

2025年12月20日

# 春季行情开启中，聚焦成长

## 定期报告

### 投资要点

- ◆ **当前市场对经济偏弱和日央行加息的担忧过度。**（1）经济中长期韧性仍在，且当前股价已对悲观预期反映较充分。一是11月经济数据偏弱，但股价已较充分反映了悲观预期。二是中长期经济和盈利韧性仍在：首先，2026年财政和货币政策双宽松下经济增长仍有韧性；其次，2026年周期和科技盈利增速可能回升。（2）日央行加息对A股影响有限。一是复盘来看，日央行加息对美股负面影响的程度和持续性均大于A股。二是日央行加息会导致美元指数下降，对A股有一定积极影响。
- ◆ **复盘历史，A股春季行情开启前市场多有调整，政策和外部事件、流动性、估值情绪等因素驱动春季行情开启。**（1）春季行情开启前A股多有调整。（2）政策偏紧或负面外部事件可能导致春季行情于元旦后开启。一是2010年以来的16次春季行情中有9年在元旦后启动。二是政策收紧或负面外部事件可能导致春季行情延后开启。（3）积极的政策和外部事件、流动性宽松和估值情绪低位等驱动春季行情开启。一是积极的政策和外部事件是推动春季行情开启的核心因素。二是流动性宽松也会驱动春季行情启动。三是估值和情绪处于低位也有利于春季行情开启。
- ◆ **当前来看，短期春季行情可能开启，A股维持慢牛走势。**（1）短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。一是短期积极的政策仍可能进一步出台和实施：首先，短期内央行可能降息降准；其次，年底提振消费的政策大概率进一步出台和实施。二是短期外部风险有限：首先，短期中美关系维持平稳；其次，日央行加息落地。（2）短期流动性可能进一步宽松。一是短期宏观流动性可能进一步宽松：首先，美联储短期继续降息的预期有所上升；其次，央行短期可能加大投放流动性。二是短期股市资金流入可能上升。（3）当前A股估值和情绪仍处于中性偏高水平。
- ◆ **科技成长占优的风格短期难切换。**（1）复盘历史，年底科技成长风格出现切换的核心驱动因素是估值和情绪偏高、流动性偏紧、美股科技股调整等。一是估值和情绪处于高位是年底科技风格出现切换的核心原因。二是流动性收紧也可能导致年底科技风格出现切换。三是美股科技股出现调整也可能导致A股科技风格出现切换。（2）当前来看，科技成长占优的风格短期难切换。一是短期科技成长行业估值和情绪仍中性偏高。二是短期流动性可能进一步宽松。三是12月以来纳指持续上行，AI产业趋势不断上行叠加流动性宽松，美股科技股中短期可能继续偏强。
- ◆ **行业配置：短期继续均衡配置科技成长、部分周期和消费等行业。**（1）年底在政策支持下部分消费行业可能有配置机会。（2）短期科技成长和部分周期行业可能受益于日央行加息。（3）当前成长中的医药、传媒、计算机、汽车等情绪较低，电力设备、传媒等PEG较低。（4）短期建议继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上的军工（商业航天）、电新（核聚变、储能）、机械设备（机器人）、计算机（AI应用、卫星互联网）、电子（半导体、AI硬件）、通信（AI硬件）、传媒（AI应用、游戏）、医药（AI医疗、创新药）等行业；二是可能补涨和基本面可能边际改善的大金融、消费（食品、商贸零售等）等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001  
denglijun@huajinsec.cn

分析师

张欣诺

SAC 执业证书编号：S0910525110001  
zhangxinnuo@huajinsec.cn

### 相关报告

局部人气聚集推升新股板块交投意愿，但活跃周期开启可能仍待观察-华金证券新股周报 2025.12.14

春季行情中行业如何轮动？ 2025.12.13

挖掘经济潜能，股市慢牛延续 2025.12.12

美联储降息进一步催化春季行情开启 2025.12.11

定调积极，进一步强化春季行情开启 2025.12.9



## 内容目录

一、市场在担忧什么？春季行情节前还能启动吗？	4
(一) 当前市场在担忧什么？	4
1、经济中长期韧性仍在，且当前股价已对悲观预期反映较充分	4
2、日央行加息对 A 股影响有限	6
(二) 短期春季行情可能开启	8
1、影响春季行情启动的核心因素是政策和外部事件、流动性、估值情绪	8
2、短期春季行情可能开启，A 股维持慢牛走势	10
二、行业配置：短期继续均衡配置科技成长、部分周期和消费	13
(一) 科技成长占优的风格短期难切换	13
(二) 年底在政策支持下部分消费行业可能有配置机会	16
(三) 短期科技成长和部分周期行业可能受益于日央行加息	20
(四) 当前医药、传媒、电力设备等情绪和 PEG 较低	22
(五) 短期继续均衡配置科技成长、部分周期和消费等行业	24
三、风险提示	26

## 图表目录

图 1：商品零售同比增速下滑	4
图 2：通讯器材类、文化办公用品类商品零售增速维持高位	4
图 3：投资增速全线下滑	5
图 4：十债收益率分位数处于低位	5
图 5：科技类工业企业盈利增速已经回升	6
图 6：PPI 及其领先指标仍可能回升	6
图 7：日央行加息对美股负面影响的程度和持续性大于 A 股	7
图 8：2006、2007 年两次日央行加息后美元指数下跌	7
图 9：2024、2025 年三次日央行加息后美元指数下跌	7
图 10：影响春季行情启动的核心因素是政策和外部事件、流动性、估值情绪	9
图 11：春季行情于元旦后开启主要受政策和外部事件扰动所致	10
图 12：2013 年 12 月银行间质押式回购加权利率明显上升	10
图 13：2021 年底十年期美债收益率快速上行	10
图 14：地缘政治风险指数处于相对低位	11
图 15：促消费政策持续落地	11
图 16：美国失业率继续抬升	12
图 17：美元指数维持低位震荡	12
图 18：春季行情期间微观资金加大流入力度	12
图 19：融资流入速度已经放缓	12
图 20：A 股重要指数估值多处于中性偏高位	13
图 21：全 A 换手率分位数仍处于中性偏高位	13
图 22：近十五年来仅 2012、2013、2015、2019、2023 年多数科技行业相对大盘有超额收益	14
图 23：五次成长风格在 12 月有超额收益的年份五大风格涨跌幅归一（单位：点）	15
图 24：2015/12/17 成长行业估值分位数处于高位	15
图 25：2023/12/11 成长行业成交额占比分位数处于高位	15
图 26：美股的映射和流动性变化也会影响 12 月成长风格出现切换	16

图 27: 电子、通信、军工成交额占比分位数偏高 .....	16
图 28: 12 月以来纳斯达克指数上行 .....	16
图 29: 经济基本面偏弱的年份消费行业在 12 月通常相对占优 .....	17
图 30: 经济基本面偏弱的年份消费行业指数在 12 月多有超额收益 .....	18
图 31: 经济基本面偏弱的年份融资在 12 月多流入消费行业 .....	18
图 32: 经济基本面偏弱的年份在四季度基金多加仓消费行业 .....	19
图 33: 本周以来融资回流商贸零售、美容护理等消费行业 .....	19
图 34: 三季度基金多减仓食品饮料、家用电器、汽车等消费行业 .....	20
图 35: 2000 年以来, 日本政策目标利率 .....	20
图 36: 日本央行加息后一个月, 行业涨跌幅情况 .....	21
图 37: 2006 年布伦特原油价格快速上升 .....	21
图 38: 2006 年居民人均可支配收入累计同比高增 .....	21
图 39: 2007 年能繁母猪数量快速下降 .....	21
图 40: 2024 年 3 月煤炭库存快速下降 .....	21
图 41: NandFlash 价格持续创新高 .....	22
图 42: DRAM 存储器价格加速创新高 .....	22
图 43: LME 铜价格持续向上 .....	22
图 44: 六氟磷酸锂价格触底反弹 .....	22
图 45: 成长一级估值性价比筛选 .....	23
图 46: 成长二级估值性价比筛选 .....	24
图 47: DRAM:DDR4(8Gb(1Gx8),3200Mbps)现货平均价上涨 .....	25
图 48: 计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增加值回升 .....	25
图 49: 鲜、干水果及坚果出口金额上涨 .....	26
图 50: 家用电器和音像器材类当月零售额回升 .....	26

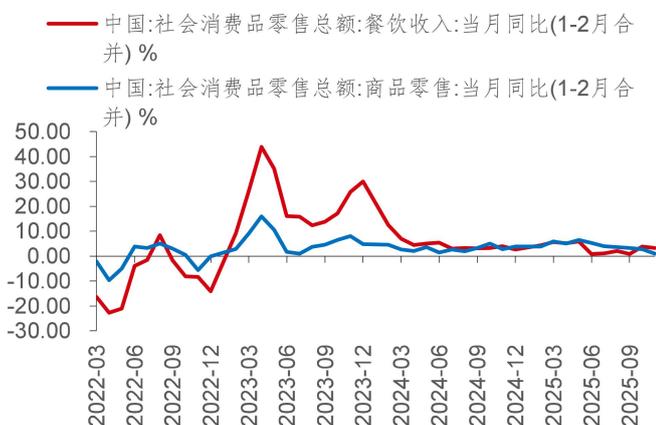
## 一、市场在担忧什么？春季行情节前还能启动吗？

### （一）当前市场在担忧什么？

#### 1、经济中长期韧性仍在，且当前股价已对悲观预期反映较充分

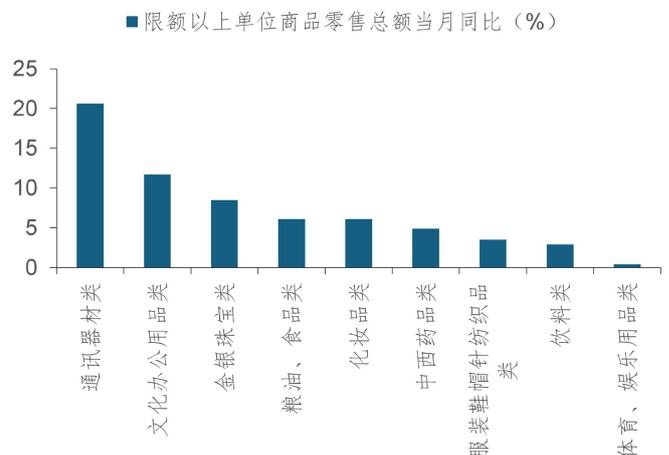
**11月经济数据偏弱。**（1）11月社零和投资增速均继续回落，但出口增速有所回升，投资者对短期经济增长担忧上升。一是年底消费补贴退坡下社零增速回落：数据上，11月社零当月同比增速录得1.3%（前值为2.9%），主要受年底财政补贴退坡、居民消费需求前置等因素影响出现下滑；结构上，商品零售同比增速下滑至1.0%（前值为2.8%），受消费需求于双十一提前释放、年底国补等财政补贴退坡影响所致，其中通讯器材类、文化办公用品类商品零售同比增速维持高位，分别为20.6%、11.7%，消费端整体呈结构性修复态势。二是投资增速全线下滑：数据上，11月固定资产投资完成额累计同比增速录得-2.6%（前值为-1.7%），地产、制造业、基建投资累计同比增速分别下滑至-15.90%、1.90%、0.13%；结构上，制造业投资仍有支撑，其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长22.4%，汽车制造业投资增长15.3%，而基建投资中互联网和相关服务业投资同比增长20.7%，也维持一定高位，而地产受制于需求萎缩，开发商投资意愿有限，投资增速整体结构仍较为分化。三是外需修复下出口增速有所回升：数据上，11月出口同比增速录得5.9%（前值为-1.1%），受外需修复、关税协议落地等因素影响回升；结构上，对于欧盟、东盟的出口金额占比维持高位，分别为14%、18%左右，新兴市场需求仍较为旺盛，此外11月船舶、稀土、集成电路的出口金额同比增速分别为46.4%、34.9%、34.2%，我国优势产品外需偏强；后续来看，美联储降息下有望提振全球制造业景气，同时年底在海外消费旺季的催化下出口增速有望维持一定韧性。（2）短期股价对经济的担忧反映已较充分。一是与经济密切相关的上证50指数和价值板块估值和情绪相对中性，截至12月19日，上证50估值分位数（2005年起，下同）为61.3%，国证价值指数的估值分位数为65.0%，处于相对中性位置。二是当前10年期国债收益率的历史分位数处于不足4%的低位，已充分反映了对于经济预期的担忧。

图 1：商品零售同比增速下滑



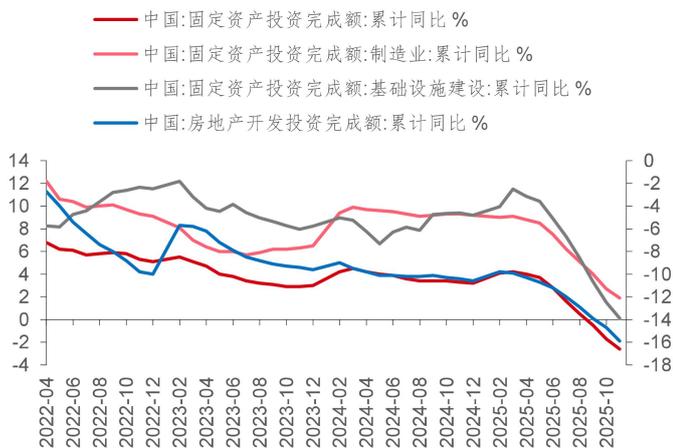
资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：通讯器材类、文化办公用品类商品零售增速维持高位



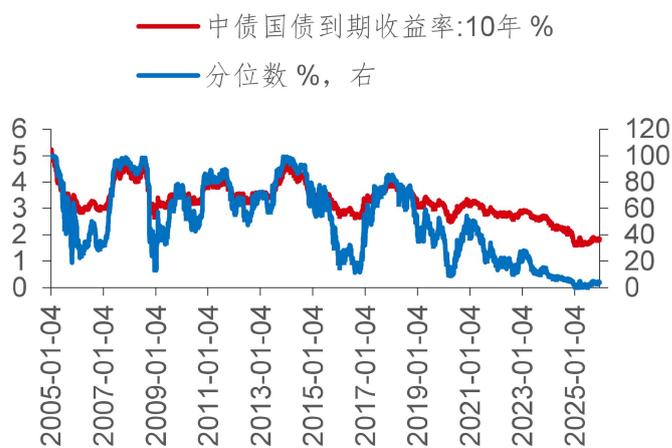
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3: 投资增速全线下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

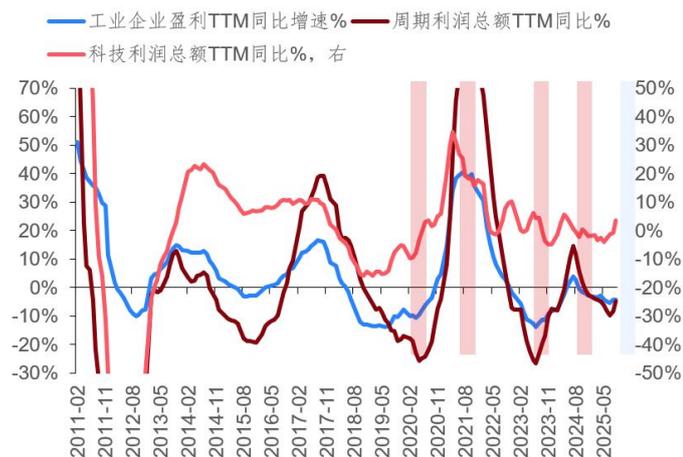
图 4: 十债收益率分位数处于低位



资料来源：华金证券研究所，wind（注：分位数计算从 2005 年起）

**中长期经济和盈利韧性仍在。**（1）稳增长政策托底经济修复预期。一是中央经济工作会议定调积极，提出“推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施‘两重’项目”，并明确“扩大优质商品和服务供给，优化‘两新’政策实施”，明年稳增长政策加力实施是大概率，2026 年财政和货币政策双宽松下制造业和基建投资增速可能回升，扩内需战略下消费增速也可能企稳回升，同时对新兴市场和高新技术产品的出口可能继续维持较高增速。二是 2026 年经济可能维持一定韧性：首先，出口在高基数的作用下增速可能承压，但是在新兴市场需求和优势产品的支撑下可能有结构性改善；其次，财政政策加力下制造业和基建投资有望回升，但地产投资增速大概率仍偏弱，投资端整体仍在分化；最后，后续提振消费等政策推动下消费可能低位有所企稳，延续结构性回升趋势，我国中长期经济韧性仍在。（2）2026 年周期和科技盈利增速可能回升。一是结构上，工业企业盈利可进一步拆分为周期和科技类工业企业盈利，而周期类工业企业盈利增速与整体工业企业盈利增速基本同步，2026 年反内卷等政策实施可能提升周期企业盈利增速，科技类工业企业盈利增速 2015 年以来领先于整体盈利增速，而当前科技企业盈利增速已于 2025 年 5 月见底，持续处于回升趋势中，预示着工业企业盈利增速可能见底回升。二是领先指标上，PPI 与盈利周期基本同步，而反内卷政策继续实习下 PPI 领先指标有望继续回升，或指向 2026 年盈利可能继续回升。

图 5: 科技类工业企业盈利增速已经回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 6: PPI 及其领先指标仍可能回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

## 2、日央行加息对 A 股影响有限

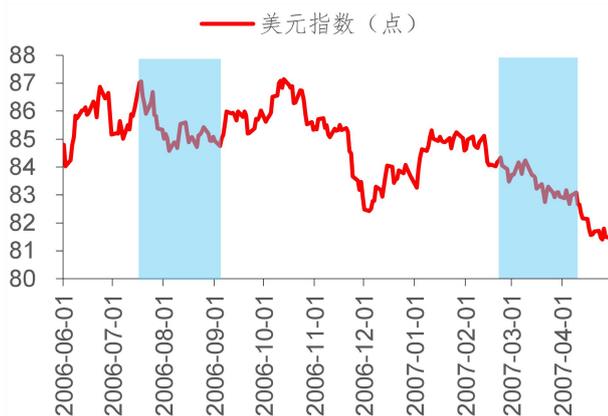
**日央行加息对 A 股影响有限。**(1) 复盘来看, 日央行加息对美股负面影响的程度和持续性均大于 A 股。2005 年以来五次日央行加息后, 5 个交易日内美股、A 股多下跌, 30 个交易日内道指、纳指、标普 500 仍平均下跌, 而上证指数、上证 50、沪深 300 指数平均上涨, 60 个交易日内美股、A 股均平均上涨, 但 A 股平均涨幅显著高于美股, 显示日央行加息短期对美股、A 股均有一定负面影响, 但中期对美股负面影响的程度和持续性显著大于 A 股。(2) 日央行加息会导致美元指数下降, 对 A 股有一定积极影响。一是复盘历史, 2005 年以来 5 次日央行加息后 1-2 个月内美元指数均呈现下跌趋势, 原因或在于日元在美元指数中 13.6% 的权重, 日央行加息会推动日元兑美元升值, 直接拉低美元指数。二是当前来看, 美联储降息叠加日央行加息, 美日利差可能进一步收窄, 增加美元指数下行压力, 有利于人民币升值, 对 A 股可能有一定积极影响。

图 7：日央行加息对美股负面影响的程度和持续性大于 A 股

T+5交易日 涨跌幅 (%)	道琼斯工业 平均指数	纳斯达克 指数	标普500 指数	上证指数	上证50指数	沪深300 指数
2006-07-14	0.2	1.0	-0.2	0.6	0.4	0.7
2007-02-21	-5.3	-13.7	-5.0	-5.6	-7.3	-6.3
2024-03-21	0.7	3.6	0.6	-2.2	-1.0	-1.8
2024-08-01	-3.4	0.5	-3.7	-2.3	-2.3	-2.9
2025-01-27	0.4	-1.1	-0.5	2.0	1.4	1.3
平均值 (%)	-1.5	-1.9	-1.8	-1.5	-1.8	-1.8
T+30交易日 涨跌幅 (%)	道琼斯工业 平均指数	纳斯达克 指数	标普500 指数	上证指数	上证50指数	沪深300 指数
2006-07-14	4.0	0.9	4.3	-2.0	-2.3	-3.8
2007-02-21	-1.8	-9.4	-1.1	10.8	7.1	11.0
2024-03-21	-0.3	-1.1	-0.2	2.4	3.1	2.2
2024-08-01	0.6	7.2	1.3	-7.5	-7.0	-7.8
2025-01-27	-6.4	-6.9	-8.0	5.4	6.2	4.6
平均值 (%)	-0.8	-1.9	-0.7	1.8	1.4	1.2
T+60交易日 涨跌幅 (%)	道琼斯工业 平均指数	纳斯达克 指数	标普500 指数	上证指数	上证50指数	沪深300 指数
2006-07-14	10.3	30.8	9.9	7.8	9.3	6.3
2007-02-21	5.6	0.3	3.8	39.4	31.8	48.9
2024-03-21	-0.9	-0.6	4.6	-2.6	-1.1	-2.5
2024-08-01	2.3	10.9	3.4	12.6	12.6	14.6
2025-01-27	-8.5	-5.8	-8.7	0.8	2.1	-1.6
平均值 (%)	1.8	7.1	2.6	11.6	10.9	13.1

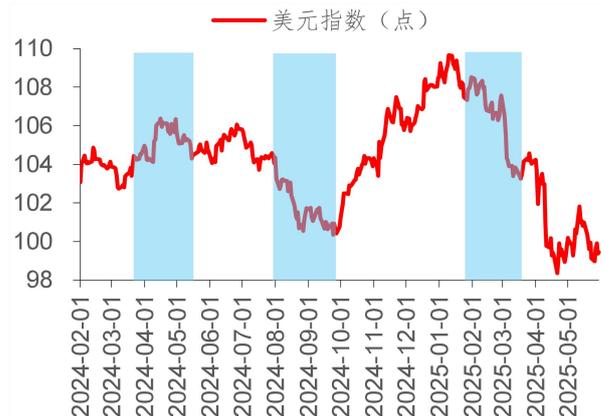
资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：2006、2007 年两次日央行加息后美元指数下跌



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：2024、2025 年三次日央行加息后美元指数下跌



资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）短期春季行情可能开启

### 1、影响春季行情启动的核心因素是政策和外部事件、流动性、估值情绪

复盘历史，A股春季行情开启前市场多有调整，政策和外部事件、流动性、估值情绪等因素驱动春季行情开启。（1）春季行情开启前A股多有调整，2010年以来的16次春季行情中，有15年行情开启前出现一定的调整（除2015年的春季行情在牛市上升期内），其中有13次行情开启前30个交易日内上证下跌，2次行情开启前30个交易日内上证偏震荡，平均下跌6.5%。（2）政策偏紧或负面外部事件可能导致春季行情于元旦后开启。一是2010年以来的16次春季行情中有9年在元旦后启动，分别是2011/1/25-2011/4/18、2012/1/5-2012/3/14、2014/1/20-2014/2/20、2016/1/28-2016/4/15、2017/1/16-2017/4/11、2019/1/4-2019/4/8、2022/1/28-2022/3/3、2024/2/5-2024/5/20、2025/1/13-2025/3/19。二是政策收紧或负面外部事件可能导致春季行情延后开启：2010/12至2011/2，央行接连提准、提息；2011年末欧债危机蔓延；2013/12银行间质押式回购加权利率大幅上升，流动性收紧；2015和12月美联储加息；2016/12证监会对杠杆收购监管收紧；2021年12月FOMC纪要偏鹰，推动十年期美债收益率快速上升；2023年末至2024年初融资、雪球平仓风险等。（3）积极的政策和外部事件、流动性宽松和估值情绪低位等驱动春季行情开启。一是积极的政策和外部事件是推动春季行情开启的核心因素：2009、2012、2017、2020年中央经济工作会议定调积极；2012年初通胀压力下行；2014/1保监会两新政“救市”；2016/2/2下调个人住房贷款最低首付款比例；2019/12中美第一阶段经贸协议达成；2022/12防疫政策优化；2024/2/6汇金增持，同时证监会提振资本市场政策陆续出台；2025/1/22《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》发布等。二是流动性宽松也会驱动春季行情启动：2012/2、2019/1、2022/12央行降准；2017/1，央行陆续通过临时流动性便利（TLF）操作作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持；2022/1/17央行下调常备借贷便利（SLF）利率等。三是估值和情绪处于低位也有利于春季行情开启：15次春季行情开启时，上证综指估值历史分位数和全A换手率历史分位数分别有9次和8次处于30%以下的低位。

图 10：影响春季行情启动的核心因素是政策和外部事件、流动性、估值情绪

启动日期	结束日期	期间上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	上证PE分位数 (%)	全A换手率分位数 (%)	T-30内融资净流入规模 (亿元)	T-30内上证涨跌幅 (%)	政策/事件
2009/12/22	2010/1/11	2.87	14	91.8→90.6	74.8→34.9	0	-3.94	2009/12中央经济工作会议把“调结构、防通胀”作为重点
2011/1/25	2011/4/18	13.41	53	74→62.6	44.3→5	35.56	-5.76	2010/12至2011/2，央行接连提准、提息，货币政策紧缩环境下银行股表现较强
2012/1/5	2012/3/14	10.23	45	15.6→8.5	1.2→2.2	-0.18	-11.04	通胀压力下行，2月央行实施降准
2012/12/3	2013/2/18	22.29	48	8.9→5.3	3.3→1.4	20.74	-7.92	2012/12中央经济工作会议提出必须加快调整经济结构、转变经济发展方式
2014/1/20	2014/2/20	6.68	19	5.8→0.8	12→1.5	215.59	-11.38	2014/1保监会两新政“救市”
2016/1/28	2016/4/15	12.52	51	66.2→22.3	53.2→33.4	-255.8	-24.35	2016/2/2下调个人住房贷款最低首付款比例
2017/1/16	2017/4/11	5.66	55	66.5→62	51.9→48.5	-707.4	-5.19	2017/1，央行陆续通过临时流动性便利（TLF）操作作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持
2017/12/8	2018/1/29	7.67	36	65.5→57	22.8→11.2	171.7	-3.45	2017年12月中央经济工作会议强化供给侧改革、国企改革等方针
2019/1/4	2019/4/8	31.67	61	12.9→9.7	29.8→25.4	-231.7	-4.95	2019/1/4央行降准；中美贸易摩擦缓和；外资大幅流入
2019/12/3	2020/1/14	8.03	30	30.7→22.9	11.4→9.9	81.51	-1.87	2019/12中美第一阶段经贸协议达成；2020/1/6央行降准
2020/12/29	2021/2/18	8.19	32	57.4→60	53.2→57	351.74	0.96	2020/12中央经济工作会议定调“不急转弯”
2022/1/28	2022/3/3	2.56	20	43.1→28	67.5→45.2	-1125.33	-7.85	2022/1/17央行下调常备借贷便利（SLF）利率
2022/12/23	2023/4/19	10.34	77	17.7→18.3	73.3→23.5	-101.46	0.32	2022/12防疫政策优化、央行实施降准
2024/2/5	2024/5/20	16.15	65	19.4→13.4	42.8→71.1	-1720.86	-7.42	2024/2/6汇金增持；证监会提振资本市场政策陆续出台
2025/1/13	2025/3/19	8.14	42	46.7→40.5	85.6→59.4	-212.63	-4.09	2025/1/22多部门联合发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》

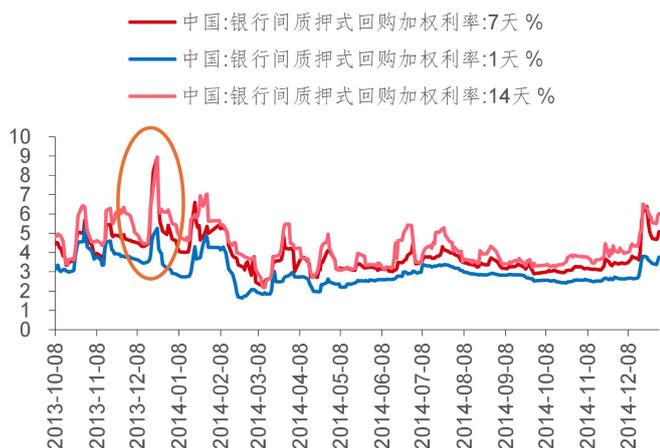
资料来源：华金证券研究所，wind（注：PE和换手率分位数取T-30交易日与启动日期数据对比；分位数计算从2005年起；标红年份为春季行情于元旦后启动）

图 11：春季行情于元旦后开启主要受政策和外部事件扰动所致

启动日期	结束日期	期间上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	政策/事件
2011/1/25	2011/4/18	13.41	53	2010/12至2011/2, 央行接连提准、提息
2012/1/5	2012/3/14	10.23	45	2011年末欧债危机蔓延
2014/1/20	2014/2/20	6.68	19	2013/12流动性大幅收紧
2016/1/28	2016/4/15	12.52	51	2015/12美联储加息
2017/1/16	2017/4/11	5.66	55	2016/12证监会对杠杆收购监管收紧
2019/1/4	2019/4/8	31.67	61	2018/12美联储加息
2022/1/28	2022/3/3	2.56	20	2021年12月FOMC纪要偏鹰, 推动十年期美债收益率快速上升
2024/2/5	2024/5/20	16.15	65	2023年末至2024年初融资、雪球等风险事件频发
2025/1/13	2025/3/19	8.14	42	2025/1/1新“国九条”正式实施, 市场对于部分上市公司分红不达标而被纳入ST、面临退市风险的担忧加剧

资料来源：华金证券研究所, wind

图 12：2013 年 12 月银行间质押式回购加权利率明显上升



资料来源：华金证券研究所, wind

图 13：2021 年底十年期美债收益率快速上行



资料来源：华金证券研究所, wind

## 2、短期春季行情可能开启，A 股维持慢牛走势

短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。(1) 短期积极的政策仍可能进一步出台和实施。首先，中央经济工作会议强调 2026 年继续实施积极的财政政策和宽松的货币政策，新提出将物价合理回升作为货币政策的中央考量，短期内央行因此可能降息降准。二是年底消费旺季来临，提

振消费的政策大概率进一步出台和实施，如：首先，近期商务部等三部门印发《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》，鼓励地方开展促消费活动，多地同步启动消费贷贴息扩容，在此基础上，四川、重庆、贵州等多地将地方中小银行纳入经办机构，形成“国补+地补”的互补格局；其次，沈阳市发放总金额为 5000 万元的汽车消费补贴，青岛市出台《“青岛暖冬”新车首保消费补贴活动实施细则》，将继续发放新车首次投保的消费补贴，单车最高补贴额度达 8000 元。（2）短期外部风险有限。一是短期中美关系维持平稳，近期第二届“上海与纽约的江河对话”活动举办，聚焦经贸合作、人文交流、滨水城市建设等多领域的对话合作，短期中美关系有所修复。二是日本如预期加息 25BP，全球资本市场表现平稳，短期外部风险相对有限。

图 14：地缘政治风险指数处于相对低位



资料来源：华金证券研究所，wind

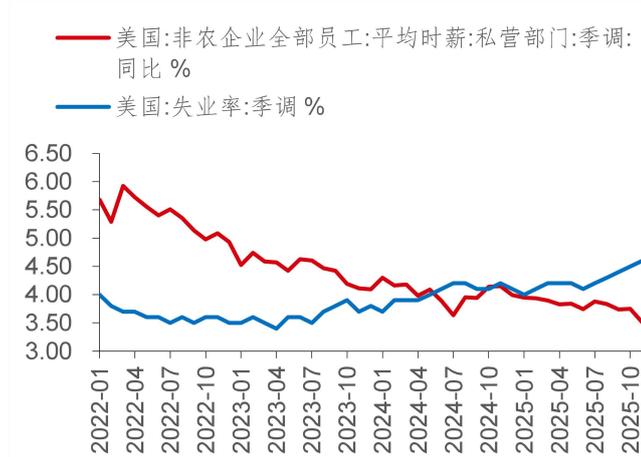
图 15：促消费政策持续落地

部门/省市	政策
商务部办公厅 中国人民银行办公厅 金融监管总局办公厅	《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》发布，提出深化商务和金融系统协作、加大消费重点领域金融支持、扩大政金企对接合作三大方面举措，强化商务和金融系统协作，引导金融机构聚焦消费重点领域加大支持力度，助力提振和扩大消费。
青岛市	青岛市出台《“青岛暖冬”新车首保消费补贴活动实施细则》，将继续发放新车首次投保的消费补贴，单车最高补贴额度达8000元。
沈阳市	沈阳市冬季汽车消费补贴活动拉开帷幕，发放总金额为5000万元的汽车消费补贴。

资料来源：华金证券研究所整理

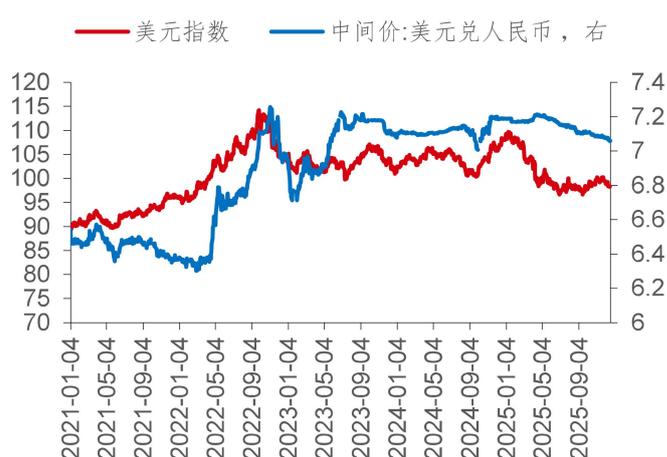
**短期流动性可能进一步宽松。**（1）短期宏观流动性可能进一步宽松。一是海外方面：首先，就业方面，11月非农就业数据显示美国就业市场仍较弱，11月失业率继续上行至 4.6%（前值为 4.4%），而非农时薪同比增速下滑至 3.51%（前值为 3.75%），海外劳动力市场的疲软风险仍在；其次，通胀方面，11月 CPI 同比下降至 2.7%（前值为 3.0%），核心 CPI 同比下降至 2.6%（前值为 3.0%），通胀大幅低于预期，美联储短期继续降息的预期有所上升，CME 预测明年 3 月美联储继续降息的概率约为 46%，海外流动性预期短期维持宽松。二是国内方面，截至 12/19，12 月央行通过公开市场操作回收流动性超过 8000 亿元，并考虑到月底将有 3000 亿元 MLF 到期，届时可能加大货币投放力度，央行短期可能降准降息。（2）短期股市资金流入可能上升。一是春季行情一旦开启，外资、融资、新发基金等资金可能大幅流入 A 股，外资、融资、新发基金分别平均净流入 817.65 亿元、539.65 亿元、1004.37 亿份。二是当前来看，美联储降息下外资可能进一步流入 A 股，同时年底部分资金短期结算完后市场情绪可能有所回升，融资流入和新发基金规模可能有所上升。

图 16: 美国失业率继续抬升



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 17: 美元指数维持低位震荡



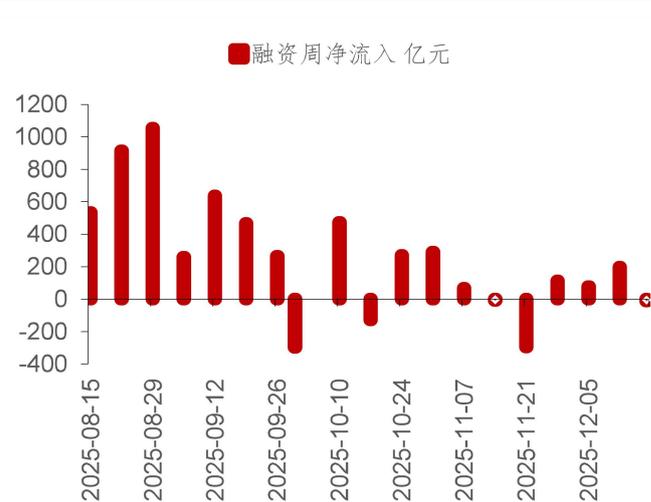
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 18: 春季行情期间微观资金加大流入力度

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2010	-	-	189.65
2011	-	-	367.12
2012	-	92.94	116.21
2013	-	515.51	191.79
2014	-	344.11	69.29
2016	168.45	-381.60	472.01
2017	472.61	142.10	905.69
2018	489.42	688.40	932.50
2019	1242.71	2021.60	803.68
2020	1157.24	868.64	1209.26
2021	931.20	359.35	6736.10
2022	-67.16	-149.42	379.23
2023	1938.40	836.61	1197.38
2024	1026.00	374.66	575.16
2025	-	1302.55	920.46

资料来源: 华金证券研究所, wind (注: 统计时间为春季行情期间)

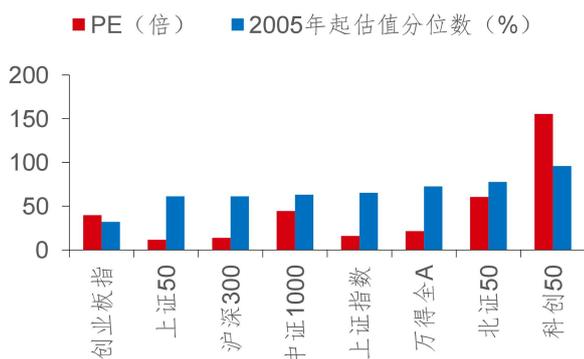
图 19: 融资流入速度已经放缓



资料来源: 华金证券研究所, wind

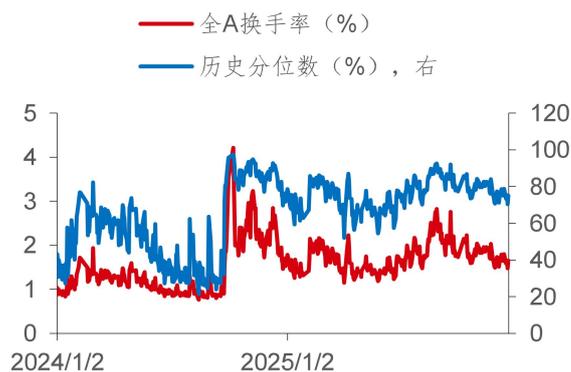
当前 A 股估值和情绪仍处于中性偏高水平。(1) 估值方面, 截至 12/19, 上证指数、沪深 300、上证 50 的估值分位数 (2005 年起, 下同) 分别为 65%、62%、61%, 位置相对中性。(2) 换手率方面, 截至 12/19, 全 A 换手率分位数约为 75%左右, 处于中性偏高位置。

图 20: A 股重要指数估值多处于中性偏高位



资料来源: 华金证券研究所, wind (注: 分位数计算从 2005 年起; 截至 12/19)

图 21: 全 A 换手率分位数仍处于中性偏高位置



资料来源: 华金证券研究所, wind (注: 分位数计算从 2005 年起)

## 二、行业配置：短期继续均衡配置科技成长、部分周期和消费

### (一) 科技成长占优的风格短期难切换

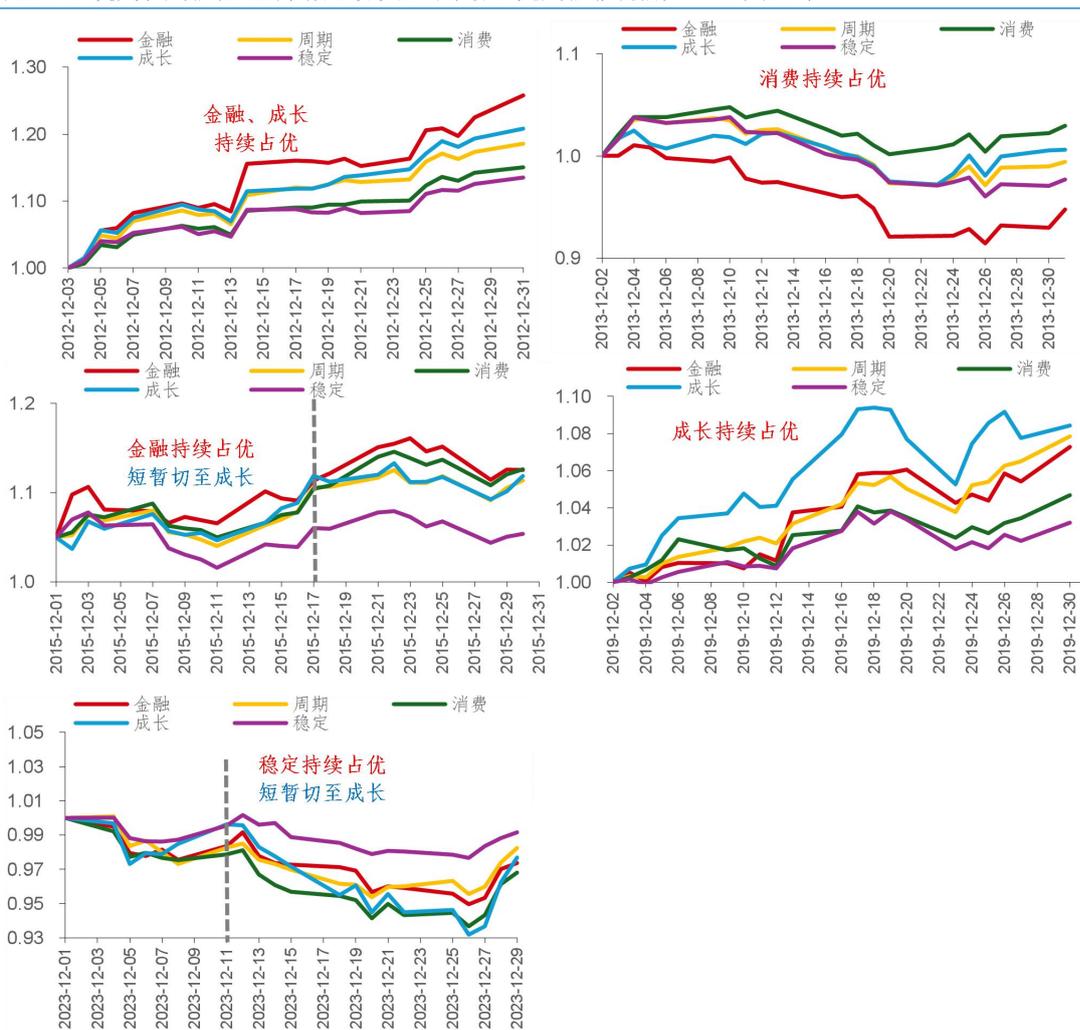
**科技成长占优的风格短期难切换。**15 年以来仅 2012、2013、2015、2019、2023 年大多数科技行业在 12 月相对大盘有超额收益，观察这五年科技成长行业在 12 月的表现发现：（1）复盘历史，年底科技成长风格出现切换的核心驱动因素是估值和情绪偏高、流动性偏紧、美股科技股调整等。一是估值和情绪处于高位是年底科技风格出现切换的核心原因。如 2015/12/17 成长风格切换时大多数成长行业估值分位数位于 90% 以上，2023/12/11 成长风格切换时大多数成长行业成交额占比历史分位数位于 80% 以上。二是流动性收紧也可能导致年底科技风格出现切换。如 2015 年 12 月 16 日美联储加息下成长风格短暂占优切换至金融、消费风格占优，而 2019 年 12 月美联储降息下成长风格持续占优。四是美国科技股的表现也会影响 A 股成长风格切换。三是美股科技股出现调整也可能导致 A 股科技风格出现切换。如 2023/12/12 软件巨头甲骨文暴跌 12%，引发市场对于 AI 热潮业绩与预期错配的担忧，A 股成长风格开始相对走弱；而 2019 年美股半导体行业受益于 5G、云计算、可穿戴设备等需求爆发，A 股成长风格在 12 月持续占优。（2）当前来看，科技成长占优的风格短期难切换。一是短期科技成长行业估值和情绪仍中性偏高：当前通信、电子、军工成交额占比历史分位数和估值历史分位数处于高位。二是短期流动性可能进一步宽松，有利于科技成长风格占优：首先，美联储短期继续处于降息周期中，海外流动性维持宽松；其次，中央经济工作会议提出“把物价合理回升作为货币政策的重要考量”，显示短期在经济增长的压力下国内央行可能进一步降准降息。三是 12 月以来纳指持续上行，AI 产业趋势不断上行叠加流动性宽松，美股科技股中短期可能继续偏强。

图 22：近十五年来仅 2012、2013、2015、2019、2023 年多数科技行业相对大盘有超额收益

2010年以来科技行业12月相对上证指数超额收益（单位：%）										
排名	2010/12/1		2011/12/1		2012/12/1		2013/12/1		2014/12/1	
	2010/12/30		2011/12/30		2012/12/31		2013/12/31		2014/12/31	
	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
1	通信	2.0	通信	-1.6	国防军工	7.3	电力设备	2.3	国防军工	-10.8
2	机械设备	1.4	计算机	-5.0	通信	1.9	机械设备	1.7	机械设备	-19.7
3	国防军工	-0.1	传媒	-5.0	计算机	1.6	电子	1.7	通信	-21.3
4	电子	-0.7	机械设备	-6.8	机械设备	1.5	计算机	1.0	电力设备	-23.9
5	电力设备	-2.8	电力设备	-9.6	电子	0.6	通信	-3.7	传媒	-24.4
6	传媒	-3.5	国防军工	-10.0	电力设备	0.0	国防军工	-4.2	计算机	-27.7
7	计算机	-3.9	电子	-10.2	传媒	-1.4	传媒	-4.4	电子	-30.4
排名	2015/12/1		2016/12/1		2017/12/1		2018/12/1		2019/12/1	
	2015/12/31		2016/12/31		2017/12/31		2018/12/31		2019/12/31	
	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
1	通信	2.6	国防军工	1.8	电力设备	0.0	通信	5.3	传媒	5.6
2	电子	1.8	电力设备	0.7	电子	-0.3	电力设备	0.9	电子	4.3
3	计算机	1.7	通信	-1.2	机械设备	-0.6	机械设备	0.2	机械设备	2.7
4	机械设备	0.8	电子	-1.5	传媒	-1.0	传媒	-0.7	通信	2.0
5	电力设备	0.4	机械设备	-1.7	通信	-1.3	计算机	-2.2	电力设备	1.8
6	传媒	-0.3	传媒	-5.9	国防军工	-1.5	国防军工	-2.3	计算机	1.5
7	国防军工	-6.4	计算机	-6.0	计算机	-2.4	电子	-2.7	国防军工	-0.5
排名	2020/12/1		2021/12/1		2022/12/1		2023/12/1		2024/12/1	
	2020/12/31		2021/12/31		2022/12/31		2023/12/31		2024/12/31	
	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
1	电力设备	17.5	传媒	12.3	传媒	4.3	电力设备	2.1	通信	3.6
2	国防军工	8.5	通信	-0.3	计算机	0.4	通信	2.0	电子	-0.3
3	机械设备	1.1	计算机	-0.5	电力设备	-2.0	机械设备	0.7	机械设备	-2.7
4	电子	-1.5	电子	-1.0	通信	-2.2	电子	0.6	国防军工	-3.4
5	计算机	-3.7	机械设备	-1.7	电子	-2.5	国防军工	0.0	传媒	-6.6
6	传媒	-7.4	国防军工	-3.1	国防军工	-2.7	计算机	-0.2	电力设备	-6.8
7	通信	-9.1	电力设备	-10.7	机械设备	-3.5	传媒	-0.9	计算机	-7.8

资料来源：华金证券研究所，wind

图 23: 五次成长风格在 12 月有超额收益的年份五大风格涨跌幅归一 (单位: 点)



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 24: 2015/12/17 成长行业估值分位数处于高位

行业	估值历史分位数 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率历史分位数 (%)
国防军工	99.1%	29.6%	52.4%
计算机	98.6%	83.3%	88.9%
机械设备	98.4%	80.2%	74.1%
通信	94.9%	69.3%	86.3%
电子	93.3%	54.0%	86.5%
电力设备	93.0%	77.8%	93.1%
传媒	91.1%	86.3%	86.5%
医药生物	89.4%	39.8%	79.7%
汽车	73.9%	61.8%	76.4%

资料来源: 华金证券研究所, wind (历史分位数自 2005 年开始计算)

图 25: 2023/12/11 成长行业成交额占比分位数处于高位

行业	估值历史分位数 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率历史分位数 (%)
传媒	45.0%	98.6%	97.3%
计算机	78.8%	94.0%	62.5%
汽车	66.8%	94.0%	76.7%
通信	23.8%	89.0%	58.1%
电子	48.8%	82.5%	42.9%
医药生物	20.3%	78.6%	43.6%
电力设备	1.2%	73.5%	30.3%
国防军工	28.9%	69.8%	32.2%
机械设备	41.4%	63.3%	49.6%

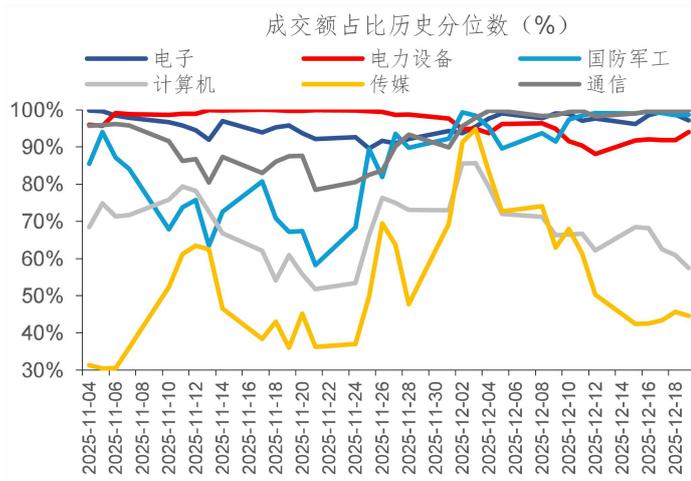
资料来源: 华金证券研究所, wind (历史分位数自 2005 年开始计算)

图 26: 美股的映射和流动性变化也会影响 12 月成长风格出现切换

年份	12月TMT指数涨跌幅 (%)	12月纳斯达克指数涨跌幅 (%)	美股科技映射、美联储加息/降息
2010	-	6.6	
2011	-13.8	-0.6	
2012	17.2	0.3	
2013	-4.8	2.9	
2014	-10.4	-1.2	
2015	6.4	-2.0	美联储12月加息25bp
2016	-8.4	1.1	美联储12月加息25bp
2017	-1.8	0.4	美联储12月加息25bp
2018	-2.7	-9.5	AMD等芯片股下挫、12月美国机械以及电子设备、电器和零部件的需求下降 美联储12月加息25bp
2019	10.8	3.5	美股半导体行业受益于5G、云计算、可穿戴设备等需求爆发 美联储降息
2020	-6.8	5.7	
2021	3.0	0.7	
2022	-4.1	-8.7	特斯拉股价暴跌引发市场对新能源汽车行业的担忧 美联储12月加息50bp
2023	0.4	5.5	12日软件巨头甲骨文暴跌12%，引发市场对于AI热潮业绩与预期错配的担忧 美联储降息预期升温
2024	-5.3	0.5	美联储12月降息50BP

资料来源：华金证券研究所，wind

图 27: 电子、通信、军工成交额占比分位数偏高



资料来源：华金证券研究所，wind（历史分位数自 2005 年开始计算）

图 28: 12 月以来纳斯达克指数上行



资料来源：华金证券研究所，wind

## (二) 年底在政策支持下部分消费行业可能有配置机会

年底在政策支持下消费行业可能有配置机会。(1) 复盘历史, 经济基本面偏弱时消费行业在年底可能相对占优, 主要是受政策支持和机构资金配置等驱动。一是社零、投资或出口增速在12月下降或相对偏低的5年中有4年消费行业指数相对沪深300有超额收益。如2018年12月出口增速偏低, 美容护理、社会服务、食品饮料涨幅排名前五; 2022年12月社零增速、出口增速偏低, 食品饮料、美容护理、社会服务、商贸零售涨幅排名前五。二是政策支持是消费行业在年底可能相对占优的核心驱动因素。如2016年12月中央经济工作会议强调要“推动消费升级”、《关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》提出“以改革创新增加消费领域有效供给”; 2022年12月《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》提出“坚定实施扩大内需战略”; 中央经济工作会议提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。三是机构资金流入也是消费行业在年底可能相对占优的核心驱动因素。如2016年12月融资多流入家用电器、农林牧渔、轻工制造等消费行业; 2018年四季度基金多加仓农林牧渔、商贸零售、社会服务等消费行业。(2) 当前来看, 部分消费行业短期可能有阶段性配置机会: 首先, 近期三部门《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》等提振消费政策不断, 短期提振消费的政策可能进一步出台和落实; 其次, 短期融资已有所流入商贸零售、美容护理等部分消费行业, 且三季度基金多减仓食品饮料、家用电器、汽车等消费行业, 预计四季度基金也可能加仓部分消费行业。

图 29: 经济基本面偏弱的年份消费行业在 12 月通常相对占优

2010年以来12月全行业涨幅TOP5 (单位: %)										
排名	2010/12/1		2011/12/1		2012/12/1		2013/12/1		2014/12/1	
	2010/12/30		2011/12/30		2012/12/31		2013/12/31		2014/12/31	
	行业	涨跌幅								
1	有色金属	2.3	银行	1.8	非银金融	28.6	家用电器	2.3	非银金融	51.8
2	煤炭	2.3	房地产	-5.5	银行	23.0	医药生物	1.0	建筑装饰	36.4
3	建筑装饰	1.4	家用电器	-6.2	国防军工	21.9	纺织服饰	0.4	银行	33.0
4	钢铁	0.5	非银金融	-7.3	房地产	21.3	美容护理	0.3	钢铁	23.5
5	石油石化	0.4	通信	-7.4	汽车	20.4	非银金融	-1.4	公用事业	16.8
排名	2015/12/1		2016/12/1		2017/12/1		2018/12/1		2019/12/1	
	2015/12/31		2016/12/31		2017/12/31		2018/12/31		2019/12/31	
	行业	涨跌幅								
1	房地产	13.8	石油石化	3.3	食品饮料	10.1	通信	1.6	有色金属	15.2
2	美容护理	13.3	商贸零售	-0.7	家用电器	3.9	美容护理	0.6	建筑材料	14.4
3	社会服务	13.2	基础化工	-1.3	医药生物	2.8	社会服务	0.1	传媒	11.8
4	家用电器	11.0	钢铁	-1.6	石油石化	2.5	食品饮料	0.0	家用电器	10.8
5	建筑材料	8.6	农林牧渔	-1.7	有色金属	1.7	公用事业	-0.4	电子	10.5
排名	2020/12/1		2021/12/1		2022/12/1		2023/12/1		2024/12/1	
	2020/12/31		2021/12/31		2022/12/31		2023/12/31		2024/12/31	
	行业	涨跌幅								
1	社会服务	25.0	传媒	14.4	食品饮料	10.8	有色金属	2.3	银行	6.7
2	电力设备	19.9	社会服务	13.9	美容护理	10.3	煤炭	0.3	通信	4.4
3	食品饮料	18.0	建筑材料	12.8	社会服务	6.5	公用事业	0.3	家用电器	2.8
4	国防军工	10.9	公用事业	8.9	商贸零售	3.6	综合	0.3	公用事业	2.2
5	医药生物	9.5	轻工制造	8.9	传媒	2.3	电力设备	0.2	汽车	1.7

资料来源: 华金证券研究所, wind (标红年份为12月相比11月社零增速/投资增速/出口增速有明显降低或处于低位的年份)

图 30：经济基本面偏弱的年份消费行业指数在 12 月多有超额收益

年份	12月消费指数相对沪深300超额收益 (%)	社零增速 (%)	固定资产投资增速 (%)	出口增速 (%)	政策
2010	-4.4	18.7→19.1	24.9→24.5	34.9→17.9	
2011	-7.9	17.3→18.1	24.5→23.8	13.8→13.3	
2012	-8.1	14.9→15.2	20.7→20.6	2.8→14.0	
2013	2.4	13.7→13.6	19.9→19.6	12.7→4.2	
2014	-20.0	11.7→11.9	15.8→15.7	4.7→9.7	
2015	1.3	11.2→11.1	10.2→10.0	-7.1→-1.9	
<b>2016</b>	4.1	10.8→10.9	8.3→8.1	<b>-1.5→-6.3</b>	中央经济工作会议强调要“推动消费升级”；《关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》提出“以改革创新增加消费领域有效供给”
2017	6.6	10.2→9.4	7.2→7.2	11.5→10.7	
<b>2018</b>	4.9	8.1→8.2	5.9→5.9	<b>3.9→-4.6</b>	中央经济工作会议强调“改善消费环境”、“增强消费能力”
2019	-3.5	8.0→8.0	5.2→5.4	-1.3→8.1	
2020	9.0	5.0→4.6	2.6→2.9	20.5→18.0	
<b>2021</b>	1.8	3.9→1.7	5.2→4.9	21.5→20.6	中央经济工作会议强调“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”
<b>2022</b>	7.9	<b>-5.9→-1.8</b>	5.3→5.1	<b>-10.4→-12.6</b>	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》提出“坚定实施扩大内需战略”；中央经济工作会议提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”
<b>2023</b>	-2.6	<b>10.1→7.4</b>	2.9→3.0	0.7→2.1	中央经济工作会议强调“着力扩大国内需求”
2024	-2.7	3.0→3.7	3.3→3.2	6.6→10.7	

资料来源：华金证券研究所，wind（标红年份为 12 月相比 11 月社零增速/投资增速/出口增速有明显降低或处于低位的年份）

图 31：经济基本面偏弱的年份融资在 12 月多流入消费行业

经济基本面偏弱的年份12月融资净流入行业排名										
排名	2016		2018		2021		2022		2023	
	行业	融资净流入 (亿元)								
1	银行	27.2	非银金融	7.0	食品饮料	29.7	建筑装饰	10.8	食品饮料	12.6
2	公用事业	11.2	汽车	4.1	公用事业	21.8	房地产	9.7	基础化工	12.2
3	家用电器	7.7	通信	3.2	汽车	14.1	石油石化	7.9	交通运输	6.0
4	农林牧渔	4.4	国防军工	0.4	传媒	13.6	通信	7.2	传媒	5.7
5	轻工制造	3.9	家用电器	0.3	煤炭	12.7	医药生物	7.2	美容护理	3.7
6	社会服务	0.3	美容护理	-0.2	钢铁	10.7	煤炭	6.4	社会服务	2.9
7	商贸零售	-0.4	纺织服饰	-0.6	银行	6.3	公用事业	3.8	医药生物	1.7
8	美容护理	-1.0	农林牧渔	-0.8	环保	6.2	社会服务	3.6	纺织服饰	1.6
9	纺织服饰	-2.0	社会服务	-1.1	轻工制造	5.7	环保	3.5	石油石化	0.7
10	通信	-2.9	环保	-1.3	机械设备	4.5	美容护理	2.0	机械设备	0.4

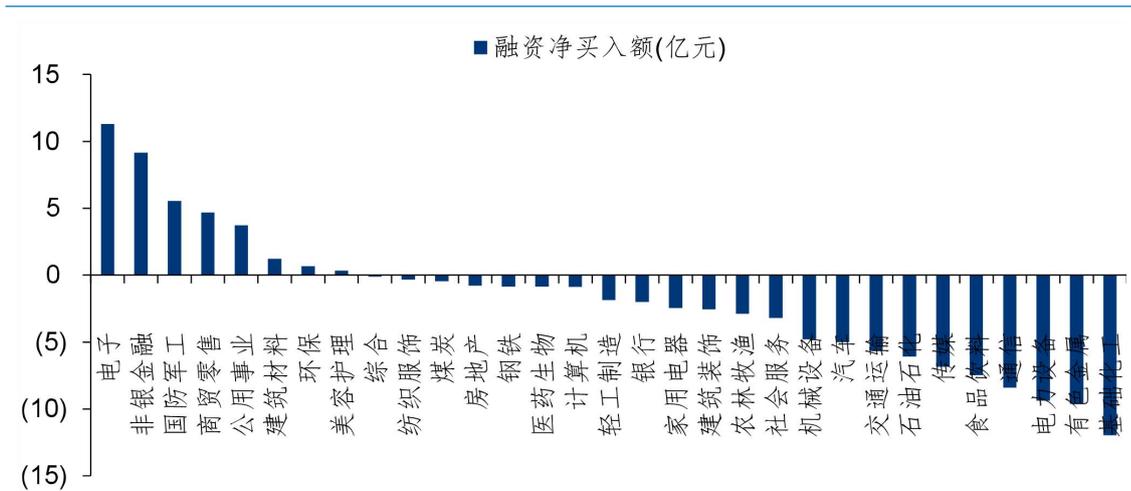
资料来源：华金证券研究所，wind

图 32: 经济基本面偏弱的年份在四季度基金多加仓消费行业

经济基本面偏弱的年份12月Q4相比Q3基金加仓行业排名										
排名	2016		2018		2021		2022		2023	
	行业	基金加仓(pp)								
1	机械设备	1.46%	电力设备	2.72%	电子	3.12%	医药生物	2.16%	电子	2.72%
2	银行	1.04%	房地产	2.11%	国防军工	0.73%	计算机	1.28%	医药生物	1.20%
3	基础化工	0.82%	农林牧渔	1.33%	汽车	0.53%	机械设备	0.44%	农林牧渔	0.80%
4	食品饮料	0.74%	通信	0.82%	房地产	0.36%	非银金融	0.36%	机械设备	0.42%
5	石油石化	0.69%	商贸零售	0.64%	通信	0.27%	建筑材料	0.31%	公用事业	0.39%
6	汽车	0.61%	公用事业	0.61%	基础化工	0.26%	轻工制造	0.26%	煤炭	0.33%
7	非银金融	0.45%	建筑装饰	0.45%	家用电器	0.26%	基础化工	0.26%	有色金属	0.29%
8	电子	0.28%	社会服务	0.30%	非银金融	0.25%	社会服务	0.20%	家用电器	0.17%
9	电力设备	0.23%	汽车	0.21%	传媒	0.21%	银行	0.19%	纺织服饰	0.07%
10	公用事业	0.19%	纺织服饰	0.21%	机械设备	0.21%	传媒	0.15%	轻工制造	0.05%

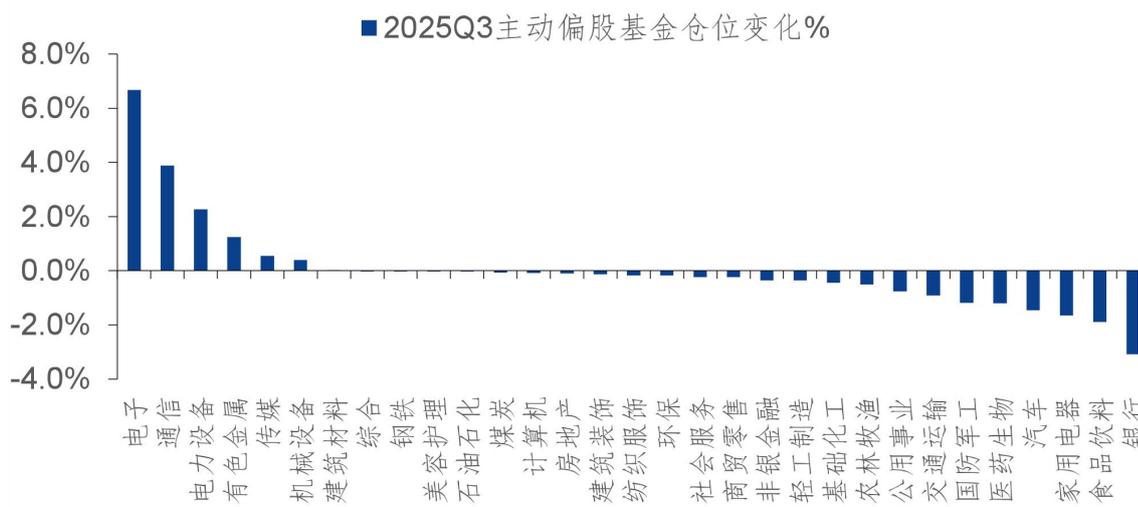
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 33: 本周以来融资回流商贸零售、美容护理等消费行业



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 34：三季度基金多减仓食品饮料、家用电器、汽车等消费行业

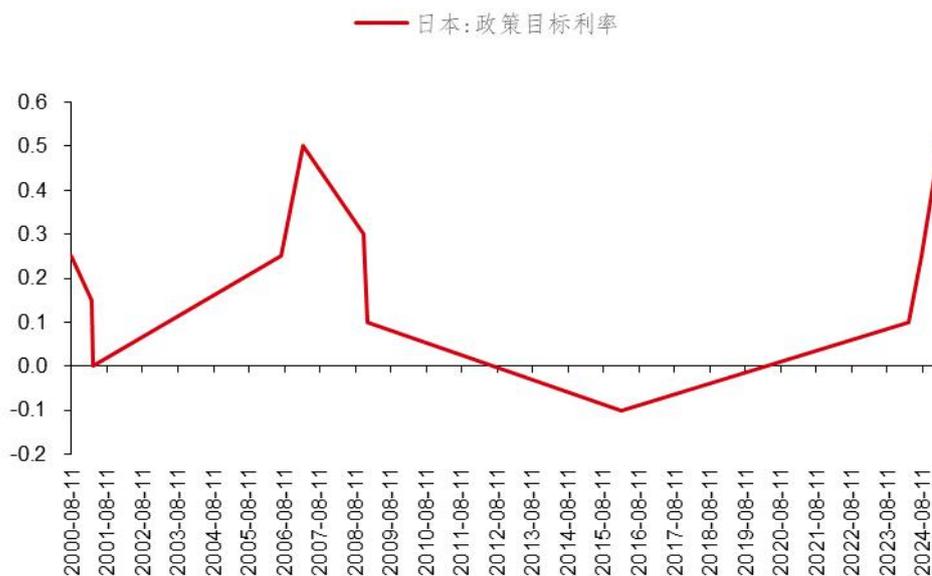


资料来源：华金证券研究所，wind

### （三）短期科技成长和部分周期行业可能受益于日央行加息

短期科技成长和部分周期行业可能受益于日央行加息。一是复盘历史，2000年以来日央行加息共有五次，分别是2006/7/17，2007/2/21，2024/3/21，2024/8/1，2025/1/27；二是复盘历史，日央行加息后一个月，产业趋势上行或高景气的行业相对占优，如2006/7/17的石油石化、房地产和美容护理，2007/2/21的农林牧渔，2024/3/21的有色金属和煤炭，2024/8/1的传媒，2025/1/27的计算机和机械设备。

图 35：2000 年以来，日本政策目标利率



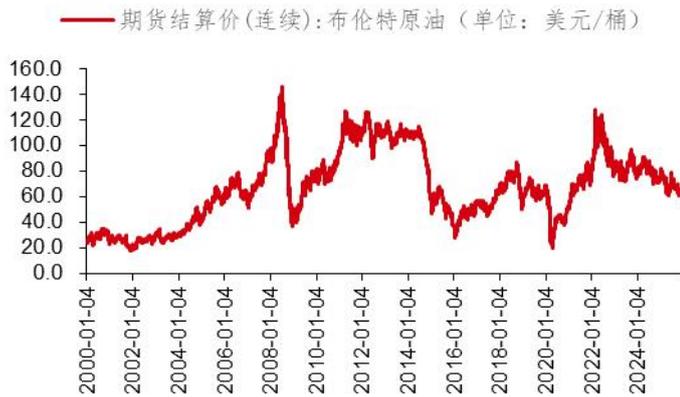
资料来源：华金证券研究所，wind

图 36: 日本央行加息后一个月, 行业涨跌幅情况

行业排名	2006/7/14	2007/2/21	2024/3/21	2024/8/1	2025/1/27
1	石油石化	环保	有色金属	石油石化	计算机
2	房地产	综合	石油石化	煤炭	机械设备
3	美容护理	农林牧渔	煤炭	传媒	汽车
4	基础化工	纺织服饰	家用电器	银行	传媒
5	轻工制造	基础化工	银行	非银金融	电子
6	银行	建筑装饰	钢铁	家用电器	钢铁
7	纺织服饰	建筑材料	公用事业	食品饮料	环保
8	通信	家用电器	交通运输	综合	通信
9	环保	房地产	基础化工	纺织服饰	医药生物
10	建筑装饰	轻工制造	纺织服饰	社会服务	电力设备

资料来源: 华金证券研究所, wind

图 37: 2006 年布伦特原油价格快速上升



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 38: 2006 年居民人均可支配收入累计同比高增



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 39: 2007 年能繁母猪数量快速下降



资料来源: 华金证券研究所, wind

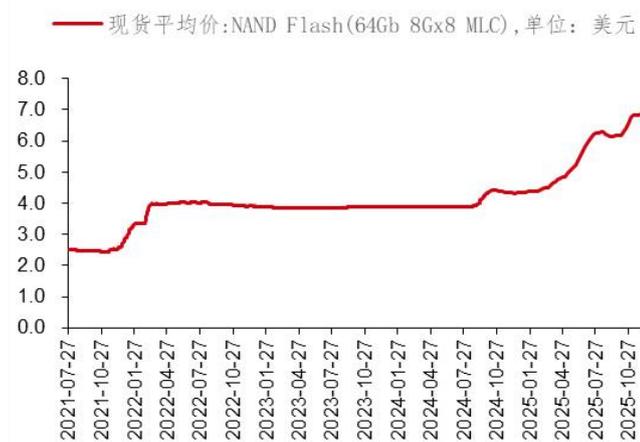
图 40: 2024 年 3 月煤炭库存快速下降



资料来源: 华金证券研究所, wind

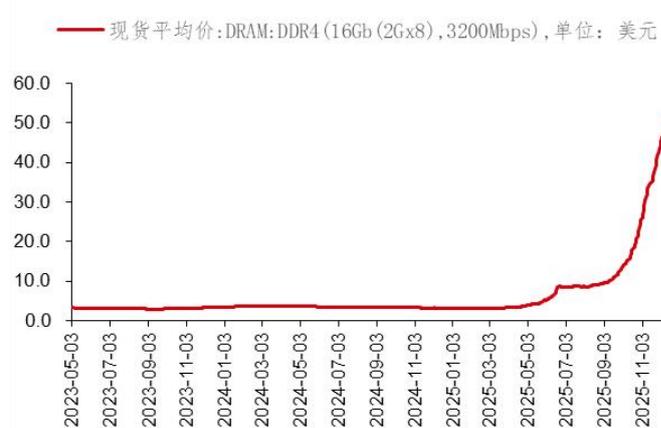
短期科技成长和部分周期行业可能受益于日央行加息。首先，以半导体、人工智能和机器人为代表的科技产业趋势在中短期可能持续上行，如 NandFlash 和 DRAM 存储器价格持续创新高；其次，受益于涨价和新材料需求上升的有色金属、化工等部分周期行业景气度持续上升，如铜价上涨受益于新材料需求，六氟磷酸锂价格上涨受益于周期触底回升。

图 41: NandFlash 价格持续创新高



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 42: DRAM 存储器价格加速创新高



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 43: LME 铜价格持续向上



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 44: 六氟磷酸锂价格触底反弹



资料来源: 华金证券研究所, wind

#### (四) 当前医药、传媒、电力设备等情绪和 PEG 较低

当前成长一级行业中的医药、传媒、计算机、汽车等情绪较低。成长一级主要从成交额占比历史分位数的角度筛选，当前医药、传媒、计算机、汽车成交额占比历史分位数较低，分别为 17.8%、25.5%、30.9%、60.2%。从预测 PEG 的角度筛选，电力设备、传媒预测 PEG 较低，分别为 0.62、0.80。

图 45：成长一级估值性价比筛选

成长一级行业各指标表现									
行业	涨跌幅 (%)	基本面		估值		情绪			
		预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	预测 PEG	预测 PEG 历史分位数 (%)	成交额占万得全 A 比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
医药生物	-11.2%	2.8%	-3.8%	1.81	92.1%	5.1%	17.8%	2.1%	77.3%
传媒	-3.3%	8.8%	28.8%	0.80	31.9%	2.3%	25.5%	2.6%	58.0%
计算机	-12.5%	11.1%	40.8%	1.56	57.6%	5.8%	30.9%	2.7%	47.1%
汽车	-2.7%	11.1%	-0.2%	1.08	82.9%	5.2%	60.2%	2.8%	83.7%
电力设备	18.4%	10.3%	6.8%	0.62	37.3%	8.8%	65.6%	2.9%	76.2%
机械设备	2.0%	7.8%	19.1%	1.57	85.1%	6.8%	74.3%	2.3%	68.4%
电子	6.2%	21.2%	31.1%	1.15	59.1%	14.3%	80.2%	2.3%	60.5%
通信	18.5%	5.7%	7.6%	1.64	74.9%	7.2%	98.1%	2.3%	72.3%
国防军工	-4.0%	39.8%	-8.6%	1.32	53.3%	6.4%	99.3%	4.8%	98.7%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/12/19，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

当前成长二级行业中的中药、生物制品、医疗器械、乘用车等情绪较低。成长二级主要从成交额占比历史分位数的角度筛选，当前中药、生物制品、医疗器械、乘用车成交额占比历史分位数较低，分别为 3.1%、4.5%、6.5%、6.8%，航海装备、游戏、商用车、风电设备预测 PEG 较低，分别为 0.31、0.44、0.55、0.59。

图 46：成长二级估值性价比筛选

成长二级行业各指标表现									
成长二级行业	涨跌幅 (%)	基本面		估值		情绪			
		预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	PEG	PEG历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
中药 II	-9.0%	1.0%	0.0013	1.86	55.3%	0.5%	3.1%	1.5%	45.4%
生物制品	-14.9%	-3.9%	-0.3362	2.13	94.4%	0.4%	4.5%	0.8%	18.7%
医疗器械	-11.2%	3.0%	-0.1756	2.79	88.5%	0.7%	6.5%	1.3%	24.5%
乘用车	-13.5%	11.7%	-0.0782	0.92	57.9%	0.6%	6.8%	1.7%	77.9%
商用车	0.0%	13.6%	-0.1754	0.55	54.8%	0.2%	7.5%	1.3%	20.0%
化学制药	-12.6%	4.1%	-0.0835	1.88	86.6%	1.5%	18.1%	1.9%	60.7%
出版	-14.0%	-2.7%	0.1534	1.10	45.3%	0.2%	18.2%	1.0%	24.7%
汽车服务	-7.5%	-10.8%	-0.0688	2.18	69.4%	0.1%	18.4%	2.3%	82.3%
IT服务 II	-14.9%	11.5%	1.3884	2.25	78.5%	2.0%	25.7%	2.8%	45.5%
工程机械	7.3%	11.7%	0.2285	0.86	83.2%	0.4%	26.3%	1.1%	49.4%
航海装备 II	-14.0%	64.4%	1.3520	0.31	35.3%	0.3%	27.8%	2.3%	88.8%
游戏 II	3.5%	27.7%	0.7495	0.44	24.6%	0.7%	28.5%	2.2%	32.9%
数字媒体	-10.2%	1.9%	-0.2739	3.13	87.6%	0.2%	29.0%	2.5%	45.9%
自动化设备	-3.8%	13.6%	-0.0697	1.62	77.5%	0.8%	29.2%	1.9%	35.4%
广告营销	-7.9%	8.3%	-0.0229	1.37	73.7%	0.6%	29.3%	3.3%	69.0%
软件开发	-14.1%	6.4%	0.4669	1.09	38.1%	2.3%	32.4%	2.6%	49.0%
电机 II	-0.6%	8.5%	0.2377	2.26	86.9%	0.3%	35.0%	2.7%	44.9%
轨交设备 II	-8.3%	8.1%	0.4466	1.48	27.7%	0.2%	35.1%	0.7%	52.6%
计算机设备	-6.4%	14.5%	0.0653	1.42	64.0%	1.5%	35.5%	2.5%	50.7%
光学光电子	-2.3%	9.4%	0.9263	0.63	51.5%	1.7%	51.9%	2.0%	60.5%
医疗服务	-10.2%	5.6%	0.4304	0.92	5.0%	1.1%	53.2%	4.0%	98.0%
电池	25.4%	20.3%	0.2265	0.75	49.8%	2.9%	55.4%	2.8%	65.0%
风电设备	9.2%	37.7%	0.2542	0.59	48.4%	0.5%	61.1%	2.3%	62.8%
其他电源设备 II	0.2%	11.6%	0.0546	0.96	54.4%	0.8%	62.0%	2.4%	59.5%
消费电子	7.9%	28.0%	0.1544	1.00	56.2%	2.6%	62.3%	2.0%	58.2%
地面兵装 II	-20.8%	36.2%	-0.0223	6.09	97.6%	0.3%	64.6%	3.2%	81.4%
专用设备	4.1%	5.8%	0.1747	1.95	93.6%	2.3%	72.2%	2.9%	77.8%
其他电子 II	10.6%	21.9%	0.2971	1.35	85.5%	0.9%	75.4%	3.8%	68.4%
元件	12.5%	24.5%	0.4726	0.77	14.2%	1.8%	80.4%	2.4%	63.2%
半导体	5.5%	15.6%	0.3737	1.45	60.0%	6.4%	83.0%	2.3%	48.4%
电网设备	17.2%	8.7%	0.1338	1.22	67.7%	2.3%	83.7%	3.9%	94.9%
汽车零部件	1.4%	10.7%	0.0558	1.39	87.3%	4.1%	87.6%	3.6%	86.7%
通用设备	4.1%	4.9%	0.1664	1.98	90.6%	3.2%	88.4%	3.4%	72.3%
航空装备 II	-5.6%	11.3%	-0.1960	2.55	86.0%	1.6%	90.8%	3.1%	93.1%
医药商业	2.9%	2.9%	0.0722	1.47	90.4%	0.9%	92.7%	5.0%	99.0%
通信设备	28.3%	18.8%	0.2917	0.89	29.0%	6.5%	98.9%	6.4%	97.0%
军工电子 II	0.4%	99.3%	-0.4173	1.39	81.5%	2.8%	99.3%	6.8%	98.5%
航天装备 II	42.1%	7.9%	-0.4946	7.39	96.9%	1.4%	99.9%	9.5%	99.7%

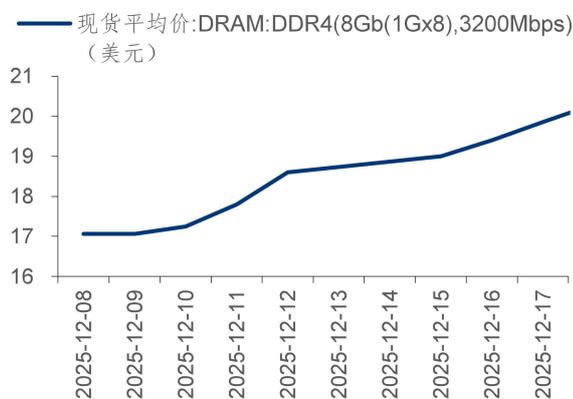
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/12/19，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

### （五）短期继续均衡配置科技成长、部分周期和消费等行业

短期建议逢低配置政策和产业趋势向上的军工（商业航天）、电新（核聚变、储能）、机械（机器人）、计算机（AI 应用、卫星互联网）、电子（半导体、AI 硬件）、通信（AI 硬件）、传媒（AI 应用、游戏）、医药（AI 医疗、创新药）等行业。（1）军工：“丰云汇·晓月问天 2025 央地合作推进商业航天高质量发展大会”于 12 月 15 日在北京园博园举行，着力推动建设具有世界影响力的商业航天创新策源地与产业集聚区。（2）电新：一是全国首个大型锂钠混合储

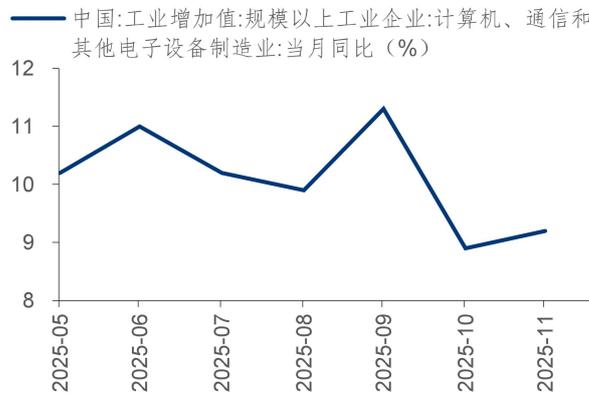
能站于 12 月 15 日在云南建成，占地面积约 50 亩，项目总装机容量 40 万千瓦；二是新疆阿勒泰地区首个电化学独立储能项目于 12 月 15 日建成投产，总投资约 5.3 亿元，储能规模为 200MW/800MWh。(3) 机械设备：第二届制造业智能化解决方案创新大赛总决赛、智能制造及检测装备展于 12 月 17 日在重庆永川正式召开，同期举行 2025 年智能检测装备产业发展联盟年会等行业会议，助力全面提升制造业智能化改造和产业数字化升级。(4) 计算机：商务部等 6 部门于 12 月 15 日印发《促进服务外包高质量发展行动计划》，支持符合条件的中西部资源型城市发展云计算、超算、智算、人工智能等相关的服务外包业务。(5) 电子：一是 DRAM:DDR4(8Gb(1Gx8),3200Mbps)现货平均价上涨，18 日较 8 日上涨 18.96%；二是摩尔线程首届 MUSA 开发者大会（MUSA Developer Conference，简称 MDC 2025）将于 12 月 20-21 日，在北京中关村国际创新中心拉开帷幕，大会以“创造、链接、汇聚(Create, Connect, Converge)”为核心理念。(6) 通信：一是计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增加值回升，11 月同比增加值为 9.20%；二是 2025 通信产业大会暨第 20 届通信技术年会于 12 月 18 日在北京香格里拉饭店举行，大会主题为“共赢 AI：通信业的机会与创新”。(7) 传媒：2025 年中国数字文娱大会于 12 月 18-20 日在广州市天河区举行，作为国内数字文娱领域的最高规格盛会，搭建共享平台，共谋产业高质量发展。(8) 医药：国家药品监督管理局批准正大天晴药业集团股份有限公司申报的 1 类创新药库莫西利胶囊于 12 月 16 日上市，适用于既往接受内分泌治疗后出现疾病进展的激素受体（HR）阳性、人表皮生长因子受体 2（HER2）阴性的局部晚期或转移性乳腺癌成人患者，与氟维司群联合治疗。

图 47: DRAM:DDR4(8Gb(1Gx8),3200Mbps)现货平均价上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

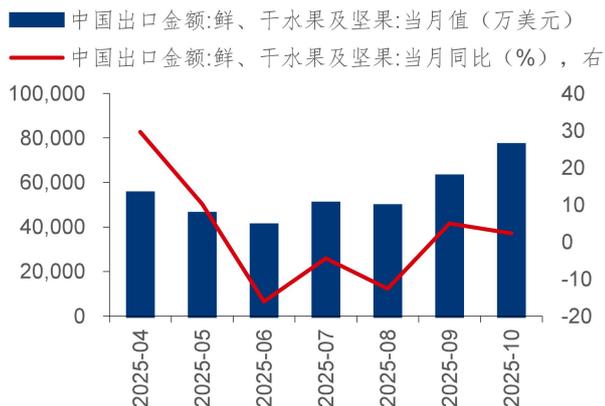
图 48: 计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增加值回升



资料来源：华金证券研究所，wind

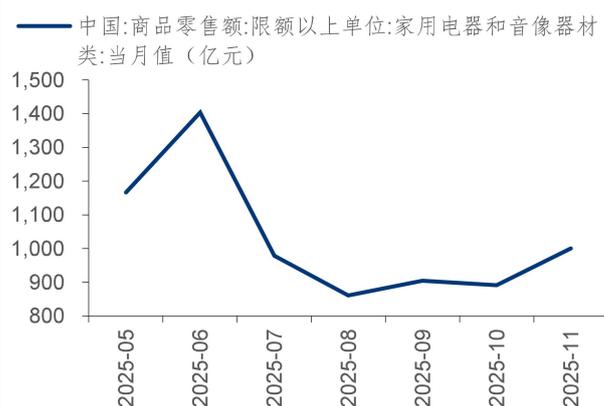
**短期建议逢低配置可能补涨和基本面可能边际改善的大金融、消费（食品、商贸零售等）等行业。**(1) 大金融：中金公司于 12 月 17 日吸收合并东兴证券、信达证券，合并后，中金公司将成为行业第四家总资产跨入“万亿俱乐部”的券商。(2) 消费：一是鲜、干水果及坚果出口金额上涨，10 月出口金额达到 7.69 亿美元，同比上涨 2.31%，环比上涨 22.59%；二是家用电器和音像器材类当月零售额回升，较上月上涨 12.25%；三是第二十三届中国食品安全大会暨 2025 全国食品工业科技进步大会将于 12 月 24-28 日在北京召开。

图 49: 鲜、干水果及坚果出口金额上涨



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 50: 家用电器和音像器材类当月零售额回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

### 三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用: 文中相关复盘具有历史局限性, 不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响, 过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化: 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期, 从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期: 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素影响, 经济修复进程可能有所波动, 从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军、张欣诺声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn