

2025 年 06 月 28 日

牛市启动的尝试

——申万宏源策略一周回顾展望(25/06/23-25/06/28)

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x
chengxiang@swsresearch.com

- 一、短期市场向上突破的线索拆解：4-5 月关键窗口稳定资本市场预期，出清悲观持仓；长期资金入市效果显现，保险增配权益，前期银行逆势上涨。前期市场中枢本就偏高。市场正常反映短期改善：地缘冲突快速缓和，交易美联储降息预期，主题热度升温(稳定币主题领涨)。另外，指数突破本身也直接推升了风险偏好。
- 本周上证综指向上突破 3 月高点，我们对行情线索进行拆解：1. 稳定资本市场预期 + 保险长期资金入市抬升了市场中枢。4-5 月海外扰动 + 国内政策对冲窗口，中央汇金发挥平准基金功能，稳定资本市场预期，出清悲观持仓。6 月长期资金入市效果加速显现，保险增配权益，银行股逆势上涨。历史上，熊市结束后的震荡市，往往围绕着牛熊分界拉锯。而这一次，市场中枢被明显抬高，本就拉开了与牛熊分界的距离。
- 在中枢偏高的基础上，市场正常反映短期改善，便实现了突破：1. 地缘冲突快速缓和，全球风险偏好恢复。2. 美联储降息预期发酵。美联储主席换届节点临近，市场预期美联储和特朗普政策更加协调。美元走弱，美债收益率下行，工业金属反弹，全球股市风险偏好普遍提升。3. 确实有新增投资机会。稳定币主题高弹性；9 月 3 日阅兵安排推进，国防军工再迎修复窗口；海外算力链，智能驾驶也有催化。4. 指数突破本身也直接推升了风险偏好，交易性资金活跃度明显提升，体现为小盘股反弹，科技成长修复。
- 二、我们认为，多方面积极因素会在 2026-27 年叠加，构成牛市的核心区间。近期 A 股向下力度弱，向上力度强，也在提示市场更多关注长期积极因素。也要承认，当下行情距离牛市启动仍有一定差距。主要体现为：总量基本面预期偏弱，结构性改善还不是牛市级别。各类资金预期依然割裂，关注基本面趋势的投资者相对谨慎。短期可能还有博弈性的指数冲高，25Q2-Q3 仍维持中枢偏高震荡市判断。
- 我们重申中期“牛市发令枪响前的准备期”的判断，2026-27 年是牛市的核心区间。25Q4 指数中枢可能有效抬升(提前反映 2026 年总量基本面改善预期；存款到期重定价高峰期，居民资产配置向权益迁移可能初露峥嵘；A 股利润增速读数 25Q3-Q4 将困境反转，为四季度行情提供有利背景)，而 25Q3 依然是中枢偏高的震荡市。近期 A 股向下力度弱，向上力度强，也在提示市场更多关注长期积极因素。
- 但也要承认，当下行情距离牛市启动仍有差距：1. 总量基本面预期偏弱。6 月抢出口提前走弱，国内稳增长发力重新成为主要矛盾，市场担心宏观支撑力空窗期。结构性改善方面，科技中等级别上涨，还欠缺重磅催化。新消费前期赚钱效应也已充分扩散，基本面新增变化也有限。科技和消费短期都属于反弹行情。2. 各类资金预期依然割裂，交易性资金活跃度提高，而关注基本面趋势的投资者仍相对谨慎，这与 2024 年 10 月类似。中期来看，机构投资者赚钱效应累积仍不足，居民资金全面入市时机未到。这样的微观结构下，短期市场可能还有博弈性的指数冲高。更大级别的上涨行情可能要等到 25Q4。
- 三、短期金融搭台，成长唱戏。海外 AI 算力产业链继续演绎景气行情，稳定币主题、国防军工是弹性较高的方向。新消费和创新药 6 月 30 日后可能有反弹。高股息资产中期估值重估是趋势，待短期市场关注度回落，仍是配置机会。中期结构观点不变：A 股重回结构牛，仍依赖科技产业趋势突破。看好三个宏大叙事强相关资产，黄金、稀土和国防军工。战略看好港股是潜在牛市中的领涨市场。
- 风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期



申万宏源研究微信服务号

图表目录

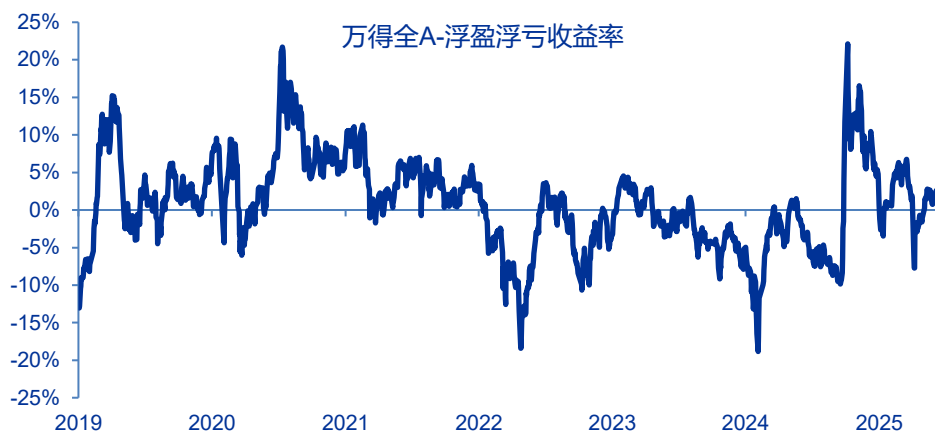
图 1：万得全 A 浮盈浮亏收益率指标距离 3 月高点有较大距离	3
图 2：上证综指已站在成本集中区域之上，而上证非金融仍处于成本集中区域中（上图为指数点位，下图为指数资金成本在各点位区间的占比）	4
图 3：量化情绪指标跟踪	5
图 4：重点 ETF 跟踪	8

一、短期市场向上突破的线索拆解：4-5 月关键窗口稳定资本市场预期，出清悲观持仓；长期资金入市效果显现，保险增配权益，前期银行逆势上涨。前期市场中枢本就偏高。市场正常反映短期改善：地缘冲突快速缓和，交易美联储降息预期，主题热度升温(稳定币主题领涨)。另外，指数突破本身也直接推升了风险偏好。

本周上证综指向上突破 3 月高点，我们对行情线索进行拆解：1. 稳定资本市场预期 + 保险长期资金入市抬升了市场中枢。4-5 月海外扰动 + 国内政策对冲窗口，中央汇金发挥平准基金功能，稳定资本市场预期，出清悲观持仓。6 月长期资金入市效果加速显现，保险增配权益，银行股逆势上涨。历史上，熊市结束后的震荡市，往往围绕着牛熊分界拉锯。而这一次，市场中枢被明显抬高，本就拉开了与牛熊分界的距离。

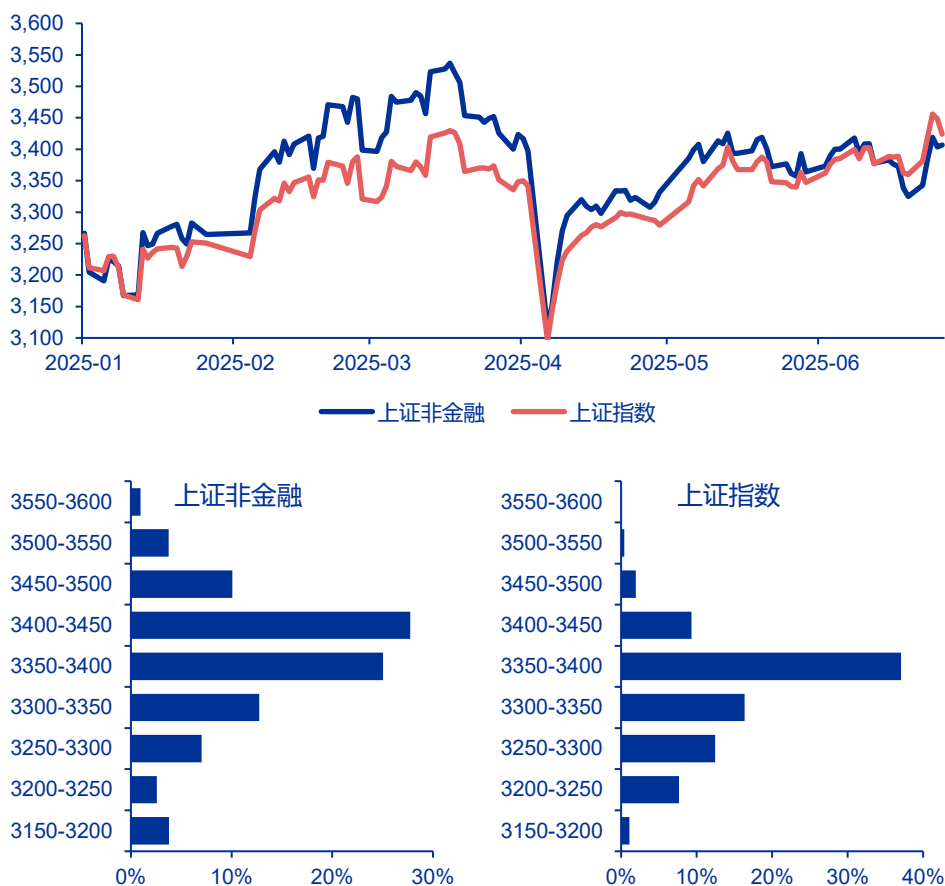
在中枢偏高的基础上，市场正常反映短期改善，便实现了突破：1. 地缘冲突快速缓和，全球风险偏好恢复。2. 美联储降息预期发酵。美联储主席换届节点临近，市场预期美联储和特朗普政策更加协调。美元走弱，美债收益率下行，工业金属反弹，全球股市风险偏好普遍提升。3. 确实有新增投资机会。稳定币主题高弹性；9 月 3 日阅兵安排推进，国防军工再迎修复窗口；海外算力链，智能驾驶也有催化。4. 指数突破本身也直接推升了风险偏好，交易性资金活跃度明显提升，体现为小盘股反弹，科技成长修复。

图 1：万得全 A 浮盈浮亏收益率指标距离 3 月高点有较大距离



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2: 上证综指已站在成本集中区域之上, 而上证非金融仍处于成本集中区域中 (上图为指数点位, 下图为指数资金成本在各点位区间的占比)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

二、我们认为, 多方面积极因素会在 2026-27 年叠加, 构成牛市的核心理区间。近期 A 股向下力度弱, 向上力度强, 也在提示市场更多关注长期积极因素。也要承认, 当下行情距离牛市启动仍有一定差距。主要体现为: 总量基本面预期偏弱, 结构性改善还不是牛市级别。各类资金预期依然割裂, 关注基本面趋势的投资者相对谨慎。短期可能还有博弈性的指数冲高, 25Q2-Q3 仍维持中枢偏高震荡市判断。

我们重申中期“牛市发令枪响前的准备期”的判断, 2026-27 年是牛市的核心理区间。25Q4 指数中枢可能有效抬升(提前反映 2026 年总量基本面改善预期; 存款到期重定价高峰期, 居民资产配置向权益迁移可能初露峥嵘; A 股利润增速读数 25Q3-Q4 将困境反转, 为四季度行情提供有利背景), 而 25Q3 依然是中枢偏高的震荡市。近期 A 股向下力度弱, 向上力度强, 也在提示市场更多关注长期积极因素。

但也要承认, 当下行情距离牛市启动仍有差距。主要体现在两方面: 1. 总量基本面预期偏弱。6 月抢出口提前走弱, 国内稳增长发力重新成为主要矛盾, 市场担心宏观支撑力空窗期。结构性改善方面, 科技中级别上涨, 还欠缺重磅催化。新消费前期赚

钱效应也已充分扩散，基本面新增变化也有限。科技和消费短期都属于反弹行情。2. 各类资金预期依然割裂，交易性资金活跃度提高，而关注基本面趋势的投资者仍相对谨慎，这种割裂与 2024 年 10 月类似。中期来看，机构投资者赚钱效应累积仍不足，居民资金全面入市时机未到。

这样的微观结构下，短期市场可能还有博弈性的指数冲高。更大级别的上涨行情可能要等到 25Q4。

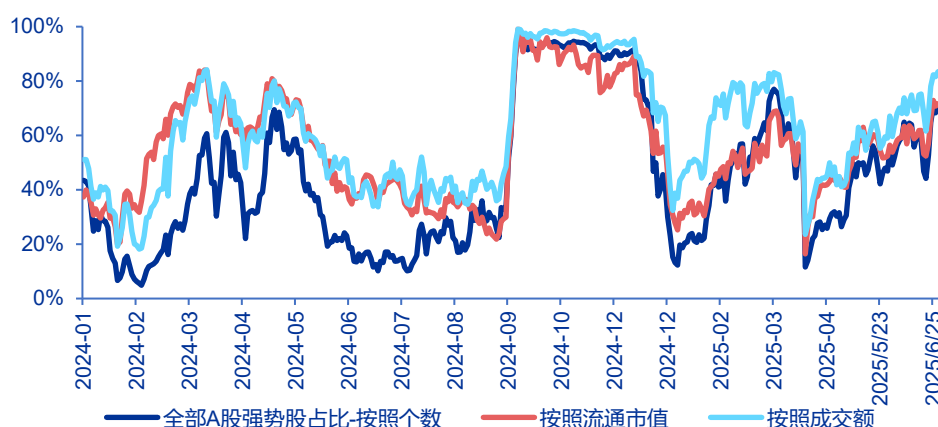
三、短期金融搭台，成长唱戏。海外 AI 算力产业链继续演绎景气行情，稳定币主题、国防军工是弹性较高的方向。新消费和创新药 6 月 30 日后可能有反弹。高股息资产中期估值重估是趋势，待短期市场关注度回落，仍是配置机会。中期结构观点不变：A 股重回结构牛，仍依赖科技产业趋势突破。看好三个宏大叙事强相关资产，黄金、稀土和国防军工。战略看好港股是潜在牛市中的领涨市场。

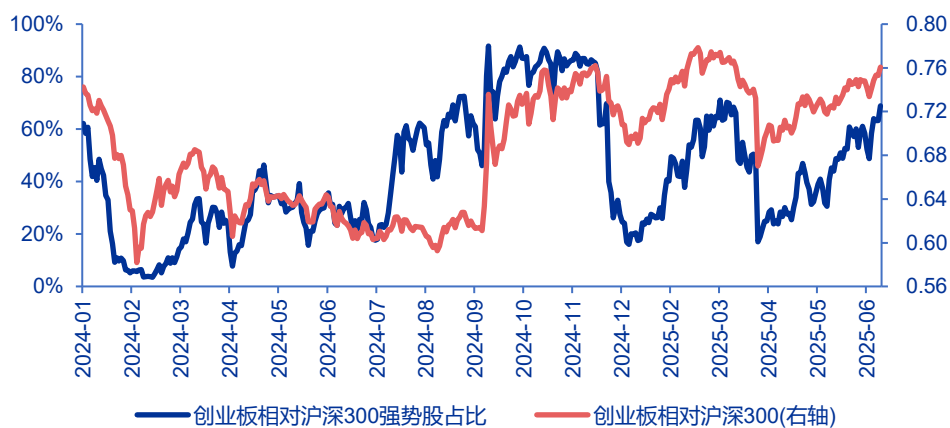
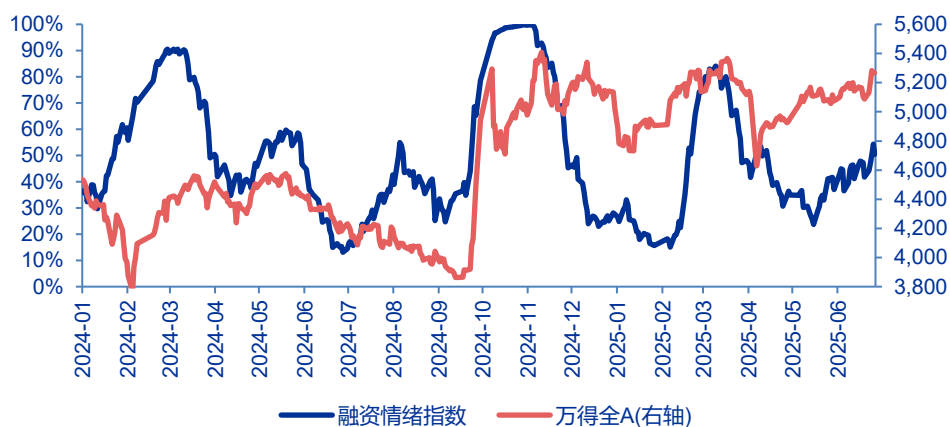
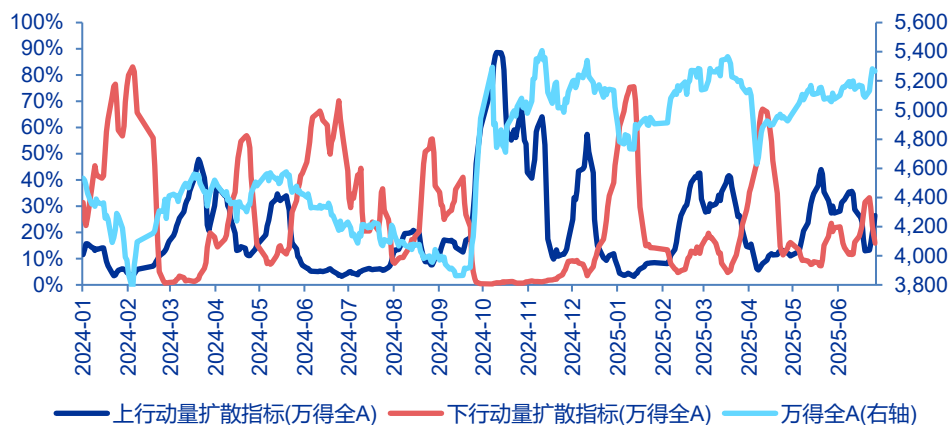
结构选择上，短期市场金融搭台，成长唱戏。我们认为稳定币和国防军工是短期新增催化清晰，股价弹性更高的方向。同时，关注海外 AI 算力产业链的景气行情。公募季报结算窗口临近，新消费和创新药 6 月 30 日后可能反弹。

长期资金入市，高股息资产最终的定价锚定(股息率)是长期资金成本 + 合理利差。短期高股息投资过度聚焦于银行股，积累了一定调整压力。待市场关注度回落，高股息仍是配置机会。

中期结构推荐不变，A 股重回结构牛，仍依赖于科技产业趋势突破。同时，有三类资产与中国战略机遇期的叙事直接相关，包括黄金、稀土和国防军工。继续战略看好港股是潜在牛市中的领涨市场。

图 3：量化情绪指标跟踪





赚钱效应扩散指标 20250627	按照个数	相比 20250620	按照市值	相比 20250620	按照成交额	相比 20250620	状态
银行	97%	0%	98%	0%	93%	-4%	-
国防军工	90%	26%	86%	27%	96%	18%	继续扩散
有色金属	89%	28%	93%	18%	93%	14%	继续扩散
非银金融	85%	52%	97%	34%	100%	46%	继续扩散
通信	84%	35%	84%	35%	95%	14%	继续扩散
电子	82%	33%	77%	30%	85%	22%	继续扩散
石油石化	80%	4%	89%	0%	94%	0%	继续扩散
环保	80%	26%	74%	27%	88%	19%	继续扩散
创业板	79%	29%	81%	39%	90%	24%	继续扩散
科创板	77%	26%	66%	30%	75%	21%	继续扩散
电力设备	76%	30%	79%	45%	87%	29%	继续扩散
基础化工	76%	21%	70%	20%	84%	11%	继续扩散
计算机	76%	35%	65%	38%	88%	31%	继续扩散
机械设备	73%	33%	55%	25%	72%	25%	继续扩散
轻工制造	73%	29%	58%	25%	88%	15%	继续扩散
国证2000	73%	29%	72%	27%	86%	21%	继续扩散
医药生物	72%	22%	67%	13%	79%	6%	继续扩散
建筑装饰	71%	31%	80%	38%	81%	34%	继续扩散
传媒	71%	30%	72%	34%	89%	28%	继续扩散
全部A股	71%	27%	72%	19%	83%	22%	继续扩散
汽车	69%	37%	60%	33%	70%	32%	继续扩散
主板	67%	26%	71%	16%	81%	21%	继续扩散
中证500	67%	32%	69%	29%	82%	29%	继续扩散
纺织服饰	65%	24%	46%	15%	70%	15%	继续扩散
家用电器	65%	26%	71%	30%	70%	36%	继续扩散
交通运输	65%	16%	60%	5%	77%	10%	继续扩散
建筑材料	63%	21%	38%	13%	71%	12%	继续扩散
煤炭	62%	28%	79%	20%	67%	25%	继续扩散
沪深300	61%	19%	73%	13%	76%	22%	继续扩散
美容护理	56%	4%	38%	8%	57%	-1%	-
钢铁	55%	20%	34%	7%	42%	18%	继续扩散
公用事业	53%	8%	58%	1%	68%	5%	继续扩散
中证红利	52%	8%	90%	2%	81%	9%	继续扩散
社会服务	51%	24%	44%	24%	60%	23%	继续扩散
农林牧渔	49%	21%	63%	12%	63%	19%	继续扩散
房地产	48%	13%	34%	9%	54%	14%	继续扩散
商贸零售	45%	21%	46%	17%	70%	14%	继续扩散
食品饮料	39%	14%	9%	1%	29%	7%	继续扩散

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近5个交易日净值走势
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来		
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	27.52	-4.9	209.2	7.05	6.80	0.03	
电气设备	561160.SH	富国中证电池主题ETF	11.92	-2.5	-13.0	6.64	1.33	-	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	26.59	-6.3	98.0	6.56	2.49	0.02	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	261.76	-0.4	-15.9	6.24	-0.97	0.05	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	402.31	-0.2	-7.7	5.72	0.15	0.09	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	33.63	-3.5	-17.5	5.52	5.24	0.02	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	57.65	-3.6	-5.0	5.38	1.54	0.10	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	1.97	-	-10.9	5.12	9.66	0.24	
主题	560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	16.59	-5.1	-2.0	4.97	-0.52	0.20	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	23.65	-0.5	-0.3	4.89	-5.58	0.13	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	25.26	-0.4	-0.5	4.83	1.77	0.16	
指数	159629.SZ	富国中证1000ETF	47.83	0.1	29.6	4.72	6.07	0.03	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	39.64	1.0	-11.7	4.68	17.00	0.04	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	1.45	-1.1	-14.2	4.62	1.86	0.20	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	173.99	-0.0	85.6	4.58	4.84	-	
主题	515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	7.43	3.6	12.1	4.38	2.47	0.02	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	205.80	0.25	-3.39	4.14	-1.04	0.06	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	23.53	-0.5	-7.6	4.12	2.34	0.05	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	144.69	3.5	21.4	3.07	13.22	0.02	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	1.25	-	11.0	3.04	-5.32	0.26	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	3.77	-	-4.6	2.86	2.65	0.31	
家用电器	561120.SH	富国中证全指家用电器ETF	0.78	-8.6	-28.9	2.69	0.30	0.05	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	46.95	2.0	-23.6	2.68	1.42	0.03	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	94.12	-	8.2	2.49	-4.17	0.10	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	947.16	-0.5	6.0	2.23	0.81	0.10	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	685.16	-0.4	6.9	2.23	0.85	0.12	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	480.42	-0.4	20.6	2.23	0.84	0.09	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	414.70	-0.4	9.4	2.23	0.82	0.25	
主题	159591.SZ	富国中证A50ETF	8.50	-2.0	-46.0	1.82	0.42	0.02	
主题	159974.OF	富国中证央企创新驱动ETF	0.87	-2.0	-46.2	1.81	-3.83	0.04	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	11.29	-28.5	53.0	1.78	2.46	0.02	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	2.65	-1.5	-24.3	1.67	4.28	0.01	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	42.19	0.6	66.9	1.61	12.35	0.03	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	2.03	-2.0	-29.8	1.44	1.74	0.03	
主题	560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	3.16	-7.9	-10.4	1.33	-2.60	-	
医药生物	515950.SH	富国中证医药50ETF	6.59	2.0	-20.0	1.20	2.68	0.06	
医药生物	159748.SZ	富国中证沪港深创新药产业ETF	5.46	-0.4	18.7	1.15	25.11	0.09	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.48	-0.2	-5.0	1.13	-0.87	0.15	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	55.70	4.6	-18.0	0.90	12.36	0.07	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	36.56	1.1	-17.6	0.79	5.17	0.19	
主题	562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	0.90	-	-43.4	0.50	-4.08	0.20	

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。