



Research and
Development Center

高频数据弱，牛初震荡延续

——策略周观点

2025年6月2日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
邮箱：fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

高频数据弱，牛初震荡延续

2025 年 6 月 2 日

核心结论：2022 年以来，市场出现过多次季度级别（或以上）的上涨，2022 年 5-8 月、2022 年 11 月-2023 年 4 月、2024 年 2-5 月，股市波动节奏都是：底部快速上涨（政策改善）->高位震荡（高频经济数据改善）->再次下跌（高频经济数据下滑）。政策利多带来的上涨比较快，高频数据带来的波动比较慢（高位震荡或阴跌）。近期经济和股市资金的高频数据逐渐走弱，这可能会限制股市的上涨高度。部分黑色和建材商品的价格跌破了去年 9 月的水平，年初较强的二手房销售数据，近期也有所回落。居民资金热度高点在 3 月中，4 月以来，融资余额走弱，居民资金热度有所下降。4 月波动期间，ETF 大幅逆势增长，市场稳定下来后，5 月以来，ETF 份额有所回落。不过从长期来看，2024 年 9 月以来熊牛转折的长期逻辑依然成立（政策托底、房地产影响减弱、AI 和新消费的产业有新变化），所以我们认为，这一次市场消化高频数据弱的方式可能是季度级别震荡，而不是阴跌创新低。

- **（1）2022 年以来，投资者对经济预期短期预期受政策节奏影响。**
2022 年以来，市场出现过多次季度级别（或以上）的上涨，股市波动节奏都是：底部快速上涨->高位震荡->再次下跌。政策利多出现后，市场往往会快速反弹。因为高频数据的改善往往是分行业的分阶段的，时间上会拖得略久一点，所以股市上涨完成后会高位震荡一段时间，等待利多数据的释放，但由于房地产和部分行业产能的压制，数据改善 1-2 个季度后会再次走弱，股市会再次下跌。
- **（2）最近 1 个月部分经济高频数据再次走弱。**2024 年 9 月以来的市场，也经历了快速上涨和高位震荡，近期高频数据走弱，这会在短期内压制市场。4 月以来，对比各类商品价格上的强度，有色金属>石油能化>黑色>建材，部分商品的价格跌破了去年 9 月的水平，这说明和房地产基建投资的相关的需求依然较弱。年初较强的二手房销售数据，近期也有所回落。
- **（3）最近 1 个月股市微观资金数据走弱。**从融资余额来看，居民资金热度高点在 3 月中，4 月以来，市场下跌期间融资余额下降，市场反弹期间，融资余额走平，这充分说明居民资金热度有所下降。4 月波动期间，ETF 大幅逆势增长，市场稳定下来后，5 月以来，ETF 份额有所回落。所以从微观资金角度来看，我们估计股市继续上涨动力也不足，估计季度内以震荡为主
- **（4）去年 9 月以来熊牛转折的长期逻辑依然成立：政策托底、房地产影响减弱、AI 和新消费的产业有新变化。**
- **风险因素：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

目录

一、策略观点：高频数据弱，牛初震荡延续.....	4
二、上周市场变化.....	9
风险因素.....	12

表目录

表 1：配置建议表.....	8
----------------	---

图目录

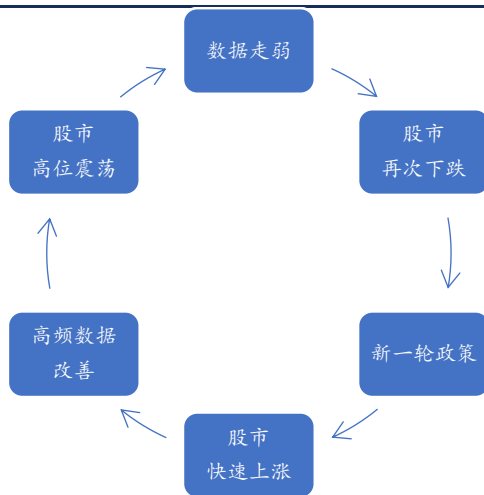
图 1：2022 年以来市场的短期波动逻辑图.....	4
图 2：近期黑色和建材期货价格持续走弱（单位：点数）.....	5
图 3：房地产销售季节性回落（单位：平方米）.....	5
图 4：5-7 月经济季节性往往难超预期（单位：%）.....	5
图 5：4 月以来，融资余额没有反弹（单位：点数，亿元）.....	6
图 6：5 月以来，ETF 份额有所回落（单位：%、亿份）.....	6
图 7：房地产对经济负面影响还在，但力度减弱（单位：%、万平方米）.....	6
图 8：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（单位：点数）.....	7
图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 14：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 15：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	10
图 16：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	10
图 17：融资余额（单位：亿元）.....	10
图 18：新发行基金份额（单位：亿份）.....	11
图 19：基金仓位估算（单位：%）.....	11
图 20：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	11
图 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	11
图 22：长期国债利率走势（单位：%）.....	11
图 23：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	11

一、策略观点：高频数据弱，牛初震荡延续

2022年以来，市场出现过多次季度级别（或以上）的上涨，2022年5-8月、2022年11月-2023年4月、2024年2-5月，股市波动节奏都是：底部快速上涨（政策改善）→高位震荡（高频经济数据改善）→再次下跌（高频经济数据下滑）。政策利多带来的上涨比较快，高频数据带来的波动比较慢（高位震荡或阴跌）。近期经济和股市资金的高频数据逐渐走弱，这可能会限制股市的上涨高度。部分黑色和建材商品的价格跌破了去年9月的水平，年初较强的二手房销售数据，近期也有所回落。居民资金热度高点在3月中，4月以来，融资余额走弱，居民资金热度有所下降。4月波动期间，ETF大幅逆势增长，市场稳定下来后，5月以来，ETF份额有所回落。不过从长期来看，2024年9月以来熊牛转折的长期逻辑依然成立（政策托底、房地产影响减弱、AI和新消费的产业有新变化），所以我们认为，这一次市场消化高频数据弱的方式可能是季度级别震荡，而不是阴跌创新低。

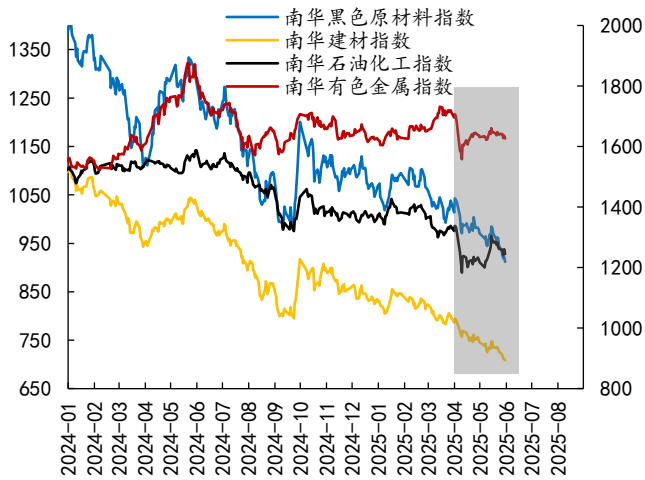
(1) 2022年以来，投资者对经济预期短期预期受政策节奏影响。2022年以来，市场出现过多次季度级别（或以上）的上涨，2022年5-8月、2022年11月-2023年4月、2024年2-5月，股市波动节奏都是：底部快速上涨→高位震荡→再次下跌。这种波动节奏反映的是A股投资者对政策和经济数据预期的反复，经济下降的过程中，政策利多出现后，市场往往会快速反弹。因为高频数据的改善往往是分行业的分阶段的，时间上会拖得略久一点，所以股市上涨完成后会高位震荡一段时间，等待利多数据的释放，但由于房地产和部分行业产能的压制，数据改善1-2个季度后会再次走弱，股市会再次下跌。政策利多带来的上涨比较快，高频数据带来的波动比较慢（高位震荡或阴跌）。

图 1：2022 年以来市场的短期波动逻辑图

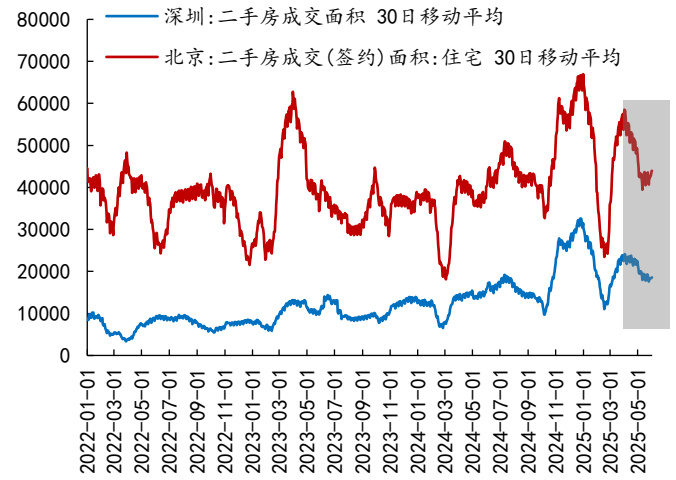


资料来源：信达证券研发中心

(2) 最近 1 个月部分经济高频数据再次走弱。2024 年 9 月以来的市场，也经历了快速上涨和高位震荡，近期高频数据走弱，这会在短期内压制市场。4 月以来，对比各类商品价格上的强度，有色金属>石油能化>黑色>建材，部分商品的价格跌破了去年 9 月的水平，这说明和房地产基建投资的相关的需求依然较弱。年初较强的二手房销售数据，近期也有所回落。

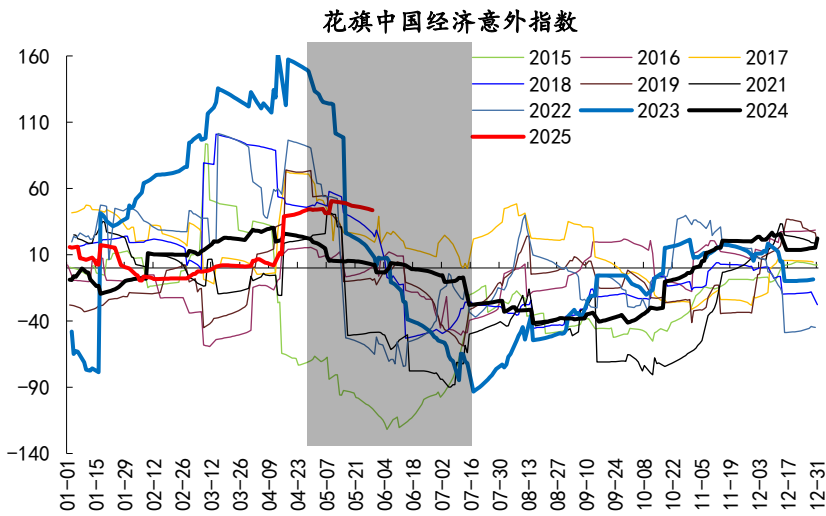
图 2：近期黑色和建材期货价格持续走弱（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：房地产销售季节性回落（单位：平方米）


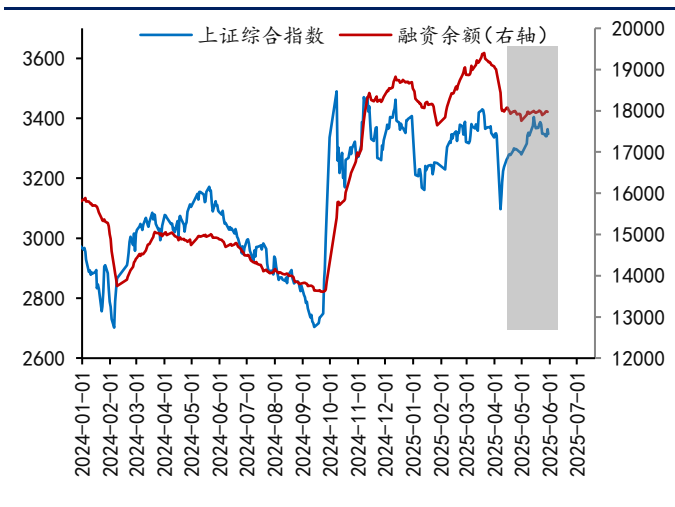
资料来源：万得，信达证券研发中心

从更宽的维度来看，花旗中国经济意外指数 5 月中旬以来见顶回落，历史上 5-7 月是经济数据较难超预期的阶段。所以商品价格和房地产二手房销售高频数据和季节性规律结合起来，意味着季度内盈利预期估计或难有超预期的表现。

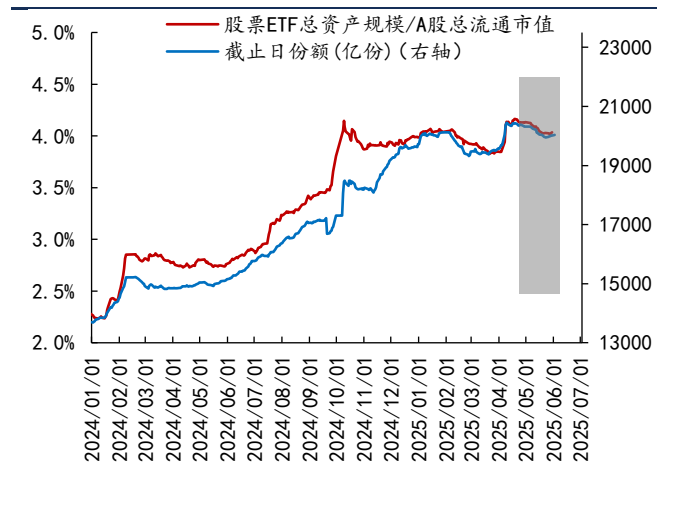
图 4：5-7 月经济季节性往往难超预期（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 最近 1 个月股市微观资金数据走弱。股市的上涨除了依靠盈利（或盈利预期），也可以依赖流动性，去年 9 月以来，政策拐点后，ETF 买入力度增强，并且居民资金活跃度提升。而从融资余额来看，居民资金热度高点在 3 月中，4 月以来，市场下跌期间融资余额下降，市场反弹期间，融资余额走平，这充分说明居民资金热度有所下降。4 月波动期间，ETF 大幅逆势增长，市场稳定下来后，5 月以来，ETF 份额有所回落。所以从微观资金角度来看，我们估计股市继续上涨动力也不足，估计季度内以震荡为主。

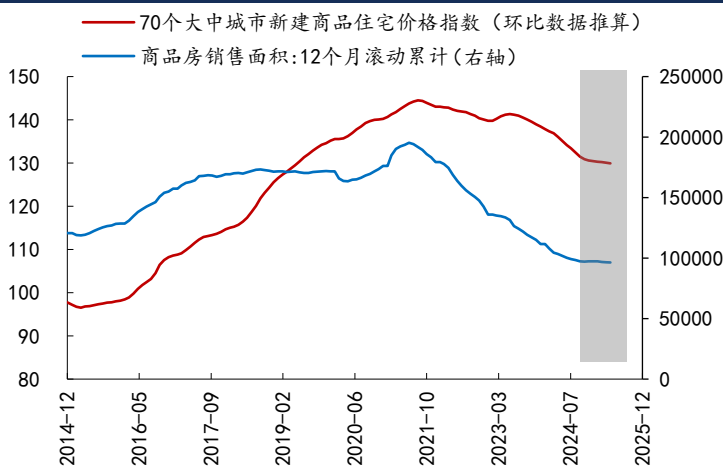
图 5：4 月以来，融资余额没有反弹（单位：点数，亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：5 月以来，ETF 份额有所回落（单位：%、亿份）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 去年 9 月以来熊牛转折的长期逻辑依然成立：政策托底、房地产影响减弱、AI 和新消费的产业有新变化。在长期维度，去年 9 月上来的上涨和之前三次上涨（2022 年 5-8 月、2022 年 11 月-2023 年 4 月、2024 年 2-5 月）还是有差异的：（1）去年 9 月以来的政策力度（经济和股市政策）明显更强；（2）房地产虽然没有进入较强的上行周期，但一线城市部分量价数据反弹、全国房地产产量价数据下降速度变慢，综合起来意味着房地产景气下降的速度越来越慢，而不是 21-24 年的越来越快；（3）AI 和新消费等行业自下而上的变化，已经带来了少部分行业景气度的改善，这与 2023-2024 年相比，也是更积极。所以，我们预计去年 9 月以来的上涨短期也会受到高频数据走弱、政策空窗期的压制，但不会重新跌回熊市，更有可能以震荡的方式等待政策或产业的新变化。

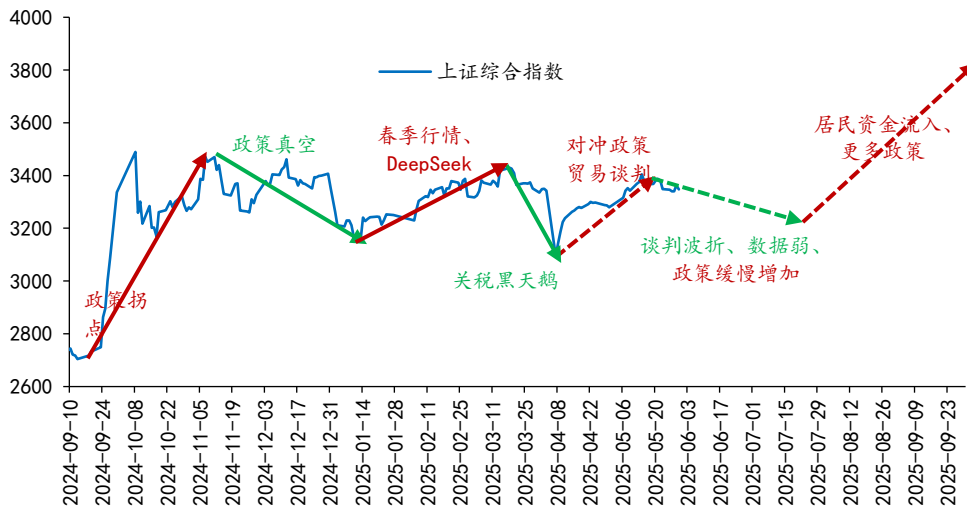
图 7：房地产对经济负面影响还在，但力度减弱（单位：%、万平方米）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(5) 短期 A 股大势研判观点：谈判反复和高频数据弱，5 月下旬到 7 月可能会有二次“小幅”回撤。继续上涨面临的压力有：（1）关税谈判还在进行中，还有不确定的地方；（2）4 月的市场波动，对居民资金赚钱效应还是产生了负面干扰，融资余额和市场交易热度明显下降，恢复起来需要些时间；（3）关税缓和后，指数全面突破还需要一个强的板块主线推动，之前有 DeepSeek 驱动的 AI 和机器人，目前新主线是新消费，强度不错，

但范围不够大。往下空间大概率也不会很大，因为：(1) 4 月关税是突发黑天鹅，后续即使经济预期有所反复，也很难比 4 月更极端；(2) ETF 规模稳步增长、保险资金也在流入，股市托底力量较大。综上，我们认为，市场在 5-7 月可能还会有震荡回撤，不过幅度可控。Q3 后期或 Q4，盈利、政策和居民资金三因素中，只要有一个往乐观方向转变，市场有望回归牛市状态。

图 8：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(4) 近期配置观点：季度内偏价值，等 Q3 再增加弹性行业配置。

上周较强的配置逻辑：新消费、新主题活跃，老热点降温（新能源、半导体）。(1) 新消费：交易热度持续上升，热度从黄金珠宝、宠物经济、化妆品等一线龙头向二三四线（如“新饮料”）扩散，创新药也有持续较强的表现。(2) 新主题：EDA 国产替代、可控核聚变、数字货币/跨境支付等。(3) 老热点降温：新能源、半导体等方向之前受益于 AI、机器人、自动驾驶等逻辑，机构参与度较高，近期调整较多。

配置风格展望：季度内偏大盘价值。(1) 如果是业绩较强的成长股牛市，则超额收益往往比较连续，如果是业绩不稳定的成长股牛市，则经历过持续活跃表现后，往往会有季度的休整，老热点（AI、机器人）休整主要源于业绩兑现没有进入连续超预期的阶段；(2) 3 月以来，居民资金流入速度放慢，融资余额和交易量回升幅度小于指数涨幅，这会限制这一次小盘风格的高度。

配置行业展望：(1) 新消费：自下而上，业绩趋势和产业逻辑能自洽；自上而下看，宏观层面外需不确定，内需更确定，后续还可能有稳内需的政策，新消费也有望受益。目前正在从龙头扩散到其他标的，按照 AI 机器人扩散的节奏，可能会持续到中报披露期；(2) 军工：独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。(3) 进可攻退可守（银行、钢铁、建筑）：海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。(4) 房地产（左侧布局新一轮政策）：估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。(5) 有色金属（黄金、稀土）：产能格局强，经济弱受影响小，经济强或政策多受益；内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现。

表 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	银行、房地产、军工、有色金属
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。
	消费	地产链相关消费依然偏弱，但受益于新渠道新产品的消费逐渐走出独立行情。后续消费的投资机会可能会主要集中在两个方向：（1）新的消费模式；（2）部分行业可能会有较强的高分红属性；
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势很强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）美股科技股调整较多，后续能否重回牛市影响全球 AI 产业链的估值。
	金融地产	金融的估值依然很有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：（1）房地产下滑虽然没有结束，但越来越明确对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。（2）监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。

资料来源：信达证券研发中心

二、上周市场变化

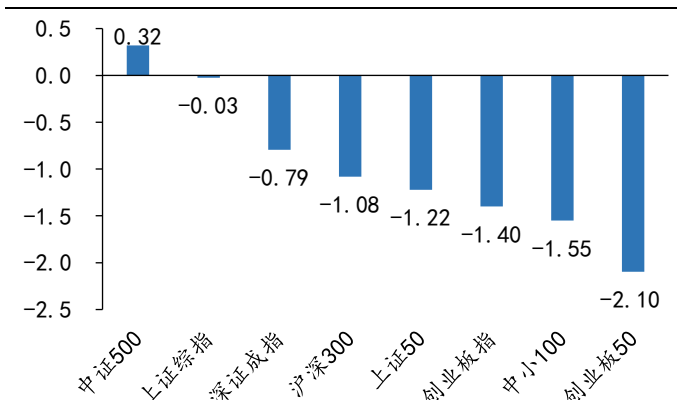
上周A股主要指数大多下跌，其中中证500（0.32%）上涨，上证综指（-0.03%）、深证成指（-0.79%）跌幅较小，创业板50（-2.10%）、中小100（-1.55%）、创业板指（-1.40%）跌幅较大。申万一级行业中，医药生物（2.21%）、国防军工（2.13%）、农林牧渔（1.79%）领涨，汽车（-4.11%）、电气设备（-2.44%）、有色金属（-2.40%）跌幅居前。概念股中，猴痘概念股（9.43%）、电子身份证（7.93%）、数字货币（7.90%）领涨。

上周全球股市重要指数涨跌分化，其中日经225（2.17%）、标普500（1.88%）、德国DAX（1.56%）表现靠前，恒生指数（-1.32%）、墨西哥MXX（-0.97%）、巴西圣保罗指数（-0.58%）跌幅较大。上周商品市场重要指数中，LME铝（-0.61%）、PTA（-0.70%）、LME铜（-1.18%）跌幅较小，铁矿石（-3.10%）、螺纹钢（-3.04%）、LME锌（-2.67%）跌幅较大。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（25.45%）、富时100

（7.33%）、富时新兴市场指数（6.02%）排名较高，而布伦特原油（-16.12%）、南华工业品指数（-10.44%）、美元指数（-8.34%）排名靠后。

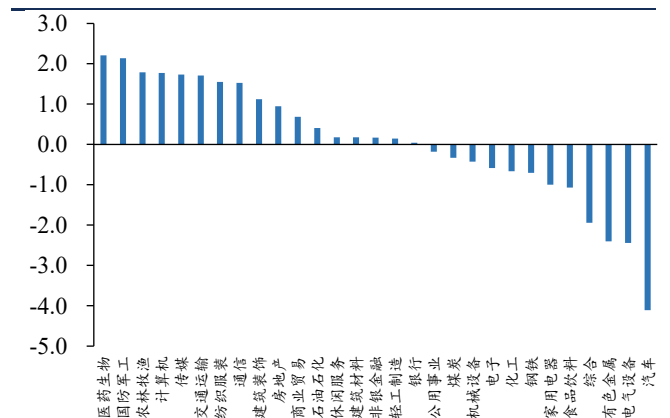
A股市场资金方面，上周南下资金净流入（港股通）共计257.77亿元（前值净流入174.88亿元）。上周央行公开市场操作逆回购发行16026亿元，累计净投放6566亿元。截至2025年5月31日，银行间拆借利率上周均值相比前期上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。普通股票型基金上周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期上升。

图9：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



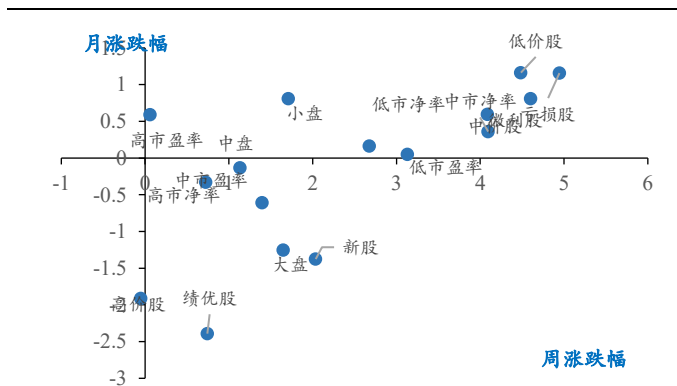
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



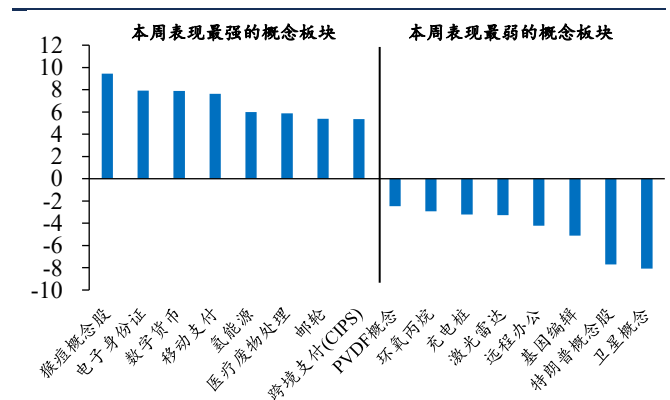
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

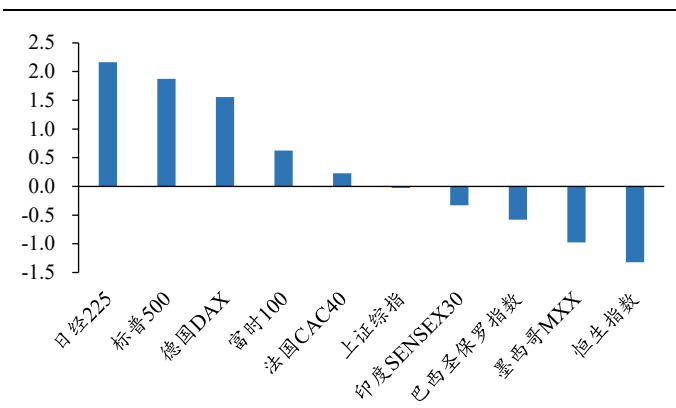


资料来源：iFind，信达证券研发中心

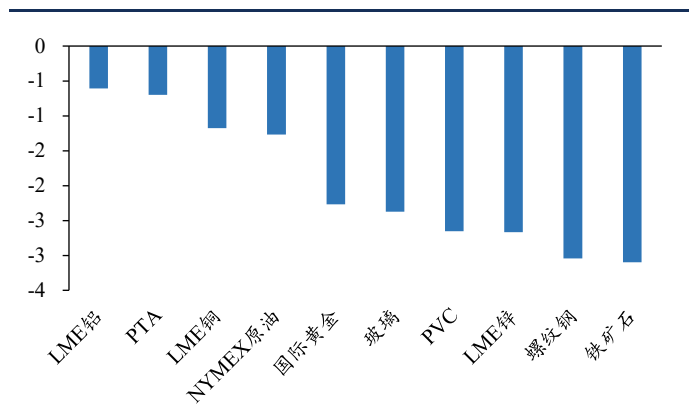
图12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



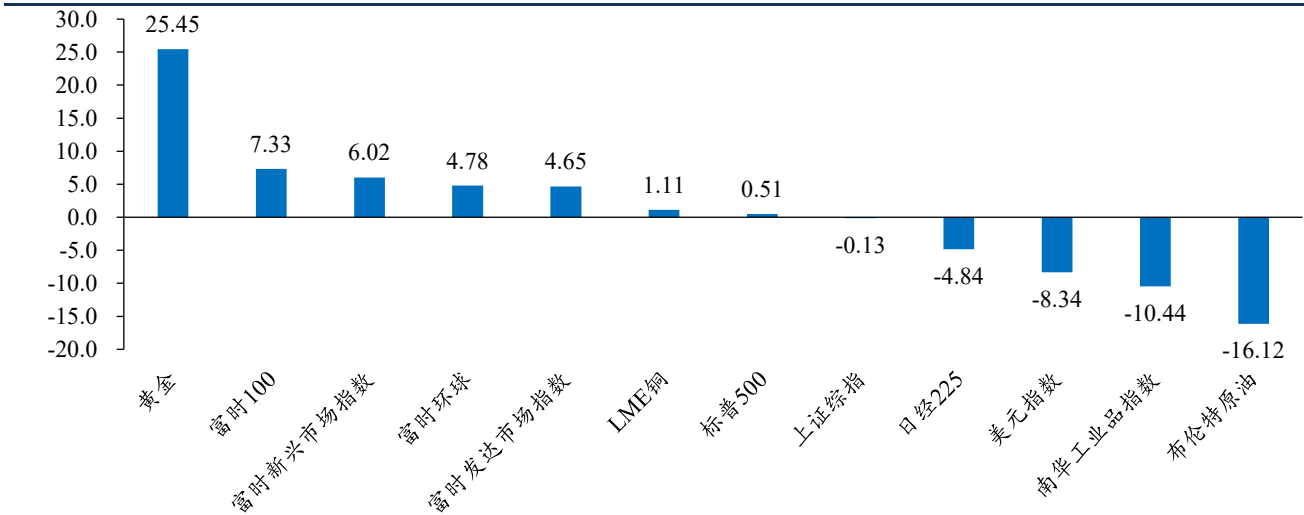
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

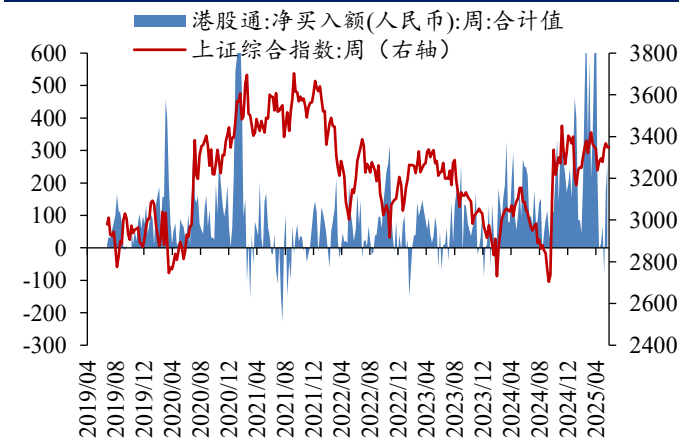
图 14: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

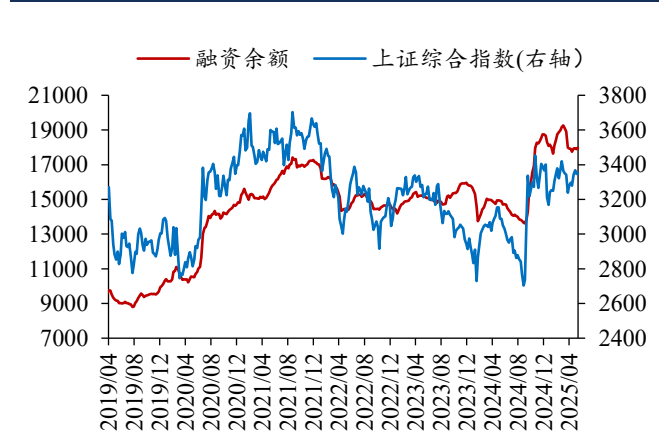
图 15: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

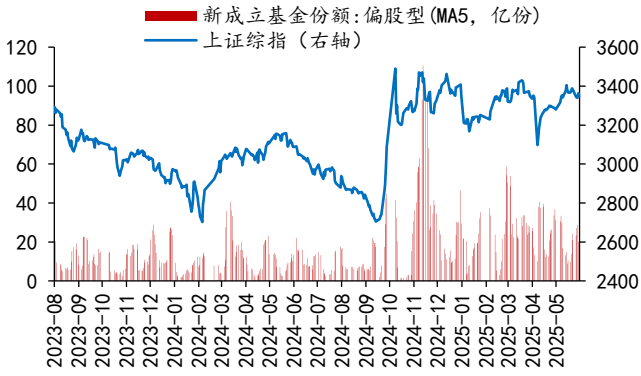
注: 统计日期截至 2025 年 5 月 31 日

图 16: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)


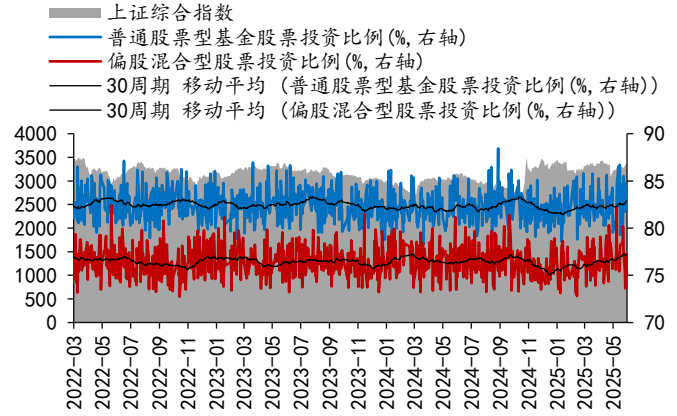
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 融资余额 (单位: 亿元)


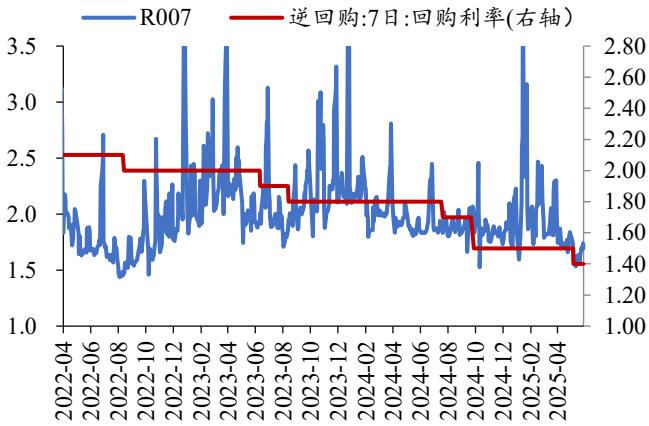
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


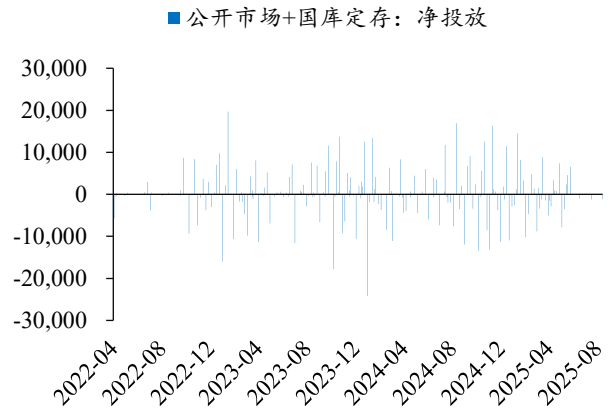
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 19: 基金仓位估算 (单位: %)


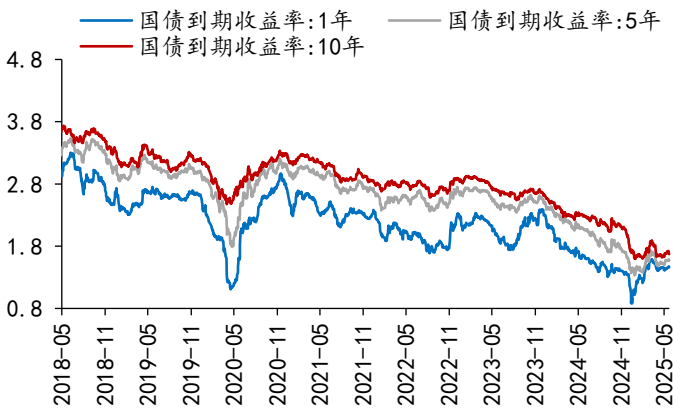
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 20: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


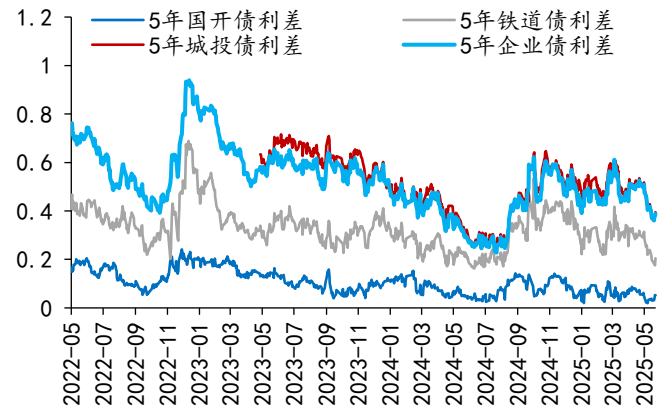
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 21: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 22: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 23: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。