

香港股市 | 2025 年 2 月 10 日 - 2025 年 2 月 16 日

更新报告

情绪高涨后迎来分化，警惕高台获利压力

每周策略建议

港股：中国 AI 产业爆发的预期及美国总统特朗普的对等关税延迟等因素刺激港股继续强势上攻，情绪驱动部分交易性基金增配。当前内部处于政策空窗期，特朗普政府“攘外必先安内”的政策路径预期下，对华关税等压力边际舒缓，均给予港股向上的窗口。当前离岸人民币转强、10 年期中债收益率底部反弹，预示投资者正在进一步押注中国资产，恒生指数于 3 月重要会议前保持偏强水平的概率较大。不过，本轮港股大盘的拉升并非由 Beta 主导，板块表现较为分化，集中在 AI 概念催化的科技、电讯、平台经济等。当前中国基本面仍处于弱修复阶段，1 月居民短贷同比仍少增、制造业 PMI 低于预期。恒生指数的风险溢价已接近 2018 年 1 月的低点，估值偏高。我们预期后续 AI 类个股的表现开始分化，要注意高台获利压力，不排除资金开始“高切低”，建议关注更多 Alpha 机会。AI 产业链可关注 1) 数据中心、云服务供货商；2) 头部消费互联网企业，前期估值较低，基本盘稳健，AI 应用给予重估催化剂；3) ERP 云软件、医疗软件。另外，关注 1) 受惠资本市场回暖的内险、券商等非银金融；2) 业绩稳健增长的品牌消费股。

美股：三大股指继续高台横盘，近期美国经济数据较为纠结，市场降息预期反复。美国 1 月 CPI 及 PPI 反弹，但高频数据指向 1 月反弹是短暂，PPI 部分分项支持 PCE 继续下行，叠加 1 月零售销售增速下降，使美元指数及 10 年期国债收益率下行。尽管特朗普关税扰动暂缓，但关税风波仍带来较大不确定性。我们仍对市值加权的标普 500 及纳指保持谨慎，维持上半年整体维持波动的判断。1 月美国经济数据显示通胀回落较为反复，市场受降息预期收敛更难获得向上动能，但美联储仍强调保持耐性。美股市值加权指数的预测 PE 处于历史高位，短期基本面及流动性不支撑大市向上，叠加 2 月中下旬是美股季节性弱季，回调风险高。继续对美股大盘保持谨慎，关注更多中小型股而非大市值股份。策略上，建议逢高造空费城半导体指数，同时做多软件行业 ETF。另外，关注中小型股的标普 400 指数、金融、工业、能源及医疗等防御性板块。

美债：十年期美债收益率回落至 4.5% 以下，近期美国经济数据较为纠结，通胀有所反复但美联储不至于马上暂停降息，叠加特朗普关税政策仍给经济带来较高不确定性，长债利率仍大概率处于 4.1%-5.1% 波动，暂时建议继续在该区间做波段。

美元指数：受美国 1 月 PPI 分项显示核心 PCE 或有回落，以及 1 月零售销售数据不及预期的影响，美元指数跌破 107 关口。地缘政治冲突和关税均有缓和，欧元英镑涨幅明显，短期增加美元指数回调压力。不过，4 月前后关税风波或再成为焦点，“美强欧弱”经济形势未扭转，美联储仍不急于降息，美元或仍有再度上行风险。

美元兑离岸人民币：离岸人民币转强升破 7.25 水平，2024 年四季度央行货币政策报告强调“为实体经济营造稳定的汇率环境”，人民币中间价继续稳汇率，料 3 月“两会”前有望偏稳，但 4 月前后关税压力或明显上升，向汇率端进一步传导。

中国 1 月企业信贷节奏前置，居民信用扩张慢修复

在内需偏弱叠加春节错位的扰动下，1 月居民信用扩张修复缓慢。1 月企业信贷在年初前置明显，但企业实际需求恢复进程仍有待观察。

美国通胀回落反复，后续关注 1 月核心 PCE

美国 1 月 CPI 全面超预期，1 月 PPI 也超预期上涨，但 PPI 分项金融和医疗保健服务价格在 1 月表现疲软，使得 1 月核心 PCE 或有所放缓。

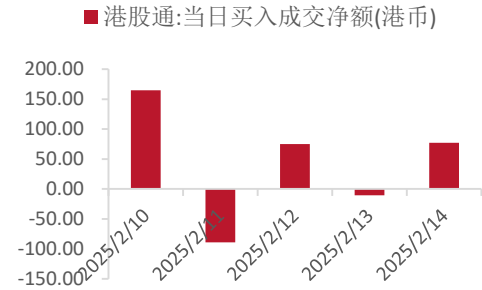
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	22,620	7.0%	12.8%
恒生科技	5,526	7.3%	23.7%
恒生中国企业	8,331	7.0%	14.3%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

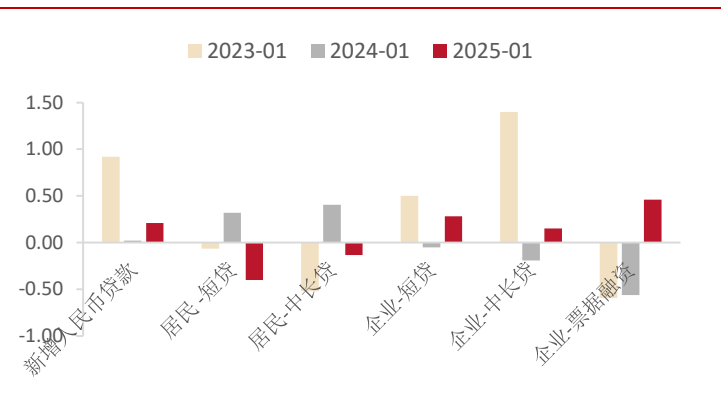
港股宏观基本面及政策追踪

中国宏观数据及政策跟踪：

1 月企业信贷节奏前置，居民信用扩张慢修复

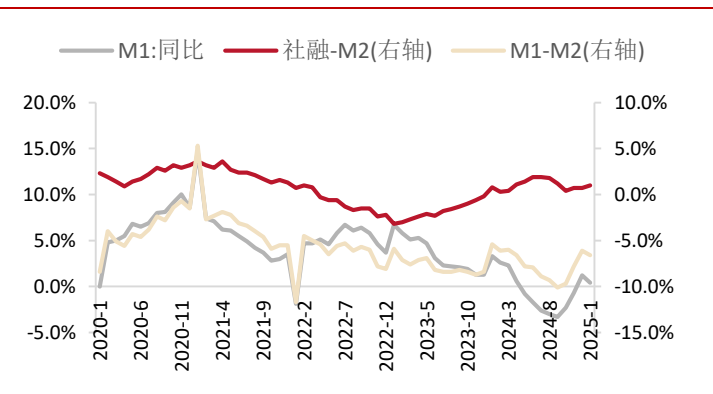
2025 年 1 月社会新增社融 5,833 亿元，人民币贷款同比多增 3,793 亿元，政府债净融资同比多增 3,986 元。1 月新口径下的 M1 同比增速为 0.4%，保持正增长；M2 同比增速 7.0%，较上月下降，非银存款继续大幅流出。1 月人民币贷款新增 5.13 万亿元，同比多增 2,100 万亿元。1 月居民短贷、中长贷同比分别少增 4,025 亿元、1,337 亿元，在内需偏弱叠加春节错位的扰动下，居民信用扩张修复缓慢。1 月企业短贷、中长贷同比分别多增 2,800 亿元、1,500 亿元，企业信贷在年初前置明显，但企业实际需求恢复进程仍有待观察。

图表 1：1 月企业信贷前置明显



来源：万得、中泰国际研究部。单位为万亿元。

图表 2：1 月 M1 同比增速仍指向实体经济活力有待改善



来源：万得、中泰国际研究部。

2024 年第四季度央行货币政策执行报告：延续适度宽松

2024 年第四季度央行货币政策执行报告（以下简称《报告》）延续了 2024 年中央经济工作会议的定调，明确 2025 年实施“适度宽松”的货币政策，强调通过灵活调整政策力度和节奏，将流动性目标从 2024 年的“合理充裕”改为“充裕”，支持经济回升向好，同时将“促进物价合理回升”作为货币政策的重要考虑。在总量与协同工具协同发力的背景下，《报告》强调“综合运用多种货币政策工具”，科技创新为首当其冲的重点，包括继续通过再贷款支持技术升级和新兴产业；持续提升消费金融政策质效，包括汽车、家电、家居、文旅体育等领域的金融服务能力；构建养老金融发展长效机制，拓宽银发经济融资渠道，完善养老金投资机制；地产领域要“加大存量商品房和存量土地盘活力度”，继续用好保障性住房再贷款工具等。此外，央行释放强烈的“稳汇率”信号，相较三季度，四季度报告重提“坚决对市场顺周期行为进行纠偏”，并删除“强化预期引导”表述，显示央行对汇率波动的主动干预意愿增强。结合近几个月跨境融资审慎调节参数上调等操作，显示稳汇率在内外均衡中的优先级提升，但降息仍可能优先于汇率约束。

海外市场宏观数据及政策：

美国 1 月 CPI 全面超预期

美国 1 月 CPI 全面超预期，1 月 CPI 同比+3.0%，连续五个月回升，环比+0.5%，主要受到食品、能源及核心商品价格上升带动。核心 CPI 同比+3.3%，较上月反弹，回落节奏反复；环比+0.5%，二手车及房租是主要贡献，二手车的上涨或受关税预期的影响，房租受到年初调整的因素影响涨幅也较大。禽流感则影响鸡蛋价格飙升，带动食品价格上涨。扣除房租的超级核心服务 CPI 环比+0.8，同比+4.0%，下行速度较慢。

1 月非农时薪同比增速回升，就业市场稳健继续支持居民消费，而关税的不确定性也使消费者未来一年通胀预期大升，使得后续通胀下行节奏会比较反复。不过，单月的通胀表现不会改变美联储维持观望的态度。近期包括鲍威尔及多位美联储官员均表示保持耐性的信号，叠加超预期的 CPI，利率期货当前预计 2025 年仅降息一次，6 月维持利率不变的概率接近 49%。

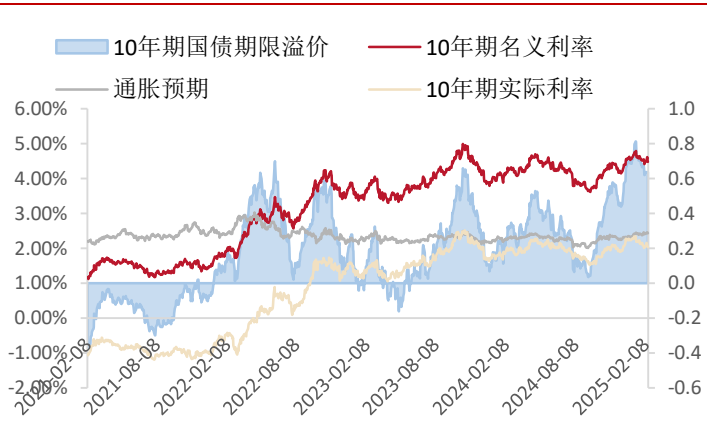
美国 1 月 PPI 同样坚挺

美国 1 月 PPI 数据也超预期上涨，1 月 PPI 同比+3.5%，高于前值和预期的 3.3%，为 2023 年 2 月以来最高。1 月 PPI 环比上涨 0.4%，高出预期的 0.3%，但低于前值的 0.5%，但前值从 0.2%上修至 0.5%，通胀前景更趋复杂。不含食品和能源的核心 PPI 同比上涨 3.6%，高于预期和前值；环比上涨 0.3%，低于上月前值修正后的 0.4%。受到禽流感导致蛋类价格上涨，以及能源价格持续上涨的影响，1 月商品类价格整体上涨 0.6%，连续第三个月大幅上涨。服务类价格上涨 0.3%，旅游住宿成本激增贡献较多涨幅，投资组合管理服务成本连续第二个月上涨。不过，PPI 中被纳入 PCE 的多个组成部分，例如金融和医疗保健服务价格在 1 月表现疲软，使得 1 月核心 PCE 有望继续放缓，1 月 PPI 数据公布后美元指数和十年期美债收益率走低。但是整体来看，生产者层面的通胀仍然偏高，料在特朗普政府关税政策路径进一步清晰之前，抗击通胀进展或有限。

美国 1 月零售销售环比意外下滑

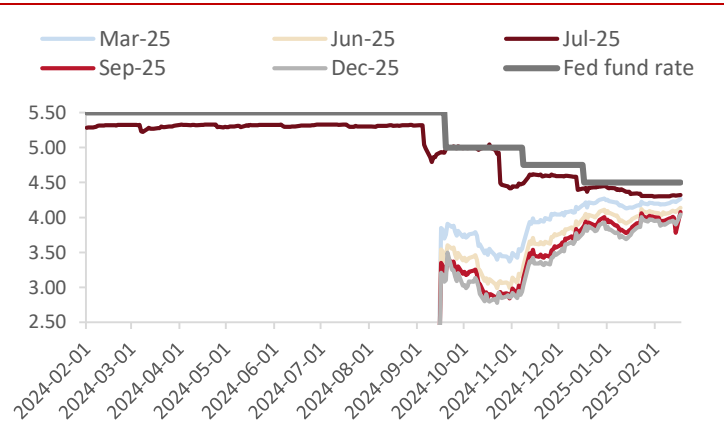
美国 1 月零售销售环比下降-0.9%，远超预期值-0.2%，前值 0.4%，是自 2023 年 3 月以来的最大环比下降。剔除汽车销售的零售销售额仍下降 0.4%，预期值为 0.3%，前值 0.7%；除汽车与汽油外的零售销售环比-0.5%，预期值 0.3%，前值 0.5%。受到洛杉矶地区严重山火以及其他部分地区寒冬气候对于实体店购物带来的不利影响，零售销售中 13 个类别里有 9 个类别均出现了下滑，汽车、运动用品、家具等品类跌幅较为明显。

图表 3：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 4：利率期货对未来数次 FOMC 利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部. 左轴单位为%。

上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

港股上周延续上涨

上周恒生指数全周大涨 7.0%，收报 22,620 点，创去年 10 月 7 日以来收市新高。恒生科技指全周上升 7.3%，收报 5,526 点，创自 2022 年 2 月中旬以来收市新高。上周大市日均成交额按周大增 64.8%至 2,980 多亿港元。截至 2 月 14 日，港股主板的 20 天平均沽空比例为 15.0%，较上周变化不大。

图表 5：恒生指数/恒生科技走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 6：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数中，AI+是本轮板块轮动的亮点，部分平台经济巨头受 AI 投资热潮的催化上涨明显，带动可选消费(主要是汽车)涨势领先，信息科技、医疗保健、电讯、工业等综合行业分类指数也表现突出。防守性的能源、公用事业则明显落后。

图表 7：港股行业周涨跌幅（2025. 2. 10 - 2025. 2. 14）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
非必需性消费	11.3%	19.6%	22.4%
资讯科技业	8.0%	18.3%	19.6%
电讯业	6.5%	7.4%	6.2%
医疗保健业	6.0%	10.5%	12.1%
金融业	4.4%	5.8%	6.7%
地产建筑业	3.4%	4.2%	0.7%
工业	2.3%	6.1%	5.5%
原材料业	1.9%	7.6%	11.7%
必需性消费	1.7%	1.8%	-1.0%
综合企业	1.4%	1.3%	-3.8%
公用事业	0.5%	0.1%	-6.1%
能源业	-0.3%	0.2%	-3.7%

来源：万得，中泰国际研究部

流动性追踪：南向资金净流入增量明显

港股通上周净流入 217 亿港元，日均净流入 44 亿港元，较上周日均 16 亿港元明显加快。板块层面来看，南向资金大幅流入平台经济为主的可选消费板块，内银板块净流入持续靠前，汽车与零部件、硬件设备、半导体也受人工智能投资热潮影响净流入大幅增加。个股层面，南向资金追捧短期受“AI+”概念催化的平台经济股票，阿里巴巴-W（9988 HK）获大幅净流入，同时腾讯（700 HK）净流出明显。

图表 8：南向资金上周前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	9988.HK	阿里巴巴-W	77.12
2	1398.HK	工商银行	23.86
3	0175.HK	吉利汽车	17.83
4	1211.HK	比亚迪股份	15.72
5	2533.HK	黑芝麻智能	14.15
6	0992.HK	联想集团	13.81
7	0981.HK	中芯国际	11.80
8	9868.HK	小鹏汽车-W	11.21
9	3968.HK	招商银行	11.05
10	2015.HK	理想汽车-W	10.91

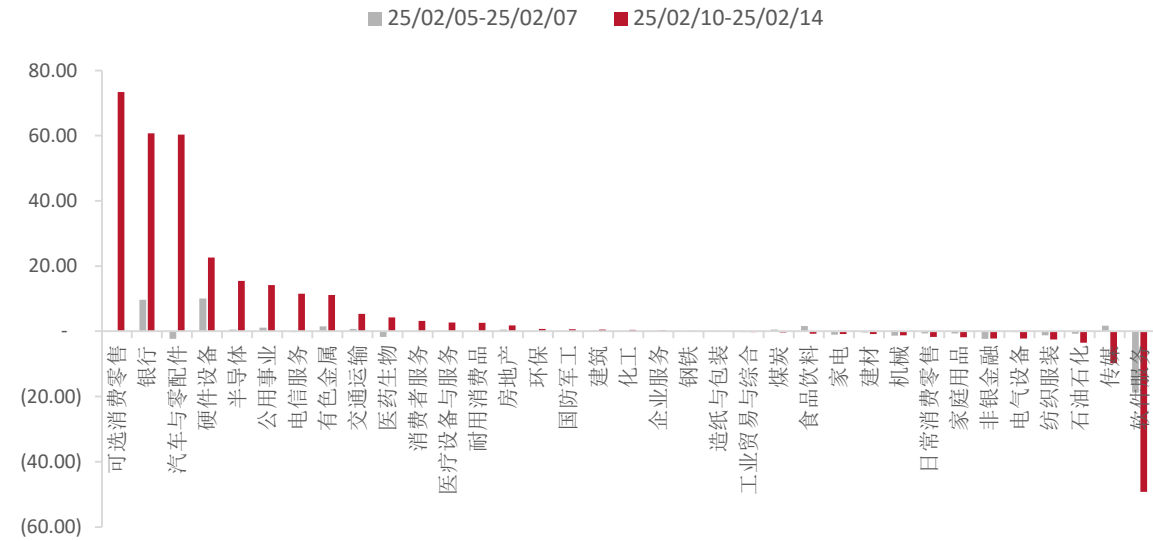
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 2 月 14 日更新。

图表 9：南向资金上周前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0700.HK	腾讯控股	-54.90
2	0763.HK	中兴通讯	-7.17
3	0268.HK	金蝶国际	-6.98
4	0020.HK	商汤-W	-6.54
5	0883.HK	中国海洋石油	-6.46
6	2020.HK	安踏体育	-5.57
7	1024.HK	快手-W	-4.27
8	1357.HK	美图公司	-3.09
9	2400.HK	心动公司	-3.02
10	9633.HK	农夫山泉	-2.80

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 2 月 14 日更新。

图表 10：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

港股估值已不算便宜

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.2 倍及 11.1 倍，处于 49.0%及 52.5%的七年分位数，估值持续修复。恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.4%及 4.5%，处于 0.2%及 1.8%的七年分位数。恒生指数的风险溢价（盈利收益率-美国 10 年期国债收益率）已显著低于去年 10 月 7 日的低位，并已接近 2018 年 1 月的低点，估值偏高。

图表 11：全球主要股市估值（未来 12 个月）

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	10.2	49.0%	5.4%	0.2%
	恒生科技	18.2	28.1%	1.0%	40.8%
	恒生综指	10.5	59.9%	5.1%	0.1%
	沪深 300	13.0	71.5%	6.1%	68.0%
	上证指数	12.1	81.2%	6.6%	57.9%
亚洲其他	日经指数	19.4	72.6%	3.8%	4.1%
	韩国 KOSPI	9.1	23.4%	6.5%	31.1%
	澳洲	15.2	76.3%	2.1%	0.2%
美国	标普 500	22.3	94.5%	0.0%	1.5%
	纳斯达克	28.3	58.3%	-0.9%	7.0%
	道琼斯指数	20.7	94.9%	0.3%	1.6%
欧洲	英国富时	12.2	53.1%	3.8%	0.3%
	法国 CAC	15.0	77.1%	2.2%	0.2%
	德国 DAX	14.8	82.0%	2.3%	0.2%
	MSCI 中国	11.1	52.5%	4.5%	1.8%
	MSCI 香港	11.9	14.5%	3.9%	33.7%
	MSCI 新兴市场	12.3	70.5%	3.7%	1.2%
	MSCI 发达市场	18.8	86.3%	0.8%	1.0%
	MSCI 全球指数	19.9	87.1%	0.5%	1.3%

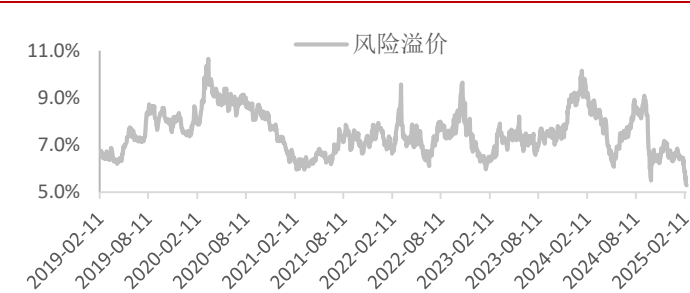
来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 12：恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 13：恒生指数风险溢价



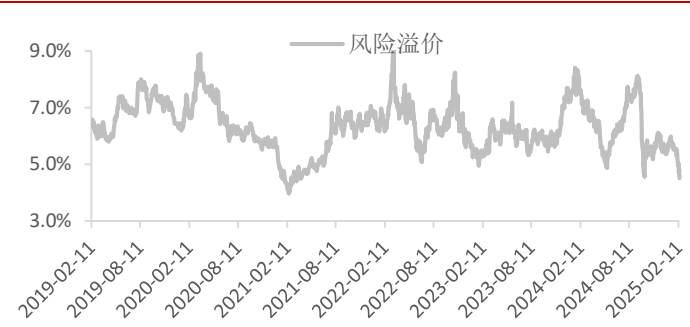
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 14：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 15：MSCI 中国指数风险溢价

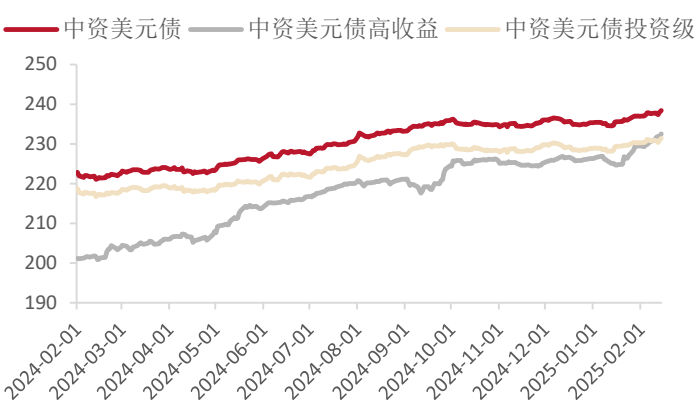


来源：Bloomberg、中泰国际研究部

中资美元债：中美利差继续收窄，投资级较为稳定

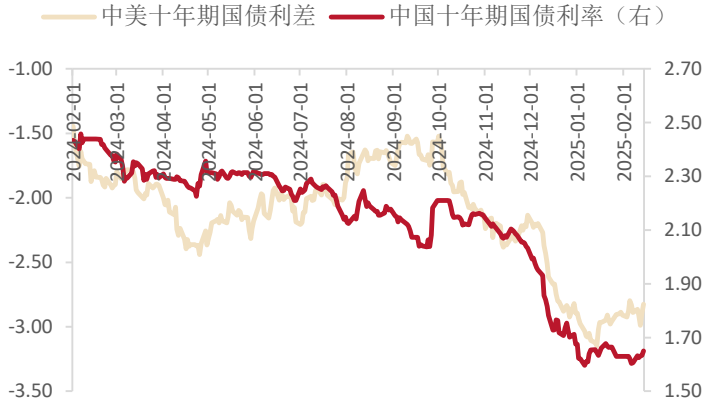
上周中资美元债回报指数（Markit iBoxx，下同）上涨 0.3%，其中投资级上涨 0.2%，高收益级上涨 0.8%。截至 2 月 14 日，美国十年期国债收益率降至 4.476%，中国十年期国债收益率略有回升至 1.65%，中美利差收窄至-2.826%左右。投资级整体较为稳定，国际油价维持震荡，石油及化工相关债券上涨。中资美元债房地产高收益债券指数显着反弹，上周上涨 1.9%。万科企业（2202 HK）获深圳地铁集团提供不超过 28 亿元的贷款，万科美元债持续上行；万达、龙湖、金茂延续上涨趋势

图表 16：中资美元债回报指数走势图 Markit iBoxx



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 17：中美 10 年国债收益率利差（%）

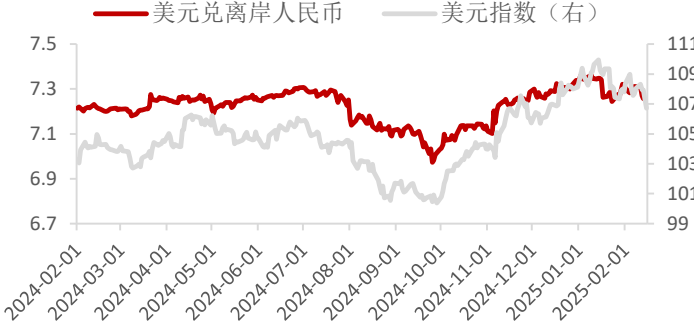


来源：Bloomberg、中泰国际研究部，单位为%。

汇市：美元指数跌至 106.8，离岸人民币升至 7.26

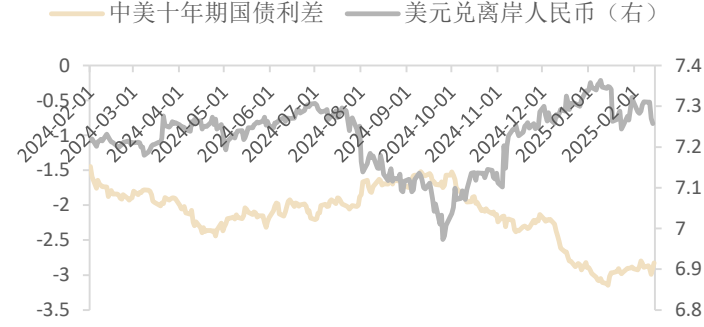
受美国 1 月 PPI 分项显示核心 PCE 或有回落，以及 1 月零售销售数据不及预期的影响，美元指数跌破 107 关口。地缘政治冲突和关税均有缓和，欧元英镑涨幅明显，短期增加美元指数回调压力。不过，4 月前后关税风波或再成为焦点，“美强欧弱”经济形势未扭转，美联储仍不急于降息，美元或仍有再度上行风险。美元阶段性转弱背景下，离岸人民币转强升破 7.25 水平，2024 年四季度央行货币政策报告强调“为实体经济营造稳定的汇率环境”，人民币中间价继续稳汇率，料 3 月“两会”前有望偏稳，但 4 月前后关税压力或明显上升，向汇率端进一步传导。

图表 18：离岸人民币与美元指数走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：离岸人民币与中美利差走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部。左轴利差单位为%。

风险提示

国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805