

宏观

海外地缘政治冲突升温

2025 年 06 月 23 日

宏观周报（6 月第 3 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格**核心观点：**

- 1) **权益：上周市场缩量下跌。**①基本面方面，5 月经济数据呈现生产维持韧性、投资需求转弱、消费在政策支撑下弹性较大的特征，从二季度已出经济数据成色来看，二季度整体 GDP 维持 5% 以上增速难度不大。但从具体细分板块来看，下半年经济或面临部分动能切换，需求端弹性仍然有限。②政策方面，陆家嘴论坛一揽子金融政策落地，但主要是制度型、结构性政策而非总量政策，对市场影响有限。另外，据国家有关部门消息，消费品以旧换新加力扩围政策没有变化，补贴资金使用进度符合预期，后续还将有 1380 亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。③海外方面，美联储议息会议依然保持鹰派，周末特朗普宣布对伊朗核设施实施“成功攻击”，市场正面临新风险挑战。
- 2) **固收：上周债市收益率整体下行。**①上周催化方面，央行公开市场操作转净投放呵护资金，资金面整体宽松，另外央行进行国债购买的可能性偏高，叠加基本面需求仍然偏弱，海外地缘冲突下避险情绪仍在，整体风险偏好较低，债市情绪维持。②从近期经济数据来看，房地产销售量价仍旧偏弱，工业品价格仍然低位运行，社会融资需求自发弹性较弱，基本面压力难消，经济的内生动能仍然较弱，债市仍然有基本盘。随着存单到期高峰叠加跨季过去后，市场担忧缓解，做多情绪可能有所上升，利率仍有下行空间。
- 3) **海外：美股震荡、美债利率下行、美元指数上行、人民币升值、黄金下跌。**①议息会议落地和鲍威尔讲话基本上符合市场预期，鲍威尔认为经济具备韧性，但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。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。会议整体保持偏鹰，但美联储理事沃勒最新表态称，他预计关税不会显著推高通胀，因此美联储可能最早在 7 月会议上就降息。②中东局势紧张加剧，周末特朗普宣布对伊朗核设施实施“成功攻击”，市场不确定性增加，或推动油价继续上涨，增加美国经济滞胀风险。
- 4) **上周事件：**5 月经济数据结构分化，需求端仍显疲态。
- 5) **风险提示：**基本面超预期弱化、地缘冲突超预期升温。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 5 月经济数据结构分化，需求端仍显疲态 4

三、 当周关注 7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比..... 5

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%) 5

Figure 4 房地产相关增速变动 (%) 5

Figure 5 社零季调环比多年对比..... 6

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%) 6

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量下跌，周均成交额 12150 亿元，环比缩量 1566 亿元。上证指数 -0.51%，深证成指 -1.16%，创业板指 -1.66%，万得全 A -1.07%；沪深 300 -0.45%，小市值指数 -2.14%；恒生指数 -1.52%，恒生科技指数 -2.03%。板块上，银行、通信、电子表现靠前，美容护理、纺织服饰、医药生物表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 基本面方面, 5 月经济数据呈现生产维持韧性、投资需求转弱、消费在政策支撑下弹性较大的特征, 从二季度已出经济数据成色来看, 二季度整体 GDP 维持 5% 以上增速难度不大。但从具体细分板块来看, 下半年经济或面临部分动能切换, 需求端弹性仍然有限。2) 政策方面, 陆家嘴论坛一揽子金融政策落地, 但主要是制度型、结构性政策而非总量政策, 对市场影响有限。另外, 据国家有关部门消息, 消费品以旧换新加力扩围政策没有变化, 补贴资金使用进度符合预期, 后续还将有 1380 亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。3) 海外方面, 美联储议息会议依然保持鹰派, 周末特朗普宣布对伊朗核设施实施"成功攻击", 市场正面临新风险挑战。
固收	上周债市收益率整体下行。全周 T2509 上涨 0.14%, TL2509 上涨 0.71%, TF2509 上涨 0.12%。现券来看, 10 年国债活跃券下行 0.3BP, 30 年国债活跃券下行 1.2BP, 10 年国开上行 0.2BP, 5 年国开下行 2BP, 3 年国开下行 2.75BP, 1 年国开下行 1.5BP。 上周央行共进行了 9603 亿元的逆回购操作, 累计净投放 1021 亿元, 6 月 16 日, 央行开展了 4000 亿元买断式逆回购操作, 期限为 6 个月 (182 天)。本周央行公开市场将有 9603 亿元逆回购到期。	1) 上周催化方面, 央行公开市场操作转净投放呵护资金, 资金面整体宽松, 另外央行进行国债购买的可能性偏高, 叠加基本面需求仍然偏弱, 海外地缘冲突下避险情绪仍在, 整体风险偏好较低, 债市情绪维持。2) 从近期经济数据来看, 房地产销售量价仍旧偏弱, 工业品价格仍然低位运行, 社会融资需求自发弹性较弱, 基本面压力难消, 经济的内生动能仍然较弱, 债市仍然有基本盘。随着存单到期高峰叠加跨季过去后, 市场担忧缓解, 做多情绪可能有所上升, 利率仍有下行空间。
海外及其他	上周道指涨 0.02%, 标普 500 指数跌 0.15%, 纳指涨 0.21%。美债方面, 10 年美债收益率下行 3bp 至 4.37%, 2 年期美债收益率下行 5bp 至 3.90%。汇率方面, 美元指数周涨 0.64% 报 98.7750, 离岸人民币兑美元涨 102 个基点报 7.1793。大宗方面, 美油期货涨 1.45%, COMEX 黄金期货下跌 1.98%。	1) 议息会议落地和鲍威尔讲话基本上符合市场预期, 鲍威尔认为经济具备韧性, 但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。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。会议整体保持偏鹰, 但美联储理事沃勒最新表态称, 他预计关税不会显著推高通胀, 因此美联储可能最早在 7 月会议上就降息。2) 中东局势紧张加剧, 周末特朗普宣布对伊朗核设施实施"成功攻击", 市场不确定性增加, 或推动油价继续上涨, 增加美国经济滞胀风险。

资料来源: wind、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 5 月经济数据结构分化，需求端仍显疲态

事件：

5 月，工业增加值当月同比 5.8%、预期 5.7%、前值 6.1%。

固定资产投资累计同比 3.7%、预期 4%、前值 4%；房地产开发投资累计同比-10.7%、预期-10.5%、前值-10.3%；新建商品房销售面积累计同比-2.9%、前值-2.8%。

社零当月同比 6.4%、预期 4.9%、前值 5.1%。

点评：

5 月经济数据呈现生产维持韧性、投资需求转弱、消费在政策支撑下弹性较大的特征，从二季度已出经济数据成色来看，二季度整体 GDP 维持 5% 以上增速难度不大。但从具体细分板块来看，下半年经济或面临部分动能切换。

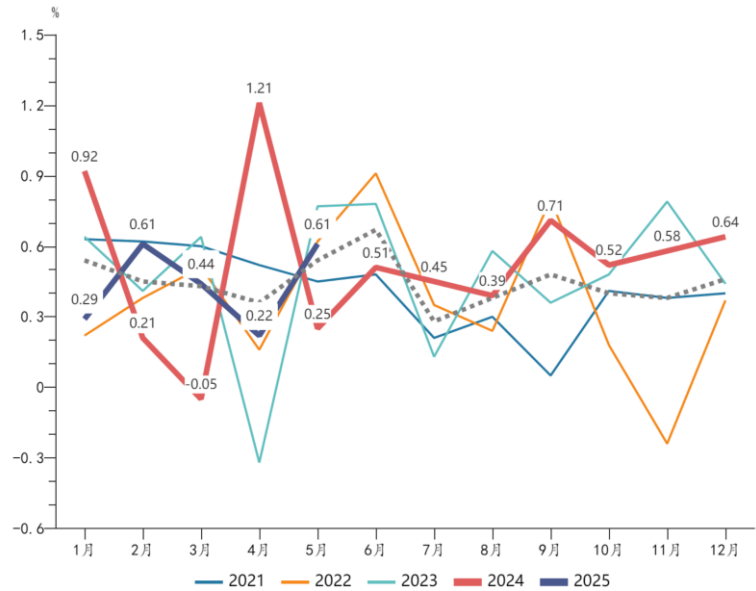
生产方面，工业增加值同比较前值回落 0.3 个百分点，但季调环比 0.61% 超出季节性中枢，生产端持续保持韧性。但规模以上企业出口交货值增速从 3 月的 7.7% 大幅降至 5 月的 0.6%，出口需求端的弱化后续可能拖累生产动能，出口从上半年对经济的支撑转弱。另外，供需之间的缺口导致价格和利润持续下滑，反内卷、去产能亟待发力，对钢铁、汽车等产能利用率偏低，内卷程度偏高的行业生产或形成压制。

投资方面，固定资产投资同比 2.74%，较前值回落 0.8 个百分点，季调环比 0.05%，较中枢明显降温。一方面，地产从销售到投资依旧偏弱，销售对利率调降脱敏，政策对地产维稳仍然任重道远。另一方面，制造业投资降温，上半年制造业投资在设备更新政策支撑以及新兴产业科技投资加速的情况下，对需求端持续起到支撑作用，但由于设备更新支持降温，以及反内卷进程升温，制造业投资或有降速可能，对经济支撑力度或有所减弱。基建端当月增速小幅低于前值，但预计 6 月到三季度伴随两重项目进程加快，财政资金落地加快，在经济支撑结构上或承担更重要的位置。

消费方面，社零同比 6.4%，较前值大幅加速 1.3 个百分点，季调环比上升至 0.93%，显著加速，主要与以旧换新政策加速加码支撑有关。但随着以旧换新资金消耗，政策支撑降温，商品消费弹性持续释放空间有限，或以稳为主，

消费板块或随着财政通过民生支持和产业培育向服务消费倾斜，服务消费热度或有抬升。

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-05	2024-04
固定资产投资:当月同比	2.74	3.54	4.30	4.10	2.11	2.29	3.40	3.40	2.01	1.90	3.29	3.40
固定资产投资:季调:环比	0.05	0.48	0.14	0.49	0.35	0.42	0.21	0.46	0.38	0.03	0.21	0.26
基础设施建设:当月同比	9.25	9.57	12.58	9.95	7.42	9.74	10.03	17.50	6.19	10.73	3.78	5.92
基础设施建设(不含电力):当月同比	5.06	5.80	5.94	5.60	6.26	3.35	5.79	2.22	1.24	2.04	4.89	5.06
制造业投资:当月同比	7.79	8.23	9.18	9.00	8.35	9.30	10.03	9.74	7.95	8.32	9.37	9.32

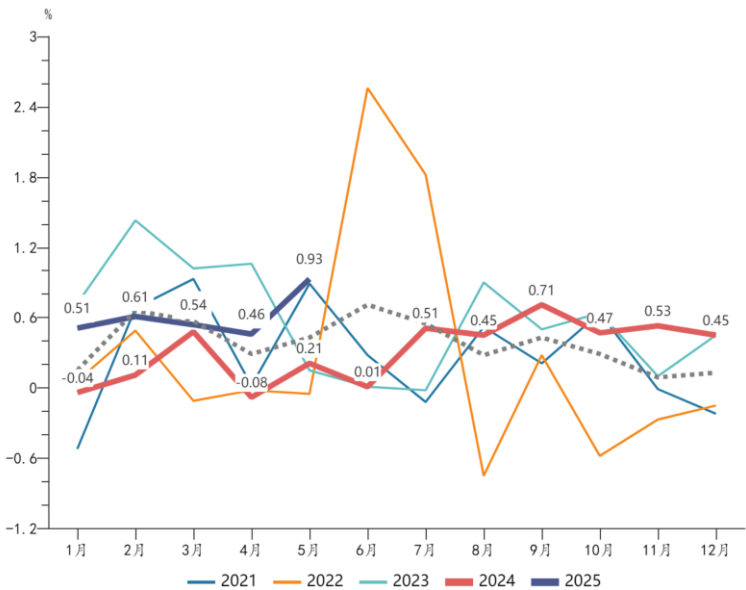
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-05	2024-04
房地产开发投资:当月同比	-11.97	-11.30	-10.02	-9.80	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36	-10.20	-10.84	-11.15	-10.62
房屋新开工面积:当月同比	-19.23	-22.13	-18.16	-29.60	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87	-16.74	-19.68	-22.73	-13.73
房屋竣工面积:当月同比	-19.53	-27.91	-11.52	-15.60	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43	-36.59	-21.80	-18.39	-19.03
房屋施工面积:累计同比	-9.20	-9.70	-9.50	-9.10	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20	-12.00	-12.10	-11.60	-10.80
商品房销售面积:当月同比	-3.30	-2.11	-0.89	-5.10	-0.37	3.21	-1.62	-10.97	-12.59	-15.22	-20.73	-23.32
商品房销售额:当月同比	-6.02	-6.70	-1.61	-2.60	2.46	1.05	-1.08	-16.25	-17.20	-18.30	-26.32	-30.62

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 社零季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-05	2024-04
总量	社零总额:当月同比	6.40	5.10	5.90	4.00	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	3.70	2.30
	社零总额:季调:环比	0.93	0.46	0.54	0.61	0.45	0.53	0.47	0.71	0.45	0.51	0.21	-0.08
必选	粮油、食品类	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	9.30	8.50
	饮料类	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	6.50	6.40
	烟酒类	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	7.70	8.40
	日用品类	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	7.70	4.40
	中西药品类	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.30	7.80
	化妆品类	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	18.70	-2.70
可选	服装鞋帽针纺织品类	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	4.40	-2.00
	金银珠宝类	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-11.00	-0.10
	体育、娱乐用品类	28.30	23.30	26.20	25.00	16.70	3.50	26.70	6.20	3.20	10.70	20.20	12.70
	文化办公用品类	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	4.30	-4.40
	通讯器材类	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	16.60	13.30
	家具类	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	4.80	1.20
地产相关	家用电器和音像器材类	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	12.90	4.50
	建筑及装潢材料类	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.50	-4.50
汽车	汽车类	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-4.40	-5.60
石油	石油及制品类	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	5.10	1.60
餐饮	餐饮	5.90	5.20	5.60	4.30	2.70	4.00	3.20	3.10	3.30	3.00	5.00	4.40

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
6 月 27 日（周五）	09:30 中国 5 月工业企业利润:累计同比(%): 前值 1.40
	20:30 美国 5 月 PCE 物价指数:同比(%): 前值 2.15
	20:30 美国 5 月核心 PCE 物价指数:同比(%): 前值 2.52

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。