

行胜于言

核心观点：国内正着手对长期痛点进行政策解决，而美国正在经历“排毒”期和贸易不确定性的困扰。无论长期的结果究竟如何，请暂时对东升西落的叙事多点信心，盘面已经做出积极反应，技术面风险可控，大市值绩优股胜率和赔率更佳。

国内：经济长期痛点的政策推进+降准降息的宽松预期=东升预期的强化

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

政策对长期痛点的着手解决：1) 人口：《政府工作报告》首次提出发放育儿补贴，呼和浩特补贴力度空前的示范效应——市场未来可想象的空间大，力度足。2) 消费：《政府工作报告》第一大任务——大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。3月14日最高法和国家金融监管总局分别从法律和金融两方面对消费落地政策支持，市场反应积极。3月17日国新办提振消费会议——市场预期落地，短期涨幅过大后有回撤风险，但中期行情未结束。

降准降息的宽松预期得到维持：1) 监管层再定调流动性宽松——央行党委扩大会议指出实施好适度宽松的货币政策；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。2) 社融反映出居民与企业端需求依旧偏弱。数据上：2月新增社融2.2万亿，同比多增7300多亿元；社融存量同比增速8.2%，较上月提升0.2个百分点。结构上：新增部分主要由政府债券贡献，而居民短贷、中长期贷款负增，企业中长期贷款大幅少增。

行情未来展望：风格切换未结束，历史来看未来两个月大概率会有大盘跑赢小盘的月度行情，板块上低位的消费、医药、红利等重点关注。我们依然维持《无人问津与人声鼎沸》中的观点，维持对风格切换将继续的推荐，主要理由有：1) 筹码结构看，TMT板块拥挤度有回落，但时间和幅度不足，呈现出量价背离的特征；消费板块筹码结构更优。TMT板块在2月底成交额占比达45%左右后回落，当前占比约35%，对比23年TMT板块成交额占比达45%左右后回落至最低20%左右，时间上3个月左右。同时从量价结构看，TMT板块呈现出顶背离的特征。而消费板块成交额占比24%，处于10年以来的39.2%的历史分位，筹码较为出清。2) 从赔率看，消费板块较科技板块估值处于更低位置（10年以来），赔率更优，且此次行情的标杆恒生科技中的主要个股已与美股科技巨头估值相当，继续抬升估值需要更多叙事。3) 期权市场波动率隐含大盘情绪比小盘更强：从周五的期权市场波动率来看，上证50和沪深300的波动率明显抬升，而中证1000的波动率几乎未动。这说明期权市场卖方更愿意卖出小盘，而买方更愿意买入大盘指数。由于此次波动率的上涨伴随着指数的走强，暗示看多大盘的情绪比小盘更强。4) 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。自2016年以来，巨潮小盘指数对大盘指数的月度超额收益超过5%之后皆

会在第2个月回落，并在2个月内出现负值（即当月小盘跑输大盘）的情况。考虑到本月目前小盘仍对大盘具有超额收益，还未出现跑输的情况，预计后续月度小盘跑输大盘的情况将大概率出现。5）关税冲突或加剧，外需扰动加大，扩内需重要性提升。

近期美国资产从 Trump Put 交易到 Trump Recession，考虑到比特币等风险资产的暂时性企稳和临时拨款法案的通过，美股可能跟随迎来暂时性（周线级别）反弹，但技术面看中期的调整（月线级别）应未结束，建议投资者保持谨慎，考虑到美国私人部门的强大，美股若出现大幅调整将给予极佳的买入机会，可静待长期买点出现。美股未来的基本面利空来自以下几点：一是特朗普关税政策的“反复无常”和对股市调整的“漠视”。前者使得企业难以进行资本开支，对经济未来的预期也开始负面。目前美国贸易政策不确定指数急剧上升，创下有记录以来新高，伴随而来的是中小企业资本开支计划、对未来经济预期的展望和招聘计划的减少。近期美债收益率和花旗经济意外指数同步下行，显示市场正在对衰退进行交易。后者使得市场对 Trump Put 的预期消失，进一步放大了恐慌和波动性；二是美国财长本森特的“排毒论”或将使得财政支出对经济增长的支持下降，从政府消费和投资对 GDP 的贡献来看，近两年政府支出对 GDP 的贡献率维持在近10年较高水平位置。虽然美国私人部门依旧较为强大，但政府支出如果放缓也将使得此前过于一致的美国经济例外论受到质疑；三是近期的经济数据尚可，难以使得美联储发生转向，市场进入利多真空期的同时底部 Trump Put 和 Fed Put 的期待同时落空将放大恐慌效应。从技术面来看，美股有大幅回撤的可能性，中期调整难言结束。以纳斯达克指数为例，日线虽然有企稳迹象，但月线已经跌破前面5个月有着较大成交量的低点（意味着大量套牢盘的存在），进入较为明显的空头趋势。尊重市场，控制风险应是美股投资者未来一段时间需要着重注意的。

其余资产观点修正：黄金、铜技术多头，谨慎看多。黄金：行情未下跌至60日均线便重新走强并创出历史新高，基本面上特朗普政策对美元信用形成破坏，技术面上重新转向多头，技术面支撑位在2875美元，若有效跌破，视为行情转弱。铜：基本面上国内减产的消息刺激了价格上行，但三大库存整体依然处于高位，升贴水显示需求疲弱。技术面上，有效突破了2月14日的高点后，行情转为多头。由于高库存和若需求，建议投资者谨慎追涨。

风险提示：贸易冲突加剧；消费提振会议不及预期；地缘风险超预期。

目录

一、 经济长期痛点的政策推进+降准降息的宽松预期=东升预期的强化	5
(一) 政策对长期痛点的着手解决.....	5
(二) 降准降息的宽松预期得到维持.....	5
(三) 复盘与展望：风格切换未结束，历史来看未来两个月大概率会有大盘跑赢小盘的月度行情，板块上低位的消费、医药、红利等重点关注.....	5
二、 海外：从 Trump Put 到 Trump Recession，中期调整未结束，静待长期买点出现。.....	8
三、 其余资产观点修正：黄金、铜技术多头，谨慎看多.....	10
四、 风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 2 月社融增量主要由政府债贡献	6
图表 2: 居民与企业贷款同比大幅下滑	6
图表 3: 消费行业涨幅居前	7
图表 4: 大盘跑赢小盘	7
图表 5: TMT 板块呈现出量价背离的特征	7
图表 6: 消费板块成交额占比处于历史低位 (10 年以来)	7
图表 7: 消费板块行业估值处于低位 (10 年以来)	7
图表 8: 上证 50 的波动率明显抬升, 而中证 1000 的波动率几乎未动	7
图表 9: 小盘指数与大盘指数涨幅差至历史高位	8
图表 10: A 股、恒生科技与美股估值折价已基本填平	8
图表 11: 美债收益率和花旗经济意外指数同步下行	9
图表 12: 美国贸易政策不确定性指数创纪录以来最大	9
图表 13: 美国中小企业资本开支计划、招聘计划和对经济的预期下滑	9
图表 14: 纳斯达克指数跌破趋势线	9
图表 15: 政府支出占 GDP 比重较高	9
图表 16: 市场对美联储短期不降息的押注增加	9
图表 17: 黄金历史新高, 技术面多头趋势, 支撑 2875 美元	10
图表 18: 技术面突破高点, 转为多头	10
图表 19: 三大交易所总库存仍处于同年最高位	10
图表 20: 升贴水显示需求依然疲软	10

一、经济长期痛点的政策推进+降准降息的宽松预期=东升预期的强化

(一) 政策对长期痛点的着手解决

1) 人口：《政府工作报告》首次提出发放育儿补贴，呼和浩特补贴力度空前的示范效应——市场未来可想象的空间大，力度足。

2) 消费：《政府工作报告》第一大任务——大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。3月14日最高法和国家金融监管总局分别从法律和金融两方面对消费落地政策支持，市场反应积极。3月17日国新办提振消费会议——市场预期落地，短期涨幅过大后有回撤风险，但中期行情未结束。

(二) 降准降息的宽松预期得到维持

1) 监管层再定调流动性宽松——央行党委扩大会议指出实施好适度宽松的货币政策；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。

2) 社融反映出居民与企业端需求依旧偏弱。数据上：2月新增社融2.2万亿，同比多增7300多亿元；社融存量同比增速8.2%，较上月提升0.2个百分点。结构上：新增部分主要由政府债券贡献，而居民短贷、中长期贷款负增，企业中长期贷款大幅少增。

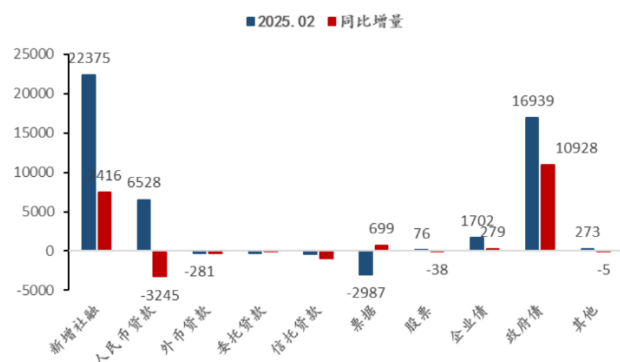
(三) 复盘与展望：风格切换未结束，历史来看未来两个月大概率会有大盘跑赢小盘的月度行情，板块上低位的消费、医药、红利等重点关注

行情周度复盘：科技落，消费起，大盘风格起舞，市场风格切换进行时。本周消费板块涨幅居前，科技板块中的计算机、机械设备以及电子行业收益为负；风格上大盘跑赢小盘。《无人问津与人声鼎沸》中的观点得到验证。

行情未来展望：风格切换未结束，历史来看未来两个月大概率会有大盘跑赢小盘的月度行情，板块上低位的消费、医药、红利等重点关注。我们依然维持《无人问津与人声鼎沸》

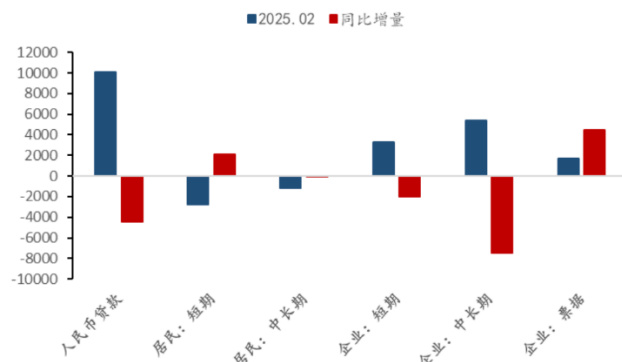
中的观点，维持对风格切换将继续的推荐，主要理由有：1) 筹码结构看，TMT 板块拥挤度有回落，但时间和幅度不足，呈现出量价背离的特征；消费板块筹码结构更优。TMT 板块在 2 月底成交额占比达 45% 左右后回落，当前占比约 35%，对比 23 年 TMT 板块成交额占比达 45% 左右后的情形——成交额回落至最低 20% 左右，时间上 3 个月左右。同时从量价结构看，TMT 板块呈现出顶背离的特征。而消费板块成交额占比 24%，处于 10 年以来的 39.2% 的历史分位，筹码较为出清。2) 从赔率看，消费板块较科技板块估值处于更低位置（10 年以来），赔率更优，且此次行情的标杆恒生科技中的主要个股已与美股科技巨头估值相当，继续抬升估值需要更多叙事。3) 期权市场波动率隐含大盘情绪比小盘更强：从周五的期权市场波动率来看，上证 50 和沪深 300 的波动率明显抬升，而中证 1000 的波动率几乎未动。这说明期权市场卖方更愿意卖出小盘，而买方更愿意买入大盘指数。由于此次波动率的上涨伴随着指数的走强，暗示看多大盘的情绪比小盘更强。4) 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。自 2016 年以来，巨潮小盘指数对大盘指数的月度超额收益超过 5% 之后皆会在第 2 个月回落，并在 2 个月内出现负值（即当月小盘跑输大盘）的情况。考虑到本月目前小盘仍对大盘具有超额收益，还未出现跑输的情况，预计后续月度小盘跑输大盘的情况将大概率出现。5) 关税冲突或加剧，外需扰动加大，扩内需重要性提升。特朗普上任后签署的《美国优先贸易政策》行政令，要求对当前的美国贸易和经济政策进行全面审查，贸易审查的截止日期是 4 月 1 日，预计后续关税冲突或加剧。

图表1：2 月社融增量主要由政府债贡献



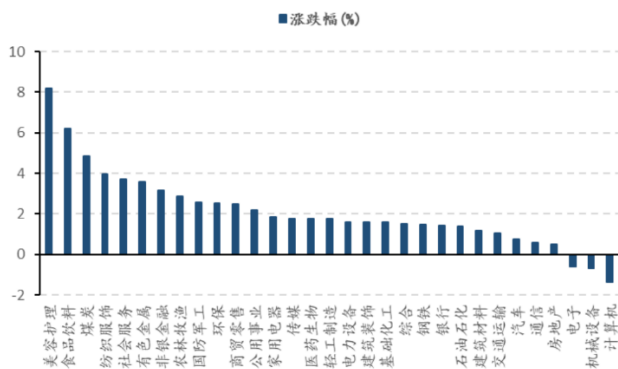
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：居民与企业贷款同比大幅下滑



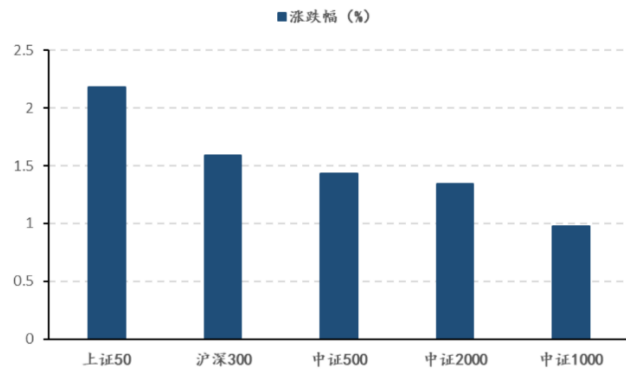
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：消费行业涨幅居前



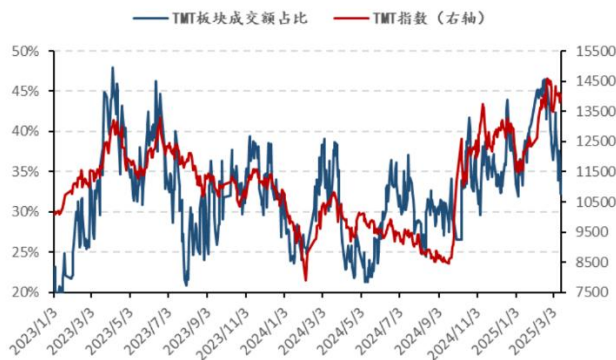
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：大盘跑赢小盘



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：TMT 板块呈现出量价背离的特征



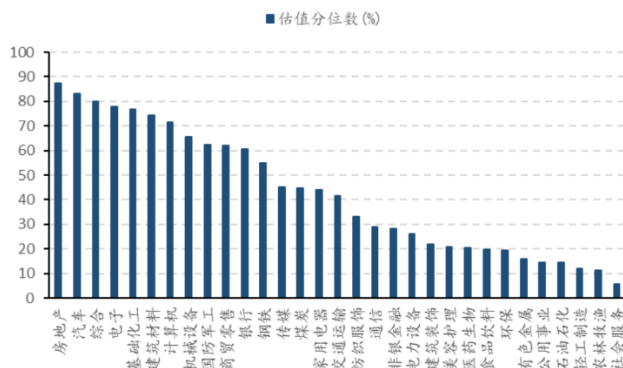
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：消费板块成交额占比处于历史低位（10 年以来）



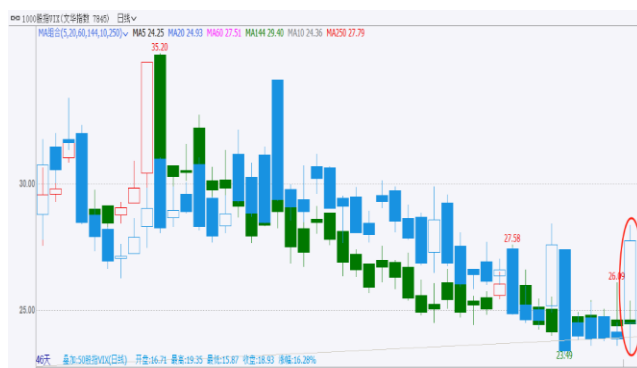
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：消费板块行业估值处于低位（10 年以来）



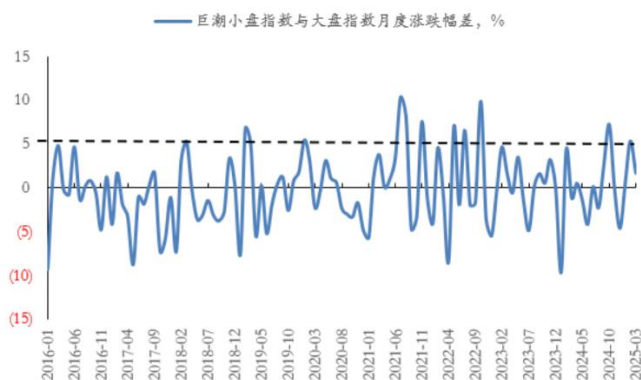
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：上证 50 的波动率明显抬升，而中证 1000 的波动率几乎未动



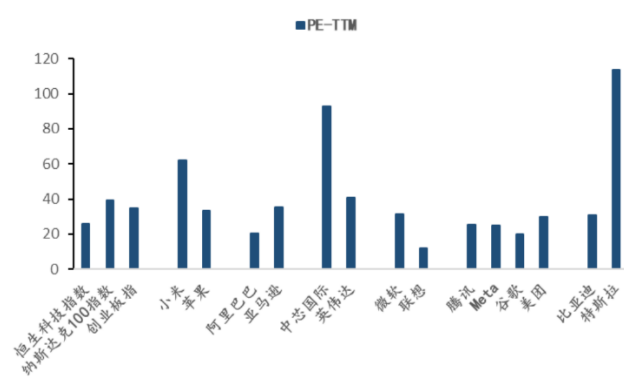
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表9：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10：A股、恒生科技与美股估值折价已基本填平

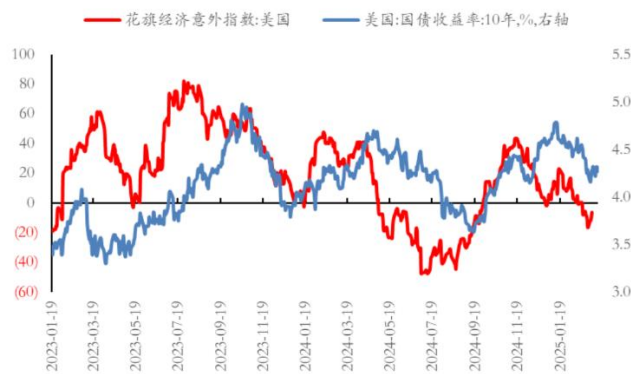


资料来源：iFind，太平洋证券整理

二、海外：从 Trump Put 到 Trump Recession，中期调整未结束，静待长期买点出现。

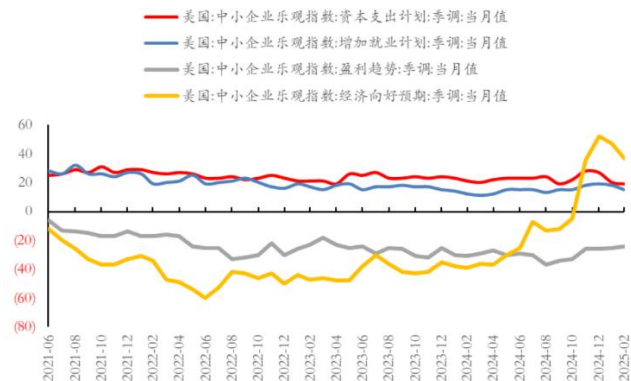
近期美国资产从 Trump Put 交易到 Trump Recession，考虑到比特币等风险资产的暂时性企稳和临时拨款法案的通过，美股可能跟随迎来暂时性（周线级别）反弹，但技术面看中期的调整（月线级别）应未结束，建议投资者保持谨慎，考虑到美国私人部门的强大，美股若出现大幅调整将给予极佳的买入机会，可静待长期买点出现。美股未来的基本面利空来自以下几点：一是特朗普关税政策的“反复无常”和对股市调整的“漠视”。前者使得企业难以进行资本开支，对经济未来的预期也开始负面。目前美国贸易政策不确定指数急剧上升，创下有记录以来新高，伴随而来的是中小企业资本开支计划、对未来经济预期的展望和招聘计划的减少。近期美债收益率和花旗经济意外指数同步下行，显示市场正在对衰退进行交易。后者使得市场对 Trump Put 的预期消失，进一步放大了恐慌和波动性；二是美国财长本森特的“排毒论”或将使得财政支出对经济增长的支持下降，从政府消费和投资对 GDP 的贡献来看，近两年政府支出对 GDP 的贡献率维持在近 10 年较高水平位置。虽然美国私人部门依旧较为强大，但政府支出如果放缓也将使得此前过于一致的美国经济例外论受到质疑；三是近期的经济数据尚可，难以使得美联储发生转向，市场进入利多真空期的同时底部 Trump Put 和 Fed Put 的期待同时落空将放大恐慌效应。从技术面来看，美股有大幅回撤的可能性，中期调整难言结束。以纳斯达克指数为例，日线虽然有企稳迹象，但月线已经跌破前面 5 个月有着较大成交量的低点（意味着大量套牢盘的存在），进入较为明显的空头趋势。尊重市场，控制风险应是美股投资者未来一段时间需要着重注意的。

图表11: 美债收益率和花旗经济意外指数同步下行



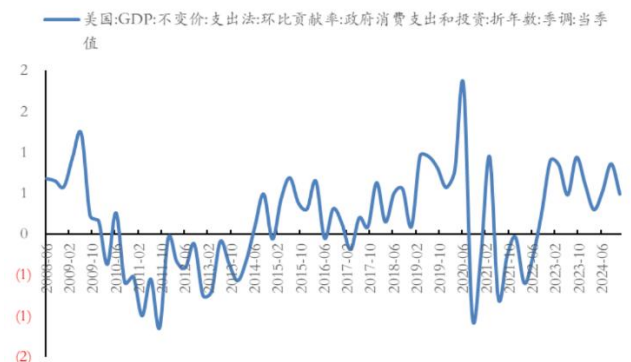
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表13: 美国中小企业资本开支计划、招聘计划和对经济的预期下滑



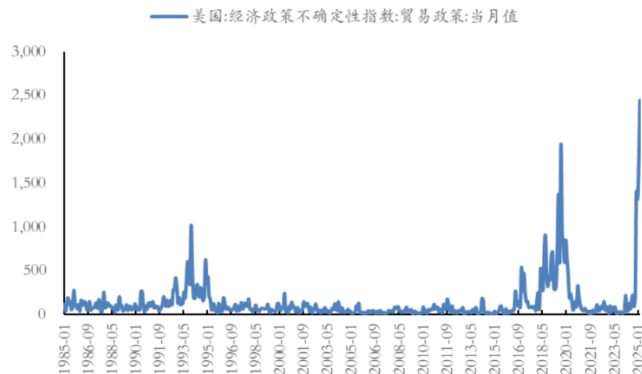
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表15: 政府支出占 GDP 比重较高



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表12: 美国贸易政策不确定性指数创纪录以来最大



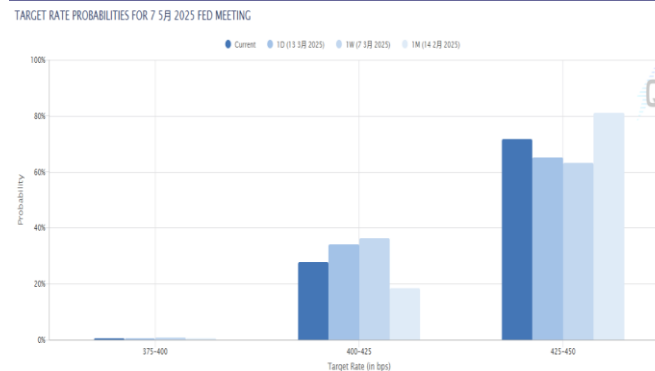
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表14: 纳斯达克指数跌破趋势线



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

图表16: 市场对美联储短期不降息的押注增加



资料来源: CME, 太平洋证券整理

三、 其余资产观点修正：黄金、铜技术多头，谨慎看多

黄金：行情未下跌至 60 日均线便重新走强并创出历史新高，基本上特朗普政策对美元信用形成破坏，技术面上重新转向多头，技术面支撑位在 2875 美元，若有效跌破，视为行情转弱。

铜：基本上国内减产的消息刺激了价格上行，但三大库存整体依然处于高位，升贴水显示需求疲弱。技术面上，有效突破了 2 月 14 日的高点后，行情转为多头。由于高库存和若需求，建议投资者谨慎追涨。

图表17：黄金历史新高，技术面多头趋势，支撑 2875 美元



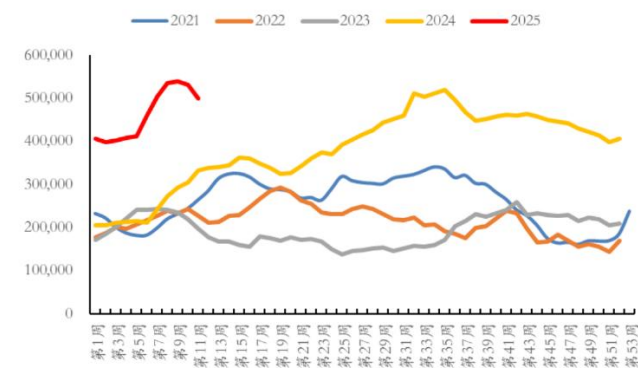
料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表18：技术面突破高点，转为多头



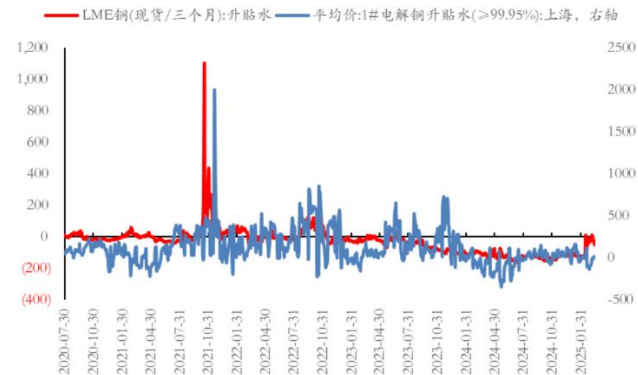
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表19：三大交易所总库存仍处于同年最高位



料来源：iFind，太平洋证券整理

图表20：升贴水显示需求依然疲软



资料来源：iFind，太平洋证券整理

四、风险提示

- 1、贸易冲突加剧；
- 2、消费提振会议不及预期；
- 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签约客户发布，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。