

震荡前行，飘红收官

A股市场 2025 上半年极简复盘

核心观点

上半年纵览：震荡前行，飘红收官

2025 年上半年，A 股市场一波三折，年初至 1 月中旬受风险情绪压制快速下跌，4 月初再度因美国所谓“对等关税”砸出市场“黄金坑”，整体呈现探底修复态势，6 月下旬指数三连阳，6 月 26 日盘中 3462 点创年内新高。上半年万得全 A、上证指数、沪深 300 分别上涨 5.83%、2.76%、0.03%。

分季度来看，一季度 A 股延续震荡筑底，整体表现弱于一致调查值。1 月受企业盈利与海外不确定性拖累，资金观望情绪浓厚；2 月中美摩擦升温叠加国内促消费政策发力，指数小幅反弹；3 月货币政策预期宽松，成长板块阶段性活跃后转向防御风格。二季度市场重心回归基本面与政策博弈，4 月在美加税冲击下急跌，政策底显现后快速修复；5 月指数反弹至前期阻力位后震荡调整；6 月在红利兑现、中报预期升温及地缘风险扰动下，市场震荡中略有上行，结构分化明显，成长风格占优。

风格：小微盘总体占优，大盘价值展韧性

2025 年上半年整体偏均衡稳定，半年维度看微盘强于小盘，小盘强于中盘和大盘。上半年小盘成长相较于大盘价值的风格切换较为频繁，小盘成长顺风期与市场上涨期高度相关，相对大盘价值的超额收益一度达到 12.48%，但半年维度超额收益仅 1.14%，大盘价值更多在下跌区间展现韧性。

行业&主题：从科技到消费，轮动速率可控

2025 上半年，A 股市场行业轮动速度呈震荡趋势，3 月整体轮动强度到达上半年内高点。基于国信行业轮动指数复盘年内行业轮动情况，年初市场下跌期间，行业轮动速率同频下跌，5-6 月医药行业系统性走强、新消费主线明确，市场轮动效应再次下降。

分行业来看，上半年 31 个行业中 20 个一级行业上涨，8 个二级行业涨幅超过 20%。一级行业中，有色金属、银行、国防军工、传媒涨幅较高，分别上涨 18.12%、13.10%、12.99%和 12.77%；煤炭、食品饮料、房地产、石油石化上半年表现较差。二级行业方面，地面兵装 2025 上半年涨幅超过 60%，；煤炭开采、光伏设备、白酒、酒店餐饮上半年表现较弱，需反内卷和供给端操作发力催化。

风险提示：海外地缘冲突加剧；指数梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐；历史复盘对未来指引有限

策略研究 · 策略专题

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

证券分析师：王开

021-60933132

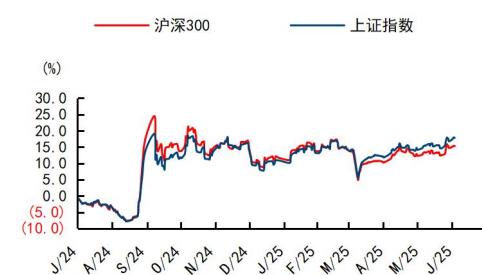
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6512.36/3.73
创业板/月涨跌幅 (%)	2123.72/6.55
AH 股价差指数	129.51
A 股总/流通市值 (万亿元)	82.85/76.09

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《主题策略专题——把握海洋经济投资机会》——2025-07-02

《ESG 产品月报 (2025. 7) - ESG 主动基金业绩优异》——

2025-07-02

《估值周观察 (6 月第 5 期) - 风偏提振，估值扩张》——

2025-06-29

《主题投资月度观察 (2025 年第 6 期) - 数字资产治理，金融创新加速》——2025-06-29

《ESG 热点周聚焦 (6 月第 5 期) - 企业可持续披露再迎新进展》——2025-06-29

内容目录

纵览：市场慢涨急跌，整体偏震荡	4
风格：小微盘总体占优，大盘价值展韧性	7
行业&主题：从科技到消费，轮动速率可控	9
风险提示	12

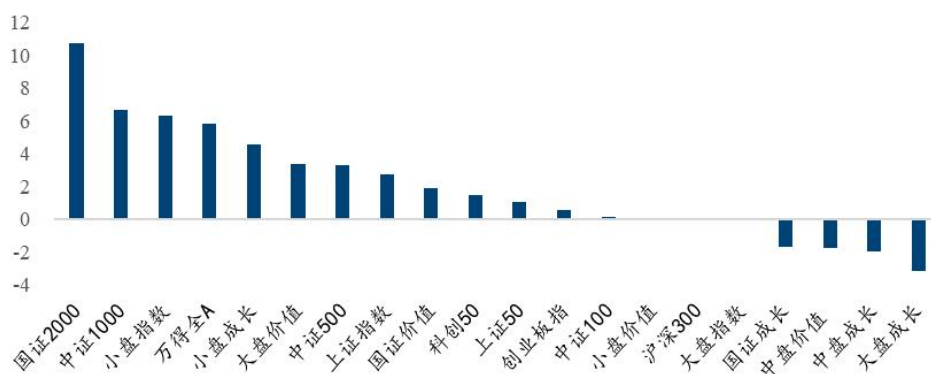
图表目录

图 1：2025 年上半年 A 股市场宽基指数涨跌幅 (%)	4
图 2：2025 上半年 A 股市场主要宽基指数分季度涨跌幅贡献	4
图 3：2025 上半年 A 股大事记	6
图 4：2025 上半年 A 股市场涨跌家数比例变化	6
图 5：2025 上半年 A 股市场涨跌停家数变化	6
图 6：2025 上半年 A 股市场市值风格指数走势	7
图 7：2025 上半年价值成长风格指数走势	8
图 8：2025 上半年亏损股相较绩优股优势明显	8
图 9：2025 上半年 A 股市场行业轮动情况	9
图 10：2025 上半年申万一级行业涨跌幅	9
图 11：2025 上半年各月度申万一级行业涨跌幅	10
图 12：2024 年申万一级行业轮动热力图	10
图 13：2025 上半年申万二级行业涨跌情况	11
图 14：2025 上半年主题涨幅前 20	11

纵览：市场慢涨急跌，整体偏震荡

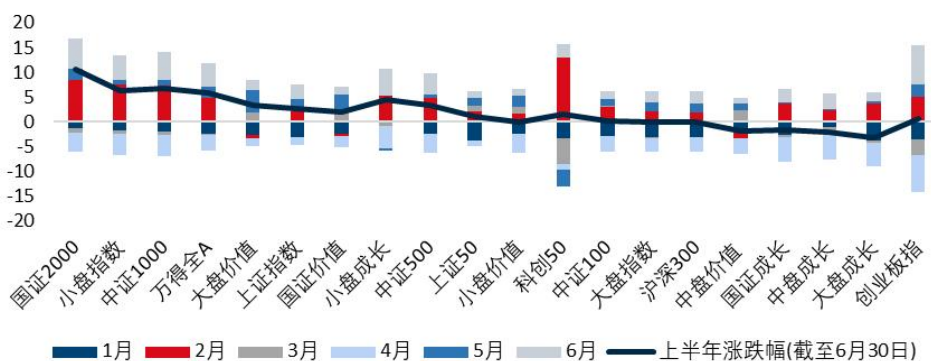
2025 年上半年，A 股市场一波三折：年初到 1 月中旬受风险情绪压制快速下跌，1 月中旬至 3 月中底部向上反弹近 300 点；4 月初受特朗普政府所谓的“对等关税”影响，大盘砸出“黄金坑”，但随后一系列利好政策密集发布，市场情绪提振，大盘开启估值驱动的快速反弹。5 月大盘表现偏震荡。6 月在政策红利兑现、政策端维稳态度延续与地缘政治扰动的影响下，市场呈现震荡上行修复趋势，6 月下旬指数三连阳，6 月 26 日盘中 3462 点创年内新高。上半年万得全 A、上证指数、沪深 300 分别上涨 5.83%、2.76%、0.03%。分月度看，2025 年 1-6 月上证指数涨跌幅分别为-3.02%、2.16%、0.45%、-1.70%、2.09%、2.90%，涨跌随月份小幅震荡。

图1: 2025 年上半年 A 股市场宽基指数涨跌幅(%)



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图2: 2025 上半年 A 股市场主要宽基指数分季度涨跌幅贡献



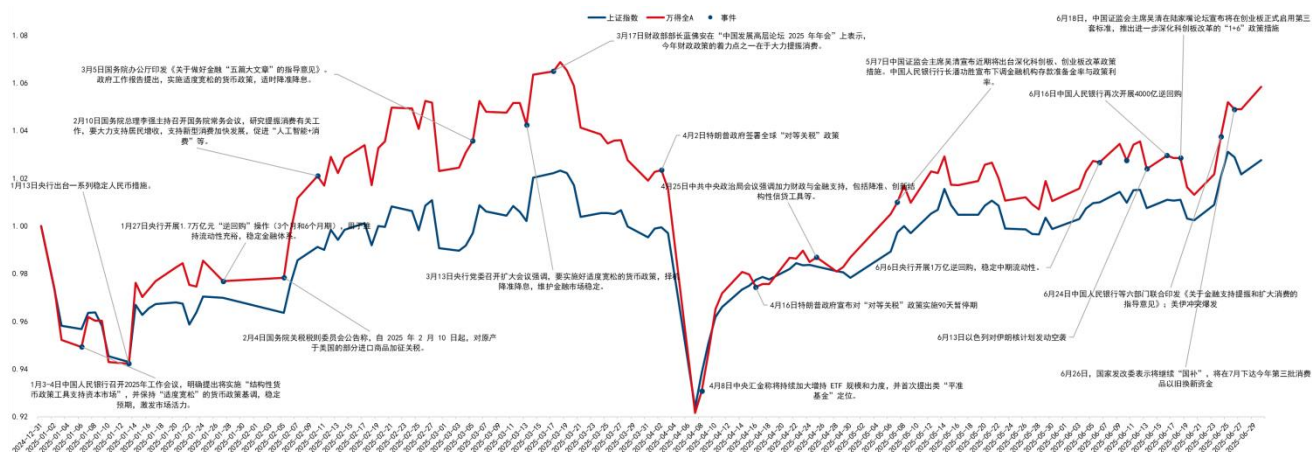
资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

2025 年一季度，A 股市场延续震荡筑底态势，整体表现弱于市场预期。1 月，尽管监管层频频发声稳定市场、引导中长期资金入市，但受限于企业盈利预期偏弱及海外加息预期反复，市场整体承压，成交活跃度偏低，投资者观望情绪较重。2 月，全球贸易关系阶段性承压，美国宣布对部分中国产品加征关税，避险情绪升温；同时，国内出台一系列刺激消费政策予以呵护支持，局部板块出现结构性行情，指数有所反弹。3 月，货币政策进一步宽松，市场对降准降息预期提升，科技、新能源等成长板块短暂活跃，但是随着时间推移，小盘风格逐渐让位给质量、消费风格，市场整体呈现偏防御的态势。

进入到二季度，市场重心逐步回归基本面与政策信号。4 月，在美国滥施关税和对华大幅提高关税税率的冲击下，市场出现了较大的调整，上证指数一度跌至 3040 点。随着中央汇金、中国诚通、中国国新等国资宣布入场维稳、央行明确提供流动性支持等政策组合拳发力下，市场呈现“急跌-企稳-修复”的 V 型走势，与此同时，市场风险偏好从极端恐慌转向结构性修复，资金围绕政策确定性展开布局。5 月，在美国对外关税阶段性缓和，在业绩真空期等因素窗口下，指数出现了较为明显的反弹。此后，由于接近前期市场的阻力位，且缺少进一步推动市场上行力量的背景下，市场对于经济数据下行，美国对华关税反复等因素扰动下，市场又出现了一定的调整。6 月市场整体延续修复态势，结构分化明显。上旬在前期政策红利兑现与经济数据阶段性企稳的共振下，市场维持升势；中旬受外部地缘政治因素影响，市场短暂震荡整理；而月末，随着中报预期逐步升温、政策端维稳态度延续，市场情绪回暖，指数震荡中上行。

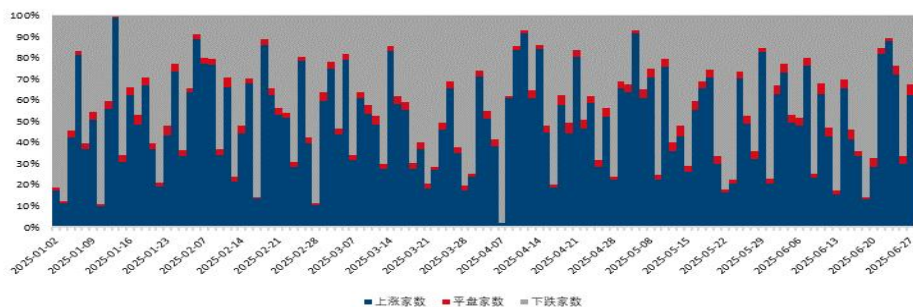
整体来看，2025 年上半年 A 股呈现“政策驱动、情绪修复”主导的结构性行情。指数缺乏系统性上升动能，市场核心变量仍聚焦于企业盈利修复与外资回流趋势。在利率维持低位、政策托底持续的背景下，市场结构性机会优于整体性机会，风格从主题唱戏逐步向基本面与估值修复切换。

图3: 2025 上半年 A 股大事记



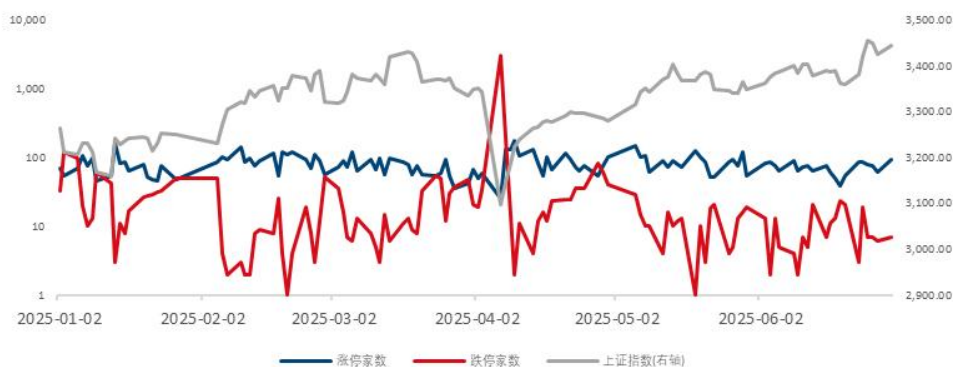
资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图4: 2025 上半年 A 股市场涨跌家数比例变化



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025 上半年 A 股市场涨跌停家数变化



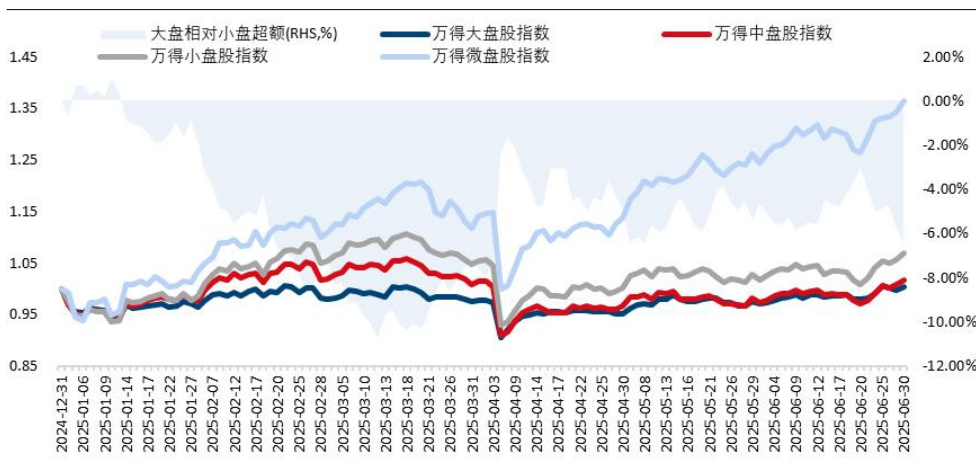
资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

风格：小微盘总体占优，大盘价值展韧性

2025 上半年 A 股市场风格较为稳定，市值因子展现出“以小为美”的特征。半年维度看微盘强于小盘，小盘强于中盘和大盘。具体而言，2025 年上半年(截至 6 月 30 日)万得大盘股、中盘股、小盘股及微盘股指数分别上涨 0.36%、1.66%、6.81%、36.41%。上半年大盘相对小盘占优的集中时间段仅有 1 月上旬、3 月下旬至 4 月上旬。

从市值风格来看，2025 年 1 月初至 2 月初市场整体处于震荡筑底阶段，微盘风格表现出强劲的结构行情，跑赢中盘和大盘，估值驱动特征明显；同期万得大盘股相对小盘股的超额收益一度回落至接近 0，风格分化不显著。2 月中旬至 3 月下旬，随着政策预期升温、货币宽松强化，微盘指数持续上涨，累计涨幅显著扩大，市值越小表现越强；截至 3 月中旬，微盘风格自年初以来上涨超 21%，而同期大盘风格仅上涨约 3.5%，大盘相对小盘的超额收益持续减小，风格明显倾斜于小微盘。3 月底至 4 月初，市场出现系统性调整叠加美国关税扰动，小微盘高估值板块回撤幅度较大，微盘指数最大回撤显著，大盘风格相对抗跌，风格再度切换，大盘相对小盘的超额收益自低位快速回升。4 月中旬至 6 月，市场热点扩散，情绪趋于平稳，一系列宽松政策发布，微盘指数再度活跃，小盘风格阶段性跑赢，但大盘风格仍保持稳定，整体来看市值风格趋于均衡，未现显著偏离。截至 6 月 30 日，万得微盘指数年初以来累计涨幅最大，估值驱动特征仍存，但波动亦大，大盘指数表现相对稳健。

图6：2025 上半年 A 股市场市值风格指数走势



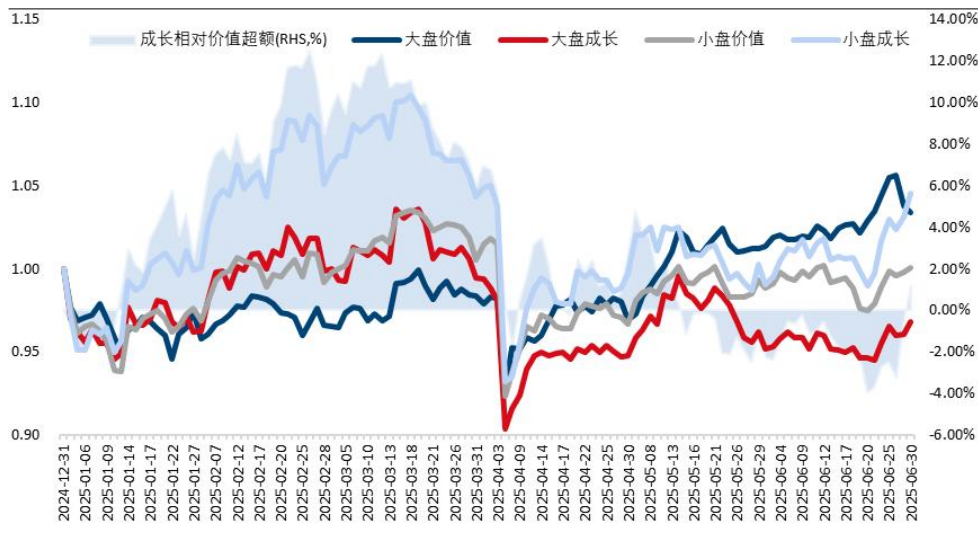
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

成长价值风格方面，2025 年上半年整体偏均衡。市场反攻 300 点期间小盘成长风格表现最为强劲，超额收益显著，相对大盘价值的超额收益一度达到 12.48%。具体来看，大盘价值在 1 月初市场下跌、4 月 7 日关税冲击期间、5 月中旬到 6 月“向基准靠拢”主题行情期间表现占优，全区间相对小盘成长仅跑输 1.14pct，整体表现具备一定韧性。

2025 年初至 1 月中旬，成长风格表现偏弱，小盘成长相对大盘价值超额收益最低达到 -1.98%，显示出价值风格阶段性占优，大盘价值占优的核心原因在于更高的红利资产占比，市场快速回撤期间，仅有银行、公用事业等板块在年初逆势上涨。1 月中旬至 3 月中旬为小盘成长的顺风期。该阶段成长相对价值超额收益从 2.17% 大幅走高至 12.31%，累计上涨超过 10 个百分点。这反映出在春季行情中市场风

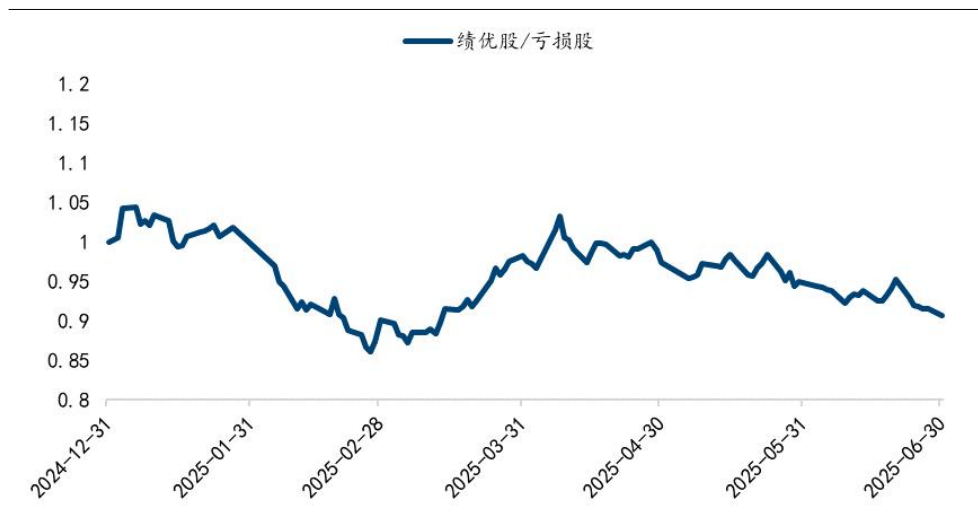
险偏好提升，小盘成长受益于流动性驱动和主题投资加速。3月中旬至4月上旬，随着行情调整与美国所谓“对等关税”扰动，小盘成长表现回落跳水，成长风格快速回调，大盘价值相对抗跌。4月中旬至6月，小盘成长受政策降息刺激短暂恢复，以及市场砸坑恢复期间的估值弹性快速跑出超额，但5月中旬“基准调仓”行情以来小盘成长相对大盘价值快速走弱，市场尚未明显转向成长风格。总体而言：2025年上半年，小盘成长相对大盘价值的风格切换较为频繁，小盘成长顺风期与市场上涨期高度相关，大盘价值更多在下跌区间展现韧性。

图7: 2025 上半年价值成长风格指数走势



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图8: 2025 上半年亏损股相较绩优股优势明显

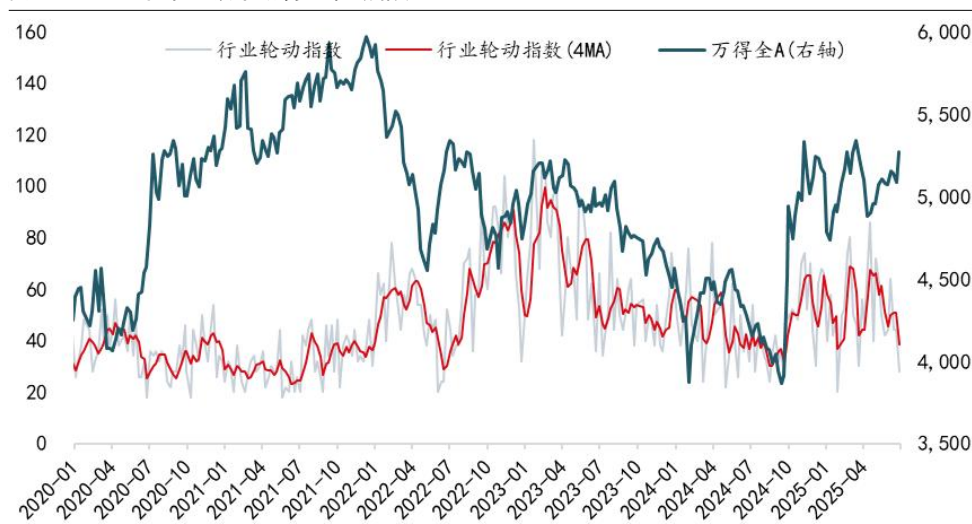


资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

行业&主题：从科技到消费，轮动速率可控

2025 上半年，A 股市场行业轮动速度呈震荡趋势，3 月整体轮动强度到达上半年内高点。基于国信行业轮动指数来复盘年内行业轮动情况，年初市场下跌期间，行业轮动速率同频下跌，5-6 月医药行业系统性走强、新消费主线明确，市场轮动效应再次下降。

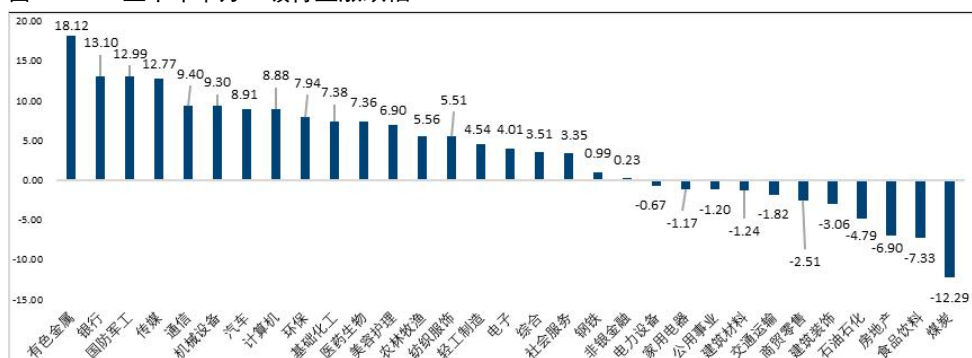
图9：2025 上半年 A 股市场行业轮动情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

分行业来看，按照申万一级 31 个行业来划分，上半年 20 个一级行业上涨。其中有色金属、银行、国防军工、传媒涨幅较高，分别上涨 18.12%、13.10%、12.99%和 12.77%；煤炭、食品饮料、房地产、石油石化上半年表现较差，分别下跌 12.29%、7.33%、6.90%和 4.79%。

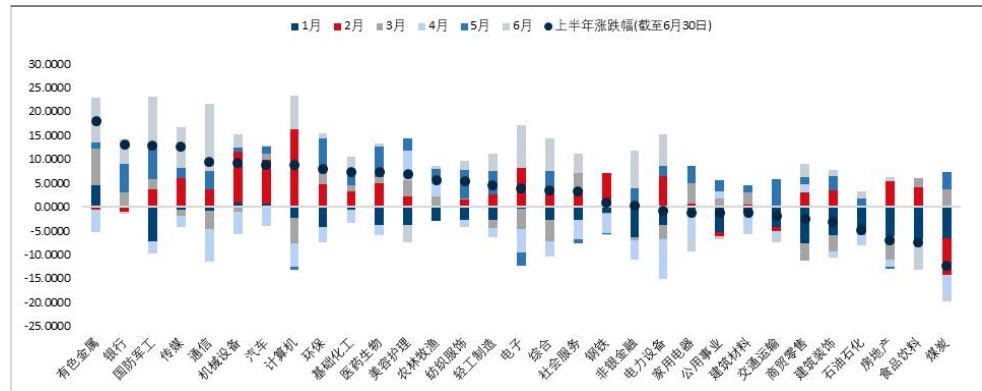
图10：2025 上半年申万一级行业涨跌幅



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

分月度看，31 个一级行业中无行业全年 6 个月度均收涨。涨幅靠前的行业中，有色金属在 1、3、6 月表现亮眼，其中 6 月涨幅达到 9.3%，银行上半年表现较为稳健，回撤幅度在一级行业中最小，收益主要由 5-6 月贡献，国防军工波动较大，收益主要由 5-6 月贡献。上半年回撤幅度较大的行业中，计算机凭借 2 月 16.31% 的涨幅，上半年收益来到全部行业的前半段，电子行业 3-5 月持续回撤，一度侵蚀了年初“DeepSeek”时刻科技板块反弹区间的全部涨幅。

图11: 2025 上半年各月度申万一级行业涨跌幅



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图12: 2024 年申万一级行业轮动热力图

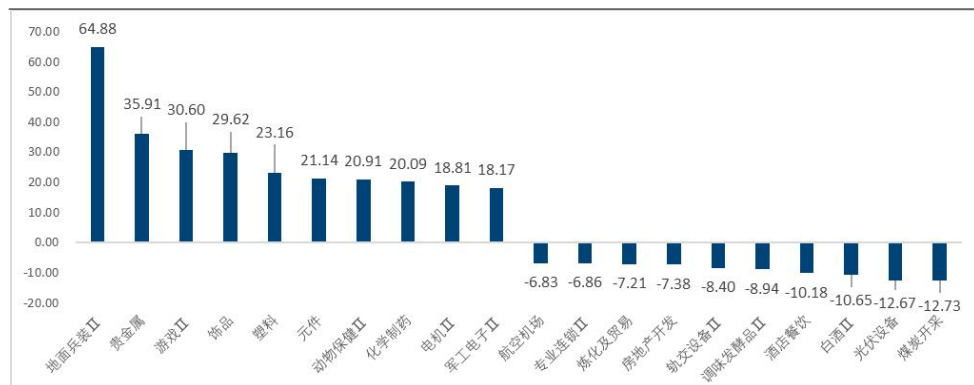
大类	行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月
上游	石油石化	1.0	0.2	-0.2	-0.1	0.4	1.0
	煤炭	1.2	-1.1	0.6	-2.5	-0.3	2.4
	有色金属	-0.5	-2.3	-2.9	-0.8	-2.4	2.4
	钢铁	1.0	3.2	-0.1	-0.8	-0.7	4.7
中游	基础化工	0.3	-0.9	-1.2	-0.5	-0.7	1.8
	建筑材料	1.3	1.6	-0.3	-2.1	0.2	2.9
	机械设备	-2.2	-2.4	-2.5	1.6	-0.4	0.9
	建筑装饰	0.1	0.7	-0.3	-1.3	1.1	0.5
	电力设备	-1.9	-0.8	-3.5	-0.5	-2.4	1.5
	国防军工	-1.3	-3.4	-2.0	-0.2	2.1	2.1
下游 可选消费	汽车	-1.0	-2.7	-3.5	0.5	-4.1	0.0
	家用电器	0.1	-0.7	-3.5	1.1	-1.0	1.2
	轻工制造	0.8	0.2	-1.0	0.2	0.1	1.2
	商贸零售	-2.1	-0.7	-0.5	-1.7	0.7	0.0
	社会服务	-0.9	-2.8	0.5	-2.6	0.2	0.5
下游 必选消费	美容护理	-0.9	-0.6	1.2	2.5	-0.7	0.6
	食品饮料	-0.2	1.8	0.1	-0.5	-1.1	0.3
	纺织服装	0.1	0.9	0.0	-0.1	1.6	1.3
	医药生物	0.0	-2.7	1.2	0.5	2.2	1.9
	农林牧渔	0.7	-0.9	1.5	-0.6	1.8	1.8
TMT	电子	-2.9	-4.9	-2.7	1.3	-0.6	-0.5
	计算机	-1.5	-7.8	-1.9	2.5	1.8	-1.7
	通信	-4.0	-9.6	-0.8	0.6	1.5	-0.6
	传媒	0.1	-8.0	-1.3	2.7	1.7	1.7
大金融	银行	1.4	-0.4	0.9	-1.5	0.0	2.0
	非银金融	-2.0	-2.9	-1.3	-1.0	0.2	-1.5
	房地产	-1.2	2.2	-0.9	-3.0	0.9	0.7
环保公用	公用事业	1.4	-1.1	2.5	-2.1	-0.2	1.5
	交通运输	0.5	-0.1	0.8	-1.3	1.7	0.0
	环保	0.2	-0.7	-0.2	0.0	3.4	1.3

资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

二级行业方面,地面兵装 2025 上半年涨幅超过 60%,8 个二级行业涨幅超过 20%;煤炭开采、光伏设备、白酒、酒店餐饮上半年表现较差,6 个二级行业全年跌幅超过 8%。

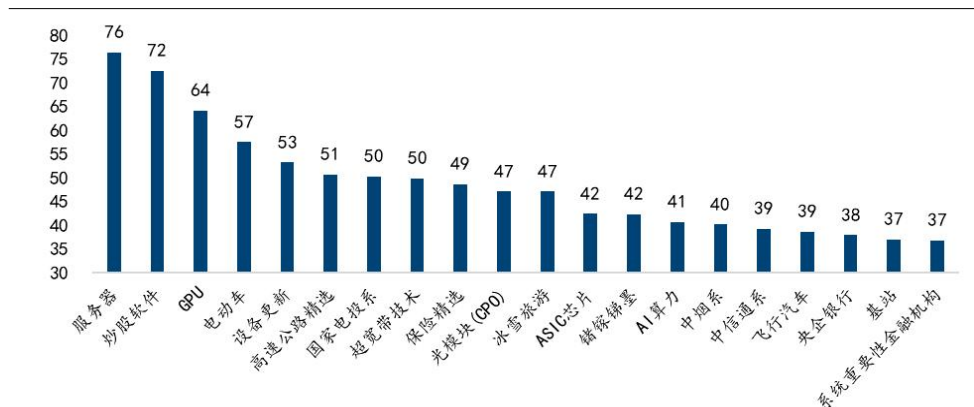
主题方面,剔除连板、次新、预增、券商及行业金股等概念后,全年涨幅在 40%以上的概念主题共有 15 个,其中服务器、炒股软件、GPU、电动车、设备更新主题涨幅位列前五。

图13: 2025 上半年申万二级行业涨跌情况



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: 2025 上半年主题涨幅前 20



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- (1) 海外地缘冲突加剧；
- (2) 指数梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐
- (3) 历史复盘对未来指引有限

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032