

2024 年 A 股深度复盘

峰回路转

回首 2024 年，A 股表现峰回路转，政策关注焦点从“有无”转向“强弱”，先决大势，再决行业仍是 2025 年首要任务。

- **2024 年 A 股市场表现良好，全球排名靠前，节奏上峰回路转。**全 A 指数年度涨幅 10.0%，显示出良好的运行状态和赚钱效应。但从全年节奏与过程来看，转折速度与幅度的变化则十分明显，主要呈现跌速快、跌幅大、涨速快、涨幅大的特点。
- **2024 年大势分段回顾。**可分为四个阶段，分别是阶段 1：流动性问题的暴露与修复（24 年 1 月 1 日—3 月 8 日）。阶段 2：“国九条”与“517 新政”促成震荡等待（24 年 3 月 11 日—5 月 20 日）。阶段 3：方向选择：漫长的下跌（24 年 5 月 21 日—9 月 13 日）。阶段 4：政策发力：峰回路转（24 年 9 月 18 日—12 月 31 日）。整体而言，相较于 2023 年 A 股整体呈现的“三下台阶”特征，2024 年 A 股整体呈现的特征为“双底反转”。
- **2025 年启示。基于复盘视角，对于 2025 年我们有如下思考：**1、不同于 2019-2021 年，行业比较是 A 股超额收益的主导项，2023-2024 年，A 股大势方向的判断对于超额收益的影响比表面所见更大，即先决大势，方能选择对应的风格及行业（下则红利，上则成长）。2、投资者需要珍惜每一次的 A 股横盘震荡机会，回顾 2023 与 2024 年，A 股每年都至少出现了两次横盘震荡后的“决断”时刻，第一次是传统的“春季决断”，第二次是政策预期交易结束或基本面数据更为清晰后的“二次决断”。3、2025 年相较于 2023-2024 年的不同点在于预判假设基准的变化，2023-2024 年投资者对于逆周期政策的判断前置条件是有或无，而 2025 年则变成了强或弱？前者形成的是单一占优风格，在全部时间范围内的趋势性、持续性、自我强化性。而 2025 年前置假设条件的变化，将会使得 2023-2024 年的单一风格趋势性再出现的概率大幅降低，或更多将依据强与弱的边际变化，进行更快速的大势、风格、行业轮动。4、在过去一轮的盈利下行周期内，投资者逐步意识到“收缩型”的经济政策具备“负螺旋性”，因此过去几年对逆周期政策给予正反馈的阈值一直在不断提高，这对应的是投资者的前置预期持续下修至“无”的过程。而 2024 年 9 月 A 股指数的快速及大幅度的上涨修复，这对应的是对“有”的反馈。5、进入四季度后，指数转为震荡，我们认为这是对“强弱”的计价不明，正确的做法或是进行情景假设，背后是部分投资者或忽视了一个关键变量，即对于政策组合拳的认知仍是线性的，未形成对“扩张型”经济政策同样具备“正螺旋性”的共识，这种忽视一方面使得 2024Q4 指数进入宽幅震荡状态，另一方面对 2025 年展望而言，仍会使得在未来政策或经济数据的真空期，“熊市思维”的情况或仍将频繁出现。6、2009 年迄今，中国经济结构转型的趋势保持不变，但过程并非一帆风顺，曾多次出现转型期的波折阶段。经济结构转型的波折期一方面对应着资本市场的整体低谷，另一方面也映射出波折期的特殊结构性行情。站在 1998/2009/2015/2020 年，即期近端看都存在一定不同类型的困难，解决方案是将视角拉长，长周期视角下，中国经济结构转型与升级从未停滞，政策引导和企业家精神是新时代实体经济转型的重要部分。7、结构上，一方面，较大的波折期对应着中周期的切换，如 2008 年金融危机后，切换至第二个中周期，2020 年新冠疫情和中美竞争（地产调整）后，切换至第三个中周期。另一方面，以通缩指标衡量的波折阶段，中周期主导产业也会短暂让渡于短周期穿插行业，如 2010 年智能手机元年，电子行业的短周期穿插，2013、2015 年 TMT 行业的短周期穿插，2016-2017 年供给侧改革下周期资源行业的短周期穿插。在本轮经济承压波折期中，红利成为短周期穿插行业，随着通缩预期的逐步消弭，中周期主导产业也同步开启回归进程。
- **风险提示：**1) 逆周期政策力度或发力效果不及预期：经济的有效复苏仍待逆周期政策的进一步发力，逆周期政策力度或发力效果不及预期可能对复苏进程形成拖累。2) 科技产业新周期推进速度不达预期。3) 部分数据处理统计方式可能存在误差，部分统计归纳数据基于历史数据，不能代表未来表现。4) 依据历史数据归纳的结论参考意义有限或失效。

相关研究报告

《2023 年 A 股深度复盘》20240122

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚
(8621) 20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

2024 年终总结	5
2024 年大势分段回顾	7
阶段 1—流通性问题的暴露与修复（24 年 1 月 1 日—3 月 8 日）	7
阶段 2—“国九条”与“517 新政”促成震荡等待（24 年 3 月 11 日—5 月 20 日）	11
阶段 3—方向选择：漫长的下跌（24 年 5 月 21 日—9 月 13 日）	12
阶段 4—政策发力：峰回路转（24 年 9 月 18 日—12 月 31 日）	16
2024 年大势总揽：双底反转	20
2024 年结构回溯	21
3.1 主线回顾：风格制胜	21
3.2 行业回顾：杠铃策略成为主要特征	24
3.3 产业回顾：AIGC	26
3.4 主题回顾	27
2025 年启示	29
风险提示	32

图表目录

图表 1. 2024 年 A 股表现良好	5
图表 2. 2024 年全球主要股指表现	5
图表 3. 2024 年 A 股主要宽基指数月线节奏	6
图表 4. 阶段 1—流通性问题的曝露与修复（24 年 1 月 1 日—3 月 8 日）	8
图表 5. 2024 年一阶段 A 股一级行业指数的超跌与修复	9
图表 6. 机构加大介入力度前的 ETF 日度成交额与指数日度涨跌幅大小正相关 ..	10
图表 7. 机构加大介入力度后的 ETF 日度成交额呈现更多逆周期买入特征	10
图表 8. 主力机构(ETF 渠道)超额买入力度	10
图表 9. 阶段 2—“国九条”与“517 新政”促成震荡等待（24 年 3 月 11 日—5 月 20 日）	11
图表 10. 2024 年二阶段 A 股大类行业轮动节奏	12
图表 11. 阶段 3—漫长的下跌（24 年 5 月 21 日—9 月 13 日）	13
图表 12. 2024 年三阶段 A 股大类行业轮动节奏：红利制胜	14
图表 13. 2024 年 8-9 月，A 股成交额探底	14
图表 14. 2024 年 6 月后，陆股通趋势性流出	14
图表 15. 政策转向的时点为何在 9 月？8、9 月是主要经济数据的低点	15
图表 16. 美、日利率快速下行期结束后，权益资产走势差别	15
图表 17. 价格触底后，美国价格指标较日本修复更快	16
图表 18. 阶段 4—峰回路转（24 年 9 月 18 日—12 月 31 日）	17
图表 19. 小盘成长风格下的行业轮动节奏	17
图表 20. 2024 年 9-10 月，A 股迅速修复至预期高位区间	18
图表 21. 2024 年，A 股 ERP 由低点修复至均值	19
图表 22. 2024 年 10 月后，A 股转向区间震荡	19
图表 23. 2024 年 A 股全年回顾：双底反转	20
图表 24. 2024 年风格、宽基配置胜负手—中证红利切科创 50	21
图表 25. 一级行业景气离散度	22
图表 26. A 股被动投资规模在 2024 年首次超过主动	22
图表 27. 成长、价值风格轮动趋势	23
图表 28. 2021-2024 年小大盘走势回顾	23
图表 29. 2024 年 A 股大小盘风格走势回顾	24
图表 30. 微盘股年内的四次调整	24
图表 31. 2024 年次年 g 行业回顾	25
图表 32. 杠铃策略主导 2024 年行业表现	25
图表 33. 2024 年 A 股 AI 行业走势回顾	26
图表 34. 2024 年 ChatGPT 指数走势更多受风险偏好所支配	27
图表 35. 2024 年全年主题投资回顾	27

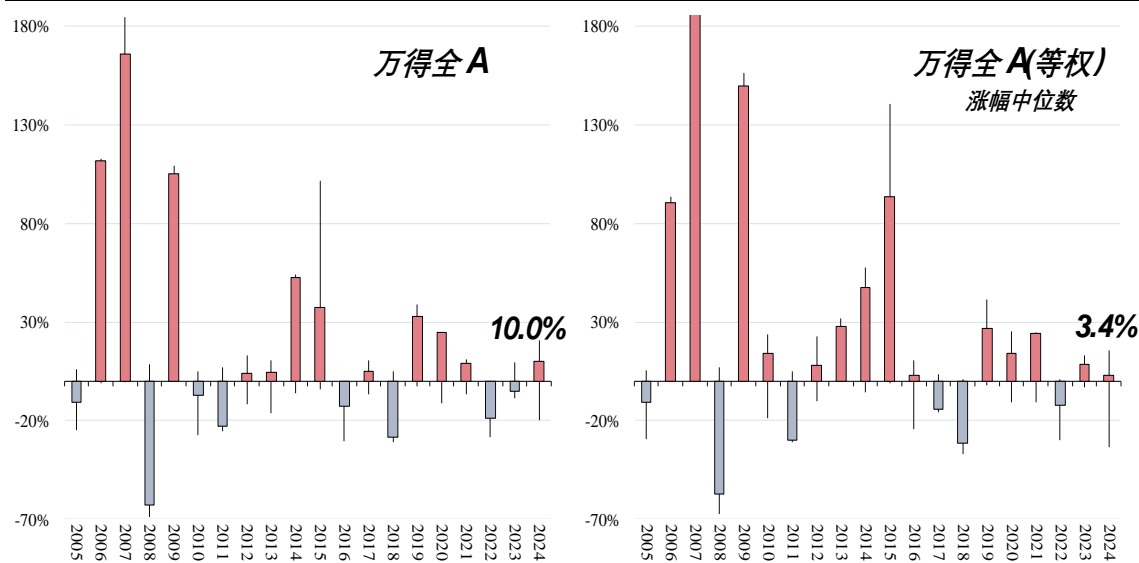
图表 36. 2024 年全年主题投资活跃度同样呈现 V 型节奏.....	28
图表 37. 2024 年 Q4 震荡，等待“决断”.....	29
图表 38. 2009 年后中国经济走向成熟，逐步摆脱投资拉动.....	30
图表 39. 波折期容易引发非主导产业短周期穿插.....	31
图表 40. 主导产业决定中周期复合回报.....	31

2024 年终总结

2024 年 A 股全年表现良好，全球表现居前。在 2005 至 2024 年的二十年区间内，2024 年全 A 指数涨幅 10.0%，在全部二十年年度涨幅中排名第 8，等权指数年度涨幅 3.4%，排名第 13，后视角回溯来看，2024 年全 A 整体运行状态及赚钱效应良好。

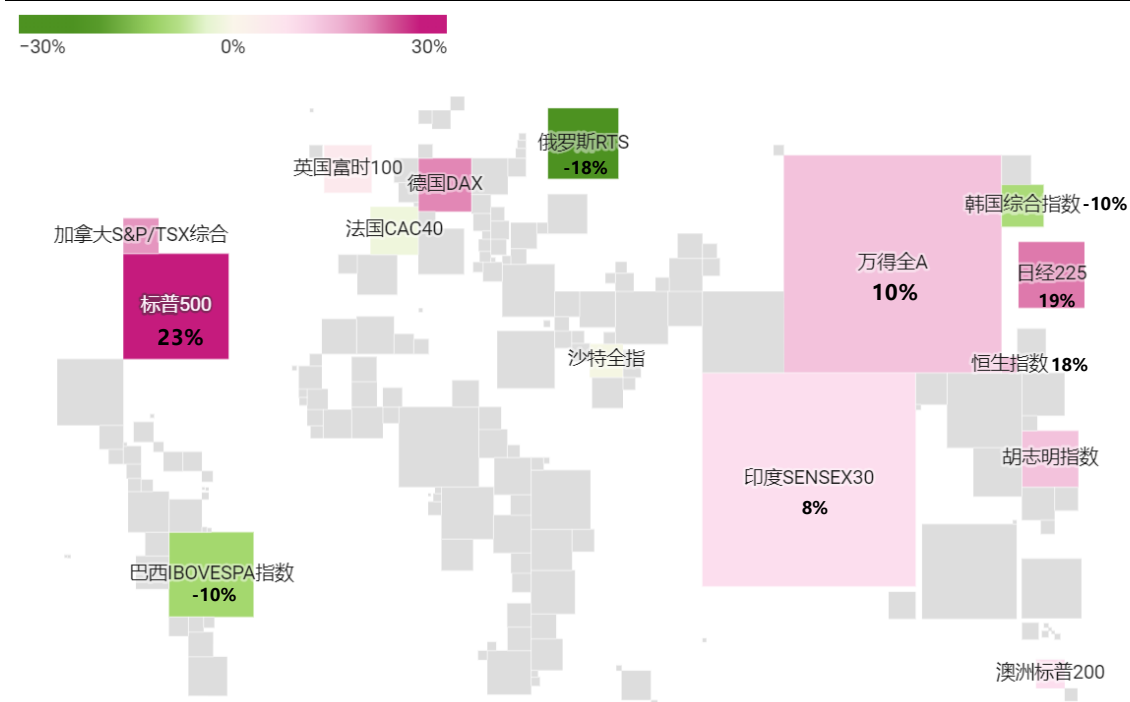
环顾全球主要股指，2024 年 A 股科创 50 指数表现突出，全年上涨 16.1%，沪深 300 指数上涨 14.7%，上证指数上涨 12.7%。从全年来看，A 股主要指数涨幅在全球主要股指中处于中上游水平，以下半年计，更是领涨全球。

图表 1. 2024 年 A 股表现良好



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2024 年全球主要股指表现



资料来源：万得，中银证券

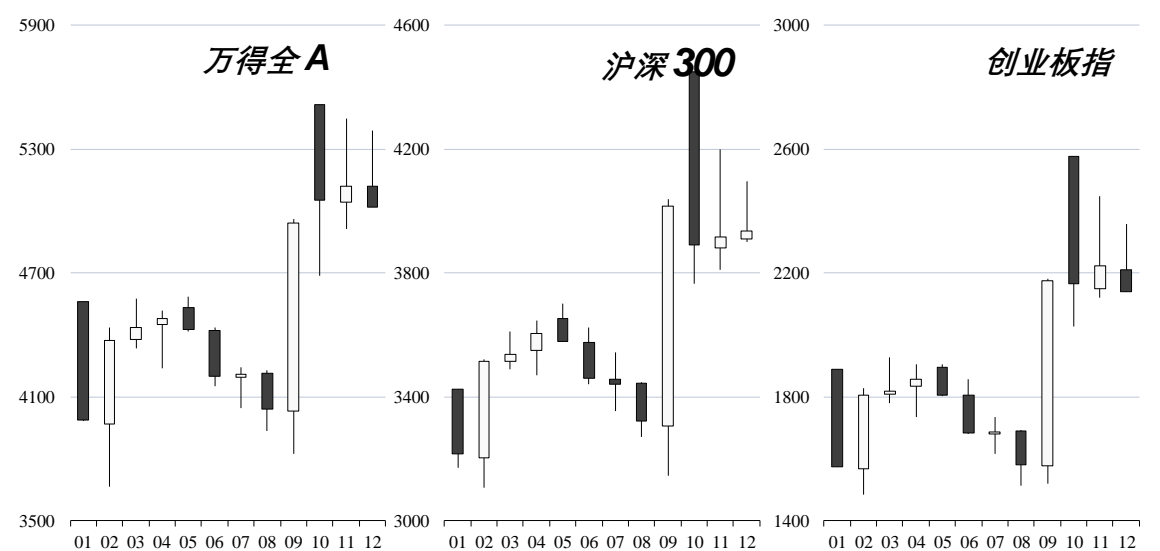
2024 年峰回路转。尽管 2024 年 A 股全年表现良好，但从全年节奏与过程来看，转折速度与幅度的变化则十分明显，主要呈现跌速快、跌幅大、涨速快、涨幅大的特点：

1) 2024 年 1 月 2 日至 2 月 5 日，25 个交易日，全 A 等权指数区间跌幅 29.7%，且发生在前期已有一定调整的背景下，相较于牛转熊背景下的（2008 年 2-11 月，2015 年 7-9 月，2016 年 1-2 月）调整类型，亏钱效应更为明显。

2) 进入 2024 年，沪深 300 在已经连续三年调整的背景下，大势上再度经历了接近 9 个月的调整时长，行至 2024 年 9 月，市场情绪已经十分低迷。

3) 2024 年 9 月 24 日至 10 月 8 日，6 个交易日，全 A 指数区间涨幅 35.0%，涨幅及涨速创 A 股历史记录。创业板指/科创 50/北证 50 指数 9 月 30 日及 10 月 8 日的单日涨幅也纷纷创下历史记录，10 月 8 日，全 A 成交额 3.48 万亿，同样是历史最高水平。

图表 3. 2024 年 A 股主要宽基指数月线节奏



资料来源：万得，中银证券

2024 年大势分段回顾

阶段 1—流通性问题的暴露与修复（24 年 1 月 1 日—3 月 8 日）

2023 年年末最后三个交易日，机构或进行了仓位回补交易，全 A 指数三连阳，然跨年进入 2024 年后，回补交易便转为补跌交易，A 股开年即开启下跌。2024 年 1 月 8 日，由于“雪球”产品主要挂钩的中证 500/中证 1000 指数收盘价再次新低，市场对于“雪球”产品集中“敲入”的担忧情绪有所发酵，对于降准降息的预期成为 1 月中旬市场的主要关注焦点。1 月 17 日国家统计局公布 2023 年 GDP 不变价同比增长 5.2%，好于 2023 年年初政府工作报告设定的目标，指数随即再度陷入调整。2024 年 1 月 29 日至 2 月 5 日，A 股连续六个交易日下跌，2 月 5 日全 A 指数盘中最低价录得 3666.03，区间跌幅 11.74%，呈现出一定“踩踏交易”特征，“雪球”、“两融”、“质押”、“DMA”，这些“流动性冲击”背景下的关键词成为这一时间段内市场主要讨论的方向。

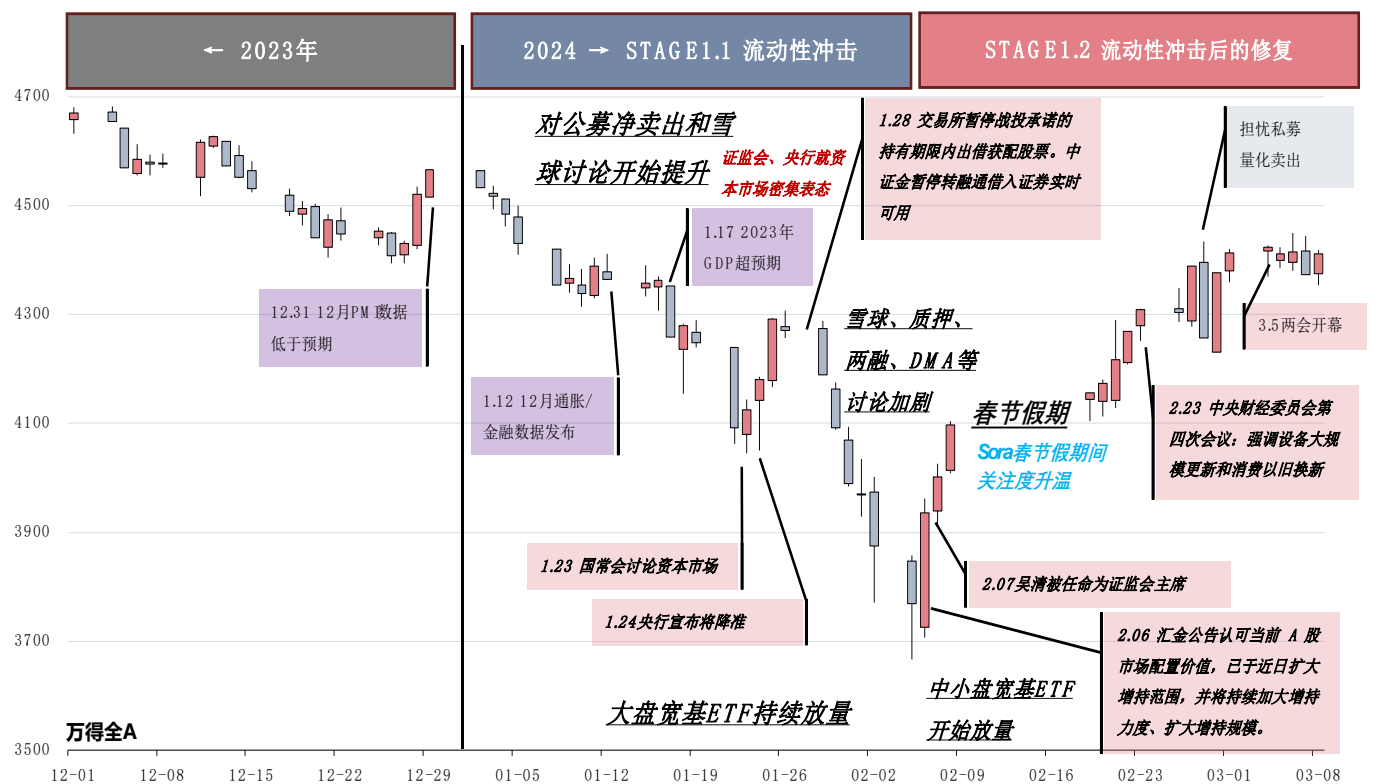
整体而言，一月份市场跌幅较深，从归因来看，在经历 2023 年的明显下跌后，岁末年初市场在经济数据真空期对于春躁行情有一定期许，但实际演绎中，市场结构年初即迅速转向高股息等方向，直接开启防御模式。在趋利型的结构转换中，红利策略脱离防御及股息本源，被进一步强化为趋势性强势风格，并引发各类资金集中调仓，大规模迅速换仓本身即会加剧市场结构的脆弱性。此后这一现象进一步导致“雪球”产品逐渐“敲入”，不同于两融等衍生品持仓市值跟随指数涨跌的线性特征，“雪球”产品“敲入”具有区间特性，即跌破关键点位会引发集中“敲入”的资金面异常行为，这进一步加剧了市场结构性平衡的破坏。

从 1 月跌幅及跌速来看，近端基本面变化问题很难导致市场短期迅速下跌市场，因此各主体对于近期资金面和资金结构的关注度显著提升有其合理性。从资金面分析而言，不同于此前“雪球”产品结构性缺陷，其他方面如两融、股权质押等卖出行为皆是市场调整的结果而非主要原因。从资金体量来看，被动卖出和购买意愿寡淡是该阶段资金面硬币的两面。就更深层次逻辑而言，在于这一阶段投资者对估值底、估值锚的定价体系已经完全混乱，基于基本面的定价体系已被明显破坏，表现为信心层面的明显匮乏。

进入 2 月 6 日，随着部分主动型资金将流动性注入的方向从不缺流动性的大盘宽基 ETF 转入 1 月缺乏流动性的小盘宽基 ETF，市场资金面结构得到显著改善和修复，超跌反弹成为 2 月权益市场主基调，同时 2 月 6 日，中央汇金公司发布公告表示“中央汇金公司充分认可当前 A 股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行”。2 月 7 日，吴清被任命为证监会主席，市场录得三连阳。

春节长假期间，海外 AI 催化频出，如 OpenAI 发布视频模型 Sora，谷歌公司发布 Gemini1.5 大模型等，节后，A 股科技映射成为行业方向上的主要焦点，市场风险偏好持续上行直至两会召开。

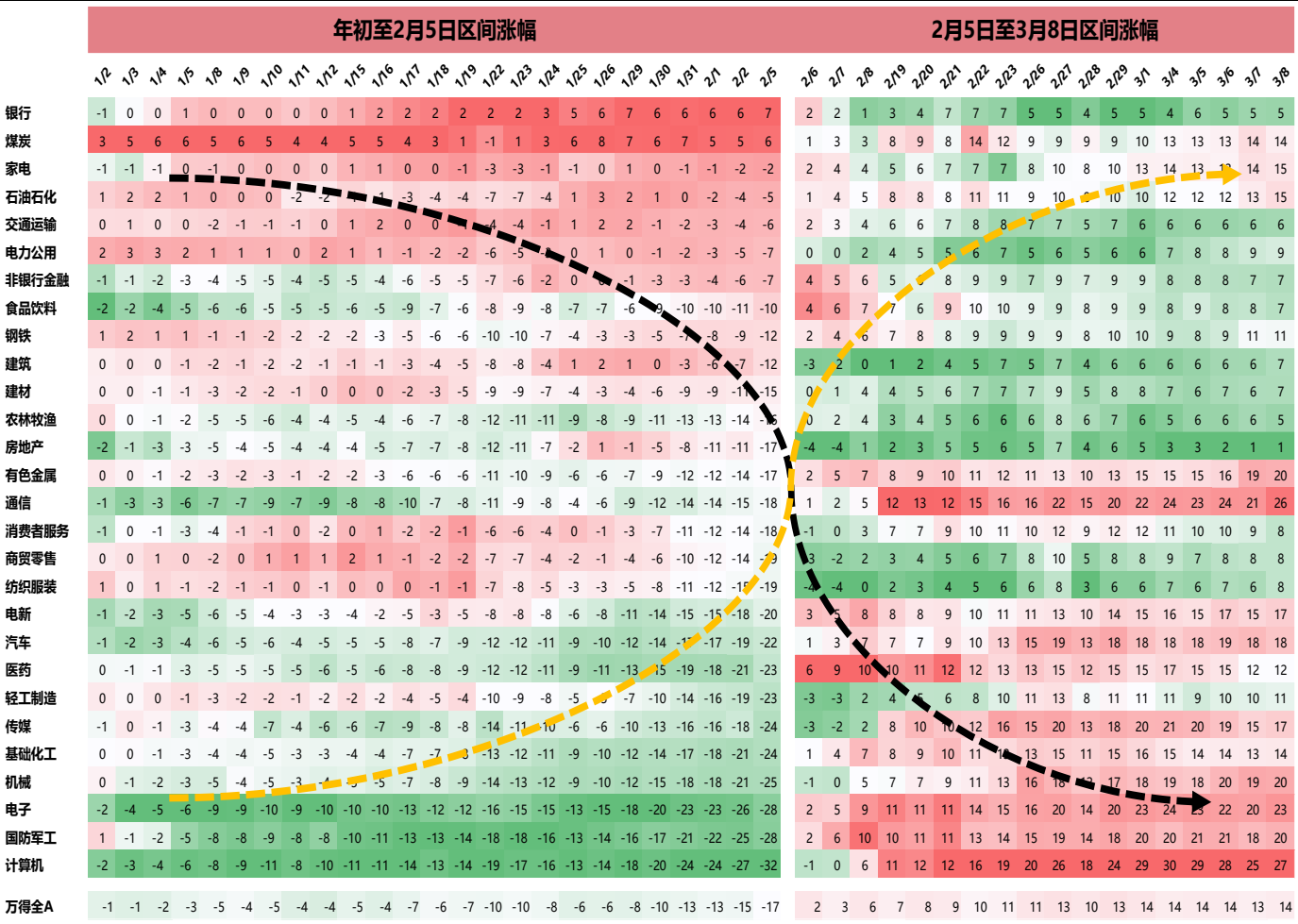
图表 4. 阶段 1—流动性问题的曝露与修复 (24 年 1 月 1 日—3 月 8 日)



资料来源：万得，中银证券

年初至 2 月 5 号的行业表现，呈现出较为明显的 RiskOff 特征，红利相关行业成为防御首选。2 月 6 日至 3 月 8 日的行业表现则呈现非常典型的“镜像”超跌反弹特征，2 月 5 日前的超跌行业在之后都得到不同程度翻转，涨跌幅上呈现典型的“跌的多、涨的多”，从 2024 年年初至 2 月 5 日的跌幅及 2 月 6 日至 3 月 8 日的各行业涨幅来看，第一阶段的超跌行业在第二阶段都得到了不同程度修复。修复节奏上也出现了先涨、后涨，交替修复的现象。

图表 5. 2024 年一阶段 A 股一级行业指数的超跌与修复

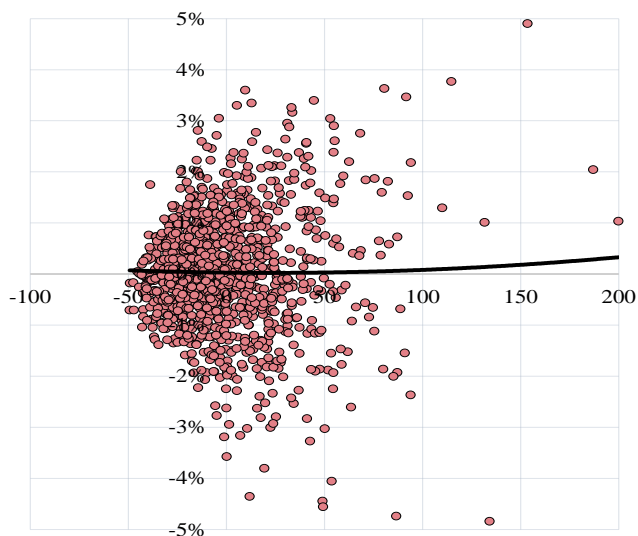


资料来源：万得，中银证券。注：图中数据单位为%

专题1：主力机构（ETF 渠道）是如何逆周期买入的？

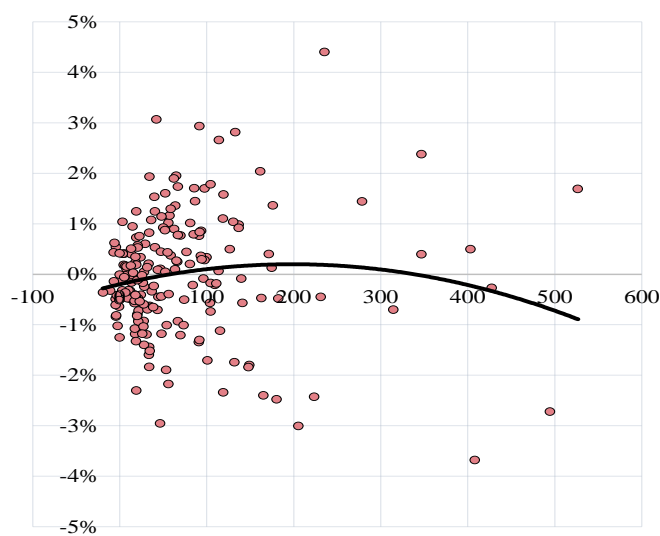
自 2023 年 10 月 23 日中央汇金公司官宣买入 ETF 并扩大 ETF 增持范围后，A 股主要宽基指数基金份额的持续增长构成了延缓市场下跌趋势的重要力量。1) 从主要宽基指数成交额变化视角来看，在 2023 年 10 月 23 日前，相关宽基 ETF 的成交额大小与市场单日涨跌幅的大小呈现明显的正相关关系，即在指数波动较大的交易日，成交额更易放大，趋势线来看，更偏跟随。2) 2023 年 10 月 23 日以后，主要宽基 ETF 的成交额较之前区间的中枢明显抬升，且趋势线来看，在跌幅较大的交易日，成交额放大则更加明显，呈现出较为清晰的“逆周期调节”特征。

图表 6. 机构加大介入力度前的 ETF 日度成交额与指数日度涨跌幅大小正相关



资料来源：万得，中银证券。注：数据范围 20190101-20231022，纵轴为万得全 A 指数单日涨跌幅，横轴为主要宽基指数 ETF 日度超额成交总额，单位为亿元。宽基指数 ETF 选取华夏上证 50、易方达沪深 300、嘉实沪深 300、华泰柏瑞沪深 300、易方达创业板、南方中证 500、华夏中证 500、嘉实中证 500、南方中证 1000。超额基准为上述宽基指数 ETF 20190101-20231022 区间日度成交额均值。

图表 7. 机构加大介入力度后的 ETF 日度成交额呈现更多逆周期买入特征



资料来源：万得，中银证券。注：数据范围 20231023-20240816，纵轴为万得全 A 指数单日涨跌幅，横轴为主要宽基指数 ETF 日度超额成交总额，单位为亿元。宽基指数 ETF 选取华夏上证 50、易方达沪深 300、嘉实沪深 300、华泰柏瑞沪深 300、易方达创业板、南方中证 500、华夏中证 500、嘉实中证 500、南方中证 1000。超额基准为上述宽基指数 ETF 20190101-20231022 区间日度成交额均值。

为了衡量机构在 2023 年 10 月 23 日以后的超额买入力度，我们将 2022 年 8 月 4 日至 2023 年 10 月 22 日区间，相关主要 ETF 成交额占全 A 成交额比重的日度平均值作为基准，可以得到衡量较市场 2023 年 10 月 23 日前基准水平的主力机构（ETF 渠道）超额买入力度指标，而从此指标传递的信号来看，主力机构**超买力度是否增加**，可能**更多取决于指数偏离趋势线的程度**，即在下图紫线区域以下位置，超买力度倾向有明显增加。

图表 8. 主力机构(ETF 渠道)超额买入力度



资料来源：万得，中银证券。注：宽基指数 ETF 选取华夏上证 50、易方达沪深 300、嘉实沪深 300、华泰柏瑞沪深 300、易方达创业板、南方中证 500、华夏中证 500、嘉实中证 500、南方中证 1000 等。

阶段2——“国九条”与“517新政”促成震荡等待（24年3月11日—5月20日）

两会召开期间，市场保持横盘整理，3月11号，电新行业大涨带动指数再次上行，打破了短期僵局。3月上中旬市场仍延续超跌反弹及“春季躁动”上涨主基调，在月初偏强的进出口数据及通胀数据带动下，市场上涨趋势并未受到影响。

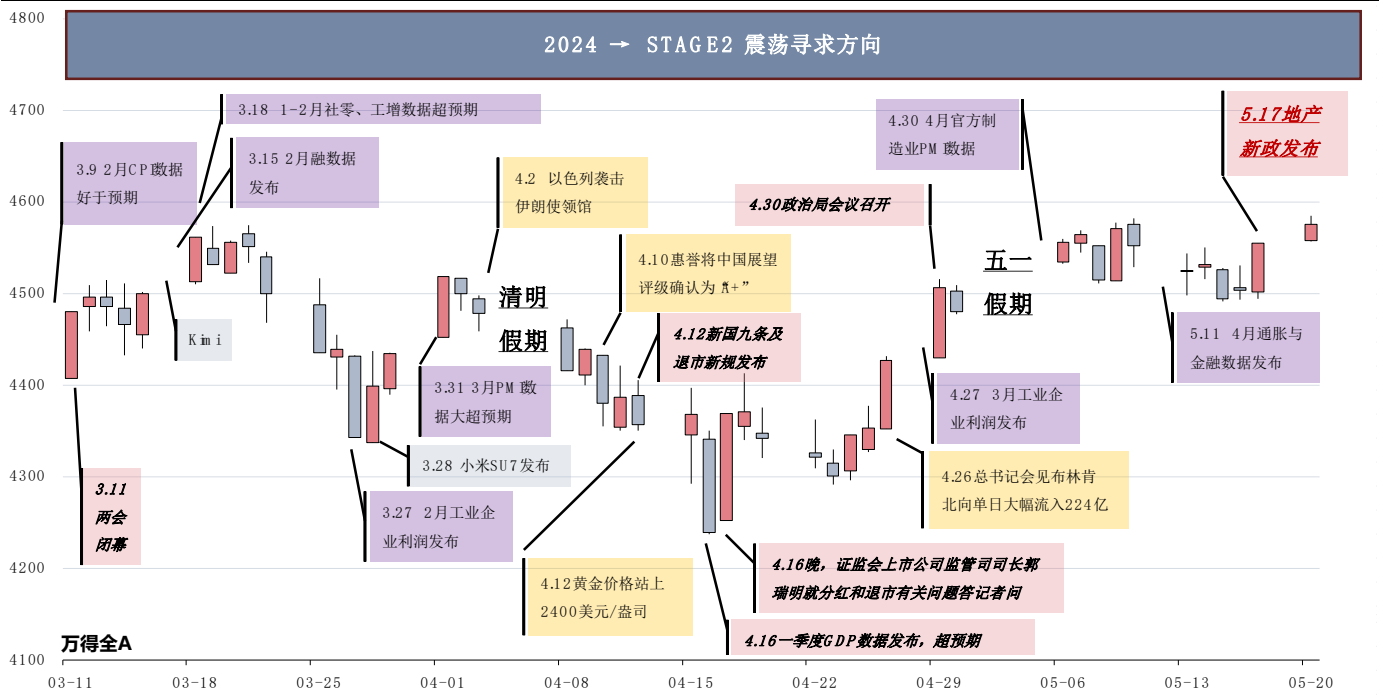
3月18日，1-2月经济数据发布，或引发逆周期政策减弱的不必要联想，并或为市场上涨趋势被打断的原因之一。3月22日，瑞士超预期降息引发美元快速走强，进而引发盘中人民币汇率的大幅波动，市场再度开启调整。3月25日至3月27日，市场调整有所加深，2月初以来的超跌反弹及春躁累计涨幅及演绎时间都较为充分，市场有等待更清晰宏观经济线索与股市主线的需求。

3月31日发布的3月制造业PMI数据录得50.8%，五个月后重回荣枯线上方，市场短暂修复。清明长假期间，海外局势，特别是伊以冲突有所升温，4月10日，惠誉公司维持中国“A+”主权信用评级但调整中国评级展望，引发了市场不必要的调整。4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，即资本市场第三个“国九条”正式发布，同日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，资本市场对相关法规内容的理解或较为片面，产生了一些不必要的担忧情绪，市场调整进一步加剧。4月16日，一季度GDP数据发布，同比5.3%的增速仍然超过年初两会制定的目标，引发后续三个季度逆周期政策减弱的线性理解，市场跌幅随即加深。

4月16日盘后，证监会上市公司监管司司长郭瑞明就分红和退市有关问题答记者问，有效修正了市场此前对于退市新规的片面理解，市场开启修复上行，北上资金也于当日开启回流。4月26日，总书记会见美国国务卿，北向资金单日大幅流入224亿元。4月27日，3月工业企业利润数据发布，4月30日政治局会议召开，全A指数在此区间加速上行。

“五一”长假前，外资显著回流推动市场走高，长假期间，中国港股及海外中资股表现延续强势。“五一”长假复市后，A股表现依旧较好，五月初杭州、西安等城市发布优化调整房地产市场调控政策的通知，引发市场对于地产政策的交易预期，全A整体保持月内高位运行，同时4月进出口数据也支撑了市场对于外需景气度的信心，政策特别是地产政策的预期交易持续至5月17日，“517”重磅地产政策发布，随后市场便正式转入预期兑现阶段。

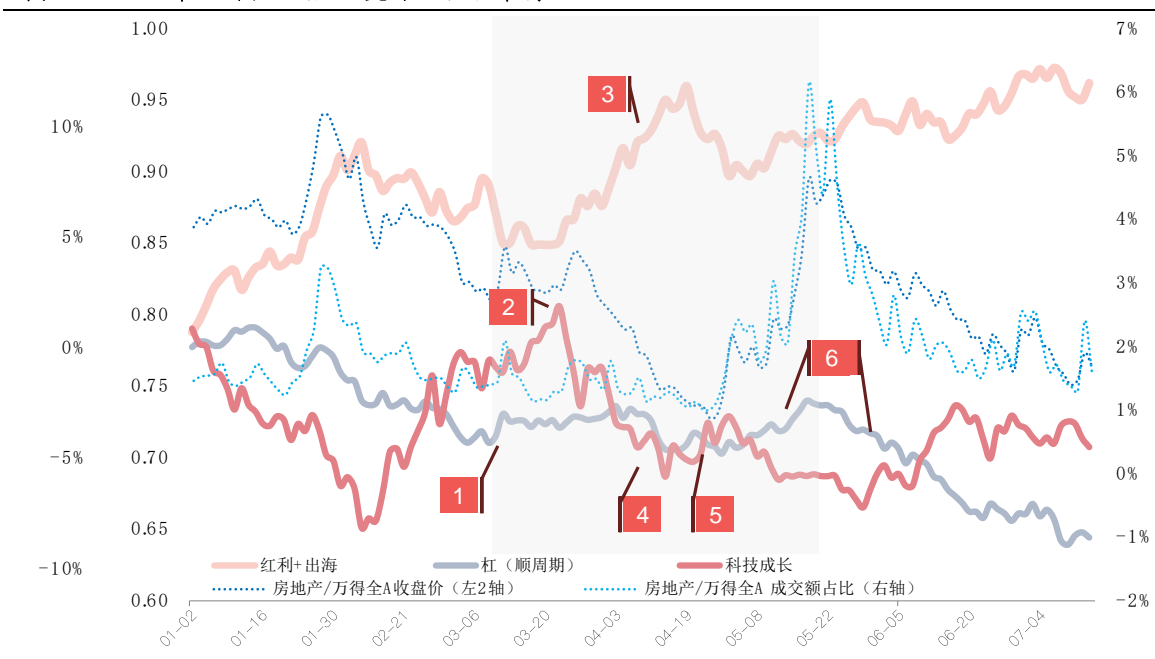
图表 9. 阶段2——“国九条”与“517新政”促成震荡等待（24年3月11日—5月20日）



资料来源：万得，中银证券

部分投资者基于 2 月进出口、通胀数据好于预期，及地产中观层面的二手房带看数据有所好转，开启经济修复预期交易，因此两会闭幕后，1) 电新、食品饮料等顺经济周期权重行业有所反弹。2) 此后，TMT 科技行业在 AIGC 下游重要应用 Kimi 催化下，再度开启高斜率上涨，3) 直至 3 月下旬，前期应用端提振下冲高的 TMT 科技行业开启止盈调整，同时叠加海外地缘事件及美联储降息节奏扰动，大宗商品价格上涨带动部分上游资源行业展开强势修复。4 月上旬发布的数据如 3 月通胀、金融及进出口等数据修复斜率并未显著提升，顺经济行业方向整体表现偏弱。4) 4 月中旬受对“国九条”及股票上市规则修改内容的片面理解影响，中小市值行业跌幅持续加深，后在监管层释疑后跌幅有所修复，受此影响 TMT 相关行业月度表现仍靠后。此外，一季度 GDP 数据公布，顺经济行业 4 月中上旬表现同样偏弱。这一阶段，受市场风险偏好降低影响，具有供给端刚性的上游周期高股息行业表现居前，伊以局势加剧也助推了相关行业占优。5) 4 月下旬，市场开启修复上行，变化点发生于证监会就分红和退市有关问题进行正面回复后。此后，外资显著回流叠加恒生科技、食品饮料等行业强势修复，或反映市场对经济乐观预期的定价有一定改善。6) “517”新政前后，地产链行业表现良好，在转入预期兑现阶段后，地产链行业开始调整，红利资产重新占优。

图表 10. 2024 年二阶段 A 股大类行业轮动节奏



资料来源：万得，中银证券

阶段 3—方向选择：漫长的下跌（24 年 5 月 21 日—9 月 13 日）

进入 5 月下旬，“517”后的政策兑现是行情开启下行的主要触发因素。5 月 27 日公布的 4 月工业企业利润数据以及国家大基金三期的成立，一度缓解了市场下行动能，但 5 月 31 日公布的 5 月制造业 PMI 数据再度跌落 50% 荣枯线下方。

6 月 13 日，美联储发布 6 月议息决议，再度维持目标利率区间不变，但点阵图显示年内降息预期大幅走弱，彼时去看，年内降息一次甚至不降成为市场主流观点。

6 月 19 日，2024 年陆家嘴论坛开幕，央行、证监会等相关领导相继发表主题演讲，提出未来国内金融市场改革方向。同日，证监会宣布推出“科创板八条”，持续深化资本市场服务高水平科技自立自强和新质生产力发展的功能。

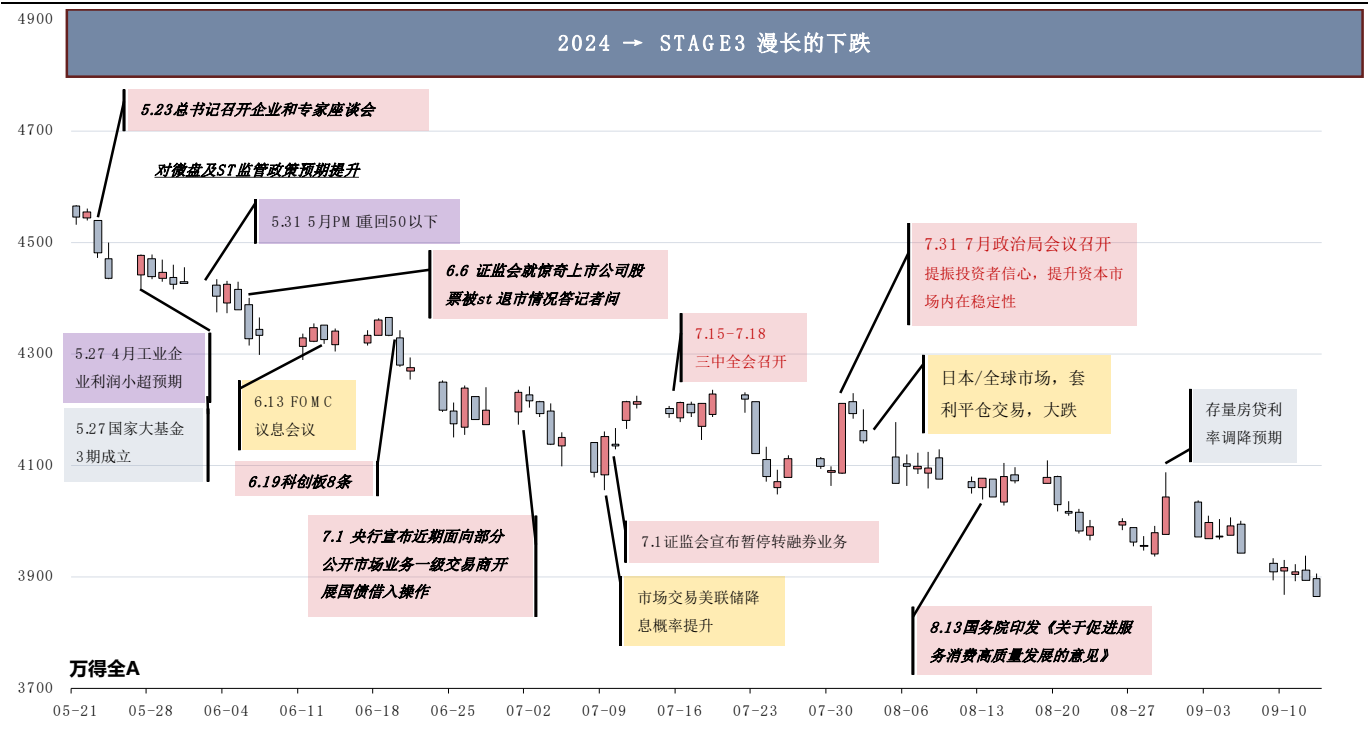
7 月 15 日至 18 日，三中全会胜利召开，市场此阶段运行整体保持“平稳”，期间，二季度 GDP 数据发布。

7 月 30 日政治局会议召开，其中特别提到下半年宏观政策“更加给力”与“适时推出一批增量政策举措”，政治局会议对于宏观政策的积极表态使得此前疲弱的市场信心得到了一定提振，但随后日本股市套利平仓交易展开，全球市场陷入高波动阶段，也在一定程度上对 A 股产生了负面影响。

8月中旬到9月中旬，权益市场进入全年最为艰苦的时间，8月12日-8月14日，8月28日，9月18日，全A日度成交额跌破5000亿元，反映市场交投情绪达到低点。

从我们的主力机构（ETF渠道）超额买入力度指标来看，6月下旬，主要宽基ETF再度进入放量阶段，与之对应的是陆股通累计净买入金额在6月中旬后开启趋势下行。

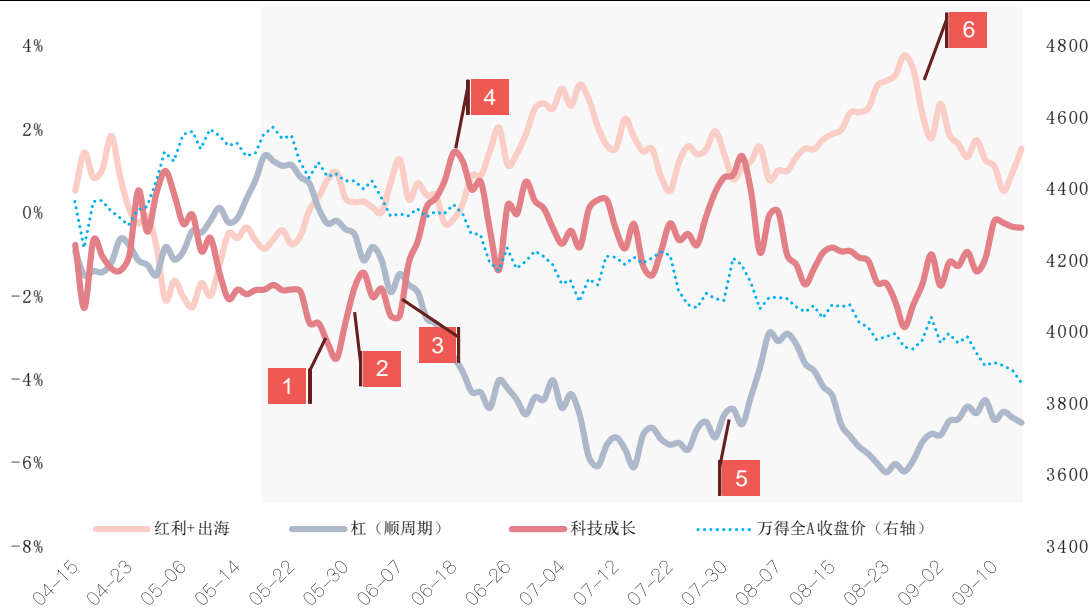
图表 11. 阶段3—漫长的下跌（24年5月21日—9月13日）



资料来源：万得，中银证券

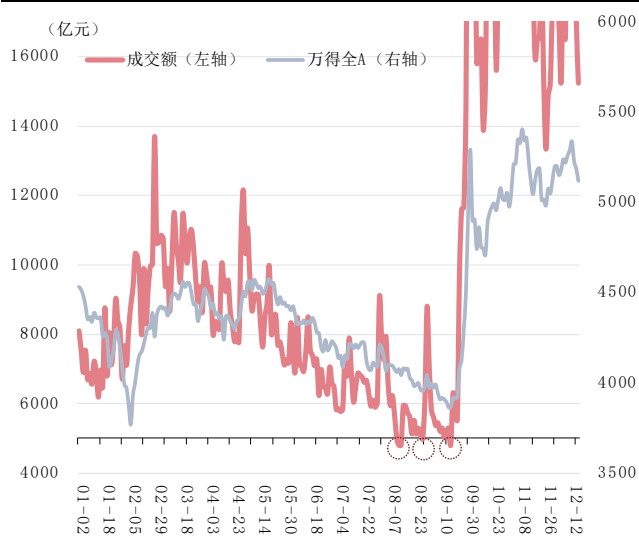
行业方面，1) 6月初，以综合、传媒行业为代表的小市值行业大幅下跌。微盘股调整的同时也驱动市场进一步强化大市值风格及防御性红利行业交易，促使电力公用、交运、煤炭等行业涨幅居前。2) 受第三期国家大基金实质落地利好推动，半导体行业稳步上行，同时消费电子行业景气底部修复，共同驱动电子行业区间内涨幅居前。而出于对贸易壁垒的担忧，电新行业则明显走弱。3) 6月6日晚，证监会官网发布答记者问，就近期上市公司股票被实施ST、退市情况答记者问，对于缓解市场情绪起到一定作用，微盘股呈现明显超跌反弹走势。整体而言，市场对政策期待的预期偏弱，红利策略仍发挥避风港作用。4) 2024年陆家嘴论坛召开后，监管层对于货币政策的发言进一步降低了市场预期，此外由于批价下行等因素进一步发酵，食品饮料为代表的消费行业再度下行。5) 7月下旬至8月上旬，在“730”政治局会议催化下，包括地产行业融资数据及部分城市地产政策边际改善，房地产、建材等行业涨幅居前。受益于国务院8月3日印发的《关于促进服务消费高质量发展的意见》，食品饮料、商贸零售、消服等内需消费行业同样录得明显正收益，细分方向中教育行业反转力度居前。6) 整体而言，在本轮单边下行过程中，红利成为主要避风港，直至8月底银行业开启补跌，并带动红利整体相对收益开始跑输。

图表 12. 2024 年三阶段 A 股大类行业轮动节奏：红利制胜



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2024 年 8-9 月，A 股成交额探底



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2024 年 6 月后，陆股通趋势性流出



资料来源：万得，中银证券

专题 2：2024 年宏观运行情况概览

值得思考的问题是政策转向的时点为何在 9 月？我们认为主要有三点原因 1) 地方政府化债工作进度偏慢，2) 权益市场下跌幅度再次到达值得政策介入的关口，3) 8-9 月经济基本面的主要数据构成了全年“V 型”节奏的低点。

从 GDP 数据来看，2024 年前三季度实际 GDP 当季同比增长 5.3%/4.7%/4.6%，累计同比增长 5.3%/5.0%/4.8%，随着四季度宏观政策的发力，全年经济社会发展主要目标有望实现，这也对应着全年经济数据前低后高的节奏。从其他经济月频数据来看，8 月、9 月是全年经济数据最为承压的阶段，包括制造业 PMI、工业企业利润、社零等。

图表 15. 政策转向的时点为何在 9 月？8、9 月是主要经济数据的低点

主要经济指标（单位：%）	折线图	24/1	24/2	24/3	24/4	24/5	24/6	24/7	24/8	24/9	24/10	24/11
CPI:当月同比		-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2
PPI:全部工业品:当月同比		-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5
M2:同比		8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1
M1:同比		5.9	1.2	1.1	-1.4	-4.2	-5.0	-6.6	-7.3	-7.4	-6.1	-3.7
社会融资规模存量:同比		9.5	9.0	8.7	8.3	8.4	8.1	8.2	8.1	8.0	7.8	7.8
出口金额:当月同比		7.7	6.3	-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4	12.7	6.7
进口金额:当月同比		15.7	-8.0	-1.9	8.4	2.1	-2.4	6.9	0.3	0.2	-2.3	-3.9
固定资产投资完成额:累计同比			4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3
工业增加值:规模以上工业企业:当月同比		26.3	-12.7	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4
规模以上工业企业:利润总额:当月同比				-3.5	4.0	0.7	3.6	4.1	-17.8	-27.1	-10.0	
社会消费品零售总额:当月同比			5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0
消费者信心指数		88.9	89.1	89.4	88.2	86.4	86.2	86.0	85.8	85.7	86.9	
制造业PMI		49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3
房地产开发投资完成额:累计同比			-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4
70大中城:房屋销售价格指数:新商住宅:当月同比		-1.2	-1.9	-2.7	-3.5	-4.3	-4.9	-5.3	-5.7	-6.1	-6.2	-6.1
70大中城:房屋销售价格指数:二手住宅:当月同比		-4.4	-5.1	-5.9	-6.8	-7.5	-7.9	-8.2	-8.6	-9.0	-8.9	-8.5

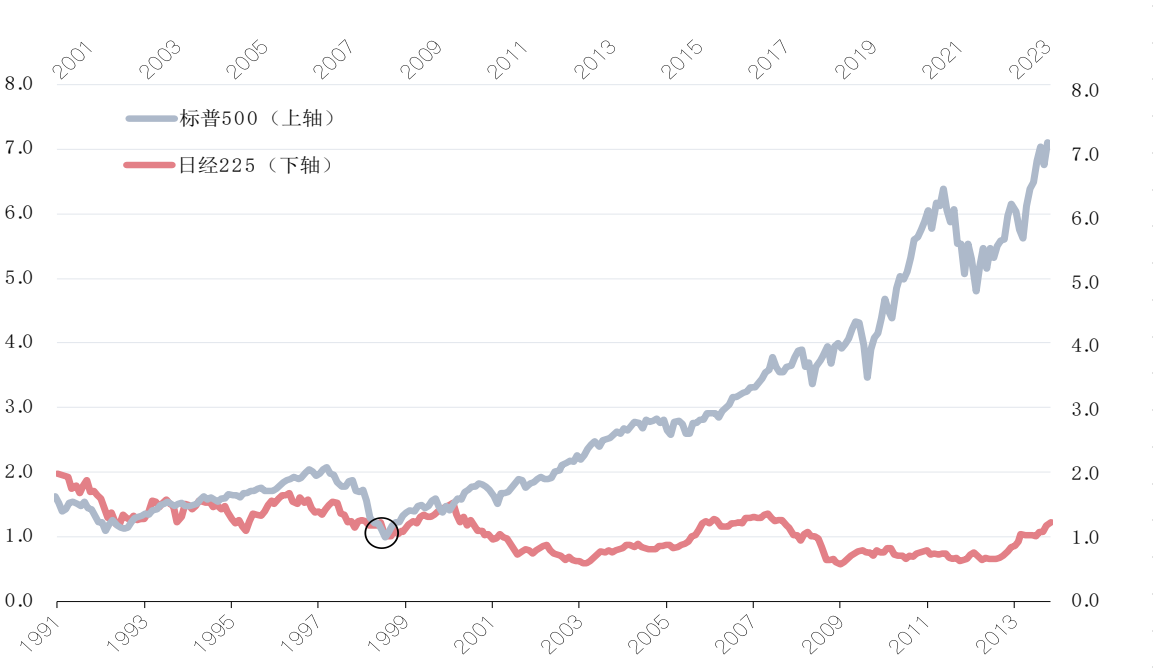
资料来源：万得，中银证券

2024 年市场对财政政策的关注显著提升。在 2024 年整体经济政策的回溯中，不难发现市场对于货币政策调整的正反馈偏弱，2024 年货币政策一直保持较为宽松的环境，但单纯的利率下行并未对抗权益市场的下行提供有效阻力，与之不同的是市场对财政政策的正反馈却十分显著。

参考美、日利率走低时期的经验，货币政策方面，利率都采取了快速调降措施，但财政及其他政策组合应对措施及效果存在明显差异。

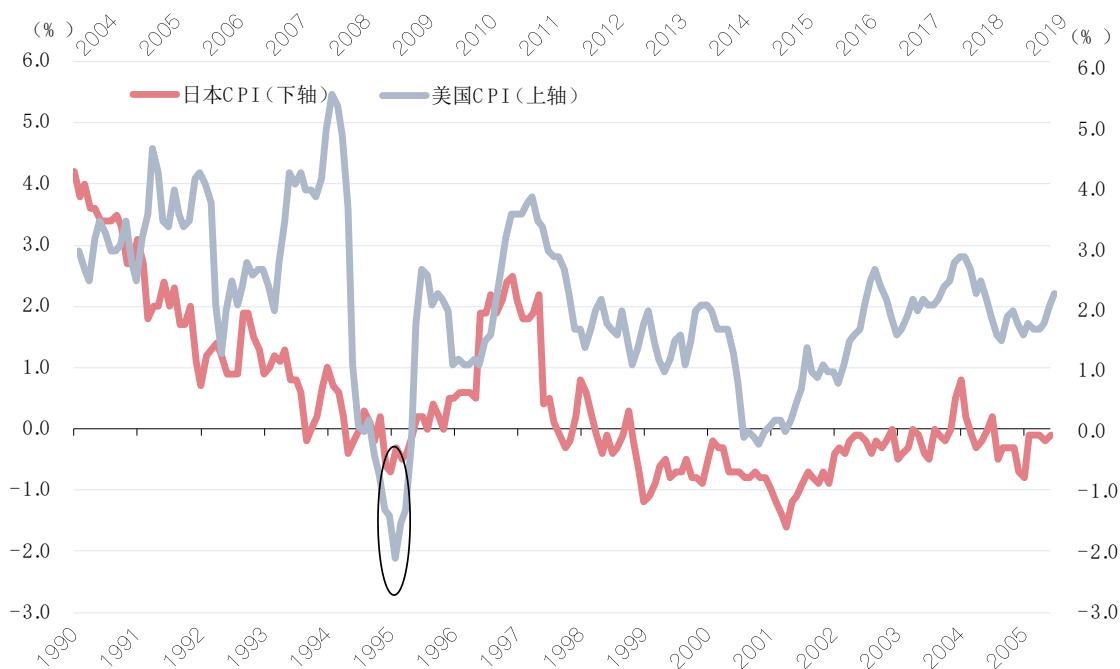
货币宽松推动的利率下行初期，市场会交易宽松预期本身，债牛出现，而利率快速下行阶段往往伴随着一定风险偏好陡降的特征，此阶段权益资产承压明显。进入货币宽松后期，市场转而关注系统性政策（货币配合财政）所产生的效果，这导致了美、日权益资产走势截然不同。这一过程中，价格是衡量政策效果的重要表现指标。2024 年 A 股出现重大转折的本质逻辑便是政策的转向与丰富，价格预期由缩到稳的过程。

图表 16. 美、日利率快速下行期结束后，权益资产走势差别



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 价格触底后，美国价格指标较日本修复更快



资料来源：万得，中银证券

阶段 4—政策发力：峰回路转（24 年 9 月 18 日—12 月 31 日）

中秋假期后的第一个交易日 9 月 18 日，全 A 盘中创下下半年最低价，但在中秋节前后，已经可以初步观察到市场下跌动能趋缓的几个迹象，如 1) 全 A 成交额、换手率明显走低，2) 9 月 14 日的 8 月经济数据发布后，市场跌幅反映已较为钝化，3) 以及结构上，前期强势的红利风格开启补跌。

9 月 24 日，反弹确立点。国务院新闻办（邀请中国人民银行行长、金融监管总局局长、证监会领导）召开新闻发布会，会上，人民银行、国家金融监督管理总局和证监会的领导分别宣布了降息降准，降低存量房贷利率，为六大行补充核心一级资本，创设 5000 亿元“证券基金保险互换便利”和 3000 亿元“股票回购增持再贷款”等宽松政策。定义上，可以成为确定年内第二波反弹机会的信号会议。

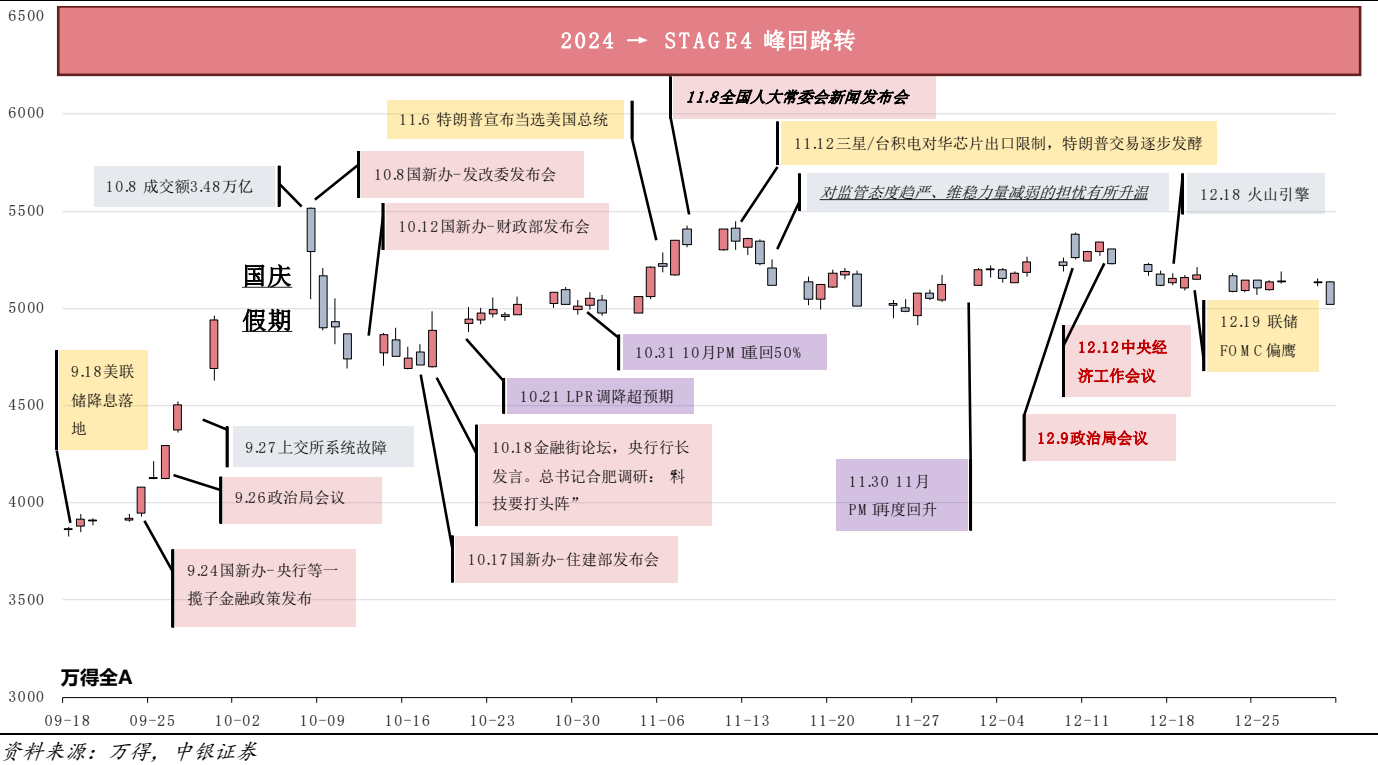
9 月 26 日，反转确立点。中央政治局召开讨论经济工作会议。会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，我们认为这是可以称为确认市场反转的信号会议。1) 这是近年首次在 9 月政治局会议上部署经济工作的会，反映经济工作的紧迫性。2) 核心字眼：加大财政货币政策，这是近年首次提及加大财政力度，市场此前较为期待的财政政策信号首次并正式得到明确。

9 月 27 日，全 A 单日成交额达到 1.46 万亿，9 月 30 日全 A 单日成交额达到 2.61 万亿，权益市场情绪高亢。进入国庆假期，港股在 A 股闭市期间，涨幅较大，A 股在 10 月 8 日复市当天，大幅高开但回落明显，10 月 8 日上午 10 时国务院新闻办（邀请国家发展改革委相关领导）举行新闻发布会，市场整体倾向于进行利好兑现交易，而此后于 10 月 12、17 日，国务院新闻办（邀请财政部和住建部相关领导）召开的新闻发布会提供的增量政策并未超过市场预期，全 A 指数在前期“快涨、大涨”后持续回落。

10 月 18 日上午，2024 年金融街论坛年会开幕，央行行长作了主旨演讲，提振了市场信心。中午，新华社报道总书记在合肥调研时的重要讲话内容：“推进中国式现代化，科技要打头阵。科技创新是必由之路。”再次提振了市场情绪。10 月 21 日 LPR 调降幅度超预期，10 月 31 日公布的 10 月制造业 PMI 数据时隔 6 个月后重回 50% 以上。11 月 6 日特朗普当选美国总统，但恰逢全国人大常委会会议召开，对于财政的关注暂时超越了对于特朗普交易的担忧，直至 11 月 12 日，特朗普交易的影响才开始逐步发酵。

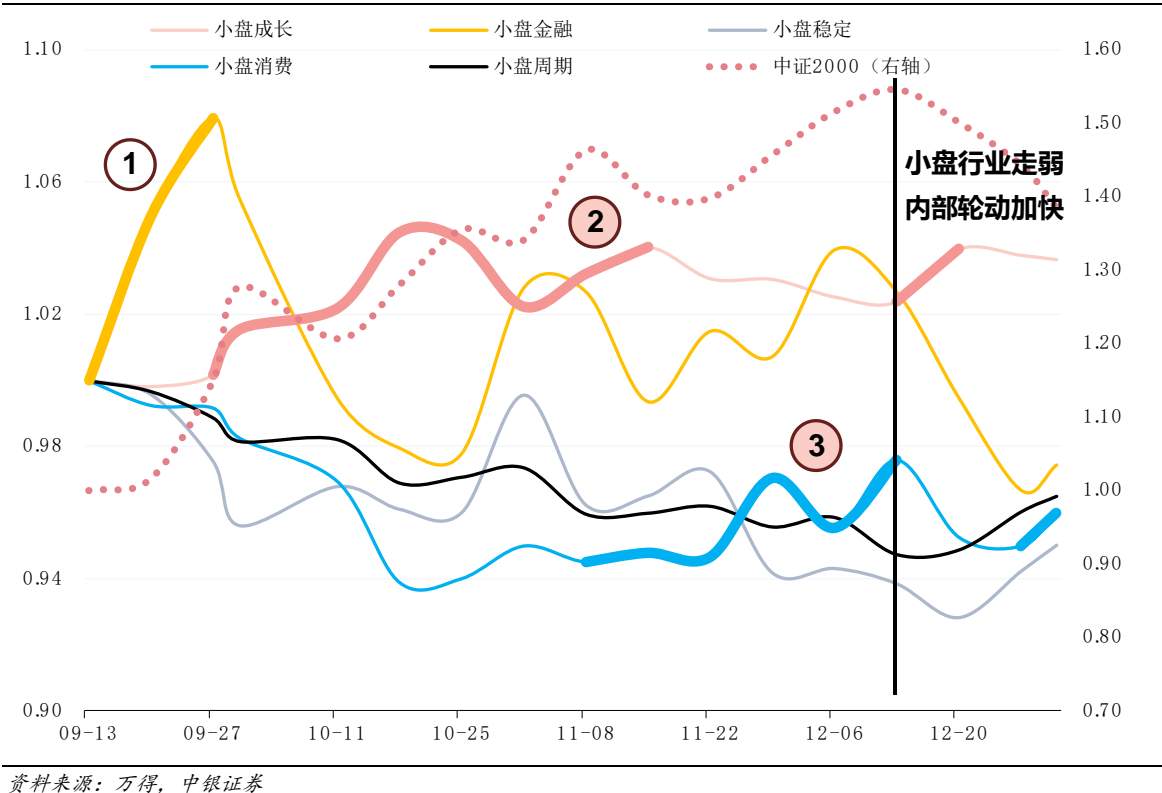
进入 12 月，稳步回升的 11 月制造业 PMI 数据，以及市场对 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议的政策期待再次助推全 A 指数走高，直至会议结束后的预期兑现交易展开。在这一区间，指数窄幅震荡成为主要特征。

图表 18. 阶段 4—峰回路转（24 年 9 月 18 日—12 月 31 日）



从这一区间行业表现来看，一是小盘风格显著占优，二是成长风格显著占优，三是小盘成长风格内部各大类行业轮动有序，构成了这一区间 A 股内部结构的主要特征。我们以 2023 年底的中证 2000 成分股作为小盘池，并将池内全部成分股赋予不同中信风格，等权观察不同小盘子风格的相对走势，自今年 9 月 13 日中证 2000 指数整体开启上行后，小盘风格内部沿着小盘金融-小盘成长-小盘消费先后占优的顺序完成了一轮完整的内部轮动，相继助力中证 2000 指数达到 12 月中旬的区间高点。

图表 19. 小盘成长风格下的行业轮动节奏



专题三：为什么再次进入震荡区间

9月下旬至10月8日，指数完成一轮大级别的贝塔行情后，转为接近3个月时长的区间震荡，再次等待进行方向选择。后视角来看，市场的选择充满合理性：

一是年内第二波贝塔修复行情的幅度大且充分。2022年年底疫情管控措施取消后，经济重新转向“常态化”预期运作，预期高点出现在2023Q1，彼时万得全A和沪深300指数的区间收盘最高价在5250点和4201点，而截至2024年10月8日冲高回落后的收盘价已分别达到5295点和4256点，意味着修复后的指数状态已经包含了比较充分的经济修复结果。

二是从下沿视角而言，9月后的政策组合拳更加给力且充分，已有政策及隐含预期，为后续经济运行的乐观预期提供了有力支撑，且这一支撑在短期内难以证伪。叠加市场成交额的中枢水平大幅提升，市场跌破震荡区间的下沿逻辑也并不充分。

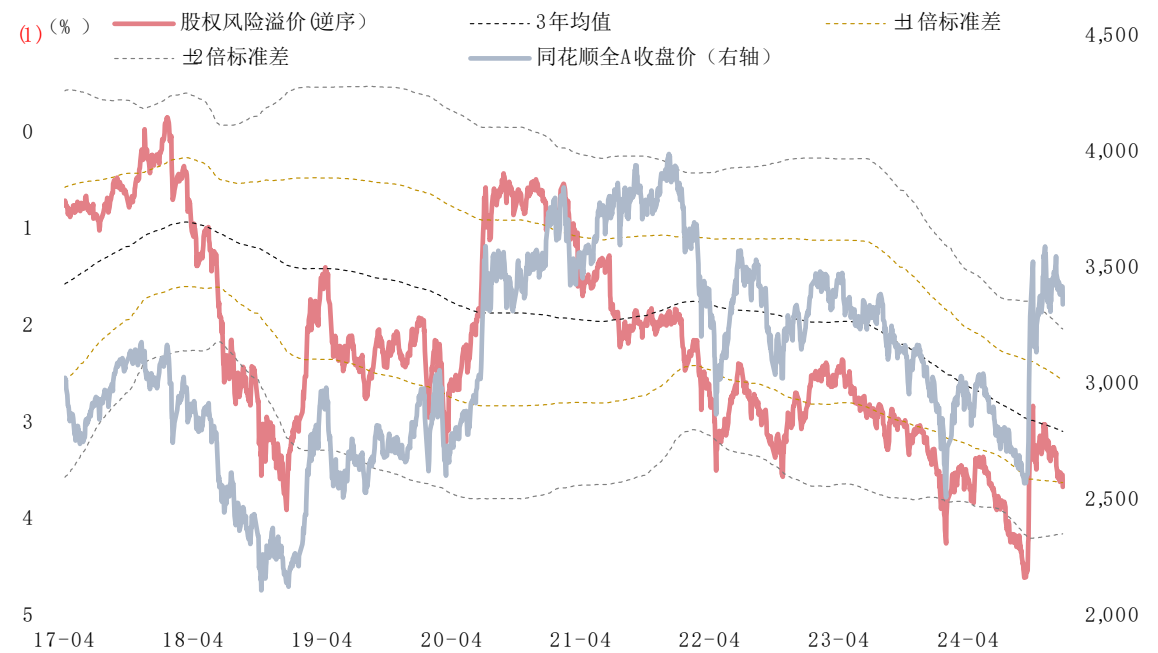
三是从ERP的角度来看，从9月份的ERP跌破三年均值两倍标准差下沿，到10月上旬迅速修复至三年均值水平，而这仅仅是靠政策预期所推动，因此，进一步的上行需要更多的增量政策配合，或者是经济现实层面的显著修复。

图表 20. 2024 年 9-10 月，A 股迅速修复至预期高位区间



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2024 年，A 股 ERP 由低点修复至均值



资料来源：iFinD，中银证券

图表 22. 2024 年 10 月后，A 股转向区间震荡



资料来源：万得，中银证券

2024 年大势总揽：双底反转

相较于 2023 年 A 股整体呈现的“三下台阶”特征，2024 年 A 股整体呈现的特征为“双底反转”。

第一次下跌。在总量层面，A 股内部杠杆、衍生品交易占比偏高，在市场下行阶段放大了跌幅。这里包括市场行为和非市场行为。就市场自发行为而言，全 A 在 2023 年基础上进一步下跌引发部分“雪球”产品的结构性“敲入”，避险角度，红利策略交易逐步拥挤并被动转为趋势性强风格。非市场行为而言，下跌初期 ETF 基金的结构性的申购等因素，形成了场内结构性的虹吸效应，进一步加速流动性薄弱环节（中小盘）的流动性问题，流动性的注入方向存在错配。这些共同导致了市场内部结构平衡被破坏，且打乱了市场的正常估值定价体系，表面的流动性及背后的恐慌因素等导致了 1 月市场跌幅较大。

第一次修复。流动性问题发生后，主要部门迅速采取了一系列有效举措，成功阻断了市场潜在的次生风险，并呵护指数迅速修复，后续在较为合意的 2 月、3 月经济数据，及“430 政治局会议”和“517”地产政策的预期支撑下，指数延续上行。高点出现在“517”地产新政后，这也是“926 政治局会议”前，全年指数的最高点。另值得注意的是，2 至 5 月的第一次修复，A 股短暂上行更多受益流动性冲击后的修复，并非代表市场内生运行转好。

第二次下跌。与第一次快速下跌（全 A 指数单月下跌近 17%，中位数跌幅近 30%）的特征不同，第二次下跌过程斜率更缓，但时间更长（全 A 指数四个月区间跌幅近 16%），本轮下跌是建立在政策面、资金面维稳举措出台后的内生性下跌，更多反映的是对“弱现实、弱预期”的交易。

第二次修复。除了政策层面和信心层面的修复，更值得关注的是资本市场的内在生态、市场面貌发生了显著变化。在经历了指数长期震荡走低、成交额持续低迷、投资者情绪低落的“暮气沉沉”状态后，9 月 24 日-10 月 8 日，6 个交易日，全 A 指数区间涨幅 35%，区间涨幅及涨速创下历史。成交额从 9 月中旬的 5000 亿提升到四季度的日均 1.5 万亿水平，赚钱效应、结构性机会不断涌现，A 股（基本面、预期面外）的内部生态的迅速修复（即脱离“熊市思维”）同样值得高度重视。

图表 23. 2024 年 A 股全年回顾：双底反转



资料来源：万得，中银证券

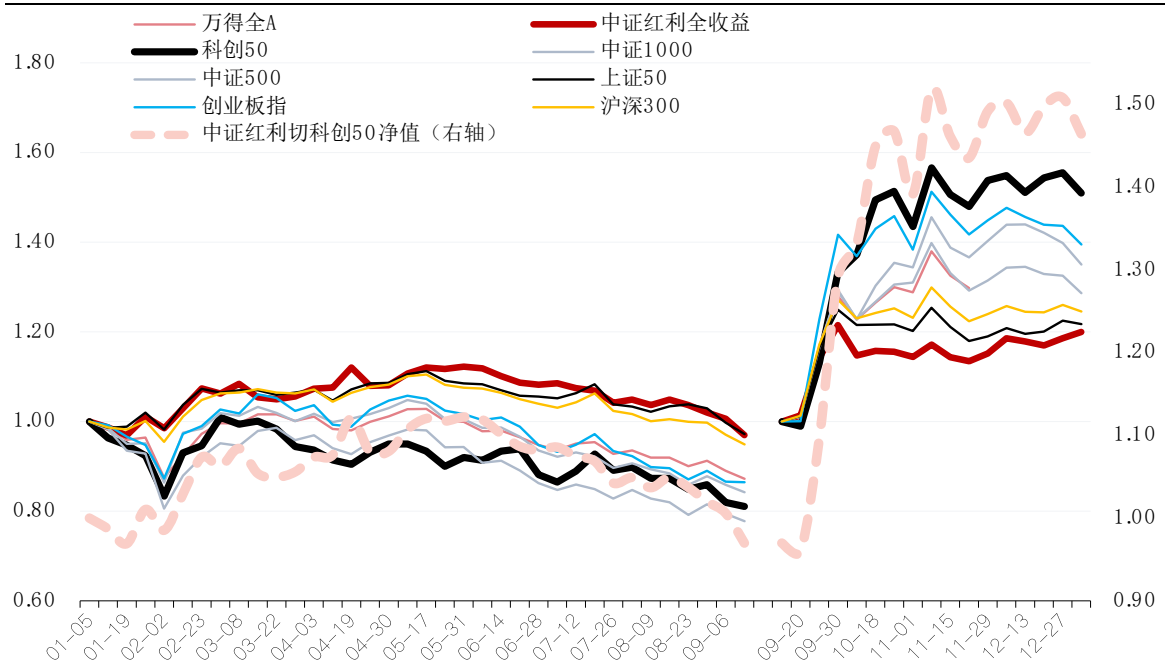
2024 年结构回溯

3.1 主线回顾：风格制胜

2024 年行业主线缺乏，更多呈现为风格制胜。2024 年 1-9 月红利风格行业超额收益明显，2024 年 9-11 月科技成长行业反弹力度更强，并贡献全年维度内的绝对涨幅，全年行业配置的胜负手更多呈现为对两种风格的把握，即红利风格行业向科技成长风格行业的一次切换（年内绝对收益 46%）。

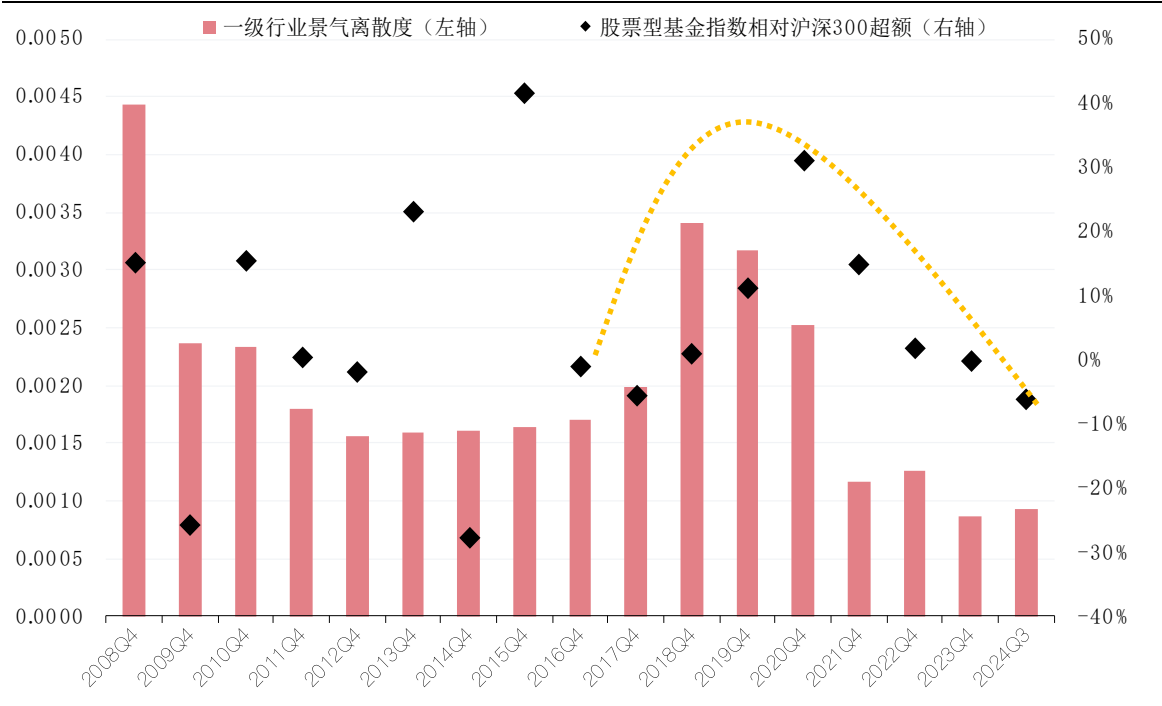
这种强风格、弱行业背后，即 2024 年主线行业缺乏的原因，更多是由于全 A 非金融盈利弹性缺乏，一级行业景气度离散度低所致。这种行业盈利弱分化的现象，也是主动偏股基金表现偏弱的原因。盈利整体弹性和景气离散度匮乏，意味着贝塔信号模糊，行业比较和主动股基对于贝塔的获取难度增高。主动偏股型基金通过仓位头寸向景气行业偏斜，以获取超额收益的难度大幅提升，使得超额表现走弱（如 2022-2024 年），而当一级行业景气离散度较高，景气行业突出性较为明显的年份，主动偏股型基金更易跑赢基准指数（如 2018-2020 年）。展望未来，未来主动股基重新占优的条件更需观察突出景气细分行业的出现。

图表 24. 2024 年风格、宽基配置胜负手——中证红利切科创 50



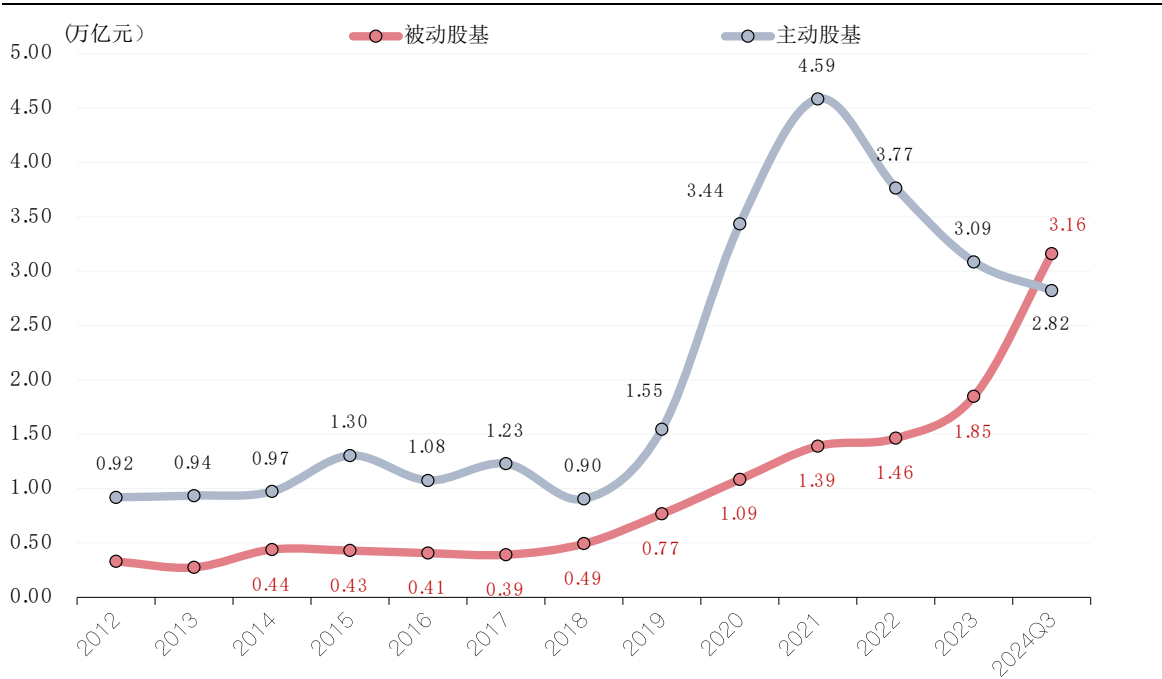
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 一级行业景气离散度



资料来源：万得，中银证券

图表 26. A 股被动投资规模在 2024 年首次超过主动



资料来源：万得，中银证券

成长风格处于三年大级别占优的起点。成长/价值风格历史上的趋势切换周期级别为 3 年左右，这种历史数据呈现的周期性轮动规律，背后对应的是中国经济的正常周期性，且切换点通常发生在占优风格演绎到极致位置时，并对应着市场整体处于牛熊切换、熊牛切换的关键点。

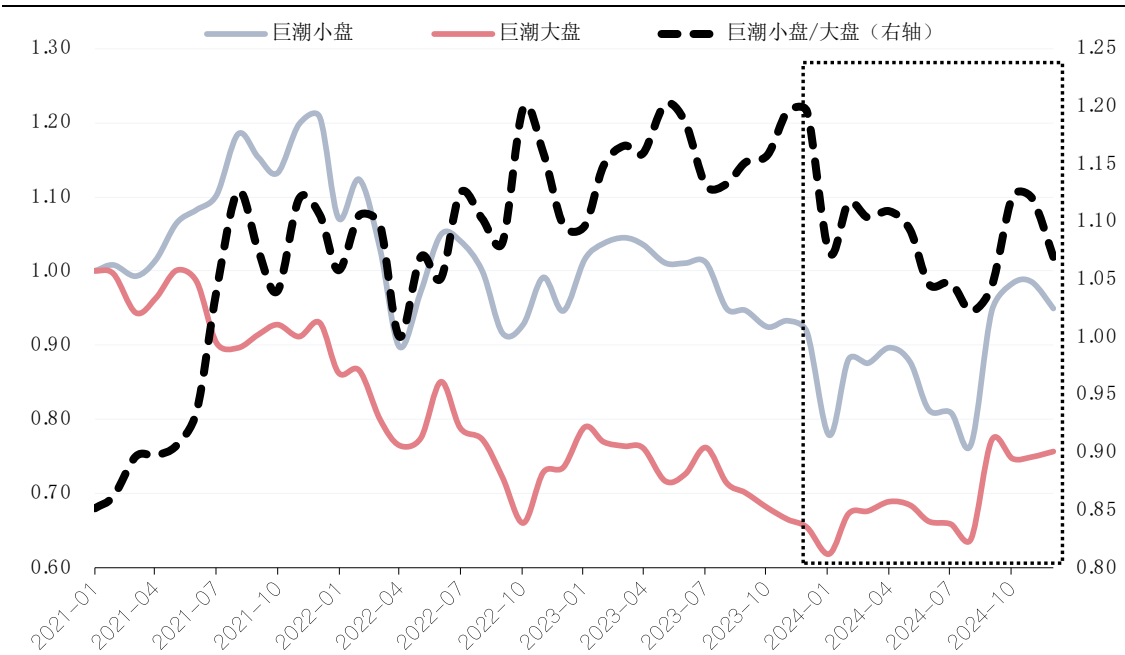
图表 27. 成长、价值风格轮动趋势



小大盘风格比价走势的内部驱动力在 2024 年发生变化，与 2021-2023 年三年内的小大盘比价走强逻辑不同，彼时大盘风格的持续走弱（波动率加大主导）是驱动力，背后是盈利下行周期所致，而 2024 年的小大盘比价更多是由于小盘自身走弱（波动率加大主导）所致。

回顾 2024 年全年，小盘股自身出现四次调整，分别发生在 1 月、4 月、6 月、12 月，第一次调整更多是由于流动性问题所致，系统性的对过去三年小盘累计占优背后的资金做出了结算。而 4、6、12 月更多受退市新规的发布所致，12 月份的调整更是叠加了一部分止盈交易的特征。

图表 28. 2021-2024 年小大盘走势回顾



图表 29. 2024 年 A 股大小盘风格走势回顾



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 微盘股年内的四次调整



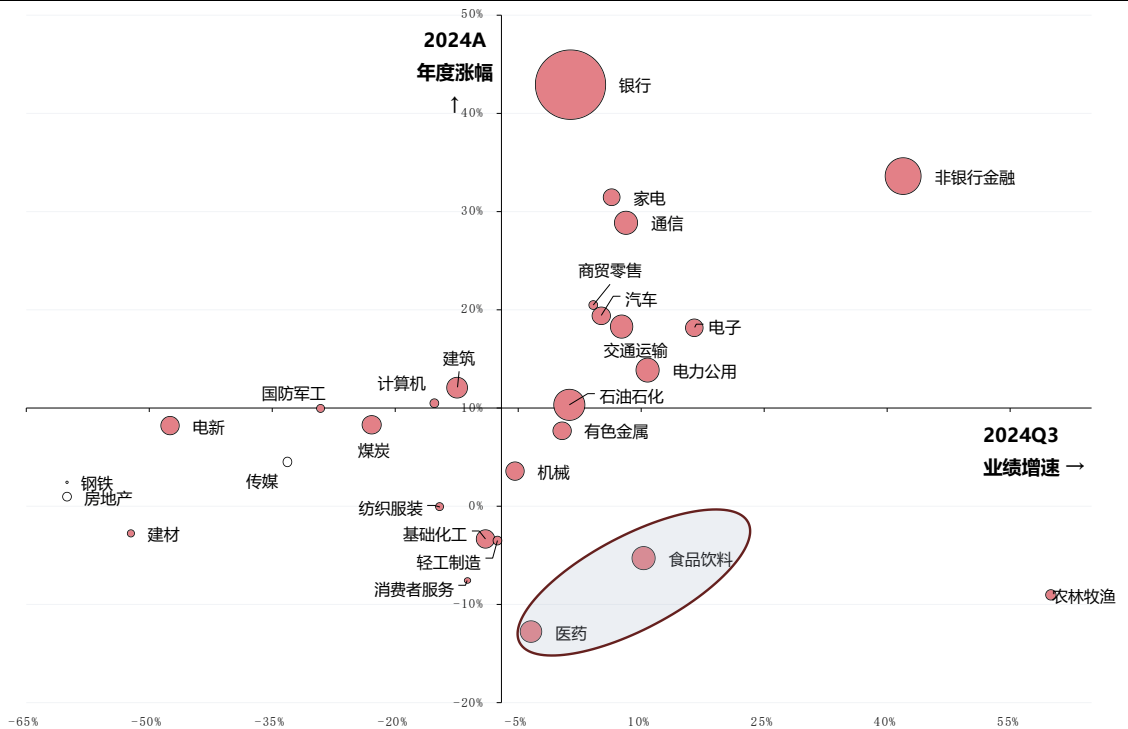
资料来源：万得，中银证券。注：灰色折线为万得微盘股/万得全 A（右轴）

3.2 行业回顾：杠铃策略成为主要特征

从景气匹配和结构两个角度回顾 2024 年一级行业市场表现来看，2024 年次年 g 视角下的景气与涨幅匹配度较好，仅医药和食品饮料两个消费行业偏离基准幅度较大，反映相关行业 2024 年仍处于估值压缩过程中。

从结构视角来看，杠铃策略仍是 2024 年一级行业涨跌幅分化下的主要结构体现。红利和科技行业全年表现突出，部分风格交叉行业，如受益于红利、出海和消费以旧换新政策的家电，受益于红利风格及 AI 基础设施建设的通信行业，表现居前。

图表 31. 2024 年次年 g 行业回顾



资料来源：万得，中银证券。注：气泡大小为 2024Q3 业绩绝对值大小，白色为负值，业绩增速 $\geq 60\%$ 行业，统一显示为 $\pm 60\%$ 。

图表 32. 杠铃策略主导 2024 年行业表现

行业	年度涨幅	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
银行		6	11	11	16	20	19	22	20	35	32	34	43
非银行金融		-3	3	-3	-1	-2	-8	-1	-2	33	35	38	38
家电		-1	8	11	20	17	11	9	9	33	31	28	33
交通运输		-2	2	3	5	8	6	7	2	19	15	17	20
电力及公用事业		-2	1	4	6	9	10	11	6	16	14	12	15
建筑		-3	-1	-1	-2	-2	-5	-5	-11	5	11	12	12
石油石化		0	5	12	13	12	11	5	5	14	6	8	11
有色金属		-12	-3	9	13	14	6	3	-1	18	14	14	10
煤炭		7	15	10	11	18	13	3	3	18	8	7	7
商贸零售		-10	-8	-6	-8	-11	-21	-20	-24	-8	-3	11	15
钢铁		-7	-1	0	2	1	-8	-7	-14	4	4	4	5
纺织服装		-11	-9	-7	-7	-7	-16	-21	-23	-7	-8	0	-1
建材		-9	-4	-6	-5	-5	-13	-14	-20	-2	3	0	-1
基础化工		-17	-9	-8	-4	-5	-13	-16	-20	-2	-1	2	-1
轻工制造		-14	-10	-6	-7	-9	-19	-22	-24	-7	-5	1	-2
房地产		-8	-6	-9	-13	-8	-20	-19	-25	3	8	6	-2
食品饮料		-10	-3	-1	0	-4	-14	-16	-17	3	-7	-5	-5
消费者服务		-11	-4	-4	-9	-13	-24	-21	-25	-5	-5	-4	-5
农林牧渔		-13	-8	-6	-6	-2	-13	-13	-20	-5	-6	-6	-7
医药		-19	-10	-12	-10	-13	-20	-20	-22	-6	-10	-8	-11
电力设备及新能源		-15	-6	-2	-3	-3	-12	-12	-16	7	11	11	8
传媒		-16	-4	-2	-8	-15	-21	-22	-23	-4	2	10	7
机械		-18	-8	-4	-4	-6	-11	-13	-17	0	5	6	6
国防军工		-21	-11	-8	-9	-7	-11	-6	-15	3	16	13	13
计算机		-24	-10	-9	-12	-18	-22	-22	-28	-3	12	17	15
汽车		-17	-4	0	2	-1	-3	-2	-8	12	14	16	20
电子		-23	-11	-10	-11	-12	-10	-8	-13	4	17	16	22
通信		-14	1	5	6	0	4	2	-4	19	27	24	33
万得全A		-13	-4	-3	-2	-3	-8	-8	-11	8	11	12	13

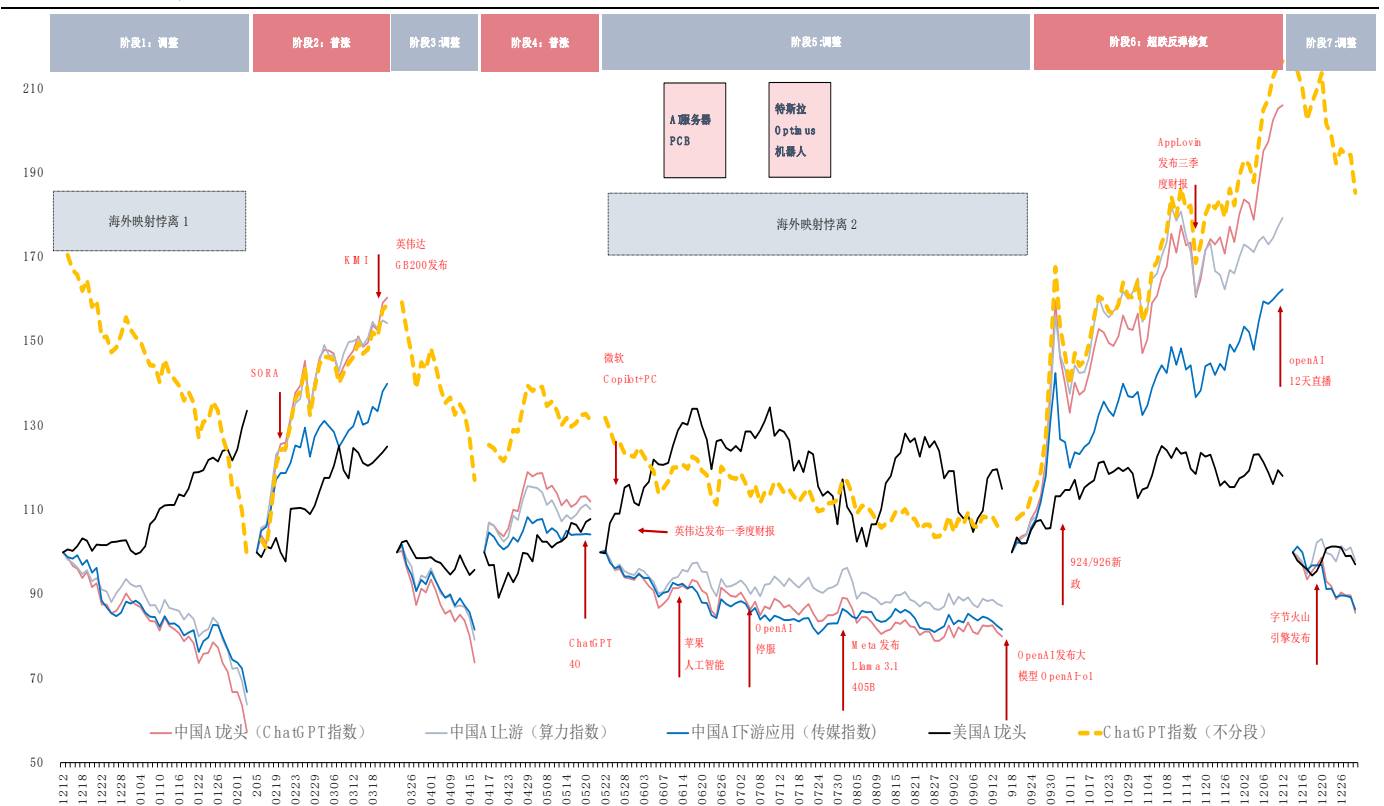
资料来源：万得，中银证券。注：数字为 2024 年初至对应月份区间涨幅，单位为%

3.3 产业回顾：AIGC

2024 年 AI 行业大事不断，2 月 OpenAI 发布 Sora 模型，英伟达公布亮眼财报；3 月月之暗面 Kimi 和英伟达 GTC 大会受到市场明显关注；5 月微软推出新 AIPC 电脑、ChatGPT4o 发布；6 月苹果围绕生成式人工智能推出“苹果智能”（Apple Intelligence）套件，9 月 OpenAI 发布 o1 新模型；11 月 AppLovin 财报亮眼；12 月字节发布火山引擎等，2024 年，各项产业事件见证了 AI 行业的蓬勃发展与变化。

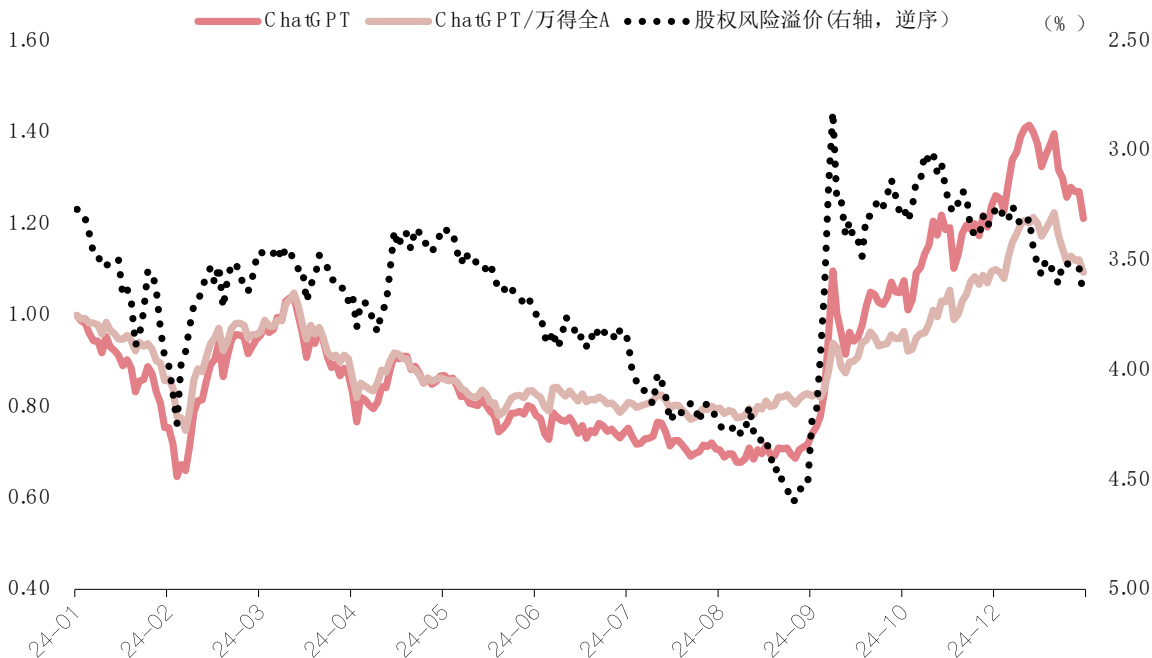
就 AIGC 行情的主导因素而言，与产业事件驱动相比，A 股 ERP 显得更为重要。年内 ChatGPT 指数的绝对与相对收益走势与 A 股 ERP 保持了高相关性，与 AIGC 产业发展与催化事件相较，市场风险偏好更多发挥了主导作用，反映当前 AIGC 产业还处于发展早期，从因果关系来看，我们认为当 AIGC 转化为强产业趋势后，其可以主导 A 股 ERP 走势，而 2024 年 AIGC 产业趋势更多呈现受 ERP 支配的特征，即在市场 ERP 整体走低阶段，产业催化事件对于行情的提振幅度非常有限。

图表 33. 2024 年 A 股 AI 行业走势回顾



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2024 年 ChatGPT 指数走势更多受风险偏好所支配



资料来源：万得，中银证券。注：数字为 2024 年初至对应月份区间涨幅，单位为%

3.4 主题回顾

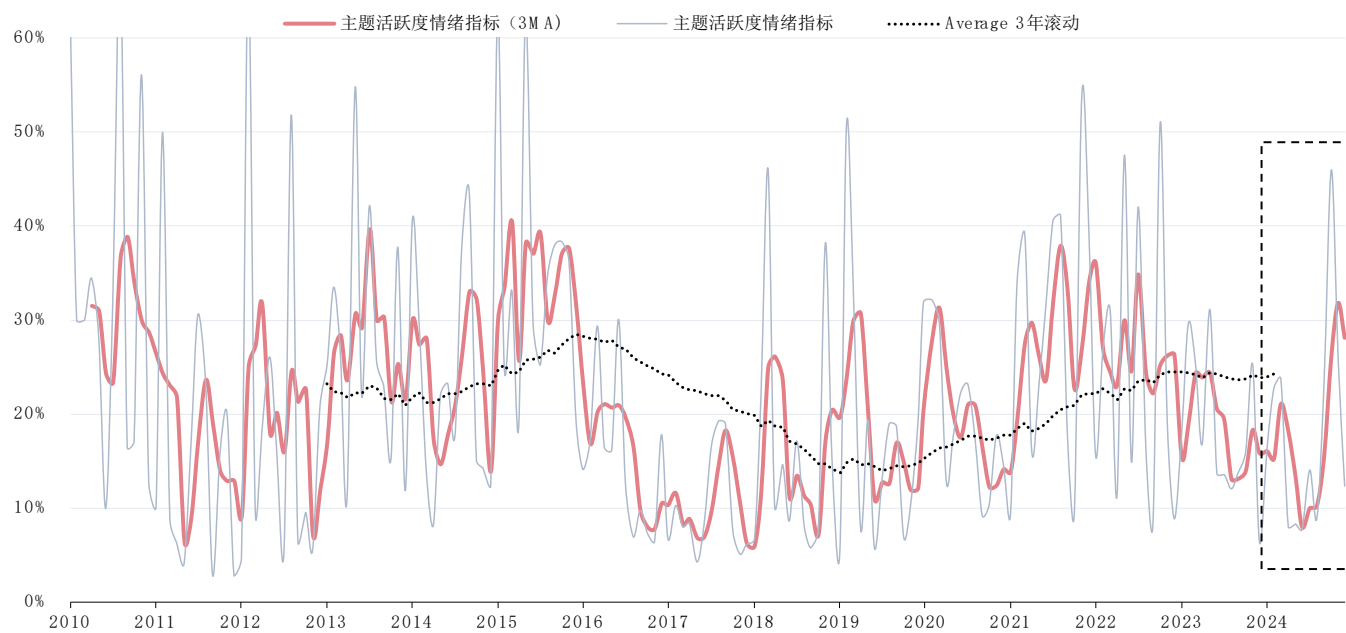
以全部万得 A 股概念指数月度相对万得全 A 指数超额涨跌幅超 4% 的概念数量占比（3MA 平滑后）构建主题活跃度情绪指标，2024 年主题活跃度先抑后扬，从该指标年内走势来看，全年主题活跃度高峰期集中在 1-3 月、9-11 月，其余时间主题行情偏弱。全年主题除 AIGC 和央国企红利相关领域外，低空经济概念作为经济增速下滑背景下的稀缺增量领域，在前三季度受到了高度关注。

图表 35. 2024 年全年主题投资回顾

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
30%	央企煤炭 14	光模块(CPO) 32	Kimi 24	合成生物 10	水电 13	消费电子代工 6	创业板低价股 18	创业板低价股 9	炒股软件 82	最小市值 50	首发经济 34	培育钻石 26
	央企银行 9	光通信 27	小米汽车 20	化学原料精选 10	央企煤炭 11	智能音箱 6	新能源车 15	ST板块 6	金融科技 51	华能核子 41	最小市值 33	超硬材料 13
	银行精选 6	GPU 27	高速铜连接 18	钛矿 10	房地产精选 11	无线充电 6	最小市值 14	射频及天线 4	华为HMS 42	近期定增 37	冰雪旅游 24	高速铜连接 12
25%	大基建央企 6	AI算力 24	设备更新 17	设备更新 10	商业航天 9	车路云 5	GPU 11	仿制药 4	一级地产商 41	光芯片 29	南京市国资 22	光模块(CPO) 11
	煤炭开采精选 4	英伟达产业链 23	黄金珠宝 17	锂电池 9	煤炭开采精选 9	TWS耳机 3	上海国企改革 10	TWS耳机 3	国产软件 40	华为鸿蒙 28	炒股软件 18	冰雪旅游 10
	央企 4	光芯片 23	低空经济 17	白色家电精选 8	航运精选 8	半导体精选 3	EDA 10	保险精选 3	操作系统 39	金融科技 28	跨境电商 17	ASIC芯片 10
20%	金特估 3	华能核子 22	通用航空 16	维生素 8	光刻机 7	苹果 2	炒股软件 9	液冷服务器 3	数据要素 39	科创板低价股 27	抖音豆包 16	光通信 7
	保险精选 2	东数西算 22	冰雪旅游 16	磷化工 8	特高压 7	汇金持股 1	维生素 9	干细胞 2	区块链 39	创业板低价股 27	抖音豆包 16	光通信 7
	汇金持股 1	半导体设备 22	摄像头 13	中药精选 7	鸡产业 5	央企银行 1	汽车整车精选 9	网络游戏 2	高送转 38	GPU 27	WEB3.0 15	智能音箱 6
15%	中特估 1	人形机器人 24	车路云 13	医疗物资出口 7	高速铜连接 5	IGBT 1	免税店 9	磷化工 2	数字政府 38	华为鲲鹏 27	电子商务 15	免税店 6
	新质生产力 1	AIPC 22	工业金属精选 13	社保重仓 7	BC电池 5	AI手机 1	第三代半导体 8	谷子经济 2	数字货币 37	摄像头 25	ChatGPT 15	汇金持股 5
	电力精选 0	ChatGPT 20	小米汽车 12	央企煤炭 6	MCU芯片 5	存储器 1	卫星导航 8	新疆振兴 2	网络安全 37	通用航空 25	新型工业化 15	银行精选 5
10%	航运精选 0	科技龙头 20	量子技术 12	动物保健精选 6	银行精选 5	中芯国际产业链 1	券商等权 8	职业教育 2	华为鸿蒙 37	通用航空 25	虚拟人 14	东数西算 5
	挖掘机 -1	Kimi 20	量子技术 12	挖掘机 6	猪产业 5	先进封装 0	IGBT 8	铝产业 1	跨境支付 37	重组 24	直播带货 14	IDC(算力租赁) 4
	中字头央企 -1	ASIC芯片 20	雷达 12	航空运输精选 6	饲料精选 4	央企 0	卫星互联网 8	苹果 1	数据安全 37	MCU芯片 23	重组 24	航空精选 4
5%	火电 -2	设备更新 20	商业航天 12	保险精选 6	保险精选 4	智能交通 0	ST板块 8	新疆自贸区 1	华为鲲鹏 37	医保支付改革 23	多模态模型 14	液冷服务器 4
	银 -3	AIGC 20	液冷服务器 12	小金属 5	大飞机 4	MCU芯片 0	通用航空 7	智能音箱 1	大数据 36	光模块(CPO) 22	核电经济 13	AI算力 3
	一带一路 -3	汽车整车精选 20	超导 11	银行精选 5	火电 4	国家大基金 0	无人驾驶 7	抖音豆包 1	Kimi 36	晶圆产业 22	数据要素 13	宠物经济 3
	上海国企改革 -3	中芯国际产业链 20	车路云 11	二线龙头 5	铸锻锻量 4	光通信 0	中航系 7	消费电子代工 1	券商等权 36	网络安全 22	网红经济 13	GPU 3
0%	万得预增 -3	AI应用 20	航运精选 11	仿制药 5	光伏逆变器 4	中特估 0	重组 7	百度平台 0	房地产精选 36	汽车芯片 22	三胎 12	新质生产力 3
	24-01	24-02	24-03	24-04	24-05	24-06	24-07	24-08	24-09	24-10	24-11	24-12

资料来源：万得，中银证券。注：图中数字为概念指数绝对收益，单位为%，红色柱形图为主题活跃度情绪指标，采用相对收益计算

图表 36. 2024 年全年主题投资活跃度同样呈现 V 型节奏



资料来源：万得，中银证券

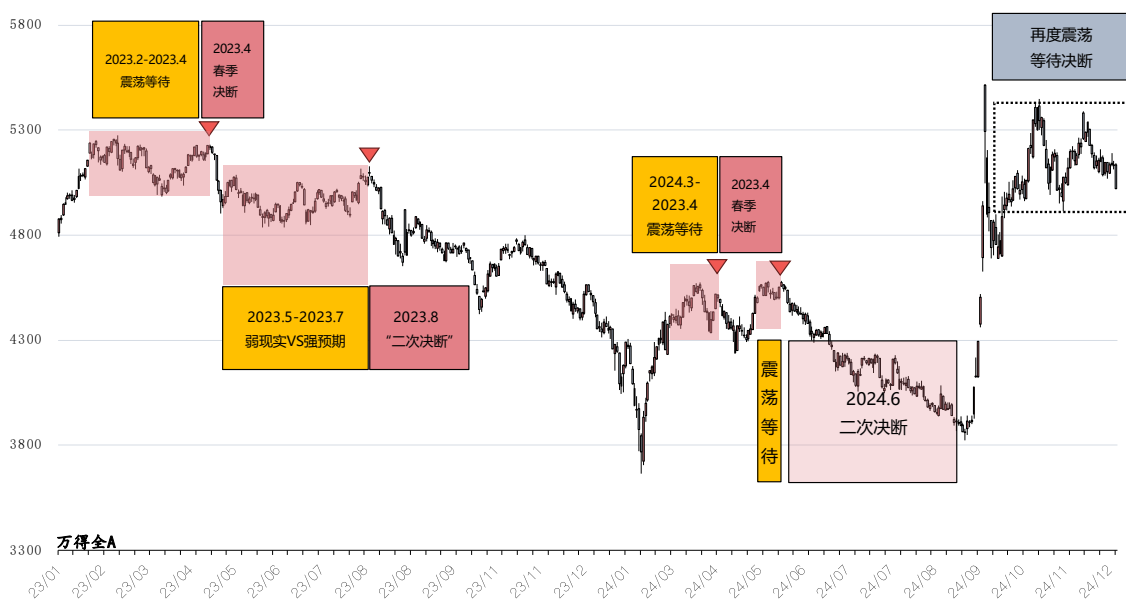
2025 年启示

基于不同的历史线索进行线性外推的展望，会得出不同的启示。

基于复盘视角，对于 2025 年我们有如下思考：

- 1、不同于 2019-2021 年，行业比较是 A 股超额收益的主导项，投资者通过行业头寸配置偏斜获取行业贝塔的尝试收益颇丰。而回顾 2023-2024 年，**A 股大势方向的判断对于超额收益的影响比表观所见更大，即先决大势，方能选择对应的风格及行业（下则红利，上则成长）。**
- 2、投资者需要珍惜每一次的 A 股横盘震荡机会，A 股的复杂性以及背后的企业盈利及经济周期决定了 A 股的波动性很难降低，在每一次由于缺乏明确增量信号所致的横盘震荡期后，都会进行**大势层面方向的抉择**，而如第 1 点所述大势研判的重要性，这也意味着这种横盘震荡后的判断，将成为 2025 年获取超额收益的重要时刻。回顾 2023 与 2024 年，**A 股每年都至少出现了两次横盘震荡后的“决断”时刻**，第一次是传统的“春季决断”，第二次是政策预期交易结束或基本面数据更为清晰后的“二次决断”。

图表 37. 2024 年 Q4 震荡，等待“决断”



资料来源：万得，中银证券

- 3、2025 年相较于 2023-2024 年的不同点在于**预判假设基准的变化**，2023-2024 年投资者对于逆周期政策的判断前置条件是有或无，而 2025 年则变成了强或弱？前者形成的是**单一占优风格**，在**全部时间范围内的趋势性、持续性、自我强化性**，并且在有/无假设得到反转后，形成更大幅度的趋势扭转。而 2025 年前置假设条件的变化，将会使得**2023-2024 年的单一风格趋势性再出现的概率大幅降低，或更多将依据强与弱的边际变化，进行更快速的大势、风格、行业轮动。**

- 4、在过去一轮的盈利下行周期内，投资者逐步意识到“**收缩型**”的经济政策具备“**负螺旋性**”，因此过去几年对逆周期政策给予正反馈的阈值一直在不断提高，这对应的是投资者的前置预期持续下修至“无”的过程。而 2024 年 9 月 A 股指数的快速及大幅度的上涨修复，这对应的是对“有”的反馈。

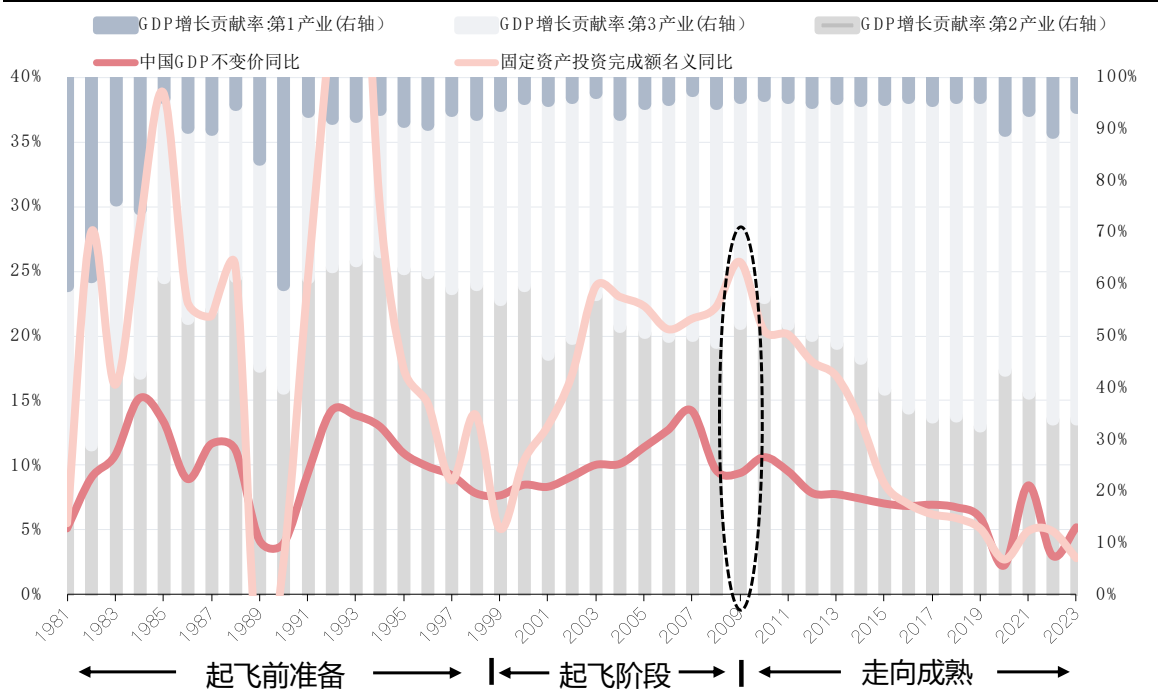
- 5、进入 2024 年四季度后，指数转为震荡，我们认为这是对“**强弱**”的计价不明，正确的做法或是进行情景假设，背后是部分投资者或忽视了一个关键变量，即对于政策组合拳的认知仍是线性的，未形成对“**扩张型**”经济政策同样具备“**正螺旋性**”的共识，这种忽视一方面使得 2024Q4 指数进入宽幅震荡状态，另一方面对 2025 年展望而言，仍会使得在未来政策或经济数据的真空期，“**熊市思维**”的情况或仍将频繁出现。

6、从 2009 年迄今，中国经济处于走向成熟阶段，这一过程中结构转型的趋势保持不变，但过程并非一帆风顺，以价格因素、工业企业和全 A 企业盈利衡量来看，也曾多次出现转型期的波折阶段。总量层面的波折并非总是负面，新旧经济转型过程则在成熟阶段持续演绎，根据“三新”经济的行业分类，涉及新经济较多的 GDP 行业分类包括制造业、信息技术业和科学研究业，其中信息技术业和科学研究业占经济比重持续上行，工业制造业整体占经济比重虽下行，但其中“三新”经济增加值则同样保持不断提升趋势。

但如同实际 GDP 和名义 GDP 差异容易引发居民的体感温差一样，当新经济占中国 GDP 比重持续提升，政策持续呵护新经济的过程中，相关板块、行业股价表现也会出现阶段性的承压。我们认为在步入成熟阶段后的工业扩散期，中国资本市场的结构性行情同样映射着经济结构转型的方向。

经济结构转型的波折期一方面对应着资本市场的整体低谷，另一方面也映射出波折期的特殊结构性行情。站在 1998/2009/2015/2020 年，即期近端看都存在一定不同类型的困难，解决方案是将视角拉长，长周期视角下，中国经济结构转型与升级从未停滞，政策引导和企业家精神是新时代实体经济转型的重要部分。

图表 38. 2009 年后中国经济走向成熟，逐步摆脱投资拉动

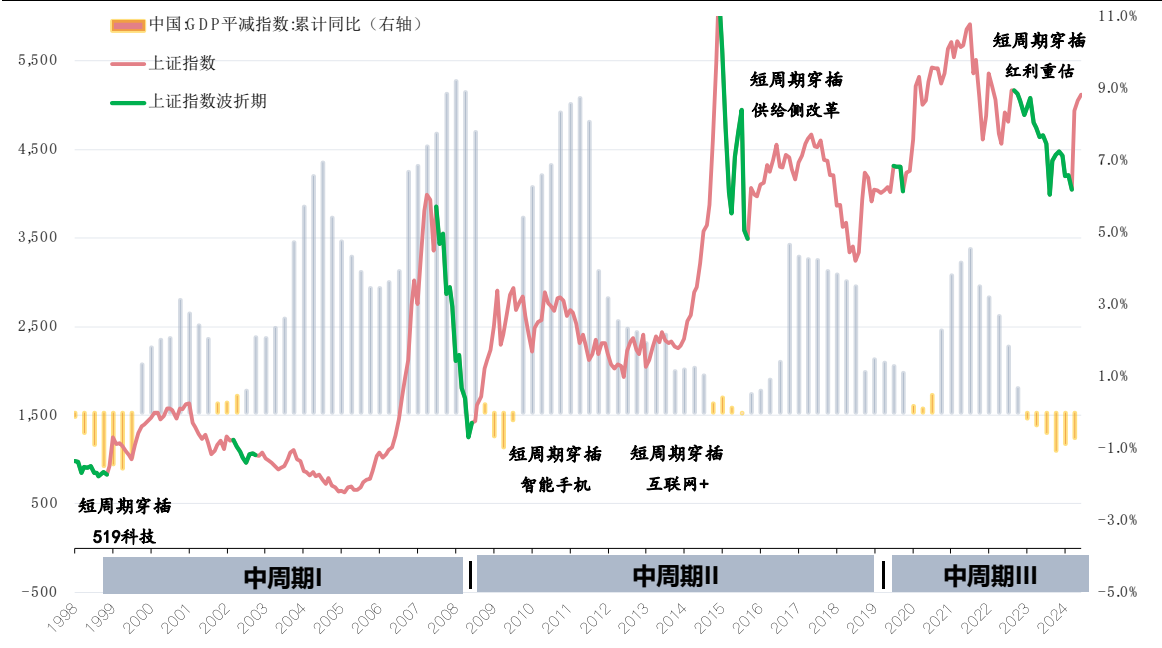


资料来源：万得，中银证券

7、结构上，一方面，较大的波折期对应着中周期的切换，如 2008 年金融危机后，切换至第二个中周期，2020 年新冠疫情和中美竞争（地产调整）后，切换至第三个中周期。

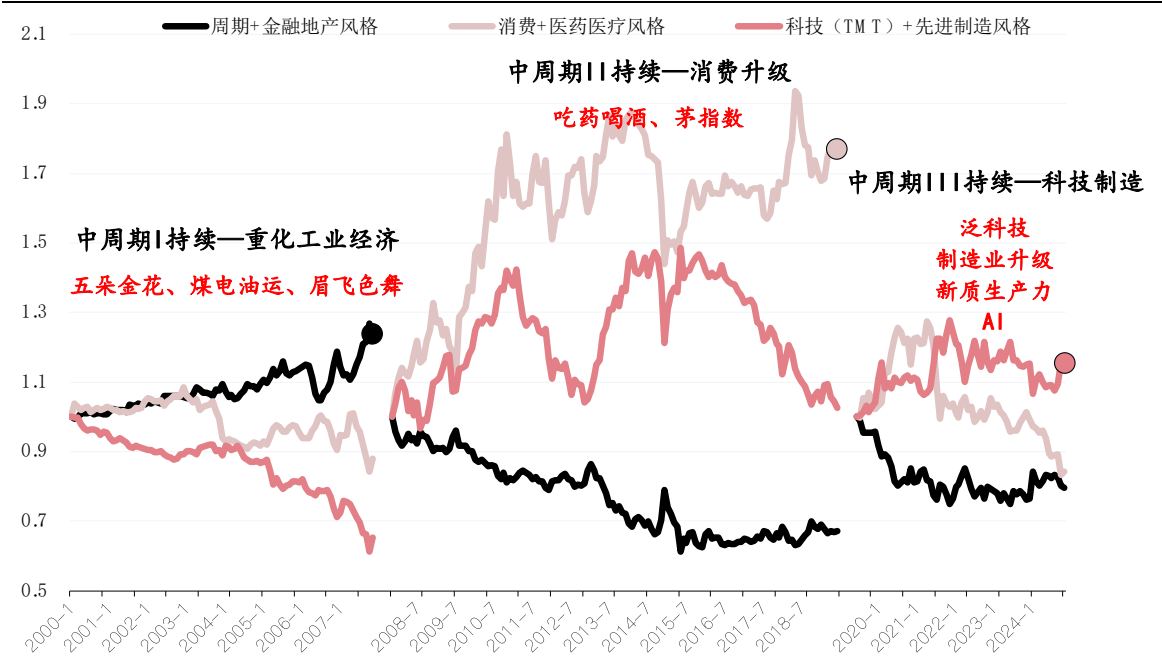
另一方面，以通缩指标衡量的波折阶段，中周期主导产业也会短暂让渡于短周期穿插行业，如 2010 年智能手机元年，电子行业的短周期穿插，2013、2015 年 TMT 行业的短周期穿插，2016-2017 年供给侧改革下周期资源行业的短周期穿插。在本轮经济承压波折期中，红利成为短周期穿插行业，随着通缩预期的逐步消弭，中周期主导产业也同步开启回归进程。

图表 39. 波折期容易引发非主导产业短周期穿插



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 主导产业决定中周期复合回报



资料来源：万得，中银证券。注：采用申万风格行业指数相对全A月收盘价分段定基。

风险提示

- 1) 逆周期政策力度或发力效果不及预期：经济的有效复苏仍待逆周期政策的进一步发力，逆周期政策力度或发力效果不及预期可能对复苏进程形成拖累。
- 2) 科技产业新周期推进速度不达预期。
- 3) 部分数据处理统计方式可能存在误差，部分统计归纳数据基于历史数据，不能代表未来表现。
- 4) 依据历史数据归纳的结论参考意义有限或失效。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371