

信贷开门红为行情加力

报告日期: 2025-02-16

主要观点

分析师: 郑小霞

执业证书号: S0010520080007

电话: 13391921291

邮箱: zhengxx@hazq.com

分析师: 刘超

执业证书号: S0010520090001

电话: 13269985073

邮箱: liuchao@hazq.com

分析师: 张运智

执业证书号: S0010523070001

电话: 13699270398

邮箱: zhangyz@hazq.com

分析师: 任思雨

执业证书号: S0010523070003

电话: 18501373409

邮箱: rensy@hazq.com

● 1月信贷迎来“开门红”，4月之前美国加征关税风险减弱，临近两会市场对政策发力预期逐步抬升，对后市可继续保持乐观。配置上，继续把握高弹性成长科技包括泛TMT、军工、机器人和强季节性效应8大基建优势品种。

● 市场观点：信贷开门红继续助力政策预期和市场风险偏好改善

信贷“开门红”，政策预期暖，对后市可继续保持乐观。1月信贷“开门红”如期实现，临近两会市场对于政策发力预期逐步抬升。尽管美国通胀抬头压力可能导致美联储收紧货币政策，但对全球市场风险偏好进而对A股的风险抑制顶多是短而快的影响。此外特朗普近期签署总统备忘录，对等加征关税可能自4月2日起开始实施，或表明4月之前美国加征关税风险明显减弱。内外部均现积极因素，可继续对后市保持乐观。

市场热点1：如何看待央行四季度货币政策执行报告和1月金融数据？1月信贷“开门红”如期实现，其中企业信贷三项均同比多增，尤其是中长期贷款同比结束10个月连续负值的情况，表明企业信贷需求回暖。随着四季度经济回暖与1月金融数据改善，央行四季度货币政策执行报告指向相机抉择的货币政策，稳增长诉求下宽货币基调不改，但将围绕配合财政发力、国内外形势选取合适时机，降准、降息时机可能进一步推后。

市场热点2：如何看待1月美国CPI数据？1月美国CPI超预期上行，通胀风险不容忽视，美联储年内降息预期再度推迟。考虑到1月美国CPI上行存在加州火灾、季节性因素等影响，美国通胀是否有所反弹还有待观察。如下月美国失业率再度下行和通胀回升，则年内美联储降息次数可能收窄为1次，可能会对全球风险偏好形成短而快的抑制，但并非是A股主要影响因素。

● 行业配置：继续把握高弹性成长科技和强季节性基建机会

节后行情正在如期展开，外部风险扰动阶段性落地或影响有限，1月金融数据整体亮眼超预期，市场对“两会”的宏观政策预期正在逐渐凝聚，反弹行情仍将继续演绎。行业机会上，成长科技热点不断、表现突出，消费板块有所露头，基建优势方向中规中矩，银行保险偶有爆发，总体上机会不断。趁着市场反弹β仍在，投资机会上仍将精彩纷呈，我们继续强调三条主线：1) 高弹性成长科技，包括泛TMT、军工、机器人等。2) 强季节性效应的基建优势品种。包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。3) 具备中长期战略性配置价值的银行保险，其短期维度弹性弱于前两条主线。

配置热点1：大热电影能值多少涨幅或市值？热门电影《哪吒2》的优秀票房表现催化传媒、影视院线及第一出品方光线传媒大涨。参考过往热门、票房大卖电影对出品上市公司的股价表现，通常在其最火热上映期附近的个股最大涨幅在10-80%不等，平均在30%左右，如泰囧近80%、流浪地球近40%、你好李焕英35%、哪吒1在22%左右等。且多数电影上映1个月左右后对股价拉动作用偏负面。而《哪吒2》上映后5个交易日光线传媒大涨111%，1月27日至2月14日涨幅更是高达264%，已经大幅超过历史上的可比案例，存在显著超涨。

相关报告

1. 策略周报《乘势而上，不负春华》
2025-02-09
2. 策略周报《外部风险缓释提振市场，弹性成长和季节性基建正当时》2025-02-04
3. 策略月报《正值春光好时节》2025-01-26
4. 策略周报《迎来变局时刻》2025-01-19

配置热点 2：如何看待本周消费板块的整体上涨？ 本周消费板块整体表现较好，原因在于：一方面外资对中国资产愈发积极，一是德意志银行发布研报看好中国资产估值修复空间，二是在美国通胀超预期、降息预期进一步收敛背景下，人民币汇率不升反降。另一方面是“两会”临近，市场对消费提振政策的预期逐步升温。配置价值上看，尽管当前消费板块的配置性价比有所抬升，但短期内 DeepSeek、AI 等催化效力仍强，预计成长科技板块仍是占优方向不变。我们判断消费板块整体的良好配置时机有可能在两会工作报告后，此时可能面临成长科技涨幅高、而消费板块面临政策提振的环境下，有望成为更好的配置契机。

● 风险提示

宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；外部出现新变故等。

正文目录

1. 市场观点：信贷开门红继续助力政策预期和市场风险偏好改善.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待央行四季度货币政策执行报告和 1 月金融数据？	4
1.2 市场热点 2：如何看待 1 月美国 CPI 数据？	5
2 行业配置：继续把握高弹性成长科技和强季节性基建机会	6
2.1 配置热点 1：大热电影能值多少涨幅或市值？	6
2.2 配置热点 2：如何看待本周消费板块的整体上涨？	7
2.3 继续把握高弹性成长科技和强季节性基建机会	8
风险提示：	9

图表目录

图表 1 1 月的政府债券发行节奏前置，实现同比多增	5
图表 2 1 月企业信贷三项均实现同比多增	5
图表 3 部分大卖电影对第一出品方的股价拉动幅度	7

1. 市场观点：信贷开门红继续助力政策预期和市场风险偏好改善

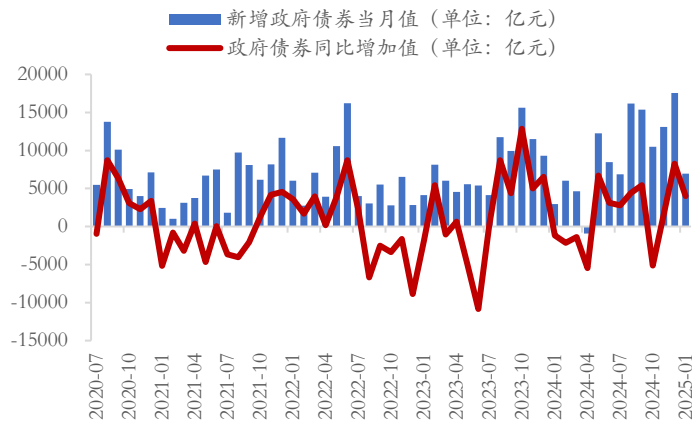
1.1 市场热点 1：如何看待央行四季度货币政策执行报告和 1 月金融数据？

我们的观点：1 月信贷“开门红”如期实现，其中企业信贷三项均同比多增，尤其是中长期贷款同比结束 10 个月连续负值的情况，表明企业信贷需求回暖。随着四季度经济回暖与 1 月金融数据改善，央行四季度货币政策执行报告指向相机抉择的货币政策，稳增长诉求下宽货币基调不改，但将围绕配合财政发力、国内外形势选取合适时机，降准、降息时机可能进一步推后。

央行四季度货币政策执行报告指向相机抉择的货币政策，降准、降息时机可能进一步推后。2024 年四季度货币政策执行报告相较于此前变化不大，需要关注的是市场对于宽货币的预期需要调整。当前货币政策与去年底中央经济工作会议提到的“适度宽松”的基调保持一致，但强调根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，选择合适的时点调整优化政策力度和节奏。我们认为，随着四季度经济回暖与 1 月金融数据改善，短期内宽货币加码的可能性不高，但稳增长诉求下宽货币基调不改，只是市场对于降准、降息的预期要调整延后。结合开年后央行引导长端利率向上的坚定决心来看，预计宽货币将围绕配合财政发力、国内外形势选取合适时机。

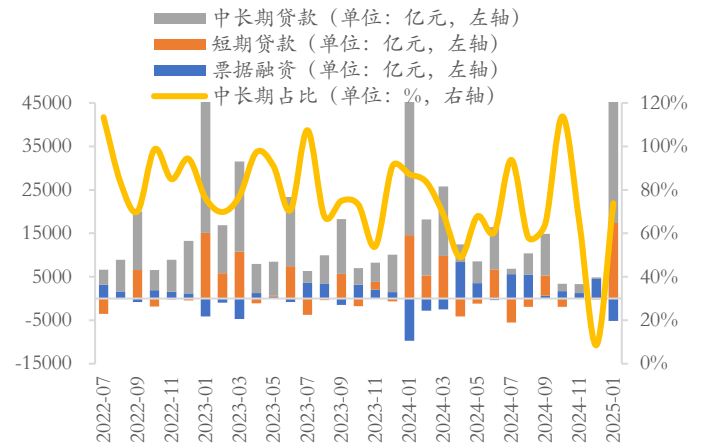
信贷“开门红”如期实现。1 月社融当月值 7.06 万亿元，同比 5866 亿元；社融存量同比增速为 8.0%，与上月持平。各分项中，信贷、企业债券、政府债券均同比增加。具体来看，其中企业债券当月值 4454 亿元，同比增加 134 亿元，延续了利率持续下行、企业融资成本降低的影响；政府债券 6933 亿元，同比增加 3986 亿元，源自于较往年的政府发债节奏前置。非标三项 5725 亿元，同比减少 284 亿元；信贷当月值 51808 亿元，同比 2418 亿元，实现“开门红”。具体信贷中，企业信贷中的三项均实现同比增加，其中票据融资、短期贷款、中长期贷款当月值分别为-5149 亿元、17400 亿元、34600 亿元，同比增加分别为 4584 亿元、2800 亿元和 1500 亿元，值得注意的是，企业中长期贷款此前已连续 10 个月同比为负值，1 月的企业中长贷转为同比多增、出现积极信号。居民端短贷和中长贷当月值分别为-497 亿元、4935 亿元，同比分别减少 4025 亿元、1337 亿元，指向居民消费意愿仍不强。而 1 月的 M1 统计口径调整落地，加入了个人活期存款和非银支付机构备付金。1 月 M1 为 0.4%，较上月的旧口径-1.4%回升 1.8%，但较上月的新口径 1.2%下降了 0.8%。总体来讲，信贷向好，这将支撑后续的开工投资，但 2 月信贷数据能否持续向好仍存不确定性。

图表 1 1 月的政府债券发行节奏前置，实现同比多增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 2 1 月企业信贷三项均实现同比多增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1.2 市场热点 2：如何看待 1 月美国 CPI 数据？

我们的观点：1 月美国 CPI 超预期上行，通胀风险不容忽视，美联储年内降息预期再度推迟。考虑到 1 月美国 CPI 上行存在加州火灾、季节性因素等影响，美国通胀是否有所反弹还有待观察。如下月美国失业率再度下行和通胀回升，则年内美联储降息次数可能收窄为 1 次，可能会对全球风险偏好形成短而快的抑制，但并非 A 股主要影响因素。

1 月美国 CPI 超预期上行，通胀风险不容忽视，美联储年内降息预期再度推迟。

1 月美国通胀数据高于市场预期：其中，CPI 同比升至 3%、高于前值和预期的 2.9%，环比 0.5%、高于预期值 0.3%；核心 CPI 同比 3.3%、高于预期值 3.1%；环比 0.4%、高于预期值 0.3%。1 月通胀反弹主要有多种因素影响，一是 1 月切换至新年份的基数效应以及企业调价的季节性效应，二是加州火灾导致的短暂商品价格压力，三是美国禽流感导致食品价格上涨因素。因而，美国通胀是否有所反弹还有待观察。考虑到 2 月 11 日，美联储主席鲍威尔指出不急于调整政策，希望继续保持限制性政策。如下月（即特朗普正式就职后的第一个月）美国失业率再度下行和通胀回升，则可能指向美国二次通胀风险逐步显现，按照我们在一季度策略报告《积极应变》（2024-12-26）中测算，年内美联储降息次数可能收窄为 1 次。受此影响，10Y 美债利率上行至 4.6% 上方，CME 美联储观测器显示市场押注 7 月末美联储议息会议之前不降息的概率为 53.9%、超过一半。因而，美联储维持鹰派态势对全球风险偏好形成一定抑制，但并非当前 A 股主要制约因素。

2 行业配置：继续把握高弹性成长科技和强季节性基建机会

2.1 配置热点 1：大热电影能值多少涨幅或市值？

我们的观点：热门电影《哪吒 2》的优秀票房表现催化传媒、影视院线及第一出品方光线传媒大涨。参考过往热门、票房大卖电影对出品上市公司的股价表现，通常在其最火热上映期附近的个股最大涨幅在 10-80% 不等，平均在 30% 左右，如《泰囧》近 80%、《流浪地球》近 40%、《你好李焕英》35%、《哪吒 1》在 22% 左右等。且多数电影上映 1 个月左右后对股价拉动作用偏负面。而《哪吒 2》上映后 5 个交易日光线传媒大涨 111%，1 月 27 日至 2 月 14 日涨幅更是高达 264%，已经大幅超过历史上的可比案例，存在显著超涨。

本周（2 月 10 日-2 月 14 日）传媒板块上涨 9.54%，居于申万一级行业第 1 位，涨幅靠前。细分子行业整体表现靠前，影视院线大涨 35.8%，其余板块方面，游戏、电视广告、广告营销、教育、数字媒体、出版分别上涨 6.9%、6.2%、6.0%、5.2%、4.5%、3.6%，均位于申万二级行业前 25 名。

国产动画电影《哪吒》票房创新高，带动传媒板块大涨。猫眼专业版数据显示，截至 2025 年 2 月 14 日 20 点 21 分，《哪吒之魔童闹海》全球票房达到 106.51 亿元人民币，位列全球影史票房第 14 位，内地票房达到 103.91 亿元，居于中国电影票房总榜第 1，远超过第二名《长津湖》的 57.75 亿元。同时截至当日，《哪吒 2》IMDB 的评分高达 8.3，2 月 13、14 日在海外多个地区集中上映，海外预售热度也同样较高，票房仍有进一步提高的空间。截至 2 月 13 日 22 点 38 分，猫眼专业版预测的预测总票房（预测上映 90 天的数据）达到 160.30 亿元，若最终实际票房符合预期，《哪吒》有望超过《星球大战：原力觉醒》成为全球影视票房第 5 名。受国产电影票房大幅超预期影响，申万二级行业影视院线大幅上涨 35.8%，带动本周传媒板块大涨 9.5%。出品方是电影制作的主要投资者，并承担电影制作的重大风险，也是电影票房大卖的主要受益方。《哪吒 2》有 5 家出品方，其中 2 家实控人是导演饺子，但并未上市，另外 3 家为光线传媒及其全资子公司，在票房超预期的带动下，光线传媒本周上涨 148.78%。

《哪吒 2》第一出品方光线传媒已经明显超涨。复盘部分于中国影史票房居前或是超预期大卖电影对于第一出品方的股价影响，《你好，李焕英》上映期附近最大涨幅（上映期附近短期内股价快速上涨的幅度，下同）为 35.01%，《哪吒 1》、《流浪地球 1》、《唐探 3》、《封神 1》、《泰囧》最大涨幅分别为 21.63%、37.66%、10.68%、

16.46%、78.93%，并且除泰囧外，其余电影在上映期之后 5、10、22 个交易日内对第一出品方的股价绝大多数为负面影响。《哪吒 2》上映后的 T+5 个交易日光线传媒大涨 110.91%，而 2025 年 1 月 27 日至 2025 年 2 月 14 日期间，光线传媒涨幅高达 264.43%，不论从其他可比电影上映后的出品方股价涨幅还是上映期附近的最大涨幅来看，《哪吒 2》第一出品方光线传媒已经明显超涨，后续需注意相关回调风险。

图表 3 部分大卖电影对第一出品方的股价拉动幅度

	你好，李焕英 (北京文化)	哪吒 1 (光线传媒)	流浪地球 1 (中国电影)	唐探 3 (万达电影)	封神 1 (北京文化)	泰囧 (光线传媒)
T+5	2.82%	0.57%	0.45%	-12.79%	-4.37%	10.15%
T+10	-3.17%	-5.38%	-0.70%	-14.07%	-15.13%	32.37%
T+22	-4.93%	-4.01%	8.14%	-15.04%	-23.17%	47.52%
上映期 附近最 大涨幅	35.01%	21.63%	37.66%	10.68%	16.46%	78.93%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：T 为相关电影前推一个交易日，日期间隔计算也以交易日为准

2.2 配置热点 2：如何看待本周消费板块的整体上涨？

我们的观点：本周消费板块整体表现较好，原因在于：一方面外资对中国资产愈发积极，一是德意志银行发布研报看好中国资产估值修复空间，二是在美国通胀超预期、降息预期进一步收敛背景下，人民币汇率不升反降。另一方面是“两会”临近，市场对消费提振政策的预期逐步升温。配置价值上看，尽管当前消费板块的配置性价比有所抬升，但短期内 DeepSeek、AI 等催化效力仍强，预计成长科技板块仍是占优方向不变。我们判断消费板块整体的良好配置时机有可能在两会工作报告后，此时可能面临成长科技涨幅高、而消费板块面临政策提振的环境下，有望成为更好的配置契机。

本周（2 月 10 日-2 月 14 日）消费板块整体表现较好，商贸零售、医药生物、社会服务、食品饮料、美容护理、轻工制造、汽车、纺织服饰、农林牧渔分别上涨 3.5%、2.7%、2.6%、2.3%、1.9%、1.3%、1.2%、1.2%、1.0%，分别居于第 3、5、6、8、10、12、15、16、17。细分行业中黑色家电、医疗服务、厨卫电器、医疗器械、一般零售、饰品分别上涨 8.8%、6.5%、4.8%、4.8%、4.7%、4.5%，涨幅相对靠前。

一是外资看好中国经济韧性以及资产修复空间。2 月 5 日，德意志银行发布研报《China Eats the World》，报告称 2025 年是中国超越其他国家的一年，预计中国股票“估值折价”将消失，A 股、港股牛市将继续并超过此前高点。认为当下中国类似 1980 年初的日本，价值链正在迅速攀升，以更低的价格提供更高质量的产品，并且创新力度高。对于中国消费端来看，自 2020 年以来中国居民储蓄增加了 10 万

亿美元，预计这些储蓄未来将在中期内流入消费和股票市场。从外汇视角看，2月12日，美国劳工统计局公布数据显示，美国1月季调后CPI环比升0.5%，预期升0.3%，前值升0.4%；季调后核心CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值升0.2%。CPI数据几乎高于所有预期，显示美国当前经济韧性仍然较强，但**人民币汇率不升反降**，2025年2月12日美元兑离岸人民币即期汇率未7.31，截至2025年2月14日下降至7.26。在中国仍有降息降准预期且美联储降息时间再度延后的情况下，人民币汇率小幅走强显示出当前海外对于中国经济韧性的积极预期，考虑到北向资金对于消费风格的偏好，消费风格有望在外资带动下继续修复。

二是政策对于内需的关注度不断提升，“两会”临近，消费提振政策预期升温。

2024年12月召开的中央经济工作会议上将提振消费、全方位扩大国内需求提到2025年重点任务首位，当前决策层对于扩内需的重视度不断提升。同时“两会”临近，消费政策预期再起，在2024年通胀水平仍然偏低的背景下，2025年决策层或有将居民消费价格涨幅目标设定具体考核目标的政策动力，有望带动地方政府对提振内需、消费的积极性。但在当前成长板块重磅催化剂不断的背景下，**短期内成长板块或仍优于消费板块**，节奏上，“两会”前后或有具体提振消费举措发布，待政策落地后可逐步向消费板块进行配置。

2.3 继续把握高弹性成长科技和强季节性基建机会

节后行情正在如期展开，外部风险扰动阶段性落地或影响有限，1月金融数据整体亮眼超预期，市场对“两会”的宏观政策预期正在逐渐凝聚，反弹行情仍将继续演绎。行业机会上，成长科技热点不断、表现突出，消费板块有所露头，基建优势方向中规中矩，银行保险偶有爆发，总体上机会不断。趁着市场反弹 β 仍在，投资机会上仍将精彩纷呈，我们继续强调三条主线：

第一条主线是高弹性成长科技，包括泛TMT、军工、机器人等。随着海外扰动落地，国内宏观政策预期渐起，节后市场如期展开新一波阶段性反弹，同时在DeepSeek、春晚机器人等重磅事件催化加持下，高弹性成长科技演绎正如火如荼。

第二条主线是强季节性效应的基建优势品种。在春节假期后至3月中旬的1-1.5个月时间内，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，这种机会与基本面和景气无关，行情支撑主要来自于估值即对“两会”政策的预期支撑。重点关注基建中8个胜率赔率皆优的领域，**包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。**

第三条主线是具备中长期战略性配置价值的银行保险。银行、保险历史估值百分位不足20%，无论横向或纵向角度均处低位。同时2024年业绩预告显示，银行、保险业绩均强劲，尤其是保险净利润同比增速维持高两位数增长甚至翻倍。再者从

《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。短期维度其弹性将弱于前两条主线，但中长期维度其战略性投资价值大幅提升。

风险提示：

宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；外部出现新变故等。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。