

市场高位震荡，行业重回轮动

报告日期：2025-2-28

策略分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

策略分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

主要观点

● 市场异动

2月28日市场大跌，其中上证指数收跌1.98%，创业板指收跌3.82%。全A成交额1.91万亿，较昨日小幅缩量0.13万亿左右。行业层面，除食品饮料仍有小幅上涨外、其余行业普跌尤其是前期强势的AI、机器人相关行业领跌，其中计算机（-5.36%）、通信（-5.08%）、电子（-4.84%）、传媒（-4.63%）、机械设备（-4.3%）跌幅靠前。

● 纳指大跌风险传导、美国对华重新挥舞关税大棒、两会政策预期回归理性共致市场调整

今日市场大跌，主要原因在于：一方面，美股持续大跌带来的风险传导。近6个交易日来美股连续大跌，纳指、标普500、道指分别下跌了7.54%、4.6%、3.11%，而仅昨日美股三大股指分别下跌了2.78%、1.59%、0.45%，近期近日美股的弱势调整给全球资本市场带来了明显风险抑制，受此影响，今日全球主要经济体市场均大跌，其中恒生指数一度跌超3.8%、恒生科技指数一度跌超6.2%、韩国综指下跌3.39%、日经225下跌2.88%，A股也不例外受到了明显的外部风险偏好抑制。二方面，美国再度对中国挥舞关税大棒。美东时间27日，美方威胁将于3月4日起以芬太尼为由对中国输美产品再度加征10%关税，如果落地这将是特朗普本届任期内第二次对华加征关税（第一次加征的10%关税已于2月5日生效）。三方面，全国“两会”召开在即，市场预期逐渐回归理性。春节后市场表现优异，其中一项重要支撑在于市场对两会的宏观政策力度预期不断抬升，这符合历年的日历效应，同样过度抬升的政策预期也往往在两会召开之即回归理性。四方面，前期强势板块的本轮主题阶段性行情基本结束。前期强势的AI以及机器人相关行业已经出现尾声迹象，今日在美股纳指大跌尤其是众多科技巨头大跌的带动下，这类板块领跌。

● 市场进入到阶段性高位波动震荡行情，但并无持续大跌风险

市场进入的是高位波动震荡行情，而非是持续大跌阶段。如2月23日我们发布的《静水流深-3月观点》报告中一致，市场进入到“静水”阶段，即市场将在高位上波动，无明显向下风险，但也缺乏显著向上动能。

一方面，市场对两会宏观政策力度将从预期提升到回归现实，总体定调预计将与中央经济工作会议一致、难超预期。二方面，根据2023年2月6日我们发布的框架性报告《什么情形下春季行情会被终结？—基于过去5年深度复盘启示》中明确的结论“美股阶段性下跌是春季行情终结的必备触发因素，且通常在美股出现阶段性下跌的前后1周内春节行情结束”，目前美股已经满足该种条件。因此在这种条件下，A股缺乏显著向上动能。

但另一方面，当前国内经济基本面整体稳定、边际变化不大，同时美国对华缓慢加征关税并不十分超出市场预期，因此对A股而言，也并非属于明显向下的风险。

● 本轮成长科技行情基本结束，行业机会重回轮动

如我们3月观点中，配置进入到“流深”阶段，即行业机会从2月明确的

AI 主线将走向整体轮动为主。核心在于本轮成长科技行情已经出现了较多尾声信号，3 月轮动机会主要从前期滞涨或低估值叠加有催化的方向进行寻找，主要包括三条主线。

成长科技仍是全年最重要、最频繁主题机会所在，但本轮阶段性主题行情基本结束。一是本轮泛 TMT 板块涨幅及估值百分位已经处于历史可比区间上限；二是本轮成长科技高位股已经出现至少 3 次跳水，随着跳水次数增加意味着市场分歧加大；三是成长科技板块机会从计算机、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一致；四是出现龙头补涨；五是美股映射对应股出现大幅调整。因此本轮成长科技行情基本到位，按过去经验，一轮行情结束后的回调通常将在 20% 以上。而下一次主题机会的兴起需等待新的革新性技术或应用出现。

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性效应机会，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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。