

宏观点评 20250530

市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换

2025 年 05 月 30 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

观点

■ 风格：小盘成交占比上行，行业轮动再加速

5 月中旬以来，市场进入震荡调整区间，以小盘股为代表的概念风格轮动速度达到顶峰，小盘成交占比接近历史高位，波动持续放大。近期一二级估值极化系数维持在稳定状态而市场指数呈现震荡，说明行业在当前并未呈现估值扩散，但呈现持续轮动的态势。4 月 8 日以来的领涨行业重复度在下行通道中，近期轮动速度与 3 月末较为相似。

■ 逻辑演绎：风险事件的定价告一段落

我们在 3 月末的报告《权益市场风格如何切换？》中曾提示过，科技板块交易拥挤度连续达到历史极值的情况下，短期内市场交易情绪较为脆弱，负面事件容易成为估值压力释放的导火索。4 月初海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场可能出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A 股市场风险偏好。4 月的关税事件引发了市场负面情绪的极致释放，同时也为市场提供了交易机会，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 月初未及时完成的资产交易逻辑。**

■ 国内外基本面变化的关注点

国内来看，在 3 月超预期增长后，4 月各项经济指标增速均有小幅下行。4 月经济分成两面，一面表现出强烈的出口驱动和政策驱动特点，转口贸易和“两重两新”是最大的两个亮点，但在此之外的另一面，房地产和没有补贴的消费品类等更偏内生的需求，表现相对较差。短期来看，5-7 月美国抢进口预计仍然将支撑我国出口韧性、两新支撑设备投资和消费，尽管房地产可能延续小幅走弱趋势，但经济景气度不会下行太多。关税可能仍然是未来最大的扰动因素，国内两新对设备投资和耐用品需求的透支效应，可能也将在下半年逐步显现。整体来看，对于国内基本面的评价与 4 月初市场担心的问题基本保持一致，即内需的抓手可能仍然不足以支撑外需的下行，但下行幅度仍然在可控范围内，导致市场对于未来政策力度的预期和基本面改善的预期都趋向保守，难以在短期内看到根本性的变化。**宏观层面上国内短期可能暂时难以见到新的变化来引导市场预期，因而更趋向于跟随海外变化和资金流动来进行交易。**

海外来看，近期的关注点一方面集中在特朗普的关税政策能否继续实施上，特朗普政府为了尽快推动在 7 月 90 天限期前与全球各国政府达成关税协议可能会继续向欧洲、亚洲等主要贸易国家施压，一定程度上会在目前的最乐观情景交易完毕后边际效用递减，向市场传递的新信息交易方向可能会逆转，带来全球资产的不确定性加强，可能会向 A 股传导。另一方面，近期美债、日债的利率持续上行已经引起了美国“股债汇”三杀的局面，尽管本轮 A 股上涨更多由于自身产业变化，与美债的关联度较之前明显减弱，美债存量滚动的期限结构大概率也不会在短期内发生大规模违约风险，但若风险进一步升级引发全球流动性危机重演，A 股仍然将小幅承压。因此，**海外基本面因素和资产价格传导因素的影响偏向负面，但影响的力度可能小于之前。**

■ 资金流向的指引

成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧，即使市场指数出现了突破式上涨，但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来看，各板块无论是否突破前高，

相关研究

《老龄化进程下的消费变迁和银发经济》

2025-05-30

《存款“降息”或加剧银行负债端压力》

2025-05-25

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结构性上涨进入再均衡的阶段。轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 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、金融轮动，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。参考 2024 年末的市场变化，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，尽管关税有扰动，但市场已在价格修复中有所反应，因此，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。当前高股息等本轮未明显上涨、相对估值处于低位、赔率较高的板块有望成为下一轮上行的驱动力，为后续市场的全面上行积蓄能量。

■ **风险提示：**经济数据改善节奏不及预期，海外关税政策超预期变化，地缘政治风险

内容目录

1. 市场进入观察期	5
1.1. 风格：小盘成交占比上行，行业轮动再加速	5
1.2. 逻辑演绎：风险事件的定价告一段落	6
2. 下一阶段市场如何交易？	7
2.1. 国内外基本面变化的关注点	7
2.2. 资金流向与资金行为	8
3. 风险提示	10

图表目录

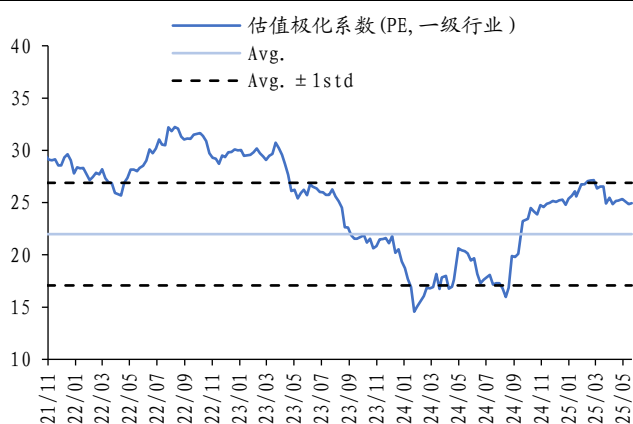
图 1:	一级行业估值极化系数自 4 月 8 日以来维持稳定.....	5
图 2:	二级行业估值极化程度自 4 月 30 日以来企稳.....	5
图 3:	小市值公司成交额占全 A 比例已高于 2023 年末.....	5
图 4:	领涨板块重复度持续下降.....	5
图 5:	主要地区权益资产几乎已经修复关税带来的跌幅.....	6
图 6:	美国对华关税暂行税率.....	7
图 7:	4 月分国别的出口增速.....	7
图 8:	分行业工业增加值大部分回落 (%)	7
图 9:	分品类的限额以上社零增速.....	7
图 10:	美债利率与股市相关性减弱.....	8
图 11:	2025 美国国债以短期债券到期为主.....	8
图 12:	成交额与市场走势出现背离.....	8
图 13:	大小盘成交比值见拐点.....	8

1. 市场进入观察期

1.1. 风格：小盘成交占比上行，行业轮动再加速

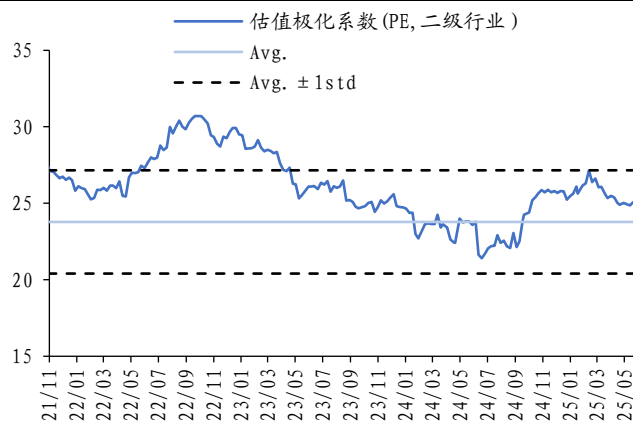
5月中旬以来，市场进入震荡调整区间，以小盘股为代表的概念风格轮动速度达到顶峰，小盘成交占比接近历史高位，波动持续放大。一二级行业估值极化系数显示，2024年8月末以来的市场上行呈现的估值单边极化风格在3月末已经接近尾声，3月底以来一级行业间的估值差距在逐渐缩小，说明一级行业风格一级呈现扩散，而从二级行业的极化系数来看，行业间的估值差距缩小得更快，说明风格在行业间持续扩散。近期一二级估值极化系数维持在稳定状态而市场指数呈现震荡，说明行业在当前并未呈现估值扩散，但呈现持续轮动的态势。我们用领涨行业重复程度构建了行业轮动速率的指标，重复程度越高，说明市场主线越集中，行业轮动速度慢，重复程度越低，说明市场主线越分散，行业轮动的速度越快。图4明显可以看出，4月8日以来的领涨行业重复度在下行通道中，且近期轮动速度与3月末较为相似。

图1：一级行业估值极化系数自4月8日以来维持稳定



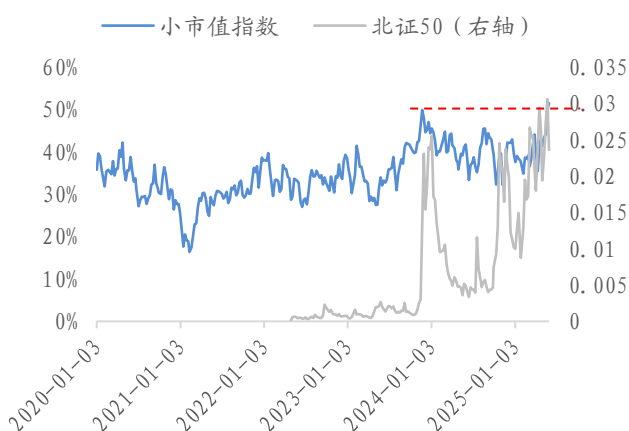
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：二级行业估值极化程度自4月30日以来企稳



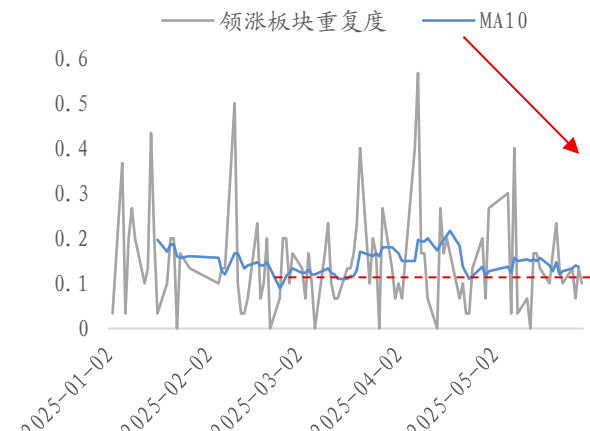
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：小市值公司成交额占全A比例已高于2023年末



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：领涨板块重复度持续下降

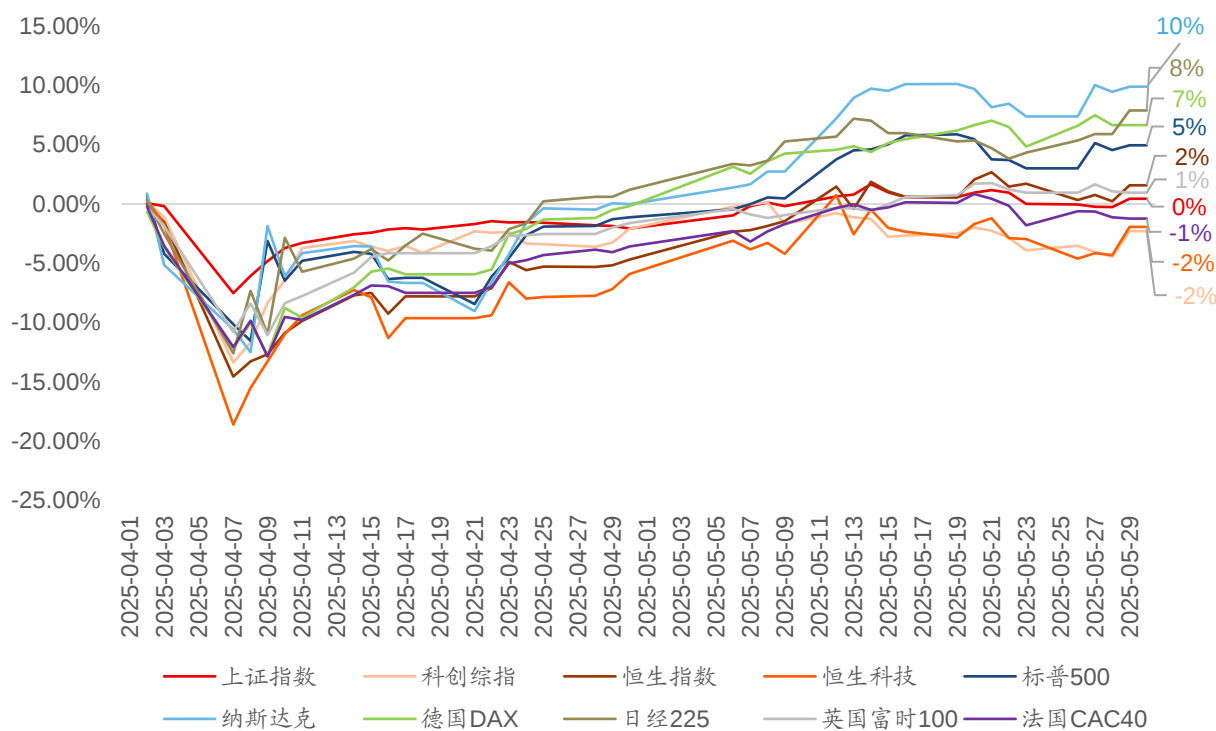


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 逻辑演绎：风险事件的定价告一段落

我们在3月末的报告《权益市场风格如何切换？》中曾提示过，科技板块交易拥挤度连续达到历史极值的情况下，短期内市场交易情绪较为脆弱，负面事件容易成为估值压力释放的导火索。4月初海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场可能出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A股市场风险偏好。4月的关税事件引发了市场负面情绪的极致释放，同时也为市场提供了交易机会，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月初未及时完成的资产交易逻辑。

图5：主要地区权益资产几乎已经修复关税带来的跌幅



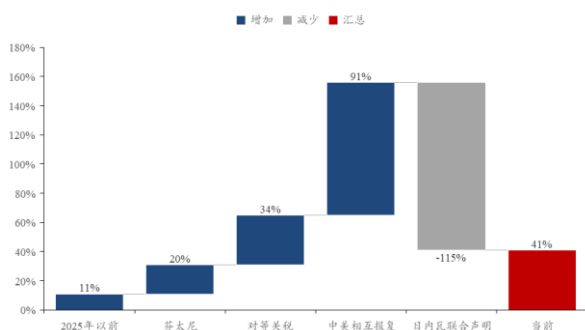
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 下一阶段市场如何交易？

2.1. 国内外基本面变化的关注点

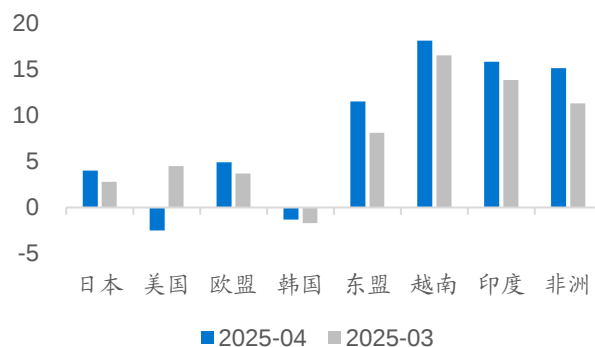
国内来看，在3月超预期增长后，4月各项经济指标增速均有小幅下行。需求端，出口受到关税扰动下降8.1%，社零和固定资产投资累计增速均出现下滑，但出口和社零增速均高于Q1平均。供给端，工业增加值增速和服务业生产指数业均有下滑，但下滑幅度可控，4月经济在关税冲击时顶住压力稳住增长。4月经济分成两面，一面表现出强烈的出口驱动和政策驱动特点，转口贸易和“两重两新”是最大的两个亮点，但在此之外的另一面，房地产和没有补贴的消费品类等更偏内生的需求，表现相对较差。短期来看，5-7月美国抢进口预计仍然将支撑我国出口韧性、两新支撑设备投资和消费，尽管房地产可能延续小幅走弱趋势，但经济景气度不会下行太多。关税可能仍然是未来最大的扰动因素，国内两新对设备投资和耐用品需求的透支效应，可能也将在下半年逐步显现。整体来看，对于国内基本面的评价与4月初市场担心的问题基本保持一致，即内需的抓手可能仍然不足以支撑外需的下行，但下行幅度仍然在可控范围内，导致市场对于未来政策力度的预期和基本面改善的预期都趋向保守，难以在短期内看到根本性的变化。关税幅度基本可以预见不会超出预期、金融政策也逐项落地的情况下，宏观层面上国内短期可能暂时难以见到新的变化来引导市场预期，因而更趋向于跟随海外变化和资金流动来进行交易。

图6：美国对华关税暂行税率



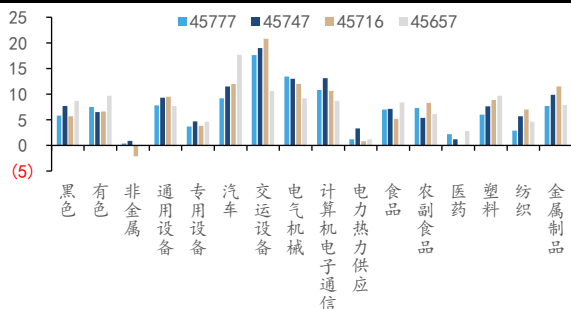
数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：4月分国别的出口增速



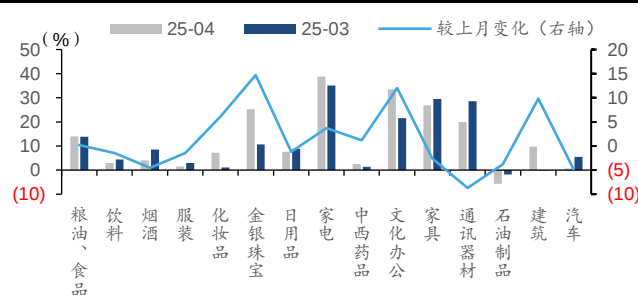
数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：分行业工业增加值大部分回落（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：分品类的限额以上社零增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

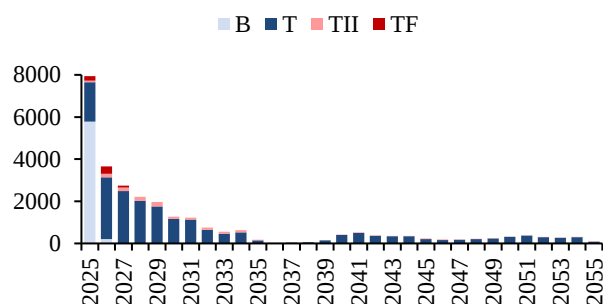
海外来看，近期的关注点一方面集中在特朗普的关税政策能否继续实施上，特朗普政府为了尽快推动在7月90天限期前与全球各国政府达成关税协议可能会继续向欧洲、亚洲等主要贸易国家施压，一定程度上会在目前的最乐观情景交易完毕后边际效用递减，向市场传递的新信息交易方向可能会逆转，带来全球资产的不确定性加强，可能会向A股传导。另一方面，近期美债、日债的利率持续上行已经引起了美国“股债汇”三杀的局面，尽管本轮A股上涨更多由于自身产业变化，与美债的关联度较之前明显减弱，美债存量滚动的期限结构大概率也不会在短期内发生大规模违约风险，但若风险进一步升级引发全球流动性危机重演，A股仍然将小幅承压。因此，海外基本面因素和资产价格传导因素的影响偏向负面，但影响的力度可能小于之前。

图10：美债利率与股市相关性减弱



数据来源：wind，东吴证券研究所

图11：2025 美国国债以短期债券到期为主

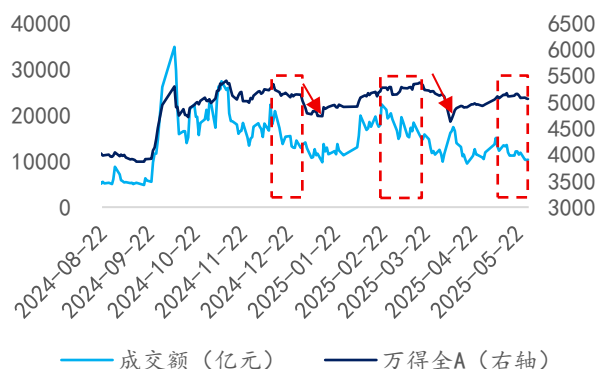


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 资金流向与资金行为

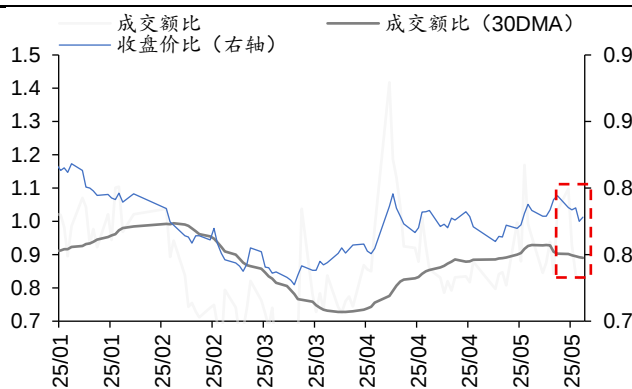
资金行为来看，成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧，即使市场指数出现了突破式上涨，但上涨的当日未见明显的成交额突破。同时，在市场大幅下跌时，指数成交额放大，说明市场情绪相对偏弱。从行业来看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。

图12：成交额与市场走势出现背离



数据来源：wind，东吴证券研究所

图13：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。参考 2024 年末的市场变化，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，尽管关税有扰动，但市场已在价格修复中有所反应，因此，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。

3. 风险提示

经济数据改善节奏不及预期，海外关税超预期征收，地缘政治风险，国内科技产业业绩落地不及预期

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>