

2025 年 07 月 05 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进

报告摘要

核心观点：

- ◆ 美国“大而美”法案落地，弱美元周期进程或将提速。该法案大规模减税及支出措施将推升美国政府未来赤字压力和美债偿还风险。本周美元指数一度创逾 3 年新低，上半年大幅走弱为 50 多年来最差表现。预计全球资本将逃逸至新的避风港，当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本。
- ◆ 中美关系进一步缓和，美国总统特朗普或将带着企业团来访中国，美方近期已取消一些列对华经贸限制措施。
- ◆ 国内“反内卷”政策推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。历史复盘，2010 年以来工业产能利用率和 PPI 出现较大级别的底部拐点时，A 股大多同步上行。预计未来“反内卷”政策见效后，市场风险偏好有望大幅提升。本周 A 股政策利好下震荡走高，沪指尝试冲击 3500 点，经济转型牛主升浪渐进。
- ◆ 市场常以 AH 溢价指数来对比 A 股、港股性价比情况。2025 年以来港股相对于 A 股的性价比已快速缩窄，近期 AH 溢价指数连续创新低。而本周万得全 A 震荡上涨，恒生指数却震荡下跌，这一组合表现与年初以来相悖。恰逢当前美元指数创新低，全球资本流出美国，并有望成为中国资产的增量资金。全球资金均在关注 AH 股溢价是否迎来转势，是否应 AH 股的配置策略。
- ◆ 2010 年以来，AH 溢价指数与美元指数相关系数达 0.83，或因为相比于内陆和 A 股市场，港币与美元的联系汇率制度大幅消除汇率风险，同时香港市场资本流动更便利、估值相对更低，因此当美元贬值、资本流入中国资产时，港股市场常常更为受益。另一方面，南

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《经济转型牛主升浪尝试破茧》

中航策略周报：《“高低切”下，把握好市场节奏》

中航策略周报：《外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显》

中航策略周报：《“TACO 交易”或已过热，全球资金有望持续增配中国资产》

中航策略周报：《全球配置再平衡，港股估值重估正在路上》

中航策略周报：《全球市场波动或将加剧，中国资产有望成为避风港》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

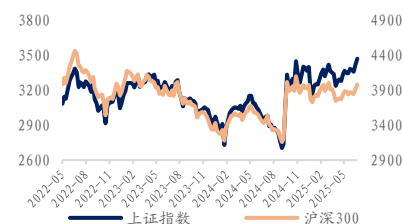
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

向资金也持续为港股贡献增量流动性。南向资金买入额占港股成交额中枢过去五年持续上行，2024 年下半年以来显著提升。

- ◆ Wind 二级分行业看，恒生沪深港通 AH 股溢价指数主要覆盖的行业为两地上市的中国旧核心资产，其中金融板块占比最大，银行和非银占比约 60%。因此，AH 溢价指数呈现的更多是旧核心资产甚至是金融板块在 A 股、港股溢价水平。当前金融板块对 AH 溢价率贡献靠前，其次是汽车与零配件、石油石化、有色金属。在 AH 溢价下行阶段，贡献变化较大的行业仍然为金融。
- ◆ 往后看，今年以来港股涨幅显著大于 A 股，当前 AH 溢价已至近年低点，短期看，做多港股市场情绪较为火热下，同为中国资产的 A 股投资机会更具性价比。中长期看，港股市场在保持此前优势的同时，还在不断聚集更多的中国新经济企业，因此港股市场较过去十年更具投资价值，或仍将是外资配置中国资产的首选，弱美元周期以及未来中美宽货币周期共振下，港股或更为受益。
- ◆ 中航证券军工组认为，上半年来看，在市场对军工的“强预期”作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。军工行业半年成交额创下历史新高，超过 10% 的军工上市公司在上半年股价创下了上市来历史新高。我们判断，军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 美国“大而美”法案落地，弱美元周期进程提速，预计全球资本将逃逸至新的避风港。当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本，A 股经济转型牛主升浪渐进。结构上，市场短期或将延续“高低切”，建议关注有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块的轮动机会。此前热门行业拥挤度较为健康后，可再度切换回哑铃策略。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场多数上涨，上证指数（1.40%）、深证成指（1.25%）、沪深 300（1.54%）、创业板指（1.50%）、中证 500（0.81%）、中证 1000（0.56%），均表现较强，科创 50（-0.35%）表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 1.86%。分行业来看，申万一级行业中钢铁、建筑材料、银行表现较强，分别上涨 5.06%、3.96%、3.77%；计算机、非银金融、美容护理表现较弱，分别下跌 1.28%、0.72%、0.55%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 14413.96 亿元，较上周减少 452.47 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 19.95 倍，较上周上涨 1.15%。

正文：

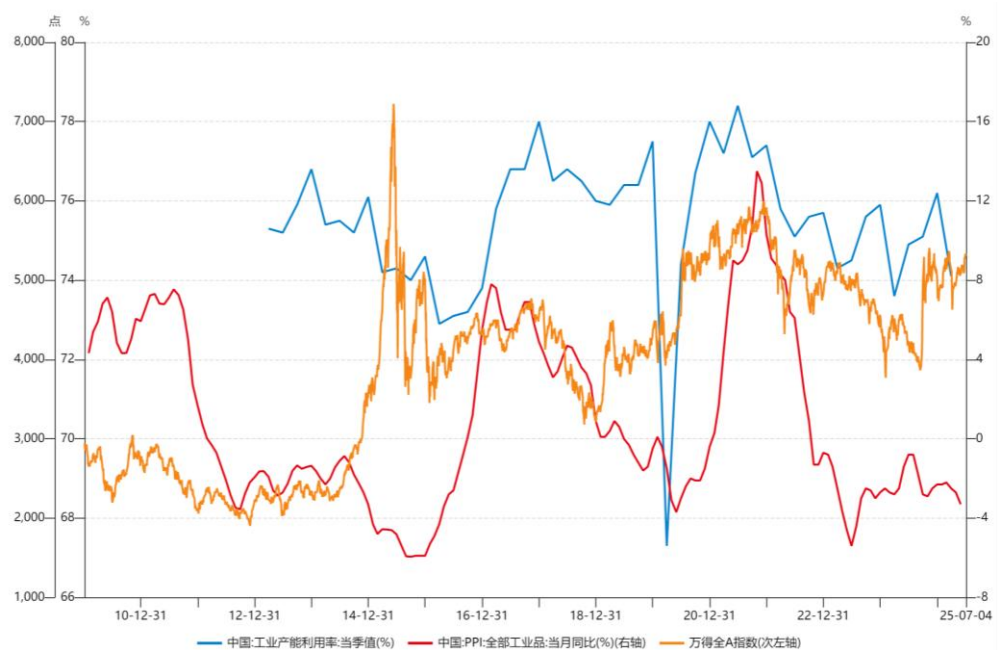
美国“大而美”税收和支出法案落地，弱美元周期进程或将提速。当地时间 7 月 4 日，特朗普签署“大而美”税收和支出法案，使其生效。美国国会预算办公室报告显示，该法案将在未来 10 年增加 2.4 万亿美元债务，加上利息成本，总债务额将达 3 万亿美元。美国税收基金会预计，法案将在未来 10 年增加 2.6 万亿美元的财政赤字。该法案大规模减税及支出措施将推升美国政府未来赤字压力和美债偿还风险。本周美元指数一度创逾 3 年新低，上半年大幅走弱为 50 多年来最差表现。预计全球资本将逃逸至新的避风港，当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本。

中美关系进一步缓和，美国总统特朗普或将带着企业团来访中国，美方近期已取消一些列对华经贸限制措施。7 月 3 日，商务部召开例行新闻发布会上，CNBC 记者表示有报道称特朗普考虑九月初带着企业团来中国。7 月 4 日，商务部表示，中方正依法依规审批符合条件的管制物项出口许可申请，美方也采取相应行动，取消对华采取的一系列限制性措施。贸易拉锯战阶段性缓和，出口数据有望对基本面形成支撑。

国内“反内卷”政策推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。2024 年 7 月中央政治局会议首提“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”至今已近一年，一年后的 2025 年 7 月 1 日习近平总书记主持召开的中央财经委员会第六次会议指出：“要聚焦重点难点，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”。“反内卷”政策通过去产能解决供给过剩问题，有助于加快供需平衡，提升工业产能利用率和推动再通胀。

历史复盘，2010 年以来工业产能利用率和 PPI 出现较大级别的底部拐点时，A 股大多同步上行。预计未来“反内卷”政策见效后，市场风险偏好有望大幅提升。本周 A 股政策利好下震荡走高，沪指尝试冲击 3500 点，经济转型牛主升浪渐进。

图1 工业产能利用率和 PPI 底部拐点时，A 股大多同步上行

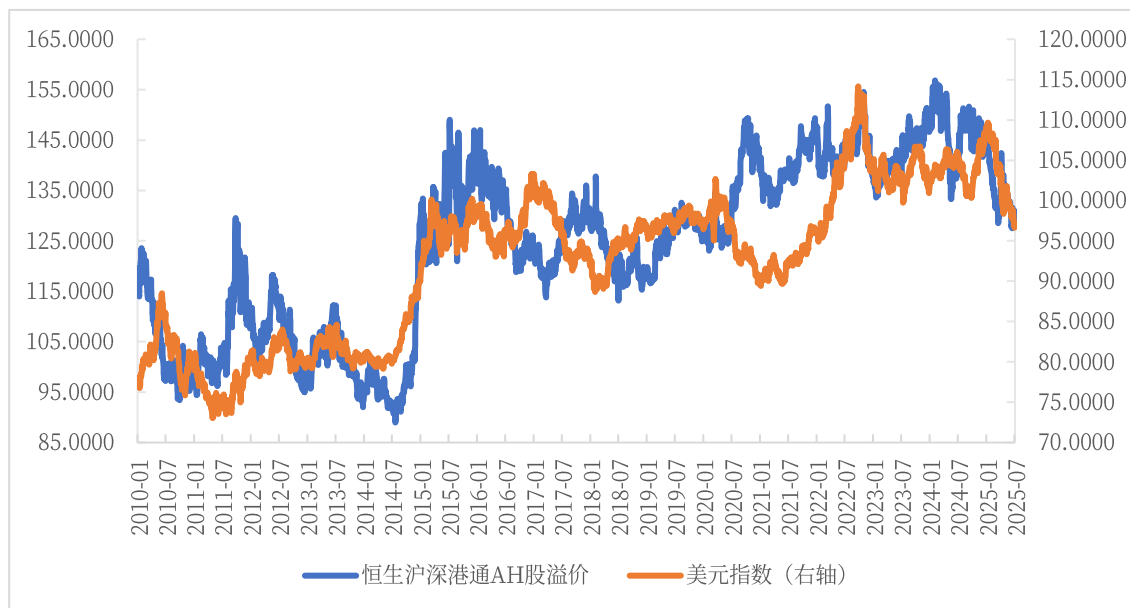


资料来源：Wind，中航证券研究所

市场常以 AH 溢价指数来对比 A 股、港股性价比情况。近期 AH 溢价指数连续创新低，7 月 4 日已大幅下行至近五年 1.80% 百分位，显示 2025 年以来港股相对于 A 股的性价比已快速缩窄。而本周万得全 A 震荡上涨，恒生指数却震荡下跌，这一组合表现与年初以来相悖。恰逢当前美元指数创新低，全球资本流出美国，并有望成为中国资产的增量资金。全球资金均在关注 AH 股溢价是否迎来转势，是否应 AH 股的配置策略。

恒生沪深港通 AH 股溢价指数选取 AH 两地同时上市、流动性最高且包含在沪深港通机制下的企业，计算这些企业在 A 股较港股的溢价水平，可反映 A 股较港股的投资性价比。2010 年以来，AH 溢价指数与美元指数走势相近，相关系数达 0.83，或因为相比于内陆和 A 股市场，港币与美元的联系汇率制度大幅消除汇率风险，同时香港市场资本流动更便利、估值相对更低，因此当美元贬值、资本流入中国资产时，港股市场常常更为受益。

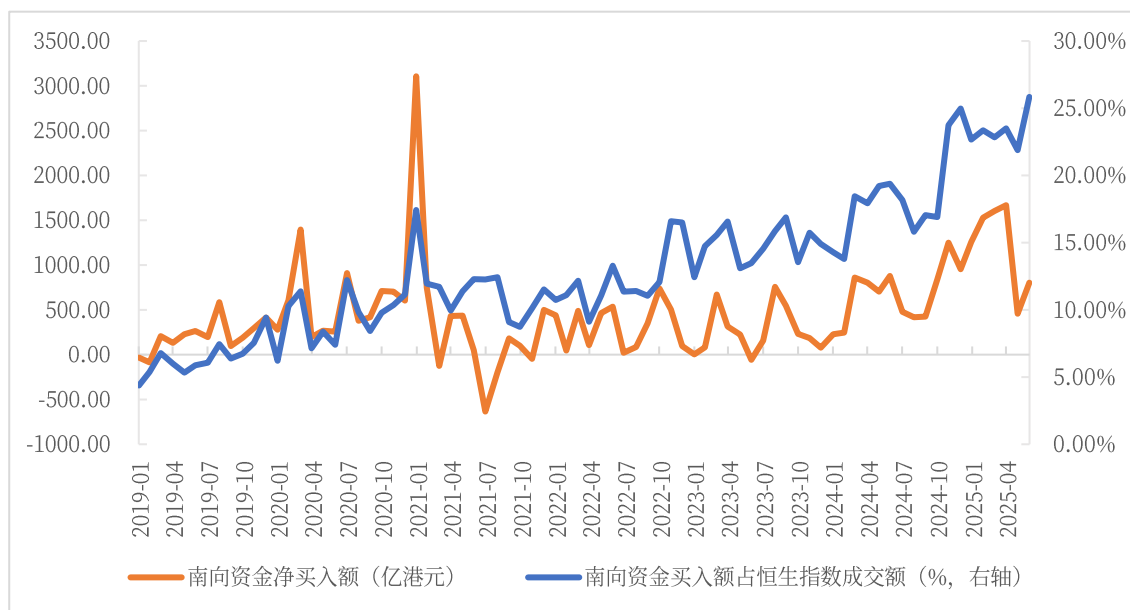
图2 AH 股溢价下行至近年低点



资料来源：Wind，中航证券研究所

另一方面，南向资金也持续为港股贡献增量流动性。南向资金买入额占港股成交额中枢过去五年持续上行，2024年下半年以来显著提升。近年南向资金流入港股增加，自2023年7月以来南向资金连续24个月净买入，2021年12月至2025年6月这43个月间也仅有1个月小幅净卖出58.48亿港元。内地资金在投资中国资产的选择中看好港股的性价比，伴随南向资金买入额占港股成交额逐步放大，内地资金对于港股的强势看多为其贡献了大量的流动性。

图3 南向资金持续为港股贡献增量流动性



资料来源：Wind，中航证券研究

Wind 二级分行业看，恒生沪深港通 AH 股溢价指数主要覆盖的行业为两地上市的中国旧核心资产，其中金融板块占比最大，银行和非银占比约 60%。因此，AH 溢价指数呈现的更多是旧核心资产甚至是金融板块在 A 股、港股溢价水平。恒生沪深港通 AH 股溢价指数行业分布覆盖银行、非银金融、有色金属、家电、汽车与零配件、交通运输等，但对于 AI、互联网、新消费、创新药等高竞争力的新核心资产覆盖范围不足。以港股自由流通市值排序，估算成份股中银行、非银金融占比 38.61%和 20.87%，二者构成的金融板块占以港股股价计算的自由流通市值达 59.47%。

当前金融板块对 AH 溢价率贡献靠前，其次是汽车与零配件、石油石化、有色金属。截至 7 月 4 日，估算 Wind 二级行业中非银金融、银行对 AH 溢价率的贡献分别为 10.62%和 9.06%，金融板块占据排名前二受其市值占比较大的影响。另外贡献较多的行业有汽车与零配件、石油石化、有色金属，分别贡献 4.79%、1.78%、1.23%。

在 AH 溢价下行阶段，贡献变化较大的行业仍然为金融。2025 年以来，估算贡献变化较大的行业为银行、非银金融、有色金属、石油石化、汽车与零配件，分别下行 4.04%、3.25%、1.18%、1.15%、0.74%。4 月 7 日受到对等关税加码落地冲击以来，贡献变化前三为非银金融-1.47%、汽车与零配件-1.24%、银行-1.01%，6 月以来贡献变化前三为非银金融-1.20%、汽车与零配件-0.73%、有色金属-0.39%，尽管金融板块近期在稳定币主题催化下表现活跃，其仍然受到行业赴港上市的企业市值总额较大的影响。

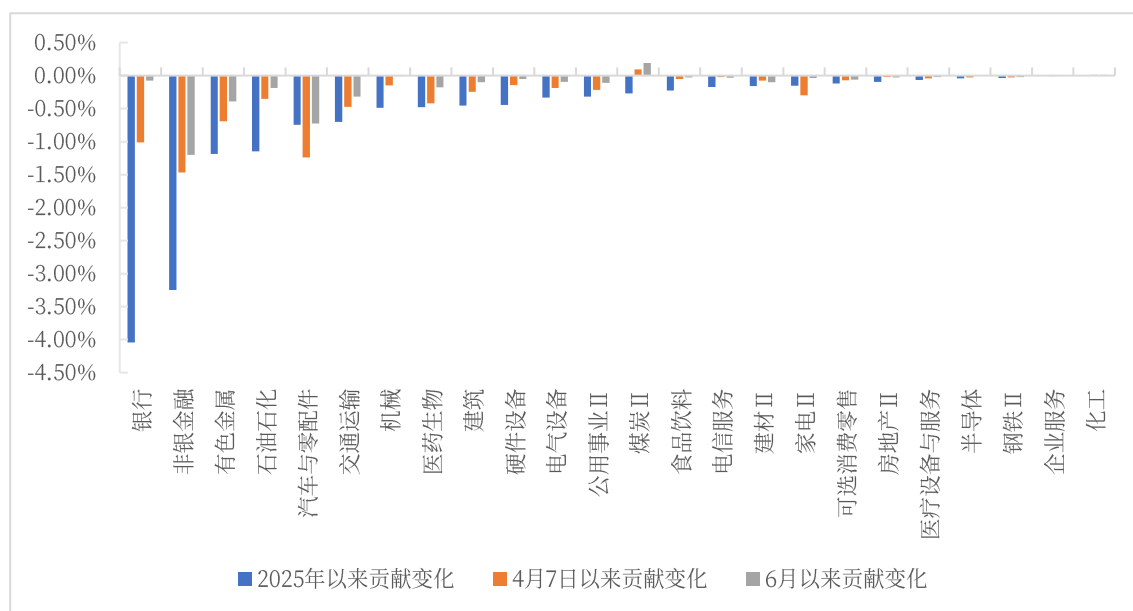
表1：金融板块对于 AH 溢价率贡献靠前（单位：%）

wind 二级行业	截至 2025 年 7 月 4 日 AH 溢价贡献↓	以港股股价计算的自由流通市值占比
非银金融	10.62%	20.87%
银行	9.06%	38.61%
汽车与零配件	4.79%	3.60%
石油石化	1.78%	3.86%
有色金属	1.23%	7.51%
煤炭Ⅱ	1.17%	2.51%
交通运输	1.16%	3.35%
公用事业Ⅱ	1.14%	1.56%
建筑	0.98%	1.34%
机械	0.87%	2.21%
电信服务	0.81%	1.55%
电气设备	0.81%	0.87%
医药生物	0.55%	3.11%
硬件设备	0.55%	0.99%
家电Ⅱ	0.49%	5.63%
房地产Ⅱ	0.17%	0.44%
半导体	0.13%	0.16%

可选消费零售	0.13%	0.55%
食品饮料	0.12%	0.26%
医疗设备与服务	0.12%	0.18%
建材Ⅱ	0.11%	0.71%
化工	0.04%	0.03%
企业服务	0.03%	0.03%
钢铁Ⅱ	0.01%	0.08%
合计	36.88%	100.00%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：估算时未进行官方调整自由流通股数的处理，因此估算合计溢价为 36.88%，高于 7 月 4 日收盘的 30.88%；以银行行业为例，Wind 二级行业 AH 溢价贡献计算=(银行 A 股价格计算的 AH 两地自由流通市值-银行 H 股价格计算的 AH 两地自由流通市值)/全行业 H 股价格计算的 AH 两地自由流通市值)

图4 Wind 二级行业对于 AH 溢价贡献变化（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：以 AH 股股价估算，并未进行官方调整自由流通股数的处理；Wind 二级行业，截至 2025 年 7 月 4 日）

往后看，今年以来港股涨幅显著大于 A 股，当前 AH 溢价已至近年低点，短期看，做多港股市场情绪较为火热下，同为中国资产的 A 股投资机会更具性价比。中长期看，港股市场具备多重优势，包括外汇资金流动更加自由、市场机制更加与国际接轨、投资者结构以机构为主导使定价效率更高、估值较低等传统优势，同时还在不断聚集更多的中国新经济企业，因此港股市场较过去十年更具投资价值，或仍将是外资配置中国资产的首选，弱美元周期以及未来中美宽货币周期共振下，港股或更为受益。

中航证券军工组认为，上半年，军工行业半年成交额创下历史新高，超过 10%的军工上市公司在上半年股价创下了上市来历史新高。半年涨幅居前的上市公司可以归为以下几类：①军贸企业，特别是下游主机厂；② 低空经济、深海科技、商业航天、核聚变等新兴产业；③军工

央企重组主题；④北交所上市公司。综合上半年来看，在市场对军工的“强预期”作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。我们判断，军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

投资建议：

美国“大而美”法案落地，弱美元周期进程提速，预计全球资本将逃逸至新的避风港。当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本，A 股经济转型牛主升浪渐进。结构上，市场短期或将延续“高低切”，建议关注有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块的轮动机会。此前热门行业拥挤度较为健康后，可再度切换回哑铃策略。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637