

不输为赢

核心观点：A 股投机情绪持续退潮，政策进入真空期，财报季下盈利权重提升。技术上周五的下跌跌破了上周五会议预期带来的上涨，风险控制为上，不输为赢。风格上大盘优于小盘，红利确定性更强。美股短期预计延续反弹，中期调整风险仍存，静待长期买点出现。

国内：经济开局势头良好，但高频指标走弱，警惕过度线性外推。央行再提降准降息，债市此前过度计价的宽松预期得到修正，对于配置型资金而言已具有性价比。自 2024 年 12 月货币政策定调“适度宽松”后市场对降息的预期开始快速且过度的定价。到 2025 年 1 月中旬，FR007 3 个月和 1 年期的利率互换隐含降息分别达 60 和 40 个 bp。但这一过度的定价已得到大幅修正，目前 3 个月和 1 年期利率互换隐含的降息预期已回升至 12 月“适度宽松”定调发布前。这意味着市场对政策带来的宽松计价已基本全部修正，在未来基本面未有实质性好转的情况下，利率进一步上行的空间已经极为有限。从利率曲线来看，此次利率上行过程中，2 年期上行幅度大于 10 年期和 30 年期，反映出此次债市调整更多是由于资金和政策面的因素，市场对长期的信心依旧不足。从技术面来看，10 年期国债期货如期在半年线和前期高点位置附近企稳，技术面支撑仍在。考虑到“适度宽松”的政策定调和基本面仍未见明显好转，在过度计价的降息预期被挤出后，配置型资金可开始对债券进行配置，交易型资金建议在久期管理下，背靠支撑位逢低做多。

A 股：未来一个月看，我们认为市场将呈现出风格再平衡的特征，科技板块延续调整，大盘以及红利等风格具有超额收益。主要原因有：1) 中美科技龙头估值沟壑基本填平以及缺发标志性的事件（英伟达 GTC 大会、华为新品发布会皆已落地兑现）驱动下，科技板块缺乏上涨动力。2) 财报季的到来，盈利因子的重要性提升，基本面兑现不及预期的行业将有调整风险。统计 2010 年以来绩优指数以及亏损指数在 4 月的表现看，绩优指在胜率以及超额收益上明显跑赢亏损指数。从财报预披露数据看，二级行业中工程机械、航海装备、元件等行业盈利加速上升，可重点关注。3) 2 月份小盘对大盘的超额收益进入极值区域，历史来看小盘 2 个月内将出现跑输大盘的情况。4) TMT 板块拥挤度虽回落至相对中性位置，但杠杆资金情绪依旧处于高位，两融余额达历史高位，其中 TMT 板块占比达 21%，两融资金跟随市场回落下，TMT 板块有继续调整的风险。5) 红利指数在保险等长期资金入市支撑下，底部有支撑。6) 4 月 2 日关税大限来临，风险偏好可能下降，红利为代表的避险类板块更可能获得青睐。

国外：美股短期将继续企稳反弹，但中期调整风险仍大，静待长期买点出现。短期来看，美股借对鲍威尔谈话的鸽派解读企稳反弹，但实际上更多是在大幅且快速下跌后的情绪释放。散户看多看空的情绪来到极值区域，历史上看，达到极值区域后的情绪修复一般都有 1-2 个月的时间，这也意味着美股的反弹将大概率得到延续。中期来看，

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券研究助理：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

一般证券从业编号：S1190123050005

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

美股仍面临较大的调整风险：一是市场对美联储鸽派解读过于“一厢情愿”，联储可能并不希望市场解读过于鸽派，后续联储官员的发言更可能鹰派以平衡市场预期。二是本次美股调整的核心原因在于特朗普一系列政策的不确定性引发的悲观预期，在特朗普政策确定性没有落地的背景下，其负面影响将一直存在。从 GDPNOW 的构成来看，产出的大幅下滑主要是由于贸易政策不确定带来的抢进口所致。目前特朗普政府的经济政策的不确定已经向企业端传导，将成为市场中期调整的重要助推力。三是技术面来看，美股大结构空头趋势依旧明显，中期难言反转确立。目前美股三大指数中最弱的纳指周线已经跌破大的趋势支撑，后续的反弹震荡做头的概率较大。

风险提示：贸易冲突加剧；消费刺激政策落地不及预期；地缘风险超预期。

目录

一、	经济开局势头良好，但警惕过度线性外推，央行再提降准降息，债市迎配置机遇.....	5
二、	A股：风格再平衡，从科技到红利.....	5
三、	美股反弹将延续，但中期调整风险仍在.....	10
四、	风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 工业增加值增速回升	6
图表 2: 社零增速回升	6
图表 3: 固定资产投资增速回升	7
图表 4: 基建投资增速回升	7
图表 5: 日均发电量下滑	7
图表 6: 沥青开工率低于季节性水平	7
图表 7: 螺纹表观消费量增速放缓	7
图表 8: 10 年期中债跌至支撑位	7
图表 9: 利率互换回升	8
图表 10: 国债利率开始回升	8
图表 11: 红利表现最优	8
图表 12: 石化、建材、家电涨幅前三	8
图表 13: 全 A 成交额与换手率回落	9
图表 14: 4 月绩优股占优	9
图表 15: 杠杆资金在历史高位	9
图表 16: 板块成交额占比回落至中性	9
图表 17: 小盘指数与大盘指数涨幅差至历史高位	9
图表 18: 中美科技龙头估值折价基本填平	9
图表 19: 工程机械、航海装备、元件等行业盈利加速上升	10
图表 20: 美股散户情绪在极值区域	11
图表 21: 经济政策不确定性传导至实体	11
图表 22: 抢进口是美国经济预期转差主要原因	11
图表 23: 纳斯达克指数周线跌破趋势	11

一、经济开局势头良好，但警惕过度线性外推，央行再提降准降息，债市迎配置机遇

经济开局势头良好，生产、需求、投资端皆呈现回升趋势，但高频指标走弱，警惕过度线性外推。生产端——规模以上工业增加值同比增长 5.9%，增速比上年全年加快 0.1 个百分点。需求端——社零同比增长 4.0%，增速高于去年全年 0.5 个百分点。投资端——固定资产投资（不含农户）同比增长 4.1%，增速比上年全年加快 0.9 个百分点。但从高频指标看，日均发电量、沥青开工率以及钢材表观消费增速走弱，经济能否持续回升仍需观察。

外需所面临的不确定上升，关税担忧加剧。特朗普上任后所签署的《美国优先贸易政策》行政令，贸易审查的截止日期是 4 月 1 日，后续关税政策不确定性加剧。

央行再提降准降息，债市此前过度计价的宽松预期得到修正，对于配置型资金而言已具有性价比。自 2024 年 12 月货币政策定调“适度宽松”后市场对降息的预期开始快速且过度的定价。到 2025 年 1 月中旬，FR007 3 个月和 1 年期的利率互换隐含降息分别达 60 和 40 个 bp。但这一过度的定价已得到大幅修正，目前 3 个月和 1 年期利率互换隐含的降息预期已回升至 12 月“适度宽松”定调发布前。这意味着市场对政策带来的宽松计价已基本全部修正，在未来基本面未有实质性好转的情况下，利率进一步上行的空间已经极为有限。从利率曲线来看，此次利率上行过程中，2 年期上行幅度大于 10 年期和 30 年期，反映出此次债市调整更多是由于资金和政策面的因素，市场对长期的信心依旧不足。从技术面来看，10 年期国债期货如期在半年线和前期高点位置附近企稳，技术面支撑仍在。考虑到“适度宽松”的政策定调和基本面仍未见明显好转，在过度计价的降息预期被挤出后，配置型资金可开始对债券进行配置，交易型资金建议在久期管理下，背靠支撑位逢低做多。

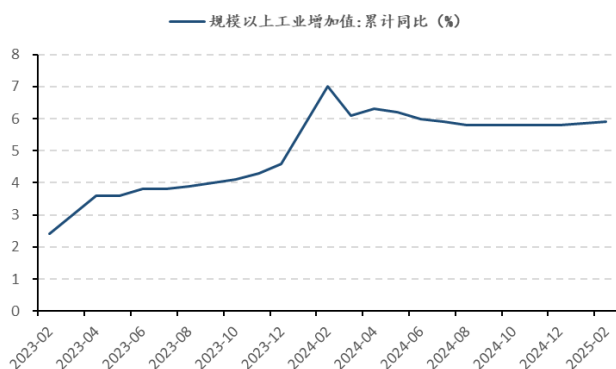
二、A 股：风格再平衡，从科技到红利

行情周度复盘：市场普调，红利凸显韧性，科技板块延续回落，周五指数盘中跌破上周五会议预期带来的上涨，技术面指向未来转弱的风险较高。上周市场普遍调整，风格上：红利与大盘指数相对抗跌，小盘与成长板块跌幅较大；行业上：家电、环保、公用事业等业绩稳定的板块涨幅居前，而科技板块延续回落，跌幅较大。市场情绪上：上周日均成交额下降至

1.55 万亿左右，日均换手率下降至 3.5%，均至年初以来低位，市场风险偏好明显下降。技术上：周五在股指期货交割的带动下，各大指数放量下跌，技术面转弱信号较强。上证指数盘中跌破上周五会议预期带来的上涨。与会议预期相关度较高的上证 50 和沪深 300 也同样盘中跌破了上周五的起涨点。科技中的“领头羊”恒生科技指数自年后首次收盘跌破 20 日均线。

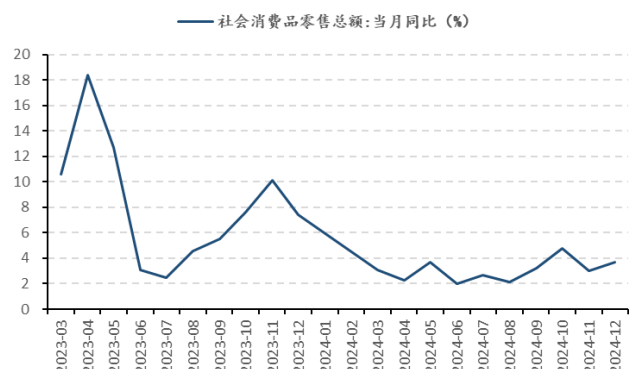
行情未来展望：未来一个月看，我们认为市场将呈现出风格再平衡的特征，科技板块延续调整，大盘以及红利等风格具有超额收益。主要原因有：1) 中美科技龙头估值沟壑基本填平以及缺发标志性的事件（英伟达 GTC 大会、华为新品发布会皆已落地兑现）驱动下，科技板块缺乏上涨动力。2) 财报季的到来，盈利因子的重要性提升，基本面兑现不及预期的行业将有调整风险。统计 2010 年以来绩优指数以及亏损指数在 4 月的表现看，绩优指在胜率以及超额收益上明显跑赢亏损指数。从财报预披露数据看，二级行业中工程机械、航海装备、元件等行业盈利加速上升，可重点关注。3) 2 月份小盘对大盘的超额收益进入极值区域，历史来看小盘 2 个月内将出现跑输大盘的情况。4) TMT 板块拥挤度虽回落至相对中性位置，但杠杆资金情绪依旧处于高位，两融余额达历史高位，其中 TMT 板块占比达 21%，两融资金跟随市场回落下，TMT 板块有继续调整的风险。5) 红利指数在保险等长期资金入市支撑下，底部有支撑。6) 4 月 2 日关税大限来临，风险偏好可能下降，红利为代表的避险类板块更可能获得青睐。

图表1：工业增加值增速回升



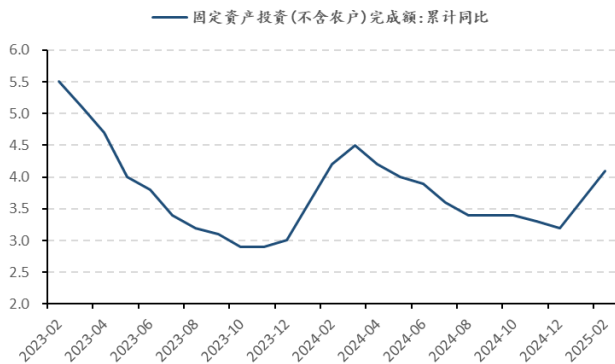
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：社零增速回升



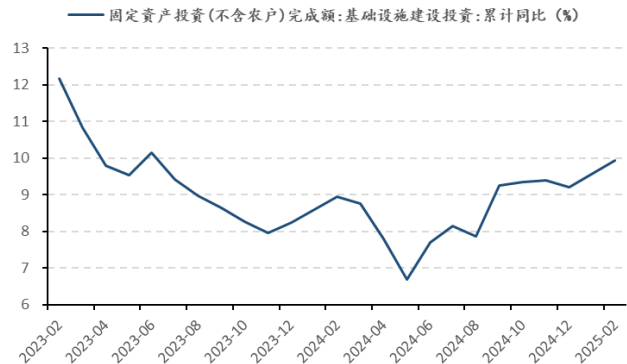
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：固定资产投资增速回升



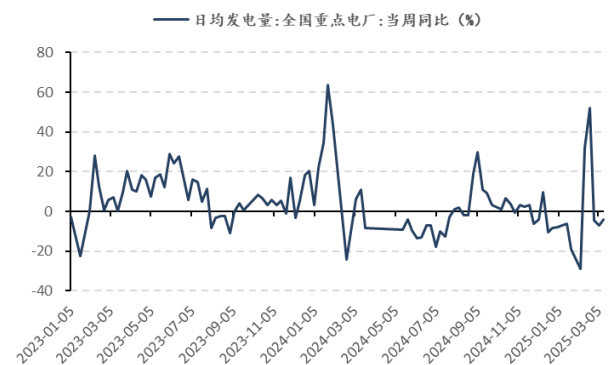
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：基建投资增速回升



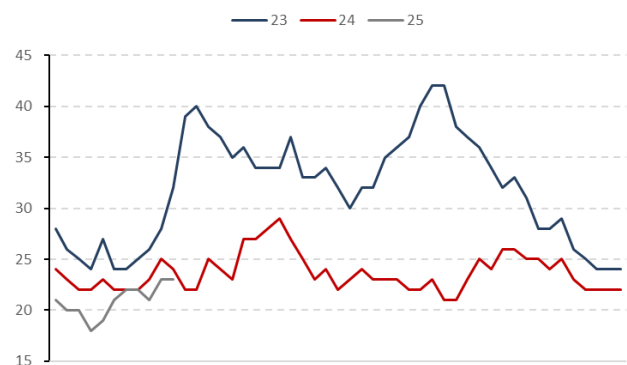
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：日均发电量下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：沥青开工率低于季节性水平



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：螺纹表观消费量增速放缓



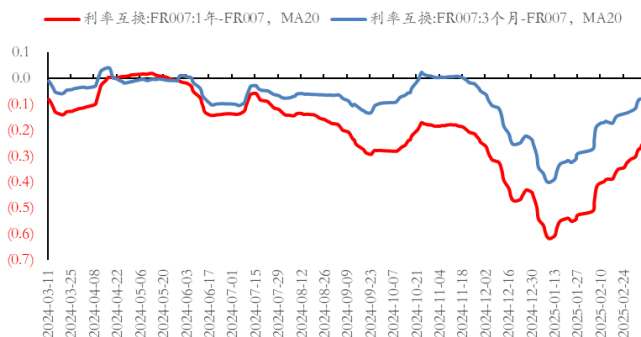
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：10 年期中债跌至支撑位



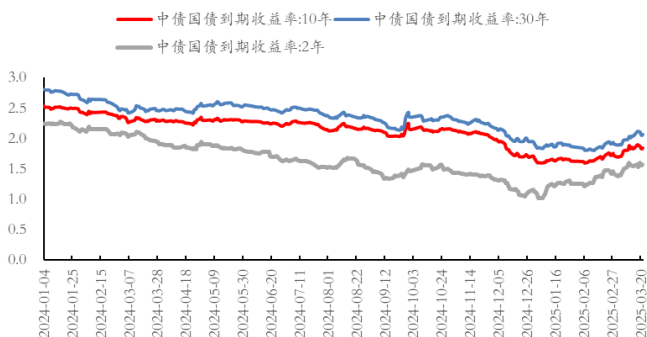
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表9：利率互换回升



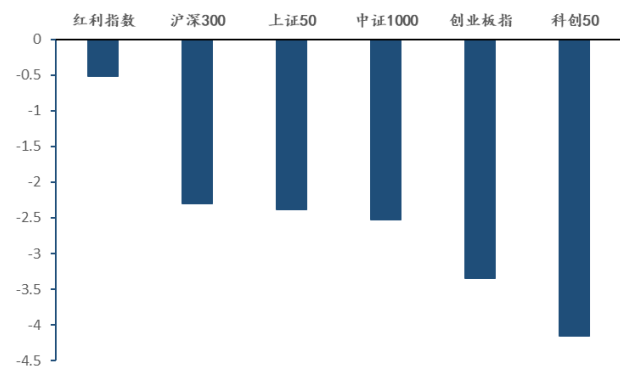
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表10：国债利率开始回升



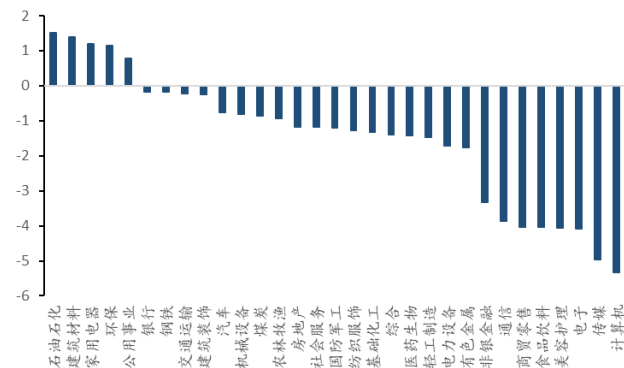
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：红利表现最优



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表12：石化、建材、家电涨幅前三



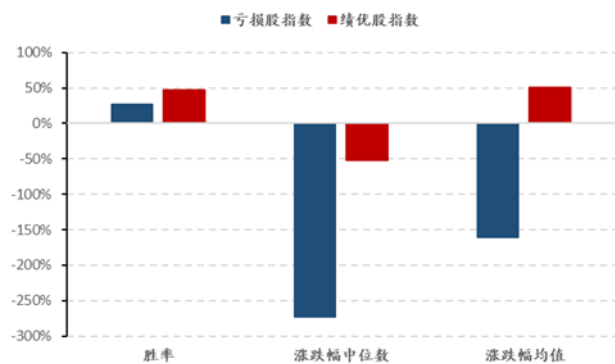
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：全A成交额与换手率回落



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：4月绩优股占优



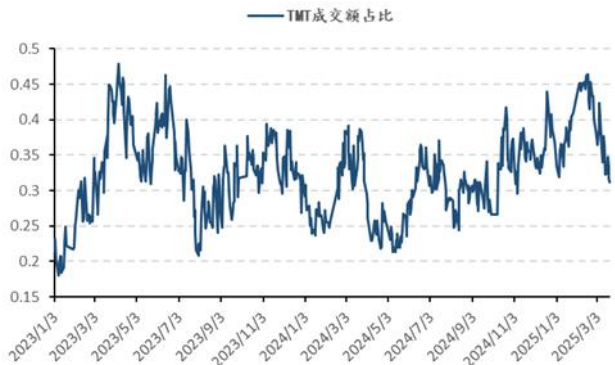
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表15：杠杆资金在历史高位



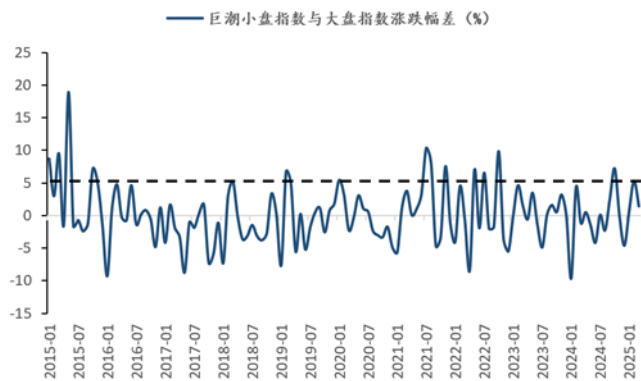
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表16：板块成交额占比回落至中性



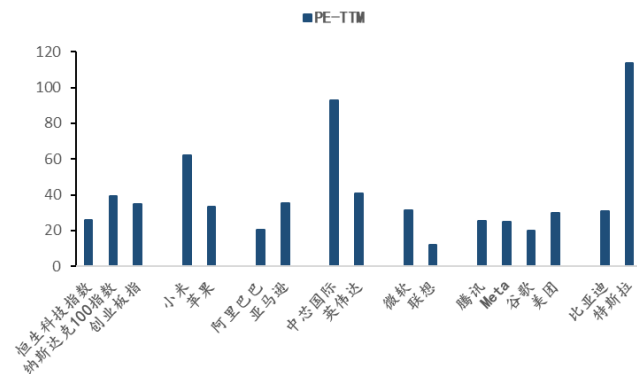
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表17：小盘指数与大盘指数涨幅差至历史高位



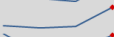
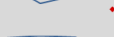
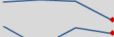
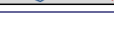
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表18：中美科技龙头估值折价基本填平



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表19：工程机械、航海装备、元件等行业盈利加速上升

二级行业	披露率	同比趋势 (21A-24A)	净利润增速		环比趋势 (23Q4-24Q3)	净利润增速	
			24A	23A		24Q3	24Q2
工程机械	24%		779%	38%		15%	17%
航海装备 II	70%		164%	-569%		34%	129%
元件	49%		186%	-23%		28%	40%
化学制品	58%		166%	-36%		11%	7%
保险 II	83%		144%	-6%		91%	25%
半导体	68%		122%	8%		25%	115%
航运港口	25%		46%	-54%		23%	1%
证券 II	20%		91%	4%		-5%	-21%
农化制品	54%		24%	-62%		-20%	-32%
休闲食品	39%		96%	22%		13%	9%
通信设备	60%		71%	-2%		24%	20%
摩托车及其他	59%		59%	13%		9%	13%
农业综合 II	100%		44%				
电机 II	50%		37%	-1%		2%	-6%
消费电子	50%		37%	12%		15%	48%
工业金属	43%		26%	4%		32%	45%
贵金属	67%		52%	36%		68%	55%
医疗美容	75%		9%				
饮料乳品	44%		26%	17%		10%	12%
其他家电 II	33%		7%				
白酒 II	45%		8%	18%		11%	14%
纺织制造	37%		5%	22%		12%	7%
非白酒	50%		4%	35%		3%	7%

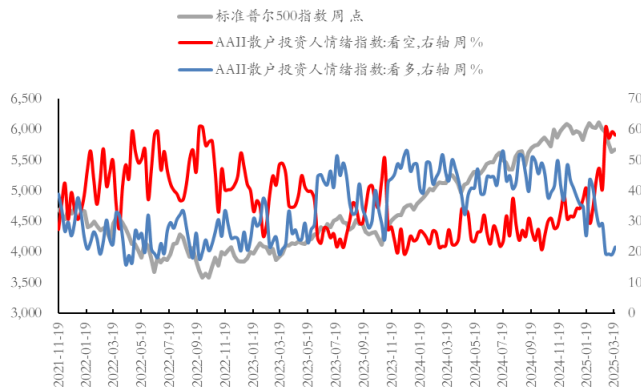
资料来源：iFind，太平洋证券整理

三、 美股反弹将延续，但中期调整风险仍在

美股短期将继续企稳反弹，但中期调整风险仍大，静待长期买点出现。短期来看，美股借对鲍威尔谈话的鸽派解读企稳反弹，但实际上更多是在大幅且快速下跌后的情绪释放。从散户情绪这一“反指标”来看，散户看空情绪在2月底来到60以上，看多情绪跌至20以下，这一数字即使与2022年美联储快速加息时期相比也属于极值区域。从过去几年的规律来看，达到极值区域后的情绪修复一般都有1-2个月的时间，这也意味着美股的反弹将大概率得到延续。中期来看，美股仍面临较大调整风险的理由有以下几点：一是市场对美联储鸽派解读过于“一厢情愿”，从鲍威尔的采访中不难看出，美联储对于未来经济和通胀的走向有着极强的不确定性，在通胀方面更近于“祈祷”。联储可能并不希望市场解读过于鸽派，后续联储官员的发言更可能鹰派以平衡市场预期。二是本次美股调整的核心原因在于特朗普一系列政策的不确定性引发的悲观预期，在特朗普政策确定性没有落地的背景下，其负面影响将一直

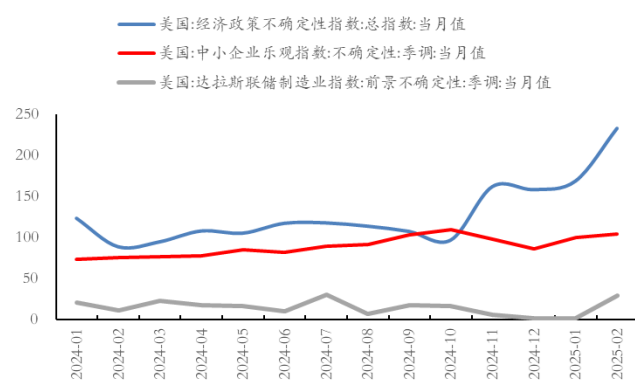
存在。此次美股大幅调整的一大原因便是 GDPNOW 数据的大幅下滑，使得美国“例外论”被市场所质疑。但从 GDPNOW 的构成来看，美国本土的投资表现依旧强劲，消费在通胀和悲观预期的影响下有所回落，但总体韧性还在，产出的大幅下滑主要是由于贸易政策不确定带来的抢进口所致。目前特朗普政府的经济政策的不确定已经向企业端传导，将成为市场中期调整的重要助推力。三是技术面来看，美股大结构空头趋势依旧明显，中期难言反转确立。目前美股三大指数中最弱的纳指周线已经跌破大的趋势支撑，后续的反弹震荡做头的概率较大。

图表20：美股散户情绪在极值区域



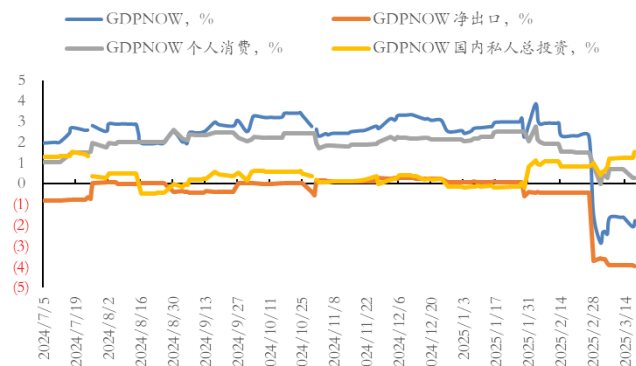
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表21：经济政策不确定性传导至实体



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表22：抢进口是美国经济预期转差主要原因



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表23：纳斯达克指数周线跌破趋势



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

四、风险提示

- 1、贸易冲突加剧；
- 2、消费刺激政策落地不及预期；
- 3、地缘风险超预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。