

2025 年 05 月 24 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

全球市场波动或将加剧，中国资产有望成为避风港

报告摘要

核心观点：

- ◆ 美国“对等关税”政策落地后，全球主要股票市场波动快速放大，先快速下跌，约一周后见底快速回升。5 月以来全球主要股票市场波动逐渐下降，截至 5 月 22 日，多数主要市场已回到并超越 4 月 2 日的水平。这背后或是因为 90 天豁免期内全球内抢出口有望支撑短期经济，同时美国与多国谈判引发的关税缓和预期改善风险偏好。
- ◆ 但理论上，全球关税水平提升、逆全球化加剧后，中期全球需求大概率要受阻，同时当前的豁免政策中仍保留了 10%，这与资本市场近期表现相矛盾。此外，我们此前也多次提示特朗普执政风格存在高度不确定性以及美债风险仍未缓解等不确定性，本周这两大隐患也重新成为市场焦点，并引发全球资本市场波动率放大，这或意味着 5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期将告一段落。
- ◆ 特朗普 5 月 23 日建议自 6 月 1 日起对欧盟产品征收 50% 的关税。市场担忧美国关税战或再度升级，消息发布后欧美股市集体下挫。当地时间 5 月 16 日，穆迪下调美国主权信用评级。复盘此前另两大评级机构调降美国主权信用评级后的大类资产走势，调降前后美国股、债、汇和黄金四大类资产在短期冲击后均表现较为分化，或显示评级调降的直接冲击或有限，市场恐慌程度与当时基本面背景相关，但或将在短期内放大市场负面情绪。
- ◆ 中长期看，美国债务水平持续增长下，美债海外需求是其不确定性来源。2025 年 3 月，中国减持美债后由美国第二大债主变为第三大债主。短期看，6-7 月美国国债到期金额高企，偿还压力或迫使美国以借新还旧的手段缓解政府债务压力。但当前仍需关注两党债限谈判情况，美债长端利率仍有上行风险。本次调降后，美国 20 年

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：《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》

中航策略周报：《4 月政治局会议临近，政策博弈线索有哪些》

中航策略周报：《复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势》

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

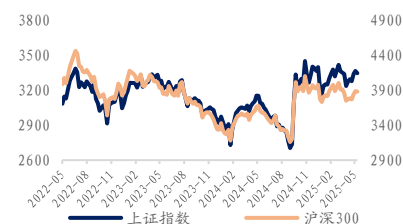
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

期国债拍卖遭遇需求低迷，恐慌情绪被放大后导致美国股债汇三杀，黄金等避险资产有望受益。

- ◆ 未来全球金融市场波动或将加剧。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。但也需关注到当前 A 股内部结构上存在一定不确定性。近期小盘及微盘股板块市场情绪持续升温，中证 2000、北证 50、微盘股指数在本周成交额占比万得全 A 周内再度冲高，拥挤度已处于近三年高位，需警惕短期情绪退潮带来的回调风险。相较而言，红利板块仍存在较高配置价值。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 特朗普执政风格的高度不确定性，美债风险仍未缓解，这两大问题重新成为市场焦点，5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期或将告一段落。未来若全球金融市场波动加剧，在中国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。结构上，红利板块仍存在较高配置价值。

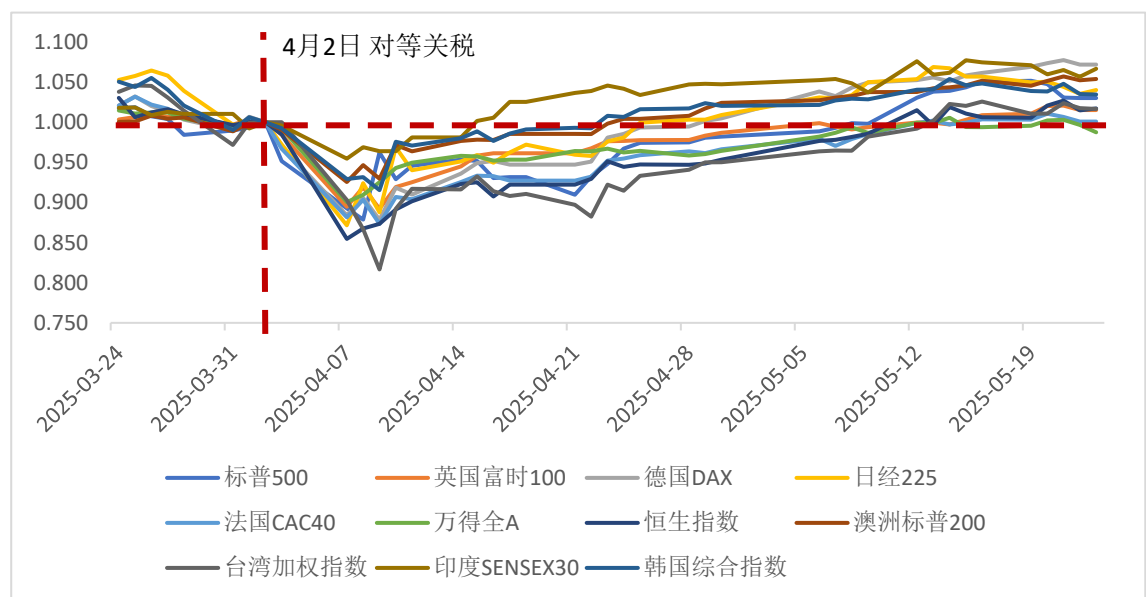
本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-0.57%）、深证成指（-0.46%）、沪深300（-0.18%）、科创50（-1.47%）、创业板指（-0.88%）、中证500（-1.10%）、中证1000（-1.29%），均表现较弱。行业风格上，周期风格表现较强，上涨0.15%，成长风格表现较弱，下跌1.50%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、综合、有色金属表现较强，分别上涨1.78%、1.41%、1.26%；计算机、机械设备、通信表现较弱，分别下跌3.02%、2.48%、2.31%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为11733.34亿元，较上周减少929.33亿元。估值方面，A股整体市盈率为18.96倍，较上周下降0.47%。

正文：

当地时间4月2日美国“对等关税”政策落地后，全球主要股票市场波动快速放大，先快速下跌，约一周后见底快速回升。5月以来全球主要股票市场波动逐渐下降，截至5月22日，多数主要市场已回到并超越4月2日的水平。这背后或是因为90天豁免期内全球内抢出口有望支撑短期经济，同时美国与多国谈判引发的关税缓和预期改善风险偏好。

图1 全球主要股票市场多数已回到“对等关税”落地之前水平



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以4月2日为基准，将全球主要股票市场指数做标准化处理，数据截至5月22日）

但理论上，全球关税水平提升、逆全球化加剧后，中期全球需求大概率要受阻，同时当前的豁免政策中仍保留了10%，这与资本市场近期表现相矛盾。此外，我们此前也多次提示特朗普执政风格存在高度不确定性以及美债风险仍未缓解等不确定性，本周这两大隐患也重新成为市场焦点，并引发全球资本市场波动率放大，这或意味着5月以来的全球市场阶段性的低波动时期将告一段落。

据美国 CNBC 最新消息，美国总统特朗普 23 日表示，他建议自 6 月 1 日起对欧盟产品征收 50% 的关税。市场担忧美国关税战或再度升级，消息发布后欧美股市集体下挫。

当地时间 5 月 16 日，穆迪下调美国主权信用评级。至此，美国在三大主要国际信用评级机构中的主权信用评级均失去了 Aaa 的最高等级。虽然美债可持续问题并非新问题，但或将在短期放大市场负面情绪。当地时间 5 月 16 日，国际评级机构穆迪将美国主权信用评级从“Aaa”下调至“Aa1”，为十多年来首次降低美国的主权信用等级；同时将评级展望从“负面”（Negative）上调为“稳定”（Stable）。穆迪当日发布公告表示，评级下调反映出过去十多年来美国政府债务和利息支付比例升至显著高于拥有类似评级国家的水平，持续的大规模财政赤字将进一步推高政府债务和利息支出负担，与美国以往以及其他高评级主权国家相比，美国财政状况很可能会恶化。5 月 19 日，穆迪宣布下调多家美国主要银行的部分信用评级。

5 月 16 日穆迪调降美国主权信用评级当天，投资者对于政府债务和利息支出负担的恐慌情绪立即在债市做出反应，短期、中期和长期美国国债收益率全面上行，但市场风险偏好并未受到较大影响，股指仍然全面收红，美元指数小幅收红，黄金收跌。5 月 19 日穆迪下调主要银行的部分信用评级后，5 月 16 日至 20 日累计涨跌幅来看，短期、中期、长期美债收益率仍然受到担忧情绪影响。美股三大指数收红，美元指数下降，黄金上行。

表1：穆迪调降美国主权信用评级后资产表现

资产	标的	5 月 16 日	5 月 16 日至 20 日
国债	1Y 美国国债	4.10BP	3.06BP
	5Y 美国国债	3.20BP	1.63BP
	10Y 美国国债	4.35BP	5.54BP
	20Y 美国国债	4.70BP	8.02BP
	30Y 美国国债	4.69BP	8.40BP
股票	标普 500 指数	0.70%	0.40%
	纳斯达克指数	0.52%	0.16%
	道琼斯工业指数	0.78%	0.84%
美元	美元指数	0.16%	-0.79%
黄金	伦敦金现	-1.17%	1.53%
	COMEX 黄金	-0.66%	2.05%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

由于标普和惠誉已分别于 2011 年和 2023 年下调美国主权信用评级，美国在三大主要国际信用评级机构中的主权信用评级均失去了 Aaa 的最高等级。2011 年 8 月 5 日，标普将美国 AAA 级长期主权债务评级下调一级至 AA+，并将美国国债评级置于负面观察名单。彼时欧债危机背景下担忧情绪蔓延，美国债务已于 2011 年 5 月达到法定上限，两党就提高债务上限的谈判陷入僵局，直至 8 月 2 日美国债务违约前才通过债务上限和削减赤字的法案。标普认为，美

国的决策和政治体制的有效性、稳定性和可预见性在一定程度上正在削弱现有财政和经济挑战。2023年8月1日，惠誉将美国长期外币债务评级从AAA下调至AA+，展望从负面转为稳定。疫情后财政刺激扩张，加息周期的开启加重美国政府债务负担。惠誉指出，评级下调反映了对美国未来三年财政状况预期的恶化，美国政府整体债务负担较高且不断增长，过去二十年中对此方面的治理并没有达到理想效果。

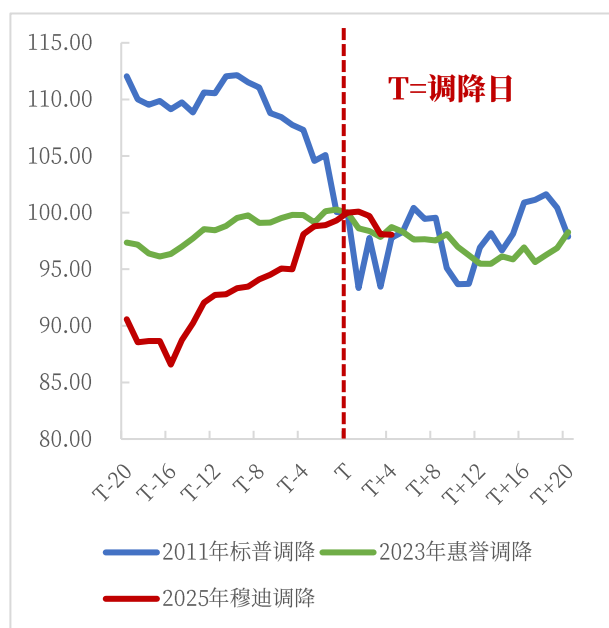
复盘此前另两大评级机构调降美国主权信用评级后的大类资产走势，调降前后美国股、债、汇和黄金四大类资产在短期冲击后均表现较为分化，或显示评级调降的直接冲击或有限，市场恐慌程度与当时基本面背景相关，但调降或将在短期内放大市场负面情绪。

图2 10年期美国国债收益率走势（标准化处理）



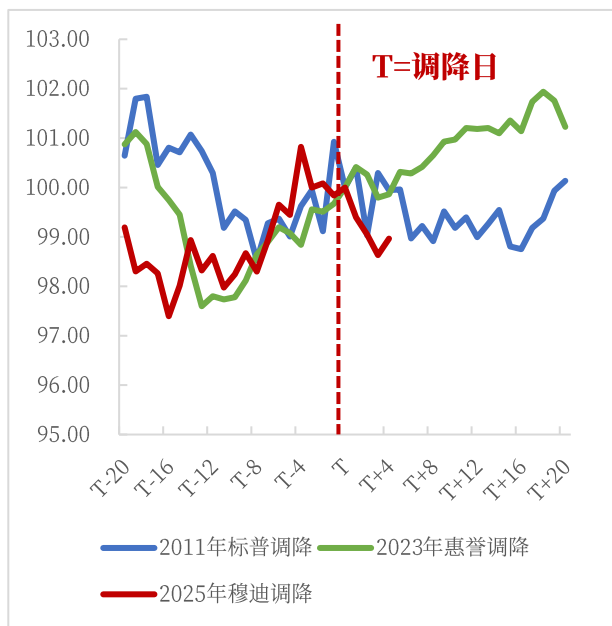
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以调降日为基准100，数据截至5月22日）

图3 标普500指数走势（标准化处理）



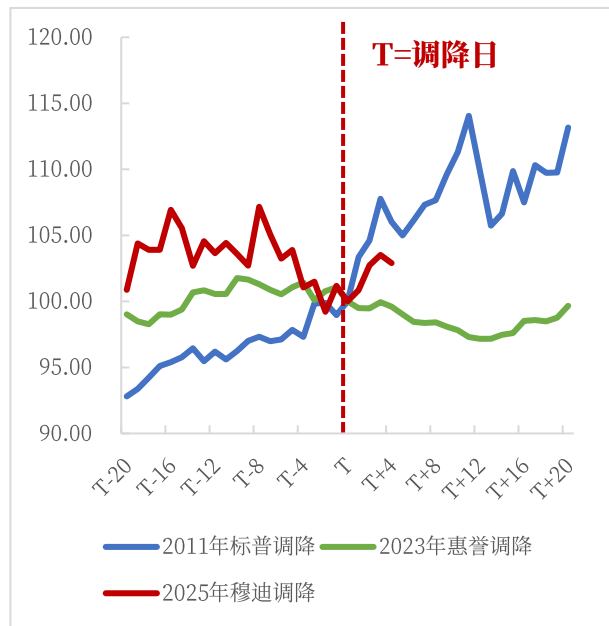
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以调降日为基准100，数据截至5月22日）

图4 美元指数走势（标准化处理）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以调降日为基准100，数据截至5月22日）

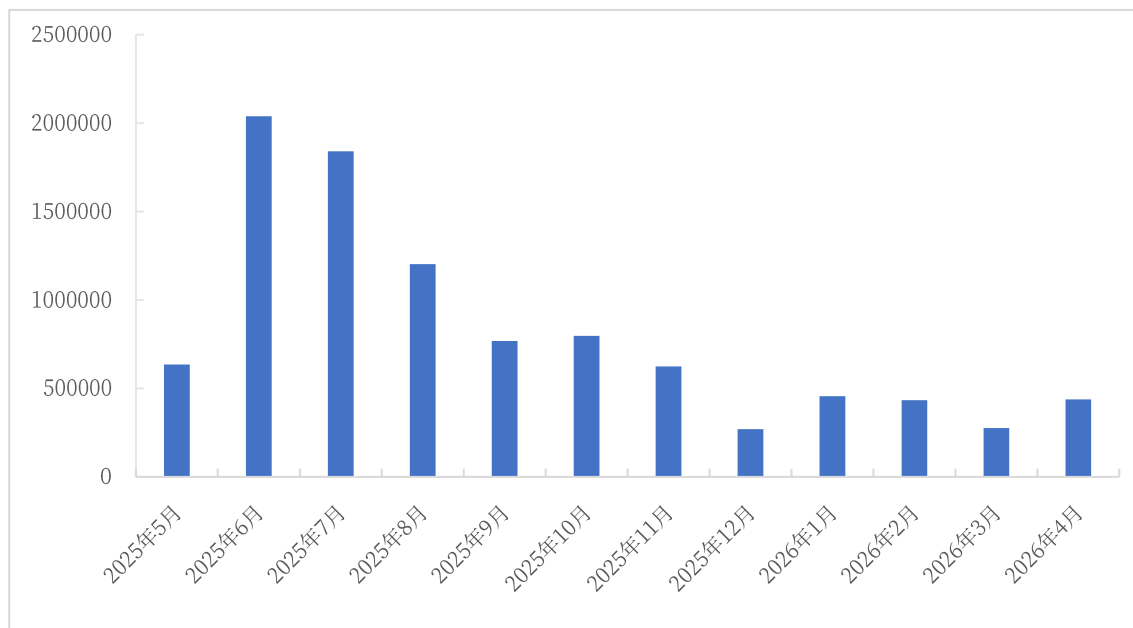
图5 伦敦金现走势（标准化处理）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以调降日为基准100，数据截至5月22日）

中长期看，美国债务水平持续增长下，美债海外需求是其不确定性来源。此前美国国会预算办公室预测美国公众持有的联邦政府债务与GDP之比将在2029年创下107%的历史新高，到2055年联邦政府赤字率将达到GDP的7.3%，这或加剧海外投资者对美国债务可持续性的担忧。当地时间5月16日，美国财政部公布的数据显示，2025年3月，美债前三大海外债主中，日本、英国增持美国国债，但中国减持，减持后中国由美国第二大债主变为第三大债主。短期看，6-7月美国国债到期金额高企，偿还压力或迫使美国以借新还旧的手段缓解政府债务压力。但当前仍需关注两党债限谈判情况，美债长端利率仍有上行风险。

图6 美国国债到期金额（单位：万亿美元）



资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理（注：待偿还现金流口径，包含利息，数据截至5月23日）

本次调降后，美国 20 年期国债拍卖遭遇需求低迷，恐慌情绪被放大后导致美国股债汇三杀，黄金等避险资产有望受益。当地时间 5 月 21 日，美国财政部发布的结果显示，20 年美债最终得标利率为 5.047%，较预发行利率 5.035% 上升约 1.2 个基点，创下去年 12 月以来的最大尾部利差。较上个月的 4.810% 上升约 24 个基点，并且是历史第二次得标利率超过 5%。资本市场反应迅速，当日债市仅短期国债收红，中期及长期国债收益率大幅上行，20 年美国国债收益率一度飙升至 5.127%，录得 2023 年 12 月 4 日以来的最高水平，美国 30 年国债收益率最高飙升至 5.099%。恐慌情绪蔓延至债市之外，三大股指全面收跌，美元指数跌破 100 点位，黄金上行。

表2: 20 年美债拍卖后资产表现

资产	标的	5月21日
国债	1Y 美国国债	-0.03BP
	5Y 美国国债	9.23BP
	10Y 美国国债	11.56BP
	20Y 美国国债	13.08BP
	30Y 美国国债	12.17BP
股票	标普 500 指数	-1.41%
	纳斯达克指数	-1.91%
	道琼斯工业指数	-0.42%
美元	美元指数	-0.42%
黄金	伦敦金现	0.76%
	COMEX 黄金	0.97%

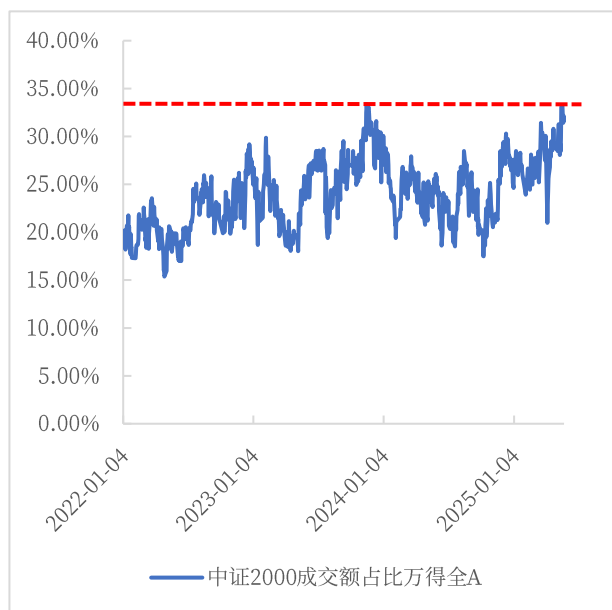
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

未来全球金融市场波动或将加剧。但相比较之下，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。美国“对等关税”落地后，中国内部准备明显增加，宏观政策强调打好组合拳，以超常规力度提振国内消费，以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场。金融层面政策频出，央行开设互换便利及股票回购增持再贷款等金融创新工具为市场提供充足流动性，中央汇金等国家队作为类平准基金在必要时救市，大力推动险资等中长期资金入市，上市央企带头回购股票坚定看多。

但也需关注到当前 A 股内部结构上存在一定不确定性。近期小盘及微盘股板块市场情绪持续升温，中证 2000、北证 50、微盘股指数在本周成交额占比万得全 A 再度冲高，拥挤度已处于近三年高位，需警惕短期情绪退潮带来的回调风险。

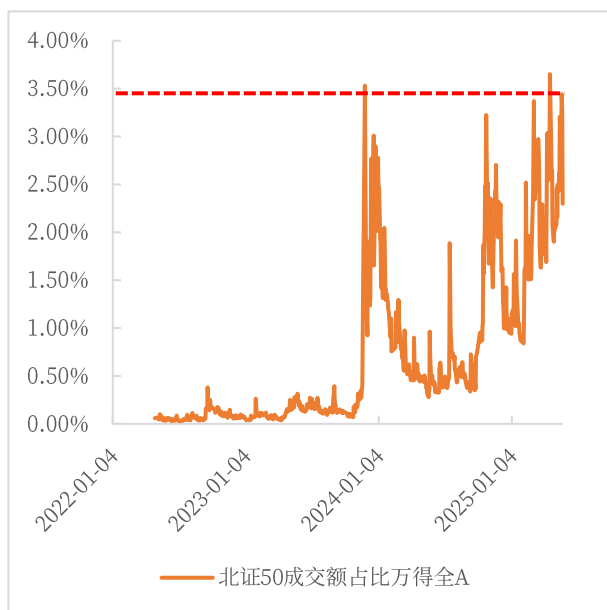
相较而言，红利板块仍存在较高配置价值。一方面，当前银行等核心红利板块估值与拥挤度均处于中性偏低区间，具备进一步上行的空间。另一方面，红利资产亦受益于政策端持续利好支撑。在“适度宽松”货币政策引导下，无风险利率中枢下行，叠加新“国九条”鼓励分红，有望进一步推升红利资产吸引力。国家推动中长期资金入市背景下，防御属性突出的红利板块有望持续获得险资青睐。此外，近期公募基金新规下，预计未来部分基金将在持仓配置上往沪深 300 行业配置上回归。前期主动偏股型基金较沪深 300 低配的行业中国银行、公用事业位居前列，因此，红利板块有望率先受益于公募基金对低配板块的回补行情，配置性价比有望逐步显现。

图7 中证 2000 成交额占比万得全 A（单位：%）



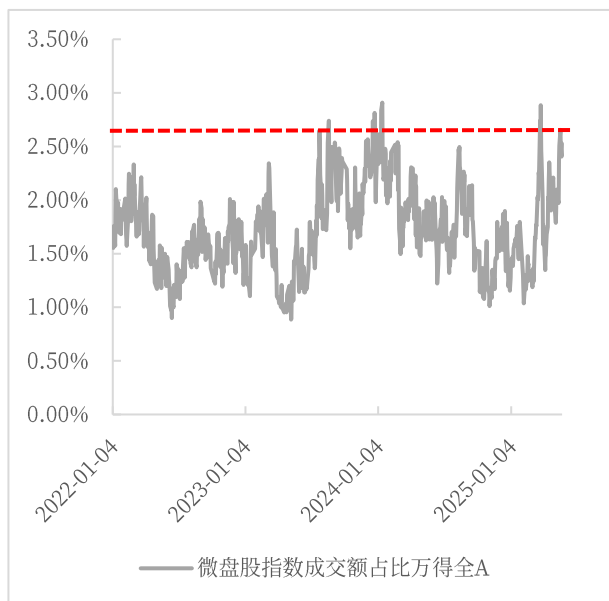
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，红线为近期高点）

图8 北证 50 成交额占比万得全 A（单位：%）



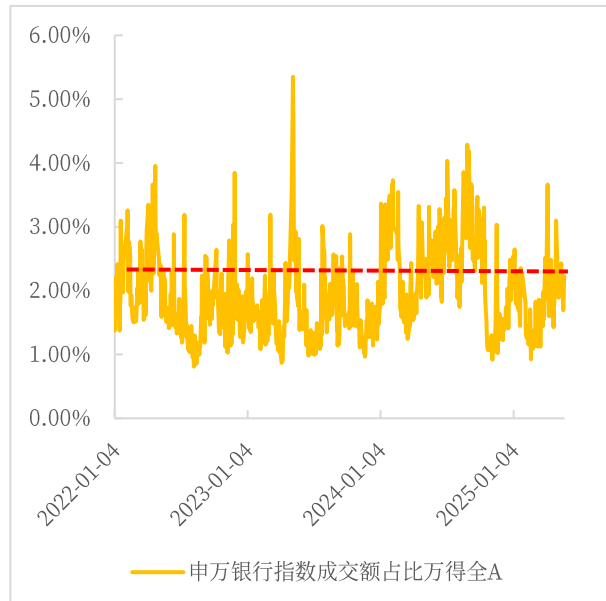
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，红线为近期高点）

图9 微盘股指数成交额占比万得全 A（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，红线为近期高点）

图10申万银行指数成交额占比万得全 A（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，红线为近期高点）

投资建议：

特朗普执政风格的高度不确定性，美债风险仍未缓解，这两大问题重新成为市场焦点，5 月以来的全球市场阶段性的低波动时期或将告一段落。未来若全球金融市场波动加剧，在中国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。结构上，红利板块仍存在较高配置价值。

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
李裕洪, 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