

策略周思考

“四月决断”：交易高低切、拥抱“超额主升”

核心观点

德国股市何缘上涨：财政刺激对资金和情绪的拉动。德国联邦议院通过一项涉及数千亿欧元的财政方案草案，批准修订德国《基本法》，以扩大债务用于基础设施建设、国防开支和气候保护等关键领域。海外地缘问题和全球碎片化演绎加深了欧元区宽财政的前景，对德国股市上涨构成基本面条件。当前 DAX 指数估值在 17.9 倍左右，德国为代表的欧元区在相较于美国“有衰退风险、无通胀压力”的比较优势下，欧洲股市复苏前景更为明朗。

如何看待黄金：避险属性下的长期配置思路。2022 年后，黄金价格和货币属性逐渐脱钩，表现原因是海外地缘冲突增加全球市场对黄金的需求。全球安全资产在过去二十年间遇到过两次系统性冲击，导致全球避险资产不足。向后看，我们对黄金看好的长期思路仍未发生改变，即便短期发生了剧烈调整，未来黄金价格仍有乐观向好空间，对有黄金的观点判断并非短线择时，而是基于避险单一属性下的长期配置思路。

“耐心资本”关注科技、举牌银行。基于万得机构调研数据看，保险机构调研场次排名前三的行业依次为计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业。具体投资实践上，3 月 AH 共计 10 家企业获得险资举牌和增持，覆盖大金融和公用事业，在“资产荒”语境下，险资倾向于“举牌”高股息银行标的，特别是港股大行公司，应对低利率环境下的有效资产不足问题。

长短期配置交易思路的统一：“高低切”与科技“折返拉锯”。1) 高低切与行情扩散往往发生在一轮中短期上涨的中后段。进入三月以来，融资买入占比先行下降，两融余额增长一阶导走平，大小单分歧度上升，体现在估值层面自下而上的反馈便是“高估值率先震荡、低估值轮动补涨”。2) 从一个盈利周期，或跨季度风格研判维度看，业绩因素是核心支撑，我们更倾向于认为科技仍是主线，小切换是短期维度的“折返拉锯”。科技板块长周期内相对大盘的业绩增速差、ROE 轧差有望走扩，对风格占优的持续性形成支撑。3) 从产能周期视角看整个战新领域，部分和产业供需格局改善、先出清完全，投放先恢复的有望在产业大周期中先获胜，中游制造和 TMT 领域当前仅有电子行业产能建设回升三个季度。

如何应对“四月决断”：交易高低切、拥抱“超额主升”。1) 适度交易高低切：PEG 在 0.5-1 之间且出口景气有望持续的工程机械、工业金属、汽车零部件等；PEG 略大于 1，但供需格局向好且存在一定涨价机遇或景气有改善的方向，包括电池、白电等；稳定现金流资产前期涨幅较小，拔估值幅度低，策略容量足够，既有绝对收益又能跑出超额。2) 科技成长关注“实际情绪支撑位”，提前布局迎接超额主升：成交额占比约为流通市值比的 0.8 倍或指标从区间高点回撤 50% 左右；3) 主题层面，海洋经济政策催化，关注海缆等板块。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数和标的仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据。

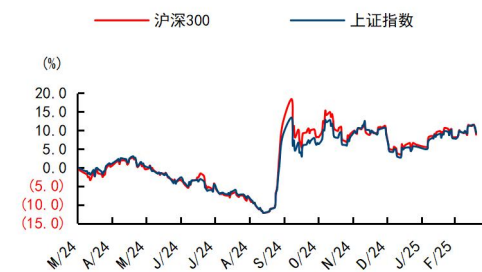
策略研究·策略专题

证券分析师：陈凯畅 **证券分析师：王开**
 021-60375429 021-60933132
 chenkaichang@guosen.com.cn wangkai8@guosen.com.cn
 S0980523090002 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6638.96/-3.20
创业板/月涨跌幅 (%)	2152.28/-5.66
AH 股价差指数	130.55
A 股总/流通市值 (万亿元)	80.85/74.38

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《估值周观察(3月第4期)-强势赛道非对称调整》——2025-03-23
 《ESG 专题研究-基金经理/基金产品行为与 ESG 打分实践》——2025-03-21
 《AI 赋能资产配置(九)——DeepSeek 打造 ESG 有效前沿》——2025-03-20
 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十七期)-成交热度小幅回落》——2025-03-18
 《AI 赋能资产配置(七)——乘风 DeepSeek 理解货币政策取向》——2025-03-17

内容目录

德股+黄金的全球配置思路	4
中长期资金关注科技、“举牌”银行股	6
“高低切”与科技“折返拉锯”	7
布局“四月决断”：交易高切低、拥抱“超额主升”	10
风险提示	12

图表目录

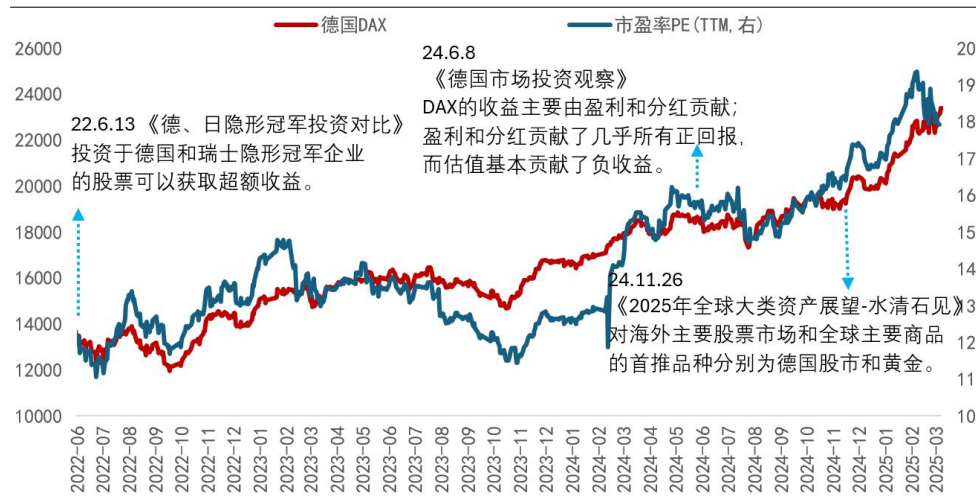
图1：德国市场 2022 年底以来迎来长期上涨	4
图2：黄金价格走势屡创新高	5
图3：全球安全资产不足的逻辑是金价长期上涨的主要原因	5
图4：保险机构年初以来调研公司场次分布	6
图5：三月初以来低估值指数相对高估值指数快速占优	7
图6：融资买入额占比进入三月以来有所回落，与两融余额形成背离	7
图7：本周逆势上涨行业整体绝对估值水位较低	8
图8：当前是主线演进过程中的切换而非反转，核心原因在于业绩&盈利能力决定风格本质	8
图9：电子行业产能建设回升 3 个季度	9
图10：电子行业产能投放基本触及多轮盈利周期底部	9
图11：宁组合主升浪复盘	10
图12：TMT 当前成交额占比回落至 30%	10
图13：TMT 成交额/自由流通市值占比已由 2+快速回落至 1.4+	11
图14：二级行业 PEG 情况汇总	11

德股+黄金的全球配置思路

德国股市开年以来延续了此前的快速上涨。我们在过去三年时间中对德国股市进行过详细梳理和分析，并在 2024 年底的全球大类资产配置展望中将德国放在全球权益市场的首位。（1）在 2022 年 6 月研究德国隐形冠军企业期间，我们发现投资于德国和瑞士隐形冠军企业的股票可以获取超额收益。德国的隐形冠军指数在 2020 年以来大多数时间都能跑赢 DAX 指数，波动整体更低，但在 2021 年底受制于中小盘股票的走弱。（2）在 2024 年 6 月发布的德国市场投资观察中，我们发现德国主流宽基 DAX 指数反映德国经济的特征，即以工业为主导，以汽车及配件、化工医药和机械制造等为其支柱产业的经济特征。DAX 的收益主要由盈利和分红贡献；盈利和分红贡献了几乎所有正回报，而估值基本贡献了负收益。

财政刺激对资金和情绪的带动因素是德国股市上涨主要原因。当地时间 3 月 18 日，德国联邦议院通过一项涉及数千亿欧元的财政方案草案，批准修订德国《基本法》，以扩大债务用于基础设施建设、国防开支和气候保护等关键领域。联邦议院当天发布公告说，根据草案，德国《基本法》中“债务刹车”条款将进行调整，以放宽政府债务上限，为国防等大规模支出提供资金支持。未来，当国防开支以及部分安全政策支出超过一定数额时，将不再计入《基本法》规定的债务限制。海外地缘问题和全球碎片化演绎加深了欧元区宽财政的前景，对德国股市上涨构成基本面条件。当前 DAX 指数估值在 17.9 倍左右，德国为代表的欧元区在相较于美国“有衰退风险、无通胀压力”的比较优势下，欧洲股市复苏前景更为明朗。

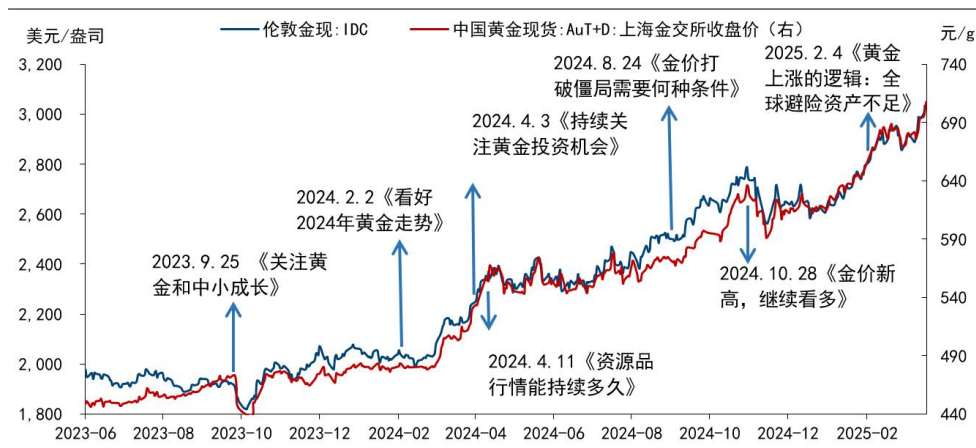
图1：德国市场 2022 年底以来迎来长期上涨



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2022 年后，黄金价格和货币属性逐渐脱钩，表现原因是海外地缘冲突增加全球市场对黄金的需求。乌克兰危机延宕、中东局势动荡与特朗普上台加征关税印证了“黑天鹅”事件的常态化。2022 年乌克兰危机爆发后首月金价涨幅达 6.66%，2023 年巴以冲突期间爆发后十天内黄金波动率指数跳升近 30%。美欧主导的所谓 SWIFT 制裁体系加速了多极货币秩序重构。黄金作为非主权属性的全球“无国籍货币”，在地缘博弈加剧下正成为国家储备多元化及民间财富保值的核心载体。

图2: 黄金价格走势屡创新高

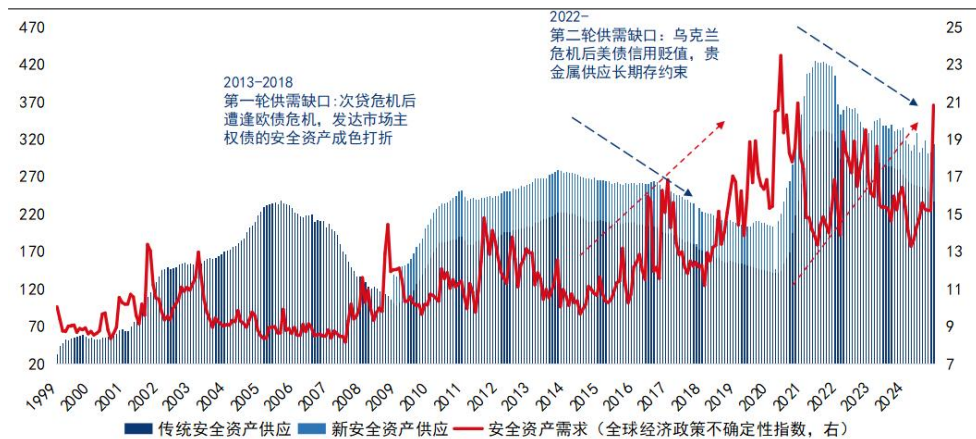


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

全球安全资产在过去二十年间遇到过两次系统性冲击，导致全球避险资产不足。

（1）第一次安全资产冲击：次贷危机和欧债危机导致全球发达市场的主权债避险成色不足，信用属性大打折扣；而传统安全资产供给增速与避险需求扩张形成显著背离——发达经济体主权债受财政约束掣肘，私营部门资产则面临信用溢价波动，两者供给弹性持续弱化。（2）第二次安全资产冲击：短期来看，美国对外关税预期扰动下，全球避险储备资产的进口需求激增或放大黄金价格弹性，LME 现货流动性趋紧或引发技术性逼空，加剧市场双向波动风险。

图3: 全球安全资产不足的逻辑是金价长期上涨的主要原因



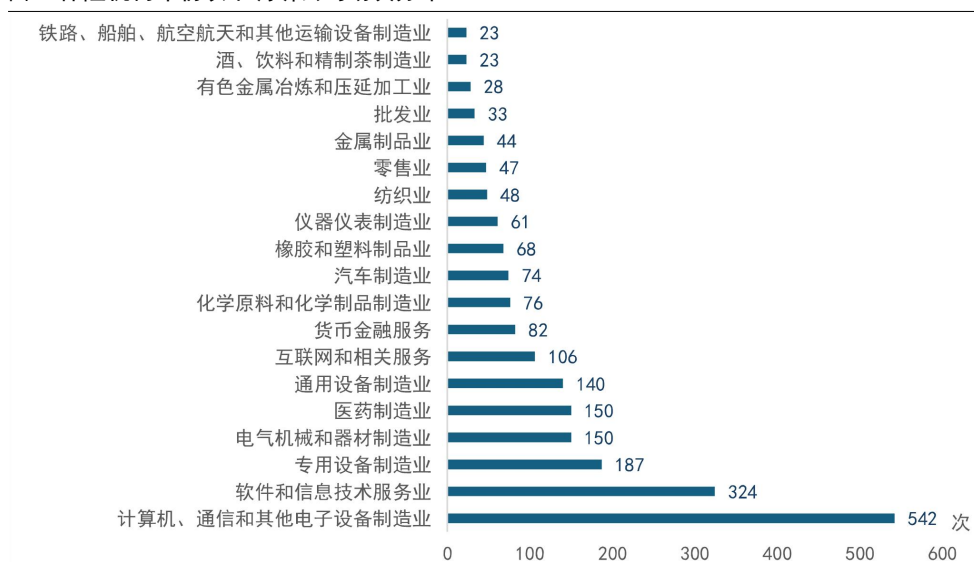
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

展望未来，在全球避险资产不足的语境之下，我们对黄金看好的长期思路仍未发生改变，即便短期发生了剧烈调整，未来黄金价格仍有乐观向好空间。值得一提的是，我们对金价的观点并非短线择时，而是基于避险单一属性下的长期配置思路。

中长期资金关注科技、“举牌”银行股

保险机构年初以来调研的上市公司集中在战略新兴产业。我们采用万得的机构调研数据进行统计，按照上市公司对应保险机构的调研频次为基准，按照所属行业集中归类，得出每个细分行业的调研总频次情况。截止至 2025 年 3 月 18 日，按照保险机构调研场次来看，今年以来排名前三的行业分别为计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，以及专用设备制造业。3 月以来，按照证监会行业分类口径，保险机构调研场次排名前三的行业依次为计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业。2025 年初至今，人工智能、人形机器人等战略新兴产业在技术上弯道超车，DeepSeek、宇树机器人等热门主题概念爆款，长期投资回报率的期望空间较高，赢得中长期资金的持续关注与青睐。

图4：保险机构年初以来调研公司场次分布



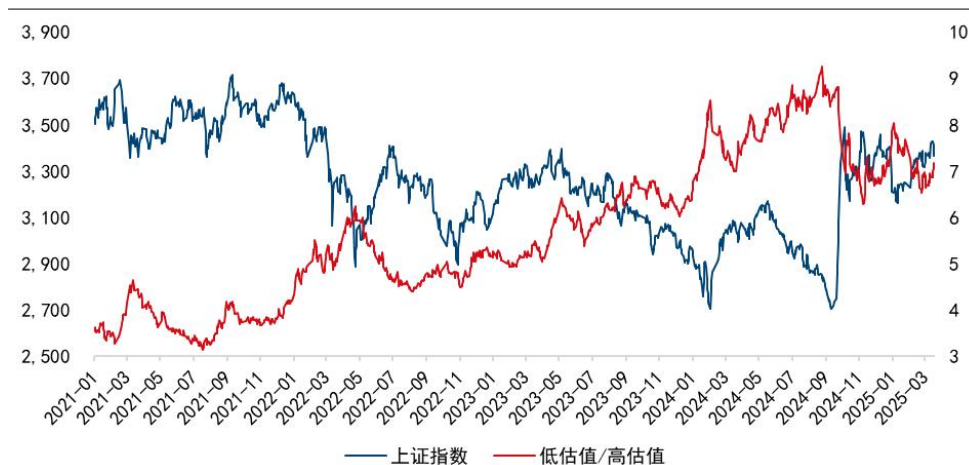
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

保险资金频频“举牌”上市公司，年初以来以银行股为主。不仅是保险资金的试点项目不断增加，近期在股票市场上，保险资金也频频出手买入。根据万得披露的数据进行统计，3 月份截至 19 日，在 A 股和港股市场上，共发布 10 次上市公司公告获得保险资金“举牌”和增持——也就是持股比例至少 5%，成为上市公司的重要股东，涵盖的领域覆盖金融、公共事业等；今年以来，A 股和港股上市公司共发布 38 次获“举牌”和增持公告，远超去年同期的 2 次，总数也接近去年全年的一半。保险资金正在加快入市步伐。虽然年初以来长端利率迅速回升，但是仍处在过去三年间相对低位，在“资产荒”语境下，险资倾向于“举牌”高股息银行标的，特别是港股大行公司，应对低利率环境下的有效资产不足问题。

“高低切”与科技“折返拉锯”

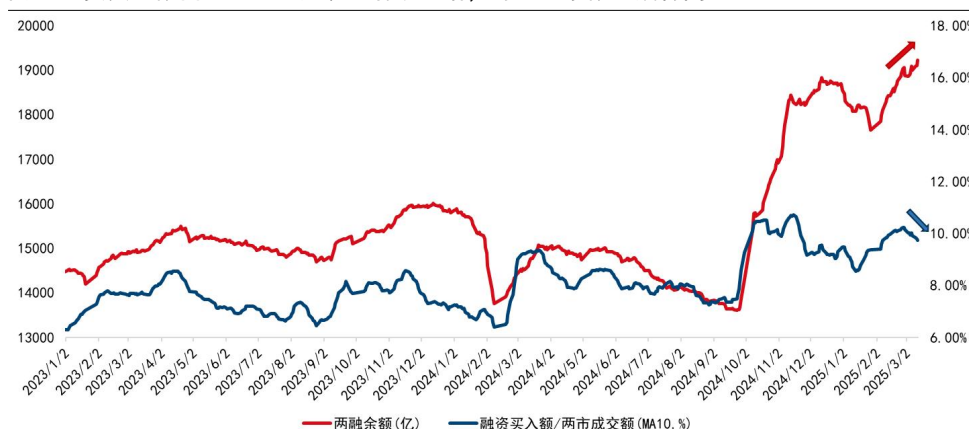
高低切与行情扩散往往发生在市场上涨中后段。2021年末市场调整以来，相对高估值持续占优，这一现象在“9.24”之后快速反转，更偏成长、估值偏高但想象空间更大的赛道在增量资金的推动下快速上涨，高估值相对低估值尽管偶有波折，但整体占优。进入三月以来，融资买入占比先行下降，两融余额增长一阶导走平，大小单分歧度上升，体现在估值层面自下而上的反馈便是“高估值的先震荡、低估值的轮动补涨”，市场在经历了一致性最强的科技顺风期后，开始面临小幅度的交易层面扰动。2022年10月、2024年初、上涨最快速的阶段中，高估值相对低估值都快速占优，但上涨中后段伴随行情扩散、分歧加剧，估值层面的均值回归往往早于市场调整。

图5：三月初以来低估值指数相对高估值指数快速占优



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

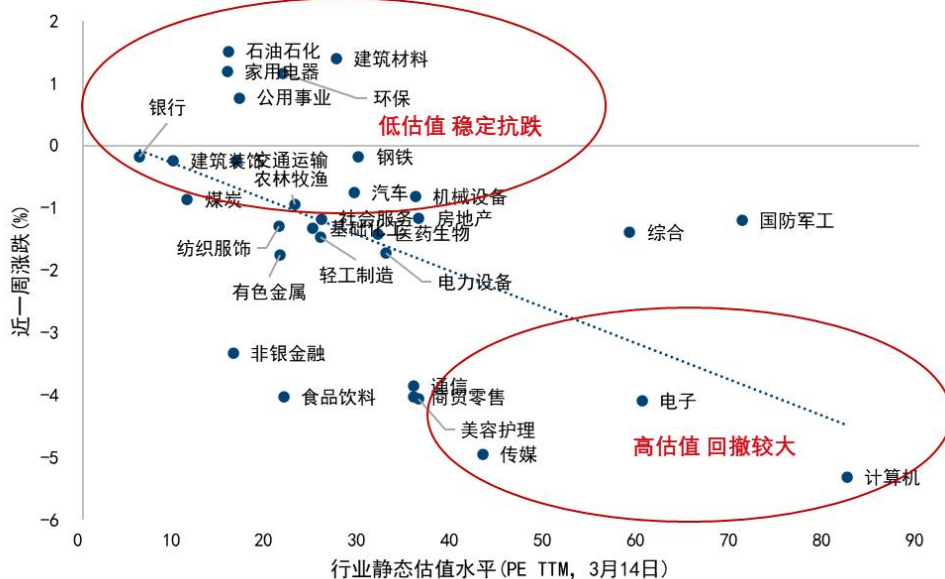
图6：融资买入额占比进入三月以来有所回落，与两融余额形成背离



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

行业层面看，近一周市场涨幅 top5 的行业平均 PE 在 20 倍以下，而跌幅在 4% 以上的行业中，除了食品饮料外，其余行业的静态估值均在 35 倍以上，一定程度体现了表观估值、静态估值相对较高的行业在轮动扩散期间的脆弱性。

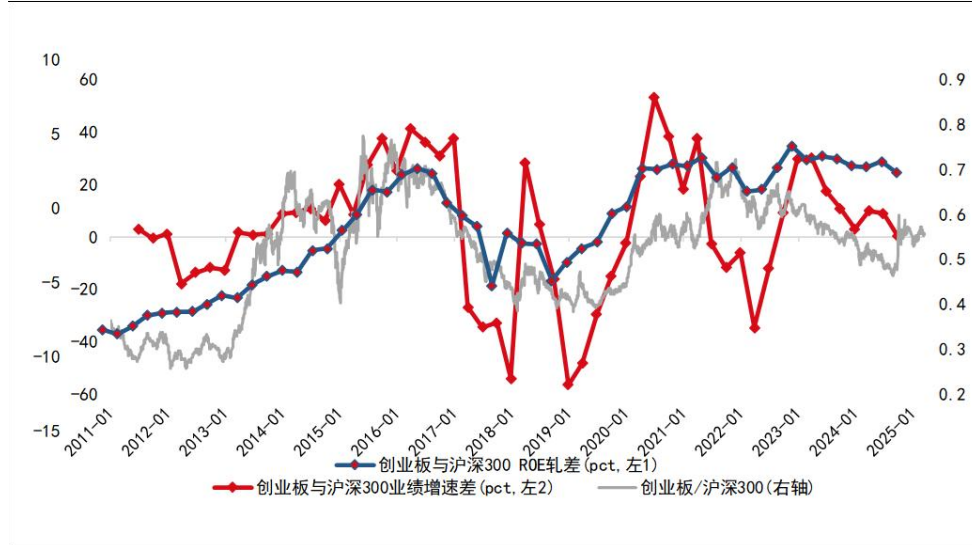
图7: 本周逆势上涨行业整体绝对估值水位较低



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

从一个盈利周期维度进行风格研判, 背后的业绩因素是核心支撑, 我们更倾向于认为科技仍是主线, 小切换是短期维度的“折返拉锯”。创业板在 2014 年外延式并表的过程中, 相对沪深 300 的业绩增速差快速扩张, 股价表现的反映领先于增速差, 呈现“先拔估值, 业绩接续”的多阶段行情演绎。创业板 2010 年以来相对 A 股核心资产在风格上的优劣, 与业绩增速差、ROE 轧差息息相关, 在 ROE 增速差与风格相对优势出现背离时, 业绩增速差进一步进行修正。向后看, 科技板块长周期内相对大盘的业绩增速差、ROE 轧差有望走扩, 对风格占优的持续性形成支撑。

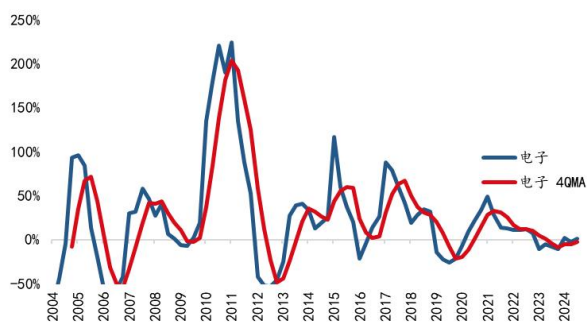
图8: 当前是主线演进过程中的切换而非反转, 核心原因在于业绩&盈利能力决定风格本质



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

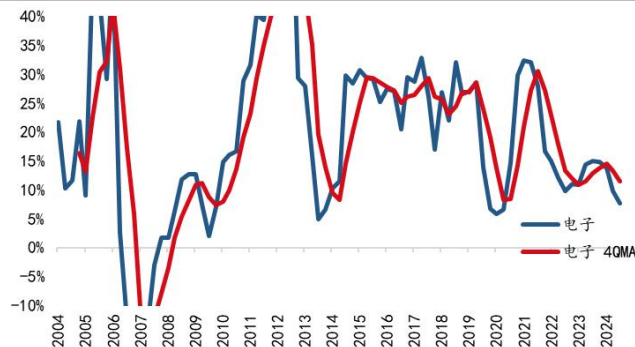
从产能周期视角看整个战略新兴领域，先出清完全，投放先恢复的有望在产业大周期中先获胜。中游制造和 TMT 领域当前仅有电子行业产能建设回升三个季度，其余行业的产能建设和产能投放均处于下行或磨底阶段。在战略新兴领域细分方向较难捕捉系统性的产能建设&产能投放恢复的情况下，先出清完全的产业链更容易出现确定性赢家，驱动估值顺畅提升。海外单边保护主义盛行，国内战略新兴和科技创新产业发展是最为明晰的路径。当前处在百年未有之大变局语境下，全球碎片化程度提高，贸易前景不明，依靠产业升级实现自主可控、科技竞争突围，并通过庞大的内需市场落地，海内外逻辑链条均指向科技成长板块主线行情。

图9：电子行业产能建设回升 3 个季度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：电子行业产能投放基本触及多轮盈利周期底部

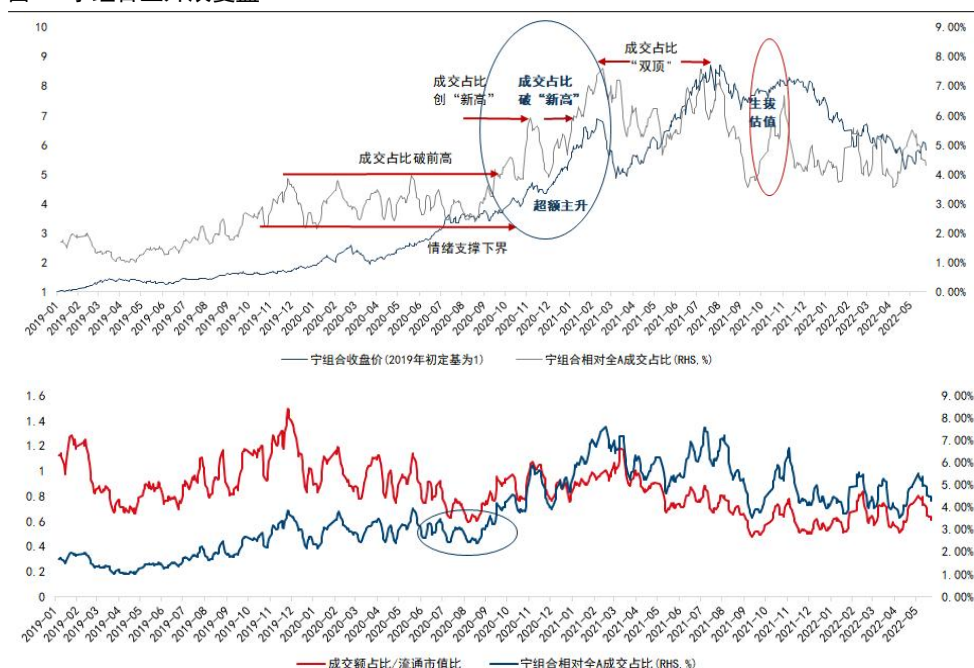


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

布局“四月决断”：交易高切低、拥抱“超额主升”

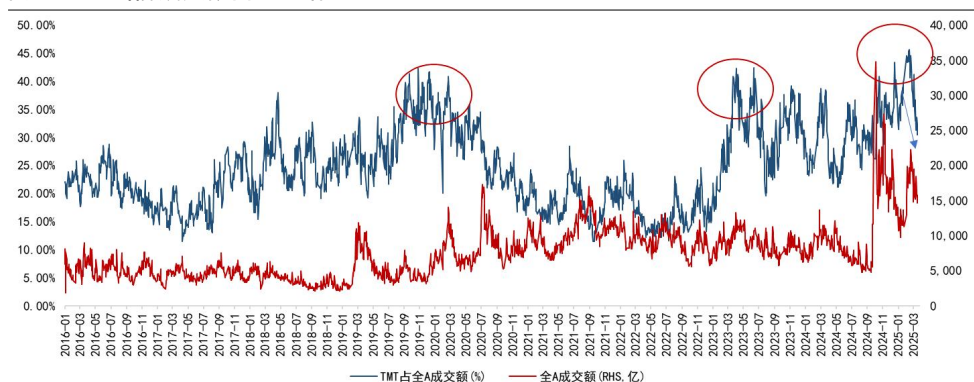
关于科技成长超额主升的介入机会，核心关键在于找到“实际情绪支撑位”。在茅、宁找中选取产业周期、风格划分更相似的宁组合，不难发现，单纯依赖成交额占比容易在产业主线市值扩张的过程中发出提前量较多的介入信号，同时考虑“成交额占比/市值占比”更容易找到实际上的情绪支撑位，即开启新一轮超额主升的拐点。宁组合在整个主升浪过程中的实际情绪支撑位，成交额占比约为流通市值比的0.7，这一指标从区间高点回撤50%。从TMT当前的整体情况看，这一指标回撤幅度已超过30%，后续震荡调整的时间不会太长、幅度不会太深。

图11：宁组合主升浪复盘



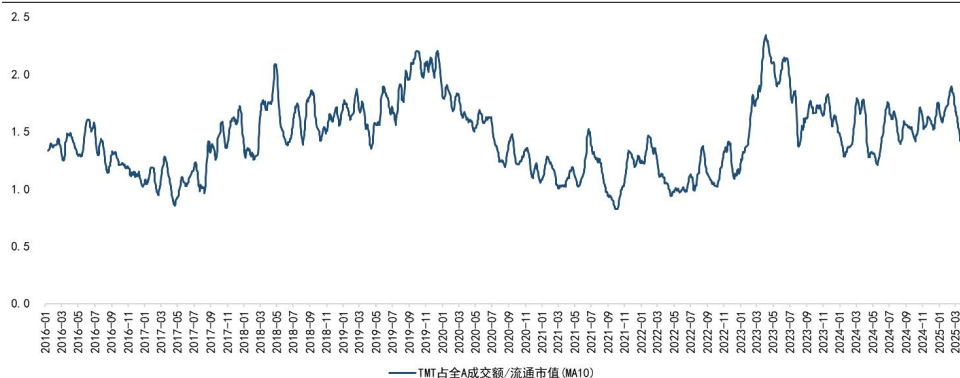
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：TMT 当前成交额占比回落至 30%



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

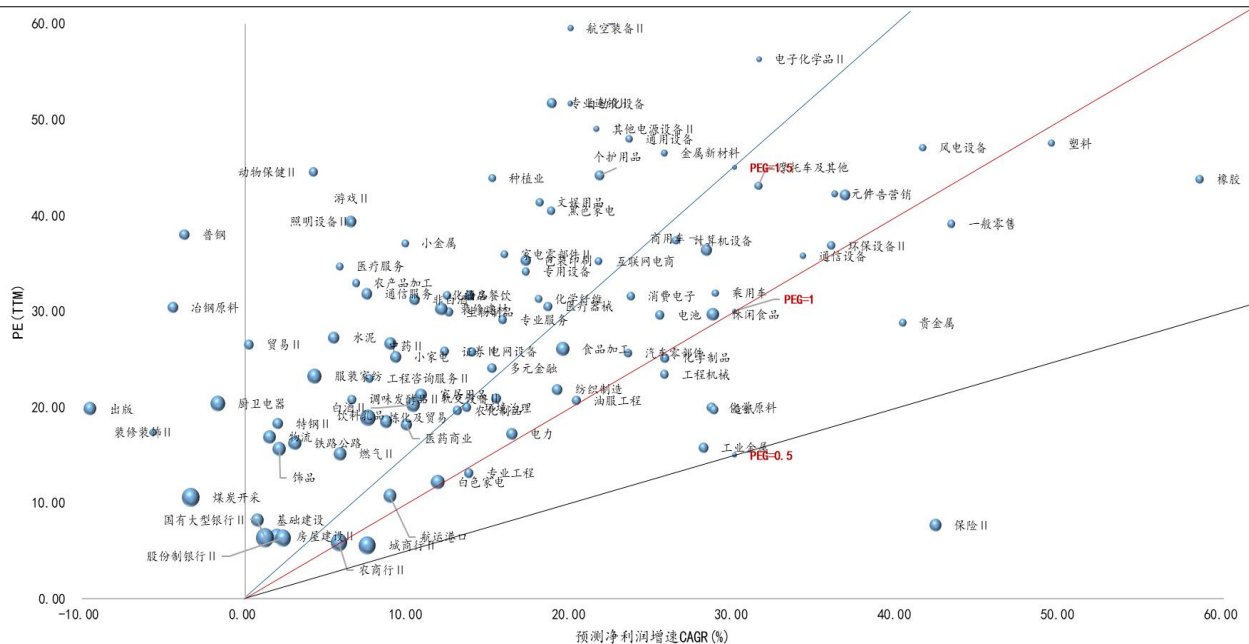
图13: TMT 成交额/自由流通市值占比已由 2+ 快速回落至 1.4+



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

盈利估值匹配视角下的布局机遇：PEG 在 0.5-1 之间且出口景气有望持续的工程机械、工业金属、汽车零部件等；PEG 略大于 1，但供需格局向好且存在一定涨价机遇或景气有改善的方向，包括电池、白电等。

图14: 二级行业 PEG 情况汇总



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：PE 取静态 TTM，基于一致预测净利润测算两年复合 CAGR 数据截至 2025.3.21

风险提示

海外货币政策节奏和幅度的不确定性

文中所列指数和标的仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032