A 股策略周思考

证券研究报告
2025 年 06 月 08 日

市场对贸易摩擦的学习效应

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人
wangshuhui@tfzq.com

陈英奇 联系人
chenyingqi@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：行业比较周报-震荡期后续主线的思考》2025-04-26
2 《投资策略：超常规逆周期应对关税冲击-4 月 25 日政治局会议学习》2025-04-25
3 《投资策略：AI+机器人双轮驱动-主动偏股基金 25Q1 重仓股分析》 2025-04-23

市场思考：18-19 年贸易摩擦如何影响市场?

1）复盘 2018-2019 年中美贸易摩擦，我们根据八个主要事件将其分为七个阶段，在 2018/3/22 美方发起关税威胁后，中美进行了四次高级别会谈，但美方态度屡次转向，在双方进行磋商洽谈，冲突缓和后，美方三次撕毁协议，毁坏前期磋商成果。其中 2018/5/29-2018/11/30 阶段市场大幅走弱，2018/12/1-2019/5/4 阶段双方展开多轮中美经贸高级别磋商，关系大幅和缓，宽基指数集体收涨，上证指数大涨 18.94%，随着市场对美方反复变脸进行预期管理，以及市场对关税等贸易冲突脱敏，五、六、七阶段市场波动幅度收窄，且在阶段七内双方有缓和信号显现，市场整体小幅回暖。2）贸易方面，中国贸易差额自 2020 年起持续提升，贸易顺差 2024 年年中起加速上行，截至 2025 年 4 月，贸易顺差 TTM 为 11053 亿美元，2018-2019 年均值则为 3851 亿美元，但美国贸易逆差并未被消除，并且较 2018 年继续上行。

国内：工业生产腾落指数探底回升

1）交运高频指标方面，地铁客运量指数回落。2）工业生产腾落指数回升，甲醇、唐山高炉、涤纶长丝、纯碱回升，山东地炼、轮胎回落。3）国内政策跟踪：国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话；国家副主席韩正在北京会见中美高级别二轨对话美方代表团；国务院国资委印发《中央企业发展规划管理办法》。

国际：美国 5 月非农就业回落但强于预期

1）俄乌冲突跟踪：乌克兰代号“蛛网”的特别行动成功摧毁 41 架俄军战略轰炸机；特朗普与普京通话讨论俄乌冲突等问题；俄大举轰炸乌军工企业回应“蛛网”行动。2）中东冲突跟踪：哈马斯表示愿立即开启新一轮加沙停火间接谈判；以色列再遭也门胡塞武装导弹袭击；以色列袭击黎巴嫩贝鲁特南部。3）5 月美国失业率符合预期，新增非农就业人数 13.9 万人，高于预期（增 12.6 万人），前值下修，薪资增速超预期，5 月劳动力供给下行、4 月劳动力需求回升，非农就业整体延续韧性。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

6 月，以稳应变，防守反击。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2）消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3）低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

内容目录

1. 市场思考：18-19 年贸易摩擦如何影响市场？ 3
2. 国内：工业生产腾落指数探底回升 7
2.1. 交运高频指标跟踪 7
2.2. 普林格同步高频指标跟踪 7
2.2.1. 工业生产腾落指数 7
2.3. 国内政策跟踪 8
3. 国际：美国 5 月非农就业回落但强于预期 9
3.1. 国际大事跟踪 9
3.1.1. 俄乌冲突跟踪 9
3.1.2. 中东冲突跟踪 9
3.2. 美国 5 月非农就业回落但强于预期 9
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网 12
5. 重点大事前瞻 13
6. 风险提示 13

图表目录

图 1：2018-2019 年中美贸易摩擦大事复盘 4
图 2：2018-2019 年中美进行数次谈判，但美方屡次生变，促使摩擦升级 4
图 3：2018-2019 年中美贸易摩擦各阶段宽基指数、申万行业表现一览 5
图 4：中国贸易顺差在 2019 年之后快速回升 6
图 5：2019 年过后，美国贸易逆差继续上行 6
图 6：一线城市地铁客运量 7
图 7：工业生产腾落指数 7
图 8：工业生产腾落指数（分年度） 7
图 9：国内政策跟踪 8
图 10：5 月美国失业率报 4.2% 10
图 11：5 月美国非农新增就业人数超预期 10
图 12：4 月解雇裁员率回升至 1.1% 10
图 13：4 月美国职位空缺数回升 10
图 14：美国劳动力参与率下行 11
图 15：员工平均时薪 11
图 16：CME 降息概率情况 11
图 17：重点大事前瞻 13

1. 市场思考：18-19 年贸易摩擦如何影响市场?

复盘 2018-2019 年中美贸易摩擦，主要时间节点有八个，在 2018/3/22 美方发起关税威胁后，中美进行了四次高级别会谈，但美方态度屡次转向，在双方进行磋商洽谈，冲突缓和后，美方三次撕毁协议，毁坏前期磋商成果，导致谈判破裂、摩擦升级。

① 2018/3/22，特朗普签署总统备忘录，依据“301 调查”结果，拟对部分中国商品加征关税，美方开始施加关税威胁。2018/3/22-2018/5/18 阶段内市场快速 price in 关税影响，风险偏好下行，除创业板指外主要宽基指数均下行，申万行业多数收跌，非银金融、电子、钢铁领跌，医药生物、美容护理、石油石化领涨。

② 2018 年 5 月中方经贸代表团前往美国，2018/5/19，中美发布联合声明，中方表示双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。谈判利好因素小幅提振市场情绪，但关税影响仍然显著，2018/5/19-2018/5/28 阶段内主要宽基指数均收跌，整体强于前一阶段，申万行业中美容护理、医药生物、商贸零售领涨，煤炭、石油石化、钢铁领跌。

③ 在中美发布联合声明十日之后，美方态度转向，2018/5/29，白宫宣布将公布对约 500 亿美元中国产品加征 25%关税，中美贸易摩擦加剧，随后美方多次加征关税，加剧摩擦，2018/8/2，美国贸易代表声明称拟将加征税率由 10%提高至 25%；2018/9/18，美国政府宣布实施对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税。2018/5/29-2018/11/30 阶段内主要宽基指数大幅收跌，上证指数跌 17%，创业板指跌 26.02%，申万行业全部收跌，环保、美容护理、轻工制造领跌，银行、非银金融、煤炭跌幅靠后。

④ 2018/12/1，中美领导人进行会晤，双方同意，在互惠互利基础上拓展合作，在相互尊重基础上管控分歧，随后 2019 年上半年中美展开多轮中美经贸高级别磋商，双方在多方面议题上达成原则共识，关系大幅和缓。2018/12/1-2019/5/4 阶段内，A 股整体走强，宽基指数集体收涨，上证指数大涨 18.94%，创业板指涨 22.15%，申万行业集体收涨，农林牧渔（56.11%）、食品饮料、家用电器领涨，建筑装饰、钢铁、有色金属涨幅靠后。

⑤ 在长达半年的关系缓和期过后，2019/5/9，特朗普宣布将对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高到 25%。美方再次生变，关税影响扰动市场，2019/5/5-2019/6/28 阶段内宽基指数均收跌，上证指数跌 3.23%，申万行业中，食品饮料、有色金属、社会服务领涨，汽车、基础化工领跌。

⑥ 2019/6/29，中美领导人在大阪举行会晤，双方同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系，随后双方进行第十二轮中美经贸高级别磋商。2019/6/29-2019/8/1 阶段内，上证指数跌 2.35%，但创业板指涨 4.13%，市场渐渐脱离关税叙事，申万行业涨跌不一，农林牧渔、电子、国防军工领涨，环保、有色金属、钢铁领跌。

⑦ 冲突缓和不到两个月，美方再次转向，2019/8/2，美国总统特朗普表示，美国将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10%的关税。但市场已经对美方反复变脸进行预期管理，且随后双方有经贸官员进行接触，市场情绪并未大幅走差。2019/8/2-2019/12/19 阶段内，宽基指数普遍收涨，其中创业板指大涨 13.76%，上证指数涨 3.72%，申万行业中，电子、计算机、传媒领涨，农林牧渔、煤炭、环保领跌。

⑧ 2019 年 10 月起出现缓和信号，直至 2019/12/20，主席习近平应约同美国总统特朗普通电话，中美两国在平等和相互尊重基础上达成了第一阶段经贸协议。

图 1：2018-2019 年中美贸易摩擦大事复盘

资料来源：Wind，新华网，中国政府网，求是网，新浪财经，天风证券研究所

图 2：2018-2019 年中美进行数次谈判，但美方屡次生变，促使摩擦升级

时间	状态	事件
2018年3月22日	美方发起威胁	美国总统特朗普签署总统备忘录，依据“301调查”结果，对从中国进口的商品大规模征收关税，限制中国企业对美并购投资，特朗普在白宫签字前对媒体说，涉及征税的中国商品规模可达600亿美元。
2018年5月19日	冲突缓和	刘鹤率领中方经贸代表团于当地时间5月15日抵达华盛顿，中美两国于当地时间5月19日在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明。刘鹤表示，双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。
2018年5月29日	美方加剧摩擦	美东时间5月29日，美国白宫发表声明称，美方将于6月15日前公布总额约500亿美元的中国输美重大工业技术品清单并将对其征收25%关税。
2018年12月1日	领导人会晤冲突缓和	国家主席习近平应邀同美国总统特朗普在布宜诺斯艾利斯共进晚餐并举行会晤。两国元首在坦诚、友好的气氛中，就中美关系和共同关心的国际问题深入交换意见，达成重要共识。双方同意，在互惠互利基础上拓展合作，在相互尊重基础上管控分歧，共同推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。
2019年5月5日	美方加剧摩擦	美国总统特朗普在社交平台推特表示，从5月10日开始，美国对中国价值2000亿美元的输美商品所征收的关税将从目前的10%增加到25%。
2019年6月29日	领导人会晤冲突缓和	国家主席习近平同美国总统特朗普在大阪举行会晤。两国元首就事关中美关系发展的根本性问题、当前中美经贸摩擦以及共同关心的国际和地区问题深入交换意见，为下阶段两国关系发展定向把舵，同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。
2019年8月2日	美方加剧摩擦	美国总统特朗普表示，美国将从9月1日起对价值3000亿美元的中国商品加征10%的关税。
2019年12月20日	达成第一阶段经贸协议	习近平应约同美国总统特朗普通电话，习近平指出，中美两国在平等和相互尊重基础上达成了第一阶段经贸协议。特朗普表示，美中达成第一阶段经贸协议，对于美国、中国和整个世界都是一件好事，美中两国市场和世界对此都作出了十分积极反应。美方愿同中方保持密切沟通，争取尽快签署并予以落实。

资料来源：新华网，中国政府网，每经网，新浪财经，求是网，天风证券研究所

根据主要事件，我们将 2018-2019 年中美贸易摩擦划分为七个阶段，其中阶段三市场大幅走弱，阶段四双方冲突缓和、展开贸易磋商后，市场大幅回暖，宽基指数几乎补涨至阶段三以前水平，随着市场对美方反复变脸进行预期管理，以及市场对关税等贸易冲突脱敏，五、六、七阶段市场波动幅度收窄，且在阶段七内双方有缓和信号显现，市场整体小幅回暖。

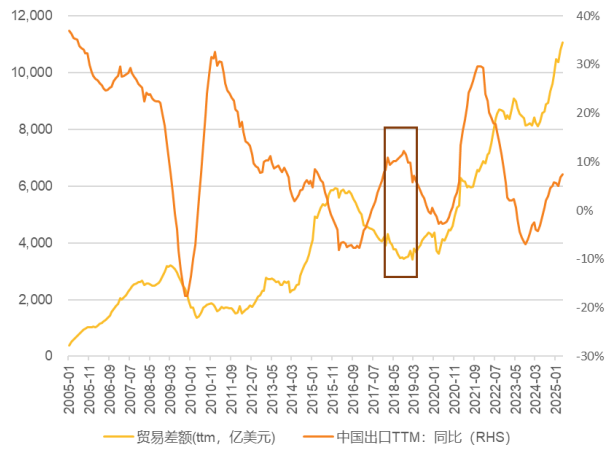
图 3：2018-2019 年中美贸易摩擦各阶段宽基指数、申万行业表现一览（单位：%）

	一阶段 冲突起始 2018/3/22 -2018/5/18	二阶段 缓和 2018/5/19 -2018/5/28	三阶段 加剧 2018/5/29 -2018/11/30	四阶段 再度缓和 2018/12/1 -2019/5/4	五阶段 再度加剧 2019/5/5 -2019/6/28	六阶段 再度缓和 2019/6/29 -2019/8/1	七阶段 加剧 2019/8/2 -2019/12/19
上证指数	-2.67	-1.82	-17.44	18.94	-3.23	-2.35	3.72
沪深300	-3.89	-1.79	-17.23	23.34	-2.24	-0.58	5.88
创业板指	0.37	-2.17	-26.02	22.15	-6.91	4.13	13.76
中证2000	-0.68	-0.55	-25.43	20.01	-4.61	-2.55	5.41
传媒	-6.68	-2.00	-29.91	13.14	-8.83	-2.92	16.68
电力设备	-4.40	-2.91	-24.37	21.15	-7.12	0.16	5.84
电子	-7.48	-2.25	-30.34	24.83	-5.42	7.03	31.36
房地产	-5.31	-3.69	-17.22	20.17	-6.62	-3.02	4.55
纺织服饰	-1.91	-1.34	-28.45	14.63	-7.82	-4.22	-0.89
非银金融	-8.03	-2.25	-7.62	31.37	0.03	-2.19	1.20
钢铁	-7.09	-4.62	-17.29	10.63	-8.25	-6.39	-1.05
公用事业	-2.45	-1.70	-21.60	13.45	-2.57	-2.54	-2.03
国防军工	-1.25	-4.26	-17.45	20.45	-1.63	3.58	-1.27
环保	-0.29	-4.55	-32.63	12.02	-1.30	-7.71	-4.99
机械设备	-3.16	-2.33	-24.15	20.88	-3.80	-0.53	1.78
基础化工	1.28	-2.84	-25.85	21.64	-9.66	-0.13	4.33
计算机	3.63	-1.86	-24.19	29.52	-3.50	-1.65	17.48
家用电器	-6.61	-2.50	-25.84	36.66	-2.59	-0.83	13.42
建筑材料	-6.19	-2.49	-20.27	23.82	-0.85	-4.44	12.52
建筑装饰	-4.48	-3.25	-16.12	9.26	-7.31	-3.29	-3.52
交通运输	-2.76	0.19	-23.49	21.72	-4.67	-2.19	-1.65
煤炭	-3.21	-6.59	-15.25	19.37	-7.15	-2.57	-5.57
美容护理	6.04	4.85	-31.46	20.60	-1.21	0.49	6.46
农林牧渔	2.32	0.28	-18.41	56.11	-9.62	9.21	-8.64
汽车	-6.02	0.26	-26.07	20.18	-9.71	-1.78	3.95
轻工制造	-3.27	-1.17	-30.36	19.84	-7.94	-3.62	7.44
商贸零售	-2.24	2.08	-28.53	20.23	-6.83	-5.39	-1.44
社会服务	0.77	0.30	-19.23	21.88	1.93	0.31	-0.26
石油石化	5.79	-5.93	-19.44	12.60	-7.36	-5.33	1.31
食品饮料	3.10	1.30	-24.45	52.66	5.44	-3.93	8.96
通信	-3.13	-0.79	-25.60	32.34	-5.62	-4.24	3.30
医药生物	7.69	3.61	-30.19	14.90	-5.88	-0.87	12.36
银行	-4.91	-3.14	-4.70	14.43	-2.34	-1.16	5.40
有色金属	-4.19	-3.86	-29.87	10.68	4.26	-6.53	3.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

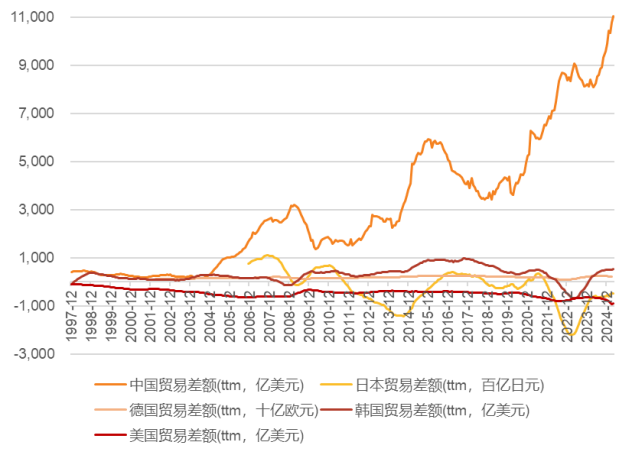
在 2018-2019 年震荡下行之后，中国贸易差额自 2020 年起持续提升，贸易顺差 2024 年年中起加速上行，截至 2025 年 4 月，贸易顺差 TTM 为 11053 亿美元，创历史新高，2018-2019 年均值则为 3851 亿美元，但美国贸易逆差并未被消除，并且较 2018 年继续上行，2018-2019 年美国贸易逆差 TTM 均值为 471 亿美元，截至 2025 年 4 月贸易逆差 TTM 为 902 亿美元。

图 4：中国贸易顺差在 2019 年之后快速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2019 年过后，美国贸易逆差继续上行



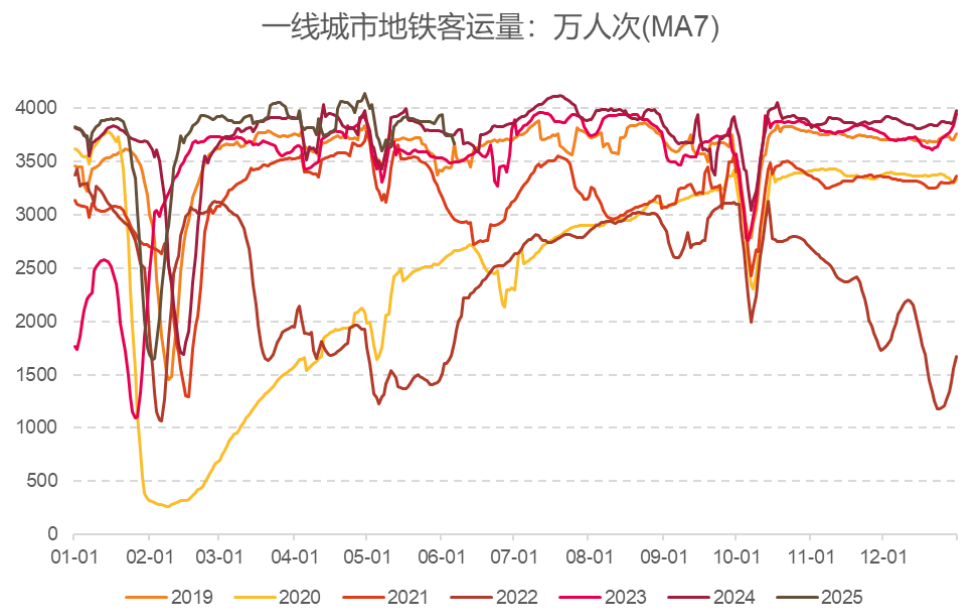
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 国内：工业生产腾落指数探底回升

2.1. 交运高频指标跟踪

截至 2025/6/6，一线城市地铁客运量（MA7）报 3666 万人次，较上周五的 3901 万人次回落。

图 6：一线城市地铁客运量



资料来源：Wind，天风证券研究所

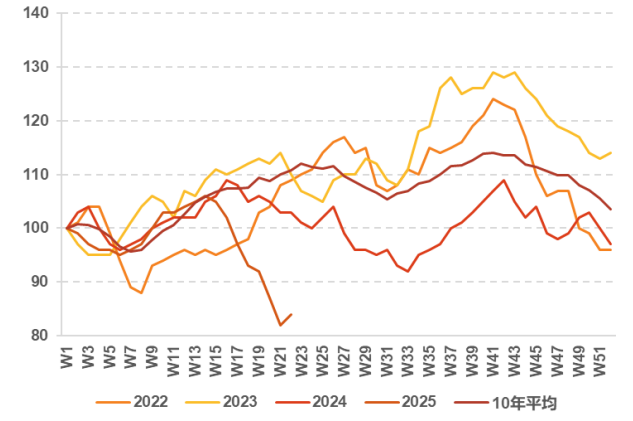
2.2. 普林格同步高频指标跟踪

2.2.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/6/8，**工业生产腾落指数为 102，6/1 为 100。**从分项上看，甲醇、唐山高炉、涤纶长丝、纯碱回升，山东地炼、轮胎回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

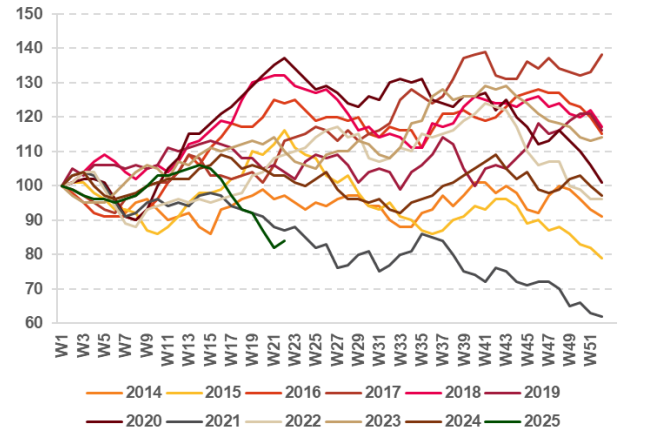
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 7：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 国内政策跟踪

本期关注重点：国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话；国家副主席韩正在北京会见中美高级别二轨对话美方代表团；国务院国资委印发《中央企业发展规划管理办法》。

图 9：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年6月4日	财政部公式2025年度中央财政支持实施城市更新行动评选结果	根据《财政部办公厅 住房城乡建设部办公厅关于开展2025年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》（财办建〔2025〕11号）要求，经有关省级部门推荐，近日，财政部、住房城乡建设部组织开展了2025年度中央财政支持实施城市更新行动评选，拟支持的20个城市为（按行政区划排序）：北京、天津、唐山、包头、大连、哈尔滨、苏州、温州、芜湖、厦门、济南、郑州、宜昌、长沙、广州、海口、宜宾、兰州、西宁、乌鲁木齐。
2025年6月3日	全国工商联汽车经销商商会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》	为维护良好、健康、公平的市场竞争秩序，推动包括汽车经销行业在内的汽车行业高质量发展，全国工商联汽车经销商商会倡议，全行业应以中国汽车产业实现高质量发展大局为重，严格遵守公平竞争原则，坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。
2025年6月4日	关于深入推进大江大河干流横向生态保护补偿机制建设的实施方案	到2027年，长江、黄河干流统一的横向生态保护补偿机制建成并稳定运行，主要一级支流横向生态保护补偿机制基本建立。到2035年，横向生态保护补偿机制建设全面覆盖长江、黄河等重点流域干流及其重要支流，补偿内容更加丰富、方式更加多样、标准更加完善、机制更加成熟。
2025年6月5日	国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话	习近平指出，校正中美关系这艘大船的航向，需要我们把好舵、定好向，尤其是排除各种干扰甚至破坏，这尤为重要。根据美方提议，两国经贸牵头人在日内瓦举行会谈，迈出了通过对话协商解决经贸问题的重要一步，受到两国各界和国际社会普遍欢迎，也证明对话和合作是唯一正确的选择。双方要用好已经建立的经贸磋商机制，秉持平等态度，尊重各自关切，争取双赢结果。习近平欢迎特朗普再次访华，特朗普表示诚挚感谢。两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。
2025年6月5日	国家副主席韩正在北京会见中美高级别二轨对话美方代表团	韩正表示，中美关系是当今世界最重要的双边关系之一。当前，中美关系处于关键历史节点。中美相互尊重、和平共处、合作共赢，不仅有利于两国，也有利于世界和平与发展。希望中美高级别二轨对话能不断汇聚两国有识之士的真知灼见，增进美国各界对中国的了解和理解，共同推动中美关系稳定、健康、可持续发展。
2025年6月6日	国务院国资委印发《中央企业发展规划管理办法》	首次以制度形式明确建立国资央企三级规划体系，完善规划编制、执行、评估、调整、评价闭环管理工作机制，是贯彻落实党的二十届三中全会精神的重要举措，是加强出资人监管的有力抓手，是推动中央企业强化规划引领、推动规划落地的顶层制度安排，对推动中央企业坚决服务国家战略、履行使命责任、聚焦主责主业加快实现高质量发展具有重要意义。
2025年6月6日	上交所召开高分红重回报暨上市公司价值提升座谈会	上交所相关负责人在会上表示，上交所将推动上市公司进一步加大分红力度，增加分红频次，用好回购、并购重组、投资者交流等市值管理工具，持续提升公司投资价值。

资料来源：财政部，中新网，中国政府网，外交部，新华网，天风证券研究所

3. 国际：美国 5 月非农就业回落但强于预期

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

乌克兰代号“蛛网”的特别行动成功摧毁 41 架俄军战略轰炸机。此次行动由泽连斯基亲自协调，安全局局长马柳克率队直接实施。在俄境内，无人机被隐藏于卡车装载的木质结构顶棚下，待命期间保持静默，最终通过远程激活实施打击。据乌克兰媒体报道，乌克兰安全局消息称所有参与行动人员均已安全返回乌克兰，俄方所谓“破坏分子落网”之说纯属信息操纵。此外，乌克兰媒体还报道说，乌克兰安全局已成功袭击了摩尔曼斯克州、伊尔库茨克州、伊万诺沃州、梁赞州和莫斯科州的五座俄军军用机场。

特朗普与普京通话讨论俄乌冲突等问题。美国总统特朗普 6 月 4 日与俄罗斯总统普京举行通话，讨论俄乌冲突等问题。特朗普当天通过社交媒体表示，两人的通话持续约 75 分钟，主要讨论了俄乌冲突和伊朗核问题。他评价说，“这是一次很好的通话，但不是一次足以立即促成和平的通话。”这是俄美领导人今年以来的第四次通话，两人上一次举行通话是在 5 月 19 日。

俄大举轰炸乌军工企业回应“蛛网”行动。俄罗斯国防部 6 月 6 日午间通报称，为回应基辅政权的“恐怖主义行径”，俄军使用高精度远程空基、海基和陆基武器以及攻击型无人机，对乌军的设计局、武器和军事装备生产和维修企业、攻击型无人机装配厂、飞行训练中心以及武器和军事装备仓库发动了大规模袭击。所有预定目标均被击中。俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫在 6 月 6 日的简报中回应了俄军 6 日凌晨对乌克兰实施的大规模打击。佩斯科夫称，这是对基辅“恐怖主义行径”的回应。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

哈马斯：愿立即开启新一轮加沙停火间接谈判。当地时间 6 月 1 日，卡塔尔与埃及就加沙停火谈判发表联合声明，称两国正在继续努力，推动巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)与以色列克服障碍，恢复谈判。声明指出，卡埃两国期待冲突双方迅速达成一项为期 60 天的临时停火协议。巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)发表声明称，我们欢迎卡塔尔和埃及为结束以色列对加沙地带人民发动的战争所作的持续努力。哈马斯愿立即开启新一轮间接谈判，就分歧点达成协议，以确保援助顺利进入加沙。

以色列再遭也门胡塞武装导弹袭击。据《以色列时报》报道，当地时间 6 月 2 日晚间，胡塞武装向以色列发射导弹，以色列中部、南部等多地响起防空警报，数百万人紧急避难。导弹被以军防空系统拦截，未造成人员伤亡或财产损失。另据胡塞武装控制的马西拉电视台 6 月 3 日消息，胡塞武装发表声明称，使用弹道导弹对以色列特拉维夫本·古里安国际机场发动打击。

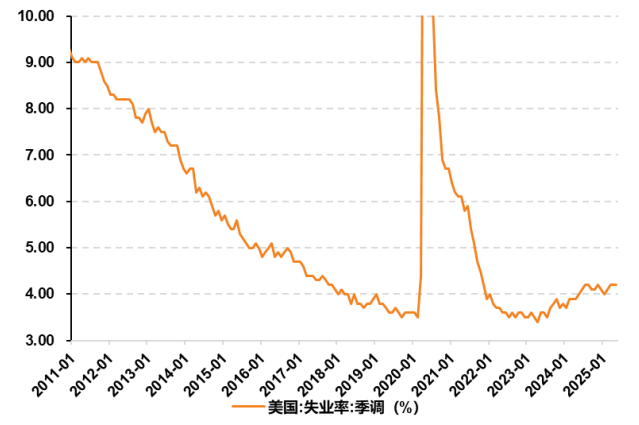
以色列袭击黎巴嫩贝鲁特南部。据《以色列时报》报道，以军 6 月 5 日晚间对黎巴嫩贝鲁特南郊代希耶地区的几栋建筑进行了一系列打击。以军方在袭击开始前表示，他们发现黎巴嫩真主党正在伊朗的指导和资助下，在该地区生产数千架无人机。以军方称，尽管以色列和黎巴嫩在去年 11 月达成了停火协议，但这种情况仍然发生，真主党这一活动公然违反了以色列和黎巴嫩之间的停火协议。

以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 5 月非农就业回落但强于预期

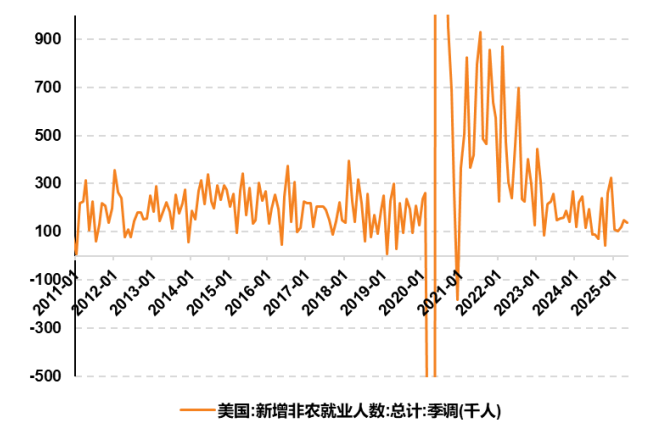
5 月美国非农就业回落但强于预期，失业率持平且符合预期。5 月失业率报 4.2%，前值持平，预期 4.2%。薪资增速高于预期，平均时薪环比升 0.4%，预期 0.3%。5 月新增非农就业人数 13.9 万人，预期增 12.6 万人，此前两个月数据被合计下修 9.5 万人。

图 10：5 月美国失业率报 4.2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

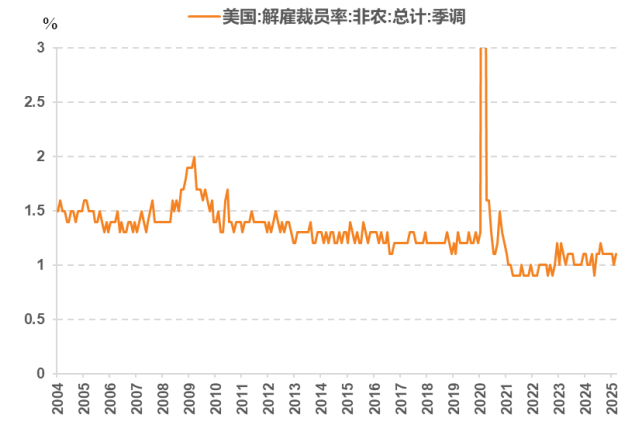
图 11：5 月美国非农新增就业人数超预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

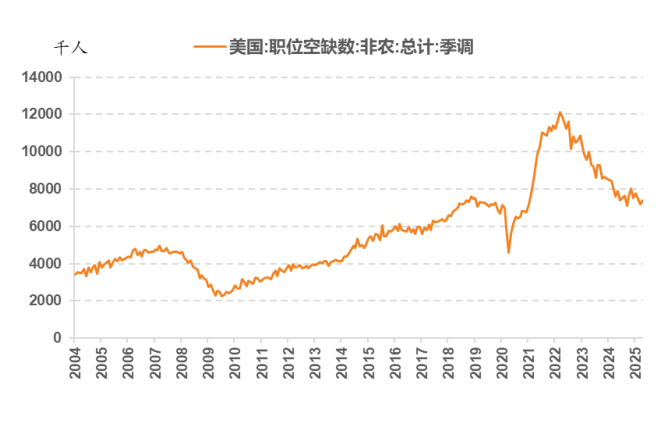
4 月美国劳动力需求环比上行。美国非农职位空缺数为 739 万，较前值 720 万回升，目前比 2019 年年末高出 10.3%。4 月解雇裁员率回升至 1.1%，前值 1%。

图 12：4 月解雇裁员率回升至 1.1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

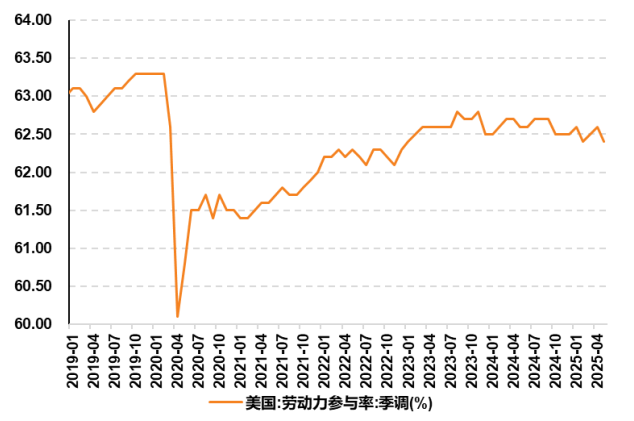
图 13：4 月美国职位空缺数回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

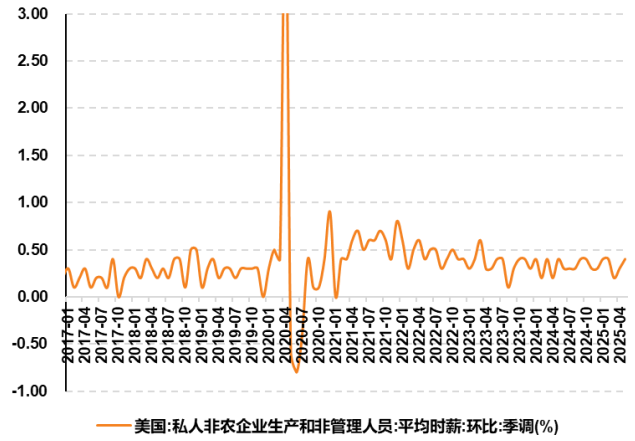
就业市场供给下行。供给方面，5 月劳动力参与率为 62.4%，前值 62.6%，仍明显低于 2019 年末的 63.3%，显示美国人参与劳动的意愿整体仍然不强。

图 14：美国劳动力参与率下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：员工平均时薪



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合来看，5 月美国失业率符合预期，新增非农就业人数 13.9 万人，高于预期（增 12.6 万人），前值下修，薪资增速超预期，5 月劳动力供给下行、4 月劳动力需求回升，非农就业整体延续韧性。

据 CME“美联储观察”，截至 2025/6/7，美联储 **2025 年 6 月降息 25 基点的概率为 2.6%，维持现有利率的概率为 97.4%。**

图 16：CME 降息概率情况

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.3%	83.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.8%	51.8%	39.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.2%	29.0%	45.9%	20.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.3%	39.3%	30.6%	8.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.2%	25.9%	36.4%	23.1%	5.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.2%	30.7%	30.4%	15.1%	3.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.3%	6.9%	19.5%	30.6%	26.9%	12.4%	2.3%
2026/6/17	0.0%	0.5%	3.4%	11.5%	23.6%	29.3%	21.6%	8.7%	1.5%
2026/7/29	0.1%	1.1%	4.9%	13.9%	24.7%	27.8%	19.1%	7.3%	1.2%
2026/9/16	0.4%	2.0%	7.1%	16.5%	25.4%	25.6%	16.2%	5.8%	0.9%
2026/10/28	0.6%	2.8%	8.6%	17.9%	25.5%	24.2%	14.6%	5.0%	0.7%
2026/12/9	0.6%	2.8%	8.6%	17.9%	25.5%	24.2%	14.6%	5.0%	0.7%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

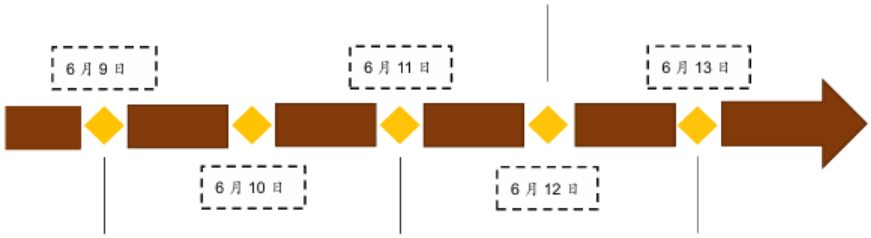
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

6 月，以稳应变，防守反击。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2）消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3）低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 17：重点大事前瞻

- 中国 5 月 M2:同比(%)
- 中国 5 月新增人民币贷款(亿元)
- 中国 5 月 M1:同比(%)
- 中国 5 月 M0:同比(%)
- 中国 5 月社会融资规模:当月值(亿元)
- 中国 5 月社会融资规模存量:同比(%)
- 中国 5 月社会融资规模存量(万亿元)
- 中国 5 月 M0(亿元)
- 中国 5 月 M2(亿元)
- 中国 5 月 M1(亿元)
- 美国 5 月核心 PPI 最终需求:季调:同比(%)
- 美国 5 月核心 PPI 最终需求:季调:环比(%)
- 美国 5 月 PPI 最终需求:季调:同比(%)
- 美国 5 月 PPI 最终需求:季调:环比(%)
- 美国 6 月 07 日初请失业金人数:季调((人)
- 美国 5 月核心 PPI:季调:环比(%)
- 美国 5 月核心 PPI:季调:同比(%)



- 中国 5 月出口金额:当月同比(%)
- 中国 5 月进口金额:当月同比(%)
- 中国 5 月出口金额:人民币:当月同比(%)
- 中国 5 月进口金额:人民币:当月同比(%)
- 中国 5 月进出口金额:当月值(亿美元)
- 中国 5 月出口金额:当月值(亿美元)
- 中国 5 月进口金额:当月值(亿美元)
- 日本 第一季度不变价 GDP:同比(修正)(%)
- 中国 5 月 PPI:同比(%)
- 中国 5 月 CPI:同比(%)
- 美国 5 月 CPI:未季调:同比(%)
- 美国 5 月 CPI:未季调(1982-84 年=100)
- 美国 5 月 CPI:未季调:环比(%)
- 美国 5 月 CPI:季调(1982-84 年=100)
- 美国 5 月 CPI:季调:同比(%)
- 美国 5 月核心 CPI:季调(1982-84 年=100)
- 美国 5 月核心 CPI:未季调:同比(%)
- 美国 5 月核心 CPI:季调:同比(%)
- 美国 5 月核心 CPI:未季调(1982-84 年=100)
- 美国 5 月核心 CPI:未季调:环比(%)
- 美国 5 月 CPI:季调:环比(%)
- 美国 5 月核心 CPI:季调:环比(%)
- 德国 5 月 CPI:环比(%)
- 德国 5 月 CPI:同比(%)
- 德国 4 月工业生产指数:同比(%)
- 欧盟 4 月欧元区:贸易差额(百万欧元)
- 欧盟 4 月欧盟:商品出口金额:同比(%)
- 欧盟 4 月欧盟:商品进口金额:同比(%)
- 欧盟 4 月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)
- 欧盟 4 月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)
- 美国 6 月密歇根消费者情绪指数(初值)

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com