

研报精选

2025年6月8日 第224期

宏观专栏

经济增速或保持平稳——5月经济数据前瞻

报告认为，5月的边际变化主要是关税摩擦的缓解，这有利于中国对美出口的边际恢复，并一定程度上缓解外贸不确定性对企业生产和投资的压制。不过由于4月存在较强的抢出口支撑，在实际经济数据层面，5月外贸形势变化对经济数据的拉动可能未必明显。

破解人民币汇率的三个困惑

报告认为，短期来看，美元贬值压力可能未完全释放，人民币对美元可能还有升值空间。中长期来看，美元在全球储备中仍有举足轻重的地位，但地缘政治经济变局也带来了挑战。

专题聚焦

低利率时代，货基的挑战与应对

报告预计，未来货币市场利率会迎来一波明显的补降，边际上可能会推动资金流出货币市场基金。对货币市场基金管理人而言，可以从提高客户粘性、提升投研能力等方面进行应对。

A to H上市浪潮影响有多大？

报告认为，A to H上市浪潮有助于改善港股市场结构，吸引更多资金沉淀，实现优质公司与资金的双向正循环，但短期也要关注港股IPO与配售激增可能给市场带来的流动性供给压力。

宏观专栏

经济增速或保持平稳——5月经济数据前瞻

我们认为，5月的边际变化主要是关税摩擦的缓解，这有利于中国对美出口的边际恢复，并一定程度上缓解外贸不确定性对企业生产和投资的压制。不过由于4月存在较强的抢出口支撑，在实际经济数据层面，5月外贸形势变化对经济数据的拉动可能未必明显。我们预计，5月各项经济指标相较于4月或保持平稳，例如社零、投资、工业增加值等增速可能基本持平前值，而出口受基数抬升的影响增速可能有所回落。

以旧换新政策叠加商品促销活动，或支撑社零保持5%增速。五一假期，全社会跨区域人员流动量同比增长7.9%，国内游客出游总花费同比增长8.0%，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长6.3%，假期文娱出游类消费保持较快增长。商务部数据显示，截至5月22日，已有4884.8万名消费者购买手机等数码产品5148.3万件，带动销售1432.6亿元¹。我们据此推算，数码产品的日均购买量处于2月以来的高位。奥维数据显示，5月前4周4类大家电零售额同比增长34.9%，比4月前4周的增速加快16个百分点，6·18促销活动对家电销售形成明显拉动。乘联会预计，5月狭义乘用车零售量为185.0万辆左右，同比增长8.5%（4月为14.5%），增速有所放缓²。

固定资产投资增速或持平，延续分化格局。我们预计1-5月固定资产投资增速或为4.0%（1-4月为4.0%）。虽然关税有所缓和，但是不确定性或影响制造业投资。大规模设备更新改造政策持续推进，整体制造业投资增速或有所放缓，我们预计1-5月累计同比或为8.7%（1-4月为8.8%）。5月土木工程建筑业新订单指数49.0%，强于4月的43.6%，沥青实物量改善幅度强于水泥、螺纹，叠加去年同期的低基数，我们预计1-5月广义基建同比或仍在10.5%以上（1-4月为10.8%）。

新房销售偏弱，实物工作量推进缓慢，房地产开发投资相对低迷。销售方

¹ https://tech.cnr.cn/gstj/20250528/t20250528_527187422.shtml

² <http://cpcauto.com/newslist.php?types=csjd&id=3860>

面，5月30大中城市商品房销售面积同比相较4月的-13.5%边际改善至-7.5%，同比依然负增长，或显示去年四季度以来的这一轮销售脉冲已经结束。从实物工作量的高频数据来看，钢材表观消费量和水泥出货量季节性回落，或反映投资活动维持弱势。而浮法玻璃日熔量显著弱于去年，可能房地产竣工进一步下滑。我们预计5月房地产开发投资累计同比降幅或基本持平于-10.3%左右（4月同比为-10.3%）。

关税摩擦缓和，但基数有所抬升，出口同比增速或小幅回落。中美日内瓦会谈后，关税摩擦缓和，有利于出口修复。5月欧元区、美国、日本制造业PMI分别为49.4%、52.3%、49.0%（4月分别为49.0%、50.2%、48.7%）。从高频数据来看，5月PMI新出口订单环比上升2.8个百分点至47.5%，5月韩国日均出口同比+0.8%（4月为-0.4%）、对美国日均出口同比-6.2%（4月为-10.5%）、从中国日均进口同比-5.8%（4月为-3.3%）。去年同期基数有所上升（从2024年4月的1.3%上升至5月的7.4%），我们预计5月出口同比增长5.0%（4月为8.1%），进口同比-0.4%（4月为-0.2%）。

工业增加值同比增速或为6.0%。5月PMI生产分项环比上升0.9个百分点至50.7%，关税缓和推动出口和生产有所修复。地产走弱压制上游高耗能行业，主要行业的高频开工率数据同比增速涨跌互现，而工业增加值基数则有所下降。综合来看，我们预计5月工业增加值同比增速为6.0%（4月为6.1%）。

5月CPI同比或与4月维持在-0.1%。食品方面，5月中国寿光蔬菜价格指数同比下降16.3%，相较上月-14.2%的降幅进一步走阔；猪肉方面，从供应端来看，前期补栏的二次育肥陆续出栏，且二次育肥仍会继续滚动补栏，供给仍较强，同时节假日需求不及往年，带动5月22省平均猪肉价格环比下跌0.6%。其他方面，我们预计以旧换新政策带动的非食品消费品仍将维持以价换量的态势，服务价格或温和复苏。

PPI同比降幅或从-2.7%走阔至-3.5%。5月PMI分项显示，购进价格指数和出厂价格指数相较4月均下降了0.1个百分点，PMI出厂及购进价格隐含的PPI环比或为-0.5%。能源方面，在美国原油累库和OPEC+增产消息压制下，布伦特

原油平均价格由4月的67.9美元/桶下降至5月的64.4美元/桶；动力煤方面，煤炭供给量压力依然较大持续压制煤价。黑色金属方面，随着淡季临近，建材消费或继续走弱，降库幅度或逐步收窄压制黑色价格。有色方面，对等关税降级，出口需求修复，带动有色价格企稳。

社融增速稳健，货币供应增速或继续上升。5月政府债净融资接近1.5万亿元，相比去年同期的高基数仍然实现同比多增。5月的新增信贷数量可能“看起来”仍然偏弱，我们预计为6300亿元左右，较去年同期少增，一个重要的原因仍然是政府债置换可能会降低信贷存量，但是我们预计5月社会融资规模同比增速可能持平在8.7%，新增社融或为2.2万亿元。由于4月财政存款增速较高，5月的投放进度如果加快，M2增速进一步上升的可能性较大，我们预计5月M2同比增速可能达到8.3%。



以上观点来自：2025年6月2日中金公司研究部已发布的《经济增速或保持平稳——5月经济数据前瞻》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515
周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004
吕毅韬 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124050005

宏观专栏

破解人民币汇率的三个困惑

近期市场对汇率的关注大幅提升。美元指数近来波幅加大，而人民币兑美元小幅升值。后续人民币汇率何去何从，我们从近几年观察到的人民币汇率三个“困惑”入手来回答这个问题。第一个“困惑”是，中国的贸易品（制造业）技术不断进步，生产效率提升，但2022年以来人民币实际汇率却大幅贬值，与巴拉萨—萨缪尔森假说（BSH）相悖。第二个“困惑”是，人民币名义有效汇率与实际有效汇率差距创历史新高。第三个“困惑”是，历史上人民币名义有效汇率与其兑美元汇率走势虽然有偏离，但是偏离幅度没有近几年那么多。2022年以来，人民币对美元贬值12%，而人民币名义有效汇率累计大致偏稳。

第一个“困惑”源于BSH假说的局限性。根据BSH，如果制造业生产效率上升，其从业员工工资相应上涨，并带动非贸易品价格上升，总体物价水平上升，实际汇率升值。BSH基于新古典框架，聚焦供给，认为供给创造需求，不存在较长时期的需求不足的问题。但现实情况是，如果需求不足，生产效率的提升不一定会使物价上涨带来实际汇率升值。此外，BSH是从实体视角分析汇率，而忽视金融视角（资产配置视角）。如果名义汇率因为资产配置变化而贬值，实际汇率也未必升值。过去几年来，中国金融周期调整，需求不足导致通胀下行，市场配置人民币资产的动机也减弱，而BSH没有考虑这些情况，因此其结论与现实不符。

第二个“困惑”反映中国金融周期下行阶段，中外通胀差距大幅走阔。中国物价走弱主要是因为金融周期下行，加上逆周期政策力度偏谨慎，需求偏弱，虽然也有技术进步加快的贡献。而我国主要贸易伙伴物价走强，既有政策刺激因素，也有全球供应链调整以及地缘非经济因素的影响。

第三个“困惑”反映人民币对美元贬值少于中国贸易伙伴的货币对美元贬值幅度。从中期来看，汇率变化会影响经常项目，从长期来看，二者可能共同受其他因素的影响，但从短期来看，经常项目会影响汇率。一般来说，短期内，经常项目顺差支撑本币汇率，而逆差压制本币汇率。过去几年资本项下人民币

有下行压力，但经常项目对人民币带来支撑。而我国部分贸易伙伴的经常项目和资本项目对其货币都带来下行压力。综合下来，人民币对美元贬值幅度少于我国贸易伙伴货币对美元的贬值幅度。不过，我们也要注意，中国资本管理相对比较有效，也导致人民币汇率波动相对较小。

短期来看，人民币对美元可能还有升值空间。从中长期来看，美元在全球储备中仍有举足轻重的地位，但地缘政治经济变局也带来了挑战。短期来看，美国面临财政、贸易“双赤字”，尤其是国债发行压力上升，美元贬值压力可能未完全释放。另一方面，我国金融周期调整趋缓而技术进步加速，加上美元可能贬值，过去几年经常项目积累的待结汇资金结汇动机也可能增强，对人民币汇率形成支撑。



以上观点来自：2025年6月3日中金公司研究部已发布的《破解人民币汇率的三个困惑》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

专题聚焦

低利率时代，货基的挑战与应对

近期四大行下调存款利率，1年期定期存款利率下降至1%以下。并且，随着7天回购利率的下调，货币市场基金7日年化收益率也在向1%靠近。对于货币基金、现金管理类理财而言，如何应对这一挑战？我们希望从海外经验来梳理和挖掘一些共同的规律，来为国内的管理人和监管机构提供参考借鉴。

从美国来看，美国货币市场基金收益率进入“1%”时代主要有三个时期，分别是2003年-2004年、2009年-2017年以及2020-2021年。梳理这三段时期的历史可以看到，降息周期中美国MMF规模增长放缓或出现了明显的下降。从欧元区来看，欧元区货币市场基金收益率进入“1%”的时代介于2009年第三季度和2022年第四季度之间，其中又可以2014年中为界进一步分为正利率和负利率两个时期。在正利率时期，利率下降进入1%阶段导致了货币基金规模大幅回落；而负利率阶段货币基金的规模并未进一步萎缩，反而趋于回升，背后与银行存款利率低于货币市场基金收益率从而导致的机构投资者的申购需求有关。而日本来看，负利率导致MMF消亡，而挂钩证券账户的MRF由于受到免于承担负利率成本的政策保护而独大。

从海外主要市场货币基金历史规模变化的梳理来看，我们可以总结出一些共同的规律，即货币市场基金规模变化背后的推手。我们认为主要有三个原因：（1）名义利率对于政策利率变化的弹性不同带来的贝塔不同；（2）不同地区的利率体系不同，欧央行和日本央行负利率实施操作不同导致MMF的境遇不同；（3）通胀对实际利率的影响导致市场对整体低风险资产需求的不同。

从海外经验来看，央行降息周期对货币市场基金管理人而言往往会带来挑战，由于货币市场基金的收益率贝塔值较高，因此利率下行周期内往往货币市场基金收益率下降的比存款更快，使得基金管理人面临资金流出的压力。为应对这一挑战，海外货币市场基金管理人采取的应对方案，主要包括降费、资产端挖掘信用、流动性或ESG溢价、产品生态圈建设、增加海外投资等几种方式。对于监管部门而言，为了抵御低利率对货币市场基金行业的冲击，一个应对方

式就是推动货币市场基金的估值转型，从摊余成本法转变为市值法估值。

对中国而言，我国的利率传导体系是双轨制，即存贷款利率和货币市场利率双轨，因此货币市场利率和存款利率的贝塔值不仅受到市场影响，也受到政策利率的影响。2023年之前，货币市场率相较于7天回购政策利率而言弹性远高于存款利率，但在2023年以来由于存款自律机制频繁下调存款利率，因此存款利率贝塔值反而比货币市场利率更高。因此可以看到，在货币市场利率贝塔值更高的年份（即2023年之前），类似美国和欧洲的经验，央行货币政策周期对货币市场基金的行业规模有至关重要的影响。而2023年之后，存款利率下调更快，货币市场基金的规模也仍然维持高速增长。正是由于双轨制，我国央行可以针对各类利率做到精准调控，因而，未来随着利率继续走低，中国的MMF是否会继续存续，取决于我国货币市场利率中枢是否会下降至明显低于存款利率的水平。我们预计未来货币市场利率会迎来一波明显的补降，边际上看，货币市场利率的补降会利空货币市场基金，使得货币市场基金规模的增长放缓甚至可能出现减少。但我们预计货币市场利率降至负区间的可能性非常低，即便利率补降也难以降至远低于人行活期存款利率的水平，因此我们预计我国的货币市场基金大概率将继续存续。

未来，在货币市场利率完成补降之前，通胀可能仍维持走低的局面，从而抬升实际利率，对于整体的货币市场基金等低风险资产规模仍然利好。下一步，在货币市场利率出现明显的补降之后，边际上可能会推动资金流出货币市场基金。因此，对于货币市场基金管理人而言，为迎接这一挑战，提前做好相应的准备不失为上策，例如抓紧建设好客户的生态圈系统、提高客户粘性；做好减费让利的准备；提升公司投研能力等。

以上观点来自：2025年6月4日中金公司研究部已发布的《低利率时代，货基的挑战与应对》

韦璐璐 分析员 SAC 执证编号：S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881

薛丰昀 分析员 SAC 执证编号：S0080524080002 SFC CE Ref: BUT563

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

专题聚焦

A to H上市浪潮影响有多大？

2025年以来，随着港股市场整体回暖，不少内地企业纷纷披露赴港上市计划，呈现A to H上市加速的势头。近期国内新能源龙头宁德时代H股上市更是将这一热潮推向高潮，不仅创下年内全球市场IPO融资之最，上市后大涨更是使H股出现比A股还贵的“罕见”现象。因此，几个关键问题也随之成为市场焦点：为什么A to H上市模式越来越多？为什么港股反而能比A股贵？这对港股有什么短期和中长期意义？AH溢价是一个好的AH股选择视角么？南向资金的整体活跃与AH溢价变化又有什么关系？我们将在本文中对上述问题深入探讨。

为什么越来越多的A股公司赴港上市？政策环境配合、市场活跃度提升和集聚效应、公司业务需要与投资者结构

去年9月美的港股上市以来，已有8家A股公司赴港上市，IPO融资规模981.1亿港元，其中不乏美的与宁德这种行业龙头。根据证监会备案信息与上市公司披露，后续仍有近50家A股计划赴港上市，其中已通过备案或已递交材料的共23家。要知道，短短一两年前，H转A还是主流方向。之所以会发生这种逆转，我们认为主要有三个层面的因素：

► **政策环境支持：对港合作5项措施鼓励龙头企业赴港上市。**去年4月19日中国证监会发布的《5项资本市场对港合作措施》³中明确表示支持内地行业龙头企业赴香港上市。在2023年颁布的境外发行上市备案新规的基础之上，支持内地企业赴港上市，利用两个市场、两种资源规范发展。并且在海外上市不确定性增加的大背景下（《[中概股如果退市影响有多大？](#)》），香港联交所也在去年12月发布《有关优化首次公开招股市场定价及公开市场的建议》⁴咨询文件，降低H股最低发行门槛，境内企业赴港股融资渠道进一步疏通（《[解读5项资本市场对港合作措施](#)》）。对比之下，A股市场2025年以来43家IPO融资规模仅324亿元，再融资规模1,816亿元，因此从排队时长和门槛上港股也更受公司青睐。

³ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7474875/content.shtml>

⁴ https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2024/241219news?sc_lang=zh-HK

► **市场环境配合：港股流动性和情绪都明显改善，港股独有的行业优势在结构性下行情凸显。**得益于去年“924”宏观政策转向，今年初DeepSeek的异军突起，港股市场无论是从表现还是成交活跃度方面都明显提升，一些港股所独有的行业结构如新消费、互联网、创新药在结构性行情下更是凸显优势。**首先，市场表现层面**，港股年初以来表现优异，恒生与恒生科技年内涨幅均超过了15%，在全球主要指数中位列前茅。相反，A股市场年初以来却表现不佳，沪深300指数下跌2.4%，创业板指跌幅更是接近7%。**其次，成交活跃度上**，年初以来港股主板日均成交额超过2,400亿港元，明显高于2024年全年日均1,318亿和2023年日均1,049亿港元。**再次，市场情绪上**，去年“924”政策转向，以及今年DeepSeek引领的中国资产重估叙事下，港股市场情绪快速升温。恒生指数风险溢价（ERP）在今年3月一度创出2021年以来最低水平，关税风波过后也再度修复。上述这些因素都使得港股对投资者和公司的吸引力明显抬升。**最后**，港股在互联网、新消费和创新药等板块特有的行业结构占比远高于A股恰恰符合当下宏观环境下的结构性行情主线，再加上近期美的、宁德时代与恒瑞医药等公司上市的成功案例也带来明显的示范和集聚效应。

► **公司业务需要：扩展海外业务需要，提升海外投资者占比。**除了宏观政策支持与港股市场表现等自上而下因素外，更多公司选择赴港上市也有一些自身需要的考量，如1）许多公司希望构建海外融资平台，尤其在A股定增等审核时间相对不确定的情况下，港股上市后的再融资“闪电配售”等更快更灵活，融资渠道也更为丰富；2）部分公司存在海外员工进行股权激励，海外业务拓展等国际化战略需求，港股上市也能使公司更加贴近海外投资者；3）部分公司A股外资持股占比已经较高，如美的A股外资持仓比例已经超过24%，宁德时代A股也达到22%，受30%的总股数上限约束，港股上市也可以进一步提升海外投资者占比。

如何理解AH溢价？是判断AH走势的好视角吗？缺乏套利机制使然，本质是不同投资者的观点表达，更适用红利思路

本月宁德时代上市后出现了港股比A股更贵的“罕见”情形（当前港股依然比A股贵11%），这也引发了市场的广泛关注。这一现象背后的原因是什么，能否成为一个新常态？想要了解为什么会出现这一现象，首先要理解AH溢价产生的根源。

整体看，AH溢价存在是市场和投资者结构差异所导致的结果。虽然同一公司的A股和港股“同股同权”，但A股和港股两地市场在1) 投资者结构、2) 交易、3) 流动性、4) 再融资、以及5) 汇率等方面都存在诸多差异，再加上不同投资者对同一家公司有不同观点，因此存在价差也属自然。但之所以AH价差长期存在，根本原因是二者之间不能自由兑换，且缺乏套利机制。作为对比，港股与美股之间由于可以自由兑换，即便存在短暂价差，也会迅速被套利者抹平。

正因为港股占多数的海外投资者投资中国公司需要比国内投资者更多的风险补偿，A股流动性整体好于港股、港股的再融资制度更灵活（如闪电配售）等因素，H股一般都比A股存在一定折价，例如恒生沪深港通AH股溢价指数目前交易在133%的水平，过去五年历史均值为140%左右，即便2014年底沪港通开通后，AH溢价不降反升，反而不断扩大。

结构上，AH溢价也并非刻画A股和港股差异的好视角。1) 整体占比较小。当前AH两地上市公司仅155家公司，数量上仅为港股主板2317家上市公司的6.4%，总体6.56万亿港元的港股市值也仅为港股主板近40万亿规模的16.5%。2) 结构代表不足。AH两地上市公司多以工业与金融等老经济板块为主，市值占比达80%以上，互联网、消费等港股特色板块则占比有限。今年2-3月份由DeepSeek引领的中国资产重估叙事也恰巧是这些“含科”部分所引领的，所以在这轮上涨过程中AH溢价回落的速度也远不及市场上涨的速度。

从这个意义上，AH溢价更适用于分红投资视角。目前155家AH两地上市公司，绝大多数仍是老经济板块和央国企公司，如建设银行、中石油、中国神华等。数量上看，央国企占到全部155家公司中的96家，市值占比超过65%。行业层面，工业（41家）、金融（34家）与能源（10家）等老经济更是占据主导。在当前的宏观与市场环境下，这部分企业更适用于分红投资视角，因此反应这部分企业价差的AH溢价也可以用分红视角来分析。考虑到内地个人和公募通过港股通投资需要支付红利税（H股20%、红筹股最高28%），意味着AH溢价收敛至125%（1/80%）时，这部分投资者在A股与港股买分红资产就没有差异了，今年3月中旬AH溢价也曾一度到过128%的低位但触及后随即大幅反弹，也印证了这一视角的有效性（《[中国资产重估到哪一步了？](#)》）。

港股为何能比A股贵？符合外资偏好的优质公司存在溢价并不奇怪，但短期也有交易和技术原因助推

宁德时代上市前两个交易日大涨，推动港股股价大幅高于A股，目前依然交易在11%的溢价水平。这一现象无论是在当前还是历史上都是十分罕见的，目前全部AH两地上市公司中仅有5家（宁德时代11.6%、招商银行4.7%、比亚迪股份3.8%、亿华通1.4%和药明康德0.9%）呈现这一情况。根据我们上文的分析，虽然AH大部分都处于港股折价状态，但一些优质公司、尤其是更符合外资“审美”的公司在一段时间出现港股溢价也并非不可能。

历史上，海螺水泥、中国平安、福耀玻璃与宁沪高速等少数几家公司就曾经出现一段时期内港股比其A股更贵的情况。以海螺水泥为例，2016-2019年期间港股股价长期高于A股（溢价率最高曾达到17%）。究其原因，我们认为这与当时宏观市场环境下，海外投资者与国内投资者不同“审美”标准有关。彼时，信用扩张和地产向上周期提供了水泥板块景气的大环境，在选择标的时，相比A股投资者更喜欢弹性大的小市值公司，外资更偏好大市值龙头，这就造成了两地的价差。这一逻辑当下依然适用，但有两个先决条件1）符合整体宏观和产业趋势；2）更符合外资的“审美”标准。

不难看出，宁德上市后港股相比A股有一定溢价并非不可能，甚至可能持续较长时间，但短期也有很多交易热情和技术性因素助推，因此刚上市后的水平也不是一个较好的对比基准。具体来看，

► **发行规模小、投资者热情高：**首先，宁德时代本次港股IPO募资规模相对有限，约410亿港元左右，仅为其公司总市值1.25万亿港元的3.3%，目前港股部分473亿港元的市值也仅相当于A股部分1.2万亿港元的4%。与此同时，外资在宁德时代A股持仓已占其自由流通市值的22.4%。因此，较小的发行规模，较高的交易热情都助推港股表现。

► **短期港币流动性充裕：HIBOR快速走低，融资成本下降。**近期1个月HIBOR从4月底的4.07%快速降至当前的0.58%，这意味着港币的融资成本急剧下降。之所以出现这种情形，客观上提供了较好的资金面环境，与金管局为了对冲港币此前触及强方7.75后，自动触发的操作机制有直接关系（在联系汇率制度安排下，当港币触发强方保证后，金管局会通过贴现窗口投放港币流动性，

拉低Hibor，进而达到将港币拉回至7.75-7.85区间的目的，反之亦然，详细机制请参考《[解析香港加息机制与市场影响](#)》）。这一操作本身并没有太多意外，但意外的是，此次金管局投放的流动性规模却远超以往（本轮投放接近1,300亿港元，对比2020年单日投放最多300亿港元的情况明显更高），这直接导致了Hibor如此快速的下行和港币近期的快速贬值。不过，目前港币已经接近7.85的弱方保证，因此需要注意金管局反向操作收紧流动性带来的影响。

► **指数快速纳入与被动资金流入：**5月21日MSCI指数公司发布公告，宁德时代（3750.HK）在港IPO上市后已快速纳入MSCI全球标准指数中，相关调整已于6月2日生效。我们测算宁德时代H股纳入MSCI中国指数后0.14%的权重，基于当前1,243亿美元的规模（假设相当于当前MSCI中国指数整体2.49万亿美元市值的5%左右）的被动基金追踪MSCI中国指数的假设，我们计算此次纳入MSCI指数后有望获得大概2亿美元的被动资金流入（《[MSCI中国调整：新增6只、剔除17只（2025-05）](#)》）。

选A股还是选港股？分红选港股，结构行情也选港股

A股与港股之间的选择不能简单的用一两个指标来简而化之，更多要针对不同投资者和不同投资方向来区分。但在当前宏观和市场环境下，港股的相对优势体现在两个方面：一是分红，二是结构性机会。相反，A股更多来自下行保护，以及如果财政大举发力下的泛消费与顺周期方向。

► **分红资产的吸引力：**在国内利率持续下行，中国10年期国债利率从2024年初的2.5%以上快速回落到当前1.7%的情形下，国内各类资产的投资回报率预期也整体走弱（《[新高的美债与新低的中债](#)》）。这一大背景下，对于内地投资者来说，港股的高分红依然存在价值，尤其是对于内地险资等不用考虑红利的投资者。目前港股恒生高股息指数高达8%的股息率依然十分具备吸引力。

► **特有的结构性行情：**在整体宏观经济稳杠杆、但也缺乏大幅加杠杆和向上动能的环境下，一些能够提供新的增长方向的结构性机会，例如符合当前认购和人群消费习惯变迁的新消费、适应AI方向的互联网科技、中国企业具有明显优势但暂时未受关税波及的创新药，港股恰恰在这些领域具有明显优势，A股却相对缺乏。

从不同投资者角度，1）国内保险资金从分红率、汇率角度都更有动力在

港股买分红资产；2）个人和灵活的交易资金也更愿意在港股博弈龙头公司驱动的结构行情，且港股流动性环境也更容易撬动；3）外资虽然整体对中国市场依然低配，且长线资金短期回归意愿不强，但部分优质公司仍具吸引力。上述原因也解释了为什么今年以来南向资金大幅流入港股，年初以来已经流入6,509亿港元，远高于去年同期的2,834亿港元（《[南向流入还有多少空间？](#)》）。

后续还有哪些公司赴港上市？近50家企业计划上市，潜在融资需求约1,500-1,800亿港元

后续仍有近50家A股计划赴港上市，潜在流动性需求1,500-1,800亿港元。今年以来，已有赤峰黄金、钧达股份、宁德时代、恒瑞医药以及吉宏股份这5家公司陆续完成A to H港股两地上市，首发募集资金达到560亿港元。证监会网站公布，海天味业、安井食品、三花智控、百利天恒与康乐卫士5家企业目前已通过备案赴港上市。除此之外，三一重工与赛力斯等18家公司目前已向证监会递交上市材料；另有包括韦尔股份与牧原股份在内共25家公司已公告H股上市计划。

首先，对于已通过港股上市备案的5家公司，我们在IFR网站上汇总了各自的拟发行规模；其次，对于已向证监会递交上市材料的18家公司，我们在其股东大会批准的发行股本比例上限的基础上乘以80%（参考近期已上市的A to H企业发行情况），并且考虑当前整体A股股价对港股溢价大概35%，计算潜在发行规模。最后，对于已公告上市计划的约25家公司，参考大部分公司股东大会上限约15%，同样考虑发行股本情况以及AH溢价进行计算。我们测算后续所需的流动性需求约为1,500-1,800亿港元，相当于年初以来港股主板日均成交额大概0.7天，或者南向今年以来月均流入规模。

A to H上市浪潮意味着什么？改善市场结构，优质公司与资金正循环，但短期也要关注流动性供给的影响

长期改善港股市场结构，优质公司吸引更多资金沉淀，强化香港作为中国资产投资窗口和人民币离岸中心地位。长期来看，一个好的市场最大的优势是好的公司不断上市并聚集，进而吸引更多资产沉淀，再吸引更多优势公司上市，形成公司与资金的正反馈。此前港股备受诟病的一个问题就是行业结构“偏科”，例如老经济金融、电信、能源等占比较高，但2018年上市制度一系列改革后，

一大批互联网公司赴港上市或从美国中概股回归，已经明显改变了这一局面，使得港股已经成为互联网新经济的主要阵地。随后，2021年之后，港股又被认为商业模式等主导的“软服务”较高，但“硬制造”不足。近期，这一局面随着2021年以来新能源车企陆续赴港上市，以及近期制造业龙头的成功登陆，也将有望大幅改善。目前，港股的市场结构已经越来越均衡，更能反映中国经济的结构性方向。后续越来越多A股各行业龙头企业准备逐步赴港上市，这也将有望进一步优化市场结构。

港股市场近年来一系列改革措施也有望吸引更多资金沉淀实现优质公司与资金的双向正循环。近年来中美关系的不确定性使得越来越多的优质中概股企业有望回归港股市场上市。与此同时，港股市场一系列改革措施，例如人民币港币双柜台，上市制度改革以及互联互通扩容等因素，也将强化香港作为中国资产投资窗口，以及人民币离岸中心的地位(《[你所要知道的港股“双柜台”](#)》、《[中概股如果退市影响有多大?](#)》)。

不过，短期需注意的是，港股IPO与配售的激增，可能给市场短期带来一定流动性供给压力，尤其是情绪和估值较为透支的情况下。今年以来除了IPO，港股再融资规模也大幅增加。今年以来，港股配售规模为1,302亿港元，超过2024年全年的两倍。港股市场本身的活跃，再加上更为便捷的再融资机制（如“闪电配售”）也是很多公司选择港股的原因。不过，流动性供给的大幅增加也会对市场造成扰动，尤其是当情绪和估值较为极致的时候。南向资金的定价权虽然在边际上和结构上都不断提升，但面对可以借券卖空的外资与无法参与的配售，不存在绝对的定价权。

以上观点来自：2025年6月2日中金公司研究部已发布的《A to H上市浪潮影响有多大？》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 分析员 SAC 执证编号：S0080524010002 SFC CE Ref: BSV497

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.6.2 中国宏观简评：经济增速或保持平稳——5月经济数据前瞻
2025.6.3 中国宏观专题报告：破解人民币汇率的三个困惑

策略及大宗商品

- 2025.6.2 港股策略专题：A to H上市浪潮影响有多大？
2025.6.3 A股策略：关注端午节后市场进展
2025.6.4 A股和港股行业首选：2025年6月
2025.6.7 能源：聚焦：煤炭：底部可见，反转难得

固定收益

- 2025.6.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
2025.6.4 专题研究：低利率时代，货基的挑战与应对
2025.6.4 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
2025.6.5 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
2025.6.5 资产证券化分析周报：5月月报：捕捉起量先机，多元化拓展存量品种
2025.6.6 中国城投债券月报：置换隐债专项债发行明显放缓，吉林退出债务高风险省份加快——5月城投债券月报
2025.6.8 深度研究：关税背后是债务杠杆制约，全球债券利率或仍趋于下行——2025年下半年中美经济及债市展望

行业

- 2025.6.2 传媒互联网：周报：持续关注IP经济和AI应用进展
2025.6.2 软件及服务：AI智道（9）：多模态推理技术突破，向车端场景延伸
2025.6.2 博彩及奢侈品：5月总博收同比增长5.0%，好于市场一致预期
2025.6.3 农业：农业周报：麦富迪618抢先购位列抖音榜首，4月全国能繁母猪存栏量持平
2025.6.3 化工：农药下行近四年后，关注供给端扰动的机会
2025.6.3 电力电气设备：电新双周报：电力设备出海景气延续，工控企业积极布局机器人及AIDC
2025.6.3 日常消费：零研月报：1-4月品类销售额增速分化，软饮料及部分食品类延续较好表现

- 2025.6.4 博彩及奢侈品：2025年4月全球瑞士表出口额（剔除美国市场）同比下降6.4%
- 2025.6.4 传媒互联网：2025端午OTA数据一览：国内、出境出行低于此前预期，入境游需求旺盛
- 2025.6.4 不动产与空间服务：周评#441：5月二手房销售同比增幅收窄
- 2025.6.4 家电及相关：小家电行业的破晓时分
- 2025.6.4 机械：5月PMI边际回升，关注Robo+应用加速落地
- 2025.6.4 REITs：公募REITs月报（2025-5）：如何看待市场创阶段性新高？
- 2025.6.4 银行：辨析银行竞争优势的几个维度
- 2025.6.4 公用事业：电力环保周报：绿电直连新政助力源荷匹配，破解新能源消纳与碳关税壁垒双重挑战
- 2025.6.4 部院联合：新型电力系统月度观察：电力设备出口景气延续；欧洲电力系统韧性亟待提升
- 2025.6.5 商业不动产：如何看待香港开发商当前基本面与估值？
- 2025.6.6 不动产与空间服务：房地产2025下半年展望：信心、耐心与决心



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn