



一花独放不是春

2025 年 02 月 16 日

➤ **如何看待近期港股与 A 股的分化？** 本周恒生指数已经突破了 2023 年的高点，而沪深 300 还未收复 2024 年 9 月 24 日大反转之后的高点。从行业上看，除了信息技术以外，港股还有可选消费、日常消费、医疗保健、金融等行业也都明显跑赢 A 股。在 Deepseek 出现之后，中国科技资产成为了全球焦点，而恒生科技作为相较于美股和 A 股科技股的估值洼地，成为了追捧的对象，由此带来了与纳斯达克指数和创业板指的估值差收敛。目前来看恒生科技与二者之间的估值相对差异也还没达到历史均值水平。从沽空占成交额的比例来看也并不极端。未来恒生科技可能还有一定的重估空间。但更为重要的特征是恒生科技的重估其实也带来了港股其他行业的扩散行情，然而 A 股内部却出现了明显的分化行情，TMT 板块一枝独秀。未来对于 A 股而言，与 AI 直接相关的以外的行业能否出现修复更值得关注，而从科技资产的重估扩散到其他资产的重估可能才是未来 A 股跑赢的关键。

➤ **国内：耐心等待基本面的变化。** 未来国内基本面的改善信号出现是 A 股出现行情扩散的重要驱动。当前来看，虽然由于春节假期有部分数据仍存在分歧，但不少需求的前置指标已经出现明显超预期。(1) 虽然从返工复工的数据来看比往年同期要慢，资金到位情况也不及预期，但从经济高频数据的走势来看除了建筑领域以外的经济活动似乎已经在恢复。(2) 从挖掘机的相关数据来看，虽然开工小时数受春节影响出现了下滑，但仍比 2023 年 1 月要好。从挖掘机的销售情况来看也出现了类似情形：2025 年 1 月整体销量“开门红”，但外需（同比+2.19%）比内需（同比-0.3%）更强。3-4 月往往是挖掘机销量的高峰月份，历时的数据验证可能比 1-2 月的更重要。(3) 从 2025 年 1 月信贷数据来看，当月社融实现超预期增长，主要贡献来自于新增人民币贷款与政府债券的发行，但从结构拆分来看：当前信贷扩张来源是政府 > 企业 > 居民部门。在当下，AI 产业的发展可能更多依靠于市场资本的力量，这也为政府聚焦稳住经济基本盘腾挪出了空间。

➤ **实物资产：需求抑制阶段性缓和，金融属性重新回归。** 对于美国而言，虽然整体通胀依旧超预期，但有三个方面的因素降低了市场对于未来通胀的担忧：(1) PPI 中多个影响 PCE 的结构分项环比走弱，尤其是其中的医疗保健服务分项同比。(2) 2025 年 1 月的零售数据不及预期，与此同时制造业的工业产值并未明显恢复，使得市场反而开始担忧经济走弱。(3) 关税政策的延期让投资者认为这是特朗普开启谈判的信号而非立刻实施，缓和了此前关税带来的通胀预期。上述因素导致美债利率下行，此前关税+利率对于需求的抑制可能将会获得阶段性的缓和。从这个角度来看未来和工业生产更相关、对需求更敏感的商品（以铜为代表）将会迎来阶段性的顺风期。而站在实物资产的角度，黄金的重估并未结束，由此将带来其他以美元计价的大宗商品的重估。类比 1970s 苏联科技赶超美国，随着 Deepseek 带来了中国对美国 AI 的差距收敛，人工智能技术的发展不再因为强化了美元信用而对实物资产价格形成抑制作用，黄金相比于美元的价值还有很大抬升空间。而站在通胀-名义利率的视角上看，虽然 TIPS 所隐含的市场交易出来的中长期通胀预期在 2.5% 上下，但是密歇根大学调查的消费者中长期通胀预期却是 3.3%，短期通胀预期也出现了大幅抬升。在这种组合下未来名义利率很有可能跑不赢通胀，黄金将继续受益，同时带来其他大宗商品向黄金定价的收敛，最终体现为铜金比、油金比等比值的收敛。

➤ **从极致走向扩散。** 过去一段时间全球市场的焦点始终围绕 Deepseek 带来的中国资产的重估。当下，在港股和美股内部已经出现了从 AI 走向更多中国资产的扩散行情，但 A 股却相对集中。随着节后的复工复产陆续推进，基本面验证的信息将会到来，对顺周期资产形成潜在的催化。历史上看，无论是 2013 年的移动互联网和 2019 年开始的高端制造行情中，单一板块都不太会是市场的一枝独秀，通过转型和概念的扩散、甚至是经济本身的企稳回升都是低位资产修复的契机，顺周期板块的修复行情值得期待。我们推荐：第一，未来在国内基本面逐步向好带来预期改善、海外需求抑制因素缓和的背景下，国内顺周期相关的原材料消耗有色（铜、铝）+消费（品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等）+中游制造（锂电、运输设备、工程机械、特材、化学制品等）；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；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：** 特朗普的关税政策超预期；国内经济恢复不及预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhizhong@mszq.com

相关研究

1.市场温度计系列之十九：市场情绪已有所降温-2025/02/15

2.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

3.A 股策略周报 20250209：当 AI 成为焦点-2025/02/09

4.市场温度计系列之十八：个人与机构的向上共振仍在延续-2025/02/09

5.2025 年 1 月行业信息跟踪月报：用电量增速回落、跑输工增的原因拆解-2025/02/07

目录

1 如何看待近期港股与 A 股的分化？	3
2 国内：耐心等待基本面的数据验证	5
3 实物资产：从黄金往更多领域的扩散	7
4 百花齐放才是春	10
5 风险提示	12
插图目录	13

1 如何看待近期港股与 A 股的分化？

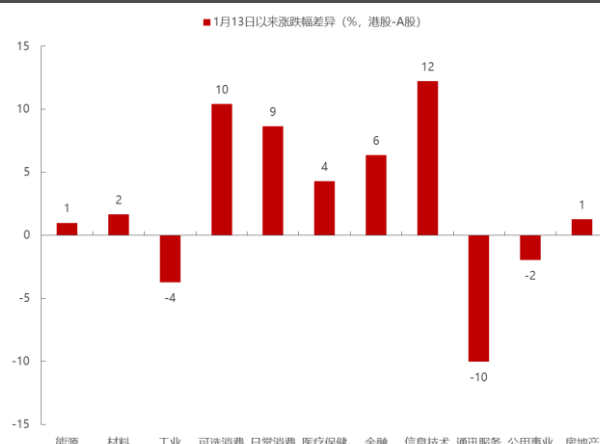
2020 年以来沪深 300 与恒生指数的走势基本一致，但自 2025 年 1 月 13 日市场反弹以来，二者的涨幅明显分化：恒生指数已经突破了 2023 年的高点，而沪深 300 还未收复 2024 年 9 月 24 日大反转之后的高点。从行业上看，除了信息技术以外，港股还有可选消费、日常消费、医疗保健、金融等行业也都明显跑赢 A 股。当然，除了金融以外，消费领域的港股基本上也都是与 AI 相关，比如阿里健康、阿里巴巴、京东健康等。AI 成为了更多低位资产修复的一种催化。

图1：恒生指数已经突破了 2023 年的高点,而沪深 300 还未收复 2024 年 10 月的高点



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：行业上看，信息技术+消费+金融是港股明显跑赢 A 股的来源



资料来源：wind，民生证券研究院

在 Deepseek 出现之后，外资也开始对中国科技资产进行重估，而恒生科技作为相较于美股和 A 股科技股的估值洼地，成为追捧的对象，由此带来了与纳斯达克指数和创业板指的估值差收敛。目前来看恒生科技与二者之间的估值相对差异也还没达到历史均值水平。此外从沽空占成交额的比例来看也并不极端。未来恒生科技可能还有一定的重估空间。

图3：当前恒生科技相较于纳斯达克和创业板指的估值相对值仍处于历史中枢下方



资料来源：wind，民生证券研究院

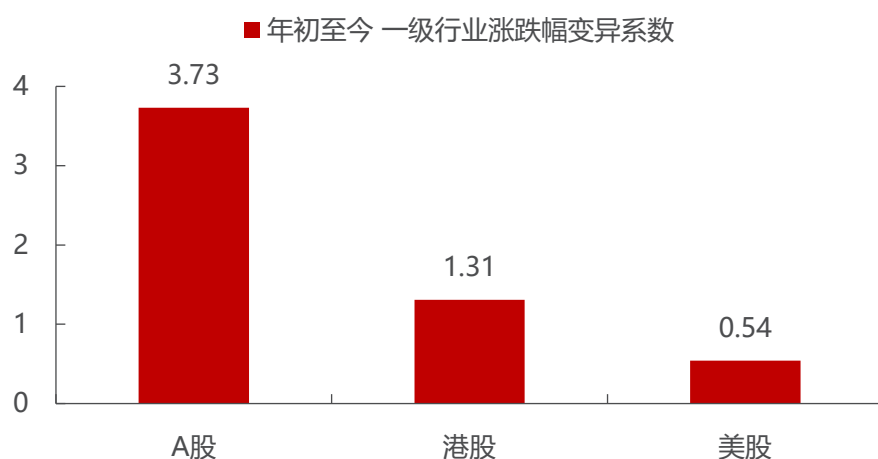
图4：从沽空占成交额的比例来看,恒生科技也并不极端



资料来源：wind，民生证券研究院

但更为重要的特征是恒生科技的重估其实也带来了港股其他行业的扩散行情，比如 AI+医药、AI+零售等。值得关注的是：**年初至今 A 股的行业涨跌幅分化程度明显要比港股和美股都更高**。所以未来对于 A 股而言，除了与 AI 直接相关的以外的行业的机会外，从科技资产的重估扩散到其他资产的重估可能才是未来 A 股跑赢的关键。

图5：A 股的行业涨跌幅分化程度比港股和美股都要大很多



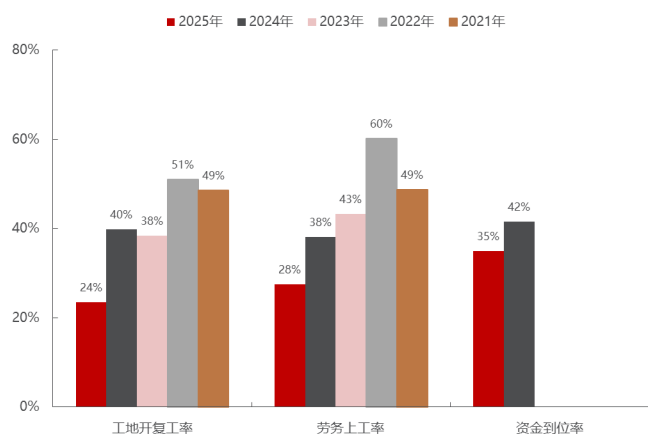
资料来源：wind，民生证券研究院

2 国内：耐心等待基本面的数据验证

未来国内基本面的改善信号出现是 A 股出现行情扩散的关键。当前来看，虽然由于春节假期有部分数据仍存在分歧，但不少需求的前置指标已经出现明显超预期，未来只需要耐心等待需求的传导以及更多基本面数据的验证。

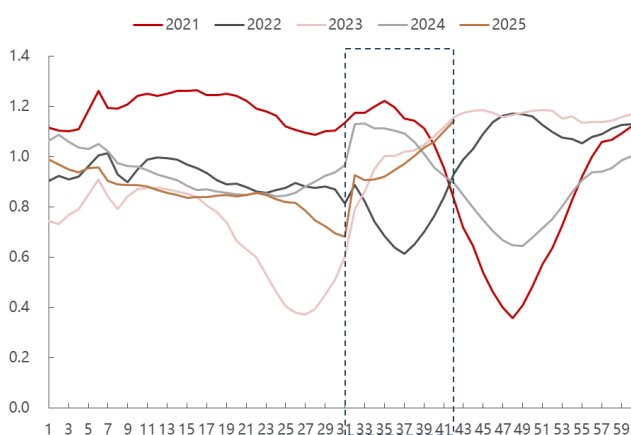
虽然从返工复工的数据来看比往年同期要慢，资金到位情况也不及预期，但从经济高频数据的走势来看除了建筑领域以外的经济活动似乎已经在恢复。

图6：2025 年工地开复工率、劳务上工率和资金到位率均低于往年同期（春节后第二期）



资料来源：百年建筑网，民生证券研究院

图7：但从高频经济数据来看，处于持续恢复的趋势，已经达到往年同期高点



资料来源：wind，民生证券研究院。注：横轴为一年中的第 N 天。

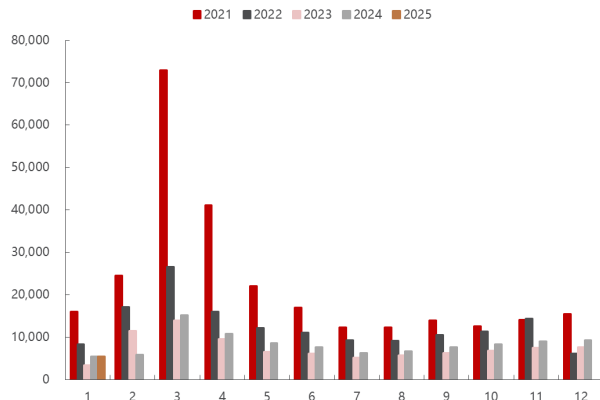
从挖掘机的相关数据来看，虽然开工小时数受春节影响出现了下滑，但仍比2023 年 1 月（2023 年 1 月 21 日是除夕，是近些年与 2025 年最为接近的）要好。从挖掘机的销售情况来看也出现了类似的情形：2025 年 1 月整体销量“开门红”，实现同比正增长 1.1%；但外需（同比+2.19%）比内需（同比-0.3%）更强。3-4 月往往是挖掘机销量的高峰月份，届时数据验证可能比 1-2 月的更重要。

图8：挖掘机开工小时数受春节影响下滑，但仍比 2023 年 1 月要好



资料来源：wind，民生证券研究院

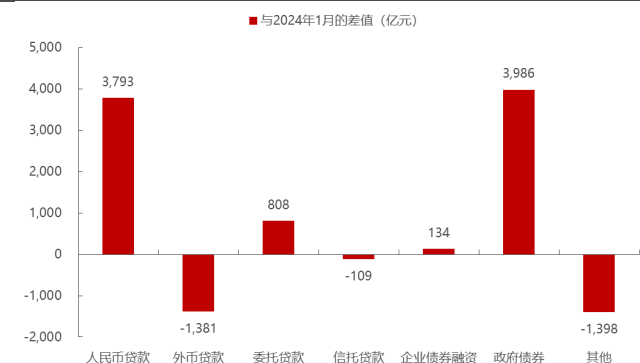
图9：2025 年 1 月的挖掘机国内销量与 2024 年基本持平，但比 2023 年 1 月好



资料来源：wind，民生证券研究院。注：纵轴为挖掘机当月销量，单位：台。

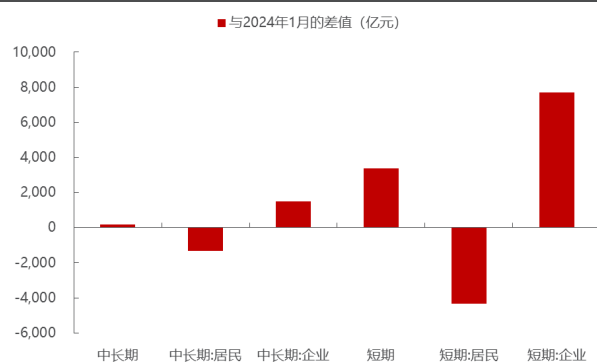
从 2025 年 1 月信贷数据来看，当月社融实现超预期增长，主要贡献来自于新增人民币贷款与政府债券的发行，但从结构拆分来看：期限上看，新增人民币贷款主要的增量贡献来自于短期贷款及票据融资；主体上看主要来自于企(事)业单位；期限+主体上看，主要来自企业的短期贷款+票据融资，但企业的中长期贷款也是同比正增长。所以整体上看当前的信贷扩张政府 > 企业 > 居民部门。

图10：1 月社融主要的增量贡献来自人民币贷款+政府债券



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：新增人民币贷款中，主要增量来自于企业的短期贷款+票据融资，但企业的中长期贷款也是同比正增长



资料来源：wind，民生证券研究院。注：短期包括短期贷款+票据融资。

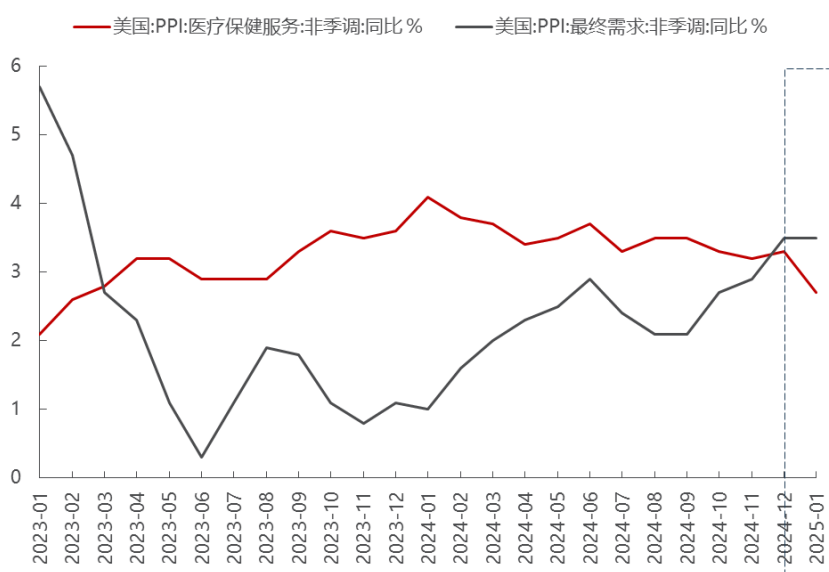
而从地方两会公布的 2025 年投资目标额来看，截至 2 月 10 日已经有 18 个省市自治区发布了 2025 年重大/重点工程项目相关投资计划，投资总额超过 41 万亿元，年度投资额目前已公布的是 6.5 万亿元。在当下这个阶段，AI 产业的发展可能更多依靠于市场资本的力量，而稳住经济基本盘可能是政府的首要目标，改革和转型也不能脱离稳定的经济环境。未来需要进一步跟踪各地投资项目的落地情况、相关中游制造的开工情况等。

3 实物资产：从黄金往更多领域的扩散

对于美国而言，虽然整体通胀依旧超预期，但有三个方面的因素降低了市场对于未来通胀的担忧：

(1) PPI 中多个影响 PCE 的结构分项环比走弱，尤其是其中的医疗保健服务分项同比，这使得市场对于 PCE 的预期走弱。

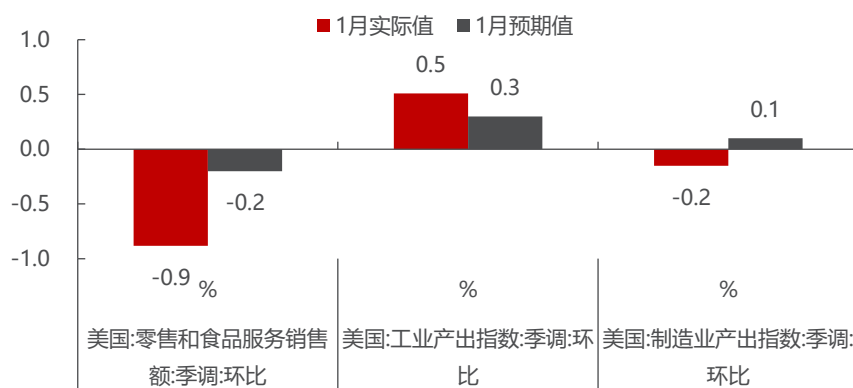
图12：PPI 中的医疗保健服务分项与整体走势出现了明显背离



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 2025 年 1 月（下同）的零售数据不及预期，与此同时制造业的工业产值并未明显恢复，使得市场反而开始担忧经济走弱。美国 1 月零售销售环比下降 0.9%，下降幅度远超预期值 -0.2%，为自 2023 年 3 月以来的最大环比下降；美国 1 月的工业产出环比增 0.5%，虽然高于预期的 0.3%，但主要是来自寒冷天气下公用事业部门的产出贡献，制造业的产出反而出现环比下降 0.2%，低于预期的增长 0.1%。

图13：1 月美国零售和制造业产出均不及预期



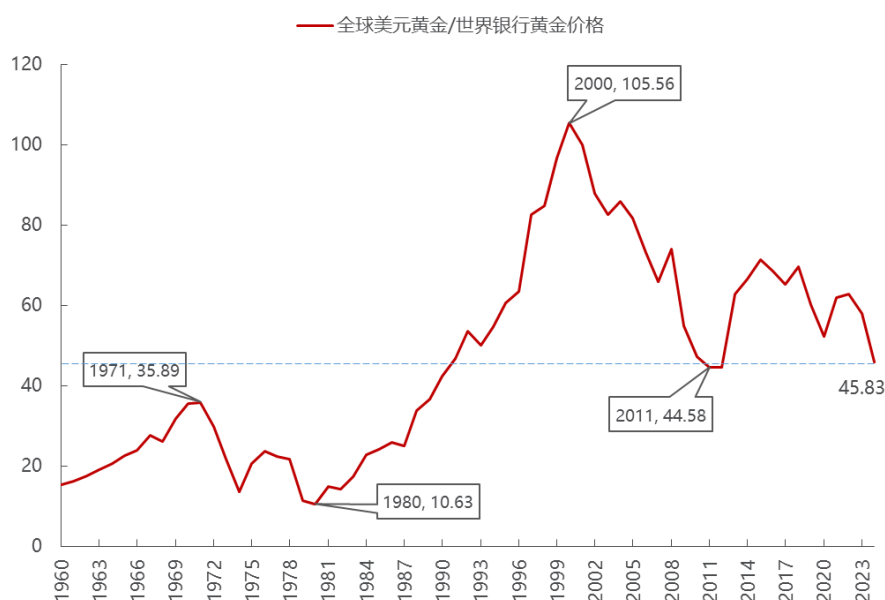
资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 关税政策的延期让投资者认为这是特朗普开启谈判的信号而非立刻实施，缓和了此前关税带来的通胀预期。

所以在通胀预期的回摆中，美债利率下行，此前关税+利率对于需求的抑制可能将会获得阶段性的缓和。**从这个角度来看未来和工业生产更相关、对需求更敏感的商品（以铜为代表）更有可能迎来阶段性的顺风期。**

而站在实物资产的角度，黄金的重估并未结束，由此将带来其他以美元计价的大宗商品的重估。类比 1970s 苏联科技赶超美国，黄金相对于美元的价值在 1980 年达到了历史巅峰，随着 Deepseek 带来了中国对美国 AI 的差距收敛，黄金相比于美元的价值还仍处于历史中枢水平附近。

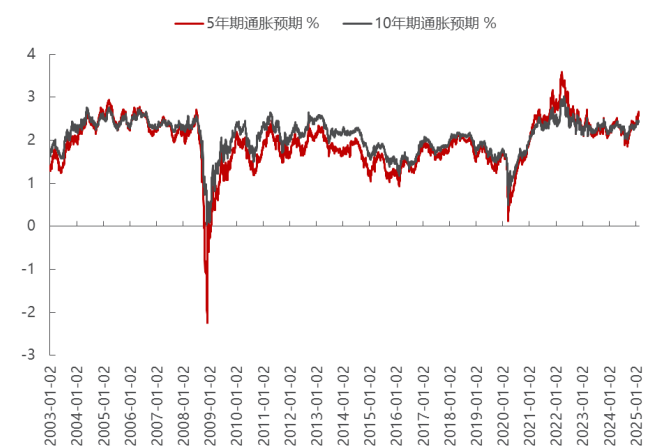
图14：尽管经历了持续的上涨，但当前黄金相比美元的价值也仅仅接近 2011 年的位置



资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们以全球的广义货币/全球黄金储备计算黄金价格，称之为“全球美元计价的黄金”。

而站在通胀-名义利率的视角上看，虽然 TIPS 所隐含的市场交易出来的中长期通胀预期在 2.5% 上下，但是密歇根大学调查的消费者中长期通胀预期却是 3.3%，短期通胀预期也出现了大幅抬升。因此当下短期消费者通胀预期 > 中长期消费者通胀预期 > 债券市场交易所隐含的通胀预期，在这种组合下未来名义利率很有可能跑不赢通胀，黄金将继续受益于最终实际利率的下行。

图15：当前 TIPS 所隐含的中长期通胀预期在 2.5%上下



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：但密歇根大学调查的中长期通胀预期为 3.3%，同时短期的通胀预期出现了大幅抬升（4.3%）



资料来源：wind，民生证券研究院

但更为重要的是从黄金的重估行情扩散到其他以美元计价的全球大宗商品的更广泛的行情，金融属性将会重新回归，由此带来其他大宗商品向黄金定价的收敛，最终体现为铜金比、油金比等比值的收敛。

图17：金价的上行从比价效应上为工业品打开了空间

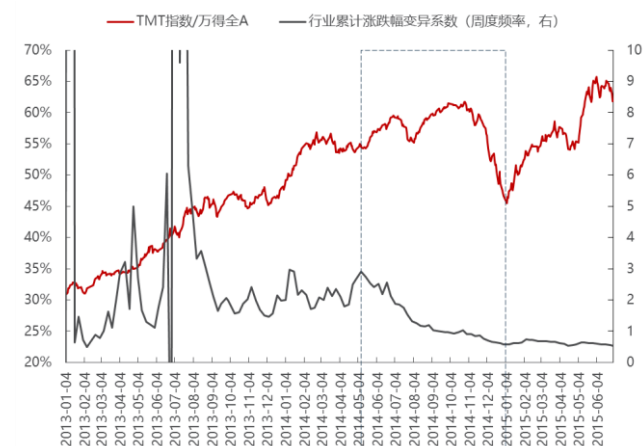


资料来源：wind，民生证券研究院

4 百花齐放才是春

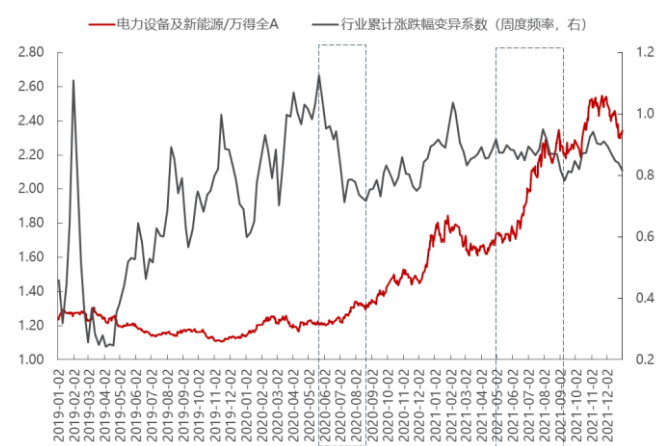
过去一段时间全球市场的焦点始终围绕 Deepseek 带来的中国资产的重估，在港股和美股内部已经出现了从 AI 走向更多中国资产的扩散行情，但 A 股却相对集中。随着节后的复工复产陆续推进，基本面验证的时点其实也在不断临近。当前来看，虽然由于春节假期有部分数据仍存在分歧，但不少需求的前置指标已经出现明显超预期，未来更值得投资者关注的是 A 股内部是否也会出现类似的从 AI 走向其他低位行业板块的扩散行情。历史经验告诉我们，无论是 2013 年的移动互联网和 2019 年开始的高端制造行情中，单一板块都不太会是市场的一枝独秀。我们认为通过转型和概念扩散，甚至是经济本身的企稳回升都是低位资产修复的契机，顺周期板块的修复行情值得期待。

图18：在 2013-2015 年移动互联网的产业浪潮中，最终行业之间的涨跌幅差异出现了系统性收敛



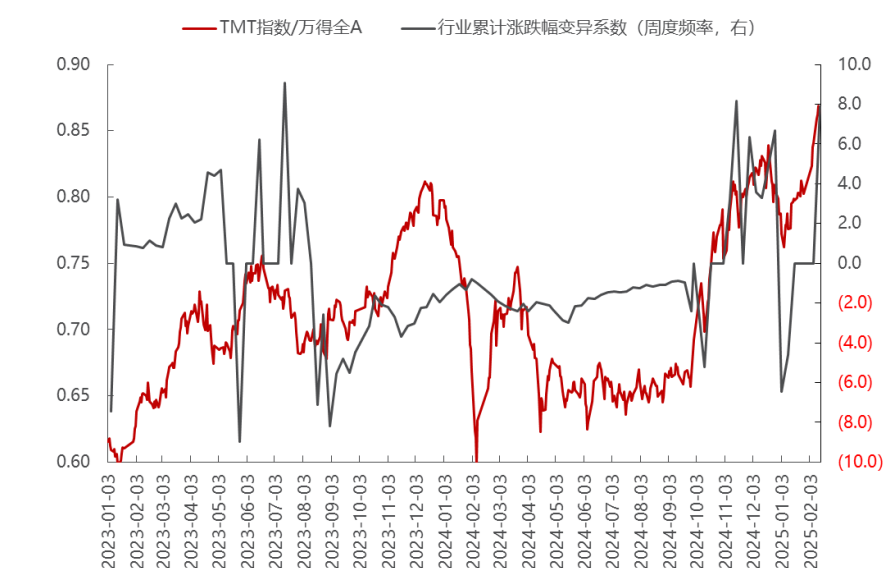
资料来源：wind，民生证券研究院

图19：同样的行情扩散特征也发生在 2019-2021 年以新能源为代表的高端制造产业浪潮中



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：但是当下 A 股的 AI 行情却十分集中，行业涨跌幅的差异处于历史高位，未来有很大收敛空间



资料来源：wind，民生证券研究院。注：由于变异系数波动较大我们剔除了绝对值 > 10 的样本点。

基于上述推演，我们推荐：

第一，未来在国内基本面逐步向好带来预期改善、海外需求抑制因素缓和的背景下，国内顺周期相关的原材料消耗**有色（铜、铝）+消费（品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等）+中游制造（锂电、运输设备、工程机械、特材、化学制品等）**；

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**；

第三，低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险**。

5 风险提示

1) 特朗普的关税政策超预期。如果特朗普的关税政策超预期实施，那么短期对于全球需求的抑制将会带来冲击，与文中假设不符。

2) 国内经济恢复不及预期。文中对于未来国内经济的假设是稳步回升，如果遭遇波折，那么对于顺周期而言不利。

插图目录

图 1: 恒生指数已经突破了 2023 年的高点, 而沪深 300 还未收复 2024 年 10 月的高点	3
图 2: 行业上看, 信息技术+消费+金融是港股明显跑赢 A 股的来源	3
图 3: 当前恒生科技相较于纳斯达克和创业板指的估值相对值仍处于历史中枢下方	3
图 4: 从沽空占成交额的比例来看, 恒生科技也并不极端	3
图 5: A 股的行业涨跌幅分化程度比港股和美股都要大很多	4
图 6: 2025 年工地开复工率、劳务上工率和资金到位率均低于往年同期 (春节后第二期)	5
图 7: 但从高频经济数据来看, 处于持续恢复的趋势, 已经达到往年同期高点	5
图 8: 挖掘机开工小时数受春节影响下滑, 但仍比 2023 年 1 月要好	5
图 9: 2025 年 1 月的挖掘机国内销量与 2024 年基本持平, 但比 2023 年 1 月好	5
图 10: 1 月社融主要的增量贡献来自人民币贷款+政府债券	6
图 11: 新增人民币贷款中, 主要增量来自于企业的短期贷款+票据融资, 但企业的中长期贷款也是同比正增长	6
图 12: PPI 中的医疗保健服务分项与整体走势出现了明显背离	7
图 13: 1 月美国零售和制造业产出均不及预期	7
图 14: 尽管经历了持续的上涨, 但当前黄金相比美元的价值也仅仅接近 2011 年的位置	8
图 15: 当前 TIPS 所隐含的中长期通胀预期在 2.5% 上下	9
图 16: 但密歇根大学调查的中长期通胀预期为 3.3%, 同时短期的通胀预期出现了大幅抬升 (4.3%)	9
图 17: 金价的上行从比价效应上为工业品打开了空间	9
图 18: 在 2013-2015 年移动互联网的产业浪潮中, 最终行业之间的涨跌幅差异出现了系统性收敛	10
图 19: 同样的行情扩散特征也发生在 2019-2021 年以新能源为代表的高端制造产业浪潮中	10
图 20: 但是当下 A 股的 AI 行情却十分集中, 行业涨跌幅的差异处于历史高位, 未来有很大收敛空间	10

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。本报告清晰准确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：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