

变化将接连出现

➤ **当下市场的状态：弱化版“924”行情之后的个人投资者主导期。**在经历持续调整缩量调整之后，本周(20250113-20250117)A 股迎来了一个快速版“924”行情：1) A 股整体“放量普涨”；2) 波动率与期权偏度均回升，特别是科创 50；3) 参与者方面经历了从北上+机构 ETF 主导、到以两融为代表的个人投资者主导的过程。与“924”行情类似的是，我们认为，本周行情背后主要是对于国内政策预期、以及经济数据超预期的反应。实际上，在主动基金加仓有限的情况下，这种模式可能是市场常态：**即每一轮新的催化（政策预期、及其他重要事件等）可能带来周期性定价。**风格方面，这种交易模式下，在个人投资者活跃度回升期，小盘成长往往表现更好，反之则往往是大盘价值表现更好。对于当下而言，一方面，市场可能已经进入了以两融为代表个人投资者主导定价的阶段，但考虑到两融当下持仓比例已经较高，接力力度可能弱于 24Q4；另一方面，随着周五晚间习近平主席与美国候任总统特朗普通话，海外与中国相关的资产反应积极。综合来看，**市场未来可能短暂进入一轮“脉冲”式上涨后回归震荡。**

➤ **海外“再通胀”下的紧缩预期松动，静候特朗普就任后的施政方案及连锁反应。**我们在上周周报《混乱中的秩序》中提到：商品所隐含的实物资产的“安全属性”决定了商品的底部，而需求变化决定了未来的弹性。本周披露的美国 12 月通胀数据与零售数据均不及预期，**动摇了此前市场的再通胀预期带来的美联储降息放缓的担忧，商品的金融属性定价可能正迎来顺风期，这也为未来需求的回归埋下了伏笔。**然而，当下正处于特朗普即将就任总统的关键时点，未来还有待观测的是，特朗普就任后的施政方案，以及包括日本央行和美联储等的连锁反应：一方面，**特朗普在竞选期间提到的诸多上任第一天的事宜有待验证，但拜登最后历任期间的行为可能会增加特朗普部分政策的兑现难度。**不过，在部分领域，两者目标可能是一致的，如：**拜登政府在最后任期加大了对于俄罗斯石油和天然气的制裁，这对于特朗普政府的好处是：**1) 增加与俄罗斯的谈判筹码；2) 高油价可能更有利于提高美国国内石油扩产的激励；3) 由于欧洲能源不独立，这有利于美国制造业抢占欧洲制造业的份额。另一方面，**日本央行与美联储的政策也将视特朗普的施政方案而采取行动：**1) **对于日本央行而言，**特朗普政策是否波及日本可能是下周日本央行是否加息的重要决定因素之一，而从 2024 年日央行的 2 次加息来看，风险资产往往阶段受到了不同程度的压制，如果本轮日央行加息，其对于风险资产仍有压制但可能弱于 2024 年 8 月。2) **对于美联储而言，**特朗普政策的通胀效应或将是其采取行动的重要考量。综上，风险资产整体面对的不确定性仍需消除。

➤ **国内：内外需阶段改善，实物消耗回升预期或正在到来。**从 2024 年 12 月的经济数据来看，国内制造业生产端修复明显，需求端受益于“抢出口”与国内需求侧政策（“两重两新”）效果的慢慢呈现。值得关注的是，“924”之后 A 股的市场是基于弱现实与强预期的定价：现实基本面偏弱，但全 A 估值快速修复至 22 年以来高点，并且 A 股明显跑赢南华工业品指数。近期以出口、工业增加值和广义基建为代表的指标持续改善，中观上挖机、货运数据有所验证，指示实物需求进入逐步改善时期，相对于 9.24 来看，**商品比股票明显低估，商品可能阶段跑赢股票整体。**但未来需要进一步看到用电量的企稳回升。

➤ **下一场景：等待实物消耗回升。**本轮个人投资者活跃度持续或较弱，市场风格或将摆向大盘价值，如果特朗普就任后引发市场大幅波动，才是较好的配置时点。对于资源品而言，海外的宽松预期与中美实物需求的重新修复或是重要动力。我们推荐：第一，**资源类资产（金、铝、铜、石油石化、油运、煤炭）的安全属性确立底部，金融属性阶段迎来顺风，未来需求决定向上弹性，**其中黄金股与金价比值回到了历史 2020 年以来低位；第二，从制造活动修复和利润分配关系再平衡角度，推荐制造业头部企业：**机械设备（工程机械，仪器仪表、激光设备等），基础化工，普钢等行业的龙头；**第三，低估值国企（银行、铁路、港口）的重估过程仍将继续，也是市场稳定剂；第四，**服务消费的机会（航空、OTA 平台、快递）。**

➤ **风险提示：**国内经济不及预期；房地产政策超预期；海外经济大幅下行；测算误差。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅楷

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

研究助理 季宏坤

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

1. 市场温度计系列之十六：个人情绪再度回升至高位，机构情绪有所反复-2025/01/18
2. 资金跟踪系列之一百五十二：市场热度与波动率再度回落，两融与北上延续净流出-2025/01/13
3. A 股策略周报 20250112：混乱中的秩序-2025/01/12
4. 市场温度计系列之十五：市场情绪继续走弱-2025/01/11
5. 资金跟踪系列之一百五十一：ETF 整体被继续净申购且范围扩大，两融延续净流出-2025/01/06

目录

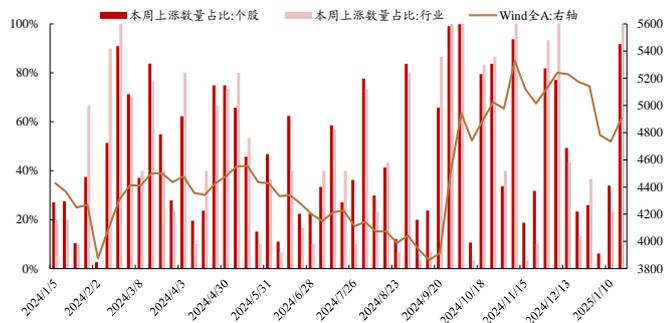
1 当下市场的状态：弱化版“924”行情之后的个人投资者主导期	3
2 海外“再通胀”下的紧缩预期松动，静候特朗普就任后的施政方案及连锁反应	6
3 国内：内外需阶段改善，实物消耗回升预期或正在到来	10
4 下一场景：等待实物消耗回升	12
5 风险提示	13
插图目录	14

1 当下市场的状态：弱化版“924”行情之后的个人投资者主导期

在经历持续调整缩量调整之后，本周(20250113-20250117)A股迎来了一个快速版“924”行情：

1) **A股整体“放量普涨”**：一方面，无论从个股视角还是行业视角来看，A股均再度呈现了“普涨”的特征；另一方面，A股成交额周一(20250113)跌破一万亿之后快速回升。

图1：本周(20250113-20250117)A股再度呈现“普涨”特征



资料来源：wind，民生证券研究院

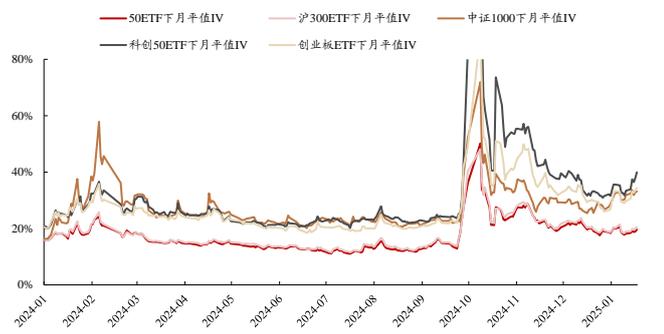
图2：本周一(20250113)全A成交额跌破一万亿，随后快速回升



资料来源：wind，民生证券研究院

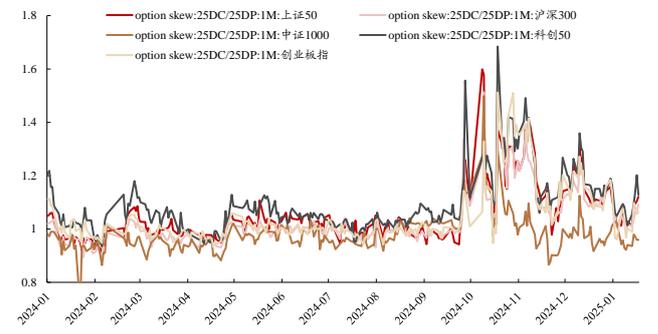
2) **A股波动率与期权偏度均回升**：本周主要宽基指数平值期权隐含波动率均有所回升，其中，**科创50、创业板指**的隐含波动率上升较多，相应的，主要宽基指数期权的偏度均有所回升，其中，**科创50、上证50**的期权偏度上升较多。

图3：本周(20250113-20250117)主要宽基指数平值期权隐含波动率均有所回升，其中，科创50、创业板指的隐含波动率上升较多



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：本周(20250113-20250117)主要宽基指数期权的偏度均有所回升，其中，科创50、上证50的期权偏度上升较多

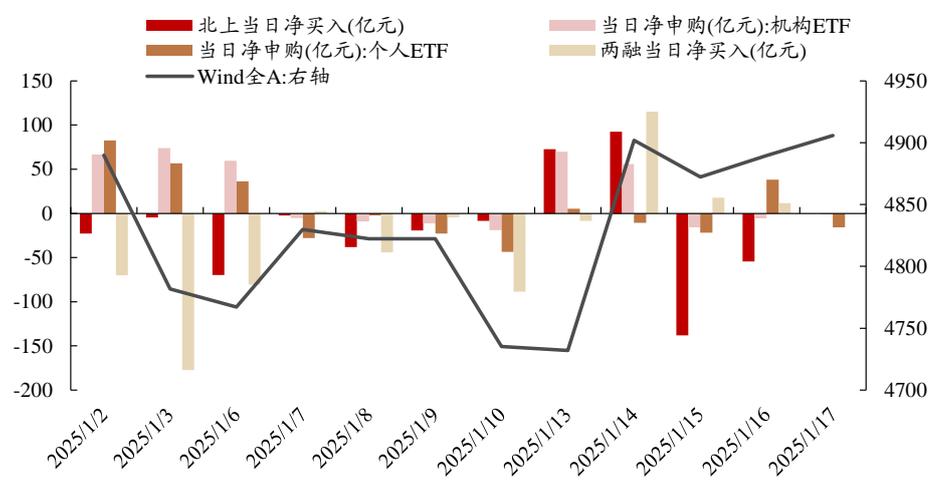


资料来源：wind，民生证券研究院。注：25DC/25DP 分别指的是 Delta 为 25 的看涨/看跌期权。

3) **参与者方面经历了从北上+机构ETF主导、到以两融为代表的个人投资者主导的过程**：2024年9月24日之后行情的一个典型特征是，市场参与者从以北上+机构ETF为主快速转变为以两融为代表的个人投资者为主。对于本周而言，A股同样经历了从北上+机构ETF大幅回流再到以两融、个人ETF成为主要参与

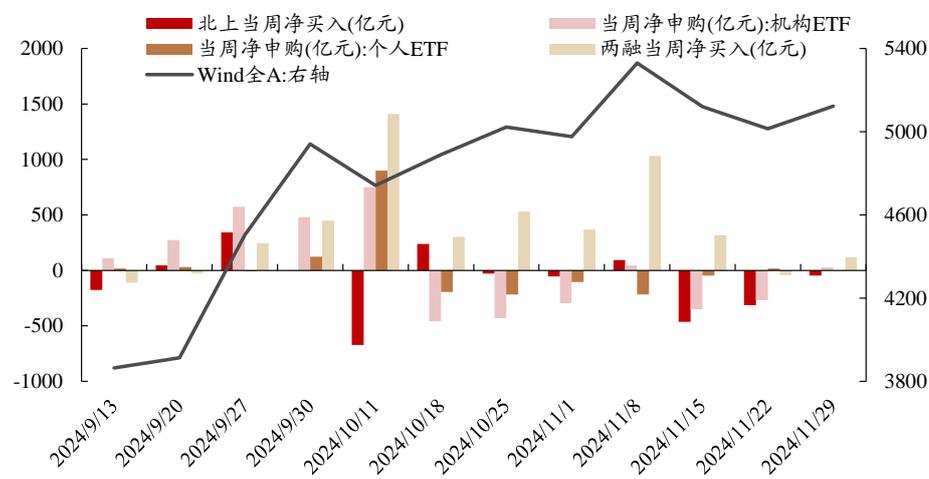
者的过程。

图5：本周(20250113-20250117)北上与机构持有为主的 ETF 先大幅回流、后逐步净卖出，而两融以及个人持有为主的 ETF 则逐步回流



资料来源：wind，民生证券研究院。注：由于相关数据尚未披露，北上与两融数据截至周四(20250116)。

图6：2024年9月24日之后的行情经历了北上+机构持有为主 ETF 率先定价，再到以两融为代表的个人投资者主导定价的过程



资料来源：wind，民生证券研究院

与“924”行情类似的是，我们认为，本周行情背后主要是对于国内政策预期、以及经济数据超预期的反应。实际上，在主动偏股基金加仓有限的情况下，这种交易模式可能是市场的常态：**即每一轮新的催化（政策预期、及其他重要事件等）可能带来市场的周期性定价。**

风格方面，这种交易模式下，在个人投资者活跃度的回升期，小盘成长往往表现更好，反之则往往是大盘价值表现更好。如果我们以融资买入占比作为个人投资者活跃度的度量发现：2024年以来，融资买入占比与小盘相对于大盘的表现、或者成长相较于价值的表现存在明显的正相关性。

图7：2024 年以来，融资买入占比与小盘相对于大盘的表现存在明显的正相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

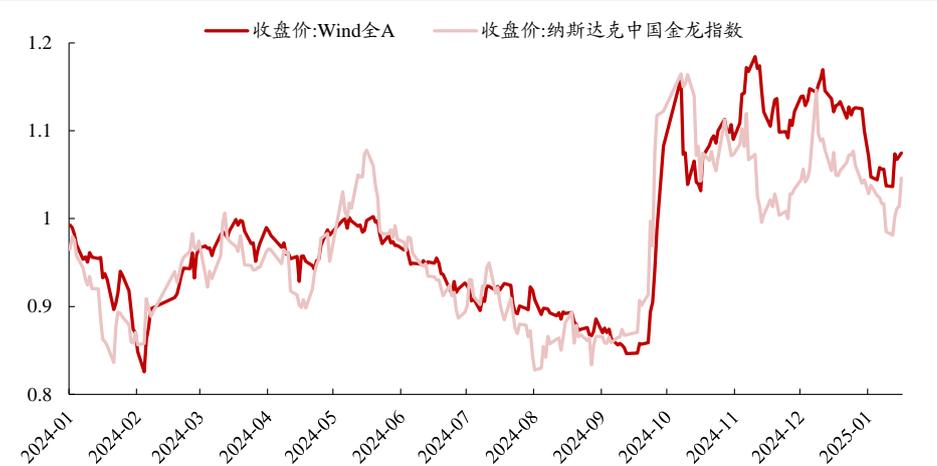
图8：2024 年以来，融资买入占比与成长相对于价值的表现存在明显的正相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

对于当下而言，一方面，市场定价可能已经进入到类似于 2024 年 10 月 8 日之后的两融接力北上+机构 ETF 成为市场主要买入力量的阶段，但考虑到两融当下持仓比例已经较高，接力力度可能弱于 24Q4；另一方面，随着周五晚间习近平主席与美国候任总统特朗普通话，海外与中国相关的资产（纳斯达克中国金龙指数）反应积极，而 2024 年以来全 A 的表现与纳斯达克中国金龙指数呈现的正相关关系。综合来看，市场可能短暂进入一轮“脉冲”式上涨后回归震荡。

图9：2024 年以来，全 A 与纳斯达克中国金龙指数的走势呈现明显相关性

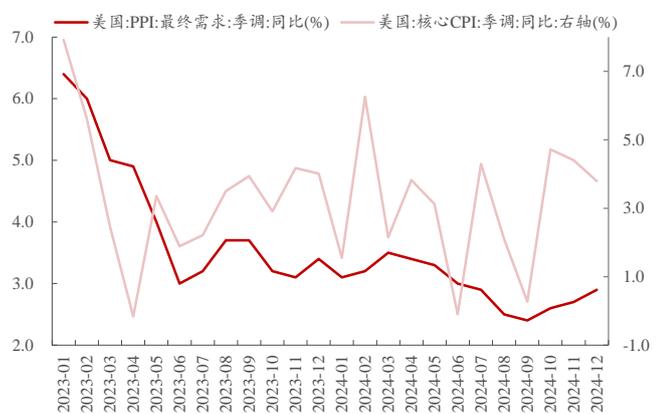


资料来源：wind，民生证券研究院。注：将两个指数的 2023 年末的收盘价界定为 1。

2 海外“再通胀”下的紧缩预期松动，静候特朗普就任后的施政方案及连锁反应

我们在上周周报《混乱中的秩序》中提到：商品所隐含的实物资产的“安全属性”决定了商品的底部，而需求变化决定了未来的弹性。本周(20250113-20250117)披露的美国 12 月通胀数据与零售数据均不及预期，动摇了此前市场的再通胀预期带来的美联储降息放缓的担忧，相应的，贵金属、工业金属（铜、铝）等商品呈现明显的上涨。在这种情形下，商品的金融属性定价可能正迎来顺风期，这也为未来需求的回归埋下了伏笔。

图10：2024 年 12 月，美国 PPI 和核心 CPI 均不及预期



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2024 年 12 月，美国零售数据同样大幅不及预期



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：本周(20250113-20250117)，美国当周初次申请失业金人数超预期回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：近期，贵金属和工业金属（铜、铝）均明显上涨



资料来源：wind，民生证券研究院。注：黄金为 COMEX 黄金，铜、铝分别为 LME 铜、LME 铝。

然而，当下正处于特朗普即将就任总统的关键时点，未来还有待观测的是，特朗普就任后的施政方案，以及包括日本央行和美联储等的连锁反应：

一方面，特朗普在竞选期间提到的诸多上任第一天的事宜有待验证，特别是考虑到相比于其他总统，特朗普更执着于兑现自己承诺过的政策。具体来看，例如：1) **移民方面**，进行最大规模的驱逐行动；2) **贸易方面**，对墨西哥和加拿大征收 25% 的关税；3) **环境方面**，再退《巴黎气候协定》，加大化石燃料的生产；4) **地缘方面**，结束俄乌冲突等等。

图14：特朗普此前承诺第一天上台后可能会实施的政策

领域	具体内容
移民	封锁边境，阻止非法移民，进行美国历史上最大规模的驱逐行动，或重启美墨边境墙建设
贸易	特朗普正在考虑宣布美国进入“国家经济紧急状态”，从而快速实施关税政策，其中有可能实施的关税政策有：1、全面加征关税；2、对从墨西哥和加拿大进口的所有商品征收25%的关税；3、取消中国的“最惠国待遇”，针对中国加征60%或以上的关税
环境	再退《巴黎气候协定》，减少对于传统能源的使用限制，增加美国化石燃料的生产，终止电动汽车授权
地缘	结束俄乌冲突
教育	将教育回归根本，恢复家长权利
赦免	赦免大约900名国会骚乱参与者

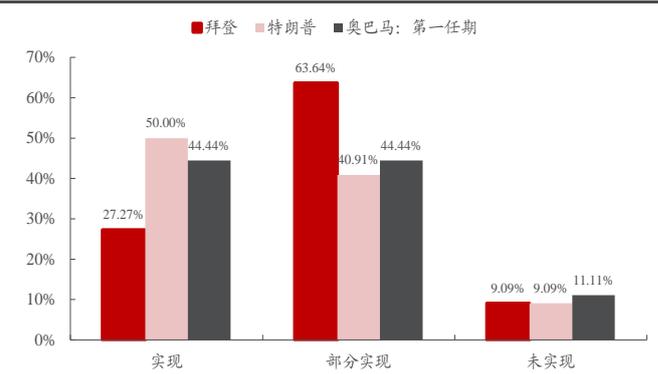
资料来源：白宫官网，民生证券研究院

不过，拜登最后历任期间的行为可能会增加特朗普部分政策的兑现难度，从而延长特朗普相关政策的落地时间与效果，例如：1) **移民方面**，2025年1月10日拜登宣布将为约 90 万移民提供额外保护；2) **就业方面**，拜登任期内的新增非农就业中政府人员占比明显较高；3) **债务方面**，拜登已宣布多项法案的经费去向，留下一大批债务问题；4) **法律方面**，民主党控制的一些洲计划制定新的法律，从而防止特朗普推翻移民和环保政策等等。

但在部分领域，根据新任财长贝森特的发言，拜登与特朗普的目标可能是一致的，如：拜登政府在最后任期内加大了对于俄罗斯石油和天然气的制裁，这对于特朗普政府而言：1) **在俄乌冲突方面**，增加与俄罗斯的谈判筹码；2) **能源方面**，抬高油价可能更有利于提高美国国内石油扩产的激励；3) **制造业方面**，由于欧洲能源不独立，这对于欧洲制造业可能是一种考验，有利于美国实现制造业回流后占据欧洲的市场份额。

此外，新财长贝森特还提到：1) **关税方面**，考虑征碳关税，实际上，这是基于发展权的扭曲税，即美国国内增加原油供给与消耗，但限制海外碳排放。2) **财政方面**，应削减的是推动通胀的浪费性支出，但对于**生产性投资**应该放在支出首位。3) **减税方面**，国内减税政策永久化是首要任务，主要是个人部分（企业部分此前已经永久化）；4) **地缘方面**，可能继续加大对于俄罗斯的制裁。5) **货币方面**，美联储应该更加独立。其中，除货币政策外，其他内容大多与特朗普此前的言论较为一致，并进一步进行了补充。

图15：相比于其他总统，特朗普对其承诺的政策兑现度更高



资料来源：白宫官网，民生证券研究院。注：是否兑现的衡量标准为，各总统在竞选时所提到要实施的政策，在其任期结束前完成了即为兑现。

图16：拜登最后历任期间的主要行为

领域	具体内容	时间
移民	拜登宣布延长TPS政策，为来自委内瑞拉、萨尔瓦多、乌克兰和苏丹的约90万移民提供额外18个月的保护	2025/1/10
地缘	拜登宣布了对俄罗斯石油和天然气最为广泛的制裁措施，对乌克兰进行新一轮的军事援助，预计将会向乌克兰提供5亿美元的军事援助	2025/1/10
环保	拜登宣布禁止在美国大部分沿海海域开发石油和天然气	2025/1/6
财政	拜登加紧支出，签署的四部主要法案拨发的经费中已宣布了大部分去向安排；并且，美国参议院通过的短期支出法案，并未通过特朗普提出的取消或提高债务上限的部分	2024/12/21
赦免	拜登赦免亲儿子，并予以部分囚犯减刑，特赦39名非暴力罪犯；此外，拜登承认或在离任前为特朗普反对者提供预防性特赦	2024/12/1
舆论	拜登为纪念卡特全美国旗都要保持降半旗的状态，或使得特朗普在升旗下就职	2024/12/29
法律	民主党控制的一些州计划制定新法律，为防止特朗普推翻他们的移民和环保政策	

资料来源：白宫官网，民生证券研究院

图17：相较于特朗普第一任期，拜登任期内的新增非农就业中政府人员占比明显提升


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：在听证会上，财长贝森特的主要发言与特朗普此前的言论对比

领域	财长贝森特言论	特朗普言论
减税	延长2017年特朗普政府减税是最重要经济问题	大规模减税：将企业税率从目前的21%大幅削减至15%，为工人大幅减税，小费免税
财政	应该削减的是推动通胀的浪费性支出，但对于生产性投资应该放在支出首位；支持取消债务上限	拟成立“政府效率部”，削减政府“浪费开支”
关税	碳关税可能纳入关税计划	推动《互惠贸易法案》，或全面加征关税；取消中国的“最惠国待遇”，针对中国加征60%或以上的关税
地缘	作为结束乌克兰冲突战略的一部分，全力支持加大对俄罗斯的制裁力度，尤其是对俄罗斯主要石油公司的制裁	结束俄乌冲突
货币	美联储应该独立	抨击美联储：鲍威尔要辞职不会阻拦

资料来源：美国国会听证会，白宫官网，民生证券研究院

另一方面，日本央行与美联储的政策也将视特朗普的施政方案而采取行动：

1) 对于日本央行而言，本周日本央行行长植田和男声称如果经济状况和物价继续改善，就提高利率，在此消息的催化下，本周日央行1月加息概率升至85.2%。但同时植田和男也表示，美国新政府的政策展望和国内工资谈判是日本央行政策决策的关键因素。我们认为，如果特朗普的政策波及日本，或导致日本央行审慎考虑1月加息。即下周可能面临的组合是：特朗普政策波及日本+日央行不加息或者政策未波及日本+日央行加息。而从2024年日央行的2次加息来看，风险资产往往阶段受到了不同程度的压制，但结合当下的市场状态来看，如果本轮日央行加息，其对于风险资产仍有压制但可能弱于2024年8月。

2) 从美联储2024年12月议息会议的会议纪要来看，“几乎所有”联储官员表达了对于特朗普上台后政策可能带来通胀影响的担忧，美联储或将根据特朗普政策的通胀效应采取行动。综上，风险资产整体面对的不确定性仍需消除。

图19: 本周(20250113-20250117), 日央行 1月加息概率明显提升



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图20: 从 2024 年日央行的 2 次加息来看, 如果日央行加息落地, 风险资产往往阶段表现不佳

资产大类	细分资产	加息日期: 2024-03-19				加息日期: 2024-07-31				2024年2次加息后各类资产累计涨跌幅平均值			
		T+0	T+1	T+5	T+10	T+0	T+1	T+5	T+10	T+0	T+1	T+5	T+10
商品	原油	0.39	-1.86	2.74	0.01	4.41	0.61	2.51	-0.83	2.40	-0.62	2.62	-0.41
	铜	-1.29	-2.48	-0.86	7.20	2.99	-2.47	-0.31	2.97	0.85	-2.47	-0.58	5.08
	铝	-0.37	0.99	4.15	14.60	4.07	2.18	4.61	11.67	1.85	1.58	4.38	13.13
	锌	-1.20	-3.63	-2.11	11.18	2.62	-2.51	2.89	9.26	0.71	-3.07	0.39	10.22
	黄金	-0.13	0.85	5.58	10.13	1.51	-1.15	1.53	3.89	0.69	-0.15	3.56	7.01
	白银	-0.48	-2.27	4.44	12.83	2.22	-6.26	-2.89	2.65	0.87	-4.27	0.77	7.74
股指	比特币	-4.96	3.97	-1.82	-5.19	-1.97	-16.79	-10.57	-10.57	-3.47	-6.41	-6.20	-7.88
	中证800	-0.77	-2.38	-1.17	-1.54	2.61	-0.35	-1.51	-2.90	0.92	-1.37	-1.34	-2.22
	恒生指数	-1.24	-0.71	1.16	-2.10	2.01	-0.74	0.65	4.06	0.38	-0.72	0.91	0.98
	标普500	0.56	1.05	1.10	-2.69	1.58	-4.36	0.35	2.86	1.07	-1.65	0.72	0.09
	道琼斯工业指数	0.83	1.27	0.98	-2.62	0.24	-4.86	-1.80	0.85	0.53	-1.80	-0.41	-0.88
	纳斯达克指数	0.39	1.32	0.85	-3.12	2.64	-5.55	0.26	2.38	1.51	-2.12	0.56	-0.37
	法国CAC40	0.65	0.45	-0.22	-1.53	0.76	-2.80	-1.89	1.37	0.70	-1.17	-1.06	-0.08
	英国富时100	0.20	2.70	2.75	2.00	1.13	-1.30	0.08	0.84	0.67	0.70	1.42	1.42
	德国DAX	0.31	2.52	1.95	-0.53	0.53	-4.32	-2.85	2.02	0.42	-0.90	-0.45	0.74
	韩国综合指数	-1.10	2.65	2.51	-1.90	1.19	-6.20	-3.42	-1.77	0.04	-1.77	-0.46	-1.83
债券	日经225	0.66	1.65	0.25	-4.18	1.49	-8.92	-5.41	-0.40	1.08	-3.63	-2.58	-2.29
	中债-国债及政策性银行债财富(1-3年)指数	0.04	0.13	0.26	0.44	0.03	0.11	0.00	0.11	0.04	0.12	0.13	0.27
	中债-国债及政策性银行债财富(7-10年)指数	0.10	-0.05	0.12	0.91	0.09	0.38	0.02	-0.11	0.10	0.16	0.07	0.40
	CBOT2年美债	0.09	0.20	0.00	-0.60	0.18	0.71	0.69	0.70	0.13	0.45	0.34	0.05
	CBOT10年美债	0.33	0.74	-0.01	-1.85	0.67	1.36	1.88	1.76	0.50	1.05	0.93	-0.04
	美元指数	0.59	1.00	1.10	0.79	0.27	-0.80	-0.81	-0.97	0.43	0.10	0.15	-0.09
汇率及VIX	日元兑美元	0.24	0.12	0.08	0.06	-0.40	-2.29	-1.86	-0.47	-0.08	-1.08	-0.89	-0.21
	离岸人民币兑美元	-0.15	0.90	0.71	0.54	0.35	-0.84	-0.58	-0.65	0.25	0.03	0.06	-0.06
	CBOE波动率(VIX)	-3.56	-7.61	1.95	25.61	-7.52	57.43	-8.48	-3.28	-5.54	24.91	-3.26	11.17

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 1、债券指数的上涨, 指的是当周买入相应债券的回报而非到期收益率上行; 2、此处日元兑美元、以及离岸人民币兑美元汇率的上涨, 对应的是日元和人民币的升值, 反之则是贬值。

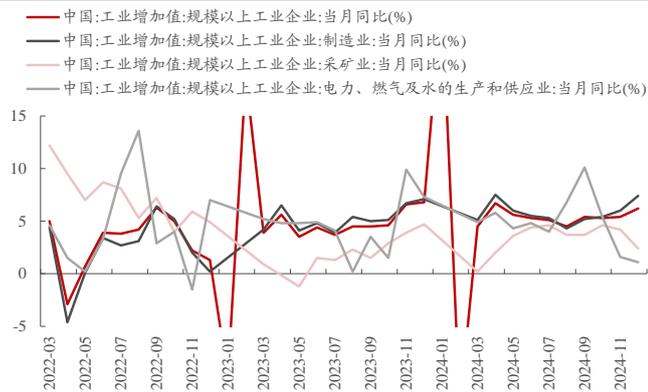
3 国内：内外需阶段改善，实物消耗回升预期或在到来

从2024年12月的经济数据来看，国内制造业生产端修复明显，需求端受益于“抢出口”与国内需求侧政策（“两重两新”）效果的慢慢呈现。具体而言：

1) 供给端来看：2024年12月工业增加值同比增速6.2%，已连续2个月同比增速上升，大幅强于万得一致预期（5.5%），其中，制造业工增同比增速回升明显，而采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业工增同比增速依然在回落。

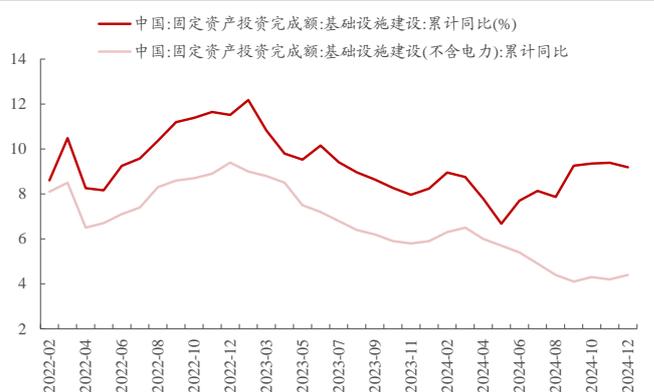
2) 需求端来看：一方面，出口数据表现亮眼，“抢出口”效应明显。2024年12月出口同比增速继续扩大，对于主要地区的出口同比均上升，尤其是对美国、非洲等地。另一方面，2024Q4以来，国内政策效果慢慢呈现，与“两重”相关的基建投资和以旧换新相关的消费品均表现较好，而与设备更新相关的投资表现则相对一般。随着内外需的阶段改善，市场或正重新计入实物消耗回升预期。

图21：2024年12月，工业增加值当月同比继续上升，且高于万得一致预期（5.5%）



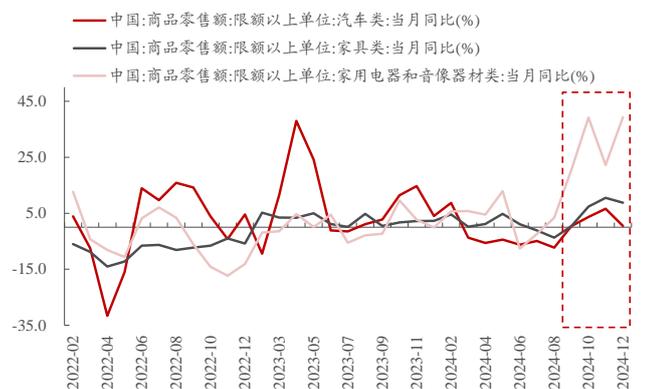
资料来源：wind，民生证券研究院

图22：2024Q4以来，广义基础设施增速保持较高增速，而狭义基础设施增速则依然处于低位



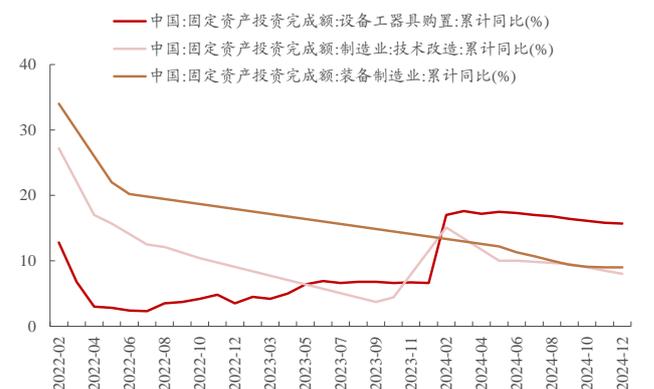
资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2024Q4以来，与以旧换新相关的消费品同样表现较好



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：2024Q4以来，与设备更新相关的固定资产投资增速回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2024年12月，“抢出口”效应明显，出口同比增速继续扩大，对于主要地区的出口同比均上升，尤其是对美国、非洲等地

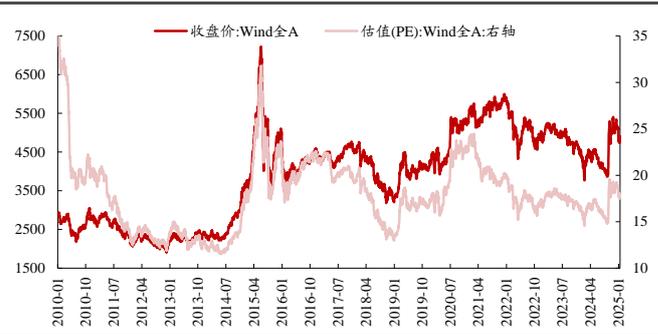
中国：出口金额：当月同比(%)	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
整体	10.70	6.60	12.70	2.40	8.60	6.90	8.50	7.40	1.30	-7.60	6.30	7.70
亚洲	9.23	6.62	10.58	0.78	7.11	7.51	9.69	11.35	2.54	-7.04	-8.78	14.09
非洲	24.80	10.82	20.91	-0.71	4.47	-7.88	-3.62	-7.86	-15.97	-24.81	29.62	7.62
欧洲	7.91	5.72	15.64	4.15	11.92	5.70	5.20	-0.97	-3.80	-14.61	7.75	-4.33
拉丁美洲	16.93	10.99	22.93	3.43	19.74	13.79	15.74	18.88	2.23	-11.81	40.94	5.00
美国	15.59	8.00	8.10	2.16	4.94	8.10	6.60	3.62	-2.80	-15.92	13.36	-4.00

资料来源：wind，民生证券研究院

值得关注的是，“924”之后A股的市场是基于弱现实与强预期的定价：现实基本面偏弱，但全A估值快速修复至22年以来高点，并且A股明显跑赢南华工业品指数。近期以出口、工业增加值和广义基建为代表的的数据持续改善，中观上挖机、货运数据有所验证，指示**实物需求进入逐步改善时期**，相对于9.24来看，商品比股票明显低估，**商品可能阶段跑赢股票整体**。但未来需要进一步看到用电量的企稳回升。

图26：2024Q3全A净利润增速依然处于负增区间，GDP增速则处于近几年低点


资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2024Q4全A的收盘价以及估值(PE)一度回升至2022年以来的高点


资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2024年9月24日以来，全A明显跑赢南华工业品指数，而近期南华工业品指数开始有所跑赢全A整体


资料来源：wind，民生证券研究院

4 下一场景：等待实物消耗回升

本轮个人投资者活跃度持续或较弱，市场风格或将摆向大盘价值，如果特朗普就任后引发市场大幅波动，才是较好的配置时点。对于资源品而言，海外的宽松预期与中美实物需求的重新修复或是重要动力。我们推荐：

第一，**资源类资产（金、铝、铜、石油石化、油运、煤炭）**的安全属性确立底部，金融属性阶段迎来顺风，未来需求决定向上弹性，其中黄金股与金价比值回到了历史 2020 年以来低位；

第二，从制造活动修复和利润分配关系再平衡角度，推荐制造业头部企业：**机械设备（工程机械、仪器仪表、激光设备等），基础化工，普钢**等行业的龙头；

第三，低估值国企（**银行、铁路、港口**）的重估过程仍将继续，也是市场稳定剂；

第四，服务消费的机会（**航空、OTA 平台、快递**）。

图29：当下黄金股指数相较于以人民币计价的伦敦金价格处于 2020 年以来的低点



资料来源：wind，民生证券研究院。注：将黄金股票与以人民币计价的伦敦金在 2015 年 12 月 31 日的收盘价界定为 1。

5 风险提示

- 1) **国内经济不及预期。**如果后续国内经济数据继续不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。
- 2) **房地产政策超预期。**如果房地产政策超预期放松，那么国内经济将会重新回到过去以房地产为主的债务驱动中，不利于实物消耗。
- 3) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。
- 4) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1: 本周(20250113-20250117)A 股再度呈现“普涨”特征.....	3
图 2: 本周一(20250113)全 A 成交额跌破一万亿, 随后快速回升.....	3
图 3: 本周(20250113-20250117)主要宽基指数平值期权隐含波动率均有所回升, 其中, 科创 50、创业板指的隐含波动率上升较多.....	3
图 4: 本周(20250113-20250117)主要宽基指数期权的偏度均有所回升, 其中, 科创 50、上证 50 的期权偏度上升较多.....	3
图 5: 本周(20250113-20250117)北上与机构持有为主的 ETF 先大幅回流、后逐步净卖出, 而两融以及个人持有为主的 ETF 则逐步回流.....	4
图 6: 2024 年 9 月 24 日之后的行情经历了北上+机构持有为主 ETF 率先定价, 再到以两融为代表的个人投资者主导定价的过程.....	4
图 7: 2024 年以来, 融资买入占比与小盘相对于大盘的表现存在明显的正相关性.....	5
图 8: 2024 年以来, 融资买入占比与成长相对于价值的表现存在明显的正相关性.....	5
图 9: 2024 年以来, 全 A 与纳斯达克中国金龙指数的走势呈现明显相关性.....	5
图 10: 2024 年 12 月, 美国 PPI 和核心 CPI 均不及预期.....	6
图 11: 2024 年 12 月, 美国零售数据同样大幅不及预期.....	6
图 12: 本周(20250113-20250117), 美国当周初次申请失业金人数超预期回升.....	6
图 13: 近期, 贵金属和工业金属(铜、铝)均明显上涨.....	6
图 14: 特朗普此前承诺第一天上台后可能会实施的政策.....	7
图 15: 相比于其他总统, 特朗普对其承诺的政策兑现度更高.....	7
图 16: 拜登最后历任期间的主要行为.....	8
图 17: 相较于特朗普第一任期, 拜登任期内的新增非农就业中政府人员占比明显提升.....	8
图 18: 在听证会上, 财长贝森特的主要发言与特朗普此前的言论对比.....	8
图 19: 本周(20250113-20250117), 日央行 1 月加息概率明显提升.....	9
图 20: 从 2024 年日央行的 2 次加息来看, 如果日央行加息落地, 风险资产往往阶段表现不佳.....	9
图 21: 2024 年 12 月, 工业增加值当月同比继续上升, 且高于万得一致预期(5.5%).....	10
图 22: 2024Q4 以来, 广义基础设施增速保持较高增速, 而狭义基础设施增速则依然处于低位.....	10
图 23: 2024Q4 以来, 与以旧换新相关的消费品同样表现较好.....	10
图 24: 2024Q4 以来, 与设备更新相关的固定资产投资增速回落.....	10
图 25: 2024 年 12 月, “抢出口”效应明显, 出口同比增速继续扩大, 对于主要地区的出口同比均上升, 尤其是对美国、非洲等地.....	11
图 26: 2024Q3 全 A 净利润增速依然处于负增区间, GDP 增速则处于近几年低点.....	11
图 27: 2024Q4 全 A 的收盘价以及估值(PE)一度回升至 2022 年以来的高点.....	11
图 28: 2024 年 9 月 24 日以来, 全 A 明显跑赢南华工业品指数, 而近期南华工业品指数开始有所跑赢全 A 整体.....	11
图 29: 当下黄金股指数相较于以人民币计价的伦敦金价格处于 2020 年以来的低点.....	12

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048