

高股息搭台，多主题轮动

——2025年7月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年7月3日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

- 美国经济韧性仍存但边际趋弱，大而美法案将加剧财政赤字压力**
- **劳动力市场韧性仍存，通胀风险相对可控**
 - ◆ 6月新增非农就业13.9万人持平预期，不过结构性风险显现。5月美国通胀显示关税带来的价格风险相对可控，不过居民可选消费需求下降。预计6月开始，关税对价格的冲击可能会有所体现，但程度或低于市场预期。我们预计若经济数据不出现巨大的变化，9月之前美联储仍将按兵不动。
 - **在美国关税暂缓期7月到期后，美国大概率与多数国家达成部分贸易协议或延期，对少数国家实施关税**
 - ◆ 参议院通过的法案版本带来更高的财政赤字，可能进一步推动国债收益率上行。
 - ◆ 7月9日关税豁免到期后，美国大概率将对大部分国家延长协议或达成部分贸易协议，可能会对少数国家实施关税。

国内宏观

- 上半年经济总量韧性较强，政策或处于观察窗期**
- **经济总量韧性偏强，物价、地产压力有待改善**
 - ◆ 在政策发力、抢出口等因素支撑下，上半年经济总量韧性偏强，预计上半年GDP增速或在5.2-5.3%，高于全年经济增长目标。
 - ◆ 近期物价、地产下行压力有所上升，因而反内卷政策、地产支持政策有望加快落地。
 - ◆ 此外，特朗普关税豁免期将至，贸易谈判不确定性仍然偏强。
 - **政策处于观察期，增量政策紧迫性回落**
 - ◆ 经济总量偏强，则短期内推出明显增量政策的紧迫性不强，需观察关税影响，物价及地产等指标在三季度表现。
 - ◆ 政策方向或从短期刺激消费、投资，逐渐向科技创新、新经济、反内卷等领域倾斜。
 - ◆ 触发进一步增量政策的条件或是三季度经济总量下行压力明显增加，GDP回落至4.7%以下，政策下一个加码时间窗口或在9-10月。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 中期震荡向上，短期结构性机会为主——高股息搭台，多主题轮动： ◆ 国内经济基本面：上半年经济总量偏强，不过物价、地产回落压力有所上升； ◆ 资金面：A股成交额再度回升，市场活跃度较5月回暖； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度或仍处于政策观察窗口； ◆ 外部环境：关税豁免期将截止，尽管存在延期的可能，但短期外部不确定性仍然偏高。 ➤ 高股息搭台，多主题轮动格局仍将延续：尽管外部关税仍有扰动，但当前国内市场稳指数意志较强，一旦出现调整，维稳资金则迅速托底，增强市场信心和活跃度，总体延续震荡向上，短期指数拉升后或需震荡整固。不过考虑到当前经济结构上低通胀压力及企业盈利下行压力尚未明显缓解，今年“哑铃缩圈的格局或将延续——以银行为主的高股息搭台稳指数，以小微盘为主的主题轮动。此外，7月末政治局会议若无明显增量政策，或对风偏形成短期扰动。	中性
行业/风格	➤ 银行、低波红利为行情基石，主题轮动仍以小微盘为主： ◆ 银行、低波红利等方向确定性较高。当前高股息方向是“提振和活跃资本市场”的核心板块，从股息率视角来看，银行等板块仍然具备吸引力，并未被过度高估，在险资等增量资金入市、中央汇金维稳指数的背景下，下行风险较低。银行、低波红利建议可继续耐心持有，或逢调整加仓。 ◆ 主题轮动以小微盘为主，但确定性相对偏弱：当前微盘股处于历史高位，在量化助推下表现较强，但风险也在不断积累，波动风险相对更大。此外，主题轮动往往以不确定性的事件因素触发或结束，可预测性偏低，建议关注科技、医药、新消费、核电、稀土、化工等今年热门主题的轮动机会，此外，反内卷推进、行业限产减产短期或有利于上游周期行业。或通过中证2000等方式参与小微盘行情。	高股息为基石 择机把握主题轮动、 小微盘行情
配置策略	◆ 哑铃结构，一端重配置，一端重择时择机：主题轮动、小微盘风格适宜主动择时能力较强、信息获取能力较强、风险偏好较高的投资者；其他投资者相对更适合稳定持有银行、低波红利或者通过中证2000、量化参与小微盘行情。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	指数偏震荡，重结构性机会 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	中性	中性
港股	中性	中性
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	相对乐观	相对乐观
可转债	中性	中性
美股	相对乐观	中性
美债	相对谨慎	相对乐观
美元	相对谨慎	相对谨慎
日股	中性	
黄金	中性	相对乐观
原油	相对谨慎	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：外部扰动缓和，风险资产回暖



2025年6月大类资产表现特征回顾：

- 6月份，中国资产全线上涨；美股冲高；利率债小幅上涨；黄金价格收涨，美元指数大幅走弱。
- A股整体上涨。6月下旬伊朗和以色列均表示接受停火，同时特朗普宣称中美达成部分贸易协议，叠加大金融板块发力，带动A股全线修复。
- 港股延续涨势。6月南下资金持续流入港股带来流动性改善，叠加外部扰动缓和，港股市场延续涨势。
- 海外市场涨跌不一。美联储主席鲍威尔6月下旬表示，不排除7月降息的可能。流动性预期改善的同时，中东冲突缓解叠加关税协议逐步明朗，美股大幅反弹。随着投资者对美国信心回归，导致部分避险资金流出欧股，
- 黄金收涨。6月中东冲突一度升级，同时美元表现维持疲软，黄金收涨。
- 原油大幅上涨。6月中东局势一度引发市场对于伊朗石油供应中断或封锁霍尔木兹海峡的担忧。后续随着伊朗和以色列达成停火协议，原油价格有所回落，但整体大幅收涨。
- 利率债小幅回暖。6月国债和地方新增债净融资规模处于高位，跨季资金面扰动放大，不过央行通过加码投放逆回购释放流动性，利率债小幅回暖。
- 美元指数走弱。一方面美联储主席鲍威尔在国会听证会释放鸽派信号。另一方面特朗普考虑提前提名下一任美联储主席，试图削弱鲍威尔影响力。市场担忧此举破坏央行独立性，加速抛售美元。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年6月	2025年5月	2025年以来
A股	Wind全A	4.74	2.39	5.83
	上证指数	2.90	2.09	2.76
	沪深300	2.50	1.85	0.03
	中证500	4.31	0.70	3.31
	中证1000	5.47	1.28	6.69
	创业板指	8.02	2.32	0.53
港股	恒生指数	3.36	5.29	20.00
	恒生中国企业指数	2.92	4.41	19.05
	恒生科技指数	2.56	1.63	18.68
海外股市	标普500	4.96	6.15	5.50
	纳斯达克指数	6.57	9.56	5.48
	德国DAX	-0.37	6.67	20.09
	日经225	6.64	5.33	1.49
	英国富时100	-0.13	3.27	7.19
	法国CAC40	-1.11	2.08	3.86
债券	中债总财富指数	0.50	0.03	1.05
	中债信用债指数	0.31	0.34	1.22
	中证转债指数	3.34	1.75	7.02
商品	南华商品指数	4.03	-2.40	-2.09
	ICE布油	5.84	1.24	-9.39
	COMEX黄金	0.55	-0.47	25.78
汇率	美元指数	-2.68	-0.20	-10.79
	美元兑人民币	-0.41	-0.93	-1.82

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年6月30日，单位：%

A股行业风格回顾：6月成长风格领涨

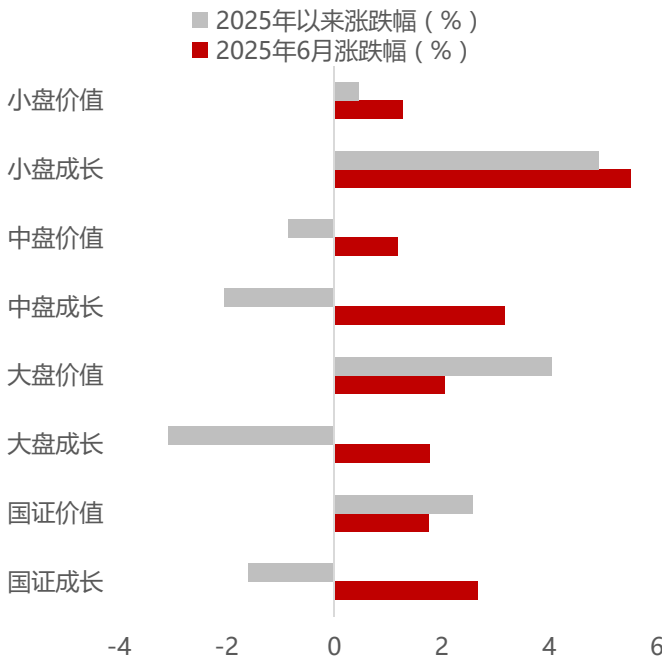
2025年6月市场小盘成长风格领涨。

6月27日央行例会强调“加力支持科技创新”、做好‘两重’‘两新’等重点领域的融资支持”。6月18日证监会宣布，将在科创板设置科创成长层，并重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市。受科技政策支持，6月小盘成长领涨。

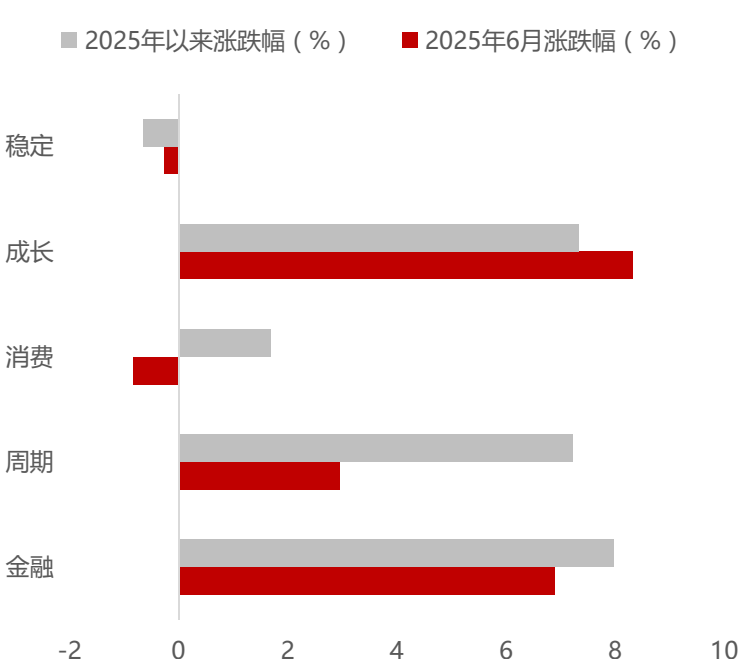
行业方面，2025年6月涨多跌少，6月综合金融、通信、国防军工领涨。

6月行业涨多跌少。6月6日，中国香港政府刊登《稳定币条例公告》。6月24日，国泰君安国际获虚拟资产全牌照。随着配套政策不断出台、落地和实施，“稳定币”概念引领综合金融、非银金融行业大涨。9月3日阅兵预期带动国防军工涨幅居前。TMT板块本月亦表现不俗。

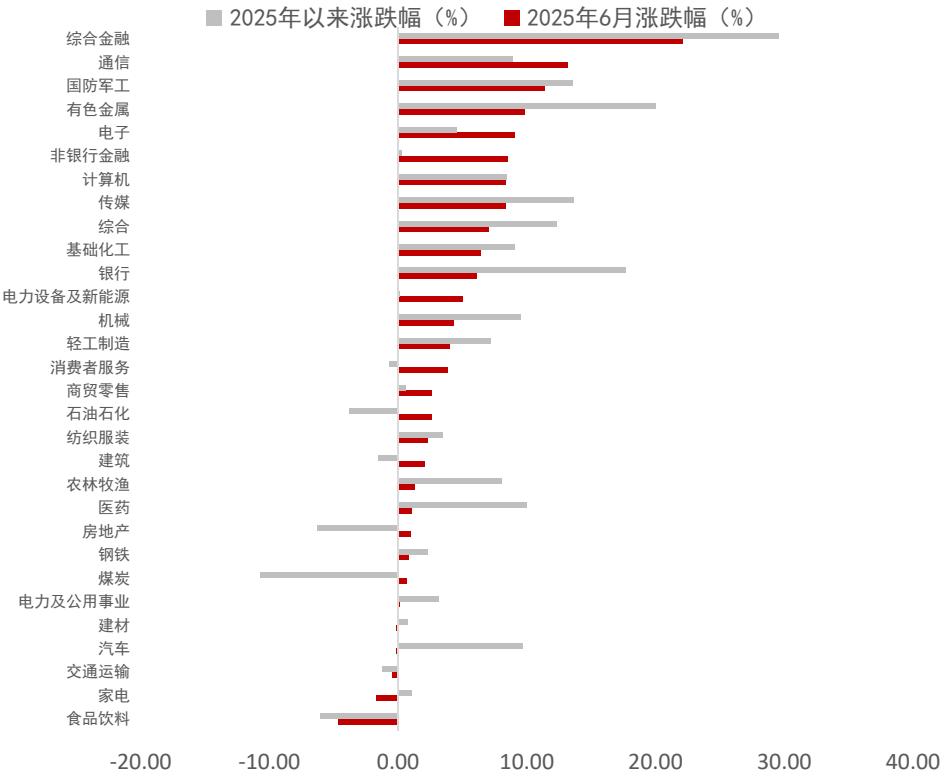
6月小盘成长领涨（%）



6月成长和金融风格领涨（%）



6月综合金融、通信、国防军工领涨（%）



内容目录

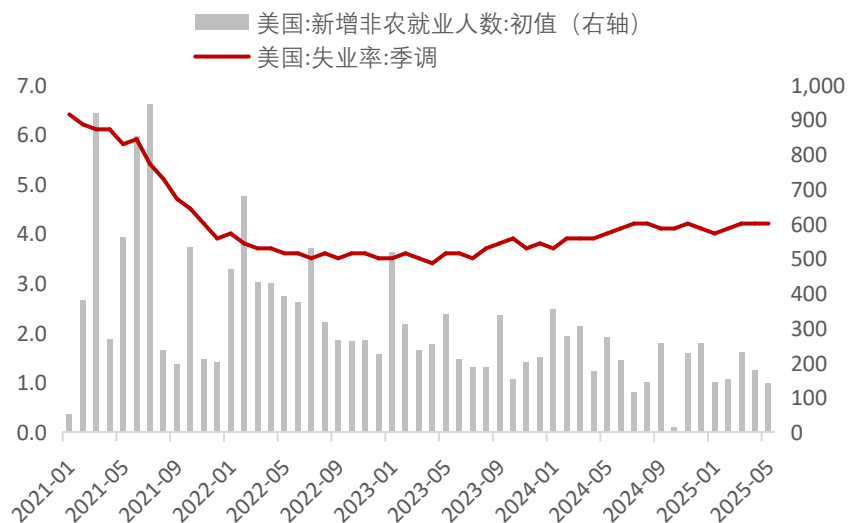
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



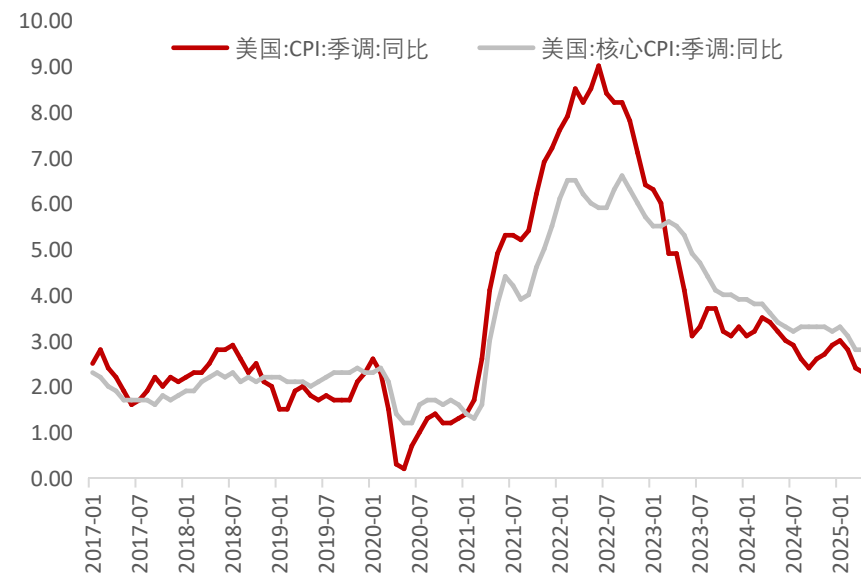
美国：劳动力市场韧性仍存，通胀风险相对可控

- **美国5月非农就业数据高于预期，显示美国劳动力市场仍维持韧性。**新增非农就业13.9万人（预期13.0万）；失业率4.2%，持平预期和前值4.2%；平均时薪同比升3.9%（超预期3.7%）。不过结构性风险显现：1）5月底美国阵亡将士纪念日，拉动出行需求，休闲酒店业新增就业大幅上升，成为数据主要贡献项。2）3月和4月非农均下修，反应此前就业高估；3）劳动力参与率尤其是青年群体下降，反映潜在就业意愿减弱。
- **5月美国通胀显示关税带来的价格风险相对可控。**5月美国CPI同比+2.4%，持平市场预期+2.4%；核心CPI同比+2.8%，低于市场预期+2.9%。1）能源价格环比下降。2）核心服务价格环比下降，显示关税冲击下，居民可选消费需求下降。3）核心商品环比下降，部分关税敏感商品小幅上涨，但未形成广泛涨价趋势。这与一季度“抢出口”积累库存延缓关税成本传导有关。预计6月开始，关税对价格的冲击可能会有所体现，但程度或低于市场预期。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



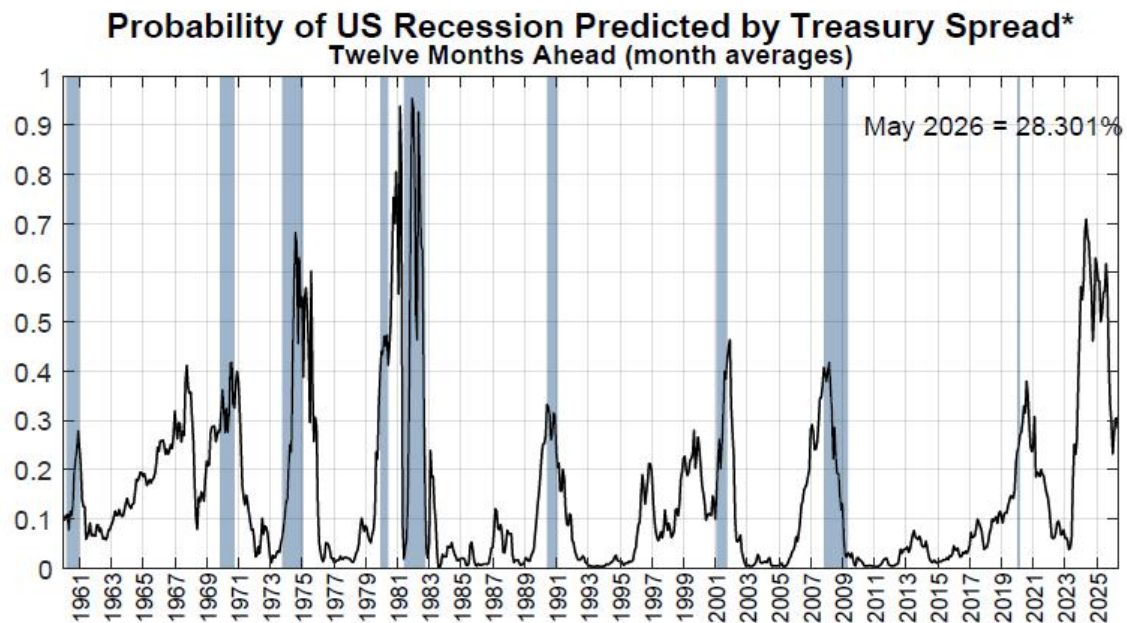
美国核心通胀延续降温（%）



美国：美联储大概率9月开启降息

- 美联储6月维持利率4.25%-4.50%不变，符合预期。点阵图预示2025年降息两次。美联储主席鲍威尔会后表示，主席鲍威尔强调政策调整需依据经济数据，近期发言未排除7月降息的可能，但持谨慎态度。
- 我们预计若经济数据不出现巨大的变化，9月美联储将再次启动降息。当前美国劳动力市场韧性犹存，虽关税政策拖累增速，但衰退概率（纽约联储最新预测未来12个月约28%）仍可控。历次经验表明，除非突发重大风险，美联储倾向“边走边看”。截至7月1日，当前市场预期美联储9月开始降息，年内降息次数将达到2-3次。

纽约联储预测的美国陷入衰退的概率近期开始下降



*Parameters estimated using data from January 1959 to December 2009, recession probabilities predicted using data through May 2025.
The parameter estimates are $\alpha = -0.5333$, $\beta = -0.6330$.

Updated 09-Jun-2025

截至7月1日，市场预期9月开始降息，年内将降息2次

MEETING DATE	H TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.2%	78.8%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	72.8%	8.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	55.8%	28.6%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	9.8%	45.4%	35.2%	8.9%	0.6%
2026/1/28	0.0%	4.4%	25.6%	40.9%	23.6%	5.2%	0.4%
2026/3/18	2.4%	16.0%	34.0%	31.4%	13.5%	2.6%	0.2%
2026/4/29	6.3%	21.2%	33.2%	26.2%	10.3%	1.9%	0.1%
2026/6/17	13.9%	27.4%	29.6%	18.1%	6.0%	1.0%	0.1%
2026/7/29	18.2%	28.1%	25.9%	14.2%	4.4%	0.7%	0.0%
2026/9/16	21.3%	27.4%	22.3%	11.2%	3.2%	0.5%	0.0%
2026/10/28	21.8%	27.0%	21.4%	10.5%	3.0%	0.4%	0.0%
2026/12/9	16.9%	24.6%	24.0%	15.6%	6.5%	1.6%	0.2%

美国《One Big Beautiful Bill Act》



- 7月1日参议院通过《大而美丽法案》，之后将送交众议院进行表决，最后由总统签署生效，白宫预计将于7月4日美国独立日前签署生效。
- 参议院通过的法案版本带来更高的赤字，可能进一步推动国债收益率上行。**相比于之前5月22日众议院通过的法案，参议院版本虽然在医疗补助、学生贷款、绿色能源补贴方面削减了开支，但删除了899条款（海外投资者增税）、Super BEAT(美国跨国公司增税)等条款，同时大幅增加国防开支，导致该版本带来的赤字水平更高。根据CBO估计，从2025年到2034年，参议院的法案将使赤字增加近3.3万亿美元，比众议院的法案（2.4万亿美元赤字）增加近1万亿美元。若最终通过，可能会进一步增加债市供应的压力，支撑美国国债收益率上行。

表：美国《one big beautiful bill》法案参议院通过版本与众议院通过版本主要修改条款对比

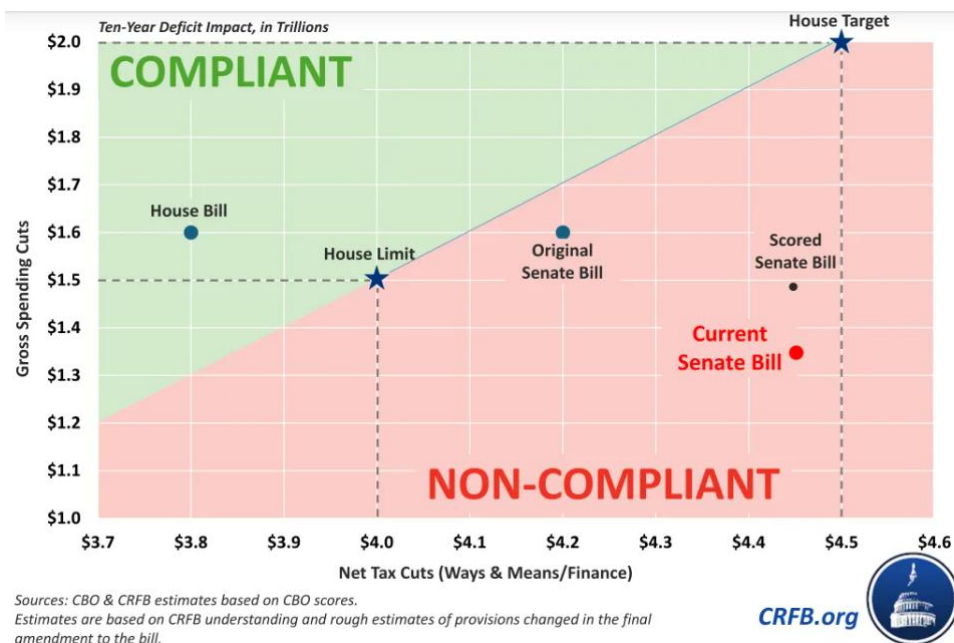
主要修改项目	细节	众议院版本5月22日版本	参议院版7月1日版本
低收入医疗保险项目福利	资格要求	适用于无子女成年人（18-55岁），每月80小时	适用于无子女成人 + 育有14岁以上子女成年人，每月80小时
	资格复审频率	每年一次	每半年一次
	Provider tax 上限		逐步降到3.5%，2031年前完成，并设25亿美元农村基金
学生贷款		约3000亿元学生贷款减免	被裁定为不合规，大部分被剔除
绿色能源补贴		保留大范围电动车、风能、太阳能税收减免	绝大多数绿色能源补贴被删除或大幅削减
899条款	对海外投资者增税	对被认定为对美实施“歧视性税收”（如“UTPR”、“数字服务税（DST）”、“利润转移税（DPT）”）的国家，逐年增加5个百分点对美股息、利息等收入课税，最高可增20个百分点，2026年开始实施	已被删除
国防支出		维护现有装备采购，小幅增加军费预算	大规模增加军事采购，增加对边境安全与国土安全投入，增加军人福利与人员扩编
美国跨国公司转移利润惩罚税收(super beat)		针对从特定国家采购服务的美国跨国公司增税：12.5%起，逐步递增至20%	已被删除

资料来源：美国国会，华宝证券研究创新部

美国《One Big Beautiful Bill Act》

- 该法案可能导致美国贫富差距进一步上升，从而减少对经济的刺激作用。根据耶鲁大学预算办公室的测算，参议院7月1日通过的版本中，由于税收、医疗补助和SNAP支出的变化，将导致收入最低的五分之一人群的收入下降2.9%（约700美元），而众议院版本为600美元，减少2.5%。但收入最高的1%人群的收入将增加1.9%（约3万美元）。

图：大而美法案带来近3.3万亿元的赤字增加



图：由于医疗补助的削减，美国中低收入人群收入下降更多



美国关税谈判进展

- 7月9日关税豁免到期后，美国预计将对大部分国家延长协议，并与少数国家达成协议。1) 对越南、印度、英国等国，可能签署部分领域的框架或临时协议；2) 对于一些尚未达成协议的贸易伙伴，可能获关税延期，为谈判留时间。3) 对日本等个别进展有限的国家，可能按照原计划发出关税生效函，但实际关税执行可能晚于9日（留出最后谈判空间）。4) 鉴于近期刚签署稀土协议，美对华短期内提高关税概率较低，但可能在市场开放等相关经贸议题上继续推动对话。

表：各国与美国在贸易协议方面的最新进展

	诉求	进展
欧盟	欧盟寻求对包括飞机、医药、酒精、半导体等关键领域获得即时关税减免，同时希望废除对汽车（25%）、钢铝（50%）等产品的关税。	欧盟已收到美方提交的首份协议草案，谈判已从交换意见阶段进入起草文本阶段。可能短暂延长期限，但希望形成一个带有后续安排的框架协议。
英国	降低钢铝税	贸易协议已经生效，降低部分关税。汽车类产品关税已从27.5%降至10%，航发设备等领域实现免税。钢铝关税暂时避免但仍在谈判，在7月9日之后可能面临更高的征收税额。
日本	日本政府坚持要求完全豁免汽车关税，而美方一再表达出要保留汽车关税的态度	特朗普再次升级了对日本的贸易施压，公开质疑能否在7月9日前与日本达成协议，并威胁若谈判破裂，将对日本的关税提高至30%或35%。谈判缺乏实质进展。
韩国	谈判集中于技术性贸易壁垒、监管标准非关税壁垒、汇率及防务分摊问题。	韩国请求延长期限，
印度	主要集中在印度是否放松对乳制品、杏仁、大豆等农产品的保护措施，以及美方是否同意下调对印度钢铁和汽车零部件的关税。	已接近就临时协议达成，拟在本周内签署，美国将取消对印度高达26%的对等关税。其他目标包括互降数千种商品关税，并扩大印度从美进口天然气
加拿大		加拿大政府宣布取消征收数字服务税，以便继续推进该谈判，并希望在7月21日前达成协议。
印尼	印尼政府已对10种商品实施进口放宽政策，持续推进放松管制和加快商业许可流程，同时表示可以与美国共同开发关键矿产	
越南		美国总统特朗普7月2日宣布，美国将对越南出口商品征收20%关税，任何从第三国通过越南转运的商品将面临40%的关税。他并称，越南将对美国产品征收零关税。

资料来源：观察者网, 路透社，金融时报，新浪财经，华宝证券研究创新部

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：消费回升，二季度经济总量或维持5%以上

- 5月经济数据总量仍然偏强。关税扰动尚不显著，出口增速回落但仍然偏高，消费增速在政策刺激、假期增多的背景下走高。但物价、企业盈利、地产下行压力有所回升。
- 需求：5月消费增速回升至6.4%（前值5.1%），国补对消费的支撑仍然偏强，叠加五月假期多于往年，消费增速进一步提升。
- 投资：5月固定资产投资增速回落，广义基建增速、制造业增速有所回落但维持偏高水平，地产投资下行压力加大。
- 生产：5月工业增加值回落，关税升级后对美出口下滑，但向东盟出口高增，显示转口需求仍然较强，支撑生产维持偏高水平。

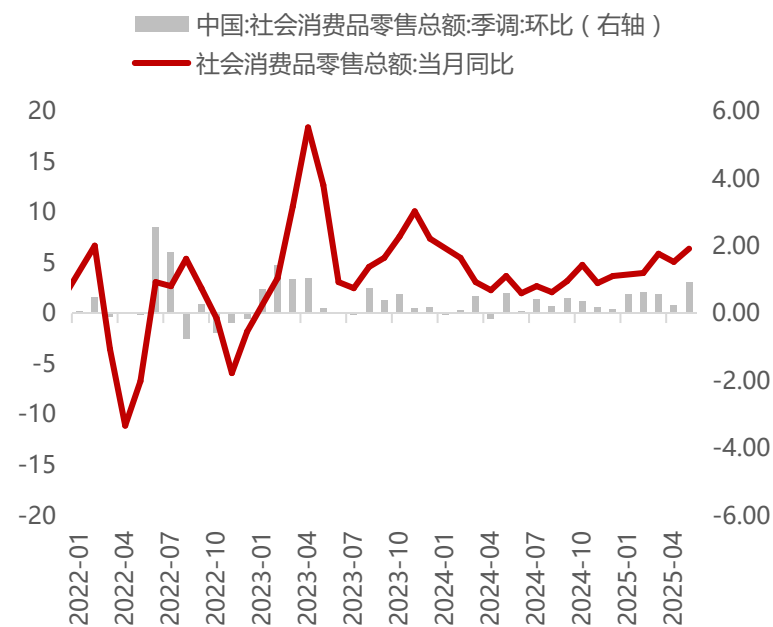
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资 (含电力)	社零	出口 (人民币)
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：国补叠加假期多，消费增速走高

- 消费增速创2024年以来新高，出口有所回落。5月社零增速6.4%（前值5.1%），为2024年以来新高。可选消费多数保持较高增速。
- 假期增多助力消费。5月工作日较去年少两天，多出两天假期，助力消费回升。
- 国补继续发力，但6月或有扰动。5月国补品类延续高增，但6月部分地区国补暂停，新财政资金7月下达，因此6月消费增速或有扰动。
- 出口增速回落。5月出口（人民币计价）同比增速6.3%，尽管中美关税缓和，但对美出口增速进一步回落（-34.5%），不过对东盟（14.8%）、欧盟（12.0%）出口仍保持较高增速。总体来看抢出口效应或有所减弱，下半年出口下行压力仍值得警惕。

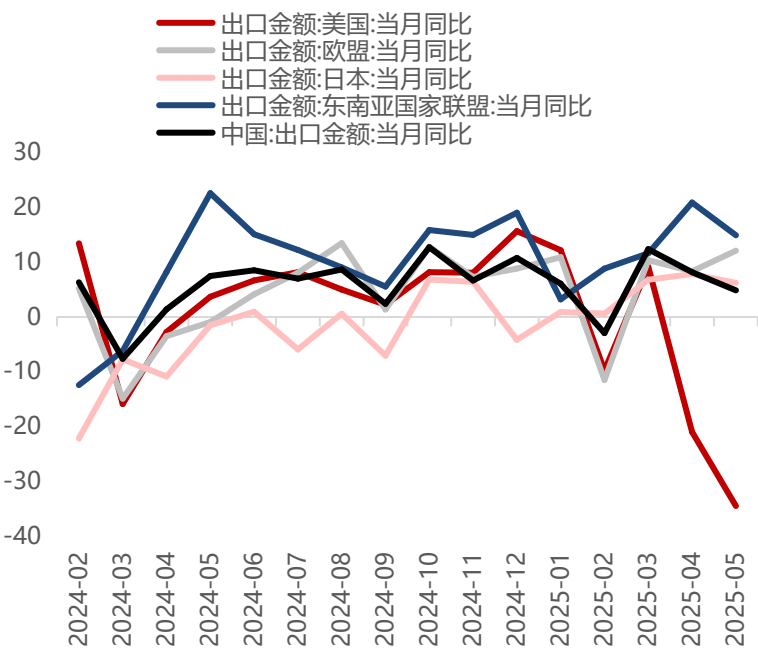
社零增速走高（%）



5月可选消费有所分化（%）

	2025年5月份同比	2025年5月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	14.60	0.6
饮料类	0.10	-2.8
烟酒类	11.20	7.2
服装鞋帽针纺织品类	4.00	1.8
日用品类	8.00	0.4
中西医药品类	0.30	-2.3
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	53.00	14.2
家具类	25.60	-1.3
建筑及装潢材料类	5.80	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	4.40	-2.8
金银珠宝类	21.80	-3.5
文化办公用品类	30.50	-3.0
通讯器材类	33.00	13.1
石油及制品类	-7.00	-1.3
汽车类	1.10	0.4

5月出口转口迹象仍显著（%）

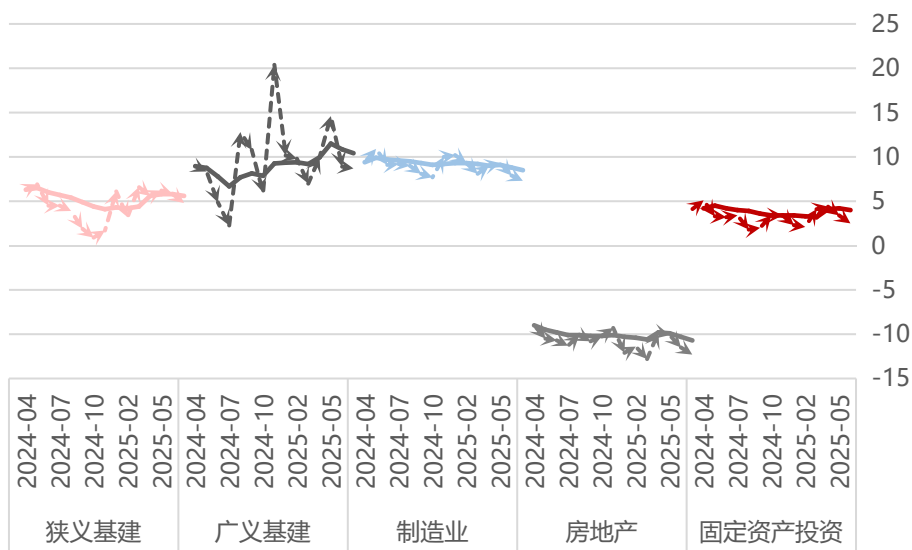


投资&生产端：投资、工增回落

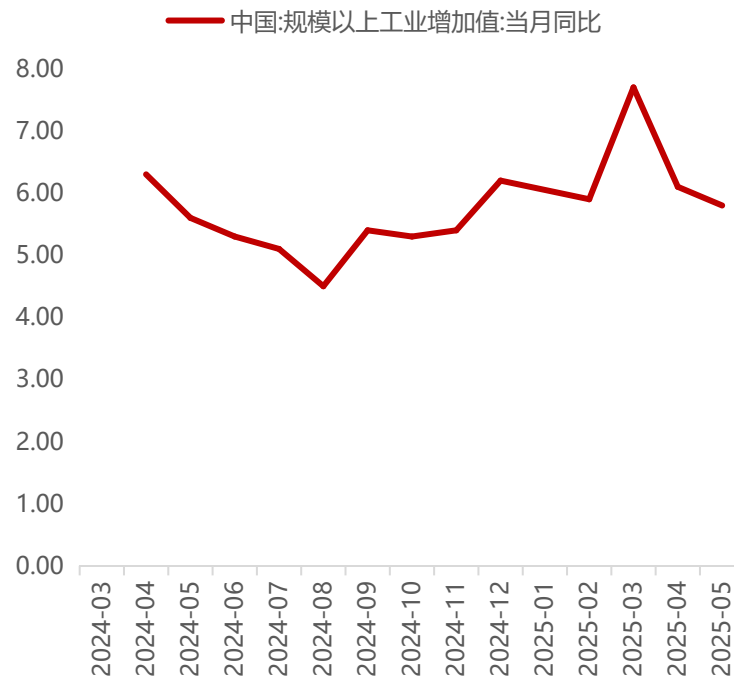
- **5月固定资产投资增速回落。**固定资产投资普遍有所回落，或主要受缺乏优质可投项目有关，且在关税后续仍可能有扰动的情况下，制造业投资增速也有所回落，此外，近期地产销售、价格压力再度上升，地产投资进一步走弱。
- **5月工业增加值小幅回落，出口转口仍对生产形成带动。**抢出口动能边际减弱，5月出口、生产较前值小幅回落，但出口需求仍然保持正增长，工增同比（5.8%）仍然处于偏高水平。

5月投资增速延续回落（%）

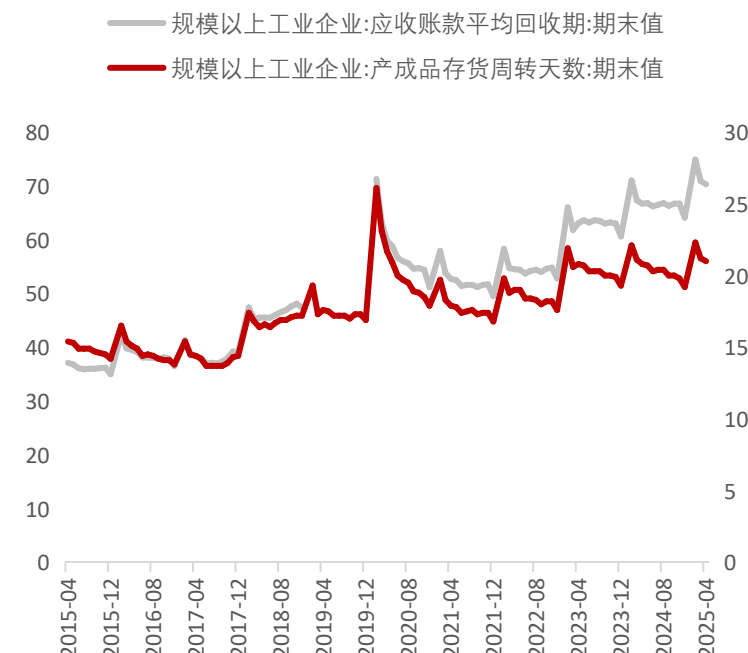
固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



5月工增回落（%）



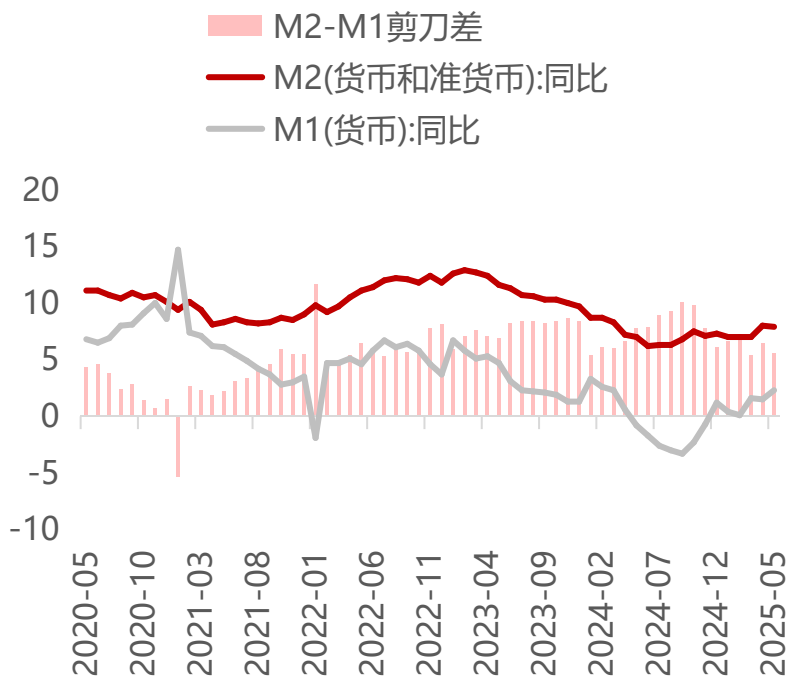
工业企业回款压力仍然偏大（天）



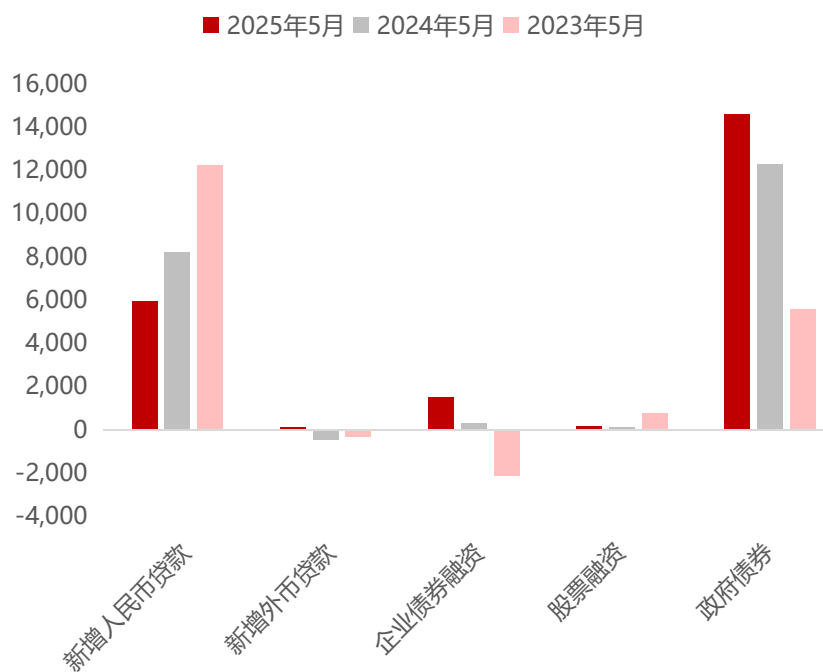
金融数据：政府融资继续发力，信贷需求回落

- 中美关税缓和、经济活力修复推动M1回升，M2-M1剪刀差回落。5月中美关税缓和，对经济活力形成积极影响，推动M1回升。M2较前值略微回落，M2-M1剪刀差回落。
- 5月政府债延续多增，信贷走弱。5月社融同比8.7%，持平前值，政府债融资高增，信贷走弱的格局延续。新增人民币贷款分项中，居民信贷延续弱势，短贷回落幅度较多，企业信贷同比延续少增。总体来看，企业和居民加杠杆意愿仍然偏弱，但政策发力形成对冲。

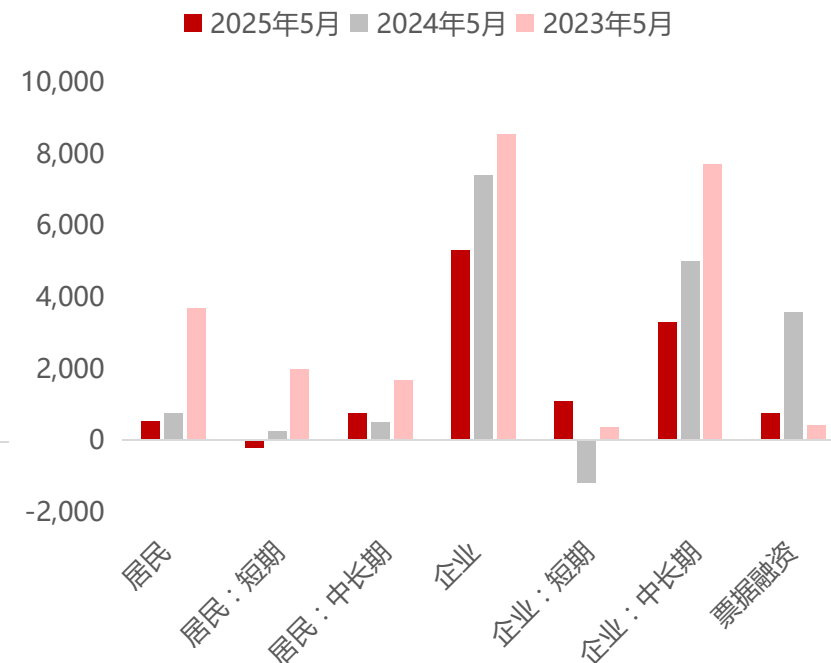
M1回升，M2小幅回落（%）



社融分项：政府债融资延续多增（亿元）



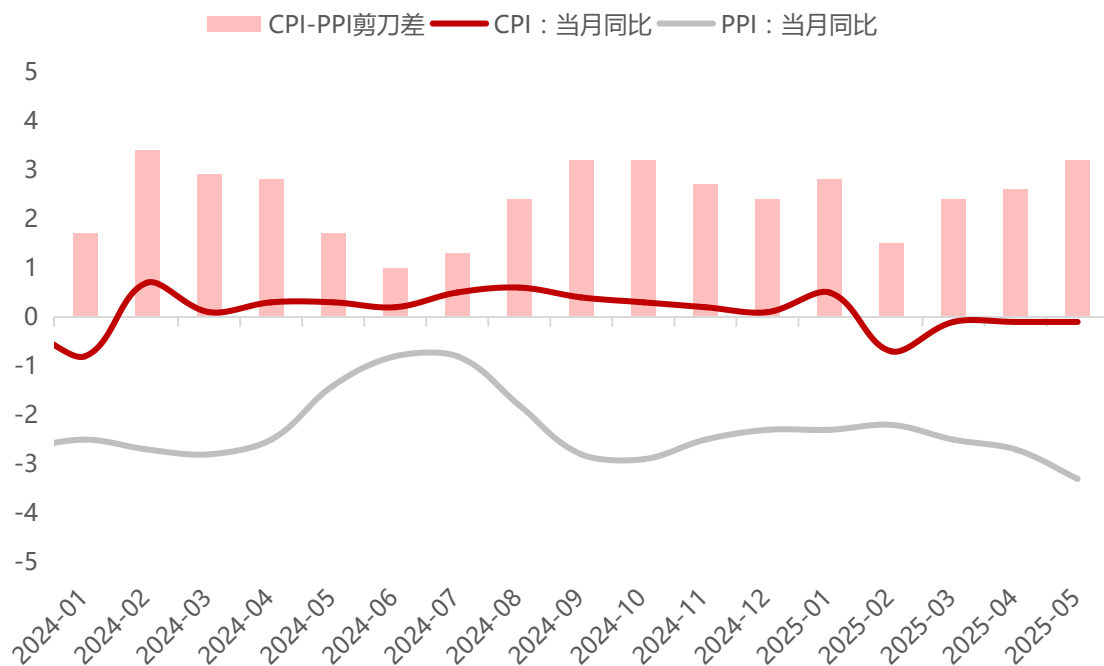
企业、居民信贷回落（亿元）



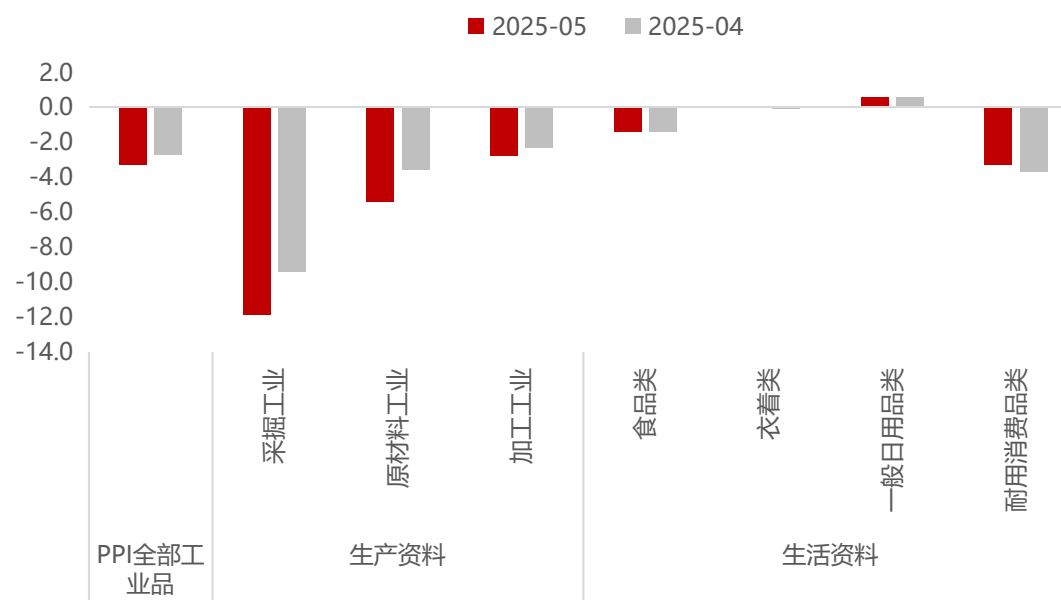
通胀前景：价格指数偏弱运行，PPI下行压力上升

- **5月CPI、PPI延续偏弱态势。**5月CPI同比为-0.1%持平前值，尚待修复；PPI方面，同比、环比继续偏弱运行，环比-0.4%持平前值，同比-3.3%（前值-2.7%），总体来看受总需求不足问题影响，供大于求、价格下行压力有所上升。
- **PPI下行压力进一步上升，反内卷发力有望缓解价格压力。**受关税升级、总需求不足等影响，企业经营压力偏大，价格趋弱，随着反内卷相关政策发力，后续价格下行压力有望逐渐缓解。

CPI持平前值，PPI低位回落（%）



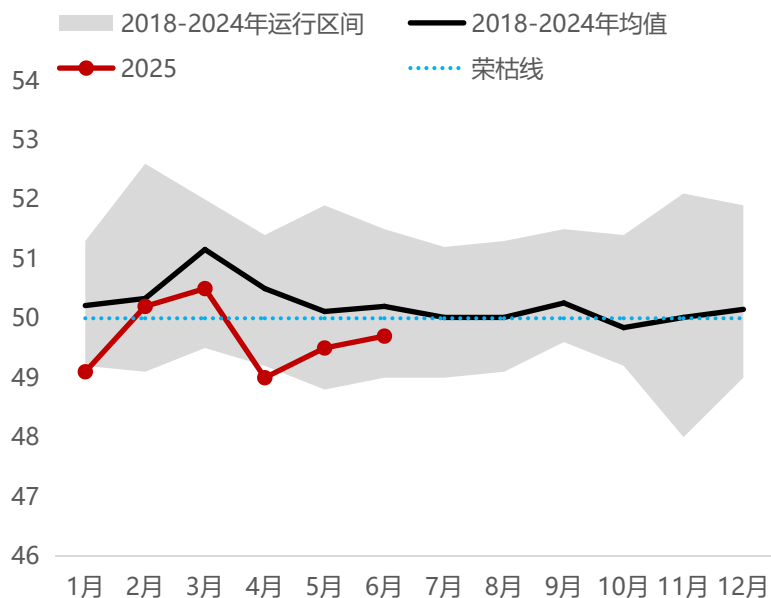
PPI各分项多数走弱（%）



PMI：6月制造业温和修复

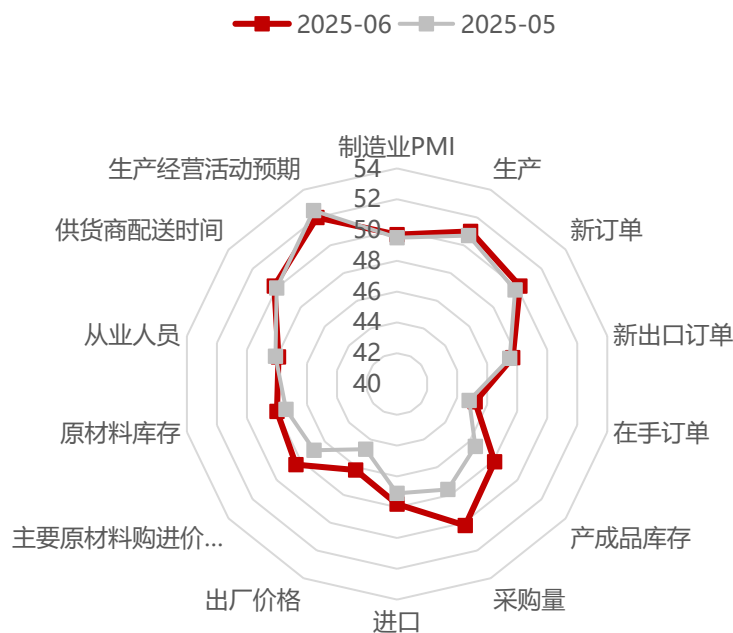
- 6月制造业温和修复，修复速度略有放缓。6月，中美关税降级影响仍在逐渐显现，制造业PMI回升至49.7（前值49.5），修复速度略有放缓。
- 生产、订单等多数分项修复，就业指标小幅回落。6月制造业PMI分项普遍修复，生产、订单、进口、价格等普遍修复，但就业指标小幅回落。
- 不同规模企业景气度分化。大、中型企业景气度复苏（+0.5、+1.1），小型企业景气度大幅下滑（-2），或与抢出口回落、国补相关（部分地方要求企业的年营收必须达到500万元以上）。
- 服务业PMI小幅回升。6月服务业PMI回落至50.1（前值50.2），年初以来服务业景气度总体呈慢修复态势，弱于往年同期水平，消费服务需求有待政策发力提振。

制造业PMI回升

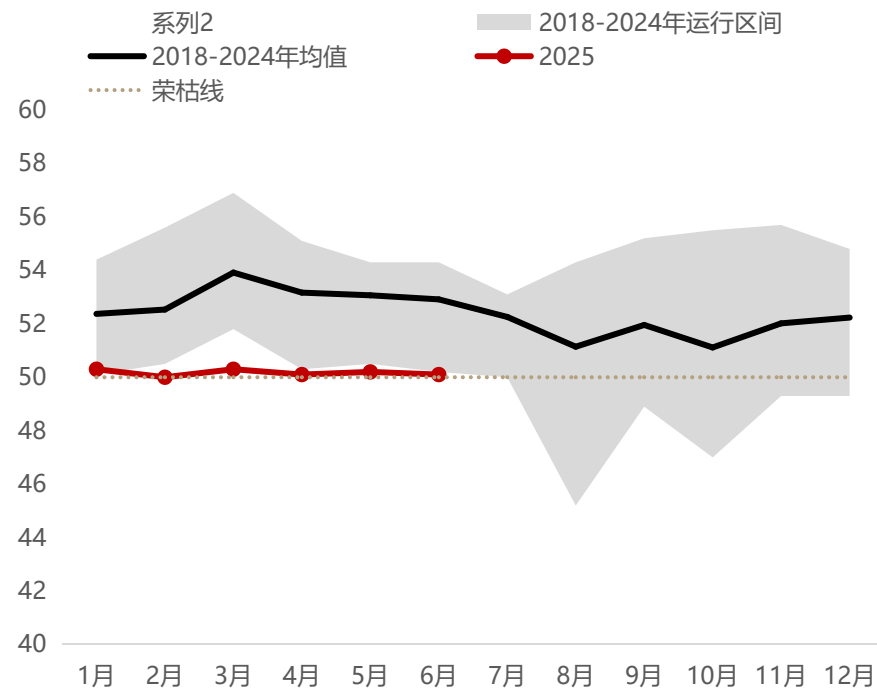


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

价格、采购量、库存等普遍回升



服务业PMI仍然弱于季节性

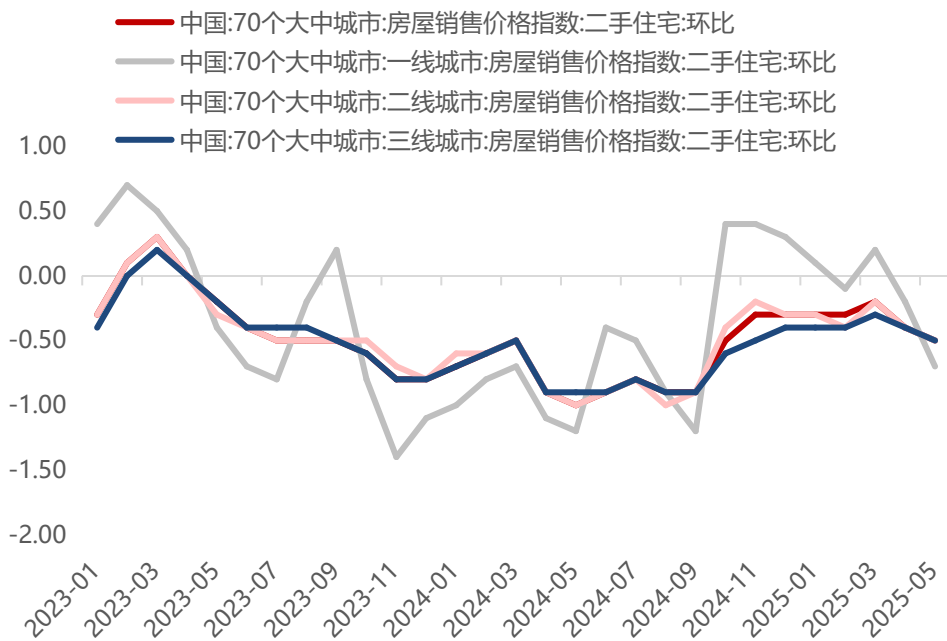


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

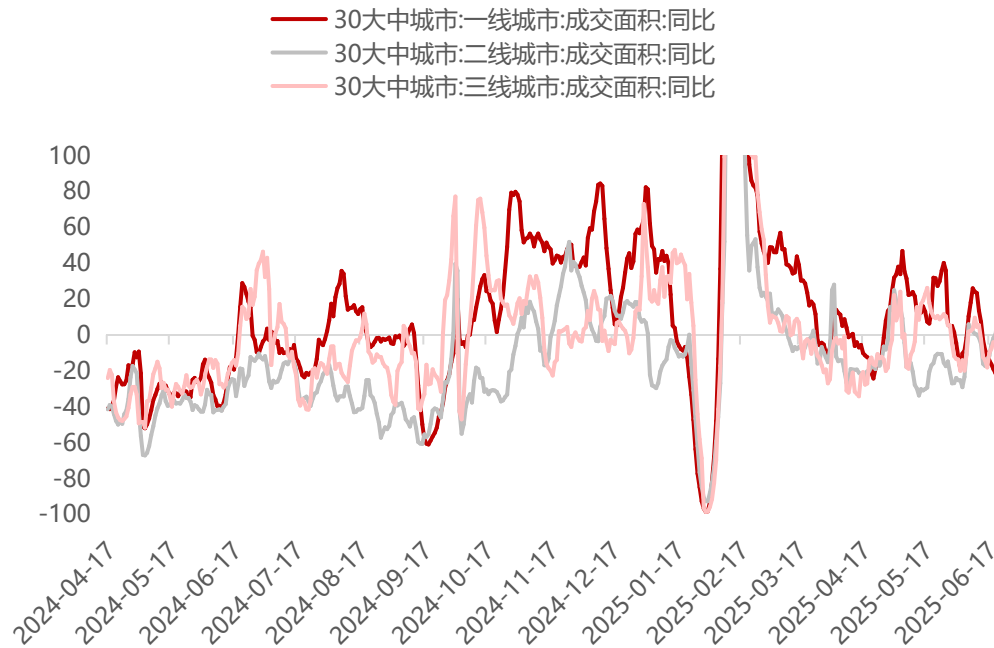
政策前瞻：三季度仍是政策观察期，地产政策或将加码

- 增量政策紧迫性有所回落，更侧重中长期目标。**上半年GDP预计为5.2-5.3%，高于5%全年经济增长目标，短期强刺激的紧迫性、必要性回落。预计政策将逐渐侧重中长期目标，继续加强对科技创新领域支持力度。消费方面，发改委表示“按照既定工作安排，将在7月下达今年第三批消费品以旧换新资金；同时将协调有关方面，坚持更加注重“时序性”和“均衡性”的原则，分领域制定落实到每月、每周的“国补”资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。”显示出今年“以旧换新”3000亿元需平稳使用，暂无增量。预计三季度为经济观察期，若经济下行压力加大，GDP增速落入4.7%下方，9-10月或迎来政策重新加码的窗口。
- 地产下行压力明显增加。**统计局公布的5月70大中城市二手房价格环比降幅扩大，一线城市降幅较为明显。6月地产下行压力进一步增加，三十大中城市新房成交面积同比回落8%，三线城市压力较大；根据中指数据，6月百城二手房价格环比回落0.75%；根据克尔瑞数据，6月百强房企销售金额同比下滑23%。后续地产支撑政策加码的可能性进一步提升。

70大中城市二手房价格环比降幅扩大(%)



6月三线城市新房成交下行压力增加(%)



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



A股交易结构：轮动速度先升后降，行业收益差先降后升



2025年6月，A股行业轮动速度先升后降，行业间收益差先降后升

- ✓ 行业轮动：6月行业轮动速度先升后降，前期市场缺少明确主线，下旬随着大金融、科技、军工活跃度提升，题材轮动速度放缓。
- ✓ 行业收益分布差：6月行业收益差先降后升，前期相关主题持续性偏低，赚钱难度偏高。下旬随着市场情绪回暖，行业间收益差小幅提升。
- ✓ 行业拥挤度：6月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：石油石化、非银金融、医药生物、传媒和有色金属。

行业轮动速度先升后降



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异先降后升



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
家用电器	0.27	-49.3%
公用事业	0.22	-31.2%
交通运输	0.57	-26.8%
汽车	0.68	-25.5%
商贸零售	0.65	-16.9%
机械设备	0.79	-16.2%
综合	0.32	-13.6%
纺织服装	0.87	-12.1%
环保	0.77	-11.9%
建筑装饰	0.17	-10.7%
钢铁	0.04	-9.7%
农林牧渔	0.30	-9.1%
美容护理	0.85	-8.8%
基础化工	0.52	-7.9%
食品饮料	0.08	-5.1%
煤炭	0.05	-4.1%
国防军工	0.97	-2.4%
房地产	0.00	-1.6%
轻工制造	0.91	-1.6%
建筑材料	0.05	-0.4%
银行	0.79	8.3%
计算机	0.72	9.3%
电子	0.56	9.9%
电力设备	0.40	12.2%
社会服务	0.37	13.1%
通信	0.84	14.3%
有色金属	0.44	16.5%
传媒	0.56	21.1%
医药生物	0.62	22.9%
非银金融	0.63	40.1%
石油石化	0.64	59.2%

市场风险偏好：上升

- **上证红利股债性价比有所下降：**6月上证红利指数持续上升，股息率有所下降，上证红利股息率 - 十年期国债收益率快速回落，为4.09（前值4.99），处于3年滚动均值水平附近（3.93），上证红利的股债性价比有所下降。
- **A股风险溢价率回落，市场风险偏好上升：**截至6月30日，万得全A风险溢价率为3.41（前值3.80），目前维持在5年滚动正一倍标准差以下的水平（3.71），市场整体风险偏好上升。

上证红利股债性价比快速回落



风险溢价率回落

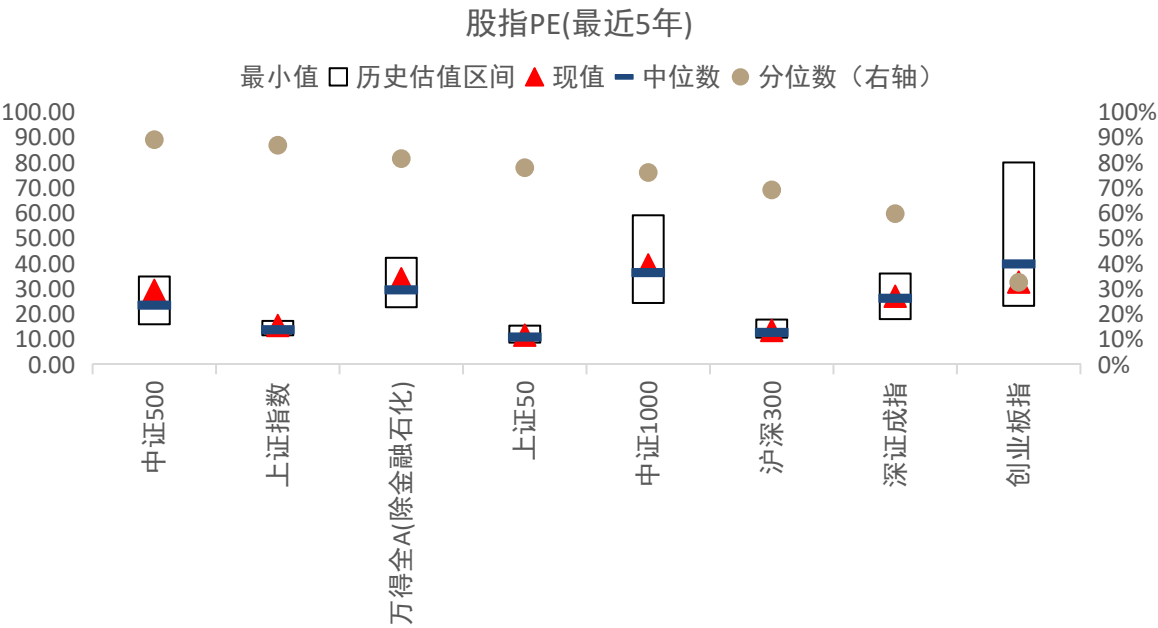


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：全线上升

- 2025年6月，跟踪的8个股指中，估值全线上升，其中，创业板指处于中位数以下区间，沪深300、深证成指处于中位数区间以上，上证50、中证1000、上证指数、中证500、万得全A（除金融、石油石化）处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，7个位于中位数以上区间，1个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅（%）	2025年涨跌幅（%）	PE	百分位
创业板指	8.02	0.53	32.36	33.00
深证成指	4.23	0.48	26.65	58.99
万得全A(除金融、石油石化)	4.32	5.50	33.54	81.27
沪深300	2.50	0.03	13.07	67.74
中证500	4.31	3.31	28.88	87.46
中证1000	5.47	6.69	38.95	75.33
上证指数	2.90	2.76	15.01	85.97
上证50	1.24	1.01	11.21	76.82

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/6/30

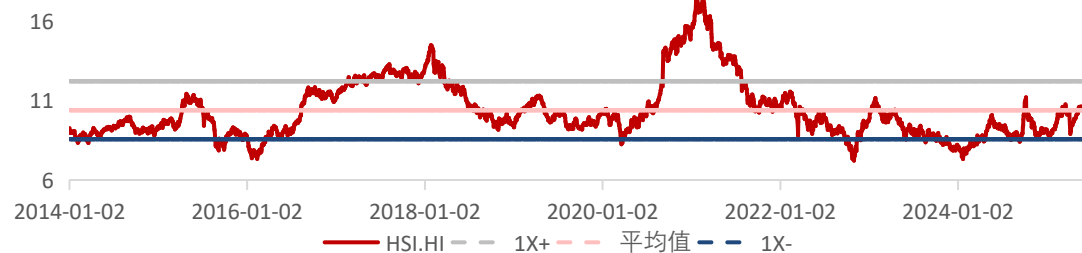
港股：AH股溢价率持续收敛，估值持续提升

- 6月AH股溢价率持续收敛：
- 6月，南向资金大幅流入，港股通成交占比提升，带动港股整体流动性改善，AH溢价持续回落，相比于前值132.83下降至129.94。
- 港股估值小幅修复，仍处于处于均值水平附近：
- 6月一方面受益于南向资金大举入市带来的交投活跃度提升，另一方面受益于“新消费”概念以及国内市场风险偏好改善，港股估值持续修复，PB估值整体从前值1.0829上升至1.1228，超过了历史均值位置。

AH股溢价率持续回落



恒生PE



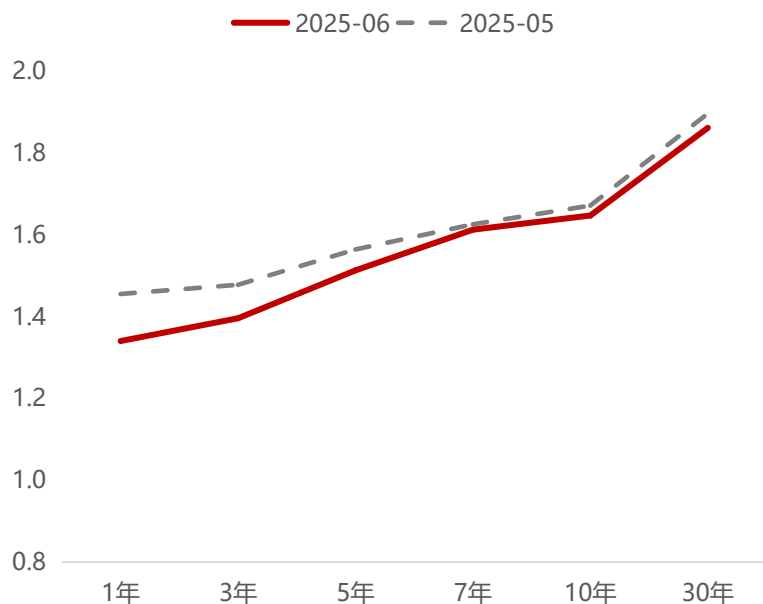
恒生PB



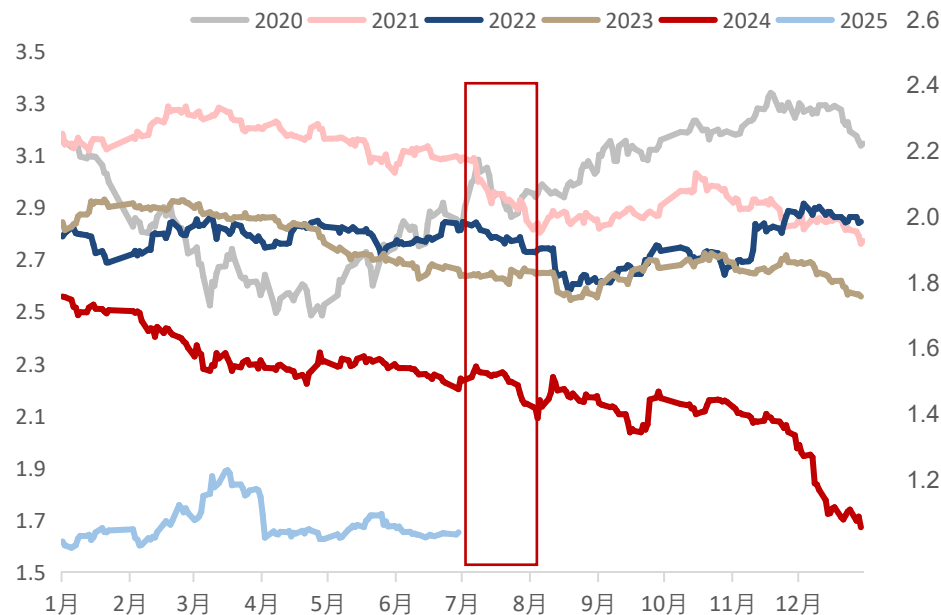
债市回顾：央行呵护资金面，债市做多胜率回升

- **央行释放暖意，呵护资金面，跨季扰动减弱：**近期央行对资金面态度偏松，6月先后两次开展买断式逆回购招标，明确释放积极维稳意图，以缓和同业存单到期压力。6月资金面跨季扰动有限，仅月末有季节性回升，总体资金利率中枢进一步回落。整体来看，市场对调整的担忧逐渐缓解，做多胜率上升。
- **市场做多胜率上升，利率向下突破契机或邻近。**由于信贷需求偏弱、价格低迷等结构性压力，以及外部关税、地缘风险等不确定性扰动下，三季度利率有望向下突破。从过去几年历史情况来看，7月利率下行的季节性胜率较高。从十年期国债收益率的角度看，预计短期内十年期国债收益率或主要在1.6%-1.7%区间震荡，可通过部分波段交易策略增强收益，若利率波动回升则可积极加仓、加久期。

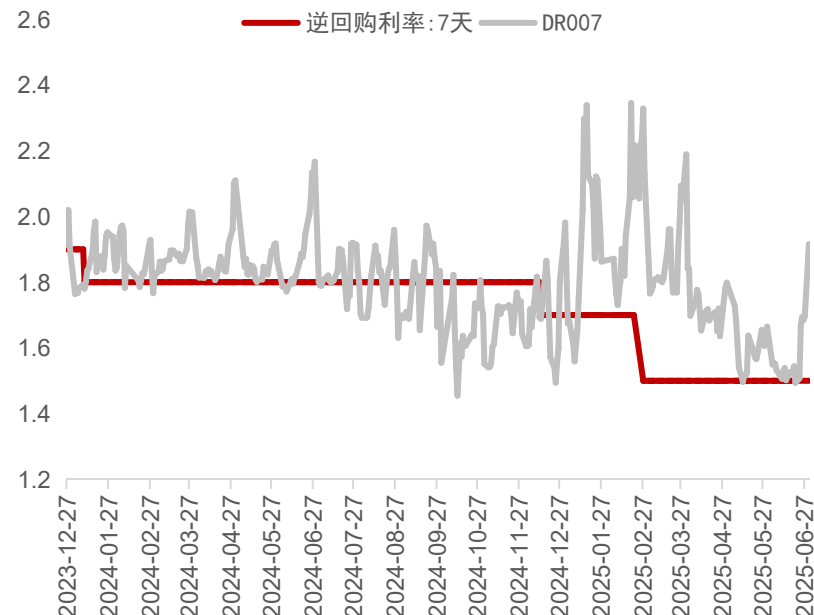
国债收益率曲线6月陡峭化下移(%)



7月利率下行概率较大(%)



资金利率中枢进一步回落(%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	震荡为主，主要关注结构机会 ➤ 港股占比较高的互联网、新能源等企业近期表现相对平淡，主要关注结构性机会。 ➤ 港股市场新消费、创新药等概念持续受热捧，仍有机会但需警惕波动风险逐渐上升。 ➤ 南下资金仍然持续流入，港股红利、恒生国企等仍受南下资金青睐。 ➤ 短期震荡，观点中性，关注港股消费、创新药、红利、国企的结构性机会。	中性
美股	美股大概率震荡向上 ➤ 关税冲击下美国经济边际趋弱，6月数据或将有所体现并压制美股。不过7月下旬财报季开启，当前美股科技巨头盈利整体稳健，AI与云计算领域投资势头不减，为后续增长提供支撑。 ➤ 7月美国大概率与多数国家部分达成协议或延期，对少数国家加税，对金融市场影响中性。 ➤ 特朗普关税政策未明仍有短期扰动风险，但盈利稳健仍支撑中期前景，若美股回调，可以逢低加仓买入。	相对乐观
美债	➤ 美国《大而美法案》7月落地概率较大，落地后一方面有助于提振经济预期，叠加债市发行压力增加及美国财政赤字加剧，继而推动债券收益率上涨。 ➤ 美债收益率在当前点位继续回落的空间不大，向上的风险提升。	相对谨慎
美元	➤ 参议院通过的《大而美法案》与先前版本相比，在未来十年可能再增加1万亿美元的财政赤字。在美国债务赤字不可持续的叙事下，美元贬值预期持续。 ➤ 欧洲央行6月暗示降息已接近尾声，而美联储年内降息概率提升，美欧利差优势减小。 ➤ 美元长期仍具有下行空间。	相对谨慎
日股	➤ 尽管通胀走高，但受美关税政策不确定性影响，日央行维持宽松。“通胀温和上行 + 谨慎加息”环境提振日企盈利，而加息的审慎态度令日元维持弱势，亦支撑日出口企业表现。	中性



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	胜率上升，积极待涨 ➤ 近期央行对资金面态度偏松，明确释放积极维稳意图，债市风险明显降低。 ➤ 尽管经济总量仍有韧性，但信贷、物价偏弱的趋势尚未扭转，且短期内或无明显增量政策。 ➤ 季节性来看，7月胜率偏高，叠加当前市场做多情绪回升，可积极待涨，但需注意若短期内十年期国债收益率下行至1.5%附近，或可适度止盈或降久期。 ➤ 债市收益率有望破新低，观点相对乐观，积极待涨。	相对乐观
	信用债	➤ 短期内债市整体偏积极。 ➤ 若债市尚未上涨，信用债票息吸引力偏强，若债市突破，尽管信用债或相对滞后，但也有望逐渐跟随上涨。 ➤ 短期可适度积极，总体观点相对乐观。	相对乐观
	可转债	➤ 由于权益市场短期或偏震荡，可转债或阶段性维持震荡。 ➤ 可转债或阶段性震荡，观点中性，可重点关注银行等高股息板块的结构性机会。	中性
商品	黄金	➤ 特朗普政府关税政策仍具有不可预测性，增加黄金有助于降低组合的风险。 ➤ 参议院通过的《大而美法案》与先前版本相比，在未来十年可能再增加1万亿美元的财政赤字。在美国债务赤字不可持续的叙事下，黄金仍有受到支撑。 ➤ 黄金短期偏震荡。	中性
	原油	➤ 中东冲突缓和，原油价格未来上升动力有限。美国关税政策对全球经济的拖累后续可能逐步显现，抑制原油消费信心。 ➤ 同时特朗普政府具有降通胀的诉求，或将持续施压来提升原油供应从而压低原油价格。 ➤ 原油价格或将延续弱势。	相对谨慎

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 中期震荡向上，短期结构性机会为主——高股息搭台，多主题轮动： ◆ 国内经济基本面：上半年经济总量偏强，不过物价、地产回落压力有所上升； ◆ 资金面：A股成交额再度回升，市场活跃度较5月回暖； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度或仍处于政策观察窗口； ◆ 外部环境：关税豁免期将截止，尽管存在延期的可能，但短期外部不确定性仍然偏高。 ➤ 高股息搭台，多主题轮动格局仍将延续：尽管外部关税仍有扰动，但当前国内市场稳指数意志较强，一旦出现调整，维稳资金则迅速托底，增强市场信心和活跃度，总体延续震荡向上，短期指数拉升后或需震荡整固。不过考虑到当前经济结构上低通胀压力及企业盈利下行压力尚未明显缓解，今年“哑铃缩圈的格局或将延续——以银行为主的高股息搭台稳指数，以小微盘为主的主题轮动。此外，7月末政治局会议若无明显增量政策，或对风偏形成短期扰动。	中性
行业/风格	➤ 银行、低波红利为行情基石，主题轮动仍以小微盘为主： ◆ 银行、低波红利等方向确定性较高。当前高股息方向是“提振和活跃资本市场”的核心板块，从股息率视角来看，银行等板块仍然具备吸引力，并未被过度高估，在险资等增量资金入市、中央汇金维稳指数的背景下，下行风险较低。银行、低波红利建议可继续耐心持有，或逢调整加仓。 ◆ 主题轮动以小微盘为主，但确定性相对偏弱：当前微盘股处于历史高位，在量化助推下表现较强，但风险也在不断积累，波动风险相对更大。此外，主题轮动往往以不确定性的事件因素触发或结束，可预测性偏低，建议关注科技、医药、新消费、核电、稀土、化工等今年热门主题的轮动机会，此外，反内卷推进、行业限产减产短期或有利于上游周期行业。或通过中证2000等方式参与小微盘行情。	高股息为基石 择机把握主题轮动、 小微盘行情
配置策略	◆ 哑铃结构，一端重配置，一端重择时择机：主题轮动、小微盘风格适宜主动择时能力较强、信息获取能力较强、风险偏好较高的投资者；其他投资者相对更适合稳定持有银行、低波红利或者通过中证2000、量化参与小微盘行情。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	指数偏震荡，重结构性机会 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

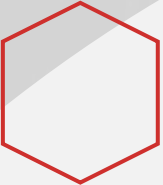
★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES