



Research and
Development Center

可能是季度级别的风格变化

——行业配置主线探讨

2025 年 3 月 31 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
联系电话：+86 18817552575
邮箱：lichang@cindasc.com

可能是季度级别的风格变化

2025 年 3 月 31 日

核心结论：

- **2025 年 3 月以来市场风格有所变化。**我们认为这种风格变化背后的原因主要有板块轮动、季节性、指数接近区间上沿等。不同因素影响风格变化的时间不同，综合来看我们认为当下的风格变化至少会持续 2-3 个月。
- **板块轮动的影响时间：两周到一个月。**一次季度级别上涨的尾声，往往会出现较弱风格补涨，一次季度级别下跌的尾声，也往往会出现季度级别补跌。这种板块轮动往往是由交易层面的风险释放驱动的，与基本面关系不大，时间最短两周，最长 1 个月。
- **季节性的影响时间：持续到 4 月底。**每年 1-4 月市场风格的季节性规律较强，尤其是 2 月小盘成长胜率较高，4 月大盘价值胜率较高。以这个维度来看，风格转变至少要到 4 月底。
- **业绩兑现弱的成长牛市中较大休整：2-3 个月。**成长股牛市如果是有业绩的阶段，例如 2013 年的 TMT、2020Q2-2021Q3 的新能源，可以持续 1 年每个季度都有超额收益，但如果是没有业绩的阶段，例如 2014-2015、2019-2020Q1 年，2-3 个季度超额收益后，往往会伴随着季度超额收益回撤。
- **牛市或者震荡市通常都会有风格变化。**我们认为指数如果重新跌回震荡区间下沿，则可能会重演去年 12 月到今年 1 月的风格，风格偏红利价值，持续时间可能为 1 个月左右。指数如果突破上行，按照牛市震荡后再突破的历史情况，风格大概率会扩散，会有利于顺周期、消费、主题性价值表现。突破后再演绎成长。现阶段成长占优的是长期逻辑，价值占优的是估值，业绩层面成长价值都没有进入确定的不断增长的业绩兑现期。一旦某一方向业绩兑现，那么这一方向可能会成为后续牛市的主线之一。
- **未来 1 个月配置建议：家电有色（进攻属性有出海、顺周期、产能格局，防御属性有红利）>钢铁建筑（市值管理+经济预期修复）>金融（ETF、保险等资金稳定买入）>港股互联网（估值不高，外资还有回流的空间）**
- **未来 3 个月配置建议：上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）>金融（地产风险尾声+ETF、保险等资金稳定流入）>消费（政策支持力度大）>港股互联网（成长中偏价值的方向）**
- **上游周期：**商品价格长期来看主要受产能格局的影响，但在 1-2 年的时间范围内受库存周期的影响更大。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。黄金上涨是商



品长期牛市还在的重要证据之一。有色金属为代表的部分上游周期品受供给趋紧的影响有涨价动力。

- **金融地产：**之前3年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。鼓励ETF发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。非银金融板块中，证券直接受益于金融政策变化，保险基本面改善后可能会有弹性。
- **消费：**长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。可以关注部分具有较强高分红属性的细分行业，如家电。
- **成长：**长期来看，AI和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。短期来看，未来1个季度，AI、机器人等成长板块会面临两个扰动：一是目前AI产业链的利润兑现仍然不确定。A股历史上，业绩兑现偏弱的成长股牛市有2014-2015年和2019年，这两个阶段成长股超额收益波动较大。一般来说有2个季度超额收益后，往往会有2-3个月的超额收益回撤。二是4月伴随着年报和一季报披露，A股主题行情有降温趋势，投资者会更关注业绩。
- **一级行业未来3个月具体配置方向：**（1）上游周期：有色金属&石油石化（产能格局好、顺周期、红利价值）；（2）金融地产：银行（大盘价值、ETF、保险等资金流入、红利）>证券（政策受益+上涨行情中弹性大）&保险（基本面改善）；（3）消费：家电（ROE稳定+现金流充裕）；（4）成长：港股互联网（成长中偏价值的方向）。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031



目录

一、市场主线风格探讨：可能是季度级别风格变化	6
1.1 板块轮动对风格变化的影响时间：两周到一个月	6
1.2 季节性对风格变化的影响时间：可能持续到4月底	6
1.3 业绩兑现弱的成长牛市中较大休整：2-3个月	8
1.4 牛市或者震荡市通常都会有风格变化	10
1.5 风格和行业供需格局分析及配置建议	11
1.5.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，部分上游周期品有涨价动力	14
1.5.2 金融地产：地产下行风险接近尾声，ETF、保险等资金稳定流入	14
1.5.3 消费：估值上台阶空间不大，或可关注高现金流行业	15
1.5.4 成长：产业趋势仍强，短期有季节性因素的扰动	15
1.5.5 出海：长期逻辑强，短期美国贸易政策不确定性仍然存在	15
1.6 PB-ROE 模型度量行业估值性价比	16
二、市场表现跟踪	18
2.1 市场表现回顾：3月周期和消费表现较好，成长回调	18
2.2 市场情绪跟踪：3月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄	20
三、宏观、中观基本面跟踪	24
3.1 投资	24
3.2 外需	24
3.3 工业	25
3.4 通胀	25
3.5 上游：资源品	26
3.6 中游：建材、机械设备	27
3.7 下游：房地产、消费	27
风险因素	29

表目录

表 1：2013 年以来历年 4 月大盘风格胜率达到 100%（单位：%）	7
表 2：2013 年以来历年 4 月价值风格胜率更高（单位：%）	7
表 3：大类行业基本面情况及季度配置顺序	11
表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析	12
表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）	17

图目录

图 1：2020 年 3 月中-7 月中的上涨后期金融补涨（单位：倍数）	6
图 2：2022 年 4 月-7 月初的上涨后期消费补涨（单位：倍数）	6
图 3：Q2 之后经济预期通常走弱（单位：点）	8
图 4：2-3 月通常是居民资金活跃时期，4 月之后通常走弱（单位：万户）	8
图 5：13-15 年成长牛业绩兑现强和业绩兑现弱阶段超额收益波动差别很大（单位：倍）	8
图 6：2013 年 TMT 板块归母净利润增速上行（单位：%）	9
图 7：2013 年 TMT 板块归母净利润增速超过全 A（单位：%）	9
图 8：2014-15 年的 TMT 板块 ROE 震荡（单位：%）	9
图 9：2014-15 年 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大（单位：%）	9
图 10：2013-2015 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）	10
图 11：2019-2021 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）	10
图 12：3 月周期和消费风格表现较好（单位：倍）	18
图 13：3 月大盘指数表现较好（单位：%）	18
图 14：3 月中证 500 表现较好（单位：%）	18
图 15：3 月绩优股表现较好（单位：%）	18
图 16：3 月一级行业涨跌幅（单位：%）	19
图 17：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）	19
图 18：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）	19
图 19：3 月领涨板块估值偏低（单位：%）	19

图 20: 3 月一级行业成交量占比 (5 日 MA) 标准差下降 (单位: %)	20
图 21: 3 月一级行业涨跌幅标准差下降 (单位: %, 点)	20
图 22: 新能源车日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 23: 半导体日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 24: 计算机日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 25: 传媒日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 26: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 27: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 28: 煤炭日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 29: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 30: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 31: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 32: 3 月北向资金持仓占流通市值比例 (单位: %)	23
图 33: 3 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)	23
图 34: 3 月核心资产上涨股票数占比较 2 月下降 (单位: %)	23
图 35: 3 月核心资产估值下降 (单位: 倍)	23
图 36: 2 月基建、地产投资同比增速回升, 制造业投资同比增速下降 (单位: %)	24
图 37: 2025 年 2 月石油、有色金属利润占比回升, 煤炭利润占比下降 (单位: %)	24
图 38: 美国 2 月 CPI 回落至 2.80% (单位: %)	24
图 39: 2025 年 2 月我国出口金额当月同比负增 (单位: %)	24
图 40: 2 月工业增加值和利润总额当月同比大幅上升 (单位: %)	25
图 41: 2025 年 3 月高炉开工率回升 (单位: %)	25
图 42: 2 月 CPI 负增, 核心 CPI 也降为负值 (单位: %)	25
图 43: 2 月 PPI 降幅环比收窄但仍负增 (单位: %)	25
图 44: 猪肉价格、蔬菜价格下降 (单位: 元/公斤)	26
图 45: 鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡 (单位: 元/公斤)	26
图 46: 煤炭库存回升、螺纹钢库存继续上升 (单位: 万吨)	26
图 47: 铜、铝、锌库存持续下降 (单位: 万吨)	26
图 48: 2 月玻璃、水泥价格均下降 (单位: 元/吨, 点)	27
图 49: 1 月挖掘机销量同比下降到 1.1% (单位: %)	27
图 50: 3 月以来 30 大中城市商品房成交面积有所回暖 (单位: 万平米, %)	27
图 51: 2 月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升 (单位: %)	27
图 52: 2 月汽车销量增速回升 (单位: %)	28
图 53: 2 月新能源车销量渗透率为 42% (单位: %)	28

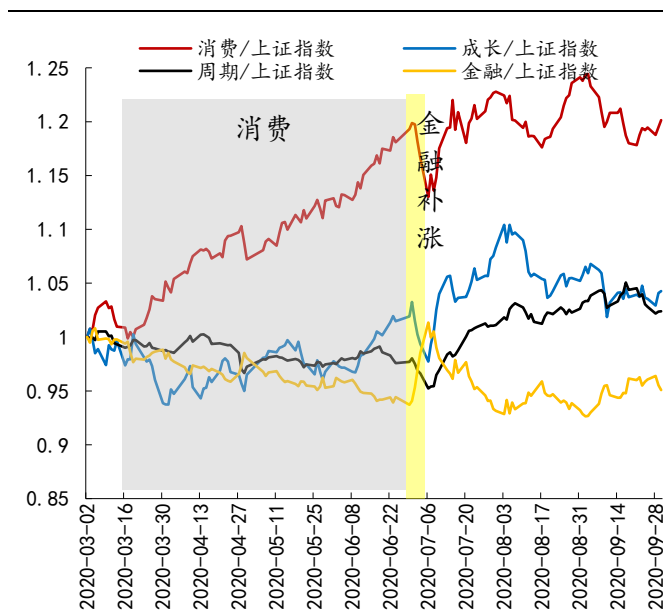
一、市场主线风格探讨：可能是季度级别的风格变化

2025 年 3 月以来市场风格有所变化，2025 年 1-2 月表现最强的成长板块走弱，AI、机器人等板块热度下降。2025 年 1-2 月表现弱的部分板块，如国防军工、建材、煤炭、钢铁等价值板块开始走强。我们认为这种风格变化背后的原因主要有板块轮动、季节性、指数接近区间上沿等。不同因素影响风格变化的时间不同，综合来看我们认为当下的风格变化至少会持续 2-3 个月。

1.1 板块轮动对风格变化的影响时间：两周到一个月

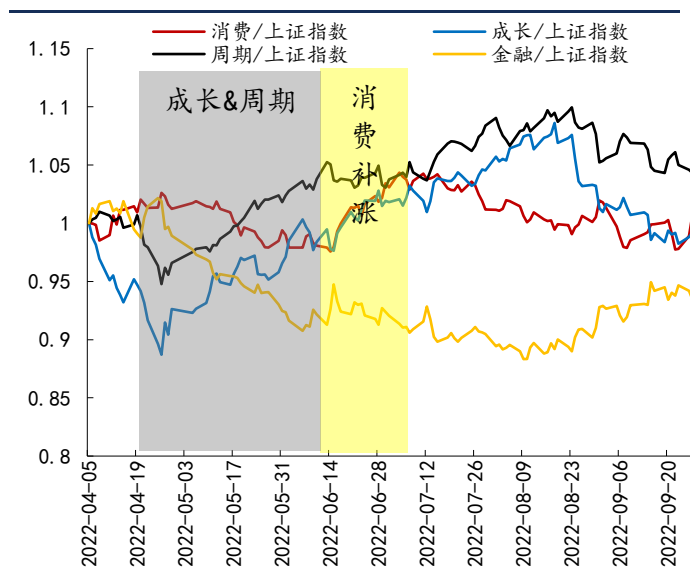
大多数情况下，一次季度级别上涨的尾声，往往会出现较弱风格补涨，一次季度级别下跌的尾声，也往往会出现季度级别补跌。这种板块轮动通常受到交易层面风险释放的影响，与基本面变化关系不大。根据历史经验，轮动的时间最短两周，最长一个月。例如，2020 年 3 月中-7 月中的上涨中，前期是消费板块领涨，到 7 月上旬前期滞涨的大金融板块补涨，带动指数快速上行。2022 年 4 月-7 月初的上涨中，第 1 个月是新能源和周期板块领涨，到第 2 个月食品饮料等消费板块开始补涨。2022 年 11 月-2023 年 3 月初的上涨中，前 2 个月是金融和消费领涨，从第 3 个月开始 TMT 开始补涨。

图 1：2020 年 3 月中-7 月中的上涨后期金融补涨（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2022 年 4 月-7 月初的上涨后期消费补涨（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 季节性对风格变化的影响时间：可能持续到 4 月底

每年 1-4 月市场风格的季节性规律较强，尤其是 2 月小盘成长胜率较高，4 月大盘价值胜率较高。从 2013 年以来的季节性规律来看，每年 Q1 是小盘风格占优的概率较高的时间，尤其是 2 月，小盘风格占优的概率超过 90%。而 4 月大盘风格占优的概率达到 100%。同时，2013 年以来每年 2 月成长风格占优的概率接近 70%，而 4 月价值风格占优的概率也达到 60%以上。以这个维度来看，这一次市场风格向价值转变至少持续到 4 月底。

表 1：2013 年以来历年 4 月大盘风格胜率达到 100%（单位：%）

大盘月涨幅-小盘月涨幅												
时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	-4.8%	-3.2%	0.9%	-9.3%	0.6%	-7.8%	-1.8%	-1.4%	1.7%	-4.7%	-1.3%
2014	-7.9%	-4.9%	1.6%	3.4%	-2.2%	-3.4%	1.2%	-6.3%	-8.7%	0.5%	7.8%	32.0%
2015	-11.1%	-3.9%	-9.9%	3.1%	-24.3%	3.7%	1.4%	2.1%	0.7%	-7.4%	-5.8%	0.2%
2016	9.2%	0.2%	-4.7%	0.0%	0.9%	-5.5%	3.6%	-1.0%	0.1%	0.4%	4.7%	0.3%
2017	5.6%	-1.8%	2.1%	4.6%	9.7%	1.2%	1.1%	-0.7%	-1.6%	7.9%	5.6%	1.9%
2018	9.6%	-3.4%	-6.2%	0.2%	4.5%	2.9%	1.1%	3.0%	4.6%	3.1%	-4.3%	-0.2%
2019	8.4%	-8.4%	-5.6%	5.9%	-0.1%	6.0%	2.4%	0.0%	-1.1%	2.5%	0.4%	-1.3%
2020	-4.2%	-3.6%	1.2%	1.5%	-3.2%	-0.7%	-0.4%	1.5%	3.8%	4.5%	2.1%	6.0%
2021	8.0%	-2.6%	-4.8%	1.1%	-1.7%	-4.4%	-10.7%	-9.5%	4.7%	2.6%	-9.2%	1.1%
2022	3.7%	-4.2%	0.5%	9.0%	-7.4%	2.1%	-7.3%	1.9%	2.3%	-11.2%	3.5%	5.4%
2023	-0.5%	-5.2%	-1.4%	0.8%	-3.4%	1.1%	5.4%	-0.2%	-1.9%	-1.1%	-3.6%	1.2%
2024	11.2%	-3.8%	0.7%	0.8%	1.6%	4.2%	-0.6%	2.5%	-2.2%	-8.4%	-0.3%	4.0%
2025	-1.3%	-5.5%	-0.1%									
大盘风格占优概率	61.5%	7.7%	38.5%	100.0%	33.3%	66.7%	58.3%	41.7%	50.0%	66.7%	50.0%	75.0%
小盘风格占优概率	38.5%	92.3%	61.5%	0.0%	66.7%	33.3%	41.7%	58.3%	50.0%	33.3%	50.0%	25.0%

资料来源：万得，信达证券研发中心

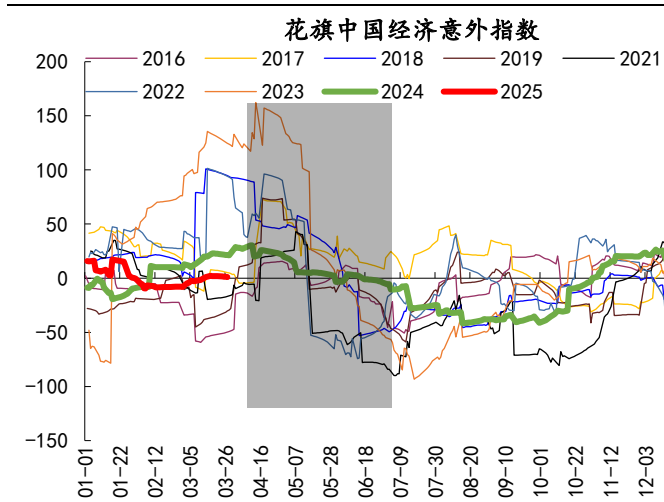
表 2：2013 年以来历年 4 月价值风格胜率更高（单位：%）

高PE月涨幅-低PE月涨幅												
时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	4.0%	5.7%	-1.7%	9.0%	-0.1%	7.0%	-2.2%	3.8%	-6.1%	6.9%	-0.9%
2014	13.7%	2.5%	-7.5%	-2.6%	3.8%	5.7%	-4.7%	8.0%	7.4%	-3.6%	-9.0%	-34.4%
2015	14.0%	9.0%	8.8%	3.8%	22.4%	-12.3%	-3.9%	-6.2%	-2.7%	3.5%	3.1%	-4.0%
2016	-7.2%	-3.3%	3.6%	-2.6%	-2.5%	5.5%	-6.7%	-1.6%	-2.1%	0.3%	-5.3%	-3.8%
2017	-7.7%	1.3%	-3.4%	-7.6%	-11.6%	-1.2%	-3.8%	2.2%	0.8%	-6.6%	-6.4%	-3.5%
2018	-14.0%	4.2%	12.7%	0.3%	-4.1%	-3.8%	-5.0%	-2.3%	-6.1%	-6.3%	5.2%	-0.2%
2019	-8.2%	13.2%	6.3%	-6.7%	3.5%	-2.6%	0.8%	5.8%	0.0%	-0.5%	-1.6%	0.8%
2020	9.9%	11.6%	-3.2%	3.8%	5.1%	13.3%	5.9%	-6.8%	-2.3%	-0.3%	-11.1%	16.0%
2021	0.4%	-9.7%	-2.9%	13.5%	8.3%	12.9%	10.5%	-9.4%	-2.7%	9.2%	7.1%	-12.5%
2022	-10.9%	0.3%	-8.5%	-9.5%	9.7%	9.0%	4.9%	-4.1%	-4.7%	11.0%	-12.8%	0.7%
2023	3.0%	-0.8%	0.5%	-6.6%	4.0%	1.0%	-8.9%	0.8%	-3.5%	5.5%	3.2%	-2.6%
2024	-24.0%	8.0%	4.6%	-4.1%	-6.0%	0.1%	2.1%	-4.8%	5.7%	19.7%	3.0%	-7.0%
2025	-0.8%	8.4%	-4.9%									
高PE风格占优概率	46.2%	69.2%	53.8%	33.3%	66.7%	58.3%	50.0%	33.3%	41.7%	50.0%	50.0%	25.0%
低PE风格占优概率	53.8%	30.8%	46.2%	66.7%	33.3%	41.7%	50.0%	66.7%	58.3%	50.0%	50.0%	75.0%

资料来源：万得，信达证券研发中心

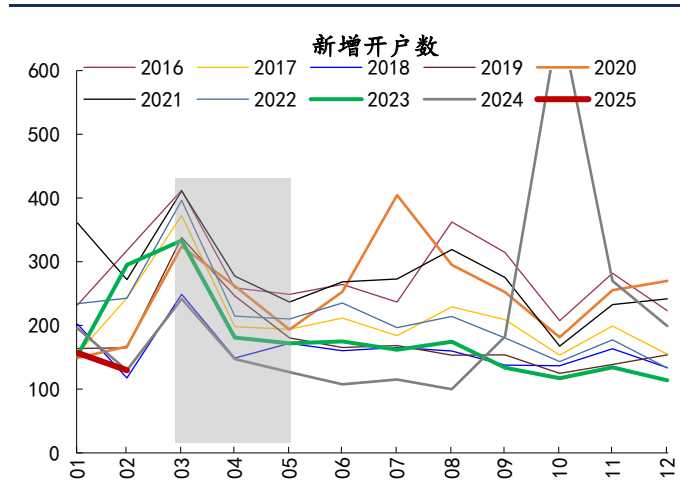
从背后的原因来看，每年 2-3 月是宏观经济数据和盈利数据的空窗期，基本面数据难以证伪。3 月初是两会的召开时间，市场对稳增长政策预期较高。同时，每年 2-3 月也是居民资金相对活跃的时期，流动性比较充裕，因此市场风格会更偏向小盘成长。而进入 4 月后，一方面随着 3 月经济数据披露，剔除春节假期对数据的影响，更能反映经济改善的实际情况。从花旗中国经济意外指数来看，Q2 开始通常逐渐走弱。另一方面，市场开始逐渐面临季报披露，关注点会更偏向业绩兑现。在此背景下，小盘成长风格的持续性受到考验，大盘价值风格的胜率提高。

图 3：Q2 之后经济预期通常走弱（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：2-3 月通常是居民资金活跃时期，4 月之后通常走弱（单位：万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 业绩兑现弱的成长牛市中较大休整：2-3 个月

成长股牛市如果是有业绩的阶段 2013 年的 TMT、2020Q2-2021Q3 的新能源，可以持续 1 年每个季度都有超额收益，但如果是没有业绩的 2014-2015、2019-2020Q1 年，2-3 个季度超额收益后，往往会伴随着季度超额收益回撤。

国内股市历史上 TMT 最强的阶段是 2013-2015 年的移动互联网牛市。这段 TMT 板块超额收益行情持续了接近三年。2012 年底，股市熊市结束，市场企稳的最初 1 个季度，计算机传媒跟随市场反弹，整体超额收益不大，但随着指数上涨到高位，投资者对经济预期出现了新的担心，大部分板块开始逐步见顶。从 2013 年 3 月开始，指数滞涨，但 TMT 板块却逆势越来越强，直到 2013 年 10 月才出现阶段性回撤。

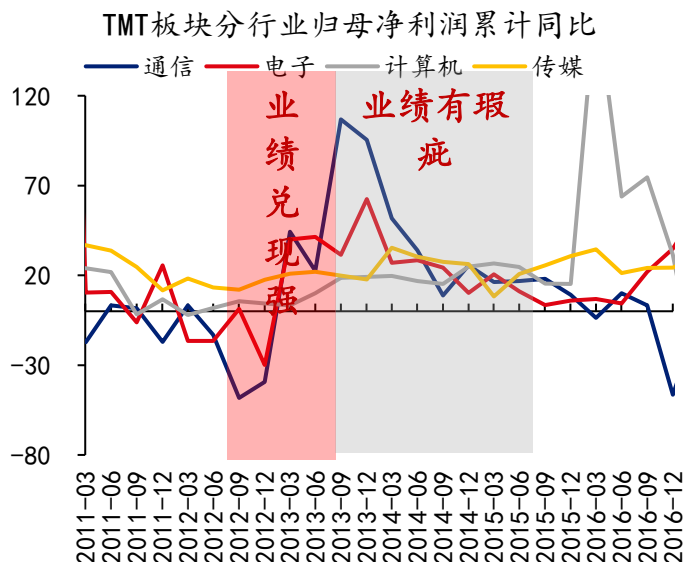
图 5：13-15 年成长股牛市，业绩兑现强和业绩兑现弱阶段超额收益波动差别很大（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

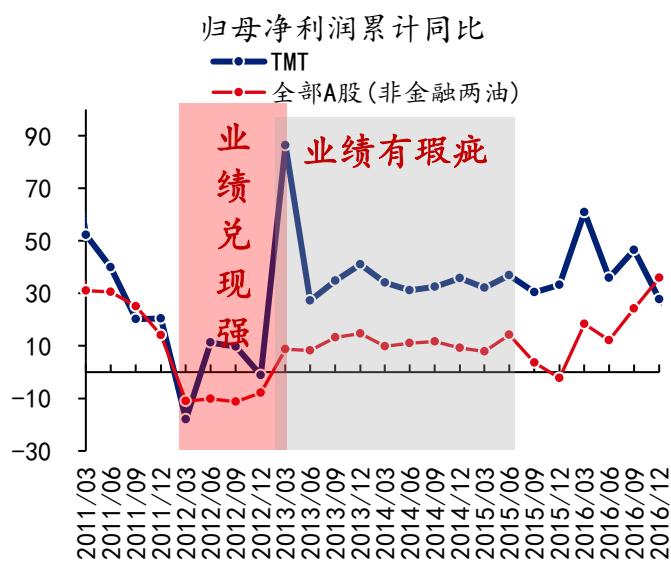
2013 年 TMT 业绩兑现较好，超额收益快速稳定上行。2013 年 TMT 板块受益于产业景气上行+并购重组活跃，盈利兑现较好。2013 年 Q1 全部 A 股（非金融两油）归母净利润增速为 8.7%，而 TMT 板块（传媒、计算机、通信、电子）整体归母净利润增速大幅上升至 86.4%。其中电子行业归母净利润增速大幅回升至 40%，传媒、通信归母净利润增速分别回升至 20.9% 和 44.2%。TMT 行业业绩验证较强，2013 年全年来看，TMT 板块归母净利润增速持续上行，且增速快于全 A（非金融两油）。

图 6：2013 年 TMT 板块归母净利润增速上行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

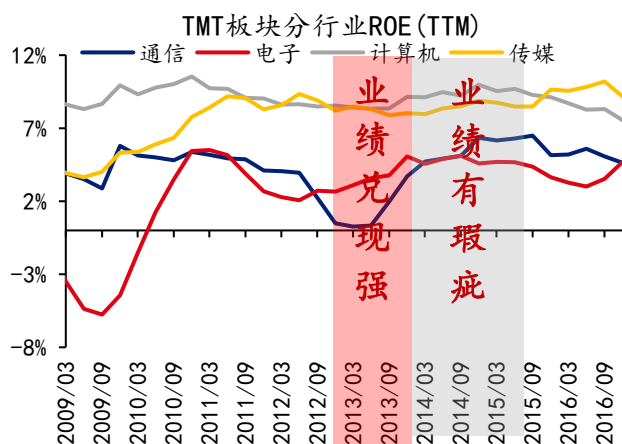
图 7：2013 年 TMT 板块归母净利润增速超过全 A（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

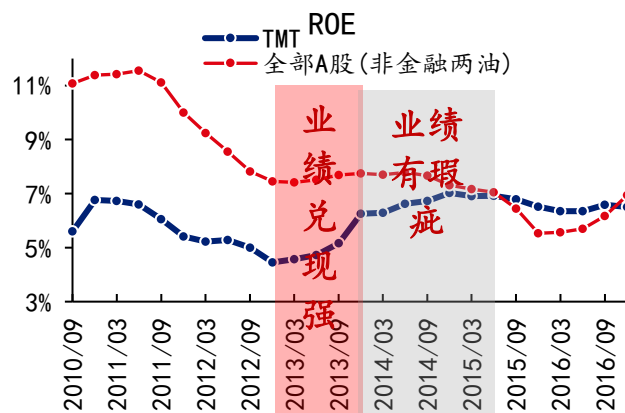
与 2013 年相比，2014-2015 年 TMT 板块的业绩优势有所减弱。虽然在产业景气趋势向上的背景下，震荡回调之后也可能创新高（比如 2015 年上半年的计算机），但与 2013 年相比，超额收益波动明显加大。上涨 1-2 个季度后可能会有 2-3 个月的休整。从 ROE 来看，2014-2015 年 H1 TMT 板块的 ROE 从 2013 年的 6.26% 进一步提升到 7.05%，提升了 0.79 个百分点，但提升速度没有 2013 年快。计算机、传媒 ROE 在 2014 年有小幅提升，但 2015 年又有所下滑。2014-2015 年电子 ROE 则有所下滑。

图 8：2014-15 年的 TMT 板块 ROE 震荡（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2014-15 年 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大（单位：%）

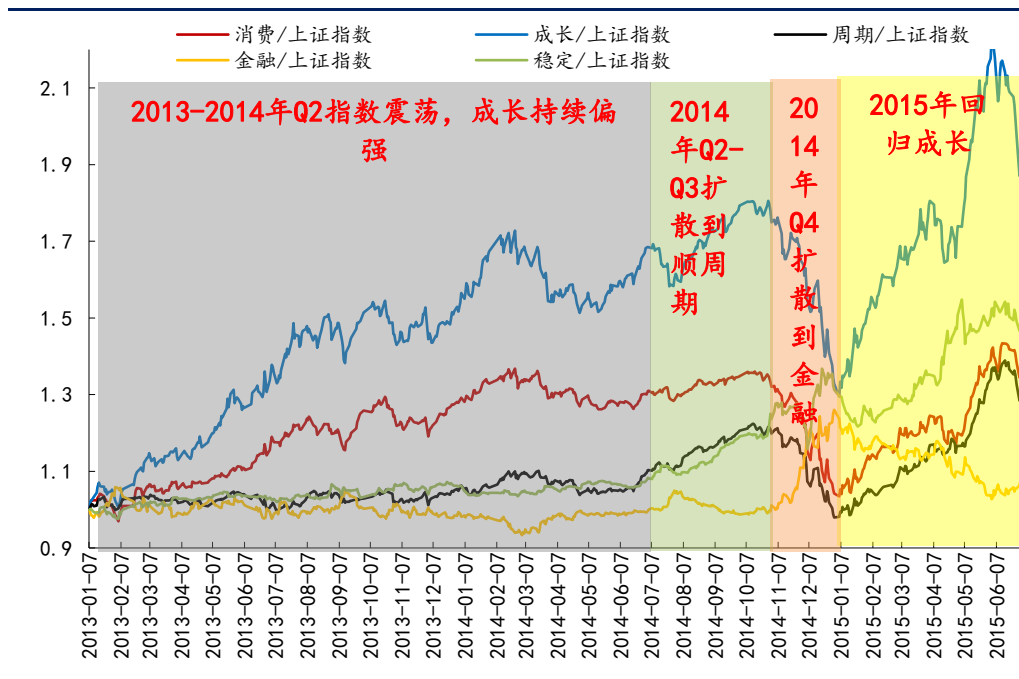


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4 牛市或者震荡市通常都会有风格变化

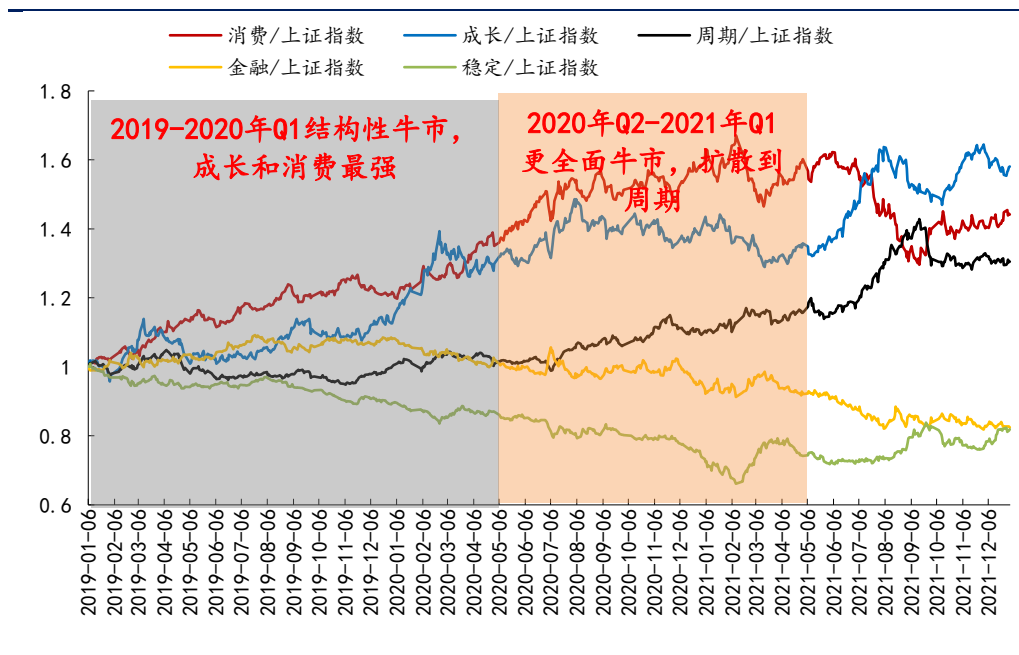
2013 和 2019 年结构牛升级为全面牛的时候，风格都呈现出扩散。2013-2014 年 Q2 指数震荡，成长持续偏强。2014 年 Q2-Q3 领涨板块扩散到顺周期，2014 年 Q4 扩散到金融，2015 年再次回归成长。2019 年-2020 年 Q1 是结构性牛市，风格中成长和消费表现最强。而到 2020 年 Q2-2021 年 Q1 更全面牛市阶段，周期风格也开始表现。

图 10：2013-2015 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：2019-2021 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，指数如果重新跌回震荡区间下沿，可能会重演去年12月到今年1月的风格，即偏红利价值风格占优，持续时间可能在1个月左右。指数如果突破上行，按照历史上牛市震荡后再突破的历史情况，风格大概率会持续扩散，扩散后风格有利于顺周期、消费、主题型价值表现。突破后有望继续演绎成长。现阶段成长占优的是长期逻辑，价值占优的是估值，业绩层面成长价值都没有进入确定的不断增长的业绩兑现期。一旦某一方向业绩兑现，那么这一方向可能会成为后续牛市的主线之一。

1.5 风格和行业供需格局分析及配置建议

未来1个月配置建议：家电有色（进攻属性有出海、顺周期、产能格局，防御属性有红利）>钢铁建筑（市值管理+经济预期修复）>金融（ETF、保险等资金稳定流入）>港股互联网（估值不高，外资还有回流的空间）

未来3个月配置建议：上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）>金融（地产风险尾声+ETF、保险等资金稳定流入）>消费（政策支持力度大）>港股互联网（成长中的价值）

表3：大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本格局	未来1年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然较难使行业长期格局完全扭转，但经济出现失速风险的可能性降低，我们认为对ROE预期稳定和存量资产重估均有利。资本市场活跃度提高，有利于非银金融利润提升。	低	低
消费	需求下降除了受经济周期的影响，可能还受人口、收入等长期因素影响；	消费补贴政策持续推进。需求修复的弹性和空间不确定性大；仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升。	低	低
上游周期	碳中和长期压制产能，之前10年产能建设不足，可能存在产能周期。	2025年海外经济可能偏强，中国经济逐步摆脱下滑的压力，但尚需时间，经济修复可能要等下半年。	中等	高
中游材料	没有明显的产能建设不足问题，传统下游受房地产长周期下行影响，中国产能全球替代。	国内需求稳定尚需时间。政策可能催化主题性的机会。	中等	中等偏低
成长	AI、军工、机器人等新的成长产业机会逐渐显现。	半导体周期上行；消费补贴扩容利好消费电子；AI重点关注下游应用能否突破；新能源产能压力尚未完全消化。	中等	中等
稳定类	竞争格局稳定，股息率高，成长性较弱。	我们预计基本面年度弹性不大，重点关注国企改革等主题性机会。	中等	中等
未来1个月配置建议	家电有色（进攻属性有出海、顺周期、产能格局，防御属性有红利）>钢铁建筑（市值管理+经济预期修复）>金融（ETF、保险等资金稳定流入）>港股互联网（估值不高，外资还有回流的空间）			
未来3个月配置建议	上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）>金融（地产风险尾声+ETF、保险等资金稳定流入）>消费（政策支持力度大）>港股互联网（成长中的价值）			
2025年度配置建议	新赛道（AI、军工）；新逻辑（高ROE、ETF权重）；政策影响下的主题（房地产、破净个股市值管理）			

注：（1）相对估值为行业PB/万得全APB

（2）红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心



表 4：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	产能释放比较有限。国内需求修复尚需时间。	有色金属&石油石化（产能格局好、顺周期、红利价值） 商品价格长期来看主要受产能格局的影响，但在 1-2 年的时间范围内受库存周期的影响更大。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。 黄金上涨是商品长期牛市还在的重要证据之一。历史上黄金上涨，大多是商品全面牛市的领先信号。有色金属为代表的部分上游周期品受供给趋紧的影响有涨价动力。
	石油石化	长期资本开支不足。	海外经济可能仍偏强。中美原油需求进一步增长有不确定性；自愿原则下 OPEC+减产可能不及预期。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	存在产能释放压力，国内需求修复尚需时间。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	国内需求修复尚需时间。可能有政策性主题行情。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，全球政治经济变局重塑黄金定价逻辑。	海外经济可能仍偏强；美联储降息节奏不确定可能导致价格波动大。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	二手房销售回暖和政策补贴提振消费建材需求；供给冲击仍存，但可能有边际改善。	
	机械设备	存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量，部分细分领域有出海和国产替代逻辑。	低空经济、人形机器人、3C 设备等成长相关细分领域受益于政策支持、自主可控，AI 应用落地等因素，可能逐步有业绩兑现。特朗普关税政策可能影响出口链。国内需求修复尚需时间。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代，出口竞争力提高。	整车需求受益于以旧换新补贴政策。自主品牌出海进入海外设厂布局阶段。自动驾驶、机器人等概念可能带来新的增量。国内需求修复的时间和弹性不确定；新能源车渗透率逐渐接近 50%；特朗普关税政策可能影响出口链。	建议关注：家电（ROE 稳定+现金流充足） 长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。估值抬升空间或有限。消费板块中，家电优势在于 ROE 比较稳定。同时，家电板块具备高自由现金流的特征，竞争格局稳定，资本开支下降，具备积极分红的特质，有望实现系统性的估值提升。
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	“以旧换新”政策支持需求。白电板块兼具安全边际和高分红、高现金流可能带来的弹性。人民币贬值利好出口企业盈利修复。地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	社会服务	部分子行业集中度提高，但核心壁垒还在构建。	并购重组活跃度提高背景下部分景区有望受益；冰雪旅游等主题行情阶段性活跃；酒店行业供给端出清后景气筑底回升；国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧，消费升级长期逻辑暂时没有进一步证明。	餐饮需求受益于消费券发放；乳制品库存较低；量贩零食渠道拓展速度较快；白酒需求复苏仍需时间；	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化，政策监管趋严，海外制裁可能成为黑天鹅。	二级市场可能回暖带动国内投融资情况改善；地方化债有利于推动医疗设备采购需求回升；政策支持创新药发展；集采和反腐仍然可能对行业预期有扰动。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度可能不够。	猪价上行，成本下降，有利于养殖板块盈利改善；粮食安全主题；能繁母猪补栏速度偏慢；种业或仍处于产能出清过程中。	
	美容护理	国产品牌替代。	医美新材料、新产品的上市可能带来增量需求；渠道变革的加成减弱；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	IP 消费需求增长；传统零售竞争格局改善；AI 赋能板块主题行情。国内需求修复的时间和弹性不确定。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	纺织服饰	国产品牌替代，出口竞争力提高，毛利率较低。	家纺补贴推进；体育产业政策支持；海外库存水平较健康，头部厂商集中度提高；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	“以旧换新”政策支持家居需求；部分细分行业仍有产能过剩压力；地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	



板块	行业	长期基本格局	未来 1 年供需格局	综合评价
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。双碳、一带一路可能提高景气度。	稳增长发力，订单增加。化债力度加大有利于资产负债表修复。	建议关注：银行（大盘价值、市值管理、ETF 和保险资金流入）>证券（政策受益+上涨行情中弹性大）&保险（基本面改善） 之前 3 年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。鼓励 ETF 发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。 非银金融板块中，证券直接受益于金融政策变化，保险基本面改善后可能会有弹性。
	交通运输	航空产能出清，航运超级周期可能已结束，快递物流竞争格局一般。	公路铁路等高股息板块受益于利率下降；促消费政策支持航空需求；直营快递竞争格局较好；快递件量基数高；海运可能出现供需紧张缓解；国内需求修复的时间和弹性不确定；跨境物流受特朗普关税政策影响不确定。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	并购重组活跃度提升有利于部分公司整合优质资产；成本压制有所缓解；总量层面增量逻辑不多。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊转牛拐点弹性大，短期基本面压制接近尾声。	
	银行	金融去杠杆，房贷不炒，压制收入和利差。	降息对利润有压制，稳增长促使信贷扩张。	
	房地产	房贷不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松；部分城市二手房销售有回暖迹象；地产销售全面恢复仍需时间。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率提升速度较快。长期需求强。	行业资本开支在 2021 年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。库存周期可能触底。	建议关注：港股互联网（成长股中的偏价值方向）>AI（新逻辑，短期可能降温） 长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。 短期来看，未来 1 个季度，AI、机器人等成长板块会面临两个扰动：一是目前 AI 产业链的利润兑现仍然不确定。A 股历史上，业绩兑现偏弱的成长股牛市有 2014-2015 年和 2019 年，这两个阶段成长股超额收益波动较大。一般来说有 2 个季度超额收益后，往往会有 2-3 个月的超额收益回撤。二是 4 月伴随着年报和一季报披露，A 股主题行情有降温趋势，投资者会更关注业绩。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定；“十四五”收官之年订单周期有望带来业绩切换；库存周期触底可能上行。	
	通信	5G 基站建设也已出现一段高速增长，但 5G 应用尚在探索普及阶段。	运营商资本开支少，利润稳定；AI 有望驱动资本开支提高；算力产业链国产化需求。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	半导体周期回升；消费电子补贴提振需求；AI 应用如果有突破利好硬件需求增长。	
	计算机	AI、机器人、智能驾驶等新的产业逻辑逐步显现，数字经济高速发展。	政策支持低空经济、数字经济；化债有利于 to G 需求复苏；AI 对盈利的影响方向较明确，节奏不确定。传统计算机下游需求和经济相关性强；	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期；线上需求受宏观经济影响小；港股互联网竞争格局清晰，前期人员出清后有利于利润释放；文化产业出海有望持续，但可能受到海外政策的扰动。平台经济监管常态化。	

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心



1.5.1 上游周期：产能格局仍有正面支撑，部分上游周期品有涨价动力

商品价格长期来看主要受产能格局的影响，但在1-2年的时间范围内受库存周期的影响更大。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。2024年上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，我们认为这与行业长期资本开支不足带来的产能格局改善有关。根据历史经验，每一轮2年左右商品上涨的初期，商品价格大多是领先GDP的，所以商品刚开始涨价时，大多感觉到是供给原因主导的。历史上商品牛市底部可能会出现领先需求回升（GDP、库存周期）1-2个季度的情况。但商品价格较难在1年以上维度和GDP走势背离。我们认为2025年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。虽然海内外仍有一些影响需求的负面因素，比如美国经济滞胀、国内房地产下行的风险尚未完全消退，但我们认为负面影响的力度可能会逐渐减弱。

黄金上涨是商品长期牛市还在的重要证据之一。自2022年11月以来，黄金价格持续上涨，截至2025年3月不断创下历史新高。历史上黄金上涨，大多是商品全面牛市的领先信号。在2008年Q4、2019年也出现过，黄金比其他商品更强，但随后的2009年和2020年均是商品的全面牛市。同样，1980-2005年，历次商品周期中，黄金价格都是领先其他商品的，领先的时间大多在半年-1年之间。我们认为背后的原因在于，黄金是所有商品中较为特殊的，金融属性较强，需求和工业企业的相关性不大，更容易受到各类投资者配置意愿的影响。我们认为，影响黄金的核心因素中，长期通胀可能是更重要的。因为如果以5年或更长时间为视角，黄金和其他商品价格差异反而不大。

有色金属为代表的部分上游周期品供给趋紧，有涨价动力。2025年2月中国收紧对钨、钼、锑、铋、钽等工业金属的出口管制，同月刚果（金）暂停钴出口，3月Bisie锡矿停产。部分小金属伴随着供给趋紧有涨价动力。

1.5.2 金融地产：地产下行风险接近尾声，ETF、保险等资金稳定流入

之前3年持续偏弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束，有望带来银行持续低估后的修复。国内经济层面，之前3年比较大的风险项是地产。2021年之后银行PB下降速度比ROE更快，也是因为投资者主观上认为房地产销售和房价的下降可能会导致银行的ROE出现较为明显的下降。目前来看，商品房销售已经逐渐企稳，虽然没有二手房销售改善强，但底部逐渐显现。之前3年，地产销售都是在房地产放松政策之后1个季度有回升，随后快速下滑。但从去年9月以来，地产销售虽然有波动，但中枢正在逐渐震荡企稳。我们认为，房地产下行风险可能已经接近尾声，对金融体系的冲击也基本上告一段落。银行等行业持续低估有望得到修复。

鼓励ETF发展、市值管理、驱动长期资金入市等政策天然有利于银行等板块。在新国九条政策体系下，推动中长期资金入市是资本市场稳定发展的重要举措。保险、养老金等中长期资金更倾向于配置银行等低估值、高分红的板块。同时伴随着ETF市场快速发展，银行作为指数权重股能够吸引稳定的资金流入。此外，考虑到政策层面对市值管理的强化和引导，银行板块当前大部分个股处于长期破净状态，有望在市值管理的推动下实现估值修复。



1.5.3 消费：估值上台阶空间不大，或可关注高现金流行业

长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。因此估值波动下限可能要低于 16-21 年的估值下限，或者 PB 底部震荡的时间可能拉长。消费板块的年度基本面虽然有扩内需政策支持的影响，但需求修复的弹性和空间仍有较大的不确定性。我们认为在长期逻辑较难进一步验证的情况下，仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升，因此估值上台阶空间可能不大。

消费板块中，可以关注部分具有较强高分红属性的细分行业，如家电。家电优势在于 ROE 比较稳定。2004-2010 年是家电 ROE 大幅抬升的阶段，之后的竞争格局基本稳定，即使有 2011-2015 年的经济下台阶和最近 3 年的房地产下降的影响，家电 ROE 都没有受到太多影响。从内需来看，“以旧换新”政策有望对全年家电消费需求形成支撑。我们认为，同时考虑到家电的很多公司还有出海逻辑的加持，ROE 下降的概率较低，是较好的投资机会。同时，家电板块具备高自由现金流的特征，竞争格局稳定，资本开支下降，具备积极分红的特质，有望实现系统性的估值提升。

1.5.4 成长：产业趋势仍强，短期有季节性因素的扰动

长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。DeepSeek 的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度。所以从长期逻辑的角度，DeepSeek 加快了 AI 技术进步的速度。DeepSeek 横空出世，使得全球投资者对中国互联网资产关注度提高。AI 技术进步和资本开支增加带来的景气上行趋势没有改变。

短期来看，未来 1 个季度，AI、机器人等成长板块会面临两个扰动：一是目前 AI 产业链的利润兑现仍然不确定。A 股历史上，业绩兑现偏弱的成长股牛市有 2014-2015 年和 2019 年，这两个阶段成长股超额收益波动较大。一般来说有 2 个季度超额收益后，往往会有 2-3 个月的超额收益回撤。二是 4 月伴随着年报和一季报披露，A 股主题行情有降温趋势，投资者会更关注业绩。季节性规律来看，4 月通常也是大盘价值胜率较高。成长风格有降温的可能。

1.5.5 出海：长期逻辑强，短期美国贸易政策不确定性仍然存在

出口数据较强可能的催化因素是海外的高通胀。最近 2 年出海是 A 股较热门的投资热点之一，但如果我们观察出口的数据，其实从 2020 年就已经开始出现明显中枢的回升。从时间点上来看，2020 年的情况是，2018 年开始的中美贸易冲突有所缓和，国内房地产销售增速下降尚未开始。2020 年之后全球最大的变化是疫情和部分国家的通胀，但疫情的影响减弱后，出口数据依然很强，可能是通胀的影响。我们认为背后的原因可能是，当没有通胀或温和通胀的时候，很多国家的内部供需错配不明显，出口商品要想打开新的市场很难。但如果很多国家存在通胀，则意味着存在着明显的供需错配，通过进出口缓解供需错配很多时候比增加产能更容易。所以制造业有优势的经济体更容易在全球通胀上行期出口大幅增长。

美国贸易政策不确定性仍然存在。美国关税政策变化在未来 1 年内仍然可能持续给出海带来负面影响。例如 4 月起美国加征关税范围将进一步扩大。包括对加拿大、墨西哥加



征关税暂缓执行结束，对进口美国的汽车以及零部件征收 25%关税等。

1.6 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块中，上游资源品煤炭、石油石化、有色金属低估程度略有下降，中游周期制造中的钢铁、建材、机械设备高估程度有所提升。截至 3 月 28 日煤炭、石油石化、有色金属估值均较 2 月有所提升，低估程度略有下降。钢铁、建材、机械设备估值同样均较 2 月有所提升，高估情况更明显。

(2) 成长板块中，TMT 的估值有所下降，高估程度略有下降。军工估值有所提升。截至 3 月 28 日，TMT 板块的 PB 分位数较 2 月有小幅下降，除通信外整体处于高估状态，高估程度略有下降。军工 PB 估值提升到过去 10 年中等水平。电力设备 PB 估值变化不大。我们认为成长板块后续可能出现分化，建议关注 ROE 能够出现回升从而消化高估值的细分行业。

(3) 消费板块估值较 2 月有所提升。当前存在一定程度高估的行业为汽车、家用电器、医药生物。截至 3 月 28 日，消费板块 PB 分位数较 2 月有所提升。汽车当前 PB 分位数处于过去 5 年 90% 以上的偏高水平。家电、商贸零售 PB 估值提升到过去 5 年中等水平，其余大部分消费板块的 PB 分位数处于过去 5 年较低水平。农林牧渔、食品饮料、社会服务、纺织服饰等板块由于 ROE 相对稳定，目前的 PB 水平仍存在一定低估，但需要注意 ROE 波动范围收窄后，估值抬升空间或有限。

(4) 金融估值较 2 月小幅提升，银行 PB 分位数仍然大于 ROE 分位数。截至 3 月 28 日金融板块的 PB 分位数处于过去 5 年中等偏上水平。非银金融由于三季报 ROE 分位数出现了明显改善，在一定程度上消化了估值提升，当前并未出现明显高估。银行当前仍有一定的高估。房地产 PB 分位数相对较低。

(5) 稳定类板块估值较 2 月略有提升，当前除建筑装饰外整体低估。稳定类板块估值较 2 月略有提升，当前整体低估。建筑行业 PB 估值稳定在历史低位，但 ROE 受房地产和基建投资的影响较大处于低位，目前仍有一定程度的高估。

表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB, 过去 10 年分位数 (%)	PB, 过去 5 年分位数 (%)	ROE, 过去 10 年分位数 (%)	ROE, 过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数-PB 分位数 (5 年)
周期	煤炭	30.2	27.6	51.2	33.3	21.01	5.68
	石油石化	5.5	10.3	82.9	66.6	77.41	56.28
	基础化工	23.5	26.6	36.5	28.5	12.95	1.87
	钢铁	36.1	57.3	19.5	4.7	(16.64)	(52.61)
	有色金属	33.9	34.9	73.1	47.6	39.18	12.67
	建筑材料	7.5	15.2	2.4	4.7	(5.15)	(10.45)
	机械设备	58.5	74.2	53.6	28.5	(4.94)	(45.74)
消费	汽车	88.4	93.8	51.2	90.4	(37.18)	(3.41)
	家用电器	29.9	50.8	26.8	19.0	(3.06)	(31.83)
	社会服务	17.4	28.5	68.2	95.2	50.84	66.71
	食品饮料	22.3	10.8	95.1	90.4	72.80	79.58
	医药生物	8.7	17.5	4.8	9.5	(3.92)	(8.01)
	农林牧渔	3.4	6.9	53.6	61.9	50.17	55.00
	美容护理	21.2	11.2	51.2	47.6	30.02	36.37
	商贸零售	40.2	47.9	36.5	71.4	(3.73)	23.55
	纺织服饰	16.9	25.0	53.6	80.9	36.73	55.88
	轻工制造	17.6	18.2	21.9	28.5	4.31	10.29
稳定	建筑装饰	5.8	11.6	4.8	9.5	(0.96)	(2.06)
	交通运输	9.7	17.5	39.0	66.6	29.27	49.09
	公用事业	24.5	32.2	68.2	80.9	43.66	48.65
	环保	14.3	28.7	26.8	33.3	12.48	4.60
金融	非银金融	26.8	53.8	31.7	52.3	4.90	(1.50)
	银行	26.5	53.2	4.8	9.5	(21.69)	(43.68)
	房地产	8.1	16.2	9.7	19.0	1.64	2.82
成长	电力设备	29.8	22.7	12.1	4.7	(17.70)	(18.01)
	国防军工	41.7	35.2	56.0	19.0	14.33	(16.18)
	通信	53.2	81.6	97.5	95.2	44.33	13.61
	电子	58.2	60.9	29.2	28.5	(29.01)	(32.44)
	计算机	54.7	65.9	4.8	9.5	(49.91)	(56.40)
	传媒	52.6	70.8	41.4	61.9	(11.19)	(8.91)
其他	综合	26.2	40.6	9.7	19.0	(16.50)	(21.63)

注：PB 为截至 2025 年 3 月 28 日数值，ROE 为 2024 年三季报数值。

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：3月周期和消费表现较好，成长回调

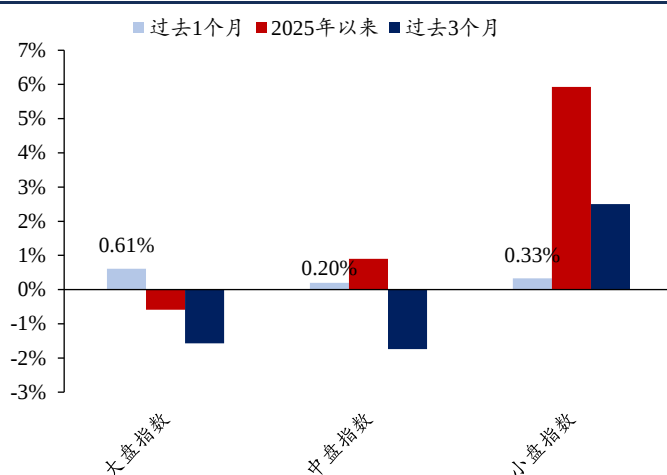
从市场风格来看，3月周期和消费风格表现较好，成长风格回调。主要风格板块中，2025年3月周期风格涨幅3.26%，消费风格涨幅2.52%，成长风格则下跌2.19%。从大小盘风格来看，2025年以来小盘风格表现较好，但3月大盘指数涨幅0.61%，小盘指数涨幅0.33%。从主要指数涨跌幅来看，3月中证500涨幅1.0%，在指数中涨幅居前。3月绩优股指数涨幅4.3%，而亏损股指数跌幅3.5%。

图 12：3月周期和消费风格表现较好（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

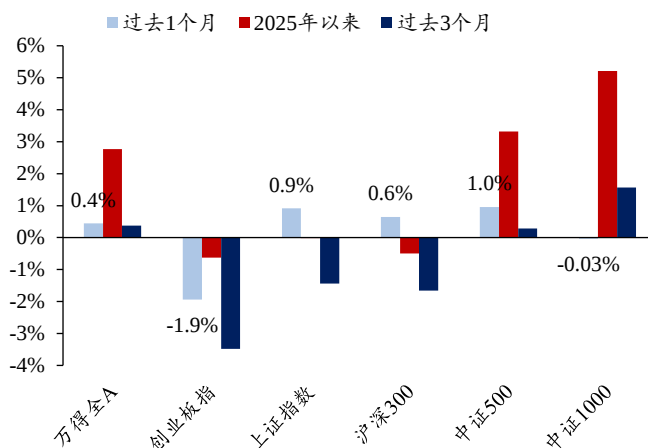
图 13：3月大盘指数表现较好（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：过去1个月统计区间为：3月1日-3月28日

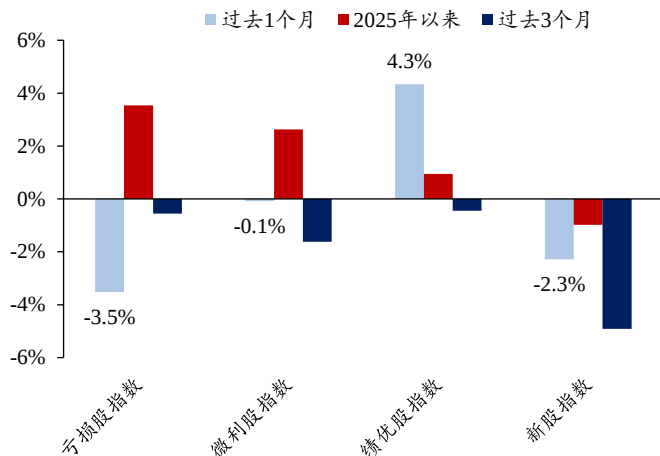
图 14：3月中证500表现较好（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：过去1个月统计区间为：3月1日-3月28日

图 15：3月绩优股表现较好（单位：%）

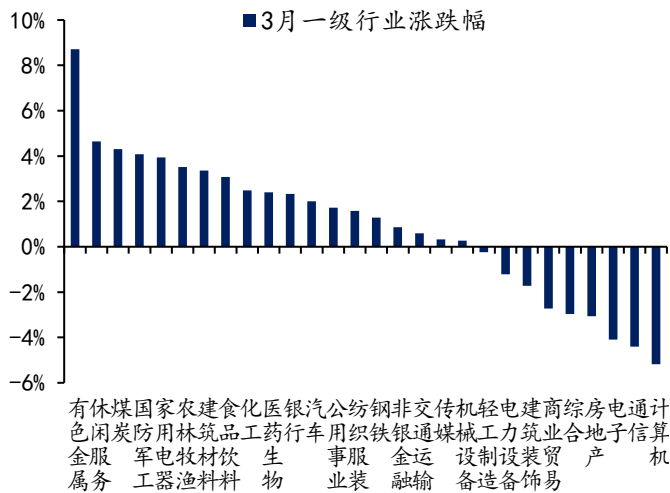


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：过去1个月统计区间为：3月1日-3月28日

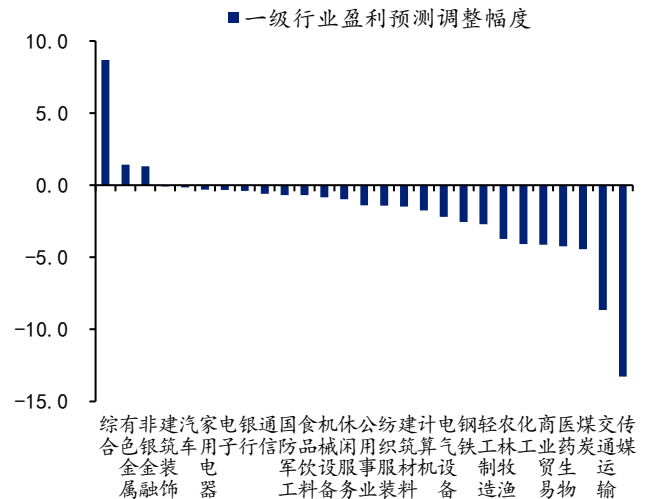
行业表现方面，3月申万一级行业中有色金属、休闲服务、煤炭、国防军工、家用电器涨幅居前，而TMT表现居后。截至3月28日，2025年盈利预测上调幅度居前的有色金属、非银金融，传媒、交通运输、煤炭2025年盈利预测下调幅度居前。

图 16: 3 月一级行业涨跌幅 (单位: %)



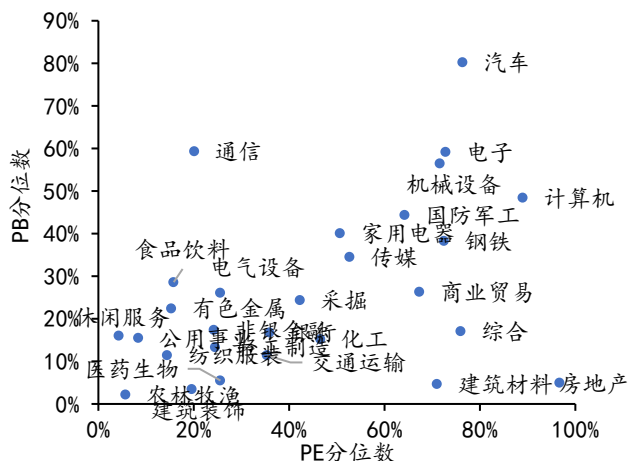
资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至2025年3月28日

图 17：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 2025 年 3 月 28 日

图 18：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至2025年3月28日

图 19: 3 月领涨板块估值偏低 (单位: %)



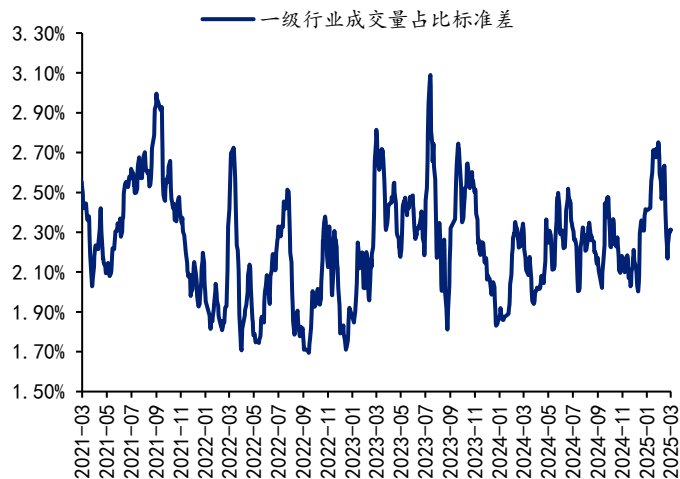
资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 2025 年 3 月 28 日

2.2 市场情绪跟踪：3月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄

3月一级行业成交量和涨跌幅分化收窄。截至3月28日申万一级行业成交量占比标准差为2.31%，较2月25日的高点2.75%小幅下降0.44个百分点。截至3月28日一级行业3个月涨跌幅标准差为5.4%，较2月27日的高点8%下降2.6个百分点

图 20：3月一级行业成交量占比（5日MA）标准差下降（单位：%）

图 21：3月一级行业涨跌幅标准差下降（单位：%、点）



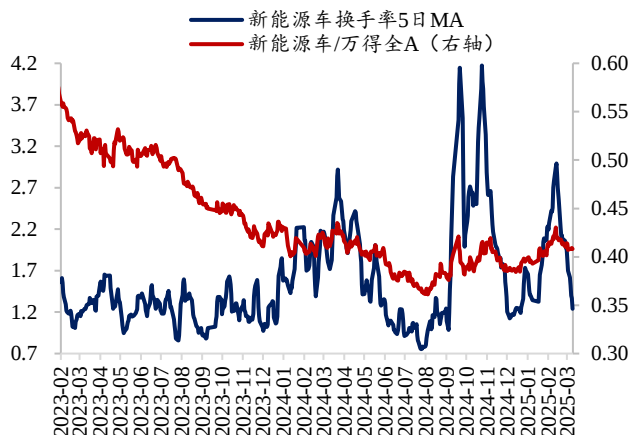
资料来源：万得，信达证券研发中心

注：统计截至2025年3月28日

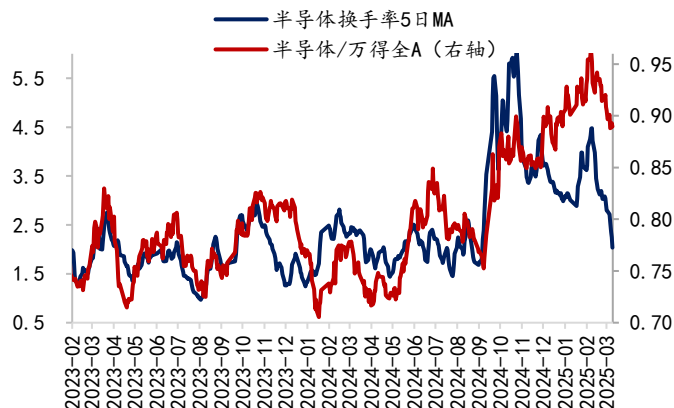
资料来源：万得，信达证券研发中心

注：统计截至2025年3月28日

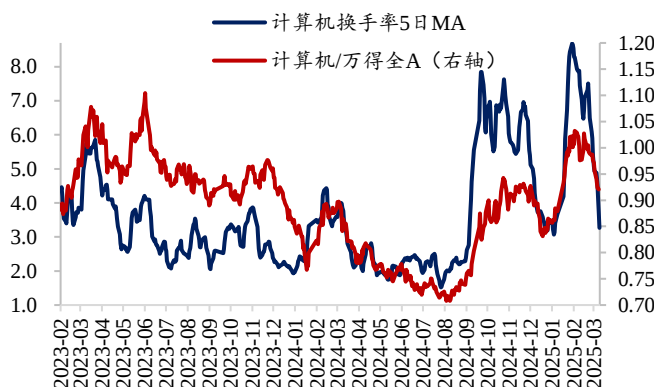
从换手率来看，TMT 热度降温，换手率从历史高位下降到历史 60%-70%的分位水平。消费、红利板块换手率也有所下降。周期板块换手率回升。（1）TMT 换手率相比 2 月有所下降，当前已经下降到 2010 年以来 60%-70%左右分为水平。截至 3 月 28 日，新能源车换手率（5 日 MA）为 1.24%，处于 2010 年以来 30.8%的分位水平。半导体换手率（5 日 MA）为 2.03%，处于 2010 年以来 50%的分位水平。计算机换手率（5 日 MA）为 3.26%，处于 2010 年以来 72.9%的分位水平。传媒换手率（5 日 MA）为 2.28%，处于 2010 年以来 63.6%的分位水平。（2）消费板块换手率较 2 月小幅下降。截至 3 月 28 日，食品饮料换手率（5 日 MA）1.75%，处在 2010 年以来 77.3%的分位水平。医药生物换手率（5 日 MA）为 1.77%，处在 2010 年以来 72.5%的分位水平。（3）周期板块换手率较 2 月有所回升。截止 3 月 28 日，煤炭行业换手率（5 日 MA）为 1.28%，处于 2010 年以来 72.1%的分位水平；有色金属换手率（5 日 MA）为 2.43%，处于 2010 年以来 81.8%的分位水平。（4）银行、建筑换手率较 2 月小幅下降。截至 3 月 28 日，银行行业换手率（5 日 MA）为 0.21%，处于 2010 年以来 68.2%的分位水平；建筑行业换手率（5 日 MA）为 1.15%，处于 2010 年以来 64.7%的分位水平。

图 22：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


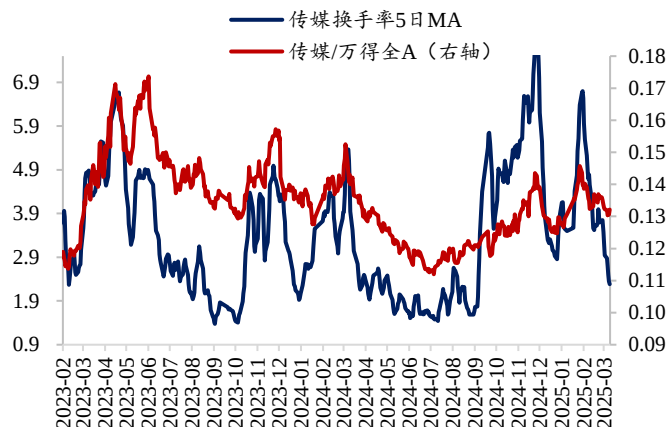
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：半导体日均换手率（单位：%、倍）


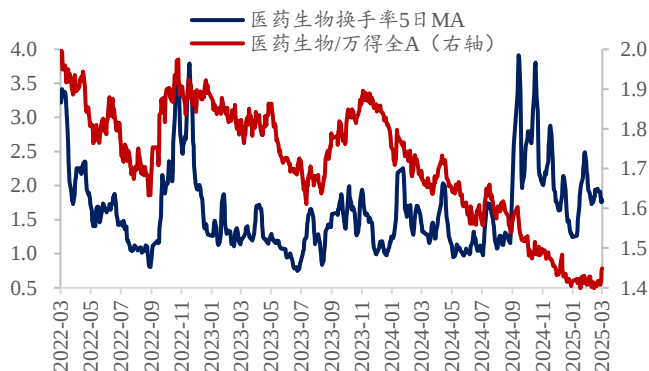
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：计算机日均换手率（单位：%、倍）


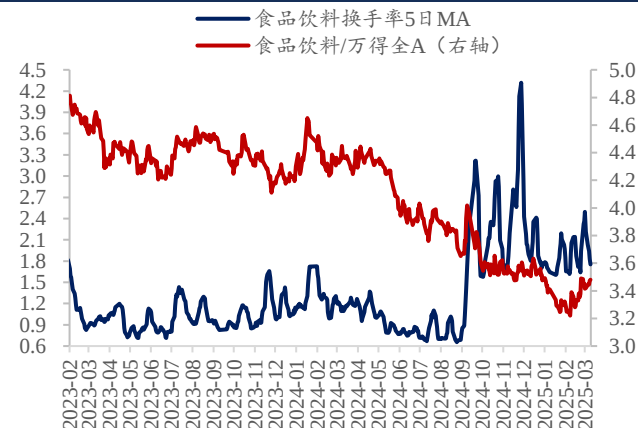
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：传媒日均换手率（单位：%、倍）


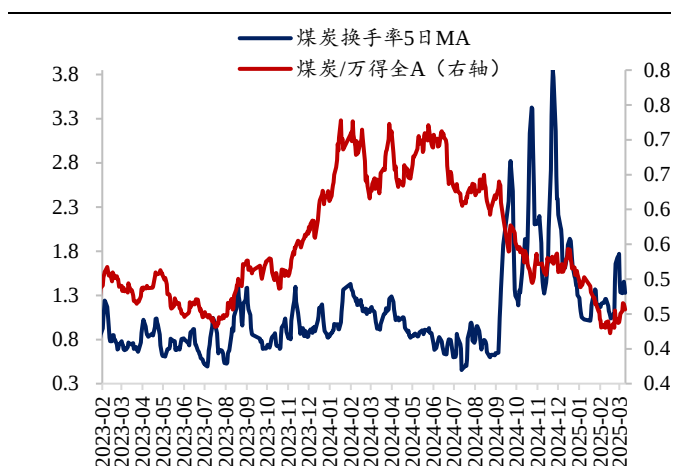
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


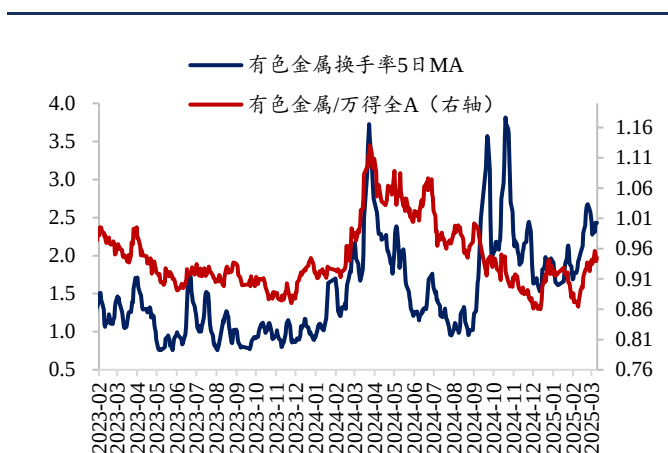
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）


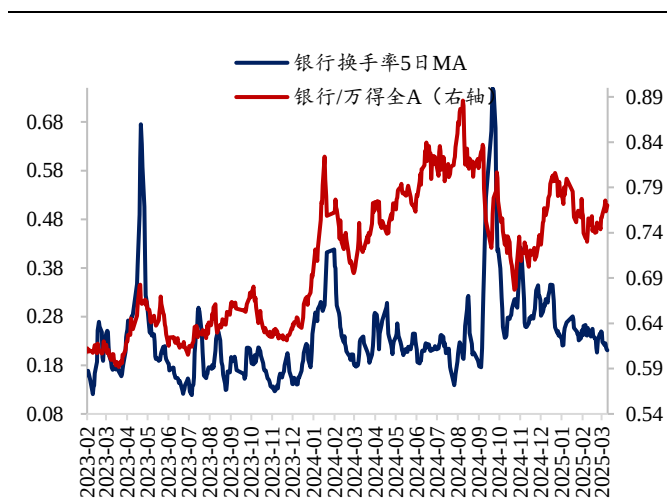
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：煤炭日均换手率（单位：%、倍）


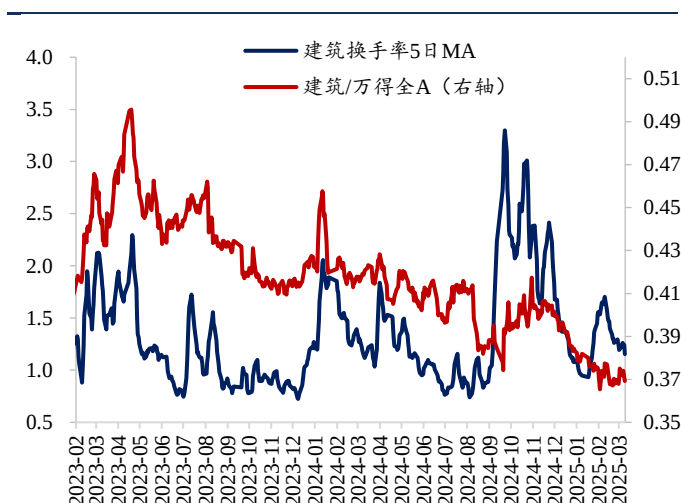
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：有色金属日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：银行日均换手率（单位：%、倍）


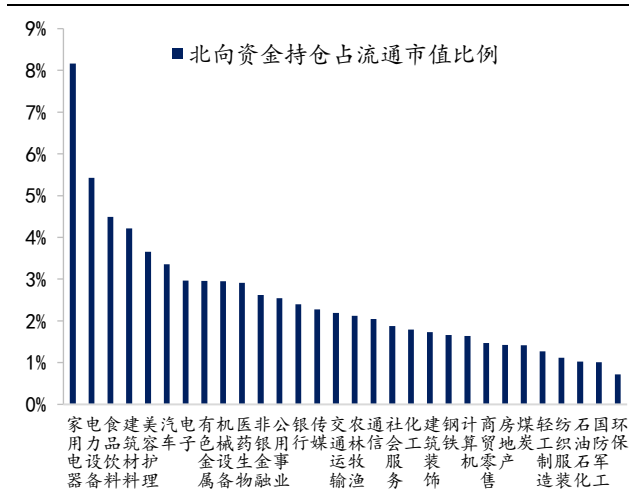
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：建筑日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

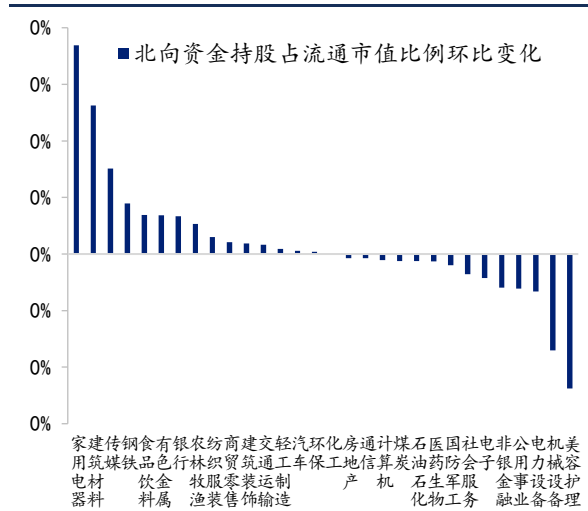
2025 年 3 月北向资金持仓占流通市值比例居前的行业为家用电器、电力设备、食品饮料。3 月北向资金加仓的行业主要为家用电气、建筑材料、传媒。而减仓的行业主要为美容护理、机械设备、电力设备。

图 32：3 月北向资金持仓占流通市值比例（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 3 月 28 日

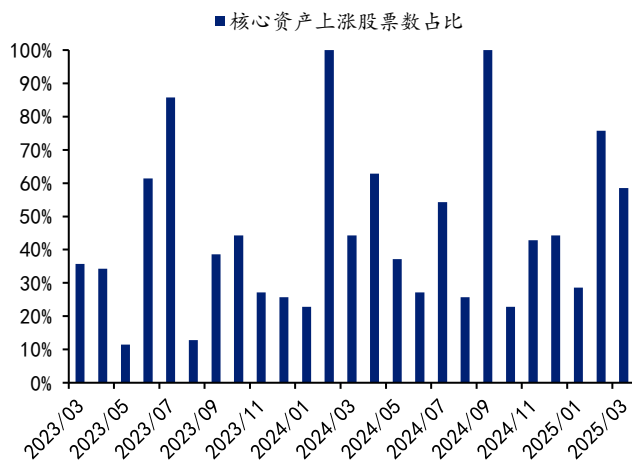
图 33：3 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 3 月 28 日

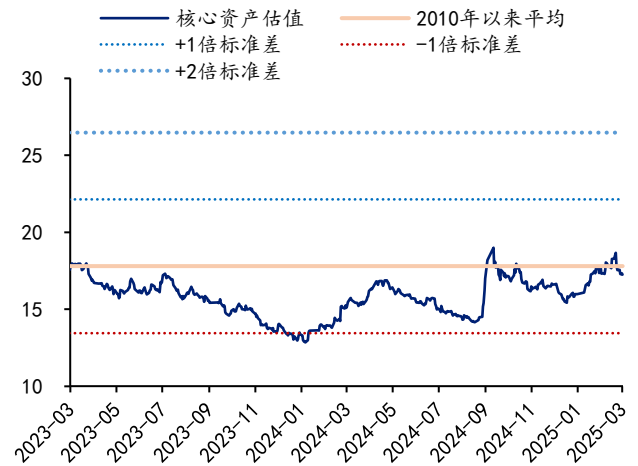
2025 年 3 月核心资产上涨股票占比较 2 月下降，核心资产估值已下降至低于 2010 年以来平均值水平。

图 34：3 月核心资产上涨股票数占比较 2 月下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 3 月 28 日

图 35：3 月核心资产估值下降（单位：倍）

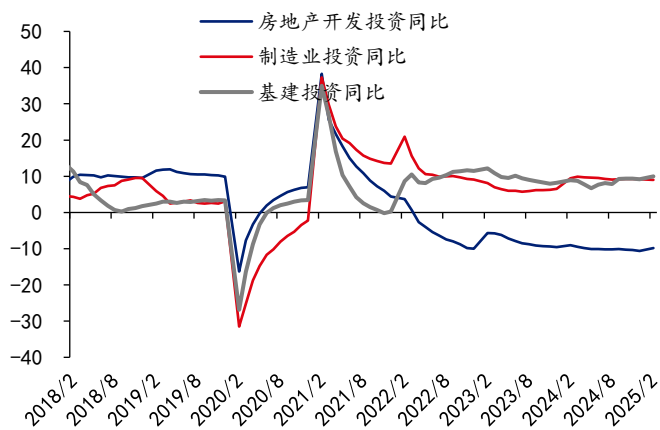


资料来源：万得，信达证券研发中心
注：统计截至 3 月 28 日

三、宏观、中观基本面跟踪

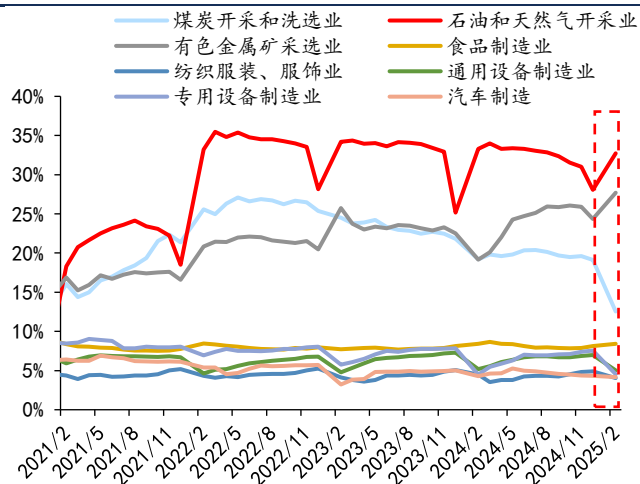
3.1 投资

图 36：2 月基建、地产投资同比增速回升，制造业投资同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

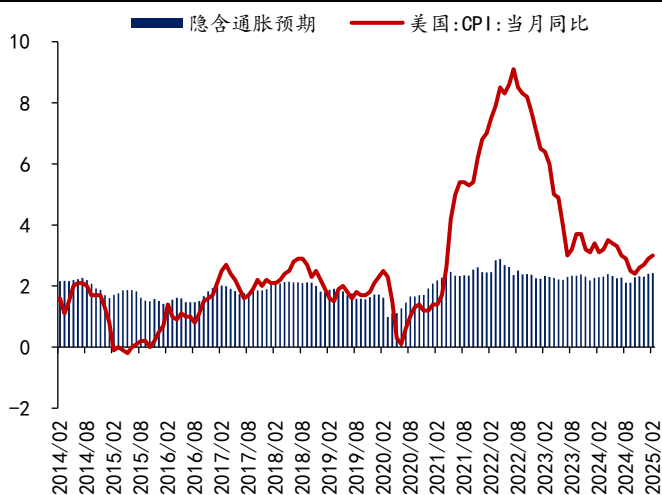
图 37：2025 年 2 月石油、有色金属利润占比回升，煤炭利润占比下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

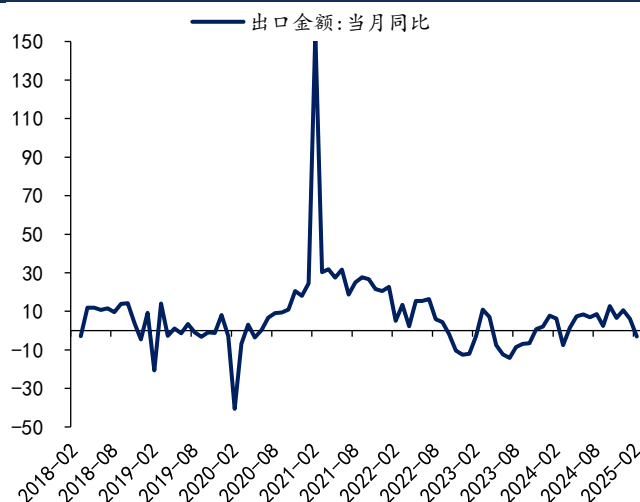
3.2 外需

图 38：美国 2 月 CPI 回落至 2.80%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

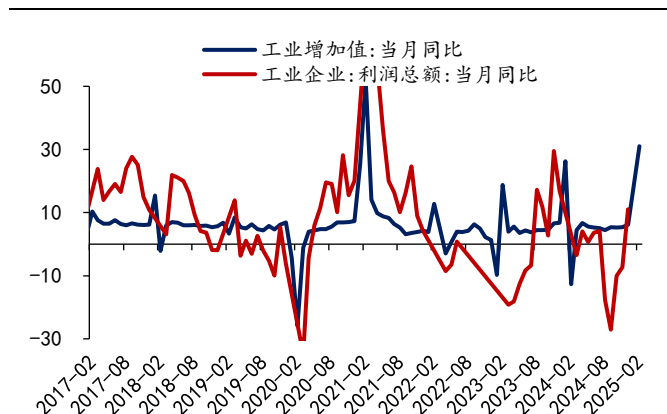
图 39：2025 年 2 月我国出口金额当月同比负增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

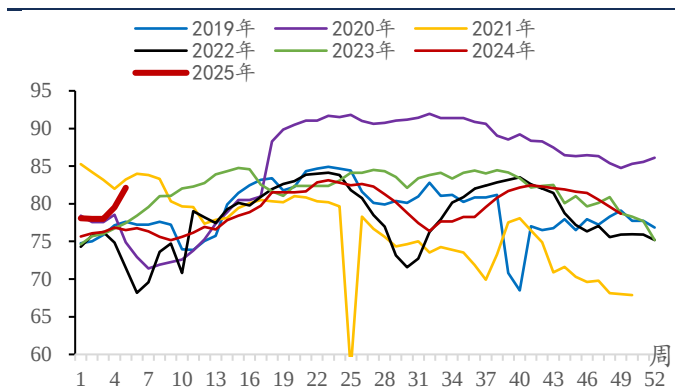
3.3 工业

图 40：2 月工业增加值和利润总额当月同比大幅上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

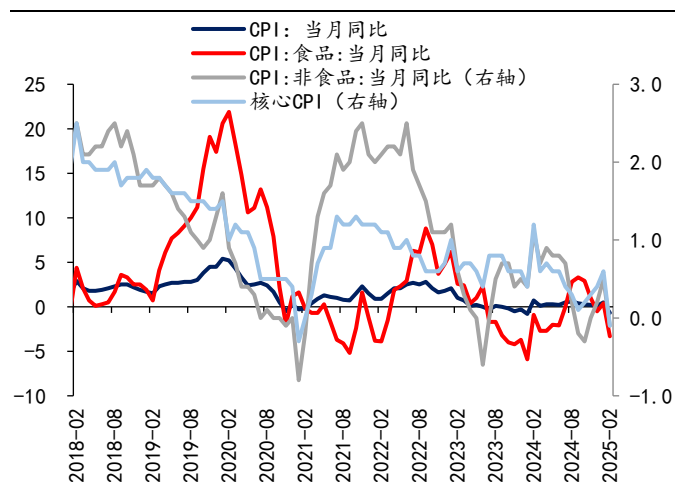
图 41：2025 年 3 月高炉开工率回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

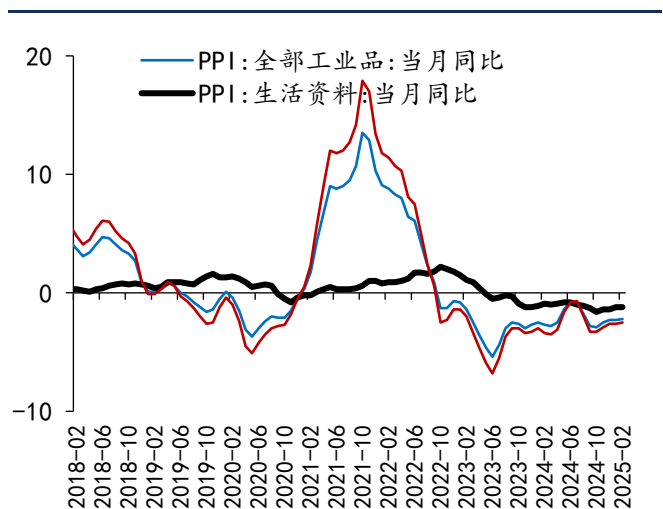
3.4 通胀

图 42：2 月 CPI 负增，核心 CPI 也降为负值（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2 月 PPI 降幅环比收窄但仍负增（单位：%）



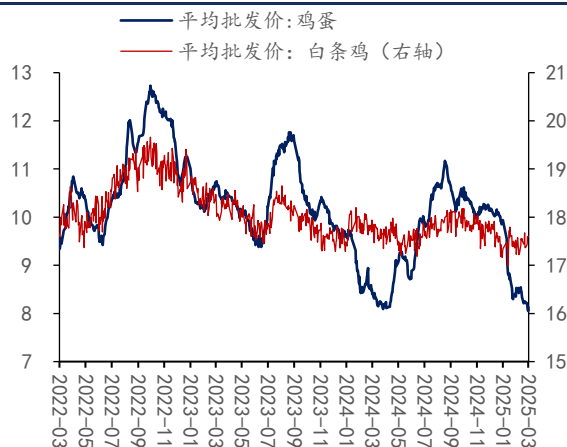
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：猪肉价格、蔬菜价格下降（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

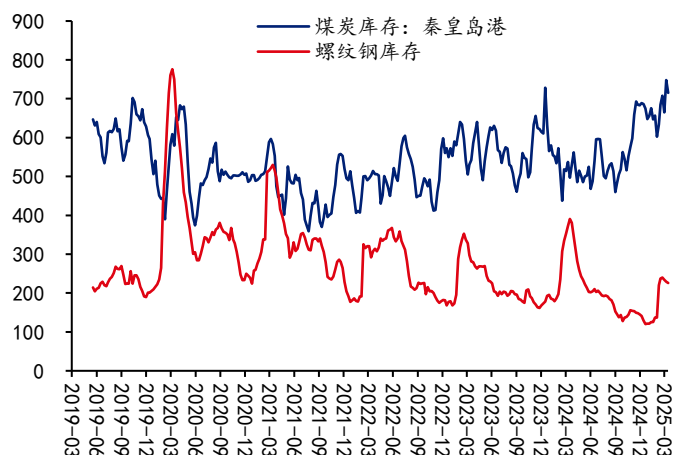
图 45：鸡蛋价格下跌、白条鸡价格震荡（单位：元/公斤）



资料来源：万得，信达证券研发中心

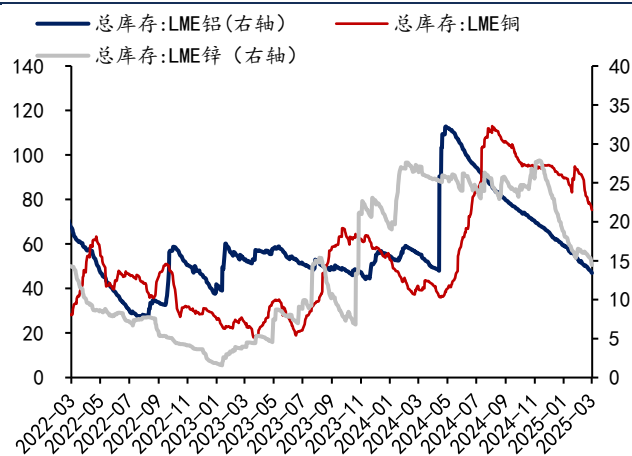
3.5 上游：资源品

图 46：煤炭库存回升、螺纹钢库存继续上升（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：铜、铝、锌库存持续下降（单位：万吨）

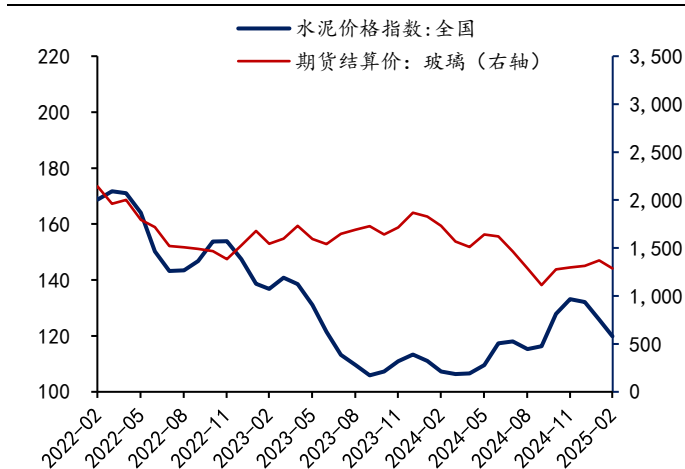


资料来源：万得，信达证券研发中心



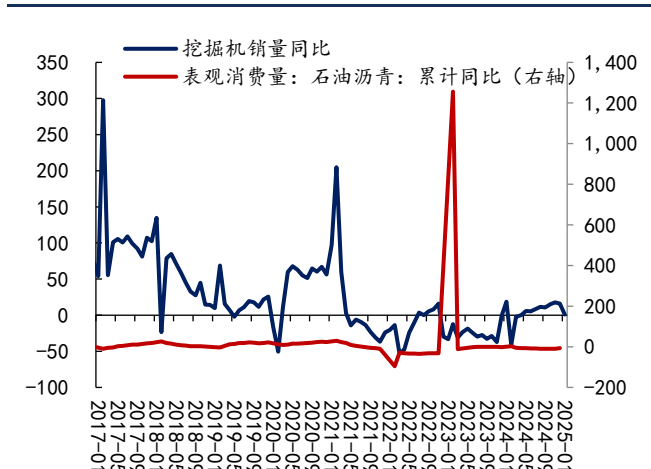
3.6 中游：建材、机械设备

图 48：2 月玻璃、水泥价格均下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

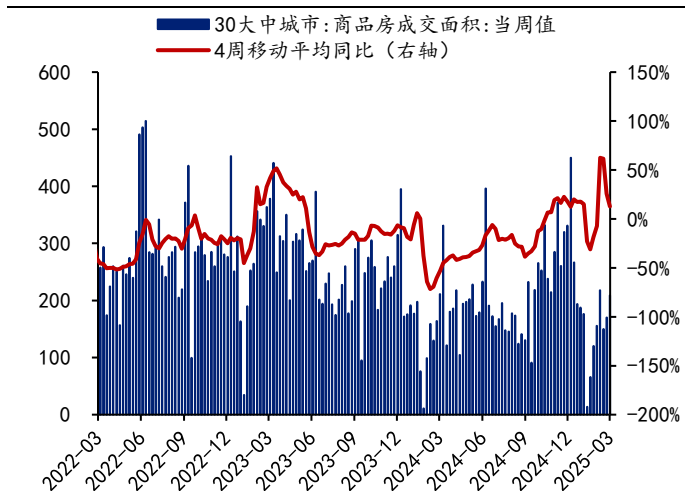
图 49：1 月挖掘机销量同比下降到 1.1%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

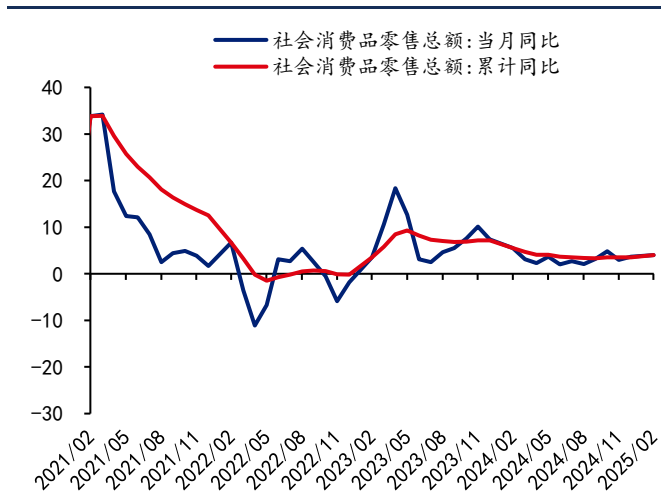
3.7 下游：房地产、消费

图 50：3 月以来 30 大中城市商品房成交面积有所回暖（单位：万平方米，%）



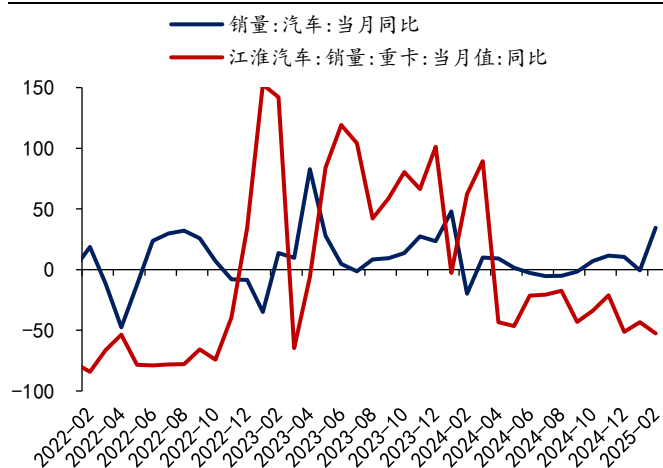
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：2 月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升（单位：%）



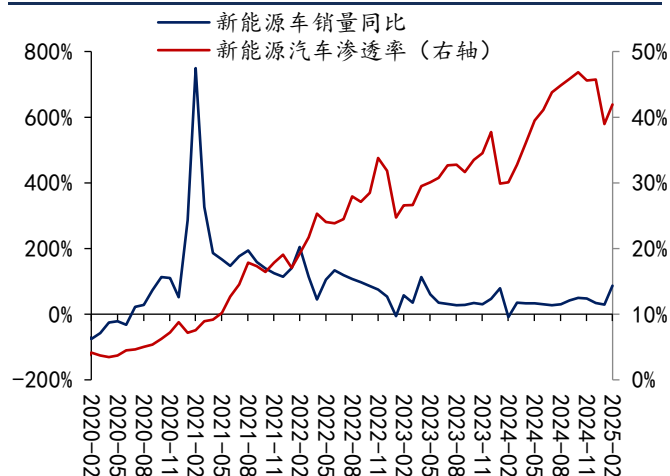
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 52：2 月汽车销量增速回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：2 月新能源车销量渗透率为 42%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021 年 11 月《V 型大震荡》，2022 年 5 月《静待 V 形反转》，2022 年 12 月《先 Beta，再 Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。