

2025年06月22日

关注油价变量与市场风险偏好

——资产配置周报（2025/06/16-2025/06/21）

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**6月20日当周，全球股市整体表现不佳，日股、美股涨幅居前；主要商品期货中原油、铝、铜收涨，黄金收跌；美元指数小幅上涨，非美货币中欧元、日元贬值，人民币升值。1）权益方面：日经225>纳指>道指>标普500>沪深300指数>上证指数>德国DAX30>英国富时100>深证成指>法国CAC40>恒生指数>科创50>创业板指>恒生科技指数。2）原油继续受中东局势加剧影响明显上涨，黄金价格仍处历史高位，避险属性有所弱化，当周调整下跌。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢小幅上涨，但炼焦煤、水泥、混凝土皆小幅回落；高炉开工率环比上涨0.41pct；乘用车日均零售4.70万辆，环比上涨9.83%，同比上升20.00%；BDI环比下跌14.2%。4）国内利率债收益率下跌，全周中债1Y国债收益率下跌4.5BP至1.36%，10Y国债收益率下行0.44BP收至1.6396%。5）美联储内部分歧加大，美债收益率回落，2Y美债收益率当周下行6BP至3.90%，10Y美债收益率下行3BP至4.38%。6）美元指数收于98.76，周上涨0.63%；离岸人民币对美元升值0.14%；日元对美元贬值1.29%。
- **国内权益市场。**至6月20日当周，风格方面，金融>成长>消费>周期，日均成交额为11875亿元（前值13414亿元）。申万一级行业中，共有3个行业上涨，28个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为银行（+2.63%）、通信（+1.58%）、电子（+0.95%）；跌幅靠前的行业为美容护理（-5.86%）、纺织服饰（-5.12%）、医药生物（-4.35%）。
- **关注油价变量与市场风险偏好。**至6月20日当周，由于以色列-伊朗冲突的不可预测，布伦特原油在70.56-79.04美元/桶区间内反弹；与此同时黄金价格冲高回落，美债收益率下行，说明市场整体风险偏好变化不大，国内的权益市场表现在全球范围内对比属于正常调整。原油价格将会传导到美国通胀，从而对美联储的利率决议产生影响。国内方面，5月份规模以上工业加工原油同比下降1.8%，5月规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，市场整体对于原油的需求偏弱，但是考虑到夏季旺季的到来，且中东对于原油发电需求增加，预计原油价格维持中高位置震荡。由于中东事件仍有升级的可能，如果霍尔木兹海峡被关闭，几乎没有其他办法将石油运出海峡。2024年，通过海峡的石油流量平均为2000万桶/天，相当于全球石油液体消费量的20%左右；即使暂时封锁，也会造成严重的供应延误，提高运输成本，可能会推高世界能源价格。原油价格上涨推动化工品成本，下游产品弹性较大的主要有LPG、甲醇等产品，建议配置能源及上游板块、煤化工板块、军工板块等。
- **利率与人民币汇率。**未来一周流动性扰动因素较多，主要包括：同业存单到期规模仍较大（1.11万亿元）；政府债净融规模明显加大（达6758亿元）；跨季资金需求逐步上升。预计央行将继续保持呵护态度，关注MLF与OMO灵活搭配。另外，季末财政支出力度较大亦会对流动性形成支撑，我们预计跨季流动性压力应不大。市场对下半年政策加码的预期升温，叠加近期资金宽松、央行买债预期升温，利率债处于有利的位置。下半年，银行息差与外部利率偏强等约束有望缓解，债市震荡格局或出现转机。美债方面，地缘冲突下避险情绪升温，叠加市场对美联储下半年降息预期升温，美债收益率小幅下行。预计短期内美债在需求放缓、通胀压力与稳健就业僵持局面下仍维持震荡。下半年，若就业压力上升、通胀压力放缓，收益率将进入下行通道。周内人民币对美元升值101.60基点。预计关税谈判、国内经济基本面、监管预期纠偏等多空力量逐步趋于均衡，人民币汇率在7.20左右波动。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：关注油价变量与市场风险偏好	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：央行呵护下，季末流动性压力应不大	7
2.2. 利率债：短期仍偏震荡，关注下半年内外部约束缓解	7
2.3. 美债：短期通胀与就业难破局，收益率维持震荡	8
2.4. 人民币汇率：多空因素或趋于均衡	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	15
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 陆家嘴论坛：擘画金融开放新局，注能前沿科技突围	17
5.2. 5月国内经济数据：消费表现亮眼，地产拖累加深	18
5.3. 美联储6月FOMC会议维持鹰派立场，内部分歧加剧	20
5.4. 资金及流动性跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现，%	6
图 2 中债美债周度表现，BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅，%	7
图 4 原油价格，美元/桶	10
图 5 天然气价格，美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台	10
图 7 美国燃料库存，百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价，美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps	12
图 16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%	12
图 20 金属铜价格，元/吨，美元/吨	13
图 21 铜精矿现货加工 TC，美元/干吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存，万吨	13
图 23 中国铜精矿和精炼铜进出口，万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%	14
图 26 中国电解铜和需求缺口，万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率，%	15
图 31 乘用车日均零售销量，辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积，万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积，万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平，%	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平，%	16
图 39 社会消费品零售总额当月同比，%	19
图 40 餐饮收入及商品零售当月同比，%	19
图 41 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%	20
图 42 除汽车以外的消费品零售总额当月同比，%	20
图 43 美联储 6 月 FOMC 点阵图显示美联储 2025 年内降息意见分歧加剧	21
图 44 两融余额，亿元，亿元	22
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%	22
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率，%	22

图 47 SHIBOR 3M, %	22
图 48 财经日历	24

1.核心观点：关注油价变量与市场风险偏好

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 关注油价变量与市场风险偏好。至 6 月 20 日当周，由于以色列-伊朗冲突的不可预测，布伦特原油在 70.56-79.04 美元/桶区间内反弹；与此同时黄金价格冲高回落，美债收益率下行，说明市场整体风险偏好变化不大，国内的权益市场表现在全球范围内对比属于正常调整。原油价格将会传导到美国通胀，从而对美联储的利率决议产生影响。国内方面，5 月份规上工业加工原油同比下降 1.8%，5 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，市场整体对于原油的需求偏弱，但是考虑到夏季旺季的到来，且中东对于原油发电需求增加，预计原油价格维持中高位置震荡。由于中东事件仍有升级的可能，如果霍尔木兹海峡被关闭，几乎没有其他办法将石油运出海峡。2024 年，通过海峡的石油流量平均为 2000 万桶/天，相当于全球石油液体消费量的 20%左右；即使暂时封锁，也会造成严重的供应延误，提高运输成本，可能会推高世界能源价格。原油价格上涨推动化工品成本，下游产品弹性较大的主要有 LPG、甲醇等产品，建议配置能源及上游板块、煤化工板块、军工板块等。

2) 利率与人民币汇率。未来一周流动性扰动因素较多，主要包括：同业存单到期规模仍较大(1.11 万亿元)；政府债净融规模明显加大(达 6758 亿元)；跨季资金需求逐步上升。预计央行将继续保持呵护态度，关注 MLF 与 OMO 灵活搭配。另外，季末财政支出力度较大亦会对流动性形成支撑，我们预计跨季流动性压力应不大。市场对下半年政策加码的预期升温，叠加近期资金宽松、央行买债预期升温，利率债处于有利的位置。下半年，银行息差与外部利率偏强等约束有望缓解，债市震荡格局或出现转机。美债方面，地缘冲突下避险情绪升温，叠加市场对美联储下半年降息预期升温，美债收益率小幅下行。预计短期内美债在需求放缓、通胀压力与稳健就业僵持局面下仍维持震荡。下半年，若就业压力上升、通胀压力放缓，收益率将进入下行通道。周内人民币对美元升值 101.60 基点。预计关税谈判、国内经济基本面、监管预期纠偏等多空力量逐步趋于均衡，人民币汇率在 7.20 左右波动。

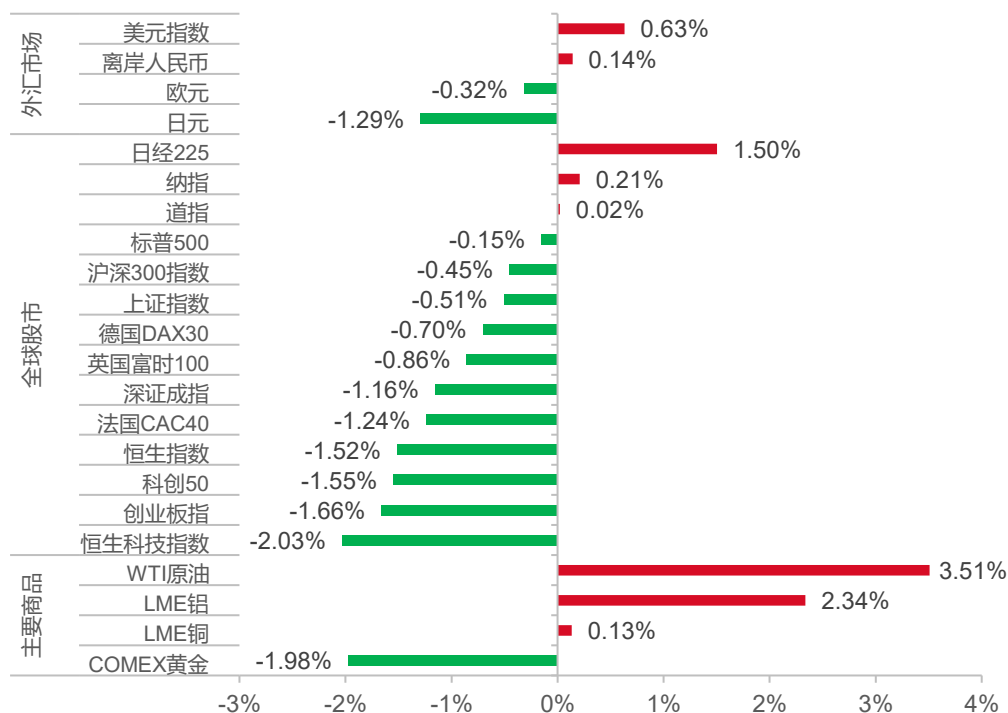
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。预计市场将继续关注以色列-伊朗冲突进展，尤其是美国军事介入的后果，以及全球贸易谈判的最新进展。在美国，美联储主席鲍威尔在国会的证词将受到密切关注，或为美联储下一步行动的信号。新的一周，美国将发布的关键数据包括个人消费支出报告、耐用品订单和商品贸易平衡；其余包括美国、欧元区、日本和印度在内的主要经济体的采购经理人指数初值也将公布。由于德国财政支出增加的提振等因素，预计欧元区制造业收缩将放缓，服务业或将恢复扩张。

1.2.全球大类资产回顾

6 月 20 日当周，全球股市整体表现不佳，日股、美股涨幅居前；主要商品期货中原油、铝、铜收涨，黄金收跌；美元指数小幅上涨，非美货币中欧元、日元贬值，人民币升值。1) 权益方面：日经 225>纳指>道指>标普 500>沪深 300 指数>上证指数>德国 DAX30>英国富时 100>深证成指>法国 CAC40>恒生指数>科创 50>创业板指>恒生科技指数，虽然陆家嘴论坛宣布了一系列金融开放政策，科创板新设创新层支持未盈利科技企业上市，但权益市场一方面仍受中东地缘政治局势影响，另一方面 6 月美联储 FOMC 会议整体偏鹰，未来降息节奏不确定性较强，估值抬升空间有限。2) 原油继续受中东局势加剧影响明显上涨，黄金价格仍处历史高位，避险属性有所弱化，当周调整下跌。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢小幅上涨，但炼焦煤、水泥、混凝土皆小幅回落；高炉开工率环比上涨 0.41pct；乘用车日均零售 4.70 万辆，环比上涨 9.83%，同比上升 20.00%；BDI 环比下跌 14.2%。4) 国内利率债收益率下跌，全周中债 1Y 国债收益率下跌 4.5BP 至 1.36%，10Y 国

债收益率下行 0.44BP 收至 1.6396%。5) 美联储内部分歧加大, 美债收益率回落, 2Y 美债收益率当周下行 6BP 至 3.90%, 10Y 美债收益率下行 3BP 至 4.38%; 10Y 日债收益率上行 1.0BP 至 1.4390%。6) 美元指数收于 98.76, 周上涨 0.63%; 离岸人民币对美元升值 0.14%; 日元对美元贬值 1.29%。

图1 全球主要大类资产周度表现, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现, BP



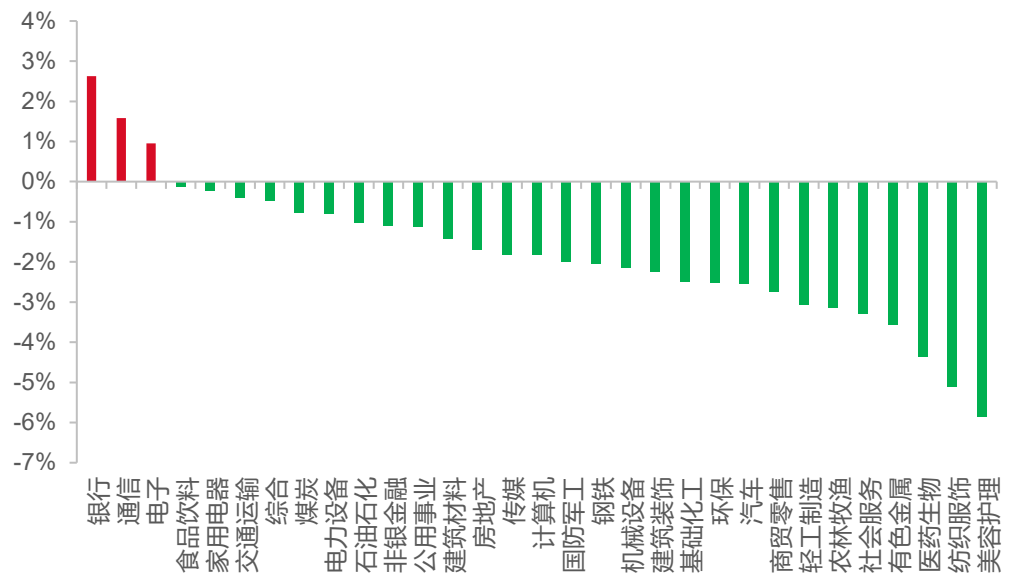
资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 6 月 20 日当周，风格方面，金融>成长>消费>周期，日均成交额为 11875 亿元（前值 13414 亿元）。申万一级行业中，共有 3 个行业上涨，28 个行业下跌。其

中，涨幅靠前的行业为银行（+2.63%）、通信（+1.58%）、电子（+0.95%）；跌幅靠前的行业为美容护理（-5.86%）、纺织服饰（-5.12%）、医药生物（-4.35%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，6/16-6/20

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：央行呵护下，季末流动性压力应不大

6月20日当周，对市场流动性构成扰动的因素包括：同业存单到期规模较大（达1.06万亿元）、政府债净融资维持较高位（净融资1020亿元）、MLF到期（1820亿元）以及税期走款。陆家嘴论坛提供的增量信息不多，对流动性扰动有限。央行呵护态度延续：6月16日开展4000亿元6个月期限买断式逆回购操作，全周OMO净投放1021亿元。全周市场流动性平稳。短期利率低位波动，DR001加权均价区间为1.42%-1.45%（前一周1.41%-1.46%），DR007加权均价区间为1.55%-1.60%（前一周1.54%-1.58%）。同业存单收益率普遍小幅下行，长端下行幅度略大于短端。1M、3M、6M、1Y收益率分别为1.63%、1.60%、1.62%、1.64%，周内分别-0.49bp、-1.8bp、-1.71bp、-2.33bp。

未来一周流动性扰动因素较多，主要包括：同业存单到期规模仍较大（1.11万亿元）；政府债净融资规模明显加大（达6758亿元）；跨季资金需求逐步上升。预计央行将继续保持呵护态度，关注MLF与OMO灵活搭配。另外，季末财政支出力度较大亦会对流动性形成支撑，我们预计跨季流动性压力应不大。

2.2.利率债：短期仍偏震荡，关注下半年内外部约束缓解

6月20日当周，消费、投资、工业增加值等经济数据公布。市场对下半年政策加码的预期升温，叠加近期资金面较为宽松、央行买债预期升温，利率债市场处于有利的位置。陆家嘴论坛周中开幕，货币政策增量不多，市场反应平淡。国债收益率普遍下行，受大行买入推动，中短端下行幅度大于长端。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y年期国债收益率分别收于1.34%、1.34%、1.36%、1.36%、1.50%、1.64%、1.84%，分别较前一周-3.53bp、-3.95bp、-2.14bp、-4.5bp、-4.22bp、-0.44bp、-1.19bp。

物价指数的改善一方面依赖外力，如财政、货币、产业政策持续协同发力，另一方面也依赖内生动力，如居民和企业预期改善。这决定了物价指数的慢变量属性，实际数充分验证了这一属性。这种背景下，低利率环境作为货币政策发力的重要依据，对债市支撑力的持续性具有较强的确定性。除此之外，6月以来资金面进一步宽松，对债市亦形成支撑。新的一周，市场面临银行 OCI 账户浮盈兑现、银行同业存单到期续发、境外利率偏强等约束，债市做多热情或有限，利率或低位震荡。下半年，银行息差与外部利率偏强等约束有望缓解，债市震荡格局或出现转机。

(1) 关注央行恢复购买国债时点。央行自 1 月份暂停以来，利率快速下行风险已明显缓解。4 月以来，内外部不确定性增加，5 月偏弱的物价数据与信贷需求印证经济恢复基础仍需要巩固。下半年财政与货币需进一步协同发力，央行恢复国债购买的概率提升。

(2) 关注银行息差压力缓解情况。当前资产端依然承压的情况下，主要看负债端改善的节奏。每年一季度为存款重定价高峰、二季度次之，这意味下半年银行存款成本改善会较为明显。另外，二季度以来资金利率明显下行，叠加此前发行价格偏高的同业存单到期续发量较大，同业负债成本有望明显下降。

(3) 关注外部利率约束减轻。当地时间 6 月 18 日美联储利率决议维持联邦基金利率不变，符合市场预期。预计 7 月美联储降息路径依然保守（彭博联邦基金利率期货隐含 7 月降息概率极小）。随着经济放缓信号逐步明显，市场预期下半年降息概率较大（彭博联邦基金利率期货预测显示，下半年降息次数为 2 次，每次下降 25bp，其中 9 月和 12 月降息概率较大）。

2.3.美债：短期通胀与就业难破局，收益率维持震荡

6 月 20 日当周，地缘冲突下避险情绪升温，叠加市场对美联储下半年降息预期升温，美债收益率小幅下行。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.20%、4.39%、4.29%、4.07%、3.96%、4.38%、4.89%，分别较前一周-3、-6、-1、-2、-6、-3、-1bp。

美债收益率前景受财政赤字、关税政策、通胀预期和美联储货币政策的综合影响。近期，赤字和关税担忧对美债投资情绪的影响边际弱化。从长期来看，美债避险属性仍受损，这意味美债需求很难回到“解放日”关税前的水准。通胀预期和美联储货币政策方面，由于关税对通胀的影响存在滞后性，美国 5 月物价对关税的传导不明显。也正因如此，美联储认为未来几个月关税对通胀压力会上升，现阶段仍保持谨慎态度。预计短期内美债在需求放缓、通胀压力与稳健就业僵持局下仍维持震荡。中长期而言，此前公布的通胀和就业数据在结构上仍然出现了经济降温的信号，美联储内部关于降息节奏分歧有所上升（如鸽派理事沃勒表示美联储或最早在 7 月降息）。若就业压力上升、通胀压力放缓，收益率将进入下行通道。

2.4.人民币汇率：多空因素或趋于均衡

至 6 月 21 日，离岸人民币收于 7.1794，较 6 月 14 日小幅升值 101.60 基点。展望后市，影响人民币汇率的多空力量或趋于均衡：一方面，中美关税谈判朝着积极方向发展，有利于人民币汇率走强。另一方面，国内经济基本面仍面临压力，人民币也存在贬值压力。另外，监管层对于汇率的立场依然延续“三个坚决”和“一个保持”，任何方向的单边大幅调整可能都会引起监管层预期纠偏。预计人民币汇率在 7.20 左右波动。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 6 月 20 日当周，WTI 原油周一冲高回落，后于周二低开高走，周内剩余时间震荡上行，于周五收于 73.84 美元/桶，较上周同期上涨 1.2%。截至 2025 年 6 月 13 日当周，美国原油产量为 1343 万桶/天，同比增长 23 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1686 万桶/天，开工率 93.2%。6 月 20 日当周，美国钻机数 554 台，较去年同期减少 34 台；其中采油钻机数 438，较去年同期减少 47 台。

莫桑比克矿产能源部长 6 月 20 日表示，该国对今年夏季重启莫桑比克 LNG 项目施工"持非常积极态度"，并预计珊瑚北项目第二艘浮式 LNG 生产装置"可能在明年"完成融资。道达尔能源原计划 2024 年从该 1310 万吨/年项目产出首批 LNG，后因安全局势于 2021 年暂停。该项目由道达尔（26.5%）主导，股东包括莫桑比克国家石油公司 ENH（15%）、三井物产（20%）、ONGC Videsh（10%）、Beas Rovuma 能源（10%）、BPRL（10%）及 PTTEP（8.5%）。

俄方准备通过塞尔维亚与匈牙利间新建管道供应原油（该管道计划 2027 年建成）。塞匈两国正加速推进新管道建设，该线路将为俄罗斯原油输送至塞尔维亚潘切沃炼油厂提供通道，助其摆脱对克罗地亚基础设施的依赖。潘切沃炼厂（产能 9.6 万桶/日）是塞尔维亚唯一炼厂，目前完全依赖通往克罗地亚奥米沙尔港的亚得里亚管道获取原油（此前主要进口俄罗斯重质乌拉尔原油）。但自 2022 年 12 月欧盟制裁生效后，该炼厂被迫停止海运俄油进口。

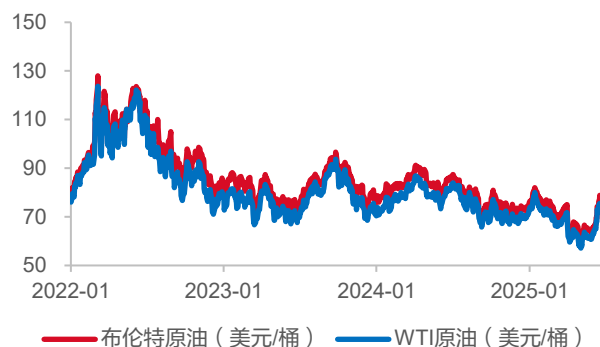
美国地质调查局 6 月 18 日发布报告，联邦政府管理的陆上土地下方蕴藏未探明技术可采资源量预计达：原油 290 亿桶、天然气 391.5 万亿立方英尺（Tcf）、液化天然气 84 亿桶。这是自 1998 年（当时估算联邦土地未探明技术可采资源量为原油 78.6 亿桶、天然气 201.1 万亿立方英尺）以来的首次更新。290 亿桶原油中阿拉斯加占 140 亿桶，新墨西哥州近 90 亿桶，内华达州 10 亿桶（北达科他 5.12 亿桶、犹他 7.71 亿桶、德克萨斯 9.16 亿桶、怀俄明 9.88 亿桶）。天然气资源方面，阿拉斯加（111 万亿立方英尺）和二叠纪盆地（58.5 万亿立方英尺）居各州及盆地之首。

因地缘冲突推高海运成本，中东 LPG（液化石油气）发运量在截至 6 月 18 日的一周内锐减，或造成中国等主要买家供应短缺。标普全球商品洞察船舶追踪数据显示，6 月 15-16 日该地区 LPG 出口量较前一周骤降超 20%，6 月 15 日起伊朗 LPG 出口归零，每日仅 1-2 船超大型气体运输船（VLGC）级别货量驶离中东。此次发运低迷源于波斯湾航线运费暴涨，该航道已成为中国及亚洲市场日益关键的供应路径。自 6 月 13 日以色列袭击伊朗引发区域冲突升级担忧后，风险溢价飙升及价格波动预期使中东 LPG 贸易陷入停滞，多艘油轮滞留于霍尔木兹海峡外沿。

油价判断：受伊以冲突影响，原油价格快速飙升。若冲突烈度持续上升，或产生约 210 万桶/天的伊朗供应缺口，同时霍尔木兹海峡或关闭也将推高中东运费。预计短期内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行。

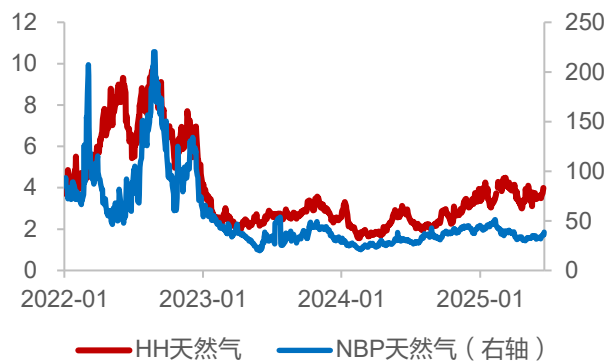
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



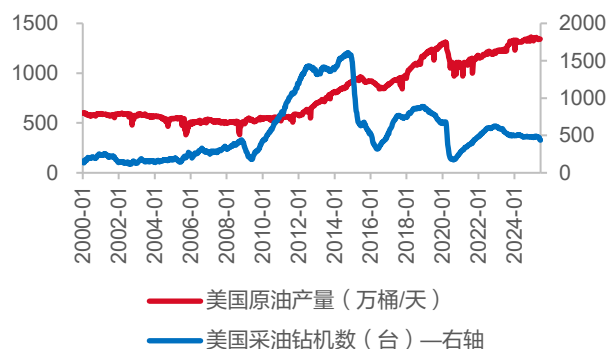
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



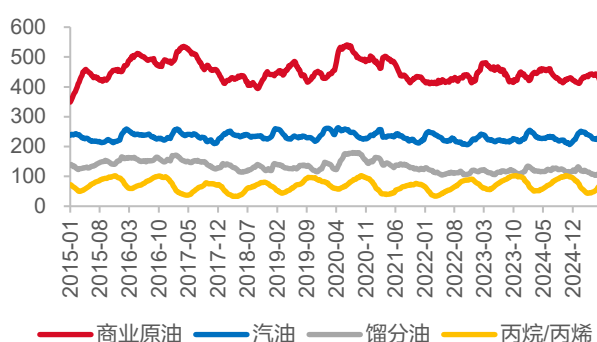
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



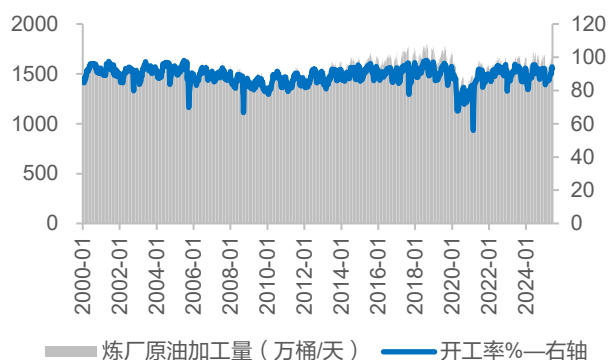
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



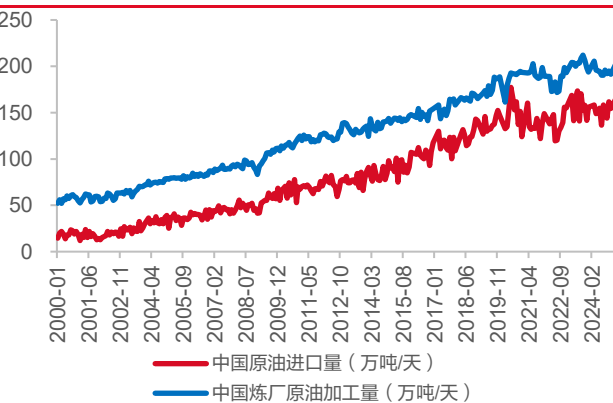
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



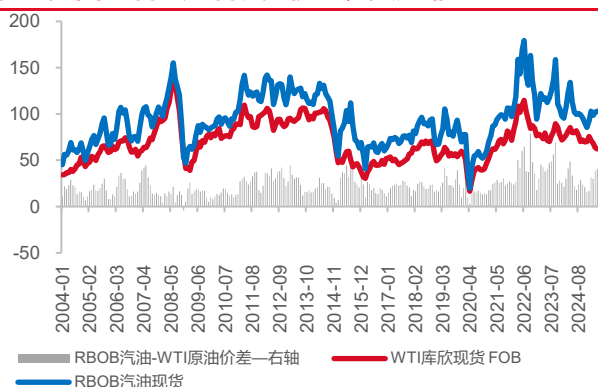
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



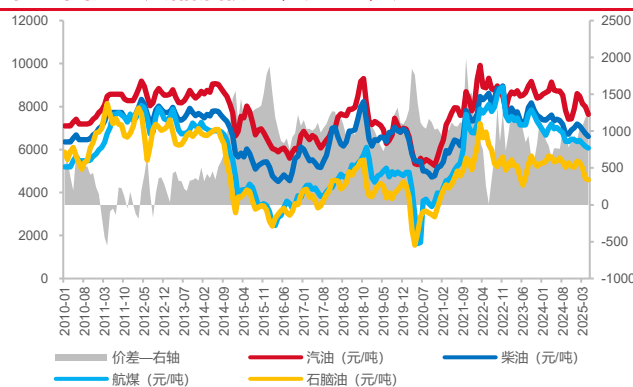
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
 $\times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

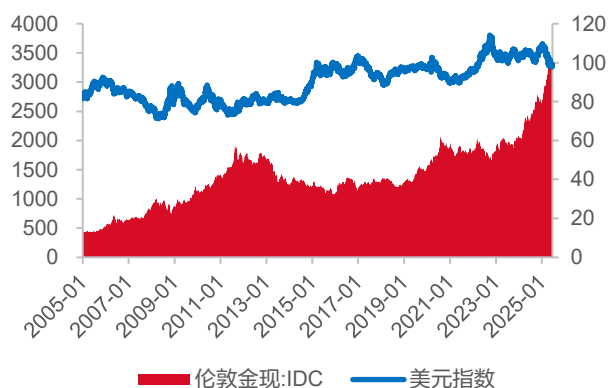
3.2.黄金跟踪

伊以冲突走势迷离，周内金价高开低走。周内黄金价格高开低走，主要由于伊朗行动偏弱，同时美国总统特朗普批准了对伊朗打击行动，中东局势难以预测。截至2025年6月20日，伦敦金现收于3367.64美元/盎司，较上周同期下跌1.91%。**周内美股偏弱震荡，美元指数同样震荡偏弱运行。**若美国化债持续遇阻，料美元或大幅贬值。**5月我国央行增持黄金储备6万盎司。**美联储年内降息次数市场预期进一步降低到三次，6-7月市场预期继续暂停降息。SPDR持有量较上周末有所改善并接近年内高点，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡下行，中债利率震荡运行。截至6月20日，10Y美债利率周内震荡下行，较上周同期下行3bp收于4.38%，10Y中美利差倒挂值为274bp，较上周有所收窄。中国10Y国债利率本周震荡运行，最终报收1.64%。2025年5月美国CPI同比上涨2.4%，前值2.3%，略低于市场预期，PPI同比增长2.6%，符合预期。5月，我国制造业PMI为49.5%，较前值改善0.5个百分点；美国制造业PMI为48.5%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第三个月收缩。

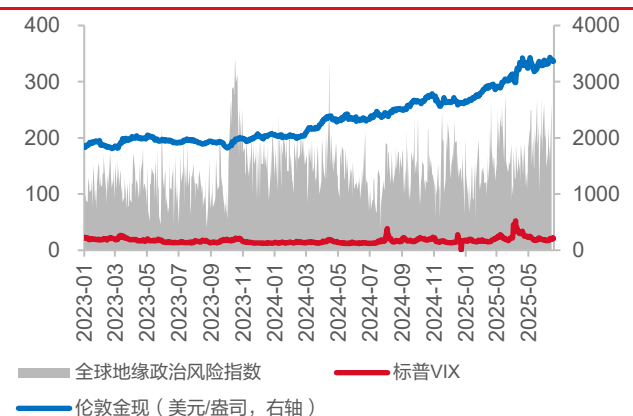
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，金价长期上涨逻辑不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



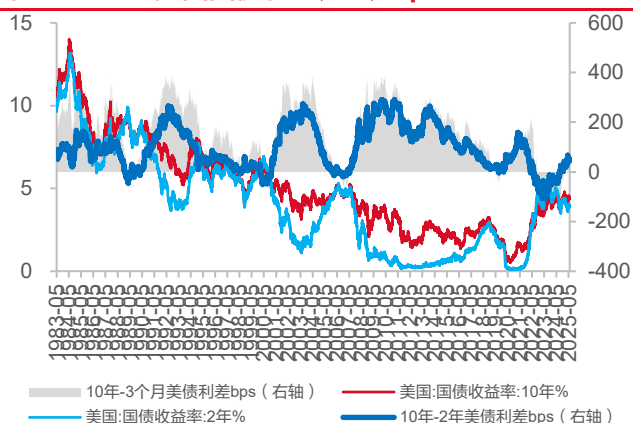
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



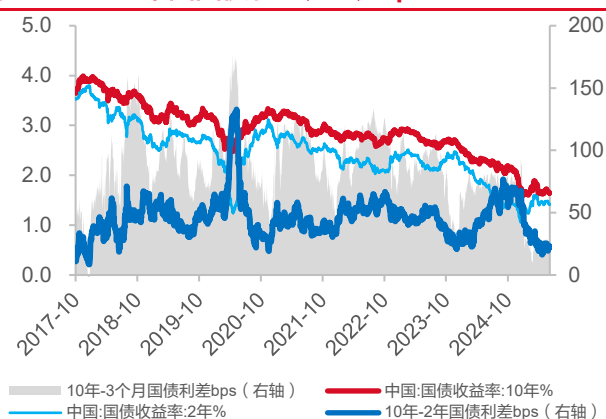
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



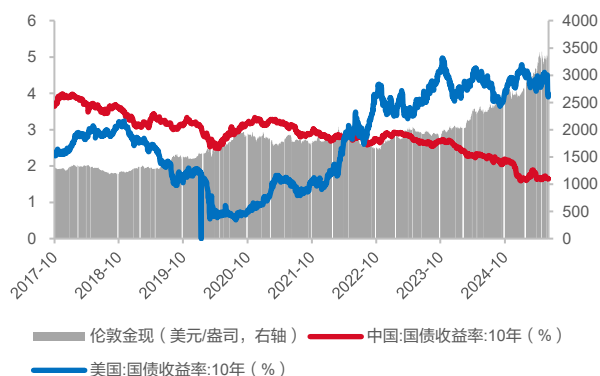
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



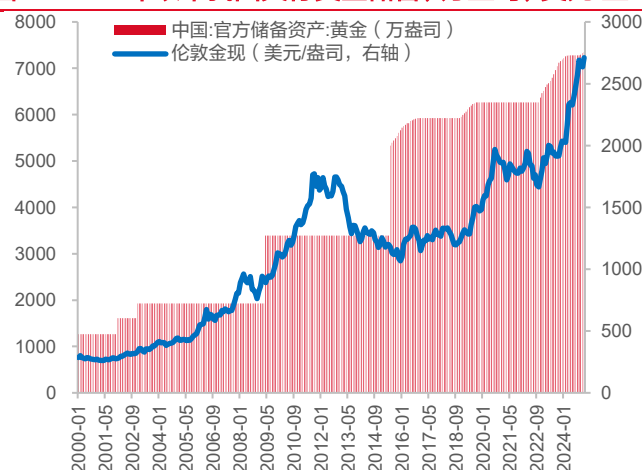
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	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%	10.3%	89.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	64.7%	28.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	37.9%	45.2%	13.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	21.7%	41.7%	28.3%	6.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	28.8%	37.0%	20.5%	4.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.8%	18.7%	32.8%	28.9%	12.4%	2.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.8%	22.8%	31.7%	24.1%	9.4%	1.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.8%	5.1%	15.6%	27.1%	28.0%	17.0%	5.5%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.0%	10.5%	21.6%	27.6%	22.3%	11.1%	3.1%	0.4%
2026/9/16	0.1%	0.9%	4.3%	12.3%	22.5%	26.7%	20.5%	9.8%	2.6%	0.3%
2026/10/28	0.2%	1.3%	5.4%	13.7%	23.1%	25.9%	19.0%	8.8%	2.3%	0.3%
2026/12/9	0.2%	1.5%	5.6%	14.0%	23.2%	25.7%	18.8%	8.6%	2.3%	0.3%

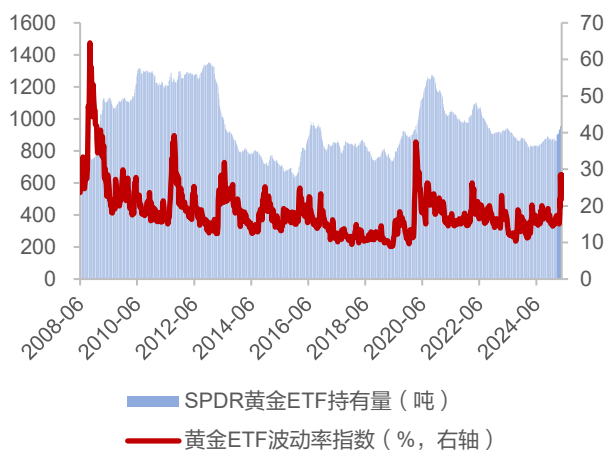
资料来源: CME, 东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 6 月 20 日, SHFE 电解铜连续合约结算价格为 78486 元/吨, 较上一周价格环比下降 0.6%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9666 美元/吨。金属铜价持续震荡下行。6 月 20 日, 我国铜精矿干净料 (25%Cu) 远期现货综合价格指数

约为 2559.4 美元/干吨，价格环比下降 0.3%，同比上升 3.4%。铜精矿价格较上周价格进一步提升，冶炼成本增加。

2025 年 4 月，我国电解铜产量约为 110.92 万吨，环比下降 1.8%，同比增幅 15.7%，生产能力复苏水平较上期略有下滑，但下游需求维持旺盛状态。2025 年 4 月，我国电解铜产能为 1648 万吨/年，产能利用率为 79.9%。2025 年 4 月我国电解铜产量和需求缺口约为 38.02 万吨，缺口基本变化方向是从年初至年末递增，我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 6 月 20 日，现货库存为 14.59 万吨，和上周相较持平，现货库存波动，同比下滑 64%，港口库存约为 51.4 万吨，环比下滑 19%，港口库存因生产需求变化明显减少。受政策和市场消费预期影响铜精矿港口库存增多但电解铜现货库存持续下滑，2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025 年 6 月 20 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 180723.8 手，环比下降 11.2%，本周持仓量回升；成交量为 127319.2 手，环比下降 21.4%，电解铜的市场持仓交易成交情绪明显退却。2025 年 5 月，沪铜单边交易交割量为 50825 吨，低于去年同期交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大。

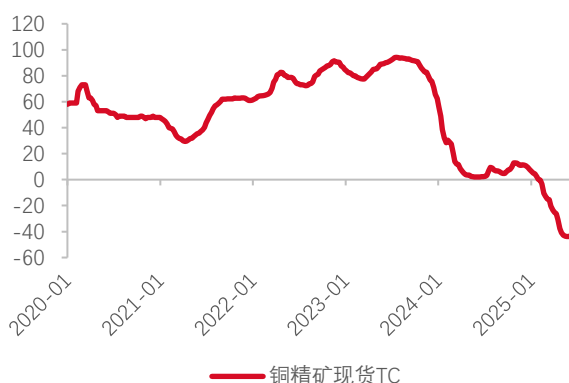
全球部分地区政策和铜生产情况存在不确定性，全球铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费走高，短期内铜矿供不应求的现状难以缓解。近期受全球政策影响，铜金属现货、期货价格短期内波动较大，有色金属价格迎来不确定性冲击。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿现货加工 TC，美元/干吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨

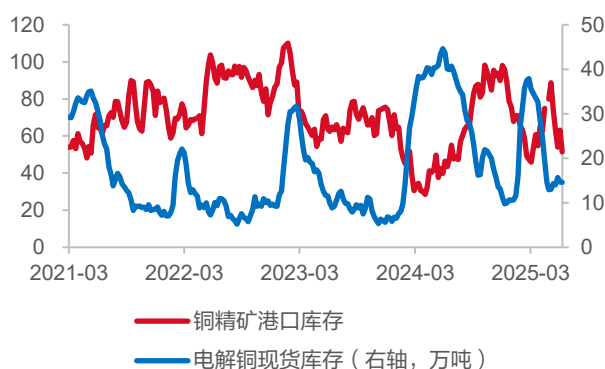
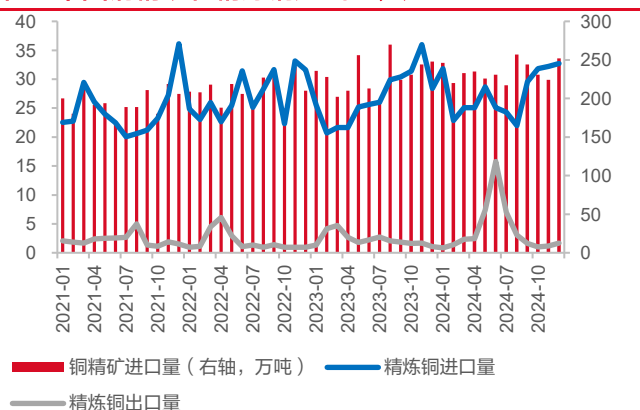
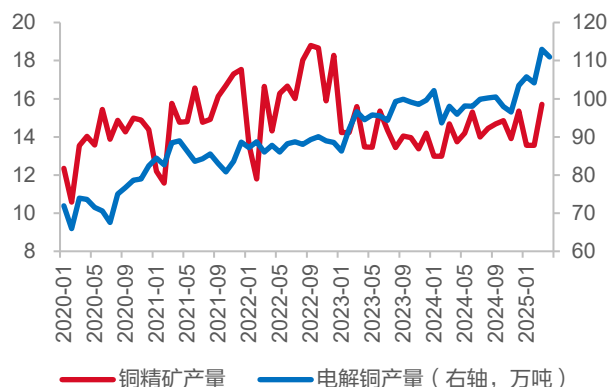


图23 中国铜精矿和精炼铜进出口，万吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

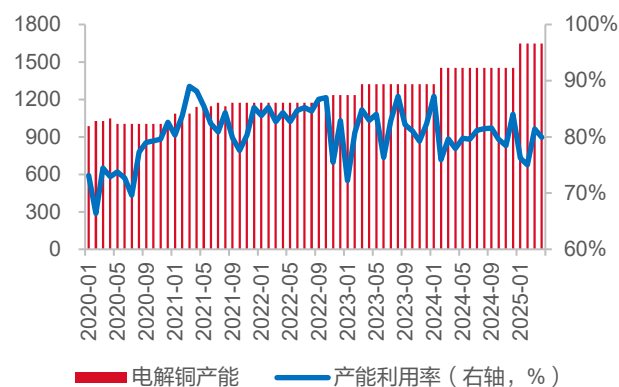
图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

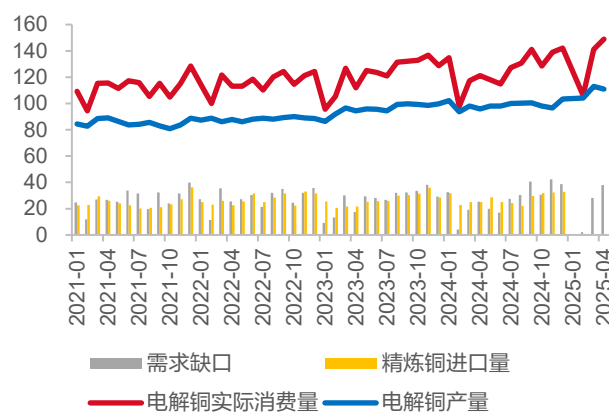
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



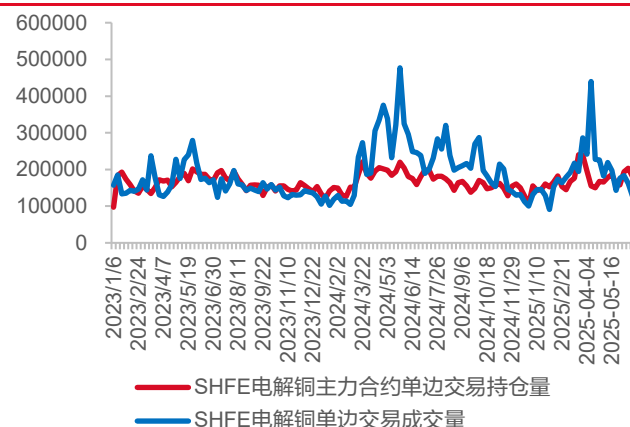
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



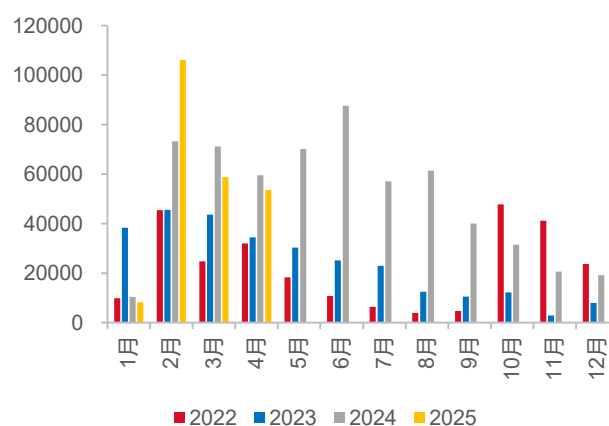
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



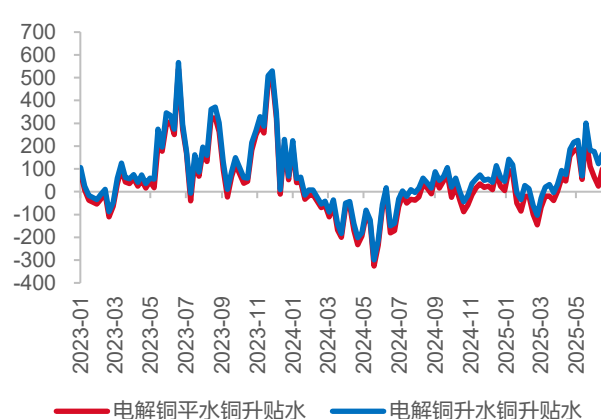
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

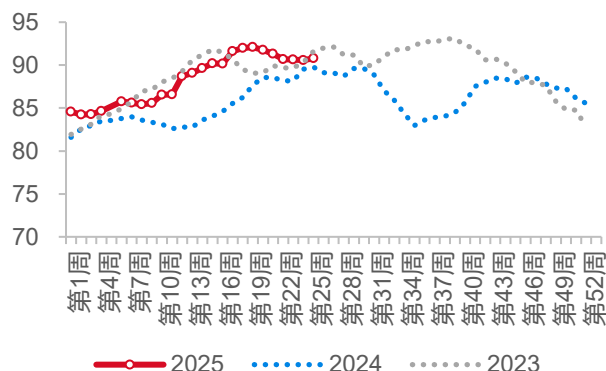


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

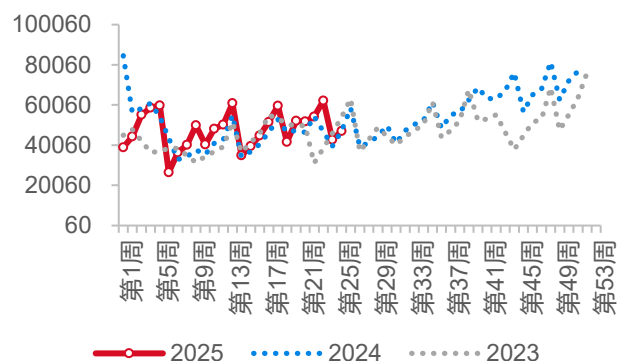
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



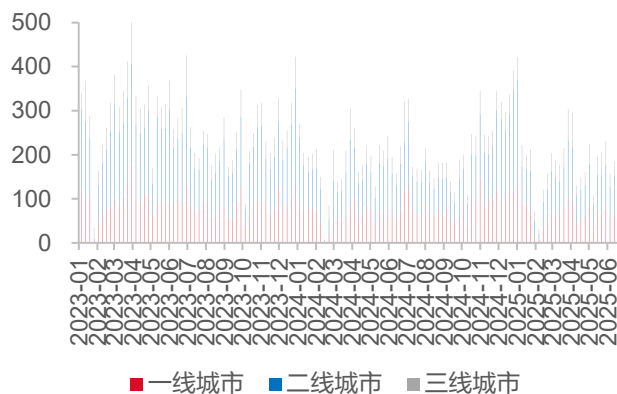
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI指数



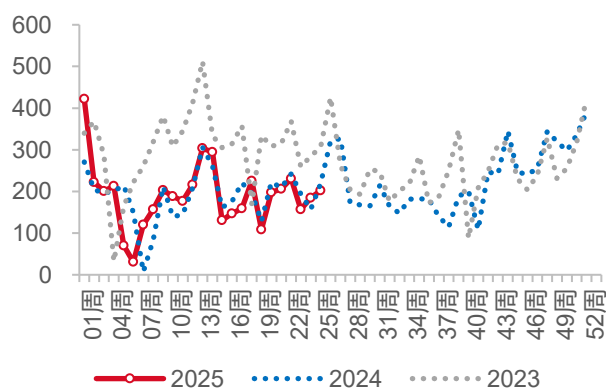
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



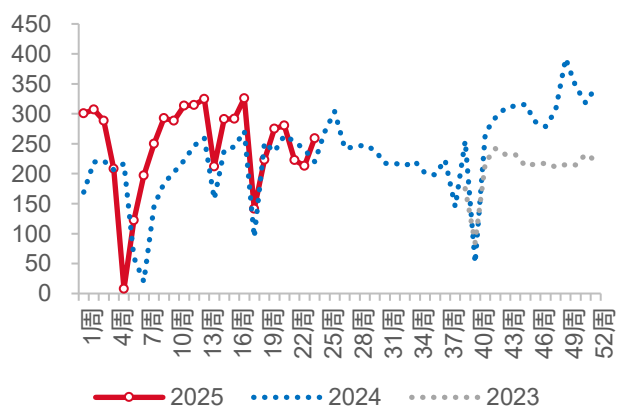
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%) / 环比变化(pct)	同比(%) / 同比变化(pct)	单位	6/20	6/13	6/6	5/30	5/23	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	9.3	-7.8	万平方米	202	185	157	231	206	
	一线城市	2.0	-12.4	万平方米	64	63	59	75	69	
	二线城市	8.2	-8.5	万平方米	97	90	68	101	85	
	三线城市	27.0	2.3	万平方米	41	32	31	55	52	
消费出行	国内航班执飞	-0.5	0.3	架次	87023	87484	87720	89001	89366	
	国际航班执飞	-3.3	15.9	架次	12130	12540	12963	11934	12140	
	电影票房	19.4	-13.8	万元	32497	27220	60277	20830	23243	
	观影人次	12.4	-15.1	万人次	784	697	1538	528	577	
外需	BDI指数	-14.2	-15.4	/	1689	1968	1633	1418	1340	
	CCFI指数	8.0	-26.6	/	1342	1243	1155	1118	1107	
物价	南华工业品价格指数	3.1	-12.8	/	3568	3460	3416	3422	3485	
	螺纹钢	0.3	-17.4	元/吨	2984	2974	2956	2980	3063	
	水泥价格指数	-0.2	-2.0	/	115.36	115.58	114.57	116.22	118.61	
	南华农产品指数	2.2	2.6	/	1087	1063	1056	1059	1060	
	猪价	-0.2	-17.8	元/公斤	20.29	20.33	20.63	20.74	20.80	
	7种重点水果	-1.3	7.0	元/公斤	7.62	7.72	7.89	7.80	7.76	
	鸡蛋	-1.5	-18.6	元/公斤	7.24	7.35	7.66	7.73	7.86	
	28种重点蔬菜	0.6	1.3	元/公斤	4.36	4.34	4.34	4.29	4.24	
生产开工率	PTA	-1.7	5.0	%	81.55	83.25	78.63	77.64	77.22	
	纯碱	1.7	-2.9	%	86.57	84.90	80.76	78.57	78.63	
	浮法玻璃	-0.1	-7.6	%	75.34	75.42	75.53	75.68	75.34	
	江浙织机	-0.4	-6.9	%	60.67	61.02	61.26	62.32	63.44	
	半钢胎	0.3	-0.8	%	78.29	77.98	73.86	78.25	78.22	
	全钢胎	4.2	7.3	%	65.48	61.24	63.47	64.80	64.96	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2. 主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<沪深 300<上证 180<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	9.70	30.61	22.45	3.85
创业板 50	12.98	29.51	19.55	4.30
中证 1000	38.77	36.97	13.16	2.01
中证 500	41.93	27.71	25.21	1.81
沪深 300	61.15	12.83	23.08	1.34
上证 180	64.92	11.22	24.12	1.17
上证 50	74.60	11.07	39.31	1.22
科创 50	97.36	131.72	33.80	4.37

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 有色金属<公用事业<交通运输。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<电子<传媒。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-171.32	23.24	0.90
	有色金属	13.35	19.43	21.08	2.20
	公用事业	18.08	18.28	28.97	1.71
	交通运输	18.10	17.04	21.61	1.38

	石油石化	31.04	11.88	36.28	1.18
	环保	47.55	32.71	6.73	1.50
	建筑装饰	48.19	10.51	2.01	0.75
	煤炭	58.85	12.55	47.61	1.36
	基础化工	76.60	29.99	33.85	1.85
	建筑材料	78.50	33.94	1.81	1.00
	农林牧渔	1.92	20.25	3.39	2.36
	食品饮料	14.78	21.04	16.96	4.12
	美容护理	42.64	44.74	10.13	3.10
消费	纺织服饰	54.12	33.51	5.69	1.70
	社会服务	69.17	61.02	5.72	2.72
	轻工制造	70.14	46.31	13.11	1.97
	商贸零售	70.95	54.12	26.38	1.70
	医药生物	84.44	47.06	7.36	2.78
	家用电器	20.69	14.74	13.85	2.28
	机械设备	44.51	36.72	37.25	2.30
高端制造	汽车	68.83	34.30	80.25	2.74
	国防军工	85.30	142.04	69.71	3.48
	电力设备	85.45	62.97	11.67	2.28
	通信	32.42	23.65	32.82	2.03
科技	电子	63.12	59.08	46.63	3.53
	传媒	75.10	74.77	24.61	2.38
	计算机	91.73	212.85	32.88	3.81
	房地产	0.00	-6.33	5.28	0.79
金融地产	非银金融	3.74	12.80	17.49	1.37
	银行	89.67	7.05	28.95	0.71

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.陆家嘴论坛：擘画金融开放新局，注能前沿科技突围

6 月 18 日，2025 年陆家嘴论坛在上海开幕，央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清、外管局局长朱鹤新出席会议并发表主题演讲。

结构性货币政策工具在区域层面进行试点创新，货币政策框架进一步完善。央行行长潘功胜提到，货币政策框架的转型是一个渐进、持续的过程，未来我们还将不断地做好评估和完善。过去一年来，数量型工具上，将国债买卖操作、买断式逆回购操作等纳入货币政策工具箱内，近期更是通过调整后者的公告时间，提升了预期引导的效果；价格型工具上，明确了 7 天期 OMO 利率为当前政策利率，MLF 利率退出政策利率的属性，定位于为金融机构投放中长期流动性，逐步理顺由短及长的利率传导关系，畅通货币政策传导机制；结构性工具上，推出两项资本市场支持工具并进一步优化，科技创新再贷款以及支农支小再贷款的扩容，新设服务消费与养老再贷款。本次央行宣布的八项重磅金融开放举措中包括在上海“先行先试”结构性货币政策工具创新，以再贷款、再贴现的方式支持商业银行对进出口企业提供融资支持，开展碳减排支持工具扩容试点，5 月 7 日提及的科技创新债券风险分担工具也会在上海做首批推动。结构性货币政策工具进一步精细化到区域试点，一方面体现了支持性

货币政策框架下，更加匹配区域产业结构差异化发展的精准适配；另一方面先试点再推广，降低了容错成本，积累可复制的成功经验。

提升人民币的国际竞争力。央行行长潘功胜在主题演讲中指出单一主权货币体系下的不稳定问题，我们认为在当前美元信用体系风险加大的背景下，通过提升人民币在全球贸易结算体系以及金融体系中的权重，有望加快推进人民币国际化发展的步伐。上海同香港于会议期间签署了《沪港国际金融中心协同发展行动方案》，通过深化金融市场互联互通、推动数字人民币跨境支付与离岸金融创新、强化绿色金融与科技金融协作等多方面进行相互赋能，提升人民币的国际竞争力。

制度型开放吸引全球资源。金融基础设施方面，在上海设立数字人民币国际运营中心，提升跨境支付效率；设立银行间市场交易报告库，通过高频数据强化金融监管和防风险能力，提升市场透明度；发展自贸离岸债，拓宽相关企业融资渠道。跨境金融创新方面，进行离岸贸易金融服务综合改革试点；优化升级自由贸易账户功能；人民币外汇期货交易研究，利于企业进行外汇风险的管理。资本市场方面，包括 QFII 优化准入以及投资，将 QFII 可交易期货期权品种拓展到 100 个，进一步增强各类外资参与中国资本市场的便利度。金融服务方面，希望更多外资机构积极参与养老金融试点；支持外资机构在理财投资、资产配置、保险规划等领域加大布局。

“含科”量高，股债联动服务科技创新发展。权益方面：实施科创板“1+6”深化政策，“1”为在科创板设置科创成长层，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，同时配套 6 项改革措施，涵盖引入专业投资者，扩围人工智能、商业航天、低空经济等前沿科技领域，优化融资机制等，构建适配未盈利科技企业的资本市场支持体系。债市方面：科创产品有望进一步扩容，包括科创债 ETF、可交换债、可转债、REITs 等。自 5 月 7 日央行及证监会联合发布支持发行科创债以来，市场总规模已达到 4930 亿元（截至 6 月 18 日）；其中银行是占比最高的发债主体，合计已发行 2175 亿元；剔除金融机构后，央企和国企做为主体已发行 1979 亿元，其余民营企业的发行规模不到整体的 10%，科技创新债券风险分担工具有望降低中小企业发行科创债的难度，拓宽融资渠道，降低融资成本，也使债券科创板的发行主体更多元化。

本次论坛推出的政策举措聚焦开放、科技等主题，同时结构性货币政策工具在区域层面进行试点创新。加强基础设施的建设，创新制度环境，有望提升人民币跨境支付的效率，进一步扩大在跨境支付中的规模。更加开放的金融市场制度型标准，或将推动外资配置国内资产的动力。科技方面，科创板的“1+6”深化政策，有望从投融资两端，发挥资本市场资源配置的优势，推动金融服务科技创新发展，促进经济新旧动能的转换。

5.2.5 月国内经济数据：消费表现亮眼，地产拖累加深

5 月社零总额同比 6.4%，前值 5.1%；固投同比 3.7%，前值 4.0%；规上工业增加值同比 5.8%，前值 6.1%。

网上消费叠加以旧换新，5 月社零增速回升明显。5 月社零季调环比 0.93%，剔除 2020 年同期异常值来看，为 2014 年以来最高，明显超季节性。分项上，餐饮（5.9%，+0.7pct）以及商品零售（6.5%，+1.4pct）增速均有提升，商品回升的幅度更大一些。主要线索上：1.网上零售贡献的增量较大。受益于 618 购物节开启的小幅提前，以及以旧换新的扩容，5 月实物商品网上零售额累计同比升至 6.3%，可比口径调整后的当月同比由 6.1%升至 8.2%，对整体社零增速的贡献率在 32%左右。2.以旧换新贡献的增量仍然较大。相关品类中，家电（53.0%，+14.2pct）以及通讯器材（33.0%，+13.1pct）在高位上进一步提升，办公用品、家具维持高位。3.受益于金价上涨，金银珠宝零售增速连续两个月维持在 20%以上。

工业生产在年初冲高后，继续小幅回落。1.首先，规模以上工业增加值增速在今年3月春节后复工节奏错位以及“抢出口”的影响下冲高，此后连续两个月回落。2.5月进一步小幅回落至5.8%的当月同比增速，仍然高于去年5.6%的中枢水平，总体韧性仍强。3.基于对出口的判断来看，“抢出口”改变的是节奏，并非趋势，这一逻辑下对生产的带动在下半年总体相对弱化，出口交货值增速5月已回落至0.6%。4.从行业来看，中游增速仍处领先，但增速普遍回落；从工业品产量来看，集成电路回升，智能手机降幅收窄，或与美国关税豁免相关。与内需相关的水泥、粗钢仍在低位。

固定资产投资增速走低，地产拖累加大。5月固定资产投资累计同比及当月同比延续回落的趋势。边际上来看，制造业投资、基建投资、房地产投资当月增速均有下滑。

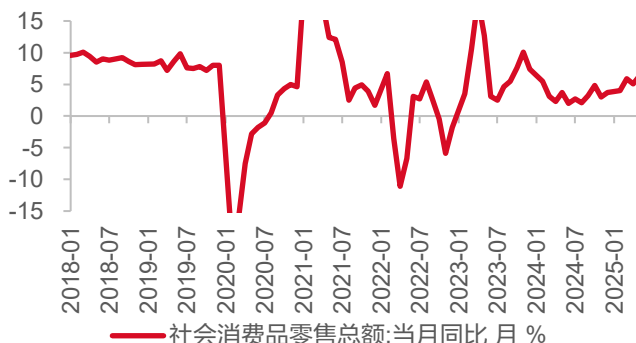
基建增速小幅回落，公用事业维持高增速。5月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至9.3%和5.1%。两者之间的差异主要体现在后者不包含的公用事业投资5月累计同比依然高达25.4%。以地方投资为主的狭义基建虽然在化债约束减轻的背景下，增速中枢高于去年，石油沥青装置开工率自4月中上旬以来也已高于去年同期。

房地产增量政策出台的必要性在上升。销售端来看，新建商品房销售累计同比降幅小幅扩大至-2.9%，为2024年5月来首次降幅走扩，可比口径下当月同比降幅也扩大至-3.3%。从30城截至6月15日的数据来看，同比-10.0%，相较5月的-5.0%降幅也有所扩大，前期需求端减税降房贷利率的累计效应在逐步减弱。投资端来看，累计同比降至-10.7%，可比口径下当月同比降至-12.0%，两者均连续3个月下滑。地产投资及销售端的压力都在加大，6月13日国常会提出要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，要更大力度推动房地产市场止跌回稳，增量政策出台的预期明显提升。

制造业投资维持韧性。5月制造业投资可比口径下当月同比小幅回落至7.8%，前值8.2%。细分行业上，设备更新政策以及产业升级新动能的支撑延续，其中设备工器具投资增速5月累计同比17.3%，继续大幅高于整体制造业投资。

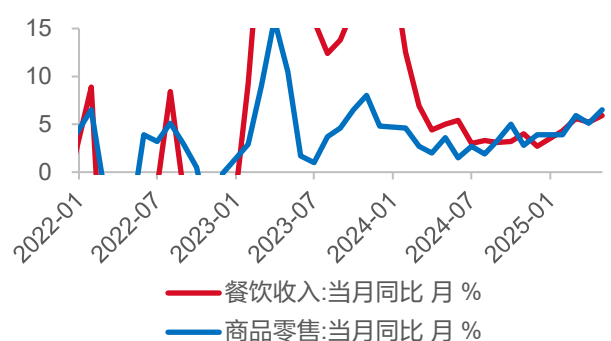
5月经济数据中表现最亮眼的无疑是消费，这也得益于以旧换新政策效果的持续显现，以及“618”购物节的叠加影响。但工业生产以及投资增速均小幅回落，前者受出口拖累，这一点在6月可能减轻，豁免期内的“抢出口”效应或在6月显现；后者受地产拖累的幅度加深，剔除地产后的累计同比7.7%，反映出基建以及制造业投资仍相对稳健。后续来看，“抢出口”的支撑在短期，尤其从三季度末开始出口面临的基数压力也在增加，稳内需的重要性将进一步体现。短期关注房地产增量政策出台的可能性，以及4月政治局会议提到的新型政策性金融工具。

图39 社会消费品零售总额当月同比，%



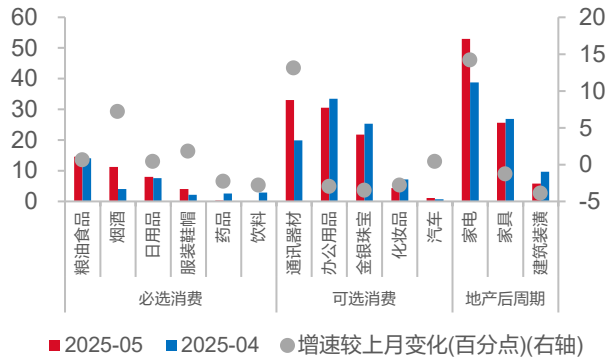
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 餐饮收入及商品零售当月同比，%



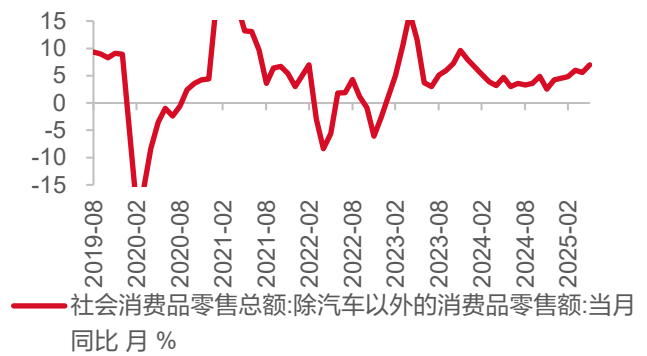
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 除汽车以外的消费品零售总额当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.3.美联储 6 月 FOMC 会议维持鹰派立场，内部分歧加剧

当地时间 6 月 18 日，美联储召开 6 月 FOMC 会议，继续维持基准利率在 4.25%-4.50% 不变。

“滞涨式”经济预测，美联储下调经济增长预测，上调通胀和失业预测。即使美联储在声明中提及经济增长的不确定性有所减退(diminished)，但在 SEP 报告中，美联储依然将 2025 年经济增长预测下调 30 基点至 1.4%；PCE 和核心 PCE 均上调 30 基点分别至 3.0%和 3.1%；失业率上调 10 基点至 4.5%。整体预测调整方向依然是往“滞涨”周期进行，与 3 月 SEP 报告预测方向一致。

点阵图显示更加鹰派降息预期，美联储内部分歧加剧。6 月点阵图显示有 7 位官员支持在今年年内维持目前利率区间不变，较 3 月增加 3 位。同时，有 8 位官员认为今年会总计降息 50 基点，较 3 月减少 1 位。我们认为其内部的意见分歧加剧主要在于两点。一是美国关税谈判依然存在不确定性：欧洲、日本、印度等国家对于自己核心贸易利益均展现出强硬不退让的态势。关税最终规模、时间、程度依然没有最终落定。二是中东战场的全面升级的可能性，其对于能源通胀和美债长端收益率（即美国赤字问题）均有较大摇摆的空间。

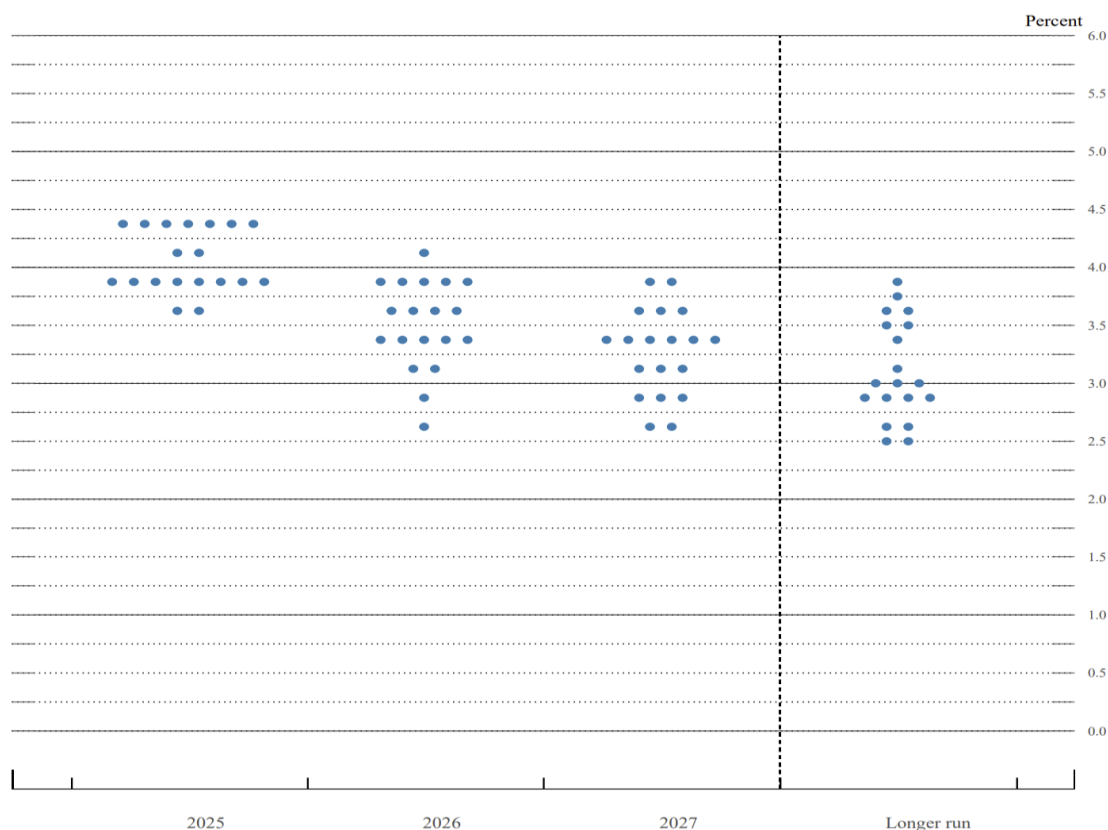
鲍威尔修正“通胀暂时论”：关注通胀后续传导。鲍威尔认为虽然关税对通胀的传导不及预期，但预计关税影响将在后续几月逐渐显现。同时，鲍威尔一反此前“通胀暂时论”的说法，提及近期通胀预期上行的情况，需要考虑到通胀会长期持续(inflation effects could instead be more persistent)的可能性。对于美国就业和经济增长，鲍威尔依然显示出信心，认为就业保持稳健(remained solid)；国内私人最终消费(PDFF)保持在 2.5%强劲水平。我们认为，在 4-5 月通胀不及预期之后，鲍威尔本次修改“通胀暂时论”的发言时间点相对微妙。鲍威尔更加倾向于让市场在关税尚未明了的情况下，淡化前端通胀数据，转而观测就业与消费支出等更加反应需求的中性数据。

资产价格波动幅度较小。6 月 FOMC 声明和鲍威尔发布会发言都相对偏鹰。美股先下跌后小幅回升转为震荡；美债收益率先上涨后小幅回落；黄金下跌；美元指数上涨。CME FedWatch 显示市场押注 7 月降息 25bp 概率从 14.5%走低至 10.3%；押注 9 月降息概率从 54.8%升高至 60.1%。

5 月 FOMC 继续维持基准利率不变，符合市场的预期。点阵图较 3 月更加鹰派，并且显示美联储内部决议官员意见分歧加剧。同时，FOMC 声明中将“经济前景不确定性进一步增加”改成“不确定性有所减退(diminished)”，并且删除了“高失业高通胀风险上升”的表述。6 月 SEP 将 2025 年和 2026 年的经济预测下调，通胀预测和失业预测上调。美联储主席鲍威尔在发布会上一反此前“通胀暂时论”说法，提到近期通胀预期上行的情况，并且认为关税对

于通胀的影响会在后续几个月显现，同时需要考虑到通胀会长期持续(inflation effects could instead be more persistent)的可能性。

图43 美联储 6 月 FOMC 点阵图显示美联储 2025 年内降息意见分歧加剧



资料来源：FED，东海证券研究所

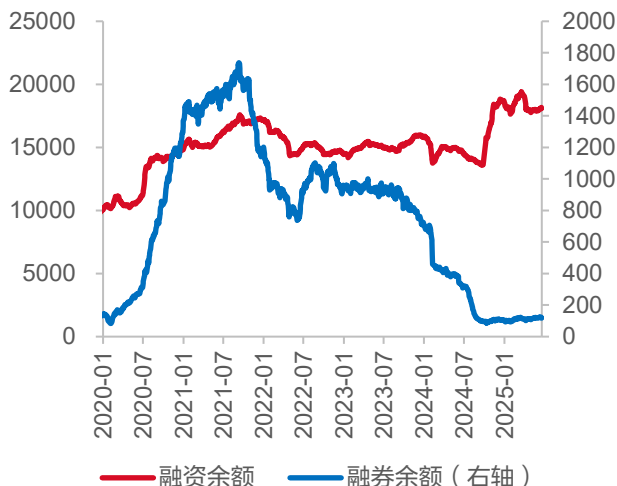
5.4. 资金及流动性跟踪

融资余额增长。6月19日，融资余额 18091.67 亿元，较上周末增长 47.2 亿元。

普通股票型基金仓位环比下跌，偏股混合型基金仓位环比上涨。6月20日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.24%、77.35%，分别较上周下跌 1.09%、上涨 1.36%。

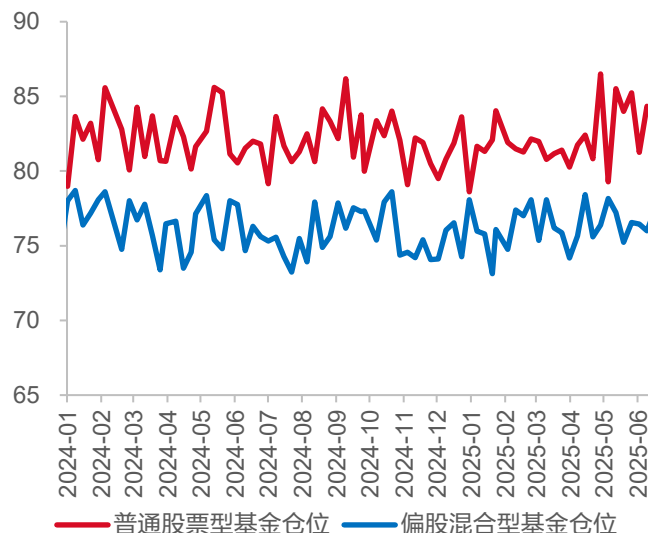
资金利率上升。6月20日当周，DR007 周均为 1.5227%，较上周环比上升 0.53 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.6318%，较上周环比下降 1.08 个 BP。

图44 两融余额, 亿元, 亿元



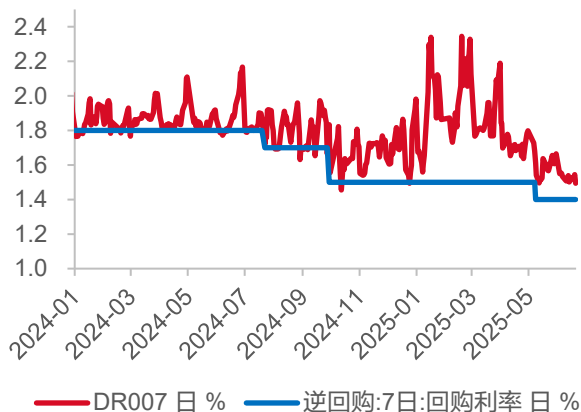
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 6月13日，以色列对伊朗发起攻击，伊朗随即回击，双方冲突已持续48小时。原定15日的伊核谈判因冲突取消。普京与特朗普通话，表示俄罗斯愿调解以伊冲突，双方同意应结束冲突。

2) 6月17日，日本央行维持基准利率在0.50%不变，连续第三次按兵不动。将逐步缩减国债购买，计划2026年4日起每季度每月减少约2000亿日元，至2027年初总量约减至2万亿日元。央行强调缩减将循序渐进，保持灵活以稳定市场。

3) 6月17日，美国商务部公布的数据显示，美国5月零售销售环比降0.9%，预期降0.7%，前值从升0.1%修正为降0.1%。美国5月核心零售销售环比降0.3%，预期升0.1%，前值从升0.1%修正为持平。

4) 6月19日，英国央行决定将基准利率维持在4.25%不变，符合预期。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

1) 6月17日, 习近平在阿斯塔纳会见乌兹别克斯坦总统米尔济约耶夫, 双方就中东局势交换意见。习近平表示, 中方对以色列打击伊朗引发局势升级深感担忧, 反对侵犯主权, 呼吁缓和冲突, 愿为中东和平稳定发挥作用。

2) 6月19日, 习近平与普京通话, 重点讨论中东局势。习近平强调局势危急, 升级将殃及地区国家, 呼吁缓和冲突。普京称以色列袭击伊朗核设施危险, 主张通过对话解决伊核问题, 愿与中方合作推动局势降温。

3) 6月16日至18日, 李强在江苏调研强调, 要坚持创新驱动、扩大需求、深化改革开放, 推动高质量发展。工程机械应加快向高端化、智能化、绿色化转型, 推动产业升级, 强化大中小企业协同创新。

4) 央行行长潘功胜在 2025 陆家嘴论坛上宣布八项金融开放举措, 包括设立交易报告库、数字人民币国际运营中心和个人征信机构; 推进临港离岸金融改革、发展自贸离岸债; 优化自贸账户功能; 在沪试点结构性货币政策工具; 研究推动人民币外汇期货交易。

5) 6月19日, 深交所召开债券 ETF 高质量发展会议, 推动落实新“国九条”。会上提到, 首批基准做市信用债 ETF 已推出, 科创债 ETF 也在申报。后续将研究降低门槛、优化机制, 扩大产品覆盖, 提升市场效率。

6) 6月20日, 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率(LPR)分别维持在 3%和 3.5%不变。

7) 6月20日, 跨境支付通启动仪式在中国人民银行举行。跨境支付通将于 6月22日上线运行, 开启内地和香港支付互联互通新篇章。

8) 1-5月, 全国一般公共预算收入 96623 亿元, 同比下降 0.3%。其中, 全国税收收入 79156 亿元, 同比下降 1.6%; 非税收入 17467 亿元, 同比增长 6.2%。分中央和地方看, 中央一般公共预算收入 41486 亿元, 同比下降 3%; 地方一般公共预算本级收入 55137 亿元, 同比增长 1.9%。1-5月印花税 1787 亿元, 同比增长 18.8%。其中, 证券交易印花税 668 亿元, 同比增长 52.4%。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《关于支持加快建设上海国际金融中心的意见》印发。支持加快建设上海国际金融中心, 推动股权、债券、期货等市场高质量发展, 强化科创板定位, 支持并购做强企业。目标 5 至 10 年内全面提升上海金融中心能级, 增强人民币资产配置与风险管理功能。

2) 《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》印发。重启未盈利企业第五套上市标准, 设立专门层次, 推进制度更包容。改革重点强化风险揭示与投资者保护, 包括统一标注“U”、提高摘除“U”标准, 要求定期披露未盈利原因及风险。

3) 《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》审议通过。支持高端医疗器械创新发展。据了解, 医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生

物材料医疗器械等技术集成度高，是高端医疗器械的典型产品，也是塑造医疗器械新质生产力的关键。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

7.财经日历

图48 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
6/25	9:20	中国	6 月中期借贷便利(MLF):投放:1 年:当月值(亿元)	5000	
6/25	22:00	美国	5 月新屋销售:季调:折年数(千套)	743	
6/26	20:30	美国	第一季度实际 GDP:季调:环比折年率(终值)(%)	2.4	-0.3
6/26	20:30	美国	第一季度 PCE 价格指数:季调(终值)(2017 年=100)	124.48	
6/26	20:30	美国	第一季度个人消费支出:季调:折年数(终值)(十亿美元)	16273.19	
6/27	09:30	中国	5 月工业企业利润:累计同比(%)	1.4	
6/27	20:30	美国	5 月个人消费支出:季调(十亿美元)	20669.54	
6/27	20:30	美国	5 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	66195	
6/27	20:30	美国	5 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	2.52	
6/27	20:30	美国	5 月 PCE 物价指数:同比(%)	2.15	

资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性，若关税政策超预期，或导致中国出口规模的下降，影响顺差规模回落，或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性，或导致美国通胀预期走高，影响美联储长期维持高利率，对人民币汇率形成压力，进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响，消费价格同比下降或影响消费预期，工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089