

总量双周报：指数维持区间震荡

2025 年 6 月 5 日

总量双周报 专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：linyang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080001
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001

主要观点：

宏观：出口前置，海外军备需求上升。关税政策的变化导致部分出口前置，抢出口或持续至二季度末，下半年类似疫情后出口回落现象或再次出现。中美日内瓦经贸会谈联合声明发布两周后关税走向有所波动。价格方面，在前期宏观政策提振下，核心通胀先于通胀企稳，但仍处于较为低位的区间，震荡区间仍低于去年。通胀受原油价格以及其他大宗商品价格的影响，仍处于负值区间。多重因素下，宏观政策前置性有进一步提升空间。海外，发达国家财政驱动迹象愈加明显，欧洲的军备需求上升。

A 股策略：指数维持区间震荡。随着端午节假期关于中美关税消息影响，市场对关税关注度上升，市场风险偏好有所降低，港股开盘出现明显调整，市场整体趋于谨慎，应该看到，关税仍然是未来一段时间扰动市场的重要因素，在中期仍旧充满不确定性，对市场有一定的压制作用。在指数维持区间震荡的前提下，建议维持中等仓位，可参与市场结构性投资的机会。以创新药、军工、计算机等为代表的主线板块，从中期角度来看，存在持续走强的趋势性行情，建议重点关注。同时，对竞争格局恶化的汽车、新能源以及部门消费品行业，可关注调整后的布局机会。

固收：存单或迎配置窗口，利率债维持窄幅震荡。二季度债券市场调整幅度可控，上行调整是交易机会。4 月以来，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠，使得二季度国内的对冲政策进一步发力。当前降准降息落地，基本面的现实仍有待于中美贸易最终影响落地与政策对冲的效果观察，债市定价权重向基本面倾斜，短期内利率债或维持窄幅震荡。中长期维度，我们继续持债券收益率震荡下行的观点。当前国内就业、地产、人口结构等一系列问题催生的需求不足，对于政策合力的要求较高。政策组合拳中，降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环。在经济确定性企稳回升前，市场利率仍需波动下行。策略上，建议 10Y 国债在 1.60%-1.70% 区间波段交易；久期中性。

银行：基本面+资金面推动板块配置价值增强。近两周外围关税政策多次反复，市场交易情绪有所回落，红利、科技、消费风格轮动较快，银行板块防御属性凸显。此外，新一轮存款挂牌利率调降落地，定存利率降幅大于 LPR 降幅，对银行息差综合影响偏乐观，带动银行息差等基本面指标企稳预期抬升。基本面，盈利维持稳定的积极因素仍多。1-4 月，银行信贷增长较平稳，存款增速回升；信贷投放利率继续走低，存款定期化趋势未根本性扭转，量平价降对净利息收入增长继续带来压力。展望后续，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定。受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率进一步调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

地产：新房销售降幅收窄，二手房成交热度下滑。5 月新房销售降幅收窄，二手房成交热度下滑。32 城新房年内累计销售面积(1/1-05/31)同比增速为 0.3%，前值(1/1-05/24)为 8.9%。我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

非银：建议持续重点关注上市头部险企投资价值。近期证券行业相关政策推出的频率下降，板块估值修复缺乏确定性催化剂。但 6 月 18 至 19 日即将召开的陆家嘴论坛在“全球经济变局中的金融开放合作与高质量发展”的主题下或有重大政策出台，

粤港澳大湾区全方位互联互通、境内企业在港上市、跨境并购重组和境内外投资便利化均可期待。

保险方面，考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

目 录

1. 宏观	4
2. A 股策略	4
3. 固收	错误!未定义书签。
4. 银行	5
5. 地产	6
6. 非银	错误!未定义书签。
相关报告汇总	6

1. 宏观：出口前置，海外军备需求上升

国内：关税政策的变化导致部分出口前置，抢出口或持续至二季度末，下半年类似疫情后出口回落现象或再次出现。中美日内瓦经贸会谈联合声明发布两周后关税走向有所波动。价格方面，通胀同比 2%，核心通胀同比 0.6%。在前期宏观政策提振下，核心通胀先于通胀企稳，但仍处于较为低位的区间，震荡区间仍低于去年。通胀受原油价格以及其他大宗商品价格的影响，仍处于负值区间。多重因素下，宏观政策前置性有进一步提升空间。

海外：发达国家财政驱动迹象愈加明显。美国众议院通过的“大而美”法案或进一步扩大财政赤字（仍需参议院通过）。2016 年以来，美国经历了数次财政刺激，是经济从通缩走向通胀的重要原因。财政赤字率的持续增加，对通胀的趋势性影响或大于关税。欧洲方面，俄乌冲突局势出现反复，英国军事战略或进入备战状态。叠加前期德国和欧盟关于军事方面的转变，欧洲的军备需求上升。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

2. A 股策略：指数维持区间震荡

指数维持区间震荡：随着端午节假期关于中美关税消息影响，市场对关税关注度上升，市场风险偏好有所降低，港股开盘出现明显调整，市场整体趋于谨慎，应该看到，关税仍然是未来一段时间扰动市场的重要因素，在中期仍旧充满不确定性，对市场有一定的压制作用。国家统计局公布了 5 月官方 PMI 数据，制造业 PMI 为 49.5%，前值 49.0%；非制造业 PMI 为 50.3%，前值 50.4%。整体来看，5 月制造业 PMI 环比改善 0.5 个百分点，显示经济出现温和回暖迹象，5 月新订单指数回升至 49.8% (+0.6pct)，新出口订单指数大幅回升至 47.5% (+2.8pct)，环比变化明显超季节性，主要是关税战冲击缓解之后抢出口等因素作用。总体来说，在政策面和基本面维持稳定的前提下，市场缺乏引领市场打破区间震荡的重要因素，因此，指数继续维持区间震荡的可能性较大。

A 股策略：在指数维持区间震荡的前提下，建议维持中等仓位，可参与市场结构性投资的机会。我们认为，在 7 月之前市场有望维持大的区间震荡走势，由于市场成交量维持在较低水平，市场成交难以支撑大市值板块持续上涨，因此，市场热点轮动态势将会十分明显，即使人工智能、机器人等产业向好的主线，目前量能情况下也难有整体性上涨基础，因此，积极参与主线轮动将是较为合理的策略。在 2 季度存在业绩压力的预期下，对于低估值板块可逢低布局，随着利率持续下行，机构资金尤其是中长线资金配置的方向仍在低估值高分红板块。一旦进入 6 月之后，市场开始重新回归业绩预期，低估值板块有望迎来恢复性反弹。

投资建议：建议在目前量能水平，积极关注热点轮动中的中期投资机会。以创新药、军工、计算机等为代表的主线板块，从中期角度来看，存在持续走强的趋势性行情，建议重点关注。同时，对竞争格局恶化的汽车、新能源以及部门消费品行业，可关注调整后的布局机会。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

3. 固收：存单或迎配置窗口，利率债维持窄幅震荡

存款等银行负债端利率仍处下行通道。5 月 LPR 和存款利率下调均落地，落实潘行长此前新闻发布会有关要求，下降幅度与政策利率下调 10BP 基本一致，长期限存款利率下调幅度略超预期，或反映当前降低银行负

债成本的政策力度在加大。结合 1Q25 货币政策执行报告“平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”有关表述，预计存款利率仍处在下行通道之中。

中长期来看存单利率仍将下行，短期存在上行压力，或是配置机会。5 月降准降息后，隔夜资金利率较快下行至 1.60%，存单利率下行至 1.65% 附近，目前已维持近三周或达央行合意水平；中长期来看，国内基本面压力仍存，货币政策整体上易松难紧，叠加银行负债端降成本压力，存单利率向下概率较大；短期来看，半年末以及国债缴款等推动资金面边际收紧，加之 6 月存单大量到期续发压力，短期内存单利率或存上行压力。6 月同业存款到期规模从 5 月的 2.50 万亿元大幅上升至 4.14 万亿元，到期续发压力大幅加大。今年年初以来国股行负债偏紧，10Y 国债-1Y 国股存单利差一直为负，5 月降准降息后该利差转正。

利率债观点：二季度债券市场调整幅度可控，上行调整是交易机会。4 月以来，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠，使得二季度国内的对冲政策进一步发力。当前降准降息落地，基本面的现实仍有待于中美贸易最终影响落地与政策对冲的效果观察，债市定价权重向基本面倾斜，短期内利率债或维持窄幅震荡。中长期维度，我们继续持债券收益率震荡下行的观点。当前国内就业、地产、人口结构等一系列问题催生的需求不足，对于政策合力的要求较高。政策组合拳中，降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环。在经济确定性企稳回升前，市场利率仍需波动下行。策略上，建议 10Y 国债在 1.60%-1.70% 区间波段交易；久期中性。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

4. 银行：基本面+资金面推动板块配置价值增强

近两周（2025.5.19-2025.5.30），外围关税政策多次反复，市场交易情绪有所回落，红利、科技、消费风格轮动较快，银行板块防御属性凸显。此外，新一轮存款挂牌利率调降落地，定存利率降幅大于 LPR 降幅，对银行息差综合影响偏乐观，带动银行息差等基本指标企稳预期抬升。申万银行指数 +0.65%，跑赢沪深 300 指数 1.9pct。截至 5 月 30 日，银行板块 PB 估值为 0.67x，处于 2015 年以来 35.8% 的分位数水平。个股方面，优质区域中小银行涨幅靠前，包括苏农银行、杭州银行、南京银行、厦门银行、无锡银行、成都银行等；国有大行小幅调整。

银行基本面来看，盈利维持稳定的积极因素仍多。从 1-4 月数据来看，银行信贷增长较平稳，存款增速回升；价格方面，信贷投放利率继续走低，存款定期化趋势未根本性扭转，量平价降对净利息收入增长继续带来压力。展望后续，规模方面，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定；价格方面，受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率进一步调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注两条投资主线：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

5. 地产：新房销售降幅收窄，二手房成交热度下滑

5月新房销售降幅收窄，二手房成交热度下滑。32城新房年内累计销售面积(1/1-05/31)同比增速为0.3%，前值(1/1-05/24)为8.9%。当月累计销售面积同比增速为-5.4%，上个月整月为-11.9%。14城二手房年内累计销售面积(1/1-05/31)同比增速为19.2%，前值(1/1-05/24)为60%。当月累计销售面积同比增速为-0.1%，上个月整月为15.5%。11城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-05/31)同比增速为5.5%，前值(1/1-05/24)为43.7%。当月累计销售面积同比增速为-0.6%，上个月整月为5%。

投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

6. 非银：建议持续重点关注上市头部险企投资价值

证券：近两周权益市场交易活跃度基本保持平稳，其中沪深京三市成交额维持在1.1万亿上下；两融余额亦小幅波动，且保持在1.8万亿之上。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，令诸多上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费、鼓励新质生产力发展的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到显著缓解。

近期证券行业相关政策推出的频率下降，板块估值修复缺乏确定性催化剂。但6月18至19日即将召开的陆家嘴论坛在“全球经济变局中的金融开放合作与高质量发展”的主题下或有重大政策出台，粤港澳大湾区全方位互联互通、境内企业在港上市、跨境并购重组和境内外投资便利化均可期待。在当前境内IPO、定增业务增速放缓的情况下，并购重组有望成为券商投行业务的关键增量，对上市公司做大做强支持亦将持续提升内地和香港资本市场整体投资价值。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，更多创新业态有望加速形成，行业ROE提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和AI高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业ETF的投资价值。

保险：考虑到2024年负债投资两端的较高基数，2025年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较2024年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	A股策略周报：指数维持区间震荡	2025-06-04
策略专题报告	总量双周报：结构性行情继续演绎	2025-05-22
策略普通报告	A股策略周报：结构性行情继续演绎	2025-05-21
策略快评报告	中美谈判超预期 市场重回活跃	2025-05-13
策略快评报告	稳定市场信心 强势格局延续	2025-05-08
策略专题报告	总量双周报：认清形势，积极应对	2025-04-29
策略普通报告	A股策略周报：认清形势 积极应对	2025-04-28
策略专题报告	总量双周报：冲击逐步弱化，修复行情延续	2025-04-16
策略普通报告	A股策略周报：冲击逐步弱化 修复行情延续	2025-04-15
策略普通报告	A股策略周报：调整带来布局机会 内需崛起正当其时	2025-04-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526