

白酒，在康波中重生

策略周末谈（0118）

• 核心结论

1、当前大宗商品和白酒的底层逻辑是相通的：交易美联储 QE

（1）康波萧条期，大宗商品超级周期的底层逻辑是，交易美元信用裂痕，也就是泛滥的美元流动性会更加泛滥。2026 美联储 QE 是美元流动性加速泛滥的契机。（2）一旦美联储 QE，中国央行也会快速 QE 化债，修复实体部门的资产负债表，届时，真正的 924 政策将实质性落地，白酒行业的新一轮周期也将正式开启。

2、2026 年中，美联储 QE 的概率明显增加

（1）降息是本届特朗普政府的核心诉求。降息非但不会导致美国通胀飙升，反而能够降低美国通胀压力：美联储降息→美债利率回落→跨境资本流出美国→美国各类要素价格（PPI+CPI）会系统性下行。

（2）降息大概率会倒逼美联储开启 QE。美联储降息→跨境资本流出美国→美国市场流动性紧张已经倒逼美联储 RMP（类 QE）。同时，美国已经处于债务周期第 3 阶段（国家债务货币化），美联储 QE 化债也是必然选择。

（3）2026 年中，或是美联储 QE 的最佳窗口期。既然美联储最终将不可避免地开启 QE，那么在 2026 年美联储主席换届之后+中期选举之前，美联储开启 QE 的概率也将明显提升。

3、一旦美联储 QE，中国央行也将 QE 化债，2026 迎来繁荣起点

2018 年中国人均 GDP 突破 1 万美元，正式进入工业化成熟期。制造业强劲的对外出口能力，赚取大量国民财富，系统性改善国内景气。

因此，2019 年中国事实上已进入本轮康波萧条期，作为追赶国的繁荣期。但这种繁荣在 22-24 年遭遇暂时性梗阻：（1）美联储激进加息导致中国实体部门的现金流量表受损；（2）房价调整导致实体部门的资产负债表受损。

2026 年我们将会见证：（1）美联储降息，人民币升值，跨境资本和国民财富回流正在修复实体部门的现金流量表；（2）一旦美联储 QE，中国央行也会快速 QE 化债，修复实体部门的资产负债表。届时，中国将重回 2019 年的繁荣起点。

4、白酒将在康波中重生：2026 白酒新一轮周期即将启动

2003 年以来白酒已经有过 4 轮周期：①2003-08 年加入 WTO 后的商务需求驱动；②2009-12 年“4 万亿”后的政务需求驱动；③2015-18 年货币化棚改后的政商需求驱动；④2019-21 年中国事实上繁荣期后的消费升级驱动。

我们判断：2026 年一旦美联储开启 QE，中国央行也会快速 QE 化债，修复实体部门的资产负债表，中国将重回 2019 年繁荣起点：制造业强劲的对外

分析师



曹柳龙 S0800525010001



13817664054



caoliulong@research.xbmail.com.cn

联系人



缪一宁



19921876895



miaoyining@research.xbmail.com.cn

出口能力，赚取大量的国民财富。美联储降息+人民币升值，将驱动这些国民财富加速回流，居民消费升级也将开启白酒新一轮周期！

一旦美联储 QE，白酒的短期反弹幅度，或超过 22 年 10 月疫情放开后以及 24 年 924 政策后。因为无论是疫情放开还是 924 政策官宣，当时中国的货币政策始终受到美联储激进加息人民币汇率贬值压力的约束。而当前美联储降息，人民币已经回归升值周期，一旦美联储 QE，人民币升值动能将明显增强，国内央行 QE 化债的政策空间也将彻底打开。

5、顺周期“冰火转换”时刻将至，重视石油/化工/白酒/恒科

2026 美联储 QE 将成为市场的“胜负手”：（1）美联储 QE 泛滥的美元流动性将更加泛滥，大宗商品超级周期会得到增强；（2）美联储 QE 也会彻底打开中国央行 QE 化债的政策空间，中国将重回本轮康波萧条期，作为追赶国的繁荣期。A 股大势会“有新高”，行业配置建议继续【有/新/高】组合——

【有】色金属：“走向 1978”（金/银/铜/锂）；【新】消费：国民财富回归+化债政策预期，居民边际消费倾向改善带来的大众消费需求（食品饮料/旅游出行）；【高】端制造：跨境资本回流背景下，具备出口优势的电力设备/化工/医药/工程机械等，以及自主可控背景下具备后发优势的国产算力链。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

索引

内容目录

引言	4
一、当前大宗商品和白酒的底层逻辑是相通的：交易美联储 QE	4
二、2026 年中，美联储 QE 的概率明显增加	5
三、一旦美联储 QE，中国央行也将 QE 化债，2026 迎来繁荣的起点	6
四、白酒将在康波中重生：2026 白酒新一轮周期即将启动	7
五、顺周期“冰火转换”时刻将至，重视石油/化工/白酒/恒科	9
六、市场复盘及展望	10
七、风险提示	17

图表目录

图 1：大宗与白酒的逻辑都是交易美联储 QE	4
图 2：近 10 年，全球在石油领域的资本开支收缩	5
图 3：过去几年跨境资本流入美国加剧了美国的通胀粘性	5
图 4：25 年底美国流动性紧张倒逼美联储开启类 QE 的 RMP 计划	5
图 5：当前美国债务周期顶点，QE 完成债务货币化是必然选择	5
图 6：中国事实上从 2019 年开始进入繁荣期，但地产周期下行叠加跨境资本流出带来梗阻，当前梗阻正在化解，未来将重回繁荣期	6
图 7：90 年代中日经验已经充分说明，化债是必行之举，人民币升值能够打开化债政策空间	6
图 8：白酒 2003 以来经历了四轮周期，2026 有望开启新一轮周期	7
图 9：2021 年开始居民资产随房价下跌，但债务压力却没有缓解	8
图 10：24 年 924 后中美利差倒挂走阔，人民币贬值压力加大	8
图 11：白酒当前价格处于 24.9.18 以来 13.6%分位数，是少数未能得到重估的行业	8
图 12：行业配置：继续重视“有新高”组合	9
图 13：市场复盘	16
图 14：市场展望	16
表 1：市场回顾	11
表 2：本周估值概览	13
表 3：经济数据	14

引言

在当前位置继续高位追涨大宗商品，和低位抄底白酒，其内在逻辑是相通的：（1）追涨大宗商品无非是交易泛滥的美元流动性会更加泛滥，也就是 2026 年美联储 QE；（2）一旦美联储 QE，中国央行也会快速 QE 化债，白酒的反弹幅度或将超越 22 年 10 月疫情放开+24 年 924 政策官宣。新一轮白酒周期也将在当前的康波萧条期中涅槃重生！

一、当前大宗商品和白酒的底层逻辑是相通的：交易美联储 QE

当前大宗商品和白酒的底层逻辑是相通的，本质上都是在交易美联储 QE——

- （1）康波萧条期，大宗商品超级周期的底层逻辑是，交易美元信用裂痕，也就是泛滥的美元流动性会更加泛滥。2026 年，美联储 QE 会导致美元流动性加速泛滥，强化康波萧条期的商品超级周期，具有货币属性和安全属性的金/银/铜/锂/石油将得到系统性重估。
- （2）一旦美联储 QE，中国央行也会快速 QE 化债，修复实体部门的资产负债表，届时，真正的 924 政策将实质性落地，改善居民消费能力和消费意愿，白酒行业的新一轮周期也将正式开启。

图 1：大宗与白酒的逻辑都是交易美联储 QE

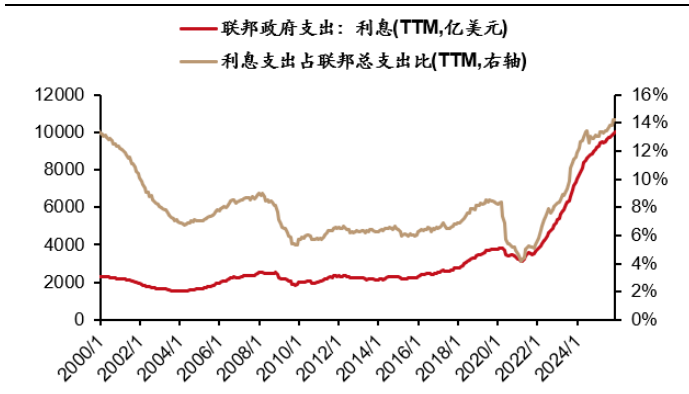


资料来源：西部证券研发中心绘制

二、2026年中，美联储QE的概率明显增加

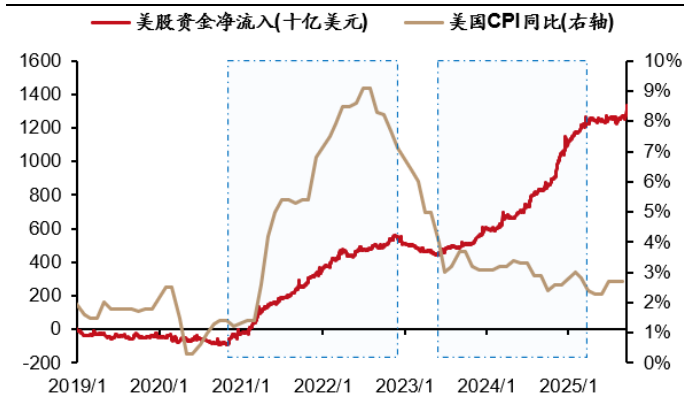
降息是本届特朗普政府的核心诉求，近期美国司法部对鲍威尔发起刑事诉讼，正是特朗普降息诉求的直观体现。对于特朗普来说，降息利显著大于弊：（1）当前美国财政部每年要支付约 1 万亿美元的利息，快速降息能够缓解利息支付压力，维持其财政扩张政策；（2）过去几年因为美国利息高位，跨境资本流入美国，反而加剧了美国的通胀粘性，而降息非但不会导致美国通胀飙升，反而能够降低美国通胀压力：美联储降息→美债利率回落→跨境资本流出美国→美国各类要素价格（PPI+CPI）会系统性下行。

图 2：近 10 年，全球在石油领域的资本开支收缩



资料来源：CEIC，西部证券研发中心

图 3：过去几年跨境资本流入美国加剧了美国的通胀粘性

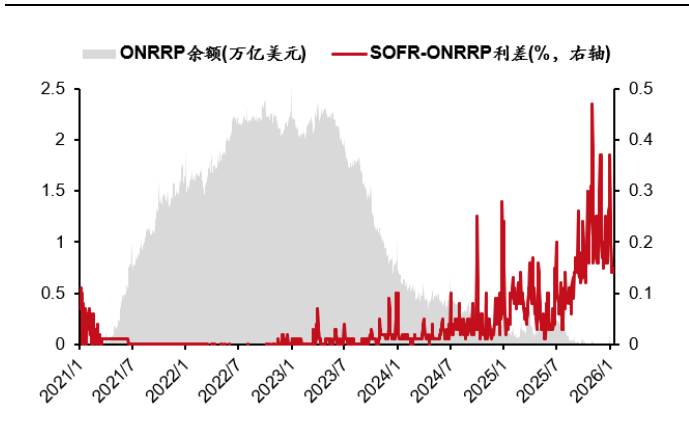


资料来源：Wind，EPFR，西部证券研发中心

降息大概率会倒逼美联储 QE。（1）降息导致跨境资本流出，美国的商业银行就需要更多地承接美债，增加流动性风险，2025 年 12 月美联储已因为流动性紧张开启类 QE 的 RMP 计划，2026 年流动性冲击可能倒逼美联储 QE 进一步扩表；（2）当前美国处于债务周期第 3 阶段（国家债务货币化），通过美联储 QE 完成债务货币化是必然选择。

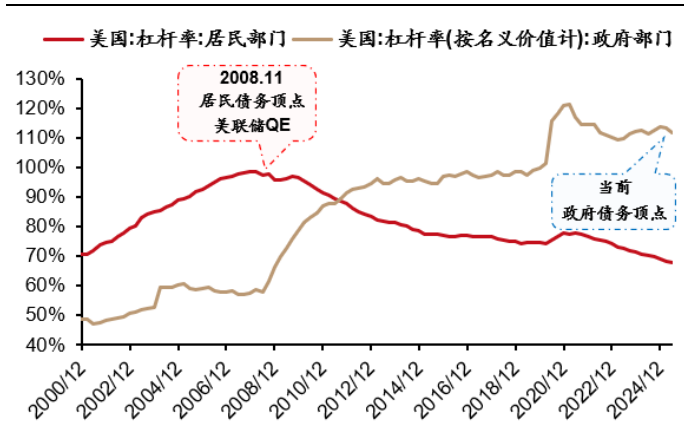
2026 年中，或是美联储 QE 的最佳窗口期。既然美联储最终将不可避免地开启 QE，那么在 2026 年美联储主席换届之后+中期选举之前，美联储开启 QE 的概率也将明显提升。

图 4：25 年底美国流动性紧张倒逼美联储开启类 QE 的 RMP 计划



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：当前美国债务周期顶点，QE 完成债务货币化是必然选择



资料来源：Wind，EPFR，西部证券研发中心

三、一旦美联储QE，中国央行也将QE化债，2026迎来繁荣的起点

我们在 2025.12.28《康波的轮回：2026 繁荣的起点》中指出，2018 年中国人均 GDP 突破 1 万美元，正式进入工业化成熟期。制造业强劲的对外出口能力，赚取大量国民财富，系统性改善国内景气。

因此，2019 年中国事实上已进入本轮康波萧条期，作为追赶国的繁荣期。但这种繁荣在 22-24 年遭遇暂时性梗阻：（1）美联储激进加息导致中国实体部门的现金流量表受损；（2）房价调整导致实体部门的资产负债表受损。

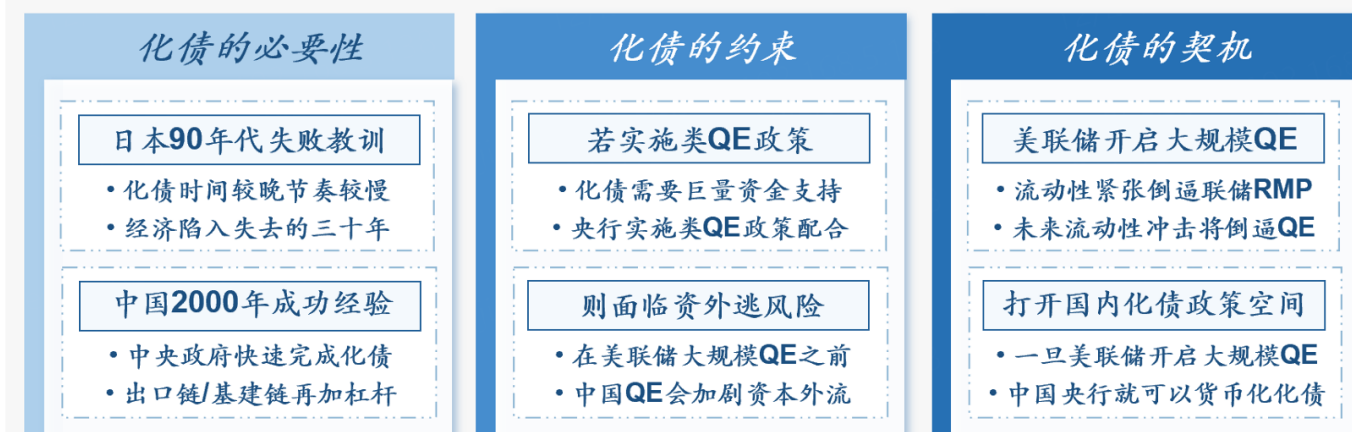
2026 年我们将会见证：（1）美联储降息，人民币升值，跨境资本和国民财富回流正在修复实体部门的现金流量表；（2）一旦美联储 QE，中国央行也会快速 QE 化债，修复实体部门的资产负债表。届时，中国将重回 2019 年的繁荣起点。

图 6：中国事实上从 2019 年开始进入繁荣期，但地产周期下行叠加跨境资本流出带来梗阻，当前梗阻正在化解，未来将重回繁荣期



资料来源：西部证券研发中心绘制

图 7：90 年代中日经验已经充分说明，化债是必行之举，人民币升值能够打开化债政策空间



资料来源：西部证券研发中心绘制

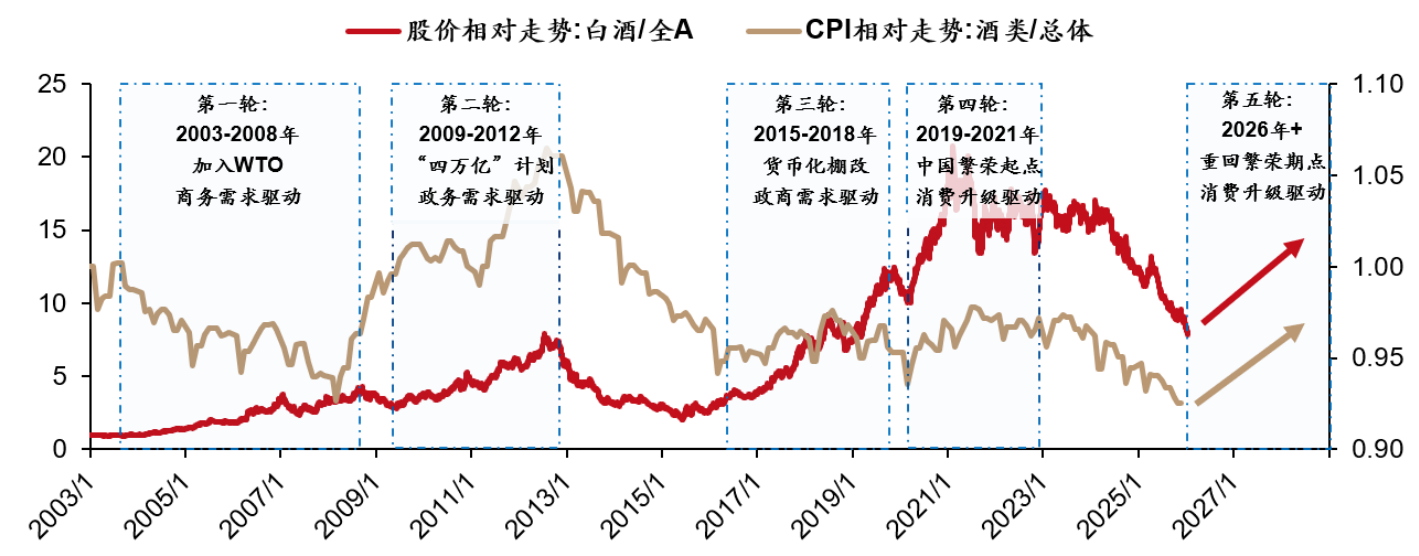
四、白酒将在康波中重生：2026白酒新一轮周期即将启动

2003年以来，白酒经历了四轮周期，2026年美联储QE将开启白酒的新一轮周期——

- (1) 2003-2008年，中国加入WTO后，商务需求驱动白酒第一轮周期；
- (2) 2009-2012年，“4万亿”带来的政务需求驱动白酒第二轮周期；
- (3) 2015-2018年，货币化棚改带来的政商需求驱动白酒第三轮周期；
- (4) 2019-2021年，中国事实上繁荣期后的消费升级驱动白酒第四轮周期；

我们判断：2026年一旦美联储开启QE，中国央行也会快速QE化债，修复实体部门的资产负债表，中国将重回2019年繁荣的起点：制造业强劲的对外出口能力，赚取大量的国民财富。美联储降息+人民币升值，将驱动这些国民财富加速回流，居民消费升级也将开启白酒新一轮周期！

图8：白酒2003年以来经历了四轮周期，2026有望开启新一轮周期



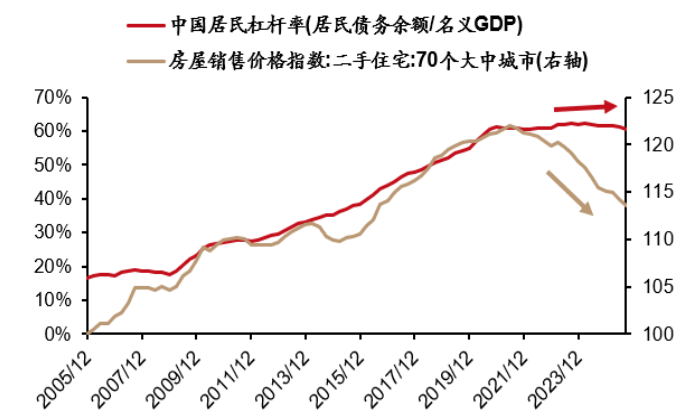
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2022年防疫政策优化和2024年924政策组合拳是周期重启的机会，但都因为货币政策受到美联储激进加息人民币汇率贬值压力的约束，未能真正完成化债，白酒周期也遭遇梗阻——

(1) 2022年的防疫政策调整，但美联储仍在加息进程中，国内化债进程较缓，这导致居民资产随地产下行而收缩，债务压力却没有得到相应缓解，消费能力和消费意愿受损，预期的消费改善没能到来，白酒周期没能启动；

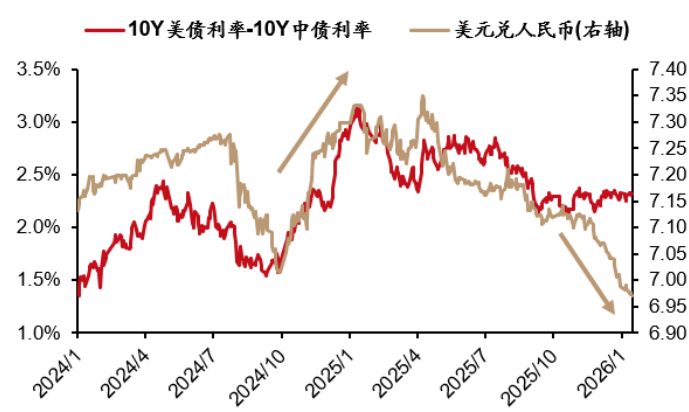
(2) 2024年的924政策组合拳着手化债，但随后中美利差倒挂走阔，人民币贬值压力加大，导致2024年11月的化债政策未能超预期，居民资产负债表仍然未得到修复，白酒的新一轮周期被再次延后。

图 9：2021 年开始居民资产随房价下跌，但债务压力却没有缓解



资料来源：Wind，西部证券研发中心

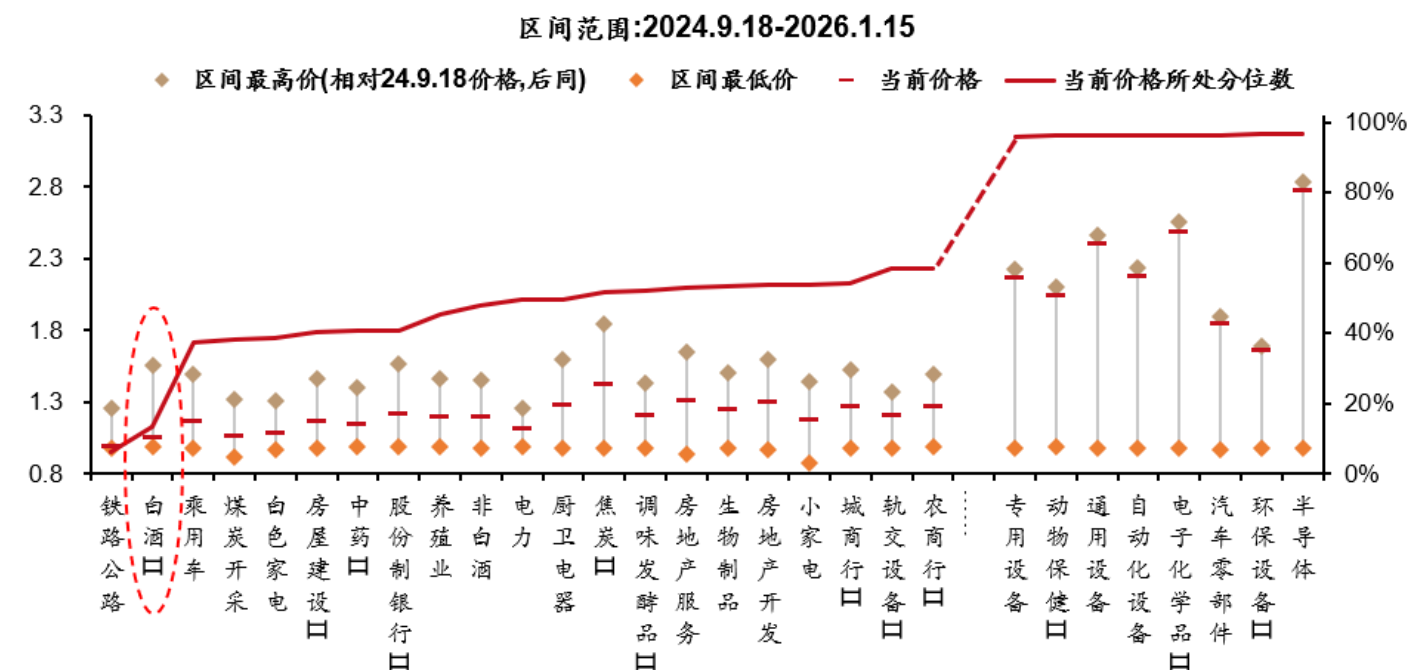
图 10：24 年 9 月 24 后中美利差倒挂走阔，人民币贬值压力加大



资料来源：Wind，西部证券研发中心

而当前美联储降息，人民币已经回归升值周期，一旦美联储 QE，人民币升值动能将明显增强，国内央行 QE 化债的政策空间也将彻底打开，修复居民资产负债表，化解 2022 年和 2024 年的梗阻，真正开启白酒新一轮周期。因此，一旦美联储 QE，白酒将成为最为受益的资产之一，短期反弹幅度或超过 2022 年 10 月疫情放开后以及 2024 年 9 月 24 后。

图 11：白酒当前价格处于 24.9.18 以来 13.6%分位数，是少数未能得到重估的行业



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：当前价格所处分位数等于(当前价格-区间最低价)/(区间最高价-区间最低价)

五、顺周期“冰火转换”时刻将至，重视石油/化工/白酒/恒科

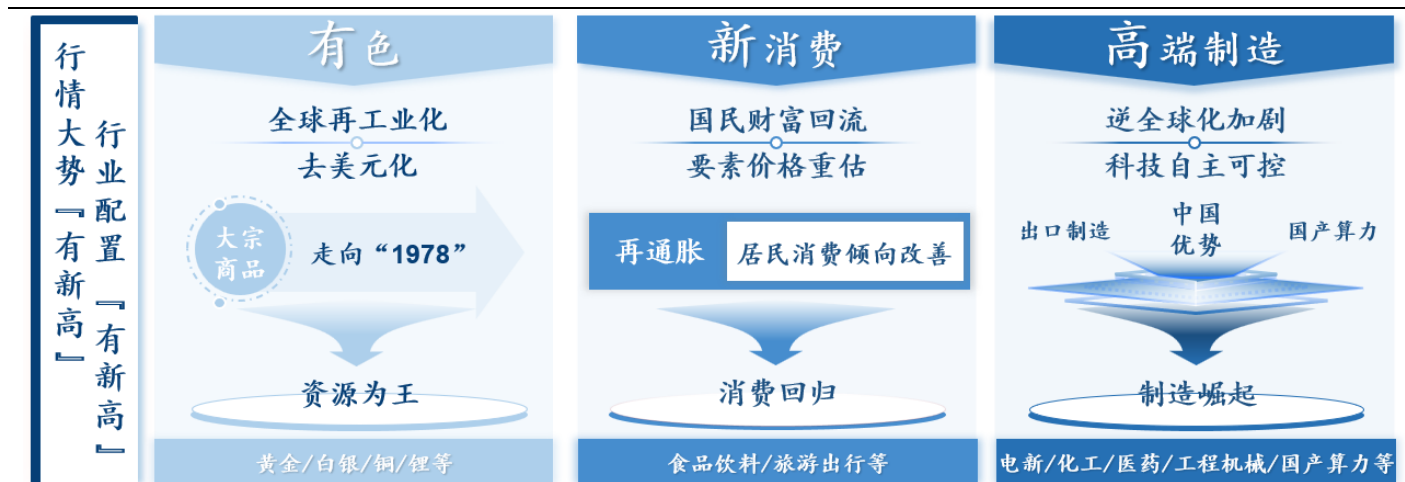
2026 美联储 QE 将成为市场的“胜负手”：（1）美联储 QE 泛滥的美元流动性将更加泛滥，大宗商品超级周期会得到增强；（2）美联储 QE 也会彻底打开中国央行 QE 化债的政策空间，中国将重回本轮康波萧条期，作为追赶国的繁荣期。A 股大势会“有新高”，行业配置建议继续【有/新/高】组合——

【有】色金属：全球再工业化+去美元化叙事下，康波的年轮指引大宗商品“走向 1978”（金/银/铜/锂）；

【新】消费：美联储 QE 将加速国民财富回归+打开国内化债政策，居民边际消费倾向改善带来的大众消费需求（食品饮料/旅游出行）；

【高】端制造：跨境资本回流背景下，具备出口优势的电力设备/化工/医药/工程机械等，以及自主可控背景下具备后发优势的国产算力链。

图 12：行业配置：继续重视“有新高”组合



资料来源：西部证券研发中心绘制

六、市场复盘及展望

6.1 市场复盘

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

万得全 A 本周上涨 0.49%，上证指数本周下跌 0.45%，沪深 300 本周下跌 0.57%，中证 500 本周上涨 2.18%，创业板指本周上涨 1.00%，科创 50 本周上涨 2.58%。

各类市场风格中，大盘价值本周下跌 2.81%，大盘成长本周下跌 0.03%，小盘价值本周上涨 0.69%，小盘成长本周上涨 3.61%。

大类行业中，资源类与 TMT 本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 3.68%、2.54%，金融服务与必需消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-2.09%、-1.48%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为计算机、电子、有色金属，涨跌幅分别为 3.82%、3.77%、3.03%；本周涨跌幅后三行业为国防军工、房地产、农林牧渔，涨跌幅分别为-4.92%、-3.52%、-3.27%。

本周境外市场美股下跌，其他市场上涨，其中标普 500 下跌 0.38%、恒生指数上涨 2.34%。

大宗商品分化，其中布油上涨 1.36%、COMEX 黄金上涨 2.23%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.84%，较上周下降 3.58BP。

表 1：市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
万得全A	5.11%	0.49%	5.62%	0.00%	标普500	1.57%	-0.38%
上证指数	3.82%	-0.45%	3.35%	-2.27%	道琼斯工业指数	2.32%	-0.29%
沪深300	2.79%	-0.57%	2.20%	-3.42%	恒生指数	-0.41%	2.34%
中证500	7.92%	2.18%	10.28%	4.65%	英国富时100	1.74%	1.09%
创业板指	3.89%	1.00%	4.93%	-0.70%	德国DAX	2.94%	0.14%
科创50	9.80%	2.58%	12.64%	7.01%	日经225	3.18%	3.84%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	0.47%	-2.81%	-2.35%	-7.98%	美元指数	99.38	0.22%
大盘成长	2.82%	-0.03%	2.79%	-2.83%	美元兑人民币	6.97	-0.19%
小盘价值	3.66%	0.69%	4.38%	-1.25%	港元兑人民币	0.89	-0.27%
小盘成长	6.96%	3.61%	10.82%	5.20%	英镑兑人民币	9.34	-0.32%
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	8.10	-0.20%
周期类	4.64%	0.76%	5.44%	-0.18%	100日元兑人民币	4.41	-0.07%
资源类	3.58%	3.68%	7.39%	1.77%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	4.53%	0.41%	4.97%	-0.66%	中国十年期国债收益率	1.84%	-3.58BP
中游制造	6.52%	-0.16%	6.35%	0.73%	中国一年期国债收益率	1.24%	-4.63BP
大消费	4.11%	-1.01%	3.06%	-2.57%	期限利差（10Y-1Y）	0.60%	1.05BP
可选消费	2.66%	-0.32%	2.33%	-3.30%	R007	1.51%	-0.20BP
必需消费	5.11%	-1.48%	3.56%	-2.07%	DR007	1.44%	-2.97BP
金融服务	-0.39%	-2.09%	-2.47%	-8.10%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	1.73%	-0.99%	0.72%	-4.90%	美国十年期国债收益率	4.24%	6.00BP
TMT	6.30%	2.54%	9.00%	3.38%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	3.74%	1.36%
计算机	8.49%	3.82%	12.64%	7.01%	WTI原油	2.55%	0.55%
电子	7.74%	3.77%	11.80%	6.18%	COMEX黄金	4.36%	2.23%
有色金属	8.56%	3.03%	11.85%	6.22%	COMEX白银	12.36%	13.37%
农林牧渔	0.98%	-3.27%	-2.33%	-7.95%	LME铜	4.24%	-1.50%
房地产	5.07%	-3.52%	1.38%	-4.25%	LME铝	4.00%	-0.06%
国防军工	13.63%	-4.92%	8.04%	2.41%	上期所螺纹钢	0.54%	0.54%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

从静态估值的角度看：

(1) A 股总体 PE (TTM) 从上周的 23.12 倍升至本周的 23.17 倍, PB (LF) 从上周的 1.89 倍降至本周的 1.88 倍; A 股非金融 PE (TTM) 从上周的 39.66 倍升至本周的 39.99 倍, PB (LF) 从上周的 2.61 倍升至本周的 2.63 倍;

(2) 创业板 PE (TTM) 从上周的 77.51 倍升至本周的 78.64 倍, PB (LF) 从上周的 4.59 倍升至本周的 4.65 倍; 科创板 PE (TTM) 从上周的 231.19 倍升至本周的 236.92 倍, PB (LF) 从上周的 5.79 倍升至本周的 5.94 倍;

(3) 创业板/沪深 300 的相对 PE (TTM) 从上周的 5.39 升至本周的 5.53, 相对 PB (LF) 从上周的 3.06 升至本周的 3.16; 科创板/沪深 300 的相对 PE (TTM) 从上周的 16.07 升至本周的 16.67; 相对 PB (LF) 从上周的 3.87 升至本周的 4.03;

(4) A 股总体总市值本周上升 0.3%; A 股非金融总市值本周上升 0.85%;

(5) A 股非金融 ERP 从上周的 0.64% 升至本周的 0.66%; 股债收益差从上周的 -0.26% 升至本周的 -0.23%。

从动态估值的角度看：

(1) A 股总体重点公司全动态 PE 从上周的 13.94 倍降至本周的 13.88 倍; A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 19.18 倍升至本周的 19.31 倍;

(2) 创业板重点公司全动态 PE 从上周的 29.74 倍降至本周的 28.38 倍; 科创板重点公司全动态 PE 从上周的 51.76 倍升至本周的 53.77 倍;

(3) 创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.29 升至本周的 2.36; 科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 4.24 升至本周的 4.47;

(4) A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.34% 维持到本周的 3.34%。

表 2：本周估值概览

西部策略估值周报简表：本周估值主要变化										
总市值较上周变化		A股总体0.30%			A股总体剔除金融服务业0.85%					
估值水平		PE (TTM)			PB (LF)			全动态PE		
		本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化
市场整体	A股总体	23.17	96.9%	0.05	1.88	56.5%	0.00	13.88	73.9%	-0.06
	A股非金融	39.99	92.2%	0.33	2.63	70.5%	0.02	19.31	67.7%	0.13
	沪深300	14.21	82.9%	-0.17	1.47	51.8%	-0.02	12.03	76.0%	-0.18
	创业板	78.64	79.8%	1.13	4.65	64.2%	0.07	28.38	33.8%	0.43
	科创板	236.92	95.9%	5.73	5.94	71.2%	0.14	53.77	54.1%	2.01
大类板块	周期类	35.71	88.1%	0.25	2.07	69.9%	0.01	16.34	74.4%	0.03
	资源类	20.55	67.9%	0.73	2.03	85.0%	0.05	14.59	63.5%	0.10
	中游材料	42.42	82.4%	0.17	1.91	54.4%	0.01	16.23	66.1%	0.11
	中游制造	51.53	98.4%	-0.14	2.69	69.4%	-0.01	19.20	63.5%	0.06
	大消费	48.15	99.0%	-0.47	2.67	28.5%	-0.03	18.77	50.5%	-0.23
	可选消费	88.84	100.0%	-0.40	2.24	56.0%	0.00	16.76	84.8%	-0.08
	必需消费	36.72	53.9%	-0.52	3.06	13.0%	-0.05	20.42	19.7%	-0.36
	金融服务	8.11	53.4%	-0.18	0.83	24.4%	-0.03	7.33	52.6%	-0.22
	服务业	13.66	74.1%	-0.15	1.15	26.4%	-0.02	9.71	53.1%	-0.18
本周涨幅靠前的一级行业	TMT	64.09	78.8%	1.59	4.26	84.5%	0.11	29.01	56.7%	0.84
	计算机	244.91	97.9%	9.30	5.11	74.6%	0.19	41.62	77.6%	2.55
	电子	85.57	94.3%	2.87	5.87	99.5%	0.19	36.33	80.2%	1.26
	有色金属	34.88	42.5%	3.01	4.14	89.1%	0.19	20.69	32.8%	0.70
	传媒	77.17	79.8%	1.66	3.10	54.4%	0.07	22.33	30.7%	0.43
本周涨幅靠后的一级行业	机械设备	51.03	77.7%	0.79	3.35	85.5%	0.05	22.49	70.8%	0.47
	银行	6.89	73.1%	-0.17	0.67	24.4%	-0.02	6.71	74.4%	-0.18
	煤炭	16.69	75.6%	-0.62	1.56	66.8%	-0.06	12.94	70.3%	-0.46
	农林牧渔	26.64	24.4%	-0.71	2.52	8.8%	-0.07	15.26	11.4%	-0.42
	房地产	-6.07	-	0.22	0.94	17.1%	-0.03	59.60	97.9%	-2.86
债市收益率	国防军工	175.05	96.9%	-9.41	4.24	86.0%	-0.23	37.56	41.6%	-1.00
	股市收益率(A股非金融)	本周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较(A股非金融vs10Y国债)	本周数值	历史分位数	周度环比变化		
	10Y国债收益率	PE倒数	2.50%	8.3%	-0.02%	ERP	0.66%	45.6%	0.01%	
	1.84%	股息率	1.61%	58.5%	0.00%	股债收益差	-0.23%	90.2%	0.03%	
		全动态PE倒数	5.18%	32.6%	-0.04%	全动态ERP	3.34%	33.3%	0.00%	

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：截止本周五收盘 估值单位：倍

6.2 经济数据

表 3：经济数据

数据类别	主要变化
国内宏观	<p>25 年 12 月出口超预期，社融保持平稳：</p> <p>25 年 12 月中国政府债券融资规模存量同比 17.10%，低于 11 月的 18.80%；</p> <p>25 年 12 月中国 M0 同比 10.20%，低于 11 月的 10.60%；</p> <p>25 年 12 月中国 M1 同比 3.80%，低于 11 月的 4.90%；</p> <p>25 年 12 月中国 M2 同比 8.50%，高于 11 月的 8.00%；</p> <p>25 年 12 月中国社融规模 2.21 万亿元，同比下降 22.73%，相比 11 月的 6.54%转负；</p> <p>25 年 12 月中国社融规模存量同比 8.30%，低于 11 月的 8.50%；</p> <p>25 年 12 月中国新增人民币贷款 0.91 万亿元，同比下降 8.08%，相比 11 月的-32.76%少减；</p> <p>25 年 12 月中国出口金额累计同比 5.50%，高于 11 月的 5.40%；</p> <p>25 年 12 月中国进口金额累计同比 0.00%，高于 11 月的-0.60%。</p>
海外宏观	<p>25 年 12 月美国失业率(季调)、12 月德国 CPI 同比下降；12 月美国非制造业 PMI 上升：</p> <p>25 年 10 月美国新建住房销售折年数(季调)73.70 万套，同比增长 18.68%，高于 9 月的 2.93%；</p> <p>上周美国初请失业金人数 19.80 万人，低于前一周的 20.70 万人；</p> <p>上周 EIA 商业原油库存环比增减 3.39 百万桶，高于前一周的-3.83 百万桶；</p> <p>25 年 12 月美国 CPI 同比 2.70%，较 11 月维持不变；</p> <p>25 年 12 月美国核心 CPI 同比 2.60%，较 11 月维持不变；</p> <p>25 年 11 月美国 PPI(季调)同比 2.90%，高于 10 月的 2.80%；</p> <p>25 年 11 月美国核心 PPI(季调)同比 3.30%，较 10 月维持不变；</p> <p>25 年 11 月美国零售和食品服务销售额(季调)同比 3.33%，高于 10 月的 3.26%。</p>
上游资源品	<p>本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4590.00 美元/盎司，高于上周的 4473.00 美元/盎司；</p> <p>本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)100.77 元/千克，低于上周的 101.41 元/千克；</p> <p>本周铝期货收盘价(活跃合约)23.93 元/千克，低于上周的 24.33 元/千克；</p> <p>本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-46.60 美元/千吨，低于上周的-45.10 美元/千吨；</p> <p>本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-4.84 美分/磅，低于上周的-4.60 美分/磅；</p> <p>本周 LME 铜库存 14.36 万吨，高于上周的 13.90 万吨；</p> <p>本周 LME 铝库存 48.80 万吨，低于上周的 49.78 万吨；</p> <p>本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 67.78 美元/桶，高于上周的 66.01 美元/桶；</p> <p>本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 59.44 美元/桶，高于上周的 59.12 美元/桶。</p>
中游材料	<p>本周尿素(小颗粒)出厂价 1740.00 元/吨，较上周维持不变；</p> <p>上周华东地区 PTA 市场均价 5063.00 元/吨，低于前一周的 5092.25 元/吨；</p> <p>本周高炉开工率 78.82%，低于上周的 79.33%；</p> <p>本周主要钢厂开工率 38.67%，低于上周的 39.03%；</p> <p>1 月上旬社会钢材库存 7.11 百万吨，低于 12 月下旬的 7.21 百万吨；</p> <p>1 月上旬重点企业钢材库存 15.04 百万吨，低于 12 月下旬的 14.14 百万吨；</p> <p>上周螺纹钢现货价 3375.00 元/吨，高于前一周的 3360.00 元/吨；</p> <p>本周华东地区水泥平均价 426.00 元/吨，较上周维持不变；</p> <p>本周南华玻璃指数 1015.58 点，低于上周的 1053.33 点。</p>

必需消费	26 年 1 月上旬豆粕市场价 3140.40 元/吨，高于 25 年 12 月下旬的 3096.40 元/吨； 26 年 1 月上旬生猪市场价 12.50 元/千克，高于 25 年 12 月下旬的 11.70 元/千克； 上周生猪饲料平均价 2.64 元/千克，较前一周维持不变。
可选消费	25 年 12 月汽车销量 327.22 万辆，同比下降 6.20%，相比 11 月的 3.40%转负； 25 年 12 月乘用车销量 284.73 万辆，同比下降 8.74%，相比 11 月的 1.19%转负； 25 年 12 月商用车销量 42.49 万辆，同比增长 15.30%，低于 11 月的 24.42%； 上周十大城市:商品房成交面积 58.27 万平方米，低于前一周的 106.56 万平方米； 上周 30 大中城市:商品房成交面积 119.21 万平方米，低于前一周的 226.42 万平方米； 上周 100 大中城市成交土地溢价率 1.39%，高于前一周的 0.43%。
服务业	25 年 12 月金融机构新增人民币存款 16.80 千亿元，同比增长 220.00%，相比 11 月的-35.02%多减； 25 年 12 月天然气进口量累计同比-2.80%，高于 11 月的-4.70%； 26 年 1 月上旬液化天然气市场价 3579.40 元/吨，低于 25 年 12 月下旬的 3614.80 元/吨。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

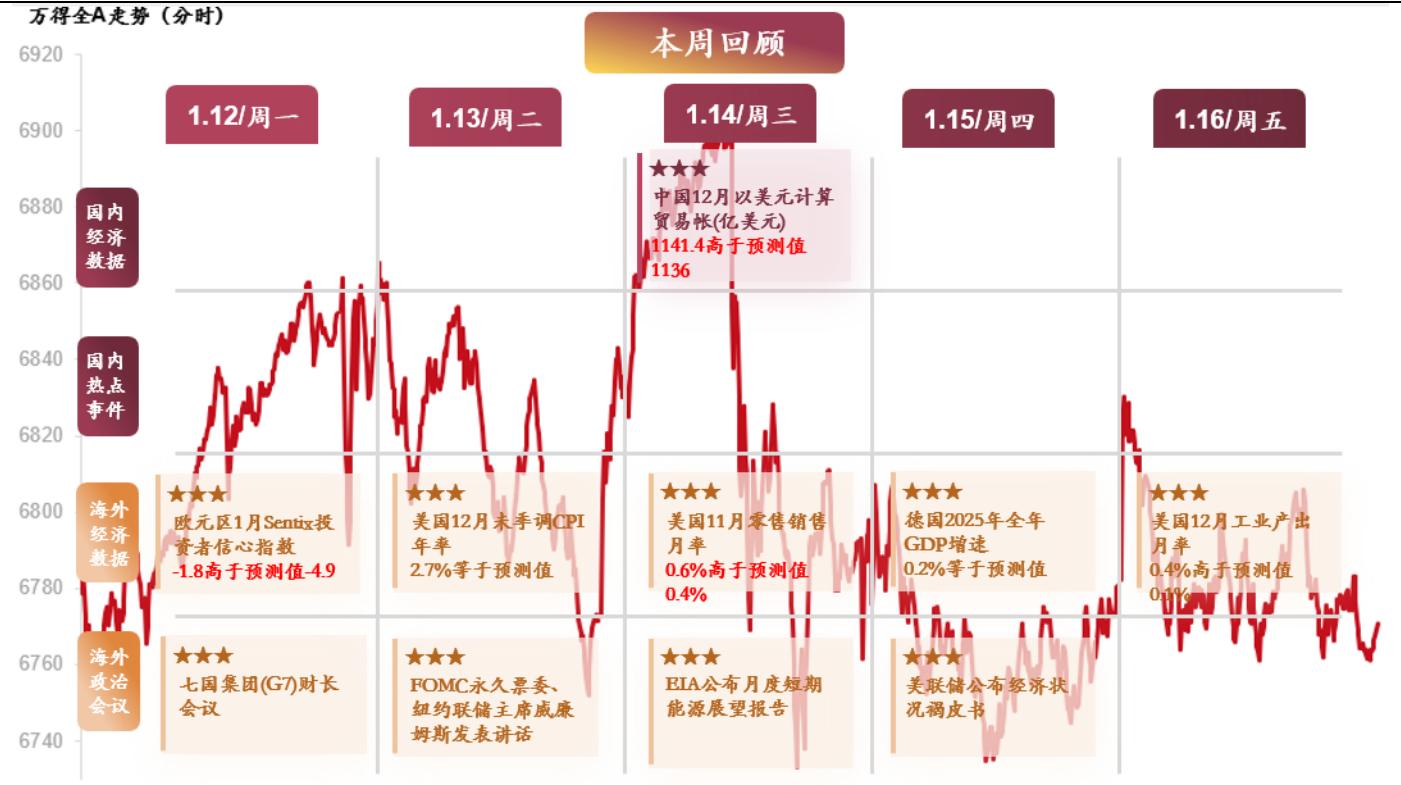
加量、降价、扩围并举 央行 8 项货币政策护航经济发展：1 月 15 日，央行副行长邹澜在新闻发布会上宣布 8 项增量货币政策举措，下调各类结构性货币政策工具利率 25 个基点（1 月 19 日起执行），同时明确年内降准降息仍有空间。此次 8 项举措聚焦结构性工具优化，除降息外，还包括加量扩围：合并支农支小再贷款与再贴现额度，新增支农支小再贷款额度 5000 亿元，单设 1 万亿元民营企业再贷款；将科技创新和技术改造再贷款额度增至 1.2 万亿元，合并管理两类债券工具并提供 2000 亿元再贷款额度，同时扩大多项工具支持范围，拟将健康产业纳入服务消费与养老再贷款支持领域

（资料来源：新华财经）

6.4 未来重点关注

- 1 月 19 日公布中国 2025 年全年 GDP 增速；
- 1 月 20 日公布中国至 1 月 20 日一年期贷款市场报价利率；
- 1 月 21 日公布英国 12 月 CPI 月率；
- 1 月 22 日公布美国 11 月核心 PCE 物价指数年率；
- 1 月 23 日公布美国 1 月密歇根大学消费者信心指数终值。

图 13：市场复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：市场展望



资料来源：Wind，西部证券研发中心

七、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。