



# 2025年6月投资策略报告

## -政策托底与博弈不确定性的再平衡阶段

日期：2025年5月30日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

### 摘要：

中美贸易摩擦2.0 近期迎来阶段性缓和，双方达成临时协议将新增关税从145%削减至30%（部分暂停加征90天），推动全球股市反弹。但美方通过“双重标准”收紧对华芯片出口限制、将芬太尼议题与关税捆绑等策略，显示其以“战术性让步”换取科技领域战略筹码的意图，科技脱钩风险持续升温。历史经验表明，中美谈判或延续“短期缓和、长期拉锯”特征。

长维度来看，目前A股市场处于新“国九条”行情+类“四万亿”投资的重叠趋势中，2025年A股市场大概率以“慢牛”方式运行。中维度来看，2025年政府工作报告中提到的科技、绿色、消费以及基建等领域都是2025年市场关注的主要方向。短维度来看，6月份处于中美贸易冲突缓和、国内宏观政策落地、且上市公司披露真空阶段等因素共振的窗口期。

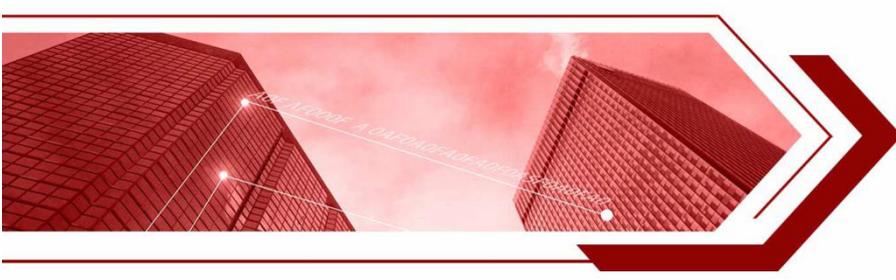
策略上建议保持“防守反击”思路，关注政策定力与产业突围的交集，可聚焦防御主线和政策催化：（1）高股息防御板块（电讯、公用事业、能源）；（2）受惠政策支持和电商“618”节庆提振的相关消费板块（家电、服务消费、国货“新消费”）；（3）自主可控突围、技术突破方向（生物医药、高端制造业、半导体设备、AI算力）。



## 一、中国经济修复“弱平衡”

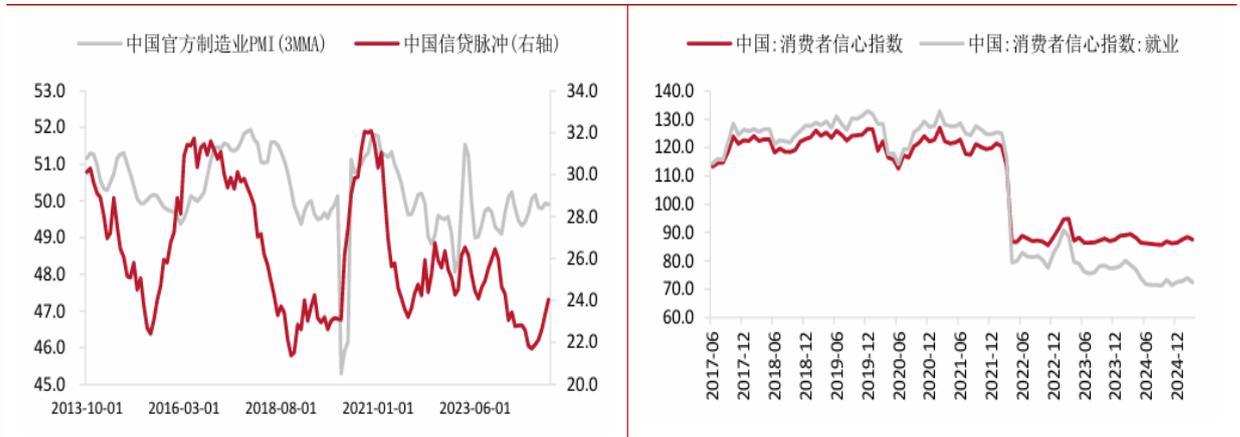
4月中国经济延续温和修复，但动能较一季度明显趋缓。制造业景气度回落至收缩区间，供需两端同步放缓。消费在政策支撑下维持扩张但动能减弱，消费信心及收入预期不足制约需求回暖。“抢出口”带动出口及工业生产表现强劲，而高技术产业和装备制造业等新兴产业增长迅猛，为推动经济增长的重要引擎。价格层面，核心通胀低位企稳，但工业品价格受出口转内销及大宗商品传导影响，物价回升压力仍较疲弱。出口链依赖新兴市场与高技术品类支撑韧性，而内需疲软压制大宗商品进口，金融数据则延续政府主导需求，呈现“政策驱动总量回暖、实体需求内生疲弱”的特征。

进入5-6月，政策对冲有望逐步显效，设备更新与技改投资有望托底制造业，消费刺激措施带来的前置效应继续提振内需。但外部压力尚未根本缓解，技术围剿或加剧产业链波动，叠加企业盈利受价格竞争制约，修复力度或受约束。若三季度政策进一步加码（如财政扩张、地产纾困）且中美博弈未超预期恶化，经济有望继续温和复苏，但中美博弈反复性及内需“疤痕效应”仍为关键掣肘。



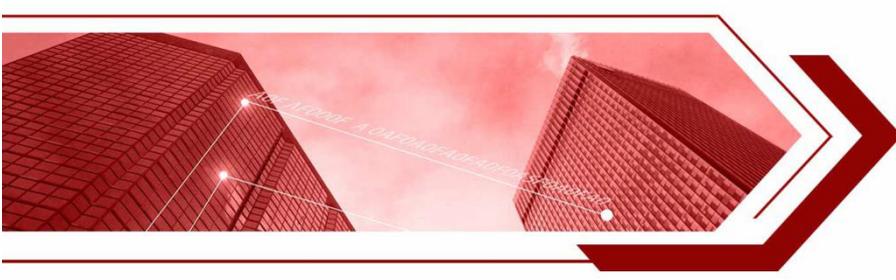
## 中国信贷脉冲指数预示经济在修复中

## 消费者信心仍然较低迷

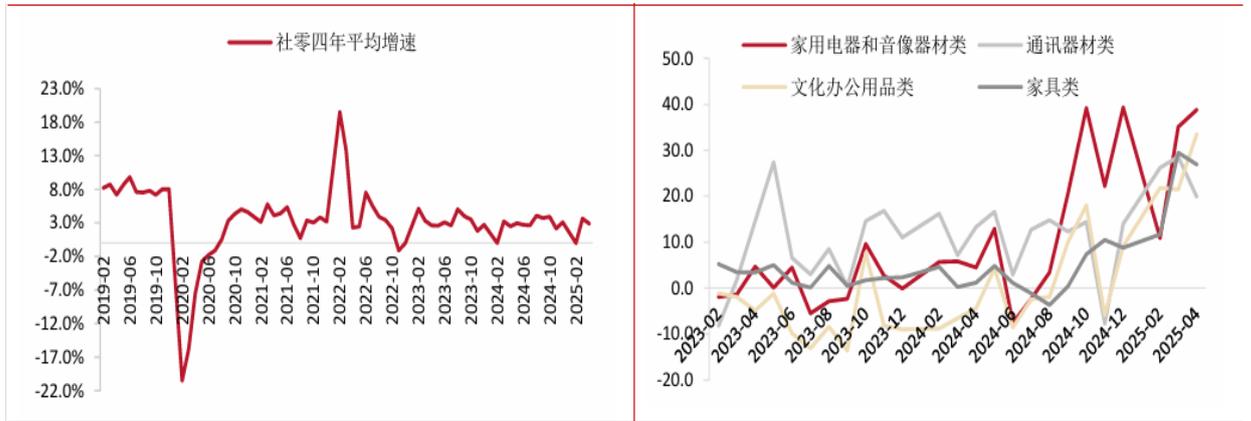


资料来源：Wind

4 月社零同比增长 5.1%，增速较前值下降，商品、餐饮、汽车的社零同比增速均较 3 月下降。1-4 月服务 零售额累计同比增长 5.1%，增速较前两月加快，服务消费表现优于商品消费。政策带动以旧换新商品销售，消费品以旧换新政策持续支持，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、 通讯器材类商品零售额同比分别增长 38.8%、33.5%、26.9%、19.9%，均明显快于商品零售额增速。不过，4 月社零四年平均增速放缓至 2.9%，未有形成加速向上之势，反映居民的消费力及消费信心有待改善。以旧换新政策有前置效应，如果后续相关政策未能加码，或出口和工业生产的迅猛增长未有转化成 对收入预期的改善，消费增速仍会缺乏弹性。



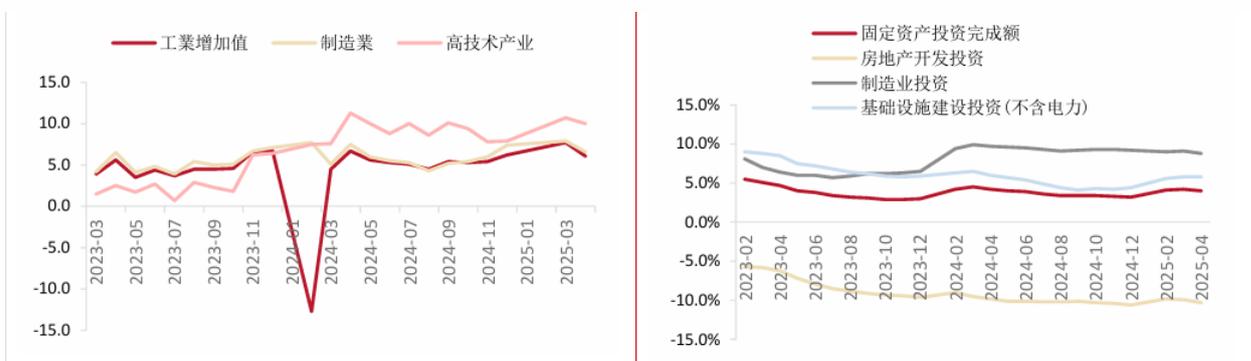
4 月社零四年平均增速放缓至 2.9% 以旧换新政策支撑的品类快速增长



来源：WIND

“抢出口”及政策支持继续支持工业生产，4 月工业增加值同比增长 6.1%，符合预期，其中制造业及高技术产业增加值分别同比增长 6.6% 及 10.0%。高技术产业引领表现突出，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 17.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.8%，电气机械和器材制造业增长 13.4%。4 月固投累计同比增长 4.0%，增速是三个月以来最低，房地产是主要拖累，地产投资同比跌幅扩大至 10.3%；制造业投资及广义基建增速小幅回落，但增速仍处于高位。

制造业及高技术产业增加值增速较快 基建及制造业投资支撑固投增长



来源：WIND



地产修复动能放缓，开工端及销售端增速下跌。4月新开工及竣工面积分别同比下降22.3%及28.2%。地产销售修复无以为继，4月商品房销售额及面积分别同比下降7.1%及2.9%，以绝对值计算均创去年7月以来最低。70大中城市二手住宅价格指数同比跌幅放缓至6.8%，但环比跌幅扩大至0.4%。5月以来部分核心城市新房网签面积同比保持增长，在优质供给支撑下，核心城市新房销售预计仍将修复，但整体市场恢复仍面临一定压力，城市分化格局或将延续。

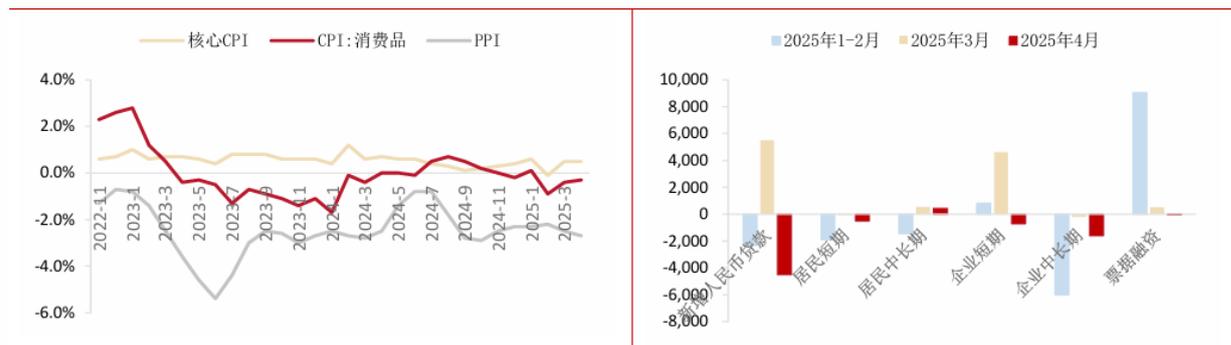
CPI修复仍较温和，PPI同比跌幅扩大显示关税冲击。4月CPI同比微降0.1%，连续三月负增长，但环比转升0.1%，食品价格拖累减弱，假日出行带动服务消费回升，核心CPI持稳0.5%反映内需弱修复。4月PPI同比跌幅扩大至2.7%，国际大宗商品价格下行（原油、有色）及关税冲击下出口转内销加剧工业品价格竞争，耐用消费品PPI降幅走阔，预计在关税及内需修复乏力的双重影响下，料PPI仍有较大的下行压力。

**4月金融数据呈现“总量回暖、结构冷热不均”特征。**M2同比增速8%超预期回升，反映央行结构性工具持续发力，但M1同比仅增1.5%，M1-M2剪刀差扩大至6.5个百分点，显示实体经济资金活化意愿仍然较低。4月新增社融1.16万亿，同比多增1.22万亿元，政府债为主要贡献，新增政府债9,729亿元，同比大幅多增1.07万亿元，人民币贷款则同比大幅少增2,500亿。4月新增人民币贷款仅2,800亿元，是去年7月以来最低，同比少增4,500亿元，大幅低于预期。居民和企业信贷均有承压——居民贷款同比多减50亿，其中居民短贷连续2个月同比少增，居民中长贷再转负，折射消费与购房意



愿低迷。企业贷款同比少增 2,500 亿，其中企业短贷同比多减 700 亿，明显冲高回落，企业中长贷、票据融资均同比负增，企业中长贷已同比连续 3 个月负增，或显示化债压力加剧，企业仍然缺少借贷再投资的意愿。

### PPI 及核心 CPI 低迷指向需求仍然不足 4 月信贷数据结构仍然不佳



来源：WIND

## 二、美国经济硬软数据仍背离，降息或延至三季度

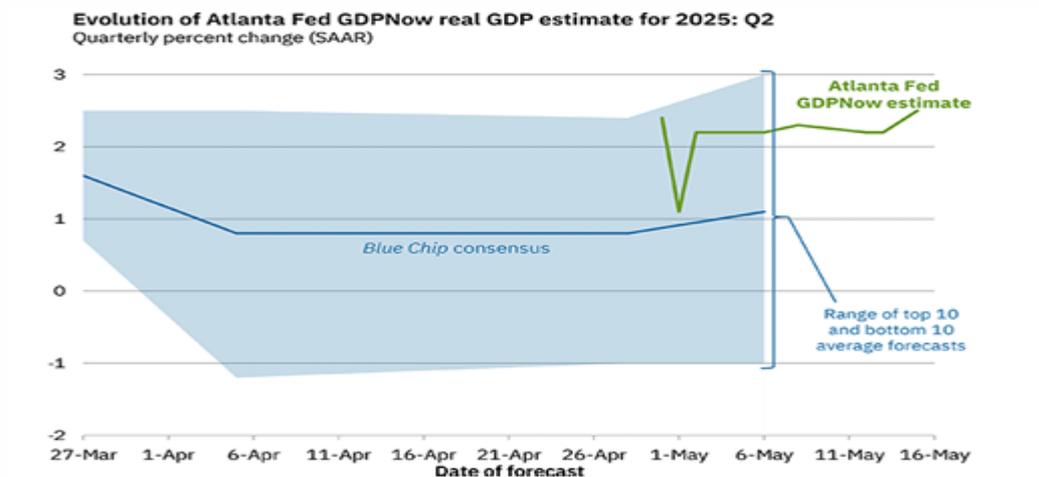
4 月以来，美国的消费者信心指数等软数据继续与硬数据出现背离，居民消费开支、核心 CPI、就业报告等硬数据显示美国经济放缓，但仍较市场预期中有韧性。随着美国对外加征关税的冲击趋缓，市场对美国衰退忧虑明显消退，信贷市场的利差已经跌回 4 月前的水平，美元指数也自低位反弹。不过，我们预计关税政策的不确定性短期仍会削弱企业增加资本开支的意愿，叠加就业市场逐渐平衡使工资增速会延续下行态势，居民消费动能边际衰减趋势难以逆转。在此背景下，美联储“抗通胀优先”立场未改，我们维持降息时点推迟至第三季度的判断，首次降息或于 9 月落地。

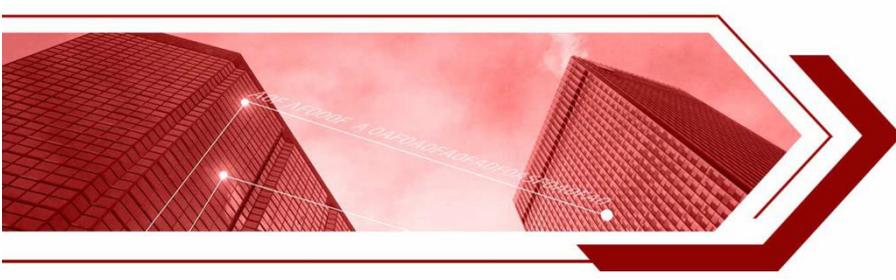


美国 2025 年一季度 GDP 录得环比折年率-0.3%，主要受到“抢进口”及政府部门缩减开支的拖累。内生增长动能仍具韧性。个人消费保持稳健，企业加大 AI 等领域资本开支，支撑一季度实际 GDP 同比增长 2.1%，名义增速更达 4.7%。如果扣除库存增加及净出口等一次性冲击，一季度 GDP 增速较去年四季度更有所增加，反映内需动能的私人国内购买者的实际最终销售额（即扣除库存变化、净出口和政府支出的 GDP）年化增长 3%，亦高于去年四季度的 2.9%。随着关税扰动等暂时性因素消退，GDPNOW 模型预测二季度美国 GDP 录得 2.5%的环比折年率增长，经济大概率重拾增长。

美国消费呈现“信心弱、支出强”的分化特征。4 月核心零售销售（剔除机动车及能源）环比增速仅 0.2%，创三个月新低，反映 3 月关税预期引发的抢购潮透支部分需求，但同比增速仍维持 5.4%的韧性，叠加高频数据显示红皮书商业零售销售（截至 5 月 10 日当周）同比仍保持 5.8%的高增，显示居民消费支出仍具支撑。尽管消费者信心指数持续探底，但居民实际购买力尚未收缩，短期关税暂缓或延缓需求回落节奏。

### GDPNOW 模型预测二季度美国 GDP 录得 2.5%的环比折年率增长





资料来源：Wind

**4月美国CPI同比降至2.3%，创2021年2月以来新低；核心CPI同比持平于2.8%，环比增速0.2%均低于预期，显示通胀温和降温。**商品端去通胀延续（二手车价格环比跌0.5%），但服务端黏性仍强（住房环比涨0.3%），通胀回落基础尚不稳固。这一数据验证了美联储当前“观望”立场的合理性，但关税与供应链风险仍是政策转向的关键变量。我们注意到近日美国高频通胀指标Truflation已回升至2月底以来，反映美国零售商的商品价格开始回升。不过，金融市场计价的长期通胀预期仍然锚定在相对低位，与消费者形成的通胀预期出现较大分歧。

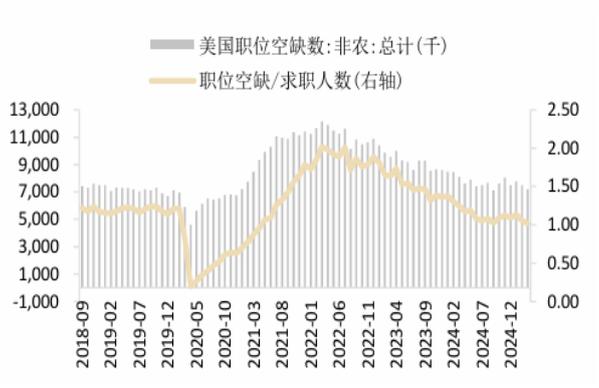
**4月美国就业市场在温和放缓，但比预期更具韧性。**4月新增非农远超市场预期预期的13.3万人，但2月及3月共被下修5.8万人。运输仓储、教育及休闲酒店等服务业贡献主要新增岗位，政府部门招聘亦稳步扩张。4月失业率维持在4.2%，劳动力参与率小幅回升0.1个百分点至62.6%，反映更多居民投入就业市场。4月的时薪环比增速下降至0.2%，同比增速持平3.8%。结合3月的职位空缺数目，当前美国就业市场正转向“需求收缩-供给释放”的再平衡阶段——企业缩减招聘但避免大规模裁员，劳动者重返市场稀释放价能力。随着职位空缺持续回落，工资增速下行趋势或将延续。



## 今年以来新增非农有所下降



## 就业供需状态已正常化



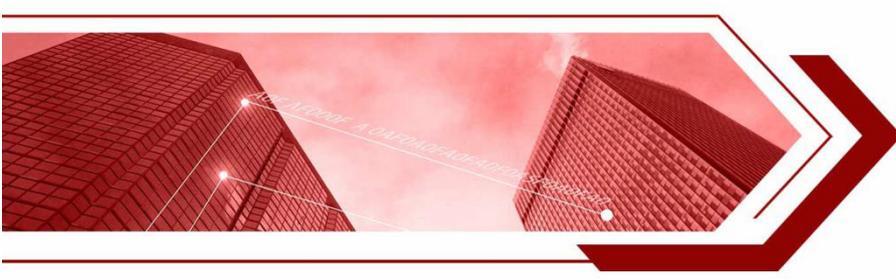
来源：Bloomberg

面对通胀及经济前景不确定性，美联储对降息保持耐性。当前利率期货预计年内首次降息最快在 9 月才开展，全年的降息次数也大幅下降至两次，向 3 月点阵图的预测靠拢。我们认为：1) 美联储正面临通胀风险及衰退风险升温的两难，但当前美联储为保信誉，倾向以防通胀风险为先，将通胀预期锚定在一个较低的位置；2) 美联储不会采用预防性降息，倾向观望数据再行动，如果就业市场快速恶化，而通胀也没有无序反弹，有机会单次大幅度降息（如去年 9 月一次性降息 50BP）；3) 美联储认为经济及就业市场仍然稳健，而中美贸易初步磋商进展积极，有助于降低美国经济衰退的风险，使得美联储更有理由保持观望态度。

## 三、行情回顾与展望

### 3.1 5 月市场回顾

5 月上旬在中美关税政策调整的利好带动下，A 股快速回升。其中，大盘蓝筹指数及创业板指数连续多日上扬，市场情绪得到提振，交投活跃度改善。

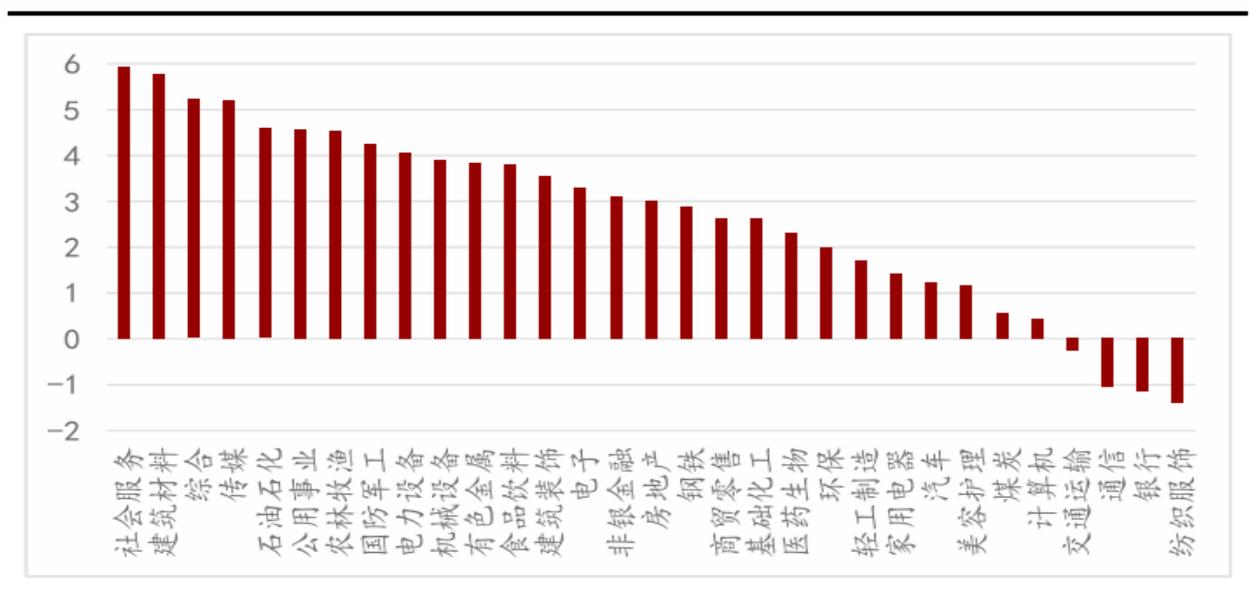


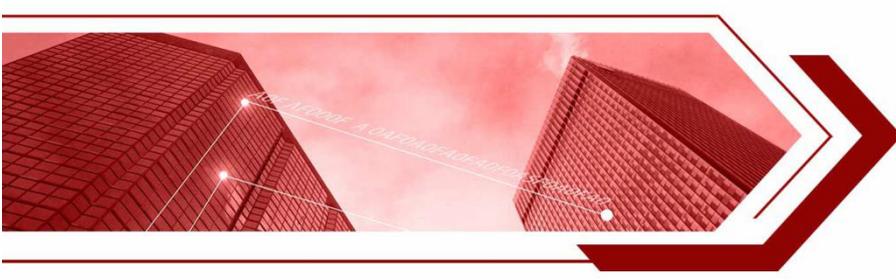
科技成长、大消费等热门板块持续吸引市场关注，红利资产延续表现稳健。从经济基本面看，国家统计局公布4月我国主要经济指标，国内经济顶住压力稳定增长，4月社零同比增长5.1%，1-4月全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.0%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.0%。整体看，外部冲击影响加大，但宏观政策协同发力，主要指标平稳较快增长，国民经济延续向新向好态势。预计宏观调控政策仍将持续发力，促进经济增长动能回升。

分结构看，本月A股主要股指涨跌互现。其中，上证50、创业板指指数涨幅较大，科创50指数下跌。

分行业看，截至5月26日，当月31个申万一级行业中有27个行业上涨，纺织服饰、银行、通信、交运行业当月下跌。其中，社会服务（5.93%）行业涨幅最大，有4个行业当月涨幅均超过5%。

申万一级行业月度涨跌幅（%）（截至5月底）





资料来源：Wind

就 31 个申万一级行业的涨跌幅状况来看，2025 年以来总体表现跌涨相当：累计涨幅居前的板块是：汽车、美容护理、有色金属，累计涨幅分别为 13.22%、11.71%和 10.78%。而跌幅居前的是煤炭、房地产和非银金融，分别下跌了-10.93%、-8.63%和-7.36%。从二级、三级行业 2025 年前五个月累计涨跌幅前 10 和后 10 的行业来看，与一级行业状况基本一致。

### 3.2 回顾近年六月行情并展望 2025 年 6 月状况

随着 5 月行情逐步进入尾声，在中美贸易战短暂缓和、宏观政策落地的背景下，6 月行情该如何演绎，成为策略研究的重要关注点。

我们对 2017 年至 2024 年期间 6 月份的 A 股主要指数涨跌状况进行汇总比较。（取：上证指数、深圳成指、创业板指和万得全 A）

横向比较，2017~2024 年的 6 月份的涨跌方向倾向于上涨。以上证指数为例，4 次上涨，2 次基本持平，2 次下跌。纵向比较，8 年时间内，2018 年的 6 月份指数下跌都较明显；2017 年、2020 年和 2022 年，四个指数在 6 月份明显 偏强；其他年份的 6 月份涨跌幅处于中等状态，倾向性不强。

A 股主要指数 2017-2024 年度 6 月份涨跌状况



资料来源：Wind

### 万得全 A2017 年至 2024 年月度涨跌幅状况

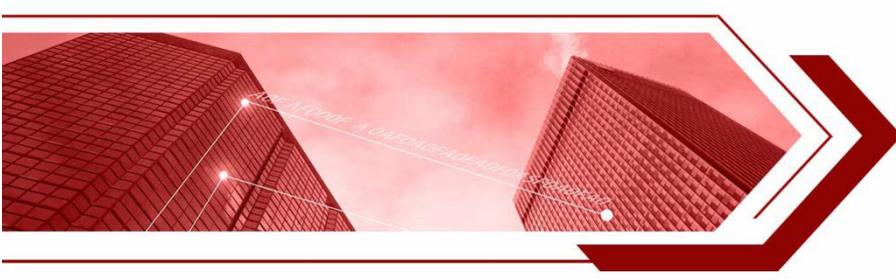
881001.WI	2017年月度 涨跌幅(%)	2018年月度 涨跌幅(%)	2019年月度 涨跌幅(%)	2020年月度 涨跌幅(%)	2021年月度 涨跌幅(%)	2022年月度 涨跌幅(%)	2023年月度 涨跌幅(%)	2024年月度 涨跌幅(%)
1月	-0.25	1.80	2.73	-0.25	-0.10	-9.46	7.38	-12.59
2月	3.16	-4.85	17.84	-0.03	-0.01	2.81	-0.02	6.67
3月	-0.58	-0.10	7.98	-6.53	-3.14	-7.52	-0.83	1.35
4月	-2.94	-3.72	-1.44	5.23	2.21	-9.51	-1.44	1.02
5月	-2.84	-0.06	-6.38	0.58	5.14	5.90	-3.31	-1.21
6月	4.80	-8.33	3.37	8.41	1.41	9.68	1.58	-5.13
7月	1.61	0.30	-0.11	13.06	-3.10	-2.67	2.47	0.27
8月	3.05	-6.36	-0.74	1.97	3.22	-2.86	-5.61	-3.97
9月	1.28	1.35	0.77	-5.97	-1.03	-7.57	-1.09	22.21
10月	1.11	-9.14	0.82	1.05	0.34	-2.55	-2.16	2.28
11月	-2.95	2.12	-1.51	3.98	3.14	7.86	0.35	1.34
12月	-0.27	-4.84	7.55	3.11	1.04	-2.12	-2.05	-1.96

资料来源：Wind

就六月份而言，我们从三维度模型的视角分析：

宏观面，中美关税联合声明的发布标志中美贸易战暂时缓和，5月7日国新办新闻发布会落地一揽子货币政策，除降准、降息外，还完善了现有结构性货币政策工具，创设新的政策工具，支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域。

市场面，资金方面大概率保持相对宽松，主要来源是长期资金入市；不过，《推动公募基金高质量发展行动方案》的落地，可能导致公募基金短期



回归业绩基准而对市场有所扰动。

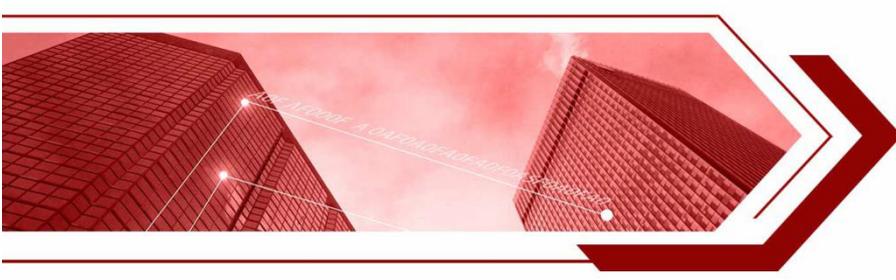
基本面，在 4 月份是年报披露完毕后，6 月份依然处于相对空窗阶段。工业增加值 4 月累计同比维持在 6% 左右，工业企业利润总额一季度转正，但绝对值只有 0.8%，依然处于 0 轴附近，预期 5、6 月份相应数据会维持原先趋势，波动幅度不大

## 四、月度策略及行业配置

当前市场处于政策托底与博弈不确定性的再平衡阶段。内部看，技术性超买压力或令市场进入震荡整固阶段。内部基本面呈现“弱修复+分化”特征：4 月制造业 PMI 重回收缩区间，居民与企业信贷需求低迷，出口链虽受关税暂缓提振，但累计 50% 以上税率仍压制利润率弹性；而高技术产业和装备制造等新兴产业在政策驱动下成为新增长引擎。

资本市场方面，证监会主席吴清介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况时表示，证监会全力巩固市场回稳向好势头，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。同时将抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。此外，证监会大力推动中长期资金入市。更大力度“引长钱”，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比。系列利好出台为 A 股市场流动性提供支持，同时有助于提振市场交投情绪。

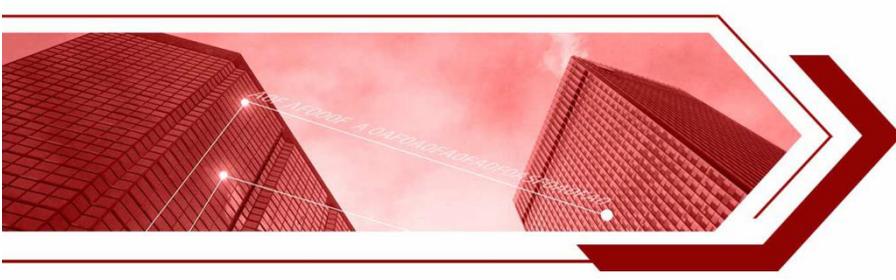
外部环境则暗含“战术缓和”与“战略围剿”的冲突：中美关税暂缓（累计关税从 145% 降至 30%）虽提振风险偏好，但美方通过芯片出口限制“双重标准”



及芬太尼议题捆绑施压，显示科技战或替代关税战成为博弈主战场，半导体设备等“卡脖子”领域或持续承压。

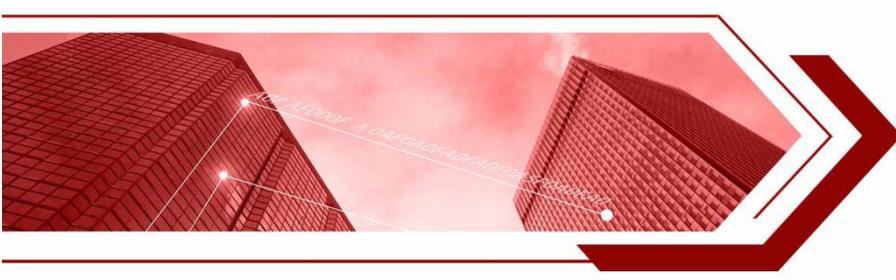
政策端多维度发力提供托底支撑，降准降息及消费再贷款则瞄准内需修复，驱动服务消费（文旅、医疗）及大宗商品（汽车）边际改善。但需警惕两大风险：一是90天关税暂缓期后美方再度加码，出口链盈利预期或反复；二是若美联储推迟降息，美元流动性收紧或加剧外资回流压力。历史经验表明，中美关税博弈短期缓和难改长期技术脱钩趋势，市场反弹持续性需政策与盈利形成共振。

策略上建议保持“防守反击”思路，关注政策定力与产业突围的交集，可聚焦防御主线和政策催化：（1）高股息防御板块（电讯、公用事业）；（2）受惠政策支持和电商“618”节庆提振的相关消费板块（服务消费、国货“新消费”）；（3）自主可控突围、技术突破方向（生物医药、半导体设备、AI算力）。



## 【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得



本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利