

2025 年 06 月 21 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

“高低切”下，把握好市场节奏

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周 A 股随着全球风险偏好下降而出现一定波动，并风格上呈现出“高切低”态势，这种表现背后或因以下几个原因。一是，伊以冲突导致全球资金重新审视风险资产估值水平，全球资金风险偏好下降。二是，中美于伦敦的经贸会议和陆家嘴论坛均已结束，短期迎来政策真空期，随着中报预报季的临近，A 股焦点或逐步回归业绩基本面。三是结构上，哑铃策略成为市场一致共识性下，部分热门风格和板块已过于拥挤。
- ◆ 美军轰炸伊朗核设施，实质性下场参与伊以冲突，未来局势或将进一步升级。市场关注点在于未来是否会有更多方势力参与伊以冲突，以及霍尔木兹海峡是否会被封锁。
- ◆ 回顾 2000 年以来 10 次持续时间约 1 个月或 1 月以上的主要地缘冲突事件，观察冲突发生前后大类资产及 A 股行业表现。整体看，冲突发生前 5 个交易日至发生后 20 个交易日，大类资产主要反映为避险情绪，即权益市场基本承压，黄金价格可贡献较为稳定的绝对受益，油价或因战争影响能源供给而受益，从而震荡走高。A 股资金从避险情绪到风险偏好缓和的节奏略慢于全球资金，市场风格从哑铃转变为纯红利。
- ◆ 本次冲突事件较过去不同在于，当前美国对于全球加征关税，美元霸权体系或正在衰退之中。相较之下，中国经济稳定性显著，在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势。同时，在政府维护金融市场稳定政策下，中国资产整体波动率或更低，有望成为全球资本的避风港，预计本轮中国资产情绪修复或将领先全球。此外，近年来中国军贸在全球地位已不断提升，

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：《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》

中航策略周报：《中美关税战或进入拉锯战阶段，沿政策发力方向布局》

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

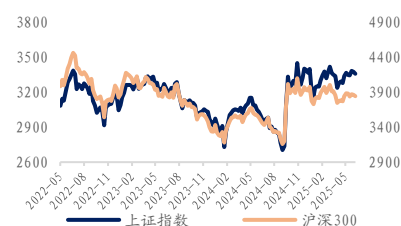
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

此前的印巴冲突对 A 股军工行业更为重要的意义是，展现出我国武器装备的高性能及高性价比，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。基本面的改变或将引发本轮军工股表现与历史经验不同。

- ◆ 中航证券军工组认为，在国际地缘政治形势波谲云诡、全球军事科技竞争白热化的大背景下，军工行业发展的外部压力与内部动力均显著增强。我国军工行业预期受益于全球军工发展环境变革与“强计划性”内生增长的双重驱动。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 外部，全球主要股票指数多数已涨至“对等关税”之前位置，中东爆发的新一轮冲突或导致全球资金重新审视风险资产估值水平；内部，随着中报预报季的临近，A 股市场焦点或逐步回归业绩基本面；叠加此前部分热门风格和板块已过于拥挤，近期市场或将持续进行“高低切”，建议一方面公募新规下持续推荐红利板块配置，另一方面关注有基本面支撑的低位科技板块的轮动机会。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-0.51%）、深证成指（-1.16%）、沪深300（-0.45%）、科创50（-1.55%）、创业板指（-1.66%）、中证500（-1.75%）、中证1000（-1.74%），均表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨1.00%；消费风格表现较弱，下跌2.27%。分行业来看，申万一级行业中银行、通信、电子表现较强，分别上涨2.63%、1.58%、0.95%；美容护理、纺织服饰、医药生物表现较弱，分别下跌5.86%、5.12%、4.35%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为13716.78亿元，较上周增加1628.23亿元。估值方面，A股整体市盈率为19.20倍，较上周下降0.47%。

正文：

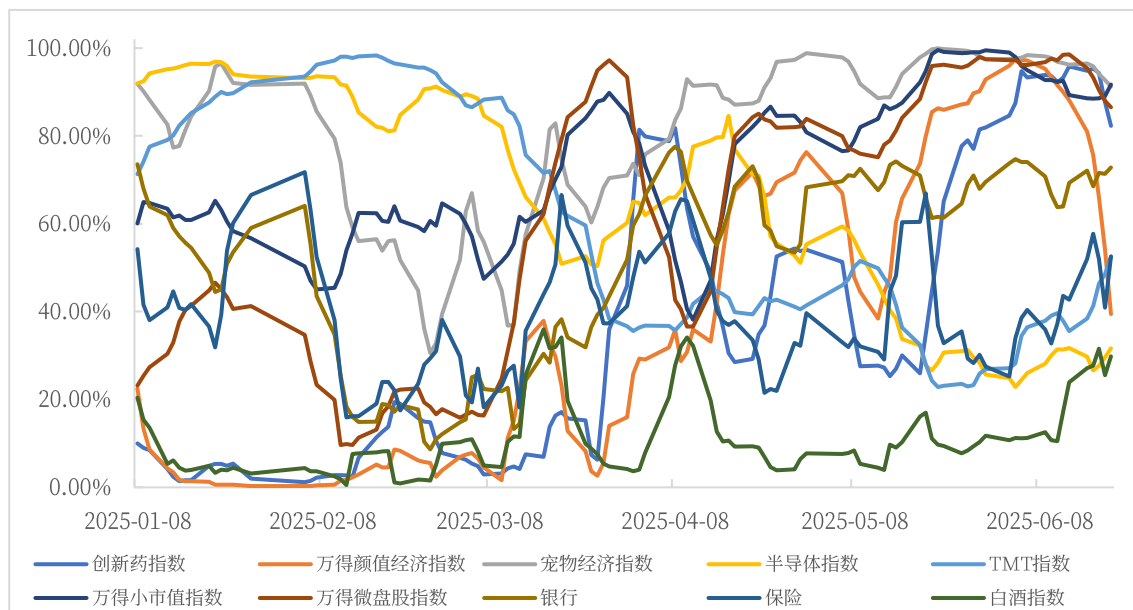
本周A股随着全球风险偏好下降而出现一定波动，并风格上呈现出“高切低”态势，这种表现背后或因以下几个原因。

一是伊以冲突导致全球资金重新审视风险资产估值水平，全球资金风险偏好下降。上周我们指出，全球主要股票指数多数已涨至“对等关税”之前位置，对于关税持续缓和预期或已较为充分，继续上涨或需要持续超预期利好。中东爆发的新一轮冲突或将打破原有节奏，本次中东冲突升级或将导致全球资金重新审视风险资产估值水平。本周多数全球主要股票指数下跌。

二是短期迎来政策真空期，随着中报预报季的临近，A股焦点或逐步回归业绩基本面。当地时间2025年6月9日至10日，中美在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议，就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。本周的2025陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜央行发布8项重磅金融开放政策；中国证监会主席吴清宣布，将深化科创板、创业板改革，打造更具吸引力的市场体系，推出“1+6”政策措施，加快构建支持全面创新的资本市场生态，其中设置科创板科创成长层引发市场关注。

三是结构上，哑铃策略成为市场一致共识性下，部分热门风格和板块已过于拥挤。此前我们已经指出，部分市场热门风格、板块已经明显拥挤，哑铃策略成为市场一致共识性下，小市值、新消费、创新药等板块拥挤度先后接近历史极值水平。或因上述变化驱动下，近期小市值、新消费、创新药等热门板块拥挤度出现回落，相对低位的TMT、白酒、保险指数拥挤度有所提升，而红利代表行业银行的拥挤度近两个月一直较为稳定的处于相对较高水平，离极值仍有空间，相对健康。

图1 拥挤度指标显示 A 股已呈现“高切低”态势



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：行业拥挤度为行业指数成交额占万得全 A 成交额比例的近三年历史分位数，并采用 5 日移动平均值处理，数据截至 6 月 20 日）

美军轰炸伊朗核设施，实质性下场参与伊以冲突，未来局势或将进一步升级。据央视新闻报道，美国东部时间 21 日 22 时，美国总统特朗普就袭击伊朗核设施发表全国讲话。特朗普称，伊朗关键的核设施已被“彻底摧毁”。特朗普表示，美国和以色列作为一个团队进行了密切合作。如果伊朗不能实现和平，美国会继续攻击。特朗普称，美军参谋长联席会议主席凯恩以及美国国防部长赫格塞思将于美国东部时间 22 日上午 8 时举行新闻发布会。此外，近期美国已加紧在中东的军事部署，调遣了多艘航母部署至以色列附近。市场关注点在于未来是否会有更多方势力参与伊以冲突，以及霍尔木兹海峡是否会被封锁。

回顾 2000 年以来 10 次持续时间约 1 个月或 1 月以上的主要地缘冲突事件，观察冲突发生前后大类资产及 A 股行业表现。整体看，冲突发生前 5 个交易日至发生后 20 个交易日，大类资产主要反映为避险情绪，即权益市场基本承压，黄金价格可贡献较为稳定的绝对受益，油价或因战争影响能源供给而受益，从而震荡走高。A 股资金从避险情绪到风险偏好缓和的节奏略慢于全球资金。

进一步拆分看，或因大型冲突的前期准备容易暴露，市场在冲突发生前 5 个交易日已经开始出现避险倾向，黄金上涨 0.79%，全球权益市场普遍下跌。冲突发生前 5 个交易日至 5 个交易日，全球大类资产避险情绪显著，冲突爆发后 5 个交易日是油价涨幅最快的期间。全球权益市场受压制明显，持续下跌，金价持续上涨，油价由冲突前一周下跌转变为发生后一周上涨。但 A 股结构呈现哑铃策略占优，医药生物持续上涨，银行、电子、军工相对较为占优，反映的 A 股资金避险情绪较全球或相对较弱，表现出韧性。

冲突发生 10 个交易日后，大类资产走势显示全球资金仍以避险为主，但风险偏好开始逐步缓和，但 A 股谨慎情绪仍在逐渐增加。黄金、石油持续震荡上涨，但权益市场内部分化，美股修复速度快于港股，快于 A 股。

权益市场，美股修复较快，在冲突后 10 个交易日收益率已率先转正，此后震荡上行，冲突后 60 个交易日美股区间收益率中位数高达 6.27%；港股 20 个交易日后区间收益率降幅收窄，60 个交易日后港股已恢复上涨；但 A 股修复进程节奏相对更慢，冲突后 20 个交易日区间收益率跌幅仍在加深，冲突后 60 个交易日区间跌幅收窄，此时港股、美股已修复至正收益。

A 股结构来看，哑铃一端的科技成长、军工等板块不再能跑赢大盘，相对应的，资金涌入哑铃另一端的红利板块，表现为银行、煤炭、公用事业等行业涨幅居前。全球权益市场和 A 股内部结构均显示历史上的冲突事件后，A 股资金情绪修复节奏慢于全球资金。

表1: 2000 年以来主要地缘冲突事件

事件	开始日期	持续时长
马其顿冲突	2001/1/22	近 5 个月
阿富汗战争	2001/10/7	近 20 年
伊拉克战争	2003/3/20	近 1 个月
黎以冲突	2006/7/12	1 个月+
利比亚战争	2011/2/16	8 个月+
叙利亚内战	2011/3/15	13 年 8 个月+
乌克兰冲突	2014/4/6	近 5 个月
纳卡冲突	2020/9/27	1 个月+
俄乌冲突	2022/2/24	近 3 年 4 个月
巴以冲突	2023/10/7	1 年 8 个月+

数据来源：新华社，央视网，人民网，维基百科等，中航证券研究所整理

表2: 地缘冲突前后大类资产及申万一级行业表现 (%)

行业名称	T-20	T-5	T+5	T+10	T+20	T+60
万得全 A	-1.60	-0.99	-0.80	-1.38	-2.67	-0.86
恒生指数	-2.51	-0.23	-0.20	-1.51	-0.88	2.40
标普 500	-2.21	-0.41	-0.42	0.24	0.93	6.27
ICE 布油	1.93	-1.73	2.07	0.62	0.81	3.38
伦敦金现	-1.34	0.79	0.81	-0.76	1.58	1.02
农林牧渔	-3.65	-1.93	-0.42	-3.53	-1.83	-4.62
基础化工	0.34	-0.73	-1.12	-0.85	-2.91	-1.07
钢铁	0.06	-0.83	0.11	-0.95	-1.65	-0.96
有色金属	-1.63	-2.40	0.88	-2.10	-0.78	-3.96
电子	-3.64	0.80	-1.11	-2.32	-2.38	-3.19
家用电器	-0.48	-0.90	-1.53	-1.18	-1.74	-1.08
食品饮料	-1.55	-1.59	-1.95	-1.91	-2.99	-2.55
纺织服饰	-0.24	-0.63	0.00	-1.91	-1.76	-2.50
轻工制造	-2.45	-0.59	-1.21	-2.10	-2.49	-1.48



医药生物	-1.41	0.72	0.55	-3.43	-1.39	-0.70
公用事业	-1.27	-0.88	0.21	0.33	-1.42	-0.88
交通运输	-1.96	-1.88	-1.99	-2.90	-2.96	-3.24
房地产	-2.96	-1.72	-0.27	-1.40	-4.80	-6.18
商贸零售	-1.52	-1.47	-3.11	-2.55	-4.18	-7.05
社会服务	-3.32	-0.95	-1.58	-4.17	-6.68	-3.80
综合	-3.18	-1.70	0.36	-0.13	-0.74	0.06
建筑材料	-2.85	-2.27	-1.71	-2.32	-3.69	-2.68
建筑装饰	-1.67	-2.44	-2.34	-2.31	-2.73	-6.36
电力设备	-3.50	-0.18	-0.61	-2.48	-5.12	-6.01
国防军工	-2.71	0.52	-0.94	-4.08	-2.83	-3.99
计算机	-4.70	-0.05	-1.55	-4.11	-5.70	-6.00
传媒	-4.86	-1.71	-2.70	-2.58	-3.56	-3.84
通信	-1.51	-0.21	-1.12	-5.70	-5.12	-6.84
银行	-0.21	0.13	-0.07	-0.89	-0.04	1.91
非银金融	0.16	-0.64	-1.50	-1.58	-0.59	-5.16
汽车	0.70	-0.44	-1.01	0.10	-1.88	-1.32
机械设备	-2.37	-0.89	-1.62	-3.87	-3.62	-2.90
煤炭	0.44	-1.45	-0.49	0.67	-1.16	0.39
石油石化	0.85	-0.80	-0.83	-0.60	-3.43	-1.76
环保	-3.10	-1.00	-0.72	-2.26	-2.47	-5.54
美容护理	-2.41	-0.27	-1.19	-2.70	-2.72	-2.05

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（T 日为历次地缘冲突开始日，以 T 日为基准进行交易日前推/后推，表中为 10 次冲突前 n 交易日至冲突开始日，或冲突开始日至冲突后 n 交易日的区间涨跌幅中位数）

本次冲突事件较过去不同在于，当前美国对于全球加征关税，美元霸权体系或正在衰退之中。相较之下，中国经济稳定性显著，在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势。同时，在政府维护金融市场稳定政策下，中国资产整体波动率或更低，有望成为全球资本的避风港，预计本轮中国资产情绪修复或将领先全球。此外，近年来中国军贸在全球地位已不断提升，此前的印巴冲突对 A 股军工行业更为重要的意义是，展现出我国武器装备的高性能及高性价比，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。基本面的改变或将引发本轮军工股表现与历史经验不同。

中航证券军工组认为，近期全球安全局势再度遭受冲击，以美国洛杉矶抗议活动、俄乌冲突紧张局势加剧、以色列空袭伊朗等为代表的冲突事件频发。在地缘冲突加剧背景下，近期便有印度尼西亚政府与土耳其达成正式协议，将采购 48 架“可汗”战斗机，及韩国 6 月即将达成一笔价值近 60 亿美元的与波兰的坦克交易等相关军贸事件报道。

在国际地缘政治形势波谲云诡、全球军事科技竞争白热化的大背景下，军工行业发展的外部压力与内部动力均显著增强。我国军工行业预期受益于全球军工发展环境变革与“强计划性”内生增长的双重驱动。从全球局势看，地缘冲突与贸易摩擦加剧国际局势不确定性，军事需求带动军工行业战略地位持续提升，长期增长预期稳固。从行业情况看，在全球经济形势受保护

主义影响的冲击下，兼具刚性、稳定性的军工行业相较传统行业展现出更强的抗周期性。从短期驱动看，技术迭代加速、关键战略节点逐步逼近、五年计划周期将至等因素，又使得短期内行业景气度有望保持上行通道，在此前多年的“沉寂”后市场对军工企业的预期有望重新校准。

投资建议：

外部，全球主要股票指数多数已涨至“对等关税”之前位置，中东爆发的新一轮冲突或导致全球资金重新审视风险资产估值水平；内部，随着中报预报季的临近，A股市场焦点或逐步回归业绩基本面；叠加此前部分热门风格和板块已过于拥挤，近期市场或将持续进行“高低切”，建议一方面公募新规下持续推荐红利板块配置，另一方面关注有基本面支撑的低位科技板块的轮动机会。

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