



Research and
Development Center

港股强的指示意义

——策略周观点

2025 年 2 月 9 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编: 100031

港股强的指示意义

2025 年 2 月 9 日

核心结论: 1 月中旬以来的表现, 整体比较符合春节前后, A 股的季节性胜率赔率偏强的规律。不过可喜的是, 这一次恒生指数也有很强的表现, 这是 2024 年 10 月以来的第一次。2022 年以来, 历次季度行情的起点附近, 均能够看到港股比 A 股更强。2022 年 3 月 15 日恒生指数企稳, 但上证综指跌到了 4 月底, 随后迎来季度上涨。2022 年 11 月港股开启反弹, 力度比 A 股更强, 也是季度上涨的标志。2024 年 2 月恒生指数比上证综指领先半个月见底, 2024 年 8 月恒生指数比上证综指领先一个月见底。板块差异和投资者结构的差异, 导致从短期的角度, 港股会更反映机构投资者的预期。由于个人投资者情绪往往同步或滞后市场, 所以季度级别行情底部的时候, 往往会表现为恒生指数领先上证综指, 但随着上涨的持续, 在季度行情的后半段, 往往上证综指又会变得比港股更强。

- **(1) 春节附近资金回流, 节后股市迎来开门红。**季节性来看, 由于春节前后, 居民的资产配置行为以及业绩的空窗期, 春节前最后一周和节后前两周, 股市整体胜率和赔率均不错。节后 1-2 周股市大多会偏强, 近期市场的表现符合这一规律。
- **(2) 港股近期再次走强, 港股比 A 股强, 大多是季度行情的信号。**除了季节性之外, 这一次上涨需要重视的是, 港股也有较强的表现, 而且整体走势比 A 股更强。这是 2024 年 10 月以来的第一次。2022 年以来, 历次季度行情的起点附近, 均能够看到港股比 A 股更强。2022 年 3 月 15 日恒生指数企稳, 但上证综指跌到了 4 月底, 随后迎来季度上涨。2022 年 11 月港股开启反弹, 力度比 A 股更强, 也是季度上涨的标志。2024 年 2 月恒生指数比上证综指领先半个月见底, 2024 年 8 月恒生指数比上证综指领先一个月见底。
- **(3) AH 股的差异主要是板块和投资者结构的差异。**恒生指数相比上证综指的差异, 主要是板块结构的差异导致的。港股上市公司市值分布相对较集中, 金融板块市值占比超过 30%。港股市场行业分布更偏向低估价值。板块差异和投资者结构的差异, 导致从短期的角度, 港股会更反映机构投资者的预期。由于个人投资者情绪往往同步或滞后市场, 所以季度级别行情底部的时候, 往往会表现为恒生指数领先上证综指, 但随着上涨的持续, 在季度行情的后半段, 往往上证综指又会变得比港股更强。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：港股强的指示意义	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：春节后 1-2 周市场可能会偏强（单位：%）	4
表 2：配置建议表	7

图目录

图 1：港股比 A 股强，大多是季度行情的信号（单位：点数）	5
图 2：2021 年以来 AH 股比价维持在 130-155 的区间（单位：%）	5
图 3：全部港股市值行业分布（单位：%）	6
图 4：全部 A 股市值行业分布（单位：%）	6
图 5：市场逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会比较复杂（单位：点数）	6
图 6：本周主要指数涨跌幅（单位：%）	8
图 7：本周申万一级行业涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 13：港股通净买入金额（单位：亿元，点）	9
图 14：融资余额（单位：亿元，点）	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份，点）	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：港股强的指示意义

1月中旬以来的表现，整体比较符合春节前后，A股的季节性胜率赔率偏强的规律。不过可喜的是，这一次恒生指数也有很强的表现，这是2024年10月以来的第一次。2022年以来，历次季度行情的起点附近，均能够看到港股比A股更强。2022年3月15日恒生指数企稳，但上证综指跌到了4月底，随后迎来季度上涨。2022年11月港股开启反弹，力度比A股更强，也是季度上涨的标志。2024年2月恒生指数比上证综指领先半个月见底，2024年8月恒生指数比上证综指领先一个月见底。板块差异和投资者结构的差异，导致从短期的角度，港股会更反映机构投资者的预期。由于个人投资者情绪往往同步或滞后市场，所以季度级别行情底部的时候，往往会表现为恒生指数领先上证综指，但随着上涨的持续，在季度行情的后半段，往往上证综指又会变得比港股更强。

(1) 春节附近资金回流，节后股市迎来开门红。季节性来看，由于春节前后，居民的资产配置行为以及业绩的空窗期，春节前最后一周和节后前两周，股市整体胜率和赔率均不错。节后1-2周股市大多会偏强，近期市场的表现符合这一规律。

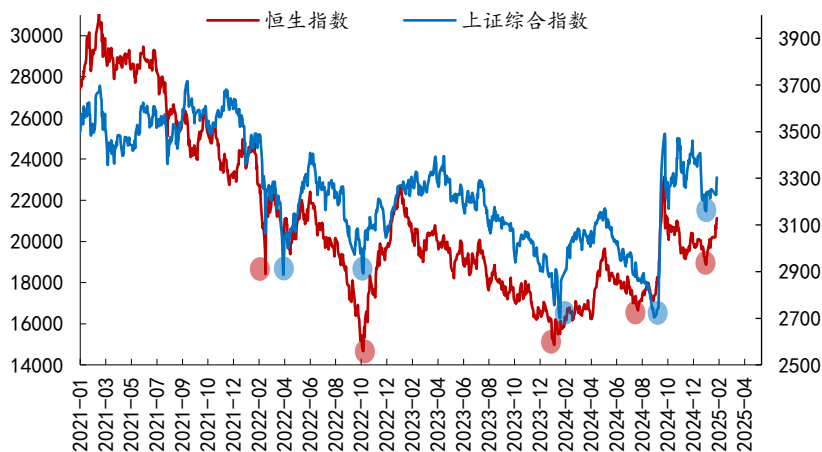
表1：春节后1-2周市场可能会偏强（单位：%）

春节前或春节后交易日数	万得全A指数表现(单位：%)					
	-20	-10	-5	5	10	20
2024年	(5.58)	(2.01)	2.66	5.18	7.72	9.86
2023年	7.63	4.21	3.72	0.92	0.81	0.08
2022年	(8.16)	(6.35)	(6.03)	1.24	2.96	1.20
2021年	1.23	2.08	3.02	(3.18)	(2.60)	(7.62)
2020年	1.91	(1.88)	(3.52)	(2.06)	(0.03)	(0.03)
2019年	6.15	1.21	0.05	4.32	10.32	18.26
2018年	(8.56)	(8.40)	(1.87)	3.00	4.01	4.89
2017年	(0.58)	(0.86)	2.15	1.41	2.21	2.79
2016年	(12.37)	(3.70)	6.87	5.34	(0.55)	(1.55)
2015年	9.60	6.03	6.96	1.67	3.82	18.26
2014年	(1.20)	2.29	0.34	3.93	5.47	1.80
2013年	7.24	6.38	3.05	(4.19)	(1.28)	(5.91)
2012年	2.77	7.77	1.28	0.73	2.11	6.69
2011年	(1.73)	2.95	3.88	4.06	2.99	8.11
2010年	(6.13)	1.25	0.72	1.92	1.26	2.63
2009年	7.74	8.19	3.62	10.25	19.81	5.73
涨幅中位数	0.32	1.67	1.71	1.79	2.58	2.71
胜率	50%	63%	81%	81%	75%	75%

资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 港股近期再次走强，港股比A股强，大多是季度行情的信号。除了季节性之外，这一次上涨需要重视的是，港股也有较强的表现，而且整体走势比A股更强。这是2024年10月以来的第一次。2022年以来，历次季度行情的起点附近，均能够看到港股比A股更强。2022年3月15日恒生指数企稳，但上证综指跌到了4月底，随后迎来季度上涨。2022年11月港股开启反弹，力度比A股更强，也是季度上涨的标志。2024年2月恒生指数比上证综指领先半个月见底，2024年8月恒生指数比上证综指领先一个月见底。

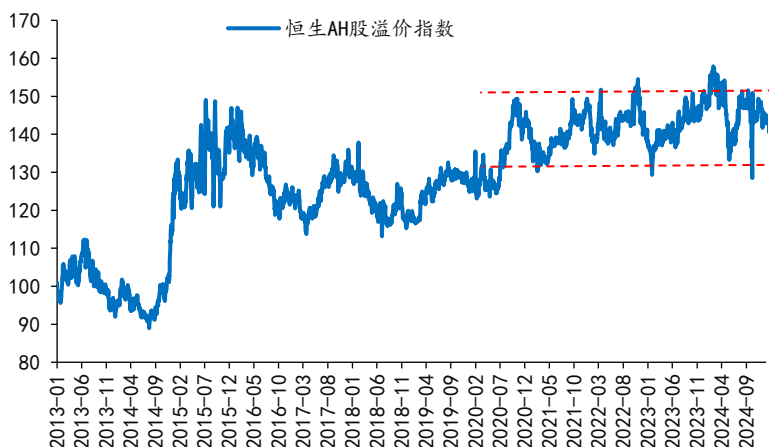
图 1：港股比 A 股强，大多是季度行情的信号（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) AH 股的差异主要是板块和投资者结构的差异。2021 年以来，虽然恒生指数整体表现比上证综指更弱，但如果以同时在 A 股和港股上市的股票来看，AH 股比值一直维持在 130-155 的区间震荡。

图 2：2021 年以来 AH 股比价维持在 130-155 的区间（单位：%）

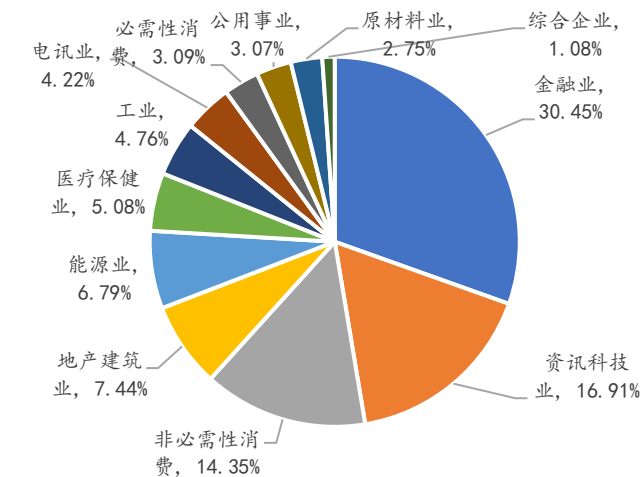


资料来源：万得，信达证券研发中心

恒生指数相比上证综指的差异，主要是板块结构的差异导致的。港股上市公司市值分布相对较集中，金融板块市值占比超过 30%。截至 2023 年 9 月 30 日，市值排名前 10% 的公司总市值占全部港股近 90%。从全部港股的行业分布来看，占市值权重排名前三的行业分别是金融（市值占比 30.45%）、资讯科技（TMT 为主，市值占比 16.9%）以及非必须消费（市值占比 14.35%），前三大行业合计市值占比达到 61% 以上。相比之下，A 股上市公司市值分布相对分散且均匀，占市值权重排名前三的行业，电力设备、电子、医药生物合计市值占比仅 26%。港股中金融板块加上地产建筑板块市值占比合计达到 38% 左右，而 A 股中金融地产类板块市值占比合计仅为 15%。港股市场行业分布更偏向低估价值。

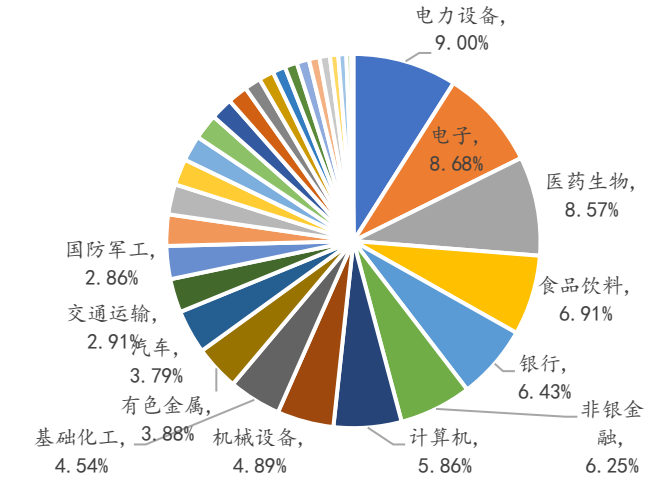


图 3：全部港股市值行业分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心
注：行业分类标准为恒生行业分类

图 4：全部 A 股市值行业分布（单位：%）

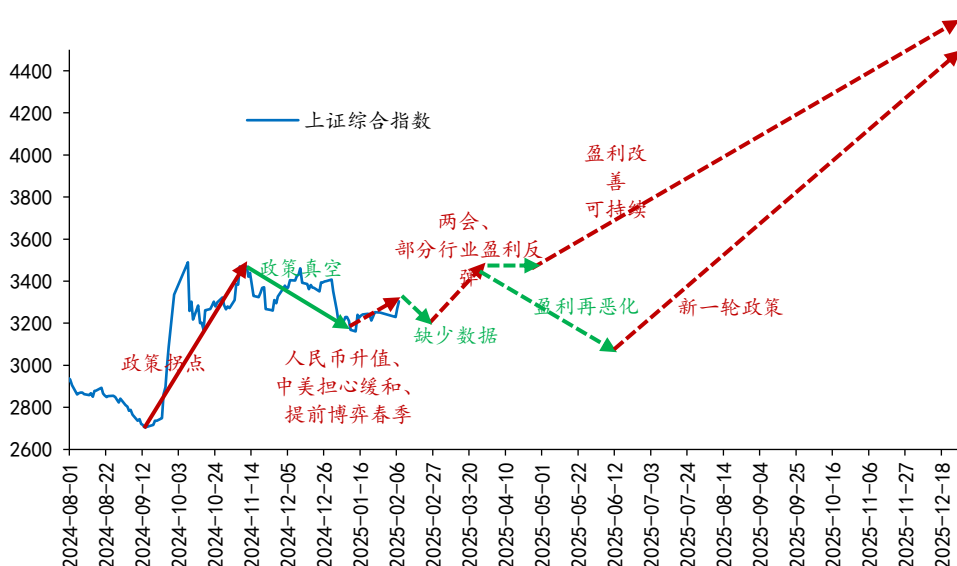


资料来源：万得，信达证券研发中心
注：行业分类标准为申万一级行业分类

由于板块差异和投资者结构的差异，导致从短期的角度，港股会更反映机构投资者的预期。由于个人投资者情绪往往同步或滞后市场，所以季度级别行情底部的时候，往往会表现为恒生指数领先上证综指，但随着上涨的持续，在季度行情的后半段，往往上证综指又会变得比港股更强。

（4）短期 A 股策略观点：逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会比较复杂。24 年 10 月-今年 1 月，机构投资者和活跃的交易性资金一直对股市存在明显的分歧，机构投资者由于更关注盈利和政策效果，整体略偏谨慎，交易性资金更关注交易量和局部主题热点的连续性，整体更为乐观。近期由于盈利进入空窗期、美国关税政策好于预期、DeepSeek 让全球投资者关注中国互联网资产，机构投资者的情绪也有所回升。这种回升有可能是牛市第二波上涨的早期，后续还会面临经济数据空窗期、两会后博弈性资金离场、4 月季报验证的考验。但整体方向是乐观的。建议投资者在几个重要的考验期逢低再次加仓。

图 5：市场逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会比较复杂（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

未来1个月配置建议：港股互联网（海外波动加大，中国资产配置意愿上升）> 出海（长期逻辑好，短期美国贸易政策影响低于预期）> 金融地产（等待验证春节后地产数据）> 上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）。10月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市（2005-2007、2014-2015、2019-2021），不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如2020年7-9月震荡期之前的4-7月，市场风格偏小盘，但2020年8月-2021年初，风格转向大盘。2014-2015年1月震荡期中的2014年9-12月，市场风格偏大盘，之后的2015年1-6月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡末期，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到风格转向大盘。建议成长内部转配港股互联网，价值内部关注指数权重（银行）、破净类价值股（钢铁）。

表2：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	港股互联网、银行、钢铁、家用电器
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去1-2年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。
	消费	目前消费板块的估值大多处于2010年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）契合消费降级的消费模式。（2）部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	（1）传媒互联网和消费电子等成长细分方向的估值水平尚未达到历史高位，可以价值股视角来度量，我们认为可以增加配置。（2）DeepSeek的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度，AI的进度速度依然很快，并没有进入瓶颈。后续重点关注应用端的变化。
	金融地产	金融类似2014年下半年的低估值修复（速度没有那么快）。主要受益于三点（1）经济增速中枢下行，景气度板块较为稀缺。（2）利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升后，大概率会出现估值修复。（3）红利牛市带动的风格偏好。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但仍然需要观察二手房销售回升的持续性。

资料来源：信达证券研发中心

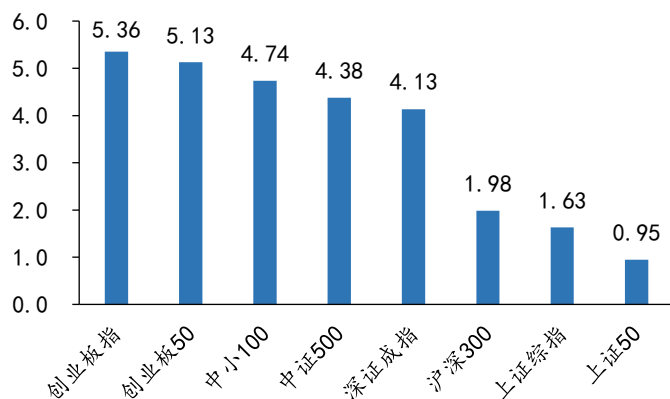
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中创业板指(5.36%)、创业板 50 (5.13%)、中小 100 (4.74%)领涨。申万一级行业多数上涨，其中计算机 (13.47%)、传媒 (7.21%)、汽车 (6.93%) 领涨，银行 (-1.92%)、煤炭 (-0.86%) 领跌。概念股中，华为欧拉 (15.48%)、DRG/DIP (14.85%)、华为鲲鹏 (12.73%) 领涨，充电桩 (-12.52%)、猴痘概念股 (-7.78%)、新能源车 (-5.92%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中恒生指数（4.49%）、墨西哥 MXX（3.14%）、上证综指（1.63%）领涨，日经 225（-1.98%）、巴西圣保罗指数（-1.20%）领跌。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中 LME 铜（4.33%）、LME 锌（3.65%）、PTA（2.08%）领涨，玻璃（-2.31%）、NYMEX 原油（-2.03%）领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金（9.28%）、富时 100（6.45%）、富时发达市场指数（3.45%）排名较高，而日经 225（-2.78%）、上证综指（-1.43%）排名靠后。

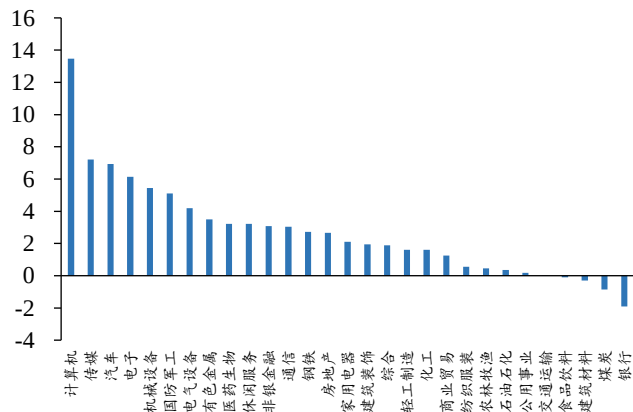
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计45.43亿元（前值净流入170.25亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行11702亿元，累计净投放-10073亿元。截至2025年2月8日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所下降。

图 6: 本周主要指数涨跌幅 (单位: %)



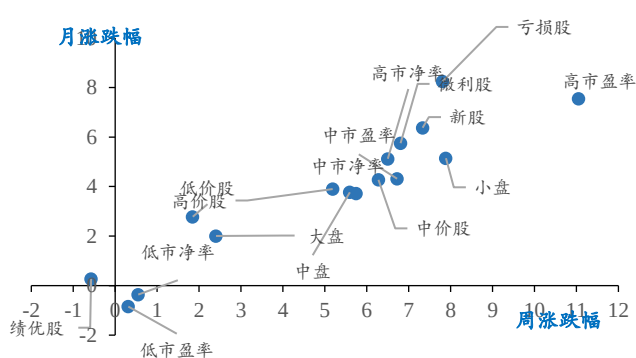
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7: 本周申万一级行业涨跌幅 (单位: %)



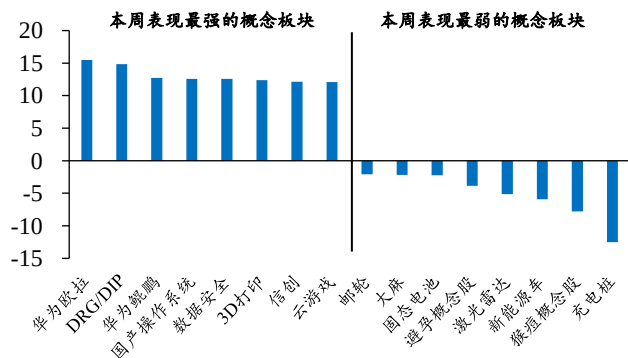
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

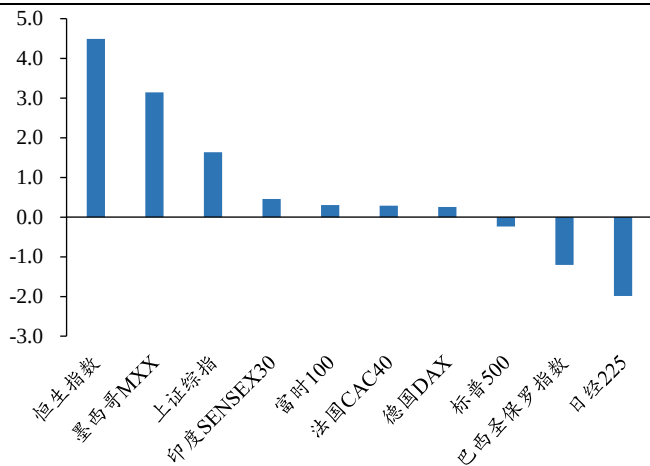
图9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

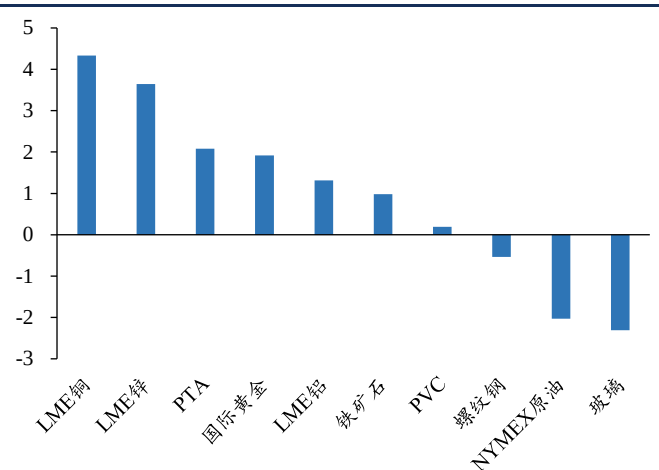


图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



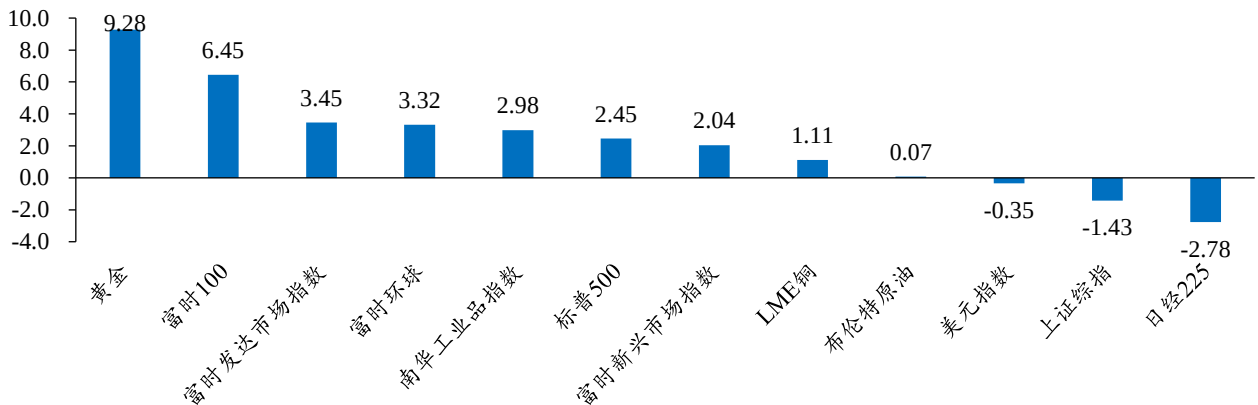
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



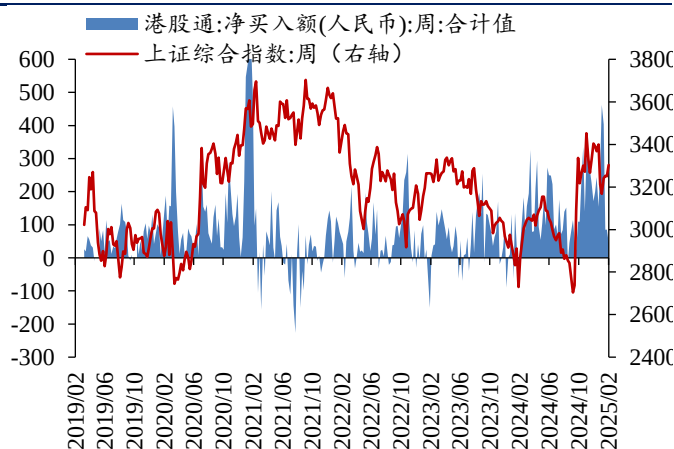
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心
注：统计日期截至 2025 年 2 月 8 日

图 13：港股通净买入金额（单位：亿元，点）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

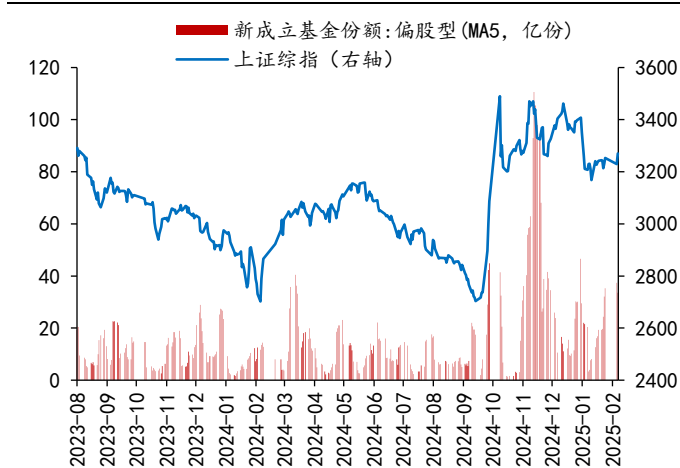
图 14：融资余额（单位：亿元，点）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

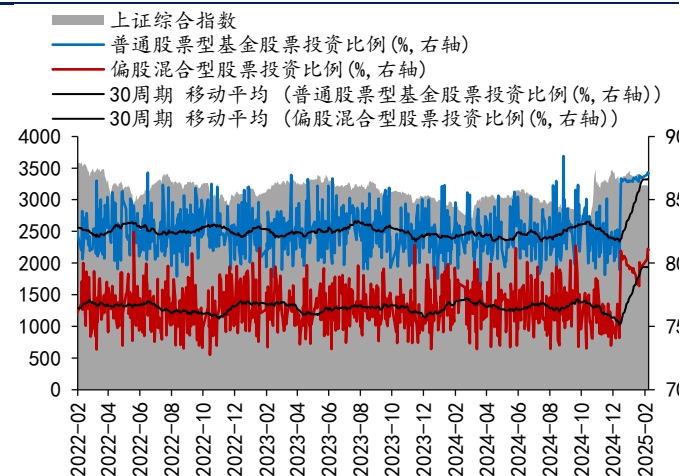


图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份, 点)



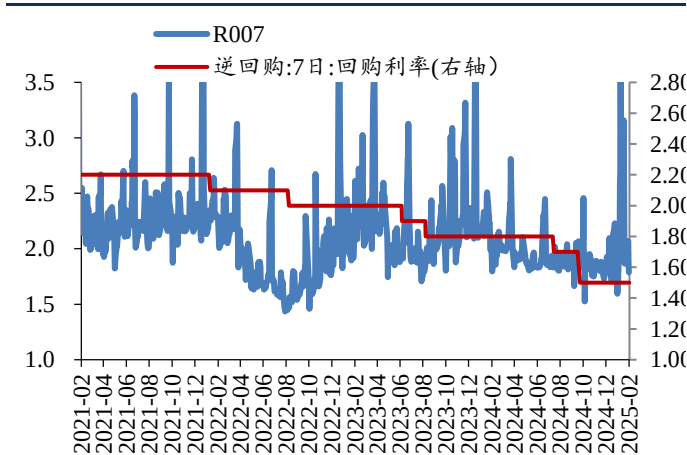
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 基金仓位估算 (单位: %)



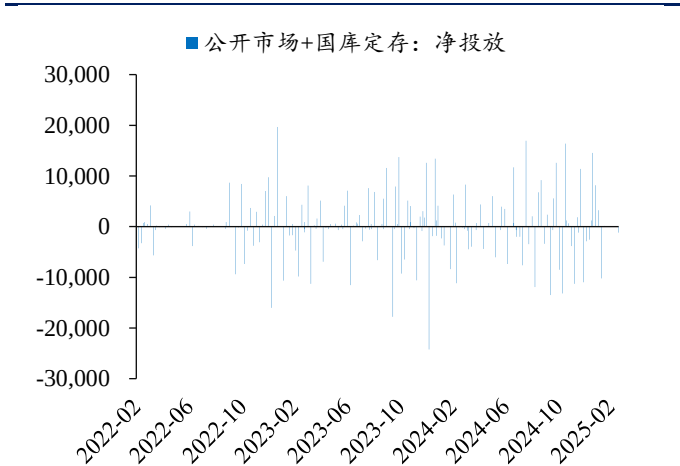
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



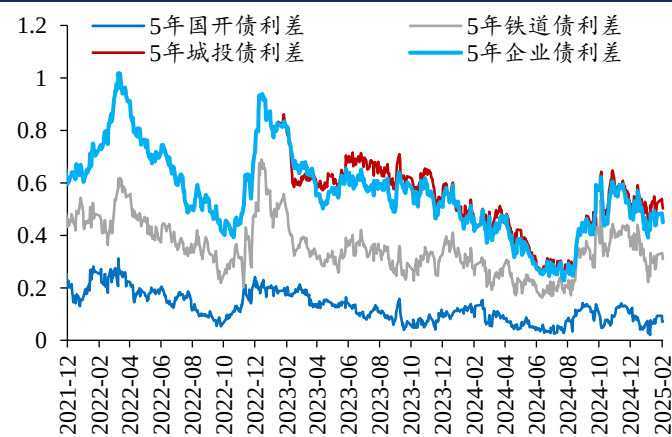
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。