

2025年6月大类资产配置展望

微澜蓄势，整装待发

证券分析师：孙婷

执业证书编号：S0600524120001

联系邮箱：sunt@dwzq.com.cn

证券分析师：唐遥衍

执业证书编号：S0600524120016

联系邮箱：tangyk@dwzq.com.cn

2025年6月4日

✓ **2025年6月大类资产配置展望**

✓ **A股和港股——等待时空条件的变化：**

- 市场整体趋势：预计6月A股市场将呈现震荡调整格局，短期内调整空间有限但震荡时间可能较长；港股市场整体节奏与A股保持一致，但筹码结构相对健康，表现可能优于A股，呈现宽幅震荡走势。
- 风格与板块表现：6月上旬大盘红利风格相对占优，成长板块可能相对较弱；6月中旬开始，红利风格可能进入相对逆风期，成长风格有望获得相对收益的优势，但需关注海内外事件驱动因素对风格变化的提前影响。
- 内外部因素影响：国内短期内进一步出台利好政策的可能性较小；海外方面，中美关税协议暂缓90天，美联储6月降息概率较低，需密切关注国际贸易法院判决等新事件催化。

✓ **美股和黄金——持续产生对冲效应：**

- 美股市场：风险趋势模型显示美股风险度已达高位，预计6月将持续震荡。国际贸易法院判决及特朗普政策等因素将继续影响市场情绪。
- 黄金市场：风险度处于中等水平，短期无明显高估或低估，预计震荡幅度将缩小并逐步走强，与美股形成反向对冲关系。
- 综合走势：美股与黄金预计维持反向震荡格局，需等待地缘政治或政策变化等事件催化。

✓ **国债和美债——震荡偏强格局：**

- 国债市场：在政策宽松预期与供给流动性扰动的博弈下，国债市场预计维持窄幅震荡，利率中枢可能因短期供给压力阶段性上移，但整体下行趋势未变。
- 美债市场：受再融资压力、政策不确定性及海外需求变化影响，美债市场面临利率中枢抬升风险，关注6月中旬CPI与FOMC会议结果。
- 综合走势：国债与美债市场均处于窄幅震荡格局，需等待政策与数据进一步明确方向。

✓ **基金配置建议——相对均衡配置：**预期后续市场可能会呈现震荡调整的行情，建议均衡配置，等待时机。

风险提示：发生预期外重大宏观事件；宏观数据不及预期；市场环境变化时，模型存在失效风险。



■ 1、A股和港股——等待时空条件的变化

■ 2、美股和黄金——持续产生对冲效应

■ 3、国债和美债——震荡偏强格局

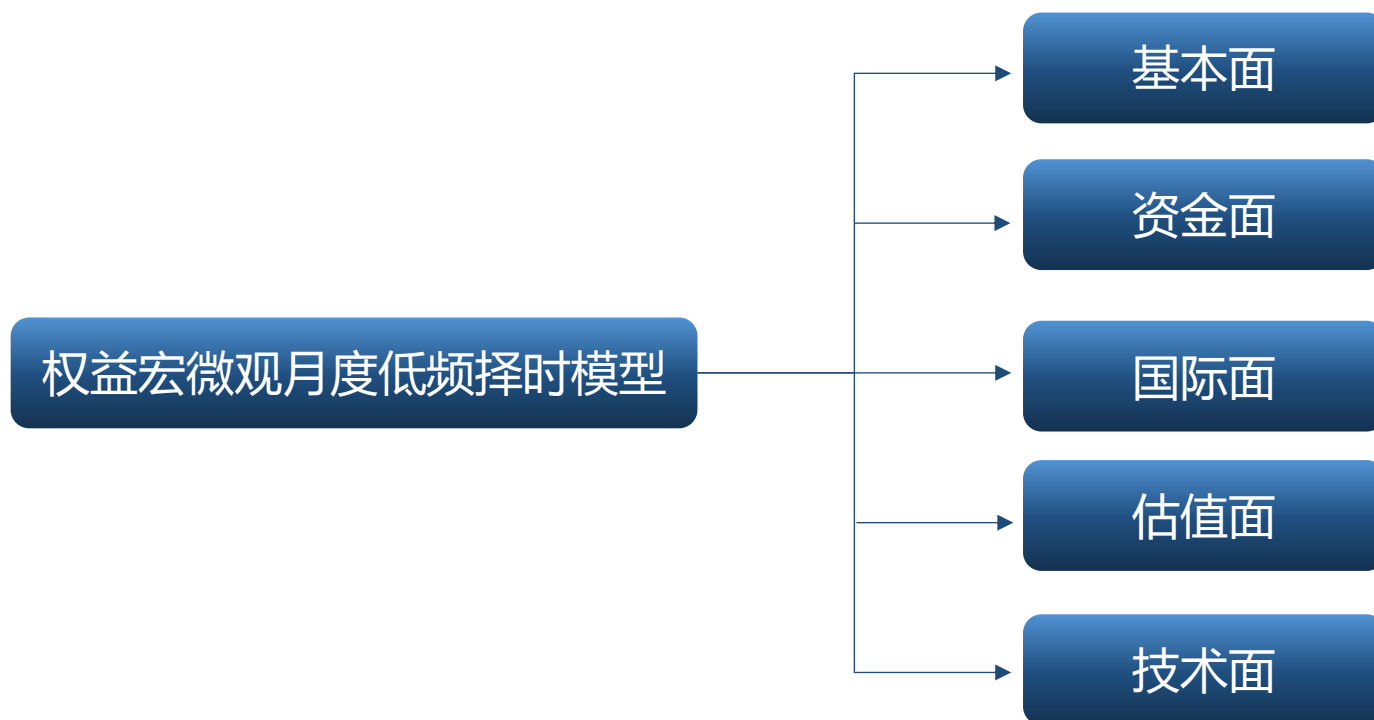
■ 4、基金配置建议——相对均衡配置

■ 5、风险提示

1、A股和港股——等待时空条件的变化

权益宏观微观月度低频择时模型

- 权益宏观微观月度低频择时模型
- 调仓频率：月频
- 大盘指数：万得全A指数



基本面

宏观基本面主要从三个维度进行评测：经济、货币、信用。

➤ 经济维度

主要参考社会消费品零售总额_当月同比和工业增加值_规模以上工业企业_当月同比的变化。

➤ 货币维度

➤ 主要从公开市场操作利率、准备金利率、国债利率等维度进行合成测算。

➤ 信用维度

➤ 主要参考中长期贷款余额同比指标和M2同比的变化。

资金面

- 资金面主要从三个维度进行评测：
- 杠杆资金（融资余额）、期货资金（股指期货净持仓）、期权资金（PCR）。

国际面

- 国际面主要从两个维度进行评测：
- 中美利差、美元兑离岸人民币汇率。
- 中国资产吸引力上升时，市场上涨。

估值面

- 从估值角度考虑，采用经一定改进的ERP风险溢价模型，权益方面选择沪深300，债券方面选择十年期国开债收益率，滚动周期选择3年，计算每个交易日的分位数，再对分位数计算月均值。
- ERP分位数的月均值大于0.7时，信号为1；ERP分位数的月均值小于0.7时，信号为-1。

技术面

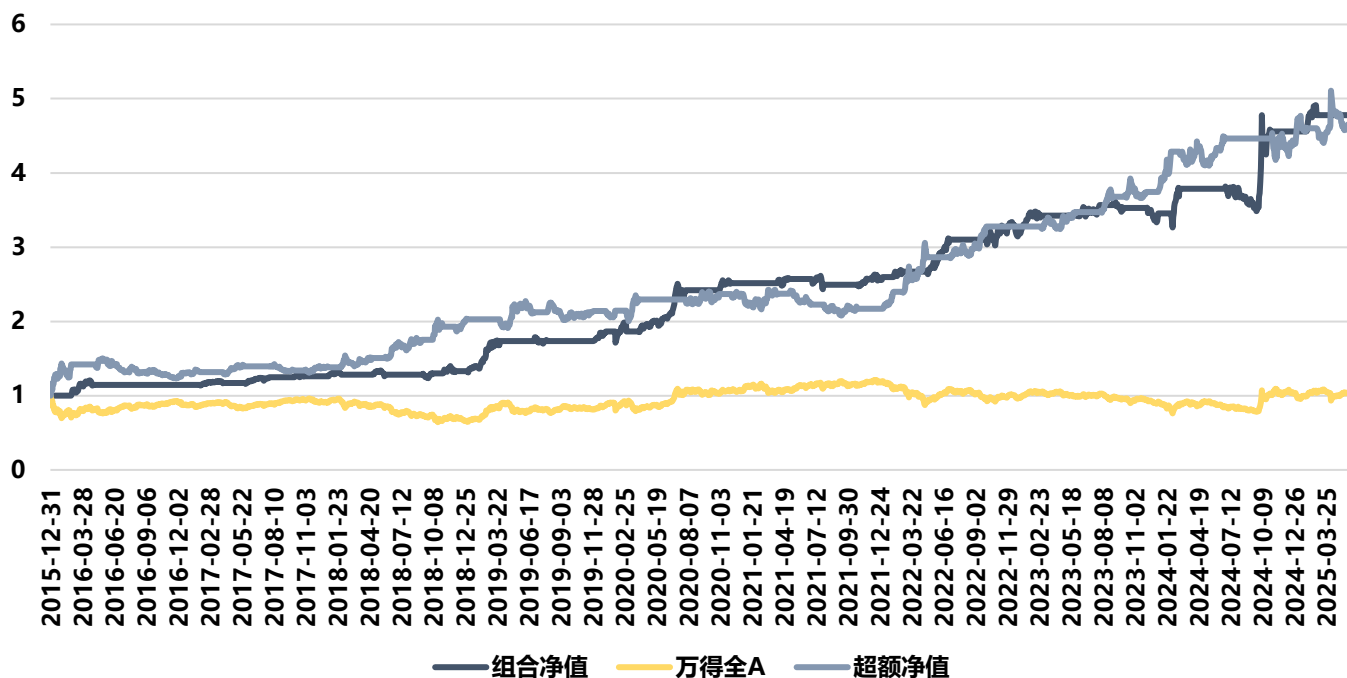
- 从胜率（趋势）和赔率（风险）两个维度构建技术指标，技术指标综合评分 = $(\text{趋势分数} + 100 - \text{风险分数}) / 2$ 。
- 技术指标分数当月的月均值大于近3个月的月均值时，信号为1；技术指标分数当月的月均值小于近3个月的月均值时，信号为-1。

权益宏观微观月度低频择时模型

模型结果展示

- 调仓时间：月频
- 模型测算时间：2015.12.31 – 2025.05.30
- 注：由于中国在2015年发生811汇率改革，至此外围对A股影响力增大，因此模型测算时间从2016年开始。

权益宏观微观月度低频择时模型



期初日期	2015-12-31
期末日期	2025-05-30
策略超额胜率 (>=0%)	79.65%
策略正信号胜率	72.73%
策略负信号胜率	66.67%
策略零信号胜率	72.73%
策略整体胜率	69.03%
策略年化超额收益率	17.79%

权益宏观月度低频择时模型

权益宏观月度低频模型结果展示

- 模型从基本面 (30%)、资金面 (30%)、国际面 (20%)、估值面 (10%)、技术面 (10%) 等五个维度对万得全A进行评测, 可以较为清晰地看到各个维度的变化。
- 模型分数波动范围: -10分~10分
- 模型分数 ≥ 0 分时, 代表越看好下个月万得全A指数收益。
- 特别说明:
- 低频模型主要为基本面分析, 如果碰到不可控外力影响, 模型有短期失效的风险。
- 如果低频模型和高频模型结果有不同, 优先参考高频模型结果。

日期	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号
2023/5/1	-1	-3	0	-1	1	-4
2023/6/1	1	1	-2	-1	1	0
2023/7/1	2	1	-2	1	1	3
2023/8/1	0	1	-2	1	-1	-1
2023/9/1	1	3	-2	1	-1	2
2023/10/1	-1	-1	-2	1	1	-2
2023/11/1	-3	1	-2	1	1	-2
2023/12/1	-2.5	1	2	1	-1	0.5
2024/1/1	-3	-3	2	1	-1	-4
2024/2/1	-2	1	2	1	1	3
2024/3/1	0	-1	-2	1	1	-1
2024/4/1	-0.5	-1	-2	1	-1	-3.5
2024/5/1	-2	-3	-2	1	-1	-7
2024/6/1	-2	-1	-2	1	-1	-5
2024/7/1	-3	3	0	1	1	2
2024/8/1	1	1	0	1	1	4
2024/9/1	0	-1	2	1	1	3
2024/10/1	1.5	-1	2	1	1	4.5
2024/11/1	-1	1	0	-1	-1	-2
2024/12/1	-2	-1	-2	-1	-1	-7
2025/1/1	-2	-1	-2	-1	-1	-7
2025/2/1	-1	1	-2	1	1	0
2025/3/1	-3	-1	2	-1	1	-2
2025/4/1	-2.5	-1	2	-1	-1	-3.5
2025/5/1	-1.5	-1	0	1	-1	-2.5
2025/6/1	1	-1	0	-1	1	0

权益宏观月度低频模型最新观点

➤ 大盘走势

- 在最新一期（2025年6月）的模型综合评分中，得分为0分。根据模型评分结果，6月份大盘走势预期将呈现震荡格局。然而，从历史数据来看，该模型在出现0分信号时，其胜率相对较高。因此，综合历史表现与当前评分情况，**预计6月份权益市场走势将呈现震荡偏强态势，整体市场有望在波动中保持一定的上行潜力。**

➤ 风格轮动

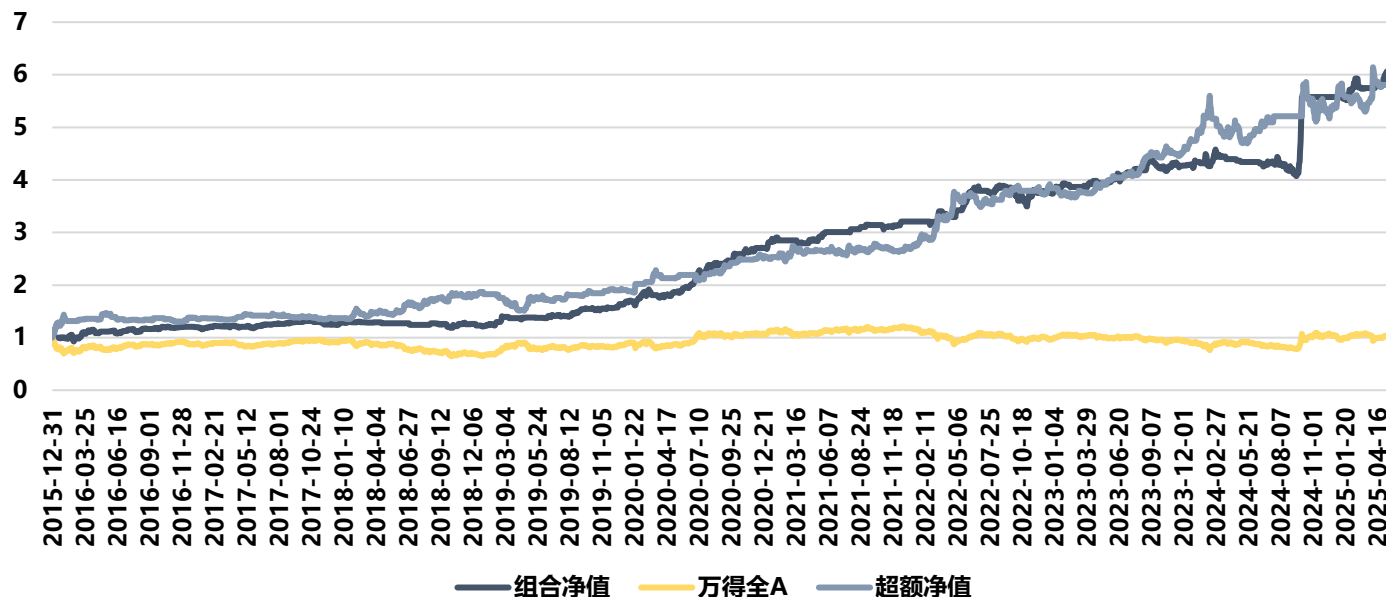
- 该权益宏观模型不仅适用于对大盘走势的综合评估，同样可用于风格轮动的测算。根据模型的信号判断标准，当模型综合信号大于等于0时，成长风格通常表现更为突出，此时模型倾向于看好成长风格；而当模型综合信号小于0时，价值风格往往更具优势，模型则倾向于看好价值风格。在最新一期的模型评分中，得分为0分。结合历史数据与模型信号的综合分析，**6月份整体市场风格轮动预计将呈现震荡偏成长的态势。**

权益宏观微观日度高频择时模型

模型结果展示

- 调仓时间：日频
- 模型测算时间：2015.12.31 – 2025.05.30
- 注：由于中国在2015年发生811汇率改革，至此外围对A股影响力增大，因此模型测算时间从2016年开始。模型仅为理论值，未考虑费率影响。

权益宏观微观日度高频择时模型



期初日期	2015-12-31
期末日期	2025-05-30
策略超额胜率 (>=0%)	73.69%
策略正信号胜率	55.71%
策略负信号胜率	51.88%
策略零信号胜率	56.46%
策略整体胜率	53.77%
策略年化超额收益率	20.57%

权益宏观日度高频模型结果展示

- 模型从基本面 (30%)、资金面 (30%)、国际面 (20%)、估值面 (10%)、技术面 (10%) 等五个维度对万得全A进行评测, 可以较为清晰地看到各个维度的变化。
- 模型分数波动范围: -10分~10分
- 模型分数 ≥ 0 分时, 代表越看好下个月万得全A指数收益。
- 特别说明:
- 高频模型主要为高频数据分析, 经济方面的数据考虑相对较少。
- 如果低频模型和高频模型结果有不同, 优先参考高频模型结果。

日期	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号
2025/5/6	-1	3	0	1	1	4
2025/5/7	-3	3	0	1	1	2
2025/5/8	-1	3	0	1	1	4
2025/5/9	-3	1	0	1	1	0
2025/5/12	-3	3	0	-1	1	0
2025/5/13	-3	3	0	-1	1	0
2025/5/14	-1	3	0	-1	1	2
2025/5/15	-1	-1	0	-1	-1	-4
2025/5/16	1	-1	0	-1	-1	-2
2025/5/19	-1	-1	0	-1	-1	-4
2025/5/20	-3	1	0	-1	-1	-4
2025/5/21	-3	1	0	-1	-1	-4
2025/5/22	-3	1	0	-1	-1	-4
2025/5/23	1	-1	0	-1	-1	-2
2025/5/26	-1	-1	0	-1	-1	-4
2025/5/27	-1	-1	0	-1	-1	-4
2025/5/28	-1	-1	0	-1	-1	-4
2025/5/29	1	3	0	-1	-1	2
2025/5/30	1	0	-2	-1	-1	-3

权益宏观微观日度高频模型最新观点

➤ 大盘走势

- 回顾2025年5月份大盘走势及综合信号，模型自月初起持续发出看多信号，显示出市场在月初阶段具有一定的上行预期。然而，自5月15日起，模型发出负向信号，并在随后数日内持续低于0分，反映出市场环境在中旬出现了一定的变化。大盘走势亦与模型信号相呼应，呈现出倒“V”型走势，显示出市场在中旬之后的调整态势。
- 在5月30日的最新一期信号中，模型得分为-3分，预计自5月下半月以来的负向信号仍将持续数日。不过，结合月度频率模型信号综合分析，6月整体大盘走势仍维持震荡偏强格局。因此，**预计6月大盘走势在前半段将出现一定程度的调整，而后半段则有望震荡上行，整体市场在6月仍有望保持一定的上行潜力，但过程中波动可能较为明显。**

➤ 风格轮动

- 从风格轮动测算的角度来看，**自2025年5月下半月以来**，模型发出的负向信号预计仍将持续数日。在此期间，市场整体表现可能相对较为疲弱，资金出于避险需求，倾向于流向红利资产，使得**红利风格在这一阶段相对更具优势**。然而，随着市场环境的变化，**预计进入6月后半段，整体市场将逐渐转向偏强震荡的格局**。在此背景下，市场风格有望逐渐转换，**成长风格将重新获得关注并有望表现出更强的吸引力**。

- **统计时间段：1999-12-30 至 2024-12-31**
- 如果宽基指数在月度收益率和胜率上呈现一定的特点，如某个月宽基指数呈现高收益、高胜率的特点，则背后可能会存在一定的逻辑支撑，使宽基每年在固定时间段呈现类似的特性。
- 我们将探寻该逻辑的可靠性，以及可能造成失效的原因。
- 注：由于科创板、北交所成立时间相对较短，因此相关指数统计次数较少，可能会和实际情况偏差较大，不构成统计学上的规律。

常见宽基指数月度收益率统计

平均收益率	日期	上证指数	红利指数	上证50	沪深300	科创综指	科创50	科创100	中证1000	中证500	中证800	中证红利	创业板指	深证红利	万得全A	北证50	中证2000	万得微盘股日频等权指数
-1.73%	1月	-0.35%	0.52%	-0.17%	0.17%	-5.47%	-4.79%	-7.28%	-0.81%	0.29%	0.12%	0.73%	-1.63%	0.24%	-0.46%	-4.84%	-5.59%	-0.07%
3.79%	2月	2.72%	3.18%	1.54%	2.87%	0.95%	1.91%	3.57%	7.40%	6.32%	3.71%	3.86%	5.22%	2.73%	4.01%	2.49%	4.79%	7.17%
-0.48%	3月	0.83%	0.42%	-0.49%	-0.32%	-5.83%	-5.69%	-7.70%	1.95%	1.10%	0.02%	0.68%	0.83%	0.72%	1.50%	-6.71%	4.68%	5.81%
1.21%	4月	1.85%	2.79%	2.80%	2.96%	0.97%	1.44%	0.96%	0.49%	2.02%	2.72%	2.97%	0.40%	2.71%	1.55%	-4.26%	-1.73%	-0.05%
1.95%	5月	0.11%	-0.03%	-0.88%	0.12%	4.49%	3.80%	6.44%	3.21%	1.94%	0.55%	0.68%	2.47%	1.15%	1.21%	-0.79%	3.89%	4.80%
-0.30%	6月	-1.61%	-3.51%	-1.65%	-1.37%	5.34%	4.85%	8.41%	-2.61%	-3.03%	-1.81%	-3.42%	0.91%	-1.16%	-1.20%	-2.15%	0.29%	-1.40%
1.22%	7月	0.74%	1.68%	1.34%	1.72%	1.19%	0.79%	2.66%	2.58%	2.67%	1.92%	1.95%	0.32%	1.48%	1.17%	-4.15%	0.03%	2.67%
-2.25%	8月	-1.48%	-1.23%	-1.49%	-1.85%	-5.82%	-6.03%	-5.49%	-0.57%	-0.82%	-1.55%	-1.39%	-1.37%	-2.74%	-1.49%	-6.43%	-0.63%	2.10%
1.55%	9月	0.21%	1.26%	1.04%	0.97%	1.17%	1.15%	0.95%	0.44%	0.79%	0.95%	1.22%	1.26%	1.29%	0.23%	10.44%	1.64%	1.40%
1.24%	10月	-0.30%	-0.87%	0.07%	0.20%	2.93%	3.49%	1.37%	-0.53%	-0.85%	-0.08%	-0.63%	1.69%	0.87%	-0.47%	11.41%	2.45%	0.38%
3.03%	11月	1.54%	2.18%	1.64%	1.58%	2.97%	1.40%	2.61%	3.01%	2.11%	1.61%	2.52%	1.75%	2.64%	2.00%	12.42%	4.07%	5.44%
0.72%	12月	2.22%	3.22%	4.43%	3.88%	-1.83%	-2.43%	-4.99%	0.57%	1.39%	3.19%	3.28%	-0.99%	4.71%	1.44%	-4.65%	-1.94%	0.68%

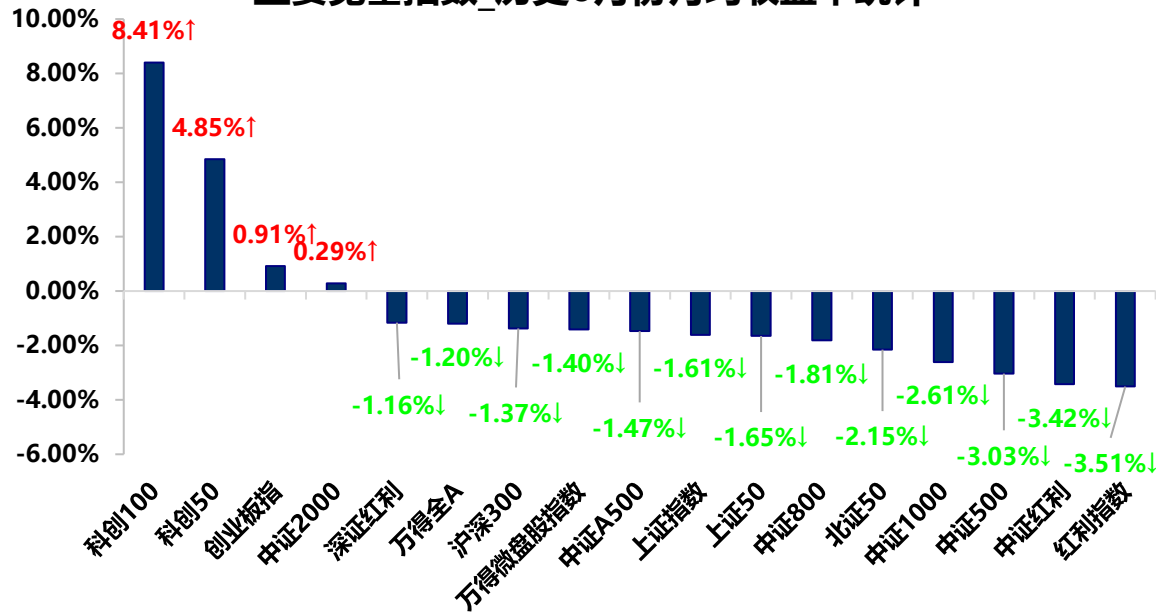
常见宽基指数月度胜率统计

平均胜率	日期	上证指数	红利指数	上证50	沪深300	科创综指	科创50	科创100	中证1000	中证500	中证800	中证红利	创业板指	深证红利	万得全A	北证50	中证2000	万得微盘股日频等权指数
50.25%	1月	52.00%	55.00%	52.38%	55.00%	60.00%	60.00%	40.00%	45.00%	55.00%	55.00%	55.00%	42.86%	52.63%	48.00%	50.00%	36.36%	40.00%
69.23%	2月	76.00%	80.00%	66.67%	65.00%	40.00%	40.00%	60.00%	90.00%	90.00%	70.00%	80.00%	64.29%	63.16%	76.00%	50.00%	81.82%	84.00%
39.74%	3月	48.00%	50.00%	47.62%	45.00%	20.00%	20.00%	0.00%	40.00%	40.00%	40.00%	55.00%	42.86%	52.63%	52.00%	0.00%	54.55%	68.00%
49.27%	4月	56.00%	55.00%	57.14%	55.00%	60.00%	80.00%	60.00%	40.00%	40.00%	45.00%	50.00%	42.86%	63.16%	44.00%	0.00%	45.45%	44.00%
54.90%	5月	48.00%	45.00%	42.86%	55.00%	60.00%	60.00%	60.00%	50.00%	50.00%	55.00%	50.00%	57.14%	63.16%	48.00%	66.67%	54.55%	68.00%
52.34%	6月	52.00%	40.00%	38.10%	50.00%	60.00%	60.00%	60.00%	55.00%	50.00%	55.00%	40.00%	60.00%	52.63%	60.00%	33.33%	63.64%	60.00%
52.39%	7月	52.00%	55.00%	52.38%	60.00%	80.00%	60.00%	60.00%	50.00%	55.00%	55.00%	50.00%	46.67%	36.84%	52.00%	33.33%	36.36%	56.00%
37.72%	8月	44.00%	45.00%	33.33%	40.00%	0.00%	0.00%	20.00%	55.00%	50.00%	50.00%	55.00%	53.33%	42.11%	44.00%	0.00%	45.45%	64.00%
49.91%	9月	48.00%	60.00%	52.38%	60.00%	20.00%	20.00%	20.00%	55.00%	55.00%	60.00%	55.00%	46.67%	63.16%	52.00%	66.67%	54.55%	60.00%
53.48%	10月	48.00%	55.00%	57.14%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	45.00%	40.00%	55.00%	50.00%	60.00%	63.16%	52.00%	33.33%	54.55%	56.00%
66.34%	11月	68.00%	55.00%	57.14%	55.00%	80.00%	40.00%	60.00%	75.00%	70.00%	55.00%	65.00%	60.00%	57.89%	72.00%	100.00%	81.82%	76.00%
44.21%	12月	53.85%	57.14%	57.14%	65.00%	20.00%	20.00%	0.00%	45.00%	55.00%	60.00%	61.90%	33.33%	68.42%	48.00%	33.33%	27.27%	46.15%

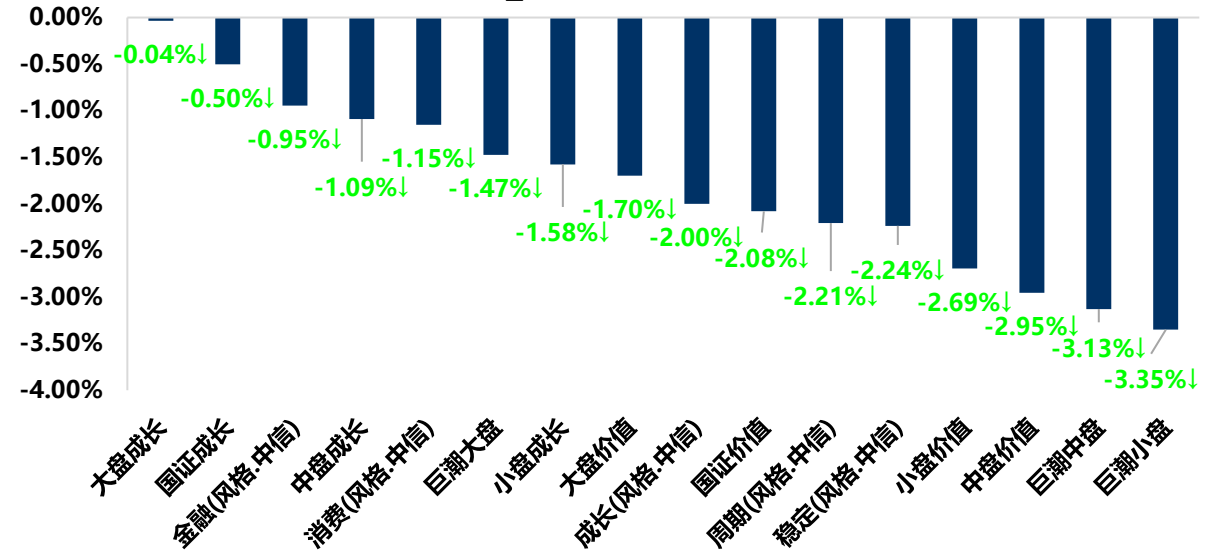
日历效应

- 我们统计了1999年12月31日至2024年12月31日各大指数在每年各月份的平均收益率情况。如果指数成立日期晚于1999年12月31日，则按照成立日期计算。
- 6月份绝对收益方面，大部分指数表现比较一般。
- 6月份相对收益方面，大盘成长风格可能相对占优，红利板块可能相对较弱。

主要宽基指数_历史6月份月均收益率统计



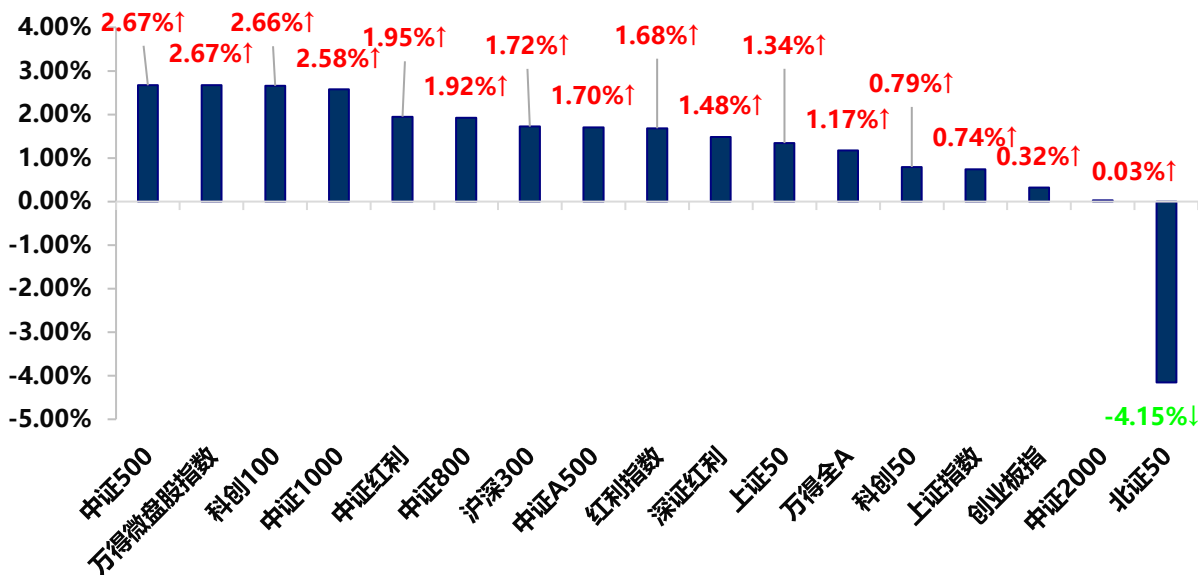
风格指数_历史6月份月均收益率统计



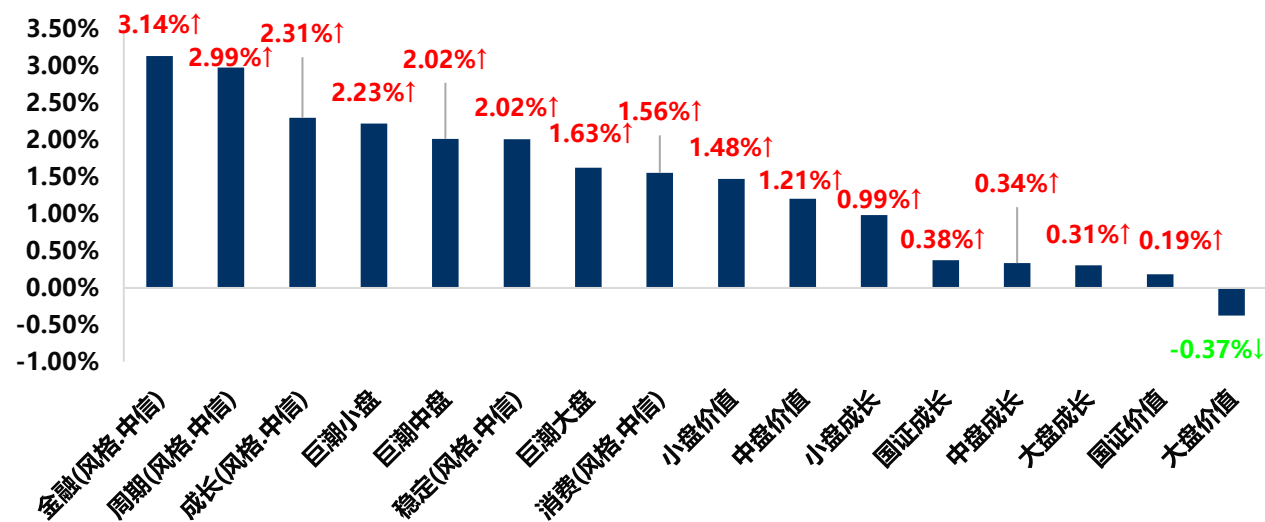
日历效应

- 同时展望7月份的日历效应可得：7月份绝对收益方面，大部分指数表现比较强劲。7月份相对收益方面，成长风格与红利板块均较为占优。对于6月份的风格轮动预测大致如下：
- **6月上旬，红利风格于持续偏弱震荡的市场环境中展现出相对优势。6月中旬，红利板块进入分红季，可能会进入一段相对逆风的行情。6月下旬，大多数标的分红完毕后，红利板块可能再次走强。**
- 相似的逻辑同样适用于成长风格。成长风格在6月上旬，可能在持续偏弱震荡的市场环境中表现相对弱势。6月中旬，随着红利风格进入逆风期，成长风格可能呈现偏强震荡格局。6月下旬，成长风格持续走强。
- **因此在6月的中上旬，成长风格与红利风格的表现呈现出对冲态势。至6月下旬，两种风格共振上涨。**

主要宽基指数_历史7月份月均收益率统计

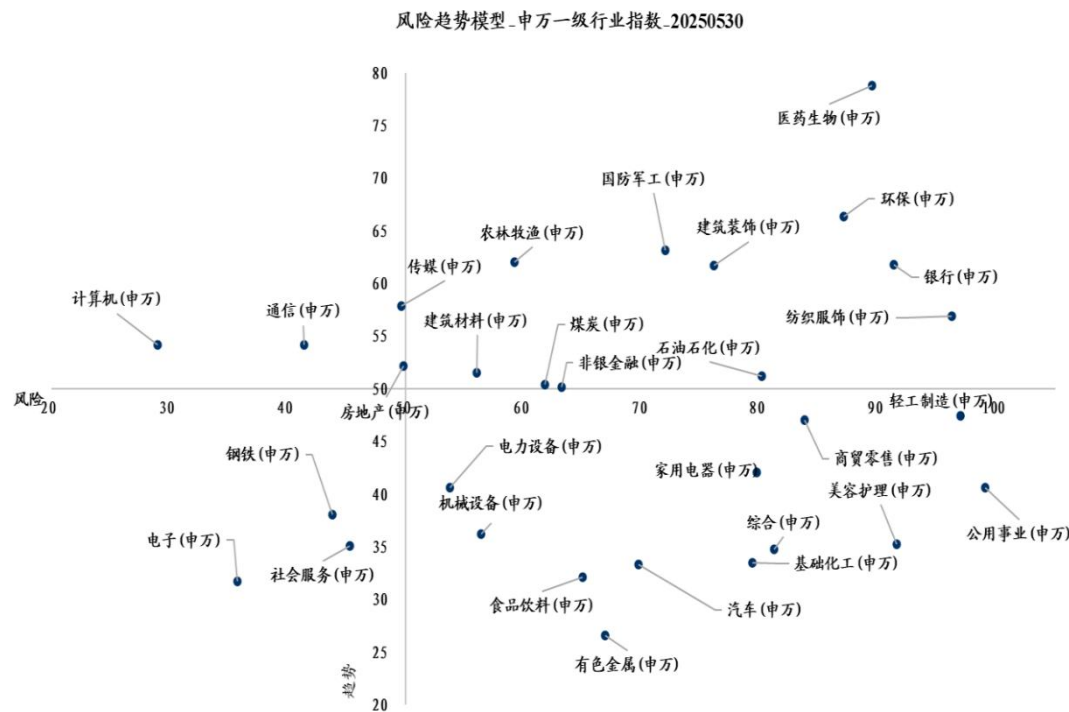
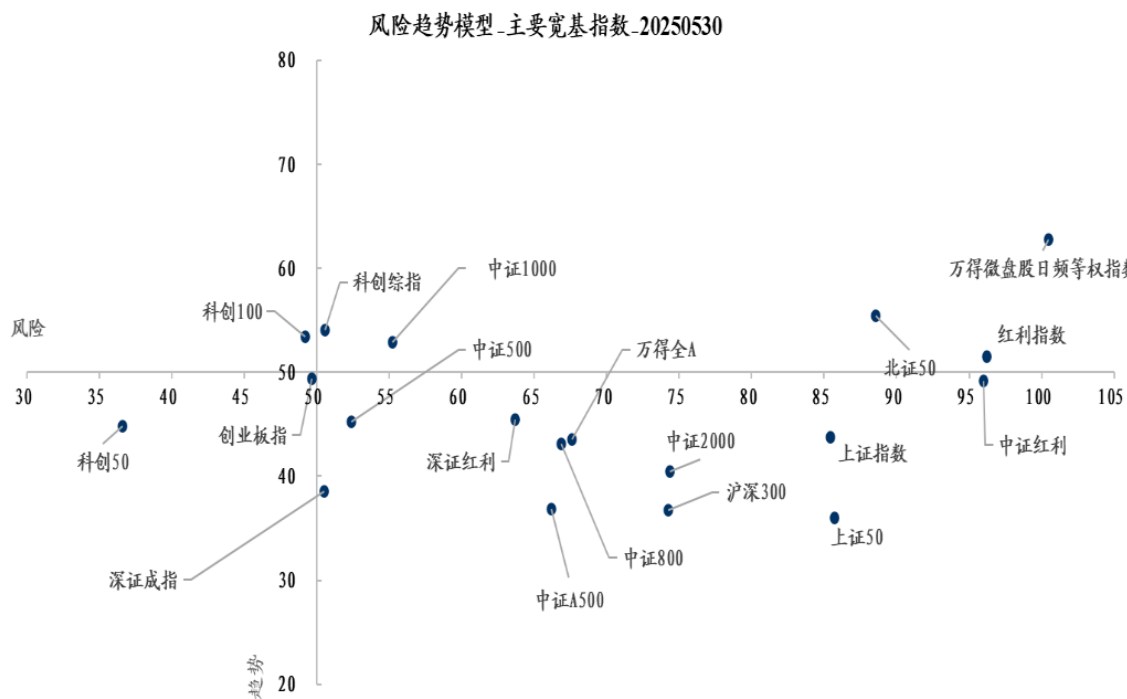


风格指数_历史7月份月均收益率统计



➤ 风险趋势模型

- 通过对2025年5月30日风险趋势模型的分析，其中纵轴表示趋势维度，位于上半轴与下半轴的行业指数个数较为接近，较多宽基指数落在下半轴。从技术分析的角度来看，整体大盘走势呈现出震荡趋势。具体到板块层面，红利、医药等板块目前均位于上半轴。因此，结合模型分析结果，我们可以得出与前文其他模型相似的结论：**短期内红利板块相对占优，同时成长板块在低位有逐渐启动的迹象。综合来看，预计6月份整体市场走势震荡偏强。**



➤ 万得全A指数_筹码分布

➤ 万得全A指数上方有较多的筹码堆积，短期内向上突破有较大的难度，因此需要时间的震荡来缓解筹码的压力。



- 恒生科技指数_筹码分布
- 恒生科技指数的筹码分布较A股而言更优，当前指数位置位于筹码峰附近，抛压相对较小。



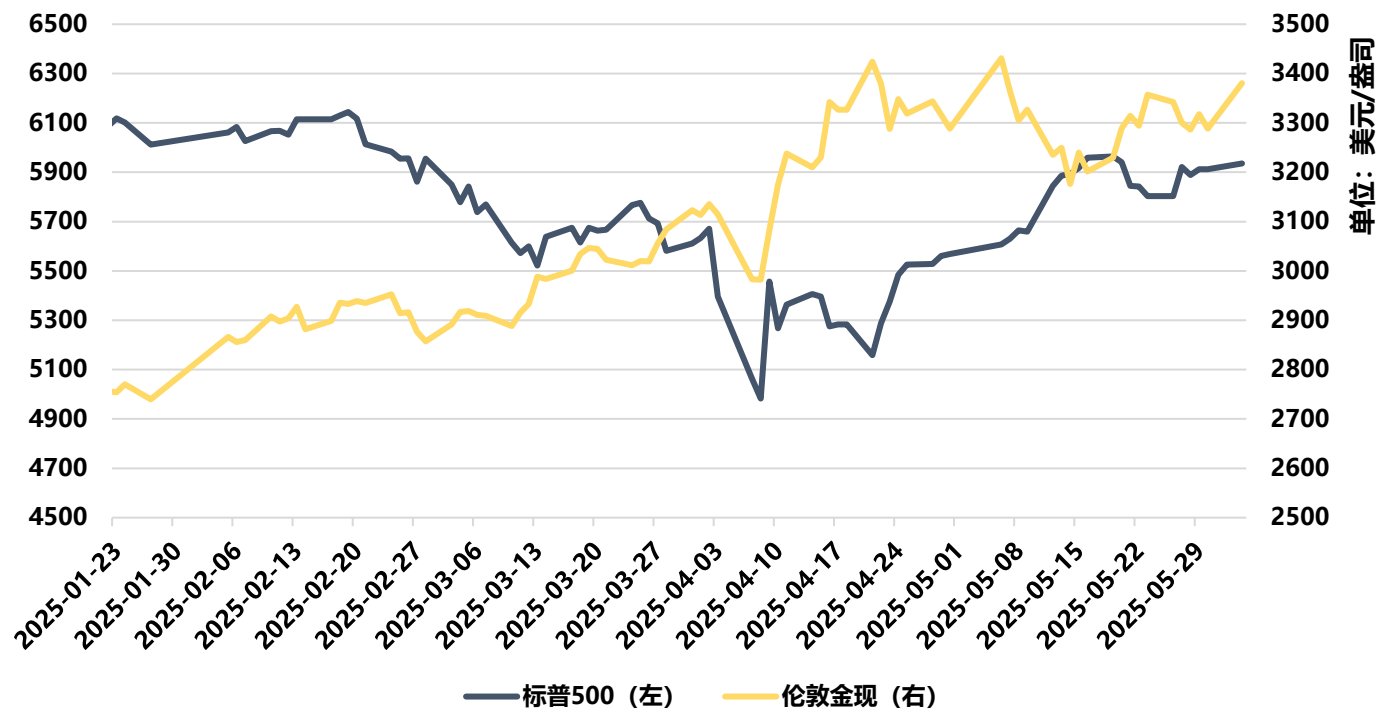
A股港股市场行情展望 (2025.06.01)

- **观点：震荡调整，等待时空条件的变化。**
- 空间方面。万得全A指数，日频模型上近期持续发出负向信号，模型预测短期A股可能有持续调整的压力。万得全A指数，月频模型6月份评分为0分，模型预测A股六月可能会形成震荡走势。
- 时间方面，日历效应显示，往年6月份大多数指数的绝对收益表现比较一般，
- 结构上，相对收益方面大盘成长风格可能相对占优，红利板块可能相对较弱（六月份逐步进入分红季）。
- 国内方面，5月7日国新办会议政策发布，短期内，国内进一步发布利好政策的可能相对较小。
- 海外方面，5月12日中美关税协议暂缓90天，六月份美联储降息概率较低，后续海外影响可能也需要等待新的事件催化。（密切关注国际贸易法院的判决）
- 因此我们认为，6月份上半旬可能会形成一个进一退二较为震荡的走势，调整空间可能相对不大，但震荡的时间可能会相对较长。
- 6月下半旬，等待时空条件充分震荡后，后期成长风格可能相对占优。如果海内外有事件驱动，则风格变化也可能提前。
- 港股整体节奏上会和A股保持相对一致，但在筹码结构上相对健康，因此我们认为港股在6月份可能表现比A股相对更好，全月呈现宽幅震荡的走势。

2、美股和黄金——持续产生对冲效应

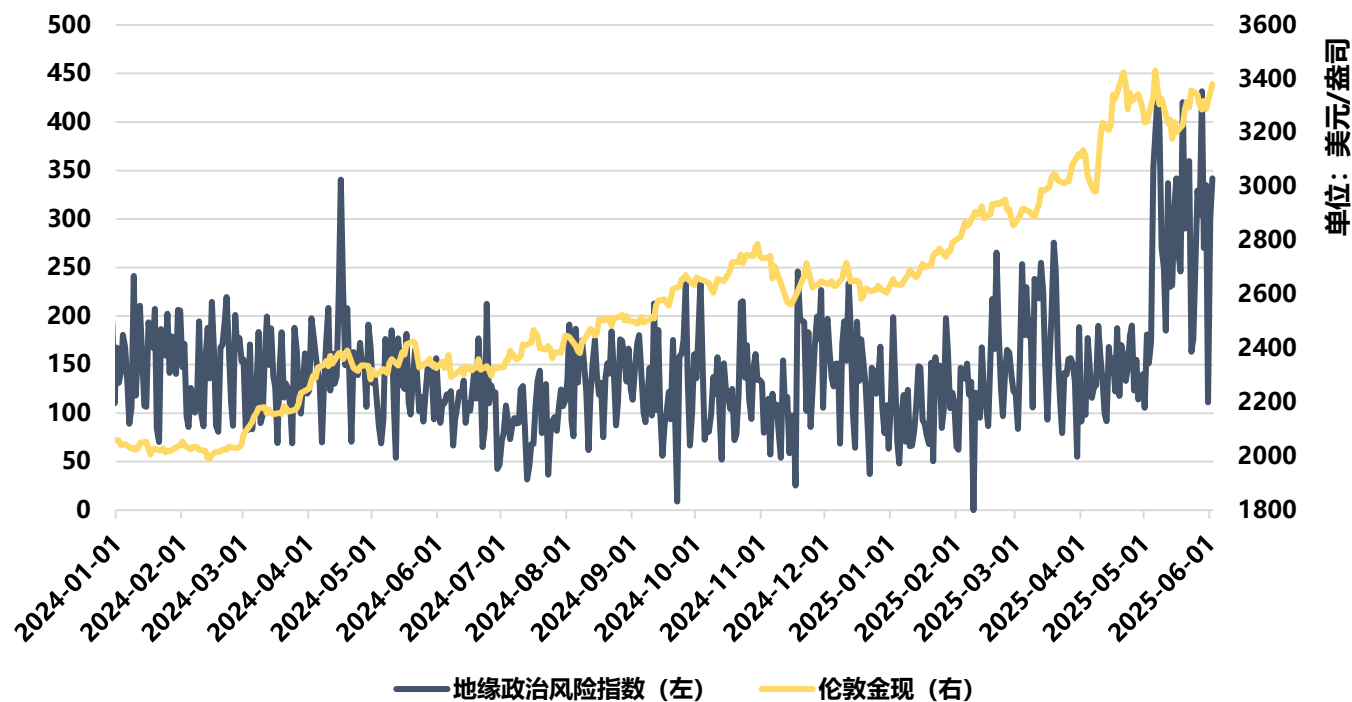
美股与黄金的反向对冲关系

- **反向对冲关系：**自2025年初以来，美国股市与黄金市场呈现出一种反向对冲的走势。在股市波动起伏的背景下，黄金作为一种传统的避险资产，其价格走势与美股形成了对比。主要影响方面如下：
- **风险偏好切换：**当美股因政策不确定性或关税风险下跌时，资金从风险资产转向黄金避险。当关税关系缓和或经济数据超预期时，美股风险偏好修复，从而反向压制黄金的上涨。



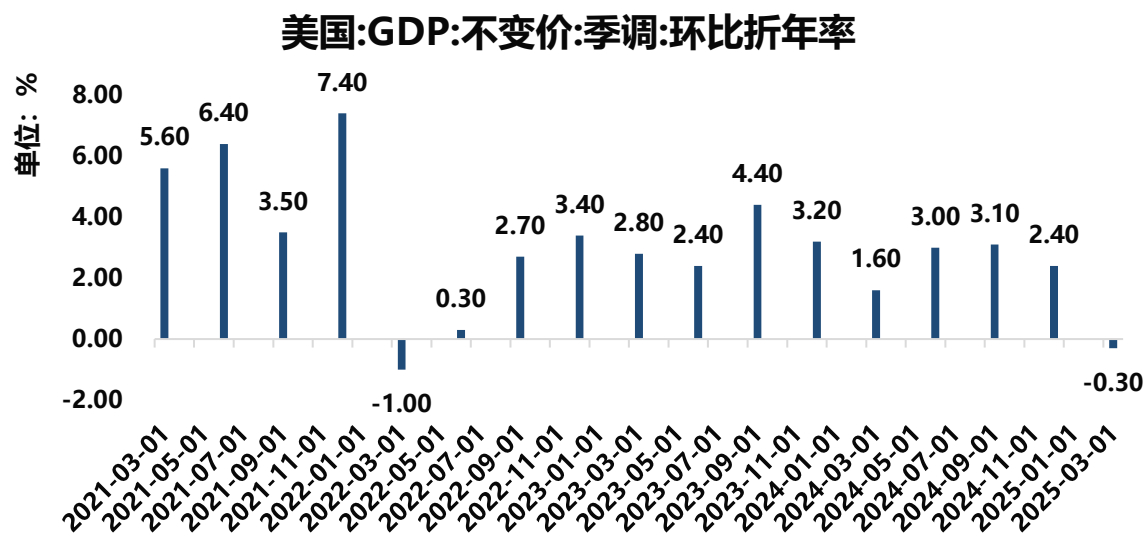
黄金震荡格局——避险属性与经济数据博弈

- **地缘政治：**俄乌战争和 中东战争持续反复，仍未达成停战协议，使得黄金获得避险资金的支撑。
- **美国经济数据反复：**美国非农数据与CPI反复，不断削弱降息预期，美联储在未出现显著经济数据下降且通胀预期不够明朗的情况下，降息的决议会相对谨慎，使得金价短期承压短线回调。



美股震荡格局——经济数据反复使得政策两难

- **就业数据强劲：**美国5月非农数据大幅超预期，市场预期美联储降息时点延后和降息次数下调。美联储5月议息会议表示在高通胀和强就业环境下推迟降息是合适的，部分美联储官员发言表示尚未到降息时点。
- **经济增长疲软：**美国经济在2025年第一季度的放缓幅度超出预期，主要由于消费者支出、库存和进口在关税政策生效前出现激增，同时政府支出有所下降。在2025年第一季度，美国实际GDP年化下降了0.3%，这是自2022年第一季度以来的首次下降。值得注意的是，2022年第一季度的下降趋势是继2021年第四季度GDP年化增长7.4%之后出现的，而本次2025年第一季度的下降趋势则是在上一季度年化增长2.4%的基础上发生，反映出经济整体的疲软态势。此外，随着关税政策的正式实施，预计第二季度经济的疲软态势可能会持续。



美联储政策预期分歧

➤ 美联储5月会议纪要——保持谨慎的货币政策

北京时间5月29日凌晨，美联储官网发布了5月稍早的货币政策会议纪要（该会议上美联储连续第三次将联邦基金利率目标区间维持在4.25%—4.5%不变）。

纪要显示，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎。

由于通胀长期高于美联储的目标，通胀预期可能尤为敏感，确保长期通胀预期保持良好稳定是美联储两大政策目标之一。

➤ 美联储内部观点发生分歧

支持降息观点：部分官员认为关税政策的影响是暂时的通胀冲击，应优先考虑通过降息来支持美国经济增长。

反对降息观点：另一部分官员认为关税的中长期影响不明朗，贸易谈判可能需要较长时间才能结束，且存在贸易伙伴提高关税的不确定性，因此货币政策需要更加谨慎。

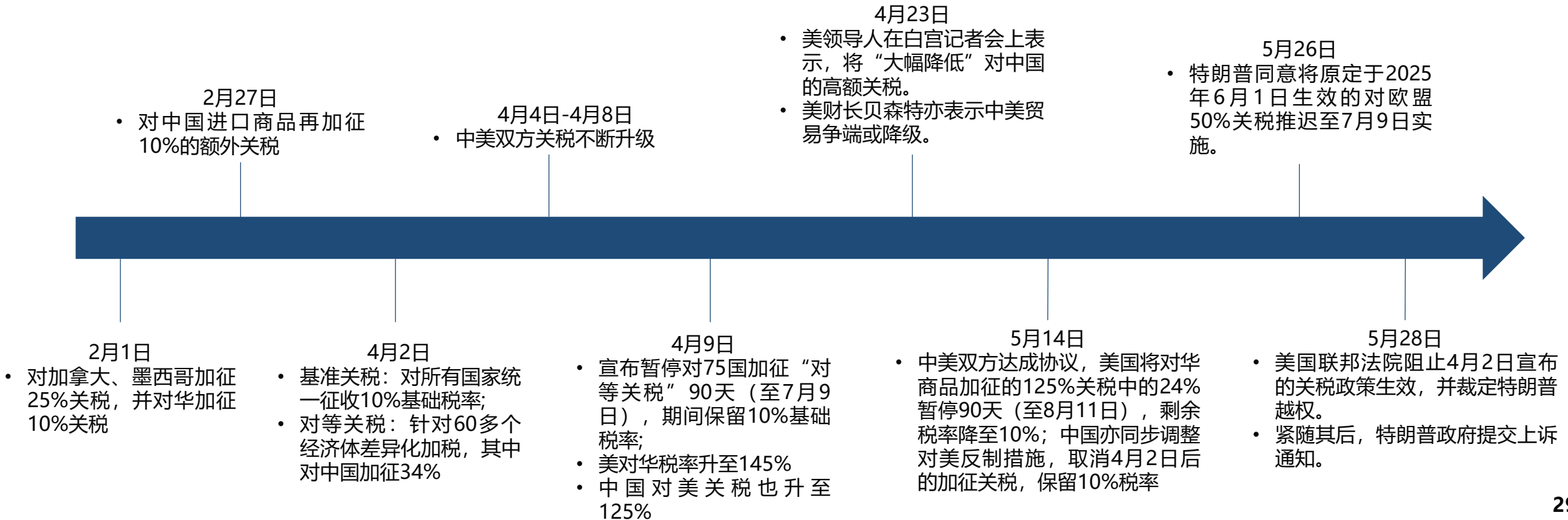
➤ 市场押注降息

截至2025年5月30日，市场预期6月降息可能性较低，但仍押注下半年内美联储降息。

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
6/18/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	97.8%
7/30/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	22.0%	77.6%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.4%	50.2%	38.2%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.8%	30.9%	44.2%	19.0%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	22.1%	39.5%	27.8%	6.6%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	11.1%	29.1%	34.8%	19.3%	4.0%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.5%	20.3%	32.0%	26.9%	11.5%	1.9%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.3%	23.6%	30.6%	22.6%	8.8%	1.4%
6/17/2026	0.0%	0.1%	1.1%	5.6%	15.7%	26.4%	27.4%	17.0%	5.8%	0.8%
7/29/2026	0.0%	0.3%	2.2%	8.0%	18.2%	26.6%	24.9%	14.4%	4.7%	0.6%
9/16/2026	0.1%	0.8%	3.5%	10.4%	20.2%	26.2%	22.5%	12.1%	3.7%	0.5%
10/28/2026	0.2%	1.2%	4.6%	11.9%	21.1%	25.7%	20.9%	10.8%	3.2%	0.4%
12/9/2026	0.6%	2.5%	7.4%	15.4%	22.9%	23.8%	17.0%	7.9%	2.1%	0.3%

美股与黄金的潜在变数——关税政策变化

- **法院叫停，特朗普提起上诉：**5月28日美国联邦法院阻止关税政策生效，该裁决给予行政部门最多10天时间来完成停止征收关税的程序。同时特朗普政府提交上诉，持续关注后续司法博弈阶段的重要事件驱动。
- **原定关税暂停期：**随着关税豁免期临近到期（7月9日），美股和黄金市场都将再次受到影响。政策的不确定性可能引发市场波动。



美股——风险趋势模型

- 纳斯达克指数自局部底右侧反弹以来，截至5月30日，风险度到达88，表明纳斯达克指数处于短期相对高位，进一步突破存在压力，需要更多数据支持和事件驱动。后续走势可能震荡偏弱。



美股和黄金——持续产生对冲效应

伦敦金——风险趋势模型

➤ 截至5月30日，伦敦金风险度为65，并且呈现顶部逐步降低和底部逐渐抬升的走势，同样预示后续走势可能震荡偏强。



美股黄金市场行情展望 (2025.06.01)

- **观点：宽幅震荡，持续产生对冲效应。**
- 美股方面，风险趋势模型自4月23日提示局部底右侧信号以来，截至5月30日，风险度到达88，后续进一步突破的压力会持续存在，预计6月份将持续震荡。
- 国际贸易法院的判决，削弱了特朗普对外谈判中的议价能力，但即使不基于IEEPA法案，特朗普也可以引用其余法律进行加征关税，只是不如IEEPA方便快捷。截至5月29日，特朗普政府已经提起上诉，因此判决还在司法博弈初期，还有巡回法院、最高法等，整个司法拉扯的过程可能会持续较长时间。
- 短期内情绪影响大于实质影响。
- 后续美国经济数据、美联储的态度和特朗普的政策也会随时影响美股的走势。

- 黄金方面，风险趋势模型中的风险度已经降到了相对中等的位置，短期来看没有明显的高估或低估情绪。震荡幅度可能会逐渐缩小并逐步走强。
- 鉴于关税消息的来回反复，黄金持续性和美股形成反向对冲关系。
- 等待地缘政治、关税政策或者美联储态度的进一步变化。

- 因此美股和黄金可能会形成一个反向震荡的走势，同样需要等待进一步事件的催化。

3、国债和美债——震荡偏强的格局

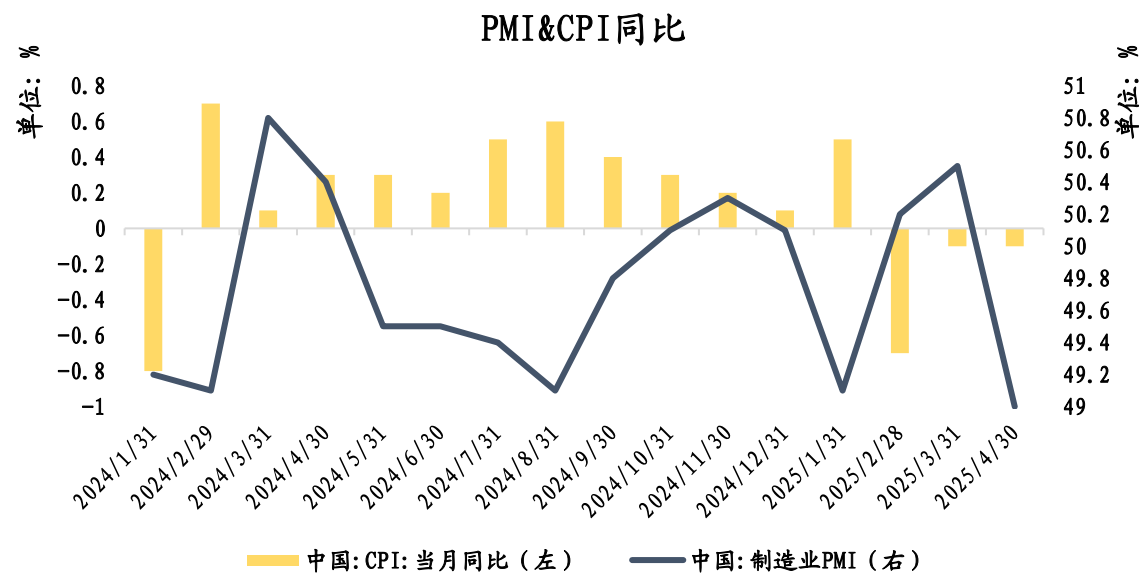
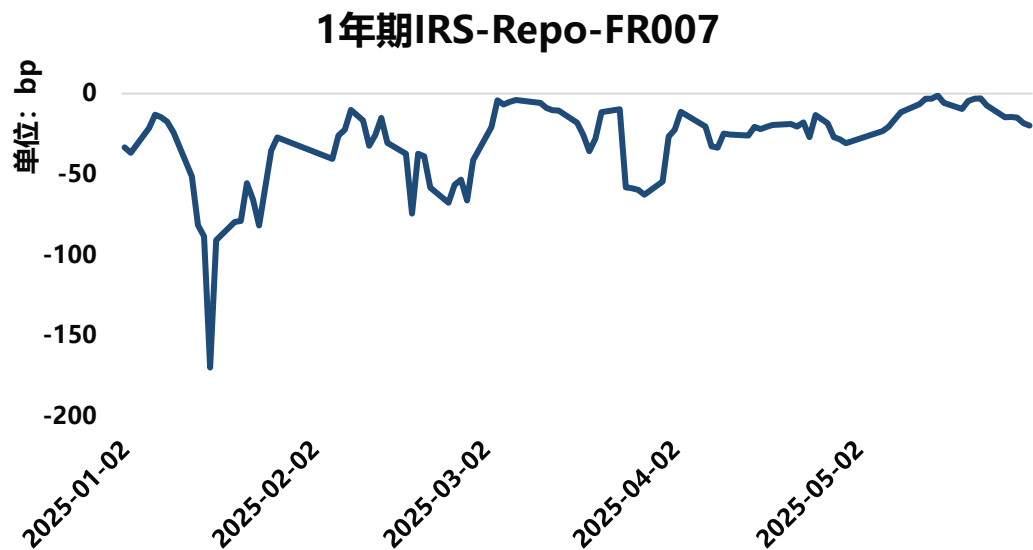
国债6月展望

- **2025年初至今，10年期国债收益率整体呈现震荡走势，波动区间大致在1.60%至1.90%之间。**收益率在1月至2月间略有上行，随后在3月至4月间出现回落，5月又因政策调整和市场情绪变化而小幅反弹，但整体仍处于区间内波动。
- **阶段性波动展现了货币政策、基本面数据和外部事件冲击对国债收益率的综合影响。**年初因货币宽松、CPI (-0.77%) 压力大和中美贸易摩擦避险情绪，收益率1.59%-1.65%低位运行；2月后政策利率稳定而MLF缩量收紧流动性，推动收益率上行至1.896%；4月关税政策不断反复，市场情绪上升，收益率大幅度回落；5月央行降准0.5个百分点和降息0.1个百分点，但被市场提前预期，同时，制造业PMI回升，收益率小幅回调。



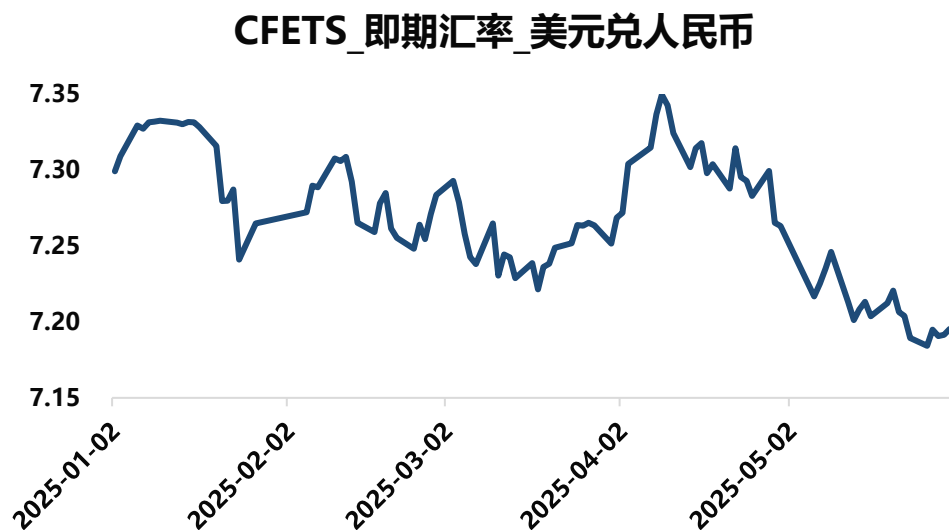
国债6月展望

- 国内货币政策宽松预期维持。** 5月，央行已经通过降准释放长期流动性超1万亿元，直接降低银行负债成本，刺激信贷投放。同时，政策利率的下调带动LPR下行，降低企业融资成本。历史经验表明，此类政策通常在3-6个月内传导至实体经济，推动投资和消费修复。当前CPI同比负增长（2025年4月为-0.1%），显示6月仍需要宽松政策。此外，截至5月30日，利率互换市场数据显示，1年期IRS-Repo与FR007的利差在5月20日LPR下调前后几乎为0，但随后又有扩大趋势，表明交易盘对进一步降息的预期。
- 经济基本面修复缓慢。** 因为内需不足（消费端受高储蓄率抑制，居民存款同比增7%）和外部冲击（如贸易摩擦），经济基本面修复缓慢。数据显示，5月制造业PMI回落至49.5%，CPI连续两月负增长，工业增加值同比增速放缓至5.8%。这种疲弱的经济表现将强化市场对货币政策持续宽松的预期。



国债6月展望

- **人民币升值预期增强。**2025年5月在岸人民币兑美元升值0.93%，美元兑人民币汇率收复7.2（5月30日报7.1953）。主因是美国财政赤字扩大和负债增加降低了对美元的信心，已导致美元指数跌破100，在6月这一趋势可能保持不变，非美货币将被动升值。
- **全球避险需求上升。**地缘冲突（俄乌、印巴多地）和贸易摩擦（美国对欧盟加征50%关税）推升全球避险情绪。同时，穆迪将美国评级下调至Aa1削弱了美元资产吸引力，可能促使国际投资者转向中国国债等新兴市场安全资产。



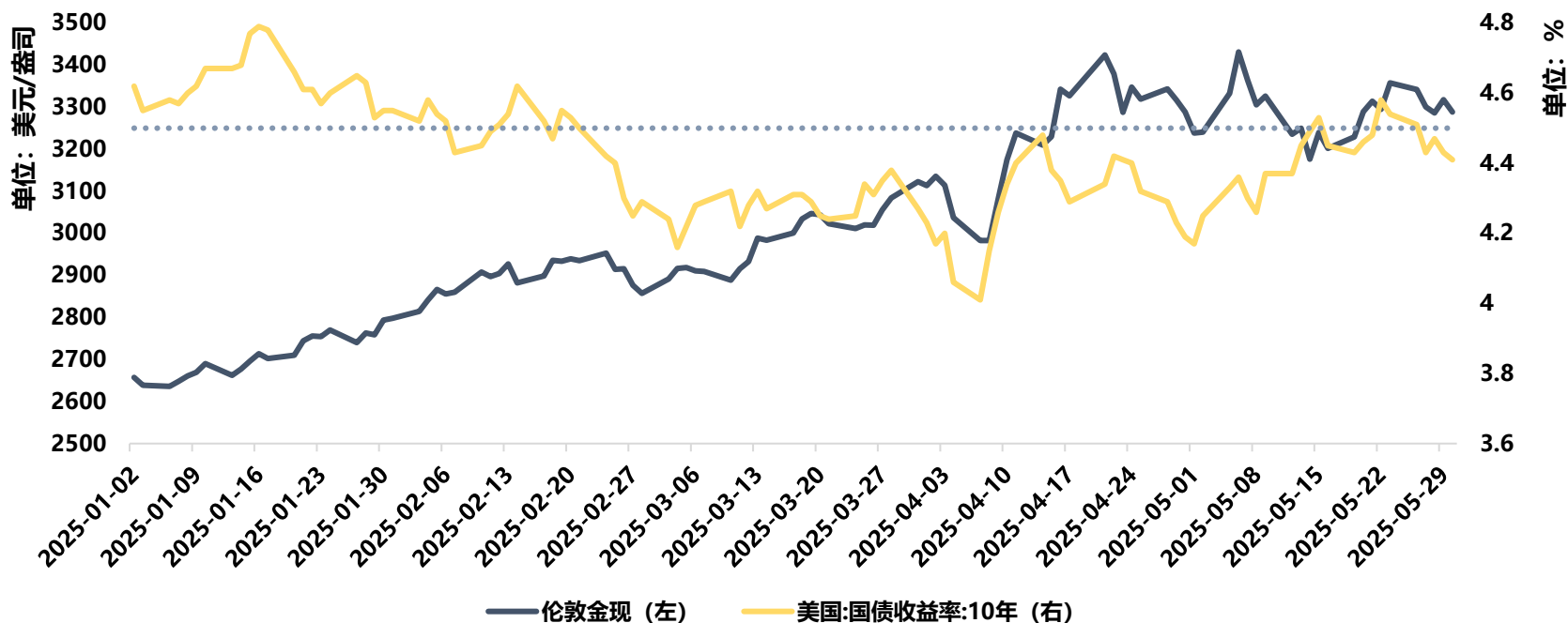
国债6月展望

- **央行的短期调控与市场流动性约束下的资金面紧平衡。** 央行虽然维持宽松的政策导向，但实际操作保持克制。5月下旬数据显示，R007加权平均利率维持在1.8%附近，隔夜Shibor报1.4710%（0530），市场利率均高于7天逆回购政策利率（1.4%）。
- **外部贸易摩擦冲击，全球供应链重构与市场风险偏好变化。** 美国对华钢铁铝关税提高至50%，中国对美出口占比降至30%（2025年4月），欧盟进口占比仅0.22%，显示贸易摩擦已实质性冲击外需，企业利润承压进一步拖累经济复苏。在此背景下，市场风险偏好确实可能转向避险资产，但若财政大力刺激则将加剧债市供给压力，国债的避险属性或与利率上行形成矛盾，可能加剧债市波动。
- **货币政策扩张与存单期满共同作用下的债市供给压力上升。** 数据显示，1-4月政府债净融资为3.5万亿元，同比多增1.6万亿元，反映货币政策持续加码以应对贸易摩擦和经济下行压力。同时，6月有4万亿以上的银行存单到期，是历史单月到期量最大的一个月，银行需要出售债券或发行新存单续借，债券市场供给压力可能增大。



美债6月展望

- **2025年以来，美国国债市场经历了多因素共振的震荡调整。**一方面，美联储在长时间维持高利率的基调下仍未明确转向降息，令中长端收益率持续承压；另一方面，财政部持续扩大发债规模，市场对再融资压力的担忧加剧。
- **如下图所示，自2月20日以来，10年期美债收益率和金价走势大体相似，反映出风险因素成为两类资产的核心驱动力量。**美债面临诸多风险：在财政可持续性方面，美国主权信用评级遭下调，财政赤字持续扩张，联邦债务利息支出占GDP比重创新高；在政策方面，特朗普关税政策的不确定性放大了债券市场的波动。



美债6月展望

- **供给端压力上升。**随着赤字高企与国会对财政支出上限松动，美国财政部将在6月继续推高国债发行节奏。值得警惕的是，大量即将到期的美债将逐步再融资，尤其是6月实际到期的1.83万亿美元短期债务，叠加部分中期债券后总规模约2.03万亿美元，形成再定价压力，可能推升中长期利率中枢。
- **海外需求结构转变。**中国在2025年3月再次减持美债，持仓规模降至7654亿美元，较前一个月减少189亿美元，是自2009年2月以来的最低水平。日本在3月增持美债至1.13万亿美元，连续第三个月增持。尽管日本仍是美国最大的海外债主，但其增持速度明显放缓，反映出市场对美债风险的担忧。6月16日将公布的TIC报告将揭示中日两国在贸易摩擦升温背景下对美债的最新策略。若中国继续减持，或日本增持放缓甚至转为减持，则可能对市场情绪产生负面扰动，进一步推升美债收益率
- **美联储态度为市场关注的焦点。**美联储虽未加息，但也未释放明确的宽松信号，令市场对“年内是否降息”始终存疑。当前长端利率主要受通胀、再融资预期与外资动向影响，6月中旬公布的CPI与FOMC会议结果将会是关注的焦点。

国债美债市场行情展望 (2025.06.01)

- **观点：窄幅震荡，政策与风险交织下的博弈**

- 国债方面：政策面支持为主导逻辑，但需警惕供给与流动性扰动引发的阶段性调整。
 - ✓ 经济基本面承压：内需修复缓慢、出口受贸易摩擦影响明显，PMI回落与CPI负增长强化宽松诉求，可能推动国债利率下行。
 - ✓ 货币政策基调宽松：降准降息释放长期流动性，LPR下行降低融资成本，市场对6月宽松保持预期，短端利率有下行的可能。
 - ✓ 汇率与外资支撑：人民币升值及美元信用受损提升中债吸引力，全球避险资金可能流入，可能抑制收益率上行空间。
 - ✓ 流动性管理与供给压力并存：央行操作克制，市场利率高于政策利率，叠加6月存单到期高峰、政府债净融资激增，债市短期可能面临利率中枢上移压力。

- 美债方面：再融资刚需与政策不确定性为主要推手，供给与利率中枢抬升压力突出。
 - ✓ 财政与再融资压力显著：6月美债大规模到期，财政部发债节奏加快，可能形成中长期利率中枢上行压力。
 - ✓ 美联储态度摇摆：未释放明确宽松信号，市场对年内降息预期反复，6月中旬CPI与FOMC将定调后续路径，若通胀超预期，美债收益率或冲高，反之则可能回落。
 - ✓ 海外需求边际转弱：中国连续减持，日本增持趋缓，未来TIC数据揭示资金流动方向将成为市场风险焦点，若外资减持加速，美债流动性溢价或上升。
 - ✓ 风险资产联动增强：避险情绪主导，而金价与美债收益率走势趋同，是因为美债面临的多重危机，其避险资产属性减弱，在风险上升时利率可能上行。

4、基金配置建议——相对均衡配置

基金配置建议——相对均衡配置

- 基金配置方向，我们以ETF为主。筛选ETF时，要求基金成立时间满一年，同时最新一期季报基金规模大于一亿元。
- 根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现持续震荡的行情，建议均衡配置，等待时机。
- 因此从基金配置的角度，我们建议进行相对均衡型的ETF配置。

代码	简称	重仓股1	重仓股2	重仓股3	重仓股4	重仓股5
159869.OF	游戏ETF	光线传媒	昆仑万维	恺英网络	神州泰岳	三七互娱
515050.OF	5G通信ETF	立讯精密	中兴通讯	中际旭创	工业富联	兆易创新
159915.OF	创业板ETF	宁德时代	东方财富	汇川技术	迈瑞医疗	阳光电源
512100.OF	中证1000ETF	欧菲光	恒玄科技	百济神州-U	麦格米特	全志科技
159865.OF	养殖ETF	海大集团	温氏股份	牧原股份	新希望	梅花生物
512710.OF	军工龙头ETF	中航光电	航发动力	中航沈飞	中航西飞	中航机载
513120.OF	港股创新药ETF	药明生物	百济神州	信达生物	康方生物	中国生物制药
512800.OF	银行ETF	招商银行	兴业银行	工商银行	交通银行	农业银行
513910.OF	港股央企红利ETF	中远海控	东方海外国际	中国海洋石油	中信银行	中国石油股份
518800.OF	国泰黄金ETF	/	/	/	/	/

5、风险提示

风险提示

- **1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险:**模型的预测能力受限于历史数据的局限性，未来市场环境的变化可能导致模型失效。投资者需谨慎对待模型预测结果，结合实际情况进行决策。
- **2) 宏观经济不及预期:**经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。
- **3) 发生重大预期外的宏观事件:**突发的宏观事件可能打破市场平衡，引发剧烈波动。投资者可提前做好风险应对预备方案，以应对难以预见的市场冲击。

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园