



# A 股投资策略周报

策略专题研究报告  
 证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjq.com.cn

## 港股“狂飙”背后：哪些驱动因子与 A 股不一样？

### 前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：构建 AI 图谱 II：AI 景气分级投资框架。2 月继续看好“春季躁动”，AI 主线配置正当时，基于 AI 景气投资图谱，中长期重点看好光芯片、光模块和新型显示技术；短期聚焦：Deep seek 大模型及相关基础设施、零部件；低空经济+无人驾驶；Peek 材料；AI 消费电子，包括眼镜、手机、音响等；AI 软件应用，教育、医疗、金融。

当下市场聚焦：1、1 月新旧口径下 M1 同比增速均拐头回落，隐含哪些经济逻辑及投资启示？其他国内金融数据的关联性解读？2、2025 年年初港股“强势行情”背后的本质驱动力是什么？3、港股年初以来“强势行情”还能持续多久？4、中长期港股“走牛”的先决条件有哪些？5、港股哪些大类板块相对受益？同样“拥抱 AI”港股投哪些？

### 3 月拟公布的国内金融数据若继续下探，警惕“春季躁动”行情结束

我们持续跟踪且高度重视的 M1 同比增速，无论新、旧口径均出现边际回落，对应至“M1-短融”所衡量的市场有效流动性亦回落，我们理解，数据走软背后一方面存在春节效应的扰动，另一方面也暗含未来经济修复的持续性仍有待观察，继续提示重点关注 2-3 月份 PMI 生产&订单、M1 等数据是否可能继续减弱；在此之前，我们依旧倾向于判断，“躁动行情”将延续。美国“滞胀”风险继续升温，1 月通胀远高于预期而零售则远低于预期，“经济弱、通胀强”的叙事似乎正在上演。我们继续提示，如果美联储的降息进程因“通胀”而受阻，其经济“滞”的压力或进一步显现，最终美国经济或仍难以避免“硬着陆”。

### 港股“强势行情”背后的本质驱动力与后市展望

开年至今，“DeepSeek 推动中国科技资产价值重估”的叙事备受关注，港股领跑全球权益市场，背后本质驱动力缘于两点，一则港股“AI 含量”高，且 AI 相关的科技类资产较 A 股更具“辨识度”；二则港股分母端流动性和风险溢价事实上也出现了“实实在在”的改善，①国内 M1 显著回升后的资金“外溢”推动南向大幅流入香港市场，叠加港股更强的“动量效应”本身，又形成了增量资金的正反馈；同时，②“海外压力”亦阶段性缓和，推动了外资小幅回流；此外，空头平仓亦贡献了港股上涨动力。③资金流向的结构上看，科技类资产受到了内外资的一致青睐，尤其前者流入幅度更显著。

短期维度内，我们判断港股“躁动行情”将延续，以情绪扩张（有透支但并未极端）和增量流动性为主导；中期估值扩张空间有限，盈利修复的验证是关键。基于我们的双周期框架，2025H2 港股或迈入“牛市”，先决条件有二：一是分子端对内地基本面修复更加敏感；二是分母端更加受益于外资重新回流人民币资产。节奏上，短期躁动行情继续演绎后，提示未来市场波动放大的潜在触发因素：①国内基本面退坡（PMI、M1 等）、②海外分母端扰动重新升温。

配置思路，拥抱“AI”，重视“资讯科技（传媒、计算机）+可选消费（商贸零售、消费者服务、纺织服装、汽车）”，“AI 产业浪潮”的叙事之外，相关科技类资产自身的“估值与盈利前景之间的匹配度”所蕴含的配置价值已经足够不错。

AI 细分赛道推荐：互联网龙头为代表的云基础设施、“AI+”的垂直领域应用（无人驾驶、AI+教育、AI+医疗、AI+金融等）、AI 端侧（消费电子类，包括 AI 眼镜、AI 手机、AI PC 等）、数据中心（AIDC）、算力基础设施相关硬件。

### A 股风格及行业配置：“春季躁动”尚未结束，AI 配置正当时

“春季躁动”尚未结束，维持重视中小盘科技成长机会，聚焦 TMT+机械。建议：（一）基于 AI 景气投资图谱，中长期重点看好：①光芯片、②光模块和③新型显示技术。（二）AI 主题投资正当时，短期聚焦：①Deep seek 大模型及相关基础设施、零部件；②低空经济+无人驾驶；③Peek 材料；④AI 消费电子，包括眼镜、手机、音响等；⑤AI 软件应用，教育、医疗、金融。

### 风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期；历史经验具有局限性。



## 内容目录

1、前期报告提要与市场聚焦.....	4
2、策略观点及投资建议.....	4
2.1 3月拟公布的国内金融数据若继续下探，警惕“春季躁动”行情结束.....	4
2.2 港股“强势行情”背后的本质驱动力与后市展望.....	5
2.3 配置思路：拥抱“AI”，重视“资讯科技+可选消费”.....	11
3、市场表现回顾.....	13
3.1 市场回顾：国内宽基指数和海外权益指数均全面上涨.....	13
3.2 市场估值：A股主要指数估值多数上调，海外权益指数估值仅英国富时下调.....	15
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	16
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	19
4、下周经济数据及重要事件展望.....	22
5、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：新、旧口径下的 M1 增速均出现回落.....	4
图表 2：美国 1 月通胀远超预期.....	4
图表 3：港股主要指数领跑全球市场.....	5
图表 4：结构上，科技类资产领涨，红利类明显跑输.....	5
图表 5：港股指数的“AI 含量”显著高于内地主要宽基指数.....	6
图表 6：即便放宽 A 股“AI 概念股”的定义，港股的“AI 含量”也并不落后.....	6
图表 7：港股的“AI 资产”对内地和海外投资者都更具辨识度.....	6
图表 8：2024 年港股通累计净流入幅度创纪录.....	7
图表 9：2025 年开年，南向继续大幅净流入，.....	7
图表 10：1 月中旬开始，10y 美债利率阶段性回落.....	7
图表 11：trump 政策兑现程度缓和，美元指数亦走弱.....	7
图表 12：外资或出现回补中国资产的迹象.....	8
图表 13：部分空头平仓亦贡献了港股上涨动力.....	8
图表 14：港股市场的利润结构中，具备“顺周期性”+“头部集中度高”的特征.....	8
图表 15：香港 M2 增速自去年初以来的改善在延续.....	9
图表 16：情绪存在一定透支，但或仍有扩张空间.....	9
图表 17：估值扩张对港股涨幅贡献明显高于其他市场.....	10
图表 18：2025 年全年估值贡献大概率趋于回落.....	10
图表 19：港股风险溢价再度逼近去年 5 月和 10 月的高点.....	10
图表 20：实际利率测度下，同样如此.....	10
图表 21：港股市场的利润结构中，具备“顺周期性”+“头部集中度高”的特征.....	11
图表 22：比较有配置吸引力的行业集中于“可选消费、资讯科技、医疗保健”.....	12
图表 23：综合考虑估值和盈利前景的匹配度，建议关注可选消费（商贸零售、消费者服务、纺织服装、汽车）+资讯科技（传媒、计算机）+医疗保健（医药）等.....	12



图表 24:	本周 (2.10-2.14) 国内宽基指数全面上涨, 海外权益指数全面上涨.....	14
图表 25:	本周 (2.10-2.14) 一级行业多数上涨, 传媒领涨、煤炭领跌.....	15
图表 26:	本周 (2.10-2.14) A 股主要指数估值多数上调, 海外权益指数估值仅英国富时下调.....	16
图表 27:	本周 (2.10-2.14) A 股各行业估值多数上涨, 传媒和计算机领涨.....	16
图表 28:	万得全 A ERP 触及“1 倍标准差上限”.....	17
图表 29:	上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	17
图表 30:	沪深 300 ERP 高于“滚动均值”.....	17
图表 31:	创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	17
图表 32:	万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 33:	上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 34:	沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 35:	创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 36:	金融的 ERP 低于“滚动均值”.....	18
图表 37:	周期的 ERP 高于“滚动均值”.....	18
图表 38:	消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”.....	18
图表 39:	成长的 ERP 高于“滚动均值”.....	18
图表 40:	金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	19
图表 41:	周期股债收益差触及“2 倍标准差下限”.....	19
图表 42:	消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	19
图表 43:	成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	19
图表 44:	本周 (2.10-2.14) 主要指数盈利预期下调居多, 茅指数大幅上调.....	20
图表 45:	本周 (2.10-2.14) 各行业盈利预期多数下调.....	21
图表 46:	下周全球主要国家核心经济数据一览.....	22
图表 47:	下周全球主要国家重要财经事件一览.....	22



## 1、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：构建 AI 图谱 II：AI 景气分级投资框架。2 月继续看好“春季躁动”，AI 主线配置正当时，基于 AI 景气投资图谱，中长期重点看好光芯片、光模块和新型显示技术；短期聚焦：Deep seek 大模型及相关基础设施、零部件；低空经济+无人驾驶；Peek 材料；AI 消费电子，包括眼镜、手机、音响等；AI 软件应用，教育、医疗、金融。

当下市场聚焦：1、1 月新旧口径下 M1 同比增速均拐头回落，隐含哪些经济逻辑及投资启示？其他国内金融数据的关联性解读？2、2025 年年初港股“强势行情”背后的本质驱动力是什么？3、港股年初以来“强势行情”还能持续多久？4、中长期港股“走牛”的先决条件有哪些？5、港股哪些大类板块相对受益？同时“拥抱 AI”港股投哪些？

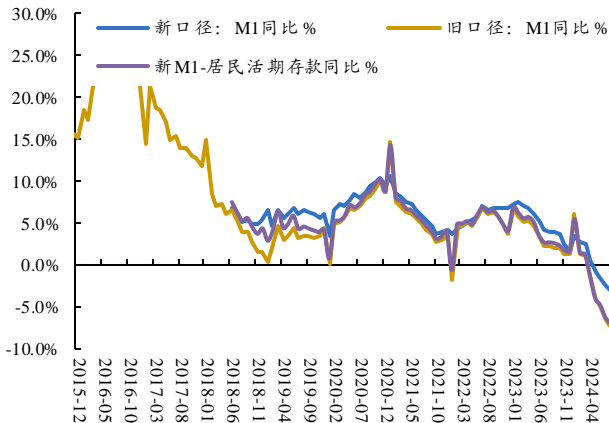
## 2、策略观点及投资建议

### 2.1 3 月拟公布的国内金融数据若继续下探，警惕“春季躁动”行情结束

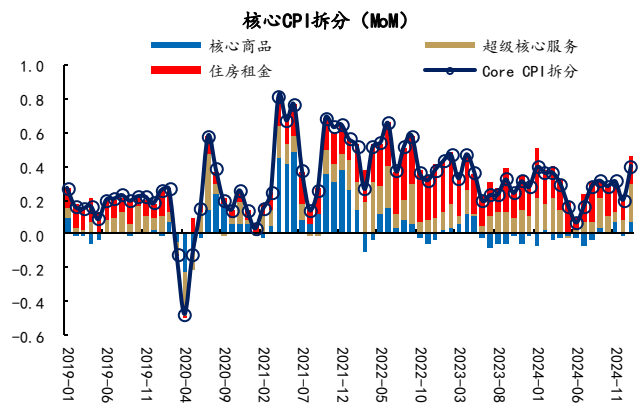
短期躁动行情延续，但警惕未来金融数据的进一步回落。从 1 月金融数据的结构上看，我们持续跟踪且高度重视的 M1 同比增速，无论新、旧口径均出现边际回落（新口径由 12 月的 1.2% 回落至 0.4%，旧口径由 12 月的 -1.4% 下滑至 -5.1%），同期短融增速回升，对应至以“M1-短融”所衡量的市场有效流动性也边际回落；同时，M2 同比增速的下行亦预示着近期市场剩余流动性的边际放缓，对未来市场估值扩张的空间可能存在一定的制约。我们理解，数据略微走软的背后，一方面存在春节效应的扰动，另一方面也暗含未来经济修复的持续性仍有待观察，继续提示重点关注 2-3 月份 PMI 生产、订单等数据是否可能出现减弱，重点关注①2 月 PMI 订单指数；② 2 月 PMI 生产指数；以及③国内 M1。倘若上述数据继续回落，叠加届时市场情绪透支过大，预计强势行情亦将迎来终结。在此之前，我们依旧倾向于判断，“躁动行情”将延续。

美国“滞胀”风险继续升温，后续亦可能成为春季行情终结的触发因素。美国 1 月通胀数据远超预期，核心 CPI 环比+0.45%（预期+0.3%）创 2023 年初以来新高，尤其除住房以外的超级核心服务通胀粘性更为强劲（+0.64% 创 2022 年初以来新高）；同时，最新公布的 1 月零售数据环比-0.9%，远低于市场预期的-0.2%，降幅 2023 年 3 月以来最大。“经济弱、通胀强”的叙事似乎正在上演，我们在周报《70s 美国“大滞胀”启示：聚焦“二次通胀”》中提示，美国“二次通胀”概率上升，2025 年“滞胀”可能性提升，如果美联储的降息进程因“通胀”而受阻，其经济“滞”的压力或进一步显现，尤其是增加利率敏感型部门和中低收入群体的脆弱性。届时，美国经济或依旧难以避免“硬着陆”的风险。我们判断，全球朱格拉叠加库存下行周期，将大概率导致美国产能利用率及职位空缺数下降，在“贝弗里奇曲线”走平影响下，预计美国失业率未来将继续呈现趋势性、加速上升。

图表1：新、旧口径下的 M1 增速均出现回落



图表2：美国 1 月通胀远超预期



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



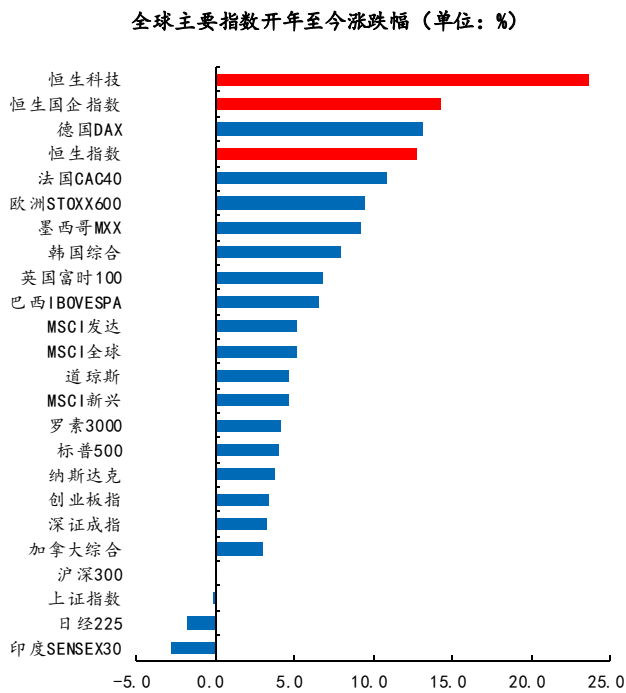
## 2.2 港股“强势行情”背后的本质驱动力与后市展望

### 2.2.1 开年至今，港股自身强势及显著跑赢A股的驱动力是什么？

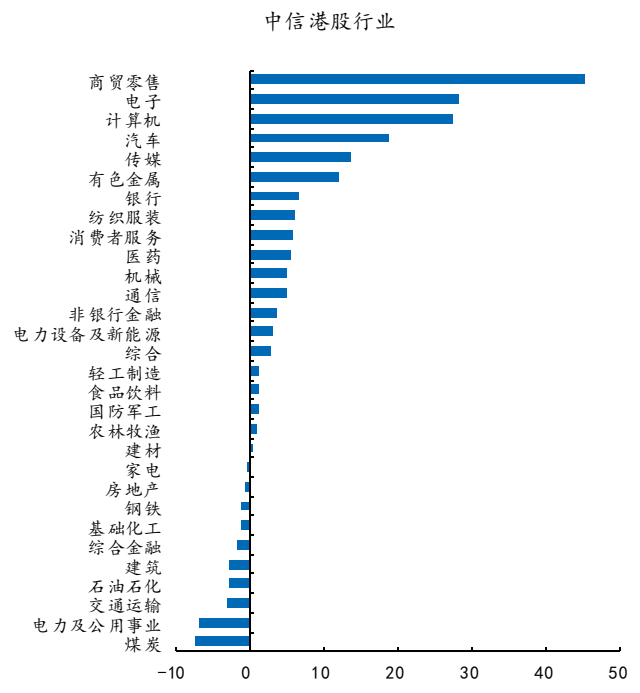
2025年开年至今，港股领跑全球，中国AI热度助力科技资产价值重估。在2024年一扫过往多年的“阴霾”后，2025年开年至今港股市场的“强势”更进一步，主要权益市场比较来看，恒生科技(+23.7%，YTD涨跌幅)/恒生国企(+14.3%)/恒生指数(+12.8%)的表现领跑全球，尤其在DeepSeek的惊艳发布引发中国科技资产价值重估的叙事下，恒生科技的涨幅显著领先。结构上，商贸零售(+45.2%)/电子(+28.3%)/计算机(+27.4%)/汽车(+18.8%)/传媒(+13.7%)等AI相关行业领涨；煤炭(-7.3%)/电力及公用事业(-6.7%)/交通运输(-3.0%)等红利类资产表现则显著落后。

图表3: 港股主要指数领跑全球市场

图表4: 结构上，科技类资产领涨，红利类明显跑输



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

港股“AI含量”高，且AI相关资产较A股更具“辨识度”。准确来讲，港股本轮上涨行情的起点是在1月13日前后，真正意义上的“加速”则始于春节假期归来，DeepSeek和阿里Qwen2.5-Max等国产大模型的陆续发布及其惊艳全球的表现，被认为是最强烈且直接的催化剂，也推动了港股相较A股显著的超额收益。我们认为，背后核心原因缘于两个方面，①港股的“AI含量”更高，“狭义口径”测算下（我们分别使用万得编制的“A股人工智能指数”和“HK人工智能指数”的成分股作为AH两地“AI概念股”的表征），恒生指数/恒生综合指数的“AI含量”（定义为AI概念股占指数的权重）分别为34.9%/29.6%，远高于内地市场代表性指数中证800/沪深300/创业板指的4.0%/4.5%/5.3%；“广义口径”（放宽了A股“AI概念股”的定义范围，将AI相关概念指数的成分股汇总去重，港股口径保持不变）测算下，恒生指数34.9%的“AI含量”也基本持平A股中证800/沪深300的34.9%/33.6%，低于创业板指的49.9%，需要注意的是，在放宽对A股的“AI概念股”定义后，事实上许多公司与AI的关联度远低于进行对比的港股标的，港股市场的“AI概念股”要纯正的多；②港股“AI资产”更具“辨识度”，我们选取国际投资者关注度较高的富时中国A50指数和富时中国50指数进行对比，前者代表内地市场中市值最大的50家公司，后者涵盖了在香港交易所上市的中国大型企业，两者均由全球知名指数编制公司富时罗素编制而成，具备可比性且受外资关注度高，一定程度上或可分别代表“A股核心资产”和“港股核心资产”。我们测算的结果显示，富时中国A50指数（A股内地核心资产）的“AI含量”约为26.1%，而富时中国50指数（港股核心资产）的“AI含量”高达46.9%，前者中还包含了诸如权重占比高达7.3%的宁德时代这类并非核心的“AI概念股”，显然，港股市场“AI含量高”的同时，鉴于其权重个股主要业务等与AI更加紧密的关联度，无论对于内地投资者还是海外投资者而言，

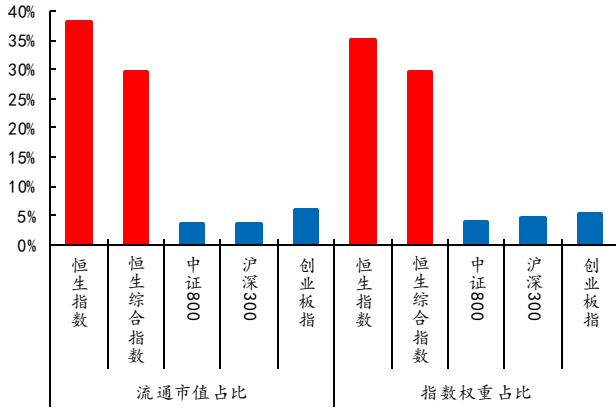


港股市场作为“中国 AI 核心资产”的辨识度也更高。

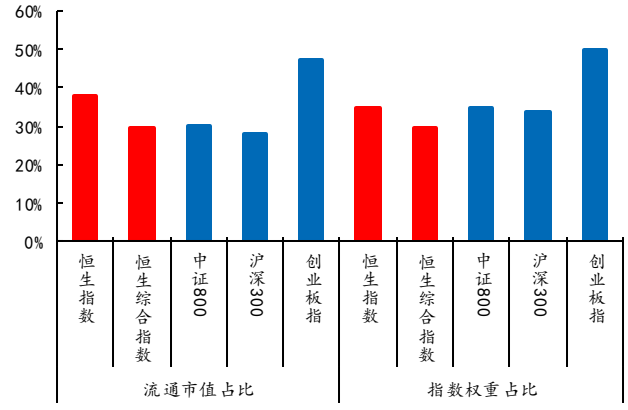
图表5: 港股指数的“AI含量”显著高于内地主要宽基指数

图表6: 即便放宽A股“AI概念股”的定义, 港股的“AI含量”也并不落后

A-H两地市场主要指数的“AI含量”测算(狭义口径)



A-H两地市场主要指数的“AI含量”测算(广义口径)



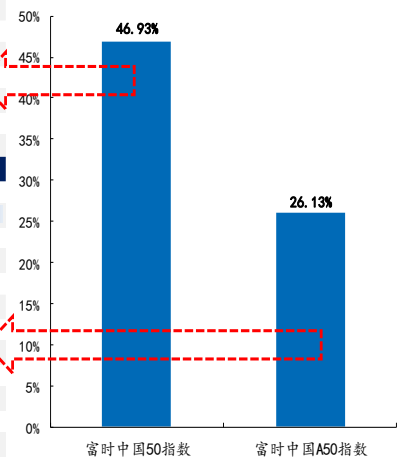
来源: Wind, 国金证券研究所(注:“AI含量”定义为 AI 相关个股的流通市值占比或在指数中的权重占比, 两者意义相近但略有差别)

来源: Wind, 国金证券研究所(注:“AI含量”定义为 AI 相关个股的流通市值占比或在指数中的权重占比, 两者意义相近但略有差别)

图表7: 港股的“AI资产”对内地和海外投资者都更具辨识度

证券代码	证券简称	占指数权重(%)	流通市值(亿港元)	YTD涨幅(%)
9988.HK	阿里巴巴-W	11.19	22181.89	41.63
0700.HK	腾讯控股	9.07	40570.40	6.00
3690.HK	美团-W	8.18	8730.75	5.27
1810.HK	小米集团-W	6.15	8575.99	20.72
9618.HK	京东集团-SW	4.31	4333.24	11.40
9999.HK	网易-S	3.47	5252.84	18.21
9888.HK	百度集团-SW	2.70	2143.61	13.66
1024.HK	快手-W	1.88	1771.74	20.19
300750.SZ	宁德时代	7.30	11510.22	1.26
002594.SZ	比亚迪	3.96	6181.85	20.75
300059.SZ	东方财富	2.34	3813.79	6.43
688041.SH	海光信息	1.93	3139.02	9.84
002475.SZ	立讯精密	1.92	3141.94	6.50
601138.SH	工业富联	1.69	4327.18	1.35
002371.SZ	北方华创	1.33	2186.85	1.77
002352.SZ	顺丰控股	1.20	1941.40	0.02
600406.SH	国电南瑞	1.16	1851.40	8.60
000651.SZ	格力电器	1.09	2454.54	3.59
600690.SH	海尔智家	1.04	1673.70	6.01
601658.SH	邮储银行	0.74	4187.30	4.48
601633.SH	长城汽车	0.44	1554.59	5.36

“AI相关个股”占指数权重



来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

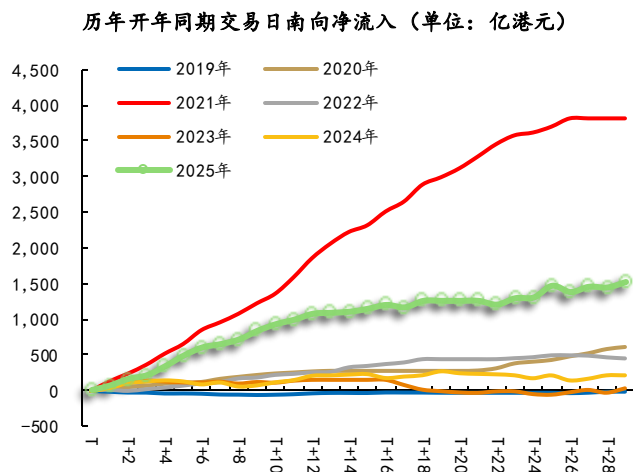
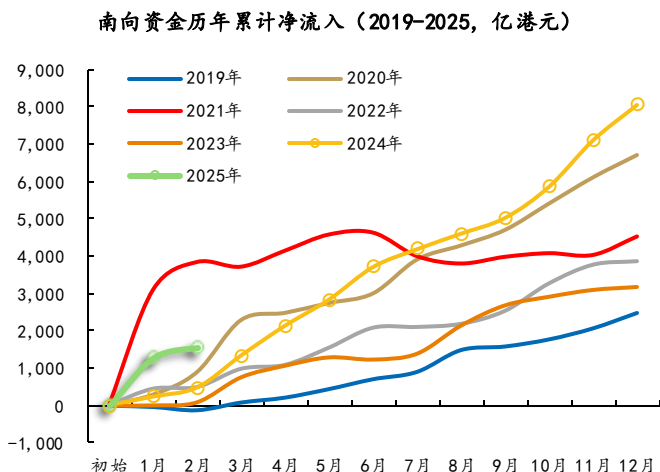
“DeepSeek 推动中国资产价值重估”的叙事下, 港股市场分母端流动性驱动的三大特征:

1、港股通为代表的南向资金大幅流入香港市场, 成为“增量流动性”的重要来源。在2024年全年“创纪录”的净流入幅度的基础上(2024年南向累计净流入8078.7亿港元, 创下港股通开通以来全年净流入记录), 2025年开年至今的不到30个交易日, 南向再度大幅净流入1521.9亿港元, 历年同期比较下, 仅次于2021年的3800多亿。我们倾向于认为, 一方面, 中国内地M1增速自9月以来显著回升(新口径下, 9月-3.3%, 12月已经转正至+1.2%, 最新1月+0.4%), 资金活化后会对港股市场产生“外溢效应”, 港股通正是外溢渠道之一; 另一方面, 港股较A股市场更强的“动量效应”本身, 进一步吸引了资金的“南下”, 或形成了增量资金的正反馈, 这与内地A股市场开年以来大部分市场内偏“存量博弈”(参考2025年1月20日的策略周报《“躁动”行情加速, 只欠东风》, “我们期待激发市场流动性‘既有剩余、又具备效率’”)的特征又形成了鲜明的对比。



图表8: 2024年港股通累计净流入幅度创纪录

图表9: 2025年开年,南向继续大幅净流入,



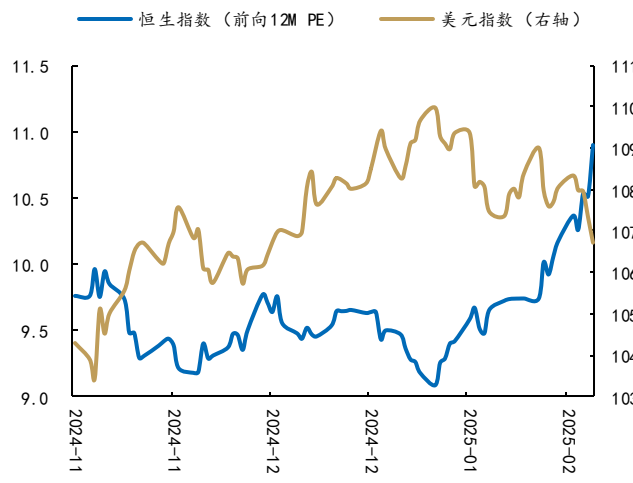
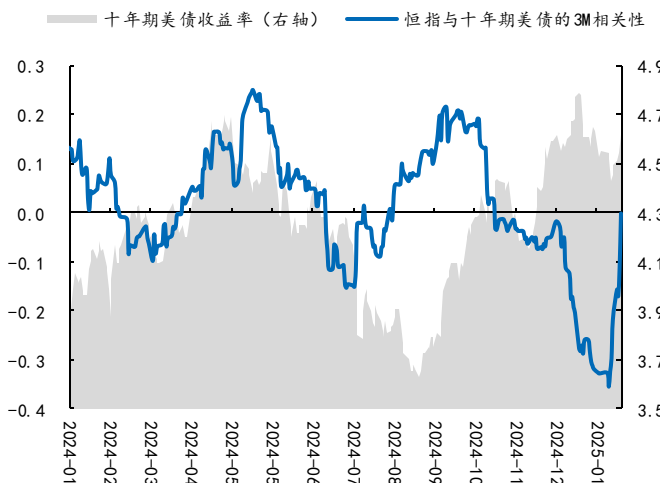
来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

2、分母端的“海外压力”亦阶段性缓和,推动外资小幅回流。此前港股分母端“海外压力”主要体现在两个方面:一是美联储降息预期下修及财政赤字担忧,导致美债利率飙升,将抑制恒指PE估值;二是“Trump 2.0”带来的政治风险推升美元“避险”,亦将掣肘恒指估值扩张。有意思的是,港股本轮行情的启动时刻恰巧对应上述两大因素的“阶段性转向”。美元指数、美债利率1月13日前后,在比预期缓和的Trump政策兑现程度、意外降温的核心通胀等多重因素交织催化下,开始出现趋势性的回落,为港股的上涨窗口提供了“顺风环境”。数据上看,海外追踪中国市场的部分代表性ETF自春节前后开始呈现净流入,或一定程度上反映外资对港股市场的回补动作,但相较于“924行情”幅度要小得多;与此同时,港股市场的卖空成交占比也出现回落,MA5由1月17日的接近18%回落至最新约12.8%,表明部分空头平仓亦贡献了港股上涨动力。

图表10: 1月中旬开始,10y美债利率阶段性回落

图表11: trump政策兑现程度缓和,美元指数亦走弱

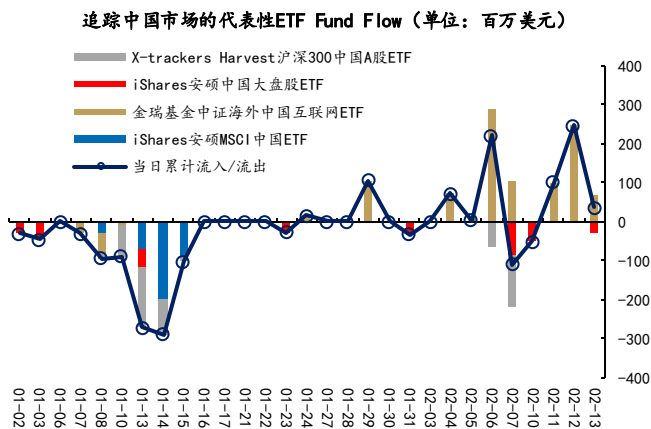


来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

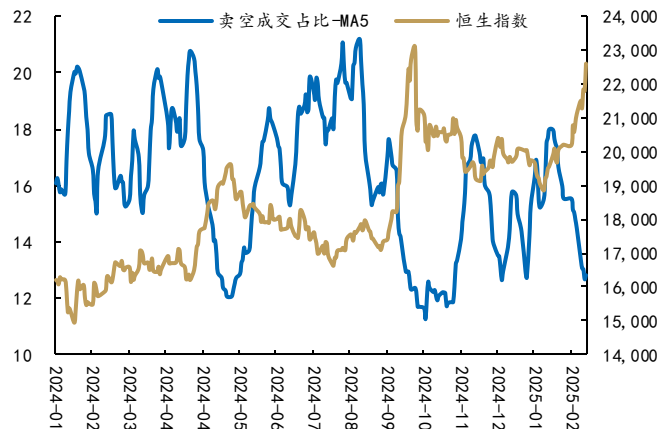
来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所



图表12: 外资或出现回补中国资产的迹象



图表13: 部分空头平仓亦贡献了港股上涨动力



来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

来源: Wind、Blomberg, 国金证券研究所

3、结构上，科技类资产受到了内外资的共同青睐，尤其内资流入幅度更显著。我们测算，开年至今，港股通为代表的内资（“港股通+中资中介机构”的持股数据估算）净流入比例靠前的行业为传媒（+14.82%）/计算机（+12.73%）/汽车（+9.80%）/医药（+7.66%）/商贸零售（+7.29%）；外资口径下（“国际中介机构+香港本地中介机构”持股数据估算），净流入比例靠前的为计算机（+18.72%）/基础化工（+7.03%）/电力设备及新能源（+6.98%）/医药（+6.67%）/商贸零售（+6.16%）。计算机（代表性个股：金山云、金蝶国际）和商贸零售（第一大权重股：阿里巴巴）为代表的AI类科技资产受到了内外资的一致青睐，尤其内资的流入幅度或更显著。

图表14: 港股市场的利润结构中，具备“顺周期性”+“头部集中度高”的特征

行业分类	国际中介机构	港股通	中资中介机构	香港本地中介	外资估算	内资估算
综合金融	-0.44%	6.43%	4.75%	-2.49%	-0.72%	5.14%
电力及公用事业	-1.24%	5.84%	1.58%	2.20%	-0.89%	3.84%
房地产	1.47%	8.43%	5.09%	-3.22%	1.24%	6.50%
银行	-0.97%	5.67%	-0.64%	-4.92%	-1.28%	3.35%
通信	0.22%	6.25%	1.18%	-0.28%	0.16%	5.33%
医药	6.65%	7.86%	7.31%	7.13%	6.67%	7.66%
计算机	10.24%	15.87%	10.27%	18.72%	11.30%	12.73%
消费者服务	5.00%	1.94%	8.47%	5.00%	5.00%	4.76%
交通运输	-1.56%	5.10%	3.32%	-1.14%	-1.50%	3.90%
食品饮料	0.81%	7.30%	2.99%	6.32%	10.92%	5.61%
电子	4.26%	12.95%	-2.93%	0.89%	3.93%	6.54%
汽车	5.52%	7.94%	13.89%	14.45%	5.79%	9.80%
基础化工	9.48%	7.45%	1.05%	2.59%	7.03%	5.42%
商贸零售	6.29%	13.48%	0.04%	2.01%	6.16%	7.29%
农林牧渔	-2.62%	5.14%	-0.01%	0.25%	-2.49%	2.45%
家电	1.96%	10.59%	2.78%	-1.12%	1.80%	6.10%
国防军工	-0.43%	5.99%	0.86%	1.38%	-0.17%	3.23%
轻工制造	-2.69%	8.45%	-3.22%	-4.36%	-2.89%	0.27%
石油石化	-1.85%	2.01%	-1.12%	-2.49%	-1.91%	1.41%
有色金属	0.89%	7.56%	3.07%	4.67%	1.52%	5.26%
非银行金融	2.62%	5.10%	4.26%	6.43%	2.81%	4.68%
建筑	0.81%	0.90%	0.05%	2.96%	1.07%	0.39%
纺织服装	2.86%	4.07%	3.27%	7.47%	3.08%	3.80%
机械	0.93%	9.87%	2.76%	2.46%	0.98%	4.96%
钢铁	0.80%	3.61%	1.44%	1.24%	0.82%	2.32%
煤炭	-4.89%	6.14%	2.26%	0.72%	-4.01%	5.06%
电力设备及新能源	7.02%	0.38%	0.96%	6.82%	6.98%	0.59%
传媒	4.19%	17.70%	9.58%	14.51%	4.44%	14.82%
建材	1.98%	1.81%	2.58%	1.25%	1.90%	2.16%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 我们以“国际中介机构+香港本地中介机构”的持股数据代表外资, 进而测算对每个行业的“超/低配比例”, 行业分类口径参考中信港股一级行业, 以“恒生综合指数成分股”作为样本, 图中数据代表净流入比例)



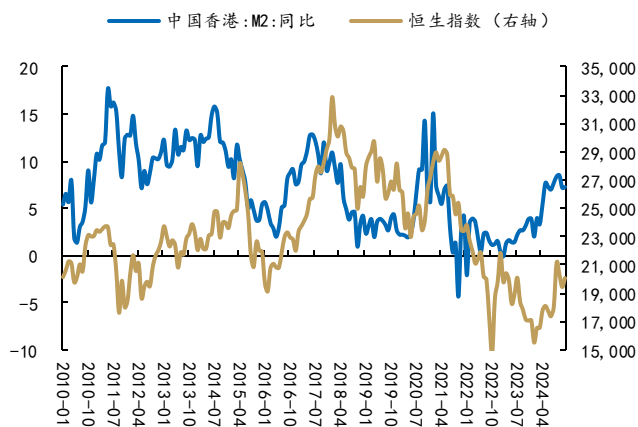
### 2.2.2 向后看，港股市场的潜在空间还有多少？

短期“春季躁动”，港股在增量流动性与情绪透支的合力下或保持“强势”，但需留意3月经济、金融数据向差风险。短期伴随FOMO (fear of missing out) 状态的出现，市场或持续狂热。基于前文提出的港股“强势行情”背后的资金驱动力有二：1、M1与A股一致，表明存量“可转资金”增加；2、“香港M2”则在南下资金及外资加持下，相比A股改善明显。我们早在系列报告中提出，去年“9.24”宽货币+宽财政仅作用于企业、居民负债端，对于促进国内经济基本面修复的持续性或仅有4个月左右，参考2013年6~10月和2019年1~4月；从去年10月开始计算，预计今年1~2月的经济数据或开始“退坡”。最新的1月国内金融数据披露：M1、M2双双回落，我们认为虽然存在“春节效应”影响，但总体确实偏弱；倘若2月M1、M2继续下降，意味着剔除春节因素，1~2月累计情况或反映居民、企业在消费与生产中或不再提升其“花钱意愿”，即短期居民、企业资产负债表或难以持续上修，“春季躁动”行情结束。考虑到港股M1与A股一致，倘若2月数据继续下行，代表愿意在港股市场“周转的资金”明显下降，即便香港M2依然高企，亦难以盘活港股市场流动性，参考2022年年初。

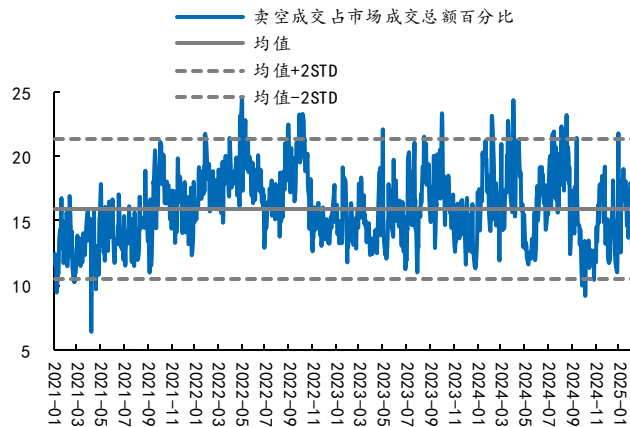
另外，从“沽空比例”等情绪指标来看，尽管港股的卖空成交占比在最近的一个多月中出现了显著回落，并处于2021年初以来的约14.3%分位，表明投资者的分歧在减少且情绪确实出现了一定的透支，但相比去年10月、乃至2021年初情绪高点时不到10%的卖空成交占比，最新13%左右的比例仍有一定下行空间。

综上，短期港股“强势行情”有望延续，不过留意：一是3月国内拟公布三组数据：①2月PMI订单指数；②2月PMI生产指数；以及③国内M1。倘若上述数据继续走弱，叠加港股市场情绪透支过大，预计强势行情亦将迎来终结。二是海外风险：包括：④美债利率再次上行风险（如“滞胀”）；⑤特朗普的政策不确定性推升ERP；⑥美国经济“硬着陆”，冲击全球经济基本面及情绪。

图表15：香港M2增速自去年初以来的改善在延续



图表16：情绪存在一定透支，但或仍有扩张空间



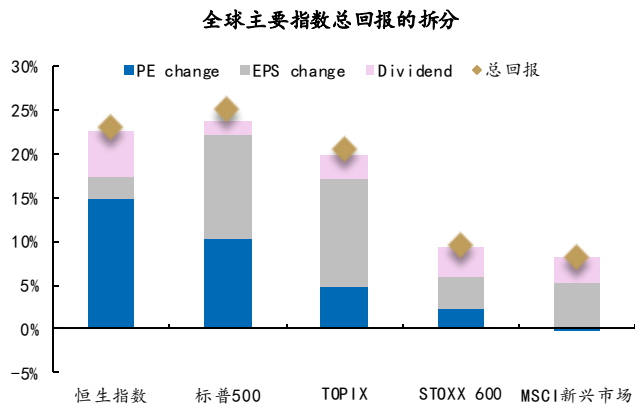
来源：Wind、Blomberg，国金证券研究所

来源：Wind、Blomberg，国金证券研究所

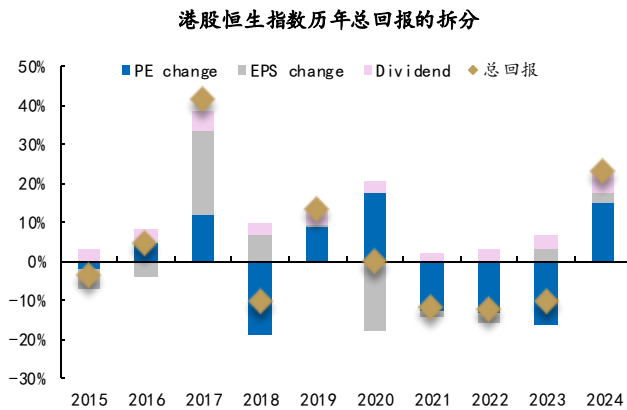
中期而言，估值贡献占比进一步提升空间或有限，盈利修复验证是关键。全球横向比较而言，港股市场2024年总回报中65%左右源自估值贡献，远高于其他主要权益市场，美股以标普500指数为例，这一比重大约40%，欧洲和日本市场更低，而MSCI新兴市场指数的回报中，估值部分甚至是拖累因素。纵向视角下，港股绝对估值水平的全年扩张幅度(+14.85%)也仅次于美联储无限量宽下的2020年(+17.36%)，进一步凸显了港股市场2024年投资者情绪和风险偏好的显著修复。股权风险溢价视角下，最新截至2月14日，分别使用名义利率和实际利率作为无风险利率的参考基准，对应港股恒生指数的ERP分别为+7.13%/+9.28%，接近去年5月的+6.67%/+9.07%，较“924行情”后10月的+6.58%/+8.67%仍有一定空间但幅度不大（我们将日频数据进行月度均值化后进行测算）。与卖空成交占比所表征的情绪扩张程度类似，风险溢价进一步修复仍有空间但可能不大，中期视角下未来港股的盈利验证将成为关键。



图表17: 估值扩张对港股涨幅贡献明显高于其他市场



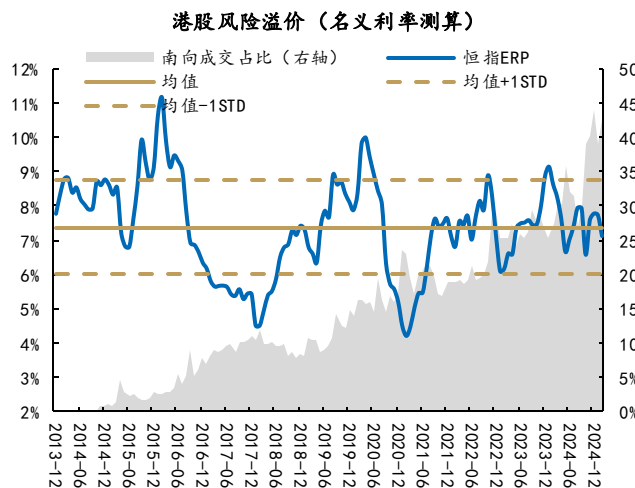
图表18: 2025 年全年估值贡献大概率趋于回落



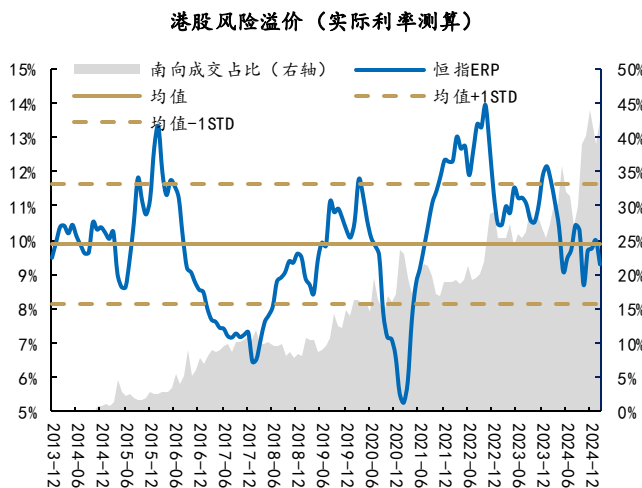
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所 (注: PE 和 EPS 分别使用 NTM PE 和 NTM EPS, 即前向 12 个月的市盈率和每股收益)

来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所 (注: PE 和 EPS 分别使用 NTM PE 和 NTM EPS, 即前向 12 个月的市盈率和每股收益)

图表19: 港股风险溢价再度逼近去年5月和10月的高点



图表20: 实际利率测度下, 同样如此



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 无风险利率根据南向资金占整体港股成交比例, 对中美十年期美债利率进行加权)

来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 无风险利率根据南向资金占整体港股成交比例, 对中美十年期美债利率进行加权, 实际利率采用核心通胀进行估算)

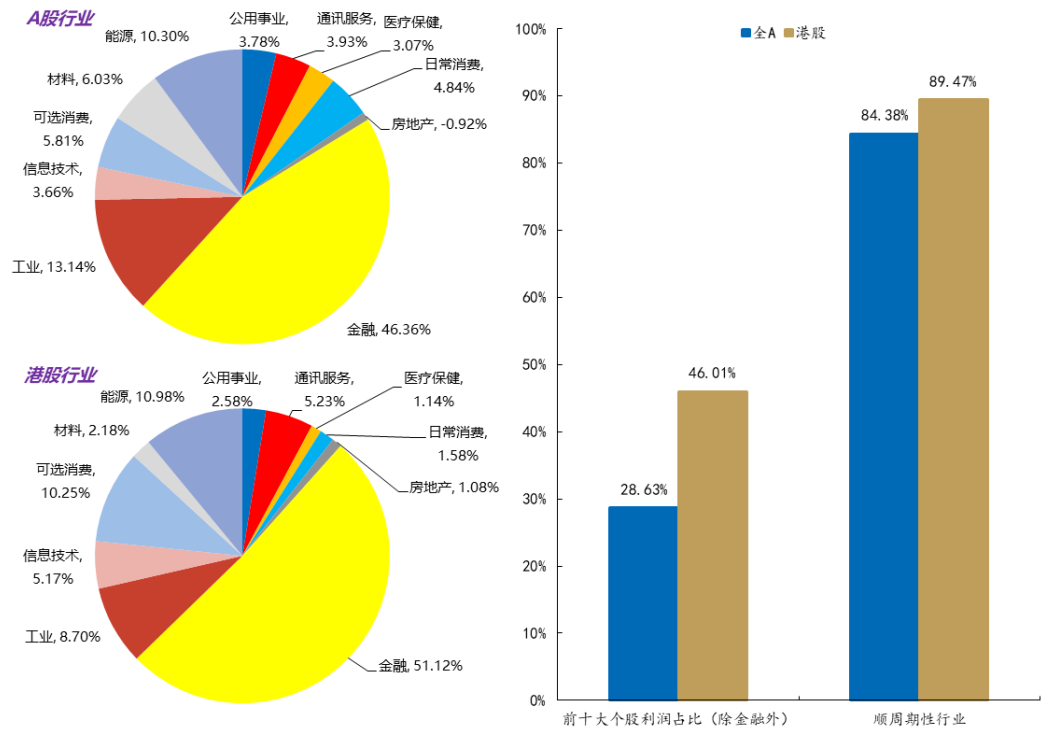
2025H2 港股或迈入“牛市”，取决于：一是对内地基本面修复将更敏感；二是更加受益于外资布局人民币资产。港股的营收/净利润增速与内地“工业增加值+PPI”同比增速组合的表现高度相关，这也由港股分子端挂钩内地基本面的特征所决定。2010 年至今，港股两轮较为典型的“强弹性”的盈利周期修复，分别对应 2016-2017 年、2020-2021 年，期间内地的“工增+PPI”都展现出了显著的向上弹性。基于我们的双周期框架，考虑到企业盈利与 PPI、M1 等传统经济指标的经验关系，10 月以来的 M1 同比增速拐头回升或意味着内地企业“盈利底”最早可能出现在 2025Q3，届时将成为无论内地市场还是港股市场盈利的重要验证窗口。并且值得注意的是，港股的行业结构意味着其对内地基本面修复的“敏感性”也会更强。一方面，“顺周期性”的行业在港股整体利润结构中的占比要高于内地 A 股市场 (89.5% vs 84.4%)；另一方面，港股的利润集中度也更高，除金融以外的前十大个股占总体利润的比重在港股达到了 46%，A 股这一比值则约为 28.6%，即港股的头部企业或核心资产的“利润贡献度”会更高 (注：此处的“港股整体”主要参考恒生综指的成份股)。

我们理解，外资布局人民币资产的潜在逻辑有二：①此前有关美国“硬着陆”风险的系列报告，叠加我们对 2025 年美国经济的推演，我们判断美国流动性陷阱的解除可能在 2025Q3，届时或将是海外美元流动性真正意义上更大幅度的宽松；②对于海外被动型基金而言，追踪的主要指数中涉及中国资产的部分，往往港股的权重相比 A 股会更大，那么如果被动资金大幅流入，率先受益且受益程度更大的将会是港股市场，其行情的



稳定性和持续性都会优于 A 股市场；此外，如果伴随海外流动性宽松和国内基本面的进一步修复，长期主动型（long only）外资回流，将进一步提升港股上涨的弹性。

图表21：港股市场的利润结构中，具备“顺周期性”+“头部集中度高”的特征



来源：Wind，国金证券研究所（注：我们按照 Wind 一级行业分类，将“房地产、金融、工业、信息技术、可选消费、材料、能源”归为“顺周期性行业”）

### 2.3 配置思路：拥抱“AI”，重视“资讯科技+可选消费”

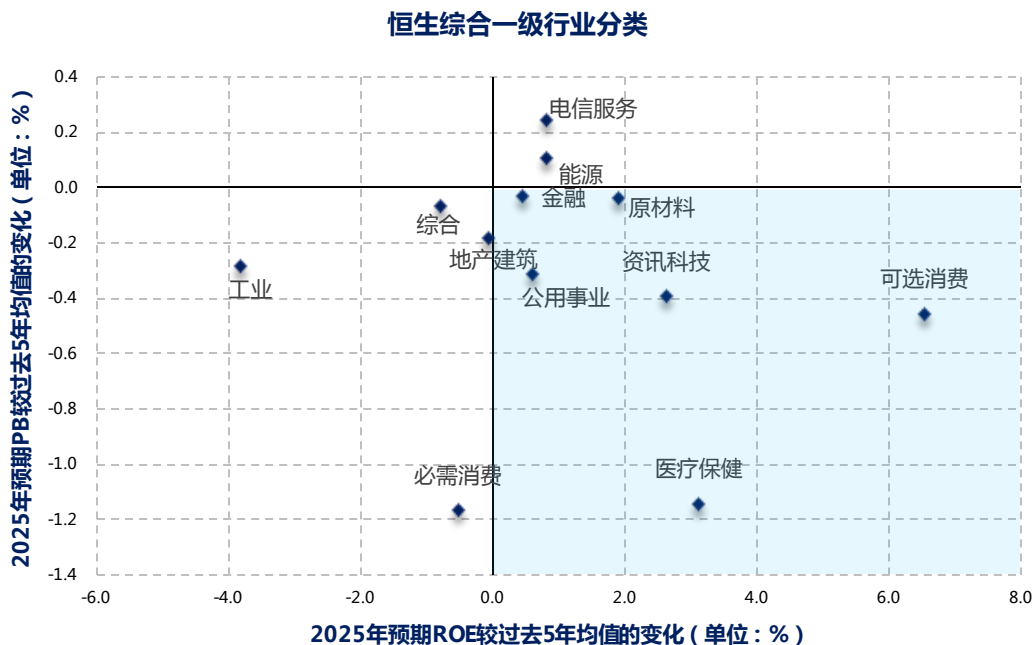
AI 产业浪潮的叙事之外，综合景气和估值而言，相关行业本身就具备较强的配置吸引力。就港股市场而言，由于更加成熟和多元化的投资者结构、多空均可的交易机制、基本面投资为主的资产定价方法等，市场参与者非常重视“增长与估值”之间的匹配程度。我们基于自上而下的视角，通过两个口径筛选了 2025 年在“盈利+估值”的双重维度下具备较好的配置吸引力的板块。一方面，参考彭博汇总的卖方分析师对恒生综合一级行业的盈利预测数据；另一方面，以最新的恒生综合指数成份股为样本，测算了不同行业内个股的盈利预测变化幅度中位数（参照划分更加细致的中信港股行业口径）。结果上，两个口径的交叉验证下，有较强配置吸引力的板块集中于可选消费（商贸零售、消费者服务、纺织服装、汽车）+资讯科技（传媒、计算机）+医疗保健（医药），其中近期关注度极高的 AI 资产所涉及行业都包含其中。这也就意味着即便不考虑“AI+时代”可能为对应企业打开的二次增长曲线，相关科技类资产自身的“估值与盈利前景之间的匹配度”所蕴含的配置价值已经足够不错。那么，进一步结合“AI 产业浪潮”的大趋势，我们倾向于做出如下细分赛道的推荐：

- ① 互联网龙头为代表的云基础设施：DeepSeek 为代表的低成本、高性能模型的推出，将显著催化对云基础设施的需求，并且在此基础上，互联网巨头还能够通过自研大模型、业务协同等方式，构建长周期下的生态壁垒；与此同时，AI 技术的快速爆发又可以赋能其核心业务（电商、游戏、广告等等），比如通过算法的优化提升用户体验和运营效率等等
- ② “AI+”的垂直领域应用：无人驾驶、AI+教育、AI+医疗、AI+金融等，受益于高性价比模型可能加速应用场景的多元化
- ③ AI 端侧：消费电子类，主要包括 AI 眼镜、AI 手机、AI PC 等，关注具备技术创新能力、且正将 AI 应用嵌入其产品中的消费电子类厂商
- ④ 数据中心（AIDC）：随着 AI 模型的训练和推理需求增加，这一领域将受益于资本支出和设施扩张，重点关注拥有先进设施和高效能的数据中心运营商。



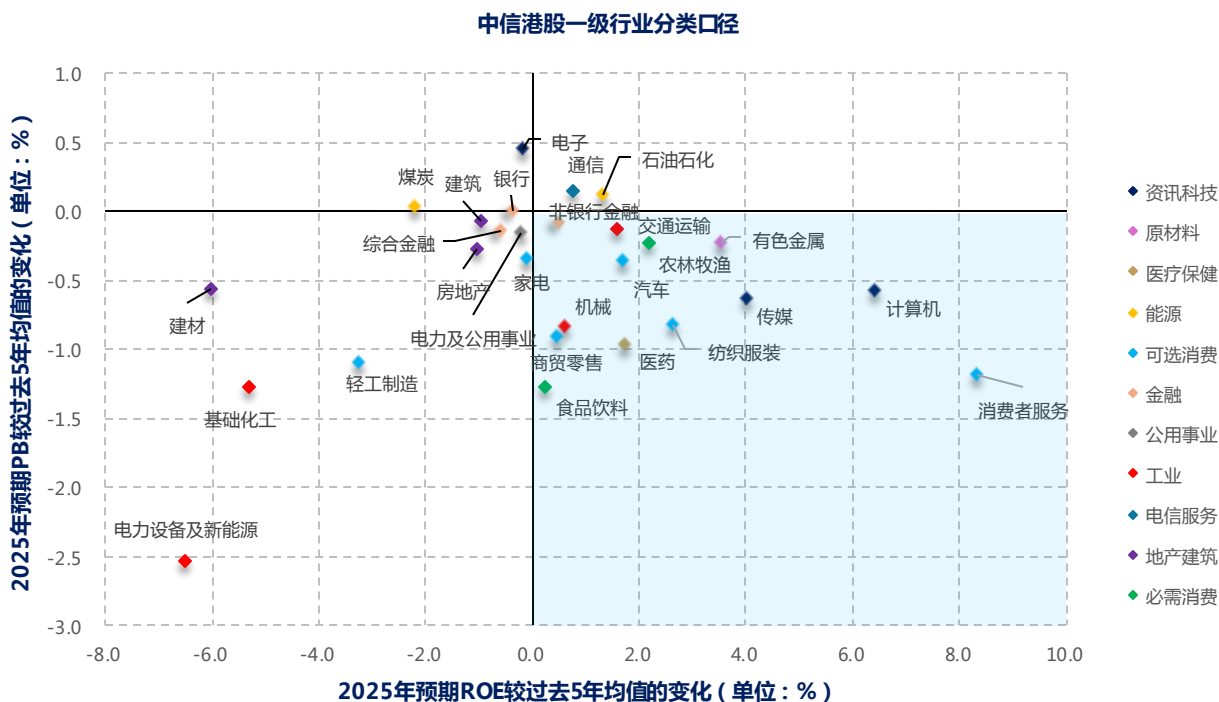
- ⑤ 算力基础设施相关硬件：高性价比的大语言模型将加速人工智能的发展和應用，仍然利好芯片半导体相关厂商的需求（受益对中高端芯片和成熟制程的需求）

图表22：比较有配置吸引力的行业集中于“可选消费、资讯科技、医疗保健”



来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：盈利预测采用彭博分析师对2025财年预测数据的汇总）

图表23：综合考虑估值和盈利前景的匹配度，建议关注可选消费（商贸零售、消费者服务、纺织服装、汽车）+资讯科技（传媒、计算机）+医疗保健（医药）等



来源：Wind，国金证券研究所（注：以恒生综合指数最新成分股为样本，按照中信港股一行业分类口径，计算每个行业的成分股盈利预测数据中位数，盈利预测采用彭博分析师对2025财年预测数据，选取的个股要求至少有5家以上机构评级）



### 3、市场表现回顾

#### 3.1 市场回顾：国内宽基指数和海外权益指数均全面上涨

A 股方面，本周（2.10-2.14）宽基指数全面上涨，上证 50（+2.0%）和中证 500（+2.0%）领涨；一级行业多数上涨，传媒（+9.5%）领涨、煤炭（-1.5%）领跌。主要宽基指数中，上证 50（+2.0%）、中证 500（+2.0%）、创业板指（+1.9%）和中证 1000（+1.9%）涨幅居前。主要风格指数同样全面上涨，宁组合（+2.9%）、茅指数（+2.1%）和大盘价值（+1.7%）领涨。本周市场持续震荡调整，但总体来看呈现全面上涨态势。本周热点聚焦 AI 相关领域。一方面，市场热点继续围绕 AI 应用展开，AI 医疗概念股集体爆发，嘉和美康等 20 余股涨停，云计算、数据要素概念股表现活跃，神州数码等涨停。另一方面，DeepSeek 概念股走势分化，梦网科技 8 连板，美格智能接近跌停，并行科技等多股大幅冲高回落。

行业方面，本周（2.10-2.14）一级行业多数上涨，传媒（+9.5%）、计算机（+7.8%）领涨，煤炭（-1.5%）、国防军工（-0.6%）领跌。领涨行业原因：（1）传媒：《哪吒 2》票房火爆，《哪吒 2》总票房进入全球影史票房榜前 20 名，成为首部进入全球票房榜前 20 的亚洲电影，光线传媒 8 天 6 板市值突破千亿，带动板块周涨超 9%；（2）计算机：AI 医疗和 DeepSeek 概念成为本周热点，消息面上，华为数据储存公众号发布信息称，将发布基于华为 DCS AI 解决方案打造的瑞金病理模型。据介绍，该模型将于 2 月 18 日举办的“2025 医疗人工智能与精准诊疗发展论坛”上发布。领跌行业原因：（1）煤炭：一方面节后企业虽复工开产，但生产意愿偏低，仍以刚性采购为主，整体需求跟进不足；另一方面随着元宵节后冷空气影响减弱，低温天气减少，取暖用煤需求进一步下降；以上两点综合导致煤炭需求端较为疲软；（2）国防军工：本周特朗普与普京通话，俄乌冲突等局部战争局势有缓和态势，市场预期相关的军事装备需求和国防开支可能会受到影响。

海外权益市场方面，本周（2.10-2.14）全球主要经济体权益指数全面上涨，恒生指数（+7.0%）、恒生国企指数（+7.0%）、德国 DAX（+3.3%）领涨。

大宗商品方面，本周（2.10-2.14）大宗商品价格涨跌参半，NYMEX 天然气（+12.6%）、CBOT 小麦（+3.2%）领涨，波罗的海干散货指数（-2.8%）、LME 镍（-1.9%）则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：（1）NYMEX 天然气：本周欧洲和北美地区遭遇了寒冷天气，增加了供暖需求，与此同时天气预报显示未来几天西北欧将迎来极寒天气，进一步推高了天然气价格；（2）CBOT 小麦：阿根廷近期的干旱天气影响了全球小麦市场供给，同时近期美国小麦出口表现强劲，推动了 CBOT 小麦价格上涨。领跌大宗商品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：本周仍处于干散货运输市场淡季，一方面春节假期期间中国工业生产和贸易活动放缓，另一方面北半球的冬季天气也影响运输效率；（2）LME 镍：本周 LME 镍库存总体呈现增加趋势，2 月 13 日，LME 镍库存大幅增加 5094 吨，2 月 14 日，LME 镍库存增加 2952 吨，市场供应的大幅增加对镍价形成压力。



图表24: 本周 (2.10-2.14) 国内宽基指数全面上涨, 海外权益指数全面上涨

板块	简称	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	上证50	2660.9	2.0	2.4	-0.9	15.4	38.1	68.3
	中证500	5947.8	2.0	6.7	3.9	5.5	40.9	70.7
	创业板指	2215.3	1.9	6.7	3.4	13.2	37.0	72.4
	中证1000	6248.8	1.9	7.5	4.9	1.2	38.6	67.4
	深证成指	10749.5	1.6	5.7	3.2	9.3	32.5	58.4
	中证800	4271.3	1.4	4.0	1.1	12.2	40.9	70.7
	上证综指	3346.7	1.3	3.3	-0.2	12.7	67.2	80.6
	沪深300	3939.0	1.2	3.1	0.1	14.7	40.1	76.1
	科创50	1022.5	0.4	4.1	3.4	16.1	74.4	74.4
	风格指数	宁组合	33558.4	2.9	8.5	5.5	-3.0	34.7
茅指数		453318.8	2.1	6.0	3.2	7.3	37.7	84.4
大盘价值		7940.0	1.7	2.1	-1.7	26.9	86.5	95.9
小盘成长		4752.7	1.2	6.2	5.4	-2.3	28.4	61.5
大盘成长		4148.6	1.1	3.3	0.9	7.5	25.3	75.2
小盘价值		6514.3	1.0	3.9	0.3	7.5	57.4	81.6
海外权益	恒生指数	22620.3	7.0	17.7	12.8	17.7	59.0	54.7
	恒生国企指数	8331.4	7.0	19.2	14.3	26.4	60.8	27.0
	德国DAX	22513.4	3.3	11.1	13.1	18.8	99.9	99.9
	韩国综合	2591.1	2.7	3.7	8.0	-9.6	52.6	88.1
	纳斯达克	20026.8	2.6	5.2	3.7	28.6	99.5	99.8
	法国CAC40	8178.5	2.6	10.2	10.8	-2.2	98.8	99.7
	标普500	6114.6	1.5	4.7	4.0	23.3	99.8	99.9
	日经225	39149.4	0.9	1.8	-1.9	19.2	92.4	98.1
	道琼斯	44546.1	0.5	4.8	4.7	12.9	98.6	99.6
	澳洲	8555.8	0.5	3.9	4.9	7.5	100.0	100.0
英国富时	8732.5	0.4	6.5	6.8	5.7	99.6	99.9	
商品	NYMEX天然气	3.7	12.6	-6.1	2.5	44.5	69.5	66.0
	CBOT小麦	601.5	3.2	10.1	9.1	-12.3	38.8	57.6
	CZCE白糖	5981.0	2.1	1.0	0.5	-5.7	65.2	74.8
	CBOT玉米	496.5	1.8	4.6	8.3	-2.7	48.8	68.9
	COMEX白银	32.7	0.7	7.6	11.7	21.6	98.6	94.5
	LME铜	9465.0	0.6	3.4	7.9	2.5	76.1	92.4
	LME铝	2635.0	0.3	2.9	3.3	7.1	83.2	87.3
	COMEX黄金	2893.7	0.2	7.9	9.5	27.4	99.6	99.9
	ICE布油	74.6	0.0	-6.5	0.0	-2.9	39.2	52.0
	LME锌	2838.5	-0.1	-0.8	-4.7	12.5	46.9	73.9
	ICE WTI原油	70.5	-0.3	-7.5	-1.0	-0.5	38.1	49.6
	LME铅	1982.0	-0.6	0.8	1.5	-5.7	24.5	37.7
	DCE铁矿石	810.5	-1.2	4.3	4.3	-20.0	48.6	72.9
	CBOT大豆	1036.8	-1.2	-1.0	2.5	-22.2	22.3	51.9
LME镍	15455.0	-1.9	-3.1	0.3	-7.8	14.6	40.3	
波罗的海干散货指数	792.0	-2.8	-26.7	-20.6	-52.4	8.8	14.1	

来源: Wind、国金证券研究所



图表25: 本周 (2.10-2.14) 一级行业多数上涨, 传媒领涨、煤炭领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数	过去20年历史分位数
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
TMT	传媒	752.5	9.5	20.6	16.7	2.2	85.7	70.5
TMT	计算机	5273.1	7.8	24.4	19.6	4.4	84.9	91.6
下游消费	商贸零售	2167.8	3.5	2.8	-3.2	13.7	25.1	17.0
TMT	通信	3133.5	3.0	9.1	5.2	28.8	99.8	97.5
下游消费	医药生物	7368.1	2.7	5.4	2.0	-14.3	11.8	60.4
下游消费	社会服务	8228.1	2.5	7.3	3.0	-5.1	26.2	81.3
金融	银行	3940.8	2.4	3.0	0.8	34.4	91.8	97.1
下游消费	食品饮料	17104.7	2.3	-0.6	-4.8	-8.0	12.3	78.1
金融	房地产	2121.0	2.0	2.0	-1.7	-2.1	15.3	16.7
下游消费	美容护理	4351.4	1.9	1.9	-0.2	-10.3	8.5	52.5
上游周期	基础化工	3362.3	1.5	4.3	2.5	-5.1	28.8	75.2
下游消费	轻工制造	2032.2	1.3	3.7	0.2	-6.0	15.1	45.9
中游制造	建筑装饰	1934.6	1.3	3.0	-2.9	5.6	23.4	40.6
-	综合	2740.1	1.2	-1.1	0.3	3.2	73	78.6
下游消费	汽车	7004.6	1.2	9.0	9.1	16.3	99.1	99.4
下游消费	纺织服装	1481.5	1.2	2.8	-0.9	-5.3	15	19.5
下游消费	农林牧渔	2492.7	1.1	2.0	-1.5	-11.6	7.4	53.9
金融	非银金融	1822.1	1.0	3.9	-2.4	30.2	61.4	73.1
中游制造	环保	1655.7	0.8	3.2	-1.2	1.9	18.7	30.1
中游制造	钢铁	2149.2	0.7	5.2	2.2	0.2	33.5	34.7
TMT	电子	4704.9	0.3	6.2	6.2	18.5	77.7	94.3
上游周期	交通运输	2165.7	0.2	-0.5	-4.0	13.0	28.8	38.6
中游制造	建筑材料	4331.7	0.2	0.7	-1.4	-5.9	9.8	45.7
下游消费	家用电器	8575.8	0.2	1.7	1.6	25.4	83.4	95.8
中游制造	电力设备	7144.1	0.1	3.2	0.4	3.1	35.4	82.3
上游周期	有色金属	4664.3	-0.1	2.9	8.0	3.2	57.9	81.1
中游制造	机械设备	1613.6	-0.2	5.7	6.3	5.0	87	90.7
中游制造	公用事业	2271.4	-0.2	0.4	-5.2	10.2	57.8	63.4
上游周期	石油石化	2220.5	-0.2	-1.8	-4.1	6.2	40.4	51.5
中游制造	国防军工	1428.8	-0.6	1.1	-3.1	7.1	34.4	71.4
上游周期	煤炭	2648.6	-1.5	-2.8	-8.8	4.4	47.9	60.7

来源: Wind、国金证券研究所

### 3.2 市场估值: A股主要指数估值多数上调, 海外权益指数估值仅英国富时下调

A股方面, 本周(2.10-2.14) A股主要宽基指数估值多数上调, 上证50(+2.1%)、深证成指(+1.8%)估值领涨, 仅创业板指(-1.0%)估值下跌。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中, 宁组合(+3.9%)和大盘价值(+2.2%)估值涨幅居前, 茅指数(-7.6%)估值下跌较多。海外方面, 本周海外市场主要指数估值多数上调, 恒生国企指数(+6.8%)和恒生指数(+6.4%)估值涨幅居前, 但英国富时(-12.8%)估值下调明显; 道琼斯、标普500估值处于较高历史分位数水平。

行业方面, 本周(2.10-2.14)各行业估值多数上涨。从PE来看, 传媒(+9.8%)和计算机(+8.1%)行业估值领涨, 而煤炭(-1.5%)、国防军工(-0.6%)和石油石化(-0.3%)行业的估值则略有回落。



图表26: 本周 (2.10-2.14) A股主要指数估值多数上调, 海外权益指数估值仅英国富时下调

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				2024年 (%)	过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)					周环比 (%)	月环比 (%)
A股	科创50	87.3	0.0	3.4	6.4	90.2	97.6	97.7	4.7	-0.8	2.8	
	深证成指	25.8	1.8	7.3	6.9	20.5	45.5	59.9	2.3	1.8	7.5	
	上证50	10.9	2.1	2.0	0.4	22.7	70.0	53.7	1.2	2.1	2.2	
	中证800	14.3	1.6	3.7	2.5	19.4	69.1	51.0	1.4	1.6	4.0	
	上证综指	14.4	1.5	3.3	2.0	16.5	79.5	50.5	1.3	1.5	3.6	
	中证1000	37.9	1.3	6.9	6.7	4.2	66.3	46.5	2.1	1.4	7.2	
	沪深300	12.7	1.5	2.8	1.4	20.1	62.4	45.4	1.4	1.5	3.1	
	中证500	28.3	0.4	6.5	5.9	26.5	85.0	43.8	1.9	0.7	6.6	
	创业板指	34.3	-1.0	3.1	7.0	21.7	33.7	16.4	4.2	0.3	8.6	
	风格指数	大盘成长	19.1	0.9	2.5	2.5	21.0	30.1	59.3	2.8	0.8	2.8
大盘价值		8.2	2.2	1.3	-0.9	28.6	81.4	44.6	0.9	2.2	1.7	
小盘成长		26.6	1.2	6.3	7.1	19.5	77.8	43.0	2.4	1.2	6.4	
茅指数		18.6	-7.6	4.3	-5.1	9.5	13.2	42.2	2.9	-13.0	-9.8	
小盘价值		14.7	1.1	3.6	1.6	1.4	61.9	28.5	1.1	1.1	4.0	
海外	宁组合	31.0	3.9	2.8	11.9	30.7	30.9	12.6	4.7	3.9	13.5	
	道琼斯	32.5	2.8	1.6	-2.8	32.0	95.1	99.0	9.0	2.7	-1.1	
	标普500	28.3	1.3	0.9	-0.3	15.1	73.3	93.3	5.3	1.5	2.2	
	纳斯达克	45.6	3.5	1.2	0.1	8.0	76.0	91.8	6.7	2.3	0.2	
	英国富时	17.2	-12.8	11.1	-10.7	85.1	64.9	65.1	1.9	0.2	4.8	
	恒生国企指数	9.3	6.8	5.7	14.4	18.9	62.7	54.6	1.0	6.8	15.7	
	恒生指数	10.2	6.4	5.1	13.3	12.9	60.1	43.8	1.1	6.4	15.1	

来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 本周 (2.10-2.14) A股各行业估值多数上涨, 传媒和计算机领涨

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				2024年 (%)	过去5年PE历史分位数 (%)	过去20年PE历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)				过去5年PB历史分位数 (%)	过去20年PB历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)					周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	计算机	82.6	8.1	28.8	27.8	11.7	98.3	95.6	4.4	8.1	26.3	25.6	4.0	88.9	68.2	
	房地产	36.2	2.0	2.3	-1.7	194.9	95.0	87.3	0.7	2.9	2.9	1.4	4.3	17.4	4.3	
	汽车	27.9	1.2	9.7	12.7	2.7	44.6	73.8	2.6	1.2	9.7	12.5	15.9	93.2	73.5	
	钢铁	27.2	0.6	5.5	4.3	22.2	98.1	73.7	0.9	1.1	5.6	3.3	3.3	40.3	22.5	
	综合	59.3	1.0	1.8	-0.2	19.9	86.9	73.3	1.6	1.3	2.6	0.6	2.2	42.5	17.4	
	电子	58.0	0.3	7.4	10.4	18.1	96.5	71.5	3.8	0.3	7.1	10.2	35.0	63.2	66.4	
	机械设备	32.6	0.0	6.5	9.2	7.9	94.6	67.9	2.5	0.0	6.4	9.3	6.9	61.8	46.0	
	商贸零售	35.0	3.7	2.8	-5.3	28.2	82.0	67.2	1.7	3.6	2.4	-5.4	1.8	57.2	25.3	
	国防军工	66.2	-0.6	3.3	1.6	35.7	77.3	64.0	3.0	-0.7	3.1	1.4	7.7	32.3	40.6	
	建筑材料	24.4	0.2	0.8	0.2	42.4	96.0	52.5	1.1	0.0	0.9	0.0	-5.9	9.0	2.2	
	传媒	44.1	9.8	18.8	18.9	2.1	85.1	48.5	2.8	9.7	19.4	19.4	4.3	90.1	34.4	
	基础化工	23.8	1.4	4.9	4.6	7.4	69.0	44.4	1.8	1.7	5.2	4.6	-2.7	20.9	13.7	
	煤炭	11.3	-1.5	-2.2	-6.5	36.8	86.7	38.0	1.2	-1.6	-1.6	-6.1	-3.5	30.2	19.7	
	家用电器	15.4	0.2	2.5	2.3	22.6	58.8	38.0	2.6	0.4	1.6	2.4	4.2	44.0	41.5	
	通信	34.6	2.9	10.2	7.1	16.3	64.0	37.5	2.9	2.8	9.9	7.4	11.3	91.6	71.5	
	交通运输	16.5	0.2	0.0	-0.5	19.3	66.8	36.2	1.3	0.0	0.0	-0.8	7.2	20.9	10.9	
	石油石化	15.9	-0.3	-1.3	-1.8	9.5	72.5	34.2	1.2	-0.8	-1.6	-2.4	3.2	14.1	3.6	
	非银金融	16.4	1.1	4.8	2.8	16.0	77.9	33.8	1.3	1.6	4.8	3.2	27.9	52.5	13.1	
	轻工制造	25.1	1.5	4.5	1.7	-12.4	43.6	32.1	1.7	1.2	4.3	1.2	-7.6	18.4	20.8	
	电力设备	31.4	0.2	4.4	3.6	84.2	42.6	28.9	2.4	0.0	4.3	3.4	3.0	23.6	24.0	
	美容护理	33.2	1.9	2.7	0.8	11.7	23.2	28.4	3.1	2.0	2.7	0.7	-15.7	9.9	26.3	
	银行	6.0	2.5	2.2	3.2	36.8	63.2	26.9	0.5	1.9	1.9	3.8	25.6	52.0	13.0	
	医药生物	31.2	2.1	5.9	3.6	8.9	53.2	26.5	2.5	2.9	6.8	4.1	10.5	14.3	12.6	
	有色金属	20.0	-0.1	4.3	9.7	15.0	42.3	19.9	2.2	0.0	4.8	9.6	-2.5	29.3	21.5	
	建筑装饰	9.5	1.3	3.3	0.5	16.8	55.4	16.3	0.7	1.4	2.8	0.0	4.1	14.0	3.5	
	纺织服装	20.0	1.2	2.4	-1.1	-13.0	23.6	11.6	1.6	1.2	3.1	-0.6	-4.6	18.2	13.5	
	环保	20.4	1.2	4.4	-1.9	3.5	38.0	10.9	1.4	1.5	4.5	0.0	2.9	19.2	4.8	
	食品饮料	19.9	2.3	-0.3	-2.9	-15.1	6.6	9.3	4.2	2.2	-0.2	-3.2	-14.5	7.2	26.9	
	农林牧渔	22.2	1.0	2.7	0.5	-55.8	26.3	6.6	2.3	0.9	2.7	0.0	-14.8	4.1	10.4	
	公用事业	16.7	-0.2	1.2	-2.2	-8.9	2.9	5.5	1.5	0.0	0.7	-2.6	3.4	26.8	9.8	
社会服务	24.1	2.6	6.8	3.5	-52.9	10.1	2.5	2.9	2.5	6.6	3.5	1.4	23.1	18.3		

来源: Wind、国金证券研究所

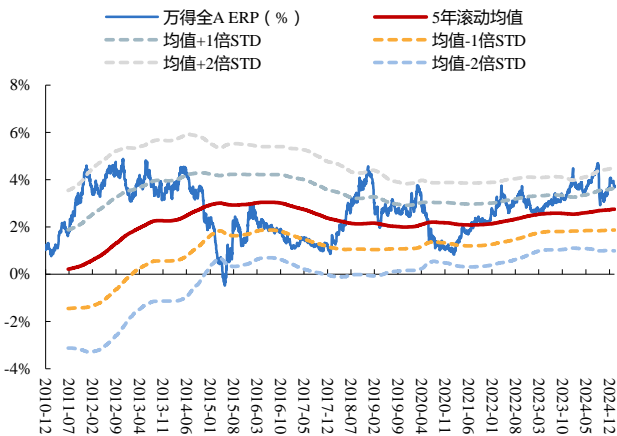
### 3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周 (2.10-2.14) 主要宽基指数的 ERP 呈下行趋势, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均高于“滚动均值”, 万得全 A 触及“1 倍标准差上限”, 创业板指高于“1 倍标准差上限”。股债收益差全面上行, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均低于“2 倍标准差下限”。

风格方面, 本周 (2.10-2.14) 主要风格指数的 ERP 呈下行趋势。按照五年滚动来看, 金融风格指数略低于“滚动均值”, 周期、消费、成长风格指数均高于“滚动均值”, 其中消费高于“2 倍标准差上限”。股债收益差全面上行, 按照五年滚动来看, 金融、消费、成长风格指数低于“2 倍标准差下限”, 周期风格指数触及“2 倍标准差下限”。

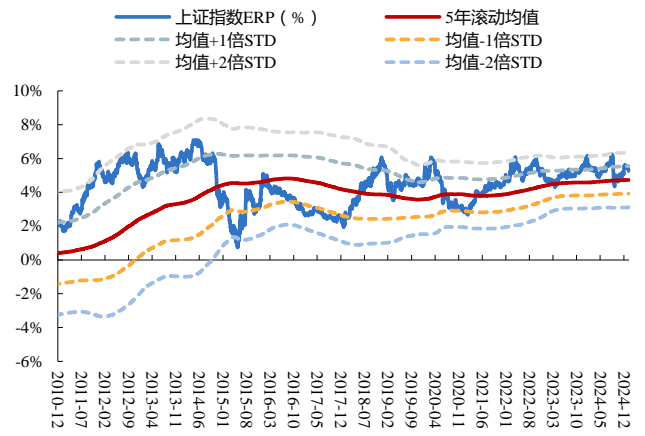


图表28: 万得全A ERP 触及“1倍标准差上限”



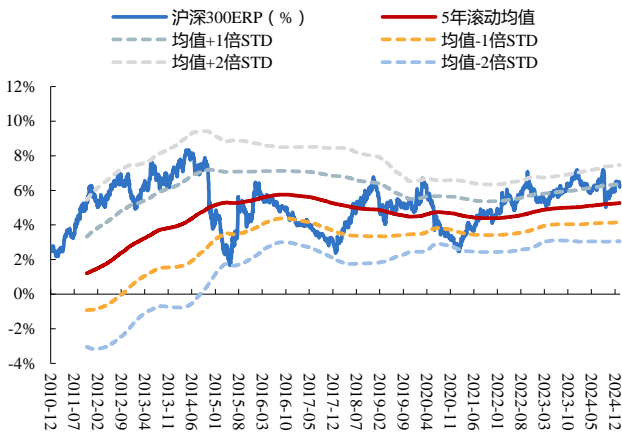
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



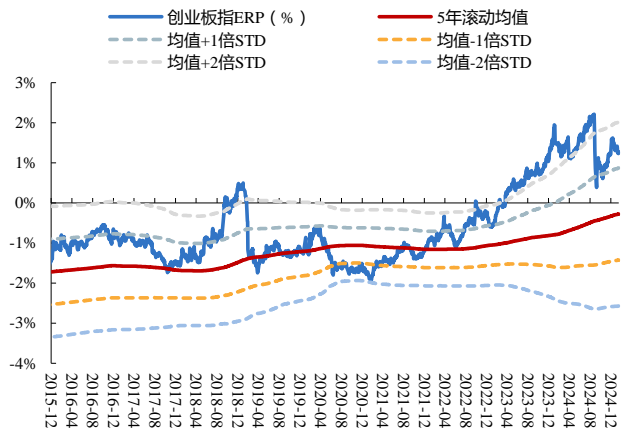
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 沪深300 ERP 高于“滚动均值”



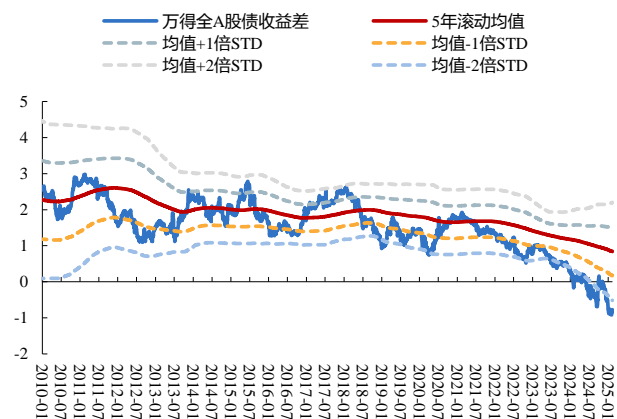
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



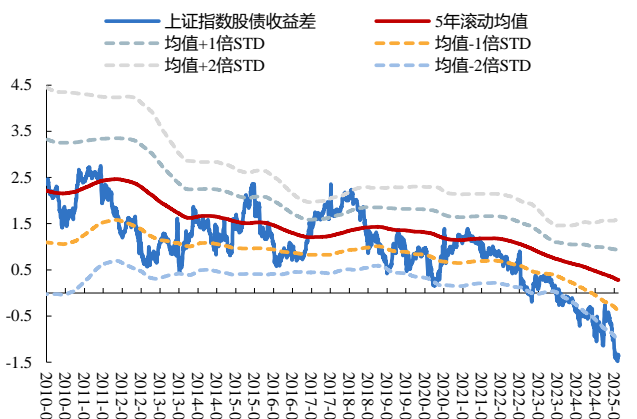
来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 万得全A 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

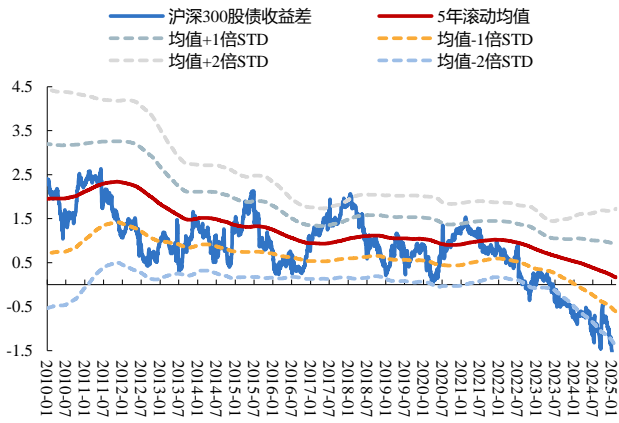
图表33: 上证指数 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

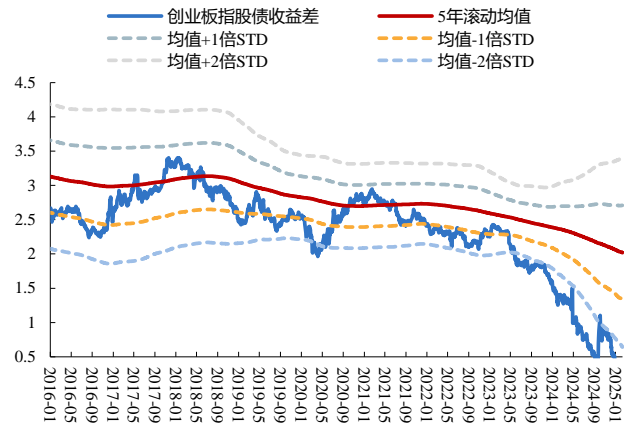


图表34: 沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



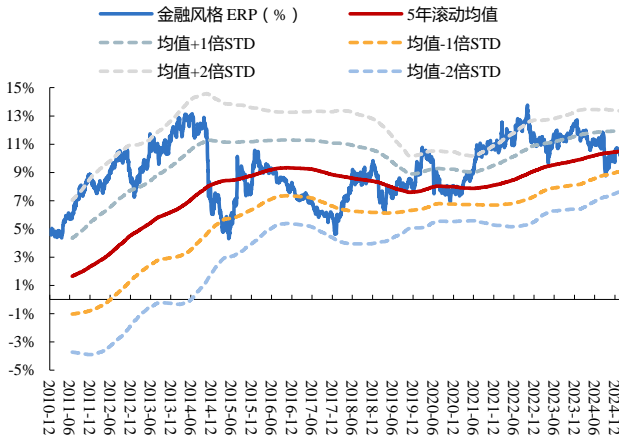
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



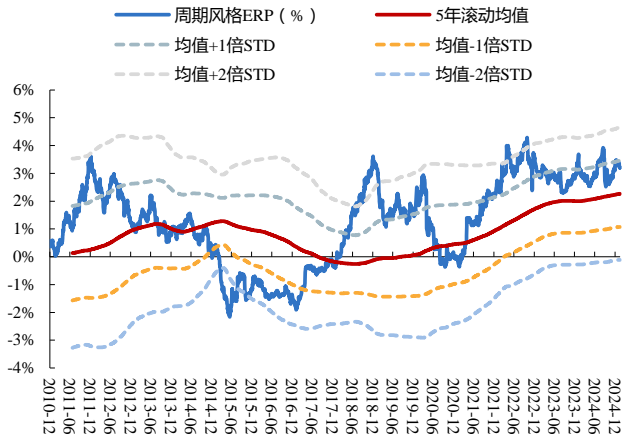
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 金融的ERP低于“滚动均值”



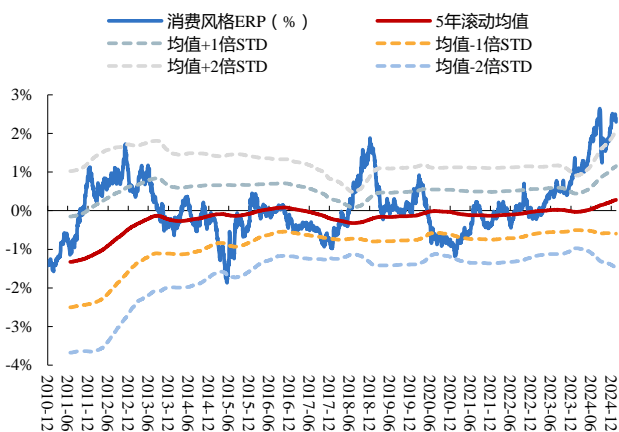
来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 周期的ERP高于“滚动均值”



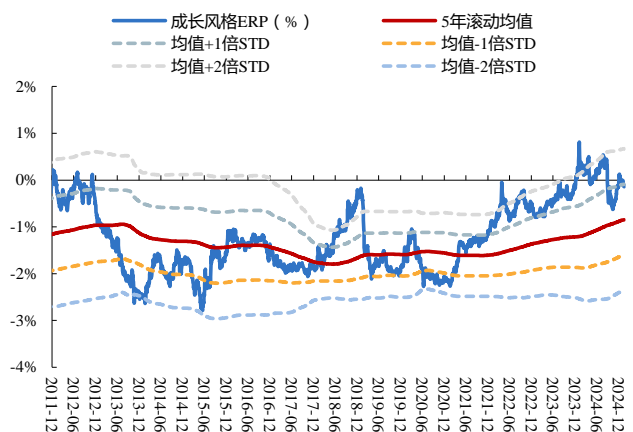
来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 消费的ERP高于“2倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

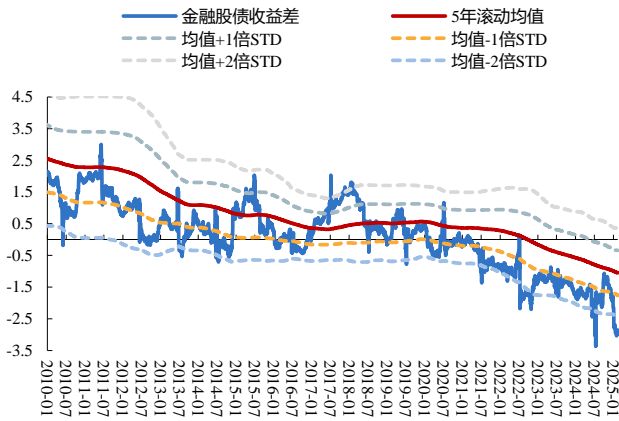
图表39: 成长的ERP高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

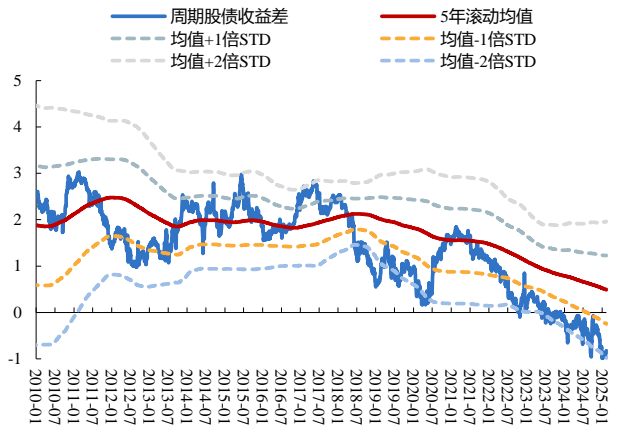


图表40: 金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



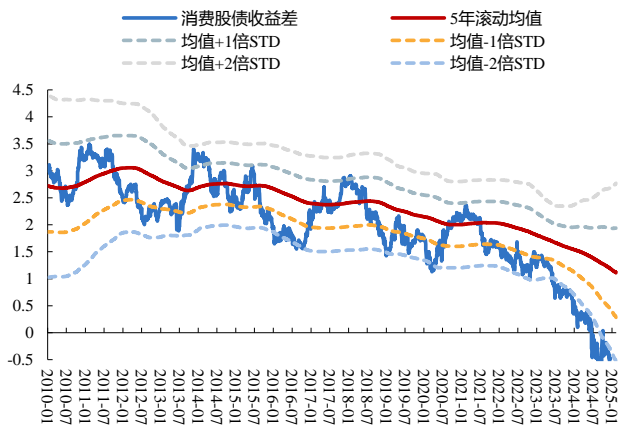
来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 周期股债收益差触及“2倍标准差下限”



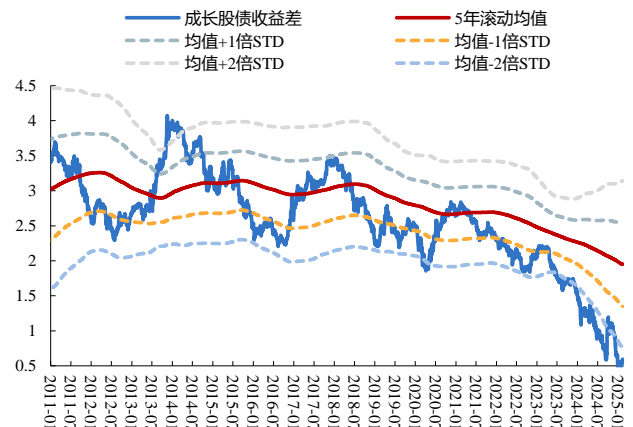
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

### 3.4 盈利预期: 盈利预期多数下调

指数方面, 本周(2.10-2.14)主要指数盈利预期下调居多。主要宽基指数中, 科创50(-0.6%)、中证1000(-0.5%)盈利预期下调幅度居前; 主要风格指数中, 茅指数(+12.8%)盈利预期大幅上调, 小盘成长(-0.1%)、大盘成长(-0.1%)盈利预期略有下调。

行业方面, 本周(2.10-2.14)各行业盈利预期多数下调。周期板块中煤炭(+0.3%)盈利预期略有提升, 而机械设备(-0.8%)和基础化工(-0.7%)盈利预期降低较多; 传统消费中农林牧渔(-0.8%)、轻工制造(-0.5%)盈利预期降幅居前; 成长板块中计算机(+2.1%)盈利预期录得上调, 传媒(-1.4%)盈利预期降幅较大; 金融板块中房地产(-5.9%)盈利预期显著下调。



图表44: 本周(2.10-2.14)主要指数盈利预期下调居多, 茅指数大幅上调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.80	-0.1%	-0.7%	0.80	0.76
	深证成指	0.75	-0.2%	-2.2%	0.75	0.70
	沪深300	1.10	-0.1%	-0.9%	1.10	1.03
	创业板指	1.42	1.3%	-0.6%	1.42	1.21
	中证500	0.44	0.0%	-0.9%	0.44	0.41
	科创50	0.50	-0.6%	-4.5%	0.50	0.68
	上证50	1.18	0.0%	-0.6%	1.18	1.08
	中证800	0.95	-0.1%	-0.9%	0.95	0.89
	中证1000	0.37	-0.5%	-2.5%	0.37	0.27
风格 指数	大盘成长	1.29	-0.1%	-0.5%	1.29	1.27
	大盘价值	1.20	-0.1%	-0.4%	1.20	1.11
	小盘成长	0.61	0.0%	-1.5%	0.61	0.54
	小盘价值	0.46	0.0%	-0.4%	0.46	0.39
	茅指数	3.60	12.8%	12.6%	3.60	3.00
	宁组合	2.98	0.0%	0.1%	2.98	2.99

来源: Wind、国金证券研究所



图表45: 本周 (2.10-2.14) 各行业盈利预期多数下调

风格板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
周期	煤炭	1.04	0.3%	-0.8%	1.04	1.24
	有色金属	0.61	-0.1%	-1.0%	0.61	0.53
	交通运输	0.42	-0.1%	-3.2%	0.42	0.37
	基础化工	0.43	-0.7%	-1.6%	0.43	0.37
	石油石化	0.87	-0.2%	-0.3%	0.87	0.79
	钢铁	0.03	-0.3%	-1.2%	0.03	0.13
	建筑材料	0.32	0.0%	-1.1%	0.32	0.40
	建筑装饰	0.62	-0.1%	0.0%	0.62	0.62
	电力设备	0.49	-0.4%	-3.6%	0.49	0.73
	机械设备	0.38	-0.8%	-1.5%	0.38	0.33
	国防军工	0.29	-0.2%	-6.9%	0.29	0.26
	公用事业	0.46	-0.1%	-1.2%	0.46	0.40
	环保	0.31	-0.1%	1.5%	0.31	0.25
传统消费	汽车	0.66	0.0%	-1.4%	0.66	0.54
	家用电器	1.41	0.0%	-0.2%	1.41	1.36
	纺织服饰	0.39	0.0%	-0.5%	0.39	0.35
	商贸零售	0.16	-0.2%	-3.1%	0.16	0.11
	食品饮料	2.37	-0.1%	-0.1%	2.37	2.18
	社会服务	0.31	-0.3%	-1.5%	0.31	0.18
	农林牧渔	0.44	-0.8%	-2.1%	0.44	-0.04
	轻工制造	0.36	-0.5%	-0.5%	0.36	0.33
成长	医药生物	0.55	-0.5%	-1.8%	0.55	0.48
	美容护理	0.78	-0.1%	-3.2%	0.78	0.68
	电子	0.39	-0.3%	-1.5%	0.39	0.25
	计算机	0.24	2.1%	0.7%	0.24	0.14
	传媒	0.17	-1.4%	-8.4%	0.17	0.22
	通信	0.97	-0.1%	0.0%	0.97	0.85
金融	房地产	-0.18	-5.9%	-80.9%	-0.18	-0.12
	银行	1.11	0.0%	0.0%	1.11	1.11
	非银金融	0.98	0.1%	-0.7%	0.98	0.65
综合	-0.20	-3.0%	-7.0%	-0.20	-0.25	

来源: Wind、国金证券研究所



#### 4、下周经济数据及重要事件展望

图表46: 下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-01-27	中国	1月官方制造业PMI	50.1	
2025-01-27	美国	12月新屋销售:季调:折年数(千套)	664.0	
2025-01-30	美国	联邦基金目标利率(%)	4.5	
2025-01-30	美国	第四季度实际个人消费支出:季调:环比折年率(%)	3.7	
2025-01-30	美国	第四季度实际GDP:季调:环比折年率(初值)(%)	3.1	
2025-01-30	美国	1月25日初请失业金人数:季调((人)	223000.0	
2025-01-30	美国	第四季度GDP价格指数(初值):季调(2017年=100)	125.5	
2025-01-30	美国	第四季度实际GDP:季调:折年数(初值)(十亿美元)	23400.3	
2025-01-30	美国	第四季度PCE价格指数:季调(初值)(2017年=100)	123.8	
2025-01-30	美国	第四季度个人消费支出:季调:折年数(初值)(十亿美元)	16113.0	
2025-01-30	美国	第四季度核心PCE价格指数:季调(初值)(2017年=100)	123.0	
2025-01-31	美国	12月个人消费支出:季调(十亿美元)	20195.5	
2025-01-31	美国	12月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	65138.0	
2025-01-31	美国	12月核心PCE物价指数:同比(%)	2.8	
2025-01-31	美国	12月PCE物价指数:同比(%)	2.4	
2025-01-31	美国	12月核心PCE物价指数:环比(%)	0.1	
2025-01-29	欧盟	12月欧元区:M3:同比(%)	3.9	
2025-01-29	欧盟	12月欧元区:M2:同比(%)	3.1	
2025-01-29	欧盟	12月欧元区:M1:同比(%)	1.7	
2025-01-30	欧盟	12月欧盟:失业率:季调(%)	5.9	
2025-01-30	欧盟	12月欧元区:失业率:季调(%)	6.3	
2025-01-30	欧盟	第四季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.4	
2025-01-30	欧盟	第四季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	0.9	
2025-01-30	欧盟	1月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	3.15	
2025-01-30	欧盟	1月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	3	
2025-01-30	欧盟	1月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	3.4	

来源: Wind、国金证券研究所

图表47: 下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-01-28	美国	1月EIA公布月度能源报告
2025-01-29	美国	1月29日EIA公布周度能源报告
2025-01-30	美国	1月美联储公布利率决议
2025-01-30	欧盟	1月欧洲央行公布利率决议
2025-01-30	欧盟	1月欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会

来源: Wind、国金证券研究所



## 5、风险提示

- (1) 宏观经济风险：全球经济复苏步伐存在不确定性，若后续经济增长不及预期，可能导致企业盈利下滑，进而影响市场整体表现。此外，国际贸易形势的变化、地缘政治冲突等因素，也可能对全球经济和金融市场造成冲击，引发市场波动。
- (2) 行业竞争加剧风险：AI 概念近期大热，市场估值上升的同时伴随着大量企业涌入，市场竞争日益激烈。如果企业无法在技术创新、成本控制、市场拓展等方面保持优势，可能会面临市场份额下降、盈利能力减弱的风险。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究