

宏观和大类资产配置周报

本周 A 股表现弱勢

我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1 个百分点，其中就业主体人群失业率保持稳定，青年人失业率连续三个月下降。（万得）
- **要闻**：国家主席习近平出席第二届中国-中亚峰会并作主旨发言。习近平指出，我们要以更加进取的姿态和更加务实的举措加强合作，推动共建“一带一路”高质量发展，朝着构建中国-中亚命运共同体目标砥砺前行。

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数下跌 0.45%，沪深 300 股指期货下跌 2.17%；焦煤期货本周上涨 3.04%，铁矿石主力合约本周下跌 0.07%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.16%；十年国债收益率与上周持平，仍为 1.64%，活跃十年国债期货本周上涨 0.15%。

资产配置建议

- 5 月经济数据表现延续内部分化，但与此前的经济特点有所不同：工业增加值同比增速较 4 月有所下降，社零同比增速较 4 月明显上升，且好于万得一致预期，固投累计同比增速较 1-4 月继续小幅下降。

6 月 18 日，2025 陆家嘴论坛在上海开幕，“一行两局一会”主要负责人重磅发声；其中，央行宣布八项重磅金融政策；金融监管总局会同上海市人民政府联合印发《关于支持上海国际金融中心建设行动方案》；证监会制定了《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》推出 6 项改革举措，特别提出对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。我们认为本次陆家嘴论坛将带来两方面影响：一是既有政策加速落地，包括人民币国际化、对外资加大开放力度、科技企业并购贷款试点、科创债等，二是加速应对科技发展带来的挑战，包括数字人民币、人民币外汇期货交易等。

我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>大宗>债券>货币。

- **风险提示**：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《市场更新：预期提振有待政策进一步加力》
20250619

《降息应在涨价后》20250619

《论坛内容侧重长期制度建设》20250619

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.6.22）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率中枢在 2% 下方	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
本周沪深 300 指数下跌 0.45%	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	8
大类资产表现	10
A 股：本周仅上证红利指数上涨	10
债券：十年国债收益率与上周持平	11
大宗商品：本周商品期货指数下跌 2.34%	12
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方	13
外汇：人民币兑美元中间价本周下行	13
港股：医疗保健业跌幅领先	14
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点（2025.6.22）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现（单位：%）	8
图表 5. 建材社会库存周度表现	8
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	8
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	8
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	8
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	9
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	9
图表 11. 汽车周消费规模表现	9
图表 12. 本周权益类资产涨跌幅	10
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 14. 信用利差和期限利差	11
图表 15. 央行公开市场操作净投放	11
图表 16. 7 天资金拆借利率	11
图表 17. 大宗商品本周表现	12
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 理财产品收益率曲线	13
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 23. 恒指走势	14
图表 24. 陆港通资金流动情况	14
图表 25. 港股行业涨跌幅	14
图表 26. 港股估值变化	14
图表 27. 本期观点（2025.6.22）	16

一周概览

本周沪深 300 指数下跌 0.45%

本周沪深 300 指数下跌 0.45%，沪深 300 股指期货下跌 2.17%；焦煤期货本周上涨 3.04%，铁矿石主力合约本周下跌 0.07%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.16%；十年国债收益率与上周持平，仍为 1.64%，活跃十年国债期货本周上涨 0.15%。

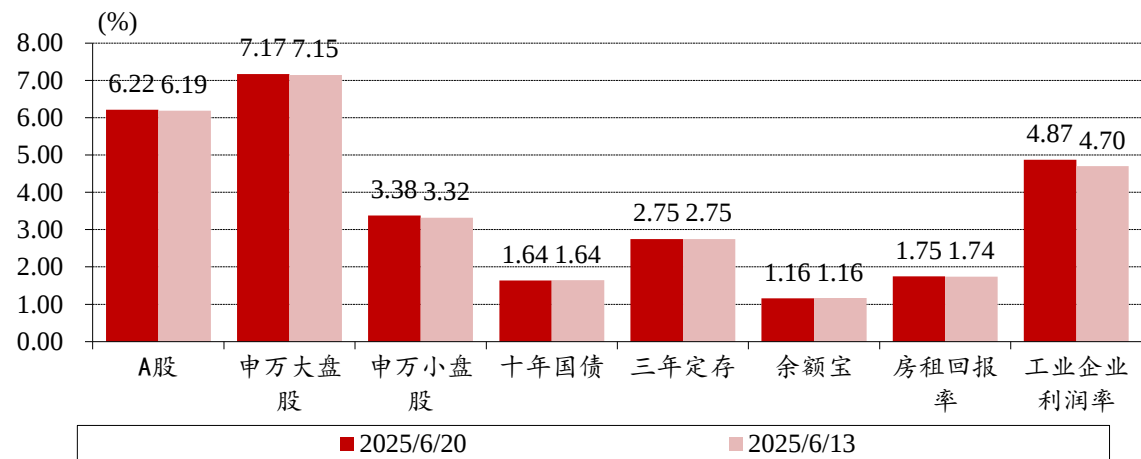
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.45% 沪深 300 期货 -2.17% 本期评论：关注“稳增长”政策落实情况 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 1.64%/本周变动 0BP 活跃 10 年国债期货+0.15% 本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 -0.07% 焦煤期货 +3.04% 本期评论：关注财政增量政策落实进度 配置建议：标配	余额宝 1.16%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 1.85%/与上周持平 本期评论：收益率将在 2%上下波动 配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

6 月 18 日，2025 陆家嘴论坛在上海开幕，“一行两局一会”主要负责人重磅发声，央行宣布八项重磅金融政策；金融监管总局会同上海市人民政府联合印发《关于支持上海国际金融中心建设行动方案》；证监会制定了《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》推出 6 项改革举措，特别提出对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。我们认为本次陆家嘴论坛“一行两局一会”发声，将带来两方面影响：一是既有政策加速落地，包括人民币国际化、对外资加大开放力度、科技企业并购贷款试点、科创债等，二是加速应对科技发展带来的挑战，包括数字人民币、人民币外汇期货交易等。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券；注：房租回报率、工业企业利润率为月频数据，图表中所列为近二月数据

股市方面，本周市场指数整体表现弱势，仅上证红利指数上涨，当周涨幅为 0.24%；领跌的指数为中证 500，当周跌幅为 1.75%；港股方面，恒生指数下跌 1.52%，恒生国企指数下跌 1.48%，AH 溢价指数上行 2.52%，收于 130.57；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.15%，纳斯达克上涨 0.21%。

债市方面，本周国内债市主要指数均有上涨，中债总财富指数本周上涨 0.25%，中债国债指数上涨 0.29%，金融债指数上涨 0.15%，信用债指数上涨 0.11%；本周十年美债利率下行 3 BP，周五收于 4.38%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 -2 BP，周五收于 1.16%。

期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 1.45%，收于 74.04 美元/桶；COMEX 黄金下跌 1.98%，收于 3384.40 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.05%，LME 铜上涨 0.16%，LME 铝上涨 2.34%；CBOT 大豆下跌 0.86%。美元指数上涨 0.63% 收于 98.76。VIX 指数下行至 20.62。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/6/16 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/6/20 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,359.90	(0.51)	(0.25)	0.37	0.24
	399001.SZ	深证成指	10,005.03	(1.16)	(0.60)	(0.35)	(3.93)
	399005.SZ	中小板指	6,311.12	(0.43)	(0.65)	0.53	(1.11)
	399006.SZ	创业板指	2,009.89	(1.66)	0.22	0.84	(6.15)
	881001.WI	万得全 A	5,087.26	(1.07)	(0.27)	0.26	1.30
	000300.SH	沪深 300	3,846.64	(0.45)	(0.25)	0.17	(2.24)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	250.14	0.25	0.18	0.56	1.11
	CBA00603.C	中债国债	248.36	0.29	0.18	0.71	1.00
	CBA01203.C	中债金融债	247.38	0.15	0.07	0.35	0.60
	CBA02703.C	中债信用债	223.62	0.11	0.10	0.27	1.18
	885009.WI	货币基金指数	1,722.53	0.02	0.02	0.07	0.66
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	74.04	1.45	13.32	21.80	3.23
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,384.40	(1.98)	3.17	2.08	28.15
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	2,992.00	1.05	(0.44)	0.98	(11.47)
	CA.LME	LME 铜	9,660.50	0.16	(0.47)	1.71	10.18
	AH.LME	LME 铝	2,561.50	2.34	2.14	4.81	0.39
	S.CBT	CBOT 大豆	1,060.50	(0.86)	1.06	1.80	4.95
货币	-	余额宝	1.16	-2 BP	-1 BP	-1 BP	-10 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.76	0.63	(1.07)	(0.68)	(8.96)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.18	(0.03)	0.05	0.16	1.58
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.26	0.22	(0.91)	(1.13)	(8.58)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.94	0.87	(0.43)	1.48	(5.69)
港股	HSL.HI	恒生指数	23,530.48	(1.52)	0.42	1.03	17.30
	HSCEI.HI	恒生国企	8,527.07	(1.48)	0.30	1.13	16.97
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	130.57	2.52	(3.69)	(2.26)	(12.43)
美国	SPX.GI	标普 500	5,967.84	(0.15)	(0.39)	0.95	1.47
	IXIC.GI	NASDAQ	19,447.41	0.21	(0.63)	1.75	0.71
	UST10Y.GBM	十年美债	4.38	-3 BP	-10 BP	-3 BP	-20 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.62	(0.96)	24.15	11.04	18.85
	CRB.RB	CRB 商品指数	312.53	0.85	2.99	7.61	5.33

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家主席习近平出席第二届中国-中亚峰会并作主旨发言。习近平指出，我们要以更加进取的姿态和更加务实的举措加强合作，推动共建“一带一路”高质量发展，朝着构建中国-中亚命运共同体目标砥砺前行。峰会期间，习近平同中亚五国元首共同签署永久睦邻友好合作条约。峰会宣布签署共建“一带一路”、人员往来便利化、绿色矿产、贸易畅通、互联互通、工业、海关等领域 12 份合作文件。

国家主席习近平同俄罗斯总统普京通电话，重点就中东局势交换意见。习近平表示，当前中东局势很危急，再次印证世界进入新的动荡变革期。如果冲突进一步升级，不仅冲突双方将遭受更大损失，地区国家也将深受其害。针对当前事态，习近平提出四点主张：第一，推动停火止战是当务之急；第二，保障平民安全是重中之重；第三，开启对话谈判是根本出路；第四，国际社会促和努力不可或缺。

国家主席习近平同哈萨克斯坦总统托卡耶夫会谈。习近平强调，中哈要以高质量共建“一带一路”促进两国合作提质升级，巩固贸易、投资、能源等传统合作优势，推进跨境铁路项目建设和口岸基础设施改造，提升互联互通水平，拓展高新技术合作，推动绿色可持续发展。

国务院总理李强在江苏调研时强调，要坚持创新驱动发展，着力扩大有效需求，进一步营造干事创业浓厚氛围，在深化改革开放中激发高质量发展动力活力，推动经济运行持续向好。

外交部发言人宣布：应俄罗斯联邦政府邀请，中共中央政治局常委、国务院副总理丁薛祥将于 6 月 19 日至 21 日赴俄罗斯出席第二十八届圣彼得堡国际经济论坛。

国务院副总理何立峰在山东调研外贸工作时指出，希望广大企业敢于直面问题，善于迎难而上、应变求变，充分发挥自身优势，继续专注主业，深耕国际市场，不断推动产品、技术和业态创新升级，主动积极融入以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

国务院副总理何立峰出席第六届跨国公司领导人青岛峰会开幕式并致辞。何立峰指出，中国是跨国公司理想、安全、有为的投资目的地。中国将坚定不移推进高水平对外开放，打造国际一流营商环境，坚定维护多边贸易体制。

2025 陆家嘴论坛在上海举行，央行、金融监管总局、证监会、外汇局等部门发布多项金融举措，助力高水平开放。央行将推出 8 项政策举措支持上海国际金融中心建设，包括设立数字人民币国际运营中心、“先行先试”结构性货币政策工具创新等。金融监管总局将支持外资机构参与更多金融业务试点。证监会将在科创板设置科创成长层，同时推出 6 项更具包容性、适应性的改革措施。外汇局将在全国实施支持科研机构吸引利用外资、扩大科技型企业跨境融资便利等政策。

中央金融委员会印发《关于支持加快建设上海国际金融中心的意见》明确，经过五至十年的建设，上海国际金融中心能级全面提升，基本建成与我国综合国力和国际影响力相匹配的国际金融中心。金融监管总局、上海市政府配套印发《关于支持上海国际金融中心建设行动方案》。

中国驻美国大使谢锋指出，当前中美关系正处在关键节点，合作共赢还是两败俱伤，是摆在我们面前两条截然不同的航道。中方有诚意但讲原则，中国的主权安全发展利益是不可逾越的红线。

商务部召开例行新闻发布会介绍，中方依法依规不断加快对稀土相关出口许可申请的审查，已经依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。另外，中方已为加入 CPTPP 作好了充分准备，希望 CPTPP 成员能加快中国加入进程。

上海与香港共同签署《沪港国际金融中心协同发展行动方案》，聚焦推进沪港两地基础设施互联互通、共建金融产品服务体系、上海与香港离岸金融的战略互补等六方面，共提出 38 条具体举措。

6 月 20 日上午，中国人民银行与香港金融管理局联合举办内地与香港快速支付系统互联互通（以下简称跨境支付通）启动仪式，中国人民银行行长潘功胜，中央港澳工作办公室副主任、国务院港澳事务办公室副主任王灵桂，香港金融管理局总裁余伟文出席并致辞，中国人民银行副行长陆磊主持。跨境支付通是中央政府支持香港发展和便利民生、推动内地与香港合作的又一项重要举措，通过内地网上支付跨行清算系统与香港快速支付系统“转数快”直接连接，在遵守两地法律法规的前提下，支持参与机构为两地居民提供高效、便捷、安全的跨境支付服务。跨境支付通将于 2025 年 6 月 22 日上线运行。跨境支付通的推出，有利于提升两地跨境支付效率和服务水平，便利两地经贸活动和人员往来，巩固和提升香港国际金融中心地位。

国家相关主管部门表示，3000 亿元消费品以旧换新支持资金已下达 1620 亿元，剩余资金将有序下达。有关部门正指导地方平稳有序使用“国补”资金，推动政策发挥更大效能。

国家统计局发布最新经济数据显示，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，社会消费品零售总额增长 6.4%。前 5 个月，全国固定资产投资同比增长 3.7%。高端制造、数字经济等发展新动能持续壮大，5 月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.6%，数字产品制造业增加值同比增长 9.1%。

国家统计局公布 70 城房价数据，5 月份，各线城市房价环比下降，一线、二线城市新房价格均环比下降 0.2%，一线城市二手房价格环比下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。各线城市房价同比降幅继续收窄。从房价上涨的城市来看，杭州新房价格环比涨幅全国第一，无锡二手房价环比涨幅居首。1-5 月份，全国新建商品房销售面积和销售额同比分别下降 2.9% 和 3.8%。同时，新开工降幅继续低位收窄，投资降幅略有扩大，商品房库存已经连续三个月减少。

国家统计局发布数据显示，5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1 个百分点，其中就业主体人群失业率保持稳定，青年人失业率连续三个月下降。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周钢材开工率环比上周整体上升，其中，线材开工率变动+0.61个百分点。6月13日当周，建材社会库存环比变动-5.90万吨。6月18日当周，多数地区石油沥青装置开工率环比上周持平，仅华南地区开工率较前一周有所下降。

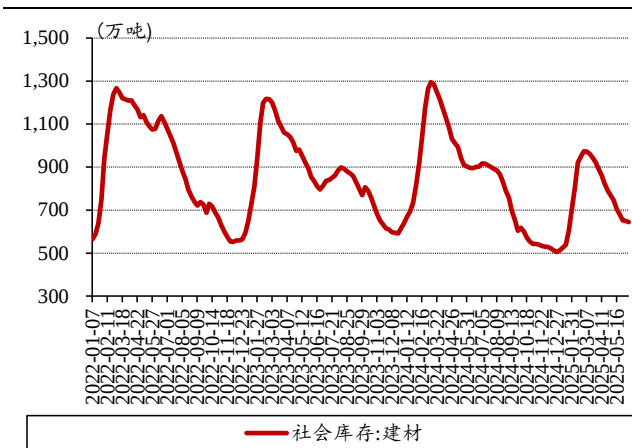
图表 4.原材料产品高频指标周度表现 (单位：%)

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率	42.31	0.00	0.32
	线材：主要钢厂开工率	46.52	0.61	(1.73)
石油沥青装置	开工率:华北地区	13.80	0.00	(24.40)
	开工率:华南地区	37.50	(5.70)	13.30
	开工率:东北地区	21.90	0.00	3.00
	开工率:西北地区	35.70	0.00	14.80

资料来源：万得，中银证券

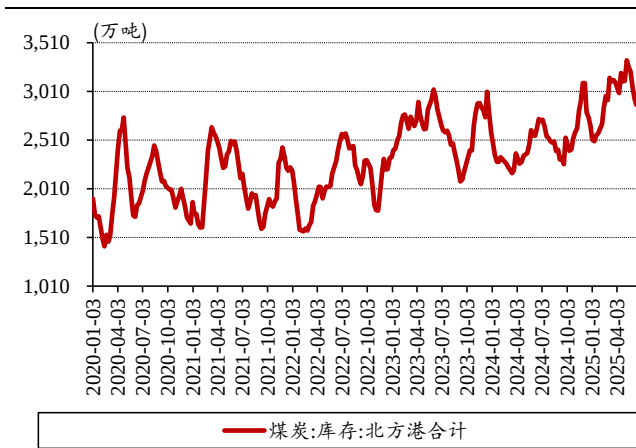
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-0.95%。原油库存方面，6月13日当周，美国 API 原油库存明显下滑，本周环比变动-1013.30万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



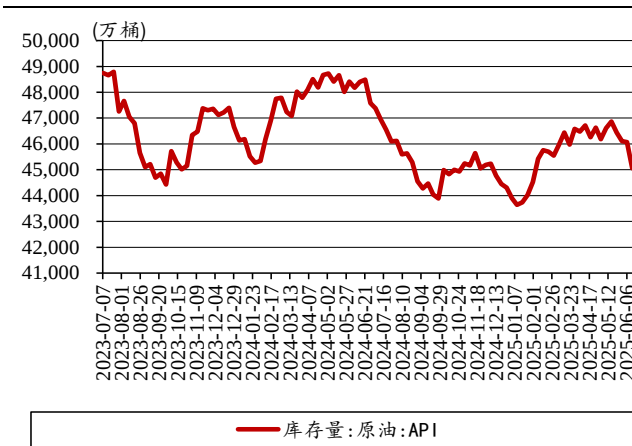
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



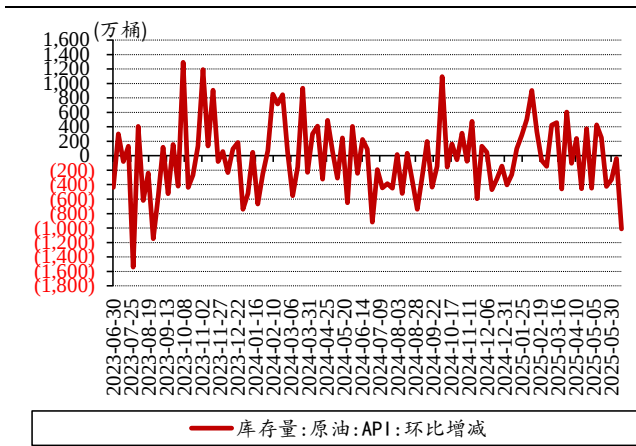
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



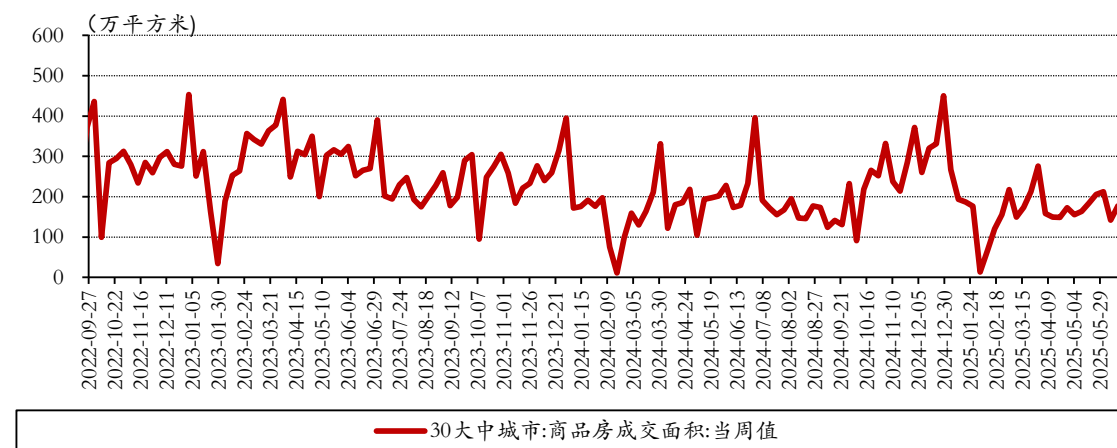
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

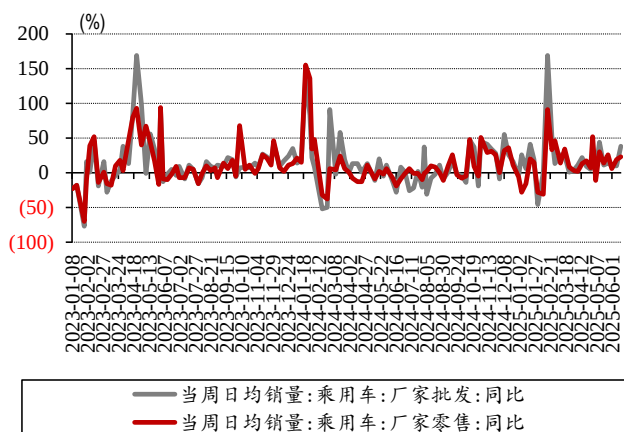


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比小幅回升。6月15日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周小幅回升，单周成交面积为176.87万平方米。我们预计，年内“稳地产”政策组合效应有望持续发挥，下半年商品房销售有望温和回升。

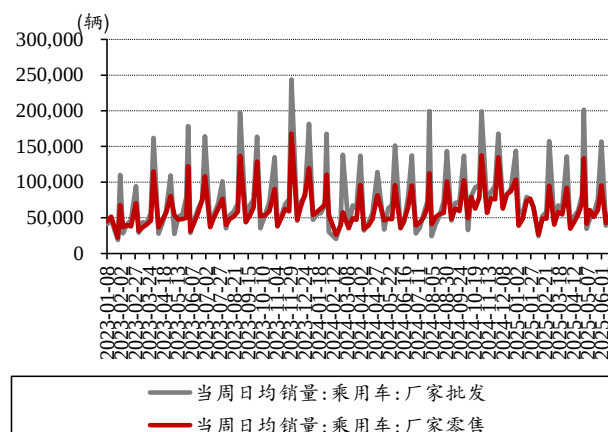
汽车方面，6月15日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为38%和23%。“促消费”是年内扩内需的重要发力点，我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周仅上证红利指数上涨

本周市场指数整体表现弱势，仅上证红利指数上涨，周涨幅为 0.24%，领跌的指数包括中证 500 (-1.75%)、中证 1000 (-1.74%)、创业板指 (-1.66%)。行业方面，领涨的行业有银行 (3.13%)、通信 (1.43%)、电子元器件 (1.05%)，领跌的行业有医药 (-4.16%)、纺织服装 (-4.10%)、商贸零售 (-4.08%)。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	0.24	银行	3.13	可燃冰指数	5.21
上证 50	(0.10)	通信	1.43	锂电池指数	2.30
中小板指	(0.43)	电子元器件	1.05	OLED 指数	1.65
创业板指	(1.66)	商贸零售	(4.08)	高送转概念指数	(4.64)
中证 1000	(1.74)	纺织服装	(4.10)	稀土永磁指数	(5.53)
中证 500	(1.75)	医药	(4.16)	共享单车指数	(6.41)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

监管动态：证监会宣布重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，支持人工智能、商业航天、低空经济等前沿科技领域企业适用第五套标准，试点引入资深专业机构投资者制度，面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制。另外，证监会将在创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。

监管动态：“科创板八条”落地实施一周年以来，伴随着配套政策的落地和改革的持续推进，科创板市场正在成为推动中国新质生产力发展的重要创新引擎和平台。数据显示，截至 6 月 17 日，科创板上市公司已经达到了 588 家，总市值达到 6.80 万亿元，接近 7 万亿元。科创板 2024 年全年研发投入总额达到 1680.78 亿元，超过净利润的 2.5 倍，同比增长 6.4%，最近 3 年复合增速达 10.7%。

监管动态：证监会发布公告称，将从 10 月 9 日起允许合格境外投资者参与场内 ETF 期权交易，交易目的限于套期保值。此举旨在促进合格境外投资者对 A 股的长期投资。

监管动态：中国资本市场学会获批在上海注册成立，定位于打造资本市场理论研究、学术交流、决策咨询高端智库平台。

高科技产业：人工智能企业掀起新一轮赴港上市热潮。据第一财经统计，在港交所排队候审的 AI 企业，包括卧安机器人、群核科技、云迹科技、深演智能、奕斯伟、仙工智能等 20 余家，较往年同期激增。

消费产业：新消费景气度高企之际，白酒股仍在挣扎地寻底中。截至 6 月 16 日收盘，白酒股年内“全军覆没”，其中 8 只的跌幅超过 20%，跌幅最大的是迎驾贡酒，高达 28.4%；五粮液、泸州老窖、洋河股份等均创年内新低。

债券：十年国债收益率与上周持平

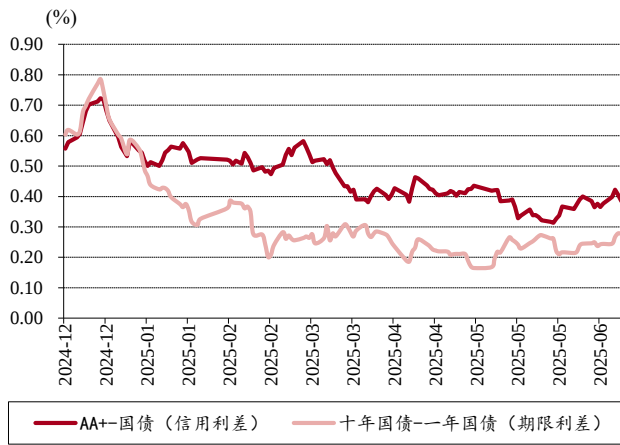
十年期国债收益率周五收于 1.64%，与上周持平，十年国开债收益率周五收于 1.68%，较上周五下行 4BP。本周期限利差上行 4BP 至 0.28%，信用利差为 0.37%，与上周持平。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

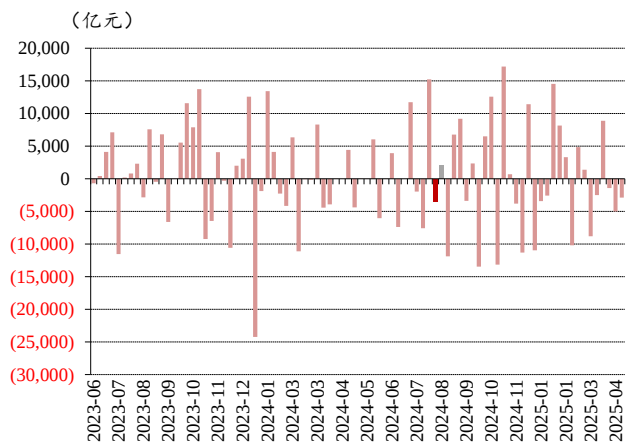
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

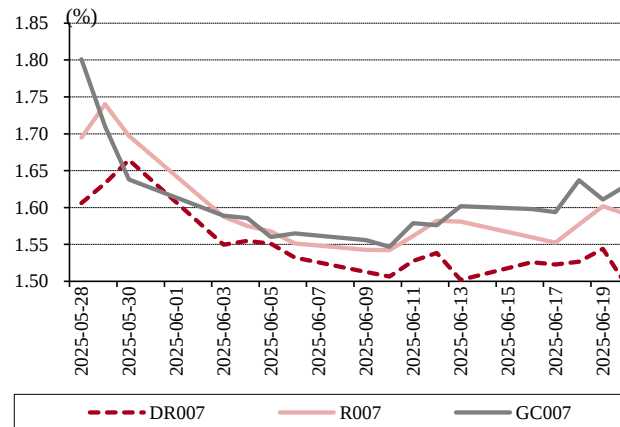
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.4941%、1.5910% 和 1.6300%，较上周分别变动-3BP、3BP 和 3BP。本周央行在公开市场净投放 1021 亿元，货币市场流动性整体仍维持稳定。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

深交所举办深市债券 ETF 市场高质量发展会议，表示将研究制定多项支持措施，降低基准做市信用债规模门槛、调整基准做市清单更新发布安排、设置基准做市信用债指数成份券备选池、优化债券 ETF 做市考核机制等。

港交所行政总裁陈翊庭出席陆家嘴论坛时表示，目前港交所正积极筹备人民币国债期货，这一举措被视为完善市场生态的重要环节，将进一步提升对全球资金的吸引力。

首批运用科技创新债券风险分担工具项目正式落地。毅达资本、金雨茂物、君联资本、中科创星和东方富海 5 家民营股权投资机构获分担工具增信和投资支持，并完成发行，规模合计 13.5 亿元，中芯聚源等机构正在积极推进注册科技创新债券。

大宗商品：本周商品期货指数下跌 2.34%

本周商品期货指数下跌 2.34%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源(7.28%)、油脂油料(5.24%)、非金属建材(2.51%)、化工(2.40%)、煤焦钢矿(1.06%)、谷物(0.27%)；下跌的有贵金属(-1.95%)及有色金属(-1.07%)。

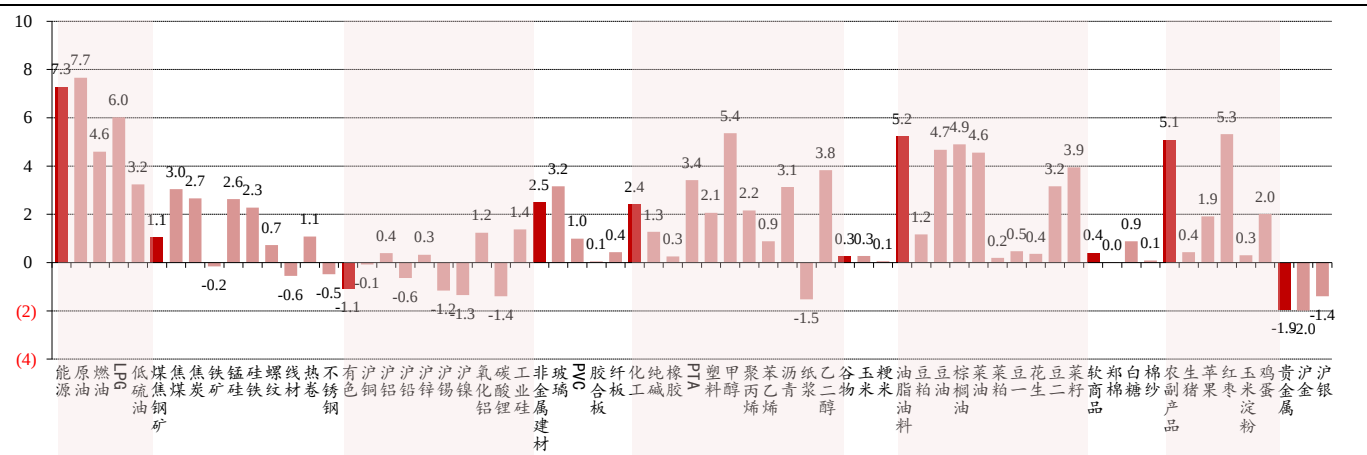
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有原油(7.65%)、LPG(6.02%)、甲醇(5.36%)，跌幅靠前的则有沪金(-1.98%)、纸浆(-1.52%)、碳酸锂(-1.40%)。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -2.34%	能源 +7.28%	煤焦钢矿 +1.06%
有色金属 -1.07%	非金属建材 +2.51%	化工 +2.40%
谷物 +0.27%	油脂油料 +5.24%	贵金属 -1.95%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

国际能源署（IEA）在最新报告中预测，2025 年全球石油产量将增加 180 万桶/日至 1.049 亿桶/日，而需求预期仅为 1.038 亿桶/日。这一 110 万桶/日的供应过剩，将推动全球石油库存在年内持续累积。IEA 还表示供应过剩状况可能在本十年剩余时间内持续。

欧佩克发布最新月报，将 2025 年全球原油需求增速预期维持在 130 万桶/日，将 2026 年全球原油需求增速预期维持在 128 万桶/日。报告显示，5 月欧佩克+原油日产量平均为 4123 万桶，比 4 月增加 18 万桶。

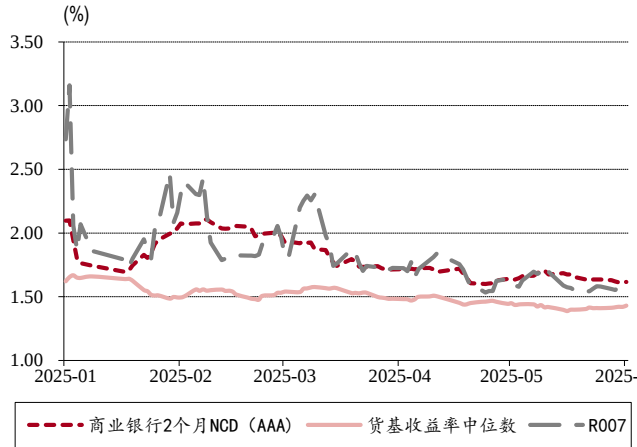
合格境外投资者参与国内商品期货、期权交易范围进一步扩大，自 6 月 20 日交易（即 6 月 19 日晚夜盘）起，新增开放玻璃、纯碱、硅铁、乙二醇、液化石油气、天然橡胶、铅、锡期货及期权合约。

随着以色列与伊朗冲突的风险评估持续发酵，部分油轮船东及管理公司自上周五起暂停为中东航线提供船舶运力，这一举措引发了市场对该地区能源出口流通的担忧。该地区原油产量约占全球三分之一。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

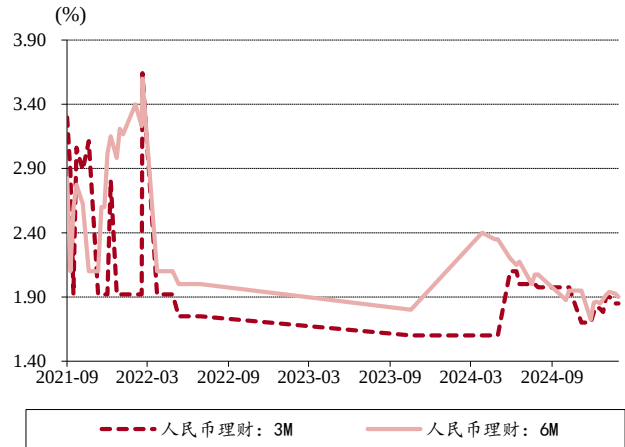
本周余额宝 7 天年化收益率下行 2BP，周五收于 1.16%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.43%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

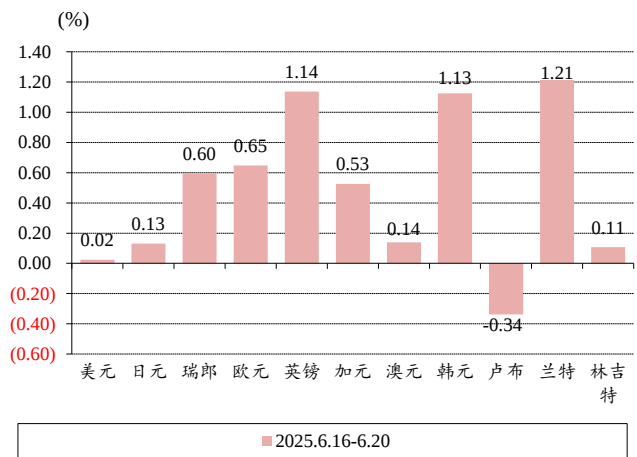


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

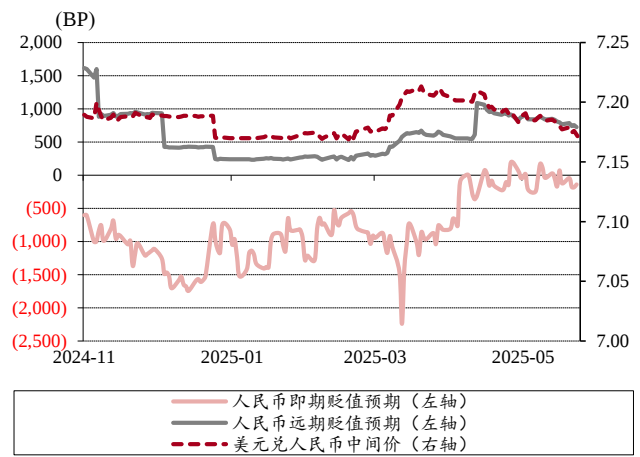
人民币兑美元中间价本周下行 43BP，至 7.1695。本周人民币对多数货币升值：对兰特(1.21%)、英镑(1.14%)、韩元(1.13%)、欧元(0.65%)、瑞郎(0.60%)、加元(0.53%)、澳元(0.14%)、日元(0.13%)、林吉特(0.11%)、美元(0.02%)，仅对卢布(-0.34%)贬值。我国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

香港金管局表示，港元市场和拆息往后走向存在较多变数。倘若套息交易持续，可能会令港元汇率进一步走弱，甚至可能触发“弱方兑换保证”，届时金管局将按照联系制度买入港元沽出美元。

环球银行金融电信协会 (Swift) 发布统计显示，5 月份，人民币在全球支付货币中的占比为 2.89%，4 月为 3.50%。

港股：医疗保健业跌幅领先

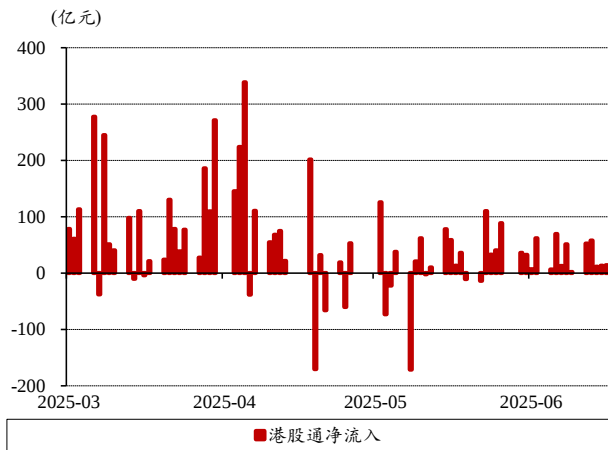
行业方面,本周港股仅有资讯科技业维持上涨,且涨幅仅为 0.20%;跌幅靠前的有医疗保健业(-7.78%)、能源业(-4.39%)、原材料业(-3.15%)。本周南下资金总量 148.94 亿元。

图表 23. 恒指走势



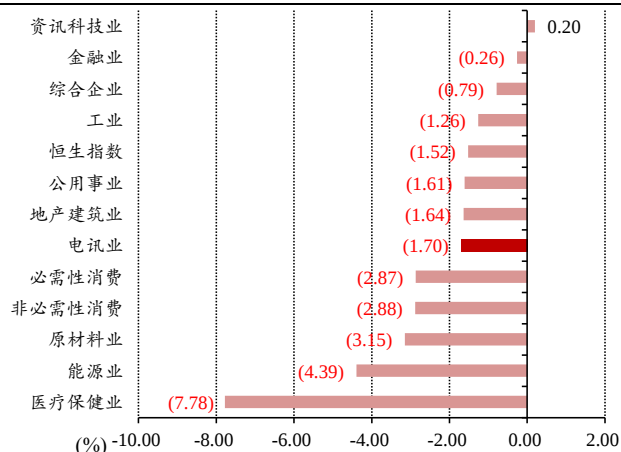
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆股通资金流动情况



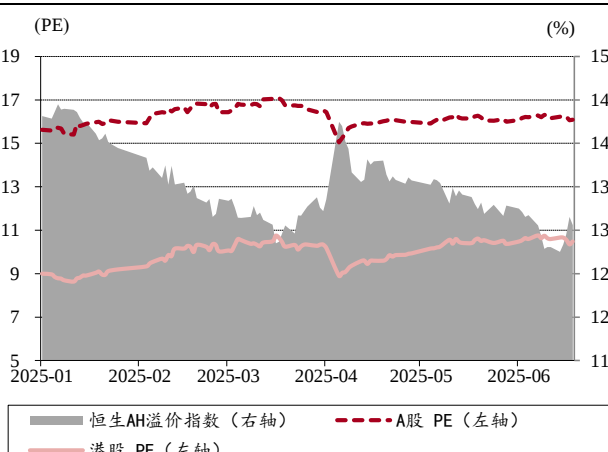
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美国总统特朗普就当前伊以冲突表示，美国不是在寻求停火，美国寻求的是“彻底的胜利”，也就是“伊朗没有核武器”。特朗普还表示，“仍有可能达成协议”。此前，特朗普已就伊朗问题发表了一系列言论。特朗普表示，他尚未决定是否对伊朗采取军事行动。他还称，伊朗想要谈判并已表示愿意到白宫来谈。

美国总统特朗普表示，“太迟先生”鲍威尔让我们的国家损失了数千亿美元。他确实是政府中最愚蠢、最具破坏性的人之一，美联储委员会是同谋。欧洲已经降息了 10 次，而我们没有。我们的利率本应该降低 2.5 个百分点（250 个基点），这样可以在拜登的短期债务上节省数十亿美元。我们的通胀率很低！“太迟先生”是美国的耻辱！

美联储主席鲍威尔表示，维持当前利率水平是适当的；当前的货币政策已略微收紧，仍适度具有限制性；加息并非基本预期；当有信心通胀正在下降时会降息；通胀水平一直略高于 2% 目标；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；经济不确定性在 4 月达到峰值后已减弱；经济一直都具有韧性，在一定程度上归功于美联储的立场；劳动力市场状况依然稳健；多个指标显示经济接近最大就业水平；拒绝评论 2026 年任期结束后是否留任；中东能源冲击不会造成持续通胀效应。

6月20日美联储公布6月利率决议，将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，连续第四次会议按兵不动。美联储表示，对前景的不确定性已减弱，但仍然处于较高水平。美联储将2025年GDP预估下调至1.4%，同时将通胀预期上调至3%。另外，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。

美联储上调美国2025-27年通胀预期。美联储FOMC经济预期显示，2025、2026、2027年底核心PCE通胀预期中值分别上调至3.1%、2.4%、2.1%（3月预期分别为2.8%、2.2%、2.0%）。

美联储下调美国今明两年GDP增幅预期。美联储FOMC经济预期显示，2025、2026、2027年底GDP增速预期中值分别为1.4%、1.6%、1.8%（3月预期均1.7%、1.8%、1.8%）。

美联储点阵图维持今年利率预期在3.9%不变，上调明年、后年预期。美联储点阵图显示，2025、2026、2027年底和长期联邦基金利率预期中值分别为3.9%、3.6%、3.4%、3.0%（3月预期为3.9%、3.4%、3.1%、3.0%）。

美国国会参议院推迟审议针对俄罗斯的新制裁方案。俄罗斯联邦储蓄银行董事会主席兼首席执行官格列夫表示，在俄美关系缓和的背景下，该行正与美国合作伙伴举行会谈，但目前仅是“试探性接触”。

美国国会预算办公室发布的一项更全面的分析显示，在计入经济影响后，特朗普政府的税改和预算法案将在未来十年内使财政赤字增加2.8万亿美元。据悉，这份报告将预期的债务偿还成本纳入考量，发现该法案将提高利率，并在联邦债务基准预测的基础上增加4410亿美元的利息支出。

欧盟委员会提出一项立法提案，欧盟将在2027年底前逐步淘汰直接或间接从俄罗斯进口的管道天然气（PNG）和液化天然气（LNG），同时彻底停止进口俄罗斯石油。该提案将遵循共同决定的立法程序，预计将获得大多数成员国支持而正式生效。

日本央行维持基准利率在0.5%不变，为连续第三次会议按兵不动。日本央行同时决定，从2026财年也就是明年4月起放缓缩减购债速度，从当前的每季度削减4000亿日元调整为每季度削减2000亿日元。日本央行行长植田和男称，放缓缩减购债旨在确保不会因收益率异常波动对经济造成负面影响。

乌克兰总统泽连斯基表示，乌克兰已准备好进行最高级别的会晤，并愿与普京会面。此外他还表示，希望在美国总统特朗普的任期内结束俄乌冲突。

英国央行以分裂的投票结果将利率维持在4.25%不变，九人货币政策委员会中，六名成员投票支持维持利率不变。外部委员丁格拉、泰勒以及副行长拉姆斯登则倾向于立即降息25个基点。这一决定使得英国央行8月可能降息25个基点的预期升温。

瑞士央行降息25个基点至0%，距离回到此前的负利率状态，仅一步之遥。瑞士央行暗示，如有必要，将准备进一步采取行动，以阻止瑞郎持续走强。特朗普政策担忧下，瑞郎在过去一个季度升至十年来对美元的最高水平。

挪威央行宣布降息25个基点至4.25%，为疫情以来首次调整利率。挪威央行表示，尽管经济前景尚不明朗，但如果经济发展符合目前预测，政策利率将进一步下调。

欧盟正试图与美国达成一份类似英美之间的贸易协议，先解决部分关税问题，以避免立即启动对美反击措施。不过，欧盟内部仍存在分歧，以法国为首的一些国家希望对美国进行报复，意大利、匈牙利等国则偏向继续谈判。

加拿大总理卡尼表示，加拿大将很快采取关税措施，应对全球产能持续过剩和钢铝不公平贸易带来的风险。美国总统特朗普本月将钢铝进口关税提高一倍至50%。卡尼称关税破坏了市场稳定，并表示将对来自未与加拿大签署自由贸易协定国家的钢铁产品进口设立新的关税配额，额度为2024年进口水平的100%。

下周大类资产配置建议

5月工业增加值同比增长5.8%，环比上升0.61%，社零同比增长6.4%，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.0%，服务消费累计同比增长5.2%。1-5月固定资产投资累计同比增速为3.7%，房地产新开工面积累计同比下降22.8%，施工面积同比下降9.2%，竣工面积同比下降17.3%。

5月经济数据反映了内需的提振和外需的扰动。5月经济数据表现延续内部分化，但与此前的经济特点有所不同：工业增加值同比增速较4月有所下降，社零同比增速较4月明显上升，且好于万得一致预期，固投累计同比增速较1-4月继续小幅下降。5月有三个因素，对经济数据影响较显著，一是2025年开始，五一假期多增一天，假期对消费的影响较去年同期偏大，二是中美日内瓦经贸会谈达成初步成果，对我国生产端形成一定程度的提振，三是消费补贴叠加电商促销，放大了居民消费的价格弹性。

6月18日，2025陆家嘴论坛在上海开幕，“一行两局一会”主要负责人重磅发声，央行宣布八项重磅金融政策；金融监管总局会同上海市人民政府联合印发《关于支持上海国际金融中心建设行动方案》；证监会制定了《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》推出6项改革举措，特别提出对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。我们认为本次陆家嘴论坛“一行两局一会”发声，将带来两方面影响：一是既有政策加速落地，包括人民币国际化、对外资加大开放力度、科技企业并购贷款试点、科创债等，二是加速应对科技发展带来的挑战，包括数字人民币、人民币外汇期货交易等。

我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.6.22)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率中枢在2%下方	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371