

宏观点评 20250624

Risk-off 阶段开启，risk-on 后转向成长

2025 年 06 月 24 日

观点

■ 海外波动加剧

中美关系的缓和与反复：虽然近期特朗普的关税政策有所缓和，但未来仍存在继续加码的可能。关税是当初特朗普竞选总统时的重要承诺之一，为了保证共和党在中期选举的席位，特朗普对待关税的态度始终摇摆不定，通过反复的关税政策营造一种正在努力为铁锈区选民争取福利的假象。向前看，尽管当期关税政策阶段性缓和，中美双方在技术、产业政策和国家安全等领域的深层次分歧仍未解决，叠加特朗普反复无常的关税政策，未来中美关系依旧面临较高的不确定性。

伊以冲突扩散引发全球地缘政治风险加剧：近期，以色列与伊朗之间的冲突再度升级，成为全球关注的焦点。6 月 13 日开始，以色列对伊朗境内的核设施和军事目标实施了大规模打击，此次冲突是 1979 年伊朗伊斯兰革命以来双方最大规模直接军事对抗。以色列意图瘫痪伊朗核潜力，伊朗则转向打击以经济命脉及领导层目标。至 6 月 21 日，美国空袭伊朗三处核设施，进一步扩大了战争范围。在持续的打击下，若伊朗封锁霍尔木兹海峡，可能引爆中东多国参战的全面战争，全球地缘政治风险可能加剧，全球市场可能陷入动荡。

Risk-on 驱动力不足，全球转向 risk-off 阶段：我们在 6 月初的报告《市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换》中曾提示过，自 4 月 7 日中美报复性互征关税以来，全球权益资产已经几乎完整演绎了“关税灰犀牛”的冲击和逆转交易。5 月 28 日美国国际贸易法院阻止关税政策生效并裁定特朗普越权标志着短期内由关税引起的利好预期几乎释放完毕，市场对于关税的定价可能已经进入“免疫模式”，资产价格修复至关税冲击前，重演 4 月初未及完成的资产交易逻辑。6 月 12 日中美达成协议，随后英国、欧洲与美国达成协议，但从市场反馈来看，边际正向影响也有限。这也意味着，由 4 月 7 日关税反转开启的 risk-on 模式驱动力不足，全球可能转向进入 risk-off 阶段，风险资产避险价格下行，黄金、美元等避险资产价格短期可能向上，中东地缘政治风险可能推动原油价格继续上行。

■ 国内基本面变化的关注点

截止到 6 月下旬，国内来看，相比一季度，商品消费在节日效应和财政数据的支持下二季度增速不弱，“口红效应”由“新消费”替代，呈现明显的龙头企业繁荣。贸易摩擦缓和、“抢出口”期结束后，出口仍然面临至少 10% 的关税增幅，出口未来冲击幅度仍存，基本面走势维持“弱平稳”，因而市场更趋向于跟随海外事件冲击变化和资金流动来进行交易。

■ 资金流向与资金行为的指引

两融余额自 4 月 7 日后几乎维持在 1.8 万亿附近，机构资金整体仓位由 73.6% 下降至 69.9%，增量资金不足，市场整体呈现板块结构轮动。消费板块的资金体现为白酒向新消费切换，成长板块的资金轮动体现为 AI、机器人向创新药、CPO、稳定币等方向切换，市场热点轮换速度加快，缺乏长期主线。

资金行为来看，成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额的均值持续下行，市场指数开始向成交额方向靠拢。5 月中旬以来市场开启大幅度轮换的过程中，下跌时成交额放量、上涨时成交额缩量，证明市场情绪处于偏弱阶段。从行业来看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由小微盘结构性上涨进入再均衡的阶段。

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

《防御在前，反攻在后》

2025-06-23

《乘用车零售景气回升，地产销售边际放缓》

2025-06-22

■ 短期防御模式应对，反攻优选成长

轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 年年初、2024 年年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，**经历过小盘的提升后，随着小盘轮动到极值，逐步向大盘价值、稳定板块切换，短期以防御模式应对。**

参考今年以来 ETF 净流入的方向，防御模式下 A50、沪深 300 指数作为底仓，**优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。**在政策力度加强、市场明朗后，下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块，往**政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中，大概率风格会向计算机（AI）、机械设备（机器人）、生物医药（创新药）**等方向靠拢。

- **风险提示：**经济数据改善节奏不及预期，中美关系超预期变化，地缘政治风险

内容目录

1. 海外波动加剧	5
1.1. 中美关系的缓和与反复.....	5
1.2. 伊以冲突扩散引发全球地缘政治风险加剧.....	5
1.3. Risk-on 驱动力不足，全球转向 risk-off 阶段.....	6
2. 下一阶段市场如何交易？	8
2.1. 国内基本面变化的关注点.....	8
2.2. 资金流向与资金行为.....	8
3. 风险提示	10

图表目录

图 1:	美国与其他贸易伙伴对等关税最新进展.....	5
图 2:	本轮以伊冲突时间线.....	6
图 3:	5 月初开始已经有资产显示 risk-on 动力不足, 6 月以来全球风险资产 risk-off 加俗	7
图 4:	社零同比增速依靠补贴带动超预期.....	8
图 5:	前 5 个月社零和出口增速均超预期.....	8
图 6:	机构和两融资金增量均不足.....	9
图 7:	市场走势向成交额趋势靠拢.....	9
图 8:	小市值和北证 50 成交额占全 A 比例开始下降.....	9
图 9:	大小盘成交比值见拐点.....	9
图 10:	今年以来宽基 ETF 申赎净流入 (亿元)	10

1. 海外波动加剧

1.1. 中美关系的缓和与反复

当地时间 5 月 12 日，中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，规定在 5 月 14 日之前中美双方取消全部报复性关税，34%的对等关税中 24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，保留剩余的 10%对等关税，但不久后中美双方就稀土和芯片出口问题产生争执。6 月 9-10 日，中美经贸磋商机制首次会议在伦敦进行，我方商务部贸易代表会后表示中美双方进行了专业、理性、深入、坦诚的沟通，双方原则上就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。

虽然近期特朗普的关税政策有所缓和，但未来仍存在继续加码的可能。关税是当初特朗普竞选总统时的重要承诺之一，为了保证共和党在中期选举的席位，特朗普对待关税的态度始终摇摆不定，通过反复的关税政策营造一种正在努力为铁锈区选民争取福利的假象。向前看，尽管当期关税政策阶段性缓和，中美双方在技术、产业政策和国家安全等领域的深层次分歧仍未解决，叠加特朗普反复无常的关税政策，未来中美关系依旧面临较高的不确定性。

图1：美国与其他贸易伙伴对等关税最新进展

国家/地区	日期	对等关税措施
欧盟	6 月 17 日	欧盟仍旧在措施筹备与磋商，如果贸易争端谈判失败，可能对价值 950 亿欧元的美国产品造成冲击。波音公司、波旁威士忌等酒类以及农产品都可能受到影响。
英国	6 月 15 日	英国首相斯塔默已经与美国达成最佳协议，英国将减少或取消众多不公平歧视美国产品的非关税壁垒，这项贸易协定将显著扩大美国在英国的市场准入，为美国农民、牧场主和生产商创造价值 50 亿美元的新出口机会。此外，最初于英国解放日宣布的 10%的互惠关税税率现已生效。该协议降低了英国汽车和航空航天产品的进口关税，然而钢铝关税仍是难点。
日本	6 月 17 日	日本要求取消 7 月 9 日到期的 25%汽车关税及暂停 24%对等关税，避免对丰田、本田等车企造成长期冲击，并警告日本国内经济放缓风险。
加拿大	6 月 17 日	加拿大仍面临美国 50%的钢铝关税（与墨西哥同步上调），但 G7 峰会谈判协议细节待公布。
墨西哥	6 月 3 日	面临美国钢铝关税从 25%翻倍至 50%，贸易紧张升级，IEEPA 例外条款收窄。可能诉诸 USMCA 争端机制。墨西哥对美钢铁、铝及其衍生产品出口成本大幅增加，北美汽车制造业供应链可能面临冲击。

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 伊以冲突扩散引发全球地缘政治风险加剧

近期，以色列与伊朗之间的冲突再度升级，成为全球关注的焦点。6 月 13 日开始，以色列对伊朗境内的核设施和军事目标实施了大规模打击，此次冲突是 1979 年伊朗伊斯兰革命以来双方最大规模直接军事对抗。以色列意图瘫痪伊朗核潜力，伊朗则转向打

击以经济命脉及领导层目标。至 6 月 21 日，美国空袭伊朗三处核设施，进一步扩大了战争范围。在持续的打击下，若伊朗封锁霍尔木兹海峡，可能引爆中东多国参战的全面战争，全球地缘政治风险可能加剧，全球市场可能陷入动荡。

图2：本轮以伊冲突时间线

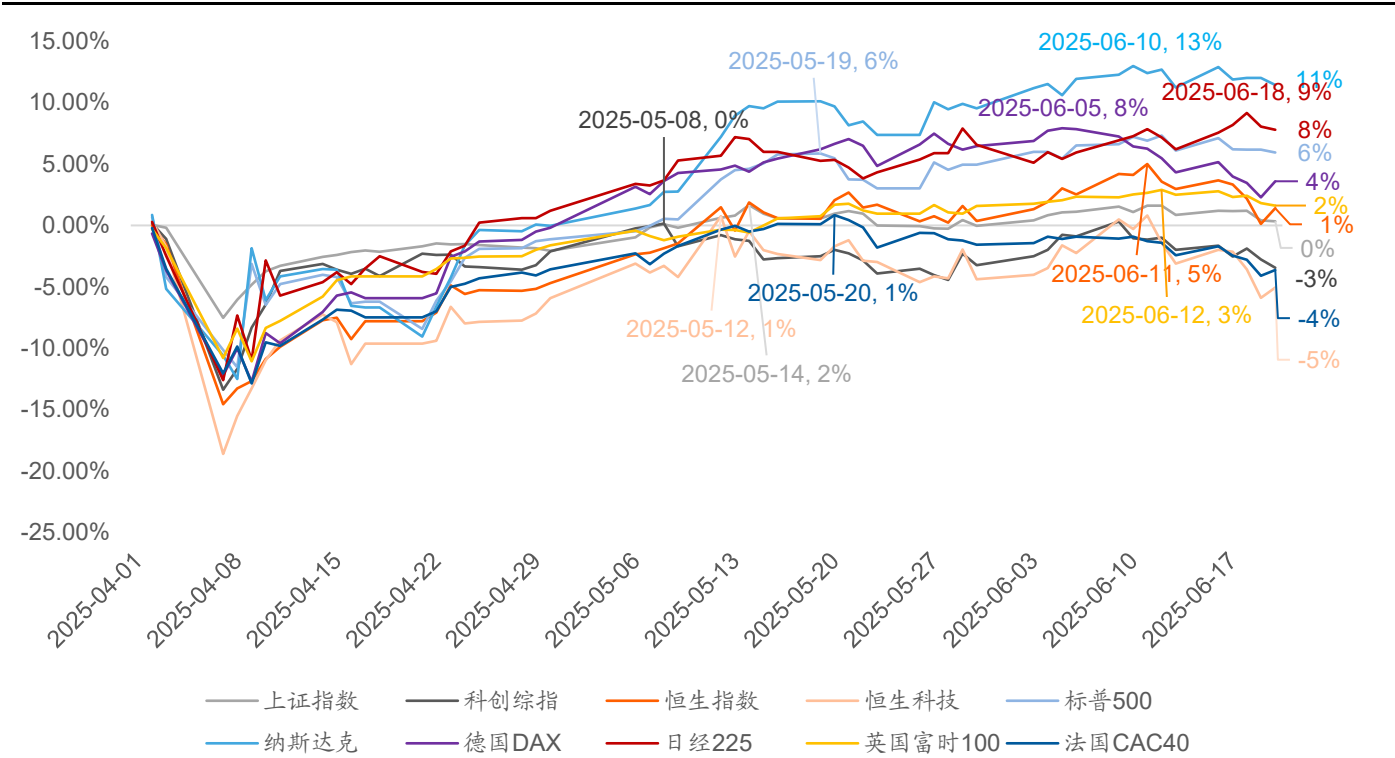
日期	事件	影响
6 月 11 日	美国国务院和军方表示，由于中东地区可能发生动荡，美国政府正在将非必要人员从该地区撤离。	
6 月 13 日	以色列“狮子的力量”空袭伊朗军事及核设施。	伊朗核能力遭重创，高级将领及科学家被清除。
6 月 14 日	伊朗发射导弹和无人机反击，高超音速导弹突破以防御。	特拉维夫国防总部、海法炼油厂被毁，以色列全境进入紧急状态。
6 月 15 日	以军空袭德黑兰市中心；伊朗白天发动导弹反击。	平民伤亡激增，冲突首次波及城市核心区。
6 月 16 日	伊朗高频次导弹突袭；以色列全国动员预备役。	冲突向持久战演变，地区紧张局势升至临界点。
6 月 17 日至 6 月 18 日	以色列多轮空袭打击德黑兰 40 个目标。伊朗首次使用重型导弹。	以色列发动网络攻击瘫痪伊朗银行及电视台。伊朗宣称“完全控制以色列领空”。
6 月 19 日	伊朗发动最大规模袭击，30 枚导弹精准击中特拉维夫市中心。	证交所大楼、高层建筑倒塌，苏鲁卡医院附近军情中心被毁。
6 月 21 日	美国直接参战。 特朗普宣布美军打击伊朗三处核设施，目标包括伊斯法罕核设施，目前暂未发生核泄漏。	伊朗总统佩泽希齐扬重申“不放弃和平利用核能的权利”。21 个阿拉伯和伊斯兰国家联合谴责以色列，呼吁停火。

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. Risk-on 驱动力不足，全球转向 risk-off 阶段

我们在 6 月初的报告《市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换》中曾提示过，自 4 月 7 日中美报复性互征关税以来，全球权益资产已经几乎完整演绎了“关税灰犀牛”的冲击和逆转交易。5 月 28 日美国国际贸易法院阻止关税政策生效并裁定特朗普越权标志着短期内由关税引起的利好预期几乎释放完毕，市场对于关税的定价可能已经进入“免疫模式”，资产价格修复至关税冲击前，重演 4 月初未及及时完成的资产交易逻辑。6 月 12 日中美达成协议，随后英国、欧洲与美国达成协议，但从市场反馈来看，边际正向影响也有限。这也意味着，由 4 月 7 日关税反转开启的 risk-on 模式驱动力不足，全球可能转向进入 risk-off 阶段，风险资产避险价格下行，黄金、美元等避险资产价格短期可能向上，中东地缘政治风险可能推动原油价格继续上行。

图3：5月初开始已经有资产显示 risk-on 动力不足，6月以来全球风险资产 risk-off 加俗



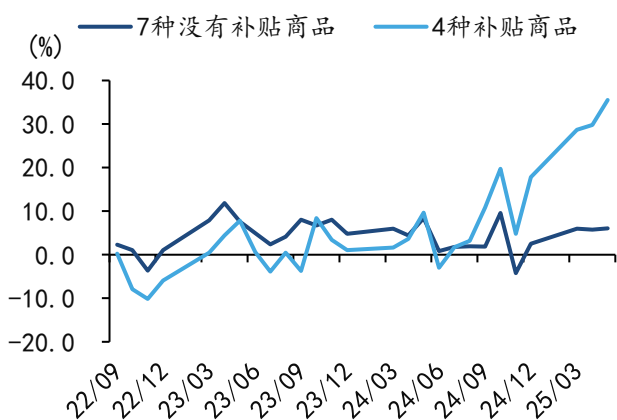
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 下一阶段市场如何交易？

2.1. 国内基本面变化的关注点

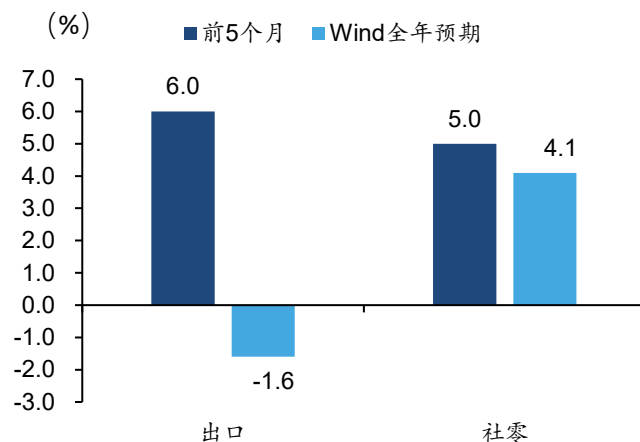
截止到6月下旬，国内来看，相比一季度，商品消费在节日效应和财政数据的支持下二季度增速不弱，“口红效应”由“新消费”替代，呈现明显的龙头企业繁荣。贸易摩擦缓和、“抢出口”期结束后，出口仍然面临至少 10% 的关税增幅，出口未来冲击幅度仍存，基本面走势维持“弱平稳”，因而市场可能更趋向于跟随海外事件冲击变化和资金流动来进行交易。

图4：社零同比增速依靠补贴带动超预期



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：前5个月社零和出口增速均超预期



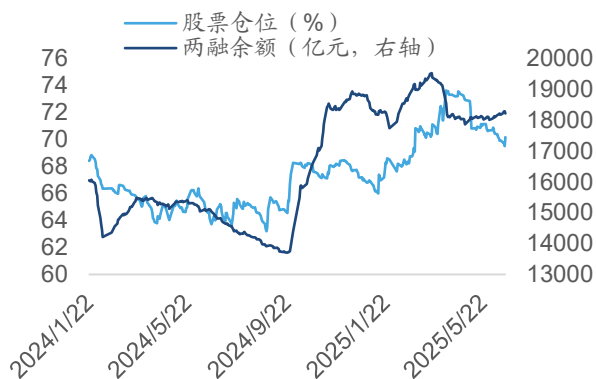
数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 资金流向与资金行为

两融余额自4月7日后几乎维持在1.8万亿附近，机构资金整体仓位由73.6%下降至69.9%，增量资金不足，市场整体呈现板块结构轮动。消费板块的资金体现为白酒向新消费切换，成长板块的资金轮动体现为AI、机器人向创新药、CPO、稳定币等方向切换，市场热点轮换速度加快，缺乏长期主线。

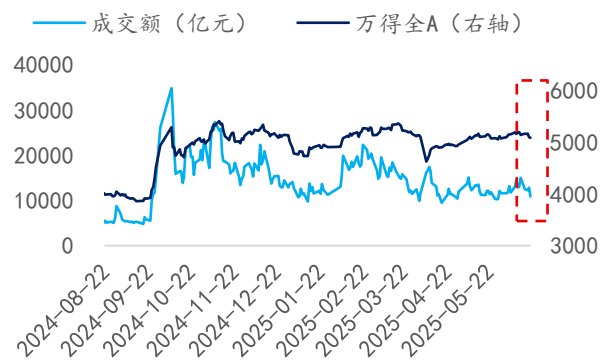
资金行为来看，成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额的均值持续下行，市场指数开始向成交额方向靠拢。5月中旬以来市场开启大幅度轮动的过程中，下跌时成交额放量、上涨时成交额缩量，证明市场情绪处于偏弱阶段。从行业来看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由小微盘结构性上涨进入再均衡的阶段。

图6：机构和两融资金增量均不足



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：市场走势向成交额趋势靠拢



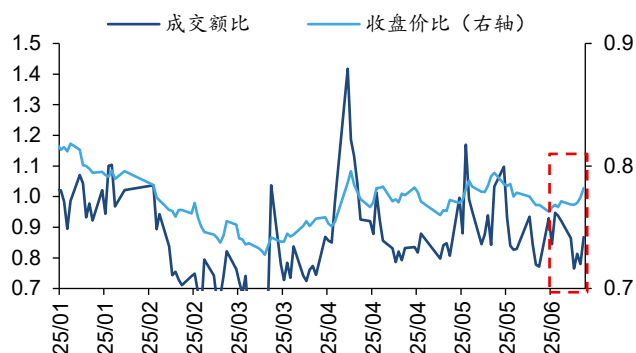
数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：小市值和北证50成交额占全A比例开始下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：大小盘成交比值见拐点

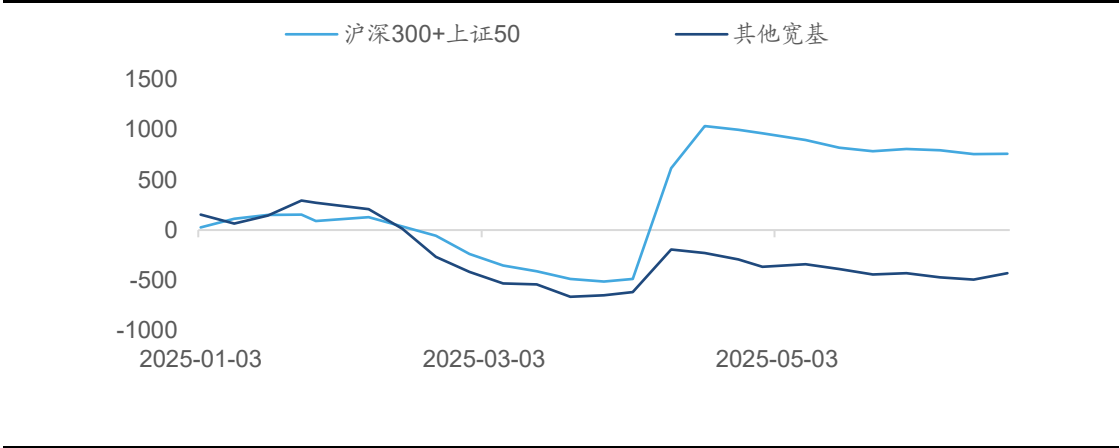


数据来源：wind，东吴证券研究所

轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与2024年年初、2024年年末以及2025年3月末的风格轮动或有类似。初期均以TMT板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和TMT等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对2024年末和2025年3月末并未发生根本性改变，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，经历过小盘的提升后，随着小盘轮动到极值，逐步向大盘价值、稳定板块切换，短期以防御模式应对。

参考今年以来ETF净流入的方向，防御模式下A50、沪深300指数作为底仓，优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。在政策力度加强、市场明朗后，下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块，往政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中，大概率风格会向计算机（AI）、机械设备（机器人）、生物医药（创新药）等方向靠拢。

图10：今年以来宽基 ETF 申赎净流入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

经济数据改善节奏不及预期，中美关系超预期变化，地缘政治风险

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>