

创新药和新消费交易拥挤度如何？

报告日期：2025-06-15

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 中美伦敦谈判继续推动贸易限制性举措逐步取消，关税风险延续缓和，出口维持较强韧性，市场无向下风险，但通胀与金融数据指向内需偏弱，市场上行也缺乏强力支撑。配置上，市场结构预计将发生巨大变化，其中创新药和新消费积累涨幅高、交易过热，后续可能步入调整消化期、波动加剧。银行保险无论从短期、中长期或进攻、防守均是优异选择。成长科技上涨阻力大，存在较大下跌风险和压力。

● 市场观点：无下行风险，但市场上行缺乏强力支撑

市场热点 1：通胀和金融数据反映的内需如何？

通胀数据依然弱势，居民商品消费动力不足，工业领域需求收缩，社融依靠政府债支撑、信贷内生动力不足，当前政策效果尚未充分传导推动内需回暖，经济复苏仍待政策加码。考虑到此前央行领导表态 6 月中旬陆家嘴论坛上可能会宣布新举措，后续可密切关注货币宽松加码的潜在可能性。

市场热点 2：如何看待 5 月出口数据以及后续走势？

5 月出口增速有所回落，但在对美出口大幅下滑的情况下，整体保持较强韧性。当前中美关税冲突延续缓和态势，短期内再度出现风险概率较小，特别是中美发表联合声明后外贸集装箱吞吐量环比回升，表明在 90 天谈判期内出口下行风险可控。6 月 10 日，中美伦敦谈判延续此前相向而行基调，双边贸易壁垒有望进一步缓解。

● 行业配置：创新药和新消费交易过热，银行、保险进退皆优

配置热点 1：创新药和新消费交投热度如何？

创新药交易拥挤度已经触及此前几轮高点，当前仍然处于过热状态；本轮新消费板块高点时交易拥挤度和分位水平均明显高于近几年的数次高点，当前仍然处于较高位水平。

① 创新药交易拥挤度在本周初一度达到本轮最高，占市场成交量的接近 4.8%、处于 2010 年以来近 100%分位水平，该水平与近几年的阶段性行情高点时水平基本相当，如 2022 年 3 月、2023 年 10 月、2024 年 5 月、2024 年 8 月、2025 年 4 月，仅低于 2022 年 12 月。尽管后半周有所回落，但截至 6 月 13 日，交易拥挤度仍有 3.9%、处于 97.7%分位水平，创新药交易已经十分拥挤媲美此前几轮高点。

② 新消费板块交易拥挤度在 5 月底时触及本轮最高，占市场成交量超过 7.2%、处于接近 75%分位水平，成交拥挤度上已经高于近几年数次高点（6.2%左右），仅低于 2022 年底 7.9%的水平，分位水平上也明显高于近几年的数次高点（50%左右），略低于 2022 年底 82%的分位水平。截至 6 月 13 日，新消费板块交易拥挤度 5.1%、处于 43%分位，与数次高点相比仍是不低的水平。

配置热点 2：如何看待伊以冲突对黄金、原油影响的持续性？

伊以冲突再次爆发并不断加剧，中东地缘政治风险上升，短期内带动避险黄金、原油价格上涨。从近几年的历史复盘经验来看，剧烈冲突的地缘政治事

相关报告

1. 策略周报《成长科技是否迎来新一轮行情？—第 23 周》2025-06-08
2. 策略月报《向上的契机—2025 年 6 月 A 股研判》2025-06-02
3. 策略周报《如何看待银行板块跳水及细分领域性价比？—第 21 周》2025/5/25
4. 策略周报《如何把握汽车行业的投资节奏？—第 20 周》2025-05-18

件仅仅是黄金价格短期上涨的催化剂，不会对金价形成中长期影响。主导黄金价格的因素需要回归到实际利率和全球不确定性分析框架中，从这个角度中长期看，继续看多黄金价格上涨。原油价格方面，产油地区的地缘政治冲突对原油价格影响较大，当前伊以冲突仍在持续升级、越发剧烈，仍存很大不确定性，因此在冲突期间预计原油价格仍将进一步上涨。

● 风险提示

市场对国内经济基本面预期持续恶化；国内政策落地节奏和力度不及预期；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险；美股持续性下跌等。

正文目录

1 市场观点：无下行风险，但市场上行缺乏强力支撑.....	4
1.1 市场热点 1：通胀和金融数据反映的内需如何？.....	4
1.2 市场热点 2：如何看待 5 月出口数据及后续展望？.....	5
2 行业配置：创新药和新消费交易过热，银行、保险进退皆优.....	7
2.1 配置热点 1：创新药和新消费交投热度如何？.....	7
2.2 配置热点 2：如何看待伊以冲突对黄金、原油影响的持续性？.....	9
2.3 创新药和新消费交易过热，银行、保险进退皆优.....	10
风险提示：.....	11

图表目录

图表 1 单月各分项对 CPI 的拉动.....	4
图表 2 PPI 单月环比变化.....	4
图表 3 5 月信贷依然低迷.....	5
图表 4 政府债券自开年以来持续支撑社融.....	5
图表 5 5 月出口增速略有下滑.....	6
图表 6 集成电路、船舶、汽车对出口增量贡献依然较高.....	6
图表 7 本周消费板块整体有所回调.....	7
图表 8 新消费板块交投情绪边际降温但仍处较高水平.....	8
图表 9 创新药交投热度处于历史极热区间.....	9

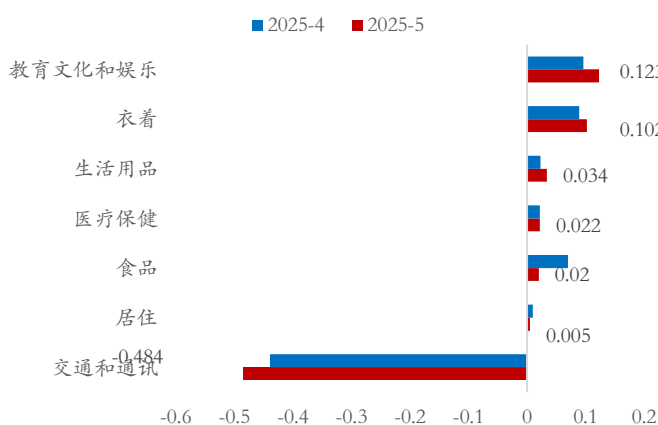
1 市场观点：无下行风险，但市场上行缺乏强力支撑

1.1 市场热点 1：通胀和金融数据反映的内需如何？

我们的观点：通胀数据依然弱势，居民商品消费动力不足，工业领域需求收缩，社融依靠政府债支撑、信贷内生动力不足，当前政策效果尚未充分传导推动内需回暖，经济复苏仍待政策加码。考虑到此前央行领导表态 6 月中旬陆家嘴论坛上可能会宣布新举措，后续可密切关注货币宽松加码的潜在可能性。

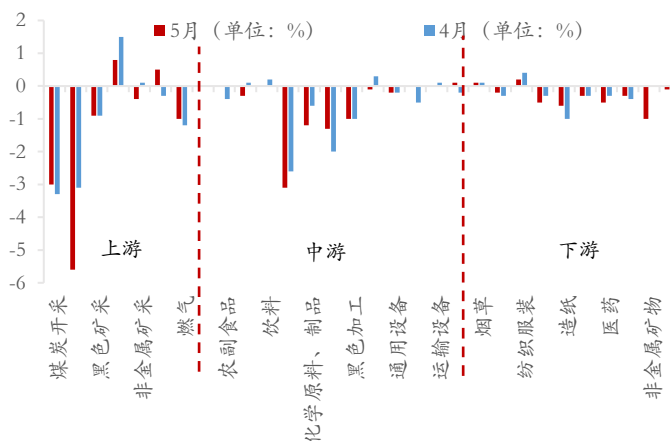
价格仍处在走弱趋势，需求收缩不足。5 月 CPI 同比-0.1%，持平于前值，PPI 同比-3.3%，较前值下降 0.6%。①CPI 维持低位。核心 CPI 同比为 0.6%，较前值的 0.5% 有所好转。服务同比 0.5%，较前值 0.3% 上升 0.2 个百分点，教育文化和娱乐同比 0.9%，也较前值 0.7% 上升 0.2 个百分点，两者改善预计主要源自于五一假期消费的带动。食品和能源拖累 CPI 同比，一是食品烟酒中的鲜菜 5 月同比-8.3%，较前值-5.0% 下降 3.3 个百分点，或源自当前应季蔬菜的供应量增加；燃料 5 月同比-12.9%，较前值下降 2.7 个百分点，主要源自于受 OPEC+ 增产以及关税扰动影响，国际油价 5 月呈现下降趋势，带动国内成品油价格下降。②PPI 进一步走弱，主要来自于国际大宗以及国内传统产业的拖累。其中原油价格下行使得能源对 PPI 的拖累影响最大，石油开采、石油加工、化工等三个行业均降幅扩大，其中石油天然气开采 5 月同比为-17.3%，较前值-14.2% 下降 3.1 个百分点。受到国内部分能源和原材料价格的季节性影响，煤炭开采 5 月同比-18.2%，较前值-15.2% 下降 3 个百分点，采掘业同比-11.9%，较前值-9.4% 下降 2.5 个百分点。展望后市，预计 CPI 或会温和回升，6 月 PPI 降幅可能会小幅收窄，但 PPI 走出低位仍需政策进一步加码。

图表 1 单月各分项对 CPI 的拉动



资料来源：Wind，华安证券研究所。

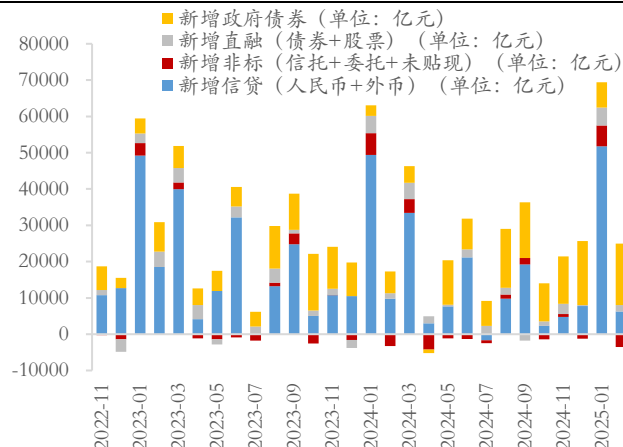
图表 2 PPI 单月环比变化



资料来源：Wind，华安证券研究所。

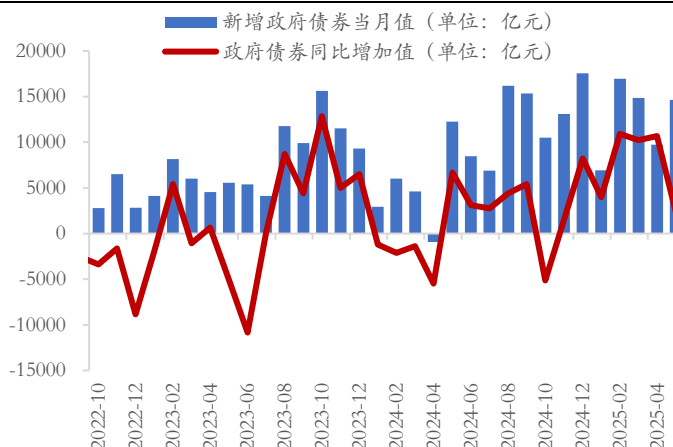
政府债券依然是社融增量最大支撑，6 月信贷预计仍将承压。5 月新增社融 2.29 万亿元，同比 8.7%，持平于前值。从分项来看，信贷依然低迷，政府债券对社融增量支撑较强。5 月政府债券当月值 14633 亿元，同比多增 2367 亿元，主要源于 5-6 月政府债券发行依然较多，普通国债叠加超长期特别国债、注资国债等发行，支撑社融单月增量。5 月企业债券当月值 1496 亿元，同比多增 1211 亿元，主要来源于利率下行后企业发债意愿上升以及去年 5 月企业债券发行的低基数。而信贷方面企业端和居民端依然走弱。5 月企业端信贷当月值 5300 亿元，同比减少 2100 亿元，指向企业长期投资意愿偏弱，其中短期贷款当月值 1100 亿元，同比多增 2300 亿元，主要来源于去年低基数的支撑。而票据融资和企业中长期贷款当月值分别为 746 亿元和 3300 亿元，两者均为同比减少，分别为-2826 亿元、-1700 亿元。居民端短期贷款同比减少而中长期贷款同比增多。5 月居民短贷当月值为-208 亿元，同比减少 451 亿元，而中长期贷款 746 亿元，同比多增 232 亿元，一方面是去年低基数的支撑，另一方面也与当前地产成交低位相关。M2 同比 7.9%，较上月下降 0.1%。M1 同比 2.3%，较前值上涨 0.8%。展望后市，6 月信贷仍有承压可能，5 月央行已落实一揽子政策落地，流动性边际充裕。考虑到此前央行领导表态 6 月中旬陆家嘴论坛上可能会宣布新举措，后续可密切关注货币宽松加码的潜在可能性与方向。

图表 3 5 月信贷依然低迷



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 4 政府债券自开年以来持续支撑社融



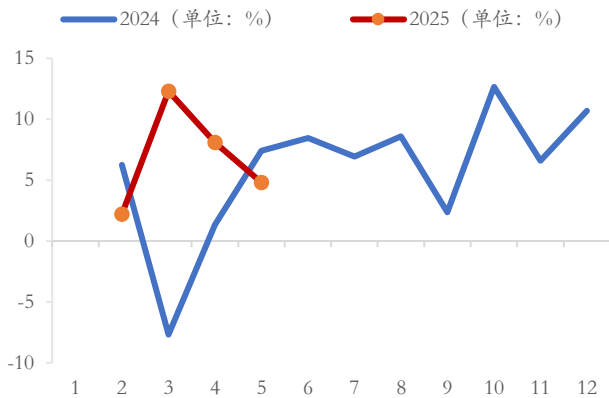
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1.2 市场热点 2: 如何看待 5 月出口数据及后续展望?

我们的观点: 5 月出口增速有所回落, 但在对美出口大幅下滑的情况下, 整体保持较强韧性。当前中美关税冲突延续缓和态势, 短期内再度出现风险概率较小, 特别是中美发表联合声明后外贸集装箱吞吐量环比回升, 表明在 90 天谈判期内出口下行风险可控。6 月 10 日, 中美伦敦谈判延续此前相向而行基调, 双边贸易壁垒有望进一步缓解。

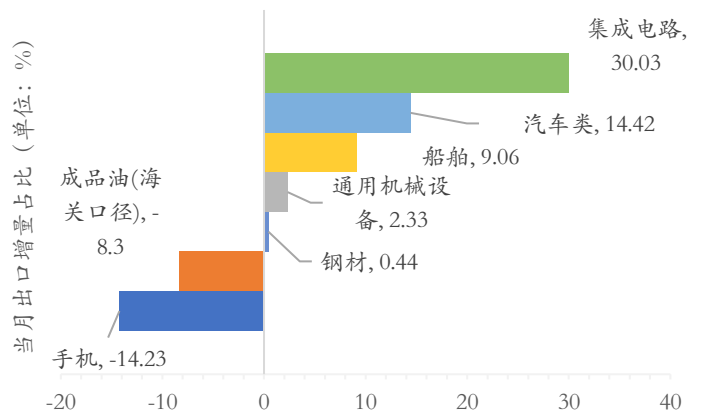
在对美出口大幅下滑的情况下，整体出口保持较强韧性。2025 年 5 月出口同比增长 4.8%，较前值下降 3.3%。在 5 月当月对美出口同比大幅下降 34.5%的情况下，单月出口金额环比较 4 月持平，表明出口具有较强韧性。从两个维度看，出口韧性或主要源于：①从国别角度来看，一方面对欧盟出口同比大幅增长 12.02%，一定程度上对冲了对美出口下降的影响，同时对欧盟，另一方面部分企业通过转口贸易进行“抢出口”的情况依然存在；②从商品来看，尽管劳动密集型产品（如箱包-10.29%、鞋靴-5.61%）和地产链条产品（家电-8.87%、家具-9.69%、灯具-7.47%）出口增速受较大影响，重点商品的出口维持一定韧性，其中集成电路（33.43%）、汽车（13.73%）、船舶（43.65%）维持较高增速，且增速较上月有所提升。从出口增量贡献来看，本月主要出口贡献依旧来自集成电路、汽车和船舶，拖累项为手机、成品油和家电。展望后市，关税冲突风险持续减弱，但去年同期“抢出口”拉高基数，6 月出口同比增速或小幅回落。

图表 5 5 月出口增速略有下滑



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 6 集成电路、船舶、汽车对出口增量贡献依然较高



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 出口增量的计算方式为: (该商品当月出口-该商品去年同期出口)/(当月总出口-去年同期总出口)。

中美伦敦谈判延续此前相向而行基调，双边贸易壁垒有望进一步缓解。当地时间 6 月 9 日至 10 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。中方表示，双方按照 6 月 5 日两国元首通话达成的重要共识和要求，进一步发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作。美方表示，本次会议取得积极成果，进一步稳定了双边经贸关系，将按照两国元首通话要求，与中方相向而行，共同落实好本次会议共识。双方原则上达成框架性协议，并有望推动关税、稀土以及其他贸易限制举措逐步取消。

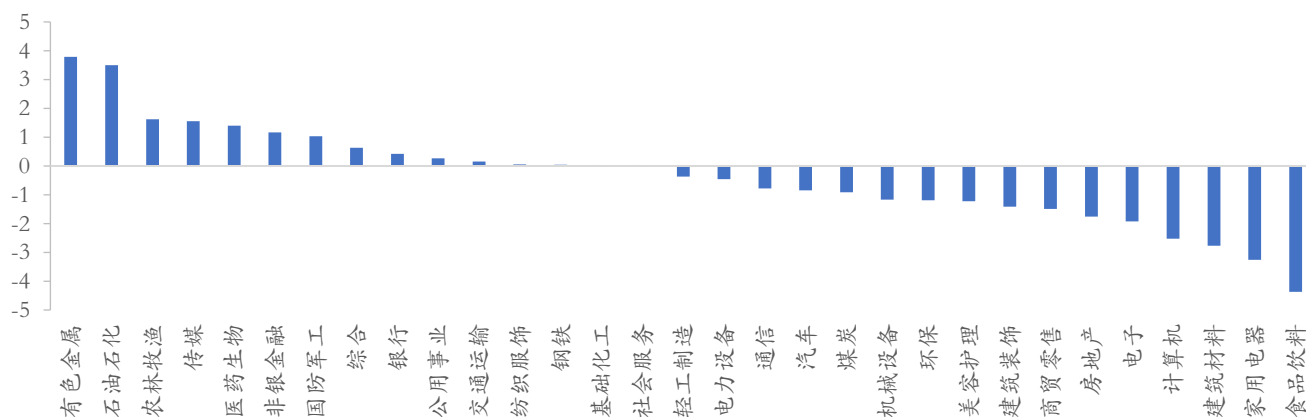
2 行业配置：创新药和新消费交易过热，银行、保险进退皆优

2.1 配置热点 1：创新药和新消费交投热度如何？

我们的观点：创新药交易拥挤度已经触及此前几轮高点，当前仍然处于过热状态；本轮新消费板块高点时交易拥挤度和分位水平均明显高于近几年的数次高点，当前仍然处于较高位水平。①创新药交易拥挤度在本周初一度达到本轮最高，占市场成交量的接近 4.8%、处于 2010 年以来近 100%分位水平，该水平与近几年的阶段性行情高点时水平基本相当，如 2022 年 3 月、2023 年 10 月、2024 年 5 月、2024 年 8 月、2025 年 4 月，仅低于 2022 年 12 月。尽管后半周有所回落，但截至 6 月 13 日，交易拥挤度仍有 3.9%、处于 97.7%分位水平，创新药交易已经十分拥挤媲美此前几轮高点。②新消费板块交易拥挤度在 5 月底时触及本轮最高，占市场成交量超过 7.2%、处于接近 75%分位水平，成交拥挤度上已经高于近几年数次高点（6.2%左右），仅低于 2022 年底 7.9%的水平，分位水平上也明显高于近几年的数次高点（50%左右），略低于 2022 年底 82%的分位水平。截至 6 月 13 日，新消费板块交易拥挤度 5.1%、处于 43%分位，与数次高点相比仍是不低水平。

本周消费板块整体出现一定回调，但创新药、新消费领域仍有结构性机会。6 月 9 日至 6 月 13 日，农林牧渔、医药生物、纺织服饰、社会服务、轻工制造、汽车、美容护理、商贸零售、家用电器、食品饮料涨跌幅分别为+1.6%、+1.4%、+0.1%、0.0%、-0.9%、-1.2%、-1.5%、-3.3%、-4.4%，分别排名申万行业第 3、5、12、15、16、19、23、25、30、31 位，二级子行业中，表现较好的有商用车、文娱用品、饰品、养殖业、化学制药、医疗服务等，分别上涨 7.2%、5.1%、4.1%、3.9%、3.5%、2.4%。

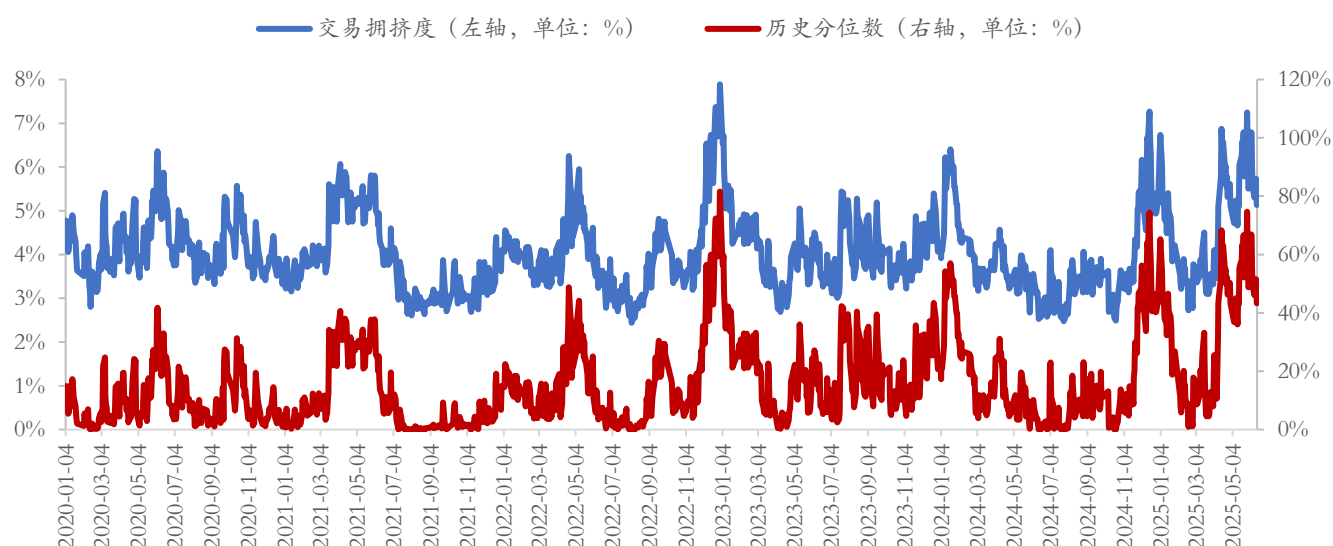
图表 7 本周消费板块整体有所回调



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：纵轴为 6 月 9 日至 6 月 13 日的区间涨跌幅，单位：%

新消费行业当前交易拥挤度仍然处于 2024 年以来的较高水平。我们将商贸零售、轻工制造、纺织服饰、美容护理作为新消费代表行业。截至 2025 年 6 月 13 日，这些行业的成交额占全 A 的比例仍然高达 5.1% 左右，处于自 2010 年年初以来的 43.3% 分位，虽然较 5 月 28 日高点的 74.7% 有所下降，但仍位近几年以来的较高水平。

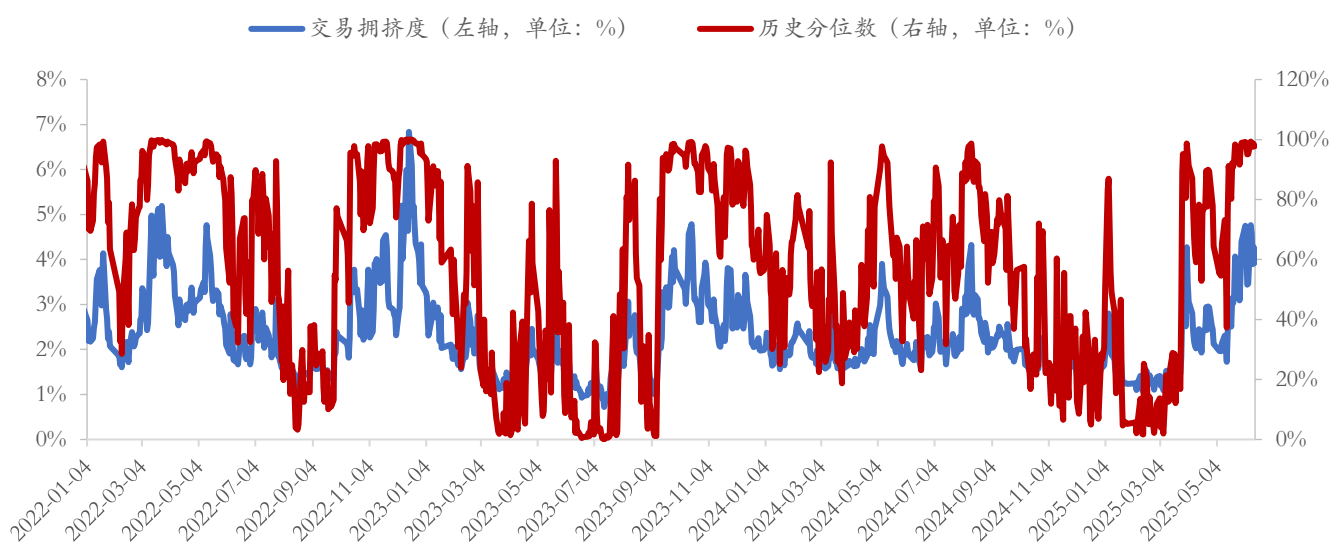
图表 8 新消费板块交投情绪边际降温但仍处较高水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：交易拥挤度用商贸零售、轻工制造、纺织服饰、美容护理成交额占万得全 A 成交额比例计算

创新药当前交易拥挤度当前处于 2022 年以来的极致水平。我们将申万二级行业中的化学制药作为创新药的代表指数。截至 2025 年 6 月 13 日，化学制药成交额占全 A 的比例达 3.9%，处于自 2010 年年初以来的 97.7% 分位，已连续 18 个交易日交易拥挤度处于近 15 年以来 90% 分位以上的极值水平，当前创新药板块交投情绪已经非常热烈。

图表 9 创新药交投热度处于历史极热区间



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：交易拥挤度用化学制药成交额占万得全 A 成交额比例计算

2.2 配置热点 2：如何看待伊以冲突对黄金、原油影响的持续性？

我们的观点：伊以冲突再次爆发并不断加剧，中东地缘政治风险上升，短期内带动避险黄金、原油价格上涨。从近几年的历史复盘经验来看，剧烈冲突的地缘政治事件仅仅是黄金价格短期上涨的催化剂，不会对金价形成中长期影响。主导黄金价格的因素需要回归到实际利率和全球不确定性分析框架中，从这个角度中长期看，继续看多黄金价格上涨。原油价格方面，产油地区的地缘政治冲突对原油价格影响较大，当前伊以冲突仍在持续升级、越发剧烈，仍存很大不确定性，因此在冲突期间预计原油价格仍将进一步上涨。

短期内伊以冲突仍存较大不确定性、当前未现缓和迹象。6 月 11 日，美国国务院相关人员表示，中东风险加剧，美国准备撤离部分驻伊拉克大使馆人员，同时特朗普表示，与伊朗达成核协议的信心正在减弱。6 月 12 日，伊朗国防部长表示若美伊谈判失败，与美国发生冲突的话，伊朗将袭击美国在中东的军事基地。6 月 13 日，以色列空军对伊朗境内数十个与核计划和其他军事设施相关的目标发动空袭，当日，伊朗最高领袖证实多名伊朗军事指挥官和科学家被害。随后双方均展开导弹袭击，截至 6 月 15 日，伊朗再次向以色列发动新一轮导弹和无人机突袭。中东地缘政治冲突暂时未现明显缓和迹象。

避险情绪上行对黄金价格的直接推动作用偏短期。我们对黄金复盘的结论（《黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率》20230810）中提到，黄金大行情主要由实际利率主导，美元指数下行也有一定贡献，避险情绪对黄金价格仅起到阶段性的拉动

作用，无法主导其趋势性的上行，因此本轮中东地缘政治冲突对金价主要是起到了短期催化剂的作用。黄金的中长期行情仍然需要回归到实际利率和全球不确定性的分析框架中。

当前局势并不明确，预计油价仍将进一步上行。前期供给增加等原因导致原油价格整体于4-5月初处于60-65美元/桶的低位，近期伊以冲突爆发导致价格快速上涨，波动加剧。自2023年以来，中东地区内，以色列和黎巴嫩、巴勒斯坦、伊朗等地区频繁爆发冲突，作为主要产油国聚集地区，地缘政治冲突频发对原油供给多次造成短期扰动。从当前伊以冲突的走势来看还存在较大的不确定性，对于冲突规模、时间以及影响范围都有待进一步确认，短期内原油价格波动风险上行，在局势进一步清晰前，整体油价预计将保持上涨态势。

2.3 创新药和新消费交易过热，银行、保险进退皆优

6月第2周市场小幅下跌，其中受伊以冲突催化相关的黄金、石油、军工领涨，创新药、新消费板块交易热度高、涨幅领先，银行、保险等稳健性资产也表现靠前，而消费和成长权重板块如食品饮料、家电、电子、计算机等行业领跌。**展望后市，预计市场高位、整体偏震荡态势不变，但市场结构上预计将发生很大变化。配置思路，前期热门的创新药、新消费等板块由于积累涨幅高、交易过热等，将迎来剧烈波动或调整，整体配置性价比偏弱。而成长科技板块由于估值过高也有进一步调整的诉求。考虑到宏观环境和政策仍处于积累量变过程中，从自上而下角度建议继续配置稳健类资产，如银行保险等。**

银行保险仍然具备很强的短期稳健性配置需求和中长期战略性投资价值。一方面，市场仍将延续震荡，当前位置上进一步上涨动能偏弱，因此无论从稳市角度或者谨慎性配置高股息角度考虑，银行保险均有配置必要。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。三方面证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，更加重视业绩比较基准对投资行为约束，有利于低配行业资金回归，而银行保险是最典型的低配行业。

成长科技板块存在客观估值分位压力和不具备有效上涨催化剂，仍有一定调整空间，需继续等待契机。根据我们的TMT投资框架，一方面如计算机行业当前估值分位仍处于历史阶段性行情可比高点，形成估值提升和上涨空间阻力。二方面无论从市场 β 性上涨体现成长高弹性、重磅技术或应用落地催化等上涨条件的可预见度均低。三方面本轮泛TMT的最大调整空间较此前可比行情的幅度仍有不足。

风险提示:

市场对国内经济基本面预期持续恶化；国内政策落地节奏和力度不及预期；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险；美股持续性下跌等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。