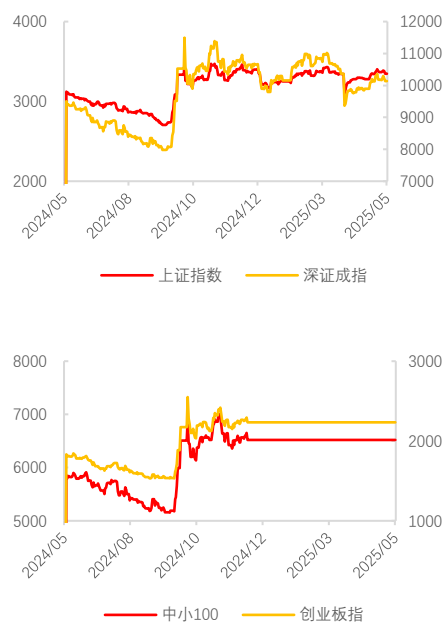


## 大盘指数



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

《关税谈判利好落地后等待内需刺激政策》 - 2025. 05. 19

## 策略观点

### 静水流深，谋定后动

#### ● 投资要点

本周 A 股延续先涨后跌节奏，风格再偏向防御，延续快速轮动格局。本周医药生物、综合、有色金属、汽车和家用电器领涨，上周涨幅领先的美容护理、非银金融和商贸零售显著回落。本周 A 股依然缺乏明确的交易主线，领涨的医药生物一方面是市场轮动深化后欠涨的方向进行补涨，另一方面是即将开幕的 2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上多家上市公司将公布其研究成果提振了市场情绪。

A 股自去年 9.24 行情开始以来最大的特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性，受美国关税政策带来影响，当前个人投资者情绪指数已出现明显滑落。截至 5 月 23 日个人投资者情绪指数 7 日移动平均数报-8.0%，较 5 月 17 日的-9.9%略有回升，但仍处于消极区间，个人投资者当前对 A 股整体走势缺乏信心。本周融资盘按兵不动，累计净买入基本维持不变，融资成交占全 A 比重较上周略有下降，和个人投资者情绪指数两相对应，指向个人投资者的成交热情维持低迷。

展望后市，缺乏突破契机，A 股或陷入震荡格局。中美贸易战达成阶段性成果虽然有利于国内宏观经济稳固和 A 股出口链估值修复，但也意味着当前国内出台大规模内需刺激政策的必要性降低，可预期的政策出台窗口将延后至 7 月下旬。目前 A 股指数点位已经反弹至中美贸易战 2.0 之前水平，因此想要更进一步就需要新的契机来提振 A 股市场信心，但在外部风险拆雷后内外均缺乏可预见的利好刺激。在个人投资者情绪进入消极区间并且 A 股上市公司一季报缺乏亮点的情况下，A 股指数层面或将陷入震荡。

配置方面，降准降息增强红利股性价比，内需交易须待风起。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。内需交易在 4.25 中央政治局会议的政策预期落空后更需要明确的内需刺激政策出台作为催化，因此消费股的配置时机仍需等待。

#### ● 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 |

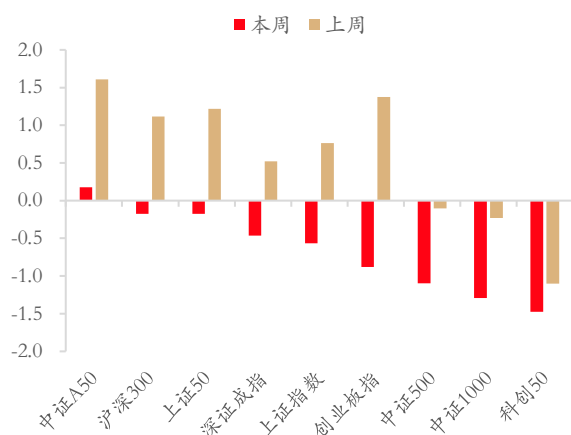
## 图表目录

|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 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

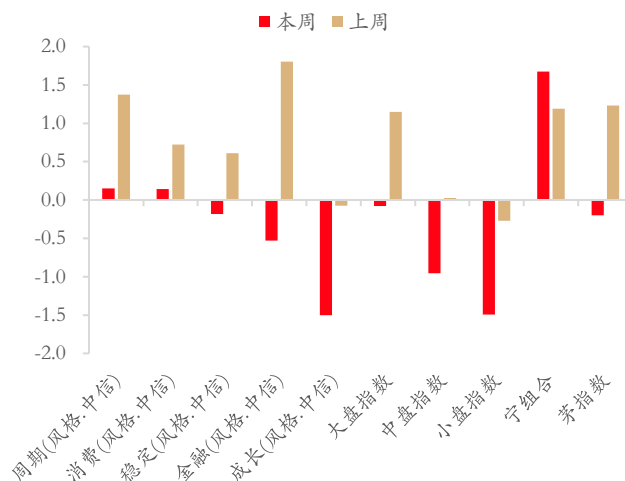
本周 A 股延续先涨后跌节奏，风格再偏向防御。本周主要股指多数下跌，其中中证 A50 是唯一上涨的主要指数，成分股中蓝筹白马居多的沪深 300 和上证 50 跌幅较小，科创 50、中证 1000 及中证 500 跌幅较大。风格方面，周期、消费风格小幅上涨，成长风格大幅下跌。市值风格方面，本周依旧延续大盘优于中小盘的格局，大盘风格整周小幅下跌，中小盘指数出现大幅杀跌。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合走势分化，宁组合整周上涨 1.67% 较上周涨幅扩大，而茅指数下跌 -0.20%。

图表1：主要股指周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

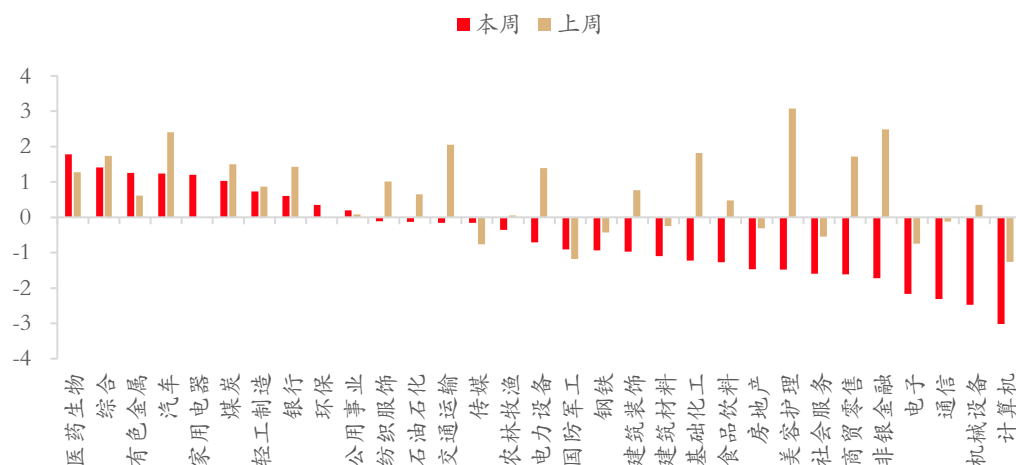
图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，延续快速轮动格局。本周医药生物、综合、有色金属、汽车和家用电器领涨，上周涨幅领先的美容护理、非银金融和商贸零售显著回落。本周 A 股依然缺乏明确的交易主线，领涨的医药生物一方面是市场轮动深化后欠涨的方向进行补涨，另一方面是即将开幕的 2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上多家上市公司将公布其研究成果提振了市场情绪。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



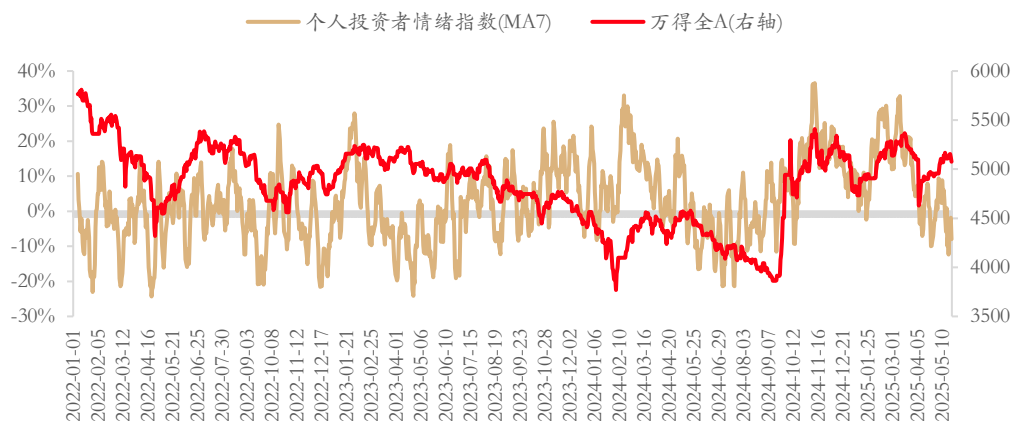
资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2 A股高频数据跟踪

### 2.1 A股情绪及成交跟踪

A股个人投资者情绪延续低迷。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行情开始以来最大的特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性。截至5月23日个人投资者情绪指数7日移动平均数报-8.0%，较5月17日的-9.9%略有回升，但能仍处于消极区间，个人投资者当前对A股整体走势缺乏信心。

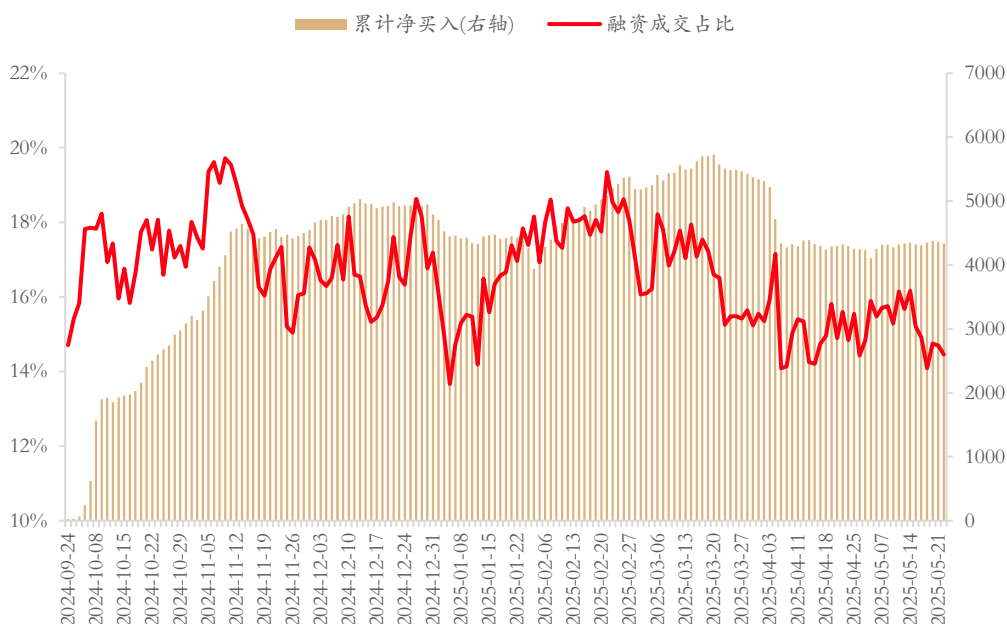
图表4：个人投资者情绪指数(%)与万得全A指数



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热度也出现明显下降。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。本周融资盘按兵不动，累计净买入基本维持不变，融资成交占全 A 比重较上周略有下降，和个人投资者情绪指数两相对应，指向个人投资者的成交热情维持低迷。

**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

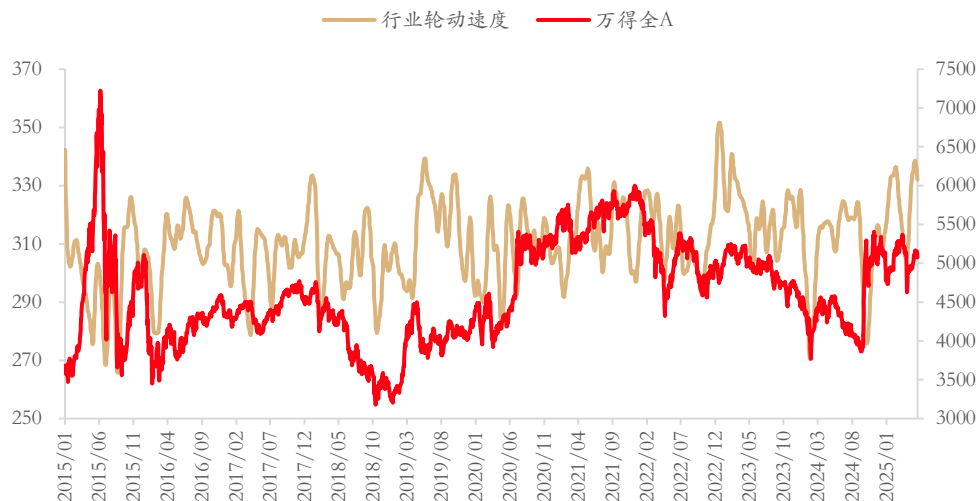
## 2.2 A 股行业轮动速度及强度跟踪

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

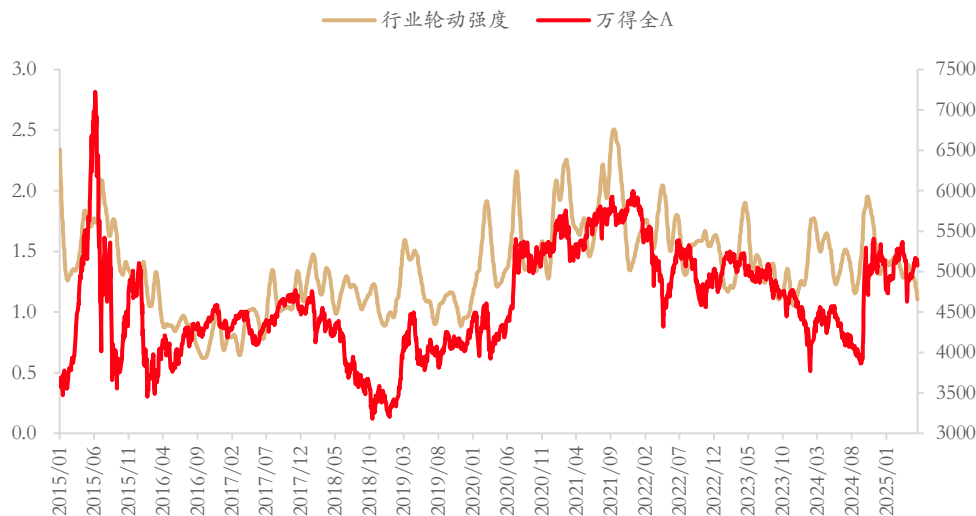
续时间平均为 2 个月。本次行业轮动始于 4 月底，或指向 6 月仍将维持较快的行业轮动速度，在交易上更适合“多看少动”。

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

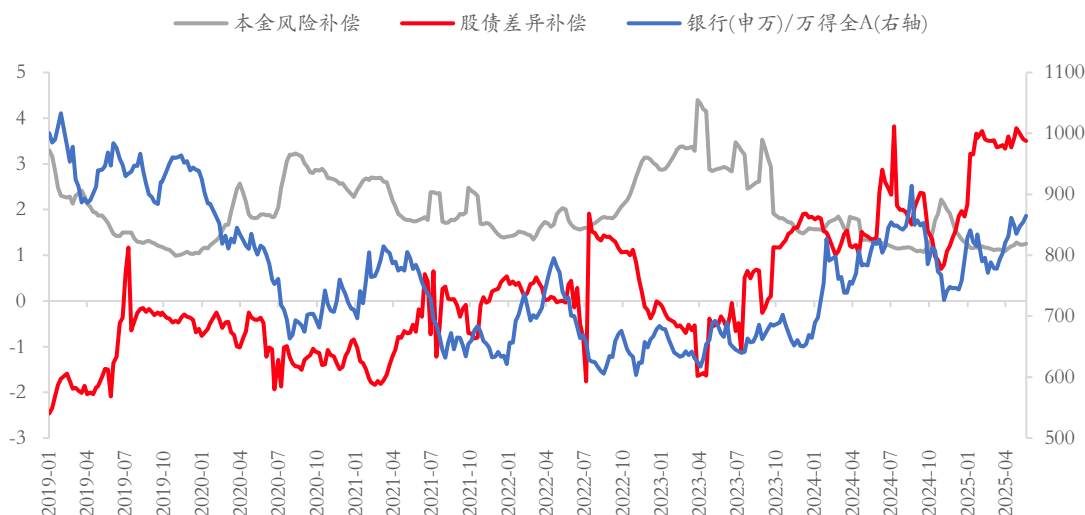
基于当前对 A 股情绪可能面临进一步下挫的判断，红利是否还有性价比就成了一个关键判断。根据我们的跨资产红利比价模型，以银行股为代表的纯红利资产在降准降息的背景下仍在合意区间。

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，缺乏突破契机，A股或陷入震荡格局。中美贸易战达成阶段性成果虽然有利于国内宏观经济稳固和A股出口链估值修复，但也意味着当前国内出台大规模内需刺激政策的必要性降低，可预期的政策出台窗口将延后至7月下旬。目前A股指数点位已经反弹至中美贸易战2.0之前水平，因此想要更进一步就需要新的契机来提振A股市场信心，但在外部风险拆雷后内外均缺乏可预见的利好刺激。在个人投资者情绪进入消极区间并且A股上市公司一季报缺乏亮点的情况下，A股指数层面或将陷入震荡。

配置方面，降准降息增强红利股性价比，内需交易须待风起。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。内需交易在 4.25 中央政治局会议的政策预期落空后更需要明确的内需刺激政策出台作为催化，因此消费股的配置时机仍需等待。

## 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：<br>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。<br>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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 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，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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