

金融市场分析周报

(2025.05.26-2025.05.30)

报告摘要

- **工业利润**：在国内经济支持政策推动下，工业企业利润继续改善，装备制造业和高新技术制造业增速较快。4 月工业企业利润同比增速加快 0.4 个百分点至 3%，1-4 月累计利润同比增速较 1-3 月提高 0.6 个百分点至 1.4%，表明在国内一揽子稳经济政策推动下工业企业利润正稳步恢复。从三大工业行业利润看，采矿业成为主要拖累，制造业尤其是高科技业仍是主要支撑，在大力提倡发展新质生产力下，装备制造业和高新技术制造业的拉动作用明显。
- **PMI**：稳经济政策及中美关税谈判突破推动下，制造业景气度边际改善，非制造业温和复苏。5 月制造业 PMI 为 49.5，较 4 月回升 0.5 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.3，较 4 月下降 0.1 个百分点。制造业供需两端均有改善，供给端重回扩张区间，但其他主要指数多数仍处于萎缩区间。非制造业的服务业活动小幅扩张，但建筑业活动扩张明显放缓。总体看，中国经济仅处于企稳阶段，反弹力度不强，后续仍需要新政策的推动。
- **资金面分析**：央行增大投放，跨月期间资金价格维持平稳；月初逆回购到期量环比上行，资金面有望维持平衡态势。本周央行公开市场共开展了 16026 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 9460 亿元逆回购到期，本周央行公开市场全口径净投放 6566 亿元。本周央行增大投放，跨月期间资金价格维持平稳。下周为月初第一周，资金面面临的季节性冲击因素有所减弱，有助于资金面边际放松。继本周政府债融资额回落后，下周政府债融资规模持续缩减，处于近期低位，预计对于资金面影响将减小。本周月末，央行对于资金面整体体现出呵护态度，全周逆回购大额投放，下周逆回购到期量环比上行，叠加政府债融资额下

主要数据

上证指数	3376.2029
沪深 300	3868.7429
深证成指	10144.581

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2025-05-30
4 月经济展现韧性，5 到 7 月的经济走势决定政策节奏 —2025-05-26
金融市场分析周报 —2025-05-22

行，央行存在大额回收资金的可能，下周需关注央行公开市场投放情况。

- **利率债：**受中美关税暂时缓和的影响，5 月份制造业 PMI 环比回升，但仍在收缩区间，根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在关税缓和期内抢出口或延续，对经济短期内形成一定支撑。具体到债市，目前资金面整体宽松，DR007 维持在略高于政策利率的状态，短期不存在大幅收紧的条件，对债市形成呵护。受关税冲击影响，基本面将处在区间震荡的状态，预计实际增长继续波动式运行，有望实现全年 5% 的目标，环比秋季或有回落，同比或二三季度偏平、四季度回落。货币政策预计维持“适度宽松”状态，从息差等因素考虑，下半年再次降息的概率在降低，但降准预计还有一次，国债买卖也会适时重启。整体而言，债市或呈现震荡偏牛的走势，但不容忽视的是扰动较多，节奏判断难度大。
- **权益市场：**本周市场表现分化，稳定风格表现较强。上证指数（-0.03%）、深证成指（-0.91%）、沪深 300（-1.08%）、科创 50（-0.36%）、创业板指（-1.40%），表现较弱、中证 500（0.32%）、中证 1000（0.62%），表现较强。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 0.39%，周期风格表现较弱，下跌 1.21%。分行业来看，申万一级行业中环保、医药生物、国防军工表现较强，分别上涨 3.42%、2.21%、2.13%；汽车、电力设备、有色金属表现较弱，分别下跌 4.11%、2.44%、2.40%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 10939.05 亿元，较上周减少 794.29 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

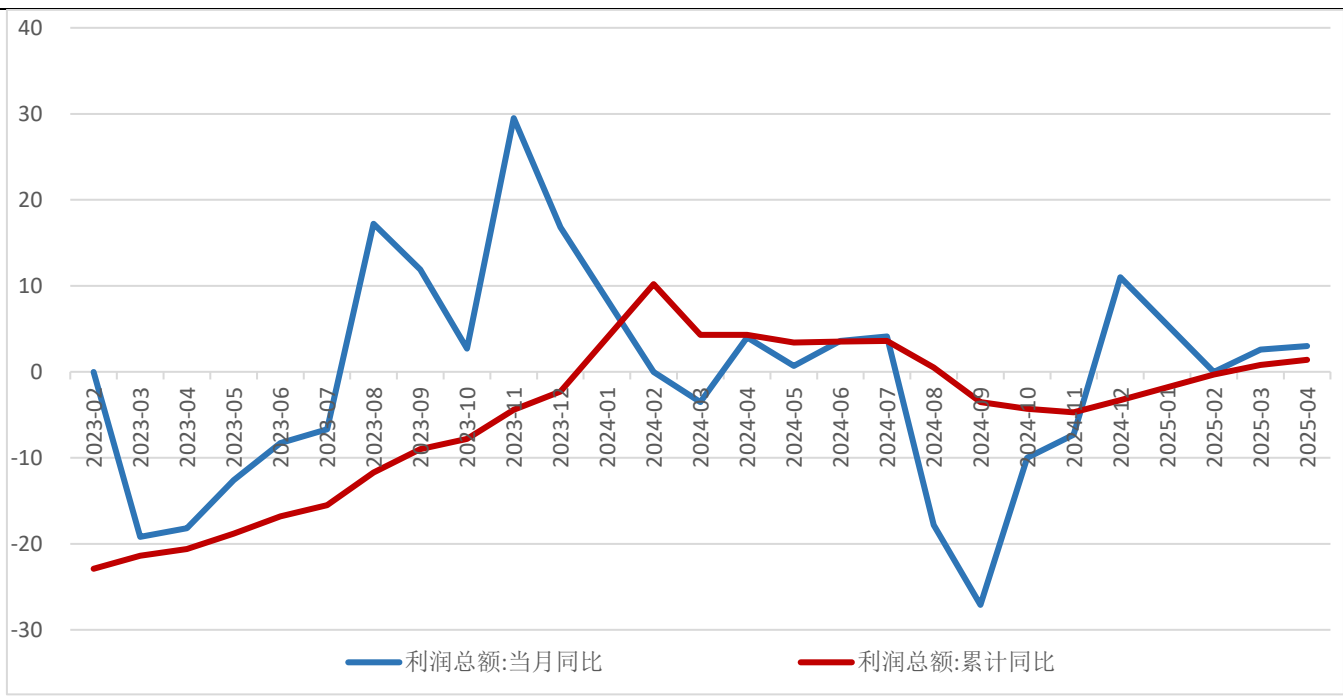
一、 本周重点经济	4
1.1 在国内经济支持政策推动下，工业企业利润继续改善，装备制造业和高新技术制造业增速较快	4
1.2 稳经济政策及中美关税谈判突破推动下，制造业景气度边际改善，非制造业温和复苏	5
1.3 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：央行增大投放，跨月期间资金价格维持平稳；月初逆回购到期量环比上行，资金面有望维持平衡态势	7
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场大额净投放，虽进入月末，但资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率涨跌不一	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：全球配置再平衡，港股估值重估正在路上	13

一、 本周重点经济

1.1 在国内经济支持政策推动下，工业企业利润继续改善，装备制造业和高新技术制造业增速较快

尽管受美国加征关税不利冲击，但在国内稳经济政策对冲下，工业企业利润仍继续改善。4月规模以上工业企业利润同比增速加快0.4个百分点至3%；1-4月累计，工业企业利润同比增长1.4%，较1-3月提高0.6个百分点，表明在国内一揽子稳经济政策推动下工业企业利润正稳步恢复。

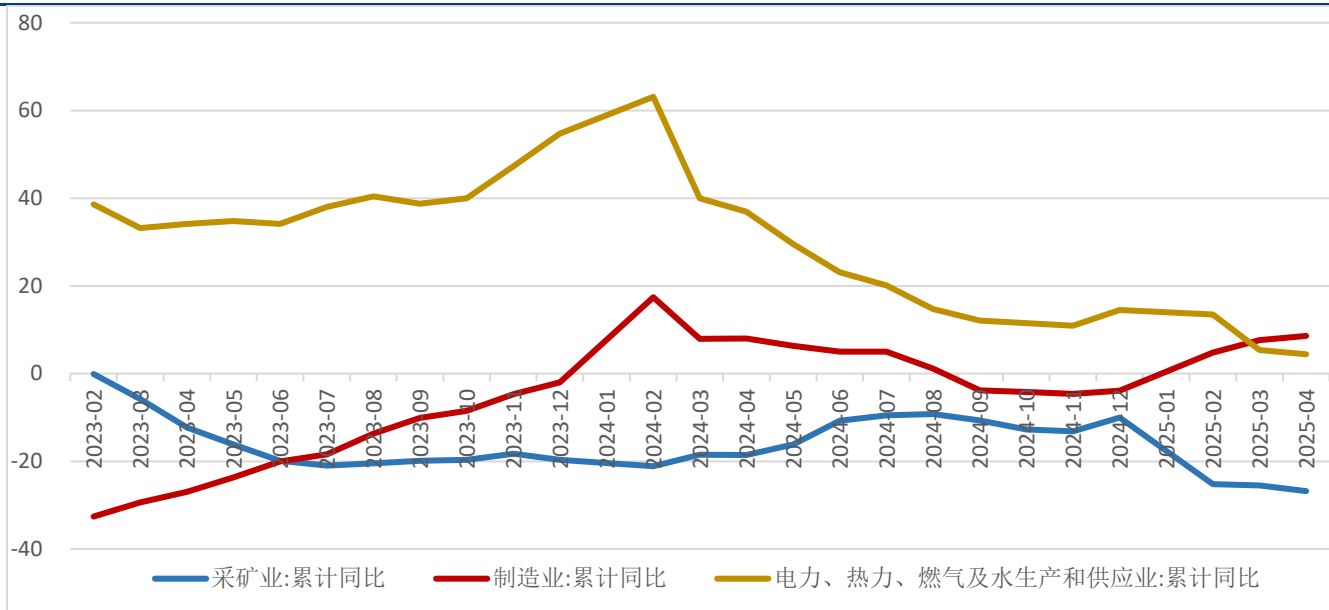
图 1：1-4 月工业企业利润正稳步恢复（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

制造业尤其是高科技业仍是主要支撑，采矿业成为主要拖累。从三大工业行业看，制造业利润总额增速加快，1-4月同比增速上行1个百分点至8.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增速放缓1个百分点至4.4%；采矿业利润同比下降26.8%，降幅继续扩大1.3个百分点。具体看占比较重的制造业，在大力提倡发展新质生产力下，装备制造业和高新技术制造业的拉动作用明显，1-4月装备制造业利润同比增长11.2%，较1-3月加快4.8个百分点，高技术制造业利润同比增速加快5.5个百分点至9%，通用设备行业利润同比增长加快2.2个百分点至11.7%，但专用设备同比增速放缓1个百分点至13.2%，不过仍保持较高增速。

图 2：制造业仍是主要支撑，采矿业成为主要拖累（%）

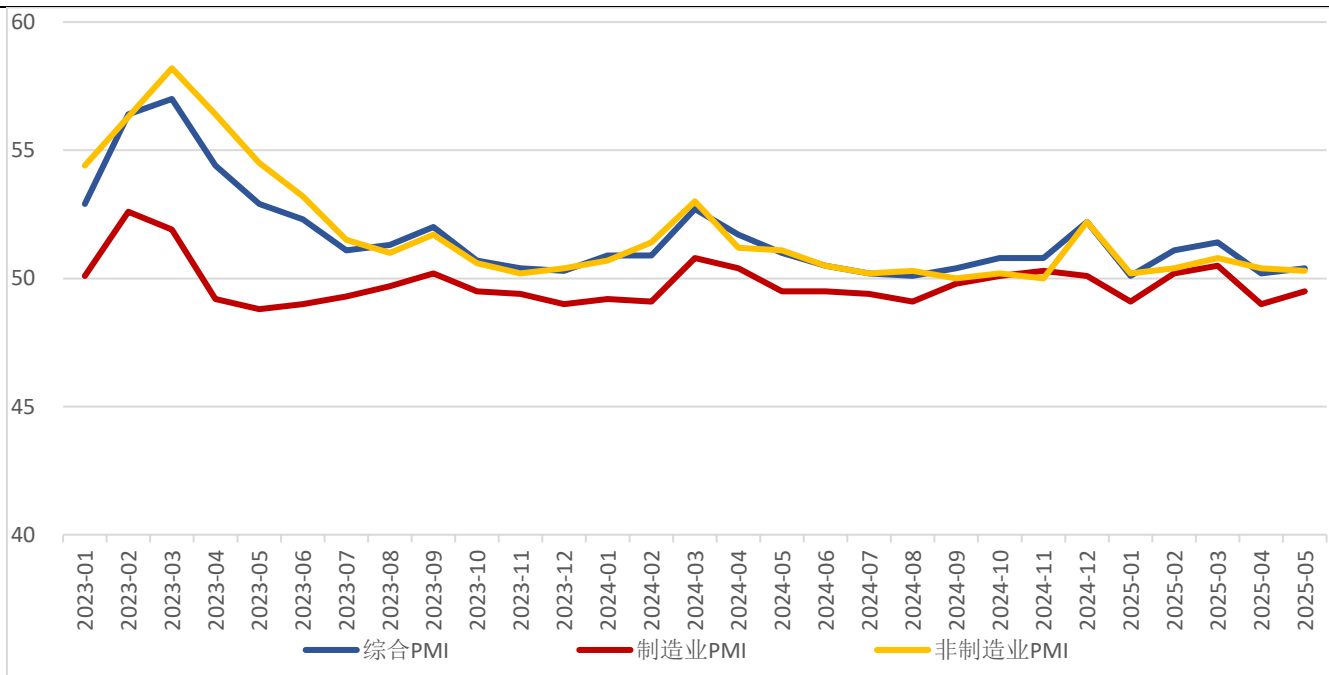


资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 稳经济政策及中美关税谈判突破推动下，制造业景气度边际改善，非制造业温和复苏

随着中美关税谈判取得进展,出口快速下滑态势得以遏制,制造业景气度边际改善,非制造业继续温和复苏。5月制造业采购经理指数(PMI)为49.5,较4月回升0.5个百分点;非制造业商务活动指数为50.3,较4月下降0.1个百分点;综合PMI产出指数提高0.2个百分点至50.4,表明企业生产经营活动扩张小幅加速。

图3: 5月制造业景气度边际改善,非制造业继续温和复苏(%)

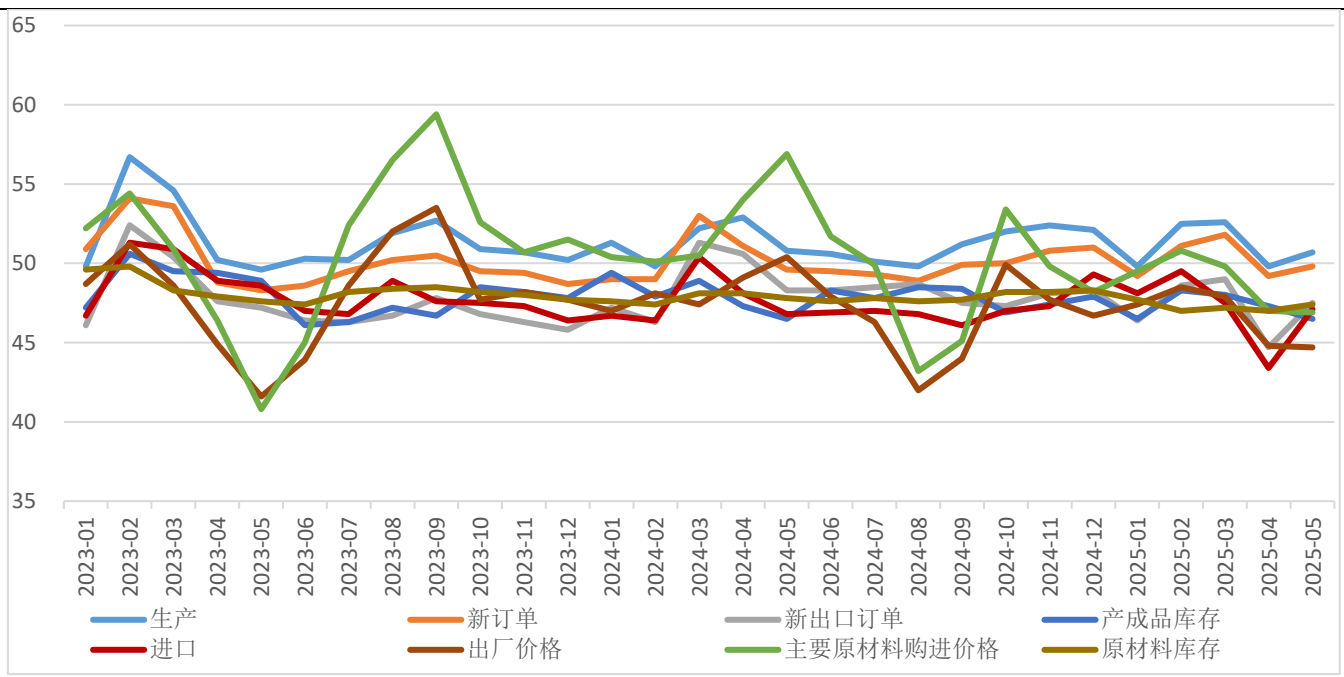


资料来源: Wind、中航证券研究所

制造业方面,供给端在上月短暂收缩后重现扩张,需求萎缩程度有所改善。5月,制造业生产指数上升0.9个百分点至50.7,再次升至临界点以上;新订单指数为49.8,较4月提高0.6个百分点,其中新出口订单指数从4月的低点回升2.8个百分点至47.5,主因是中美贸易谈判取得实质性进展,双方大幅降低互加关税,部分

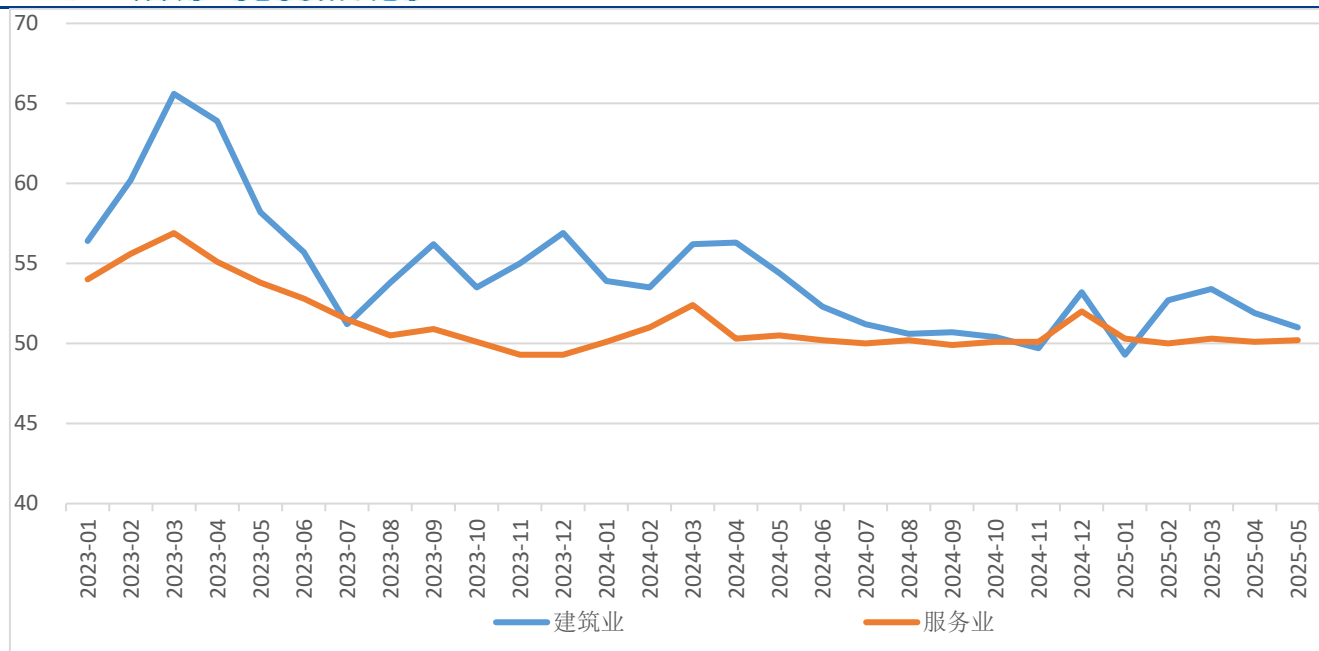
出口企业外贸订单加速重启, 并赶在 90 天暂停期内提前采购, 使得出口情况大幅改善。受需求向好的带动, 5 月制造业从业人员指数提高 0.2 个百分点至 48.1, 同时原材料采购活动边际改善, 采购量指数为 47.6, 较 4 月提高 1.3 个百分点, 不过这两个指标仍连续两个月落在临界点以下。库存方面, 5 月企业继续减少产成品库存, 产成品库存指数下降 0.8 个百分点至 46.5。价格指数方面继续低迷, 5 月主要原材料购进价格指数、出厂价格指数均下降 0.1 个百分点分别至 46.9、44.7, 说明需求整体仍弱。随着中美贸易冲突缓和, 制造业企业信心得到一定提升, 5 月生产经营活动预期指数为 52.5, 较 4 月提高 0.4 个百分点。

图 4: 5 月制造业供需两端均有改善, 但其他主要指数多数仍处于萎缩区间 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

服务业活动小幅扩张, 但建筑业活动扩张明显放缓。5 月, 服务业商务活动指数小幅上升 0.1 个百分点至 50.2, 主因是“五一”假期带动下, 居民旅游出行、餐饮消费等较为活跃, 铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数明显回升; 建筑业



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.3 一周要闻

1) 国家统计局公布数据显示，5 月份，我国制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点。综合 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为 47.5%和 47.1%，比上月上升 2.8 和 3.7 个百分点。

2) 美国关税政策再生变数。美国联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，对于暂停期是否会进一步延长，联邦上诉法院尚在考虑之中。此前，美国国际贸易法院裁定，美国政府 4 月 2 日依据《国际紧急经济权力法》发布对多国加征关税的行政令属越权行为，是非法的，禁止执行相关行政令。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行增大投放，跨月期间资金价格维持平稳；月初逆回购到期量环比上行，资金面有望维持平衡态势

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 6566 亿元

本周央行公开市场共开展了 16026 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 9460 亿元逆回购到期，本周央行公开市场全口径净投放 6566 亿元。下周央行公开市场将有 16026 亿元逆回购到期，其中下周二至下周五分别到期 8300 亿元、2155 亿元、2660 亿元、2911 亿元。

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	1350	3570	1570	1545	1425
7 天	3820	4480	2155	2660	2911
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	2470	910	585	1115	1486

资料来源: Wind、中航证券研究所

资金面的复盘: 央行增大投放, 跨月期间资金价格维持平稳。本周为 5 月份最后一周, 跨月为资金面带来季节性压力。同时受五一假期影响, 本月税期后延, 本周一为缴税走款最后一天, 税期对于 1 资金面的影响仍然持续。本周一央行增大逆回购投放量, 全周单日逆回购均增量投放, 受此影响, 本周资金价格维持平稳, 隔夜资金利率较上周整体回落, 仅五月三十日当日有所上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.5667%, R007 加权平均升至 1.6972%; 本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.6190%, GC007 加权平均降至 1.6380%。

表 2: 本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.5489	1.4895	1.4579	1.4635	1.5667
	R007	1.6960	1.6794	1.6948	1.7402	1.6972
	R014	1.6871	1.6893	1.7121	1.7270	1.6968
	R021	1.6998	1.6813	1.7065	1.7313	1.6767
	R1M	1.6639	1.6111	1.6271	1.6997	
上交所协议回购	206001	1.9420	1.9350	1.9160	1.9470	
	206007	2.0990	2.0270	2.0340	2.0910	1.9700
	206014	2.1500	2.2030	2.3730	2.2610	2.9250
	206021	2.8410	3.5290	3.5150	3.4540	2.9680
	206030	2.6470	3.6840	3.6740	2.3720	2.5060
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.5543	1.5559	1.5515	1.5675	1.5525

资料来源: Wind、中航证券研究所

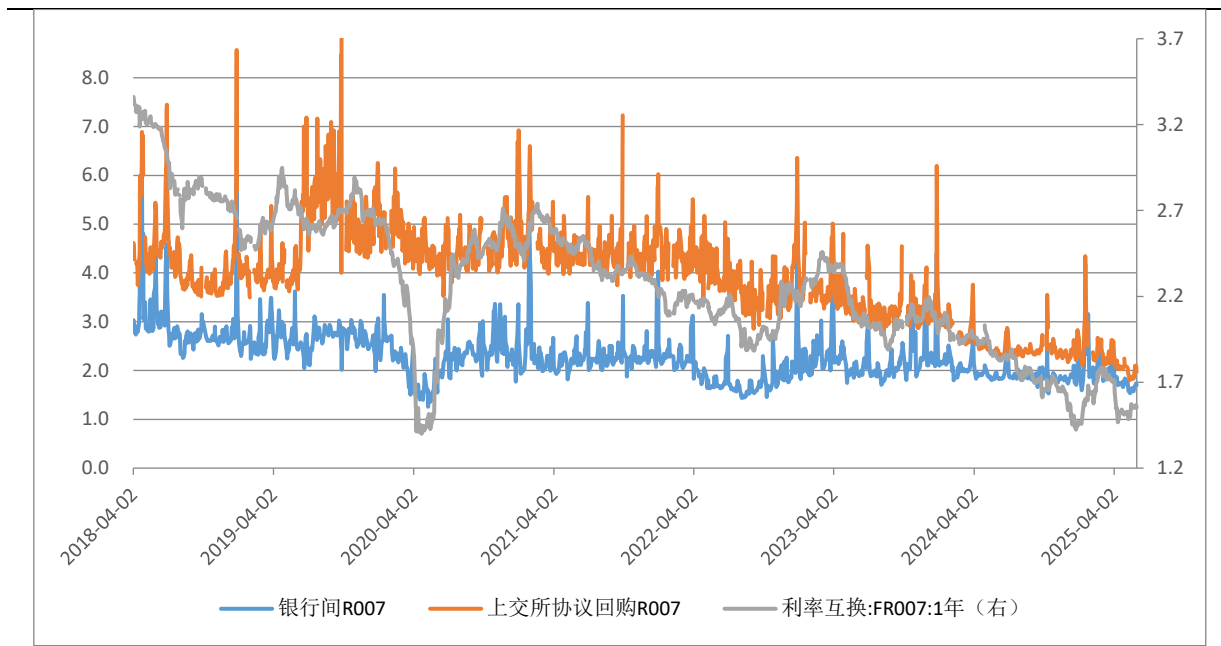
2) 资金面的展望: 月初逆回购到期量环比上行, 资金面有望维持平稳

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。

下周为月初第一周，资金面面临的季节性冲击因素有所减弱，有助于资金面边际放松。继本周政府债融资额回落后，下周政府债融资规模持续缩减，处于近期低位，预计对于资金面影响将减小。本周月末，央行对于资金面整体体现出呵护态度，全周逆回购大额投放，下周逆回购到期量环比上行，叠加政府债融资额下行，央行存在大额回收资金的可能，下周需关注央行公开市场投放情况。

图 6：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：央行本周公开市场大额净投放，虽进入月末，但资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行

1) 利率债走势复盘：央行本周公开市场大额净投放，虽进入月末，但资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅上行

周一，央行开展了 3820 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1350 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 2470 亿元。消息面较为平静，当天为税期截止日及 7 天资金可跨月日，资金面均衡宽松，债市微幅震荡，存单利率小幅上行，当天 250004 上行 0.2bp 到 1.692%。

周二，央行开展了 4480 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 3570 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 910 亿元。资金面方面，税期影响接近尾声，同时央行公开市场已连续七日净投放，银行间市场周一暖意融融。存款类机构隔夜回购加权利率降回 1.50% 附近；非银机构质押信用债融入隔夜资金报价自盘初的 1.6% 以上。1-4 月工业企业利润同比增长 1.4%，基本符合预期，存单利率小幅上行，基金赎回压力下国债收益率小幅上行，当天 250004 上行 0.55bp 到 1.6975%。

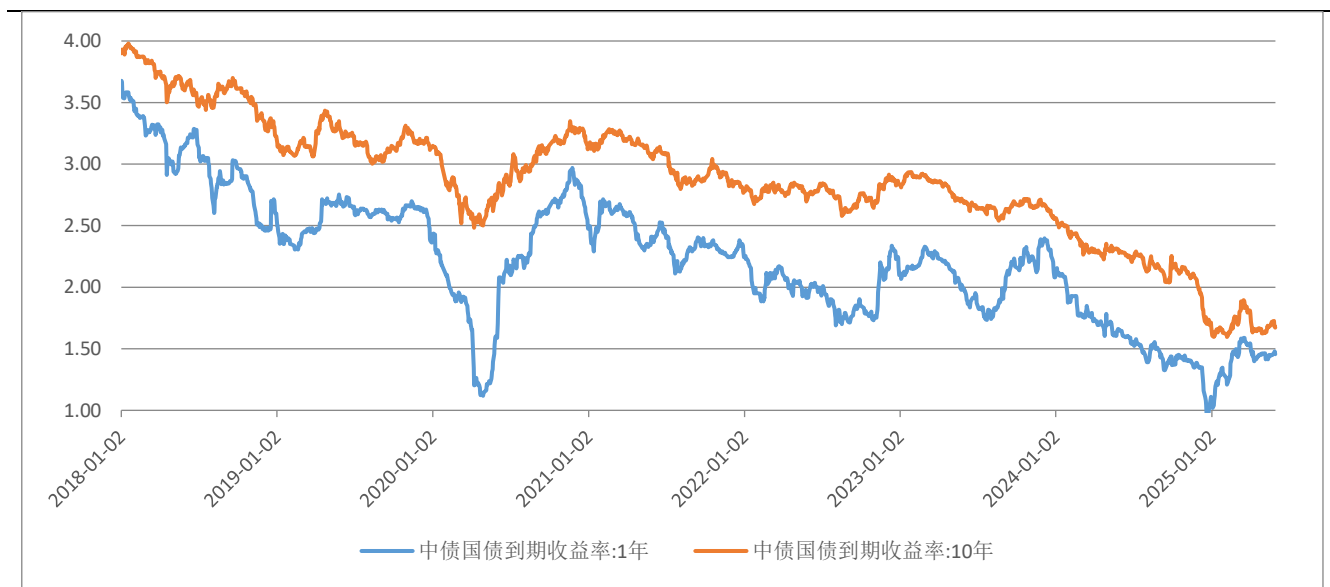
周三，央行开展了 2155 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1570 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 585 亿元。资金面方面，税期走款过后而月末时点未至，银行间市场周二流动性继续向宽，存款类机构主要回购利率普降，其中隔夜降逾 6bp 至 1.45% 下方；非银机构质押信用债融入隔夜，报价在 1.53%-1.55% 间。资金面均衡宽松，存单利率延续小幅上行走势，基金赎回压力持续，当天 250004 上行 0.7bp 到 1.7045%。

周四，央行开展了 2660 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1545 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 1115 亿元。资金面方面，银行间市场周三流动性继续向宽，存款类机构主要回购利率普降，其中隔夜降逾 3bp 逼近 1.4% 关口；非银机构质押信用债融入隔夜，报价在 1.55% 上下。消息面方面，美国国际贸易法院阻止特朗普政府关税措施生效，股市上涨，10Y 国债收益率小幅上行，当天 250004 上行 1.05bp 到 1.715%。

周五，央行开展了 2911 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。Wind 数据显示，当日 1425 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1486 亿元。资金面方面，银行间市场周四存款类机构主要回购利率波动微弱，隔夜维持在 1.4% 附近低位；月末将至对非银机构影响稍明显，以信用债为抵押融入隔夜，最新报在 1.6%，较上日上行，跨月品种报价亦上涨。美国上诉法院批准特朗普政府请求，特朗普关税措施暂时维持有效，股市下跌，10Y 国债收益率小幅下行，当天 250004 下行 1.5bp 到 1.7%。

全周来看，央行公开市场累计净投放 6566 亿元，资金面整体较为宽松，10 年国债 250004 累计上行 1bp 至 1.70%。

图 7：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：受中美关税暂时缓和的影响，5 月份制造业 PMI 环比回升，但仍在收缩区间，根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在关税缓和期内抢出口或延续，对经济短期内形成一定支撑。具体到债市，目前资金面整体宽松，DR007 维持在略高于政策利率的状态，短期不存在大幅收紧的条件，对债市形成呵护。

受关税冲击影响，基本面将处在区间震荡的状态，预计实际增长继续波动式运行，有望实现全年 5% 的目标，环比秋季或有回落，同比或二三季度偏平、四季度回落。货币政策预计维持“适度宽松”状态，从息差等因素考虑，下半年再次降息的概率在降低，但降准预计还有一次，国债买卖也会适时重启。整体而言，债市或呈现震荡偏牛的走势，但不容忽视的是扰动较多，节奏判断难度大。

PMI: 5 月 PMI 环比上升 0.5ppt 至 49.5%，其中新订单、生产分项分别环比上升 0.6、0.9 个百分点至 49.8%、50.7%，供给仍然强于需求，且供需差异有所扩大。其余分项中，从业人员、原材料库存分别环比上升 0.2、0.4 个百分点至 48.1%、47.4%，生产经营活动预期环比上升 0.4 个百分点至 52.5%，皆呈现边际小幅改善态势，但是绝对水平整体偏弱。5 月 12 日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，关税矛盾显著缓和，这也带动了进出口的修复。统计局表示：“调查中部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进出口情况有所改善。”5 月 PMI 新出口订单、进口分项分别为 47.5%、47.1%，环比上升 2.8、3.7 个百分点，但是仍然处于收缩区间。分行业来看，4 月受关税影响较大的纺织服装服饰业出口订单环比改善 8.9 个百分点，但是绝对水平仍然较低，电气机械、专用设备、电子等机电产品出口订单环比修复程度较高。

工业企业利润数据: 今年 4 月工业企业盈利同比增速较 3 月的 2.5% 小幅改善至 3%，主要受中下游行业利润率回升的提振，营业收入增速有所放缓。整体而言，行业中油价及黑色系价格下跌对石化及煤炭开采等行业利润率形成拖累，但中下游行业的整体利润率有所改善，尤其是电气机械、铁路船舶、汽车、仪器仪表等行业利润率小幅上行，推动企业盈利增速温和回升。从上下游来看，上游行业利润增速同比降幅从 3 月的 26.4% 小幅走阔至 30.8%，营业收入同比降幅则较 3 月的 12.1% 亦略收窄至 10.6%，其中，煤炭开采和石油天然气开采盈利同比降幅分别从 3 月的 48.4%/6.6% 走阔至 52.8%/18.7%，但有色金属矿采选盈利同比增速较 3 月的 52.4% 回落至 21.1%。中游制造业利润同比增速较 3 月的 18.8% 回落至 12.6%，其中营收同比增速较去 3 月的 4.4% 放缓至 2.7%，分行业而言，电气机械/计算机通信/铁路船舶等行业利润同比增速较 3 月的 22.8%/12.7%/29.2% 上行至 30.5%/30.8%/58.3%，电力热力供应行业盈利同比增速较 3 月的 -4.6% 回升至 4.1%，其他行业同比回落。下游制造业利润同比从 3 月的 -3.5% 回正至 5.4%，利润率回升形成提振，计算机及汽车行业盈利有所改善。分行业中，汽车制造利润同比降幅较 3 月的 28.1% 收窄至 2.2%，计算机通信利润同比增速从 3 月的 12.7% 回升至 30.8%，部分受“以旧换新”政策的拉动。

总的来看，受中美关税暂时缓和的影响，5 月份制造业 PMI 环比回升，但仍在收缩区间，根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在关税缓和和期内抢出口或延续，对经济短期内形成一定支撑。具体到债市，目前资金面整体宽松，DR007 维持在略高于政策利率的状态，短期不存在大幅收紧的条件，对债市形成呵护。受关税冲击影响，基本面将处在区间震荡的状态，预计实际增长继续波动式运行，有望实现全年 5% 的目标，环比秋季或有回落，同比或二三季度偏平、四季度回落。货币政策预计维持“适度宽松”状态，从息差等因素考虑，下半年再次降息的概率在降低，但降准预计还有一次，国债买卖也会适时重启。整体而言，债市或呈现震荡偏牛的走势，但不容忽视的是扰动较多，节奏判断难度大。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回升

本周同业存单净融资规模为 167.70 亿元。其中，发行总额达 6,695.00 亿元，平均发行利率为 1.7006%，到期量为 6,527.30 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 0.03bp 报 1.6245%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 3.43p 报 1.6819%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 2.09bp 报 1.6972%，9M 存单平均发行利率较上周上行 4.73bp 报 1.7709%。

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 2,539.45 亿元，环比减少 76.82 亿元，偿还量约 2,059.71 亿元，净融资额约 479.74 亿元，环比回升 293.47 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌不一，1 年期各评级信用债收益率上行 2.85p~上行 3.85bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.51bp~上行 2.49bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.98bp~上行 1.18bp。

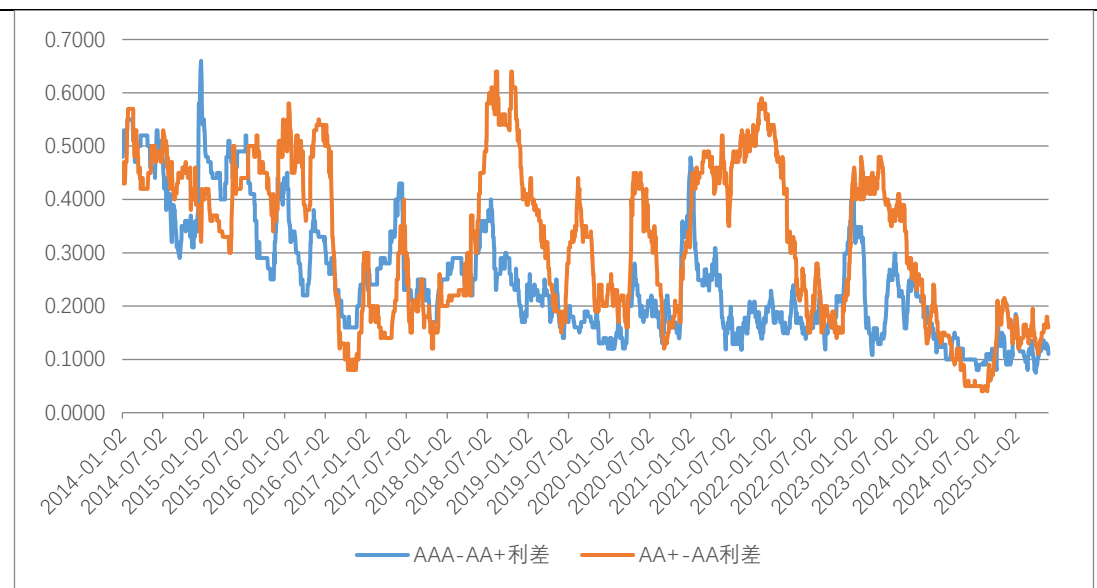
表 3：信用债各期限收益率水平

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	1.7227	0.90%	3.85
信用债(AAA):3 年	1.8453	1.30%	2.49
信用债(AAA):5 年	1.9563	1.40%	1.18
信用债(AA+):1 年	1.7977	0.60%	3.84
信用债(AA+):3 年	1.9553	1.00%	1.49
信用债(AA+):5 年	2.0963	1.40%	-0.82
信用债(AA):1 年	1.8427	0.50%	2.85
信用债(AA):3 年	2.1053	0.90%	-1.51
信用债(AA):5 年	2.3863	2.90%	-1.98

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 1.36bp、缩小 2.35bp、缩小 4.36bp，5Y-3Y 利差分别缩小 1.31bp、缩小 2.31bp、缩小 0.47bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 11bp，较上周缩小 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 15bp，较上周缩小 3bp。

图 8：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：全球配置再平衡，港股估值重估正在路上

1) 权益市场走势复盘：本周市场表现分化，稳定风格表现较强

本周市场表现分化，稳定风格表现较强，上证指数（-0.03%）、深证成指（-0.91%）、沪深 300（-1.08%）、科创 50（-0.36%）、创业板指（-1.40%），表现较弱、中证 500（0.32%）、中证 1000（0.62%），表现较强。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 0.39%，周期风格表现较弱，下跌 1.21%。分行业来看，申万一级行业中环保、医药生物、国防军工表现较强，分别上涨 3.42%、2.21%、2.13%；汽车、电力设备、有色金属表现较弱，分别下跌 4.11%、2.44%、2.40%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 10939.05 亿元，较上周减少 794.29 亿元。

2) 权益市场展望：

本次美国政府内部对于特朗普政府关税政策是否合法的裁决与上诉，背后是美国总统和国会之间权利的博弈。特朗普执政风格为不确定性高，本届特朗普上台后不断试图扩大总统权力，或导致美国政府内部各权利群体之间的博弈加剧，美国政策不稳定性进一步提升。当前尚不能确认“对等关税”政策受阻，同时参考 2018 年至 2019 年中美贸易摩擦，特朗普政府仍有其他关税手段，特朗普团队称有备用方案的真实性较高，全球贸易秩序重塑趋势或仍在继续。

正常情况下，当美国经济良好时，美元升值，美债收益率同步提升，反之二者同步下跌。4 月以来，美元指数震荡下行，美债利率震荡上行，这种背离的组合或反映当前全球资本正在抛售美元资产，背后或是“美元霸权体系”的衰落。中期看，该趋势或将延续。

中期看，本轮国际资本从美元资产流出、全球配置再平衡的过程中，港股或将更为受益，有望迎来估值重估。

首先，港股市场上外汇资金流动更为自由，市场机制更加与国际接轨，且投资者结构以机构为主导，定价效率更高，因此具备吸引全球资金的条件。

市场质量来看，港股上市公司汇集高竞争力的科技巨头。当前中国政策决策层鼓励 A 股、中概股优质公司赴港上市，港股市场质量有望进一步提升。部分 AH 股的低溢价率甚至溢价率倒挂或显示优质 A 股赴港上市的公司受到外资青睐。同时，当前港股估值较低，在全球具备明显优势。

从近十年 5-7 月主要指数市场表现来看，市场流传的“五穷六绝七翻身”并不准确。4 月政治局会议和财报季结束后，5 月上旬市场先呈现兑现压力；5 月中旬至 6 月上旬，市场进入业绩真空期的炒作阶段，风格上呈现先小盘后大盘、先成长后价值，多数板块轮动上涨的态势，其中科技板块表现最好。6 月中旬至 7 月底市场一般缺乏热点，多表现为调整，期间红利板块或因 6 月至 7 月的集中分红期后，整体表现较弱，7 月中旬市场或提前博弈 7 月政治局会议内容，周期板块涨幅第一且胜率 90%。

站在当下时点看，今年以来受 DeepSeek 引领的新一轮 AI 行情推动，科技板块阶段性走强，但在关税政策对风险偏好扰动及业绩不缺定性担忧下，拥挤度明显回落，目前处于近三年相对低位，但已表现出回升的迹象。此前我们一直强调科技为今年主线之一，美国对华在关键领域限制下，国内自主可控政策有望提升，结合日历效应，后续市场风格或将轮动至科技板块。

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, 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