



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
 证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）
 zhangchi@gjzq.com.cn

联系人：王超特
 wangchaote@gjzq.com.cn

年报业绩预告来临，关注“预喜”+“高增”机会

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：静待“降准”，将开启“躁动行情”，建议中小成长风格。国内“分子端+分母端”的共振仍将支撑“春季行情”开启。我们判断，短期内期待“降准”的进一步落地，或是市场风险偏好重新修复的重要信号，“增量资金转动”将推动市场再迎“反攻”。未来“春季行情”的终结，依旧强调关注国内基本面“退坡”和海外风险重新抬升。

当下市场聚焦：1、成长板块为何依然具备结构性机会？2、静待“降准”科技成长何以走出加速？3、为何需警惕春节之后趋势性风险抬升？4、业绩预告披露期来临，对市场整体影响如何？5、年报业绩预告披露期，如何把握投资机会？

静待“降准”，中小盘科技成长有望走出“加速”

国内“分子端+分母端”的共振仍将支撑“春季行情”开启。分子端，12月国内制造业 PMI 延续扩张区间，非制造业 PMI 超预期提速，均继续验证国内基本面修复趋势；分母端，市场剩余流动性持续回升，为后续行情的上涨提供了估值扩张的基础。年初市场波动率上升的主要原因或因年初资金需求量较大，货币供给短期所致。故我们判断，短期内期待“降准”的进一步落地，或是市场风险偏好重新修复的重要信号，“增量资金转动”将推动市场再迎“反攻”。未来“春季行情”的终结，依旧强调关注国内基本面“退坡”和海外风险重新抬升。

年报业绩预告披露期，关注预喜与高速增长组合的机会

关注当年报/中报业绩“预喜率”与 PMI 同步回升时，对于市场整体方有明显提振。近年来 A 股业绩预告披露率有所下降，当前 24 年一季报与三季报的全市场业绩预告披露率已低于 5%，24 年中报业绩预告披露率下滑至 32%，仅年报业绩预告披露率趋稳约 52%。对应到业绩预告的预喜率（预增、略增、扭亏、续盈）层面，我们统计近年来各财报业绩预告的预喜率情况。自 2020 年以来一季报和三季报预喜率明显偏离中报和年报，或有低基数效应所致，但更多的是因整体的披露率偏低导致一、三季报的预告指引失效。仅看年报和中报的预喜率，其与 PMI 等经济指标的走势相一致，起到相互验证的作用。结合历年年报业绩预告披露期市场表现来看，年报业绩预告的披露或许对市场整体走势影响并不大。

年报业绩预告来临，关注“预增+扭亏+高增”的组合方向。当下正值年报业绩预告披露期，我们重点挖掘年报业绩预告下的结构性投资机会。我们基于近年来业绩预告类型进行分组统计，等权测算各组别内个股的月度涨幅情况：1）年报业绩预告披露下，预喜组合（预增、略增、扭亏、续盈）较预忧组合（略减、预减、首亏、续亏）在 1 月份和 3 月份有明显超额，但 2 月份并未有明显规律；2）1 月份“预增+略增+扭亏”类型均占优，3 月份“扭亏”类型表现亮眼。进一步的细分业绩预告类型，1 月份由预喜组合主导的行情中，预增、略增、扭亏均有超额，而续盈在多数年份却无超额收益。具体排序看：预增（+2.71%）>略增（1.48%）≈扭亏（1.28%）>续盈（-0.57%）>略减（-1.80%）>预减（-2.33%）>首亏（-2.81%）>续亏（-5.32%）。其次，3 月份来看，扭亏组合表现亮眼组合超额收益达 2.38%。这或许因扭亏预告往往预示着公司从经营周期中的低估中走出，且 4 月份即将进入新的一季报披露期，此类公司业绩有望持续上升。3）业绩预告增速水平较高的组别在 1-3 月期间均具备持续的超额收益。因此，面对当下年报业绩预告披露期间，业绩类型层面：1 月重点关注“预增+略增+扭亏”，3 月重点关注“扭亏”组合。业绩预告增速层面：1-3 月“业绩高速增长”的个股组合具备持续性的机会。

风格及行业配置：期待“春季躁动”，偏向中小盘科技成长

反弹背后是信用预期修复及估值扩张，行业及个股选择可重视：“分母端弹性”，看好中盘+超跌+低估值+回购+并购预期，且分子端掣肘较弱（ROE 修复或现金流改善）的“成长>消费”，（一）首选成长：1、TMT，尤其电子、计算机；2、机器人、工业母机等高端制造；3、军工。（二）次选消费：1、社服；2、母婴；3、谷子经济。结构上，重视“科技牛”，包括科技相关设备需要尤其重视，①财政政策投资方向之一；②主题催化较多；③朱格拉周期受益品种。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期；历史经验具有局限性。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 静待“降准”，中小盘科技成长有望走出“加速”.....	4
2.2 年报业绩预告披露期，关注预喜与高增速组合的机会.....	5
2.3 风格及行业配置：期待“春季躁动”，偏向中小盘科技成长.....	10
三、市场表现回顾.....	11
3.1 市场回顾：宽基指数全面走弱，一级行业全线下跌.....	11
3.2 市场估值：宽基指数、风格指数估值全线下调.....	13
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	14
3.4 盈利预期：盈利预期普遍下调.....	17
四、下周经济数据及重要事件展望.....	19
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1： PMI 修复验证基本面边际改善趋势延续.....	4
图表 2： 市场“分母端”同样正在改善.....	4
图表 3： 业绩预告披露制度调整后，各财报季的预告披露率均有所下滑.....	5
图表 4： 历史上各板块业绩预告披露情况.....	6
图表 5： 历年年报业绩预告披露前后，市场整体表现情况.....	6
图表 6： 基于年报、中报的预喜率趋势与 PMI 走势趋同.....	7
图表 7： 年报、中报业绩预告预喜率自 2022 年低点以来呈回升趋势.....	7
图表 8： 年报业绩预告披露后，预喜组合较担忧组合而言，在 1 月有明显超额，3 月有一定超额.....	8
图表 9： 1 月份预增、略增、扭亏类型预告均有不错超额，3 月份扭亏组合超额显著.....	8
图表 10： 基于年报业绩预告分组后高业绩增速组合在 1、2、3 月有超额收益.....	9
图表 11： 基于年报业绩预告分组后的增速平均和中位数表现看，扭亏和预增均符合高增速水平.....	9
图表 12： 本周（1.6-1.10）国内宽基指数全面走弱，海外指数涨多跌少.....	12
图表 13： 本周（1.6-1.10）一级行业跌多涨少，家用电器、有色金属逆势走强.....	13
图表 14： 本周（1.6-1.10）A 股及海外主要指数估值多数下跌.....	14
图表 15： 本周（1.6-1.10）各行业估值普遍下调.....	14
图表 16： 万得全 A ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 17： 上证指数 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 18： 沪深 300 ERP 高于 1 倍标准差上限”.....	15
图表 19： 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 20： 万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	15
图表 21： 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	15
图表 22： 沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 23： 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 24： 金融的 ERP 高于“1 倍标准差下限”.....	16



图表 25: 周期的 ERP 低于“1 倍标准差上限”	16
图表 26: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”	16
图表 27: 成长的 ERP 高于“1 倍标准差上限”	16
图表 28: 金融股债收益差低于“1 倍标准差下限”	17
图表 29: 周期股债收益差高于“2 倍标准差下限”	17
图表 30: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 31: 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 32: 本周 (1.6-1.10) 主要指数盈利预期多数下调	18
图表 33: 本周 (1.6-1.10) 多行业盈利预期跌多涨少, 房地产盈利预期大幅下调	18
图表 34: 下周全球主要国家核心经济数据一览	19
图表 35: 下周全球主要国家重要财经事件一览	19



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：静待“降准”，将开启“躁动行情”，建议中小成长风格。国内“分子端+分母端”的共振仍将支撑“春季行情”开启。我们判断，短期内期待“降准”的进一步落地，或是市场风险偏好重新修复的重要信号，“增量资金转动”将推动市场再迎“反攻”。未来“春季行情”的终结，依旧强调关注国内基本面“退坡”和海外风险重新抬升。

当下市场聚焦：1、成长板块为何依然具备结构性机会？2、静待“降准”科技成长何以走出加速？3、为何需警惕春节之后趋势性风险抬升？4、业绩预告披露期来临，对市场整体影响如何？5、年报业绩预告披露期，如何把握投资机会？

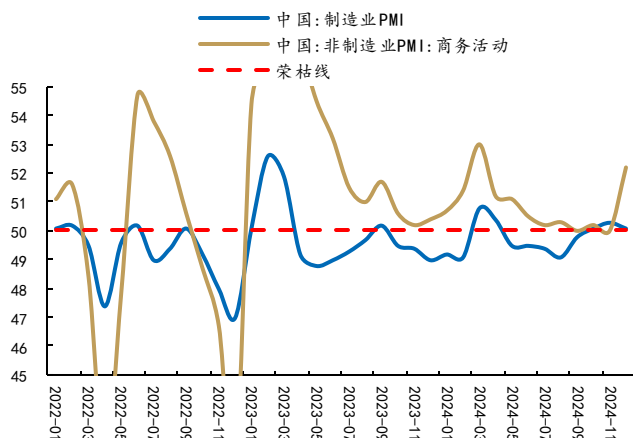
二、策略观点及投资建议

2.1 静待“降准”，中小盘科技成长有望走出“加速”

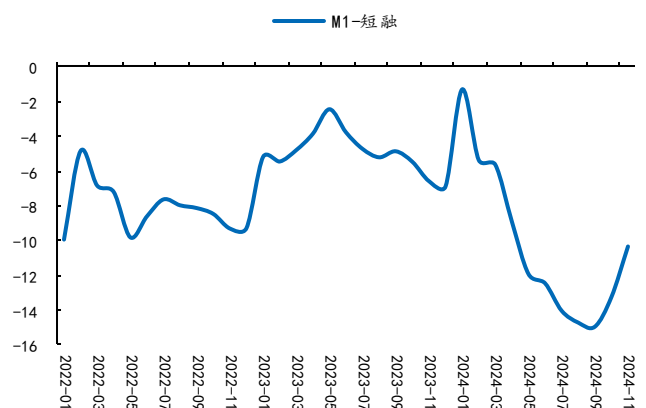
国内“分子端+分母端”的共振仍有望支撑“春季行情”开启。分子端，最新12月国内制造业PMI数据公布，录得50.1%，连续第三个月位于扩张区间以上，表征需求端的新订单、新出口订单指数延续扩张，继续验证了在政策组合拳发力下，基本面边际修复的态势；非制造业PMI更是超预期提速至52.2%，亦表明国内需求回暖迹象。分母端，我们持续跟踪的M1指标，无论是旧口径，还是基于央行新口径所测算得到的，均出现连续两个月回升且幅度在扩大，对应至以“M1-短融”所衡量的市场剩余流动性亦持续回升，这为后续市场行情的上涨提供了估值扩张的基础。年初市场波动率上升的主要原因或因年初资金需求量较大，货币供给短期所致。故我们判断，短期内期待“降准”的进一步落地，或是市场风险偏好重新修复的重要信号，“增量资金转动”将推动市场再迎“反攻”。

“春季行情”的终结，依旧强调关注国内基本面“退坡”和海外风险重新抬升。一方面，本轮“宽货币+宽财政”作用在企业、居民“负债端”，通过降低负债成本、改善现金流，促使居民、企业“花钱意愿”的影响周期，一般在4个月左右，可参考2013年6~10月和2019年1~4月。故我们需持续观察本轮国内基本面修复的持续性，其影响大概率主要是驱动估值修复、抬升，预计2025年2~3月当重点关注PMI生产、订单及M1等驱动力是否可能有所减弱。另一方面，尽管最新美国ISM制造业PMI数据超预期回升，或表明海外景气风险阶段性仍然可控，但我们倾向于判断，全球朱格拉叠加库存下行周期，将大概率导致美国产能利用率及职位空缺数下降，在“贝弗里奇曲线”走平影响下，预计美国失业率将呈现趋势性、加速上升。以史为鉴，过去降息50bp情况下，未来半年时间美国失业率平均上升幅度高达2%，意味着2025年我们有可能看到美国失业率在6%以上。

图表1: PMI修复验证基本面边际改善趋势延续



图表2: 市场“分母端”同样正在改善



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



2.2 年报业绩预告披露期，关注预喜与高增速组合的机会

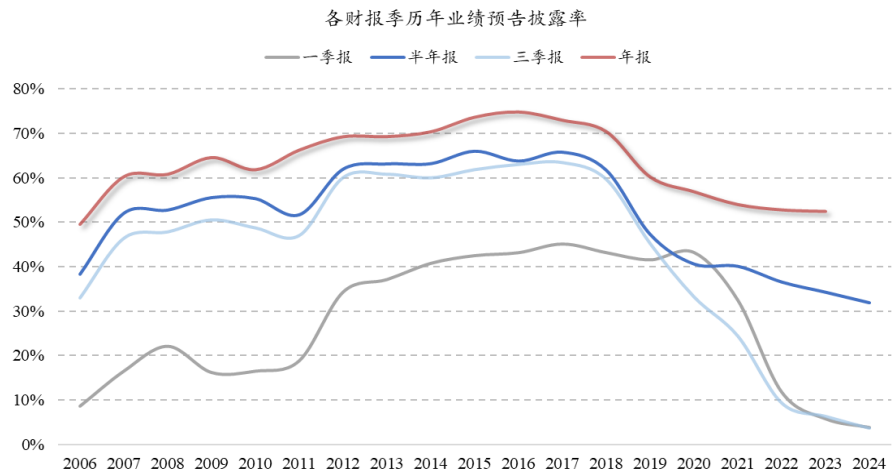
2.2.1 业绩预告披露期来临，对市场整体影响如何？

关注当年报/中报业绩“预喜率”与 PMI 同步回升时，对于市场整体方有明显提振。近年来 A 股业绩预告披露率有所下降，当前 24 年一季报与三季报的全市场业绩预告披露率已低于 5%，24 年中报业绩预告披露率下滑至 32%，仅年报业绩预告披露率趋稳约 52%。自 2006 年以来，A 股业绩预告披露率整体呈现先升后降的趋势，主要是因为相关披露规则调整。在 2011-2020 年期间，深交所对创业板上市企业的业绩预告披露趋严格。随后在 2020 年 6 月和 2021 年 12 月，沪深交易所逐步放宽了对上市企业季度和半年度业绩预告披露要求，使得 A 股整体的业绩预告披露率有所下滑。板块层面来看，2021 年以来各板块业绩预告披露率均有所下滑。其中，一季报和三季报各板块业绩预告披露率已均低于 5% 的水平；中报仅主板业绩预告披露率达到 45% 左右的水平，创业板、科创板仅保持略高于 10% 的披露率；年报层面主板、创业板、科创板均保持 50% 以上的业绩预告披露率。

对应到业绩预告的预喜率（预增、略增、扭亏、续盈）层面，我们统计历年来各财报业绩预告的预喜率情况。自 2020 年以来一季报和三季报预喜率明显偏离中报和年报，或有低基数效应所致，但更多的是因整体的披露率偏低导致一、三季报的预告指引失效。仅看年报和中报的预喜率，其与 PMI 等经济指标的走势相一致，起到相互验证的作用。

结合历年年报业绩预告披露期市场表现来看，年报业绩预告的披露或许对市场整体走势影响并不大。因年报业绩预告中的业绩表现代表的是上一年的业绩，其多数信息一定程度上在一季度、中报、三季报时期已进行交易，且 1 月开始市场更多的开始交易新一年、新一轮政策方向和宏观经济预期。但我们观察到当业绩预告预喜率和 PMI 同步底部回升时，往往表明中微观数据同步转好，对应至历史上 09 年、16 年、19 年，期间市场明显上涨，“春季躁动”行情持续性更佳。

图表3：业绩预告披露制度调整后，各财报季的预告披露率均有所下滑



来源：wind、国金证券研究所

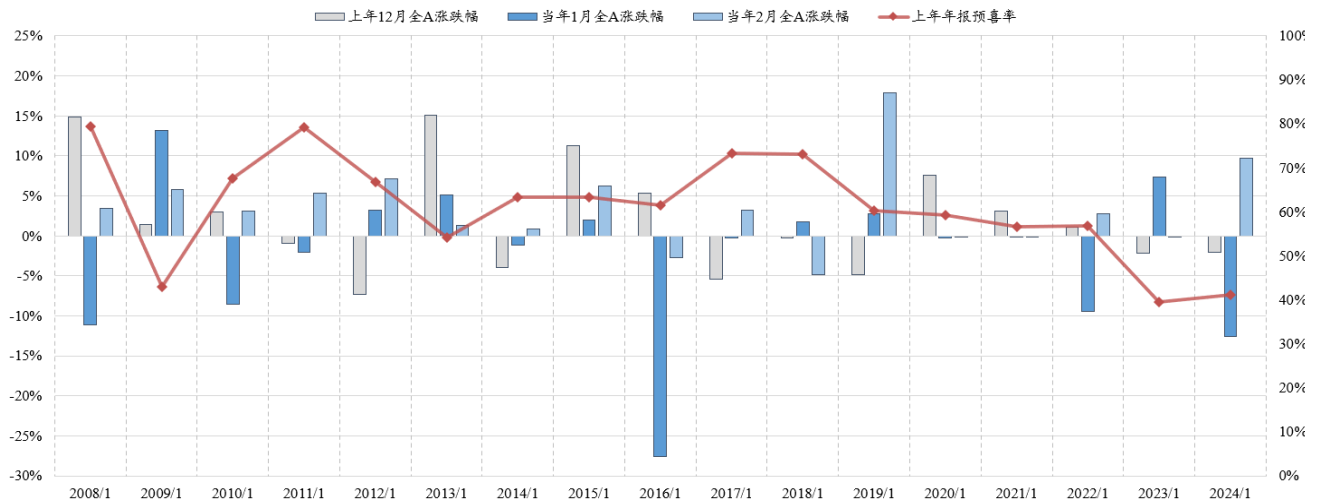


图表4：历史上各板块业绩预告披露情况

业绩预告披露比率	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
一季报	全市场	8.6%	16.5%	22.1%	16.2%	16.5%	18.8%	34.3%	37.2%	40.8%	42.6%	43.2%	45.2%	43.2%	41.6%	43.3%	32.5%	11.7%	5.7%	3.8%
	主板	8.6%	16.5%	22.1%	16.2%	17.1%	19.9%	24.6%	26.6%	30.3%	31.6%	31.9%	28.6%	26.4%	29.0%	36.9%	11.4%	6.2%	3.6%	
	创业板	-	-	-	-	-	8.2%	100.0%	100.0%	100.0%	99.5%	99.8%	100.0%	99.7%	99.6%	99.8%	25.0%	13.3%	5.8%	4.0%
	科创板	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2%	12.4%	11.4%	3.9%	5.3%
	北交所	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0%	5.6%	2.2%	0.8%	
半年报	全市场	38.3%	52.0%	52.7%	55.5%	55.3%	51.7%	61.9%	63.1%	63.1%	65.9%	63.7%	65.7%	61.6%	47.3%	40.6%	40.1%	36.6%	34.3%	31.9%
	主板	38.3%	52.0%	52.7%	55.5%	56.7%	54.3%	56.1%	57.0%	56.8%	58.9%	56.0%	57.2%	51.7%	33.2%	39.2%	43.0%	47.7%	48.4%	45.4%
	创业板	-	-	-	-	26.7%	29.2%	98.5%	99.2%	98.4%	99.6%	99.2%	100.0%	100.0%	100.0%	46.5%	35.4%	17.4%	13.7%	12.0%
	科创板	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34.5%	31.6%	12.8%	11.6%	14.8%
	北交所	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.3%	12.0%	3.4%	5.6%
三季报	全市场	33.0%	46.4%	47.8%	50.5%	48.7%	47.0%	60.0%	60.8%	60.0%	61.8%	63.0%	63.4%	59.6%	45.2%	33.2%	24.4%	9.4%	6.4%	3.7%
	主板	33.0%	46.4%	47.8%	50.5%	50.2%	50.2%	53.4%	54.3%	52.8%	53.9%	54.8%	54.2%	49.1%	30.8%	35.9%	29.0%	8.9%	6.6%	3.9%
	创业板	-	-	-	-	26.0%	22.8%	99.7%	99.2%	99.2%	99.4%	99.3%	99.7%	100.0%	99.4%	25.1%	17.7%	7.6%	4.5%	2.5%
	科创板	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.3%	33.3%	7.0%	16.1%	7.8%	4.2%
	北交所	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%	3.0%	14.0%	10.4%	6.8%	
年报	全市场	49.6%	60.3%	60.9%	64.6%	61.9%	66.3%	69.3%	69.3%	70.4%	73.7%	74.9%	73.0%	70.5%	60.3%	56.9%	54.1%	52.9%	52.5%	
	主板	49.6%	60.3%	60.9%	65.1%	64.2%	62.1%	64.8%	64.8%	65.4%	68.5%	69.2%	66.2%	62.9%	49.7%	54.3%	52.8%	52.5%	53.2%	
	创业板	-	-	-	44.4%	32.7%	96.4%	96.1%	96.3%	97.3%	98.2%	99.1%	99.4%	99.2%	99.4%	69.2%	64.2%	60.3%	58.1%	
	科创板	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	54.3%	53.0%	44.6%	48.7%	54.2%	
	北交所	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.8%	9.8%	16.7%	8.4%		

来源：wind、国金证券研究所

图表5：历年年报业绩预告披露前后，市场整体表现情况

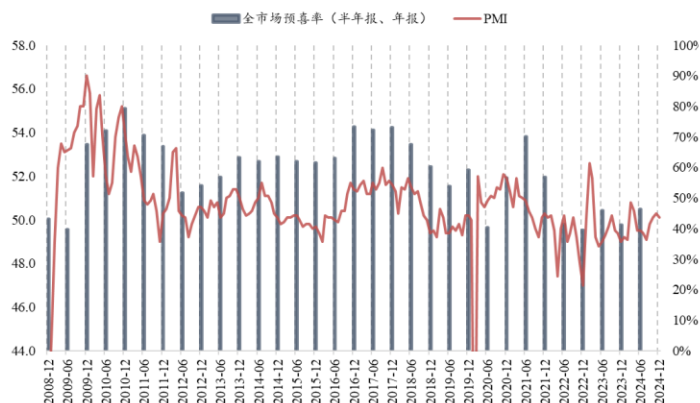


时间	2008/1	2009/1	2010/1	2011/1	2012/1	2013/1	2014/1	2015/1	2016/1	2017/1	2018/1	2019/1	2020/1	2021/1	2022/1	2023/1	2024/1
去年11月PMI	55.4	38.8	55.2	55.2	49	50.6	51.4	50.3	49.6	51.7	51.8	50	50.2	52.1	50.1	48	49.4
去年12月PMI	55.3	41.2	56.6	53.9	50.3	50.6	51.0	50.1	49.7	51.4	51.6	49.4	50.2	51.9	50.3	47.0	49.0
当年1月PMI	53.0	45.3	55.8	52.9	50.5	50.4	50.5	49.8	49.4	51.3	51.3	49.5	50.0	51.3	50.1	50.1	49.2
当年2月PMI	53.4	49.0	52.0	52.2	51.0	50.1	50.2	49.9	49.0	51.6	50.3	49.2	35.7	50.6	50.2	52.6	49.1
趋势																	
上年年报惊喜率	79.5%	43.1%	67.5%	79.3%	66.8%	54.1%	63.2%	63.4%	61.5%	73.3%	73.0%	60.3%	59.2%	56.6%	56.7%	39.5%	41.2%
上年12月全A涨跌幅	14.9%	1.5%	3.0%	-0.9%	-7.3%	15.0%	-3.9%	11.2%	5.3%	-5.4%	-0.3%	-4.8%	7.5%	3.1%	1.0%	-2.1%	-2.1%
当年1月全A涨跌幅	-11.1%	13.1%	-8.6%	-2.0%	3.2%	5.1%	-1.2%	2.0%	-27.6%	-0.3%	1.8%	2.7%	-0.3%	-0.1%	-9.5%	7.4%	-12.6%
当年2月全A涨跌幅	3.4%	5.7%	3.1%	5.3%	7.1%	1.3%	0.9%	6.3%	-2.7%	3.2%	-4.9%	17.8%	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	9.7%
当年3月全A涨跌幅	-19.1%	18.4%	2.6%	0.2%	-6.9%	-5.4%	-2.8%	18.8%	16.4%	-0.6%	-0.1%	8.0%	-6.5%	-3.1%	-7.5%	-0.8%	0.0%

来源：wind、国金证券研究所

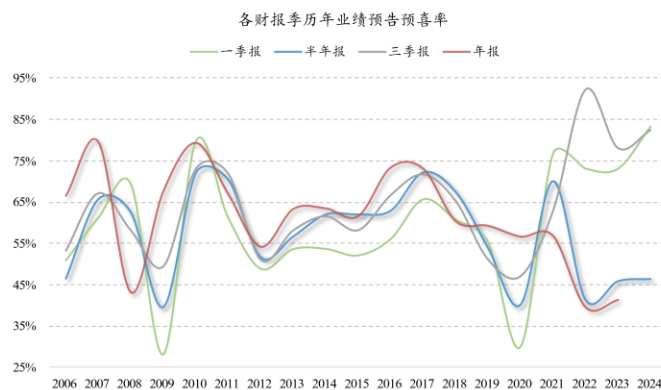


图表6: 基于年报、中报的预喜率趋势与PMI 走势趋同



来源: wind、国金证券研究所

图表7: 年报、中报业绩预告预喜率自 2022 年低点以来呈回升趋势



来源: wind、国金证券研究所

2.2.2 年报业绩预告来临，关注“预增+扭亏+高增”的组合方向

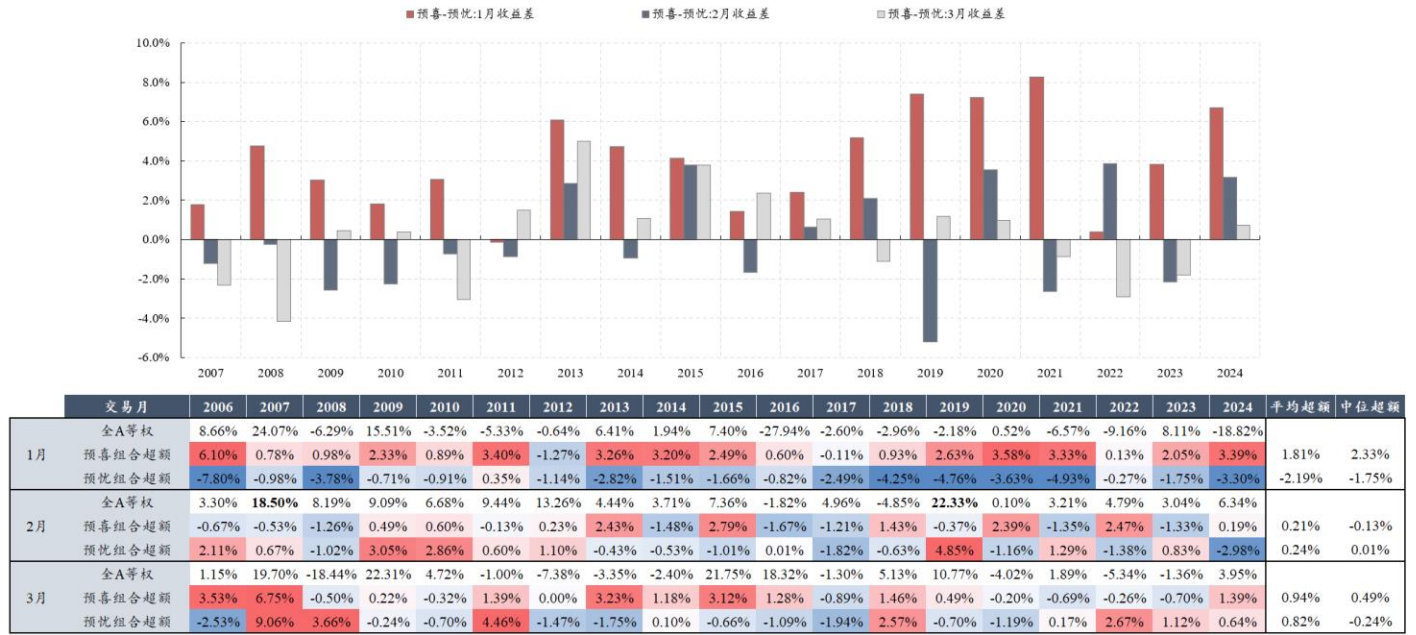
当下正值年报业绩预告披露期，我们重点挖掘年报业绩预告下的结构性投资机会。我们基于历年来业绩预告类型进行分组统计，等权测算各组别内个股的月度涨幅情况：

- 1) 年报业绩预告披露下，预喜组合（预增、略增、扭亏、续盈）较担忧组合（略减、预减、首亏、续亏）在 1 月份和 3 月份有明显超额。但 2 月份并未有明显规律，或因 2 月属于业绩和宏观数据的空窗期，基本面对市场整体的指引有所偏弱。
- 2) 业绩预告类型层面，1 月份“预增+略增+扭亏”类型均占优，3 月份“扭亏”类型表现亮眼。进一步的细分业绩预告类型，1 月份由预喜组合主导的行情中，预增、略增、扭亏均有超额，而续盈在多数年份却无超额收益。具体排序看：预增 (+2.71%) > 略增 (1.48%) ≈ 扭亏 (1.28%) > 续盈 (-0.57%) > 略减 (-1.80%) > 预减 (-2.33%) > 首亏 (-2.81%) > 续亏 (-5.32%)。其次，3 月份来看，扭亏组合表现亮眼组合超额收益达 2.38%。这或许因扭亏预告往往预示着公司从经营周期中的低估中走出，且 4 月份即将进入新的一季报披露期，此类公司业绩有望持续上升。
- 3) 进一步的通过业绩增速表现来看，业绩预告增速水平较高的组别有望在 1-3 月期间均具备超额收益，1 月重点关注预告增速前 30% 的个股，2-3 月反而应该关注 2-4 组高增速组合。通过将业绩预告披露的利润增速水平进行排序分组，业绩增速最高的 10% 为第 1 组，以此类推第 10 组为业绩增速最差的 10%。可以看到在 1 月份对业绩预告增速的交易呈现明显的阶梯式，表现为“高增速高收益”。此外，从增速水平来看，扭亏组合其往往具备较高的业绩增速，故在 3 月份加速补涨获得明显超额收益。

因此，面对当下年报业绩预告披露期间，业绩类型层面：1 月重点关注“预增+略增+扭亏”，3 月重点关注“扭亏”组合。业绩预告增速层面：1-3 月“业绩高增速”的个股组合具备持续性的机会。



图表8: 年报业绩预告披露后, 预喜组合较担忧组合而言, 在1月有明显超额, 3月有一定超额



来源: wind、国金证券研究所

图表9: 1月份预增、略增、扭亏类型预告均有不错超额, 3月份扭亏组合超额显著

		1月超额涨跌幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均数	中位数
预喜组	预增	2.85%	4.32%	0.59%	2.06%	1.72%	1.29%	2.71%	4.88%	5.03%	4.43%	-0.47%	2.56%	3.48%	2.73%	2.71%	
	略增	-8.07%	1.50%	8.66%	4.77%	-1.00%	-3.27%	-1.33%	1.63%	3.87%	2.36%	-0.25%	-0.14%	1.48%	0.78%	1.48%	
	扭亏	5.41%	5.06%	-0.62%	-0.15%	1.28%	2.52%	0.83%	1.00%	0.73%	1.24%	2.53%	1.84%	3.98%	1.97%	1.28%	
	续盈	-4.05%	-0.57%	5.53%	-0.03%	0.11%	-4.19%	-1.56%	-2.57%	0.06%	-1.47%	-3.09%	-0.33%	1.86%	-0.79%	-0.57%	
担忧率	略减	-8.21%	-3.91%	5.60%	0.53%	-3.27%	-3.91%	-4.43%	-4.65%	0.81%	-1.80%	-0.54%	1.09%	-1.31%	-1.85%	-1.80%	
	预减	0.65%	-1.42%	-4.23%	-3.61%	0.04%	-1.60%	-2.33%	-2.89%	-3.26%	-4.10%	-0.86%	-0.01%	-3.01%	-2.05%	-2.33%	
	首亏	2.86%	-2.81%	-5.58%	-1.00%	-0.02%	0.24%	-6.46%	-6.41%	-4.32%	-6.46%	-0.24%	-2.06%	-4.79%	-2.85%	-1.81%	
	续亏	4.21%	-7.08%	-11.34%	-2.88%	1.54%	-6.41%	-8.02%	-9.05%	-10.95%	-5.32%	0.35%	-3.68%	-2.60%	-4.71%	-5.32%	
		2月超额涨跌幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均数	中位数
预喜组	预增	-0.55%	2.67%	-0.88%	3.11%	-1.29%	-1.16%	1.47%	-1.24%	2.56%	-2.27%	2.60%	-1.60%	1.90%	0.41%	-0.55%	
	略增	1.82%	3.27%	-2.77%	3.94%	-3.26%	-1.51%	2.20%	-0.82%	3.26%	0.02%	-0.72%	-0.62%	4.24%	0.70%	0.02%	
	扭亏	-2.30%	1.26%	-0.23%	-0.37%	2.16%	-0.63%	-1.28%	2.49%	0.19%	0.32%	3.90%	-0.92%	-4.25%	0.02%	-0.23%	
	续盈	1.29%	-0.44%	-3.37%	2.69%	-4.74%	-1.99%	1.14%	2.79%	3.99%	-0.87%	2.30%	-0.89%	-0.61%	0.10%	-0.44%	
担忧率	略减	2.16%	2.16%	-3.35%	3.03%	-4.27%	-1.46%	-0.70%	2.28%	-0.78%	0.61%	-0.26%	9.48%	2.59%	0.89%	0.61%	
	预减	0.54%	-1.90%	-0.23%	-2.22%	1.87%	-2.51%	-0.07%	3.60%	-1.50%	1.31%	-2.15%	0.02%	-0.65%	0.30%	-0.23%	
	首亏	1.58%	-2.07%	2.30%	-3.35%	0.61%	-1.08%	-1.10%	9.11%	-0.18%	1.31%	-0.89%	2.11%	-2.93%	0.42%	-0.18%	
	续亏	-1.42%	1.49%	1.11%	-1.23%	5.68%	-2.14%	-2.25%	1.34%	-3.32%	1.74%	-1.47%	-0.95%	-5.32%	-0.52%	-1.23%	
		3月超额涨跌幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均数	中位数
预喜组	预增	1.25%	3.25%	2.28%	1.70%	0.63%	-0.63%	-1.16%	0.59%	-1.05%	-1.37%	-1.63%	-1.23%	1.04%	0.28%	0.59%	
	略增	-1.38%	1.40%	-2.92%	4.41%	2.97%	-0.59%	6.41%	-1.23%	-0.47%	-0.44%	1.29%	-0.08%	0.38%	0.75%	-0.08%	
	扭亏	0.45%	7.36%	5.99%	2.42%	0.08%	-2.00%	-3.39%	3.49%	2.45%	1.93%	3.71%	0.72%	2.38%	1.97%	2.38%	
	续盈	-3.37%	-1.47%	-1.46%	8.52%	-1.83%	-2.02%	4.20%	4.22%	-1.03%	-5.48%	-4.27%	-2.89%	1.14%	-0.44%	-1.47%	
担忧率	略减	-3.96%	-1.88%	-2.94%	1.75%	3.67%	-0.77%	7.56%	-1.94%	-1.54%	-0.85%	-3.13%	3.46%	-0.90%	-0.11%	-0.90%	
	预减	-0.17%	-2.75%	0.90%	-1.93%	-2.69%	-1.04%	-0.06%	-0.52%	-0.65%	-1.45%	2.14%	0.67%	0.09%	-0.37%	-0.52%	
	首亏	-0.64%	-0.59%	3.65%	-0.61%	-2.65%	-4.59%	-0.95%	0.83%	-0.37%	1.09%	4.33%	1.77%	0.26%	0.12%	-0.37%	
	续亏	-1.12%	2.20%	-4.03%	-5.20%	-5.93%	-3.07%	-4.32%	-5.08%	-4.03%	1.88%	2.41%	0.57%	1.50%	-1.86%	-3.07%	

来源: wind、国金证券研究所



图表10: 基于年报业绩预告分组后高业绩增速组合在1、2、3月有超额收益

年报业绩预告分组	2010/1	2011/1	2012/1	2013/1	2014/1	2015/1	2016/1	2017/1	2018/1	2019/1	2020/1	2021/1	2022/1	2023/1	2024/1	平均超额	中位超额
全A等权	-3.5%	-5.3%	-0.6%	6.4%	1.9%	7.4%	-27.9%	-2.6%	-3.0%	-2.2%	0.5%	-6.6%	-9.2%	8.1%	-18.8%		
第1组	0.4%	7.2%	8.0%	3.0%	-0.6%	3.2%	1.5%	2.1%	5.4%	4.4%	4.6%	5.4%	1.4%	2.5%	6.2%	3.65%	3.17%
第2组	0.8%	5.1%	0.6%	6.0%	-0.2%	0.4%	2.5%	0.7%	1.5%	3.5%	1.4%	3.9%	-0.8%	2.6%	2.5%	2.05%	1.49%
第3组	1.7%	3.1%	-0.1%	6.0%	1.7%	0.8%	1.0%	3.2%	0.8%	5.0%	2.4%	2.4%	0.6%	2.1%	2.1%	2.20%	2.06%
第4组	1.7%	1.0%	-6.7%	2.5%	-0.5%	2.9%	0.3%	1.0%	2.5%	0.7%	4.8%	3.0%	-0.1%	-0.4%	2.2%	0.90%	1.03%
第5组	2.3%	1.0%	-1.0%	-0.4%	10.0%	4.3%	0.3%	-0.7%	-0.3%	2.0%	3.9%	2.6%	0.7%	-1.3%	0.2%	1.58%	0.74%
第6组	0.2%	0.9%	-7.5%	-1.9%	6.5%	2.6%	-3.5%	-2.3%	-2.1%	0.7%	2.7%	0.5%	-0.6%	-0.7%	-2.3%	-0.44%	-0.60%
第7组	-1.1%	2.4%	-9.1%	-4.0%	5.9%	0.1%	-1.6%	-3.9%	-1.7%	-4.5%	-0.1%	-0.8%	-0.1%	-0.4%	-3.0%	-1.46%	-1.13%
第8组	-2.2%	-1.2%	-3.2%	-3.2%	3.3%	-1.7%	-2.2%	-5.2%	-5.3%	-4.0%	-2.4%	-4.2%	-0.8%	-1.0%	-3.4%	-2.45%	-2.11%
第9组	-1.0%	1.7%	-0.4%	-1.0%	-4.9%	-2.6%	1.3%	-2.2%	-2.3%	-2.6%	-4.8%	-4.1%	-0.7%	-2.0%	-4.8%	-2.03%	-2.19%
第10组	-3.0%	0.0%	0.9%	-2.9%	-5.5%	-1.8%	0.8%	-0.8%	-4.6%	-7.5%	-5.0%	-7.6%	0.1%	-3.7%	-5.0%	-3.04%	-2.89%

年报业绩预告分组	2010/1	2011/1	2012/1	2013/1	2014/1	2015/1	2016/1	2017/1	2018/1	2019/1	2020/1	2021/1	2022/1	2023/1	2024/1	平均超额	中位超额
全A等权	6.7%	9.4%	13.3%	4.4%	3.7%	7.4%	-1.8%	5.0%	-4.9%	22.3%	0.1%	3.2%	4.8%	3.0%	6.3%		
第1组	-0.4%	-0.6%	-1.3%	3.3%	-0.7%	2.4%	-1.1%	-2.2%	1.4%	-2.0%	1.6%	-1.5%	6.5%	-2.1%	-2.4%	0.06%	-0.69%
第3组	-0.4%	1.3%	-0.8%	1.9%	-1.8%	0.5%	1.6%	-0.9%	0.1%	0.7%	0.9%	-1.7%	3.8%	-0.8%	-1.8%	0.18%	0.12%
第3组	1.1%	2.2%	0.4%	3.1%	-1.2%	1.2%	0.4%	0.5%	0.9%	0.4%	1.2%	-0.7%	3.8%	-1.9%	-1.2%	0.68%	0.46%
第4组	2.0%	0.1%	1.2%	1.9%	0.4%	7.1%	-2.1%	-1.5%	1.2%	-1.7%	2.6%	-1.3%	0.3%	-1.2%	-0.2%	0.58%	0.27%
第5组	1.6%	1.0%	-1.3%	3.0%	-0.4%	3.1%	-2.7%	-1.4%	3.6%	-2.1%	5.7%	-1.3%	-0.2%	-0.1%	1.1%	0.63%	-0.06%
第6组	-0.9%	-0.9%	2.5%	2.1%	-4.1%	1.8%	-4.3%	-1.5%	2.0%	0.6%	1.1%	0.1%	-0.6%	1.7%	-3.1%	-0.23%	0.15%
第7组	0.0%	-0.5%	2.0%	1.9%	-3.5%	3.4%	-4.2%	-1.5%	0.7%	2.5%	-0.4%	-0.1%	-0.5%	0.2%	-0.7%	-0.05%	-0.11%
第8组	-2.2%	-4.5%	0.3%	-1.0%	-2.7%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-0.7%	2.6%	-1.6%	0.6%	-2.3%	0.3%	-1.2%	-1.03%	-1.00%
第9组	-0.2%	-1.0%	0.7%	-2.1%	0.2%	-2.9%	2.5%	-2.4%	0.4%	5.0%	-1.2%	0.8%	-1.7%	1.9%	-3.7%	-0.27%	-0.25%
第10组	12.7%	2.1%	0.2%	-1.7%	2.5%	-3.2%	1.2%	-1.7%	-1.1%	9.7%	-0.8%	2.0%	-0.6%	1.7%	-3.4%	1.31%	0.21%

年报业绩预告分组	2010/1	2011/1	2012/1	2013/1	2014/1	2015/1	2016/1	2017/1	2018/1	2019/1	2020/1	2021/1	2022/1	2023/1	2024/1	平均超额	中位超额
全A等权	4.7%	-1.0%	-7.4%	-3.3%	-2.4%	21.7%	18.3%	-1.3%	5.1%	10.8%	-4.0%	1.9%	-5.3%	-1.4%	3.9%		
第1组	-2.4%	2.9%	-0.3%	6.4%	2.2%	0.5%	0.1%	-2.0%	-6.1%	1.2%	0.1%	-1.6%	-0.8%	-2.0%	1.4%	-0.04%	0.05%
第2组	0.2%	0.2%	1.6%	6.2%	4.8%	2.8%	-0.4%	-1.5%	-2.2%	1.7%	2.6%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	1.8%	1.09%	0.24%
第3组	-1.4%	6.4%	3.4%	3.2%	2.5%	1.1%	1.7%	-1.3%	0.4%	0.6%	-1.0%	0.8%	2.4%	-0.5%	0.7%	1.27%	0.79%
第4组	-1.1%	0.4%	0.6%	3.2%	2.3%	3.1%	1.4%	0.5%	1.0%	0.4%	-1.8%	-0.5%	-1.7%	1.1%	1.2%	0.67%	0.56%
第5组	1.1%	-2.5%	-0.8%	0.3%	-0.9%	3.1%	0.9%	-0.7%	4.4%	-1.8%	0.7%	-0.6%	-1.2%	-1.0%	1.0%	0.14%	-0.55%
第6组	-0.1%	1.1%	-2.9%	-1.4%	-4.3%	6.8%	5.2%	-0.3%	5.8%	-0.9%	-1.9%	0.4%	0.9%	2.3%	1.1%	0.79%	0.40%
第7组	1.3%	-0.5%	-3.4%	-2.5%	-3.5%	2.6%	2.0%	-1.1%	6.3%	-1.1%	-1.9%	-1.2%	0.8%	0.5%	0.7%	-0.05%	-0.48%
第8组	-2.1%	-2.2%	-1.4%	-2.9%	-2.0%	-2.0%	0.2%	-1.2%	7.8%	-1.6%	-0.8%	-1.1%	3.1%	1.2%	-0.8%	-0.38%	-1.21%
第9组	-1.3%	3.4%	-1.4%	-2.9%	1.0%	-2.0%	-5.2%	-1.4%	0.7%	0.4%	-1.8%	0.2%	2.3%	0.8%	1.3%	-0.39%	0.20%
第10组	1.4%	4.4%	0.4%	-0.2%	3.4%	-0.2%	-2.0%	-3.0%	-0.4%	0.5%	0.1%	0.8%	4.6%	2.1%	1.1%	0.87%	0.48%

来源: wind、国金证券研究所。

图表11: 基于年报业绩预告分组后的增速平均和中位数表现看, 扭亏和预增均符合高增速水平

	个股业绩预告	2011年报	2012年报	2013年报	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报	2018年报	2019年报	2020年报	2021年报	2022年报	2023年报
	增速平均数	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告
预喜组	预增	486.4%	723.5%	269.5%	184.3%	210.3%	245.8%	289.6%	170.5%	184.9%	205.4%	234.4%	203.4%	212.7%
	略增	21.8%	21.9%	21.2%	21.9%	22.0%	21.7%	22.1%	20.9%	20.8%	24.6%	23.2%	24.0%	24.0%
	扭亏	303.1%	509.2%	225.0%	156.8%	423.5%	555.6%	189.7%	169.4%	155.1%	136.2%	244.7%	227.5%	244.4%
	续盈	-1.9%	-2.4%	0.3%	0.1%	-1.1%	-1.0%	-0.4%	-1.0%	-0.7%	0.7%	0.4%	-1.0%	3.5%
担忧率	略减	-24.9%	-25.0%	-22.2%	-21.7%	-23.3%	-23.9%	-23.6%	-24.0%	-24.4%	-23.2%	-28.2%	-26.1%	-29.5%
	预减	-56.5%	-68.3%	-69.4%	-67.6%	-70.5%	-69.5%	-68.2%	-66.8%	-67.6%	-67.6%	-69.4%	-70.0%	-70.5%
	首亏	-1105.9%	-840.3%	-1062.4%	-905.4%	-1432.4%	-2465.9%	-677.1%	-1007.4%	-1081.6%	-1262.6%	-889.8%	-681.9%	-796.4%
	续亏	-146.5%	-324.6%	-71.0%	-101.8%	-115.4%	-106.4%	-121.9%	-288.8%	-144.2%	-86.9%	-220.1%	-119.6%	-221.2%

	个股业绩预告	2011年报	2012年报	2013年报	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报	2018年报	2019年报	2020年报	2021年报	2022年报	2023年报
	增速中位数	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告	预告
预喜组	预增	75.0%	85.0%	100.0%	93.4%	85.0%	95.0%	90.0%	80.4%	81.6%	85.0%	104.8%	92.5%	89.8%
	略增	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	21.2%	23.0%	23.3%
	扭亏	117.4%	124.5%	120.6%	120.8%	119.0%	129.4%	129.0%	128.4%	117.4%	114.9%	127.6%	132.4%	148.9%
	续盈	-3.0%	-1.8%	2.5%	-2.5%	-0.1%	-2.8%	-2.2%	-1.9%	-0.9%	0.7%	-0.7%	0.3%	1.3%
担忧率	略减	-25.0%	-25.0%	-20.5%	-20.0%	-21.5%	-23.7%	-22.5%	-24.9%	-24.3%	-21.5%	-30.9%	-27.4%	-34.4%
	预减	-57.9%	-70.0%	-70.0%	-65.0%	-72.0%	-70.2%	-65.0%	-65.1%	-67.0%	-65.8%	-68.5%	-69.0%	-70.0%
	首亏	-500.7%	-399.8%	-720.9%	-493.7%	-752.8%	-720.2%	-530.0%	-556.0%	-549.6%	-547.5%	-376.4%	-301.4%	-283.5%
	续亏	-120.6%	-2.7%	-10.6%	-90.6%	-41.7%	-30.1%	-2.6%	-124.2%	-16.3%	24.4%	21.5%	-6.7%	6.9%

来源: wind、国金证券研究所。



2.3 风格及行业配置：期待“春季躁动”，偏向中小盘科技成长

建议：重视“春季躁动”，偏向中小盘科技成长。反弹背后是信用预期修复及估值扩张，行业及个股选择可重视：“分母端弹性”，看好中盘+超跌+低估值+回购+并购预期，且分子端掣肘较弱（ROE 修复或现金流改善）的“成长>消费”，（一）首选成长：1、TMT，尤其电子、计算机；2、机器人、工业母机等高端制造；3、军工。（二）次选消费：1、社服；2、母婴；3、谷子经济。结构上，重视“科技牛”，包括科技相关设备需要尤其重视，①财政政策投资方向之一；②主题催化较多；③朱格拉周期受益品种。



三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：宽基指数全面走弱，一级行业全线下跌

A 股方面，本周（1.6-1.10）市场整体表现弱势，大部分指数呈现下跌态势。科创 50（+0.9%）逆势上涨。中证 500（-1.1%）、中证 1000（-1.4%）、深证成指（-1.0%）、创业板指（-2.0%）、沪深 300（-1.1%）等主流宽基指数均呈现下跌趋势。主要风格指数中，小盘价值（-2.4%）、宁组合（-2.1%）、大盘成长（-1.6%）、茅指数（-1.5%）等指数领跌。本周大盘整体全面走弱，近期美元指数大涨，人民币也受到冲击，央行为了稳住汇率采取暂停买债，对股市造成了冲击。

行业方面，本周（1.6-1.10）一级行业大多表现弱势。其中，家用电器（2.1%）、有色金属（+2.0%）、电子（+1.9%）、机械设备（+1.5%）、汽车（+1.3%）、银行（+0.5%）和国防军工（+0.3%）逆势上涨。商贸零售（-6.6%）、煤炭（-5.2%）、食品饮料（-3.5%）、社会服务（-3.4%）等行业涨跌幅居前。领涨行业原因：（1）家用电器：本周发布的“以旧换新”政策将纳入“以旧换新”补贴范围的家电产品从 8 类增加到 12 类，同时补贴标准也有所提高。领跌行业原因：（1）商贸零售：主要原因系市场监督管理总局就平台利用“仅退款”规则挤压商家生存空间等问题，提出具体整改要求，落实平台企业主体责任。

海外权益市场方面，本周（1.6-1.10）全球主要经济体权益指数涨多跌少，其中，法国 CAC40（+2.9%）、德国 DAX（+2.1%）等指数涨幅居前。恒生国企指数（-3.6%）、恒生指数（-3.5%）、日经 225（-1.8%）等指数领跌。

大宗商品方面，本周（1.6-1.10）大宗商品价格上涨为主。NYMEX 天然气（18.7%）、CBOT 玉米（4.5%）、ICE 布油（4.3%）等大宗商品价格领涨，而波罗的海干散货指数（-2.2%）、DCE 铁矿石（-2%）、CZCE 白糖（-1.7%）、LME 锌（-0.9%）、CBOT 小麦（0.1%）等偏弱。领涨大宗商品的主要原因：（1）NYMEX 天然气：冬季天然气市场需求增加，同时，乌克兰方面暂停俄罗斯输欧天然气过境，加剧了市场对天然气供应紧张的担忧，抬升了天然气价格。（2）COMEX 白银：在通胀和特朗普可能征收关税的不确定性背景下，COMEX 白银受到避险资金的支撑，推动价格上涨。领跌大宗品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：海岬型船市场通常在第一季度进入季节性疲软期，尤其是在中国农历新年假期前后，干散货进口商的需求会显著下降。同时，需求与租船活动的低迷导致了现货市场疲软。（2）DCE 铁矿石：铁矿石供需格局延续疲弱，淡季钢厂生产趋弱，矿石终端消耗持续下降，需求弱势态势难改，抑制矿价。



图表12: 本周 (1.6-1.10) 国内宽基指数全面走弱, 海外指数涨多跌少

板块	简称	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			9.24-10.8 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)		
A股	宽基指数	950.6	0.9	-6.0	11.6	-11.2	44.5	44.5
	深证成指	9795.9	-1.0	-9.4	2.8	-13.5	17.6	40.7
	上证50	2560.2	-1.0	-4.8	10.1	-11.7	27.9	64.1
	中证500	5369.3	-1.1	-10.4	-1.1	-7.4	16.0	60.6
	中证800	3997.3	-1.1	-7.6	6.1	-10.4	16.0	60.6
	沪深300	3732.5	-1.1	-6.6	8.8	-11.4	23.1	65.6
	上证综指	3168.5	-1.3	-7.4	6.5	-8.7	40.0	67.3
	中证1000	5544.9	-1.4	-12.8	-5.8	-6.3	14.4	58.1
	创业板指	1975.3	-2.0	-12.8	4.4	-19.4	21.0	60.8
	风格指数	小盘成长	4282.6	-0.1	-11.1	-7.2	-10.6	10.0
大盘价值		7740.9	-1.0	-2.8	21.7	-2.1	80.0	93.2
茅指数		414812.3	-1.5	-9.8	11.3	-14.3	24.3	81.0
大盘成长		3889.6	-1.6	-8.5	11.7	-20.1	15.8	67.9
宁组合		29795.3	-2.1	-13.9	-9.1	-25.6	22.5	74.2
小盘价值		6096.8	-2.4	-10.8	11.0	-2.9	21.4	66.4
海外权益	韩国综合	2515.8	3.0	4.1	-5.3	18.7	43.0	85.1
	法国CAC40	7431.0	2.0	0.5	-1.5	16.5	82.4	95.6
	德国DAX	20214.8	1.6	-0.6	20.7	20.3	98.7	99.6
	澳洲	8294.1	0.5	-1.2	9.3	7.8	97.6	99.4
	英国富时	8248.5	0.3	-0.4	6.7	3.8	93.0	98.2
	日经225	39190.4	-1.8	-0.5	17.1	28.2	93.4	98.3
	道琼斯	41938.5	-1.9	-5.2	11.3	13.7	94.0	98.5
	纳斯达克	19161.6	-2.3	-2.7	27.6	43.4	97.1	99.2
	恒生指数	19064.3	-3.5	-6.1	11.8	-13.8	27.9	22.7
恒生国企指数	6898.2	-3.6	-5.6	19.6	-14.0	40.9	18.3	
商品	NYMEX天然气	4.0	18.7	25.9	58.4	-44.2	74.3	72.0
	CBOT玉米	471.0	4.5	4.9	-0.1	-30.6	40.8	65.5
	ICE布油	79.8	4.3	10.5	3.6	-10.3	55.7	61.9
	COMEX白银	31.3	4.1	-4.4	30.0	-0.1	96.2	92.0
	LME镍	15665.0	3.7	-0.3	-5.6	-44.7	17.4	41.8
	ICE WTI原油	75.8	3.5	11.0	5.5	-10.7	57.2	56.7
	CBOT大豆	1026.5	3.5	3.2	-20.9	-14.9	22.7	50.3
	LME铅	1981.0	3.0	-4.0	-4.2	-9.9	24.5	37.7
	LME铝	2568.5	3.0	-1.5	7.7	0.4	76.3	83.9
	COMEX黄金	2717.4	2.4	0.0	31.2	13.4	98.6	99.6
	LME铜	9073.5	2.2	-1.6	6.0	2.3	63.2	87.9
	CBOT小麦	529.8	0.1	-5.7	-15.6	-20.6	7.9	41.2
	LME锌	2862.5	-0.9	-8.7	7.7	-10.4	50.8	75.2
	CZCE白糖	5891.0	-1.7	-2.6	-6.8	9.1	57.8	72.0
	DCE铁矿石	753.5	-2.0	-8.4	-22.6	14.5	30.6	63.2
波罗的海干散货指数	1048.0	-2.2	-9.3	-50.0	38.2	13.9	26.7	

来源: Wind、国金证券研究所



图表13: 本周 (1.6-1.10) 一级行业跌多涨少, 家用电器、有色金属逆势走强

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			9.24-10.8 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)		
-	综合	2668.3	2.1	-5.9	0.8	-12.2	62.3	75.7
下游消费	家用电器	8452.1	2.1	-1.5	25.6	3.8	79.4	94.8
上游周期	有色金属	4377.3	2.0	-6.0	4.6	-8.7	39.4	73.5
TMT	电子	4254.6	1.9	-5.1	13.8	7.3	58.6	89.2
中游制造	机械设备	1454.2	1.5	-11.8	0.6	3.3	45	71.4
下游消费	汽车	6147.9	1.3	-7.3	11.4	3.3	79.6	94.2
金融	银行	3817.5	0.5	0.3	31.2	-7.9	88.1	94.8
中游制造	国防军工	1363.2	0.3	-11.3	-1.0	-6.8	26.5	66.1
上游周期	基础化工	3109.9	-1.2	-11.4	-10.0	-14.7	16.9	64.0
TMT	计算机	3966.1	-1.3	-19.1	-6.0	9.0	25.8	60.2
中游制造	电力设备	6658.7	-1.3	-12.0	-3.5	-26.2	28.1	79.4
TMT	通信	2752.9	-1.5	-4.7	19.1	25.8	92.5	88.1
中游制造	建筑材料	4184.1	-1.6	-11.9	-10.3	-22.6	6.3	42.3
TMT	传媒	591.5	-2.0	-18.7	-6.2	16.8	30.5	44.4
中游制造	钢铁	1979.2	-2.2	-13.1	-5.7	-8.2	14.6	25.3
下游消费	轻工制造	1899.2	-2.2	-12.7	-12.0	-7.3	8.2	38.9
下游消费	农林牧渔	2367.6	-2.4	-10.7	-17.3	-13.1	2.1	50.1
金融	非银金融	1689.9	-2.4	-15.1	17.9	-2.7	51	65.0
中游制造	建筑装饰	1826.2	-2.5	-13.6	-3.2	-5.4	9.2	33.9
上游周期	交通运输	2112.7	-2.6	-9.0	5.9	-15.6	22.5	35.9
金融	房地产	1999.6	-2.7	-17.4	-9.3	-26.4	9.7	15.1
下游消费	美容护理	4069.5	-2.7	-14.9	-16.3	-32.0	4.6	46.5
上游周期	石油石化	2201.7	-2.9	-5.5	1.0	4.3	37.3	48.8
下游消费	纺织服装	1400.2	-3.0	-10.1	-11.3	0.3	7.4	16.5
中游制造	环保	1540.7	-3.0	-14.3	-6.3	-7.0	11.2	25.7
下游消费	医药生物	6764.3	-3.1	-13.0	-19.8	-7.0	5.5	54.3
中游制造	公用事业	2229.8	-3.1	-7.7	2.6	-1.2	49.7	60.4
下游消费	社会服务	7320.1	-3.4	-17.4	-13.0	-22.0	16.8	78.6
下游消费	食品饮料	16767.8	-3.5	-9.6	-14.1	-14.9	11.2	77.8
上游周期	煤炭	2689.0	-5.2	-11.1	-3.4	4.1	53.3	62.6
下游消费	商贸零售	2016.4	-6.6	-13.2	2.4	-31.3	17.7	15.1

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: 宽基指数、风格指数估值全线下调

A股方面, 本周 (1.6-1.10) A股主要宽基指数估值下跌为主, 仅科创50 (+1.2%) 指数逆势上涨。中证1000 (-1.4%)、沪深300 (-1.4%)、中证800 (-1.4%) 等指数本周估值领跌。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 沪深300、中证500处于较低历史分位数水平。风格指数方面小盘价值 (-2.8%)、宁组合 (-2.2%) 等指数本周估值下跌明显。海外方面, 本周海外市场主要指数估值普遍下跌。

行业方面, 本周 (1.6-1.10) 各行业估值普跌。从PE-TTM来看, 家用电器 (+2.5%)、有色金属 (+2.2%) 等行业估值逆势上涨。煤炭 (-5.1%)、房地产 (-4.4%)、商贸零售 (-6.9%) 等行业估值跌幅居前。



图表14: 本周 (1.6-1.10) A股及海外主要指数估值多数下跌

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2022年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)
A股	科创50	81.8	1.2	-4.8	80.5	10.5	90.6	90.6	4.5	1.2	-4.8
	深证成指	23.4	-1.3	-11.6	11.9	16.3	25.6	49.4	2.1	-1.2	-8.3
	上证50	10.7	-1.4	-0.2	15.9	-1.3	61.9	46.3	1.2	-0.9	1.3
	中证800	13.6	-1.4	-4.6	12.2	-4.0	52.0	41.2	1.4	-1.1	-4.0
	沪深300	12.3	-1.4	-4.1	12.9	-4.1	51.6	39.1	1.3	-1.0	-3.2
	上证综指	13.8	-1.3	-6.3	9.9	1.6	67.3	37.0	1.3	-1.1	-6.0
	中证500	25.9	-1.2	-4.6	18.6	-3.4	72.4	32.0	1.7	-1.5	-6.9
	中证1000	34.1	-1.4	-19.5	-3.2	25.9	37.9	28.2	1.9	-1.4	-12.7
	创业板指	30.7	-1.9	-12.1	10.4	28.4	22.2	10.1	3.7	-1.9	-10.7
	风格指数	大盘成长	18.2	-1.6	-17.3	13.6	15.9	21.8	55.5	2.6	-1.6
茅指数		19.1	-1.5	-6.6	1.9	23.7	16.2	41.5	3.2	-1.5	-5.8
大盘价值		8.1	-1.6	-3.0	22.5	9.5	76.5	41.1	0.9	-1.0	-1.1
小盘成长		24.2	-0.9	-19.0	12.2	10.8	62.5	33.7	2.2	-0.7	-6.8
小盘价值		13.9	-2.8	-14.5	-4.6	11.6	42.2	20.4	1.0	-2.7	-7.9
海外	宁组合	26.8	-2.2	-9.1	19.3	46.5	20.6	6.8	4.1	-2.2	-9.1
	道琼斯	33.1	-2.4	-4.2	29.1	24.0	98.2	99.4	9.0	-2.4	-4.3
	标普500	28.2	-1.8	-4.4	13.6	24.1	74.2	94.4	5.0	-1.9	-4.1
	纳斯达克	45.4	-2.1	-5.7	5.8	30.3	76.1	90.5	6.6	-2.1	-4.0
	英国富时	19.2	0.3	-0.6	86.4	16.6	76.2	73.2	1.8	-0.2	-0.6
	法国CAC40	14.2	-8.6	-10.2	2.3	30.4	26.6	24.2	1.8	2.0	0.1
	恒生国企指数	7.9	-3.5	-4.2	11.2	16.4	23.7	19.3	0.8	-3.5	-4.2
恒生指数	8.7	-3.4	-4.8	5.8	15.3	21.4	8.2	0.9	-3.4	-4.8	

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 本周 (1.6-1.10) 各行业估值普遍下调

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年PE历史分位数 (%)	过去20年PE历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)				过去5年PB历史分位数 (%)	过去20年PB历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)		
A股	计算机	60.6	-1.4	-19.5	0.4	21.5	55.9	77.4	3.3	-1.5	-19.1	2.5	1.5	32.3	30.9
	房地产	34.1	-4.4	-20.5	68.5	-2.0	94.3	76.3	0.7	-2.9	-19.3	-2.9	-20.5	12.9	2.8
	钢铁	25.0	-2.2	-14.5	15.0	30.1	94.6	73.4	0.9	-2.2	-14.6	-2.2	-11.0	17.5	10.0
	综合	57.9	2.1	-8.5	17.0	4.3	85.7	68.0	1.5	2.0	-7.8	10.1	-29.1	40.3	13.5
	电子	52.3	1.9	-6.1	13.5	30.2	84.8	62.5	3.4	1.8	-6.1	29.7	1.1	52.9	56.4
	汽车	24.4	1.3	-7.3	-1.5	20.1	22.9	59.3	2.3	1.3	-7.6	11.1	-1.4	67.0	49.9
	国防军工	63.0	0.2	-11.6	25.3	-4.5	70.3	54.6	2.8	0.4	-11.8	-0.4	-14.8	26.5	40.9
	商贸零售	32.6	-6.9	-15.8	15.1	27.2	73.7	54.2	1.6	-6.9	-16.1	0.6	-31.1	48.1	16.8
	机械设备	29.4	1.6	-11.5	3.5	-6.4	62.4	48.3	2.2	1.4	-11.5	2.3	-5.6	33.4	29.1
	建筑材料	23.5	-1.6	-12.4	35.9	23.7	96.0	45.2	1.1	-0.9	-11.7	-10.2	-25.6	6.2	1.3
	煤炭	11.5	-5.1	-13.0	26.6	27.7	89.0	33.9	1.3	-4.5	-12.5	-10.6	2.3	33.2	18.1
	基础化工	22.0	-1.2	-12.1	1.9	1.2	58.3	33.1	1.7	-1.3	-12.1	-8.2	-19.8	7.4	4.7
	家用电器	15.2	2.5	-2.0	23.3	-7.4	54.5	30.8	2.5	3.7	-0.8	16.4	-8.3	41.3	48.4
	交通运输	16.1	-1.9	-8.9	12.5	21.5	63.2	29.0	1.3	-2.3	-8.7	0.8	-13.3	11.1	5.7
	石油石化	15.7	-2.8	-6.4	4.2	36.6	71.0	28.3	1.2	-3.2	-6.2	-2.4	0.8	11.8	2.6
	美容护理	31.0	-2.8	-16.7	4.3	30.9	19.1	25.4	2.9	-2.7	-16.6	-2.2	-30.5	4.2	28.6
	医药生物	31.0	-2.8	-16.7	4.3	30.9	19.1	25.1	2.9	-2.7	-16.6	-2.2	-30.5	4.2	28.6
	传媒	34.8	-2.1	-19.4	-6.4	14.2	48.0	22.0	2.2	-2.2	-19.9	-4.3	18.2	33.1	11.9
	轻工制造	23.3	-2.1	-14.9	-17.8	-7.7	28.0	21.8	1.6	-3.1	-15.5	-14.1	-8.5	8.2	10.3
	银行	5.8	0.5	1.6	33.3	-10.5	53.8	20.3	0.5	0.0	0.0	20.9	-14.0	46.8	10.2
	电力设备	29.2	-1.4	-11.6	72.4	-37.0	37.1	19.8	2.2	-1.3	-11.9	-3.9	-35.9	13.2	14.9
	非银金融	28.8	-3.1	-13.3	2.0	19.6	43.6	19.0	2.3	-3.3	-13.5	-16.3	-13.2	5.6	9.7
	有色金属	15.2	-2.4	-14.4	5.0	-1.1	52.5	18.8	1.2	-2.4	-14.3	15.4	-7.9	41.1	8.9
	有色金属	18.7	2.2	-6.6	17.0	9.9	33.7	14.2	2.0	2.5	-6.5	-0.5	-20.0	15.8	13.4
	建筑装饰	9.0	-2.7	-15.0	7.0	-8.1	33.9	7.5	0.7	-2.3	-14.6	-5.4	-14.0	6.4	1.4
	食品饮料	19.5	-3.4	-10.3	-20.7	-25.8	4.5	7.2	4.1	-3.3	-10.2	-20.1	-19.0	5.6	35.1
	环保	19.4	-3.4	-17.4	-5.1	-7.6	24.7	5.8	1.3	-3.0	-15.0	-5.8	-9.3	11.5	2.5
	农林牧渔	21.1	-2.4	-13.0	-58.6	-47.8	23.6	5.1	2.2	-2.3	-12.6	-20.4	-12.1	1.4	12.0
	纺织服饰	18.9	-3.0	-12.4	-18.6	-0.3	9.7	4.6	1.5	-3.1	-12.4	-10.9	-2.3	8.1	7.2
	公用事业	16.3	-3.1	-8.3	-15.2	-24.2	1.2	4.1	1.4	-2.7	-8.3	-3.4	-9.8	20.5	6.4
社会服务	21.4	-3.4	-18.4	-56.8	-58.4	2.2	0.5	2.6	-3.7	-17.5	-7.2	-22.3	10.2	9.7	

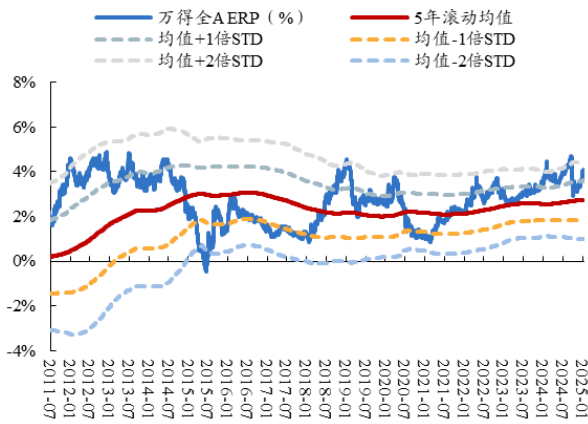
来源: Wind、国金证券研究所

3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周 (1.6-1.10) 主要宽基指数的 ERP 水平呈上行趋势, 股债收益差呈下行趋势。ERP 水平方面, 按照五年滚动来看, 上证指数、万得全 A、沪深 300、创业板指均高于“1 倍标准差上限”。股债收益差方面, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均低于“2 倍标准差下限”。

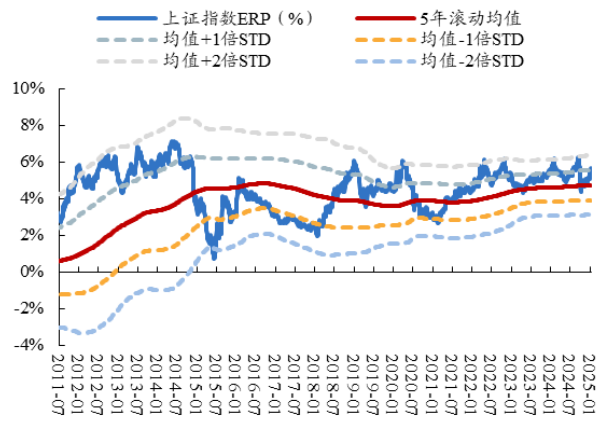


图表16: 万得全A ERP 高于“1倍标准差上限”



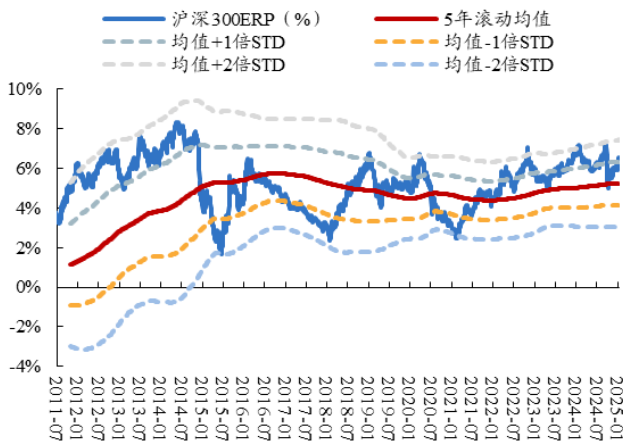
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 上证指数 ERP 高于“1倍标准差上限”



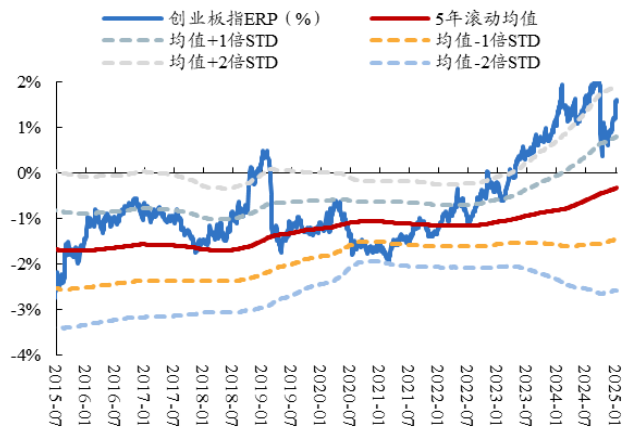
来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 沪深300 ERP 高于1倍标准差上限”



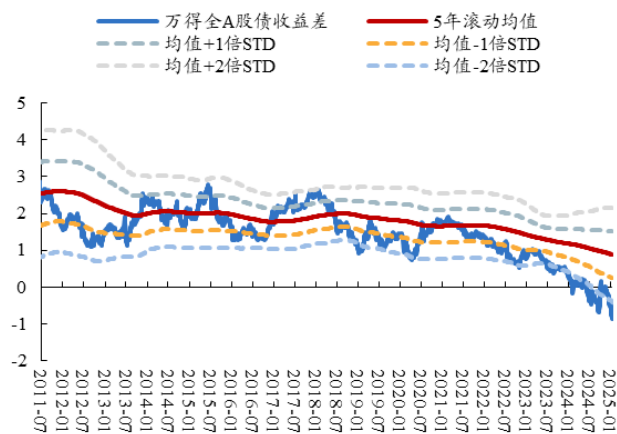
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 万得全A 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

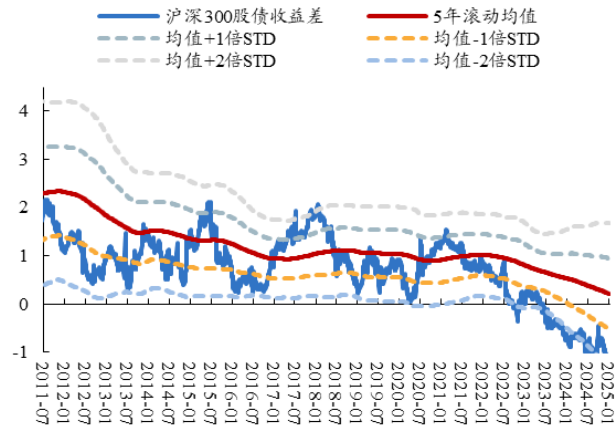
图表21: 上证指数 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

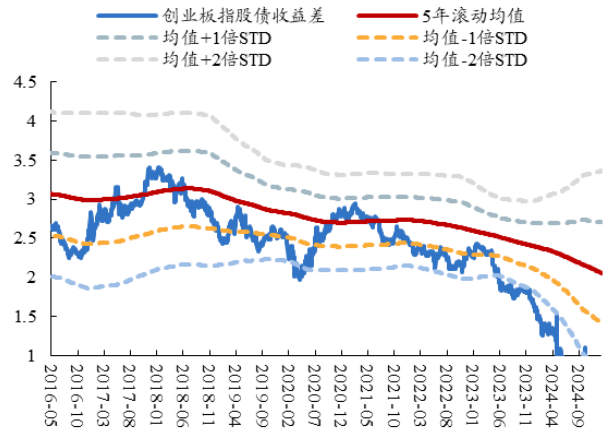


图表22: 沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



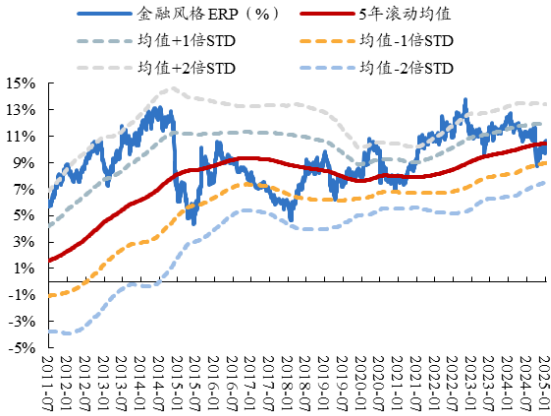
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



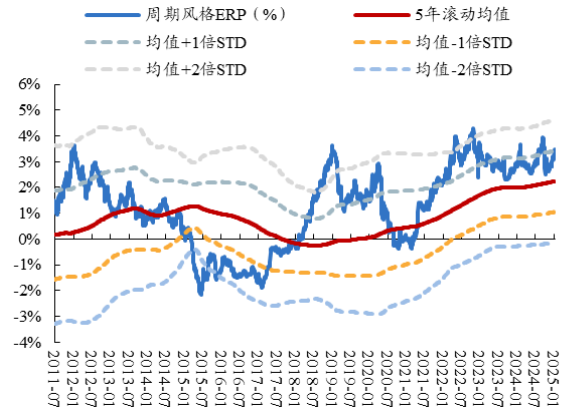
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 金融的ERP高于“1倍标准差下限”



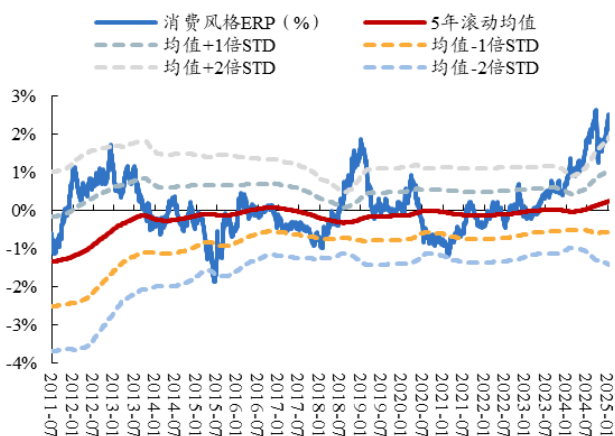
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 周期的ERP低于“1倍标准差上限”



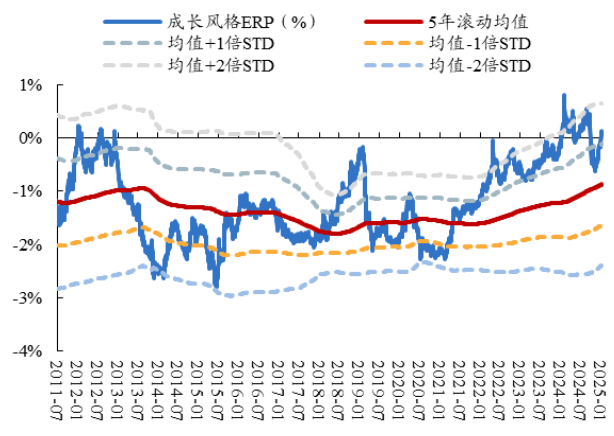
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 消费的ERP高于“2倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

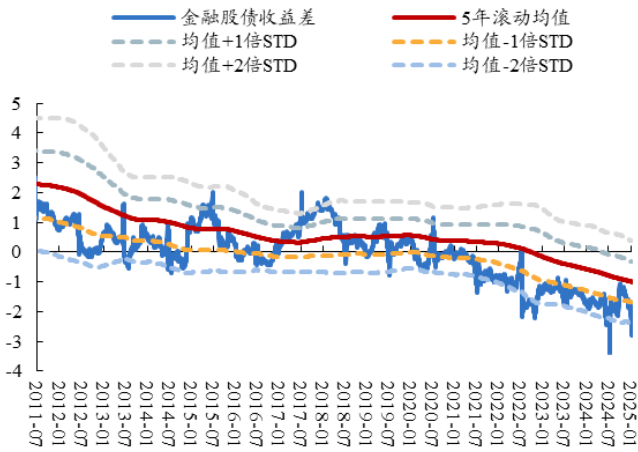
图表27: 成长的ERP高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所



图表28: 金融股债收益差低于“1倍标准差下限”



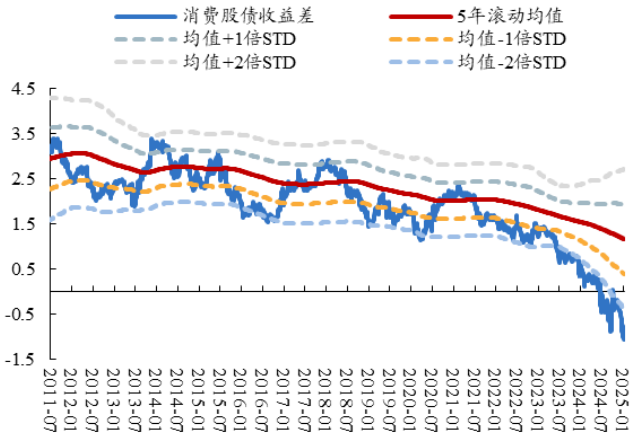
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 周期股债收益差高于“2倍标准差下限”



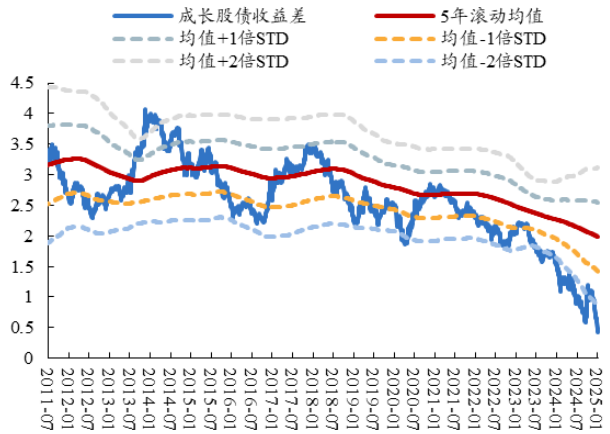
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 盈利预期普遍下调

指数方面, 本周(1.6-1.10)主要指数盈利预期下调为主。主要宽基指数中, 中证500(-0.5%)、深证成指(-0.3%)、中证1000(-0.2%)等指数盈利预期下调, 科创50(+0.0%)、上证50(+0.0%)指数盈利预期不变; 主要风格指数中, 大盘成长(+0.0%)、大盘价值(+0.0%)、茅指数(+0.0%)盈利预期保持不变, 宁组合(+0.1%)逆势上涨, 小盘成长(-0.7%)、小盘价值(-0.4%)等指数盈利预期均有所下调。

行业方面, 本周(1.6-1.10)大多数行业盈利预期呈现下行趋势。金融板块中房地产(-7.1%)盈利预期下调幅度较大, 银行(+0.0%)盈利预期保持不变, 非银金融(-0.7%), 小幅下调; 成长板块中通信(+0.0%)、美容护理(+0.0%)、生物医药(+0.0%)盈利预期保持不变, 电子(-2.0%)、传媒(-2.9%)、计算机(-2.5%)盈利预期下调; 周期板块, 石油石化(+0.0%)、钢铁(+0.0%)、建筑装饰(+0.0%)、电力设备(+0.0%)盈利预期维持不变, 其余行业盈利预期均小幅下降; 传统消费板块, 汽车(-0.1%)、纺织服饰(-0.1%)、商贸零售(-0.4%)、社会服务(-0.1%)、农林牧渔(-0.8%)盈利预期下调, 其余行业盈利预期均不变。



图表32: 本周 (1.6-1.10) 主要指数盈利预期多数下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实 际EPS
宽基 指数	上证指数	0.81	-0.12%	-0.2%	-0.2%	0.81	0.76
	深证成指	0.77	-0.31%	0.1%	-0.4%	0.77	0.70
	沪深300	1.11	-0.08%	-0.2%	-0.1%	1.11	1.03
	创业板指	1.43	-0.13%	1.1%	-0.2%	1.43	1.21
	中证500	0.44	-0.57%	-3.2%	-0.6%	0.44	0.41
	科创50	0.52	-0.04%	-1.3%	-0.3%	0.52	0.68
	上证50	1.18	-0.03%	-2.7%	0.0%	1.18	1.08
	中证800	0.96	-0.16%	-0.2%	-0.2%	0.96	0.89
	中证1000	0.37	-0.19%	5.9%	-0.3%	0.37	0.27
	风格 指数	大盘成长	1.30	0.0%	-1.3%	-0.1%	1.30
大盘价值		1.21	0.0%	4.2%	-0.1%	1.21	1.11
小盘成长		0.62	-0.7%	3.7%	-0.8%	0.62	0.54
小盘价值		0.46	-0.4%	0.3%	-0.5%	0.46	0.39
茅指数		3.19	-0.1%	-0.2%	-0.1%	3.19	3.00
宁组合	2.98	0.1%	0.1%	0.1%	2.98	2.99	

来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 本周 (1.6-1.10) 多行业盈利预期跌多涨少, 房地产盈利预期大幅下调

风格 板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实 际EPS	
周期	煤炭	1.04	-0.3%	-0.7%	-0.3%	1.04	1.24	
	有色金属	0.62	-0.3%	-0.9%	-0.4%	0.62	0.53	
	交通运输	0.43	-1.7%	-2.5%	-1.9%	0.43	0.37	
	基础化工	0.44	-0.3%	-0.5%	-0.3%	0.44	0.37	
	石油石化	0.87	0.0%	0.0%	0.0%	0.87	0.79	
	钢铁	0.03	0.0%	-4.7%	-1.4%	0.03	0.13	
	建筑材料	0.33	-0.2%	-0.7%	-0.5%	0.33	0.40	
	建筑装饰	0.62	0.0%	-1.2%	-4.4%	0.62	0.62	
	电力设备	0.51	0.0%	-2.2%	-0.2%	0.51	0.73	
	机械设备	0.38	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.38	0.33	
	国防军工	0.31	-1.9%	-1.6%	-2.1%	0.31	0.26	
	公用事业	0.46	-0.2%	-0.3%	-0.2%	0.46	0.40	
	环保	0.31	-2.0%	-1.7%	-2.0%	0.31	0.25	
	传统 消费	汽车	0.67	-0.1%	-1.0%	-0.2%	0.67	0.54
		家用电器	1.41	0.0%	-0.1%	-0.1%	1.41	1.36
纺织服装		0.39	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.39	0.35	
商贸零售		0.17	-0.4%	-0.6%	-0.4%	0.17	0.11	
食品饮料		2.38	0.0%	-0.2%	0.0%	2.38	2.18	
社会服务		0.32	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.32	0.18	
农林牧渔		0.44	-0.8%	-0.8%	-0.8%	0.44	-0.04	
轻工制造		0.36	0.0%	-0.7%	-0.2%	0.36	0.33	
成长	医药生物	0.56	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.56	0.48	
	美容护理	0.80	0.0%	-0.9%	0.0%	0.80	0.68	
	电子	0.40	-0.3%	-2.0%	-0.4%	0.40	0.25	
	计算机	0.24	-0.2%	-2.6%	-1.4%	0.24	0.14	
	传媒	0.18	-0.2%	-2.9%	-0.6%	0.18	0.22	
金融	通信	0.97	0.0%	-0.2%	0.0%	0.97	0.85	
	房地产	-0.10	-7.7%	-4.1%	-7.7%	-0.10	-0.12	
	银行	1.11	0.0%	-0.1%	0.0%	1.11	1.11	
非银金融	0.99	-0.7%	-0.8%	-0.7%	0.99	0.65		

来源: Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表34：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-01-07	中国	12月外汇储备(亿美元)	32658.6	
2025-01-07	中国	12月官方储备资产:其他储备资产(亿美元)	-7.9	
2025-01-07	中国	12月官方储备资产:基金组织储备头寸(亿美元)	98.3	
2025-01-07	中国	12月官方储备资产:特别提款权(亿美元)	533.0	
2025-01-07	中国	12月官方储备资产(SDR口径):基金组织储备头寸(亿SDR)	74.8	
2025-01-07	中国	12月官方储备资产(SDR口径):特别提款权(亿SDR)	405.7	
2025-01-09	中国	12月PPI:同比(%)	-2.5	-2.325
2025-01-09	中国	12月CPI:同比(%)	0.2	0.0818
2025-01-07	欧盟	11月欧盟:失业率:季调(%)	5.9	
2025-01-07	欧盟	11月欧元区:失业率:季调(%)	6.3	
2025-01-07	欧盟	12月欧元区:CPI:同比(%) (初值)	2.2	2.4
2025-01-07	欧盟	12月欧元区:核心CPI:同比(%) (初值)	2.7	2.7
2025-01-08	欧盟	11月欧盟:PPI:同比(%)	-3.1	
2025-01-10	欧盟	第三季度欧盟:房价指数:同比(%)	3	
2025-01-10	欧盟	第三季度欧元区:房价指数:同比(%)	1.3	
2025-01-06	美国	11月全部制造业:新增订单(百万美元)	605121.0	
2025-01-06	美国	11月耐用品:新增订单(百万美元)	293959.0	
2025-01-06	美国	11月耐用品新增订单:季调:环比(%)	0.8	
2025-01-07	美国	12月ISM非制造业PMI	52.1	53.5
2025-01-08	美国	12月ADP就业人数:季调(人)	132935000	
2025-01-08	美国	12月新增ADP就业人数:季调(人)	146000	
2025-01-09	美国	1月04日初请失业金人数:季调((人)	211000	
2025-01-10	美国	12月U6失业率:季调(%)	7.7	
2025-01-10	美国	12月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)	182	130
2025-01-10	美国	12月政府就业人数:季调(千人)	30	
2025-01-10	美国	12月平均时薪:季调(美元)	35.59	0.3
2025-01-10	美国	12月失业率:季调(%)	4.2	4.2
2025-01-10	美国	12月非农就业人口变动:季调(千人)	212	150
2025-01-10	美国	1月密歇根消费者情绪指数(初值)	74	74.5

来源: Wind、国金证券研究所

图表35：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-01-07	中国	国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍《国务院办公厅关于严格规范涉企行政检查的意见》有关情况
2025-01-08	中国	国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍加力扩围实施“两新”政策有关情况
2025-01-09	欧盟	1月欧洲央行公布经济公报
2025-01-06	美国	1月美联储理事丽莎库克发表讲话
2025-01-08	美国	1月08日EIA公布周度能源报告
2025-01-08	美国	美联储公布货币政策会议纪要
2025-01-08	美国	EIA发布能源周报
2025-01-09	美国	1月美联储公布12月货币政策会议纪要

来源: Wind、国金证券研究所



五、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大；
- (3) 历史经验具有局限性，宏观因素等条件的变化可能导致历史经验的参考价值下降。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究