



期待“三月转换”

2025 年 02 月 23 日

► **科技股的“陀螺”行情。**本周(20250217-20250221)中国科技股继续上涨，其背后在于新催化剂的陆续落地。从定价特征来看，近期中国科技股呈现定价时间短但涨幅大的特征。阶段而言，**未来科技板块的演绎可能更依赖于新催化的不断出现，参考去年四季度的经验，未来市场对于科技板块新催化的反应同样可能逐步钝化。**交易热度与波动率来看，当前市场呈现了较为极致的分化：**市场热度回升且行业交易集中度升至 2010 年以来的高点，科创/创业板呈现波动率上升式上涨，历史上看持续性较差。**参与者视角看，近期行情主要由**个人投资者(两融、龙虎榜等)主导且其定价已经进入相对极致的阶段**，而主动偏股基金、北上资金以及 ETF 等投资者参与度一般。这意味着当下行情可能将逐步进入高波动阶段。对于科技板块内部而言，我们认为，**由于产业发展阶段的不同以及市场参与者的差异与变化，AI 驱动的行​​情开始走向分化**：一方面，对于传统巨头(如：阿里巴巴、运营商等)而言，AI 相关业务的重估可能带动整体估值的上修；另一方面，对于新兴公司而言，在业绩兑现之前，由于参与者更加多元，定价波动也相对更大，而当进入到兑现期后可能面临由于参与者切换或者兑现不及预期的风险，进而带来估值下修。

► **参考美国经验：国内科技巨头加大资本开支有望带动更广泛领域的投资回暖。**以阿里巴巴为代表的中国科技巨头加大对 AI 领域的投资，实际上可能也是对于过去收缩性投资的“告别”：**过去几年低投资状态的终结与新投资周期的开始。**参考美国经验来看，2010 年以来，美国科技巨头资本开支增速的大幅回升对于经济总量层面的投资增速回升具有指示意义，从细分领域看，美国七大巨头的资本开支增速的回升对于**采矿业、建筑业、制造业、信息业、运输仓储业**等领域的投资增速的领先意义较为明显。即**美国科技巨头的资本开支的大幅回升，带来的作用通常不限于其行业本身，而往往能够扩散至其他行业，并带来整体社会投资的回暖。**站在当下看，**国内科技巨头对于 AI 领域资本开支的大幅增加对于社会的意义同样可能不限于 AI 领域本身，投资端抵抗缩表的力量已经出现，最终这或将反映到总量层面回升。**

► **市场化巨头企业的另一种转变：让渡利润，改善分配。**近期国内在京东、美团等公司开始为骑手缴纳五险一金。我们认为，**这实际上是国内企业逐步开始让渡利润以提高劳动力回报从而改善收入分配的重要信号，特别是提高了对于中低收入群体的社会保障。**过去经验一般认为提高劳动力回报需要依靠资本回报的上升，但参考美国 1930 年代经验，向劳动力的分配并不一定以 ROE 和增长为前提，其背后因素在于政府福利支出的提高，而今年以来国补力度和范围的加大，实际上也正是政府在逐步托住企业不至于盈利持续下行的具体政策体现。**更广大群体的增收与保障政策推出，有利于挖掘更大的消费潜力。**然而，以农村居民为代表的低收入群体，在提升消费支出时，对消费品和服务上的“升级”并非一蹴而就，这种“消费升级”可能很难反映到目前的上市公司业绩上，但这并非意味着消费板块没有机会，而是需要找到一些与以往投资者“审美”有差异的消费：**这些消费上市公司不以“提价”和销售毛利率作为盈利的核心来源，而是凭借“薄利多销”和周转率的提升实现业绩增长。**

► **喧嚣之外，关注内生修复的新动能。**当下 AI 行情正在走向极致，但是宏观场景上并非没有新的选择。我们市场化企业的收缩性经营开始出现两大分化：第一类是转变为加大投资，走向新的产业发展；第二类是改善分配，资本向劳动力让渡利润最终促进消费。**中国经济的内生性动能正在孕育**：一方面，参考美国经验，中国科技巨头在 AI 领域的开支可能扩散到更广泛的领域从而带来总量上的增长；另一方面，过去通过市场化“垄断”的巨头也无法“躺平”，开始优化资本与劳动力分配关系，最终改善总需求。我们推荐：第一，未来在国内基本面逐步向好带来预期改善的背景下，**国内顺周期相关的消费(品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等)+中游制造(工程机械、特材、化学制品、锂电等)+有色(铜、铝)**；第二，在实物资产逻辑下，名义利率将跑输通胀，全球定价、以美元计价的大宗商品将继续重估，**黄金+原油**，其中，参考历史经验，当下黄金股的启动可能依赖于黄金涨幅趋缓后金价中枢上移的确认；第三，低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险。**

► **风险提示：**国内经济不及预期；房地产政策超预期；海外经济大幅下行；测算误差。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

研究助理 季宏坤

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

- 1.市场温度计系列之二十：“新催化”带来个人和机构情绪阶段的向上共振-2025/02/22
- 2.资金跟踪系列之一百五十六：个人是阶段主要买入力量，北上与 ETF 均有所撤离-2025/02/17
- 3.A 股策略周报 20250216：一花独放不是春-2025/02/16
- 4.市场温度计系列之十九：市场情绪已有所降温-2025/02/15
- 5.资金跟踪系列之一百五十五：市场热度明显回升，北上与个人投资者均大幅回流-2025/02/11

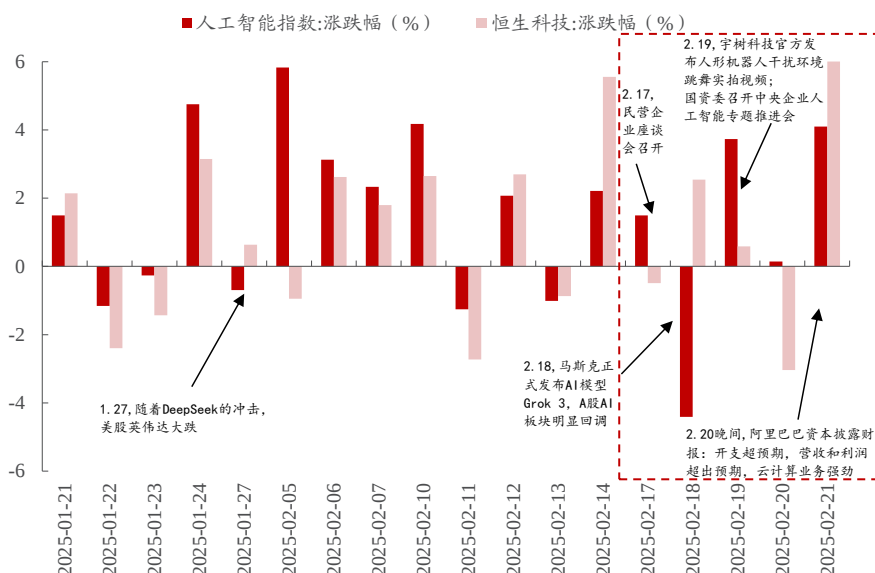
目录

1 科技股的“陀螺”行情	3
2 参考美国经验：国内科技巨头加大资本开支有望带动更广泛领域的投资回暖	8
3 市场化巨头企业的另一种转变：让渡利润，改善分配	10
4 喧嚣之外，关注内生修复的新动能	13
5 风险提示	14
插图目录	15

1 科技股的“陀螺”行情

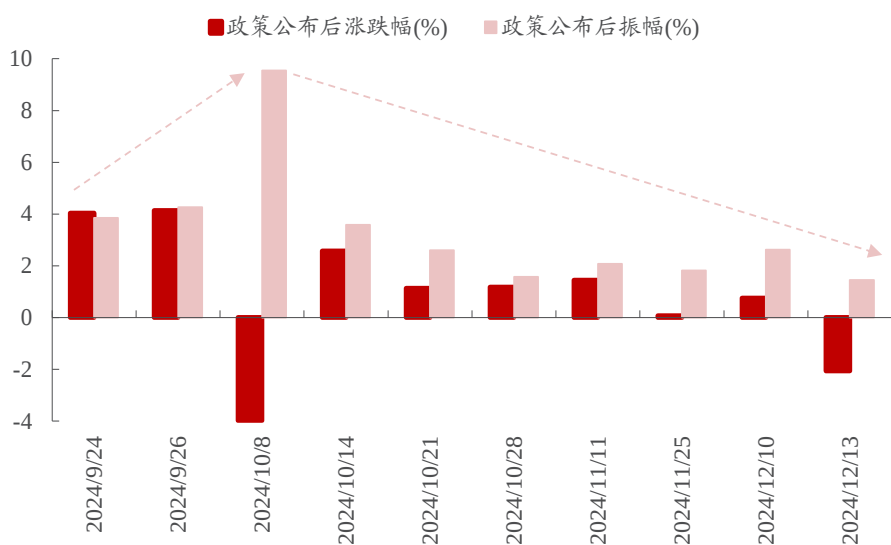
本周(20250217-20250221)中国科技股(A 股、中概等)继续上涨，其背后在于新催化剂的陆续落地：民营企业座谈会、宇树科技人形机器人、国资委 AI 专题推进会、阿里巴巴财报超预期等。从定价特征来看，**近期中国科技股定价的幅度与节奏呈现定价时间短但涨幅大的特征**，这与我们在报告《英雄亦造时势：当下市场定价特征的思考》提及的当下市场的整体定价特征是相一致的。**阶段而言，未来科技板块的演绎可能继续呈现“陀螺”行情特征，即更依赖于新催化的不断出现**。实际上，2024Q4 市场整体就呈现了“陀螺”行情的特征，但 2024 年 10 月以来，市场对于政策的反应程度呈现衰减的走势。这意味着**参考去年四季度的经验，未来市场对于科技板块新催化的反应同样可能逐步收敛**。

图1：本周后半段，AI 板块的上涨动力主要来自于新催化的落地；但市场可能在单日内便已迅速反应完这些催化因素，导致涨幅较大



资料来源：wind，民生证券研究院

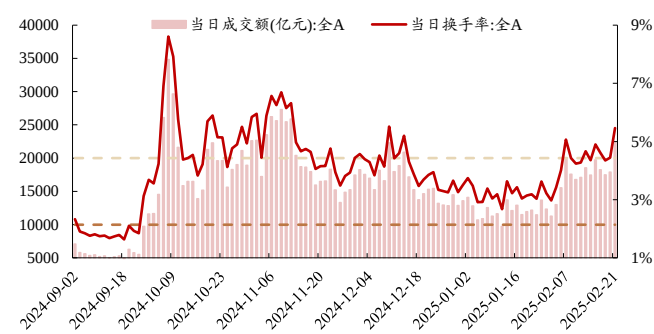
图2：当下这种“陀螺式”行情类似于 2024Q4；2024 年 10 月以来，市场对于政策的反应程度呈现衰减的走势



资料来源：国务院官网，民生证券研究院。注：1、政策统计范围为 9.24 国新办新闻发布会、9.26 政治局会议、国务院发布的《10 月重要政策》和《11 月重要政策》，以及 12 月的政治局会议和中央经济工作会议。2、若政策是在盘中发布，则统计当天 Wind 全 A 的收盘价相对于开盘价的涨跌幅和振幅；若政策是在盘后或盘前发布，则统计下一个交易日/当天 Wind 全 A 的涨跌幅和振幅。

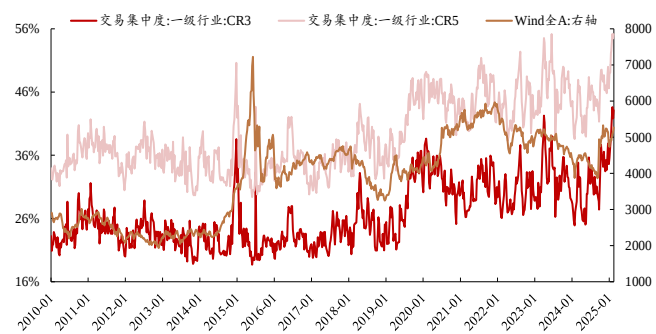
从交易热度与波动率来看，当前市场呈现了较为极致的分化：一方面，市场交易热度回升至 2024 年 12 月以来高点的同时，行业交易集中度升至 2010 年以来的历史高位，而上述行业主要集中在计算机、电子、机械、电新、通信等板块，而从历史经验看，阶段交易集中度的回落往往对应市场的调整或者震荡；另一方面，科创/创业板相关的平值期权的隐含波动率逆势上升，且期权偏度同样明显上升，即相较于其他宽基指数而言，期权市场反映了对于科创/创业板更为积极的情绪，而参考 2024 年 9 月 24 日以来的经验，更大的基本面刺激驱动市场可能是必要的，否则波动率回落过程中，市场将逐步重回震荡调整。

图3：本周(20250217-20250221)市场交易热度继续回升至 2024 年 12 月以来的高点



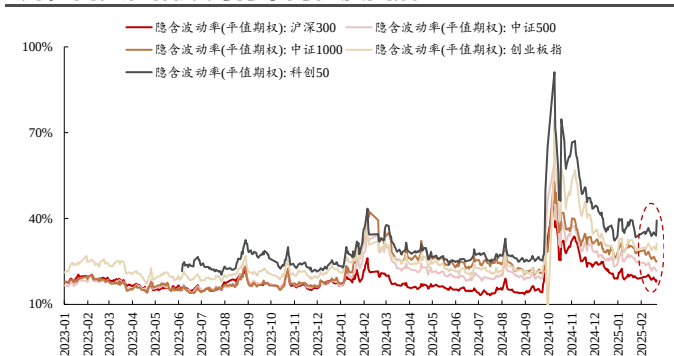
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：无论从 CR3、还是 CR5 角度看，本周(20250217-20250221)行业交易集中度均处于 2010 年以来的历史高位



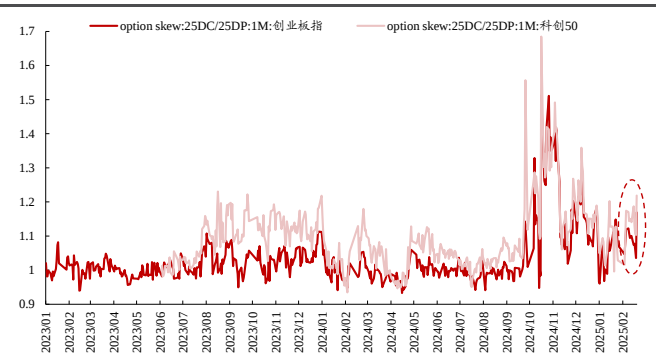
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：主要宽基指数中，本周(20250217-20250221)科创 50、创业板指的平值期权隐含波动率均有所回升，而其他指数则不同程度回落



资料来源：wind，民生证券研究院

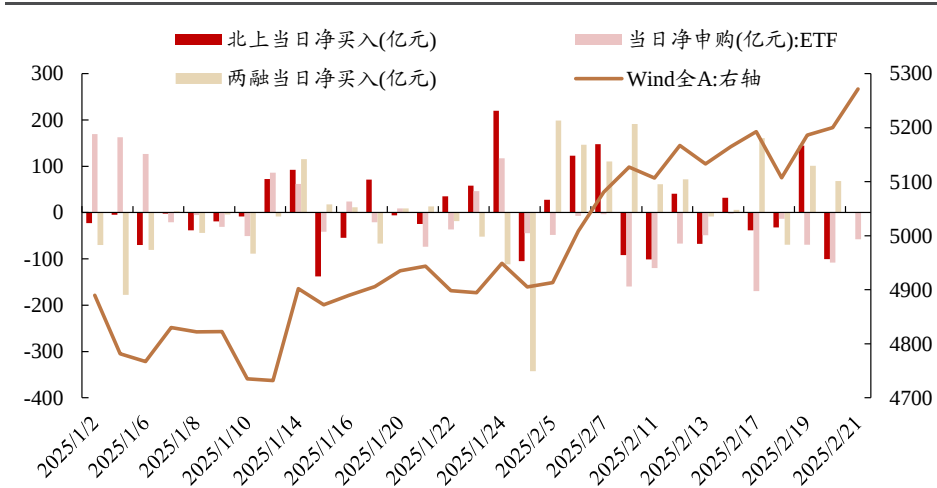
图6：本周(20250217-20250221)科创 50、创业板指的期权偏度均明显回升



资料来源：wind，民生证券研究院。注：25DC/25DP 分别指的是 Delta 为 25 的看涨/看跌期权。

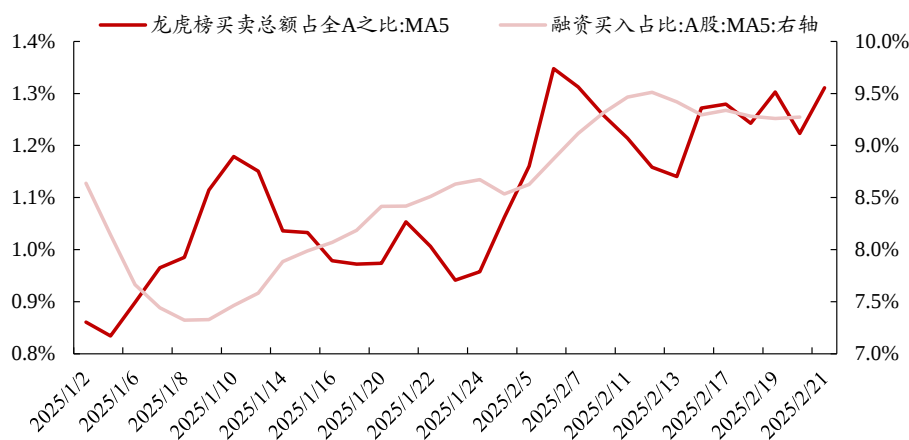
从参与者视角看，近期行情主要由个人投资者(两融、龙虎榜等)主导，而主动偏股基金、北上资金以及 ETF 等投资者参与度一般。具体而言：一方面，2 月以来，代表个人投资者活跃的融资买入占比、以及龙虎榜买卖总额占比均有所回升，且两融明显净买入 A 股；另一方面，北上资金行为整体反复，ETF 被明显净赎回，而主动偏股基金近期净值收益率中位数的表现实际上明显落后于 TMT 板块，且分化明显(离散度大、且绩优与绩差基金差距变大)。

图7：本周(20250217-20250221)两融继续明显净买入 A 股，北上资金行为有所反复，ETF 则被明显净赎回



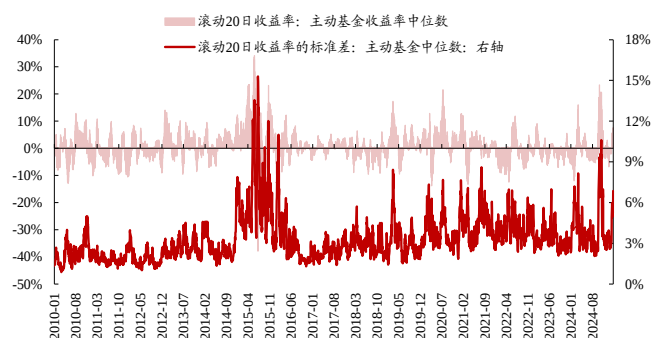
资料来源：wind，民生证券研究院。注：由于相关数据尚未披露，北上与两融数据截至周四(20250220)。

图8：2025 年 2 月以来，代表个人投资者活跃的融资买入占比、以及龙虎榜买卖总额占比均有所回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：从滚动 20 日净值收益率中位数来看，近期主动偏股基金净值回报显著落后 TMT 板块，且收益率分化加大



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：从收益率的极差来看，近期主动偏股基金表现最好的基金与最差的基金的差距显著扩大，逐步逼近历史极值水平



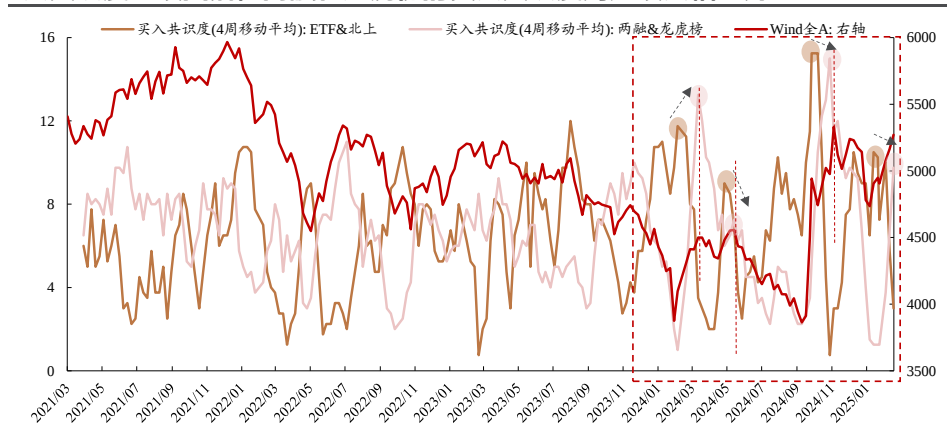
资料来源：wind，民生证券研究院

更进一步的，我们在报告《英雄亦造时势：当下市场定价特征的思考》提出了当前市场的**短周期交易模型**：2024 年以来，在新催化的驱动下，往往是北上+ETF 率先共同买入，随后是以两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同买入，且共同买入的高点往往也对应市场高点。根据我们的测算，**当前市场个人投资者主导的阶段可能逐步进入相对极致的阶段**：ETF 和北上的买入共识度回落至相对低位，而两融和龙虎榜的买入共识度/卖出共识度则分别大幅升至/降至相对高位/低位。

对于科技板块内部而言，结合我们在《没有“景气”的科技浪潮》中的讨论，我们认为，**由于产业发展阶段的不同以及市场参与者的差异与变化，AI 驱动的行**情可能开始走向分化：一方面，对于传统巨头(如：阿里巴巴、运营商等)而言，AI 相关业务的重估可能带动整体估值的上修，这类资产可能更加适合以景气投资为主要决策框架的投资者；另一方面，对于新兴公司而言，在业绩兑现之前，由于参与者更加多元，定价波动也相对更大，而当进入到兑现期后可能面临由于参与者切换（从追逐趋势+不具备景气度跟踪优势的参与者主导到具备景气度跟踪

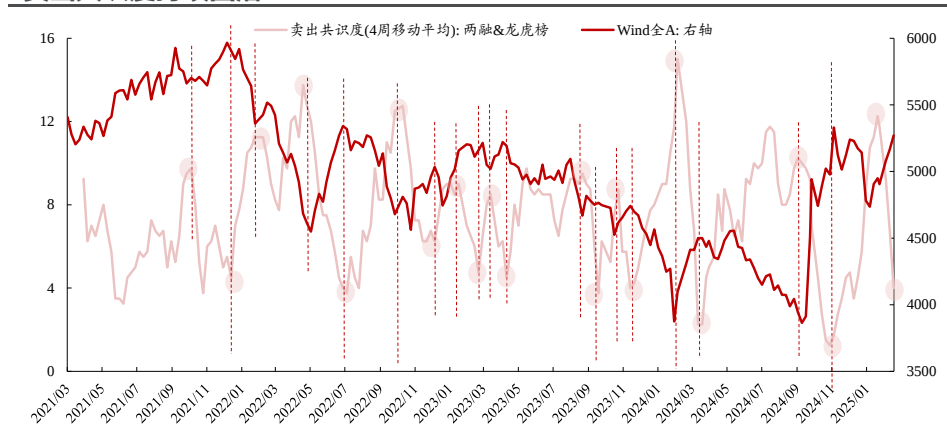
优势的参与者主导) 或者兑现不及预期的风险, 进而带来估值下修。

图11: 从4周移动平均视角看, 本周(20250217-20250221)ETF和北上的买入共识度继续回落, 两融和龙虎榜的买入共识度则延续大幅上升



资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 1、ETF&北上的买入共识度指的是: 北上与ETF共同买入行业的数量, 其中, ETF分行业净买入额是依据单一ETF净买入额与ETF跟踪指数的行业权重计算汇总所得, 北上是否净买入该行业基于北上持仓3000万股以下的北上净买卖情况与前十大活跃股的买卖总额占比综合判断; 2、两融&龙虎榜的买入共识板块指的是, 两融净买入且龙虎榜交易活跃度提升的板块数量。

图12: 从4周移动平均视角看, 本周(20250217-20250221)两融和龙虎榜的卖出共识度持续回落

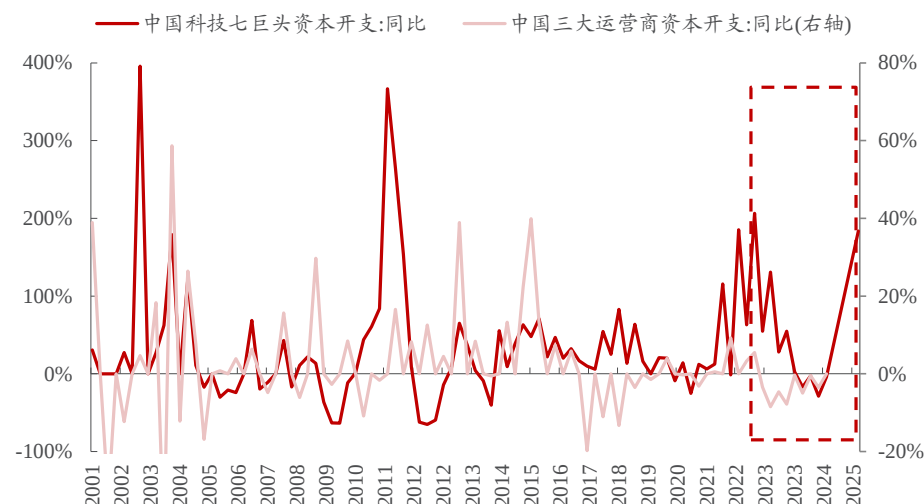


资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 1、ETF&北上的卖出共识度指的是: 北上与ETF共同卖出行业的数量, 其中, ETF分行业净卖出额是依据单一ETF净买入额与ETF跟踪指数的行业权重计算汇总所得, 北上是否净卖出该行业基于北上持仓3000万股以下的北上净买卖情况与前十大活跃股的买卖总额占比综合判断; 2、两融&龙虎榜的买入共识板块指的是, 两融净卖出且龙虎榜交易活跃度回落的板块数量。

2 参考美国经验：国内科技巨头加大资本开支有望带动更广泛领域的投资回暖

以阿里巴巴为代表的中国科技巨头加大对 AI 领域的投资，实际上可能也是对于过去收缩性投资的“告别”。2022 年以来，无论是中国科技巨头、还是三大运营商的资本开支增速均逐步回落，而以阿里巴巴为代表的中国科技巨头宣布加大 AI 领域的资本开支实际上可能也是过去低投资状态的终结与新投资周期的开始。

图13：过去三年，中国科技巨头和三大运营商资本开支增速均较低。近期阿里巴巴在财报中宣布大幅增加资本开支

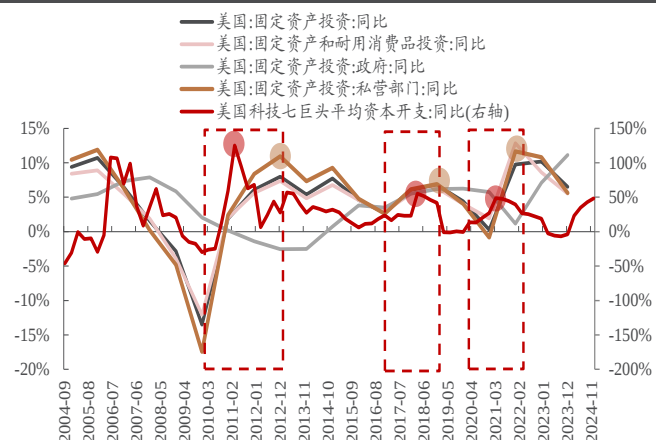


资料来源：wind，民生证券研究院。注：中国科技七巨头选取：小米、联想、比亚迪、中芯国际、阿里巴巴、腾讯和美团。三大运营商指：中国联通、中国移动和中国电信。其中，2025 年数据仅包括阿里巴巴资本开支增速

参考美国经验来看，2010 年以来，美国科技巨头资本开支增速的大幅回升对于经济总量层面的投资增速回升具有指示意义。具体而言：2010 年以来，美国七大巨头的资本开支增速的回升往往领先于美国整体投资增速的回升，而美国七大巨头的资本开支增速的见顶回落同样领先于美国整体投资增速的回落。更进一步的，从细分领域看，我们发现，美国七大巨头的资本开支增速的回升对于采矿业、建筑业、制造业、信息业、运输仓储业等领域的投资增速的领先意义较为明显。即美国科技巨头的资本开支的大幅回升，带来的作用通常不限于其行业本身，而往往能够扩散至其他行业，并带来整体社会投资的回暖。

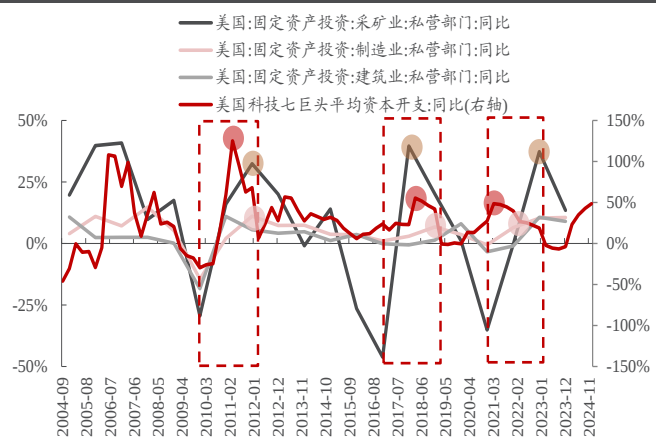
站在当下看，国内科技巨头对于 AI 领域资本开支的大幅增加对于社会的意义同样可能不限于 AI 领域本身，投资端抵抗缩表的力量已经出现，最终这或将反映到总量层面回升。

图14：2010 年以来，美股科技七大巨头的资本开支增速相比于美国固定资产投资增速的具有一定的领先性



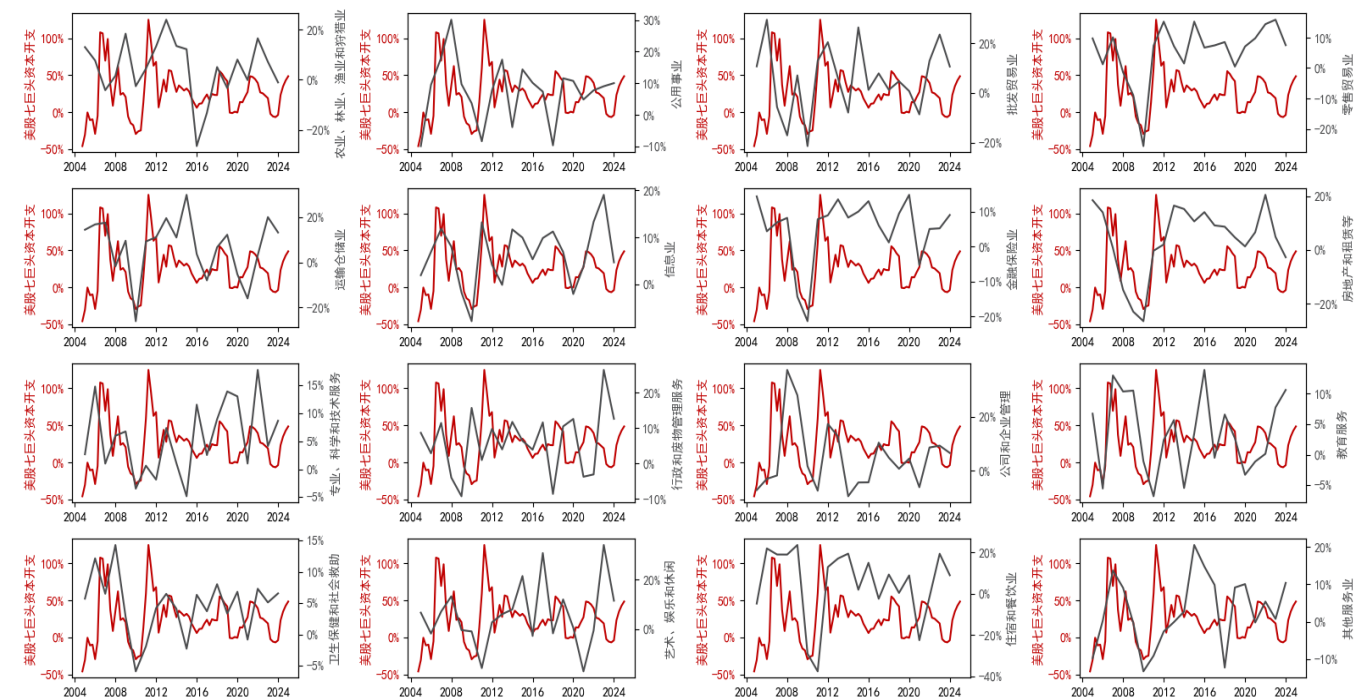
资料来源：wind，民生证券研究院。美股科技七巨头指：苹果、微软、亚马逊、谷歌、Meta、特斯拉和英伟达，下同。

图15：从细分领域来看，2010 年以来，美股科技七大巨头的资本开支领先于采矿业、建筑业和制造业等行业也的投资增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：其他细分领域中，美股科技七巨头资本开支增速对于信息业、运输仓储业等行业的投资增速同样有一定领先意义，而对于其他行业的领先不明显



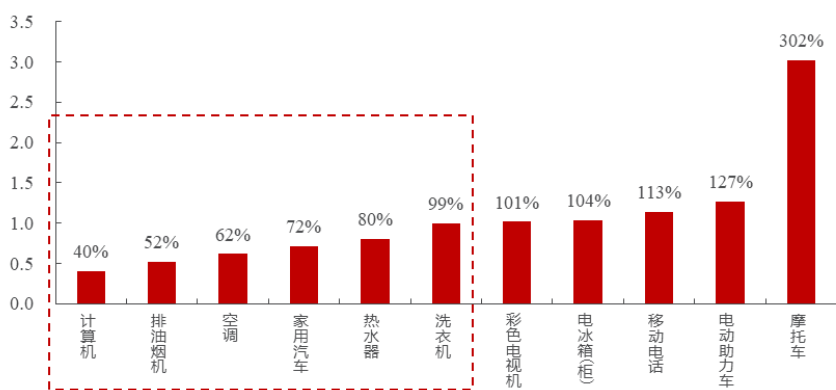
资料来源：wind，民生证券研究院。

3 市场化巨头企业的另一种转变：让渡利润，改善分配

近期国内在京东的带头下，包括美团等公司开始为骑手缴纳五险一金。我们认为，这实际上是国内企业逐步开始让渡利润以提高劳动力回报从而改善收入分配的重要信号，特别是提高了对于中低收入群体的社会保障。过去经验一般认为提高劳动力回报需要依靠资本回报的上升，但结合我们在年度策略《悠长的盼望》中的讨论，参考美国 1930 年代经验，**向劳动力的分配并不一定以 ROE 和增长为前提，其背后因素在于政府福利支出的提高**，而今年以来国补力度和范围的加大，实际上也正是政府在逐步托住企业不至于盈利持续下行的具体政策体现。未来中国正在收缩资产负债表的企业开始出现两种出路：**前者重新扩表，投向新兴行业最终创造总需求；后者改善分配，改善资本与劳动力的关系，最终促进消费。**

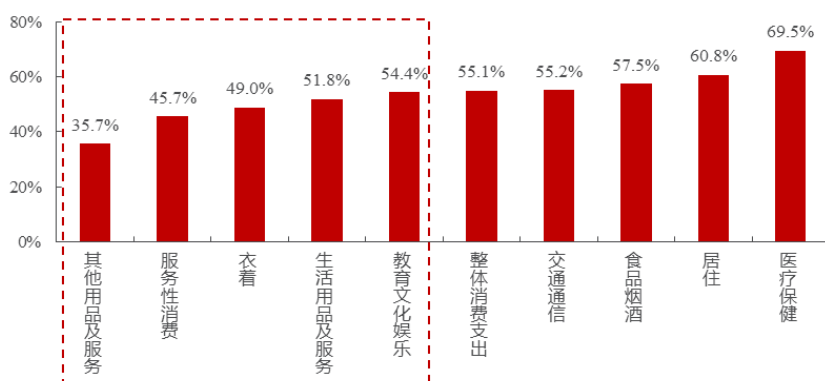
更广大群体的增收与保障政策推出，有利于挖掘更大的消费潜力。当消费支出比例提升时，与其他消费者群体差距相差较大的分项可能是提升的首要对象，例如，从耐用品消费来看，**农村居民相对于城镇居民，在计算机、排油烟机、空调、家用汽车、热水器、洗衣机上的户均保有量差距较大，可能是收入和保障提升后首选的消费“升级”项目**；从消费支出整体分项来看，农村居民在其他用品及服务、服务性消费、衣着、生活用品及服务、教育文化娱乐上相对城镇居民而言的差距较大，也低于整体消费支出与城镇居民的比值，**这些偏“服务类”的消费可能是未来收入和保障差距缩小下，有增量消费群体的领域。**

图17：2023 年，农村居民与城镇居民每百户耐用消费品拥有量的比值：农村居民在计算机、排油烟机、空调、家用汽车、热水器、洗衣机上与城镇仍有差距



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2023 年，农村居民与城镇居民分项消费支出比值：农村居民消费支出总体为城镇的 55%，其中，在偏服务性的支出上与城镇差距较大



资料来源：wind，民生证券研究院

然而，以农村居民为代表的低收入群体，在提升消费支出时，对消费品和服务上的“升级”并非一蹴而就，而是先从价格门槛比较低的品牌或品类入手，这种“消费升级”可能很难反映到目前的上市公司业绩上，**但这并非意味着消费板块没有机会，而是需要找到一些与以往投资者“审美”有差异的消费：这些消费上市公司不以“提价”和销售毛利率作为盈利的核心来源，而是凭借“薄利多销”和周转率的提升实现业绩增长。**

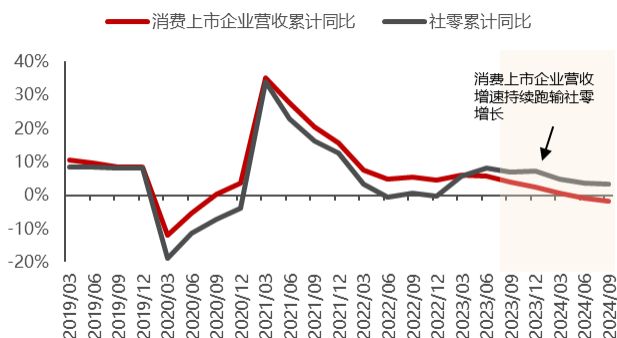
因此，我们计算了各个消费子板块的 ROE 与其总资产周转率和销售净利率的关系，发现包括许多服务消费（文化娱乐、综合服务、旅游休闲、餐饮酒店）和商品消费（饮料、食品、白电、家居）在内的子板块其实都具备这样能够依靠“量”的回升而实现 ROE 回升的特征，其中，如果估值（市净率）处于历史中枢以下，或估值历史分位数依然低于总资产周转率的分位数，那么这一类行业则更有机会在未来的消费量企稳中获得盈利和估值的双击：

（1）白电、家居、小家电、化学纤维、旅游及休闲、酒店及餐饮当前总资产周转率处于历史中枢以下，未来随“量升”实现 ROE 回升的空间更大，估值处于历史中枢以下且分位数低于总资产周转率历史分位数，表明市场对其 ROE 随周转率回升的定价还不充分；

（2）食品、饮料、品牌服饰、其他医药医疗、金融服务当前总资产周转率处于历史中枢以下，盈利能力也能够受益于“量升”，虽然估值分位数已经超越了总资产周转率分位数，但估值仍处历史中枢以下，存在拔估值的空间；

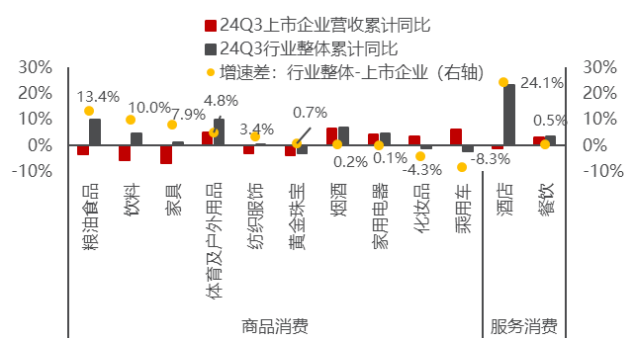
（3）其他轻工、商贸零售（专业市场经营、专营连锁）、综合服务、文化娱乐、房地产服务当前已处于总资产周转率较高的区间，未来依靠进一步提高周转而拉升 ROE 的空间有限，但其估值分位数低于总资产周转率分位数，可能随着景气持续而进一步提升估值。

图19：2023 年下半年以来，上市消费企业营收表现弱于社零



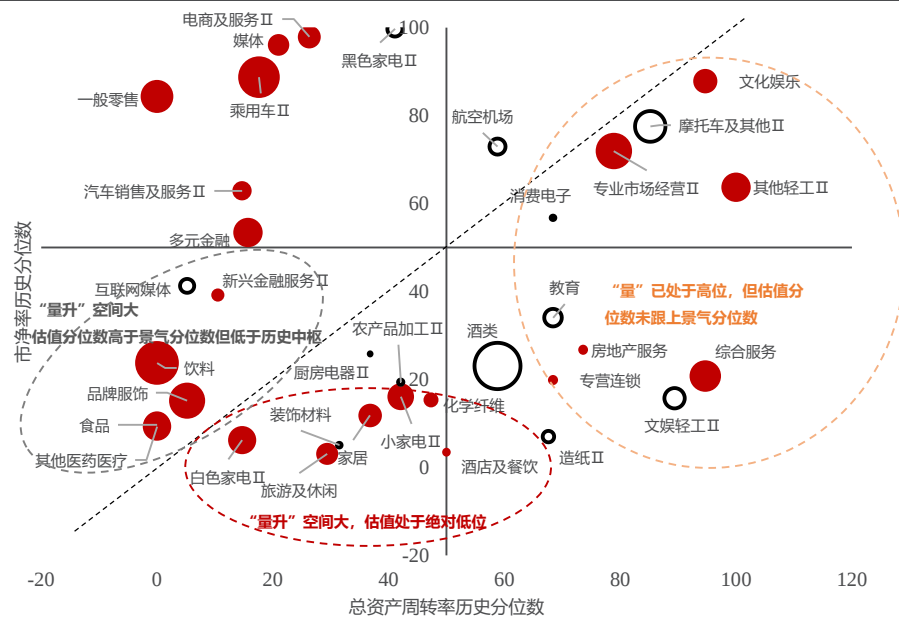
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：细分行业上，大部分消费细分项的上市企业营收表现弱于行业整体



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：消费板块的总资产周转率与市净率：选择总资产周转率有提升空间或者估值有提升空间的行业



资料来源：wind，民生证券研究院 注：历史分位数为2016年1月1日至2025年2月21日，市净率对应2025年1月23日股价；红色气泡大小表示该行业总资产周转率变动与ROE的相关性与销售净利率变动与ROE的相关性的差值，越大说明该行业ROE提升越依赖总资产周转率提升，黑色空心气泡则表明该行业ROE的提升更依赖销售净利率。

4 喧嚣之外，关注内生修复的新动能

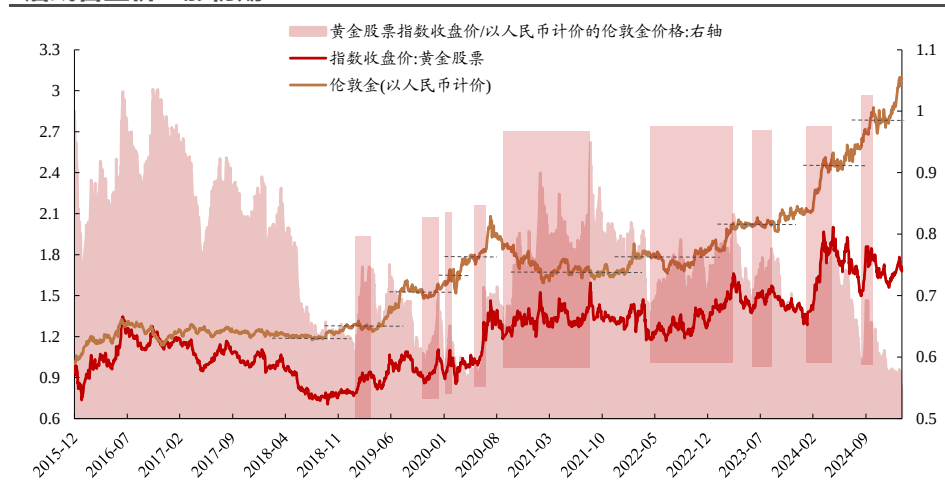
当下 AI 行情正在走向极致，但是宏观场景上并非没有新的选择。我们市场化企业的收缩性经营开始出现两大分化：第一类是转变为加大投资，走向新的发展；第二类是改善分配，资本向劳动力让渡利润最终促进消费。中国经济的内生性能正在孕育：一方面，参考美国经验，中国科技巨头在 AI 领域的开支可能扩散到更广泛的领域从而带来总量上的增长；另一方面，过去通过市场化“垄断”的巨头也无法“躺平”，开始优化资本与劳动力分配关系，最终改善总需求。我们推荐：

第一，未来在国内基本面逐步向好带来预期改善的背景下，国内顺周期相关的**消费（品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等）+中游制造（工程机械、特材、化学制品、锂电等）+有色（铜、铝）**；

第二，在实物资产逻辑下，名义利率将跑输通胀，全球定价、以美元计价的大宗商品将继续重估，**黄金+原油**，其中，参考历史经验，当下黄金股的启动可能依赖于黄金涨幅趋缓后金价中枢上移的确认；

第三，低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险**。

图22：当下黄金股指数相较于以人民币计价的伦敦金价格回落至 2016 年以来的最低点，而从历史上看，黄金股的行情启动往往在黄金价格中枢上移确认之后或者金价上涨初期



资料来源：wind，民生证券研究院。注：将黄金股票与以人民币计价的伦敦金在 2015 年 12 月 31 日的收盘价界定为 1。

5 风险提示

- 1) **国内经济不及预期。**如果后续国内经济数据继续不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。
- 2) **房地产政策超预期。**如果房地产政策超预期放松，那么国内经济将会重新回到过去以房地产为主的债务驱动中，不利于实物消耗。
- 3) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。
- 4) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1：本周后半段，AI 板块的上涨动力主要来自于新催化的落地；但市场可能在单日内便已迅速反应完这些催化因素，导致涨幅较大.....	3
图 2：当下这种“陀螺式”行情类似于 2024Q4；2024 年 10 月以来，市场对于政策的反应程度呈现衰减的走势.....	4
图 3：本周(20250217-20250221)市场交易热度继续回升至 2024 年 12 月以来的高点.....	4
图 4：无论从 CR3、还是 CR5 角度看，本周(20250217-20250221)行业交易集中度均处于 2010 年以来的历史高位..	4
图 5：主要宽基指数中，本周(20250217-20250221)科创 50、创业板指的平值期权隐含波动率均有所回升，而其他指数则有不同程度回落.....	5
图 6：本周(20250217-20250221)科创 50、创业板指的期权偏度均明显回升.....	5
图 7：本周(20250217-20250221)两融继续明显净买入 A 股，北上资金行为有所反复，ETF 则被明显净赎回.....	5
图 8：2025 年 2 月以来，代表个人投资者活跃的融资买入占比、以及龙虎榜买卖总额占比均有所回升.....	6
图 9：从滚动 20 日净值收益率中位数来看，近期主动偏股基金净值回报显著落后 TMT 板块，且收益率分化加大.....	6
图 10：从收益率的极差来看，近期主动偏股基金表现最好的基金与最差的基金的差距显著扩大，逐步逼近历史极值水平.....	6
图 11：从 4 周移动平均视角看，本周(20250217-20250221)ETF 和北上的买入共识度继续回落，两融和龙虎榜的买入共识度则延续大幅上升.....	7
图 12：从 4 周移动平均视角看，本周(20250217-20250221)两融和龙虎榜的卖出共识度持续回落.....	7
图 13：过去三年，中国科技巨头和三大运营商资本开支增速均较低。近期阿里巴巴在财报中宣布大幅增加资本开支 ...	8
图 14：2010 年以来，美股科技七大巨头的资本开支增速相比于美国固定资产投资增速的具有一定的领先性.....	9
图 15：从细分领域来看，2010 年以来，美股科技七大巨头的资本开支领先于采矿业、建筑业和制造业等行业也的投资增速.....	9
图 16：其他细分领域中，美股科技七巨头资本开支增速对于信息业、运输仓储业等行业的投资增速同样有一定领先意义，而对于其他行业的领先不明显.....	9
图 22：当下黄金股指数相较于以人民币计价的伦敦金价格回落至 2016 年以来的最低点，而从历史上看，黄金股的行情启动往往在黄金价格中枢上移确认之后或者金价上涨初期.....	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048