

## 迎来变局时刻

报告日期： 2025-01-19

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

### 相关报告

1. 策略周报《外部扰动敏感期，高股息有望进一步强化》2025-01-12
2. 策略周报《节前高股息占优》2025-01-05
3. 策略月报《扰动与对冲》2024-12-30
4. 策略周报《配置迎变局，重视高股息》2024-12-22

### 主要观点

● 市场处于转换变局时刻。内部经济基本面延续弱势，对政策发力依赖度依然较高，关注一季度“开门红”进展情况。外部特朗普就职后关税相关的举措力度可能弱于其竞选口号、美债利率从高位回落等外部风险逐步缓释，对A股形成一定支撑。但同时需关注特朗普就职后“黑天鹅”举措以及国际地缘政治等方面可能引发超预期风险。因此，配置上可以考虑从先前的防御抱团逐步向追求弹性过渡。维持高股息配置不变，逐步增加低估值景气催化品种和有业绩支撑的成长科技品种。

● 市场观点：转换变局时刻，可预期的关税、美债等风险在缓释，但也需要一定程度防范“黑天鹅”风险。

特朗普正式就职前后，可能引发新一轮政策预期变化。从外部看，特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号，并且当前市场对于特朗普可能在出口关税等领域已有较为充分的预期，同时美债利率从高位回落。因而，外部风险有望缓释支撑A股，但特朗普正式就职前后，存在一定的“黑天鹅”风险，可能引发新一轮预期变化，对市场产生扰动，需密切关注。

从内部看，2024 四季度 GDP 增速好于市场预期，但外需延续较高景气、对美“抢出口”等拉动工业生产回暖是主要原因，内需对政策依赖度依然较高，仍需新一轮政策发力提振市场风险偏好或带动基本面明显改善。

**市场热点 1：如何看待特朗普就职可能的影响？**从近期表现看，特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号，并且当前市场对于特朗普可能在出口关税等领域已有较为充分的预期。同时，随着 12 月美国通胀符合预期、通胀压力缓解，带动美债利率从高位回落，外部风险有所缓释。但特朗普正式就职前后，存在一定的“黑天鹅”风险，可能引发新一轮预期变化，进而对 A 股产生扰动，需密切关注。

**市场热点 2：如何看待 12 月各项宏观经济数据？**2024 四季度 GDP 增速大幅回升至 5.4%、好于市场预期。但从数据上看，外需延续较高景气、对美“抢出口”等拉动工业生产回暖是主要原因，内需对政策依赖度依然较高、内生复苏未见加速迹象。总的看，基本面难以对 A 股形成强支撑，仍需新一轮政策发力提振市场风险偏好或带动基本面明显改善。

● 行业配置：逐步从防御抱团转为追求弹性

市场有所企稳，后续随着特朗普就职后中美关系尤其是经贸关系逐渐明朗，节后市场有望重新回归对政策的预期，行情有望企稳并逐步展开反弹。相对应地，配置思路也将从前期的防御避险转变为对 2 月机会的积极布局，当前正处于转换过渡期，可考虑在持有高股息的同时，逐步增加对成长科技弹性板块的配置，同时景气有望改善的部分消费品也值得配置。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：如何看待本周以传媒为代表的成长行情？**美国 TIKTOK 禁令持

续发酵，热点催化剂事件带动传媒、商贸零售、计算机等相关板块上涨。我们认为，一是禁令事件仅属于美国制裁带来催化效用，而不是技术型创新驱动，因此对于行情以及估值的拉动作用有限；二是不确定性风险即将于近期落地，催化剂的持续时间有限，待最终结果清晰后热度将出现回落，后续需要重点关注相关板块超涨后可能出现的回调风险。

**配置热点 2：为何成长板块整体表现较好但龙头股却出现大幅波动？** 本周以 TMT 为代表的成长行业整体涨幅靠前，但部分板块中的龙头个股却出现了较大幅度的调整，我们认为一是由于部分个股公布了 2024 年业绩预告，业绩符合市场预期但存在预期兑现后资金调整等交易性影响因素；二是个人投资者潜在交易热情仍存，在催化剂事件的带动以及风险偏好改善的情况下得以快速释放，在个人投资者做多意愿较强的背景下，市场仍体现出上涨行情中小盘风格占优的结构。后续在没有业绩持续支撑前，高估值的成长板块若想维持高位需要不断的产业类催化来加强。

**配置热点 3：节前高股息仍可以作为防守端继续进行配置。** 当前市场核心矛盾在于：一是特朗普即将上台，其关税加征政策落地的力度与节奏尚未最终落地；二是国内经济基本面的改善程度仍不足以对 A 股形成支撑；三是当前市场对政策积极发力的依赖度仍然较高，后续需要更多的积极政策信号，但目前正处于传统政策空窗期，宏观政策预期尚未形成广泛共识。节前市场从先前的单边下跌逐步进入了震荡加剧的状态。市场形成上涨共识可能仍需等待特朗普的政策落地和市场重新凝聚对“两会”等政策预期。春节前风险偏好的改善仍然存在一定不确定性，高股息仍可以作为防守端进行配置。

#### ● 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：外部风险有望缓释.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待特朗普就职可能的影响？.....	4
1.2 市场热点 2：如何看待 12 月各项宏观经济数据？.....	4
2 行业配置：逐步从防御抱团转为追求弹性.....	8
2.1 配置热点 1：如何看待本周以传媒为代表的成长行情？.....	8
2.2 配置热点 2：为何成长板块整体表现较好但龙头股却出现波动？.....	9
2.3 节前高股息仍可以作为防守端继续进行配置.....	11
2.4 逐步从防御抱团转为追求弹性.....	12
风险提示：.....	13

## 图表目录

图表 1 “以旧换新”叠加商品房销售改善，地产下游消费表现较好.....	5
图表 2 可选消费品中，通讯器材类受益于政策扩围提升明显.....	5
图表 3 固定资产投资三大分项增速整体变化不大.....	5
图表 4 “止跌回稳”带动地产分项数据有所改善.....	5
图表 5 “抢出口”带动工业增加值环比强于制造业 PMI.....	6
图表 6 建筑类商品产量增速持续改善，或指向 2025Q1 基建再度发力.....	6
图表 7 企业新增信贷依然偏弱，社融支撑源自于政府债.....	7
图表 8 12 月居民中长贷维持同比多增.....	7
图表 9 年末出口增速再度走强.....	7
图表 10 12 月出口主要贡献来自于纺服、汽车和自动数据处理设备.....	7
图表 11 成长板块中的龙头个股表现偏弱.....	10
图表 12 本周上涨行情中小盘风格仍然占优.....	11

# 1. 市场观点：迎来变局时刻

## 1.1 市场热点 1：如何看待特朗普就职可能的影响？

**我们的观点：**从近期国内外观察，特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号，并且当前市场对于特朗普可能在出口关税、科技等领域的举措已有较为充分的预期。同时，随着 12 月美国通胀符合预期、通胀压力缓解，带动美债利率从高位回落，外部风险有所缓释。但同时需关注特朗普就职后“黑天鹅”举措以及国际地缘政治等方面可能引发超预期风险，进而扰动 A 股。

特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号，外部风险有所缓释。近期，外部风险有所缓释支撑 A 股。①特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号。一方面，特朗普团队表示将采取“逐月提高”的方式加征关税作为谈判筹码，或表明其关税政策实施在节奏上弱于其竞选口号。另一方面，1 月 17 日中美两国元首再次通话，两国元首就乌克兰危机、巴以冲突等共同关心的重大国际和地区问题交换意见，并同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。②12 月美国通胀符合预期、通胀压力缓解，带动美债利率从高位回落。1 月 17 日，IMF 在全球经济展望中将 2025 年美国 GDP 增速预期从 2.2% 上调至 2.7%，美国经济基本面向好有望带动美股回升，提振全球权益市场风险偏好。但同时需关注特朗普就职后“黑天鹅”举措以及国际地缘政治等方面可能引发超预期风险，进而扰动 A 股。

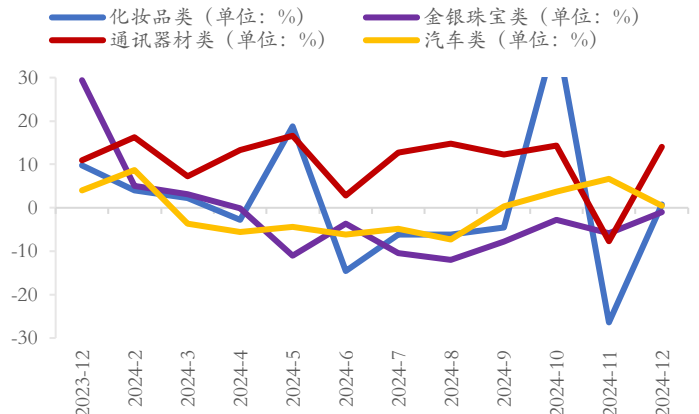
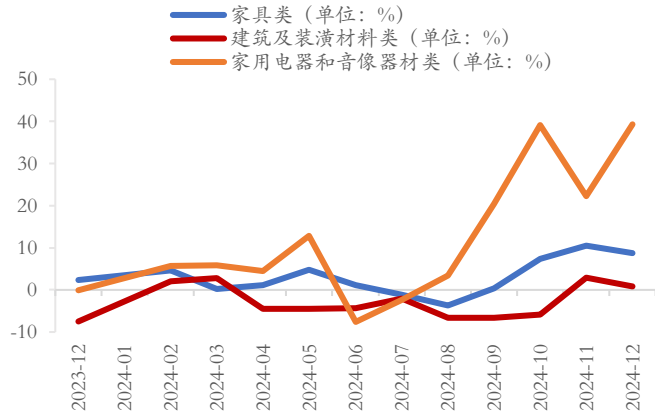
## 1.2 市场热点 2：如何看待 12 月各项宏观经济数据？

**我们的观点：**2024 四季度 GDP 增速大幅回升至 5.4%、好于市场预期。但从数据上看，外需延续较高景气、对美“抢出口”等拉动工业生产回暖是主要原因，内需对政策依赖度依然较高、内生复苏未见加速迹象。总的看，基本面难以对 A 股形成强支撑，仍需新一轮政策发力提振市场风险偏好或带动基本面明显改善。

社零增速回升，但前期政策效果边际走弱，对“以旧换新”政策扩围依赖度较高。12 月社会消费品零售总额约 4.52 万亿元，同比上涨 3.7%，增速较上月上升 0.7 个百分点。季调后环比达 0.1%、较 11 月进一步放缓。各品类同比增速分化明显。受“以旧换新”促消费政策叠加地产成交回暖影响，家电零售增速高达 39.3%，但汽车类同比增速明显回落，显示对政策依赖度依然较高。本月社零回升还有赖于 12 月起部分省份对手机等电子消费品实施“以旧换新”，带动通讯器材类增速由负转正、维持较高增速（14%）。总体来看，受促消费政策涉及的品类增速有进一步提升的趋势，但并未纳入的消费品增速则仍呈弱势，表明大趋势上消费意愿依旧偏弱。

图表 1 “以旧换新”叠加商品房销售改善，地产下游消费表现较好

图表 2 可选消费品中，通讯器材类受益于政策扩围提升明显



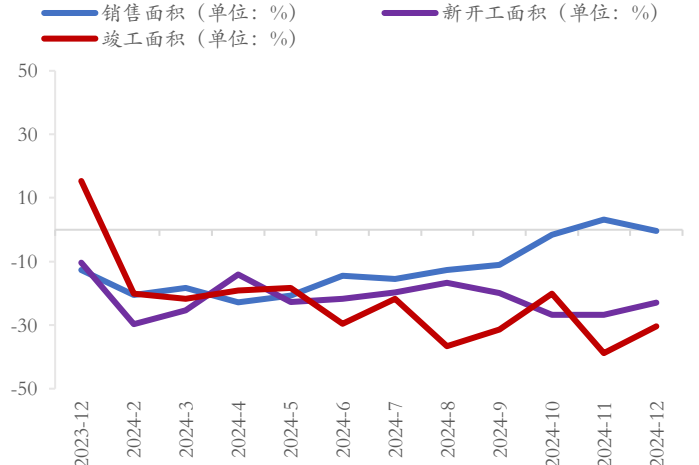
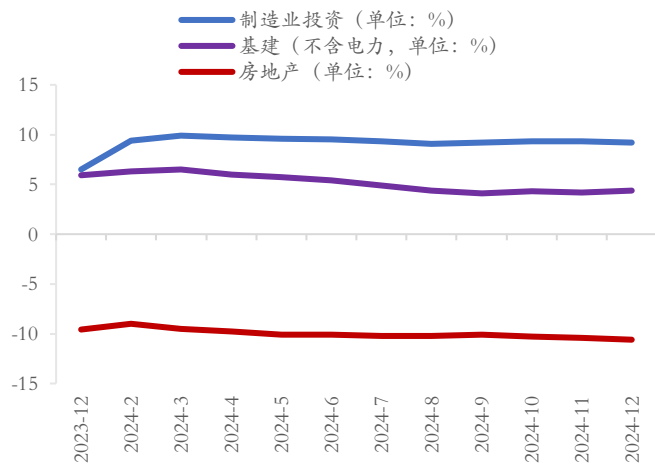
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**固定资产投资增速同比延续下降趋势，短期内预计继续承压。**12月固定资产投资累计同比 3.2%，继续较上月回落 0.1 个百分点。其中，制造业投资增速为 9.2%，较上月下降 0.1 个百分点；基建投资增速小幅回升至 4.4%，较上月上升 0.2 个百分点，临近年末时间基建投资增速小幅回升，预计主要来源于“大力实施城市更新”政策导向叠加化债后地方财政状况有所好转；房地产投资同比下降 10.6%，降幅扩大 0.2 个百分点。我们认为，随着“抢出口”效应逐步释放对制造业投资带动效果减弱，叠加地产投资端未见明显企稳迹象，固投短期内延续承压。

图表 3 固定资产投资三大分项增速整体变化不大

图表 4 “止跌回稳”带动地产分项数据有所改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 上图为累计同比

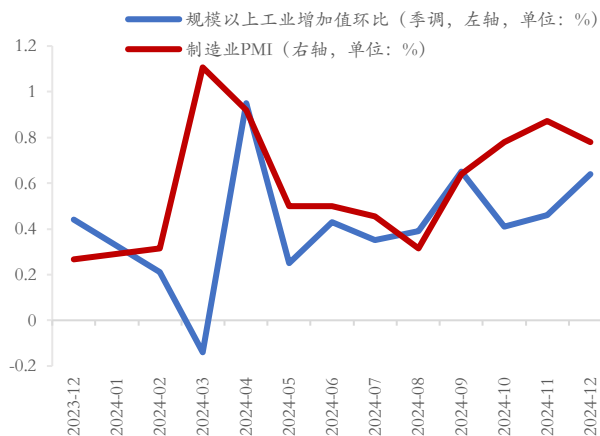
资料来源: Wind, 华安证券研究所

**房价温和改善，预计地产销售改善态势延续。**12月房地产投资同比下降 13.3%，较上月下行 1.7 个百分点。房地产开发分项数据中商品房销售额同比有所改善，12月当月的商品房销售额同比增速为 2.4%，较上月的 1.0% 回升了 1.4 个百分点。同时，

新开工面积、施工面积、竣工面积同比分别下降 12.7%、23%和 30.4%，降幅均较 11 月有所收窄。我们认为，近期多个会议释放“持续用力推动房地产市场止跌回稳”信号明确，稳增长政策在地产销售领域已看到积极效果，政策调整基本到位，叠加春季为传统地产销售旺季，预计后续销售有望延续改善态势。12 月份，一线城市二手住宅销售价格延续上涨、环比 0.3%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降 0.3%和 0.4%，降幅较上月分别扩大 0.1 个、收窄 0.1 个百分点。一线城市二手房价改善，表明市场信心继续修复，销售改善态势有望延续。

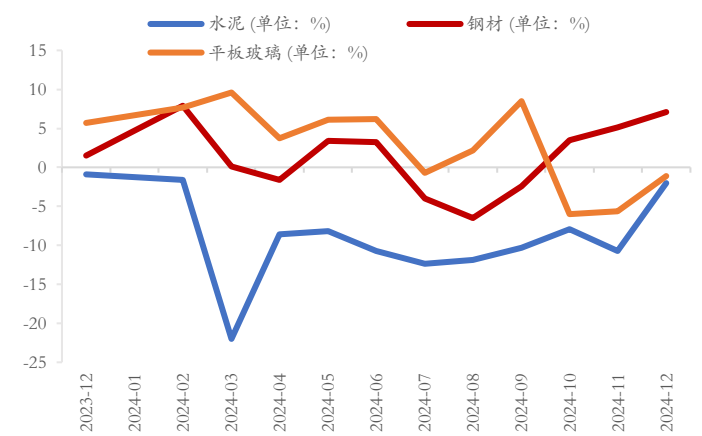
“抢出口”带动工业增加值增速延续回升，但可持续性有待观察。12 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，较上月回升 0.8 个百分点。季调后，12 月环比增长 0.6%，略高于上月。从三大门类来看，采矿业增速回落至 2.4%；制造业增速受“抢出口”启动提振、提升至 7.4%；暖冬影响下，电热水生产供应业增速延续回落态势，12 月同比增速为 1.1%。主要工业品方面：①汽车产量增速上升态势延续。12 月汽车产量增速同比增长 17.7%。②运输设备制造业生产维持较高景气，12 月同比增速上升至 10.6%。③水泥、钢材等建材类商品产量增速持续改善，考虑到地产新开工偏弱，或指向 2025Q1 基建再度发力。④暖冬影响下，电力热力生产供应同比增速延续下降，12 月同比增速为 1.2%。总体来讲，政策效果显现以及“抢出口”效应带动下，12 月工业增加值同比增速明显回升，但可持续性有待观察。

图表 5 “抢出口”带动工业增加值环比强于制造业 PMI



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 建筑类商品产量增速持续改善，或指向 2025Q1 基建再度发力



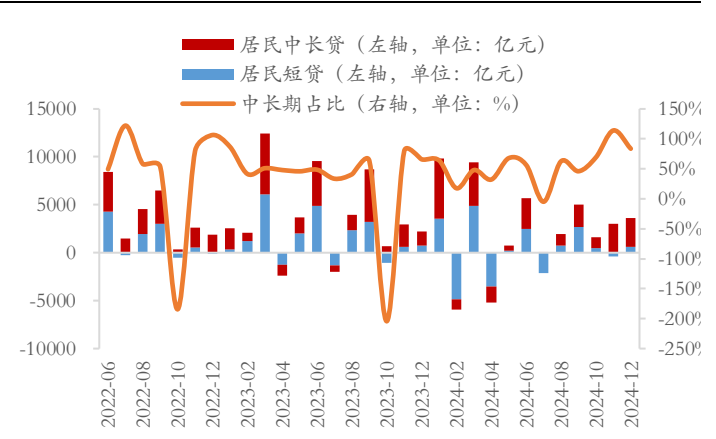
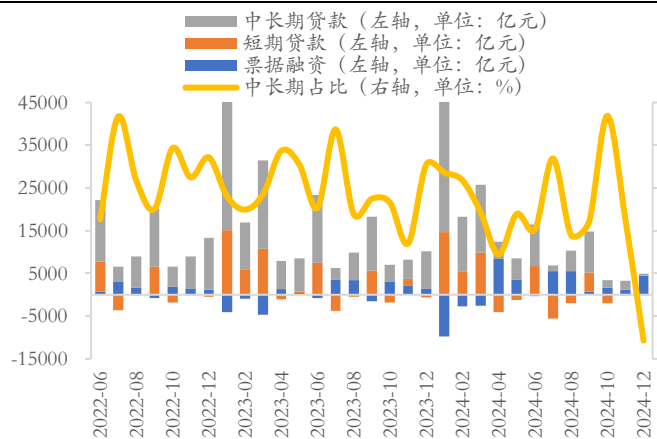
资料来源: Wind, 华安证券研究所

社融数据温和回升，但依赖于政府债发力，信贷需求依然偏弱。12 月社融当月值 2.86 万亿元，同比增加 9181 亿元；社融存量同比增速为 8.0%，较 11 月上升 0.2 个百分点。各分项中，企业债券、政府债券、非标项均同比增加，信贷同比减少，同比增减结构与 11 月相同。具体来看，其中企业债券当月值减少 159 亿元，同比增加 2582 亿元，主要是受到 12 月利率持续下行、企业融资成本降低的影响；政府债

券 17566 亿元，同比增加 8242 亿元，是本月社融的主要贡献。非标三项-1201 亿元，同比增加 360 亿元；信贷当月值 7727 亿元，同比-2730 亿元，预计与年底把部分信贷项目储备至明年初实现信贷“开门红”有关。具体信贷中，①企业信贷中短期贷款、票据融资均转为同比增加，而中长期贷款仍是同比减少，其中票据融资同比多增也是为银行后续投放信贷做准备。②居民贷款分项中短期贷款同比减少，中长期贷款同比多增，主要来自于地产销售好转。此外，12 月 M1 同比为-1.4%，较 11 月的-3.7%上升了 2.3%（本次 M1 同比增速仍延续旧口径）。M2 同比为 7.3%、较 11 月上升 0.2%。预计 2025 年货币政策“适度宽松”定调下，信贷“开门红”依旧可期，但能否大幅度回升有待观察。

图表 7 企业新增信贷依然偏弱，社融支撑源自于政府债

图表 8 12 月居民中长贷维持同比多增



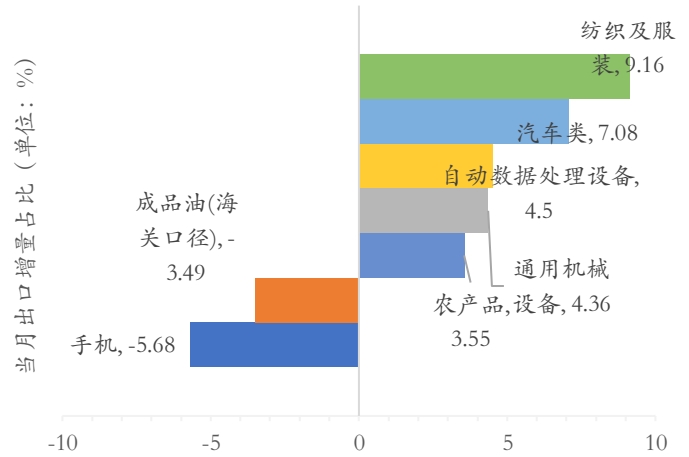
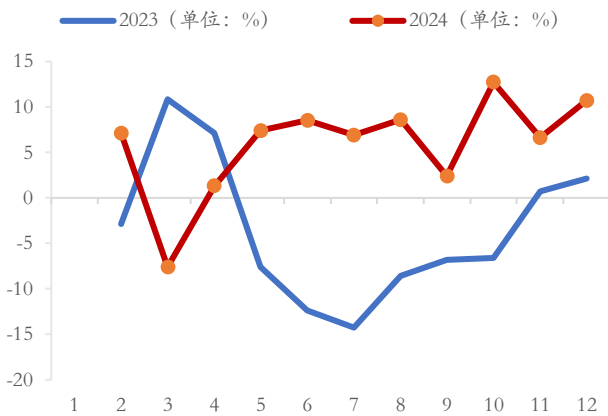
资料来源：Wind，华安证券研究所。

资料来源：Wind，华安证券研究所。

**对美“抢出口”延续，2025 年一季度出口预计仍维持韧性。**12 月出口额 3356.3 亿美元，同比增长 10.7%，增速较 11 月上漲 4 个百分点，出口总体偏强。从环比上看，12 月出口金额环比增加 236 亿美元，强于季节性，主要来自于美国经济维持韧性以及对美“抢出口”。我们认为，后续随着特朗普就职加剧逆全球化，压力可能在明年开始逐步显现，但考虑到特朗普就职后政策落地所需节奏和时间，预计 2025Q1 出口仍维持韧性。①从出口国别来看，东盟出口增速 18.94%，较上月增加 4.04 个百分点，东盟依然是最主要的贡献；美国同比为 15.59%，较 11 月的同比 8.0% 大幅增加，主要受特朗普就职前对美延续“抢出口”态势。②从出口商品结构来看，资本购买类的通用设备（29.0%）、劳动密集型产品中的纺织物（17.2%）、地产链条的家电（14.1%）同比增速较高，此外前月高增速的消费电子中的自动处理设备（9.49%）仍维持较高增速。12 月出口增量贡献来自于纺服、汽车和自动数据处理设备三大项。短期内，对美“抢出口”态势有望延续，考虑到特朗普就职后政策落地所需节奏和时间，预计 2025 年一季度出口维持韧性，后续取决于特朗普关税政策调整。

图表 9 年末出口增速再度走强

图表 10 12 月出口主要贡献来自于纺服、汽车和自动数据处理设备



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 增量贡献计算方式为, 商品出口当月较去年同期增量除以总出口当月较去年同期增量。

## 2 行业配置：逐步从防御抱团转为追求弹性

### 2.1 配置热点 1：如何看待本周以传媒为代表的成长行情？

**我们的观点:**美国 TIKTOK 禁令持续发酵, 热点催化剂事件带动传媒、商贸零售、计算机等相关板块上涨。我们认为, 一是禁令事件仅属于美国制裁带来催化效用, 而不是技术型或应用型产业创新驱动, 因此对于行情以及估值的拉动作用有限, 二是不确定性风险即将于近期落地, 催化剂的持续时间有限, 待最终结果清晰后热度将出现回落, 后续需要重点关注相关板块超涨后可能出现的回调风险。

本周 (2025 年 1 月 13 日-2025 年 1 月 17 日) TMT 板块整体表现较好, 传媒、计算机、通信、电子分别上涨 6.2%、6.1%、6.1%、4.1%, 排名第 2、3、4、12, 细分行业中, 广告营销、通信设备、软件开发、影视院线、数字媒体、IT 服务、教育涨幅相对靠前, 分别上涨 9.1%、7.7%、7.5%、7.2%、6.4%、6.2%、6.1%。

美国 TIKTOK 禁令持续发酵, 热点催化剂事件带动传媒、商贸零售、计算机等相关板块上涨。一是美国 TIKTOK 禁令日期临近, 但由于拜登政府和特朗普在相关禁令上存在一定分歧, 相关话题被反复炒作。2024 年 4 月 24 日, 美国总统拜登签署了一项“不卖就禁”的法律, 即要求字节跳动在 2025 年 1 月 19 日前剥离 TikTok 的美国业务, 并要在 270 天内将 TikTok 出售给非中国企业, 否则将面临美国范围内的全国禁令。2024 年 4 月 26 日, 字节跳动称运行 TikTok 所需要的算法需要持续维护, 出售的前景并不现实, 即正式表示宁愿关闭 TikTok 美国业务也不会出售。2025 年 1 月 17 日, 美国最高法院裁定支持相关禁令, 即 TikTok 可能将按照相关法律于 1 月 19 日被迫停运。但由于特朗普在参加总统竞选期间, 其在 TikTok 上发布的视频浏览量

较高，因此其在选宣布大选获胜后，于 2024 年 12 月 22 日表示赞成 TikTok 在美国继续运营一段时间。同时据央视新闻报道，2025 年 1 月 15 日特朗普正在考虑一项行政命令，暂停执行 TikTok 销售或禁止法 60-90 天，即延长运营时间至今年 3 月至 4 月左右。特朗普和拜登政府在禁令上存在分歧，TikTok 业务运营仍存不确定性，相关话题近期被市场反复炒作。同时受 TikTok 近期可能关停的影响，美国用户大量涌入 REDnote（小红书国际版），据 Sensor Tower 数据显示，小红书在 2025 年 1 月 8 日-14 日期间的美国移动应用下载量增长超过 20 倍，登顶下载榜。催化剂事件持续发酵带动相关板块上涨，关联度较高的细分二级子行业，如商贸零售中互联网电商本周上涨 10.1%，传媒板块中的广告营销本周上涨 9.1%，计算机板块中的软件开发、IT 服务上涨 7.5%、6.2%，分别位于 124 个行业中第 1、2、7、21。

**禁令炒作不属于创新技术型或产业型驱动，对成长板块的拉动作用有限，需要注意后续相关板块的回调风险。**根据过往复盘案例来看，当出现如智能手机、移动互联网、新能源车般的新一轮产业周期时，其对成长板块的估值拉动作用最强，在随后过程中也会出现由催化剂事件而带来的阶段性拔估值和上涨行情。在把握阶段性估值反弹机会时，需要重视的核心准则在于两方面：一是估值和行情反弹的契机取决于催化剂出现的时机；二是强力催化剂导致的行情属于主题阶段性行情，上涨时间一般在 1-1.5 个月左右，如在 2023 年 10-12 月由“完蛋了”热门游戏、短剧互动、算力租赁等催化行情、2025 年微软发布 Windows Copilot 宣布 AI 商业化应用加速落地以及 2024 年 2-3 月由“Sora”问世催化的行情等。本周以来催化传媒、计算机上涨的催化剂主要是来源于 TikTok 可能在美国停止运营以及相关用户大量涌入其他社交媒体平台等事件，但本身并不属于技术创新或商业模式创新等类型的事件，催化剂事件的影响只局限于存量转移以及美国制裁不确定性上升等方面。并且 1 月 20 日特朗普特朗普上任后，预计美国政府对于 TikTok 是否关闭的决定将明朗化，相关事件的影响预计会逐步弱化。因此对于本周在 TikTok 禁令带动下的以传媒为主的成长板块行情，我们认为，一是仅属于美国制裁带来催化效用，而不是技术型或产业型创新驱动，因此对于行情以及估值的拉动作用有限，二是不确定性风险即将于近期落地，催化剂的持续时间有限，待最终结果清晰后热度将出现回落，后续需要重点关注传媒相关板块出现超涨后的回调风险。

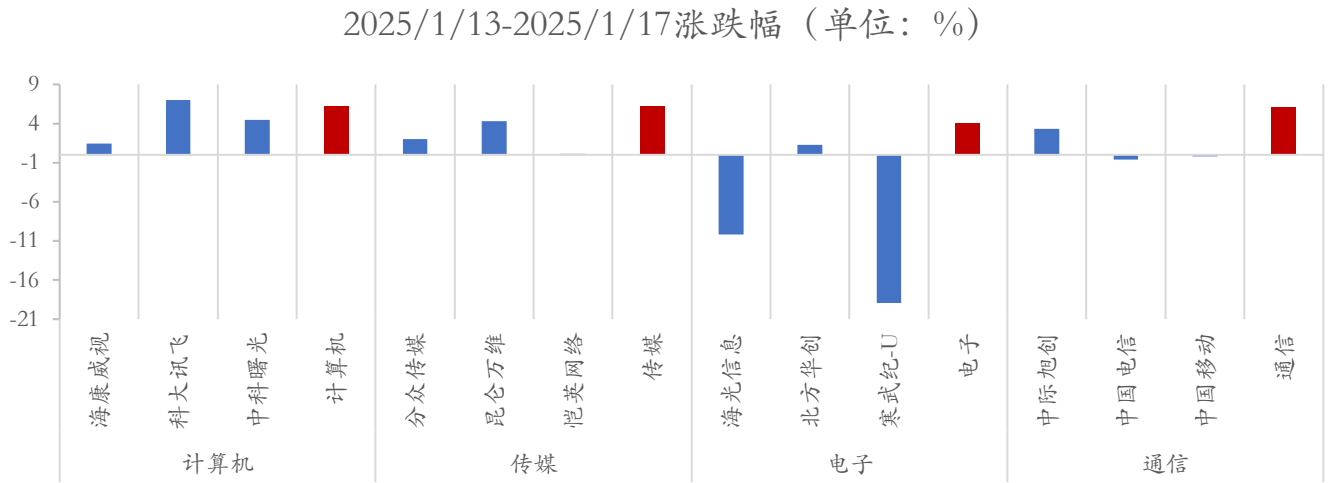
## 2.2 配置热点 2：为何成长板块整体表现较好但龙头股却出现波动？

**我们的观点：**本周以 TMT 为代表的成长行业整体涨幅靠前，但部分板块中的龙头个股却出现了一定调整压力，我们认为一是由于部分个股公布了 2024 年业绩预告，业绩符合市场预期但存在预期兑现后资金调整等交易性影响因素；二是个人投

资者潜在交易热情仍存，在催化剂事件的带动以及风险偏好改善的情况下得以快速释放，在个人投资者做多意愿较强的背景下，市场仍体现出上涨行情中小盘风格占优的结构。

本周（2025年1月13日-2025年1月17日）以TMT为代表的成长行业整体涨幅靠前，但部分板块中的龙头个股却出现了一定调整压力，如电子行业本周上涨4.1%，但海光信息、寒武纪大跌10.2%、18.9%。

图表 11 TMT 板块中的龙头个股表现偏弱



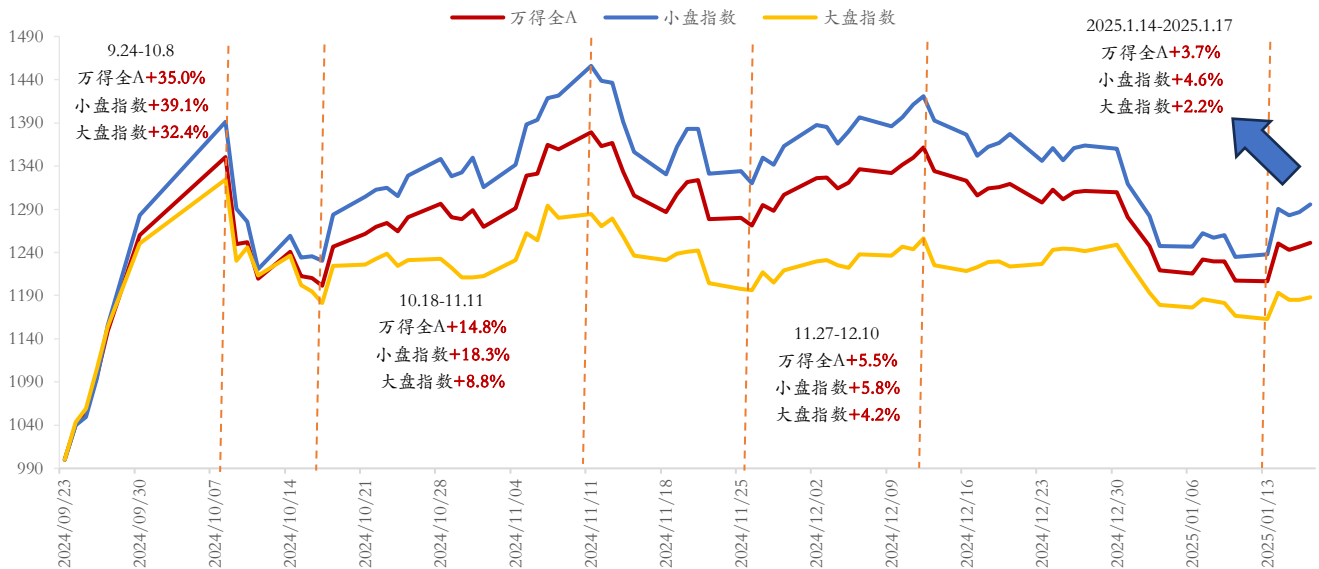
资料来源：Wind，华安证券研究所。

部分成长板块中的部分龙头个股存在短期预期兑现压力。以海光信息、寒武纪为例，1月13日海光信息公布了2024年年度业绩预告，预计2024年全年营收实现同比增长43.29%-58.52%，万得一致预期为46.80%，归母净利润实现同比增长50.48%-65.44%，万得一致预期为51.63%，营收和归母净利润基本符合预期。寒武纪于1月14日公布的2024年年度业绩预告中显示，预计2024年全年营收实现同比增长50.83%-69.16%，万得一致预期为105.16%，归母净利润实现亏损收窄42.95%-53.33%，万得一致预期为亏损收窄45.42%，营收增速不及预期，但根据预告业绩测算，2024Q4寒武纪归母净利润实现扭亏为盈。在盈利均符合市场预期的情形下，海光信息公布2024年年度业绩预告第四日大跌9.78%、寒武纪公布业绩预告后第三日大跌14.65%，短期内资金层面存在一定的兑现压力。

个人投资者潜在交易热情仍存，中小市值板块的机会值得关注。2024年10月以来市场交投情绪快速抬升，随后呈递减趋势，2024年10月、11月、12月以及2024年1月1日-2025年1月17日的沪深两市日均成交额分别为19803.3亿元、19282.8亿元、15899.2亿元、11848.4亿元，但相比于2024年前三季度7917.5亿元的市场整体交易量看，近半月以来交投情绪虽然较2024Q4季度有所降温但仍处于较高水平。

同时从近期大小盘风格的复盘来看，跷跷板效应凸显。即当市场上涨时，大小盘同涨，但小盘股涨幅明显占优，包括本周出现的上涨行情，依旧是小盘风格好于大盘风格。这种对应性关系可能和个人投资者在当下市场，特别是上涨行情中仍占主导地位有关。1月13日单日沪深两市成交额为9663.8亿元，于近三个月以来首次缩量至1万亿以下，但随后在证监会召开系统会议要求坚决落实“稳住股市”、外资唱好A股等利好政策及消息面影响下单日成交额快速回升，1月14日反弹至13507.0亿元，环比增加39.8%，当下个人投资者的潜在投资热情或仍然较高，但受开年以来持续下跌的市场环境影响，以及美国加征关税消息不断、制裁企业等事件频发的情况下风险偏好受到一定抑制，潜在交易热情的释放需要有重磅利好催化剂事件的引导，后续待特朗普2.0政策逐步清晰海外不确定性降低，以及年后两会预期逐步升温，个人投资者的交易情绪有望逐步回暖带动市场成交额回升，成长类中小盘市值个股的机会仍可持续关注。

图表 12 本周上涨行情中小盘风格仍然占优



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：以2024年9月23日收盘价为1000点

### 2.3 节前高股息仍可以作为防守端继续进行配置

我们的观点：当前市场核心矛盾在于：一是特朗普即将上台，其关税加征政策落地的力度与节奏尚未最终落地；二是国内经济基本面的改善程度仍不足以对A股形成支撑；三是当前市场对政策积极发力的依赖度仍然较高，后续需要更多的积极政策信号，但目前正处于传统政策空窗期，宏观政策预期尚未形成广泛共识。节前市场从先前的单边下跌逐步进入了震荡加剧的状态。市场形成上涨共识可能仍需等待特朗普的政策落地和市场重新凝聚对“两会”等政策预期。春节前风险偏好的改

善仍然存在一定不确定性，高股息仍可以作为防守端进行配置。

本周（2025年1月13日-2025年1月17日）高股息板块整体涨幅靠后，银行、公用事业、煤炭、交通运输、石油石化分别上涨1.3%、1.4%、1.6%、2.8%、3.0%，排名第30、29、28、24、21，细分行业中，国有大型银行、焦炭、铁路公路、电力、煤炭开采、农商行、城商行、炼化及贸易涨幅分别为-1.0%、-0.2%、0.5%、1.3%、1.8%、1.9%、1.9%、1.9%，表现相对不佳。

2023年下半年至2024年上半年高股息风格的整体强势出现原因主要是经济基本面预期悲观，即对市场整体（ $\beta$ ）的迟疑，市场长期、持续性下跌，并且经济迟迟不见明显改善，这种情形下市场对未来预期的保守态度不断自我强化，对“避险策略”的偏好度越来越高。并且高股息具有稳定、低波动的属性，并且在无风险利率走低的背景下股债利差走扩，性价比提高，在震荡市、下跌市中加仓高股息作为防守配置的共识得到强化。从近一个月以来的市场表现上来看，震荡下跌市中高股息，如银行、石油石化、交通运输等板块相对抗跌，上涨市中小盘市值风格占优的格局较为清晰，因此后续配置高股息股票的核心抓手在于市场风险偏好改善的程度。当前市场核心矛盾在于：一是特朗普即将上台，其关税加征政策落地的力度与节奏尚未最终落地，但从近期其团队表示的加征关税将采取“逐月提高”的方式来看，特朗普就职后举措力度可能弱于其竞选口号，外部风险出现一定缓释信号；二是国内经济基本面的改善程度仍不足以对A股形成支撑；三是当前市场对积极发力的依赖度仍然较高，后续需要更多的积极政策信号，但目前正处于传统政策空窗期，宏观政策预期尚未形成广泛共识，仍需更多信号如降准降息等。节前市场从先前的单边下跌逐步进入了震荡加剧的状态。市场重新上涨契机可能需等到2月份，年前风险偏好大幅改善的可能性较低，高股息仍可以作为防守端进行一定配置。

## 2.4 逐步从防御抱团转为追求弹性

市场有所企稳，后续随着特朗普就职后中美关系尤其是经贸关系逐渐明朗，节后市场有望重新回归对政策的预期，行情有望企稳并逐步展开反弹。相对应地，配置思路也将从前期的防御避险转变为对2月机会的积极布局，当前正处于转换过渡期，可考虑在配置高股息的同时，逐步增加对成长科技弹性板块的配置，同时景气有望改善的部分消费品也值得配置。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  $\beta$  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。