

宏观点评 20250324

权益市场风格如何切换？

2025 年 03 月 24 日

观点

- 年初以来的行情修复伴随着无风险利率的持续回升，风险溢价是本轮资产上行的核心驱动力。1 月至 3 月，全 A 的 ERP 已经从接近 2 倍标准差的位置修复至 3 年滚动均值附近。年初以来是企业盈利的数据真空期，短期来看，业绩预期并无明显提升，年初至今的涨幅几乎全由估值贡献。上周以来，ERP 开始呈现向上的拐点，无风险利率也进入上行的震荡区间，市场出现小幅调整，行业间的风格轮动也明显加速，由科技板块向消费、稳定、金融方向转移。
- 在 2 月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。临近 4 月初，海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A 股市场风险偏好。
- 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。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。
- 轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 年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 年末并未发生根本性改变，而产业预期相对年末的提升已随着估值提升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 TMT 板块的提升后，逐步向高股息、稳定板块切换。
- 在结构性行情的指引下，大盘指数的进一步上行需要其他板块共同推动，当前国内其他板块目前也同时存在边际的变化，如房地产的成交和房价数据暂时企稳，基建相关材料行业的开工率较高，商品消费数据在政策支持下快速增长。如果房地产板块能实现止跌企稳，叠加其他内需部分共同发力，当前高股息、地产链、大金融等本轮未明显上涨、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

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

《结构性“降息”也是“降息”》

2025-03-23

《鸽派 FOMC 与关税细节扰动风险偏

好，美股震荡止跌》

2025-03-23

内容目录

1. 行业轮动明显加速4

2. 市场面临风格切换6

3. 风险提示7

图表目录

图 1: 业绩表现暂未见提升趋势 4

图 2: 年初以来各指数上涨几乎全由估值贡献 4

图 3: 无风险利率持续上行后进入震荡区间 4

图 4: ERP 修复至均值附近开始见到拐点 4

图 5: 市场整体交易拥挤度和热度向消费、公用、资源等行业偏移 5

图 6: 成交额与市场走势出现背离 6

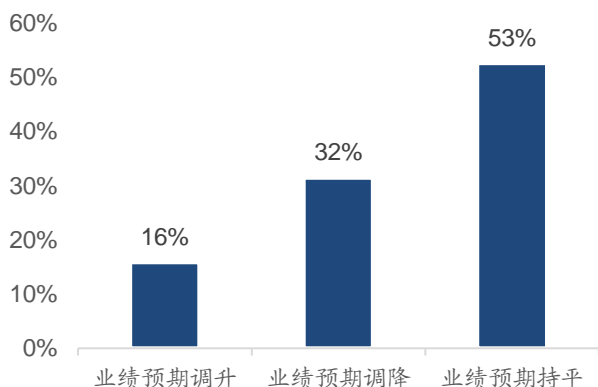
图 7: 大小盘成交比值见拐点 6

图 8: 20241217-20241230 各行业轮动 (%) 7

1. 行业轮动明显加速

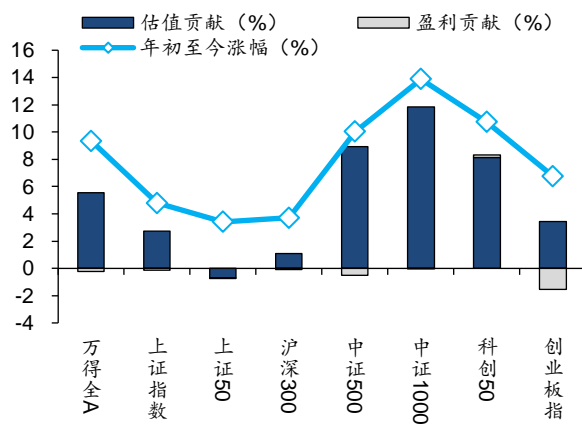
年初以来的行情修复伴随着无风险利率的持续回升，风险溢价是本轮资产上行的核心驱动力。1月至3月，全A的ERP已经从接近2倍标准差的位置修复至3年滚动均值附近。年初以来是企业盈利的数据真空期，短期来看，业绩预期并无明显提升，年初至今的涨幅几乎全由估值贡献。上周以来，ERP开始呈现向上的拐点，无风险利率也进入上行的震荡区间，市场出现小幅调整，行业间的风格轮动也明显加速，由科技板块向消费、稳定、金融方向转移。

图1：业绩表现暂未见提升趋势



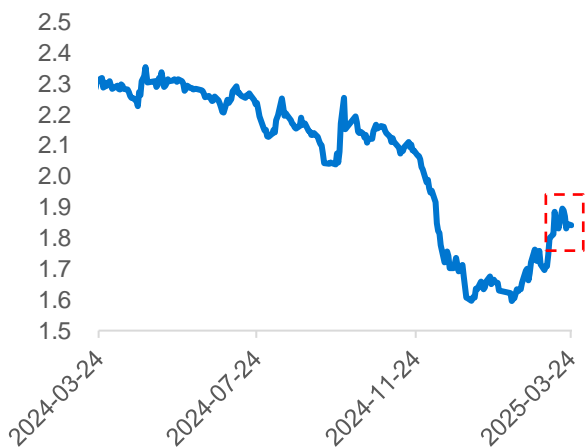
数据来源：wind，东吴证券研究所，时间区间为20250103-20250321的相应公司数量占全部A股比例

图2：年初以来各指数上涨几乎全由估值贡献



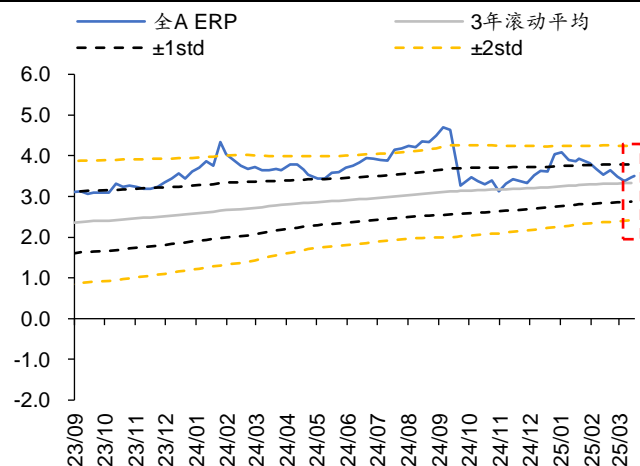
数据来源：wind，东吴证券研究所，20250103-20250321

图3：无风险利率持续上行后进入震荡区间



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：ERP修复至均值附近开始见到拐点



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：市场整体交易拥挤度和热度向消费、公用、资源等行业偏移

风格	板块	行业	交易热度				交易拥挤度				周收益波动率				周度收益率		
			上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周
周期	上游资源	煤炭	10.07%	12.52%	7.83%	44.40%	0.59%	0.69%	0.40%	7.90%	2.65%	2.65%	2.06%	18.70%	-0.86%	4.84%	0.45%
		石油石化	10.85%	8.49%	9.05%	24.70%	0.73%	0.52%	0.54%	8.90%	1.94%	1.98%	1.93%	15.50%	1.51%	1.36%	-1.49%
		有色金属	19.64%	22.09%	19.51%	62.30%	4.22%	4.51%	3.75%	39.70%	3.17%	3.10%	3.19%	38.30%	-1.75%	3.56%	7.08%
	中游材料	钢铁	15.58%	17.75%	19.02%	91.60%	0.74%	0.79%	0.81%	36.20%	2.69%	2.73%	2.87%	36.10%	-0.18%	1.48%	2.70%
		基础化工	16.19%	18.44%	19.10%	68.10%	3.67%	3.96%	3.94%	7.30%	2.71%	2.71%	2.77%	40.90%	-1.33%	1.58%	2.27%
		建筑材料	12.97%	12.68%	13.09%	80.20%	0.57%	0.52%	0.51%	1.10%	2.43%	2.41%	2.73%	18.00%	1.40%	1.18%	2.62%
	中游制造	机械设备	32.50%	32.74%	32.96%	93.00%	10.05%	9.54%	9.42%	99.80%	4.48%	4.50%	4.58%	88.50%	-0.81%	-0.68%	5.46%
		轻工制造	19.76%	21.86%	23.59%	94.40%	1.00%	1.05%	1.08%	3.90%	2.51%	2.58%	2.86%	33.10%	-1.47%	1.76%	1.34%
		国防军工	21.60%	22.78%	20.47%	87.60%	3.46%	3.46%	2.96%	88.70%	4.50%	4.48%	4.44%	70.20%	-1.20%	2.57%	6.96%
		汽车	27.55%	25.53%	24.59%	94.70%	7.17%	6.25%	5.81%	97.40%	3.73%	3.69%	3.74%	73.50%	-0.75%	0.75%	3.08%
消费	可选消费	家用电器	16.64%	15.00%	17.20%	63.00%	2.38%	1.98%	2.17%	88.40%	1.54%	1.52%	1.45%	1.50%	1.19%	1.87%	0.46%
		社会服务	33.56%	29.21%	24.50%	97.70%	1.18%	0.97%	0.75%	89.40%	4.08%	4.40%	4.41%	72.00%	-1.18%	3.71%	4.14%
		美容护理	19.68%	23.31%	17.26%	78.90%	0.34%	0.40%	0.26%	70.10%	4.21%	4.12%	3.31%	75.70%	-4.06%	8.18%	2.09%
	必选消费	食品饮料	8.91%	8.91%	7.54%	30.50%	2.60%	2.53%	1.97%	25.40%	3.04%	2.78%	2.13%	44.90%	-4.03%	6.19%	0.74%
		纺织服装	27.45%	25.72%	21.08%	98.40%	0.95%	0.84%	0.65%	39.90%	2.29%	2.55%	2.38%	31.50%	-1.28%	3.95%	1.42%
		医药生物	12.86%	12.80%	11.82%	33.80%	5.12%	4.84%	4.28%	15.00%	2.74%	2.77%	2.77%	38.40%	-1.41%	1.77%	1.06%
		农林牧渔	12.91%	12.93%	10.63%	56.80%	0.98%	0.93%	0.72%	2.80%	2.69%	2.68%	2.68%	31.00%	-0.94%	2.84%	1.04%
		商贸零售	25.47%	29.02%	28.39%	95.40%	1.50%	1.67%	1.55%	33.30%	3.52%	3.40%	3.46%	73.30%	-4.03%	2.50%	0.96%
	金融	银行	3.83%	3.77%	3.78%	23.00%	1.56%	1.43%	1.38%	14.60%	1.52%	1.84%	1.82%	7.00%	-0.18%	1.41%	1.13%
		非银金融	9.21%	11.06%	10.36%	25.90%	3.28%	3.81%	3.24%	14.30%	3.83%	3.74%	3.61%	61.60%	-3.33%	3.15%	1.24%
		房地产	12.89%	13.23%	17.13%	23.70%	0.91%	0.88%	1.11%	0.20%	3.06%	3.18%	3.38%	39.70%	-1.16%	0.48%	-0.91%
成长	新能源	电力设备	20.33%	20.56%	22.39%	52.30%	8.53%	8.21%	8.57%	86.60%	2.97%	2.92%	2.96%	40.80%	-1.72%	1.61%	0.64%
		计算机	33.63%	38.81%	44.26%	67.00%	11.72%	13.36%	15.06%	94.60%	7.33%	7.25%	7.22%	95.40%	-5.32%	-1.36%	6.74%
	TMT	传媒	24.92%	29.40%	32.38%	44.40%	2.82%	3.28%	3.45%	27.40%	6.01%	6.22%	6.34%	89.90%	-4.96%	1.78%	5.16%
		通信	31.06%	30.77%	35.97%	82.80%	5.18%	4.99%	5.67%	89.70%	5.89%	5.76%	5.88%	94.80%	-3.85%	0.60%	2.81%
		电子	20.74%	22.35%	25.56%	49.00%	12.91%	13.54%	15.18%	85.20%	4.89%	4.71%	4.77%	84.60%	-4.09%	-0.62%	2.74%
	稳定	交通运输	9.46%	8.23%	8.31%	45.00%	1.39%	1.13%	1.10%	2.60%	1.96%	2.02%	2.04%	23.70%	-0.24%	1.07%	0.15%
其它	基础设施及运营	公用事业	9.86%	8.64%	7.06%	72.50%	1.69%	1.38%	1.08%	10.50%	2.09%	2.11%	1.95%	36.20%	0.77%	2.19%	-0.50%
		建筑装饰	14.84%	16.29%	17.93%	81.80%	1.46%	1.51%	1.59%	9.50%	2.81%	2.83%	2.80%	38.80%	-0.24%	1.60%	-0.22%
	环保综合	环保	22.48%	19.13%	18.33%	86.70%	1.13%	0.88%	0.81%	46.40%	3.15%	3.18%	3.17%	49.70%	1.16%	2.53%	2.29%
		综合	20.72%	19.76%	24.40%	95.30%	0.17%	0.15%	0.18%	9.60%	2.59%	2.57%	2.77%	26.60%	-1.38%	1.49%	-1.03%

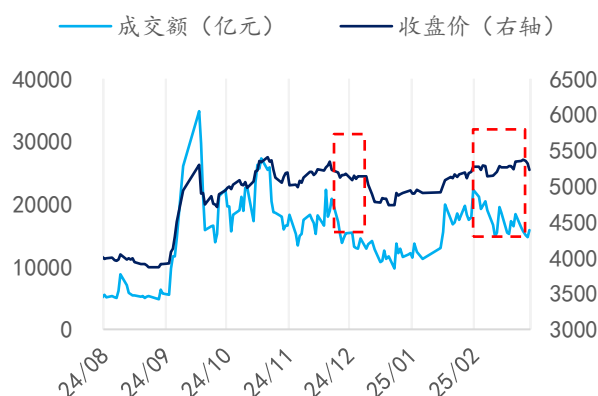
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 市场面临风格切换

在 2 月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。临近 4 月初，海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A 股市场风险偏好。

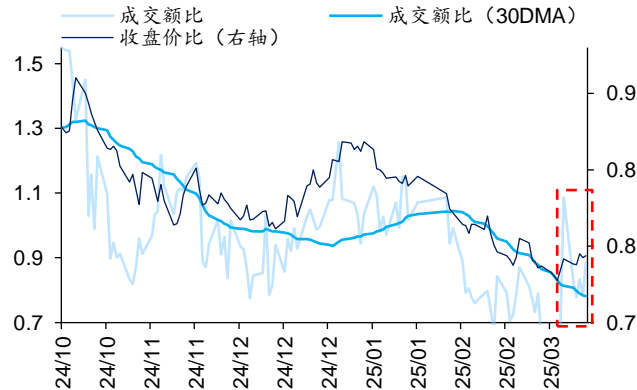
资金行为来看，成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧，即使市场指数出现了突破式上涨，但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。

图6：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7：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 年末并未发生根本性改变，而产业预期相对年末的提升已随着估值提升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 TMT 板块的提升后，逐步向高股息、稳定板块切换。

在结构性行情的指引下，大盘指数的进一步上行需要其他板块共同推动，当前国内其他板块目前也同时存在边际的变化，如房地产的成交和房价数据暂时企稳，基建相关材料行业的开工率较高，商品消费数据在政策支持下快速增长。如果房地产板块能实现止跌企稳，叠加其他内需部分共同发力，当前高股息、地产链、大金融等本轮未明显上涨、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。

图8：20241217-20241230 各行业轮动（%）

板块			20241217	20241218	20241219	20241220	20241223	20241224	20241225	20241226	20241227	20241230
周期	上游资源	煤炭	-0.84	0.89	-1.96	-2.27	-0.62	0.17	1.13	-1.26	0.06	1.21
		石油石化	-0.83	0.38	-0.98	-0.71	0.68	1.24	0.28	-0.63	0.41	0.47
		有色金属	-0.80	-0.19	-0.41	-0.37	-0.58	1.00	-1.25	0.68	-0.50	0.34
	中游材料	钢铁	-1.22	1.21	-0.56	-1.35	-1.36	1.23	-1.17	0.01	0.20	-0.57
		基础化工	-1.47	0.11	-0.32	0.08	-1.93	1.18	-1.61	0.50	0.60	-0.39
		建筑材料	-1.92	0.28	-0.58	-0.31	-1.47	1.58	-0.65	-1.25	1.24	-1.00
	中游制造	机械设备	-2.65	0.29	0.63	0.82	-2.69	1.35	-1.48	1.54	0.03	-0.41
		轻工制造	-3.19	0.01	-0.82	0.11	-3.49	0.78	-1.71	1.14	0.87	-0.59
		国防军工	-1.79	0.96	0.17	1.28	-2.23	0.34	-0.96	1.60	1.63	-0.45
消费	可选消费	汽车	-0.33	0.64	-0.17	-0.04	-1.76	1.61	-0.42	1.21	0.09	-0.31
		家用电器	-0.64	0.72	0.40	-0.24	-0.16	2.09	-1.15	0.85	-0.67	-0.21
		社会服务	-4.74	0.05	-0.89	-0.68	-5.50	0.26	-2.04	1.02	0.86	-1.40
		美容护理	-2.15	-0.26	-0.78	1.38	-3.51	1.60	-0.63	0.06	-0.43	-2.87
	必选消费	食品饮料	0.27	0.09	-1.31	-0.42	-0.70	1.03	-0.60	-0.12	0.18	-0.64
		纺织服装	-4.20	-0.52	-0.50	1.36	-3.52	0.59	-2.04	0.22	0.92	-0.52
		医药生物	-1.61	0.17	-0.25	0.39	-1.95	0.84	-0.86	-0.44	0.51	-0.38
		农林牧渔	-1.69	-0.61	-0.53	-0.29	-2.01	0.55	-1.22	-0.13	2.54	-1.56
		商贸零售	-5.36	0.20	-2.05	0.86	-4.40	-0.70	-0.74	1.90	0.26	-0.46
金融	金融地产	银行	-0.22	1.14	-0.91	-0.14	1.66	1.34	1.08	-0.23	-0.06	1.23
		非银金融	-0.17	-0.05	-0.18	0.08	-0.81	1.70	-0.41	-0.14	0.53	1.04
		房地产	-2.73	-0.04	-1.11	0.11	-3.52	0.39	-1.47	-0.04	1.10	-1.48
成长	新能源	电力设备	-0.44	-0.07	0.02	-0.57	-1.24	1.90	-1.08	-0.18	0.07	0.37
		计算机	-2.69	1.70	1.75	0.86	-3.81	0.19	-1.70	1.64	-0.56	-0.02
	TMT	传媒	-3.99	1.04	0.09	0.01	-5.72	0.37	-2.12	0.46	-0.30	-0.22
		通信	-0.64	1.29	3.31	0.15	-2.03	0.29	-0.03	3.58	-1.33	-1.20
		电子	-1.12	2.27	1.82	2.39	-2.65	1.49	-0.86	2.40	-0.95	-0.02
稳定	基础设施及运营	交通运输	-0.98	0.06	-0.34	-0.66	-0.31	1.42	-0.43	-0.59	1.10	-0.10
		公用事业	-1.05	0.72	-1.14	-0.58	0.47	1.08	-0.44	-1.10	1.20	-1.05
		建筑装饰	-2.38	0.67	0.47	-0.23	-1.67	0.71	-0.96	-0.50	0.98	-0.18
其它	环保综合	环保	-3.05	0.55	-0.28	0.37	-2.85	1.10	-1.37	0.54	1.11	-0.75
		综合	-4.05	-1.09	-0.24	0.13	-4.56	2.38	-1.35	2.78	1.06	-0.23

数据来源：wind，东吴证券研究所，以各板块日涨跌幅计算

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。

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>