

## 策略研究

## 基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续

——策略周专题（2025年3月第3期）

## 要点

## 本周 A 股市场出现回调

受热点板块回调、年报披露期的谨慎情绪等影响，本周 A 股市场全线收跌。A 股市场本周有所回调，主要宽基指数均收跌。在主要宽基指数中，本周上证综指跌幅最小，跌幅为 1.6%，而科创 50 跌幅最大，跌幅为 4.2%。分行业来看，石油石化、建筑材料等行业本周表现相对较好，计算机、传媒等行业的跌幅则较大。

## 基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续

历史上港股上行而美股调整的情况较为少见，上一次由于全球流动性紧缩与港股实际景气度无法兑现，行情仅持续两个月。参考 2022 年港美股走势的背离，主要由于美股进行滞胀交易，同时我国基本面复苏叠加政策超预期。但行情仅持续两个月，一方面全球流动性超预期紧缩，另一方面港股的实际景气度无法兑现。

本轮港股行情我国基本面驱动显著增强，同时港股当前与美股脱钩明显，港股独立走势有望持续。本轮行情最主要的来源是科技板块的技术进步，引发全球资金对中国资产重估，并非在美国 AI 叙事下中国资产的映射上涨。另外，2018 年以来港股与美股走势已逐步脱钩，一方面，中美经济周期明显错位，而特朗普掀起的新一轮竞争或加强中美基本面差异；另一方面，中资股占港股比重已经稳定在较高位置，2024 年度中资股成交额占港股整体成交额的比例达到 88%。

港美股估值可能仍维持差距收敛的趋势。估值的角度，本轮上涨核心驱动的恒生科技指数估值的历史分位数仍较低，同时回调后的美股估值仍处于高分位数水平，港美股估值可能仍维持差距收敛的趋势。短期来看，截至 2024 年三季报，港股盈利修复明显，恒生科技指数净利润增速 48.2%，恒生科技指数 2024 年报有望维持高盈利增速；同时港股权重股近期财报整体超预期，短期市场仍有支撑。

南下资金流入持续性强，同时外资流入规模也有望持续提升。2 月以来南下资金持续流入港股，成交规模占比维持在接近 50% 的水平，同时南下资金通常在回调时加大流入，为港股提供明显支撑。另外，近期多家外资机构发布报告提升对中国资产的投资评级，尤其对 AI 行情均表示乐观预期，在美国经济预期偏弱同时不确定风险较大的背景下，外资也有望积极流入港股市场。

综合以上，本轮港股上行行情与美股背离的趋势可能延续，港美股估值的差距有望继续收敛。短期来看，伴随情绪回落市场可能有小幅调整，恒生科技年报整体盈利超预期可能性较大，可能为港股形成一定支撑；中长期来看，南下资金和外资均有望成为港股 2025 年持续走“牛”的资金来源。

## 积极把握春季行情，关注科技及消费两条主线

政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。当前 A 股市场的估值处于 2010 年以来的均值附近，而随着政策的积极发力，中长期资金以及前期赚钱效应带来的增量资金或将加速流入市场提升 A 股市场的估值。

配置方向上，关注科技成长及消费两条主线。当前市场情绪较为积极，叠加诸多利好因素，春季行情或许会出现两条主线。科技成长板块关注政策在资本市场具有映射的 TMT、机械设备、电力设备等行业；消费板块重点关注以旧换新及服务消费，如家电、消费电子、社会服务、商贸零售等。

**风险分析：**政策力度不及预期；海外出现超预期风险；市场情绪大幅下降。

## 作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

联系人：张卓然

021-52523418

zhangzhuoran@ebsecn.com

# 目 录

<b>1、基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续 .....</b>	<b>5</b>
1.1 本周 A 股市场出现回调 .....	5
1.2 基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续 .....	6
1.3 积极把握春季行情，关注科技及消费两条主线 .....	13
<b>2、市场表现与核心数据 .....</b>	<b>15</b>
2.1 市场表现回顾 .....	15
2.2 资金与流动性概览 .....	16
2.3 板块盈利与估值 .....	17
<b>3、风险分析 .....</b>	<b>19</b>

## 图目录

图 1: 本周主要市场指数全线收跌 .....	5
图 2: 万得全 A 估值目前处于历史中等水平 .....	5
图 3: 本周市场大盘价值风格表现较好 .....	5
图 4: 本周申万一级行业跌多涨少 .....	5
图 5: 近年两次港股上行美股调整的情况 .....	6
图 6: 2 月以来港股领涨全球市场 .....	6
图 7: 2022 年 5-6 月美国国债收益率显著上行 .....	7
图 8: 2022 年 5-6 月美国 GDP 处于低点同时通胀超预期 .....	7
图 9: 2022 年 5-6 月我国经济数据全线上行 .....	7
图 10: 2022 年三季度中美利差倒挂加剧 .....	7
图 11: 2022 年 3 季度美元兑港元持续处于高位 .....	7
图 12: 港股 2022 年 2-3 季度业绩负增长 .....	7
图 13: 2018 年起港股与美股走势相关度下降明显 .....	8
图 14: 港股中资股成交规模占比接近 90% .....	9
图 15: 中美经济周期当前错位明显 .....	9
图 16: 当前恒生科技指数估值在全球市场中排名靠前 .....	10
图 17: 分位数的角度恒生科技指数仍有上行空间 .....	10
图 18: 2024 年起港股业绩显著修复 .....	10
图 19: 市场预期恒生指数 EPS 维持修复趋势 .....	10
图 20: 2 月以来南下资金维持高净流入 .....	11
图 21: 近一个月南下资金成交规模占比维持在接近 50% 的水平 .....	11
图 22: 恒生指数小幅回调时南下资金成为其恢复上涨的明显支撑 .....	11
图 23: IMF 预测美国 2025 年 GDP 增速可能整体下行 .....	11
图 24: 近期外资机构对中国资产评级普遍上调 .....	12
图 25: 2024 年 12 月中央经济工作会议相关内容及资本市场映射 .....	14
图 26: 科技成长相关行业在往年春季行情中的表现 .....	14
图 28: 本周主要指数全部下跌 .....	15
图 29: 今年以来, 科创 50 指数表现相对较好 .....	15
图 30: 本周中盘价值风格相对占优 .....	15
图 31: 今年以来小盘成长风格表现优于其他 .....	15
图 32: 本周申万一级行业涨少跌多, 石油石化、建筑材料等行业涨幅居前 .....	15
图 33: 今年以来机械设备、汽车等行业涨幅靠前 .....	16
图 34: 本周 A 股日均成交量较上周小幅下降 .....	16
图 35: 本周各股指日均成交额较上周均下降 .....	16
图 36: 本周长短端利率下行, 长端利率上行 .....	16
图 37: 本周央行公开市场净投放 8855 亿元 .....	16
图 38: 2 月 MLF 净投放-2000 亿元 .....	17
图 39: 本周偏股型公募基金发行份额较上周提高 .....	17
图 40: 2 月上交所开户数有所上升 .....	17

图 41: 本周 A 股融资余额继续上升 .....	17
图 42: 万得全 A 最新 PETTM 估值高于 2010 年以来的均值 .....	17
图 43: 万得全 A 最新 PB 估值低于 2010 年以来的均值 .....	17
图 44: A 股股债性价比高于 2010 年以来的均值 .....	18
图 45: 创业板指 PE 估值位于历史低位 .....	18
图 46: 中盘指数 PE 估值位于历史低位 .....	18
图 47: 消费风格 PE 估值位于历史低位 .....	18
图 48: 房地产、计算机等行业 PE 估值分位数相对较高, 社会服务等行业 PE 估值位于历史低位 .....	18
图 49: 汽车、通信 PB 估值分位数相对较高, 农林牧渔 PB 估值位于历史低位 .....	19

## 表目录

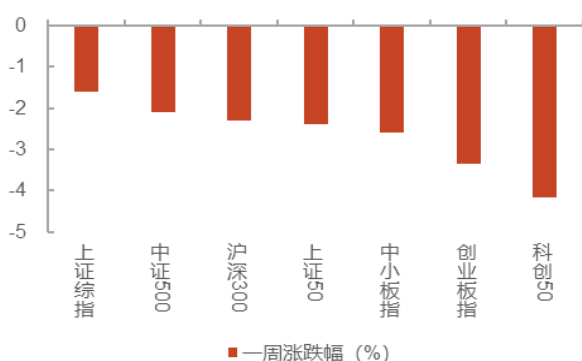
表 1: 往年 A 股春季行情情况 .....	13
表 2: 2015 年以来春季行情涨幅靠前方向及催化因素 .....	14

# 1、基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续

## 1.1 本周 A 股市场出现回调

受热点板块回调、年报披露期的谨慎情绪等影响，本周 A 股市场全线收跌。受前期显著上涨的热点板块有所回调、年报披露期市场情绪相对谨慎影响，A 股市场本周全线收跌，主要宽基指数均下跌。在主要宽基指数中，本周上证综指跌幅最小，跌幅为 1.6%，而科创 50 跌幅最大，跌幅为 4.2%。目前万得全 A 估值处于 2010 年以来历史中等位置。

图 1：本周主要市场指数全线收跌



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：以上数据为各指数 2025/3/21 当周的涨跌幅

图 2：万得全 A 估值目前处于历史中等水平

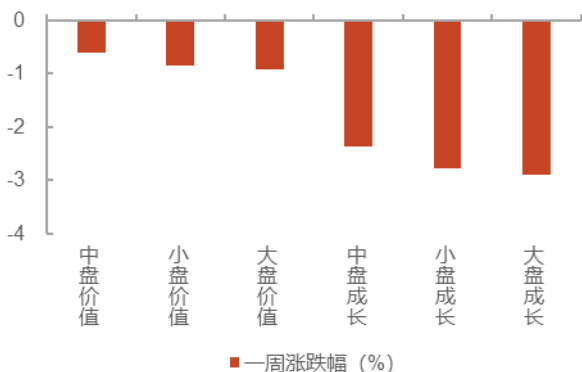


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025/3/21

本周市场价值风格表现较好，成长风格跌幅较大。从市场风格指数来看，价值跌幅较小，成长跌幅较大。其中，中盘价值 (-0.6%) 跌幅最小，大盘成长 (-2.9%) 跌幅最大。相对而言，价值表现较好，这或许与成长股的回调压力有关。

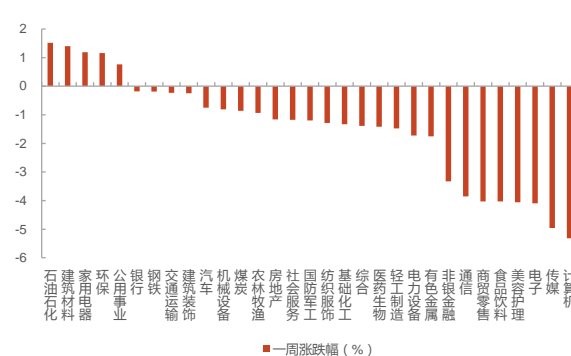
行业方面，石油石化、建筑材料、家用电器表现相对较好。分行业来看，本周申万一级行业大多出现下跌。石油石化、建筑材料、家用电器等行业本周表现相对较好，涨幅分别为 1.5%、1.4%及 1.2%；相比之下，计算机、传媒、电子等行业的跌幅则较大，本周分别下跌 5.3%、5.0%及 4.1%。

图 3：本周市场大盘价值风格表现较好



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：以上数据为各指数 2025/3/21 当周的涨跌幅

图 4：本周申万一级行业跌多涨少



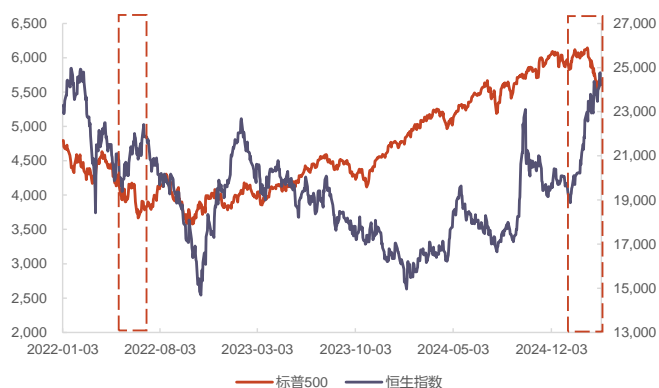
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：以上数据为各指数 2025/3/21 当周的涨跌幅

## 1.2 基本面与资金面双重支撑，港美股背离走势有望持续

2月以来，港股领涨全球，走出与美股显著背离的行情。从2月初至3月20日，港股市场领涨全球市场，恒生科技指数、恒生中国企业指数以及恒生指数分别上涨23.6%、21.2%以及19.8%。而与此同时，美股市场纳斯达克指数、标普500指数以及道琼斯工业指数分别下跌9.9%、6.3%以及5.8%。

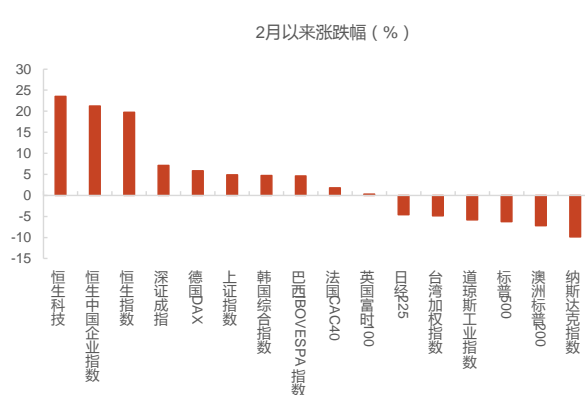
历史来看，港股上行同时美股调整的情况较为少见。通过复盘历史港股与美股的股价，近10年来看，港股与美股历史走势有一定的相似性，尤其是美股的调整期时常带动港股下跌，而港股上行同时美股调整的情况较为少见，仅在2022年5-6月出现过，并且行情仅持续两个月后迎来了较长时间的下行。

图5：近年两次港股上行美股调整的情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2025/3/20

图6：2月以来港股领涨全球市场



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2025/3/20

2022年港美股走势的背离，主要由于美股进行滞胀交易，同时我国基本面复苏叠加政策超预期。2022年2季度，美国GDP处于较低位置，同时核心CPI超预期高企，市场进行了阶段性滞胀交易。而此时的港股市场，一方面我国PMI连续修复重回扩张区间，同时社零和工业增加值都有显著提升；另一方面，我国超预期政策持续推出，5月23日国常会推出6方面33项措施，包括退税减税、基建投资提速等，推动基建、地产板块估值修复；6月24日《反垄断法》修订落地，明确“鼓励创新”的立法导向，弱化了对平台经济的负面冲击预期，港股互联网板块显著反弹。

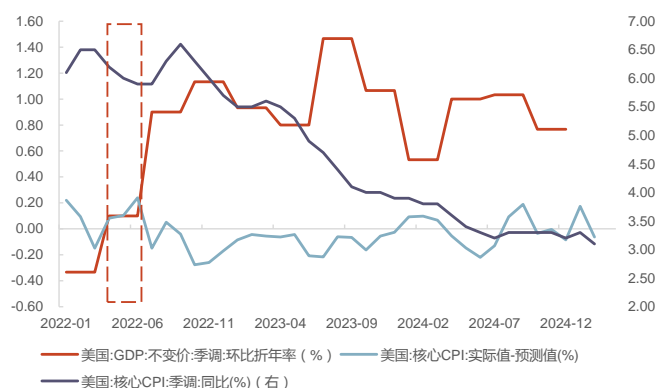
行情最终仅持续两个月，一方面是全球流动性超预期紧缩，另一方面是港股的实际景气度无法兑现。美联储7月FOMC会议加息75BP，并暗示9月份可能还会再加息75基点，中美利差倒挂显著加剧，美元兑港元汇率持续处于高位，全球流动性超预期紧缩，资金显著从港股回流。另一方面，港股2022年2-3季度业绩表现较差，连续两个季度录得负增长，实际景气度无法兑现。

图 7: 2022 年 5-6 月美国国债收益率显著上行



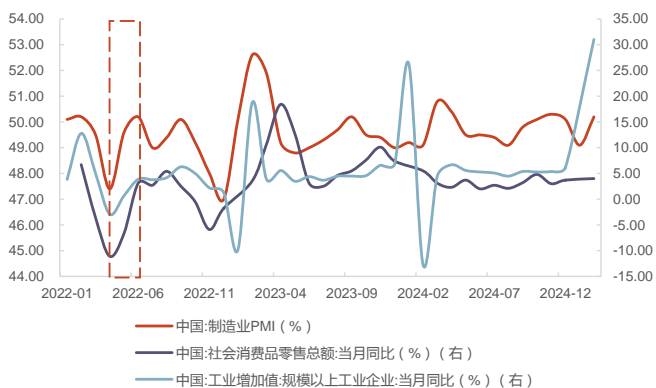
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/20

图 8: 2022 年 5-6 月美国 GDP 处于低点同时通胀超预期



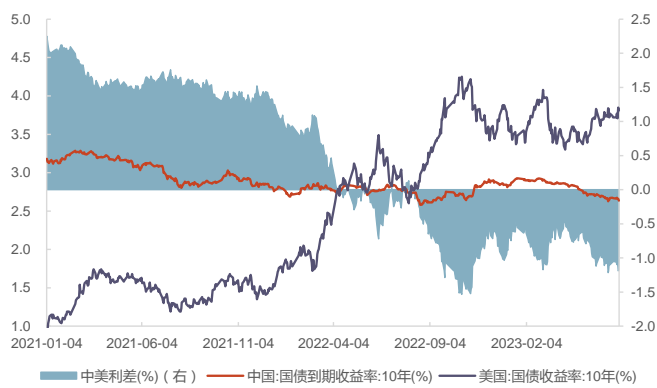
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/2

图 9: 2022 年 5-6 月我国经济数据全线上行



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/2

图 10: 2022 年三季度中美利差倒挂加剧



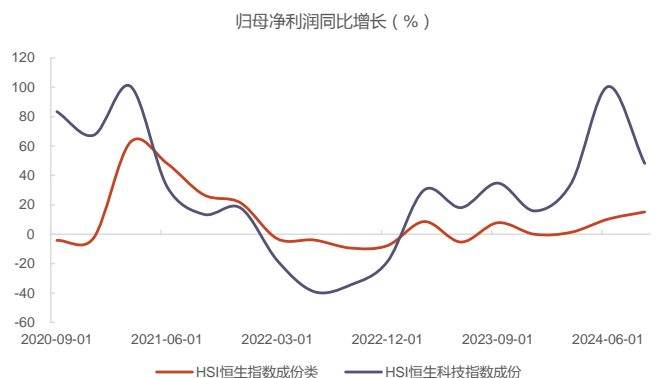
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据统计时间为 2021/1/1-2023/6/30

图 11: 2022 年 3 季度美元兑港元持续处于高位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/14

图 12: 港股 2022 年 2-3 季度业绩负增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2024 年三季报

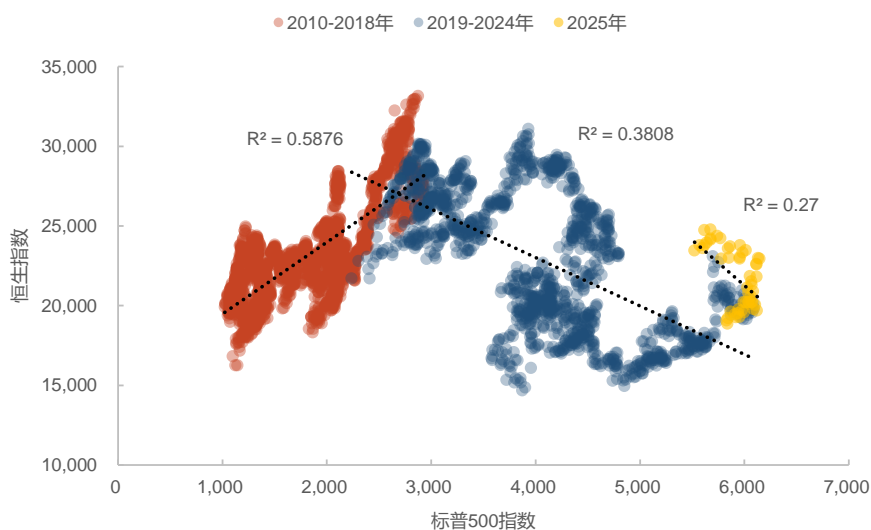
而本轮港股行情我国基本面驱动显著增强。本轮行情最主要的来源是科技板块自下而上的技术进步，引发全球资金对中国资产的重估。国内 DeepSeek、机器人等为代表的先进生产力产业出现技术突破，打破了过去两年美国 AI 叙事下中国资产寻求映射的局面。此外，本轮 A 港股上涨并未局限在信息技术和通讯服务等 AI 直接相关的行业，而是出现了扩散式的普涨行情。

同时港股走势与美股走势已逐步脱钩，受海外因素影响较弱。2010 年-2018 年，港美股走势一致性相对比较强，相关系数达到 0.59；2018 年起港股与美股走势相关度下降明显，且逐渐走出逆相关走势；今年走势逆向更为明显，美股行情基本对港股不产生影响。

在中美经济错位以及中资股占港股比重提升，港股独立走势将持续。一方面，2018 年起我国国债收益率趋势性下行，同阶段美债收益率持续提升，尤其 2022 年开始，中美利差开始倒挂，中美经济周期明显错位。而特朗普第二任期内掀起的新一轮竞争或加强中美基本面差异，导致港股和美股两相背离的“跷跷板”行情或持续较长一段时间。另一方面，中资股占港股比重已经稳定在较高位置，截至 2024 年中资股市值占港股整体比重为 80%，2024 年度中资股成交额占港股整体成交额的 88%。

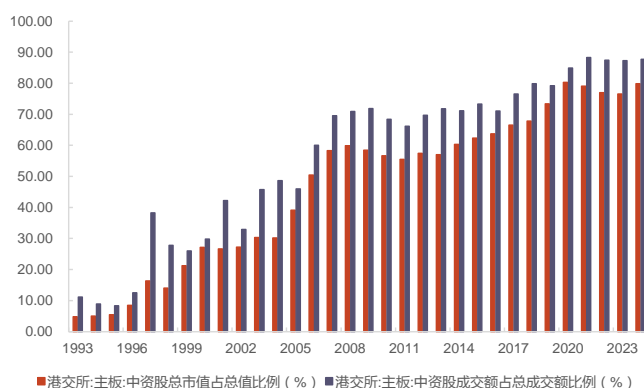
因此港股后续走势能否维持的关键在于港股实际景气度的验证。

图 13：2018 年起港股与美股走势相关度下降明显



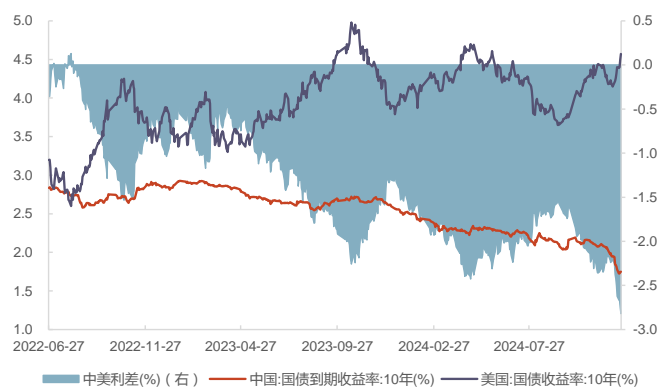
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025/3/21

图 14: 港股中资股成交规模占比接近 90%



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2024 年

图 15: 中美经济周期当前错位明显



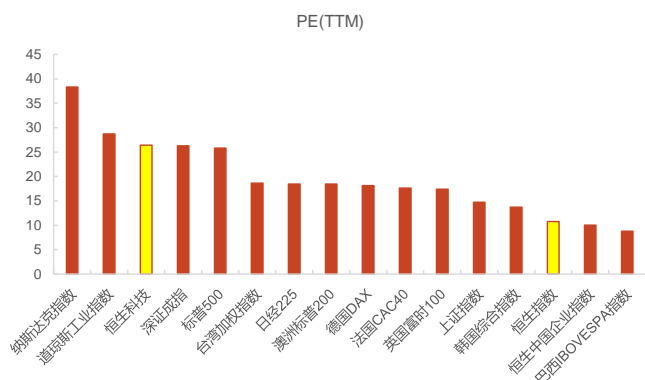
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/21

估值的角度，本轮上涨核心驱动的恒生科技指数估值的历史分位数仍较低，美股与港股仍然存在着背离的基础。虽然恒生科技当前 PE(TTM)在全球市场中已经排名靠前，仅次于美股，但从分位数的角度来说仍有上行空间。当前港股三大指数估值分位数分化已经较为明显，国企与金融板块占比较高的恒生中国企业指数已经处于较高历史分位数，恒生指数略高于历史均值，而本轮上行核心驱动的恒生科技指数分位数（2010 年以来）仅处于 37% 位置，仍有较大的上行空间。近期美股经过回调后，当前美股估值仍处于历史估值高分位数水平，港美股估值可能仍存在差距收敛的趋势。

短期估值提升依赖年报盈利的验证，恒生科技指数 2024 年报有望维持高盈利增速。截至 2024 年三季报，港股盈利修复明显，恒生指数净利润增速 15.2%，恒生科技指数净利润增速 48.2%，而由于港股不强制披露一季报与三季报，恒生科技 2024 年整体的净利润增速可能明显高于这个数值（2024 年中报净利润增速 100.5%）。

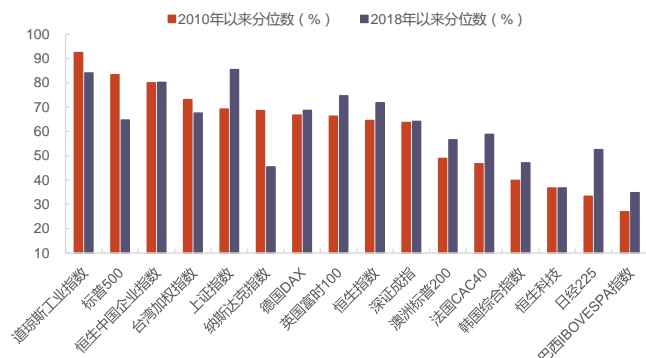
港股权重股近期财报整体超预期，短期市场仍有支撑。腾讯发布财报，2024 年全年 NON-IFRS 净利润 2227 亿元，同比增长 41%；小米集团 2024 年营收 3659.1 亿元，创历史新高，同比增长 35%；经调整净利润 272 亿元，同比增长 41.3%；阿里巴巴 2024 年营收为 2801.54 亿元，同比增长 8%，增幅超出市场预期，净利润为 464.34 亿元，同比增长 333%。

图 16：当前恒生科技指数估值在全球市场中排名靠前



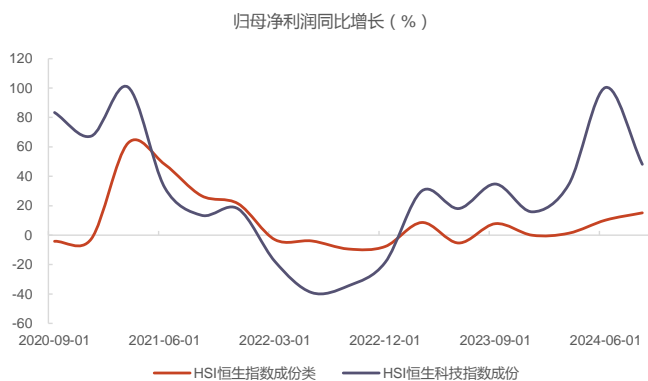
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025/3/18

图 17：分位数的角度恒生科技指数仍有上行空间



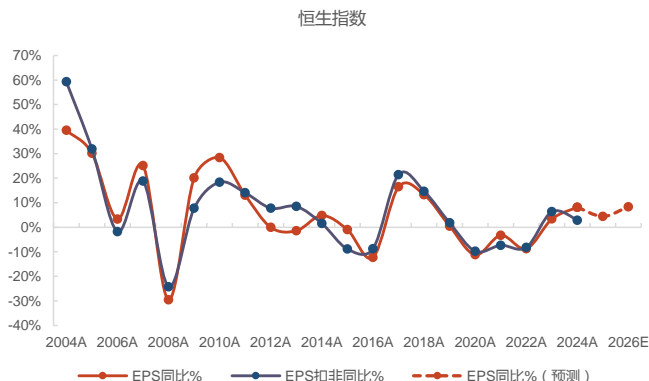
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025/3/18

图 18：2024 年起港股业绩显著修复



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2024 年三季度

图 19：市场预期恒生指数 EPS 维持修复趋势

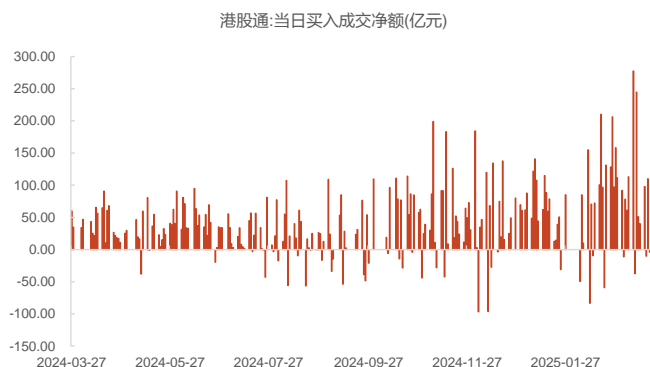


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，预测值为彭博一致预期

**资金的角度，南下资金流入持续性强，对港股市场有较强话语权。**2月以来南下资金持续流入港股，截至3月21日净流入规模达到2553亿元；本周虽然港股整体有所回调，但南下资金维持净流入状态（净流入215亿元）。在南下的高流入下，其对港股走势的话语权也提升明显，2月以来南下资金成交规模占港股整体成交规模的比例维持在接近50%的水平。另外，今年港股整体上行行情过程中，南下资金通常在回调时提升流入规模，为港股持续上行提供了明显的支撑作用。

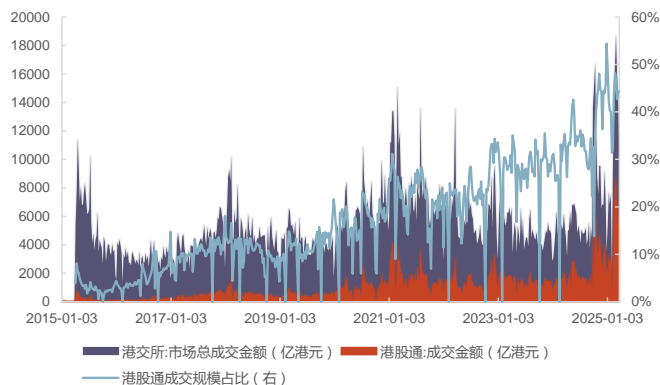
**外资机构近期普遍提升对中国资产的投资预期，外资流入港股规模有望提升。**外资的角度，近期多家外资机构发布报告提升对中国资产的投资评级，尤其对AI行情均表示乐观预期。同时根据IMF预测，美国2025年GDP水平可能有所回落，叠加特朗普政策对通胀、地缘政治带来的不确定风险仍在增加，今年后续外资可能也将积极流入港股市场。

图 20: 2 月以来南下资金维持高净流入



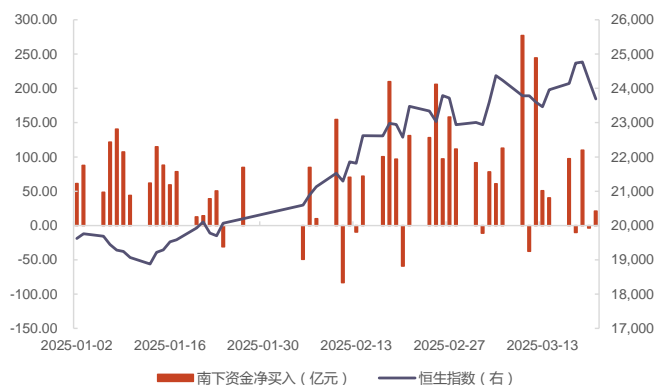
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/20

图 21: 近一个月南下资金成交规模占比维持在接近 50%的水平



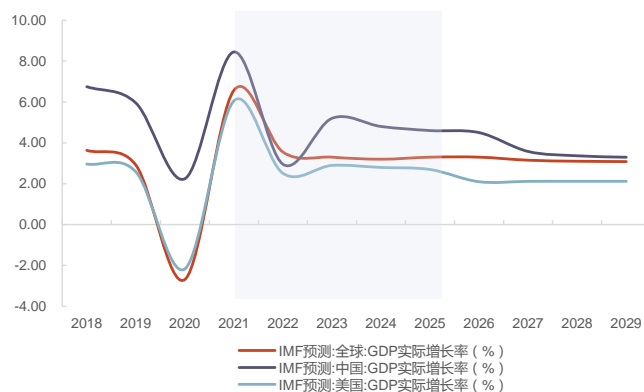
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/20

图 22: 恒生指数小幅回调时南下资金成为其恢复上涨的明显支撑



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025/3/21

图 23: IMF 预测美国 2025 年 GDP 增速可能整体下行



资料来源: Wind, IMF, 光大证券研究所

图 24：近期外资机构对中国资产评级普遍上调

机构	发布时间	标题	核心观点
德意志银行	2025-02-05	China's, not AI's, Sputnik moment	2025年被视为投资界意识到 <b>中国在全球竞争中领先</b> 的一年；预计中国股票的“ <b>估值折价</b> ”将消失；中国制造业和服务业占据全球领先地位，而 <b>DeepSeek更像是中国的“斯普特尼克”时刻</b> ；中国知识产权得到了认可；中国在高附加值领域表现出色并主导供应链的领域列表，正在以前所未有的速度扩展。
瑞士银行	2025-02-12	A multi-faceted look at DeepSeek's implications	参考4G、5G和云计算时代经验， <b>此次AI行情可能持续1-2年</b> ；预计AI相关股票的估值将重新评估； <b>A股可能是投资AI相关主题的更好选择</b> ；软件公司具有更大的估值上涨潜力。
美国银行	2025-02-17	Structurally optimistic, but be patient	对中国股票的看法正在从“可交易”（tradable）转变为“ <b>可投资</b> ”（investable）；随着市场基本面因素改善，投资者 <b>对中国市场的信心进一步增强</b> ，吸引了更多长期资本的关注；DeepSeek（的出现）或类似于2014年阿里巴巴美股IPO，将 <b>吸引全球长期资本回到中国市场</b> 。
汇丰	2025-02-18	人工智能创新为中国股票带来新机遇	将中国股票观点 <b>从中性上调至偏高</b> ；DeepSeek的迅速崛起改变了投资者的情绪；中国具有独特的人工智能重估驱动因素、引人注目的风险回报潜力、外国投资者仍然相对保守的持仓、显著的估值折让。
	2025-02-19	DeepSeek引发重估中国市场，看好科技引领、兼顾红利和消费的A股板块配置	未来民营经济发展前景广阔；将中国股票观点 <b>从中性上调至偏高</b> ；DeepSeek的成功带来更多科技领域潜在创造性突破， <b>改善投资者对中国股市信心</b> 。
摩根士丹利	2025-02-24	DeepSeek点燃市场，全球投资者重估中国科技股价值	全球投资者开始 <b>重新评估中国在科技和AI领域的可投资性</b> ；中国还拥有庞大的工程师资源池、数据可用性、社交网络和电商领域完善的生态系统，并可能获得政府的进一步支持，以加快AI的应用；全球投资者心态的转变显而易见，而且这种心态的转变可能相较前几次的市场反弹会更具粘性，并 <b>推动更多的基本面投资</b> 。

资料来源：机构官方公众号、新浪财经、华尔街见闻等，光大证券研究所整理

综合以上，本轮港股上行行情与美股背离的趋势可能延续，港美股估值的差距有望继续收敛。短期来看，伴随情绪回落市场可能有小幅调整，恒生科技年报整体盈利超预期可能性较大，可能为港股形成一定支撑；中长期来看，南下资金和外资均有望成为港股 2025 年持续走“牛”的资金来源。

### 1.3 积极把握春季行情，关注科技及消费两条主线

2025年A股“春季躁动”行情已经开启。A股市场几乎每年都存在“春季躁动”行情，且央行货币政策调整、重要经济数据公布、重要会议召开均可催化春季行情。受中美关系缓和、deepseek爆火、节后日历效应等因素影响，2025年A股“春季躁动”行情已经开启。

**政策积极发力，并关注资产价格。**宏观政策靠前协同发力，政府工作报告指出“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”；政策关注资产价格，“稳住楼市股市”首次被写进政府工作报告总要求；此外，政策在引导中长期资金入市方面持续发力，政府工作报告提出“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设”。

**政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。**当前A股市场的估值处于2010年以来的均值附近，而随着政策的积极发力，中长期资金以及前期赚钱效应带来的增量资金或将加速流入市场，有望进一步提升A股市场的估值。

表 1：往年 A 股春季行情情况

年份	开始时间	结束时间	相关事件	持续时长（交易日）	上证指数区间涨跌幅	上证指数区间日均涨跌幅	上证指数走势（12月-4月）
2024	2024/2/6	2024/4/29	自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；2024年2月6日，中央汇金投资有限责任公司公告称，充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。	52	15.2%	0.29%	
2023	2022/12/23	2023/4/18	2022年12月26日，《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》发布，指出2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。	76	11.1%	0.15%	
2021	2020/12/11	2021/2/18	2020年12月26日，政治局会议指出，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。	44	9.0%	0.20%	
2020	2019/12/3	2020/1/14	2019年11月30日，国家统计局公布11月PMI为50.2%，较前值回升0.9pct，时隔6月重回扩张区间，超预期。	30	8.0%	0.27%	
2019	2019/1/4	2019/4/19	2019年1月4日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。	70	32.7%	0.47%	
2018	2017/12/18	2018/1/26	2017年12月18日至20日，中央经济工作会议召开，强调要统筹各项政策，加强政策协同，积极的财政政策取向不变，稳健的货币政策要保持中性；2017年12月12日，央行发布金融统计数据，2017年11月人民币贷款增加1.12万亿元，同比多增3281亿元。	29	8.9%	0.31%	
2017	2017/1/19	2017/4/11	2017年1月20日，国家统计局初步核算，2016年第四季度GDP同比增长6.8%，在连续9个季度增速未提升的情况下首次出现提速，超预期。	52	5.7%	0.11%	
2016	2016/1/29	2016/4/14	2016年1月26日，中央财经领导小组第十二次会议召开，研究供给侧结构性改革方案，强调要在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。	49	16.1%	0.33%	
2015	2015/2/9	2015/4/27	2015年2月4日，央行宣布，自2015年2月5日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。	50	47.2%	0.94%	
2014	2014/1/21	2014/2/20	2014年1月22日，中央全面深化改革领导小组第一次会议召开，会议强调要把握大局、审时度势、统筹兼顾、科学实施，充分调动各方面积极性，坚定不移朝着全面深化改革目标前进；2014年1月17日，纽威股份上市，成为新股发行暂停一年半之后首只上市的新股，打开了IPO开闸的第一枪。	18	7.4%	0.41%	
2013	2012/12/4	2013/2/18	2012年12月4日，政治局会议强调要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，要扎实推进重点领域改革，扩大营业税改征增值税试点地区和行业范围，市场改革预期升温；2012年12月15日至16日，中央经济工作会议强调全面深化改革体制改革，明确提出要制定改革总体方案、路线图、时间表。	47	23.6%	0.50%	
2012	2012/1/6	2012/3/2	2012年1月6日至7日，全国金融工作会议强调，深化新股发行制度改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调发展，提振股市信心。	36	14.5%	0.40%	

资料来源：新华网、央视网、Wind 等，光大证券研究所整理

#### 配置方向上，关注科技成长及泛消费两条主线。

从往年规律来看，春季行情中可能会出现双主线的情况。从往年春季行情来看，大多数时候市场体现为单一主线，但是也有出现过出现双主线的情况，例如2015年春季行情，成长及消费板块表现均较好，而在2020年的春季行情中，消费及成长板块表现也较好。

**当前市场情绪较为积极，叠加诸多利好因素，春季行情或许也会出现两条主线。**当前市场情绪较为积极，市场成交额整体保持高位，较高的市场成交额有望同时容纳多条主线。且向后看，受两会政策催化、AI叙事短期难证伪等因素影响，市场情绪未来很可能仍将保持活跃，今年春季行情很有可能也会出现两条主线。

**科技成长板块关注政策在资本市场具有映射的TMT、机械设备、电力设备等行业。**2024年12月中央经济工作会议将“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”定为2025年经济工作重点任务之一，并列六条相应的举措。

从政策对于资本市场的映射来看，电子、计算机、传媒、通信、电力设备、汽车、机械设备、国防军工等行业或许值得投资者关注。从往年的统计规律来看，TMT、机械设备、电力设备等可能会具有更大的弹性及超额收益概率。

**消费板块重点关注以旧换新及服务消费，如家电、消费电子、社会服务、商贸零售等。**当前消费政策主要围绕以旧换新及服务消费展开，相关行业值得关注。以旧换新方面，参考1月15日国务院新闻办会议发言内容，可关注家电、家装、消费电子等行业；服务消费方面，参考《关于促进服务消费高质量发展的意见》，可关注社会服务、传媒、商贸零售、医药生物等。

表 2：2015 年以来春季行情涨幅靠前方向及催化因素

春季行情月份	涨幅靠前方向	催化因素	涨幅第1	涨幅第2	涨幅第3	涨幅第4	涨幅第5	涨幅第6
2015年3月	成长+消费	<b>政策催化：</b> 国务院总理李克强3月5日在作2015年政府工作报告时首次提出要制定“互联网+”行动计划，并提到加快培育消费增长点	计算机	社会服务	建筑装饰	电力设备	纺织服饰	商贸零售
2016年3月	成长	<b>超跌反弹：</b> 1月市场跌幅明显，3月反弹时，跌幅大的行业涨幅通常更大	非银金融	电力设备	国防军工	计算机	机械设备	电子
2017年2月	地产链	<b>政策催化：</b> 2016年12月中央经济工作会议指出明年要继续深化供给侧结构性改革，深入推进“三去一降一补”	建筑材料	家用电器	建筑装饰	轻工制造	钢铁	通信
2018年1月	地产链	<b>政策催化：</b> 2017年12月中央经济工作会议指出深化供给侧结构性改革；要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展	房地产	银行	家用电器	石油石化	煤炭	钢铁
2019年2月	TMT	<b>政策催化：</b> 2019年1月23日，中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	电子	计算机	通信	传媒	环保	有色金属
2020年4月	消费+成长	<b>政策催化：</b> 4月8日零时武汉离汉通道管控正式解除	社会服务	电子	电力设备	美容护理	食品饮料	建筑材料
2021年2月	周期	<b>政策催化：</b> 2020年9月，习近平总书记在第七十五届联合国大会上明确提出2030年“碳达峰”与2060年“碳中和”目标；12月中央经济工作会议指出做好碳达峰、碳中和工作	房地产	环保	钢铁	农林牧渔	石油石化	社会服务
2022年2月	周期	<b>外部刺激：</b> 2022年2月爆发俄乌冲突	有色金属	煤炭	基础化工	石油石化	钢铁	公用事业
2023年1月	成长	<b>政策催化+产业催化：</b> 2022年12月中央经济工作会议指出加快建设现代化产业体系；2022年11月30日能够对话的GPT-3.5发布	有色金属	计算机	电力设备	汽车	机械设备	电子
2024年2月	TMT	<b>政策催化+超跌反弹：</b> 2024年1月31日，习近平在中共中央政治局第十一次集体学习时强调，加快发展新质生产力，扎实推进高质量发展	通信	计算机	电子	传媒	美容护理	汽车

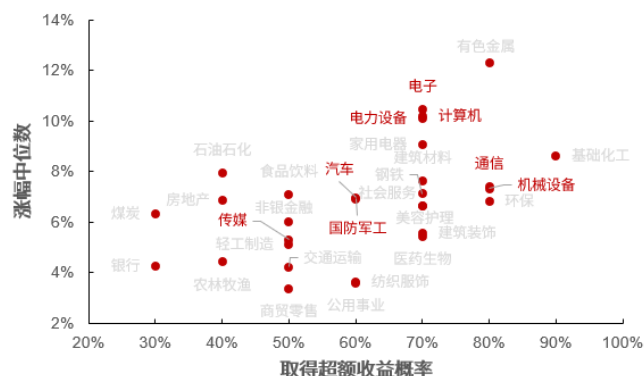
资料来源：中国政府网、新华社等，wind，光大证券研究所整理

图 25：2024 年 12 月中央经济工作会议相关内容及资本市场映射

以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系	资本市场映射
<ul style="list-style-type: none"> <li>加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动</li> <li>开展“人工智能+”行动，培育未来产业</li> <li>加强国家战略科技力量建设</li> <li>健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业</li> <li>综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为</li> <li>积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业</li> </ul>	电子 计算机 传媒 通信 电力设备 汽车 机械设备 国防军工

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

图 26：科技成长相关行业在往年春季行情中的表现

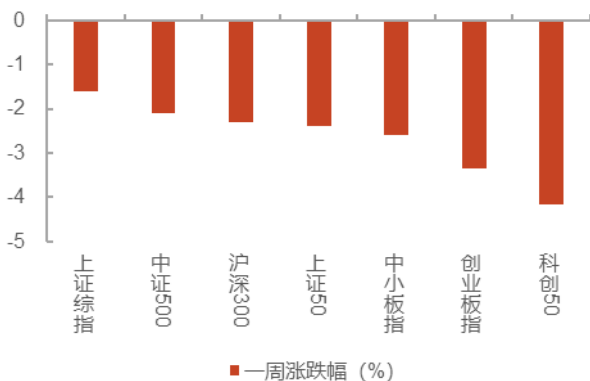


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：统计区间为 2015 年-2024 年

## 2、市场表现与核心数据

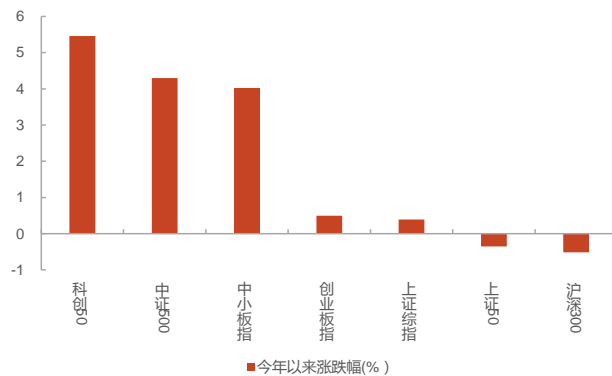
### 2.1 市场表现回顾

图 27：本周主要指数全部下跌



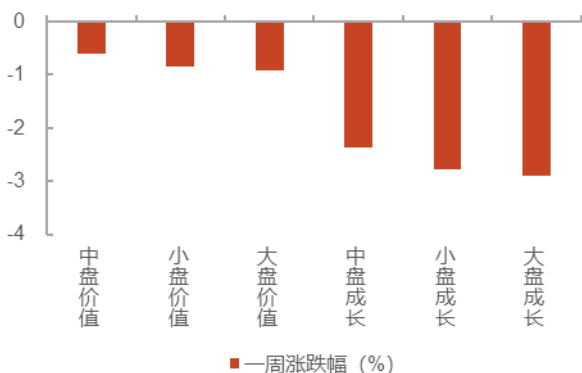
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为 2025 年 3 月 21 日当周涨跌幅

图 28：今年以来，科创 50 指数表现相对较好



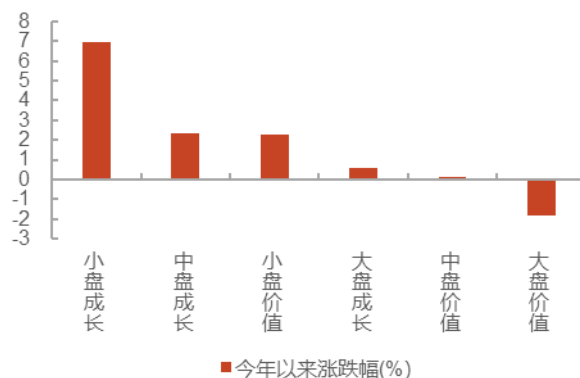
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 29：本周中盘价值风格相对占优



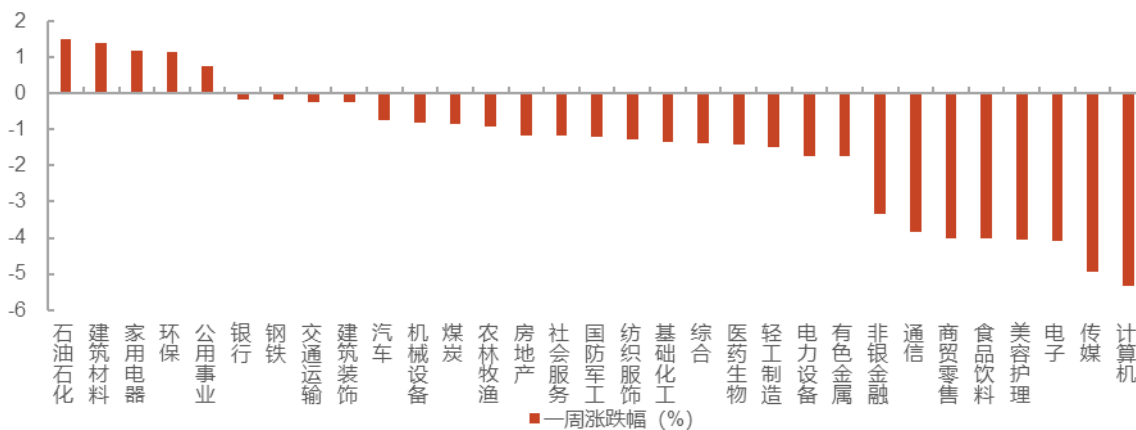
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为 2025 年 3 月 21 日当周涨跌幅

图 30：今年以来小盘成长风格表现优于其他



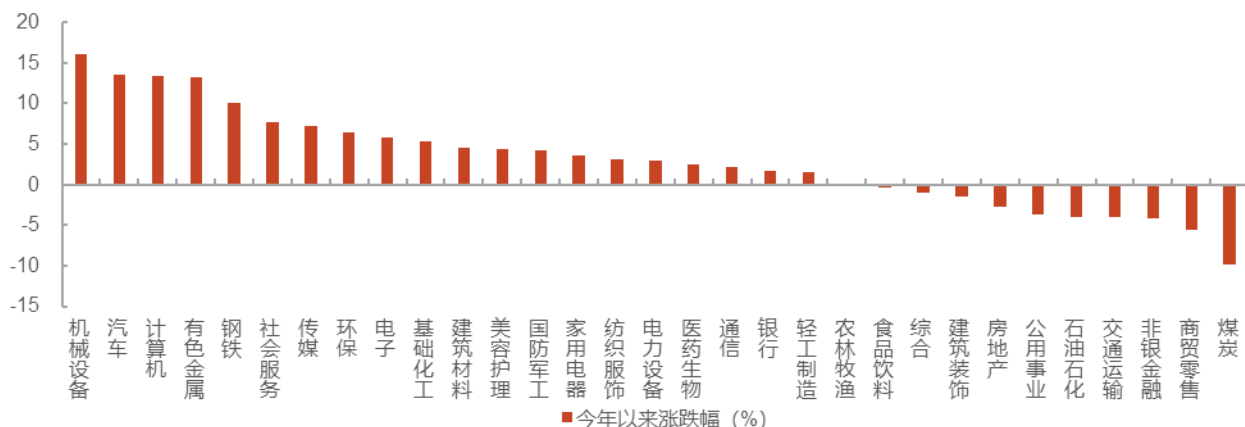
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 31：本周申万一级行业涨少跌多，石油石化、建筑材料等行业涨幅居前



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为 2025 年 3 月 21 日当周涨跌幅

图 32：今年以来机械设备、汽车等行业涨幅靠前



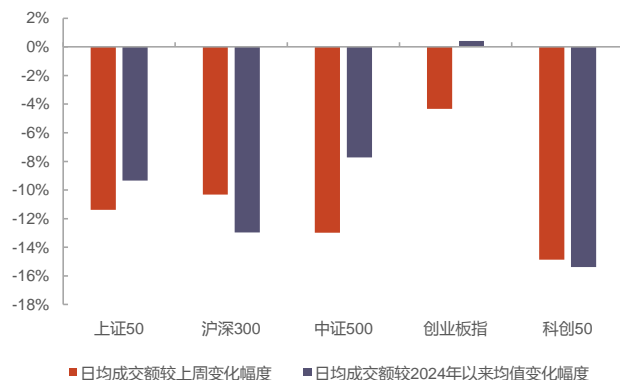
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 33：本周 A 股日均成交量较上周小幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

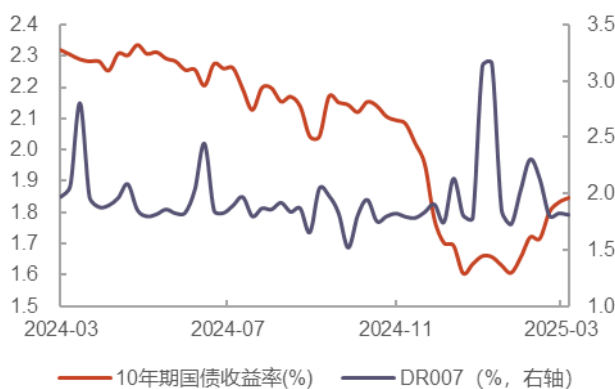
图 34：本周各股指日均成交额较上周均下降



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

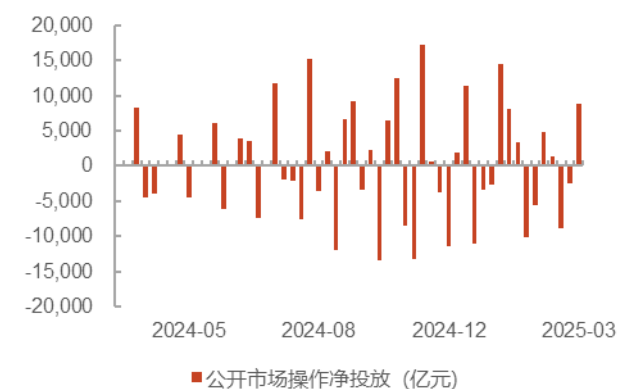
## 2.2 资金与流动性概览

图 35：本周长短端利率下行，长端利率上行



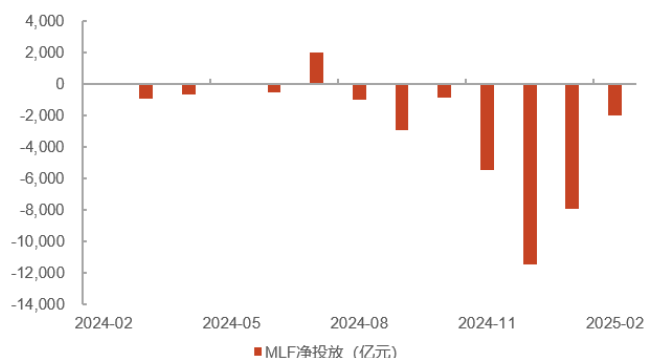
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 36：本周央行公开市场净投放 8855 亿元



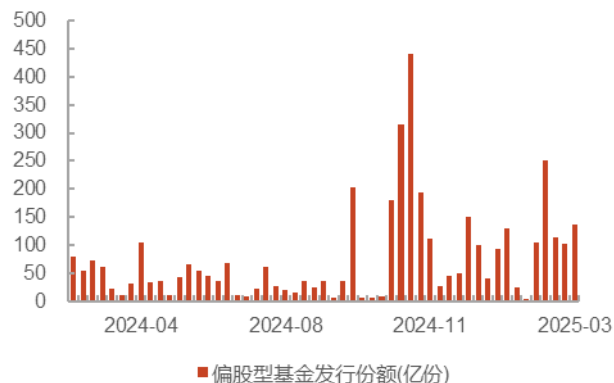
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 37: 2月 MLF 净投放-2000 亿元



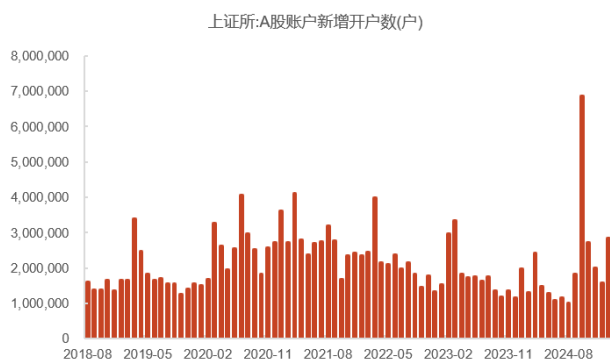
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月

图 38: 本周偏股型公募基金发行份额较上周提高



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 39: 2月上交所开户数有所上升



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月

图 40: 本周 A 股融资余额继续上升



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

## 2.3 板块盈利与估值

图 41: 万得全 A 最新 PETTM 估值高于 2010 年以来的均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 42: 万得全 A 最新 PB 估值低于 2010 年以来的均值



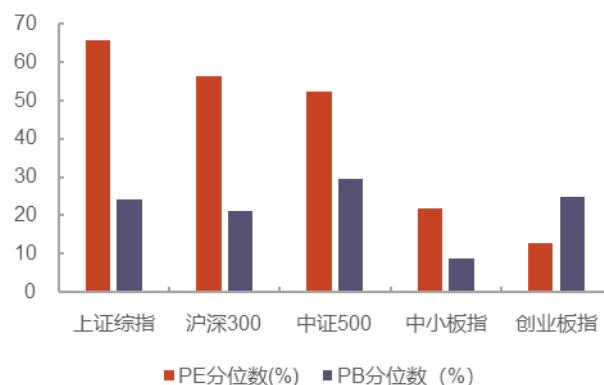
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 43: A 股股债性价比高于 2010 年以来的均值



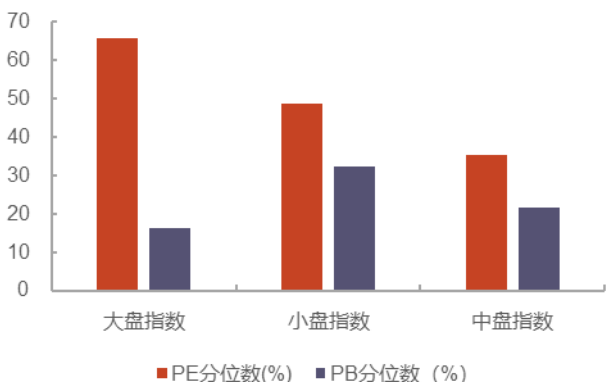
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 44: 创业板指 PE 估值位于历史低位



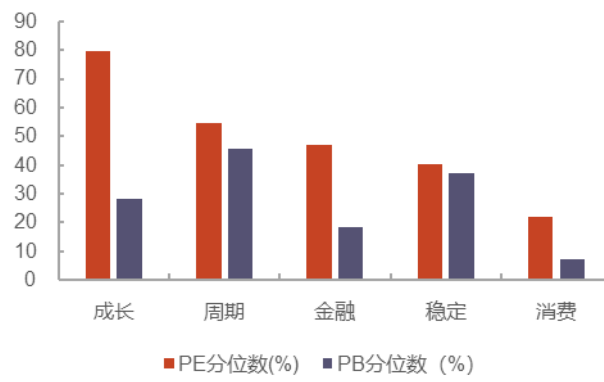
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 45: 中盘指数 PE 估值位于历史低位



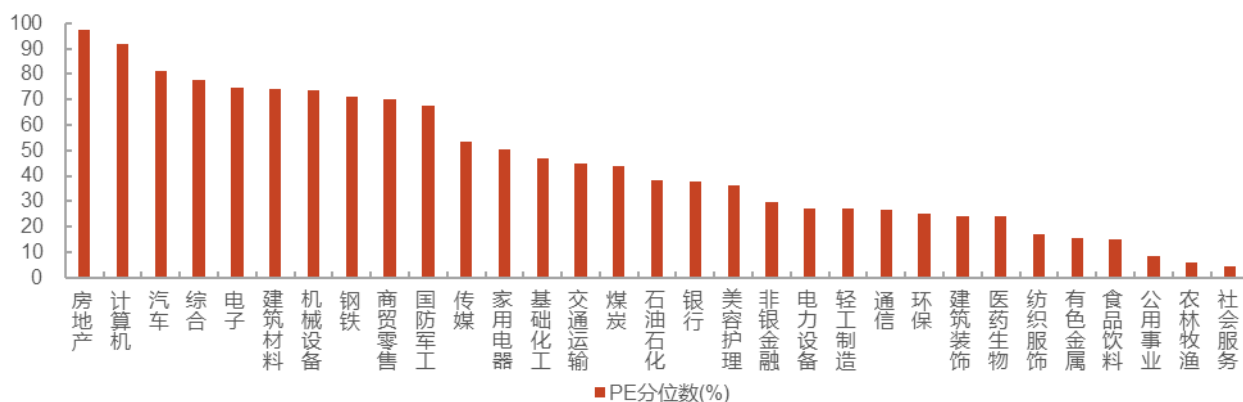
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 46: 消费风格 PE 估值位于历史低位



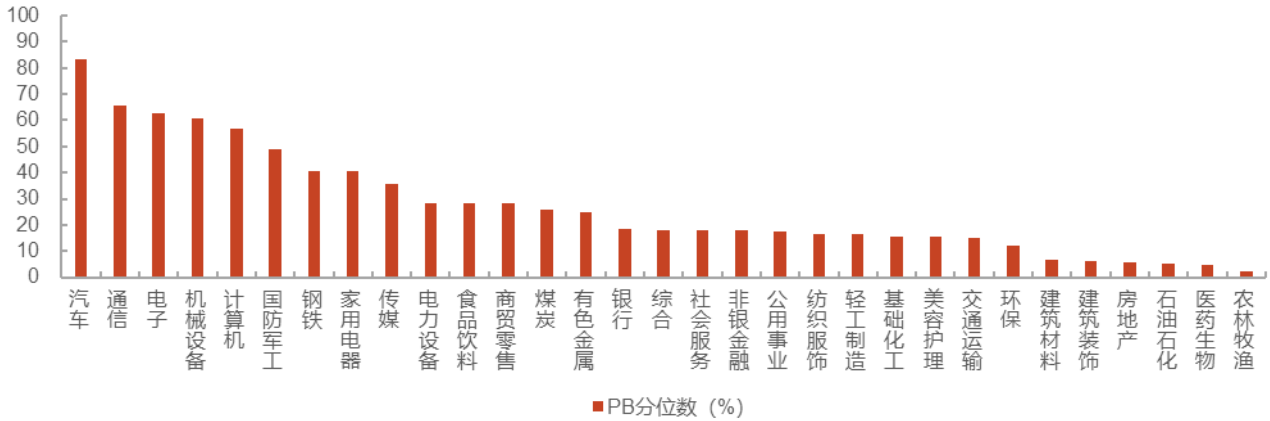
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 47: 房地产、计算机等行业 PE 估值分位数相对较高, 社会服务等行业 PE 估值位于历史低位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 3 月 21 日

图 48：汽车、通信 PB 估值分位数相对较高，农林牧渔 PB 估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 21 日

### 3、风险分析

- 1、政策力度不及预期；
- 2、海外出现超预期风险；
- 3、市场情绪大幅下降。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP