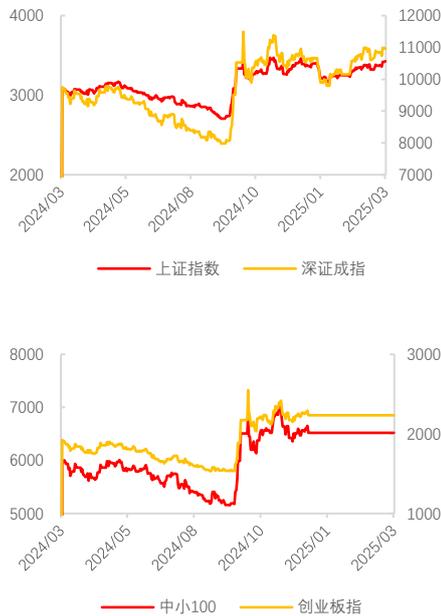


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崙
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《业绩之锚1：业绩预告的喜忧与预期》
- 2025.02.05

策略观点

定价权在谁手(1)：庶民的盛宴和春季躁动下半场

● 投资要点

目前仍是个人投资者资金行为主导的情绪市。融资盘是当前A股最活跃的交易资金，自2024年9月24日以来，融资盘净流入和万得全A涨跌同向的概率达79.5%，显著高于65%的历史平均值，融资盘对市场的影响力明显增强。当下A股市场的定价权正掌握在个人投资者手中，本次春季躁动是一场庶民的盛宴。

个人投资者情绪依然亢奋，依据东方财富股吧数据和本地部署deepseek构建的个人投资者情绪指标正处在9.24行情启动之前的90%分位水平，仍然指向个人投资者的情绪处在极为亢奋的阶段。其对于潜在的利好更有可能做出积极反应，仍然可以在A股投资中采取更为积极的姿态。

9.24行情与2010年9月反弹在自由流通换手率放大和万得全A指数涨跌方面的节奏极为相似，二者均因乐观政策预期而起，并且在春节后出现了资金面二次加油后的春季躁动行情。

在2011年春季躁动的后期，出现了明显的高低切交接棒，政策刺激是关键催化。在2011年春季躁动的前半段，稀土和碳纤维概念带动有色周期品领涨，进入到3月下旬后交棒给了有政策刺激预期的银行和钢铁。此次高低切的催化剂是2011年3月20日时任财政部部长谢旭人在进行政策解读时表示2011年将继续实施积极的财政政策，带动了市场对基建支出强度的期待。

2011年春节躁动结束的直接原因或是一个不及预期的财报季尾声。2011年4月25日万得全A指数出现大幅下挫后春季躁动行情结束，当天恰好是财报季最后一周的周一。从当年财报的披露进度来看，当时触发A股回调的最直接原因或是一季报的不及预期，在4月最后一周前A股整体的一季报披露率大致为40%，最后一周集中披露的一季报或打消了A股因政策预期改善而起的乐观预期。

展望后市，指数层面仍将震荡上行，财报季尾声才将面临考验。由于A股盈利的先行指标PPI在1-2月仍未回正，2025年一季报A股整体仍将面临一定压力，届时或将面临考验。风格方面，由于个人投资者的热情仍然高涨，在这场庶民的盛宴里中小盘仍将优于大盘。

行业配置方面，在春季躁动的切换中成长风格将让位给更具政策刺激预期的方向。扩大内需是全年核心目标，消费是目前最有可能得到不断政策利好的方向。考虑到政策传导的直接性和地产、出口面临的潜在扰动，过去以高端白酒和家电为代表的“消费升级”短期或难以成立，在行业上将更像一场“像消费降级的消费升级”。零食、软饮、美护、免税店和港股互联网平台是更好的趋势交易选择。

● 风险提示：

市场学习效应、国际局势超预期恶化，国内经济政策转向等。

目录

1 目前仍是个人投资者资金行为主导的情绪市	4
1.1 当前A股市场由成交量驱动的特征显著	4
1.2 融资盘对行情的左右力度加大，暗示个人投资者是主力.....	5
1.3 当前个人投资者情绪高涨，仍是情绪主导市场	8
2 庶民的盛宴，由资金行为驱动的行市如何演绎	9
2.1 此时此刻如哪时哪刻？2010年以来的历次资金行为驱动行情	9
2.2 恰如那年花相似，2011年春季躁动下半场的节奏与特征	12
3 投资建议.....	16
4 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: A 股成交额(亿元)及自由流通换手率(%)	5
图表 2: A 股主要指数自由流通换手率(%)	5
图表 3: A 股主要资金成交额占比(%)	5
图表 4: A 股主要资金成交额(亿元)	5
图表 5: A 股主要宽基指数成交额中融资盘占比(%)	6
图表 6: A 股“科创微”指数成交额中融资盘占比(%)	6
图表 7: A 股单日融资盘净流入额(亿元)与万得全 A 指数走势	6
图表 8: 电子行业融资盘净流入额(亿元)及 AI 算力指数	7
图表 9: 计算机行业融资盘净流入额(亿元)及 deepseek 算力指数	7
图表 10: 机械行业融资盘净流入额(亿元)及人形机器人算力指数	7
图表 11: 非银金融行业融资盘净流入额(亿元)及指数	7
图表 12: deepseek 本地化部署提示词	8
图表 13: 个人投资者情绪指标及万得全 A	9
图表 14: 历次成交额放大后的自由流通换手率(%)走势	10
图表 15: 历次成交额放大后的万得全 A 走势	10
图表 16: 历次资金面驱动行情中的领涨行业分布(%)	10
图表 17: 两次相似行情的自由流通换手率(%)走势	11
图表 18: 两次相似行情的万得全 A 指数走势	11
图表 19: 2010 年 9 月开始的 A 股反弹行情复盘	12
图表 20: 2011 年春季躁动中重点指数累计收益率(%)	13
图表 21: 2011 年初财报季披露节奏	13
图表 22: 万得全 A 净利增速及营收增速(%)	13
图表 23: 春季躁动后调整期各行业收益率(%)	14
图表 24: 稀土永磁指数走势	14
图表 25: 家用电器指数走势	14
图表 26: 碳酸稀土价格(元/吨)及稀土永磁指数	15
图表 27: 重点稀土概念股营收增速(%)	15
图表 28: 空调及冰箱月销量(万台)	15
图表 29: 家用电器指数营收增速及净利增速(%)	15
图表 30: “茅五泸” 高端白酒出厂价(元)	16
图表 31: Q5500 煤价(元/吨)及煤炭指数	16

1 目前仍是个人投资者资金行为主导的情绪市

1.1 当前 A 股市场由成交量驱动的特征显著

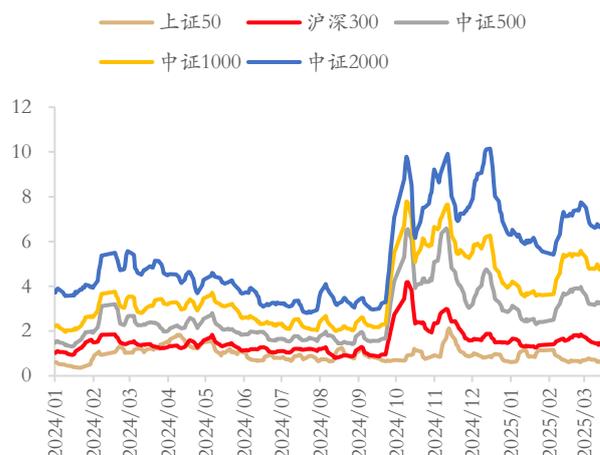
当前 A 股资金驱动特征明显，成交活跃程度左右市场风格。在 2024 年 9 月底开始基于政策乐观预期驱动的估值修复行情之后，A 股的整体强弱和风格偏好开始出现明显的资金驱动特征。就当下而言，一方面是年后成交再次活跃，拉动了 A 股的整体上行；另一方面是年后资金集中在科创板和中小盘中交易，而权重宽基指数的成交维持平淡。年后成交量上的不均衡活跃共同造就了当下 A 股指数横盘震荡而科创主题出现结构性牛市的格局。

成交量缩放趋势与 A 股强弱吻合。如图 1 所示，当前万得全 A 自由流通换手率 5 日平均值在 4% 以上，虽然低于去年 9 月 24 日行情启动后的极值，但在 A 股历史上也处于绝对高位，除了 2014-2015 年的杠杆牛外，自 9 月 24 日以来 A 股的自由流通换手率可谓达到了极值。从节奏上来看，万得全 A 自由流通换手率在 11 月上旬见顶后回落，年后出现强势反弹，这和万得全 A 走强的节奏吻合。

在微观视角上，成交活跃板块走势更强。如图 2 所示，不同宽基指数之间的成交活跃程度存在差异。在 2024 年 9 月 24 日至国庆假期之前所有宽基指数自由流通换手率放大的幅度相近，其阶段涨幅也相近。而在国庆假期之后上证 50 和沪深 300 两大权重宽基指数的成交活跃程度下降，国庆后至春节假期之前成交最活跃的中证 2000 在该时间段内更为强势。同样在春节假期之后，更多代表中小盘股的中证 500-2000 指数自由流通换手率快速放大，而上证 50 和沪深 300 则保持稳定，这和春节假期之后 A 股中小盘上涨而权重个股横盘震荡的结构相一致。

图表1: A股成交额(亿元)及自由流通换手率(%)

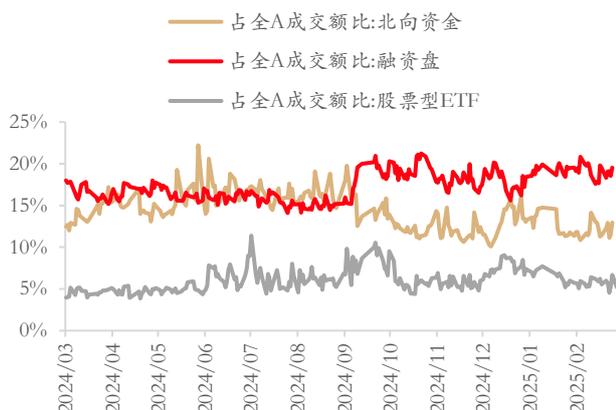

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表2: A股主要指数自由流通换手率(%)


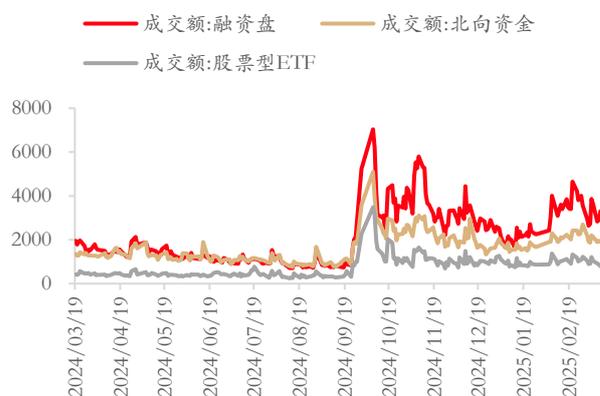
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

1.2 融资盘对行情的左右力度加大, 暗示个人投资者是主力

融资盘是当前A股最活跃的交易资金。A股市场上有北向资金、融资盘和股票型ETF这三种资金是可以观察到高频数据的, 股票市场的定价权实际掌握在最活跃的交易资金手中。如图3-4所示, 融资盘在2024年国庆假期之后就已经成为这三者中最活跃的市场交易者, 并且在春节假期之后的反弹中融资盘也是最大的成交额增量贡献者, 节后放大的成交量中约20%由融资盘贡献, 这一比例和2024年国庆前后成交额增量比例一致。

图表3: A股主要资金成交额占比(%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

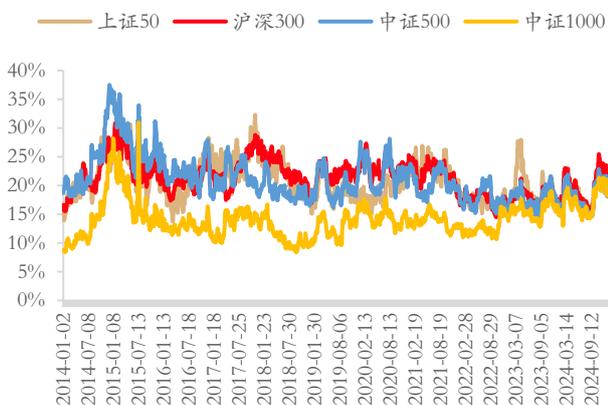
图表4: A股主要资金成交额(亿元)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

融资盘是当前市场结构化行情的重要推手。如图5-6所示, 当前融资盘交易额占比较高的指数为科创50和中证1000, 其中科创50的融资盘成交占比明显

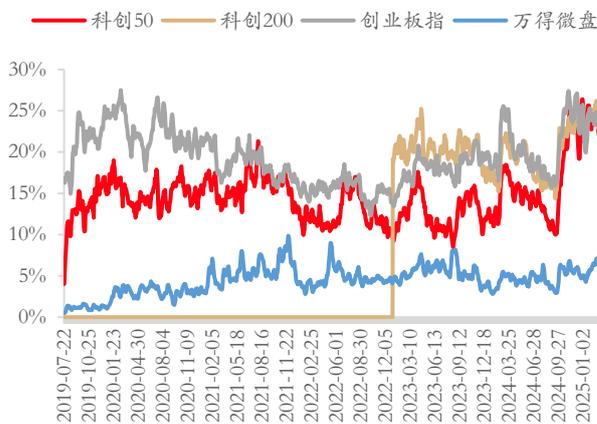
处于其历史最高水平，而中证 1000 也处于 2015 年杠杆牛结束后的最高水平上。融资盘当下“炒小炒科创”的行为和当前 A 股结构化行情中的占优方向相一致，可以认为融资盘是当前市场结构化行情的重要推手。

图表5: A 股主要宽基指数成交额中融资盘占比(%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表6: A 股“科创微”指数成交额中融资盘占比(%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

从融资盘的净流入情况也可以发现 A 股行情由资金面驱动的特征。一方面是自 2024 年 9 月 24 日以来，A 股整体涨跌节奏和融资盘净流入密切相关，如图 7 所示，融资盘的单日净流出和 A 股阶段性的震荡下跌之间联系紧密，融资盘净流向和万得全 A 涨跌同向的概率达 79.5%，而 2024 年至 9.24 行情之前的概率为 64.7%，2016 年以来的概率为 64.5%。由此可见在 9.24 行情以来，融资盘对市场的影响力明显增强。

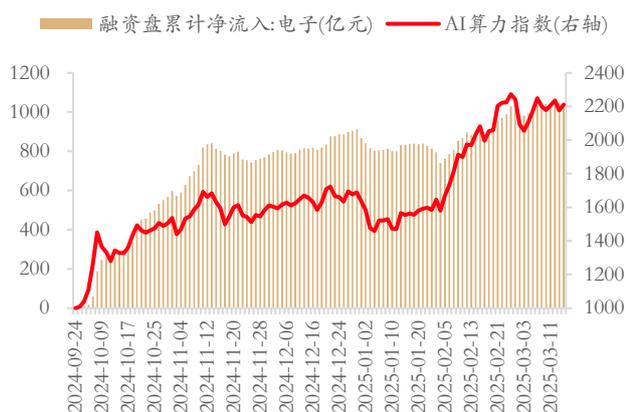
图表7: A 股单日融资盘净流入额(亿元)与万得全 A 指数走势



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

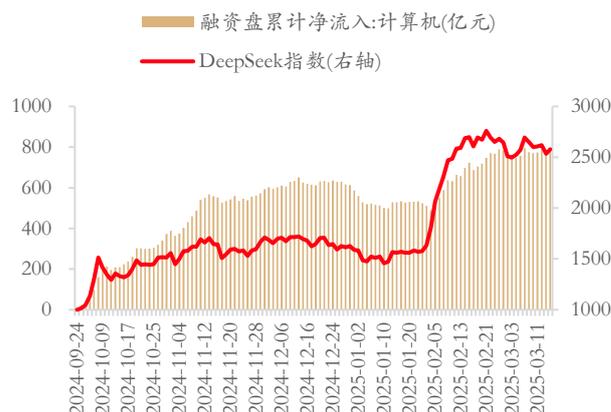
另一方面是融资盘的流入方向和 A 股占优行业之间也有着紧密联系。如图 8-11 所示，在算力、deepseek 和机器人这三大概念主题行情发展的过程中能够明显发现融资盘配合净流入的动作。而相反地，在 2024 年 11 月初后得不到融资盘资金支持的非银金融就再没有走出过趋势性的上涨行情，始终在横盘震荡格局之中。

图表8：电子行业融资盘净流入额(亿元)及 AI 算力指数



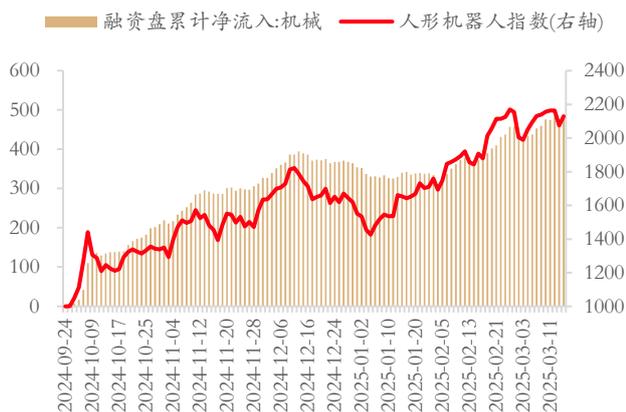
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：计算机行业融资盘净流入额(亿元)及 deepseek 算力指数



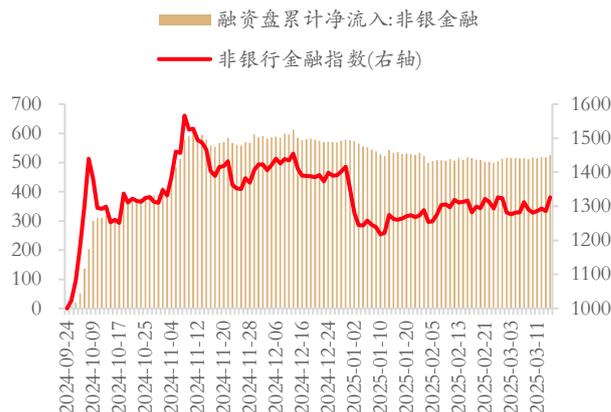
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：机械行业融资盘净流入额(亿元)及人形机器人算力指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：非银金融行业融资盘净流入额(亿元)及指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

当下市场在指数涨跌和结构行情方向两方面都和融资盘的流向有着极强的相关性，由于融资盘交易的主体为非机构的个人投资者，因此也可以总结为当下 A 股市场的定价权正掌握在个人投资者手中，本次春季躁动是一场庶民的盛宴。

1.3 当前个人投资者情绪高涨，仍是情绪主导市场

在个人投资者主导定价的市场中做投资时，市场情绪就暂时成为了在基本面和股利回报之上更为重要的主导因素。虽然融资盘的流向可以说明个人投资者对A股后市“用脚投票”的态度，但这始终是个间接指标，并不能精准直接地刻画个人投资者的情绪高低。为了能够得到一个可靠的个人投资者情绪指标，进行舆情分析是常规做法。在此采用的指标构建方式是使用东方财富股吧中的上证指数吧每日评论数前20的帖子作为数据基础，以如图12所示本地部署的deepseek-r1:14b进行语义分析。

图表12: deepseek 本地化部署提示词

```
def ollama_semantic_analysis(text):
    prompt_template = """ 以下是文本是一个股票论坛中的评论，
    请进行语义分析判断其是否与股市相关，
    如果相关给出“乐观、中性、悲观”的分类，最后返回JSON格式结果：
    文本: {text}

    要求结构:
    {{
    "correlation":{{"polarity": "相关|无关", "score":0-1}}
    "sentiment": {{ "polarity": "乐观|中性|悲观", "score":0-1}},
    }}
    """

    full_prompt = prompt_template.format(text=text)

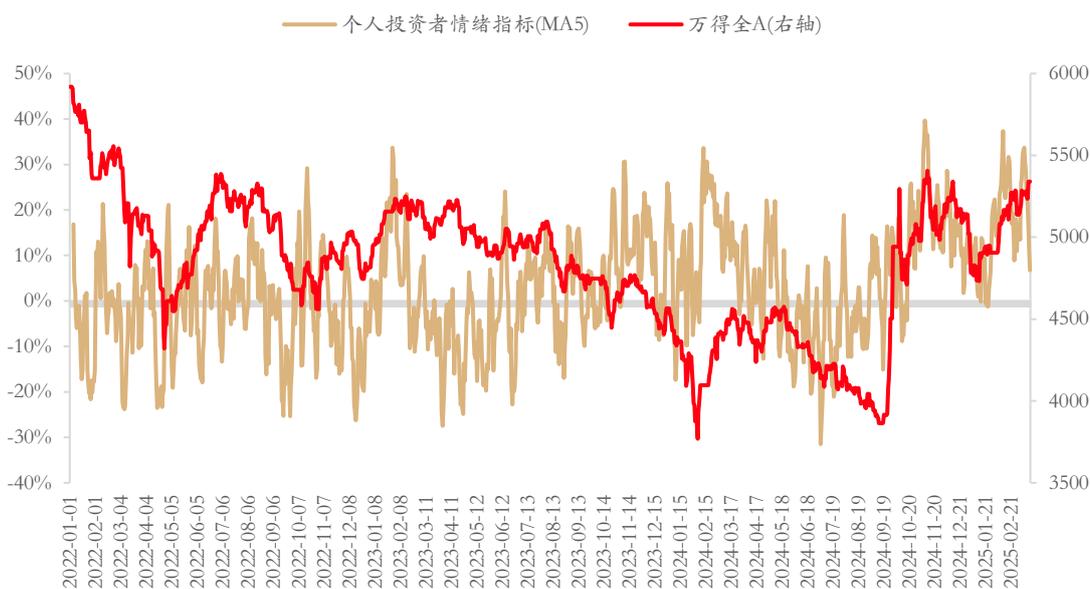
    payload = {
        "model": "deepseek-r1:14b",
        "prompt": full_prompt,
        "stream": False,
        "format": "json",
        "top_p": 1.0,
        #"max_tokens": 256,
        "options": {"temperature": 0, "mmap": True}
    }
```

资料来源：中邮证券研究所

当前个人投资者情绪正处在2022年以来最为亢奋的阶段。如图13所示为以上述方式计算的自2022年1月1日以来的个人投资者指标。从历史数据来看，该指标能够较好地刻画个人投资者的乐观程度。当前个人投资者情绪指标5日平均值录得20.4%，而2022年1月1日至2024年9月23日的个人投资者情绪指标平均值为0.74%，当前个人投资者情绪指标正处在9.24行情启动之前的90%分

位水平，仍然指向个人投资者的情绪处在极为亢奋的阶段。虽然个人投资者情绪指标并不能直接指导 A 股的涨跌趋势，实际上在多数时间内个人投资者的情绪是落后于 A 股的，但个人投资者的情绪高低可以给我们以参照，以决定在“情绪—基本面—股利回报”的投资模式选择题中做出合适的选择。就当下而言，个人投资者的情绪依然极端亢奋，这就意味着其对于潜在的利好更有可能做出积极反应，仍然可以在 A 股投资中采取更为积极的姿态。

图表13：个人投资者情绪指标及万得全 A

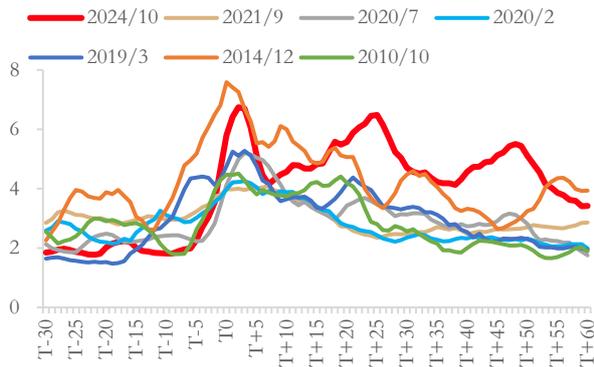


资料来源：东方财富股吧，中邮证券研究所

2 庶民的盛宴，由资金行为驱动的行市如何演绎

2.1 此时此刻如哪时哪刻？2010 年以来的历次资金行为驱动行情

在 A 股过去的历史中也不乏由资金驱动的行市，以自由流通换手率的放大来统计，2010 年以来 A 股共有 7 次。如图 14 所示，这 7 次资金驱动的行市中除 2014-2015 年的杠杆牛外，其余 6 次行市的自由流通换手率都会在一定时间后回归到启动前的中枢水平，呈“单峰”结构。2014-2015 年的杠杆牛中自由流通换手率在第一次回落后因为场外配资二次冲高，并长期处在高位。从指数层面来看，如图 15 所示，在“单峰”型的资金面驱动行市在资金热情耗尽后普遍会陷入横盘震荡。

图表14: 历次成交额放大后的自由流通换手率(%)走势

 资料来源: Wind, 中邮证券研究所。注: 以历次自由流通
 换手率顶峰日为 T0

图表15: 历次成交额放大后的万得全 A 走势

 资料来源: Wind, 中邮证券研究所。注: 以历次自由流
 通换手率顶峰日为 T0 并进行标准化

从行业层面来看, 资金面驱动的行中领涨方向并没有一致性。如图表 16 所示, 在对各次行情进行 30 天维度的分段之后, 并没有发现在各阶段领涨行业中有什么明显的共性, 这显然是历次行情所面临的宏观背景和催化剂各不相同, 试图寻找行业层面的共性不免刻舟求剑。

图表16: 历次资金面驱动行情中的领涨行业分布(%)

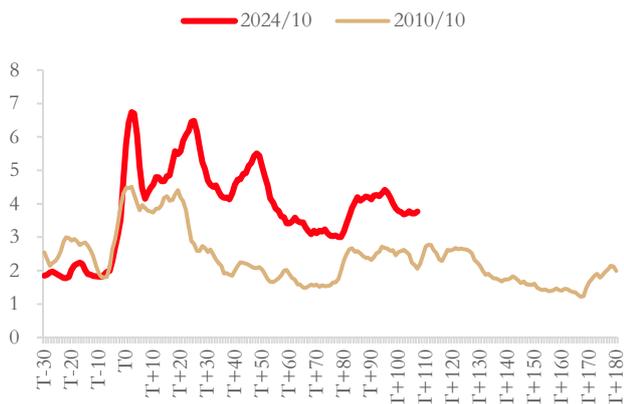
时间段	2024/10		2021/9		2020/7		2020/2		2019/3		2014/11		2010/10	
T0-T30	计算机	15.55	食品饮料	12.57	国防军工	37.36	农林牧渔	8.72	食品饮料	19.17	建筑装饰	22.73	食品饮料	24.87
	电子	14.92	社会服务	9.19	建筑材料	17.22	建筑材料	5.06	家用电器	17.24	计算机	12.00	医药生物	23.99
	建筑装饰	9.37	农林牧渔	9.13	农林牧渔	16.38	食品饮料	3.62	社会服务	17.21	传媒	10.95	电子	23.19
	环保	9.30	美容护理	5.73	基础化工	15.63	建筑装饰	2.51	煤炭	13.65	家用电器	10.46	计算机	21.27
	商贸零售	8.01	电力设备	4.68	电力设备	14.87	商贸零售	1.12	汽车	13.12	环保	9.63	环保	12.03
T30-T60	商贸零售	10.96	国防军工	9.14	社会服务	4.46	美容护理	21.41	农林牧渔	-5.24	计算机	20.02	房地产	4.61
	纺织服饰	5.69	电子	6.86	电力设备	2.54	食品饮料	12.77	食品饮料	-5.37	纺织服饰	19.66	建筑装饰	3.53
	银行	5.30	通信	6.72	食品饮料	-0.44	社会服务	10.42	银行	-7.52	传媒	18.89	煤炭	2.23
	通信	4.60	环保	5.95	汽车	-1.49	家用电器	7.14	美容护理	-11.74	商贸零售	18.13	有色金属	1.79
	机械设备	2.85	建筑装饰	5.50	机械设备	-3.34	医药生物	5.49	有色金属	-11.75	综合	15.62	建筑材料	1.61
T60-T90	计算机	13.98	传媒	16.01	家用电器	21.09	社会服务	68.83	食品饮料	9.38	建筑装饰	56.71	建筑材料	16.37
	机械设备	10.04	社会服务	10.82	汽车	20.69	非银金融	36.62	非银金融	8.97	机械设备	48.24	家用电器	15.87
	汽车	9.29	综合	9.42	有色金属	17.81	电子	33.42	社会服务	7.99	交通运输	46.17	汽车	12.18
	传媒	8.42	房地产	7.82	石油石化	17.37	传媒	33.06	国防军工	7.37	钢铁	45.74	机械设备	9.90
	电子	5.30	建筑装饰	7.40	钢铁	16.84	商贸零售	29.15	电子	5.86	电力设备	40.02	综合	9.73
T90-T120	国防军工	7.11	煤炭	12.39	社会服务	22.11	国防军工	31.26	电子	10.45	轻工制造	43.96	钢铁	14.77
	机械设备	6.78	综合	-1.15	电力设备	18.14	建筑材料	17.38	医药生物	5.97	计算机	42.72	银行	13.86
	有色金属	6.28	有色金属	-2.22	国防军工	14.93	农林牧渔	15.49	美容护理	5.77	国防军工	40.37	煤炭	9.23
	钢铁	6.05	建筑装饰	-3.08	食品饮料	13.23	基础化工	12.86	食品饮料	5.30	综合	39.31	房地产	7.06
	建筑材料	5.21	公用事业	-3.59	有色金属	9.77	石油石化	10.50	社会服务	5.03	通信	38.79	建筑材料	6.39

资料来源: 东方财富股吧, 中邮证券研究所

在“单峰”型资金面行情中节奏上和 2024 年 9 月最为类似的是 2010 年 10 月，二者在自由流通换手率放大和万得全 A 指数涨跌方面的节奏极为相似。从历史上找参考，2010 年 10 月因为“十二五”规划而展开的行情将是一个更好的对照组，二者均因乐观政策预期而起，并且在春节后出现了资金面二次加油后的春季躁动行情。

图表17：两次相似行情的自由流通换手率(%)走势

图表18：两次相似行情的万得全 A 指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

虽然目前“低增长+低通胀”的环境和 2011 年初“高增长+高通胀”的宏观环境有着较大差异，但由资金行为驱动的市场往往更注重微观博弈和主题叙事，对基本面的反映并不紧密。因此可以借鉴 2011 年初的 A 股节奏和结构对当下资金行为驱动的市场提供短期参照，在资金行为对 A 股的影响淡化后再回归基本面做决策。

2010 年 9 月开始的 A 股行情和 2024 年 9 月行情在节奏上有着极高的相似度。首先二者均是在 9 月底由对政策的乐观预期而起：2010 年的触发点是当年 9 月 28 日召开的中央政治局会议，在会议上商讨了“十二五”规划的建议稿；2024 年则是 9 月 24 日央行、金管局、证监会三部门召开发布会作为信号，9 月 26 日中央政治局会议罕见在 9 月讨论经济形势并态度积极为接续。其次是年前成交活跃程度回落带动指数调整和春节假期后持续向上的节奏相同，均是春节假期之后成交量再次活跃并伴随快速拉升，在 2 月底涨势放缓转向攻坚上行。

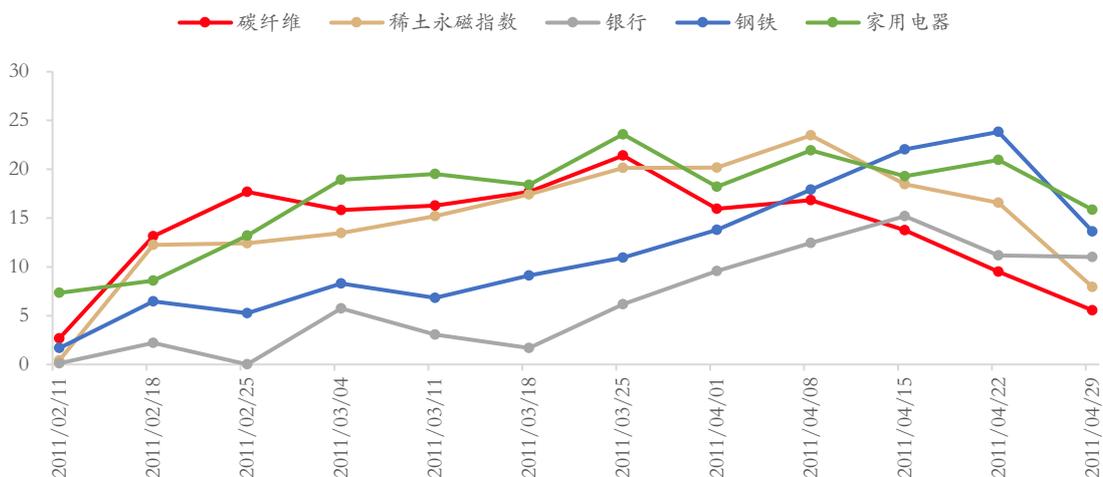
图表19：2010年9月开始的A股反弹行情复盘


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 恰如那年花相似，2011年春季躁动下半场的节奏与特征

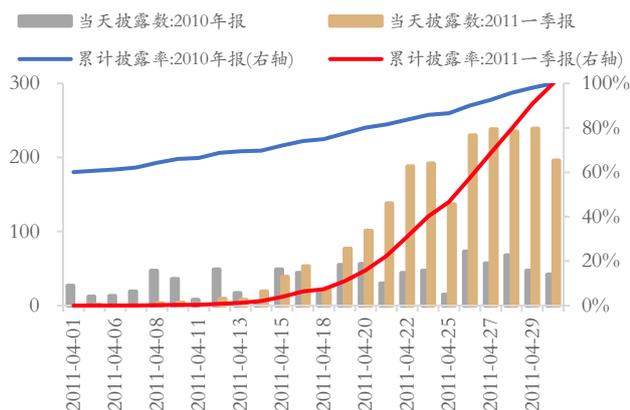
既然两次 A 股上涨的触发因素和节奏如此相似，2011 年春季躁动最终走向何方就尤为值得复盘。

在 2011 年春季躁动的后期，出现了明显的高低切交接棒，政策刺激是关键催化。如图 20 所示为 2011 年春季躁动时重点题材及行业指数的累计收益率。在 2011 年春季躁动的前半段，稀土和碳纤维概念带动有色周期品领涨，进入到 3 月下旬后交棒给了有政策刺激预期的银行和钢铁。此次高低切的催化剂是 2011 年 3 月 20 日时任财政部部长谢旭人在进行政策解读时表示 2011 年将继续实施积极的财政政策，带动了市场对基建支出强度的期待。

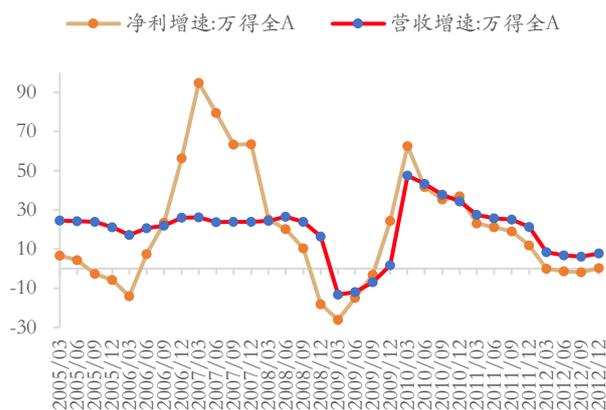
图表20：2011年春季躁动中重点指数累计收益率(%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所。注：以2011/02/09为基日计算，碳纤维指数为中钢国际、金发科技、方大炭素、博云新材、退市环球、特变电工、精工科技、吉林化纤的等权加总指数。

春节躁动结束的直接原因或是一个不及预期的财报季尾声。从春季躁动触顶回落的时间节点来看，2011年4月25日万得全A指数出现大幅下挫，当天恰好是财报季最后一周的周一。如图21所示，从当年财报的披露进度来看，当时触发A股回调的最直接原因或是一季报的不及预期，在4月最后一周前A股整体的一季报披露率大致为40%，最后一周集中披露的一季报或打消了A股因政策预期改善而起的乐观预期。

图表21：2011年初财报季披露节奏


资料来源：Wind，中邮证券研究所

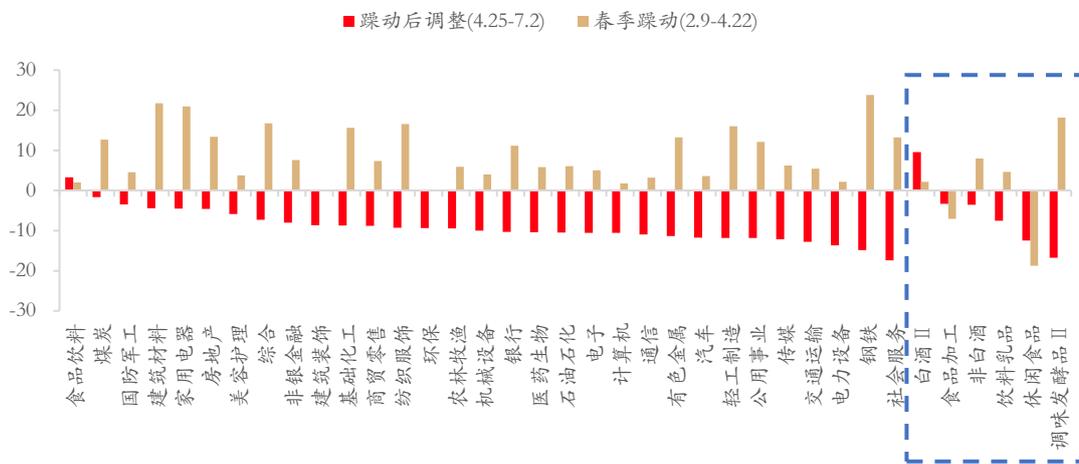
图表22：万得全A 净利增速及营收增速(%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2011年春季躁动结束之后的回调过程A股面临估值通杀。如图23所示，申万一级行业中仅有食品饮料在白酒的支撑下获得正收益，其他一级行业的跌幅平均在10%以上，其次是煤炭也表现出了较强的抗跌属性。白酒的相对走强体现了

财报季市场对于基本面重视程度的提升，开始在前期相对滞涨的板块中挖掘有确定性的高增速方向。

图表23：春季躁动后调整期各行业收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

在躁动后的调整过程中，A股市场表现出了两个特征：①完全放弃了前期的热门概念，即使一季报业绩高增和基本面支撑也面临大幅杀估值；②市场确实开始更多定价基本面，其中最看重的是价格指标。

特征①体现在图 24-29 中，开启春季躁动的稀土在基本面有稀土价格不断走高作为支撑和一季报高增的背景下依然出现大幅度回调，在春季躁动前半场领涨的家用电器也出现了同样的快速下跌。但这并不意味着前期热门概念的终结，在 6 月底稀土和家用电器均出现了相当力度的反弹。

图表24：稀土永磁指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

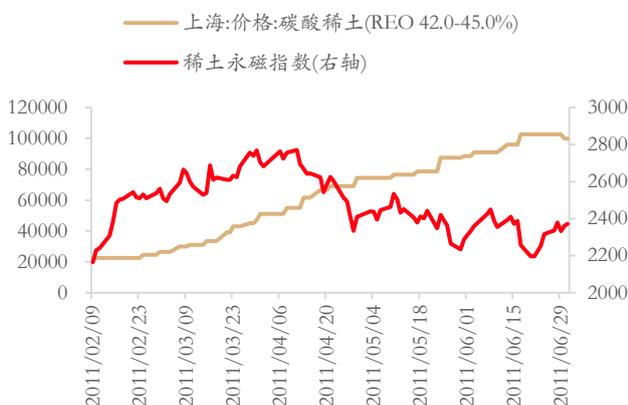
图表25：家用电器指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

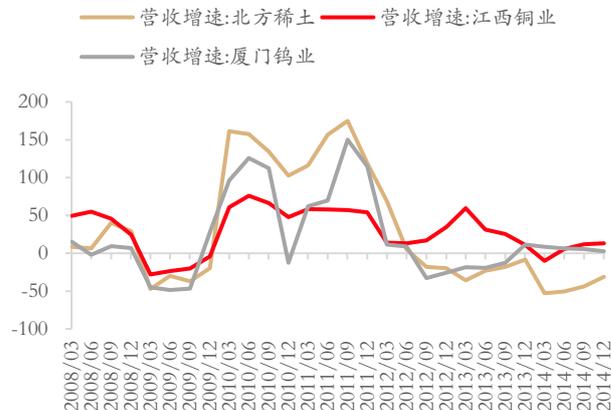
强劲的基本面数据并未能在春季躁动下半场支撑稀土指数。碳酸稀土价格在春季躁动的下半场依然保持持续上行，并且从主要稀土概念公司的一季报来看，也在 2010 年高基数的基础上继续保持高同比增速。

图表26：碳酸稀土价格(元/吨)及稀土永磁指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

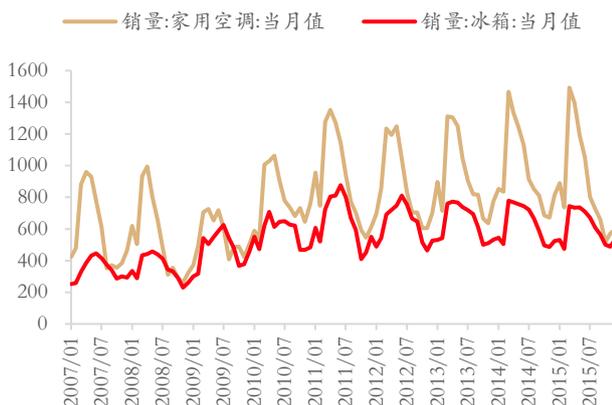
图表27：重点稀土概念股营收增速(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

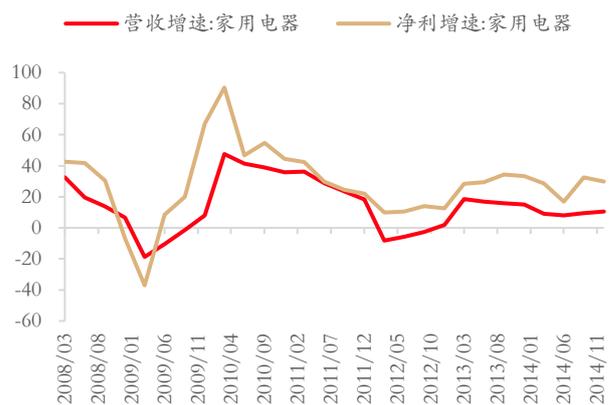
家电指数同样出现了基本面景气但股价回调的情况。2011 年一季度乃至上半年的空调及冰箱销量高增，不仅相较 2010 年同期有较大增速，即使对比至 2015 年仍是同期最高水平，当时在家电下乡政策的刺激下家电行业基本面正处在景气阶段。并且从家电指数的营收和净利增速来看，行业也不存在企业业绩和行业景气背离的情况。

图表28：空调及冰箱月销量(万台)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表29：家用电器指数营收增速及净利增速(%)

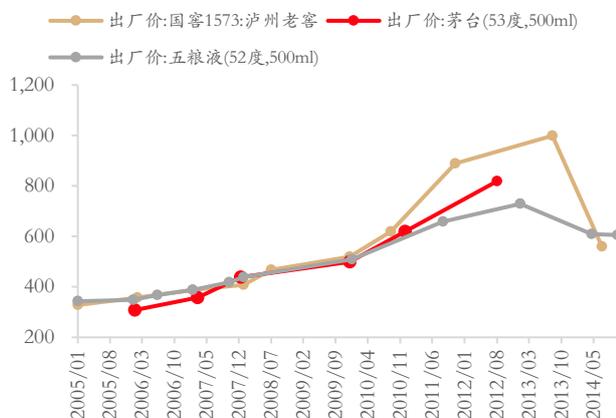


资料来源：Wind，中邮证券研究所

特征②具体表现在图 30-31 中所示白酒和煤炭在春季躁动后调整过程中所表现出的韧性上。白酒在 2011 年春季躁动后调整期能够逆势上涨的原因在于以贵州茅台为代表的酒厂在 2010 年底开始调高出厂价，甚至惊动了发改委约谈，

反映的是当时旺盛的白酒消费需求。煤炭则是在反映 2011 年开始的煤价上行，由于煤价处在当时的历史高位，因此市场对其有着较强的景气预期。

图表30: “茅五泸” 高端白酒出厂价(元)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表31: Q5500 煤价(元/吨)及煤炭指数



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3 投资建议

展望后市,指数层面仍将震荡上行,财报季尾声才将面临考验。从相似的 2011 年春季躁动节奏来看,当下正处在春季躁动下半场的结构性切换中,指数层面仍以震荡上行为主。由于 A 股盈利的先行指标 PPI 在 1-2 月仍未回正, 2025 年一季度 A 股整体仍将面临一定压力, 届时或将面临考验。

风格方面,由于个人投资者的热情仍然高涨,在这场庶民的盛宴里中小盘仍将优于大盘。在春季躁动的切换中成长风格将让位给更具政策刺激预期的方向,从 2025 年国务院政府工作报告和后续中办、国办共同印发的《提振消费专项行动方案》来看,扩大内需是全年核心目标,消费是目前最有可能得到不断政策利好的方向。因此在行业风格上,市场风格或是消费接棒的格局。

行业配置方面,考虑到政策传导的直接性和地产、出口面临的潜在扰动,过去以高端白酒和家电为代表的“消费升级”短期或难以成立,在行业上将更像一场“像消费降级的消费升级”。零食、软饮、美护、免税店和港股互联网平台是更好的趋势交易选择。

4 风险提示

市场学习效应、国际局势超预期恶化，国内经济政策转向等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048