

2025 年 06 月 28 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

经济转型牛主升浪尝试破茧

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周 A 股一度快速上涨，或是因为伊以冲突停火，全球风险偏好快速改善，油价随之大跌，这又导致市场对美国通胀预期改善，从而对美联储降息预期提升，进一步推升风险偏好。
- ◆ 周中沪指最高涨至 3462.75 点，创 2025 年以来新高，我们认为是经济转型牛在尝试突破形成主升浪。2025 年既是“十四五”规划的收官之年，又是“十五五”规划的谋划之年。随着下半年“十五五”规划纲要草案的出台逐渐临近，市场对十五五规划的政策指引方向。科技革命和改善民生有望成为“十五五”规划的重要方向。长期看，在中国经济转型的大势下，美国挑起的关税战对于中国经济影响或仅是一朵乌云，因此我们坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛。下半年“十五五”规划逐步清晰的关键节点或将成为市场重要催化之一。
- ◆ 但我们认为，7-8 月市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化。7-8 月，A 股将进入中报预报季和中报季，此前部分炒作的主线将面临财务数据验证的压力。计算全市场个股各月上、中、下旬涨跌幅与单季度净利润同比的相关系数发现，受中报业绩预告期影响，6 月下旬至 7 月中旬以及 8 月下旬，市场表现与业绩关联性较强，7 月下旬相关性减弱，或由于市场聚焦 7 月政治局博弈。
- ◆ 从上一轮中美贸易摩擦经验来看，关税对我国出口影响体现在官方数据存在约 3 个月的滞后。本轮中美贸易战以来，美国对华在 2 月和 3 月份加征了两次各 10% 的芬太尼关税，以及 4 月加征的“对等关税”。但我国出口数据同样展现出较高韧性，3-4 月出口同比增速均实现较高增长，但 5 月出口同比增幅已现减缓现象。参考上一轮

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：《“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》

中航策略周报：《关税阶段性缓和，市场焦点或将回归基本面》

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

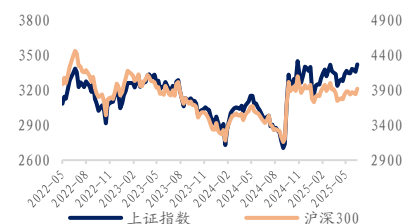
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

经验，考虑到关税对出口影响的滞后性，后续关税影响或将逐步显现。同时，“对等关税”豁免期截止日临近下，美国关税政策或将出现新的不确定性。

- ◆ 中航证券军工组认为，伴随全球军贸需求方对我国军贸装备产能、性能、性价比综合优势认知的持续深化，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天板块走势波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限，上市公司关注度有望进一步提升。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 坚定看好本轮自2024年9月24日以来的经济转型牛，但近期市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，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；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，本周市场整体上涨，上证指数（1.91%）、深证成指（3.73%）、沪深 300（1.95%）、科创 50（3.17%）、创业板指（5.69%）、中证 500（3.98%）、中证 1000（4.62%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.21%。分行业来看，申万一级行业中计算机、国防军工、非银金融表现较强，分别上涨 7.70%、6.90%、6.66%；石油石化、食品饮料、交通运输表现较弱，分别下跌 2.07%、0.88%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 14866.74 亿元，较上周增加 2716.45 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 19.72 倍，较上周上涨 2.71%。

正文：

本周 A 股一度快速上涨，或是因为伊以冲突停火，全球风险偏好快速改善，油价随之大跌，这又导致市场对美国通胀预期改善，从而对美联储降息预期提升，进一步推升风险偏好。当地时间 24 日，伊朗和以色列宣布正式停火。伊朗国家电视台 24 日发布消息称，伊朗对以色列停火。据沙特阿拉伯卫星电视台 24 日消息，以色列总理内塔尼亚胡当地时间 24 日宣布与伊朗停火。根据 CME 美联储观察工具，6 月 27 日，市场预期美联储 9 月及之前降息概率从一周前的 69.7% 提升至 91.6%。

周中沪指最高涨至 3462.75 点，创 2025 年以来新高，我们认为是经济转型牛在尝试突破形成主升浪。2025 年既是“十四五”规划的收官之年，又是“十五五”规划的谋划之年。随着下半年“十五五”规划纲要草案的出台逐渐临近，市场对十五五规划的政策指引方向关注度不断提升。在 4 月 30 日，“十五五”时期经济社会发展座谈会上，习近平总书记提出，“十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置；同时，要不忘初心，把造福人民作为根本价值取向，坚持在发展中保障和改善民生，稳步推动共同富裕。科技革命和改善民生有望成为“十五五”规划的重要方向。长期看，在中国经济转型的大势下，美国挑起的关税战对于中国经济影响或仅是一朵乌云，因此我们坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛。下半年“十五五”规划逐步清晰的关键节点或将成为市场重要催化之一。

但我们认为，7-8 月市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化。7-8 月，A 股将进入中报预报季和中报季，此前部分炒作的主线将面临财务数据验证的压力。根据交易所最新的要求，主板中报业绩预告实行满足条件的强制披露，其他板块为自愿披露。主板满足条件强制披露下，中报业绩预告应在半年度结束后 15 日内进行预告，即 7 月 15 日前披露。而公司中报则为各板块均强制披露，应最晚于 8 月 31 日前披露。

计算全市场个股各月上、中、下旬涨跌幅与单季度净利润同比的相关系数发现，受中报业绩预告期影响，6 月下旬至 7 月中旬以及 8 月下旬，市场表现与业绩关联性较强，7 月下旬相关性减弱，或由于市场聚焦 7 月政治局博弈。由于业绩公布期滞后于实际业绩数据，因此计算

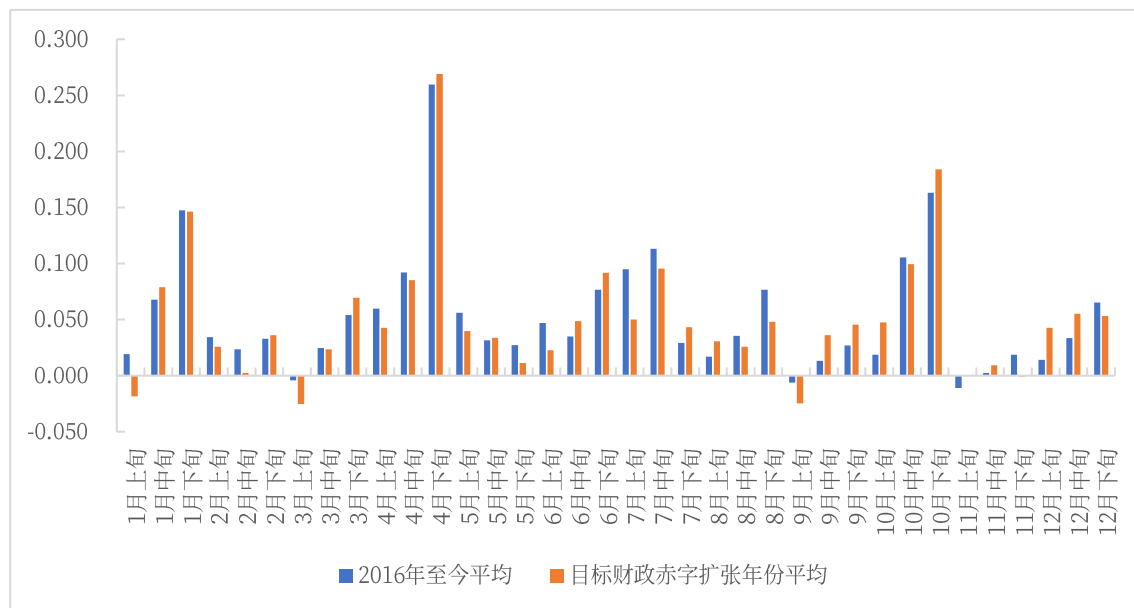
股价表现与业绩相关性时需相应的进行错位处理，将2月至4月股价表现对应一季报，5月至7月对应二季报，8月至10月对应三季报，11月至1月对应四季报。结果显示，2016年至2024年，4月下旬股价表现与一季度净利润同比增速的平均相关系数达0.260，另外相关程度较高的还有10月下旬0.163、1月下旬0.147、7月中旬0.113、10月中旬0.106、7月上旬0.095。7月下旬相关系数仅为0.029，明显低于7月中旬和7月上旬，或由于市场聚焦7月政治局博弈。进一步通过观察政府目标财政赤字率较前一年提升的年份，来观测财政扩张年份各月相关系数有何变化。财政扩张年份，9月、10月、12月相关系数明显提升，或反映财政扩张年份的年底，市场会更关注上市公司业绩兑现情况。

表1：4月下旬股市与业绩相关性最高，其次是10月下旬、1月下旬、7月中旬

年份	1月 上旬	1月 中旬	1月 下旬	2月 上旬	2月 中旬	2月 下旬	3月 上旬	3月 中旬	3月 下旬	4月 上旬	4月 中旬	4月 下旬
2016	-0.035	0.056	0.068	0.088	0.030	-0.032	-0.047	0.028	0.082	0.045	-0.018	0.134
2017	0.018	0.061	0.108	0.056	-0.002	-0.015	0.000	0.029	0.066	0.061	0.047	0.160
2018	0.105	0.010	0.201	0.104	0.099	-0.002	-0.045	0.056	0.010	0.124	0.094	0.176
2019	-0.077	0.087	0.312	-0.057	-0.085	0.039	-0.012	0.064	0.102	0.028	-0.001	0.302
2020	0.012	0.154	0.122	0.128	-0.008	0.060	-0.053	-0.008	0.056	0.081	0.235	0.282
2021	0.117	0.090	0.147	0.068	-0.028	-0.012	0.041	0.055	0.001	0.127	0.131	0.296
2022	-0.086	0.057	0.133	-0.023	0.108	0.186	-0.021	-0.027	0.018	-0.003	0.072	0.372
2023	0.026	0.018	0.083	-0.055	0.072	0.077	0.011	0.011	0.038	0.016	0.125	0.358
2024	0.093	0.077	0.153	0.003	0.026	-0.005	0.087	0.015	0.114	0.059	0.142	0.257
年份	5月 上旬	5月 中旬	5月 下旬	6月 上旬	6月 中旬	6月 下旬	7月 上旬	7月 中旬	7月 下旬	8月 上旬	8月 中旬	8月 下旬
2016	0.006	0.026	-0.003	0.026	0.034	0.055	0.022	0.090	-0.010	0.049	-0.002	-0.002
2017	0.072	0.053	0.026	-0.002	0.016	0.129	0.060	0.151	0.100	0.041	-0.025	0.085
2018	0.086	0.030	0.003	0.041	0.066	0.008	0.095	0.189	0.022	0.070	0.031	0.126
2019	0.039	0.051	0.039	0.028	0.031	0.099	0.118	0.177	0.083	0.054	0.069	0.066
2020	0.074	0.051	-0.021	0.023	0.084	0.161	0.059	0.051	0.100	0.039	-0.029	0.062
2021	0.071	-0.032	0.088	0.038	0.006	0.098	0.118	0.181	0.074	-0.028	0.068	0.132
2022	0.093	0.033	0.030	0.133	0.007	0.017	0.157	0.135	0.005	-0.008	0.030	0.058
2023	0.040	0.007	0.031	0.014	0.046	0.052	0.002	0.063	0.001	-0.020	0.065	0.067
2024	0.024	0.064	0.053	0.120	0.025	0.072	0.224	-0.020	-0.111	-0.043	0.112	0.095
年份	9月 上旬	9月 中旬	9月 下旬	10月 上旬	10月 中旬	10月 下旬	11月 上旬	11月 中旬	11月 下旬	12月 上旬	12月 中旬	12月 下旬
2016	-0.006	0.006	0.003	0.045	0.051	0.078	-0.016	0.000	-0.026	0.064	0.019	0.032
2017	0.046	-0.015	0.056	-0.060	0.095	0.196	0.045	0.095	0.026	0.019	0.065	0.029
2018	0.002	-0.073	0.080	0.033	0.174	0.057	-0.057	-0.038	0.092	0.060	0.036	0.136
2019	-0.012	0.019	0.051	0.107	0.181	0.224	0.035	0.049	-0.033	0.028	0.016	0.066
2020	-0.087	0.056	0.133	0.076	0.087	0.207	0.020	0.016	-0.011	0.073	0.114	0.110
2021	-0.042	-0.015	-0.070	-0.122	0.156	0.195	-0.027	0.006	0.057	-0.065	-0.074	0.022
2022	0.029	0.050	0.052	0.020	0.039	0.221	-0.059	-0.055	0.010	-0.063	0.002	0.085
2023	0.006	0.064	-0.006	-0.038	0.079	0.227	-0.041	-0.028	0.067	0.006	0.072	0.005
2024	0.009	0.027	-0.058	0.109	0.087	0.063	-0.001	-0.023	-0.013	0.004	0.051	0.100

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：计算可比口径下全市场个股月涨跌幅排序与单季度净利润同比排序的相关系数）

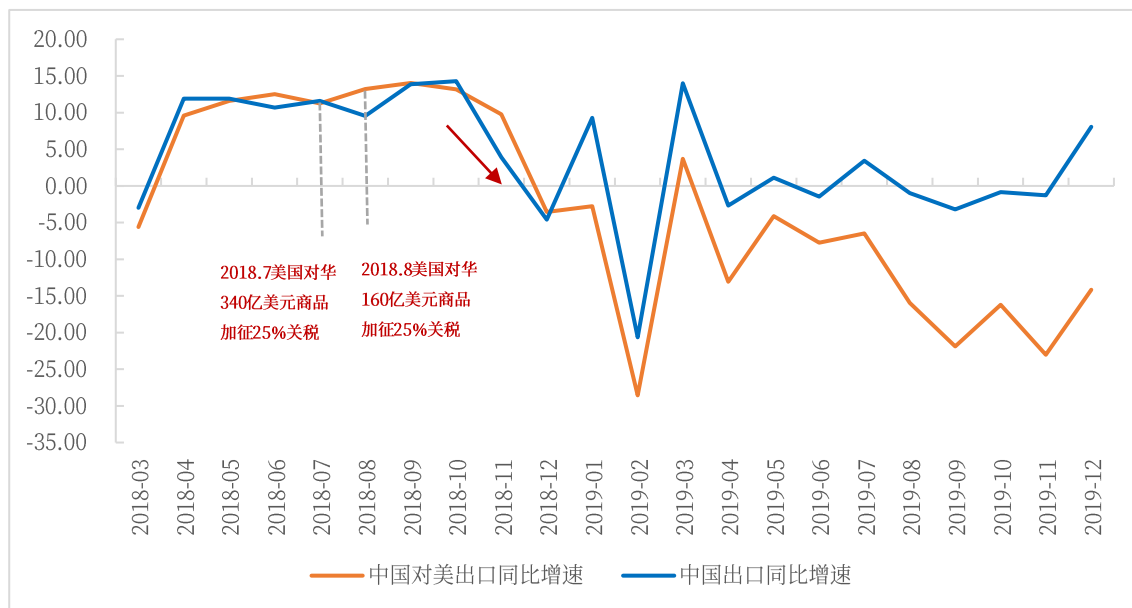
图1 股票表现与业绩相关性



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：目标财政赤字扩张年份为 2016、2019、2020、2023）

从上一轮中美贸易摩擦经验来看，关税对我国出口影响体现在官方数据存在约 3 个月的滞后。在上一轮中美贸易摩擦阶段，美国自 2017 年 8 月正式对中国发起 301 调查，此后 2018 年 7 月和 8 月，美国分两轮对中国共计 500 亿美元商品加征关税正式落地，但关税影响并未立即反应在出口数据中，以美元计价口径来看，出口维持约 3 个月的平稳上行后，自 2018 年 10 月才开始出现回落。此后，或由于前期抢出口透支部分需求与关税影响带来的双重压力，我国出口数据在 18 年底加速下滑。本轮中美贸易战以来，美国对华在 2 月和 3 月份加征了两次各 10% 的芬太尼关税，以及 4 月加征的“对等关税”。但我国出口数据同样展现出较高韧性，3-4 月出口同比增速均实现较高增长，但 5 月出口同比增幅已现减缓现象。参考上一轮经验，考虑到关税对出口影响的滞后性，后续关税影响或将逐步显现。同时，“对等关税”豁免期截止日临近下，美国关税政策或将出现新的不确定性。

图2 2018年美国对华加征关税后，我国出口数据（美元计价口径）滞后反应（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

5月工业企业数据呈现被动补库特征，需求端动能有待提升，工业企业利润有所承压，后续需关注库存去化进程与稳增长政策发力对内需改善情况。1-5月营收累计同比增速进一步回落至2.7%，需求端有待提升。5月营收以价换量，5月工业增加值较4月增速减缓0.3pct，但依旧处于5.8%的较高水平；价方面延续弱势，PPI同比降幅扩大至-3.3%，进一步验证市场有效需求不足。这一局面对利润端形成扰动，1-5月工业企业利润增速累计同比由1-4月的1.4%转为-1.1%。PPI降幅走阔下，5月虽名义库存出现回落，但实际库同比上升至6.8%，位于十年历史百分位的63.63%。

图3 工业企业营收与库存情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

中航证券军工组认为，伴随全球军贸需求方对我国军贸装备产能、性能、性价比综合优势认知的持续深化，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。第 55 届巴黎-布尔歇国际航空航天展览会（巴黎航展）上，中国航空工业集团展示的 8 大类 30 项重点航空产品受到广泛关注，其中歼-35A 首次亮相境外航展，直-9ME 直升机、“翼龙”-1G、“翼龙”-6、“翼龙”-10B、“旋戈”-2000 无人机首展巴黎航展，与歼-10CE、“枭龙”FC-1 战斗机、L15A 教练机、直-10ME 直升机、PL-15E 空空导弹等军贸产品获得广泛关注。

梦舟载人飞船零高度逃逸飞行试验圆满成功、朱雀三号火箭一子级动力系统九台发动机并联地面热试验成功、中星 9C 卫星发射成功等商业航天相关事件持续引发市场关注，站在当前时点，我们判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天板块走势波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限，上市公司关注度有望进一步提升。

投资建议：

坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛，但近期市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，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；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, liyuq@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