

2025 年 03 月 30 日

从景气预期看恒生科技和美股科技巨头

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 3 月两会日历效应明显，未来继续坚定“科技+消费”主线

我们在 3.1 报告中提出“市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整”，但同时我们也明确提出：本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。近期中美股市的调整，投资者又对科技品种，尤其恒生科技的持续性产生了疑问。我们本次重点讨论恒生科技和美股巨头：通过引入“景气预期”行业比较框架视角，给投资者提供一个新的角度，去理解港股和美股科技股当前胜率上的不同。

● “景气预期”行业比较：同时考虑当前和去年同期分析师预期的边际变化

“景气预期行业比较框架”与市场上其他基于分析师预期的行业比较框架相比的最大区别是，它不仅考虑了近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化，因此对于行业预期在顶部、底部拐点时的边际变化都更加敏感。

景气预期指标对于股价的指引：（1）景气预期更容易成为“行情结束的领先指标”和“行情大底的确认指标”：即分析师的预期一旦不再持续上调，出现拐点后，接下来行情就容易出现结束；而“股价出现反转+景气预期也出现反转”出现时，我们就可以更大概率的确定行业的周期性大底出现。（2）“景气预期”指标带有一定的“动量”，可以指引行业是否在持续的产业趋势当中，帮助投资者判断未来的股价走势。

● “景气预期”对恒生科技和美股七巨头的胜率指引

（1）恒生科技：景气预期指引下，恒生科技的胜率仍在震荡改善途中，并未给出负面指引信号。美股七巨头：景气预期指引下，美股七巨头的胜率或已出现弱化拐点，负面信号已经提前出现。

（2）从胜率上来看，当前恒生科技显著优于美股七巨头。从资产相关性上来看，投资者担忧美股七巨头未来若是继续下行，会对恒生科技的股价有负面影响，这一点确实客观存在；但在中国要素温和改善、海外要素阶段性冲击下，我们要“以我为主”，且中国股票资产在最近一年与美股、美债的相关性已经有所下降。同时“景气预期”指引下，当前恒生科技的胜率显著优于美股七巨头。

● 两会日历效应“小冲击”即将过去，长期持续关注“科技+消费”全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应使得市场在近期出现了一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企红利蓝筹。

● 风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《开源金股，4 月推荐—投资策略专题》-2025.3.26

《再论消费的预期差—投资策略专题》-2025.3.14

《3 个判断科技成长赔率的视角—投资策略专题》-2025.3.13

目 录

1、 3月两会日历效应明显，未来继续坚定“科技+消费”主线.....	3
2、“景气预期”行业比较：不仅考虑近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化	3
3、“景气预期”对恒生科技和美股七巨头的胜率指引.....	4
4、NVIDIA的“景气预期”指引	5
5、两会日历效应的“小冲击”即将过去，长期仍需持续关注“科技+消费”的全年主线.....	6
6、风险提示	7

图表目录

图 1： 汽车行业的盈利预测增速的顶部拐点常常早于股价触顶的拐点，具备领先性	4
图 2： 电子行业的盈利预测增速的底部拐点往往略微滞后或同步于相对股价的底部拐点	4
图 3： 恒生科技的收入景气预期在上行途中	5
图 4： 恒生科技的盈利景气预期震荡中有所抬升	5
图 5： 美股七巨头的收入景气预期已经出现弱化拐点	5
图 6： 美股七巨头的盈利景气预期已经出现弱化拐点	5
图 7： 历史上盈利景气预期对 NVIDIA 股价指引显著	6
图 8： NVIDIA 的盈利景气预期也已经出现弱化	6
图 9： 历史上收入景气预期对 NVIDIA 股价指引显著	6
图 10： NVIDIA 的收入景气预期也已经出现弱化	6

1、3月两会日历效应明显，未来继续坚定“科技+消费”主线

我们在 3.1《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性》中提出“市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整”，但同时我们也在报告中明确提出：本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

结构上，我们在 2024 年 11 月年度策略展望当中强调 2025 年牛市的主线是“科技+消费”。在 2025.2.12 发布的春季策略展望《从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”》中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，**要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。**

我们在 3.14《再论消费的预期差》当中从 2 个视角阐述了消费的预期差，得到了市场的广泛讨论；而经过近期中美股市的调整，投资者又对科技，尤其是更具备“中国科技核心资产”特征的恒生科技的持续性产生了疑问。我们本次重点讨论恒生科技和美股巨头：通过“景气预期”行业比较框架视角，给投资者提供一个新的角度，去理解港股和美股科技股当前胜率上的不同。

2、“景气预期”行业比较：不仅考虑近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化

“景气预期”框架的理论基石——基于分析师预期边际变化的景气预期指标的构建。“景气预期行业比较框架”与市场上其他基于分析师预期的行业比较框架相比的最大区别是，它不仅考虑了近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化，因此对于行业预期在顶部、底部拐点时的边际变化都更加敏感。

1. 维度分析：景气预期框架涉及到两大维度，即收入景气预期和盈利景气预期。

2. 计算逻辑：收入（盈利）景气预期的核心逻辑是基于“景气预期同比增速”的计算。这通过比较当前全行业下一年的收入（盈利）预测与上一年同期同口径公司下全行业下一年的收入（盈利）预测来实现。具体计算方法为：收入（盈利）景气预期=当前全行业下一年（T+1）的收入（盈利）预测/上一年同期同口径公司下全行业下一年（T）的收入（盈利）预测-1；

3. 高频动态跟踪：考虑到分析师对个股预期的更新最高频率可以达到日度，框架理论上支持日度高频动态变化跟踪。然而，为了提高实用性，我们建议使用月度数据来跟踪行业的景气预期变化。

“景气预期”的趋势可以理解为“卖方分析师对于该行业产业周期趋势的理解”，“景气预期”还具备产业周期的动量，进一步帮助我们判断行业的股价走势。产业趋势往往是中周期的趋势，我们看到“景气预期”指标的往往具有一定的周期性（约 3-5 年一个周期）。由于具有周期性，“景气预期”指标带有一定的“动量”，即一个行业前期产业趋势持续上行，往往在未来一个月产业趋势大概率会延续前期的方向继续向上，小概率突发反转向下；反之亦然。而这也解释了为何景气预期可以充分

解释股价走势：即“人们理解的产业趋势”决定了股价走势。

景气预期指标对于股价的指引主要体现在 2 个方面：

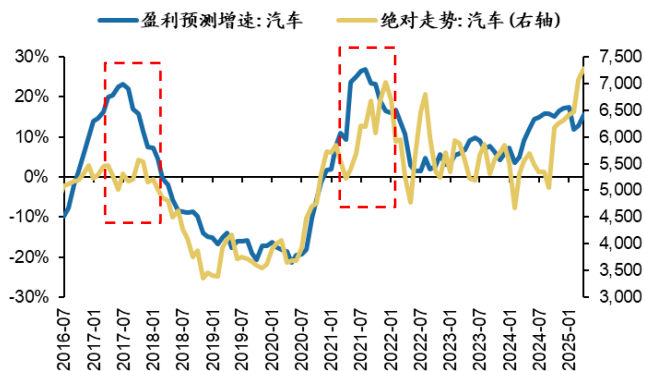
(1) 整体上来看，景气预期指标与股价是同步指标；但值得注意的一点是，由于“景气预期”指标带有一定的“动量”，可以指引行业是否在持续的产业趋势当中，进一步帮助投资者判断未来的股价走势。

(2) 景气预期更容易成为“行情结束的领先指标”和“行情大底的确认指标”：

行情结束的领先指标：对于部分行业（如图 1 的汽车行业）来说，景气预期的顶部拐点常常早于股价触顶的拐点。这体现了分析师的预期一旦不再持续上调，出现拐点后，接下来行情就容易出现结束。

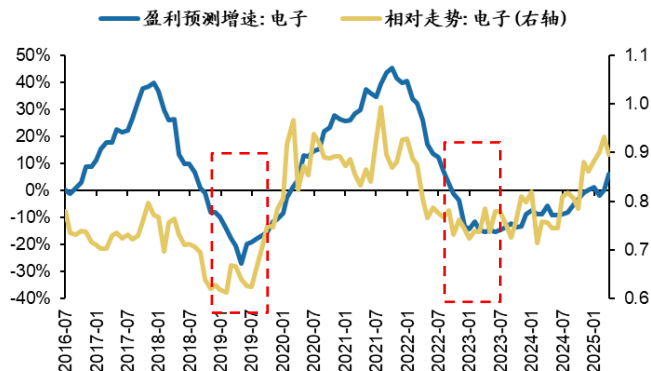
行情大底的确认指标：对于部分行业（如图 1 的汽车行业和图 2 的电子行业）来说，盈利预测增速的底部拐点往往略微滞后或同步于相对股价的底部拐点。造成这个结果的原因可能是分析师往往需要股价先出现拐点，才会更大胆的上调预期。因此“股价出现反转”+“景气预期也出现反转”的组合同时出现后，我们就可以更大概率确定行业的周期性大底出现。

图1：汽车行业的盈利预测增速的顶部拐点常常早于股价触顶的拐点，具备领先性



数据来源：Wind、开源证券研究所；“绝对走势”即为行业指数的走势，“相对走势”为行业指数/万得全 A 的走势

图2：电子行业的盈利预测增速的底部拐点往往略微滞后或同步于相对股价的底部拐点



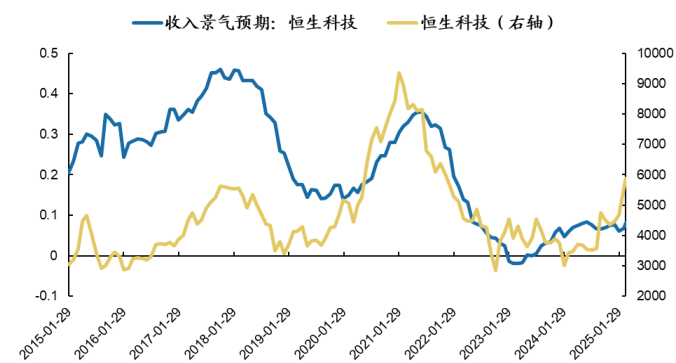
数据来源：Wind、开源证券研究所；“绝对走势”即为行业指数的走势，“相对走势”为行业指数/万得全 A 的走势

3、“景气预期”对恒生科技和美股七巨头的胜率指引

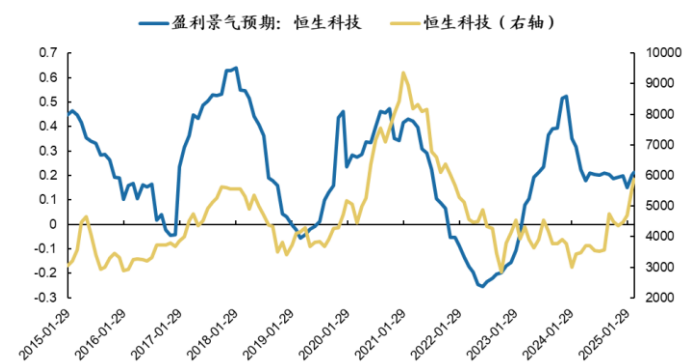
(1) 恒生科技：景气预期指引下，恒生科技的胜率仍在震荡改善途中，并未给出负面指引信号。我们看到，恒生科技的收入景气预期在上行途中，盈利景气预期在震荡中有所抬升。

(2) 美股七巨头（苹果、微软、英伟达、谷歌、亚马逊、脸书和特斯拉）：景气预期指引下，美股七巨头的胜率或已出现弱化拐点，负面信号已经提前出现。我们看到，美股七巨头的收入景气预期和盈利景气预期均已经提前于 2024 年二季度出现弱化拐点，但得益于过去 2 年美国持续积极的财政扩张叠加 AI 领域的垄断优势美股七巨头继续上涨，股价和景气预期出现了背离；但近期的股价走势重新拟合。

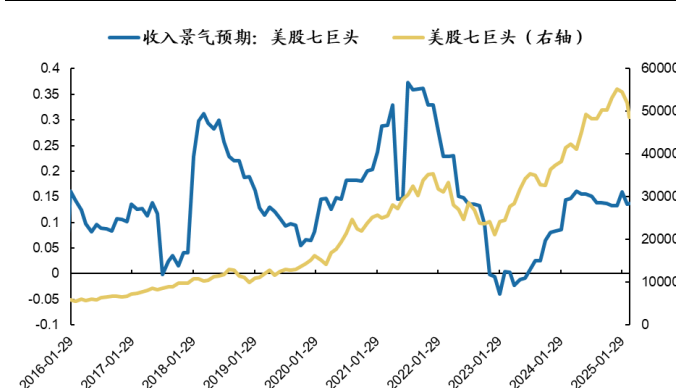
(3)从胜率上来看,当前恒生科技显著优于美股七巨头。从资产相关性上来看,投资者担忧美股七巨头未来若是继续下行,会对恒生科技的股价有负面影响,这一点确实客观存在;但在中国要素温和改善、海外要素阶段性冲击下,我们要“以我为主”,且中国股票资产在最近一年与美股、美债的相关性已经有所下降。同时“景气预期”指引下,当前恒生科技的胜率显著优于美股七巨头。

图3: 恒生科技的收入景气预期在上行途中


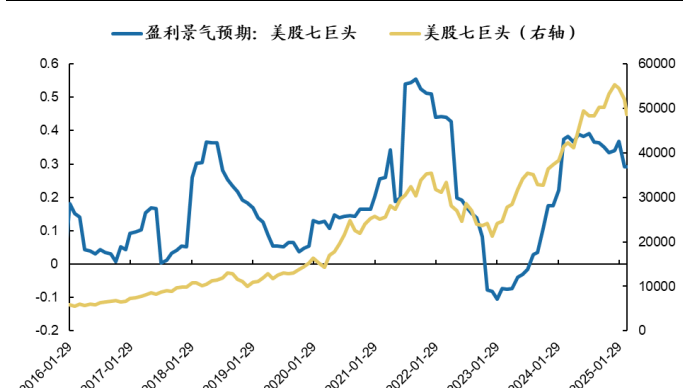
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 恒生科技的盈利景气预期震荡中有所抬升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 美股七巨头的收入景气预期已经出现弱化拐点


数据来源: Wind、开源证券研究所

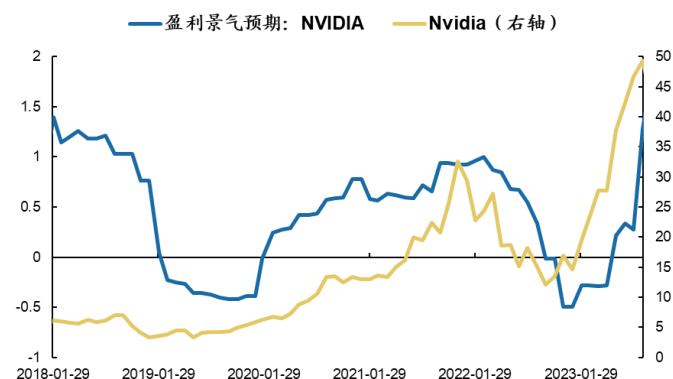
图6: 美股七巨头的盈利景气预期已经出现弱化拐点


数据来源: Wind、开源证券研究所

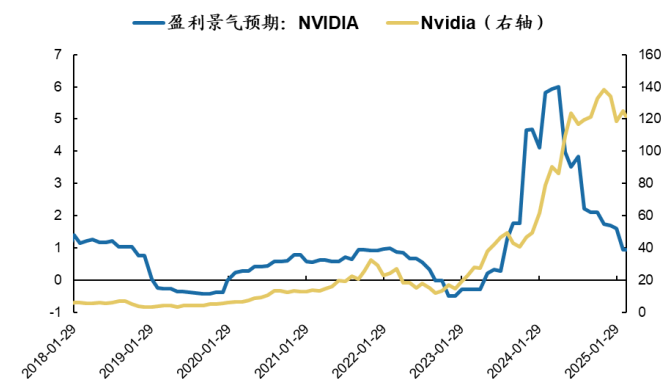
4、NVIDIA 的“景气预期”指引

“景气预期”框架不仅可以指引行业,还可以对分析师覆盖较多的个股进行“景气预期”的分析。

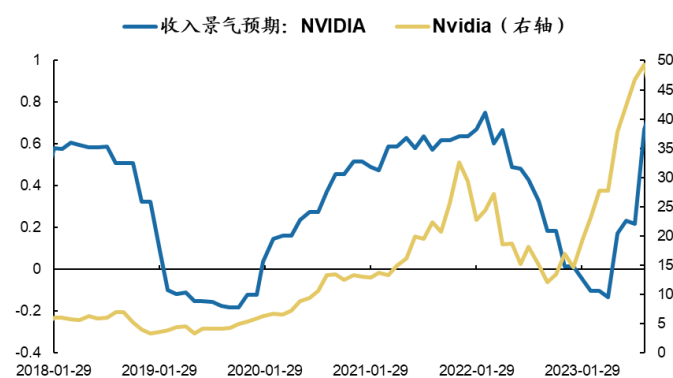
对于本轮 AI 行情的全球领头羊 NVIDIA (英伟达) 来说,景气预期也已经出现弱化。NVIDIA 的收入景气预期和盈利景气预期均已经提前于 2024 年二季度出现弱化拐点,但得益于过去 1 年公司在 AI 领域持续创新和算力垄断优势,NVIDIA 持续上涨,股价和景气预期出现了背离。但近期在中国 Deepseek 等创新对 AI 巨头的垄断优势形成威胁后,NVIDIA 的股价也出现显著的波动。

图7：历史上盈利景气预期对 NVIDIA 股价指引显著


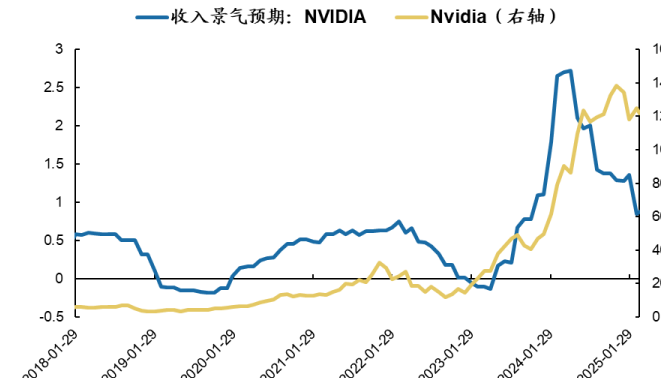
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：NVIDIA 的盈利景气预期也已经出现弱化


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：历史上收入景气预期对 NVIDIA 股价指引显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：NVIDIA 的收入景气预期也已经出现弱化


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、两会日历效应的“小冲击”即将过去，长期仍需持续关注

“科技+消费”的全年主线

两会日历效应带来小冲击即将过去（详见报告《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性》-20250228），同时本轮行情的核心驱动力没有变化：**政策思路的转变下“坚定政策信心，降低斜率预期”+科技成长自上而下的政策和自下而上的产业催化双重推动+全球波动下“以我为主”，因此需要坚定 2025 年“牛市第二阶段”的判断。**

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断：

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以高股息优化思路增强底

仓收益：沪深 300 增强、央国企红利蓝筹。

6、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn