

策略周评 20250607

接下来行业怎么轮动？

2025年06月07日

■ 2025年以来大盘有两轮上涨的行情

2025年以来，大盘呈现出两轮显著的上涨行情。第一轮行情是“东升西落”交易。1月13日，美元指数升至110点的高位，随后趋势性回落，成为驱动行情开启的关键因素。弱美元周期下，美元流动性外溢、对新兴市场形成利好，A股科技成长板块显著受益。同时，DeepSeek大模型出圈、以及阿里巴巴资本开支指引超预期，都强化了“中国科技资产重估”的叙事，是行情演绎的催化剂。从板块表现来看，人形机器人和算力是本次“东升西落”交易的主线，与指数形成共振。

第二轮行情是关税冲击后的反弹。4月7日，在中美贸易摩擦风险的冲击下，市场进行一次性计价，大盘重挫。沪指跳空低开、日内跌超7%，形成“黄金坑”。随着国家队积极入市修复市场预期、一系列稳市政策陆续出台、以及中美关税迎来边际改善等多因素共振下，市场快速反弹，主要指数均回补4月7日的缺口，回升至关税冲击前的运行中枢。区别于第一轮行情，本轮反弹并未形成交易的主线，而是呈现“电风扇”式的轮动特征。4月参与轮动的板块有反关税、周边命运共同体概念、自主可控链条、内需消费、以及红利；而进入5月，题材再度发散，国防军工、新消费、核电、数字货币等方向均有脉冲式表现。

■ 两轮行情中板块轮动特征的差异

从轮动面积来看，“东升西落”交易中，弱美元和科技资产重估叙事逻辑主导市场定价，全A量能中枢维持在1.6万亿，充裕的流动性支撑主线行情的展开。资金聚焦于算力、人形机器人为代表的核心成长方向，形成“强者恒强”的效应。以申万一级行业相较全A跑出超额收益的比例衡量轮动面积，该指标仅有45.2%，指向板块轮动面积偏小。而4月8日至今的超跌反弹行情中，市场风险偏好并未随指数修复至关税冲击前的状态，融资余额明显减少，量能中枢维持在1.2万亿附近，存量资金在反关税、新消费、国防军工等题材间快速轮动，虽未形成持续上涨的主线，但行业轮动面积较大，申万一级行业相较全A跑出超额收益的比例超60%。

在轮动高度方面，两轮行情也存在一定的分化。第一轮行情中，资金持续流入主线板块、形成更高的收益。以相对万得全A跑出超额收益的行业作为样本，这些行业的平均超额收益达到7.8%。领涨行业更是表现亮眼，计算机、传媒涨幅分别达到41%、33%。而第二轮行情由于板块轮动加速，资金存量博弈，板块超额收益高度受到制约。行业的平均超额收益为6.5%，而领涨行业如美容护理、纺织服饰等板块涨幅均未超过30%。

结合成交额占比数据，能从侧面印证两轮行情的板块轮动差异。在第一轮行情中，以TMT为代表的主线板块成交额占比持续攀升，在2月末触及45%的高点，这反映出市场资金高度集中于TMT相关领域。此后随着TMT成交占比逐渐回落，以银行为代表的红利权重和小微盘成交占比在4月触底回升，表明市场结构从AI领涨向杠铃切换。同时新消费、国防军工、核电、数字货币等多种新型题材的成交占比也出现明显回升的迹象，指向板块轮动进入加速阶段。

■ 新一轮行情中板块的轮动特征可能与“东升西落”交易类似

在前期利好逐步兑现、风险充分计价后，指数走势偏震荡。前期稳市政策利好逐步消化，中美关税仍有不确定性，市场缺乏明确的向上动力，新一轮行情的启动需等待新的叙事和催化。

我们认为，美元指数走弱将成为关键的催化变量。从历史经验看，在全球流动性宽松、美元下行阶段，非美资产往往走强，中国市场也将受益。展望后续，弱美元仍是基准假设。基于特朗普政策持续扰动、美国政府的债务压力、以及基本面潜在风险等多重因素压制，美元将趋势性走弱。美元指数自5月中旬再度转跌以来，已经再度回落到100点下方，我们判断6

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyuh@dwzq.com.cn

相关研究

《6月港股金股：风偏或延续修复》

2025-06-05

《发达市场与新兴市场开始分化？—

—全球市场观察系列》

2025-06-04

月美元将会进一步下行、或跌破前低，弱美元驱动的流动性外溢将带动 A 股开启新一轮“东升西落”交易。

新一轮上涨行情中，板块轮动特征或复刻首轮“东升西落”交易。在量能层面，全 A 量能中枢有望回升至 1.5 万亿以上，打破当前存量博弈的状态：弱美元周期促使全球流动性外溢，叠加市场风险偏好提升后杠杆资金回流——当前融资余额尚未随指数修复至关税冲击前水平，增量资金入场空间充足。**在板块表现上**，把握主线将会是获取超额收益的关键。当前部分题材已经高估，在资金高低切换后出现退潮的现象。而经历了阶段性调整的 AI 方向，受益于大模型算法迭代、算力基础设施升级以及应用场景加速落地，产业发展确定性强势，或将成为一轮上升行情中的主线。

■ 板块配置建议

从短期来看，存量博弈的背景下，“电风扇”式的主题轮动或仍将持续。当前市场缺乏新的叙事，上涨动力不足、量能难以放大；而在关税边际缓和、国家队入市等系列稳市政策的支撑下，指数下行的风险又相对有限。**因此在存量博弈的结构性行情中，主题轮动仍将持续，可以关注：新消费、创新药、国防军工、可控核聚变、稳定币、AI 端侧（AI 眼镜等）、商业航天**等方向。

中期而言，我们认为美元指数跌破前低将会是关键催化，A 股有望迎来新一轮“东升西落”交易。弱美元驱动下，美元流动性外溢，将对中国资产构成利好，A 股或走出新一轮量价齐升的上涨行情。成长股估值、流动性也将受益于弱美元环境，有望表现出更好弹性，**市场或再度聚焦于以算力、半导体、人形机器人为代表的科技成长方向。**

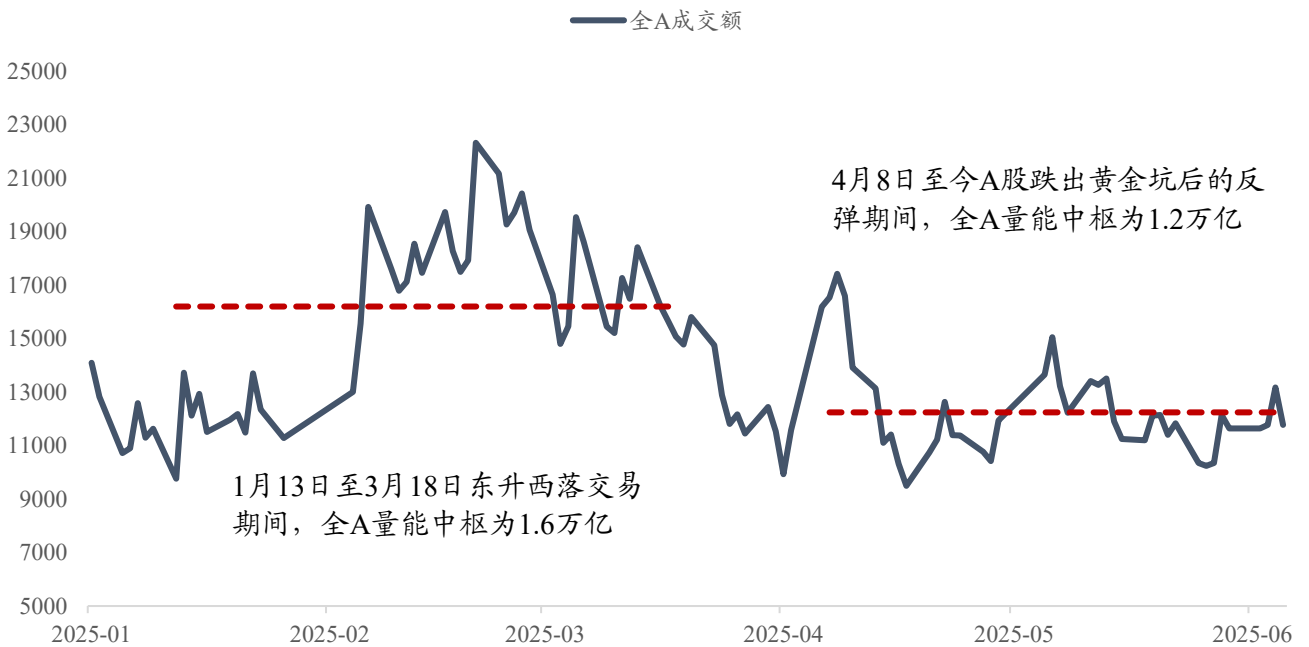
■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：今年以来，指数有两轮上涨（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2025年A股两轮反弹，指数量能中枢有较大差别（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

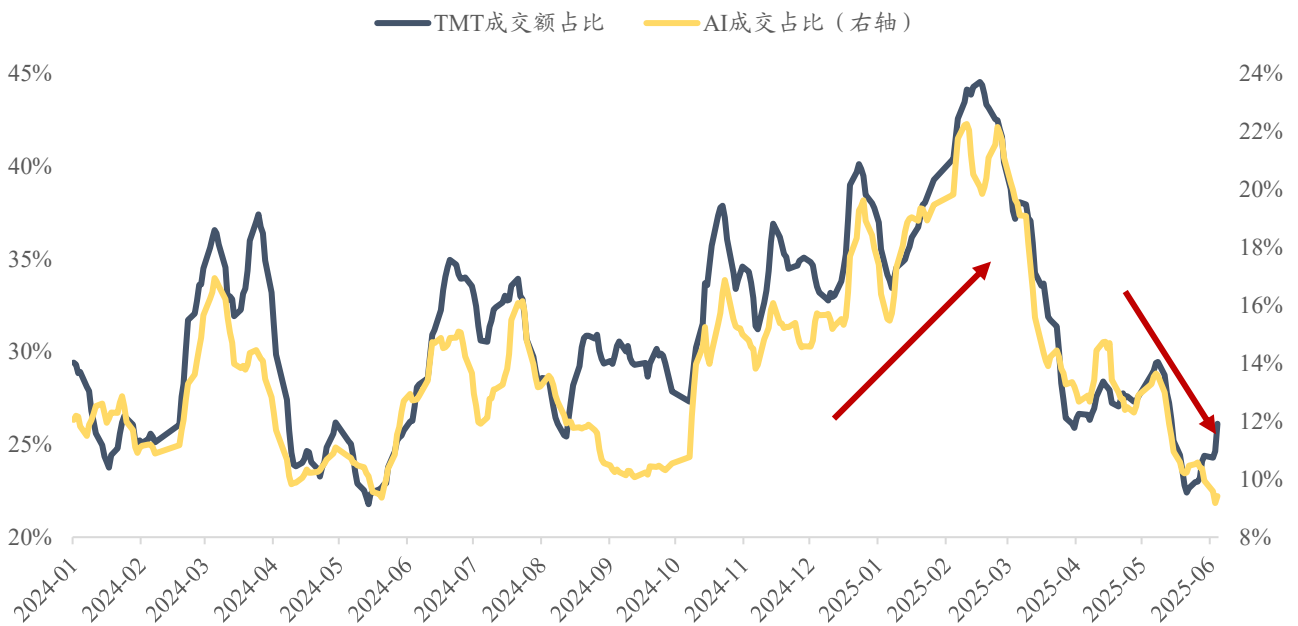
图3: 两轮行情轮动强度指标对比 (单位: %)

轮动强度指标	第一轮行情 (1月13日至3月18日)		第二轮行情 (4月8日至今)	
轮动面积	45.16%		61.29%	
轮动高度	7.76%		6.53%	
领涨行业涨幅	计算机	41.33%	美容护理	27.99%
	传媒	32.88%	纺织服饰	27.77%
	机械设备	26.70%	汽车	27.30%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 轮动面积为一级行业区间涨跌幅相对万得全 A 有超额收益的比例; 轮动高度计算方式为, 以相对万得全 A 跑出超额收益的行业作为样本, 计算这些行业的平均超额收益

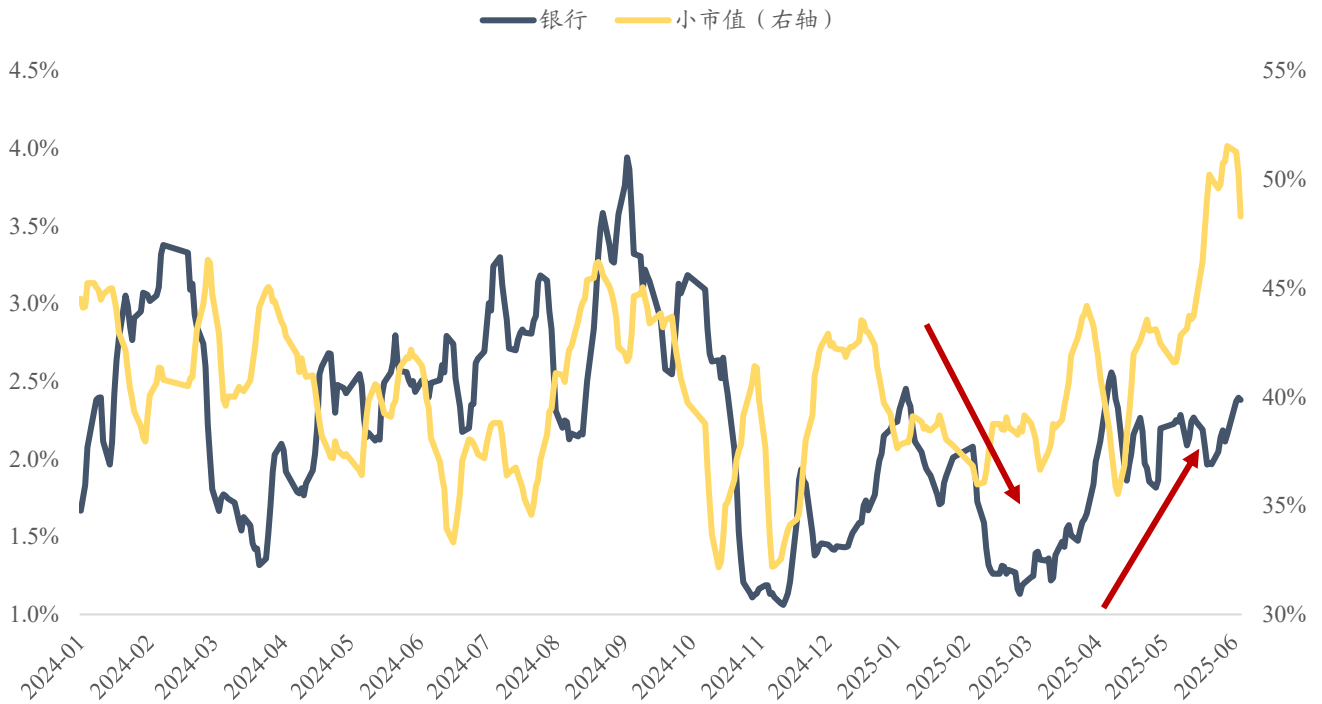
图4: TMT 成交额占比与 AI 成交额占比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 成交额占比采用移动五个交易日平均处理, AI 板块包含人形机器人指数、人工智能指数、半导体指数

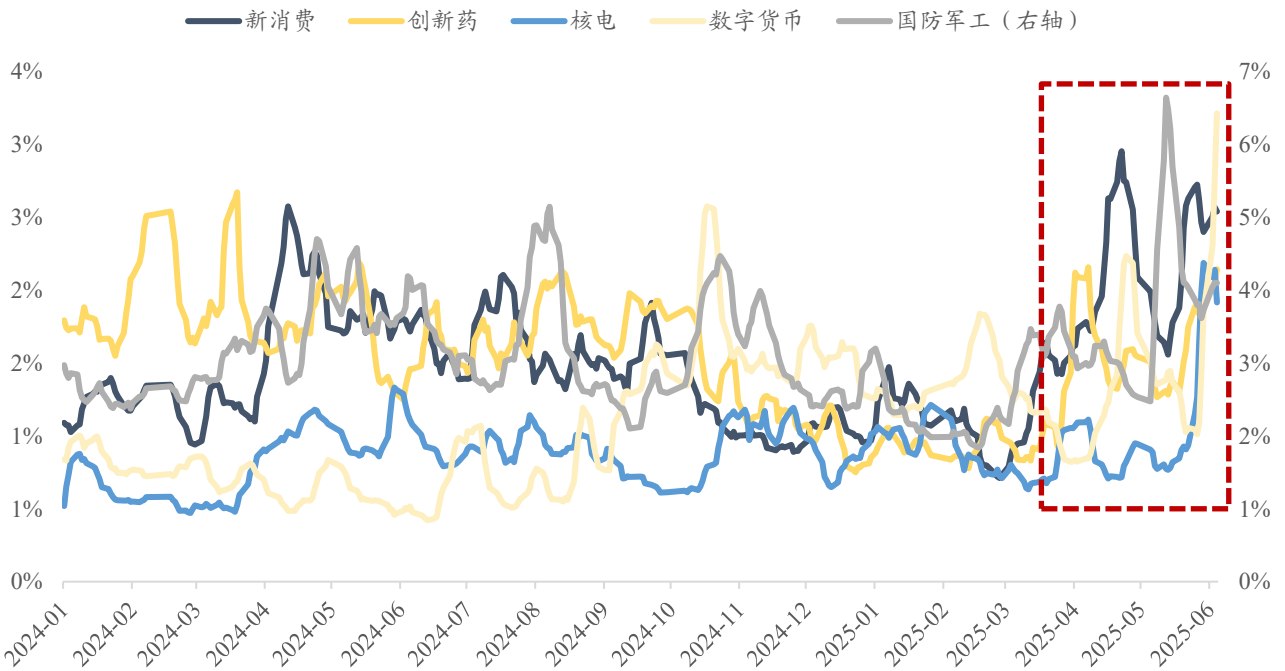
图5: 银行成交额占比和小市值成交额占比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 成交额占比采用移动五个交易日平均处理

图6: 2025年4月后, 主题投资交易活跃 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

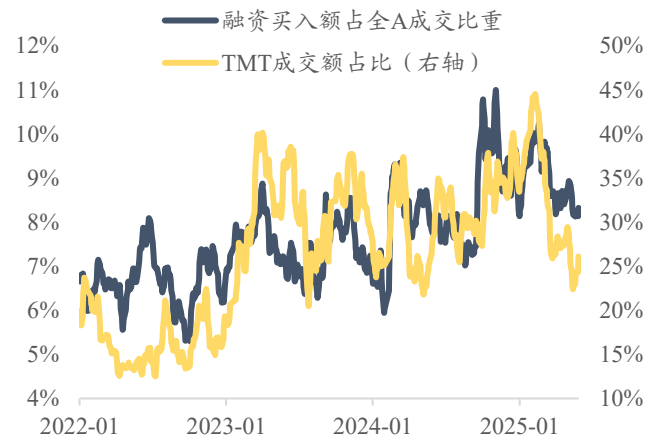
注: 成交额占比采用移动五个交易日平均处理, 新消费板块包含黄金珠宝、美容护理、宠物经济、软饮料

图7: 沪指已经回补缺口, 但融资余额并未恢复到此前的水平 (亿元; 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 融资买入额占比和 TMT 成交占比有较为明显的正相关关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据采用五个交易日移动平均处理

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>