

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 06 月 29 日

上证攻坚新高后，怎么看？

市场思考：如何看待指数后续节奏？

1) 由于整体市场的显著放量，上周小盘拥挤度出现明显下行。指标从 65% 下行至 62.4%，目前的幅度已经与 25 年 4 月比较接近，1 月幅度则更大。

2) 前两次后续市场出现调整的背景是市场处于成交额减量+小盘拥挤度上行，表现在市场出现调整之前先出现了缩圈至小盘的现象，而上周以前，市场存量稳定。这一轮从 4 月初挖坑以后开始上行，但期间成交额（MA20）均处于 1.2 万亿左右的相对低位，在修复过程中并没有出现过热的情况。另外，本轮从 4 月初至今的行情并没有过热，融资余额增幅较小。

3) 复盘 2014 年，14 年上半年小盘持续跑赢大盘，像沪深 300 这类的大盘指数的收盘价在 14 年的 3-6 月份创 2013 年以来的新低，小盘表现更强的这个特征和现在相似。到了 14 年下半年，在 14 年 7 月-8 月上旬和 14 年 11 月-12 月也出现了【小盘拥挤度下行】+【成交额上行】这个组合，全 A 指数上行新高。另外，期间在 14 年 8 月下旬-10 月又回到了小盘风格，再度出现【小盘拥挤度上行】+【成交额上行】的组合，指数仍然平稳走高。

4) 在流动性为主要矛盾的市场中，【成交额】仍然是第一性，重点监测交易过热信号。在 2014 年的市场中，无论是大盘还是小盘的相对占优，成交额始终保持着上行。6/27 万得全 A 指数（MA5）在 24 年 9 月下旬至今的分位数为 85.7%，但成交额（MA5）分位数为 51%，一定程度上还是存在着量价不匹配，考虑到上证创年内新高，仍有吸引更多场外资金进场交易驱动的动量效应，后续重点监测成交额放大与市场过热信号。

国内：工业企业利润增速走弱

1) 5 月工业企业利润当月同比报-9.10%，1-5 月，工业企业利润总额累计为-1.10%，较前值 1.40% 下行；5 月末，规模以上工业企业产成品存货 6.65 万亿元，1-5 月产成品存货累计同比报增长 3.50%，前值 3.90%。2) 6/23 央行 25Q2 例会表示经济呈现向好态势，社会信心持续提振，但仍面临国内需求不足等挑战，同时要实施适度宽松的货币政策。3) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回升。4) 工业生产腾落指数回升，涤纶长丝、甲醇、轮胎回升，山东地炼、纯碱回落。5) 国内政策跟踪：中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》；何立峰在河北调研时指出要积极扩大内需提振消费，更好推动经济高质量发展；李强出席 2025 年夏季达沃斯论坛开幕式并致辞。

国际：美国 5 月核心 PCE 增速略超预期

1) 俄乌冲突跟踪：特朗普在北约峰会与泽连斯基会面，俄罗斯导弹袭击乌克兰，俄乌再次交换战俘。2) 中东冲突跟踪：伊朗与以色列分别宣布停火，伊朗已采取措施确保核项目继续，特朗普表示以伊冲突或许很快再次爆发。3) 美国 5 月核心 PCE 增速略超预期，PCE 同比上涨 2.3%，预期 2.3%，前值为 2.1%；核心 PCE 同比上涨 2.68%，预期 2.6%，前值 2.5%。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

7 月，以稳应变，谨防过热。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人
wangshuhui@tfzq.com

陈英奇 联系人
chenyingqi@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略：投资策略-微观流动性跟踪(2025.6.9-2025.6.22)》 2025-06-27
- 《投资策略：行业比较周报-券商异动后，军工/科技补涨的胜率&赔率》 2025-06-26
- 《投资策略：海外与大类周报-中东地缘冲突如何定价？》 2025-06-24

内容目录

1. 市场思考：如何看待指数后续节奏？	3
2. 国内：工业企业利润增速走弱	5
2.1. 工业企业利润增速走弱，补库周期增速回落	5
2.2. 央行 25Q2 例会：经济呈现向好态势，社会信心持续提振	6
2.3. 交运高频指标跟踪	7
2.4. 普林格同步高频指标跟踪	8
2.4.1. 工业生产腾落指数	8
2.5. 国内政策跟踪	8
3. 国际：美国 5 月核心 PCE 增速略超预期	10
3.1. 国际大事跟踪	10
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	10
3.1.2. 中东冲突跟踪	10
3.2. 美国 5 月核心 PCE 增速略超预期	11
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网	11
5. 重点大事前瞻	12
6. 风险提示	12

图表目录

图 1：与前两轮不同的是，成交额与小盘拥挤度出现了背离	3
图 2：14-15 年期间小盘拥挤度、成交额表现	4
图 3：14-15 年期间小盘拥挤度、成交额表现	4
图 4：万得全 A 指数的量价匹配情况	4
图 5：库存同比基本维持正增长，利润小幅走弱	5
图 6：工业企业利润总额累计同比由正转负	5
图 7：2025 年库存销售比超过 2024 年同期水平	5
图 8：制造业和公用事业利润率较上月持续改善	6
图 9：公用事业利润占比逐渐提升	6
图 10：分行业营收情况	6
图 11：分行业利润情况	6
图 12：央行 25Q2 例会：要实施适度宽松的货币政策	7
图 13：一线城市地铁客运量	8
图 14：工业生产腾落指数	8
图 15：工业生产腾落指数（分年度）	8
图 16：国内政策跟踪	9
图 17：CME 降息概率情况	11
图 18：重点大事前瞻	12

1. 市场思考：如何看待指数后续节奏？

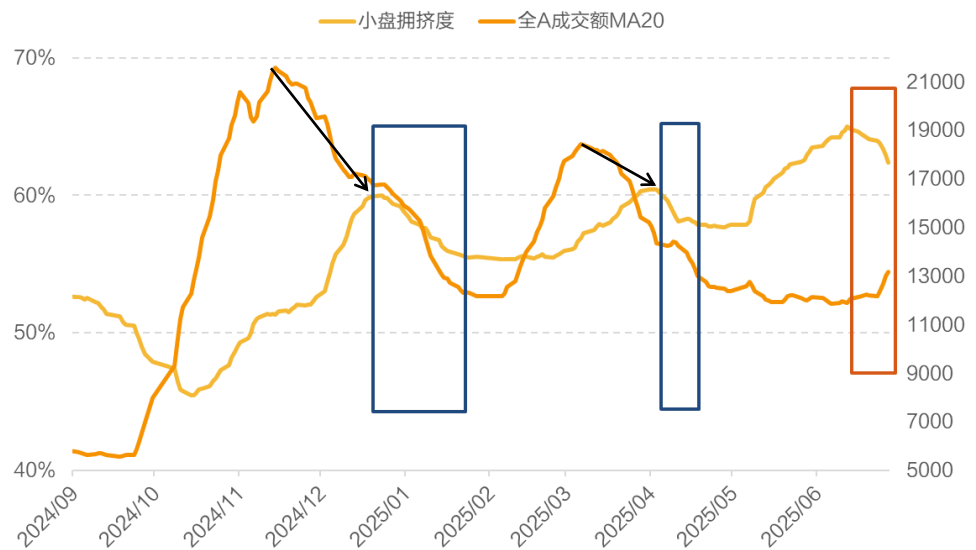
在此前报告中《地量下“抱团”的隐患》(2025.6.2)，我们提到：在上涨行情中随着不断缩量，存量市场结构就会变得更加极致。那么一方面，如果市场延续低量能的结构，大小盘很可能无法延续高相关的走势，另一方面，若极致抱团结构出现瓦解，同样需要观察是否还有能够承接流动性的板块。同时也要注意是否有场外的增量变量打破存量僵局。

由于整体市场的显著放量，上周小盘拥挤度出现了明显下行。小盘拥挤度从 65% 下行至 62.4%，下行幅度已经与 25 年 4 月比较接近，然而与 25 年 4 月和 25 年 1 月的特征不同的是，整体市场出现了一定程度的放量，本轮低位的成交额在 1 万亿左右，到上周峰值超过 1.6 万亿。

在 25 年 1 月与 4 月的小盘拥挤度下行之前，成交额就已经提前见顶下行，但这一轮上涨行情从 4 月初挖坑以后开始上行，但期间成交额（MA20）均处于 1.2 万亿左右的相对低位，波动较小，并没有出现 24 年 10-12 月从 6000 亿左右提升至 2.1 万亿左右、25 年 2-3 月从 1.2 万亿左右提升至 1.8 万亿左右这样的显著提升过程。成交额在一定程度上能够反映出市场的活跃情况，从这波的表现上来看 4-5 月份的市场在修复过程中并没有出现过热的情况。

融资余额在 4 月以来的上涨段中也没有出现明显的上行。尽管上证指数已经超过了 3 月中旬的高点，但融资余额距离 3 月中旬的高点的差值还超过 1000 亿，当时的高点为 1.94 万亿，现在仅只有 1.83 万亿。

图 1：与前两轮不同的是，成交额与小盘拥挤度出现了背离



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全A成交额MA20为右轴，单位：亿元）

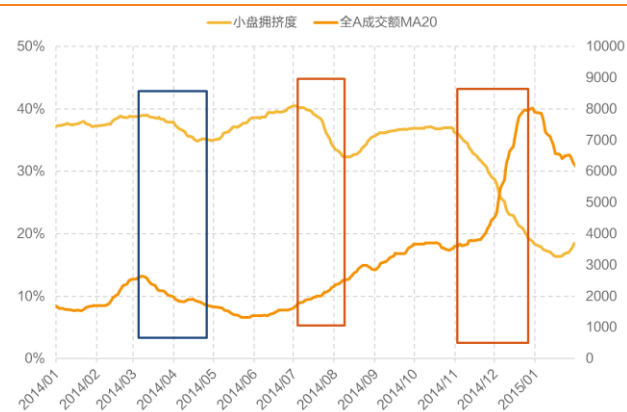
此前发生两次的小盘拥挤度下行影响，这一波却产生不一样的效果。25 年 1 月和 25 年 4 月的【小盘拥挤度下行】+【成交额回落】的结果是市场进入调整行情，但这里【小盘拥挤度下行】+【成交额企稳、弱回升】时行情加速，表明市场出现边际增量去买入大盘。市场出现变盘之前的背景是前两轮市场处于减量模式，在减量逐步缩圈至小盘以后，市场出现调整，而本轮市场的背景是存量较为稳定。

这个拥挤度+整体成交的边际变化情景在去年 9 月份至今的行情里面找不到相对应的阶段，在 14 年下半年出现类似的特征。上述我们分析的这两个条件和 14 年 7 月-8 月上旬、14 年 11 月-12 月是相似的，也出现了【小盘拥挤度下行】+【成交额上行】这个组合，全 A 指数上行新高。

因为 14 年 7 月以前一直是小盘持续跑赢大盘，像沪深 300 这类的大盘指数的收盘价（不是最低价）在 14 年的 3-6 月份是创 2013 年以来的新低的，小盘表现强这一点和现在也是相似的。

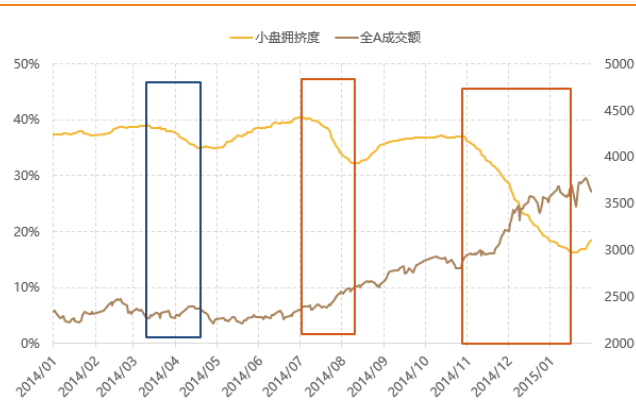
所以在流动性为主要矛盾的市场中，【成交额】仍然是第一性，重点监测交易过热信号。包括在 14 年 8 月下旬-10 月又回到了小盘，再度出现【小盘拥挤度上行】+【成交额上行】的组合，指数平稳走高。

图 2：14-15 年期间小盘拥挤度、成交额表现



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全 A 成交额 MA20 为右轴，单位：亿元）

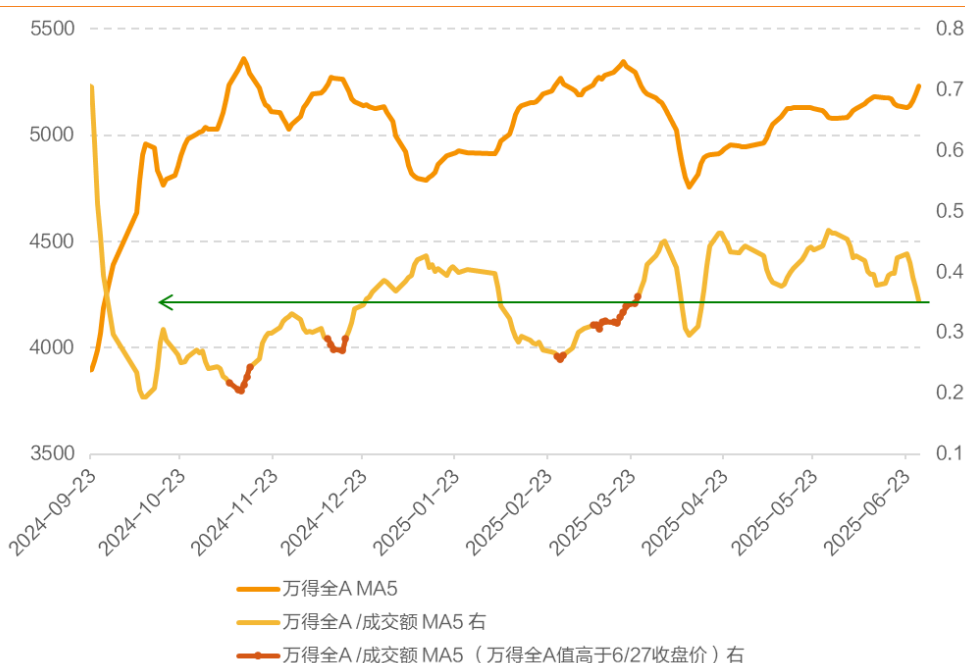
图 3：14-15 年期间小盘拥挤度、成交额表现



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全 A 指万得全 A 指数，右轴，单位：亿元）

6/27 万得全 A 指数（MA5）在 24 年 9 月下旬至今的分位数为 85.7%，但成交额（MA5）分位数为 51%，一定程度上还是存在着量价不匹配。在下图中，我们也用全 A 指数和成交额进行处理来衡量量价匹配情况，从 24 年 9 月下旬至今的行情中，万得全 A 指数点位高于目前的几个时间点的全 A/成交额指标均是低于现在，表明当前的成交额指标是弱于前面的几个时间点。考虑到上证创年内新高，仍有吸引更多场外资金进场交易驱动的动量效应，后续重点监测成交额放大与市场过热信号

图 4：万得全 A 指数的量价匹配情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

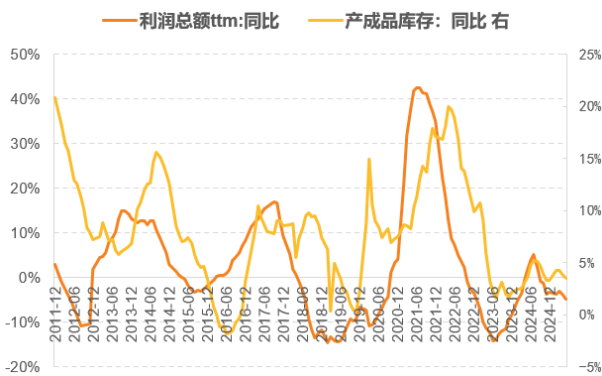
2. 国内：工业企业利润增速走弱

2.1. 工业企业利润增速走弱，补库周期增速回落

工业企业利润增速环比走弱，与去年同期相比增速由正转负。5月工业企业利润当月同比报-9.10%。进行12个月的平滑处理以后，工业企业利润同比增变动-4.82%，前值-3.80%。1-5月，工业企业利润总额累计为-1.10%，较前值1.40%下行，累计同比数据连续两月出现正增长后再度出现由正转负。

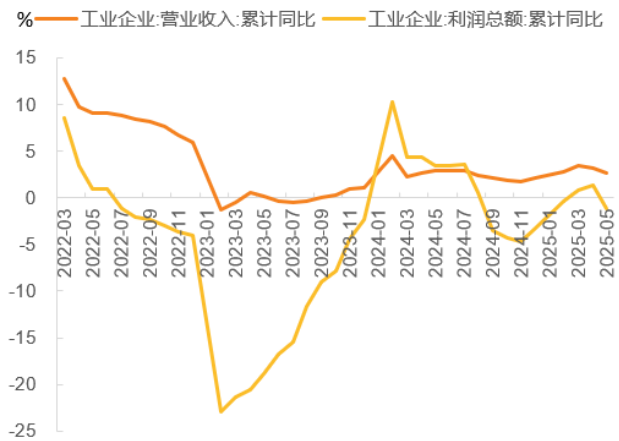
整体上，库存周期仍处于低位。5月末，规模以上工业企业产成品存货6.65万亿元，1-5月产成品存货累计同比报增长3.50%，前值3.90%。进行12个月的平滑处理以后，产成品库存同比增长5.0%，前值5.0%。产成品库存近两月以来增速又出现小幅回落迹象，同时利润增速上月再度由正转负，补库意愿可能受利润因素影响有所下降，而利润则可能受中美贸易摩擦影响成本端边际承压因素而有所减少。

图 5：库存同比基本维持正增长，利润小幅走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

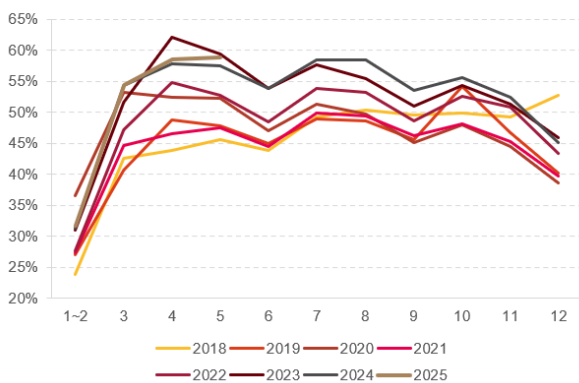
图 6：工业企业利润总额累计同比由正转负



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2025 年库存销售比超过 2024 年同期水平

库存销售比



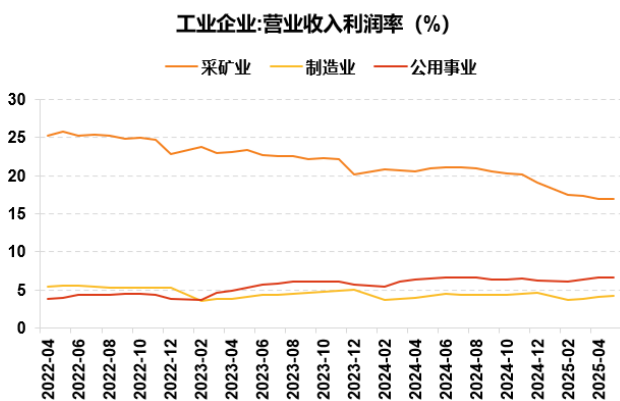
资料来源：Wind，天风证券研究所

结构方面，公用事业工业企业利润占比稳定在阶段高位。5月采矿业利润(TTM)在全产业链中的占比为13.3%，前值13.7%，利润占比持续小幅下滑，制造业利润(TTM)占比为75.8%，前值75.5%，公用事业利润(TTM)占比为10.9%，前值10.8%，重回自2020年12月以来最高点。

边际上，制造业和公用事业利润率较上月小幅上涨。利润率方面，采矿业的利润率达到

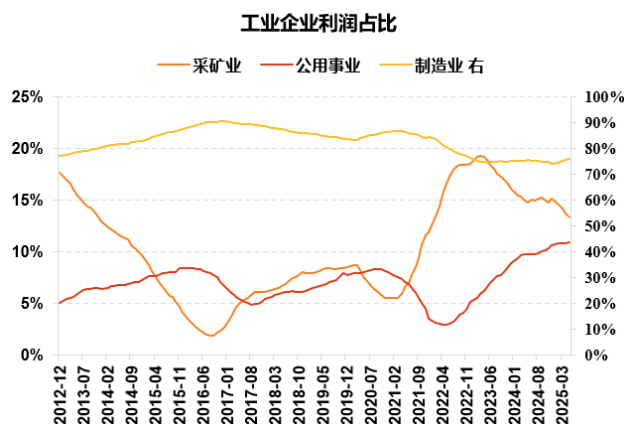
16.92%，较前值回落 0.03pct，较高位有所回落；制造业为 4.25%，小幅上升 0.11pct，仍然处于相对低位；公用事业利润率为 6.71%，较前值提升 0.10pct，高于制造业。

图 8：制造业和公用事业利润率较上月持续改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

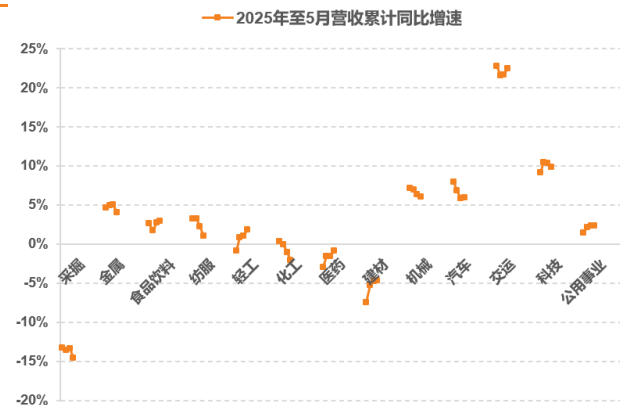
图 9：公用事业利润占比逐渐提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

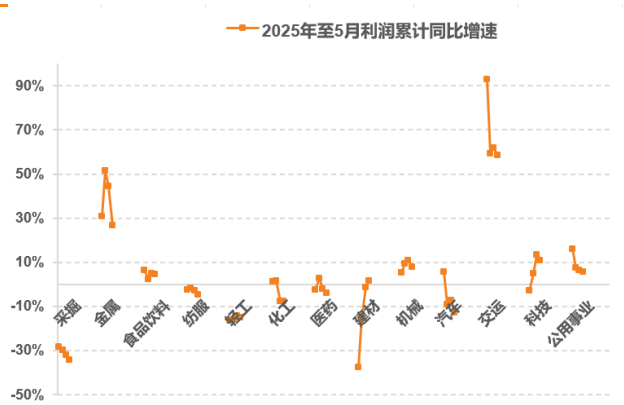
分行业来看，交运利润持续坚挺，轻工、汽车等行业营收较上期走强，建材行业利润较上期走强。

图 10：分行业营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：分行业利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 央行 25Q2 例会：经济呈现向好态势，社会信心持续提振

中国人民银行货币政策委员会 2025 年第二季度（总第 109 次）例会于 6 月 23 日召开。

经济呈现向好态势，社会信心持续提振，但仍面临国内需求不足等挑战。会议判断当前“经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进”，但“仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”，对国内经济的评价较 25Q1 表述有所改变，对外部环境表述“当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化”，增加“贸易壁垒增多”，同时对货币政策的表述“通胀走势和货币政策调整存在不确定性”。

要实施好适度宽松的货币政策。基调方面提出“要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节”，与 25 年 3 月政治局会议提出的“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”相呼应。而对于债市方面，25Q2 维持 25Q1 “从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”表述不变。

结构性工具方面，提出“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具，维护资本市场稳定”，新增“加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持”表述。市场化利率机制方面，强调“强化央行政策利率引导”。

汇率方面，“坚决防范汇率超调风险”转变为“防范汇率超调风险”，删除 25Q1 的“加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对抗乱市场秩序行为进行处置”表述。

房地产政策供给端方面，强调“着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势”，同时新增“助力构建房地产发展新模式”。

图 12：央行 25Q2 例会：要实施适度宽松的货币政策

	2024年第三季度例会	2024年第四季度例会	2025年第一季度例会	2025年第二季度例会
经济背景	当前外部环境变化带来的不确定性增多，世界经济稳增长动能不强，通胀压力有所缓解，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，通胀压力有所缓解，但世界经济稳增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难和挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济稳增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整不确定性上升。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济稳增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。
政策基调	要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节。	要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。	要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。	要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。
货币政策	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济持续回升向好。要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价总体稳定。建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
结构性工具	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具落地生效，维护资本市场稳定。	有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具，维护资本市场稳定。	有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，做好金融“五篇文章”，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。	有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇文章”，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。优化科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。
供给侧结构性改革	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。
市场化利率机制	完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制作用和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督，推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督，推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。
汇率	强化预期引导，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对抗乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对抗乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
实体经济/民营企业	构建金融有效支持实体经济的体制机制。推进科技创新和技术改造再贷款使用进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。加快形成覆盖科技型企全生命周期的多元化接力式金融服务体系，助力科技强国建设和实现高水平科技自立自强。坚持和落实“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	加快推进科技创新和技术改造贷款投放进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。
房地产/平台经济	充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。
开放	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

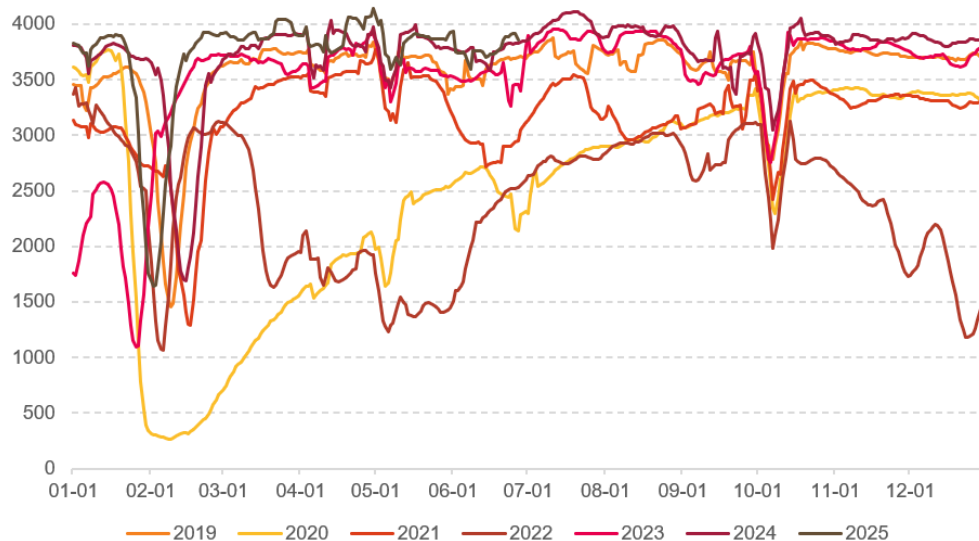
资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

2.3. 交运高频指标跟踪

截至 2025/6/27，一线城市地铁客运量（MA7）报 3862 万人次，较上周五的 3785 万人次回升。

图 13：一线城市地铁客运量

一线城市地铁客运量：万人次(MA7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

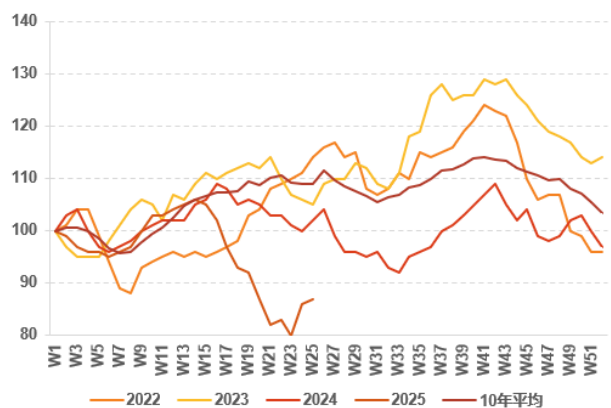
2.4. 普林格同步高频指标跟踪

2.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/6/29，工业生产腾落指数为 105，6/22 为 104。从分项上看，涤纶长丝、甲醇、轮胎回升，山东地炼、纯碱回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

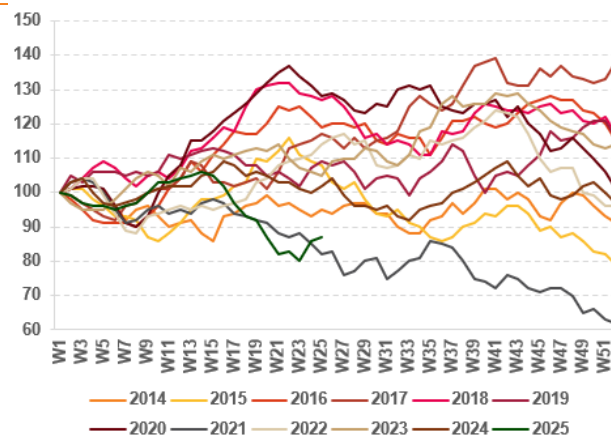
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 14：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 国内政策跟踪

本期关注重点：中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》；何立峰在河北调研时指出要积极扩大内需提振消费，更好推动经济高质量发展；李强出席 2025 年夏季达沃斯论坛开幕式并致辞。

图 16：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年6月24日	习近平会见新加坡总理黄循财	习近平祝贺黄循财连任。习近平强调，中新要牢牢把握两国友好大方向，始终从战略高度和长远角度看待和发展中新关系，确保航向不偏、动力不减。要筑牢中新友好政治基础，支持彼此核心利益和重大关切，以更高水平政治互信服务两国关系发展。中方欢迎新方继续深度融入中国发展，双方要深入推进共建“一带一路”合作，打造数字经济、绿色发展、人工智能等领域标志性成果，推动重大项目提质升级，续写高质量合作新篇章。
2025年6月24日	中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	《意见》从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。《意见》指出，要夯实宏观经济金融基础，支持居民就业增收，优化保险保障，积极培育消费需求。强化结构性货币政策工具激励，加大对服务消费重点领域信贷支持，发展债券、股权等多元化融资渠道。《意见》强调，要聚焦消费重点领域加大金融支持，结合消费场景和特点创新金融产品，持续推动消费领域金融服务提质增效。优化消费支付服务，健全消费领域信用体系建设，加强金融消费者权益保护。
2025年6月25日	李强出席2025年夏季达沃斯论坛开幕式并致辞	李强表示，当前国际经贸格局正在发生深刻变化。经贸体系更趋多元，全球南方力量快速崛起；传统贸易增速放缓，新兴贸易逆势增长；全球性机制受到冲击，区域协作日渐增多；跨境投资波动下行，产供应链碎片化风险上升。我们应当顺应正道和大势，拿出智慧和担当，采取积极的态度和建设性的行动，坚定不移拥抱普惠包容的经济全球化，维护自由贸易和多边主义，促进世界经济稳定发展。中国将继续积极融入全球市场，为世界经济所需贡献中国经济所能。多年来，中国经济之所以是世界经济增长的重要引擎，不仅在于自身的稳定性和高成长性，还在于中国经济的开放性和与世界经济的联动性。中国经济持续稳健增长，将为世界经济加快复苏提供有力支撑。中国市场持续扩容提质，将为国际经贸扭转颓势创造增量空间。中国创新持续突破跃升，将为全球发展摆脱动能不足注入新的活力。
2025年6月25日	何立峰在河北调研时指出要积极扩大内需提振消费，更好推动经济高质量发展	何立峰指出，今年以来，我国经济顶住压力保持向好态势，社会信心持续提振。要持续推动大宗耐用消费品以旧换新政策落地见效，有力有效稳定市场预期。各相关城市可从实际情况出发，以更加便民为目标，将消费品以旧换新与城市更新行动有机结合，更好激发消费潜力。要持续巩固房地产市场稳定态势，加快构建房地产发展新模式，更好满足人民群众对“好房子”的新期待。要加大力度促进外贸生产企业稳量提质，推动内外贸一体化结合发展。要严格落实强监管防风险要求，有力有序有效防范化解地方中小金融机构风险。要聚焦主业，持续推动高端装备制造、智能光伏、清洁能源、新材料等企业创新发展，并综合整治内卷式竞争。要加快经济技术开发区转型升级，着力提高对入区企业的专业化服务能力，因地制宜发展新质生产力。
2025年6月26日	李强出席亚洲基础设施投资银行第十届理事会年会开幕式并致辞	李强指出，今年中国经济面对外部冲击，延续向好态势。未来的中国经济仍是世界经济的一片热土。中国大市场扩容提质持续释放巨大红利，将为各国带来更多贸易投资机会。“中国制造”加快向“中国创造”转型，商业生态迅速迭代，将不断打开全新增量空间。中国将坚定不移扩大高水平对外开放，持续深度融入世界经济，为各国发展带来新机遇。中方愿同各方一道，携手支持亚投行开启新的辉煌十年，为促进成员持续发展、推动构建人类命运共同体作出新的更大贡献。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

3. 国际：美国 5 月核心 PCE 增速略超预期

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

特朗普在北约峰会与泽连斯基会面。据乌克兰《基辅独立报》报道，当地时间 25 日，美国总统特朗普在荷兰海牙举行的北约峰会上，与乌克兰总统泽连斯基会面。这次会面持续了约 50 分钟，泽连斯基随后在社交媒体平台称这次谈话是“长时间且富有实质性的”。泽连斯基表示，他与特朗普“讨论了所有真正重要的问题”，包括“如何实现停火”。泽连斯基表示他向特朗普简要介绍了前线情况，并表示愿意继续购买美国军事装备。在会后举行的新闻发布会上，特朗普表示现在是实现停火的“好时机”，并表示他会和俄罗斯总统普京就停火问题沟通。

俄罗斯导弹袭击乌克兰。据英国广播公司(BBC)和路透社报道，当地时间 24 日，乌克兰官员称，俄罗斯当天对乌克兰东南部发射导弹，造成至少 17 人死亡。这次分两部分进行的袭击在第聂伯罗彼得罗夫斯克地区的首府第聂伯罗市造成 15 人死亡，还损坏了数十栋公寓楼等建筑物，另外在约 10 公里外的萨马拉镇还造成 2 人死亡。乌克兰总统泽连斯基表示，俄罗斯此次袭击还造成 100 多人受伤。此次袭击发生在泽连斯基抵达荷兰参加北约峰会并与欧洲领导人举行会晤期间。泽连斯基还计划在峰会期间与美国总统特朗普举行双边会晤，讨论防务安排以及对俄罗斯的进一步制裁。

俄乌再次交换战俘。俄罗斯与乌克兰 26 日再次交换战俘，其中包含一批 25 岁以下的年轻士兵。俄国防部表示，26 日，依据俄乌两国于 6 月 2 日在土耳其伊斯坦布尔达成的协议，又有一批俄罗斯士兵从乌克兰获释。作为交换，一批乌军战俘也被交予乌方。目前，这批俄罗斯军人正在白俄罗斯接受必要的心理和医疗援助，随后将被送往俄罗斯国防部医疗机构继续治疗与康复。俄乌两国代表团本月在伊斯坦布尔举行的会议上就新一轮战俘交换达成一致，双方同意交换重伤员和年轻战俘。依据换俘协议，俄乌同意至少各交换 1000 名战俘，俄方向乌方移交 6000 具乌军人员遗体。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

伊朗与以色列分别宣布停火。伊朗最高国家安全委员会 24 日发表声明，宣布与“以色列及其支持者”停火。以色列总理内塔尼亚胡当天早些时候发表声明称，接受美国总统特朗普提出的(以伊)停火协议。美国东部时间 23 日 18 时 02 分，美国总统特朗普在社交媒体上发消息称，以色列和伊朗已就“全面彻底停火”达成一致。停火将分阶段实施：伊朗先开始停火，到第 12 个小时，以色列也开始停火，到第 24 个小时，战争将正式结束。

伊朗已采取措施确保核项目继续。据法新社报道，当地时间 24 日，伊朗原子能组织主席穆罕默德·伊斯拉米说，伊朗政府已采取必要措施，确保该国核项目在遭受以色列和美国军事打击后能够继续。当地时间 6 月 21 日，美国发动名为“午夜之锤”的军事行动，125 架飞机参与行动，其中 B-2 轰炸机群在伊朗的福尔道和纳坦兹核设施共投下 14 枚 GBU-57 巨型钻地炸弹。另据美国有线电视新闻网(CNN)当地时间 24 日报道，消息人士透露，美国国防情报局初期评估显示，美国对伊朗三个核设施的军事打击并未摧毁伊朗核设施的核心部件，可能只是将其核计划推迟了数月。

特朗普：以伊冲突或许很快再次爆发。美国总统特朗普表示，美方将于下周与伊朗就一项潜在的核协议展开会谈，但他多次强调自己并不认为这类协议“有多必要”。他补充说，美方此次将提出与此前在中东局势升级前与伊朗谈判时相同的要求。特朗普表示，自己“非常确信”以色列与伊朗之间的军事冲突已经结束。以色列和伊朗之间的冲突可能再次爆发，也许很快。他不认为伊朗会重新进行核计划。特朗普说，美国不依赖以色列情报，空袭以来收集的情报显示基地已被摧毁。他表示，不会放弃对伊朗施压，也不会接管石油。

以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 5 月核心 PCE 增速略超预期

美国 5 月 PCE 指数增速符合预期，核心 PCE 指数增速略超预期。具体来看，美国 5 月 PCE 物价指数同比上涨 2.3%，预期 2.3%，前值为 2.1%；5 月 PCE 物价指数环比上涨 0.1%，预期 0.1%，前值为 0.1%；5 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.68%，预期 2.6%，前值 2.5%；5 月核心 PCE 物价指数环比上涨 0.2%，预期 0.1%，前值 0.1%。

据 CME “美联储观察”，截至 2025/6/28，美联储 2025 年 7 月降息 25 基点的概率为 18.6%，维持现有利率的概率为 81.4%。

图 17：CME 降息概率情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	
2025/7/30							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	74.8%	8.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	57.7%	28.1%	2.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	47.3%	34.7%	8.3%	0.6%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.9%	41.5%	22.4%	4.7%	0.3%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.6%	35.5%	30.3%	12.0%	2.1%	0.1%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.5%	23.5%	33.7%	24.2%	8.7%	1.5%	0.1%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	15.8%	28.8%	28.8%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.7%	8.0%	20.0%	28.8%	24.7%	12.6%	3.6%	0.5%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.8%	12.0%	22.9%	27.5%	20.7%	9.6%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	4.3%	12.7%	23.2%	27.0%	19.9%	9.1%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.6%	13.0%	23.3%	26.8%	19.6%	8.9%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

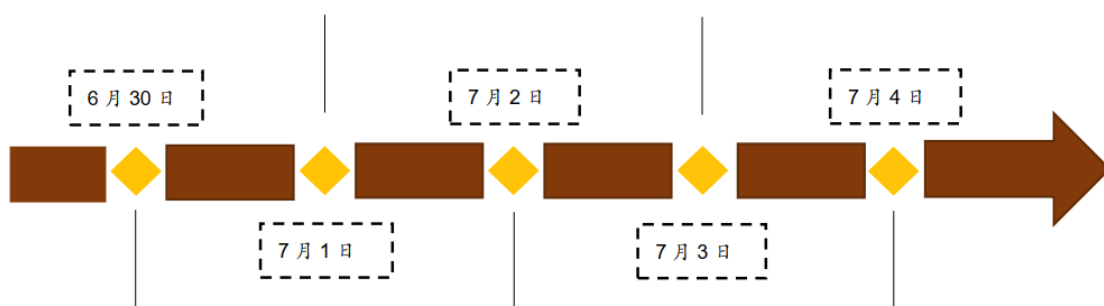
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

7 月，以稳应变，谨防过热。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 18：重点大事前瞻

- 美国 5 月非农离职数:季调(千人)
- 美国 5 月非农职位空缺数:季调(千人)
- 美国 6 月 ISM 制造业 PMI
- 德国 5 月失业率:季调(%)
- 德国 5 月失业人数:季调(千人)
- 欧盟 6 月欧元区:CPI:同比(%) (初值)
- 欧盟 6 月欧元区:核心 CPI:同比(%) (初值)
- 美国 6 月 28 日初请失业金人数:季调(人)
- 美国 6 月 U6 失业率:季调(%)
- 美国 6 月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)
- 美国 6 月政府就业人数:季调(千人)
- 美国 6 月平均时薪:季调(美元)
- 美国 6 月失业率:季调(%)
- 美国 6 月非农就业人口变动:季调(千人)
- 美国 6 月 ISM 非制造业 PMI
- 美国 5 月全部制造业:新增订单(百万美元)
- 美国 5 月耐用品:新增订单(百万美元)
- 美国 5 月耐用品新增订单:季调:环比(%)



- 中国 6 月官方制造业 PMI
- 欧盟 5 月欧元区:M3:同比(%)
- 欧盟 5 月欧元区:M2:同比(%)
- 欧盟 5 月欧元区:M1:同比(%)
- 德国 6 月 CPI:环比(%) (初值)
- 德国 6 月 CPI:同比(%) (初值)
- 欧盟 5 月欧元区:失业率:季调(%)
- 美国 6 月 ADP 就业人数:季调(人)
- 美国 6 月新增 ADP 就业人数:季调(人)
- 美国 6 月有效联邦基金利率 (EFFR) (%)
- 美国 6 月挑战者企业裁员:同比(%)
- 美国 6 月挑战者企业裁员:环比(%)
- 美国 6 月挑战者企业裁员(人)
- 欧盟 5 月欧元区:失业率:季调(%)
- 欧盟 5 月欧元区:失业率:季调(%)
- 欧盟 5 月欧元区:PPI:同比(%)
- 欧盟第一季度欧元区:房价指数:同比(%)
- 欧盟第一季度欧元区:房价指数:同比(%)
- 德国 5 月制造业订单指数:季调:环比(%)
- 德国 5 月制造业订单指数:同比(%)
- 法国 5 月制造业指数:季调:环比(%)
- 法国 5 月制造业指数:季调:同比(%)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

地缘冲突超预期, 海外通胀持续性超预期, 流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com