

2025年01月24日

短期风险有限，可持股过节

定期报告

投资要点

- ◆ **春节后 A 股短期大概率上涨，政策和外部事件、流动性是核心影响因素。**（1）春节后短期内 A 股大概率上涨：2010 年以来春节后 10 个交易日上证综指 15 年中有 11 次上涨。（2）影响春节后短期市场行情的核心是政策和外部事件、流动性。一是政策和外部事件是决定节后市场表现的核心：若政策宽松、外部事件积极则节后 A 股走势可能偏强，如 2016/2/2 住房贷款首付比例下调、2019/2/14 中美关系缓和、2024/2/23 证监会提振市场信心等；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 地产调控、2020/1/23 新冠疫情、2021 年 2 月美债收益率上行等。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 和 2024/2/20 央行降息等。三是基本面对节后行情影响有限。
- ◆ **今年春节期间市场担忧的风险我们预计有限，可持股过节。**（1）市场担忧的海外风险有限，国内政策和流动性仍宽松，节后 A 股可能偏强。一是市场较为担忧的海外风险可能有限：首先，美国对华加征关税可能幅度有限，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，对比 2019 年后，加征关税对 A 股的影响越来越小；最后，假期期间美国的经济数据可能影响美联储的降息节奏，但海外流动性预期仍偏宽松。二是国内政策和流动性春节前后可能进一步宽松：首先，政策上，设备更新和以旧换新、长期资金入市等政策节前已落地实施，赤字率和超长债发行规模提升等两会相关政策预期节后也可能上升；其次，流动性上，春节前后仍大概率实施降准。（2）节前涨幅较低使得节后 A 股走势偏弱的风险较小。
- ◆ **A 股短期可能开启春季行情，持股过节风险较小。**（1）分子端：经济和盈利延续修复趋势。一是短期消费可能回升：今年春节假期出行消费可能火爆，叠加政策拉动，短期社零增速可能回升；二是年报预告显示 A 股盈利修复趋势延续。（2）流动性：短期维持宽松。一是海外流动性预期仍偏宽松：首先，美联储 1 月大概率暂停降息，假期期间美国披露的经济数据对流动性预期可能有一定扰动；其次，人民币汇率相对偏强。二是国内流动性可能进一步宽松：首先，国内春节前后降准概率较强；其次，季节效应上外资节前多流入，融资节后多回流，股市流动性节后大概率改善。（3）风险偏好：节日期间风险有限，节后市场情绪可能上升。
- ◆ **短期继续聚焦科技和部分消费及低估值红利。**（1）短期科技和消费可能仍是配置主线。一是历史经验上，节前一周，高景气及季节性效应（影视院线、大消费、金融）的行业表现相对占优；二是当前来看，AI 相关的科技行业、提振内需政策导向的消费等行业可能相对占优，且软件服务、产业互联网等短期性价比比较高。（2）当前通信、农林牧渔、汽车、交运等行业已披露年报预告盈利增速相对较高。（3）当前通信、建筑材料、纺服等对美出口敞口低且美对中进口依赖度高，半导体、操作系统、医疗器械国产化率提升较大，受关税冲击可能较小。（4）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、传媒（AI 应用）、计算机（自动驾驶、数据要素）、机械（机器人）、军工；二是可能受益于政策和旺季的食品、商贸、社服、纺服等；三是大金融等低估值红利。
- ◆ **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

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

春季行情可能开启 2025.1.18



内容目录

一、周度聚焦：今年春节持股还是持币？	4
（一）春节后短期行情受政策和外部事件、流动性影响	4
（二）市场担忧风险可能有限，持股过节	5
二、周度策略：A股短期可能开启春季行情，持股过节风险较小	7
（一）分子端：经济和盈利延续修复趋势	7
（二）流动性：短期维持宽松	8
（三）风险偏好：节日期间风险有限，节后市场情绪可能上升	10
三、行业配置：短期继续聚焦科技和部分消费及低估值红利	11
（一）节前一周高景气、及具备季节性效应行业较为占优	11
（二）当前通信、农林牧渔、汽车等行业年报预告盈利增速靠前	13
（三）部分对美出口敞口低且美对依赖高，及国产化程度提升的产业受潜在的关税冲击小	15
（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期行业	18
四、风险提示	20

图表目录

图 1：春节期间市场表现及各指标变化情况一览	5
图 2：年初地缘风险可能减弱	6
图 3：春节前后 10 个、20 个交易日内上证涨跌幅一览	6
图 4：2018 年贸易摩擦期间市场反应逐步钝化	6
图 5：今年春运期间全社会跨区域人员流动量超过去年同期	7
图 6：全国多地积极落实以旧换新政策	7
图 7：今年国内航班执行架次明显超过 2024 年和 2019 年同期	8
图 8：人民币汇率仍具韧性	9
图 9：CME 预测 1 月美联储暂停降息概率接近 100%	9
图 10：近期央行加大逆回购力度	9
图 11：2025 年 1 月 24 日有近 1.5 万亿逆回购到期	9
图 12：成交额均值 9 年中有 7 年节后多上涨	10
图 13：换手率均值 9 年中有 7 年节后多上涨	10
图 14：特朗普上任后披露的美国优先政策方向	11
图 15：2010 年以来春节前一周涨幅前 5 行业一览	12
图 16：云软件服务、产业互联网平台、其他文化娱乐 19 个行业跌幅靠前、PEG 小于 1 且盈利增速大于 0...	13
图 17：历年 2 月排名前五行业对应的上年年报预告增速排名情况	14
图 18：2024 年年报预告盈利增速分行业一览（截止 2025/1/24）	15
图 19：通信、建筑材料、纺织等对美出口敞口低且美对进口依赖度高	16
图 20：当前美国对华产品加关税政策集中在战略性高技术产品及关键原料上	17
图 21：2020 年中国半导体出口规模大幅超过进口规模	17
图 22：工业机器人国产化率水平提升了 10.8%	17
图 23：24Q1 鸿蒙系统反超 IOS 成为国内市占第二操作系统	18
图 24：2020 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	18
图 25：2024 年 12 月光缆产量累计同比为 18.2%	19
图 26：12 月电玩/配件/游戏/攻略销售额同比增速降至-34.3%	19

图 27: 12 月化妆品零售数据同比增长 0.8%	19
图 28: 12 月体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%	19
图 29: 近年来社保基金权益资产总额逐年上升	20
图 30: 当前险资入市比例较低	20

一、周度聚焦：今年春节持股还是持币？

（一）春节后短期行情受政策和外部事件、流动性影响

春节后 A 股短期大概率上涨，政策和外部事件、流动性是核心影响因素。（1）春节后短期内 A 股大概率上涨。2010 年以来的历年春节假期后 10 个交易日内上证综指多上涨，15 年中共计上涨 11 次，仅 2013、2020、2021 和 2023 年节后上证有所调整。（2）影响春节后短期市场行情的核心是政策和外部事件、流动性。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 2016/2/2 个人住房贷款最低首付款比例下调、2019/2/14 第六轮中美经贸高级别磋商举行缓和中美关系、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，2020/1/23 武汉封城同时新冠疫情蔓延，2021/2 美债收益率快速上行等，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，发现即便节后上证上涨，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，但并不影响节后“开门红”的趋势。

图 1：春节期间市场表现及各指标变化情况一览

春节日期	T+10内上证涨跌幅 (%)	春节期间标普500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
2010/2/14	0.43	3.73	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%
2011/2/3	2.02	3.49	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%
2012/1/23	1.42	0.38	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%
2013/2/10	-3.00	0.51	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
2014/1/31	5.20	0.25	51.0→50.2	17.3→-0.1	13.6→11.8	98→86.5	-
2015/2/19	1.21	0.80	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
2016/2/8	0.13	-2.50	49.7→49.0	6.5→28.2	11.1→10.2	54.4→52.6	2016/2/1国务院印发关于钢铁、煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见；2/2下调个人住房贷款最低首付款比例
2017/1/28	2.23	0.76	51.4→51.6	22.5→25.1	10.9→9.5	59.3→74.3	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
2018/2/16	2.27	1.81	51.6→50.3	7.7→4.1	9.4→9.7	77.5→72.3	2018/2/23股票发行注册制授权决定期限拟延长至2020年
2019/2/5	7.10	1.07	49.4→49.2	1.3→-3.6	8.2→8.2	67.5→59.3	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
2020/1/25	-2.00	-2.16	50.2→35.7	-0.1→-39.9	8.0→20.5	60.1→36.9	2020/1/23武汉封城，新冠疫情蔓延
2021/2/12	-2.14	-0.04	51.9→50.6	2.6→104.9	4.6→33.8	54.4→26.3	美债收益率快速上行
2022/2/1	3.85	3.08	50.3→50.2	1.9→9.6	1.7→6.7	58.1→32.9	2022/1/17央行下调常备借贷便利（SLF）利率；稳增长政策预期升温
2023/1/22	-0.13	2.26	47.0→52.6	-24.3→-3.6	-1.8→3.5	45.4→30.4	2023/1美债务危机风险上升
2024/2/10	5.62	1.04	49.0→49.1	-8.5→-20.5	7.4→5.5	25.3→26.3	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

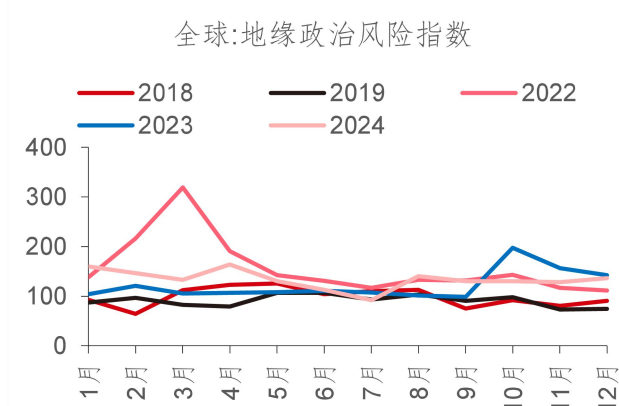
资料来源：华金证券研究所，wind（注：由于部分经济数据1月数据不披露，故月频数据取前一年12月与本年2月数据进行比较，日频数据取春节前后1个交易日数据进行比较；上证综指涨跌幅为春节后10个交易日内数据，标普500涨跌幅为春节前后1个交易日数据；分位数计算从2005年起）

（二）市场担忧风险可能有限，持股过节

今年春节期间市场担忧的风险我们预计有限，可持股过节。（1）市场担忧的海外风险有限，国内政策和流动性仍宽松，节后A股可能偏强。一是市场较为担忧的海外风险可能有限：即便特朗普将于2月1日对我国征收10%的关税，影响可能也较小，10%的幅度相较2018年明显偏低，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股的影响可能越来越小；最后，假期期间披露的美国经济数据（包括PMI、PCE等）可能影响美联储的降息节奏，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。二是国

内政策和流动性春节前后可能进一步宽松：首先，政策上，设备更新和以旧换新、长期资金入市等政策节前已落地实施，近期国新办新闻发布会上提出新一轮十大重点行业稳增长工作方案将启动，其中包括钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工、电子等我国优势产业，助力工业和信息化领域发展进一步带动经济增长，赤字率和超长期特别国债发行规模提升等两会相关政策预期节后也可能上升；其次，流动性上，考虑到资金面可能季节性偏紧，春节前后央行仍大概率实施降准。（2）节前涨幅较低使得节后 A 股走势偏弱的风险较小。比照 2010 年以来春节前后 10 个、20 个交易日内的上证涨跌幅数据来看：首先节前市场表现偏弱，往往节后上涨概率较大，例如 2016、2018 和 2022 年，T-10 个交易日上证均下跌，而节后开始反弹；其次节前若市场表现较强，则可能对节后行情有一定压制，如 2013、2021 和 2023 年，T-10 个交易日内的上证涨跌幅分别为 5.6%、2.4%、3.5%，但 T+10 个交易日内上证均下跌。

图 2：年初地缘风险可能减弱



资料来源：华金证券研究所，wind（注：剔除受疫情影响较大的 2020 和 2021 年）

图 3：春节前后 10 个、20 个交易日上证涨跌幅一览

年份	上证涨跌幅 (%)			
	T-10	T+10	T-20	T+20
2010	0.80	0.43	-6.14	1.64
2011	3.41	2.02	-0.32	7.18
2012	7.94	1.42	4.66	5.20
2013	5.64	-3.00	6.51	-6.33
2014	0.48	5.20	-3.92	1.30
2015	3.79	1.21	4.19	13.69
2016	-4.06	0.13	-11.57	1.69
2017	0.71	2.23	1.43	2.24
2018	-8.28	2.27	-6.91	2.56
2019	2.29	7.10	6.24	13.43
2020	-2.95	-2.00	-0.21	-3.23
2021	2.40	-2.14	1.30	-5.73
2022	-5.45	3.85	-6.55	2.56
2023	3.47	-0.13	6.40	0.07
2024	1.60	5.62	-0.41	6.59

资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：2018 年贸易摩擦期间市场反应逐步钝化

阶段	发布 301 条款	第一轮	第二轮	第三轮
宽基指数	2018/3/23	2018/6/18	2018/9/18	2019/8/13
	T+30	T+30	T+30	T+30
上证综指	-2.73	-12.09	-19.06	-9.44
上证 50	-4.79	-4.75	3.44	3.68
沪深 300	-3.17	-6.35	0.53	4.65
中证 1000	-0.91	-6.39	-4.94	9.48
创业板指	2.65	-5.00	-0.30	8.62

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 为交易日）

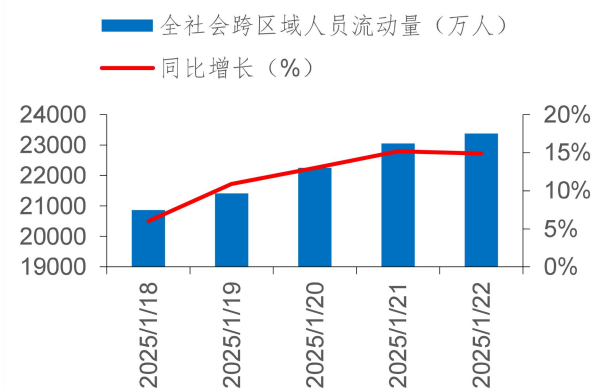
二、周度策略：A 股短期可能开启春季行情，持股过节风险较小

（一）分子端：经济和盈利延续修复趋势

今年春节假期出行消费可能火爆，叠加政策拉动，短期社零增速可能回升。（1）出行方面，居民出游需求仍较大。一是 1 月 22 日的滴滴出行数据显示，春运以来，前往机场、火车站的打车订单同比上涨 16%，春节期间预计打车需求同比上涨 25%，且滴滴发放超 4 亿司机补贴、试行节假日司机服务费，进一步满足假期期间高增的运力需求。二是交通运输部统计的春运数据来看也大幅超过去年同期水平，2025/1/19 以来单日全社会跨区域人员流动量同比增速均超过 10%，居民出行热情居高。三是据航班管家 APP，今年春运期间已执行航班架次远超 2024 年和 2019 年同期，居民航运需求也迎来大幅改善。（2）消费方面，政策支持下居民传统、焕新消费需求火热。一是抖音数据来看，春运开启后的 1 月 14 日至 20 日期间，“年夜饭”在抖音搜索量接近 780 万次，团购订单量比去年节前增长了 93%，年货方面，抖音里珠宝首饰团购订单量同比增长高达 578%，茶叶和中式糕点的团购订单量也分别增长了 92%和 81%。二是全国多地积极落实消费品以旧换新政策，例如：江西省将扩围实施 4 类家电产品以旧换新补贴、新增实施手机等 3 类数码产品购新补贴；山西省举行商务领域加力扩围消费品以旧换新政策发布暨手机等数码产品购新补贴启动仪式，对家电品类方面进行了优化调整，电动自行车领域提高了补贴标准、优化了收旧环节；广东省在国家补贴基础上进一步扩大补贴范围等。三是展望今年春节假期，在文旅、零售、餐饮等领域之外，新型消费需求有望释放，后续政策有望将消费券与绿色消费、数字消费等模式相结合，推动消费市场的升级和转型。

年报预告显示 A 股盈利修复趋势延续。工业企业利润方面，10-11 月的利润增速为-8.7%，高于 7-9 月工业企业利润增速的-13.6%，增速提升了 5.0%，因此四季度 A 股盈利增速大概率继续回升。其次，A 股盈利方面，截止 2025/1/24，当前全部 A 股年报披露率为 40.3%，全 A 归母净利润增速为-0.1%，高于三季报的-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。

图 5：今年春运期间全社会跨区域人员流动量超过去年同期



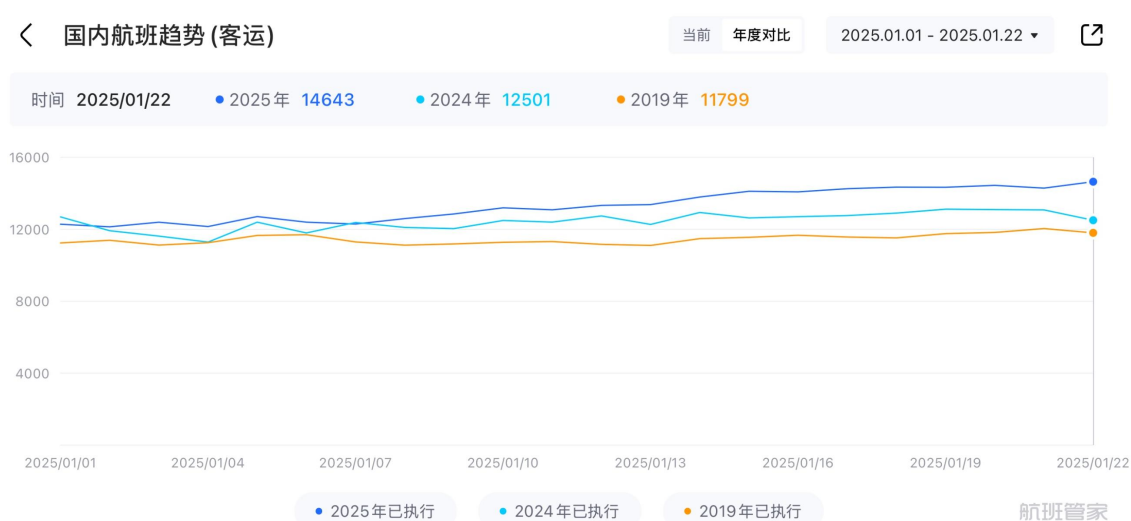
资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：全国多地积极落实以旧换新政策

省份	政策
江西省	省商务厅就我省 2025 年家电、手机等 3C 数码产品消费补贴事宜发布公告，宣布我省将扩围实施 4 类家电产品以旧换新补贴、新增实施手机等 3 类数码产品购新补贴。
广东省	广东省商务厅发布关于加力扩围实施 2025 年家电、数码产品消费补贴政策的公告，公布补贴细则。广东省将对个人消费者购买冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、净水器、洗碗机、电饭煲、微波炉 12 类家电产品进行补贴。在国家补贴基础上，广东省还进一步扩大补贴范围，对个人消费者购买其他大宗耐用家电如消毒柜、空气净化器、衣物护理机、干衣机、扫（拖）地机器人、蒸烤箱、电磁炉、空气炸锅、电煮锅、电热水壶、破壁机、投影仪、智能移动显示屏等 13 类家电产品进行补贴。
山西省	2025 年山西省商务领域加力扩围消费品以旧换新政策发布暨手机等数码产品购新补贴启动仪式在太原举行。家电品类方面进行了优化调整，电动自行车领域提高了补贴标准、优化了收旧环节。新增了手机等数码产品购新补贴。

资料来源：华金证券研究所整理

图 7：今年国内航班执行架次明显超过 2024 年和 2019 年同期

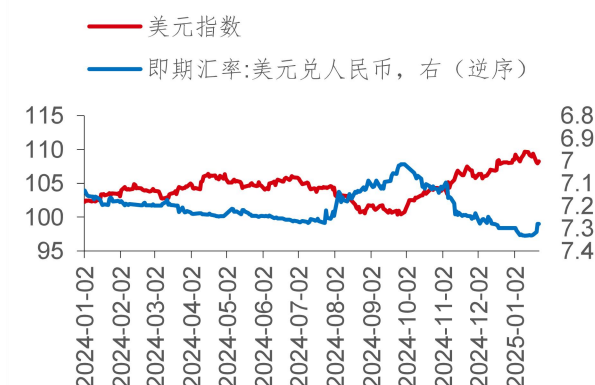


资料来源：华金证券研究所，航班管家 APP

（二）流动性：短期维持宽松

假期期间及节后流动性可能维持宽松。（1）海外流动性预期仍偏宽松。一是美联储 1 月大概率暂停降息，CME 预测 1 月 29 日美联储议息会议上暂停降息的概率接近 100%，当前海外货币政策的路径仍需更加明确的数据或政策来确定，假期期间美国披露的经济数据对流动性预期可能有一定扰动，可以关注 1 月 31 日披露的美国 PCE 数据、2 月 3 日披露的制造业 PMI 等，以观测美联储的下一步决策，但整体来看美国就业和通胀短期放缓的趋势可能未变。二是美元短期已反映了特朗普上台后对通胀的影响，出现冲高回落，同时国内政策发力下经济修复预期上升，人民币汇率相对偏强，海外因素对国内流动性的扰动有限。（2）国内流动性可能进一步宽松。一是近期央行加大逆回购力度，1 月 15 日实施 7 天逆回购规模近万亿，同时于 21 日开始重启 14 天逆回购，21 日至 24 日期间累计规模达 2.18 万亿，呵护节前流动性维持平稳。二是考虑到大量逆回购到期，政府债发行前置等因素影响，春节前后降准概率仍偏强，国内流动性延续宽松趋势不变。

图 8：人民币汇率仍具韧性



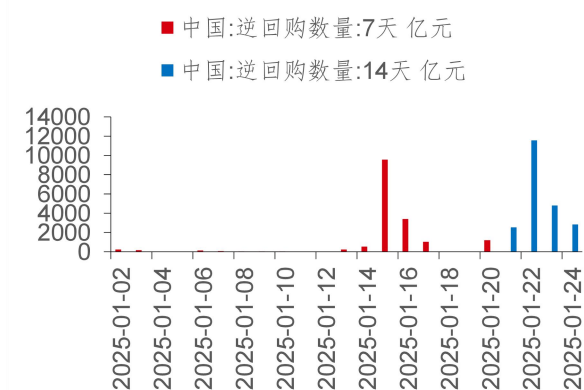
资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：CME 预测 1 月美联储暂停降息概率接近 100%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	99.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	24.3%	75.6%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	36.1%	58.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.4%	18.6%	45.5%	33.5%
2025/7/30	0.0%	0.4%	5.1%	23.0%	43.5%	28.0%
2025/9/17	0.1%	1.5%	9.2%	27.8%	39.9%	21.5%
2025/10/29	0.3%	2.6%	11.8%	29.4%	37.3%	18.5%
2025/12/10	0.6%	3.8%	14.2%	30.5%	34.8%	16.0%

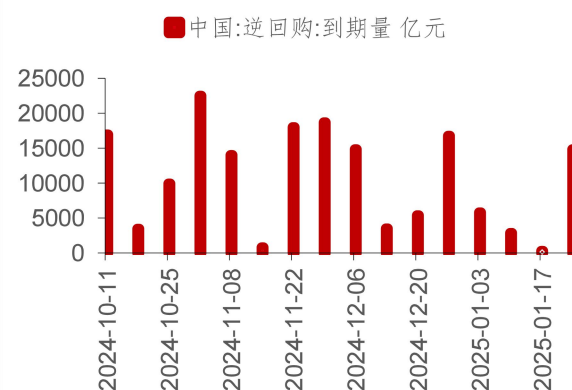
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

图 10：近期央行加大逆回购力度



资料来源：华金证券研究所，wind

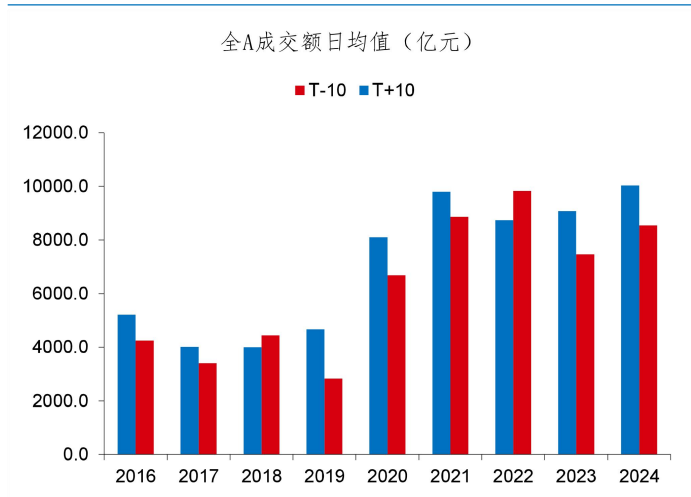
图 11：2025 年 1 月 24 日有近 1.5 万亿逆回购到期



资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

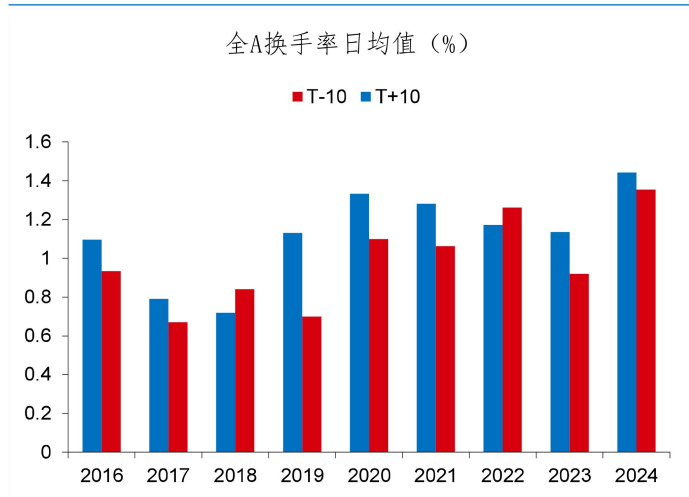
季节效应上外资节前多流入，融资节后多回流，股市流动性节后大概率改善。（1）历史经验来看，春节前后微观资金流入情况存在一定季节效应，外资在春节前后 10 个交易日内多为净流入，但融资在节前 20 个交易日至 10 个交易日期间 9 年中有 6 次净流出，春节前 10 个交易日均为净流出，但在节后大概率回流，可能与避险情绪有一定关系。（2）春节后市场情绪可能逐步恢复，股市流动性节后大概率改善。首先，历史经验来看，春节前市场成交额和换手率通常会呈现缩量现象，我们统计了 2016 年以来春节前后 10 个交易日全 A 成交额和换手率的均值发现，成交额和换手率均值 9 年中有 7 年节后 10 个交易日均回升，节后市场情绪大概率修复。其次，今年节后市场情绪也有望回暖，在政策引导中长期资金入市的环境下，微观资金可能加速流入 A 股。

图 12：成交额均值 9 年中有 7 年节后多上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：换手率均值 9 年中有 7 年节后多上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

（三）风险偏好：节日期间风险有限，节后市场情绪可能上升

节日期间风险有限，节后市场情绪可能上升。（1）节日期间经济数据披露和可能加征关税等影响有限。一是节日期间海外经济数据逐步披露，可能对降息节奏有一定扰动，但短期内海外货币政策宽松周期未完，美国就业和通胀短期放缓的趋势可能不变。二是特朗普上任后重申“美国优先”策略，据白宫披露的政策方向来看，主要事项涵盖非法移民、能源安全、美国贸易优先等方面，后续可能对我国再次加征关税，但市场已经充分预期该风险，此外本轮加征税率幅度可能不及 2018 年，同时我国产业链自立自强水平得到显著提高下，对 A 股及经济基本面影响相对有限。（2）国内推动中长期资金入市政策落地，节后两会政策预期上升可能提振风险偏好。首先，近期《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地，针对险资、社保基金、公募基金等管理机制、投资比例等做出进一步细化，后续机构资金流入 A 股规模有望上升，对中长期 A 股慢牛行情有强化作用。其次，三中全会即将召开，政策预期仍偏强，预计后续货币政策将加大逆周期调节力度，财政方面赤字率和赤字规模、超长期特别国债和新增专项债发行规模均将有所扩大，发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本工作将稳步推进。

图 14：特朗普上任后披露的美国优先政策方向

让美国再次安全	特朗普总统将采取大胆行动保卫我们的边境并保护美国社区。
	其中包括终止拜登的抓捕释放政策、恢复留在墨西哥、修建隔离墙、终止对非法越境者的庇护、打击犯罪庇护所以及加强对外国人的审查和筛查。
	特朗普总统的驱逐出境行动将解决前任政府时期创纪录的外国犯罪分子越境问题。
	由于社区被迫收容大量不可持续的移民，导致社区安全和资源紧张，总统决定暂停难民安置。
	包括国民警卫队在内的武装部队将参与边境安全，也就是国家安全，并将部署到边境协助现有的执法人员。
	特朗普总统将开始包括危险的阿拉瓜河三角洲贩毒集团在内的贩毒集团指定为外国恐怖组织，并使用《外国敌人法案》将其清除。
让美国再次成为能源主导者	司法部将寻求以死刑作为对令人发指的反人类罪行的适当惩罚，包括杀害执法人员和伤害、谋杀美国人的非法移民。
	总统将结束拜登的气候极端主义政策，简化许可流程，并审查并撤销所有对能源生产和使用（包括非燃料矿物的开采和加工）施加不当负担的法规，以释放美国的能源。
	特朗普总统的能源行动赋予消费者在车辆、淋浴喷头、马桶、洗衣机、灯泡和洗碗机方面的选择权。
	特朗普总统将宣布能源紧急状态，并动用一切必要资源建设关键基础设施。
	特朗普总统的能源政策将终止向破坏我们自然景观并且无法为美国能源消费者服务的大型风力发电场租赁。
	特朗普总统将退出《巴黎气候协定》。
排干沼泽	各机构将采取紧急措施，降低生活成本。
	特朗普总统将宣布美国优先贸易政策。
	美国将不再受制于外国组织制定惩罚美国企业的国家税收政策。
	总统将通过改革和改善政府官僚机构来为美国人民服务，从而迎来美国的黄金时代。他将冻结除关键领域以外的官僚招聘，以结束联邦劳动力队伍中无用且薪酬过高的 DEI 活动人士的冲击。他将暂停拜登宣布的尚未生效的繁重而激进的法规。
	特朗普总统宣布了一系列史无前例的撤销行政命令。
	特朗普总统正在计划提高政府官僚的问责制。美国人民应该得到热爱我们国家的人民提供的最高质量的服务。总统还将让联邦工作人员重返工作岗位，因为目前只有6%的员工亲自上班。
重振美国价值观	特朗普总统迅速采取行动，结束政府利用武器打击政治对手的做法，并下令依法保留所有文件。特朗普总统还将结束联邦政府违反宪法的审查制度。政府雇员将不再挑选和要求删除完全真实的言论。
	根据总统的指示，国务院将推行“美国优先”的外交政策。
重振美国价值观	总统将确立男性和女性的生物学现实，并保护妇女免受激进性别意识形态的影响。
	美国地标建筑将以恰当的方式命名，以纪念我们国家的历史。

资料来源：华金证券研究所，The White House（注：排干沼泽 DRAIN THE SWAMP，意为减少特殊利益集团和游说团体的影响力）

三、行业配置：短期继续聚焦科技和部分消费及低估值红利

（一）节前一周高景气、及具备季节性效应行业较为占优

节前一周，高景气及具季节性效应（影视院线、大消费、金融）行业通常较为占优。我们将 2010 年以来历年春节前一周涨幅前 5 的行业列出，发现春节前占优行业具备以下特征：（1）高景气行业整体占优。如 2010 年春节前受益智能手机出台拓宽新闻发布渠道以及国务院常务加快推进电信网、广电网和互联网三网融合下走强的传媒，2011 年春节前受益于工业化和城市化进程的推进下的机械设备、有色金属，2013 年一月受益于汽车销售同比增长 46.38% 下需求

回升的汽车，2014、2015年春节前均是受益于移动互联网浪潮及手游并购浪潮下走强的计算机、传媒、通信，2016、2017年春节前受益于供给侧改革下走强的煤炭、钢铁、石油石化、有色金属，2018年受益于云计算技术加速落地企业上云趋势明显的电子、计算机，2019年受益于三部门《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》的家用电器，2020年受益于5G手机出货量提升渗透率提高下走强的电子，2023年受益于ChatGPT发布下推动AI周期的计算机、电子。（2）春节前，具备季节性效应的行业占优。一是消费，2010年以来春节在春节备货及假期季节效应下社服、美护、家用电器、食品饮料、商贸零售为代表的消费行业整体占优，消费行业在过去15年涨幅前5行业中出现多次。二是影视院线，历年春节档催化下影视院线所属的传媒行业表现占优，分别于2010、2014、2015、2020位列涨幅前5。三是金融行业，春节前后央行季节性呵护下流动性较为宽松，银行、非银为代表的金融行业表现较好，分别于2012、2013、2019、2022、2023位列涨幅前五。

图 15：2010 年以来春节前一周涨幅前 5 行业一览

2010/2/4										
2010/2/14			2011/1/25		2012/1/12		2013/1/31		2014/1/22	
2010/2/14			2011/2/3		2012/1/23		2013/2/10		2014/1/31	
1	传媒	5.4	环保	8.5	非银金融	7.2	汽车	8.0	计算机	9.6
2	环保	4.2	机械设备	7.5	有色金属	6.7	美容护理	7.9	传媒	9.3
3	钢铁	3.2	国防军工	7.2	银行	4.3	非银金融	6.8	通信	7.9
4	社会服务	3.1	有色金属	7.1	建筑材料	3.0	建筑装饰	6.0	国防军工	7.7
5	食品饮料	2.4	煤炭	6.7	房地产	2.8	环保	5.5	综合	6.0
2015/2/10										
2015/2/19			2016/1/18		2017/1/19		2018/2/7		2019/1/25	
2015/2/19			2016/2/18		2017/1/28		2018/2/16		2019/2/5	
1	传媒	13.4	煤炭	3.0	有色金属	4.9	电子	5.2	家用电器	4.0
2	计算机	12.8	钢铁	1.8	建筑材料	4.4	美容护理	4.4	银行	3.7
3	通信	11.8	石油石化	2.3	轻工制造	3.3	计算机	4.3	房地产	2.6
4	家用电器	9.7	农林牧渔	2.0	电子	3.1	社会服务	3.2	非银金融	2.3
5	传媒	9.6	食品饮料	0.3	煤炭	3.0	通信	2.9	食品饮料	2.2
2020/1/16										
2020/1/25			2021/2/3		2022/1/21		2023/1/12		2024/2/1	
2020/1/25			2021/2/12		2022/2/1		2023/1/22		2024/2/10	
1	电子	2.0	美容护理	15.1	商贸零售	-1.3	计算机	8.6	美容护理	6.6
2	医药生物	1.3	社会服务	14.8	电力设备	-2.1	非银金融	6.8	医药生物	6.4
3	传媒	-0.5	食品饮料	10.8	交通运输	-3.1	有色金属	6.0	食品饮料	5.7
4	电力设备	-0.8	农林牧渔	8.0	银行	-4.0	电子	5.9	电子	5.3
5	计算机	-2.6	医药生物	7.0	基础化工	-4.2	国防军工	5.1	国防军工	4.4

资料来源：华金证券研究所，wind

短期科技和消费可能仍是配置主线。一是复盘历史，历年春节前一周，高景气及具备季节性效应行业（消费、影视院线、金融）较为占优；二是当前临近春节，AI 相关的科技行业仍可能是景气度最高的行业，提振内需政策下部分消费行业也可能受益，引导长期资金入市及流动性宽松下金融行业可能受益：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，当下国内顶级大模型接入 AI 眼镜下推动的 AIoT 加速革新有望拉动行业需求回升；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；国产软件方面，2024 年来国产软件业务收入均维持在 10% 以上高位，国产替代趋势下软件行业增长有望进一步提升。其次，当前云软件服务、产业互联网平台、其他文化娱乐、综合能源设备等 19 个行业 2024/12/30 至今涨幅较低、PEG 小于 1 且盈利增速大于 0，值得关注。消费方面，影视院线方面，截至 1 月 21 日 16 时 50 分，2025 年春节档上映新片预售总票房突破 3 亿，春节档火热催化下影视传媒有望得到提振；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。其三，金融可能占优，历史经验上央行1月或2月的降准多在春节前落地，而今年在信贷“开门红”、政府债发行前置下降准迫切性显著上升，节前央行大概率实施降准操；近期央行表态积极，2025年将落实好适度宽松的货币政策，后续将通过发挥好结构性货币政策工具和宏观信贷政策的牵引带动作用、提高直接融资比重等方式强化逆周期调节，货币政策宽松预期明显回升下银行、非银行业可能占优。

图 16：云软件服务、产业互联网平台、其他文化娱等 19 个行业跌幅靠前、PEG 小于 1 且盈利增速大于 0

代码	中信行业	预期营收增速% (2025)	PEG	2024/12/30-至今 涨跌幅%
CI005567.WI	云软件服务	10.2	0.5	-10.5
CI005570.WI	产业互联网平台服务	8.3	0.1	-8.6
CI005578.WI	其他文化娱乐	0.1	0.1	-8.2
CI005478.WI	综合能源设备	8.9	0.5	-7.7
CI005284.WI	风电	10.8	0.5	-6.5
CI005429.WI	其他塑料制品	4.8	1.0	-6.4
CI005562.WI	基础软件及管理办公软件	12.6	0.9	-6.3
CI005581.WI	互联网影视音频	1.0	0.9	-6.1
CI005473.WI	配电设备	10.7	0.8	-5.7
CI005320.WI	生物医药III	0.8	0.8	-5.3
CI005560.WI	通用计算机设备	20.0	0.8	-5.3
CI005294.WI	专用汽车	9.3	0.9	-5.2
CI005566.WI	云平台服务	34.7	0.9	-5.2
CI005577.WI	游戏	5.4	0.9	-5.1
CI005317.WI	化学制剂	6.6	0.9	-5.0
CI005458.WI	核电设备	21.6	0.1	-4.9
CI005540.WI	半导体材料	23.7	0.9	-4.5
CI005291.WI	乘用车III	13.1	0.9	-4.4
CI005470.WI	其他运输设备	19.3	0.2	-4.3

资料来源：华金证券研究所，wind

（二）当前通信、农林牧渔、汽车等行业年报预告盈利增速靠前

年报预告增速较高的行业，2月业绩空窗期表现较好。交易所规定上市公司年度业绩预告应不晚于报告期次年的1月31日披露，因此1月为上年年报预告披露的密集期，而2月则为业绩空窗期，步入3-4月实际业绩逐步披露则会再次影响市场，我们将2010-2023年年报预告盈利增速分行业排序，比较盈利增速排名与对应行业次年2月的市场涨跌幅，发现年报预告盈利增长率较高的行业，2月表现相对较好：首先，行业方面，次年2月月涨幅在前5的行业，其上年预告增速平均排名是14名；其次，2月涨幅第一的行业通常盈利预告排名靠前，平均排名在13名左右，即使是业绩空窗期，市场涨幅靠前的行业受年报盈利预告增速提振明显。

图 17：历年 2 月排名前五行业对应的上年年报预告增速排名情况

年报预告对历年2月行业影响												
涨幅 排名	20110201 20110227	涨幅 %	预告增速 排名	20120201 20120227	涨幅 %	预告增速 排名	20130201 20130227	涨幅 %	预告增速 排名	20140201 20140227	涨幅 %	预告增速 排名
1	建筑材料	13.7	21	传媒	18.7	4	环保	13.0	3	石油石化	7.5	4
2	家用电器	12.9	4	电子	18.1	22	传媒	7.1	20	电力设备	7.4	6
3	有色金属	11.5	11	计算机	17.1	15	国防军工	5.1	10	综合	6.4	29
4	电子	10.6	20	房地产	16.2	2	电子	5.0	23	社会服务	6.1	12
5	基础化工	10.3	7	轻工制造	15.8	25	医药生物	4.9	16	汽车	3.9	3
涨幅 排名	20150201 20150227	涨幅 %	预告增速 排名	20160201 20160227	涨幅 %	预告增速 排名	20170201 20170227	涨幅 %	预告增速 排名	20180201 20180227	涨幅 %	预告增速 排名
1	计算机	18.1	2	有色金属	10.7	28	建筑材料	5.8	15	电子	2.9	21
2	传媒	16.3	13	农林牧渔	6.3	26	钢铁	5.6	29	钢铁	0.9	1
3	通信	13.8	4	纺织服装	5.0	15	家用电器	5.3	13	计算机	0.2	11
4	建筑装饰	10.4	20	综合	4.8	16	建筑装饰	4.6	21	社会服务	-0.9	5
5	综合	8.3	3	环保	4.7	3	通信	4.5	5	美容护理	-1.3	20
涨幅 排名	20190201 20190227	涨幅 %	预告增速 排名	20200201 20200227	涨幅 %	预告增速 排名	20210201 20210227	涨幅 %	预告增速 排名	20220201 20220227	涨幅 %	预告增速 排名
1	电子	28.5	29	计算机	19.1	5	房地产	10.3	18	有色金属	14.9	2
2	通信	28.4	14	通信	18.0	24	环保	8.6	1	煤炭	13.0	1
3	计算机	28.2	16	农林牧渔	13.9	13	钢铁	8.4	6	基础化工	8.8	3
4	传媒	25.8	27	电子	12.3	18	农林牧渔	8.3	24	石油石化	8.1	8
5	非银金融	25.2	18	建筑材料	10.5	11	石油石化	8.0	16	钢铁	7.7	5
涨幅 排名	20230201 20230227	涨幅 %	预告增速 排名	20240201 20240227	涨幅 %	预告增速 排名						
1	通信	6.2	6	通信	6.2	21						
2	轻工制造	5.9	21	轻工制造	5.9	6						
3	钢铁	4.2	14	钢铁	4.2	22						
4	煤炭	3.7	4	煤炭	3.7	20						
5	计算机	3.4	20	计算机	3.4	31						

资料来源：华金证券研究所，wind

农林牧渔、通信、汽车、交通运输等行业年报预告盈利增速较高，可能对市场形成积极提振。历史经验来看，年报预告盈利增长率较高的行业，业绩空窗期 2 月的表现相对较好；当下来看，截止 2025/1/24，整体来看，全部 A 股共 2171 家公司公布了 2024 报实际业绩/业绩快报/业绩预告，全 A 披露率为 40.3%，整体法口径下，全部 A 股 2024 盈利同比增速为-0.1%；行业来看，通信、农林牧渔、汽车、交通运输、非银行金融、电子、医药、电力及公用事业、食品饮料盈利增速较高，分别为 1287.9%、996.3%、106.1%、61.8%、51.1%、46.9%、20.7%、18.2%、12.3%，较高的盈利增速催化下可能对行情形成积极提振。

图 18：2024 年年报预告盈利增速分行业一览（截止 2025/1/24）

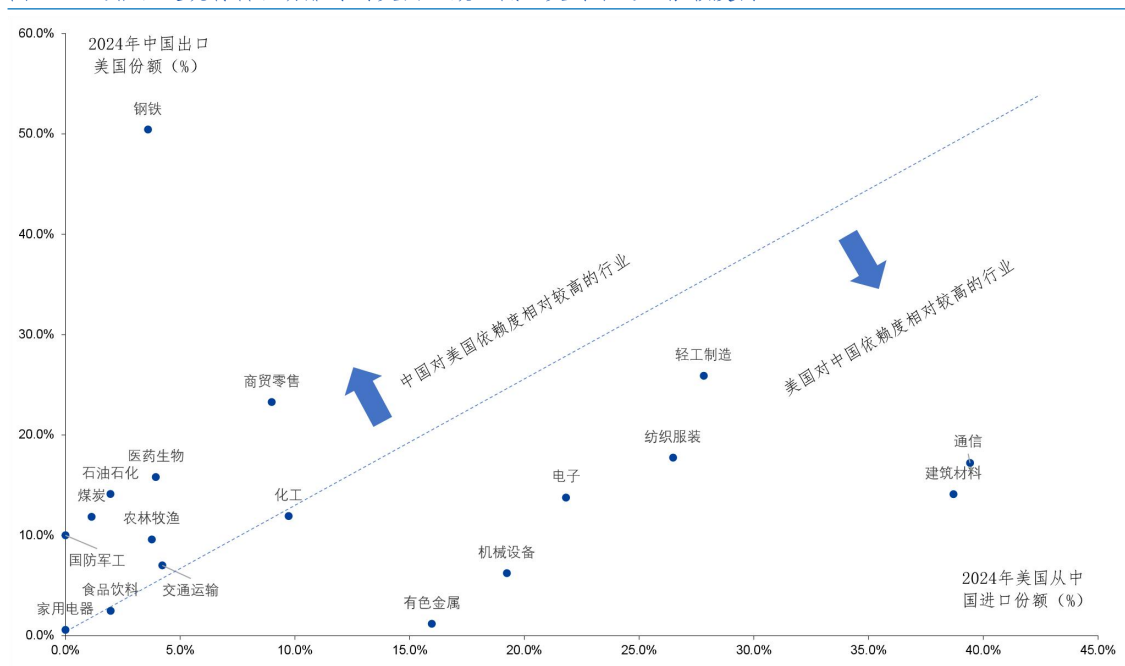
2024 年报披露（分行业）			
行业	披露率	盈利正增长率	盈利同比增速（%）
通信	52.0%	38.5%	1287.9%
农林牧渔	48.6%	26.9%	996.3%
汽车	28.9%	47.9%	106.1%
交通运输	21.8%	55.6%	61.8%
非银行金融	27.8%	80.0%	51.1%
电子	46.6%	52.6%	46.9%
医药	38.9%	38.3%	20.7%
电力及公用事业	30.9%	40.8%	18.2%
食品饮料	34.4%	37.8%	12.3%
有色金属	44.1%	50.0%	10.9%
银行	16.7%	100.0%	4.3%
商贸零售	38.1%	45.0%	-4.0%
家电	32.1%	37.0%	-12.8%
国防军工	50.8%	25.8%	-15.9%
煤炭	50.0%	27.8%	-22.4%
建材	49.4%	20.9%	-30.6%
基础化工	45.4%	46.2%	-46.5%
消费者服务	41.1%	47.8%	-52.2%
纺织服装	30.3%	50.0%	-57.6%
综合	38.5%	7.7%	-71.3%
电力设备及新能源	40.9%	40.6%	-74.9%
综合金融	45.5%	27.3%	-76.2%
机械	33.7%	41.2%	-89.9%
建筑	41.1%	31.3%	-90.3%
轻工制造	43.8%	41.9%	-147.3%
计算机	49.9%	28.5%	-166.1%
石油石化	32.7%	35.3%	-225.3%
传媒	40.1%	26.3%	-359.0%
钢铁	47.2%	40.0%	-364.5%
房地产	55.7%	30.3%	-427.4%

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）部分对美出口敞口低且美对中依赖高，及国产化程度提升的产业受潜在的关税冲击小

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 19：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



资料来源：华金证券研究所，Wind（注：美国进口依赖度计算方法：美国进口中国该类别商品金额/美国进口该类别商品总额；中国出口依赖度同理；2024 年中美进出口数据均截止到 11 月）

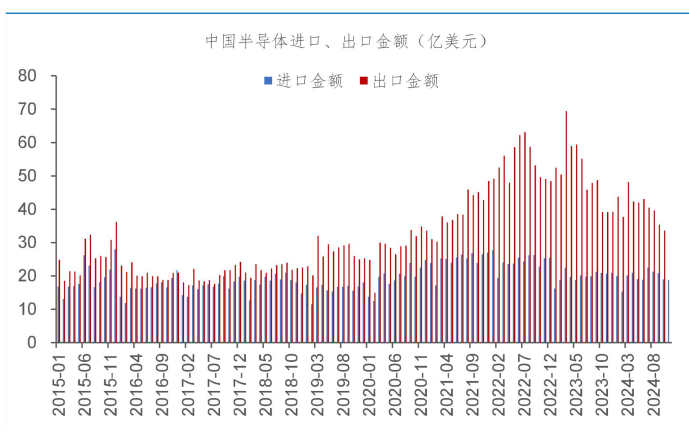
半导体、软件操作系统、医疗器械等战略性高技术产品近年国产化率提升较大，受关税冲击可能小于 2018 年。首先，目前美国对中国的关税政策集中在战略性高科技产品上，回顾近年美国对华关键产品征税政策，2024 年 5 月 14 日拜登政府对钢铁和铝、半导体、电动汽车、电池、关键矿产、太阳能电池、船岸起重机和医疗产品等战略产品增加关税，半导体、太阳能电池、锂电电子电池、钢铁和铝产品等关键材料的进口关税提高至 50%，此外美国对中国进口的电动汽车关税提高至 100%来保护美国本土电动汽车市场免受价格竞争压力。其次，相较于 2018 年，近年高端制造国产渗透率大幅提高下受关税冲击可能减小：一是半导体方面，2020-2024 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 20：当前美国对华产品加关税政策集中在战略性高技术产品及关键原料上

目前美对华关税政策
电动汽车： 美国对中国制造的电动汽车的关税税率从25%提高至100%，新税率于2024年9月27日起生效。
半导体： 美国对中国半导体的进口关税将从25%提高到50%，新税率将于2025年1月开始生效。
太阳能电池： 美国对中国太阳能电池加征的关税将从 25% 提高到 50%。，新税率于2024年9月27日起生效。
锂离子电池： 美国对中国的电动汽车用锂离子电池关税从7.5%提高到25%，并于2024年起实施；非电动汽车用锂离子电池的关税将从7.5%提高到25%，将于2026年1月1日起实施。
钢铁和铝产品： 钢铁和铝产品的301关税税率从0-7.5%提高到了25%，包括铁和非合金钢锭、不锈钢和铝合金等。
关键矿产： 某些其他关键矿产的关税税率将从0%提高到25%，包括钴、铝、锌、铬、钨精矿和铁镍合金等。
其他电池部件、天然石墨： 电池部件、天然石墨以及部分关键矿产的税率将在2024-2026年间陆续提高到25%。
医疗产品： 注射器和针头的关税税率将从 0%增至 50%。；个人防护设备（PPE），包括某些呼吸器和口罩的关税税率将从 0-7.5% 提高到 25%。 2026 年，橡胶医用和外科手套的关税将从 7.5% 提高到 25%。

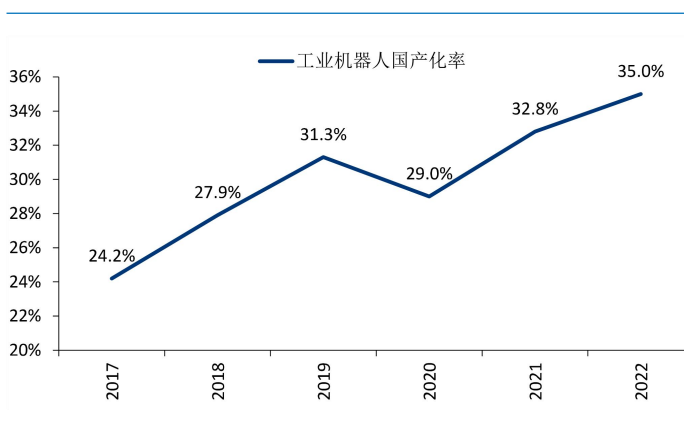
资料来源：华金证券研究所，whitehouse.gov

图 21：2020 年中国半导体出口规模大幅超过进口规模



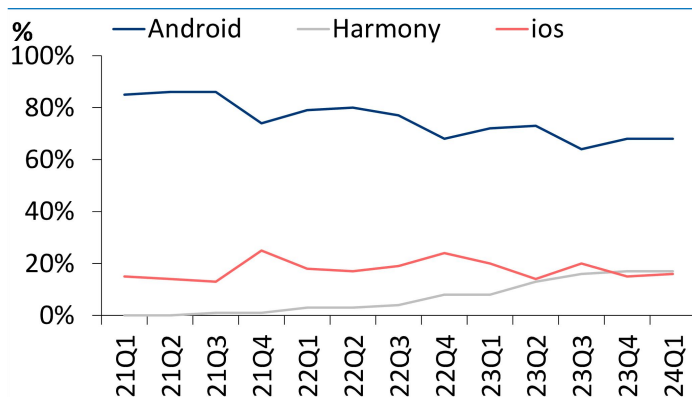
资料来源：华金证券研究所，wind

图 22：工业机器人国产化率水平提升了 10.8%



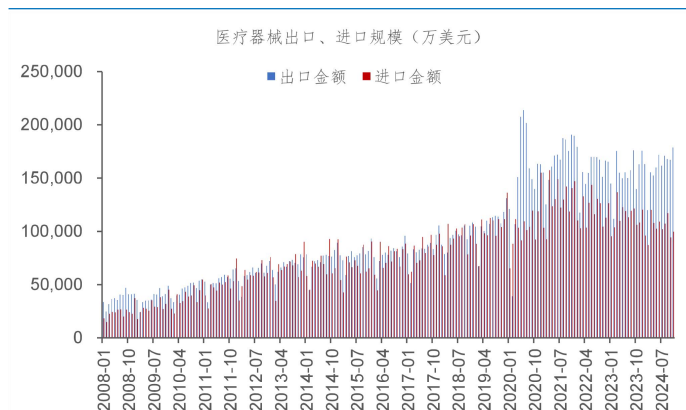
资料来源：华金证券研究所，wind

图 23：24Q1 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 24：2020 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

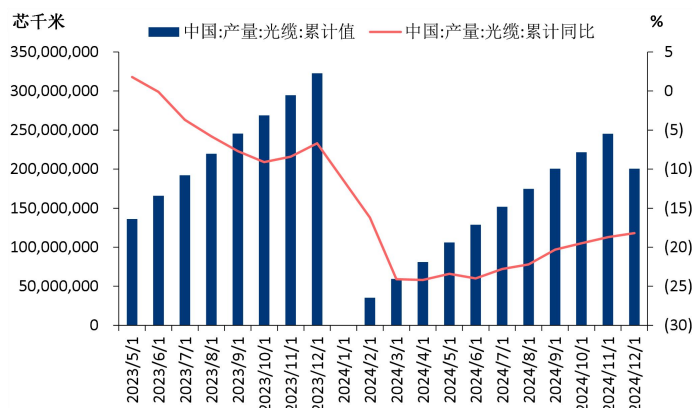


资料来源：华金证券研究所，wind

（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期行业

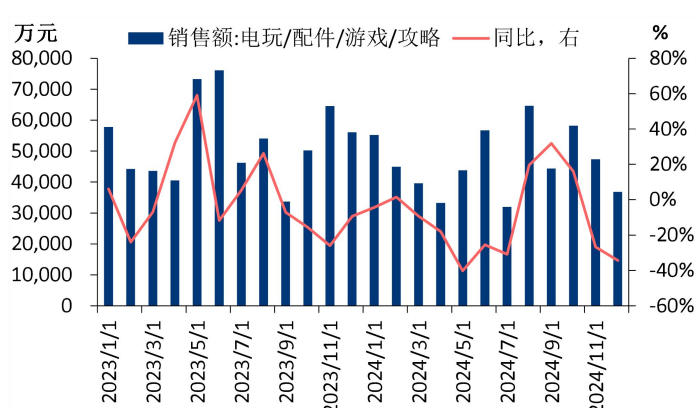
逢低配置政策导向和产业趋势向上的 TMT、机械及军工。（1）电子方面：消费电子方面，近期款 AI 终端发布，端侧 AI 应用场景拓宽：AI/AR 眼镜方面，雷鸟推出 A 拍摄眼镜雷鸟 V3 及光波导 AR 眼镜雷鸟 X3Pr，雷神科技发布 AURA 系列智能眼镜等；AIPC 方面，AMD 宣布扩大其消费和商用 AIPC 产品线，推出锐龙 AIMax 系列/300 系列处理器，联想发布全球首款卷轴屏 AIPCThinkBookPlusGen6 等，短期催化下行业景气上升；半导体方面，11 月半导体销售额同比增长 20.7%，月度销售额连续八个月环比增长。（2）通信方面：商业卫星方面，“千帆星座”目前已经完成三个批次组网卫星的发射任务第四批组网卫星发射也在筹备中，当前 G60 卫星数字工厂仅需 1 至 1.5 天即可生产出一颗卫星，卫星量产稳步前进。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%。（3）传媒方面：AI 应用方面，豆包 APP 宣布全新端到端实时语音通话功能正式上线、月之暗面公布 Kimi k1.5 多模态思考模型，国产 AI 应用端加速赋能行业；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。（4）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。（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 25：2024 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

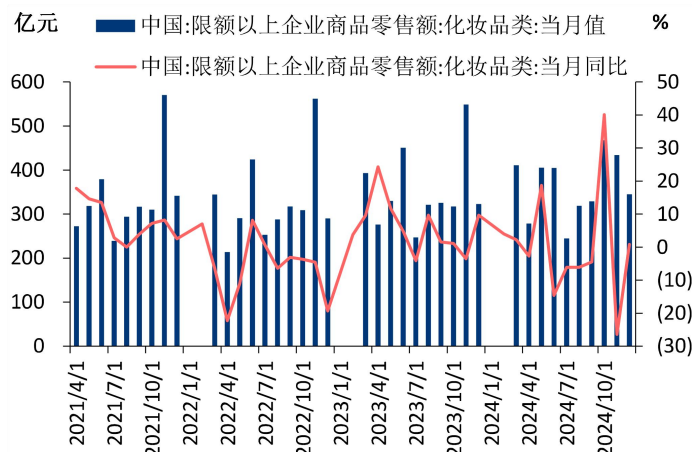
图 26：12 月电玩/配件/游戏/攻略销售额同比增速降至-34.3%



资料来源：华金证券研究所，wind

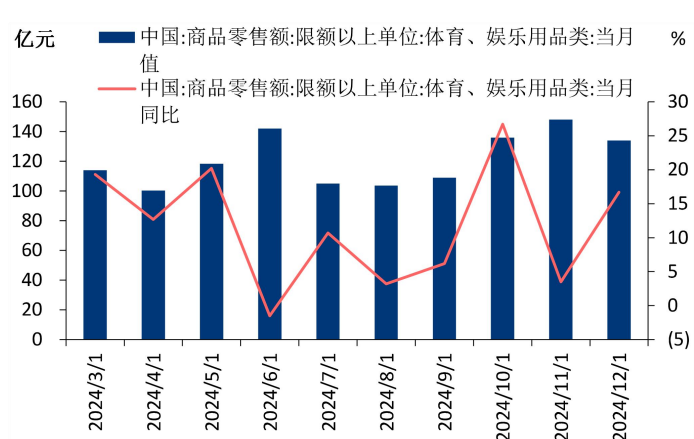
逢低配置可能受益于政策和旺季的食品、商贸、社服、纺服等。一是食品饮料行业，2024 年 12 月餐饮收入 5549 亿元，增长 2.7%，随各地出台消费券促餐饮等措施叠加春节催化，基本面修复确定性较高。二是商贸零售，首先，社会消费品零售总额同比增长 3.7%；其次，12 月份，商品零售额同比增长 3.9%；可选消费方面，12 月化妆品零售数据同比增长 0.8%、冰雪运动热度攀升带动体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%，1 月随着促消费政策持续加力，消费新业态新模式逐步培育壮大下市场有望向好发展。三是社服行业，12 月核心 CPI 同比连续第三个月逆势小幅回升 0.1 个百分点至 0.4%，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 27：12 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 28：12 月体育/娱乐用品类零售额同比增长 16.7%

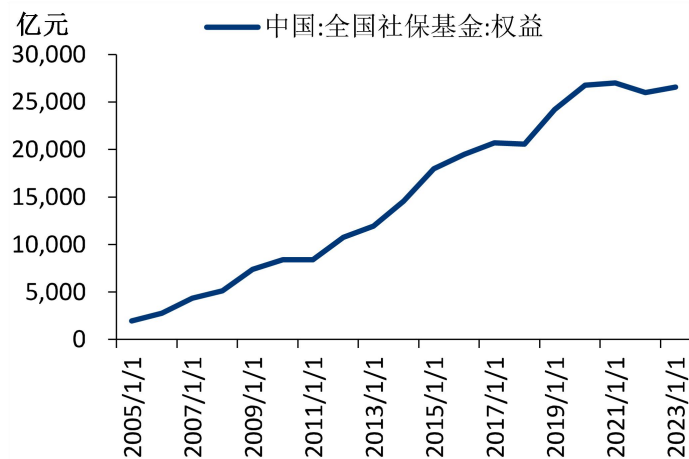


资料来源：华金证券研究所，wind

逢低布局大金融等低估值红利等。近期证监会发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，短期券商、保险等非银行业受益。文件提到要提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性、抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地、稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例、引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规

模和占比。结合数据看，险资方面，2023 年险资入市比例仍较低，股票和基金占资金运用余额比例仅为 12% 左右，人口老龄化加剧下险资后续有较大提升空间；社保基金来看，2024 年二季度社保基金的持仓总市值达 4219 亿元，较一季度略有降低但仍然保持在历史高位水平，预计中长期资金入市下券商、保险等非银等金融行业有望受益。

图 29：近年来社保基金权益资产总额逐年上升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 30：当前险资入市比例较低



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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn