

2025年01月18日

春季行情可能开启

定期报告

投资要点

- ◆ **历史上短期调整时悲观情绪出现改善主要受政策和外部事件、流动性等影响。**（1）历史牛市期间或快速上涨后市场出现短期回调时，全A换手率下降幅度在0.6-2.4pcts左右。（2）短期回调时悲观情绪出现改善主要受积极的政策和外部事件、宽松的流动性、基本面改善等驱动。一是积极的政策和外部事件是导致情绪回升的核心因素，如2019/11/12中美一阶段协议达成、2020/11/3拜登胜选、2024/4/12“新国九条”发布、2024/12/9政治局会议定调积极等。二是流动性宽松也会推动情绪改善，如2015/2/4央行降准且2015/3/1降息、2016/3/1央行降准、2019/8/1美联储降息、2021年12月央行降准降息等。三是基本面的改善对春季行情期间的情绪改善有一定的影响，如2016/2/24-2016/3/11和2019/2/26-2019/3/28期间制造业PMI、地产销售和社零增速均有回升，调整时的悲观情绪得到一定的改善。
- ◆ **政策依然偏积极、海外风险事件扰动有限、流动性仍偏宽松，短期市场情绪可能改善。**（1）春节前后积极的政策仍可能进一步出台和实施：以旧换新和设备更新政策持续落地，赤字率和国债发行规模提升等两会相关的政策预期短期也不断上升。（2）短期外部风险扰动有限。首先，中美关系短期可能边际改善；其次，短期内特朗普加征关税仍存在不确定性，对国内影响有限。（3）短期流动性偏宽松。一是海外流动性仍维持宽松：美国12月核心通胀有所回落，短期海外仍处降息周期中。二是国内流动性短期可能进一步宽松：首先，历史经验上年初降准多实施在春节前；其次，今年春节前也可能降准。（4）基本面可能出现边际改善。一是政策刺激叠加消费旺季可能推动社零增速边际回升。二是地产销售增速可能继续企稳有所回升。
- ◆ **春季行情短期可能开启。**（1）分子端：经济和盈利继续改善。一是经济继续低位有所修复：首先，12月社融存量规模增速回升，信贷结构继续改善；其次，12月出口、社零同比增速回升，制造业和基建投资增速维持高位。二是企业盈利继续处于回升周期中：业绩预告显示A股盈利回升趋势延续。（2）流动性：短期维持宽松。一是美国12月核心CPI同比增速下降，海外对国内流动性宽松的掣肘减弱；二是国内春节前可能降准；三是春节前后外资多流入，融资节前可能流出但在节后可能回流。（3）风险偏好：市场情绪短期可能有所改善。一是短期对外部风险的担忧可能释放；二是国内政策积极和海外流动性预期宽松短期可能提振市场情绪。
- ◆ **短期继续科技、部分消费和周期等行业。**（1）短期科技和消费可能仍是配置主线。一是历史经验上，短期调整后高景气和政策导向的行业相对占优；二是当前来看，若调整结束，则AI相关的科技行业和提振内需政策导向的消费行业表现可能相对占优。（2）当前农林牧渔、石油石化等周期行业已披露的业绩预告盈利增速相对较高。（3）国防军工、汽车、电新等成长行业当前预期营收增速较高、情绪及估值中性偏低，值得关注。（4）短期建议逢低配置：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、商贸零售、社服、纺服等；三是年报业绩可能较好的化工、农林牧渔、钢铁、交运等行业。
- ◆ **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

 北向资金四季度流入非银、传媒、电新
 2025.1.14

二级交投情绪略有改善，但分歧可能依然剧烈-华金证券新股周报 2025.1.12

短期可能见底，聚焦科技 2025.1.11

连续剧烈博弈之后风险偏好选择向下，休整期或已经事实性开启-华金证券新股周报 2025.1.5

春季行情还有吗？ 2025.1.4



内容目录

一、周度聚焦：悲观情绪何时逆转？	4
（一）短期调整时悲观情绪改善受政策和外部事件、流动性影响	4
（二）短期市场情绪可能改善	5
二、周度策略：春季行情短期可能开启	6
（一）分子端：经济和盈利继续改善	6
（二）流动性：短期维持宽松	8
（三）风险偏好：市场情绪短期可能有所改善	9
三、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分消费和周期	10
（一）短期调整后，高景气及政策导向型行业占优	10
（二）当前农林牧渔、石油石化等行业年报预告盈利增速靠前	13
（三）成长中的汽车、军工、电新等值得关注	14
（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期	15
四、风险提示	17

图表目录

图 1：与当前市场环境类似阶段情绪反转主要受政策和外部事件、流动性影响	5
图 2：CME 预测年内还有至少 1 次降息	6
图 3：社零增速有一定季节效应	6
图 4：一、二、三线城市商品房销售增速有明显改善	6
图 5：北京、广东将加力扩围实施“两新”政策	6
图 6：居民中长贷占比持续上升	7
图 7：社零增速继续回升	7
图 8：投资仍以制造业和基建作为支撑	8
图 9：对巴西、东盟、欧盟、非洲等地出口增速维持高位	8
图 10：美国核心 CPI 同比增速下滑	8
图 11：近期人民币汇率维持相对稳定	8
图 12：外资春节前后多流入	9
图 13：融资节前多流出，节后可能回流	9
图 14：近期稳增长政策持续落地	10
图 15：市场情绪低迷回调期间，低估值稳定类行业占优	11
图 16：市场情绪低迷回调后 T+30、T+60 内，高景气及政策导向型行业较为占优	12
图 17：DIX 指数自 2024 年 12 月上涨了 13.7%	12
图 18：2025 年 1 月我国软件业务收入同比增长 10.7%	12
图 19：历年 1 月、2 月、3 月排名前五行业对应的上年年报预告增速排名情况	13
图 20：2024 年年报预告盈利增速分行业一览（截止 2025/1/17）	14
图 21：国防军工、汽车、电新当前预期营收增速较高、情绪及估值中性偏低（截止 2025/1/16）	15
图 22：2024 年 11 月半导体销售额同比增长达 20.7%	16
图 23：2024 年 12 月集成电路出口金额累计同比达 17.4%	16
图 24：2024 年 12 月家用电器音像器材零售同比为 39.3%	16
图 25：2024 年 12 月汽车产量和销量累计同比均有所上升	16
图 26：本周丁二烯现货价上升 8.6%	17

图 27：本周猪肉价格上涨 0.4%	17
--------------------------	----

一、周度聚焦：悲观情绪何时逆转？

（一）短期调整时悲观情绪改善受政策和外部事件、流动性影响

历史上短期调整时悲观情绪出现改善主要受政策和外部事件、流动性等影响。（1）历史牛市期间或快速上涨后市场出现短期回调时，情绪可能较悲观，全 A 换手率下降幅度多在 0.6-2.4pcts 左右。首先，2010 年以来与当前市场环境类似（即牛市期间市场出现短期回调，或快速上涨之后进入阶段性调整）的阶段共出现 11 次，分别是：2015/1/8-2015/2/6、2016/2/24-2016/3/11、2019/2/26-2019/3/28、2019/4/22-2019/6/6、2019/7/3-2019/8/6、2019/9/16-2019/11/29、2020/7/14-2020/11/2、2021/9/14-2021/11/10、2024/3/21-2024/4/23、2024/10/8-2024/11/1、2024/11/8-2024/11/26。其次，回调期间市场情绪可能较为悲观，全 A 换手率从前期高点至低点的下降幅度可能在 0.6pcts 至 2.4pcts 左右。（2）短期回调时悲观情绪出现改善主要受积极的政策和外部事件、宽松的流动性、基本面改善等驱动。一是积极的政策和外部事件是导致情绪回升的核心因素，如：2019/11/12 中美第一阶段协议将很快达成；2020/11/3 拜登胜选；2021/11/15 北交所正式开市；2024/4/12 “新国九条”发布；2024/12/9 政治局召开会议，货币政策、稳定股市表述明显超出市场预期等，均对回调结束、情绪企稳起到重要支撑。二是流动性宽松也会推动情绪改善，如：2015/2/4 央行降准，且 3/1 降息；2016/3/1 央行降准；2019/8/1 美联储降息；2021 年 12 月央行降准降息，海内外流动性宽松同样对情绪反转起到重要作用。三是基本面的改善对春季行情期间的情绪改善有一定的影响，尤其是在空窗期结束后的 2 月或 3 月的春季行情，如 2016/2/24-2016/3/11 和 2019/2/26-2019/3/28 期间制造业 PMI、地产销售和社零增速均有回升，调整时的悲观情绪得到一定的改善。

图 1：与当前市场环境类似阶段情绪反转主要受政策和外部事件、流动性影响

调整开启	调整结束	全A换手率 下降幅度 (pcts)	上证涨跌幅 (%)	制造业PMI (%)	商品房销售 增速 (%)	社零增速 (%)	政策/外部事件
2015/1/8	2015/2/6	2.41	-8.83	49.8→49.9	14.4→3.9	11.9→10.7	2015/2/4央行降准；2015/3/1央行降息
2016/2/24	2016/3/11	0.58	-3.20	49.0→50.2	44.5→58.2	10.2→10.5	2016/3/1央行降准
2019/2/26	2019/3/28	1.22	1.14	49.2→50.5	17.0→30.1	8.2→8.7	2019/3/28第八轮中美经贸高级别磋商开始
2019/4/22	2019/6/6	1.33	-13.54	49.4→49.4	17.9→9.9	8.6→9.8	2019/6/14央行加强对中小银行流动性支持
2019/7/3	2019/8/6	0.69	-8.75	49.7→49.5	2.6→1.4	7.6→7.5	2019/8/1美联储降息
2019/9/16	2019/11/29	0.85	-5.25	49.3→50.2	2.4→-2.1	7.2→8.0	2019/11/12特朗普表示与中国的第一阶段协议将很快达成
2020/7/14	2020/11/2	1.89	-6.34	51.4→52.1	9.5→6.2	4.3→5.0	2020/11/3拜登胜选
2021/9/14	2021/11/10	1.09	-6.00	49.2→50.1	-23.0→-19.8	4.9→3.9	2021/11/15北交所正式开市；12月央行降准降息
2024/3/21	2024/4/23	0.88	-1.87	50.8→50.4	-49.3→-41.8	3.1→2.3	2024/4/12“新国九条”发布
2024/10/8	2024/11/1	2.44	-1.93	50.1→50.3	-5.9→12.3	4.8→3.0	2024/11/8美联储降息
2024/11/8	2024/11/26	1.57	-6.08	50.3→50.3	12.3→12.3	3.0→3.0	2024/12/9政治局召开会议，货币政策、稳定股市表述明显超出市场预期

资料来源：华金证券研究所，wind（注：换手率下降幅度取调整前一个月最高值与调整期间最低值计算；月频数据取调整结束当月和前一个月数据比较；标红部分为春季行情期间）

（二）短期市场情绪可能改善

政策依然偏积极、海外风险事件扰动有限、流动性仍偏宽松，短期市场情绪可能改善。（1）春节前后积极的政策仍可能进一步出台和实施。一是经济政策上：以旧换新和设备更新政策仍在大力推动落地，扩大产品支持范围、完善补贴标准、加码财政补贴资金等政策仍可能继续完善，此外赤字率和国债发行规模提升等两会相关的政策预期短期也不断上升。二是资本市场政策上：近期证监会召开 2025 年系统工作会议，共强调内容包括推动出台资本市场新“国九条”和“1+N”政策体系、全力维护资本市场平稳运行、坚持依法从严监管、持续推动提升上市公司质量和投资价值、着力提升资本市场服务高质量发展质效五大重点，后续推动中长期资金入市、互换便利操作、打击财务造假和违规减持等政策措施短期可能逐步落地实施。（2）短期外部风险扰动有限。首先，习主席特别代表韩正将出席美国总统就职典礼，届时中美关系短期可能边际改善。其次，特朗普上台后可能率先着手处理美国内部政策，短期内对华加征关税仍存在不确定性，但即便特朗普上台后对华再次加征关税，在我国关键产业国产化率逐步提升，出口结构持续优化下可能影响相对有限。（3）短期流动性偏宽松。一是海外流动性仍维持宽松：美国 12 月核心通胀有所回落，市场对美联储降息的预期上升，海外仍处降息周期内，CME 预测 2025 年内至少还有 1 次降息，且美元出现冲高回落，对人民币汇率的压制有限，海外流动性仍偏宽松。二是国内流动性短期可能进一步宽松：首先历史经验上年初降准多实施在春节前；其次在年初资金面季节性紧张、政府债发行可能前置的环境下央行大概率进行货币政策宽松操作，今年春节前也可能降准。（4）基本面可能出现边际改善。一是政策刺激叠加消费旺季可能推动社零增速边际回升：首先今年春节较去年提前，居民消费需求可能集中于 1 月和 2 月释放；其次促消费政策不断出台，近

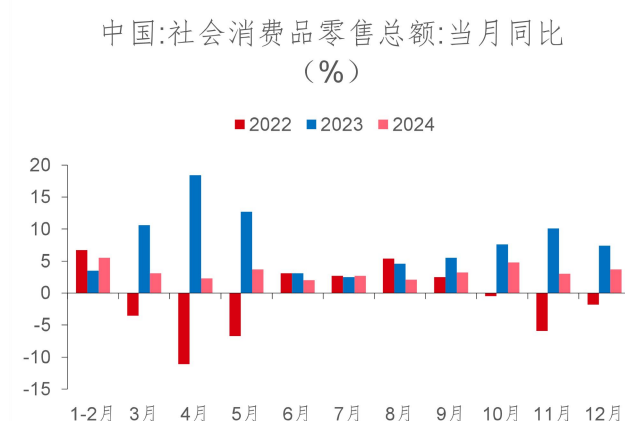
期国务院印发了《关于促进服务消费高质量发展的意见》，商务部牵头搭建服务消费“1+N”政策措施体系，此外北京、广东多地也积极加码消费政策，后续各地方政府加码消费补贴、提升以旧换新政策力度下社零增速可能继续改善。二是地产销售增速可能继续企稳有所回升：首先当前地产销售增速已经出现明显好转，2024年12月一线、二线、三线城市商品房成交面积同比分别为40.8%、16.2%、8.4%，均较上半年出现明显改善；其次后续稳地产政策大概率不断落实，地产收储进程也可能加速，我国房地产市场仍在去库周期中，政策配合下地产销售增速有望继续回升。

图 2：CME 预测年内还有至少 1 次降息

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%	2.7%	97.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	19.7%	79.8%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	4.1%	31.1%	64.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.4%	12.9%	42.1%	43.6%
2025/7/30	0.0%	0.2%	2.8%	16.5%	42.3%	38.2%
2025/9/17	0.0%	0.7%	5.5%	21.5%	41.5%	30.8%
2025/10/29	0.1%	1.2%	7.2%	23.6%	40.3%	27.5%
2025/12/10	0.2%	1.8%	8.9%	25.4%	39.0%	24.7%

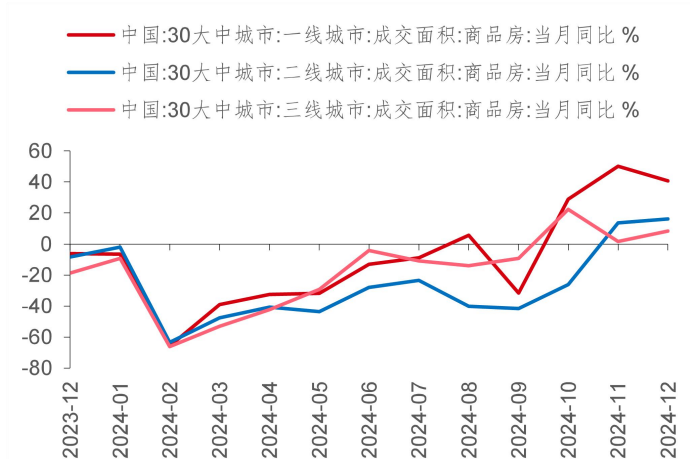
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

图 3：社零增速有一定季节效应



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：一、二、三线城市商品房销售增速有明显改善



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：北京、广东将加力扩围实施“两新”政策

地区	政策
北京	北京市将加力扩围实施“两新”政策，即针对新能源车、数码产品等绿色、信息消费领域，推出一系列扶持政策，促进这些新兴消费领域的快速发展。同时，北京市还将加强老字号品牌的创新和集合展示，让传统品牌焕发新的生机。
广东省	政府工作报告提出，实施提振消费专项行动。其中，将持续优化消费品以旧换新政策，继续将手机、平板电脑、智能手表手环等纳入支持范围，稳定和扩大汽车、家电、家居等消费。实施零售业创新提升工程，激发餐饮住宿消费活力。创新多元化消费场景，促进健康、养老、托育、家政、数字等服务消费扩容提质，引进更多首店首发首秀首展。支持广州、深圳建设市内免税店，推进离境退税“即买即退”试点。

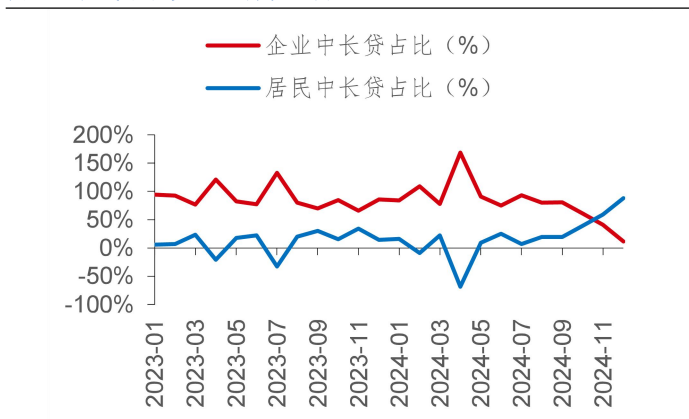
资料来源：华金证券研究所整理

二、周度策略：春季行情短期可能开启

(一) 分子端：经济和盈利继续改善

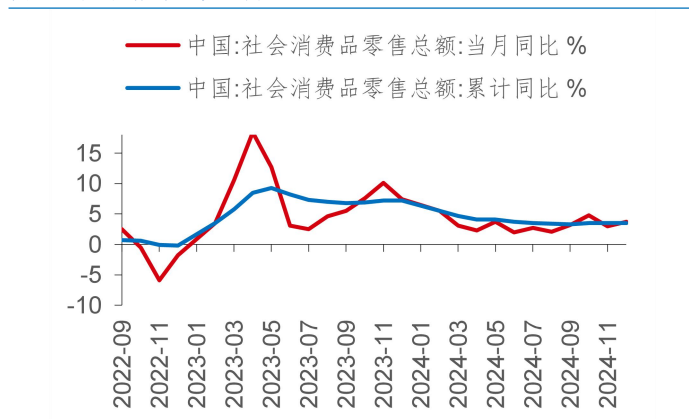
经济继续低位修复。(1) 12 月社融存量规模增速回升，信贷结构继续改善。一是社融数据来看，12 月社会融资规模存量同比录得 8%（前值为 7.8%），单月新增社融规模为 2.85 万亿，主要受政府债支撑，且后续财政政策继续加码的环境下，社融预计将平稳增加。二是信贷数据来看，12 月新增人民币中长贷仅 3400 亿，受地方化债和不良贷款处置影响同比少增 6674 亿，其中企业中长贷仅 400 亿（同比少增 8212 亿），居民中长贷 3000 亿（同比多增 1538 亿），企业盈利水平和融资意愿仍相对偏弱，但居民加杠杆购房意愿在政策的提振下明显回升，后续降低房贷利率和首付比例等政策仍可能不断提振居民购房需求，信贷结构有望继续改善。(2) 三架马车数据稳步回暖。首先受低基数和抢出口影响 12 月出口同比增速回升：一是数据上，12 月出口金额当月同比录得 10.7%（前值为 6.7%），全年来看共计出口 25.45 万亿元，同比增长 7.1%，明显受益于去年较低的基数及年底抢出口效应；二是结构上，国别上，对欧盟、东盟、非洲等多地出口增速向好，12 月出口金额同比增速分别录得 8.8%、18.9%、24.8%，产品上，高科技属性的新产品加速出海，电动汽车、3D 打印机、工业机器人出口分别实现了 13.1%、32.8%、45.2% 的增长，出口结构仍在大幅优化。其次财政补贴推动 12 月社零增速继续回升：一是数据上，12 月社零当月同比录得 3.7%（前值为 3.0%），受财政补贴下消费品以旧换新等政策拉动明显；二是结构上，仍以政策大力补贴的家电、手机等分项消费增速维持高位，12 月家用电器和音像器材类、通讯器材类商品零售同比分别为 39.3%、14.0%，后续有望在新一轮以旧换新补贴、春节消费旺季的催化下继续回升。最后在“两重”建设和大规模设备更新带动下 12 月制造业和基建投资增速维持高位：一是数据上，2024 年固定资产投资完成额同比录得 3.2%（前值为 3.3%），投资增速逐步下滑仍受地产拖累较为明显；二是结构上，制造业和基建投资增速均录得 9.2%，地产开发投资增速录得-10.6%，基建和制造业投资在“两重”建设和大规模设备更新的带动下仍是支撑整体投资增速维稳的重要抓手，后续财政继续发力下推动基建项目加速落地、设备更新范围扩张下投资增速仍可能结构性改善。

图 6：居民中长贷占比持续上升



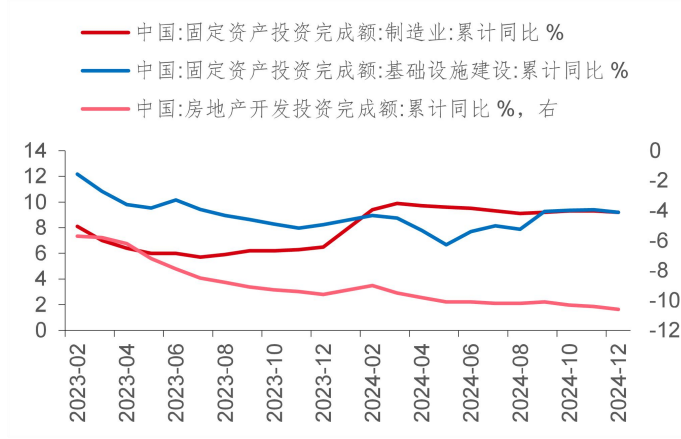
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：社零增速继续回升



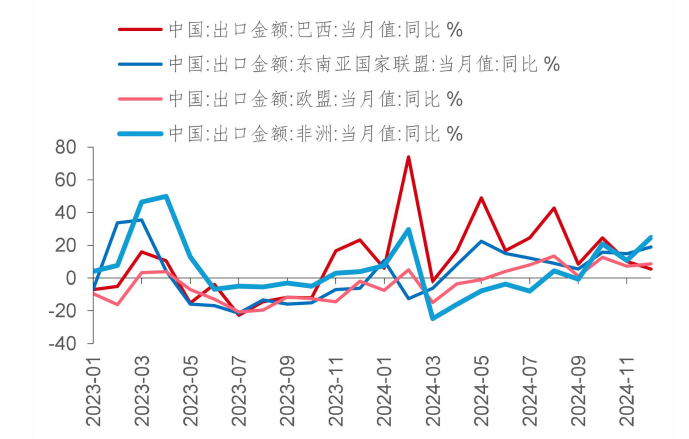
资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：投资仍以制造业和基建作为支撑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：对巴西、东盟、欧盟、非洲等地出口增速维持高位



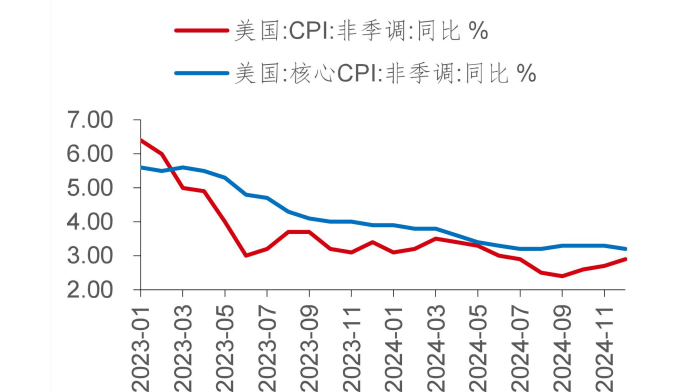
资料来源：华金证券研究所，wind

企业盈利继续处于回升周期中。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 2025/1/17，当前全部 A 股年报披露率为 7.8%，全 A 归母净利润增速为 10.6%，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。

（二）流动性：短期维持宽松

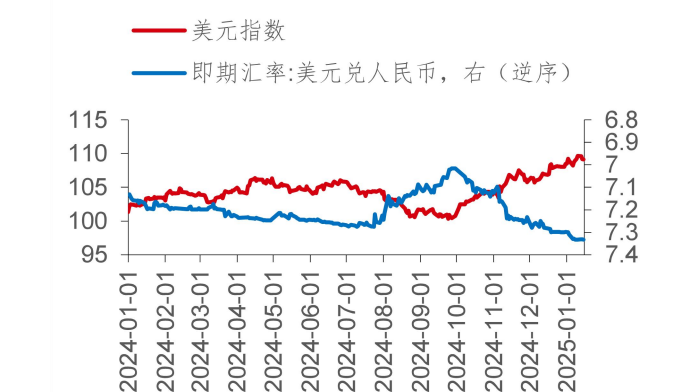
流动性短期维持宽松。（1）海外方面流动性仍宽松。一是 12 月美国 CPI 同比录得 2.9%（前值为 2.7%），剔除波动较大的食品和能源价格的核心 CPI 同比录得 3.2%（前值为 3.3%），通胀数据同比增速略有放缓，进一步强化了降息周期未完的预期。二是受 CPI 数据影响，美元指数短期出现一定调整，此外人民币汇率来看在央行的调控下也维持相对稳定，海外对国内流动性宽松的掣肘减弱。（2）国内春节前可能降准。一是历史经验上央行 1 月或 2 月的降准多在春节前落地，而今年在信贷“开门红”、政府债发行前置下降准迫切性显著上升，节前央行大概率实施降准操作。二是近期央行表态积极，2025 年将落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。

图 10：美国核心 CPI 同比增速下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：近期人民币汇率维持相对稳定



资料来源：华金证券研究所，wind

春节前后外资多流入，融资节前可能流出但在节后可能回流。(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 个交易日内均为净流出，但在节后大概率回流，可能与避险情绪有一定关系。(2) 本周微观资金小幅回流。一是融资来看，本周（截至 1/16）融资净流入 136 亿元（前值为-215 亿元），流入规模有所上升，比照历史经验来看，节前大概率不会发生大规模流出的风险。二是新发基金来看，本周新成立偏股型基金份额共 60.4 亿份（前值为 40.5 亿元），发行节奏略有加快，另 ETF 本周净流入 65.7 亿元（前值为 29.8 亿元），被动基金规模后续可能随着春季行情开启逐步修复。

图 12：外资春节前后多流入

年份	陆股通净流入（亿元）		
	T-20至T-10	T-10至T	T至T+10
2016	-22.75	25.74	11.11
2017	-4.90	106.13	176.47
2018	117.39	-121.90	67.00
2019	329.98	405.24	458.53
2020	402.90	145.99	344.30
2021	153.63	289.73	131.31
2022	263.63	34.08	83.46
2023	257.35	985.79	371.12
2024	-117.04	338.24	342.42

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 均为交易日）

图 13：融资节前多流出，节后可能回流

年份	融资净流入（亿元）		
	T-20至T-10	T-10至T	T至T+10
2016	-1410.50	-1132.90	-23.80
2017	-208.70	-606.00	267.60
2018	234.20	-1006.00	167.20
2019	-87.50	-325.60	462.80
2020	366.96	-32.46	120.18
2021	225.11	-615.22	374.09
2022	-202.26	-849.95	-3.70
2023	-170.84	-334.38	519.38
2024	-377.61	-1571.09	679.05

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 均为交易日）

（三）风险偏好：市场情绪短期可能有所改善

市场情绪短期可能有所改善。(1) 特朗普上任可能对华加征关税的担忧情绪可能释放。特朗普即将于下周 1 月 20 日就职，上台后可能推出一系列新政，或将涵盖财政支出、移民、国际贸易等多个领域，其中可能会再次对我国商品加征关税，在短期内或将扰动市场情绪。然而，从长期角度看，随着国内技术不断突破、尤其是在自主可控技术的进展下，预计这些措施对我国制造业的负面影响会相对较小，此外担忧情绪短期释放过后风险偏好仍可能回升。(2) 国内政策积极和海外流动性预期宽松短期可能提振市场情绪。一是国内稳增长政策预期较强：首先财政部近日提出要调整税收政策、扩大专项债使用范围等工作要点，预计两会可能对相关领域政策做出进一步细化，2025 年政策效果有望逐步显现；其次地方政府也在积极落实地产宽松政策，近期北京、上海强调完善保障性租赁住房的建设、重点推进城市更新等举措。二是受美国核心通胀走弱等数据影响，市场仍对美联储年内继续降息抱有一定预期，海外货币政策宽松周期未完下全球风险偏好可能边际回升。

图 14：近期稳增长政策持续落地

部门/省市	政策/事件
财政部	财政部近日召开新闻发布会，对于财政政策在支持房地产市场方面主要涉及两方面：一是调整相关税收政策，降低交易、开发环节的税收负担，二是研究扩大专项债使用范围，允许用于房地产相关的“两个领域”（土地储备和收购存量商品房用作保障性住房）。
上海	上海市区域高质量发展领导小组办公室发布《〈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》任务分工方案》，提出优化“一张床、一间房、一套房”的多层次租赁住房供应体系，不断满足农业转移人口住房需求；此外，《方案》提出优化户籍和居住证政策。
北京	北京市第十六届人民代表大会第三次会议在北京会议中心开幕，市长殷勇在会上作政府工作报告，提出2025年重点是完善“保障+市场”住房供应体系，优先向轨道交通站点和就业密集地区供应住宅用地，建设筹集保障性租赁住房5万套、竣工各类保障房8万套。

资料来源：华金证券研究所整理

三、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分消费和周期

（一）短期调整后，高景气及政策导向型行业占优

市场情绪低迷回调时期，低估值稳定类行业占优。我们将 11 次市场情绪低迷回调时期涨幅排名前五的行业列出，总结特征发现：（1）低估值稳定类行业表现较好。整体来看，回调时期部分消费、周期行业表现占优，如 2016.2 受益于央行连续降息下的银行、非银以及供给侧改革下盈利优化的石油石化、煤炭，2019.2 受益于扩内需政策下走强的食品饮料以及猪周期下走强的农林牧渔，2019.4 外资连续流入下走强的以食品饮料、美容护理为代表的大盘蓝筹，2019.9 棚户区改造的支持力度持续加大下走强的建筑材料，2020.7 受益于疫情保增长政策下走强的家电、食品饮料，2021.9 受益于生猪价格开始企稳回升的农林牧渔，2024.3 受益于以旧换新、大宗商品补贴促销费下的家用电器以及供给收缩下价格上涨的有色金属，2024.11 受益于出口侧回暖下利润回升的纺织服装、轻工制造。

图 15：市场情绪低迷回调期间，低估值稳定类行业占优

涨跌幅 排名	2015/1/8 2015/2/6	2016/2/24 2016/3/11	2019/2/26 2019/3/28	2019/4/22 2019/6/6
1	计算机 20.8	银行 4.1	食品饮料 12.4	食品饮料 -6.9
2	传媒 15.8	食品饮料 -2.1	农林牧渔 11.2	银行 -8.3
3	电子 6.2	非银金融 -2.4	医药生物 11.1	农林牧渔 -9.1
4	轻工制造 5.8	石油石化 -3.3	综合 10.7	有色金属 -12.7
5	纺织服饰 5.6	煤炭 -4.2	轻工制造 10.4	美容护理 -14.1
涨跌幅 排名	2019/7/3 2019/8/6	2019/9/16 2019/11/29	2020/7/14 2020/11/2	2021/9/14 2021/11/10
1	农林牧渔 3.8	建筑材料 1.8	汽车 17.5	农林牧渔 13.0
2	电子 -3.7	银行 1.6	电力设备 16.4	电力设备 12.6
3	美容护理 -4.5	电子 -0.2	家用电器 14.3	食品饮料 6.5
4	国防军工 -5.2	食品饮料 -0.5	食品饮料 4.5	国防军工 3.8
5	银行 -6.3	医药生物 -0.7	基础化工 3.5	汽车 3.2
涨跌幅 排名	2024/3/21 2024/4/23	2024/10/8 2024/11/1	2024/11/8 2024/11/26	
1	家用电器 5.2	环保 9.5	综合 2.5	
2	银行 4.9	计算机 7.5	传媒 -1.8	
3	石油石化 2.2	电子 6.6	纺织服饰 -1.9	
4	有色金属 0.9	综合 6.2	轻工制造 -1.9	
5	煤炭 0.1	建筑装饰 6.1	银行 -3.5	

资料来源：华金证券研究所，wind

短期调整后，高景气及政策导向型行业较为占优。我们将 11 次市场情绪低迷回调后 T+30、T+60 短期内涨幅排名前五的行业列出，总结特征发现：（1）高景气行业较为占优。如 2015 年受益于移动互联网浪潮下走强的计算机，2016 年受益于供给侧改革下供需优化的电力设备及地产后周期走强的食品饮料、家电，2019 年受益于猪周期走强的农林牧渔，以及第四轮半导体周期下走强的电子、计算机，2020.7 受益于疫情背景下特别国债发放拉动基建使得需求上升的有色金属，2024.3 受益于及半导体周期上行下的电子，2024.11 受益于 AI 推动算力基建布局加速以及消费电子换机潮下走强的通信、电子。（2）政策导向型行业整体占优。如 2015.2 受益于“互联网+”政策推动走强的计算机，2019.6 受益于科创板正式开板下走强的非银金融，2020.7 受益于疫情宽松货币政策刺激及经济修复预期抬升的有色金属，2021.9 保增长政策下推进的食品饮料及保障性租赁住房建设大力推进下的建筑材料、地产，2024.3 受益于地产宽松政策下房地产、建筑材料，2024.11 受益于消费以旧换新政策加码下走强的家电、商贸零售，食品饮料。

图 16：市场情绪低迷回调后 T+30、T+60 内，高景气及政策导向型行业较为占优

涨跌幅		2015/2/6				2016/3/11				2019/3/28				2019/6/6			
排名		T+30	T+60			T+30	T+60			T+30	T+60			T+30	T+60		
1	计算机	14.8	计算机	53.2		电力设备	17.5	食品饮料	12.0	农林牧渔	10.1	食品饮料	6.9	食品饮料	15.5	电子	8.0
2	纺织服饰	11.8	电力设备	47.3		计算机	16.1	电力设备	9.3	食品饮料	10.1	家用电器	2.6	国防军工	12.0	社会服务	7.7
3	商贸零售	11.3	建筑装饰	45.8		综合	15.7	汽车	8.4	通信	7.4	农林牧渔	1.2	环保	11.8	国防军工	5.8
4	有色金属	10.3	纺织服饰	45.0		电子	14.9	电子	8.4	煤炭	7.4	银行	0.8	社会服务	11.5	食品饮料	5.5
5	建筑装饰	10.1	环保	43.9		汽车	14.8	家用电器	7.3	非银金融	7.0	煤炭	0.2	非银金融	11.4	农林牧渔	4.3
涨跌幅		2019/7/3				2019/9/16				2020/7/14				2021/9/14			
排名		T+30	T+60			T+30	T+60			T+30	T+60			T+30	T+60		
1	电子	18.8	电子	17.0		有色金属	13.4	电子	26.0	有色金属	20.6	有色金属	27.9	食品饮料	11.3	建筑材料	17.8
2	计算机	15.4	食品饮料	10.4		传媒	11.2	计算机	16.6	煤炭	18.7	社会服务	27.0	房地产	10.1	房地产	16.3
3	国防军工	13.1	医药生物	10.4		电子	10.6	传媒	15.0	石油石化	16.6	电力设备	21.8	建筑材料	10.0	传媒	15.4
4	食品饮料	12.7	计算机	10.2		综合	8.8	电力设备	14.4	钢铁	12.7	食品饮料	20.7	钢铁	8.1	建筑装饰	15.0
5	医药生物	11.9	传媒	6.4		社会服务	8.1	有色金属	13.7	非银金融	12.6	国防军工	19.8	建筑装饰	7.5	轻工制造	12.9
涨跌幅		2024/3/21				2024/10/8				2024/11/8							
排名		T+30	T+60			T+30	T+60			T+30	T+60						
1	房地产	25.1	电子	12.7		商贸零售	13.6	商贸零售	13.7	通信	12.7	银行	7.1				
2	建筑材料	8.2	通信	6.2		综合	8.6	银行	7.8	商贸零售	9.6	家用电器	2.9				
3	农林牧渔	7.7	房地产	4.6		纺织服饰	6.9	综合	6.6	电子	9.4	电子	2.8				
4	轻工制造	7.0	公用事业	3.5		传媒	6.7	纺织服饰	5.0	银行	8.5	通信	1.9				
5	电子	6.0	煤炭	1.5		轻工制造	6.3	石油石化	3.8	家用电器	5.8	商贸零售	1.6				

资料来源：华金证券研究所，wind

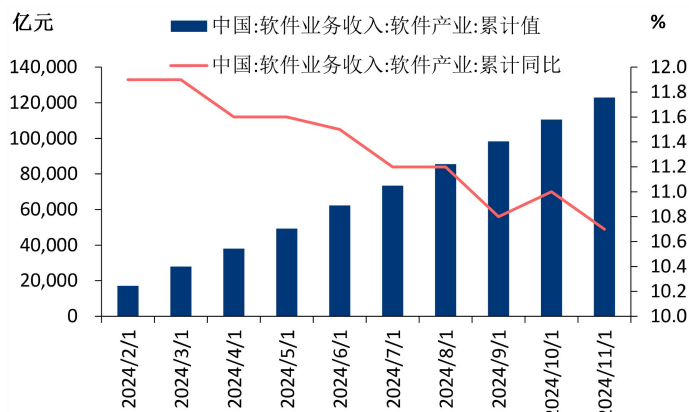
短期科技和消费可能是配置主线。一是复盘历史，市场情绪低迷回调后短期内，高景气及政策导向型行业较为占优；二是短期内如市场走出悲观情绪，AI 相关的科技行业仍可能是景气度最高的行业，提振内需政策下部分消费行业也可能受益：其一，科技方面，新质生产力政策与 AI 周期共振下的科技成长值得关注，当下国内顶级大模型接入 AI 眼镜下推动的 AIoT 加速革新有望拉动行业需求回升；三部门联合发布《国家数据基础设施建设指引》推进“点、链、网、面”体系化推进算力网络工作 持续提升算网综合供给能力；反映 DRAM 整体价格的 DXI 指数（DRAM 产值指数）自 2024 年 12 月持续上涨，表明市场进一步回暖；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。其二，消费方面，数据来看，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。

图 17：DIX 指数自 2024 年 12 月上涨了 13.7%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：2025 年 1 月我国软件业务收入同比增长 10.7%



资料来源：华金证券研究所，wind

(二) 当前农林牧渔、石油石化等行业年报预告盈利增速靠前

年报预告盈利增长率较高的行业，次年1月表现相对较好。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，对披露期间行情可能有一定影响。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1月、2月、3月的市场涨跌幅，发现年报预告盈利增长率较高的行业，1月表现相对较好：首先，行业方面，次年1月、2月、3月涨幅在前5的行业，其上年预告增速平均排名分别是13名、14名、16名，预告披露对于市场行情的影响呈现逐月减小趋势，因此1月行业受年报预告盈利增长率高影响最大；其次，1月涨幅第一的行业通常盈利预告排名靠前，平均排名在10名左右，市场涨幅靠前的行业受年报盈利预告增速提振明显。

图 19：历年1月、2月、3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1月行业影响																											
排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速	排名	年份	涨幅	预告增速
1	20110101	7.2	12	20120101	15.4	3	国防军工	18.1	10	传媒	18.5	15	计算机	18.1	2	煤炭	###	15	钢铁	6.1	19						
2	20110131	4.0	2	20120131	9.7	18	非银金融	15.2	8	计算机	13.7	9	传媒	15.7	13	银行	###	7	国防军工	6.0	21						
3		3.3	10		9.3	1	美容护理	13.0	5	通信	8.3	10	农林牧渔	10.7	23	食品饮料	###	8	银行	4.3	18						
4	20110201	3.0	20		6.7	10	医药生物	11.6	16	轻工制造	7.2	17	家用电器	10.3	19	家用电器	###	22	煤炭	3.2	16						
5	20110301	2.4	26		5.6	19	家用电器	9.1	6	电子	5.6	18	电子	10.0	6	钢铁	###	31	有色金属	2.7	11						
排名	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速
1	20180101	13.6	4	20190101	13.1	18	电子	13.5	13	石油石化	10.2	11	银行	2.3	9	有色金属	14.7	2	有色金属	14.7	12						
2		12.7	12		9.7	15	计算机	7.7	5	基础化工	6.7	7	房地产	-1.3	16	计算机	12.8	20	计算机	12.8	13						
3		10.3	25		8.8	18	电力设备	5.4	17	银行	6.5	8	交通运输	-2.9	7	电力设备	11.8	5	电力设备	11.8	19						
4	20180131	7.7	15		8.2	6	医药生物	4.7	16	电力设备	5.7	19	建筑装饰	-2.9	30	汽车	10.9	13	汽车	10.9	10						
5		7.5	2		5.3	12	国防军工	3.2	27	美容护理	5.5	15	煤炭	-4.2	1	机械设备	9.7	10	机械设备	9.7	13						
年报预告对历年2月行业影响																											
排名	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速
1	20110201	13.7	21	20120201	18.7	4	环保	13.0	3	石油石化	7.5	4	计算机	18.1	2	有色金属	10.7	28	建筑材料	5.8	15						
2		12.9	4		18.1	22	传媒	7.1	20	电力设备	7.4	6	传媒	16.3	13	农林牧渔	6.3	26	钢铁	5.6	29						
3	20110231	11.5	11		17.1	15	国防军工	5.1	10	综合	6.4	29	通信	13.8	4	纺织服饰	5.0	15	家用电器	5.3	13						
4		10.6	20		16.2	2	电子	5.0	23	社会服务	6.1	12	建筑装饰	10.4	20	综合	4.8	16	建筑装饰	4.6	21						
5	20110301	10.3	7		15.8	25	医药生物	4.9	16	汽车	3.9	3	综合	8.3	3	环保	4.7	3	通信	4.5	5						
排名	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速
1	20180201	2.9	21	20190201	28.5	29	计算机	19.1	5	房地产	10.3	18	有色金属	14.9	2	通信	6.2	6	通信	6.2	21						
2		0.9	1		28.4	14	通信	18.0	24	环保	8.6	1	煤炭	13.0	1	轻工制造	5.9	21	轻工制造	5.9	6						
3	20180231	0.2	11		28.2	16	农林牧渔	13.9	13	钢铁	8.4	6	基础化工	8.8	3	钢铁	4.2	14	钢铁	4.2	22						
4		-0.9	5		25.8	27	电子	12.3	18	农林牧渔	8.3	24	石油石化	8.1	8	煤炭	3.7	4	煤炭	3.7	20						
5	20180301	-1.3	20		25.2	18	建筑材料	10.5	11	石油石化	8.0	16	钢铁	7.7	5	计算机	3.4	20	计算机	3.4	31						
年报预告对历年3月行业影响																											
排名	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速
1	20110301	6.4	22	20120301	-2.5	6	美容护理	7.3	5	房地产	9.7	1	计算机	28.1	2	非银金融	18.9	4	家用电器	5.2	13						
2		5.8	10		-3.4	5	电子	3.4	23	建筑材料	4.4	20	社会服务	25.4	12	电力设备	18.8	13	美容护理	5.0	10						
3	20110331	5.5	21		-3.9	19	医药生物	3.2	16	银行	1.9	7	建筑装饰	24.2	20	国防军工	18.6	20	食品饮料	4.1	30						
4		5.2	30		-4.0	2	社会服务	2.7	21	美容护理	1.6	27	计算机	24.1	25	计算机	18.5	9	电子	3.2	14						
5	20110401	3.7	9		-5.0	17	计算机	2.5	11	交通运输	0.1	28	纺织服饰	24.0	18	机械设备	18.1	27	建筑装饰	1.5	21						
排名	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速	年份	涨幅	预告增速
1	20180301	14.2	11	20190301	17.5	30	农林牧渔	11.3	13	公用事业	15.1	10	煤炭	10.8	1	传媒	22.7	29	传媒	22.7	25						
2		12.0	20		16.2	15	商贸零售	5.4	1	环保	10.2	1	房地产	9.5	26	计算机	14.7	20	计算机	14.7	31						
3	20180331	11.0	14		15.0	16	食品饮料	4.3	22	钢铁	6.6	6	农林牧渔	2.9	27	通信	9.2	6	通信	9.2	21						
4		6.8	12		14.0	9	美容护理	2.2	8	煤炭	6.5	13	综合	2.1	11	电子	5.9	12	电子	5.9	26						
5	20180401	4.3	26		14.0	17	医药生物	1.2	16	建筑装饰	5.9	21	医药生物	0.9	12	建筑装饰	2.8	19	建筑装饰	2.8	27						

资料来源：华金证券研究所，wind

农林牧渔、石油石化、钢铁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，次年1月表现相对较好；当下来看，截止2025/1/17，整体来看，全部A股共422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7.8%，整体法口径下，全部A股2024盈利同比增速为10.6%；行业来看，农林牧渔、石油石化、医药、钢铁、交通运输、建筑、汽车、计算机、机械盈利增速较高，分别为466.2%、230.5%、96.9%、96.3%、91.6%、90.3%、39.0%、30.2%、28.2%，较高的盈利增速催化下可能对行情形成积极提振。

图 20：2024 年年报预告盈利增速分行业一览（截止 2025/1/17）

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（%）
农林牧渔	15.9%	47.1%	466.2%
石油石化	3.8%	50.0%	230.5%
医药	6.9%	50.0%	96.9%
钢铁	17.0%	66.7%	96.3%
交通运输	5.6%	57.1%	91.6%
建筑	3.1%	40.0%	90.3%
汽车	5.3%	61.5%	39.0%
计算机	9.5%	38.2%	30.2%
机械	6.5%	62.2%	28.2%
通信	10.4%	53.8%	26.3%
电力及公用事业	5.7%	69.2%	14.2%
食品饮料	9.2%	41.7%	13.7%
有色金属	8.7%	54.5%	7.1%
银行	11.9%	100.0%	3.6%
电子	8.7%	58.1%	-1.5%
非银行金融	6.9%	80.0%	-2.0%
基础化工	9.1%	48.9%	-12.3%
商贸零售	10.5%	45.5%	-23.2%
煤炭	16.7%	50.0%	-35.6%
消费者服务	8.9%	60.0%	-38.0%
家电	7.1%	50.0%	-41.8%
轻工制造	4.1%	57.1%	-43.2%
纺织服装	6.1%	33.3%	-74.3%
房地产	5.7%	30.3%	-88.0%
建材	14.9%	15.4%	-95.5%
传媒	4.9%	14.3%	-109.7%
电力设备及新能源	7.0%	45.5%	-159.7%
国防军工	10.7%	30.8%	-178.8%

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）成长中的汽车、军工、电新等值得关注

成长行业军工、通信、医药、电新等市场情绪处于中性水平。截止2025/1/16，基本面方面，汽车、国防军工、电力设备预期营收增速较高，高达18.7%、18.8%、17.4%；情绪方面，电子、计算机、汽车、国防军工、机械设备、通信、医药生物、传媒、电力设备9大成长行业中，汽车、军工、医药、电新的成交额占比万得全A比例的历史分位数（自2005年以来）分别为53.9%、

61.2%、11.6%、68.8%，处于中性水平；估值方面，电子、计算机、汽车、机械、医药、传媒、电新的 PS 估值分位数较低，分别为 26%、23.7%、50.6%、39.5%、30.3%、12.5%、2.7%；综合来看，国防军工、汽车、电新当前预期营收增速较高、情绪及估值中性偏低，后续放量上涨时期关注。

图 21：国防军工、汽车、电新当前预期营收增速较高、情绪及估值中性偏低（截止 2025/1/16）

一级行业研判										
成长行业	代码	CI005025.WI	CI005027.WI	CI005013.WI	CI005012.WI	CI005010.WI	CI005026.WI	CI005018.WI	CI005028.WI	CI005011.WI
行业		电子	计算机	汽车	国防军工	机械设备	通信	医药生物	传媒	电力设备
基本面	预期营收增速%	4.8	11.3	18.7	18.8	10.1	8.9	5.3	11.5	17.4
情绪	成交额占比 (%)	17.9%	9.6%	5.1%	2.2%	9.9%	5.2%	4.8%	4.2%	6.7%
	成交额占比分位数	99.4%	90.4%	53.9%	61.2%	99.0%	88.7%	11.6%	80.8%	68.8%
估值	PS 估值	2.4	2.1	0.9	3.5	1.8	1.5	2.6	2.6	1.4
	PS 估值分位数 (%)	26.0	23.7	50.6	50.8	39.5	64.4	30.3	12.5	2.7

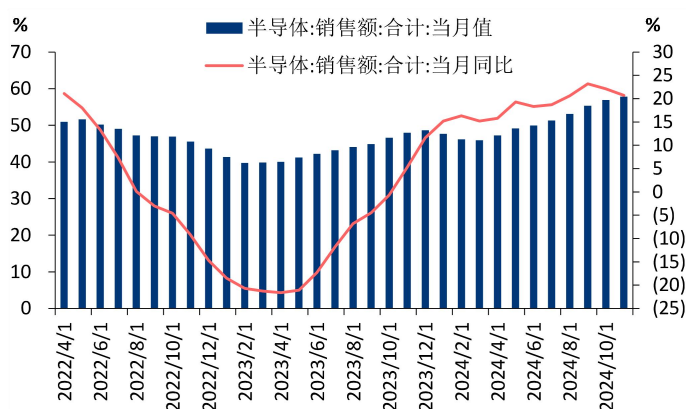
资料来源：华金证券研究所，wind

（四）短期建议关注：科技成长、部分消费及周期

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 AI PC 密集发布，AMD 推出锐龙 9900X3D 和 9950X3D 系列、英特尔发布 Ultra 200V 系列的 Windows 11 AI+PC、高通发布骁龙 X 系列的第四款平台，联想发布全球首款卷轴屏 AI PC ThinkBook Plus Gen，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；集成电路方面，海关总署公布 2024 年我国集成电路成为出口额最高的单一商品，同比增长 17.4%，保持连续 14 个月同比增长。（2）通信方面：算力基建方面，近期三部门联合发布《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，数据上，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，1-11 月光缆产量累计值为 245.19 百万芯千米，同比跌幅收窄 0.8 个百分点至-18.70%。（3）传媒方面：AI 应用方面，通义灵码 AI 程序员全面上线，具备代码智能生成、研发问答等功能，通过完成业务开发、问题修复和单元测试等任务实现 AI 赋能；游戏方面，2024 年中国移动游戏市场实际销售收入同比增长 5.01%，主要得益于头部长青游戏表现稳定，以及多部热门移动游戏新品跨端发行，政策端持续补贴以手机、平板等为主体的移动设备，供给侧让利消费者，叠加跨端优质内容禀赋，有望多线共振赋能 AI 应用和游戏景气上升。（4）计算机方面：智能驾驶方面，英伟达推出 Cosmos 世界基础模型平台，可用于自动驾驶汽车，其成本远低于传统数据采集方式，赋能智能驾驶加速发展；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：机器人方面，政策端，国务院剔除研究设立养老服务，重点推动人形机器人，工业和信息化部日前发布《工业机器人行业规范条件（2024 版）》的企业名单（第一批），规范管理下促进行业高质量发展；产业端，马斯克表示特

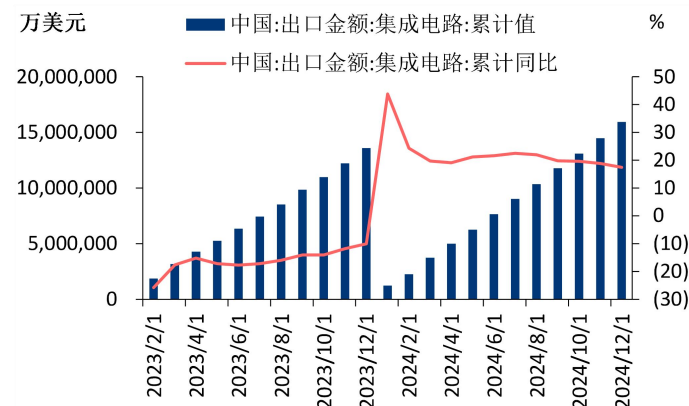
特斯拉 (TSLA) 工厂将在未来三年内生产 50 万个人形机器人，头部公司加速布局下中短期催化不断；产能端，12 月工业机器人产品产量同比高达 14.2%，需求上升下行业基本面向好。

图 22：2024 年 11 月半导体销售额同比增长达 20.7%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 23：2024 年 12 月集成电路出口金额累计同比达 17.4%



资料来源：华金证券研究所，wind

逢低配置可能受益于政策的食物、商贸零售、社服、纺服。一是食品饮料行业，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%，消费品方面，在地方补贴和部分品牌新款上市的共同作用下，通信工具 CPI 环比大幅上涨 3.0%；此外，交通工具和家用器具价格环比分别持平、上涨 0.4%，二者均为本轮财政补贴的重点商品领域，后者五个月来首度环比上涨，充分体现财政补贴对需求的有效拉动，内外销同步回暖下纺服行业利润修复。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%。五是汽车行业，12 月全国乘用车市场零售同比增长 12.0%，环比增长 8.7%，累计同比增长 5.5%，以旧换新政策持续加码下年初汽车消费有望延续强势。六是家电，12 月限额以上家用电器和音像器材类零售累计同比为 39.3%，达近 2 年最高，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。

图 24：2024 年 12 月家用电器音像器材零售同比为 39.3%

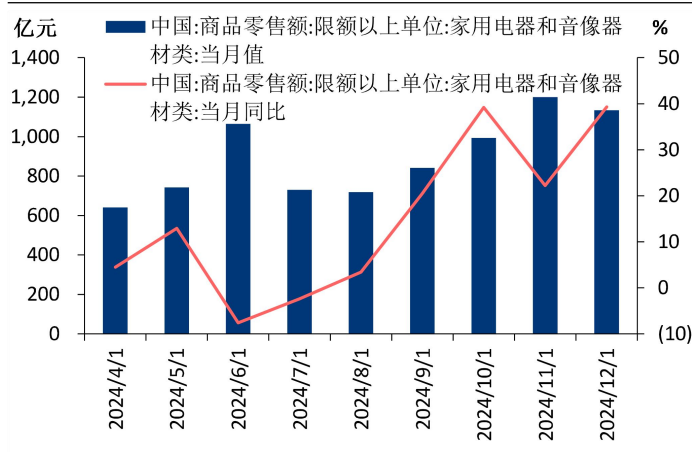
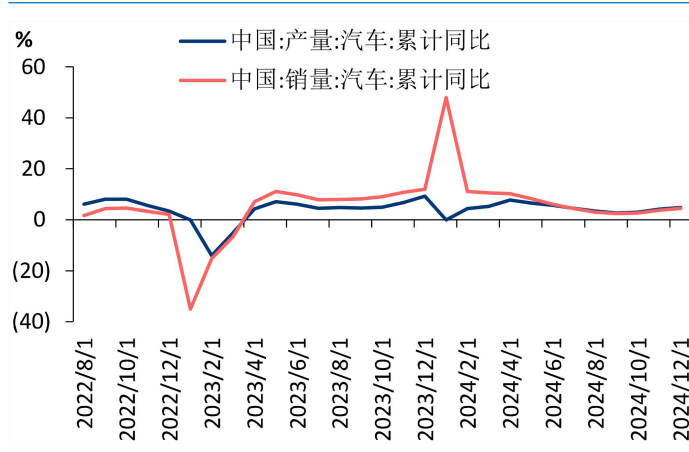


图 25：2024 年 12 月汽车产量和销量累计同比均有所上升

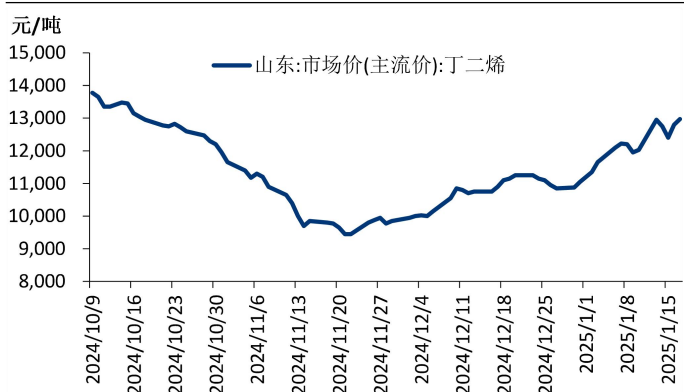


资料来源：华金证券研究所，wind

资料来源：华金证券研究所，wind

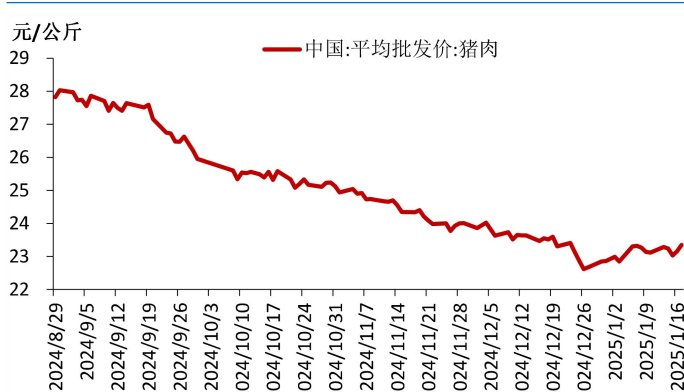
逢低布局年报业绩可能较好的化工、农林牧渔、钢铁、交运等行业。一是化工行业，国际原油价格持续探涨同时美金市场价格走势偏强提振国内丁二烯市场行情；本周丁二烯现货价格上升8.6%，年初下游现货需求缺口较大，高价成交推动市场中枢可能上行。二是农林牧渔方面，近期屠宰企业调价收猪，生猪价格跌势逐步收窄，南北大部地区报价止跌反弹，本周猪肉价格上涨0.4%，春节备货高峰期刚刚开始，生猪价格走势可能偏强。三是钢铁方面，财政政策加力提效，“两重”“两新”支撑钢材需求，当发改提出加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，以旧换新支持范围进一步扩围更大力度支持“两重”“两新”项目，钢材长期需求有望提振。四是交运行业，2024年航空公司扭亏为盈，整体盈利44.7亿元，比上年减亏增盈102亿元，有20家航空公司实现盈利，疫情后民航业恢复自然增长的态势下基本面修复确定度高。

图 26：本周丁二烯现货价上升 8.6%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 27：本周猪肉价格上涨 0.4%



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