

A 股策略周思考

过热？多指标观测泛科技演绎

市场思考：多指标看目前泛科技演绎程度

- 1) **去年 12 月与本轮行情特征对比。**与 12 月行情相比，本轮行业结构则更加聚焦产业趋势。科创 200、创业 200 已经超过去年 12 月的高点，但中证 2000 截至目前仍然低于去年 12 月的高点。交易特征上，小盘股在 24 年 12 月出现了拥挤度上升至高位局面，而目前则是 TMT 的拥挤度处于上升，小盘拥挤度上行并不明显。
- 2) **拥挤度的正确打开方式。**尽管 TMT 拥挤度上行接近 23 年高点位置，但我们认为拥挤度的阈值并不适合简单通过历史情况外推，因为由于板块扩容、经济结构转型，本身 TMT 的市值占比就处于上行态势。拥挤度的变化主要在体现过去一段时间及当前市场交易的状态，从 2013-2014、2023 年经验来看，TMT 拥挤度上升的过程中往往是超额收益斜率上升最快的一段。因此 TMT 在近期成交额占比的提升或是由于产业趋势清晰而宏观经济线索还需要探明的背景。
- 3) **目前 TMT、高端制造等细分行业指数表现已较强。但在其他指标方面，滚动净新高指标已经出现回落迹象。**复盘来看，1 月下旬以后，政策顶层设计支持叠加产业落地，TMT 跑出明显超额，对应后续可以继续关注事件方面的驱动，包括 CSP 的资本开支、产业落地以及两会政策情况等。

国内：习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话

1) 本期一线城市地铁客运量 (MA7) 报 3629 万人次，较上周五的 3543 万人次回升。2) 本期工业生产腾落指数为 114，2/16 为 113。从分项上看，涤纶长丝、纯碱、轮胎回升，山东地炼、甲醇回落。3) 习近平出席民营企业座谈会并发表重要讲话；李强主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作等；何立峰与美财长贝森特举行视频通话。

国际：美国 2 月服务业 PMI 大幅不及市场预期

1) 俄乌冲突跟踪：普京表示愿同特朗普会面；特朗普表示将重启与乌克兰的矿产协议；加拿大总理特鲁多向乌克兰总统泽连斯基重申对乌支持。2) 中东冲突跟踪：中方表示加沙的战后治理应坚持“巴人治巴”原则；以外长称将于本周启动加沙停火协议第二阶段谈判；以色列空袭黎巴嫩和叙利亚边境过境点导致多人受伤。3) 2 月份美国服务业 PMI 初值报 49.7，预测值 53，前值 52.9，今值大幅不及预期；据 CME “美联储观察”，截至 2025/2/22，美联储 2025 年 3 月降息 25 基点的概率为 6%，维持现有利率的概率为 94%。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

赛点 2.0 第三阶段攻坚，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：(1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+ (详见《DeepSeek 系列：AI+投资图谱》(20250206))，(2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏 (《让一部分人先消费起来》(20250102))，(3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头 (哪怕是很弱的斜率)，以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

相关报告

- 1 《投资策略：行业比较周报-AI 应用演绎的两种逻辑》 2025-02-22
- 2 《投资策略：攻坚正逐步展开-微观流动性跟踪 (2025.2.3-2025.2.16) 》 2025-02-19
- 3 《投资策略：提振消费和稳外资-政策与大类资产配置周观察》 2025-02-18

内容目录

1. 市场思考：多指标看目前泛科技演绎程度	4
1.1. 去年 12 月与本轮行情特征对比	4
1.2. 本轮泛科技行业演绎与 13 年、23 年的拥挤度对比	4
1.3. 其余指标看 TMT 的演绎情况	6
2. 国内：习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话	8
2.1. 交运高频指标跟踪	8
2.2. 普林格同步高频指标跟踪	8
2.2.1. 工业生产腾落指数	8
2.3. 国内政策跟踪	9
3. 国际：美国 2 月服务业 PMI 大幅不及市场预期	10
3.1. 国际大事跟踪	10
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	10
3.1.2. 中东冲突跟踪	10
3.2. 美国 2 月服务业 PMI 大幅不及预期	11
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网	13
5. 重点大事前瞻	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：中证 2000 与科创 200、创业 200 的分化	4
图 2：24 年 10 月中旬-12 月上旬、25 年 1 月至今，小盘相对大盘表现更好	4
图 3：国证 1000 成交额回到低位	4
图 4：TMT 的交易占比接近 2023 年 4 月高点	4
图 5：13-14 年 TMT 成交占比形成了 3 个数值接近的高点	5
图 6：23 年 TMT 成交占比也形成了两个高点	5
图 7：TMT 的市值占比 13 年至今处于趋势上行	5
图 8：行业拥挤度（成交额占比 MA20）的变化情况	5
图 9：TMT、高端制造等细分行业指数表现已较强	6
图 10：累计净新高指标与 TMT 指数见顶时间接近	6
图 11：滚动净新高指标见顶早于 TMT 指数	6
图 12：1 月下旬以后，TMT 跑出明显超额	7
图 13：一线城市地铁客运量	8
图 14：工业生产腾落指数	8
图 15：工业生产腾落指数（分年度）	8
图 16：国内政策跟踪	9
图 17：2025 年 2 月美国服务业 PMI 出现较明显下滑迹象	11
图 18：2025 年 1 月美国二手房销量同比增速较上月大幅收窄	11
图 19：CME 降息概率情况	12

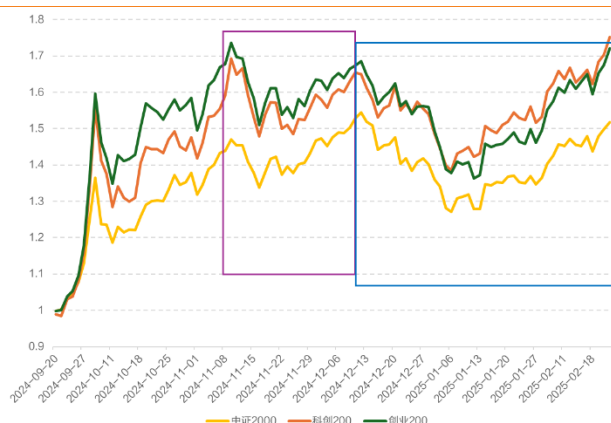
图 20：重点大事前瞻.....13

1. 市场思考：多指标看目前泛科技演绎程度

1.1. 去年 12 月与本轮行情特征对比

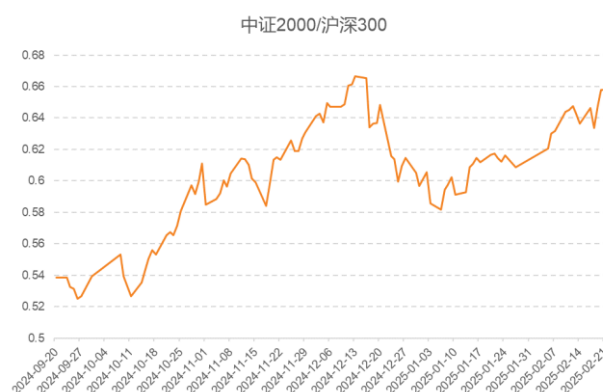
24 年 10 月中旬-12 月上旬、25 年 1 月至今，小盘相对大盘均表现更好，但与 12 月行情相比，本轮行业结构则更加聚焦产业趋势。去年 12 月底市场特征方面，小盘指数 12 月的高点超过 11 月，而科创 200、创业 200 的 12 月高点则低于 11 月，表明当时行情的行业表现更为分散，更具有行业中性特征。而本轮在产业趋势叠加政策的驱动下，科创 200、创业 200 已经超过去年 12 月的高点，但中证 2000 截至目前仍然低于去年 12 月的高点，表明本轮的行业更加集中于科技线。

图 1：中证 2000 与科创 200、创业 200 的分化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：24 年 10 月中旬-12 月上旬、25 年 1 月至今，小盘相对大盘表现更好



资料来源：Wind，天风证券研究所

交易特征上，小盘股在 24 年 12 月出现了拥挤度上升至高位的局面，而目前则是 TMT 的拥挤度处于上升，小盘拥挤度上行并不明显。在当时中大盘股指数国证 1000 的成交额占比也回到了低位，仅仅略高于 2023 年 12 月，表明除了国证 1000 以外的成交额占比处于高位，反映市场对于小盘股的交易呈现出拥挤的局面。本轮从 2 月开始，TMT 的交易占比又再度出现明显上行，从 37%提升至 43%，接近 2023 年 4 月的高位。

图 3：国证 1000 成交额回到低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：TMT 的交易占比接近 2023 年 4 月高点



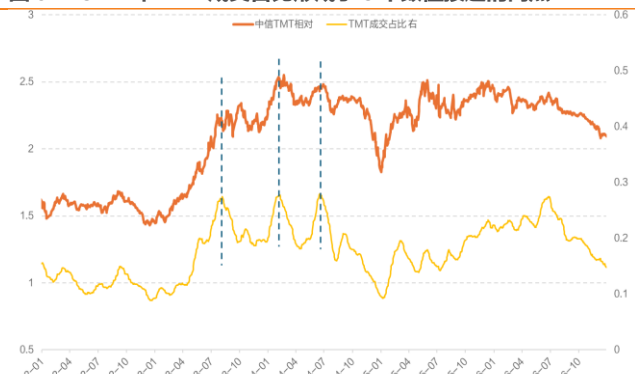
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 本轮泛科技行业演绎与 13 年、23 年的拥挤度对比

TMT 拥挤度上升的过程中往往是超额收益斜率上升最快的一段。1) 2013-2014 年 TMT 成交占比形成了 3 个高点，分别位于 2013 年 8 月、2014 年 2 月、2014 年 6 月，其中 2013 年 8 月以后成交额占比逐步回落，TMT 超额指数仍然处于高位震荡，而另外两段中，TMT 超额均出现一定的回调，并且在 2015 年 H1 由于市场的普涨，拥挤度上行并不明显，

超额收益指数也未超过 14 年的高点。2) 而 23 年同样 TMT 成交占比也形成了两个高点，指数高点均接近 TMT 成交占比高点。

图 5：13-14 年 TMT 成交占比形成了 3 个数值接近的高点



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：23 年 TMT 成交占比也形成了两个高点



资料来源：Wind，天风证券研究所

然而拥挤度的阈值并不适合简单通过历史情况外推，其主要在体现为过去一段时间及当前市场交易的状态，因此 TMT 在近期成交额占比的提升或是由于产业趋势清晰而宏观经济线索还需要探明的背景。对于 TMT 拥挤度来说，由于其本身板块的扩容、经济结构转型下，成交额占比趋势处于上行，比如 13、14 年高点在 30% 左右，23 的高点超过 40%，本身就已经处于增长态势。参照 TMT 在全 A 的市值占比来看，14 年处于 10% 左右，23 年处于 19% 左右，目前超过 21%。

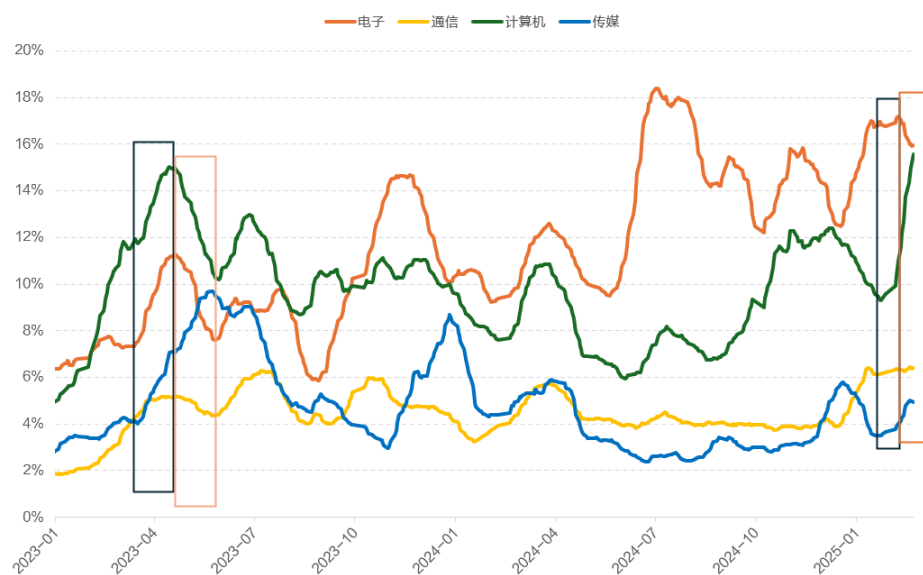
图 7：TMT 的市值占比 13 年至今处于趋势上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

本轮 TMT 拥挤度具有一定的轮动特征，上行主要由计算机、传媒等拥挤度处于低位的行业上行带动。回顾上一轮 23 年年初的 ChatGPT 驱动的 TMT 牛市中——23 年 4 月 TMT 行业拥挤度先同步上行，此后出现分化，尽管传媒仍然处于上行，但其余 3 个行业已经开始下行，整体 TMT 拥挤度处于下行态势。而目前 TMT 整体拥挤度仍然处于上行，但其中已经出现了明显的分化——近期计算机大幅上行，且创下 23 年以来的新高，电子则走弱，传媒、通信在高位以后震荡。并且 2 月份的这一轮上行主要是由于计算机、传媒在低位上行带动，而电子、通信是去年 12 月上行以后处于高位震荡。

图 8：行业拥挤度（成交额占比 MA20）的变化情况

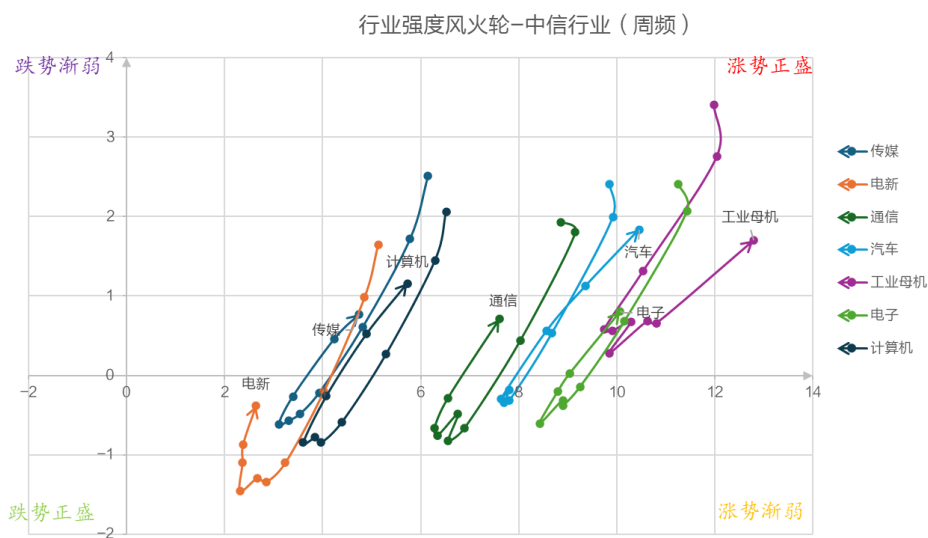


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 其余指标看 TMT 的演绎情况

TMT、高端制造等细分行业指数表现已较强。从行业强度上看，通信刚回到领涨象限，传媒、计算机、电子连续两周处于领涨象限，而汽车已经连续 3 周处于领涨象限，主题指数工业母机则是最近 10 周均处于领涨象限中。

图 9：TMT、高端制造等细分行业指数表现已较强



资料来源：Wind，天风证券研究所

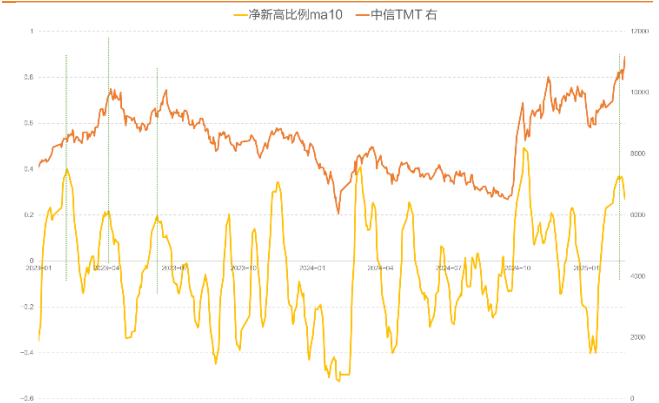
滚动净新高指标已经出现回落迹象。滚动净新高指标见顶早于 TMT 指数，滚动净新高指标考虑了强度问题，换言之，滚动的时间区间意味着即使新纳入交易日的净新高数值为正，但若相较新剔除交易日的数值更低时，指标则会出现下移。因此目前来看，累计净新高指标仍然处于上行，与指数同步，但滚动净新高指标近期则出现回落迹象。

图 10：累计净新高指标与 TMT 指数见顶时间接近

图 11：滚动净新高指标见顶早于 TMT 指数



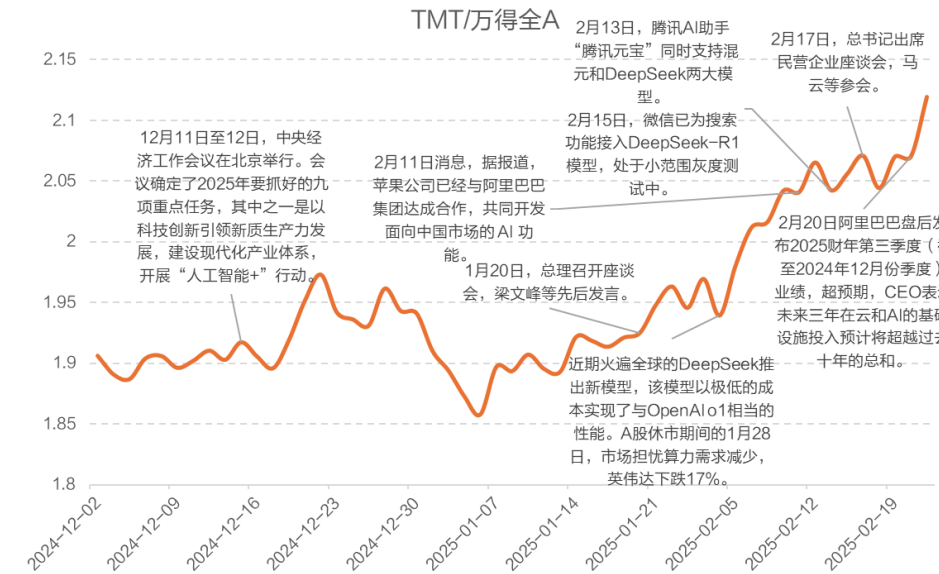
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

复盘来看，1月下旬以后，TMT 跑出明显超额，其中具有明显的催化。一方面有顶层设计支持，去年 12 月的中央经济工作会议中指出开展“人工智能+”行动，1 月 20 日总理召开新年第一场座谈会，幻方量化创始人梁文峰等先后发言，2 月 17 日总书记出席民营企业座谈会，马云等参会，另一方面，国产 AI 也在产业层面快速落地，DeepSeek 新模型性能成本相比较 OpenAI o1 更高，一度引发市场对算力过剩担忧，1 月 28 日美国算力龙头英伟达遭到抛售，此外还有苹果与阿里合作开发中国 AI，微信搜索接入 DeepSeek 模型，阿里发布超预期财报并且提升云和 AI 的资本开支等。后续可以继续关注事件方面的驱动，包括 CSP 的资本开支、产业落地以及两会政策情况等。

图 12：1 月下旬以后，TMT 跑出明显超额



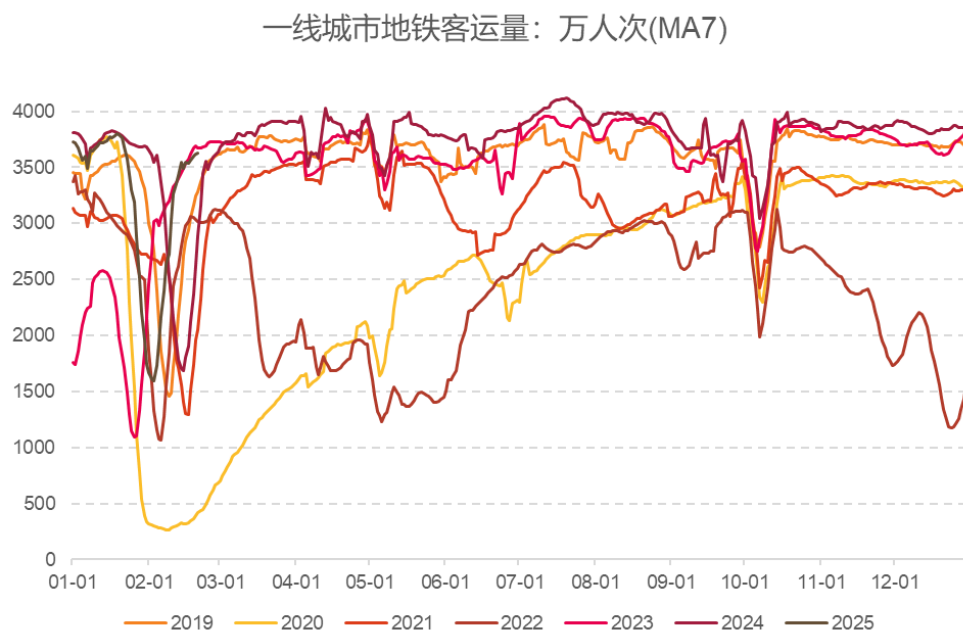
资料来源：Wind，新浪财经，金融界，央视网，财联社，天风证券研究所

2. 国内： 习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话

2.1. 交运高频指标跟踪

截至 2025/2/21，一线城市地铁客运量（MA7）报 3629 万人次，较上周五的 3543 万人次回升。

图 13：一线城市地铁客运量



资料来源：Wind，天风证券研究所

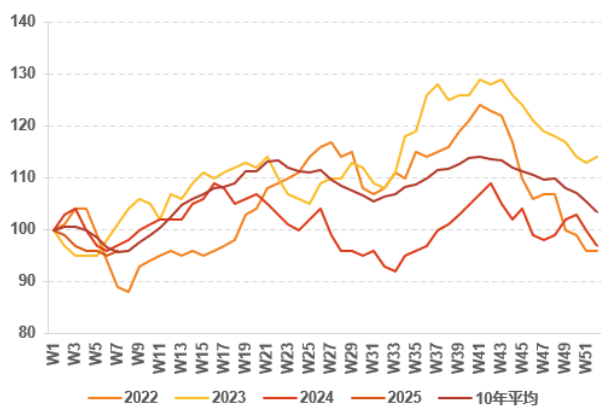
2.2. 普林格同步高频指标跟踪

2.2.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/2/23，**生产腾落指数**为 114，2/16 为 113。从分项上看，涤纶长丝、纯碱、轮胎回升，山东地炼、甲醇回落。（唐山高炉、水泥数据滞后，当期记为 0）

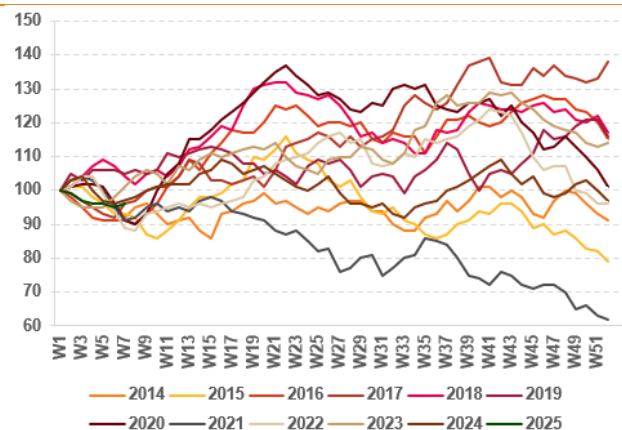
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 14：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 国内政策跟踪

本期关注重点：习近平出席民营企业座谈会并发表重要讲话；李强主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作等；何立峰与美财长贝森特举行视频通话。

图 16：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2月17日	习近平在民营企业座谈会上强调：民营企业经济发展前景广阔大有可为 民营企业和民营企业家大显身手正当其时	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平17日上午在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。他强调，党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。要统一思想、坚定信心，促进民营经济健康发展、高质量发展。希望广大民营企业和民营企业家胸怀报国志、一心谋发展、守法善经营、先富促共富，为推进中国式现代化作出新的更大的贡献。
2月20日	李强主持国务院第十二次专题学习	国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题，进行第十二次专题学习。国务院总理李强在主持学习时强调，要深入贯彻落实习近平总书记和党中央关于扩大国内需求的决策部署，进一步凝聚共识、拓宽思路，把经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费，以更大力度和更精准措施提振消费，持续增强消费对经济发展的基础性作用。李强强调，提振消费要对症下药、统筹施策，进一步提高政策效能、释放改革效应。
2月21日	李强主持召开国务院常务会议,研究服务贸易和服务消费有关工作等	国务院总理李强2月21日主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作，审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》，听取2024年国务院部门办理全国人大代表建议和全国政协提案工作情况汇报。会议指出，发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手。会议指出，当前我国新能源汽车动力电池已进入规模化退役阶段，全面提升动力电池回收利用能力水平尤为重要。会议指出，办理好人大代表建议和政协提案，是政府自觉接受监督、依法履职的内在要求，也是深入践行全过程人民民主的重要体现。
2月21日	六部门印发办法推动政府性融资担保高质量发展	为推动政府性融资担保体系高质量发展，规范政府性融资担保机构行为，更好服务小微企业、“三农”等经营主体，财政部等六部门日前印发《政府性融资担保发展管理办法》，自2025年3月1日起施行。办法明确，政府性融资担保机构应当坚持以政策性融资担保业务为主业，聚焦重点对象和薄弱领域，重点为单户担保金额1000万元及以下的小微企业和“三农”主体等提供融资担保服务。支小支农担保金额占全部担保金额的比例原则上不得低于80%，其中单户担保金额500万元及以下的占比原则上不得低于50%。
2月21日	中央军委主席习近平签署命令,发布新修订的《中国人民解放军内务条令》《中国人民解放军纪律条令》《中国人民解放军队列条令》	中央军委主席习近平日前签署命令，发布新修订的《中国人民解放军内务条令》、《中国人民解放军纪律条令》、《中国人民解放军队列条令》（统称共同条令），自2025年4月1日起施行。新修订的共同条令，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻习近平强军思想，深入贯彻新时代军事战略方针，着眼实现党在新时代的强军目标、把人民军队全面建成世界一流军队，聚焦备战打仗，回应部队关切，创新完善军队内务建设、纪律维护、队列生活各项制度，是新时代军队正规化建设的基本法规和全体军人共同遵守的行为准则。
2月21日	何立峰与美财长贝森特举行视频通话	中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰应约与美国财政部长贝森特举行视频通话，双方围绕落实中美元首通话共识，就中美经济领域重要问题深入交换意见。双方均认同中美经贸关系的重要性，双方同意就彼此关心的问题继续保持沟通。中方就近期美对华加征关税等限制措施表达严正关切。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

3. 国际：美国 2 月服务业 PMI 大幅不及市场预期

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

普京：愿同特朗普会面。据卡塔尔半岛电视台 19 日援引俄媒消息报道，俄罗斯总统普京表示，他希望亲自会见美国总统特朗普，但会晤前需要做好准备。报道称，普京表示，他听取了有关在沙特举行的俄美会谈的汇报，并对结果感到满意。普京还表示，乌克兰并没有被排除在结束危机的谈判之外，但俄罗斯需要与美国建立信任，以解决危机。报道称，美国和俄罗斯官员当地时间 18 日在沙特阿拉伯举行会谈，这是自近三年前乌克兰危机爆发以来两国首次高层会谈。

特朗普：将重启与乌克兰的矿产协议。据美国有线电视新闻网(CNN)当地时间 19 日报道，美国总统特朗普表示，尽管遭到乌方拒绝，他仍将重启与乌克兰的矿产协议。特朗普称，美国财政部长贝森特近期访问基辅时受到了“相当粗鲁的对待”，乌克兰拒绝了一项稀土矿产交易。特朗普还称，他将重启这项协议，否则事态发展将不会让乌克兰总统泽连斯基“太高兴”。另据路透社报道，两位消息人士 19 日向该媒体表示，特朗普政府可能寻求与乌克兰迅速达成一项简化的矿产协议，然后再协商详细条款。特朗普似乎希望先与乌克兰达成协议，然后才可能授权美国对基辅提供更多军事支持，或继续努力促成乌克兰和俄罗斯之间的和谈。

加拿大总理特鲁多向乌克兰总统泽连斯基重申对乌支持。据加总理办公室发布的消息，特鲁多重申加拿大将始终“捍卫”乌克兰，并称，如果没有乌克兰的安全，就不可能有欧洲的持久和平。双方均强调，任何和平解决乌克兰危机的方案都必须将乌克兰纳入谈判桌。特鲁多还强调了加方对乌克兰提供的“强有力”且持续的军事、财政和人道主义支持。据加官方数据，自 2022 年 2 月以来，加拿大已累计承诺向乌克兰提供逾 195 亿加元的援助，其中包括逾 45 亿加元的军事援助、逾 124 亿加元的财政援助等。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

中方：加沙的战后治理应坚持“巴人治巴”原则。王毅外长在纽约联合国总部强调，加沙冲突不应该被边缘化，同样需要国际社会予以重视。中方认为，当务之急是推动当事方持续有效落实停火协议，并以建设性态度推进后续谈判。加沙的战后治理应坚持“巴人治巴”原则，让巴勒斯坦人民在自己的领土上重建家园。从长远看，巴勒斯坦问题的最终解决必须回到“两国方案”的正确轨道，实现巴以和平共存和共同发展。与此同时，加沙地区严峻的人道局势也需要国际社会持续关注和加大支持。近期，中国政府通过约旦向加沙提供了紧急人道援助物资，包含 6 万个食品包，首批约 1.2 万个食品包已启运。中国作为负责任大国，将继续同国际社会一道，为缓解加沙人道危机、实现中东长治久安作出不懈努力。

以外长称将于本周启动加沙停火协议第二阶段谈判。2 月 18 日，以色列外长萨尔称本周将开启加沙停火协议第二阶段谈判，还表示加沙需彻底非军事化，且以方不会支持将加沙民事控制权从哈马斯移交给巴民族权力机构的计划。按现有停火协议，本应在 2 月 3 日开启第二阶段谈判但至今未启动，据以色列第 12 频道电视台报道，以战略事务部长罗恩·德尔默将主持此次谈判，接替摩萨德局长巴尔内亚。同日，哈马斯高级官员哈利勒·哈亚宣布，将于 22 日一次性释放第一阶段剩余的 6 名以色列活着的被扣押人员，20 日归还 4 具遗体，期望借此推动协议第二阶段开展。卡塔尔外交部发言人重申，卡塔尔与埃及、美国作为调解伙伴，正致力于推动加沙停火谈判进入第二阶段，各方接触每日进行，过去几天已有多个代表团抵达多哈深入会谈。

以色列空袭黎巴嫩和叙利亚边境过境点导致多人受伤。据法新社 21 日消息，当地时间当日，以色列军方称其空军对黎巴嫩与叙利亚边境地区的过境点实施了打击，理由是黎巴

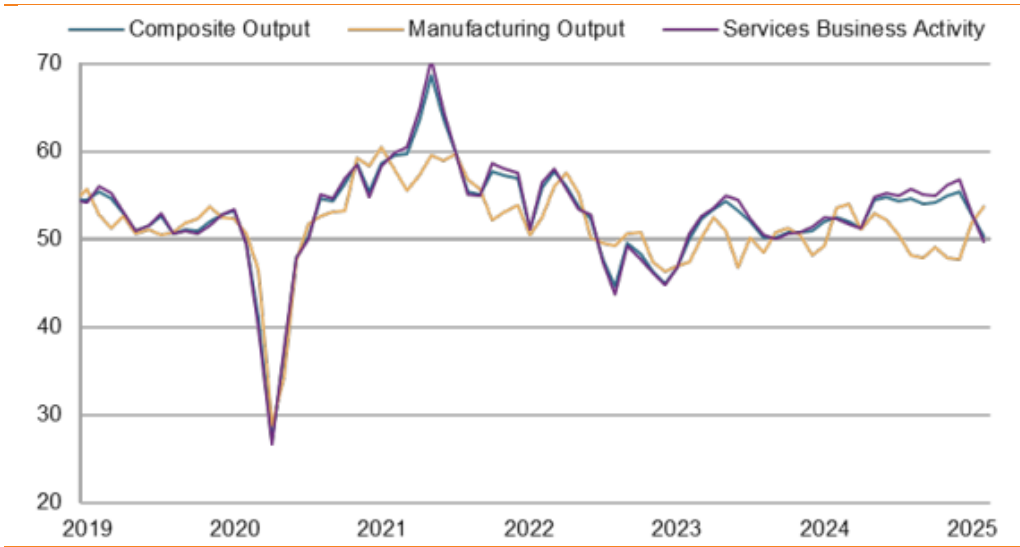
嫩真主党企图利用这些过境点向黎巴嫩走私武器，以方还表示此类活动公然违反了以色列与黎巴嫩之间的停火协议。总部位于英国的“叙利亚人权观察组织”称，连夜空袭致使黎巴嫩边境城镇瓦迪哈立德附近一个“非法越境点”无法使用，且造成多人受伤。

以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 2 月服务业 PMI 大幅不及预期

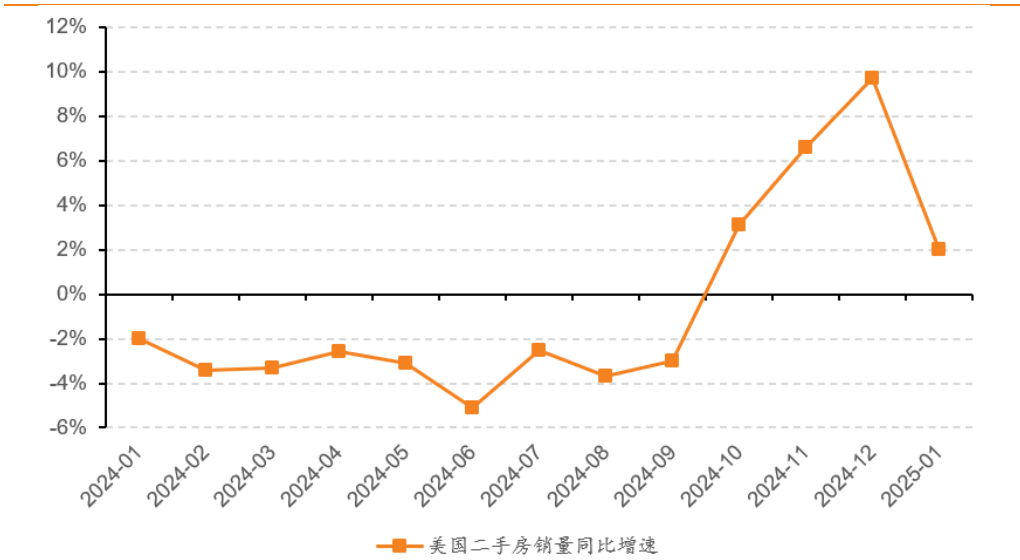
2 月美国服务业 PMI 不及预期且位于荣枯线下方。根据标普全球机构发布的数据，2 月份美国服务业 PMI 初值报 49.7，预测值 53，前值 52.9，今值大幅不及预期；制造业 PMI 初值 51.6，预测值 51.5，前值 51.2，今值小幅超过预期。同时，根据美国全国房地产经纪人协会报告，1 月份美国房屋销售数据下滑明显，25 年 1 月二手房的销量较 24 年 12 月环比下降 4.9%，数据公布后市场对于美国经济前景产生质疑，造成美股市场波动。

图 17：2025 年 2 月美国服务业 PMI 出现较明显下滑迹象



资料来源：S&P Global，天风证券研究所

图 18：2025 年 1 月美国二手房销量同比增速较上月大幅收窄



资料来源：RAOR，天风证券研究所

据 CME “美联储观察”，截至 2025/2/22，美联储 2025 年 3 月降息 25 基点的概率为 6%，维持现有利率的概率为 94%。

图 19：CME 降息概率情况

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	94.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	30.5%	67.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	14.8%	47.4%	37.1%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.2%	22.9%	44.9%	27.9%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	11.8%	31.8%	38.0%	16.6%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.0%	16.1%	33.1%	33.4%	13.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.1%	1.3%	7.0%	20.4%	33.2%	28.3%	9.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.2%	1.8%	8.2%	21.5%	32.7%	26.6%	8.9%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.4%	2.5%	9.5%	22.6%	32.1%	24.9%	8.0%	0.0%
2026/4/29	0.1%	0.5%	2.8%	10.0%	23.0%	31.8%	24.2%	7.7%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.5%	2.9%	10.3%	23.2%	31.7%	23.8%	7.5%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.5%	2.9%	10.2%	22.9%	31.5%	24.0%	7.9%	0.2%
2026/9/16	0.1%	0.6%	3.1%	10.5%	23.2%	31.3%	23.5%	7.6%	0.2%
2026/10/28	0.1%	0.5%	2.8%	9.9%	22.0%	30.6%	24.2%	9.0%	0.8%
2026/12/9	0.5%	2.6%	9.0%	20.5%	29.5%	25.0%	11.0%	1.9%	0.1%

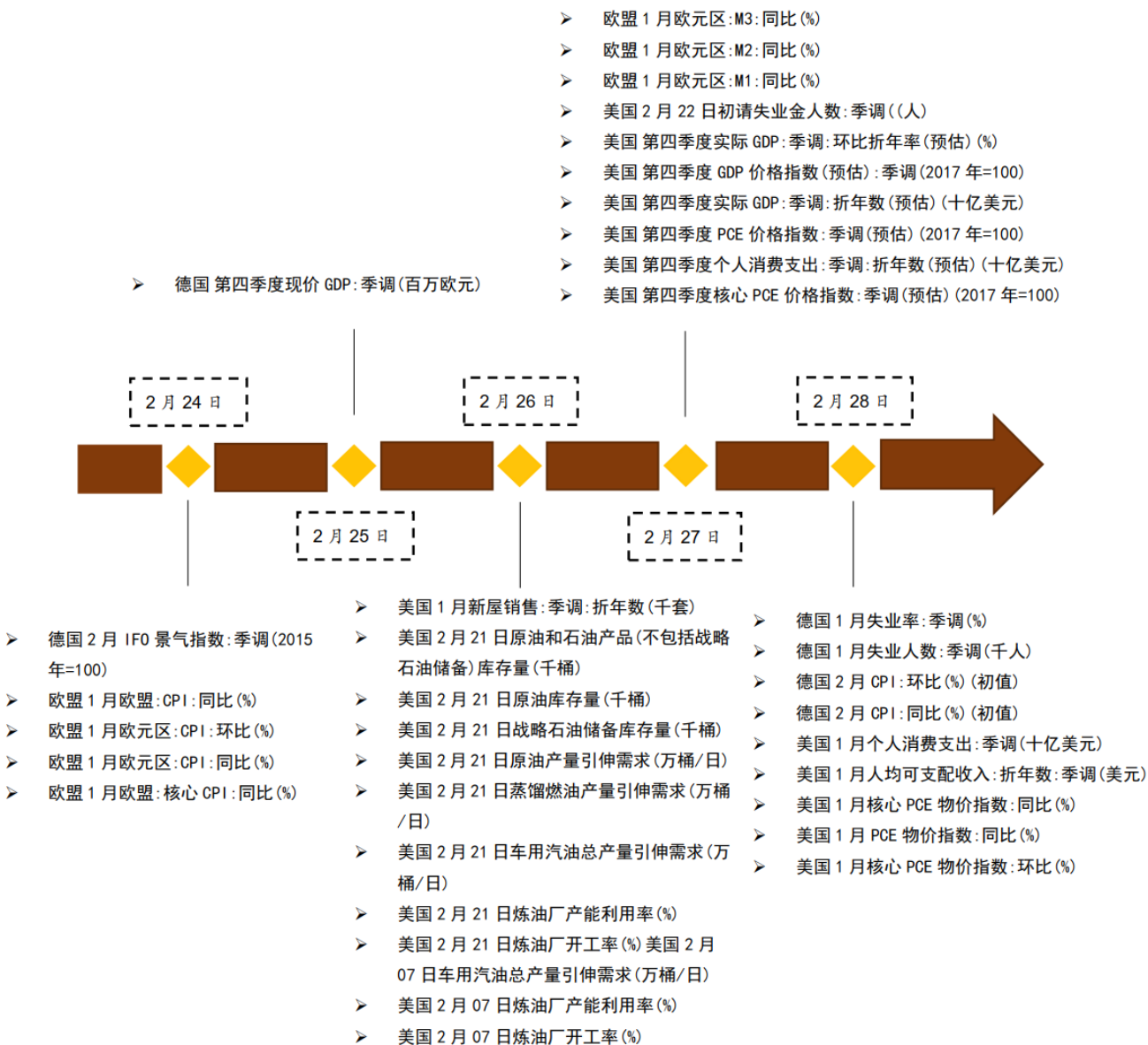
资料来源：CME Group，天风证券研究所

4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

赛点 2.0 第三阶段攻坚，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：(1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+（详见《DeepSeek 系列：AI+ 投资图谱》(20250206)），(2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏（《让一部分人先消费起来》(20250102)），(3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 20：重点大事前瞻



6. 风险提示

地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。