

2025 年 06 月 14 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

## 外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 自 5 月 12 日“日内瓦联合声明”以来，中美关税战如我们预期般的进入了“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，或因为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

### 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   |      |
| 符畅                      | 分析师  |
| SAC 执业证书：S0640514070001 |      |
| 联系电话：010-59562469       |      |
| 邮箱：fuyyjs@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：《“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》

中航策略周报：《二季度国内对冲政策有望提速，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

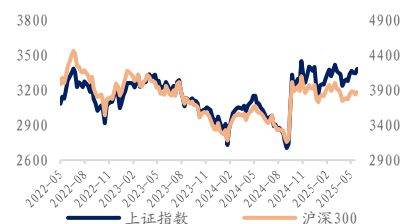
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

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。
- ◆ 中航证券军工组认为，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。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 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。

**本周市场回顾：**

根据同花顺数据，本周市场表现分化，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。估值方面，A股整体市盈率为19.29倍，较上周上涨0.54%。

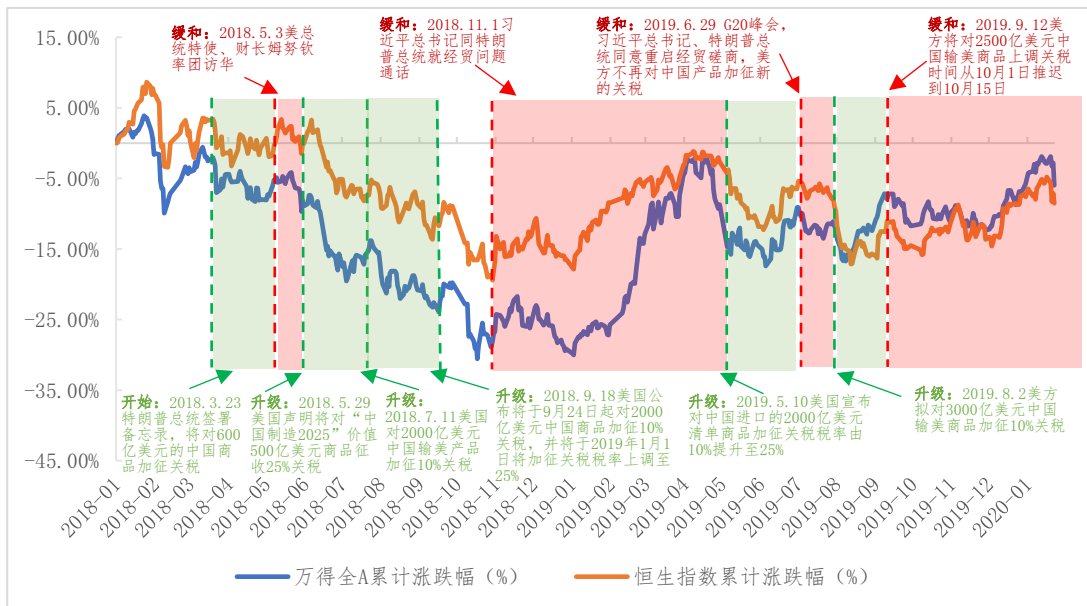
**正文：**

自5月12日“日内瓦联合声明”以来，中美关税战如我们预期般的进入了“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。在5月12日内瓦会谈联合声明后，中美关税水平均大幅下降至“可贸易”水平，但美方却又单方面不断挑起新的经贸摩擦，陆续新增出台多项对华歧视性限制措施。6月5日，两国元首通话，美方愿同中方共同努力落实协议并欢迎中国留学生来美学习。当地时间2025年6月9日至10日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。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。

我们在此前复盘上一轮中美贸易摩擦升级缓和阶段得出结论，A股和港股呈现从2018年反应剧烈到2019年反应较为钝化。具体表现为2018年摩擦期调整较大，缓和期反弹较大；2019年摩擦期调整较小，甚至短期内呈现V形反弹，缓和期反弹较小，甚至表现出利好出尽的反应。我们认为这或由两方面导致，一是2019年国内经济较2018年实现了触底企稳，同时全球流动性放松，市场信心和风险偏好改善；二是经历了一年的贸易摩擦后，市场学习效应下，对贸易摩擦影响逐渐清晰，定价较充分并逐渐抢跑。

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复苏震荡向上，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。

图1 2018年至2019年中美贸易摩擦事件与权益市场走势

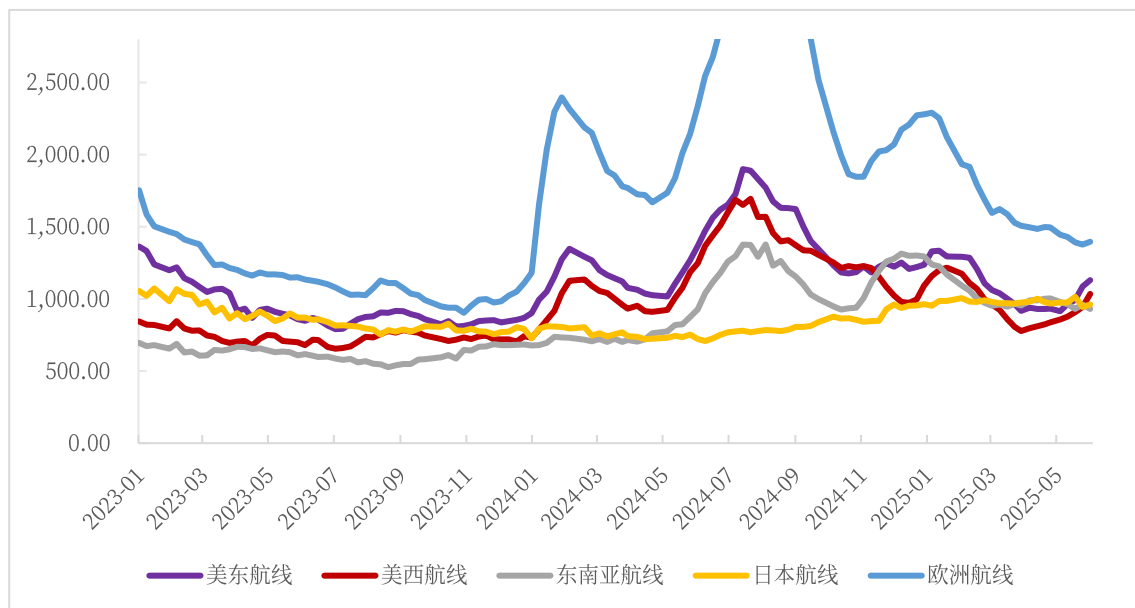


资料来源：Wind，商务部，财政部，人民日报，央广网，环球网，中航证券研究所（注：绿色阴影部分为摩擦升级期，红色阴影部分为摩擦缓和期）

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。据海关总署数据，以美元计价，中国5月出口同比增长4.8%，较前值下降3.3pcts，进口同比下降3.4%，较前值下降3.2pcts。但高频数据如中国出口集装箱运价指数已经好转，周度数据口径美东航线、美西航线自5月以来连续上行，上行斜率高于东南亚航线、欧洲航线、日本航线。5月9日至6月6日四周间，美东航线价格指数上涨23.40%，美西航线上涨20.67%，东南亚航线下降5.08%，欧洲航线下降3.34%，日本航线下降1.26%，或反映了中美贸易缓和引发其他地区货量供给部分回流美国。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。6月11日发布的《中非维护全球南方团结合作的长沙宣言》提出“中国愿通过商签共同发展经济伙伴关系协定，对除斯威士兰外53个非洲建交国落实100%税目产品零关税举措”，非美市场开放也正在加速推进。

图2 中国出口集装箱运价指数（单位：点）

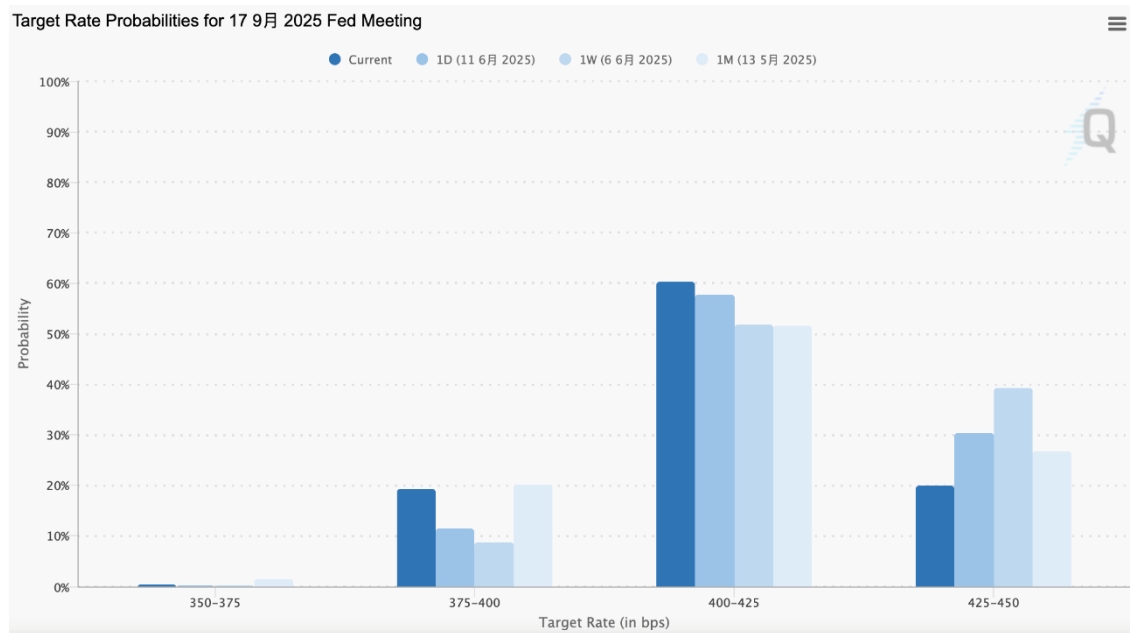


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：1998 年 1 月 1 日=1000）

全球角度来看，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。当地时间 6 月 12 日，美国财政部长贝森特表示，特朗普政府愿意将目前对美国主要贸易伙伴实施的 90 天关税暂缓期延长至 7 月 9 日以后，只要他们在正在进行的贸易谈判中表现出“诚意”。同日，美国商务部宣布将自 6 月 23 日起对多种钢制家用电器加征关税，包括洗碗机、洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。

美国 5 月通胀数据低于预期，或因为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。当地时间 6 月 11 日，美国劳工局发布美国 5 月 CPI 数据，CPI 同比增 2.4%，核心 CPI 同比增 2.8%，环比增速均较 4 月放缓，且均低于市场预期。通胀数据发布后，市场对美联储 9 月降息预期升温。CME 美联储观察工具的预测数据显示，9 月降息概率由一日前（6 月 10 日）的 61.7% 上升至 11 日的 69.6%。此后 6 月 12 日，美国发布的 PPI 数据再次低于预期，核心 PPI 同比 3.0%，创 2024 年 8 月以来的最低水平，市场对美联储 9 月降息的预期得到进一步提振。截至北京时间 6 月 13 日，美联储观察工具显示 9 月降息概率再次提升，当前高达 80%，年内降息两次预期不变。

图3 美联储观察工具显示 9 月降息概率提升（单位：%）

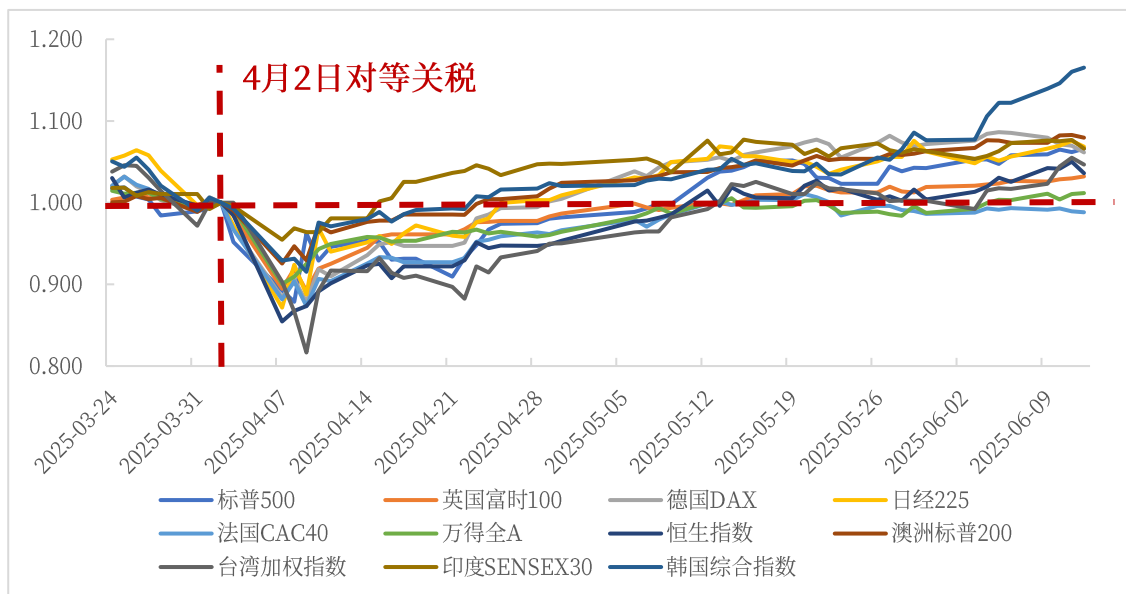


资料来源：CME，中航证券研究所整理（注：数据截至北京时间 2025 年 6 月 13 日 15: 45）

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。当地时间 12 日凌晨，以色列对伊朗发动行动代号为“狮子的力量”的袭击，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多轮空袭，袭击了至少 10 名伊朗核科学家，并打击了多个伊朗核设施，伊朗革命卫队总司令遇袭身亡。同时，以色列总理内塔尼亚胡称以军对伊朗的打击会“持续多日”。伊朗方面已向以色列发射了 100 多架无人机，以色列城市特拉维夫遭袭击，包括 10 处核设施。中东爆发新冲突，市场恐慌情绪蔓延，伦敦金现一度涨超 1.7%，对伊朗原油供应中断的担忧推升 WTI 原油盘中一度暴涨约 13%。与之对应，全球风险资产下跌，亚洲主要股票指数全面下跌。

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。

图4 全球主要股票市场均已回到或超过“对等关税”之前水平



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 6 月 12 日）

中航证券军工组认为，近期，国际局势动荡，印巴冲突再起、俄乌冲突出现反复、以色列对伊朗境内多个目标发动了袭击，以上冲突无一不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。对于我国而言，一方面新质新域作战方式或仍处于早期发展阶段，但确定性相对较强，有望助力军工板块中长期高景气发展；而军事智能化则成为抢占先机、主导战场的又一关键领域，从作战角度讲，智能化涉及情报处理、辅助决策等各个作战环节和领域，新的战争形态催生产业应用和需求。

市场层面，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。其中，中航成飞被调入沪深 300 指数；宗申动力、国睿科技等被调入中证 500 指数；西部材料、上大股份等被调入中证 1000 指数；中航沈飞被调入上证 50 指数。调入的成分股有望获得被动资金的增配，短期内可能得到更多市场关注并存在增量资金流入，推动股价上涨。而调出的成分股则面临抛压，股价可能短期内受到一定冲击。

## 投资建议：

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：

- 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