

二月配置视点：美国四季度经济成色如何？

2025 年 02 月 05 日

➤ 美国四季度经济成色如何？

1. **2024 年 Q4 美国实际 GDP 季调环比折年率为 2.3%，低于市场预期 (2.5%)，但结构上消费强劲支撑美国经济表现出韧性。**细分来看，消费强劲来自于商品和服务消费的双高；投资走弱主要是存货变动的的影响，其次是设备投资的降低；出口和进口都有明显回落；政府支出贡献降低，主要是国防支出的降低。
2. **经济较强的韧性使得美联储可以继续观察通胀变化而不急于短期内降息。**美国通胀当下表现出“黏性”，再通胀的可能性仍旧存在。通胀的“黏性”经济的韧性使得美联储短期内降息可能性降低，根据 CME 的观察，市场预期美国下一次降息或在 2025 年 6 月，且 2025 年全年降息幅度在 25-50BP 区间。

➤ 大类资产量化观点

1. **权益：虽盈利寻底未尽，支撑加强下整体不悲观。**景气度 1 月继续下行，金融中银行景气度略微提升，非银景气度有所回落，工业景气度略有下降。信用扩张低于预期，当下继续依赖政府债券托底；从结构来看，信贷预计同比回落，政府债券延续高增。1 月市场整体先跌后企稳，流动性有回升迹象，等待更多确认信号。
2. **利率：2 月 10Y 国债利率或下行 2BP 至 1.61%。**经济增长因子回落，通货膨胀因子回升，债务杠杆因子回升，短期利率因子回落，基本金属价格有所回升对资金需求有所支撑，综合来看 2 月 10Y 国债利率下行幅度将有所收窄。
3. **黄金：做多实际利率波动的类 gamma 资产。**从胜率因素来看，财政因子与就业因子双重驱动黄金上涨。从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。
4. **地产：供给侧量价同步改善。**房地产行业压力指数 0.417，行业整体压力有所下行。土地成交量价上行带来供给侧压力缓解；商品房销售市场继续好转趋势，需求侧压力基本维持上月水平。
5. **海外：印度外资大幅流出，量价维度提示风险。**1 月外资大幅流出下，NIFTY 50 指数 1 月下跌 0.58%。印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限。

➤ 二元风格量化观点

1. **大势研判综合观点：预期成长（更优），实际成长。**实际增速资产优势差继续回升但幅度减弱，预期增速资产优势差保持扩张且幅度增加，ROE 优势差边际下行但拥挤度回落，高股息类资产当拥挤度较高。主流资产中 Δg 和 Δg_f 扩张，实际成长和预期成长都具有相对优势，2 月更偏向预期成长。
2. **价值成长：成长行情布局阶段。**美债利率趋势已经拐头，未来环境长期利好成长风格；成长与价值因子都不算拥挤，成长个股离散度继续下行。
3. **大小市值：小盘机构关注度回升。**1 月小盘相较于大盘关注度有所回升；从市值因子拥挤度来看，1 月小盘风格拥挤度延续上升态势，存在拥挤交易风险；从季节效应来看，2010 年以来 2 月份小盘胜率赔率相较于大盘显著占优。

➤ 行业配置量化观点

1. **胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：**计算机、电力设备及新能源、通信、农林牧渔、交通运输、有色金属。2024 年以来绝对收益 14.54%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 6.79%。
2. **出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，**本期不做推荐。

➤ **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 祝子涵

执业证书：S0100123030018

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化大势研判 202502：继续推荐成长，预期成长或更优-2025/02/03
2. 量化分析报告：2025 年 1 月社融预测：64049 亿元-2025/02/02
3. 量化专题报告：深度学习如何自适应市场状态以提升模型稳健性？-2025/01/27
4. 基金分析报告：基金季报 2024Q4：聚焦成长、AI 先行-2025/01/23
5. 量化专题报告：资金流潮汐与“引力场”因子构建-2025/01/21

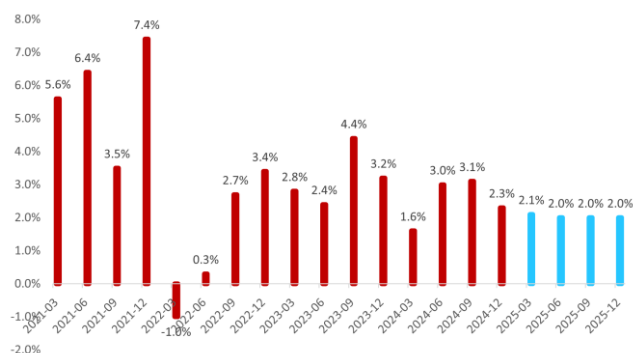
目录

1 美国四季度经济成色如何?	3
2 大类资产量化观点	6
2.1 权益: 虽盈利寻底未尽, 支撑加强下整体不悲观	7
2.2 利率: 2月10Y国债利率或下行2BP至1.61%	11
2.3 黄金: 做多实际利率波动的类gamma资产	14
2.4 地产: 供给侧量价同步改善	16
2.5 海外: 印度外资大幅流出, 量价维度提示风险	18
3 二元风格量化观点	21
3.1 风格综合观点: 继续推荐成长, 预期成长或更优	21
3.2 价值成长: 成长行情布局阶段	23
3.3 大小市值: 小盘机构关注度回升	24
4 行业配置量化观点	26
4.1 行业推荐: 胜率与赔率	26
4.2 行业推荐: 出清反转策略	28
5 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	33

1 美国四季度经济成色如何？

2024 年 Q4 美国实际 GDP 季调环比折年率为 2.3%，低于 Q3 增速(3.1%)，也低于市场预期（彭博一致预期 2.5%）。全年来看，2024 年美国实际 GDP 同比增速为 2.8%，较 2023 年（2.9%）增速略有下行，但仍高于 2010-2019 年增速均值（2.4%），保持了较强的韧性。

图1：美国 GDP 季调环比折年率



资料来源：wind, bloomberg, 民生证券研究院，注：蓝色柱子为彭博一致预期

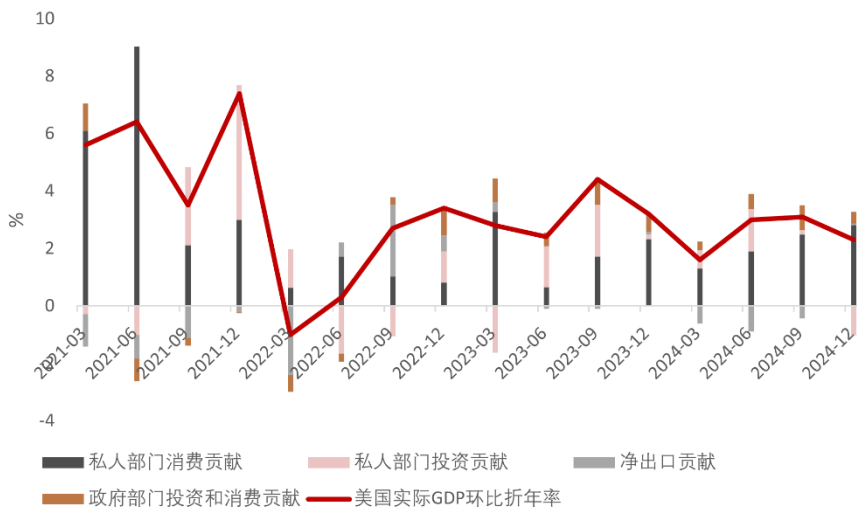
图2：美国 GDP 年同比增速



资料来源：wind, 民生证券研究院

虽然总量增速上不及预期，但从结构来看美国经济仍有韧性。分项贡献来看，消费表现较为强劲，私人部门消费贡献为 2.82%（前值 2.48%）；投资则是主要拖累项，私人部门投资贡献-1.03%（前值 0.16%）；净出口的拖累减弱，贡献为 0.04%（前值-0.43%）；政府部门投资和消费贡献回落，为 0.42%（前置 0.86%）。

图3：美国实际 GDP 环比增速折年率分项贡献



资料来源：wind, 民生证券研究院

细分来看，消费的强劲来自于商品消费和服务消费的双双走高。商品消费中主要是耐用品消费贡献较大，特别是机动车零部件和娱乐设备；家庭服务消费大部分分项贡献都有增长，但医疗保健服务贡献较上季度有所回落。**私人部门投资明显走弱主要是存货变动的影响，其次则是设备投资的降低。**存货变动拖累 Q4 实际 GDP 季调环比折年增速约 0.93%，设备投资则拖累约 0.42%，二者较 Q3 贡献均有明显下行。**四季度出口和进口都有明显回落。**四季度进口和出口季调环比折年率均回落至-0.8%，主要是商品进口和商品出口的减少，综合来看净出口对总增速贡献较上季度有提升。**政府支出贡献降低，主要来自国防支出的降低。**

图4： 美国 GDP 实际增速分项贡献 (%)

	2022年	2023年	2024年	2022年				2023年				2024年			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP	2.5	2.9	2.8	-1.0	0.3	2.7	3.4	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.3
私人部门消费	2.06	1.72	1.87	0.64	1.71	1.02	0.81	3.27	0.65	1.72	2.33	1.30	1.90	2.48	2.82
商品	-0.14	0.42	0.52	-0.41	-0.37	-0.54	-0.15	1.59	-0.08	0.76	0.73	-0.25	0.63	1.18	1.37
耐用品	-0.16	0.31	0.24	0.01	-0.18	-0.15	-0.16	1.24	-0.03	0.32	0.22	-0.13	0.40	0.54	0.85
机动车零部件	-0.20	0.08	-0.03	0.08	-0.13	-0.16	-0.05	0.75	-0.19	-0.16	-0.15	-0.20	0.16	0.22	0.33
家具及耐用家用设备	-0.07	0.03	0.07	-0.11	-0.01	-0.04	0.01	0.10	-0.03	0.09	0.07	0.00	0.13	0.15	0.10
娱乐设备	0.06	0.18	0.15	0.07	-0.11	0.06	-0.03	0.33	0.21	0.34	0.21	-0.04	0.11	0.16	0.34
其他耐用品	0.04	0.01	0.05	-0.03	0.07	-0.01	-0.09	0.05	-0.01	0.05	0.09	0.10	0.00	0.02	0.08
非耐用品	0.02	0.12	0.28	-0.42	-0.19	-0.38	0.01	0.36	-0.05	0.44	0.51	-0.12	0.23	0.63	0.52
食品饮料	-0.11	-0.08	0.07	-0.17	-0.28	-0.27	-0.07	-0.10	-0.04	0.09	0.08	-0.01	0.11	0.14	0.13
服装及鞋类	-0.01	0.02	0.03	-0.17	0.12	-0.05	0.00	0.09	-0.11	0.09	0.07	0.05	-0.06	0.03	0.13
汽油及其他能源商品	0.02	0.02	-0.01	-0.10	-0.12	-0.06	0.01	0.13	0.02	-0.07	0.05	-0.14	0.11	0.05	-0.03
其他非耐用品	0.13	0.16	0.18	0.02	0.10	-0.01	0.06	0.25	0.08	0.32	0.32	-0.02	0.07	0.41	0.29
服务	2.20	1.30	1.35	1.05	2.09	1.55	0.96	1.67	0.73	0.96	1.60	1.55	1.27	1.31	1.45
家庭服务消费	2.03	1.41	1.21	0.69	1.79	1.48	1.17	2.00	0.81	0.95	1.63	1.27	0.94	1.14	1.38
住房和水电费	0.34	0.06	0.12	0.67	0.33	-0.05	0.30	-0.22	0.06	0.25	-0.03	0.09	0.23	0.10	0.17
医疗保健	0.46	0.66	0.61	0.05	0.14	0.61	0.79	1.04	0.31	0.35	0.85	0.76	0.35	0.79	0.46
运输服务	0.20	0.01	0.08	-0.05	-0.01	-0.01	-0.02	0.02	0.05	0.00	0.11	0.01	0.31	-0.10	0.08
娱乐服务	0.28	0.10	0.04	0.04	0.23	0.05	0.14	0.16	-0.01	0.08	0.02	0.07	0.05	0.01	0.05
食品和住宿服务	0.42	0.19	0.06	-0.06	0.98	0.20	-0.04	0.31	-0.11	0.28	0.27	-0.12	-0.01	0.07	0.12
金融服务和保险	-0.01	0.20	0.14	-0.22	-0.11	0.18	0.11	0.29	0.46	0.07	-0.01	0.31	-0.04	0.21	0.18
其他服务	0.35	0.19	0.15	0.26	0.23	0.50	-0.10	0.41	0.04	-0.06	0.42	0.16	0.05	0.07	0.31
非营利机构最终消费支出	0.18	-0.11	0.15	0.37	0.30	0.08	-0.21	-0.33	-0.08	0.01	-0.03	0.28	0.33	0.17	0.08
私人部门投资	1.07	0.02	0.73	1.34	-1.67	-1.05	1.08	-1.63	1.42	1.80	0.16	0.64	1.47	0.16	-1.03
固定资产投资	0.48	0.43	0.67	1.44	0.35	-0.33	-0.36	0.53	1.48	0.45	0.62	1.14	0.42	0.38	-0.10
非住宅	0.90	0.81	0.50	1.66	0.94	1.01	0.76	0.71	1.30	0.16	0.52	0.61	0.53	0.55	-0.31
建筑	0.10	0.32	0.10	0.28	0.24	0.26	0.28	0.43	0.49	0.06	0.20	0.20	0.01	-0.16	-0.03
设备	0.22	0.18	0.18	0.75	0.05	0.33	0.05	0.04	0.61	-0.05	0.04	0.02	0.49	0.54	-0.42
知识产权	0.58	0.31	0.22	0.63	0.65	0.42	0.42	0.24	0.21	0.15	0.28	0.40	0.04	0.17	0.15
住宅	-0.42	-0.37	0.17	-0.22	-0.59	-1.34	-1.12	-0.18	0.17	0.30	0.10	0.53	-0.11	-0.18	0.21
存货变动	0.59	-0.41	0.06	-0.10	-2.01	-0.72	1.44	-2.16	-0.06	1.34	-0.47	-0.49	1.05	-0.22	-0.93
净出口	-0.42	0.49	-0.39	-2.40	0.50	2.50	0.56	0.33	-0.11	-0.10	0.09	-0.61	-0.90	-0.43	0.04
出口	0.82	0.31	0.35	-0.51	1.40	1.63	-0.12	0.23	-0.54	0.53	0.66	0.21	0.12	1.01	-0.08
商品出口	0.45	0.17	0.16	-0.74	0.84	1.53	-0.43	0.39	-0.86	0.53	0.37	-0.02	0.07	0.70	-0.35
服务出口	0.38	0.14	0.20	0.23	0.56	0.09	0.31	-0.17	0.31	0.00	0.29	0.23	0.05	0.31	0.27
进口	-1.24	0.17	-0.74	-1.90	-0.90	0.87	0.68	0.10	0.44	-0.63	-0.57	-0.82	-1.01	-1.44	0.12
商品进口	-0.81	0.22	-0.54	-1.60	-0.40	1.08	0.48	-0.04	0.57	-0.56	-0.19	-0.69	-0.90	-1.14	0.46
服务进口	-0.43	-0.05	-0.20	-0.29	-0.50	-0.21	0.21	0.14	-0.13	-0.07	-0.38	-0.13	-0.12	-0.29	-0.35
政府	-0.20	0.66	0.57	-0.60	-0.27	0.26	0.90	0.84	0.48	0.94	0.61	0.30	0.52	0.86	0.42
联邦政府	-0.22	0.19	0.16	-0.58	-0.22	-0.04	0.54	0.28	-0.08	0.33	-0.02	-0.02	0.27	0.55	0.21
国防	-0.15	0.12	0.11	-0.43	0.07	-0.11	0.26	0.17	0.03	0.24	-0.05	-0.09	0.23	0.48	0.12
非国防	-0.07	0.07	0.05	-0.15	-0.29	0.07	0.28	0.11	-0.11	0.09	0.02	0.07	0.04	0.07	0.09
州和地方政府	0.02	0.47	0.41	-0.01	-0.05	0.29	0.36	0.56	0.56	0.62	0.63	0.32	0.25	0.31	0.22

资料来源：BEA，民生证券研究院，注：粉色表示相较前季度贡献显著增大，蓝色表示相较上季度贡献显著减小

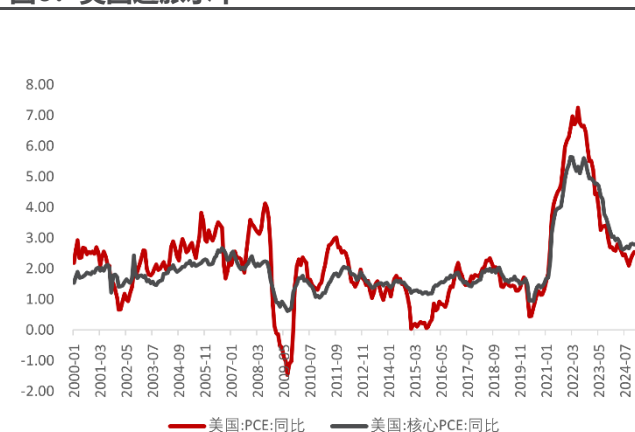
图5：美国 GDP 实际增速结构 (%)

	2022年	2023年	2024年	2022年				2023年				2024年			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP整体	2.5	2.9	2.8	-1.0	0.3	2.7	3.4	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.3
私人部门消费	3.0	2.5	2.8	1.0	2.6	1.5	1.2	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.7	4.2
商品	-0.6	1.9	2.4	-1.7	-1.5	-2.3	-0.7	7.4	-0.3	3.5	3.4	-1.2	3.0	5.6	6.6
耐用品	-1.9	3.9	3.3	0.1	-2.2	-1.9	-2.0	17.1	-0.3	4.2	2.9	-1.8	5.5	7.6	12.1
非耐用品	0.1	0.8	1.9	-2.7	-1.2	-2.5	0.1	2.5	-0.4	3.1	3.6	-0.8	1.7	4.6	3.8
服务	5.0	2.9	2.9	2.4	4.7	3.5	2.2	3.8	1.6	2.1	3.5	3.4	2.7	2.8	3.1
私人部门投资	6.0	0.1	4.0	7.4	-8.5	-5.7	5.8	-8.9	8.0	10.1	0.7	3.6	8.3	0.8	-5.6
固定资产投资	2.7	2.4	3.8	8.5	2.0	-1.8	-1.9	3.1	8.6	2.6	3.5	6.5	2.3	2.1	-0.6
非住宅	7.0	6.0	3.7	13.6	7.3	7.7	5.7	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	4.0	-2.2
住宅	-8.6	-8.3	4.2	-4.5	-11.6	-25.2	-22.8	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-4.3	5.3
存货变动															
净出口	7.5	2.8	3.2	-4.6	12.7	14.5	-1.1	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	9.6	-0.8
出口	5.9	2.3	2.2	-9.4	10.9	20.3	-5.4	5.3	-10.9	7.5	5.3	-0.2	0.9	10.3	-5.0
商品出口	11.1	3.8	5.3	6.9	16.8	2.6	8.7	-4.5	8.8	0.0	8.0	6.1	1.2	8.4	7.2
服务出口	8.6	-1.2	5.4	13.4	5.9	-5.4	-4.5	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	10.7	-0.8
进口	6.7	-1.8	4.9	13.6	3.1	-8.2	-4.0	0.1	-5.0	5.1	1.8	6.5	8.4	10.7	-4.0
商品进口	17.8	1.6	7.5	12.4	20.4	8.1	-6.9	-4.8	5.0	2.6	14.8	4.8	4.3	11.0	12.8
服务进口															
政府部门消费和投资	-1.1	3.9	3.4	-3.4	-1.5	1.6	5.4	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	5.1	2.5
联邦政府	-3.2	2.9	2.5	-8.5	-3.3	-0.4	9.0	4.6	-1.1	5.3	3.6	-0.4	4.3	8.9	3.2
国防	-3.9	3.2	3.0	-11.2	2.0	-2.9	7.6	4.9	0.8	6.7	-1.3	-2.5	6.4	13.9	3.3
非国防	-2.3	2.5	1.8	-5.0	-9.7	2.9	10.8	4.3	-3.5	3.4	0.9	2.6	1.5	2.6	3.1
州和地方政府	0.2	4.4	3.9	-0.1	-0.4	2.7	3.4	5.3	5.4	5.9	6.1	3.1	2.3	2.9	2.0

资料来源：BEA，民生证券研究院，注：年度数据为同比增速，季度数据为季调环比折年率

经济较强的韧性使得美联储可以继续观察通胀变化而不急于短期内降息。整体增速来看，2024 年美国经济增长依旧维持较高水平；结构来看，私人部门消费的持续强势或使美国经济增长能够具有较强韧性。12 月美国核心 PCE 年率为 2.8%，与上月基本持平，通胀表现出“黏性”，再通胀的可能性仍旧存在。通胀的“黏性”经济的韧性使得市场预期美联储短期内降息可能性降低，根据 CME 的观察，市场预期美国下一次降息或在 2025 年 6 月，且 2025 年全年降息幅度在 25-50BP 区间。

图6：美国通胀水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：CME FEDWATCH (2025.02.04)

	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%	13.5%	86.5%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	31.6%	65.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	14.8%	45.2%	38.6%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	20.5%	44.0%	31.4%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	8.8%	27.5%	40.2%	22.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.5%	11.8%	29.5%	37.3%	18.5%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.1%	0.7%	4.3%	15.2%	31.0%	33.7%	14.9%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.1%	1.0%	5.2%	16.5%	31.2%	32.2%	13.8%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.2%	1.3%	6.0%	17.5%	31.3%	30.9%	12.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.2%	1.3%	6.1%	17.6%	31.3%	30.8%	12.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.3%	6.0%	17.5%	31.1%	30.8%	12.9%	0.2%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.5%	6.5%	18.1%	31.1%	30.0%	12.4%	0.2%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	17.4%	30.3%	30.1%	13.5%	0.9%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.3%	5.8%	16.4%	29.2%	30.1%	14.9%	2.0%
2026/12/9	0.2%	1.0%	4.5%	13.4%	25.6%	29.8%	19.2%	5.6%	0.6%

资料来源：CME，民生证券研究院

2 大类资产量化观点

2025 年 2 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 2 月大类资产量化观点

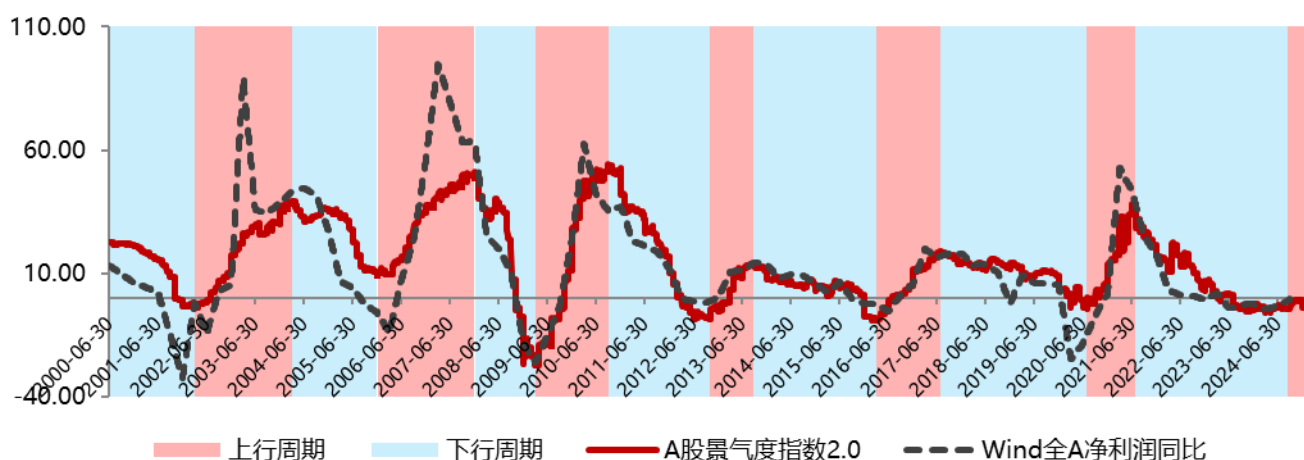
大类资产	观点
权益	核心：虽盈利寻底未尽，支撑加强下整体不悲观 - 景气度 1 月继续下行，金融中银行景气度略微提升，非银景气度有所回落，工业景气度略有下降； - 信用扩张低于预期，当下继续依赖政府债券托底；从结构来看，信贷预计同比回落，政府债券延续高增； - 1 月市场整体先跌后企稳，流动性有回升迹象，等待更多确认信号。
利率	核心：2 月 10Y 国债利率或下行 2BP 至 1.61% - 2023 年以来样本外有 18 个月方向判断正确，胜率为 72%； - 经济增长因子继续回落，通货膨胀因子略有回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子保持回落，基本金属价格有所回升对资金需求有所支撑。 - 综合来看 2 月 10Y 国债利率下行幅度将有所收窄。
黄金	核心：做多实际利率波动的类 gamma 资产 - 2023 年以来样本外有 18 个月方向判断正确，胜率为 72%； - 从胜率因素来看，财政因子与就业因子双重驱动黄金上涨； - 从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。
地产	核心：供给侧量价同步改善 - 房地产行业压力指数 0.417（前值 0.569），行业整体压力有所下行； - 土地成交量价上行带来供给侧压力缓解；商品房销售市场继续好转趋势，需求侧压力基本维持上月水平。
海外	核心：印度外资大幅流出，量价维度提示风险 - 1 月印度股市场外资再现大幅流出，FPI 净流出 90.43 亿美元； - 外资大幅流出下，NIFTY 50 指数 1 月下跌 0.58%； - 印度市场盈利增速不及预期，处于外资流出、估值下修阶段，当下配置价值相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：虽盈利寻底未尽，支撑加强下整体不悲观

景气度 1 月继续下行，金融中银行景气度略微提升，非银景气度有所回落，工业景气度略有下降。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。一月以来金融业景气度先降后平，月初下降主要由非银贡献，银行景气度略有回升，而工业景气度在月末再次阶梯下降。从景气度的预测来看，全 A 净利润 Q1 累计同比或将再次下降，A 股盈利寻底之路未尽。

图8：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



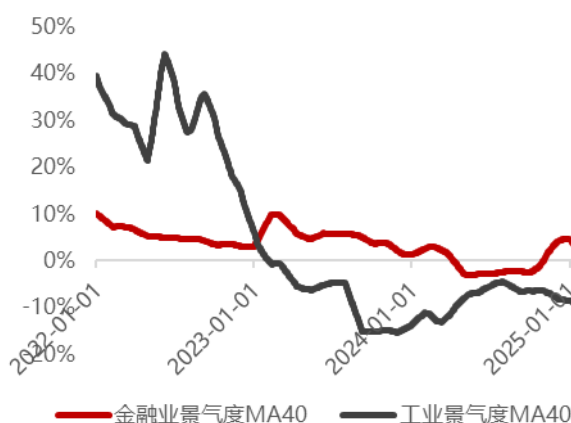
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：银行与非银景气度变化



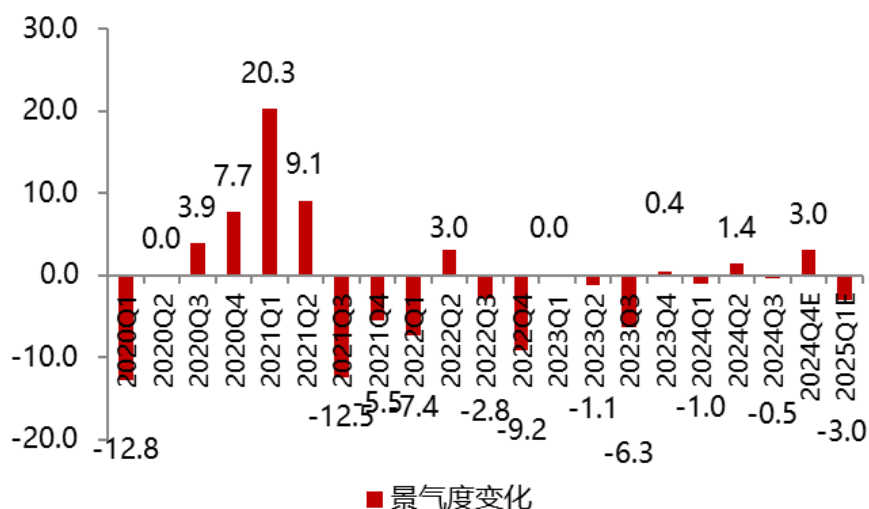
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

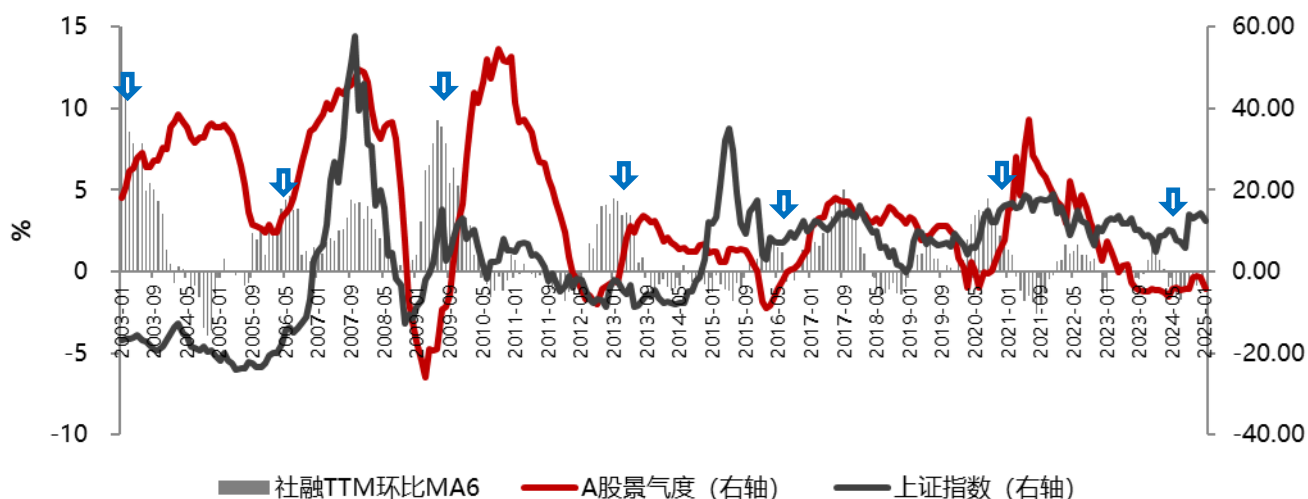
图11：2020 年以来各季度景气度指数变化



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张低于预期，当下继续依赖政府债券托底。12 月社融 TTM 环比增速在 2.93%，有所回升。我们预测 1 月新增社融约为 6.40 万亿元，同比减少 0.07 万亿元，社融 TTM 环比约为-0.30%。**从结构来看，信贷预计同比回落，政府债券延续高增。**信贷方面，预计新增居民中长贷同比少增；1 月 PMI 回落至 49.1%，虽部分是受春节假期影响但降幅超季节性，新增企业信贷预计不及去年同期值。政府债券延续较快发行节奏，政府债券净融资预计同比大幅多增；企业债券净融资预计与去年同期水平接近。

图12：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

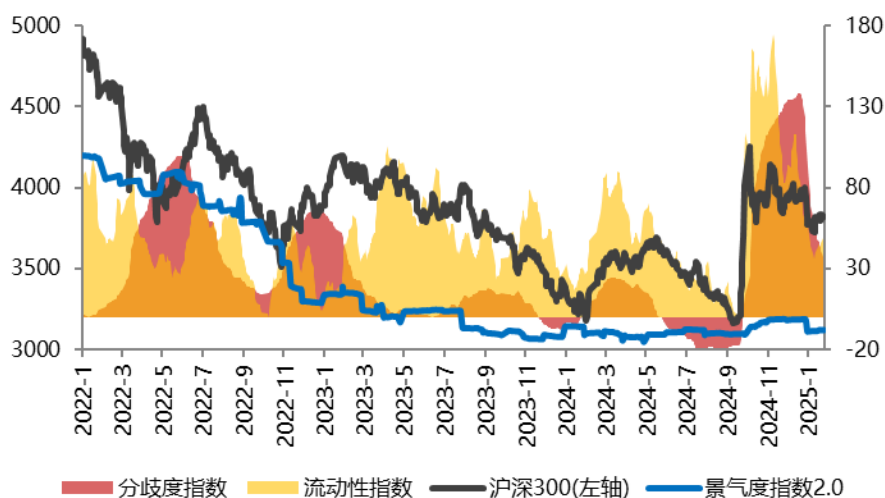
表2：1 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 1 月预测值	2024 年 1 月	2024 年 12 月预测值	2024 年 12 月
新增社融	64049	64734	30863	28507
社融 TTM 环比	-0.30%	1.45%	3.65%	2.90%

结构预测	2025 年 1 月预测值	2024 年 1 月	2024 年 12 月预测值	2024 年 12 月
人民币贷款	45947	48401	11658	8402
→企业贷款+居民短贷	45260	51228	8152	788
→居民中长贷	2250	6272	2853	3000
→企业票据融资	-1563	-9733	654	4500
外币贷款	-618	989	-553	-675
委托贷款	-48	-359	-50	-20
信托贷款	334	732	312	151
未贴现银行承兑汇票	4444	5636	-1279	-1332
企业债券	4001	4320	361	-159
政府债券	9292	2947	17674	17566
非金融企业境内股票融资	584	422	418	484
存款类金融机构资产支持证券	-361	-203	-25	-117
贷款核销	474	474	2347	2637

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

1 月市场整体先跌后企稳，流动性有回升迹象，等待更多确认信号。分歧度即波动率继续下行，景气度处于再次下行状态。此环境下流动性缩量即可能进入持续阴跌状态，但流动性当下有回升迹象，等待后续确认。从沪深 300 形态上来看，价格突破支撑线后迅速收回，再次加强了支撑线的确认度，整体不悲观。

图13：分歧度、流动性、景气度变化趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：沪深 300 走势向下突破死角



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：分歧度-流动性-景气度三维择时框架

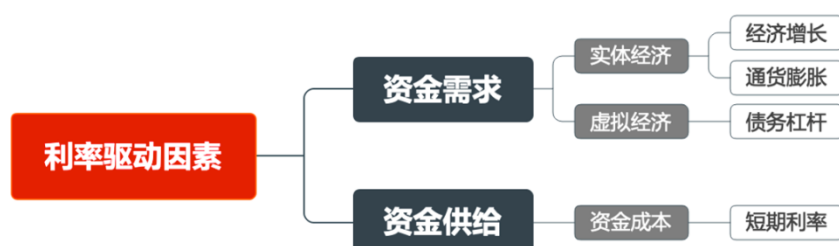


资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：2 月 10Y 国债利率或下行 2BP 至 1.61%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率**，共同刻画利率的变动方向。

图16：10Y 国债利率驱动因素模型

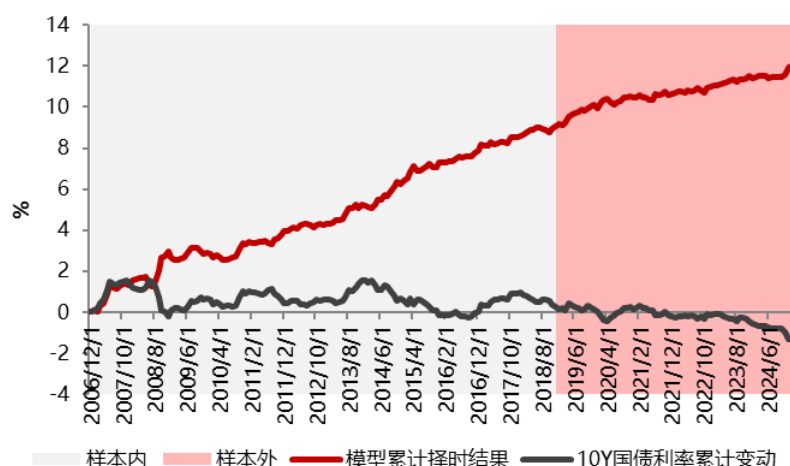


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 18 个月方向判断正确，胜率为 72%。

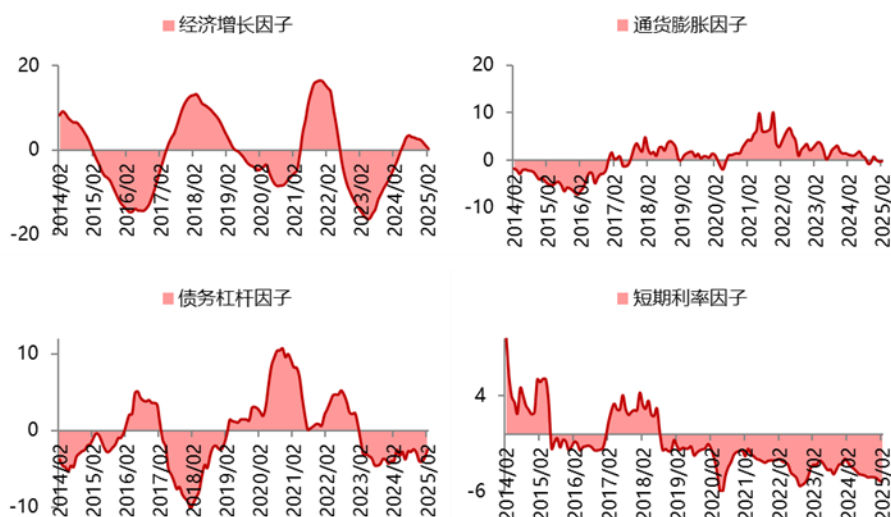
图17：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

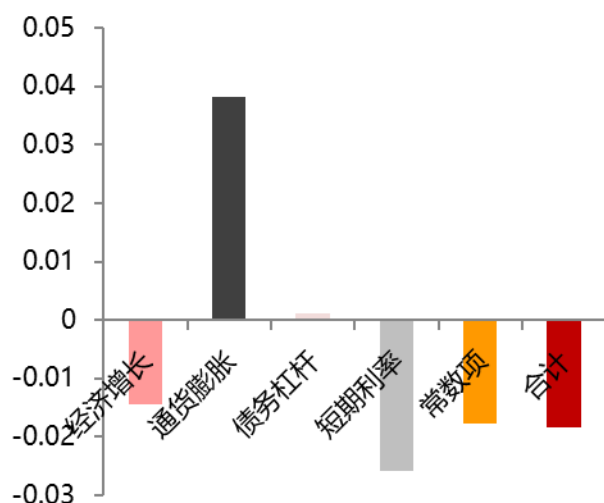
模型判断 2 月 10Y 国债利率或下行约 2BP 至 1.61%。从国债利率各驱动因子来看, 经济增长因子继续回落, 通货膨胀因子略有回升, 债务杠杆因子继续回升, 短期利率因子保持回落, 基本金属价格有所回升对资金需求有所支撑, 综合来看 2 月 10Y 国债利率下行幅度将有所收窄。

图18: 利率驱动因子长期变化趋势



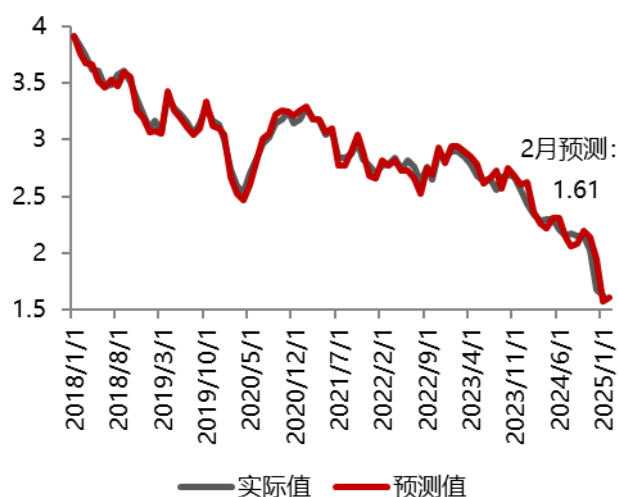
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 10Y 国债利率 2 月预测各因子贡献



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2018 年以来模型预测值与实际值对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

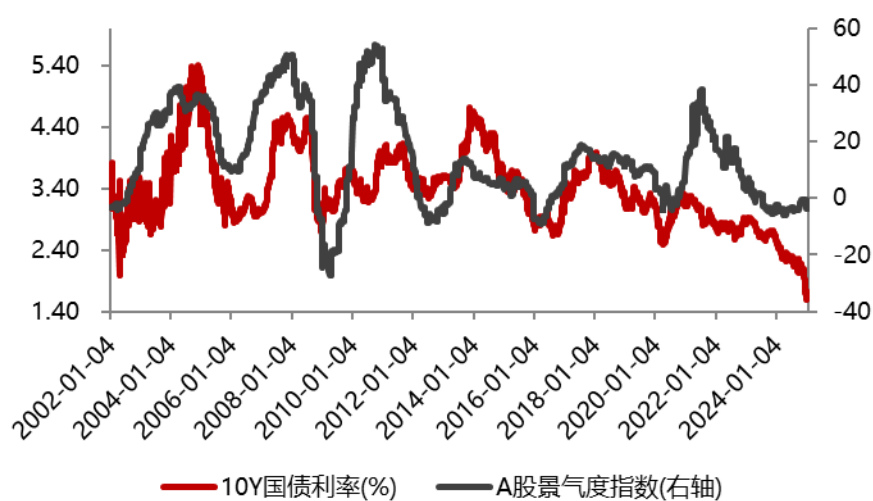
利率当下已突破长期运行下轨, 债券继续延续超买状态。我国 10 年期国债利率 2014 年起进入长期中枢下行通道, 以移动平均刻画均值回复规律明显失真。而以上下通道刻画均值回复更为合理, 2020 年通道上下轨构造完成后利率运行遇到上下轨回复规律明显。当下利率处于突破下轨, 债券交易处于偏拥挤状态。同时利率当下与 A 股景气度间的背离也达到历史较大水平, 可能随时修复。

图21：10 年期国债收益率走势通道与中枢



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：10 年期国债收益率与 A 股景气度指数



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：做多实际利率波动的类 gamma 资产

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图23：黄金驱动因素模型

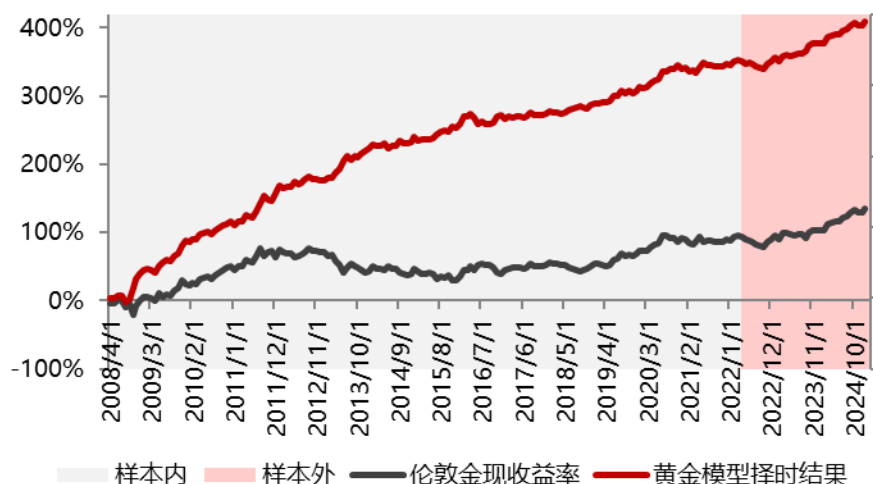


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 18 个月方向判断正确，胜率为 72%。

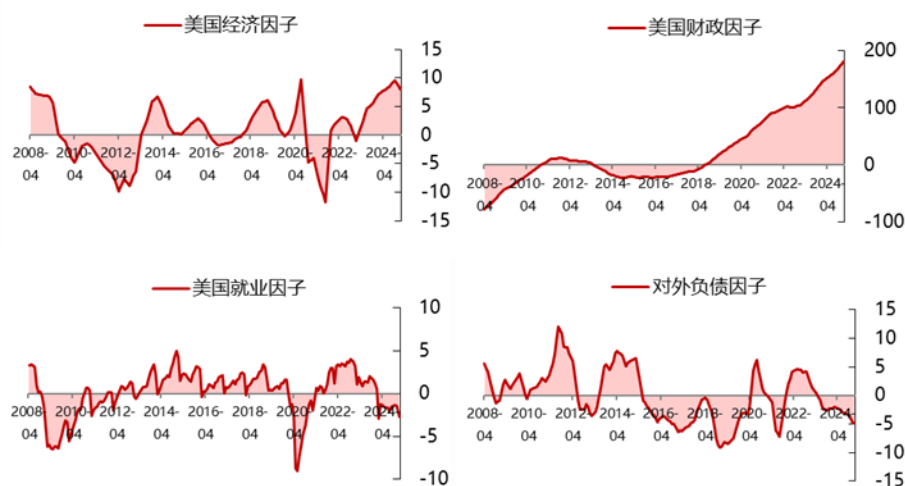
图24：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

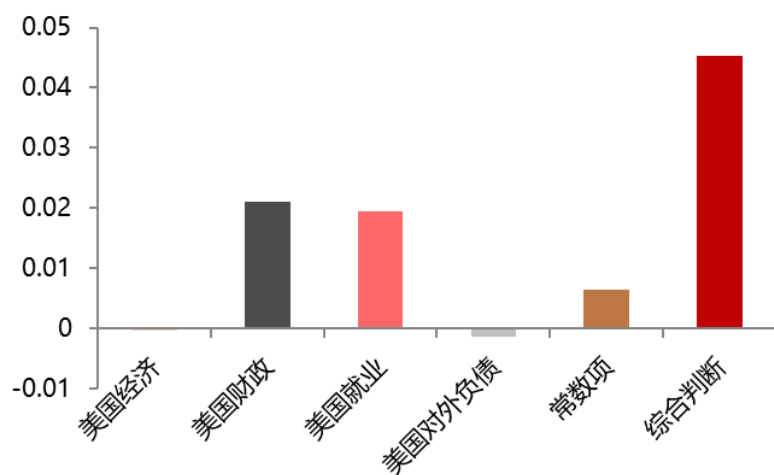
从胜率因素来看，财政因子与就业因子双重驱动黄金上涨。与黄金相关的美国经济因子继续回落，就业因子同样回落，对外负债因子继续下降，整体对黄金预测仍为看多，黄金高胜率状态不变。上个月我们判断特朗普交易影响逐步减弱，黄金价格震荡后有望走出新的趋势，对于二月继续乐观。

图25：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：伦敦金现 2 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。美国实际利率可视为黄金机会成本，我们在报告《黄金：1978》中按照商品属性推导黄金定价公式同样主要与实际利率相关，但在美国政府高赤字率，美债信用评级下降背景下，黄金定价分母增加了美债违约利率项，使得与黄金走势的弹性有单边减弱（当下由于实际利率持续走弱，黄金的久期回升

至9年)。从而使得黄金相对实际利率的线性关系变为不论实际利率趋势向上还是向下都上涨的关系,也即类 gamma 的做多实际利率波动率的资产。

$$PV_{Gold} = \frac{(1 + r_{inflation})^N}{(1 + r)^N} = \frac{1}{(1 + r_{real} - r_{credit})^N}$$

图27: 黄金与美国实际利率走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 美国通胀预期



资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间 (2025.01.31 为基准)

黄金合理定价		实际利率波动BP											
		150	125	100	75	50	25	-25	-50	-75	-100	-125	-
黄金久期	5	2601	2636	2671	2707	2742	2777	2847	2882	2918	2953	2988	3
	6	2559	2601	2643	2686	2728	2770	2854	2896	2939	2981	3023	3
	7	2517	2566	2615	2664	2714	2763	2861	2910	2960	3009	3058	3
	8	2475	2531	2587	2643	2700	2756	2868	2925	2981	3037	3093	3
	9	2432	2496	2559	2622	2686	2749	2875	2939	3002	3065	3128	3
	10	2390	2461	2531	2601	2671	2742	2882	2953	3023	3093	3164	3
	11	2348	2425	2503	2580	2657	2735	2889	2967	3044	3121	3199	3
	12	2306	2390	2475	2559	2643	2728	2896	2981	3065	3149	3234	3
	13	2264	2355	2446	2538	2629	2721	2903	2995	3086	3178	3269	3
	14	2222	2320	2418	2517	2615	2714	2910	3009	3107	3206	3304	3
	15	2179	2285	2390	2496	2601	2707	2918	3023	3128	3234	3339	3
	16	2137	2250	2362	2475	2587	2700	2925	3037	3149	3262	3374	3
	17	2095	2214	2334	2454	2573	2693	2932	3051	3171	3290	3410	3
	18	2053	2179	2306	2432	2559	2686	2939	3065	3192	3318	3445	3
	19	2011	2144	2278	2411	2545	2678	2946	3079	3213	3346	3480	3
	20	1968	2109	2250	2390	2531	2671	2953	3093	3234	3374	3515	3

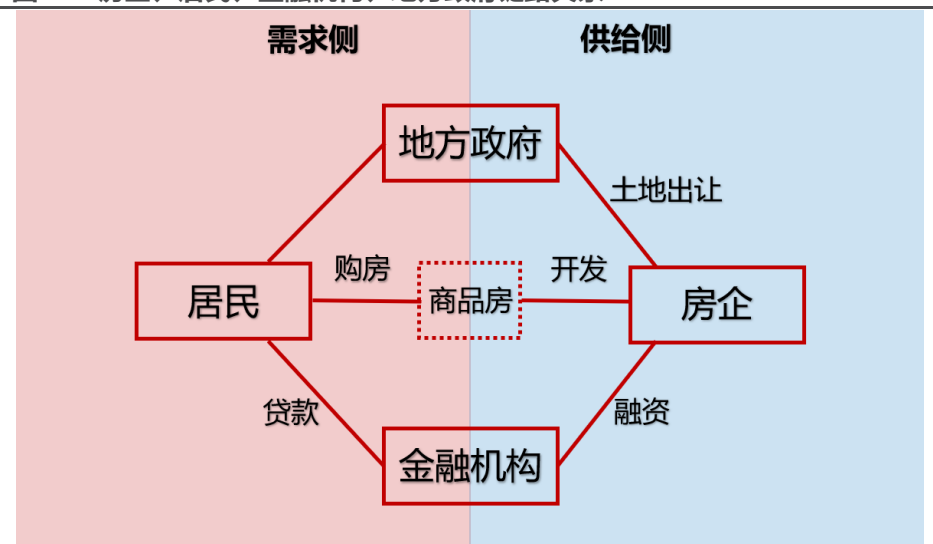
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 地产: 供给侧量价同步改善

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化, 衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式, 通过房地产市场供给与需求各链

路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

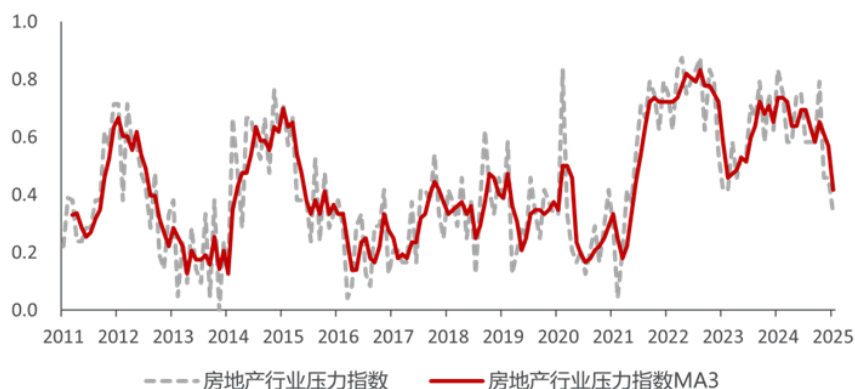
图30：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 1 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.417（前值 0.569），行业整体压力有所下行。从细分指标层面看，土地市场成交量价均同比上行；商品房销售面积同比多增但幅度缩窄，70 大中城市新房价格连续 19 个月负增长但降幅继续缩窄，环比降幅为-0.1%；个人住房贷款同比增速有明显提高；12 月房屋新开工面积同比负增-16.8%，降幅有一定缩窄。从供需两侧来看，土地成交量价上行带来供给侧压力缓解；商品房销售市场继续好转趋势，需求侧压力基本维持上月水平。

图31：民生金工房地产行业压力指数（2025.01）



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：细分指标当期评分 (2025.01)

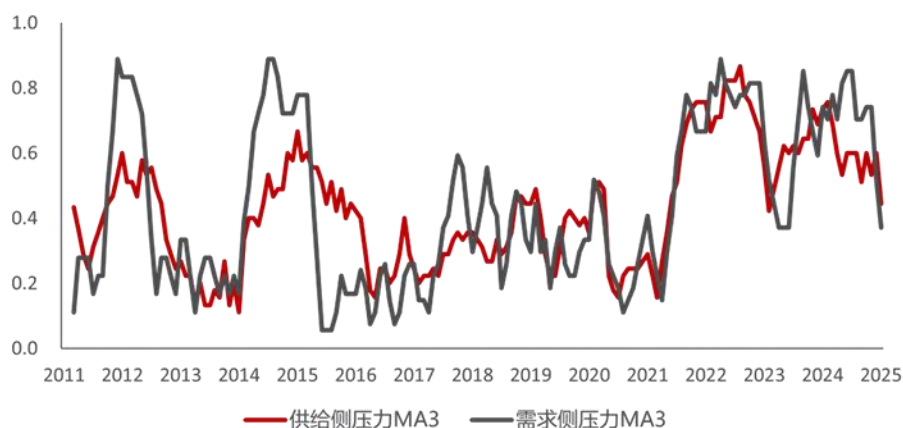
指标名称	当前观点
土地出让金	●○●○●
成交土地溢价率	○●○●○
商品房销售面积	○●○●○
新建商品住宅价格指数	○●○●○
房屋新开工面积	○●○●○
新增个人住房贷款余额	○●○●○
房地产开发投资完成额	○●○●○
房地产开发贷款	○●○●○

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图33：供需两侧压力 (2025.01)

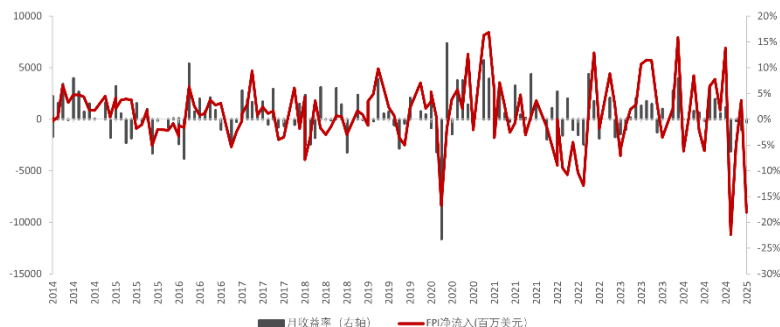


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印度外资大幅流出，量价维度提示风险

1 月印度股权市场外资再现大幅流出，FPI 净流出 90.43 亿美元。外资在印度市场占比约 37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

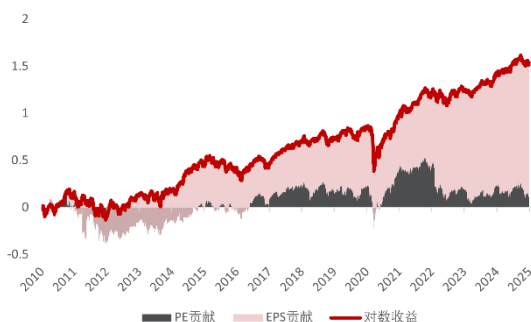
图34：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

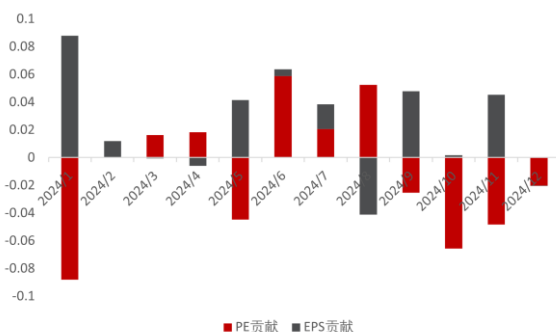
外资大幅流出下，NIFTY 50 指数 1 月下跌 0.58%。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，1 月外国机构投资者净卖出 8659 亿卢比，而印度国内机构投资者净买入 8737 亿卢比。资金面维度内资持续维持买入，而外国机构投资者资金流出再次放量。从收益分解来看，1 月的下跌仍然是估值下降的主导。

图35：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

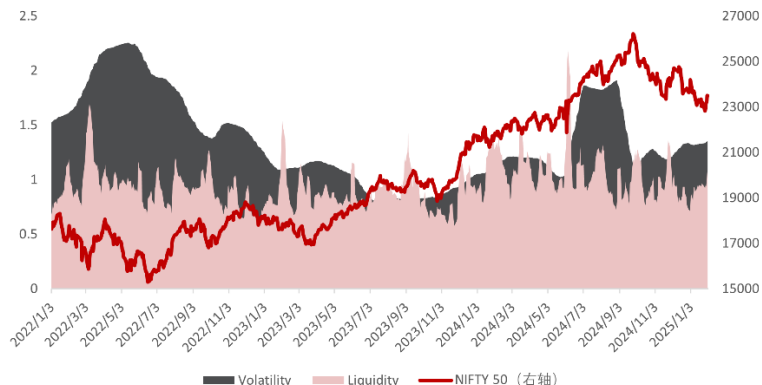
图36：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

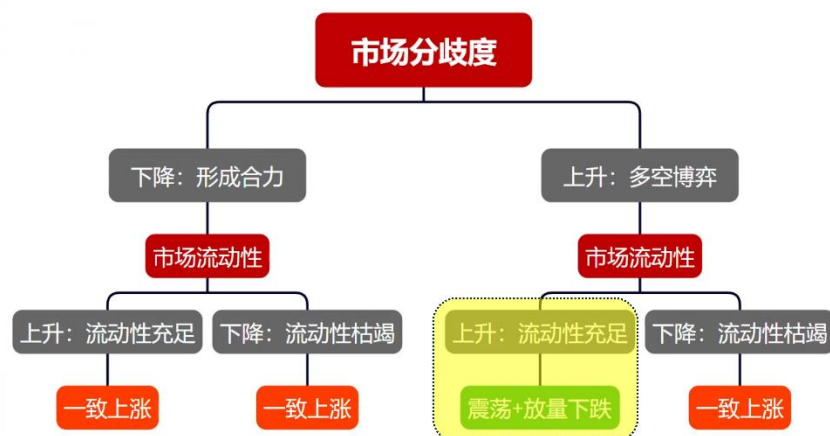
量价维度看，当前印度市场分歧度上行、流动性上行状态。历史上印度处于分歧度上升且流动性上行阶段时，主要行情为震荡和放量下跌，当前量价层面来看印度处于不利象限。

图37：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图38：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

当前无论是外资维度还是量价维度都不利好印度市场，进行印度权益配置需要谨慎。印度经济的走弱与 A 股的修复带来外资的流出，是下跌的核心原因；印度权益当前量价表现也处于下跌象限。印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限；短期看外资若重返印度市场或可以作为判断印度估值下修是否结束的关键信号。

表3：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	↓	印度经济增速放缓，引发市场的担忧。
外资	↓	A 股表现吸引全球资金，导致印度市场外资流出。
估值	↑	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较估值较高（对应过去高盈利增速）。
量价	↓	分歧度↑流动性↑，量价层面印度市场仍处于震荡+放量下跌区间。
综合	↓	印度市场盈利增速不及预期，处外资流出、估值下修阶段，当下配置价值或相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 二元风格量化观点

2025 年 2 月市场二元风格量化观点如下:

表4：2025 年 2 月市场二元风格量化观点

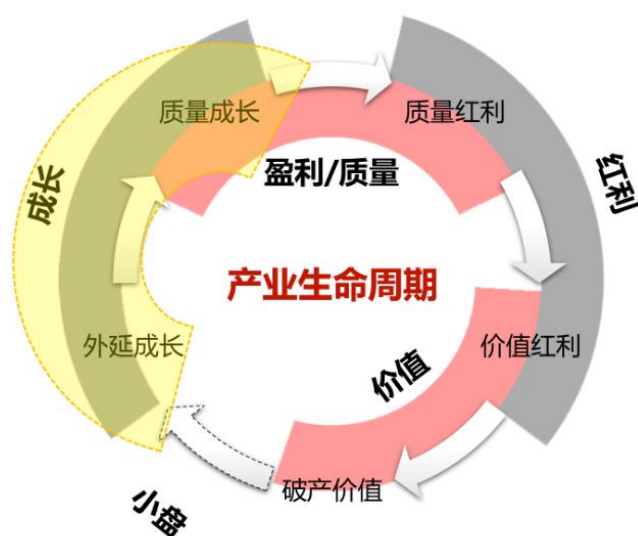
市场风格	观点
大势研判 综合观点	核心：预期成长（更优），实际成长 - 实际增速资产优势差继续回升但幅度减弱，预计仍或有超额机会； - 预期增速资产优势差保持扩张且幅度增加，较为看好预期成长类资产； - ROE 优势差边际下行，拥挤度回落，质量资产还有待基本面改善； - 高股息类资产当拥挤度较高，红利类资产从相对收益来说不是较优选择； - 主流资产 Δg 和 Δgf 扩张，实际成长预期成长具有相对优势，2 月更偏向预期成长。
价值成长 补充观察	核心：成长行情布局阶段 - 美债利率趋势已经拐头，未来环境长期利好成长风格； - 成长与价值因子都不算拥挤，个股离散度角度成长仍在低位。
大小市值 补充观察	核心：小盘机构关注度回升 - 1 月小盘相较于大盘关注度有所回升； - 从市值因子拥挤度来看，1 月小盘风格拥挤度延续上升态势，存在拥挤交易风险； - 从季节效应来看，2010 年以来 2 月份小盘胜率赔率相较于大盘显著占优。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：继续推荐成长，预期成长或更优

根据我们自下而上量化大势研判框架的推演, 2 月整体预期成长与实际成长风格将继续占优, 其中预期成长或更有机会。具体判断依据详见报告《二月大势研判: 继续推荐成长, 预期成长或更优》。

图39：产业生命周期视角下风格轮转规律



资料来源：民生证券研究院绘制，注：黄色区间为当下占优风格

图40：量化大势研判配置策略近期选择

	实际成长	预期成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 价值成长：成长行情布局阶段

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。当下美国经济韧性带来降息预期回落，1 月十年美债利率走高又回落，红利表现略好于成长；但美债利率下行趋势逆转可能性较小，仍然保持目前或已到红利拐点的判断。

图41：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

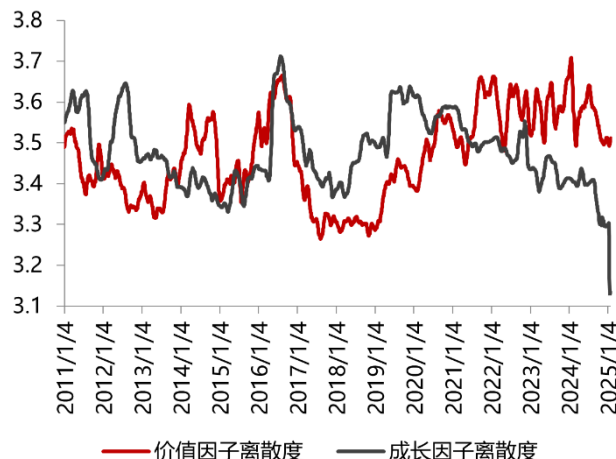
成长与价值因子都不算拥挤，成长个股离散度继续下行。因子拥挤度刻画了市场交易的风格集中性，目前来看，成长拥挤度上升后回落，价值拥挤度相较更低，两者都不算历史高位。因子离散度刻画了不同风格的潜在机会水平，目前来看价值略胜一筹，成长因子离散度 1 月有明显下行。

图42：价值/成长拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院

图43：价值/成长离散度

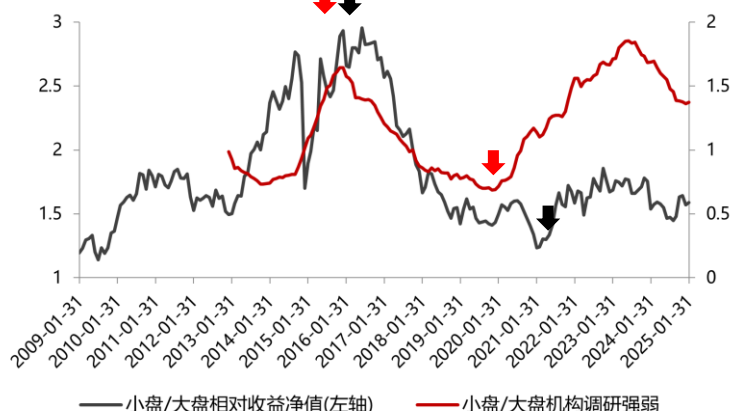


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 大小市值：小盘机构关注度回升

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘(沪深 300/中证 1000)的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

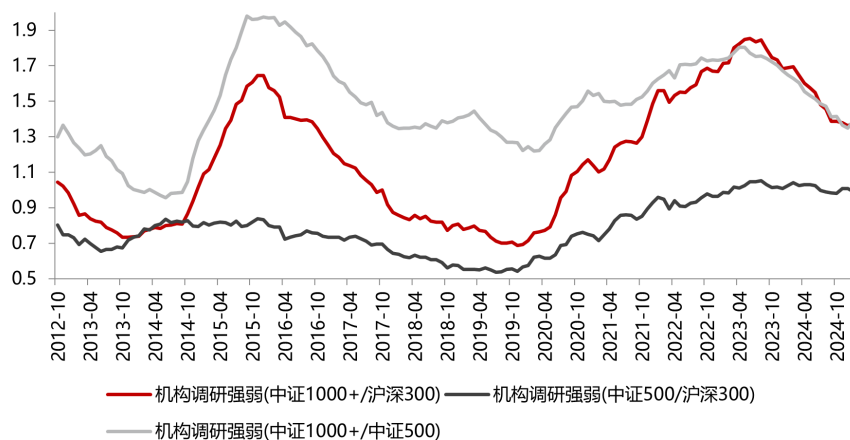
图44：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

1 月小盘相较于大盘关注度有所回升。自 2024 年 9 月来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025 年 1 月中证 1000+相对于沪深 300/中证 500 的机构调研强度则出现边际走强，但当下是否为关注度从大盘切向小盘的拐点仍需后续确认。

图45：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理，中证 1000+指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，1 月小盘风格拥挤度延续上升态势，存在拥挤交易的风险。小盘拥挤度在 1 月继续上行，明显偏离中性位置，拥挤交易对小盘的影响继续上升。拥挤度维度大盘占优，小盘当下存在一定的拥挤交易风险。

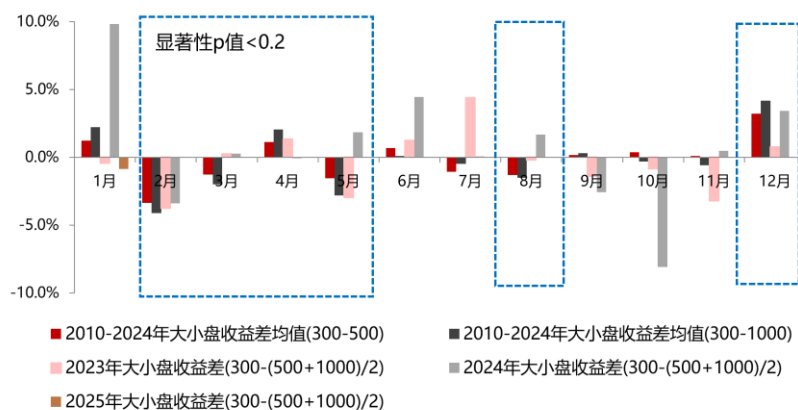
图46：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深 300 和中证 1000 计算

从季节效应来看，2010 年以来 2 月份小盘胜率赔率相对大盘显著占优。2010 年-2024 年期间 2 月份小盘占优比例 93.3%，平均跑赢大盘 4.13%。2 月份小盘的胜率赔率在统计上都明显高于大盘。

图47：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

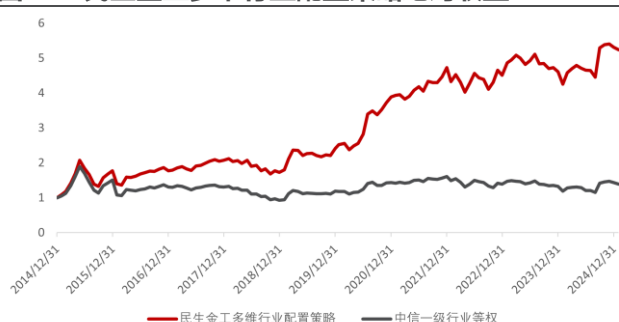
表5：2025 年 2 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
电力设备及新能源	16.7%	√	
有色金属	16.7%	√	
交通运输	16.7%	√	
计算机	16.7%	√	
农林牧渔	16.7%	√	
通信	16.7%	√	

资料来源：Wind，民生证券研究院

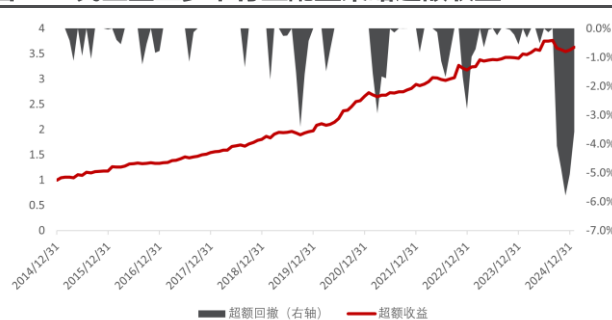
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益-1.42%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 1.56%

图48：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：民生金工多维行业配置策略超额收益



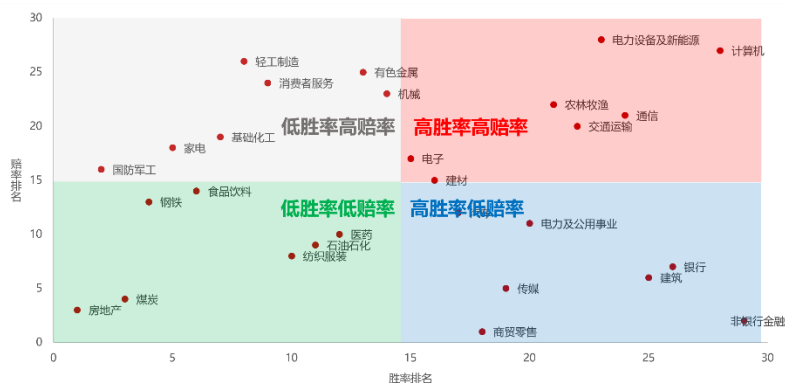
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，
推荐：计算机、电力设备及新能源、通信、农林牧渔、交通运输、有色金属。

图50：2025年2月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

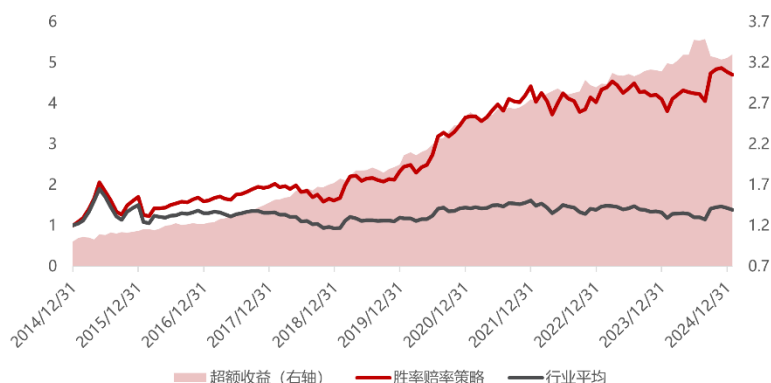
表6：2025年2月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
计算机	√	√	√
电力设备及新能源	√	√	√
通信	√	√	√
农林牧渔	√	√	√
交通运输	√	√	√
有色金属		√	√
机械	√	√	
轻工制造		√	
消费者服务		√	
电子	√	√	
建材	√	√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 14.54%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 6.79%。

图51：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

4.2.1 策略介绍

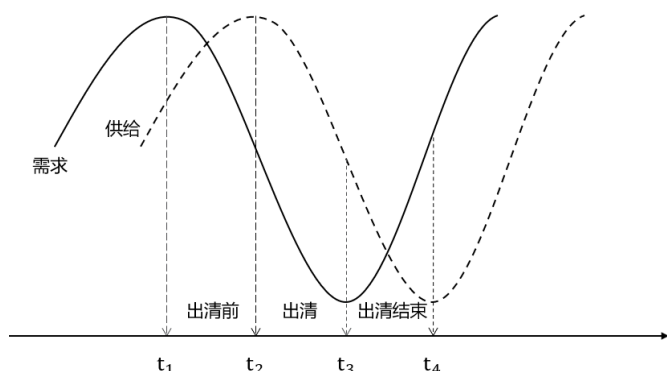
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

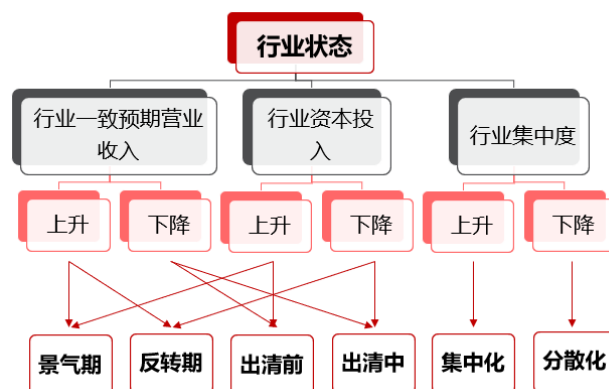
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图52：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

图53：行业状态划分标准

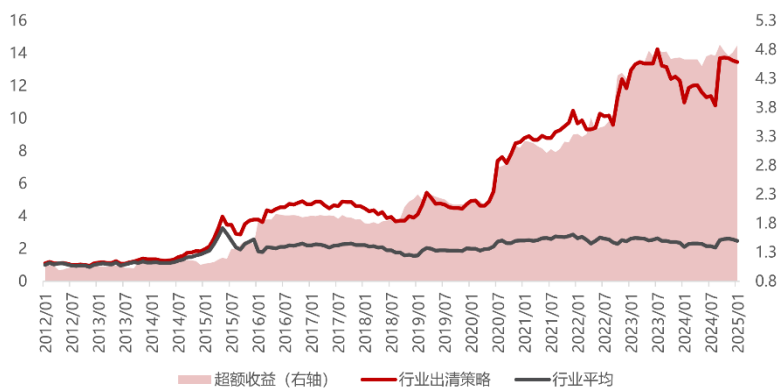


资料来源：民生证券研究院整理绘制

4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年1月31日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图54：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

出清反转策略当单期推荐行业数过多时效果显著下降，本期模型共选中6个行业，因此本期不做推荐。

表7：各行业 2025 年 1 月状态

行业	2025 年 1 月状态
建筑	反转期-分散化
轻工制造	反转期-分散化
电力设备及新能源	反转期-分散化
交通运输	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
建材	反转期-集中化
汽车	反转期-集中化
医药	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
石油石化	景气期-分散化
国防军工	景气期-分散化
钢铁	景气期-集中化
基础化工	景气期-集中化
机械	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
食品饮料	景气期-集中化
传媒	景气期-集中化
有色金属	出清中-分散化
煤炭	出清中-集中化
商贸零售	出清中-集中化
农林牧渔	出清中-集中化
房地产	出清中-集中化
消费者服务	出清前-分散化
电力及公用事业	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 美国 GDP 季调环比折年率	3
图 2: 美国 GDP 年同比增速	3
图 3: 美国实际 GDP 环比增速折年率分项贡献	3
图 4: 美国 GDP 实际增速分项贡献 (%)	4
图 5: 美国 GDP 实际增速结构 (%)	5
图 6: 美国通胀水平	5
图 7: CME FEDWATCH (2025.02.04)	5
图 8: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	7
图 9: 银行与非银景气度变化	7
图 10: 金融与工业景气度变化	7
图 11: 2020 年以来各季度景气度指数变化	8
图 12: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	8
图 13: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	9
图 14: 沪深 300 走势向下突破死角	10
图 15: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	10
图 16: 10Y 国债利率驱动因素模型	11
图 17: 静态因子模型历史月度利率择时效果	11
图 18: 利率驱动因子长期变化趋势	12
图 19: 10Y 国债利率 2 月预测各因子贡献	12
图 20: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	12
图 21: 10 年期国债收益率走势通道与中枢	13
图 22: 10 年期国债收益率与 A 股景气度指数	13
图 23: 黄金驱动因素模型	14
图 24: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	14
图 25: 黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 26: 伦敦金现 2 月预测各因子贡献	15
图 27: 黄金与美国实际利率走势	16
图 28: 美国通胀预期	16
图 30: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	17
图 31: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.01)	17
图 32: 细分指标当期评分 (2025.01)	18
图 33: 供需两侧压力 (2025.01)	18
图 34: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	19
图 35: 印度 NIFTY 50 收益分解	19
图 36: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	19
图 37: 印度分歧度流动性变化趋势	19
图 38: 印度分歧度-流动性二维择时框架	20
图 39: 产业生命周期视角下风格轮转规律	21
图 40: 量化大势研判配置策略近期选择	22
图 41: 红利/成长相对收益与美债利率	23
图 42: 价值/成长拥挤度	23
图 43: 价值/成长离散度	23
图 44: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	24
图 45: 不同市值股票池机构调研强弱	24
图 46: 市值因子拥挤度	25
图 47: 月度大小盘收益差 (季节效应)	25
图 48: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	26
图 49: 民生金工多维行业配置策略超额收益	26
图 50: 2025 年 2 月行业胜率赔率刻画	27
图 51: 胜率赔率策略收益	28
图 52: 供需角度分析行业出清过程	29
图 53: 行业状态划分标准	29
图 54: 行业出清反转策略收益	29

表格目录

表 1: 2025 年 2 月大类资产量化观点.....	6
表 2: 1 月社融结构预测（单位：亿元）	9
表 3: 印度市场综合判断.....	20
表 4: 2025 年 2 月市场二元风格量化观点.....	21
表 5: 2025 年 2 月推荐行业及权重	26
表 6: 2025 年 2 月行业胜率赔率刻画.....	27
表 7: 各行业 2025 年 1 月状态	30

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048