上半年科技板块高歌 下半年传统板块崛起

轮动之年：A股在成长与价值之间寻找锚点

今年以来，A股市场上演极致的结构性行情，上半年科技股大涨行情的另一面是传统板块的漫长下跌，而进入下半年，科技板块快速调整，传统板块则持续走高。极致的行情让不少科技股投资者陷入“赚过”的深深遗憾。

今年以来市场为何极致分化？科技股下半年以来为何快速调整？如何看待科技板块和非科技板块？未来A股的资金面有何预期？A股市场将如何演变？应如何应对市场波动？围绕这一系列问题，中国证券报记者采访了多位专业人士。

● 本报记者 吴玉华



视觉中国图片

科技股潮起又潮落 从高拥挤度到集中出清

今年以来，A股市场出现极致分化，科技板块经历了从上半年的“一枝独秀”到下半年以来的“极致调整”，银行等传统板块则经历了从上半年的调整到下半年以来的持续走强。

Wind数据显示，上半年，上证指数、深证成指、创业板指、科创综指分别累计上涨3.16%、19.82%、35.58%、53.99%。申万一级行业中有10个行业上涨，电子、通信、建筑材料行业涨幅居前，分别累计上涨86.29%、73.59%、46.26%，机械设备行业也涨逾20%，科技相关板块大幅走强。在下跌的21个行业中，商贸零售、农林牧渔、美容护理行业领跌，均累计跌逾20%，银行、食品饮料等多个行业跌逾10%。

进入下半年，科技板块快速调整，传统板块崛起。截至11月19日，主要指数明显调整，创业板指、科创综指均累计跌逾40%。申万一级行业中有7个行业上涨，银行、煤炭、食品饮料行业涨幅居前，分别累计上涨22.84%、15.59%、13.80%，石油石化、农林牧渔行业均涨逾10%，传统板块明显走强。在下跌的24个行业中，通信、电子、建筑材料行业领跌，均累计跌逾40%。

对于科技股下半年以来的快速调整，中邮证券副总裁、首席经济学家黄付生告诉记者，这一调整核心来自三方面因素的共振：一是交易结构拥挤，上半年资金高度集中于科技核心标的，持仓与交易拥挤度快速抬升，筹码结构脆弱，预期边际变化易引发一致性踩踏；二是海外AI产业预期分化，海外企业融资扩张后商业化落地不及预期，估值调整情绪沿全球AI产业链传导，压制国内科技板块风险偏好；三是美联储加息推高全球无风险利率，长久期的科技成长股估值承压明显。

“这轮科技股剧烈调整主要是因为海外AI叙事边际转弱、海外流动性预期趋紧以及交易拥挤度出清等因素。” 星石投资副总经理、首席策略投资官方磊表示，此轮AI科技股抱团瓦解速度较快的原因可能在于两方面：一是此轮调整起点的交易拥挤度过高，7月初，成交额位居前5%的个股成交占比达到54%，接近历史最高水平，主动权益公募基金对通信、电子的配置比例也达到了A股机构抱团史上的极高水平，叠加杠杆资金和交易型资金参与度较高，资金趋同交易会放大波动，并有形成负反馈的风险。二是这轮AI叙事锚在海外，叙事转变带来的利空因素更像是突然发酵的全球范围风险，而以往抱团瓦解主要是由企业盈利逐级下修驱动的，国内业绩预期变化相较而言是更慢的变量。

对于科技股回调，东吴证券首席策略分析师陈刚表示，当前科技板块回调幅度已经比较充分，市场处于底部区间，政策底已经显现，悲观预期得到较大释放。但筹码出清还需要时间，短期容易反复震荡。

镜像反转 资金避险驱动传统板块估值修复

长期持有科技股的投资者张易（化名）说：“上半年赚得很多，现在已经亏不少了，有点进退两难。‘赚过’真是一个悲伤的词。”

“赚过”也是很多投资者的遗憾。而在科技股上半年和下半年以来表现迥异的同时，可以看到，以银行板块为首的一些传统板块下半年以来一举扭转了上半年的调整态势，近期更有不少银行股连创历史新高。

对于市场这种风格反转式的极致分化，财通证券研究所策略首席分析师徐近峰表示，风格反转背后的逻辑可以拆成三层来看：第一，上半年传统板块承压，核心是资金虹吸效应。当时市场整体资金不算充裕，价值类ETF还出现阶段性流出，存量资金都往景气度更高的科技赛道集中，银行、食品饮料这些传统板块资金被抽离，估值持续承压。第二，下半年价值板块修复，是性价比驱动的资金回流，科技和价值的相对估值差拉到了历史高位，性价比差异非常明显。随着科技板块进入调整，资金要找更有安全边际的方向，就自然回流到价值板块，带动估值修复。第三，极致分化的根源，还在于科技行情的极致演绎。正是上半年科技赛道拥挤程度达到顶点、短期性价比下降，资金才会往低估值、高确定性的价值板块寻求再平衡，最终形成了两端走势反差极大的分化局面。

“这一轮分化是典型的资金再平衡。”陈刚表示，上半年资金单向涌入科技成长板块，传统板块持续低配、估值承压；下半年资金从高拥挤的成长赛道流出，转向低估值、高现金流、高分红的红利价值板块避险。

方磊也表示，这轮分化的特点，一是行业层面的极致，上半年科技显著跑赢、传统行业持续失血，涨跌两端均集中在少数行业；二是切换速度快，7月以来风格几乎以镜像方式完成再平衡。

黄付生表示，本轮市场极致分化最突出的特点是马太效应显著，上半年科技赛道资金持续流入，行情自我强化，估值不断抬升；银行、食品饮料等传统板块资金配置偏低，即便基本面无明显恶化也持续承压，板块收益差快速拉大，形成“强者恒强、弱者恒弱”的循环。下半年市场风格快速转换，资金避险需求支撑银行、消费板块震荡上行。

黄付生认为，分化主要源于两方面因素叠加：一是宏观顺周期修复节奏偏慢，内需复苏平缓，顺周期行业盈利缺乏超预期催化，市场共识性主线稀缺，资金向少数确定性方向聚拢；二是全球AI产业大周期共振，海内外科技板块形成统一投资主线，机构资金配置行为高度趋同，进一步加剧与传统板块的分化。

增量资金换轨 从融资驱动转向ETF资金托底

增量资金是驱动市场行情上涨的重要因素。从资金层面来看，上半年，融资资金是市场重要的增量资金来源，A股融资余额累计增加4729.37亿元。下半年以来，股票型ETF成为市场主要的增量资金来源，截至11月18日，股票型ETF累计净流入10016.52亿元。

谈及A股未来的增量资金，方磊认为，短期A股市场资金面或处于弱平衡状态，杠杆资金可能仍在出清，而稳市资金、中长期配置资金和ETF抄底资金有望形成对冲，但趋势性增量资金入市可能还需要等待，股市或呈现存量资金博弈特征，资金边际流动方向可能会导致板块表现分化。

“近期股票型ETF持续净流入，成为平滑市场波动、承接卖压的关键资金力量。”黄付生表示，展望后续，A股资金面长期向好的基础坚实，ETF常态化净流入与长期资本入市政策形成共振，共同构筑中长期资金支撑格局。一方面，A股估值处于历史偏低区间，配置性价比凸显，ETF作为中长期资金入市的核心载体，在产品体系持续完善的背景下，有望延续净流入趋势，持续补充市场流动性。另一方面，监管层持续出台举措打通中长期资金入市堵点，完善长周期考核、拓宽入市渠道等，推动长钱长投生态形成，为市场提供稳定可持续的长期资金供给。

徐近峰表示，往后看，A股资金面可以按三类资金梳理：一是ETF资金，预计以左侧托底为主。股票型ETF更多体现为市场承压阶段的左侧承接力量，市场调整时流入托底，行情缓和之后也可能阶段性止盈流出；ETF资金是重要的市场稳定器，但不是持续的单边增量资金。二是险资，或成为主要持续增量资金：在保费稳步增长、配置规则引导下，险资对权益资产的配置需求稳步提升，预计会延续平稳的新增流入节奏，配置方向也会更偏向高股息、低波动的价值类资产。三是右侧资金，弹性尚待观察。融资资金、公募新发基金、个人投资者入场资金等，都属于右侧资金；如果市场没有走出明确的指数级别的β行情，这类资金的入场规模大概率保持温和，很难快速放量。

“全市场增量资金总量依然有支撑，但幅度较行情景气阶段会有所收敛。”徐近峰表示，只要不出现大规模的产品赎回，资金面大概率维持平稳状态，足够支撑结构性行情展开。

均衡配置 对冲单一风格波动

行至当前阶段，对于非科技板块和科技板块应如何看待？黄付生坦言，经历前期极致分化行情与科技板块回调后，市场风格正逐步走向再平衡，科技与非科技板块相对性价比差距持续收窄，未来风格将更趋均衡，两类资产各有支撑，整体上“皆可为”。科技板块估值与筹码压力已大幅释放，产业成长核心逻辑未变，自主可控主线更加清晰，后续将从赛道普涨转向基本面驱动的个股α行情，具备技术壁垒与业绩兑现能力的标的仍有成长弹性。非科技传统板块估值处于历史低位，安全边际充足，随着经济稳中向好、内需修复推进，盈利边际改善信号显现，叠加高股息属性契合中长期资金配置需求，估值修复逻辑持续验证，兼具防御与配置价值。

“科技板块经历调整后，估值泡沫得到消化，AI产业革命、自主可控的长期底层逻辑没有消失，只是从普涨进入强分化阶段，优质龙头具备中长期配置价值。”陈刚认为，银行、食品饮料等红利价值板块，短期充当了资金避风港的角色，估值修复后收益空间会逐步收窄。未来市场更可能是反复轮动，单边极致行情将减少，科技看产业催化，红利看估值与分红性价比。

方磊认为，目前应该同时保持对科技板块和非科技板块的关注，均衡配置或为更优解。

对于A股后市，徐近峰认为，在增量资金温和、基本面缓步修复的背景下，A股很难走出单边的趋势性行情，大概率维持区间震荡的格局，向上和向下的空间都相对有限。

方磊表示，短期看，A股以结构性机会为主，新一轮趋势性行情可能需要新的产业强驱动出现。中期视角下，当前股债性价比有所改善，当股市风格回到偏均衡状态后，需要挖掘各个板块中的α机会。

“在监管引导上市公司强化股东回报的导向下，A股正逐步转向以企业盈利和真实回报为核心的基本面驱动格局，呈缓慢上行态势，行情运行更平稳，波动逐步收窄。”黄付生表示，要平滑收益起伏，核心是摒弃单边押注思路，坚持科技成长与顺周期价值均衡配置。两类资产驱动逻辑天然互补，科技成长贡献弹性，顺周期价值提供稳健底仓，可有效对冲单一风格波动，平滑净值曲线。

行业标准落地 国产化向多工序拓展

半导体材料设备板块触底回升

● 本报记者 谭丁豪

近期，半导体材料设备板块震荡回升，产业端也迎来新进展。行业专属质量管理体系标准获批，前期扩产订单陆续转化为收入，国产设备新品加快导入客户产线，零部件企业持续拓展供货。

分析人士认为，国内晶圆厂新建产能与存储厂工艺升级同步推进，有望带动设备采购及配套耗材需求增长。国内厂商正从供应单一机型向覆盖多道关键工序拓展，国产化有望加速。后续可关注扩产项目进度、设备订单落地及新品验证情况，把握设备、材料与先进封装等领域的投资机会。

半导体材料设备板块回升

Wind数据显示，截至11月19日收盘，中证半导体材料设备主题指数当日上涨2.38%。个股方面，江化微涨停，中微公司涨逾5%，拓荆科技涨超4%，北方华创、芯源微均涨超3%。

本周前三个交易日，半导体材料设备板块先跌后涨。11月16日，中证半导体材料设备主题指数下跌5.11%，17日、18日分别上涨3.97%、1.79%，至18日收盘已收复16日的跌幅。拉长时间看，材料设备股此前调整较深。该主题指数自8月18日阶段性高点至11月3日低点已回落超43%，11月4日至19日累计涨超22%。

在产业端，工业和信息化部日前批准《半导体设备与零部件质量管理体系》行业标准，旨在系统规范半导体设备与零部件全生命周期质量管理。新标准深度贴合行业特性，重点规范超洁净全过程监管、供应链韧性管理、设备可靠性管控、纳米级工艺精度控制以及整机和关键零部件全生命周期追溯等核心环节，是我国半导体设备与零部件行业第一套专属质量管理体系标准。

此外，上市公司业绩也反映出上游需求的变化。中信建投证券电子行业首席分析师姚康表示，今年第三季度，半导体设备、材料及零部件板块合计实现归母净利润95.64亿元，同比增长81%，环比增长23.6%。前期扩产订单陆续转化为收入，生产规模扩大也带动了利润增长。

国产设备拓展封装应用

前期订单陆续转化为收入的同时，国产设备厂商也在把新产品送入客户产线。

11月16日，中微公司在业绩说明会上表示，主要客户扩产需求旺盛，多款新品正导入客户产线。各类薄膜设备收入增速明显高于公司整体，薄膜业务收入占比持续提高。为保障交付，公司根据订单提前储备海外核心零部件，并与国内供应商合作，加快导入国产部件。

在封装环节，中微公司日前披露，首台双反应台等离子体晶圆切割设备已付运国内集成电路封装客户。该设备沿用已在量产中验证的深硅刻蚀技术，可缩窄切割道，减少切割对芯片的损伤。

在薄膜沉积环节，拓荆科技三季报显示，公司多款设备在先进存储、先进逻辑客户产线上的量产规模扩大。截至报告披露日，公司累计出货超过4400个设备反应腔。公司前三季度营业收入同比增长23.70%，第三季度单季同比增长1.84%，主要与当季验收的产品结构、设备平台类型有关。

整机之外，国产零部件也在扩大供货。11月13日，第六届国际新材料产业大会在安徽蚌埠开幕，合肥赛默科思半导体材料有限公司的国产合成石英部件项目亮相，相关产品已批量供应国内龙头半导体企业。新莱应材在11月12日的机构调研中表示，高纯气体输送、洁净真空系统等产品受益于半导体客户扩产，在手订单保持较好水平。

封装厂也将资金投向上游设备企业。华天科技11月18日公告显示，公司下属企业西安天利参与设立的江苏盛宇芯天产业投资合伙企业（有限合伙）于11月17日完成登记注册。公司11月17日披露的《合伙协议》主要内容明确，基金投资方向为“直接或间接投资于中国境内半导体装备领域的未上市企业股权”。

机构看好设备与配套耗材

封装厂通过股权投资布局上游，存储厂的扩产计划则为观察国产设备和耗材的新增需求提供了另一条线索。

姚康认为，半导体国产化有望加速，国内晶圆厂新建产能与存储厂升级工艺同步推进，新产线设备采购有望增加，现有产线升级也给国产机台提供了验证机会。国内厂商已在刻蚀、薄膜沉积、清洗、化学机械抛光和测试等环节积累了产品基础，正从供应单一机型向覆盖多道关键工序拓展。

扩产计划何时体现为设备订单？国金证券电子行业首席分析师樊志远将观察重点放在长江存储、长鑫存储等厂商的项目进度上。他认为，随着设备搬入厂房、安装调试陆续展开，新一轮采购框架协议和批量订单有望落地。对材料供应商而言，既有产线开工率提升也会增加耗材用量，可关注抛光液、抛光垫和靶材等品种。

东吴证券机械行业首席分析师周尔双表示，先进存储芯片堆叠层数增加，带动刻蚀、薄膜沉积和量检测环节的设备投入。据其团队测算，这三类设备占存储设备资本开支的比重合计超过五成。在测试环节，连接测试机与晶圆的探针卡需要按芯片设计定制，量产后还需随探针磨损而更换。具备探针制造与整卡设计能力的国内厂商，有望同时受益于新品开发和存量替换。

封装设备也受益于存储需求增长。万联证券研究所TMT行业首席分析师夏清莹表示，应用材料公司第四财季面向动态随机存取存储器（DRAM）制造和先进封装的设备收入均创新高，三星也已启动面向高带宽存储器的先进封装项目。她认为，国内算力建设有望带动存储厂商增加设备采购，看好半导体设备、材料及先进封装产业链的投资机会。