

春季躁动再临，不一样的“哑铃”布局



——2025年2月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年2月7日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美联储暂停降息，海外关税扰动风险上升

➤ 美国经济维持强劲，通胀反弹，美联储暂停降息

- ◆ 美国四季度GDP环比回落主要受到私人投资回落的影响，美国大选带来的不确定性使得四季度企业投资意愿偏谨慎，后续大选扰动结束企业有望增加资本开支。美国个人消费支出环比增速上行，指示美国内生动能仍然较强。
- ◆ 1月31日议息会议上，美联储暂停降息，美联储主席鲍威尔表示重申美联储目前并不急于调整货币政策。从上半年来看，若后续经济维持平稳，通货膨胀率没有出现明显的回落趋势，美联储大概率将维持联邦基金目标利率不变。

➤ 关税扰动风险上升

- ◆ 美国于2月1日宣布对中国商品加征10%关税，中国采取相应反制措施。
- ◆ 特朗普政府大概率不仅将关税作为贸易限制手段，也是谈判筹码，未来或有谈判空间。投资者需关注4月1日，当日的贸易调查报告可能成为新关税提案或调整关税的催化剂，甚至可能触发更广泛或更高幅度的关税。在此期间，特朗普可能会继续施压相关贸易对手。

国内宏观

外生因素推动经济修复超预期，内生动能仍然偏弱，耐心等待政策落地见效

➤ 政策刺激及外需“抢出口”等外生因素推动四季度经济修复好于预期，内生动能仍然不强

- ◆ 2024年四季度，政策发力带动生产加速，且外需“抢出口”效应显现，推动经济修复高于市场预期。
- ◆ 1月PMI超季节性回落，或主要受春节因素、“抢出口”回落、国补短时间“断档”等多因素共同影响，生产、订单均有明显回落。反映出当前内需不足、价格偏弱、企业盈利修复较慢、企业投融资意愿低迷的问题仍然存在，内生动能仍然面临下行压力。

➤ 外部扰动上升，耐心等待后续增量政策落地见效

- ◆ 外部关税扰动上升，谈判及缓和的可能尚存，但后续渐进式加征关税的风险仍然较大，市场不确定性加大。
- ◆ 预计2025年政策将前置发力，基建投资等有望前置部署，应对关税的举措也有望后手发力，但能否改善需求不足的问题仍待观察。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➢ 春季躁动行情或由AI+领衔、月末转向红利： ◆ 国内经济基本面：政策发力带来的修复脉冲边际减弱，关税扰动提升，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：春季躁动行情下，A股成交额预计较节前回升，处于情绪修复阶段； ◆ 政策面：政策发力前置，效果尚需观察，若海外政策扰动加剧，政策有望“后手应对”； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动，市场波动加大。 ➢ “春季躁动”，不一样的“哑铃”：A股进入“春季躁动”阶段，受关税扰动影响，顺经济周期板块机会不明显，预计仍是“哑铃”型机会——受Deepseek催化，AI相关科技领域或将成为春季躁动的“主角”，科技、小盘占优的日历效应有望再次印证；考虑到两会前市场往往出现风格切换，即春季行情受益的科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求提升，预计月末市场切向以银行为代表的红利风格。预计当前的“哑铃”配置一方面轮动特征更加明显，另一方面也较前两年更加“缩圈”。	相对乐观
行业/风格	➢ 先AI+，后红利，不一样的“哑铃”策略： ◆ 科技端“缩圈”，预计中上旬占优：在日历效应叠加Deepseek催化下，科技、小盘或将为春季躁动“主角”，2月中上旬建议关注AI+领域，机器人、计算机、电子、通信、传媒等板块，及Deepseek相关概念。需要注意的是，科技端存在“缩圈”可能，即一级行业总体涨幅相对有限，细分概念领域、个股表现或更为突出，且总体波动上升、持续性或相对2023年初的AI行情偏弱，需短线思维为主。 ◆ 红利缩圈，下旬有望回归：从日历效应看，两会前市场往往出现风格切换，即春季行情受益的科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求提升，2月下旬建议关注银行、红利策略。不同于过去两年红利策略整体迎来增量资金，当前高股息策略增量或主要来自于险资等长期资金入市，相对更偏好银行。	AI+领衔春季躁动 月末切向红利
配置策略	◆ 科技或进入短线博弈窗口，宜逢高止盈，随后阶段性防守：总体来看，2月中上旬可根据风险偏好博弈AI+等科技方向，以短线思维为主，需及时止盈，下旬可逐渐转向红利或降低仓位防守。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：继续重点关注美股、美债、黄金等资产的机会。	先科技，再防守 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	月度展望	中期展望（3个月）
A股	相对乐观	中性
港股	相对乐观	中性
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	中性	相对乐观
可转债	相对乐观	中性
美股	相对乐观	相对乐观
美债	中性	相对乐观
美元	中性	相对乐观
黄金	中性	相对乐观
原油	相对谨慎	中性
货币/存款	低配	低配

注：国际形势演变超预期的风险；地缘风险；海外经济超预期变化的风险；特朗普政策不确定性风险；国内经济复苏不及预期的风险，扩内需政策不及预期的风险。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：港股高歌猛进，黄金显著走强



2025年1月大类资产表现特征回顾：

- **A股整体回落，港股科技大幅上涨；海外市场整除日股外整体走强；国内债市维持平稳；黄金及石油价格走强。**
- **A股整体回落。**1月A股市场整体表现不佳，市场情绪较为低迷，主要受到临近春节长假和业绩预告披露压力的影响。
- **港股科技大涨。**1月13日，中国央行行长潘功胜表示将大幅提高国家外汇储备在中国香港的资产配置比例，港股市场开始企稳回升。叠加春节前DeekSeek模型在全球范围内的迅速走红，港股科技快速上涨。
- **海外市场整体走强。**德法政治环境逐步稳定，俄乌局势趋于缓和，以及市场开始押注德国大选后可能放松财政政策，这些因素共同助推了欧洲股市在1月上涨。
- **黄金价格走强。**特朗普上台后开始推行加征关税等政策，引发市场对贸易摩擦和通胀预期的担忧，进而推升市场对于抗通胀资产的需求。
- **石油价格走高。**拜登1月6日发布行政令，永久禁止在大西洋和太平洋部分海域开发油气。同时特朗普上台后威胁让加拿大成为美国第51个州，不排除武力控制巴拿马运河和格陵兰岛等。受此影响，原油价格上涨。
- **债市维持平稳。**1月10日，中国人民银行公告，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作。受到政策调控的影响，资金面边际收紧，1月债市涨幅收窄。
- **美元指数走平。**1月利空利多因素交织，美元指数走平。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年1月	2024年12月	2025年以来
A股	Wind全A	-2.32	-1.96	-2.32
	上证指数	-3.02	0.76	-3.02
	沪深300	-2.99	0.47	-2.99
	中证500	-2.38	-2.16	-2.38
	中证1000	-1.87	-3.74	-1.87
	创业板指	-3.63	-3.71	-3.63
港股	恒生指数	0.82	3.28	0.82
	恒生中国企业指数	1.27	4.94	1.27
	恒生科技指数	5.72	2.63	5.72
海外股市	标普500	2.70	-2.50	2.70
	纳斯达克指数	1.64	0.48	1.64
	德国DAX	9.16	1.44	9.16
	日经225	-0.81	4.41	-0.81
	英国富时100	6.13	-1.38	6.13
	法国CAC40	7.72	2.01	7.72
债券	中债总财富指数	0.36	1.69	0.36
	中债信用债指数	0.10	0.70	0.10
	中证转债指数	1.34	1.49	1.34
商品	南华商品指数	2.54	-1.04	2.54
	ICE布油	2.85	2.59	2.85
	COMEX黄金	6.85	-1.11	6.85
汇率	美元指数	0.03	2.56	0.03
	美元兑人民币	-0.46	0.91	-0.46

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至2025年1月31日，单位：%

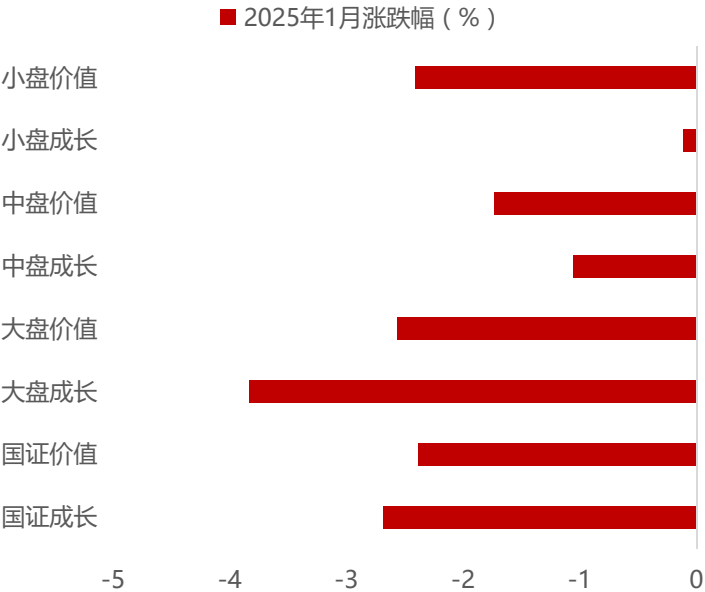
A股行业风格回顾：1月A股整体回落

- 2025年1月市场整体回落。

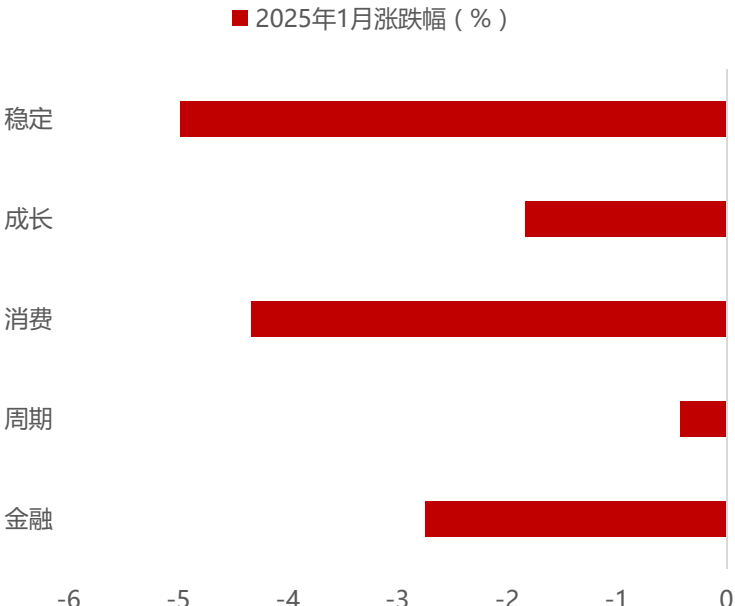
1月，受到邻近春节长假部分投资者落袋为安以及业绩预告披露压力的影响，A股市场情绪回落，整体表现不佳。其中大盘成长领跌，稳定和消费跌幅居前。
- 行业方面，2025年1月行业跌多涨少，商贸零售、国防军工、煤炭、食品饮料领跌。

从具体行业来看，1月行业跌多涨少。由于缺少进一步的政策催化，1月A股市场情绪回落，前期涨幅较高的商贸零售领跌。市场对特朗普上台后可能采取的对华政策存在担忧，包括加征关税及金融领域的不确定性，这使得军工板块跌幅居前。

1月大盘成长领跌（%）



1月稳定和消费跌幅居前（%）



1月商贸零售、国防军工领跌（%）



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



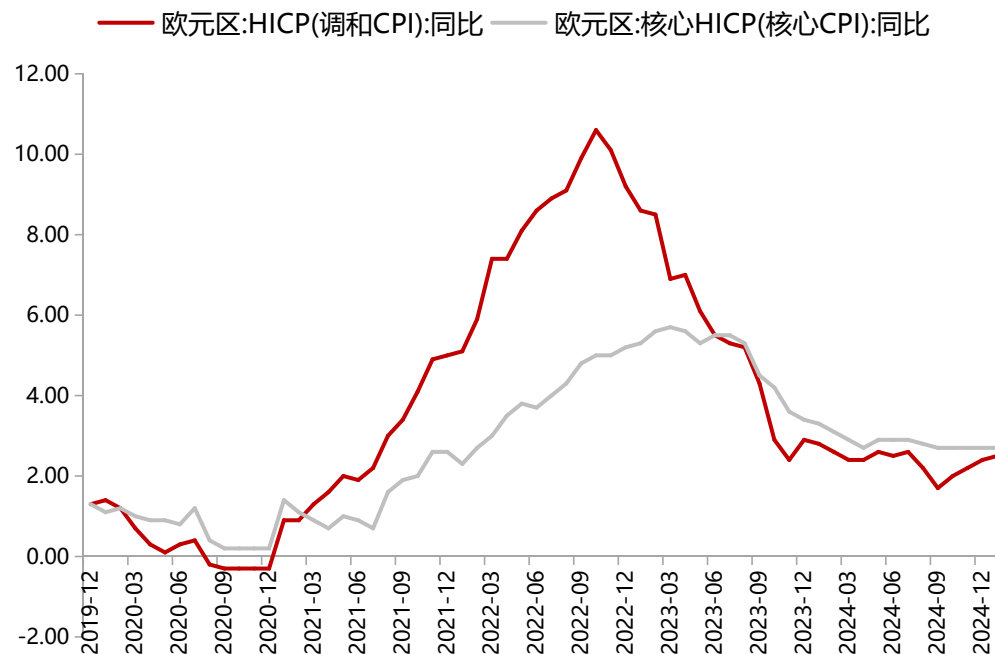
欧洲：经济维持疲弱，欧央行持续降息

- **欧洲经济维持疲弱。** 欧盟统计局公布的初步数据显示，2024年第四季度欧元区国内生产总值（GDP）环比零增长，同比增长0.9%，欧洲经济维持疲弱。根据欧盟统计局的数据，欧元区2025年1月的通胀率按年率计算为2.5%，高于2024年12月的2.4%，其中能源价格上涨1.8%，是推动通胀上升的主要因素。
- **1月30日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率再次下调25个基点。** 这是欧洲央行继2024年6月开始降息以来的第5次降息。欧洲央行行长拉加德表示，存款利率下调主要是基于欧元区经济短期内仍将疲软及通胀逐步下降做出的。市场预期欧央行未来将进一步降息，年内进一步降息空间为70个基点。

欧洲经济维持疲弱



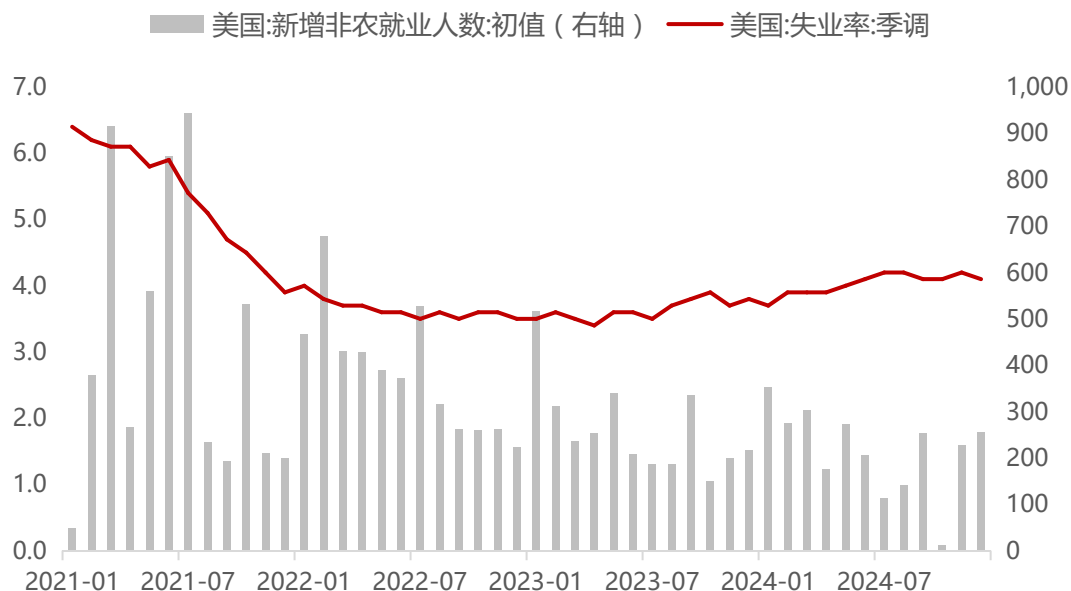
欧元区通胀继续反弹 (%)



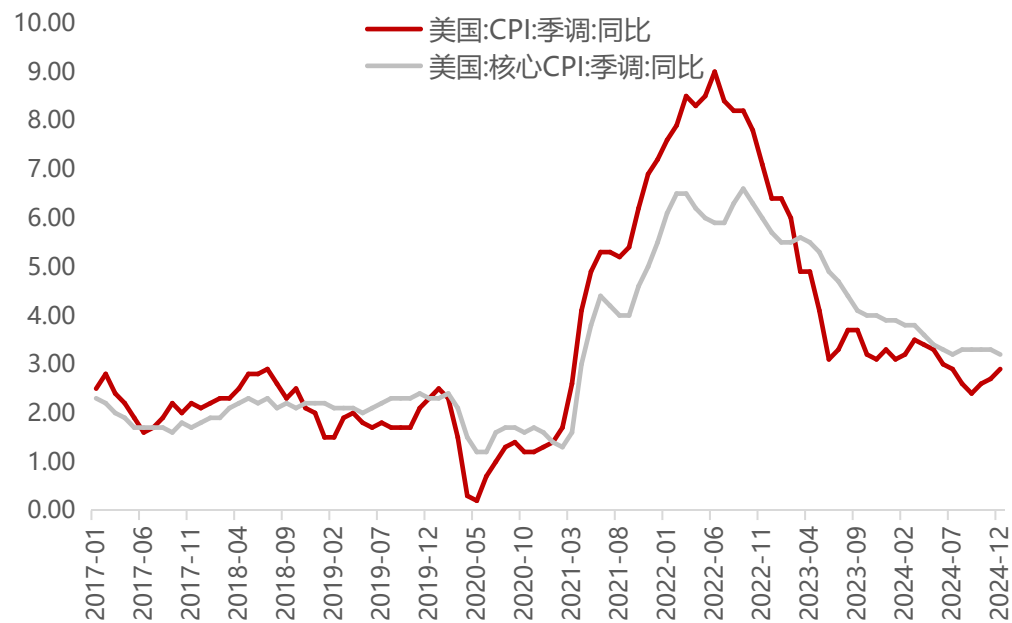
美国：劳动力市场趋紧，通胀反弹

- 美国劳动力市场趋紧：**12月新增非农就业25.6万人，预期16.0万人；12月失业率4.1%，预期4.2%；平均时薪同比升3.9%，预期升4.0%。这一方面源于美国大选结果落地后，中小企业的乐观情绪上升，纷纷重启之前因不确定性而搁置的招聘计划；另一方面2024年美国“黑五”购物节延续至12月，从而使12月零售业新增就业从前值的-2.9万人大幅升至+4.3万人。12月失业率同样低于预期，显示美国劳动力市场整体趋紧，这可能会抑制工资增长的下滑，并增加服务价格通胀加速的风险。
- 美国通胀反弹：**12月美国CPI同比+2.9%，超出前值+2.7%，符合市场预期；季调后CPI环比符合预期为+0.4%，超出前值+0.3%；核心CPI同比低于市场预期为+3.2%，与前值+3.3%保持一致。12月美国CPI同比反弹主要受到能源价格上涨影响。12月美国核心CPI低于预期主要受到核心商品和住房通胀降温的影响。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



美国通胀温和上涨（%）



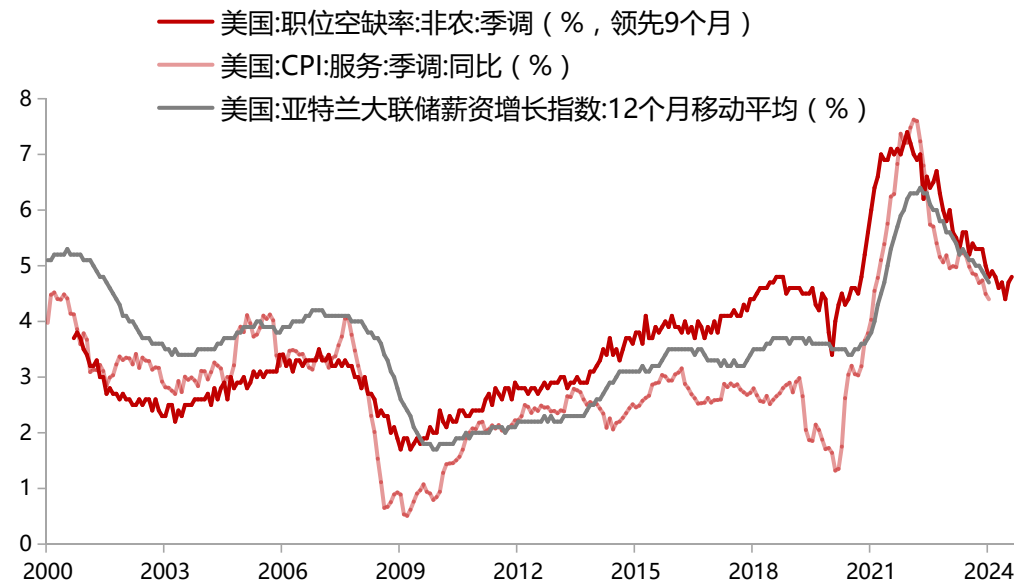
美国：通胀上行风险增加

- **劳动力市场趋紧，移民政策可能会导致美国通胀进一步上行：**由于美国大选的不确定性，美国企业也推迟了2024年的投资和就业计划。自从选举结果公布以来，乐观情绪大大增加。NFIB的小企业乐观指数在12月份升至6年来的最高水平，这暗示未来三个月的招聘计划也会上升。若特朗普上台后开始驱逐非法移民，2025年劳动力可能会变得稀缺，职位空缺率领先指标显示增加工资未来有反弹风险，通胀上行压力增加。

美国中小企业乐观指数上升



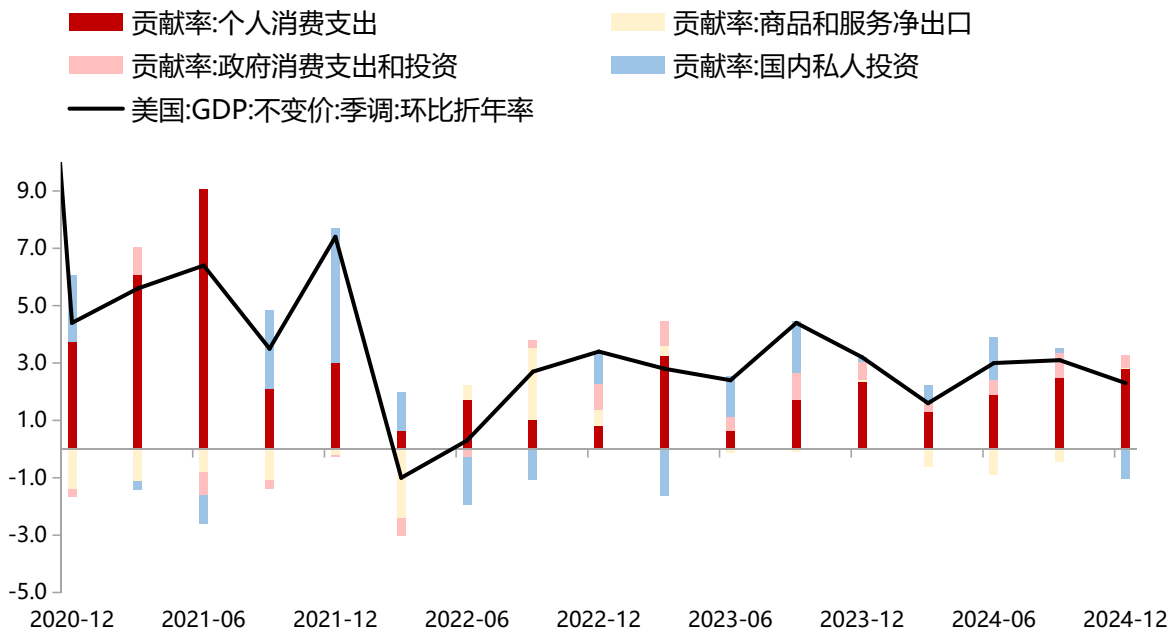
领先指标显示美国薪资增速可能会再度回升



美国：美国消费维持强劲，美联储暂停降息

- 美国消费维持强劲。**美国经济分析局公布2024年四季度GDP数据初值：四季度实际GDP年化季率初值2.3%，预期2.6%，前值3.1%；实际个人消费支出季率初值4.2%，预期3.2%，前值3.7%。美国GDP环比回落主要受到私人投资回落的影响，美国大选带来的不确定性使得四季度企业投资意愿偏谨慎，后续大选扰动结束企业有望增加资本开支。美国个人消费支出环比增速上行，指示美国内生动能仍然较强。
- 美联储暂停降息。**1月30日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%不变，美联储主席鲍威尔表示重申美联储目前并不急于调整货币政策。对比上一次美联储议息会议声明，本次声明去除了“在向2%的通胀目标方面取得了进展”的表述，仅仅提及了“通胀仍然处于高位”，显示美联储对通胀回落的速度和持续性仍持谨慎态度。另一方面，特朗普上台后对移民政策和关税政策的转变，使得未来不确定性增加，可能会进一步加剧通胀风险。从上半年来看，若后续经济维持平稳，通货膨胀率没有出现明显的回落趋势，美联储大概率将维持联邦基金目标利率不变。

美国2024年四季度GDP环比折年率为+2.3%



市场预期美联储下次降息推迟至6月（截至2月4日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.5%	84.5%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	32.9%	63.2%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.1%	45.7%	36.6%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	22.8%	43.6%	28.3%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	10.4%	29.2%	38.9%	19.6%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.4%	13.9%	31.0%	35.4%	16.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.1%	1.1%	5.7%	17.6%	31.9%	31.1%	12.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.2%	1.5%	6.7%	18.9%	31.9%	29.4%	11.4%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.3%	1.9%	7.8%	20.1%	31.7%	27.8%	10.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.2%	8.3%	20.5%	31.5%	27.1%	9.9%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.3%	8.6%	20.8%	31.4%	26.7%	9.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.2%	8.1%	19.8%	30.5%	27.1%	11.1%	0.8%
2026/9/16	0.1%	0.4%	2.3%	8.4%	20.1%	30.4%	26.6%	10.8%	0.8%
2026/10/28	0.1%	0.4%	2.2%	7.9%	19.1%	29.5%	27.0%	12.2%	1.7%
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.9%	15.1%	25.8%	27.8%	17.4%	5.4%	0.6%

- 美宣布对中国商品加征10%关税，中国采取反制措施。美国总统特朗普2月1日签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。白宫当天表示，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征10%的关税。特朗普说，这与他支持的“保护主义措施”相吻合。根据行政令，美国还将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征25%的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为10%。2月4日，国务院关税税则委员会发布公告表示，经国务院批准，自2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。
- 关税措施成为特朗普政府的谈判手段，外部扰动持续。特朗普上任后发布“美国优先贸易政策”备忘录，为贸易政策调整留出空间，并将2025年4月1日定为贸易调查和政策建议的截止日期。另外从最新进展来看，美国对墨西哥和加拿大的关税征收政策均同意暂缓一个月执行，并与两国达成边境合作。这种灵活的策略表明特朗普政府将关税作为谈判工具的可能性较大，而不是单纯的贸易限制手段。投资者需关注4月1日，当日的贸易调查报告可能成为新关税提案或调整关税的催化剂，甚至可能触发更广泛或更高幅度的关税。在此期间，特朗普可能会继续施压相关贸易对手，等待对方做出让步。

近期美国对于其他国家的关税措施及最新进展

	特朗普政府关税措施	反制措施	最新进展
中国	美国将在现有关税基础上加征10%的关税。	对原产于美国的部分进口商品加征关税：对煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税；	美国总统特朗普表示他不着急同中方领导人进行通话
墨西哥	美国对进口自墨西哥两国的商品加征25%的关税，	墨西哥总统辛鲍姆表示墨西哥将采取反制措施，向美国输墨产品加征关税。	美国和墨西哥同意将加征关税的措施立即暂缓一个月执行。墨西哥将立即派遣1万名国民警卫队人员加强北部边境巡逻，以防止从墨西哥向美国贩运芬太尼等毒品。
加拿大	美国还将对进口自加拿大的商品加征25%的关税，加拿大能源产品的加税幅度为10%。	加拿大将对价值1550亿加元的美国产品征收25%的关税。	美暂停对加拿大加征关税至少30天，成立加拿大与美国的联合打击部队，打击有组织犯罪、洗钱等活动。
欧盟	特朗普1月31日接受记者采访时表示，由于欧盟拒绝进口美国汽车以及农作物等，为了寻求对等，将对其征收关税。	欧盟官员表示，如果美国总统特朗普对欧洲征收关税，欧洲将以相应的方式回应。	尚未征收

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：政策发力及外需支撑，四季度超预期修复



- 12月经济在政策发力、外需走强支撑下完成全年5%的GDP增长目标。一方面，12月出口、生产偏强，或主因“抢出口”效应以及政策发力推动生产端修复，生产的大幅回升带动总量经济修复；另一方面，物价指数、固定资产投资、企业贷款、消费需求均呈现偏弱局面，反映出受产能大于需求拖累，经济内生性动能仍有较大提升空间。
- 需求：12月消费增速回升至3.7%（前值3.0%），不及预期（3.9%）。家电家具等仍然受政策补贴支撑表现较好，但其他可选消费普遍增长乏力，外生刺激带动为主，内生需求仍待提振。
- 投资：12月固定投资增速回落，各分项普遍偏弱。制造业、基建进一步回落，地产投资增速创全年低点。
- 生产：12月工业增加值大幅回升，或受美国补库应对关税影响，出口交货值同比8.8%（前值7.4%），外需仍然明显强于内需。

国内经济供需表现

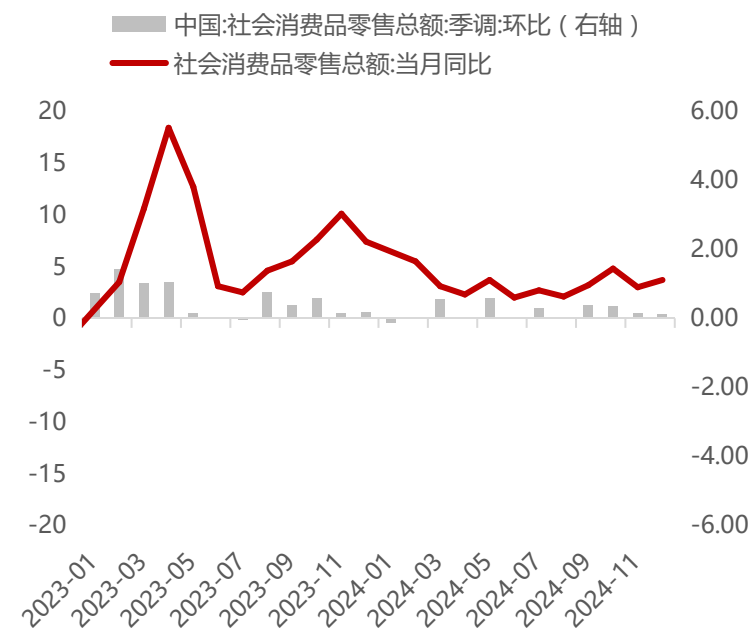
	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：政策刺激支撑消费修复，抢出口带动外需回升



- 可选消费继续分化，外生刺激带动作用明显。**12月消费增速回升至3.7%（前值3.0%），不及预期（3.9%），且消费总体的环比增速回落，12月消费分项来看，家电家具等仍然受政策补贴支撑表现较好，但其他可选消费普遍增长乏力，显示出消费需求的内生需求不足，主要靠外部刺激带动，且整体增速仍然低于经济增长。
- “抢出口”效应支撑12月出口回升。**12月出口（人民币计价）同比增速10.9%，好于预期和前值。最新美联储褐皮书中揭示“部分地区表示制造商正在囤积库存以应对关税上涨的预期”，显示“抢出口”等因素近期有所强化，支撑出口回升。

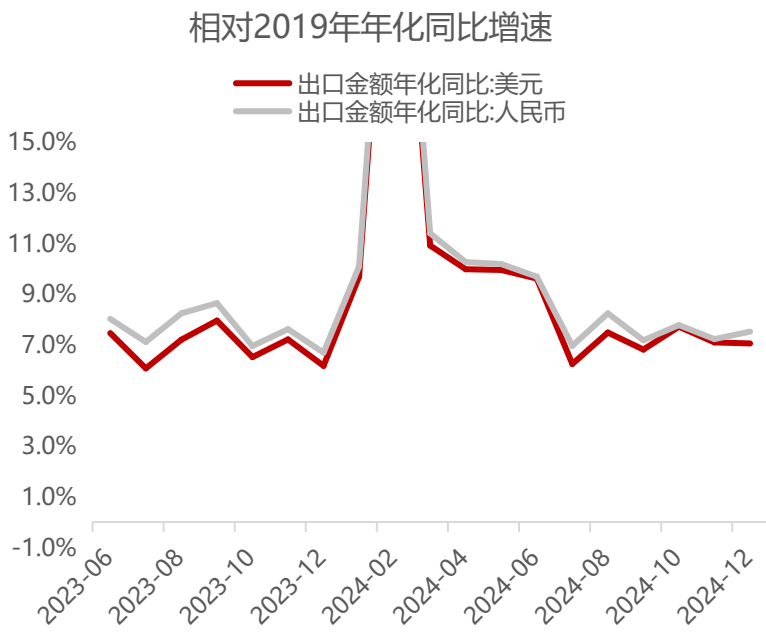
社零增速回落（%）



12月可选消费明显分化（%）

	2024年12月份同比增速	2024年12月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	9.90	-0.2
饮料类	-8.50	-4.2
烟酒类	10.40	13.5
服装鞋帽针纺织品类	-0.30	4.2
日用品类	6.30	5.0
中西医药品类	-0.90	1.8
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	39.30	17.1
家具类	8.80	-1.7
建筑及装潢材料类	0.80	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	0.80	27.2
金银珠宝类	-1.00	4.9
文化办公用品类	9.10	15.0
通讯器材类	14.00	21.7
石油及制品类	-2.80	4.3
汽车类	0.50	-6.1

12月出口再度回升（%）

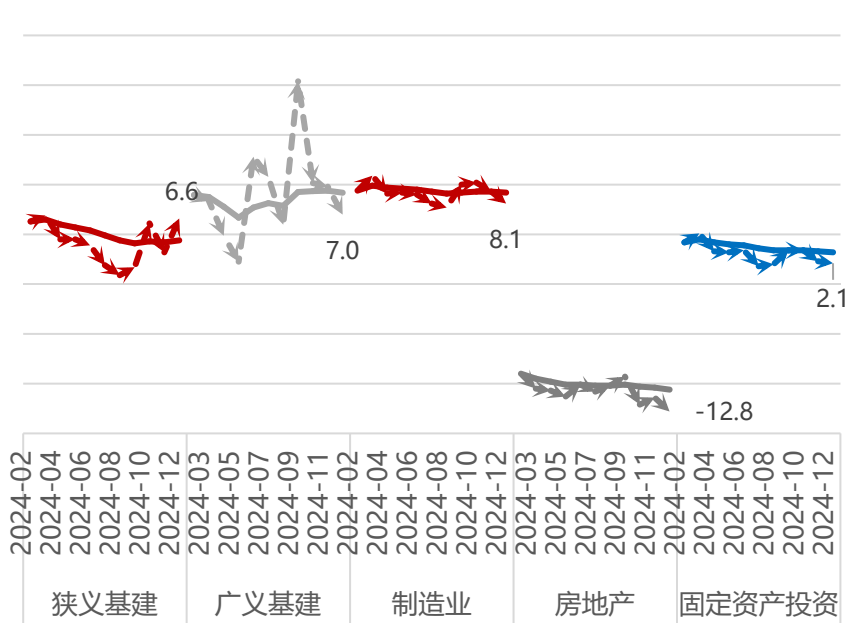


投资&生产端：固定资产投资回落，工业增加值改善

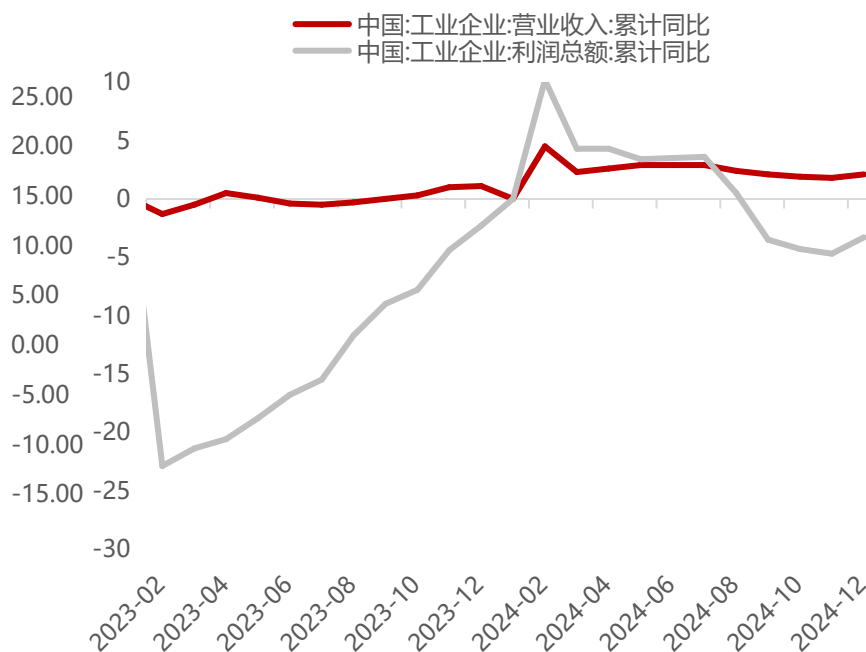
- 12月固定投资增速回落，各分项普遍偏弱。制造业、基建进一步回落，地产投资增速创全年低点，总体来看固定资产投资增速当月增速回落至2.1%，显示出企业或受制于盈利改善偏慢、产能过剩等因素扰动，投资及扩张意愿偏低。
- 12月工业增加值大幅回升，或受政策及外需带动。工增同比增速6.2%（前值5.4%），出口交货值同比8.8%（前值7.4%），外需仍然明显强于内需，叠加美联储褐皮书中揭示“部分地区表示制造商正在囤积库存以应对关税上涨的预期”，显示“抢出口”等因素近期有所强化，但特朗普就任后外需下行压力仍需警惕。此外，政策发力或也助推生产端走强以达成全年经济目标，但生产偏强的格局延续，或对产能过剩、企业投资继续构成压力。

12月固定资产投资回落（%）

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



12月企业盈利边际改善（%）



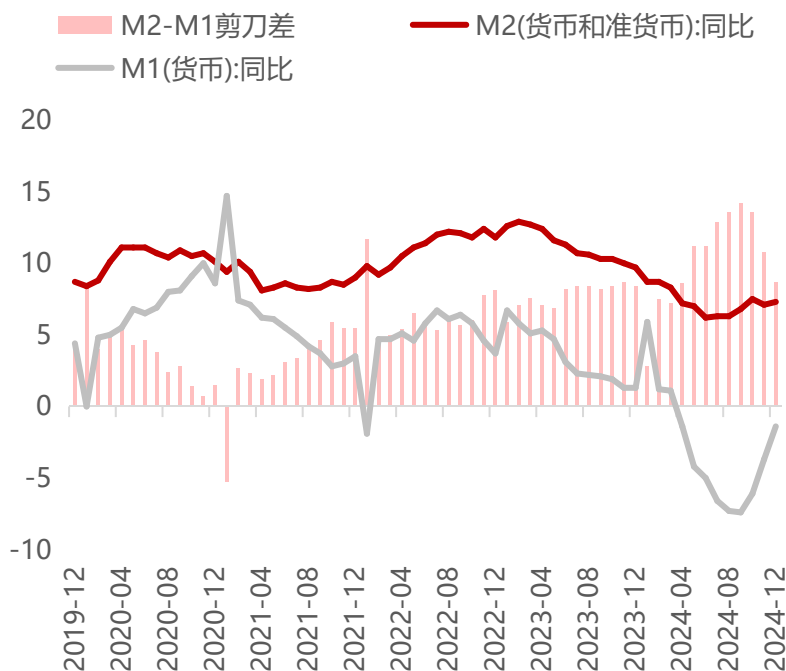
12月工业增加值明显回升（%）



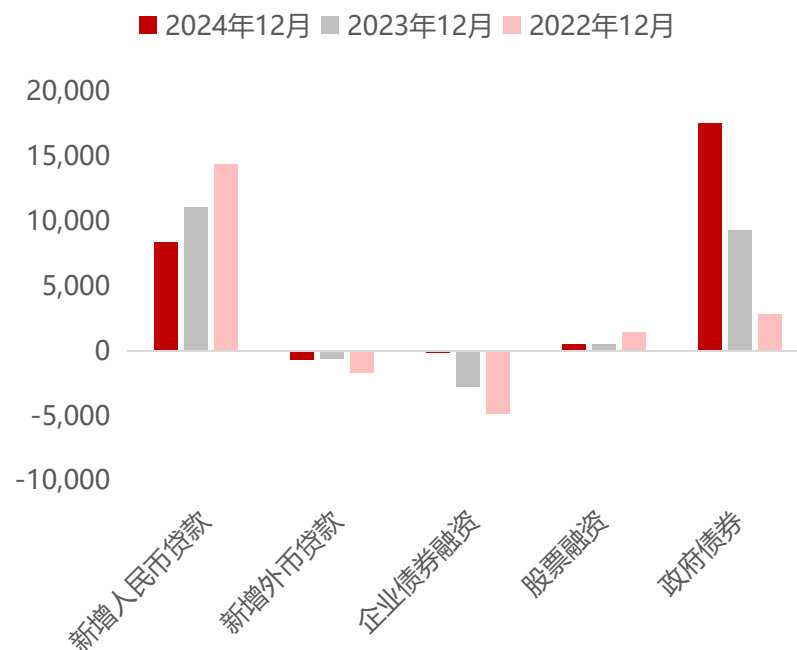
金融数据：政府融资发力，居民企业需求待改善

- **化债继续推动M1修复。**2024年12月M1进一步回升，从前值的-3.7%回升至-1.4%，地方政府隐债置换推动城投等企业流动性改善或仍是主要驱动力。M2基本保持平稳，因此M2-M1剪刀差回落或并非反映货币活化、企业经营状况有明显改善。
- **12月社融增速受政府发债支撑，地产回稳带动居民信贷小幅改善，企业信贷需求依然偏弱。**12月社融同比回升至8.0%（前值7.8%），主因政府发行隐债置换债支撑，政府债发行同比多增8242亿元，但新增贷款同比下滑。新增人民币贷款分项中，尽管有票据冲量的支撑，但企业贷款依然延续了10月以来明显低于往年同期水平的局面；居民信贷需求好于往年同期，主要受地产修复影响，居民中长期贷款略好于过去两年同期，但短期贷款走弱。显示出居民、企业信贷扩张需求仍然偏弱，金融数据仍处于筑底阶段。

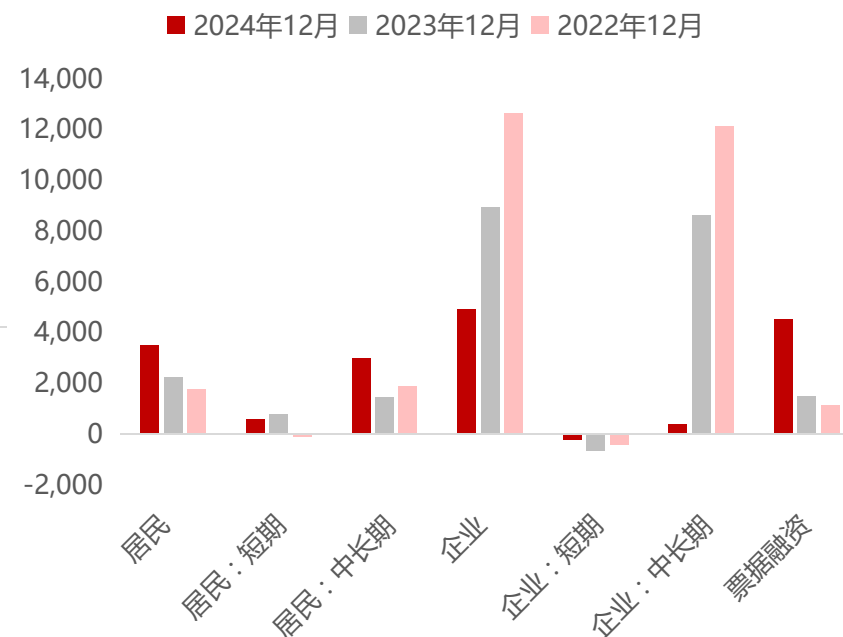
M1延续改善，M2-M1剪刀收窄（%）



社融分项：政府债发行量明显提升（亿元）



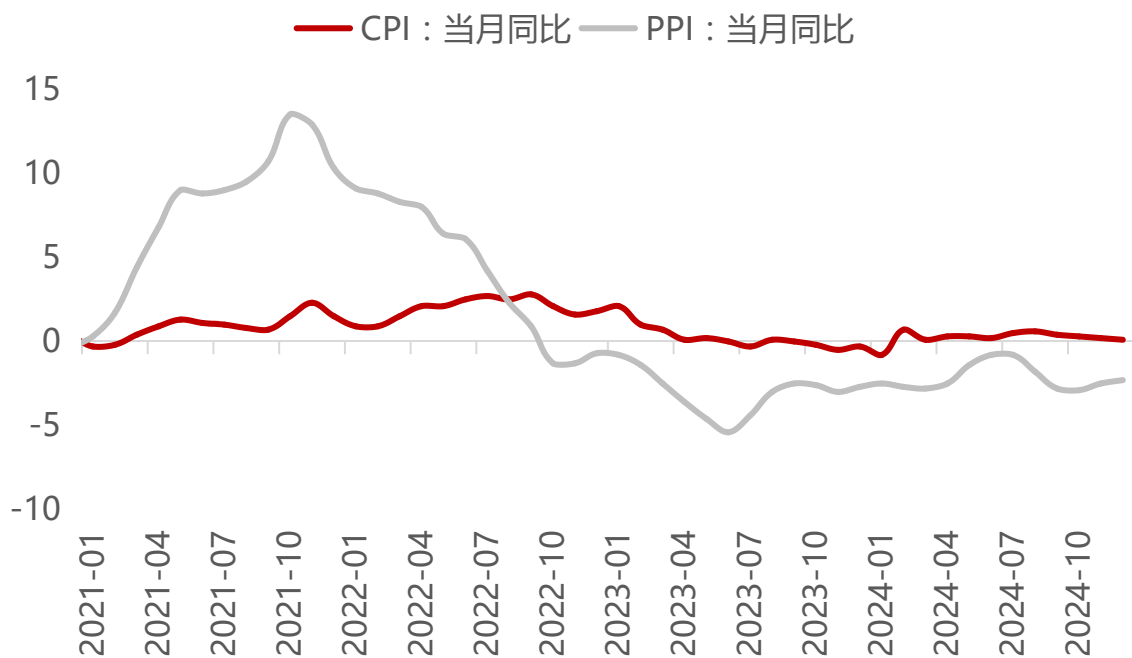
新增贷款：居民信贷小幅改善，企业信贷需求明显较弱（亿元）



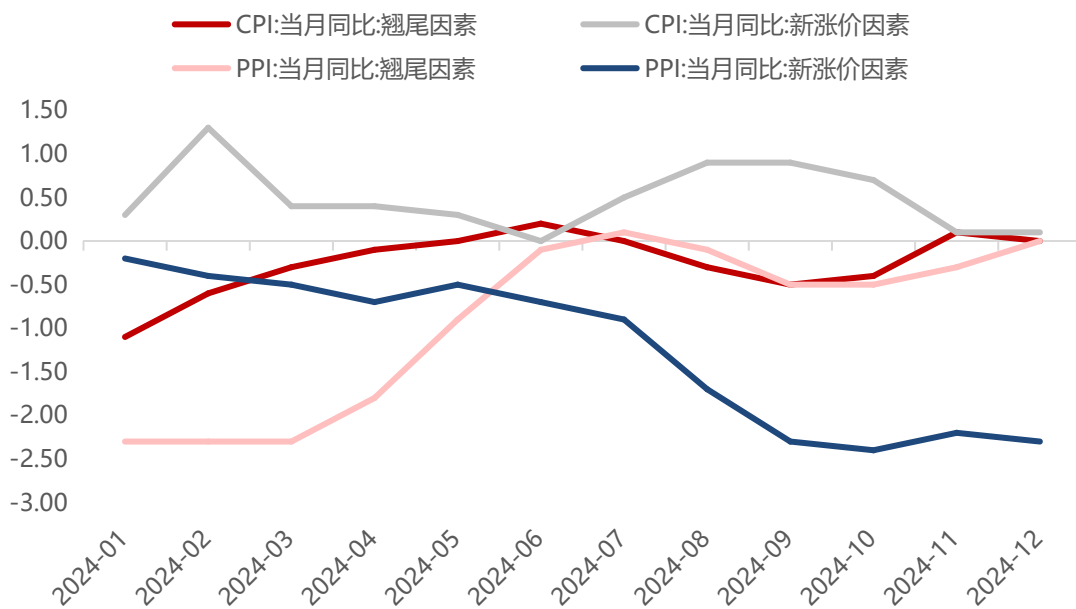
通胀前景：物价或尚未筑底，低通胀压力仍然较大

- 12月生产扩张快于内需修复，价格指数偏弱运行。蔬菜、猪肉等食品价格继续回落带动12月CPI同比回落至0.1%（前值0.2%）。PPI低位回升至-2.3%（前值-2.5%），工业品价格12月整体小幅回升，下行压力边际改善。
- 新涨价因素偏弱。四季度CPI、PPI的新涨价因素均有所回落，PPI修复主因去年基数带来的翘尾因素，可见在总需求不足的情况下，生产扩张仍然快于内需修复，价格指数下行压力仍存。

CPI回落，PPI低位回升（%）



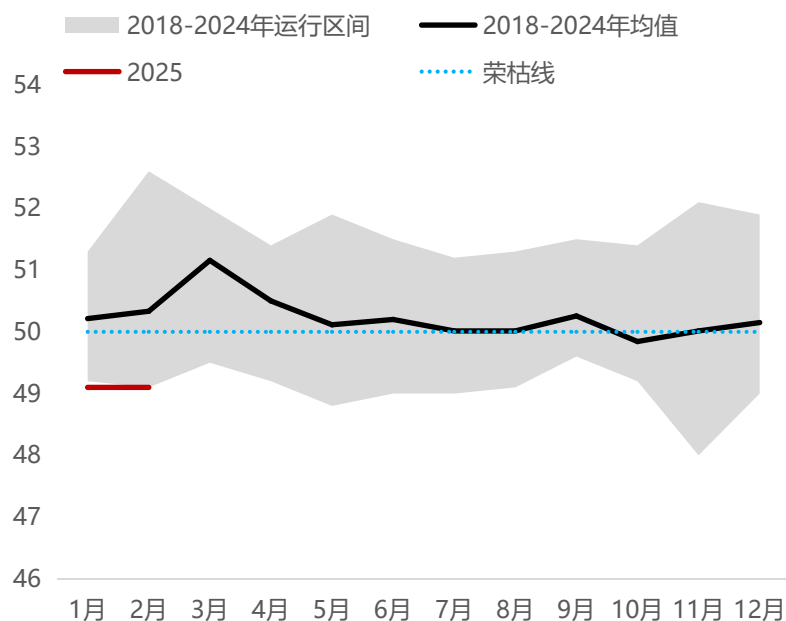
CPI、PPI新涨价因素偏弱，PPI修复主因翘尾因素（%）



PMI：制造业、非制造业均回落

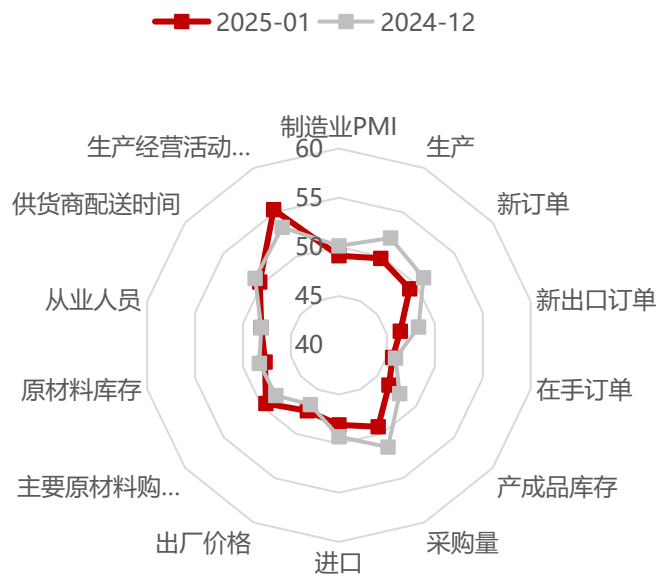
- 多因素影响下，1月制造业景气度下滑。1月制造业PMI回落至49.1（前值50.1），或主要受春节因素、“抢出口”回落、国补短时间“断档”等多因素共同影响。生产、订单均有明显回落。
- 非制造业大幅回落，或主因前值异常（季调因素）。12月非制造业PMI大幅回升（由11月的50回升至52.2）或主因季调因素带来的读数偏差，而1月非制造业PMI回落至50.2，或主因前值异常导致，整体来看，非制造业景气度处于荣枯线上，延续扩张，但仍有待进一步修复。

制造业PMI明显回落

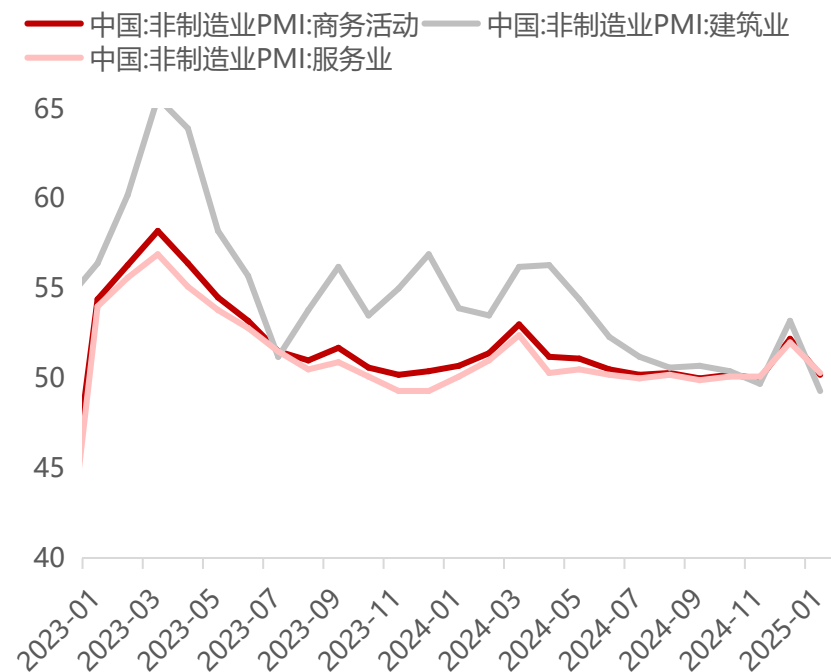


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

生产、订单、就业回落



非制造业回落或因前值异常



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望

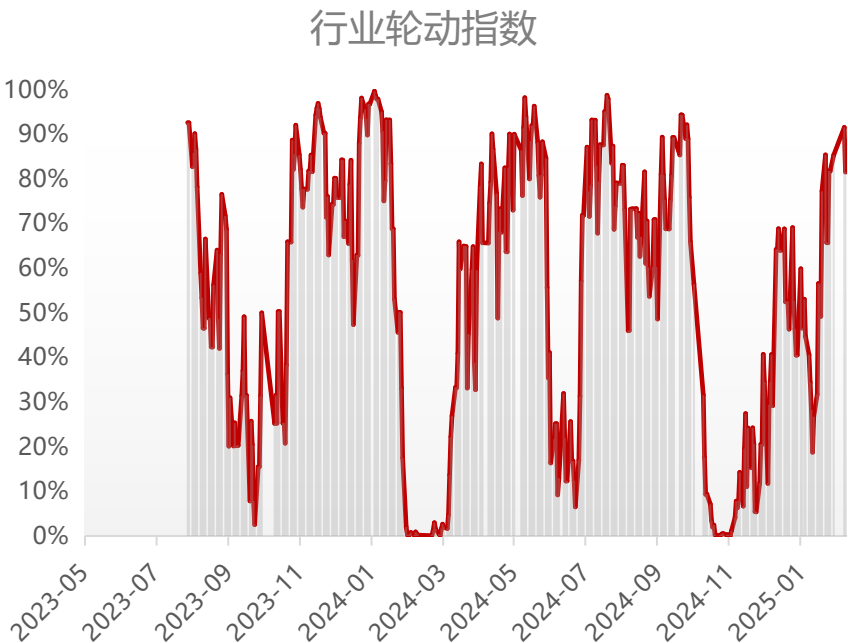


A股交易结构：轮动速度先降后升，行业间收益差快速回落

2025年1月，A股走势与行业轮动速度先降后升，行业间收益差维持低位。

- ✓ 行业轮动：1月行业轮动速度先降后升，1月中旬后轮动速度开始加快。
- ✓ 行业收益分布差：1月A股整体表现不佳，行业间收益差异维持低位。
- ✓ 行业拥挤度：1月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：银行、有色金属、电力设备、汽车等方向。

行业轮动速度先降后升



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异维持低位



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
环保	0.14	-46.0%
社会服务	0.39	-44.1%
美容护理	0.03	-37.9%
轻工制造	0.25	-32.6%
钢铁	0.15	-25.5%
房地产	0.03	-23.7%
国防军工	0.13	-23.7%
建筑装饰	0.16	-22.9%
公用事业	0.07	-22.0%
传媒	0.59	-20.0%
纺织服饰	0.56	-18.4%
交通运输	0.14	-16.5%
非银金融	0.44	-13.3%
计算机	0.78	-9.9%
煤炭	0.19	-8.7%
农林牧渔	0.00	-7.8%
建筑材料	0.00	-3.5%
商贸零售	0.96	-3.4%
综合	0.43	-2.8%
基础化工	0.19	-2.6%
食品饮料	0.04	-1.9%
医药生物	0.00	0.0%
机械设备	1.00	0.0%
家用电器	0.99	2.6%
石油石化	0.14	6.6%
通信	0.98	9.9%
电子	0.97	11.2%
汽车	0.73	11.3%
电力设备	0.37	19.7%
有色金属	0.25	25.0%
银行	0.59	25.5%

市场风险偏好：小幅回落

- **上证红利股债性价比大幅抬升：**1月国债收益率维持平稳，上证红利股息率 - 十年期国债收益率大幅抬升，为5.01（前值3.39），超过3年滚动均值水平（3.66），上证红利的股债性价比大幅抬升。
- **A股风险溢价率先升后降，市场风险偏好有所下降：**截至1月27日，万得全A风险溢价率为3.90（前值3.62），目前超过5年滚动正一倍标准差水平（3.57），市场整体风险偏好有所下降。

上证红利股债性价比快速攀升



风险溢价率先升后降

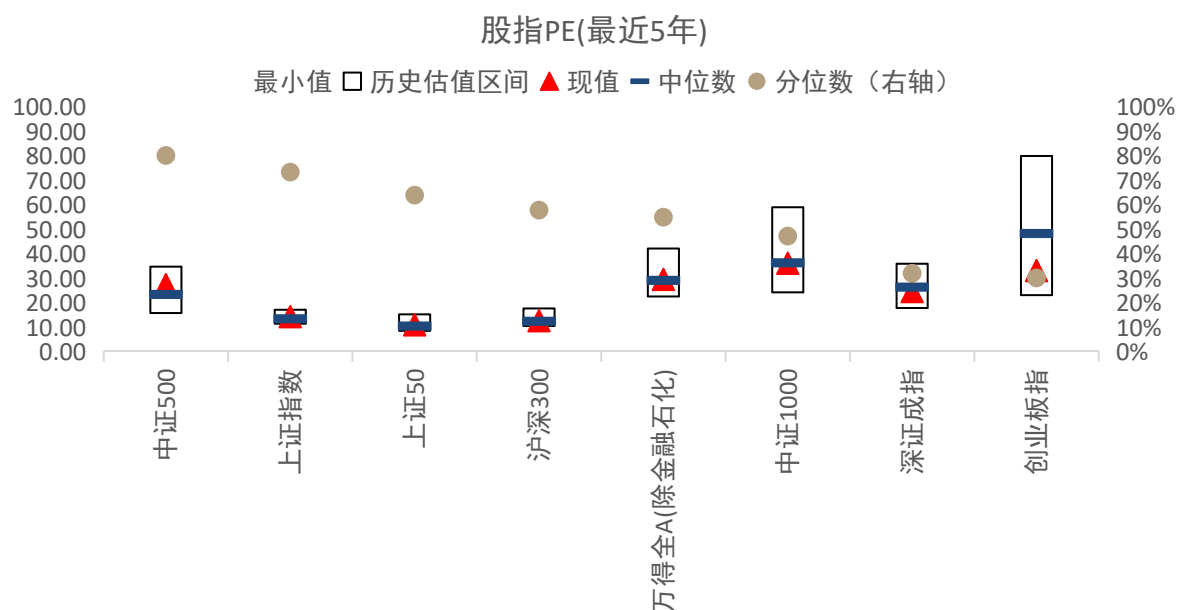


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：

- 2025年1月，跟踪的8个股指中，估值均有所回落，其中，**中证500**处于至3/4以上区间，**创业板指**、**深证成指**、**中证1000**处于**中位数以下区间**，**上证指数**、**上证50**、**万得全A（除金融、石油石化）**、**沪深300**处于中位数区间以上。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2025年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-3.63	-3.63	32.90	29.93
深证成指	-2.48	-2.48	24.33	31.86
万得全A(除金融、石油石化)	-2.27	-2.27	29.29	54.78
沪深300	-2.99	-2.99	12.44	57.67
中证500	-2.38	-2.38	27.16	79.97
中证1000	-1.87	-1.87	35.89	47.07
上证指数	-3.02	-3.02	14.07	73.17
上证50	-3.77	-3.77	10.74	63.81

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/1/27

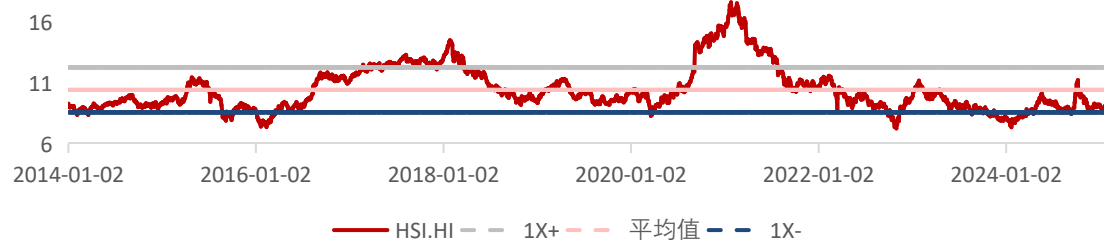
港股：AH股溢价率收敛，估值修复

- 1月AH股溢价率继续收敛：
- 1月13日，中国央行行长潘功胜表示将大幅提高国家外汇储备在中国香港的资产配置比例，港股市场领先于A股开始回升，AH溢价继续收敛，相比于前值143.00而回落至141.31，港股配置性价比仍然相对偏高。
- 港股估值抬升，配置性价比仍然偏高：
- 1月港股整体企稳回升，估值抬升，但整体仍位于历史均值-一倍标准差左右的位置，结合AH股溢价率来看，配置性价比仍然偏高。

AH股溢价率继续收敛



恒生PE



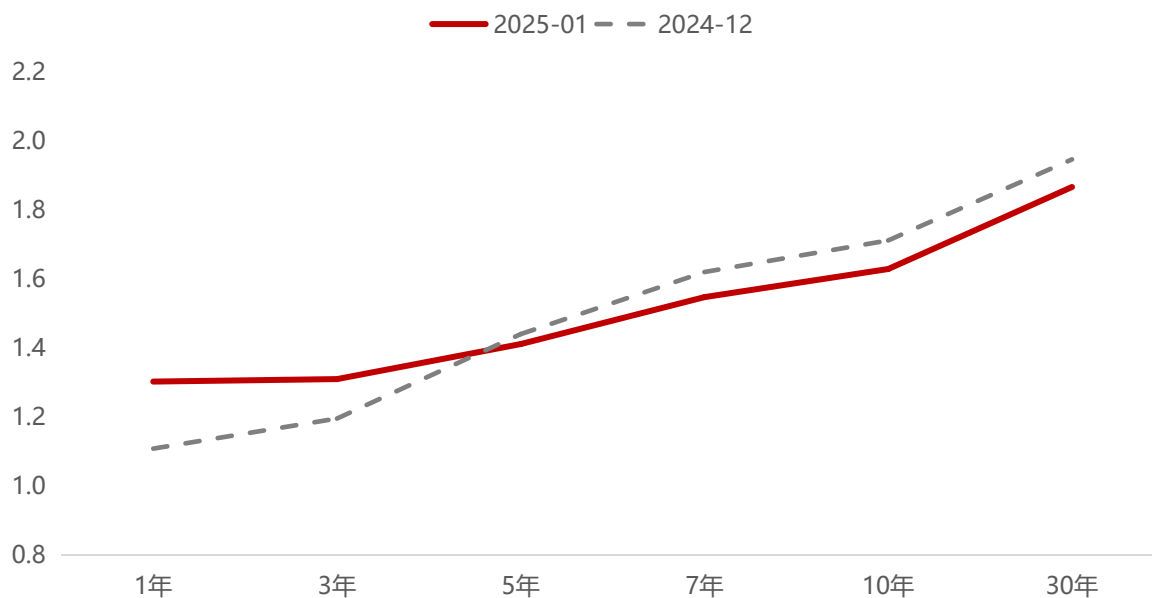
恒生PB



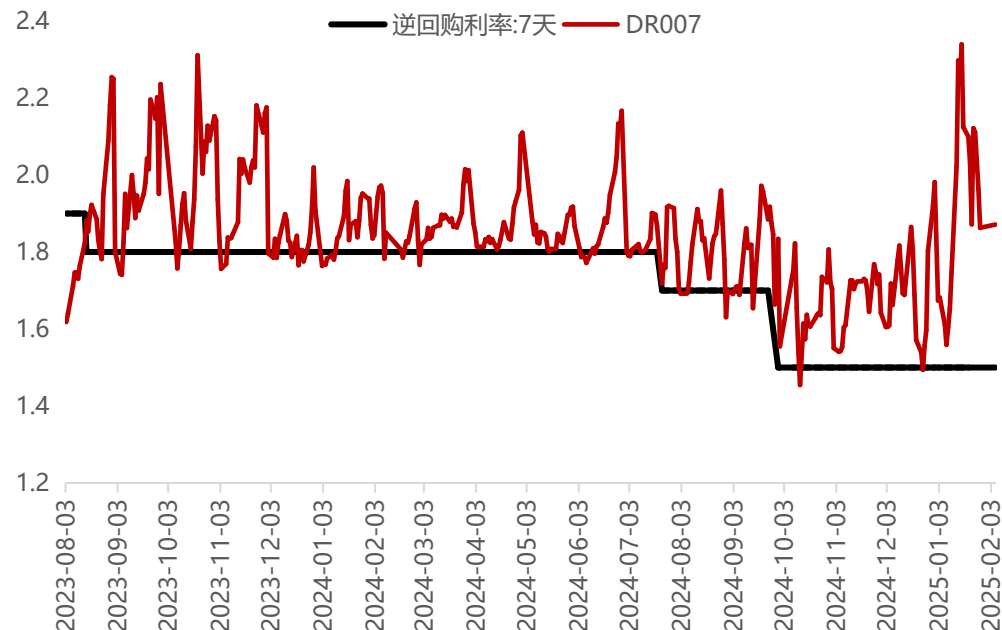
债市回顾：多头思维延续，长端吸引力更强

- **预计两会将延续中央经济工作会议基调，或难以对债市形成明显扰动：**政策基调大概率不会有明显调整，两会超预期可能性不高，或难以明显扭转“弱现实”的格局，因而债市尚无大幅调整的风险。
- **政策前置，政府发债或形成扰动，调整即机会：**政策前置发力，政府发债增加或对资金面带来一定扰动，但预计央行仍将适度投放流动性，避免资金面明显收紧，短期内或有一定“摩擦型”扰动，但总体风险较小，且调整即是机会。
- **收益率视角下，长端吸引力更强推动收益率曲线走平：**在收益率持续下行后，短端收益率过低导致配置价值相对不高，这也反推长端在“收益率视角下”的吸引力逐步提升。跨年资金利率一度明显上升，但长端明显更稳健，短端波动较大，反映出市场对持有长债的意愿较为坚定。后续预计仍可继续维持多头思维，偏向长久期配置。做短期波段策略也建议先买后卖为主。

国债收益率曲线平坦化 (%)



跨年资金利率上升 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望





资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	春季躁动叠加美债收益率回落，港股处于利好环境 - 春季躁动时间节点，港股预计与A股同步，处于短期乐观窗口。 - 近期美债收益率从高位回调，外部流动性压力改善，为港股估值端带来改善。 - 配置性价比相对更高，短期震荡偏强，观点相对乐观。	相对乐观
美股	美股有望回暖 1月FOMC会议上美联储继续维持鹰派态度，当前降息预期显示市场认为美联储在上半年将维持利率水平不变，后续若劳动力市场或相关消费数据转弱，降息预期有望随之调整，利好于美股估值的修复。 - 受到DeepSeek在全球范围内迅速走红的冲击，美股科技巨头股价将有所调整，但回调幅度有限显示出美股科技巨头的盈利前景仍然较为坚挺。 - 短期美股调整已经反映了市场对于降息路径的悲观预期，后续市场情绪有望回暖。	相对乐观
美债	- 美债收益率在1月上旬进一步冲高，在12月CPI数据公布后开始回落，反映出前期市场对于通胀上行风险担忧已经充分定价，美债收益率继续进一步上升的动力有限。 - 短期来看特朗普上台后关税扰动及移民政策等政治不确定性难以下降，对美债收益率具有一定支撑。 - 美债收益率短期有所回落，后续可能维持震荡。	中性
美元	- 目前美国经济保持强劲，但考虑到德国和法国的政治环境逐步稳定，俄乌局势趋于缓和，欧洲经济前景有望得到改善，这将限制美元进一步走强。 - 如果美国与其他国家发生贸易争端，潜在的关税不仅可能给美国以外已经疲软的经济体带来下行压力，还可能对美国的通胀上行压力，从而增加美联储采取鹰派立场的可能性。 - 短期美元已经反映了市场对于美联储鹰派态度以及通胀上行风险的担忧，后续或延续震荡。	中性



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	节后资金回流遇上政策前置发力，有波折，但仍是牛市思维 ➢ 外部关税扰动上升，国内政策仍待观察，债市风险仍然相对较低。 ➢ 收益率进入“1时代”，短端配置价值降低，长端吸引力增强，收益率曲线或“易平难陡”。 ➢ 政策前置发力，政府债发行增加以及监管趋严或制约短期利率下行空间，短期或有小波折。 ➢ 2月仍偏牛市思维，长端坚定持有，逢调整可加仓，观点相对乐观。	相对乐观
	信用债	➢ 债市风险有限，在利率债收益率持续下行后，信用债票息收益吸引力有所提升，信用利差仍有下行空间。 ➢ 2月需警惕资金面变化带来的扰动风险，若资金面偏紧则信用债波动风险大于利率债。 ➢ 短期偏震荡，观点中性。	中性
	可转债	➢ 由于权益市场进入春季躁动，可转债或阶段性迎来机会。 ➢ 先关注偏成长属性，后转向债性偏强或偏红利行业的可转债。 ➢ 权益市场春季躁动，观点相对乐观。	相对乐观
商品	黄金	➢ 展望未来，全球不确定性上升，全球仍处降息周期中，黄金的储备、投资、对冲汇率风险的价值仍然较强，慢牛趋势尚未改变。 ➢ 近期黄金价格快速上涨，短期存在一定调整压力，或阶段性转向震荡整固。 ➢ 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。	中性
	原油	➢ 特朗普1月7日表示，他上任后将立即推翻现任总统拜登刚刚宣布的海上石油和天然气开发禁令，美国将在很多地方增加钻探，来大幅降低能源成本，缓解了原油供应担忧，这将对油价形成不利冲击。 ➢ 近两个月利多集中释放推动油价大幅上涨，后续原油价格进一步上行的动力较为有限。 ➢ 原油价格或将有所回落。	相对谨慎

A股策略与观点

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 春季躁动行情或由AI+领衔、月末转向红利： ◆ 国内经济基本面：政策发力带来的修复脉冲边际减弱，关税扰动提升，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：春季躁动行情下，A股成交额预计较节前回升，处于情绪修复阶段； ◆ 政策面：政策发力前置，效果尚需观察，若海外政策扰动加剧，政策有望“后手应对”； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动，市场波动加大。 ➤ “春季躁动”，不一样的“哑铃”：A股进入“春季躁动”阶段，受关税扰动影响，顺经济周期板块机会不明显，预计仍是“哑铃”型机会——受Deepseek催化，AI相关科技领域或将成为春季躁动的“主角”，科技、小盘占优的日历效应有望再次印证；考虑到两会前市场往往出现风格切换，即春季行情受益的科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求提升，预计月末市场切向以银行为代表的红利风格。预计当前的“哑铃”配置一方面轮动特征更加明显，另一方面也较前两年更加“缩圈”。	相对乐观
行业/风格	➤ 先AI+，后红利，不一样的“哑铃”策略： ◆ 科技端“缩圈”，预计中上旬占优：在日历效应叠加Deepseek催化下，科技、小盘或将为春季躁动“主角”，2月中上旬建议关注AI+领域，机器人、计算机、电子、通信、传媒等板块，及Deepseek相关概念。需要注意的是，科技端存在“缩圈”可能，即一级行业总体涨幅相对有限，细分概念领域、个股表现或更为突出，且总体波动上升、持续性或相对2023年初的AI行情偏弱，需短线思维为主。 ◆ 红利缩圈，下旬有望回归：从日历效应看，两会前市场往往出现风格切换，即春季行情受益的科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求提升，2月下旬建议关注银行、红利策略。不同于过去两年红利策略整体迎来增量资金，当前高股息策略增量或主要来自于险资等长期资金入市，相对更偏好银行。	AI+领衔春季躁动 月末切向红利
配置策略	◆ 科技或进入短线博弈窗口，宜逢高止盈，随后阶段性防守：总体来看，2月中上旬可根据风险偏好博弈AI+等科技方向，以短线思维为主，需及时止盈，下旬可逐渐转向红利或降低仓位防守。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：继续重点关注美股、美债、黄金等资产的机会。	先科技，再防守 多资产配置

- 国际形势超预期演变的风险
- 地缘风险；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 欧洲经济衰退风险；
- 特朗普政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期的风险；
- 国内经济复苏不及预期的风险。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

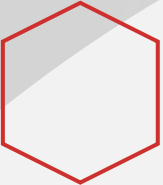
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES