

2025 年 02 月 04 日

关税靴子落地，节后春季行情延续

定期报告

投资要点

- ◆ **市场趋势：节前担忧的风险多数未发生，节后春季行情仍可能开启。**（1）节前市场担忧的风险因素在假期期间多数未发生。一是经济数据上，春节期间高频数据偏好，基本面大幅走弱的风险未发生：首先，2025 年春运期间全社会跨区域人员流动量均较去年有明显回升；其次，2025 春节档票房和观影人次刷新了中国影史纪录。二是流动性上，美联储 1 月未降息，符合市场预期，海外流动性进一步收紧的风险未发生。三是风险偏好上，美国宣布对中国商品加征 10% 的关税，符合市场预期，靴子落地。（2）节后和 2 月 A 股春季行情大概率延续。一是复盘历史，2 月 A 股大概率上涨，且主要受政策和外部事件、流动性等因素影响：首先，2010 年以来的 15 年中有 11 年 2 月上证综指上涨；其次，政策和外部事件、流动性是影响节后 A 股走势的核心因素。二是比照历史经验，今年节后和 2 月春季行情可能延续：首先，美对华加征 10% 的关税落地，对国内经济和股市的影响已相对较小，俄乌冲突等风险可能大幅下降，外部负面冲击可能边际改善；其次，节后赤字率和国债发行规模提升等两会政策预期可能进一步上升，推动中长期资金入市方案可能不断落地实施，降准等流动性宽松政策也可能落地，节后政策和流动性可能进一步宽松。
- ◆ **风格：中短期风格仍偏成长。**（1）中期来看，成长风格可能相对占优。一是根据我们的盈利信用框架，盈利、信用上行且流动性宽松时，成长风格占优。二是未来一个季度来看：首先，工业企业利润和 A 股盈利增速仍处于回升周期中，信用可能进入见底回升周期中；其次，美国大概率仍处于降息周期中，而国内在稳增长政策下流动性可能维持宽松。（2）短期来看，节后成长也可能相对占优。一是复盘历史，影响 A 股短期成长价值风格的核心因素是基本面、流动性、政策和产业趋势。二是节后来看，首先，成长行业年报预告增速有所改善，通信、汽车、电子、医药等成长行业盈利增速高于价值行业，可能有利于成长风格；其次，海外仍处于降息周期中，国内节后也可能进一步降息降准，也有可能利于成长风格；最后，自主可控、发展新质生产力等支持科技的政策明确，国内外人工智能等产业趋势不断上升。
- ◆ **行业配置方向：节后继续聚焦科技和部分消费。**（1）节后科技和消费可能仍是配置主线。一是历史经验上，2010 年以来的 15 年春节后大消费及高景气行业较为占优；二是当前来看，人工智能相关的科技行业仍是景气度最高的，而受益于春节期间消费旺季的部分消费行业也可能相对偏强。（2）加征关税背景下家具、家电、半导体等相关行业表现可能相对占优。一是当前家具及家居用品、塑料制品等出口份额转移较大，通信、建筑材料、纺织等对美出口敞口低且美对中进口依赖度高；二是半导体、操作系统等国产化率提升较大。（3）短期催化上，科技节后表现可能相对占优。一是机器人亮相春晚，海内外对 DeepSeek 大模型的讨论较热，AI 相关的行业节后可能相对占优；二是春节期间美股涨幅靠前的行业集中在通讯服务、信息技术，港股涨幅靠前的是传媒、硬件设备等。（4）节后建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的电子（半导体、消费电子）、计算机（自动驾驶、数据要素）、传媒（AI 应用）、通信（算力）、机械（机器人）；二是可能受益于政策和旺季的食品、商贸、社服、纺织等；三是受益基本面改善的电新、医药。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC 执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

报告联系人

张诗瀑

zhangshipu@huajinsec.cn

相关报告

短期风险有限，可持股过节 2025.1.24

机构资金流入 A 股规模可能上升 2025.1.23

 2024Q4 基金持仓点评-加仓电子、银行、电
 新，减仓有色、医药 2025.1.23

政策强化春季行情开启 2025.1.22

 新股整体交投情绪或有稳定迹象，不排除将
 进入布局观察窗口-华金证券新股周报
 2025.1.19


内容目录

一、市场趋势：节前担忧风险多未发生，节后春季行情可能开启	3
（一）节前市场担忧的风险因素在假期期间多数未发生	3
（二）节后和 2 月 A 股春季行情大概率延续	4
二、风格研判：中短期风格仍偏成长	6
三、行业配置：节后继续聚焦科技和部分消费	7
（一）日历效应上，春节后大消费及高景气行业较为占优	7
（二）加征关税背景下家具、家电、半导体等相关行业表现可能相对占优	9
（三）短期催化上，科技节后表现可能相对占优	11
（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期行业	12
四、风险提示	14

图表目录

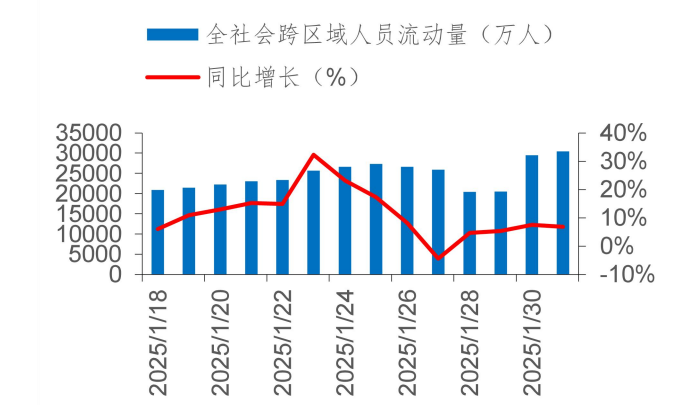
图 1：全社会跨区域人员流动量同比回升	4
图 2：人民币汇率维持相对稳定	4
图 3：2 月市场表现及各指标变化情况一览	5
图 4：今年 1 月和 2 月 MLF 到期量较大	6
图 5：美国核心 PCE 同比维持稳定	6
图 6：当前通信、农林牧渔、汽车、交运、非银等行业年报预告盈利增速较高	7
图 7：2010-2024 春节后 7 个交易日占优行业一览	8
图 8：2011、2012、2017、2019 等大消费表现较好的年份社零同比增速较高	8
图 9：2024 年中国出口家具及家居用品份额转移至新兴市场	9
图 10：2024 年中国出口塑料制品份额转移至新兴市场	9
图 11：2020 年中国半导体出口规模大幅超过进口规模	10
图 12：工业机器人国产化率水平提升了 10.8%	10
图 13：24Q1 鸿蒙系统反超 IOS 成为国内市占第二操作系统	10
图 14：2020 年起中国医疗器械出口规模反超进口规模，国产化率进一步提高	10
图 15：春节期间美股行业中通讯服务、信息技术涨幅较高（截止 2025/2/3）	11
图 16：春节期间港股行业中通家庭用品、日常消费零售涨幅较高（截止 2025/2/3）	12
图 17：2024 年 12 月光缆产量累计同比为 18.2%	13
图 18：12 月电玩/配件/游戏/攻略销售额同比增速降至-34.3%	13
图 19：12 月化妆品零售数据同比增长 0.8%	13
图 20：12 月体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%	13
图 21：2024 年 12 月新能源车产量、销量同比达 43.2%、37.5%	14
图 22：2024 年 12 月医疗器械进口金额同比下降至-9.1%	14

一、市场趋势：节前担忧风险多未发生，节后春季行情可能开启

（一）节前市场担忧的风险因素在假期期间多数未发生

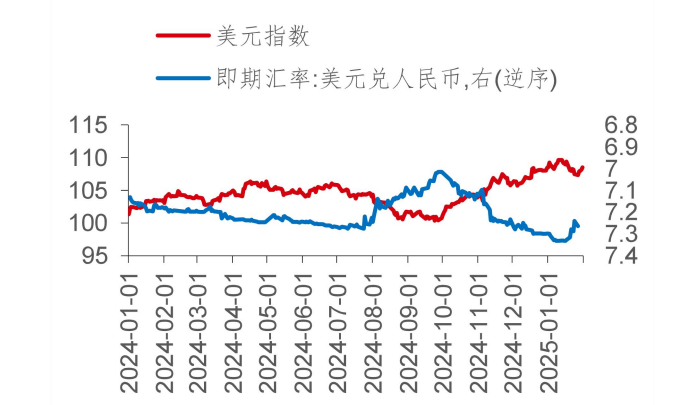
节前市场担忧的风险因素在假期期间多数未发生。（1）经济数据上，春节期间高频数据偏好，基本面大幅走弱的风险未发生。一是春节期间出行数据向好：首先，据交通运输部统计数据，2025 年春运期间全社会跨区域人员流动量均较去年有明显回升，1 月 18 日至 1 月 31 日期间，单日全社会跨区域人员流动量同比增速均值为 12%，除 1 月 27 日（农历腊月二十八）数据较去年同期有所下滑之外，其余日期出行人数均较 2024 年同比增长，居民出行热情仍较高；其次，携程春运租车预订情况来看，截至 1 月 14 日，预订单量同比增长超 110%，自驾出行需求迎来显著回升。二是消费数据迎来“开门红”：首先，娱乐方面，据灯塔专业版的数据，2025 春节档首日（1 月 29 日）票房达到了 18.05 亿元，观影人次为 3515.3 万，两项数据均刷新了中国影史纪录，受益于今年春节档影片的类型和内容的丰富，居民观影需求有望得到充分释放；其次，文旅方面，作为申遗成功的首个春节，春节前三日全国“灯会”“庙会”的搜索热度环比增长 217%，传统文化进一步丰富了居民春节期间的消费环境和消费形式，在结合传统文化内涵和地方文化特色下因地制宜实施促消费政策，助力实现高质量发展的目标。（2）流动性上，美联储 1 月未降息，符合市场预期，海外流动性进一步收紧的风险未发生。一是美元指数并未出现大幅上涨，海外流动性进一步收紧的风险未发生：1 月整体来看美元指数基本维持稳定，且春节开始至今涨幅在 1.1% 左右，同时节前人民币汇率已经出现一定反弹，对节后人民币汇率的进一步压制可能较小。二是 1 月议息会议上美联储按兵不动，2024 年 12 月 PCE 数据符合预期，核心 PCE 同比录得 2.79%（前值为 2.82%），PCE 同比录得 2.55%（前值为 2.45%），抗通胀进程开始逐步放缓，考虑到特朗普上台后对后续通胀带来的不确定较强，仍需密切观察后续美国就业、经济数据等变化。（3）风险偏好上，美国宣布对中国商品加征 10% 的关税，符合市场预期，靴子落地。近期白宫表示，将对墨西哥和加拿大加征 25% 的关税，而对中国则为 10%，符合此前预期。特朗普此次是根据美国 1977 年《国际紧急经济权力法》所确立的紧急经济权力来征收这些关税，《国际紧急经济权力法》的特点在于可以加征普遍关税，并据美国智库统计，普遍加征 10% 关税并在遭遇他国报复性关税情况下，将导致美国 GDP 下降 0.5%，3 年后下降 1%-1.5%，对美国后续经济基本面存在较大扰动。

图 1：全社会跨区域人员流动量同比回升



资料来源：华金证券研究所，交通运输部

图 2：人民币汇率维持相对稳定



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）节后和 2 月 A 股春季行情大概率延续

复盘历史，2 月 A 股大概率上涨，且主要受政策和外部事件、流动性等因素影响。（1）2 月 A 股大概率上涨。2010 年以来的 2 月上证综指多上涨，15 年中共计上涨 11 次，平均涨幅为 2.2%。

（2）政策和外部事件、流动性是影响节后 A 股走势的核心因素。一是政策和外部事件是决定节后市场表现的核心：首先，若政策宽松、外部事件积极则节后 A 股走势可能偏强，例如 2019/2/14 第六轮中美经贸高级别磋商举行缓和中美关系、2021 年初的茅指数为首的大盘股行情向好、2023/2/10 央行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》引导金融机构向试点城市专业化住房租赁经营主体发放长期租赁住房购房贷款、2024/2/23 证监会强调严厉打击操纵市场和内幕交易行为提振市场信心，均推动节后市场走强；其次，若政策收紧或外部事件负面则可能导致节后市场偏弱，如 2013/2/26 国五条发布调控地产政策、2016 年 1 月底至 2 月初期间人民币快速贬值、2018 年 1 月底至 2 月初期间美股大幅下跌同时獐子岛等公司业绩暴雷、2020 年 2 月新冠疫情蔓延，对后续行情有一定压制。二是流动性宽松可能导致节后 A 股走强，如 2012/2/18 央行降准、2015/3/1 央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率、2017/1 央行陆续通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持、2022/1/17 央行下调 SLF、2024/2/20 央行下调 1 年期和 5 年期 LPR 等。三是基本面对节后行情影响有限，考虑到 1 月部分经济数据暂停披露，我们取前一年 12 月数据与当年 2 月数据进行比较，发现即便 2 月上证上涨，基本面指标也可能走弱，例如 2014、2015 年，制造业 PMI、地产销售和社零增速均在下滑，但当月上证涨幅分别达到 1.1%、3.1%。

图 3：2 月市场表现及各指标变化情况一览

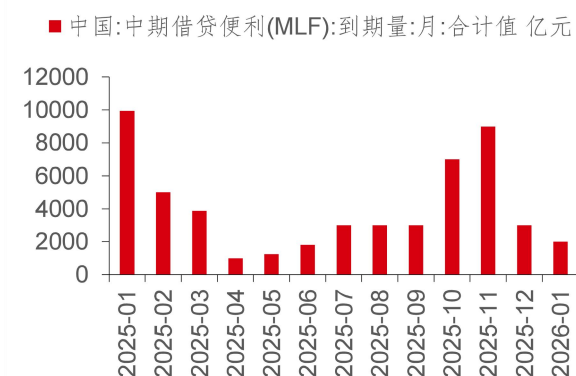
年份	上证涨跌幅 (%)	制造业 PMI (%)	商品房销售增速 (%)	社零增速 (%)	DR007 分位数 (%)	政策/外部事件
2010	2.10	56.6→52.0	42.1→38.2	17.5→22.1	65.5→15.1	2010/2/12 央行决定从 2010 年 2 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
2011	4.10	53.9→52.2	10.1→13.8	19.1→11.6	99.7→98.8	2011/2/18 央行决定从 2011 年 2 月 24 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
2012	5.93	50.3→51.0	4.9→14.0	18.1→16.4	98.7→85.9	2012/2/18 央行决定从 2012 年 2 月 24 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%
2013	-0.83	50.6→50.1	1.8→49.5	15.2→12.3	92→94.4	2013/2/26 国五条发布收紧地产政策
2014	1.14	51.0→50.2	17.3→0.1	13.6→11.8	98→86.5	-
2015	3.11	50.1→49.9	-7.6→-16.3	11.9→10.7	96.9→96.4	2015/3/1 央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2016	-1.81	49.7→49.0	6.5→28.2	11.1→10.2	54.4→52.6	2016 年 1 月底至 2 月初期间，人民币快速贬值
2017	2.61	51.4→51.6	22.5→25.1	10.9→9.5	59.3→74.2	2017/1 央行陆续通过临时流动性便利 (TLF) 操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持
2018	-6.36	51.6→50.3	7.7→4.1	9.4→9.7	77.5→72.3	2018 年 1 月底至 2 月初期间美股大幅下跌；2018/1 獐子岛等公司业绩暴雷
2019	13.79	49.4→49.2	1.3→3.6	8.2→8.2	67.5→59.2	2019/2/14 第六轮中美经贸高级别磋商举行，中美贸易摩擦缓和
2020	-3.23	50.2→35.7	-0.1→-39.9	8.0→20.5	60→36.8	新冠疫情蔓延
2021	0.75	51.9→50.6	2.6→104.9	4.6→33.8	54.3→26.2	2021/2 美债收益率快速上行；茅指数为首下大盘股走强
2022	3.00	50.3→50.2	1.9→9.6	1.7→6.7	58→32.8	2022/1/17 央行下调常备借贷便利 (SLF) 利率
2023	0.74	47.0→52.6	-24.3→-3.6	-1.8→3.5	45.3→30.3	2023/2/10 央行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》
2024	8.13	49.0→49.1	-8.5→-20.5	7.4→5.5	25.3→26.2	2024/2/20 央行下调 1 年期和 5 年期 LPR；2/23 证监会强调将通过多维技术手段严厉打击操纵市场、内幕交易行为

资料来源：华金证券研究所，wind（注：由于部分经济数据 1 月数据不披露，故月频数据取前一年 12 月与本年 2 月数据进行比较，日频数据取春节前后 1 个交易日数据进行比较；上证综指涨跌幅为 2 月数据）

比照历史经验，今年节后和 2 月春季行情可能延续。（1）海外风险相对有限。一是美对华加征 10% 的关税落地，对国内经济和股市的影响已相对较小：首先，近期特朗普宣布，从 2 月 1 日开始将对来自墨西哥和加拿大的商品征收 25% 的额外关税，对来自中国的进口商品征收 10% 的关税，但影响可能相对较小，10% 的幅度相较 2018 年明显偏低，且在当前稳增长政策落地、自主可控领域持续突破下，对国内经济和科技影响有限；其次，当前市场对美加征关税已充分预期，同时比照上一轮 2018 至 2019 年中美贸易摩擦的经验，关税落地后市场反应会逐步钝化，对 A 股的影响可能逐步衰退。二是俄乌冲突等风险可能大幅下降，近期特朗普表示，他正在与俄罗斯就结束乌克兰冲突进行非常严肃的讨论，前期特朗普要求乌克兰事务特使凯洛格在 100 天内解决乌克兰冲突，并据《华尔街日报》的消息来源称，特朗普打算亲自监督俄乌谈判，外部

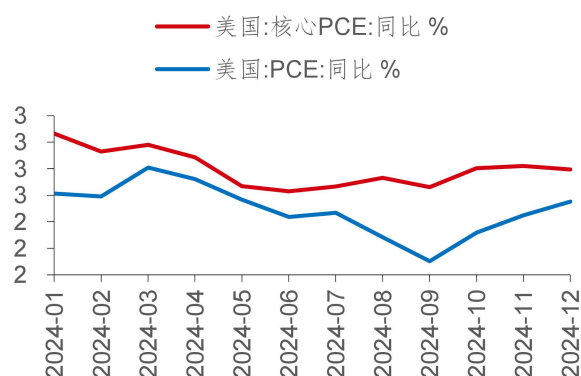
负面冲击可能边际改善。(2) 国内政策和流动性节后可能进一步宽松。一是政策上：首先宏观政策上，节后赤字率和国债发行规模提升等两会政策预期可能进一步上升，此外设备更新和以旧换新等政策仍在发力落实；其次资本市场政策来看，近期证监会主席吴清发表了题为《奋力开创资本市场高质量发展新局面》的文章，其中对于资本市场高质量发展，吴主席强调以进一步全面深化资本市场改革为动力，强本强基、严监严管，持续推动资本市场新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，活跃并购重组市场、严格常态化退市、畅通资金入市渠道等重点任务，后续推动中长期资金入市方案可能不断落地实施。二是流动性上，考虑到资金面可能季节性偏紧，今年1月和2月MLF共到期近1.5万亿，春节后央行仍大概率实施降准，另外美元指数对国内流动性压制也减轻，人民币汇率大概率维持稳定；此外，美联储在12月PCE同比维持稳定下1月暂停降息，但美国就业和通胀短期放缓的趋势可能不变，特朗普上台对通胀的影响短期难显现，降息周期未完下海外流动性预期仍偏宽松。

图 4：今年 1 月和 2 月 MLF 到期量较大



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：美国核心 PCE 同比维持稳定



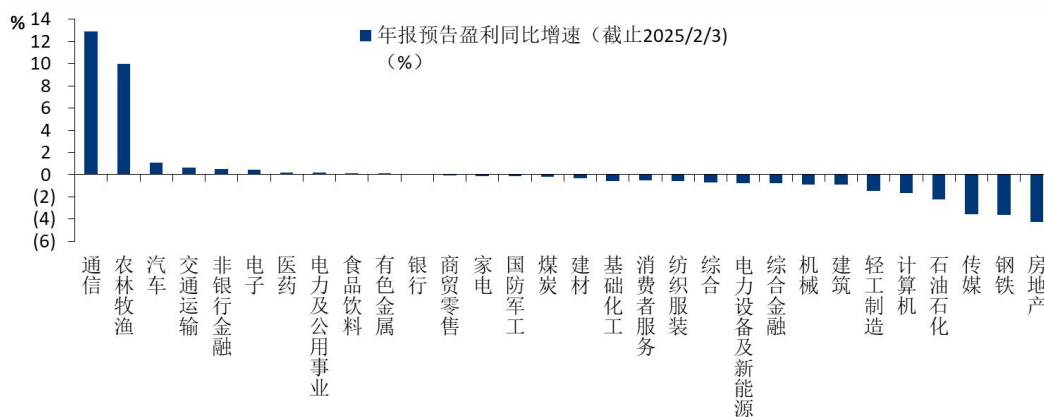
资料来源：华金证券研究所，wind

二、风格研判：中短期风格仍偏成长

中短期角度，成长仍然是主线。(1) 中期维度，根据我们的盈利信用框架，盈利信用上行且流动性宽松下，成长风格占优；未来一个季度，首先，工业企业利润和 A 股盈利增速仍处于回升周期中，12 月工业企业利润累计同比-3.3%，单月同比较 11 月大幅反弹 18.3 个百分点至 11.0% 的近 11 个月新高；其次，A 股盈利方面，截止 2025/2/3，全 A 归母净利润增速为-0.1%，高于 2024 年三季报的-0.3%以及 2023 年年报-1.8%，年报预告显示 A 股盈利回升趋势延续；受房贷政策宽松、房市回暖影响下居民中长贷款 TTM 增速有所改善，12 月居民户新增贷款 3500 亿，同比多增 1279 亿，其中居民中长贷新增 3000 亿，同比多增 1538 亿，连续三个月同比多增并创近 11 个月最高幅度，显示 9 月底以来的本轮地产放松持续带动居民存量购房需求集中释放，中长贷增速在保增长政策不断发力实施下可能筑底回升，可能进入见底回升周期中；其次，美国通胀一季度难出现大幅回升，美国大概率仍处于降息周期中，而国内在保增长政策下流动性可能维持宽松。(2) 短期维度，短期成长风格可能持续占优。历史上影响 A 股成长价值风格的核心因素是基本面、流动性和产业趋势；当下来看，一是基本面可能利于成长风格，成长行业年报预告增速有所改善，通信、汽车、电子、医药等成长行业盈利增速高于价值行业，可能有利于成长风格。二是流动性视角下，流动性偏宽松下成长也有一定机会，海外多个央行同步宽松货币政策，

国内利率水平维持低位，成长行情也可能延续。三是政策和产业趋势短期有利于成长风格：首先，政策导向上，科技创新、放松地产和化债等政策有利于成长和周期，11月政治局会议及中央工作会议经济会议均强调大力发展新质生产力、支持上市公司围绕战略性未来产业等进行并购重组下成长风格继续走强；其次，产业趋势上，受益于国产大模型加速迭代、各省印发行动方案计划下商业航天产业进入发展的黄金期、《国家数据标准体系建设指南》建设数据领域基础通用国家标准、华为鸿蒙操作系统发布、各省智能算力加速布局、数据要素政策密集出台及软硬件系统国产化大趋势下的科技行业景气持续上行，都指向成长风格可能占优。

图 6：当前通信、农林牧渔、汽车、交运、非银等行业年报预告盈利增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind

三、行业配置：节后继续聚焦科技和部分消费

（一）日历效应上，春节后大消费及高景气行业较为占优

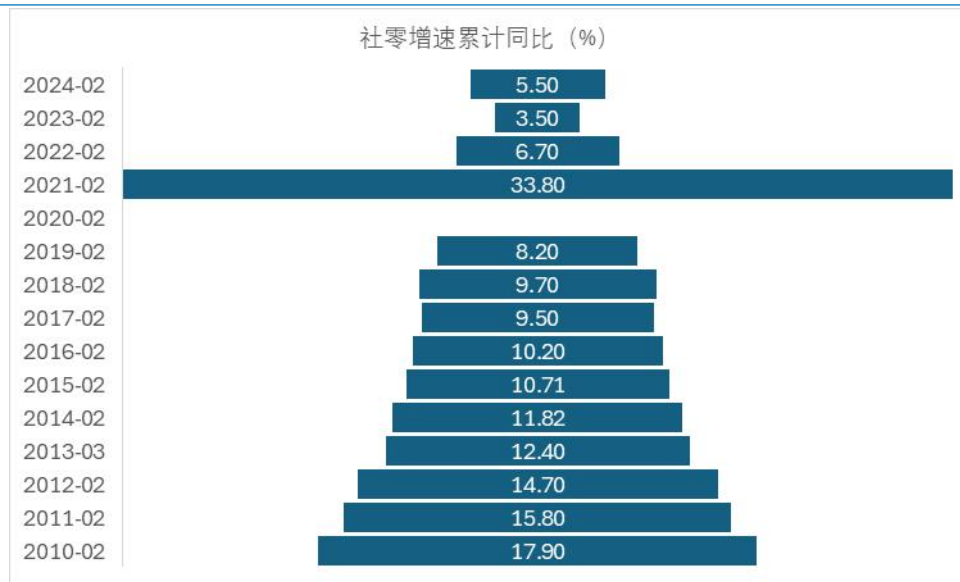
日历效应上，近 15 年春节后大消费及高景气行业较为占优。我们复盘 2010-2024 年 15 年春节后 7 个交易日行业的表现，发现：（1）节后消费行业较为占优。首先，2 月社零同比增速高的年份消费通常表现较好，如 2011、2012、2017、2019 年 2 月社零增速相对较高，平均达 12.1%，期间家用电器、美容护理、社会服务等行业表现均较好。（2）节后高景气的行业相对占优。如 2012-2014 年受益于科技创新政策叠加移动互联网周期共振的 TMT，2016 年受益于供给侧改革下盈利优化走强的有色、钢铁，2017 年受益于新一轮消费升级下走强的美容护理，2019 年受益于第四轮半导体周期下走强的电子，2020 年受益于创新药审批创新高叠加疫情疫苗研发景气提升的生物医药，2021 年疫情后经济修复预期上升下走强的有色金属、钢铁，2023 年受益于新能源汽车海外销售创新高的汽车行业，2024 年受益于卫星互联、低空经济等走强的通信行业。

图 7：2010-2024 春节后 7 个交易日占优行业一览

2010/2/14			2011/2/3		2012/1/23		2013/2/10		2014/1/31	
2010/2/23			2011/2/14		2012/2/1		2013/2/19		2014/2/11	
1	农林牧渔	3.4	家用电器	9.4	美容护理	0.8	电子	1.6	电子	6.9
2	综合	3.1	建筑材料	8.9	传媒	0.7	环保	0.6	电力设备	6.7
3	环保	2.5	汽车	8.1	环保	0.5	电力设备	0.2	环保	6.6
4	建筑材料	2.2	非银金融	7.6	计算机	0.3	综合	-0.1	通信	6.5
5	汽车	1.8	农林牧渔	7.5	农林牧渔	0.3	医药生物	-0.2	社会服务	6.4
2015/2/19			2016/2/28		2017/1/28		2018/2/16		2019/2/5	
2015/3/2			2016/3/8		2017/2/7		2018/2/27		2019/2/14	
1	环保	9.4	有色金属	8.8	美容护理	1.4	国防军工	7.1	电子	11.2
2	钢铁	6.7	银行	7.9	建筑材料	1.4	电子	7.0	社会服务	9.1
3	建筑装饰	6.6	钢铁	7.3	汽车	1.3	计算机	6.8	通信	8.4
4	公用事业	6.4	非银金融	6.7	综合	1.3	通信	6.4	计算机	7.5
5	有色金属	5.6	煤炭	6.0	商贸零售	1.1	环保	5.8	农林牧渔	7.2
2020/1/25			2021/2/12		2022/2/1		2023/1/22		2024/2/10	
2020/2/4			2021/2/23		2022/2/10		2023/1/31		2024/2/20	
1	医药生物	0.0	有色金属	11.2	煤炭	12.4	汽车	4.1	通信	7.8
2	银行	-4.7	钢铁	10.6	建筑装饰	9.6	国防军工	3.0	传媒	7.7
3	家用电器	-4.9	煤炭	9.2	石油石化	7.9	机械设备	2.4	煤炭	5.2
4	电力设备	-5.1	环保	7.5	钢铁	7.9	电力设备	2.1	计算机	4.6
5	综合	-5.5	纺织服饰	6.6	农林牧渔	7.9	有色金属	1.6	社会服务	4.1

资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：2011、2012、2017、2019 等大消费表现较好的年份社零同比增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind

节后继续聚焦科技和部分消费。一是复盘历史，近 15 年春节后大消费及高景气行业较为占优；二是当前来看，人工智能相关的科技行业仍是景气度最高的，而受益于春节期间消费旺季的部分消费行业也可能相对偏强：其一，科技方面，首先，新质生产力政策与 AI 周期共振下的科技成长值得关注，当下 DeepSeek-R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版，而训练成本仅为其十分之一，开辟了国产化未来通向 AGI 的高速通道途径；三部门联合发布《国家数据基础设施建设指引》推进“点、链、网、面”体系化推进算力网络工作持续提

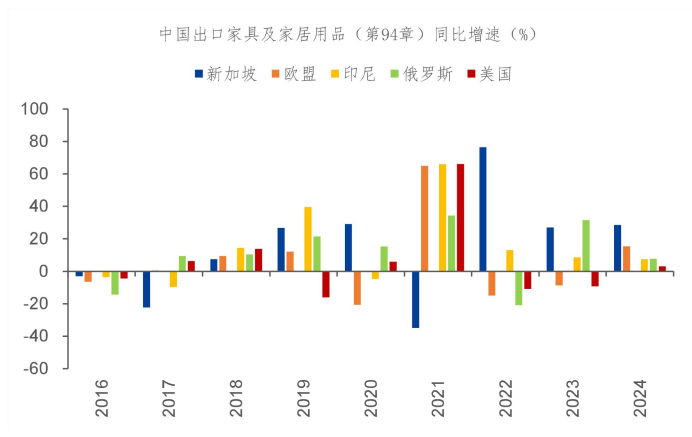
升算网综合供给能力；集成电路方面，集成电路出口额在 2019 至 2024 年间持续增长，2024 年创下历史新高，我国生成式人工智能及汽车等产业拉动力增强。消费方面，影视院线方面，据网络平台数据，截至 2 月 2 日 17 时 16 分，2025 年春节档（1 月 28 日至 2 月 4 日）电影总票房（含预售）突破 70 亿元，再创新高；12 月社零同比增速超预期，消费补贴的耐用品需求刺激作用维持强劲；12 月家用电器音像器材零售同比为 39.3%，消费政策扩容下行业内需有望维持增长，量价齐升推动企业盈利改善。

（二）加征关税背景下家具、家电、半导体等相关行业表现可能相对占优

加征关税背景下家具、家电、半导体等相关行业表现可能相对占优。

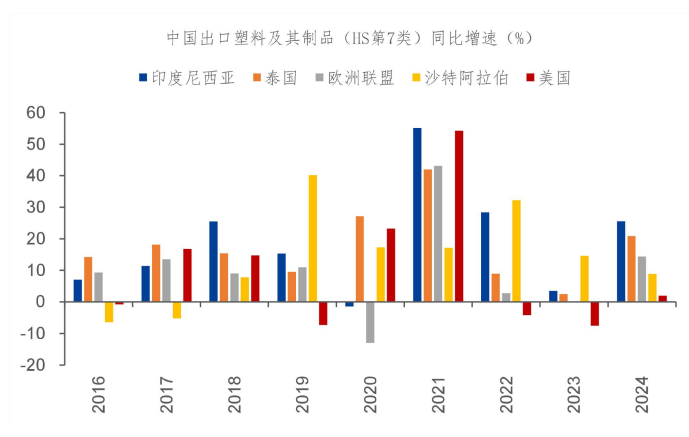
当前家具及家居用品、塑料制品等出口份额转移较大，通信、建筑材料、纺服等对美出口敞口低且美对中进口依赖度高：（1）家具及家居用品、塑料制品等出口份额产业近年由美国转移至欧洲、东南亚等新兴市场，受本轮潜在关税冲击小于 2018 年：一是以车辆及零部件（HS 第 87 章）为例，2024 年中国向印尼、新加坡、韩国的出口同比增速分别为 50.2%、33%和 25.8%，二是对于家具及家居用品（HS 第 94 章），2024 年中国出口到新加坡和欧盟的增速分别为 28.6%和 15.4%，三是塑料及其制品（HS 第 7 类）中国向印尼、泰国和欧盟的出口增速分别为 25.6%、20.8%和 14.4%，四是车辆、航空器、船舶及运输设备（HS 第 17 类）中国向沙特、越南、印尼、韩国的出口增速分别为 45.1%、42.3%、40.1%和 25%。（2）通信、建筑材料、纺服等对美出口敞口低且美对中进口依赖度高，受加征关税影响可能较小。从贸易依赖度来看，2024 年（截止到 11 月）美国对中国依赖度较高的前 5 个行业，从高到低排序分别为通信（39.4%）、建筑材料（38.7%）、轻工制造（27.8%）、纺织服装（26.5%）、电子（21.8%），这 5 个行业均高于 2024 年中国对美国的依赖度，若特朗普加征关税，则该行业受 2025 年新一轮关税冲击影响可能较小。

图 9：2024 年中国出口家具及家居用品份额转移至新兴市场



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：2024 年中国出口塑料制品份额转移至新兴市场

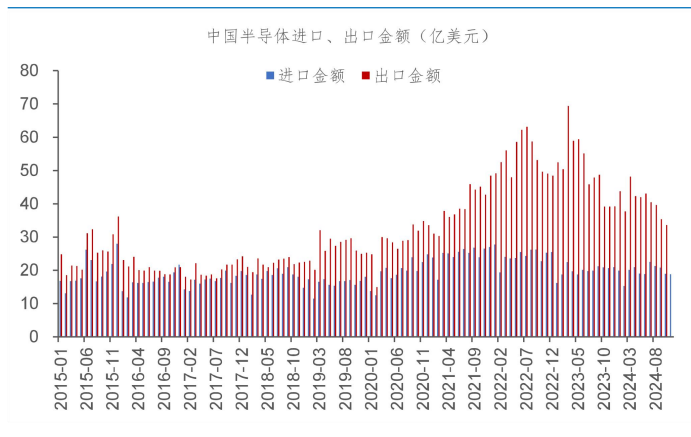


资料来源：华金证券研究所，wind

半导体、软件操作系统、医疗器械等战略性高技术产品近年国产化率提升较大，受关税冲击可能小于 2018 年。相较于 2018 年，近年高端制造国产渗透率大幅提高下受关税冲击可能减

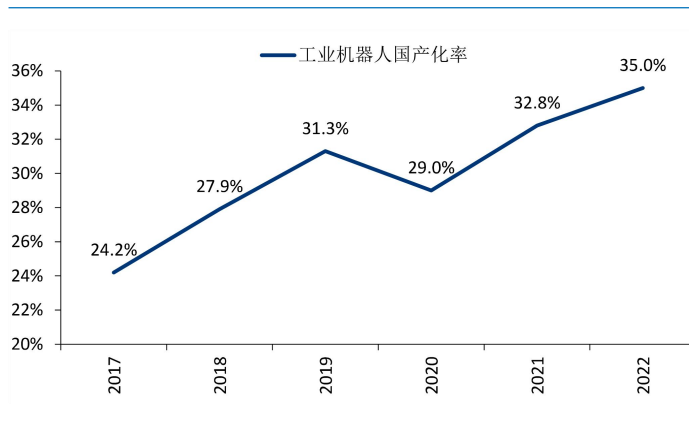
小：一是半导体方面，2020-2024年，半导体设备国产化率提升6.4%，这一占比的提升主要得益于国内半导体技术的逐步突破、产业链的完善以及政府对半导体产业的大力支持。二是工业机器人方面，随着国内企业技术突破以及在关键零部件打破海外垄断，2017-2022年，工业机器人国产化率水平提升了10.8%。三是国产软件操作系统方面，根据Counterpoint，2024年一季度鸿蒙系统占中国17%，超越IOS系统的16%成为中国第二大手机操作系统，国产软件操作系统技术的成熟和国产化率的提高对于我国信息安全及自主可控具有重要意义。四是医药方面，器械端，2020年起中国医疗器械出口规模反超进口规模，国产化率进一步提高下对美依赖程度减小；政策鼓励创新药不断出海成功下受美政策影响或小于2018年；医药端，随着中国药品审评审批制度改革、医保目录调整、诊疗体系不断完善、大量创新药在国内上市，我国在提高创新药物可及性方面已取得显著进展，统计数据显示：2006-2010年在美国批准的进口肿瘤药的中美上市滞后时间中位数为8.7年，而2016-2020年滞后时间仅为2.7年。综合来看，尽管当前美国关税政策直指中国战略性高技术产业，但半导体、软件操作系统、医疗器械等战略性高技术产品在近年国产化率提升下受到关税冲击可能小于2018年。

图 11：2020 年中国半导体出口规模大幅超过进口规模



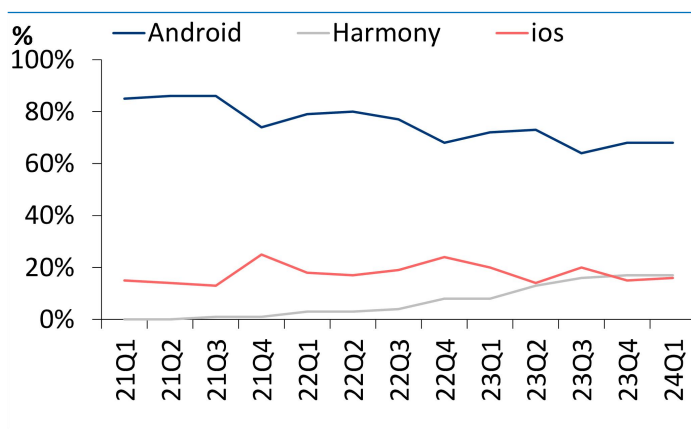
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：工业机器人国产化率水平提升了 10.8%



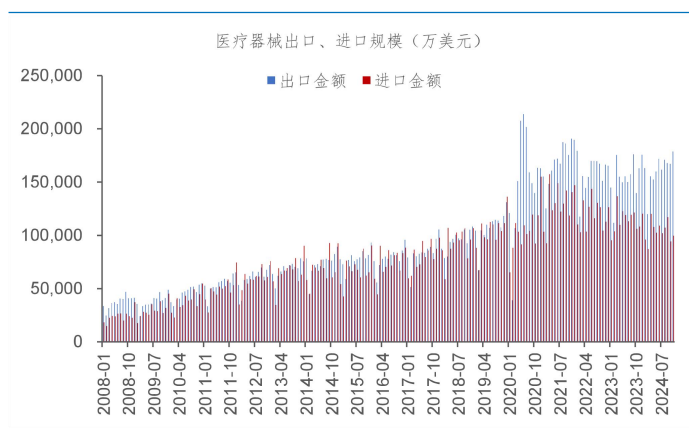
资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：24Q1 鸿蒙系统反超 IOS 成为国内市占第二操作系统



资料来源：华金证券研究所，OFweek

图 14：2020 年起中国医疗器械出口规模反超进口规模，国产化率进一步提高



资料来源：华金证券研究所，wind

（三）短期催化上，科技节后表现可能相对占优

短期催化上，科技节后表现可能相对占优。（1）机器人亮相春晚，海内外对 DeepSeek 大模型的讨论较热，AI 相关的行业节后可能相对占优：一是人形机器人亮相春晚舞台，国产人形机器人性能提升，当前联想、阿里、LG、软通动力纷纷发力人形机器人、宇树 G1 仿生再升级，国内公司加速布局下中短期催化不断；二是 DeepSeek-R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版，而训练成本仅为其十分之一，该模型采用了纯强化学习训练路径，极大提升了模型推理能力，超高性价比的 DeepSeek-R1 模型开辟了国产化通向 AGI 的快通车。二是春节期间美股涨幅靠前的行业集中在通讯服务、信息技术，港股涨幅靠前的是大数据、云计算和半导体等：受益于 OpenAI 发布 Operator，精准地点击、滚动、填写表单，甚至能独立完成订票、购物、订餐等相当复杂的任务，不同于传统的虚拟助手，这款 AI 助手真正具备了“行动”的能力下 AI 智能体实现跨越式进步，春节期间美股行业中通讯服务、信息技术涨幅较高，分别为 3.4%、2.3%，而港股中的家庭用品、日常消费零售、传媒、硬件设备、软件服务、信息技术涨幅较好。

图 15：春节期间美股行业中通讯服务、信息技术涨幅较高（截止 2025/2/3）



资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：春节期间港股行业中通家庭用品、日常消费零售涨幅较高（截止 2025/2/3）

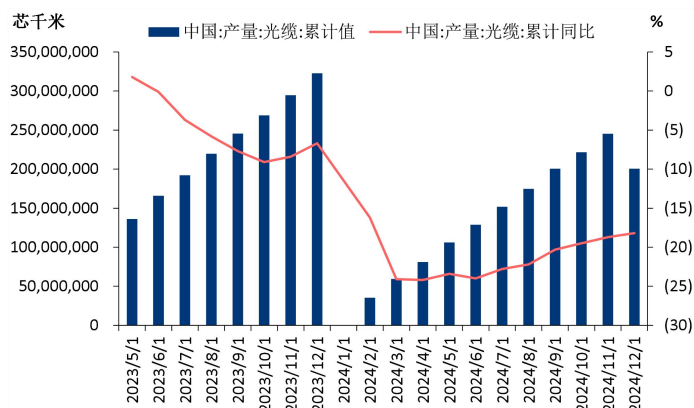


资料来源：华金证券研究所，wind

（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期行业

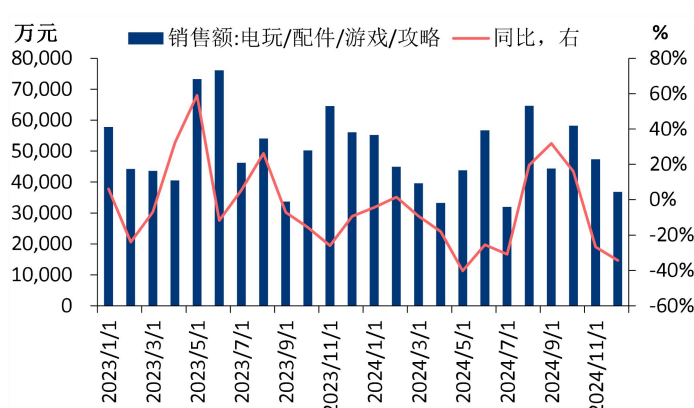
逢低配置政策导向和产业趋势向上的 TMT、机械及军工。（1）电子方面：消费电子方面，近期款 AI 终端发布，端侧 AI 应用场景拓宽：AI/AR 眼镜方面，雷神科技发布 AURA 系列智能眼镜等；AIPC 方面，AMD 宣布扩大其消费和商用 AIPC 产品线，推出锐龙 AIMax 系列/300 系列处理器，联想发布全球首款卷轴屏 AIPCThinkBookPlusGen6 等，短期催化下行业景气上升；半导体方面，11 月半导体销售额同比增长 20.7%，月度销售额连续八个月环比增长。（2）计算机方面：智能驾驶方面，京津冀自动驾驶实现跨域全场景应用，打造国内最大的智能网联汽车城市级应用场景、上海市发布《上海市深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划实施方案》，政策鼓励智能驾驶加速发展；数据要素方面，2024 年全国数据市场交易规模同比增长 30% 以上，其中场内市场数据交易规模同比实现翻番，各省加快数据交易市场建设下行业景气提升。（3）通信方面：算力基建方面，截止 2024 年 9 月底，我国在用算力中心超过 880 万标准机架，算力总规模达 268EFLOPS，政策支持下算力基建完善建设下为 AI 各类产品更迭实现赋能；光缆方面，2024 年 12 月光缆产量累计值同比跌幅收窄 0.5 个百分点至-18.2%。（4）传媒方面：AI 应用方面，新质生产力政策与 AI 周期共振下的科技成长值得关注，当下 DeepSeek-R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版，而训练成本仅为其十分之一，开辟了国产化未来通向 AGI 的高速通道途径；游戏方面，供给侧，据国家新闻出版署，2025 年累计 136 款游戏获得版号，为近年新高，版号延续多端趋势；需求侧，2024 年 12 月电玩/配件/游戏/攻略销售额同比增速降至-34.3%，新一轮游戏发布周期下有望提振需求。（5）军工、机械方面：产业端，联想、阿里、LG、软通动力纷纷发力人形机器人、宇树 G1 仿生再升级，国内公司加速布局下中短期催化不断；产能端，12 月工业机器人产品产量同比高达 14.2%，需求上升下行业基本面向好。

图 17：2024 年 12 月光缆产量累计同比为 18.2%



资料来源：华金证券研究所，wind

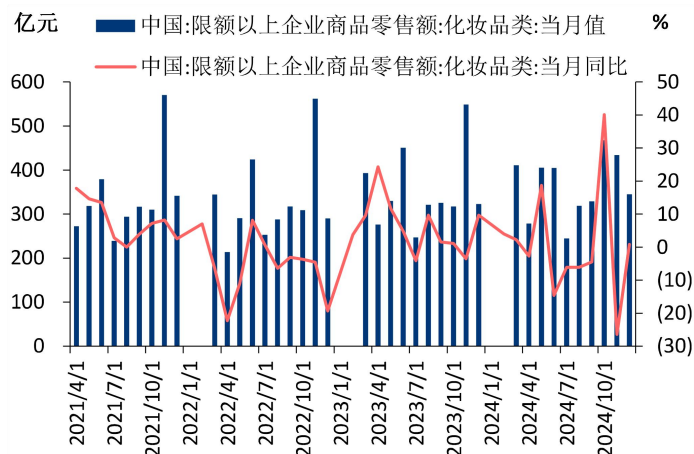
图 18：12 月电玩/配件/游戏/攻略销售额同比增速降至-34.3%



资料来源：华金证券研究所，wind

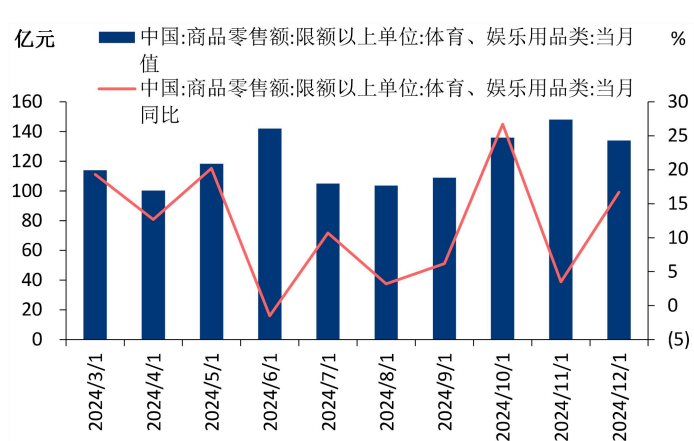
逢低配置可能受益于政策和旺季的食品、商贸、社服、纺服等。一是食品饮料行业，2024 年 12 月餐饮收入 5549 亿元，增长 2.7%，随各地出台消费券促餐饮等措施叠加春节催化，基本面修复确定性较高。二是商贸零售，首先，社会消费品零售总额同比增长 3.7%；其次，12 月份，商品零售额同比增长 3.9%；可选消费方面，12 月化妆品零售数据同比增长 0.8%、冰雪运动热度攀升带动体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%，1 月随着促消费政策持续加力，消费新业态新模式逐步培育壮大下市场有望向好发展。三是社服行业，12 月核心 CPI 同比连续第三个月逆势小幅回升 0.1 个百分点至 0.4%，环比上涨 0.2 个百分点，在服务消费保持稳定增长、财政大力补贴消费品、能源价格回升导致对工业消费品渗透因素减弱的共同影响下，核心 CPI 同比连续第三个月逆势小幅回升。四是纺织服装，2024 年国纺织服装累计出口额同比增长 2.8%，在假日消费拉动和对美“抢出口”等积极因素的拉动下，2024 年 12 月我国纺织服装出口同比增长 11.4%，其中纺织品出口增长 17.4%，服装出口增长 6.6%。

图 19：12 月化妆品零售数据同比增长 0.8%



资料来源：华金证券研究所，wind

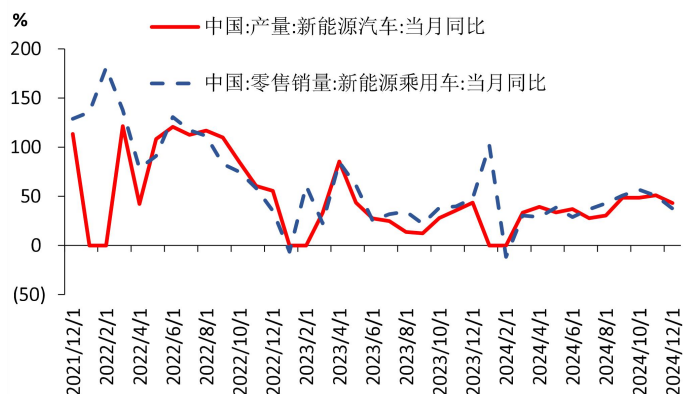
图 20：12 月体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%



资料来源：华金证券研究所，wind

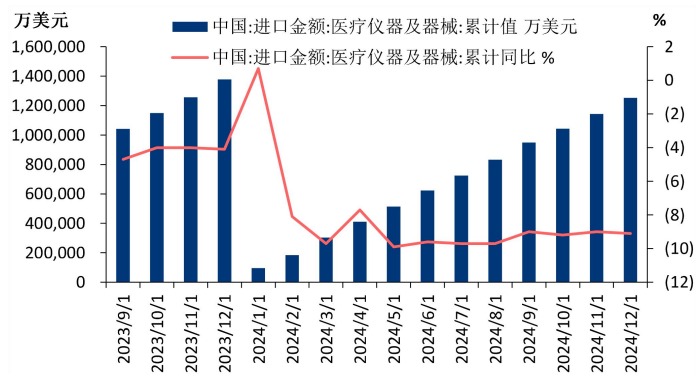
逢低布局基本面可能低位改善的电新、医药等。（1）电新行业：新能源车方，12 月新能源汽车产销分别同比增长 43.2%和 37.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。（2）医药行业：医疗器械方面，2024 年 12 月医疗器械进口金额同比下降至-9.1%，降幅进一步扩大 0.9%，政策鼓励下高端医疗器械国产替代趋势加快。

图 21：2024 年 12 月新能源车产量、销量同比达 43.2%、37.5%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 22：2024 年 12 月医疗器械进口金额同比下降至-9.1%



资料来源：华金证券研究所，wind

四、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。