

策略月报：AI 高山仰止？何处寻觅洼地？（2025 年 3 月）

主要观点：

1、观点回顾

2 月策略报告提出“拥抱 AI，迎接智能化时代”，全面推荐通信、电子、计算机、传媒、人形机器人、机械制造等科技创新方向。2 月 TMT 板块、人型机器人、恒生科技等板块大幅上涨，TMT 市场成交额创出历史新高。

2、经济环境

因多项 1-2 月宏观数据将于 3 月份公布，1 月数据相对有限。1 月，CPI 温和增长，PPI 延续低迷。企业现金流压力仍然较大。1 月末，非金融机构企业人民币活期存款比上月末下降 11791.4 亿元，下降金额低于往年春节前水平（主要因春节前企业通常会集中发放年终奖和工资），同时，企业活期存款余额同比降幅大于往年水平。**2 月制造业 PMI 指数回暖，主要体现在大型企业。**大型企业 PMI 为 52.5%，上升 2.6 个百分点，中小企业仍然下滑。

3、政策环境

政策环境继续保持友好，**强调科技创新引领新质生产力，内需消费成为经济发展主动力。**《经济工作必须统筹好几对重要关系》一文指出，要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。以科技创新为引领，大力培育壮大新兴产业和未来产业，推动新旧发展动能平稳接续转换。国务院国资委召开“AI+”专项行动会议，要求国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期。

4、投资策略

资本市场将围绕三大时代逻辑轮动展开，其映射的核心是“真回报”、“真成长”和“真避险”三个方向，分别对应红利资产、科技创新和黄金。继续坚持红利资产（低估值）和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。

在操作上，建议注意以下几点：

一是市场处于区间震荡阶段。中国经济自身的发展周期、资本市场的政策导向、外部复杂的环境以及当前相对底部区域的市场估值水平共同决

报告日期：2025-3-2

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20250220-策略月报：相信光，追逐光

20241230-策略年报：2025 年 A 股年度策略 柳暗花明，行则将至

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI 重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辘重

定了 A 股市场的整体估值水平。综合来看，A 股市场估值大幅上行或下行的概率均较低。我们维持上证指数围绕市净率 1.35 倍上下波动 10%左右的区间研判。

二是注意市场情绪回落风险。融资余额创出 2019 年以来历史新高水平，TMT 成交额占市场成交额比重超过 40%，均表明市场处于较为兴奋状态，注意结构性风险和年报、季报业绩披露风险。

三是 AI 战略方向不变，当前属于阶段性过热，等待科技板块风险释放后的逢低布局机会，左侧价值洼地可关注中证红利、证券、医药生物、电力设备方向。

维持此前行业推荐，具体方向见往期回顾。

5、专题论述

- 1) 情绪指数
- 2) AI，是否高山仰止
- 3) 潜在的价值洼地

往期回顾：

- 2025 年 2 月 建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械
设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、生物医药和
电力设备
- 2024 年 12 月 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指
数、港股红利 ETF、黄金
- 2024 年 9 月 建议关注证券、银行、中证 A500
- 2024 年 8 月 建议关注黄金股 ETF
- 2024 年 6 月 建议关注电子及半导体
- 2024 年 5 月 建议关注恒生指数 ETF

风险提示：化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

一、市场行情回顾

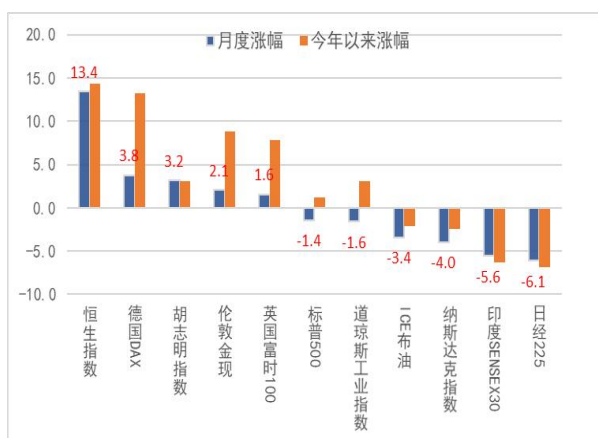
1.1 行情回顾

(1) 主要指数

2月恒生指数领涨，金价创历史新高后回落。截至2月28日，恒生指数当月大涨13.4%，领涨主要国际股票指数，伦敦金月内最高触及2955.8美元/盎司，月末报收2857.0美元/盎司，当月涨幅2.1%。美股普跌，道琼斯工业指数、标普500小幅下跌，纳斯达克月跌幅4.0%，印度股指、日经225指数跌幅超过5%。1-2月，恒生指数、德国DAX累计涨幅超过10%，伦敦金涨幅9.6%。

2月A股整体上行，小盘成长表现出色。截至2月28日，Wind全A当月涨幅4.7%。上证指数报收3320.9点，涨幅2.2%；上证50涨幅2.1%，沪深300涨幅1.9%；北证50涨幅23.5%，科创50涨幅13.0%，中证2000涨幅9.5%，中证1000涨幅7.3%。2月全月表现强势，但月末最后一个交易日获利盘涌出，杀伤力度较大，上证指数当日跌2.0%，创业板指跌3.8%，科创50跌4.2%，北证50跌4.3%。1-2月，小盘、科创风格显著领先；权重指数上证50、沪深300轻微下跌。

图表1 国际主要指数及大类资产涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表2 A股主要指数涨幅(%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

1-2月，中信TMT、成长风格、高市盈率指数、高市净率指数、周期风格、中信中游、中信下游上涨，金融风格、消费风格、中信上游、基础设施建设、低市盈率指数、低市净率指数、红利风格下跌。

2月，科技、成长风格领涨。中信TMT当月涨幅9.6%，成长风格涨幅8.2%，中信中游涨幅6.1%；中信上游、中证红利、上证红利下跌。红利风格下跌，与煤炭、交通运输等行业表现不佳密切相关。

图表3 主要风格指数涨幅(%)

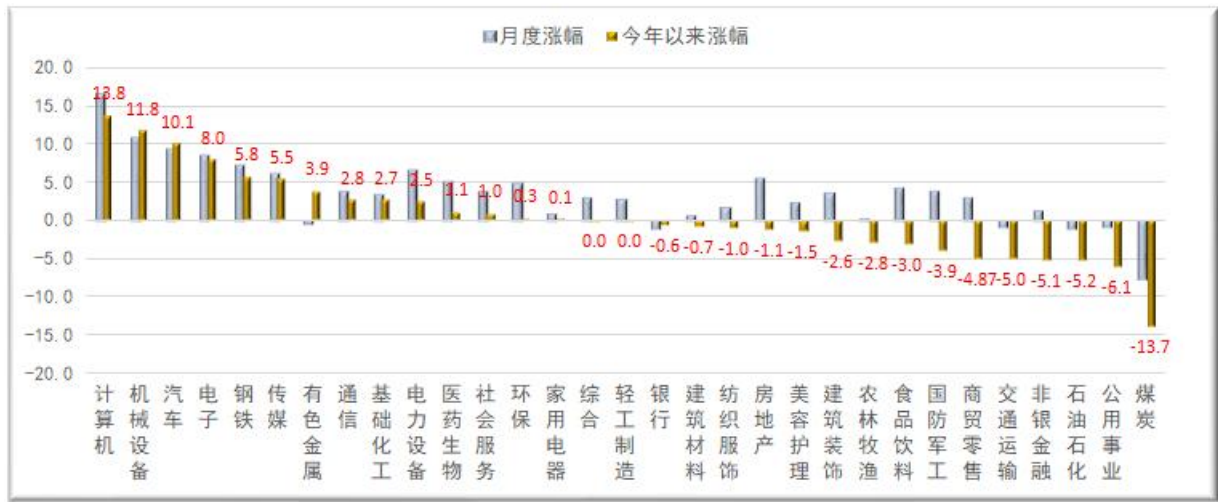
分类	指数	25年1月	25年1-2月	2024年	2023年	对应主要申万行业
中信风格	金融风格	0.4	-2.4	33.4	-3.9	银行、非银金融、地产
	周期风格	3.2	2.8	7.3	-2.4	基础化工、汽车、机械、有色、石化、煤炭、钢铁
	消费风格	3.3	-1.2	-2.2	-7.9	食品饮料、医药生物、家用电器
	成长风格	8.2	6.3	7.4	-6.8	TMT、电力设备
	稳定风格	1.0	-4.0	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输
中信产业	中信上游	-2.1	-1.7	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
	中信中游	6.1	3.7	2.4	-15.0	电力设备、机械、基础化工、国防军工
	中信下游	4.4	0.9	-1.4	-7.5	医药生物、食品饮料、汽车、家电
	基础设施建设	0.5	-4.3	14.2	-4.9	交通运输、公用事业、建筑装饰
	中信TMT	9.6	8.7	14.9	11.3	电子、计算机、传媒、通信
申万估值	高市盈率指数	7.6	5.2	10.3	-11.0	计算机、电子、国防军工、医药生物
	低市盈率指数	-0.9	-2.3	20.3	-7.1	银行、非银、家电、建筑装饰、煤炭
	高市净率指数	7.9	4.4	-0.4	-20.4	食品饮料、医药生物、计算机、电子
	低市净率指数	0.4	-1.5	25.1	-2.1	银行、非银、建筑装饰、房地产
红利风格	中证红利	-1.6	-4.8	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、钢铁、基础化工
	红利指数-上证	-3.1	-6.5	14.5	2.7	煤炭、银行、交运、钢铁、传媒
	深证红利	0.5	-2.2	7.8	-11.3	食品饮料、家用电器、电子、银行

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

1-2月，16个申万一级行业上涨，行业上涨比例为51.6%。其中，TMT、制造业涨幅居前，计算机累计涨幅13.8%，机械设备涨幅11.8%，汽车涨幅10.1%，电子涨幅8.0%，传媒涨幅5.8%，有色涨幅5.5%，通信涨幅3.9%，基础化工涨幅2.8%，电力设备涨幅2.7%，医药生物涨幅1.5%，社会服务涨幅1.1%，环保涨幅1.0%，家用电器涨幅0.3%，综合涨幅0.1%，轻工制造涨幅0.0%，银行涨幅0.0%，建筑材料涨幅-0.6%，纺织服饰涨幅-0.7%，房地产涨幅-1.0%，美容护理涨幅-1.1%，建筑装饰涨幅-1.5%，农林牧渔涨幅-2.6%，食品饮料涨幅-2.8%，国防军工涨幅-3.0%，商贸零售涨幅-3.9%，交通运输涨幅-4.87%，非银金融涨幅-5.0%，石油石化涨幅-5.1%，公用事业涨幅-5.2%，煤炭涨幅-6.1%，-13.7。

图表 4 申万一级行业指数涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) 推荐行业回顾

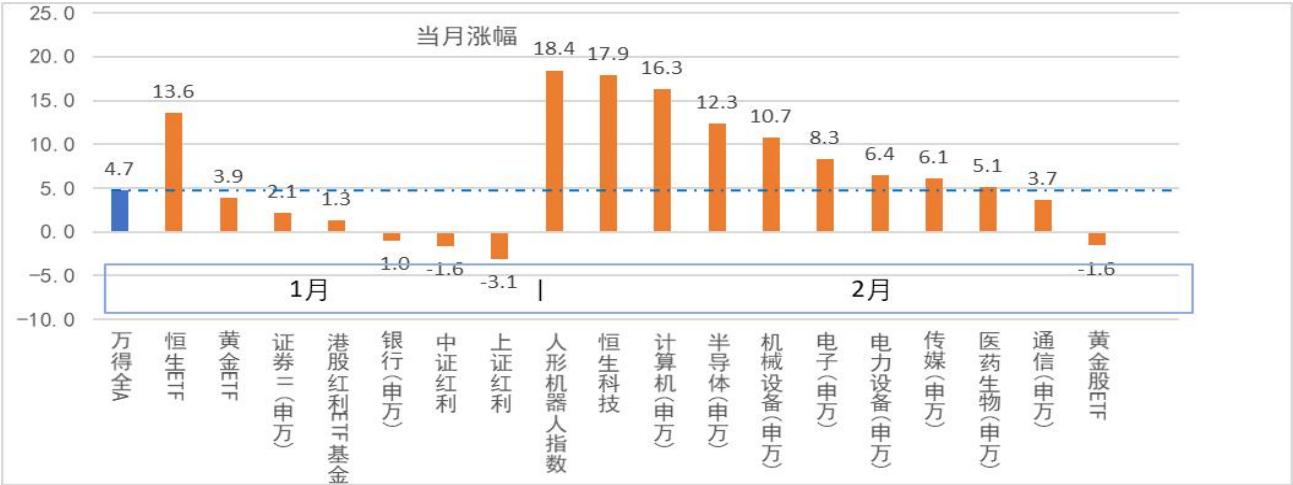
1-2月，累计推荐 17 个行业/板块，累计涨幅为正的 11 个，上涨比例为 64.7%；申万一级行业胜率（51.6%）。其中，恒生 ETF、人形机器人、恒生科技、计算机、半导体、机械设备等涨幅超过 10%，黄金 ETF、电子、电力设备、传媒、医药生物涨幅超过 5%；银行、证券、港股红利、中证红利、上证红利、黄金股 ETF 下跌。

图表 5 2025 年推荐行业累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 6 2025 年推荐行业当月涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 资金情况

(1) 南向资金

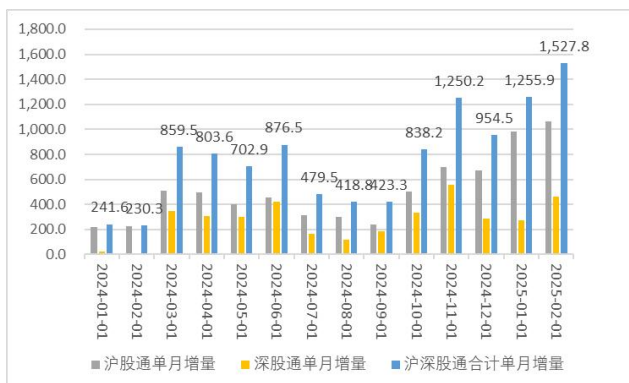
截至2月28日，南向资金累计净流入39761.6亿港元，其中深港通为17524.5亿港元，沪股通为22237.1亿港元。2025年1月单月净流入1255.9亿港元，2月净流入为1527.8亿港元，再创单月增量新高。

图表7 南向资金累计净流入情况（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况（亿港元）

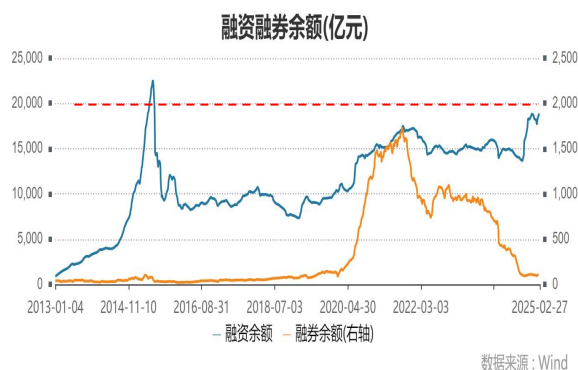


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

融资余额接近历史高位区域。截至2月27日，融资余额19050.0亿元，比上月增加1404.8亿元，比上年末增加508.8亿元，已超越2024年峰值（2024年12月12日，18826.4亿元），此前2015年5月13日至7月3日期间融资资金连续37个交易日在1.9万亿元之上（2015年6月18日峰值为22666.4亿元）；融券余额116.6亿元，处于历史低位水平，比上月末增加22.4亿元，比上年末增加12.2亿元。融资买入额占A股成交额比例显著提高，2月日均值（截至2月27日）为10.02%，1月日均值为8.79%，2024年12月日均值为9.23%，11月为9.68%，10月为9.92%。

图表9 融资融券变动情况（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

《中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报》显示，初步核算，全年国内生产总值 1349084 亿元，比上年增长 5.0%。最终消费支出拉动国内生产总值增长 2.2 个百分点，资本形成总额拉动国内生产总值增长 1.3 个百分点，货物和服务净出口拉动国内生产总值增长 1.5 个百分点。国民总收入 1339672 亿元，比上年增长 5.1%。全员劳动生产率为 173898 元/人，比上年提高 4.9%。年末全国人口 140828 万人，比上年末减少 139 万人，自然增长率为-0.99%。

全年规模以上工业中，装备制造业增加值比上年增长 7.7%，占规模以上工业增加值比重为 34.6%；高技术制造业增加值增长 8.9%，占规模以上工业增加值比重为 16.3%。新能源汽车产量 1316.8 万辆，比上年增长 38.7%；太阳能电池（光伏电池）产量 6.8 亿千瓦，增长 15.7%；服务机器人产量 1051.9 万套，增长 15.6%；3D 打印设备产量 341.8 万台，增长 11.3%。

由于部分宏观数据将于 3 月公布，1 月数据相对有限。

图表 11 宏观经济数据概览

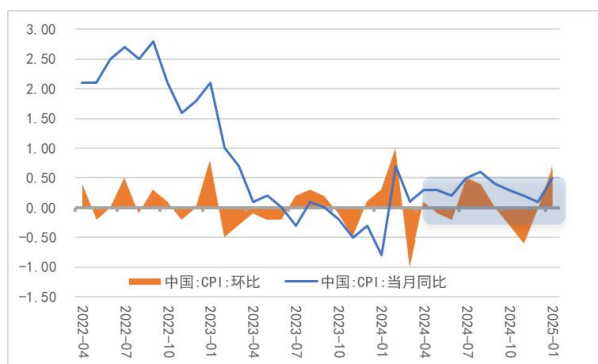
指标	预测值		实际值		1月 比预期
	2025-02F	2025-01F	2025-01	2024-12	
GDP:当季(%)	--	--	--	5.4	--
GDP:累计(%)	--	--	--	5.0	--
工业增加值(%)	--	--	--	6.2	
固定资产投资:累计(%)	4.8	--	--	3.2	
固定资产投资:制造业:累计(%)	15.6	--	--	9.2	
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	11.8	--	--	9.2	
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-17.5	--	--	-10.6	
社会消费品零售(%)	--	--	--	3.7	
进口(%)	--	-7.0	--	1.0	
出口(%)	--	1.5	--	10.7	
贸易差额(亿美元)	--	1038.9	--	1048.4	
中国制造业采购经理指数(PMI)	48.4	--	49.1	50.1	
CPI(%)	-0.7	0.5	0.5	0.1	0.0
PPI(%)	-1.6	-2.1	-2.3	-2.3	-0.2
M1(%)	--	--	0.4	1.2	
M2(%)	--	7.4	7.0	7.3	-0.4
人民币贷款:新增(亿元)	--	43166.7	51300.0	9900.0	8133.3
人民币贷款(%)	--	--	7.5	7.6	
社会融资规模:新增(亿元)	--	65750.0	70567.0	28507.0	4817.0
社会融资规模存量(%)	--	7.9	8.0	8.0	0.1

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(1) CPI 与 PPI

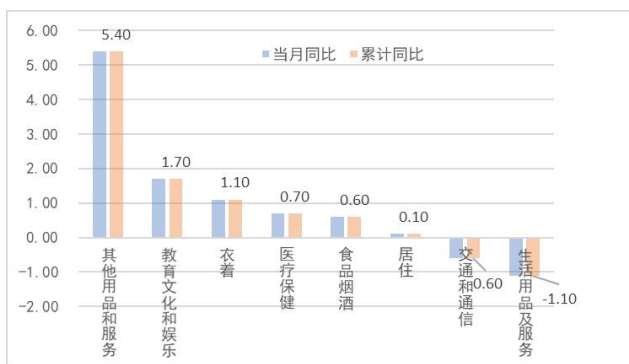
CPI 温和上涨，旅游涨幅较大，酒类奶类同比、环比均下降。1 月，CPI 同比上涨 0.5%；其中，教育文化娱乐上涨 1.7%（教育服务上涨 1.2%，旅游上涨 7.0%）；衣着上涨 1.1%，医疗保健上涨 0.7%（中药上涨 0.7%，西药下降 1.1%），居住上涨 0.1%（水电燃料上涨 0.4%，租赁房租下降 0.2%），食品烟酒上涨 0.6%（牛肉下降 13.1%，羊肉下降 5.6%，食用油下降 2.5%，酒类下降 2.5%，奶类下降 1.7%），交通和通信下降 0.6%（交通工具下降 4.1%）。酒类、奶类环比分别下降 0.8%和 0.7%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

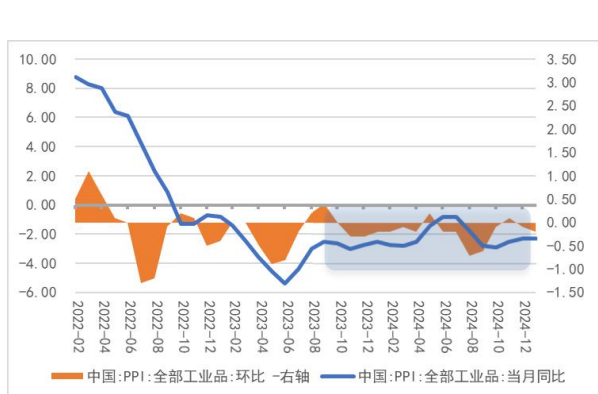
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

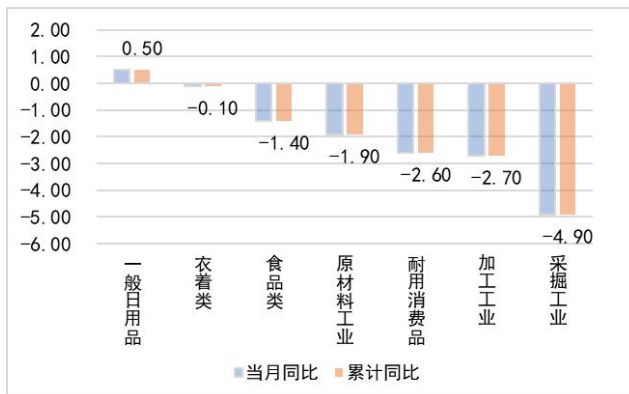
PPI 持续低迷，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备保持温和上涨。1 月，PPI 同比下降 2.3%，与上月降幅持平。其中，一般日用品上涨 0.5%，衣着类下降 0.1%，食品类下降 1.4%，原材料工业下降 1.9%，耐用消费品下降 2.6%，加工工业下降 2.7%，采掘工业下降 4.9%。多数行业产品价格下跌，煤炭开采和采选业下降 10.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 13.7%，汽车制造业下降 3.1%，计算机通信和其他电子设备制造业下降 1.8%，电力热力生产和供应业下降 1.5%，医药制造业下降 1.1%；少数行业产品价格上涨，有色金属矿采选业上涨 18.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨 0.2%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



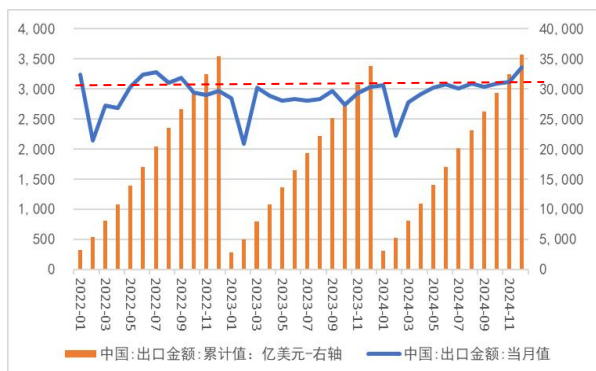
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

因春节因素，1-2月出口数据将于3月份公布，本部分主要为2024年度数据，4月将进行跟进更新。

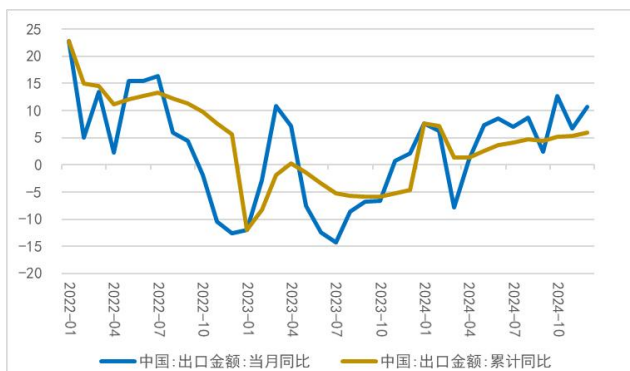
出口：出口增速亮眼。2024全年，我国出口金额35772.2亿美元，同比增长5.9%，出口规模创出历史新高（此前2022年为35444.3亿美元），出口累计增速呈逐月提高态势。12月，出口当月值3356.3亿美元，同比增速10.7%，单月出口规模及增速创年内新高。

图表 16 出口金额当月及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

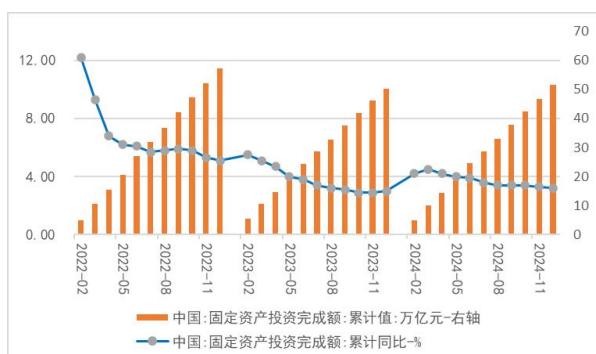
图表 17 出口金额当月同比/累计同比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

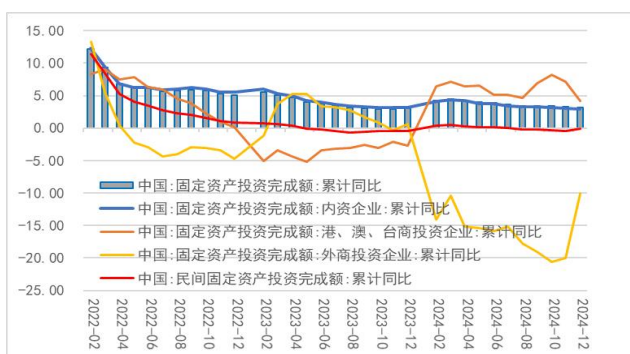
投资：投资低速运行。2024年全年，中国固定资产投资（不含农户）514374亿元，同比增长3.2%，比1-11月增速下降0.1个百分点。其中，国有控股企业同比增长5.7%，比1-11月增速下降0.4个百分点；港澳台商投资增长4.2%，比1-11月增速下降3.0个百分点；民间投资增速下降0.1%，外商投资下降10.0%，降速均有所收窄。其中，制造业投资累计同比增长9.2%，高技术产业投资同比增长8.0%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

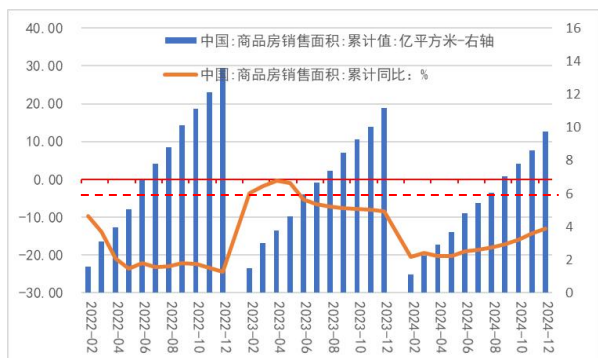
图表 19 固定资产分项累计增速（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

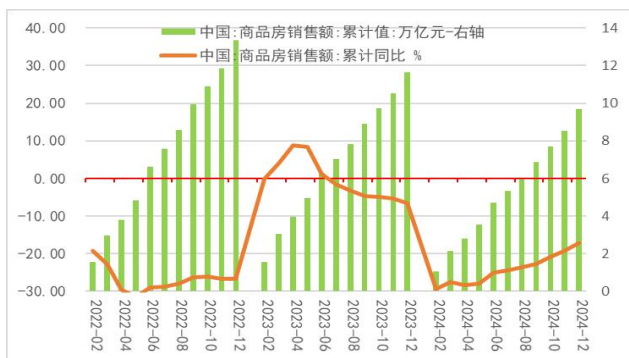
地产：去库存有所加快，新开工力度不足。2024年全年，全国房地产开发投资100280亿元，同比下降10.5%，比1-11月降幅扩大0.2个百分点。商品房销售面积同比下降12.9%，比1-11月降幅缩小1.4个百分点。商品房销售额同比下降17.1%，比1-11月降幅缩小2.1个百分点。12月末，商品房待售面积75327万平方米，同比增长10.6%，比上月末增速下降1.5个百分点，库存去化加快。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



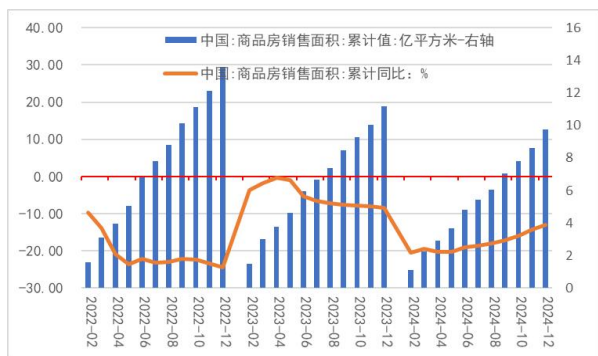
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



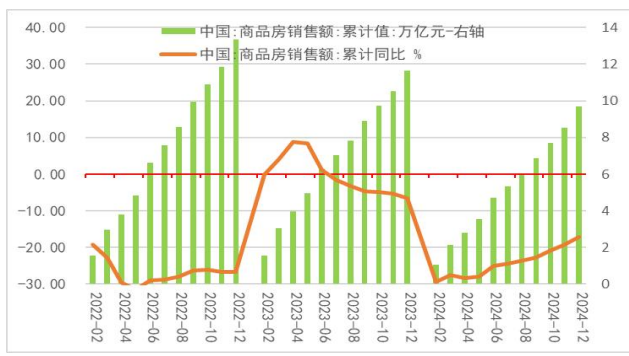
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

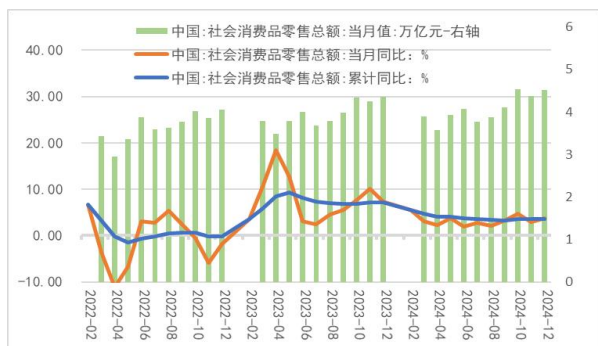
图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

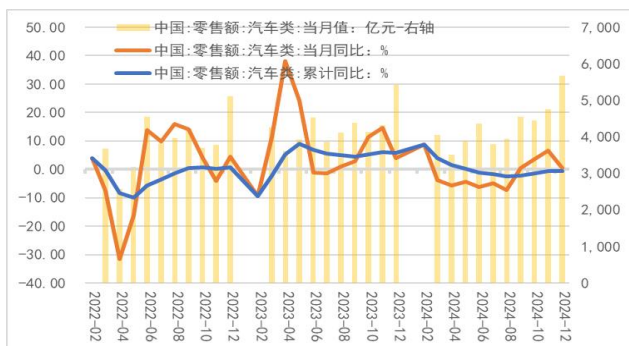
消费：全年保持平稳增长。2024 年，社会消费品零售总额 48.79 万亿元，同比增长 3.5%，比上年增速下降 3.7 个百分点（扣除疫情因素影响，与 2023 年、2022 年算术平均增速持平）。分项看，2024 年，汽车销售累计 50314 亿元，同比增长-0.5%；体育娱乐用品增长 11.1%，通讯器材类增长 9.9%。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比

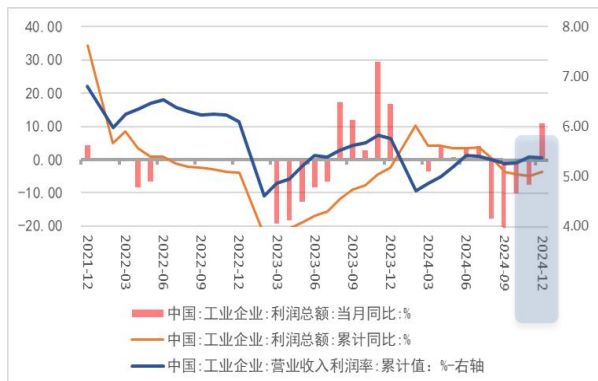


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2024 年，全国规模以上工业企业实现利润总额 74310.5 亿元，同比下降 3.3%，比 1-11 月降速收窄 1.4 个百分点；营业收入利润率 5.39%，低位持续徘徊；应收账款平均回收天数为 64.1 天，比 11 月减少 2.6 天。2024 年末，工业企业应收账款余额 26.06 万亿元，同比增长 8.6%。工业企业利润同比下降，营业收入利润率低企，应收账款余额及平均回收天数处于高位，显示企业当期经营压力较大。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数

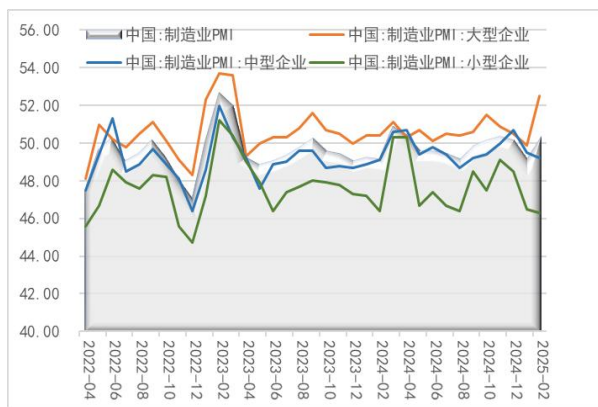


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

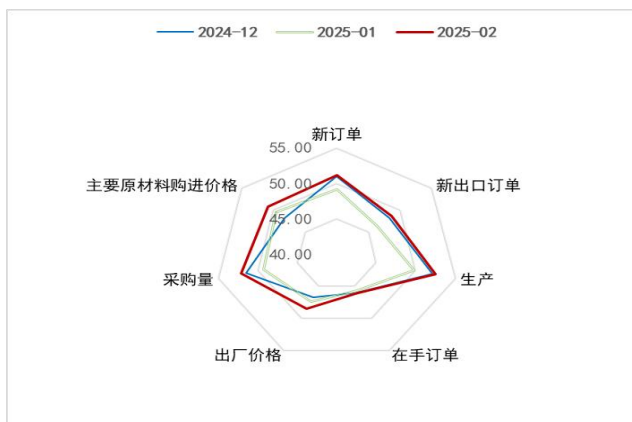
制造业 PMI：大型企业制造业显著回暖。2 月，制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点。其中，大型企业 PMI 为 52.5%，上升 2.6 个百分点；中型企业 PMI 为 49.2%，下降 0.3 个百分点；小型企业 PMI 为 46.3%，下降 0.2 个百分点。订单显著修复，新订单指数 51.1%，比上月上升 1.9 个百分点；新出口订单指数 48.6%，上升 2.2 个百分点，生产订单 52.1%，上升 2.7 个百分点；出厂价格 48.5%，上升 1.1 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

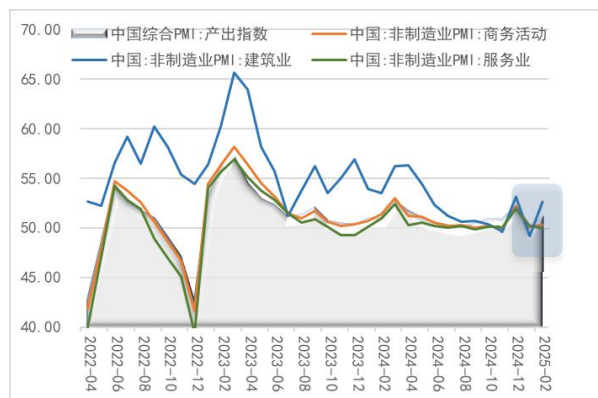
图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

非制造业 PMI：2 月份，非制造业商务活动指数为 51.1%，比上月上升 1.0 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 52.7%，比上月上升 3.4 个百分点；服务业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点。分项目看，服务业新订单指数为 45.9%，比上月下降 0.8 个百分点。建筑业新订单指数为 46.8%，比上月上升 2.1 个百分点。建筑业投入品价格指数 49.3%，环比上升 1.6 个百分点，销售价格指数 49.1%，环比上升 1.3 个百分点；从业人员指数 45.6%，环比下降 3.1 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



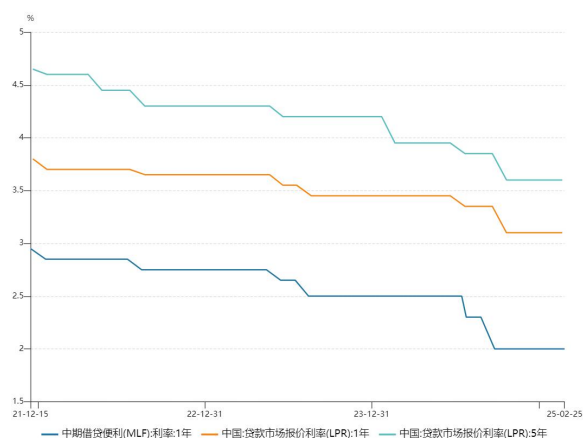
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

国债收益率年初走高。2 月 28 日，1 年期国债收益率 1.50%，比上月末上升 26BP，比上年末（1.09%）上升 41BP；10 年期国债收益率报收 1.80%，比上月末上升 16BP，比上年末（1.68%）上升 12BP。与之匹配，年初红利风格表现相对较弱。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2月20日，贷款市场利率1年期（LPR）为3.10%，5年期（LPR）为3.6%，7天逆回购利率为1.50%，均与上月持平；2月25日，中期借贷便利（MLF）1年期利率为2.0%，与上月持平。2024年7月，中国人民银行发布公告称，公开市场7天期逆回购操作利率是当前的政策利率，由央行根据货币政策调控需要确定，以此推动货币政策框架向价格型调控转型。

（2）货币投放：政府净融资持续提速，企业现金经营压力较大

2025年1月，M2余额318.52万亿元，同比增长7.0%，比上月下降0.3个百分点；M1余额112.45万亿元，同比上升0.4%，比上月缩小0.8个百分点；M1-M2增速剪刀差-6.6%，比上月扩大了0.5个百分点。

中国人民银行12月2日发布公告称，决定自统计2025年1月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。新口径将个人活期存款和非银行支付机构客户备付金（如微信钱包、支付宝中充值的资金）纳入M1统计范围，M1新旧口径对比如下：

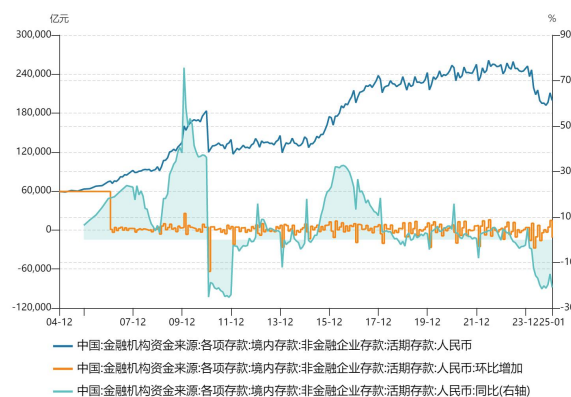
旧口径：M1 = 流通中的现金（M0）+ 企业活期存款。

新口径：M1 = 流通中的现金（M0）+ 企业活期存款 + 个人活期存款 + 非银行支付机构客户备付金。

新口径M1扩大了统计范围，有效缓解了春节前集中发放工资等导致的企业-居民活期存款“跷跷板”效应，显著降低了M1的数据波动性。目前，新口径M1数据追溯调整至2024年1月，新口径项下的M1增速、M1-M2增速剪刀差与经济、市场之间的关联关系仍需要更多数据进行跟踪观察。

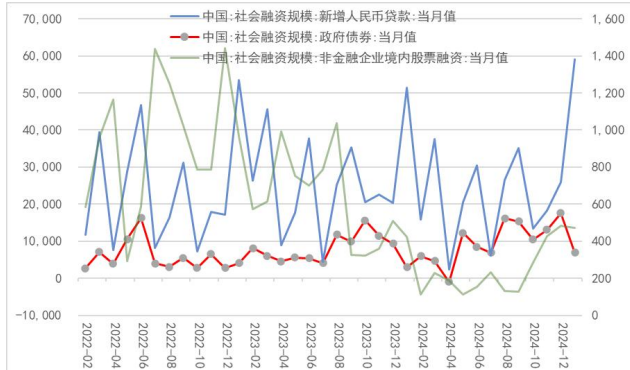
2025年1月，社会融资当月值70567亿元，比上年同期多增5833亿元。其中，**政府债券当月值6933亿元，同比多增3986亿元**；非金融企业境内股票融资当月值473亿元，同比多增51亿元；新增人民币贷款当月值52194亿元，同比多增3793亿元。金融机构口径，1月，企事业单位中长期人民币贷款同比多增1500亿元，短期人民币贷款同比多增2800亿元；居民中长期贷款同比少增1337亿元，显示地产销售压力仍面临一定压力。

图表 34 非金融企业人民币活期存款余额（亿元/%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

企业现金流压力仍然较大。1月末，非金融机构企业人民币活期存款余额为19.95万亿元，比上月末下降11791.4亿元，主要因春节前企业通常会集中发放年终奖和工资，导致企业活期存款大量转移到居民存款中。不过，今年春节企业活期存款环比绝对额显著低于往年春节，2024年2月环比下降16119.2亿元，2023年1月环比下降14320.3亿元，2022年1月环比下降25462.9亿元，2021年2月环比下降20137.4亿元。上述情况显示企业尝试通过控制工资成本缓解现金流压力，在此基础上，非金融企业人民币活期存款余额同比仍然下降20.97%，降幅显著高于往年同期水平（2024年2月同比下降3.58%，2023年1月同比增长4.65%，2022年同比下降8.12%，2021年同比增长2.91%）。

（3）美国利率及其他

2月美国国债收益率下降。2月28日，10年期美国国债收益率为4.42%，比上月末下降34BP，比上年末下降34BP；2年期美国国债收益率3.99%，比上月末下降23BP，比上年末下降26BP。2025年1月，美国核心CPI同比增速3.2%，美国CPI同比增速2.9%，均比上月上升0.1个百分点。

1月30日，美联储降息按下暂停键，将联邦基金利率区间维持在4.25%~4.50%不变。美国总统特朗普的关税政策引发了美联储对通胀上升的担忧。美联储会议纪要显示，与会者“普遍指出通胀前景的上行风险”，而不是就业市场的风险。不过，美国总统特朗普强烈表达了降息意愿，2月12日在其社交媒体平台“真实社交”上发文表示，“利率（Interest Rates）应该降低，这才能与即将到来的关税政策相得益彰！让我们摇滚起来（行动起来）！”

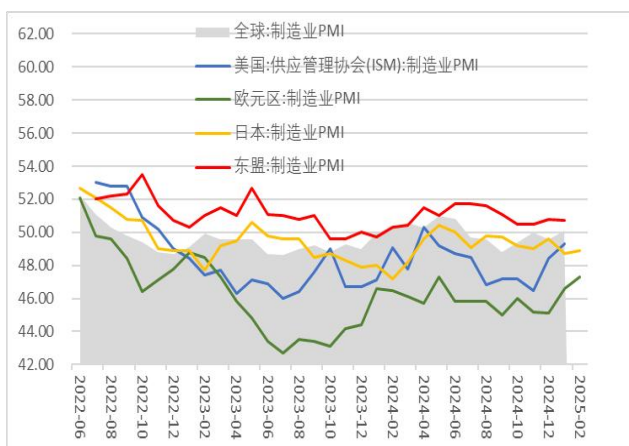
2025年1月，全球制造业PMI为50.1%，比上月上升0.5个百分点；东盟国家PMI为50.4%，下降0.3个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业PMI为50.9%，上升1.6个百分点。2月，日本制造业PMI为48.7%，比上月上升0.2个百分点；欧元区制造业PMI为47.3%，比上月上升0.7个百分点。

图表 36 美联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.3 政策环境分析

2月，中国人民银行发布了《2024年第四季度中国货币政策执行报告》，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，《2025年稳外资行动方案》发布。《求是》杂志发表国家领导人重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》。总体看，政策端暖风持续，具体表现在以下几个方面：

一是货币政策保持适度宽松，促进信贷成本下行。2月13日，中国人民银行发布了《2024年第四季度中国货币政策执行报告》。报告指出，下一步货币政策的主要思路，实施好适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。强化央行政策利率引导，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本下降。

二是两项资本市场支持工具具有逆周期调节属性，资本市场内在的稳定平衡机制落地见效。货币政策执行报告《专栏2：两项资本市场支持工具落地显效》指出，2024年9月，央行会同金融监管部门首次创设了支持资本市场的两项工具，即证券、基金、保险公司互换便利（以下简称“互换便利”）和股票回购增持再贷款，初步建立起资本市场内在的稳定平衡机制，是中央银行在拓展货币政策传导、金融稳定功能方面的有益探索。两项工具均内嵌逆周期调节属性，在股市超跌、股价被低估时，行业机构和上市公司、主要股东买入意愿较强，两项工具使用量会比较大；而到股价上涨、流动性恢复时，上市公司、主要股东回购增持的成本增加，行业机构换券融资的必要性也下降，工具使用量会自然减小。由此建立的内在稳定机制，有利于发挥校正资本市场超调、稳定市场预期作用，支持资本市场长期健康发展。

截至2025年1月末，互换便利共开展2次操作，金额合计1050亿元，支持证券公司自营股票投资规模明显增长。截至2024年末，我国上市公司披露拟申请回购增持贷款金额上限近600亿元；2024年披露回购和大股东增持计划金额上限接近3000亿元，创历史新高。

三是科技创新引领新质生产力，内需消费成为经济发展主动力。《经济工作必须统筹好几对重要关系》一文指出，必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。要因地制宜发展新质生产力，以科技创新为引领，大力培育壮大新兴产业和未来产业，加快推动作为经济增长和就业收入基本依托的传统产业改造升级，推动新旧发展动能平稳接续转换。国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议要求，国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期。

《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》是首个经国务院批准、针对消费环境建设的政策文件，旨在构建“优化消费环境—提振消费信心—扩大消费需求”良性循环，全面营造放心的消费环境。实施消费供给提质行动，具体包括促进汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”，聚焦数字消费等。

四是中国加大引资稳资力度，有效提振外商投资信心。《2025年稳外资行动方案》指出，要有序扩大自主开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点。支持试点地区抓好增值电信、生物技术、外商独资

医院领域开放试点政策宣贯落实。适时进一步扩大电信、医疗领域开放试点。研究制定有序扩大教育、文化领域自主开放实施方案，适时对外公布并稳步实施。加大重点领域引资力度。鼓励外商投资养殖、饲养设备生产、饲料兽药生产等畜牧业相关领域并享受国民待遇。支持外资企业参与我国新型工业化进程，重点引进高技术领域外商投资。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心词	主要内容
2月13日，中国人民银行发布《2024年四季度中国货币政策执行报告》	保持流动性充裕，促进物价合理回升，推动信贷成本下降	实施好适度宽松的货币政策。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行，提升银行自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本下降。
2月17日，市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》	汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”，聚焦数字消费	（一）提升实物消费质量。深入实施消费品工业“增品种”、“提品质”、“创品牌”行动，支持汽车产品、电子产品、家居产品等消费升级，促进汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”。（三）创造更多消费场景。因地制宜推进首发经济，推动消费地标建设，聚焦数字消费、绿色消费、健康消费等打造新型消费场景。建设一批商旅文体健深度融合的品质消费集聚区。系统构建数字化消费生态体系，大力促进消费线上线下融合，打造沉浸式、体验式消费场景。深入推进数字家庭建设，构筑美好数字生活新图景。鼓励建设和升级信息消费体验中心，进一步提升移动互联网应用服务能力。完善新能源汽车充电服务体系，支持新能源汽车消费场景拓展延伸。
2月19日，《国务院办公厅关于转发商务部、国家发展改革委《2025年稳外资行动方案》的通知	电信、医疗、医药生物、创新药	（一）扩大电信、医疗、教育等领域开放试点。支持试点地区抓好增值电信、生物技术、外商独资医院领域开放试点政策宣贯落实。（四）推动生物医药领域有序开放。研究完善医药领域开放政策，便利创新药加快上市，优化药品带量采购，进一步提高医疗器械产品采购可预期性。
2月21日，国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动	人工智能发展的战略窗口期	国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议要求，国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期，在编制企业“十五五”规划中将发展人工智能作为重点；要加大资金投入，持续壮大发展人工智能的长期资本、战略资本、耐心资本；要优化人才引育，建立更加符合行业特点规律的人才评价体系。
3月1日，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》	要加快补上内需特别是消费短板，要以科技创新为引领	经济工作千头万绪，必须统筹好几对重要关系。二是必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。要坚持供需两侧协同发力、动态平衡，持续深化供给侧结构性改革。要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。三是必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力。要以科技创新为引领，大力培育壮大新兴产业和未来产业，加快推动作为经济增长和就业收入基本依托的传统产业改造升级，推动新旧发展动能平稳接续转换。

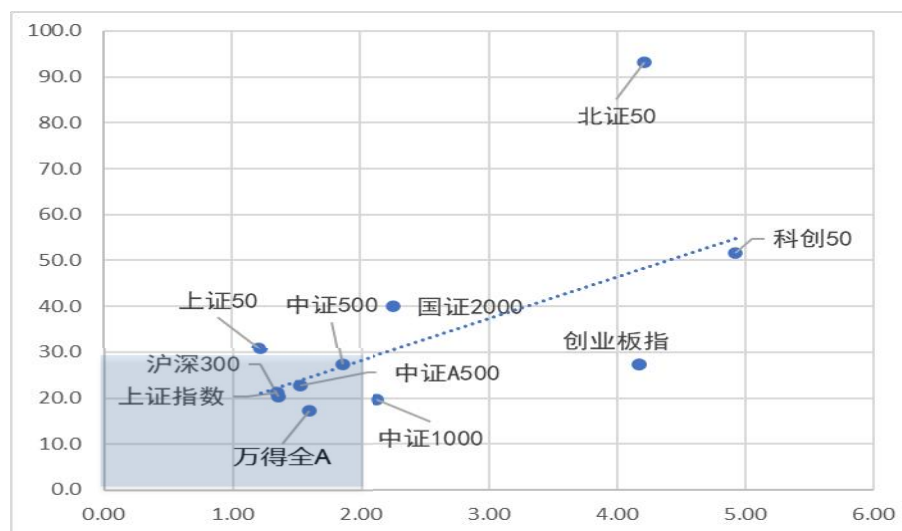
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

三、投资策略

3.1 大盘判断

市场估值回到相对低位水平。2月28日，Wind全A市净率为1.59倍，2010年以来分位值为17.4%；上证指数市净率为1.34倍，分位值21.3%；创业板指市净率为4.17倍，分位值27.3%。沪深300市净率为1.35倍，分位值20.2%；中证A500市净率为1.52倍，分位值22.7%；中证1000市净率为2.12倍，分位值19.7%；北证50市净率为4.21倍，分位值93.1%。

图表 39 主要指数 PB (横轴：倍数) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴：%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究

开年前两个月，市场维持区间震荡格局，上证指数市净率在1.28-1.36倍区间内波动，与我们年度策略预判基本一致。我们认为，中国经济自身的发展周期、资本市场的政策导向、外部复杂的环境以及当前相对底部区域的市场估值水平共同决定了A股市场的整体估值水平。综合来看，A股市场整体估值大幅上行或下行的概率均较低。我们维持上证指数围绕市净率1.35倍上下波动10%左右的区间研判。

中国经济仍处于新旧增长动能转换时期，一方面，伴随着政策的强力导向和产业领域的持续创新，中国科技自立自强频传佳音，新质生产力贡献度不断提高，有效地提振了经济活力与资本市场的结构性行情；另一方面，微观层面，工业企业利润率、企业经营现金流等经营数据仍处于相对低谷期，亟待修复改善。

同时，美国总统特朗普的关税政策给全球及中国贸易前景带来相当的不确定性。特朗普在竞选时宣称将对所有进口商品征收10%的基准关税，并针对中国商品加征60%的高额关税。2月26日，特朗普表示，美方已决定对欧盟的汽车等商品征收25%关税，并将“很快”宣布；2月27日，特朗普宣布，将于3月4日对墨西哥和加拿大如期加征25%的关税，并对中国产品额外征收10%的关税。2月4日，美国宣布对华加征10%的关税，两轮加税后累计关税税率将升至20%。

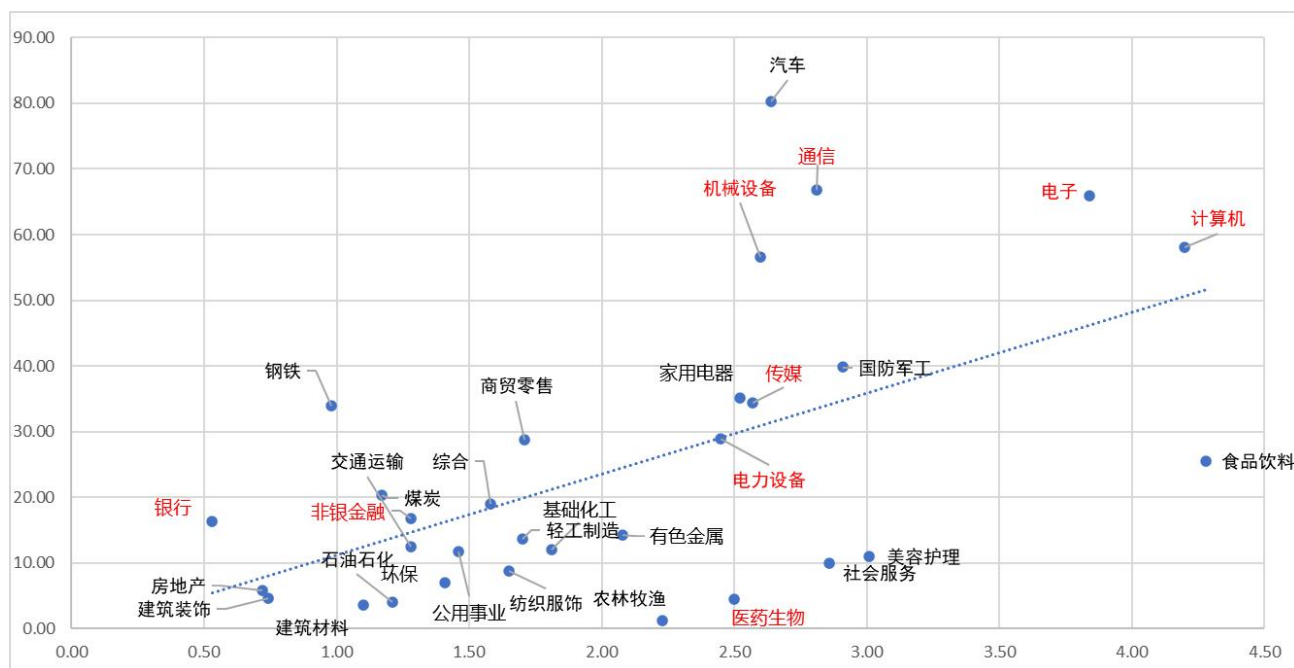
1月16日，世界银行警告称，如果美国实施10%的全面关税，并且贸易伙伴采取报复性关税措施，2025年全球经济增速可能会因此下降0.3个百分点，从2.7%下降至2.4%。根据高盛的研究报告，在美国整体有效关税税率上升4个百分点的经济基线预测情形下，估测关税将使美国物价上涨约0.4个百分点，并使美国GDP下降0.2%。全球增长面临放缓0.5个百分点的风险，其中中国受到0.7个百分点的拖累，欧元区受到0.5个百分点的拖累，其他主要出口国也受到相当大的拖累。

从A股自身运行看，2月，融资余额创出2019年以来历史新高水平，表明市场情绪累积得较为亢奋，但2月最后一个交易日，获利盘涌出令市场情绪快速降温。我们构建的情绪指数显示，市场处于区间震荡阶段，其特点是上涨一段时间测试上方压力，随后下跌一段时间测试下方支撑。时间上看，三、四月份进入年报、季报集中披露期，绩差股面临杀跌风险，可能给市场情绪带来扰动。

3.2 行业配置

我们认为，资本市场将围绕三大时代逻辑轮动展开，其映射的核心是“真回报”、“真成长”和“真避险”三个方向，分别对应红利资产、科技行业和黄金。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

继续坚持红利资产（低估值）和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向包括：1）从科技创新角度：行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2）从红利资产或潜在边际改善角度：银行、证券、上

证红利指数、深证红利指数、医药生物、黄金股 ETF。3) 从大类资产配置角度：黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）。

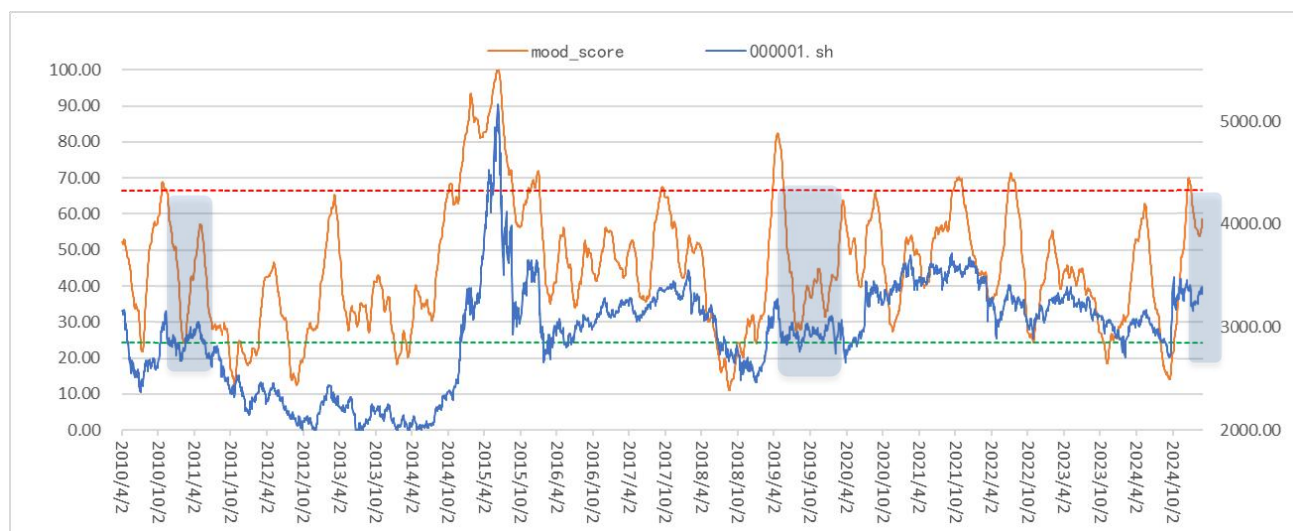
3 月建议逆向关注红利资产、医药生物、电力设备、证券，以及等待科技板块回落后的低吸机会。

3.3 专题论述

3.3.1 上证指数之情绪指数

2025 年 2 月 28 日，情绪指数读数为 58.46 点，2 月下半月市场上涨推动情绪指数小幅回升。位于 2010 年 4 月以来 81.5% 的较高分位水平。从过去 15 年的数据对比看，情绪指数除了 2014-2015 年大牛市期间持续保持在 60 点以上的高位水平，其他时间均在触及 90% 分位值后震荡回落，对应的上证指数进入下跌或区间震荡走势。

图表 41 上证指数/情绪指数 (MOOD_SCORE) 回落至 2.2% 分位 (2010 年 4 月以来数据)



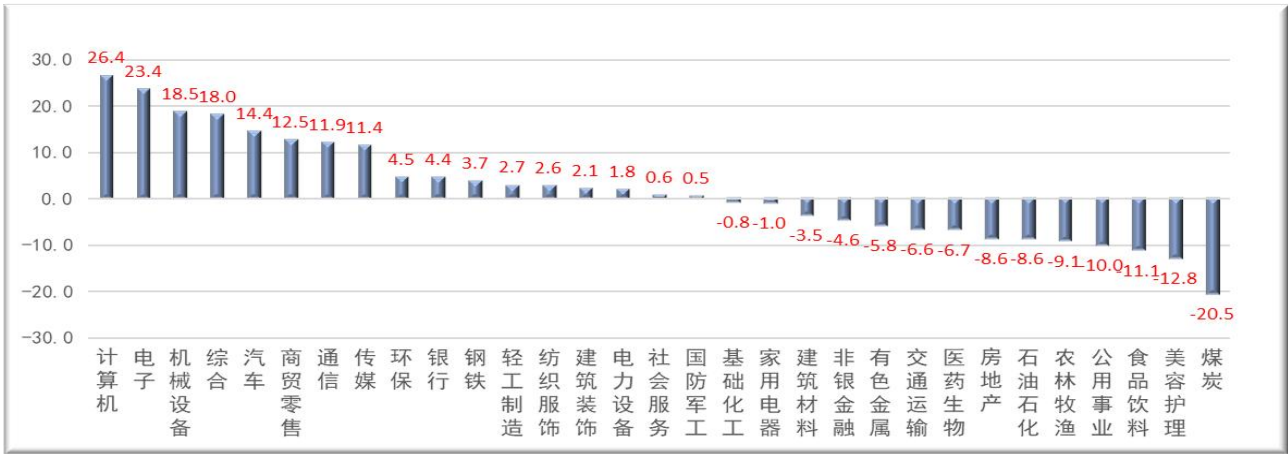
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10% 分位，红色虚线为 90% 分位

3.3.2 AI，是否高山仰止

2024 年 4 季度以来，尽管市场整体处于区间震荡状态，主要指数如上证指数、沪深 300、创业板、中证 500 等均在 2024 年 10 月 8 日高点下方运行，传统行业表现则相对低迷，但以 TMT 为代表的科技板块、高端制造板块大幅上涨，

特别是 DeepSeek 算法的出现和宇树机器人、“神农”、“天问”等楚才系列人形机器人春节前后的集中亮相，加速了 AI 技术的普及和创新，重塑了行业生态，展示了中国在科技创新领域的强大实力，资本市场给予积极正反馈。2024 年 10 月 8 日至 2025 年 2 月 28 日期间，计算机涨幅达 26.4%，电子涨幅 23.4%，机械设备涨幅 18.5%，汽车涨幅 14.4%，通信涨幅 11.9%，传媒 11.4%，均刷新了去年四季度的高点。

图表 42 申万一级行业 2024.10.8-2025.2.28 区间涨幅，TMT 行业领涨 (%)

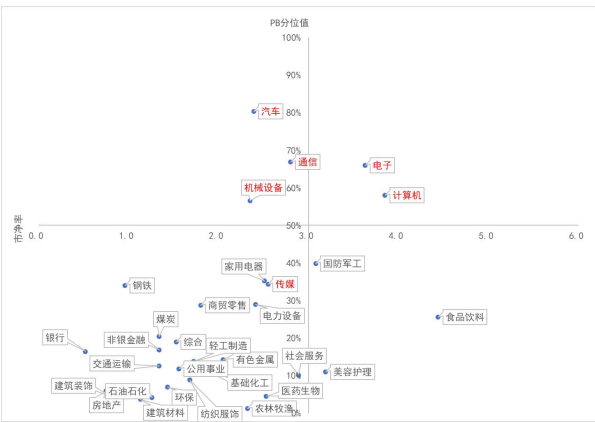


资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

科技板块绝对估值水平与相对估值水平均录得历史高位水平。截至 2 月 28 日，通信行业 PB 为 2.81 倍，2010 年以来分位值 66.9%；电子行业 PB 为 3.84 倍，2010 年以来分位值 65.9%；计算机 PB 为 4.20 倍，分位值 58.0%；传媒 PB 为 2.57 倍，分位值 34.4%；汽车 PB 为 2.64 倍，分位值 80.3%；机械设备 PB2.60 倍，分位值 56.6%。

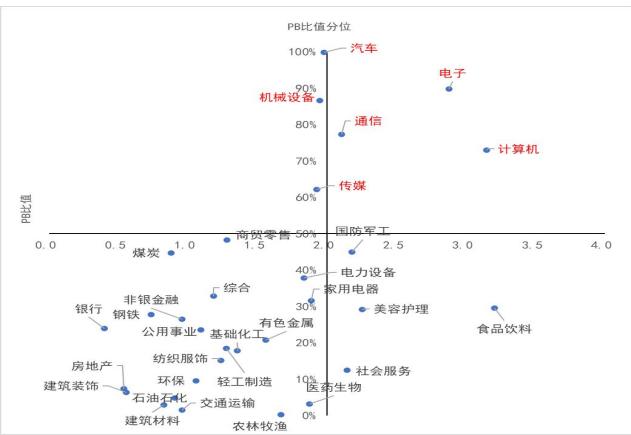
截至 2 月 28 日，通信行业 PB 比值（行业指数 PB/上证指数 PB）为 2.10，2010 年以来 PB 比值分位值 77.3%；电子行业 PB 比值为 2.88，PB 比值分位值 89.8%；计算机 PB 比值为 3.15 倍，PB 比值分位值 73.0%；传媒 PB 比值为 1.92，PB 比值分位值 62.1%；汽车 PB 比值为 1.98，PB 比值分位值 99.8%；机械设备 PB 比值为 1.95，PB 比值分位值 86.6%。

图表 43 申万一级行业 PB 及 PB 分位值



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 44 申万一级行业 PB 比值及分位值

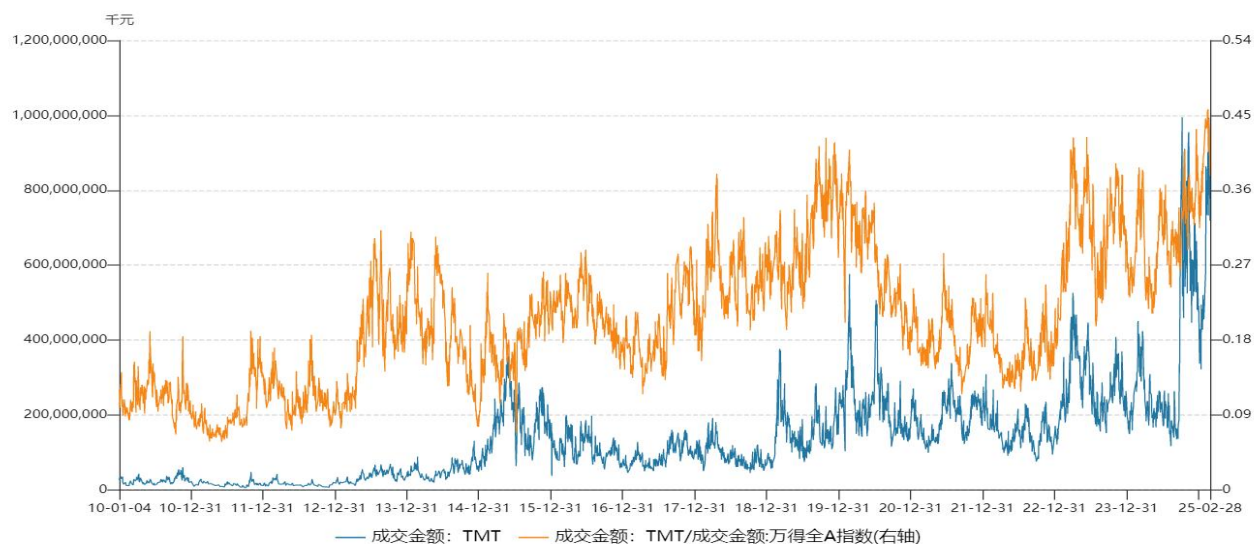


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

TMT 板块市场成交额和成交额占比均创出历史新高。2 月 17 日，TMT 板块成交额达 9016 亿元，占市场成交额比例达 45.72%，成交额占比创出新高；2 月 27 日，TMT 板块成交额升至 9940 亿元，日成交额创出新高；1 月 27 日至 2 月 25 日，TMT 成交额占比连续 16 个交易日超过 40%。历史上，TMT 成交额占比超过 40%通常是 TMT 过热的预警指标，如 2023 年 3 月 23 日至 4 月 13 日期间，TMT 成交占比均一度超过 40%，随后板块出现了持续下跌走势；2020 年 2 月 24 日、25 日连续 2 日超过 40%，随后市场出现一波短期快速杀跌。

2 月 28 日，TMT 成交额回落至 7190 亿元，成交额占比回落到 37.8%以下，板块热度有所下降，对于 TMT 板块及 AI 人工智能方向，是否应该避险？

图表 45 TMT 日成交额、成交额占比创历史新高



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（TMT 包括通信、电子、计算机、传媒申万一级行业）

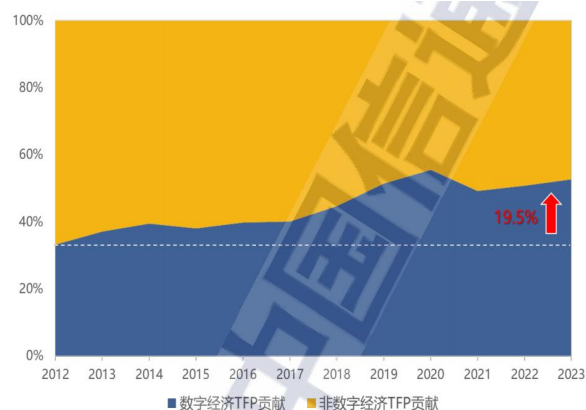
过去二十多年来，市场对 TMT 板块关注度持续上升，其表现为 TMT 板块成交额及其成交额占比震荡抬升。2010-2012 年，TMT 成交额占万得全 A 成交额比例的主要波动区间在 8%-18%之间，2013-2016 年主要波动区间在 13%-26%之间，2017-2020 年主要波动区间在 18%-40%之间，2021-2022 年处于低谷期，主要波动区间在 13%-26%之间，2023-2024 年主要波动区间抬升至 20-45%。

我们认为，从长期看，TMT 板块的市场热度持续走高，反映了市场对新经济发展趋势的洞察。TMT（科技、媒体和通信）是数字经济的重要组成部分，数字经济以数字技术为核心，TMT 行业通过技术创新和数字化转型，推动数字经济的发展。TMT 中的科技为数字经济提供底层技术支撑，媒体助力数字经济内容传播，通信保障数据传输和信息流通。数字经济的发展又为 TMT 行业带来新的机遇和挑战，促进其持续创新和升级。

《全球数字经济白皮书（2023 年）》显示，数字经济作为新一轮科技革命和产业变革的新型经济形态，正成为全球产业发展变革的重要引擎。2016-2022 年，我国数字经济年均复合增长 14.3%，是同期全球数字经济总体年均复合增速的 1.7 倍。据中国信息通信研究院发布的《中国数字经济发展研究报告（2023）》，我国数字经济规模已经突破 50 万亿元，占 GDP 比重 41.5%。其中数字产业化规模达 9.2 万亿元；产业数字化规模 41 万亿元；二者占数字经济比重分别为 18.3%和 81.7%。一产、二产、三产中数字经济渗透率分别为 10.5%、24%、44.7%。

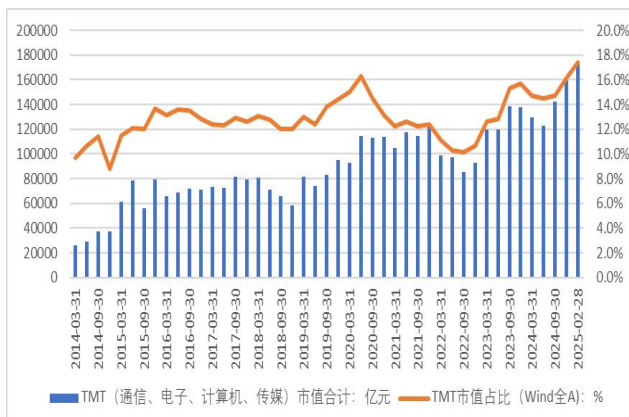
中国信通院发布《新质生产力研究报告——从数字经济视角解读（2024）》指出，我国新质生产力发展已经取得了显著成效，全要素生产率水平持续提升。据荷兰格罗宁根增长与发展中心数据，按购买力平价计算，我国全要素生产率已由 2002 年的 0.36（美国=1）提升至 2023 年的 0.44，增长 20.2%，增长幅度位居全球前列，远高于德国（-10.7%）、日本（-12.8%）等发达国家。其中，数字经济对全要素生产率的贡献率不断提升。从 2012 年的 33.2%提升至 2023 年的 52.7%，提高了 19.5 个百分点。2023 年，我国全要素生产率仅达到美国的 44%、德国的 47%、日本的 67%，仍有较大提升空间。

图表 46 中国数字经济对全要素生产率的贡献率提升



数据来源：中国信通院、金圆统一证券研究所

图表 47 TMT 行业市值及市值占比震荡上升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

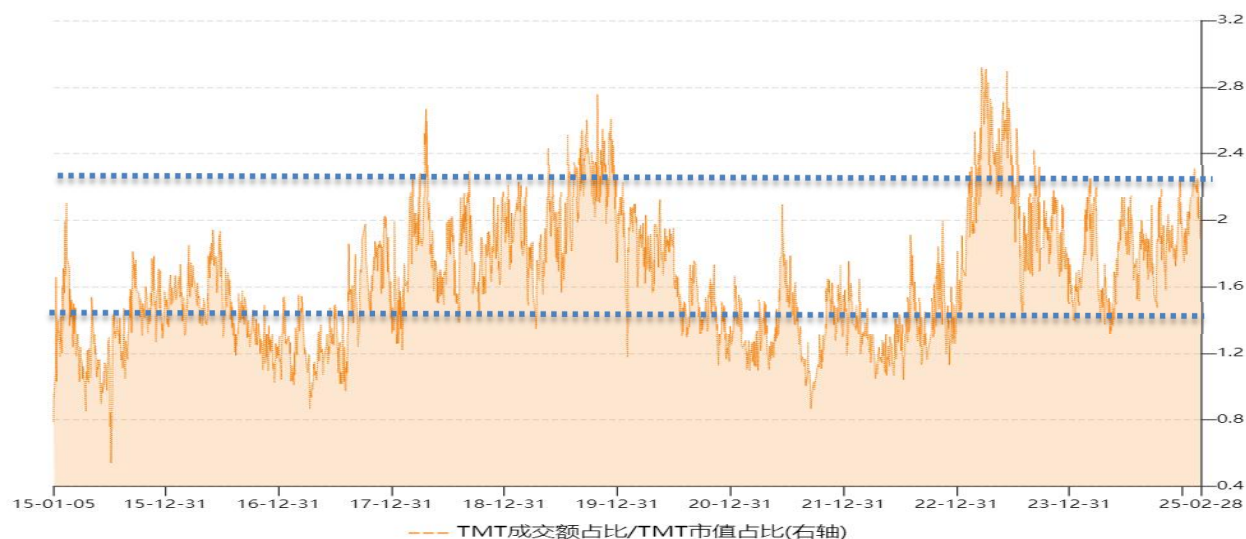
据世界经济论坛预测，未来 5 年全球企业预计创造约 6900 万个新的工作岗位，其中增长最快的工作类型绝大多数由人工智能和数字化驱动。人力资源和社会保障部发布的《中华人民共和国职业分类大典（2022 年版）》新增 158 个新职业，其中首次标注了 97 个数字职业，占职业总数的 6%。根据《产业数字人才研究与发展报告(2023)》》，2023 年，我国数字化综合人才总体缺口约在 2500 万至 3000 万，且面临人才缺口持续扩大和供需不匹配的窘境。

与数字经济快速发展相匹配，TMT 行业市值持续震荡走高，从 2014 年一季度的 2.60 万亿元，上升至 2025 年 2 月末的 18.21 万亿元，市值增长了 6 倍；市值占比从 9.7%上升在 17.4%，提高了 7.7 个百分点。由此可见，市场对 TMT 行业的热度符合经济发展趋势。

对于 TMT 板块是否过热，除了观察 TMT 成交额及占比外，我们构建了一个 TMT 市场热度指标，即行业成交额占比/行业市值占比。通常可以认为，当该比例等于 1 时，表明成交额与市值匹配；当大于 1 时，则表明市场给予了该行业高于平均水平的关注度；当小于 1 时，表明市场给予了该行业低于平均水平的关注度。

2015 年以来，TMT 热度值（TMT 成交额占比/市值占比）绝大多数时间都大于 1，其中位数为 1.59，最大值为 2.92，显示市场对于 TMT 行业持续保持高热度水平。2 月 28 日，该数值为 1.90，处于历史相对中高水位，但并未高于 2019 年 3 季度和 2023 年 2 季度时的高点水平，说明市场比前两个时期更加理性。2024 年 5 月，该数值低点大致在 1.40 附近，这一位置或属于 TMT 热度值的下限区域。

图表 48 TMT 市场热度（TMT 成交额占比/TMT 市值占比）处于相对高位水平



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（TMT 成交额占比=TMT 成交额/WIND 全 A 成交额，TMT 市值占比=TMT 市值/沪深北交所总市值）

当前正在进行的第四次工业革命，以数字技术为引领，大数据、云计算、人工智能等数字技术快速迭代，TMT 成交金额及成交占比攀升的趋势，符合数字经济快速发展的趋势，反映了市场对于新质生产力和 AI 智能化时代的洞见。

整体看，TMT 市场热度处于相对高位水平，呈现结构性过热，但整体仍可接受的特征。随着 2024 年年报、2025 年一季报的陆续披露，要警惕伪科技公司的炒作风险，如果市场情绪出现阶段性降温，将会给投资者带来低位布局优质科技股的新机会。我们应该深刻认识到，AI 手机、AIPC、AI 眼镜、AI 智能体、AIGC、人形机器人，AI+，人工智能时代已经来临。

3.3.3 潜在的价值洼地

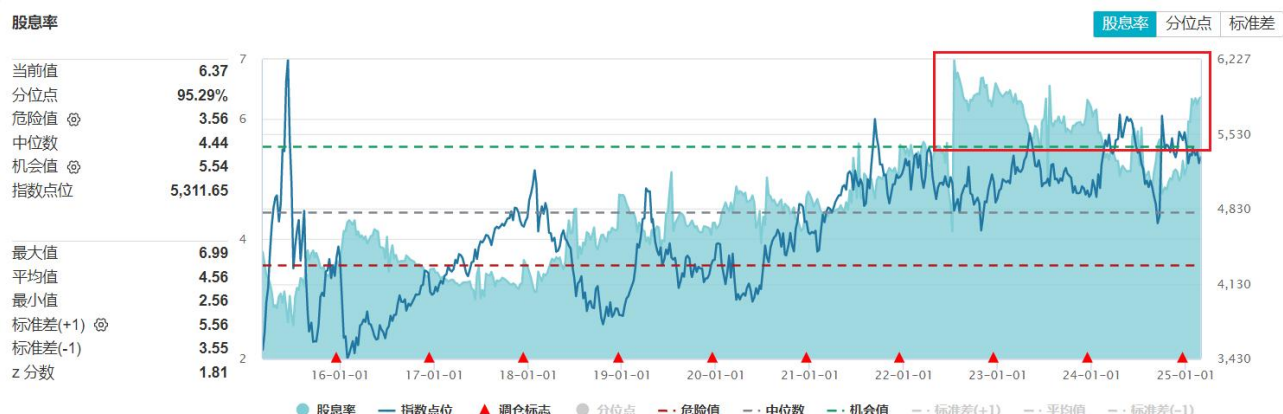
在 TMT 板块面临高位震荡态势下，建议关注相对低位品种。第一个方向是医药生物和电力设备（光伏）板块，因政策性因素、行业产能及外部环境等因素两个行业均经历了长达三年的风险释放，但行业的长期

发展逻辑不变，发展空间巨大，且行业具有科技创新属性、符合新质生产力发展方向，当前估值水平已处于历史低位水平，2月策略首次推荐，建议继续关注。

二是建议关注红利方向。年初以来由于国债利率上行、市场风险偏好提升以及煤炭、电力等高股息板块的行业因素，红利风格震荡下跌，但价格下跌带来红利风格股息率再度提升，当前已具备更佳的吸引力。同时，央行四季度货币政策执行报告指出，将引导信贷成本下行，利率端可能带来潜在积极变化。与科技成长的顺势投资不同，红利投资更适宜逆向思维，在股息率、估值具有高性价比时逢低分批布局，往往取得更好的效果。

截至2月28日，中证红利指数股息率6.37%，位于近10年以来95.29%分位水平；上证红利指数股息率6.74%，分位值为91.57%；深证红利指数股息率4.28%，分位值为99.61%。

图表 49 中证红利指数股息率处于近 10 年高分位水平



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（TMT 成交额占比=TMT 成交额/WIND 全 A 成交额，TMT 市值占比=TMT 市值/沪深北交所总市值）

此外，证券板块的估值处于相对低位水平，去年9月以来市场行情向好，行业业绩确定性相对较高。截至2月28日，证券板块市净率1.42倍，位于近10年以来34.9%的相对低位水平。

同时，券商格局面临重塑，行业生态有望持续优化，2024年3月15日，中国证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确提出力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势，到2035年形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。

风险提示：化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室