

策略周评 20250628

指数突破新高后，市场怎么走？

2025 年 06 月 28 日

■ 近期市场呈现三大现象

现象一：沪指“三连阳”创年内新高后，资金急于寻找理由，但找到的理由似乎都不足以解释这轮上涨。

现象二：上周（6/16-6/20，下同）路演交流中，明显感受到机构投资者偏谨慎，港股部分本土及海外资金在今年新消费和医药行情中都有踏空。

现象三：情绪急剧反转，“三根阳线改变信仰”。上周投资者倾向落袋为安，待回调再介入，但市场快速上涨后又转为乐观。

■ 核心解释框架：波动率的回归交易

怎么去解释近期市场的这三大现象？投资者们总是习惯于在市场上涨后，从基本面中寻找能够解释走势的原因，然而这些原因似乎又都不够充分，不足以支撑起股市的上行。事实上，真正导致本轮上涨的，是大家普遍低估的一个要素——波动率。我们认为，本周（6/23-6/27，下同）沪指的“三连阳”，本质上是波动率回归交易的结果。周一收盘时，上证指数 30 个交易日的年化波动率降至 18.2%，创下近十年来新低，甚至低于 2018 年。市场极端低波的状态，才是本轮行情启动的关键前提，却被多数投资者所忽视。

■ 如何去理解市场的低波状态？

低波是市场高度共识后的交易结果。市场波动率走低，本质上反映出多空双方力量极为均衡，投资者对市场交易因素的消化总结已较为充分，逻辑形成一致预期，短期内难有新变化，或部分预期仍待验证。

从交易角度看，低波横盘时，部分投资者会失去耐心由多转空，这也印证了为什么上周投资者情绪普遍较为谨慎。此外，A 股广泛流传的一些口头范式，可能也是投资者在多空平衡阶段谨慎情绪加剧的一大原因。

■ 波动率新低后，市场怎么走？

波动率新低本身并不代表市场必然的涨/跌，唯一能够确定的是后续波动率一定会提升，关键在于因子的变化是导向“Risk-On”还是“Risk-Off”。观察沪指波动率指标的形态，其上沿较难确定，但下沿的极值非常清晰，历史上看，一旦指标回落到 30% 以下，后续往往会触底反弹。而同样的波动率触底，对应到指数表现上，则可能展现出两种截然不同的结果：

1) 上涨行情——如去年 4 月，沪指波动率降至 20% 低位附近，彼时地产政策宽松预期升温叠加外资行上调中国资产评级，全球资金高低切叙事开始流行，推动沪指突破 3040 附近箱体，上行至阶段性高点 3174；

2) 调整行情——2017 年 11 月下旬，波动率同样触及历史极值，11 月 23 日受监管政策收紧、媒体提示白马蓝筹风险等因素影响，市场情绪受损，沪指当日急跌 2.3%，短期最大回撤达 5.1%。

由此可见，市场最终的涨跌方向，取决于打破当前多空平衡的关键变量究竟如何演绎。市场交易过程中，往前看都是清晰的，向后看都是模糊的。试想我们如果回到上周，即使观察到了波动性的收敛，依然难以确认本轮交易方向。然而一旦明确了方向，就会实现交易的自我循环。

对于本周的“三连阳”而言，边际催化包括中东风险降低、美联储降息预期提升、九三阅兵预期，单个因子看似不强，但在波动率极低的环境下，其正向的边际改善就触发市场选择向上突破。反之，如果从上周末开始出现的催化都是负向的，那么本周波动率的修复可能就不是通过三根阳线，而是通过三根阴线来完成。又或者，如果上周市场的波动率仍处于高位，即便出现同样的利好消息，大概率也不会走出“三连阳”的行情。只有在

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（二十五）》

2025-06-23

《以伊冲突继续主导全球风偏——全球市场观察系列》

2025-06-22

极端低波的背景下，这些因素才能成为触发波动率均值回归的导火索，推动指数上涨。

■ 不同资金如何做多波动率？

量化资金有丰富的工具去直接交易波动率本身。近年来市场中量化交易占比走高，波动率是量化非常关注的一大指标，同时量化也有丰富的工具去实现波动率的回归交易——如利用跨式期权等衍生工具，波动率高位就向下交易，低位就向上交易，由于波动率的下沿很清晰，下沿处做多波动率的交易往往能有很高的胜率和赚钱效应。

对于主观多头来说，无法直接实现做多波动率的交易，只能通过方向的判断去对应调整仓位。但是随着近年来场内量化交易占比提升，量化资金的存在会放大波动，在情绪积极的时候加速市场上涨，消极的时候加速市场回调。从量化资金做多波动率的角度，一旦确认是向上的，就会让市场形成反身性。而且当前市场上包括量化、游资在内的中短线资金占比较高，这一类资金对技术分析、筹码结构、波动率等指标很关注，资金的重视程度会反作用于这个工具的有效性，因此主观多头也很有必要将波动率纳入观测框架中。

■ 应区分短/中/长期维度下，市场不同的交易逻辑

基于不同时间维度，市场交易逻辑可以划分为三个层次：大周期的波动由宏大叙事驱动；中期走势受基本面预期和宏观因子主导；短期波动则产生于事件催化和交易噪音等，主要体现为顺应中期运行趋势的均值回归。面对短期股价变动时，市场常常将三者混淆，喜欢用中期基本面的逻辑去解释短线的变化，而忽略回归交易本身。

向后看，我们在短暂经历波动率回归的交易后，仍要回到逻辑驱动的方向，中长期最重要的就是弱美元周期下的“东升”叙事。今年以来，很多投资者在产业轮动中寻求超额，而忽略了宏观交易。例如年初“东升西落”行情，市场将其归因于 DeepSeek 出圈等特定事件，却忽略了美元指数与沪指拐点的对应关系。本周美元指数走 4 根阴线，沪指走 3 根阳线，是否真的只是巧合？可能恰恰是宏观交易为大家带来了真正的超额收益，但还未被充分认知到。中期维度下，应重视弱美元周期的逻辑叙事，叙事和交易本身会循环强化，资金反映叙事，叙事的力量又会去改变更多资金，从而形成巨大的趋势力量。

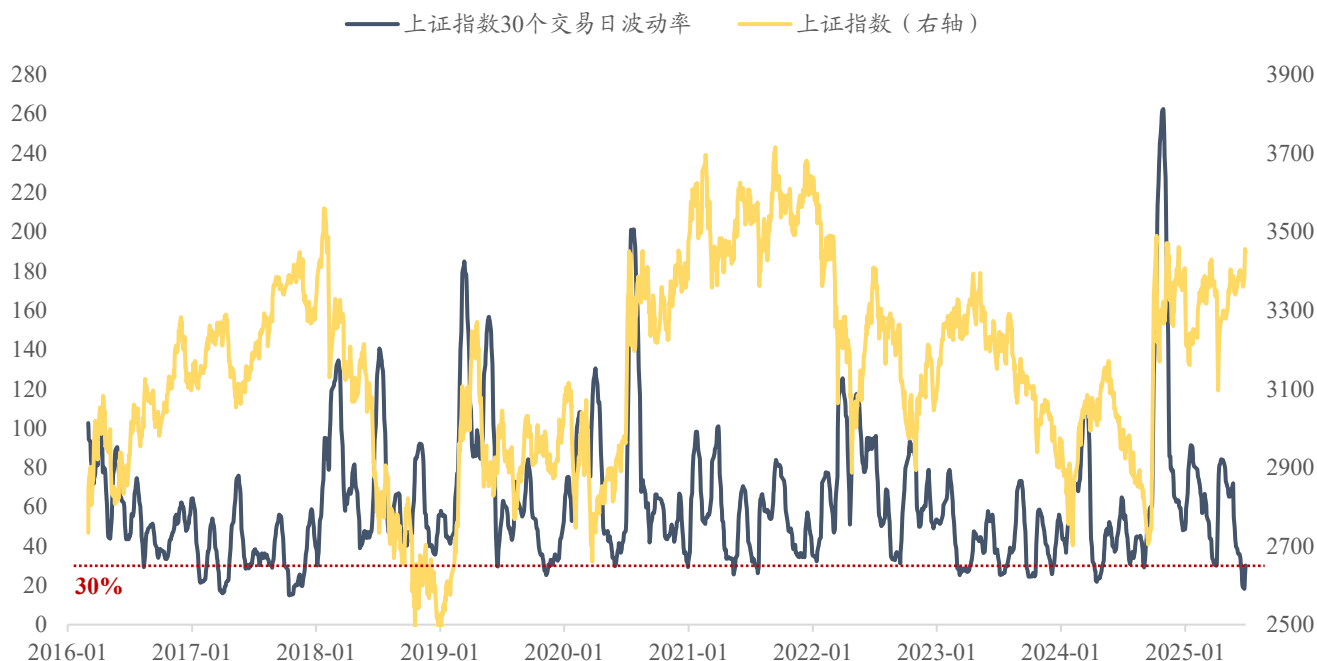
■ 总结与展望

总结而言，当前市场对于波动率和波动率交易的理解仍有欠缺。波动率新低本身并不代表市场必然的涨/跌，关键在于因子的变化是导向“Risk-On”还是“Risk-Off”。本周沪指的“三连阳”，本质上是正向因素催化下波动率回归交易的结果。向后看，年内指数有较大可能性突破去年高点，但短期而言，我们在短暂经历波动率的回归交易后，仍要回到逻辑驱动的方向；中长期而言，更重要的是判断风格，主要是对弱美元周期下 A 股市场成长风格的坚定把握。

配置层面，短期把握成长方向内部的高低切，建议关注 AI 推理算力、文化传媒（AI 应用及文娱消费）、可控核聚变、军工、商业航天、固态电池及深海科技等泛科技方向机会。中期来看，成长股将迎来主线行情，需重点关注明年二季度，可能会是成长风格的一个中期拐点。此外，中期依然看好受益于低利率环境的创新药及优质新消费公司。

■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：上证指数 30 个交易日波动率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：波动率触底下，去年 4 月沪指的上涨行情（单位：点；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 波动率触底下, 2017年11月沪指的下行行情(单位: 点; %)



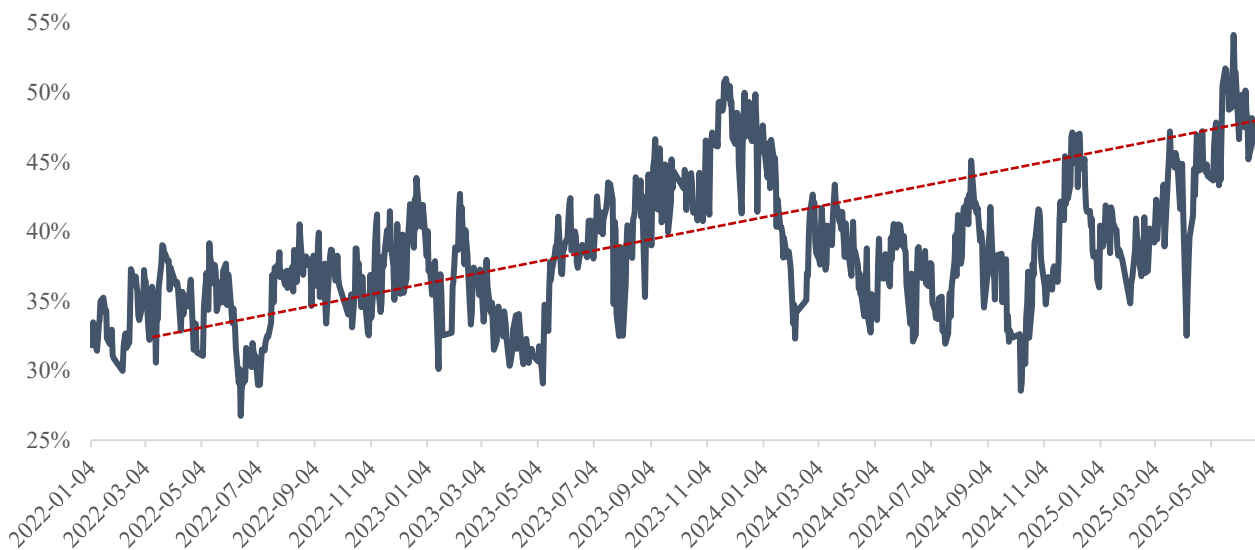
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 波动率触底下, 本周沪指的“三连阳”行情(单位: 点; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

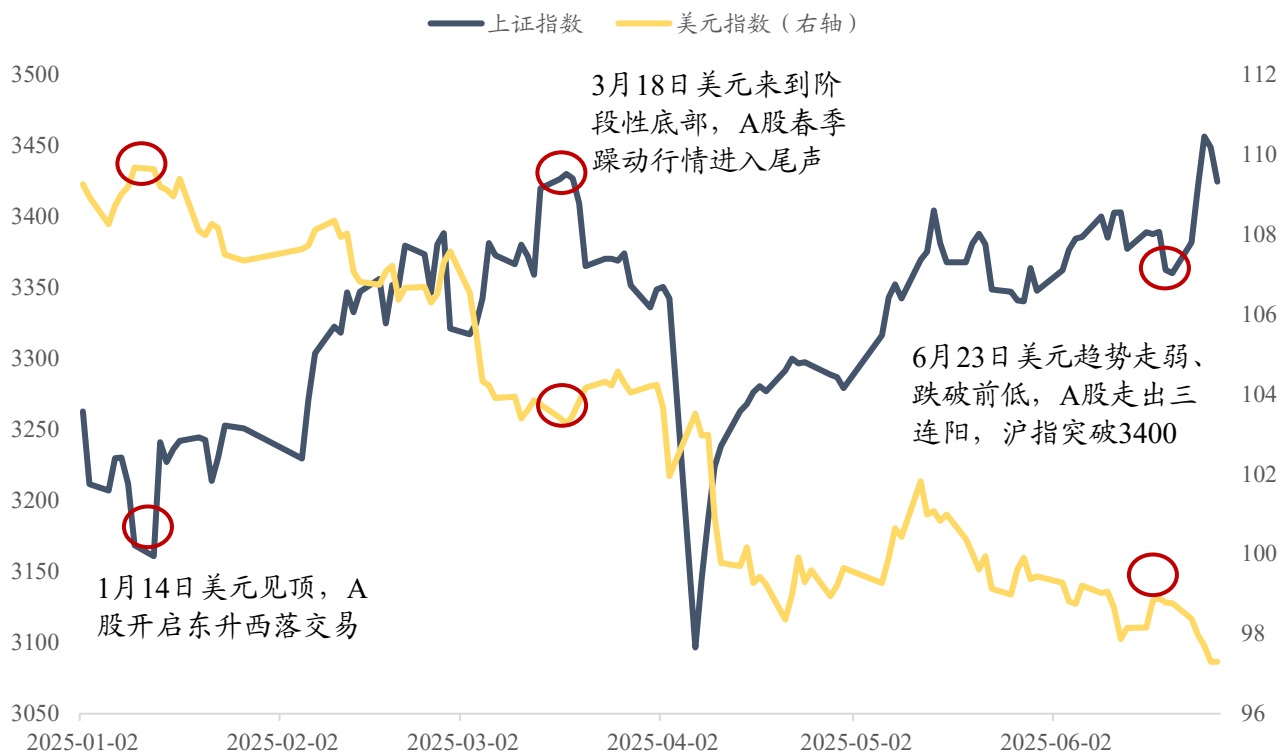
图5: A股中小微盘成交占比中枢提升(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 小微盘指除中证 800、中证 1000 成分股以外的小微盘股

图6: 今年美元指数和沪指的拐点相对应(单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>