

2025 年 3 月 22 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续

报告摘要

核心观点：

- ◆ 特朗普政府的不确定性引发市场担忧，同时近期美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱下，市场逐渐形成“美国衰退”交易，2 月下旬以来美股出现明显下跌。
- ◆ 观察 2000 年以来美股大幅下跌区间及下跌至最低点后的 30 个自然日反弹区间，A 股、港股以及其他大类资产表现。美国衰退背景下，美股平均跌幅和下跌至最低点后的反弹幅度均显著大于非衰退背景。A 股和港股均跟随美股下跌和反弹，但 A 股受影响的波动相对港股更小。黄金在美股大跌及之后反弹均多数表现为上涨。
- ◆ A 股结构来看，（1）在美国衰退背景下，美股大跌区间，A 股小盘风格显著跑赢大盘，消费风格具有一定相对收益；此后反弹区间，成长风格反弹显著跑赢大盘，消费、周期风格同样具有明显的超额收益。（2）非衰退背景下，美股大跌区间，金融风格、稳定风格具有一定相对收益；此后反弹区间，各风格较为均衡，金融风格略占优。
- ◆ 目前尚不能确定本轮美股回落是否已经结束，但能够确定的是本轮 A 股、港股走势与以往不同，并未跟随美股下跌，而是明显走出独立行情。中国人工智能领域持续突破背景下，国内提振内需消费政策持续发力，同时最新公布的 1-2 月经济总体走势平稳，数据边际改善，预计 A 股、港股独立行情有望持续。
- ◆ 往年在 3 月两会对于全年工作安排逐步落地后，二季度多为政策执行阶段。同时 4 月即将迎来年报及一季报发布窗口，因此二季度尤其 4 月份，市场往往回归基本面。今年内外部政策角力即将进入关

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旻 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股》

中航策略周报：《中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中》

中航策略周报：《两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技》

中航策略周报：《阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”——科特估系列专题（四）》

中航策略周报：《中航证券首席经济学家董忠云：DeepSeek 引发中国科技股重估进行到哪个阶段了？——科特估系列专题（三）》

中航策略周报：《DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪》

市场走势：

股市有风险 入市需谨慎

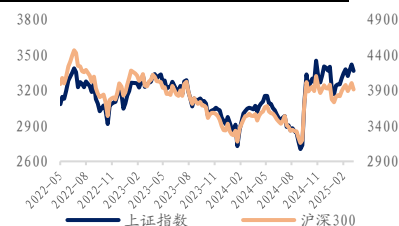
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

键期，虽然特朗普政策不稳定性高，但目前看外部风险整体可控，同时国内稳增长政策仍值得期待。

- ◆ 国内 LPR 已连续 5 个月按兵不动，但央行仍强调择机降准降息，政策基调并未改变，同时当前汇率压力减弱，美联储点阵图仍显示年内两次降息次数不变。随着外部不确定性提升，约束减弱，货币宽松政策有望推出。



投资建议：

- ◆ 海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-1.60%）、深证成指（-2.65%）、沪深300（-2.29%）、科创50（-4.16%）、创业板指（-3.34%）、中证500（-2.10%）、中证1000（-2.52%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌3.26%。分行业来看，申万一级行业中石油石化、建筑材料、家用电器表现较强，分别上涨1.51%、1.40%、1.19%；计算机、传媒、电子表现较弱，分别下跌5.32%、4.96%、4.09%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为15496.84亿元，较上周减少1060.52亿元。估值方面，A股整体市盈率为18.93倍，较上周下降2.13%。

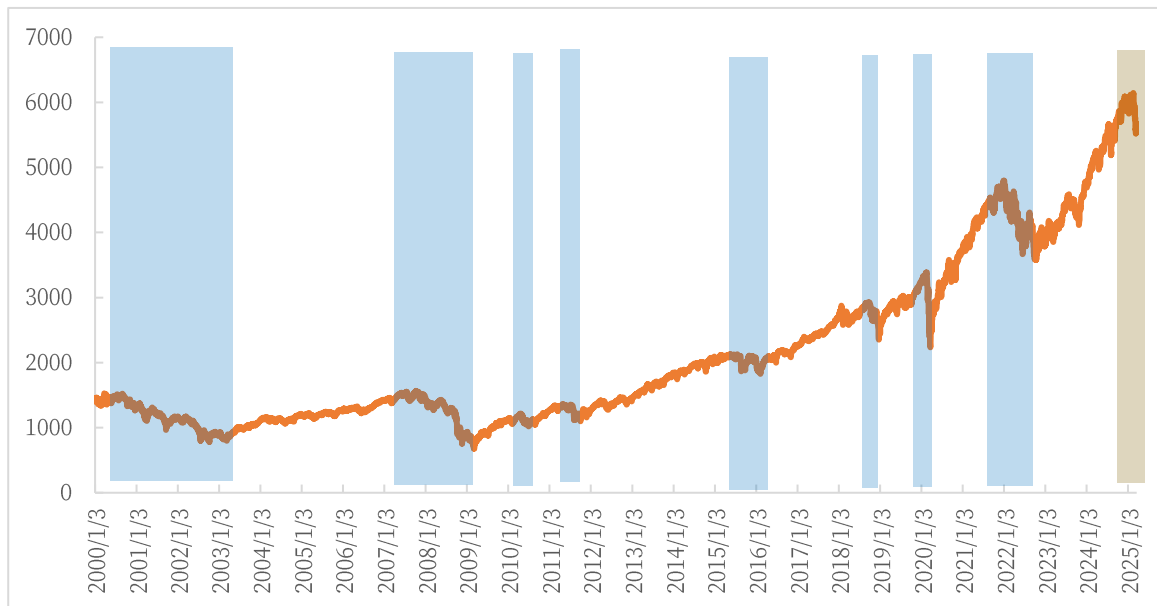
正文：

特朗普政府的不确定性引发市场担忧，同时近期美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱下，市场逐渐形成“美国衰退”交易，2月下旬以来美股出现明显下跌。

观察2000年以来美股大幅下跌区间及下跌至最低点后的反弹区间，A股、港股以及其他大类资产表现。以标普500指数代表美股，将指数日度收盘价持续下跌超15%的区间和30个自然日内跌幅超过10%的区间定义为美股大跌区间，观察区间内标普500指数收盘价变化。其中，若持续下跌超15%之后，标普500先快速反弹，再又经历了30个自然日内跌幅超过10%的下跌，但10%的下跌并未再创新低，则认为标普500指数已经转势，市场叙事已经明显扭转，因此剔除该10%区间。在此定义下，我们共找到8段美股大跌区间。由于本轮美国下跌是因为市场交易“美国衰退”，我们挑出美国衰退背景下的美股大跌做进一步分析。据美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research, NBER）的划分，2001年3月至11月、2007年12月至2009年6月、2020年2月至4月为美国经济衰退区间，该三段区间前后美股均出现了我们定义的美股大跌。



图1 标普 500 指数自 2000 年以来大幅下跌区间



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

美股此前 8 次大跌区间内，A 股和港股均跟随下跌。其中，美国衰退背景下，美股平均跌幅 46.62%，明显大于非衰退区间的 18.83%；港股与美股类似；但 A 股在美国衰退背景下，平均跌幅明显小于美股和港股，略大于非衰退区间美股表现。A 股结构来看，成长、价值风格表现并无显著差异；在美国衰退背景下，小盘风格显著跑赢大盘，消费风格具有一定相对收益；非衰退背景下，大小盘无明显差异，金融风格、稳定风格具有一定相对收益。黄金在多数美股大跌期间上涨，在美国衰退期间平均涨幅显著高于非衰退期间。中债、美债收益率在美股大跌期间多数时间下跌，在美国衰退期间平均跌幅显著高于非衰退期间，多数区间中债收益率下跌幅度小于美债。

表1: 美股出现大幅下跌区间 A 股港股均走弱，国债、黄金走强（单位：%；bp）

起始日期	2000/3/24	2007/10/9	2010/4/23	2011/7/7	2015/5/21	2018/9/20	2020/2/19	2022/1/3	平均表现	
结束日期	2002/10/9	2009/3/9	2010/7/2	2011/10/3	2016/2/11	2018/12/24	2020/3/23	2022/10/12	衰退	非衰退
标普 500	-49.15	-56.78	-15.99	-18.77	-14.16	-19.78	-33.92	-25.43	-46.62	-18.83
万得全 A	-18.62	-55.40	-20.31	-16.24	-41.11	-10.67	-11.20	-20.46	-28.41	-21.76
恒生指数	-51.57	-59.07	-8.08	-28.50	-34.56	-8.85	-17.91	-29.63	-42.85	-21.92
国证成长		-55.56	-22.47	-17.79	-36.56	-11.79	-13.67	-27.41	-34.62	-23.20
国证价值		-54.99	-19.70	-16.56	-36.05	-10.02	-10.86	-16.90	-32.92	-19.85
大盘指数(申万)	-20.05	-58.35	-16.92	-17.59	-41.22	-11.58	-12.88	-23.32	-30.43	-22.13
小盘指数(申万)	-13.95	-38.75	-19.51	-17.83	-40.69	-10.77	-10.35	-22.82	-21.02	-22.32
金融(风格.中信)		-59.68	-15.57	-17.06	-34.28	-8.95	-12.22	-16.09	-35.95	-18.39
周期(风格.中信)		-59.89	-26.36	-19.59	-43.03	-11.66	-9.63	-14.81	-34.76	-23.09
消费(风格.中信)		-46.65	-21.32	-14.12	-37.85	-12.08	-8.32	-21.07	-27.49	-21.29
成长(风格.中信)		-48.80	-27.90	-16.87	-43.96	-11.48	-9.89	-26.25	-29.35	-25.29
稳定(风格.中信)		-49.67	-19.69	-18.53	-48.43	-6.82	-6.61	-6.02	-28.14	-19.90
十年期中债收益率	-	-120bp	-12bp	-12bp	-58bp	-36bp	-26bp	-6bp	-73 bp	-25bp

十年期美债收益率	-259bp	-178bp	-84bp	-137bp	-56bp	-33bp	-80bp	228bp	-172bp	-16 bp
COMEX 黄金	12.52	23.54	6.18	8.58	3.56	5.05	-2.82	-6.67	11.08	3.34

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

此前 8 轮美股大跌最低点后 30 个自然日个大类资产表现。8 轮美股反弹区间，港股全部上涨，A 股 7 轮上涨。其中，美国衰退背景下，美股最低点后平均上涨 20.76%，明显大于非衰退区间的 10.95%；港股分别为 14.51%和 10.24%，同样是衰退背景下大跌后反弹幅度更大；但 A 股反弹幅度分别为 5.26%和 6.08%，明显小于美股和港股，且美国是否衰退下反弹幅度并无太大差异。A 股结构来看，小盘风格表现略好于大盘风格；在美国衰退背景下，成长风格反弹显著跑赢大盘，消费、周期风格同样具有明显的超额收益；非衰退背景下，反弹区间各风格较为均衡，金融风格略占优。黄金在多数美股大跌最低点后表现为上涨，在美国衰退期间平均涨幅高于非衰退期间。中债、美债收益率涨跌情况并不稳定。

表2: 美股大幅下行至低点后 30 日市场普遍反弹（单位：%；bp）

起始日期	2002 年 10 月低 点+30D	2009 年 3 月低点 +30D	2010 年 7 月低点 +30D	2011 年 10 月低 点+30D	2016 年 2 月低点 +30D	2018 年 12 月低 点+30D	2020 年 3 月低点 +30D	2022 年 10 月低 点+30D	衰退背景 平均表现	非衰退背 景平均表 现
标普 500	15.19	21.97	7.73	12.62	10.56	12.23	25.11	11.63	20.76	10.95
万得全 A	-1.64	12.36	14.21	7.67	0.85	3.82	5.07	3.86	5.26	6.08
恒生指数	10.29	27.43	8.61	18.41	10.26	8.20	5.80	5.71	14.51	10.24
国证成长		12.86	18.09	5.85	1.06	4.90	8.60	3.41	10.73	6.66
国证价值		10.26	14.38	8.05	5.76	3.87	2.86	0.18	6.56	6.45
大盘指数(申万)	-0.27	10.80	11.23	7.58	5.62	5.00	6.36	0.48	5.63	5.98
小盘指数(申万)	-3.74	18.13	20.52	7.49	-2.41	2.62	4.71	6.10	6.37	6.86
金融(风格.中信)		13.23	11.57	10.33	7.09	5.20	1.91	1.04	7.57	7.05
周期(风格.中信)		14.59	19.36	5.27	0.58	2.42	4.34	4.69	9.46	6.46
消费(风格.中信)		9.65	18.18	8.21	-0.29	5.27	12.06	1.89	10.85	6.65
成长(风格.中信)		16.52	19.40	8.94	-4.70	3.02	4.25	5.94	10.38	6.52
稳定(风格.中信)		7.48	11.02	7.76	3.83	1.94	1.99	-0.40	4.74	4.83
十年期中债收益率	29bp	2bp	5bp	-13bp	-3bp	-18bp	-11bp	1bp	-4 bp	-6 bp
十年期美债收益率	24bp	-3bp	-6bp	23bp	35bp	2bp	-13bp	-9bp	3 bp	9 bp
COMEX 黄金	0.28	-3.31	-2.96	4.34	0.26	0.79	10.41	5.76	2.46	1.64

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

目前尚不能确定本轮美股回落是否已经结束，但能够确定的是本轮 A 股、港股走势与以往不同，并未跟随美股下跌，而是明显走出独立行情。以收盘价数据看，截至 3 月 21 日，标普 500 累计回落一度超 10%，而万得全 A 一度累计上涨 3.48%，恒生指数一度累计上涨 7.96%。中国人工智能领域持续突破背景下，国内提振内需消费政策持续发力，同时最新公布的 1-2 月经济总体走势平稳，数据边际改善，预计 A 股、港股独立行情有望持续。

宏观基本面，1-2 月经济总体走势平稳，数据边际改善。其中，消费边际走强，政策支撑下实物商品消费率先修复；固投中基建投资和制造业投资保持高增速，房地产投资降幅缩窄，工业增加值增速保持平稳。

3 月 16 日发布的《提振消费专项行动方案》提出促进“人工智能+消费”，“人工智能+消费”首次在 2 月国务院常务会议被单独重点强调。此前 2024 年消费政策重点为以旧换新提振消费，而本次《提振消费专项行动方案》做出 8 大方面 30 项重点任务的系统部署，以“大力提振消费，全方位扩大国内需求”为工作任务，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。往后看，今年政策对消费的支持力度明显加大，预计伴随各地区各部门落实响应，后续促消费政策有望陆续加码。

往年在 3 月两会对于全年工作安排逐步落地后，二季度多为政策执行阶段。同时 4 月即将迎来年报及一季报发布窗口，因此二季度尤其 4 月份，市场往往回归基本面。今年内外部政策角力即将进入关键期，虽然特朗普政策不稳定性高，但目前看外部风险整体可控，同时国内稳增长政策仍值得期待。

虽然此前特朗普表示将于 4 月 2 日起对全球展开“对等关税”，美国对外关税政策的不确定性或将于 4 月进一步提升。

国内 LPR 已连续 5 个月按兵不动，但央行仍强调择机降准降息，政策基调并未改变，同时当前汇率压力减弱，美联储点阵图仍显示年内两次降息次数不变。随着外部不确定性提升，约束减弱，货币宽松政策有望推出。央行今年以来已多次提及，今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。央行表示，目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，还有下行空间，中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间。海外方面，当地时间 3 月 19 日，美联储维持 3 月联邦基金目标利率不变。货币政策会议后，美联储主席鲍威尔表示将放缓资产负债表规模的缩减速度。FOMC 声明称，最近的指标表明，美国经济活动继续以稳健的速度扩张。近几个月来，失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然稳固，通胀水平仍然较高。据 CME 美联储观察工具，截至 3 月 21 日，二季度内美联储降息概率为 73.2%，其中降息 50bp 的概率较大（61.8%），降息 100bp 的概率较小（11.4%）。我们预计我国货币政策空间有望进一步打开，伴随外部环境改善、人民币汇率压力缓解，适度宽松节奏上虽有延后但仍有望尽快落地。

投资建议：

海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重



估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传 真：010-59562637