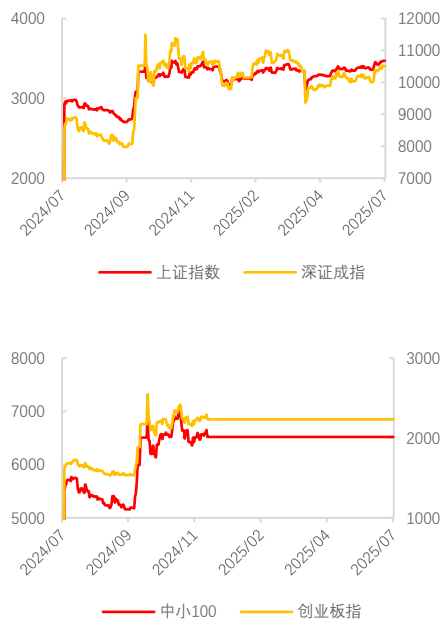


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

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

近期研究报告

《以静待时》 - 2025. 06. 30

策略观点

关键节点将近，A 股或震荡消化涨幅

● 投资要点

本周 A 股继续拾级而上。本周主要股指除科创 50 外均有上涨，其中沪深 300 上涨 1.54% 表现最佳，其余主要指数本周涨幅较为接近，中小市值个股居多的中证 500 和中证 1000 分别上涨 0.81% 和 0.56%，相对较弱。风格方面，本周所有风格指数均有上涨，金融风格上涨 1.86% 最佳，成长风格较上周涨幅有明显回落。市值风格方面，本周大中小盘市值风格均有上涨，大盘和中盘指数表现明显优于小盘指数。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合亦有上涨，宁组合整周上涨 2.23%，茅指数上涨 1.15%。

个人投资者情绪本周保持稳定。截至 7 月 5 日个人投资者情绪指数 7 日移动平均数报 9.49%，较 6 月 28 日的 9.57% 有所下降，个人投资者已摆脱 5 月中旬以来的持续性悲观，开始进入常规游走阶段，这也意味着个人投资者的情绪已经不再是左右 A 股走势和风格的最核心矛盾。

展望后市，关键节点将近，A 股或震荡消化涨幅。本周美国关税谈判将迎来阶段性结果，根据特朗普“将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知”的表态，美国关税谈判在 7 月 9 日之前取得皆大欢喜成果的可能性较低，最终或没有任何实质性进展。对于 A 股而言，美国关税未能达成成果的情形意味 A 股面对的内外环境将不会在 7 月出现重大变化，A 股更多将聚焦在内部基本面能否向好上。由于外部冲击的可能性降低，国内政策或以实施现有部署为主，因此 A 股或以震荡消化涨幅为主。

配置方面，哑铃策略的两端各取所需。由于降准降息后国内信用利差有进一步下行的可能，类债资产比较视角下红利股性价比有望进一步增强，推荐银行、公路铁路、电力等纯红利股。此外 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。对于“反内卷”交易，需要意识到的是钢铁、建材的“内卷”来源是需求萎缩，而光伏、汽车的“内卷”主体是民营企业，显然不会是“供给侧改革”行情的简单重演。

● 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

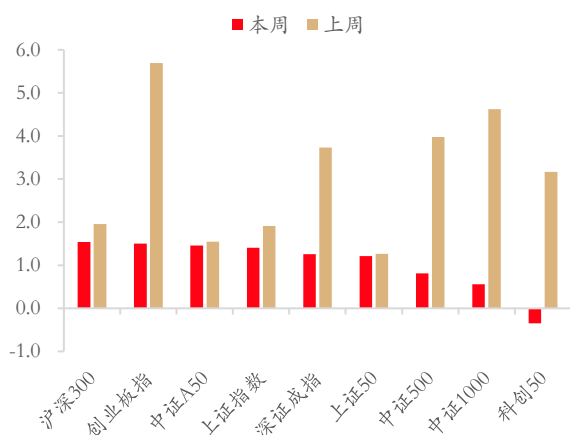
图表目录

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

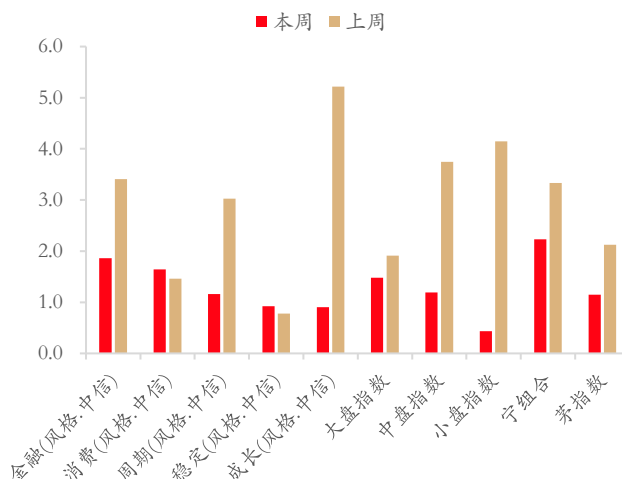
本周 A 股继续拾级而上。本周主要股指除科创 50 外均有上涨，其中沪深 300 上涨 1.54% 表现最佳，其余主要指数本周涨幅较为接近，中小市值个股居多的中证 500 和中证 1000 分别上涨 0.81% 和 0.56%，相对较弱。风格方面，本周所有风格指数均有上涨，金融风格上涨 1.86% 最佳，成长风格较上周涨幅有明显回落。市值风格方面，本周大中小盘市值风格均有上涨，大盘和中盘指数表现明显优于小盘指数。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合亦有上涨，宁组合整周上涨 2.23%，茅指数上涨 1.15%。

图表1：主要股指周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

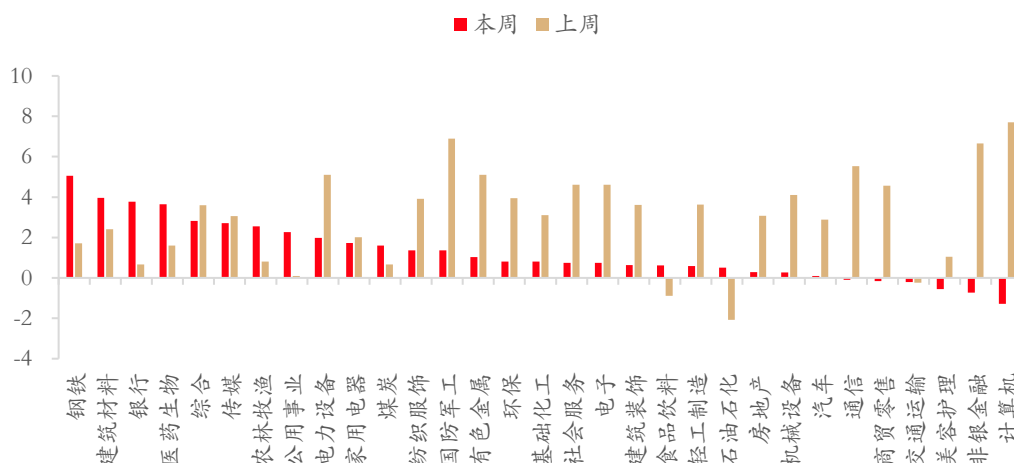
图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，银行收复上周失地，“反内卷”交易异军突起。本周申万一级行业中钢铁、建筑材料、银行和医药生物明显领先，一方面是季末资金行为扰动结束后银行延续此前上涨趋势，另一方面是本周召开的中央财经委员会第六次会议上提到“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”引发了市场对钢铁、建材、光伏等产能过剩领域的“反内卷”交易。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



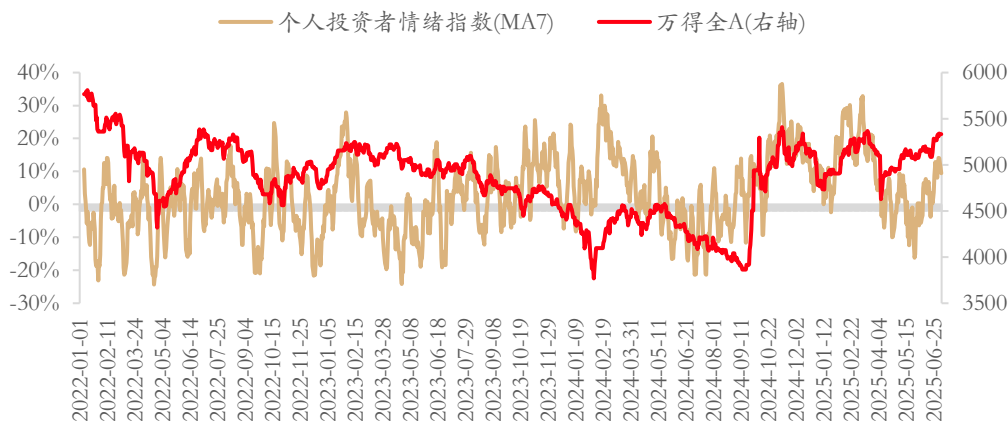
资料来源：wind，中邮证券研究所

2 A股高频数据跟踪

2.1 A股情绪及成交跟踪

个人投资者情绪本周保持稳定。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7月5日个人投资者情绪指数7日移动平均数报9.49%，较6月28日的9.57%有所下降，个人投资者已摆脱5月中旬以来的持续性悲观，开始进入常规游走阶段，这也意味着个人投资者的情绪已经不再是左右A股走势和风格的最核心矛盾。

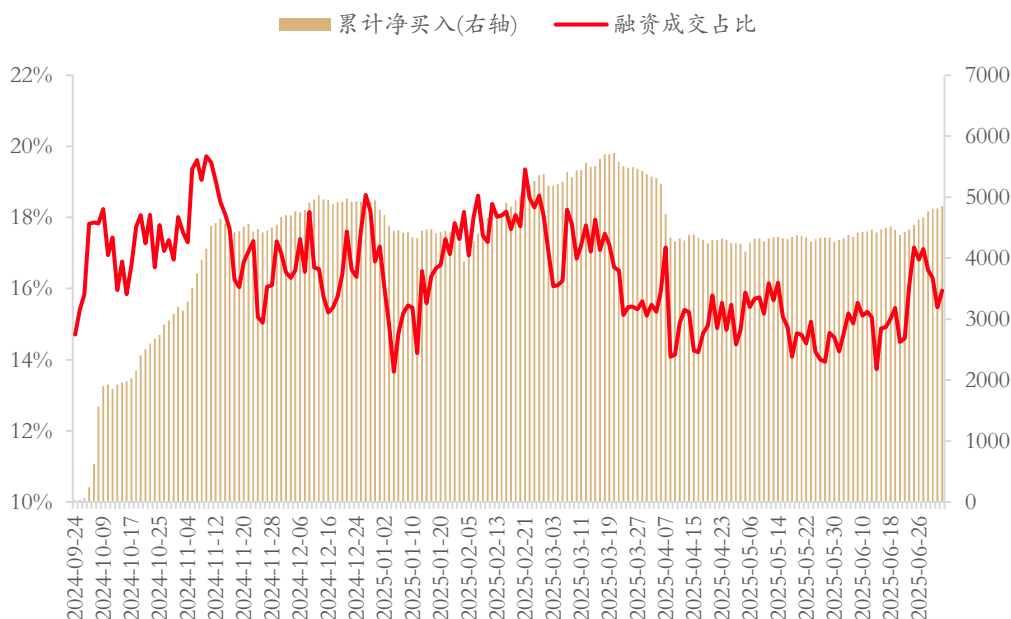
图表4：个人投资者情绪指数(%)与万得全A指数



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，能够反映个人投资者动向的融资盘资金净买入，融资盘占全 A 成交比重有所下降。进入 4 月后出于对美国关税政策的担忧融资盘资金出现大幅净流出，并在整个 4 月中没有出现回补。融资盘成交额占 A 股整体的比例也出现了明显下降，融资盘的成交热情同样出现下降。本周融资盘延续上周净流入趋势，融资成交占全 A 比重逐渐走低，和个人投资者情绪指数两相对应，指向个人投资者交投有所活跃。

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)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

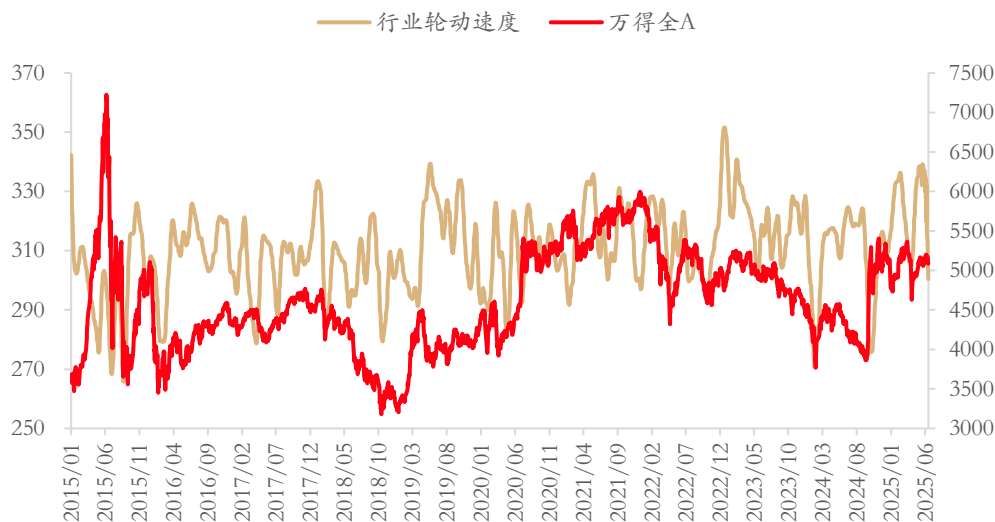
2.2 A 股行业轮动速度及强度跟踪

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

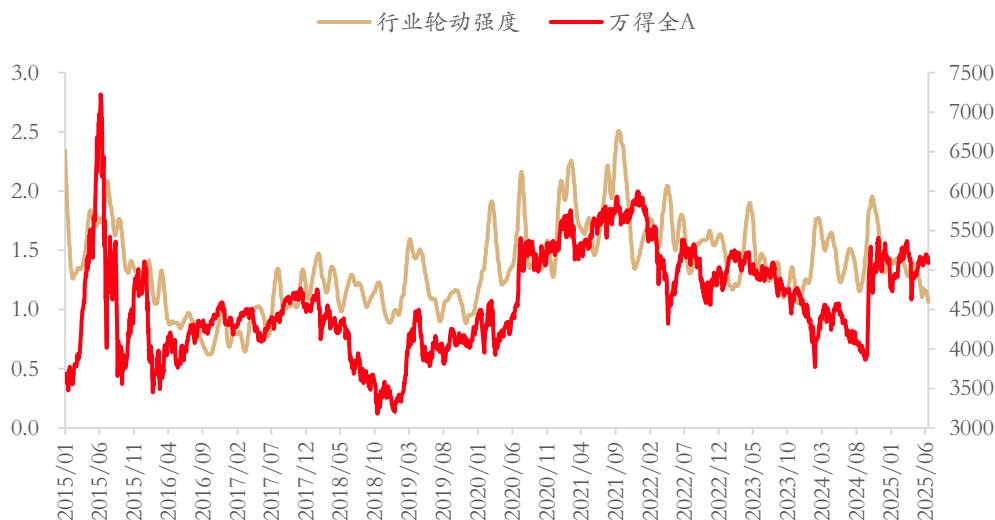
续时间平均为 2 个月。本次行业轮动始于 4 月底，7 月轮动速度或将有所下降，市场有望找到交易的主线。

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

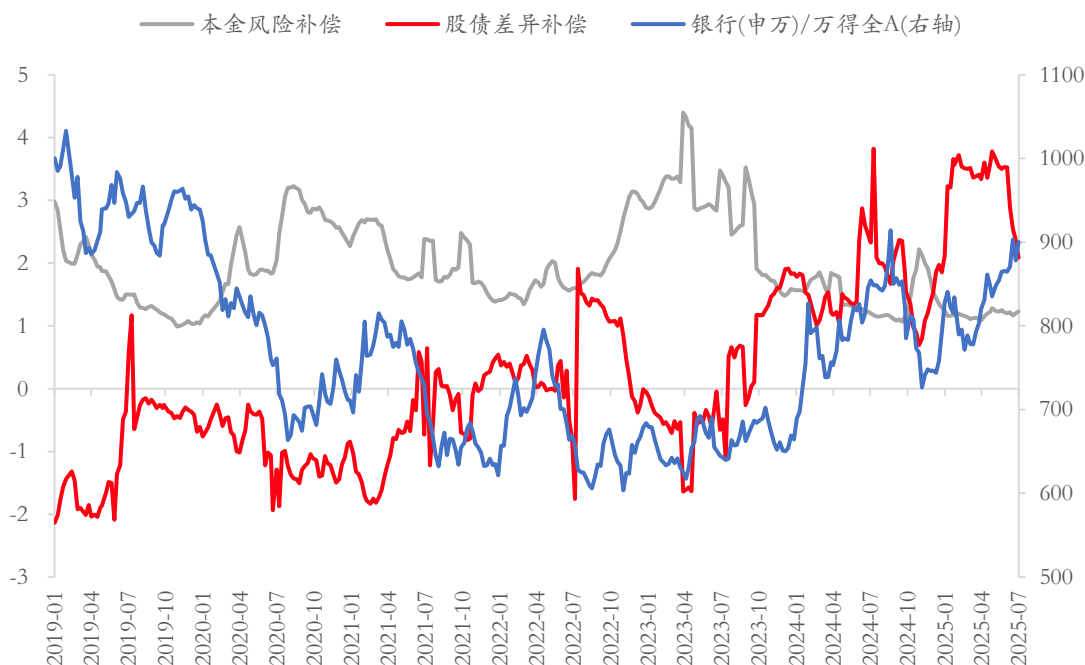
基于当前对 A 股情绪可能面临进一步下挫的判断，红利是否还有性价比就成了一个关键判断。根据我们的跨资产红利比价模型，以银行股为代表的纯红利资产在降准降息的背景下仍在合意区间。

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，并且当前银行股的股债差异补偿仍处在高位。随着降准降息的落地，未来国内信用利差或进一步下行，这将有利于红利股性价比的进步提升。

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，关键节点将近，A股或震荡消化涨幅。本周美国关税谈判将迎来阶段性结果，根据特朗普“将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知”的表态，美国关税谈判在7月9日之前取得皆大欢喜成果的可能性较低，最终或没有任何实质性进展。对于A股而言，美国关税未能达成成果的情形意味A股面对的内外环境将不会在7月出现重大变化，A股更多将聚焦在内部基本面能否向

好上。由于外部冲击的可能性降低，国内政策或以实施现有部署为主，因此 A 股或以震荡消化涨幅为主。

配置方面，哑铃策略的两端各取所需。由于降准降息后国内信用利差有进一步下行的可能，类债资产比较视角下红利股性价比有望进一步增强，推荐银行、公路铁路、电力等纯红利股。此外 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。对于“反内卷”交易，需要意识到的是钢铁、建材的“内卷”来源是需求萎缩，而光伏、汽车的“内卷”主体是民营企业，显然不会是“供给侧改革”行情的简单重演。

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