

策略周评 20250308

会不会出现风格“逼空”

2025 年 03 月 08 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

2 月 28 日以芯片、机器人为代表的高位板块出现放量大跌后，市场讨论最多的话题是“风格是否会出现切换”。我们当周日发布了报告《如果成长高切低，应该买什么板块？》对此进行讨论，结论是大级别的风格切换很难发生，最可能呈现的情形是成长内部的高低切换。

结论基于我们构建的三层级轮动分析框架。近年 A 股受美元周期影响加大，大级别风格切换的锚逐步从国内经济要素切换至全球流动性，核心变量是美元。简单而言，美元弱周期和强周期分别对应 A 股的成长风格和价值风格。因此，当前判断 A 股会不会出现大类风格的轮动，核心判断的因素是本轮弱美元周期的持续时间。

■ 特朗普政策下弱美元周期的逻辑和持续时间？

2024 年 7 月的枪击事件后，特朗普胜选概率大幅提升，“特朗普交易”成为驱动行情的关键线索。虽然特朗普主张“弱美元”和“低利率”，但 2024 年下半年市场却基于政策细节解读为高通胀和强美元的组合：一方面关税、移民等政策将推升中长期通胀压力，另一方面特朗普宽货币、扩财政的政策组合将刺激美国经济走强，进而为强美元提供支撑。这样的判断忽略了特朗普政策的核心是平衡财政。平衡财政的两大抓手一是降低利息支出，方式是通过增加供给来压降原油价格和引导衰退预期；二是降低不必要支出，如裁减外部军费支出和对内进行政府效率改革。

在进入 2025 年后，市场开始意识到真正的特朗普交易应该是弱美元交易，特别是 1 月 13 日后，美元、人民币汇率的走势和 A 股成长股走势完全契合我们构建的轮动分析框架。从历史上来看，一轮弱美元周期大致持续的时间是 2 年至 2 年半，而从去年 6 月开始算，本轮弱美元周期可能会持续至 2026 年 6 月后，此后下半年将进入中期选举窗口期。作为评判总统政绩的重要标准，股市和经济将重新被摆到重要的位置，这也刚好契合本轮美元下行周期的时点。基于这个角度分析，在 2026 年 6 月前后一个季度会出现美元触底的拐点，从而出现本轮 A 股科技成长风格的拐点。

■ 弱美元周期下科技成长风格如何演绎？

若根据我们的推演，科技成长风格最多可能还会持续一年半左右的时间，这可能是大多数投资人所未预期的一个时间。那么，风格会如何演绎？

首先，科技成长风格内最大的主线依然是 AI+。一方面乘政策春风，2025 年的两会政府工作报告提出因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系，其中“人工智能+”是重点方向。另一方面产业趋势强劲，随着 AI 板块交易逻辑逐步从过去的“海外映射”走向内生产业趋势，由“美股巨头上游供应商”向“本土巨头”产业链扩容，板块拥有广阔的市值拓展空间，同时交易资金承载量也将不断提升。其次，泛科技内部也会进行高切低轮动，如 2020-2022 年的新能源产业链内部就经历了“电池化学品/锂电——风电/光伏——其他边缘品种”的轮动表现。在本轮成长风格大周期下，新能源、创新药、低空经济、消费电子、智能驾驶等领域也值得关注。

在成长风格演绎的过程中，投资者将会持续关注两个问题：第一，科技成长股太贵了会不会导致板块见顶？第二，交易科技成长股的资金面会不会面临约束？

➤ 科技成长股太贵了会不会导致板块见顶？

估值贵和股价下跌之间还存在着明确的宏观要素拐点。以上一轮成长周期为例，市场基于永续现金流模型对核心资产进行线性外推的定价。在稳定的宏观预期下，永续增长的叙事逻辑难以证伪，这使得核心资产形成了估值溢价，2021 年贵州茅台估值一度高达 70 倍 PE，对比来看，当前 PE 仅在 20 倍附近。事实上，2021 年 2 月核心资产见顶的直接因素是美元的拐点，而非基本面拐点。随着美元触底反弹，分母端的压力成为了永续现金流估值思维崩塌的首要催化因素。而当前美元下行周期刚开始演绎，估值

相关研究

《推动资本市场高质量发展——经济主题记者会吴清主席发言学习》

2025-03-06

《中国科技的东升？——全球大类资产观察（2.17-3.2）》

2025-03-05

贵导致的切换不是目前市场需要担忧的主要因素。由于美元仍处于高位区间，市场应该向赔率思维切换，交易成长股崛起；若美元回落至低位区间，则应该向胜率思维切换，对应的就是 2022 年以来红利风格跑赢。

► 交易科技成长股的资金面会不会面临约束？

市场担心成长风格出现“逼空”，使得行情加速触顶、进而深度回调。

回顾去年，三季度红利资产逼空非红利资产抛售，加速了赶顶的进程，也为后续风格反转积蓄动能。2024 年下半年至今，市场对美元的交易经历了几个阶段：1) 7 月-9 月交易美国经济走弱、降息预期升温，市场普跌，红利资产缩圈、银行逆势上涨；2) 10-12 月，“特朗普交易”下强美元回归，成长风格震荡；3) 今年 1 月以来，市场重新交易弱美元，科技成长风格显著跑赢。结合我们的风格轮动分析框架可以发现，去年 10 月至今 A 股风格和美元完全契合，但 2024 年 7 月-9 月成长风格却和美元同步走弱。这种背离的出现是由于红利资产出现了逼空交易。

2024 年 7 月至 9 月，美元指数 105.8 下行至 100.8，十年期美债收益率同步高位下行，从 4.36% 回调至 3.81%，但 A 股市场却持续下跌至 9 月 23 日，出现了人民币汇率和权益资产长达三个月的背离走势。一个非常重要的原因是红利资产逼空非红利资产带来的抛售，大量产品被动抛售下跌板块，买入抗跌或上涨的板块。风格的逼空也为 9 月末的上涨积蓄动能。

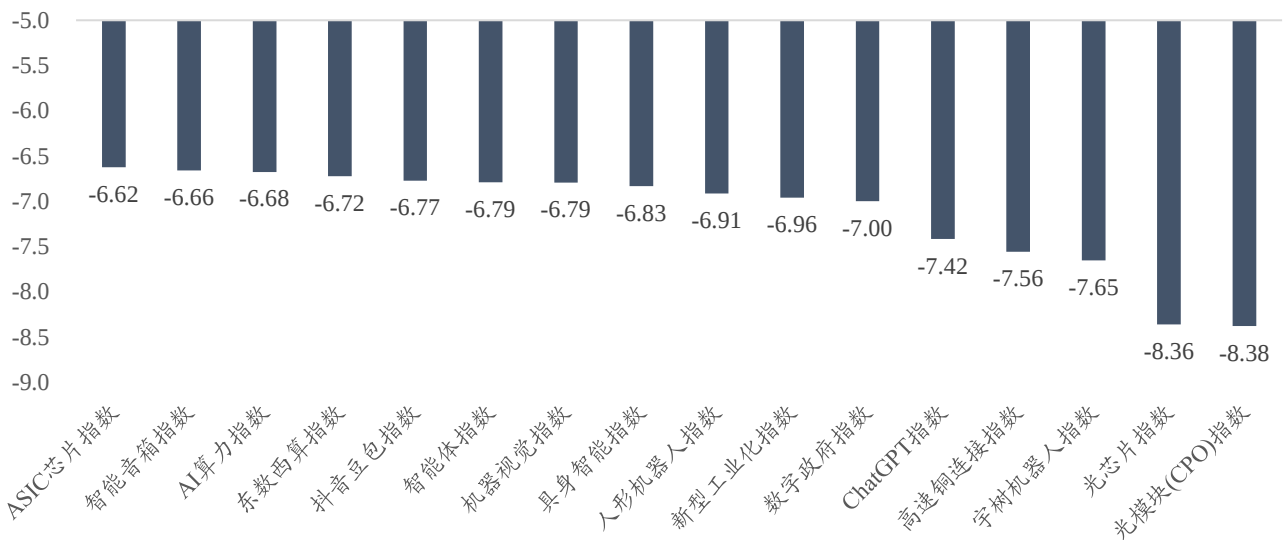
目前，过去三年对大量红利资产和债券资产持续增仓的投资者尚未出现系统性的调仓。可能的原因一是成长风格周期尚在早期，而逼空或更多发生在大级别风格周期的尾声；二是偏好红利资产的机构更多以绝对收益作为考核标准，当前资产价格的波动仍较低，中证红利今年以来的跌幅仅在 4.3%、1 月 14 日以来实现正收益；三是若追涨成长风格也会承受高风险。由于红利和债券投资者拥有较大的潜在调仓空间，科技成长风格调整的幅度也会相对有限。这也是为何上周五科技成长高位大跌后，并未出现大规模切换，并且在本周很快完成反包的原因所在。

■ 基于上述推演，我们的结论变得简单而直接

- 1、在美元周期、资金面、政策和经济预期等因素的共同影响下，科技成长风格大规模切换到低估值价值风格的概率较低
- 2、红利风格在较长时间内将在资金面和利差的压制下震荡，若长债利率超预期下行，红利资产才能重新跑出超额收益。
- 3、科技成长风格逼空红利和固定收益风格的现象尚未出现，参考 2024 年的经验，风格资金的逼空行为可能在最后冲顶的阶段才会出现。
- 4、风格资金逼空出现之前，科技成长风格很难出现大级别调整，成长风格内部轮动是最佳策略。AI 链条是中长期交易的核心，短期若资金面出现超买，可以关注低位的成长分支，如新能源、创新药、AI 眼镜、低空经济、消费电子等方向。
- 5、顺周期风格有修复空间，主要来源于流动性对估值的修复，资金高低切换的交易更多是对流动性溢价后产生的估值裂差进行修复，中大级别行情需要宏观波动率的重新放大。

■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1: 2月28日, 以芯片、机器人为代表的高位板块出现放量下跌(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

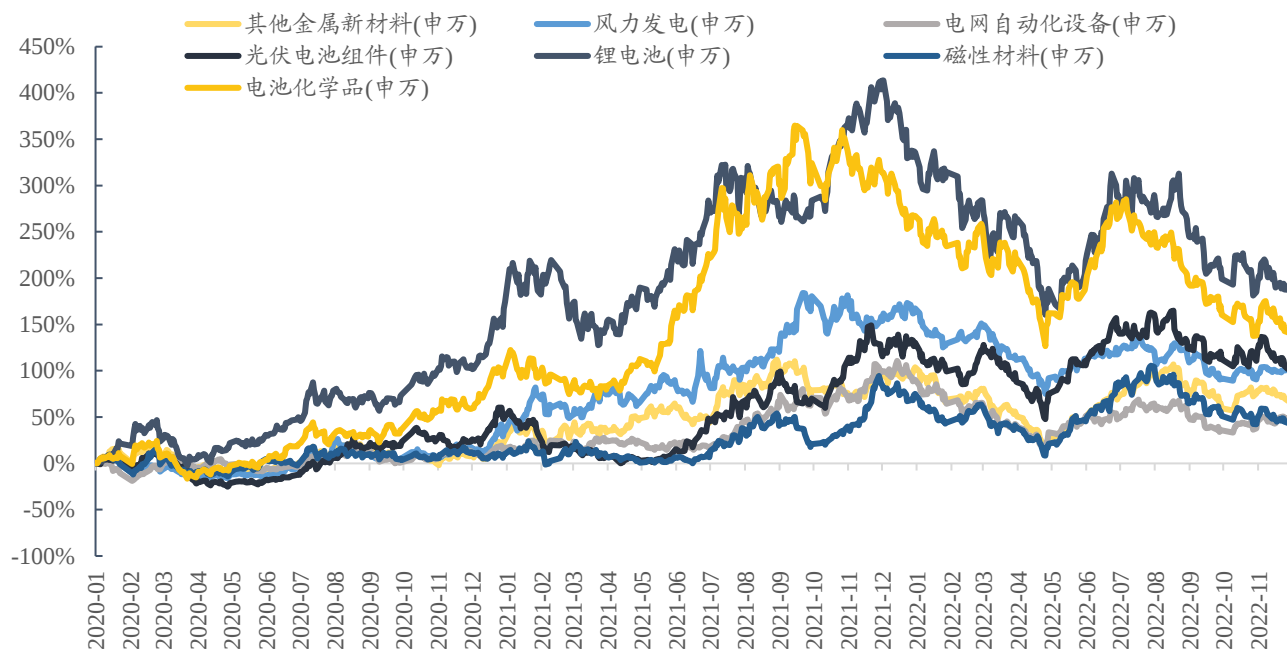
注: 涨跌幅统计为2月28日当天

图2: 美债是A股的风格之锚(单位: %; 倍)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：2020-22年期间新能源产业链内部“电池化学品/锂电—风电/光伏—其他边缘品种”轮流表现（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图中数据为2020年初以来的累计涨跌幅

图4：核心资产见顶的直接因素是美元触底反弹（单位：点；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2024年下半年以来A股风格轮动情况（单位：%；倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2024年3季度红利风格出现“逼空”（单位：元/股；点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：开年以来中证红利波动率偏低、跌幅有限（单位：点；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>