

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 02 月 16 日

中国两会前瞻：Ai+与提振消费

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

- 《投资策略：行业比较周报 - DeepSeek 主题行情，机器人板块的“定位”》2025-02-14
- 《投资策略：开年动员号角吹响-政策与大类资产配置周观察》2025-02-11
- 《投资策略：投资策略-开门红后怎么看？》2025-02-09

市场思考：两会的日历效应与主线前瞻

- 1) 全国两会将于 3 月 4 日正式召开，过去 5 年召开时间有 4 年召开时间在 8 天。我们以两会为时间节点，统计了会前、会中、会后的日历效应情况，会前、会后按照 5 个交易日为步长分阶段统计。统计结果来看，会前 3 个阶段 Wind 全 A 都能取得正收益，【T-15, T-11】、【T-10, T-6】、【T-5, T-1】的中位数收益率分别为 1.88%、1.24%、0.75%，会议期间中位数为 -0.03%，会后 3 阶段分别为 1.27%、-0.19%、1.57%，另外第 2 阶段在过去 10 年间有 8 年在 3 组不同时间轴的表现中均是最弱。
- 2) 主要指数方面，会前各主要指数出现明显分化，越靠近开会小市值指数表现越强。会议期间，仅有沪深 300 的区间收益率为正。会后各主要指数表现趋势接近，会后初期小盘指数更强，随后在第 2 阶段一起调整以后第 3 阶段大盘表现更强。风格指数两会前差异较大。稳定风格越接近两会表现越强，成长、金融风格则越接近两会表现越弱；会后风格指数表现较为一致，消费在第 1、3 阶段表现较强，而金融则涨幅滞后。
- 3) Ai+与提振消费。2025 年两会预计将延续 2024 年年末召开的中央经济工作会议基调，实施适度宽松的货币政策、更加积极的财政政策，消费、科技位于重点任务前两位。我们在《春节前后全球大事与大类资产梳理》(20250203) 中提示，1 月 20 日总理座谈会主题是听取即将在两会上表决的《政府工作报告(征求意见稿)》的建议，总理接见梁文锋或预示国内人工智能产业两会后或将迎来更多政策支持。从地方两会中寻找线索，2025 年京、沪的 GDP 预期增长目标均与 2024 年持平为 5%，会议主题侧重于消费。

国内：1 月 CPI、社融脉冲回升，2024Q4 货执报告指出择机调整优化政策力度和节奏

1) 1 月 CPI 同比回升，PPI 同比降幅持平，PPI-CPI 剪刀差走阔。CPI 方面，食品项止跌回升，非食品项继续回升。PPI 方面生产资料降幅持平，生活资料降幅收窄。2) 社融脉冲小幅回升，新增政府债同比回落，新增人民币贷款少增大幅转正。信贷结构方面，企业中长贷同比少增回正，居民中长贷同比回落转负。3) Q4 货执报告发布，基调方面强调“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大”，新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。4) 地铁客运量指数回升；工业生产腾落指数回落，涤纶长丝、轮胎回升，甲醇、纯碱、唐山高炉、山东地炼回落。5) 国内政策跟踪：李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作；央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。

国际：美国 1 月核心通胀超预期反弹

1) 俄乌冲突跟踪：切尔诺贝利核电站遭无人机袭击，俄乌相互指责；特朗普表示，希望俄罗斯重返七国集团(G7)；并表示美俄乌三国高官将出席慕安会。2) 中东冲突跟踪：以防长威胁重启战争，卡塔尔、埃及加紧调解；哈马斯宣布继续执行停火协议；3) 美国 1 月通胀、核心通胀均超预期上行。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网。

赛点 2.0 第三阶段攻坚，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，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：(1) Deepseek 突破与开源引领的科技 Ai+ (详见《DeepSeek 系列：Ai+ 投资图谱》(20250206))，(2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏(《让一部分人先消费起来》(20250102))，(3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 Ai 产业趋势的进展，而 Ai 产业趋势的进展又取决于 Ai 应用端和消费端的突破。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)，以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，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。

内容目录

1. 市场思考：两会日历效应以及主线前瞻	4
1.1. 过去 10 年两会日历效应情况	4
1.1.1. 市场整体的日历效应情况	4
1.1.2. 宽基指数的表现情况复盘	5
1.1.3. 风格以及行业指数情况	6
1.2. 两会前瞻	7
2. 国内：1 月 CPI、社融脉冲回升，2024Q4 货执报告指出择机调整优化政策力度和节奏	11
2.1. 1 月 CPI 同比回升，PPI 跌幅持平	11
2.2. 社融脉冲小幅回升，新增人民币贷款少增大幅转正	12
2.3. 2024Q4 货政执行报告：择机调整优化政策力度和节奏	13
2.4. 交运高频指标跟踪	14
2.5. 普林格同步高频指标跟踪	15
2.5.1. 工业生产腾落指数	15
2.6. 国内政策跟踪	15
3. 国际：美国 1 月核心通胀超预期反弹	17
3.1. 国际大事跟踪	17
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	17
3.1.2. 中东冲突跟踪	17
3.2. 美国 1 月核心通胀超预期反弹	18
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网	19
5. 重点大事前瞻	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：全 A 的区间中位数收益率分布情况（2015-2024）	4
图 2：2015-2024 年全 A 指数两会前后及期间涨跌幅情况	5
图 3：2015-2024 年各主要指数在两会前后及期间的平均涨跌幅情况	6
图 4：2015-2024 年各类型风格指数在两会前后及期间的平均涨跌幅情况	6
图 5：2015-2024 年两会前后及期间各申万一级行业表现	7
图 6：中央和地方近年来政府预期目标中 GDP 同比数据	9
图 7：大部分省市物价增长目标下调至 2%	9
图 8：CPI20 年以后的中枢低于 2012-2018 年	9
图 9：赤字率变化与公共财政总额差额方向相近	9
图 10：24 年预算收支差额继续扩大	9
图 11：PPI-CPI 剪刀差由 24 年 12 月的-1.4%收窄至 1 月的-1.2%	11

图 12: CPI 食品项止跌回升, 非食品项继续回升	12
图 13: PPI 生产资料降幅持平, 生活资料降幅收窄	12
图 14: CPI 交通和通信分项上行	12
图 15: 核心 CPI 同比回升 (单位%)	12
图 16: 2025 年 1 月社融脉冲升至 24.22%	13
图 17: 社融同比结构中新增人民币贷款少增大幅转正	13
图 18: 新增人民币贷款新增回升	13
图 19: M1、M2 回落, M1-M2 剪刀差走阔至-6.6%	13
图 20: 2024 年四、三、二季度央行货币政策执行报告内容对比	14
图 21: 一线城市地铁客运量	15
图 22: 工业生产腾落指数	15
图 23: 工业生产腾落指数 (分年度)	15
图 24: 国内政策跟踪	16
图 25: 美国 1 月 CPI 同比回升, 核心 CPI 回升	18
图 26: 美国 1 月 CPI 细分 (环比)	18
图 27: CME 降息概率情况	18
图 28: 重点大事前瞻	19

1. 市场思考：两会日历效应以及主线前瞻

1.1. 过去 10 年两会日历效应情况

我们在《元旦与春节：跨年行情的节奏感》(20241229)提示：春节后的表现往往要好于节前，《春的预兆：社融脉冲回升》(20250115)跟踪普林格周期先行信号，在《春耕黄金坑》(20250119)指出：先前市场预期较为低迷，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，在《A 股 2025 的生力军》(20250126)中测算了中长期入市方案或带来的增量资金规模，春节归来攻坚。在《开门红后怎么看？》(20250209)预判：随着两会临近，市场将再度聚焦国内政策博弈，届时将发布《政府工作报告》，而对于特朗普的关税政策，市场也可能预期国内将打出应对的“后手牌”。此外 3 月将发布 1-2 月经济数据，届时基本面改善验证或将重新纳入定价框架。

根据全国人大常委会会议，2025 年十四届全国人大三次会议将于 2025 年 3 月 5 日在北京召开；根据政协第十四届全国委员会主席会议，全国政协十四届三次会议建议将于 2025 年 3 月 4 日在北京召开，现在距离全国两会召开还有两周左右。闭幕时间不定，过去 5 年召开时间有 4 年召开时间在 8 天左右，2015-2019 年期间召开的两会则超过或等于 13 天。我们以两会为时间节点，统计了会前、会中、会后的日历效应情况，另外会前、会后按照 5 个交易日为步长分阶段统计。

1.1.1. 市场整体的日历效应情况

复盘 2015-2024 年全国两会前后及期间的涨跌幅情况来看，具有较强的日历效应。

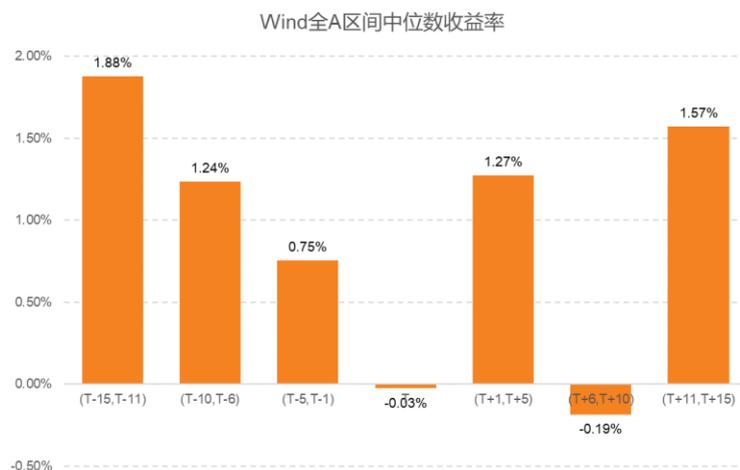
以 5 个交易日为步长，会前 3 个阶段都能取得正收益，会后则只有第 1 和 3 个阶段取得正收益，另外会议期间、会后的第 2 个阶段中位数收益率小幅为负。根据历史数据显示，

1) 两会前方面，2015-2024 年 10 年间【T-15, T-11】、【T-10, T-6】、【T-5, T-1】的 Wind 全 A 的涨跌幅（以下涨跌幅情况皆为全 A 指数表现）中位数分别为 1.88%、1.24%、0.75%；胜率分别为 60%、80%、70%。

2) 两会期间指数表现来看，往往要弱于两会前的表现，中位数为-0.03%。其中表现最好的是 2019 年的 3.15%，表现最差的是 2021 年的-5.25%。并且过去 5 年间有 4 年取得了负收益，仅有 2024 年会议期间表现录得正收益，为 1.54%。

3) 两会后方面，在【T+6, T+10】这一阶段表现最弱。2015-2024 年 10 年间【T+1, T+5】、【T+6, T+10】、【T+11, T+15】的涨跌幅中位数分别为 1.27%、-0.19%、1.57%，胜率分别为 70%、40%、100%。另外，第二阶段的收益率在过去 10 年间有 8 年在 3 组不同时间轴的表现中均是最弱。

图 1：全 A 的区间中位数收益率分布情况（2015-2024）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：T 代表两会期间，T-1、T-5、T-6、T-10、T-11、T-15 分别代表两会前第 1、5、6、10、11、15 个交易日，T+1、T+5、T+6、T+10、T+11、T+15 分别代表两会后第 1、5、6、10、11、15 个交易日，下图均相同）

图 2：2015-2024 年全 A 指数两会前后及期间涨跌幅情况

	(T-15,T-11)	(T-10,T-6)	(T-5,T-1)	两会前各区间收益率变化情况	两会期间收益率	(T+1,T+5)	(T+6,T+10)	(T+11,T+15)	两会后各区间收益率变化情况
2024	3.15%	5.18%	2.42%		1.54%	1.80%	-2.76%	1.89%	
2023	-1.04%	0.54%	0.22%		-2.48%	-1.65%	2.12%	1.47%	
2022	-0.17%	-0.86%	0.91%		-5.11%	-1.31%	-1.41%	1.25%	
2021	3.68%	-3.18%	0.60%		-5.25%	0.75%	-3.12%	3.16%	
2020	2.97%	1.23%	-0.66%		-1.80%	3.84%	0.41%	1.67%	
2019	7.59%	2.29%	7.08%		3.15%	3.41%	-0.31%	5.14%	
2018	-4.88%	1.24%	1.93%		2.13%	-3.09%	-0.06%	0.42%	
2017	0.78%	1.14%	-0.56%		1.06%	0.14%	-0.33%	1.06%	
2016	6.35%	2.13%	-5.39%		-1.11%	9.12%	0.11%	0.86%	
2015	-0.88%	6.15%	4.11%		2.46%	8.54%	3.48%	7.00%	
中位数	1.88%	1.24%	0.75%		-0.03%	1.27%	-0.19%	1.57%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

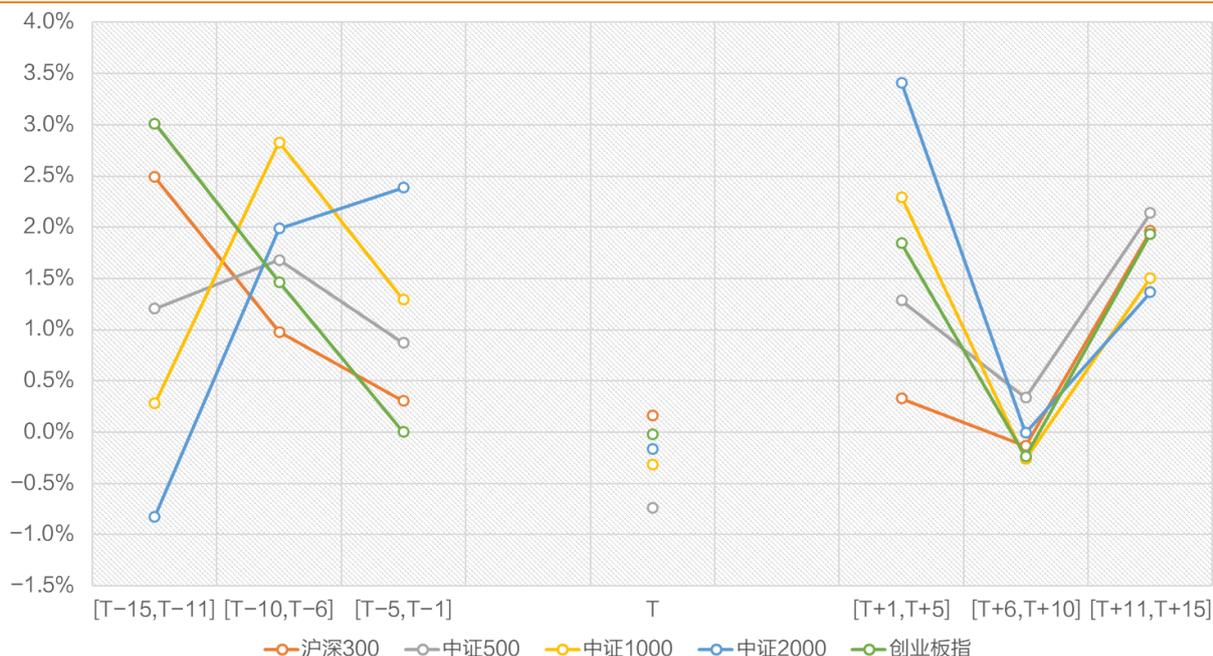
1.1.2. 宽基指数的表现情况复盘

主要指数方面，会前各主要指数出现明显分化，越靠近两会小市值指数表现越强。沪深 300、创业板指各区间段收益率均为正，但越临近两会表现越弱，中证 500、中证 1000 表现最好的阶段反而出现在【T-10,T-6】，而中证 2000 表现最强的阶段出现在【T-5, T-1】。

两会期间表现方面，从高到低排序则分别为沪深 300、创业板指、中证 2000、中证 1000、中证 500，但仅有沪深 300 的区间收益率为正。

会后各主要指数表现趋势接近，会后初期小盘指数更强，随后在第 2 阶段调整以后大盘表现更强。【T+6,T+10】表现是最弱的，仅只有中证 500 的收益率为正。而两头表现最强的指数也不同，【T+1,T+5】表现最好的指数分别为中证 2000、中证 1000，但这两个指数在【T+11,T+15】的阶段表现反而是垫底。

图 3：2015-2024 年各主要指数在两会前后及期间的平均涨跌幅情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

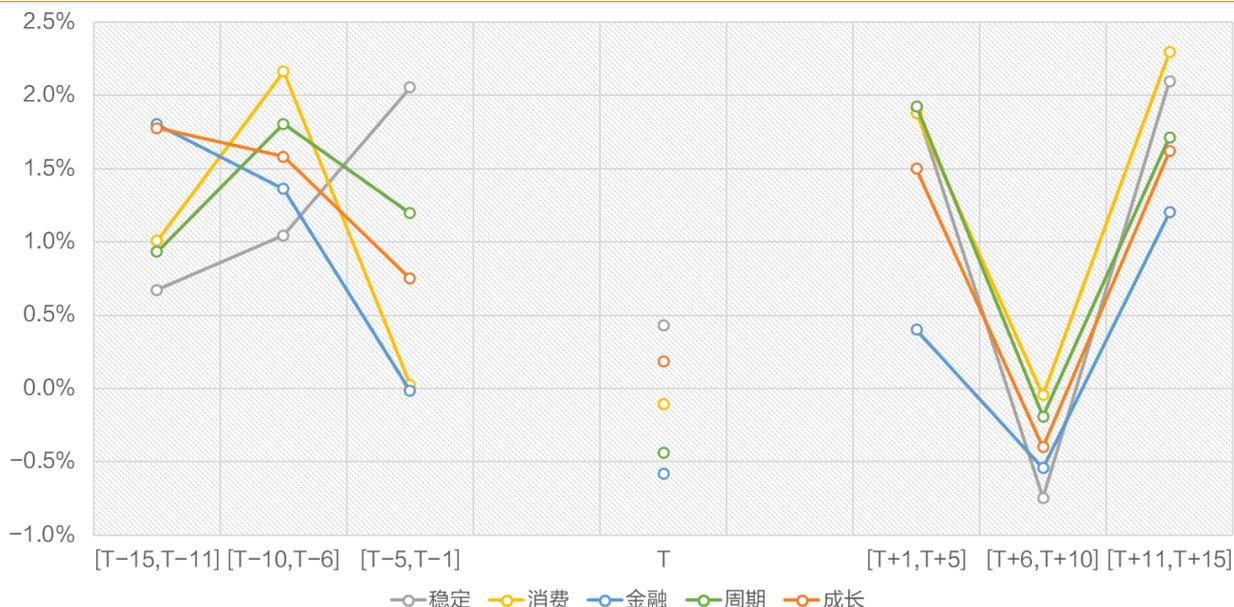
1.1.3. 风格以及行业指数情况

两会前风格指数表现差异较大。稳定风格越接近两会表现越强，成长、金融风格则越接近两会表现越弱，而消费、周期则在【T-10, T-6】这个阶段表现最强。会前最后一周各行业的标准差最大，消费、金融最弱，收益率在0%左右。

两会期间仅稳定、成长风格录得正收益，金融、周期表现最弱。

两会后风格指数表现较为一致，收益率最弱的阶段均出现在【T+6, T+10】。各风格指数收益率均为负值，金融则在两头表现都显著掉队，【T+1, T+5】表现最好的行业为周期、消费、稳定，【T+11, T+15】表现最好的行业为消费。

图 4：2015-2024 年各类型风格指数在两会前后及期间的平均涨跌幅情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

一级行业指数方面，不同阶段的收益率前 5 的行业均为正收益。在两个表现最弱的阶段，两会期间表现最好的行业分别为医药生物、综合、美容护理、轻工制造、电力设备，另外在这期间有 9 个行业正收益，【T+6,T+10】阶段表现最好的行业分别为农林牧渔、综合、国防军工、医药生物、计算机；在这一阶段有 7 个行业取得正收益。

图 5：2015-2024 年两会前后及期间各申万一级行业表现

行业名称	2015-2024年各行业在各阶段涨跌幅中位数						
	(T-15,T-11)	(T-10,T-6)	(T-5,T-1)	期间	(T+1,T+5)	(T+6,T+10)	(T+11,T+15)
石油石化	0.25%	1.64%	-0.70%	-1.15%	1.60%	-0.45%	3.34%
煤炭	0.56%	3.79%	1.51%	-1.71%	0.91%	-0.78%	1.93%
钢铁	0.36%	2.03%	0.77%	-1.84%	0.11%	-1.12%	3.20%
有色金属	2.12%	3.68%	1.65%	-1.00%	0.85%	-0.30%	1.74%
基础化工	1.50%	1.57%	0.57%	-1.04%	2.89%	-0.31%	2.09%
农林牧渔	-1.03%	1.82%	-0.23%	-0.45%	0.49%	1.24%	2.41%
美容护理	2.27%	1.84%	0.34%	0.43%	4.23%	-0.38%	3.31%
家用电器	3.03%	2.42%	-0.41%	-0.75%	0.96%	0.20%	2.82%
食品饮料	2.11%	2.98%	-0.17%	-0.51%	3.11%	-0.98%	2.65%
社会服务	0.71%	1.62%	1.44%	-0.60%	4.84%	0.16%	2.62%
商贸零售	-1.01%	2.02%	0.79%	-0.08%	3.02%	-0.44%	1.34%
纺织服饰	-0.70%	2.15%	2.29%	0.15%	2.74%	-0.21%	1.13%
医药生物	0.42%	1.62%	0.54%	0.78%	2.54%	0.62%	1.10%
建筑装饰	0.04%	1.91%	2.23%	-0.33%	2.29%	-0.89%	2.19%
环保	0.14%	1.25%	2.30%	-0.60%	3.62%	-0.86%	1.91%
公用事业	0.23%	1.26%	2.26%	0.20%	0.86%	-1.02%	1.54%
交通运输	1.65%	1.41%	0.48%	-0.26%	2.64%	-0.23%	2.10%
银行	1.16%	-0.27%	0.57%	-0.63%	-0.17%	-0.38%	1.65%
非银金融	1.97%	1.64%	0.33%	-1.63%	0.99%	-1.11%	1.43%
房地产	0.34%	1.19%	-0.42%	-1.59%	2.14%	-0.55%	0.84%
建筑材料	1.22%	2.76%	0.75%	-0.84%	1.24%	-0.25%	1.99%
轻工制造	-0.09%	2.67%	0.90%	0.35%	4.05%	-0.62%	1.40%
国防军工	0.66%	1.52%	1.59%	-2.23%	2.32%	0.65%	0.99%
机械设备	1.30%	1.95%	1.52%	-0.47%	1.74%	-0.08%	1.51%
汽车	0.20%	2.02%	0.31%	-1.31%	1.93%	-0.60%	2.22%
电力设备	3.97%	1.58%	0.63%	0.33%	1.16%	-0.40%	1.74%
电子	1.30%	1.35%	1.20%	-0.35%	2.35%	-0.03%	1.38%
通信	1.13%	1.92%	2.48%	0.03%	1.62%	-0.89%	0.82%
计算机	0.96%	1.86%	1.74%	0.31%	1.71%	0.50%	0.73%
传媒	1.14%	0.74%	0.84%	-0.17%	4.81%	-0.62%	1.79%
综合	-0.13%	2.01%	1.90%	0.62%	2.77%	0.66%	2.13%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 两会前瞻

两会议程涉及制定全年政府预期经济目标以及政府预算方案，为全年经济社会发展确立发力方向和预期目标。决定建议十四届全国人大三次会议的议程是：审议政府工作报告；审查 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告、2025 年国民经济和社会发展计划草案；审查 2024 年中央和地方预算执行情况

与 2025 年中央和地方预算草案的报告、2025 年中央和地方预算草案；审议全国人民代表大会常务委员会关于提请审议《中华人民共和国全国人民代表大会和地方各级人民代表大会代表法（修正草案）》的议案；审议全国人民代表大会常务委员会工作报告；审议最高人民法院工作报告；审议最高人民检察院工作报告。

2025 年两会预计将延续 2024 年年末召开的中央经济工作会议基调，中央经济工作会议强调坚持稳中求进总基调，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策；货币政策方面指明“要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息”；财政方面，提出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构；**消费**位于重点任务首位，要**大力提振消费**，提高投资效益，全方位扩大国内需求；**科技**位于重点任务第二条，要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系，开展“人工智能+”行动，培育未来产业；重点任务第五条提及房地产，指出持续用力推动**房地产市场止跌回稳**。

2025/2/5，国务院总理李强主持召开国务院第七次全体会议，讨论拟提请十四届全国人大三次会议审议的政府工作报告，并对做好开年工作进行动员，李强指出要注重整体把握，统筹好国内和国外、当前和长远、宏观和微观、发展和安全等关系，也要寻求突破突围，找准潜力足、空间大的发展领域；要锚定发展目标，**因时因势加大逆周期调节力度；要敢于打破常规，推出可感可及的政策举措**。

京沪的经济增速目标与全国接近，我们认为，今年全国经济增速目标或在 5%。近期地方两会陆续召开，31 个省（区、市）级地区关于 2024 年经济工作部署陆续披露，24 年京、沪的 GDP 预期增长目标与全国一致，均为 5%，18 年、19 年、21 年的预期增长目标京、沪也均为 5%，与全国目标一致，2025 年京、沪的 GDP 预期增长目标均与 2024 年持平为 5%。

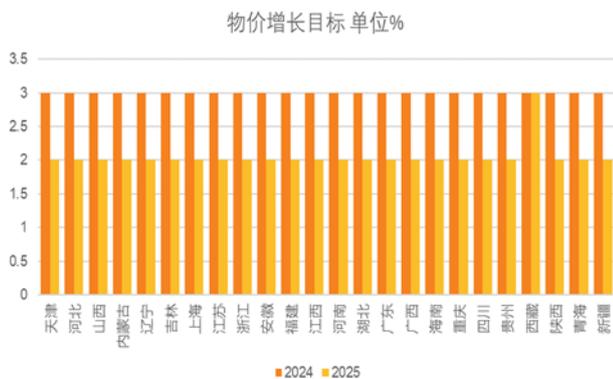
赤字率等财政目标将上移，物价指标或下移。赤字率变化与公共财政总额差额方向相近，23、24 年赤字目标均为 3%，相较 22 年的 2.8% 出现提升，而 24 年公共财政差额较 23 年继续扩大，增速达 12%，参照经济工作会议的提高赤字率定调上看，我们认为，25 年大概率出现上移。从地方两会会议主题来看，消费方面，多地将实施提振消费专项行动，财政支出将从消费基础设施建设、消费品以旧换新补贴等方面发力；多地还提出将积极争取超长期特别国债等中央增量政策资金支持，更加精准实施“两新”“两重”政策。另外，物价指标预期目标在 21-24 年均为 3%，而大部分省市物价增长目标下调至 2%，并且 CPI20 年以后的中枢低于 2012-2018 年，2020 年以后 CPI 读数的均值为 0.66%，2012-2019 年的 CPI 读数均值为 2.3%，我们认为，物价预期目标在 25 年或出现下移。

图 6：中央和地方近年来政府预期目标中 GDP 同比数据（单位：%）

地区	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	-	5.0	5.0	5.5	6.0	0.0	6.5	6.5
北京	5.0	5.0	4.5	5.0	6.0	6.0	6.5	6.5
上海	5.0	5.0	5.5	5.5	6.0	6.0	6.5	6.5
天津	5.0	4.5	4.0	5.0	6.5	5.0	4.5	5.0
湖北	6.0	6.0	6.5	7.0	10.0	7.5	8.0	7.5
吉林	5.5	6.0	6.0	8.0	7.0	6.0	6.0	6.0
西藏	8.0	8.0	8.0	8.0	9.0	9.0	10.0	10.0
宁夏	5.5	6.0	6.5	7.0	7.0	6.5	7.0	7.5
陕西	5.0	5.5	5.5	6.0	6.5	6.5	8.0	8.0
广东	5.0	5.0	5.0	5.5	6.0	6.0	6.5	7.0
河北	5.0	5.5	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
浙江	5.5	5.5	5.0	6.0	6.5	6.5	6.5	7.0
江西	5.0	5.0	7.0	7.0	8.0	8.0	8.5	8.5
四川	5.5	6.0	6.0	6.5	7.0	0.0	7.5	7.5
海南	6.0	8.0	9.5	9.0	10.0	6.5	7.5	7.0
山西	5.0	5.0	6.0	6.5	8.0	6.1	6.3	6.5
辽宁	5.0	5.5	5.0	5.5	6.0	6.0	0.0	6.5
云南	5.0	5.0	6.0	7.0	8.0	0.0	8.5	8.5
河南	5.5	5.5	6.0	7.0	7.0	7.0	7.5	7.5
湖南	5.5	6.0	6.5	6.5	7.0	7.5	8.0	8.0
福建	5.5	5.5	6.0	6.5	7.5	7.5	8.5	8.5
贵州	6.0	5.5	6.0	7.0	8.0	8.0	9.0	10.0
新疆	6.0	6.5	7.0	6.0	6.5	5.5	5.5	7.0
山东	5.0	5.0	5.0	5.5	6.0	6.0	6.5	7.0
甘肃	5.5	6.0	6.0	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0
江苏	5.0	5.0	5.0	5.5	6.0	6.0	6.5	7.0
广西	5.0	5.0	5.5	6.5	7.5	6.5	7.0	7.5
安徽	5.5	6.0	6.5	7.0	8.0	7.5	8.0	8.0
重庆	6.0	6.0	6.0	5.5	6.0	6.0	6.0	8.5
青海	4.5	5.0	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.0
内蒙古	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.5
黑龙江	5.0	5.5	6.0	5.5	6.0	5.0	5.0	6.0

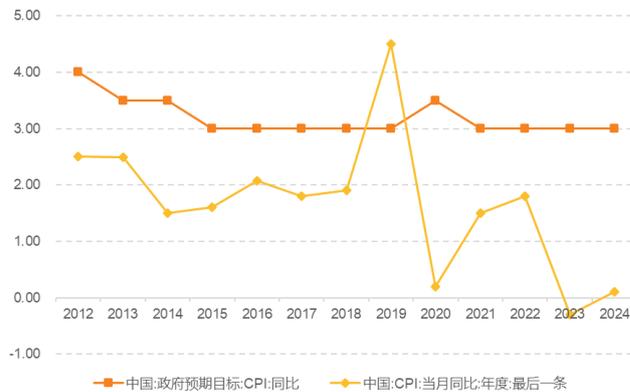
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：0 代表未给具体目标）

图 7：大部分省市物价增长目标下调至 2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

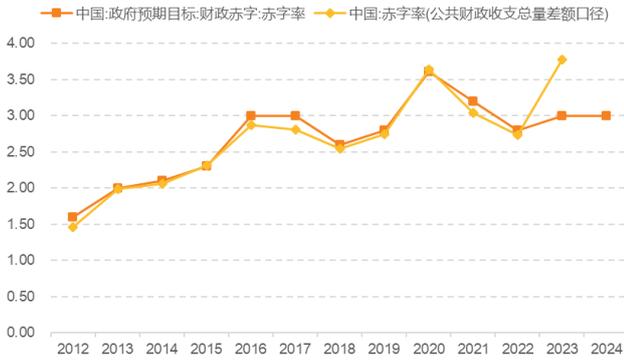
图 8：CPI20 年以后的中枢低于 2012-2018 年



资料来源：Wind，天风证券研究所（单位%）

图 9：赤字率变化与公共财政总额差额方向相近

图 10：24 年预算收支差额继续扩大



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (单位%)



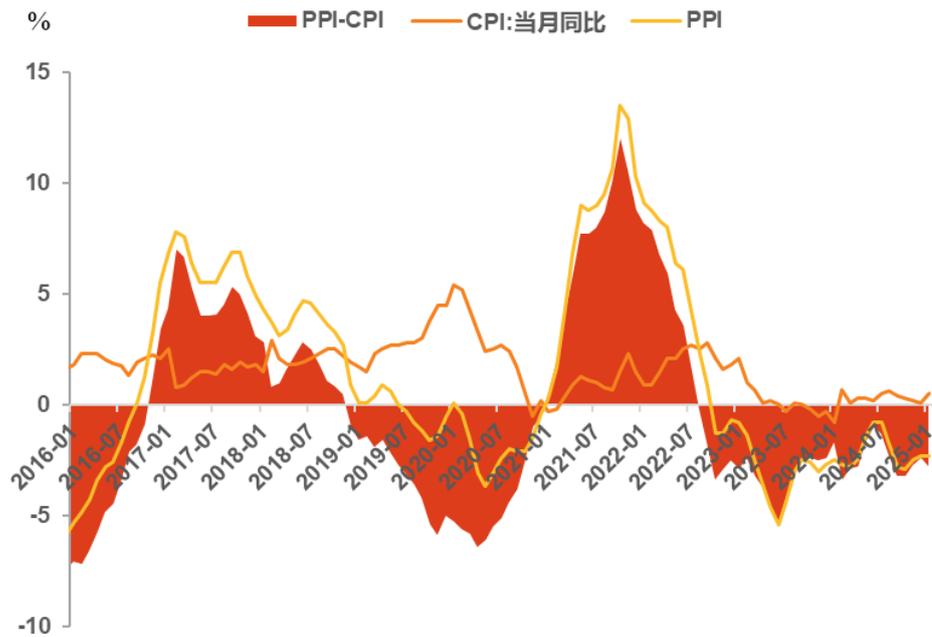
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 国内：1月CPI、社融脉冲回升，2024Q4货执报告指出择机调整优化政策力度和节奏

2.1. 1月CPI同比回升，PPI跌幅持平

1月CPI同比回升，PPI同比降幅持平，PPI-CPI剪刀差走阔。1月CPI同比0.5%，前值0.1%；环比0.7%，前值0%。PPI同比-2.3%，前值-2.3%；环比-0.2%，前值-0.1%。PPI-CPI剪刀差由24年12月的-1.4%收窄至1月的-1.2%。

图 11：PPI-CPI 剪刀差由 24 年 12 月的-1.4%收窄至 1 月的-1.2%



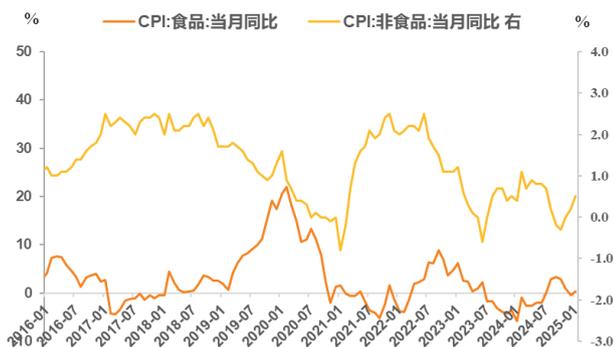
资料来源：Wind，天风证券研究所

CPI 方面，食品项止跌回升，非食品项继续回升。食品项同比为 0.4%，前值-0.5%，非食品项当月同比为 0.5%，前值 0.2%。1) CPI 食品项环比为 1.3%，前值-0.6%，其中鲜菜和猪肉环比均转正，分别为 5.9%、1%；2) CPI 非食品项环比为 0.6%，前值 0.1%，其中教育文化和娱乐的旅游分项回升，环比 11.6%，前值 0.1%。

核心 CPI 回升。核心 CPI 同比为 0.6%，前值 0.4%，环比 0.5%，前值 0.2%。CPI 八分法中，衣着、生活用品及服务、医疗保健分项走低，居住分项持平，其余分项走高。

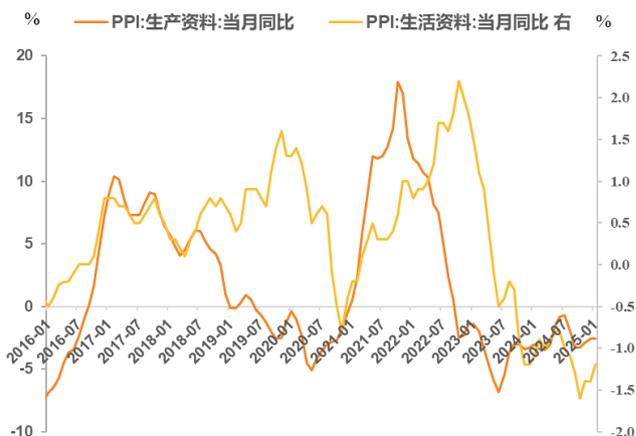
PPI：生产资料降幅持平，生活资料降幅收窄。生产资料同比-2.6%，前值持平，环比-0.2%，前值 0%；生活资料同比-1.2%，前值-1.4%，环比 0%，前值-0.1%。其中，石油和天然气开采业环比 4.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比 1%，煤炭开采和洗选业环比为-2.2%，电力、热力的生产和供应环比为-0.1%。

图 12：CPI 食品项止跌回升，非食品项继续回升



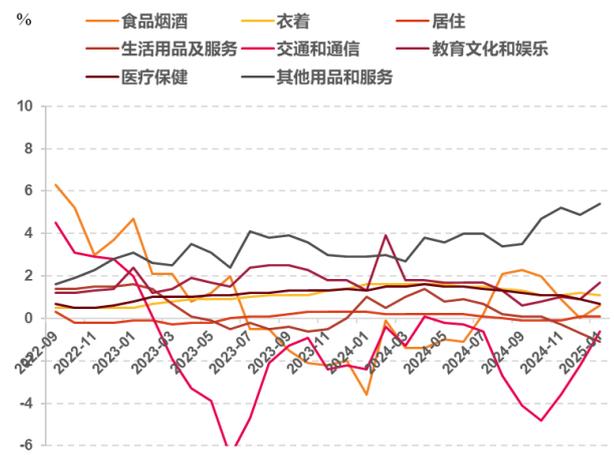
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：PPI 生产资料降幅持平，生活资料降幅收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：CPI 交通和通信分项上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：核心 CPI 同比回升（单位%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 社融脉冲小幅回升，新增人民币贷款少增大幅转正

2025 年 1 月社融规模增量为 7.06 万亿元，比上年同期多 5866 亿元，社融存量同比 8%。社融脉冲小幅回升，社融脉冲指数由 2024 年 12 月的 23.91%回升至 2025 年 1 月的 24.22%。新增社融的同比变化结构中，新增政府债同比回落，同比增 3986 亿元，表外三项同比回落转负，新增人民币贷款少增大幅转正，同比增 3799 亿元。

信贷结构方面，企业中长贷同比少增回正，居民中长贷同比回落转负。1 月金融机构新增人民币贷款同比增加 3799 亿元，居民新增贷款同比转负。分项方面，1) 居民短贷同比减少 4025 亿元，上个月为减少 171 亿元，中长贷同比减少 1337 亿元，上个月为增加 1538 亿元，居民中长贷 TTM 同比增速报-28.36%，前值-11.76%；2) 企业方面，票据同比增加 4584 亿元，前值为增加 3003 亿元，企业短贷同比增加 2800 亿元，上个月为增加 435 亿元，中长贷同比增加 1500 亿元，上个月为减少 8212 元，企业中长贷跌幅收窄，TTM 同比报-23.5%，前值-25.72%。

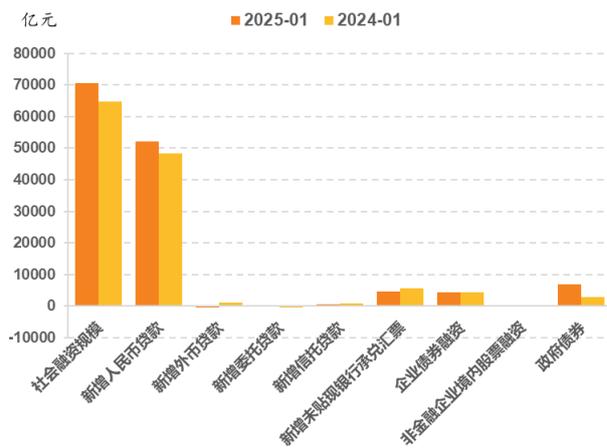
社融-M2 的剪刀差回升至 0.7%，反映超额流动性回落。1 月 M1 增速为 0.4%，前值 1.2%，M2 增速为 7%，前值 7.3%，社融同比增速为 8%，前值 8%。M1-M2 剪刀差为-6.6%，前值-6.1%。

图 16：2025 年 1 月社融脉冲升至 24.22%



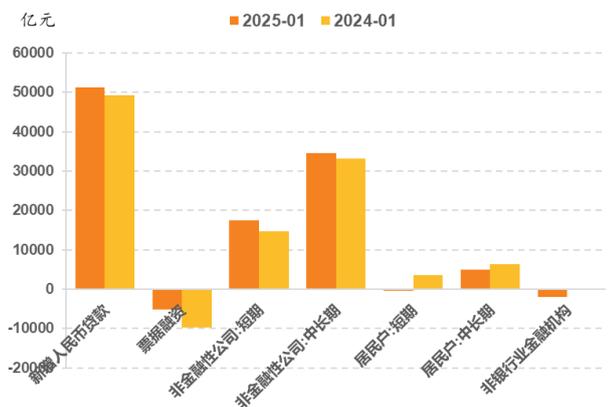
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：社融同比结构中新增人民币贷款少增大幅转正



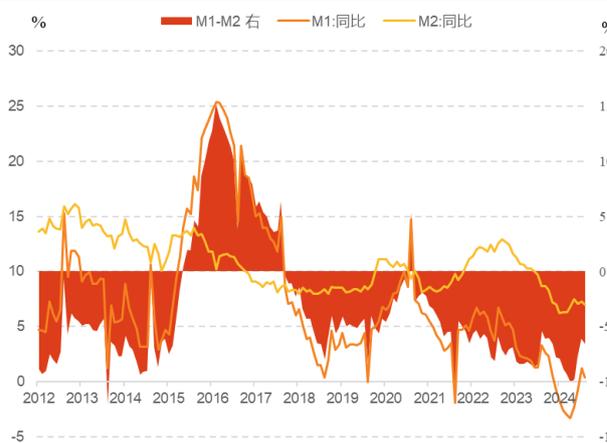
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：新增人民币贷款新增回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：M1、M2 回落，M1-M2 剪刀差走阔至-6.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 2024Q4 货政执行报告：择机调整优化政策力度和节奏

2025 年 2 月 13 日，央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。

我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大。对于内外部挑战，央行指出“当前外部环境变化带来的不利影响加深”、“国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在”，但面对挑战，央行表示“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变”，基调较为清醒。

择机调整优化政策力度和节奏。Q4 报告强调“实施好适度宽松的货币政策”，新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕”表述。政策基调上，Q4 报告新增“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”、“增强宏观政策协调配合，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长”表述，货币政策框架转型方面，Q3 报告的“推进货币政策框架转型”、“平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”表述延续。信贷方面，Q4 报告新增“更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源”表述。

通胀方面，Q3 表述“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”延续。

汇率方面，Q4 新增“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理”表述，并指明

“坚决对抗扰乱市场秩序行为进行处置”。Q3 表述“坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”延续。

利率方面，Q3 表述“提升金融机构自主理性定价能力”修改为“提升银行自主理性定价能力”，Q3 “推动企业融资和居民信贷成本下降”表述延续。

完善央行公开市场操作体系。专栏一提出“进一步完善央行公开市场操作体系”，具体说明要“明确主要政策利率，推动向价格型调控转型”、“开展国债买卖操作，丰富基础货币投放渠道”、“充实货币政策工具箱，维护金融市场平稳”。

图 20：2024 年四、三、二季度央行货币政策执行报告内容对比

	2024年第四季度	2024年第三季度	2024年第二季度
经济形势	当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济 基础稳、优势多、韧性强、潜能大 ，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。	当前外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。但我国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，要 正视困难、坚定信心、积极应对 。	上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，带来的不利影响增多；国内有效需求不足，新旧动能转换和结构调整持续深化也造成一定挑战。同时要看到，前期政策效应持续显现，积极因素也在集聚增多，我国经济稳定运行、长期向好的发展态势不会改变，要 坚定发展信心 。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路， 进一步深化金融改革和高水平对外开放 ，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系， 提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长 。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度， 进一步健全货币政策框架 。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系， 坚定支持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性 ，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设金融强国，推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度， 推进货币政策框架转型，稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系 ，增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境。
通货膨胀	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。
货币政策	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，根据 国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕 。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷与债券两个最大市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。
信贷	使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。 畅通货币政策传导机制， 更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源 ，提高资金使用效率。 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，优化工具体系，持续做好金融“五篇大文章”，进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度。	保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。 坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，持续做好金融“五篇大文章”，切实加强重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务， 提升金融服务对经济结构调整、经济动态平衡的适配性和精准性 。畅通货币政策传导机制，持续丰富货币政策工具箱，提高资金使用效率。	保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。 坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加大对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。 畅通货币政策传导机制 ，丰富完善货币政策工具箱， 提高资金使用效率 。
利率	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行， 提升银行自主理性定价能力 ，推动企业融资和居民信贷成本下降。	完善市场化利率形成和传导机制， 强化央行政策利率引导作用 ，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能， 提升金融机构自主理性定价能力 ，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	完善市场化利率形成和传导机制， 发挥央行政策利率引导作用 ，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能， 促进金融机构持续提升自主定价能力 ，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。
汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对抗扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
防风险	探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，守住不发生系统性金融风险的底线。	健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制，守住不发生系统性金融风险的底线。	落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。

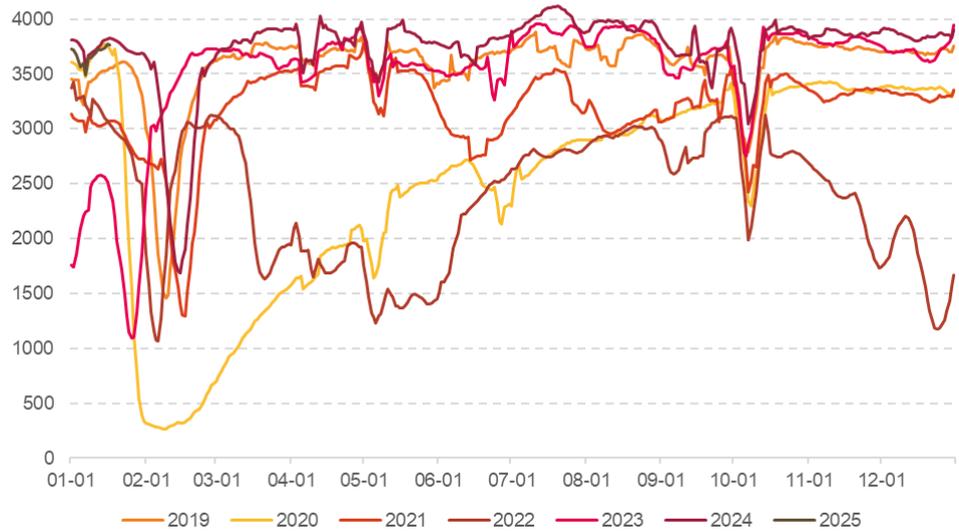
资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

2.4. 交运高频指标跟踪

截至 2025/2/14，一线城市地铁客运量（MA7）报 3520 万人次，较上周五的 2401 万人次回升。

图 21：一线城市地铁客流量

一线城市地铁客流量：万人次(MA7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

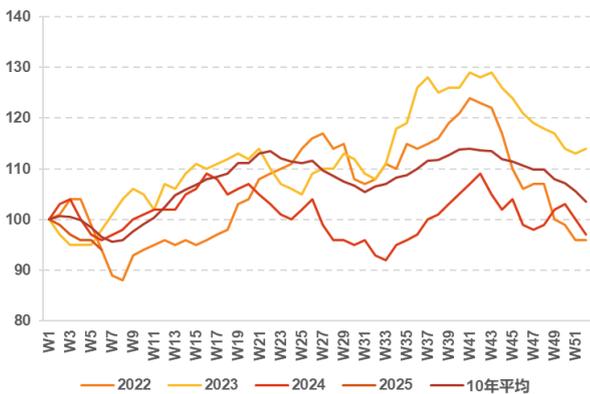
2.5. 普林格同步高频指标跟踪

2.5.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/2/16，工业生产腾落指数为 112，2/9 为 114。从分项上看，涤纶长丝、轮胎回升，甲醇、纯碱、唐山高炉、山东地炼回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

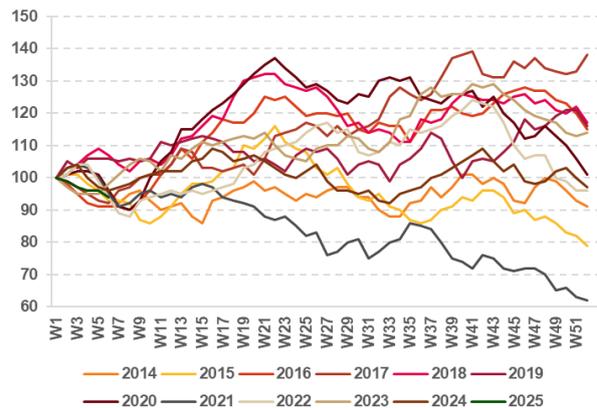
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 22：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 国内政策跟踪

本期关注重点：李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作；央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。

图 24：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年2月10日	李强主持召开国务院常务会议	研究提振消费有关工作，审议通过《2025年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，讨论《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》。 促进服务消费提质惠民，优化“一老一小”服务供给，支持便民服务消费，扩大文体旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费。推动大宗消费更新升级，加大消费品以旧换新支持力度，更好满足住房消费需求，延伸汽车消费链条。强化消费品牌引领，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”、健康消费等，持续打造消费新产品新场景新热点。
2025年2月11日	国家超算互联网平台宣布推出“AI生态伙伴加速计划”	国家超算互联网平台2月11日晚间宣布推出“AI生态伙伴加速计划”，提供3个月DeepSeek API接口免费使用、千万卡时算力资源池等激励。
2025年2月12日	商务部、文化和旅游部、国铁集团等9单位印发《关于增开银发旅游列车促进服务消费发展的行动计划》	《行动计划》围绕增加银发旅游列车服务供给、强化适老化设施保障、提升银发旅游列车服务水平、优化银发旅游列车发展环境等4个方面，提出了12项重点任务。《行动计划》提出，到2027年，构建覆盖全国、线路多样、主题丰富、服务全面的银发旅游列车产品体系，银发旅游列车服务标准体系基本建立，形成一批主题旅游列车品牌，银发旅游列车开行数量、旅客运输量较2024年实现较大幅度增长。
2025年2月14日	央行发布2024年第四季度中国货币政策执行报告	下一阶段，中国人民银行将平衡好短期和长期等关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，促进经济稳定增长。实施好适度宽松的货币政策，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，推动企业融资和居民信贷成本下降。

资料来源：中国政府网，财联社，天风证券研究所

3. 国际：美国 1 月核心通胀超预期反弹

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

切尔诺贝利核电站遭无人机袭击，俄乌相互指责。国际原子能机构 2 月 14 日在社交媒体平台发文称，当天凌晨，切尔诺贝利核电站的“新安全封隔”设施传出爆炸声并出现火情，该封隔设施负责保护切尔诺贝利核电站 4 号反应堆。目前，封隔设施内层未发现破损，核电站内外辐射水平“正常稳定”。俄外交部发言人扎哈罗娃当天表示，乌克兰方面策划了无人机袭击切尔诺贝利核电站的“挑衅”行动，目的是在慕尼黑安全会议召开前指责俄罗斯。乌总统泽连斯基 2 月 14 日在社交媒体上称，此次袭击是俄方所为，无人机携带高爆炸弹，封隔设施在袭击中受损。目前袭击引发的火情已被扑灭，周边辐射水平未见增长。

特朗普表示，希望俄罗斯重返七国集团(G7)。据路透社、美国《国会山报》报道，当地时间 2 月 13 日，美国总统特朗普表示，希望俄罗斯重返七国集团(G7)，并称“开除”俄罗斯是个错误。“我很乐意让(俄罗斯)回来。我认为把它赶出去是个错误。看，这不是喜不喜欢俄罗斯的问题。这是‘八国集团’的问题。”特朗普当天在白宫说道。“我认为俄罗斯加入这一联盟(G7)会非常有帮助，”特朗普说，“如果它加入，我认为你现在面临的问题就不会出现了。”

特朗普：美俄乌三国高官将出席慕安会。特朗普在新闻发布会上表示，“顺便说一句，美俄乌三国均受邀出席此次慕安会，我不确定各国具体会派谁出席，但会有来自俄罗斯、乌克兰和美国的高层人物。”另据路透社报道，当地时间 2 月 13 日，特朗普表示，乌克兰将是旨在结束乌克兰危机的谈判的参与方之一。特朗普在白宫对记者表示，乌克兰危机“必须结束”。

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

以防长威胁重启战争，卡塔尔、埃及加紧调解。以色列国防部长卡茨 2 月 12 日表示，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)若不在 2 月 15 日前释放以色列被扣押人员，停火协议将不复存在，以色列将重启战争。综合路透社和半岛电视台报道，卡塔尔和埃及正在加紧调解，以防加沙地带停火协议破裂。

哈马斯宣布继续执行停火协议。哈马斯 2 月 13 日发表声明称，其代表团正在埃及首都开罗与停火谈判斡旋方举行会谈，讨论加沙地带停火协议执行情况和交换被扣押人员问题。埃及和卡塔尔确认将继续跟进相关情况以弥合分歧。因此，哈马斯将继续执行停火协议，包括按照时间表交换被扣押人员。声明强调，会谈重点是必须坚持执行停火协议所有规定，特别是加沙地带民众住房保障，以及向加沙地带紧急运入预制房屋、帐篷、重型设备、医疗用品、燃料等物资。

多家联合国机构呼吁：要恢复加沙民众基本生活需长期努力。据联合国日内瓦办事处官网 2 月 13 日消息，多个联合国机构表示，加沙地带停火以来，救援物资持续运抵，援助规模显著增加，但要恢复加沙地带民众的基本生活仍需长期努力。联合国人道主义事务协调厅驻加沙地带北部的官员表示，当地民众最为关心的是停火能否持续。目前提供住所和恢复就学的问题还难以解决。联合国儿童基金会强调，持续落实停火对加沙地带的儿童同样重要。停火期间能够更有效地开展救援，保护儿童生命并提供必要支持。目前其三大工作重点是提供清洁饮水、医疗与营养支持以及御寒措施。

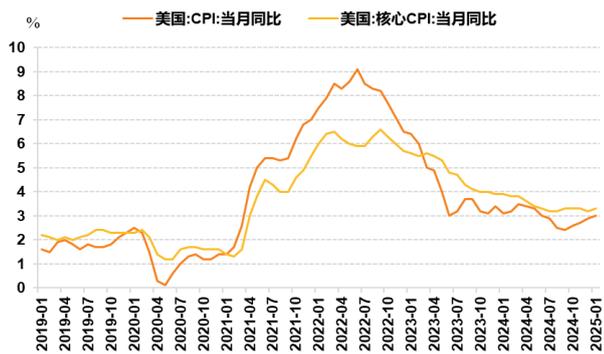
以上消息来源于中新网。

3.2. 美国 1 月核心通胀超预期反弹

美国 1 月通胀、核心通胀均超预期上行。1 月 CPI 同比增长 3%，前值 2.9%，预期 2.9%，环比录得 0.5%，前值 0.4%，预期 0.3%；核心 CPI 同比 3.3%，前值 3.2%，预期 3.1%，环比增长 0.4%，前值 0.2%，预期 0.3%。

分项看，能源 CPI 环比为 1.1%，前值 2.4%。核心商品 CPI 环比增速 0.3%，前值 0%，其中新交通工具价格环比 0%，前值 0.4%。核心服务通胀环比为 0.5%，前值 0.3%，其中房租环比 0.4%，前值 0.3%，运输服务和医疗保健环比增速分别为 1.8%、0.2%，前值 0.5%、0.1%。

图 25：美国 1 月 CPI 同比回升，核心 CPI 回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：美国 1 月 CPI 细分（环比）

指标（单位：%）	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
CPI	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
食品	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
能源	1.1	2.4	0.1	(0.2)	(1.0)	(1.0)
核心CPI	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
商品,不含食品和能源类商品	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	(0.1)
新交通工具	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1	0.0
二手车和卡车:季调	2.2	0.8	1.3	1.2	0.5	(0.2)
服务,不含能源服务	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
收容所(房租)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5
运输服务(机票)	1.8	0.5	0.1	0.4	1.2	0.8
医疗保健	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	(0.1)
教育	0.1	(1.3)	(0.9)	(0.3)	(0.6)	(0.7)

资料来源：Wind，天风证券研究所

据 CME “美联储观察”，截至 2025/2/15，美联储 2025 年 3 月降息 25 基点的概率为 4%，维持现有利率的概率为 96%。

图 27：CME 降息概率情况

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.4%	84.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.8%	35.4%	59.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.9%	39.4%	49.8%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	19.0%	42.6%	34.4%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.1%	0.9%	6.3%	23.0%	41.2%	28.5%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.2%	2.0%	9.9%	26.9%	38.5%	22.4%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.4%	2.6%	11.0%	27.7%	37.4%	20.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.1%	0.6%	3.4%	12.7%	28.6%	35.8%	18.9%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.1%	0.7%	3.8%	13.3%	28.9%	35.1%	18.1%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.8%	4.0%	13.7%	29.1%	34.7%	17.6%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.7%	3.7%	12.9%	27.8%	34.2%	19.1%	1.5%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	4.0%	13.3%	28.0%	33.8%	18.6%	1.5%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.7%	12.5%	26.7%	33.2%	19.9%	3.0%	0.1%
2026/12/9	0.7%	3.3%	11.4%	24.9%	32.4%	21.6%	5.1%	0.5%	0.0%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

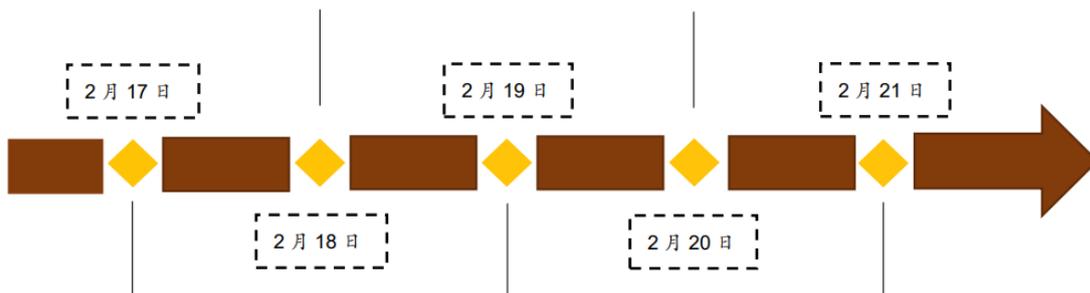
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

赛点 2.0 第三阶段攻坚，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，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：（1）Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+（详见《DeepSeek 系列：AI+ 投资图谱》（20250206）），（2）消费股的估值修复和消费分层逐步复苏（《让一部分人先消费起来》（20250102）），（3）低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。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），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

5. 重点大事前瞻

图 28：重点大事前瞻

- 欧盟 2 月欧元区:ZEW 经济景气指数
- 欧盟 2 月欧元区:ZEW 经济现状指数
- 德国 2 月 ZEW 经济景气指数
- 德国 2 月 ZEW 经济现状指数
- 欧盟 12 月欧盟:营建产出:同比(%)
- 欧盟 12 月欧元区:营建产出:同比(%)
- 美国 2 月 15 日初请失业金人数:季调((人))
- 欧盟 2 月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)



- 中国 1 月货币当局:储备货币(亿元)
- 中国 1 月货币当局:国外资产(亿元)
- 日本 第四季度不变价 GDP:同比(初值)(%)
- 日本 第四季度不变价 GDP:季调:环比(初值)(%)
- 日本 第四季度现价 GDP(初值)(十亿日元)
- 欧盟 12 月欧元区:贸易差额(百万欧元)
- 欧盟 12 月欧盟:商品出口金额:同比(%)
- 欧盟 12 月欧盟:商品进口金额:同比(%)
- 欧盟 12 月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)
- 欧盟 12 月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)
- 英国 1 月核心 CPI:环比(%)
- 英国 1 月 CPI:环比(%)
- 美国 1 月新屋开工:私人住宅(千套)
- 日本 1 月 CPI:环比(%)
- 日本 1 月 CPI(剔除食品):环比(%)

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com