

外部扰动敏感期，高股息有望进一步强化

报告日期：2025-01-12

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 国内“两新”部分举措逐步落地、符合市场预期，而外部风险持续累积对市场风险偏好形成抑制，因此在经济基本面显著改善或国内政策加码对冲前，预计延续震荡。配置上，高股息占优方向有望进一步强化，农牧、通信也值得关注。而汽车、家电、电子受“两新”政策落地可能逐步兑现。

● 市场观点：外部扰动敏感期，市场延续惯性

海外风险持续累积，预计市场延续震荡。近期发改委、财政部宣布部分举措，整体上符合预期，但消费品“以旧换新”规模、赤字率提升幅度等还需等待3月两会上公布，对市场提振有限。此外海外风险持续累积，一是特朗普继续实施逆全球化，市场对出口和经济冲击担忧持续发酵。二是美联储12月议息会议纪要显示美联储官员对降息分歧加剧，转向鹰派路径概率大幅提升，对美股及全球资本市场形成偏好抑制。因此，整体在经济基本面显著改善或国内政策加码对冲前，预计市场延续震荡态势不变。

市场热点1：如何看待近期外部风险变化？外部风险持续累积，可能对风险偏好形成一定抑制。一方面，特朗普继续表态逆全球化举措，临近上台市场担忧其政策举措对全球出口和经济增长冲击持续发酵。另一方面，美联储12月议息会议纪要显示美联储官员对降息分歧加剧，转向鹰派路径概率大幅提升，12月美国非农数据大超预期也为放缓降息提供更多支撑，对美股形成扰动同时对全球市场形成偏好抑制。

市场热点2：如何看待即将公布的2024年及12月经济数据？1月17日将公布2024年全年及12月宏观经济数据，根据已公布数据和高频数据，预计2024Q4的GDP同比增速5.1%左右，全年GDP增速在5%左右。其中，外需延续较高景气，内需在前期政策带动下有所改善，但并未加速上行，整体数据符合预期，预计不会对市场形成明显抑制或提振。

● 行业配置：高股息占优有望进一步强化

12月中旬以来市场维持弱势震荡态势，高股息板块确立为新占优主线，表现优异。展望后市，预计市场惯性在春节前仍将延续，这也决定了高股息占优态势也将延续。此外，从中观行业层面入手，具备政策预期、景气改善或热点扩散补涨的品种也值得配置。总体而言，关注三条主线：1) 春节前具备良好配置契机和性价比的高股息，主要包括银行（保险）以及煤炭、石油石化的部分个股。2) 景气有望改善的部分消费品，主要包括农牧。而我们此前一直推荐的汽车、家电、电子的政策支持预期落地，可能迎来阶段性收益兑现。3) 科技板块中估值仍有提升空间及存在景气改善的通信，成长板块中性价比最高。

配置热点1：同为红利板块，为何银行强、煤炭弱？本轮高股息行情以来，板块内部出现了明显分化，其中银行表现优异而石油石化和煤炭下跌。出现分化的原因在于，一是银行板块存在补充资本金预期、政策呵护净息差以及政策稳定股市下注权重股的预期，具备催化剂。二是银行板块的业绩确定性和稳定性相对较高，而煤、油景气度较低。三是银行高股息个股占比更高，且市值权重更高，如股息率5%以上个股的市值占比为42.9%，而石油石化、煤炭分别仅有4.1%、10.8%，银行高股息分布更为扁平化，对指数

相关报告

1. 策略周报《节前高股息占优》2025-01-05
2. 策略月报《扰动与对冲》2024-12-30
3. 策略周报《配置迎变局，重视高股息》2024-12-22

有更好的拉动效应。

配置热点 2：政策兑现后，如何看待家电、汽车、电子等前期表现良好的板块？2024 年 924 行情以来，市场提前炒作政策预期的特征明显，而当政策预期落地后，市场短期内则会出现一定回调，特别是中央经济工作会议后，大的宏观政策和定调进入空窗期，再加上外部扰动，2025 年初后市场出现较大下行压力。在这个过程中，汽车、家电、电子由于“两新”政策加力拓展的预期，表现整体较好，而本周“两新”政策落地，根据 924 以来的市场和行业运行逻辑，需注意家电、汽车、电子板块可能存在政策落地后的收益兑现。

● 风险提示

政策速度力度、经济基本面修复不及预期；市场一致性行为加剧波动；美联储政策鹰派风险；对政策和市场理解存在偏差；外部出现新变故等。

正文目录

1 市场观点：外部扰动敏感期，市场延续惯性	4
1.1 市场热点 1：如何看待近期外部风险变化？	4
1.2 市场热点 2：如何看待即将公布的 2024 年及 12 月经济数据？	4
2 行业配置：高股息占优有望进一步强化	5
2.1 配置热点 1：同为红利板块，为何银行强、煤炭弱？	5
2.2 配置热点 2：政策兑现后，如何看待家电、汽车、电子等前期表现良好的板块？	8
2.3 高股息占优有望进一步强化	10
风险提示：	10

图表目录

图表 1 食品项拉动又正转负，推动 12 月 CPI 延续回落	5
图表 2 2025 年 1 月猪肉价格基数维持低位	5
图表 3 石化和煤炭板块景气度偏低	7
图表 4 银行板块大市值高估个股占比明显较多	7
图表 5 《关于 2025 年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》部分重点内容	8

1 市场观点：外部扰动敏感期，市场延续惯性

1.1 市场热点 1：如何看待近期外部风险变化？

我们的观点：外部风险持续累积，可能对风险偏好形成一定抑制。一方面，特朗普继续表态逆全球化举措，临近上台市场担忧其政策举措对全球经济增长冲击持续发酵。另一方面，美联储 12 月议息会议纪要显示美联储官员对降息分歧加剧，转向鹰派路径概率大幅提升，12 月美国非农数据大超市场预期也为放缓降息提供更多支撑，将对美股同时对全球市场形成偏好抑制。

近期外部风险持续累积，可能对风险偏好形成一定抑制。①一方面，临近特朗普上台，海外风险扰动加剧。一是北京时间 1 月 6 日晚间，《华盛顿邮报》称，特朗普将缩小关税适用对象范围，该计划适用于所有国家，但将仅涵盖一些关键进口产品而非此前的所有产品。但特朗普在其社交媒体随即宣布，上述报道不实。二是 1 月 8 日 CNN 报道，特朗普正在考虑宣布全国经济紧急状态，利用《国际经济紧急权力法》（IEEPA）单方面授权总统在国家紧急状态期间管理进口。②另一方面，美联储 12 月议息会议纪要显示美联储官员对降息的分歧加剧，转向鹰派路径的概率大幅提升。12 月议息会议纪要显示美联储官员对通胀回落从信心（“大致平衡”）变为担忧（“倾向于向上”），潜在的贸易和移民政策对通胀形成上行压力，导致官员的立场出现分歧，19 名与会者中有 4 位反对 12 月降息决策，整体上对未来降息态度变得更加谨慎、认为美联储已经或者接近达到放缓降息节奏的时点。因此，我们维持此前判断，1 月议息会议暂停降息的概率较大。同时，12 月美国非农数据大超市场预期，12 月季调后非农就业人口 25.6 万人、远高于预期值 16 万；12 月非农失业率回落至 4.1%、好于预期和前值 4.2%。非农数据走强为美联储放缓降息节奏提供了更多支撑。

1.2 市场热点 2：如何看待即将公布的 2024 年及 12 月经济数据？

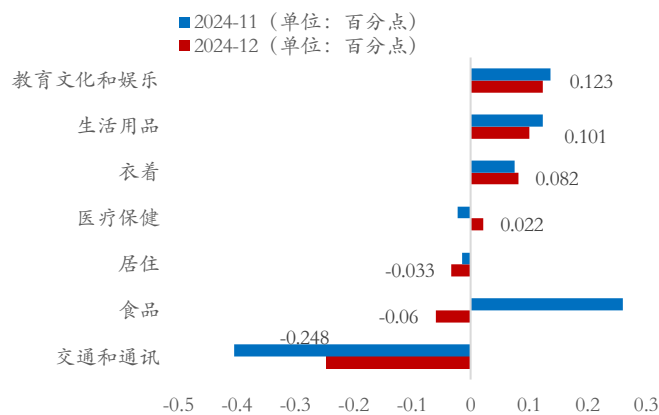
我们的观点：1 月 17 日将公布 2024 年全年及 12 月宏观经济数据，根据已公布数据和高频数据，预计 2024Q4 的 GDP 同比增速 5.1% 左右，全年 GDP 增速在 5% 左右。其中，外需延续较高景气，内需在前期政策带动下有所改善，但并未加速上行，整体数据符合预期，预计不会对市场形成明显抑制或提振。

PPI 受基数回落影响降幅收窄，核心 CPI 延续低位、略有回升，需求端延续缓慢改善。①12 月 CPI 同比 0.1%，较上月回落 0.1 个百分点。本月服务类 CPI 同比

0.5%较上月回升0.1个百分点，核心CPI同比0.4%也较上个月回升0.1个百分点。临近元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，飞机票价格由上月下降8.6%转为上涨4.6%，家政服务、电影及演出票价格分别上涨0.9%和0.7%。食品项对CPI拉动贡献由0.26个百分点转为拖累0.06个百分点，是本月CPI回落的主要因素。由于天气条件较好，利于农产品生产储运，鲜菜、鲜果价格分别下降2.4%和1.0%；受前期压栏惜售、二次育肥等因素影响，猪肉供应充足，价格下降2.1%。展望1月，由于春节错位效应（2024年为2月中旬春节），由于基数变化CPI有所反弹至0.5%左右。

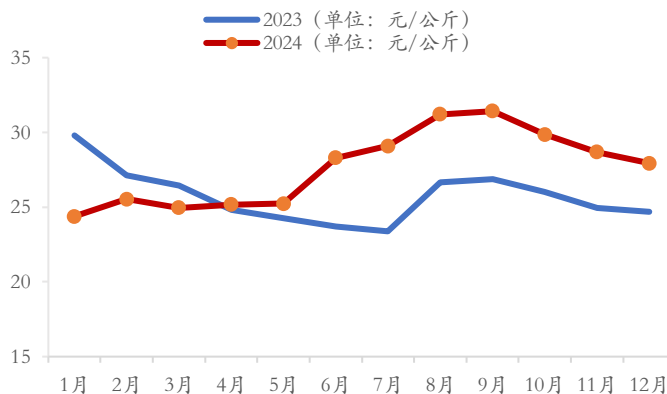
②12月PPI同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.2个百分点。受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国PPI环比下降0.1%。受基数影响，石油和天然气开采业（-6.2%）同比较上月抬升超过6.2个百分点，但煤炭价格延续低迷、同比（-8%）较上月下行1.7个百分点。我们认为，当前受全球需求拖累大宗商品价格难言反弹，1月基数依然偏高，预计1月PPI同比降幅小幅收窄至-2%左右。

图表1 食品项拉动又正转负，推动12月CPI延续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：百分点

图表2 2025年1月猪肉价格基数维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤。注：报告发布当月为已公布数据计算获得

2 行业配置：高股息占优有望进一步强化

2.1 配置热点1：同为红利板块，为何银行强、煤炭弱？

我们的观点：本轮高股息行情以来，板块内部出现了明显分化，其中银行表现优异而石油石化和煤炭下跌。出现分化的原因在于，一是银行板块存在补充资本金预期、政策呵护净息差以及政策稳定股市下注权重股的预期，具备催化剂。二是银行板块的业绩确定性和稳定性相对较高，而煤、油景气度较低。三是银行高股息个股占比更高，且市值权重更高，如股息率5%以上个股的市值占比为42.9%，而石油

石化、煤炭分别仅有 4.1%、10.8%，银行高股息分布更为扁平化，对指数有更好的拉动效应。

本周（2025 年 1 月 6 日-2025 年 1 月 10 日）高股息板块整体表现优异，但内部表现出现一定分化，银行板块相对较好，周涨幅 0.5%，排名第 7，细分行业中，城商行、股份制银行分别上涨 1.1%、0.9%，农商行、国有大型银行分别下跌 0.1%、0.3%。而石油石化、煤炭整体表现较差，分别下跌 2.9%、5.2%，位于申万一级行业第 23、30 位，细分子行业中，焦炭、炼化贸易、油服工程、煤炭开采分别下跌 1.8%、2.7%、3.1%、5.4%。

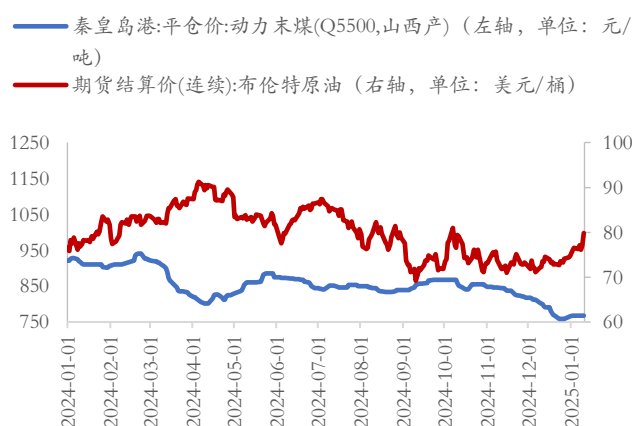
银行业绩具有相对更高的确定性和稳定性。政策利好下信用有望修复。财政注资后核心资本将再迎提升。10 月 12 日，财政部在召开的国新办新闻发布会上宣布将发行特别国债支持国有大型银行补充核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力，这是自 1997 年后银行再次迎来财政部以特别国债的形式向银行注资。根据巴塞尔协议 III 的要求，系统重要性银行的核心一级资本要求在 8%-10.5%，而 2024 年中报的数据显示，当前六大国有银行核心一级资本充足率整体处较高水平，工商银行、建设银行已达 13.8%、14.0%，仅有邮储银行低于 10%，录得 9.28%，继续注资将在已经较好的水平上继续加强银行的抗风险能力，有助于降低银行的信用成本。同时化债背景下银行资产质量有望持续提升。十四届全国人大常委会表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》。财政部部长蓝佛安表示，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大幅减轻。同时由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息支出，财政部估算五年累计可节约 6000 亿元左右。住建部也于 10 月 17 日的发布会上表示通过货币化安置等方式新增 100 万套城中村改造和危旧改造，同时地方收储也在不断扩围、加速推进，地产端的积极去库存。财政加力推进化债进度以及房企资金链条的改善利于信用风险下降，提高债务整体信用等级，优化银行资产质量。**缓解银行净息差下行压力仍是政策目标。**2023 年 8 月央行在专栏《合理看待我国商业银行利润水平》中指出，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准，商业银行向实体经济发放贷款面临资本约束，化解风险也要消耗资本。同时强调：商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。从维护金融稳定、防范化解金融风险等角度考虑下，维持商业银行利润水平仍具有一定必要性。2024 年 1 年期、5 年期 LPR 分别下调 55BP、60BP，贷款利率快速下降背景下银行净息差面临一定压力，而 2024 年 12 月 12 日中央经济工作会议指出后续仍有降准接续，同时多家银行也在政策引导下持续下调存款利率，2024 年 12 月 31 日工商银行、农业银行、建设银行也宣布再次下调存款利率。下调存款准备金率和存款利率将继续对冲贷款利率的下行压力，呵护净息差保持一定的稳定

性。同时年前也是银行传统开门红时间节点，由于基金费率下调、保险产品费用调降，2025 年银行“开门红”已经出现抢跑迹象，多家银行已于 2024 年 12 月提前启动“开门红”筹备工作。

煤炭和石油板块当前景气度偏低。秦皇岛港动力末煤 Q5500 平仓价已从 2024 年 1 月 2 日的 921 元/吨降至 2025 年 1 月 10 日的 768 元/吨，布伦特原油价格近期有所回升，但截至 2025 年 1 月 10 日价格报 79.8 美元/桶，近期价格相较 2024 年整体水平看仍处较低位置。由于今年冬季偏暖以及全球整体需求仍然较为疲软，原油以及煤炭价格仍处于偏低水平，2024 以及 2025 Q1 煤炭和石化板块业绩存在一定调整压力。

银行板块中的高股息大市值个股分布相对扁平化，整体稳定系数较高。据统计，银行板块内部近 12 个月股息率高于 5%且市值大于 500 亿元的个股有 18 只，占银行板块整体个股数量的比例为 42.9%，而石油石化、煤炭的该类个股占比分别只有 4.1%、10.8%，明显小于银行板块。银行板块中的高股息大市值稳定类个股的占比分布较煤炭、石油石化板块更加扁平化，占比较高，分布相对均匀，对于板块的拖动作用较强，而煤炭板块虽然高股息个股数量比例也接近 50%但却更偏向于中小市值风格，石油石化则是高股息个股相对较少，仅有 3 只个股近 12 个月股息率高于 5%。银行相较石油石化、煤炭板块而言整体高股息个股的带动作用更强，高股息和稳定的特征更加明显。

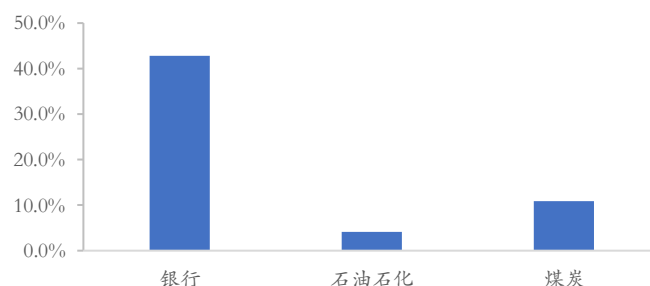
图表 3 石化和煤炭板块景气度偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 银行板块大市值高估个股占比明显较多

市值大于500亿元且近12个月股息率大于5%的个股占整个行业的比例（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所。

银行板块的选股思路可从业绩以及股息率方面进行考量。在上周周报《节前高估息占优》中我们提示到，高股息板块分行业看可能个股的选择侧重点有所不同，其中提到，在银行板块中，涨跌幅靠前的个股近 12 个月股息率均值高于涨幅靠后的个股，并且 2024Q3 即最新一期的利润同比增速明显高于靠后的个股，估值和 924 至今的累计涨幅方面则无明显差异，即银行板块中滞涨的个股可能并不会成为资金考虑

的主要因素。银行板块的选股思路可从业绩以及股息率方面进行考量。并且据该条件筛选出了五只个股，分别是成都银行、江苏银行、南京银行、苏州银行、杭州银行，本周（2025 年 1 月 6 日-2025 年 1 月 10 日）该五只个股的涨幅分别为 3.2%、2.5%、1.8%、1.8%、0.8%，涨幅在银行板块 42 只个股中排名分别为第 3、第 5、第 9、第 10、第 15，胜率较高。后续银行板块内部的筛选思路仍可以延续从业绩以及股息率两个角度去考虑。

2.2 配置热点 2：政策兑现后，如何看待家电、汽车、电子等前期表现良好的板块？

我们的观点：2024 年 924 行情以来，市场提前炒作政策预期的特征明显，而当政策预期落地后，市场短期内则会出现一定回调，特别是中央经济工作会议后，大的宏观政策和定调进入空窗期，再加上外部扰动，2025 年初后市场出现较大下行压力。在这个过程中，汽车、家电、电子由于“两新”政策加力拓围的预期，表现整体较好，而本周“两新”政策落地，根据 924 以来的市场和行业运行逻辑，需注意家电、汽车、电子板块可能存在政策落地后的收益兑现。

本周（2025 年 1 月 6 日-2025 年 1 月 10 日）家用电器、电子、汽车分别上涨 2.1%、1.9%、1.3%，排名第 2、4、6 名，涨幅靠前。细分行业中，家电零部件、元件、半导体、汽车零部件、白色家电、商用车分别上涨 9.5%、7.0%、3.3%、2.1%、1.3%，表现较好，而照明设备、厨卫电器、光学光电子、乘用车分别下跌 3.6%、2.4%、2.0%、1.5%，表现相对较差。

“以旧换新”政策加力拓围，提前下达部分资金。2025 年 1 月 8 日，发改委、财政部发布《关于 2025 年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》（下称《通知》）。《通知》中在设备更新方面，提出要在原有的设备更新基础之上，“将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用”，同时扩围支持老旧营运货车以及农业机械、提高新能源城市公交车以及动力电池补贴标注；消费品以旧换新方面，将国四排放标准的燃油车纳入了更新补贴旧车范围，家电方面新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品，同时扩围至手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15%给予补贴。近日，中央财政已提前下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元。

图表 5 《关于 2025 年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》部分重点内容

举措	主要内容
----	------

加力推进设备更新	加大重点领域设备更新项目支持力度	增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。
	加力实施设备更新贷款贴息	对符合有关条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金，在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息，进一步降低经营主体设备更新融资成本。
	加快存量设备评估诊断和项目储备	对标技术、能耗、排放、安全等强制性标准和产业结构调整指导目录、设备淘汰目录等，深入开展工业、农业、能源、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域存量设备评估诊断，分领域分行业明确设备更新目标任务和实施方案。
	加强老旧营运船舶报废更新项目实施	完善老旧营运船舶报废更新补贴实施方式，继续支持符合条件的老旧营运船舶报废更新。
	扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新	完善老旧营运船舶报废更新补贴实施方式，继续支持符合条件的老旧营运船舶报废更新；将水稻抛秧机纳入报废更新补贴范围，参照水稻插秧机报废补贴政策予以支持；报废并更新购置采棉机，报废最高补贴额由单台6万元提高至8万元；将田间作业检测终端、植保无人机、粮食干燥机（烘干机）、色选机、磨粉机纳入报废更新补贴范围，由各地区按照规定测算报废更新补贴标准；各地区可自行确定的报废更新补贴农机种类范围上限由6个提高至12个。
	提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准	加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄8年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由6万元提高至8万元。各地可保持动力电池更新补贴标准基本稳定，并自主确定车辆更新补贴标准。
扩围支持消费品以旧换新	优化消费品以旧换新资金分配	国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口数量、地区生产总值、汽车和家电保有量、2024年消费品以旧换新政策及资金执行情况等因素，合理确定对各地区支持资金规模，资金分配向2024年消费品以旧换新工作成效较好的地区适度倾斜。
	扩大汽车报废更新支持范围	将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。个人消费者报废2012年6月30日前（含当日，下同）注册登记的汽油乘用车、2014年6月30日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或2018年12月31日前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车，购买新能源乘用车单台补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车单台补贴1.5万元。
	完善汽车置换更新补贴标准	个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过1.5万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过1.3万元。
	加力支持家电产品以旧换新	继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围。个人消费者购买上述12类家电中2级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的15%；1级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的20%。每位消费者每类产品可补贴1件（空调产品最多可补贴3件），每件补贴不超过2000元。2024年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025年购买同类家电产品可继续享受补贴。
	实施手机等数码产品购新补贴	对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。
	积极支持家装消费品换新	加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。
	加快推进电动自行车以旧换新	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。

数据来源：财政部、发改委，华安证券研究所整理。

“两新”预期落地，相关行业存在兑现压力。2024年9月24日的快速上涨行情中，市场主要的路线倾向于炒作预期，例如房地产货币棚改化预期、财政化债力度预期、中央经济工作会议政策积极转变预期等等，预期兑现后相关板块均出现一定回调风险，特别是中央经济工作会议结束后，短期内政策进入空窗期，预期兑现后A股于2025年年初出现较大下行压力。2024年中央经济工作会议上指出，要“加大财政

支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施”。“两新”政策加力扩围预期持续发酵，2025年1月8日《通知》落地后前期对于扩围至消费电子以及家电、汽车补贴金额和范围提高的预期正式落地，预期兑现后短期内“两新”加力扩围的相关行业或存在一定回调压力。

2.3 高股息占优有望进一步强化

12月中旬以来市场维持弱势震荡态势，高股息板块确立为新占优主线，表现优异。展望后市，预计市场惯性在春节前仍将延续，这也决定了高股息占优态势也将延续。此外，从中观行业层面入手，具备政策预期、景气改善或热点扩散补涨的品种也值得配置。总体而言，建议关注三条主线：

第一条主线是春节前具备良好配置契机和性价比的高股息，主要包括银行（保险）以及煤炭、石油石化的部分个股。考虑到春节前政策和顶层会议空窗期，特朗普上台后对华政策的不确定性，市场整体震荡走势正在演绎，同时险资等绝对收益类资金在新一轮考核周期到来也有配置诉求，综合环境下高股息具备良好配置契机。

第二条主线是景气有望改善的部分消费品，主要包括农牧。而我们此前一直推荐的汽车、家电的政策支持预期落地，可能迎来阶段性收益兑现。“以旧换新”政策预期支撑前期相关方向如汽车、家电、电子表现良好，但随着政策落地反而可能成为兑现窗口。按惯例，春节前年货预备有望带动猪肉价格反弹，叠加农牧前期滞涨，有望迎来补涨机会。

第三条主线是科技板块中估值仍有提升空间及存在景气改善的通信，成长板块中性性价比最高。科技板块前期积累了高额涨幅，同时市场1月预计难现显著向上的 β 机会，故科技再显著向上空间有限且将呈现较大波动。因此在科技板块中主要寻找涨幅滞后+有催化的潜在扩散承接补涨方向，主要在通信。

风险提示：

政策速度力度、经济基本面修复不及预期；市场一致性行为加剧波动；美联储政策鹰派风险；对政策和市场理解存在偏差；外部出现新变故等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。