

A 股策略周报

证券研究报告

2025 年 01 月 19 日

春耕黄金坑

市场思考：如何看待近期大类资产呈现的“复苏交易”特征？本周国内大类资产出现“复苏交易”的特征——商品、股票上涨，债券下跌，主要是先前市场宏观预期较为低迷，那么当影响资产定价的其他因子出现催化时往往会带来击球点，推动行情脉冲。

- 1) 国内商品低库存低预期反映高赔率，原油价格带动或具有一定的示范作用。从节奏上来看，本轮国际原油价格率先出现上涨，需求支撑叠加供给催化，原油从低位修复，而原油作为大宗之母，其对于工业品具有一定的示范效应。国内商品方面，以黑色产业链为例，今年钢材冬储意愿低迷，体现产业层面预期较低。低预期或给价格提供较大的安全边际，若需求超预期带动后续补库，价格存在表现较强的可能。
- 2) 债券市场表现较强，资金利率超预期上升后利差出现倒挂。24 年 12 月政治局会议货币政策基调转为“适度宽松”，而之前背景是 24 年已经出现明显的宽货币。从此前经验上，存单利率见底拐点也有早于国债利率的时候。近期存单利率出现明显上行，1/17 存单利率与 10 年期国债利率出现倒挂，倒挂不是常态，过去往往发生在利率上行期至顶部阶段。
- 3) 股票方面，跨境 ETF 溢折率近两周大幅走阔，而这往往发生在行情调整期。跨境 ETF 溢折率上行的背后或是热钱在 A 股市场的赚钱效应低迷时涌入，当行情转向以后，这批热钱同样也会是市场趋势的推动力量。

国内：2024 年全年 GDP 增长 5%

1) 2024 年 GDP 同比增加 5%，第四季度 GDP 增长 5.4%。2024 年 12 月 3 大经济数据表现分化，其中工业、消费高于万得预期，投资回落且低于预期。2) 2024 年 12 月出口、进口增速均回升，贸易顺差 1048 亿美元，前值 973 亿美元。3) 2024 年 12 月社融规模增量为 2.85 万亿元，新增政府债同比回升，表外三项同比回落，新增人民币贷款少增收窄，居民中长贷同比回升。4) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回升。5) 工业生产腾落指数回落，甲醇、纯碱回升，山东地炼、轮胎、唐山高炉回落。6) 国内政策跟踪：商务部等 4 部门发布关于做好 2025 年家电以旧换新工作的通知；《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》公布。

国际：美国 12 月核心通胀略低于预期

1) 俄乌冲突跟踪：普京签令征召预备役公民参加 2025 年军事集训；美候任国家安全顾问表示特朗普和普京的会面“正在准备中”；乌克兰与英国签署“百年伙伴关系”协议。2) 中东冲突跟踪：欧盟宣布向加沙地带提供 1.2 亿欧元人道主义援助；联合国秘书长访问黎黎部队总部，呼吁以色列结束在黎南部行动；加沙停火换俘协议即将生效，以方将按协议释放 737 人。3) 美国 12 月核心通胀略低于预期。2024 年 12 月核心 CPI 同比 3.2%，前值 3.3%，预期 3.3%，环比增长 0.2%，前值 0.3%。

行业配置建议：赛点 2.0 仍在第二阶段拉锯，春节归来攻坚，等待消费“看涨期权”

春耕黄金坑，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况。赛点 2.0 第二阶段，政策驱动与主题轮动，科技主题+低波红利的杠铃行情演绎。以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），三大核心条件都适宜的背景下，我们对消费成为 2025 年一大投资主线不悲观，重视恒生互联网。

风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人
wangshuhui@tfzq.com

陈英奇 联系人
chenyingqi@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：投资策略-2025 年度策略核心聚焦之房地产》2025-01-17
- 2 《投资策略：行业比较周报-2025 年度主线的三种可能性》2025-01-16
- 3 《投资策略：政策与大类资产配置周观察 - 特朗普“百日新政”将临》2025-01-14

内容目录

1. 市场思考：如何看待近期大类资产呈现的“复苏交易”特征？	4
1.1. 商品预期低迷下的大幅上涨	4
1.2. 债券市场表现较强，资金利率超预期上升后利差出现倒挂	5
1.3. 跨境 ETF 的溢折率上行往往发生在行情调整期	6
2. 国内：2024 年全年 GDP 增长 5%	7
2.1. 2024 年 GDP 同比增加 5%，第四季度 GDP 增长 5.4%	7
2.2. 12 月 3 大经济数据表现分化，工业、消费超预期回升，投资回落	7
2.2.1. 工业生产同比回升且高于预期	7
2.2.2. 社消 12 月同比回升，环比回落	8
2.2.1. 投资同比回落，环比回升	10
2.3. 12 月出口、进口增速均回升	12
2.4. 社融脉冲小幅回升，新增人民币贷款少增收窄	15
2.5. 交运高频指标跟踪	16
2.6. 普林格同步高频指标跟踪	16
2.6.1. 工业生产腾落指数	17
2.7. 国内政策跟踪	17
3. 国际：美国 12 月核心通胀略低于预期	18
3.1. 国际大事跟踪	18
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	18
3.1.2. 中东冲突跟踪	18
3.2. 美国 12 月核心通胀略低于预期	19
4. 行业配置建议：赛点 2.0 仍在第二阶段拉锯，春节归来攻坚，等待消费“看涨期权”	20
5. 重点大事前瞻	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：南华工业品指数与股市表现存在一定的相关性	4
图 2：本轮国际原油价格先出现上涨，后工业品指数出现上行	4
图 3：美国炼油厂开工率处于高位	4
图 4：商业原油库存处于极低位	4
图 5：螺纹钢冬储意愿低迷（单位万吨）	5
图 6：铁水产量仍然高于往年	5
图 7：存单利率 24 年下行幅度达到过去 5 年最高	6
图 8：同业存单利率变动与 10 年期国债具有高相关性	6
图 9：跨境 ETF 溢折率中位数超过 7%	6
图 10：跨境 ETF 成交额过去一周超过 1800 亿	6
图 11：2024Q4 的 GDP 不变价同比增速为 5.4%	7

图 12: 2024Q4 现价当季同比为 7.43%	7
图 13: 12 月 3 大经济数据表现分化, 其中工业、消费高于万得预期, 投资回落且低于预期	7
图 14: 工业增加值 12 月同比增速为 6.2%	8
图 15: 12 月工业增加值环比为 0.64%	8
图 16: 工业增加值分项中制造业上行	8
图 17: 高技术产业 12 月同比小幅回升	8
图 18: 12 月城镇调查失业率报 5.1%	9
图 19: 12 月社消季调环比为 0.12%	9
图 20: 12 月考虑基数效应的社消增速仍在趋势线之下	9
图 21: 多数分项累计增速相对 2023 年累计增速回落	10
图 22: 12 月投资分项分化	10
图 23: 12 月固投季调环比增速为 0.33%	10
图 24: 基建各分项增速多数回升	11
图 25: 制造业主要分项累计同比增速情况	11
图 26: 12 月竣工面积、新开工面积同比均跌幅收窄	12
图 27: 12 月商品房销售额同比仍然为正	12
图 28: 12 月出口金额高于 2018-2020、2022-2023 年同期水平	12
图 29: 12 月进口金额高于 2022-2023 年同期水平	12
图 30: 12 月出口增速回升	13
图 31: 各国各地区对出口的拉动效应变化情况	13
图 32: 主要国家/地区中韩国、东盟累计进口同比增速为正	13
图 33: 12 月商品同比表现分化	14
图 34: 下游消费品普遍回落	14
图 35: 进口方面, 12 月商品表现分化	15
图 36: 电子信息产品类多数回暖	15
图 37: 2024 年 12 月社融脉冲升至 23.76%	15
图 38: 社融同比结构中新增人民币贷款少增收窄	15
图 39: 新增人民币贷款少增收窄	15
图 40: M1 收窄, M2 回升, M1-M2 剪刀差收窄至-8.7%	15
图 41: 一线城市地铁客运量	16
图 42: 工业生产腾落指数	17
图 43: 工业生产腾落指数(分年度)	17
图 44: 国内政策跟踪	17
图 45: 美国 12 月 CPI 同比回升, 核心 CPI 下行	19
图 46: 美国 12 月 CPI 细分(环比)	19
图 47: CME 降息概率情况	19
图 48: 重点大事前瞻	21

1. 市场思考：如何看待近期大类资产呈现的“复苏交易”特征？

1.1. 商品预期低迷下的大幅上涨

24 年至今，整体上工业品指数与权益市场波动呈现出相关性。24 年 5 月-8 月工业品指数与上证指数均呈现出弱势回调，而 9 月开始，工业品指数与上证指数触底反弹，上证指数反弹幅度更大，从 24 年 10 月至今维持高位。从逻辑上讲，A 股上市公司的盈利与 PPI 指数存在相关度，而作为一个流动性较好的交易性品种，工业品指数同样会反应市场宏观预期的变化，股票市场和商品市场具有相关性时，这可能反映出宏观预期在大类资产中的定价权重较高。

近期工业品指数出现了显著上涨，黑色、玻璃纯碱领涨。南华工业品指数周涨幅达到 4.89%，黑色原材料指数涨幅达到 6.52%，玻璃、纯碱等商品也均出现大涨。玻璃、纯碱、黑色原材料等建筑链相关的品种领涨，这些品种的价格均处于低位。

从节奏上来看，本轮国际原油价格率先出现上涨，而原油作为大宗之母，其对于工业品具有一定的示范效应。2024 年 11-12 月原油、工业品指数均处于低位震荡，今年 1 月至今原油行情率先启动，创下 24 年 11 月以来新高，ICE 布油至今的涨跌幅超过 8%，而国内南华工业品指数从上周一开始上涨，目前月涨幅为 4.1%。

需求支撑叠加供给催化，原油价格低位修复。而从原油的基本面上来看，目前开工率处于 21 年以来的高位，而库存处于近几年以来的最低位，反映原油需求情况仍然较为景气。而在拜登政府加大对俄罗斯的制裁以后，市场担忧供给收缩，原油价格开始出现上行。

图 1：南华工业品指数与股市表现存在一定的相关性



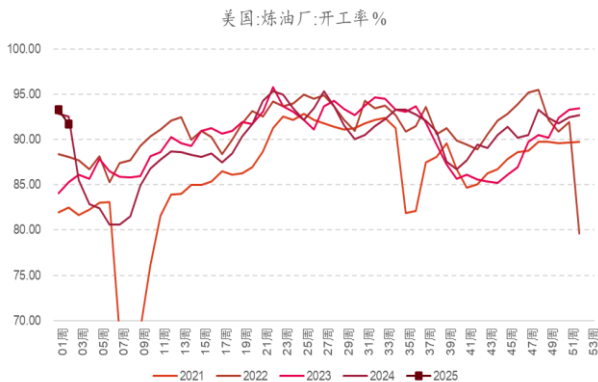
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：本轮国际原油价格先出现上涨，后工业品指数出现上行



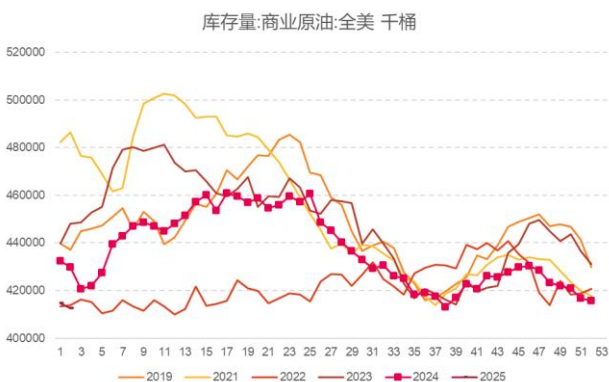
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：美国炼油厂开工率处于高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：商业原油库存处于极低位



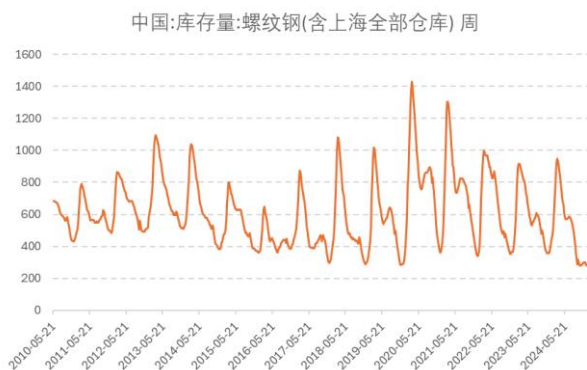
资料来源：Wind，天风证券研究所

以国内具有定价能力的黑色产业链为例来看，本轮钢材冬储意愿低迷，体现产业层面预期较低。从往年来看，螺纹钢往往存在着冬储效应。而从 24 年 10 月至今，螺纹钢的库存始终处于 300 万吨左右的位置，并没有像往年一样出现不同。据中钢网调研，造成钢贸商迟迟未能启动“冬储”的主要因素集中在当前价格尚未达到心理预期价位，以及受前几年“冬储”亏损严重和对 2025 年整体预期相对偏弱的影响，从而彻底放弃“冬储”，选择“静观其变”。

目前铁水产量仍然高于往年，2025 年开年，铁水产量在 225 万吨左右，高于 22-24 年，21 年由于经济周期处于高位，铁水产量显著高于现在。因此在供给仍然维持高位的前提下，需要对于需求好转的预期才能带动贸易商的冬储需求。

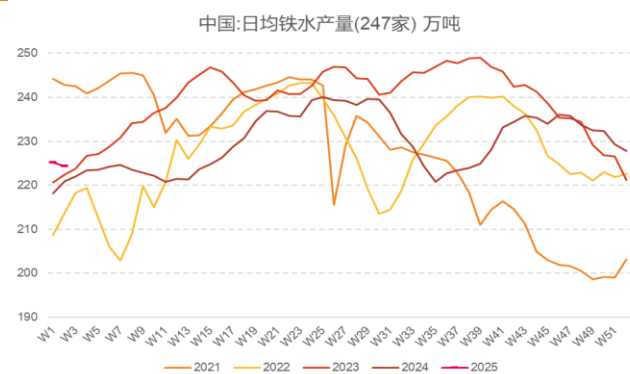
低库存反映低预期，低预期提供较大的安全边际，若需求超预期，价格存在表现较强的可能。目前钢材库存水平较低，且贸易商冬储意愿普遍不高，若后续负反馈至钢厂产量，那么春节后在财政前置、季节性需求启动的背景下，钢材市场可能阶段性供应紧张，价格有表现较强的可能性。

图 5：螺纹钢冬储意愿低迷（单位万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：铁水产量仍然高于往年



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 债券市场表现较强，资金利率超预期上升后利差出现倒挂

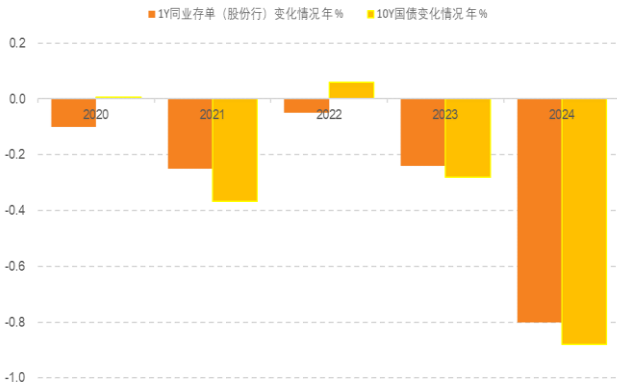
24 年 12 月政治局会议货币政策基调转为“适度宽松”，此前背景是 24 年已经出现明显的宽货币。存单利率 24 年下行幅度达到过去 5 年最高，达到 80BP，而 10 年期国债收益率下行幅度达到 88BP，同业存单利率变动与 10 年期国债具有高相关性，22 年至今的相关性达到 0.81。因此，24 年开始，货币政策的基调已经转向较为宽松。24 年 12 月政治局会议、中央经济工作会议指出 2025 年要实施适度宽松的货币政策，此前货币政策基调为“稳健”，在监管层面也是肯定了继续宽松的基调。

存单利率见底拐点也有早于国债利率的时候。存单利率反映现实，国债利率反映预期，22 年至今的一些顶部阶段，如 23 年 3 月、23 年 12 月，国债收益率见顶时间要早于存单，而底部阶段方面，过去经济调整期利率曲线往往陡峭化，即期限利差往往出现上行，另外在拐点时存单利率见底也有早于国债底部的时候，比如在 22 年 8 月、23 年 8 月。

近期存单利率出现明显上行，1/17 为 1.70%，并且高于 10 年期国债收益率的 1.66%，存单利率与 10 年期国债利率出现倒挂。1 月 10 日，中国人民银行公告，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。

倒挂不是常态，过去往往发生在利率上行期至顶部阶段。本轮利率曲线扁平化，近期由于资金利率的波动更是出现了倒挂，而倒挂这一现象大多数时候出现在利率上行期，利率下行期方面，20 年至今仅在疫情第一波爆发时出现过。

图 7：存单利率 24 年下行幅度达到过去 5 年最高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：同业存单利率变动与 10 年期国债具有高相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

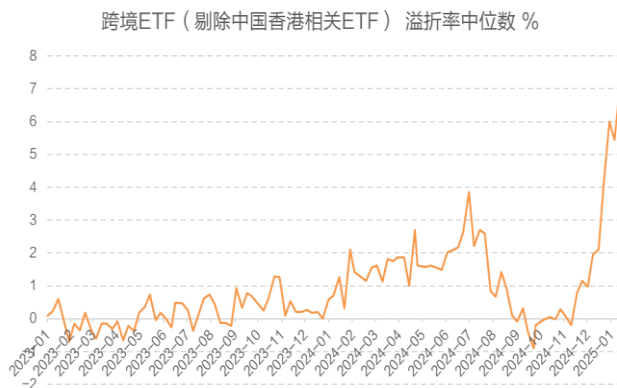
1.3. 跨境 ETF 的溢折率上行往往发生在行情调整期

AH 市场方面，上周也录得不错的市场涨幅，小市值领涨 A 股。恒生、恒科周涨幅分别达到 2.73%、5.13%，北证 50、万得微盘股指数、科创 200、中证 2000 领涨，周涨幅分别为 9.63%、6.33%、6.17%、5.70%，深圳成指、上证综指、上证 50 周涨幅分别为 3.73%、2.31%、0.87%。

从 11 月底开始跨境溢折率中位数开始走阔，至 1/17 已经创下 23 年以来的新高，超过 7%。并且成交额在近两周也持续扩大，过去两周的周成交额分别达到 1600、1885 亿元。

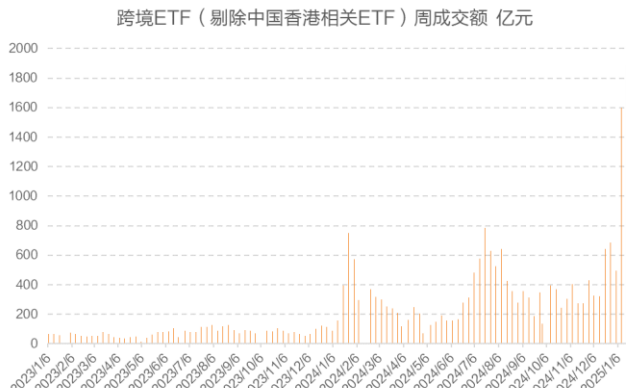
跨境 ETF 溢折率上行的背后可能是热钱在 A 股市场的赚钱效应低迷时涌入，而当行情转向以后，这批热钱同样也会是市场趋势的推动力量。ETF 溢折率上升表示二级市场交易价格相对基金份额参考净值的比值上升，ETF 存在溢价，而 ETF 持续存在溢价，则表明二级市场一定程度上认可其价值，这可能是当时 A 股市场的赚钱效应周期、情绪周期下行，市场缺乏机会，部分热钱涌入跨境 ETF。另外，从过去经验上看，溢折率难以持续维持在高位，比如说在 24 年 9 月溢折率一度跌至负值。因此当溢价率上行到高位时，要警惕溢价风险。在 A 股市场启动以后，这批热钱或将会是行情的助推器。

图 9：跨境 ETF 溢折率中位数超过 7%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：跨境 ETF 成交额过去一周超过 1800 亿



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 国内：2024 年全年 GDP 增长 5%

2.1. 2024 年 GDP 同比增加 5%，第四季度 GDP 增长 5.4%

2024 年 Q4GDP 当季同比 5.4%，预期 5.07%，前值 4.6%，整体看，2024 年全年国内生产总值按不变价格计算同比增长 5%。

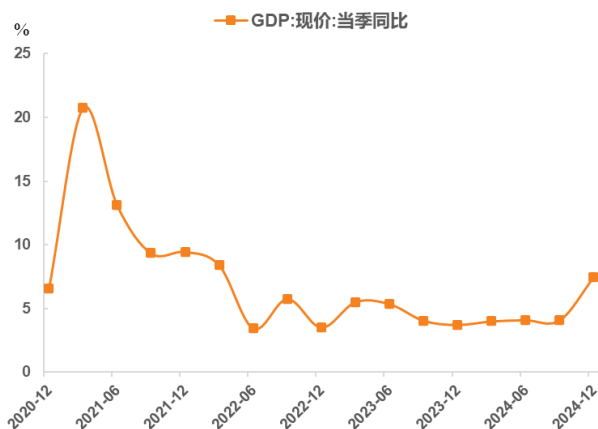
分项来看，第一、二、三产业均修复。一产、二产、三产 Q4 当季同比增速为 3.7%、5.2%、5.8%，环比变化 0.5、0.6、1 个百分点。累计同比分别为 3.5%、5.3%、5%，环比变化 0.1、-0.1、0.3 个百分点。

图 11：2024Q4 的 GDP 不变价同比增速为 5.4%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2024Q4 现价当季同比为 7.43%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 12 月 3 大经济数据表现分化，工业、消费超预期回升，投资回落

2024 年 12 月 3 大经济数据表现分化，其中工业、消费高于万得预期，投资回落且低于预期，工业增加值同比 6.2%，预期 5.5%，前值 5.4%，社消同比 3.7%，预期 3.49%，前值 3%，固投增速 3.2%，前值 3.3%，预期 3.38%。

图 13：12 月 3 大经济数据表现分化，其中工业、消费高于万得预期，投资回落且低于预期

(%)		较前值	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
生产	工业增加值	0.80	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	4.4	4.8	4.5	6.1	4.2	1.8	6.7
	固定资产投资	-0.10	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.5	3.8	4.0	4.4	4.8	4.8	0.0
	制造业	-0.10	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	7.5	7.7	7.8	8.0	8.4	8.7	0.0
	房地产	-0.20	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-9.4	-9.0	-8.7	-8.0	-7.7	-7.4	0.0
需求	基建	-0.20	9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.8	8.9	8.1	8.8	9.8	10.6	0.0
	社会消费品零售	0.70	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.6	2.5	8.1	10.1	6.8	4.5	0.0
	出口 (人民币)	5.20	10.9	5.7	11.2	1.5	8.2	-1.6	0.7	4.9	10.0	7.0	7.3	2.8
进口 (人民币)	6.10	1.3	-4.8	-3.8	-0.6	-0.3	-0.5	-1.8	3.3	4.9	3.6	3.4	0.8	
(当月值, %)		较前值	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
就业	调查失业率	0.10	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2
	16—24岁人口		0.0	16.1	17.1	17.6	18.8	17.1	13.2	14.2	14.7	15.3	15.3	14.6
	25—29岁人口		0.0	6.7	6.8	6.7	6.9	6.5	6.4	6.6	7.1	7.2	6.4	6.2
	30—59岁人口		0.0	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	4.1	4.2	4.1
景气	制造业PMI	-0.20	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2
	CPI同比	-0.10	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8
通胀	PPI同比	0.20	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5
	社融同比	0.20	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3	8.7	9.0	9.5
信用	M2同比	0.20	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7
	M1同比	2.30	-1.4	-3.7	-6.1	-7.4	-7.3	-6.6	-5.0	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：0.0 代表未披露）

2.2.1. 工业生产同比回升且高于预期

12月工业生产同比回升，读数高于预期，环比回升。2024年12月工业增加值同比增长6.2%，前值5.4%，预期5.5%。

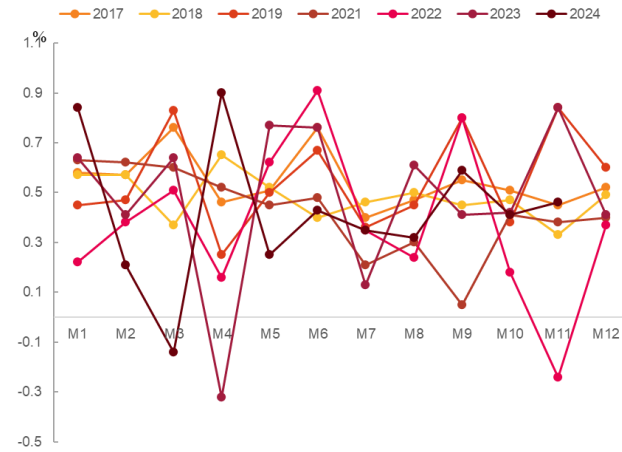
制造业回升，电燃水、采矿业回落。采矿业、制造业、电燃水12月同比为2.4%、7.4%、1.1%，前值4.2%、6%、1.6%。12月累计同比则为3.1%、6.1%、5.3%。另外，高技术产业增速回落，12月同比7.9%，前值7.8%。

图 14：工业增加值12月同比增速为 6.2%



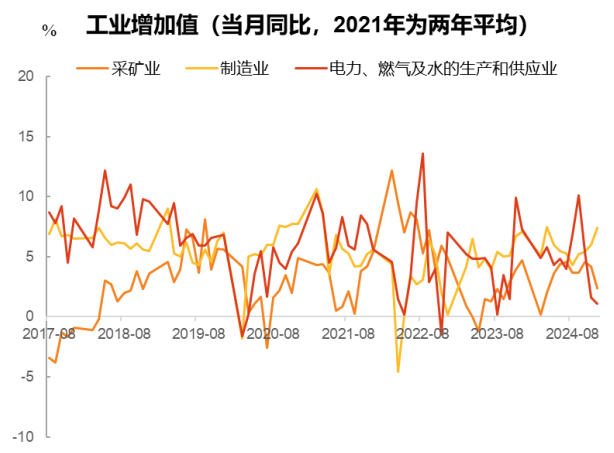
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：12月工业增加值环比为 0.64%



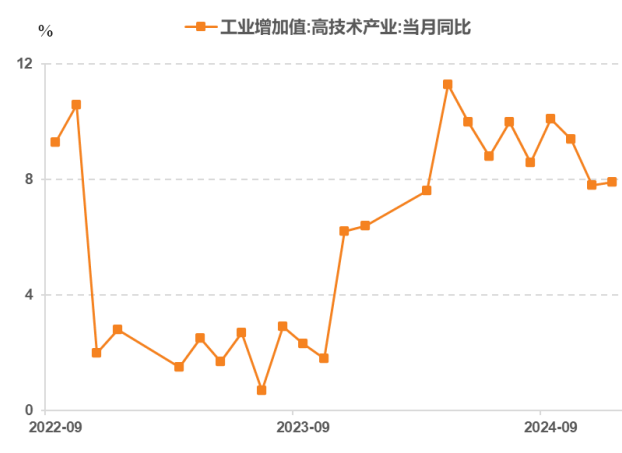
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：工业增加值分项中制造业上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：高技术产业12月同比小幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 社消 12月同比回升，环比回落

2024年12月城镇调查失业率回升至5.1%。统计局自2023年12月起开始公布不含在校生的分年龄段劳动力调查失业率数据。

图 18：12 月城镇调查失业率报 5.1%

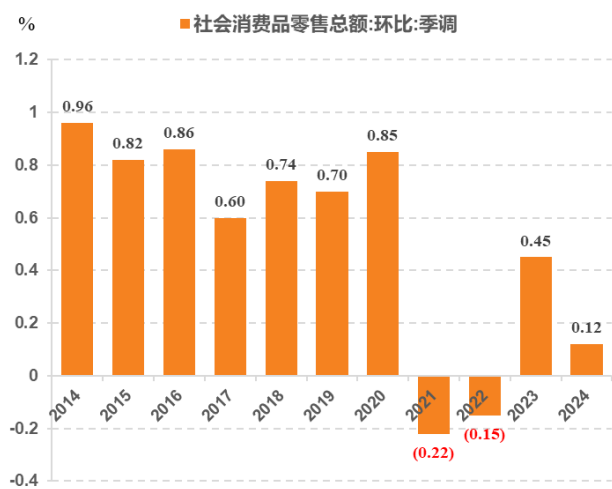


资料来源：Wind，天风证券研究所

社消 12 月同比回升，环比回落。2024 年 12 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，前值 3%，预期 3.49%。12 月季调环比报 0.12%，前值 0.23%，另外，从分项来看，商品、餐饮消费 12 月同比分别为 3.9%、2.7%，11 月同比为 2.8%、4%。

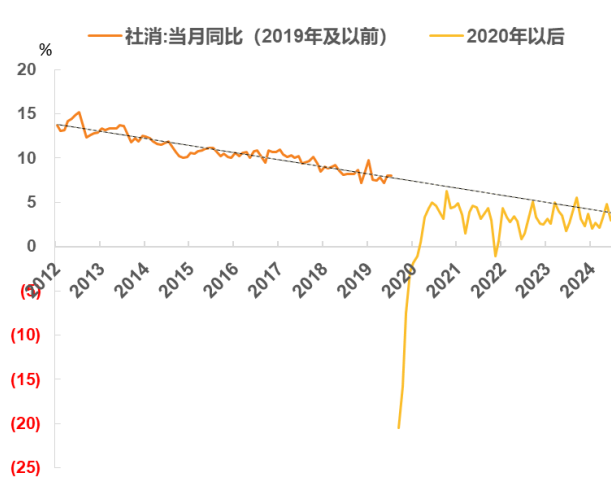
多数分项累计增速相对 2023 年累计增速回落。限额以上企业商品零售总额 12 月累计同比 2.7%，11 月为 2.5%，多数分项累计增速相对 2023 年累计增速回落。2024 年 12 月增速较高的细分品类主要有家用电器音响器材、体育娱乐用品、粮油食品、通讯器材，累计同比分别为 12.3%、11.1%、9.9%、9.9%，拖累项主要为金银珠宝、建筑装潢材料，累计同比为 -3.1%、-2%。

图 19：12 月社消季调环比为 0.12%



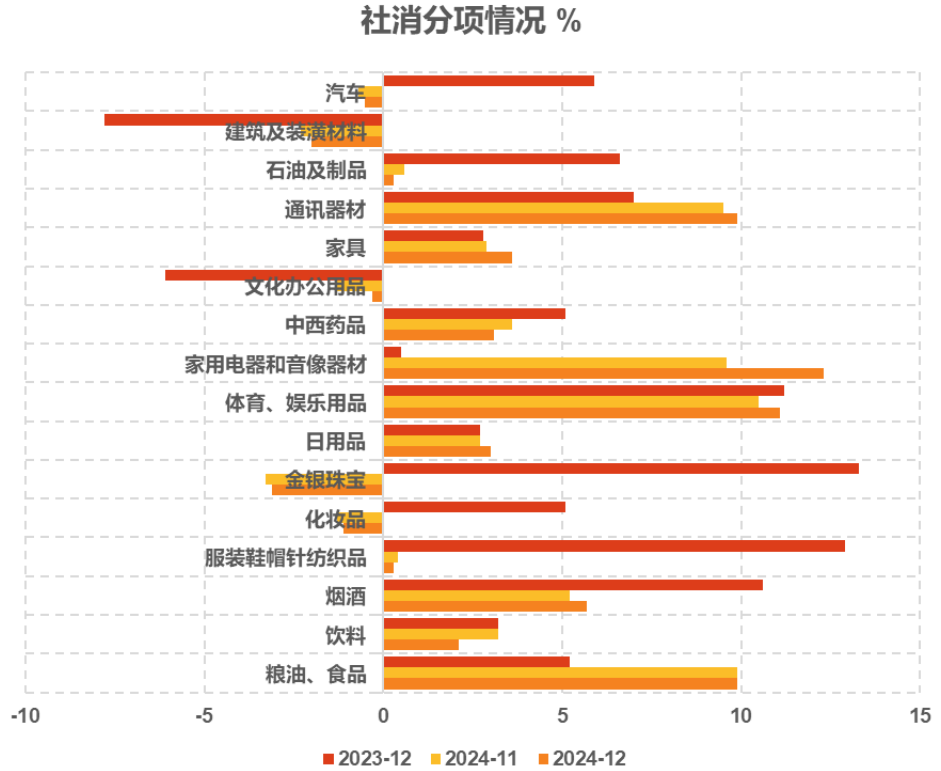
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：12 月考虑基数效应的社消增速仍在趋势线之下



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：多数分项累计增速相对 2023 年累计增速回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.1. 投资同比回落，环比回升

整体投资 12 月小幅回落。2024 年 12 月固定资产投资累计同比增速为 3.2%，11 月为 3.3%，12 月季调后环比为 0.33%，前值 0.09%。

12 月地产回落。分项上来看，广义基建、狭义基建、制造业、房地产 12 月累计同比增速为 9.19%、4.4%、9.2%、-10.6%，较前值分别变化-0.2、0.2、-0.1、-0.2pct，狭义基建回升，其余分项均回落。

图 22：12 月投资分项分化

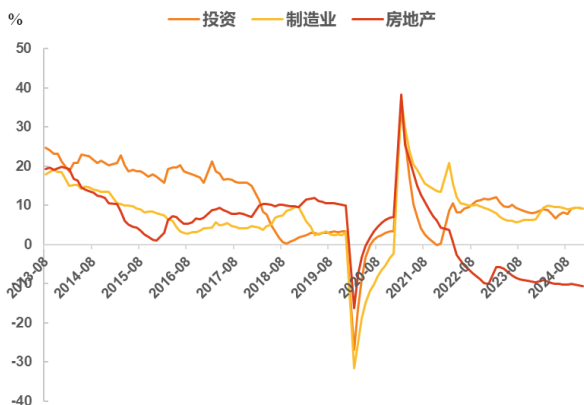
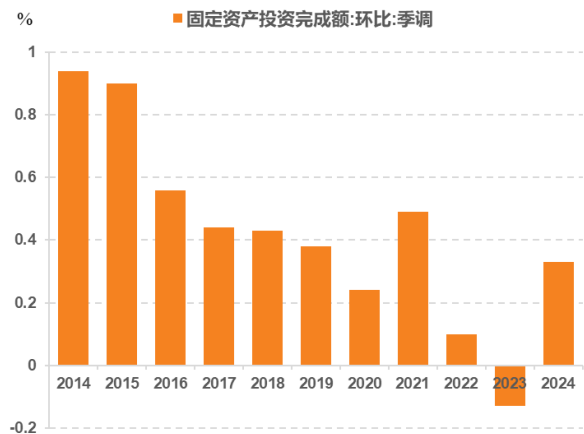


图 23：12 月固投季调环比增速为 0.33%

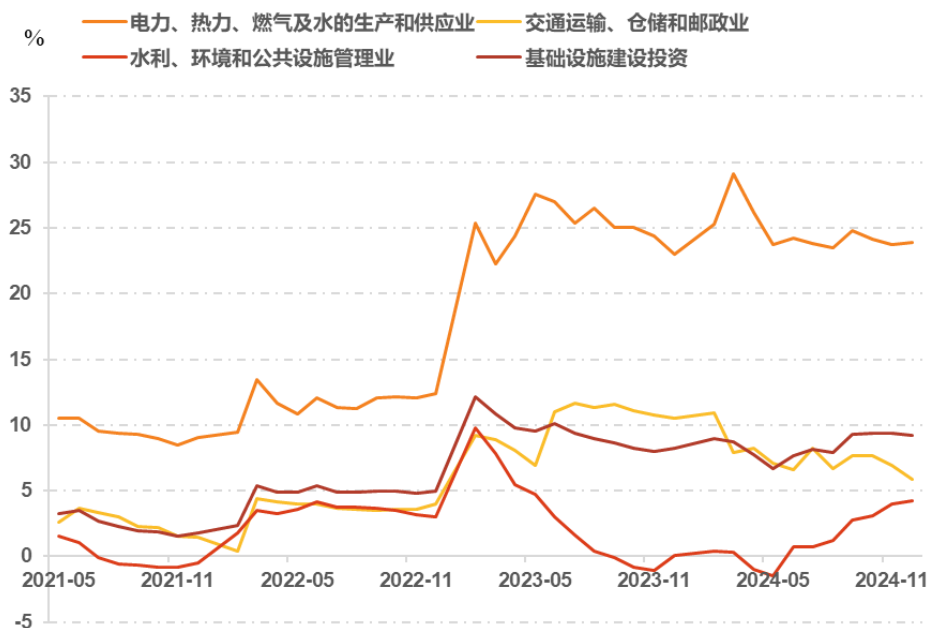


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

基建各分项增速多数回升，基建三大分项累计同比除交通运输仓储和邮政业外均回升，电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业同比增速为 23.9%、4.2%，均环比回升 0.2 个百分点，交通运输仓储和邮政业累计同比增速为 5.9%，环比回落 1 个百分点。

图 24：基建各分项增速多数回升

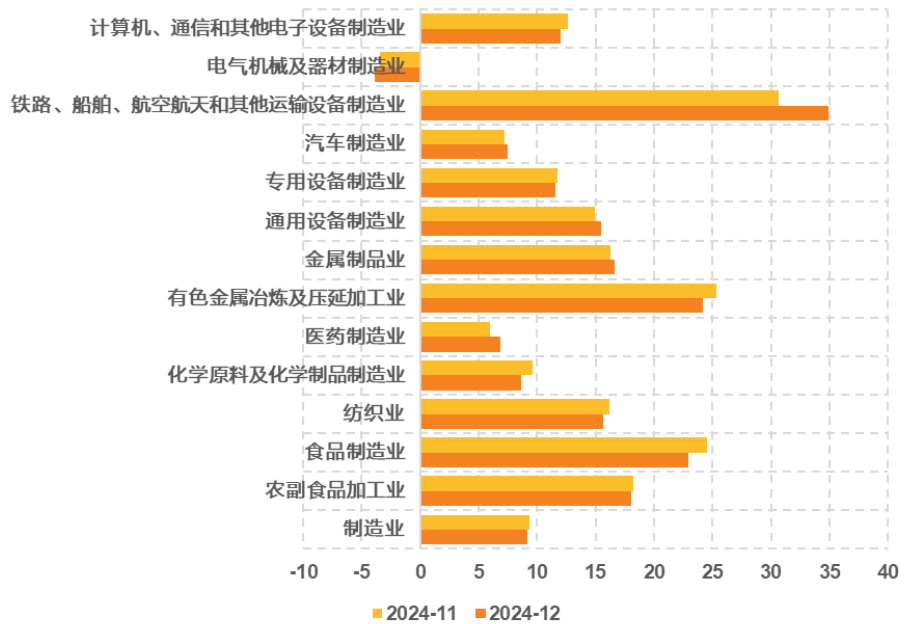


资料来源：Wind，天风证券研究所

制造业投资中分项分化。目前公布的制造业主要分项（共 13 个）2024 年 12 月累计同比增速数据中，5 个分项回升，包括铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、通用设备制造业等，8 个分项回落，包括食品制造业、化学原料及化学制品制造业等。

图 25：制造业主要分项累计同比增速情况

制造业投资分项累计同比%

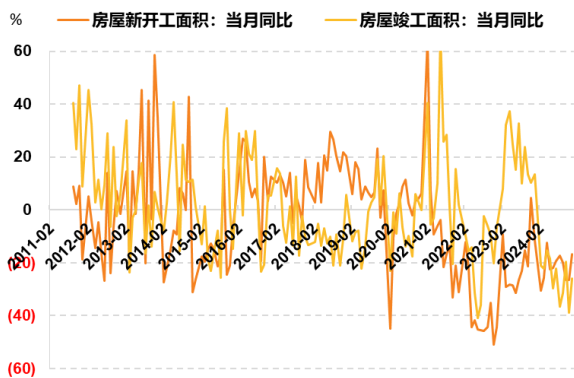


资料来源: Wind, 天风证券研究所

12月竣工面积、新开工面积同比均跌幅收窄。12月竣工面积累计同比、当月同比分别为-27.7%、-26%，环比变动-1.5、12.9个百分点。房屋新开工面积当月同比为-16.9%，前值-26.5%，累计同比为-23%，前值持平。

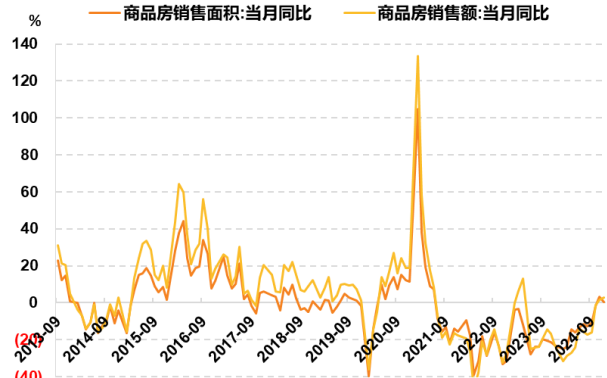
商品房销售额同比仍然为正。12月商品房销售面积、销售额累计同比为-12.9%、-17.1%，环比回升1.4、2.1个百分点；当月同比仍然为正，为0.36%、2.84%，较上月变化-2.89、1.45个百分点。

图 26：12 月竣工面积、新开工面积同比均跌幅收窄



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27：12 月商品房销售额同比仍然为正



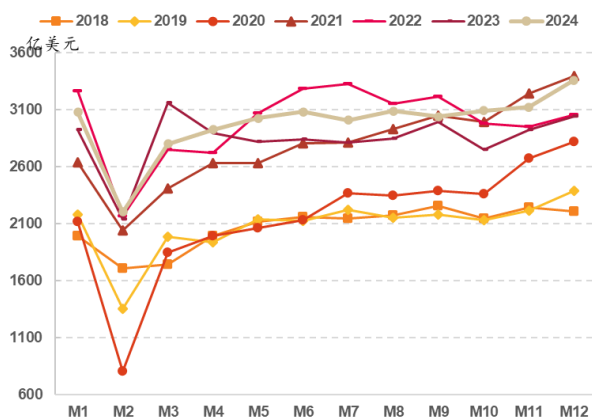
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 12 月出口、进口增速均回升

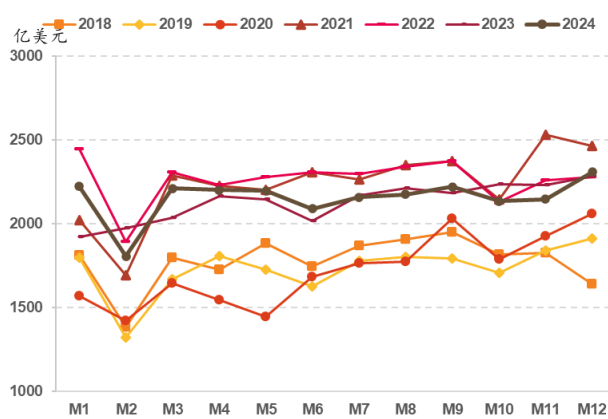
2024 年 12 月出口、进口增速均回升。中国 12 月出口（以美元计价）同比升 10.7%，前值升 6.6%；进口升 1%，前值降 1%；贸易顺差 1048 亿美元，前值 973 亿美元。

图 28：12 月出口金额高于 2018-2020、2022-2023 年同期水平

图 29：12 月进口金额高于 2022-2023 年同期水平

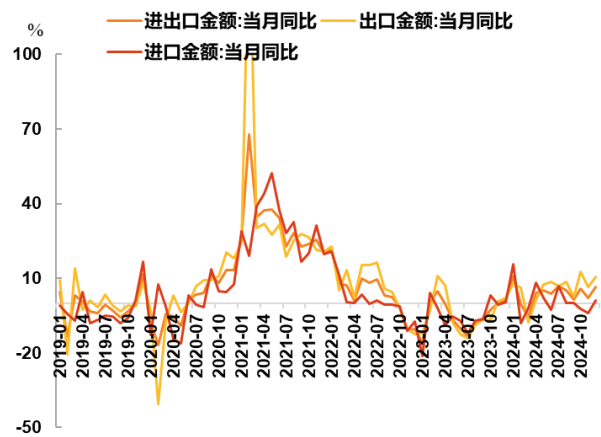


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 12 月出口增速回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

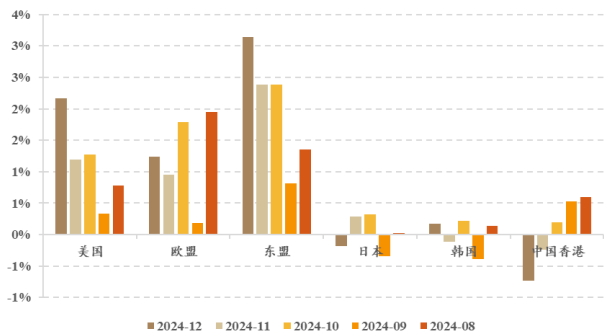
分贸易国别来看, 美国、欧盟、东盟、日本、韩国 2024 年 12 月对整体出口增速的拉动效应, 分别为 2.17%、1.24%、3.14%、-0.18%、0.17%, 11 月贡献率则分别为 1.2%、0.95%、2.38%、0.29%、-0.11%。

进口方面, 2024 年 12 月日本、韩国、东盟进口回升, 韩国、东盟累计进口同比增速为正。美国、俄罗斯、欧盟、日本、韩国、东盟进口额增速 1-12 月累计同比为 -0.1%、0%、-4.4%、-2.6%、12.4%、2%。

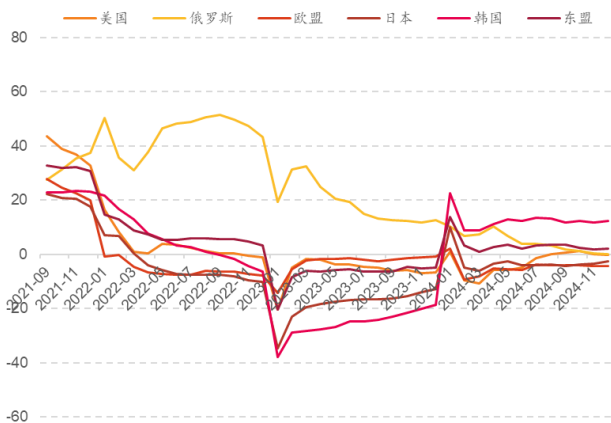
图 31: 各国各地区对出口的拉动效应变化情况

图 32: 主要国家/地区中韩国、东盟累计进口同比增速为正

分国别分地区对出口同比增速的拉动



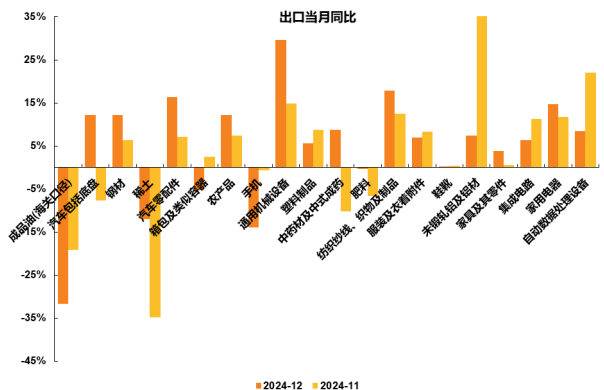
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (单位: %)

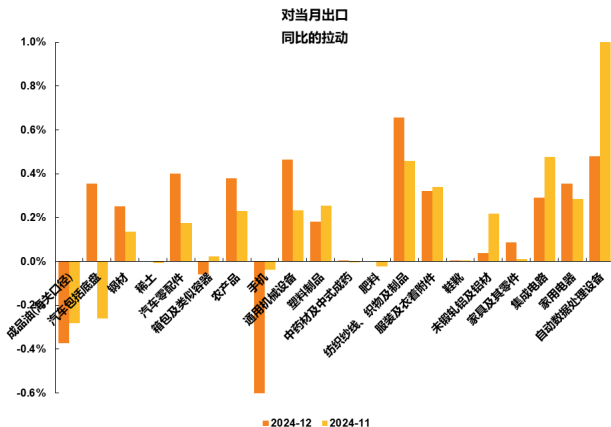
出口方面, 2024 年 12 月商品同比表现分化, 同比及同比拉动来看, 1) 电子信息产品类表现分化, 机电产品、高新技术产品、自动数据处理设备同比报 12.8%、4.9%、8.5%, 11 月同比为 10%、8%、22%。2) 汽车(包括底盘)出口回升, 12 月同比 12.1%, 11 月同比-7.7%, 出口拉动贡献值为 0.36%, 前值-0.26%。3) 资源品出口表现分化。成品油、钢材、未锻轧铝及铝材同比-31.8%、12.2%、7.3%, 11 月同比-19.2%、6.4%、40.4%, 出口拉动贡献值分别为-0.37%、0.25%、0.04%, 前值-0.28%、0.14%、0.22%。4) 下游消费品普遍回落。鞋靴、箱包、服装 12 月同比 0.2%、-5.3%、7%, 11 月同比 0.5%、2.4%、8.2%, 出口拉动贡献值分别为 0.00%、-0.06%、0.32%, 前值 0.01%、0.02%、0.34%。

图 33: 12 月商品同比表现分化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

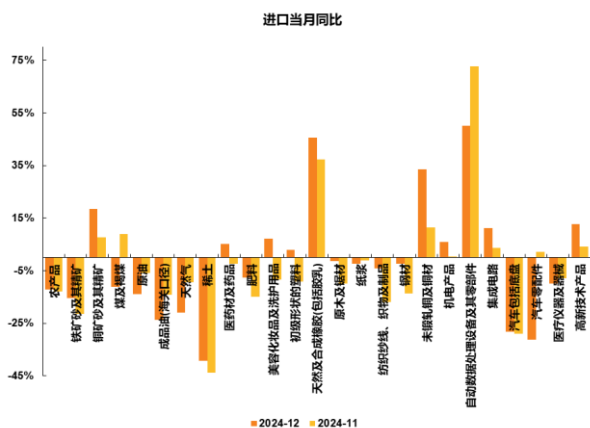
图 34: 下游消费品普遍回落



资料来源: Wind, 天风证券研究所

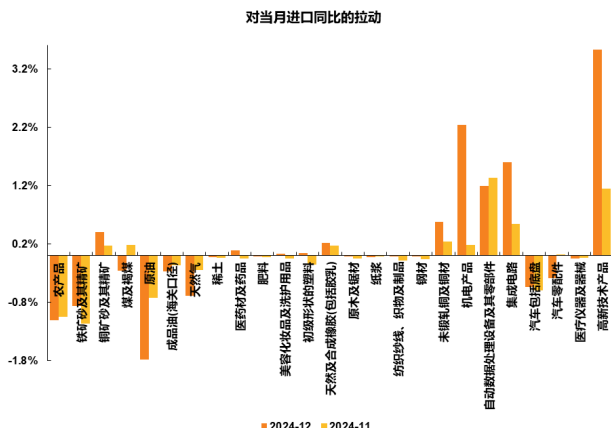
进口方面, 2024 年 12 月商品表现分化。从同比及同比拉动来看, 1) 电子信息产品类多数回暖, 机电产品、高新技术产品、集成电路、自动数据处理设备同比报 5.9%、12.7%、11.2%、50.2%, 11 月同比 0.5%、4.1%、3.8%、72.7%, 进口拉动贡献值为 2.24%、3.53%、1.6%、1.19%, 前值 0.19%、1.15%、0.55%、1.34%。2) 大宗商品表现分化, 稀土、铜矿砂同比-39.3%、18.4%, 11 月报-43.7%、7.6%, 原油、成品油金额同比-13.8%、-23.6%, 11 月同比-5.8%、-14.1%, 铁矿砂、煤及褐煤同比-15.4%、-11.1%, 11 月同比为-21.4%、8.9%; 3) 农产品金额同比-12.2%, 前值-12.9%。

图 35：进口方面，12 月商品表现分化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：电子信息产品类多数回暖



资料来源：Wind，天风证券研究所

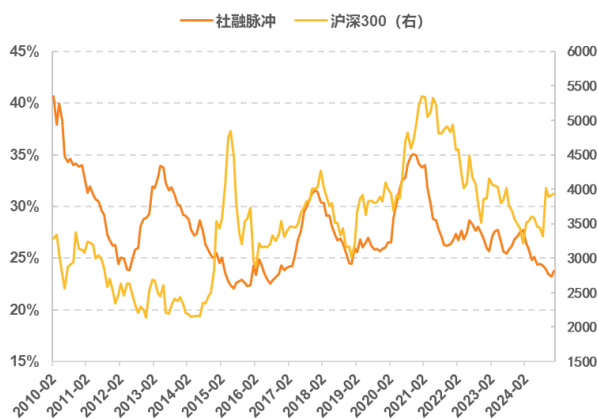
2.4. 社融脉冲小幅回升，新增人民币贷款少增收窄

2024 年 12 月社融规模增量为 2.85 万亿元，比上年同期多 9181 亿元，社融存量同比 8%。社融脉冲小幅回升，社融脉冲指数由 11 月的 23.23% 回升至 12 月的 23.76%。新增社融的同比变化结构中，新增政府债同比回升，同比增 8242 亿元，表外三项同比回落但仍然为正，新增人民币贷款少增收窄，同比减 2690 亿元。

信贷结构方面，企业中长贷同比少增走阔，居民中长贷同比回升。12 月金融机构新增人民币贷款同比减少 2690 亿元，居民新增贷款同比转正。分项方面，1) 居民短贷同比减少 171 亿元，上个月为减少 964 亿元，中长贷同比增加 1538 亿元，上个月为增加 669 亿元，居民中长贷 TTM 同比增速报-11.76%，前值-19.08%；2) 企业方面，票据同比增加 3003 亿元，前值为减少 869 亿元，企业短贷同比增加 435 亿元，上个月为减少 1805 亿元，中长贷同比减少 8212 亿元，上个月为减少 2360 亿元，企业中长贷继续下行，TTM 同比报-25.72%，前值-21.69%。

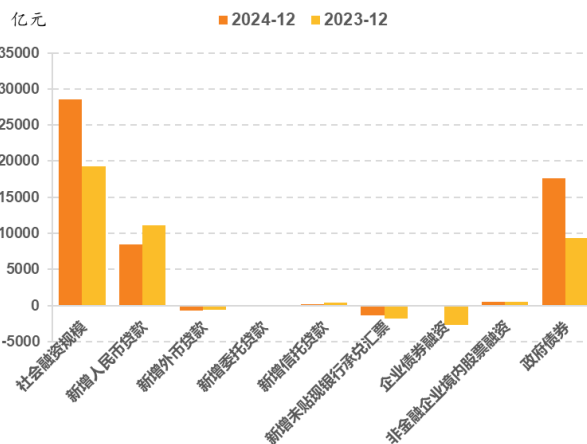
社融-M2 的剪刀差持平为 0.7%，反映超额流动性维持稳定。12 月 M1 增速为-1.4%，前值-3.7%，M2 增速为 7.3%，前值 7.1%，社融同比增速为 8%，前值 7.8%。M1-M2 剪刀差为-8.7%，前值-10.8%。

图 37：2024 年 12 月社融脉冲升至 23.76%



资料来源：Wind，天风证券研究所

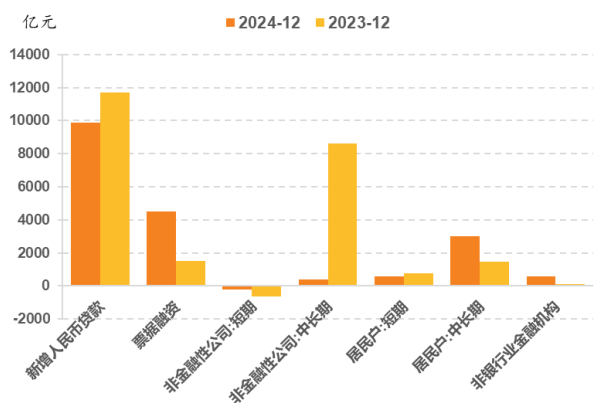
图 38：社融同比结构中新增人民币贷款少增收窄



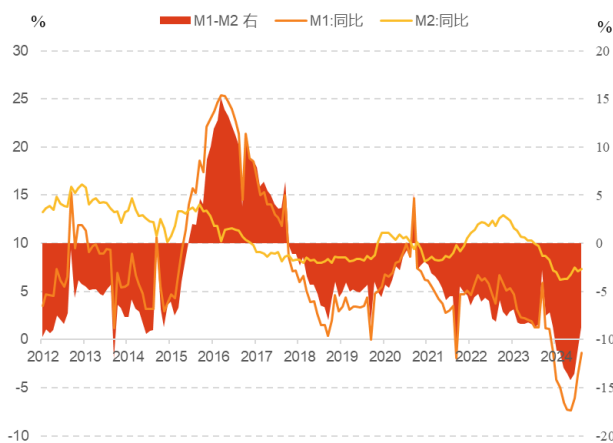
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：新增人民币贷款少增收窄

图 40：M1 收窄，M2 回升，M1-M2 剪刀差收窄至 8.7%



资料来源: Wind, 天风证券研究所



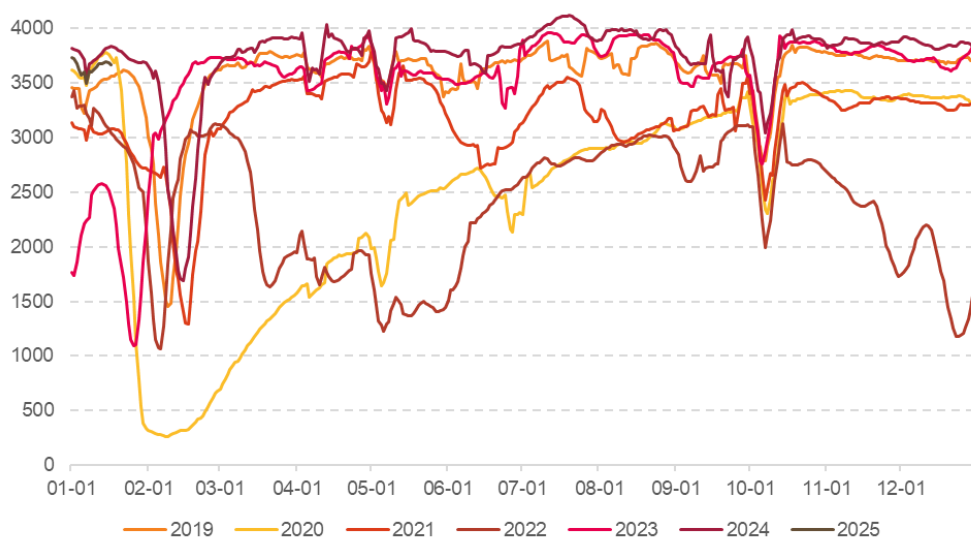
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 交运高频指标跟踪

截至 2025/1/17, 一线城市地铁客运量 (MA7) 报 3659 万人次, 较上周五的 3619 万人次回升。

图 41: 一线城市地铁客运量

一线城市地铁客运量: 万人次(MA7)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

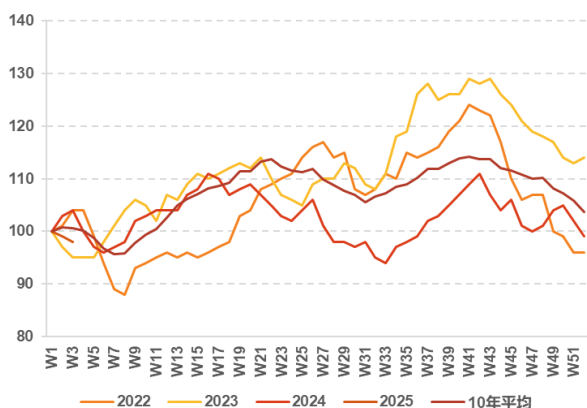
2.6. 普林格同步高频指标跟踪

2.6.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/1/19，工业生产腾落指数为 118，1/12 为 119。从分项上看，甲醇、纯碱回升，山东地炼、轮胎、唐山高炉回落。（水泥数据滞后，当期记为 0，涤纶长丝数据本期末更新，记为 0）

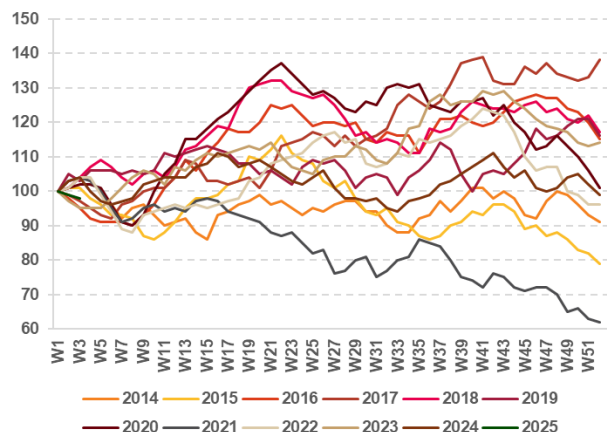
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 42：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.7. 国内政策跟踪

本期关注重点：商务部等 4 部门办公厅发布关于做好 2025 年家电以旧换新工作的通知；央行回应暂停购买国债；《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》公布。

图 44：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年1月13日	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	推出冰雪旅游、避暑避暑旅居等特色旅游产品，打造“跟着演出去旅行”、“跟着影视去旅行”、“跟着赛事去旅行”品牌，增开旅游列车。开发时尚国潮产品，打造国货“潮牌”、“潮品”。优化入境旅游政策，用足用好现有过境免签政策和区域性入境免签政策，丰富入境旅游产品供给，开展“你好！中国”国家旅游形象推广，优化离境退税服务，推广“即买即退”措施。
2025年1月13日	商务部等4部门办公厅关于做好2025年家电以旧换新工作的通知	各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、净水器、洗碗机、电饭煲、微波炉12类家电产品给予补贴。补贴标准为上述产品最终销售价格的15%。
2025年1月14日	国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，央行回应暂停购买国债	人民银行加强了宏观审慎管理，多次提示风险，强化市场监管，并且在一级市场发行较少的时间段，暂停在二级市场买入操作，转而使用其他工具投放流动性，这样能够避免影响投资者的配置需要，加剧供需矛盾和市场波动，目的就是希望市场能够稳致远。
2025年1月15日	国家发展改革委等部门印发《关于完善数据流通安全治理 更好促进数据要素市场化价值化的实施方案》的通知	建立健全数据流通安全治理机制，提升数据安全治理能力，促进数据要素合规高效流通利用，释放数据价值。到2027年底，规则明晰、产业繁荣、多方协同的数据流通安全治理体系基本构建，数据合规高效流通机制更加完善，治理效能显著提升，为繁荣数据市场、释放数据价值提供坚强保障。
2025年1月15日	李强签署国务院令公布《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》	明确中介机构的收费原则。规定中介机构应当遵循市场化原则，根据工作量、所需资源投入等因素合理确定收费标准；证券公司保荐业务、会计师事务所审计业务不得以股票公开发行上市结果作为收费条件，律师事务所应当根据国务院司法行政部门关于律师服务收费的相关规定收费。
2025年1月16日	商务部新闻发言人就国内有关芯片产业反映自美进口成熟制程芯片低价冲击国内市场事答记者问	国内有关芯片产业反映，一段时间以来，拜登政府对芯片行业给予了大量补贴，美企业因此获得了不公平竞争优势，并对华低价出口相关成熟制程芯片产品，损害了中国国内产业的合法权益。中国国内产业的担忧是正常的，也有权提出贸易救济调查申请。对于国内产业的申请及诉求，调查机关将按照中国相关法律法规，遵循世贸组织规则进行审查，并将依法启动调查。
2025年1月17日	国务院总理李强主持召开国务院常务会议	研究促进就业有关政策措施，听取优化基层医疗卫生机构布局建设情况的汇报，研究高等教育综合改革试点工作。要坚持就业优先，加强政策支持、培训赋能、服务助力，努力促进高质量充分就业。要加力就业岗位挖潜扩容，聚焦先进制造、服务消费、民生保障等重点领域，推进实施岗位开发计划，提升经济发展的就业带动力。要着力提升基层基本医疗服务水平，健全临床科室设置和医疗设备配备，扩大基层用药种类，加强医务人员培训，提升慢性和常见病的预防、治疗、康复能力。

资料来源：中国政府网，发改委、国新办官网，新华网，天风证券研究所

3. 国际：美国 12 月核心通胀略低于预期

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

普京签令征召预备役公民参加 2025 年军事集训。据俄新社当地时间 1 月 16 日报道，俄罗斯总统普京签令，征召预备役公民参加 2025 年军事集训。这一措施旨在确保预备役人员保持状态，并提高其军事技能，是俄罗斯加强国家安全和防御体系的政策组成部分。

美候任国家安全顾问：特朗普和普京的会面“正在准备中”。据美国广播公司(ABC)当地时间 1 月 12 日报道，美国当选总统特朗普任命的国家安全顾问迈克·沃尔茨在接受采访时透露，特朗普和俄罗斯总统普京的会面“准备工作正在进行中”。他还称，从特朗普的角度来看，“如果没有与对方建立某种关系和对话，就无法达成协议。”沃尔茨称，“我们绝对会在未来几个月内建立这种关系和对话。”

乌克兰议会再次批准延长战时状态和总动员令 90 天。据 RBC-乌克兰通讯社报道，当地时间 1 月 15 日，乌克兰最高拉达(议会)投票通过将该国战时状态和总动员令再延长 90 天的法案。据该法案，乌克兰战时状态和总动员期限将在 2 月 8 日到期后延长至 5 月 9 日。乌克兰自 2022 年 2 月 24 日开始实施战时状态，乌克兰总统泽连斯基次日签署了总动员令，此后多次延长。

乌克兰与英国签署“百年伙伴关系”协议。据路透社、乌克兰国家通讯社报道，斯塔默和泽连斯基 1 月 16 日在基辅签署一项“具有里程碑意义”的“百年伙伴关系”协议。协议包括一份条约和一份政治宣言，协议内容包括英国继续向乌克兰提供军事援助、经济援助、医疗支持，加强两国在海上安全合作和无人机技术合作等，以及促进两国在能源、矿产、科技等非军事领域合作。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

欧盟宣布向加沙地带提供 1.2 亿欧元人道主义援助。欧盟委员会当日在一份声明中称，基于欧盟对巴勒斯坦受困民众的长期支持和地区最新事态发展，欧盟决定向加沙地带提供 1.2 亿欧元人道主义援助。后续将与联合国机构和其他人道主义组织合作，尽快将援助送到加沙地带救助对象手中。公告显示，欧盟本轮援助覆盖粮食、医疗、卫生、饮用水、应急住所等，还将提供庇护援助，保护加沙地带弱势群体的安全和尊严。

联合国秘书长访问联黎部队总部，呼吁以色列结束在黎南部行动。据法新社报道，当地时间 1 月 17 日，联合国秘书长古特雷斯抵达位于黎巴嫩南部的联合国驻黎巴嫩临时部队(联黎部队)总部，并与联黎部队司令拉萨罗会面。古特雷斯在联黎部队总部发表讲话，对维和人员的勇气和奉献精神表示感谢。他还表示，以军对黎巴嫩南部的“持续占领”和“军事行动”违反了联合国安理会第 1701 号决议，这样的行动“必须停止”。

加沙停火换俘协议即将生效，以方将按协议释放 737 人。综合《以色列时报》、卡塔尔半岛电视台报道，以色列司法部当地时间 1 月 18 日表示，根据已达成的加沙停火换俘协议第一阶段有关内容，以色列将释放 737 人。停火协议将分三个阶段实施。第一阶段将持续 42 天，主要包括双方人员交换等内容；在第二阶段， Hamas 将释放剩余被扣押人员以换取更多巴勒斯坦在押者获释，以军将全面撤出加沙地带；在第三阶段，各方将主要就加沙地带的战后治理以及重建进行讨论。

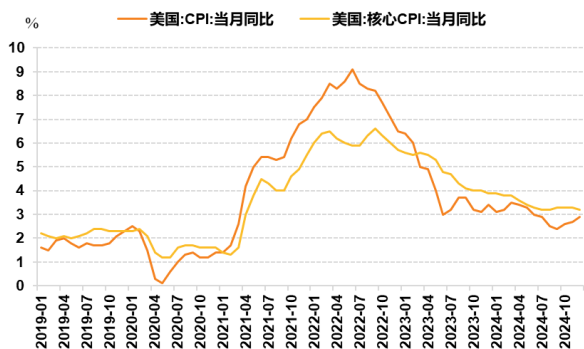
以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 12 月核心通胀略低于预期

美国 12 月核心通胀略低于预期。2024 年 12 月 CPI 同比增长 2.9%，前值 2.7%，预期 2.9%，环比录得 0.4%，前值 0.3%；核心 CPI 同比 3.2%，前值 3.3%，预期 3.3%，环比增长 0.2%，前值 0.3%。

分项看，能源 CPI 环比为 2.6%，前值 0.2%。核心商品 CPI 环比增速 0.1%，前值 0.3%，其中新交通工具价格环比 0.5%，前值 0.6%。核心服务通胀环比为 0.3%，前值持平，其中房租环比 0.3%，前值 0.3%，运输服务和医疗保健环比增速分别为 0.5%、0.1%，前值 0%、0.3%。

图 45：美国 12 月 CPI 同比回升，核心 CPI 下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：美国 12 月 CPI 细分（环比）

指标（单位：%）	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
CPI	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
食品	0.3	0.4	0.2	0.4	0.1	0.2
能源	2.6	0.2	0.0	(1.9)	(0.8)	0.0
核心CPI	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
商品,不含食品和能源类商品	0.1	0.3	0.0	0.2	(0.2)	(0.3)
新交通工具	0.5	0.6	0.0	0.2	0.0	(0.2)
二手汽车和卡车:季调	1.2	2.0	2.7	0.3	(1.0)	(2.3)
服务,不含能源服务	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
收容所（房租）	0.3	0.3	0.4	0.2	0.5	0.4
运输服务（机票）	0.5	0.0	0.4	1.4	0.9	0.4
医疗保健	0.1	0.3	0.3	0.4	(0.1)	(0.2)
教育	(0.9)	(1.1)	(1.1)	(0.7)	(0.4)	0.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

据 CME “美联储观察”，截至 2025/1/18，美联储 2025 年 1 月降息 25 基点的概率为 2.1%，维持现有利率的概率为 97.9%。

图 47：CME 降息概率情况

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%	2.1%	97.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.0%	72.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	6.5%	37.2%	56.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.6%	18.5%	44.6%	34.2%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.9%	22.3%	43.1%	29.2%
2025/9/17	0.1%	1.5%	8.9%	27.1%	39.9%	22.5%
2025/10/29	0.3%	2.6%	11.6%	29.0%	37.3%	19.1%
2025/12/10	0.6%	3.6%	13.7%	30.0%	35.2%	16.9%

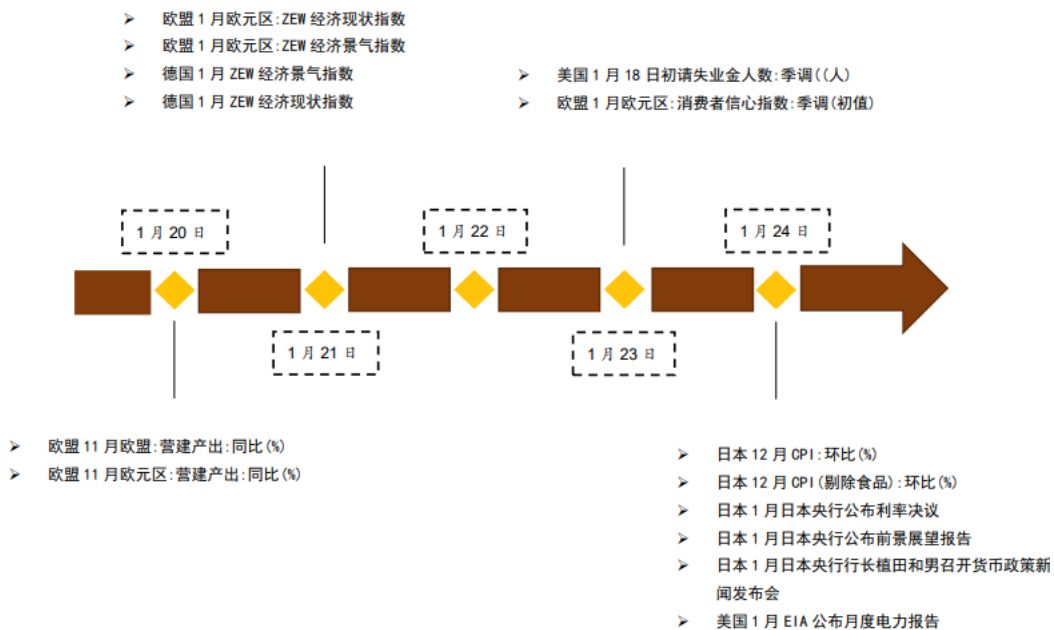
资料来源：CME Group，天风证券研究所

4. 行业配置建议：赛点 2.0 仍在第二阶段拉锯，春节归来攻坚，等待消费“看涨期权”

春耕黄金坑，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况。赛点 2.0 第二阶段，政策驱动与主题轮动，科技主题+低波红利的杠铃行情演绎。以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），三大核心条件都适宜的背景下，我们对消费成为 2025 年一大投资主线不悲观，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 48：重点大事前瞻



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com