

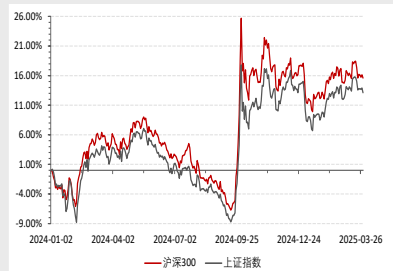
市场研究部

2025 年 4 月 1 日

二季度市场投资策略

看好

市场表现（截至 3 月 28 日）



数据来源：Wind，国新证券整理

春季躁动典型 等待四月决断

2025 年伊始延续去年末的调整，开年大盘跌破 3300 点，叠加长假因素，市场有所震荡回落，随后深蹲再起跳。由于宏观数据和年报季报的空窗期，再加上两会前政策的朦胧期，一年之计在于春的情绪推动下，走出了一波小阳春行情。春节后两市量价齐升，2 月计算机、传媒、电子、汽车、机械的涨幅领先，成交占比也明显超过市值占比。3 月 18 日大盘上探一季度高点，上涨向更多行业板块扩散，之后开始整理回调，港股的表现更加强劲。

宏观经济稳中向好 市场信心仍待提振

今年 3 月 5 日总理在政府工作报告中提出，2025 年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右，这在全球来看仍然是较高的经济增速。3 月制造业采购经理指数（PMI）为 50.5，持续处于扩张区间；EPMI 环比上行 10.6 个百分点至 59.6%，显著超过往年均值。宏观经济稳中向好，一季度开门红可期。

但今年以来市场走势更多为成长股所带动，传统行业整体表现较为平稳，而权重股并未体现出指数级行情，与热情较高的科技成长表现出一定的背离。折射出市场对经济复苏的信心尚有不足，待进入春季后观察经济复苏成色，同时也关注政策效果的持续性。一方面，外需对经济的拉动上升，但抢出口逐渐告一段落，运价逐渐回落；另一方面房地产尚待企稳，不仅对投资影响较大，同时也因居民财富配置较高而影响信心和消费。从 2024 年三季报来看，上市公司的净资产收益率和归母净利润增速均较 2023 年同期有所下降。PE TTM 则处于 2016 年以来的 49.5% 的分位数。特朗普自 2025 年 1 月就职后，延续其贸易保护主义政策，多次增加关税。大国博弈事件冲击或影响短期市场情绪，但不会转变中长期趋势。

投资建议

房地产逐渐告一段落的时代背景下，结构性行情仍可期待。由于基本面的影响更大，风格上逐渐由前期的成长向价值进行再平衡。关注财报业绩表现出色的行业及政策驱动的方向：一是促消费政策持续发力，并在政府报告中着重强调，关注业绩稳健的公司标的；二是国资委出台政策，强调改进和加强央企上市公司市值管理，推动高质量发展；三是部分行业推动供给侧改革、并购重组等政策，可望带来事件驱动机会；四是今年政府工作报告中强调的商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业，以及生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业，可望带来主题性投资机会。新质生产力作为长期主线，挖掘科技成长优质企业，等待调整机会长线配置。

风险提示

1、经济复苏低于预期；2、地缘冲突升级；3、中美贸易摩擦。

分析师：彭竑

登记编码：S1490520090001

邮箱：penghong@crsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、春季躁动典型 等待四月决断	4
二、宏观经济稳中向好 市场信心仍待提振	6
三、特朗普冲击上升 新质生产力培育	9
四、投资建议	10
五、风险提示	12

图表目录

图表 1：2025Q1 春季躁动经典走势	4
图表 2：2 月 TMT 成交集中度较高	5
图表 3：AH 溢价指数大幅降低	5
图表 4：港股科技龙头走势强劲	5
图表 5：融资余额上升 近期略有回落	6
图表 6：物价表现较弱 拖累名义增速	7
图表 7：航运价格震荡走弱	7
图表 8：房地产投资尚待企稳	8
图表 9：房地产销售增幅趋缓	8
图表 10：上市公司 ROE 走低	8
图表 11：上市公司净利润增速下滑	8
图表 12：一季度固收市场回调	9
图表 13：人民币汇率双向波动	9
图表 14：特朗普签署发布《美国优先投资政策》备忘录	10
图表 15：二季度 A 股市场涨跌分布	11

一、春季躁动典型 等待四月决断

2025 年一季度走势整体上是比较典型的春季躁动。2024 年 9 月底政策扭转了悲观预期和下行趋势，但国庆后冲高回落，此后总体区间震荡蓄势。但 2024 年年末开始回调，2025 年开盘跌破 3300 点，随后深蹲再起跳。

由于宏观数据和年报季报的空窗期，再加上两会前政策的朦胧期，一年之计在于春的情绪推动下，走出了一波小阳春行情。节前受去年年末趋势影响，叠加长假因素，市场有所震荡回落，2 月春节后两市量价齐升，到 3 月 18 日大盘上探一季度高点 3437.07，从年前低点上涨 9.26%，之后开始整理回调，总体上科技成长表现更活跃。

图表 1：2025Q1 春季躁动经典走势



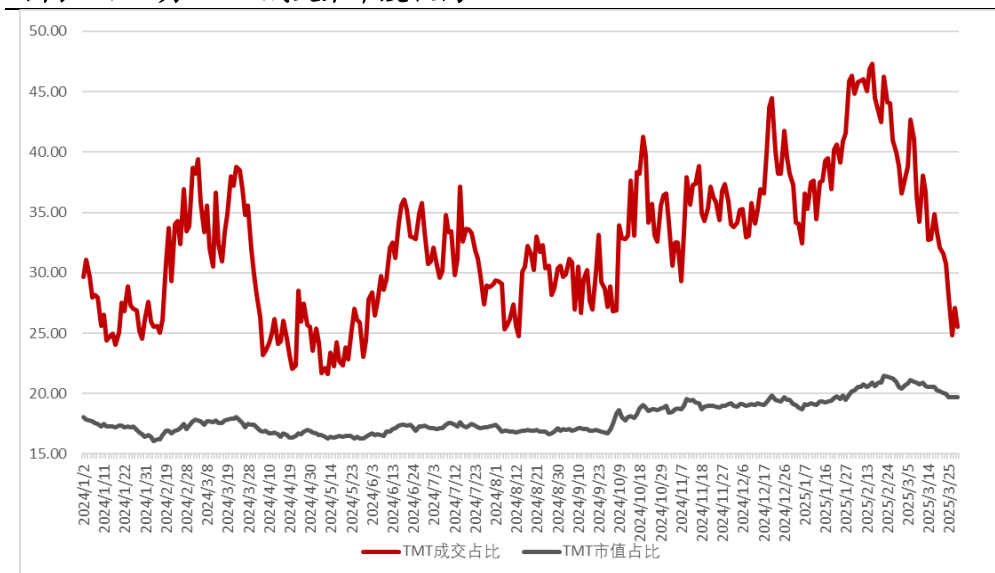
资料来源：Wind，国新证券整理

春节后市场情绪为事件大幅提振。DeepSeek 通过优化算法架构，显著提升算力利用效率，性能比肩 GPT 同时大幅降低成本，企业部署和个人应用快速扩张，推动全球投资者重估中国科创力量，东升西落的信念影响市场表现。

2025 年春晚上，宇树人形机器人的精彩表演引发了广泛关注，机器人板块的走势震荡攀升；截至 2025 年 3 月 29 日，《哪吒之魔童闹海》的全球票房总收入已突破 154 亿元，超越《星球大战：原力觉醒》的票房成绩，跻身全球影史票房榜前五。

在热点事件和赚钱效应的带动下，相关行业板块走势强劲，相对于传统行业涨幅明显。截至 2025 年 2 月 25 日，中信一级行业中，计算机、传媒、电子、汽车、机械的涨幅领先，而煤炭、石油石化、交通运输、食品饮料及商贸零售等行业则相对靠后。此后赚钱效应扩散，权重股也陆续有所表现。

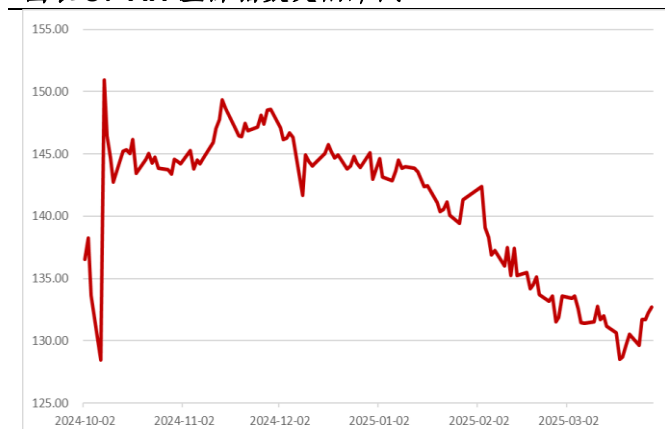
图表 2：2 月 TMT 成交集中度较高



资料来源：Wind，国新证券整理

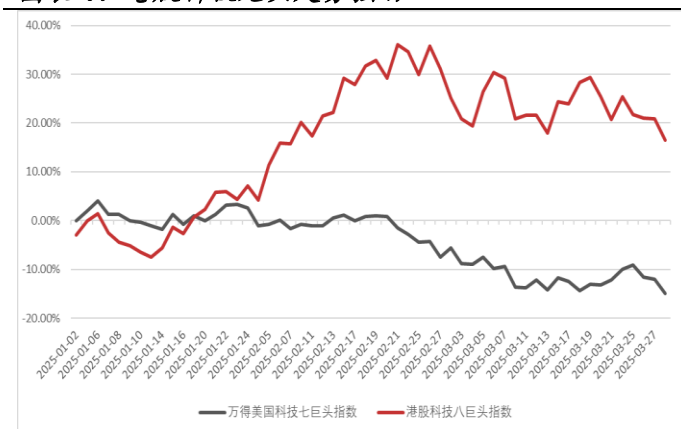
从全球来看，大类资产方面，美元指数震荡走弱，黄金、比特币波动上升，石油、债券等资产表现疲弱。权益方面，美股调整幅度较大，全球市场缺乏表现较好的资产配置，新兴市场的权益表现突出，实际上，本轮港股表现领先 A 股，从而使得 AH 溢价大幅降低。

图表 3：AH 溢价指数大幅降低



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 4：港股科技龙头走势强劲

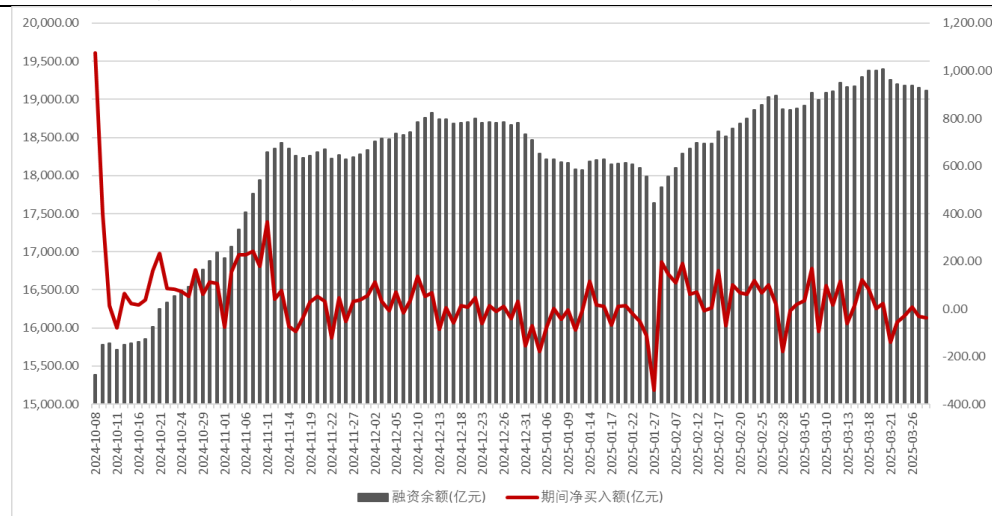


数据来源：Wind，国新证券整理

港股的上涨也更多受科技股龙头的带动，我们将阿里巴巴、腾讯、小米、商汤、比亚迪、百度、美团和中芯国际作为港股科技股龙头的组合，对标美国科技股七巨头，可以看出今年一季度港股科技龙头的走势是遥遥领先。南向资金流入较为坚定，再度争夺内资定价权。

赚钱效益的带动下，融资规模持续上升，又进一步推动了行情的正反馈。从2024年国庆后融资总体净流入，春节前因长假效应小幅流出，春节后逐步攀升至2020年以来最高点。但ETF基金逆势流出，或以左侧交易为主 在下跌中买入而上涨中逐步卖出，不过度追求抄底逃顶。

图表5：融资余额上升 近期略有回落



资料来源：Wind，国新证券整理

二、宏观经济稳中向好 市场信心仍待提振

2024年GDP同比增长5.0%，完成当年增长目标。12月消费和工业增加值增速均比11月明显提高。今年3月17日国家统计局发布数据，1-2月规模以上工业增加值同比增长5.9%，社会消费品零售总额同比增长4.0%，固定资产投资同比增长4.1%。经济保持恢复向好趋势。

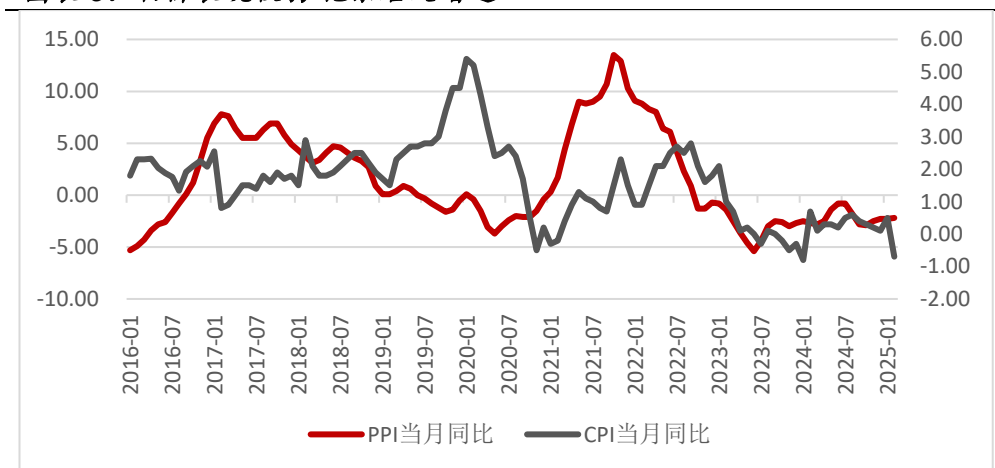
2025年1-2月经济数据显示基本面继续修复，工增和固定资产投资继续提升，其中高新技术拉动经济增长，地产投资跌幅收窄，经济动能结构优化。3月制造业采购经理指数（PMI）为50.5，持续处于扩张区间。3月EPMI环比上行10.6个百分点至59.6%，显著超过往年均值。

3月5日，两会上总理在政府工作报告中提出，2025年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右，这在全球来看仍然是较高的经济增速，从1-2月的经济数据及近期的高频数据来看，一季度的GDP增速有望能超过5%，经济开门红可期。

但今年以来市场走势更多为成长股所带动，传统行业整体表现较为平稳，而权重股并未体现出指数级行情，与热情较高的科技成长表现出一定的背离。

这背后折射出市场对经济复苏的信心尚有不足，待进入春季后观察经济复苏成色，同时也关注政策效果的持续性。当前，中国经济指标中可以看出，生产的增速是持续大于需求的增速，从而使得价格表现较为低迷，从而拉低了名义 GDP 的增速和预期。1-2 月份全国规模以上工业企业利润下降 0.3%。

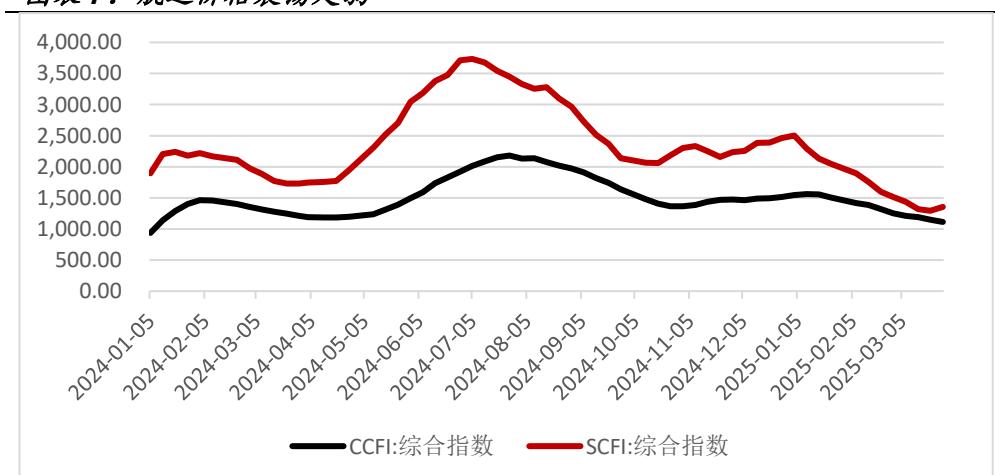
图表 6：物价表现较弱 拖累名义增速



资料来源：Wind，国新证券整理

2024 年的经济总量中，外需拉动的比例逐渐提升。2024 年 12 月，以美元计，出口增长 10.7%，较前值上升 4 个百分点，高于市场预期和近 5 年季节性，全年出口增速 5.9%，对经济增长有所支撑。但这或有一定在特朗普加关税前抢出口的驱动因素。今年 1-2 月，我国出口同比增长 2.3%，降幅有所回落，航运价格随之也震荡回落。

图表 7：航运价格震荡走弱



资料来源：Wind，国新证券整理

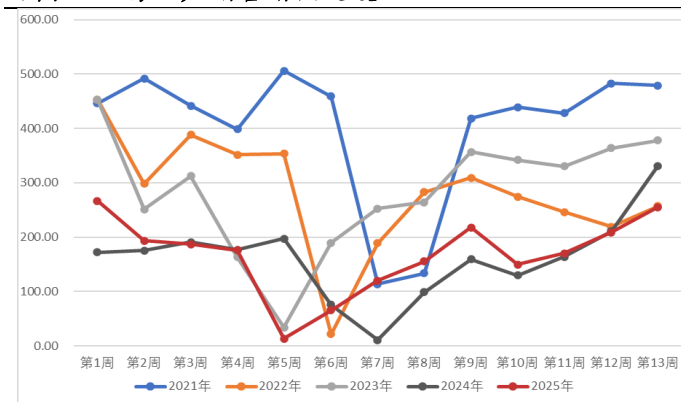
房地产对经济的影响虽然有所下降，但由于规模较大，其影响仍然不可忽视。同时居民资产配置也是以房产为主，资产的增值与否，对于信心和消费也有较大的影响。2022 年以来，房地产多轮调控放松，均有一定的脉冲效应，当前房地产交易边际趋缓，后续复苏仍待观望。

图表 8：房地产投资尚待企稳



数据来源：Wind，国新证券整理

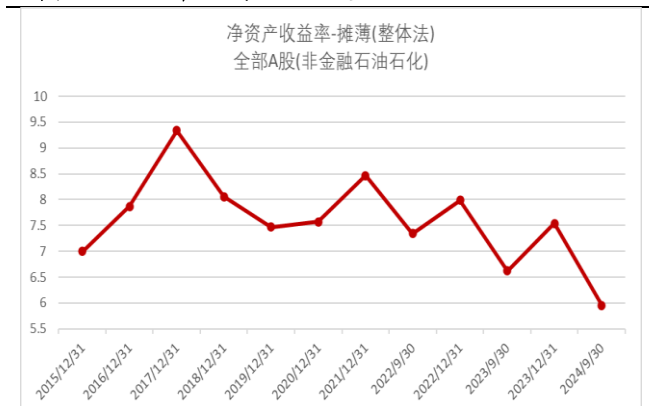
图表 9：房地产销售增幅趋缓



数据来源：Wind，国新证券整理

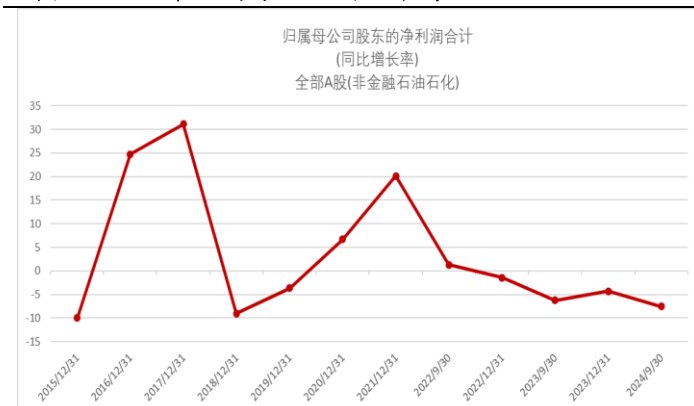
宏观政策是从 2024 年 9 月底密集出台，此前经济有阶段性的走弱，叠加物价对名义增速的影响，从而使上市公司的业绩有较大的压力。从 2024 年三季报来看，上市公司的净资产收益率和归母净利润增速均较 2023 年同期有所下降。从估值情况看，当前非金融石油石化的全部 A 股 PE TTM 为 22.36 倍，如果抛开 2015 年水牛的扰动，则当前市场估值处于 2016 年以来的 49.5% 的分位数，相对处于中位数的水平，因为十年期国债的收益率持续下降，同时上市公司分红有所上升，从而有一定的吸引力。但总体而言，投资者观望情绪较重，仍等待基本面业绩驱动上行。

图表 10：上市公司 ROE 走低



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 11：上市公司净利润增速下滑



数据来源：Wind，国新证券整理

三、特朗普冲击上升 新质生产力培育

近年来，习总书记多次强调高质量发展，培育新质生产力。2月17日上午，民营企业座谈会召开，中共中央总书记习近平出席并发表重要讲话。2月25日，国务院总理李强到三大运营商调研科技创新工作。民营企业和国企央企可望通过发挥各自的优势，相互协同共同进步，推动中国经济质升量增。

图表 12：一季度固收市场回调



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 13：人民币汇率双向波动



数据来源：Wind，国新证券整理

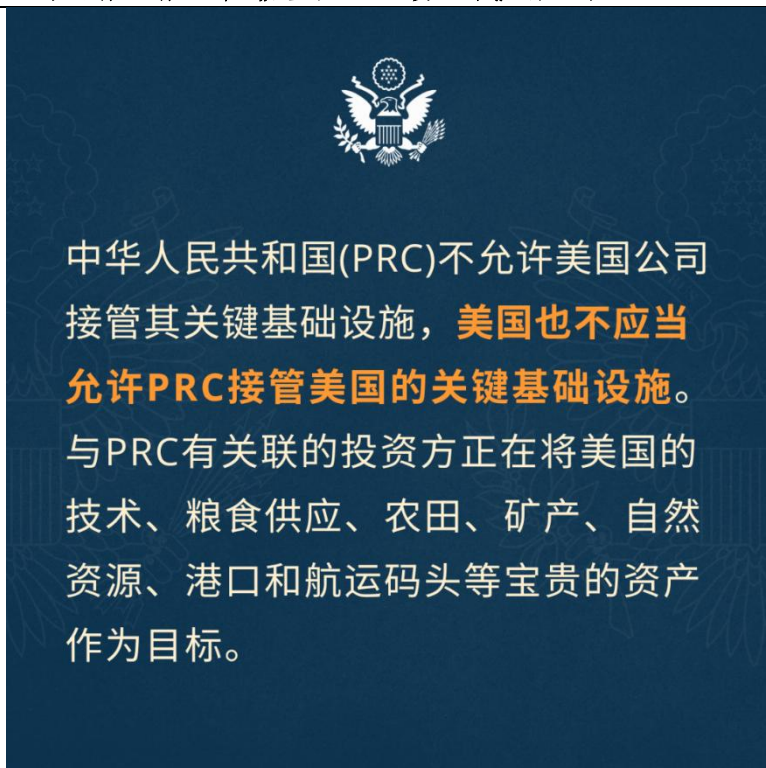
货币政策预计将保持合理宽裕，央行多次表示将择机降准降息。但关于流动的表态以及实际操作上，整体呈现出较为审慎的态度。结合近期央行上调跨境融资宏观审慎调节参数、发行离岸央票等一系列操作来看，都充分表明货币政策在稳定汇率方面的诉求十分强烈。但预计只是对前期市场单边过度的预期阶段性的调整，不会完全转向，当前后续降准降息可期，助力经济复苏向好。

总理在政府工作报告中提出，2025年预期赤字率在4%左右，大幅高于2021-2024年水平；全年赤字规模5.66万亿元、比2024年增加1.6万亿元。2025年合计新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元，财政支出强度明显加大。从1-2月财政数据来看，后续需要进一步发力提振。

政策或为应对特朗普冲击留足后手。特朗普自2025年1月就职后，延续其贸易保护主义政策。2月1日，特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税，《美国优先投资政策》备忘录由美国总统特朗普签署并公布，限制与中国等“外国对手”有关联的主体投资于美国的技术、关键基础设施、医疗、农业、能源、原材料或其他战略领域，并限制美国主体对中国等“外国对手”的投资。

3月4日，美国进一步对华加征关税，在原有10%基础上额外增加10%。美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特表示4月1日将有一份有关关税的研究结果出炉，特朗普将根据这份报告决定关税政策。尽管美国目前加征关税并非只对中国一家，但按其贸易逆差规模及大国博弈战略，中国仍将面临不小冲击。

图表 14：特朗普签署发布《美国优先投资政策》备忘录



资料来源：美国驻华大使馆公众号，国新证券整理

李强总理 3 月 23 日在出席“中国发展高层论坛 2025 年年会”时表示，中国已为可能出现的“外部超预期冲击”作了准备，必要时还将推出新的增量政策，确保中国经济能够平稳运行。我们认为，大国博弈的事件冲击或影响短期市场情绪，但不会转变中长期趋势。

四、投资建议

根据春季躁动的一般规律，2 月上涨概率较高，3 月开始高位震荡，板块轮动，而后在 4 月决断全年的主线方向。随着上市公司的年报和一季报陆续披露，市场将会从预期驱动逐渐向现实靠拢，根据经营业绩和景气度对权益资产定价调整。期间低于业绩预期的公司标的，容易冲击影响短期情绪。

从动量的角度来看，一旦上行的趋势高位震荡，意味着赚钱效应开始减弱，估值驱动转为盈利驱动，短期热情将逐渐转为理性，而过度透支的预期又更容易导致离场踩踏，加大调整的幅度。今年一季度已完美再现了这个走势的前半段，而从历史的经验看，2015-2024 年十年间，大盘指数上涨概率为 40%，沪深 300、Wind 全 A 及创业板指上涨概率也未过五成。

图表 15：二季度 A 股市场涨跌分布

二季度涨跌幅	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	上涨概率
上证指数	14.12	-2.47	-0.93	-10.14	-3.62	8.52	4.34	4.50	-2.16	-2.43	40%
沪深300	10.41	-1.99	6.10	-9.94	-1.21	12.96	3.48	6.21	-5.15	-2.14	50%
创业板指	22.42	-0.47	-4.68	-15.46	-10.75	30.25	26.05	5.68	-7.69	-7.41	40%
万得全A	22.46	1.07	-1.16	-11.79	-4.62	14.74	8.99	5.10	-3.20	-5.32	50%
石油石化	24.21	-2.48	-4.77	-1.99	-5.57	-1.17	7.05	6.25	-0.23	-0.62	30%
煤炭	22.91	-1.37	0.60	-8.55	-1.82	-0.16	12.43	8.85	-5.25	2.33	50%
有色金属	15.07	6.31	-5.53	-18.59	-2.19	10.61	14.95	6.49	-7.20	-3.21	50%
电力及公用事业	31.05	-2.60	-0.38	-13.03	-3.78	3.90	-5.43	3.66	4.18	5.31	50%
钢铁	28.64	-3.44	-3.02	-9.44	-8.79	5.98	7.95	0.41	-6.39	-7.85	40%
基础化工	28.18	3.61	-6.70	-10.89	-11.53	15.98	21.39	8.33	-9.32	-5.94	50%
建筑	11.68	-5.70	-4.20	-15.98	-9.94	-3.59	-3.46	-0.18	-0.10	-4.94	10%
建材	19.44	-0.71	-2.10	-17.02	-3.39	8.14	-1.09	6.95	-10.38	-7.95	30%
轻工制造	38.55	0.00	-8.83	-12.82	-13.68	12.28	-1.02	1.55	-3.51	-13.78	40%
机械	36.86	3.29	-10.02	-17.82	-8.17	12.79	6.63	7.50	5.24	-7.66	60%
电力设备及新能源	26.68	2.79	-8.23	-21.18	-11.53	20.55	31.38	13.88	-3.70	-10.05	50%
国防军工	41.49	2.12	-14.93	-18.80	-9.77	13.83	10.44	4.97	1.22	-3.27	60%
汽车	20.31	3.34	-0.90	-10.69	-8.75	10.08	22.64	24.91	3.28	-3.62	60%
商贸零售	19.85	-6.63	-6.13	-13.10	-8.02	17.72	0.40	0.06	-7.48	-16.21	40%
消费者服务	31.98	-10.32	-8.00	3.15	2.54	48.96	-5.84	25.27	-23.89	-20.38	50%
家电	30.51	7.46	14.39	-5.31	3.48	19.10	-7.22	12.66	7.12	-0.02	70%
纺织服装	33.15	-2.70	-9.69	-9.39	-11.71	-0.94	8.69	0.83	0.61	-9.55	40%
医药	24.62	3.07	0.17	-2.06	-6.50	30.79	17.41	-2.82	-6.56	-9.25	50%
食品饮料	28.26	11.29	9.19	9.03	13.02	30.33	9.07	21.19	-11.34	-12.78	80%
农林牧渔	33.49	-2.04	-11.65	-12.09	-3.71	0.15	-8.48	-3.55	-10.72	-7.49	20%
银行	13.94	1.71	4.69	-10.73	2.85	2.05	-2.06	-2.27	2.58	7.59	70%
非银行金融	-6.04	-1.51	8.68	-12.42	1.61	5.82	-5.64	-0.13	-0.01	-4.66	30%
房地产	23.28	-3.59	1.62	-16.86	-9.30	6.42	-7.59	-8.38	-8.39	-11.56	30%
交通运输	39.11	-7.02	-1.69	-10.69	-3.55	6.74	0.54	8.61	-7.38	2.74	50%
电子	29.54	9.96	2.79	-16.63	-10.52	30.29	23.77	2.01	-4.66	0.72	70%
通信	32.45	4.79	-1.93	-22.28	-7.28	8.26	4.72	-0.49	12.83	-0.29	50%
计算机	17.04	2.34	-8.07	-15.12	-9.70	19.50	14.75	-2.20	-4.64	-14.06	40%
传媒	18.72	-8.80	-8.27	-19.07	-15.76	21.79	2.35	-5.10	6.86	-19.81	40%
综合	31.49	-2.77	-3.26	-23.60	-13.80	2.35	22.87	-4.52	-9.37	-25.39	30%
综合金融	0.00	0.00	-15.76	-27.73	-11.10	8.06	0.31	-15.74	-3.66	-10.49	20%

资料来源：Wind，国新证券整理

但历史也不会简单的重复，房地产逐渐告一段落的时代背景下，结构性行情仍可期待。由于基本面的影响更大，风格上逐渐由前期的成长向价值进行再平衡。关注财报业绩表现出色的行业及政策驱动的方向：一是促消费政策持续发力，并在政府报告中着重强调，关注业绩稳健的公司标的；二是国资委出台政策，强调改进和加强央企上市公司市值管理，推动高质量发展；三是部分行业推动供给侧改革、并购重组等政策，可望带来事件驱动机会；四是今年政府工作报告中强调的商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业，以及生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业，可望带来主题性投资机会。

市场并不会单边上涨，调整带来更好的入场机会。从中长期的角度看，高层多次强调要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市。从土地财政转向股权财政，需要高质量发展的资本市场助力推动。资本市场在分担创新风险、促进创新资本形成等方面具有独特优势。有利于引导资源配置，并为投资者带来更多选择和回报。长期来看，居民的权益资产配置占比将会上升，中长期慢牛可期。而科技金融居五篇大文章首位，科技创新是大国竞争的制高点所在，从竞争中走出来的科技龙头企业，可望能创造产品应用需求，打开市场空间，并为投资者带来丰厚回报。二季度可望等待合适的时机，再度加大配置。

五、风险提示

- 1、经济复苏低于预期；
- 2、地缘冲突升级；
- 3、中美贸易摩擦。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

彭斌，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层(100020)

传真：010-85556155 网址：www.crsec.com.cn