

# 填坑行情后的震荡何时结束？

## 定期报告

### 投资要点

- ◆ **填坑行情后的震荡结束后 A 股多上涨，核心驱动因素是政策和外部事件、行业轮动、市场情绪等。**复盘 2015 年以来 A 股出现的 7 次短期快速下跌再快速反弹（即“填坑”行情）后震荡的行情，可以看到：（1）震荡平均持续 86 个交易日，震荡结束后 7 次中有 5 次出现上涨。（2）驱动填坑行情后的震荡结束的核心因素是政策和外部事件、行业轮动、市场情绪等。一是政策和外部事件是影响震荡行情结束的核心：若政策宽松、外部事件积极则可能驱动 A 股突破上涨，如 2016 年险资举牌、2019 年 MSCI 扩容、2020 年拜登胜选、2024 年“新国九条”出台，2025 年年初“两会”等；反之，则可能震荡后下跌。二是行业轮动完成可能导致震荡结束：震荡末期蓝筹多出现补涨。三是震荡末期情绪指标处于高位可能导致震荡后下跌。
- ◆ **当前来看，A 股短期可能继续震荡偏强甚至突破上涨。**（1）短期积极的政策持续加速落地，外部事件偏积极。一是短期稳增长政策持续落地：首先，发改委明确表示大部分稳就业稳经济政策措施将在 6 月底前落地；其次，各地方政府加快稳就业政策的落实。二是外部事件短期偏积极：首先，俄乌谈判继续推进，地缘风险有望降低；其次，中美两国元首通话，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，短期对中美博弈的担忧有所下降。（2）当前行业轮动已接近尾声。一是计算机、电子、通信等前期调整较多的行业 5 月 27 日以来均出现一定的补涨；二是当前大金融、建筑等蓝筹行业出现补涨。（3）当前市场情绪指标处于中性水平：上证综指 PE 分位数在 50%、换手率分位数在 75% 左右。
- ◆ **A 股短期可能延续震荡偏强走势。**（1）短期经济延续修复趋势。一是地产销售周同比增速有所回升；二是石油沥青装置和螺纹钢厂开工率有所上升。（2）短期流动性维持宽松。一是海内外宏观流动性维持宽松：首先，美元维持弱势，海外对国内流动性宽松的掣肘较小；其次，6 月 5 日央行预告 1 万亿的逆回购操作，显示央行短期维持流动性宽松的意愿较强。二是短期股市资金可能进一步流入：首先，历史经验上，填坑行情后的震荡及震荡后时期，股市资金多流入；其次，后续随着经济增长和中美缓和预期上升，融资、外资、新发基金等股市资金流入均可能上升。
- ◆ **行业配置：短期继续逢低配置科技、新消费和部分低估值蓝筹。**（1）短期小盘占优的风格可能延续。当前中证 1000 指数的 PE、成交额占比、换手率的历史分位数均明显低于历史上风格切换时的水平。（2）短期科技和新消费仍是主线。一是复盘历史，填坑后的震荡期和震荡后上涨时，政策导向和产业趋势上行的行业表现相对占优；震荡后下跌时，低估值红利板块表现相对占优。二是当前来看，科技和消费短期可能相对占优：首先，当前处于填坑后的震荡期，后续可能突破震荡上行；其次，当前政策导向和产业趋势上行的行业指向科技和消费。（3）短期价值中的油服、纺织、港口和成长中的传媒、通信、计算机等行业估值性价比较高。（4）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的计算机（国产软件）、通信（算力）、传媒（AI 应用、游戏）、机器人、军工、电子（半导体）等；二是预期可能边际改善和可能补涨的创新药、电新、食品、社服、券商、有色金属、化工等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001  
denglijun@huajinsec.com.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.com.cn

### 相关报告

新股板块继续呈现震荡拉锯，等待变盘信号  
灵活应变-华金证券新股周报 2025.6.2六月继续震荡偏强，结构性行情依旧  
2025.6.1分歧加剧致做多意愿暂时降温，但新股板块  
重启活跃周期或依然可期-华金证券新股周  
报 2025.5.25

新消费和科技行情还能持续吗？ 2025.5.24

新股休整周期尾端信号或更为清晰，变盘或  
只待共识重建达成-华金证券新股周报  
2025.5.18

## 内容目录

一、填坑行情后的震荡走势如何结束？ .....	3
(一) 填坑行情后的震荡结束主要由政策和外部事件等驱动 .....	3
(二) A股短期可能继续震荡偏强甚至突破上涨 .....	5
二、周度策略：A股短期可能延续震荡偏强走势 .....	6
(一) 短期经济延续修复趋势 .....	6
(二) 短期流动性维持宽松 .....	7
三、行业配置：短期继续聚焦科技和新消费 .....	8
(一) 短期小盘占优的风格可能延续 .....	8
(二) 短期科技和新消费仍是主线 .....	10
(三) 短期油服、纺织和传媒、通信等估值性价比较高 .....	11
(四) 短期建议继续逢低配置科技、部分消费和蓝筹 .....	13
四、风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：2015 年以来有 7 次填坑-震荡期，且后续市场涨跌不一 .....	3
图 2：填坑-震荡期后市场走势影响因素一览 .....	4
图 3：震荡结束末期蓝筹板块开始补涨 .....	5
图 4：近期稳就业稳增长举措落地频繁 .....	6
图 5：本轮震荡期行业轮动基本完成 .....	6
图 6：当前上证估值分位数处于中性位置 .....	6
图 7：一、三线城市商品房销售增速维持高位 .....	7
图 8：螺纹钢厂、石油沥青装置开工率均回升 .....	7
图 9：水泥、平板玻璃价格指数仍在下探 .....	7
图 10：二手房出售挂牌指数仍在下滑 .....	7
图 11：6 月有 1.6 万亿逆回购到期 .....	8
图 12：美元指数维持低位 .....	8
图 13：填坑后震荡及上涨/下跌期间微观资金流入情况一览 .....	8
图 14：陆股通成交额占比有所回升 .....	8
图 15：小盘切大盘风格切换时点一览 .....	9
图 16：历史上小切大盘风格时估值和情绪指标处于极高位置 .....	9
图 17：填坑后震荡阶段表现前十的行业 .....	10
图 18：震荡结束后，表现较好的行业 .....	11
图 19：低估值红利子行业筛选 .....	12
图 20：成长子行业筛选 .....	12
图 21：国产软件业务收入回升 .....	13
图 22：工业机器人产量同比增速显著提高 .....	13
图 23：中国医药出口企稳回升 .....	14
图 24：新能源汽车出口明显回升 .....	14

## 一、填坑行情后的震荡走势如何结束？

### （一）填坑行情后的震荡结束主要由政策和外部事件等驱动

填坑行情后的震荡结束后 A 股多上涨，核心驱动因素是政策和外部事件、行业轮动、市场情绪等。复盘 2015 年以来 A 股出现的 7 次短期快速下跌再快速反弹（即“填坑”行情）后震荡的行情，可以看到：（1）震荡期持续时间在 24 至 139 个交易日不等，平均持续 86 个交易日，此外，震荡结束后 7 次中有 5 次出现上涨，仅 2 次下跌。（2）驱动填坑行情后的震荡结束的核心因素是政策和外部事件、行业轮动、市场情绪等。一是政策和外部事件是影响震荡行情结束的核心：首先，若政策宽松或外部事件积极使得市场走强，如 2016 年 11 月国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》的同时险资举牌潮掀起，2019 年 11 月 MSCI 扩容 A 股，2020 年 11 月拜登击败特朗普当选美国总统，2024 年 4 月“新国九条”落地叠加习主席会见美国国务卿布林肯，2025 年初两会大幅宽松财政货币政策等；反正，若政策收紧或外部事件偏负面则可能压制市场表现，如 2017 年 8 月美国贸易代表办公室（USTR）依照总统备忘录指示对中国开展 301 调查，2023 年 10 月欧盟委员会决定对进口自中国的纯电动载人汽车发起反补贴调查等。二是行业轮动完成可能导致震荡结束，震荡末期蓝筹多出现补涨，如 2016 和 2017 年的煤炭和钢铁，2019 年的钢铁、石油石化、建筑、地产等，2023 年的钢铁和建材，2024 年的军工，2025 年的有色、建材和钢铁。三是震荡末期情绪指标处于高位可能导致震荡后下跌，如 2017 年震荡结束时上证估值分位数处于 63% 的中高位，2023 年震荡结束后上证换手率处于近 90% 的高位。

图 1：2015 年以来有 7 次填坑-震荡期，且后续市场涨跌不一

震荡开始	2016/3/20	2017/8/1	2019/5/10	2020/7/13	2023/3/6	2024/3/21	2024/10/18
震荡结束	2016/9/27	2017/11/13	2019/11/29	2020/11/2	2023/8/4	2024/4/25	2025/1/13
震荡持续时间 (交易日)	131	70	139	75	104	24	61
震荡到上涨/下跌期间 上证涨跌幅 (%)	10.15	-4.80	7.51	6.97	-17.63	4.15	8.14
上涨/下跌结束	2016/11/29	2017/12/18	2020/1/14	2020/12/2	2024/2/5	2024/5/20	2025/3/19
震荡后市场走势	上涨	下跌	上涨	上涨	下跌	上涨	上涨

资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：填坑-震荡期后市场走势影响因素一览

震荡结束	上涨/下跌结束	期间上证涨跌幅 (%)	制造业PMI (%)	社零增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	上证估值分位数 (%)	上证换手率分位数 (%)	政策/外部事件
2016/9/27	2016/11/29	10.15	50.4→51.7	10.7→10.8	8.4→9.4	57.5→68.3	15.5→89.2	国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》；人民币正式加入SDR货币篮子；险资举牌
2017/11/13	2017/12/18	-4.80	51.8→51.6	10.2→9.4	21.9→21	63.1→57	53→11.8	美国贸易代表办公室对中国开展301调查
2019/11/29	2020/1/14	7.51	50.2→50	8→8	-2.1→-3.3	22.8→37.2	6.8→49.9	MSCI扩容
2020/11/2	2020/12/2	6.97	52.1→51.9	5→4.6	2.4→4.1	54.2→63.9	40.7→71.9	拜登当选美国总统
2023/8/4	2024/2/5	-17.63	49.7→49.1	4.6→5.5	-11.7→-10.2	36.7→13.7	87.3→87.4	欧盟委员会决定对进口自中国的纯电动载人汽车发起反补贴调查
2024/4/25	2024/5/20	4.15	50.4→49.5	2.3→3.7	4.3→3.4	34.7→43	48.3→81.5	“新国九条”落地；习主席会见美国国务卿布林肯
2025/1/13	2025/3/19	8.14	49.1→50.5	3.7→5.9	-3.3→0.8	41.5→53.3	69.8→81	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》发布；两会大幅宽松财政货币政策

资料来源：华金证券研究所整理，wind（注：月频数据取起止日期当月数据比较，若当月无数据则前/后推1个月；日频数据取起止日期当日数据比较；历史分位数计算从2005年起）

图 3：震荡结束末期蓝筹板块开始补涨

排名	跌幅从高到低	涨幅从高到低	跌幅从高到低	涨幅从高到低	跌幅从高到低	涨幅从高到低
	2016/3/20 2016/9/14	2016/9/14 2016/9/27	2017/8/1 2017/11/2	2017/11/2 2017/11/13	2019/5/10 2019/11/20	2019/11/20 2019/11/29
TOP1	传媒	房地产	煤炭	电子	钢铁	钢铁
TOP2	交通运输	煤炭	传媒	家电	建筑	石油石化
TOP3	消费者服务	商贸零售	纺织服装	食品饮料	商贸零售	煤炭
TOP4	计算机	钢铁	银行	通信	纺织服装	有色金属
TOP5	商贸零售	银行	国防军工	非银行金融	煤炭	汽车
TOP6	钢铁	轻工制造	钢铁	电力设备及新能源	综合	建筑
TOP7	石油石化	医药	石油石化	计算机	石油石化	建材
TOP8	纺织服装	家电	综合	钢铁	基础化工	电力及公用事业
TOP9	煤炭	汽车	基础化工	煤炭	汽车	房地产
TOP10	国防军工	通信	建筑	消费者服务	房地产	基础化工
排名	2020/7/13 2020/10/22	2020/10/22 2020/11/2	2023/3/6 2023/7/26	2023/7/26 2023/8/4	2024/3/21 2024/4/16	2024/4/16 2024/4/25
TOP1	商贸零售	汽车	消费者服务	非银行金融	计算机	国防军工
TOP2	通信	家电	综合	房地产	传媒	银行
TOP3	计算机	电力设备及新能源	建材	综合金融	综合	综合金融
TOP4	传媒	电子	基础化工	钢铁	房地产	农林牧渔
TOP5	房地产	消费者服务	钢铁	建材	电子	非银行金融
TOP6	电子	钢铁	电力设备及新能源	银行	消费者服务	家电
TOP7	综合	有色金属	农林牧渔	商贸零售	国防军工	交通运输
TOP8	农林牧渔	轻工制造	国防军工	综合	通信	医药
TOP9	有色金属	食品饮料	医药	建筑	轻工制造	食品饮料
TOP10	非银行金融	基础化工	轻工制造	食品饮料	医药	通信
排名	2024/10/18 2025/1/2	2025/1/2 2025/1/13				
TOP1	房地产	有色金属				
TOP2	有色金属	家电				
TOP3	煤炭	银行				
TOP4	医药	石油石化				
TOP5	非银行金融	汽车				
TOP6	国防军工	电子				
TOP7	电力及公用事业	建材				
TOP8	建材	基础化工				
TOP9	建筑	钢铁				
TOP10	钢铁	综合				

资料来源：华金证券研究所，wind（注：橘色时间段涨跌幅排序为跌幅从高到低，蓝色时间段排序为涨幅从高到低；浅红色标注为重复项，即震荡末期涨幅靠前行业多在震荡前期深度调整）

## （二）A 股短期可能继续震荡偏强甚至突破上涨

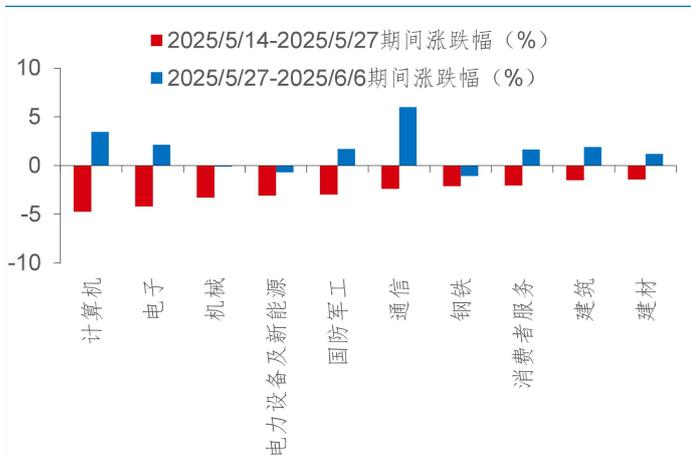
当前来看，A 股短期可能继续震荡偏强甚至突破上涨。（1）短期积极的政策持续加速落地，外部事件偏积极。一是短期稳增长政策持续落地：首先，国家发展改革委 5 月 20 日召开的新闻发布会上已经明确表示，大部分稳就业稳经济政策措施将在 6 月底前落地，积极政策导向下短期稳增长举措落地预期较强；其次，后续各地方政府有望加速就业补助资金发放、提升“创业提振贷”额度、鼓励企业稳岗扩岗等加力安排相关稳就业政策的落实，政策端稳民生的力度仍较强。二是外部事件短期偏积极：首先，近期俄罗斯公布俄乌停火备忘录，双方谈判推进下有望达成停火共识，地缘风险有望降低；其次，中美两国元首通话，同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈，届时两国经贸问题有望得到解决，短期对中美博弈的担忧有所下降。（2）当前行业轮动已接近尾声。一是统计 2025/5/14-2025/5/27 期间跌幅较深的行业为计算机、电子、通信、机械等，而 2025/5/27 至 2024/6/6 期间除机械之外，电子、通信和计算机均出现一定程度的补涨。二是当前银行、建筑、建材等蓝筹板块也出现补涨。（3）市场情绪指标仍处于中性位置。一是当前上证综指 PE 分位数（2005 年起）处于 50%左右的中性位置。二是上证换手率分位数来看处于 75%左右的中高位，但已较 4 月 80%至 90%的高点有所回落，当前市场情绪指标来看相对中性。

图 4：近期稳就业稳增长举措落地频繁

政策方向	省份/部门	政策内容
稳就业	人力资源社会保障部等5部门	印发《关于进一步健全就业公共服务体系的意见》，提出20条服务举措，提高服务可及性和均等化、专业化水平
	人力资源社会保障部	拟新增17个新职业、42个新工种，为劳动者就业开辟新赛道
	财政部	安排就业补助资金667.4亿元
	上海市人力资源和社会保障局、财政局、教育委员会	发表关于合并实施本市重点群体一次性吸纳就业补贴和一次性扩岗补助政策的通知
稳增长	金融监管总局等8部门	印发《支持小微企业融资的若干措施》，做深做实支持小微企业融资协调工作机制，向外贸、民营、科技、消费等重点领域倾斜对接帮扶资源
	中国人民银行、中国证监会	发布关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告
	中国证监会	修改《上市公司重大资产重组管理办法》，深化上市公司并购重组市场改革
	云南省商务厅	印发2025年第一批推进外贸稳进提质政策，提出35条务实措施

资料来源：华金证券研究所整理

图 5：本轮震荡期行业轮动基本完成



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：当前上证估值分位数处于中性位置



资料来源：华金证券研究所，wind (注：分位数计算从 2005 年起)

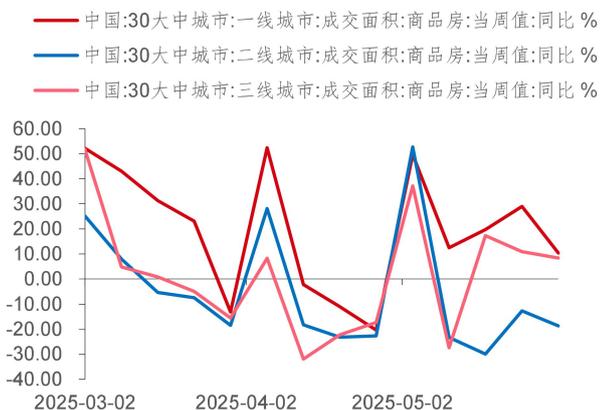
## 二、周度策略：A 股短期可能延续震荡偏强走势

### (一) 短期经济延续修复趋势

**短期经济延续修复趋势。**(1) 地产销售增速仍在边际改善。一是周频商品房成交数据来看，一线、三线城市地产销售增速仍具韧性，分别为 10.4%、8.3%。二是二手房交易市场呈以价换量的特点，中原地产数据指出，今年端午假期 (5.31-6.2) 深圳全市二手住宅成交 97 套，较去年上升 32.9%，此外，上海市房地产交易中心数据显示，今年 5 月全市二手房累计成交套数同比

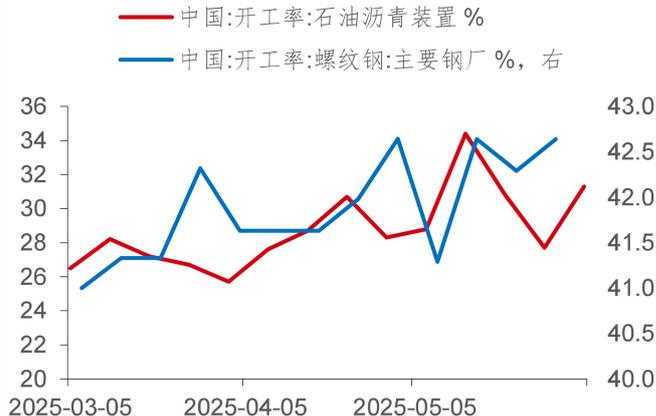
上涨 15%，但二手房出售挂牌价指数仍呈现下探趋势。三是原材料价格上，水泥、平板玻璃价格指数仍在回落，或指向地产投资、开工数据仍偏弱，商品房去库趋势大概率短期延续。(2) 旺季来临下基建项目开工进程向好。一是石油沥青装置和螺纹钢厂开工率有所回升，最新周度数据较前值分别上升 3.6 和 0.35 个百分点。二是 4 月液压挖掘机销量同比增速维持在 17.6% 的高位，项目持续落地带动工程机械设备需求回升，开工旺季来临下制造业和基建投资增速韧性仍在。

图 7：一、三线城市商品房销售增速维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：螺纹钢厂、石油沥青装置开工率均回升



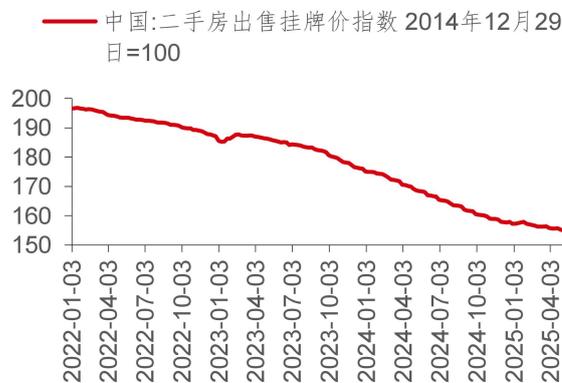
资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：水泥、平板玻璃价格指数仍在下探



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：二手房出售挂牌指数仍在下滑



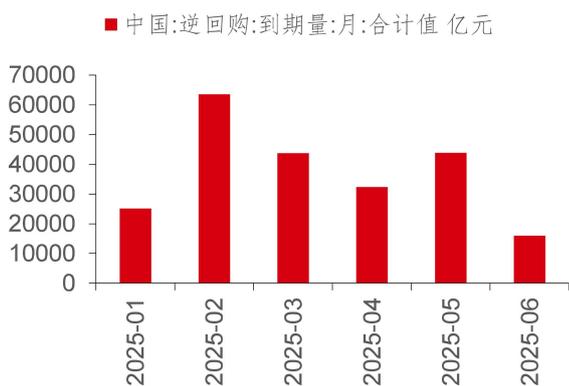
资料来源：华金证券研究所，wind

## (二) 短期流动性维持宽松

**短期流动性维持宽松。**(1) 海内外宏观流动性维持宽松。一是海外经济和就业数据显示降息周期未完：首先，数据上，5 月美国制造业和服务业 PMI 下滑至荣枯线下，且就业市场有所降温，5 月美国失业率已连续 3 个月维持在 4.2% 的相对高位，新增非农就业人口录得 13.9 万人，创 2 月以来新低，且前两个月的累计下修为 9.5 万人，海外经济增长压力仍在下美联储年内仍可能降息；其次，美国债务风险导致美元维持弱势，人民币维持偏强趋势，海外对国内流动性宽松的掣肘较小。二是国内进一步降准降息空间充裕：首先，6 月共计有超过 1.6 万亿的逆回购到期，但央行已在 6 月 6 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 1 万亿元买断式逆回购操作，

期限为 3 个月（91 天），向市场投入大量流动性以呵护信贷投放、对冲 MLF 到期等，显示央行短期维持流动性宽松的意愿较强；其次，在政府债发行提速、支持实体经济修复的背景下，后续进一步降准降息空间较为充裕，国内政策维持宽松趋势不变。（2）短期股市资金可能进一步流入。一是历史经验上，填坑行情后的震荡及震荡后时期，股市资金多流入，震荡期间外资、融资分别净流入 4 次和 6 次，而震荡结束后外资和融资各净流入 5 次。二是受近期市场表现偏强影响，融资逐步开始回流，端午节后（截至 6 月 5 日）融资已回流 103 亿，同时陆股通单日成交额近期有所回升，历史数据来看陆股通成交额占全 A 之比上升期间外资可能流入，后续随着经济增长和中美缓和预期上升，融资、外资、新发基金等股市资金流入均可能上升。

图 11：6 月有 1.6 万亿逆回购到期



资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：美元指数维持低位



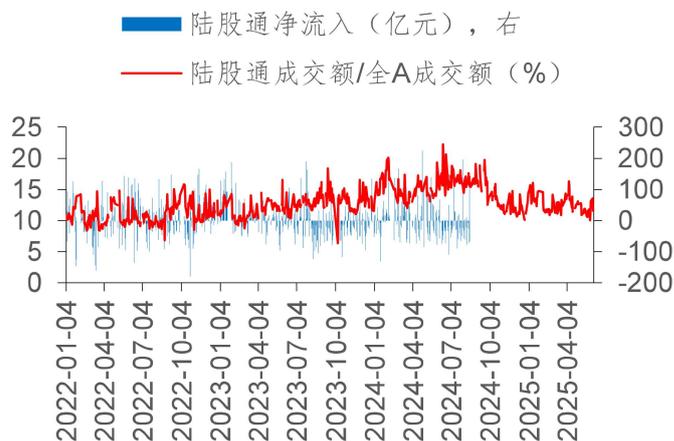
资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：填坑后震荡及上涨/下跌期间微观资金流入情况一览

年份	陆股通净流入 (亿元)		融资净流入 (亿元)		新成立偏股型基金份额 (亿份)	
	震荡期	上涨/下跌期	震荡期	上涨/下跌期	震荡期	上涨/下跌期
2016	332.84	78.59	412.50	796.40	1862.99	731.75
2017	715.83	27.78	1307.40	-27.20	837.10	463.69
2019	1887.20	1191.05	172.99	877.45	2944.18	1228.75
2020	-798.23	701.97	1149.94	546.59	8385.48	2132.03
2023	730.66	-1952.18	49.44	-723.22	1465.37	1249.45
2024	-224.82	440.11	-153.44	114.74	227.58	104.83
2025	-	-	2214.62	1302.55	1670.71	920.46

资料来源：华金证券研究所，wind（注：具体时间段可参考图 1）

图 14：陆股通成交额占比有所回升



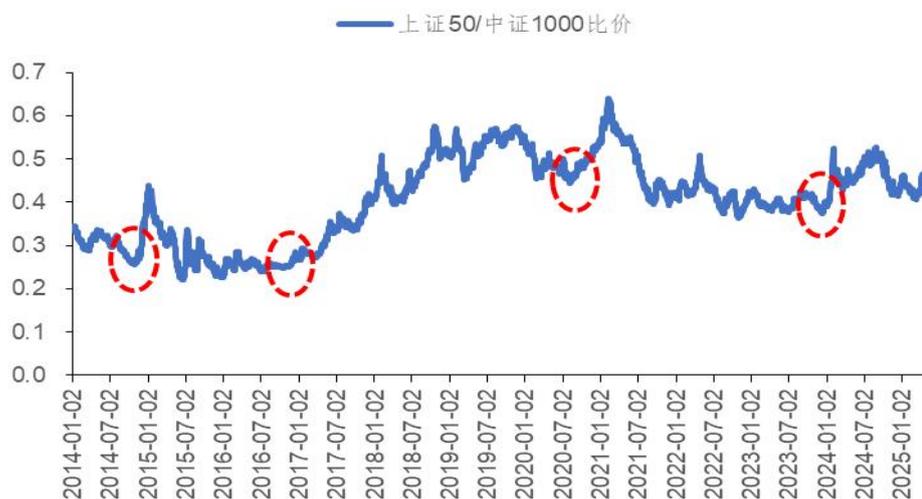
资料来源：华金证券研究所，wind

### 三、行业配置：短期继续聚焦科技和新消费

#### （一）短期小盘占优的风格可能延续

当前小盘的市场指标显著低于历史风格切换时点的阈值水平，短期内小盘风格预计延续。(1) 复盘历史，过高的估值和情绪会影响小盘风格向大盘切换：我们选取上证 50 指数代表大盘，中证 1000 指数代表小盘，计算两者比价发现 2014 年以来共有 4 次小盘切换至大盘（2014/10、2016/11、2020/8、2023/11）。从情绪指标来看，2014 年以来 4 次小盘切大盘时中证 1000 指数的 PE(TTM)、中证 1000 成交额占全 A 比和换手率，三者历史分位数多在 60% 以上，其中 2014/10 成交额占全 A 比历史分位数达到 90.9%，2020/8 换手率历史分位数达到 92.1%，达到历史极高水平。(2) 当前来看，虽然小盘股市场情绪整体中性偏热，但明显低于历史风格切换时的估值和情绪水平：一是估值水平上，截至 2025/6/3（下同），目前中证 1000 指数 PE(TTM) 为 39.6 倍，其历史分位数为 54.5%，低于四次切换历史均值 73.4%，估值压力未现；二是成交额上，目前成交额占全 A 比为 20.13%，其历史分位数为 25.1%，显著低于四次切换历史均值 64.4%，交易活跃度处于历史较低位置；三是换手率上，目前换手率为 1.96%，其历史分位数为 52.4%，低于四次切换历史均值 64.5%，市场情绪处于中性位置，短期切换至大盘风格的概率较低。

图 15：小盘切大盘风格切换时点一览



资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：历史上小切大盘风格时估值和情绪指标处于极高位置

小切大时间	PE(TTM) 历史分位数 (%)	成交额占全A比 历史分位数 (%)	换手率 历史分位数 (%)
2014-10-22	79.6%	90.9%	68.5%
2016-11-24	86.1%	61.8%	61.6%
2020-08-04	76.2%	64.6%	92.1%
2023-11-14	51.6%	40.4%	35.9%

资料来源：华金证券研究所，wind

## (二) 短期科技和新消费仍是主线

**短期科技和新消费仍是主线。**(1) 震荡期间及震荡后期占优行业特点不同。首先，填坑后的震荡期：一是政策导向行业屡次领跑，如 2016/3-2016/9 的食品饮料 (+14.6%)、家用电器 (+15.1%)，2019/5-2019/11 的电子 (+28.8%)、计算机 (+9.2%)；二是高景气产业趋势行业持续占优，如 2020/7 的电力设备 (+21.7%)，2024/10-2024/12 的电子 (+7.9%)。其次，震荡后上涨时，政策导向的行业如 2016/9-2016/11 的建筑 (+26.4%)、家电 (+14.5%)，2020/11-2020/12 的有色金属 (+20.6%)、煤炭 (+18.7%)，2024/4-2024/5 的地产 (+26.7%)、建材 (+13.5%)，产业趋势上行的行业如 2019/11-2020/1 的传媒 (+23.2%)、电子 (+22.2%)、2025/1-2025/3 的计算机 (+31.6%)、机械 (+23.3%) 等表现偏强。最后，震荡后下跌时，低估值红利板块表现相对占优，如 2017/11-2017/12 和 2023/8-2024/2 的银行、煤炭。(2) 当前处于填坑后的震荡期，根据前述分析，后续可能突破震荡上行。一方面，政策重心聚焦科技创新与内需提振，直接利好 TMT 及消费；另一方面，产业趋势上行动力明确，人工智能创新（杭州市人工智能创新高地建设动员会召开）与机器人产业化进程加速（广东省人工智能与机器人产业联盟成立）；其次，比照复盘来看，当前和后续若突破上行时，均是政策导向和产业趋势上行的行业占优，目前来看指向科技和消费。

图 17：填坑后震荡阶段表现前十的行业

行业涨跌幅 (%)			
2016/3/20-2016/9/27	2017/8/1-2017/11/13	2019/5/10-2019/11/29	2020/7/13-2020/11/2
家用电器 15.1	食品饮料 28.9	电子 28.8	汽车 22.1
食品饮料 14.6	电子 24.2	食品饮料 18.3	电力设备 21.7
电子 13.2	家用电器 19.2	医药生物 10.0	家用电器 15.7
综合 13.1	通信 18.1	计算机 9.2	食品饮料 8.6
建筑材料 13.1	医药生物 13.4	建筑材料 8.2	基础化工 6.9
环保 11.9	社会服务 12.3	美容护理 7.3	机械设备 5.2
医药生物 10.1	电力设备 11.8	家用电器 6.4	轻工制造 2.2
汽车 10.0	非银金融 11.6	社会服务 4.3	石油石化 1.9
基础化工 9.3	计算机 10.4	银行 4.2	建筑材料 1.6
通信 9.2	美容护理 10.1	非银金融 3.3	国防军工 1.6
2023/3/6-2023/8/4	2024/3/21-2024/4/25	2024/10/18-2024/12/31	
通信 16.8	银行 6.1	综合 23.0	
传媒 15.6	家用电器 5.5	商贸零售 16.2	
非银金融 9.3	石油石化 3.3	电子 7.9	
计算机 2.4	有色金属 2.9	机械设备 6.4	
家用电器 2.3	交通运输 2.2	汽车 6.2	
汽车 1.2	公用事业 0.9	轻工制造 4.1	
建筑装饰 0.8	钢铁 0.6	纺织服饰 3.6	
电子 0.2	煤炭 0.5	通信 2.8	
公用事业 0.2	基础化工 -0.7	电力设备 1.7	
银行 -0.1	农林牧渔 -1.5	家用电器 1.5	

资料来源：wind，华金证券研究所

图 18：震荡结束后，表现较好的行业

行业涨跌幅 (%)							
上涨		下跌		上涨		上涨	
2016/9/27-2016/11/29		2017/11/13-2017/12/18		2019/11/29-2020/1/14		2020/11/2-2020/12/2	
建筑装饰	26.4	银行	0.8	传媒	23.2	有色金属	20.6
家用电器	14.5	煤炭	-0.9	有色金属	22.3	煤炭	18.7
钢铁	14.1	钢铁	-1.3	电子	22.2	石油石化	16.6
食品饮料	12.7	石油石化	-1.6	计算机	17.9	钢铁	12.7
煤炭	12.5	房地产	-1.7	汽车	16.5	非银金融	12.6
建筑材料	12.0	建筑材料	-2.0	电力设备	15.9	家用电器	12.5
非银金融	11.9	食品饮料	-2.5	综合	15.8	银行	11.8
机械设备	11.8	家用电器	-3.4	家用电器	14.7	国防军工	9.9
有色金属	11.7	农林牧渔	-4.3	基础化工	14.6	基础化工	9.2
石油石化	11.5	国防军工	-4.3	通信	14.4	交通运输	8.9
下跌		上涨		上涨			
2023/8/4-2024/2/5		2024/4/25-2024/5/20		2025/1/13-2025/3/19			
煤炭	18.9	房地产	26.7	计算机	31.6		
银行	2.9	建筑材料	13.5	机械设备	23.3		
家用电器	-10.7	农林牧渔	10.9	汽车	22.0		
石油石化	-11.0	轻工制造	10.0	传媒	20.8		
公用事业	-11.3	基础化工	9.2	社会服务	19.2		
交通运输	-18.6	有色金属	9.0	环保	16.4		
纺织服饰	-21.3	非银金融	7.5	钢铁	15.5		
农林牧渔	-22.6	综合	7.1	有色金属	14.7		
食品饮料	-22.7	煤炭	6.4	电子	14.2		
钢铁	-23.1	交通运输	5.9	美容护理	14.0		

资料来源：wind，华金证券研究所

### （三）短期油服、纺织和传媒、通信等估值性价比较高

低估值红利方面，从估值的角度筛选，油服工程、纺织制造、航运港口、化学原料等 PE 分位数低，分别为 6.0%、9.9%、13.4%、34.7%；从盈利增速的角度筛选，航空机场、化学原料、油服工程等行业 2025 预期增速较高，分别为 5408.8%、33.4%、22.9%。

图 19：低估值红利子行业筛选

消费行业 二级	2025/5/1 至今涨跌幅 (%)	近四季度平均 盈利增速 (%)	2025E预期盈 利增速 (%)	估值	
				PE (TTM)	PE分位数 (%)
油服工程	3.9	15.8	22.9	18.1	6.0
纺织制造	4.4	9.9	13.0	19.6	9.9
航运港口	6.5	18.6	-21.0	9.3	13.4
化学原料	2.0	20.8	33.4	20.8	34.7
化学制品	2.8	-0.9	39.3	23.8	35.3
城商行 II	10.1	6.4	5.1	6.0	37.0
物流	6.5	-14.3	15.0	17.7	38.5
出版	1.8	-12.9	27.0	23.8	38.9
农商行 II	14.9	5.4	4.3	6.4	40.5
通信服务	0.6	5.3	6.9	29.8	43.3
煤炭开采	3.3	-22.7	-14.9	12.0	47.8
股份制银行 II	10.4	0.4	-0.6	6.5	50.1
特钢 II	-0.1	-0.1	18.6	20.4	51.2
玻璃玻纤	4.6	-34.1	119.7	28.9	53.6
装修建材	2.7	-17.9	69.7	31.6	54.7
化学纤维	8.4	-13.0	38.7	32.1	54.8
炼化及贸易	1.8	-3.9	8.8	18.7	59.4
服装家纺	6.6	-26.7	61.0	26.3	61.5
铁路公路	2.7	-4.3	6.4	18.8	65.6
冶钢原料	2.3	-32.2	23.4	37.8	65.9
国有大型银行 II	1.6	-0.1	0.3	6.6	68.1
航空机场	5.3	27.6	5,408.8	59.4	80.4
普钢	-1.4	-139.1	170.4	42.5	90.5
焦炭 II	5.7	-195.3	-2.6	604.6	100.0

资料来源：wind，华金证券研究所（注：估值和预期盈利增速数据统计截至 2025/5/31）

成长行业方面，从预期营收增速角度筛选，国防军工、计算机、汽车等 2025 年预期营收增速较高，分别为 29.3%、17.5%、16.9%；从情绪角度筛选，传媒、电子、通信的成交额占比分位数较低，分别为 64.5%、75.1%、80.0%。

图 20：成长子行业筛选

		一级行业研判									
成长行业	代码	CI005025.WI	CI005027.WI	CI005013.WI	CI005012.WI	CI005010.WI	CI005026.WI	CI005018.WI	CI005028.WI	CI005011.WI	
	行业	电子	计算机	汽车	国防军工	机械设备	通信	医药生物	传媒	电力设备	
基本面	预期营收增速%	14.3	17.5	16.9	29.3	9.3	6.2	7.5	7.6	14.5	
	成交额占比 (%)	9.0%	8.1%	4.9%	3.3%	8.4%	4.5%	10.1%	3.2%	5.9%	
情绪	成交额占比分位数	75.1%	83.6%	87.2%	90.7%	95.0%	80.0%	91.7%	64.5%	81.0%	
	PS 估值	2.6	2.3	1.2	5.2	2.0	1.9	2.8	2.9	1.7	
估值	PS 估值分位数 (%)	36.6	29.9	79.1	91.5	49.7	89.8	41.8	24.1	19.9	

资料来源：wind，华金证券研究所（注：数据统计截至 2025/6/4）

## （四）短期建议继续逢低配置科技、部分消费和蓝筹

短期建议继续逢低配置政策和产业趋势向上的计算机（国产软件）、通信（算力）、传媒（AI应用、游戏）、机器人、军工、电子（半导体）等。（1）计算机：一是国产软件业务收入自去年年底回落后，于今年3月显著回升，达到12,514亿元；二是6月3日，掌动智能助力第48届世界技能大赛软件测试新增赛项国际交流赛隆重开幕，推动国产化技术走向国际舞台；6月13日，第三届软件创新发展大会将在武汉启幕，推动国产软件自主可控能力提升，加速软件与实体经济融合创新。（2）通信：2025中国信息通信业发展高层论坛于6月10-12日在北京举行，被誉为“信息通信行业发展的风向标”，主题为“AI领导力数智新未来”。（3）传媒：抖音App在港月活用户超过300万，较2022年底增长147%，较2024年同期增长超过60%，这意味着接近40%的香港常驻人口每月都会使用抖音App，此外字节跳动也在加快香港AI领域的布局。（4）机器人：一是供需上，工业机器人产量4月增速显著提高，同比增长51.5%，机器人生产企业的产能在逐步释放，市场对机器人市场前景较为乐观；二是大疆扫地机器人产品已开始量产，预计将于6月发布，大疆研发扫地机器人已超过四年，即将上市的产品是扫拖一体机器人；亚马逊正开发类人机器人软件，这些机器人最终可能会取代快递员的工作，此举旨在推进其全球包裹投递业务自动化。（5）军工：第55届巴黎航展将于6月16日开幕，代表中国制造的国家队中航天/中航空大面积亮相，吸引众多眼球，推动中国航空产业链融入全球市场。（6）电子：2025世界半导体大会于6月20-22日在南京召开，聚焦于行业发展新动态，新趋势，新产品，新技术，以搭建国际性合作交流平台，促进半导体产业快速发展为宗旨。

图 21：国产软件业务收入回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 22：工业机器人产量同比增速显著提高



资料来源：华金证券研究所，wind

短期建议逢低配置基本面预期可能边际改善和可能补涨的创新药、电新、食品、社服、券商、有色金属、化工等行业。（1）创新药：一是中国医药材及药品出口稳步提升，2025年4月出口金额为22.21亿美元，同比增长7.6%；二是拜耳药物Nubeqa已获得美国食品药品监督管理局（FDA）的批准，在接受Nubeqa联合另一种疗法治患者的患者中，发生影像学进展或死亡的风险降低了46%。（2）电新：一是中国新能源汽车出口量明显回升，2025年4月出口量18.87万辆，同比增长44.2%；乘联分会根据月度初步乘联数据综合预估，5月全国新能源乘用车厂商批发销量124万辆，同比增长38%，环比增长9%，综合预估今年1-5月累计批发522万辆，同比增长41%；二是国家能源局组织开展新型电力系统建设第一批试点工作，探索新型电力系统建设新技术、新模式，推动新型电力系统建设取得突破；商务部等五部门组织开展2025年新能源汽

车下乡活动，旨在加快补齐乡村地区新能源汽车消费使用短板。(3) 食品：2025 杭州国际食品餐饮业创新博览会将于 6 月 18 日至 20 日盛大举行，助力食品餐饮行业高质量发展。(4) 社服：商务部启动 2025 年“服务消费季”活动，打造“旅游+”“美食+”“体育+”“演艺+”“会展+”“数字+”等融合消费场景，培育服务消费新增长点。(5) 券商：自 5 月 7 日科创债配套政策出台以来，金融机构参与科创债发行及交易热情持续高涨，据 Wind 截至 6 月 6 日数据显示，全市场发行科技创新债券 222 只，累计发行规模达 3835.77 亿元，规模同比（3.24 倍）、环比（1.36 倍）均现明显激增，政策效应持续显现。(6) 有色金属：2025（第二届）中国再生有色金属科技大会将于 2025 年 6 月 13-15 日在江西南昌召开，会议以“绿色再生·创新驱动·共创未来”为主题，以推动再生有色金属产业的技术创新与绿色发展为重点。(7) 化工：2025 年 6 月 19-20 日在成都举办 2025 能源化工行业采购大会暨蓝蜜蜂工业品展览会，以帮助能源化工企业提升供应链管理能力和推动供应链上下游企业深化合作。

图 23：中国医药出口企稳回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 24：新能源汽车出口明显回升



资料来源：华金证券研究所，wind

## 四、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn