

策略周评 20250223

接下来市场如何轮动？

2025 年 02 月 23 日

1 月 14 日以来，中国科技资产迎来价值重估，AI 相关的主题如 DeepSeek、人形机器人等跑出了明显的超额行情。截至 2 月 21 日，TMT 板块成交额占比接近 45%，是 2018 年以来的高位，表明科技板块的交易状态已经较为拥挤。同时，临近两会召开，投资者关注可能发生的轮动，一是科技风格是否会向顺周期/红利风格切换，二是科技板块内部是否会进行高切低。我们尝试构建轮动分析框架对后市行情进行研判。

■ 轮动的含义？

我们的轮动框架分为三大层级：多空轮动—风格轮动—风格内部轮动。

第一层级：多空轮动。过去在我国经济高速增长阶段，地产和基建的信用需求较强且政策趋于“大开大合”，两大抓手“收”与“放”的权衡下宏观经济周期（如库存周期、信用周期等）具备明显的周期性波动特征，A 股市场走势与企业盈利也顺应经济周期展现出相应的轮动变化。因此在具有明显经济周期的阶段，市场轮动研判的第一步就是跟随经济周期做多空拐点判断，早年间拐点判断的核心在于内部政策，例如底部拐点参考 2008 年“四万亿”强刺激下市场的“V 型”走势，顶部拐点参考 2015 年中旬起监管清理杠杆资金，市场对于流动性担忧加剧，引发急跌。

第二层级：风格轮动。近 20 年，A 股共经历了六轮较为明显的大级别风格切换。2008 年前，A 股的风格特征不甚明显，大/小盘及成长/价值股的收益表现更偏趋同，分化有限。2009 至 2019 年期间，大小盘分化明显加大。2017 年以来，随着外部需求和利率波动性提升，内部需求和利率波动性降低，A 股受美元周期影响加大，风格轮动的锚逐步从国内经济要素切换至全球流动性要素，成长/价值风格的轮动尤为显著，A 股先后迎来了 2016-18 年的中国版“漂亮 50”行情、2019-21 年核心资产行情和 2022-24 年的高股息行情。

海外流动性拐点是引发近年风格切换的核心变量。以 2021 年成长→红利的风格轮动为例，彼时核心资产的高估值依赖于永续现金流估值模型，分母端拐点是永续 DCF 思维下估值崩塌的第一催化要素。21 年 2 月美国通胀预期抬头，美债利率增长导致全球流动性拐点出现，构成了下半年来核心资产价格的下行；与此同时，国内利率中枢下行、资产荒背景下，更偏防御属性且收益略高于无风险收益率的红利资产吸引力提升，引发风格切换。

第三层级：风格内部轮动。风格内部轮动嵌套于大级别的多空轮动和风格轮动当中，即在多空/风格轮动已完成基本切换且市场形成共识的情况下，往往会进入风格的内部轮动，典型阶段包括 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”的轮流表现。风格内部轮动的发生，通常基于几大原因：1）关键技术突破催化，例如 2021 年高性能材料的突破迭代推动风电、光伏、氢能等清洁能源发展；2）流动性充裕环境下，核心板块已过度定价，致使产业内部交易向配套/边缘领域传导扩散，例如本轮 AI 行情中，核心科技板块交易热度已较为拥挤，可见近期资金正尝试向 AI 医疗、军工（商业航天、低空经济）等低位板块做“高切低”，低空、新能源、创新药等低位泛科技细分均有所表现；3）市场逻辑逐步由赔率交易转化为胜率/基本面交易后，业绩拐点促使行业轮动，例如 2022 年随着补贴退坡和竞争加剧，光伏、锂电业绩走弱；4）海外流动性拐点主导下的大级别风格切换。

■ 接下来如何轮动？

首先，会不会有大的多空轮动？多空轮动需要明显的周期切换，鉴于近年来信用周期呈现出周期性弱化、波动性收敛的特征，周期规律趋于失效，多空轮动发生的概率较低。从大方向上看，流动性逻辑下，市场有进一步估值抬升的空间，市场已进入新一轮的“看多”周期。924 以来政策底已现，宏观基本面复苏斜率上修。总量层面“量”维持韧性，“价”止跌企稳。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《散户情绪回升，杠杆资金延续净流入——资金流向和中短线指标体系跟踪（六）》

2025-02-17

《并购重组跟踪（七）》

2025-02-17

市场担忧的地产销售端也迎来边际改善，新房价格环比转涨的趋势正从一线城市向二线城市传导。在增量政策的作用下，宏观基本面下行风险相对有限，是支撑行情开展的基础。同时，海外美元筑顶，中美货币政策从分歧走向共振宽松，均形成有利条件。

其次，风格轮动呢？我们在去年年中就前瞻性地判断，市场风格将迎来大切换，成长风格有望形成新一轮主升浪。在 2024 年 6 月的报告《科技股的春天》中，我们认为在逆全球化、大国博弈加剧和内部经济转型的宏观背景下，科技股的崛起具有现实意义。而政策支持将成为本轮科技股行情的直接催化剂，市场已经处于风格切换的关键阶段。2024 年 8 月的《海外巨震，A 股科技成长能否崛起的六问六答》中详细解构了美元周期和 A 股成长行情的关系。基本面视角，美元利率高企对于全球制造业的企业扩产盈利和产业投融资形成压制；流动性视角，全球资本套利使得我国成长股承压；估值视角，美元利率高企压制 A 股是市场估值。在 2025 年 A 股年度策略和十大预测中，我们延续了成长股崛起的判断。近期的周报《AI“东升”，新周期开启》指出 DeepSeek 的成功不仅修正了北美 AI 断崖式领先的预期，还推动产业端逻辑应用层创新场景倾斜，引领了中国科技资产重估。当前仍处于科技成长风格阶段，风格切换的核心变量是美元筑顶，目前由于关税、降息仍有较大的不确定性，美元尚未实质性下行。因此，赔率交易依然占优，科技成长风格将持续演绎。

总结而言，市场发生多空轮动和风格轮动的概率偏低，意味着接下来较长时间可能都将维持科技成长风格内部轮动的交易特征。

■ 如何做科技成长风格内部轮动？

2024 年 A 股围绕 AI 产业链的交易主要集中在海外映射。2024 年的第一波 AI 行情始于春节后，海外 Sora 的问世和 NV 业绩超预期构成初步催化，AI 走出美股映射性行情；3 月国产模型 Kimi 出圈强化国产 AI“追赶”逻辑。第二波行情始于 11 月初海外 AI 应用业绩增长下的映射以及 AI Agent 新进展提振，随后豆包出圈、OpenAI 12 场发布会等催化下，AI 应用板块走强。从全年维度来看，美产业链映射影响下，GPU、光模块指数涨幅领先，年涨幅分别为 64%、47%。

2024 年 11 月以来的行情中，科技成长风格内部板块的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。2024 年 11 至 12 月中旬，Optimus 视频中灵巧手自由度增加，催化机器人板块于 11 月末开启独立行情，11 月 29 日至 12 月 11 日间人形机器人指数形成 9 连阳，累计涨幅达 23.9%，其余 AI 板块分化相对有限；2024 年中旬至 2025 年 1 月末，机器人迎来调整，受 ASIC 公司业绩发酵等影响，科技成长风格内部轮动至推理侧算力，光模块、GPU 表现突出；春节以来，DS 出圈、国产机器人产业消息催化下，IDC、云计算等方向基于内生产业逻辑涨幅居前，2 月以来分别上涨 46%、30%。

当前 AI 方向交易的核心逻辑应是：AI 突破在美国、落地/应用创新/放量在中国。得益于工程师红利与庞大的用户基础，我国具备 AI 应用端蓬勃发展的天然土壤，在终端硬件制造和软件生态构建方面拥有坚实壁垒。复盘过去两轮科技周期，我国虽然在底层技术研究方面起步偏晚，但在技术扩散阶段均展现出十足的“后劲”。对于本轮而言，DeepSeek 的开源属性和降本能力促进 AI 技术普惠化，产业端演进逻辑得以由单纯的基座模型性能提升逐渐向应用层创新场景倾斜，应用端或相较上游逻辑更顺。

因此，我们认为当前风格内部的行业轮动趋势将更多偏向落地进展、事件催化，以及衍生产业链交易，例如上游推理算力主线（云计算、国产 AI 芯片、芯片制造产业链），中游大模型，下游应用（软硬件，硬件：机器人、AI PC、AI 眼镜，软件赋能：电商、游戏、营销、办公、教育、医疗、动漫 IP 开发降本等）。

此外，科技成长风格可能阶段性从 AI 大类板块，轮动到新能源、自主可控、空天信息、数据要素等方向，具体轮动催化可能是行业政策（如新能

源的供给侧改革政策、商业航天、低空经济政策)、基本面预期变化、行业事件催化(核聚变、卡脖子技术突破等)。

具体而言，行业轮动池可以按照以下方向设定：

AI——上游推理算力主线(云计算、国产 AI 芯片、芯片制造产业链)，中游大模型，下游应用(软硬件，硬件：机器人、AI PC、AI 眼镜；软件赋能：电商、游戏、营销、办公、教育、医疗、动漫 IP 开发降本等)；

新能源——光伏/锂电新技术(BC、HJT、固态电池)、新型电力系统、未来能源(核电/聚变能源)；

自主可控——“卡脖子”环节的技术突破(尤其关注以 HBM 为核心的芯片制造产业链)和国产化渗透方向；

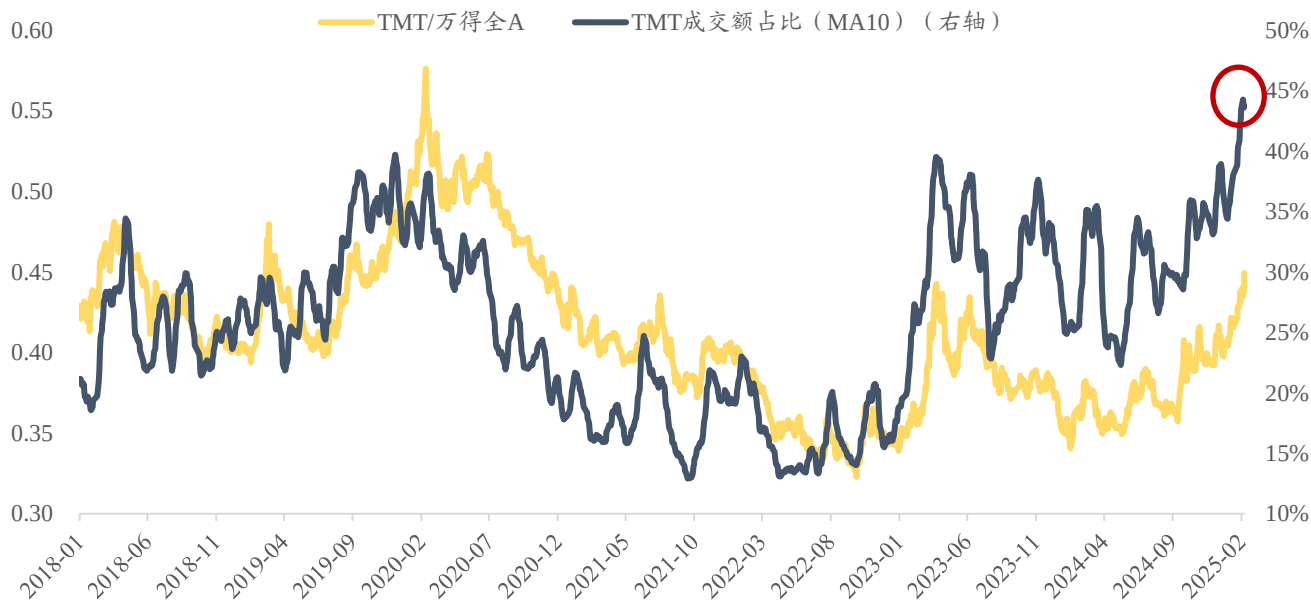
空天信息技术——低空经济、卫星&商业航天；

数据要素——数据要素授权运营平台、数据资源开发商、医保数据要素、数据跨境流通、数据安全。

中短线来看，AI 内部轮动可能从交易热度较高的机器人、DS 产业链轮动至 AI 眼镜、AI 手机、AI PC、IP 资产储备估值重估、智能驾驶、AI 医疗等相对低位方向轮动。AI 以外的方向，中短线可关注，新能源(具体关注基本面预期变化时点)、低空经济/数据要素重估(政策事件)。

■ **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；地缘政治风险。

图1: 当前 TMT 成交额占比已经接近 45% (单位: 倍; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所;

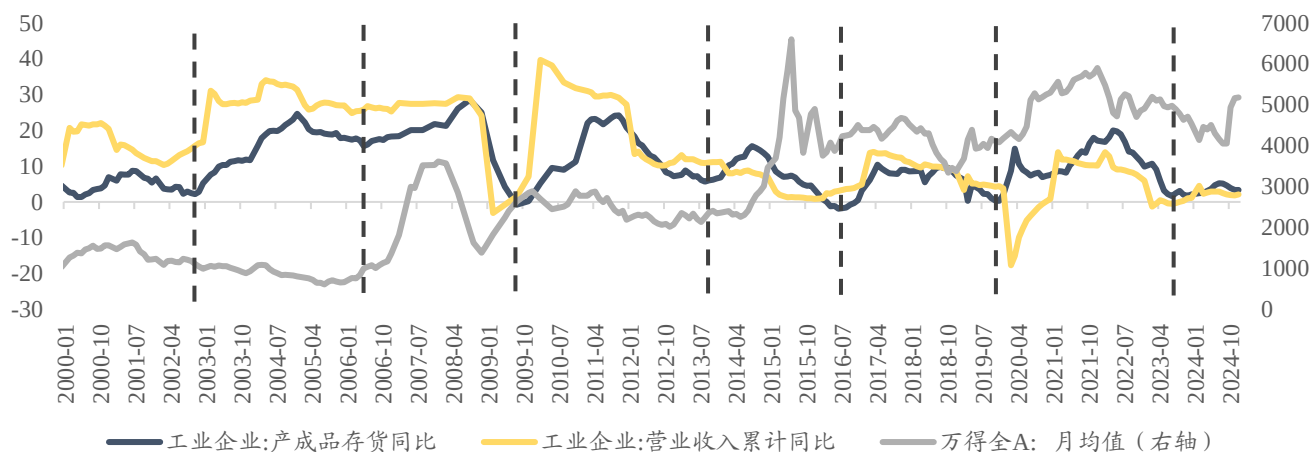
注: TMT 成交额占比计算方式为申万一级行业电子、计算机、通信、传媒成交额占比之和占万得全 A 成交额比重, 并采用 10 个交易日移动平均的方式

图2: 信用周期与 A 股涨跌 (单位: %; 点)



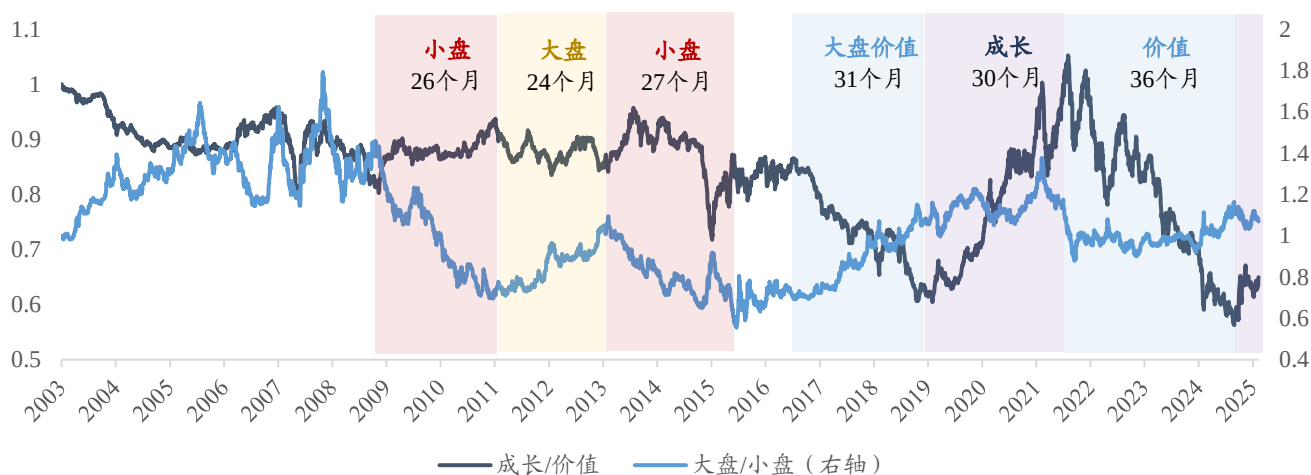
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 信用周期与 A 股涨跌 (单位: %; 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

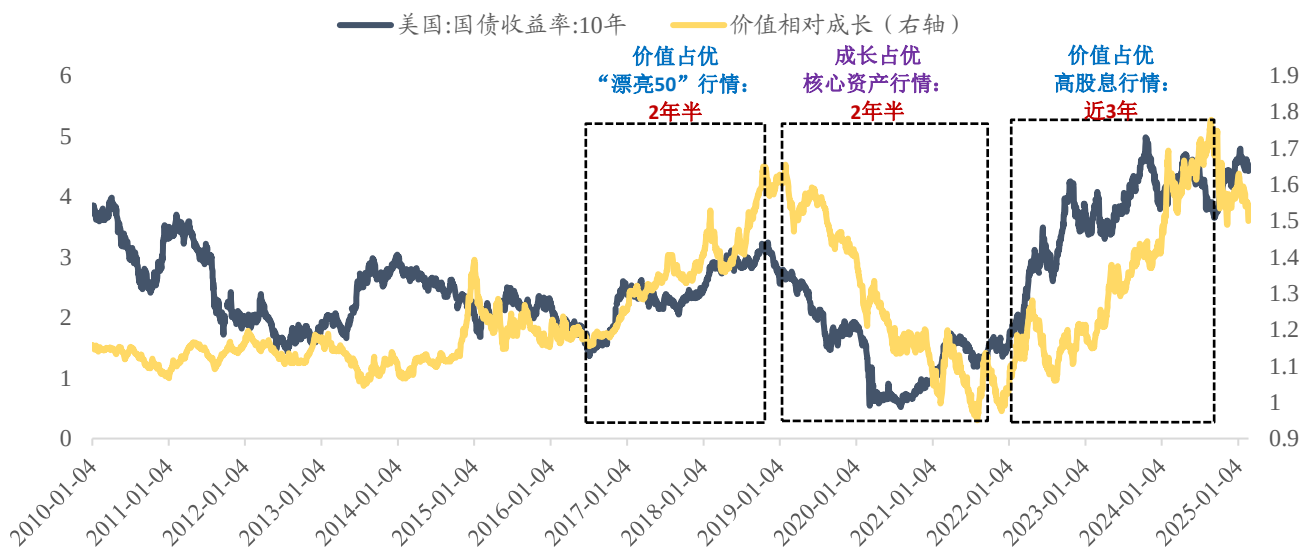
图4: 近 20 年, A 股共经历了六轮较为明显的风格切换 (单位: 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

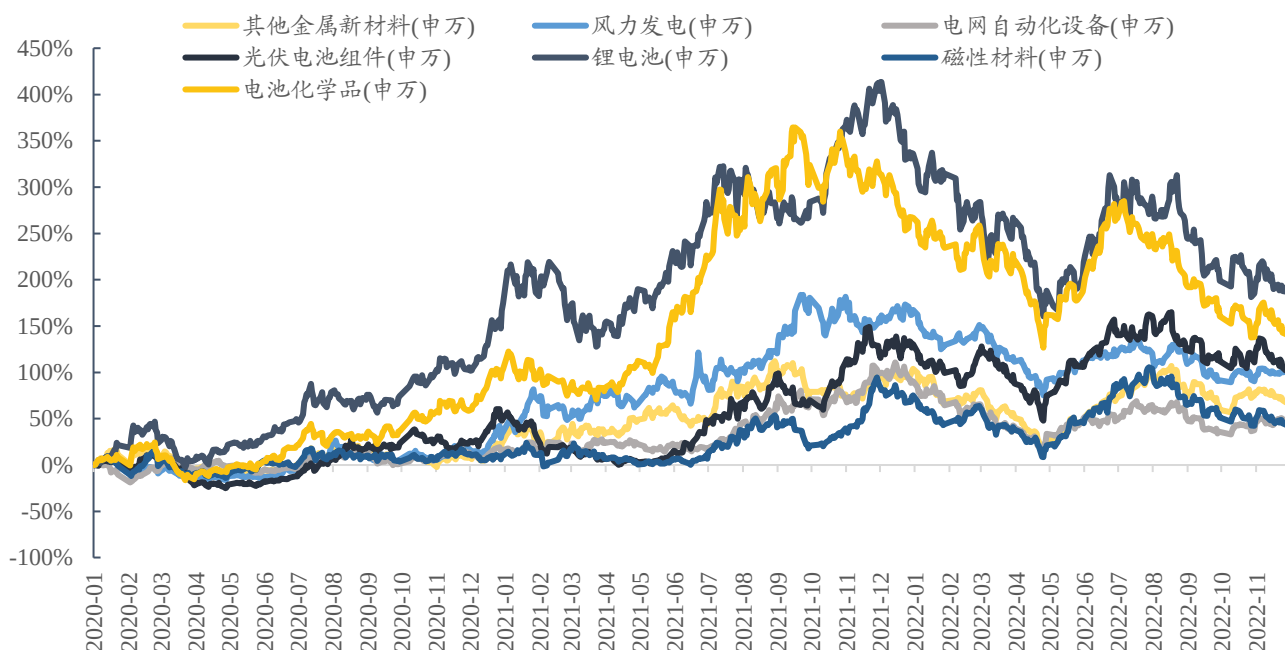
注: 成长/价值为 (巨潮大+中+小盘成长) / (巨潮大+中+小盘价值); 大盘/小盘为 (巨潮大盘价值+大盘成长) / (巨潮小盘价值+小盘成长)

图5: 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

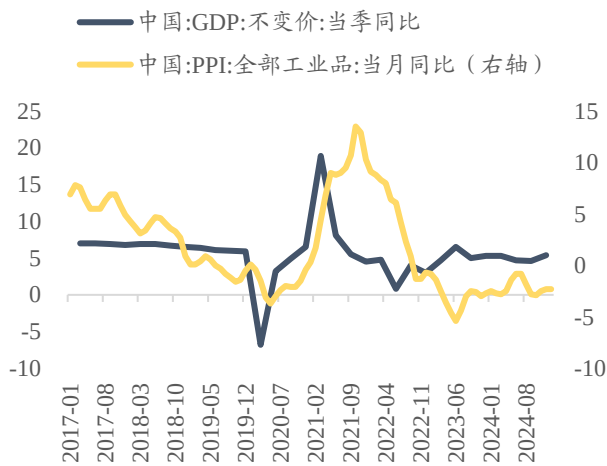
图6: 2020-22 年期间新能源产业链内部“电池化学品/锂电—风电/光伏—其他边缘品种”轮流表现 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

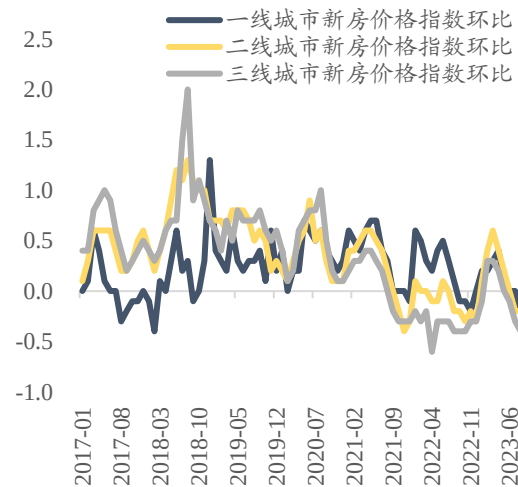
注: 图中数据为 2020 年初以来的累计涨跌幅

图7: 总量层面, “量” 维持韧性, “价” 止跌企稳 (单位: %)



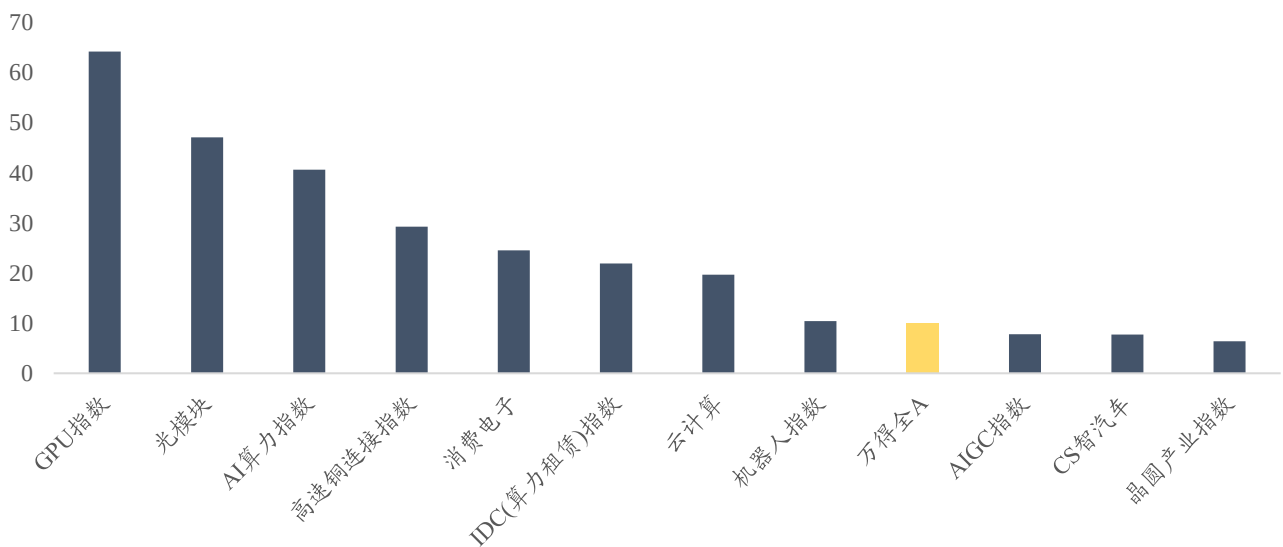
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 新房价格环比转涨的趋势正从一线城市向二线城市传导 (单位: %)



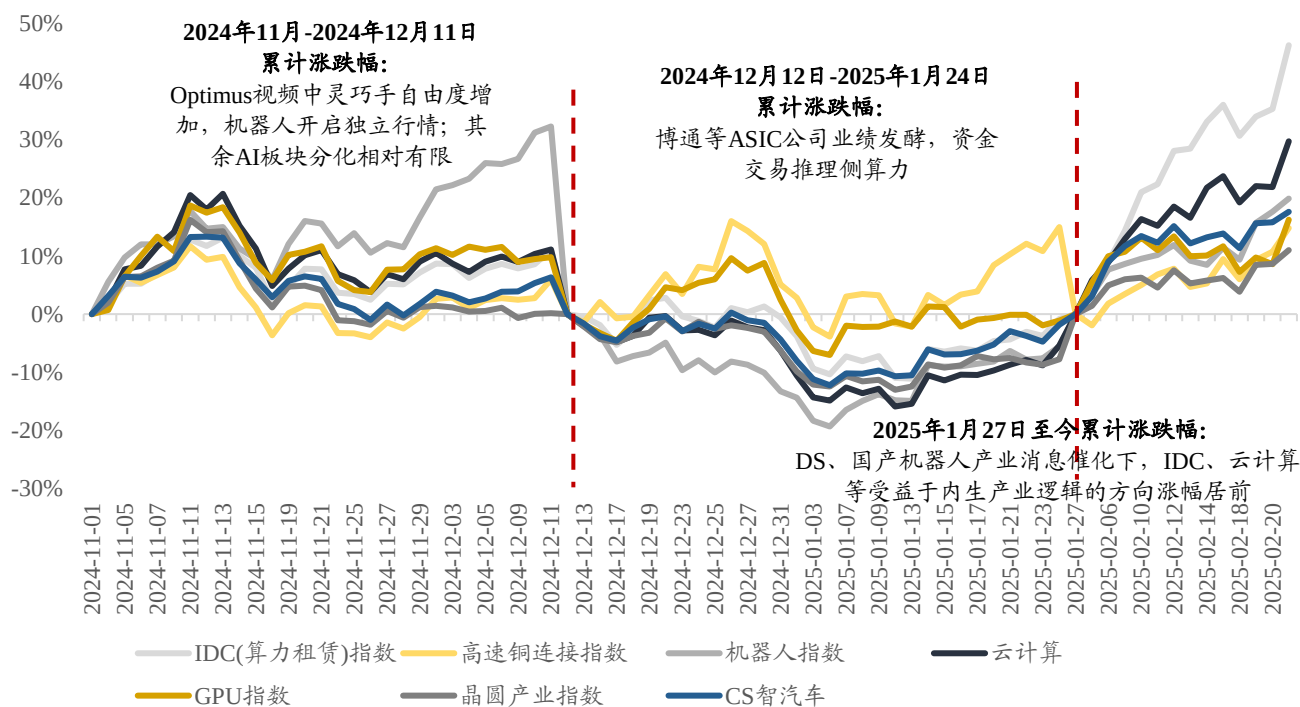
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2024 年 AI 产业链部分板块年涨幅情况 (单位: %)



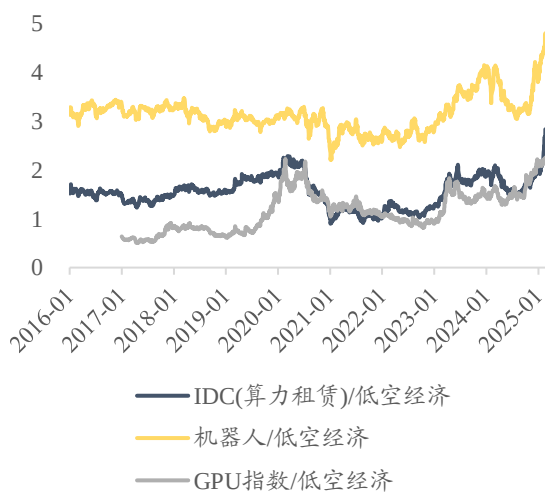
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10：2024年11月以来的行情中，科技成长风格内部板块的交易逻辑逐步从过去的“海外映射”走向内生产业趋势（单位：%）



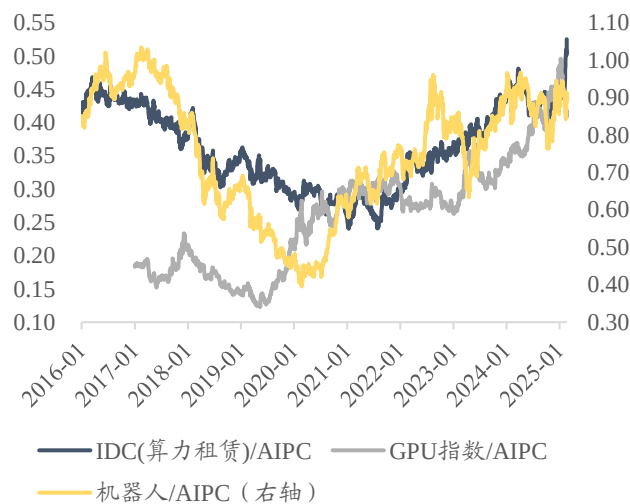
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：AI产业链部分高位指数/低空经济指数（倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：AI产业链部分高位指数/AIPC 指数（倍）



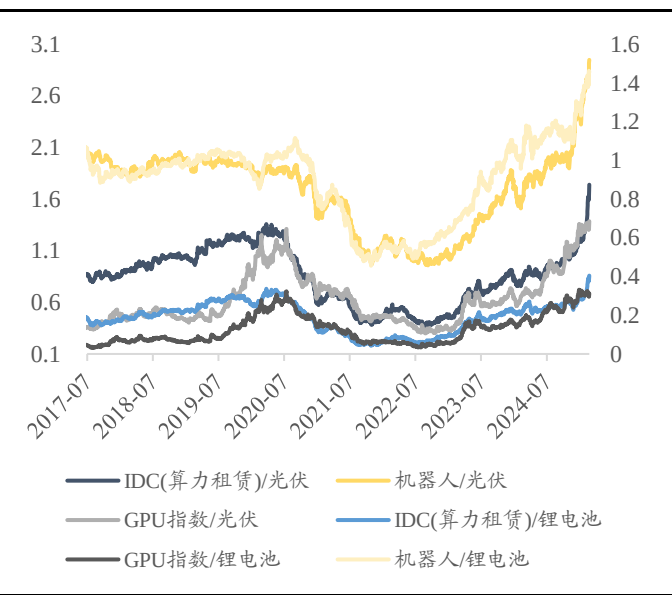
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: AI 产业链部分高位指数/AI 医疗 20 指数 (倍)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: AI 产业链部分高位指数/新能源指数 (倍)



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>