜在利空因素敏感性明显上升，市场看股做债，进入股债跷跷板调整行情，赔率较低的情况下波动易被放大。但国内权益市场受情绪面主导因素大，债市交易基本面为主。当前无论从政策预期还是技术面均显示权益市场交易相对充分，基本面整体支撑的情况下债市反转概率很低。债市调整反而腾挪出后续博弈空间，给配置盘提供了择机进场机会，未来再获取资本利得的空间仍存。国内基本面变化方面，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，关注下周公布的 6 月份金融数据。前期社零数据超预期的背后是国补对于需求的透支，可以看到前期补贴最多的汽车行业开始出现了价格战等内卷现象，后续逐步走弱的概率较高。7 月政治局会议建议放低期待，当前经济增速并不差，出政策的急迫性并不强，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，短期受股市对债市的流动性抽离影响预计维持震荡。

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。本轮反内卷与 15-16 年供给侧改革相比，更多的体现在光伏、汽车等结构性的行业有待出清，并且从激励目标来看，从中央到地方乃至企业的诉求各不相同，整体有待观察执行层面落地情况，当前股市过度反应短期而忽视了长期效应。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。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。

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。