

报告摘要

2025 年二季度 A 股市场展望与投资策略

展望 2 季度，4 月份进入年报和一季报披露期，市场会根据财报情况做进一步的交易，并且通过财报展示出的变化趋势，选择下一步的投资方向。同时，市场有可能迎来期待已久的降准、降息操作，以进一步释放流动性。预期市场流动性或保持相对充裕，市场在活跃的氛围下仍具备做多的机会，A 股结构性行情或仍有空间。

投资方向上，较为看好科技成长的结构性机会。新的芯片禁令可能颁布，或将会为自主创新的科技行情带来催化。中长期来看，随着国际关系的持续博弈，自主可控的科技创新是国家大力坚持和大力推动的方向，也是扩大内循环、发展新质生产力、提高生产效率的重要抓手。因此长期看好以国产算力、机器人等为代表的科技创新板块。

同时，考虑到政策的持续发力和推进，可以密切关注内需相关顺周期板块的投资机会。预计 2 季度将陆续落实内需方面的增量政策，包括不限于家电补贴、税收优惠等，相关板块现阶段处于预期和关注度低位，后续有可能迎来困境反转的投资机会。

从全年维度看，由于无风险收益率大概率持续下行，红利资产仍然具备配置价值和投资机会。

2025 年二季度港股市场展望与投资策略

港股市场可能仍然以结构性机会为主。一方面，对于 DeepSeek 引发的一系列中国资产重估叙事，其持续性取决于市场能否看到国内 AI 和科技产业不断进展和突破的证据，以验证远期中美科技和生产力的博弈齐头并进的预期，这或许是支持中国资产重估叙事的重要基础假设。另一方面，后续市场仍要回归企业盈利的修复，企业盈利全面改善的抓手还是财政政策的有效发力和信用周期的逆转向上。因此，尽管流动性的边际宽松和风险偏好的修复可以促成阶段性反弹，但持续性还需要经济内生动力的支持，如更多宏观支持政策落地的配合，以进一步恢复居民和企业中长期信心。考虑到港股估值仍旧相对较低，市场成分的盈利结构更好，都使得港股市场对潜在的企业盈利修复和政策信号更为敏感。

目前港股市场估值水平仍具备吸引力，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端企业盈利和分母端流动性因子均有望得到边际改善，相对较低估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。建议关注成长板块中盈利改善、对流动性敏感型行业，如互联网、科技硬件、新能源汽车和创新药等行业，同时关注具备股东回报确定性的优质高股息标的长期配置机会。

2025 年二季度债券市场展望与投资策略

经过近期调整，10 年期国债收益率从 1.6% 最多升至接近 1.90%，目前在 1.80% 附近震荡。回顾去年 9 月 24 日央行宣布即将降准后，10 年期国债收益率中枢波动在 2.15% 左右，随着 OMO 降息 20 个 BP，逐步下行至 1.9%-1.95% 区间。考虑到货币政策适度宽松基调未变，预计未来降息幅度或将在 10-15 个 BP 之间。因此，1.9%-1.95% 是较好的配置点位。这一区间不仅反映了市场对政策预期的理性回归，也提供了较高的安全边际和潜在收益空间。

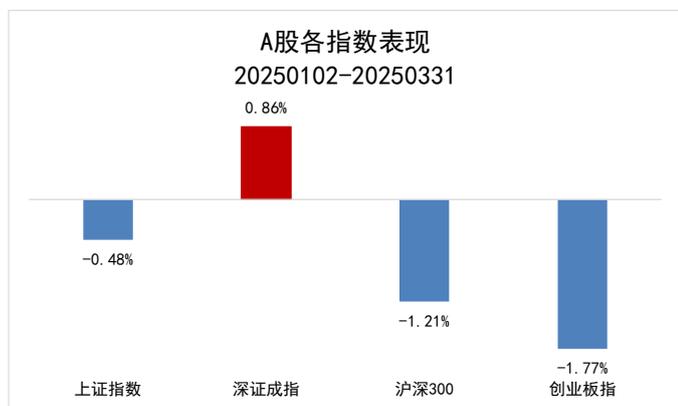
从目前央行的表态来看，货币宽松基调并未改变，为配合政府债发行以及未来的财政刺激，二季度央行或有一定动作，债市继续大幅调整的空间较为有限，届时市场或出现较好的配置机会。

本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2025 年一季度市场回顾

A 股强势反弹，利好政策扭转市场信心，科技成长领涨

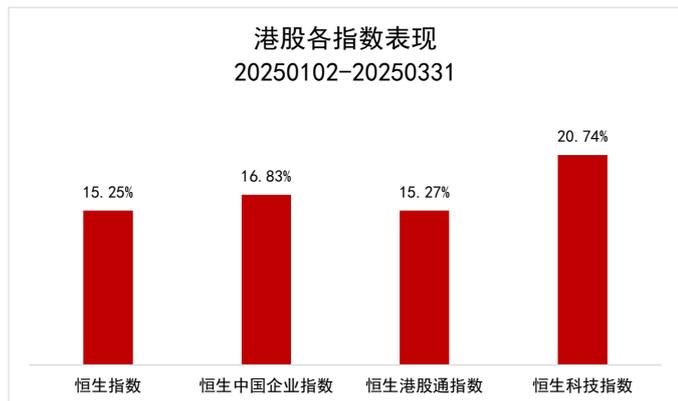
A 股在 2024 年 12 月的重要会议过后，进入政策空档期，2025 年年初出现了较大回调。随后今年 1 月在 deepseek R1 的横空出世及阿里发布大模型的加持下，中国在 AI 领域的技术突破引起全世界关注，同时伴随着机器人产业的催化，引发了市场对中国科技股的重估。期间 A 股市场成交量持续维持高位，交易情绪并未受到政策空窗期及外部局势变化的影响。从指数表现上，一季度深证成指领涨，上证指数、沪深 300、创业板指数小幅回调。由于财政政策在前两个月尚未落地以及地缘形势尚不明朗，经济修复预期仍需时间验证等原因，顺周期板块进入盘整状态，但在财政政策落地后得到了一定程度修复。科技板块及部分题材由于价值重估及充裕流动性得到大幅上涨，市场维持乐观预期。



资料来源：Wind，恒生前海基金整理。

港股快速反弹后向下震荡，市场情绪向中性回归

年初大模型发布后，港股互联网企业受益于其庞大的用户群，同时其研发能力得到了验证，市场对优质资产给予了价值重估和对其前景的乐观预期，全球也对中国 AI 产业的科研能力有了新的认识。同时，由于美股估值已经处于高位以及美国经济因贸易摩擦带来通胀、增长的不确定性，全球资金开始转向做多中国资产，为港股带来了较大规模的增量资金。指数表现上，一季度恒生科技指数大涨，恒生中国企业、港股通及恒生指数也收获了较大涨幅。市场在南下资金、外资及火热交易情绪的推动下，维持乐观预期。



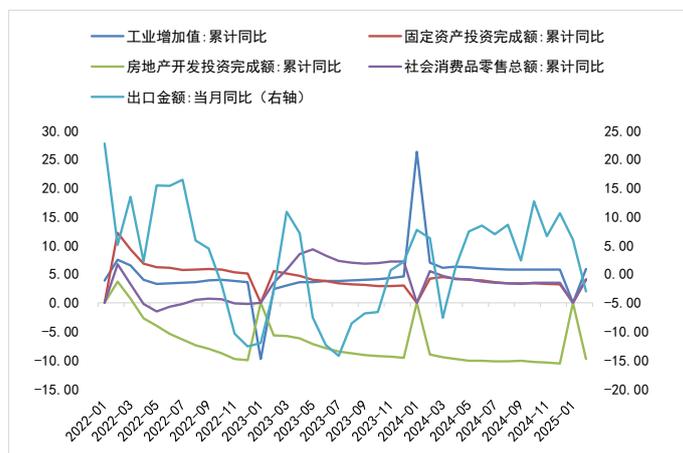
资料来源：Wind，恒生前海基金整理。

中国宏观经济回顾

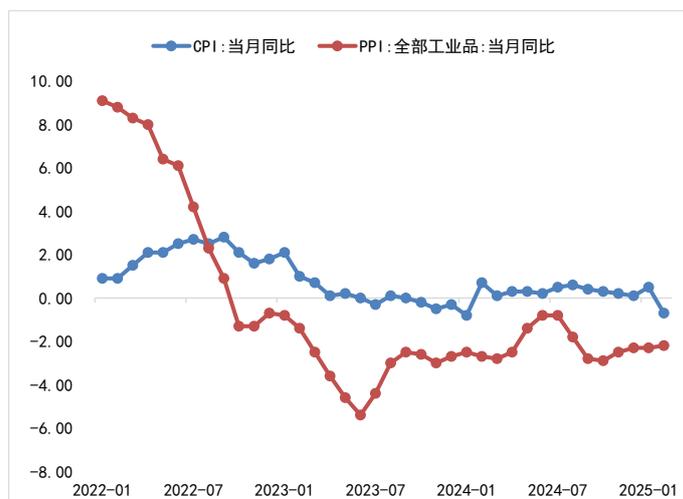
经济基本面

2 月制造业 PMI 录得 50.20，环比+1.1pct，主要原因系 2 月春节后复产复工较快，对比往年春节日期相近年份 2 月 PMI 环比均值为+0.5Pct，今年属于季节性回升。从分项来看，供需两端重回扩张区间，但供给仍好于需求。2 月 PMI 生产指数 52.5%，较上月大幅回升 2.7 个百分点，重回扩张区间；2 月 PMI 新订单指数回升 1.9 个百分点至 51.1%，重回扩张区间。

3 月制造业 PMI 环比上行 0.3pct，连续两个月处于扩张区间，表明春节影响消退后，生产活动进一步迅速恢复，同时 3 月新订单指数上升 0.7pct，达到 51.80%，意味着内需的改善也在推动 PMI 指数的上行。



资料来源：Wind，恒生前海基金整理。



资料来源：Wind，恒生前海基金整理。

2025 年二季度权益市场展望与策略

A 股市场

2025 年以来，国内迎来了科技领域的很多重要进步，无论是机器人在春晚上的惊艳亮相，还是 DeepSeek 带来的算力平权浪潮，中国在智能化的大趋势下不再是永远扮演追赶者的角色。哪怕外界有种种的限制，国内依然在重压之下实现了超预期的进展。

“东升西落”可能已经是当下正在逐步发生的变化，或许还不明显，或许还有许多的分歧，但东部大国的每一步都在扎实向前。海外方面，美国关税政策的落地力度或不及悲观预期，更多是通过关税作为与各国谈判的筹码。国内方面，经济复苏仍在持续，随着新一轮宽货币、宽财政组合政策的推进，国内宏观经济将会稳步复苏，在低基数效用下，下半年 A 股上市公司的盈利有望迎来边际改善。

展望 2 季度，4 月份进入年报和一季报披露期，市场会根据财报情况进行进一步的交易，并且通过财报展示出的变化趋势，选择下一步的投资方向。同时，市场有可能迎来期待已久的降准、降息操作，以进一步释放流动性。预期市场流动性或保持相对充裕，市场在活跃的氛围下仍具备做多的机会，A 股结构性行情或仍有空间。

投资方向上，较为看好科技成长的结构性的机会。新的芯片禁令可能颁布，或将会为自主创新的科技行情带来催化。中长期来看，随着国际关系的持续博弈，自主可控的科技创新是国家大力坚持和大力推动的方向，也是扩大内循环、发展新质生产力、提高生产效率的重要抓手。因此长期看好以国产算力、机器人等为代表的科技创新板块。

同时，考虑到政策的持续发力和推进，可以密切关注内需相关顺周期板块的投资机会。预计 2 季度将陆续落实内需方面的增量政策，包括不限于家电补贴、税收优惠等，相关板块现阶段处于预期和关注度低位，后续有可能迎来困境反转的投资机会。

从全年维度看，由于无风险收益率大概率持续下行，红利资产仍然具备配置价值和投资机会。

港股市场

2025 年以来，在经历了连续两周的回调后，港股自 1 月中旬开启了反弹行情，且期间表现跑赢 A 股。从具体驱动因素拆解来看，涨幅的大部分是由股权风险溢价的收窄所贡献，而以美债收益率为锚的无风险利率略有下行和盈利预期上修均贡献较为有限。

从目前来看，港股市场可能仍然会以结构性机会为主，一方面，对于 DeepSeek 引发的一系列中国资产重估叙事，其持续性取决于市场能否看到国内 AI 和科技产业不断进展和突破的证据，以验证远期中美科技和生产力的博弈齐头并进的预期，这或许是支持中国资产重估叙事的重要基础假设。另一方面，后续市场仍要回归企业盈利的修复，企业盈利全面改善的抓手还是财政政策的有效发力和信用周期的逆转向上。因此，尽管流动性的边际宽松和风险偏好的修复可以促成阶段性反弹，但持续性还需要经济内生动力的支持，如更多宏观支持政策落地的配合，以进一步恢复居民和企业中长期信心。考虑到港股估值仍旧相对较低，市场成分

的盈利结构更好，都使得港股市场对潜在的企业盈利修复和政策信号更为敏感。

海外方面，考虑到目前美国通胀和就业仍具有韧性，同时政策面的不确定性较大，短期内市场对美联储的降息预期仍将进行摇摆博弈，但基准情形下 2025 年美联储或维持降息趋势，直至回到中性利率。由于港股对外部流动性更为敏感，美元降息周期或将阶段性对港股市场估值的分母端形成一定支撑。另外，在中美利差和人民币汇率的约束下，美联储开启降息周期或将为国内货币政策提供更多宽松的条件和窗口期，这也有助于为降低国内相对偏高的融资成本打开空间，经济托底政策加码的预期升温，提振港股市场风险偏好，也有助于改善分子端的企业盈利预期。

目前港股市场估值水平仍具备吸引力，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端企业盈利和分母端流动性因子均有望得到边际改善，相对较低估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。建议关注成长板块中盈利改善、对流动性敏感型行业，如互联网、科技硬件、新能源车和创新药等行业，同时关注具备股东回报确定性的优质高股息标的长期配置机会。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
互联网	<ol style="list-style-type: none"> 1、伴随 3 月两会政策落地，2025 年消费有望得到复苏，如进展顺利，互联网电商领域将有较强的增量预期 2、深度推理模型的发展使 AI 应用落地变成可能，拥有庞大客户群的互联网企业拥有强大的变现能力，伴随 AI 应用发展，有望在 2025 年得到利润提升。
电子	<ol style="list-style-type: none"> 1、伴随着 DeepSeek 的发布，国内的 AI 应用侧需求落地速度有望提升。 2、2025 年预计为智能驾驶渗透率高速增长的一年，智驾平权将智能驾驶作为汽车电动化后新一轮的竞争领域，下游智驾硬件供应商有望受益。 3、中国自主可控及国产替代趋势在一季度得到延续，半导体设备、制造、设计国产化率都将提高，利好产业链技术领先的龙头企业。
电新	<ol style="list-style-type: none"> 1、国内及国外的具身智能产业在一季度均得到了迅速发展，有望在 2025 年实现量产，在应用层面得到一定程度落地。利好高价值量的核心零部件供应商及提供具身智能完整解决方案的先发公司。 2、国内 AI 的资本开支进入迅速扩张周期，带来下游电源需求的增长，新的增量需求有望给电源供应商业绩带来较强弹性。

汽车	2025 年以旧换新政策得以延续，尽管新能源汽车渗透率已经处于较高水平，但汽车智能化有望进一步提高国产新能源车的市场份额。2025 年预计会看到由于智驾渗透率提高，而带来市场地位的变化，技术储备完整的企业有望提高市场份额。
----	---

2025 年二季度债券市场展望与策略

年初以来，资金面一直处于高压状态。银行间市场对资金的需求显著增加，主要原因包括信贷开门红、地方债发行放量及房地产高频数据好转。监管层对非银同业存款整改导致银行负债缺口加大，超储率下降。随着两会后资金面趋于平稳，市场融资成本回落，银行负债端压力缓解，但债券市场在 3 月 6 号新闻发布会之后，长端收益率开始一路快速上行。10 年期国债收益率最多上行 12bp，此次调整的主要原因并非宏观经济基本面的显著变化，而是资金价格的剧烈波动。从 2022 年 12 月份开始的资金面紧张局面延续至今，叠加市场对降准降息预期的落空，导致投资者情绪普遍悲观。此外，股票市场的强劲表现也对债券市场形成了明显的挤出效应。在当前环境下，资金价格的上升直接推高了债券市场的调整幅度，而降准降息预期未能兑现进一步加剧了市场的不确定性。

经过近期调整，10 年期国债收益率从 1.6% 最多升至接近 1.90%，目前在 1.80% 附近震荡。回顾去年 9 月 24 日央行宣布即将降准后，10 年期国债收益率中枢波动在 2.15% 左右，随着 OMO 降息 20 个 BP，逐步下行至 1.9%-1.95% 区间。考虑到货币政策适度宽松基调未变，预计未来降息幅度或将在 10-15 个 BP 之间。因此，1.9%-1.95% 是较好的配置点位。这一区间不仅反映了市场对政策预期的理性回归，也提供了较高的安全边际和潜在收益空间。

从目前央行的表态来看，货币宽松基调并未改变，为配合政府债发行以及未来的财政刺激，二季度央行或有一定动作，债市继续大幅调整的空间较为有限，届时市场或出现较好的配置机会。

（此处为文章结尾）