



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

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

“躁动”行情加速，只欠东风

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：年报业绩预告来临，关注“预喜”+“高增”机会。国内“分子端+分母端”的共振仍将支撑“春季行情”开启。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。

当下市场聚焦：1、点评 2024 年经济数据，尤其 Q4 亮点？2、对于市场流动性，何为既要又要？3、“春季躁动”的东风究竟为何？4、春节前后操作、应对如何？5、特朗普政策主张 vs. 70s 里根经济学，回溯与启示？6、为何“里根经济学”不适合当下美国？

“有效流动性叠加剩余流动性”扩张，将推动“春季躁动”开启加速

2024 年全年经济数据收官，四季度基本面边际回暖进一步得到验证。1) 内需上，“以旧换新”叠加居民存量贷款利率下调，从“负债端”入手一定程度对冲了房地产对于居民“资产端”的拖累影响，从而对消费需求形成边际支撑；（2）年末“抢出口”效应支撑出口增速回升。我们一直给予较高关注度的 M1 已经连续三个月回升，反映“宽货币+宽财政”切实带动了企业、居民现金流改善及“花钱意愿”回升，且基于从货币使用到实体修复的传导，暗含了未来国内经济回暖仍一定的持续性。不过，今年年初国内基础货币资金存在约 2 万亿缺口，仅次 2022 年年初 2.3 万亿缺口水平，我们预计大概率需要做“降准”对冲流动性紧张的局面。就市场而言，国内经济边际回暖对公司股价的实质性贡献占比依然较低；但只要国内经济边际回暖，就意味着以“M1-短融”所衡量的市场有效流动性将趋于改善，对市场估值扩张形成有效支撑。同时，12 月 M2 略回升 0.2pct 至 7.3%将一定程度支撑市场流动性增量，不过考虑到短期基础货币缺口依然较大，我们仍将期待“降准”进一步落地、改善市场剩余流动性，以激发市场流动性实现“既有剩余，亦有效率”的目标，从而催生“春季躁动”行情进入全面加速期。

若重启“里根经济学”，新一轮特朗普时代会变得更好还是更差？

上世纪 80 年代的里根时期，其核心政策主张包括对内减税、放松产业监管以及贸易保护主义等，与当下“Trump2.0”存在诸多相似之处。彼时里根财政政策强调：增加国防支出、大规模减税和削减社会项目支出。结果上来看，①里根时期的美国经济逐步摆脱“滞胀”困境，并走向经济复苏；但与此同时，②“里根大循环”也给美国经济带来两大负面后果：（1）财政赤字+债务规模扩张；（2）从贸易赤字到金融账户赤字。基于里根经济学对当下的四点启示，预计：新一轮特朗普任期在全球景气加速下行的背景下，若要继续沿用“里根经济学”，恐怕不仅难以吸引资本回流、提振居民消费与企业投资的需求；甚至可能在通胀高企的掣肘下出现流动性陷阱，并在政府赤字率+利息费用高企的双击下，造成难以估计的债务风险。

风格及行业配置：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、微信蓝包；2、谷子经济；3、出口链。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。



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 “有效流动性叠加剩余流动性”扩张，将推动“春季躁动”开启加速..... | 4 |
| 2.2 若重启“里根经济学”，新一轮特朗普时代会变得更好还是更差？..... | 6 |
| 2.3 风格及行业配置：重视“春季躁动”，偏向中小盘科技成长..... | 10 |
| 三、市场表现回顾..... | 10 |
| 3.1 市场回顾：宽基指数全面走强，一级行业全面上涨..... | 10 |
| 3.2 市场估值：宽基指数、风格指数估值全面上涨，海外估值全面上涨..... | 12 |
| 3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高..... | 13 |
| 3.4 盈利预期：盈利预期多数回调..... | 16 |
| 四、下周经济数据及重要事件展望..... | 17 |
| 五、风险提示..... | 18 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1： 2024Q4 GDP 实际增速边际改善，基本面回暖..... | 5 |
| 图表 2： 消费补贴政策带动消费需求四季度改善..... | 5 |
| 图表 3： “抢出口”效应支撑出口增速回升..... | 5 |
| 图表 4： 四季度对美份额改善、新兴市场需求韧性..... | 5 |
| 图表 5： 短期基本面对股价贡献依然偏弱..... | 6 |
| 图表 6： M1 连续回暖为 A 股提供估值扩张的基础..... | 6 |
| 图表 7： 里根将个人所得税最高税率降至 28%..... | 7 |
| 图表 8： 1983 年开始经济进入复苏..... | 7 |
| 图表 9： 1983 年后美国实际失业率与自然失业率缺口持续缩小并维持低位..... | 7 |
| 图表 10： 萨姆法则指标同样在 1983 年出现趋势回落且维持低位水平..... | 7 |
| 图表 11： 1983 年后美国领取失业金人数趋势放缓..... | 7 |
| 图表 12： 高利率背景下，美国通胀趋势回落并得以控制..... | 7 |
| 图表 13： 美国产能利用率处于扩张趋势..... | 8 |
| 图表 14： 消费者信心回升..... | 8 |
| 图表 15： 里根时期消费与投资均对 GDP 形成正贡献..... | 8 |
| 图表 16： 1983-1984 年私人投资增速大幅增长..... | 8 |
| 图表 17： 财政支出扩张的同时财政收入占比趋于放缓..... | 9 |
| 图表 18： 个税对财政收入拉动率相比 70 年代放缓..... | 9 |
| 图表 19： 里根时期，国防支出、计划支出对财政支出拉动率依然较高..... | 9 |
| 图表 20： 国防支出、净利息占比扩张的同时，计划支出的占比并未出现明显放缓..... | 9 |
| 图表 21： 美国财政赤字率扩张，债务/GDP 趋势性上升..... | 10 |
| 图表 22： 美国政府部门杠杆率同样明显上升..... | 10 |
| 图表 23： 里根时期美国贸易赤字持续扩大..... | 10 |
| 图表 24： 经常和金融账户/GDP 由正转负，并持续扩大..... | 10 |



| | | |
|--------|---|----|
| 图表 25: | 本周 (01.13-01.17) 国内宽基指数全面走强, 海外指数表现上涨居多 | 11 |
| 图表 26: | 本周 (01.13-01.17) 一级行业全面上涨, 社会服务, 传媒, 计算机等行业顺势走强 | 12 |
| 图表 27: | 本周 (01.13-01.17) A 股主要指数估值全面上涨, 海外主要指数估值全面上涨 | 12 |
| 图表 28: | 本周 (01.13-01.17) 各行业估值全面上涨 | 13 |
| 图表 29: | 万得全 A ERP 高于“1 倍标准差上限” | 13 |
| 图表 30: | 上证指数 ERP 高于“滚动均值” | 13 |
| 图表 31: | 沪深 300 ERP 高于“1 倍标准差上限” | 14 |
| 图表 32: | 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限” | 14 |
| 图表 33: | 万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 14 |
| 图表 34: | 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 14 |
| 图表 35: | 沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 14 |
| 图表 36: | 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 14 |
| 图表 37: | 金融的 ERP 低于“滚动均值” | 15 |
| 图表 38: | 周期的 ERP 高于“滚动均值” | 15 |
| 图表 39: | 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限” | 15 |
| 图表 40: | 成长的 ERP 高于“1 倍标准差上限” | 15 |
| 图表 41: | 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 15 |
| 图表 42: | 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限” | 15 |
| 图表 43: | 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 16 |
| 图表 44: | 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限” | 16 |
| 图表 45: | 本周 (01.13-01.17) 主要指数盈利预期全面上涨 | 16 |
| 图表 46: | 本周 (01.13-01.17) 多行业盈利预期涨多跌少, 房地产盈利预期小幅下降 | 17 |
| 图表 47: | 下周全球主要国家核心经济数据一览 | 17 |
| 图表 48: | 下周全球主要国家经济事件一览 | 18 |



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：年报业绩预告来临，关注“预喜”+“高增”机会。国内“分子端+分母端”的共振仍将支撑“春季行情”开启。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。

当下市场聚焦：1、点评 2024 年经济数据，尤其 Q4 亮点？2、对于市场流动性，何为既要又要？3、“春季躁动”的东风究竟为何？4、春节前后操作、应对如何？5、特朗普政策主张 vs. 70s 里根经济学，回溯与启示？6、为何“里根经济学”不适合当下美国？

二、策略观点及投资建议

2.1 “有效流动性叠加剩余流动性”扩张，将推动“春季躁动”开启加速

2024 年全年经济数据收官，四季度基本面边际回暖进一步得到验证。2024Q4 GDP 增长 5.4%，相比第三季度的 4.6% 明显回升，实现全年 GDP 增长 5%。拆分需求端来看：（1）内需上，“以旧换新”叠加居民存量贷款利率下调，从“负债端”入手一定程度对冲了房地产对于居民“资产端”的拖累影响，从而对消费需求形成边际支撑。事实上，2024 年 12 月社零当月同比 3.7%，增速环比上月回升了 0.7pct，全年实现社零增长 3.5%。其中，在“以旧换新”政策推动下，以家电为代表的细分品类表现相对较优，并带动商品零售（12 月同比增 3.9%）表现优于餐饮收入（12 月同比增 2.7%）。相比之下，地产投资需求则尚处于底部区间，12 月房地产开发投资累计同比-10.6%，降幅环比上月略微扩大了 0.2pct。基于我们年度策略《沧海行舟》中的核心观点，参考 2013-2016 年经验，预计房地产价格增速回正最快或需等到 2025Q3 才会出现；随着销售端的回暖，进而有望逐步带动以房地产建安投资为代表的需求回升。（2）年末“抢出口”效应支撑出口增速回升。2024 年 12 月出口金额（美元计价）当月同比 10.7%，两年复合增速 6.3%，四季度增速边际改善；全年实现出口金额增长 5.9%，两年复合增速 0.5%，全年实现正增长。随着 11 月份特朗普当选美国总统，市场的关注点主要聚焦于后续所采取的关税政策，关税风险担忧下最近几个月出现“抢出口”特征，表现为对美出口当月同比在第四季度出现底部回暖的迹象。对应至对美出口份额层面，2024 年 11-12 月份出现环比回升，由 10 月份的 14.59% 上升至 14.66%。此外，新兴市场国家的需求韧性也支撑了我国出口增长，以东盟、非洲为代表的新兴国家出口份额在四季度延续扩张趋势。截至 2024 年底，我国对东盟、非洲出口份额分别为 16.43% 和 5.01%，相比三季度末分别回升了 0.25pct 和 0.11pct。结合我们已发布报告《“Trump2.0”对华贸易影响或“雷声大、雨点小”》中的核心观点，2025 年海外风险或主要聚焦于全球景气加速下行，预计特朗普 2.0 关税政策对于 A 股的实际影响相对有限。根据我们的测算，在 40% 关税的基准情形下，全 A 非金融营收增速和归母净利润增速分别为 3.6% 和 5.5%，相比我们年度策略《沧海行舟》中对 A 股全年营收和归母净利润增速的预测数据，分别下修 0.4pct 和 1.7pct。

期待降准激发市场流动性“既有剩余、又具备效率”，支撑“春季躁动”行情开启加速。基于前文分析结论，2024Q4 我们已经真切感受到基本面的边际回暖；与此同时，结合本周已公布的金融数据来看，尽管社融增速的回升存在化债因素的推动，且企业中长期信贷增速尚且处于较低跌幅，但值得关注的是，我们一直给予较高关注度的货币数据已经连续三个月回升。2024 年 12 月 M1 同比-1.4%（超 wind 一致预期-3.3%），环比上月降幅继续收窄；同时，基于央行新口径所测算的 M1 同比为 1.2%，已经开始实现转正。这意味着，微观主体对于未来的预期仍在持续改善，“宽货币+宽财政”切实带动了企业、居民现金流改善及“花钱意愿”回升，且基于从货币使用到实体修复的传导，暗含了未来国内经济回暖仍一定的持续性。另外，每年的年初均是流动性紧张的时候，主要因为集中用钱，主要包括：缴税期+居民过节取现金+MLF 到期，三块内容。①我们参考历史 1 月缴税+取现+MLF 到期所需资金均值作为当前基础货币需求总量依据，即目前资金需求约 3.4 万亿；②截止于 1 月 15 日央行投放基础货币约 1.4 万亿——相当于目前基础货币资金存在约 2 万亿缺口，仅次 2022 年年初 2.3 万亿缺口水平，故我们预计大概率需要做“降准”对冲流动性紧张的局面。

综上对应至市场层面影响，考虑到 M1 向 PPI 传导周期至少 9 个月，最快今年 Q3 方可以看到“盈利底”，意味着国内经济边际回暖对公司股价的实质性贡献占比依然较低；但只要国内经济边际回暖，就意味着以“M1-短融”所衡量的市场有效流动性将趋于改善，对市场估值扩张形成有效支撑。同时，12 月 M2 略回升 0.2pct 至 7.3% 将一定程度支撑市场流动性增量，不过考虑到短期基础货币缺口依然较大，我们仍将期待“降准”进一步落地、改善市场剩余流动性，以激发市场流动性实现“既有剩余，亦有效率”的目标，从

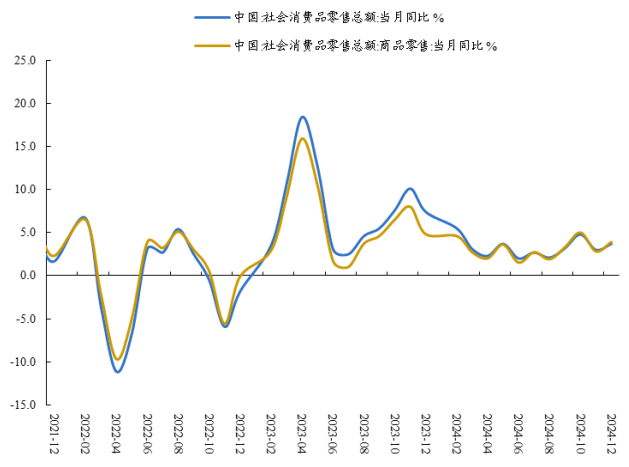
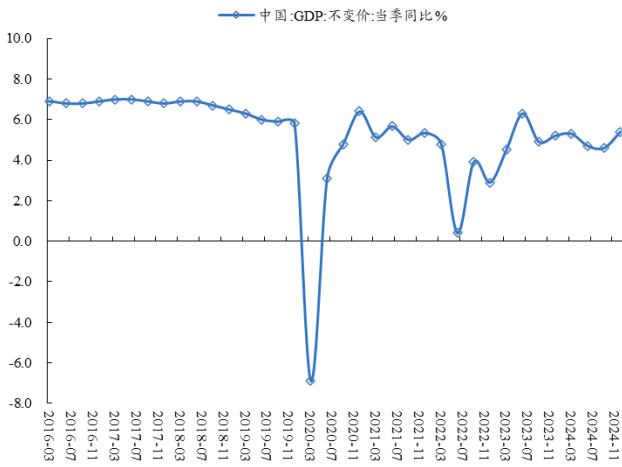


而催生“春季躁动”行情进入全面加速期。

“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: 2024Q4 GDP实际增速边际改善, 基本面回暖

图表2: 消费补贴政策带动消费需求四季度改善

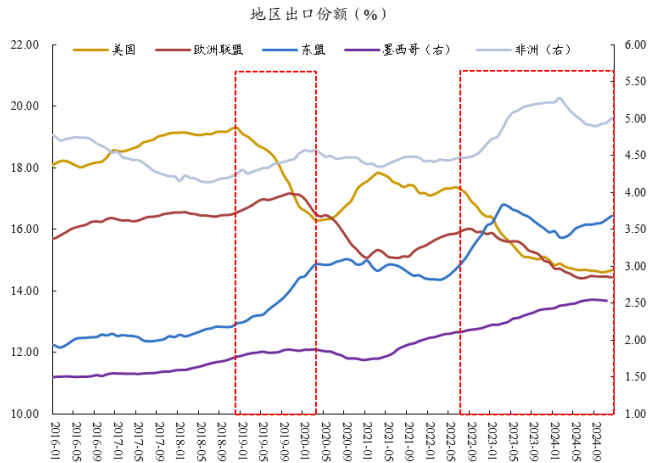
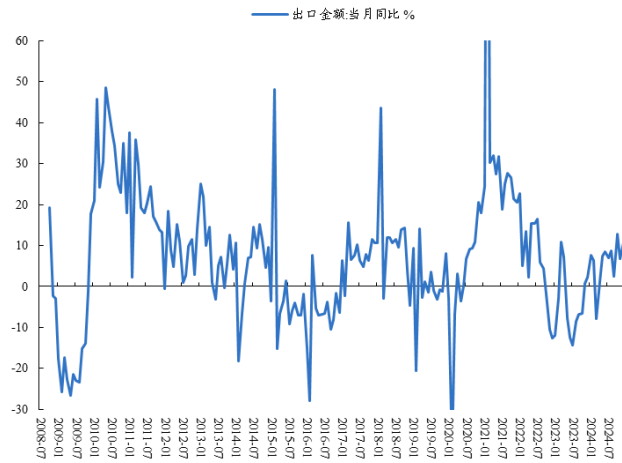


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表3: “抢出口”效应支撑出口增速回升

图表4: 四季度对美份额改善、新兴市场需求韧性



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



图5: 短期基本面对股价贡献依然偏弱

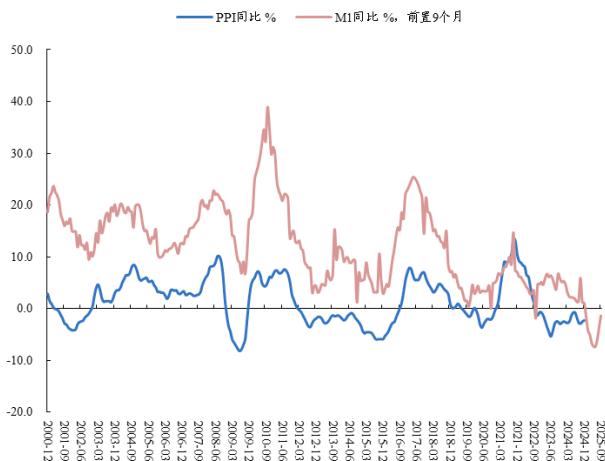
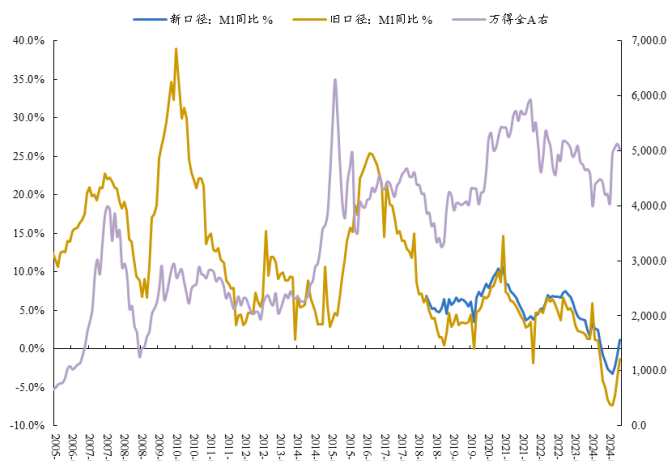


图6: M1 连续回暖为 A 股提供估值扩张的基础



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.2 若重启“里根经济学”，新一轮特朗普时代会变得更好还是更差？

1月20日特朗普即将就职，当下市场对其上任后所采取的系列政策给予较高关注度，核心政策主张包括对内减税、减少AI等科技产业监管、对外加税等。这不禁令人联想到了上世纪80年代的里根时期，其核心政策主张同样也是对内减税、放松产业监管以及贸易保护主义等。尽管两段时期也存在诸多差异，但相似的政策思想也使得“里根时期”的财政政策为当下“Trump 2.0”提供了可供参考的基础。

“里根经济学”财政政策强调：增加国防支出、大规模减税和削减社会项目支出。税收方面，1981年和1986年两次降低税率，将个人所得税的最高税率由70%降到50%、再到28%，税级从14级简化为2级（15%和28%）；公司所得税的最高税率从46%下降至34%。与此同时，里根还加速企业设备折旧、给小企业减税以及降低资本利得税税率等。其理论基础是著名的“拉弗曲线”，减税可以同时产出和缴税意愿产生刺激作用，税率减少、税基增加，在刺激经济增长的同时可以实现税收的增加、恢复预算平衡。支出方面，在增加国防支出的同时削减社会项目支出，包括社会保障、医疗补助、食品券、教育等。在减税的同时，通过减少社会项目支出以减少赤字，帮助实现财政盈余。

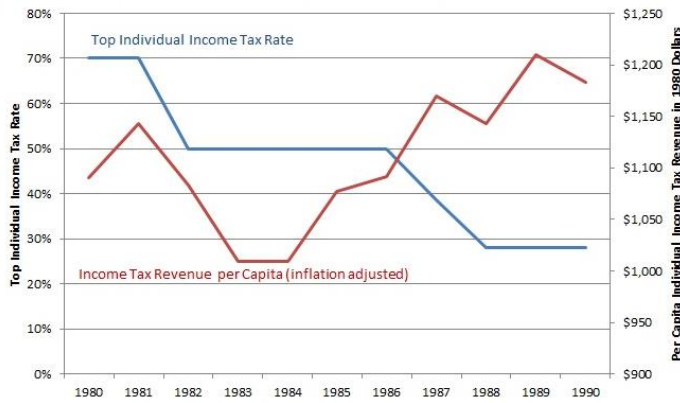
80年代的美国逐步摆脱“滞胀”的困境，并走向经济复苏。里根上任初期美国经济正处于滞胀时期，时任美联储主席沃尔克以紧缩的货币政策使得通胀逐步得到控制。尽管80年代初期高利率环境下美国经济陷入衰退，但随着通胀得到控制，里根系列政策的实施逐步带动美国经济走向复苏。索罗斯将里根时期的美国经济称作“里根大循环”，即“强有力的经济，强势的货币，庞大的预算赤字，巨额的贸易逆差相互加强，共同创造了无通货膨胀下的经济增长”。其两大支柱是强势美元和强有力的经济，具体表现为：财政扩张（减税）→内需扩大、经济增长→进口增加；与此同时，利率上升、汇率升值↔资本净流入，在此过程中，只要资本净流入>经常账户恶化的程度，“里根大循环”便得以正循环下去。结合实际的经济数据来看：

(1) 美国各项经济指标均呈现边际改善。观察里根任期内各项经济指标的表现，总体呈现GDP增速边际改善、通胀回落、失业率回落，与此同时，美国工业产能利用率、消费者信心指数中枢持续上移，尽管期间存在小幅放缓，但随着美联储降息及扩张性财政政策的实施，美国经济并未陷入“硬着陆”，在短暂的放缓之后重回增长区间。

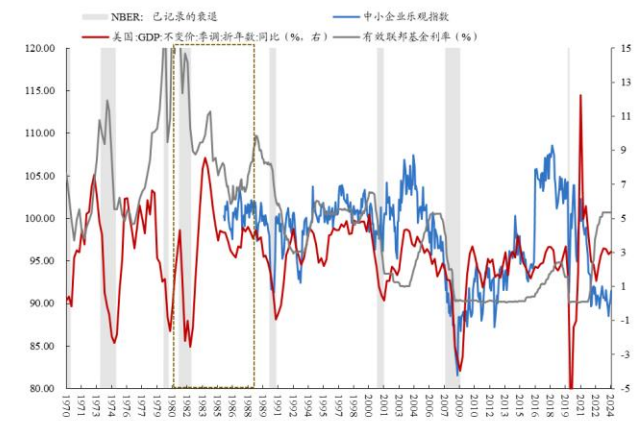
(2) 结构层面，消费与投资均对GDP形成正贡献。拆分美国GDP贡献，尽管美元升值降低出口产品竞争力导致净出口对经济的贡献为负值，但个人消费支出和私人投资扩张依然对经济增长形成重要支撑。消费层面，个人所得税的下降带来收入增长，消费需求明显改善，1983-1988年期间个人消费支出增速中枢约4.6%，高于GDP增长中枢（4.2%）。投资层面，国内减税、放松监管等政策带动了企业投资的热情、加速景气扩张，尤其是在1983Q3至1984年私人投资增速中枢达25.7%，对经济增长起到明显支撑作用。



图表7: 里根将个人所得税最高税率降至28%



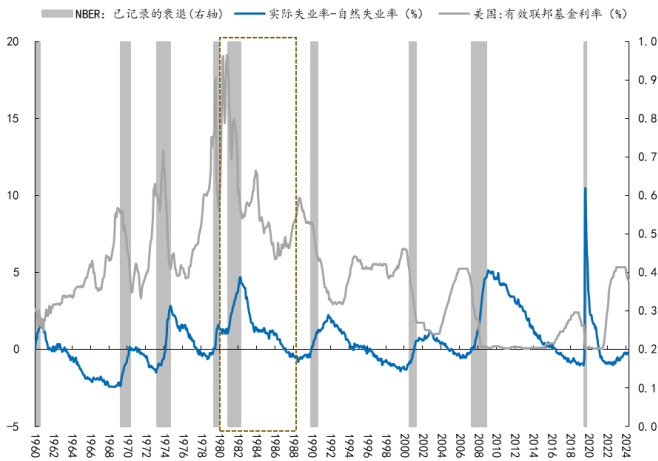
图表8: 1983年开始经济进入复苏



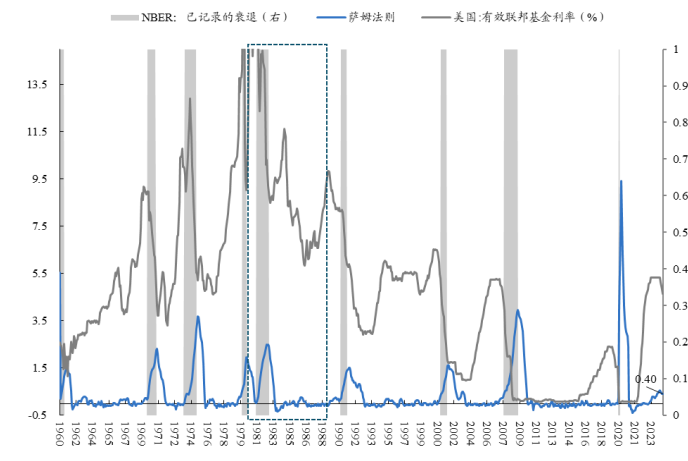
来源: TAX FOUNDATION、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 1983年后美国实际失业率与自然失业率缺口持续缩小并维持低位



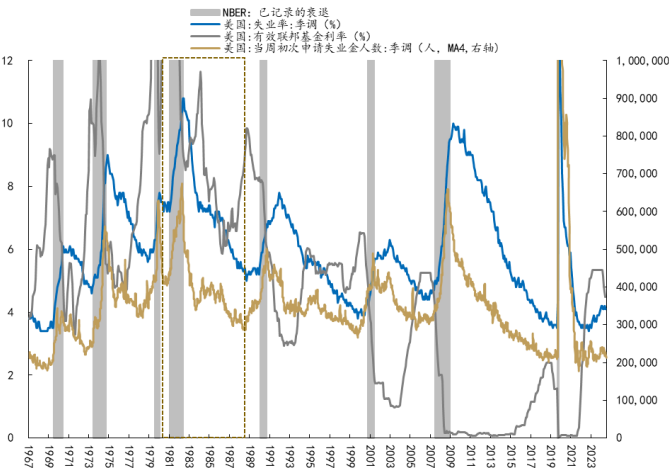
图表10: 萨姆法则指标同样在1983年出现趋势回落且维持低位水平



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 1983年后美国领取失业金人数趋势放缓



图表12: 高利率背景下, 美国通胀趋势回落并得以控制

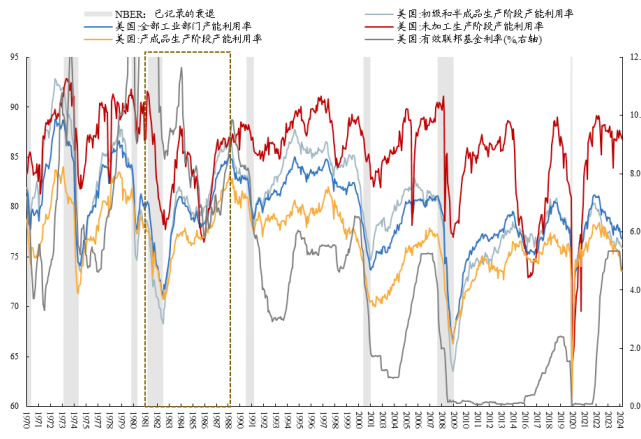


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

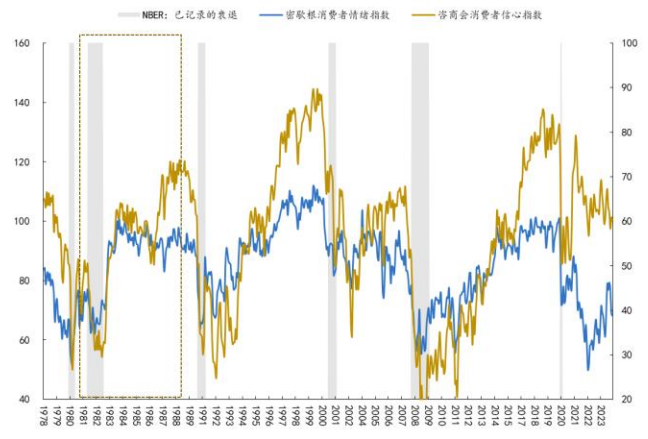


图表13: 美国产能利用率处于扩张趋势



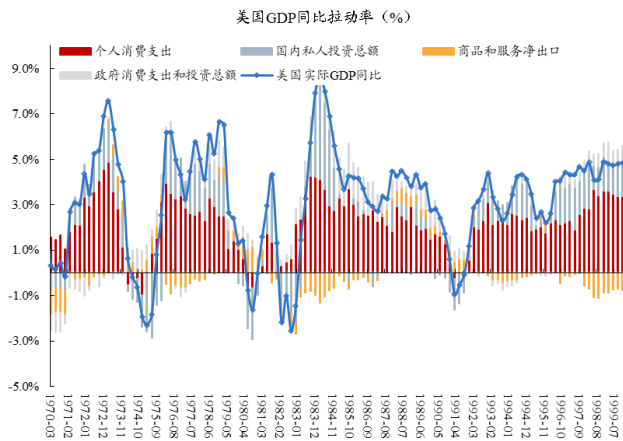
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 消费者信心回升



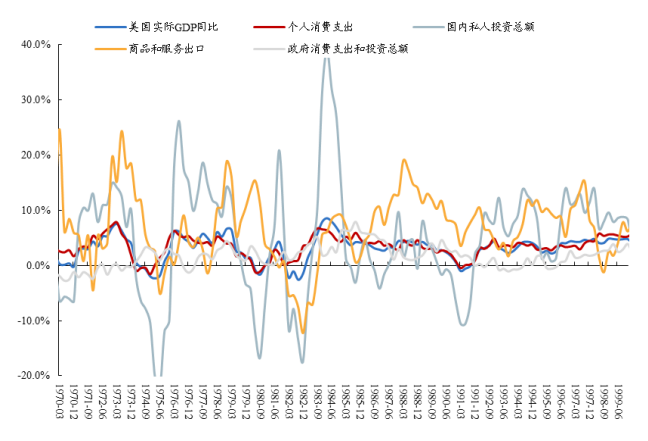
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 里根时期消费与投资均对GDP形成正贡献



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 1983-1984年私人投资增速大幅增长



来源: Wind、国金证券研究所

“里根大循环”的两大负向反馈:

(1) 财政赤字+债务规模扩张: 逻辑上讲, 里根减税政策的理想状态是: 减税可以带来经济增长、税基扩大, 实现财政收入的增长。但是在实际过程中, 与所预想的状态不同的是, 减税没能产生更多的收入, 叠加未能削减与国防支出相当的社会项目支出, 最终导致财政赤字扩大和政府债务规模的长期上升。拆分美国财政收支来看: (1) 收入端: 美国财政收入增速中枢相比于70年代有所放缓, 其中, 个人所得税对于财政收入增速的贡献率出现下降, 其占财政收入的比重由1982年的48.2%下降至1988年的44.1%。(2) 支出端: 在国防支出扩张的同时(其占财政支出比重由1981年的23.3%上升至1987年的28.1%), 计划支出(主要包括社会保障、医疗保险、医疗保障等)占财政支出比重虽然有所回落, 但2.8pct的回落幅度相比于国防支出4.8pct的上升幅度明显偏低。此外, 随着政府债务规模的扩张, 净利息在财政支出中的份额同样出现明显上升。对应至财政赤字层面, 赤字规模由1979年的407亿美元扩张至最高为1986年的2212亿美元, 财政赤字率同样出现上升。期间, 政府杠杆率上升, 联邦政府债务占GDP比重由1981年的30.8%上升至1988年底的50.1%。时至今日, 美国政府的债务规模依然呈现扩张趋势, 占GDP比重已上升至超120%的水平。

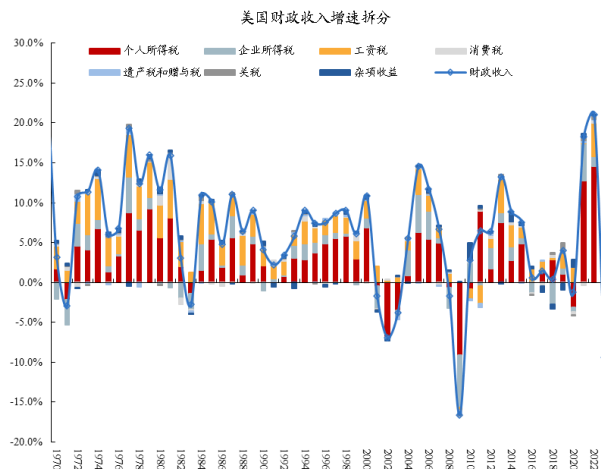
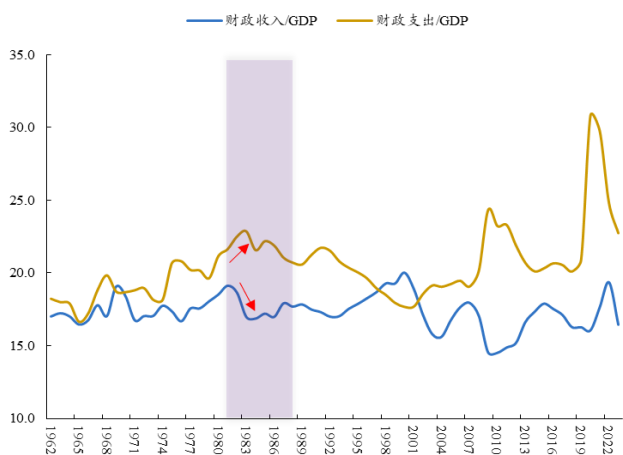
(2) 从贸易赤字到金融账户赤字: 国内需求扩大带动进口增加, 与此同时强势美元削弱出口产品竞争力并对进口起到放大效应, 恶化经常账户表现。对应至国际收支平衡表来看, 货物差额、经常账户差额占GDP比重均呈现趋势性下降, 分别由1981年的0.2%、-0.9%下降至1987年的-3.3%和-3.3%。期初, 表现为净流入的金融账户依然能够对经常账户的逆差形成对冲, 但随着高利率开始对经济起到削弱作用以及企业偿债负担的加大, “里根大循环”开始出现负反馈, 金融账户由净流入转为净流出, 国际收支平衡表持续恶化。



总结：里根经济学对于当下启示有以下四点：（1）滞胀期间，货币政策优先转向“紧缩”对抗“胀”，政策刺激从“双腿走路”转为以财政为核心的“单条腿”走路。（2）通过“强势美元”吸引资本回流，并鼓励“进口”的路线，短期确实可以带来投资与消费的提振，对冲贸易赤字；但拉长维度，强势美元伴随过高的利率同样会导致企业负债成本高企，对金融账户形成反噬，进而造成国际收支平衡表进一步恶化。（3）里根时期，尤其在80年代之后，全球景气回暖是其在初期起到成效的关键；倘若全球景气加速下行，美国职位空缺数下降、产能利用率下行及失业率抬升，单依靠“减税+强美元”恐怕难以实现：①推动居民进口、消费的意愿；②促使企业生产、投资意愿，尤其吸引外资流入并对美投资。（4）减税等积极财政政策，势必带来“赤字率+债务规模”扩张，倘若利率水平+利息占比高企，债务风险的冲击影响将更为凸显——这意味着，新一轮特朗普任期在全球景气加速下行的背景下，若要继续沿用“里根经济学”，恐怕不仅难以吸引资本回流、提振居民消费与企业投资的需求；甚至可能在通胀高企的掣肘下出现流动性陷阱，并在政府赤字率+利息费用高企的双击下，造成难以估计的债务风险。

图表17：财政支出扩张的同时财政收入占比趋于放缓

图表18：个税对财政收入拉动率相比70年代放缓

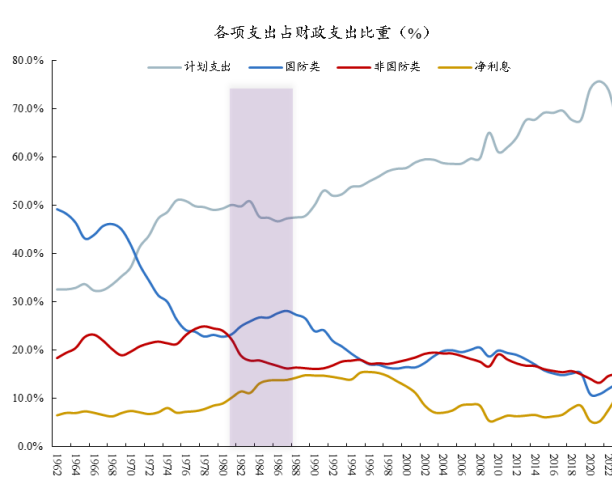
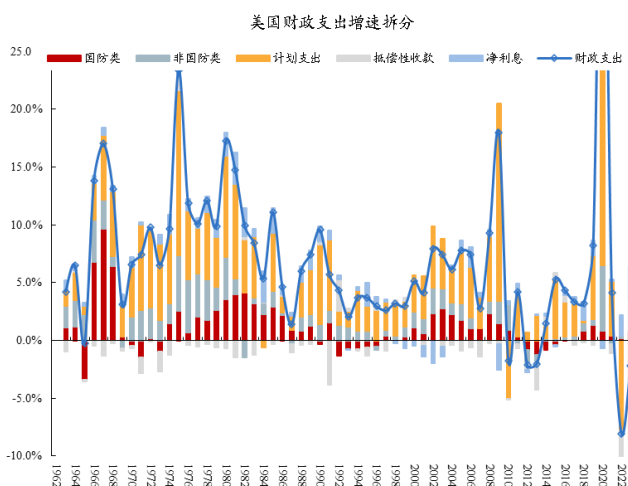


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表19：里根时期，国防支出、计划支出对财政支出拉动率依然较高

图表20：国防支出、净利息占比扩张的同时，计划支出的占比并未出现明显放缓



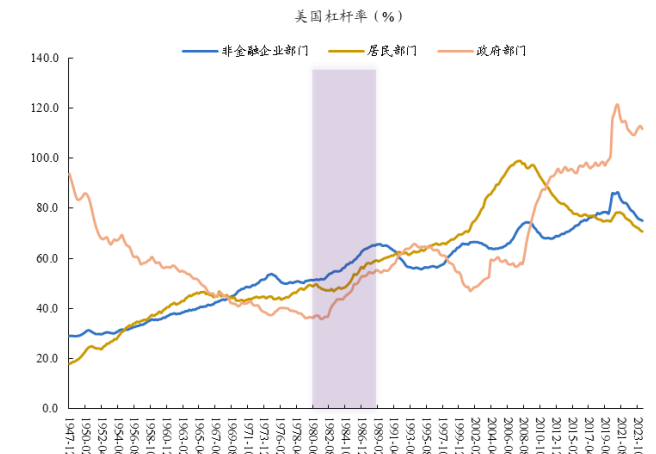
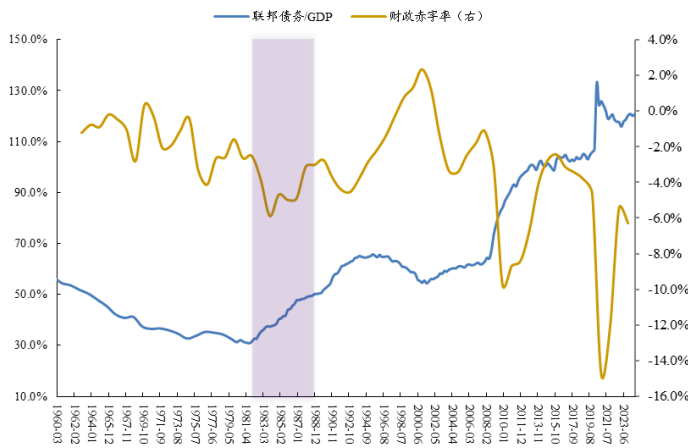
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



图表21: 美国财政赤字率扩张, 债务/GDP 趋势性上升

图表22: 美国政府部门杠杆率同样明显上升

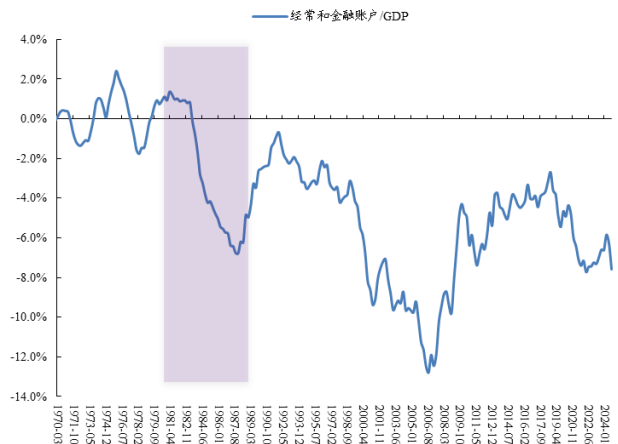
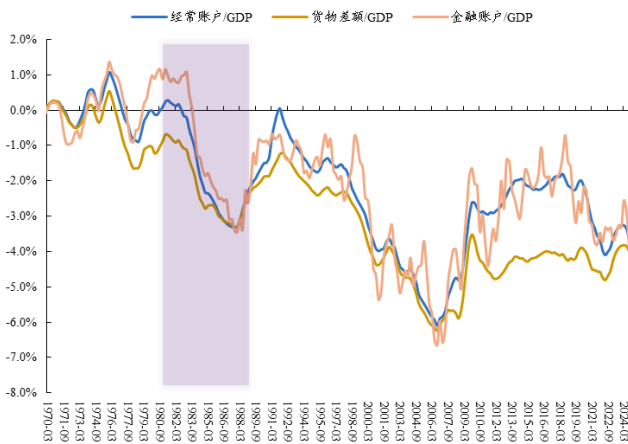


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 里根时期美国贸易赤字持续扩大

图表24: 经常和金融账户/GDP 由正转负, 并持续扩大



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.3 风格及行业配置: 重视“春季躁动”, 偏向中小盘科技成长

建议: 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、微信蓝包; 2、谷子经济; 3、出口链。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: 宽基指数全面走强, 一级行业全面上涨

A 股方面, 本周 (01.13-01.17) 市场整体全面走强。中证 1000 (+5.4%)、创业板指 (+4.7%) 相对走强, 主要宽基指数呈现全面上涨态势; 其中上证 50 (+0.9%)、科创 50 (+1.6%)、沪深 300 (+2.1%) 涨幅靠后。主要风格指数全面上涨, 小盘风格指数如小盘成长 (+5.5%)、小盘价值 (+3.6%) 等指数呈现较大幅度上涨。本周大盘整体全面走强, 其原因主要在于本周宏观数据陆续公布, 验证基本面回暖态势。其中, 四季度 GDP 增长超预期且环比提升, 带动全年实现 5% 的经济增长。与此同时, “以旧换新” 政策推动下, 消费支出同样出现明显回升; 叠加外需依然维持相对韧性, 带动整体经济修复。此外, 本周社融数据同样好转, M1 连续三个月回升, 分子端+分母端共振向上对股价形成支撑。



行业方面，本周（01.13-01.17）一级行业全面上涨。其中社会服务（+6.4%）、传媒（+6.2%），计算机（+6.1%），通信（+6.1%）等行业涨幅居前。领涨行业原因：（1）社会服务：本周春运开始，交通运输业活跃；（2）传媒：TikTok 的用户本周大批量涌入小红书，本周媒体娱乐相关公司是涨势较好。

海外权益市场方面，本周（01.13-01.17）全球主要经济体权益指数上涨为主，其中恒生国企指数（+3.1%）、道琼斯（+2.9%）、法国 CAC40（+2.7%）、恒生指数（+2.7%）涨幅靠前；日经 225（-1.9%）指数略有下跌。

大宗商品方面，本周（01.13-01.17）大宗商品价格多数上涨。DCE 铁矿石（6.6%）、LME 铝（4.2%）、CBOT 玉米（3%）涨幅靠前。波罗的海干散货指数（-5.8%）、NYMEX 天然气（-1.8%）、CZCE 白糖（-1.2%）跌幅居前。领涨大宗品的主要原因：（1）铁矿石：气旋影响下西澳部分铁矿出口港短暂关闭，港口的发运量可能会出现短暂下滑，供给端对价格形成支撑。领跌大宗品的主要原因：（1）波罗的海干散指数：海岬型和超灵便型船的运价下滑，随着国际贸易的变化，需求的减少直接影响了运价的走势。航运市场的供需关系也在不断变化，船舶的供给量可能超过了市场的需求，导致运价下滑；（2）CZCE 白糖：巴西产区降雨量高于正常水平，改善产量前景，且印度可能出口糖，另一方面，春节备货进入尾声，市场焦点转至供应端，国内甘蔗压榨处于集中期，产糖累计量大增，市场供应压力明显。

图表25：本周（01.13-01.17）国内宽基指数全面走强，海外指数表现上涨居多

| 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 (%) |
|-----------|-----------|----------|---------|---------|----------|-----------|---------------|----------------|
| | | | 周环比 (%) | 月环比 (%) | 年初以来 (%) | 2024年 (%) | | |
| A股 | 中证1000 | 5841.6 | 5.4 | -4.9 | -1.9 | 1.2 | 22.3 | 61.1 |
| | 创业板指 | 2067.3 | 4.7 | -6.1 | -3.5 | 13.2 | 26.7 | 64.3 |
| | 中证500 | 5587.3 | 4.1 | -4.5 | -2.4 | 5.5 | 26.3 | 64.4 |
| | 深证成指 | 10161.3 | 3.7 | -3.6 | -2.4 | 9.3 | 22.7 | 46.6 |
| | 中证800 | 4102.2 | 2.6 | -3.2 | -2.9 | 12.2 | 26.3 | 64.4 |
| | 上证综指 | 3241.8 | 2.3 | -3.6 | -3.3 | 12.7 | 50.2 | 72.7 |
| | 沪深300 | 3812.3 | 2.1 | -2.8 | -3.1 | 14.7 | 28.1 | 68.9 |
| | 科创50 | 965.9 | 1.6 | -0.1 | -2.3 | 16.1 | 50.2 | 50.2 |
| | 上证50 | 2582.5 | 0.9 | -2.6 | -3.8 | 15.4 | 29.6 | 64.8 |
| | 风格指数 | 小盘成长 | 4520.2 | 5.5 | -2.5 | 0.2 | -2.3 | 17.6 |
| 小盘价值 | | 6317.4 | 3.6 | -5.3 | -2.7 | 7.6 | 39.2 | 73.6 |
| 宁组合 | | 30849.4 | 3.5 | -6.5 | -2.9 | -3.0 | 26.5 | 75.5 |
| 茅指数 | | 426876.3 | 2.9 | -4.4 | -2.8 | 7.3 | 27.4 | 81.8 |
| 大盘成长 | | 3989.6 | 2.6 | -3.9 | -3.0 | 7.6 | 19.8 | 71.3 |
| 大盘价值 | | 7816.6 | 1.0 | -0.7 | -3.2 | 26.9 | 81.8 | 94.1 |
| 海外权益 | 法国CAC40 | 7709.8 | 3.8 | 4.7 | 4.5 | -2.2 | 93.4 | 98.3 |
| | 道琼斯 | 43487.8 | 3.7 | 0.1 | 2.2 | 12.9 | 97.9 | 99.4 |
| | 德国DAX | 20903.4 | 3.4 | 3.2 | 5.0 | 18.8 | 100.0 | 100.0 |
| | 英国富时 | 8505.2 | 3.1 | 3.8 | 4.1 | 5.7 | 100.0 | 100.0 |
| | 恒生国企指数 | 7108.8 | 3.1 | 0.0 | -2.5 | 26.4 | 46.1 | 20.7 |
| | 标普500 | 5996.7 | 2.9 | -0.9 | 2.0 | 23.3 | 98.3 | 99.5 |
| | 恒生指数 | 19584.1 | 2.7 | -0.6 | -2.4 | 17.7 | 34.8 | 26.5 |
| | 纳斯达克 | 19630.2 | 2.4 | -2.4 | 1.7 | 28.6 | 98.6 | 99.6 |
| | 韩国综合 | 2523.6 | 0.3 | 2.7 | 5.2 | -9.6 | 44.0 | 85.4 |
| | 澳洲 | 8310.4 | 0.2 | 0.0 | 1.9 | 7.5 | 97.9 | 99.4 |
| 日经225 | 38451.5 | -1.9 | -2.3 | -3.6 | 19.2 | 87.5 | 96.8 | |
| 商品 | DCE铁矿石 | 803.5 | 6.6 | 0.5 | 3.4 | -20.0 | 46.9 | 71.8 |
| | LME铝 | 2680.5 | 4.2 | 5.4 | 5.1 | 7.1 | 86.6 | 89.2 |
| | CBOT玉米 | 484.8 | 3.0 | 9.3 | 5.7 | -2.7 | 45.4 | 67.5 |
| | LME镍 | 16080.0 | 2.7 | 3.7 | 4.9 | -7.8 | 23.2 | 45.7 |
| | LME锌 | 2944.5 | 2.7 | -3.0 | -1.1 | 12.5 | 59.9 | 78.5 |
| | ICE WTI原油 | 77.1 | 1.8 | 10.7 | 8.3 | -0.5 | 60.6 | 58.1 |
| | CBOT小麦 | 539.3 | 1.6 | -1.1 | -2.2 | -12.3 | 11.2 | 43.5 |
| | ICE布油 | 80.7 | 1.2 | 10.3 | 8.2 | -2.9 | 57.7 | 63.0 |
| | CBOT大豆 | 1035.5 | 1.0 | 6.0 | 2.5 | -22.2 | 23.0 | 51.8 |
| | LME铜 | 9181.5 | 1.0 | 2.1 | 4.7 | 2.6 | 66.5 | 89.1 |
| | COMEX黄金 | 2740.0 | 0.9 | 2.9 | 3.7 | 27.4 | 99.0 | 99.7 |
| | LME铅 | 1965.5 | -0.5 | -1.0 | 0.7 | -5.7 | 21.3 | 35.8 |
| | COMEX白银 | 31.0 | -0.9 | 0.4 | 6.2 | 21.6 | 95.3 | 91.6 |
| | CZCE白糖 | 5809.0 | -1.2 | -3.3 | -2.3 | -5.7 | 49.4 | 69.2 |
| | NYMEX天然气 | 3.9 | -1.8 | 18.4 | 7.3 | 44.5 | 72.8 | 70.1 |
| 波罗的海干散货指数 | 987.0 | -5.8 | -6.3 | -1.0 | -52.4 | 11.4 | 24.0 | |

来源：Wind、国金证券研究所



图表26: 本周 (01.13-01.17) 一级行业全面上涨, 社会服务, 传媒, 计算机等行业顺势走强

| 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 (%) |
|------|------|---------|---------|---------|----------|-----------|---------------|----------------|
| | | | 周环比 (%) | 月环比 (%) | 年初以来 (%) | 2024年 (%) | | |
| 下游消费 | 社会服务 | 7787.6 | 6.4 | -12.5 | -2.5 | -5.1 | 22.1 | 80.1 |
| TMT | 传媒 | 628.0 | 6.2 | -11.6 | -2.6 | 2.2 | 43.5 | 51.9 |
| TMT | 计算机 | 4209.5 | 6.1 | -8.4 | -4.5 | 4.4 | 33.5 | 64.5 |
| TMT | 通信 | 2921.6 | 6.1 | -0.9 | -1.9 | 28.8 | 97.7 | 93.8 |
| 中游制造 | 机械设备 | 1532.3 | 5.4 | -1.4 | 1.0 | 5.0 | 67.8 | 81.6 |
| 上游周期 | 基础化工 | 3262.5 | 4.9 | -4.3 | -0.5 | -5.1 | 23.4 | 70.7 |
| 下游消费 | 商贸零售 | 2110.6 | 4.7 | -10.8 | -5.7 | 13.7 | 22.1 | 16.3 |
| 下游消费 | 汽车 | 6428.6 | 4.6 | -0.9 | 0.1 | 16.3 | 85.7 | 95.9 |
| 上游周期 | 有色金属 | 4572.9 | 4.5 | 1.7 | 5.9 | 3.2 | 52.2 | 78.8 |
| 中游制造 | 环保 | 1608.5 | 4.4 | -7.3 | -4.0 | 1.9 | 15.4 | 28.1 |
| 下游消费 | 美容护理 | 4246.3 | 4.3 | -9.6 | -2.6 | -10.3 | 6.5 | 49.9 |
| TMT | 电子 | 4428.3 | 4.1 | 1.5 | -0.1 | 18.5 | 65.2 | 91.0 |
| 下游消费 | 农林牧渔 | 2459.7 | 3.9 | -7.1 | -2.8 | -11.6 | 4.6 | 53.0 |
| 金融 | 房地产 | 2077.3 | 3.9 | -10.9 | -3.7 | -2.1 | 13.3 | 16.2 |
| 中游制造 | 电力设备 | 6902.6 | 3.7 | -5.6 | -3.0 | 3.1 | 32.3 | 81.0 |
| 中游制造 | 建筑材料 | 4335.2 | 3.6 | -5.0 | -1.3 | -5.9 | 9.3 | 45.9 |
| 中游制造 | 钢铁 | 2045.2 | 3.3 | -7.0 | -2.7 | 0.2 | 19.4 | 27.7 |
| 金融 | 非银金融 | 1746.0 | 3.3 | -8.5 | -6.4 | 30.2 | 52.9 | 68.8 |
| 下游消费 | 轻工制造 | 1960.8 | 3.2 | -8.5 | -3.3 | -6.0 | 11.1 | 42.5 |
| 下游消费 | 纺织服装 | 1444.4 | 3.2 | -7.4 | -3.4 | -5.3 | 10.7 | 18.1 |
| 上游周期 | 石油石化 | 2267.4 | 3.0 | -1.7 | -2.1 | 6.2 | 53.4 | 58.3 |
| 中游制造 | 建筑装饰 | 1880.2 | 3.0 | -8.2 | -5.6 | 5.6 | 16.4 | 37.6 |
| 中游制造 | 国防军工 | 1402.4 | 2.9 | -5.1 | -4.9 | 7.1 | 30.6 | 69.2 |
| 上游周期 | 交通运输 | 2172.3 | 2.8 | -4.8 | -3.7 | 13.0 | 29.4 | 39.0 |
| 下游消费 | 医药生物 | 6944.8 | 2.7 | -7.5 | -3.8 | -14.3 | 6.5 | 55.3 |
| - | 综合 | 2739.2 | 2.7 | -3.5 | 0.2 | 3.2 | 73.3 | 78.7 |
| 下游消费 | 食品饮料 | 17120.1 | 2.1 | -7.3 | -4.7 | -8.0 | 12.6 | 78.1 |
| 上游周期 | 煤炭 | 2733.0 | 1.6 | -8.8 | -5.9 | 4.4 | 57.4 | 63.9 |
| 中游制造 | 公用事业 | 2260.2 | 1.4 | -6.9 | -5.6 | 10.2 | 55.5 | 62.5 |
| 金融 | 银行 | 3867.6 | 1.3 | 2.9 | -1.1 | 34.4 | 89.6 | 95.9 |
| 下游消费 | 家用电器 | 8454.5 | 0.0 | 0.6 | 0.1 | 25.4 | 79.5 | 94.8 |

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: 宽基指数、风格指数估值全面上涨, 海外估值全面上涨

A股方面, 本周(01.13-01.17) A股主要宽基指数估值全面上涨。其中上证50(+0.9%)、沪深300(+1.5%)等指数估值涨幅较小, 中证1000(+5.1%)、创业板指(+4.5%)、中证500(+3.8%)等指数涨幅居前。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 创业板指、深圳诚犖、中证1000处于较低历史分位数水平。风格指数方面, 小盘成长(+5.4%)、小盘价值(+3.3%)等指数本周估值上涨居前, 但仍处于历史中等分位数。海外方面, 本周海外市场主要指数估值全面上涨, 英国富时(+3.1%)、恒生指数(+2.5%)等指数涨幅居前, 不过, 以恒生指数为代表的当前估值依然处于历史较低分位数水平。

行业方面, 本周(01.13-01.17)各行业估值全面上涨。从PE-TTM来看, 社会服务(+6.6%)、计算机(+6.2%)、传媒(+6.1%)行业估值涨幅靠前。

图表27: 本周 (01.13-01.17) A股主要指数估值全面上涨, 海外主要指数估值全面上涨

| 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 (%) | 2024年 (%) | | | | 周环比 (%) | 月环比 (%) |
| A股 | 科创50 | 83.9 | 2.6 | 0.7 | -1.6 | 88.1 | 93.6 | 93.7 | 4.6 | 2.6 | 0.7 |
| | 深证成指 | 24.2 | 3.6 | -4.2 | -2.6 | 19.0 | 31.2 | 53.6 | 2.2 | 3.6 | -4.1 |
| | 上证50 | 10.7 | 0.5 | -2.3 | -4.3 | 21.8 | 63.4 | 47.5 | 1.2 | 0.3 | -2.0 |
| | 中证800 | 13.8 | 1.9 | -3.3 | -3.6 | 18.6 | 57.3 | 44.3 | 1.4 | 1.8 | -3.1 |
| | 沪深300 | 12.4 | 1.5 | -2.9 | -3.8 | 19.1 | 57.4 | 41.9 | 1.3 | 1.4 | -2.6 |
| | 上证综指 | 14.1 | 2.0 | -3.6 | -3.4 | 16.1 | 72.9 | 39.6 | 1.3 | 2.0 | -3.3 |
| | 中证500 | 26.9 | 3.8 | -5.1 | -2.5 | 26.2 | 78.5 | 37.3 | 1.8 | 3.8 | -5.4 |
| | 中证1000 | 35.8 | 5.1 | -5.2 | -1.8 | 3.7 | 46.7 | 33.7 | 2.0 | 5.2 | -5.2 |
| | 创业板指 | 32.1 | 4.5 | -6.0 | -3.4 | 19.4 | 26.5 | 12.5 | 3.9 | 4.5 | -5.9 |
| | 风格指数 | 大盘成长 | 18.7 | 2.5 | -2.3 | -2.5 | 19.4 | 24.6 | 57.1 | 2.7 | 2.5 |
| 茅指数 | | 19.6 | 2.4 | -3.5 | -2.9 | 7.4 | 18.1 | 43.9 | 3.3 | 0.6 | -4.4 |
| 大盘价值 | | 8.1 | 0.2 | -1.8 | -4.4 | 28.4 | 77.3 | 41.7 | 0.9 | 0.2 | -1.3 |
| 小盘成长 | | 25.5 | 5.4 | -2.8 | -0.4 | 18.8 | 70.0 | 38.2 | 2.3 | 5.3 | -2.8 |
| 小盘价值 | | 14.3 | 3.3 | -5.9 | -3.4 | 2.0 | 53.9 | 25.2 | 1.1 | 3.3 | -5.7 |
| 宁组合 | | 27.6 | 2.9 | -5.4 | -3.5 | 27.2 | 22.0 | 7.4 | 4.2 | 2.9 | -5.4 |
| 海外 | 道琼斯 | 33.1 | 0.0 | -1.0 | -1.4 | 30.8 | 97.4 | 99.4 | 9.1 | 1.3 | 0.3 |
| | 标普500 | 28.5 | 1.2 | 0.4 | 0.4 | 14.4 | 75.1 | 94.6 | 5.2 | 2.9 | 2.4 |
| | 纳斯达克 | 46.5 | 2.4 | 0.1 | 1.7 | 6.4 | 79.0 | 91.2 | 6.8 | 2.5 | 1.7 |
| | 英国富时 | 19.8 | 3.1 | 4.0 | 3.9 | 84.8 | 79.7 | 76.3 | 1.8 | 2.2 | 3.9 |
| | 恒生国企指数 | 8.1 | 2.5 | -1.2 | -3.1 | 17.6 | 31.9 | 24.1 | 0.8 | 2.5 | -1.2 |
| 恒生指数 | 8.9 | 2.5 | -1.4 | -2.8 | 11.6 | 24.3 | 12.4 | 0.9 | 2.5 | -1.4 | |



来源: Wind、国金证券研究所

图28: 本周 (01.13-01.17) 各行业估值全面上涨

| 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 (%) | 2024年 (%) | 史分位数 (%) | 历史分位数 (%) | 周环比 (%) | 月环比 (%) | | 年初以来 (%) | 2024年 (%) | 史分位数 (%) | 历史分位数 (%) | | | | |
| A股 | 计算机 | 64.4 | 6.2 | -10.1 | -0.4 | 11.7 | 65.3 | 82.8 | 3.5 | 6.4 | -10.0 | -0.3 | 4.0 | 38.0 | 35.6 | | | | |
| | 房地产 | 35.4 | 4.0 | -12.3 | -3.7 | 94.9 | 94.6 | 77.7 | 0.7 | 4.5 | -10.3 | -1.4 | 4.3 | 15.1 | 3.3 | | | | |
| | 钢铁 | 25.8 | 3.4 | -8.0 | -0.8 | 22.2 | 97.3 | 75.6 | 0.9 | 3.4 | -8.1 | -1.1 | 3.3 | 25.7 | 13.6 | | | | |
| | 综合 | 59.5 | 2.7 | -2.4 | 0.0 | 19.9 | 88.1 | 69.5 | 1.6 | 2.6 | -2.5 | 0.0 | 2.2 | 41.5 | 14.6 | | | | |
| | 电子 | 54.5 | 4.1 | -0.5 | 3.7 | 18.1 | 91.4 | 66.8 | 3.5 | 4.1 | -0.6 | 3.8 | 35.0 | 58.3 | 62.0 | | | | |
| | 汽车 | 25.5 | 4.6 | -1.1 | 3.4 | 2.7 | 30.4 | 62.4 | 2.4 | 4.3 | -1.6 | 3.4 | 15.9 | 77.7 | 56.0 | | | | |
| | 国防军工 | 64.8 | 2.8 | -6.0 | -0.6 | 35.7 | 74.5 | 58.9 | 2.9 | 2.8 | -6.1 | -0.7 | 2.7 | 29.9 | 44.1 | | | | |
| | 商贸零售 | 34.0 | 4.5 | -11.4 | -8.0 | 28.2 | 79.8 | 58.1 | 1.7 | 4.3 | -11.5 | -8.2 | 1.8 | 52.7 | 19.6 | | | | |
| | 机械设备 | 30.9 | 5.3 | -1.3 | 3.5 | 7.9 | 79.7 | 56.1 | 2.3 | 5.4 | -1.3 | 3.5 | 6.9 | 46.0 | 34.7 | | | | |
| | 建筑材料 | 24.4 | 3.6 | -5.1 | 0.2 | 42.4 | 96.5 | 47.0 | 1.1 | 2.8 | -5.2 | 0.0 | 5.9 | 8.3 | 1.8 | | | | |
| | 基础化工 | 23.1 | 4.9 | -4.5 | 1.6 | 7.4 | 65.9 | 37.8 | 1.8 | 5.4 | -3.8 | 1.7 | 2.7 | 14.5 | 8.7 | | | | |
| | 煤炭 | 11.6 | 1.6 | -10.0 | -3.6 | 36.8 | 89.9 | 34.9 | 1.3 | 1.6 | -9.2 | -3.0 | 3.5 | 35.8 | 19.5 | | | | |
| | 石油石化 | 16.2 | 3.3 | -1.8 | 0.4 | 9.5 | 77.8 | 32.7 | 1.3 | 3.3 | -2.3 | 0.0 | 3.2 | 21.3 | 4.7 | | | | |
| | 交通运输 | 16.5 | 2.8 | -4.1 | -0.2 | 19.3 | 66.7 | 31.5 | 1.3 | 2.4 | -4.4 | -0.8 | 7.2 | 20.3 | 9.3 | | | | |
| | 通信 | 32.3 | 6.0 | -3.1 | -0.1 | 16.3 | 46.4 | 30.9 | 2.7 | 6.3 | -2.5 | 0.4 | 11.3 | 83.3 | 63.6 | | | | |
| | 美容护理 | 32.3 | 4.3 | -9.3 | -1.8 | 11.7 | 21.6 | 30.8 | 3.0 | 4.2 | -9.4 | -2.0 | 15.7 | 7.9 | 31.5 | | | | |
| | 美容护理 | 32.3 | 4.3 | -9.3 | -1.8 | 11.7 | 21.6 | 30.3 | 3.0 | 4.2 | -9.4 | -2.0 | 15.7 | 7.9 | 31.5 | | | | |
| | 传媒 | 36.9 | 6.1 | -12.6 | -0.5 | 2.1 | 61.3 | 28.6 | 2.4 | 6.3 | -12.6 | -0.4 | 4.3 | 46.6 | 16.3 | | | | |
| | 轻工制造 | 24.0 | 3.2 | -8.7 | -2.6 | 12.4 | 34.0 | 24.7 | 1.6 | 3.2 | -9.4 | -3.0 | 7.6 | 10.8 | 12.8 | | | | |
| | 非银金融 | 15.7 | 3.4 | -8.3 | -1.6 | 16.0 | 66.1 | 23.9 | 1.2 | 3.3 | -8.8 | -1.6 | 27.9 | 46.5 | 10.1 | | | | |
| | 电力设备 | 30.2 | 3.7 | -5.4 | -0.1 | 34.2 | 39.8 | 23.1 | 2.3 | 4.0 | -5.3 | 0.0 | 3.0 | 19.3 | 18.3 | | | | |
| | 银行 | 5.9 | 1.4 | 1.7 | 1.2 | 36.8 | 55.9 | 21.2 | 0.5 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 25.6 | 49.1 | 10.6 | | | | |
| | 医药生物 | 29.6 | 2.6 | -7.7 | -1.7 | 8.9 | 47.3 | 21.0 | 2.4 | 2.6 | -7.8 | -2.1 | 10.5 | 7.3 | 11.0 | | | | |
| | 有色金属 | 19.6 | 4.8 | 2.6 | 7.5 | 15.0 | 39.2 | 16.7 | 2.1 | 4.4 | 2.4 | 7.1 | 2.5 | 25.2 | 18.1 | | | | |
| | 建筑装饰 | 9.3 | 3.2 | -8.8 | -2.2 | 16.8 | 46.7 | 11.1 | 0.7 | 2.9 | -8.9 | -2.7 | 4.1 | 8.8 | 1.9 | | | | |
| | 食品饮料 | 19.9 | 2.1 | -7.3 | -2.8 | 15.1 | 5.8 | 7.9 | 4.2 | 1.9 | -7.5 | -3.0 | 14.5 | 6.4 | 36.7 | | | | |
| | 纺织服饰 | 19.5 | 3.2 | -6.9 | -3.4 | 13.0 | 15.4 | 7.0 | 1.6 | 3.2 | -7.0 | -3.6 | 4.6 | 11.0 | 8.8 | | | | |
| | 环保 | 19.7 | 1.2 | -13.2 | -5.3 | 3.5 | 27.4 | 6.5 | 1.3 | 3.1 | -8.8 | -3.6 | 2.9 | 14.8 | 3.2 | | | | |
| | 农林牧渔 | 21.9 | 3.8 | -7.3 | -0.9 | 55.8 | 25.1 | 5.4 | 2.2 | 3.7 | -6.7 | -1.3 | 14.8 | 2.9 | 13.1 | | | | |
| | 公用事业 | 16.5 | 1.3 | -7.6 | -3.2 | 8.9 | 1.7 | 4.4 | 1.5 | 1.4 | -7.6 | -3.3 | 3.4 | 24.6 | 7.7 | | | | |
| 社会服务 | 22.8 | 6.6 | -12.4 | -2.0 | 52.9 | 6.8 | 1.5 | 2.8 | 6.6 | -11.3 | -2.1 | 1.4 | 16.3 | 14.1 | | | | | |

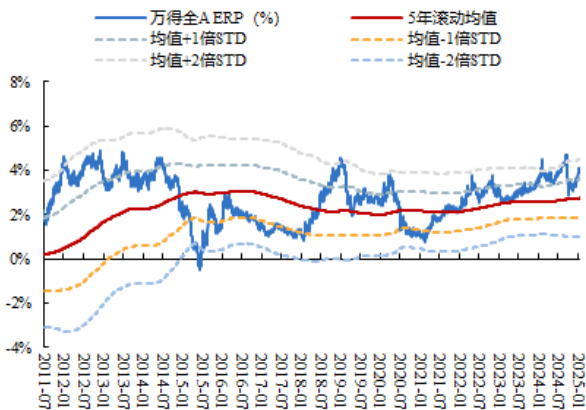
来源: Wind、国金证券研究所

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 (01.13-01.17) 主要宽基指数的 ERP 水平有所回落, 按照五年滚动来看, 万得全 A、沪深 300、创业板指高于“1 倍标准差上限”, 上证指数高于“滚动均值”。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 的股债收益差均低于“2 倍标准差下限”。

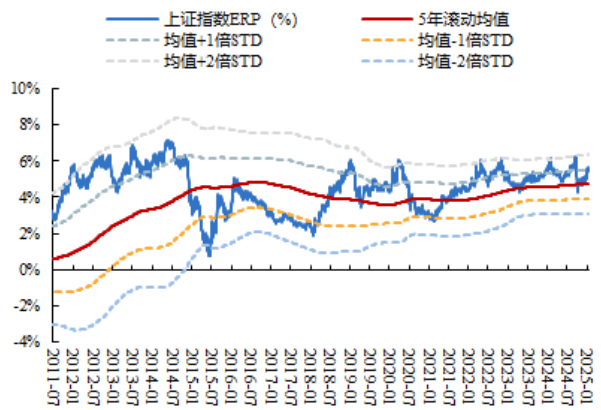
风格方面, 本周 (01.13-01.17) 主要风格指数的 ERP 水平下跌为主, 金融、周期、消费、呈现上行趋势, 股债收益差有所下调, 按照五年滚动来看, 金融风格指数 ERP 低于“滚动均值”, 周期风格指数 ERP 高于“滚动均值”, 消费风格指数 ERP 高于“2 倍标准差上限”, 成长风格指数 ERP 则高于“1 倍标准差上限”。股债收益差来看, 周期、消费、成长风格指数的股债收益差指标基本处于历史底部区间附近。按照五年滚动来看, 周期风格指数低于“1 倍标准差下限”, 金融、消费、成长风格指数低于“2 倍标准差下限”。

图29: 万得全 A ERP 高于“1 倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

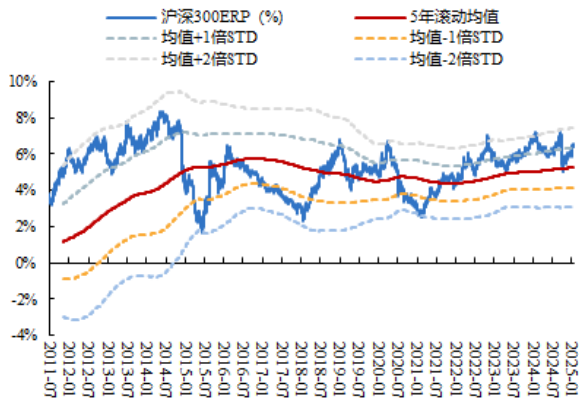
图30: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所



图表31: 沪深 300 ERP 高于“1 倍标准差上限”



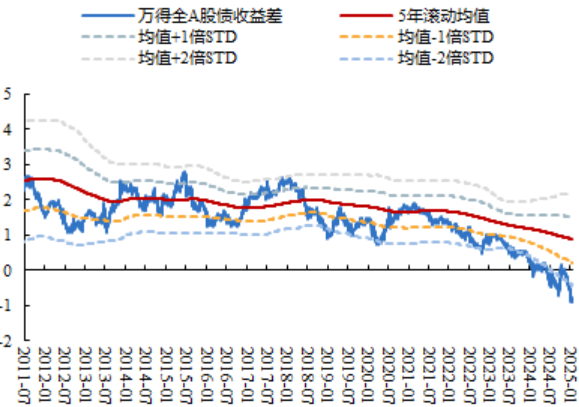
来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 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33: 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34: 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”



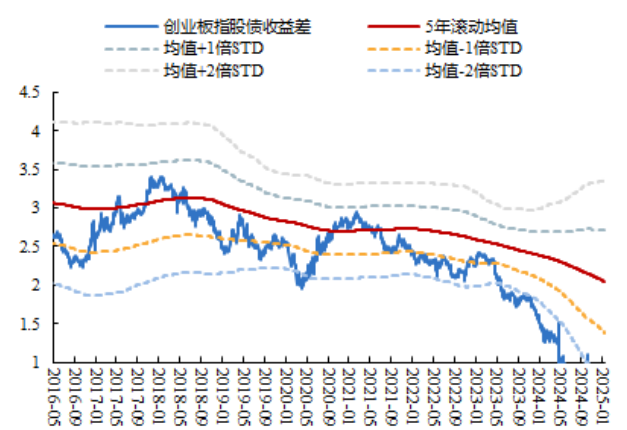
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 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

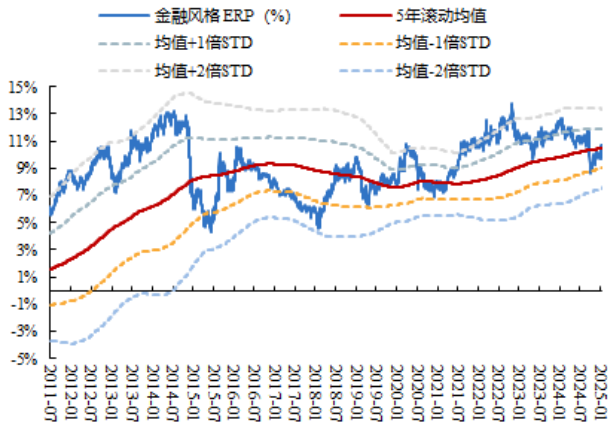
图表36: 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

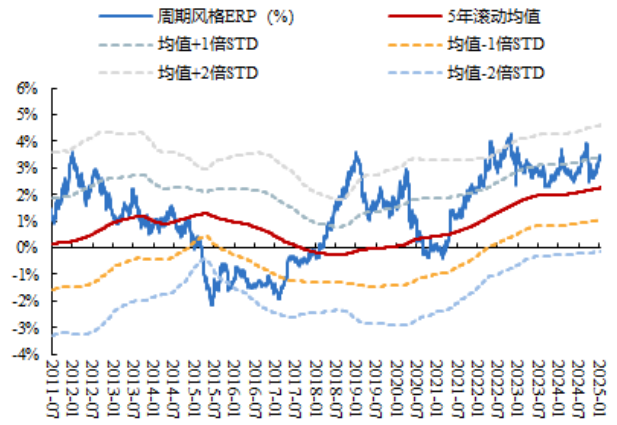


图37: 金融的 ERP 低于“滚动均值”



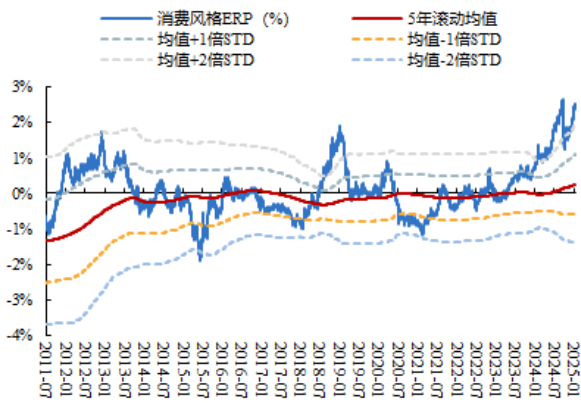
来源: Wind、国金证券研究所

图38: 周期的 ERP 高于“滚动均值”



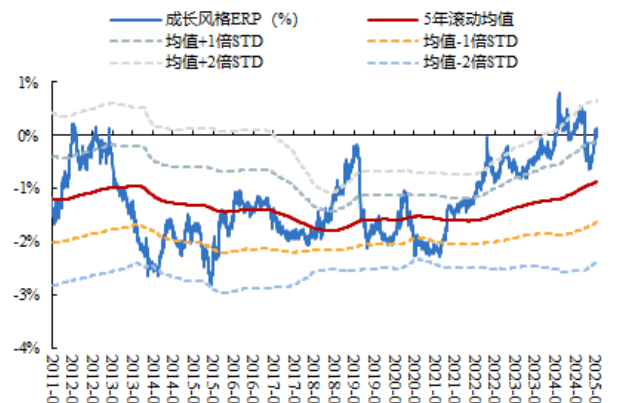
来源: Wind、国金证券研究所

图39: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”



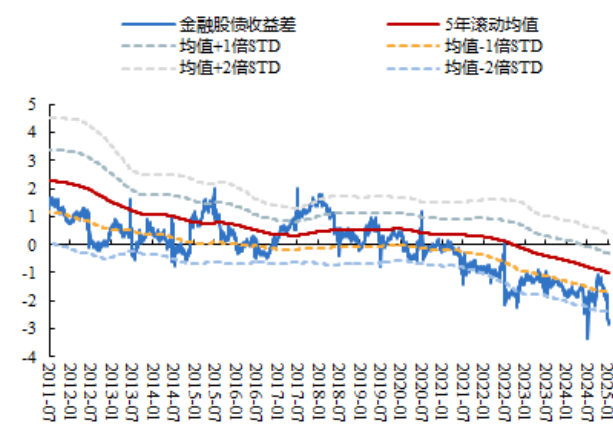
来源: Wind、国金证券研究所

图40: 成长的 ERP 高于“1 倍标准差上限”



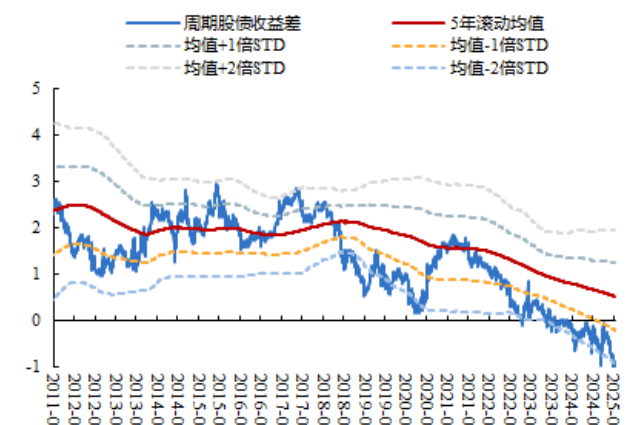
来源: Wind、国金证券研究所

图41: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图42: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所



图43: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”

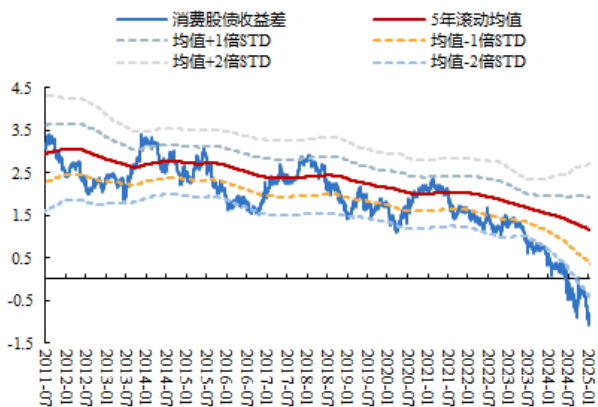
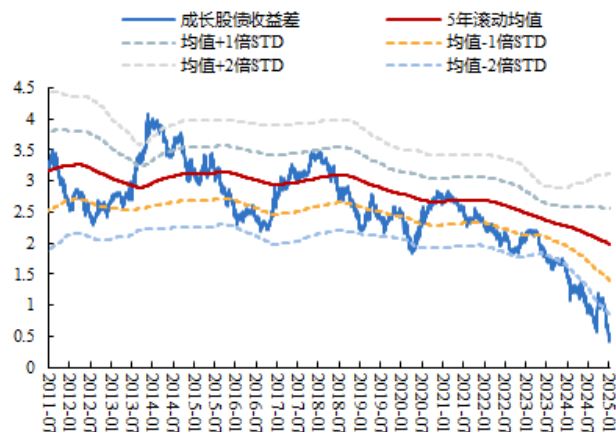


图44: 成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 盈利预期多数回调

指数方面, 本周(01.13-01.17)主要指数盈利预期多数回调。主要宽基指数中, 中证1000(-0.37%)、上证50(-0.19%)盈利预期下跌幅度较大; 主要风格指数中, 小盘成长(-0.2%)、小盘价值(-0.1%)盈利预期下跌幅度较大。

行业方面, 本周(01.13-01.17)大多数行业盈利预期多数回调。传统消费中商贸零售(-1.4%)盈利预期下调幅度较大; 周期板块中钢铁(+0.3%)、建筑装饰(+0.2%)盈利预期上调幅度较大, 而公用事业(-0.5%)下调幅度相对较大; 成长板块中计算机(+0.3%)上调幅度较大, 而电子(-0.3%)下调幅度相对较大; 金融板块中, 房地产(-0.9%)盈利预期下调。

图45: 本周(01.13-01.17)主要指数盈利预期全面上涨

| 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 | -0.02% | -0.3% | -0.2% | 0.81 | 0.76 |
| | 深证成指 | 0.76 | -0.07% | -0.7% | -0.4% | 0.76 | 0.70 |
| | 沪深300 | 1.11 | -0.03% | -0.2% | -0.2% | 1.11 | 1.03 |
| | 创业板指 | 1.43 | 0.00% | -0.5% | -0.2% | 1.43 | 1.21 |
| | 中证500 | 0.44 | -0.07% | -0.9% | -0.7% | 0.44 | 0.41 |
| | 科创50 | 0.52 | -0.13% | -0.7% | -0.5% | 0.52 | 0.68 |
| | 上证50 | 1.18 | -0.19% | -0.2% | -0.2% | 1.18 | 1.08 |
| | 中证800 | 0.96 | -0.03% | -0.3% | -0.2% | 0.96 | 0.89 |
| | 中证1000 | 0.37 | -0.37% | -1.0% | -0.7% | 0.37 | 0.27 |
| 风格 指数 | 大盘成长 | 1.30 | 0.0% | -0.2% | -0.1% | 1.30 | 1.27 |
| | 大盘价值 | 1.21 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.21 | 1.11 |
| | 小盘成长 | 0.62 | -0.2% | -0.2% | -1.0% | 0.62 | 0.54 |
| | 小盘价值 | 0.46 | -0.1% | -0.7% | -0.6% | 0.46 | 0.39 |
| | 茅指数 | 3.19 | -0.1% | -0.3% | -0.2% | 3.19 | 3.00 |
| | 宁组合 | 2.98 | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 2.98 | 2.99 |

来源: Wind、国金证券研究所



图表46: 本周(01.13-01.17)多行业盈利预期涨多跌少, 房地产盈利预期小幅下降

| 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 | 0.0% | -0.7% | -0.4% | 1.04 | 1.24 |
| | 有色金属 | 0.62 | -0.1% | -1.0% | -0.5% | 0.62 | 0.53 |
| | 交通运输 | 0.43 | -0.3% | -2.6% | -2.3% | 0.43 | 0.37 |
| | 基础化工 | 0.44 | 0.0% | -0.5% | -0.3% | 0.44 | 0.37 |
| | 石油石化 | 0.87 | -0.1% | -0.1% | -0.1% | 0.87 | 0.79 |
| | 钢铁 | 0.03 | 0.3% | -4.1% | -1.1% | 0.03 | 0.13 |
| | 建筑材料 | 0.33 | -0.3% | -0.9% | -0.8% | 0.33 | 0.40 |
| | 建筑装饰 | 0.62 | 0.2% | -1.0% | -4.2% | 0.62 | 0.62 |
| | 电力设备 | 0.51 | -0.1% | -1.9% | -0.3% | 0.51 | 0.73 |
| | 机械设备 | 0.38 | -0.3% | 0.0% | 0.1% | 0.38 | 0.33 |
| | 国防军工 | 0.31 | -0.3% | -2.6% | -2.4% | 0.31 | 0.26 |
| 公用事业 | 0.46 | -0.5% | -0.8% | -0.7% | 0.46 | 0.40 | |
| 环保 | 0.31 | -0.1% | -2.5% | -2.2% | 0.31 | 0.25 | |
| 传统消费 | 汽车 | 0.67 | -0.1% | -1.0% | -0.3% | 0.67 | 0.54 |
| | 家用电器 | 1.41 | 0.0% | -0.1% | -0.1% | 1.41 | 1.36 |
| | 纺织服饰 | 0.39 | -0.2% | -0.4% | -0.3% | 0.39 | 0.35 |
| | 商贸零售 | 0.17 | -1.4% | -2.1% | -1.8% | 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 | -0.2% | -0.3% | -0.3% | 0.32 | 0.18 |
| | 农林牧渔 | 0.44 | 0.1% | -2.4% | -0.7% | 0.44 | -0.04 |
| | 轻工制造 | 0.36 | 0.0% | -1.0% | -0.2% | 0.36 | 0.33 |
| 成长 | 医药生物 | 0.56 | -0.1% | -0.5% | -0.2% | 0.56 | 0.48 |
| | 美容护理 | 0.80 | 0.0% | -0.9% | -0.1% | 0.80 | 0.68 |
| | 电子 | 0.40 | -0.3% | -2.2% | -0.7% | 0.40 | 0.25 |
| | 计算机 | 0.24 | 0.3% | -1.8% | -1.0% | 0.24 | 0.14 |
| | 传媒 | 0.18 | -0.1% | -1.4% | -0.7% | 0.18 | 0.22 |
| | 通信 | 0.97 | 0.0% | -0.2% | 0.0% | 0.97 | 0.85 |
| 金融 | 房地产 | -0.10 | -0.9% | -2.8% | -8.7% | -0.10 | -0.12 |
| | 银行 | 1.11 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 1.11 | 1.11 |
| | 非银金融 | 0.99 | 0.0% | -0.7% | -0.7% | 0.99 | 0.65 |
| | 综合 | -0.19 | 0.0% | -3.9% | -3.9% | -0.19 | -0.25 |

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47: 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 |
|-----------|-------|-----------------------|--------|-------|
| 2025/1/21 | 欧盟 | 1月欧元区:ZEW经济现状指数 | -55.0 | |
| 2025/1/21 | 欧盟 | 1月欧元区:ZEW经济景气指数 | 17.0 | |
| 2025/1/21 | 德国 | 1月ZEW经济景气指数 | 15.7 | |
| 2025/1/21 | 德国 | 1月ZEW经济现状指数 | -93.1 | |
| 2025/1/21 | 加拿大 | 12月CPI:非季调(2002年=100) | 161.8 | |
| 2025/1/21 | 加拿大 | 12月CPI:非季调:同比(%) | 1.89 | |
| 2025/1/23 | 美国 | 1月18日初请失业金人数:季调((人) | 217000 | |
| 2025/1/23 | 欧盟 | 1月欧元区:消费者信心指数:季调(初值) | -14.5 | -14.5 |
| 2025/1/24 | 日本 | 12月CPI:环比(%) | 0.4 | |
| 2025/1/24 | 日本 | 12月CPI(剔除食品):环比(%) | 0.4 | |

来源: Wind、国金证券研究所



图表48：下周全球主要国家经济事件一览

| 日期 | 国家/地区 | 事件 |
|------------|-------|-------------------------|
| 2025-01-23 | 美国 | 1月23日EIA公布周度能源报告 |
| 2025-01-24 | 日本 | 1月日本央行公布利率决议 |
| 2025-01-24 | 日本 | 1月日本央行公布前景展望报告 |
| 2025-01-24 | 日本 | 1月日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会 |
| 2025-01-24 | 美国 | 1月EIA公布月度电力报告 |

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。



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