



渝农商理财  
CQRC WEALTH MANAGEMENT

# 季度市场分析报告

2025 年第二季度



## 一、海外宏观环境

二季度，全球经济增长进一步走弱，私人消费增长乏力，投资小幅扩张但仍面临贸易战的不确定性。海外经济增长动能逐渐减弱、需求疲软与通胀放缓的态势。美国超预期宣布霸凌性质的关税，贸易战再起，贸易需求受到抑制，通胀下降速度放缓，此外，美国经济数据小幅走弱，核心 CPI 保持平稳，美联储维持利率不变。国际贸易摩擦加剧，关税政策反复无常，美元资产安全性受质疑，对全球经济增长和市场信心产生较大扰动。欧洲央行选择继续降息，日本央行暂停加息，各国货币政策空间受到关税不确定性等因素的制约。

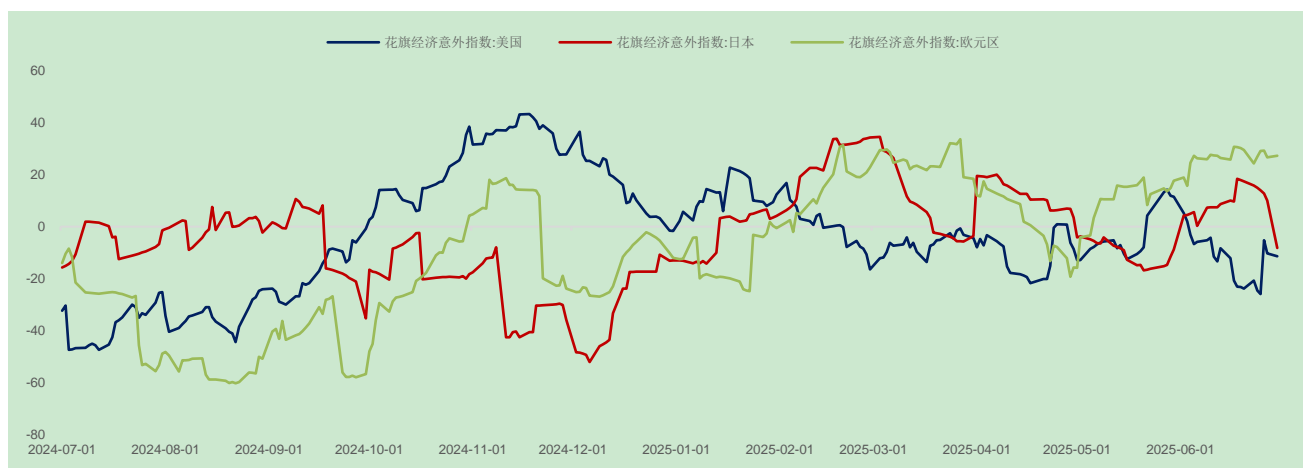
4 月，海外经济表现转暖，主要经济体中，日本经济边际表现较好。当月花旗美国经济意外指数为-8.6，特朗普关税政策下通胀预期反复，美国经济低于预期且边际走弱，美国制造业、服务业 PMI 指数分别为 48.7%、51.6%，较上月分别-0.3、+0.8pct，服务业 PMI 数据有所回升；花旗欧洲、日本经济意外指数分别为-15.7、3.5，欧洲经济低于预期且边际走弱，日本经济好于预期且边际走强。

5 月，美国经济边际走弱，欧洲经济好于预期、日本经济低于预期。5 月，美国 CPI 通胀 2.4%，前值 2.3%；核心 CPI 通胀 2.8%，前值 2.8%，美国制造业、服务业 PMI 指数分别为 48.5%、49.9%，较上月分别-0.2、-1.7pct，PMI 数据有所回落。欧洲、日本经济意外指数分别为 17.7、-8.8，4 月末为-15.7、3.5，显示欧洲经济好于预期且边际走强，而日本经济低于预期。

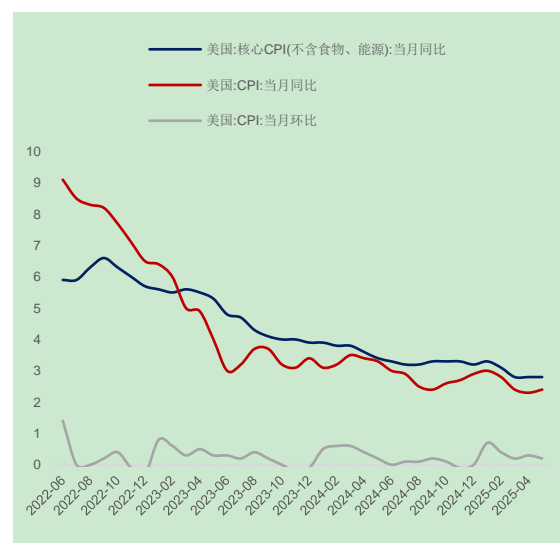
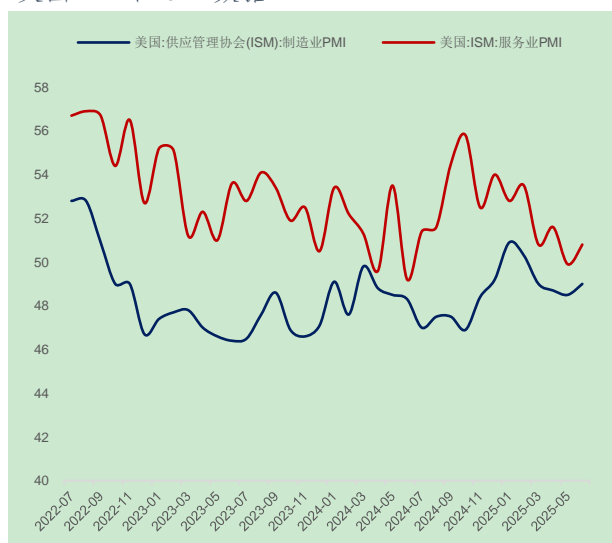
6 月，中欧贸易前景难定，美国持平、日本低于预期。彭博报道，中方计划缩短中欧峰会议程；商务部对欧方一意孤行采取对等限制措施，商务部发布年度

第 34 号公告，公布对原产于欧盟的进口相关白兰地反倾销调查的最终裁定，裁定原产于欧盟的进口相关白兰地存在倾销，国内相关白兰地产业受到实质损害威胁，裁定中认定的倾销幅度为 27.7%-34.9%。美国经济数据较为中性，6 月美国经济意外指数-11.4，美国制造业、服务业 PMI 指数分别为 49.0%、50.8%，较上月分别+0.5、+0.9pct。欧洲、日本经济意外指数分别为 27.3、-8.2，欧洲经济好于预期而日本经济低于预期。下季度，美国经济可能先受关税政策拖累明显放缓后，受减税法案获得支撑，贸易冲突先紧张后缓和，美元预计先稍贬值后有所回升，欧元区经济将略有改善，欧元兑美元小幅走升。

图：各国花旗经济意外指数



图：美国 PMI 和 CPI 数据



## 二、国内宏观环境

二季度，外贸抢出口等因素导致目前关税对经济的影响还没有完全体现，但三季度出口下行风险逐步加大。地产仍然处于磨底过程中，下半年基本面内外需均存在压力。财政方面，发改委发布会表示新的储备政策将陆续出台实施，有信心、有能力把外部冲击的不确定性和不利影响降到最低，推动经济持续健康发展。7月份将下达今年第三批消费品以旧换新资金。货币政策方面，25Q2货政例会报告中删除“择机降准降息”，但同时强调“灵活把握政策实施的力度和节奏”，相机抉择的本质没有发生改变，货币政策定调的背后，首先是外部贸易形势不确定性增加，另一方面是内部经济企稳后，央行进一步强调物价和地产市场稳定，说明央行对基本面不确定性仍有关注，货币政策大概率保持宽松状态。此外，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，要求夯实宏观经济金融基础，支持居民就业增收，优化保险保障，积极培育消费需求；强化结构性货币政策工具激励，加大对服务消费重点领域信贷支持，发展债券、股权等多元化融资渠道。创新适应家庭财富管理需求的金融产品，以金融促消费。

4月，国内工业企业利润回升、PMI回落，等待进一步财政政策发力。4月特朗普对中国加征大额关税，力度超预期，25日召开政治局会议，会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用；适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济；创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。4月单月，利润率改

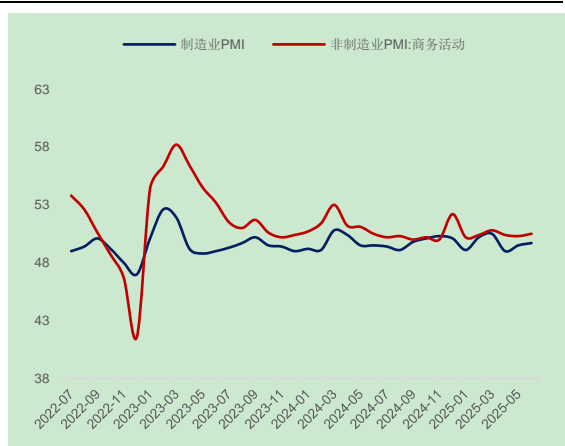
善带动工业企业利润持续回升，工业企业利润同比增长 3.0%，企业营业收入同比增长 3.2%，在贸易战短暂暂停和外贸加速转口期间，工业企业效益预计仍将维持较好水平。4 月，国有控股、外商及港澳台商、股份制、私营工业企业利润同比变化为-4.4%、2.5%、1.1%、4.3%，铁路船舶航空航天、有色金属矿采选业、农副食品加工业等行业利润增长较快，分别增长 59.2%、47.8%、45.6%，且私营企业利润明显改善。工业企业产销率同比下降-0.3%，产成品存货同比增长 3.9%，增速较上月下降 0.3 个百分点。4 月制造业 PMI 环比-1.5pct 至 49.0%，回落至收缩区间，生产环比-2.8pct 至 49.8%，新订单较上月-2.6pct 至 49.2%，原材料库存环比-0.2pct 至 47.0%。从价格指数来看，4 月原材料购进价格指数、出厂价格指数均延续回落，原材料购进价格指数环比-2.8pct，出厂价格指数环比-3.1pct；非制造业 PMI 环比-0.4pct 至 50.4%。非制造业中的服务业、建筑业 PMI 环比-0.2pct、-1.5pct 至 50.1%、51.9%。

5 月，央行、金管局、证监会负责人宣布了一系列金融政策，旨在支持市场稳定。这些政策包括降低准备金率 0.5%，下调政策利率 0.1%，以及设立服务消费与养老再贷款等。5 月工业增加值同比 5.8%，增速环比下降 0.3 个百分点，分行业看，汽车制造业同比增速回升 2.4 个百分点至 11.6%，电气机械及器材制造业同比增速回落 2.4 个百分点至 11%，化学原料和化学制品制造业同比增速回落 2.1 个百分点至 5.9%。5 月固定资产投资当月同比回落 0.8 个百分点，基建投资回落 0.3 个百分点，与建筑业 pmi 相互验证。社零同比 6.4%，较前月上升 1.3 个百分点；5 月全国城镇调查失业率为 5%，较前月下降 0.1 个百分点，31 大城市城镇调查失业率为 5%，较前月下降 0.1 个百分点。5 月全国规模以上工业企业营业收入同比增长 2.7%，利润同比减少 1.1%，其中，国有控股、外商及港澳台商、

股份制、私营工业企业利润同比变化为-7.4%、0.3%、-1.5%、3.4%。分行业，铁路船舶航空航天、有色金属矿采选业、农副食品加工业等行业利润增长较快，分别增长 56.0%、41.7%、38.2%。

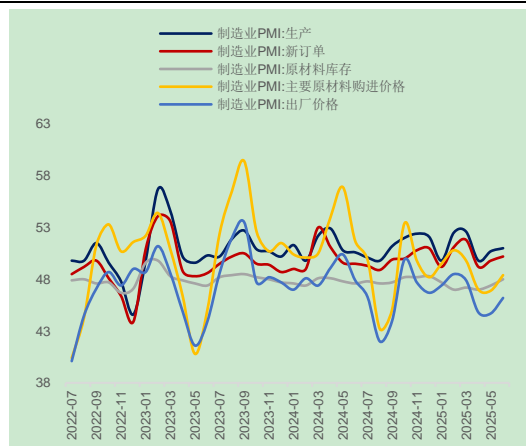
6月，上月商品房销售开工、外贸进出口数据表现一般，制造业 PMI 回升。上月，房屋新开工面积、房屋施工面积、房屋竣工面积、商品房销售面积累计同比增速分别为-22.8%、-9.2%、-17.3%、-2.9%，5月70个大中城市二手住宅价格指数当月同比-6.3%，较上个月+0.5pct。前月，中国出口同比+4.8%，前值8.1%，对美出口大幅下降是主要拖累，贸易战效果开始显现，进口同比-3.4%，前值-0.3%，预计后续出口增速放缓将导致进口也放缓。国内制造业 PMI 环比+0.2pct 至 49.7%，非制造业 PMI 环比+0.2pct 至 50.5%，供需两端均有回升，需求边际强于供给，价格逐步修复，新订单较上月+0.4pct 至 50.2%，生产环比+0.3pct 至 51.0%。6月原材料购进价格指数、出厂价格指数均有所回升，原材料购进价格指数环比+1.5pct，出厂价格指数环比+1.5pct。服务业、建筑业 PMI 环比-0.1pct、+1.8pct 至 50.1%、52.8%。

图：PMI 情况



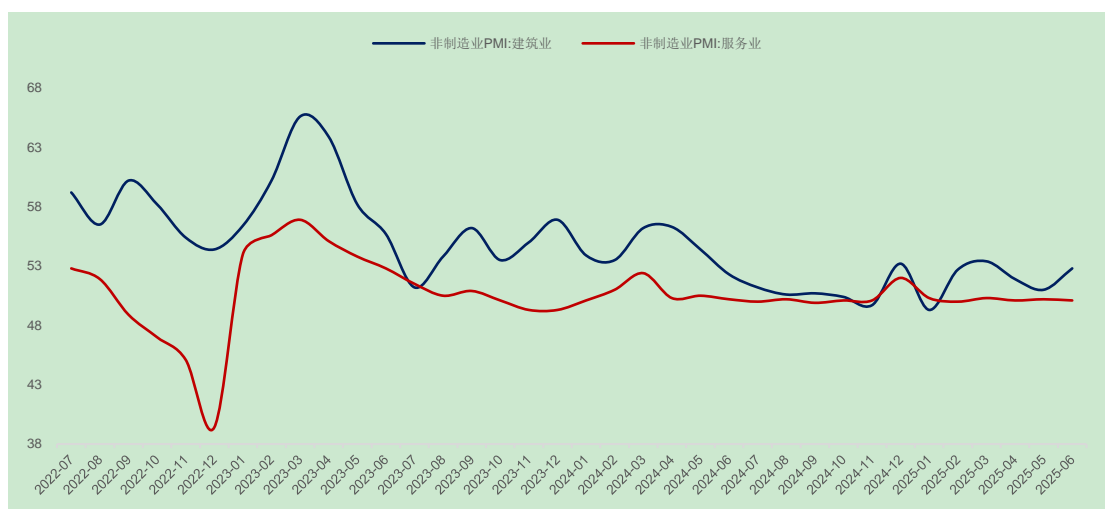
资料来源：国家统计局

图：PMI 分项情况



资料来源：国家统计局

图：非制造业 PMI 分项



资料来源：国家统计局

### 三、国内权益市场

二季度，随着国内货币政策的宽松和中美贸易的变化，市场情绪在二季度逐步回暖，交易活跃度上升。国内权益市场表现尚可，红利策略因高股息防御属性受资金青睐，银行指数二季度涨幅超 12%。受关税风波后市场逻辑向内需引导，叠加创新药的出海逻辑催化，新消费和创新药在 1 个多月内收获超 20% 的涨幅。5 月起，PCB、光模块等业绩高增方向发力。6 月综合金融板块以 19.6% 的涨幅领涨，通信、有色金属分别录得 11.2%、9.7% 涨幅，非银行金融、电子、计算机分别上涨 8.7%、7.5%、7.1%。食品饮料、家电、汽车表现垫底。此外，随着国际投资者对中国市场的看好，外资流入增加。

4 月，权益市场 31 个大行业涨跌互现，其中美护、农牧、商贸零售行业表现靠前，电新、通信、家电行业表现靠后。风格方面，大盘价值风格表现较好，宽基指数中上证 50 表现较好。本月全市场日均成交额 12359 亿元，成交额有所回落，宽基净流入 1826 亿，两融净流入-1317 亿，宽基转为大幅流入一定程度上显示了类平准基金入市的力度。宽基建议关注恒指、上证 50，中长期银行、

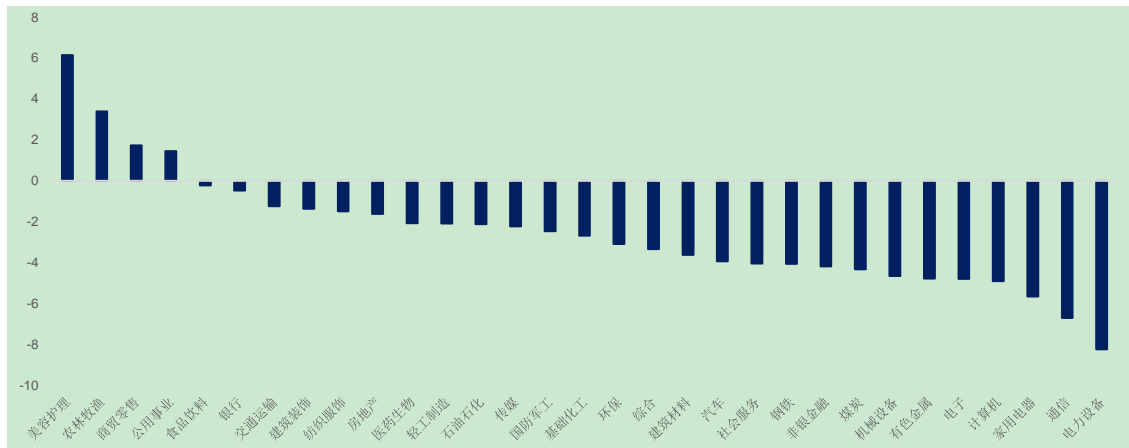
保险存在估值修复空间，此外建议关注港股互联网（AI 应用）、供给收缩相关行业、破净&并购重组竞争格局优化相关国央企。

5 月，行业涨跌互现，其中环保、医药、军工行业表现靠前，电子、社服、计算机行业表现靠后。风格方面，大盘价值风格表现较好，宽基指数中创业板指表现较好。本月全 A 日均成交额 12148 亿元，成交额在 5 月小幅回落，宽基净流入-268 亿，两融净流入 141 亿，宽基流出而两融流入。

6 月，31 个行业涨跌互现，其中通信、军工、有色行业表现靠前，餐饮、美护、家电行业表现靠后。风格方面，小盘成长风格表现较好，宽基指数中创业板指表现较好。本月流动性充裕、市场风险偏好提升，全 A 日均成交额 13360 亿元，成交额有所回升，6 月宽基净流入-173 亿、两融净流入 491 亿，宽基延续流出，而两融延续流入，成交量提升以及两融的流入一定程度上支撑了小盘成长风格的强势。

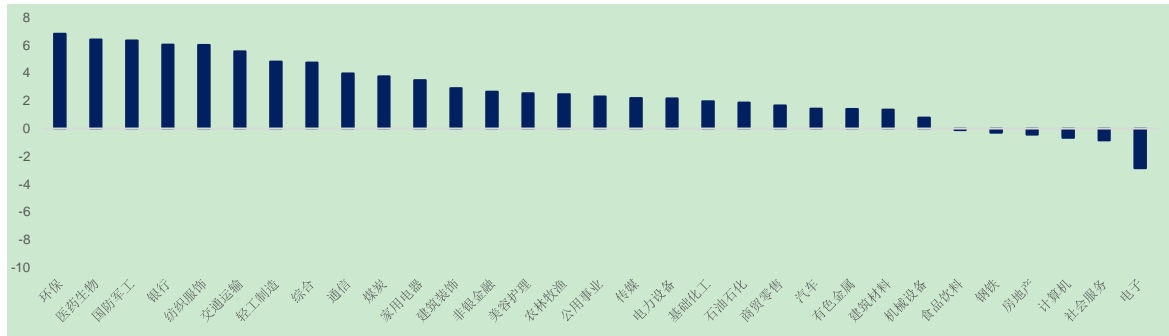
当前，万得全 A 市盈率为 19.9 倍，高于 2012 年以来的均值 17.6，股债 ERP3.4% 高于均值 2.7%，权益市场估值水平有一定性价比。展望后市，短期市场向上赔率不高，预计市场下有底但向上受基本面变化影响，A 股市场或维持区间震荡，等待国内政策发力。配置上，宽基指数建议关注上证 50，行业上，中长期银行、保险存在估值修复空间，此外建议关注港股互联网的 AI 应用、供给收缩相关行业、破净&并购重组竞争格局优化相关国央企。

图：4月一级行业涨跌幅（%）

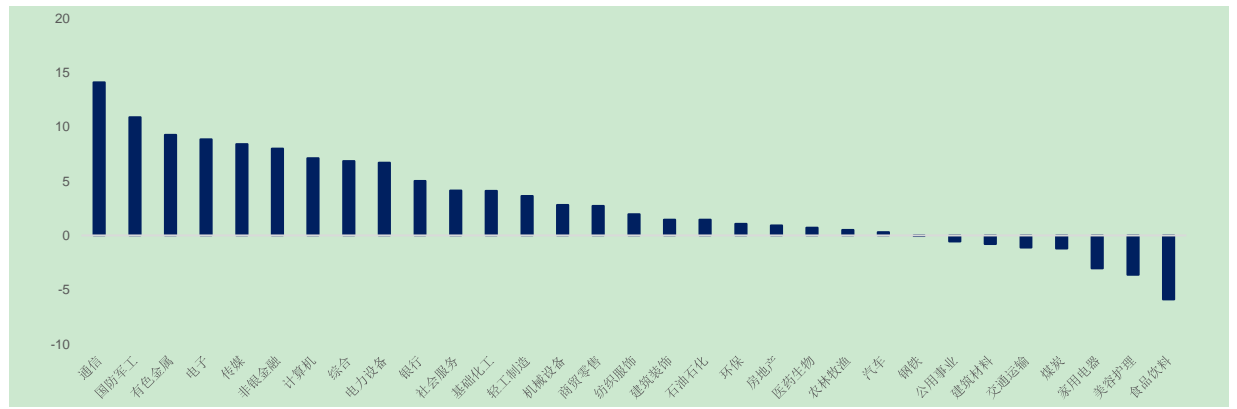


资料来源：iFind

图：5月一级行业涨跌幅（%）

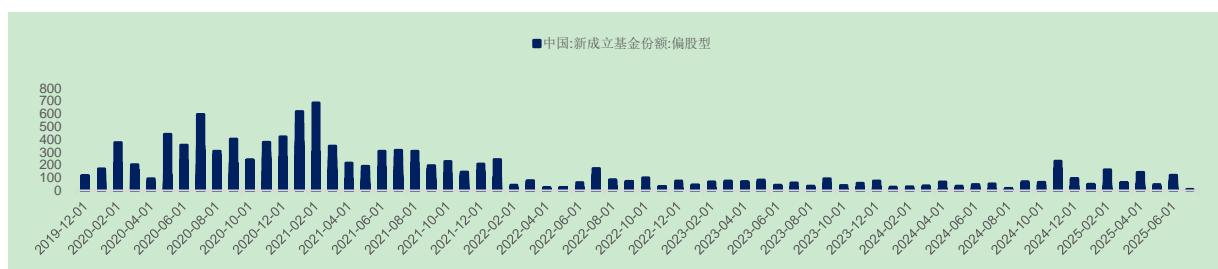


图：6月一级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFind

图：新成立偏股型基金份额变化趋势（亿份）



资料来源：iFinD

## 四、国内债券市场

二季度，国内经济呈现内需弱复苏、出口保持一定韧性的状态。分项来看，投资增速持续下行，对 GDP 的贡献度下降，其中地产投资拖累延续、基建投资是、支撑，制造业投资高位回落，消费增速整体上行，但主要受政策补贴拉动。出口受抢出口带动保持一定韧性，但下半年下行风险增大。中央财经委会议再次提到统一大市场，聚焦重点难点，包括依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。债市机构投资者再度关注对反内卷的政策和办法，部分投资者将反内卷和供给侧改革划等号。货币方面，央行发布一揽子金融政策，包括降准降息，设立再贷款工具等，6月两度提前开展买断式逆回购，资金中枢下移，随后，最新的货币执行报告重点提到了降成本和防风险，特设专栏强调债市利率不仅关系社会筹资成本，也关系到整个金融市场的稳定发展。整体来看，基本面数据偏弱情形下，央行对实体的支持力度加强，在没有新增政策的情况下，地产低位徘徊，消费政策效应递减，内外需仍然存在一定压力，基本面对债市仍然偏暖。

国债收益率						国债收益率					
国债	期限	2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数	国债	期限	2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数
	1Y	1.475	1.642	-16.7	3%		1Y	1.340	1.545	-20.5	4%
3Y	1.581	1.757	-17.6	4%	3Y	1.396	1.627	-23.1	5%		
5Y	1.576	1.722	-14.7	5%	5Y	1.513	1.667	-15.4	5%		
7Y	1.743	1.914	-17.1	4%	7Y	1.612	1.753	-14.1	6%		
10Y	1.690	1.846	-15.6	4%	10Y	1.647	1.810	-16.4	3%		
15Y	1.884	2.051	-16.8	2%	15Y	1.796	1.970	-17.4	2%		
20Y	1.943	2.131	-18.8	2%	20Y	1.898	2.120	-22.2	1%		
30Y	2.039	2.149	-11.1	6%	30Y	1.861	2.020	-15.9	4%		

中短期票据	期限	收益率				信用利差				城投债	期限	收益率				信用利差			
		2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数	2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数			2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数	2025/6/30	2025/4/1	变动	分位数
AAA	1Y	1.70	1.94	-23	2%	23	30	-7	7%	AAA	1Y	1.72	1.94	-22	2%	25	30	-5	8%
	3Y	1.83	2.02	-18	4%	25	26	-1	18%		3Y	1.85	2.02	-17	4%	26	26	0	15%
	5Y	1.91	2.11	-20	3%	34	39	-5	17%		5Y	1.91	2.12	-21	2%	34	40	-6	13%
	7Y	1.97	2.23	-25	3%	23	31	-8	16%		7Y	1.97	2.23	-26	0%	23	32	-9	9%
	10Y	2.09	2.24	-15	4%	40	40	0	28%		10Y	2.08	2.26	-18	2%	39	41	-2	20%
	15Y	2.10	2.24	-14	2%	22	19	2	19%		15Y	2.09	2.27	-18	1%	21	22	-1	6%
AA+	1Y	1.77	2.00	-22	1%	30	36	-6	3%		20Y	2.12	2.31	-19	1%	18	18	0	7%
	3Y	1.90	2.09	-19	1%	32	34	-1	7%	AA+	30Y	2.20	2.39	-19	1%	16	24	-8	3%
	5Y	2.01	2.22	-21	1%	44	50	-6	10%		1Y	1.78	2.00	-22	2%	30	36	-6	5%
	7Y	2.13	2.37	-24	2%	39	46	-7	9%		3Y	1.90	2.08	-18	2%	32	33	-1	10%
	10Y	2.36	2.49	-13	4%	67	65	2	25%		5Y	1.96	2.21	-25	1%	39	49	-10	8%
	15Y	2.42	2.61	-19	2%	54	56	-3	16%		7Y	2.08	2.34	-26	0%	34	42	-9	7%
AA	1Y	1.81	2.04	-22	1%	34	40	-6	3%		10Y	2.18	2.43	-25	1%	49	58	-9	13%
	3Y	2.04	2.22	-18	1%	46	47	0	9%		15Y	2.27	2.51	-24	0%	39	46	-7	6%
	5Y	2.30	2.43	-12	4%	73	70	2	18%		20Y	2.30	2.55	-25	0%	36	42	-6	7%
	7Y	2.42	2.67	-25	3%	68	76	-8	9%		30Y	2.38	2.63	-25	0%	34	48	-14	5%
	10Y	2.65	2.83	-18	6%	96	98	-2	20%	AA	1Y	1.83	2.06	-23	2%	36	42	-7	4%
AA-	1Y	2.27	2.79	-52	0%	80	115	-35	0%		3Y	1.96	2.18	-21	1%	38	42	-4	9%
	3Y	2.85	3.20	-34	0%	127	144	-17	5%		5Y	2.14	2.34	-20	2%	56	61	-5	13%
	5Y	3.25	3.62	-37	1%	168	190	-22	6%		7Y	2.29	2.48	-19	1%	55	56	-2	9%
											10Y	2.46	2.68	-22	1%	77	83	-6	12%
										AA(2)	1Y	1.88	2.12	-24	1%	41	48	-8	3%
											3Y	2.05	2.28	-22	1%	47	52	-5	9%

4月，受到外部贸易环境冲击及国内政策宽松预期的影响，债市资金面流动性充裕，银行间债券市场现券成交33.3万亿元，日均成交1.5万亿元，推动各等级更期限的利率债和信用债收益率普遍下行，其中，10年期国债收益率下降约19BP至1.62%，期限利差整体走阔。信用债收益率整体下行，中短期票据1年AAA、1年AA+、1年AA和1年AA-分别下行了11bp、12bp、13bp和13bp，中短期票据3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别下行了9BP、8BP、4BP和6BP，信用利差宽窄不一，投资者整体风险偏好有所回升，市场环境相对宽松。一级发行方面，4月份债券市场发行量较大，各类债券发行活跃，其中，国债和地方政府债券的发行量较大，发行量分别为14683亿元和6932.91亿元，净融资规模明显，券市场对实体经济的支持力度较大，市场托管余额达到184.9万亿。

5月，债券市场流动性继续充裕，投资者对长期债券的需求有所增加，银行间市场利率债收益率小幅上行，信用债收盘收益率曲线小幅下行，10年期国债曲线上行4.7BP、5年期国债上行4.8bp、30年期国债上行7.2BP，10年期国开债曲线上行5BP，中短期票据1年AAA、1年AA+、1年AA和1年AA-分别下行了7bp、8bp、10bp和17bp，中短期票据3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别下行了7BP、9BP、9BP和13BP。银行间债券市场现券成交30.7万亿元，日均成交1.6万亿元，同比增加5.0%，环比增加6.6%，市场交易活跃度继续提升。5月末，债券市场托管余额为187.2万亿元，其中银行间市场托管余额165.5万亿元，交易所市场托管余额21.7万亿元，境外机构在中国债券市场的托管余额为4.4万亿。一级发行方面，5月共发行各类债券71951.6亿元，其中，国债、地方政府债券、金融债券和公司信用类债券发行量分别为14892.9亿元、7794.4亿元、12184.1亿元和9022.7亿元。

6月，在宏观经济和流动性环境的共同作用下，债券市场收益率在宽幅波动中下行，债券二级市场整体交易继续活跃，市场总成交金额达到378,537.89亿元，同比、环比分别增长4.39%和12.78%。其中，利率债成交金额229,219.09亿元，同比、环比分别增加2.19%和10.94%，信用债成交金额77,343.19亿元，同比、环比分别增加10.20%和18.42%，信用债成交金额同比与环比增幅显著，信用利差呈现震荡微幅收窄。当月，10年期国债下行2.4BP，5年期国债下行5.1bp，30年期国债下行3.5BP，10年期国开债曲线下行1.9BP，5年期国开债下行4.7BP，中短期票据1年AAA、1年AA+、1年AA和1年AA-分别下行了2bp、2bp、3bp和14bp，中短期票据3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别下行了1BP、5BP、6BP和15BP。

债市展望。下季度，美国关税政策最终会落地，市场博弈情绪反复，利率短期预计窄幅震荡，信用债票息确定性更高，利差压降空间仍然存在。季末月，央行国债买卖公告未进行操作，短端利率债因 carry 保护不足表现较弱，而长端超长端表现较好，利率点位也并无抢跑透支，若央行维持此前宽松基调，债市向上风险不大。此外，跨季后的资金面回归常态宽松，资金面量足但价格并未继续突破下行，理财和基金迎来季节性扩容，对债市的整体配置力度将逐步增强。操作上，信用债特别是城投债的供给仍然受限，非银配置端力度有望加大，预计机构将结合自身负债端稳定性和市场流动性变化，适度拉久期增厚收益，久期略长的普信债与国股行二永债等品种，目前位置性价比好。更长的维度，组合仍有必要保持一定的流动性，每逢收益率高位可适度提升仓位。

## 免责声明：

本投资报告的信息来源于公开资料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。