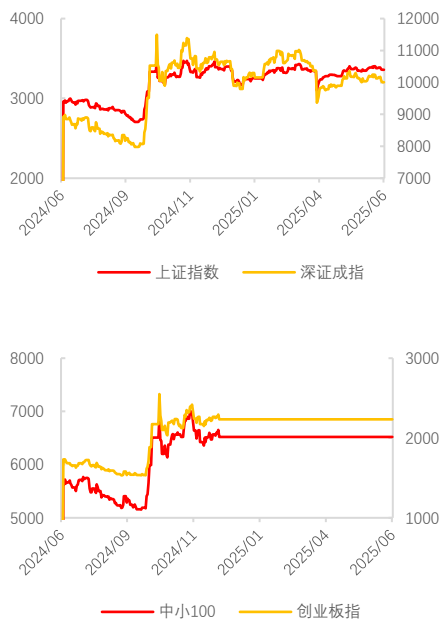


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崧
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《震荡仍是主旋律，等待内部政策窗口期》 - 2025.06.16

策略观点

以静待时

● 投资要点

A 股自去年 9.24 行情开启之后，一大特征是散户情绪对市场一度有着主导作用，这一点在散户情绪指数和万得全 A 在 9.24 至今年 4 月初的强耦合关系中得以体现。但在进入 5 月之后，散户情绪持续走低，万得全 A 指数震荡攀升，二者已经不再紧密趋同。如果将 6.24 看作是 9.24 的重复，那么首先要回答的问题就是散户情绪能否再次走向亢奋？

自 2022 年以来 A 股散户情绪亢奋均需要重大的政策或产业事件作为刺激，从未像 2020-2021 年间那样出现过指数上涨和散户情绪亢奋之间的正循环。就 6 月末的 3 天连续大涨而言目前没有出现显而易见的利好事件，因此目前认为散户情绪仍将在常规波动区间内游走，由散户情绪驱动的行情暂且不可期待。和此前 9.24 行情时的融资盘行为相对比，6 月 23-25 日的上涨并不具备典型的融资盘驱动特点，因此更像是机构行为导致的异动。

展望后市，节奏和方向同样重要，等待美国关税谈判结果为 7 月定调。A 股在 7 月将面临诸多政策事件，其中美国关税谈判结果将为 7 月定下总基调。若欧盟、日本等国家和地区未能同美国达成协议，那么 A 股面临的内外宏观环境将较为平稳，A 股更多将聚焦在内部基本面能否向好上。而达成协议的情况将更为复杂：若其他国家以牺牲中方利益为代价达成交易换取关税减免，A 股将会面临极大的系统性风险，需要警惕 4 月初的冲击重演；若美方与其他国家达成不以中方利益为条件的协议，那将有利于全球市场风偏提升，A 股也有望从中获益。

配置方面，以静待时，持有红利股等待变数落定。由于美国关税谈判存在较大的不确定性，因此在 6 月推荐红利股的基础上建议以静待时，等待尘埃落定后再做抉择而不是提前下注。若美国未能和其他国家达成协议，A 股在宏观数据尚不支持做复苏交易的背景下，或将转向 3 月以来持续调整的以 AI 应用、算力链、光模块为代表的 TMT 成长方向。若其他国家以牺牲中方利益为代价达成交易换取关税减免，最具防御属性的红利股依然是优选方向，也将进入到可以博弈 7 月底总量政策的区间，传统的内需交易或将进入击球区，届时可以考虑地产链的修复机会。若美方与其他国家达成不以中方利益为条件的协议，那么对于机械、家电、轻工制造中外贸敞口较大的个股弹性将更大，使用转口贸易规避美国关税又成了可行方案。

● 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 恰如彼时彼刻？6.24 是否是9.24 的重演？	6
3 后市展望及投资观点.....	8
4 风险提示.....	8

图表目录

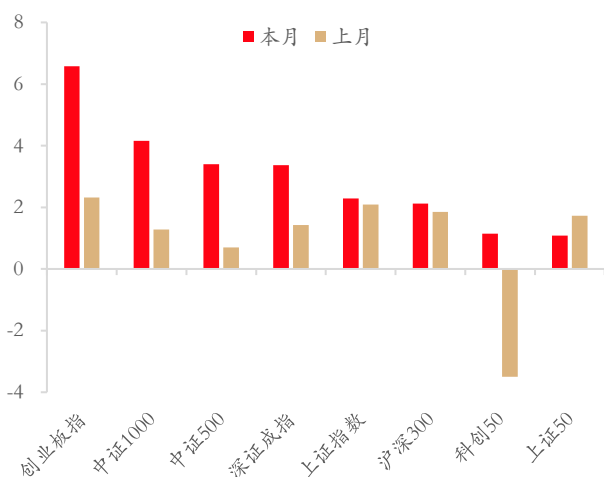
图表 1: 主要股指 6 月收益率 (%)	4
图表 2: 主要股指 6 月各周收益率 (%)	4
图表 3: 主要风格指数 6 月收益率 (%)	5
图表 4: 主要风格指数 6 月各周收益率 (%)	5
图表 5: 申万一级行业月收益率 (%)	5
图表 6: 散户情绪指数及 10、90 分位数 (%)	6
图表 7: 散户情绪指数及万得全 A (%)	6
图表 8: 散户情绪指数极值 (%) 及万得全 A	7
图表 9: A 股融资盘成交占比 (%) 及累计净买入 (亿元)	7
图表 10: 证券及保险行业融资盘单日净流入 (亿元)	7

1 市场表现回顾

6月主要股指悉数上涨，金融和成长风格各领风骚。截至6月26日，上证指数上涨2.29%，深证成指上涨3.37%，创业板指上涨6.58%，沪深300上涨2.12%，上证50上涨1.08%，科创50上涨1.14%。按风格来看，稳定风格下跌0.36%，金融风格上涨7.10%，消费风格下跌1.53%，周期风格上涨2.32%，成长风格上涨6.54%。大盘指数上涨1.95%，中盘指数上涨3.98%，小盘指数上涨3.69%，茅指数上涨0.61%，宁组合上涨1.93%。

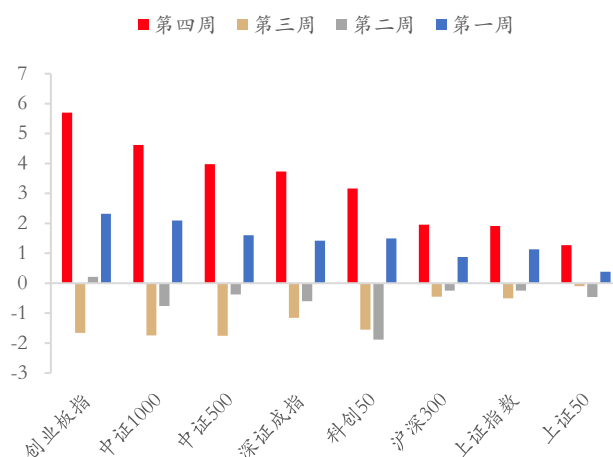
节奏上，地缘冲突增加波动，月末柳暗花明。6月A股最大的扰动来自以色列和伊朗之间的地缘冲突，A股市场情绪受到了显著影响，一度出现明显调整。但在月末最后一周的前半周，A股连续3天大幅收涨，扭转了整月跌势。

图表1：主要股指6月收益率(%)

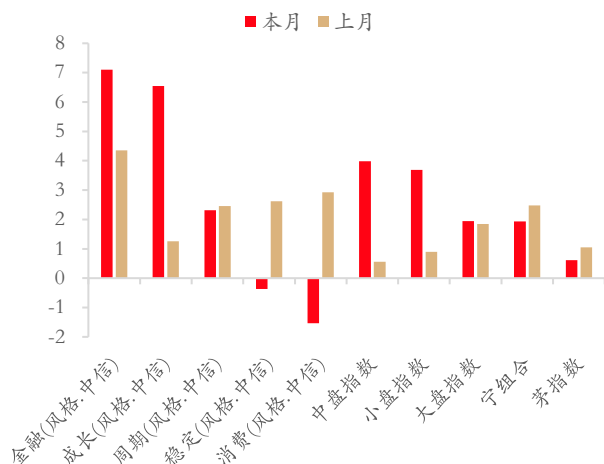


资料来源：Wind，中邮证券研究所

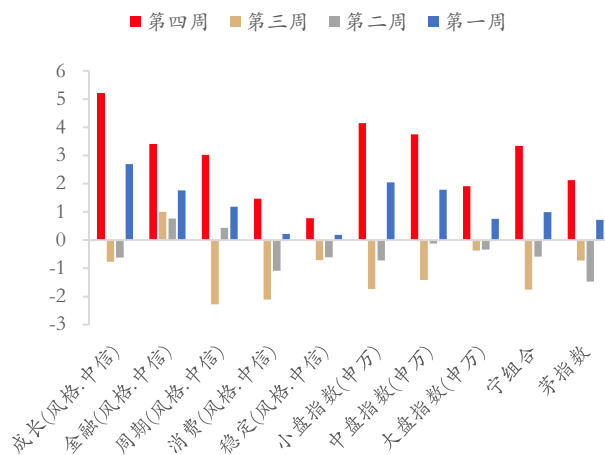
图表2：主要股指6月各周收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：主要风格指数6月收益率 (%)


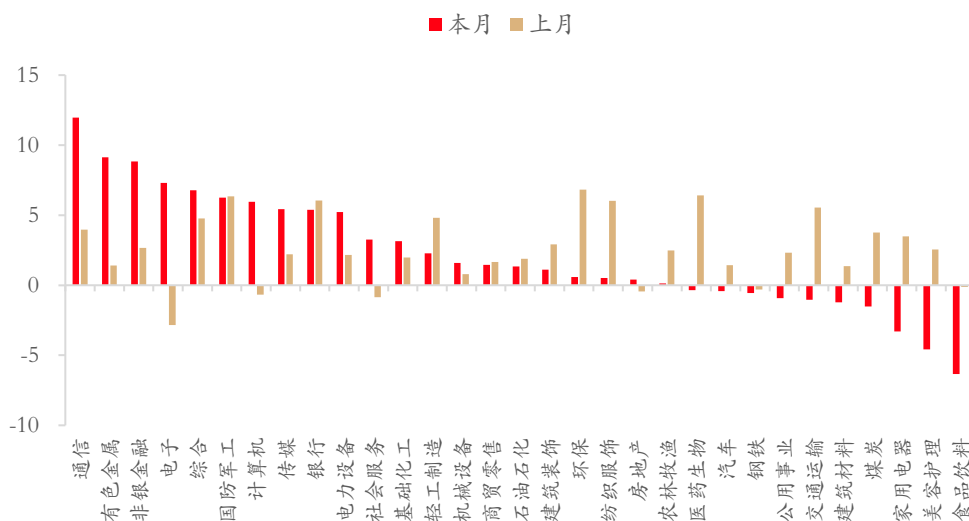
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：主要风格指数6月各周收益率 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，TMT 和金融涨幅居前，大消费显著回调。本月涨幅前五的行业为通信 (11.97%)、有色金属 (9.13%)、非银金融 (8.84%)、电子 (7.31%)、综合 (6.77%)。本月表现相对较差的行业为食品饮料 (-6.34%)、美容护理 (-4.57%)、家用电器 (-3.30%)、煤炭 (-1.52%)、建筑材料 (-1.52%)。

本月行业层面交易逻辑本质是高低切。TMT 行业自春季躁动后持续调整，阶段收益已显著落后，存在一定的估值修复动力，而消费股 4-5 月持续上涨，当下已经出现估值透支和交易过热，市场在这两个方向上出现高低切也就在情理之中。

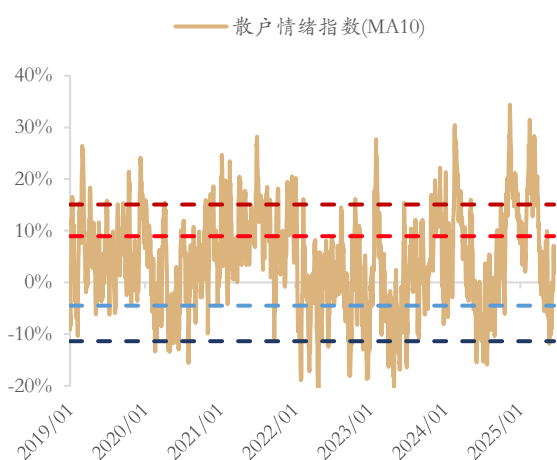
图表5：申万一级行业月收益率 (%)


资料来源：wind，中邮证券研究所

2 恰如彼时彼刻？6.24 是否是 9.24 的重演？

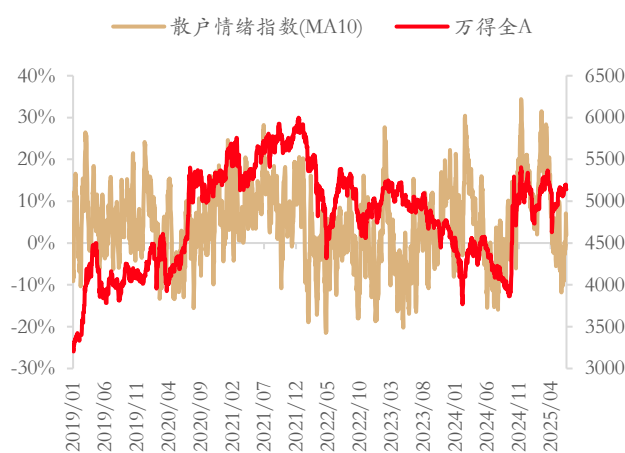
A 股自去年 9.24 行情开启之后，一大特征是散户情绪对市场一度有着主导作用，这一点在图 7 中的散户情绪指数和万得全 A 在 9.24 至今年 4 月初的强耦合关系中得以体现。但在进入 5 月之后，散户情绪持续走低，万得全 A 指数震荡攀升，二者已经不再紧密趋同。如果将 6.24 看作是 9.24 的重复，那么首先要回答的问题就是散户情绪能否再次走向亢奋？

图表6：散户情绪指数及 10、90 分位数 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

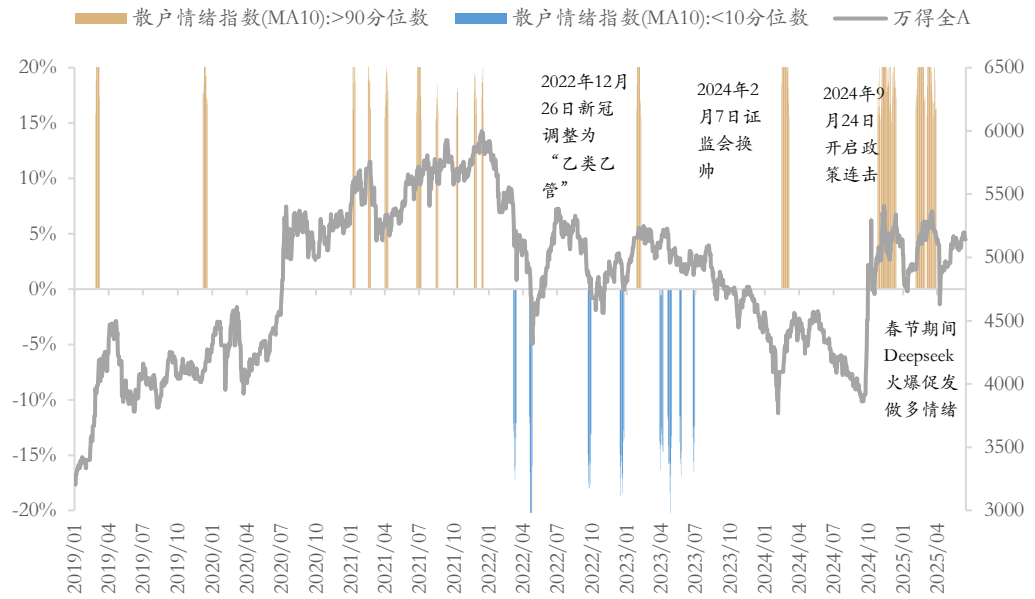
图表7：散户情绪指数及万得全 A (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图 8 所示，自 2022 年以来 A 股散户情绪亢奋均需要重大的政策或产业事件作为刺激，从未像 2020-2021 年间那样出现过指数上涨和散户情绪亢奋之间的正循环。就 6 月末的 3 天连续大涨而言目前没有出现显而易见的利好事件，因此目前认为散户情绪仍将在常规波动区间内游走，由散户情绪驱动的行市暂且不可期待。

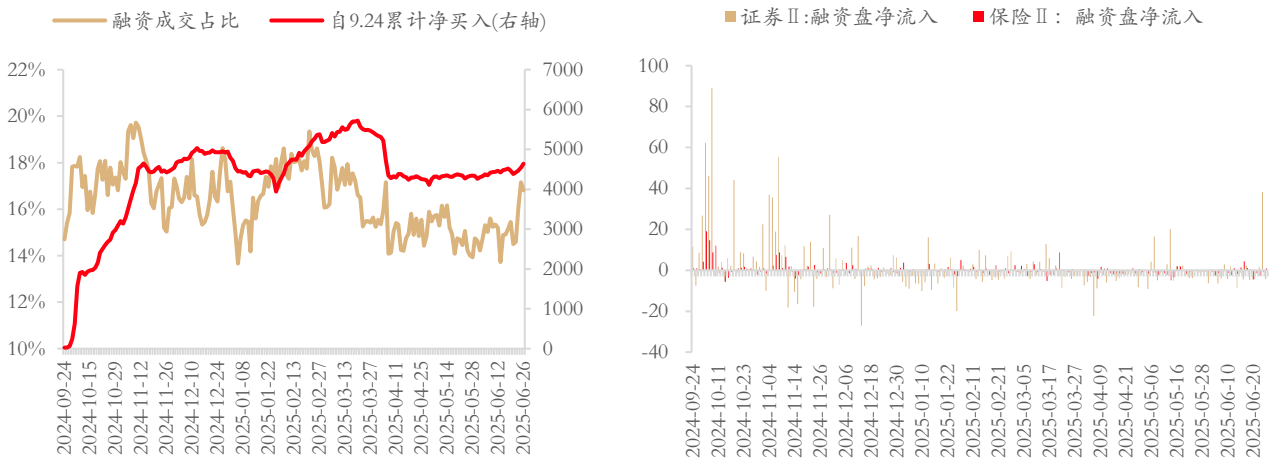
图表8：散户情绪指数极值（%）及万得全A



资料来源：wind，中邮证券研究所

从融资盘的动向来看，6月末的上涨更像是机构行为。如图9所示为自9.24以来A股的融资盘累计净买入额和融资成交占比，可见6月23-25日融资成交活跃程度有所回升，但累计净买入并未像9.24行情时一样快速攀升。如图10所示为证券和保险的单日融资盘净流入情况，在6月23-25日保险行业融资盘流向并未出现异动，而证券行业仅在6月25日放量。和此前9.24行情时的融资盘行为相对比，6月23-25日的上涨并不具备典型的融资盘驱动特点，因此更像是机构行为导致的异动。

图表9：A股融资盘成交占比(%)及累计净买入(亿元) 图表10：证券及保险行业融资盘单日净流入(亿元)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

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，节奏和方向同样重要，等待美国关税谈判结果为7月定调。A股在7月将面临诸多政策事件，其中美国关税谈判结果将为7月定下总基调。若欧盟、日本等国家和地区未能同美国达成协议，那么A股面临的内外宏观环境将较为平稳，A股更多将聚焦在内部基本面能否向好上。而达成协议的情况将更为复杂：若其他国家以牺牲中方利益为代价达成交易换取关税减免，A股将会面临极大的系统性风险，需要警惕4月初的冲击重演；若美方与其他国家达成不以中方利益为条件的协议，那将有利于全球市场风偏提升，A股也有望从中获益。

配置方面，以静待时，持有红利股等待变数落地。由于美国关税谈判存在较大的不确定性，因此在6月推荐红利股的基础上建议以静待时，等待尘埃落定后再做抉择而不是提前下注。若美国未能和其他国家达成协议，A股在宏观数据尚不支持做复苏交易的背景下，或将转向3月以来持续调整的以AI应用、算力链、光模块为代表的TMT成长方向。若其他国家以牺牲中方利益为代价达成交易换取关税减免，最具防御属性的红利股依然是优选方向，也将进入到可以博弈7月底总量政策的区间，传统的内需交易或将进入击球区，届时可以考虑地产链的修复机会。若美方与其他国家达成不以中方利益为条件的协议，那么对于机械、家电、轻工制造中外贸敞口较大的个股弹性将更大，使用转口贸易规避美国关税又成了可行方案。

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： 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。 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。

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，中邮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。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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