

如何预判本轮科技股调整时间和空间？

报告日期：2025-03-02

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

● 美国加征关税风险反复对全球资本市场形成短期扰动，市场对“两会”政策预期回归现实，政府工作报告总体定调预计难超预期，市场进入阶段性高位震荡行情。配置上，3月重回轮动，科技进入调整期，3月关注高胜率强季节性基建优势品种（月中前），有政策催化的医药、汽车、家电，以及短期有性价比、中长期有战略配置价值的银行、保险。

● 市场观点：市场进入高位震荡行情阶段

外部风险扰动、内部预期回归，市场进入阶段性高位震荡行情。外部看，美国加征关税风险反复，近期特朗普频频就关税问题表态，可能对欧盟加征25%关税，前期对加拿大和墨西哥暂停加征关税结束后也可能正式加征，并对中国再加征10%，短期内将对市场形成一定扰动。内部“两会”召开在即，市场对“两会”政策预期将回归现实，预计政府工作报告总体定调将符合市场预期。

市场热点1：如何看待“两会”政策预期及2月PMI？“两会”召开在即，市场对政策预期正在回归现实，预计政府工作报告总体定调基本符合市场预期、超预期概率较小。节后复工提速、供需恢复推动2月PMI重回荣枯线上方、但仍处于相对偏低水平。当前有效需求仍有待提振，PMI能否进一步回升仍有待观察。

市场热点2：如何看待近期美国再度加征关税的风险？前期特朗普签署总统备忘录启动“对等关税”，其内阁核心成员预计将在4月2日生效，但近期特朗普频频就关税问题表态，可能对欧盟加征25%关税，前期对加拿大和墨西哥暂停加征关税结束后也可能正式加征关税，并对中国出口商品再加征10%。美国加征关税风险反复，可能在短期内对全球资本市场形成一定扰动。

● 行业配置：重回轮动，关注低估滞涨叠加催化剂品种

2月最后1周，市场剧烈波动，前期强势的DeepSeek、机器人相关板块显著调整，而部分基建、消费和红利迎来轮动机会，表现整体领先，这与我们3月月报《静水流深》中的判断一致。展望后市，我们仍然坚持市场高位震荡、行业重回轮动的观点不变，具体行业机会上建议关注三条有望轮动的主线：1) 3月中旬前，强季节性效应的基建优势品种。重点关注工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。2) 有政策催化的领域，重点关注医药、汽车、家电。3) 市场震荡下具备短期配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行、保险。

配置热点1：成长科技阶段性调整时间和空间如何预期？我们在3月月报《静水流深》（2月23日）中，明确提示了本轮泛TMT成长科技的阶段性主题行情临近尾声，而本周泛TMT板块也出现了较大幅度回调。自chatgpt以来，AI阶段性主题行情已经经历多次，而一轮阶段性主题行情演绎结束后都将进入到一段时间调整消化期，从过去几次调整复盘来看：时间维度上1-3个月，不具备稳定时间规律，但通常一轮调整结束需要等待新强力催化剂出现为止；空间维度上，计算机、传媒领涨但也跌幅也较大，而通信、电子涨幅较小因此调整幅度也较小。具体地，计算机、传媒调整幅度在

相关报告

1. 策略月报《静水流深》2025-02-23

30-35%，通信调整幅度在 20-25%，电子调整幅度在 15-30%。

配置热点 2：今年春季行情已经行进至哪一步？A 股春季行情终结离不开美股阶段性下跌这一必备触发因素。过去 7 年复盘显示，A 股春季行情终结时的内因不同，包括经济基本面或预期减弱、流动性或预期减弱、其他事件冲击等，但外因却无一例外都出现了美股阶段性下跌的契机，且通常在美股出现阶段性下跌的前后 1 周时间内，A 股春季行情涨势结束。当前这一冲击性的外因已经出现，最近 1 周左右时间内美股持续调整，纳指、标普 500、道指最大跌幅分别下跌 7.54%、4.6%、3.11%，再者临近两会召开，市场的宏观政策预期正在回归现实，因此整体判断今年的春季躁动涨势行情已经基本结束。

● 风险提示

2 月社融信贷或经济数据大幅不及或超预期；“两会”宏观政策大幅不及或超预期；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：市场进入高位震荡行情阶段	4
1.1 市场热点 1：如何看待“两会”政策预期及 2 月 PMI？	4
1.2 市场热点 2：如何看待近期美国再度加征关税的风险？	5
2 行业配置：行业重回轮动，关注低估滞涨叠加催化剂品种	5
2.1 配置热点 1：成长科技阶段性调整时间和空间如何预期？	5
2.2 配置热点 2：今年春季行情已经行进至哪一步？	8
2.3 行业重回轮动，关注低估滞涨叠加催化剂品种	9
风险提示：	10

图表目录

图表 1 2 月制造业及非制造业 PMI 均回升至荣枯线以上	4
图表 2 建筑业 PMI 季节性大幅回升	4
图表 3 2023 年 6 月至 2024 年 10 月期间泛 TMT 板块经历过三次明显阶段性调整	7
图表 4 近三次泛 TMT 板块调整幅度	7
图表 5 过去 7 年春季行情缺席未至或者结束时的原因	9
图表 6 过去 7 年春季行情结束时与美股见顶之间的关系	9

1 市场观点：市场进入高位震荡行情阶段

1.1 市场热点 1：如何看待“两会”政策预期及 2 月 PMI？

我们的观点：“两会”召开在即，市场对政策预期正在回归现实，预计政府工作报告总体定调基本符合市场预期、超预期概率较小。节后复工提速、供需恢复推动 2 月 PMI 重回荣枯线上方、但仍处于相对偏低水平。当前有效需求仍有待提振，PMI 能否进一步回升仍有待观察。

市场对“两会”政策的预期将回归现实，2 月 PMI 回升至荣枯线上方后能否进一步回升仍有待观察。2 月制造业 PMI 为 50.2%，比 1 月上升 1.1 个百分点，回升至荣枯线之上，节后复工提速、供需恢复推动本月 PMI 回升。

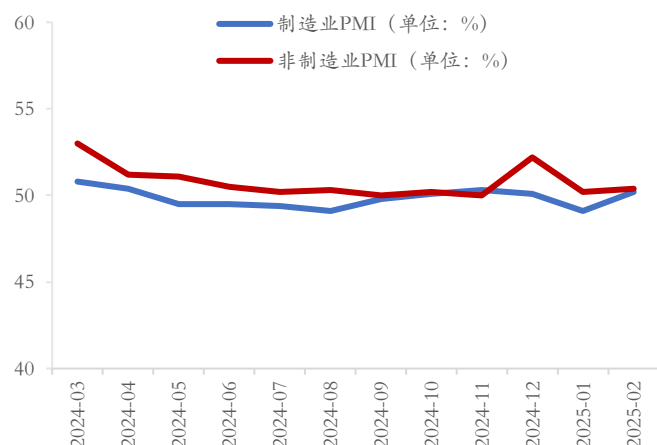
①春节后供需两端均有所修复。2 月生产指数和新订单指数分别为 52.5% 和 51.1%，比 1 月上升 2.7 个和 1.9 个百分点。新出口订单指数为 48.6%，虽然低于荣枯线，但较 1 月增长了 2.2 个百分点，“抢出口”有望持续。

②从业人员 2 月为 48.6%，较上月回升 0.5 个百分点，但仍低于荣枯线，指向用工需求仍落后，恐继续拖累就业与工资。

③服务业为 50.0%，较上月下降 0.3 个百分点，春节后旅游出行等需求有所回落，节后 2 月服务业总体有所下降。建筑业景气度季节性回升，但仍处于偏低水平，低于去年同期 53.5% 左右。2 月分类型企业指数显示大型企业为 52.5%，较上月上升 2.6 个百分点，大型企业生产恢复明显高于中、小企业，微观主体市场活力依然不强。

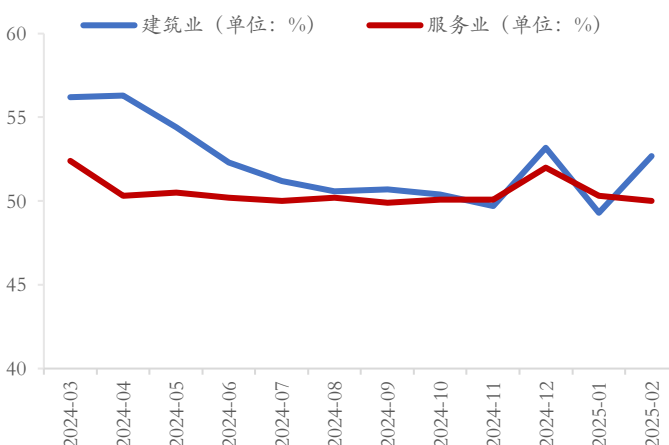
“两会”召开在即，市场对“两会”政策的预期将回归现实，预计政府工作报告总体定调将符合市场预期，PMI 回升至荣枯线上方后能否进一步回升仍有待观察。

图表 1 2 月制造业及非制造业 PMI 均回升至荣枯线以上



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 2 建筑业 PMI 季节性大幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1.2 市场热点 2：如何看待近期美国再度加征关税的风险？

我们的观点：前期特朗普签署总统备忘录启动“对等关税”，其内阁核心成员预计将在 4 月 2 日生效，但近期特朗普频频就关税问题表态，可能对欧盟加征 25% 关税，前期对加拿大和墨西哥暂停加征关税结束后也可能正式加征关税，并对中国出口商品再加征 10%。美国加征关税风险反复，可能在短期内对全球资本市场形成一定扰动。

近期特朗普频频就关税问题表态，美国加征关税风险有所反复，可能在短期内对全球资本市场形成一定扰动。尽管 2 月 13 日特朗普签署总统备忘录启动“对等关税”，其内阁核心成员预计将在 4 月 2 日生效，市场认为在 4 月 2 日之前加征关税风险有所缓释，但 2 月 24 日至 2 月 28 日，美国加征关税风险明显反复。

2 月 25 日，特朗普周二签署行政令，对是否向进口铜产品加征关税展开贸易调查。2 月 26 日，美国总统特朗普表示将从 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税，并且将短期内宣布对欧盟商品加征 25% 关税。2 月 27 日，特朗普宣布，美国对墨西哥和加拿大加征关税的计划将如期推进，原定暂停加征关税 1 个月结束后（即 3 月 4 日）美国将对两国商品加征 25% 的关税。同时，特朗普表示考虑 3 月 4 日对中国再加征 10% 的关税，并且要求墨西哥对中国加征关税，以减少美国从墨西哥进口来自中国商品的影响。

受此影响，2 月 24 日至 2 月 28 日，美元指数大幅反弹，10Y 美债收益率持续回落，纳斯达克指数下跌，市场对加征关税风险的担忧持续发酵。总的看，美国加征关税风险有所反复，可能对全球资本市场形成一定扰动。

2 行业配置：行业重回轮动，关注低估滞涨叠加催化剂品种

2.1 配置热点 1：成长科技阶段性调整时间和空间如何预期？

我们的观点：我们在 3 月月报《静水流深》（2 月 23 日）中，明确提示了本轮泛 TMT 成长科技的阶段性主题行情接近尾声，而本周泛 TMT 板块也出现了较大幅度回调。自 chatgpt 以来，AI 阶段性主题行情已经经历多次，而一轮阶段性主题行情演绎结束后都将进入到一段时间调整消化期，从过去几次调整复盘来看：时间维度上 1-3 个月，不具备稳定时间规律，但通常一轮调整结束需要等待新强力催化剂出

现为止；空间维度上，计算机、传媒领涨但也跌幅也较大，而通信、电子涨幅较小因此调整幅度也较小。具体地，计算机、传媒调整幅度在 30-35%，通信调整幅度在 20-25%，电子调整幅度在 15-30%。

本周（2 月 24 日-2 月 28 日）泛 TMT 板块迎来回调，整体跌幅靠前，通信、传媒、计算机、电子分别下跌 9.6%、8.0%、7.8%、4.9%，包揽申万一级行业倒数前 4 名。细分子行业中通信设备、影视院线、元件、软件开发、教育、游戏领跌，均跌超 9%。

本轮泛 TMT 成长板块阶段性主题机会基本结束，随后预计进入阶段性估值消化调整期。我们在月报《静水流深》（发布日期为 2025 年 02 月 23 日）中已经判断，成长科技板块是全年最重要主题机会这个判断不变，但本轮阶段性主题行情已近尾声，而在本周泛 TMT 板块出现了深度回调。

此前我们判断本轮成长科技行情接近尾声的主要依据在于四方面：一是本轮泛 TMT 板块的涨幅以及估值百分位已经处于过去历史可比情况下的区间上限；二是本轮成长科技板块的高位股已经出现了至少 2 次跳水，此前类似主题行情下通常也出现了 2-3 次高位跳水，随着跳水次数增加意味着市场分歧逐渐增大；三是近日成长科技板块的机会出现扩散，即从计算机、传媒扩散至通信、电子，这与过去几次主题性行情尾声时扩散规律基本一致；四是近日出现了板块龙头补涨，也是行情尾声迹象。

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，通常在 15%-30%，而传媒、计算机调整幅度通常在 30%-45%。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%；

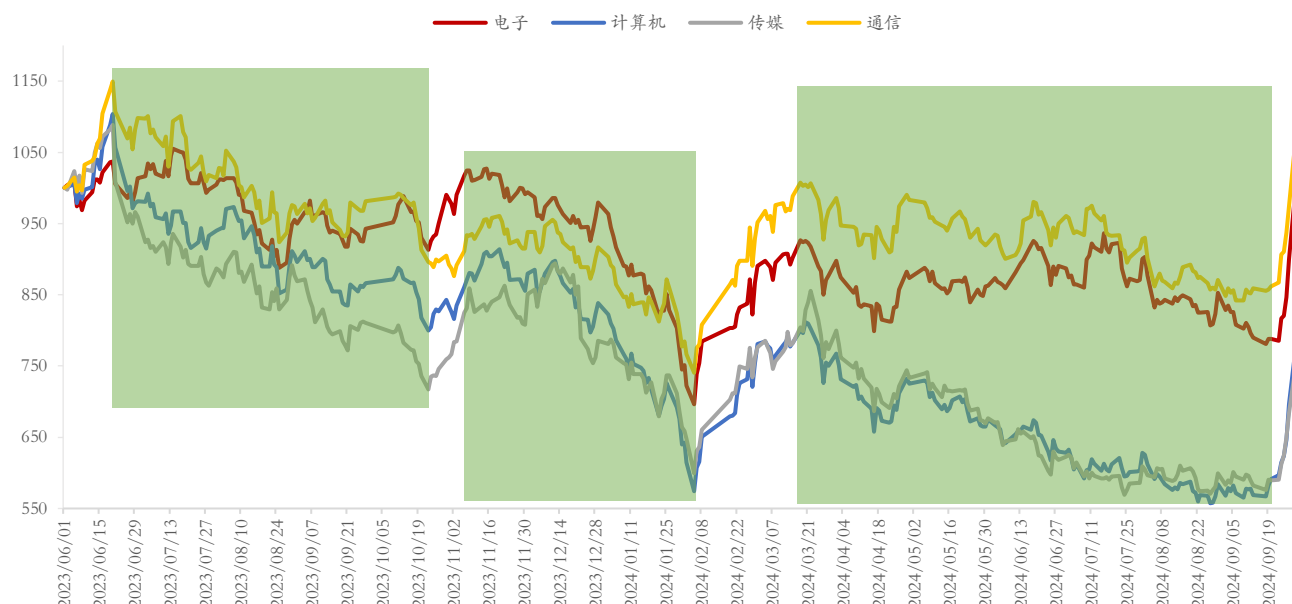
第二轮调整期内，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 32.2%、37.1%、33.0%、22.9%；

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%。

总结而言，三轮调整期内，电子最大调整幅度在 15%-30%、计算机最大调整幅度在 30%-35%，传媒 33%-34%，通信 16%-24%。回调期内，电子、通信整体调整幅度要小于计算机和传媒。从本轮跌幅来看，截至 2025 年 2 月 28 日，电子、计算机、传媒、通信从最高点下跌幅度分别为 5.7%、7.8%、9.7%、9.6%，后续仍有较大调整风险。

由于近两年经济基本面以及政策的影响较大，从调整时间上看，并无明显规律，调整时间（自然日）整体在1个月-3个月，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，泛TMT等成长板块调整时间有望缩短。

图表3 2023年6月至2024年10月期间泛TMT板块经历过三次明显阶段性调整



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表4 近三次泛TMT板块调整幅度

行业	第一轮			第二轮			第三轮		
	高点 日期 单位：点	低点 日期 单位：点	跌幅 %	高点 日期 单位：点	低点 日期 单位：点	跌幅 %	高点 日期 单位：点	低点 日期 单位：点	跌幅 %
电子	2023/7/14 4027.9	2023/8/25 3389.8	15.8	2023/11/15 3922.5	2024/2/5 2658.9	32.2	2024/03/18 3537.7	2024/9/18 2982.9	15.7
计算机	2023/6/20 5556.7	2023/10/23 4025.5	27.6	2023/11/20 4600.7	2024/2/5 2892.5	37.1	2024/03/20 4086.5	2024/8/27 2805.5	31.3
传媒	2023/6/20 873.6	2023/10/23 575.4	34.1	2023/12/12 717.5	2024/2/5 480.8	33.0	2024/03/22 686.5	2024/7/24 456.8	33.5
通信	2023/6/20 2899.7	2023/11/2 2210.5	23.8	2023/11/20 2421.9	2024/2/5 1867.7	22.9	2024/03/18 2540.9	2024/9/6 2122.7	16.5

资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.2 配置热点 2：今年春季行情已经行进至哪一步？

我们的观点：A 股春季行情终结离不开美股阶段性下跌这一必备触发因素。过去 7 年复盘显示，A 股春季行情终结时的内因不同，包括经济基本面或预期减弱、流动性或预期减弱、其他事件冲击等，但外因却无一例外都出现了美股阶段性下跌的契机，且通常在美股出现阶段性下跌的前后 1 周时间内，A 股春季行情涨势结束。当前这一冲击性的外因已经出现，最近 1 周左右时间内美股持续调整，纳指、标普 500、道指最大跌幅分别下跌 7.54%、4.6%、3.11%，再者临近两会召开，市场的宏观政策预期正在回归现实，因此整体判断今年的春季躁动涨势行情已经基本结束。

站在当下时点，今年春季行情是否已近尾声？从四个方面，分别是经济基本面及增长预期变化、流动性环境及政策预期变化、国内其他重要事件以及海外美股是否形成冲击来进行解析，复盘过去 7 年 A 股春节行情结束时内外部环境的变化。发现：

A 股春季行情的终结离不开美股下跌这一必不可少的触发因素。从过去 7 年的复盘来看，导致 A 股春季行情终结的情形可能有三种：第一种情形是，当市场的经济预期边际减弱过程中，再遭遇美股的阶段性回调，春季行情将被终结或者缺席。典型的案例便是 2022、2024 年。第二种情形是，当流动性环境处于紧平衡或宽松收敛而导致市场对货币政策的预期转向收紧时，再遭遇美股的阶段性回调，也会终结春季行情。典型的例子便是 2021、2019、2018 年。第三种情形是，即便当经济预期平稳或不悲观、流动性宽松且货币政策预期乐观时，如果遭遇美股快速大幅的熊市调整，也会终结春季行情。典型的例子是 2020、2023 年。

因此，美股下跌不仅是春季行情结束必不可少的外部冲击，更是春季行情结束的触发因素。在过去 7 年的春季行情终结前后约 1 周时间内，均出现了美股阶段性下跌行情。因此当美股出现突然大跌或者有逻辑的持续下跌时，是判断 A 股春季行情终结的重要观察点，**美股阶段性下跌是 A 股春季行情终结的充分条件，A 股春季行情的终结离不开美股下跌这一必不可少的触发因素。**

从本轮来看，2025 年 1 月中旬至 2 月末，春季躁动行情如期展开，上证指数、创业板指最大涨幅已分别超 5%、13%。美股方面，由于近期特朗普关税措施不断变化、通胀粘性仍然较高、美联储降息节奏放缓、英伟达业绩并不十分超预期等多个因素下，对美股市场造成持续冲击，纳斯达克指数近两周以来大跌近 6%，并且在关税等因素扰动下，短期仍有继续下跌的风险。对 A 股来说，由于 DS、机器人主题性行情近期已经有阶段性调整迹象，并且已经具备春季躁动终结的充分条件，即美股大跌，因此整体判断今年的春季躁动行情基本到位、结束。

图表 5 过去 7 年春季行情缺席未至或者结束时的原因

年份	春季行情结束时经济基本面及预期		流动性及货币政策预期		外部风险偏好
	国内经济基本面	市场预期变化	流动性环境	市场预期变化	美股是否下跌
2024	转弱	低迷	较充裕	乐观	是
2023	转弱	并不悲观	充裕	基本稳定	是
2022	疲软	低迷	十分充裕	基本稳定	是
2021	强劲修复	基本稳定	紧平衡	转紧	是
2020	遭受冲击	并不悲观	更加宽松	乐观	是
2019	疲软	阶段性改善	宽松收敛	转紧	是
2018	企稳回升	基本稳定	紧平衡	转紧	是

资料来源：Wind，华安证券研究所。观点基于策略专题报告《什么情形下春季行情会被终结？》20230205。

图表 6 过去 7 年春季行情结束时与美股见顶之间的关系

年份	春季行情			外部风险偏好			
	开启时间	期间涨幅	结束时间	美股顶时间	与 A 股顶时间关系	美股是否下跌	美股下跌原因
2024	2024.2 月初	上证 14% 创业板 24%	2024.3 月下	2024.4 月初	滞后 1 周	是	银行破产
2023	2022.12 月底	上证 9% 创业板 14%	2023.1 月底	2023.2 月初	同步	是	加息预期强化 经济走弱
2022	缺席			2022 年初	//	是	加息预期强化、 俄乌冲突
2021	2020.12 月底	上证 9% 创业板 21%	2021.2 月中	2021.2 月中	同步	是	美国疫情爆发
2020	2019.12 月初	上证 5% 创业板 37%	2020.2 月底	2020.2 月下	领先 1 周	是	中美经贸关系遭遇“黑五月”
2019	2019 年初	上证 33% 创业板 41%	2019.4 月下	2019.4 底	滞后 1 周	是	加息预期强化
2018	2017 年底←	上证 9% 创业板 4%	2018.1 月底	2018.1 底	同步	是	加息预期强化、 俄乌冲突

资料来源：Wind，华安证券研究所。观点基于策略专题报告《什么情形下春季行情会被终结？》20230205。

2.3 行业重回轮动，关注低估滞涨叠加催化剂品种

2 月最后 1 周，市场剧烈波动，前期强势的 DeepSeek、机器人相关板块显著调整，而部分基建、消费和红利迎来轮动机会，表现整体领先，这与我们 3 月月报《静水流深》中的判断一致。展望后市，我们仍然坚持市场高位震荡、行业重回轮动的观点不变，具体行业机会上建议关注三条有望轮动的主线：

第一条主线是强季节性效应的基建优势品种。春节假期至 3 月中旬，基建开工

链条存在稳定规律的强季节效应机会，且和景气基本面无关，支撑来自于“两会”政策预期支撑。重点关注基建中 8 个胜率赔率皆优领域，包括**工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料**。春节以来及近日正在演绎。

第二条主线是有政策催化的领域，重点关注医药、汽车、家电。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。

第三条主线是市场震荡下的银行保险性价比及中长期战略配置价值。一方面，若 3 月市场高位震荡，对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。

风险提示：

2 月社融信贷或经济数据大幅不及或超预期；“两会”宏观政策大幅不及或超预期；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。