

## 震荡整固，而非行情结束

### ——“重估牛”系列报告之二十

## 核心观点

本周全球市场风险偏好有所下降，对美国经济担忧开始上升，中国市场投资者也担心特朗普对华关税和科技封锁持续加码，避险情绪有所加剧，加之近期科技板块交易过热获利盘兑现诉求较强，短期市场迎来震荡整固，但整体来说，外部扰动稳定之后，春季行情依然有望继续，需求回稳与供给收缩带来的盈利改善与资金流入等中期环境更没有改变，产业趋势共识下，科技成长板块仍为主线，从全球比较与选择的角度来看，中国资产信心重估的中期趋势预计也将延续。近期重点关注行业：国产算力、消费电子、汽车智能化、军工、服务消费、地产、钢铁等；关注主题：央国企市值管理，机器人，AI+等。

### 如何理解近期市场变化？

近期市场调整是内外因素共同导致的，既有外部政策的冲击，也有市场内部交易结构过热的影响。外部环境上，特朗普预期将加征对华关税，导致避险情绪蔓延。内部因素上市场过度集中于科技板块，资金高度涌入与 DeepSeek、人形机器人等相关主线板块。

### 后续市场走势如何判断？

展望后市，短期内市场将保持震荡整固。随着下周两会召开以及三月末业绩披露期的到来，政策和企业财报的关注将上升。而中期来看，需求回稳与供给收缩带来的盈利改善与资金流入等中期环境更没有改变，资本市场的改革红利也仍将持续，产业趋势共识下，科技成长板块仍为主线，从全球比较与选择的角度来看，中国资产信心重估的中期趋势预计也将延续。

### 后续配置方向如何选择？

除了科技之外，信贷、钢铁板块、房产市场和消费领域等边际数据呈现改善的信号，部分相关领域方向值得关注。中期“AI+”仍是主线，当前“人工智能+”已经转入景气验证阶段，并展现出强劲的增长潜力和投资价值，震荡整固回稳之后，能验证真实产业景气进展的方向依然值得关注。

**风险提示：**内需支持政策效果低预期、股市抛压超预期、地缘政治风险、美股市场波动超预期。

## 投资策略

陈果

chenguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

SFC 编号:BUE195

何盛

hesheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522090002

发布日期：2025年03月02日

### 上证指数走势图



### 深证成指走势图



# 免费领报告



扫一扫二维码 关注公众号 回复"报告"

- 1、每日社群分享6份最新报告；
- 2、每日社群分享咨询简报
- 3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；

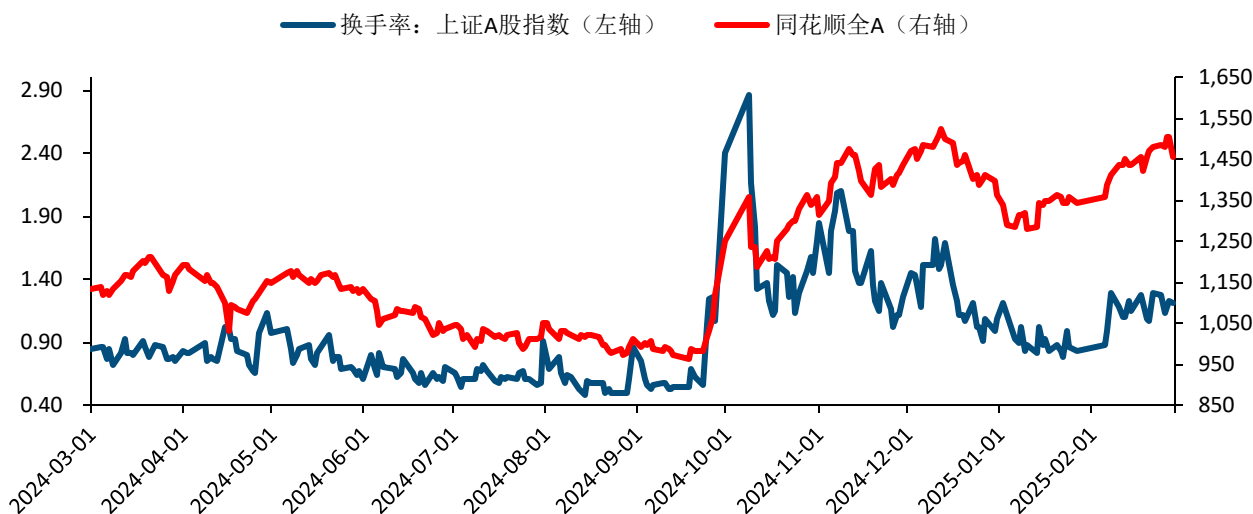
## 目录

一、如何理解近期市场变化？ .....	1
直接原因是海外政策冲击引发资金避险 .....	1
根本原因是 A 股自身交易结构的恶化 .....	4
二、后续市场走势如何判断？ .....	6
短期市场震荡整固，等待政策和业绩信号 .....	6
中长期信心重估牛逻辑不变 .....	8
三、 后续配置方向如何选择？ .....	10
短期市场有再平衡需求 .....	10
风险分析 .....	15

## 一、如何理解近期市场变化？

本周上证指数结束连续 3 周的上涨，出现了节后第一次调整。2 月 28 日，上证指数下跌 67.16 点，跌幅为 1.98%；同花顺全 A 下跌 45.90 点，跌幅为 3.05%；创业板指下跌 86.12 点，跌幅为 3.82%。A 股行情在持续上行后迎来首次回调。

图表 1：A 股市场连续上涨后回落



数据来源：iFinD，中信建投证券

### 直接原因是海外政策冲击引发资金避险

继特朗普 2 月重启贸易战，近期又相继发布了美国优先投资政策并加大对华关税税率。早在今年 2 月初，特朗普就指责中国对芬太尼管制不力，声称这种合成阿片类药物的原料从中国经美墨边境大量流入美国。以此为理由，美国宣布自 2025 年 2 月 4 日起对所有中国产品征收额外 10% 的从价关税，目前该政策已经生效。近日，特朗普再度表示，在 3 月 4 日正式对加拿大和墨西哥加征 25% 的关税的同时，将会对中国额外再征收 10% 的关税。若该政策后续落实，那么美国对华的加征关税累计将达到 20%。事实上，就在此次发言的前一周，特朗普新签署了一项名为《美国优先投资政策》的备忘录，进一步加剧了两国之间的经济对抗。该备忘录主要包括如下内容：一是采用各种法律和行政手段，限制美国对中国的投资，尤其是在涉及人工智能、半导体、量子计算等领域，加强审查机制。二是限制中国资本流入美国关键行业领域，包括重新评估《中美税收协定》并有可能暂停这一协定，以及严格审查中国企业是否符合《外国公司问责法》的审计标准等。

**图表 2：特朗普对外政策梳理（截止 2025 年 2 月 28 日）**

序号	领域	日期	行政令	具体内容
1	贸易	2025/1/20	美国优先贸易政策	确立以美国利益为中心的贸易政策，全面审查贸易逆差问题
2		2025/1/20	OECD 全球税务协议	前任政府代表支持的 OECD Global Tax Deal 没有效力，宣布美国退出全球税务协议
3		2025/2/1	征收关税以解决南部边境的局势	从 2025 年 2 月 4 日起，对所有从墨西哥进口的产品征收 25% 的关税
4		2025/2/1	对中华人民共和国的合成阿片类药物供应链征收关税	为了打击芬太尼等致命毒品的流入，从 2025 年 2 月 4 日起对所有中国产品征收额外 10% 的从价关税
5		2025/2/1	征收关税以解决非法药物流经美国北部边境的问题	从 2025 年 2 月 4 日起，对所有从加拿大进口的产品征收 25% 的关税；对能源产品征收 10% 的关税
6		2025/2/3	南部边境局势的进展	对墨西哥额外 25% 的征税延缓一个月至 2025 年 3 月 4 日开始实施
7		2025/2/3	北部边境局势的进展	对加拿大定义产品额外 25% 的征税和 10% 能源产品的征税延缓一个月至 2025 年 3 月 4 日开始实施
8		2025/2/5	中华人民共和国的合成阿片类药物供应链的修订案	修订与合成阿片类药物供应链相关的安全和职业健康标准
9		2025/2/10	调整进口到美国的钢铁	自 2025 年 3 月 12 日起，取消之前给予加拿大、墨西哥、欧盟成员国、日本、韩国等国家的豁免，对所有进口到美国的钢铁征收 25% 的关税
10		2025/2/13	“互惠贸易与关税”的备忘录	宣布一项针对全球的新关税计划——公平互惠计划，将根据贸易伙伴对美国的关税和贸易壁垒水平推出对应的关税手段
11	易	2025/2/21	保护美国公司和创新者免受海外勒索和不公平的罚款和处罚	警告对欧盟《数字市场法》（DMA）和《数字服务法》（DSA）进行审查，以保护美国公司“免受海外勒索”
12		2025/2/21	美国优先投资政策	制定“快速通道”机制，加速来自盟国的投资审批；相反，通过多项法律和行政手段，限制美国对中国的投资，尤其是在涉及人工智能、半导体、量子计算等领域，加强审查机制
13		2025/2/25	应对铜进口对国家安全的威胁	指示美国商务部长霍华德·卢特尼克对铜业进行调查，研究外国铜产品的生产和进口是否会对美国经济和国家安全构成风险
14		2025/1/20	美国退出世界卫生组织	鉴于世卫组织在疫情方面的不当处理等问题，美国再次决定退出世界卫生组织
15		2025/1/20	《保护美国人免受外国对手控制的应用程序法案》	指示司法部长将对 TikTok 禁令的执行推迟 75 天
16		2025/1/20	重新评估与调整美国对外援助	暂停美国对外发展援助 90 天，以评估规划效率和与美国外交政策的一致性

17	外	2025/1/20	美国优先政策（至国务卿）	要求美国国务卿尽快调整国务院的政策、项目和人员，确保与美国优先外交政策一致
18		2025/2/4	美国退出和终止对某些联合国组织的资助，并审查对所有国际组织的支持	宣布美国退出联合国人权理事会(UNHRC)并停止参与其活动，授权审查美国在联合国教科文组织中的成员资格，停止向近东救济工程处提供资金
19	交	2025/2/6	制裁国际刑事法院，对以色列部分高官发出逮捕令	对国际刑事法院(ICC)实施制裁，对以色列高管采取行动
20		2025/2/7	处理南非共和国的恶劣行	所有美国行政部门和机构停止对南非的外国援助
21		2025/2/12	美国对外关系一个声音	强调所有参与执行外交政策的官员都必须在总统的指示下行动，不遵守者将会导致包括解雇在内的职业纪律处分

数据来源: iFinD, 中信建投证券

借鉴“关税 1.0”经验，认为当前政策落地将带来出口下滑和 GDP 增速下降，但实际影响可能远小于理论测算。回顾 2018 - 2019 年“关税 1.0”时期，我们发现对美出口商品关税弹性平均约-1.3，且关税的长期影响会导致对美出口市场份额趋势性下滑。基于过往情况线性外推，静态测算现实 10%+10%的关税将导致出口下滑 3.23%，拖累 GDP 增速 0.61 个百分点。不过，国内政策对冲、企业转口贸易规避、企业出海加速、实际税收弹性边际递减程度更大，以及上市公司较强的关税转嫁能力、出海意愿和能力等因素，都将减轻“关税 2.0”对出口链的冲击，所以最终实际影响将可能会远远小于测算情况。

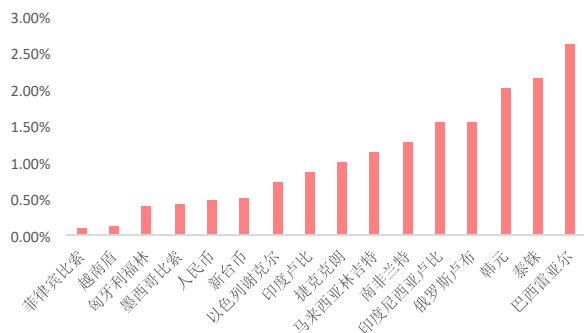
图表 3：加征 10%+10%关税对出口及 GDP 影响（基于 2018-2019 年“关税 1.0”的线性外推）

静态估算	情景模拟	备注
2024对美出口金额（亿美元，ITC口径）	5248.8	
平均税收弹性	-1.10	剔除疫情因素影响，取340亿美元清单、160亿美元清单、2000亿美元清单税率上升前、1120亿美元清单税率下降后四个关税弹性加权平均，考虑关税弹性边际递减
2023年实际税率	21.3%	已加征关税商品平均税率
2023年总税率	11.6%	包括未加征关税商品的平均税率
目标税率	31.6%	加征10%+10%
对美出口短期变化	-22.0%	税收弹性乘税率变化
中国2024年出口金额（亿美元，ITC口径）	35754.6	
对美出口额（亿美元，加征10%+10%关税后）	4094.1	静态测算
出口总额（亿美元，加征10%+10%关税后）	34599.8	静态测算
出口大致拖累	-3.23%	仅考虑直接影响的极端情形，基本不可能达到
GDP大致拖累	-0.61%	仅考虑直接影响的极端情形，基本不可能达到

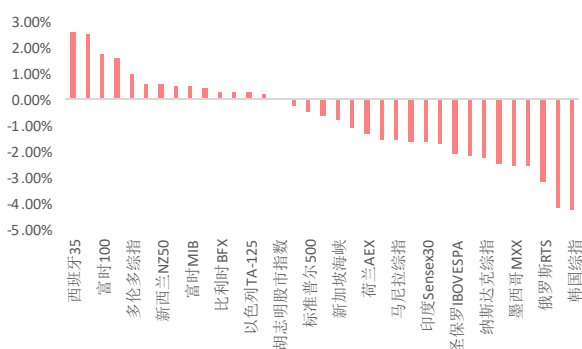
数据来源: HTS, ITC, 海关总署, 中信建投证券

在海外政策冲击下，全球资金回流美国并引发避险情绪，最终导致周五人民币大幅贬值，AH 股市全面调整。一方面，资金回流美国推动美元指数显著上涨，其他货币相对美元贬值。本周全球主要货币都在贬值，其中巴西雷亚尔/泰铢/韩元贬值幅度相对较大，分别为 2.64%/2.17%/2.04%。另一方面，资金避险情绪导致包括美股在内的全球股指普遍下跌，亚洲市场跌幅较为明显，如韩国综指、日经 225、泰国 SET 本周分别下跌 4.25%/4.18%/2.60%。同时，比特币、原油等风险资产价格也呈现下行趋势。

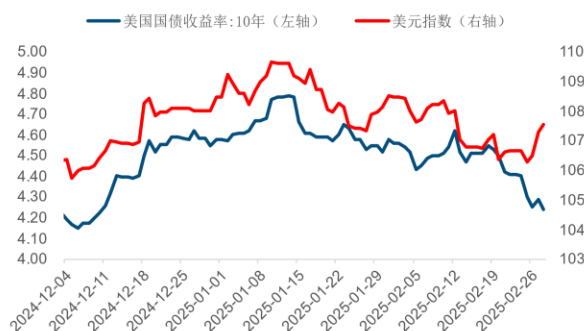


**图表 4：全球主要货币相对美元贬值幅度（以 2025 年 2 月 24 日为基准）**


数据来源：iFinD，中信建投证券

**图表 5：全球主要指数涨跌幅变化（以 2025 年 2 月 24 日为基准）**


数据来源：iFinD，中信建投证券

**图表 6：10 年期美国国债收益率（%）和美元指数走势**


数据来源：iFinD，中信建投证券

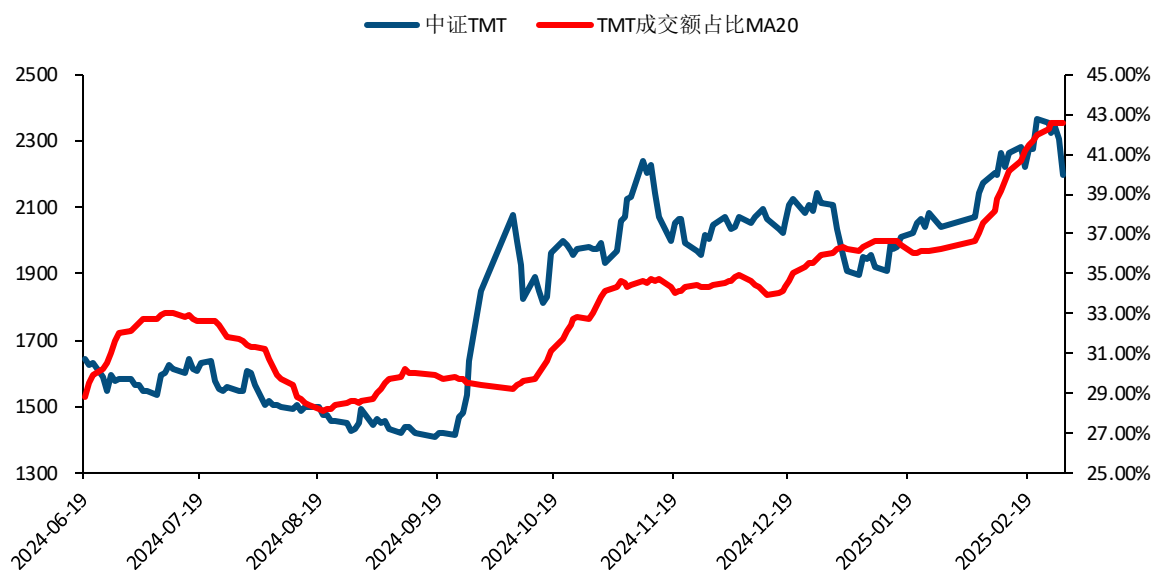
**图表 7：布伦特原油（美元/桶）和 COMEX 黄金走势（美元/金衡盎司）**


数据来源：iFinD，中信建投证券

## 根本原因是 A 股自身交易结构的恶化

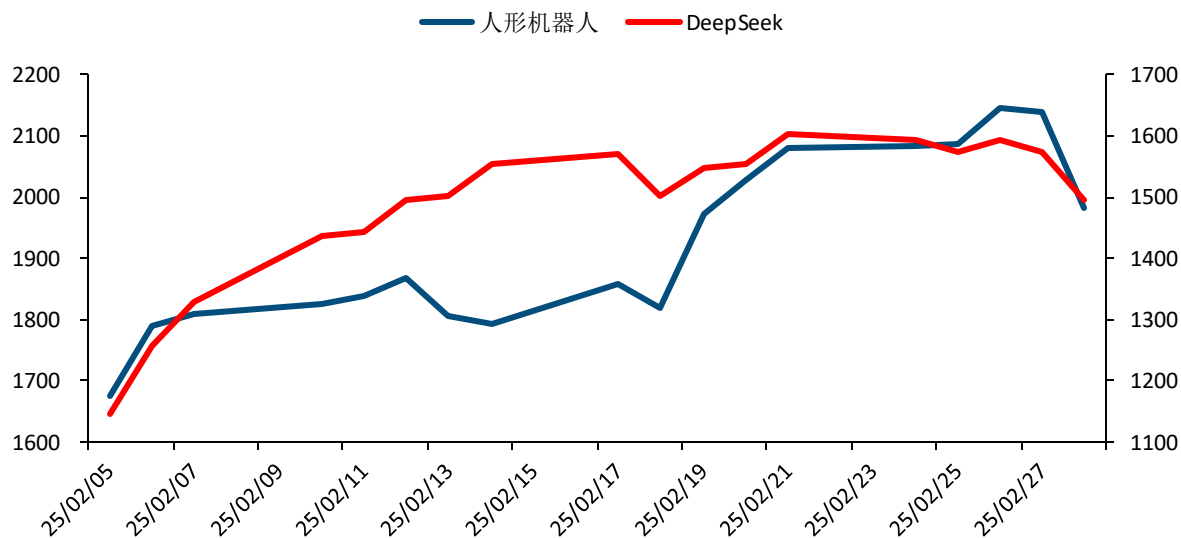
主线板块过热与外部利空催化近期市场的回调。节后在 DeepSeek 和人形机器人的逻辑催化下，资金全面涌入泛科技板块，也引发了 A 股交易结构的恶化，TMT 板块交易额占比一度超过 50% 达到历史最高位水平，在主线板块交易明显过热的背景下，市场本身就存在阶段性调整需求，在外部冲击的催化下，这个风险集中释放才导致的下跌，从下跌的行业上看，而本周调整也集中在这两个最过热的板块。因此近期市场调整真正的过程是前期主线板块短期交易过热+出现外部利空催化，引发的调整。

图表 8：近期 TMT 板块交易过热



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表 9：人形机器人与 DeepSeek 板块大幅调整



数据来源：Wind，中信建投证券

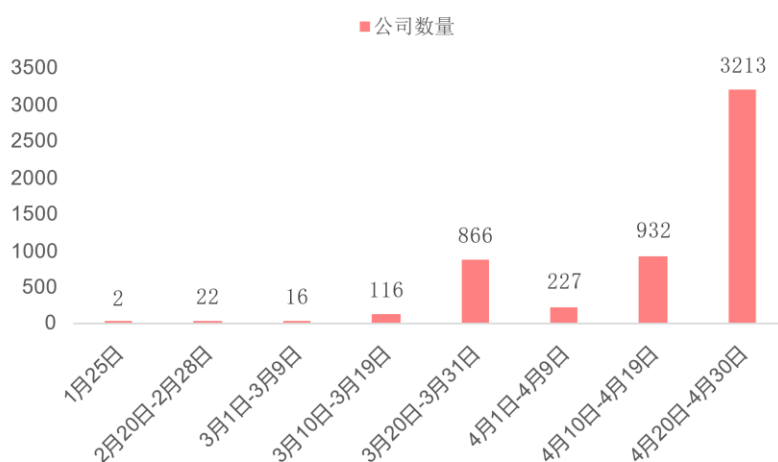


## 二、后续市场走势如何判断？

### 短期市场震荡整固，等待政策和业绩信号

随着下周两会召开，3月中旬起业绩预告期到来，政策和业绩信号将成为投资者下一阶段的锚点。目前，市场对海外冲击的担忧较大，且投资者普遍对两会政策预期不高，预计宏观政策的力度相对温和，因此市场整体保持谨慎态度。后续需要重点关注两会期间的经济目标及政策落实情况，静待政策的进一步发力。此外，业绩披露高峰期的到来将会成为短期投资焦点。截止2月28日，A股市场有24家公司已经披露了2024年财务报告。从3月末开始，披露财报的公司数量显著增加，至四月中下旬将迎来A股公司业绩披露的高峰期，预计将有超过4000家公司集中披露财报。届时，业绩超预期的龙头企业有望成为市场焦点，吸引投资者的广泛关注。

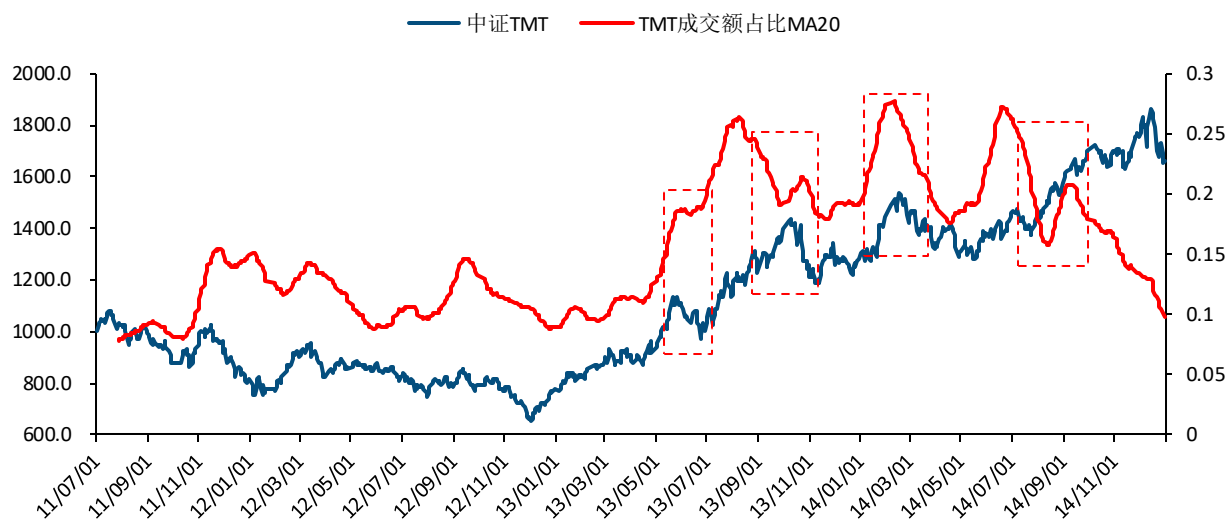
图表 10: A 股公司业绩发表时间表



数据来源: iFinD, 中信建投证券

对于量价齐升的大级别 TMT 行情，成交额高位震荡过程中短期情绪过热或导致指数调整，但行情并非结束。我们通过复盘过往典型的高成交额占比下的 TMT 行情，从中找到启示。2013 年下半年余额宝与微信支付等大级别产品类主题投资催化 TMT 行情启动。市场对互联网的发展预期较高，认为互联网将渗透各行各业，坚实的产业逻辑推动资金持续布局互联网可能渗透的领域。游戏与影视板块也迎来爆发，行业市场规模增速快速上涨，具有基本面逻辑，成为资金追逐的热门主题。2014 年，支付宝与微信快速普及，并且 4G 牌照发布继续提升市场对互联网板块的发展预期，多重因素共振催生了大级别 TMT 行情。在行情初期，指数与成交额一同上攻，成交额迅速攀升至近期高位。后续在成交额高位震荡过程中，TMT 指数层面曾多次大幅调整后继续上攻。当成交额与指数共同攀升时，其市场给予的高度关注意味着其具有一定的产业逻辑，行情也具有一定的持续性。短期交易过热或情绪周期的反复可能会带来指数短期内的快速调整，但在高成交额占比、市场高度关注的背景下，并非意味着行情的结束。

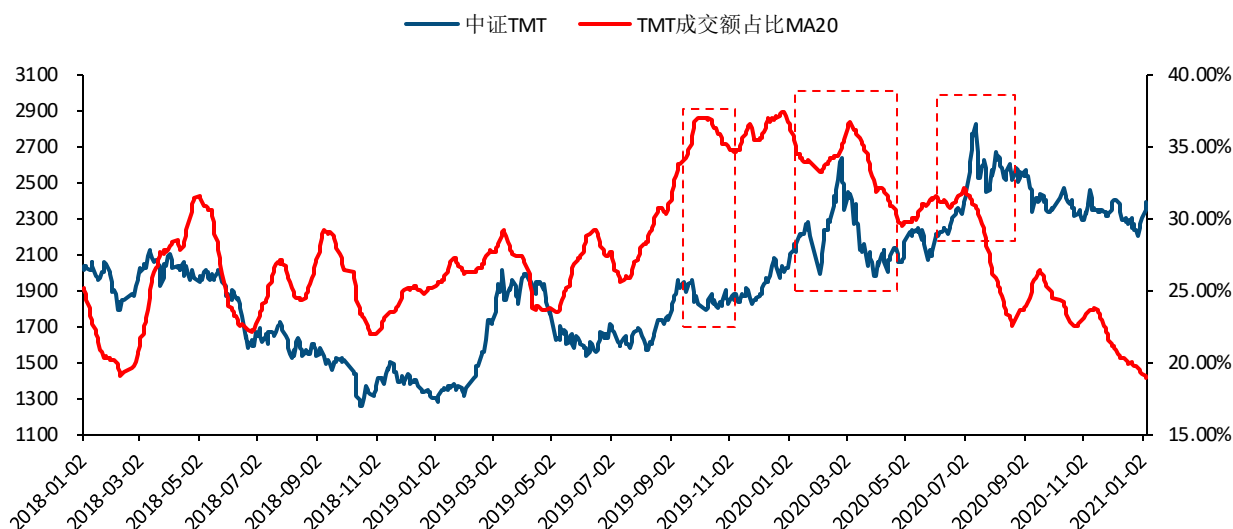
图表 11: 2011-2014 年 TMT 行情



数据来源: Wind, 中信建投证券

**5G 板块是 2019 年下半年的市场主线。**6 月 3 日，工信部即将发放 5G 牌照的消息传出。2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 时代。5G 这一重大产业革新推动 19 年的 TMT 行情启动。7 月后，5G 相关产品快速落地。在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，工业和信息化部副部长辛国斌表示，中国 5G 商用正稳妥推进。今年上半年，5G 牌照正式发放，5G 商用系统、终端产品加快推出。5G 应用创新步伐加快，5G 在工业互联网、车联网、医疗、智慧城市等领域的示范应用不断涌现。区块链这一支线行情也对 TMT 板块形成催化。8 月 2 日，人民银行召开 2019 年下半年工作电视会议。会议要求，下半年要因势利导发展金融科技，加强跟踪调研，积极迎接新的挑战。加快推进我国法定数字货币(DC/EP)研发步伐，跟踪研究国内外虚拟货币发展趋势，继续加强互联网金融风险整治。8 月 9 日，工业和信息化部人才交流中心与火币中国、链人国际战略合作签约仪式在澄迈海南生态软件园成功举行。各方就共建区块链产业人才研究所、共建区块链人才创新示范训练基地、共建区块链产业人才集聚区、共同打造区块链人才精准就业平台展开合作。市场中沾有“区块链”概念的个股均大幅上涨。二者共同使得 TMT 板块在 2019 年下半年迎来量价齐升。与 13、14 年相同，成交额占比处于高位过程中，市场也曾出现交易过热或导致科技板块短期大幅调整的情况，但其整体方向不变。

图表 12: 2018-2019 年 TMT 行情



数据来源: Wind, 中信建投证券

过往高成交额占比下的 TMT 行情中, 中证 TMT 指数最大调整幅度为 17.6%, 最长的调整天数为 63 天, 大部分行情中回调天数相对较短。因此根据历史复盘来看, 科技板块的交易过热大多需要半个月-1 个月左右才会明显缓解。

图表 13: 历史 TMT 行情交易过热带来的调整幅度

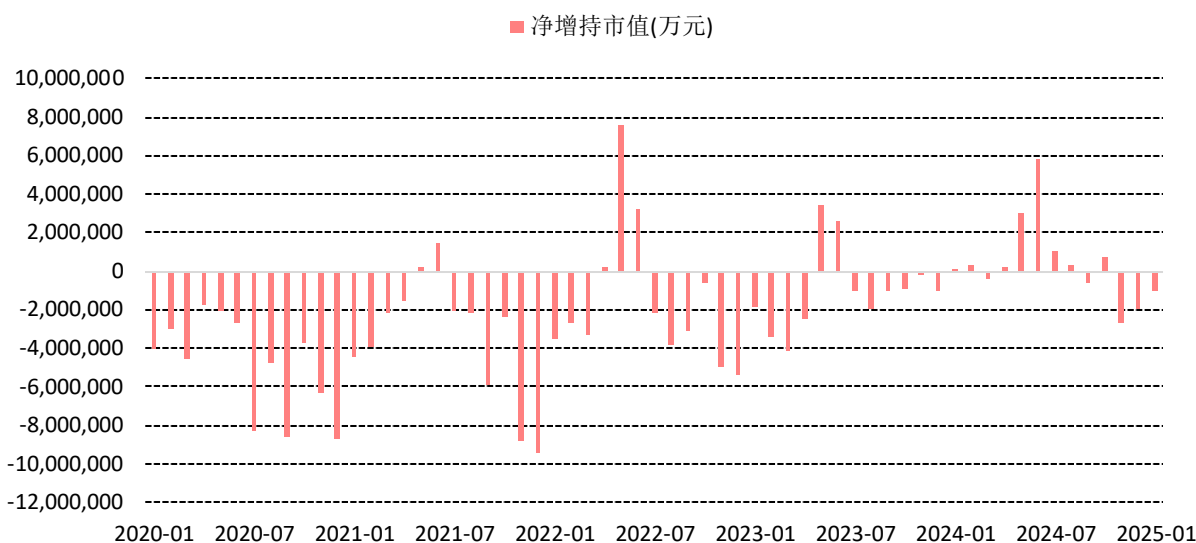
历史行情	调整起始日	调整结束日	指数调整幅度	持续时长
13-14年 TMT行情	2013-5-27	2013-6-24	-14.3%	18
	2013-10-9	2013-11-8	-17.6%	23
	2014-2-17	2014-5-19	-16.7%	63
19-20年 TMT行情	2019-9-20	2019-10-8	-7.5%	8
	2020-1-20	2020-2-3	-12.1%	5
	2020-2-24	2020-3-20	-17.6%	20

数据来源: Wind, 中信建投证券

## 中长期信心重估牛逻辑不变

今年以来, 资本市场政策仍然延续去年以来的基调, 因此本轮中长期中国资产信心重估牛的逻辑不变, 指数中枢仍将不断上移, 长期资金保持耐心即可。从目前来看, 减持新规已经起到成效, 引导中长期资金入市, 政策鼓励中长期资金入市, 推动险资提升其权益资产比重。中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例; 中长期资金明确全面实施长周期考核; 优化资本市场投资生态。 保险资金: 增持高股息资产逻辑强化, 夯实长期投资价值底盘。

图表 14: 减持新规起到成效



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 15: 近期推动中长期资金入市政策与讲话梳理

发布日期	主要内容
2025-2-24	中国证监会主席吴清发表署名文章《充分发挥资本市场功能 更好服务新型工业化》提出, 着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”等目标, 继续积极创造条件吸引更多中长期资金进入资本市场, 推动形成“长钱长投”的制度环境, 稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例, 改善资本市场资金供给与结构。
2025-2-14	上交所组织召开指数化投资高质量发展座谈会, 20 余家知名基金公司、券商、银行、保险公司等机构负责人汇聚一堂共谋未来。座谈会上, 与会人员就落实《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》(下称《实施方案》)和《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》(下称《行动方案》)开展研讨交流, 旨在推动市场各方形成合力, 共同构建完善指数化投资生态, 引导中长期资金入市, 促进资本市场高质量发展。
2025-2-7	2 月 7 日金融一线消息, 为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。《意见》指出, 服务养老金等中长期资金稳健增值目标。落实好《关于推动中长期资金入市的指导意见》及实施方案, 打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点。推动将符合条件的指数基金等权益类公募基金纳入个人养老金投资范围。推动完善保险资金权益投资监管制度, 更好鼓励引导保险公司开展长期权益投资, 扩大保险资金开展长期股票投资试点范围。
2025-1-22	中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例; 中长期资金明确全面实施长周期考核; 优化资本市场投资生态。 保险资金: 增持高股息资产逻辑强化, 夯实长期投资价值底盘。
2025-1-13	中国证监会召开 2025 年系统工作会议。会议要求, 进一步打通中长期资金入市卡点堵点, 协同推动各类中长期资金建立长周期考核机制, 提高权益投资比例, 深化公募基金改革。

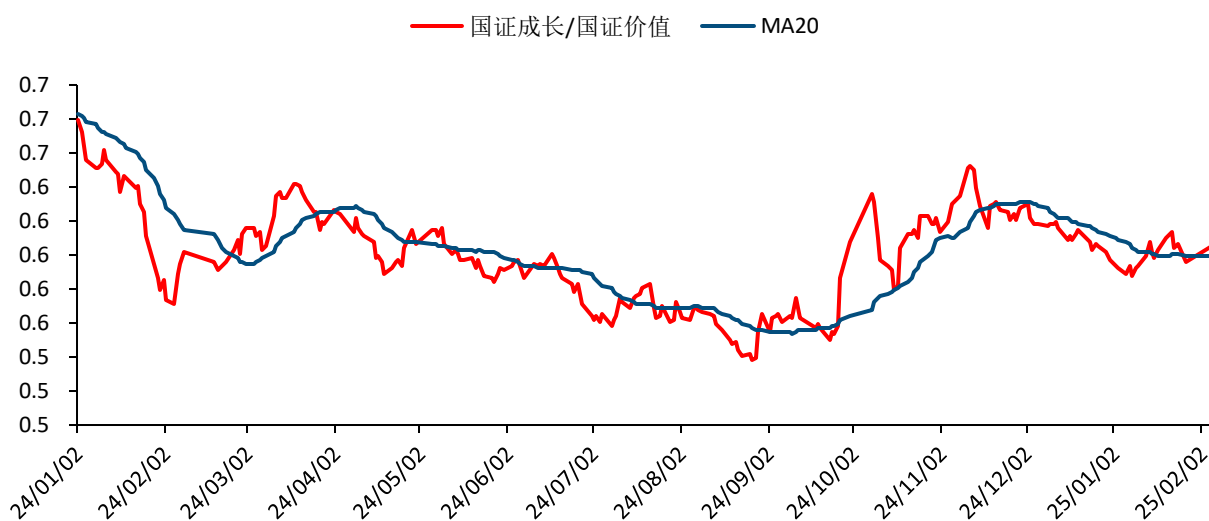
资料来源: Wind, 中信建投证券

### 三、后续配置方向如何选择？

#### 短期市场有再平衡需求

价值板块边际数据改善。前期的市场风格偏向成长与科技板块，价值板块受到资金的明显忽视，而近期实际上很多价值板块的边际数据是有所改善的。例如，信贷数据超预期，钢铁板块供给侧改革预期，地产数据好转，消费扩内需政策持续推出，这些板块有望承接部分科技板块资金。

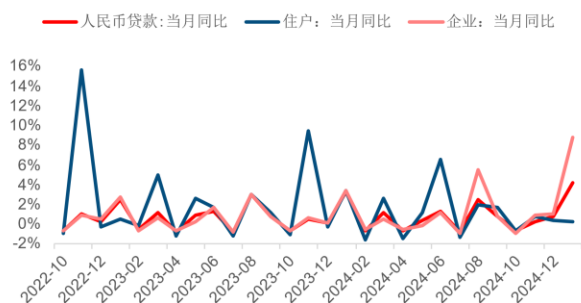
图表 16：市场短期价值成长风格切换



数据来源：Wind，中信建投证券

在宏观层面，信贷数据超预期，人民币贷款显著增加。1月新增人民币贷款5.13亿元，同比多增2100亿元。其中，居民端信贷需求较为稳定，1月新增4438亿元，环比增加938亿元；企业端信贷需求涨势尤为强劲，1月新增4.78亿元，同比上升23.83%，成为本期信贷需求增长的主要动力来源。

图表 17：人民币贷款增速上行



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表 18：人民币贷款增加（亿元）

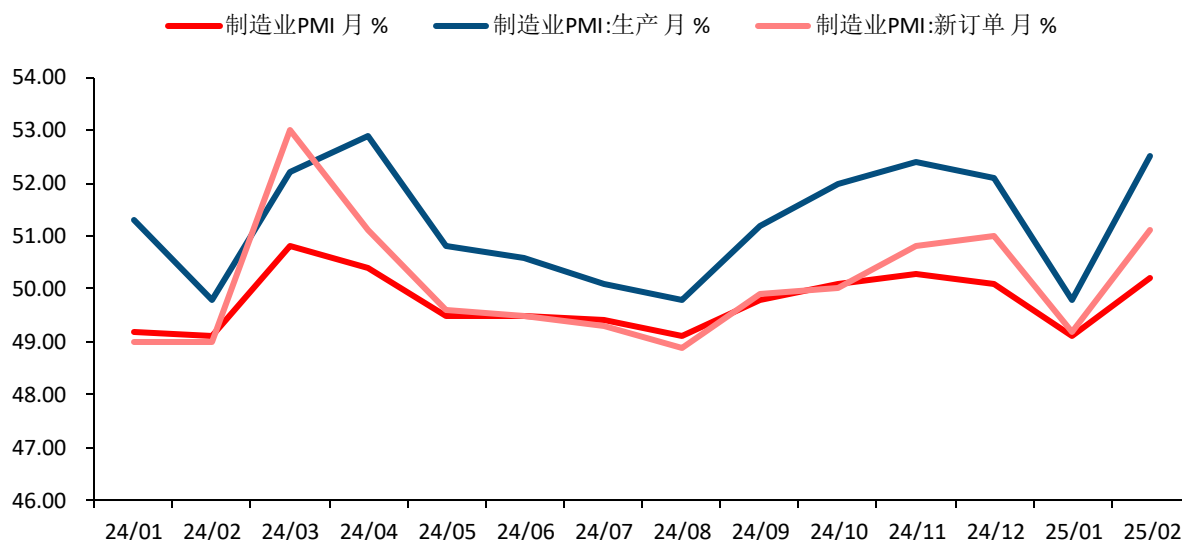


数据来源：iFinD，中信建投证券

2月制造业PMI为50.2%，较前值回升1.1个百分点，回升幅度超季节性。供给端，2月PMI生产指数52.5%，

较上月回升 2.7 个百分点，重回扩张区间。需求端，2 月 PMI 新订单指数回升 1.9 个百分点至 51.1%，重回扩张区间，供给仍强于需求。

**图表 19: PMI 超预期回升**

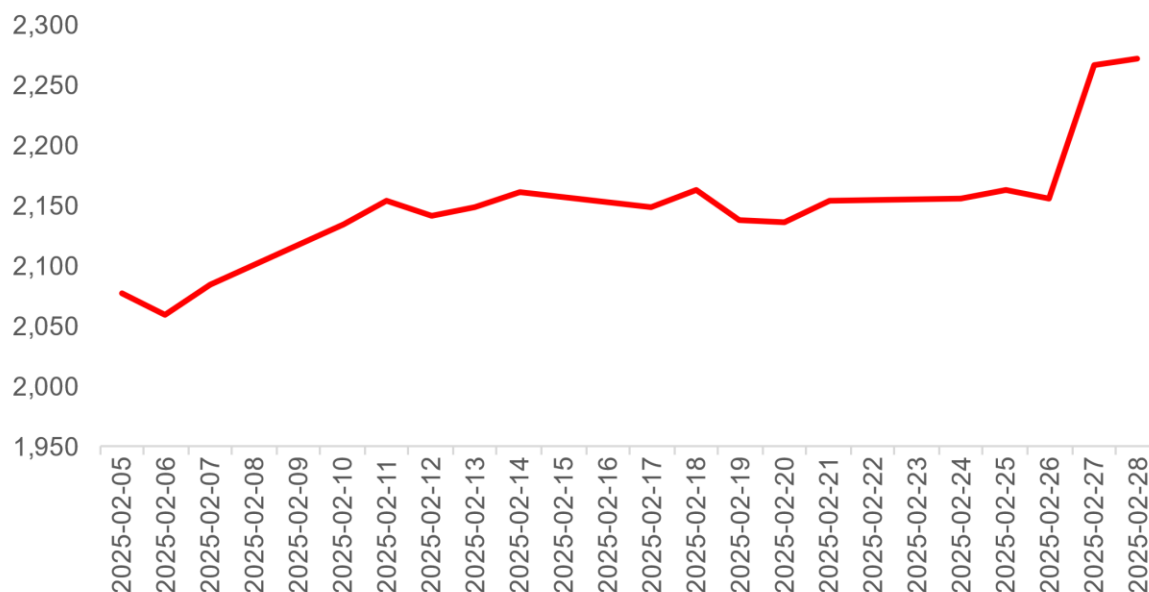


数据来源: Wind, 中信建投证券

在产业层面，钢铁行板块在“双碳”目标驱动下，正经历新一轮供给侧结构性改革（2.0 版），结合产能调控、绿色转型和技术创新，推动行业高质量发展。2 月 26 日，钢铁板块集体走高，三钢闽光、本钢板材、新钢股份、凌钢股份、华菱钢铁等纷纷涨停。工信部此前发布新版《钢铁行业规范条件（2025 年版）》，引入分级评价体系，完善行业规范与分级管理。本轮改革从传统的“去产能”转向“高质量发展”，强调通过提升质量（如高端化、智能化、低碳化）间接减少低效产能。政策手段更市场化，包括超低排放改造、能耗强度约束、碳排放权交易等。如，2025 年作为“十四五”收官年，粗钢压产政策持续，预计 2023-2025 年累计压产超 6000 万吨。限产手段包括产能置换减量（如减量置换比例趋严）、淘汰落后产能等。2025 年钢铁行业将在政策驱动下，加速向低碳化与智能化转型，其中技术突破和政策协同是关键。

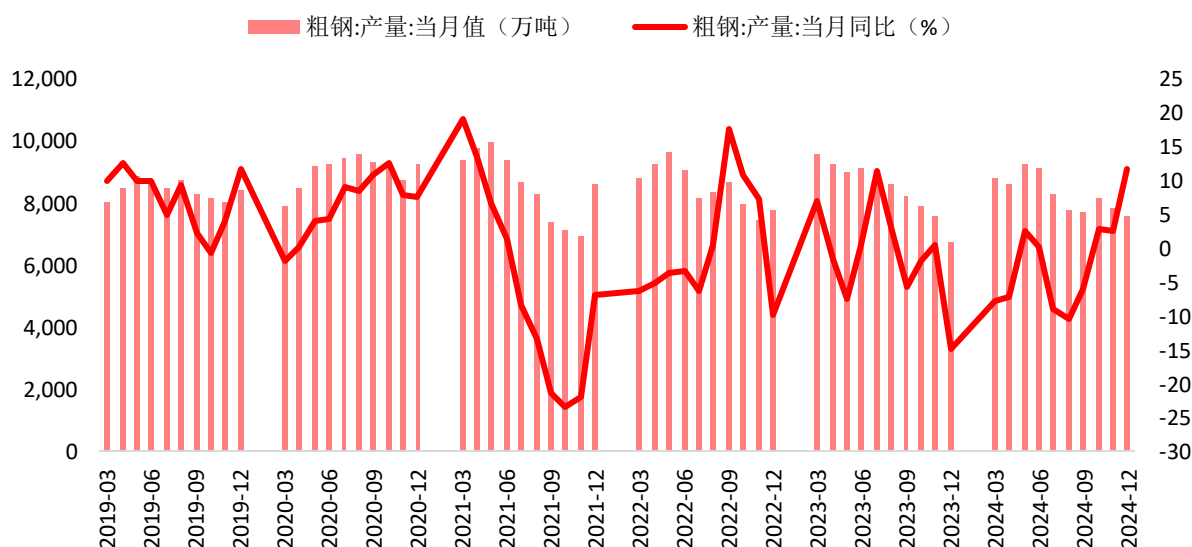


图表 20: 钢铁板块走高



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图表 21: 粗钢压产政策持续

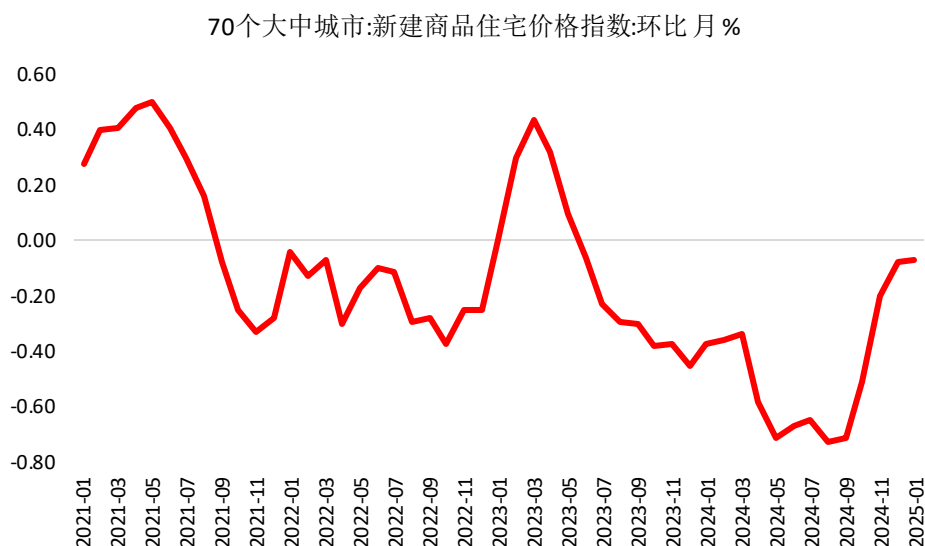


数据来源: iFinD, 中信建投证券

在房地产领域，边际数据正呈现出改善的迹象。新建商品住宅价格指数的环比降幅有所收窄。政府出台的一系列政策，如在部分地区放宽房贷政策、降低首付比例等，正逐步发挥作用，为房地产市场注入活力。

在消费方面，扩大内需的政策不断出台。多地相继启动新一轮消费券发放计划，覆盖餐饮、家电、文旅等多个领域。如 2 月 22 日，“2025 年全国消费促进月暨京津冀消费季”正式启动，北京通州区推出“欢乐通州欢乐购”品牌活动，丰富消费供给，让消费者尽享实惠。

图表 22：70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比降幅收窄

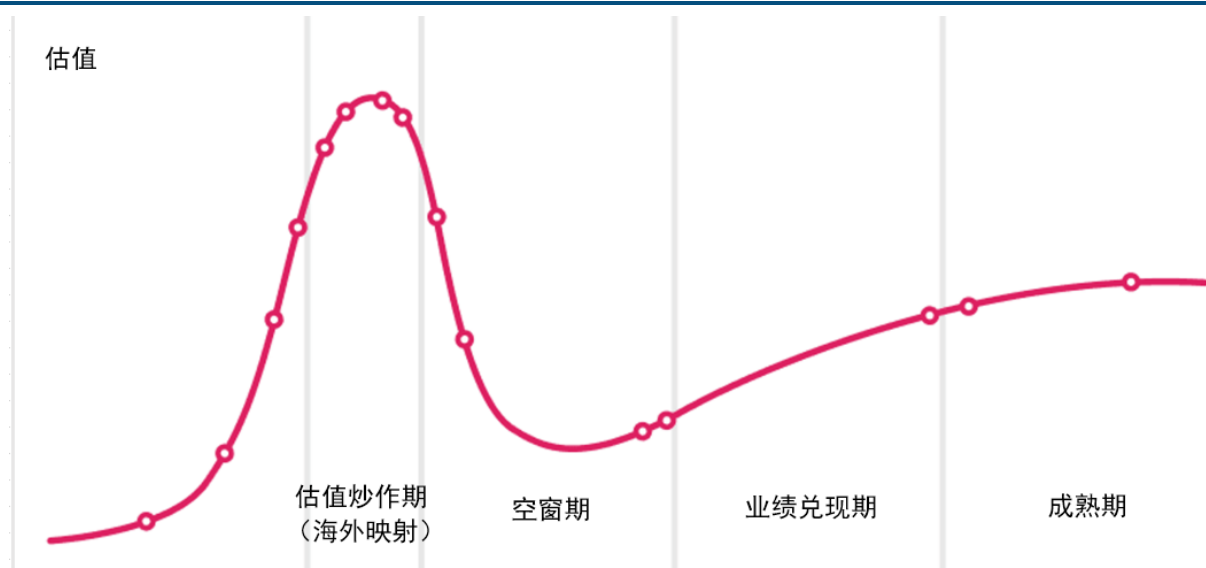


数据来源：iFinD，中信建投证券

## 泛科技成长板块仍是主线，后续逢调整仍可积极配置

A 股“AI+”是主线，持续关注科技板块投资机会。随着 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1 的出现，投资者认识到中国能够用较少的算力投入开发出全球领先的大模型，这意味着中国将在人工智能领域再度与美国展开激烈竞争，A 股也开始全面转向“AI+”主线。我们认为，“人工智能+”行情已经从估值炒作转向景气验证阶段，具有形成长期主线的产业基础。此外，在当前的市场环境下，尽管科技板块已经展现出强劲的增长潜力和长期投资价值，但市场波动和不确定性因素仍然存在。因此，后续如果出现短期调整或市场情绪波动导致科技板块股价出现阶段性回调，投资者仍可积极把握配置机会。

图表 23：AI 主逻辑由前期“海外映射”，转向业绩兑现



数据来源：Wind，中信建投证券



## 风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）股市抛压超预期。A股快速拉升后又剧烈调整，前期入场的投资者可能止损卖出所持有的股票和基金，另外近期上市公司股东减持规模也有所增长，导致股市抛压上升。

（3）地缘政治风险。如果中美关系管理不善，可能导致中美之间在政治、军事、科技、外交领域的对抗加剧。同时俄乌冲突、中东问题等地缘热点可能面临恶化的风险，如果发生危机则可能对市场造成不利影响。

（4）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

## 分析师介绍

### 陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

### 何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk



# 免费领报告



扫一扫二维码 关注公众号 回复"报告"

- 1、每日社群分享6份最新报告；
- 2、每日社群分享咨询简报
- 3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；