

宏观点评 20250727

下一阶段轮动到哪些行业？

2025 年 07 月 27 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

相关研究

《改革有力度，创新有突破》

2025-07-25

《中国的服务业占比低吗？工资低吗？》

2025-07-24

- **增量资金由两融和保险贡献：**4 月末以来，市场持续上行，呈现增量资金驱动的变化。我们对增量资金进行拆解，发现从各项指标来看，增量资金呈现明显的结构化流入，尤其是 **6 月底以来的增量资金，主要由融资盘和保险资金贡献。**

北向资金：今年以来，北向资金持股市值在 2.3 万亿中枢附近波动，6 月下旬以来北向资金持股市值开始下滑，北向资金活跃程度（成交额占 A 股比例）自 5 月以来中枢下移，6-7 月在 8%-12% 区间内窄幅波动，近期已经下行至 6% 附近，接近 4 月 7 日左右水平。

两融余额：自 6 月下旬开始加速上行，目前已经接近 2025 年 3 月 1.95 万亿的历史高点。

机构资金：公募基金（含混基）整体股票仓位自 5 月 14 日后开始持续下降，目前降至 2024 年 9 月末之前的水平。

保险资金：6 月以来举牌明显加快，2025 年以来半年举牌数接近 2024 年全年，主要集中在大金融板块，保险资金权益仓位有所提升。

- **风格从“哑铃”向全板块扩散：**4 月初至 6 月中旬市场持续上行的过程中，微盘股和银行股是市场主要的方向，呈现“哑铃”交易结构，而其他大、中、小盘均呈现横盘震荡的趋势。6 月末至 7 月初全市场板块均开始上行，小盘相对中、大盘斜率更高，7 月中旬银行板块见顶后，其他板块则继续接力，**风格从“哑铃”全面扩散。**

- **行业快速轮动：**4 月 7 日至今，单日的领涨概念重复度均值持续在 16% 附近，说明市场热点分布较为分散，与前日相比上涨的主题重复度偏低，热点上行缺乏持续性。综合选择上涨相对持续时间较长的概念所属的大主题，最多 2 至 3 个交易日，市场热点就会向下一个主题进行切换，除稳定币和反内卷外，市场选择的领涨主题几乎没有再重复，呈现了明显的快速轮动特征，与资金结构化流入的特征一致。7 月中旬以来，热点板块上涨持续时间较前期变长，结合市场整体成交额中枢提升来看，市场交易情绪更加积极。

- **大势研判：**从资金结构来看，二季度至 7 月初，市场风格体现为自下而上微观逻辑驱动和流动性驱动的上涨。二季度的经济基本面在政策发力较多的方面有较好的需求提升，如“以旧换新”、城市更新，以及“抢出口”和“抢转口”带来的边际增量，进入三季度，经济基本面相对二季度环比提供的增量可能有限，但仍然处于较为稳健的增长阶段，整体来看三季度的市场表现应当仍然较为乐观。市场更加关注的风险可能在边际增量有限的情况下，四季度是否能获得进一步的政策托举，可重点观察四季度的重要会议释放的信息。短期来看，市场情绪偏强，进入基本面真空期和会议指引政策预期加强的时间区间，指数下行风险偏低，如果机构、外资等增量资金接力流入，上行的动力可能会加强。

- **下一阶段板块选择：**在资金流入结构不发生大幅度变化的过程中，市场的交易风格短期可能不会发生大的变化，跟随政策预期变化，热点轮换的过程仍将持续，但单一热点持续的时间可能会相对变长。因此，交易策略建议均衡布局以下类型的行业：**一、市场轮动过程中的行业选择思路沿着对于未来即将到来的政策和重点事件预期**，如（1）“反内卷”交易下，供给端政策落地可能性最大的、前期行业竞争最激烈的、价格低于成本的、行业自律调控思路已基本明细的、下游需求有可能短期改善的**光伏、煤炭、化工**行业（2）科技行业中近期有催化、前期涨幅偏弱的板块，如**机器人**板块；**二、本轮上涨的过程中，暂未轮动到的上涨幅度较小、调整时间较长的板块**，如**酒类、服务消费、地产开发**等板块。

- **风险提示：**（1）政策出台时间、落地时间不及预期；（2）融资盘接近前期高点出现资金拥挤风险；（3）基金仓位估算数据与真实数据存在误差。

内容目录

1. 近期增量资金从哪来?4

2. 市场风格从“哑铃”向全板块扩散6

 2.1. 大小盘风格.....6

 2.2. 行业概念风格.....6

3. 下一阶段如何选择风格?7

4. 风险提示8

图表目录

图 1: 北向成交活跃度下降.....4

图 2: 6 月下旬以来增量资金主要由两融贡献.....4

图 3: 保险资金仓位有所提升.....5

图 4: “哑铃”交易风格逐步向的热点轮换风格切换.....6

图 5: 4 月 7 日至 7 月 25 日每日领涨板块重复度中枢约 16%，领涨热点持续轮换.....7

图 6: 近期机器人行业重要事件.....8

表 1: 今年以来险资入市力度显著提升.....5

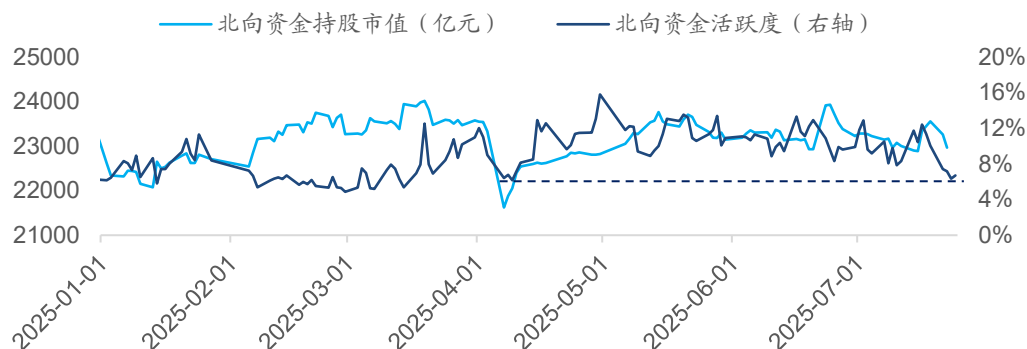
表 2: 4 月以来上涨幅度较小、调整时间较长和 PB 较低的板块.....8

1. 近期增量资金从哪来？

4月末以来，市场持续上行，呈现增量资金驱动的变化。我们对增量资金进行拆解，发现从各项指标来看，增量资金呈现明显的结构化流入，尤其是6月底以来的增量资金，主要由融资盘和保险资金贡献。

北向资金：今年以来，北向资金持股市值在2.3万亿中枢附近波动，6月下旬接近3月中旬高点后开始进入下行通道。北向资金活跃程度（成交额占A股比例）在4月末见到年内高点16%，随后开始中枢下移，5月中旬至7月中旬几乎在8%-12%区间内窄幅波动，但底部逐步下移。近期已经下行至6%附近，接近4月7日左右水平。

图1：北向成交活跃度下降

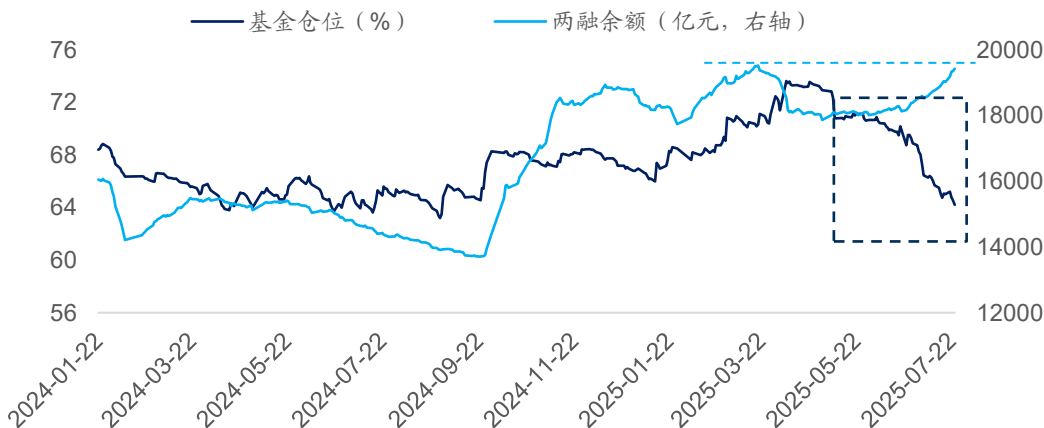


数据来源：wind，东吴证券研究所

两融资金：两融余额年初自6月下旬开始加速上行，7月24日达到1.94万亿，目前已经接近2025年3月1.95万亿的历史高点。

公募基金仓位（估算）：公募基金（含混基）整体股票仓位自5月14日后开始持续下降，目前降至64.22，接近2024年9月末之前的水平。

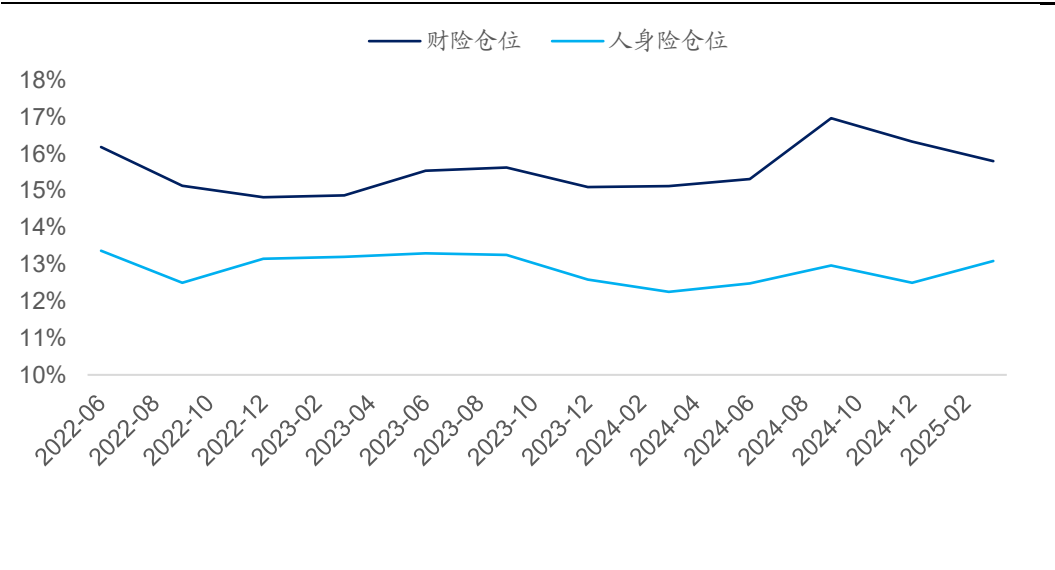
图2：6月下旬以来增量资金主要由两融贡献



数据来源：wind，东吴证券研究所

保险资金：2024 年以来，保险资金持续活跃，对 A 股和证券投资基金的仓位开始有所提升，2025 年一季度末财险的仓位在接近 16%，人身险的仓位在 13%附近。2025 年以来，险资入市力度显著提升。在过去 5 年时间内，2020 年和 2023 年曾为险资举牌高峰，举牌次数均在 20 次以上。2024 年，险资共举牌 20 次，涉及 15 家上市公司，其中 H 股占比超 60%，且多集中于银行、公用事业、能源等板块。今年以来，险资已 19 次举牌，涉及 15 家上市公司，数量逼近 2024 年全年水平，保险举牌明显加速，且主要集中在大金融板块。

图3：保险资金仓位有所提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

表1：今年以来险资入市力度显著提升

举牌时间	被举牌公司	股票代码	所属行业	举牌险企
2025/7/3	华菱钢铁	000932.SZ	钢铁	信泰人寿
2025/7/1	江南水务	601199.SH	公用事业	利安人寿
2025/6/27	郑州银行（H 股）	06196.HK	银行	弘康人寿
2025/6/18	秦港股份	03369.HK	交通运输	长城人寿
2025/5/1	东航物流	601156.SH	物流	中邮人寿
2025/1/3	农业银行（H 股）	01288.HK	银行	平安资管
2025/1/3	招商银行（H 股）	03968.HK	银行	平安人寿
2025/1/3	杭州银行	600926.SH	银行	新华人寿
2024/11/15	深圳国际（H 股）	00152.HK	综合	利安人寿
2024/11/12	国药股份	600511.SH	医药	新华保险
2024/11/12	上海医药	601607.SH	医药	新华保险
2024/10/22	皖通高速（H 股）	00995.HK	交通运输	中邮人寿
2024/10/28	龙源电力（H 股）	00916.HK	电力	瑞众人寿
2024/5/1	江南水务	601199.SH	公用事业	长城人寿

2024/3/12	中信银行（H股）	00998.HK	银行	瑞众保险
2024/1/3	无锡银行	600908.SH	银行	长城人寿
2023/12/31	绿色动力（H股）	01330.HK	环保	长城人寿
2023/12/31	大唐新能源	01798.HK	电力	长城人寿
2023/12/31	中国水务	00855.HK	公用事业	长城人寿

数据来源：wind，东吴证券研究所

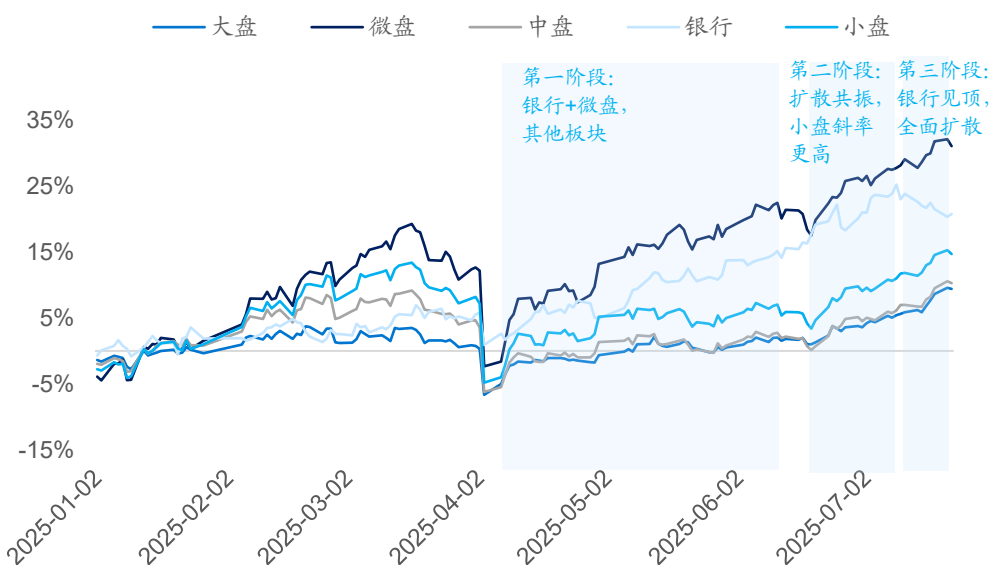
2. 市场风格从“哑铃”向全板块扩散

7月中旬以来，热点板块上涨持续时间较前期变长，结合市场整体成交额中枢提升来看，市场交易情绪更加积极。

2.1. 大小盘风格

4月初至6月中旬市场持续上行的过程中，微盘股和银行股是市场主要的方向，呈现“哑铃”交易结构，而其他大、中、小盘均呈现横盘震荡的趋势。6月末至7月初全市场板块均开始上行，小盘相对中、大盘斜率更高，7月中旬银行板块见顶后，其他板块则继续接力，风格从“哑铃”全面扩散。

图4：“哑铃”交易风格逐步向热点轮换风格切换

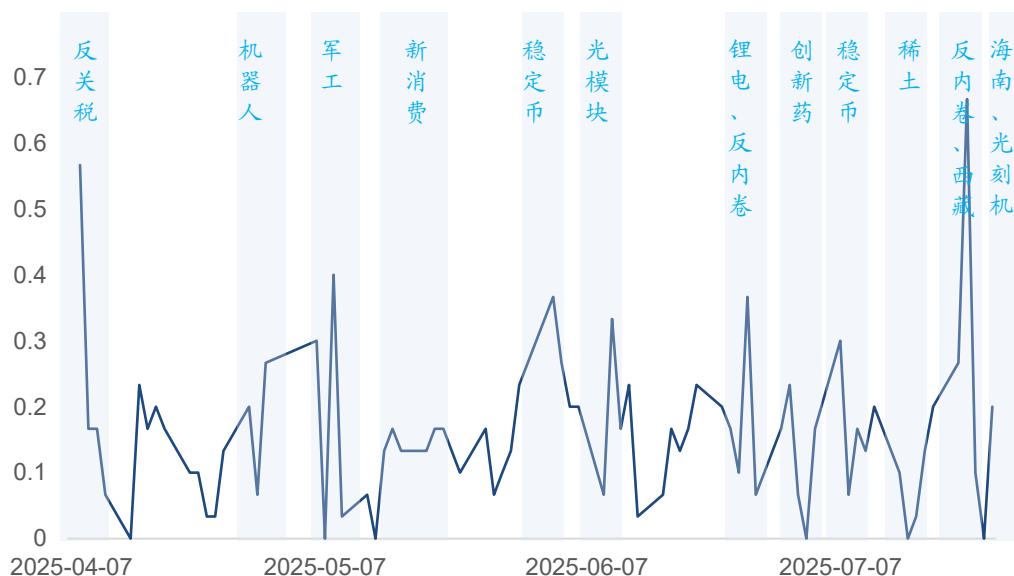


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 行业概念风格

4月7日至7月25日，单日的领涨概念重复度均值持续在16%附近，说明市场热点分布较为分散，与前日相比上涨的主题重复度偏低，热点上行缺乏持续性。综合选择上涨相对持续时间较长的概念所属的大主题，最多2至3个交易日，市场热点就会向下一个主题进行切换，除稳定币和反内卷外，市场选择的领涨主题几乎没有再重复，呈现了明显的快速轮动特征，与资金结构化流入的特征一致。

图5：4月7日至7月25日每日领涨板块重复度中枢约16%，领涨热点持续轮换



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 下一阶段如何选择风格？

从资金结构来看，二季度至7月初，市场风格体现为自下而上微观逻辑驱动和流动性驱动的上涨。二季度的经济基本面在政策发力较多的方面有较好的需求提升，如“以旧换新”、城市更新，以及“抢出口”和“抢转口”带来的边际增量，进入三季度，经济基本面相对二季度环比提供的增量可能有限，但仍然处于较为稳健的增长阶段，整体来看三季度的市场表现应当仍然较为乐观。市场更加关注的风险可能在边际增量有限的情况下，四季度是否能获得进一步的政策托举，可重点观察四季度的经济会议及政策会议释放的信息。短期来看，市场情绪偏强，进入基本面真空期和会议指引政策预期加强的时间区间，指数下行风险偏低，如果机构、外资等增量资金接力流入，上行的动力可能会加强。

在资金流入结构不发生大幅度变化的过程中，市场的交易风格短期可能不会发生大的变化，跟随政策预期变化，热点轮换的过程仍将持续，但单一热点持续的时间可能会相对变长。因此，交易策略建议均衡布局以下类型的行业：一、市场轮动过程中的行业选择思路沿着对于未来即将到来的政策和重点事件预期，如（1）“反内卷”交易下，供给端政策落地可能性最大的、前期行业竞争最激烈的、价格低于成本的、行业自律调控思路已基本明细的、下游需求有可能短期改善的**光伏、煤炭、化工**行业（2）科技行业中近期有催化、前期涨幅偏弱的板块，如**机器人**；二、本轮上涨的过程中，暂未轮动到的上涨幅度较小、调整时间较长的板块，如**酒类、服务消费、地产开发**等板块。

图6：近期机器人行业重要事件



数据来源：wind，东吴证券研究所

表2：4 月以来上涨幅度较小、调整时间较长和 PB 较低的板块

二级行业	4.7 至 7.23 涨跌幅（%）	PB
房地产开发(申万)	5.62	0.76
厨卫电器(申万)	-1.15	2.08
黑色家电(申万)	-0.35	2.48
乘用车(申万)	-2.27	2.51
旅游及景区(申万)	-0.05	3.22
通信服务(申万)	-3.07	1.96
数字媒体(申万)	-1.86	3.14
白酒Ⅱ(申万)	-8.27	4.91
酒店餐饮(申万)	-6.09	1.85

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

- （1）政策出台时间、落地时间不及预期；
- （2）融资盘接近前期高点出现资金拥挤风险；
- （3）基金仓位估算数据与真实数据存在误差。

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>