

牛市颠簸期，风格会变吗？



——2026年6月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2026年6月4日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国经济维持韧性，陷入衰退的概率不大，年内货币政策或维持不变

➤ 美国劳动力市场超预期强劲，通胀风险升温

◆ 4月新增非农超出预期。不过油价上行带来的负面冲击可能在后续逐步显现。4月美国CPI同比升至3.8%，通胀压力再度升温。能源贡献了当月整体CPI主要涨幅。核心商品与其他核心服务价格实际偏温和，油价尚未出现更广泛的外溢效应。

◆ 目前市场对霍尔木兹海峡恢复自由通航的共识是至少需要3-4个月。因为即便海峡宣布开放，各大保险公司重新评估风险、恢复承保航运巨头重新调整全球航线，至少需要 2-3 个月的时间。受霍尔木兹海峡停航带来的供应链硬冲击，美国通胀中枢或将持续抬升。

➤ 市场对美联储年内加息时点存在分歧

◆ 当前CME利率期货显示，市场预期美联储年内将维持利率不变，直到12月才可能出现一次加息。

◆ 美伊冲突久拖不决，停火协议尚未落地，地缘反复可能阶段性引发油价大幅波动，美联储存在加息时点提前的可能。

国内宏观

经济修复放缓，结构分化延续

➤ 财政支出力度回落，经济修复放缓

◆ 财政支出增速回落，对投资支撑减弱，投资增速回落。

◆ 消费则受居民就业收入预期、补贴退坡、基数偏高等因素影响，增长放缓。

➤ 结构分化延续

◆ 一方面，由于高技术产业需求强劲，推动外需韧性仍然偏强，而内需修复偏弱，内外需进一步分化。

◆ 另一方面，高技术产业延续高速增长，对经济增长的带动作用进一步加大，传统产业、内需为主的产业修复偏弱的分化也在延续。

◆ 短期内政策在结构上仍然相对侧重于高技术、科技创新产业发展，在收入、消费领域有待观察后续是否出台增量政策。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 牛市颠簸期，波动反复：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回升，价格指标继续修复； ◆ 资金面：A股成交额回落，赚钱效应偏弱，情绪再临冰点； ◆ 政策面：政策延续积极态度，前置发力推动年初经济开门红； ◆ 外部环境：外部不确定性较大，但或已接近尾声。 <p>➤ A股进入牛市颠簸期，短期风格或波动反复：从最新财报情况来看，AI硬件领域景气度持续走高，超预期状况较为普遍，从业绩指引来看，目前仍处于供不应求阶段，景气度向好的趋势仍然较为明朗。但是近期油价高位运行显著加大美国的通胀压力，美联储加息预期开始升温，美债收益率上行，叠加财报季利好催化结束，且即将有大型IPO上市、公募基金季末调仓等因素影响，短期内进一步上行难度加大，科技方向或转向高位震荡为主，市场风格或将反复多变，不过此前表现偏弱、处于低位的板块、风格或缺乏持续性，以反弹减仓为主，中期仍将以高景气科技方向为主，关注调整中的加仓机会。</p>	<p>相对乐观</p>
行业/风格	<p>➤ 高景气、高股息双轮动：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 根据风险偏好选择不同宽基指数。当前市场风险可控，中大盘指数表现相对更稳健，小盘指数波动有所放大，建议偏稳健投资者主要关注沪深300、中证500等宽基指数。 ◆ 高景气、高股息双轮动：目前主要聚焦两条主线，一方面是业绩、景气度向好的方向，建议关注AI、半导体、新能源、电力电网等，短期或转向高位震荡，可等待调整后（6月末）的布局机会；另一方面，从季节性看，分红季处于相对低位的高股息方向也有望企稳，建议关注各类红利策略，对冲市场波动。其他方向有受益于高低切的短线机会，但可能缺乏有持续性反弹的契机，以短线交易为主。 	<p>高景气等待布局机会 高股息对冲波动</p>
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 高景气：追求高弹性，短期波动加大，6月末或有调整布局的机会。 ◆ 高股息：追求相对稳健，对波动控制要求偏高，处于相对低位，风险较低，但需要一些耐心。 	<p>市场风格分化 依据风险偏好布局</p>

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	相对乐观	相对乐观
港股	中性	中性
利率债	中性	中性
信用债	中性	中性
可转债	中性	中性
美股	中性	相对乐观
美债	中性	中性
美元	相对谨慎	中性
日股	中性	中性
黄金	中性	相对乐观
原油	相对谨慎	中性
货币/存款	中性	中性

注：非货币类资产市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。对于货币类资产，观点仅对应仓位调整的方向。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：风险资产延续回暖

2026年5月大类资产表现特征回顾：

- **5月，A股涨跌不一，港股回落，海外市场整体修复。债市走强，黄金回落，油价显著下跌，美元指数震荡。**
- **A股涨跌不一。**资金抱团政策扶持且具有业绩催化的科技板块，5月25日华为正式发布“ τ 定律”，提出以“时间缩微”替代传统的“几何缩微”，科技主线持续上行。
- **港股回落。**受到海外市场不确定性叠加部分行业业绩预期持续下修，以及4月国内宏观数据不及预期，港股走势偏弱。
- **海外市场整体上涨。**英伟达一季度营收同比增长85%至816亿美元，数据中心收入近乎翻倍，AI算力需求持续超预期验证，成为美股上涨的核心动力。日股同样受AI热潮驱动。伊朗阶段性同意霍尔木兹海峡通航，油价从高位回落，欧股有所修复。
- **债市走强。**资金面持续宽松是主要驱动因素，税期和政府债发行扰动有限，流动性支撑债市收益率下行。同时，4月经济数据低于预期，终端需求偏弱为债市提供了基本面支撑。
- **黄金走弱。**美伊停火谈判反复，叠加美国4月CPI同比升至3.8%超预期，市场对美联储维持紧缩的预期升温，美元走强压制金价。
- **油价显著下跌。**美伊谈判释放积极信号，市场预期霍尔木兹海峡有望重新开放，前期累积的地缘风险溢价迅速回吐。
- **美元指数走弱。**4月美国CPI超预期推动市场对美联储年内维持高利率甚至加息的预期升温，美元前期走强；后续随着美伊谈判积极信号传出，避险情绪降温，同时美元随后走弱。

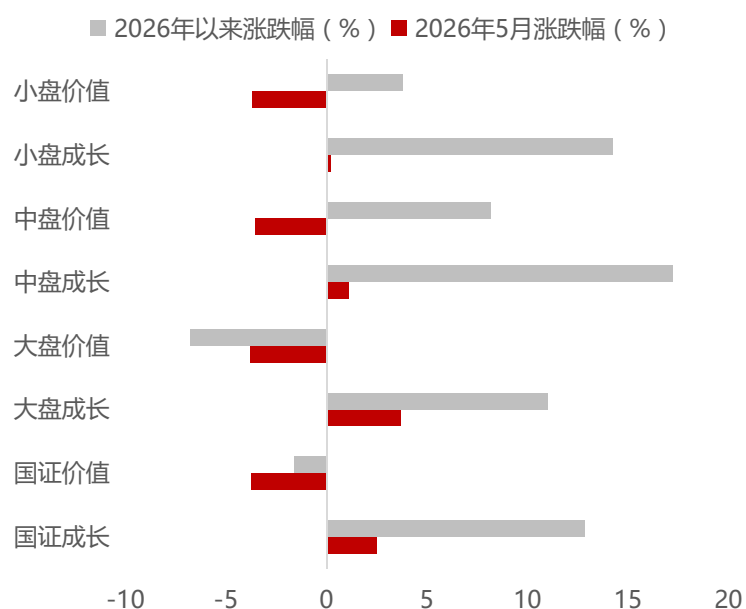
资产类别		区间涨跌幅		
		2026年5月	2026年4月	2026年以来
A股	同花顺全A	0.57	8.62	7.80
	上证指数	-1.06	5.66	2.61
	沪深300	1.76	8.03	5.18
	中证500	0.12	9.61	12.07
	中证1000	0.32	10.00	10.68
	创业板指	9.81	15.45	24.52
港股	恒生指数	-2.30	3.99	-2.60
	恒生中国企业指数	-2.95	3.67	-6.29
	恒生科技指数	0.27	4.76	-12.44
海外股市	标普500	5.15	10.42	9.92
	纳斯达克指数	8.36	15.29	15.17
	德国DAX	3.34	7.11	2.51
	日经225	11.88	16.10	31.76
	英国富时100	0.29	1.99	4.71
	法国CAC40	0.84	3.81	0.19
债券	中债总财富指数	0.52	0.51	1.86
	中债信用债指数	0.33	0.33	1.53
	中证转债指数	-2.46	6.13	2.35
商品	南华商品指数	-3.57	0.83	12.86
	ICE布油	-19.40	9.73	49.83
	COMEX黄金	-1.57	-0.62	3.94
汇率	美元指数	-0.05	-2.44	0.89
	美元兑人民币	-0.94	-1.15	-3.17

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部
注：数据截至2026年5月29日，单位：%

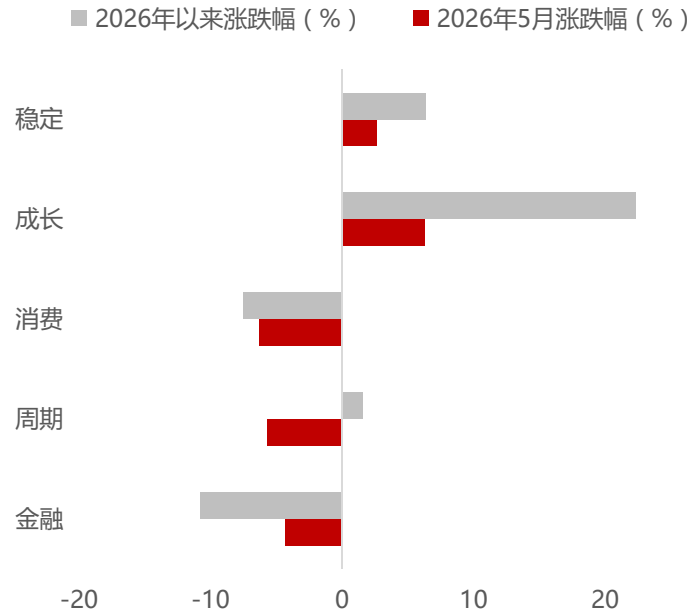
A股行业风格回顾：大盘成长表现优异

- 5月大盘成长表现最好，成长和稳定风格领涨。5月市场进一步聚焦业绩确定性，资金向大盘成长集中，同时在消费地产链低于预期及外部扰动下，稳定风格凸显防御价值。
- 行业方面，5月通信、电子、电力、建材领涨，石油石化、农林牧渔、综合金融下跌。AI产业需求扩散，通信、电子和电力受益于光模块及半导体景气延续；建材则因基建托底及部分区域提价反弹。石油石化随油价高位震荡回落，农林牧渔受猪价低迷及去产能缓慢拖累。

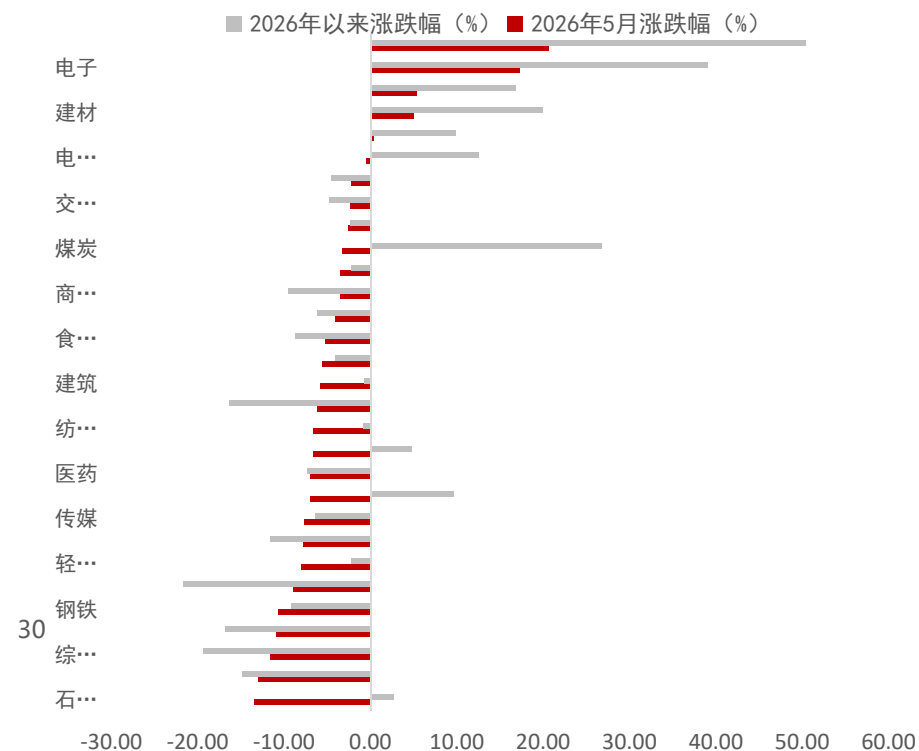
5月大盘成长风格表现最好 (%)



5月成长和稳定领涨 (%)



5月通信、电子、电力领涨 (%)



内容目录

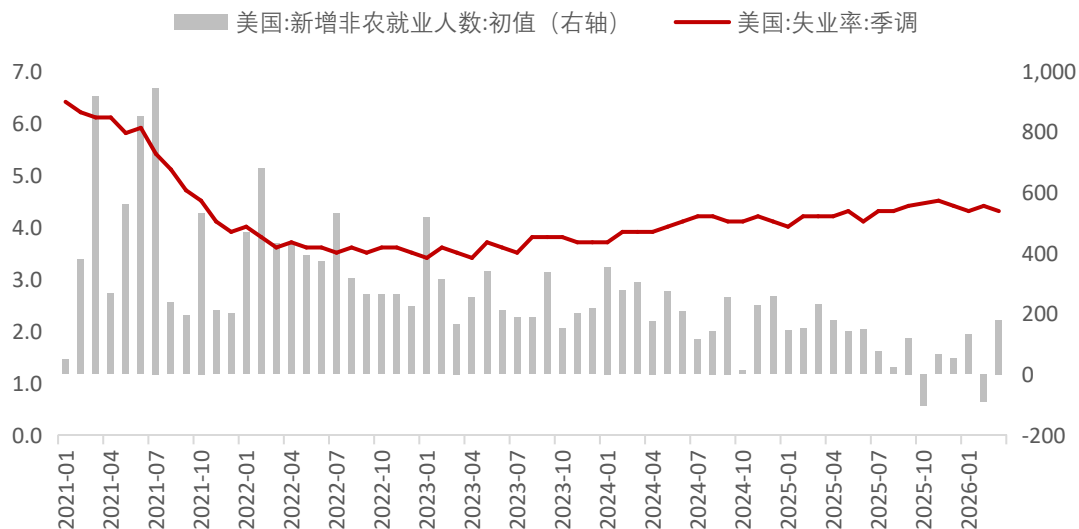
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



美国劳动力市场超预期强劲，通胀升温

- **美国4月非农数据超预期强劲。**4月新增非农就业11.5万人，远超预期的6.2万人；失业率持平于4.3%，时薪环比+0.2%、同比+3.6%，总量层面表现强劲。美国4月非农连续第二个月超预期增长（前值上修至18.5万），确认就业市场韧性超出多数预期。不过就业结构分化明显：制造业和政府就业偏弱，油价上行带来的负面冲击可能在后市逐步显现。此外，劳动参与率降至61.8%，更多人口退出劳动力市场。
- **美国通胀升温。**4月美国CPI同比升至3.8%（预期3.7%，前值3.3%）；核心CPI同比2.8%（预期2.7%，前值2.6%），通胀压力再度升温。能源指数环比上涨3.8%，贡献了当月整体CPI主要涨幅。受此前政府停摆导致统计方法调整的影响，住房指数环比上涨0.6%，不过这一扰动预计在5月消退。核心商品与其他核心服务价格实际偏温和，油价尚未出现更广泛的外溢效应。后续需继续关注霍尔木兹海峡的通航情况。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



美国通胀显著提升（%）



霍尔木兹通航尚需时日，美国面临通胀风险

- 目前市场对霍尔木兹海峡完全恢复自由通航的共识是至少需要3-4个月。因为美伊核心诉求仍存分歧，谈判仍需时日，而即便海峡宣布开放，各大保险公司重新评估风险、恢复承保、航运巨头重新调整全球航线，至少需要 2-3 个月的时间。
- 受霍尔木兹海峡停航带来的供应链硬冲击，美国通胀中枢或将持续抬升。而领先美国商品CPI约6个月的纽约联储全球供应链压力指数已上升至1.82。海运绕行与燃油成本暴增带来的供给端冲击，预计将在今年三季度全面传导至美国终端零售。这意味着未来几个月美国通胀可能持续维持在4%上方；若霍尔木兹海峡通航继续拖延，不排除迫使美联储加息的可能。

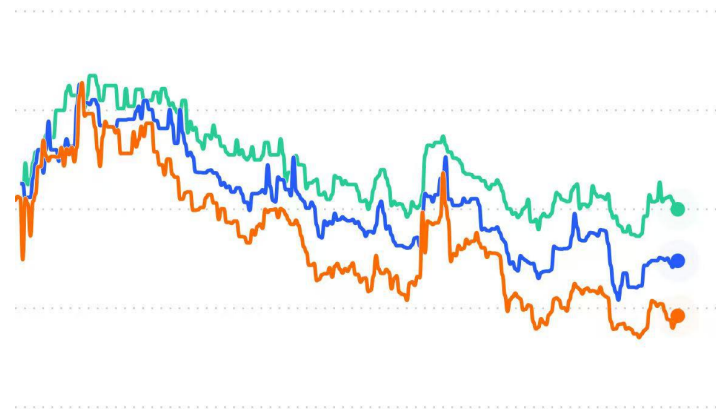
美国Kalshi交易平台预测10月前霍尔木兹海峡大概率通航

通胀领先指标显示美国未来通胀压力增加

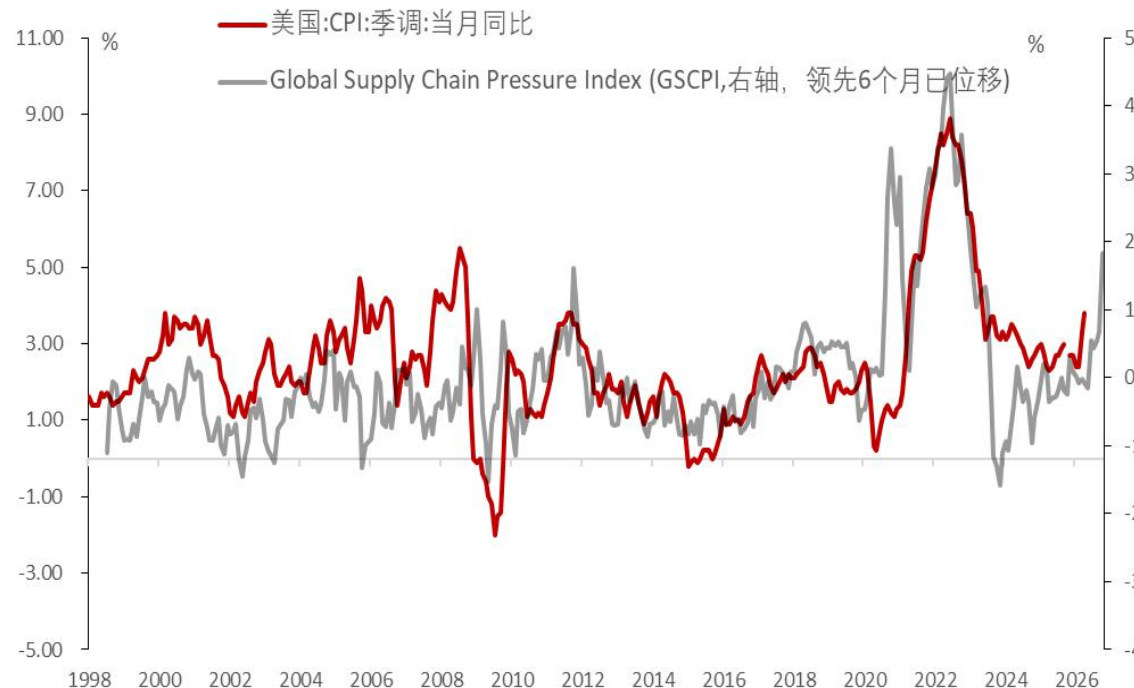
When will traffic at the Strait of Hormuz return to normal?

- Before Oct 1, 2026 60%
- Before Sep 1, 2026 50%
- Before Aug 1, 2026 39%

Kalshi



\$11,534,557 vol 1D 1W 1M ALL



市场对美联储年内加息时点存在分歧

- **当前市场预期美联储12月之前维持利率不变。**当前CME利率期货显示，市场预期美联储年内将维持利率不变，直到12月才可能出现一次加息。
- **近期美联储官员持续释放偏鹰信号。**5月20日公布的4月FOMC会议纪要显示，多数与会者认为若伊朗战事持续推高通胀，“适度收紧政策可能是合适的”；6月2日，克利夫兰联储主席哈马克警告称，当前货币政策限制性可能不足，美联储或需“很快”行动，否则未来代价更大；同日，圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，未来数月加息的可能性“必然大于零”。
- **市场对美联储年内加息时点存在分歧。**美伊冲突久拖不决，停火协议尚未落地，地缘反复可能阶段性推升引发油价大幅波动，美联储存在加息时点提前的可能。

联邦目标利率期货显示年内美联储将维持利率水平不变

联邦目标利率期货显示年内美联储将维持利率水平不变

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/6/17	1.55%	98.45%	0.00%	0.00%
2026/7/29	0.00%	93.00%	7.00%	0.00%
2026/9/16	0.00%	72.50%	27.50%	0.00%
2026/10/28	0.00%	57.00%	43.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	25.07%	74.93%	0.00%
2027/1/27	0.00%	9.00%	91.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	81.79%	18.21%
2027/4/28	0.00%	0.00%	70.00%	30.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	69.00%	31.00%
2027/7/28	0.00%	0.00%	69.00%	31.00%
2027/9/15	0.00%	0.00%	78.19%	21.81%
2027/10/27	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
2027/12/8	0.00%	10.78%	89.22%	0.00%

With regard to the outlook for monetary policy, participants generally judged that the continued elevated inflation readings together with uncertainty related to the duration and economic implications of the Middle East conflict could necessitate maintaining the current policy stance for longer than previously anticipated. Several participants highlighted that it would likely be appropriate to lower the target range for the federal funds rate once there are clear indications that disinflation is firmly back on track or if solid signs emerge of greater weakness in the labor market. A majority of participants highlighted, however, that some policy firming would likely become appropriate if inflation were to continue to run persistently above 2 percent. To address this possibility, many participants indicated that they would have preferred removing the language from the postmeeting statement that suggested an easing bias regarding the likely direction of the Committee's future interest rate decisions. Participants noted that monetary policy was not on a preset course and that future policy decisions would be made on a meeting-by-meeting basis.

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



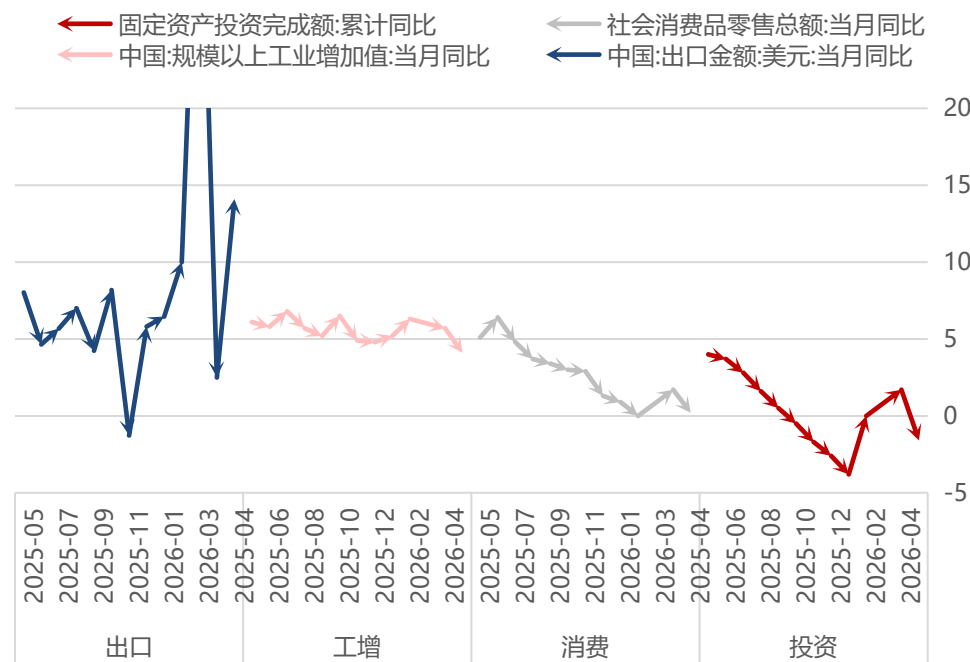
国内经济：经济修复有所放缓，结构进一步分化

- 二季度经济修复有所放缓，外需强劲，内需、传统行业压力有所上升。
- 需求：消费增速再度回落，主要受到基数偏高、补贴退坡、居民就业及收入预期修复较慢等因素影响。
- 投资：由于一季度经济指标好于预期，投资端发力必要性减弱，财政支出增速有所放缓，固定资产投资增速明显回落。
- 生产：外需仍然强劲，对生产形成一定支撑，而由于原材料价格回升，PPI快速回升推动工业增加值实际同比增速回落。

国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资(含电力)	社零	出口(人民币)
2026年4月	4.1	4.3	-13.70	1.20	4.3	0.20	9.80
2026年3月	5.7	5	-11.20	4.10	8.9	1.70	-0.70
2026年2月	6.3	5.2	-11.10	3.10	11.4	2.80	19.20
2025年12月	5.2	5	-17.20	0.60	-1.5	0.90	5.20
2025年11月	4.8	4.2	-15.90	1.90	0.1	1.30	5.70
2025年10月	4.9	4.6	-14.70	2.70	1.5	2.90	-0.80
2025年9月	6.5	5.6	-13.90	4.00	3.3	3.00	8.40
2025年8月	5.2	5.6	-12.90	5.10	5.4	3.40	4.80
2025年7月	5.7	5.8	-12.00	6.20	7.3	3.70	8.00
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40

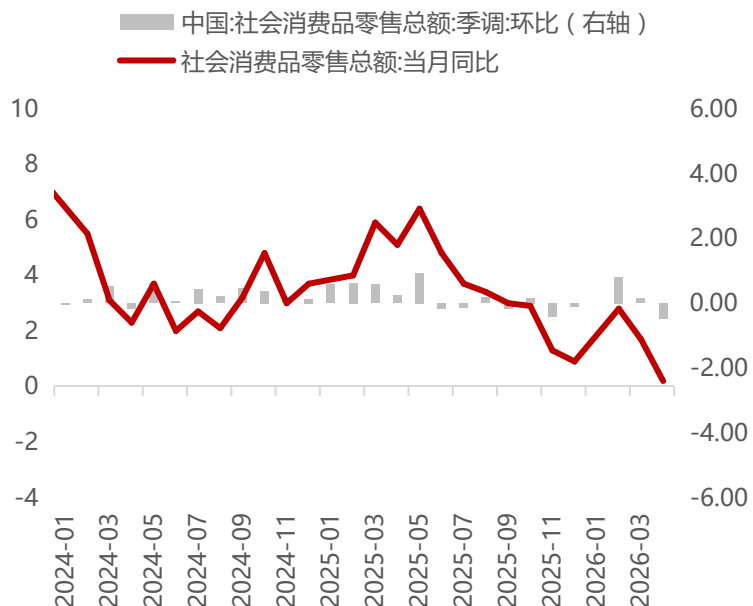
主要经济指标增速 (%)



需求端：消费修复放缓，出口高位回落

- 4月消费增速回落至0.2%（前值1.7%）。受补贴力度有所减弱影响，以及基数偏高影响，家电家具、汽车等耐用品消费需求进一步回落；黄金价格下跌、油价上涨亦对相关消费形成冲击，可选消费普遍走弱。
- 出口再度反弹。4月出口（美元计价）同比增速14.1%（前值2.5%），主要受高技术产业出口带动，相关产品价格大幅上涨，集成电路出口同比增长99.6%，拉动出口增长4.9%。

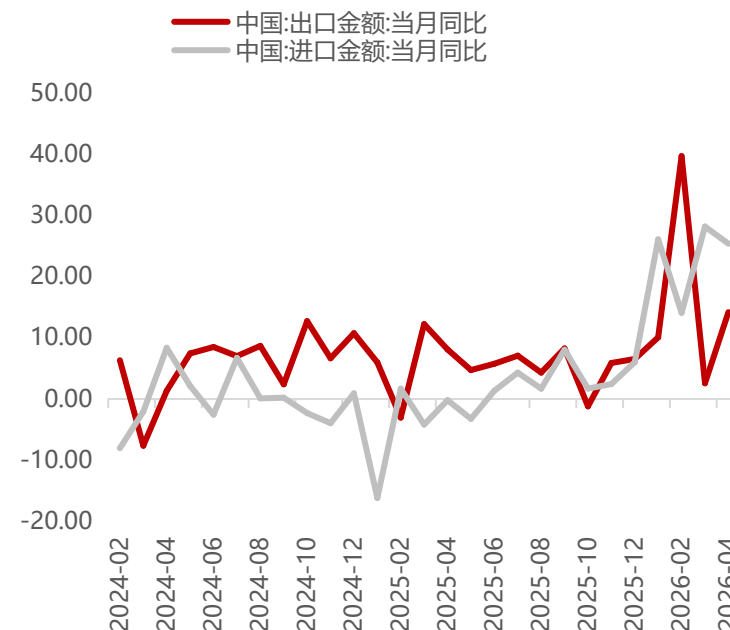
4月社零增速回落 (%)



4月可选消费普遍走弱 (%)

	2026年4月份同比	2026年4月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	4.10	-5.4
饮料类	3.60	-4.6
烟酒类	11.70	4.0
服装鞋帽针纺织品类	3.60	-3.4
日用品类	3.50	-1.1
中西医药品类	4.20	-1.5
可选消费 (地产相关)		
家用电器和音像器材类	-15.10	-10.1
家具类	-10.40	-1.7
建筑及装潢材料类	-13.80	
可选消费 (非地产相关)		
化妆品类	4.70	-3.6
金银珠宝类	-21.30	-33.0
文化办公用品类	-6.90	-21.9
通讯器材类	6.20	-21.1
石油及制品类	-6.50	-6.6
汽车类	-15.30	-3.5

4月出口反弹 (%)

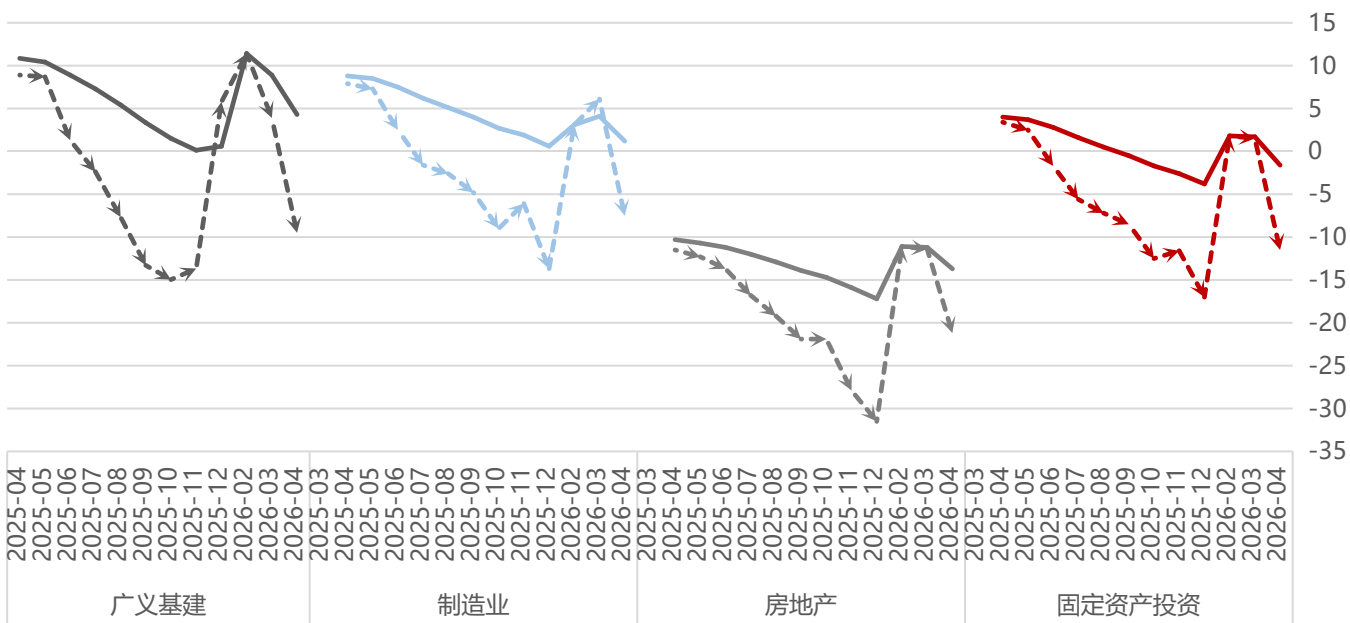


投资&生产端：投资、生产回落

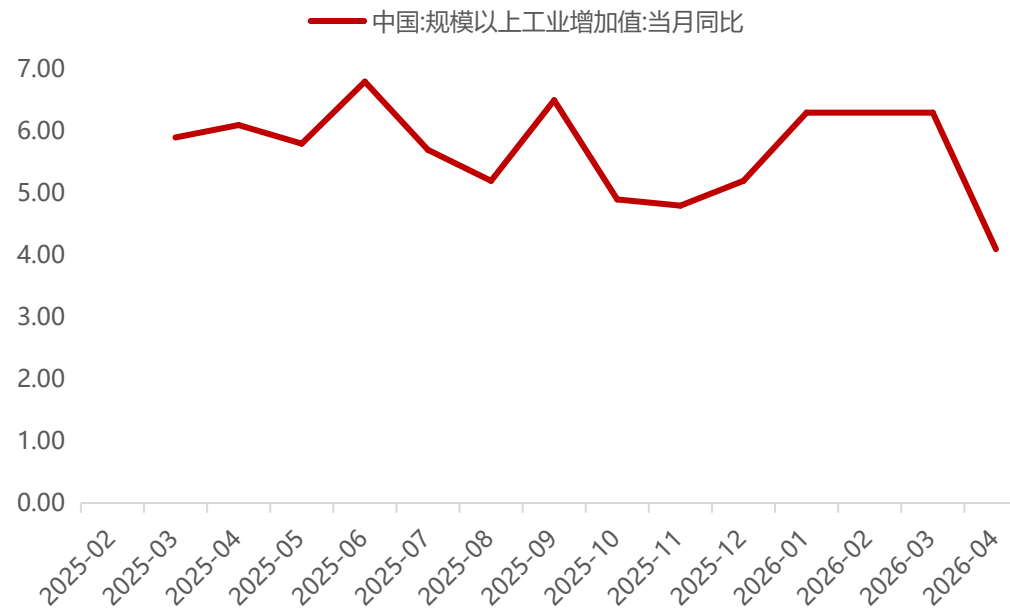
- **1-4月固定资产投资增速回落。**1-4月固定资产投资累计增速-1.6%，前值1.7%。从结构来看，由于财政支出增速回落、原材料价格冲击等影响，投资明显回落。分项来看，基建、制造业、地产均有明显回落。
- **4月工业增加值回落。**4月受价格回升影响，工业增加值（实际值）回落至4.1%（前值5.7%）。短期内因中东地缘导致成本压力上升，工增实际增长回落，但名义增长仍保持偏强水平。

1-4月投资增速回落 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



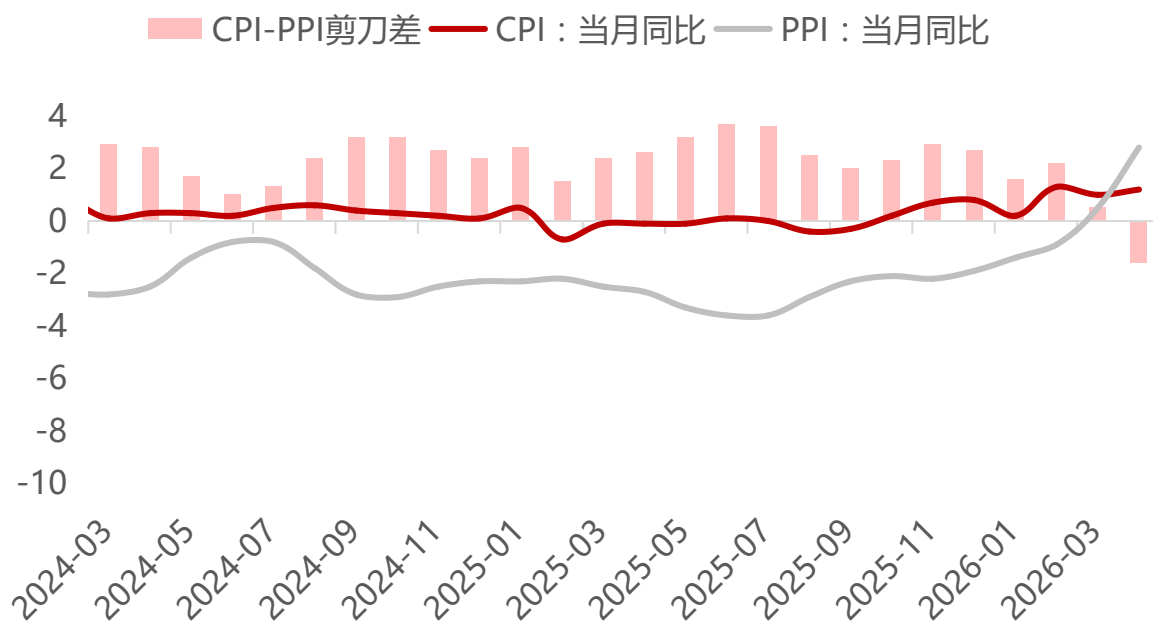
4月工增回落 (%)



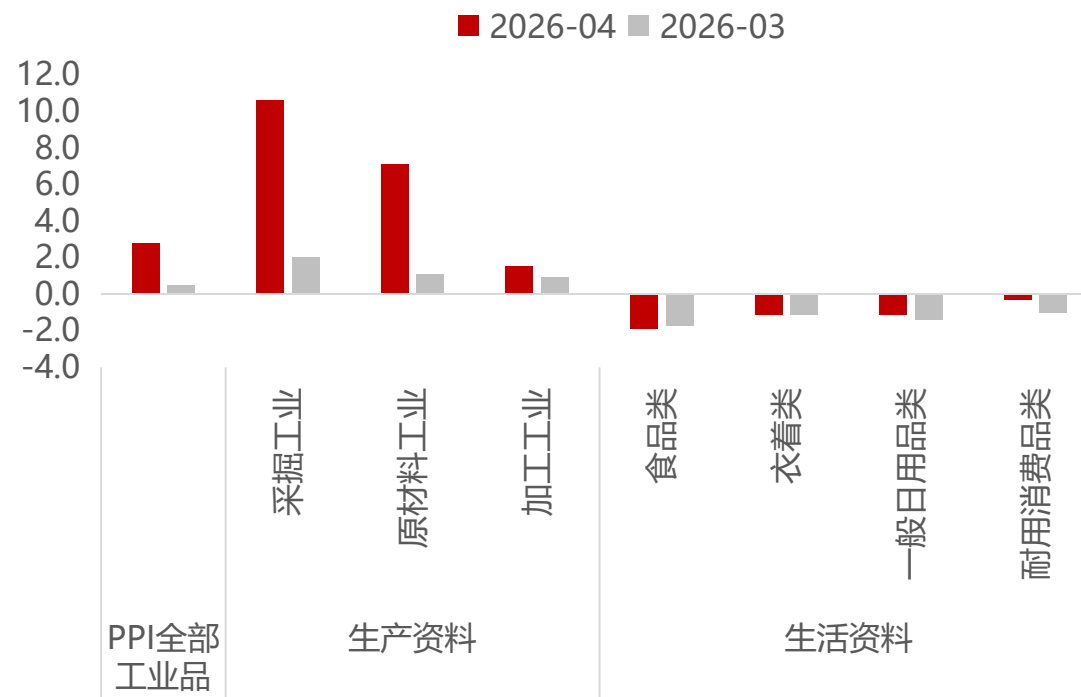
通胀前景：中上游涨价，价格传导尚需观察

- 4月CPI回升、PPI大幅上涨。4月CPI同比为1.2%，较前值（1.0%）回升，主要受能源及出行服务价格上涨影响，考虑到翘尾因素变化，预计5-6月仍有望继续回升。PPI同比大幅回升至2.8%（前值0.5%），主因原油价格大幅上涨带动，另外其他大宗商品延续高位由于当前资源品价格高位运行，后续PPI预计将延续偏强走势。
- 上游原材料价格上涨为主，关注价格传导。从结构上来看，价格尚未向CPI有效传导，CPI-PPI剪刀差明显转负，中下游企业盈利压力上升。需要密切关注物价传导压力。

CPI、PPI回升 (%)



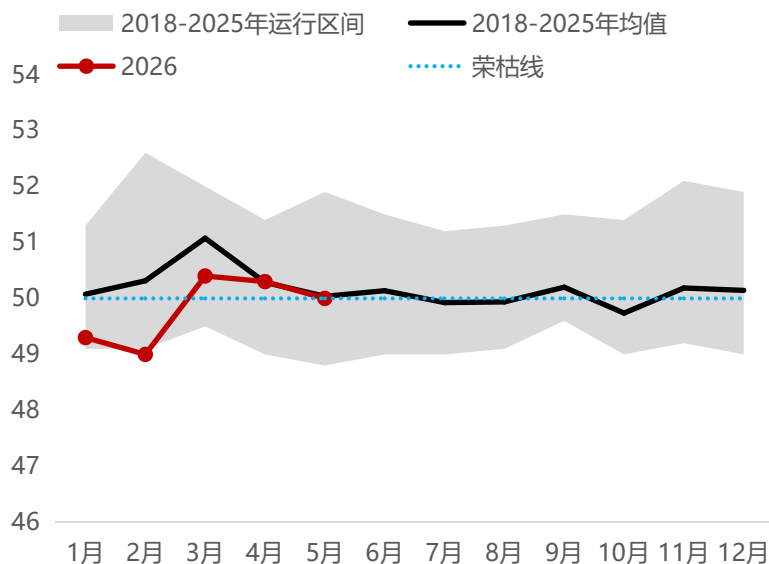
中上游价格修复明显好于下游 (%)



PMI：制造业景气度回落，服务业景气度回升

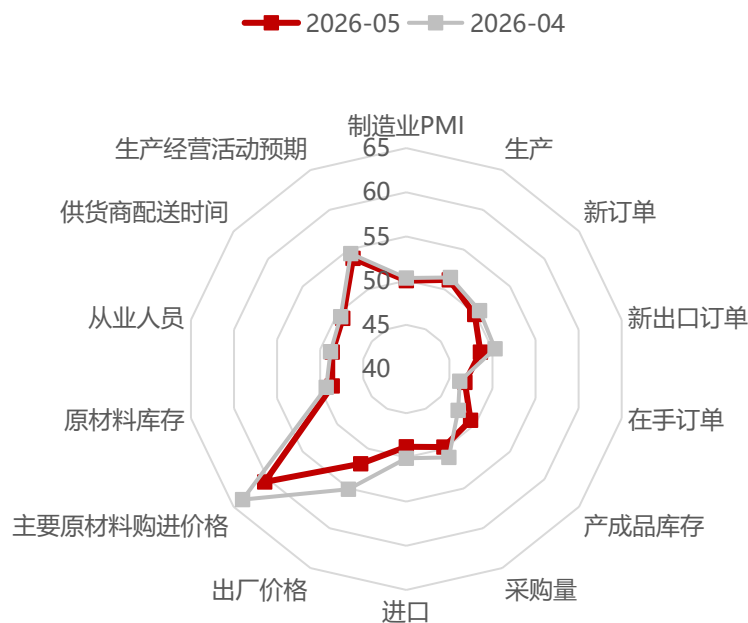
- **制造业PMI淡季回落，新订单、价格指标均有回落。**5月制造业PMI为50，较前值（50.3）回落，受外部高油价冲击，新出口订单（-1.7）回落；价格指标回落，原材料价格（-3.2）与出厂价格（-3.2）同步回落，进入淡季，企业补库意愿或仍然偏弱，价格难以持续上涨。
- **服务业PMI小幅回升。**服务业PMI回升至50.3（前值49.6），受假期因素带动，服务业景气度回升，不过整体仍然弱于往年同期水平，居民端服务消费仍然有待政策支持。

制造业PMI

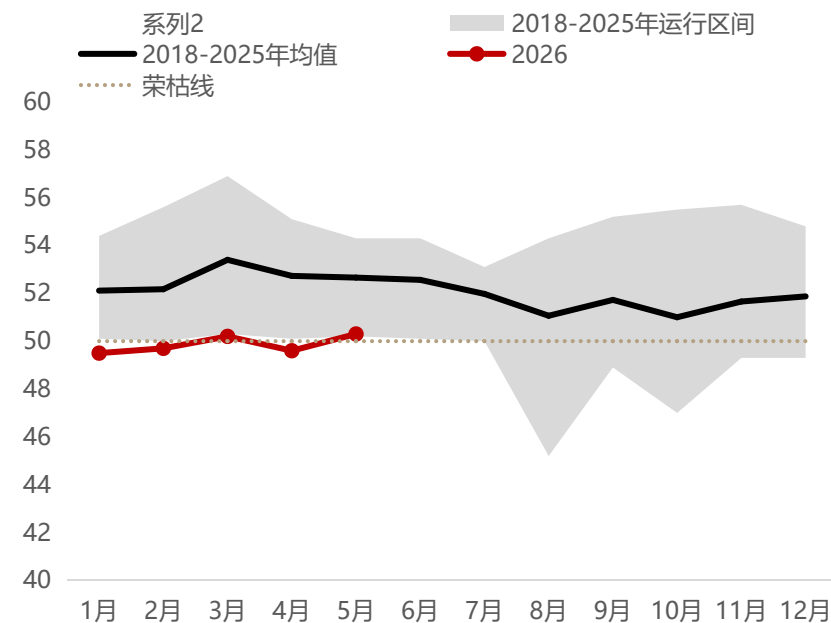


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年11-12月特殊时期显著异常值

生产、订单回升，价格指标均有回落



服务业PMI



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



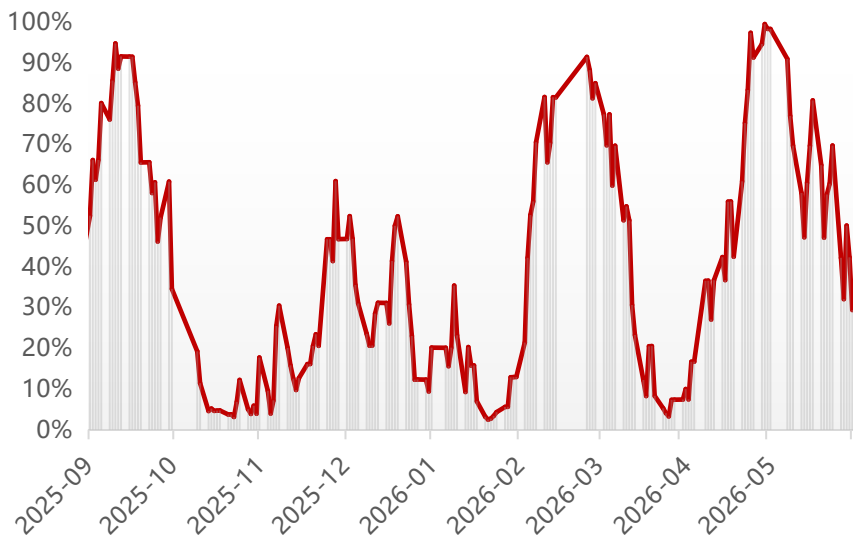
A股交易结构：轮动速度下降，行业收益差有所提升

2026年5月，A股行业轮动速度下降，行业间收益差有所上升

- ✓ 行业轮动：5月市场主线集中于大盘成长风格，资金在通信、电子等业绩确定性板块持续沉淀，行业间切换频率较4月明显下降。
- ✓ 行业收益分布差：资金向强势板块集中，不同行业间的收益分化继续扩大。
- ✓ 行业拥挤度：5月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：石油石化、建筑材料、煤炭。

行业轮动速度下降

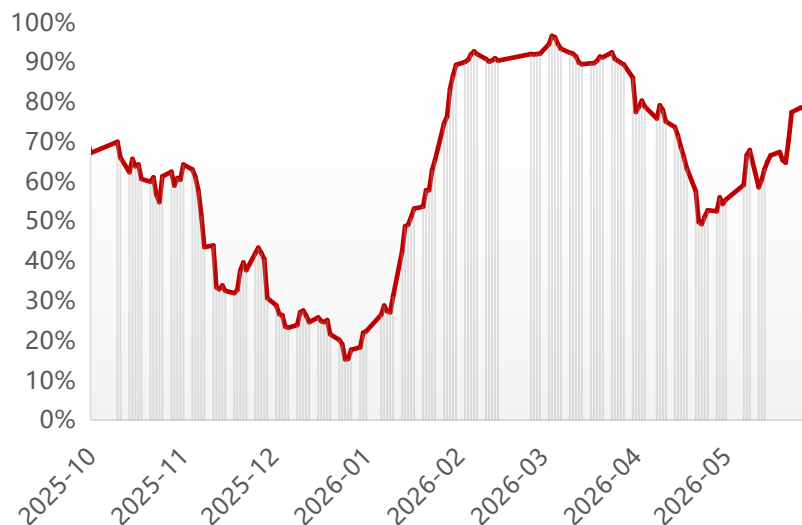
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异有所上升

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

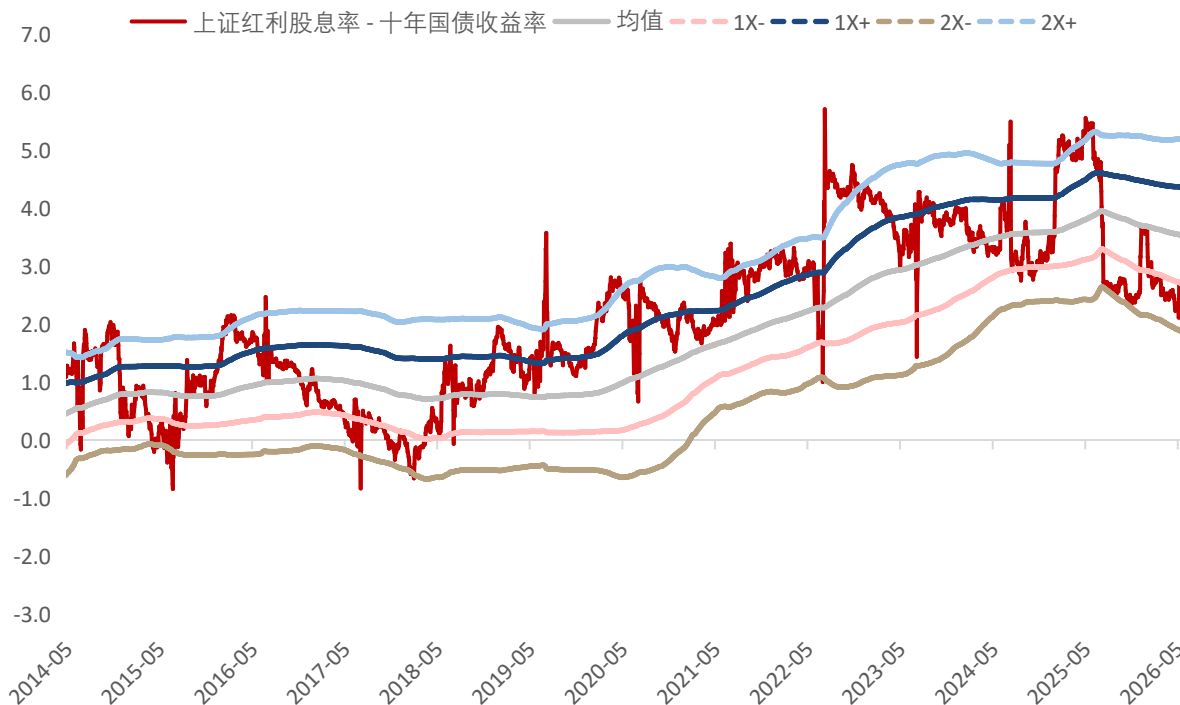
行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
建筑材料	0.34	-27.3%
电子	0.83	-17.4%
家用电器	0.02	-10.5%
传媒	0.07	-9.8%
轻工制造	0.25	-6.1%
医药生物	0.01	-5.6%
综合	0.53	-4.7%
纺织服装	0.00	-4.4%
机械设备	0.74	-4.0%
社会服务	0.05	-4.0%
房地产	0.00	-3.1%
商贸零售	0.03	-2.9%
食品饮料	0.00	-2.9%
汽车	0.05	-1.8%
通信	0.98	-1.6%
美容护理	0.00	0.2%
环保	0.76	0.8%
非银金融	0.01	0.8%
银行	0.04	3.9%
有色金属	0.84	6.6%
计算机	0.33	6.7%
电力设备	0.95	8.3%
国防军工	0.87	8.4%
基础化工	0.72	19.1%
公用事业	0.94	29.9%
交通运输	0.30	29.9%
农林牧渔	0.40	36.7%
钢铁	0.66	40.2%
建筑装饰	0.64	43.6%
煤炭	0.59	50.2%
石油石化	1.00	64.5%

市场风险偏好：有所升温

- **上证红利股债性价比有所回升：**5月国债收益率整体下行，同时随着红利股调整，其股息率被动升高，因此红利股债性价比有所提升，为2.77（前值2.26），低于3年滚动均值减1倍标准差水平左右（2.69）。
- **A股风险溢价率维持低位，市场风险偏好有所升温：**截至5月29日，沪深风险溢价率为2.39（前值2.44），目前回落至5年滚动均值的水平附近（2.45），市场整体风险偏好整体升温。

上证红利股债性价比明显回升



风险溢价率维持低位



注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

港股：AH股溢价率维持低位，估值维持高位

- 5月AH股溢价率维持低位：
- 5月AH股溢价率维持低位，主要是指指数中A股权重较高的地产、金融及红利板块表现平淡，拖累了A股整体涨幅；而港股同期也未出现明显上涨行情，AH溢价维持在较低水平。
- 港股估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平附近：
- 恒生指数PE及PB估值维持高位，在均值+一倍标准差水平以上的水平。

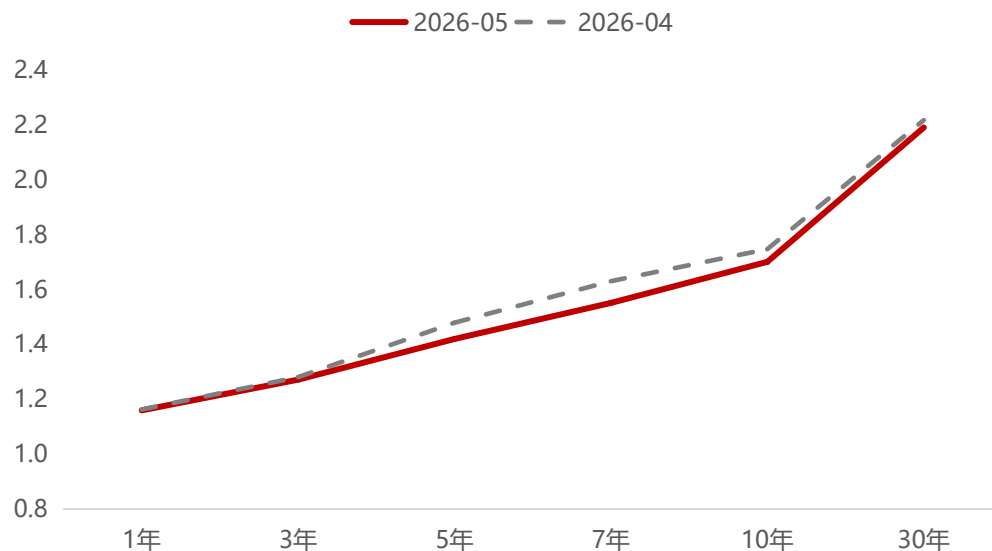
AH股溢价率维持低位



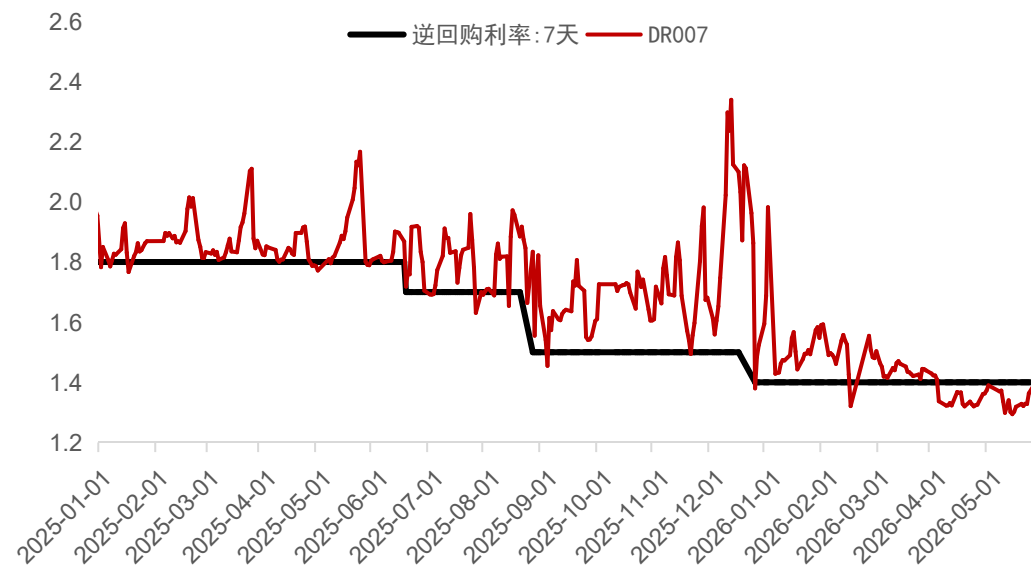
债市回顾：外汇宽裕及经济数据支撑债市走强

- **5月利率债持续回暖。**人民币汇率维持偏强，结汇需求增加推动外汇占款增长，为资金宽松提供了额外支撑。此外，5月政府债发行对资金面的扰动有限，推动资金利率从极度宽裕回归至合理宽裕，整体仍处于较低水平。理财产品与债券基金持续净申购，加之5月PMI低于前值，4月工业增加值、消费及投资等多项经济指标也低于预期，生产强而需求相对偏弱对债市表现形成有力支撑。
- **债市“钱多”的逻辑并未逆转。**资金面方面，银行间超宽松状态正逐步回归常态。当前10年期国债收益率约1.70%已处于偏低水平，市场存在一定的降息“抢跑”预期，偏离央行合意区间，且短期内降准降息概率并不高。不过债市“钱多”的逻辑并未逆转，当前流动性宽松格局未变。长久期利率债虽有波动，但配置盘可继续持有，交易盘无需追高，回调即是分批建仓的窗口。

国债收益率曲线整体下移，维持陡峭 (%)



6月资金面维持宽松 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	<p>港股延续总体震荡、结构分化格局</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 港股当前由于结构性问题，相对A股、美股、日韩等市场硬科技相关企业占比较少，因而仍然缺乏持续走强的动力。 ▶ 消费、创新药等板块或有阶段性反弹机会，可逢高减持，切换至通信、半导体硬件方向。 ▶ 短期仍偏震荡，观点中性。 	中性
美股	<p>6月美股波动或加大</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 从季节性规律来看，美股6月往往表现偏弱，历史平均涨跌幅和胜率均不高。 ▶ 美伊冲突久拖不决，油价维持高位，而市场对12月之前提前加息的风险计价尚不充分。 ▶ 6月多个关键节点或加剧美股波动：（1）6月11日美国5月CPI；（2）6月16-17日FOMC会议及沃什讲话，可能释放鹰派信号；（3）最快6月中旬SpaceX最大IPO上市，可能引发流动性虹吸。 ▶ 市场在经历短期快速修复后，后续波动或将加大。若市场出现明显回调，可考虑逢低加仓。 	中性
美债	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 美国财政部国债供给持续放量，6月初将继续发行短期国债及长债，支撑收益率中枢。 ▶ 6月FOMC会议点阵图若进一步削减降息预期，将强化鹰派立场，推升美债收益率。美国即便作为原油出口国，也难以免受高油价冲击。历史上美联储在高通胀环境下往往被迫加息。 ▶ 美债收益率或维持高位震荡，若收益率升至4.6%以上（定价已过于悲观）时可适度买入。 	中性
美元	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 美国经济相对韧性优于欧日，基本面优势未逆转。同时市场对12月以前加息的定价并不充分。 ▶ 不过若美伊双方达成协议，美元的避险需求将迅速降温。 ▶ 预计美伊双方有望在6月末之前达成协议，且中长期美元将趋于走弱。 	相对谨慎
日股	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 一方面，日本央行鹰派加息预期可能形成压制，政策收紧风险不容忽视。另一方面，企业盈利持续超预期，东证所推动的企业治理优化有助于支撑日股中长期价值。若中东局势取得进展，也将更利好日股。 	中性

资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	<p>债市“钱多”的逻辑并未逆转</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 市场存在一定的降息“抢跑”预期，偏离央行合意区间，且短期内降准降息概率并不高。 ➢ 不过基本面走弱为债市提供支撑，流动性宽松格局未变，债券仍具配置价值。 ➢ 当前流动性宽松格局未变。长久期利率债虽有波动，但配置盘可继续持有，交易盘无需追高，回调即是分批建仓的窗口。 	中性
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 资产荒背景下，票息策略可继续占优，短端确定性更高。 ➢ 观点中性，短久期高评级信用债仍可继续持有，等待性价比回升时择机加仓，收益率偏低时则置换为流动性较好的品种。 	中性
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 市场风险偏好显著回升背景下，6月有望跟随正股回暖。 ➢ 不过可转债估值处于历史极高分位，波动或将加大。 ➢ 可转债观点中性，可持续布局。 	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 5月黄金价格仍处平台震荡阶段，地缘冲突并未带来传统避险买盘，市场观望情绪依然浓厚。 ➢ 6月中旬FOMC会议预计延续鹰派立场，短期宏观环境仍不利。 ➢ 不过全球央行购金、去美元化等中长期逻辑未变。若霍尔木兹海峡通航取得进展带动油价回落，或美国经济数据放缓触发滞胀交易，黄金有望迎来反弹窗口，当前位置可逢低布局。 ➢ 6月黄金中性，中长期维持看好，建议逢低布局，等待新一轮上涨契机。 	中性
	原油	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 供给端，霍尔木兹海峡通航已出现边际改善迹象，不过远未恢复至冲突前的常态水平。 ➢ 随着中东产量逐步回升、海峡运力边际改善，供需紧张格局将在下半年开始逆转。 ➢ EIA预计2026年全年布伦特均价约95美元/桶，2027年进一步降至79美元/桶：高油价已开始抑制终端消费，航空燃油需求低于趋势水平。 ➢ 整体而言，原油市场逐步转向“供应修复+需求疲软”的价格回落通道。 	相对谨慎

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 牛市颠簸期，波动反复：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：投资、消费回升，价格指标继续修复； ◆ 资金面：A股成交额回落，赚钱效应偏弱，情绪再临冰点； ◆ 政策面：政策延续积极态度，前置发力推动年初经济开门红； ◆ 外部环境：外部不确定性较大，但或已接近尾声。 <p>➤ A股进入牛市颠簸期，短期风格或波动反复：从最新财报情况来看，AI硬件领域景气度持续走高，超预期状况较为普遍，从业绩指引来看，目前仍处于供不应求阶段，景气度向好的趋势仍然较为明朗。但是近期油价高位运行显著加大美国的通胀压力，美联储加息预期开始升温，美债收益率上行，叠加财报季利好催化结束，且即将有大型IPO上市、公募基金季末调仓等因素影响，短期内进一步上行难度加大，科技方向或转向高位震荡为主，市场风格或将反复多变，不过此前表现偏弱、处于低位的板块、风格或缺乏持续性，以反弹减仓为主，中期仍将以高景气科技方向为主，关注调整中的加仓机会。</p>	<p>相对乐观</p>
行业/风格	<p>➤ 高景气、高股息双轮动：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 根据风险偏好选择不同宽基指数。当前市场风险可控，中大盘指数表现相对更稳健，小盘指数波动有所放大，建议偏稳健投资者主要关注沪深300、中证500等宽基指数。 ◆ 高景气、高股息双轮动：目前主要聚焦两条主线，一方面是业绩、景气度向好的方向，建议关注AI、半导体、新能源、电力电网等，短期或转向高位震荡，可等待调整后（6月末）的布局机会；另一方面，从季节性看，分红季处于相对低位的高股息方向也有望企稳，建议关注各类红利策略，对冲市场波动。其他方向有受益于高低切的短线机会，但可能缺乏有持续性反弹的契机，以短线交易为主。 	<p>高景气等待布局机会 高股息对冲波动</p>
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 高景气：追求高弹性，短期波动加大，6月末或有调整布局的机会。 ◆ 高股息：追求相对稳健，对波动控制要求偏高，处于相对低位，风险较低，但需要一些耐心。 	<p>市场风格分化 依据风险偏好布局</p>

宏观多资产组合

本组合以中等风险偏好视角，通过国内股、债、黄金、货币类ETF进行组合构建。
组合调仓依据为资产配置月报观点以及不定期重大事件点评报告观点。

- 截至6月3日，近一年的收益率为14%，基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的收益率12.79%，夏普比率为1.82，基准的夏普比率为1.81。
- 6月末或将对持仓进行优化，若科技板块有所调整，则小幅降低周期或银行板块仓位，加仓半导体设备或科创板。

国内宏观多资产配置组合表现



国内宏观多资产配置超额收益表现

考察区间	区间收益率		年化波动率		最大回撤		夏普比率	
	宏观多资产配置	40%中证800指数+60%中债总财富指数	宏观多资产配置	40%中证800指数+60%中债总财富指数	宏观多资产配置	40%中证800指数+60%中债总财富指数	宏观多资产配置	40%中证800指数+60%中债总财富指数
近1周	-0.26%	-0.96%	6.53%	3.59%	-0.89%	-0.96%	-2.1416	-13.3922
近2周	0.35%	-0.31%	6.83%	6.69%	-0.89%	-0.96%	1.0185	-1.3329
近1月	0.57%	-0.20%	6.58%	6.85%	-1.59%	-1.81%	0.8771	-0.5907
近2月	4.18%	4.35%	6.67%	7.09%	-1.59%	-1.81%	3.7707	3.6968
近3月	1.15%	1.94%	8.70%	7.57%	-4.59%	-3.07%	0.3531	0.8197
近6月	6.22%	4.86%	8.48%	6.74%	-5.31%	-3.62%	1.3276	1.2570
今年以来	5.15%	3.78%	9.08%	7.09%	-5.31%	-3.62%	1.2490	1.1206
近1年	13.99%	12.79%	6.85%	6.23%	-5.31%	-3.62%	1.8219	1.8120

全球多元资产平衡组合

本组合以中等风险偏好视角，通过全球股市（美股或日股）、A股、国债、黄金、货币类ETF进行组合构建。旨在通过多资产配置，满足投资者跨国多元资产配置的需求，调仓依据为资产配置月报观点以及不定期点评报告观点。

- 截至6月3日，近一年的收益率为12.84%，基准（40%中证800指数+60%中债总财富指数）的收益率12.79%，夏普比率为1.79。
- 6月将在上旬下调美股的权重，增加债券的权重。

全球多元资产平衡配置组合表现



全球多元资产平衡配置超额收益表现

考察区间	区间收益率		年化波动率		最大回撤		夏普比率	
	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数	全球多元资产平衡	40%中证800指数+60%中债总财富指数
近1周	0.42%	-0.96%	4.98%	3.59%	-0.31%	-0.96%	3.7399	-13.3922
近2周	0.75%	-0.31%	4.58%	6.69%	-0.41%	-0.96%	3.6437	-1.3329
近1月	1.03%	-0.20%	5.08%	6.85%	-1.15%	-1.81%	2.2917	-0.5907
近2月	4.48%	4.35%	5.13%	7.09%	-1.15%	-1.81%	5.2696	3.6968
近3月	0.92%	1.94%	7.90%	7.57%	-5.24%	-3.07%	0.2745	0.8197
近6月	4.64%	4.86%	8.05%	6.74%	-6.73%	-3.62%	0.9959	1.2570
今年以来	3.98%	3.78%	8.70%	7.09%	-6.73%	-3.62%	0.9703	1.1206
近1年	12.84%	12.79%	6.35%	6.23%	-6.73%	-3.62%	1.7862	1.8120

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期；
- 本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES