

2024年2月16日

98°C的科技

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

邹卓青 分析师

SAC 执业证书编号: S1450524060001

zouzq2@essence.com.cn

黄玮宗 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123070007

huangwz1@essence.com.cn

### 相关报告

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| 跨年主线选“科技”，节后大盘或“有戏”               | 2024-12-22 |
| 这个“跨年”似乎不一样                       | 2024-12-15 |
| 有困难，更要有信心！——中央经济工作会议总量解读及行业投资机会分析 | 2024-12-13 |
| 行情如何演绎？在历史上政策定调转向后                | 2024-12-11 |
| 跨年行情启动了？微盘股到头了？                   | 2024-12-08 |

本周上证指数涨 1.30%，沪深 300 涨 1.19%，恒生指数涨 7.04%，港股涨幅领先 A 股，本周全 A 日均交易额 17496 亿，环比上周有所上升。在过去一段时间跟踪过程中，我们可以基本明确：市场依然处于 924 行情之后的震荡思维。同时，可以看到国内基本面修复确保大盘指数的底部支撑，海外美元指数由强转弱提供大盘指数向上的弹性。对于当前市场定性：我们认为强美元在特朗普上台之后出现回落至 106.8，使得人民币贬值压力缓解，这带来基于风险偏好的情绪修复窗口，这使得港股明显好于 A 股，A 股中小盘股明显占优大盘，而期间拥有最强产业逻辑的 AI 科技 TMT 板块在近期表现持续亮眼。

1、基于基本面的角度，当前积极的财政端持续发力提供大盘指数的底部有效支撑，我们认为即便出现回撤空间极为有限。从国投证券策略独家宏观策略指标央地财政支出增速差看，该指标从去年四季度持续回升，最新值-0.05pct。同时，本周 1 月末社融同比增长 8%，与上月持平。其中，新增人民币贷款 5.13 万亿元，同比多增 2133 亿元。1 月社会融资规模增量为历史同期最高水平：一方面得益于表内贷款较快增长，另一方面更为主要的是政府债券发行提速。其中政府债券净融资 6933 亿元，同比多 3986 亿元，显示今年政府债发行较为前置。

2、基于美元指数的角度，作为 A 股能否出现大行情的关键条件，本周美元指数进一步回落至 106.8。我们尤为关注美元指数是否已经看到拐点并呈现趋势性走弱，近期美元指数回落背后看得出是特朗普上台后关税政策不断摇摆影响强美元叙事和外资的风险偏好，具备高度不确定性的特朗普使得美元指数是否明确由强转弱变得捉摸不定，只有美元指数再次明确与美经济关系的稳定联系后，才能作出清晰判断。

总结而言，我们此前提出的“跨年买科技、节后更有戏”获得验证。当然，相较于大盘指数“春季躁动”，伴随 windTMT 指数创新高更准确地说是“科技躁动”。对于大盘指数春季躁动，在过去几年对我们始终使用国投策略——A 股“躁动”指数进行跟踪，当该指标由负值区间上穿 0 轴较大概率是行情启动信号，目前 A 股躁动指数开始回升至-6%，意味着从交易指标监测上大盘明显向上突破的迹象依然不明确，做好结构依然是胜负手。

对于本轮 AI 科技 TMT 行情，市场一直在担心是否出现过热现象？在 2024Q4 显示泛科技持仓已经接近 35%，同时眼下 TMT 指数成交额占比从 2025 年初开始持续提升，当前更是上升到 47%的高位，接近 2023 年 6 月的水平，距离 2023 年初的 50%十分接近。进一步关注我们特色跟踪指标：产业主题投资有效性指数，该指数在本周上升至 76%，接近 2023 年 GPT 行情的高点 81%，交易拥挤度的快速提升使得科技硬件-软件轮动和波动性会明显增强。在此，我们维持中期看好以半导体和科创 50 指数为核心的科技科创指数的结构观点并未发生变化。

在此，我们依然重申对于 2025 年产业赛道和投资策略的判断：截止当前，A 股产业赛道大框架和预判结论似乎没必要发生太大变化：科技+出海的产业趋势依然在持续，科技在 2025 年核心依然是以 AI 半导体为核心的科技科创，出海在 2025 年应该是 beta 节奏的问题，不是 beta 转阿尔法。至于在过去相当长一段时间，我们前瞻提出四种有效投资策略：科技股美股映射、制造业全球竞争力（出海）、消费理性化（平替）、高股息，我们认为到目前为止似乎也并没有失效。所以，对于开年之后高股息策略的落后也不用太着急。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....                                 | 4  |
| 2. 内部因素：政策见效后内需稳步温和回升，一季度基本面修复可期.....                  | 19 |
| 3. 外部因素：禽流感使得美国 1 月 CPI 增速上升；特朗普宣布开启“对等关税”而生效时间待定..... | 23 |
| 3.1. 特朗普关税政策反复，抹平贸易逆差为明，战略谈判为实.....                    | 23 |
| 3.2. 美国 1 月 CPI 升温超预期，能源和二手车价格回升推动整体通胀.....            | 24 |
| 3.3. 美国 1 月 PPI 超预期，食品及能源成本上涨推动通胀上行.....               | 26 |
| 3.4. 美国 1 月零售增长不及预期，除食品服务外各项均疲软.....                   | 27 |

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 图 1. 本周全球股指普涨.....                                  | 5  |
| 图 2. 本周小盘股风格占优.....                                 | 5  |
| 图 3. 本周主要指数涨跌幅一览.....                               | 6  |
| 图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块.....                          | 6  |
| 图 5. 本周万得全 A 换手率和成交额有所上升.....                       | 6  |
| 图 6. 恒生科技指数和创业板指目前仍然是估值相对低位的核心指数.....               | 6  |
| 图 7. 人民币汇率贬值压力减弱后，带动 A 股和港股共振反弹.....                | 7  |
| 图 8. 2025 年 1 月，做多美股科技龙头和做多美元依然是最拥挤的交易方向.....       | 7  |
| 图 9. 全球资本对于中国资产明显低配.....                            | 8  |
| 图 10. 参考特朗普第一任期，上任早期可能对华缓和为主，此后逐步开启贸易摩擦.....        | 8  |
| 图 11. 中美关系在特朗普第一任期中出现了明显的转向.....                    | 8  |
| 图 12. TMT 指数突破去年 9 月高点，距离历史新高仅有一步之遥.....            | 9  |
| 图 13. 本轮科技股行情内部出现明显分化，AI、机器人、智驾是三条主线.....           | 9  |
| 图 14. A 股躁动指数尚处于低位，市场情绪正在改善进程中.....                 | 10 |
| 图 15. 科技板块交易热度快速上升，交易额占比达到 48%，与 50% 的历史高位十分接近..... | 10 |
| 图 16. 产业主题投资有效性指数目前有显著上升，未达到前期高点.....               | 11 |
| 图 17. 近一周 ETF 流入情况.....                             | 11 |
| 图 18. 沪深 300ETF 在本周出现净流出.....                       | 11 |
| 图 19. 当前散户风险偏好已经自底部回升至 51.7%.....                   | 12 |
| 图 20. 去年四季度开始，融资余额的持续走高推动小微盘不断上涨.....               | 12 |
| 图 21. 临近春节往往出现大盘相对小盘跑赢的市场特征.....                    | 13 |
| 图 22. 大盘风格相对小盘更容易跑出超额的阶段是 12 月和 1 月.....            | 13 |
| 图 23. 历史上看春节前市场通常会持续缩量.....                         | 14 |
| 图 24. 高股息策略的超额收益和中美利差存在明显正相关关系.....                 | 14 |
| 图 25. 保险资金：2023 年持续流入 A 股市场，似乎与行情关联度下降.....         | 15 |
| 图 26. 税收收入同比增速进一步抬升.....                            | 15 |
| 图 27. 央地财政支出增速差环比回升，2025 年财政支出强度有望持续提高.....         | 16 |
| 图 28. 本周美元指数震荡下行.....                               | 16 |
| 图 29. 本周金价走势持续上行.....                               | 17 |
| 图 30. 近一周中美利差缩小.....                                | 18 |
| 图 31. 10 年期美债收益率震荡下行.....                           | 18 |
| 图 32. 1 月 CPI 及各分项当月同比变化.....                       | 20 |
| 图 33. 1 月 PPI 同比持平.....                             | 20 |
| 图 34. 1 月主要行业出厂价格同比变化.....                          | 21 |



|  |    |
|--|----|
| 图 35. 1 月社融存量及各分项同比增速.....               | 21 |
| 图 36. 1 月新增人民币贷款结构.....                  | 21 |
| 图 37. 1 月 M2-M1 剪刀差走阔.....               | 22 |
| 图 38. 高频数据跟踪 .....                       | 22 |
| 图 39. 2024 年美国贸易逆差高达 1.2 万亿美元.....       | 24 |
| 图 40. 2023 年 WTO 国家和地区最惠国待遇关税税率(%) ..... | 24 |
| 图 41. 美国 1 月 CPI 超预期升温 .....             | 25 |
| 图 42. 美国 1 月商品端 CPI 上行 .....             | 25 |
| 图 43. 最新 CME 降息预测 (2 月 15 日更新) .....     | 26 |
| 图 44. 美国 1 月 PPI 高于预期 .....              | 27 |
| 图 45. 美国 1 月零售数据增长不及预期 .....             | 28 |

## 1. 近期权益市场重要交易特征梳理

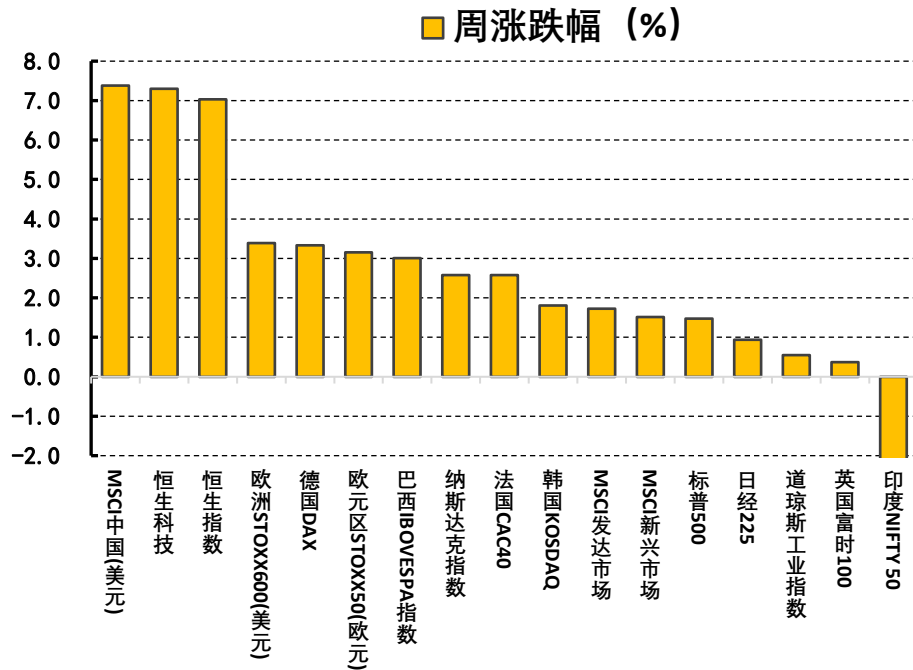
结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股普涨。2 月 10 日至 2 月 14 日，纳指涨 2.58%，标普涨 1.47%，道指涨 0.54%。盘面上，本周标普 500 的细分板块涨跌不一，信息技术板块涨幅最高为 3.76%，通信技术板块涨幅 1.99%，材料板块涨 1.75%，日常消费板块涨 1.73%，能源板块涨 1.06%，公用事业板块涨 1.05%，可选消费板块涨 0.28%，房地产板块涨 0.22%，工业板块涨 0.15%，金融板块跌 0.079%，医疗保健板块跌 1.11%。本周，三大美股指数均反弹，顶住了鲍威尔和特朗普的接连冲击。个股层面，英伟达收涨 2.6%，英特尔一周涨近 24%、创 2000 年来最大涨幅。指引向好的 Airbnb 涨超 14%。消息面上，财联社报道：美国总统唐纳德-特朗普周四在椭圆形办公室表示，美国已宣布对进入美国的商品全面征收对等关税。“为了公平起见，我决定征收对等关税。这意味着无论各国对美国征收多少关税，我们都将对其征收，不多也不少。”美联储主席鲍威尔周二向国会传达了一个简单的信息，开始了为期两天的证词：由于经济表现良好，美联储可以慢慢决定何时以及是否降息，并表示没有理由进一步降息。影响本周美股反弹的可能原因在于：特朗普的对等关税政策不会马上落地，存在一定时滞，以及鲍威尔的“停止降息”表述，美股市场尚未受到较大冲击，叠加上周美股受到 DeepSeek 影响走低但以英伟达为代表的科技个股本身基本面较好，所以美股指数本周有所回弹。

欧股本周均涨。其中欧元区 STOXX600（美元）上涨 3.39%，英国富时 100 累涨 0.37%，法国 CAC40 涨 2.58%，德国 DAX 涨 3.33%，欧洲 STOXX50（欧元）涨 3.15%。消息面上，此前欧洲央行行长拉加德指出，当前欧洲经济存在下行压力，而通胀风险则倾向于上行。她明确表示，欧洲央行尚未讨论过停止降息，也没有考虑过大幅降息。鉴于欧元区政治局势的不稳定以及美欧贸易风险的持续存在，预计欧洲央行后续可能会继续采取放松政策的措施。

港股本周整体上涨，继续强势。恒生科技指数上涨 7.30%，恒生指数则上涨 7.04%。盘面上，各行业板块普遍走高，其中非必要性消费涨 11.35%，资讯科技业涨 8.03%，电讯业涨 6.51%，医疗保健业涨 6.02%，金融业涨 4.39%，地产建筑业涨 3.39%。影响本周港股上涨的可能原因在于，分子方面，春节期间，国产 AI 大模型 DeepSeek 的发布成为市场关注的焦点。DeepSeek 在多项基准测试中表现出色，这不仅展示了中国在新兴科技领域的创新能力，也增强了外资对中国科技企业的信心，推动了市场对相关股票的重新评估。分母上，美债利率的回落也对港股产生了正向影响。此外，本周港股通累计净流入 218 亿港元，显示出内地投资者对港股市场的持续看好，这股情绪推动了港股科技股的估值修复，尤其是 AI 硬件、软件及消费电子领域的股票。

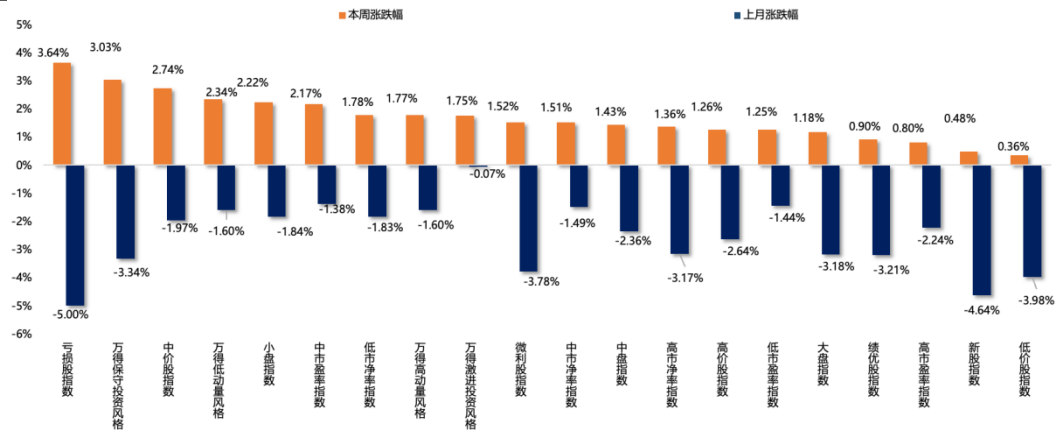
图1. 本周全球股指普涨



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

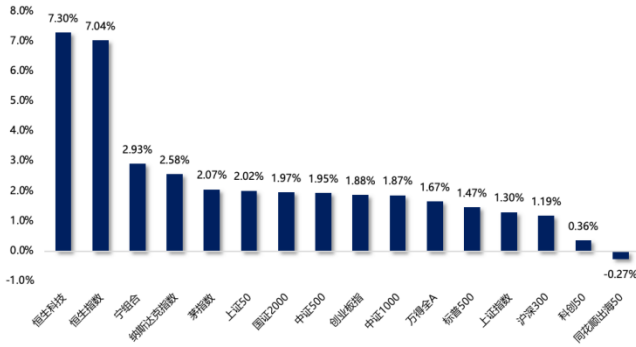
第一, 本周上证指数涨 1.30%, 沪深 300 涨 1.19%, 中证 500 涨 1.95%, 创业板指涨 1.88%, 恒生指数涨 7.04%。成长风格表现强于价值风格, 小盘股涨幅较大, 云计算、IDC 涨幅较大。本周全 A 日均交易额 17496 亿, 环比上周有所上升。

图2. 本周小盘股风格占优



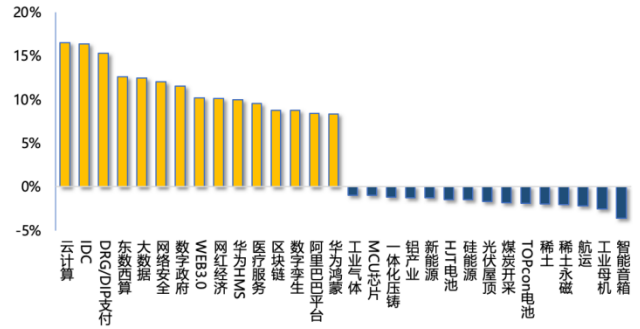
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3.本周主要指数涨跌幅一览



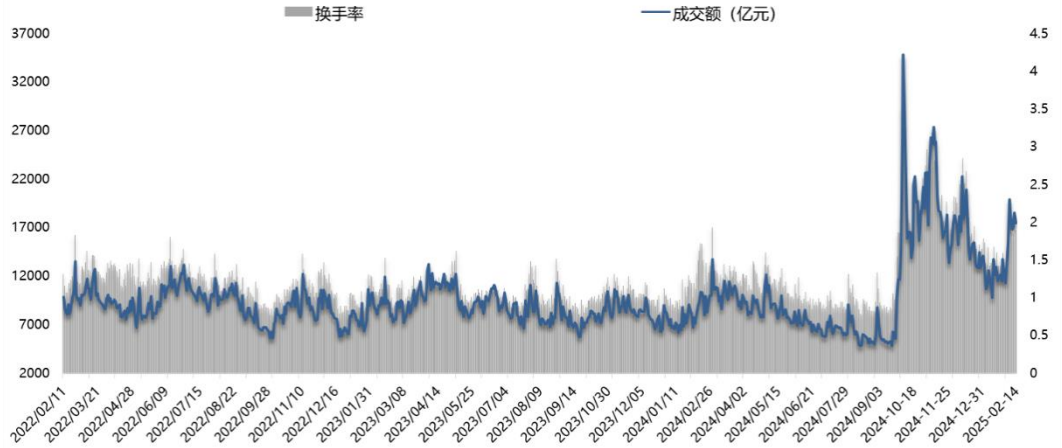
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图4.本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

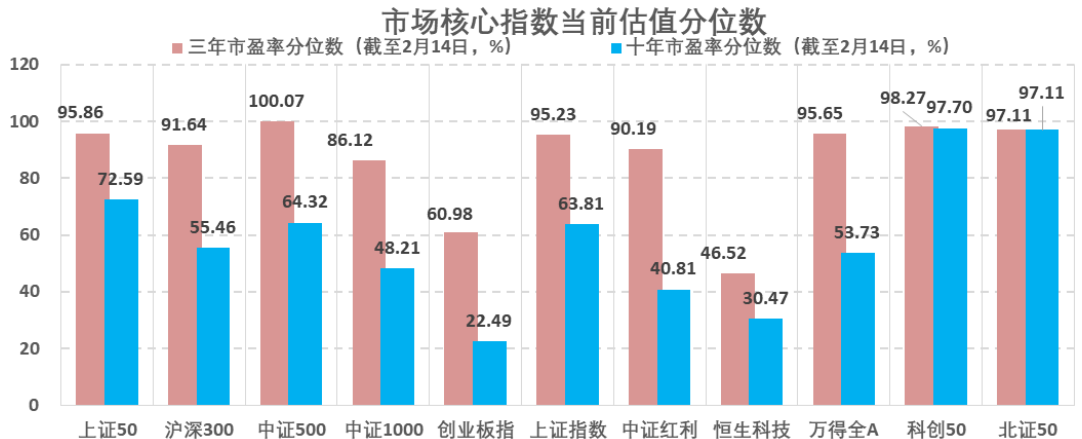
图5.本周万得全A 换手率和成交额有所上升



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第二,从估值层面看,本轮反弹过后恒生科技的估值分位数有了明显回升(三年 46.52%、十年 30.47%),其相对其余核心指数的低估值水位,也部分解释了本轮人民币资产反弹过程中港股弹性更强的原因(另外重要的原因可能是外资定价权较强,对离岸流动性更敏感)。其余核心指数的三年估值分位数仍处于高位,十年维度看处于历史中位水平,只有创业板指数和恒生科技仍在处于低位。

图6.恒生科技指数和创业板指目前仍然是估值相对低位的核心指数

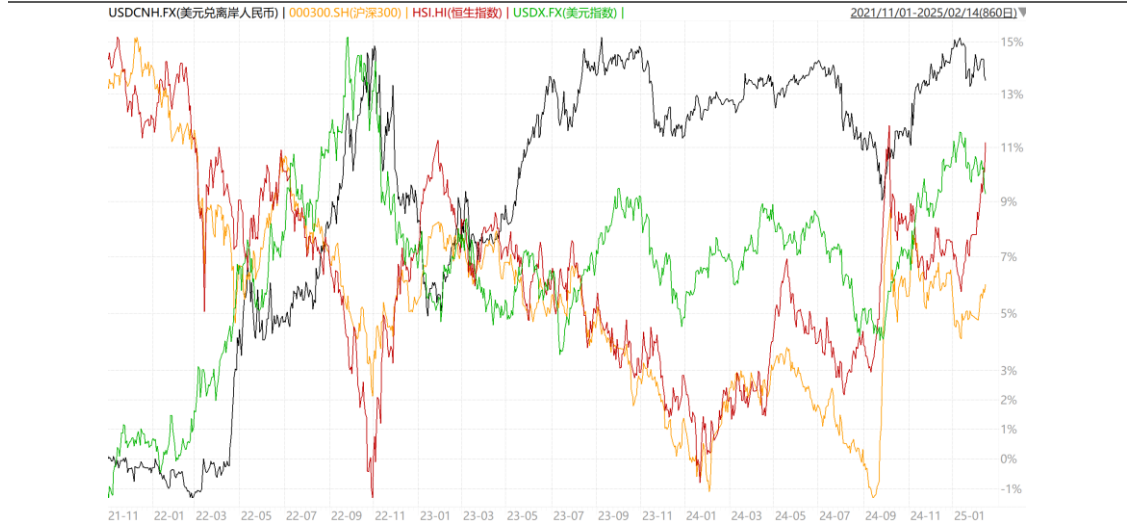


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第三，从定价逻辑上看，春节以后情绪回暖的核心逻辑还是美元转弱，也就是关税主要影响了强美元叙事和外资的风险偏好。尤其是特朗普的“对等关税”计划推迟，市场对于通胀和关税的担忧大幅缓和。回顾特朗普自竞选到就职期间关于对华关税的表态，我们认为参考2017年第一任期，面对较复杂的内外部环境，可能会在上任初期寻求对外关系的缓和（2017年4月中美元首海湖庄园会晤，并同意推动中美经济合作百日计划），《华尔街日报》1月18号报道，特朗普私下里已经表示，希望在自己上任后的一百天之内访华。我们依旧强调在“先礼后兵”的交易型外交下，关税压力可能并不会在上台早期加剧。

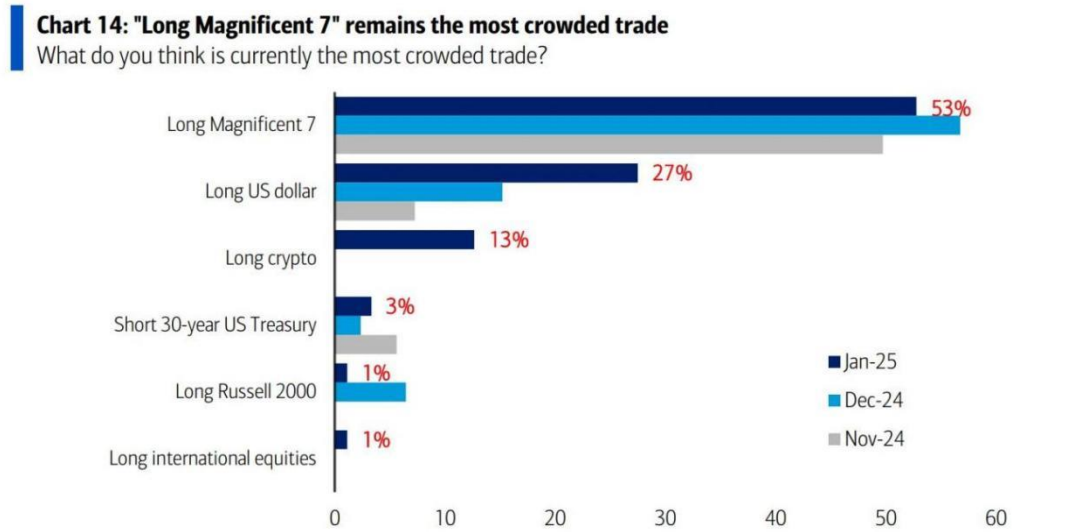
而 DeepSeek 为代表的 AI 技术突破，更多影响结构问题，这可能是 2025 年最核心的主题投资方向，可以类比 2023 年初的 ChatGPT 带动的 TMT 行情。一方面是戳破了目前全球最拥挤的交易——做多美股科技巨头的叙事，尽管在杰文斯悖论之下算力需求长期依旧有空间，但军备竞赛所透支的估值和情绪是需要消化的，并且会影响算力需求结构以及新结构下的供给壁垒，典型受影响的就是英伟达，这种新结构目前可以看到的是从各种架构模型的预训练算力需求转向能够 C 端落地的推理需求，高投入做预训练的玩法已越来越集中。在推理需求中，能参与的玩家明显变多，短短几天宣布接入 DeepSeek 的芯片包括 AMD、昇腾、海光等。

图7.人民币汇率贬值压力减弱后，带动 A 股和港股共振反弹



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图8.2025年1月，做多美股科技龙头和做多美元依然是最拥挤的交易方向



资料来源: BofA、国投证券证券研究所

图9.全球资本对于中国资产明显低配

**Exhibit 21: Japan remains a clear favorite in the region, followed by Taiwan while China plummets to (-23%). Allocation to Korea rebounded after hitting survey-lows last month.**  
Asia Pacific market sentiment: Net % FMS investors overweight



资料来源: BofA、国投证券证券研究所

图10.参考特朗普第一任期，上任早期可能对华缓和为主，此后逐步开启贸易摩擦



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图11.中美关系在特朗普第一任期中出现了明显的转向

| 时间    | 阶段             | 政策   |
|-------|----------------|--|
| 2016年 | 特朗普当选          | 外交战略: 特朗普当选总统时, 提出“美国优先”的外交政策。对中国的经济和军事崛起表示关切, 认为中国对美国构成贸易和安全威胁。<br>贸易立场: 特朗普宣扬要减少贸易赤字, 特别是对中国的贸易赤字, 表示将采取更强硬的措施, 审视中美贸易不平衡问题。   |
| 2017年 | 交易型外交和中美贸易战的开端 | 1月: 特朗普正式上任后, 立即宣布退出《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP), 并且加强对中国的批评, 指责中国通过不公平的贸易行为获取优势。<br>3月: 特朗普政府启动“301调查”, 调查中国的知识产权盗窃行为, 成为后续加征关税的基础。<br>8月: 特朗普发起针对中国的“反倾销”调查, 考虑通过贸易保护主义措施应对中国商品的“倾销”。<br>12月: 发布首份《国家安全战略报告》将中国定义为“竞争对手”, 宣称要与中国开展战略竞争, 突出中美关系的竞争性。 |
| 2018年 | 转向全面战略竞争       | 3月: 特朗普签署总统备忘录, 决定对中国价值500亿美元的商品征收关税, 主要针对科技产品(如半导体、通信设备等)。同月, 特朗普宣布启动“301调查”对中国的技术转让、知识产权保护等进行分析。<br>6月: 美国正式对中国商品征收25%的关税, 第一轮加征价值340亿美元的商品, 标志着中美贸易战的全面爆发。<br>9月: 美国对另外2000亿美元中国商品加征10%关税, 特朗普威胁未来可能加征关税至25%。                           |

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第四，对于本轮科技股行情，我们早在 2025 年初就提示以豆包 AI、机器人为代表的科技产业催化密集落地，而在 DeepSeek 出现后无疑加速了本轮行情，年初至今 TMT 指数涨幅超过 13%，突破去年 9 月高点，距离历史新高仅有一步之遥。而进一步观察内部结构，以光模块为代表的英伟达产业链明显受损，相对占优的有三个方向：人形机器人、智能驾驶、AI，三个主题指数年初至今的涨幅分别达到 17.0%、26.66%、33.2%，这也是本轮 DS 引发的科技股行情三大主线：

1. 人工智能，DeepSeek 标志着开源模型阶段性超越闭源模型，打破海外算力以及大模型的垄断，业内也称之为“AI 平权”。“AI 平权”利好有生态优势的互联网巨头，利好下游应用、互联网大厂链条、端侧消费电子（AI 眼镜）、ASIC、SOC，AI 逻辑重新大洗牌。
2. 人形机器人，国产大模型崛起有望大幅降低成本并推进量产，同时宇树的春晚亮相体现决策层高度重视机器人领域。海外方面，特斯拉上修机器人量产指引，在业绩会上提到 2025 年生产 1 万台人形机器人，利好 T 链。
3. 智能驾驶，比亚迪于 2 月 10 日 19:30 在深圳总部召开智能化战略发布会，重点推介“天神之眼”高阶智驾系统，倡导智能驾驶普及（智驾平权），利好比亚迪产业链、智能驾驶概念（芯片、电控、座舱、软件等等）

图 12.TMT 指数突破去年 9 月高点，距离历史新高仅有一步之遥



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

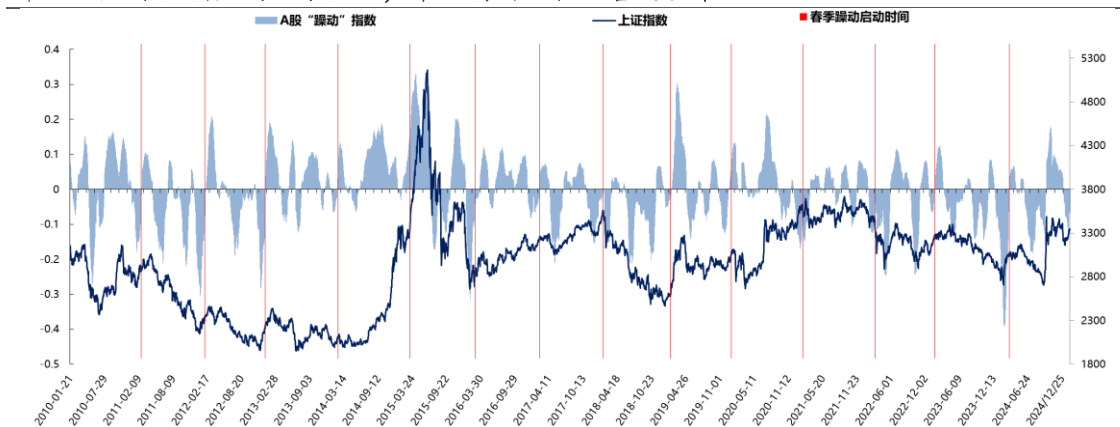
图 13.本轮科技股行情内部出现明显分化，AI、机器人、智驾是三条主线



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

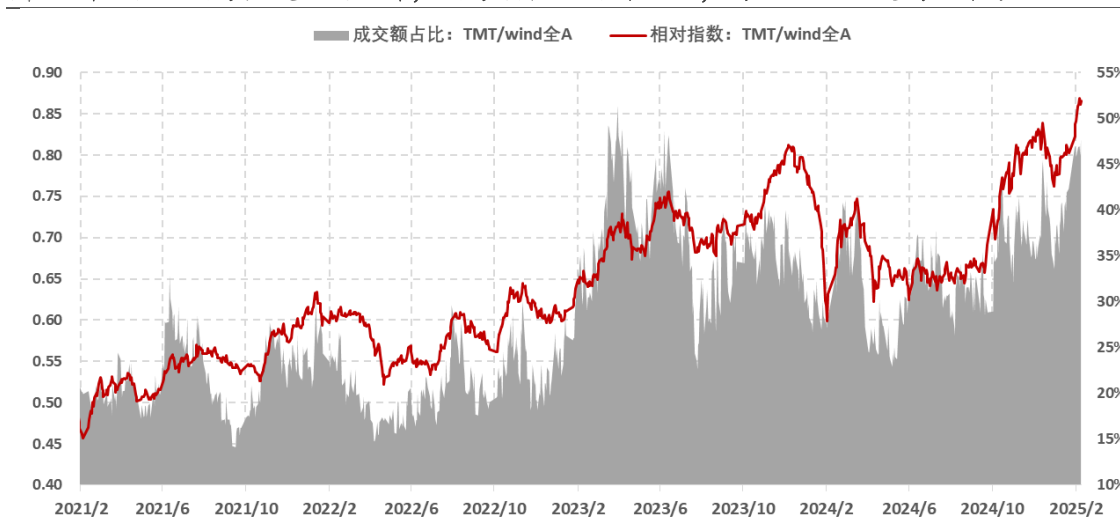
从本轮科技股行情的交易情绪来看，市场整体的赚钱效应在节后有明显改善，A股躁动指数也从上周的-11%上升至本周五的-6%，虽有明显回升但未突破零轴，广谱的交易情绪回暖还有较大空间。而进一步观察科技板块的交易拥挤度可以发现，由于春节前市场成交量萎缩并且科技主题催化密集，TMT指数成交额占比从2025年初开始持续提升，本周更是上升到48%的高位，接近2023年6月的水平，但距离2023年初50%的历史高位也十分接近。由此看，目前A股的赚钱效应集中在科技板块，也导致科技板块的拥挤度快速提升。进一步关注我们的特色跟踪指标：产业主题投资有效性指数，该指数在本周上升至76%，较前底部有明显回升，但距离2023年GPT行情的高点81%仍有距离，换言之本轮科技股行情的空间上并未结束，但拥挤度的提升可能会放大波动。

图14.A股躁动指数尚处于低位，市场情绪正在改善进程中



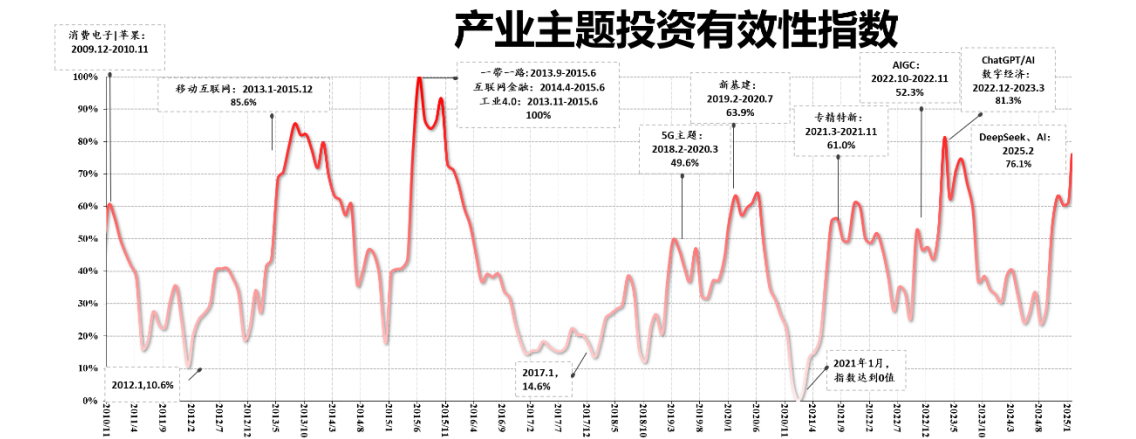
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图15.科技板块交易热度快速上升，交易额占比达到48%，与50%的历史高位十分接近



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

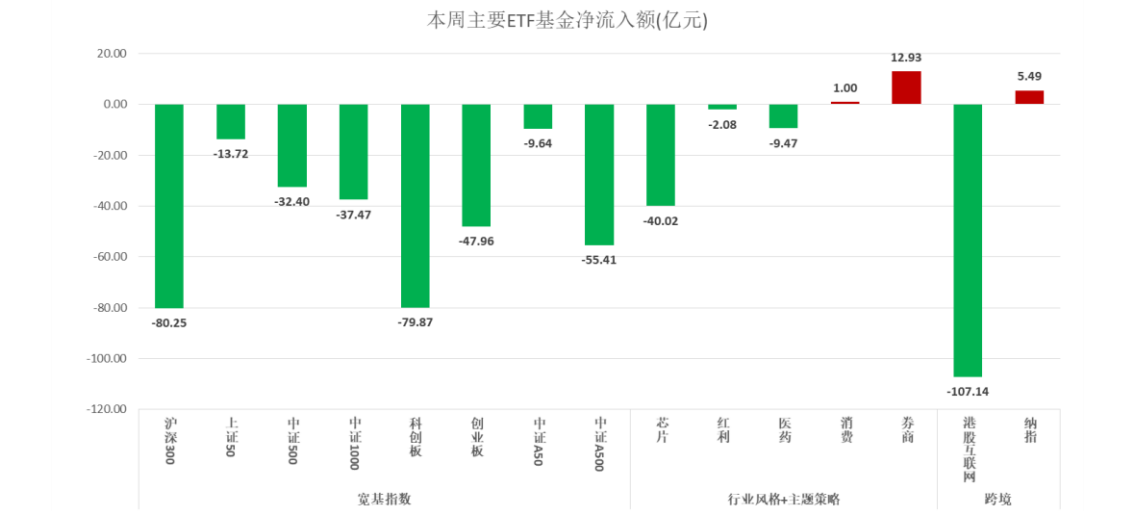
图16.产业主题投资有效性指数目前有显著上升，未达到前期高点



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第五,ETF 资金层面,目前主要宽基指数的ETF 普遍流出,此前持续大幅流入的中证 A500ETF 近一周进一步净流出 55.41 亿元,沪深 300ETF 则净流出 80.25 亿元,中小盘指数的ETF 也出现了资金净流出,中证 1000 和 中证 500 分别净流出 32.4 亿元和 37.47 亿元。主题ETF 层面,港股互联网ETF 净流出最为显著,达到 107.14 亿元

图17.近一周ETF 流入情况



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图18.沪深 300ETF 在本周出现净流出



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第六，观察融资盘存量来看，高点是12月12日的1.88万亿，如我们此前的判断，中央经济工作会议之后的政策真空期，牵引散户和游资情绪的政策预期开始消退，融资交易活跃度、成交量和融资余额都出现了下降，但相较而言融资余额的降幅非常微弱，截至2月14日，融资余额回升至1.84万亿，融资盘在节后净流入770亿左右。值得注意的是春节后的融资余额的回升更多来自股价上涨的被动提升，代表融资盘主动流入的融资余量并没有明显增长。当前和2024年初的区别在于，这一轮即使在小微盘从最高点回撤接近20%的情况下，融资盘并没有明显主动流出，融资余额的回落更多是小微盘下跌导致的被动下降，融资余量甚至有所上升，这一点和2024年初的情形明显不同。同时，目前小微盘的股价刚刚跌回11月初的水平，9月底-10月进入的资金目前还是浮盈状态，这意味着距离融资盘踩踏爆仓还有很远的距离，而这种量能萎缩但融资余额不下降的特征，本质上是一种守株待兔的心态，下一个窗口期可能就是春节后到两会前，两会的政策预期向小微盘传导的逻辑链可能会再一次建立。

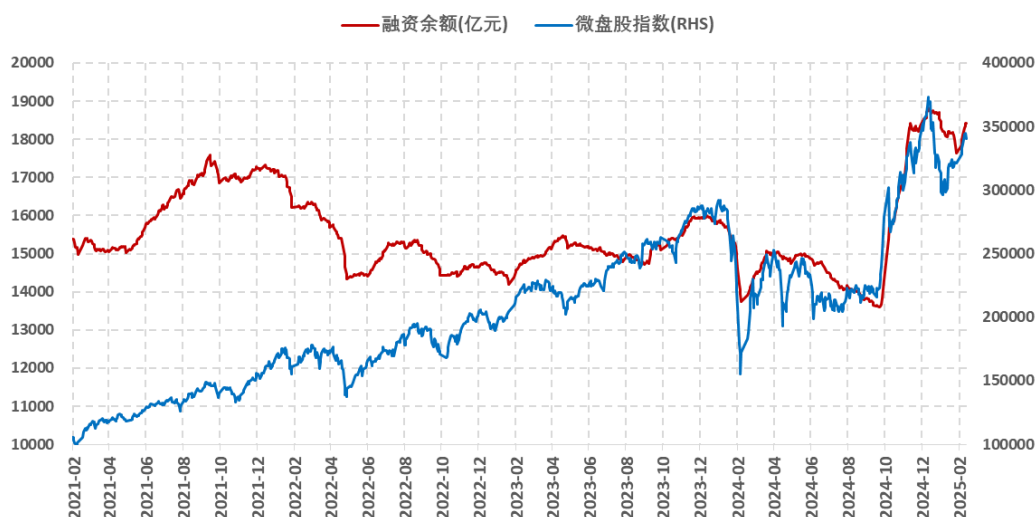
从定量的角度看，为了直观体现当前以散户为代表的增量资金风险偏好，我们基于融资交易活跃度、全市场换手率和散户机构的相对收益率构建了散户风险偏好跟踪指数，这一指数在2015年6月创下最高值，2024年11月达到89.70%成为近期高点，也是历史上仅次于2015年6月的次高点，当前已经自底部回升到51.7%，说明散户情绪边际上有所升温，而融资余额再次回升，背后反映的是资金仍然对政策有所期待。

图19. 当前散户风险偏好已经自底部回升至51.7%



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图20. 去年四季度开始，融资余额的持续走高推动小微盘不断上涨



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第七，对于本轮大小盘分化后续的演进，我们倾向于认为春节后会看到显著的市场持续放量+风偏修复小微盘占优的市场特征：观察近十年大小盘风格的轮动规律，会发现往往在年末到春节前这段时间，以沪深300为代表的大盘风格会明显跑赢小盘，具体来说，超额收益主要集中在12月-1月，主要原因在于12月底往往是政策密集期，历史上常常出现成长向价值和顺周期风格切换的情形，另外在春节前因为成交活跃度和风险偏好的下降，往往不利于小盘走出比较大的行情。而在春节之后（对应2-3月份）风险偏好往往会修复，尤其是在所谓“春季躁动”行情的加持下，小盘股跑出超额的可能性增加。

成交量方面，我们统计2010年以来春节前后全A成交额的变化，可以发现春节前往往会呈现显著缩量的现象，相对春节前2个月左右的成交额而言缩量幅度可以接近30%，对应2025年春节是1月29日，11月底-12月初的交易额在1.7-1.8万亿附近，对应春节前全A成交额会萎缩至1.1-1.2万亿元附近，而量能的进一步萎缩同样对流动性敏感的小微盘构成压力。在节后则会出现明显的放量趋势，届时对于市场回暖和小微盘反弹可能是一个重要窗口。

图21.临近春节往往出现大盘相对小盘跑赢的市场特征

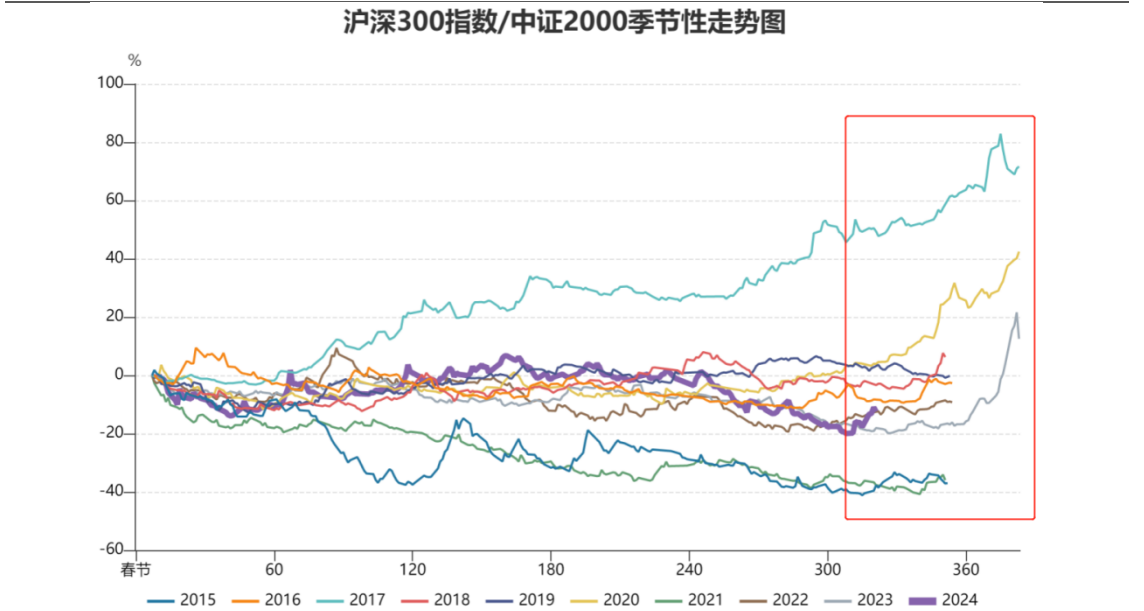


图22.大盘风格相对小盘更容易跑出超额的阶段是12月和1月

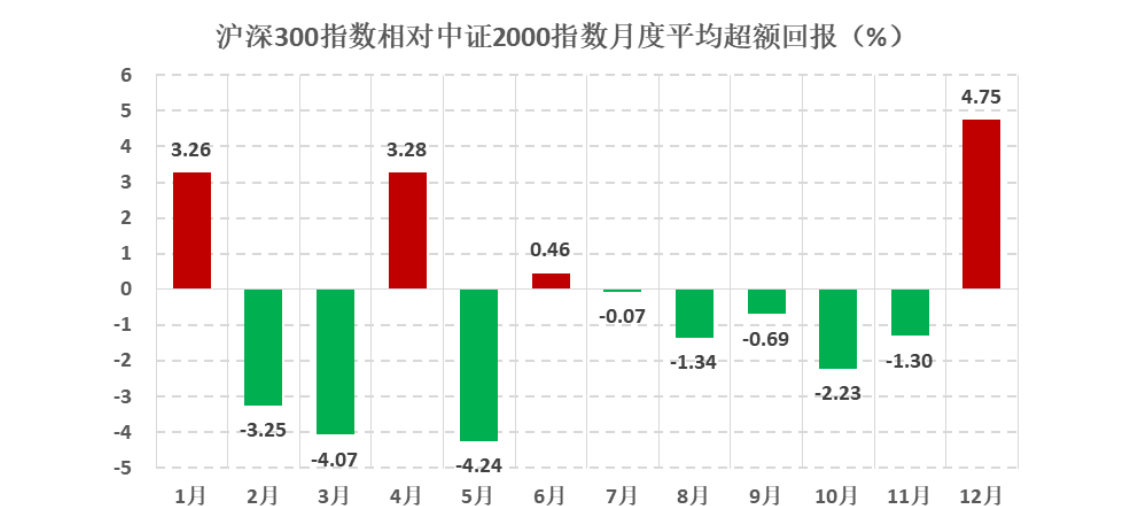
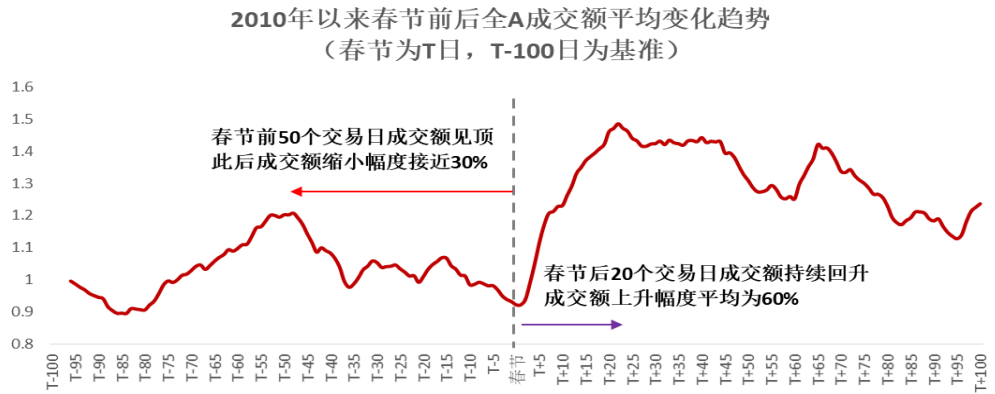


图23.历史上看春节前市场通常会持续缩量

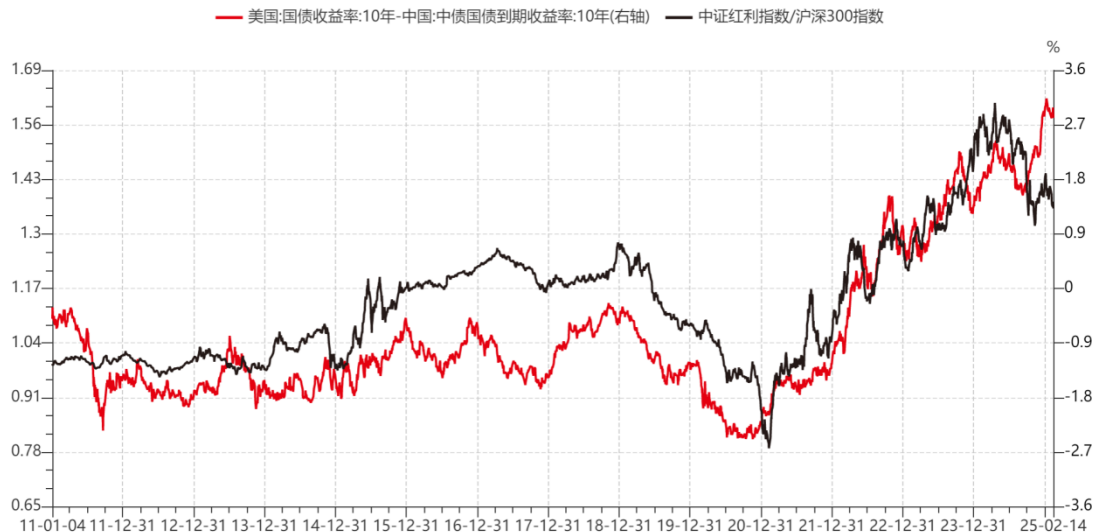


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第八, 对于当前高股息的配置, 我们认为在短期美元走弱的环境下, 高股息的表现会相对偏弱, 但全年来看, 美国经济韧性和特朗普政策所支撑的强美元叙事会经历反复定价, 高股息资产仍然可以起到压舱石和避险期权的作用, 核心择时指标是中美利差: 春节前后 10 年期国债收益率在 1.6% 低位附近震荡, 同时 10Y 美债利率在关税缓和和通胀预期放缓后, 从 4.8% 回落至 4.5% 以下, 中美利差由此明显收窄。历史上看中美利差的走阔和红利风格的超额高度相关, 因此当前高股息相对市场跑输也不难理解。往后看, 分红比例的持续提升决定红利内部的 Alpha, 2025 年可以期待的是货币政策维持宽松并与财政化债形成配合, 那么红利风格的持续 Beta 会再次出现。

另外, 从增量资金的角度看, 近期红利主题的 ETF 获得了较多增量资金的买入, 在多数宽基 ETF 资金净流入较低的情况下, 一种可能的解释是险资为代表的中长期资金在岁末年初布局红利板块, 因为在红利主题 ETF 的持有人结构中, 险资的比例是较高的, 而且在保险机构会计准则的修订后, 叠加保险公司开门红产品布局需求, 险资增配高股息的动力是较强的。从历史的数据来看, 近年来险资入市的步伐正在逐步加快, 险资投资于权益市场(股票和基金)的资金总规模从 2022Q3 的 3 万亿元上升至 2024Q3 的 4.1 万亿元, 权益持仓占比在 2024Q3 大幅攀升至 13.24%, 连续两个季度出现提升。从节奏上看, 虽然此前险资入市节奏和指数走势呈现一定相关性, 但在 2023 年后, 无论股市涨跌, 险资都持续入市。由此, 我们认为从利率下行和资金面的观察出发, 在小微盘和科技股盛行的当下, 或许更值得关注的是红利风格在全年内外不确定性下的战略配置价值。

图24.高股息策略的超额收益和中美利差存在明显正相关关系



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

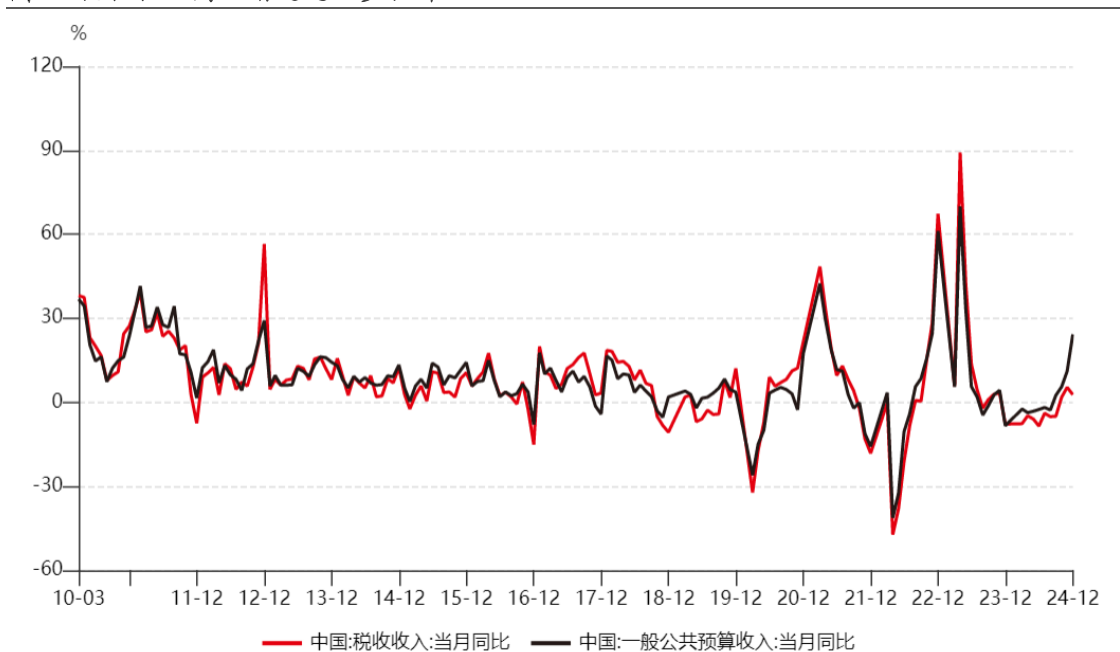
图25.保险资金：2023年持续流入A股市场，似乎与行情关联度下降



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

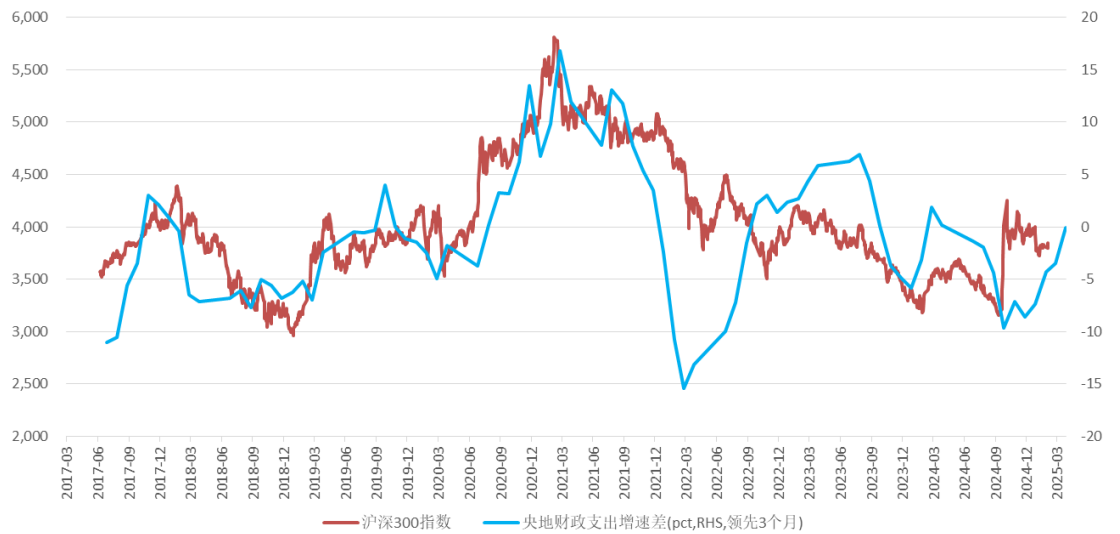
第九，财政收支数据在定价层面体现出积极信号，2024年1-12月，全国一般公共预算收入累计同比增速为+1.3%，前值为-0.6%；一般公共预算支出累计同比增速为+3.6%，前值为+2.8%。2024年12月财政公共预算收支增速均提升，但考虑到非税大幅增长的贡献，以及债务付息对财政资源的挤占，收支结构仍有改善空间。此外，12月财政发力，收入进度显著加快，预算缺口大幅收窄，收支矛盾也有所缓和。可以看到化债和财政存量加速逐步落地带来的积极影响，从趋势上（五期平滑后）我们的大势研判指标——央地财政支出增速差进一步抬升，从11月的-3.49pct进一步回升至12月的-0.05pct，这也为市场在春节后开启反弹提供了基本面维度的支持。

图26. 税收收入同比增速进一步抬升



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图27. 央地财政支出增速差环比回升，2025年财政支出强度有望持续提高

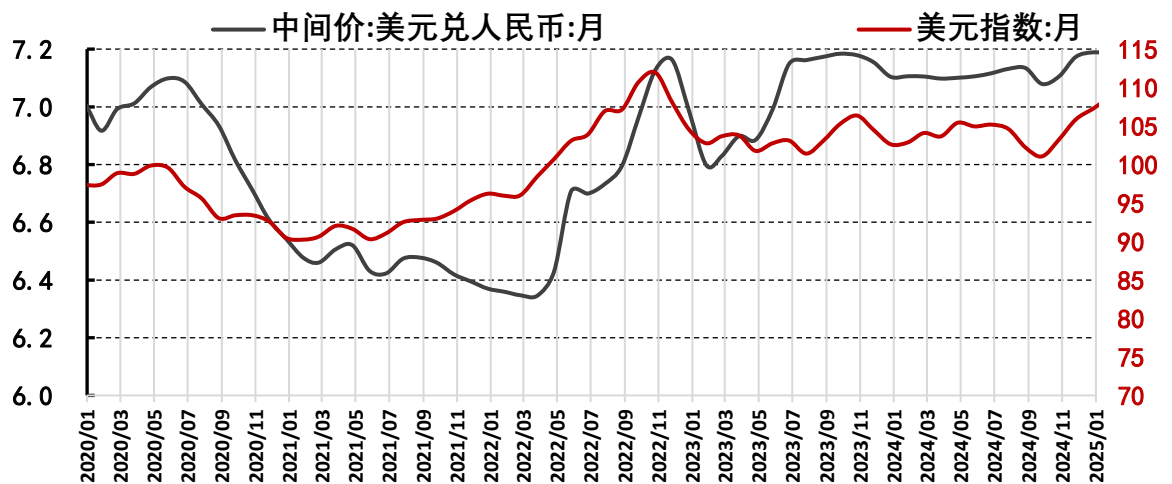


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

本周美元指数报收 106.8037，上周前值为 108.1001，本周美元震荡指数走低。消息面上，此前特朗普威胁从 2 月 1 日起**美国对计算机芯片、药品、钢铁、铝、铜、石油和天然气等进口商品加征关税**，其中对加拿大和墨西哥的进口商品加征 25%的关税，并对中国进口商品加征 10%的关税，也计划对欧盟加征关税。最新消息，当地时间 2 月 13 日，特朗普虽然表示对所有国家的进口商品征收对等关税，但一位白宫官员在电话会议上告诉记者，关税不会在周四生效，但随着特朗普的经贸团队研究双边关税和贸易关系，关税可能会在几周内开始征收，因此对等关税的消息暂时还未对美元指数造成影响。

我们认为，美元指数未来仍然很大程度上受到特朗普政策的影响，随着加征对等关税、驱逐非法移民政策等的落地实施，美元指数仍有进一步上行并保持高位震荡的可能。

图28. 本周美元指数震荡下行



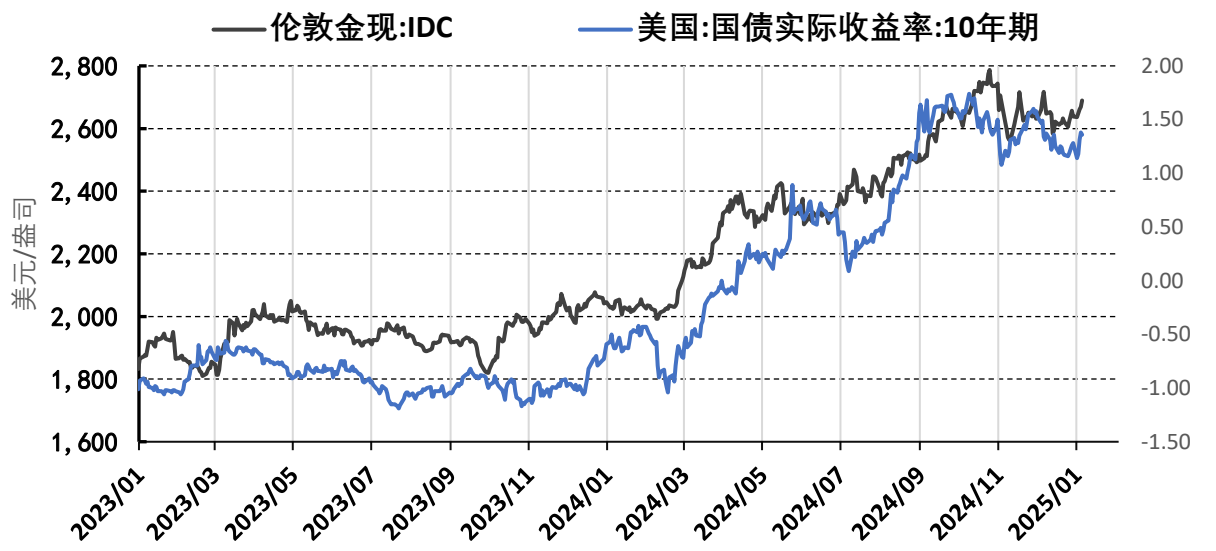
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

伦敦金现 IDC 本周仍然持续上行，截至 2 月 14 日本周五报收 2921.25 美元/盎司，上周前值 2874.65 美元/盎司，超过 2900 大关，依然呈现出强劲的上升趋势。COMEX 黄金期货最新价格为 2878.20 美元/盎司，相较于上周前值 2866.40 美元/盎司略有下降。消息方面，特朗普的对等关税政策一出，导致全球经济走向的不确定性进一步增强，刺激了黄金的避险属性，投

资者纷纷购入黄金避险。另外，此前全球央行持续购金的举动，对金价有一定的推动作用。地缘政治方面，特朗普在周三上午与普京就“结束俄乌战争”展开了电话谈判，特朗普在通话中向他的顾问们明确表示，他希望迅速结束乌克兰冲突。美国政府官员说，他们希望周二的“换囚协议”能够预示着结束这场即将进入第四个年头的战争的新努力。

我们认为，短期来看特朗普的对等关税政策仍会使金价保持高位震荡；中长期来看，地缘政治也是影响黄金价格走势的重要因素。

图29. 本周金价走势持续上行

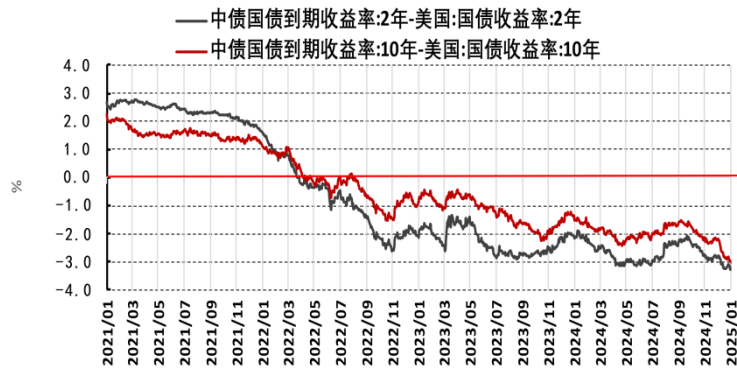


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

美国3个月国债收益率报收4.34%，上周前值4.35%；10年期国债收益率报收4.47%，上周前值4.49%。本周，长端、短端美债均下行。消息面上，此前美国国会预算办公室下调2025年赤字预期，但长期赤字问题仍不乐观。美东时间1月16日周四，美国新任财政部长贝森特（Scott Bessent）给出了特朗普第二个总统任期内经济事务的侧重点之一为：国内的减税政策和财政预算赤字问题，并认为美国政府的财政支出问题严重，已经失控，同时进一步表示“除非是经济衰退或战争时”，鉴于美国政府财政赤字的现状，未来很难提供财政支持。此前利率声明也删除了“通胀朝政策目标2%取得进展”的表述，重申“通胀有所高企”，拉升通胀预期。最新消息，本周二，美联储主席鲍威尔向国会传达了一个简单的信息表示美国当前的经济状况相当不错并希望在通胀方面取得更多进展。同时鲍威尔对参议院银行委员会成员说：“我们认为我们的政策利率处于一个很好的位置，我们认为没有理由急于进一步降息。”

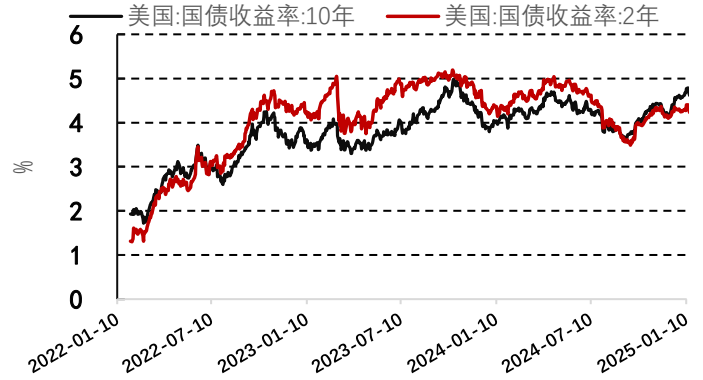
我们认为，随着总统特朗普正计划控制政府支出、遏制债务增长，并寻求国会批准新的减税方案，叠加通胀预期的情况下，美国国债收益率有进一步下跌空间

图30.近一周中美利差缩小



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图31.10年期美债收益率震荡下行



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

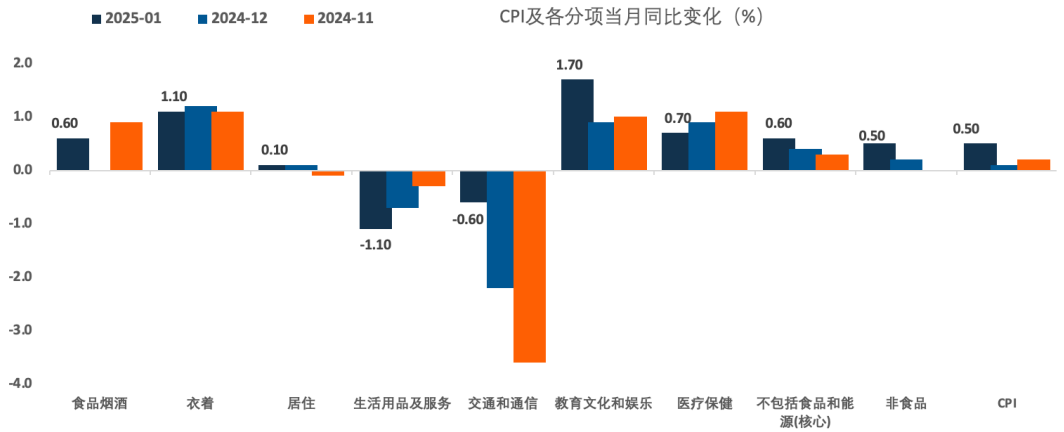
## 2. 内部因素：政策见效后内需稳步温和回升，一季度基本面修复可期

近期主要公布了1月通胀、社融、货币等重要经济数据，1月CPI同比增速的回升主要受到春节错位的影响，同时服务分项价格的上涨也反映出居民消费活动在温和恢复。考虑到居民部门收入和收入预期的变化，未来CPI抬升的过程或许存在波折。而超预期的社融数据主要依赖政府债融资规模提升，这一点和央地财政支出数据改善相互印证，企业的中长期贷款需求也有所恢复。1月新口径的M1增速回落，主要或受到春节错位的扰动，春节前企业集中发放工资、奖金，资金由企业流入居民，可能在居民定期存款或者理财沉淀。总体而言，春节前后宏观经济波澜不惊，消费活动温和恢复，地产成交热度犹存。经济能否就此企稳或者持续改善仍然存在不确定性，稳增长政策的节奏、力度可能是决定宏观经济走向的主要因素。而下一个政策集中出台的时间可能在3月上旬的两会期间。因此未来一个月时间里宏观经济对资产价格的影响相对有限，海外政策的变化对市场的影响更为主导。具体而言：

- 1月全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.5%，前值为0.1%，环比增长0.7%，前值为-0.6%。扣除食品和能源价格的核心CP连续第四个月回升，同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2%。从CPI同环比来看，1月份全国CPI涨幅扩大主要是受春节因素影响。从分项来看，食品烟酒价格同比由上月的0%回升0.6%至0.6%，春节期间需求增加是主要支撑因素，春节错月推升食品价格同比增速。同时非食品CPI同比由上月0.4%回升0.7%至1.1%，其中交通通信同比降幅从12月的-2.4%收窄至-0.4%，教育文化娱乐分项同比增速较12月的0.9%回升至1.7%，服务业CPI同比较上月提高0.6%至1.1%。主要是春节旅游、文娱需求旺盛带动飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格上涨。同时受国际原油和黄金价格上涨影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨3.0%和2.5%。
- 1月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.3%，前值为-2.3%，与上月持平，环比下降0.2%，前值为0.1%，降幅比上月扩大0.1%。主要受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季。生产资料价格同比下降2.6%，与上月持平，生活资料价格同比降幅1.2%，较上月收窄0.2%。分行业来看，国内定价的大宗品如煤、黑色金属、有色冶炼、建材跌幅较大。受假日及低温天气等因素影响，房地产、基建项目部分停工，建材等需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比由上月的-9.5%下降1.2%至-10.7%。春节期间煤炭供应保障有力，电厂存煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格同比增速较12月的-8%下探至-10.1%。同时受国际有色金属价格波动传导影响，1月有色金属矿采选业和有色金属冶炼和压延加工业价格同比从12月的19.1%和10%分别回落至18.9%和9.3%。1月国际油价显著上行，带动国内石油相关行业价格上涨，石油和天然气开采业同比由上月的-6.2%收窄至-1.3%，对PPI形成主要支撑。
- 社融数据方面，1月末社融存量为415.2万亿元，同比增长8%，与上月持平，新增社融7.06万亿元，同比多增5833亿元，其中新增人民币贷款5.13万亿元，同比多增2133亿元。社会融资规模增量为历史同期最高水平。社会融资规模增速较快，一方面得益于表内贷款较快增长，另一方面政府债券发行提速也形成了重要支撑。其中政府债券净融资6933亿元，同比多3986亿元，政府债发行明显提速，显示今年政府债发行较为前置，开年财政偏宽松。1月新增居民短期贷款-497亿元，同比多减4,025亿元，可能反映收入预期改善下居民消费需求仍偏弱；另一方面，新增居民中长期贷款4935亿元，同比少增1,337亿元，部分受春节错位的拖累。1月新增企业短期贷款17400亿元，同比多增2,800亿元；新增企业中长期贷款34600亿元，同比多增1,500亿元，结束了连续10个月的同比负增。结构上呈现“企业端偏强、居民端偏弱”的特征。
- 货币数据方面，1月M2余额318.52万亿元，同比增长为7%，较上月回落0.3%，新口径下M1余额112.45万亿元，同比增长为0.4%，较上月回落0.8%。本月M0增速为17.2%（前值13%），快速上行，因此M1增速的回落主要来自单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。M1增速的回落或受到春节错位的扰动，春节前企业集中发放工资、奖金，资金由企业流入居民，可能在居民定期存款或者理财沉淀。M2同比增速回落，一方面非银存款同比少增，同时政府债券加快发行后形成的财政存款有所增加，这部分存款不计入M2，再加上理财分流、去年同期高基数等因素影响。同时，1月M2-M1剪刀差扩大0.5pct至6.6%。

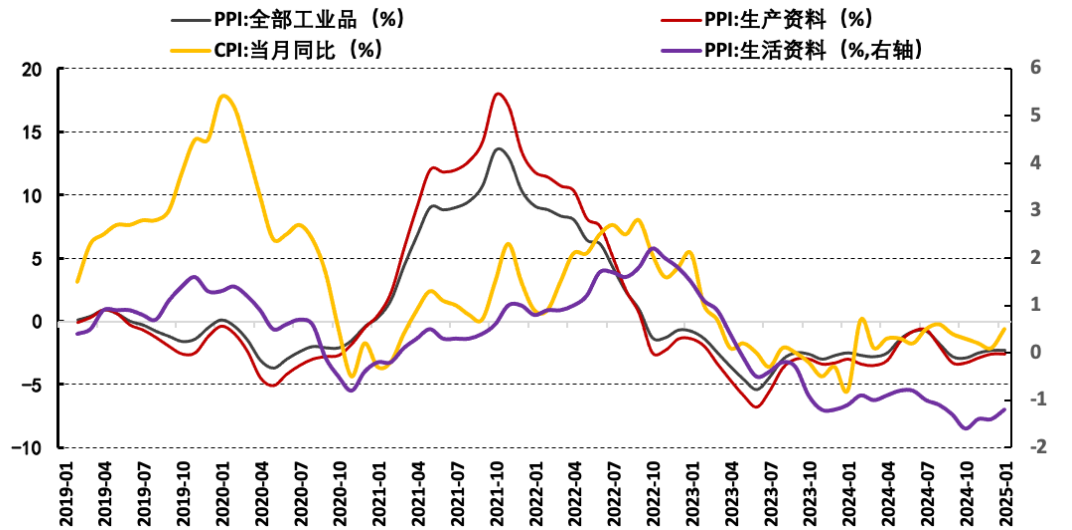
➤ 央行 2 月 13 日发布《2024 年第四季度中国货币政策执行报告》强调，实施适度宽松的货币政策，将继续强化逆周期调节，根据经济金融形势择机调整政策力度和节奏。报告对 2025 年的国内经济提出了较为积极的展望，认为“2025 年经济将保持稳定增长”。通胀方面，四季度报告的表述“通胀压力有所反弹”，显示央行对于全球再通胀的风险依然有一定担忧。汇率方面，提到“增强外汇市场韧性”，表明货币政策稳汇率的诉求很强。在周期性政策方面，央行或将权衡多重目标，择机降准降息，并进一步推动实体经济融资成本下行。未来在货币政策框架转型方面，央行或将进一步完善公开市场操作体系、存款准备金制度、以及各项结构性货币政策工具。

图32.1 月 CPI 及各分项当月同比变化



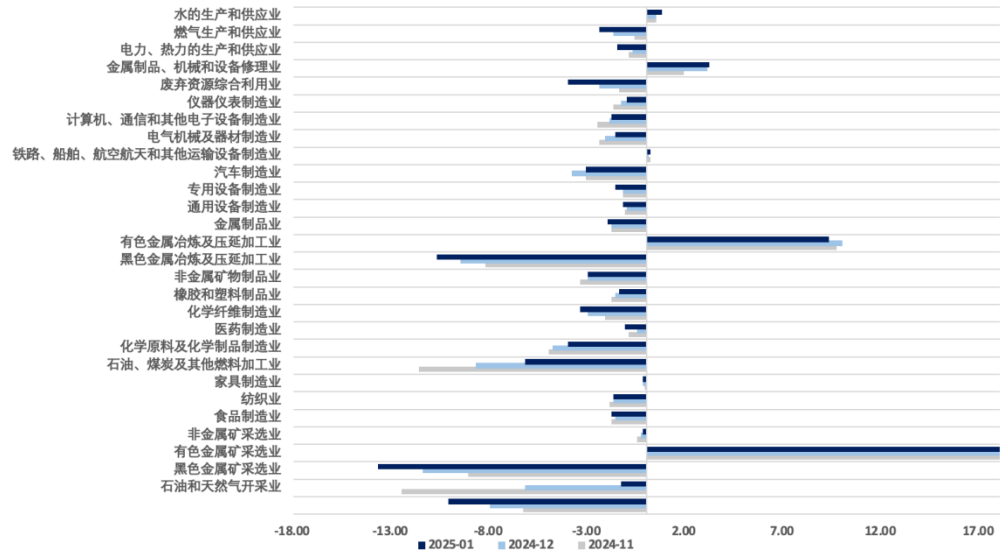
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图33.1 月 PPI 同比持平



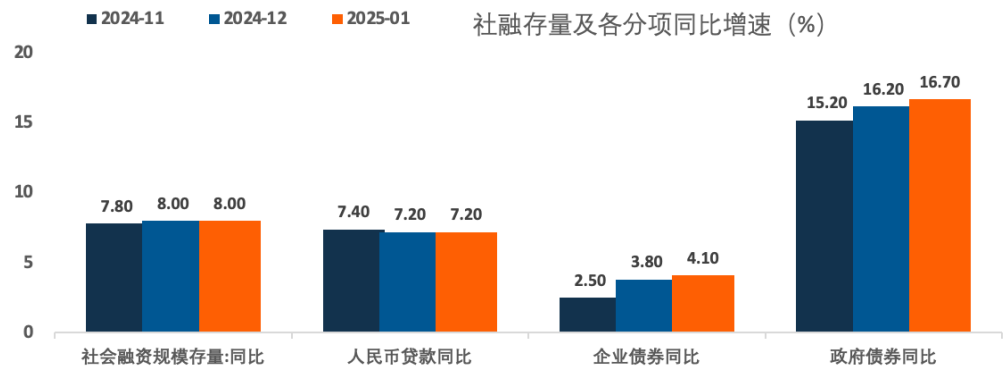
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图34.1 月主要行业出厂价格同比变化



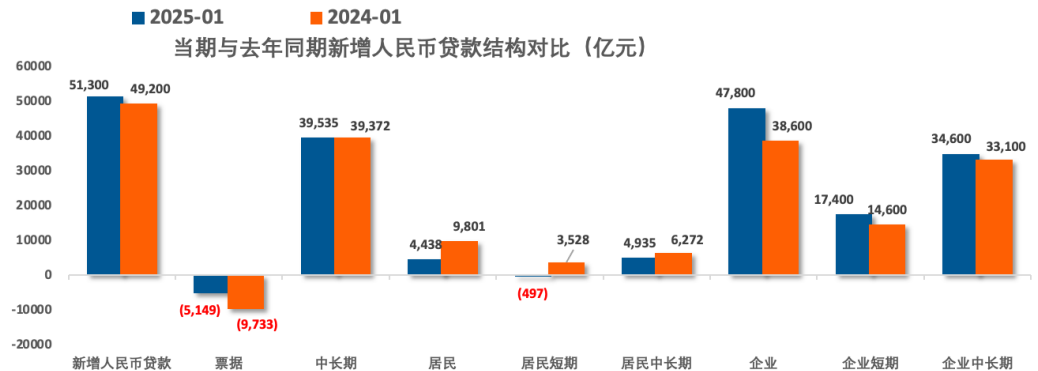
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图35.1 月社融存量及各分项同比增速



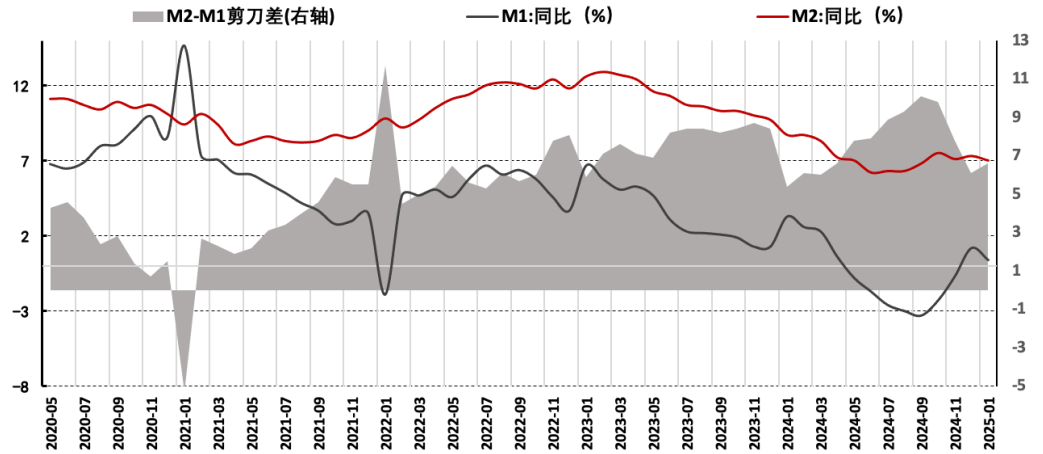
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图36.1 月新增人民币贷款结构



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图37.1月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图38.高频数据跟踪

| 高频数据跟踪 |              |           |         |         |         |          |          |
|--------|--------------|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 行业     | 指标名称         | 最新日期      | 频率      | 最新值     | 单位      | 当期同比     | 当期环比     |
| 投资     | 建材综合指数       | 2025/2/14 | 日度      | 120     |         | -13.41%  | -0.17%   |
| 煤炭行业   | 煤炭库存         | 2025/2/14 | 日度      | 680     | 万吨      | 59.25%   | 0.59%    |
| 石油化工行业 | 地炼开工率        | 2025/2/12 | 周度      | 51.80   | %       | -12.32%  | -3.65%   |
|        | 涤纶长丝开工率      | 2025/2/13 | 周度      | 86.88   | %       | 10.46%   | 8.21%    |
| 钢铁行业   | 焦化企业开工率      | 2025/2/14 | 周度      | 77.24   | %       | 2.88%    | -0.08%   |
|        | 高炉开工率(247家)  | 2025/2/14 | 周度      | 78.00   | %       | 1.59%    | 0.00%    |
|        | 生铁日均产量       | 2025/2/10 | 旬度      | 196.10  | 万吨/天    | 5.94%    | 3.26%    |
|        | 粗钢日均产量       | 2025/2/10 | 旬度      | 196.91  | 万吨/天    | 3.05%    | 1.14%    |
|        | 钢材日均产量       | 2025/2/10 | 旬度      | 195.40  | 万吨/天    | 2.16%    | -3.41%   |
| 汽车行业   | 建筑钢材品种库存     | 2025/2/14 | 周度      | 293.57  | 万吨      | #DIV/0!  | -100.00% |
|        | 高炉炼铁产能利用率    | 2025/2/14 | 周度      | 85.78   | %       | 1.89%    | -0.23%   |
|        | 全钢胎开工率       | 2025/2/13 | 周度      | 62.45   | %       | 44.63%   | 211.78%  |
| 房地产行业  | 半钢胎开工率       | 2025/2/13 | 周度      | 73.85   | %       | 17.11%   | 151.36%  |
|        | 乘用车销量        | 2025/2/9  | 周度      | 26528   | 辆/日     | -61.33%  | -58.91%  |
|        | 30大城市商品房成交面积 | 2025/2/14 | 日度      | 17.06   | 万平方米    | 3932.14% | -10.57%  |
|        | 一线           | 2025/2/14 | 日度      | 4.38    | 万平方米    | 4924.87% | -10.77%  |
| 基建     | 二线           | 2025/2/14 | 日度      | 8.58    | 万平方米    | 3749.55% | -4.86%   |
|        | 三线           | 2025/2/14 | 日度      | 4.11    | 万平方米    | 3528.25% | -20.34%  |
| 出口     | 石油沥青开工率      | 2025/2/12 | 周度      | 25.90   | %       | 11.64%   | 17.19%   |
|        | 水泥发运率        | 2025/2/7  | 周度      | 6.69    | %       | -67.25%  | -48.50%  |
| 商品价格   | 中国出口集装箱运价指数  | 2025/2/14 | 周度      | 1387.16 |         | -5.30%   | -1.97%   |
|        | 波罗的海干散货指数    | 2025/2/14 | 日度      | 792     |         | -50.81%  | 1.54%    |
|        | 猪肉           | 2025/2/14 | 日度      | 21.78   | 元/公斤    | -4.93%   | -4.52%   |
|        | 农产品批发价格指数    | 2025/2/14 | 日度      | 123.03  |         | -10.22%  | -1.65%   |
|        | 蔬菜           | 2025/2/14 | 日度      | 5.21    | 元/公斤    | -15.15%  | -1.70%   |
|        | 布伦特原油        | 2025/2/14 | 日度      | 74.74   | 美元/桶    | -8.41%   | 0.11%    |
|        | 螺纹钢          | 2025/2/14 | 日度      | 3268.00 | 元/吨     | -14.43%  | -2.77%   |
|        | 南华工业品指数      | 2025/2/14 | 日度      | 3840.56 |         | -2.42%   | -1.27%   |
|        | 南华农业品指数      | 2025/2/14 | 日度      | 1072.10 |         | 3.45%    | 0.34%    |
| 玻璃     | 2025/2/14    | 日度        | 1266.00 | 元/吨     | -29.08% | -5.87%   |          |
|        | LME铜         | 2025/2/13 | 日度      | 9362.00 | 美元/吨    | 14.38%   | 2.15%    |

资料来源: wind, 国投证券证券研究所

### 3. 外部因素: 禽流感使得美国 1 月 CPI 增速上升; 特朗普宣布开启“对等关税”而生效时间待定

#### 3.1. 特朗普关税政策反复, 抹平贸易逆差为明, 战略谈判为实

特朗普自 1 月 20 日上任以来以雷霆手段推动 MAGA 蓝图成型, 在财政、移民、贸易、企业管制等多方面快速签署总统行政令, 对全球经济格局造成显著影响。在贸易领域, 特朗普宣布从 2 月 1 日起对加拿大和墨西哥的进口商品加征 25% 的关税, 对中国进口商品加征 10% 的关税, 后经协商将加墨关税生效时间延缓至 3 月 4 日。2 月 7 日, 特朗普在会见来访的日本首相石破茂时放话称将宣布对所有对美国产品征税的国家实施“对等关税”措施, 2 月 10 日宣布对美国所有进口钢铝商品加征 25% 关税, 2 月 13 日特朗普签署备忘录要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”, 商务部长卢特尼克称这一措施的研究工作将在 4 月 1 日之前完成。

特朗普以“缩小贸易逆差”和“寻求公平”为旗帜对全球加征关税。从贸易逆差的角度看, 2024 年美国贸易逆差总额达 1.21 万亿美元的历史高值。2024 年, 中国是最大的贸易逆差国, 占其贸易逆差的 24.4%。除已发动税率谈判的加拿大、墨西哥外, 欧盟、越南、台湾、日本、韩国、印度、泰国对美国均有较大的贸易逆差, 前五名(中国、欧盟、墨西哥、越南、台湾)合计占美国贸易逆差接近 75%。从税率的角度看, WTO 公布的 2023 年各最惠国关税税率中, 美国的简单平均关税税率(3.3%)和加权平均关税税率(2.2%)在其主要贸易国家中较低, 在具有较大贸易逆差的国家和地区中, 中国、印度、韩国、越南、中国台湾、泰国的关税税率均远高于美国, 欧盟和日本税率略高于美国, 巴西的税率虽远高于美国, 但其不存在贸易逆差。综合来看, 中国、印度、韩国、越南、泰国是首选, 欧盟、日本、巴西、缅甸其次。

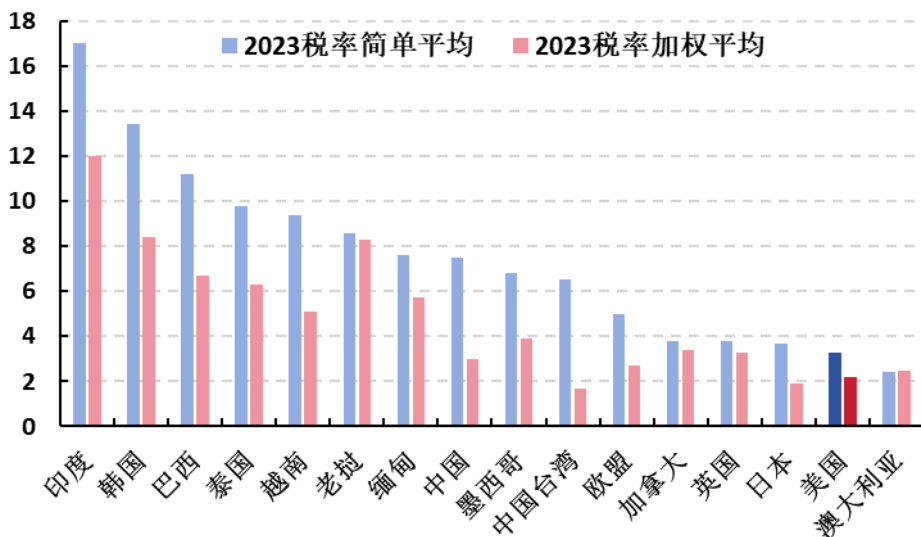
值得注意的是, 考虑到此前特朗普推迟加墨关税执行, 并恢复中国中小包裹最低免税额, 一方面原因是特朗普团队亦在评估关税对国内通胀的影响程度, 另一方面关税作为其战略谈判的筹码可波动空间犹在。考虑到其对格陵兰岛、巴拿马、加沙地区的态度, 我们认为, 特朗普或欲利用关税威胁对贸易伙伴国家进行谈判, 低价购取他国优质资产以缓解美国赤字问题, 而在对美国有“高贸易顺差”+“高关税税率差”的国家中, 富有矿产资源的东南亚国家首当其冲。

图39.2024年美国贸易逆差高达1.2万亿美元

|       | 进口金额<br>(百万美元) | 占比    | 出口金额<br>(百万美元) | 占比    | 贸易逆差<br>(百万美元) | 占比    |
|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|
| 中国    | 438,947.60     | 13.3% | 143,545.70     | 6.9%  | 295,401.90     | 24.4% |
| 欧盟    | 605,760.40     | 18.4% | 370,189.10     | 17.8% | 235,571.30     | 19.4% |
| 墨西哥   | 505,850.60     | 15.3% | 334,041.50     | 16.0% | 171,809.10     | 14.2% |
| 越南    | 136,561.30     | 4.1%  | 13,098.20      | 0.6%  | 123,463.10     | 10.2% |
| 德国    | 160,436.50     | 4.9%  | 75,612.70      | 3.6%  | 84,823.80      | 7.0%  |
| 中国台湾  | 116,264.10     | 3.5%  | 42,337.00      | 2.0%  | 73,927.10      | 6.1%  |
| 日本    | 148,208.60     | 4.5%  | 79,740.80      | 3.8%  | 68,467.80      | 5.7%  |
| 韩国    | 131,549.30     | 4.0%  | 65,541.90      | 3.1%  | 66,007.40      | 5.4%  |
| 加拿大   | 412,695.70     | 12.5% | 349,360.00     | 16.8% | 63,335.70      | 5.2%  |
| 印度    | 87,416.60      | 2.7%  | 41,752.80      | 2.0%  | 45,663.80      | 3.8%  |
| 泰国    | 63,328.00      | 1.9%  | 17,719.00      | 0.9%  | 45,609.00      | 3.8%  |
| 意大利   | 76,366.40      | 2.3%  | 32,402.10      | 1.6%  | 43,964.30      | 3.6%  |
| 马来西亚  | 52,534.60      | 1.6%  | 27,704.90      | 1.3%  | 24,829.70      | 2.0%  |
| 印度尼西亚 | 28,084.60      | 0.9%  | 10,202.00      | 0.5%  | 17,882.60      | 1.5%  |
| 法国    | 59,903.30      | 1.8%  | 43,520.30      | 2.1%  | 16,383.00      | 1.4%  |
| 柬埔寨   | 12,661.80      | 0.4%  | 321.60         | 0.0%  | 12,340.20      | 1.0%  |
| 以色列   | 22,217.50      | 0.7%  | 14,792.20      | 0.7%  | 7,425.30       | 0.6%  |
| 菲律宾   | 14,177.60      | 0.4%  | 9,297.10       | 0.4%  | 4,880.50       | 0.4%  |
| 俄罗斯   | 3,007.60       | 0.1%  | 526.10         | 0.0%  | 2,481.50       | 0.2%  |
| 老挝    | 803.30         | 0.0%  | 40.40          | 0.0%  | 762.90         | 0.1%  |
| 缅甸    | 656.40         | 0.0%  | 77.20          | 0.0%  | 579.20         | 0.0%  |
| 哥伦比亚  | 17,690.30      | 0.5%  | 19,037.70      | 0.9%  | -1,347.40      | -0.1% |
| 新加坡   | 43,203.70      | 1.3%  | 46,032.70      | 2.2%  | -2,829.00      | -0.2% |
| 巴西    | 42,316.30      | 1.3%  | 49,667.10      | 2.4%  | -7,350.80      | -0.6% |
| 英国    | 68,084.50      | 2.1%  | 79,941.20      | 3.8%  | -11,856.70     | -1.0% |
| 澳大利亚  | 16,685.70      | 0.5%  | 34,593.30      | 1.7%  | -17,907.60     | -1.5% |
| 荷兰    | 34,132.80      | 1.0%  | 89,648.90      | 4.3%  | -55,516.10     | -4.6% |
| 总计    | 3,295,576.00   |       | 2,083,831.00   |       | 1,211,745.00   |       |

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图40.2023年WTO国家和地区最惠国待遇关税税率(%)



资料来源: WTO《World Tariff Profiles 2024》, 国投证券证券研究所

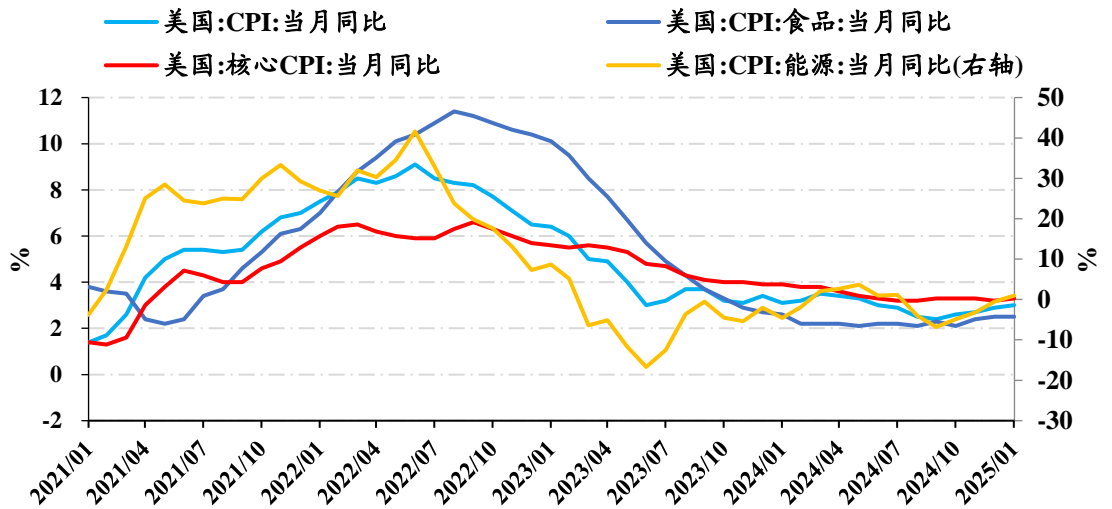
### 3.2. 美国1月CPI升温超预期, 能源和二手车价格回升推动整体通胀

2月13日本周三, 美国劳工统计局公布最新一期CPI数据。1月美国CPI同比增长3%, 超出预期和前值2.9%, 环比增长0.5%, 超出预期的0.3以及前值0.4%, 连续第七个月加速。核心CPI同比增长3.3%, 超出预期的3.1和前值3.2%, 环比增0.4%, 超出前值0.3和预期值0.2%。

从具体指标来看，1月核心服务端通胀依旧占CPI同比的85%，其中住房通胀占CPI同比的52%，但较前值有所收窄，核心商品端和能源类商品的贡献增幅显著。1月份食品价格环比增长0.4%，高于前值0.3%，同比增长2.5%，持平前值。能源价格环比增长1.1%，低于前值2.4%，同比增长1.0%，高于前值-0.5%。不包括食物和能源的商品环比增长0.3%，前值为0%，同比降幅0.1%，前值降幅0.5%。不包括能源的核心服务价格环比增长0.5%，高于前值0.3%，同比增长4.3%，低于前值4.4%。单项增长来看，燃油、二手车、医疗护理商品和肉类、家禽、鱼和蛋类各有不同程度升温。其中燃油价格环比增幅较前值上升4.1pct，同比降幅较前值收窄4.1pct，二手车环比增幅较前值上升1.4pct，同比增幅较前值上升4.3pct。单项贡献度增长来看，发动机燃料和二手车是推动CPI上行的最大驱动力，发动机燃料贡献值较前月上升0.11pct，二手车贡献值较前月上升0.09pct。

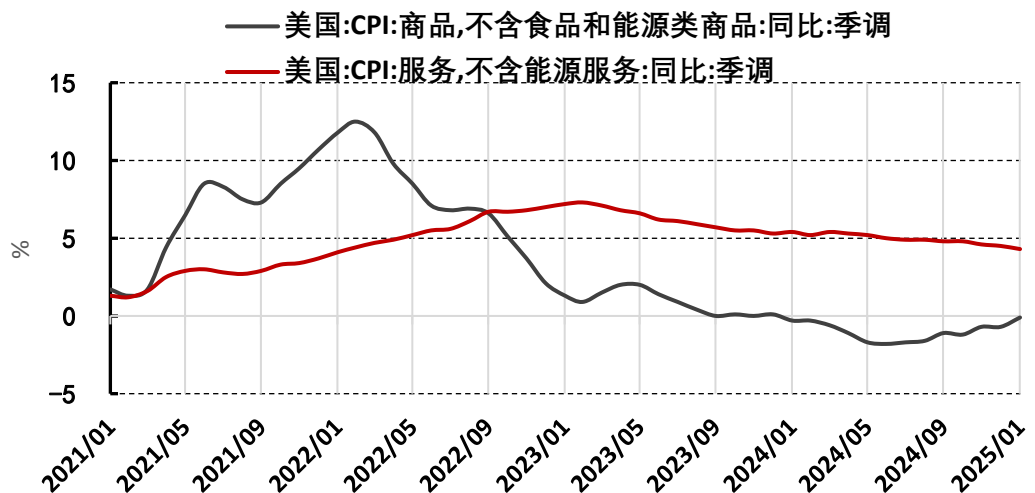
1月CPI同比超预期，从细分项看能源商品与核心商品分项驱动上行，与前周公布大幅上升的制造业PMI物价指数相呼应。能源端商品价格受伊朗威胁关停霍尔木兹海峡有所上升，但随着OPEC+和美国增产并不会对通胀反复造成严重影响，值得注意的是核心商品端的通胀可能导致市场对二次通胀的担忧。当前CME对美联储降息的预期较上周更悲观，2025年唯一一次降息预期已从7月延迟至9月。

图41.美国1月CPI超预期升温



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图42.美国1月商品端CPI上行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图43.最新 CME 降息预测 (2月15日更新)

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              | 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, 国投证券证券研究所

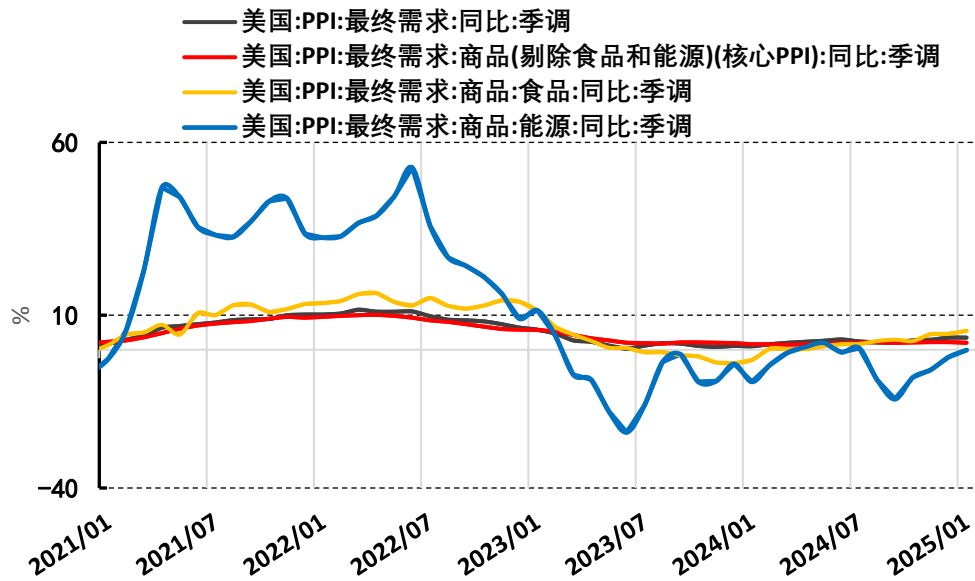
### 3.3. 美国1月PPI超预期, 食品及能源成本上涨推动通胀上行

2月13日本周四, 美国劳工部公布了1月最新一期PPI。数据显示, 美国1月PPI同比增长3.5%, 高于前值和预期3.3%, 环比增长0.4%, 高于预期0.3%, 低于前值0.5%。除去食品与能源的核心PPI同比增长3.6%, 高于前值的3.5%, 也高于预期值的3.3%, 环比上涨0.3%, 与预期值一致, 低于修正后前值0.4%。

分项来看, 1月商品端PPI环比上行0.6%, 前值0.5%, 其中最终需求食品价格环比上行1.1%, 修正后前值上升0.4%, 最终需求能源价格上行1.7%, 前值2.2%。在除去食品和能源的核心商品PPI方面则环比提高0.1%, 前值为上升0.1%。1月份, 柴油燃料指数上涨10.4%, 是最终需求商品价格上涨的主要因素。鸡蛋、牛肉和小牛肉、天然气燃料、航空燃料和通信及相关设备的指数也有所上升。相反, 新鲜和干燥蔬菜的价格下降了22.3%。药品制剂和居民用电指数也有所下降。服务端方面, 1月服务端PPI环比升高0.3%, 前值上升0.5%, 其中贸易分项环比下行0.1%, 前值上升0.6%, 交通仓储服务上升降0.6%, 前值上升2.5%, 其他服务本次上行0.4%。1月份最终需求服务指数上涨的三分之一以上可以追溯到旅行者住宿服务价格, 上涨了5.7%。汽车零售指数、货运卡车运输、食品和酒类零售、服装, 珠宝, 鞋类和配件零售和捆绑有线电信接入服务也走高。相比之下, 燃料和润滑油零售的利润率下降了9.8%。证券经纪、交易、投资咨询和相关服务以及医生护理的价格也有所下降。

美国1月PPI超预期, 商品端由于美国家禽群爆发流感, 蛋类价格较上月飙升44%, 服务端由于旅游住宿服务成本的激增导致。但PPI中构成PCE的金融和医疗保健服务在1月份表现疲软, 因此PPI公布后并未对市场造成重大影响。

图44.美国 1 月 PPI 高于预期



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

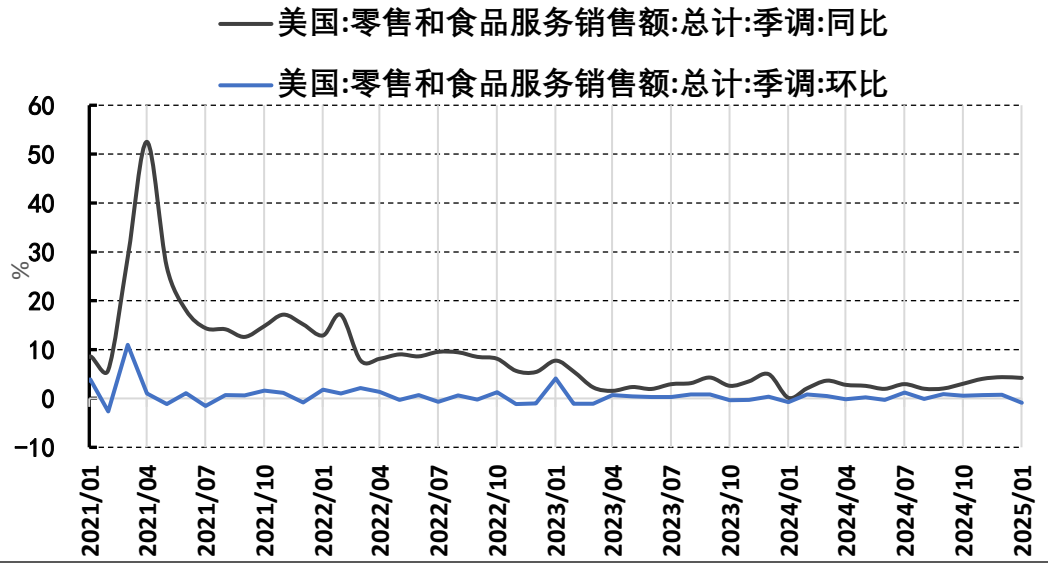
### 3.4. 美国 1 月零售增长不及预期，除餐饮服务外各项均疲软

2月14日本周五，美国人口调查局公布1月零售销售数据。美国1月零售额环比下行0.9%，远超预期降幅0.2%，前值为增长0.7%，同比增长4.8%，前值4.43%。回顾有所回落的2025年2月的密歇根大学消费者信心指数，整体来看美国的消费需求有所降温。

具体来看，美国1月零售销售各分项普跌，机动车及零部件是主要下行驱动力，为零售环比贡献-0.56pct，食品服务和饮吧承压上行，为零售环比贡献0.12pct。1月美国除汽车外零售销售环比下行0.4%，前值上行0.7%，同比增长4.5%，前值4.2%；1核心零售（除汽车和加油站后零售）销售环比下跌0.5%，前值增长0.5%，同比上升4.4%，前值3.8%。在该数据统计涉及的13个类别中，本月仅有4个类别环比上升，其中只有日用品商场和食品服务和饮吧环比高于前值。食品服务和饮吧环比上升0.9%，前值0.1%；加油站环比上升0.95%，前值2.12%，日用品商场环比上升0.46%，前值0.31%，杂货店环比上升0.2%，远不及前值4.2%。

美国1月零售数据增长不及预期，零售各分项普跌。1月恶劣天气和洛杉矶大火的影响消费者的购物行为和零售商的正常运营，大幅上行的食品服务和餐吧与下降幅度最大的运动商品分项可以验证这一点。值得注意的是，自2024年9月初次降息以来强劲汽车消费逐渐疲软，或意味着美国在持续通胀压力和高借贷成本下消费欲望正逐渐熄灭。尽管零售数据不及预期，美国庞大的消费市场依然为特朗普制衡各国贸易的底牌之一。

图45.美国1月零售数据增长不及预期



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

**国投证券证券研究所**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034