

宏观

伊以冲突升级拖累风险偏好

2025 年 06 月 16 日

宏观周报（6 月第 2 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：上周市场放量下跌。**①关税方面，伴随中美双方代表团在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议落地，情绪周期出现见顶迹象，市场放量切换。②基本面方面，基本面支撑仍然有限，缺乏利好催化。5 月通胀数据仍处低位，CPI 同比持平前值，弱于季节性，PPI 同比降幅继续走阔，名义增长仍未有明显起色，需求仍然较弱。5 月出口环比弱于历史季节性，同比低于市场预期，较前值回落，5 月“抢出口”动能不及市场预期，对美出口继续下沉，转口亦未有明确表现。5 月金融数据方面仍然呈现结构性支撑的特征，信贷需求端仍未进一步打起来。③海外方面，以色列伊朗地缘冲突升级，全球风险偏好回落。
- 2) **固收：上周债市表现分化，长端震荡上涨，短端震荡下跌。**①上周催化方面，长端提前计入中美关税磋商结果不会超预期，且基本面方面数据仍然缺乏支撑，叠加资金面宽松支持，央行提前公告买断式逆回购，整体略有上涨；短端则仍担忧税期和季末月份资金价格走高，叠加前期下行当前偏低位，赔率不足环境下，做多动力不足。②从近期经济数据来看，房地产销售再次趋弱，基本面压力难消，中美关税谈判成果难超预期，债市仍然有基本盘。近期央行呵护态度是支撑债市近期上涨的核心因素，后两周存单到期高峰过去后，市场担忧缓解，做多情绪可能有所回升，利率仍有下行空间。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率下行、美元指数下行、人民币贬值、黄金上涨。**①基本面方面，美国 5 月末季调 CPI 同比升 2.4%，预期升 2.5%，前值升 2.3%；未季调核心 CPI 同比升 2.8%，预期升 2.9%，前值升 2.8%。通胀继续低于预期，叠加前期非农数据显韧性，美国滞胀担忧下降，降息预期小幅抬升，基本预计今年从 9 月开始将降息两次。②风险偏好方面，当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。稍早美国总统特朗普在社交平台上发帖，警告伊朗在“一无所有”之前达成核协议，并称以色列下一轮针对伊朗的袭击会更加“残酷”。以伊冲突爆发使得全球避险情绪上行，风险资产受到较大冲击。
- 4) **上周事件：**5 月通胀数据仍处低位；5 月抢出口未超预期，整体边际放缓；5 月金融数据结构仍然偏弱。
- 5) **风险提示：**基本面超预期弱化、中美贸易摩擦超预期恶化。

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 月通胀数据仍处低位 4

 2.2 5 月抢出口未超预期，整体边际放缓 5

 2.3 5 月金融数据结构仍然偏弱 5

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 CPI 环比边际变化 4

Figure 3 PPI 环比边际变化 4

Figure 4 出口同比增速对比..... 5

Figure 5 出口环比增速对比..... 5

Figure 6 社融分项..... 6

Figure 7 信贷分项..... 6

Figure 8 社融存量增速及规模..... 7

Figure 9 企业中长期贷款同比增速..... 7

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	上周市场放量下跌，周均成交额 13717 亿元，环比放量 1628 亿元。上证指数 -0.25%，深证成指 -0.60%，创业板指 0.22%，万得全 A -0.27%；沪深 300 -0.25%，小市值指数 -0.28%；恒生指数 0.42%，恒生科技指数 -0.89%。板块上，有色金属、石油石化、农林牧渔表现靠前，食品饮料、家用电器、建筑材料表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 关税方面，伴随中美双方代表团在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议落地，情绪周期出现见顶迹象，市场放量切换。2) 基本面方面，基本面支撑仍然有限，缺乏利好催化。5 月通胀数据仍处低位，CPI 同比持平前值，弱于季节性，PPI 同比降幅继续走阔，名义增长仍未有明显起色，需求仍然较弱。5 月出口环比弱于历史季节性，同比低于市场预期，较前值回落，5 月“抢出口”动能不及市场预期，对美出口继续下沉，转口亦未有明确表现。5 月金融数据方面仍然呈现结构性支撑的特征，信贷需求端仍未进一步打起来。3) 海外方面，以色列伊朗地缘冲突升级，全球风险偏好回落。
固收	上周债市表现分化，长端震荡上涨，短端震荡下跌。全周 T2509 上涨 0.11%，TL2509 上涨 0.65%，TF2509 上涨 0.05%。现券来看，10 年国债活跃券下行 1.2bp，30 年国债活跃券下行 2.7bp，10 年国开上行 0.7bp，5 年国开上行 1.2bp，3 年国开上行 0.25bp，1 年国开上行 0.5bp。上周央行逆回购净回笼 727 亿元，6 月 6 日央行已开展 1 万亿元 3 月期买断式逆回购操作，整体实现净投放。本周央行公开市场将面临较大的流动性压力，有 8582 亿元逆回购到期，为缓解压力，央行计划于 6 月 16 日开展 4000 亿元买断式逆回购操作，期限为 6 个月。	1) 上周催化方面，长端提前计入中美关税磋商结果不会超预期，且基本面方面数据仍然缺乏支撑，叠加资金面宽松支持，央行提前公告买断式逆回购，整体略有上涨；短端则仍担忧税期和季末月份资金价格走高，叠加前期下行当前偏低位，赔率不足环境下，做多动力不足。2) 从近期经济数据来看，房地产销售再次趋弱，基本面压力难消，中美关税谈判成果难超预期，债市仍然有基本盘。近期央行呵护态度是支撑债市近期上涨的核心因素，后两周存单到期高峰过去后，市场担忧缓解，做多情绪可能有所回升，利率仍有下行空间。
海外及其他	上周道指跌 1.32%，标普 500 指数跌 0.39%，纳指跌 0.63%。美债方面，10 年美债收益率下行 10bp 至 4.41%，2 年期美债收益率下行 9bp 至 3.95%。汇率方面，美元指数周跌 1.07% 报 98.15，离岸人民币兑美元跌 10.5 个基点报 7.1896。大宗方面，美油期货涨 13.32%，COMEX 黄金期货涨 3.17%。	1) 基本面方面，美国 5 月末季调 CPI 同比升 2.4%，预期升 2.5%，前值升 2.3%；未季调核心 CPI 同比升 2.8%，预期升 2.9%，前值升 2.8%。通胀继续低于预期，叠加前期非农数据显韧性，美国滞胀担忧下降，降息预期小幅抬升，基本预计今年从 9 月开始将降息两次。2) 风险偏好方面，当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。稍早美国总统特朗普在社交平台上发帖，警告伊朗在“一无所有”之前达成核协议，并称以色列下一轮针对伊朗的袭击会更加“残酷”。以伊冲突爆发使得全球避险情绪上行，风险资产受到较大冲击。

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 月通胀数据仍处低位

事件：

6 月 9 日，国家统计局公布 5 月通胀数据，CPI 同比-0.1%、前值-0.1%、预期-0.2%、环比-0.2%；PPI 同比-3.3%、前值-2.7%、预期-3.2%、环比-0.4%。

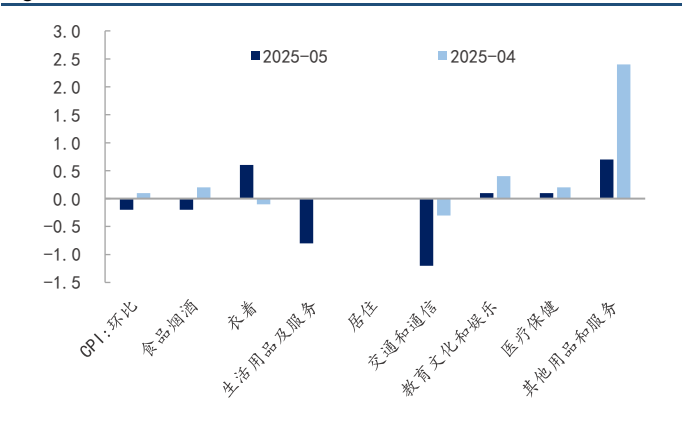
点评：

CPI 同比略好于预期，环比-0.2%转负，略弱于季节性，前期五一假期出行活跃超出季节性水平带动转弱，交通运输、娱乐等价格回落，食品方面猪肉价格仍然环比下行，鲜菜价格受到天气影响回落明显，拖累食品端表现，但衣着受到换季和购物节前置带动表现较高，环比同比均走强，对核心 CPI 同比有所支撑，从上月 0.5%上升至 0.6%。

PPI 同比走阔至-3.3%，低于市场预期，环比-0.4%继续持平前值，5-7 月基数抬升的情况下同比继续走阔。从结构上来看，石油、煤炭、有色边际转弱较为显著，对 PPI 整体形成拖累，基建落地加速对非金属矿和黑色有一定支撑，边际有所抬升，农副加工同比较上月抬升最为显著。

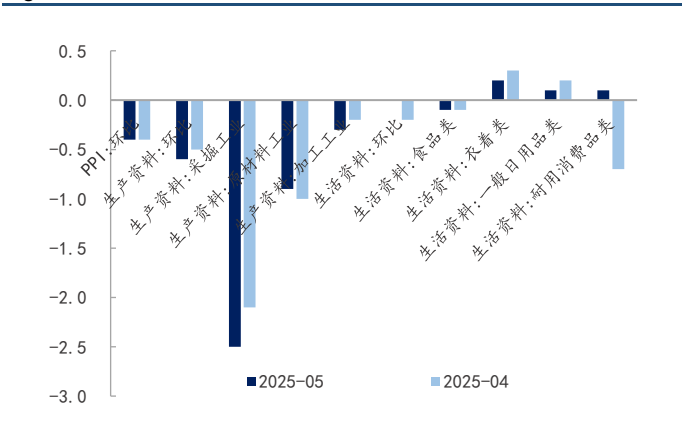
从价格的情况来看，名义增长仍未有明显起色，需求仍然较弱，政策端仍有加码诉求。

Figure 2 CPI 环比边际变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PPI 环比边际变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 5 月抢出口未超预期，整体边际放缓

事件：

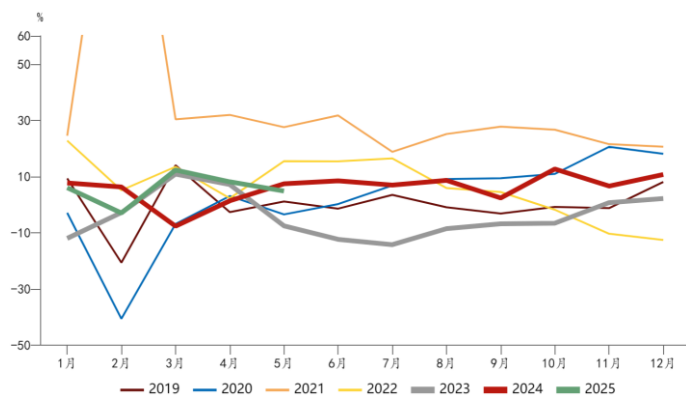
6 月 9 日，海关总署公布 5 月进出口数据，出口（以美元计价）同比 4.8%、预期 6.2%、前值 8.1%；进口（以美元计价）同比-3.4%、预期 0.3%、前值 -0.2%。

点评：

5 月出口环比弱于历史季节性，同比低于市场预期，较前值回落。5 月“抢出口”动能不及市场预期，对美出口同比为-34.5%，较前值的-21.0%进一步降幅扩大，一方面 5 月初仍然处在关税影响期，而关税缓和后，由于后续的不确定性，抢出口释放强度有限。从转口线索来看，5 月转口也没有显著增长，对东盟、印度、拉美出口增速均回落，对欧盟、非洲出口边际上有所加速，但今年增速中枢一直偏强，难以支撑转口线索。从结构上来看，汽车、船舶、集成电路增速反弹，劳动密集型、手机延续增速低位。

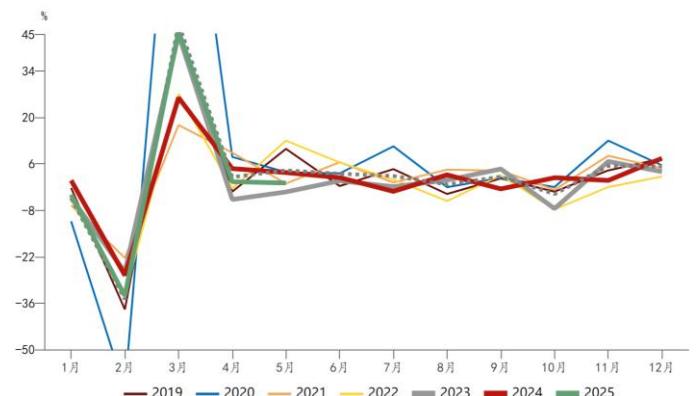
后续来看，对美出口增速中枢已经触底的可能性较大，如果没有新的关税变动，对美出口进一步形成拖累的风险相对较小。

Figure 4 出口同比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 出口环比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.3 5 月金融数据结构仍然偏弱

事件：

5 月新增社融 2.3 万亿元，去年同期 2.1 万亿元，wind 一致预期 2.1 万亿元。

5 月新增人民币贷款 6200 亿元，去年同期 9500 亿元，wind 一致预期 8026

亿元。

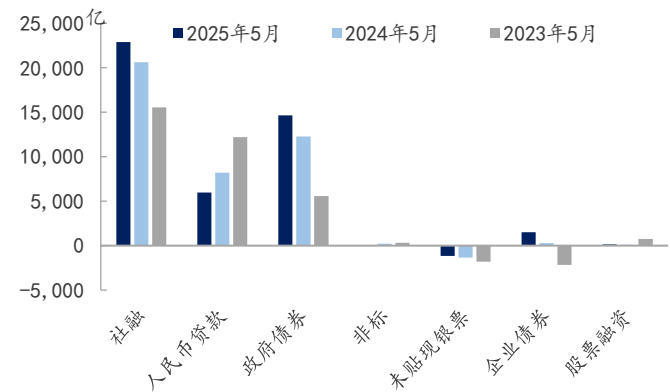
5 月 M2 同比增长 7.9%，前值 8.0%，wind 一致预期 8.1%。

5 月 M1 同比增长 2.3%，前值 1.5%，wind 一致预期 1.8%。

点评：

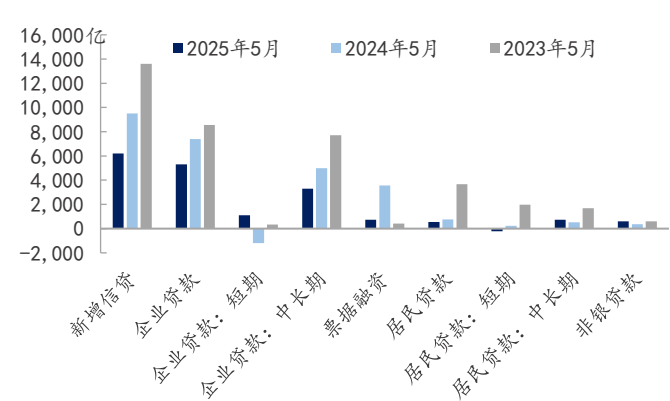
5 月社融同比多增，高于市场预期，存量增速持平上月。从结构上来看，主要的支撑项仍然是以政府债券为主，企业债券边际上仍有好转，信贷端仍然同比少增，需求偏弱。政府债融资方面，二季度超长期特别国债、注资国债发行，政府债融资持续同比多增，展望后续，6 月到三季度基数不高，政府债保持当前发债节奏将继续推升社融增速。企业债券方面，边际上同比多增或主要原因或与 5 月存款利率下调，存款搬家下广义基金信用债配置力量强化，融资利率下行有关。而信贷方面，信贷偏弱主要还是与需求端仍然偏弱有关，企业端仍然受到化债置换、外贸不确定性等影响，居民端则与同期房地产热度弱化一致，没有明显变化，但 6 月整理来看，流动性偏宽松，央行两次买断逆回购投放中长期流动性，供给端支撑信号进一步加强，信贷能够好转主要看需求端的信号。

Figure 6 社融分项



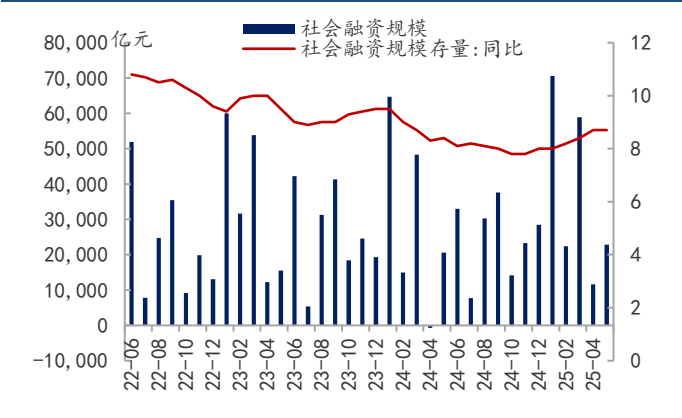
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 信贷分项



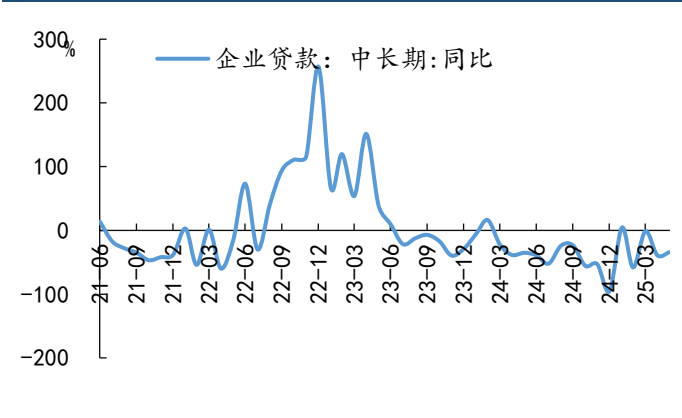
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 企业中长期贷款同比增速



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 16 日（周一）	10:00 中国 5 月固定资产投资:累计同比(%)4.00 4.04
	10:00 中国 5 月社会消费品零售总额:当月同比(%)5.10 4.85
	10:00 中国 5 月工业增加值:当月同比(%)6.10 5.66
6 月 19 日（周四）	02:00 美国 6 月美联储公布利率决议

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。