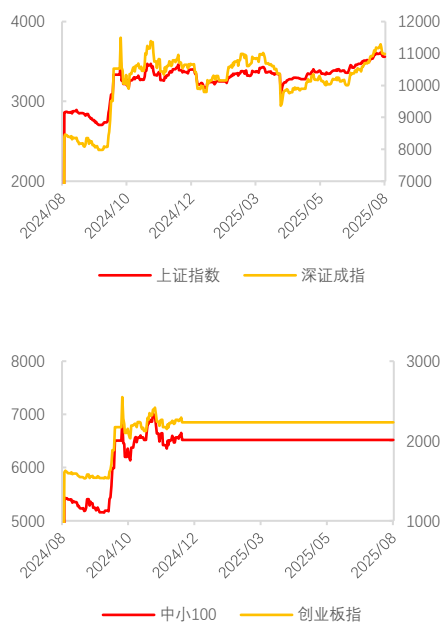


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子莹
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《等待经济政策为市场定调》 -
2025. 07. 21

策略观点

进退有时，张弛有度

● 投资要点

本周 A 股先涨后跌，政治局会议后市场情绪反转。本周主要股指全数收跌，其中中证 1000 跌幅最小为 0.54%，其余主要指数中代表权重蓝筹的中证 A50 和沪深 300 跌幅较大，分别下跌 2.48% 和 1.75%。风格方面，本周风格层面出现分化，成长、消费跌幅较小，金融、稳定和周期风格出现明显回调。市值风格方面，本周大中小盘市值风格均有下跌，中盘和小盘指数表现明显优于大盘指数。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合亦有下跌，宁组合整周下跌 1.74%，茅指数下跌 0.84%。

个人投资者情绪继续下行，已进入消极区间。如图 4 所示为独家构建的个人投资者情绪指数和万得全 A 指数，值得注意的是 A 股自去年 9.24 开始的行情最大特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性。截至 8 月 2 日个人投资者情绪指数 7 日移动平均数报 -0.42%，较 7 月 26 日的 4.35% 明显下降。

展望后市，政策靴子已经落地，注意进退有时，张弛有度。7 月底召开的中共中央政治局会议对下半年的经济政策部署并未出现既定计划之外的大规模刺激倾向，并且“反内卷”并未单独着重指出，其在年内的政策重要性将低于“稳增长”。故此前围绕中共中央政治局会议进行的“强刺激”和“反内卷”交易情绪将继续下降，相关行业的主导逻辑将更多回归需求端能否复苏，而不是潜在的供给端压制。对于整体 A 股而言，从 6 月底开始的本轮上涨可以理解为银行红利触发和反内卷接棒的两段式结构，但目前银行的红利性价比消耗殆尽，同时“反内卷”需要经历政策预期到现实验证的冷静期，因此做多动力或出现真空期，此时更需注意进退有时和张弛有度。

配置方面，景气交易回归，重视科技成长估值修复机会。3 月以来持续调整的以 AI 应用、算力链、光模块为代表的 TMT 成长方向也将迎来估值修复的机会。创新药与 CRO 的基本面叙出现转变，中国医药出海逻辑仍能持续交易。

● 风险提示：

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

目录

1 市场表现回顾.....	4
2 A股高频数据跟踪	5
2.1 A股情绪及成交跟踪	5
2.2 A股行业轮动速度及强度跟踪.....	6
2.3 红利性价比模型跟踪.....	7
3 后市展望及投资观点.....	8
4 风险提示.....	9

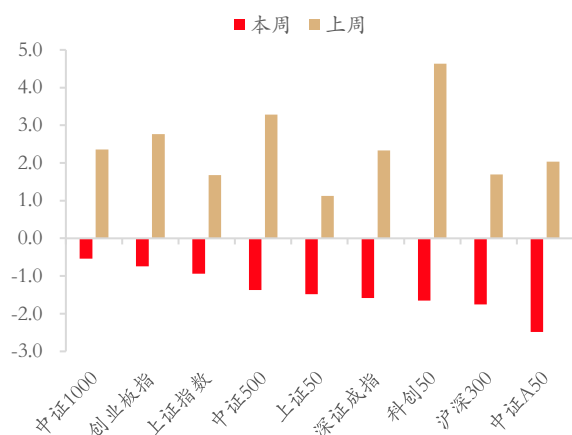
图表目录

图表 1: 主要股指周收益率 (%)	4
图表 2: 主要风格和大小盘指数周收益率 (%)	4
图表 3: 申万一级行业周收益率 (%)	5
图表 4: 个人投资者情绪指数 (%) 与万得全 A 指数	5
图表 5: 融资盘成交占全 A 比 (%) 和自 2024.9.24 以来累计净买入 (亿元)	6
图表 6: A 股行业轮动速度及万得全 A 指数	7
图表 7: A 股行业轮动强度及万得全 A 指数	7
图表 8: 银行股息率拆解 (%) 及银行指数相对走势	8

1 市场表现回顾

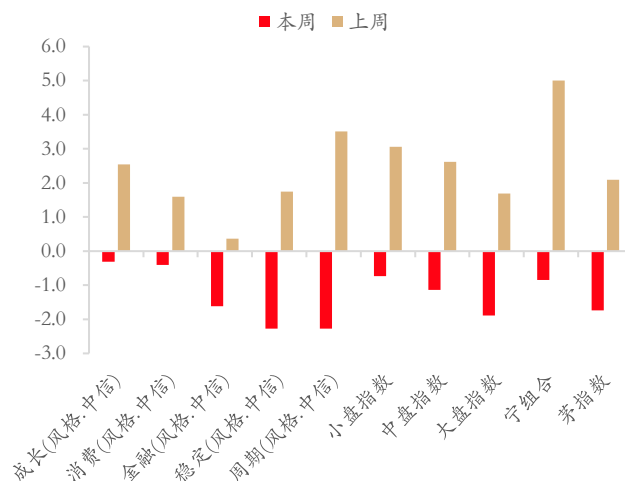
本周 A 股先涨后跌，政治局会议后市场情绪反转。本周主要股指全数收跌，其中中证 1000 跌幅最小为 0.54%，其余主要指数中代表权重蓝筹的中证 A50 和沪深 300 跌幅较大，分别下跌 2.48% 和 1.75%。风格方面，本周风格层面出现分化，成长、消费跌幅较小，金融、稳定和周期风格出现明显回调。市值风格方面，本周大中小盘市值风格均有下跌，中盘和小盘指数表现明显优于大盘指数。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合亦有下跌，宁组合整周下跌 1.74%，茅指数下跌 0.84%。

图表1：主要股指周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

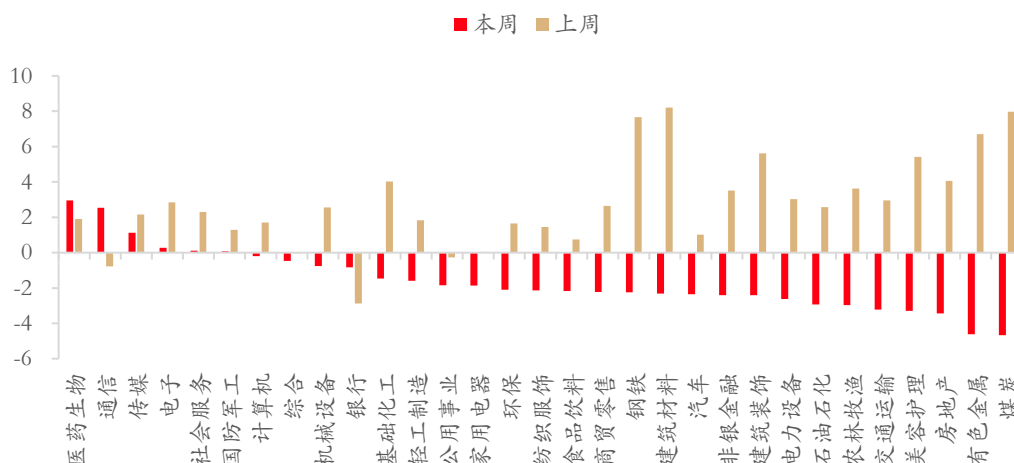
图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，反内卷交易撤退，景气交易回升。本周申万一级行业中医药生物、通信涨幅在 2% 以上，其中医药因恒瑞医药与葛兰素史克 (GSK) 达成潜在金额 125 亿美元的 License-out 合作强化了出海的景气逻辑，而通信则是 CP0 板块延续中报业绩预告后的强势表现，二者均是典型的景气交易。另一方面煤炭、有色金属、建筑材料和钢铁本周大幅杀跌，是由于政策预期的靴子落地后反内卷交易情绪撤退。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



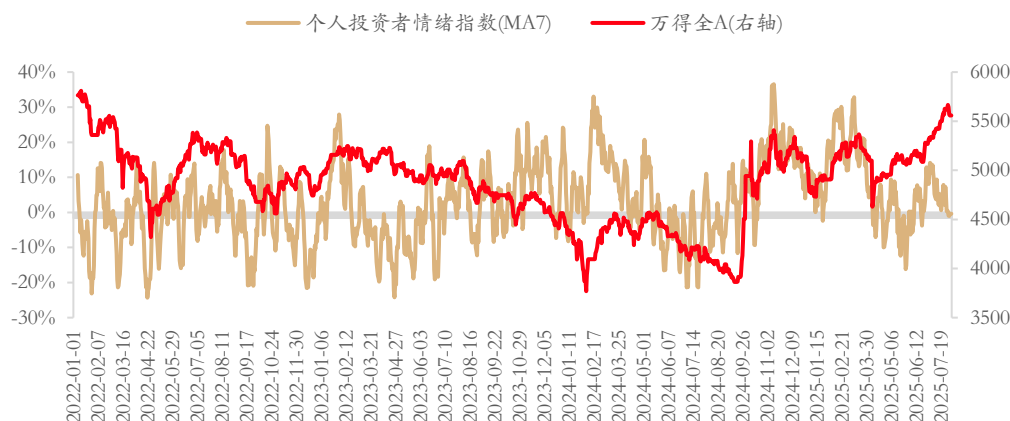
资料来源：wind，中邮证券研究所

2 A股高频数据跟踪

2.1 A股情绪及成交跟踪

个人投资者情绪继续下行，已进入消极区间。如图4所示为独家构建的个人投资者情绪指数和万得全A指数，值得注意的是A股自去年9.24开始的行情最大特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性。截至8月2日个人投资者情绪指数7日移动平均数报-0.42%，较7月26日的4.35%明显下降。

图表4：个人投资者情绪指数(%)与万得全A指数

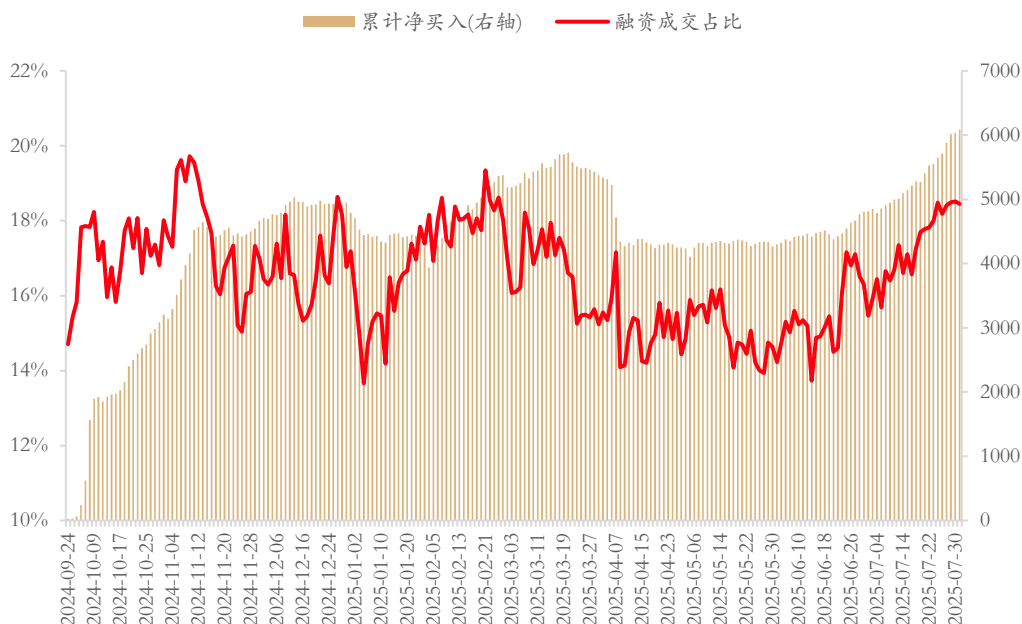


资料来源：东方财富股吧，Wind，中邮证券研究所

同时如图5所示，融资盘延续净流入，融资成交占比维持高位。本周融资盘延续上周净流入趋势，即使7月31日大跌也未改流入趋势，流入速度和春节后

的躁动行情相当。并且融资盘成交占比维持在高位水平，融资盘成交活跃程度与春节行情相当。

图5: 融资盘成交占全A比(%)和自2024.9.24以来累计净买入(亿元)



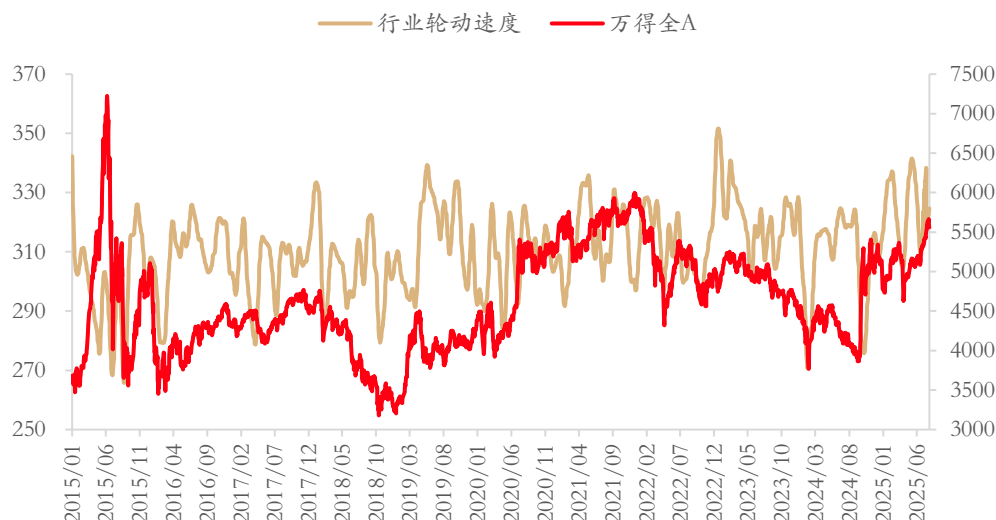
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.2 A股行业轮动速度与强度跟踪

针对行业轮动的描述，我们采取了两种方式进行衡量：①以行业涨跌排名为基础构建的轮动速度指标，具体为采取申万一级行业当天涨跌幅排名较昨日涨跌幅排名变化的绝对值加总，该值越大说明行业之间排名的变化越剧烈；②以行业相对收益为基础构建的轮动强度指标，具体为申万一级行业当天相对万得全A的超额涨跌幅较昨日超额涨跌幅变动的标准差，该指标越大说明各行业间的相对收益变化越大。

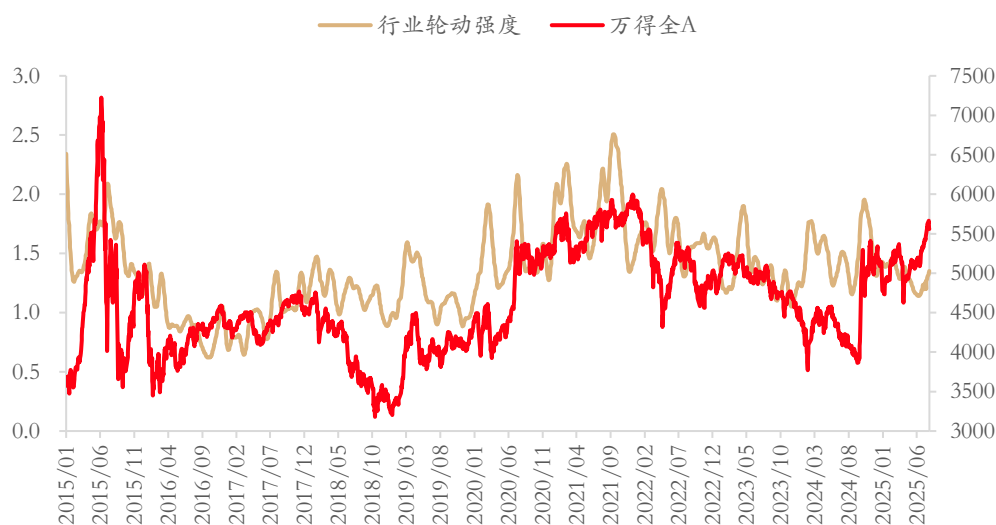
如图6-7所示为A股行业轮动速度与强度，当前正处在一个典型的“高速度低强度”区间中。历史上“高速度低强度”的轮动区间内指数偏向横盘震荡，持续时间平均为2个月。本次行业轮动始于4月底，进入8月后轮动速度将有所下降，市场有望找到交易的主线。

图表6: A股行业轮动速度及万得全A指数



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表7: A股行业轮动强度及万得全A指数



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.3 红利性价比模型跟踪

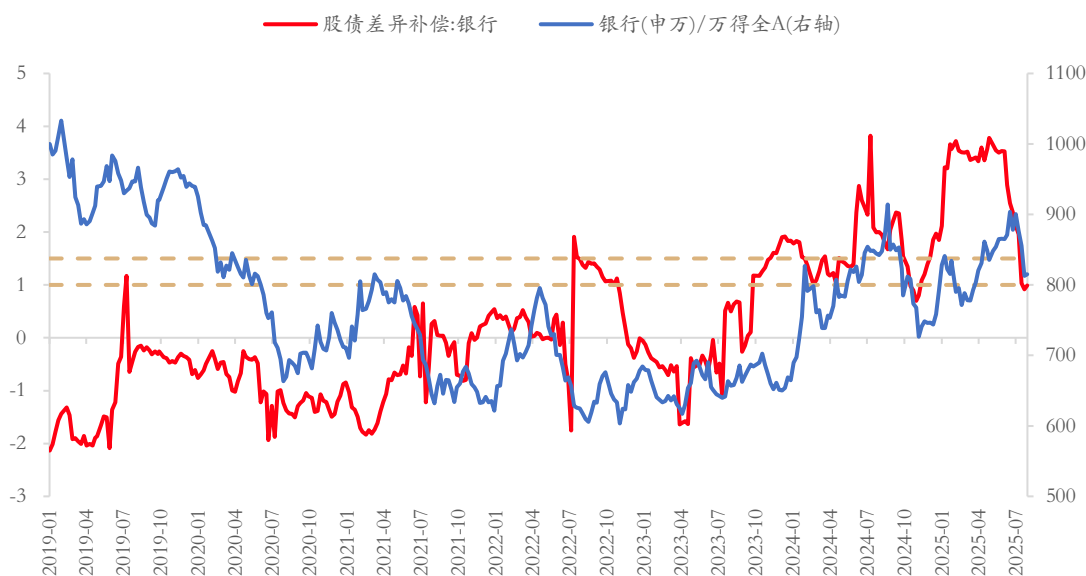
根据我们的跨资产红利比价模型,以银行股为代表的纯红利资产当下因前期上涨幅度较大,目前性价比或有所不足。

我们进行跨资产对比的切入点是红利策略中“类债”的性质,将红利股的收益率拆解为股债两部分,即:

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{本金风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

其中无风险利率+本金风险补偿可视为债券部分，而股债差异补偿部分是红利股性价比的体现。如图8所示，以当前最满足股利永续增长假设的银行为例，其相对万得全A开始走强的背景就是股债差异补偿部分抬升。当前银行的股债差异补偿为0.99%，以单纯静态股息率的视角来看已经进入“鱼尾”阶段，若以1%为最低要求的股债差异补偿，对应银行的股息率应为4.03%。若银行股在年中分红中未加大现金股利支付率，或将无法提供足够的股债差异补偿。

图表8：银行股息率拆解（%）及银行指数相对走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 后市展望及投资观点

展望后市，政策靴子已经落地，注意进退有时，张弛有度。7月底召开的中共中央政治局会议对下半年的经济政策部署并未出现既定计划之外的大规模刺激倾向，并且“反内卷”并未单独着重指出，其在年内的政策重要性将低于“稳增长”。故此前围绕中共中央政治局会议进行的“强刺激”和“反内卷”交易情绪将继续下降，相关行业的主导逻辑将更多回归需求端能否复苏，而不是潜在的供给端压降。对于整体A股而言，从6月底开始的本轮上涨可以理解为由银行红利触发和反内卷接棒的两段式结构，但目前银行的红利性价比消耗殆尽，同时“反

内卷”需要经历政策预期到现实验证的冷静期，因此做多动力或出现真空期，此时更需注意进退有时和张弛有度。

配置方面，景气交易回归，重视科技成长估值修复机会。3月以来持续调整的以AI应用、算力链、光模块为代表的TMT成长方向也将迎来估值修复的机会。创新药与CRO的基本面叙出现转变，中国医药出海逻辑仍能持续交易。

4 风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048