

历年二季度哪些板块容易出现行情？

报告日期：2025-03-23

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 临近4月初，海外关税风险持续累积，叠加国内两会后政策落地节奏和力度仍有待加强，基本面支撑有限，市场继续维持高位震荡态势不变。配置上，轮动仍是主旋律，继续沿着滞涨低估方向寻找轮动机会，关注短期有性价比、中长期有战略价值的银行、保险，以及有政策催化的医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。

● 市场观点：外部关税风险扰动、内部政策有待加强，市场高位震荡格局延续

国内政策与基本面支撑有限、外部关税风险扰动增加，市场延续高位震荡。内部形势上，前2月经济数据整体低于市场预期，“两会”后政策落地节奏和力度也有所不及预期，降准降息期待落空，国内经济基本面需更强政策支持。外部风险方面，临近4月2日特朗普开征“对等关税”，关税风险扰动再次上演。FOMC会议声明较市场预期略偏鸽派，但美联储对降息态度依然谨慎。整体上，市场继续维持高位震荡态势。

市场热点1：如何看待海外风险及美联储议息会议基调？随着临近4月2日特朗普开征“对等关税”，关税风险预计将持续积累。3月FOMC会议声明较市场预期略偏鸽派，但美联储对降息的态度整体上依然维持谨慎，并且认为关税导致通胀反弹可能不持续，故还不确定美联储是否应该行动。因此外部风险依然存在一定扰动。

市场热点2：如何看待前2月经济数据及两会后政策力度？1-2月宏观经济数据略低于预期，拟合GDP增速约5.27%、高于经济增长目标，生产偏强、国内需求依然有待提振，因而基本面改善仍需政策继续发力。同时，两会后政策落地力度略低于市场预期，如3月16日公布《提振消费专项行动方案》着重于需求侧加大政策力度，但与政府工作报告和前几年政策举措相比，增量资金和表述重视程度均有限；3月20日LPR降息预期落空等。故在前期政策已落地情况下，市场依然等待基本面和政策予以更强支撑。

相关报告

1. 策略周报《消费主线是否迎来机会？—20250316第11周》
2. 策略周报《Manus能否为科技股行情空中加油？—20250309第10周》
3. 策略周报《如何预判本轮科技股调整时间和空间？—20250302第9周》
4. 策略月报《静水流深—2025年3月A股市场研判及配置机会》2025-02-23

● 行业配置：继续沿着滞涨低估+催化的思路寻找轮动机会

3月第3周行业依然维持较快轮动之势，如前周涨幅靠前的消费板块尤其是食品饮料和服务消费表现弱势，科技股继续回调，而我们推荐的部分商品消费、红利资产则迎来轮动机会。往后展望，市场向上、向下动能和风险有限，高位震荡大环境不变，同时各风格、行业基本面变化有限，因此行业上继续维持轮动，沿着前期滞涨和低估方向寻找等候轮动机会。具体建议关注两条有望轮动的主线：1) 市场震荡下具备配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行、保险。2) 前期低估滞涨同时有政策催化的领域，重点关注医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。

配置热点1：历年二季度，哪些行业较多出现机会？统计近9年各风格及行业在二季度的市场表现，从完整区间表现和区间内最大涨幅两个维度考量：完整区间内消费风格更容易取得较好表现，而成长风格较多出现阶段性的爆发行情。行业上，完整区间平均涨幅前10的有食品饮料、家电、电子、汽车、社服、电力设备、医药、有色、煤炭，区间内最大平均涨幅前10的有电子、社服、电力设备、美护、食品饮料、军工、汽车、计算机、有色、通信。若剔除过去消费抱团和新能源产业机会的影响后，电子、汽车、社

服、有色在二季度值得关注。

配置热点 2: DeepSeek 主题行情后，泛 TMT 板块调整到位了吗？还有多大空间？2 月下旬开始，我们始终强调提示泛 TMT 板块的估值调整消化风险，立足当前回过头看，泛 TMT 板块确在 2 月下旬见顶回落，当前已经进入估值消化阶段。根据复盘经验，一轮估值消化阶段下，通常计算机、传媒将回调 30-35%，通信回调 20-25%，电子回调 15-30%，而回调持续时间并没有明显规律，关键在于新一轮重磅催化剂何时出现。当前泛 TMT 板块已经经历了一定程度回调，但距离回调结束预计仍有较大空间，从 2 月下旬见顶回落至今，计算机、传媒、通信、电子最大跌幅分别仅为 8.1%、8.1%、10.1%、7.6%。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股持续性调整对全球资本市场偏好抑制；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：外部关税风险扰动、内部政策有待加强，市场高位震荡格局延续.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待海外风险及美联储议息会议基调？	4
1.2 市场热点 2：如何看待前 2 月经济数据及两会后政策力度？	4
2 行业配置：继续沿着滞涨低估+催化的思路寻找轮动机会	7
2.1 配置热点 1：历年二季度，哪些板块较多出现机会？	7
2.2 配置热点 2：DEEPSEEK 主题行情后，泛 TMT 板块调整到位了吗？还有多大空间？	9
2.3 继续沿着滞涨低估+催化的思路寻找轮动机会	11
风险提示：	11

图表目录

图表 1 地产链条消费开年维持正增长	5
图表 2 可选消费品整体增速有所改善（除汽车外）	5
图表 3 地产与基建投资增速较去年有所改善	6
图表 4 地产主要数据同比下降，新开工下行明显	6
图表 5 工业增加值环比延续改善态势，强于制造业 PMI	7
图表 6 建筑类商品产量增速有所回落	7
图表 7 近 9 年二季度全区间内各指数以及风格涨跌表现	8
图表 8 近 9 年二季度全区间内各指数以及风格区间最大表现	9
图表 9 本轮计算机涨幅已经接近 SORA 行情下的涨幅	10
图表 10 除传媒外，其余板块估值百分位均超过可比情况的最高水平	10

1 市场观点：外部关税风险扰动、内部政策有待加强，市场高位震荡格局延续

1.1 市场热点 1：如何看待海外风险及美联储议息会议基调？

我们的观点：随着临近 4 月 2 日特朗普开征“对等关税”，关税风险预计将持续积累。3 月 FOMC 会议声明较市场预期略偏鸽派，但美联储对降息的态度整体上依然维持谨慎，并且认为关税导致通胀反弹可能不持续，故还不确定美联储是否应该行动。因此外部风险依然存在一定扰动。

美国加征风险临近关键时点，值得密切关注。3 月 17 日，美国总统特朗普表示将于 4 月 2 日同时实施广泛的针对每个贸易伙伴的“对等关税”以及额外的“行业特定关税”。尽管过去几周，印度降低了对波旁威士忌和高端摩托车的进口关税，还同意从美国购买更多能源和武器，但 3 月 19 日特朗普表示将从 4 月 2 日起对印度实施对等关税。上述情况或表明加征关税风险恐进一步积累。

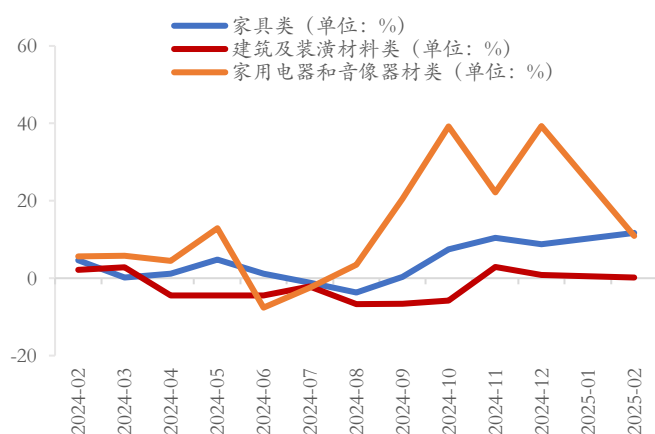
3 月美联储议息会议略偏鸽派，但重启降息仍需更多支撑，对市场提振力度有限。3 月 FOMC 会议声明较市场预期偏鸽派，主要是声明认为政策变化导致经济前景的不确定性在增加，并决定从 4 月开始放缓资产负债表缩减，将国债月度赎回上限从 250 亿美元调降至 50 亿美元。尽管如此，美联储对降息的态度整体上依然维持谨慎：①从点阵图看，3 月 FOMC 会议上美联储官员较去年 12 月更加谨慎，投票不降息和只降息 25BP 的官员分别增加 3 名和 1 名；②在 3 月经济预测中，美联储下调了经济增速和通胀预期，但利率中值并未发生变化，表明美联储对暂停降息的容忍度在提升；③会后新闻发布会上，美联储主席鲍威尔认为市场信心有所走弱，但现阶段美国经济依然健康，并且认为关税导致通胀反弹可能不持续故还不确定美联储是否应该行动。议息会议后市场对于 6 月降息预期略微上调，CME Fed Watch 显示市场预期美联储 2025 年 5 月和 6 月降息 25bp 的概率分别为 19.4% 和 57%，前值分别为 16.6% 和 55.6%。因而，短期内美联储偏鸽派信号，但整体上信号偏弱、重启降息仍需更多数据支撑，故对市场提振力度较为有限。

1.2 市场热点 2：如何看待前 2 月经济数据及两会后政策力度？

我们的观点：1-2 月宏观经济数据略低于预期，拟合 GDP 增速约 5.27%、高于经济增长目标，生产偏强、国内需求依然有待提振，因而基本面改善仍需政策继续发力。同时，两会后政策落地力度略低于市场预期，如 3 月 16 日公布《提振消费专项行动方案》着重于需求侧加大政策力度，但与政府工作报告和前几年政策举措相比，增量资金和表述重视程度均有限；3 月 20 日 LPR 降息预期落空等。故在前期政策已落地情况下，市场依然等待基本面和政策予以更强支撑。

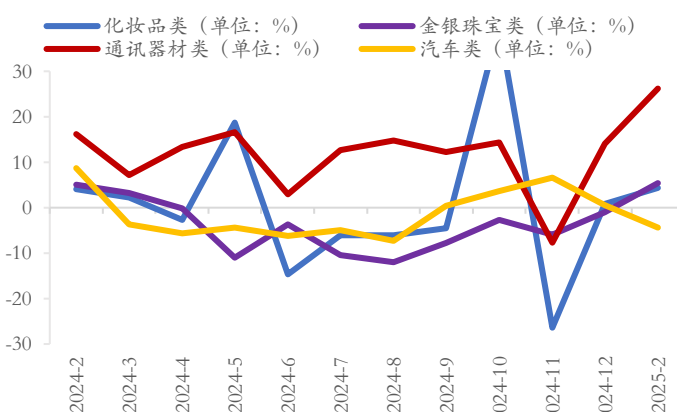
社零同比增速较去年中枢有初步修复，但整体依然偏低。1-2 月社会消费品零售总额约 8.37 万亿元，同比上涨 4.0%，较去年全年 3.5% 有所改善。我们认为，尽管当前社零增速回升，但商品零售消费增速依然偏慢，消费复苏节奏不宜过度乐观。其中，①通讯器材同比高达 26% 以上，显示出“以旧换新”扩展到手机等门类的影响，家电继续保持着 10% 以上的同比增速；②食品、烟酒相对平稳、和去年增速大致相当；③汽车零售额同比下降 4.4%，低于销售量高频数据，主要是降价拖累；④家具零售同比升至 10% 以上，去年四季度成交量带动、政策接续效果显现。我们认为，从可选消费品来看，消费对政策发力的依赖度依然较高，内生动能有待提振，3 月社零增速或基本持平。1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。2 月份，全国城镇调查失业率为 5.4%，比上月上升 0.2 个百分点，居民就业和收入端尚未见明显。

图表 1 地产链条消费开年维持正增长



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 可选消费品整体增速有所改善（除汽车外）

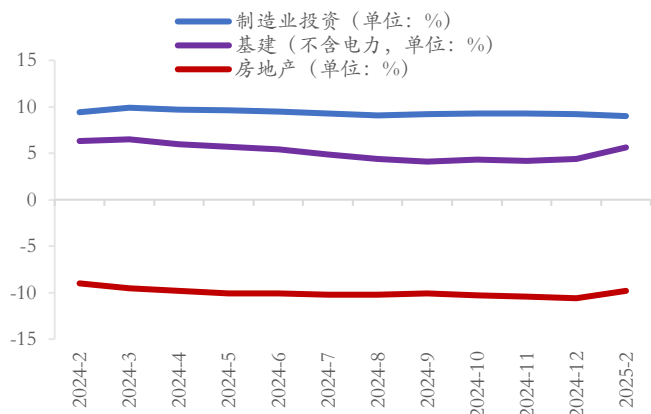


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

制造业投资维持较高增速，基建投资和地产投资增速较去年有所改善。1-2 月固定资产投资累计同比 4.1%，较去年全年 3.2% 上行 0.9 个百分点。其中，制造业投资增速为 9%，在去年同期较高基数上维持较快增长，主要受设备更新和出口景气带动；基建投资继续发挥稳增长“压舱石”作用，增速达 5.6%，较去年全年 4.4% 小幅提高；房地产投资同比下降 9.8%，较去年降幅 10.6% 有所收窄。我们认为，制造业投资和基建仍能维持较高增速对冲地产下行，Q1 固定资产投资有望维持在 4% 左右。同时，需要关注的是基建与房地产项目复工情况不容乐观，可能对实物工作量有一定拖累。据百年建筑调研，截至 2 月 27 日（农历正月三十），全国 13532 个工地开复工率为

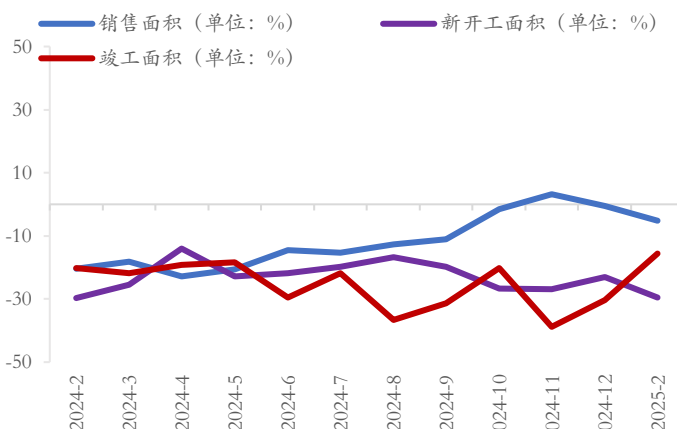
64.6%；劳务上工率 61.7%，农历同比分别减少 10.8%、10.7%；资金到位率 49.1%，农历同比略增。其中房建项目、非房建项目开复工率农历同比有所减少。

图表 3 地产与基建投资增速较去年有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：上图为累计同比。

图表 4 地产主要数据同比下降，新开工下行明显



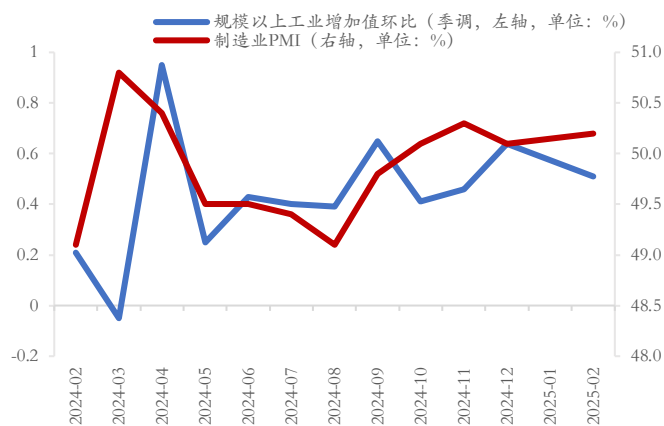
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

房地产开发投资企稳仍需时日。房地产开发分项数据依然偏弱，在消化存量、严控增量背景下，商品房销售额和销售面积同比分别下降 2.6%和 5.1%，降幅较去年明显收窄；但新开工面积同比降幅 29.6%、竣工面积同比下降 15.6%，或表明房地产企业当下现金流压力依然较大。我们认为，去年 9 月以来房地产政策密集优化托底成交量后，市场信心有所改善，依旧能够出现房价“小阳春”，但成色和力度恐弱于往年。①以当年前 11 周 30 个大中城市（Wind 口径）商品房成交面积看，2025 年为 1716 万平方米，较 2024 年同比增 10.7%，但相较于 2023 年同比下降 41.8%。②2024 年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025 年 2 月（春节后第一个月份）房价并未出现改善态势，也表明对今年 3-4 月传统地产销售旺季房价走势和成交量不宜太过乐观。

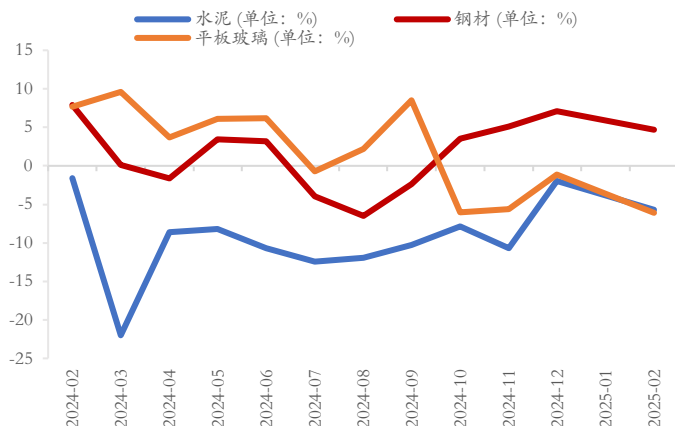
工业增加值增速维持较高水平，生产强于消费。1-2 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，维持较高增速。季调后，1-2 月环比增长，明显强于 PMI 走势，出口带动作用较强。从三大门类来看，受有色金属带动上游价格，采矿业增速为 4.3%；出口拉动制造业增速，达 6.9%；气候相对偏暖拖累电热水生产供应业需求，仅 1.1%。**主要工业品方面：**①**建筑类工业品产量增速回落。**其中水泥产量同比下降 5.7%，表明实物工作量依然较弱，与百年建筑调研工地复工偏慢相一致。②**汽车产量维持较快增长。**1-2 月汽车产量同比上涨 13.9%，但供应偏强下价格竞争更加激烈。③**工业生产维持较高景气，但期货偏暖拖累能源需求，发电量同比下降 1.3%。**原煤产量同比增长 7.7%。

图表 5 工业增加值环比延续改善态势，强于制造业 PMI

图表 6 建筑类商品产量增速有所回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

2 行业配置：继续沿着滞涨低估+催化的思路寻找轮动机会

2.1 配置热点 1：历年二季度，哪些板块较多出现机会？

我们的观点：统计近 9 年各风格及行业在二季度的市场表现，从完整区间表现和区间内最大涨幅两个维度考量：完整区间内消费风格更容易取得较好表现，而成长风格较多出现阶段性的爆发行情。行业上，完整区间平均涨幅前 10 的有食品饮料、美护、家电、电子、汽车、社服、电力设备、医药、有色、煤炭，区间内最大平均涨幅前 10 的有电子、社服、电力设备、美护、食品饮料、军工、汽车、计算机、有色、通信。若剔除过去消费抱团和新能源产业机会的影响后，电子、汽车、社服、有色在二季度值得关注。

近 9 年的二季度消费板块整体表现较好。复盘在二季度完整区间内各行业指数以及风格的涨跌幅，发现消费板块整体更容易取得相对较好表现，其中食品饮料、美护、家电、汽车、社服、医药近 9 年二季度平均涨幅靠前，并且家电胜率最高，9 年中取得前 10 的次数高达 8 次，食品饮料、汽车次之，有 6 次取得前 10。其余板块看，电子、有色、煤炭、基础化工的平均涨幅靠前，且胜率也相对较高。

图表 7 近 9 年二季度全区间内各指数以及风格涨跌表现

行业	20240401	20230401	20220401	20210401	20200401	20190401	20180401	20170401	20160401	二季度表现	
	20240630	20230630	20220630	20210630	20200630	20190630	20180630	20170630	20160630	均值	前10率
食品饮料	-14.4	-12.9	20.2	9.2	28.7	12.1	7.8	7.7	9.5	7.6	67%
美容护理	-12.5	-12.2	14.5	29.0	43.4	-7.3	-6.7	-7.2	1.9	4.8	56%
家用电器	-1.6	5.2	12.0	-8.5	17.0	2.5	-5.0	14.1	5.1	4.5	89%
电子	1.5	-3.9	1.3	21.2	30.7	-10.7	-17.9	-0.9	11.4	3.7	56%
汽车	-3.8	1.9	23.1	19.0	7.5	-8.0	-11.0	-2.6	3.6	3.3	67%
社会服务	-18.0	-9.6	8.2	-4.4	62.7	0.6	2.5	-9.1	-6.9	2.9	44%
电力设备	-11.7	-3.1	15.1	30.7	20.9	-11.8	-21.1	-9.5	3.9	1.5	44%
医药生物	-10.2	-7.3	-3.9	14.0	29.4	-7.7	-2.7	-0.6	1.9	1.4	44%
有色金属	-5.4	-8.7	6.8	13.0	11.1	-2.4	-18.0	-5.2	6.9	-0.2	44%
煤炭	1.4	-8.2	7.1	12.8	-0.3	-3.3	-10.7	-1.9	-2.9	-0.7	56%
基础化工	-6.3	-10.6	5.7	16.8	12.7	-10.9	-10.0	-6.8	2.0	-0.8	33%
银行	5.8	-0.1	-4.0	-3.8	1.0	1.3	-11.5	3.1	0.2	-0.9	44%
通信	-1.9	16.3	-0.9	6.3	3.4	-7.8	-23.7	-4.8	2.9	-1.1	33%
非银金融	-5.3	-1.8	0.5	-2.5	4.9	0.8	-13.2	8.6	-2.6	-1.2	22%
公用事业	5.2	5.1	3.4	-5.6	2.3	-5.8	-14.5	-1.6	-4.6	-1.8	33%
交通运输	0.3	-8.5	7.2	1.3	5.6	-3.7	-11.2	-1.6	-7.1	-2.0	44%
机械设备	-9.5	3.0	4.8	3.3	12.7	-8.3	-17.1	-9.3	2.2	-2.0	22%
石油石化	-2.4	-3.0	4.3	5.2	-1.7	-7.6	-7.1	-6.8	-3.2	-2.5	22%
国防军工	-4.0	2.8	4.2	9.6	11.0	-8.8	-20.1	-16.8	-1.5	-2.6	22%
计算机	-16.1	-6.7	-8.0	9.7	17.2	-10.6	-15.1	-3.3	1.5	-3.5	22%
传媒	-20.2	6.3	-4.4	1.2	26.0	-15.8	-19.7	-7.4	-6.0	-4.4	22%
建筑材料	-7.9	-12.2	4.7	-3.5	5.6	-3.7	-17.6	-2.8	-3.1	-4.5	11%
钢铁	-10.1	-7.8	-2.6	6.9	2.3	-13.2	-9.8	-2.3	-5.3	-4.7	11%
商贸零售	-19.3	-19.3	12.5	0.1	17.6	-8.2	-14.6	-7.8	-5.8	-5.0	22%
环保	-9.4	-2.5	-4.5	-7.6	3.0	-6.0	-18.1	1.7	-1.6	-5.0	11%
轻工制造	-14.7	-5.4	1.0	-0.5	10.7	-14.1	-16.1	-9.6	1.4	-5.3	0%
纺织服饰	-14.2	-0.4	-0.8	6.9	-2.4	-13.0	-11.5	-11.0	-3.4	-5.5	11%
建筑装饰	-7.1	-1.4	-1.5	-4.5	-4.1	-11.9	-16.9	-4.9	-5.1	-6.4	11%
综合	-25.7	-8.6	-4.8	17.5	10.4	-11.1	-22.6	-11.4	-1.6	-6.4	11%
农林牧渔	-7.9	-11.3	-4.2	-8.2	1.1	-4.4	-11.2	-11.4	-2.2	-6.6	11%
房地产	-12.1	-8.7	-8.9	-7.9	5.7	-10.3	-17.9	0.0	-3.6	-7.1	11%
成长(风格.中信)	-8.1	-3.3	5.8	18.4	19.5	-9.0	-17.0	-4.2	2.9	5.1	44%
消费(风格.中信)	-9.9	-6.5	8.1	8.1	23.7	-0.1	-2.9	0.9	2.0	23.5	67%
周期(风格.中信)	-2.4	-3.3	7.2	9.6	7.7	-8.6	-12.7	-5.7	1.9	-6.2	33%
金融(风格.中信)	0.5	0.1	-2.6	-4.1	4.2	0.0	-12.7	5.4	-0.6	-9.8	56%

资料来源：Wind，华安证券研究所。风格、行业二季度涨跌幅单位：%。注：标红为涨幅前 10 行业，标绿为跌幅前 10 行业，风格标红、绿对应前 50%、后 50%

成长板块最容易在二季度出现一波阶段性机会。从二季度内各行业指数以及风格出现的阶段性反弹表现来看，成长板块更易出现阶段性行情，其中电子、电力设备、国防军工、计算机、通信近 9 年二季度出现的最大涨幅均值相对靠前，并且电子、国防军工胜率最高，9 次复盘期内取得前 10 的次数均高达 7 次。消费板块出现阶段性机会的概率也相对较高，其中表现较好的有社服、美护、餐饮、汽车。

其余板块来看，有色金属不仅二季度完整区间内的平均涨幅靠前，同时也容易出现阶段性大行情。

图表 8 近 9 年二季度全区间内各指数以及风格区间最大表现

行业	20240401	20230401	20220401	20210401	20200401	20190401	20180401	20170401	20160401	区间最大涨幅	
	20240630	20230630	20220630	20210630	20200630	20190630	20180630	20170630	20160630	均值	前10率
电子	17.4	12.3	33.2	23.3	31.3	10.4	7.3	9.4	25.0	18.8	78%
社会服务	2.8	10.5	26.2	22.2	63.9	13.6	16.8	6.9	5.4	18.7	67%
电力设备	2.2	9.1	60.1	37.7	21.7	7.3	4.0	7.7	15.3	18.4	44%
美容护理	3.2	4.1	26.1	35.8	51.3	11.8	#N/A	14.4	12.9	17.7	44%
食品饮料	3.5	8.9	24.6	19.9	31.0	17.1	23.3	14.4	15.7	17.6	67%
国防军工	16.0	10.3	42.1	19.1	16.2	11.7	8.5	12.9	18.1	17.2	78%
汽车	#N/A	13.3	62.8	22.4	14.5	6.0	2.7	9.6	12.0	15.9	33%
计算机	5.9	22.6	24.7	17.0	18.4	13.3	10.8	10.3	19.8	15.9	67%
有色金属	3.3	5.4	41.0	21.4	15.8	17.2	5.1	12.6	18.9	15.6	67%
通信	12.1	29.3	23.0	14.1	10.8	9.5	6.1	8.4	14.9	14.2	44%
传媒	7.3	26.3	24.0	7.8	27.3	10.1	4.5	7.6	9.6	13.8	33%
煤炭	12.3	4.7	34.2	24.5	9.4	8.7	#N/A	14.9	12.2	13.4	44%
机械设备	2.9	11.3	37.6	9.4	14.2	8.9	4.7	7.6	14.6	12.4	44%
家用电器	#N/A	14.9	24.9	4.9	22.9	7.3	4.3	19.9	8.8	12.0	33%
医药生物	#N/A	2.9	20.9	17.6	33.3	11.0	3.7	7.4	9.9	11.8	22%
基础化工	3.0	4.1	32.7	19.1	14.1	6.8	4.1	8.6	13.1	11.7	11%
非银金融	13.3	2.5	21.8	13.1	10.1	15.0	3.2	14.5	9.9	11.5	33%
石油石化	3.1	3.2	33.0	12.5	8.0	7.9	8.3	10.6	7.6	10.4	33%
环保	2.6	6.9	21.8	7.3	10.7	19.5	5.4	9.4	9.5	10.3	22%
综合	3.2	3.2	17.5	20.0	12.6	7.3	4.1	9.3	13.9	10.1	22%
房地产	34.3	9.6	11.0	#N/A	7.6	5.2	3.0	10.7	5.5	9.7	22%
钢铁	2.5	3.3	18.5	23.9	13.1	7.2	#N/A	8.8	7.6	9.4	11%
商贸零售	#N/A	1.4	22.4	10.3	23.2	7.7	#N/A	7.4	9.4	9.1	11%
农林牧渔	2.6	5.9	20.0	7.1	10.9	16.1	2.6	5.6	8.0	8.8	11%
轻工制造	3.0	4.7	25.5	3.4	13.5	7.1	#N/A	7.9	13.4	8.7	11%
建筑材料	2.7	4.0	19.6	3.1	16.2	9.1	2.8	8.9	9.4	8.4	0%
纺织服饰	2.4	6.8	18.9	8.9	9.4	5.6	4.5	6.0	9.2	8.0	0%
公用事业	9.3	9.9	18.8	7.5	4.6	8.6	#N/A	6.7	5.6	7.9	22%
交通运输	2.3	2.0	17.3	8.0	12.0	7.8	2.2	6.7	5.2	7.1	0%
银行	11.1	1.6	7.1	10.1	6.6	8.1	2.0	11.5	2.4	6.7	11%
建筑装饰	2.8	4.1	14.4	4.5	3.3	6.9	#N/A	8.7	9.2	6.0	0%
成长(风格.中信)	3.9	8.6	39.0	20.7	20.9	9.6	6.0	9.1	17.9	15.1	78%
消费(风格.中信)	#N/A	2.4	20.7	13.4	26.4	9.7	#N/A	9.9	10.5	10.3	44%
周期(风格.中信)	#N/A	5.0	32.8	11.7	9.8	7.5	3.0	8.1	13.2	10.1	44%
金融(风格.中信)	13.1	2.5	11.5	3.0	6.8	10.7	2.5	11.8	6.0	7.5	33%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：区间最大涨幅为各行业和风格在二季度出现的最大阶段性上涨幅度，标红为涨幅前 10 行业，标绿为跌幅前 10 行业，风格标红、绿对应前 50%、后 50%，#N/A 表示二季度持续下滑，未出现明显阶段性反弹。

2.2 配置热点 2：DeepSeek 主题行情后，泛 TMT 板块调整到位了吗？还有多大空间？

我们的观点：2 月下旬开始，我们始终强调提示泛 TMT 板块的估值调整消化风险，立足当前回过头看，泛 TMT 板块确在 2 月下旬见顶回落，当前已经进入估值消化阶段。根据复盘经验，一轮估值消化阶段下，通常计算机、传媒将回调 30-35%，通信回调 20-25%，电子回调 15-30%，而回调持续时间并没有明显规律，关键在于新

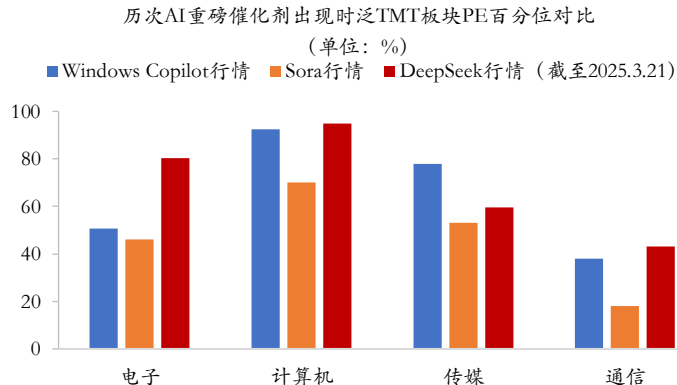
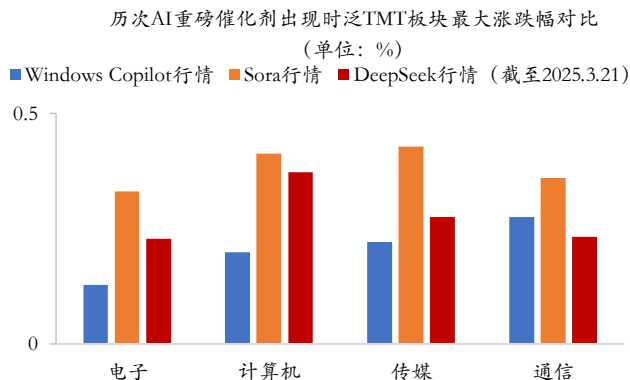
的一轮重磅催化剂何时出现。当前泛 TMT 板块已经经历了一定程度回调，但距离回调结束预计仍有较大空间，从 2 月下旬见顶回落至今，计算机、传媒、通信、电子最大跌幅分别仅为 8.1%、8.1%、10.1%、7.6%。

本周（3 月 17 日-3 月 21 日）泛 TMT 板块整体跌幅居前，计算机、传媒、电子、通信分别下跌 5.3%、5.0%、4.1%、3.9%，分别位于申万一级行业倒数第 1、2、3、7 名。细分子行业中，游戏、软件开发、影视院线、通信服务、计算机设备、数字媒体、IT 服务、半导体跌幅居前。

泛 TMT 板块进入估值消化阶段。3 月初泛 TMT 板块整体涨幅与估值分位水平已接近历史可比情况下的区间上限，当前已进入调整期。借鉴过去两次 AI 重磅催化剂出现时的泛 TMT 板块 20%-40%涨幅水平以及估值百分位，截至 2025 年 3 月 21 日，电子、传媒、通信最大涨幅已经高于 20%，计算机最大涨幅 37%，已经接近 40%区间上限；估值百分位上看，除传媒外，计算机、通信已处于可比情况下的最高水平附近，电子板块已经明显超过 Windows Copilot 以及 Sora 行情下的最大估值分位水平。同时基于历史复盘下总结的泛 TMT 估值分位天花板水平，2 月末计算机、电子板块均已超过估值上限压力位，近两周以来泛 TMT 板块均已经展现出较大的调整压力。

图表 9 本轮计算机涨幅已经接近 Sora 行情下的涨幅

图表 10 除传媒外，其余板块估值百分位均超过可比情况的最高水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 估值百分位测算区间为 2010/1/1-2025/3/21

我们在《如何预判本轮科技股调整时间和空间?》(20250302)中复盘了自 2023 年 6 月以来泛 TMT 出现过的 3 次较大的阶段性调整，发现若泛 TMT 板块迈入阶段性估值消化期，电子、通信跌幅相对较小，电子通常在 15-30%，通信通常在 20-25%，而传媒、计算机调整幅度通常在 30-35%。2023 年 6 月至 2024 年 9 月末，泛 TMT 板块出现过三次明显的调整期，分别是 2023 年 6 月至 11 月初、2023 年 11 月末至 2024 年 2 月初、2024 年 3 月至 2024 年 9 月末。第一轮调整期内，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 15.8%、27.6%、34.1%、23.8%；第二轮调整期内，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 32.2%、37.1%、33.0%、22.9%；第三轮调整期内，

电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 15.7%、31.3%、33.5%、16.5%。

调整时间上并无明显规律，核心在于新一轮的重磅催化剂何时出现。调整时间（自然日）整体在 1 个月-6 个月，跨度较长、无明显规律，由于今年政策基调偏积极、成长科技催化剂事件频出，若后续在 AI 大模型研发加速背景下应用端出现热门应用或技术再革新性进步，泛 TMT 等成长板块调整时间有望缩短。

泛 TMT 板块后续仍有进一步回调风险。截至 2025 年 3 月 21 日，电子、计算机、传媒、通信由最高点的回调幅度分别为 7.6%（2025/2/26 为区间最高点）、8.1%（2025/2/21）、8.1%（2025/2/14）、10.1%（2025/2/21），和近三次泛 TMT 板块调整幅度对比来看，当前通信、电子仍有 5-20%左右的回调空间，计算机、传媒仍有 22-27%左右的调整空间。

2.3 继续沿着滞涨低估+催化的思路寻找轮动机会

3 月第 3 周行业依然维持较快轮动之势，如前周涨幅靠前的消费板块尤其是食品饮料和服务消费表现弱势，科技股继续回调，而我们推荐的部分商品消费、红利资产则迎来轮动机会。往后展望，市场向上、向下动能和风险有限，高位震荡大环境不变，同时各风格、行业基本面变化有限，因此行业上继续维持轮动，沿着前期滞涨和低估方向寻找等候轮动机会。具体建议关注两条有望轮动的主线：

第一条主线是市场震荡下具备配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行保险。一方面，我们坚持对 3 月市场高位震荡的判断，因此银行保险等权重股有稳定及短期换仓的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第二条主线是前期低估滞涨同时有政策催化的领域，重点关注医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。其中医药有望出现阶段性估值修复，源于“完善药品价格形成机制”和“医保支持创新药高质量发展”两份文件征求意见。汽车、家电则是源于以旧换新政策进一步明确以及优异效果。在前期整体滞涨背景下，市场高位震荡，同时有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股持续性调整对全球资本市场偏好抑制；美国对华政策超预期严厉等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。