

# 长城财富投研周报

2025 年第 3 周 1 月 20 日星期一

## 一、 核心观点

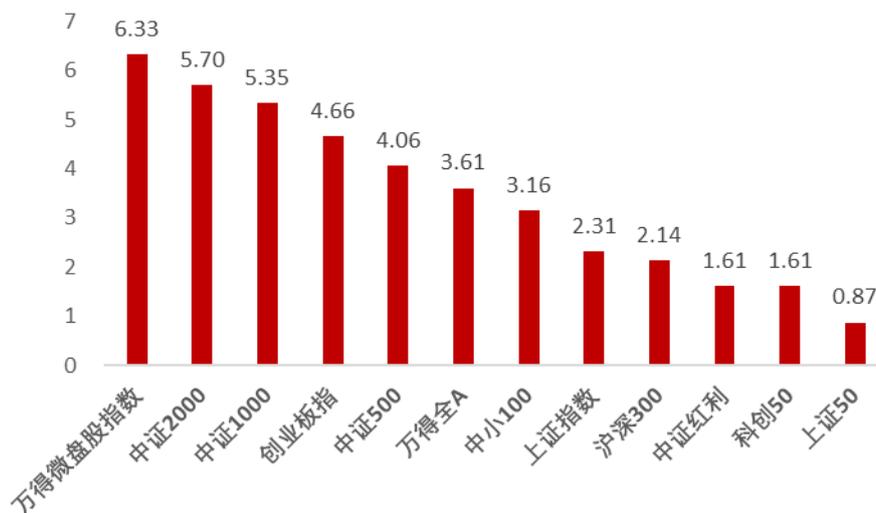
2024 年全年经济数据收官，四季度基本面边际回暖进一步得到验证。1) 内需上，“以旧换新”叠加居民存量贷款利率下调，从“负债端”入手一定程度对冲了房地产对于居民“资产端”的拖累影响，从而对消费需求形成边际支撑；（2）年末“抢出口”效应支撑出口增速回升。M1 已经连续三个月回升，反映“宽货币+宽财政”切实带动了企业、居民现金流改善及“花钱意愿”回升，且基于从货币使用到实体修复的传导，暗含了未来国内经济回暖仍一定的持续性。不过，今年年初国内基础货币资金存在约 2 万亿缺口，仅次于 2022 年年初 2.3 万亿缺口水平，预计大概率需要做“降准”对冲流动性紧张的局面。就市场而言，国内经济边际回暖对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

回购+并购预期，且分子端掣肘较弱（ROE 修复或现金流改善）的“成长>消费”，（一）首选成长：1、TMT，尤其电子、计算机；2、机器人、工业母机等高端制造；3、军工。（二）次选消费：1、社服；2、母婴；3、谷子经济。结构上，重视“科技牛”，包括科技相关设备需要尤其重视。

## 二、 上周市场复盘

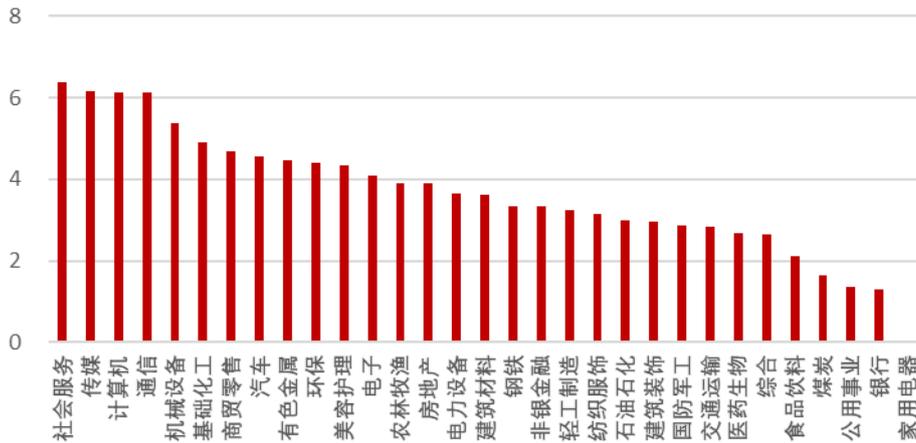
上周 A 股主要宽幅指数集体上涨，其中上证指数涨 2.31% 收报 3241.82 点，微盘股指数涨 6.33% 领涨，中证 2000 涨 5.70%、中证 1000 涨 5.35% 涨幅较大，上证 50 涨 0.87%、科创 50 涨 1.61% 涨幅较少。

A股主要指数周涨跌幅 (%)



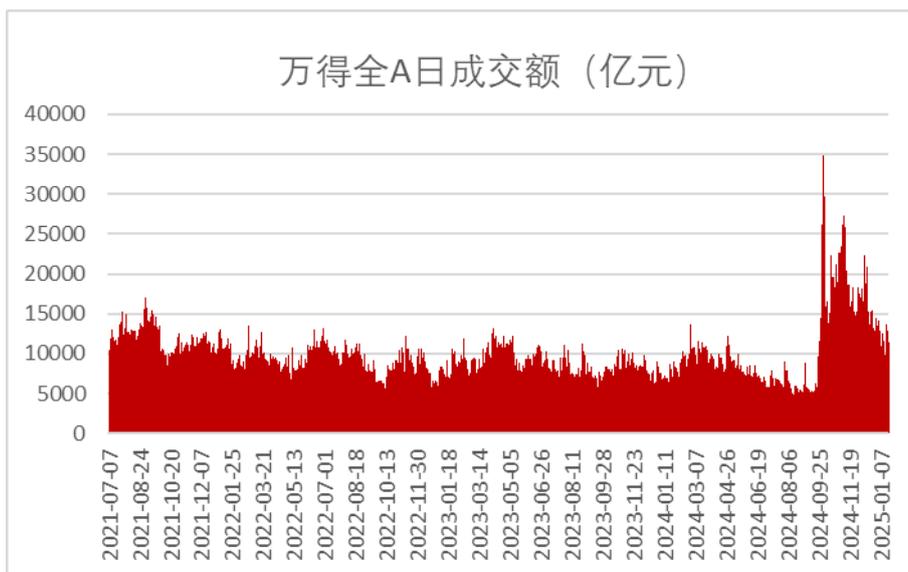
分行业看，上周一级行业全数收涨，社会服务、传媒、计算机、通信领涨，家用电器、银行、公用事业、煤炭等蓝筹红利行业跌幅较大。

申万一级行业周涨跌幅 (%)



上周市场情绪连续四周转弱后回稳，万得全A日均成交额为1.2万亿元，环比多增587.43亿元。

万得全A日成交额 (亿元)



### 三、 宏观及主要新闻事件

#### 上周重要新闻、事件：

1月13日，汇率|中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于1月13日实施。中国外汇市场指导委员会会议召开会议指出，未来一段时期，人民币汇率完全有条件保持基本稳定。人民银行、外汇局将继续综合施策，坚决防范汇率超调风险。

1月15日，消费|商务部等部门发布两份文件，部署实施数码产品购新补贴，以及做好2025年家电以旧换新工作，明确具体补贴品类和标准。其中，购买手机、平板、智能手表（手环）产品每件最高补500元，购买冰箱、洗衣机、电视、空调等12类家电产品每件最高补2000元。

1月17日，中美|国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话。习近平指出，作为两个国情不同的大国，中美之间难免会有一些分歧，关键是要尊重彼此核心利益和重大关切，找到妥善解决问题的办法。中美经贸关系的本质是互利共赢，对抗冲突不应是我们的选择。特朗普表示很珍视同习主席的伟大关系，希望继续保持对话沟通，期待尽快同习主席见面。两国元首同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。

#### 上周主要经济金融数据及事件：

海关总署数据显示，2024 年我国货物贸易进出口总值 43.85 万亿元，同比增长 5%，规模再创历史新高。其中，出口 25.45 万亿元，同比增长 7.1%；进口 18.39 万亿元，同比增长 2.3%。以人民币计价，2024 年 12 月，我国出口同比增长 10.9%，进口增 1.3%。

据央行统计，2024 年 12 月末，M2 同比增长 7.3%，M1 同比下降 1.4%。2024 年全年，人民币贷款增加 18.09 万亿元；社会融资规模增量累计为 32.26 万亿元，比上年少 3.32 万亿元。2024 年末社会融资规模存量为 408.34 万亿元，同比增长 8%。

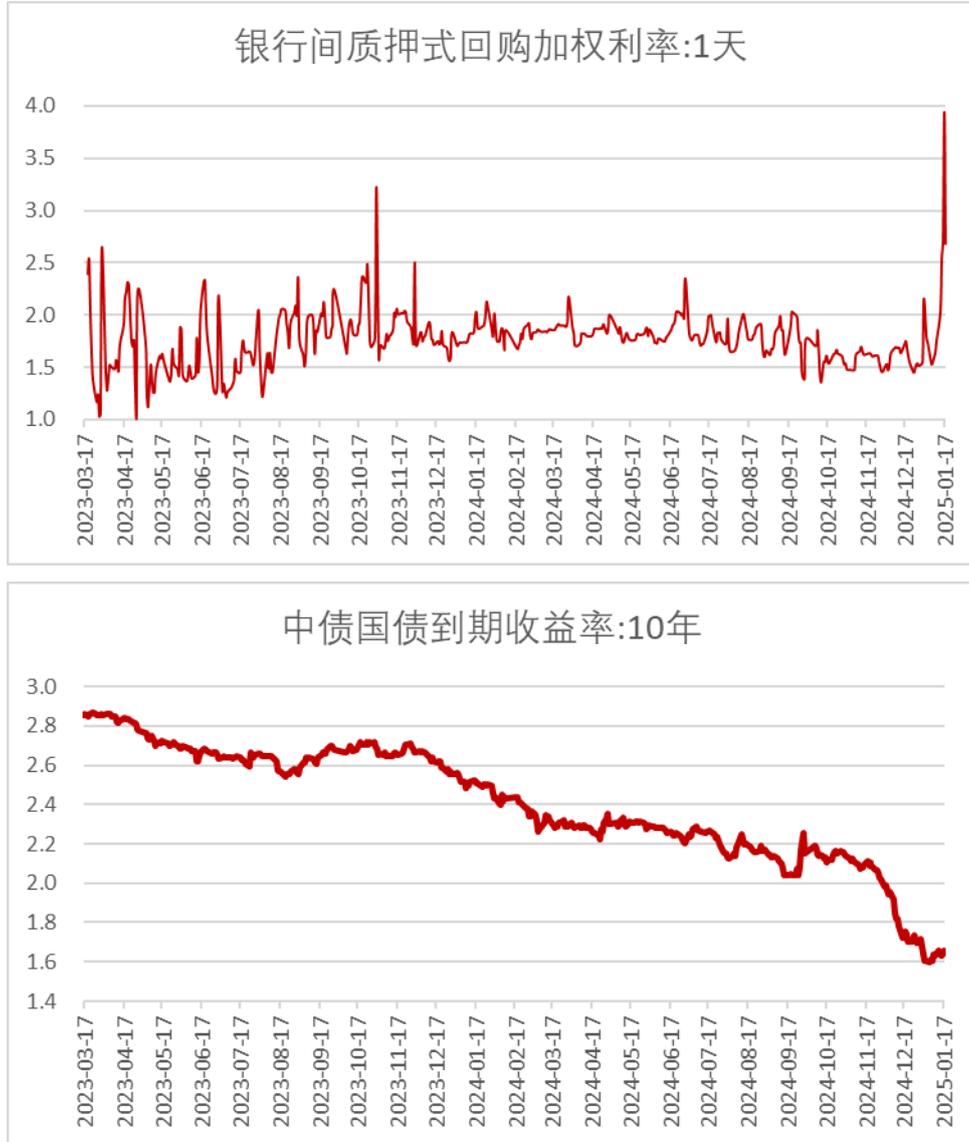
美国去年 12 月末季调 CPI 同比上升 2.9%，为连续第三个月反弹，创 2024 年 7 月以来新高，符合市场预期。但核心 CPI 同比回落至 3.2%，为 2024 年 8 月以来新低，市场预期为持平于 3.3%。

国家统计局发布数据显示，初步核算，2024 年我国 GDP 为 134.91 万亿元，同比增长 5%；其中，第四季度同比增长 5.4%。2024 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 5.8%，服务业增加值增长 5%，社会消费品零售总额增长 3.5%，固定资产投资增长 3.2%。全国城镇调查失业率比上年下降 0.1 个百分点，居民人均可支配收入实际增长 5.1%。

#### 四、 市场流动性

**银行间市场流动性：**上周央行公开市场合计净投放 14539 亿元，结束此前连续四周净回笼。资金价格临近长假回升，隔夜回购加权利

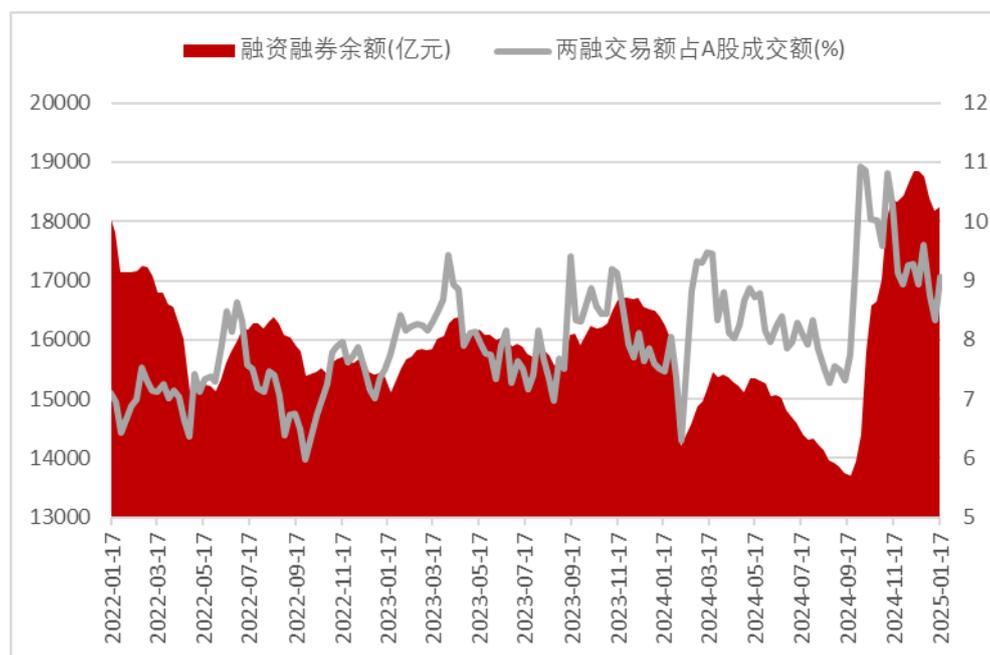
率上行 91.99 个 bp 至 2.6772%；长端利率回升，10 年国债到期收益率上行 2.55 个 bp 至 1.6593%。



**新发偏股公募基金：**上周新成立偏股型公募基金新发规模为 93.87 亿元，环比多增 53.40 亿元。



**融资融券：**上周两融余额环比多增 68.30 亿元至 18248.38 亿元，结束此前连续 3 周下行趋势。两融周成交额 5445.32 亿元，占期间 A 股成交额比为 9.07%，环比增加 0.74 个百分点。



## 五、 估值性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率回升、十年期国债收益率小幅上行，风险溢价率指标（ $1/\text{沪深 300 市盈率} - \text{十年期国债收益率}$ ）环比下降至历史均值+1 倍标准差上方。

