

金融市场分析周报

(2025.06.09-2025.06.13)

报告摘要

- **CPI/PPI: 能源和食品价格下行拖累 CPI 同比维持为负, PPI 同比降幅继续扩大。**5 月 CPI 同比下降 0.1%, 连续三个月保持不变; 核心 CPI 同比增速加快 0.1 个百分点至 0.6%, 表明尽管内生增长动力边际增强, 但需求仍疲软; PPI 同比降幅扩大 0.6 个百分点至 3.3%, 创下 2023 年 8 月以来最低。内需疲软下食品和能源价格下跌是 CPI 同比低迷的主因, 五一假期推动的服务业价格上涨是主要支撑。PPI 结构看, 生产资料价格降幅扩大, 但生活资料价格降幅收窄。后续看, 经济复苏基础和效果不牢固, 预计会有更多的宽松政策出台。
- **进出口: 受海外需求疲软及中美贸易冲突影响, 中国出口同比增速进一步下滑。**以美元计, 5 月出口同比增长 4.8%, 增速下降 3.3 个百分点; 进口同比下降 3.4%, 降幅扩大 3.1 个百分点; 贸易顺差 1032.2 亿美元, 增加 69.8 亿美元。由于中美贸易谈判一波三折, 短期仍可能会出现“抢出口”现象, 出口增速或有反复和较大不确定, 但长期来看, 外需疲软和高基数效应将导致下半年出口增速进入负增长区域。
- **金融数据: 居民和企业贷款仍疲软, 政府债券对社融新增拉动减弱, 实体经济动能不足。**5 月新增人民币贷款 6200 亿元, 同比少增 3300 亿元; 社会融资增量为 2.29 万亿元, 同比多增 2247 亿元; M1 同比增速为 2.3%, M2 同比增速为 7.9%。结构看, 企业中长期贷款是主要拖累项, 居民贷款分化, 短贷需求延续偏弱, 社融增量中的最大贡献是政府债券和企业债券, 主要拖累是人民币贷款。金融数据表现总体偏弱, 经济复苏仍需要更多政策支持。

主要数据

上证指数	3362.1082
沪深 300	3843.0912
深证成指	10051.9655

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 (2025.06.03-2025.06.06)
—2025-06-13
金融市场分析周报 —2025-06-06
金融市场分析周报 —2025-05-30

- **资金面分析：**本周央行净回笼下，资金价格小幅上行；税期及年中临近，下周央行公开市场投放情况仍需关注。本周央行公开市场共开展了 8582 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 9309 亿元逆回购到期，本周央行公开市场全口径净回笼 727 亿元。央行净回笼下，资金价格小幅上行。下周税期临近，下周一为缴税截止日，下周二、三缴税走款，6 月份虽非缴税大月，但税期仍然可能对资金面造成一定扰动。下周政府债融资额小幅回落，环比仍位于近期低位，预计对于资金面冲击有限。本周央行公开市场操作小幅净回笼，下周公开市场操作到期额小幅回落，同时央行公告于下周一开展 4000 亿元买断式逆回购操作，整体来看对于资金面较为呵护，税期叠加跨季临近影响下，关注央行资金投放情况。
- **利率债：**债券市场低位震荡，久期策略尽显。本周债市窄幅波动，国债收益率普遍下行，国开债收益率短端上行，长端下行。当前经济内生融资需求偏弱，地产、消费等内需拖累初现苗头。在流动性偏松的环境，市场对关税逐步钝化，交易盘久期大幅上行，央行持续买入各个期限的债券。中美谈判进展、中东地缘冲突等宏观事件影响有所减弱，债市无大幅调整基础，市场关注的核心是资金面。后续关注年中重要会议和央行态度变化，以及银行负债端压力缓解和流动性压力减弱导致减持存单等资产最终带动短端向下突破。
- **权益市场：**本周市场表现分化，金融风格表现较强。上证指数（-0.25%）、深证成指（-0.60%）、沪深 300（-0.25%）、科创 50（-1.89%）、中证 500（-0.38%）、中证 1000（-0.76%）表现较弱；创业板指（+0.22%）表现较强。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 0.76%；消费风格表现较弱，下跌 1.08%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、石油石化、农林牧渔表现较强，分别上涨 3.79%、3.50%、1.62%；食品饮料、家用电器、建筑材料表现较弱，分别下跌 4.37%、3.26%、2.77%。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。展望未来，中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度我国经济预期上调，有望带动风险偏好进

一步修复。后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，科技和红利板块或将轮动式贡献超额收益。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

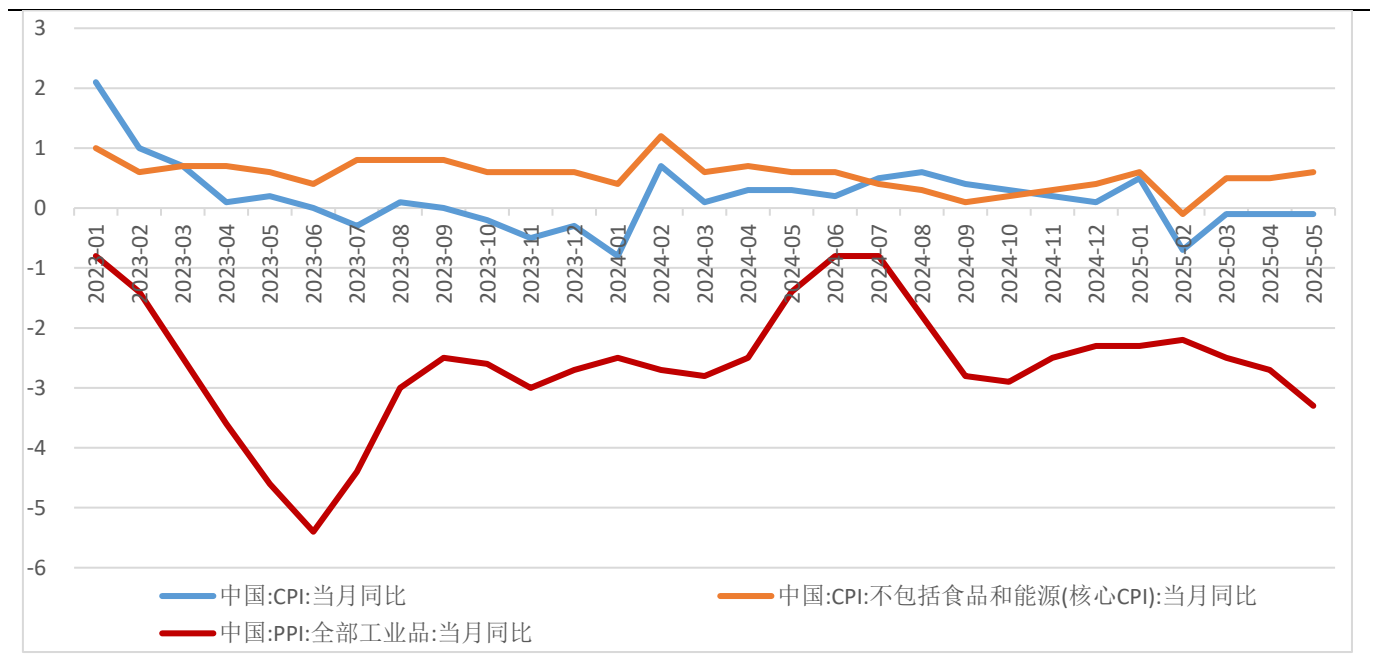
一、 本周重点经济	5
1.1 能源和食品价格下行拖累 CPI 同比维持为负，PPI 同比降幅继续扩大	5
1.2 受海外需求疲软及中美贸易冲突影响，中国出口同比增速进一步下滑	6
1.3 居民和企业贷款仍疲软，政府债券对社融新增拉动减弱，实体经济动能不足	8
1.4 一周要闻	10
二、 固定收益市场分析	11
2.1 资金面分析：本周央行净回笼下，资金价格小幅上行；税期及年中临近，下周央行公开市场投放情况仍需关注	11
2.2 利率债走势分析：债券市场低位震荡，久期策略尽显	12
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率多数下行	13
三、 主要资产价格分析	15
3.1 权益市场分析：外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显	15

一、 本周重点经济

1.1 能源和食品价格下行拖累 CPI 同比维持为负，PPI 同比降幅继续扩大

受能源价格下行及鲜菜等食品价格走低拖累，CPI 环比增速转负、同比下降；国际输入性因素及国内需求疲软继续影响 PPI 同比降幅扩大。5 月，居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.1%，连续三个月保持不变，基本符合市场预期；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速加快 0.1 个百分点至 0.6%，表明增长内生动能边际小幅改善，但需求整体仍疲软；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅扩大 0.6 个百分点至 3.3%，创下 2023 年 8 月以来最低，低于市场预期，表明生产端受下游需求拖累仍然严重。

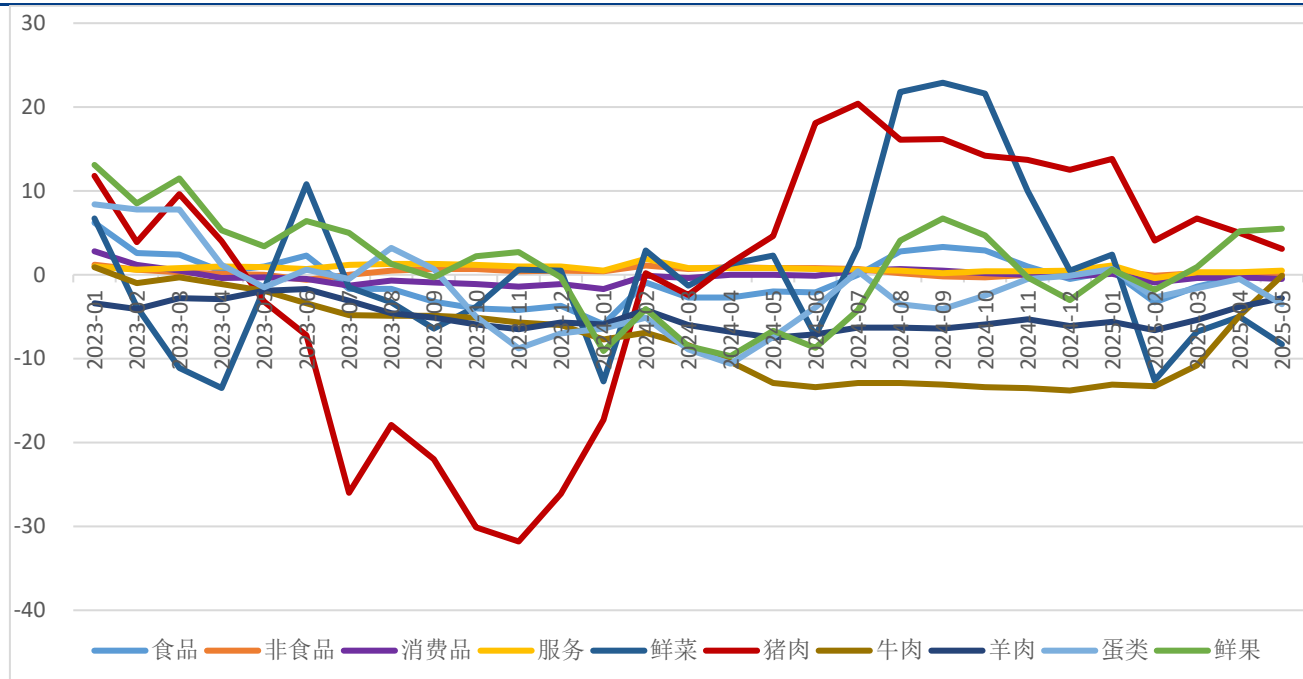
图 1：5 月 CPI 同比降幅保持不变，PPI 同比降幅继续扩大（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

CPI 结构看，食品和能源价格低迷是主要拖累，服务业价格上涨是主要支撑。5 月 CPI 同比小幅下降，主要是能源价格同比降幅扩大 1.3 个百分点至 6.1%，影响 CPI 同比下降约 0.47 个百分点，是拖累 CPI 同比下降的主要因素。另一个原因是食品价格同比再度走低，降幅扩大 0.2 个百分点至 0.4%，其中鲜菜价格同比降幅扩大至 8.3%，猪肉价格涨幅收窄至 3.1%。但假期效应推动服务价格涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.5%，其中交通工具租赁费、飞机票和旅游价格同比均上涨。环比看，同样受能源和食品价格下跌影响，5 月 CPI 环比由上涨转为下降 0.2%，较 4 月下降 0.3 个百分点，其中能源价格环比下降 1.7%，影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点，占 CPI 总降幅近七成，主要是汽油价格降幅扩大；食品价格环比也转负，增速下行 0.4 个百分点至 -0.2%。

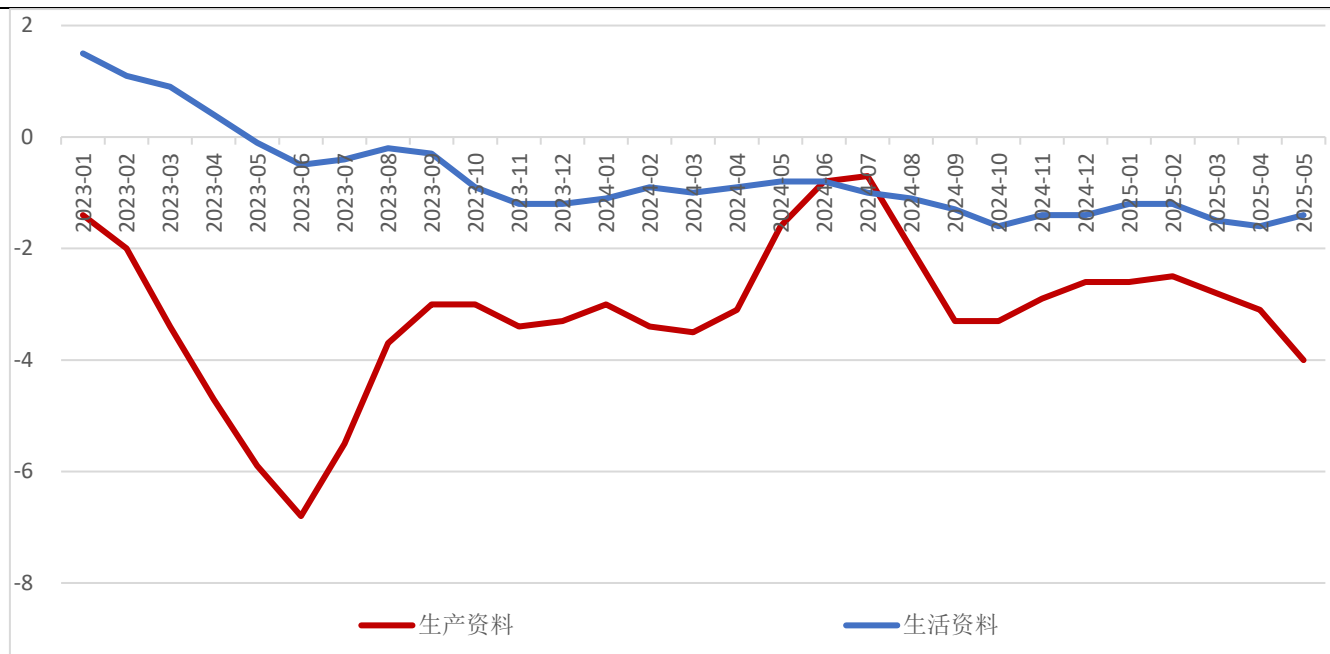
图 2：5 月食品和能源价格同比低迷是主要拖累，服务业价格同比上涨是主要支撑（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

生产资料价格同比降幅扩大，但生活资料价格同比降幅收窄。PPI 同比结构看，国际原油价格下行等输入性因素和国内需求疲软导致生产资料价格同比降幅扩大 0.9 个百分点至 4%，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工业等主要行业价格同比降幅均扩大，但提振消费相关政策效果持续显现，部分消费品需求释放带动相关行业价格回升，生活资料价格同比降幅收窄 0.2 个百分点至 1.4%。

图 3: 5 月生产资料价格同比降幅扩大，但生活资料价格同比降幅收窄 (%)



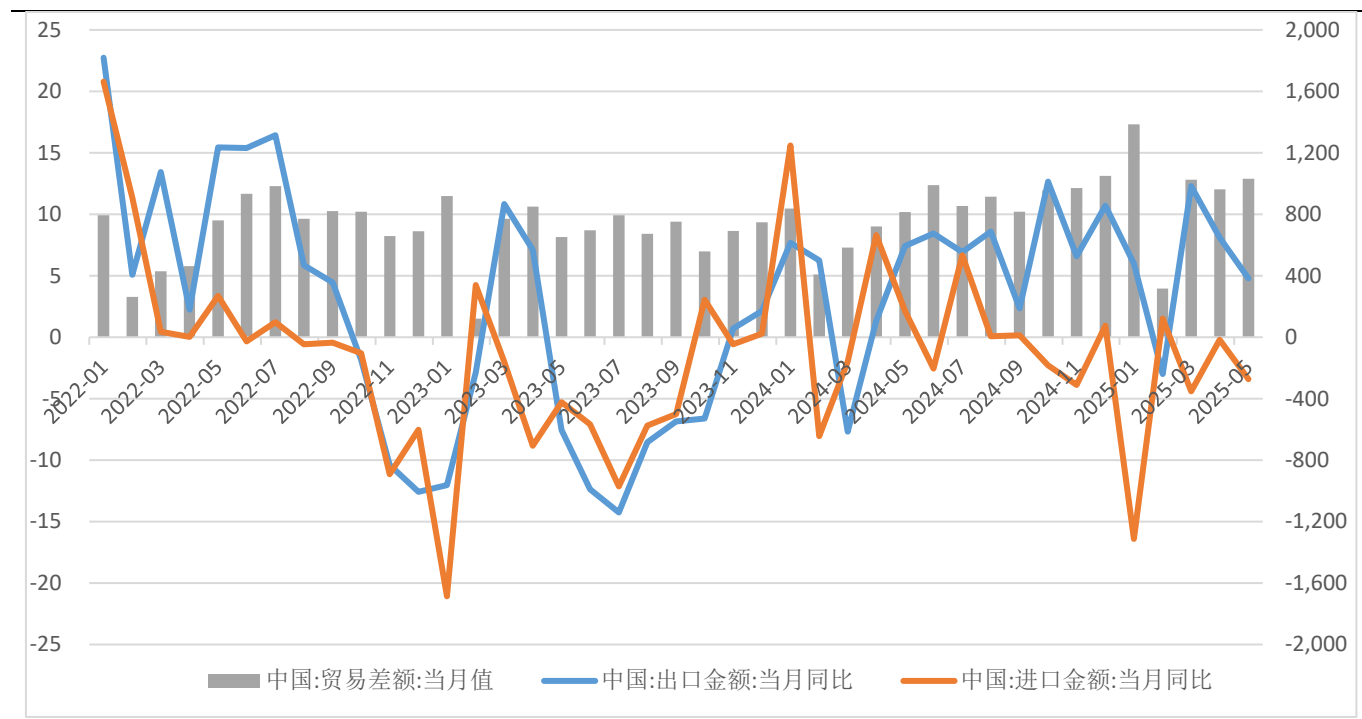
资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 受海外需求疲软及中美贸易冲突影响，中国出口同比增速进一步下滑

受海外经济增速放缓及中美贸易冲突的影响，出口增速继续放缓。以美元计，5 月出口同比增长 4.8%，增

速较4月下降3.3个百分点，低于市场预期；进口同比下降3.4%，降幅较4月扩大3.1个百分点，低于市场预期；贸易顺差1032.2亿美元，较4月增加69.8亿美元。由于中美贸易谈判一波三折，短期仍可能会出现“抢出口”现象，出口增速或有反复和较大不确定，但长期来看，外需疲软和高基数效应将导致下半年出口增速进入负增长区间。

图4：5月出口、进口增速均进一步回落（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从主要出口国看，对主要经济体出口均放缓。5月，尽管中美达成暂停加征关税协议，但中国对美国出口继续恶化，同比降幅扩大13.5个百分点至34.5%，连续两个月大幅放缓；对日本出口增速放缓1.6个百分点至6.2%；但对欧盟出口加快，同比增速走高3.7个百分点至12%；对东盟、拉丁美洲出口增速分别大幅放缓6个、15个百分点至14.8%、2.3%，对俄罗斯出口同比降幅扩大8.1个百分点至10.8%，但对非洲出口保持高增速，同比增长33.3%，较4月提高8个百分点。

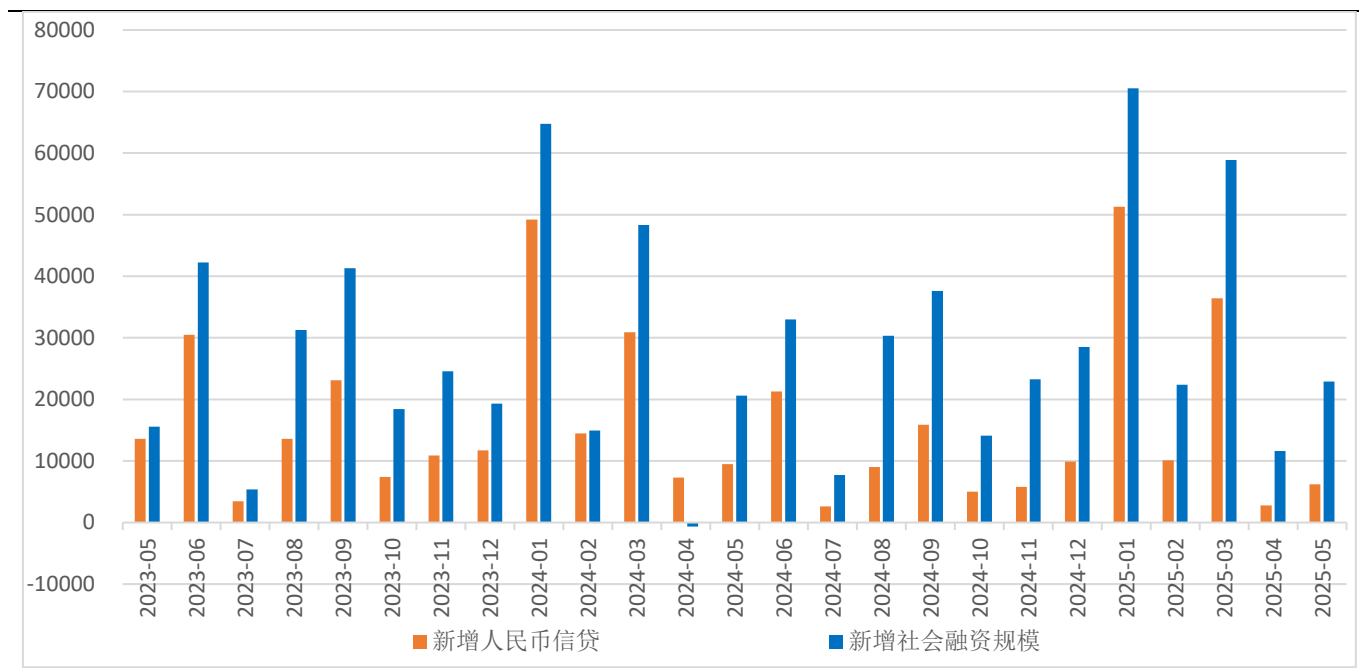
从主要出口商品看，多数商品出口疲软。5月，劳动密集型商品的服装出口同比由降转增，增速较4月加快3.5个百分点至3%，但纺织品、鞋靴出口分别转为下降1.9%、5.5%，箱包出口降幅扩大至10%；机电产品及高新技术产品出口增速分别走低3.2个、1.9个百分点至7.3%、5%，其中通用机械设备、液晶平板显示模组出口增速分别下降11.5个、9.9个百分点至5.6%、6.3%；手机、家用电器同比降幅分别扩大至22.8%、8.8%；但集成电路、汽车及底盘出口同比增速加快12.4个、9.3个百分点至33.7%、13.7%。

从主要进口商品看，主要大宗商品进口明显走弱。5月，原油进口量同比转为下降0.8%，叠加国际油价下行，进口额同比降幅扩大12.4个百分点至22.2%；煤炭进口量、进口额同比分别下降17.7%、38.6%，铁矿石进口量转为下降3.7%，进口额降幅扩大至14.5%。

1.3 居民和企业贷款仍疲软，政府债券对社融新增拉动减弱，实体经济动能不足

金融数据表现总体仍偏弱，居民信贷需求疲软，企业贷款仍是贷款主体，政府债券融资对社融贡献增长减弱，背后反映实体经济动能不足。随着金融机构资产负债结构多元化，传统银行贷款对货币投的贡献减弱，5月新增人民币贷款 6200 亿元，同比少增 3300 亿元；社会融资增量为 2.29 万亿元，同比多增 2247 亿元；M1 同比增速为 2.3%，M2 同比增速为 7.9%。

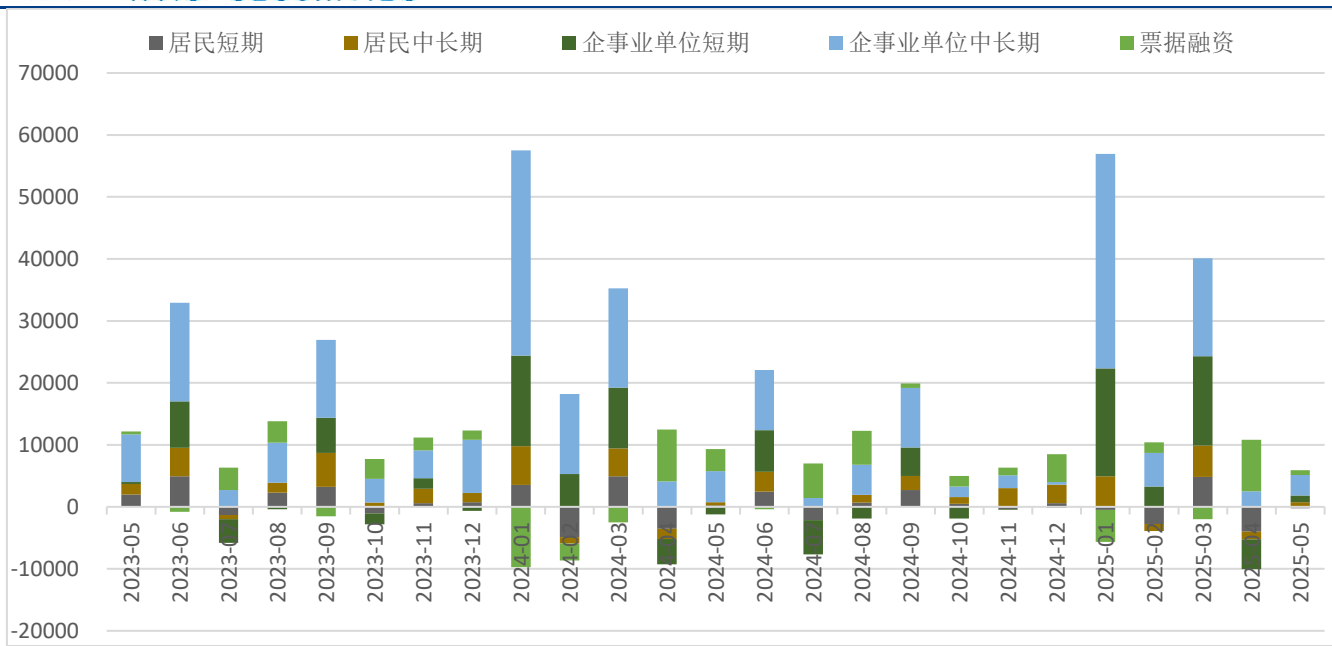
图 5：5 月信贷和社融新增数据偏弱，不及预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

信贷结构看，企业中长期贷款是主要拖累项，居民贷款分化，短贷需求延续偏弱。5月，居民贷款新增 540 亿元，同比少增 217 亿元，其中短贷减少 208 亿元，同比多减 451 亿元，反映消费信心不足；中长期贷款增加 746 亿元，同比多增 232 亿元。5月企业贷款仍受到地方政府化债的滞后影响，实体信贷需求仍需提振，新增 5300 亿元，同比少增 2100 亿元，其中企业短贷新增 1100 亿元，同比多增 2300 亿元；中长期贷款增加 3300 亿元，同比少增 1700 亿元，仍是贷款主力；票据融资增加 746 亿元，同比少增 2826 亿元。

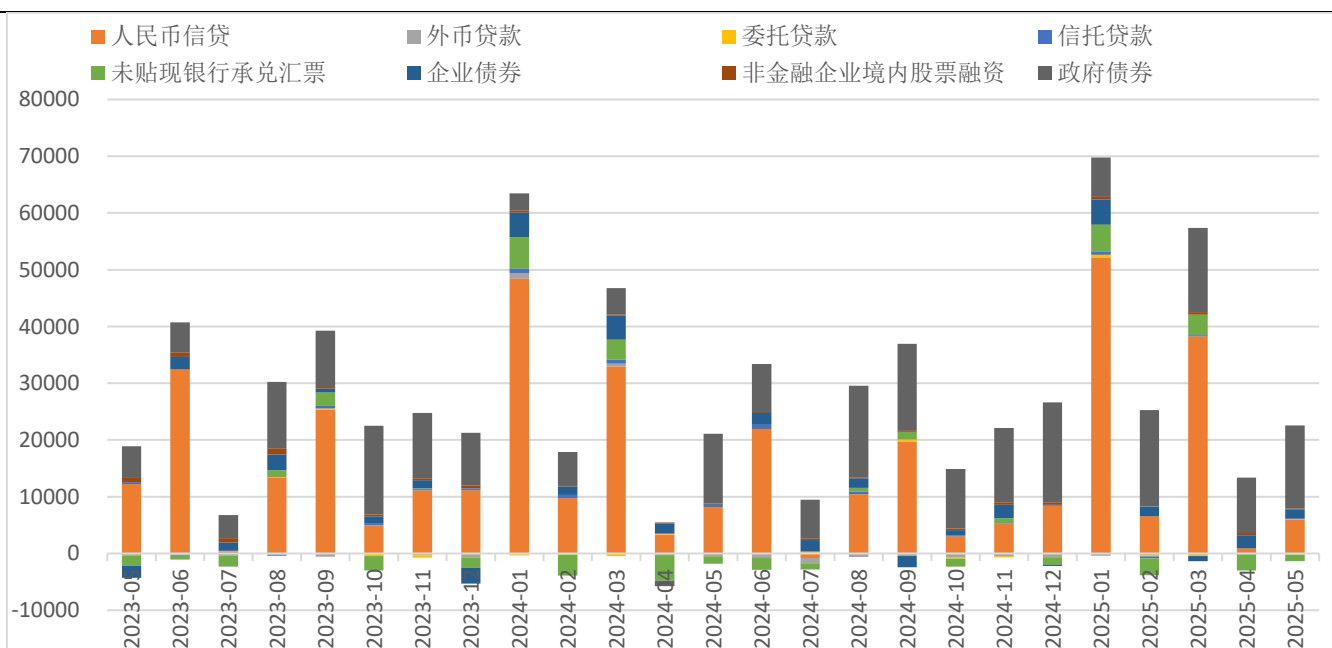
图 6：5 月企业中长期贷款是主要拖累项，居民贷款分化，短贷需求偏弱（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

社融结构看，增量结构中最大贡献是政府债券和企业债券，主要拖累是人民币贷款。5月，政府债券增加14585亿元，同比多增2319亿元，是增量结构中最大的贡献项，背后原因是财政前置发力节奏延续，地方债限额下达较早，地方政府债供给节奏快，政府债持续高增成为上半年支撑社融的重要力量；二季度以来企业发债成本总体呈低位下行态势，企业加大债券融资力度，增加1496亿元，同比多增1211亿元；社融主要拖累项是人民币贷款，新增5923亿元，同比少增2274亿元；另外委托贷款减少166亿元，同比多减157亿元，信托贷款增加173亿元，同比少增51亿元，未贴现银行承兑汇票减少1163亿元，同比少减168亿元；非金融企业境内股票融资增加152亿元，同比多增41亿元。

图 7：社融增量的最大贡献是政府债券和企业债券，主要拖累是人民币贷款（亿元）

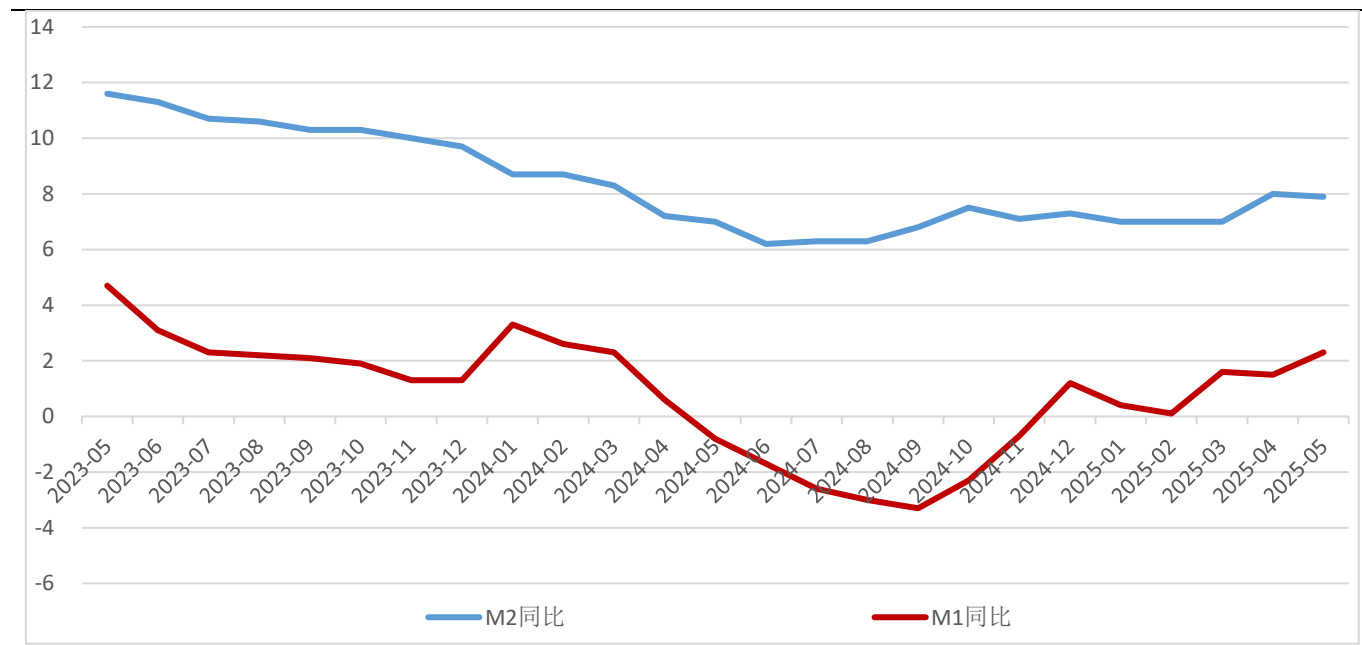


资料来源：Wind、中航证券研究所

M2 同比增速小幅回落，M1 同比增速回升，M2-M1 剪刀差进一步缩小。5月末，M2 同比增速为 7.9%，

较 4 月回落 0.1 个百分点，主因是居民、企业、财政、非银存款均同比多增；M1 同比增速为 2.3%，较 4 月提高 0.8 个百分点，主要受去年低基数影响，后续伴随财政资金的逐步拨付和使用，可能对 M1 逐步产生正面带动。

图 8：5 月 M2 同比增速小幅回落，M1 同比增速回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.4 一周要闻

1) 当地时间 6 月 9 日至 10 日，中美经贸磋商机制首次会议在英国伦敦举行。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，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。中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰表示，下一步，双方要按照两国元首通话达成的重要共识和要求，进一步发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作。美方表示，本次会议取得积极成果，进一步稳定了双边经贸关系，将按照两国元首通话要求，与中方相向而行，共同落实好本次会议共识。

2) 当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。以空军对伊朗境内数十个与核计划和其他军事设施相关的目标发动空袭，并且将此次行动命名为“狮子的力量”。以色列总理内塔尼亚胡称，以色列已摧毁被以军称为伊朗最大的地区铀浓缩设施。随后伊朗开始反击，以色列城市特拉维夫遭袭击，包括 10 处核设施。以色列国防军称，伊朗向以色列发射了 100 多架无人机，并检测到伊方导弹袭击，其中第三波导弹袭击约有 150 枚。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。伊朗最高领袖哈梅内伊称，伊朗将采取武力行动，彻底摧毁以色列政权。稍早美国总统特朗普在社交平台上发帖，警告伊朗在“一无所有”之前达成核协议，并称以色列新一轮针对伊朗的袭击会更加“残酷”。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周央行净回笼下，资金价格小幅上行；税期及年中临近，下周央行公开市场投放情况仍需关注

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 727 亿元

本周央行公开市场共开展了 8582 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 9309 亿元逆回购到期，本周央行公开市场全口径净回笼 727 亿元。本周税期临近，下周一为缴税截至日，本周开始 7d 资金逐步跨税期，对资金价格形成一定支撑。同时本周央行公开市场操作整体净回笼，周二至周四连续三天公开市场操作净投放为负数，与税期因素、跨半年临近等因素共同影响下，本周资金价格整体上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4620%，R007 加权平均升至 1.5811%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.5830%，GC007 加权平均升至 1.6020%

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	0	4545	2149	1265	1350
7 天	1738	1986	1640	1193	2025
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	1738	-2559	-509	-72	675

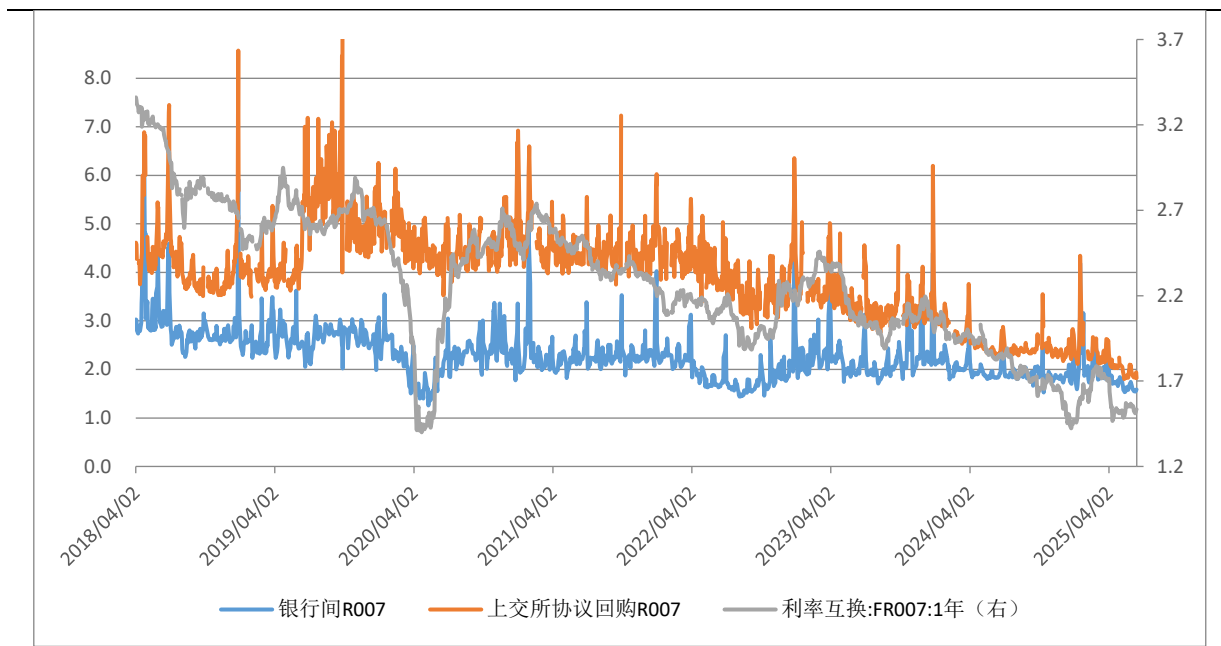
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：税期及年中临近，央行公开市场投放情况仍需关注

近期央行发布一季度货币政策执行报告，明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，同时中美贸易摩擦仍存变数，未来经济不确定性增大，预计后续货币政策仍将维持宽松态势。

下周税期临近，下周一为缴税截止日，下周二、三缴税走款，6 月份虽非缴税大月，但税期仍然可能对资金面造成一定扰动。下周政府债融资额小幅回落，环比仍位于近期低位，预计对于资金面冲击有限。本周央行公开市场操作小幅净回笼，下周公开市场操作到期额小幅回落，同时央行公告于下周一开展 4000 亿元买断式逆回购操作，整体来看对于资金面较为呵护，税期叠加跨季临近影响下，关注央行资金投放情况。

图 9：各期限资金价格走势（%）



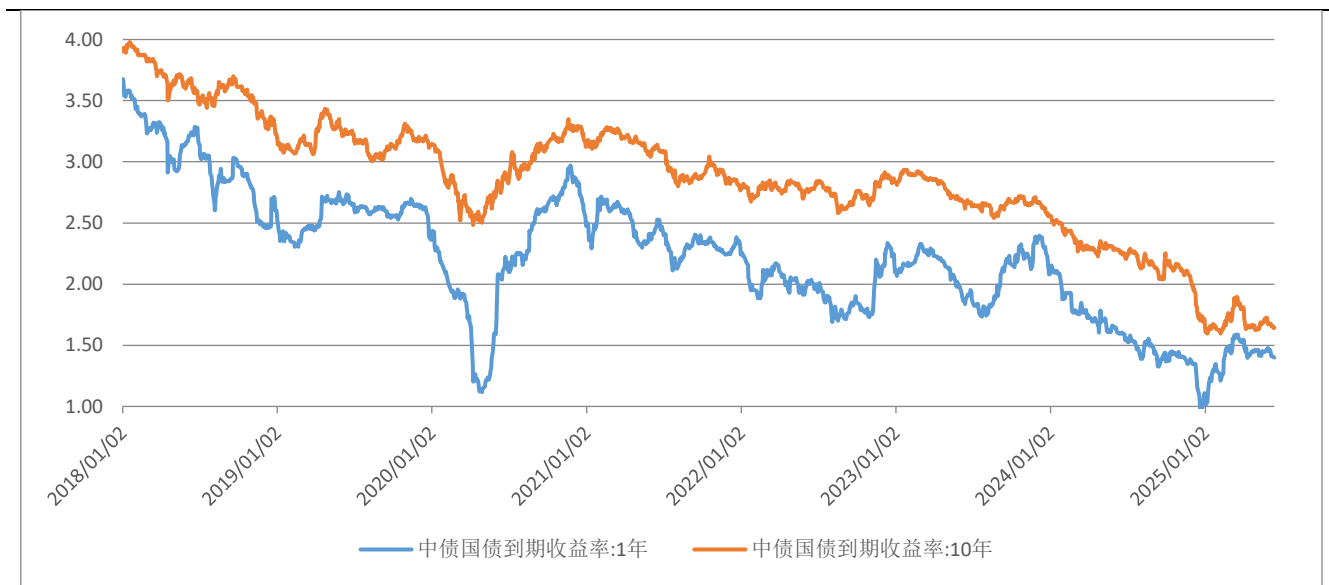
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：债券市场低位震荡，久期策略尽显

1) 利率债走势复盘：

本周央行公开市场有 9309 亿元逆回购到期，央行公开市场累计进行了 8582 亿元逆回购操作，净回笼 727 亿元。央行在本周公布进行第二次买断式逆回购显示对资金的持续呵护态度。资金价格先下后上但整体维持低位，隔夜利率向下突破 1.4%，但存单利率并未大幅下行。5 月 CPI 当月同比-0.1%，与上月持平；PPI 当月同比-3.3%，较上月下滑 0.6 个百分点。物价偏弱的格局继续延续。出口当月同比 4.8%，较上月下滑 3.3 个百分点；进口金额-3.4%，较上月下滑 3.2 个百分点。出口虽然边际走弱，中美经贸磋商机制首次会议召开，关税仍维持日内瓦会谈水平。5 月社融增速 8.7%与上月持平，新增贷款和 M2 增速较上月小幅下行。本周债市窄幅波动，国债收益率普遍下行，国开债收益率短端上行，长端下行。

图 10: 本周 10 年期国债收益率 (%)



2) 利率债展望:

下周央行公开市场将有 8582 亿元逆回购和 1820 亿元 MLF 到期, 合计 10402 亿元。随着政府债券供给放量, R007 中枢下降, 央行继续保持着较大规模的投放, 我们预计央行的呵护态度将会延续。当前经济内生融资需求偏弱, 地产、消费等内需拖累初现苗头。在流动性偏松的环境, 市场对关税逐步钝化, 交易盘久期大幅上行, 大行持续买入各个期限的债券。中美谈判进展、中东地缘冲突等宏观事件影响有所减弱, 债市无大幅调整基础, 市场关注的核心是资金面。后续关注年中重要会议和央行态度变化, 以及银行负债端压力缓解和流动性压力减弱导致减持存单等资产最终带动短端向下突破。

2.3 存单信用债分析: 存单、信用债融资额环比均回落; 信用债收益率多数下行

1) 一级市场发行: 存单、信用债融资额环比均回落

本周同业存单净融资规模为-1,622.60 亿元。其中, 发行总额达 10,413.70 亿元, 平均发行利率为 1.6744%, 到期量为 12,036.30 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 6.32bp 报 1.6505%, 3M 期存单平均发行利率较上周下行 3.30p 报 1.6520%, 6M 期存单平均发行利率较上周下行 2.72bp 报 1.6730%, 9M 存单平均发行利率较上周下行 5.97bp 报 1.6922%。

信用债方面, 本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,120.99 亿元, 环比增加 399.93 亿元, 偿还量约 2,144.61 亿元, 净融资额约 976.38 亿元, 环比回落 269.43 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差: 信用债收益率多数下行

信用债二级市场方面, 各期限及各评级信用债收益率多数下行, 1 年期各评级信用债收益率上行 012p~上行

0.13bp, 3 年期各评级信用债收益率下行 1.10bp~上行 0.40bp, 5 年期各评级信用债收益率下行 3.14bp~下行 1.84bp。

表 2: 信用债各期限收益率水平 (%)

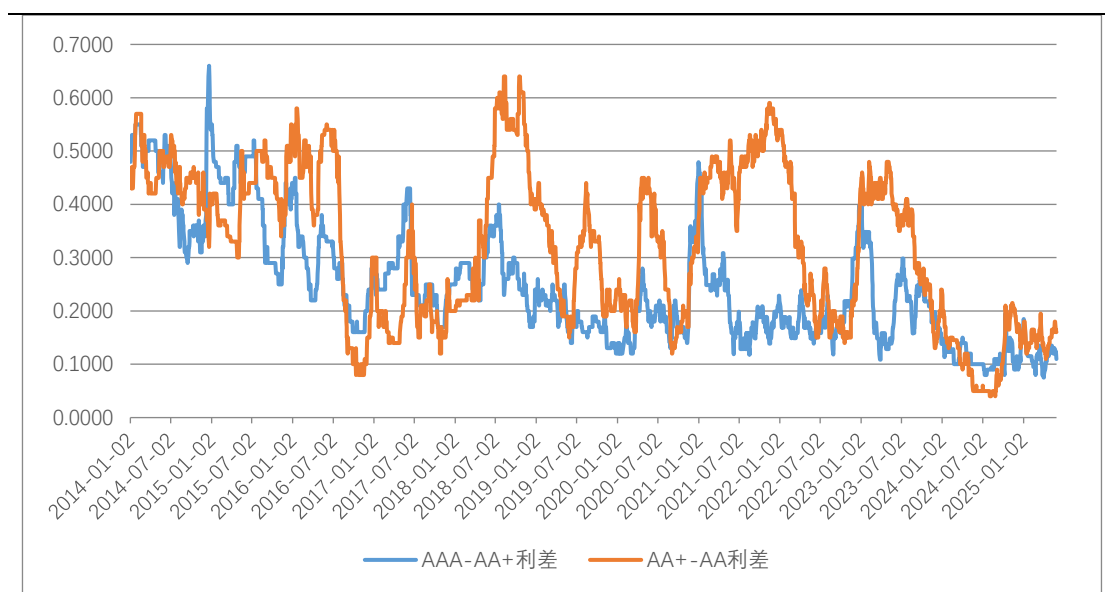
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.7285	1.10%	0.13
信用债(AAA):3 年	1.8312	1.00%	-0.60
信用债(AAA):5 年	1.9124	0.80%	-1.84
信用债(AA+):1 年	1.7985	0.80%	0.12
信用债(AA+):3 年	1.9412	0.80%	0.40
信用债(AA+):5 年	2.0474	0.50%	-1.84
信用债(AA):1 年	1.8335	0.50%	0.12
信用债(AA):3 年	2.0812	0.40%	-1.10
信用债(AA):5 年	2.3524	2.30%	-3.41

资料来源: Wind、中航证券研究所

期限利差方面, AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 0.73bp、扩大 0.28bp、缩小 1.22bp, 5Y-3Y 利差分别缩小 1.24bp、缩小 2.24bp、缩小 2.31bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 10bp, 较上周持平, AA 与 AA+之间的利差为 14bp, 较上周缩小 2bp。

图 11: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

上证指数 (-0.25%)、深证成指 (-0.60%)、沪深 300 (-0.25%)、科创 50 (-1.89%)、中证 500 (-0.38%)、中证 1000 (-0.76%) 表现较弱；创业板指 (+0.22%) 表现较强。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 0.76%；消费风格表现较弱，下跌 1.08%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、石油石化、农林牧渔表现较强，分别上涨 3.79%、3.50%、1.62%；食品饮料、家用电器、建筑材料表现较弱，分别下跌 4.37%、3.26%、2.77%。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。

2) 权益市场展望：

自 5 月 12 日“日内瓦联合声明”以来，中美关税战如预期般的进入了“边打边谈”的拉锯战，美方不断挑起新的经贸摩擦，然后又谈判达成新共识。相较 2018 至 2019 年的多轮反复拉锯，本轮节奏有所提速，或导致近期受美限制性科技、外需、新消费等板块切换速度更为频繁。

本轮中美贸易战，市场已有上一轮经验，对中美关系的理解更深，且当前中国处于弱复苏阶段，中方财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势，因此本轮关税战的漫长拉锯战，市场波动或更像 2019 年，即 A 股、港股整体趋势或随经济震荡向上，其中摩擦升级期和缓和期或存在抢跑行为，反应或不再敏感。当前中美经贸磋商形成框架，短期或有望改善市场风险偏好，但中期大盘能否持续改善或仍有待观察后续国内稳增长政策发力与内需进一步改善情况。

基本面来看，5 月出口数据有所回落，或因关税缓和引发的抢出口存在时滞，尚未完全体现在 5 月官方出口数据，但货量上涨已经在高频数据如中国出口集装箱运价指数中有所体现。伴随中美伦敦谈判推动两国阶段性缓和，预计 6 月对美出口有望好转。中期看，对非美市场开放加速推进，后续对外贸易对国内经济的支撑有望逐步稳定。

美国与各国关税谈判再次释放缓和信号，但或也同样进行着拉锯战。美国 5 月通胀数据低于预期，或因关税政策影响尚未反映在官方数据中，市场对美联储 9 月降息预期明显升温。往后看，全球主要股票指数多数涨至“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。虽然，市场预期美联储降息可能性提升或尚未充分反映，但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视风险资产估值水平。相比较之下，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。

军工方面，产业层面近期国际局势动荡中展现了新战争形态对于新型武器装备的需求，以“智能化、体系化、信息化”为代表的新质新域作战力量已成为制胜未来的关键力量。市场层面，关注近期部分宽基指数公布定期调整结果，多支军工行业个股被调入。

展望未来，中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度我国经济预期上调，有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主，

关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，科技和红利板块或将轮动式贡献超额收益。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

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