

2025 年 06 月 07 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

# "TACO 交易"或已过热，全球资金有望持续增配中国资产

## 报告摘要

### 核心观点：

- ◆ 由于此前美方已提前对外透露本周中美领导人或将通话，资金已提前博弈中美关系缓和，因此通话前中美股市均出现连续上涨，通话后中美股市或更多表现为兑现逻辑，当晚美股下跌，6 月 6 日 A 股三大指数仅沪指微涨。往后看，本轮中美领导人通话交易结束后，后续市场或将回归基本面。
- ◆ 内部结构来看，A 股此前热门的新消费主线近两日出现明显回调，而与之对应的，部分科技板块行业近两日连续上涨。正如我们此前指出，科技板块拥挤度已处于近年以来较低水平，并出现回升迹象，不排除近期市场主线出现切换。
- ◆ 近期部分数据再次显示美国经济或已经进入下行周期，而或因特朗普关税政策以来“TACO 交易”盛行甚至过热，当前美股已涨至“对等关税”之前水平，过于乐观的美股或已脱离基本面，后续美股波动或将加大。
- ◆ 同时，此前我们分析得出，中期看，“美元霸权体系”衰落趋势或将延续。近日加拿大、欧盟等多国或经济体表示和美国的关税谈判取得进展，中美领导人通话，俄乌冲突加剧，但作为传统安全资产的美元本周依旧回落，一度创 5 月以来新低，或反映“美元霸权体系”衰落的叙事已在市场成为较强的共识。但若如此，长期来看，该趋势则或将打破美元自 2008 年以来的牛市周期，不排除演变成更长周期的美元下行趋势。因此，我们复盘历史上近三轮美元下行周期大类资产表现情况。
- ◆ 复盘结果显示，美元长期下行趋势中，若全球经济相对稳定，则大类资产一定程度上表现为“美元落、万物生”。其中，黄金是最为受

## 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：《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》

中航策略周报：《强化底线思维，谋定而后动，哑铃风格有望回归》

股市有风险 入市需谨慎

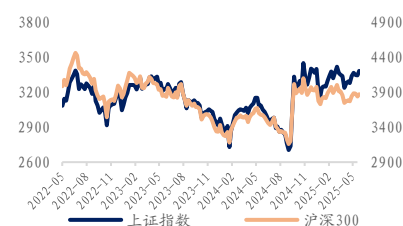
中航证券研究所发布 证券研究报告

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

益；非美主要货币以及快速成长的新兴市场货币有望成为美元货币的替代品；权益市场方面，经济相对较好的新兴市场受到全球资金青睐。本轮美元下行周期中，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。人民币资产有望在本轮美元下行周期中明显受益，承接全球再配置资金。

市场走势：



- ◆ 中航证券军工组认为，军工行业投资逻辑正逐渐从主题驱动向业绩驱动转变，企业基本面与未来预期的重要性日益凸显。在市场调整过程中，部分具备核心竞争力、估值处于合理区间的优质企业，性价比上具备了中长期配置价值。随着行业发展逐渐步入新阶段，市场对军工行业的认知与预期将不断趋于理性，“十五五”的军工行业发展将更加稳健、可持续。

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，本周市场整体上涨，上证指数（+1.13%）、深证成指（+1.42%）、沪深300（+0.88%）、科创50（+1.50%）、创业板指（+2.32%）、中证500（+1.60%）、中证1000（+2.10%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨2.69%。分行业来看，申万一级行业中通信、有色金属、电子表现较强，分别上涨5.27%、3.74%、3.60%；家用电器、食品饮料、交通运输表现较弱，分别下跌1.79%、1.06%、0.54%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为12088.54亿元，较上周增加1149.50亿元。估值方面，A股整体市盈率为19.19倍，较上周上涨1.27%。

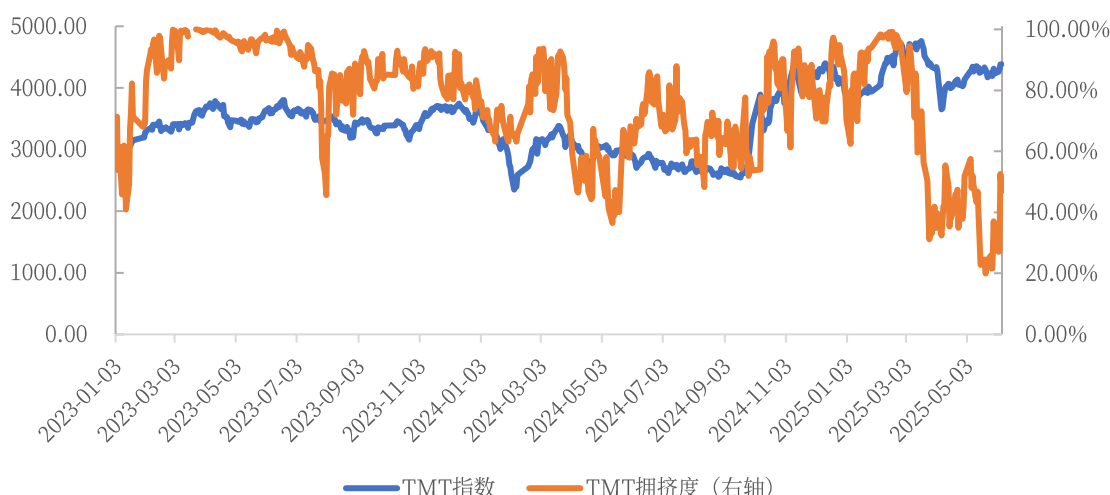
**正文：**

6月5日晚，国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。其中，美方表示将继续奉行一个中国政策，欢迎中国留学生来美学习；习近平主席欢迎特朗普总统再次访华。中美领导人再日内瓦会议后不到一个月通话，有助于后续机制的推进和指明解决问题的方向。此外，日内瓦会谈中，美方主要派出了两位代表，财政部长和美国贸易代表，而特朗普已经明确，接下来的会谈，要把美国商务部长加进来。美国财政部长主管宏观经济和金融，贸易代表主管关税，而商务部主管科技领域限制特别是出口管制，特朗普如此安排意味着接下来的中美谈判范围或将有所扩大。

由于此前美方已提前对外透露本周中美领导人或将通话，资金已提前博弈中美关系缓和，因此通话前中美股市均出现连续上涨，通话后中美股市或更多表现为兑现逻辑，当晚美股下跌，6月6日A股三大指数仅沪指微涨。往后看，本轮中美领导人通话交易结束后，后续市场或将回归基本面。

内部结构来看，A股此前热门的新消费主线近两日出现明显回调，而与之对应的，部分科技板块行业近两日连续上涨。正如我们此前指出，科技板块拥挤度已处于近年以来较低水平，并出现回升迹象，不排除近期市场主线出现切换。

图1 科技拥挤度底部回升

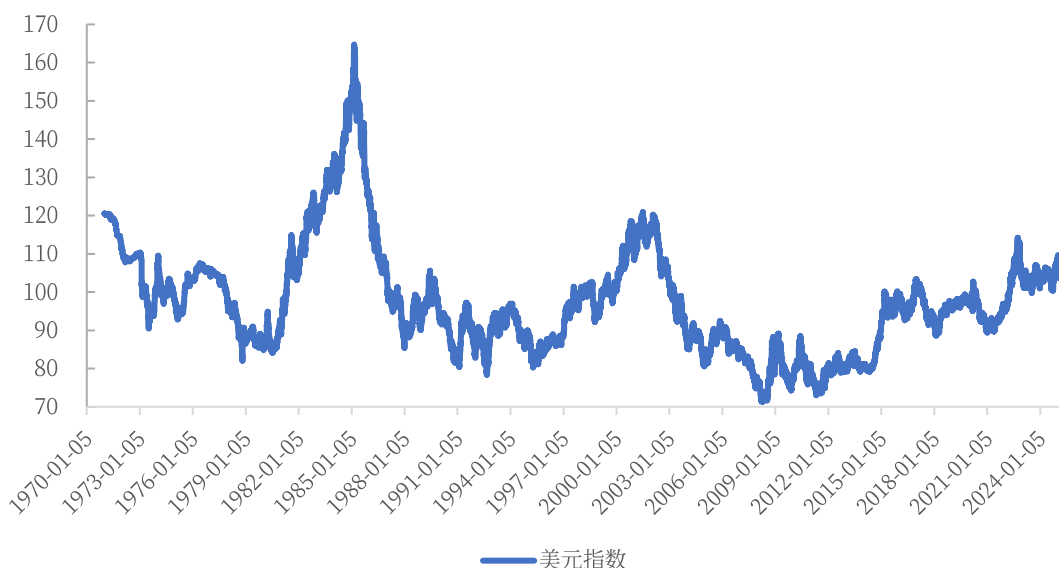


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：TMT 拥挤度为 TMT 指数成交额占万得全 A 比例的滚动 3 年历史分位数）

近期部分数据再次显示美国经济或已经进入下行周期，而或因特朗普关税政策以来“TACO 交易”盛行甚至过热，当前美股已涨至“对等关税”之前水平，过于乐观的美股或已脱离基本面，后续美股波动或将加大。（注：TACO 为“Trump Always Chickens Out”的缩写，翻译为特朗普总是退缩，即资金押注特朗普极限施压后一定会态度缓和）

同时，此前我们分析得出，中期看，“美元霸权体系”衰落趋势或将延续。近日加拿大、欧盟等多国或经济体表示和美国的关税谈判取得进展，中美领导人通话，俄乌冲突加剧，但作为传统安全资产的美元本周依旧回落，一度创 5 月以来新低，或反映“美元霸权体系”衰落的叙事已在市场成为较强的共识。但若如此，长期来看，该趋势则或将打破美元自 2008 年以来的牛市周期，不排除演变成更长周期的美元下行趋势。因此，我们复盘历史上近三轮美元下行周期大类资产表现情况。

图2 美元指数历史走势

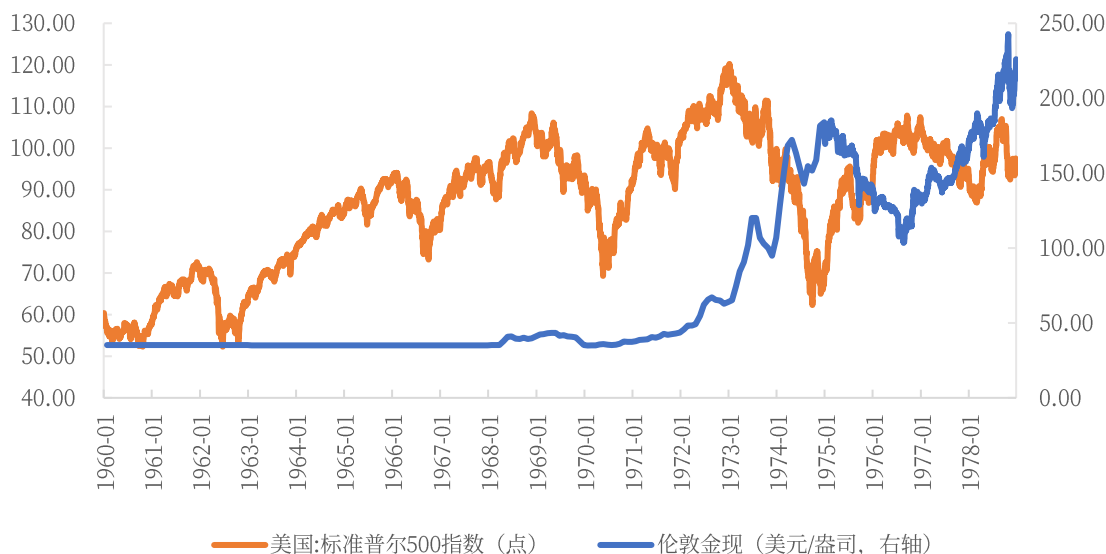


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

第一轮弱美元周期从 1971 年至 1980 年，背景为布雷顿森林体系解体，两次石油危机导致美国滞胀。20 世纪 50 至 60 年代欧洲经济复苏后换取黄金，美国黄金储备大量流失，60 至 70 年代爆发多次美元危机。1971 年 12 月《史密森协定》中，西方十国集团同意将自己的货币相对美元升值，美元对黄金贬值，同时美联储拒绝向他国的中央银行出售黄金。至此，美元与黄金挂钩的体制至此名存实亡，美元指数自 1971 年 1 月的高点 120.55 最大回撤 24.89% 至 1973 年 7 月的 90.54。与此同时，20 世纪 70 年代爆发两次石油危机，全球石油价格大涨，美国经济均陷入滞胀。世界各主要货币由于受投机商冲击被迫实行浮动汇率制度，1976 年达成以浮动汇率合法化、黄金的非货币化的《牙买加协定》，并于 1978 年 4 月生效。美元指数自 1976 年 6 月的阶段性高点一路走低至 1978 年 10 月终于止跌，经历约 2 年震荡至 1980 年 7 月开启上行周期。

美元体系崩塌与大滞胀背景下，黄金十年涨幅超 20 倍；美股大幅波动，一度回撤超 40%。大类资产中黄金表现强势，伦敦金现自 1970 年 1 月至 1975 年 2 月高点上涨超过 420%，1976 年 8 月低点至 1978 年 10 月上涨超过 130%。美股标普 500 经历上涨与回撤，1970 年 5 月至 1973 年 1 月上涨超过 60%，1973 年 1 月至 1974 年 10 月回撤超过 40%，或显示美股受基本面影响更大。

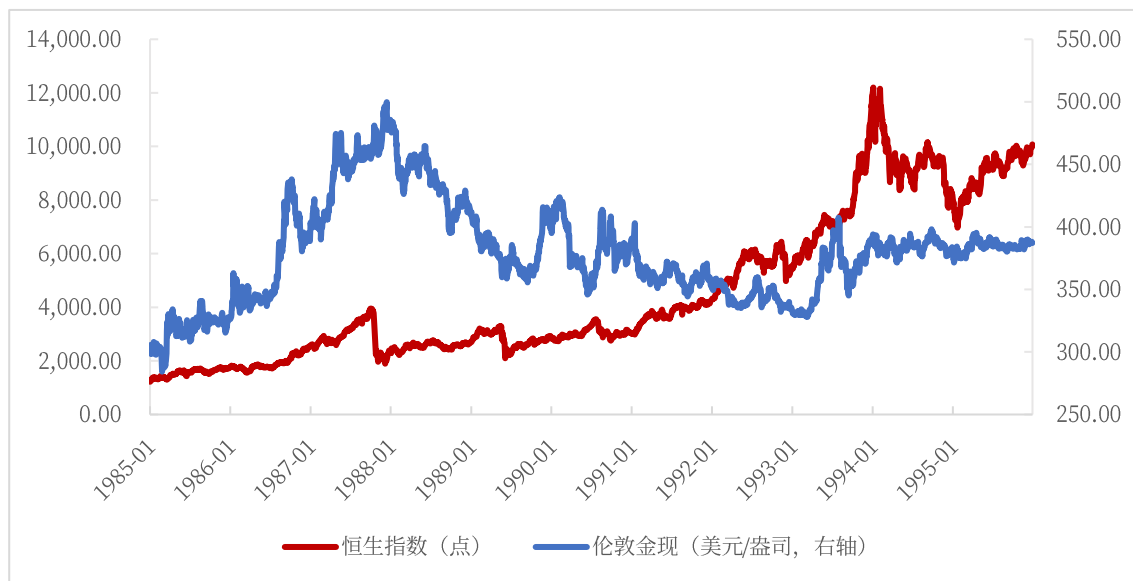
图3 第一轮弱美元周期，黄金上涨，美股回撤取决于基本面



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

第二轮弱美元周期为 1985 年至 1995 年《广场协议》使美元对主要货币有秩序贬值。美元指数在此前上行周期中由 1980 年 5 月低点升值超过 90%至 1985 年 2 月的高点，压制美国出口导致严重贸易逆差并出现贸易冲突。1985 年 9 月 22 日美国、日本、英国、法国及德国签署《广场协议》联合干预外汇市场，在国际外汇市场大量抛售美元，形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值。1987 年 2 月美国与日本、英国、法国、德国、加拿大签署《卢浮宫协议》以阻止美元跌势及稳定与各国汇率，但收效平平。美元指数自 1985 年 2 月高点 164.72 最大回撤 52.53%至 1992 年 9 月最低点 78.19，并止跌于 1995 年 4 月开启新一轮上行周期。大类资产中黄金反应较为迅速并表现强势，港股、MSCI 新兴市场连续上涨，日元升值，美股和长端美债价格在基本面带动下上涨。

图4 第二轮弱美元周期，黄金、港股上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

第三轮弱美元周期为 2001 年至 2008 年，美国经济先后出现两次危机，与之对应，新兴市场崛起，欧元快速普及、流通。中国 2001 年加入 WTO，以中国为代表的新兴经济体崛起，改变了长期以来世界经济由发达国家所主导乃至垄断的局面。2002 年，新的欧元纸币和欧元硬币启用，成为欧元区国家的法定货币，多国官方先后停止使用原有货币作为法定货币，欧元兑美元持续升值。

大类资产中黄金强势，中国大陆、香港等新兴市场经济扩张增速上行，其股市相应进入上涨区间，美股回调后修复。欧元、日元相对于美元均升值，但日本股市表现 V 字反转，显示股市主要由基本面指引。

**图5 第三轮弱美元周期，黄金、A股上涨**


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

综上复盘，美元长期下行趋势中，若全球经济相对稳定，则大类资产一定程度上表现为“美元落、万物生”。其中，黄金是最为受益；非美主要货币以及快速成长的新兴市场货币有望成为美元货币的替代品；权益市场方面，经济相对较好的新兴市场受到全球资金青睐。本轮美元下行周期中，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。人民币资产有望在本轮美元下行周期中明显受益，承接全球再配置资金。

中航证券军工组认为，行业皆有周期，军工行业依然处于景气大周期，大周期中的小周期或将接近尾声，十四五已至末年，“十五五”全新征程和2027年目标迫在眉睫时不我待。企业内功愈发重要，公司治理水平是否能持续提升，能否在业务聚焦和多元化之间做好平衡、能否军品和民品协调发展提升抗风险能力、能否放眼长远持续投入研发提高附加值，这些方面将会考验公司熨平周期的能力，也将成为赢得长期溢价的重要因素。军工行业投资逻辑正逐渐从主题驱动向业绩驱动转变，企业基本面与未来预期的重要性日益凸显，投资决策需要更加注重对企业长期价值的挖掘，不同公司发展的差异性也将加大，择股也变得更加重要。在市场调整过程中，部分具备核心竞争力、估值处于合理区间的优质企业，“老白马”依旧白，性价比上具备了中长期配置价值。随着行业发展逐渐步入新阶段，市场对军工行业的认知与预期将不断趋于理性，“十五五”的军工行业发展将更加稳健、可持续。

#### 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, 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