

策略周思考

从低估值到硬科技

核心观点

国内机构过往对A股银行板块超配的逻辑在于高景气，海外机构对于美股银行的偏好在于低估值。2024年大多数银行股实现了正向的涨跌幅，呈现出普遍上涨和高换手率双重特征。在宏观经济磨底阶段，银行股凭借低估值、高分红、盈利增速和盈利同比韧性强的特性，得到配置型资金的青睐，被用来和成长、消费仓位进行对冲。低估值板块主要集中在银行、建筑工程、交通基础设施、石油天然气等顺周期领域，2024年普涨得益于风险偏好改善下的资金催化和政策呵护。过去10年间美国主动基金超配银行板块、低配信息技术板块，近年来正逐步加仓信息技术板块、减仓银行板块。历史上，美国银行股兼具高胜率和高弹性，仅在1977-1980和2007-2011经济下行期跑输。美国主动基金对银行路径依赖的原因为低估值为银行提供足够的安全边界、银行在利率下行期通过提高手续费或非息收入仍能实现利润净增长、以及银行板块在美股整体分红贡献中占有举足轻重的作用。中国主动基金在2005-2009年期银行高景气期间超配银行板块。其一，银行板块业绩波动率远低于食品饮料等板块；其二，当时契合城镇化和工业化过程中融资快速扩张，是按照高ROE的成长股逻辑配置。

中美两大市场中，银行和信息技术分别是低估值和高成长的典型代表行业，机构习惯高景气的逻辑和低估值的逻辑各有利弊。A股主动配置型资金对高景气存在路径依赖，与美股主动配置型资金对低估值存在路径依赖异曲同工。前者在经济周期震荡磨底时对回撤控制的难度大，后者在成长概念爆发时容易出现跑输甚至亏损。

春节后到“两会”前的时间范围内，DeepSeek催化AI投资浪潮，高成长范式有望延续，同时关注“反内卷、扩内需”结构利好的行业。2月份处在经济数据空窗期和政策目标真空期，科技概念催化春季攻势有望延续，中长期来看银行等低估值、高股息资产（特别是国央企属性）依然适合作为底仓；在供需两侧发力，化解重点产业结构矛盾的政策利好下，产业格局重塑在提振利润和迎来市场拐点方面均可以期待。目前市场处在特色投资周期第一阶段，即从对价格和周期脱敏的低估值、高分红，再到对经济周期脱敏的科技成长，后续有望步入第二阶段，即从科技成长转为供需格局优化、业绩和价格明确改善的中游制造和下游消费领域，风格切换的传导过程，有待产能利用率、价格信号等逐步验证。1月底数据显示，中间生产环节价格有回暖信号的行业包括化学原料及化学制品制造业、专用设备制造、高端装备制造业等中游板块。

风险提示：国内AI应用端的不确定性；2025年美国再通胀和美联储货币政策不确定性等；文中出现的基金、个股等仅为复盘梳理，不作为投资推荐依据。

策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)

6682.25/10.49

创业板/月涨跌幅(%)

2191.76/10.96

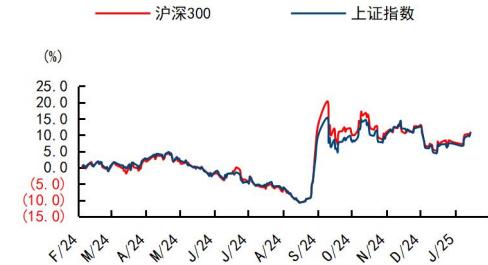
AH股价差指数

135.25

A股总/流通市值(万亿元)

79.98/73.20

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《资金跟踪与市场结构周观察(第五十二期)-行业层面成交额集中度保持上升趋势》——2025-02-11

《估值周观察(2月第1期)-人工智能估值持续扩张》——

2025-02-09

《2月策略观点——以我为主，灵活应对》——2025-02-05

《多元资产配置系列(十九)-黄金上涨的逻辑：全球避险资产不足》——2025-02-04

《策略专题-BSD公式：红利为基，深挖成长机遇》——

2025-02-04

内容目录

复盘 2024 年行情看低估值崛起	4
从美国银行和信息科技板块轮动看投资	5
A 股市场惯性：高成长的重仓和低估值的欠配	10
全球人工智能浪潮催动的新成长投资	12
价值投资范式审视：低估值 vs 硬科技	16
风险提示	19

图表目录

图1：风格和行业视角：经济周期下的高/低估值和红利股复盘	4
图2：美国银行业非利息收入类别构成和动态演绎	6
图3：商业银行非利息收入类别汇总	6
图4：银行与信息科技指数、股息率、市盈率和市净率走势	6
图5：海外主动基金买入、卖出、减持美国硅谷银行股份数额	7
图6：硅谷银行等一系列美国银行业风险事件中，美国银行股表现	7
图7：美国银行股估值（价格/公允价值）走势	8
图8：1974年以来，美股历年各行业回报率从高到低排序	9
图9：SPX各行业市值走势：银行和信息科技遥遥领先	9
图10：SPX指数的各行业回报贡献率构成情况	9
图11：标普500行业市值	10
图12：美股分红回报：分行业的贡献构成情况	10
图13：国内主动股基对A股银行板块的配置以及银行股ROE走势	10
图14：DeepSeek供应商指数过去一年间股价走势	11
图15：本轮美股人工智能科技行情的六维逻辑推演	12
图16：上一轮科技股浪潮时代表性股票的关键数据复盘	13
图17：AI产业链框架图谱	13
图18：本轮美股人工智能科技行情的六维逻辑推演	15
图19：本轮美股科技行情的起承转合重现	16
图20：价值投资的范式示意图	17
表1：2023年以来国内人工智能产业政策汇总	14
表2：价值投资四种阶段的分类和含义阐释	16

复盘 2024 年行情看低估值崛起

首先，透视经济周期来看不同阶段下各类风格回报表现，可以发现低估值和高分红属性最为适用于经济震荡磨底时的场景。(1)从经济周期角度：在经济上行（复苏、过热）时高估值板块表现较好，经济磨底时低估值板块表现较好；布局投资策略角度，经济上行期间配置高估值品种进攻，下行周期特别是衰退阶段配置低估值品种防御。(2)在风格表现方面：经济上行布局高估值，磨底阶段布局低估值防御；大盘股和红利股对冲经济震荡磨底阶段，消费/成长与金融属性相克，可以作为配对交易的品种来平衡收益、对冲风险。结合盈利增速，本文发现大小盘、红利和五大风格的涨跌幅表现出更强的估值驱动，风格的跨周期轮动也取决于估值驱动。随着经济周期由冷转暖，中小盘、周期的盈利修复结构特征更突出。对应到投资决策角度，在经济周期由暖入冷期间适合增配大盘和红利，以往经验显示大盘股和红利指数、金融和稳定板块在经济震荡磨底阶段表现最佳；布局投资策略角度，在经济上行期间配置高估值品种进攻，下行周期特别是震荡磨底阶段配置低估值品种加以防御。

图1：风格和行业视角：经济周期下的高/低估值和红利股复盘¹

	超额收益			盈利增速(年化)			盈利同比变动(年化)		
	低估值	高估值	红利	低估值	高估值	红利	低估值	高估值	红利
衰退	11%	-15%	7%	13%	-53%	10%	-10%	67%	-12%
复苏	-14%	0%	-4%	-4%	175%	1%	14%	-14%	19%
过热	1%	4%	-3%	14%	26%	26%	2%	36%	3%
滞涨	-7%	-2%	-3%	10%	36%	7%	-14%	-48%	-15%
五大板块超额收益									
周期	消费	金融	稳定	成长	周期	消费	金融	稳定	成长
	-5%	-11%	19%	21%	-10%	-54%	28%	23%	-36%
衰退	4%	11%	-11%	-8%	8%	159%	11%	-8%	256%
复苏	-8%	3%	4%	-5%	9%	3021%	25%	23%	10%
过热	4%	3%	-9%	-6%	6%	34%	12%	8%	31%
滞涨									
五大板块的盈利增速(年化)									
周期	消费	金融	稳定	成长	周期	消费	金融	稳定	成长
	-9%	-13%	17%	21%	-10%	-96%	13%	-3%	-6%
衰退	1%	11%	-11%	-8%	8%	144%	59%	10%	48%
复苏	-8%	3%	4%	-5%	9%	3021%	25%	23%	10%
过热	4%	3%	-9%	-6%	6%	34%	12%	8%	31%
滞涨									
五大板块的盈利同比变动(年化)									
周期	消费	金融	稳定	成长	周期	消费	金融	稳定	成长
	-74%	-76%	-15%	-39%	-10%	-74%	-76%	-15%	-39%
衰退	4%	11%	-11%	-8%	8%	144%	59%	10%	48%
复苏	-8%	3%	4%	-5%	9%	3021%	25%	23%	10%
过热	4%	3%	-9%	-6%	6%	34%	12%	8%	31%
滞涨									

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

通过复盘 2024 年银行股上涨行情可以发现，普涨行情的基础就是稳定分红和低估值。从数据来看，大多数银行股在 2024 年实现了正向的涨跌幅，普遍上涨和高换手率双重特征。国有大型银行稳健增长，如工商银行、农业银行、建设银行，涨跌幅分别为 52.39%、54.74%、42.43%，投资者结构也较为稳定。股份行成交活跃、表现突出：股份制银行如招商银行、浦发银行、华夏银行等表现尤为突出，涨跌幅分别达到了 49.77%、61.14%、51.23%。这些银行的成交额和成交量也相对较高，显示出市场对其的认可。城商行分化明显：城商行的表现分化较明显，部分银行如杭州银行、南京银行、江苏银行等涨跌幅较高，分别达到了 55.97%、57.96%、56.49%。这些银行的成交额和成交量也相对较高，显示出市场对其的积极预期。农商行整体表现良好，常熟银行、张家港行、江阴银行涨跌幅分别为 34.19%、18.23%、28.78%，农商行整体的成交额相对较低，但成交量较大，显示

¹ 计算方法：超额收益看股票风格表现：超额收益可以更好地体现出风格板块/行业表现与基本面的偏离情况（避免牛市/熊市的拖累），我们在绝对收益基础上结合相对收益（即各个风格较全 A 的超额回报来测算）；从盈利增速看基本面：盈利增速的计算基于不变成分股的可比口径：在计算 t1 至 t2 的盈利增速时，锚定 t2 时刻的成分股，通过所有成分股在两个时间段归属净利润的总额变化，计算盈利增速。这样计算的盈利增速规避了指数调仓带来的成分股变动，在跨时间比较上更合理；对于低估值和高估值指数，我们根据指数编制规则重选了成分股，具体流程如下：第一步：全 A 股票池剔除 ST, *ST 个股，剔除 PE、PB 小于 0 的个股；第二步：基于估值&市值筛选：个股 PE<25% (>75%) 分位数；个股 PB<25% (>75%) 分位数；个股市值>中位数；第三步：基于个股流动性进行排序，取流动性前 100 个股。

出其在市场中的活跃度。

如果从银行拓展到整个低估值板块，2024年低估值股票上涨逻辑既有资金驱动，也有政策呵护。（1）市场情绪回暖和风险偏好改善：2024年，市场整体情绪有所回暖，投资者的风险偏好提升。低估值股票通常在市场情绪好转时更受青睐，因为其安全边际较高，下行风险相对较小。（2）机构资金流入：随着市场情绪的改善，资金开始流入低估值股票，尤其是那些基本面良好但被市场低估的公司。资金面上，机构投资者和长期资金开始关注低估值股票，这些资金的流入为股价上涨提供了支撑。具有耐心资本属性的保险资金和养老金在2024年加大了对低估值股票的配置。（3）公司治理和重组概念的催化：在新“国九条”和市值管理十号文催化下，一些低估值股票的公司治理水平得到了提升，管理层采取了积极的措施来改善公司运营和财务状况。这些措施提升了公司的市场形象，吸引了更多的投资者。部分低估值股票的公司进行了重组或并购，这些举措改善了公司的业务结构和盈利能力，从而推动股价上涨。

分主要行业来看上涨原因，低估值股票集中在银行、建筑工程、交通基础设施等行业。（1）**商业银行**：反映了市场对于银行股的谨慎态度，尽管银行作为传统金融行业的代表，通常具有稳定的盈利能力和现金流，但在当前经济环境下，投资者可能对银行的资产质量和盈利能力存在担忧。（2）**建筑与工程Ⅲ**：建筑与工程行业通常受宏观经济周期影响较大，低估值可能反映了市场对于未来基础设施投资增长放缓的预期，或是对行业竞争加剧、利润率下降的担忧。（3）**交通基础设施**：交通基础设施行业包括公路、铁路、港口等，这些资产通常需要大量资本投入，回报周期较长，低估值可能反映了市场对于这些长期投资项目回报率的不确定。（4）**石油、天然气与供消费用燃料**：能源行业受国际油价波动、地缘政治因素以及全球能源转型趋势的影响较大，低估值可能反映了市场对于传统能源行业未来发展的不确定性。

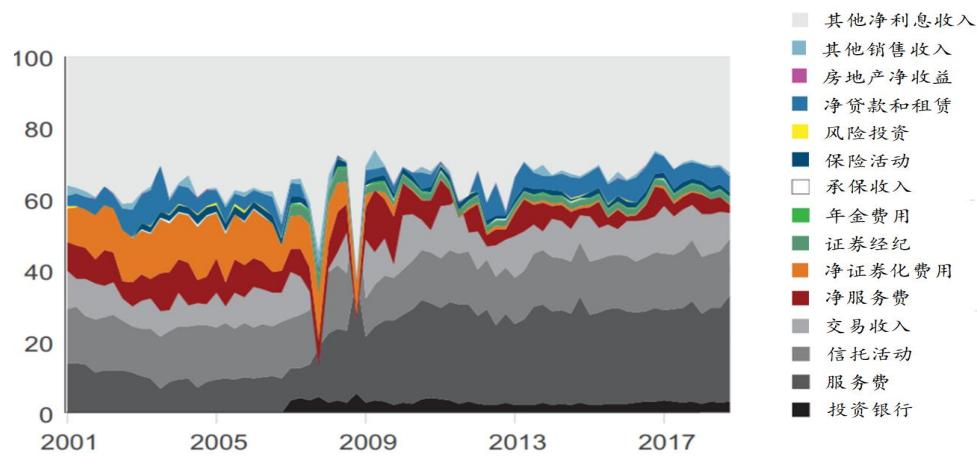
从美国银行和信息科技板块轮动看投资

从普通股票和偏股型公募基金的股票持仓（主动）和指数中行业占比（被动）的相对变化，再结合相应板块走势，可以推导出基金是站上β风口还是具有挖掘α的能力。这里我们以发展时间较长的美国银行股来作为案例分析，从绝对仓位比例来看美国基金在从商业银行切向成长，过去10年间美国主动基金配置信息科技股的比例在提升，而商业银行板块股票比例在降低；而从相对比例来看，主动基金对信息科技板块的配置远没有指数中该行业占比高，主动基金对科技股还是欠配的，对商业银行股则正好相反，主动基金配置商业银行股的比重。我们可以观察到从2020年至2024年，美国银行业的总市值经历了波动上升的趋势。具体来看，2020年银行业的总市值为2.7158万亿美元，到2021年增长至3.3437万亿美元，2022年有所回落至2.9089万亿美元，2023年再次上升至3.2049万亿美元，最终在2024年达到3.9252万亿美元。这一趋势反映了银行业在近年来的市场表现，尽管存在波动，但总体上呈现增长态势。然而，关于美股股市从银行切换成科技的过程，这不仅仅体现在银行行业的市值变化上，更涉及到整个市场的投资偏好和经济环境的变化。从2020年开始，随着全球疫情的爆发，远程工作、在线教育、电子商务等领域的快速发展推动了科技股的强劲表现，投资者对科技股的兴趣显著增加。相比之下，银行业受到了低利率环境、经济不确定性以及监管压力的影响，虽然市值有所增长，但增长速度和幅度远不及科技行业。

自次贷危机以来，联储大幅降息并维持在相对较低的利率水平，息差角度来看，传统信贷业务盈利能力有限，而美国银行业的非利息收入结构经历了显著变化。危机前，银行的非利息收入在总收入中的占比较高，尤其是证券化、交易及房地产相关收入。然而，金融危机后，受金融市场崩溃的影响，这些收入大幅下滑。

与此相对，银行逐步加大了对服务费收入的依赖，尤其是在透支费、ATM 费等传统服务费项目上。从 2001 年至 2018 年，服务费收入在非利息收入中的比重从 14% 跃升至 25% 以上。这一变化与低利率环境密切相关。随着利率的持续下降，传统的利息收入受到压缩，银行通过提高服务费用来弥补这一损失。即便在金融危机后监管政策收紧的情况下，银行依然能够通过增加服务费来实现收入增长，维持盈利水平，中型银行表现尤为突出。

图2：美国银行业非利息收入类别构成和动态演绎



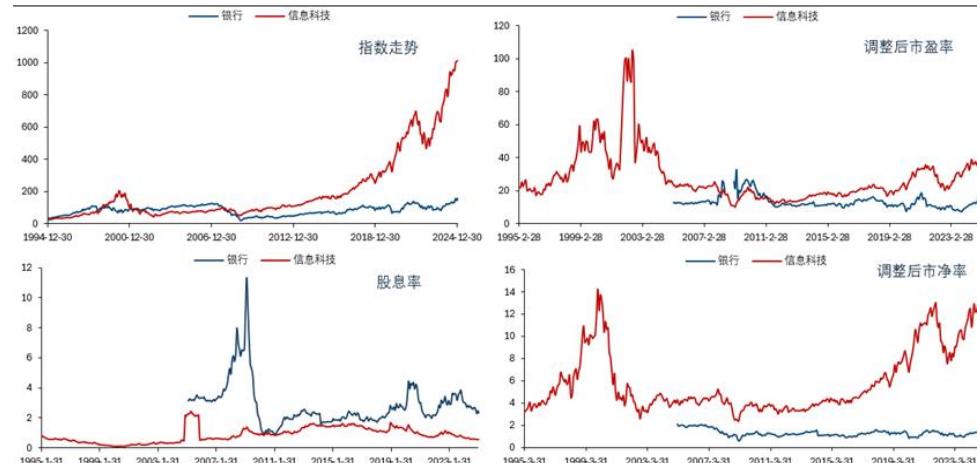
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图3：商业银行非利息收入类别汇总

非利息收入类别	成分
服务费	服务费、ATM 费、支票销售收入、保险箱费、电汇费、卡费
贸易	交易收入、净证券化收入、净贷款和租赁销售额、净房地产销售额、净其他销售额
投资银行	受托活动收入、风险投资收入、证券化费用、年金费用、保险
其他	其他（食品券、房产租金、外汇利润）

资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

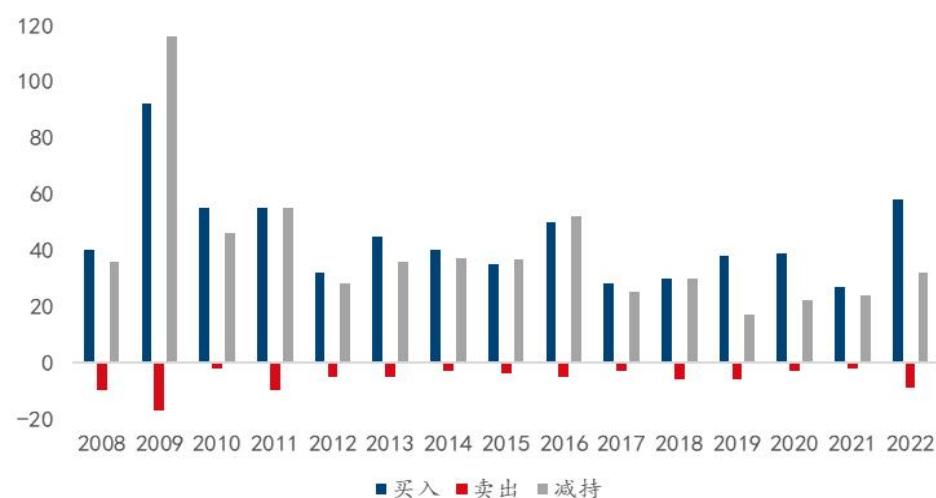
图4：银行与信息科技指数、股息率、市盈率和市净率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

信息科技和银行板块在美股市场上是典型的高景气和低估值策略，在本轮人工智能科技浪潮起步之前，美国的主动产品更加依赖于传统的价值投资理念来配置金融股。甚至在人工智能浪潮前一年的硅谷银行事件中也没有及时退出，美国主动型基金经理基本误判了硅谷银行股票的关键信号，自从 2010 年以来美股主动基金经理在硅谷银行加仓平均保持在 30-40 百万美元左右，2022 年买入规模较前一年甚至实现翻倍；新入场投资每年也在 20 百万以上，2018-2022 年保持了稳步上升的趋势。First Republic Bank、Western Alliance Bancorp、Signature Bank、Zions Bancorp、Comerica、East West Bancorp、U.S. Bancorp 等银行股价在此期间出现不同程度的下跌，和国内投资人倾向于高成长的景气投资范式异曲同工，海外投资人再 2023 年之前的相当长的时间里对低估值有路径依赖。

图5: 海外主动基金买入、卖出、减持美国硅谷银行股份额



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

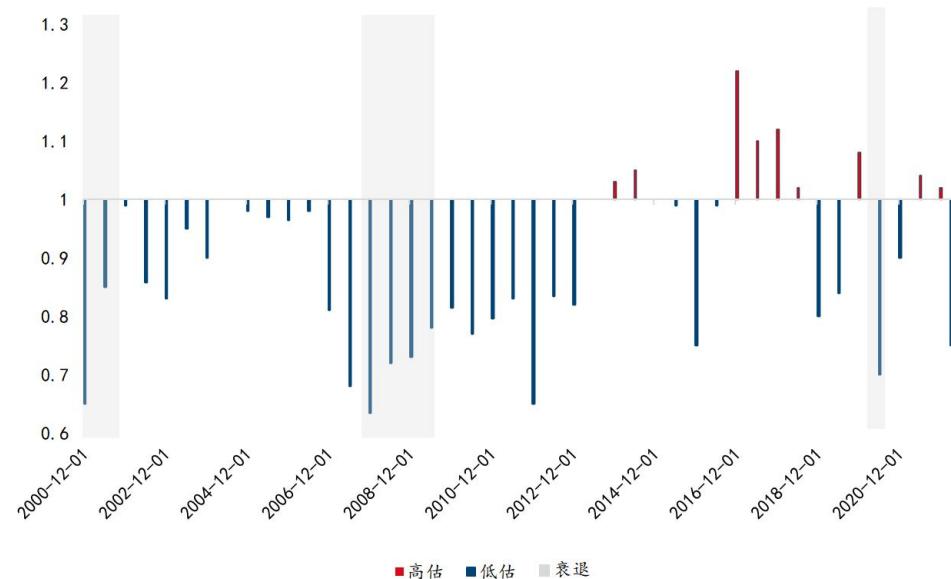
图6: 硅谷银行等一系列美国银行业风险事件中，美国银行股表现



资料来源：晨星，彭博，国信证券经济研究所整理

从估值来看，美国银行股常年处在被低估的价值洼地。从时间序列的角度如果按照价格/公允，价值比率来对美国银行股进行估值，则在过去 20 年间的大多时间里银行板块都是低估的，特别是在次贷危机、新冠疫情、硅谷银行冲击三次期间达到谷底，而 2014、2017 年以及 2021 年短期估值在一倍以上。按照行业可比口径，定位到周期属性的美股金融板块来看，海外金融业估值处在中等偏低的位置。

图7：美国银行股估值（价格/公允价值）走势



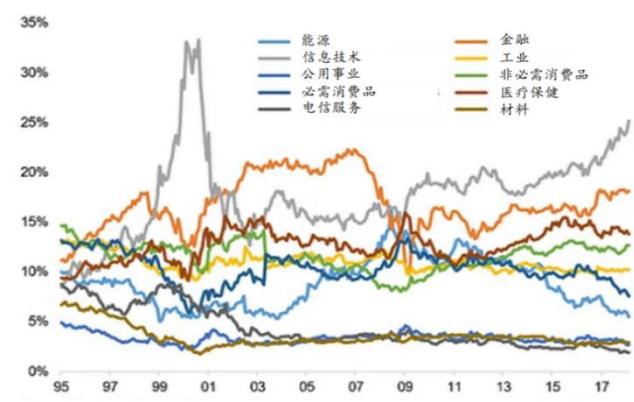
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

造成美股投资人对银行业长期路径依赖的主要原因，在于历史经验上金融股兼具高胜率和高弹性。如果拉长时间来看，金融板块在美股核心资产指数中的贡献无论是在短期（3 个月以内）还是中长期（5 年）都是正贡献，特别是在 6 个月的时间窗口内，对指数近 20% 的正向贡献中达到 7% 左右。按照市值占比来看，美股的市值冠军宝座基本是在金融和信息科技间轮动的，1995–99 年间和 2002–08 年间 SPX 指数中金融板块位列第一、超过信息科技，其他时点均位列第二。从 2010–2024 年走势来看，2012、2013、2016、2017、2019、2021、2024 年间美国银行股收益率都排在全行业前四位（top 1/3），占到近一半的年份。若回溯到 1974 年，则美股金融板块仅在 1977–1980 和 2007–2011 年间经济不振的时候才出现连续几年的股价亏损。1977–1980 年期间，美股市场经历了一系列的波动，这期间的经济背景包括了高通胀、利率上升以及经济的不确定性。此时亚历山大、JACOBS SOLUTIONS 等收益于房地产、基础设施和环境项目等相关政府支持领域，以及亚当斯资源与能源这类在能源紧俏危机期间有强烈供给限制的股票才出现不同程度上涨。

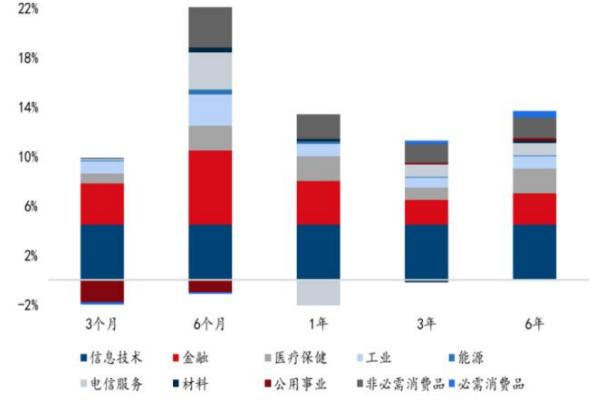
图8: 1974年以来, 美股历年各行业回报率从高到低排序

1974	医疗保健8.3	材料5.2	必需消费品3.5	金融2.4	能源2.2	公用事业1.6	工业-6.4	非必需消费品-7.8	信息技术-9.1
1975	非必需消费品32.3	公用事业15.9	材料9.1	金融6.7	工业-0.7	必需消费品-2.7	信息技术-3.5	能源-13.2	医疗保健-26.7
1976	能源11.2	金融11	公用事业10.3	工业3.8	必需消费品3.3	信息技术1.5	材料-0.8	非必需消费品-5.9	医疗保健-21.9
1977	公用事业17.4	能源5.3	工业3.8	医疗保健2.6	工业2	信息技术2.5	金融-1.7	必需消费品-11	医疗保健-15.7
1978	信息技术7.9	能源5.2	工业3.3	医疗保健5	材料4.6	金融-0.8	必需消费品-1.1	非必需消费品-7.7	公用事业-11.9
1979	能源26.9	材料14	医疗保健1.2	工业2	金融-0.1	公用事业-3.9	金融-3.5	非必需消费品-14	医疗保健-15.5
1980	能源42	工业7.8	医疗保健1.2	材料4.6	非必需消费品-14.4	非必需消费品-9.3	材料-5.3	公用事业-15.5	必需消费品-17.1
1981	必需消费品22.4	金融15.4	公用事业13.8	医疗保健8.3	金融3	金融-15	信息技术-15.1	信息技术-13	医疗保健-14.9
1982	信息技术32.6	非必需消费品27	公用事业7.5	公用事业3.9	工业-7.3	工业-7	材料-12	能源-18.7	材料-13.3
1983	工业10.4	材料6.6	信息技术4.9	能源3.3	非必需消费品-0.5	非必需消费品-3.6	金融-4.1	能源-33.8	能源-13.2
1984	公用事业20.5	必需消费品8.5	金融4.4	能源1.8	医疗保健0.2	工业-7	信息技术-7.2	信息技术-25	信息技术-25
1985	必需消费品11.7	医疗保健11.2	金融9.2	金融0.8	工业-1.7	公用事业-3.6	金融-7.9	公用事业-12.6	医疗保健-21.9
1986	必需消费品15.1	医疗保健11.6	材料7.5	能源3.5	工业-1.4	工业-2.6	材料-6.4	信息技术-19	信息技术-19
1987	材料17.1	信息技术8.9	必需消费品6.8	金融0.7	医疗保健1.4	工业-3.6	金融-4.6	必需消费品-10.3	信息技术-37.6
1988	必需消费品13.2	非必需消费品8.2	能源4.8	公用事业1.5	医疗保健1.4	工业-4.1	材料-9.2	非必需消费品-10.9	金融-18.3
1989	必需消费品16.6	医疗保健11.2	能源8.7	公用事业6.2	金融1.7	工业-4.8	材料-8.5	非必需消费品-10.3	能源-25.2
1990	必需消费品20.9	医疗保健17.3	能源6.7	信息技术5.4	公用事业2.6	工业-3.4	材料-5.5	非必需消费品-9.1	医疗保健-23.2
1991	医疗保健21.6	金融19.4	必需消费品17.8	工业1	非必需消费品-1.6	工业-5.7	信息技术-4.2	能源-5.3	必需消费品-16.7
1992	金融15.8	非必需消费品12.1	材料2.9	工业2	公用事业0.9	工业-19.1	金融-19.5	金融-4.6	公用事业-12.8
1993	非必需消费品10.6	信息技术9.7	工业9.6	材料4.5	公用事业3.5	工业-19.3	金融-26.1	材料-20.1	医疗保健-30.4
1994	信息技术18.5	医疗保健12	必需消费品4.5	材料4	能源1.3	工业-3.7	材料-8.8	信息技术-15.2	信息技术-29.4
1995	医疗保健21	金融16.2	工业2.2	信息技术1	必需消费品0.7	公用事业6.1	医疗保健-0.2	信息技术-13	公用事业-20.2
1996	信息技术19.3	金融13.3	能源2.8	工业1.9	必需消费品1.6	医疗保健-0.8	工业-4.1	非必需消费品-3.9	信息技术-14.7
1997	金融16.2	医疗保健7.9	必需消费品3.5	非必需消费品-3.8	信息技术-5.3	工业-5.7	金融-4.9	必需消费品-12.8	医疗保健-13.6
1998	信息技术48.5	医疗保健12.8	非必需消费品4.5	必需消费品-5.7	公用事业-14.2	工业-19.1	材料-8.2	医疗保健-6.3	医疗保健-8.9
1999	信息技术56.4	材料9	非必需消费品-0.1	工业-2.7	能源-6	工业-19.3	金融-26.1	信息技术-5.1	非必需消费品-10
2000	公用事业67.5	医疗保健47.3	金融35	能源29.1	必需消费品14.7	工业-19.5	材料-25.6	医疗保健-30.4	医疗保健-8.1
2001	非必需消费品16.5	材料15.3	必需消费品8.7	工业4.5	金融3	工业-19.7	金融-19.2	金融-24.1	金融-18.3
2002	必需消费品15.5	材料14.6	金融8	能源5.9	医疗保健2.9	工业-2.9	材料-8.6	公用事业-14.9	公用事业-14.7
2003	信息技术18.2	材料9.7	非必需消费品6.8	工业3.7	金融3.5	工业-2.9	金融-19.3	医疗保健-12.8	医疗保健-12.3
2004	能源20.4	公用事业9.5	金融1.5	材料2.8	非必需消费品0.2	工业-2.3	材料-11.9	材料-11.4	公用事业13.2
2005	能源26.5	公用事业9.7	金融4	医疗保健1.1	非必需消费品-2.8	工业-2.3	能源25.1	能源7.8	材料6.9
2006	能源8.5	公用事业6.1	金融4	材料3	必需消费品-2.2	工业-2.9	工业9.8	工业-2.5	能源21.1
2007	能源28.9	材料16.4	公用事业12.5	信息技术11.5	必需消费品7.7	工业-6.3	金融-10.4	公用事业4.8	医疗保健-2.7
2008	必需消费品23	医疗保健13.6	公用事业7.3	非必需消费品2.9	能源1.4	工业-2.9	金融-10.4	必需消费品5.4	能源-1
2009	信息技术35.6	材料21.9	非必需消费品15.9	工业-5.2	医疗保健-7.3	工业-2.9	金融-10.4	金融-1.7	能源-18.1
2010	非必需消费品12.8	工业11.5	材料7.2	能源5.4	必需消费品-0.8	工业-2.9	金融-10.4	金融-1.7	能源11.8
2011	公用事业17.9	必需消费品11.9	医疗保健10.6	非必需消费品4	能源2.6	工业-2.9	金融-10.4	金融-1.7	金融-19.2
2012	金融12.8	非必需消费品57.9	医疗保健1.9	工业0.7	信息技术0.3	工业-2.7	金融-10.4	材料-11.9	公用事业14.7
2013	非必需消费品43.1	医疗保健41.5	工业40.7	金融35.6	信息技术28.4	工业-2.7	金融-10.4	金融-1.7	公用事业14.9
2014	公用事业29	医疗保健25.3	信息技术20.1	金融15.2	金融1.5	工业-2.5	金融-10.4	医疗保健-20.8	医疗保健-12.3
2015	非必需消费品10.1	材料8.4	医疗保健6.9	信息技术5.9	信息技术13.9	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	公用事业13.2
2016	能源27.4	金融22.8	工业18.9	金融22.2	信息技术13.9	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	材料0
2017	信息技术38.8	材料23.8	非必需消费品23	金融2.7	信息技术0.3	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	能源6.2
2018	材料14.7	医疗保健6.5	公用事业4.1	非必需消费品0.8	金融2.7	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	能源18.2
2019	信息技术50.3	金融32.1	工业29.4	非必需消费品27.9	金融2.7	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	能源11.8
2020	信息技术43.9	能源33.7	非必需消费品33.3	材料20.7	医疗保健13.5	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	金融17.7
2021	金融35	能源34.8	信息技术34.5	材料27.3	医疗保健26.1	工业-2.5	金融-10.4	金融-1.7	公用事业7.1
2022	能源65.7	信息技术28.2	材料12.3	公用事业1.6	必需消费品-0.6	医疗保健-2	金融-10.4	金融-1.7	材料0
2023	信息技术57.8	非必需消费品42.4	工业18.1	材料12.6	金融12.2	医疗保健-2.1	金融-10.4	金融-1.7	能源6.2
2024	信息技术36.6	金融30.6	非必需消费品30.1	工业13	医疗保健12.5	必需消费品14.9	金融-10.4	金融-1.7	金融-1.7
Ann.	信息技术19.8	非必需消费品16.2	工业13	金融12.1	必需消费品10.9	公用事业10.1	金融-10.4	金融-1.7	金融-1.7

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图9: SPX 各行业市值走势: 银行和信息科技遥遥领先


资料来源：Datastream，国信证券经济研究所整理

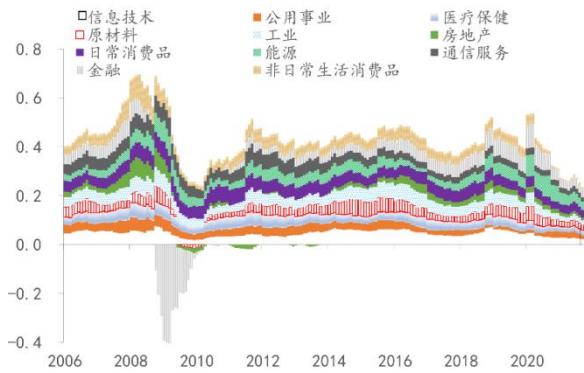
图10: SPX 指数的各行业回报贡献率构成情况


资料来源：Datastream，国信证券经济研究所整理

银行板块作为美股典型的低估值、高股息品种，对美股整体的股息率有举足轻重的影响。以SPX指数为例，可以计算股息率、回购利率，以及经过发行调整后的数值。另外，也可以看到分行业的贡献，如2008~2009年期间金融行业的波动对美股整体股息率波动的影响极为显著，地产行业和原材料等顺周期行业也受到一定的影响。美股红利类指数的积极贡献，多来自于银行板块的驱动。

图11: 标普 500 行业市值


资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

图12: 美股分红回报: 分行业的贡献构成情况


资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

A 股市场惯性：高成长的重仓和低估值的欠配

回到 A 股市场，高景气、高成长的投资策略也是 A 股主动权益投资人坚守的理念，即便在重仓银行股期间，也是银行在城镇化、工业化进程中作为高成长标的来重仓。在国内市场上，主动股票型基金对银行股的配置自 2005 年中开始发力，2005-2009 年间是典型的高景气逻辑，随着银行板块 ROE 的走高、主动股票基金对银行的配置力度不断走强，2009 年曾一度突破 30% 的仓位，此时银行 ROE 一度达到 20% 附近；随后银行 ROE 持续回落，板块表现也震荡下行，主动股基对银行股的配置回落到个位数，自 2011 年以来从此前超配转为长期欠配。相应地，2016 年开始银行板块也陷入到长期破净状态，时至 2025 年 1 月中旬银行板块整体市净率还在 0.53 倍附近，随着市值管理 10 号文的发布，银行股整体破净情况有望逐步得到改善。

图13: 国内主动股基对 A 股银行板块的配置以及银行股 ROE 走势


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

银行股基本面稳定、缺乏足够波动性，这使银行股虽然每隔一段时间就会出现一次突破区间的大涨的现象，但通常股价长期维持在一定区间内波动。丁昶（2023）在《买入银行股》一书中，通过分析 2010 至 2021 年间所有 A 股的历年净利润增长率，发现银行股的业绩波动率仅为食品饮料行业的三分之一，远低于钢铁行业

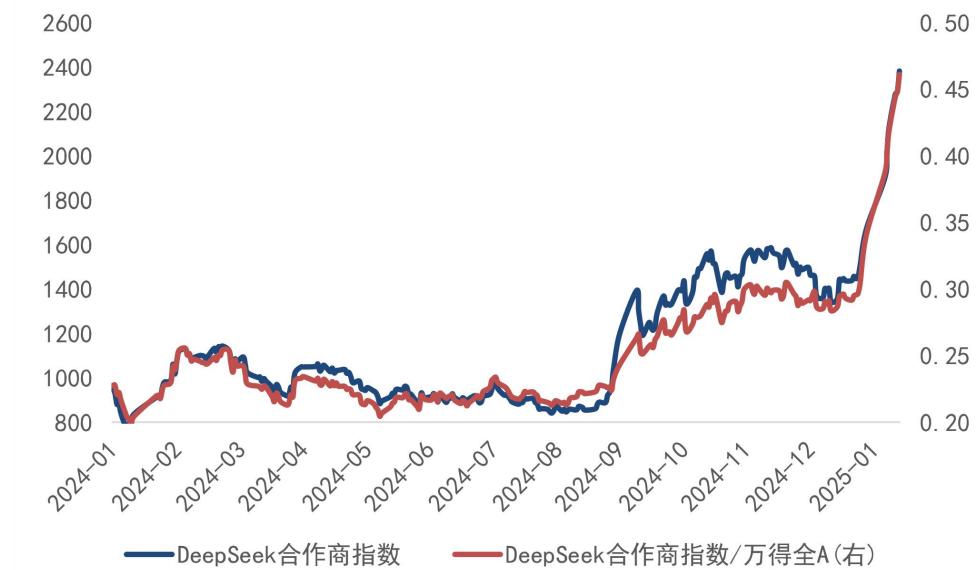
的二十分之一，表现出极为稳定的特征。此外，还对 2015 年底至 2022 年 6 月全体 A 股的炒作能效进行了测算，结果显示，平均每 100 亿成交金额只能推动银行股振幅约 4 个点。稳定的业绩表现意味着，如果市净率长期保持在 1 倍左右，价格增长需要保持在 10% 左右。然而，于短线资金而言，推动 10% 左右的涨幅需要耗费大量资金，而银行股的涨幅较小，且缺乏足够的波动空间，短线资金很难通过频繁操作获利，因此通常不愿意参与这类股票的炒作，导致银行股估值较低。但从整体来看，因为银行股基本面稳健，盈利来源多元，尤其是在低利率环境下依旧能够通过服务费收入弥补了传统利息收入的压缩，其整体胜率高。综合来看，银行股具有低估值、收益稳定、周期波动的特点，使得基金经理在配置时保留一定的银行股比重，尤其是在经济复苏或利率政策变化时，银行板块随即迎来反弹机会。而从主动权益基金的持仓情况来看，银行股的比重还有提升空间。

通过上文对比中美主动股票型产品投资人对于高景气和低估值的权衡：海外投资人在本轮人工智能科技浪潮之前更倾向于低估值的赛道、对银行板块予以超配；而国内投资人更加习惯高成长、高 ROE 的赛道，因而近年较容易错失低估值和银行股的崛起。投资范式的路径依赖背后是海外低估值的安全垫和国内高成长对业绩排名的保障，归根到底都是行业表现的经验所致。因此，海外 2009–2022 年低估值的投资范式下，容易出现错失高回报的机会，而国内 2022 年以来低估值、高股息行情下，景气投资的路径依赖容易难以控制回撤。

新一轮景气投资驱动之下，全球科技板块无疑是增厚收益的重要选择。站在当前的科技浪潮之下，信息科技板块的崛起，如美国科技七巨头指数在 2023 年以来出现全线派上涨，作为 A 股映射体系的中概股科技龙头指数自 2024 年中以来也在震荡中迎来上涨。

随着国产人工智能的前沿平台深度求索（DeepSeek）降低应用成本、提供普惠 AIGC，其合作的供应商中的上市公司同样获得市场广泛的关注，这些公司在云计算、服务器、存储、网络设备等领域为深度求索提供支持，相关的标的汇总而成的股价指数也获得了超额回报。

图14: DeepSeek 供应商指数过去一年间股价走势

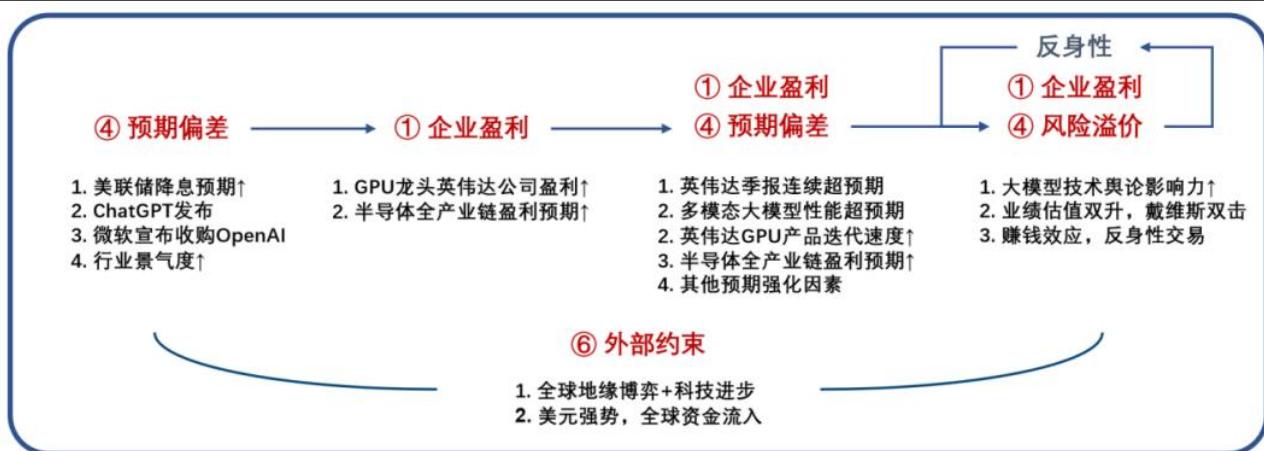


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

全球人工智能浪潮催动的新成长投资

美国股市在 2022 年末，对美联储降息的预期、流动性预期的变化以及 ChatGPT 的诞生，引发了人工智能创新浪潮，并带动了算力芯片需求的暴涨。随后的上涨则进一步受到企业盈利的支撑，尤其是在 2023 年，随着 ChatGPT 的应用持续拓展，全球科技巨头加速布局大模型。（1）**2022 年 11 月至 2023 年 3 月：**美联储降息预期抬升引发市场流动性预期改变，ChatGPT 诞生引发全球新一轮人工智能创新浪潮，微软宣布高价收购 OpenAI 则进一步确认了大模型的潜在商业价值，算力芯片需求暴涨，市场开启上行周期。（2）**2023 年 4 月至 2023 年 8 月：**ChatGPT 连续发布多款全新大模型应用，全球科技巨头开启大模型的竞合模式。GPU 龙头英伟达盈利大幅增长且超市场一致预期，半导体周期上行逻辑初步验证，全产业链盈利预期提升，市场上行周期延续。（3）**2023 年 10 月至 2023 年 12 月：**英伟达季报连续超预期，软硬件迭代速度加快，半导体全产业链盈利拐点出现，流动性预期转向，市场上行周期延续。（4）**2023 年 12 月以来：**人工智能大模型技术舆论影响力提升，软件应用端落地加速，龙头公司盈利能力提升，产业链戴维斯双击验证，投资者乐观情绪扩散，反身性交易加剧。全球科技股的崛起，尤其是大型科技公司如苹果（Apple）、亚马逊（Amazon）、谷歌（Google）母公司 Alphabet、脸书（Facebook）母公司 Meta 等，它们不仅在市值上迅速扩张，而且在市场影响力和投资者信心上也占据了主导地位。这些科技巨头的强劲表现吸引了大量资金流入科技板块，进一步推动了美股市场从传统行业向科技行业的转变。

图15: 本轮美股人工智能科技行情的六维逻辑推演



资料来源：国信证券经济研究所绘制

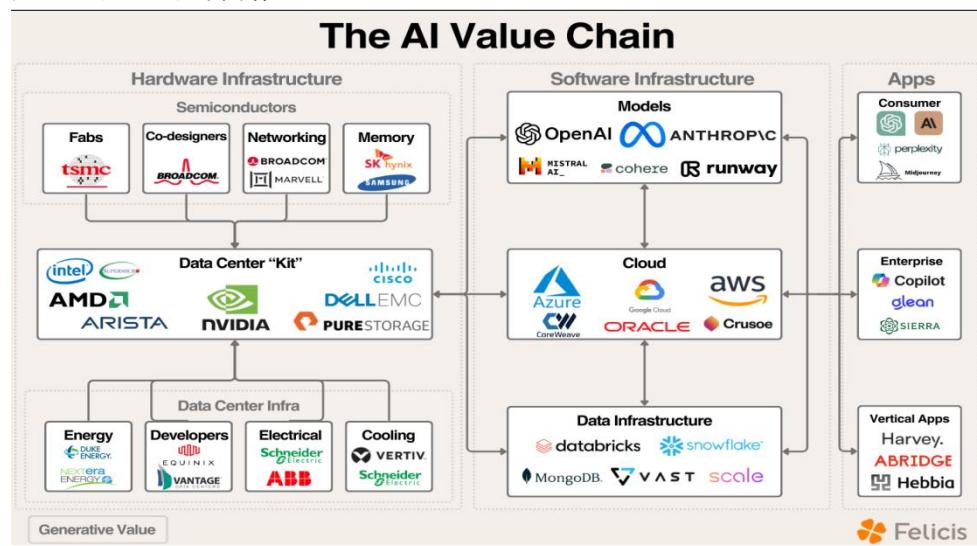
综上所述，美股股市从银行切换成科技的过程，是多方面因素共同作用的结果，包括但不限于经济环境的变化、技术进步、消费者行为的转变以及投资者偏好的变化。这一过程不仅体现在数据上，更深刻地影响了整个资本市场的格局。

全球 AI 需求未来证伪的概率较低，高成长投资范式仍值得期待。借助资本开支、盈利预期等数据，科技的盈利上行趋势仍未改变。据彭博预测，科技七巨头在未来一段时间内资本开支仍将上升，这将带动科技盈利持续上升。从市场对近期财报的一致预期来看，市场对于科技的盈利改善预期较好。

图16: 上一轮科技股浪潮时代表性股票的关键数据复盘


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理 注: 文中涉及的个股标的仅作为历史梳理, 不作为投资推荐的依据

从盈利模式看,本轮AI仍处需求爆发期,需求证伪的可能性较低。广义上讲, AI产业链可分为硬件基础设施(半导体、数据中心和能源)、软件基础设施(云平台、模型、数据)和应用层三个部分。当下大量的基础设施投资已经反映在资本开支上,但应用层的转化仍处于初级阶段。

图17: AI 产业链框架图谱


资料来源: AIMS (Artificial Intelligence made simple), 国信证券经济研究所整理

对硬件基础设施而言,英伟达在半导体收入中占据了大部分份额,其供应链在不同程度上受益,如台积电、博通等。与此同时,大规模的数据中心正在搭建,亚马逊、谷歌、Microsoft 和 Meta 在过去四个季度的资本支出上总共花费了 1770 亿美元。平均而言,从 2023 年第二季度到 2024 年第二季度增长了 59%。Synergy Research 指出,所有超大规模数据中心的总容量仅用了四年时间就翻了一番,而

且在未来四年内，该容量将再次翻倍。现阶段，数据中心的主要受益者是戴尔和SMCI 等服务器制造商，他们提供配备 Nvidia GPU 的机架。从最终需求看，数据中心的建设有赖于 AI 云需求的拉动。

从驱动因素来看，2023 年 A 股出现人工智能牛市的原因主要源于以下几个方面：

①宏观基本面改善：2022 年末国内经济修复，社会生产走强，人民币走强，A 股、港股市场活跃度提升，内外资形成合力。

②产业政策支持：2022 年末 ChatGPT 横空出世后，引发政策和产业层面对人工智能行业发展的高度重视，从中央到地方出台了一系列支持政策，包括资金支持、税收优惠、人才培养、算力基建等，为人工智能行业发展提供了良好的政策环境。

表1：2023 年以来国内人工智能产业政策汇总

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023 年 2 月	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	到 2025 年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，数字经济发展质量效益大幅增强，政务数字化智能化水平明显提升，数字文化建设跃上新台阶，数字社会精准化普惠化便捷化取得显著成效，数字生态文明建设取得积极进展，数字技术创新实现重大突破，应用创新全球领先
2023 年 4 月	国家互联网信息办公室	《生成式人工智能服务管理办法(征求意见稿)》的安全评估规定及管理办法	首次明确了内容生产、数据保护、隐私安全等方面法律依据，确立了人工智能产品
2023 年 5 月	北京市人民政府	《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023—2025 年）》	提出到 2025 年，“核心产业规模达到 3000 亿元，持续保持 10%以上增长，辐射产业规模超过 1 万亿元”等具体工作目标
2023 年 5 月	深圳市人民政府	《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023—2024 年）》	从强化智能算力集群供给、增强关键核心技术与产品创新能力、提升产业集聚水平、打造全域全时场景应用、强化数据和人才要素共五个方面提出 14 条措施
2023 年 7 月	上海市人民政府	《上海市推动人工智能大模型创新发展的若干措施》	围绕创新能力、创新要素、创新应用、创新环境四大方向，重点打造三项计划以及五大平台
2023 年 10 月	国务院	《新一代人工智能发展规划的通知》	提出人工智能三步走战略：第一步，到 2020 年人工智能总体技术和应用与世界先进水平同步，人工智能产业成为新的重要经济增长点，人工智能技术应用成为改善民生的新途径，有力支撑进入创新型国家行列和实现全面建成小康社会的奋斗目标。第二步，到 2025 年人工智能基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平，人工智能成为带动我国产业升级和经济转型的主要动力，智能社会建设取得积极进展。第三步，到 2030 年人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平，成为世界主要人工智能创新中心，智能经济、智能社会取得明显成效，为跻身创新型国家前列和经济强国奠定重要基础。
2024 年 1 月	工业和信息化部	《关于推动未来产业发展新的实施意见》	到 2025 年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。建设一批未来产业孵化器和先导区，突破百项前沿关键技术，形成百项标志性产品，打造百家领军企业，开拓百项典型应用场景，制定百项关键标准，培育百家专业服务机构，初步形成符合我国实际的未来产业发展模式。
2024 年 6 月	工业和信息化部、中央网络安全和信息化委员会办公室、国家发展和改革委员会、国家标准化管理委员会	《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2024 版）》	到 2026 年，我国人工智能领域的标准化建设与科技创新协同发展将显著增强，预计新增国家标准及行业标准超过 50 项，推动构建支撑产业高质量发展的标准化体系，进一步强化标准对产业升级的引领作用。
2024 年 9 月	全国网络安全标准化技术委员会	《人工智能安全治理框架》1.0 版发布	框架以鼓励人工智能创新发展为第一要务，以有效防范化解人工智能安全风险为出发点和落脚点，提出了包容审慎、确保安全，风险导向、敏捷治理，技管结合、协同应对，开放合作、共治共享等人工智能安全治理的原则。
2024 年 12 月	国家发展改革委	《关于推动数字经济高质量发展的指导意见》	到 2029 年，数据产业规模年均复合增长率超过 15%，数据产业结构明显优化，数据技术创新能力跻身世界先进行列，数据产品和服务供给能力大幅提升，催生一批数智应用新产品新服务新业态，涌现一批具有国际竞争力的数据企业，数据产业综合实力显著增强，区域聚集和协同发展格局基本形成。

资料来源：中央人民政府官网、国务院官网、国家互联网信息办公室官网、北京市人民政府官网、上海市人民政府官网、深圳市人民政府官网，国信证券经济研究所整理

③**产业基本面驱动**: 2020年3月16日百度发布了新一代知识增强大语言模型“文心一言”。随后，阿里巴巴通义千问、科大讯飞星火大模型、智谱AI的ChatGLM等纷纷发布。此后，腾讯、华为、京东等头部公司也纷纷入局，围绕大模型的“军备竞赛”日趋白热化。根据科技部新一代人工智能发展研究中心2023年5月底发布的《中国人工智能大模型地图研究报告》显示，中国10亿参数规模以上的大模型已发布79个，正式进入“百模大战”时代。科技公司的积极布局推动了市场对人工智能全产业链的投资信心。

④**市场情绪因素**: ChatGPT的诞生引发了舆论的广泛关注，资金对人工智能板块的追捧加剧，部分中小市值的人工智能概念股受到资金的热炒，股价涨幅显著。随着人工智能技术的不断成熟和应用领域的扩大，市场对人工智能行业的增长预期增强，投资者对行业的未来发展持乐观态度。

从交易的视角出发，根据六要素框架对本轮美股科技行情的演绎逻辑进行重现：

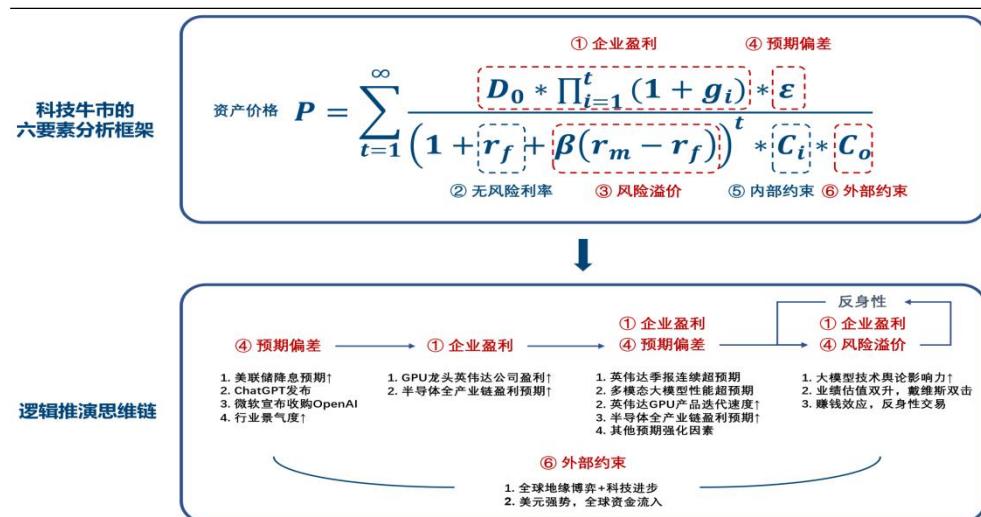
第一段行情（2022年11月至2023年3月）：市场上行的核心驱动力是预期偏差（分子端）。美联储降息预期抬升引发市场流动性预期改变，ChatGPT诞生引发全球新一轮人工智能创新浪潮，微软宣布高价收购OpenAI则进一步确认了大模型的潜在商业价值，算力芯片需求暴涨，市场开启上行周期。

第二段行情（2023年4月至2023年8月）：本段行情中市场上行的核心驱动力是企业盈利（分子端）。ChatGPT连续发布多款全新大模型应用，全球科技巨头开启大模型军备竞赛。GPU龙头英伟达盈利大幅增长且超市场一致预期，半导体周期上行逻辑初步验证，全产业链盈利预期提升，市场上行周期延续。

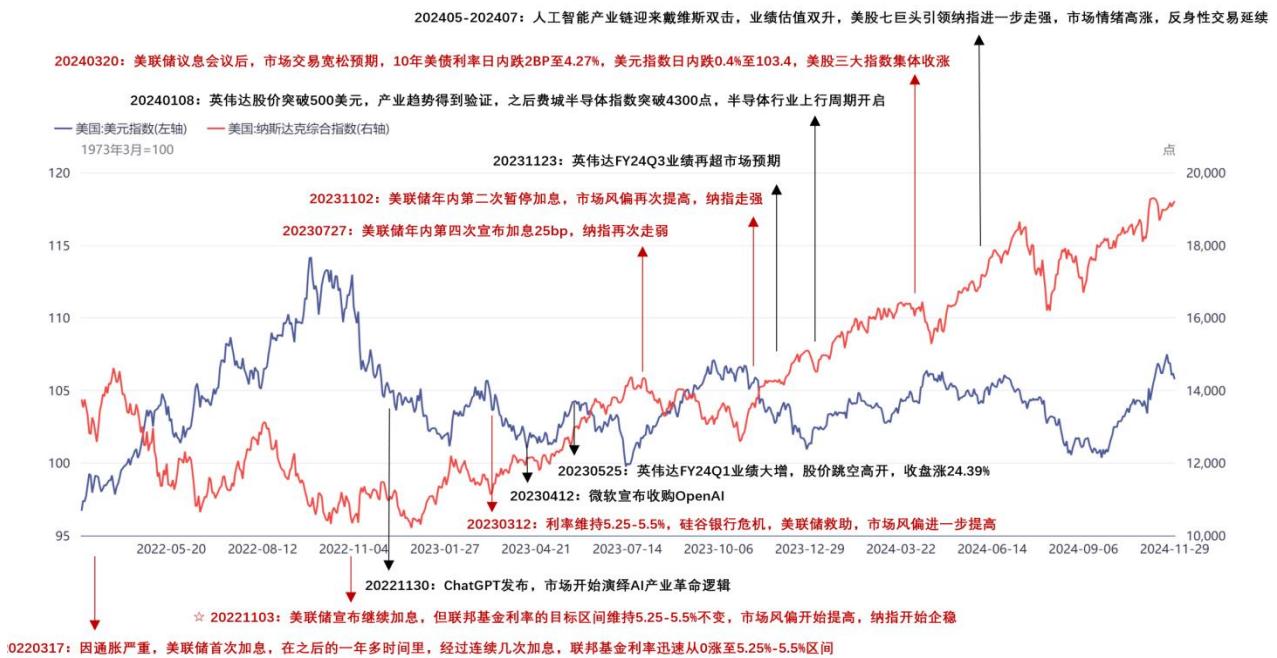
第三段行情（2023年10月至2023年12月）：本段行情中市场上行的核心驱动力是企业盈利+预期偏差（分子端）。英伟达季报连续超预期，软硬件迭代速度加快，半导体全产业链盈利拐点出现，流动性预期转向，市场上行周期延续。

第四段行情（2023年12月至今）：本段行情中市场上行的核心驱动力是企业盈利（分子端）+风险溢价（分母端）。人工智能大模型技术舆论影响力提升，软件应用端落地加速，龙头公司盈利能力提升，产业链戴维斯双击验证，投资者乐观情绪扩散，反身性交易加剧。

图18: 本轮美股人工智能科技行情的六维逻辑推演



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

图19：本轮美股科技行情的起承转合重现


资料来源：万得，美联储，各公司官网，国信证券经济研究所整理

价值投资范式审视：低估值 vs 硬科技

在格林沃尔德的《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》中，在价值投资中的清算价值、重置价值、特许经营价值和有效成长是评估公司内在价值的四个关键概念。价值投资的四个阶段不仅指投资者的成长过程，还涉及不同的估值方法。以下是这四个阶段的含义，分别从不同角度衡量企业的价值，帮助投资者做出更全面的判断：

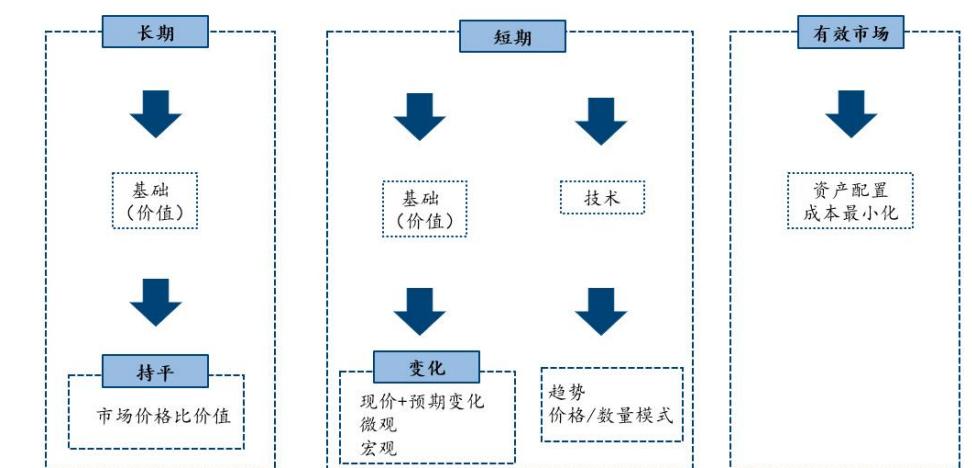
表2：价值投资四种阶段的分类和含义阐释

内容/ 阶段	清算价值 (Liquidation Value)	重置价值 (Replacement Value)	特许经营价值 (Franchise Value)	有效成长 (Sustainable Growth)
含义	清算价值是指公司如果立即停止运营并出售所有资产（包括固定资产、库存、与目标公司相同规模和业务的应收账款等），在偿还所有债务后，股东能够获得的价值。	重置价值是指重新建立一个与其独特的竞争优势（如品牌、专利、市场份额、客户忠诚度等）而获得的设备、建设工厂、开发品牌等。	特许经营价值是指企业在不依赖过度融资或牺牲盈利能力的情况下，通过内生增长（如提高效率、扩大市场份额、创新等）实现的可持续增长。	有效成长是指企业在不依赖过度融资或牺牲盈利能力的情况下，通过内生增长（如提高效率、扩大市场份额、创新等）实现的可持续增长。
计算方法	清算价值 = 资产的市场价值 - 负债。	重置价值通常基于资产的当前市场价值，而非账面价值。	特许经营价值通常体现为企业在长期现金流折现中，难以精确量化。	有效成长通常通过收入增长率、利润率和资本回报率 (ROIC) 等指标衡量。
适用场景	通常用于评估陷入困境或破产的企业，判断其资产是否足以覆盖债务并为股东提供剩余价值。	适用于评估重资产行业（如制造业、房地产等）的企业。	适用于拥有强大护城河的企业（如可口可乐、苹果等）。	适用于评估成长型企业，尤其是那些能够将增长转化为股东价值的企业。
投资意义	如果市场价格低于清算价值，可能存在如果市场价格低于重置价值，特许经营价值高的企业安全边际，投资者可以以低于资产价值说明公司可能被低估，因为购入通常能够长期保持高利	有效成长的企业能够为股东创造长期价值，是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。	有效成长的企业能够为股东创造长期价值，是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。	有效成长的企业能够为股东创造长期价值，是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。
特点	保守估值，适合风险厌恶型投资者。	反映公司资产的当前市场价格，适合评估资产价值被低估力。	反映公司的长期盈利能	反映公司的长期增长潜力，适合评估具有持续竞争优势的公司。

资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所整理

一言以蔽之，清算价值指关注企业资产的底线价值，重置价值更加关注重建企业的成本，特许经营价值关注企业的竞争优势和超额盈利能力，有效成长则关注企业的可持续增长能力。这四个阶段代表了不同的估值方法和投资策略，投资者可根据公司特点和市场环境选择合适的估值方法。这四个概念从不同角度评估企业价值，帮助投资者更全面地理解企业的内在价值，从而做出更明智的投资决策。

图20：价值投资的范式示意图



资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

按照有效市场假说，企业遵循成本最小化原则，越是节约成本的企业越是能增厚利润获得市场份额，而实际的价值投资上技术的突破往往大幅节约成本，如带来生产经营量价模式的新变化。长期来看，技术进步催生的产业生产效率提振才是股票长期制胜的关键所在，在这个过程中龙头企业形成垄断地位、获得利润增值更是符合价值投资第三阶段的含义。

在格林沃尔德的《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》中，价值投资的阶段分为四部分，从基础的清算价值（捡烟蒂、低估值）到重置价值（托宾 Q），再到特许经营和有效成长。在 A 股市场中对价值投资的理解更多体现在前两部分，而特许经营和有效成长多被归因为高景气投资逻辑，实则是更高阶的价值投资，而 A 股市场特别是公募基金追求历史高景气和高成长的框架则是更多指向第三四阶段，当前 A 股投资人对价值投资的理解还是在高成长阶段，而非低估值阶段。回归本源、挖掘低估值标的投資价值是当前投资范式还本溯源的重要机遇。

我们在 2024 年 4 月探讨公募基金未来布局方向文章《探寻基金下一站调仓方向》中得出的结论是，类似历史上“茅宁共舞”的核心资产行情难以出现的根本原因在于主导类似行情主线的公募基金缺少流动性，在对各类资产的稳定性、成长性、承载力及估值水平进行深入分析后，低估值和出海型有望成为未来基金潜在的两个调仓方向。展望 2025 年，低估值属性的资金承载力成为调仓的主要动向，而出海企业在海外不确定性因素的裹挟下，机构调仓路途可能进一步受阻。

思路 1：DeepSeek 驱动的高成长有望成为基金抱团调仓新一轮的方向，科技主线有望延续。回顾 2024 年，保险、战略资金倾向于抱团 A 股的核心 50 和泛红利资产，在 2025 年中长期资金入市的大背景下泛红利行情有望重演，龙头行情的不确定性或者掣肘因素在于当前低利率的点位基础上，2025 年利率即便下行斜率也有所放缓，高股息的比较优势并不突出，适合发挥 β 优势打底；考虑到科技奇点和路径优势，公募基金更加习惯于高成长、高景气的投资范式，在全国“两会”前

的经济数据和政策目标落地之前，市场有望切向 DeepSeek 催化的新一轮人工智能行情。

思路 2：扩内需、反内卷重塑产业格局，在提振利润和迎来市场拐点方面均可以期待。关注中游制造和下游消费中利润和价格修复的标的充分挖掘 a。供需两侧发力，化解重点产业结构矛盾的政策利好下，目前市场处在特色投资周期第一阶段，即从对价格和周期脱敏的低估值、高分红，再到对经济周期脱敏的科技成长；随着本次利好的落地，市场后续有望步入第二阶段，即从科技成长转为供需格局优化、业绩和价格明确改善的中游制造和下游消费领域，风格切换的传导过程，有待产能利用率、价格信号等逐步验证。1月底数据显示，中间生产环节价格有回暖信号的行业包括：化学原料及化学制品制造业、专用设备制造、高端装备制造业等中游板块。

风险提示

- (1) 国内 AI 应用端的不确定性；
- (2) 2025 年美国再通胀和美联储货币政策不确定性等；
- (3) 文中出现的基金、个股等仅为复盘梳理，不作为投资推荐依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032