



当 AI 成为焦点

2025 年 02 月 09 日

► **AI 领涨背后的宏观叙事。**A 股市场在领涨的 AI 板块内部和成长股内部均出现了高低切换的现象，市场在前期热门 AI 带动的行情中开始出现迟疑。我们对此的思考是：过去两年，美国在高利率的情况下，实现了显著高于其他发达经济体的经济增速和最为强劲的股票市场表现。这种“美国例外”式增长与人工智能的浪潮有较大关系：2023 年以来，美国企业净资本开支及研发投入占经营性现金流比重明显高于非美发达经济体。这与 2023 年初 ChatGPT 大模型的商业化进程吻合：2023Q2 以来，美股科技七巨头的资本开支占标普 500 成分股、以及 GDP 核算口径下美国总投资的比重均出现显著上升。近期 A 股明显回暖的背后，反映的正是投资者期待以 DeepSeek 为代表的低成本大模型技术能够带动中国股市出现上述情况。**值得注意的是，2023 年以来美股上涨并非只有 AI 上涨，其**

在经济中的带动效应或许是当下进行高低切换的重要原因。

► **对 AI 相对估值的思考。**当前人工智能板块的估值扩张存在一定抢跑的迹象。无论是 A 股还是美股，过去 20 年来看，信息技术相关行业市值占比具有向资本开支占比回归的趋势。当前 A 股 TMT 板块和美股信息技术板块的市值占比，相对其资本开支占比均出现了一定程度的抢跑。**与此同时，AI 板块估值扩张空间可能面临当前估值溢价较高的制约：**从估值的视角来看，当前 A 股人工智能板块可能更类似于曾经的消费电子，在产业浪潮开始前已经出现了明显的估值溢价；从历史经验来看，若已提前获得了估值溢价，那在产业浪潮真正到来后，估值抬升的幅度相对来说会更低一些。**如果 AI 能够成为未来中国经济增长核心驱动力的这一假设为真，那么随着 AI 带动经济预期的修复，非 AI 行业的整体估值过低反而将同样具有弹性。**从美股经验来看，2023 年以来标普 500 信息技术指数相对于标普 500 指数的 PE、PB 估值的最大扩张幅度分别为 39.4%和 24.5%，此后开始逐步收敛。当前 A 股 TMT 指数相对于沪深 300 指数的 PE 扩张幅度达到 32.0%，PB 相对扩张幅度为 27.9%，**当前中国 AI 相关行业在 PB 上的估值溢价已经超过美国 2023 年以来的扩张速度，涉及更多行业的高低切换或是可行的。**

► **若 AI 发展不及预期，美国债务问题将再次推升实物资产价格。**AI 相关产业活动仍面临着一些隐忧：一方面，在规则不明确的领域，AI 给出的回答可能需要人类花费更大的成本去验证；另一方面，过去两年 AI 产业对全球经济的推动主要体现为投资拉动，这些投资在未来是否一定是有效投资尚存变数，值得注意的是当前美股信息技术相关活动占 GDP 比重已接近科网泡沫前的水平。此外，过去两年美国企业加大资本开支的同时，美国上市公司资产负债率达到过去 10 年最高水平。在美国政府杠杆率已经很高的情况下，若 AI 发展最终不及预期，美国的债务周期可能转向下行，带来资产回报率的下降。美国企业资产回报率的下降会造成美元信用被削弱，这种情境下更有可能出现实物资产价格中枢的上移。

► **AI 是焦点，但不是投资上的唯一答案。**如果 AI 背后宏观叙事假设为真，以沪深 300 为代表的全市场资产应该得到重估。如果 AI 发展的最终结果不及预期，那么可能出现的是美元信用减弱后对实物资产更有利的情境。因此，我们做出如下推荐：1、全球定价资源品兼顾需求和实物资产两大属性，优先推荐**铜、黄金、铝、油、煤炭**；2、前期定价相对偏低的国内部分顺周期领域修复可以期待：**钢铁（特材）、设备（运输设备、工程机械）、农用化工、化学制品、交通运输**，以及中国优势资产：**新能源产业链**等；3、继续关注低估值+红利属性的**银行**板块；4、AI 板块内部高低切换，此前涨幅较小的**AI 办公、AI 自动驾驶**方向。

► **风险提示：**国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 纪博文

执业证书：S0100524080003

邮箱：jibowen@mszq.com

相关研究

- 1.A 股策略周报 20250204：从“美国主导”中走出-2025/02/04
- 2.策略专题研究：2024 年 A 股业绩预告解读：磨底-2025/02/01
- 3.资金跟踪系列之一百五十四：市场热度继续回升，北上与机构 ETF 是阶段主要买入力量-2025/01/27
- 4.策略专题研究：民生研究：2025 年 2 月金股推荐-2025/01/27
- 5.A 股策略周报 20250126：春节后的悬念-2025/01/26

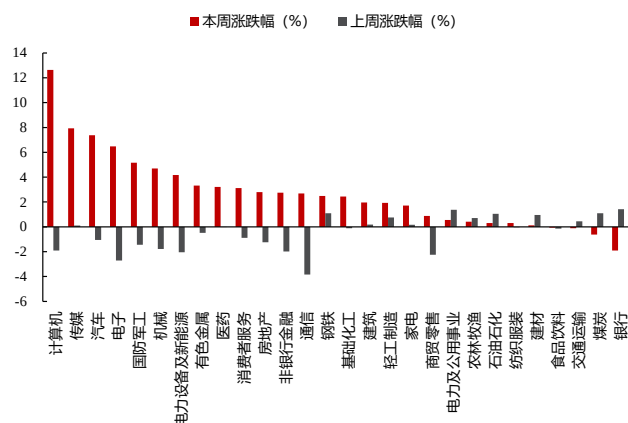
目录

1 AI 领涨背后的宏观叙事	3
2 对 AI 相对估值的思考	6
3 若 AI 发展不及预期，美国债务问题将再次推升实物资产价格	8
4 AI 是焦点，但不是投资上的唯一答案	10
5 风险提示	11
插图目录	12

1 AI 领涨背后的宏观叙事

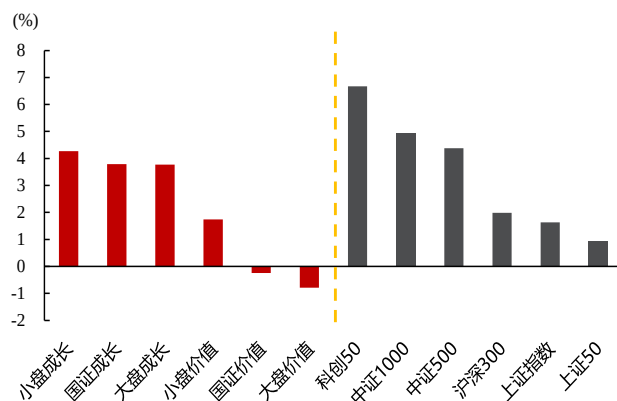
在春节期间 DeepSeek 大模型推出的带动下,节后第一周 A 股市场中计算机、电子、传媒等 AI 相关行业涨幅居前。风格上看,小盘风格与成长风格本周相对占优。从投资者结构的视角来看:春节后北上资金持续净买入,本周北上资金净买入规模约 150 亿元,同时北上成交额相比年前明显扩大。两融资金也出现了类似的情况,在春节前的大幅流出后,本周两融资金回补迹象明显,同时反映两融资金活跃度的融资买入额占全 A 成交额比重这一指标也达到 2025 年最高水平。在此前的报告《英雄亦造时势:当下市场定价特征的思考》中我们已经指出:在以两融资金为代表的个人投资者活跃度的回升期,小盘成长往往表现更好,反之则往往是大盘价值表现更好;考虑到节后两融的季节性回补持仓行为,春节后小盘/成长阶段占优。

图1: 在 Deepseek 相关概念带动下,本周 A 股计算机、电子、传媒等 AI 相关行业涨幅居前



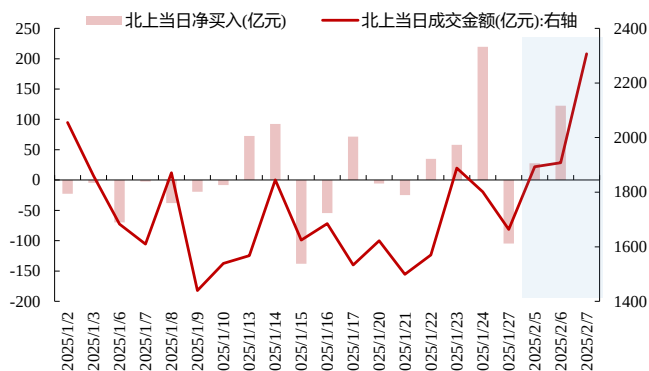
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 风格上看, 本周 A 股呈现出小盘风格与成长风格占优的特征



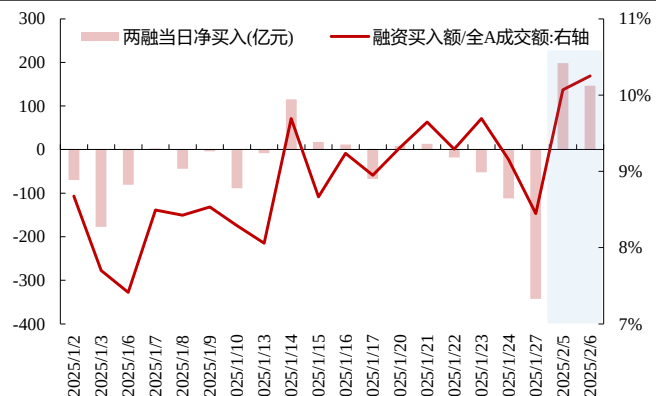
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 春节后, 北上资金净买入幅度约 150 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

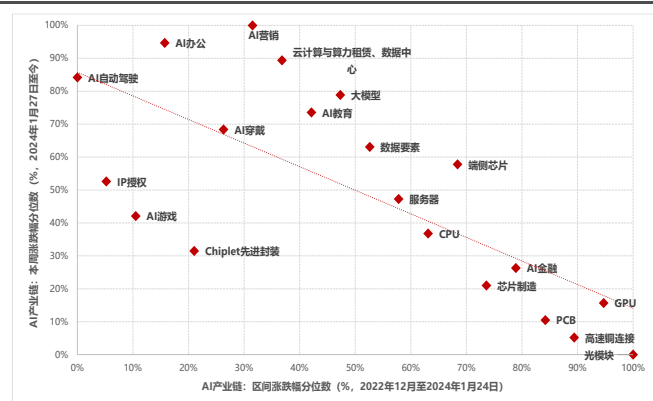
图4: 春节后两融资金明显回补, 同时成交活跃度相比年前显著提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

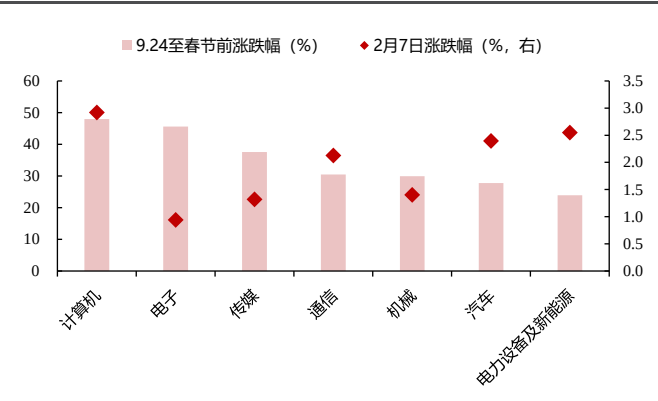
值得关注的是，本周 A 股市场出现了高低切换的特征。一方面，AI 板块内部出现了高低切换：2023 年以来 AI 板块内部涨幅最大的 GPU、芯片制造等算力相关领域，在本周涨跌幅普遍排名靠后；而过去两年中涨幅排名相对靠后的 AI 办公、AI 自动驾驶等应用侧领域，本周反而涨幅排名靠前。另一方面，成长风格资产内部也出现了高低切换的迹象：本周五，汽车、电力设备及新能源等成长板块内部前期上涨幅度相对较小的行业反而涨幅居前；而“924”行情以来涨幅较大的 TMT 板块中，电子、传媒行业在周五的涨幅反而相对较小。

图5：本周 AI 板块内部出现高低切换特征，过去两年涨幅较少的环节在本周反而涨幅较大



资料来源：wind，民生证券研究院

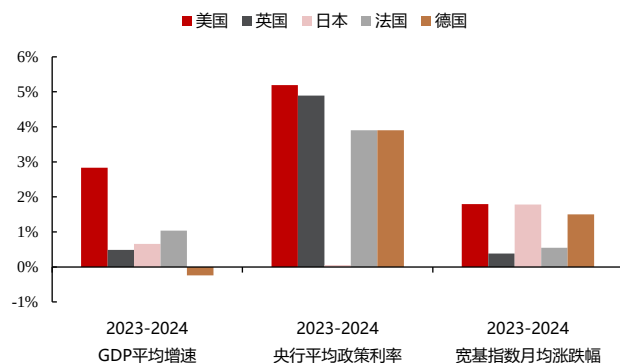
图6：本周五（2月7日）成长板块内部也出现高低切换现象，前期涨幅较小的行业当日涨幅反而较大



资料来源：wind，民生证券研究院

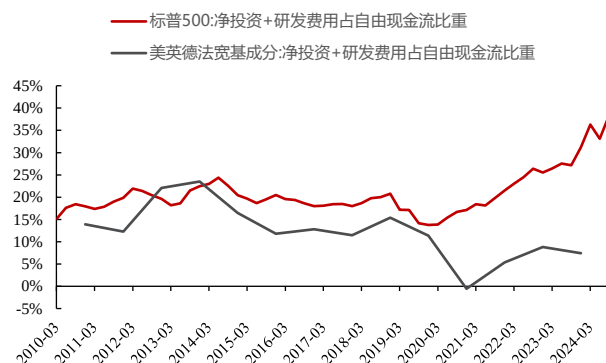
本周 A 股市场出现高低切换以及上涨板块的扩散，一定程度上反映出投资者市场在前期热门 AI 带动的行情中开始出现迟疑，对部分板块前期估值提升过快的担忧。但更重要的是，这一现象反映出投资者对 AI 宏观叙事的期待，即 AI 相关投资能够成为带动中国经济增长的核心引擎，形成类似过去两年美国的“例外式”增长。2023-2024 年，美国的利率水平在发达经济体当中是最高的，但在此情况下美国实际 GDP 增速却显著高于其他发达经济体，同时股票市场涨幅同样最为强劲，这一现象即为“美国例外”式增长。美国在过去两年能够实现例外式增长，关键在于美国企业用于资本开支与研发的投入占比显著高于非美发达经济体：如果以公司净资本开支+研发投入（即资本开支-折旧与摊销+研发费用）占经营性现金流比重作为观测工具，可以发现 2023 年后美国企业这一指标加速上升，而非美发达经济体资本开支及研发投入的强度反而有所下降。而造成这一分化的契机或许正是 2023 年初 ChatGPT 大模型的全面商业化：以美国科技七巨头作为整体，从 2023Q2 开始，其资本开支占标普 500 成分股全部资本开支的比重、以及占 GDP 核算口径下美国总投资的比重均出现显著上升。近期 A 股出现扩散式上涨的背后，反映的正是投资者期待以 DeepSeek 为代表的低成本大模型技术能够带动中国经济出现类似美国的情况。值得注意的是，2023 年以来美股上涨并非只有 AI 上涨，其在经济中的带动效应或许是当下进行高低切换的重要原因。

图7：过去两年，发达经济体中美国虽然利率水平最高，但 GDP 增速显著高于其他经济体，股市表现同样最好



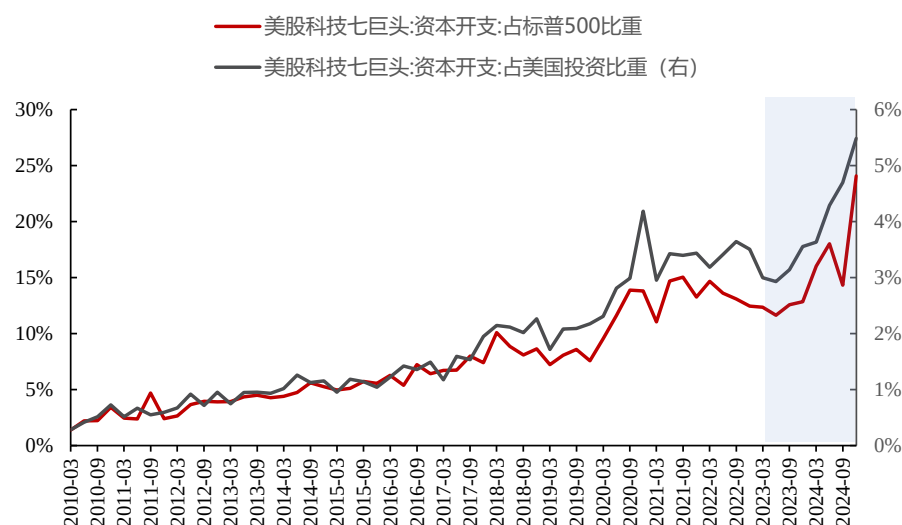
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：“美国例外”的背后，是美国上市公司资本开支与研发费用占比显著高于其他发达经济体



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2023 年 ChatGPT 商业化后，AI 带动下美股科技七巨头新增资本开支占标普 500 指数比重、占美国总投资比重均有明显抬升

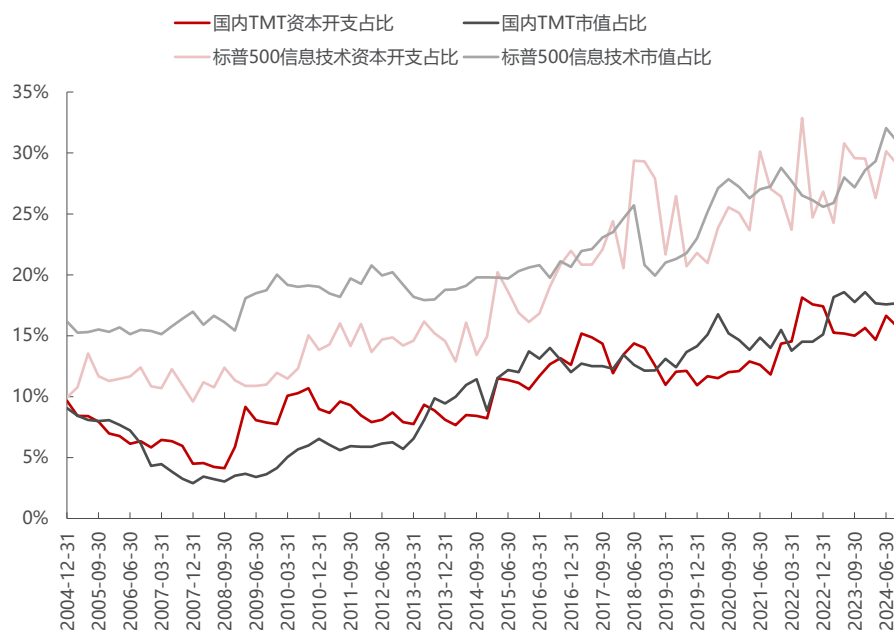


资料来源：wind，民生证券研究院

2 对 AI 相对估值的思考

就 AI 相关行业的估值来说，当前的估值扩张存在一定抢跑的迹象。无论是 A 股还是美股，过去 20 年中存在的一个现象是，**信息技术相关行业市值占比具有向资本开支占比回归的趋势**。当前 A 股 TMT 板块和美股信息技术板块的市值占比，相对于其资本开支占比均出现了一定程度的抢跑。

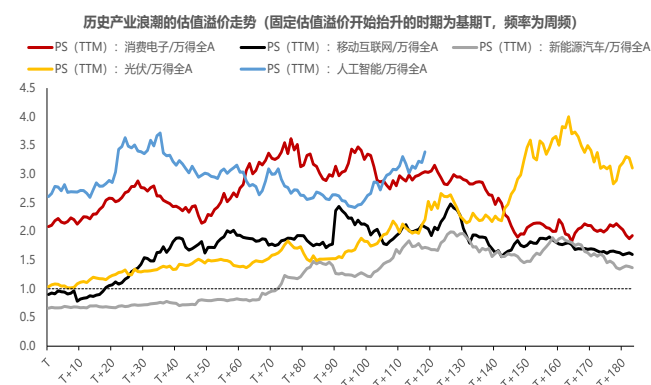
图10：无论 A 股还是美股，信息技术板块市值占比均存在向资本开支占比回归的倾向，当前 A 股和美股相关行业市值占比略有抢跑



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

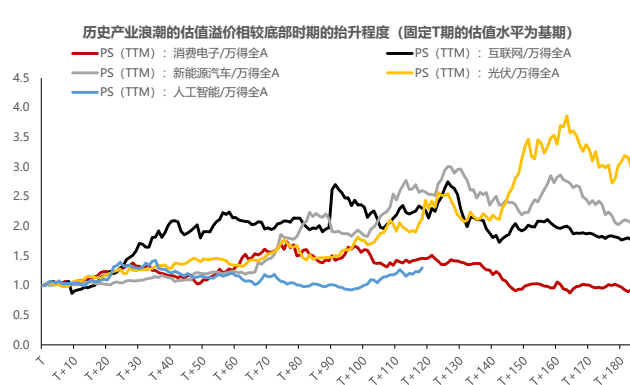
与此同时，AI 板块估值扩张空间可能面临当前估值溢价较高的制约。类比过去消费电子、移动互联网、新能源这几次大规模的产业浪潮，从估值的视角来看当前 A 股人工智能板块可能**更类似于曾经的消费电子，在产业浪潮出现前已经出现了明显的估值溢价**，而移动互联网、光伏、新能源车的估值水平在产业浪潮出现前相对于市场整体并不存在估值溢价。在产业浪潮真正来临后，此前没有明显估值溢价的光伏、新能源车、移动互联网的估值抬升幅度相对更为明显；而前期存在明显估值溢价的消费电子行业，在产业浪潮来临后估值抬升的幅度相对来说要更低一些。

图11：从市销率来看，本轮 AI 板块出现估值提升前，相对市场已有明显的估值溢价，类似曾经的消费电子



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：在本身存在估值溢价的情况下，产业浪潮来临后估值提升的幅度可能更为有限

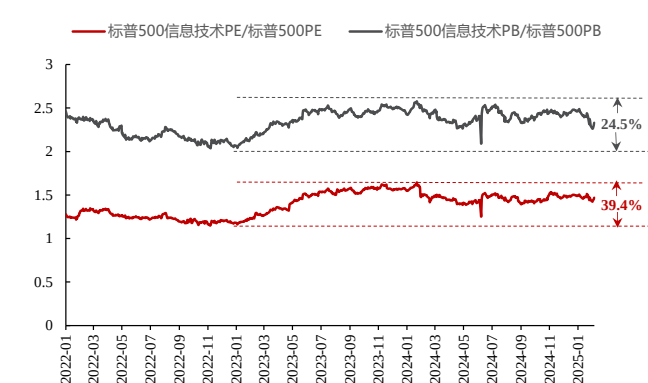


资料来源：wind，民生证券研究院

如果投资者认为人工智能产业能够成为中国经济增长核心驱动力的这一假设为真，那么应当期待的是此后 AI 相关行业估值相对于市场整体估值的扩张幅度放缓。基于人工智能可以成为经济增长核心驱动力的这一假设，人工智能技术与渗透率的增长能够带动经济整体供需两端的整体修复，盈利增长将会在整个经济体中更多的行业内分项。如果这一情境映射到资本市场上，那么更有可能出现的结果是：AI 相关行业估值相对于市场整体估值水平的差异，在扩大到一定程度后随着对经济整体带动效应的体现而开始收敛。

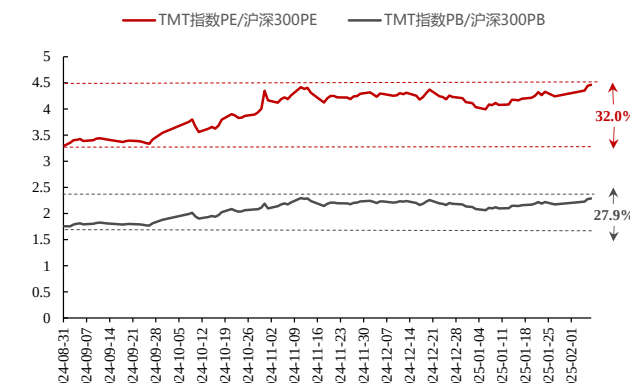
从美股的经验来看：2023 年初 ChatGPT 大规模商业化以来，标普 500 信息技术指数相对于标普 500 指数的 PE、PB 估值指标确实先出现了一段时间的扩张；不过在 2024 年初 PE 扩张幅度达到 39.4%、PB 扩张幅度达到 24.5%之后，标普 500 信息技术指数相对于标普 500 指数的估值扩张幅度开始收敛，即出现信息技术行业带动下，美股整体同步上涨的情境。从 2024 年 9 月 24 日至今，A 股 TMT 指数相对于沪深 300 指数 PE 的扩张幅度达到 32.0%，接近美股信息技术行业先对市场整体的最大扩张幅度；PB 扩张幅度达到 27.9%，已超过美股信息技术行业 2023 年后对市场整体的最大扩张幅度。

图13：ChatGPT 出现后，标普 500 科技指数相对标普 500 指数的 PE、PB 在扩张 39.4%、24.5%后趋于收敛



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：924 行情以来，TMT 指数 PE、PB 相对沪深 300 指数的扩张幅度分别达到 32.0%、27.9%

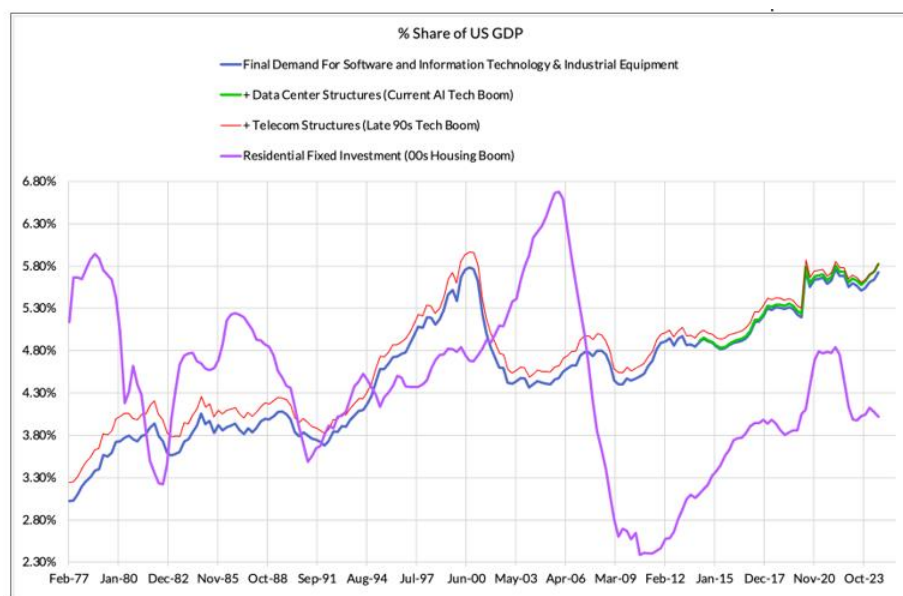


资料来源：wind，民生证券研究院

3 若 AI 发展不及预期，美国债务问题将再次推升实物资产价格

当前人工智能是否能够成为经济发展的全新驱动力尚无定论，AI 相关产业活动至少面临着以下两方面的隐忧。第一，从技术本身的角度来看：人工智能在规则明确的领域确实可以表现出超过人类的水平，如围棋领域的 AlphaGo，棋力已远超人类顶尖棋手；但是在规则并不明确的领域，如基于大模型的交流类人工智能，其呈现的结果往往似是而非，人类验证其给出结果的成本甚至有可能超过直接求解本身。第二，全球视角下，过去 AI 产业对经济增长的带动主要体现为投资的拉动，这些投资在未来是否一定是有效投资尚存变数。值得注意的是，过去几年中信息技术及数据中心建设等活动在美国 GDP 中的占比已接近 6%，几乎达到 21 世纪初科网泡沫破灭前的水平。

图15：美国信息技术及数据中心相关活动占 GDP 比重已接近科网泡沫时期

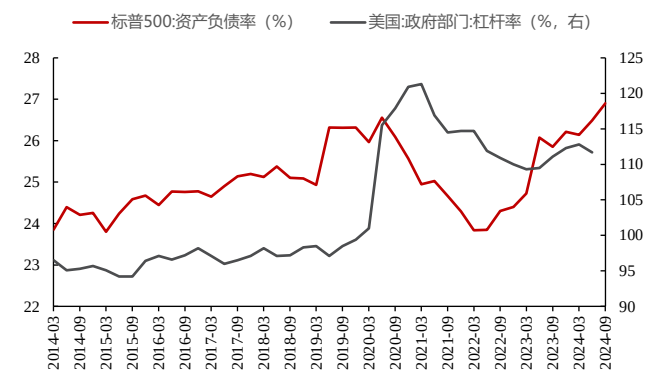


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

全球视角来看，如果 AI 发展最终不及预期，那么更有可能出现的情境是海外债务周期转向下行，进而造成美元信用的下降。前文已经论述自 2023 年以来美国企业资本开支有明显的增长；与之相伴而生的情况则是过去两年内美国企业资产负债率也同步上升，标普 500 成分股的资产负债率在 2024Q3 达到 26.9%，为过去 10 年内的最高水平。与此同时，美国政府杠杆率近期也有所上升，且相比于疫情前的水平明显更高。考虑到过去两年美国企业进行资本开支的领域很可能集中于 AI 相关产业的投入、且美国政府也大力支持 AI 相关领域的发展，那么在 AI 发展最终不及预期的情况下，美国的债务周期可能会转向下行，进而造成美国企业资产回报率相对于非美企业收敛。从过去几年的经验来看，美国企业 ROE 水平相比于非美企业持续扩张是支撑强美元的关键所在。那么在 AI 发展不及预期的情境下，

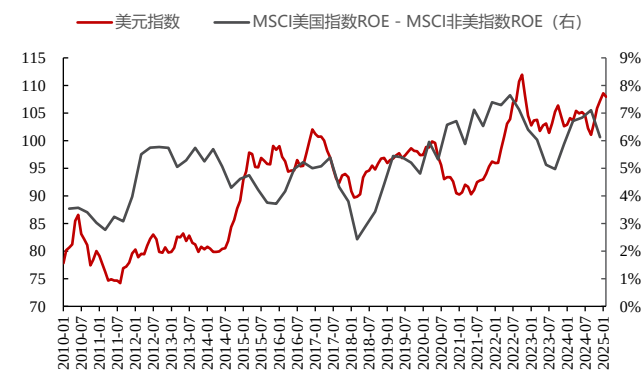
美国企业资本回报率的下降最终将会造成美元信用的下降，这种情境下更有可能出现实物资产价格中枢的上移。

图16：2023 年以来美国企业资产负债率上升，同时政府杠杆率处于高位



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图17：美国公司资产回报率持续高于非美公司，是近年来强美元的重要支撑因素



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

4 AI 是焦点，但不是投资上的唯一答案

A 股投资者进行高低切换行为的背后，是对于人工智能可以成为中国全新经济增长驱动力这一宏观叙事的期待。如果这一假设为真，那么随着 AI 产业对经济整体增长的带动作用，人工智能相关行业相对于市场整估值体水平的扩张幅度将会逐步放缓，以沪深 300 为代表的权重股也将得到重估。如果 AI 发展的最终结果不及预期，那么更可能出现的情境是海外债务周期向下、美元信用减弱，由此形成对实物资产更有利的情境。因此，我们做出如下推荐：

1、兼顾 AI 宏观叙事假设是否成立的两个方面，上有经济拉动的需求属性，下有债务和信用货币冲击下的实物资产安全属性，优先推荐**铜、黄金、油、铝、煤炭**；

2、如果未来国内经济活动因国内的“两新两重”和海外投资活动而如期回升。前期定价相对偏低的国内部分顺周期领域同样将有所表现，如**中游钢铁（特材），中下游的设备（运输设备、工程机械）、农用化工、化学制品**，中国优势产业：**新能源产业链**。

3、看好低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险**。

3、针对市场已经出现的高低切换特征，AI 板块内部推荐此前涨幅较小的 **AI 办公、AI 自动驾驶**方向。

5 风险提示

1) 国内经济修复不及预期。如果后续国内经济数据修复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。

2) 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。

插图目录

图 1: 在 Deepseek 相关概念带动下, 本周 A 股计算机、电子、传媒等 AI 相关行业涨幅居前	3
图 2: 风格上看, 本周 A 股呈现出小盘风格与成长风格占优的特征	3
图 3: 春节后, 北上资金净买入幅度约 150 亿元	3
图 4: 春节后两融资金明显回补, 同时成交活跃度相比年前显著提升	3
图 5: 本周 AI 板块内部出现高低切换特征, 过去两年涨幅较少的环节在本周反而涨幅较大	4
图 6: 本周五 (2 月 7 日) 成长板块内部也出现高低切换现象, 前期涨幅较小的行业当日涨幅反而较大	4
图 7: 过去两年, 发达经济体中美国虽然利率水平最高, 但 GDP 增速显著高于其他经济体, 股市表现同样最好	5
图 8: “美国例外”的背后, 是美国上市公司资本开支与研发费用占比显著高于其他发达经济体	5
图 9: 2023 年 ChatGPT 商业化后, AI 带动下美股科技七巨头新增资本开支占标普 500 指数比重、占美国总投资比重均有明显抬升	5
图 10: 无论 A 股还是美股, 信息技术板块市值占比均存在向资本开支占比回归的倾向, 当前 A 股和美股相关行业市值占比略有抢跑	6
图 11: 从市销率来看, 本轮 AI 板块出现估值提升前, 相对市场已有明显的估值溢价, 类似曾经的消费电子	7
图 12: 在本身存在估值溢价的情况下, 产业浪潮来临后估值提升的幅度可能更为有限	7
图 13: ChatGPT 出现后, 标普 500 科技指数相对标普 500 指数的 PE、PB 在扩张 39.4%、24.5% 后趋于收敛	7
图 14: 924 行情以来, TMT 指数 PE、PB 相对沪深 300 指数的扩张幅度分别达到 32.0%、27.9%	7
图 15: 美国信息技术及数据中心相关活动占 GDP 比重已接近科网泡沫时期	8
图 16: 2023 年以来美国企业资产负债率上升, 同时政府杠杆率处于高位	9
图 17: 美国公司资产回报率持续高于非美公司, 是近年来强美元的重要支撑因素	9

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：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