

政策预期支撑，二季度市场情绪或修复

——2025 年 6 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

● 大类资产表现及配置策略

大类资产表现：2025 年 5 月，上证综指、沪深 300、创业板指分别上涨 2.1%、1.9%、2.3%。债市走弱，债券市场整体下跌 0.5%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 期国债收益率分别上升 0.5bp、3.5bp 与 5.4bp。海外港股恒生指数上涨 5.3%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 3.9%、9.6% 与 6.2%。

A 股大势研判：6 月中美贸易摩擦影响边际上有所钝化，但基本面、情绪面对股市支撑有限，后续若想继续上攻，仍需要政策面给与支持。月中经济数据披露阶段，市场仍有回落压力。但月底两重项目落地、7 月政治局会议临近，政策面预期有望主导市场情绪修复。6 月市场走势或先抑后扬，市场回落阶段有望迎来较好布局机会。从时间节奏来看，6 月中旬经济、金融数据仍有惯性回落可能，对股市形成压制。6 月下旬到 7 月，市场有望随着博弈两重项目落地、政治局会议召开迎来反弹。从空间节奏来看，政策预期支撑下，市场向下空间有限。上证指数或逐级回踩前期缺口后企稳。此前央行已经表态对平准基金救市的支持，在平准基金继续托底预期下，继续向下空间有限，3040 点救市底或难以跌破。且短期国内外难有超预期负面冲击。同时国内政策面储备充足，增量政策虽迟但到，博弈空间较大，对市场预期形成支撑。6 月若极端情况下市场跌破救市底，逢低买入是最佳策略。并且如果国内政策配合得当，二季度低点有望成为年内低点。

A 股配置策略：市场调整阶段，建议依然以央企红利板块为基本盘。建议继续关注动力煤、水电、高速公路、石油、运营商及银行板块。市场触底后，建议布局政策发力方向，科技与消费有望重回主线。科技板块与宠物等部分新型消费赛道预期强但估值偏贵，仅建议逢低配置，博弈弹性。

● 周期位置及经济基本面

2025 年，不考虑关税的美国经济自然趋势是经济增速有所下滑，但仍在潜在增速附近，产出缺口难以收窄，再通胀压力仍较大。关税增加了美国经济衰退概率，由于存在时滞，6 月美国经济问题不大，但关税对通胀的影响可能逐渐显现。

国内方面，年初以来，财政前置发力，再加上“抢出口”，经济增速回到潜在增速附近，但剔除出口的经济内生动能仍低于潜在增速，产出缺口尚未收窄，再通胀仍较困难。预计 6 月经济“抢出口”仍存，但有转弱风险，与此同时，财政脉冲也可能回落，高频数据显示工业生产动能有走弱迹象。不过，由于低基数效应，同比经济数据读数或不差。

经济复苏动能有所减弱，不过短期内“抢出口”仍存，加上财政继续发力以及低基数效应，二季度 GDP 增速或维持在较高水平。受中美经贸会谈联合声明提振，5 月制造业 PMI 从 49% 上升至 49.5%。从高频数据来看，“5·12”之后，港口集装箱吞吐量回升幅度没有大幅超出预期，5 月出口或维持正增长，后续存在回落风险；高炉开工率、日均铁水产量等钢铁产业链生产有所回落；汽车产业链开工率基本持平于上年同期；沥青开工率先升后降；水泥发运率基本持平于上年同期；新房销售处于历史同期低位，二手房销售回落。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

段雅超（研究助理）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070002

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》
2025-05-20

《降准降息落地，支持稳市场稳预期》
2025-05-07

《应对新一轮关税冲击，逆周期政策组合拳正当时》2025-04-11

《提振消费政策密集出台，消费板块热度上升》2025-03-17

《受外部环境的影响，资产价格波动加大》
2025-03-02

《民营企业座谈会召开，科技股大幅上涨》2025-02-23

《受春节因素影响，物价涨幅有所扩大》
2025-02-10

《春节期间国内文旅消费旺盛，海外市场波动较大》2025-02-04

《特朗普上任临近，市场情绪有所回升》
2025-01-19



目 录

1、 大类资产回顾及配置策略.....	4
1.1、 市场回顾：中美关税摩擦缓和，大盘指数震荡上涨.....	4
1.2、 大势研判：政策预期有望发酵，市场情绪有望修复.....	7
1.3、 配置策略：逢低布局科技与新型消费	8
1.4、 财经日历	8
2、 周期位置及经济基本面.....	10
2.1、 美国经济短期衰退概率较低，关税将逐渐影响物价.....	10
2.2、 国内经济韧性较强，政策以前置发力为主.....	12
3、 资金面跟踪.....	15
3.1、 央行流动性：5月央行降息后 DR007 走低，短端流动性较为宽裕	15
3.2、 股票资金：5月 IPO、定增募集资金减少，新基金发行减少，市场换手率持续下降	16

图表目录

图 1： 中美关税缓和，大盘指数震荡上涨.....	4
图 2： 主要宽基指数除科创 50 外普遍收涨	5
图 3： 美股三大指数普遍收涨.....	5
图 4： 5月两市日均成交金额为 1.18 万亿元	6
图 5： 截至 5 月 29 日，融资融券余额为 18094 亿元	6
图 6： 大盘价值股表现居前，小盘成长股逆势下跌	6
图 7： 金融风格表现居前，成长风格涨幅居后	6
图 8： A 股行业指数表现，综合金融、医药、国防军工领涨	7
图 9： 恒生指数行业表现.....	7
图 10： 世界经济周期位置.....	10
图 11： 经济周期时钟.....	10
图 12： 5 月美国服务业、制造业 PMI 改善	11
图 13： 商品通胀逐渐回升	11
图 14： 5 月 27 日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.2%	12
图 15： 美联储降息预期缩减至两次（5 月 30 日）	12
图 16： 4 月中国经济平稳增长	12
图 17： “抢出口”仍存.....	13
图 18： 高炉开工率回落.....	13
图 19： 铁水生产回落.....	14
图 20： 汽车产业链开工率基本持平于上年同期	14
图 21： 沥青开工率先升后降	14
图 22： 水泥发运率持平于上年同期	14
图 23： 新房销售处于历史同期低位	14
图 24： 二手房销售回落.....	14
图 25： 5 月公开市场操作货币净投放 7206 亿元	15
图 26： DR007 下行	15
图 27： 5 月 LPR 调降 10BP.....	15
图 28： 10 年期国债收益率于 5 月 30 日录得 1.68%.....	15
图 29： 5 月 IPO 募集 34.6 亿元（4 月 82.7 亿元），定增募集 133.4 亿元（4 月 165.1 亿元）	16
图 30： 5 月 A 股合计减持 94.9 亿元，前值为减持 17.9 亿元	16
图 31： 5 月股票与混合型基金共发行 145.1 亿份（4 月共发行 353.9 亿份）	16

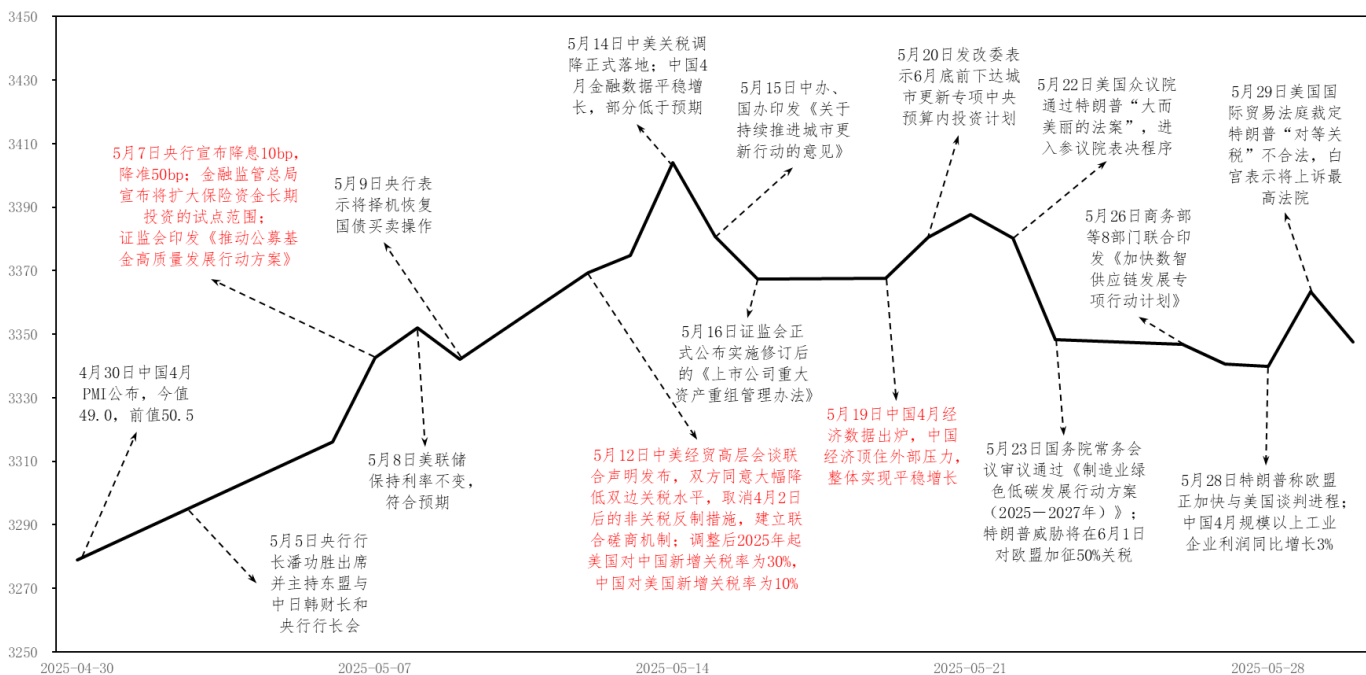
图 32： 5 月全 A 换手率 0.84%（前值 0.95%）	16
表 1： 未来一个月宏观及行业重要事件.....	9

1、大类资产回顾及配置策略

2025年5月，上证综指、沪深300、创业板指分别上涨2.1%、1.9%、2.3%。债市走弱，债券市场整体下跌0.5%，国债收益率上升，1年、5年、10期国债收益率分别上升0.5bp、3.5bp与5.4bp。海外港股恒生指数上涨5.3%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨3.9%、9.6%与6.2%。

1.1、市场回顾：中美关税摩擦缓和，大盘指数震荡上涨

图1：中美关税缓和，大盘指数震荡上涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

市场回顾：5月上旬上证指数延续上行趋势，月中出现高点后持续回落，全月来看小幅收涨。2025年5月12日，中美联合发布声明，宣布了一系列将于2025年5月14日起生效的关税调整措施。声明发布后，自2025年以来美国对中国商品新增的共145%关税将在5月14日后降低至30%。受中美关税博弈缓和驱动，5月上旬A股市场迎来快速回升。市场情绪显著提振，交投活跃度明显改善。红利资产也保持稳健表现。

从经济基本面来看，国家统计局公布的4月主要经济指标显示，我国经济顶住外部压力实现平稳增长。4月工业生产同比增长6.1%，服务业同比增长6%，均保持较高增速。财政前置发力，4月新增社融同比多增1.22万亿元，社融同比增速上升0.3个百分点至8.7%，M2同比增速上升1个百分点至8.0%。在此支持下，中央财政主导的公用事业基建投资、设备更新投资、以旧换新相关消费均保持较快增长。尽管外部冲击影响有所加大，但在宏观政策协同发力下，主要经济指标仍保持平稳较快增长，国民经济延续向新向好的发展态势。

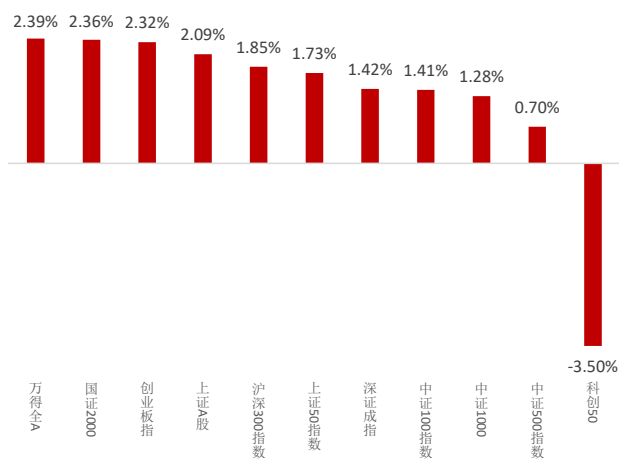
政策方面，5月7日，央行宣布降息10bp，降准50bp，并调降多种结构性金

融工具利率，降低经济主体融资成本。针对保险资金，金融监管总局表示将推出三条措施支持稳定和活跃资本市场。一是扩大保险资金长期投资的试点范围，为市场注入更多增量资金；二是调整偿付能力的监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度；三是推动长周期的考核机制，促进长钱长投。制度建设方面，资本市场改革政策也陆续出台。证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，并于 5 月 16 日出台《上市公司重大资产重组管理办法》，支持上市公司通过并购重组转型。此外，5 月 15 日中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，发改委于 5 月 20 日表示 6 月底前下达城市更新中央预算内投资计划，并表示超长期特别国债正在路上。

消息方面，5 月 8 日美联储利率决议出炉，保持利率不变，符合市场预期；5 月 22 日美国众议院通过特朗普“大而美丽的法案”，进入参议院表决程序，该法案计划在未来十年内减税逾 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出；关税政策方面，5 月 12 日中美关税摩擦缓和后，美国与其他贸易伙伴谈判进展缓慢，特朗普 5 月 23 日威胁欧盟，并建议在 6 月 1 日对欧盟加征 50% 关税，但于 5 月 28 日又宣称欧盟正在加快与美国谈判进程，美欧关系有所缓和。但 5 月 29 日美国国际贸易法院裁定特朗普“对等关税”不合法，白宫表示将上诉最高法院。尽管特朗普关税政策受到内部掣肘，但白宫仍然有诸多工具继续征收关税，如 301 调查，且此裁决不影响钢铝汽车等根据其他授权征收的关税。美国最高法院做出决定前，美国贸易谈判进展更加不确定，为资本市场带来更多变数。

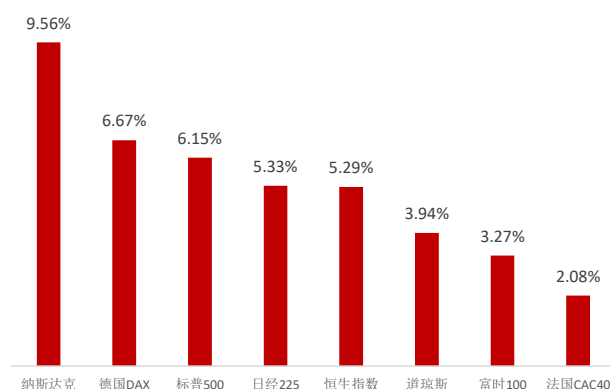
指数表现方面，主要宽基指数除科创 50 外普遍上涨，国证 2000、创业板指整体表现居前，科创 50 逆势下跌。海外指数方面，5 月主要国际指数普遍上涨，其中纳斯达克指数涨幅最大，当月上涨 9.6%。5 月中美利好兑现、经济数据披露后，上证指数如期上探 3400 点冲高回落。市场表现以震荡为主，指数窄幅波动。热点多以主题性机会为主，整体信心仍显不足。

图2：主要宽基指数除科创 50 外普遍收涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

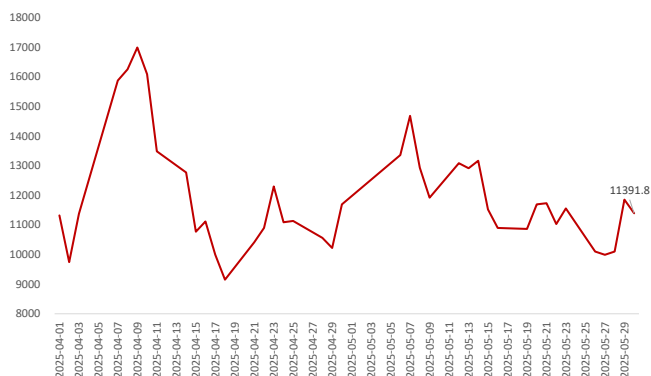
图3：美股三大指数普遍收涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

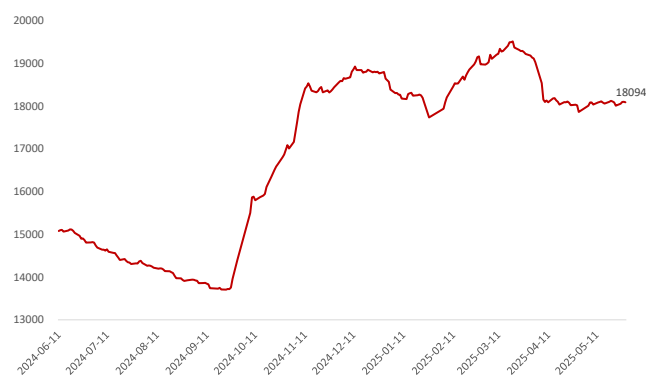
资金面来看，5 月两市日均成交金额为 1.18 万亿元，5 月上旬交投较为活跃，进入下旬后有所回落，整体较 4 月的 1.21 万亿元下降 1.9%。截至 5 月 29 日，融资融券余额为 18094 亿元，整体较 4 月保持平稳。

图4： 5月两市日均成交金额为1.18万亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

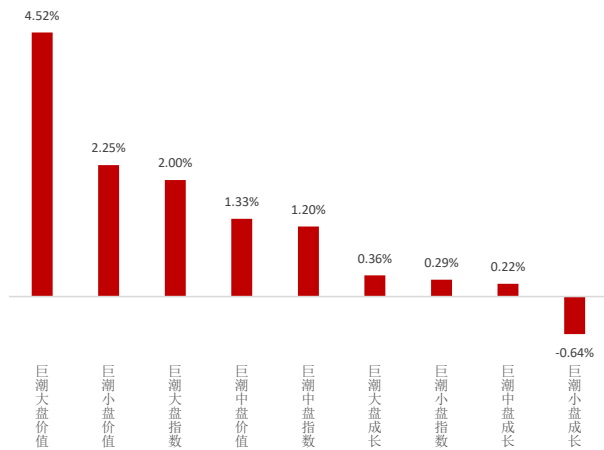
图5： 截至5月29日，融资融券余额为18094亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

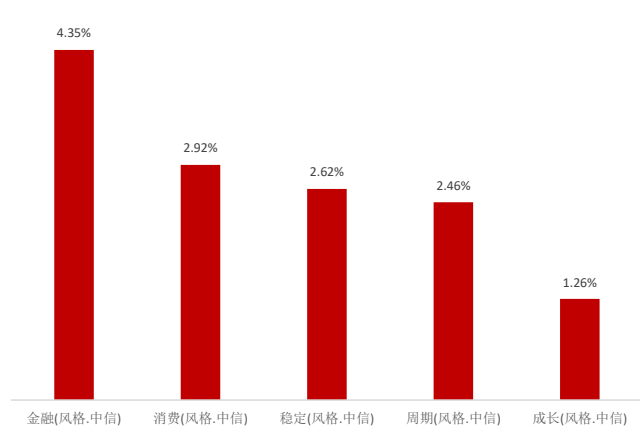
风格表现来看，大盘继续占优，价值股整体表现居前，小盘成长股逆势下跌。中信风格指数中，金融风格表现居前，成长风格涨幅居后。中美关税摩擦缓和后，中短期内我国出口预期或回升。并且近期政府投资的节奏显著加快，项目加速落地，城市更新持续推进，再加上促消费举措不断发力，有望带动需求实现温和扩张。但受到经济增速放缓的压力，基本面对股市支撑转弱，风险偏好仍然受到一定限制，小盘成长股整体表现不佳。同时受到公募基金新规的影响，此前较为低配且盈利确定性相对较强的大盘股性价比有所上升。

图6： 大盘价值股表现居前，小盘成长股逆势下跌



资料来源：Wind，诚通证券研究所

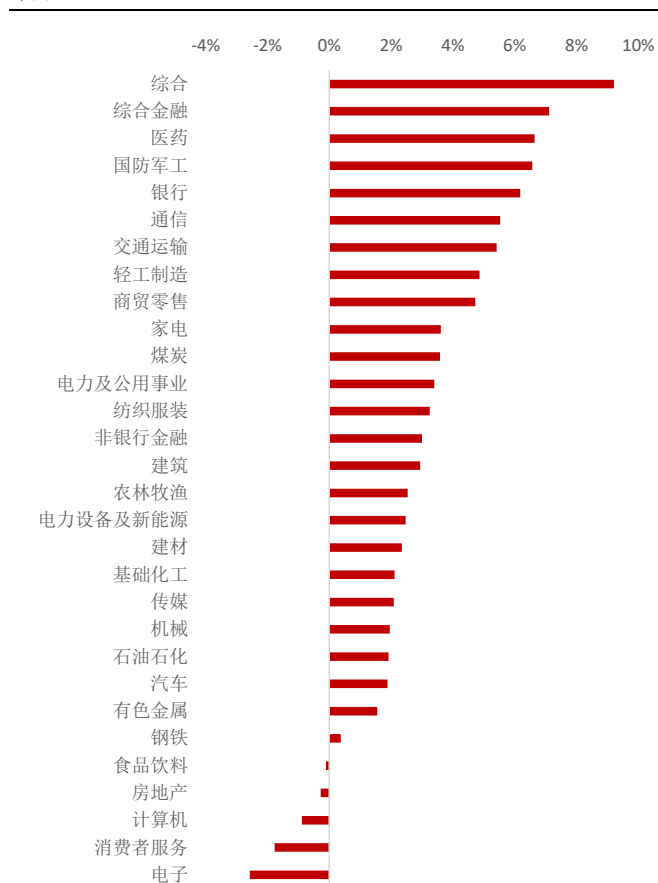
图7： 金融风格表现居前，成长风格涨幅居后



资料来源：Wind，诚通证券研究所

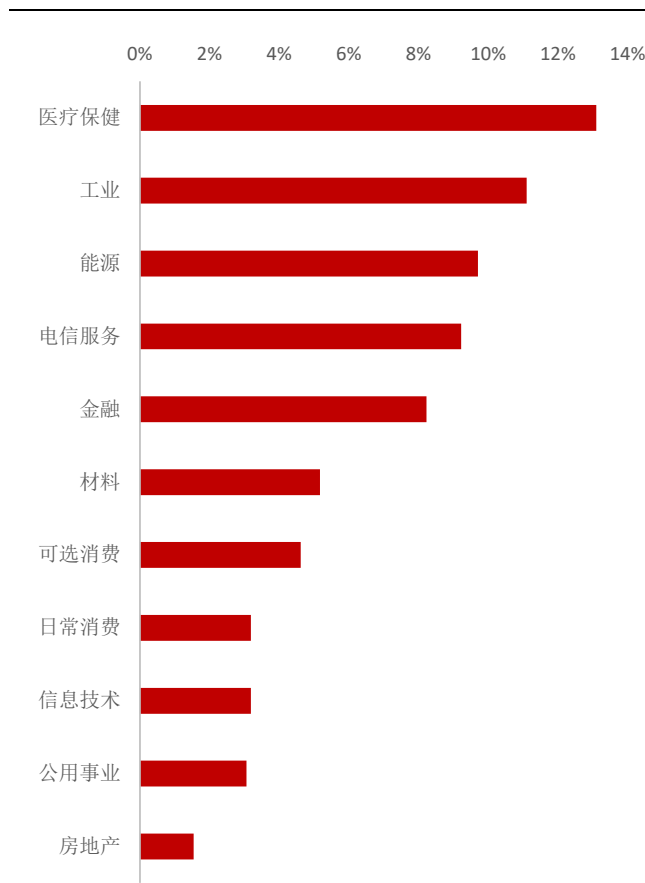
行业表现来看，5月中信一级行业收益分化，30个行业中25个行业收涨，综合金融、医药、国防军工、银行、通信分别上涨7.12%、6.64%、6.57%、6.18%与5.53%，领涨市场；电子、消费者服务、计算机、房地产、食品饮料逆势下跌领跌市场。

图8：A股行业指数表现，综合金融、医药、国防军工领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9：恒生指数行业表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市走弱，债券市场整体下跌 0.5%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 期国债收益率分别上升 0.5bp、3.5bp 与 5.4bp。海外港股恒生指数上涨 5.3%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 3.9%、9.6% 与 6.2%。

1.2、大势研判：政策预期有望发酵，市场情绪有望修复

6 月中美贸易摩擦影响边际上有所钝化，但基本面、情绪面对股市支撑有限，后续若想继续上攻，仍需要政策面给与支持。月中经济数据披露阶段，市场仍有回落压力。但月底两重项目落地、7 月政治局会议临近，政策面预期有望主导市场情绪修复。6 月市场走势或先抑后扬，市场回落阶段有望迎来较好布局机会。

2025 年 5 月 14 日，中美双方落实日内瓦经贸会谈共识，大幅降低双边关税水平，美方取消 91% 的加征关税并暂停 24% 的“对等关税”90 天。5 月关税调整后，世界银行将中国 2025 年 GDP 增速预测从年初的 4.5% 上调至 4.8%-5.0% 区间。4 月金融、经济数据虽然有所回落，但中美关税税率调整、东南亚仍在抢出口阶段，出口端回落速度放缓，基本面回落对股市的压力好于预期。

6月底两重项目落地、7月政治局会议临近，政策预期有望阶段性主导市场走向。国家发展改革委5月表态已安排近5000亿元支持“两重”项目建设，力争6月底前下达全部项目清单。一季度政府债务前置发力，对金融数据、经济数据形成强有力支撑，但数据的影响已经边际钝化。随着两重项目5000亿元资金的逐步落地，经济数据有望再次修复。叠加7月政治局会议临近，内循环政策仍是年内发力方向，政策面预期仍在。

从时间节奏来看，6月中旬经济、金融数据仍有惯性回落可能，对股市形成压制。6月下旬到7月，市场有望随着博弈两重项目落地、政治局会议召开迎来反弹。从空间节奏来看，政策预期支撑下，市场向下空间有限。上证指数或逐级回踩前期缺口后企稳。此前央行已经表态对平准基金救市的支持，在平准基金继续托底预期下，继续向下空间有限，3040点救市底或难以跌破。且短期国内外难有超预期负面冲击。同时国内政策面储备充足，增量政策虽迟但到，博弈空间较大，对市场预期形成支撑。6月若极端情况下市场跌破救市底，逢低买入是最佳策略。并且如果国内政策配合得当，二季度低点有望成为年内低点。

1.3、配置策略：逢低布局科技与新型消费

市场调整阶段，建议依然央企红利板块为基本盘。建议继续关注动力煤、水电、高速公路、石油、运营商及银行板块。市场触底后，建议布局政策发力方向，科技与消费有望重回主线。科技板块与宠物等部分新型消费赛道预期强但估值偏贵，仅建议逢低配置，博弈弹性。

端侧 AI：行业应用仍在落地。2025 火山引擎 FORCE 原动力大会于6月11日-6月12日召开（去年发布会发布上线了豆包 APP）；字节 AI 眼镜或有望在此次大会上亮相。Meta 最新财报披露，Ray-Ban Meta AI 智能眼镜表现亮眼，月活跃用户同比增长超过4倍。Ray-Ban Meta 眼镜全球销售规模及活跃用户的增长证明了市场对轻量级智能眼镜具有强烈需求。

AI 算力：上游资本开支催化仍然持续。5月17日，中国电信、中国移动、中国联通联合中国信息通信研究院正式启动“算力互联网试验网”建设。面向通算、智算、超算，以及云、边、端等公共算力资源，开展三家运营商自有算力和全国分散社会算力的互联，实现用户便捷地“找调用”算力。Meta 上调25年全年资本开支计划至640亿-720亿美元，此前为600亿-650亿美元，其余三家维持年初的资本开支计划不变。根据彭博，2025年四家海外 CSP 资本开支增速达40%。

人形机器人：产业化渐近，主机厂进展加速。特斯拉中国已完成人形机器人名称“擎天柱”的商标注册申请；松延动力 N2 机器人大定突破1000台；美的类人形机器人将于5月正式入驻洗衣机工厂。

工程机械：受益两重两新补贴。政策补贴下，一季度工程机械内需同比增速超预期。随着6月底两重项目逐步落地，未来行业数据有望再次提振。

零食：行业高+个股阿尔法属性较强+估值合理。魔芋零食兼具健康概念和口味黏性，大单品显著放量叠加渠道扩张共同驱动相关零食龙头成长；且后续新渠道扩张依旧具备看点，甘源食品加大出海力度、劲仔食品布局会员商超、松鼠铺设线下分销渠道。受益于品类和渠道红利，零食板块景气度依旧高，成长性依旧强。

1.4、财经日历

6月，国内重点关注经济基本面动能是否减弱。虽然受中美关税摩擦暂时缓解

影响，5月PMI回升，但高频数据显示生产有所回落。此外，2025陆家嘴论坛将于6月18日-19日举行，关注是否释放新增政策信息。海外重点关注美国对等关税谈判进展以及关税对美国通胀的影响程度如何，还要关注美国减税法案展。

表1：未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8
美国5月ISM 制造业PMI				美国5月就业 数据	2025全球人 工智能技术大 会	
6.9	6.10	6.11	6.12	6.13	6.14	6.15
中国5月进出 口数据 中国5月通胀 数据		美国5月通胀 数据	中国5月金融 数据；2025(第 二届)具身智 能人形机器人 场景应用生态 大会			
6.16	6.17	6.18	6.19	6.20	6.21	6.22
5月经济数据		2025陆家嘴 论坛	美联储6月利 率决议	LPR报价；华 为开发者大会 2025		
6.23	6.24	6.25	6.26	6.27	6.28	6.29
		2025深圳国 际消费电子展 览会		中国5月工业 企业利润数据		

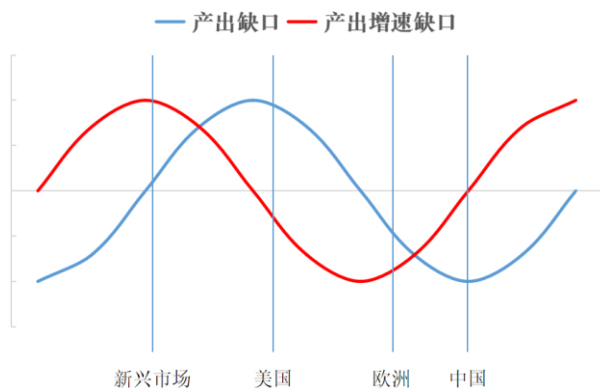
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、周期位置及经济基本面

2025 年，不考虑关税的美国经济自然趋势是经济增速有所下滑，但仍在潜在增速附近，产出缺口难以收窄，再通胀压力仍较大。关税增加了美国经济衰退概率，由于存在时滞，6 月美国经济问题不大，但关税对通胀的影响可能逐渐显现。

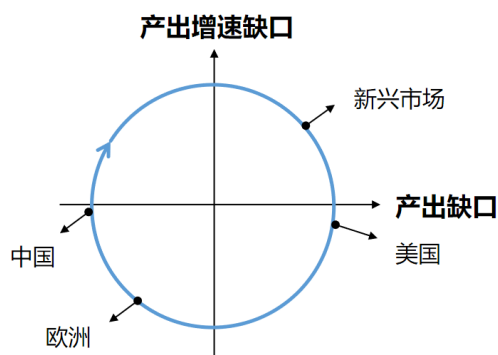
国内方面，年初以来，财政前置发力，再加上“抢出口”，经济增速回到潜在增速附近，但剔除出口的经济内生动能仍低于潜在增速，产出缺口尚未收窄，再通胀仍较困难。预计 6 月经济“抢出口”仍存，但有转弱风险，与此同时，财政脉冲也可能回落，高频数据显示工业生产动能有走弱迹象。不过，由于低基数效应，同比经济数据读数或不差。

图10：世界经济周期位置



资料来源：诚通证券研究所

图11：经济周期时钟



资料来源：诚通证券研究所

2.1、美国经济短期衰退概率较低，关税将逐渐影响物价

4 月美国对等关税落地，经过中美激烈关税博弈，5 月 12 日中美达成阶段性关税协议。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）的估算，美国对中国商品关税暂时下降至 50% 左右，中国对美国商品关税下降至 30% 左右。根据美国税务基金会（tax foundation）数据，截至 5 月末，美国有效关税税率从 2024 年末的 2.5% 上升 10 个百分点至 12.5% 左右。

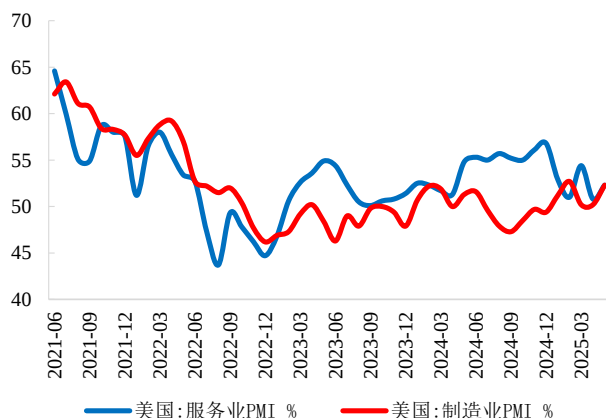
关税对经济的影响存在一个过程，不同阶段关税对经济主体预期、经济活动的影响也不同。关税对美国的影响有通胀预期、通胀实现、经济衰退、经济修复四个阶段，目前处于第一阶段。第一阶段：通胀预期。关税影响下，通胀预期上升，存在“抢进口”，经济主体提前增加耐用品消费、资本开支，与此同时也会减少一些非必需品、服务消费。国内生产会下降，但国内支出不一定下降。第二阶段：通胀实现。供应链压力增加，终端消费品价格带动物价上涨，中间品投入成本上升后续也会继续传导到终端消费品。第三阶段：经济衰退。通胀导致消费与资本开支下降，经济严重滞胀。第四阶段：经济修复。全球产业链重构，通胀下降，经济修复。如不考虑再工业化的影响，最终潜在经济增速会下滑。

4-5 月，关税对美国的影响处于第一阶段。一季度美国 GDP 环比折年率-0.3%

(前值 2.4%)，同比增速 2% (前值 2.5%)，主要是受净进出口拖累。代表内需的国内购买者最终销售额环比折年率为 2.3%，仍比较稳定。4 月美国新增非农就业 17.7 万人，失业率维持在 4.2%。该阶段通胀预期大幅上升，但关税对整体的通胀尚不明显。4 月，美国 CPI 同比增速从 2.4% 下降至 2.3%，核心 CPI 同比增速持平于 2.8%；PCE 物价同比增速从 2.3% 下降至 2.1%，核心 PCE 物价同比增速从 2.7% 下降至 2.5%。不过也要看到，商品通胀已有回升苗头。核心商品 CPI 同比增速从 -0.1% 上升至 0.1%，其中，新车、二手车 CPI 同比增速分别从 0.1%、0.6% 上升至 0.8%、1.5%。

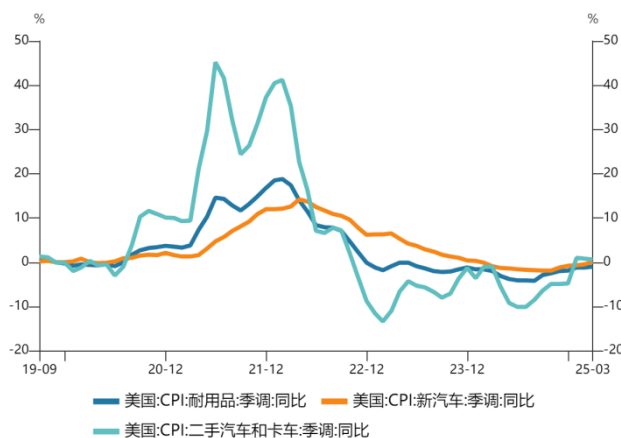
预计 6 月，关税对美国的影响将逐步进入第二阶段，也就是通胀将逐渐显现，但经济仍保持韧性，美联储降息预期或进一步推迟。随着关税逐渐传导到商品终端，通胀可能回升。尽管克利夫兰联储的通胀预期数据显示，5 月核心 CPI、PCE 物价同比增速分别为 2.84%、2.73%，基本持平于前值，关税仍未明显影响通胀。不过，只要通胀出现上升苗头，市场可能就开始定价通胀将趋势性回升。与此同时，通胀对经济的影响尚不明显。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 从 50.2% 上升至 52.3%，Markit 服务业 PMI 从 50.8% 上升至 52.3%。5 月 27 日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.2%。和 GDP 同比增速趋势一致的 WEI 经济指数二季度均值为 2.45%，略高于一季度的 2.4%。中美关税摩擦缓和后，美联储降息预期推迟至 9 月，降息次数减少为 2 次。如果 5 月、6 月通胀超预期，美联储降息预期可能进一步推迟。

图12： 5 月美国服务业、制造业 PMI 改善



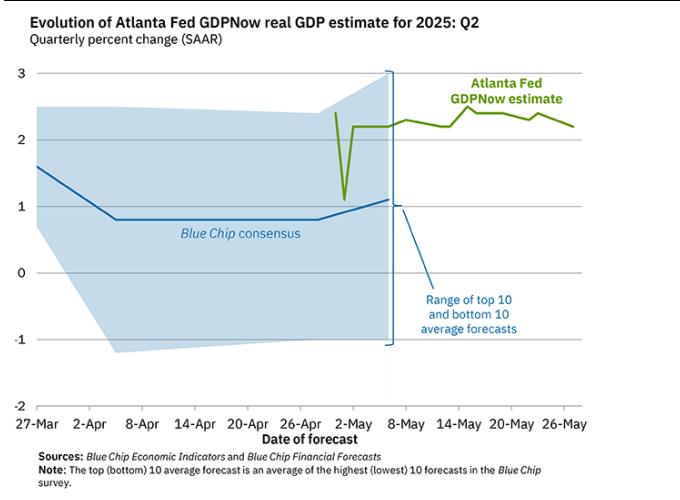
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 商品通胀逐渐回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 5月27日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.2%



资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图15： 美联储降息预期缩减至两次（5月30日）

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
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	23.9%	75.6%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.8%	53.3%	32.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	7.1%	33.6%	42.9%	16.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.8%	24.9%	39.9%	25.0%	5.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	12.8%	30.9%	34.0%	17.2%	3.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.9%	22.7%	32.6%	24.7%	9.5%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.2%	25.6%	30.3%	20.3%	7.2%	1.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.5%	6.9%	17.9%	27.6%	26.1%	14.7%	4.6%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.5%	2.8%	9.6%	20.3%	27.2%	23.3%	12.2%	3.6%	0.4%
2026/9/16	0.1%	1.1%	4.5%	12.3%	22.0%	26.2%	20.6%	10.1%	2.8%	0.3%
2026/10/28	0.3%	1.6%	5.6%	13.7%	22.6%	25.4%	19.1%	9.1%	2.5%	0.3%
2026/12/9	0.4%	1.8%	6.2%	14.3%	22.8%	25.0%	18.4%	8.6%	2.3%	0.3%

资料来源：CME Fedwatch，诚通证券研究所

2.2、国内经济韧性较强，政策以前置发力为主

美国对等关税落地后，我国经济顶住外部压力实现平稳增长。4月工业生产同比增长 6.1%，服务业同比增长 6%，均保持较高增速。其主要动力一方面来自“抢转口”，出口同比增长 8.1%，高于 2024 年全年的 5.1%，另一方面是财政前置发力，4 月新增社融同比多增 1.22 万亿元，社融同比增速上升 0.3 个百分点至 8.7%，M2 同比增速上升 1 个百分点至 8.0%。在此支持下，中央财政主导的公用事业基建投资、设备更新投资、以旧换新相关消费均保持较快增长。

图16： 4月中国经济平稳增长

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/4月预期值	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	--	--	5.4	--	--	5.4	--	--	4.6	--
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 5.5	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	● 4.3	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4
		——房地产	● -10.1	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2
		——采矿业	--	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3	13.2	13.2	15.6
		——制造业	● 9.1	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1
		——基建	● 10.0	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4	9.4	9.3	7.9
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1	-18.0
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2	-22.5
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5	-8.9	-9.0	-8.6
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8	-7.4	-6.9	-5.8
经济运行	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● -6.9	-0.2	-4.4	1.5	-16.4	0.9	-3.9	-2.3	0.2	0.1
		出口: 当月同比(%)	● 0.8	8.1	12.3	-3.0	6.0	10.7	6.6	12.7	2.4	8.6
		贸易差额(亿美元)	● 968.7	961.8	1024.2	315.9	1385.6	1050.4	970.2	955.5	817.1	914.8
	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.2	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5
	景气度	PMI(%)	--	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1
	就业	失业率(%)	● 5.2	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3
	价格	CPI(%)	● -0.2	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
金融信贷		PPI(%)	● -2.8	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8
	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	● 7,644.4	2800	36400	10100	51300	9900	5800	5000	15900	9000
		人民币贷款余额: 同比 (%)	● 7.4	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8.0	8.1	8.5
		社融存量: 同比 (%)	● 8.8	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1
	货币供应	M2: 同比(%)	● 7.5	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3

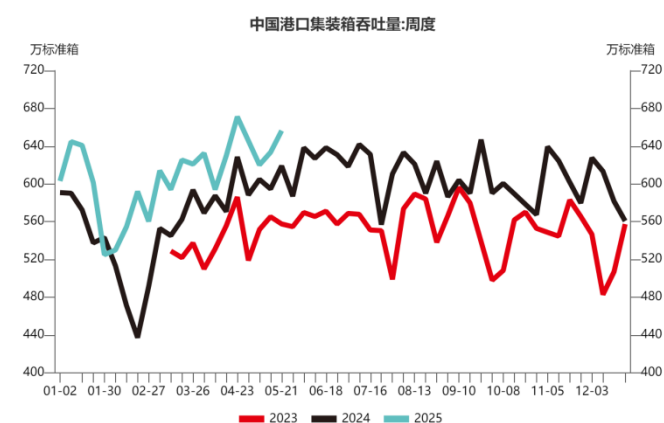
资料来源：Wind，诚通证券研究所

经济复苏动能有所减弱，不过短期内“抢出口”仍存，加上财政继续发力以及低基数效应，二季度 GDP 增速或维持在较高水平。受中美经贸会谈联合声明提振，5 月制造业 PMI 从 49% 上升至 49.5%。从高频数据来看，“5·12”之后，港口集装箱吞吐量回升幅度没有大幅超出预期，5 月出口或维持正增长，后续存在回落风险；高炉开工率、日均铁水产量等钢铁产业链生产有所回落；汽车产业链开工率基本持平于上年同期；沥青开工率先升后降；水泥发运率基本持平于上年同期；新房销售处于历史同期低位，二手房销售回落。

需要警惕未来经济动力可能面临的不确定性。一是，中美关税谈判存在较大变数，暂停的关税存在恢复风险，且“抢出口”可能会透支外需。二是，2025 年计划新增政府债务总规模比上年增加 2.9 万亿元，前 5 月政府债券融资已经同比多融资了 3.7 万亿元，社融存在同比回落的风险。

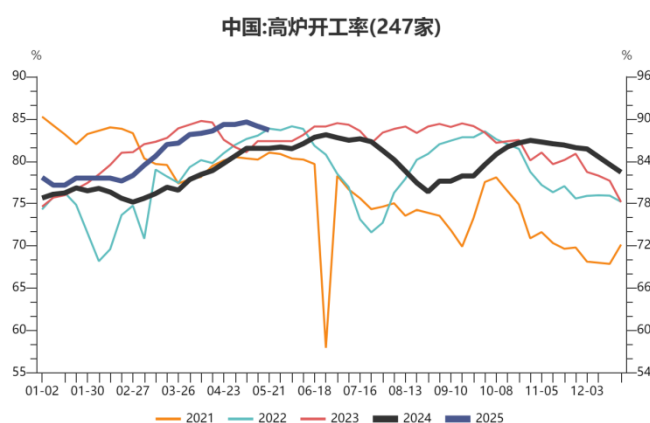
由于二季度经济韧性较强，二季度政策仍以年内政策前置发力为主。4 月政治局会议强调“需要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”。如果二季度中美经贸摩擦加剧，同时经济复苏出现转弱势头，下半年增发特别国债以及降准降息的可能性将增加。

图17：“抢出口”仍存



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18：高炉开工率回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19：铁水生产回落

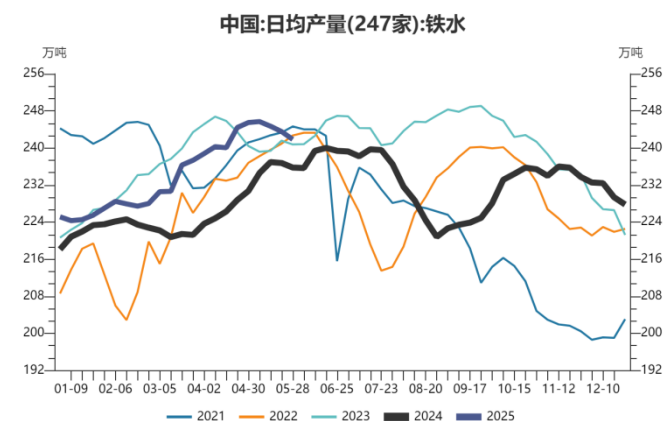


图20：汽车产业链开工率基本持平于上年同期

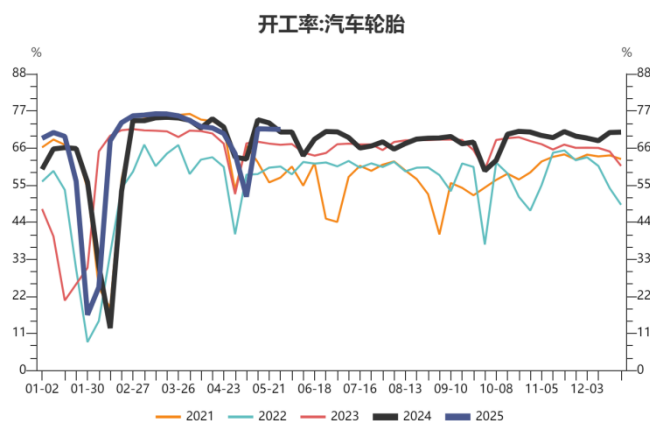


图21：沥青开工率先升后降

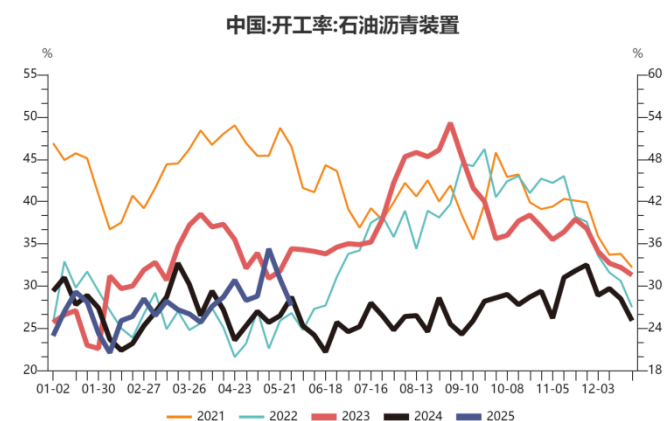


图22：水泥发运率持平于上年同期

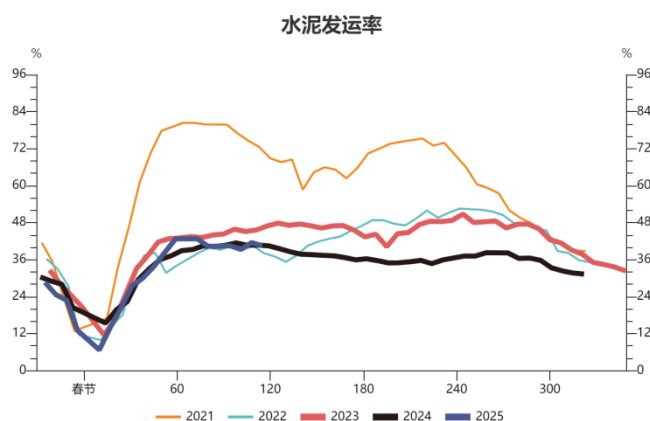


图23：新房销售处于历史同期低位

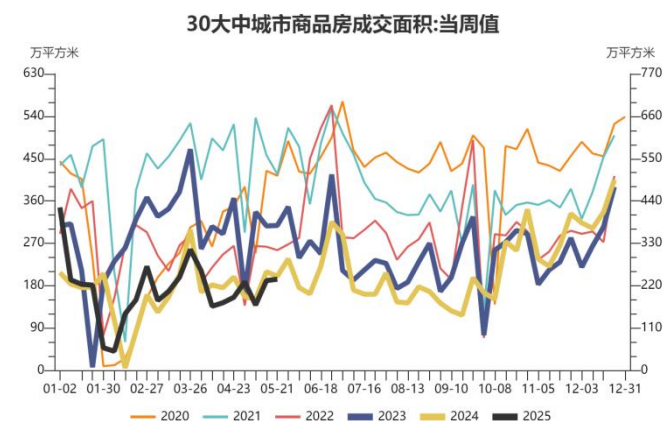
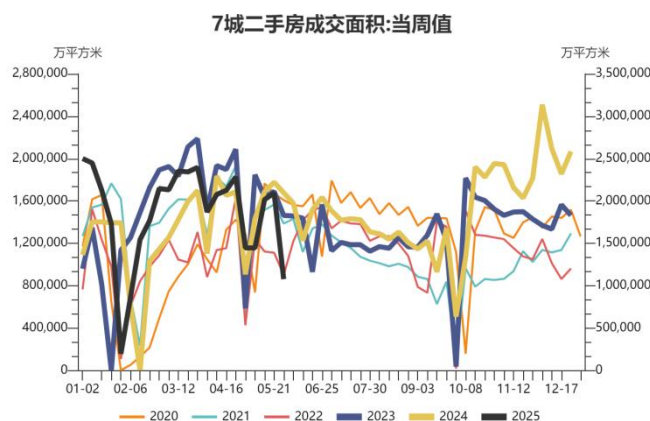


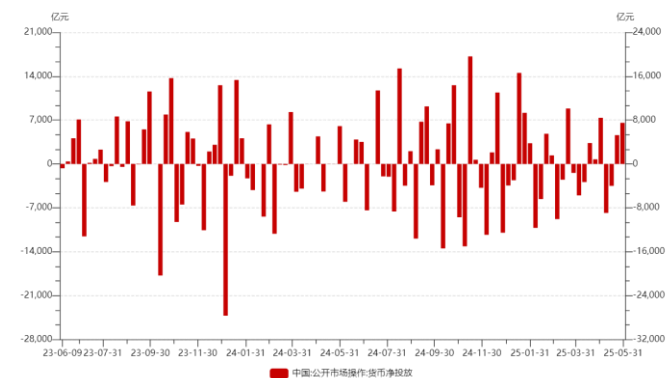
图24：二手房销售回落



3、资金面跟踪

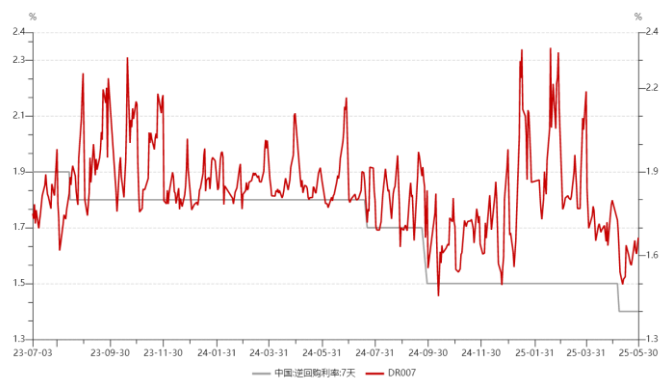
3.1、央行流动性：5月央行降息后 DR007 走低，短端流动性较为宽裕

图25： 5月公开市场操作货币净投放 7206 亿元



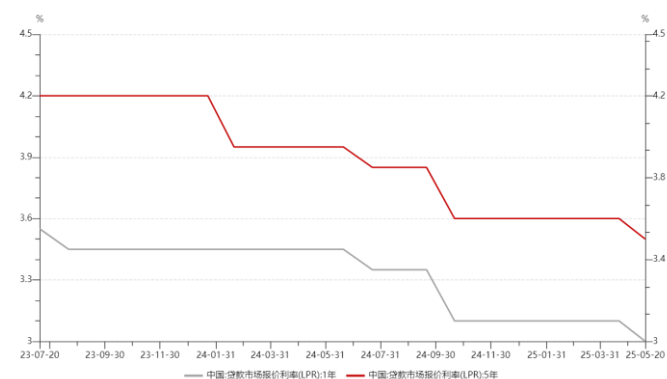
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图26： DR007 下行



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图27： 5月 LPR 调降 10BP



资料来源：Wind，诚通证券研究所

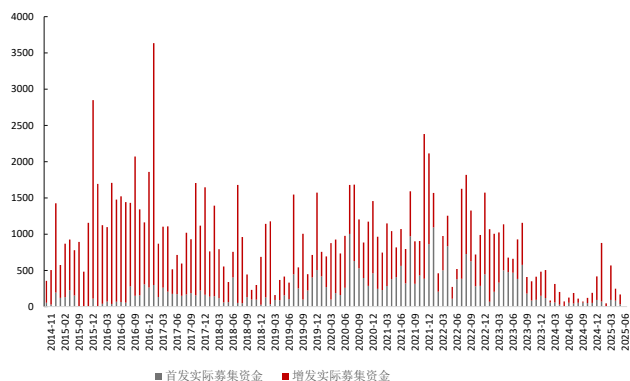
图28： 10年期国债收益率于5月30日录得 1.68%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

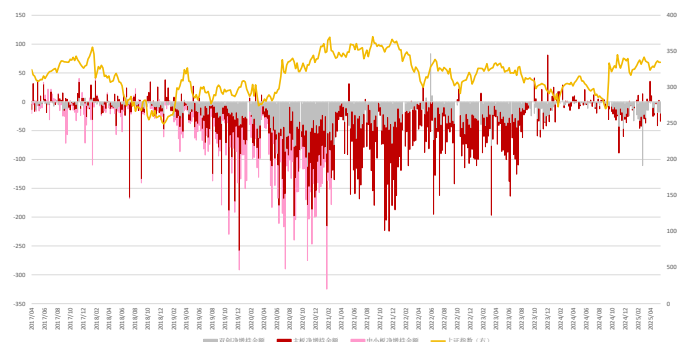
3.2、股票资金：5月IPO、定增募集资金减少，新基金发行减少，市场换手率持续下降

图29：5月IPO募集34.6亿元（4月82.7亿元），定增募集133.4亿元（4月165.1亿元）



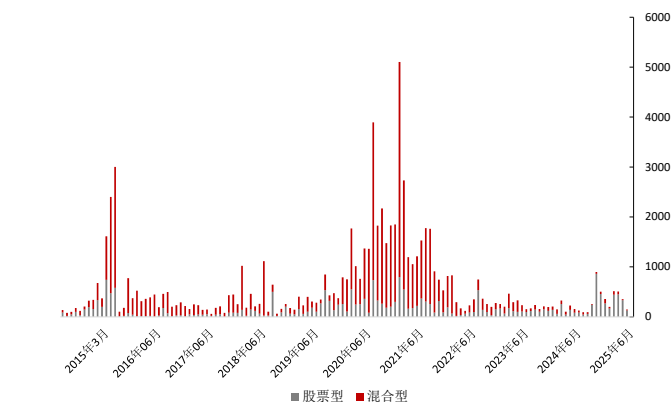
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图30：5月A股合计减持94.9亿元，前值为减持17.9亿元



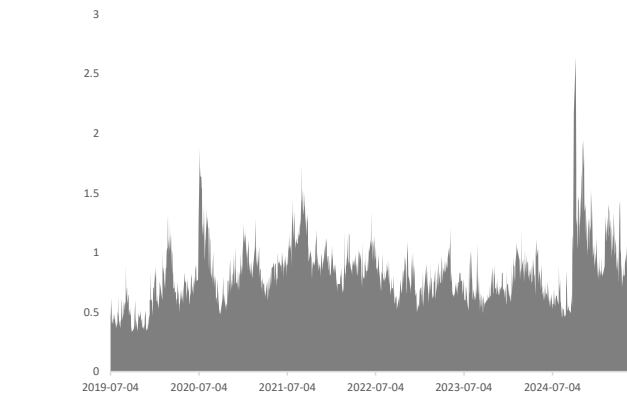
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图31：5月股票与混合型基金共发行145.1亿份（4月共发行353.9亿份）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图32：5月全A换手率0.84%（前值0.95%）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>