



一、本周行情回顾

行情方面，市场结束了连续多周上涨，出现小幅回落，红利涨 0.4%、上证 50 涨-0.2%、全 A 涨-0.6%、创业板涨-0.9%、中证 1000 涨-1.3%、科创 50 涨-1.5%、北证 50 涨-3.7%。北证 50 结束连续三周涨幅靠前，红利和上证 50 则如以往在市场调整阶段涨幅靠前。

行业方面，涨幅靠前的申万行业有医药 1.8%、有色 1.3%、汽车 1.2%、家电 1.2%、煤炭 1%，其中汽车连续两周涨幅靠前。跌幅靠前有计算机-3%、机械-2.5%、通信-2.3%、电子-2.2%、非银-1.7%，其中计算机、电子连续两周跌幅靠前。主题和板块方面，涨幅靠前有黄金珠宝 8%、CRO 5.6%、抗生素 4.6%、仿制药 4.2%、创新药 3.5%、重组 3.2%、光刻机工厂 3%、ST 3%、央企汽车 2.9%。跌幅靠前有 PEEK-5.8%、减速器-4.9%、光模块-4.8%、Deepseek-4%、射频-4%、宇树机器人-4%、超硬材料-3.8%、光芯片-3.7%、离境退税-3.7%，其中离境退税、PEEK 上周涨幅靠前。

本周 A 股成交量 5.9 万亿元，较上周 6.3 万亿下降。

宏观方面，美国总统特朗普表示考虑对欧盟商品自 6 月 1 日起征收 50% 关税，同时威胁对苹果等手机生产商的非美生产产品加征 25% 关税，引发全球市场关注，美股和美元下行。欧盟也宣布取消 150 欧元以下进口包裹免税政策，每件征收 2 美元费用，被认为对中国跨境电商影响较大。

美国经济政策与数据：特朗普政府的预算法案通过国会，进入参议院审议阶段，该法案在延续减税法案的基础上加大对居民减税力度，但可能增加赤字。美国 5 月标普制造业和服务业 PMI 均为 52.3，好于市场预期，经济放缓程度有所缓和。美国地产方面，4 月成屋年化销售略低于预期，新房年化销售好于预期，但库销比仍较高。

CPI 方面，猪肉价格下跌，果蔬价格全线下跌，鸡蛋价格也周环比下跌。PPI 方面，原油价格下跌，黑色系商品价格涨跌互现，有色等工业产品价格也各有涨跌。

财政方面，本周特别国债和地方专项债发行规模提速，新增 1210 亿元特别国债，地方专项债（含化债 2 万亿）发行进度已达 46.9%，新增特殊再融资债 251 亿，新增专项债（不含化债）发行进度 32.6%。

债券方面，本周债市偏空震荡态势，主要围绕资金面及消息面进行波动。本周央行实现净投放 12000 亿元，但税期和缴款压力下，债市资金面中性偏紧，价格偏贵，存款利率和 LPR 下调落地，债市走出利多出尽行情，并在无明显交易主线的环境下，窄幅震荡。

国债期货表现有所波动。5 月 22 日，30 年期主力合约跌 0.04% 报 119.520，10 年期主力合约涨 0.01% 报 108.815。23 日国债期货普遍维持跌势，利率债延续回调趋势，多数品种跌幅略有扩大，超长端领跌市场，10Y 国债活跃券收益率为 1.697%，较前一日上涨 0.011%。

日本国债市场遭遇较大波动。因日本通胀升温，日本央行逐步退出量化宽松政策，减少国债购买量，导致国债市场供需失衡，投资者纷纷抛售，国债价格暴跌。5 月 20 日，日本发行的 20 年期国债拍卖遇冷，30 年期国债收益率一度升至 3.19%，刷新历史高点。

二、行业动态跟踪

大消费行业方面，本周中信股票指数食品饮料板块下跌 1.23%，家电板块上涨 1.05%，消



费者服务板块下跌 1.84%，分列中信本周板块指数的第 21、5、25 名。

食品饮料板块：本周食品饮料板块下跌 1.23%，板块上涨排名前三的公司为会稽山上涨 31.4%，ST 岩石上涨 22.6%，古越龙山上上涨 13.7%。本周白酒板块下跌 2.9%，啤酒板块上涨 1%，饮料板块上涨 1.5%，食品板块上涨 1.8%。本周多家酒企召开股东大会和业绩说明会。2025 年稳字当头、降速发展和长期主义、高质量增长已是行业共识。1-4 月中国啤酒产量同比下降 0.6%，饮料竞争持续升级。餐供空间广阔龙头修复，本周上海国际烘焙展举行，烘焙原料方面稀奶油仍是各相关企业重点发力方向。

家电板块：本周家电板块上涨 1.05%，板块上涨排名前三的公司为爱仕达上涨 9.6%，倍轻松上涨 7.9%，苏泊尔上涨 6.1%。本周白电板块上涨 2%、厨电板块下跌 1.9%、黑电板块下跌 2.6%、小家电板块上涨 1.2%；今年 1-4 月，有超过 3400 万名消费者参加了家电产品以旧换新，累计购买的 12 类家电产品超过 5100 万台，带动销售 1745 亿元。今年前 4 个月，重点城市家电销售中，净水器、油烟机、燃气灶、洗碗机线下销售额增速分别为 45.3%、42.0%、40.4%、25.0%。4 月白电及厨电销售额量均价均同比上升。5-7 月内销排产同比 +15%/+29%/+37%。仍有一定的景气度。

消费者服务板块：本周消费者服务板块下跌 1.84%，板块上涨排名前三的公司为科德教育上涨 8%，安邦护卫上涨 4.9%，ST 云网上涨 4.6%。景区板块下跌 0.5%，旅游零售板块下跌 3.2%，酒店板块下跌 2.6%，餐饮板块下跌 0.3%，教育板块下跌 1.4%。端午预售票价涨幅扩大，暑运旺季值得期待。根据航班管家，截至 5.22，端午假期经济舱票价（不含税）599 元，同比 24 年增长 7%（一周前预售涨幅 5%），同比 19 年增长 0.2%。反应端午暑期旅游出行旺季景气度较高。建议关注名山大川等景区类上市公司、在下沉市场提前布局的酒店集团、受国内游增长和出入境游复苏利好的旅游服务类公司等。

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数 1.92%。跑赢创业板指数，跑赢沪深 300 指数。

三生制药 BD 带动创新药再度大涨。ASCO 会议数据公布。其中 PD1 双抗、仿创、部分中小市值管线重磅表现系统性更好一些。PD1 Plus（（双抗&多抗）相关>仿创大 Pharma>中小市值管线爆款，三生的 deal 强化了市场对 PD1 Plus（（双抗&多抗）的热情。

在创新药演绎过程中，这周还有 ASCO 助攻和恒瑞港股上市。部分创新产业链尤其是 CRO 公司，和科创板第五套上市标准放松有关。部分药店表现较好，和谷子经济有关。

1、5 月 24 日，风云药谈发布了广东大联盟集采标书的征求意见稿。分组较多，规则也较为复杂。简单来讲是有上一轮中选价的只要不涨价就可以中选。没有上一轮中选价的综合比价看排名情况。有上一轮中选价的产品 100%报量再加增量（利好存量有过中选价的企业和市场份额大的企业）。没有上一轮中选价的限量中选。输液限量中选：获得医院报量 70%，30%划入待分配；独家限量中选：根据降幅获得 30--100%，未被选采划入待分配。其他限量中选：原则上 30%划入待分配。

大科技行业方面，本周电子（中信一级）上涨-2.1%，消费电子指数（中信二级）上涨-2.96%，半导体指数（中信二级）上涨-1.98%。费城半导体指数上涨-4.47%，台湾半导体指数上涨-1.48%。

OpenAI 在其官网宣布，将以 65 亿美元收购前苹果首席设计师乔纳森·艾维（Jonny Ive）创办的 AI 硬件初创公司 io，并透露首批 AI 设备计划于 2026 年面世。

小米召开 15 周年战略新品发布会，小米玄戒 O1、T1 芯片及小米首款 SUV YU7 正式亮相，会上发布了搭载小米玄戒 O1 芯片的小米 15S Pro、平板 7 Ultra，搭载了小米玄戒 T1 芯片的小米 Watch S4，小米 CIVI 5 Pro 以及部分科技家电产品。未来 5 年小米预计将再投入 2000 亿元研发费用，玄戒 O1 芯片采用全球最先进的第二代 3nm 工艺，拥有 190 亿个晶体管，芯片面积仅 109mm²，采用十核四丛集 CPU+ 16 核 GPU，安兔兔跑分超过 300 万分。



本周微软召开 Build 2025 全球开发者大会，谷歌也召开 2025 开发者大会，微软提出让更多的应用程序由智能体驱动，打造开放智能体网络的愿景，谷歌宣布要让智能体全面进驻谷歌的主打业务搜索以及 Gemini 应用中，当前北美云厂商和 b 端软件厂商在 agent 产品投入初始，后续生态不断完善以及产品逐渐成熟，AI Agent 商业化有望逐步提速。

大制造行业方面，本周电新（中信）涨幅-0.48%，机械（中信）涨幅-1.96%，汽车（中信）涨幅 1.80%。机器人继续向新方向发散，像 2022 年的新能源。本周特斯拉、Figure、智元等都有更新，赛力斯传闻发酵，6 月催化仍有。

风光储氢板块：光伏方面，4 月国内光伏新增装机 45.22GW，同比+215%；1-4 月累计新增装机 104.93GW，同比+75%。4 月装机爆发式增长主要受益于“531”抢装，预计 5 月仍将延续高增长的态势。

新能源汽车和机器人板块：5 月 22 日消息，在第二十一届中国(深圳)国际文化产业博览交易会广东展团主展厅内，全球首个以“全尺寸类人身高”的人形机器人为竞技主体的赛事“众擎机器人自由格斗赛之‘机甲拳王’”，将于今年 12 月在深圳举办。

5 月 22 日，第七届中国西部国际投资贸易洽谈会在重庆开幕，长安汽车人形机器人现身西洽会。东风汽车官微 21 日发文，搞个大事，老朋友周五见，并配图机器人灵巧手。

figure 本周表示其人形机器人已在宝马 X3 生产线完成 20 小时连续轮班测试，验证工业场景应用能力，同时 F.03 机器人也在逐步揭幕，表明海外企业正在有序推进机器人应用，同时国内星动纪元、智元、宇树科技也在造势。

三、兴合观点

公募基金投资部孙祺（权益）观点：

参考历史，特朗普关税政策有很大的反复，前期全球风险资产交易中美初步达成协议后全球贸易的短暂修复，经过近几周的反弹，包括 A 股的全球股市基本回到美国 4 月初发布对等关税时的位置。未来策略仍保持类哑铃型，主要看好低估值稳定盈利行业和个股，并关注低交易拥挤高未来想象力行业和个股；此外黄金经过调整后，配置价值有望再次提升。

上周五证监会重组新规，放松相关监管，市场热炒重组和 ST 主题。但持续性最强的还是新消费板块，继续强势上涨，泡泡玛特、老铺黄金、中宠股份等再创新高

Comex 金调整两周后开始反弹。自穆迪上周五下调美国主权信用评级以来，华尔街投资者近期关注周三美国财政部标售 160 亿美元 20 年期国债，拍卖结果不佳公布引发债市“地震”，10 年期美债收益率超过 4.5%，美股受到压力。周五早，特朗普在社交媒体上连发两帖称，欧盟“难打交道”“占美国便宜”，威胁自 6 月 1 日起对欧盟商品统一征收 50%关税；苹果手机若不在美国生产，应面临 25%关税。欧股调整。

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，中国 1 年期贷款市场报价利率(LPR)最新报 3.00%，上次为 3.10%；5 年期 LPR 报 3.50%，上次为 3.60%。活期利率下调 5 个基点至 0.05%；定期整存整取三个月期、半年期、一年期、二年期均下调 15 个基点，分别为 0.65%、0.85%、0.95%、1.05%；三年期和五年期均下调 25 个基点，分别至 1.25%和 1.3%。

刚公布 4 月煤炭产量日均仅 1298 万吨，环比 3 月日均产量下滑 8.7%，其中新疆 4 月日产量环比下降 21%，内蒙古日均环比下滑 17.9%，因亏损导致以露天矿为主产区减产。进口 4 月同比下降 700 万吨，目前价格倒挂情况更加严重。需求端持续低迷，但高温已经提前到来。

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：

本轮行情风格极致，微小盘百花齐放，新消费估值透支，新科技题材抱团，创新药大品种也已大幅度重新定价。短期关注大盘价值、宽基成分股等还在中低位。



公募基金投资部魏婧（固收）观点：

维持震荡偏空的观点。一是、观察出口数据是否存在明显脉冲，第二是大家对于偏财政的政策在 6、7 月有一定期待。再就是目前整体如此低的利率水平，如果继续下行需要资金面再下台阶。周四尾盘央行公告周五（23 日）将开展 5000 亿 MLF 操作，本月 MLF 净投放 3750 亿元（本月买断式逆回购到期 9000 亿元），时间有所提前，体现了一定的呵护资金缺口的态度。

可以说，现在内外都处于一定的“化债”阶段。关税问题和美债问题目前是两个比较大的不确定性。关税层面，将持续对市场有所扰动。而美债在近期的快速下跌，也需要内部的一些调整来维持。美国衰退预期以及美联储降息预期也会反复扰动市场。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：

下周临近月末，需密切关注机构负债端压力情况，考虑到央行对流动性的呵护态度以及对财政发债的支持立场，尽管后续流动性缺口较大，但预计大概率将进行呵护，现券收益无过大上行风险，债市或将回归区间震荡态势。

专户基金投资部赵刚（权益）观点：

本周市场指数高开低走，受特朗普关税政策再次上调的影响全球市场风声鹤唳，A 股微盘抱团极度拥挤加剧市场调整，创新药领涨，黄金珠宝涨幅较大，机械回调。

特朗普再次扬言加征关税打击市场风险偏好，国内市场反弹以来又面临 3400 压力，上证 50、微盘等极致抱团引发资金反噬，市场再次陷入调整。短期全球风险基本在预期范围内，未来世界格局或将由全球化转向单边主义，未来全球经贸格局将重构，中欧、东盟等区域利益共同体将在逆全球化中加强。对于中国自主可控和稳固的经贸关系仍是未来发展必经之路，长期看高层强力推动中长期资金入市考核长期有利于市场稳定发展，国内在美国关税落地后对等做出反制措施，将进一步提高自主可控和科技创新的地位，加快以新质生产力为突破口提升国际外循环地位，并将更加重视内需的拉动作用。以华为、宇树、智元等为代表的硬件和以 Deepseek、阿里、腾讯等为代表的软件将带领国内科技占领产业链顶端，中长期看 AI、机器人、芯片、新材料、创新药、可控核聚变等科技板块具有持续性，寻找确定性和真正的科技将是长期的目标。食品饮料、社服旅游、零售、交通等内需消费板块是未来政策发力点，在出口受困和投资不足情况下将承担更多经济增长责任。

专户基金投资部姚飞（权益）观点：

本周暂无更新。

专户基金投资部郭昱泽（权益）观点：

本周暂无更新。



【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。