



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

政策风动，牛市在途

——2025年度策略展望



分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

2024年11月4日



证券研究报告

- **历史上牛市是怎样形成的？** 历史来看，当期盈利改善接近于牛市的充分不必要条件，经济与盈利的好转固然是最常见的驱动市场上行的因素，但政策引致的预期改善进而带来的市场上行也并不罕见。这或许与A股个人投资者仍占比较高，以及赚钱效应带来的资金流入密切相关。不过，虽然盈利改善并非牛市的必要条件，但盈利变化情况却决定了市场行情演绎的不同模式。盈利改善驱动的市场上涨阶段，市场特征更加符合机构主导的特征，结构上也会更加偏向于机构主导的标的，而预期改善驱动的市场上涨阶段，市场特征则会更加接近于个人投资者的投资风格。
- **季度核心因素：政策预期与资金的赚钱效应。** 政策通常会是一轮市场行情的重要催化因素，而赚钱效应则是资金持续流入市场的基础。预计未来1-2个季度，这两个因素将是市场的核心变量。预计经济政策将会跟随经济波动相机抉择，而金融政策可能会出现周期性的支持与宽松，以促进居民存款活化。伴随着市场的上行，个人投资者的赚钱效应出现了明显好转，居民资金也在积极入市，从以往经验来看，赚钱效应通常会持续。政策引导与赚钱效应之下，股市有望迎来多渠道资金流入。
- **年度核心因素：经济修复的斜率。** 经济与盈利修复情况仍然是年度层面的核心因素之一，当前政策已经开始逐步发力提振国内需求，预计2025年增量需求将会从外部转向内部。基建与地产或将是较为重要的弹性项，同时建议关注资本市场好转可能带来的财富效应。
- **市场展望：牛市在途。** 预计2025年A股盈利增速将修复至10%以上，政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值，A股指数表现仍然值得期待。从节奏上来看，短期内，市场交易或仍然围绕政策预期展开，但预计未来将逐步进入政策观察期和经济数据验证期，因而未来的中央经济工作会议及经济数据值得关注，2024年12月与2025年3月或将是市场行情演绎的重要时间节点，一季度之后关注经济与盈利的实际修复进程。港股建议重点关注恒生科技的表现。
- **风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线。** 从历史情况来看，无论市场上涨动力来自于盈利改善还是预期好转，盈利通常是行业选择的重要因素。除盈利外，风险偏好高低对于行业表现也具有影响，尤其对于预期改善驱动的市场。预计2025年市场风格将在均衡与成长间摆动。行业配置建议关注盈利修复及高风险偏好品种两条主线，盈利修复主线重点关注内需偏消费方向，如食品饮料、医药生物、社会服务等；高风险偏好品种主线关注高贝塔行业补涨（医药、食饮、基础化工、有色等）、高盈利预期行业（TMT、军工等）及主题投资（政策支持类主题，如并购重组、市值管理；科技类主题，如AI产业链、自主可控）三大方向。
- **风险提示：** 历史规律失效；政策落地进度不及预期；市场情绪显著回落；中美关系波动压制市场风险偏好；地缘冲突加剧

2024年市场回顾——先抑后扬

➤ 2024年年初以来，A股市场整体呈“W型”走势。年初以来，A股市场在微观流动性压力下出现一定幅度的调整，而后随着政策积极发力，微观流动性压力缓解，A股市场震荡回升，但5月下旬开始，随着市场情绪回落，A股市场再度调整，9月以来，多项政策持续超预期，9月24日，“一行一局一会”推出一揽子金融政策，包括降准、降息、降存量房贷利率、降首付比例、创设两项用于支持资本市场稳定发展的工具等，9月政治局会议强调，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，要促进房地产市场止跌回稳。利好政策推动下，A股市场强势回升。

图1：2024年年初以来，A股市场呈“W型”走势



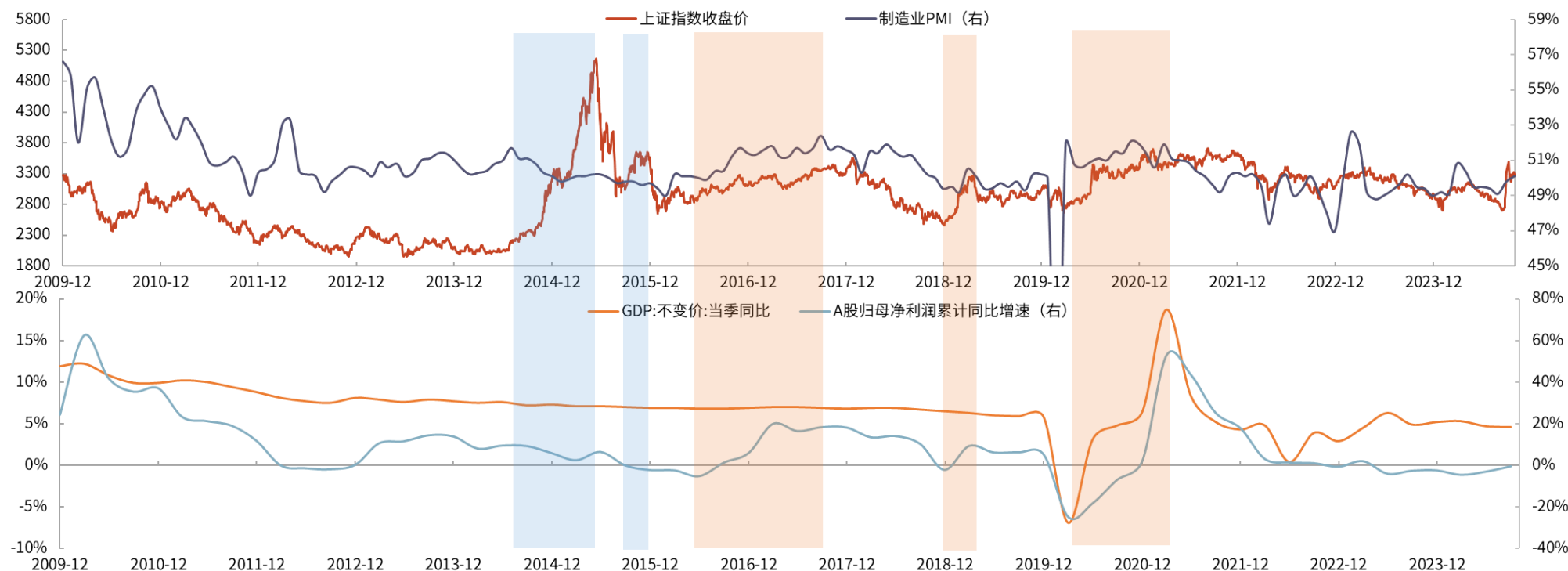
资料来源：证监会官网、新华社、环球网、Wind等，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/31

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- 3、经济修复与财富效应
- 4、市场展望：牛市在途
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

1.1 牛市形成需要怎样的条件？

- 牛市形成需要怎样的条件？2024年国庆节前后市场迅速上行，这也促使了投资者开始期待新一轮牛市的到来。不过，投资者对此也有一定的分歧，其中，对于未来基本面的判断或许是当前存在显著分歧的方向之一。我们认为，在对2025年影响市场走势的关键因素作出判断之前，首先需要回答的问题是，牛市形成需要怎样的条件，当期基本面的显著改善是必要条件么？
- 从历史情况来看，当期基本面的显著改善似乎是牛市形成的充分不必要条件。通过对A股历史行情复盘，我们发现当基本面显著改善时，A股市场通常会有显著回暖，例如2016-2017年市场的上行阶段，以及2020年年中-2021年年中市场的上行阶段，均伴随着基本面的改善。

图2：盈利增速改善接近市场上行的充分不必要条件

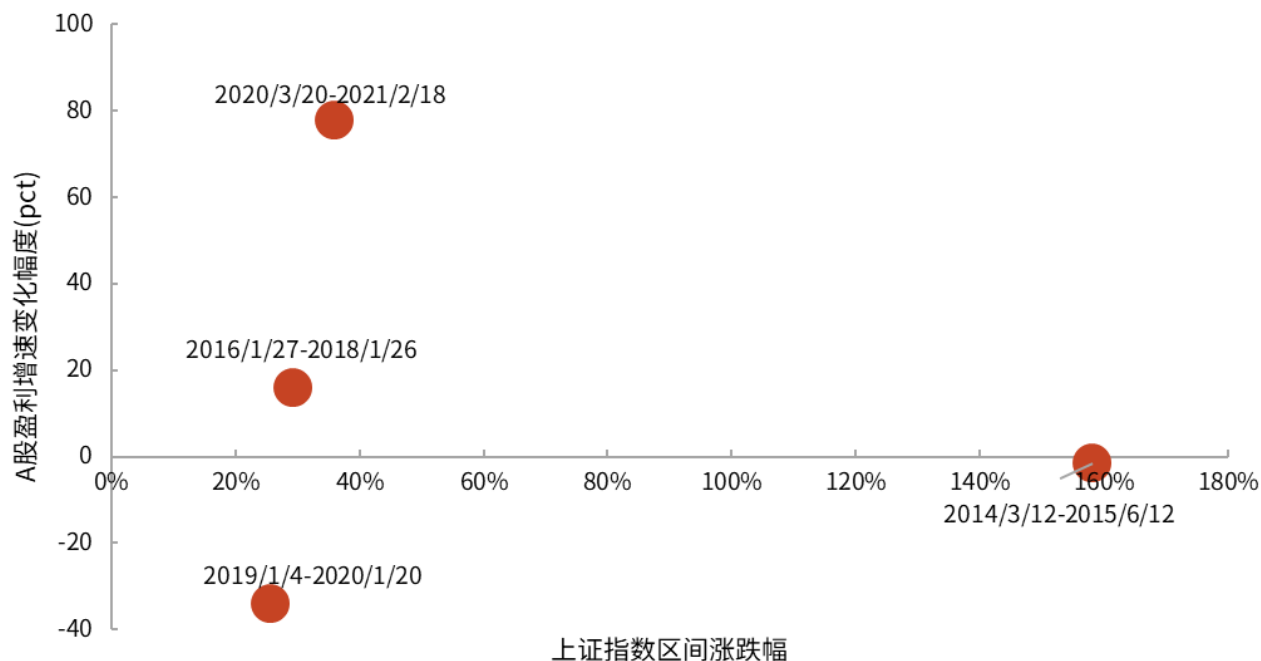


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：淡蓝色部分表示A股盈利增速回落但上证指数上涨的阶段，而淡橙色部分表示A股盈利增速回升且上证指数上涨的阶段，上证指数收盘价截至2024/10/31，GDP数据和A股盈利增速截至2024/09，PMI数据截至2024/10

1.1 牛市形成需要怎样的条件？

- 但从历史来看，当期基本面的显著好转并非牛市形成的必要条件。从历史来看，部分时间段基本面并没有显著改善，但市场却有不错的表现，其中，2014-2015年以及2019年的市场行情具有一定的代表性。从背后的原因来看，虽然当时的基本面并没有迅速改善，但估值的抬升成为了支撑市场上行的主要动力，这背后或许与政策预期以及风险偏好等因素有关。

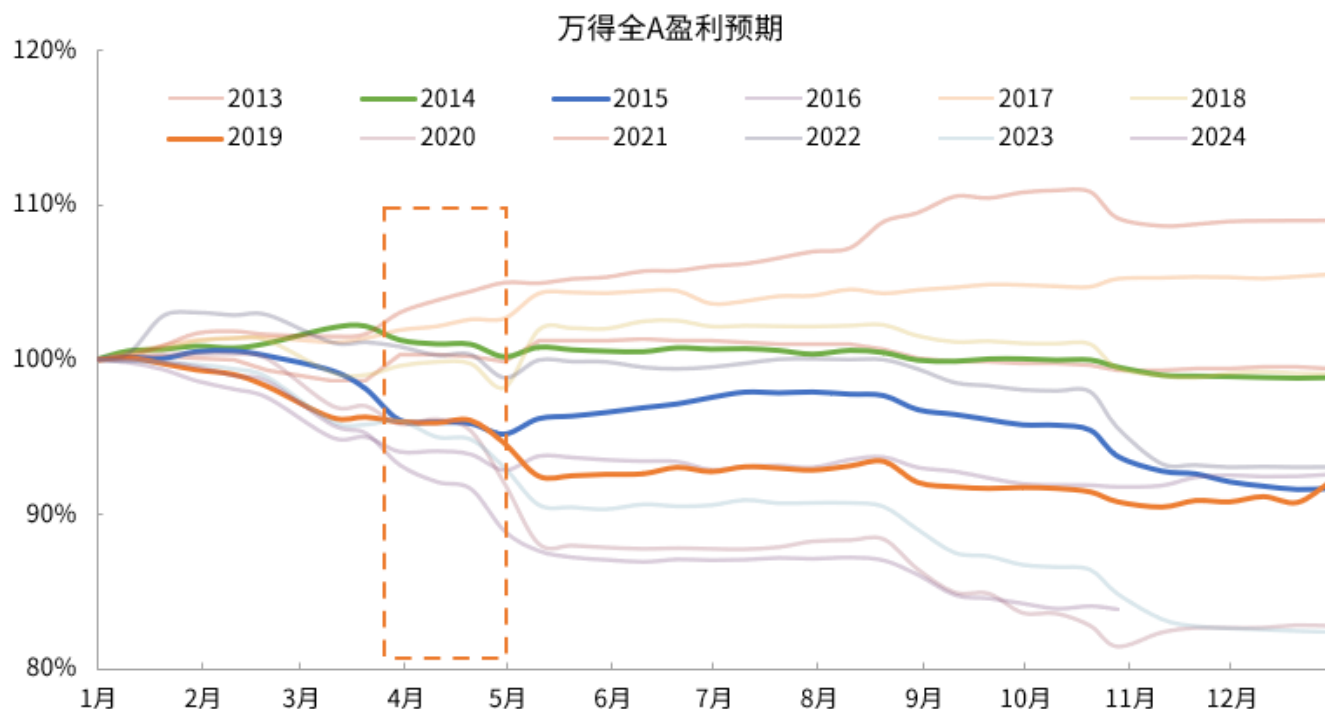
图3：当期基本面的显著好转并非市场上行的必要条件



1.1 牛市形成需要怎样的条件？

- 从历史来看，估值抬升通常是牛市形成的重要因素，而牛市阶段的盈利及盈利预期并不一定同步改善。从历史上几轮牛市的影响因素来看，估值提升在牛市中对市场上涨通常会有明显的贡献，但当期盈利或盈利预期却并不一定会同步改善，2014-2015以及2019年都是如此。因此，整体来看，当期基本面的好转或许更加接近牛市形成的充分不必要条件。

图4：2014-2015年、2019年分析师对A股的盈利增速预期并未显著上升

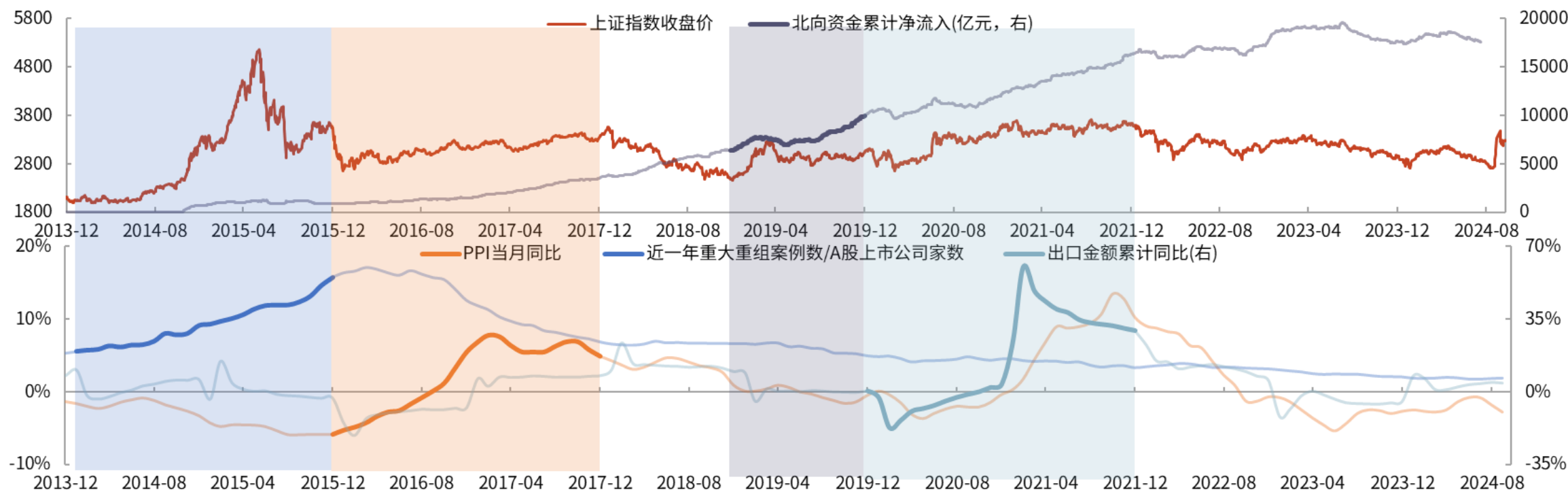


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据是将分析师当年年初对万得全A当年归母净利润的预期值标准化为1后得到，2024年数据截至2024/10/28

1.2 牛市形成的核心是预期改善与赚钱效应

- 牛市形成的必要条件或许是预期的改善与赚钱效应。相较于当期基本面的好转，预期的改善或许才是市场走强的必要条件。不过，预期的改善在不同的时间阶段有不同的体现，在2014-2015年，体现为大规模的并购重组与流动性宽松带来的信心回升；在2016-2017年，体现为供给侧改革与棚改货币化共振带来的再通胀与盈利的逐步好转；在2019年，体现为中美贸易摩擦阶段性缓和以及政策宽松带来风险偏好抬升；在2020-2021年，体现为疫情期间国内经济相较于海外经济出现提前修复，以及出口显著回升。虽然，这些因素推动的预期改善在远期都会体现为盈利预期的好转，但最终实际盈利并非都出现改善。

图5：历史来看，预期改善能推动市场上涨，如2014-2015年并购重组带来的盈利改善预期、2019年北向资金大幅流入带来的增量资金预期等



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数收盘价截至2024/10/22，北向资金数据截至2024/8/16，PPI、出口、重大重组案例数相关数据截至2024/09

1.2 牛市形成的核心是预期改善与赚钱效应

- 赚钱效应则是牛市形成的另外一个必要条件，当市场出现赚钱效应时，通常会成为一轮牛市的起点。除了预期改善之外，赚钱效应或许是牛市形成的另一个必要条件，当然，这本身也是市场演绎的结果。对于A股市场而言，缺乏的不是增量资金，而是对资金的长期吸引力，对于个人投资者而言，最大的吸引力或许来源于赚钱效应。从历史来看，牛市初期的赚钱效应会持续吸引增量资金流入，进一步助力A股市场上涨，形成正反馈。

图6：历史来看，市场的赚钱效应通常会持续一段时间

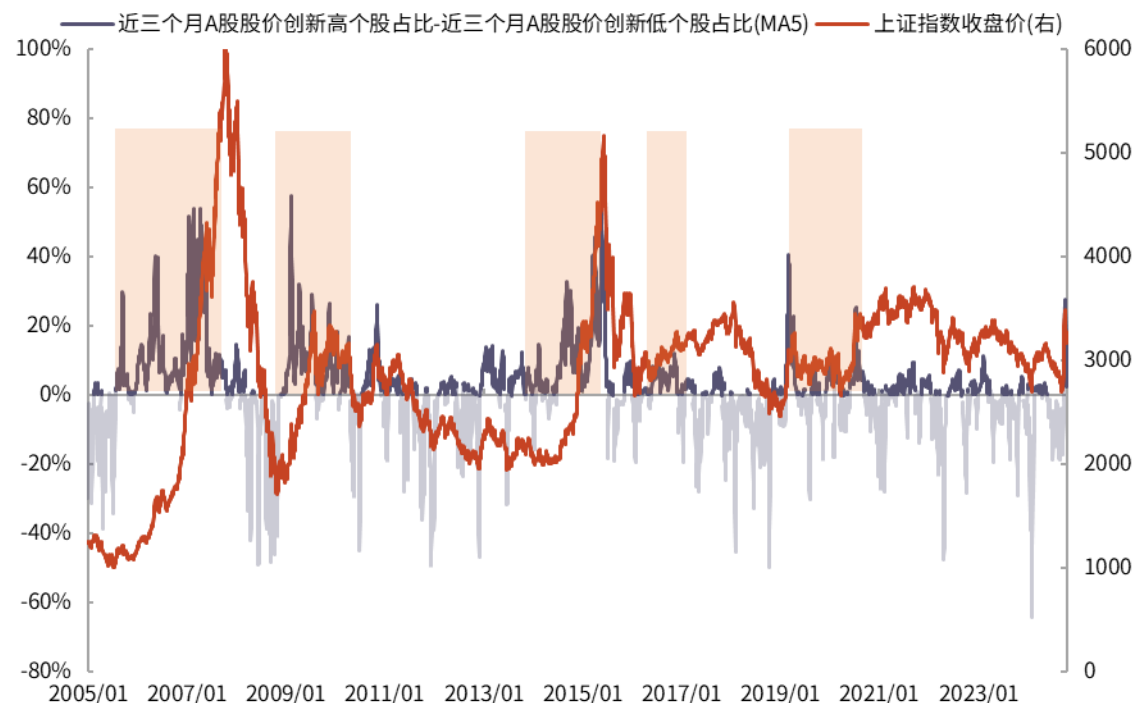
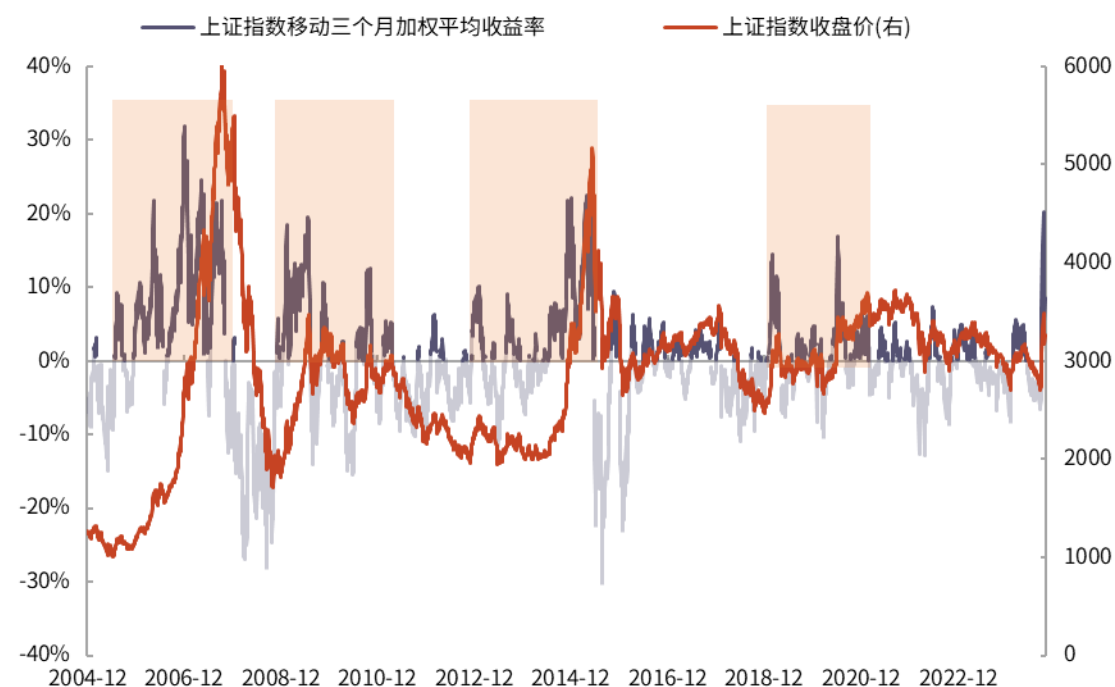


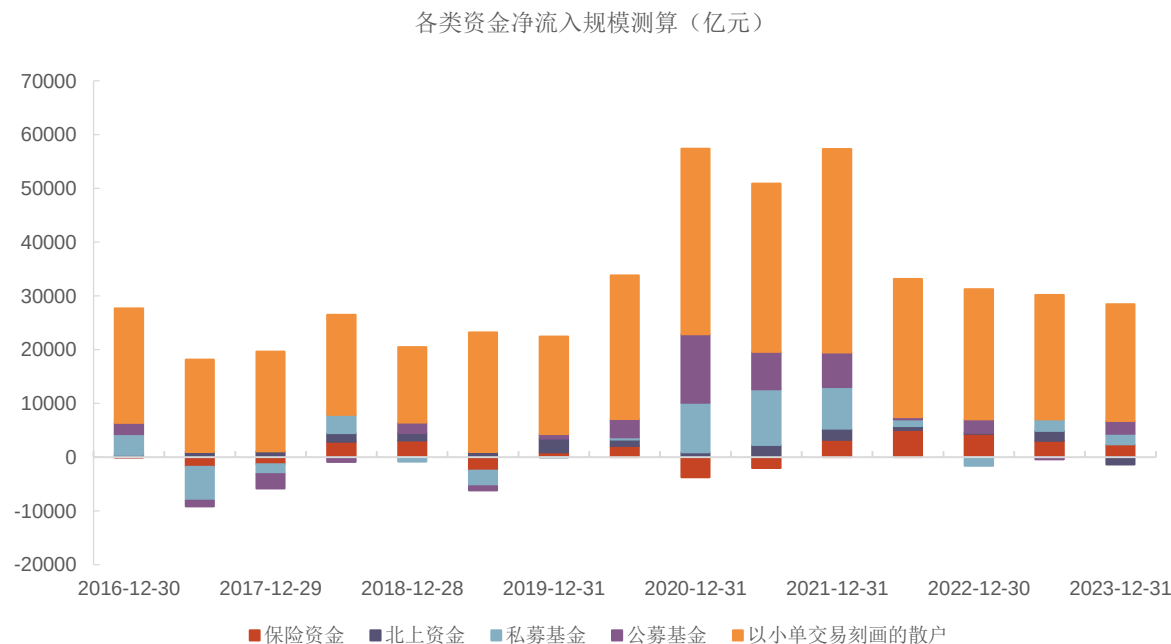
图7：历史来看，市场在牛市初期通常有相对明显的赚钱效应



1.2 牛市形成的核心是预期改善与赚钱效应

- 个人投资者的资金仍是当前市场增量资金的主要来源。从资金的角度来看，无论增量资金还是存量资金，当前A股市场个人投资者仍相当多，其是A股市场资金的主要来源。虽然沪深港通逐步开通之后，北上资金流入以及公募基金的密集发行使得A股市场机构投资者的占比有了一定程度的提升，但公募基金的资金很大一部分也来源于个人投资者，因此，个人投资者的资金流动仍然是决定市场增量资金规模的核心因素之一。而对于个人投资者而言，赚钱效应对其吸引力显而易见。

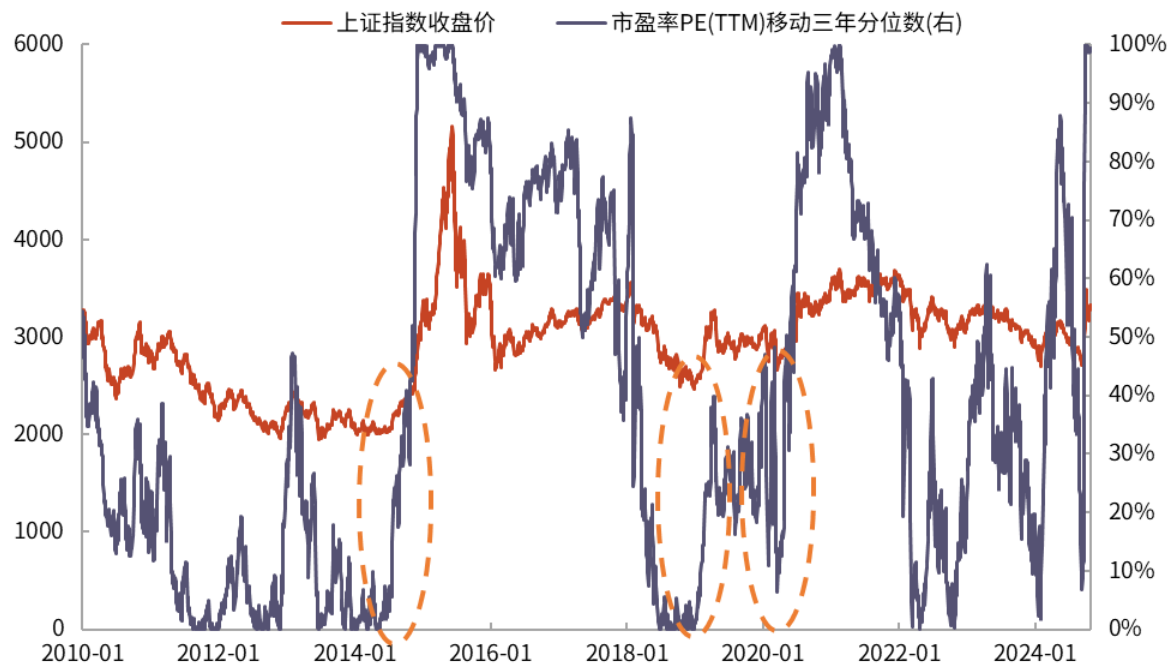
图8：个人投资者的资金仍是当前市场增量资金的主要来源



1.2 牛市形成的核心是预期改善与赚钱效应

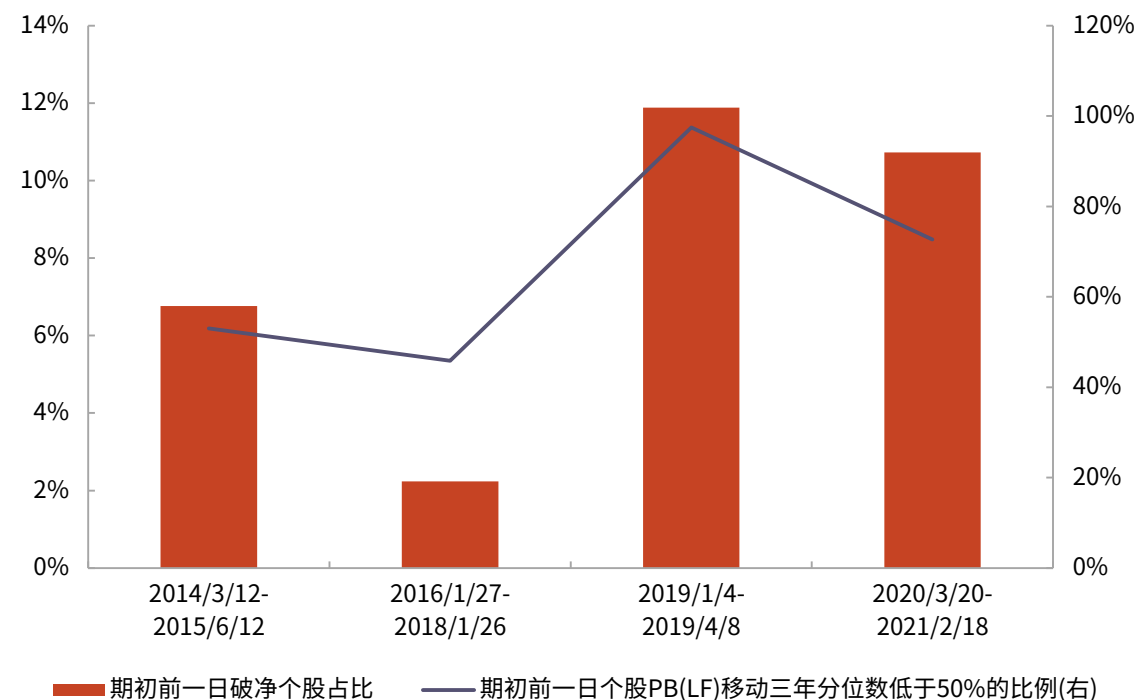
- 此外，低估值或许是牛市形成的一个必要不充分条件。从历史来看，2014-2015年、2019年、2020-2021年市场上涨初期其估值均处于相对低位，并且破净率处于相对高位，接近牛市形成的必要条件。但从历史来看，市场估值处于低位时，并不一定能形成牛市。因而，整体来看，低估值或许是牛市形成的一个必要不充分条件。

图9：市场在牛市前期的估值通常较低，但市场估值处于低位时并不一定能形成牛市



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/29

图10：2014-2015年、2019年、2020-2021年市场上涨前夕大量个股估值处于相对低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 盈利变化决定了市场行情的模式

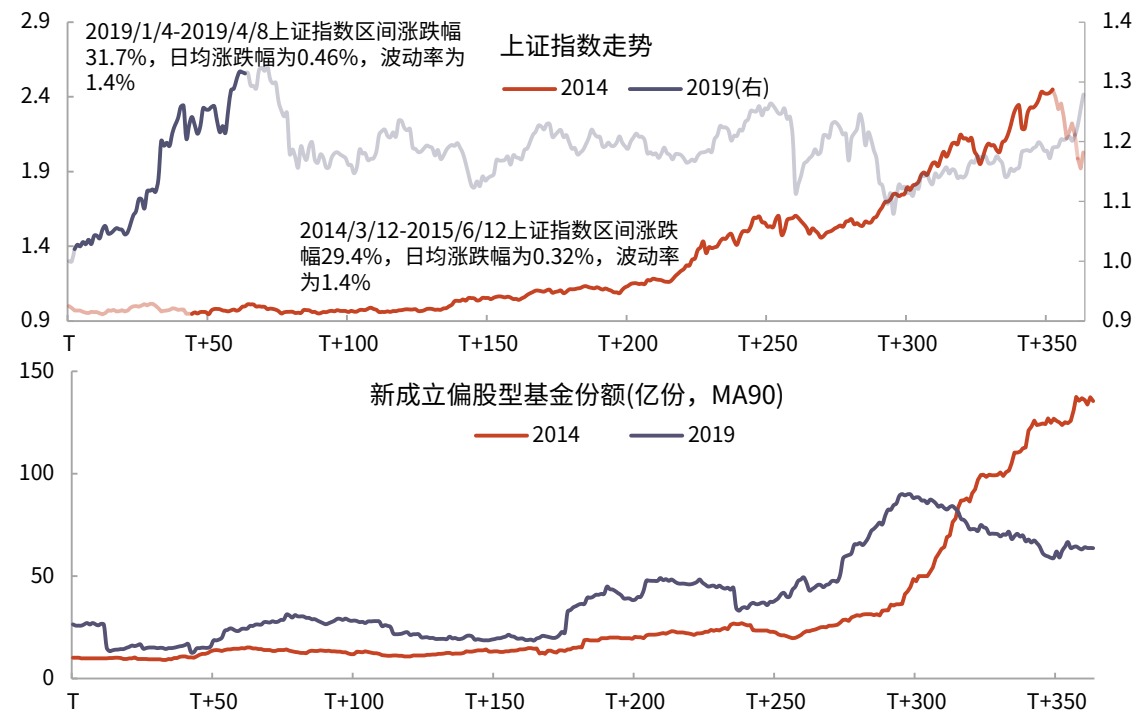
- 虽然当期盈利改善不是牛市形成的必要条件，但却影响市场行情的演绎模式。从历史来看，随着实际盈利逐步改善，市场通常会表现的相对更加平稳，波动率相对较小，毕竟基本面的变化通常相对缓慢且具有一定的持续性，而风险偏好的变化则相对更加敏感且迅速。
- 此外，盈利改善推动市场上行的阶段，机构增量资金的流入通常也相对更加平稳。除了市场本身波动的不同之外，增量资金流入的情况通常也有所不同。盈利改善推动市场上行的阶段，偏股型基金发行份额跟随市场波动，而预期改善推动市场上行的阶段，偏股型基金发行份额快速上行出现在行情的中后期，这或许与前期个人投资者更加偏好亲自“入场”而非申购基金有关。

图11：盈利改善的市场呈“慢牛”特征，基金发行与市场表现相关



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2016、2020年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

图12：预期改善的市场呈“快牛”特征，基金发行呈震荡上行趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2014、2019年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

1.3 盈利变化决定了市场行情的模式

- 盈利改善与预期改善推动的市场上涨背后不同资产的收益率有一定的区别。在盈利改善推动市场上行的行情中，股票型基金的市场表现通常更好，其获得超额收益的概率通常高于个股获得超额收益的概率，这一现象在2020年-2021年的市场上涨阶段中尤为明显。而预期改善推动市场上行的行情中，情况则恰好相反，个股获得超额收益的概率通常高于股票型基金获得超额收益的概率，2014-2015年市场上涨阶段这一现象尤为明显。对比股票型基金区间回报中值与个股涨跌幅中值，我们可以得到类似的结论。

图13：盈利改善推动的牛市中，股票型基金获得超额收益的比例相对更高

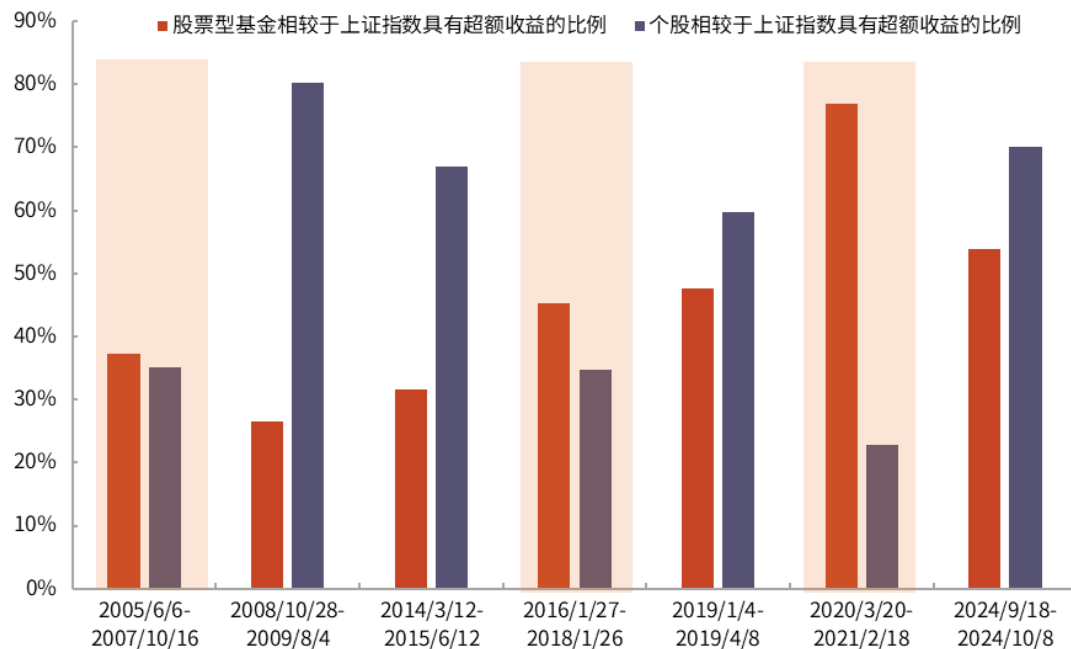
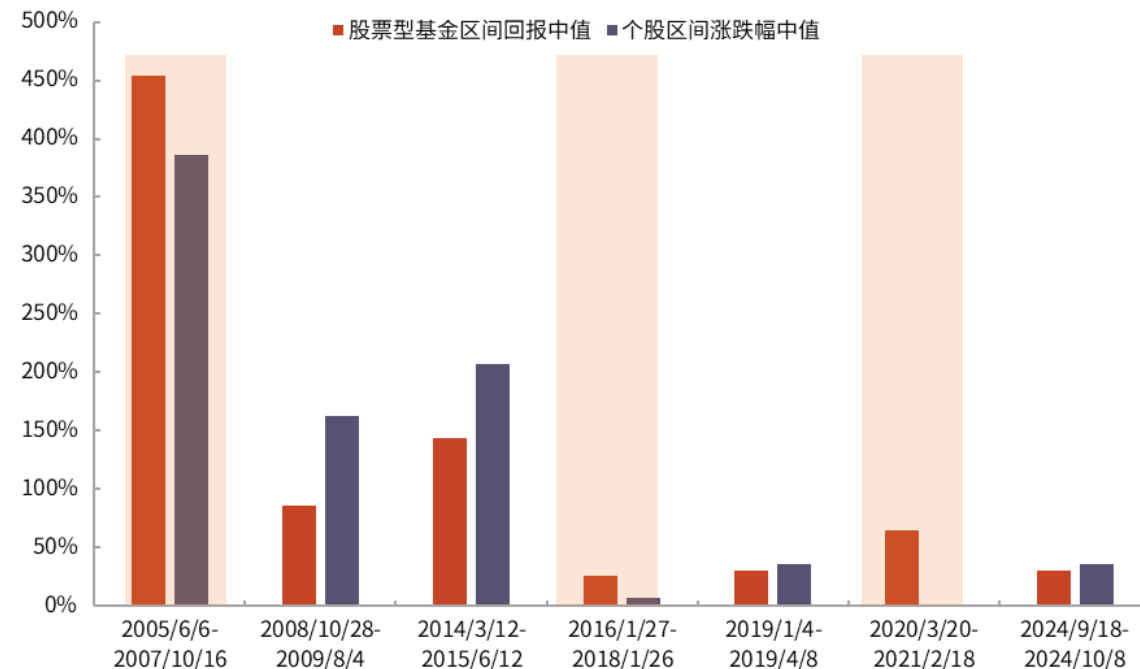


图14：盈利改善推动的牛市中，股票型基金区间回报中值高于个股



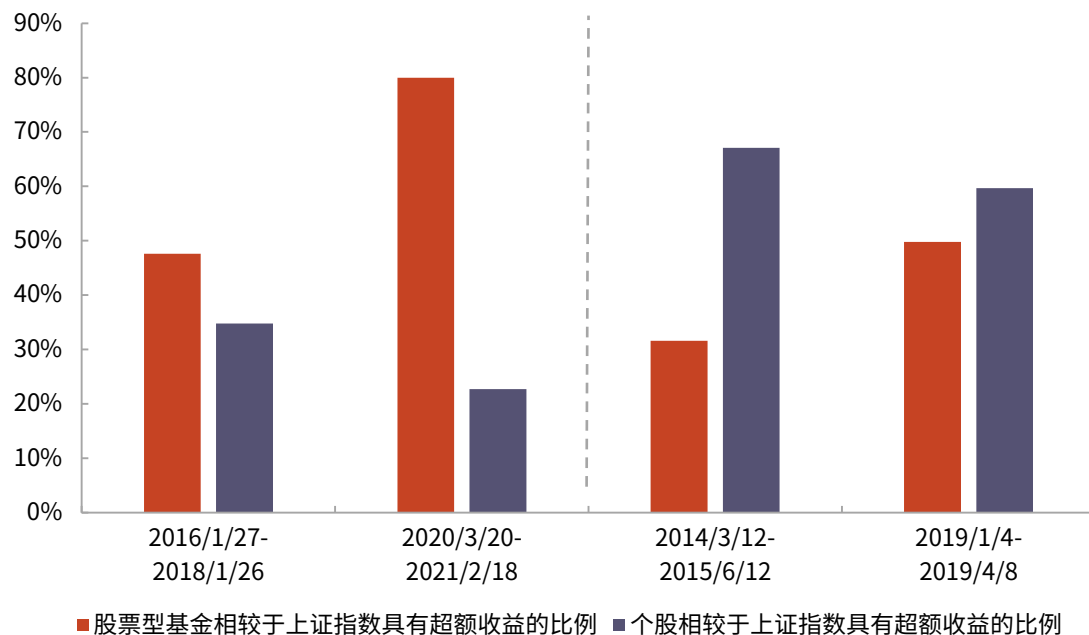
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

1.3 盈利变化决定了市场行情的模式

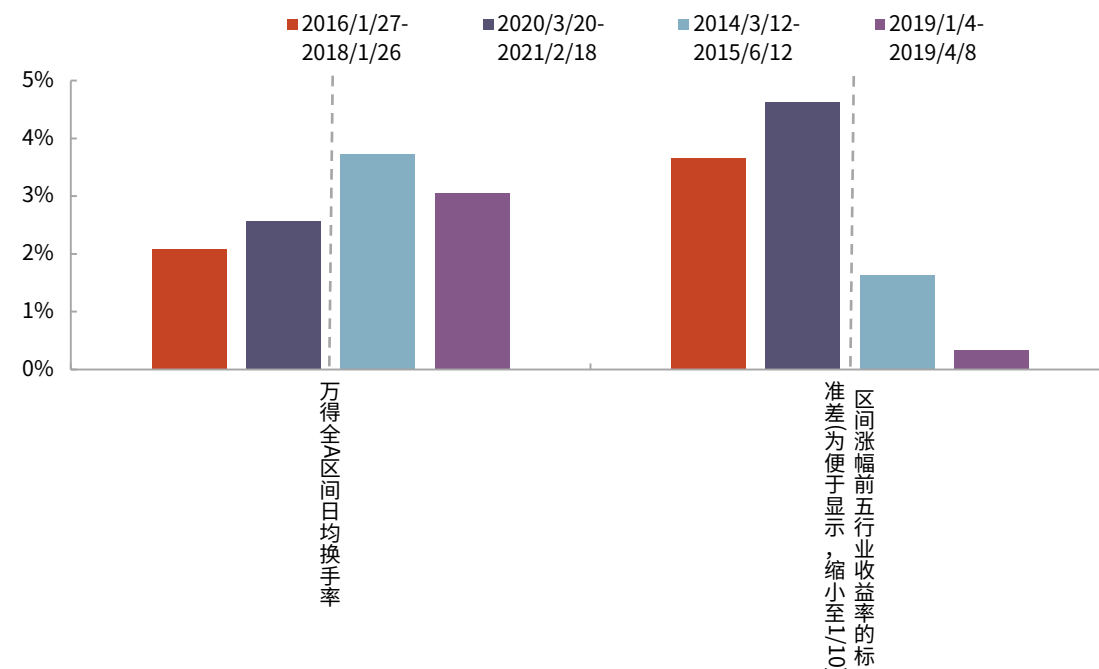
- 从交易特征来看，盈利改善与预期改善推动的市场上行阶段的交易特征也存在一定的区别。具体来看，盈利改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更低，同时领涨行业的涨幅存在相对较大的差异；而预期改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更高，同时，领涨行业的涨幅差异相对更小，呈现一定程度的普涨行情。

图15：盈利改善推动的牛市中，机构获得超额收益的比例高于个股



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

图16：盈利改善推动的牛市中，A股日均换手率相对更低，领涨行业收益率标准差相对更高

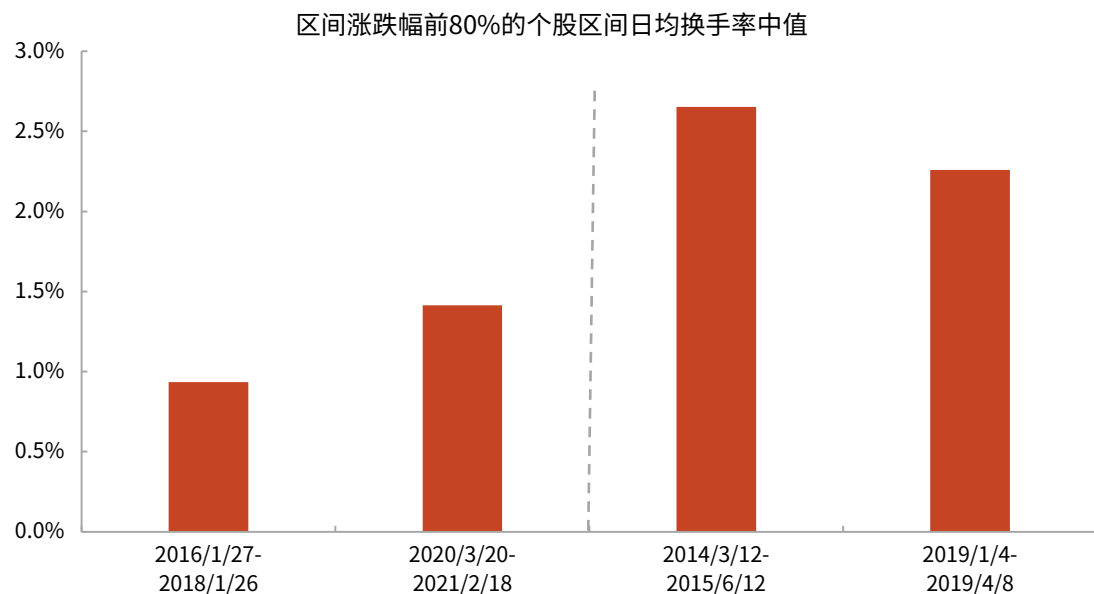


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金

1.3 盈利变化决定了市场行情的模式

- 从个股来看，情况同样如此。从相应区间涨跌幅前80%的个股区间日均换手率中值来看，盈利改善推动的市场上涨阶段，如2016-2018年以及2020年-2021年，相应时间区间内涨跌幅前80%的个股区间日均换手率显著低于同口径下2014-2015年以及2019年市场上涨阶段个股的区间日均换手率。
- 总体来看，市场的上涨并不单纯依赖于短期盈利的改善，预期的边际变化与赚钱效应也会同样促使市场的中期上行。但不同模式之下，市场的表现差异也非常明显，盈利改善驱动的市场上涨阶段，市场特征更加符合机构主导的特征，结构上也会更加偏向于机构主导的标的，而预期改善驱动的市场上涨阶段，市场特征则会更加接近于个人投资者的投资风格。

图17：盈利改善推动的市场上涨阶段个股区间日均换手率低于预期改善推动的市场上涨阶段个股区间日均换手率



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据仅统计了沪深A股

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- 3、经济修复与财富效应
- 4、市场展望：牛市在途
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

2.1 预计2025年经济政策将保持宽松

➤ 政策是调控经济与金融市场的重要手段，通常政策出台前后是市场预期变化的起点。由于政策通常是经济运行的领先变量，因此，市场行情通常会跟随政策波动。从历史来看，政策通常会是一轮市场行情的重要催化因素。

图18：历史来看，政策对市场行情通常有较大的影响

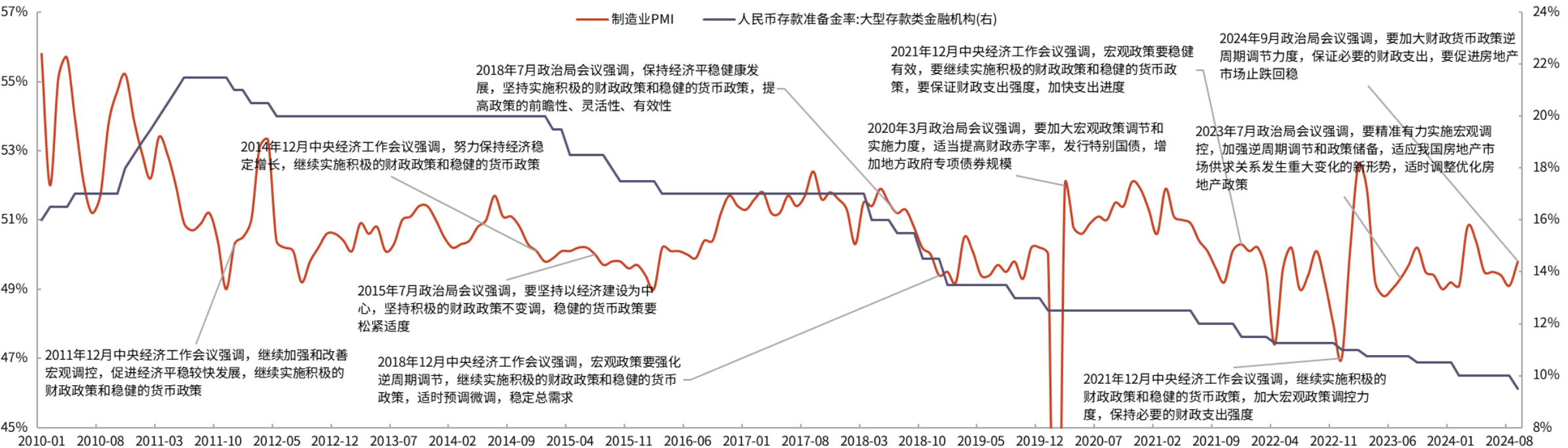


资料来源：人民日报、中国新闻网、Wind等，光大证券研究所整理 注：上证指数收盘价截至2024/10/22

2.1 预计2025年经济政策将保持宽松

➤ 历史来看，经济政策通常跟随经济波动相机抉择，当前经济面临一定的下行压力，预计2025年经济政策整体将保持宽松。经济相关政策是对于经济运行的直接调节，当经济面临一定的下行压力时，政策通常会相对宽松，反之，宽松政策则会逐步退出并转向中性或中性偏紧。站在当前时点，宏观经济仍面临一定下行压力的背景下，预计2025年经济政策整体将保持宽松。

图19：历史来看，经济政策往往相机抉择



资料来源：人民日报、新华社、Wind等，光大证券研究所整理 注：数据截至2024/09

2.1 预计2025年经济政策将保持宽松

➤ 从当前来看，本轮经济政策的放松力度相对较大。2024年9月政治局会议前后，经济政策在多个方向已经持续发力，表明了政府稳经济增长的决心。

表1：政治局会议传递积极信号

会议	类型	相关内容
9月政治局会议	财政政策	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，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
	货币政策	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
	房地产	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
	消费	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。
	民营经济	要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。

资料来源： 国务院官网，光大证券研究所整理

表2：近期增量政策涉及房地产、基建等多个方面

政策方向	日期	相关内容
房地产	2024年9月24日	在国新办发布会上，央行行长潘功胜宣布部分政策措施，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%。
	2024年10月17日	住建部在国新办新闻发布会上表示，调整或取消各类购房的限制性措施；将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元，相较于目前的规模翻倍。
基建	2024年10月8日	发改委在国新办新闻发布会上表示，用足用好今年各类资金，加快地方政府专项债券发行使用进度，支持项目开工建设；将在年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单；进一步激发民间投资积极性，实施好政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。
消费		发改委在国新办新闻发布会上表示，在消费方面，重点是把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，主要包括加大对特定群体的支持力度；结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费。
民营经济	2024年10月10日	《中华人民共和国民营经济促进法（草案征求意见稿）》公布，强调保障公平竞争，促进民营经济组织公平参与市场竞争、平等使用生产要素，优化民营经济投融资环境，降低制度性交易成本。
地方债务	2024年10月12日	在国新办发布会上，财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，其中之一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展保民生。

资料来源： 国务院官网、北京商报等，光大证券研究所整理

2.2 金融政策可能会有周期性宽松

➤ 历史来看，金融与资本市场政策调控通常呈现一定的周期性。历史来看，相较于相机抉择的经济政策，金融与资本市场监管政策则呈现出一定的周期性，并且监管政策的放松与收紧对市场也产生了相对较大的影响。

图20：金融与资本市场政策通常有一定的周期性



资料来源：证监会官网、中国证券报、Wind等，光大证券研究所整理 注：数据截至2024/10/22

2.2 金融政策可能会有周期性宽松

➤ 预计金融相关政策可能会迎来新一轮的放松周期。近期金融监管政策出现了明显的变化，涉及并购重组、中长期资金入市、股东回报等方面，我们认为，这或是金融相关政策新一轮放松周期的开始。从历史规律来看，预计这样的趋势将在2025年持续。

表3：近期资本市场政策包括支持并购重组、鼓励中长期资金入市

政策方向	日期	文件	相关内容
并购重组	2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级，鼓励上市公司加强产业整合， 进一步提高监管包容度，提升重组市场交易效率。
中长期资金入市	2024年9月26日	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	建设培育鼓励长期投资的资本市场生态； 大力发展权益类公募基金 ，支持私募证券投资基金稳健发展； 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
市值管理	2024年9月24日	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任， 并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。

资料来源：证监会官网，光大证券研究所整理

表4：央行创设支持资本市场的货币政策工具

部门	日期	政策工具	相关内容
央行	9月24日	证券、基金、保险公司互换便利	符合条件的证券、基金、保险公司，以持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产。 互换便利首期操作规模是5000亿元，未来可视情况扩大规模。
		股票回购、增持再贷款	引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票。中央银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是100%，再贷款利率是1.75%，商业银行对客户发放的贷款利率在2.25%左右， 首期额度是3000亿元，未来可根据运用情况扩大规模。

资料来源：金融界，光大证券研究所整理

2.2 金融政策可能会有周期性宽松

➤ 当前监管政策或许与2014-2015年具有一定的相似性。从政策来看，当前政策积极支持并购重组并创设支持资本市场健康发展的两项结构性货币政策工具，这与2014-2015年并购重组政策放松以及支持增量资金流入股票市场具有一定的相似性。不过，当前政策在规范上市公司与投资者行为、鼓励上市公司增加投资者回报等方面呈强监管的基调。

表5：当前部分资本市场政策与2014-2015年存在一定的相似

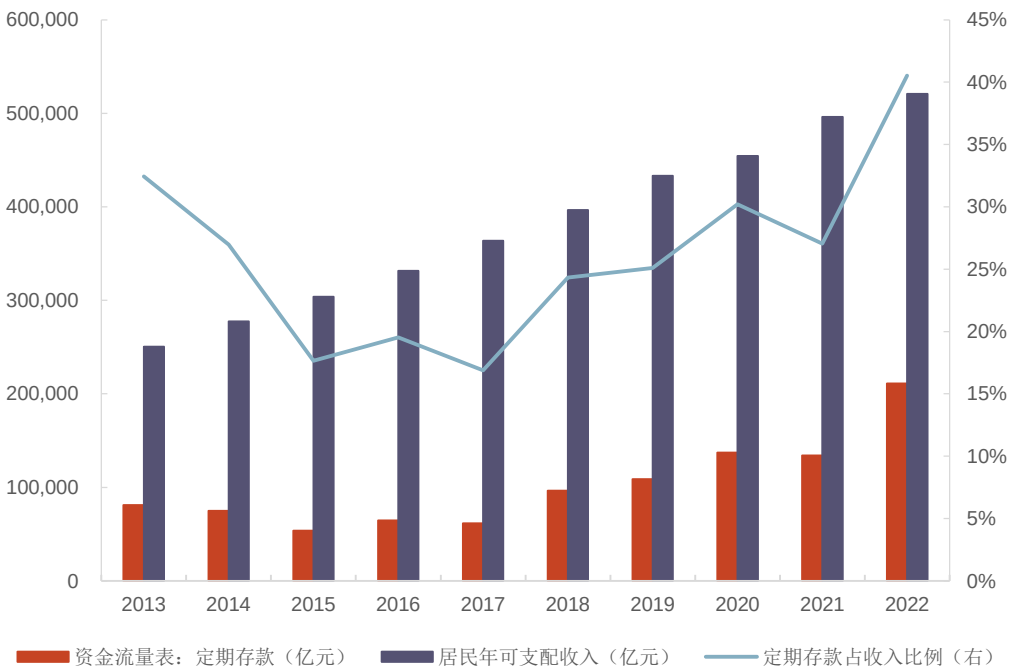
政策方向	日期	相关内容
并购重组	2014年5月	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“国九条”）发布，指出鼓励市场化并购重组，拓宽并购融资渠道。
	2015年4月	证监会发布修订后的《证券期货法律适用意见第12号》，扩大募集配套资金比例，将上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的比例从不超过交易总金额的25%扩大至不超过拟购买资产交易价格的100%，一并由并购重组委审核。
	2024年4月	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“新国九条”）发布，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。
	2024年9月	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》发布，支持上市公司向新质生产力方向转型升级，鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度，提升重组市场交易效率。
增量资金	2014年11月	“沪港通”正式开通。
	2024年9月	央行创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持再贷款货币政策工具。

资料来源：国务院官网、中国证券网、Wind等，光大证券研究所整理

2.3 赚钱效应将吸引居民资金持续入市

- ▶ 资本市场监管政策的放松或许会促进居民资产的迁移。在新冠疫情之后，出于对未来经济以及收入状况的担忧，居民投资行为相对谨慎，同时，由于资产回报率的普遍下行，居民存款在过去几年持续上行，而当前资本市场监管政策的放松或许会促进居民资产的迁移。
- ▶ 前期居民资产的活化主要依赖房地产市场的上行。历史来看，前期居民资产配置以房地产为主，因而，前期居民存款的活化很大程度上依赖于房地产市场的持续上行，但当前房地产价格处于调整阶段，居民担心未来房地产价格继续面临调整压力，因而其投资行为变得更加谨慎。

图21：近几年，定期存款占居民收入比例逐年提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2022年

图22：股市与地产市场价格存在“跷跷板”效应

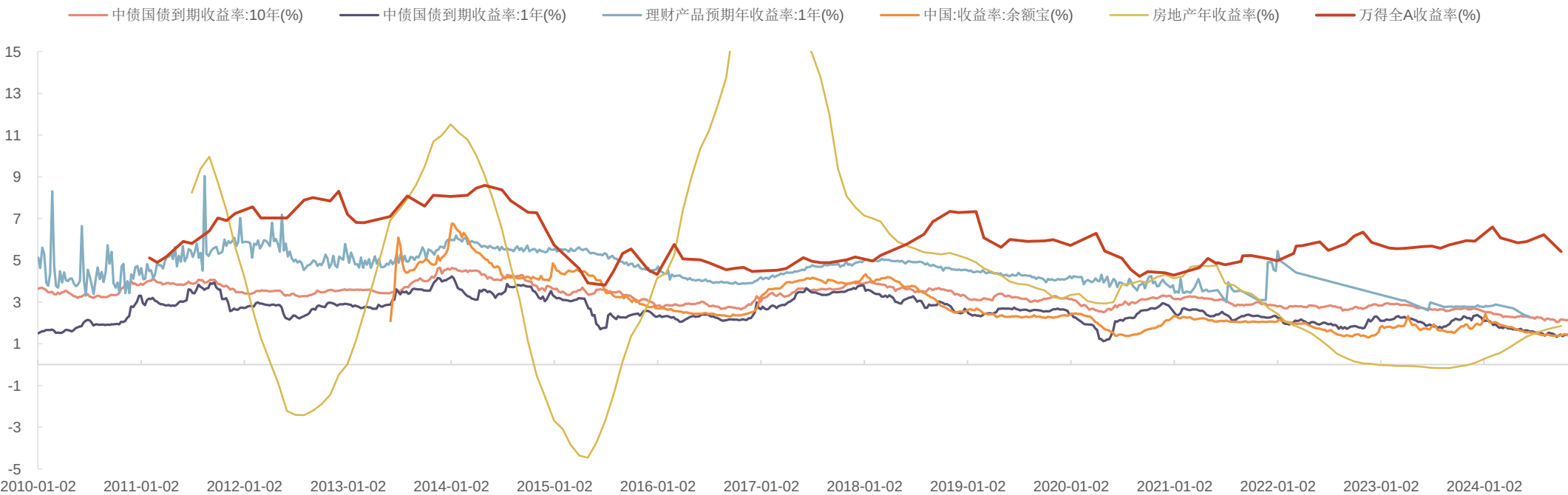


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数收盘价截至2024/10/22，百城住宅价格指数同比截至2024/09

2.3 赚钱效应将吸引居民资金持续入市

➤ 未来股票市场或将成为居民资产配置的重要方向。在前期利率持续下行的背景下，各类资产收益率的中枢也在不断下移。从以往的经验来看，股票市场有望成为居民资产配置的重要方向，但近几年股票市场偏弱运行在一定程度上减慢了这一进程，缺乏优质的资产可能也是前期居民存款持续高增的主要原因之一。因此，未来若股票市场能够更加活跃，或将成为居民资产配置的重要方向。

图23：2021年以来多数资产收益率震荡下行

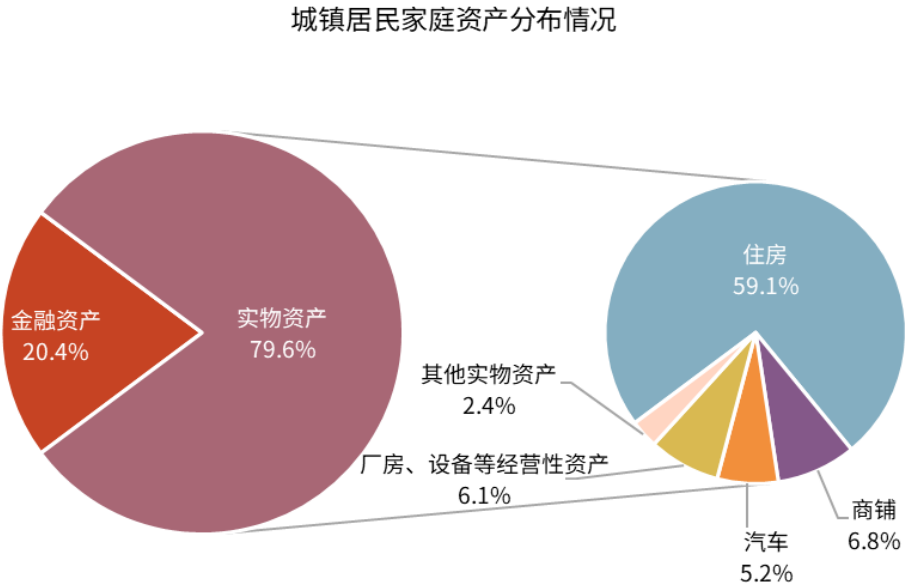


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：理财产品预期年收益率截至2024/06，房地产年收益率数据截至2024/09，其余数据截至2024/10/25

2.3 赚钱效应将吸引居民资金持续入市

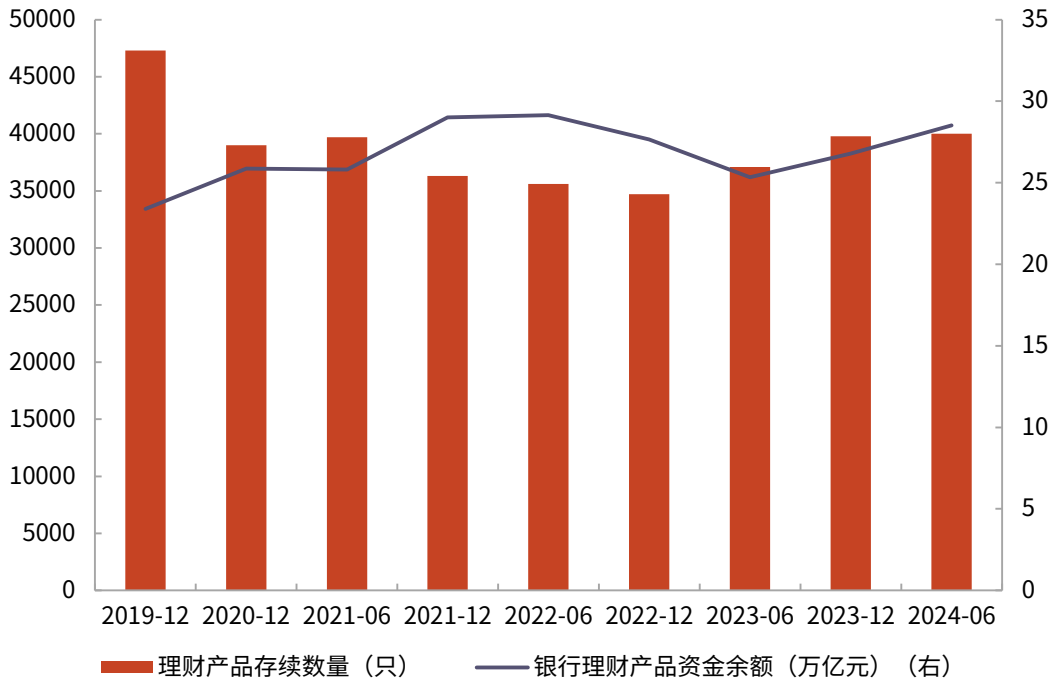
➤ 由于优质资产稀缺，2024年居民资金持续流入理财产品。相比于前期，2024年居民资金流入理财产品的规模明显上行，我们认为这一方面与今年上半年债市表现较好推动债券型理财产品收益率走高有关，另一方面也与其他资产缺乏赚钱效应有关。

图24：我国居民资产配置中，非金融资产占比较高



资料来源：中国人民银行、环球网，光大证券研究所 注：以上数据来源于中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组在《中国金融》发表的2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查

图25：2024年上半年理财产品规模明显上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/06

2.3 赚钱效应将吸引居民资金持续入市

国庆节前后，A股市场中个人投资者的赚钱效应明显。随着市场在国庆节前后显著上扬，A股市场个股普遍上扬，市场赚钱效应明显。不过，从结构上来看，个人投资者占比较高的个股在本轮行情中其平均涨幅也相对更高，或表征在本轮市场上涨中，个人投资者的赚钱效应相对更加明显。

图26：本轮行情中个人投资者占比较高个股平均涨幅更高

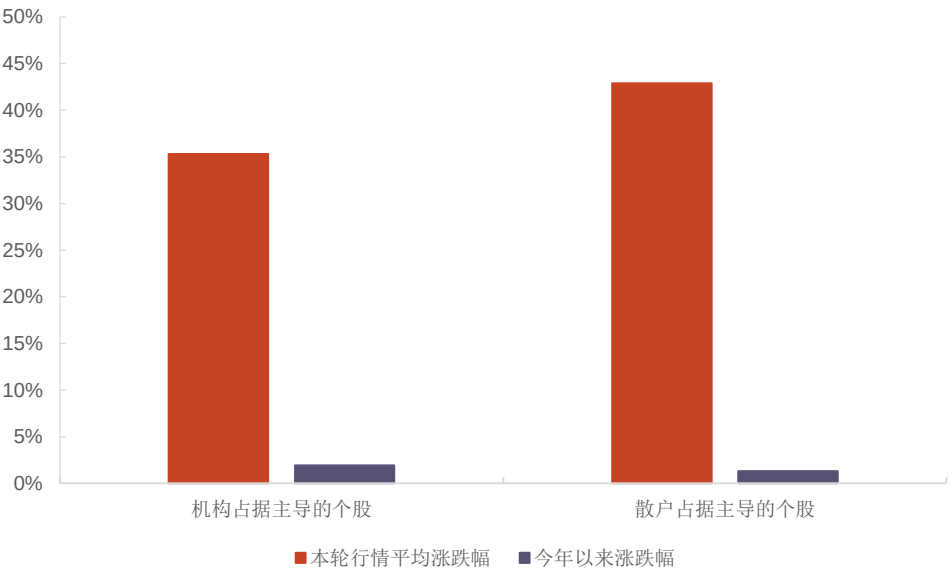
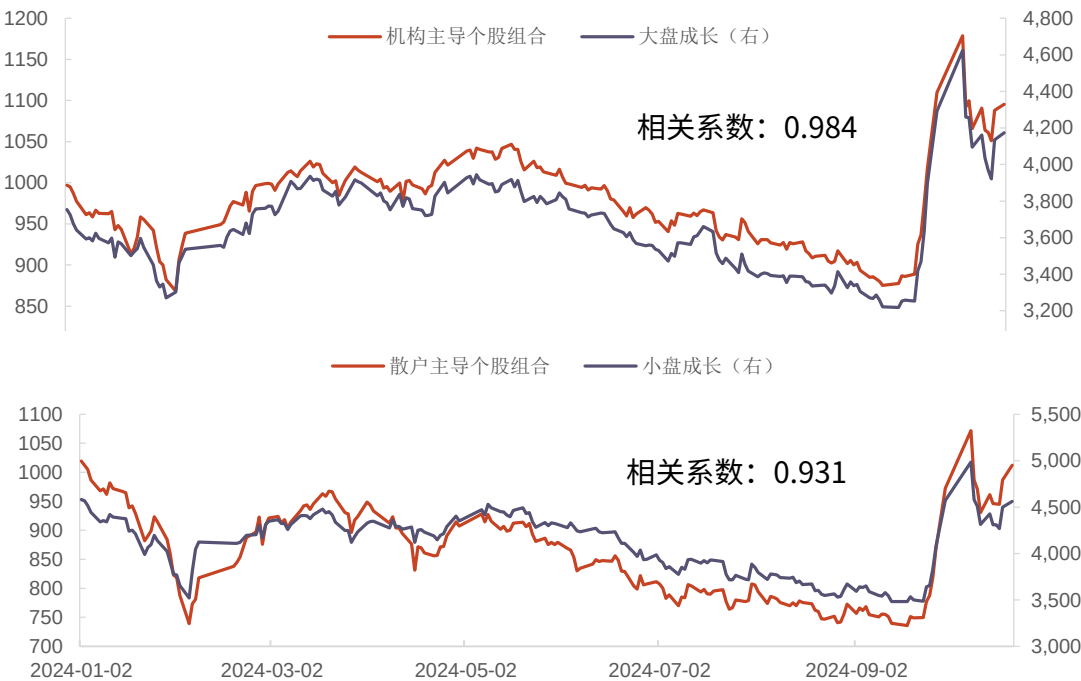


图27：机构主导个股组合接近大盘成长，散户主导个股组合接近小盘成长



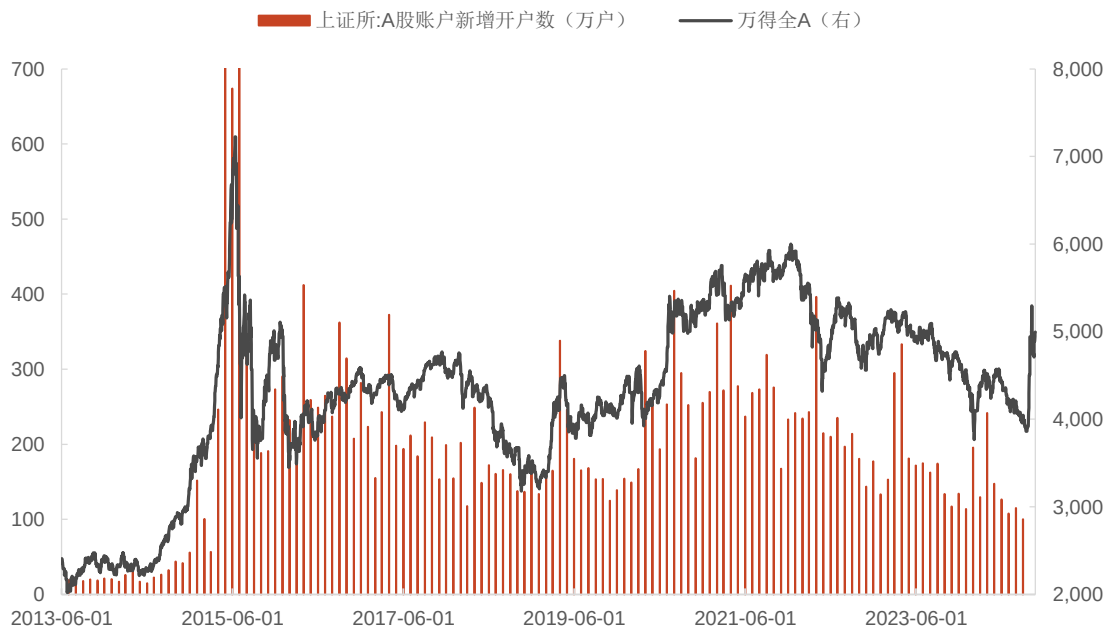
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图中本轮行情的时间区间为2024/9/24-2024/10/8，今年以来的涨跌幅计算的时间区间为2024/1/1-2024/10/8，图中机构和散户占据主导的个股的划分标准为，2024Q2基金持仓市值占对应个股流通市值比例大于等于30%的个股划分为机构占据主导，比例小于30%的个股划分为散户占据主导

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024/10/22

2.3 赚钱效应将吸引居民资金持续入市

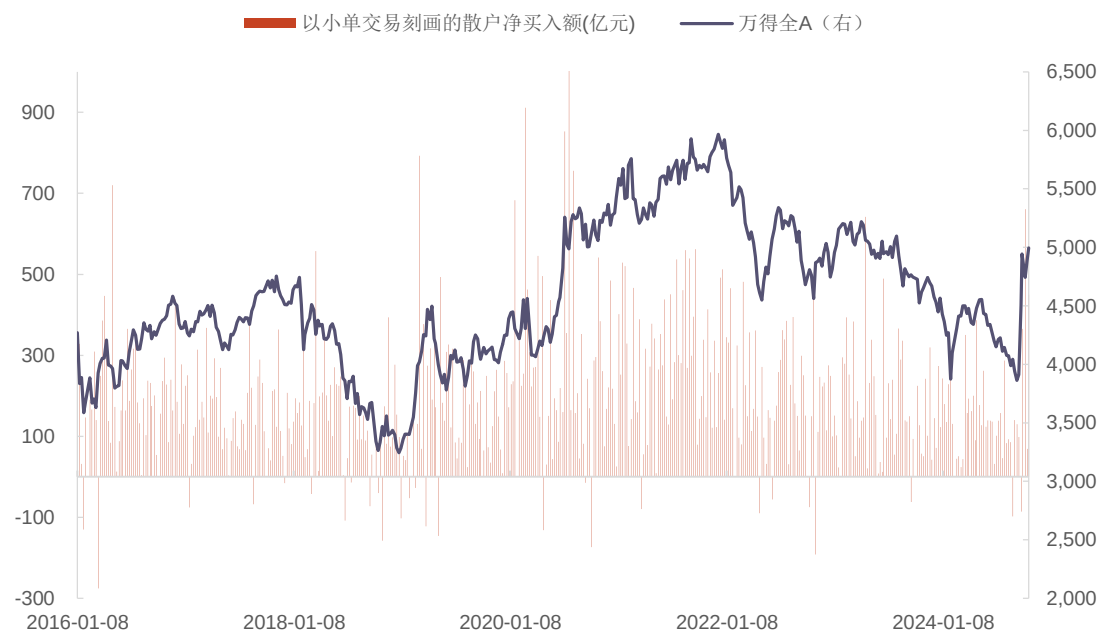
伴随着市场显著上扬，居民资金正迅速流入。以新增开户数与小单交易情况来刻画个人投资者的入市行为，随着市场的上涨，近期个人投资者正积极参与市场交易，但与历史牛市期间个人投资者入市的火热程度相比，还存在一定的差距。但随着市场赚钱效应回升，叠加近几年个人投资者交易热情相对偏低，我们认为个人投资者资金在2025年将有望成为市场增量资金的重要来源之一。

图28：牛市前期市场开户数快速上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：右轴为万得全A指数收盘价，数据截至2024/10/22

图29：市场快速上涨阶段，小单交易净买入额出现显著“脉冲”

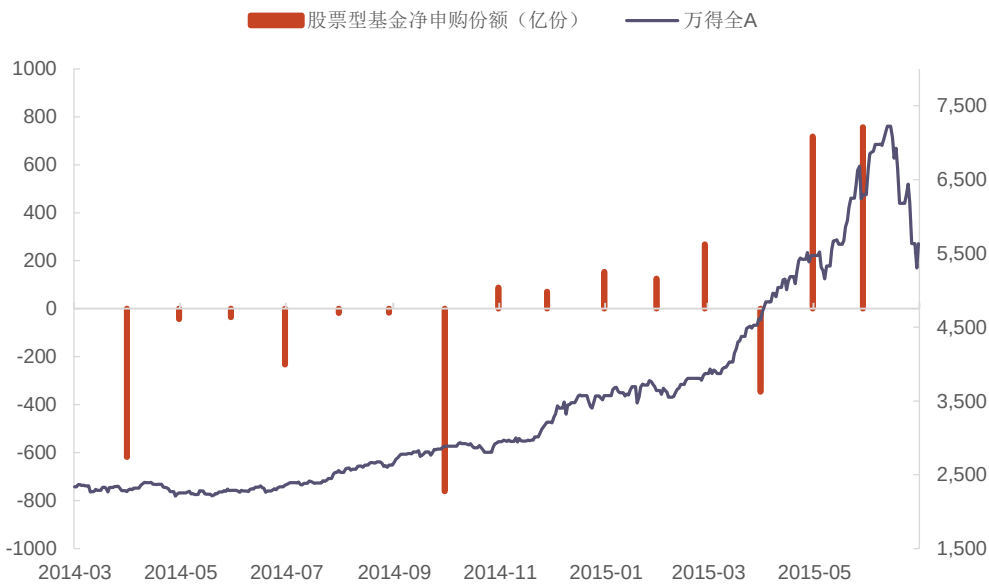


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：右轴为万得全A指数收盘价，数据截至2024/10/22

2.4 基金申购带来的增量资金或许会有一定时滞

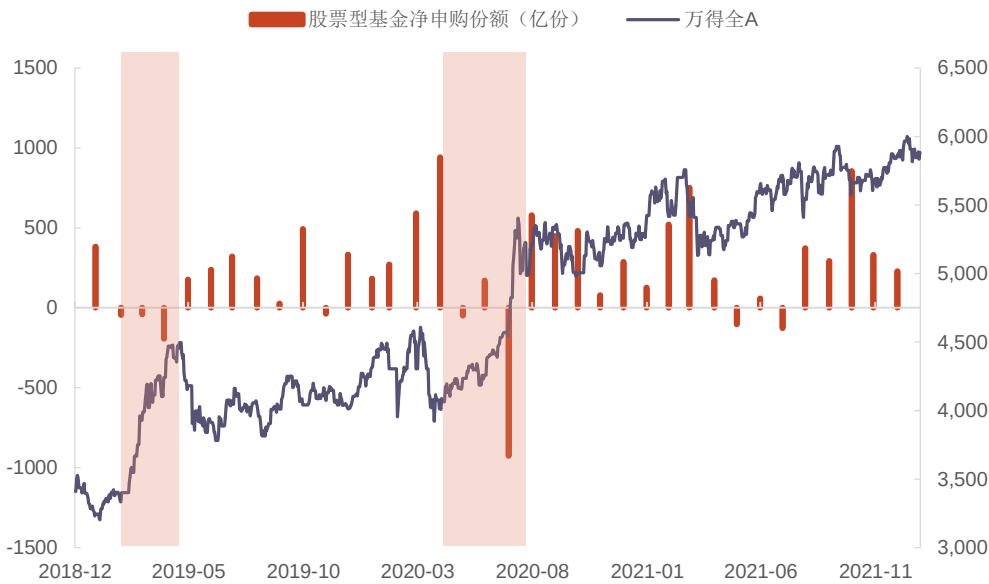
➤ 展望未来，基金申购带来的增量资金或许存在一定的时滞。除了直接参与市场交易之外，个人投资者通常也会通过基金申购等方式进入股票市场。不过，从历史情况来看，个人投资者申购基金的热情通常集中在牛市的中后段，尤其是风险偏好提升推动市场上涨的阶段更是如此。因此，展望未来，基金申购带来的增量资金或许存在一定的时滞。

图30：2014-2015年牛市前期股票型基金呈现赎回状态



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：右轴为万得全A指数收盘价，数据时间区间为2014/03-2015/06

图31：2019年与2020年牛市前期股票型基金呈现赎回状态

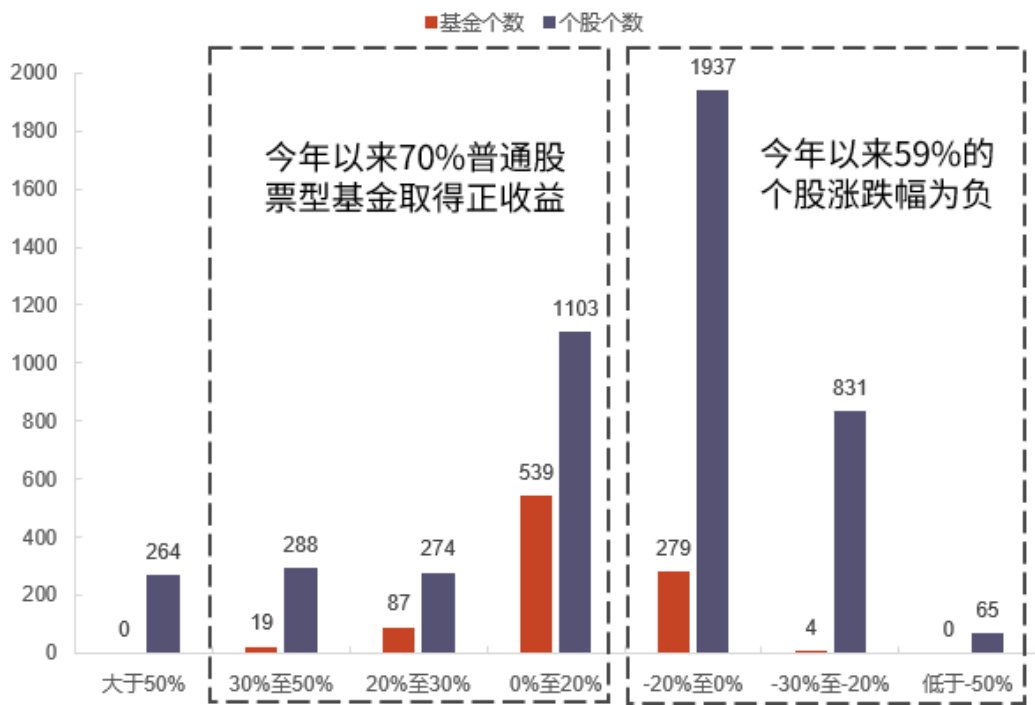


27 资料来源：Wind，光大证券研究所 注：右轴为万得全A指数收盘价，数据时间区间为2018/12-2021/12

2.4 基金申购带来的增量资金或许会有一定时滞

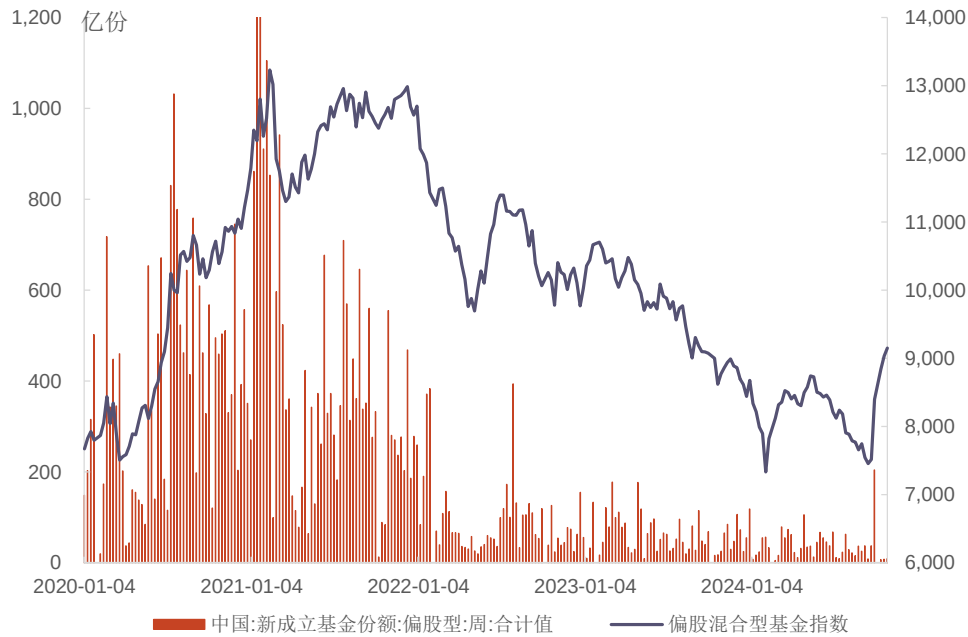
➤ 今年以来，基金整体表现仍然比个股更加稳健。虽然在国庆节前后市场反弹的过程中，基金整体的表现不如个股，但拉长时间来看，今年基金的平均表现仍然要优于个股的平均表现，而这一现象随着市场波动的加剧可能会变得更加明显，并逐步被个人投资者所了解。因此，未来基金申购量或将逐步上行，为2025年A股市场带来增量资金。

图32：今年以来，股票型基金整体表现强于个股



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/22

图33：公募基金发行与基金表现有较强的相关性

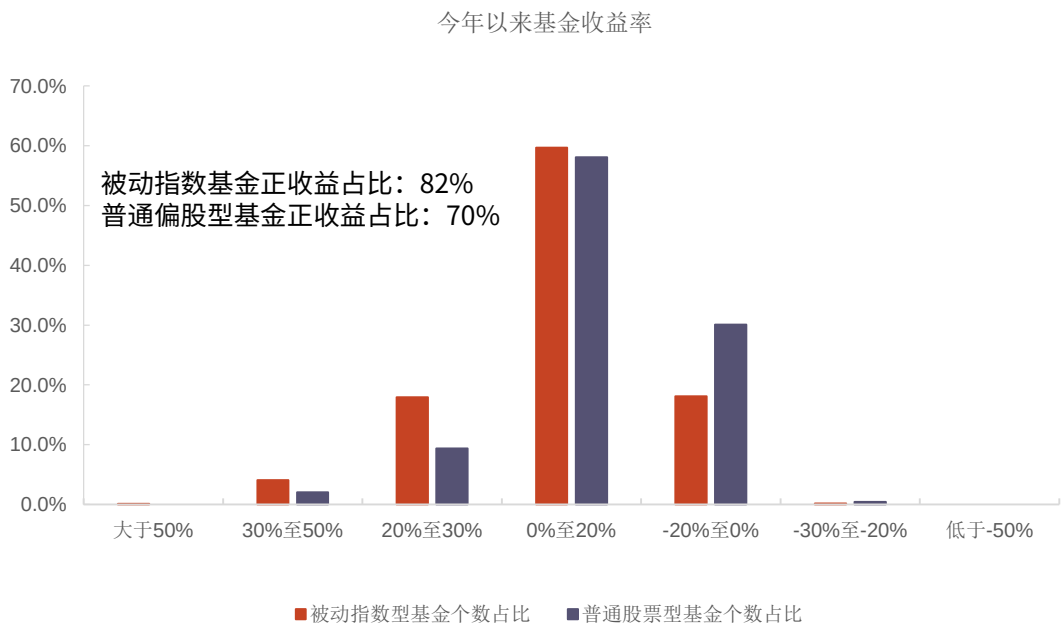


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：右轴为偏股型基金指数收盘价，数据截至2024/10/22

2.4 基金申购带来的增量资金或许会有一定时滞

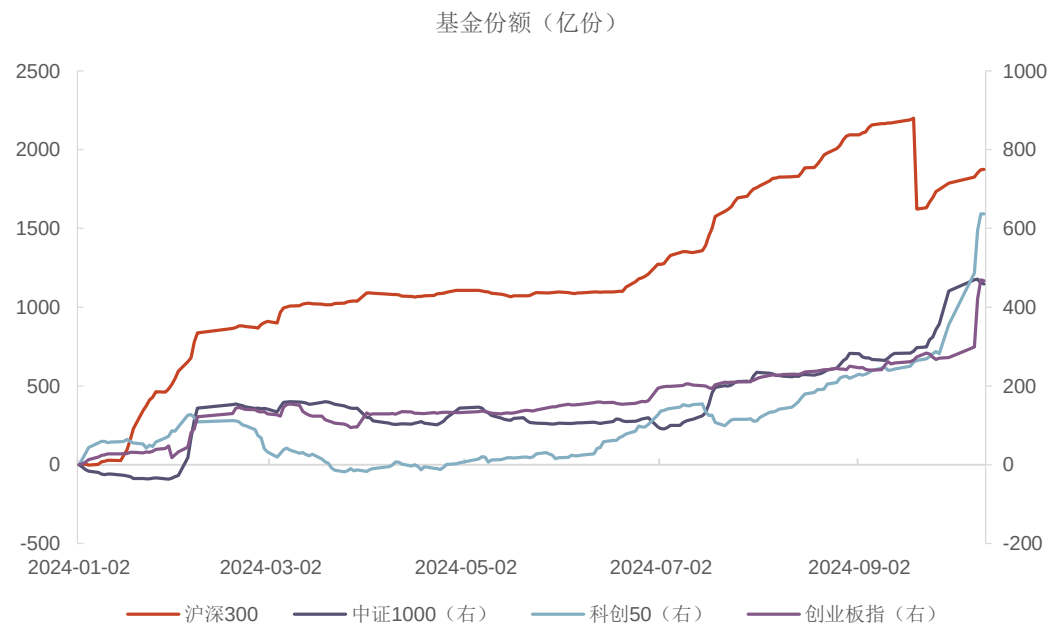
➤ A股市场被动化投资趋势值得关注，但未来主动型基金或仍将获得更多资金的青睐。今年以来，被动指数基金份额提升明显，或与前期被动指数基金表现整体略优于主动型基金有关。不过，在市場上涨的中后期，若个股表现分化明显，主动型基金的表现或相对更好，届时，相较于被动指数型基金，主动型基金或将获得更多资金的青睐。

图34：今年以来，被动指数基金收益高于普通股票型基金



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024/10/22

图35：今年以来各被动指数基金份额提升明显

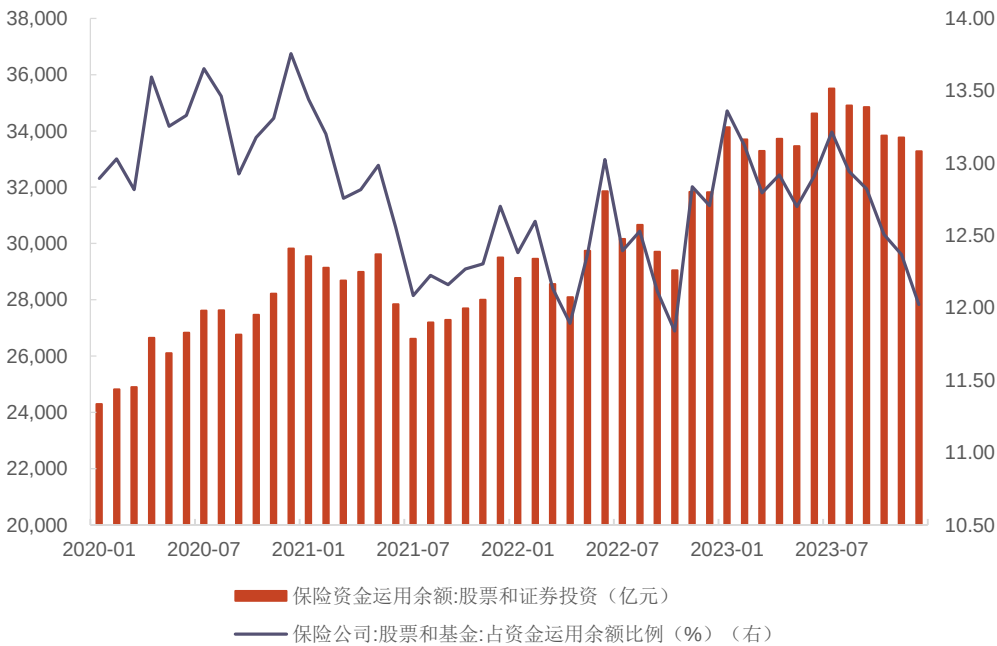


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中沪深300、中证1000等均指的是对应的ETF基金，上图是将2024年1月1日对各类基金份额标准化为1后得到，数据截至2024/10/11

2.5 保险资金是市场的重要增量资金

➤ 保险资金是市场的重要增量资金，政策支持下未来保险资金流入规模有望提升。近几年，保险资金投资股票市场的规模逐步提升，截至2023年底，保险资金入市规模达到33274亿元，但保险资金投资股票市场的比例处于历史较低位置，截至2023年底为12.02%。9月26日，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，强调培育壮大保险资金等耐心资本，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资，后续保险资金或将成为市场增量资金的重要来源之一。

图36：保险资金是近几年A股市场增量资金的重要来源之一



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2023/12

表6：政策支持保险资金入市

《关于推动中长期资金入市的指导意见》	
建设培育鼓励长期投资的资本市场生态	多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。
	严厉打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。
	完善适配长期投资的资本市场基础制度，完善 中长期资金交易监管 ，完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。
大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展	加强基金公司投研核心能力建设，制定科学合理、公平有效的投研能力评价指标体系，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益。
	丰富公募基金可投资产类别， 建立ETF指数基金快速审批通道 ，持续提高权益类基金规模和占比。
	稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。
着力完善各类中长期资金入市配套政策	建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制 ，推动树立长期业绩导向。
	培育壮大保险资金等耐心资本 ，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。
	完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度 ，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。
	鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场 ，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理 注：表中内容来源于中央金融办、中国证监会2024年9月联合印发的《关于推动中长期资金入市的指导意见》

2.6 上市公司的回购与分红将成为新的增量资金

➤ 政策明确支持上市公司回购与分红。近年来，政策不断支持上市公司通过分红、回购等方式增加投资者回报，并且也设立了新的回购增持再贷款货币政策工具为上市公司回购提供直接支持。近期股票回购增持贷款加速落地，部分公司公告申请专项贷款，用于回购、增持上市公司股份，或将形成良好的示范效应。

表7：政策鼓励上市公司回购与分红

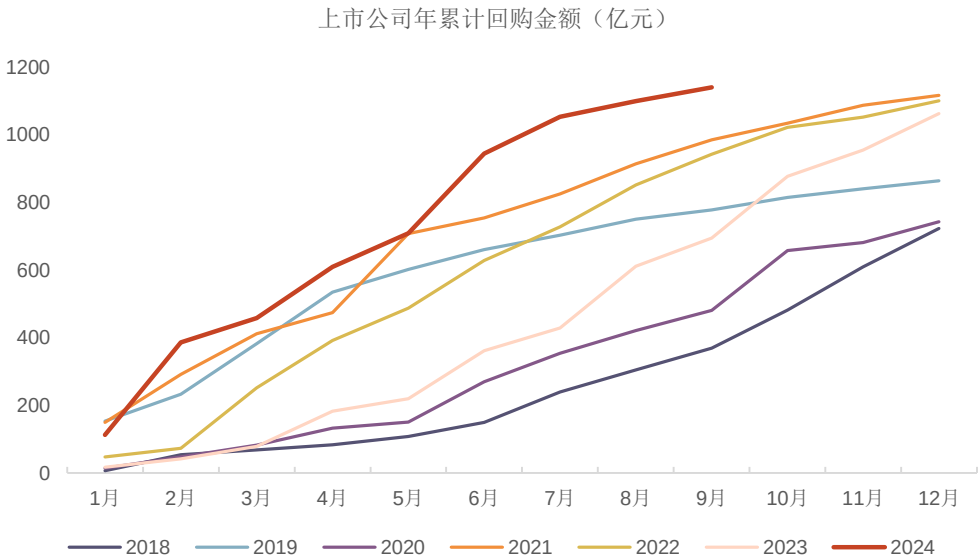
时间	事件	具体内容
2023.12.5	《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号—权益分派》	一是鼓励上市公司积极分红。一方面，对盈利或财务投资较多但分红未达一定比例的公司，要求充分披露原因、未分配利润的使用计划、为增强投资者回报拟采取的措施等；另一方面，简化中期分红实施程序，鼓励公司增加现金分红频次。二是加大对异常高比例分红的约束。对资产负债率较高且经营活动现金流量不佳，但高比例分红的公司，要求充分披露现金分红方案合理性及对公司生产经营的影响等。
2024.1.24	国新办发布会	国务院国资委产权管理局负责人谢小兵在国新办发布会上表示，国务院国资委将研究把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核中，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段，传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024.1.25-1.26	证监会2024年系统工作会议	加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。大力推动提升上市公司的可投性，完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。
2024.3.15	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	(1)加强现金分红监管，增强投资者回报：对分红采取强约束措施；多措并举提高股息率；推动一年多次分红 (2)推动上市公司加强市值管理，提升投资价值，提升股份回购效果和监管约束力。推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，增强稳市效果。要求主要指数成份股公司明确股价短期大幅下跌等情形下的回购增持等应对安排。要求未增持或回购的破净公司在定期报告中说明改善公司投资价值的相关举措。
2024.4.12	新“国九条”	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。
2024.9.24	国新办发布会	潘功胜宣布将创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。包括5000亿元的证券基金保险互换便利、3000亿元的回购增持再贷款等，并且上述工具可视情况追加资金。此外，平准基金的创设“正在研究”。宣布证监会将发布关于中长期资金入市的指导意见、并购重组六条、市值管理指引等政策。
2024.9.24	《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》	《指引》提到上市公司可以综合应用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式提升上市公司投资价值。并指出董事、高级管理人员、控股股东、实际控制人可以在符合条件的情况下制定、披露并实施股份增持计划，提振市场信心。
2024.9.27	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。
2024.10.18	金融街论坛	央行行长潘功胜在金融街论坛宣布实施两项结构性货币政策工具：证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）和股票回购增持再贷款。
2024.10.18	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立3000亿元股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。

资料来源：证监会，金融办等，光大证券研究所整理

2.6 上市公司的回购与分红将成为新的增量资金

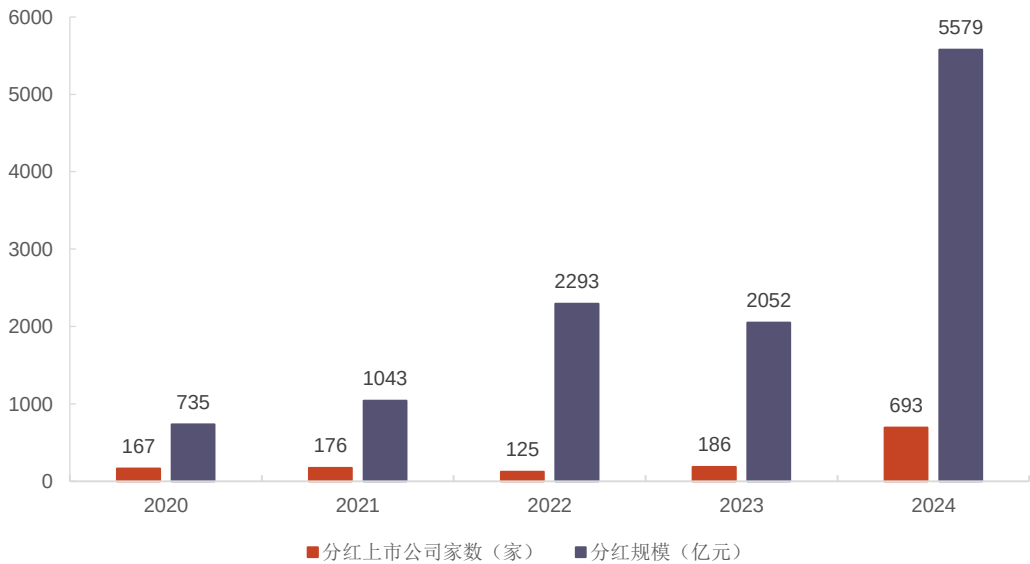
➤ 预计2025年上市公司分红与回购将更加积极。在政策的鼓励之下，2024年上市公司分红与回购行为较为积极，预计2025年这一趋势仍将持续。对于股票市场而言，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源。

图37：今年以来，上市公司回购规模显著高于往年同期水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图38：今年A股中报分红公司数量与规模远超近几年同期水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：横轴各年份对应的是当年中报，如2020年对应2020年中报

2.7 海外资金也将买入中国资产

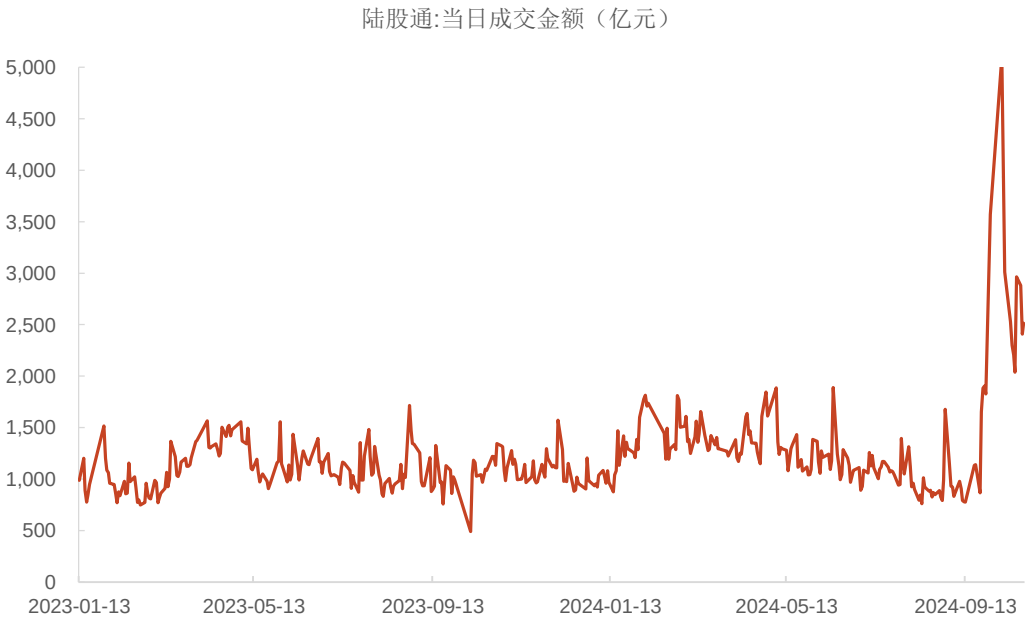
➤ 预计海外资金仍将持续流入中国资产。9月下旬市场反弹以来，北上资金日度成交金额迅速上行，同时外资机构在近期密集上调了对于国内经济的预测。展望2025年，在美联储整体宽松、国内经济增速回升、资本市场更加活跃的背景下，预计北上资金仍将持续流入。

表8：近期多家外资机构上调对我国2024年GDP增速的预测值

外资机构	预期修改时间	GDP增速预期(前值)	GDP增速预期(现值)
高盛	10月13日	4.7%	↑ 4.9%
瑞士银行	10月21日	4.6%	↑ 4.8%
野村	10月21日	4.5%	↑ 4.6%
摩根士丹利	4月10日	4.2%	↑ 4.8%
欧盟委员会	5月15日	4.6%	↑ 4.8%
美国银行	9月4日	5.0%	↓ 4.8%
道明证券	9月4日	5.1%	↓ 4.7%

资料来源：南方财经、第一财经、Wind等，光大证券研究所整理

图39：近期北上资金成交规模处于历史相对高位

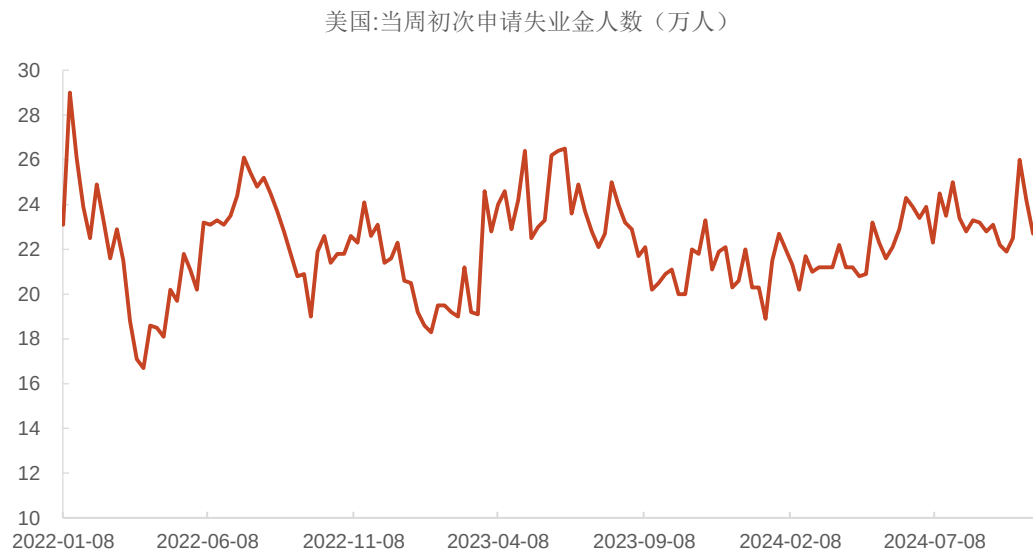


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/22

2.7 海外资金也将买入中国资产

➤ 预计2025年美联储货币政策维持宽松。由于美国通胀逐步回落，美联储决策的重心已逐步转向劳动力市场，美联储或继续降息进一步呵护劳动力市场，因此，今年11、12月美联储连续降息的概率较高。展望2025年，美国去通胀进程或仍存反复，市场对美国消费与劳动力市场数据的走向仍有分歧，市场预计2025年美联储将继续降息。

图40：美国申请失业金人数波动幅度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/19

表9：当前市场预期美联储2025年将继续降息

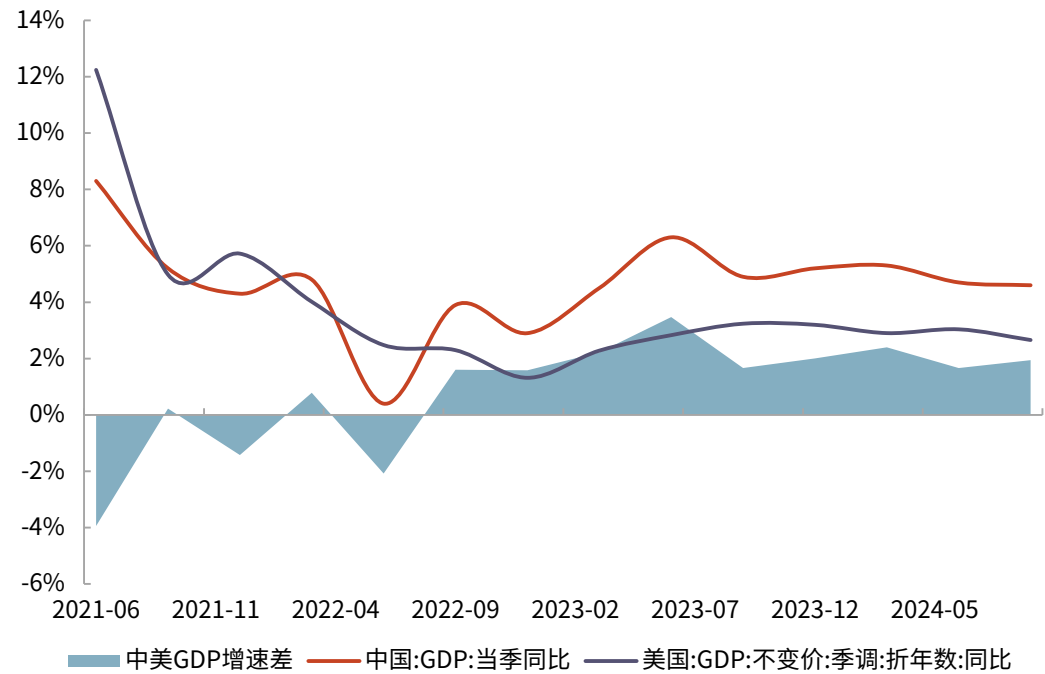
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.9%	9.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.5%	29.3%	2.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.4%	42.5%	11.4%	0.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.2%	43.0%	17.0%	2.7%	0.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	40.8%	27.0%	8.2%	1.1%	0.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	14.0%	33.9%	32.3%	15.4%	3.8%	0.5%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	4.9%	21.0%	33.3%	26.4%	11.4%	2.7%	0.3%	0.0%
2025/9/17	0.0%	1.8%	10.7%	25.4%	30.9%	21.0%	8.3%	1.8%	0.2%	0.0%
2025/10/29	0.4%	3.7%	13.8%	26.6%	28.8%	18.3%	6.9%	1.5%	0.2%	0.0%
2025/12/10	1.0%	5.5%	16.1%	27.0%	26.9%	16.3%	5.9%	1.2%	0.1%	0.0%

资料来源：CME FEDWATCH TOOL，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/24

2.7 海外资金也将买入中国资产

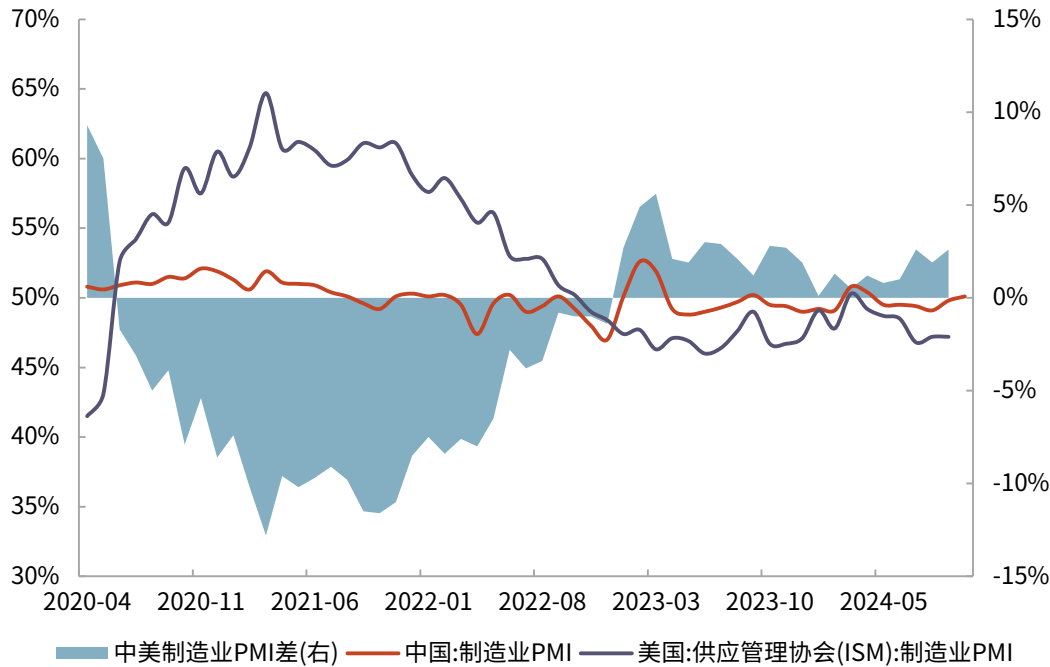
➤ 国内经济增速有望企稳回升且相对优势或将显现。今年以来，我国政策组合拳成效明显，“两新”政策下汽车、家电、家具等大宗商品消费回温，制造业投资增速回升，随着专项债发行显著加速，基建投资增速见底反弹，多地房价跌幅也有所收窄。展望2025年，政策与经济数据有望形成共振，在较低基数的背景下，国内经济增速有望企稳回升，且相对于美国经济增速或将有明显优势。

图41：当前国内经济增速相较于美国有一定的优势



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024Q3

图42：当前国内制造业PMI高于美国制造业PMI

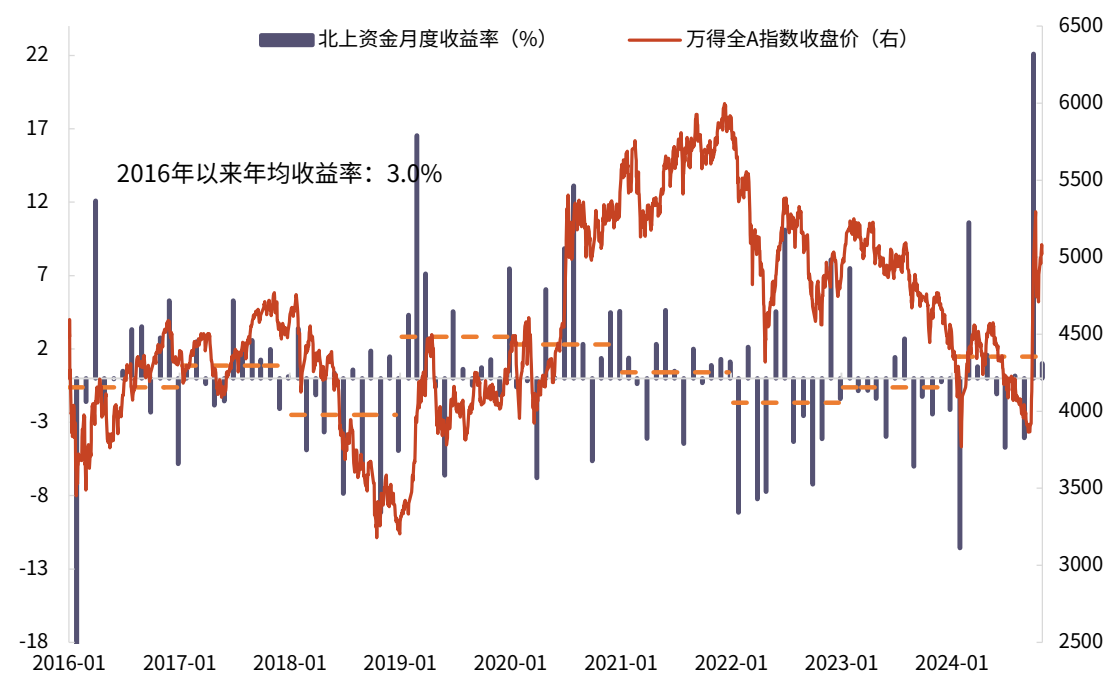


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：中国制造业PMI截至2024/10，美国制造业PMI截至2024/09

2.7 海外资金也将买入中国资产

➤ 全球降息周期叠加我国经济稳定修复，国内资产赚钱效应有望开启，外资或将持续布局中国资产。一方面，伴随我国经济增速企稳回升，叠加政策呵护资本市场态度积极，A股市场有望呈现持续上行的趋势；另一方面，全球降息周期下，人民币汇率外部压力缓解，有望逐步进入上行区间，后续可能进一步吸引外资布局中国资产。

图43：A股市场上行阶段，北上资金收益率可观



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：虚线部分表示北上资金当年月度收益率均值，数据截至2024/10

图44：人民币汇率有望步入上行区间



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/29

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- **3、经济修复与财富效应**
- 4、市场展望：牛市在途
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

3.1 政策支持下经济有望筑底回升

➤ 回顾2024年，需求疲弱与通缩压力仍然是基本面压力的直接来源。2024年，经济与企业盈利表现不佳，一方面来自于需求的疲弱，尤其是地产链以及居民消费成为了经济的拖累项，即使出口仍保持韧性，也难以对冲宏观经济面临的下行压力。相比于实际GDP增速，名义GDP增速面临的压力更为明显，预计到今年年底，PPI同比保持负增，价格因素的拖累使得名义GDP增速面临较大的下行压力。

图45：今年以来，GDP增速面临一定下行的压力

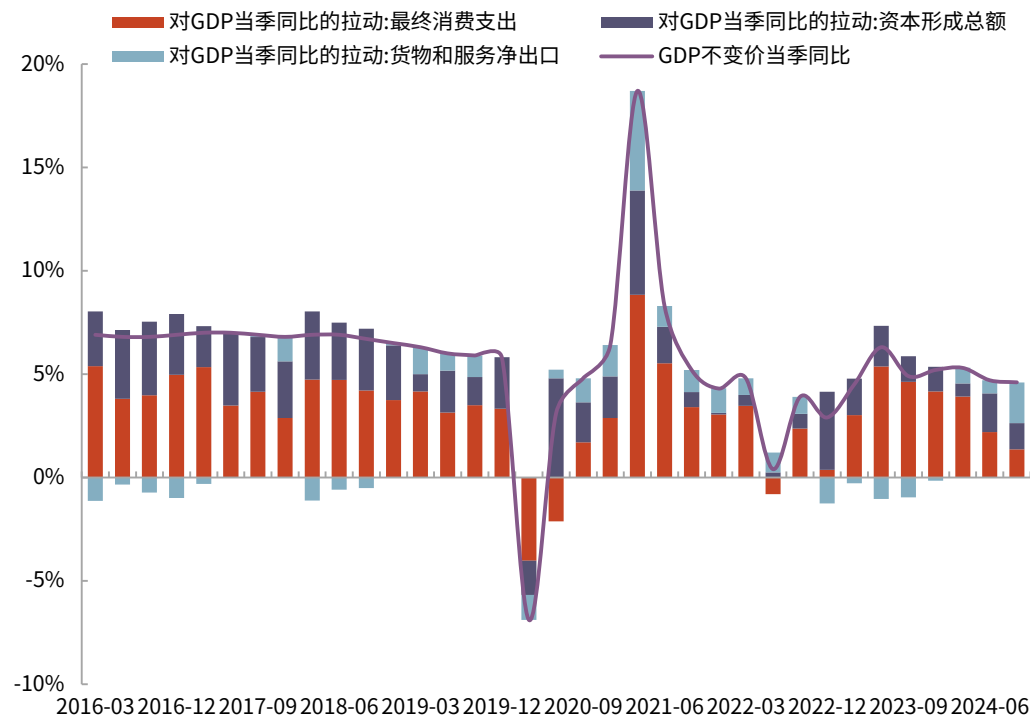
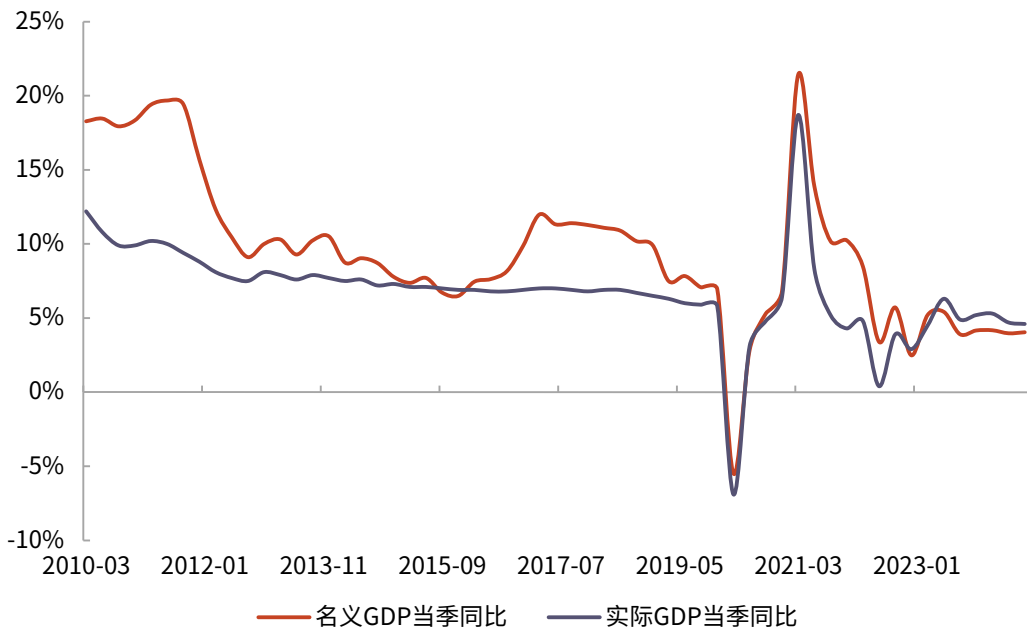


图46：今年以来，名义GDP增速低于实际GDP增速



3.1 政策支持下经济有望筑底回升

➤ 当前政策开始逐步发力优化需求结构，增量需求来源或将从外需转向内需。在经济面临一定的下行压力下，政策出现了更加积极的变化，在9月政治局会议前后，政策开始协同发力，在房地产、消费等方面都有更加积极的表态。展望2025年，政策对于经济的支持或将延续，国内整体的增量需求来源或将从对外的出口，转向内需的逐步修复。

表10：近期，相关经济刺激政策密集推出

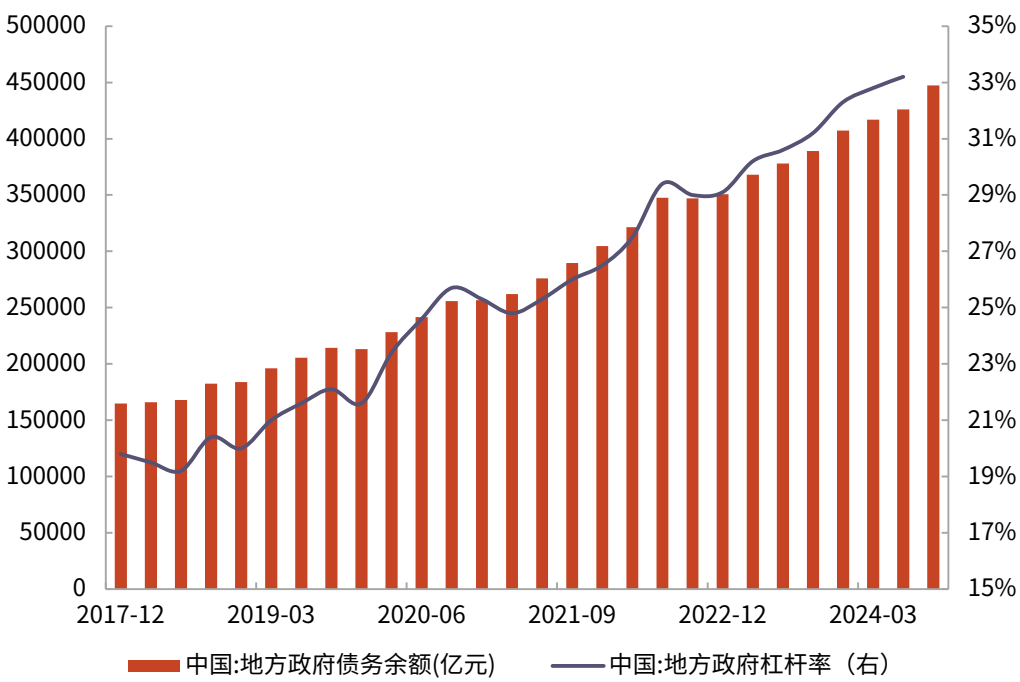
政策方向	日期	相关内容
房地产	2024年9月24日	在国新办发布会上，央行行长潘功胜宣布部分政策措施，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%。
	2024年10月17日	住建部在国新办新闻发布会上表示，调整或取消各类购房的限制性措施；将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元，相较于目前的规模翻倍。
基建	2024年10月8日	发改委在国新办新闻发布会上表示，用足用好今年各类资金，加快地方政府专项债券发行使用进度，支持项目开工建设；将在年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单；进一步激发民间投资积极性，实施好政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。
消费		发改委在国新办新闻发布会上表示，在消费方面，重点是把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，主要包括加大对特定群体的支持力度；结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费。
民营经济	2024年10月10日	《中华人民共和国民营经济促进法（草案征求意见稿）》公布，强调保障公平竞争，促进民营经济组织公平参与市场竞争、平等使用生产要素，优化民营经济投融资环境，降低制度性交易成本。
地方债务	2024年10月12日	在国新办发布会上，财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，其中之一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。

资料来源：国务院官网、北京商报等，光大证券研究所整理

3.2 化债相关政策有望推动地方政府工作重心转向

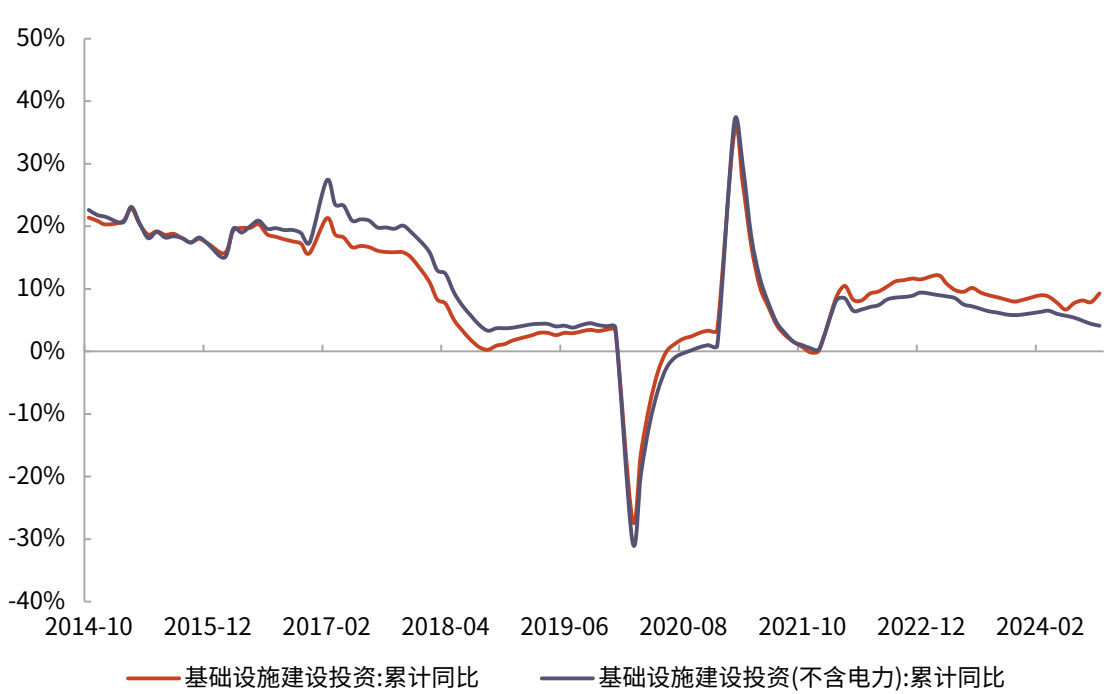
➤ 新一轮“化债”有望推动地方政府工作重心转向。财政部近期宣布将“一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险”，并表示“这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”。这将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心。

图47：当前地方政府化债压力仍相对较大



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：地方政府杠杆率截至2024/06，地方政府债务余额截至2024/09

图48：当前基建增速保持韧性



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

3.2 化债相关政策有望推动地方政府工作重心转向

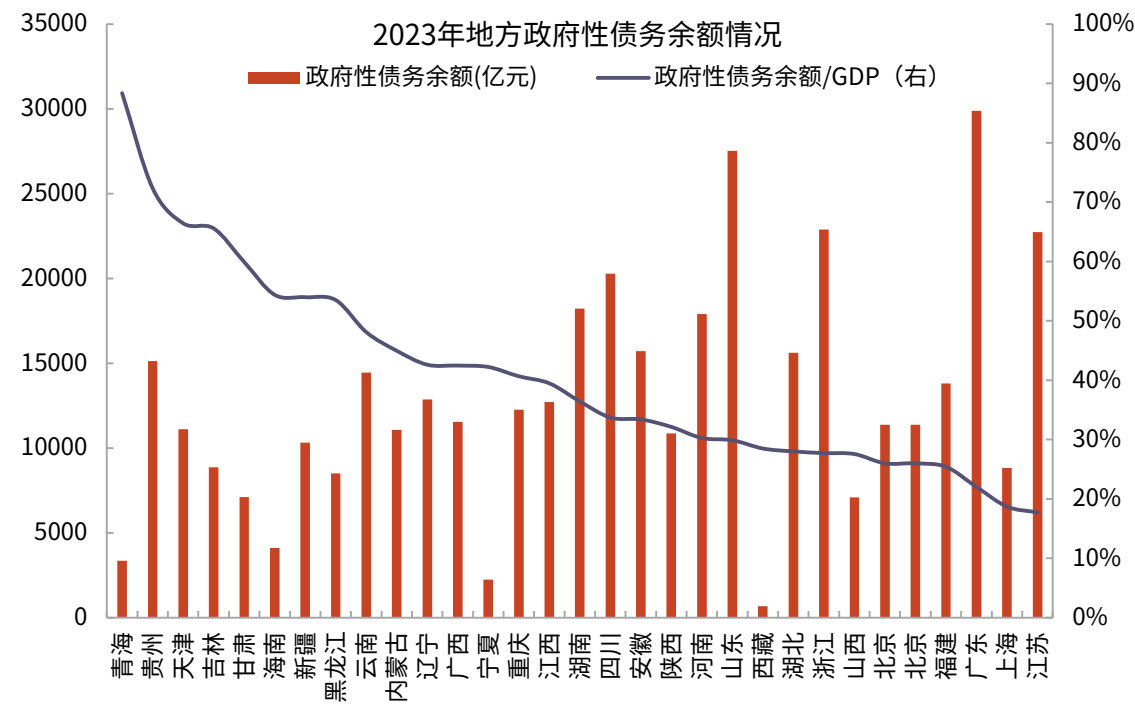
➤ 地方政府可能会重拾动力，或将推动基建加速以及地方层面的刺激政策落地。除了来自中央财政的支持之外，近期中央层面对地方政府的表态更加积极，中央财政的支持与中央层面的积极表态或将改变地方政府之前相对保守的投资行为，促进地方政府主导的相关基建项目加快形成实物工作量，并促使地方政府因地制宜，落地相关的刺激经济的政策措施。

表11：近期中央对于地方政府的表态更加积极

日期	相关内容
2024年10月17日	在国新办举办发布会上，财政部表示，为了促进房地产市场平稳健康发展，财政部拟会同相关部门实施利用专项债收储土地和收购存量商品房政策。扩大专项债支持范围和用作项目资本金领域的重要内容，有利于促进土地市场的供需平衡， 缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力 ，也有利于增加保障性住房来源，增进民生福祉。
2024年10月12日	在国新办举办发布会上，财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，其中之一是加力支持地方化解政府债务风险， 较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务 ，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。
2024年9月26日	政治局会议认为，今年以来，经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力， 防范化解重点领域风险取得积极进展 ，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。 会议强调要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。

资料来源：财政部官网、第一财经等，光大证券研究所整理

图49：不同省市债务压力差异明显

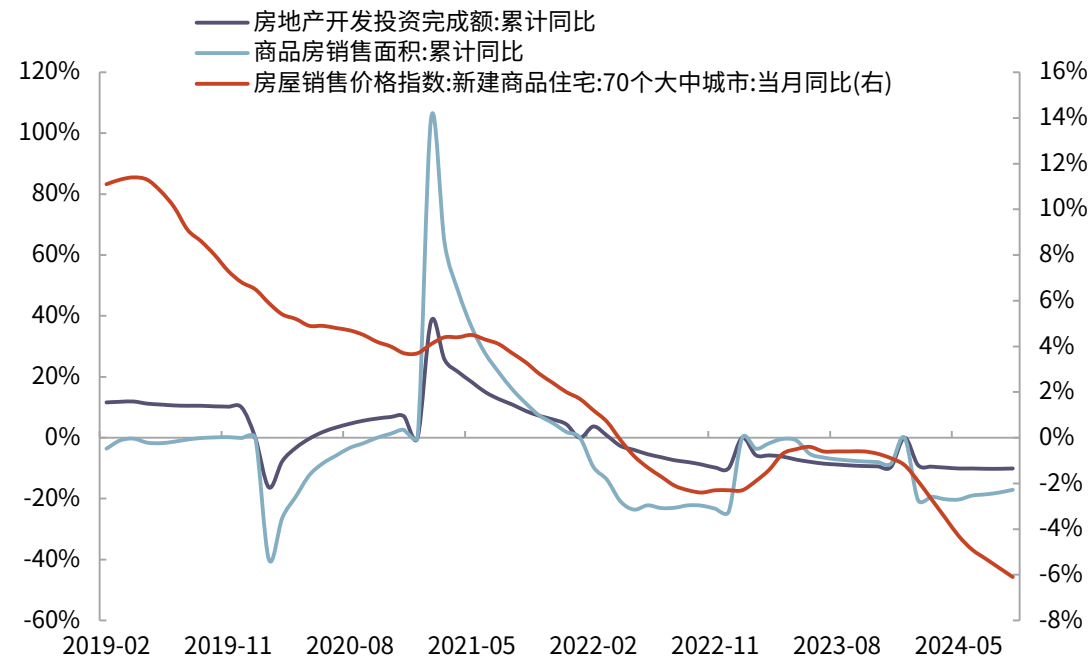


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3 期待地产市场止跌回稳

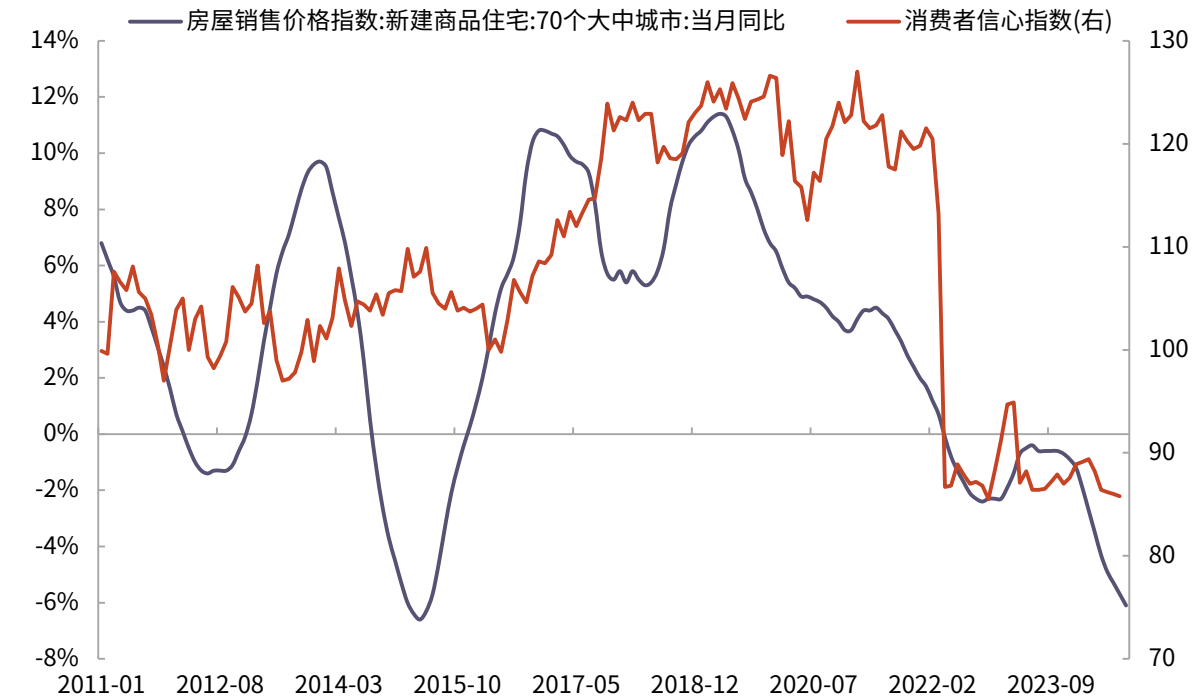
➤ 房地产政策持续推出或将促进地产市场止跌回稳。在房地产市场面临较大下行压力的背景下，政策变得更加积极，出台的政策措施包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、延长两项房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款、支持收购房企存量土地等。在一系列政策支持下，房地产市场与土地市场都出现了一定的回稳迹象。但房地产价格的下行压力仍存，向后看，2025年地产的表现与改善的节奏仍需持续观察。

图50：当前地产仍面临一定的压力



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图51：疫情之后，地产与居民信心相关度更高



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

3.4 预计2025年出口增速或略有下行

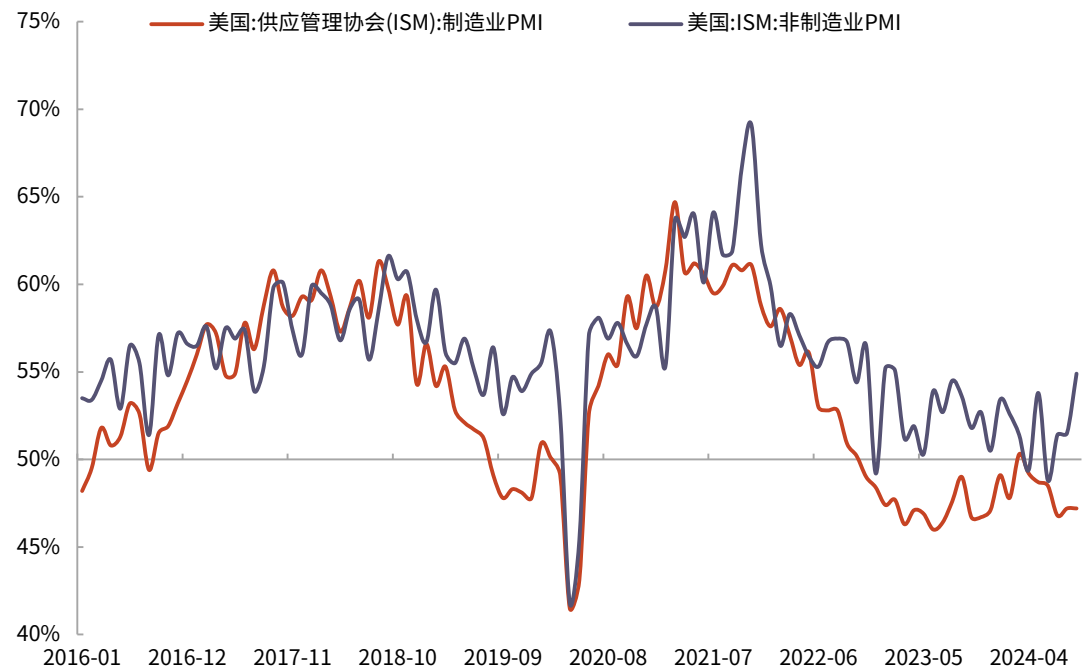
➤ 预计2025年出口整体保持增长，但增速或略有下行。2024年出口是经济增长的重要动力之一，展望2025年，在全球经济面临一定下行压力的背景下，预计国外需求相对有限，国内出口上行空间或受到一定的制约，中性情况下，预计出口增速将保持小幅增长，但需要警惕贸易保护主义对于出口的影响。

图52：近期出口增速略有下行



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图53：当前美国制造业PMI仍位于荣枯线之下



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

3.5 消费关注进一步刺激政策

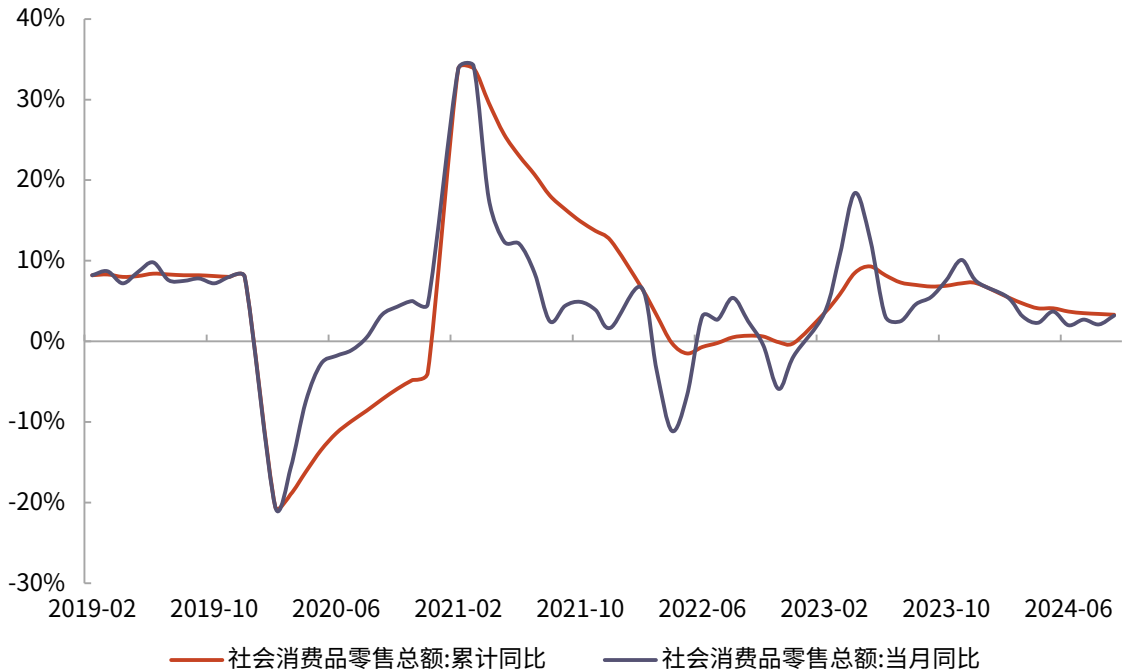
➤ 展望2025年，预计消费有望逐步修复，关注消费相关的刺激政策。消费受居民对于未来收入与经济预期的影响，若居民预期改善，则消费有望随之好转。当前来看，无论是保障民生的相关政策，还是中央与地方推出的各类消费刺激政策，都可能显著提振消费，不过仍需要关注部分耐用用品刺激政策的延续性。

表12：近期政策积极刺激家电、汽车等消费

日期	相关内容
2024年10月8日	发改委在国新办新闻发布会上表示，在消费方面，重点是把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，主要包括加大对特定群体的支持力度；结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费。
2024年9月26日	政治局会议强调要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构，要培育新型消费业态。
2024年9月23日	发改委介绍了加力支持“两新”工作的进展和成效，包括配套细则全面出台、国债资金全面下达、支持政策全面启动三个方面。其中，支持政策全面启动方面，各部门支持大规模设备更新和消费品以旧换新的10条加力措施已经全部启动，各地也配套出台了一系列细化落实举措。比如，北京、天津、上海等20个地区出台了个人消费者汽车置换更新政策。又比如，江苏、浙江、湖北等31个地区均已实施新的家电以旧换新补贴。

资料来源：国务院官网、国家发展改革委，光大证券研究所整理

图54：今年以来，消费数据面临一定的下行压力

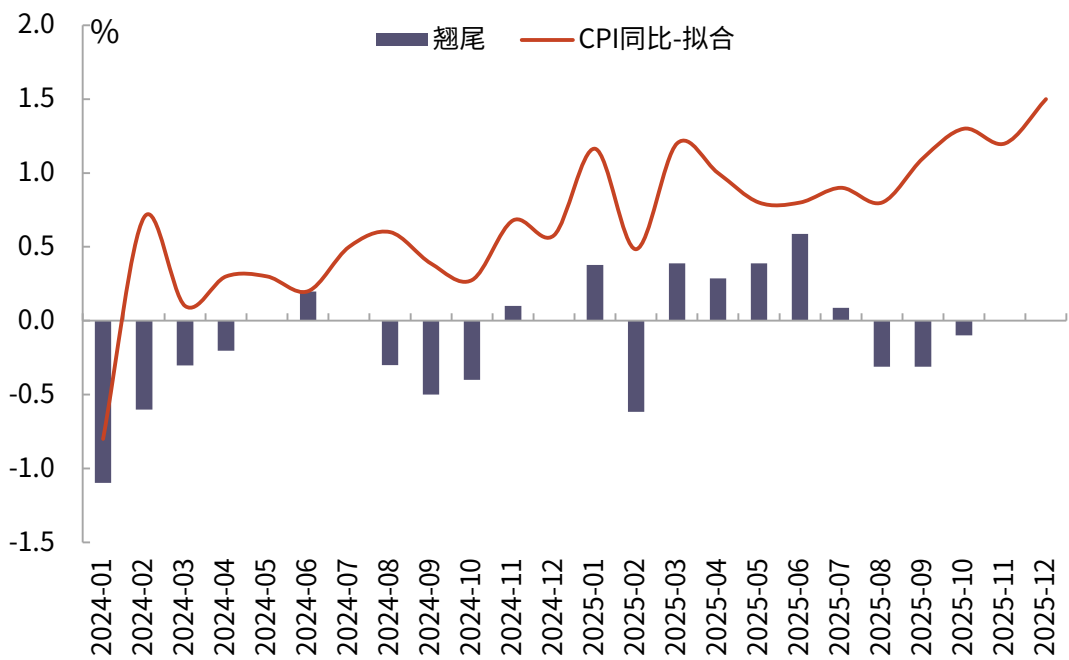


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

3.6 预计2025年物价水平将有所回升

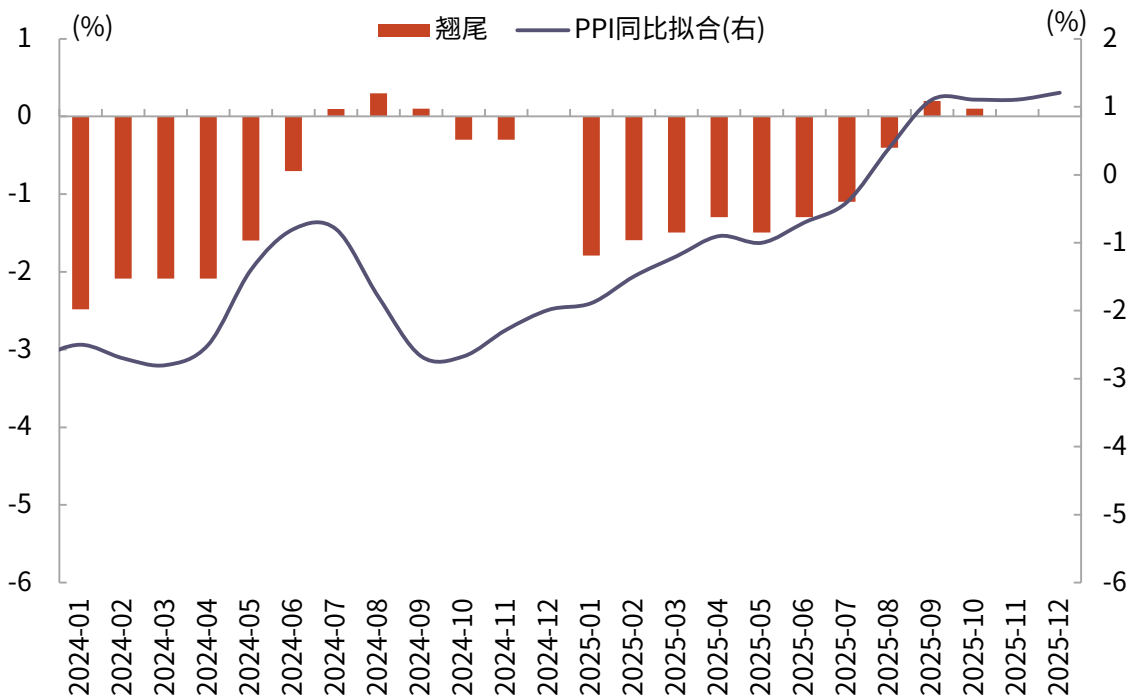
➤ 预计价格因素将逐步回升，推动名义GDP增长。 2025年，价格因素或将是显著变化的方向之一，根据光大证券研究所宏观团队的预测，预计到2025年底，CPI同比将回升至1.5%，PPI同比将回升至1.2%，相比于2024年均有一定改善，尤其是PPI的回升将有望推动工业企业与上市公司盈利显著回升。

图55：预计2025年CPI同比均值为1.0%



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2024年9月之后的数据为光大证券研究所宏观团队的预测值，预测数据截至2025年12月

图56：预计2025年PPI同比均值为-0.2%

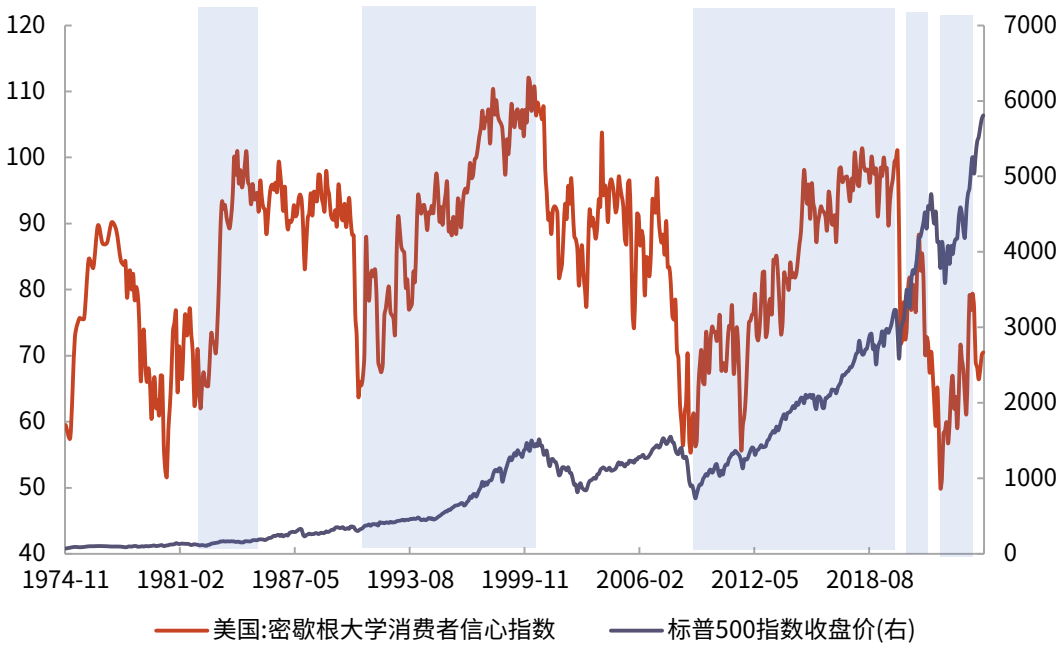


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2024年9月之后的数据为光大证券研究所宏观团队的预测值，预测数据截至2025年12月

3.7 关注资本市场变化可能带来的财富效应

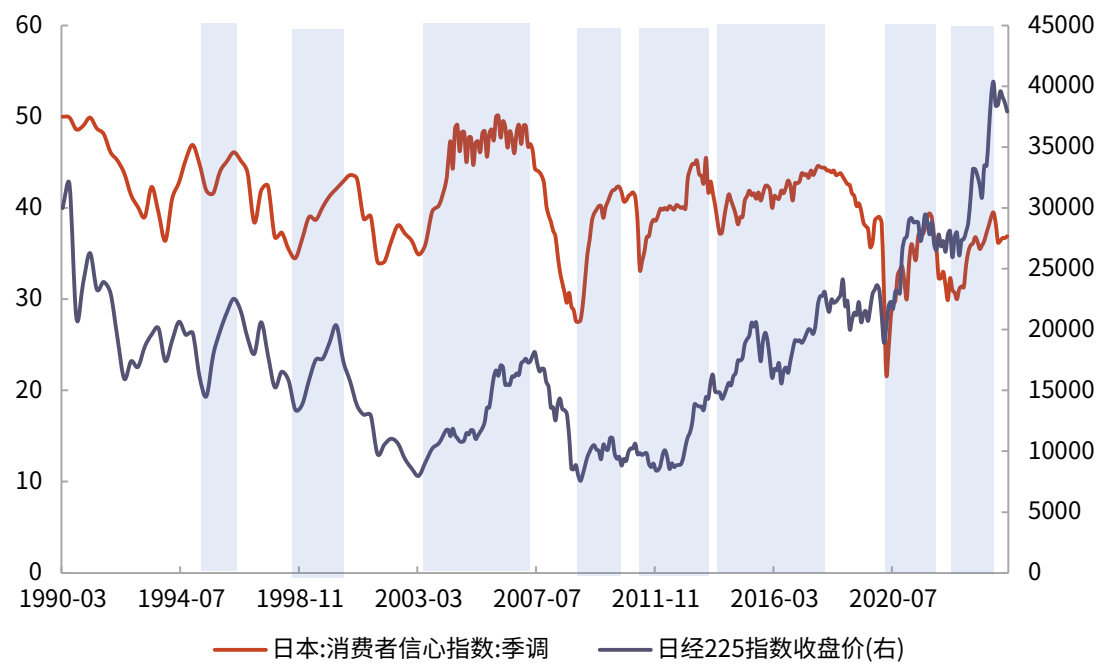
除了常规因素之外，财富效应可能会是2025年经济的X变量。海外经验显示，居民资产的增值能对消费产生一定的拉动作用。以美国为例，居民资产增值与居民消费信心、消费支出等有一定的相关性，而美国房地产市场与股票市场的表现是居民资产增值的关键影响因素。从日本来看，日本股市的表现与消费者信心也存在一定的相关性。

图57：美国消费者信心指数回升通常伴随着股指上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图58：日本消费者信心指数回升通常伴随着股指上升



46 资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

3.7 关注资本市场变化可能带来的财富效应

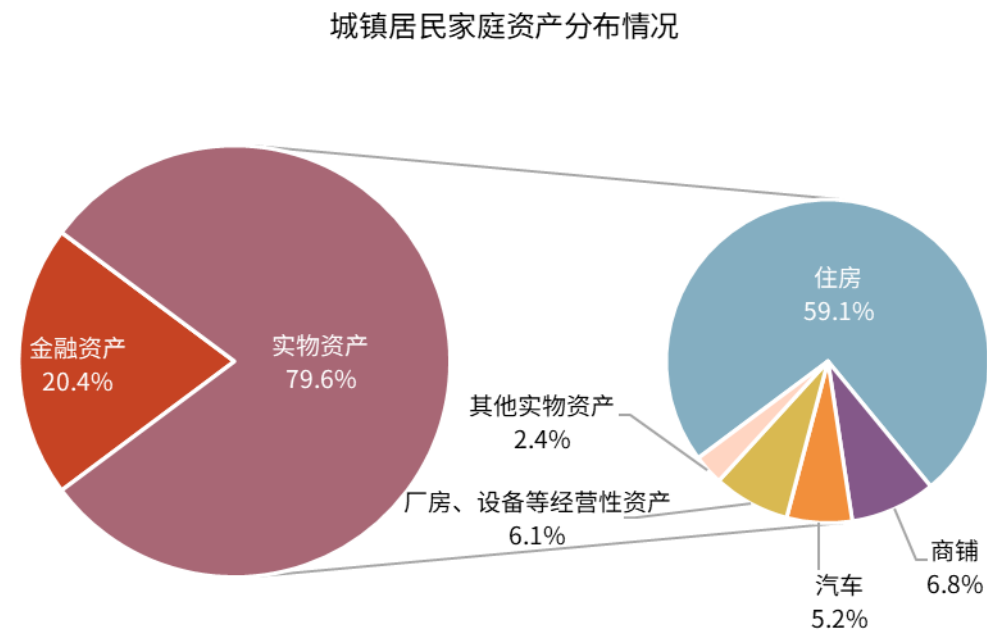
➤ 前期国内财富效应主要受房地产价格变化的影响，在部分时候受股市行情影响。由于房产在国内居民资产配置中占比较高，在过去很长一段时间内，国内财富效应主要受房地产价格变化的影响，而股票在居民资产配置中的占比相对较小，其对财富效应的影响相对有限，但部分时候特别是股票市场处于牛市前后，其对国内财富效应有相对明显的影响。

图59：历史来看，股指与房价具有一定的“此消彼长”特性



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数收盘价截至2024/10/22，百城住宅价格指数同比截至2024/09

图60：历史来看，房产占居民资产配置的比例较高

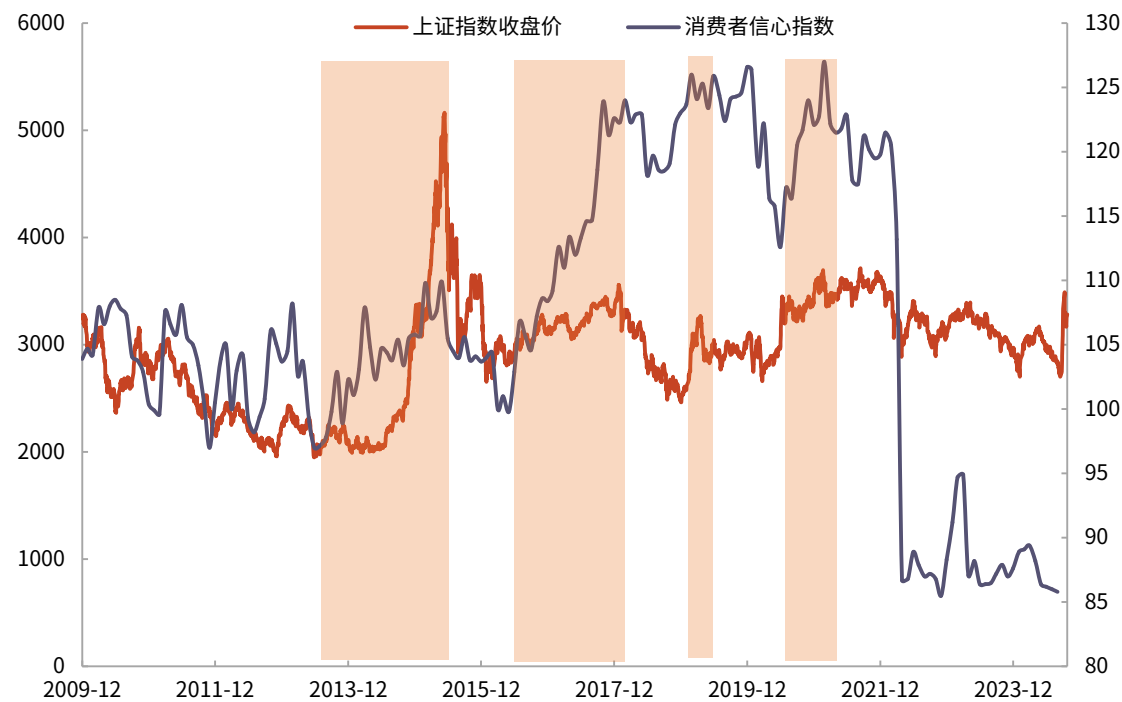


资料来源：中国人民银行、环球网，光大证券研究所 注：以上数据来源于中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组在《中国金融》发表的2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查

3.7 关注资本市场变化可能带来的财富效应

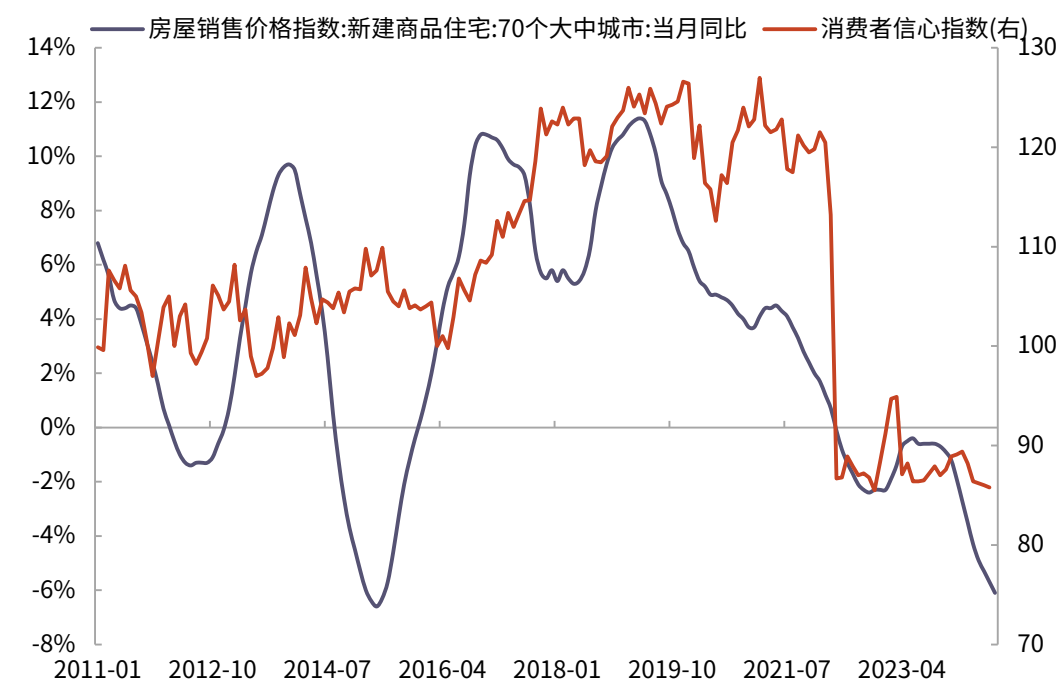
➤ 未来若资本市场赚钱效应持续，需关注财富效应对于经济的潜在拉动。如前文所述，国庆节前后股票市场显著上行已经形成了一定的赚钱效应，并且有望持续，未来股票市场的持续上涨有望为居民带来明显的财富效应，并成为居民资产负债表修复的潜在动力之一。虽然正常情况下，股票市场是经济与基本面的“果”，但在特殊情形之下，或许股票市场上涨能成为经济结构性好转的“因”。

图61：历史来看，国内消费者信心指数通常伴随着股市回暖而上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中右轴为消费者信心指数，阴影部分表示消费者信心指数和上证指数均震荡上行的阶段，消费者信心指数截至2024/08，上证指数收盘价截至2024/10/22

图62：近几年，消费者信心指数与地产价格具有一定的同步性



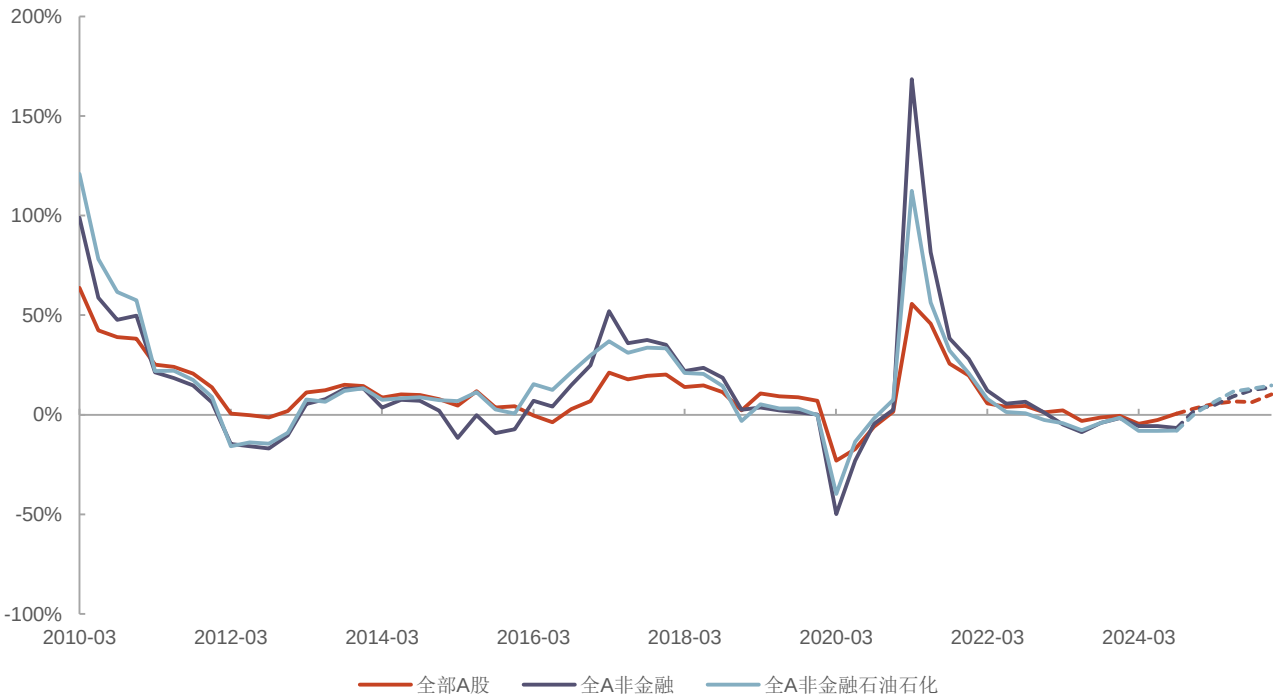
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- 3、经济修复与财富效应
- **4、市场展望：牛市在途**
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

4.1 预计A股盈利增速将有所修复

➤ 预计2025年A股盈利增速将有所修复。如前文所述，预计随着经济基本面的回升，A股盈利增速将逐步修复，我们预计全部A股、全部A股非金融、全部A股非金融石油石化板块2025年归母净利润增速分别为10.2%、13.8%、14.8%。

图63：预计A股盈利增速将逐步回升

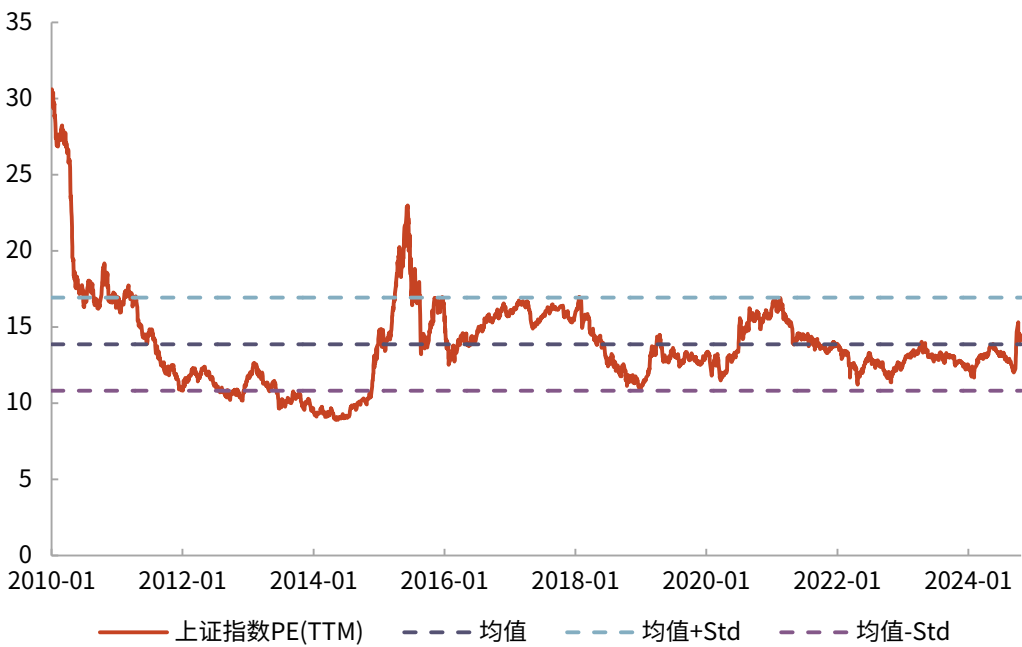


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：实际数据截至2024Q3，2024Q3之后的数据为光大证券研究所策略团队的预测值，预测基于一定假设，结果仅供参考，预测数据截至2025Q4

4.1 预计A股盈利增速将有所修复

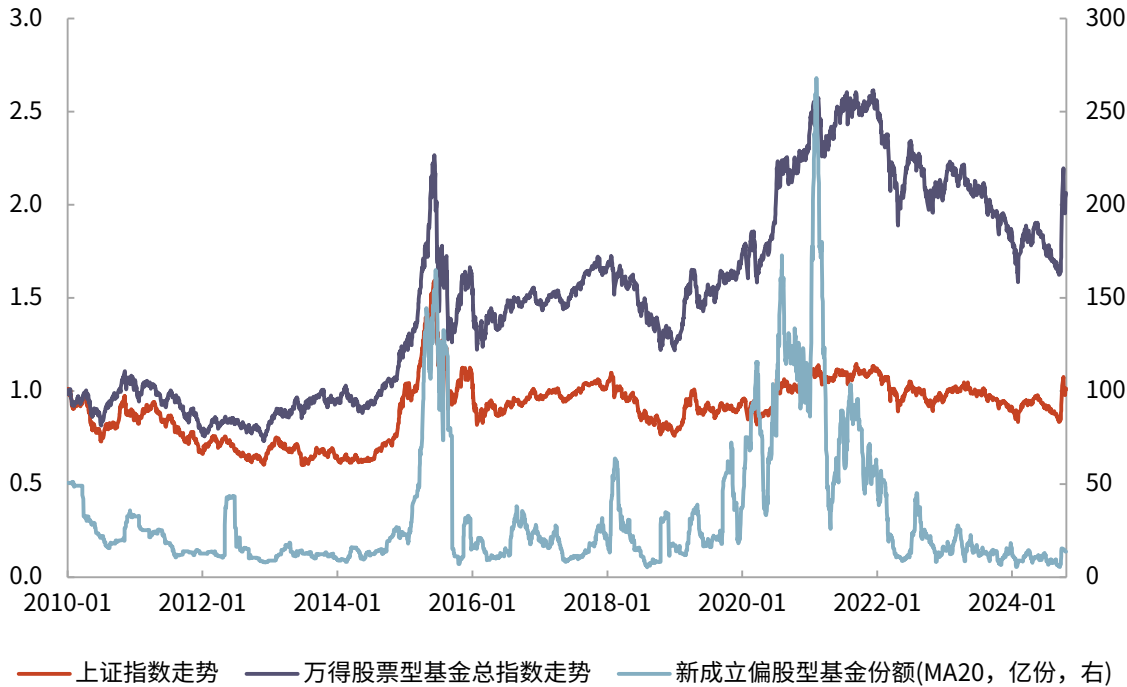
政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。截至2024年10月22日，上证指数PE(TTM)位于2010年以来的均值附近。历史来看，政策支持之下，市场估值通常会显著抬升。同时，历史来看，赚钱效应带来的增量资金流入通常会有一定的滞后。因此，虽然当前市场估值处于2010年以来的均值附近，但后续增量资金的流入可能会继续助力市场估值抬升。

图64：当前市场估值处于2010年以来的均值附近



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/22

图65：赚钱效应带来的资金流入通常会滞后

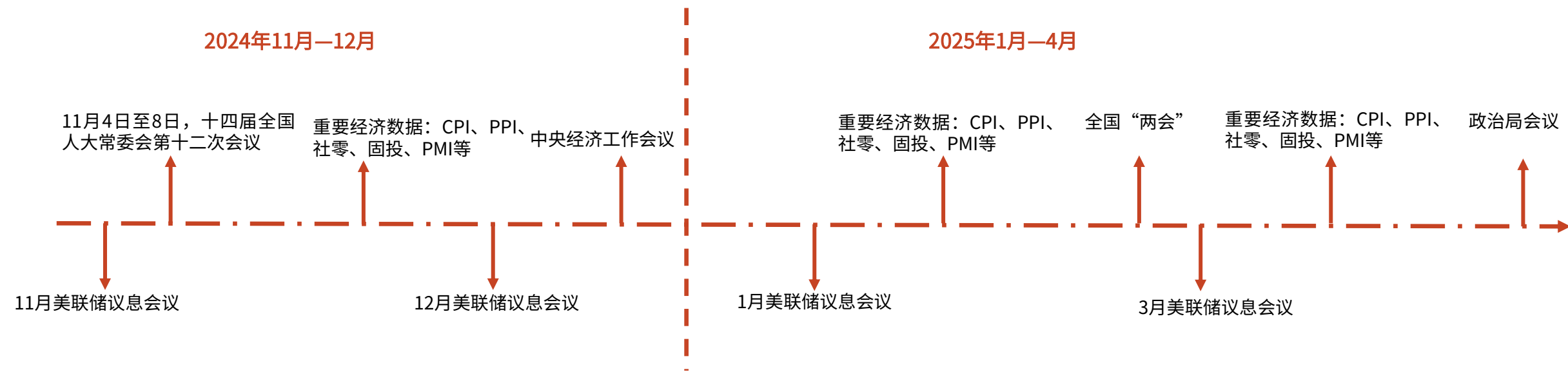


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势和万得股票型基金总指数走势是将上证指数、万得股票型基金指数2010年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，数据截至2024/10/22

4.2 关注2024年12月与2025年3月份关键的时间节点

- 从时间节点来看，2024年12月与2025年3月或将是市场行情演绎的重要时间节点。短期内，市场交易或仍然围绕政策预期展开，但未来或将进入政策观察期，预计今年年末的中央经济工作会议将部署2025年的经济工作，这是年末第一个值得关注的时间节点。此外，明年3月前后市场将进入数据验证期，3月全国“两会”确定的全年经济目标对市场而言值得关注。
- 2025年一季度之后关注经济与盈利实际修复进程。预计2025年一季度之后，市场关注点将逐步从政策预期转向经济与企业盈利的修复进程，三个方面值得重点关注：1、经济修复的强度；2、价格修复的弹性；3、是否会有并购重组等系统性提升上市公司资产质量的变化因素。

图66：未来部分重要事件和经济数据值得关注



资料来源：国务院官网、新浪财经、Wind等，光大证券研究所整理

4.3 港股关注恒生科技的表现

➤ 近期港股市场估值持续修复，但仍低于2002年以来的均值，后续仍有上升空间。9月以来，在美联储降息以及国内宏观政策“组合拳”的双重催化下，恒生指数估值快速抬升，截至10月23日，恒生指数PE(TTM)为9.93，略低于2002年以来的历史均值，PB（LF）为0.998，仍显著低于2002年以来的均值。

图67：恒生指数PE(TTM)估值略低于2002年以来的均值



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/23

图68：恒生指数PB(LF)估值仍显著低于2002年以来的均值

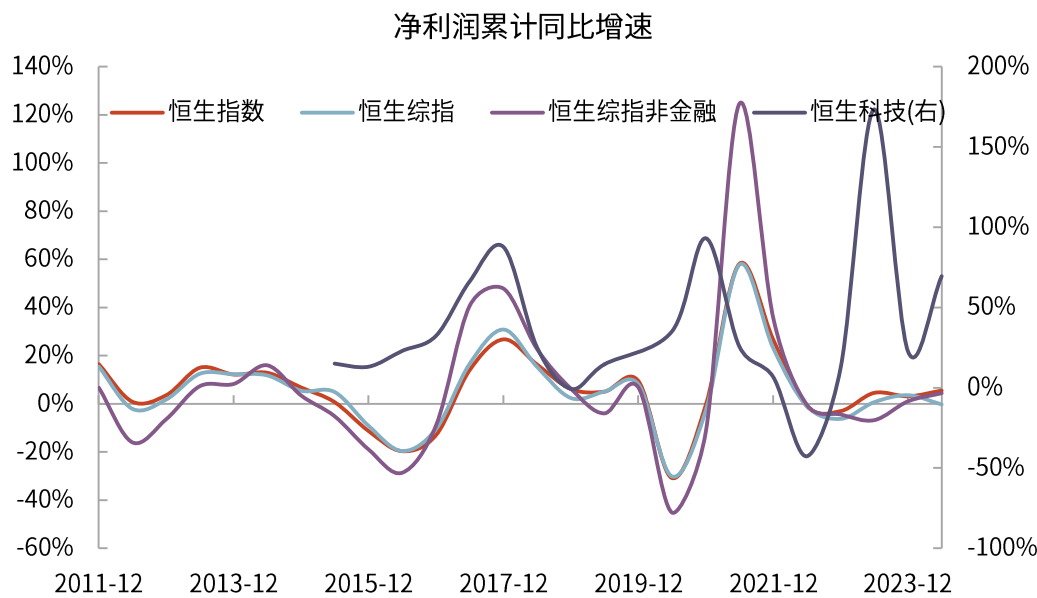


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/23

4.3 港股关注恒生科技的表现

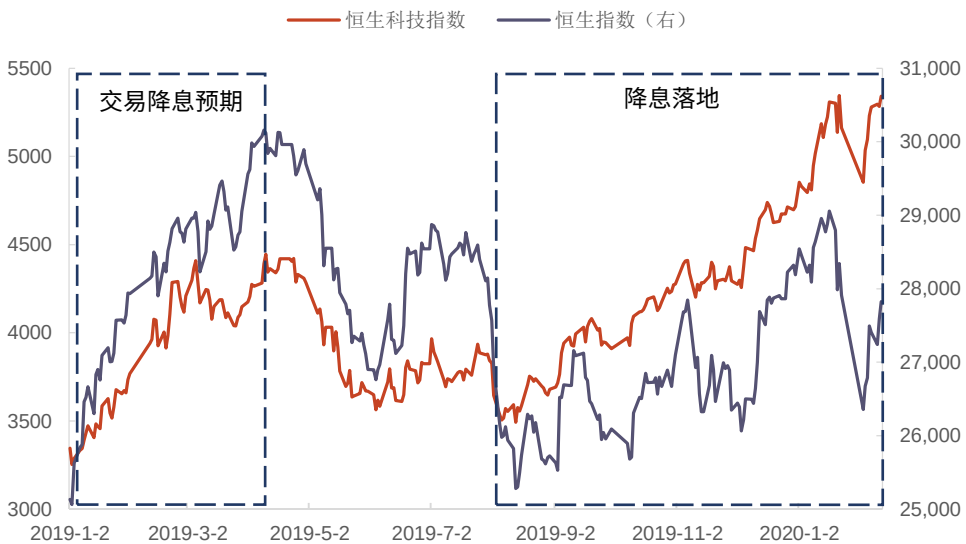
➤ 恒生科技仍然值得关注。一方面，国内政策积极发力，大幅提振投资者信心，市场对后续托底经济政策加码出台的预期上升，港股分子端预期有望继续改善。另一方面，美联储年内或仍有两次降息，短期有助港股分母端流动性改善，对港股形成积极支撑，而科技、医药等融资需求较高的板块可能率先受益于融资成本降低，更易迎来明显反弹。而且从历史来看，2019年美联储降息周期中恒生科技上涨的幅度和确定性比恒生指数更高。

图69：恒生科技今年业绩修复显著



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：恒生科技指数净利润累计同比增速剔除了2019年异常数据，所有财报数据截至2024H1，时间频率为半年度

图70：上一轮美联储降息周期中恒生科技上涨幅度更大

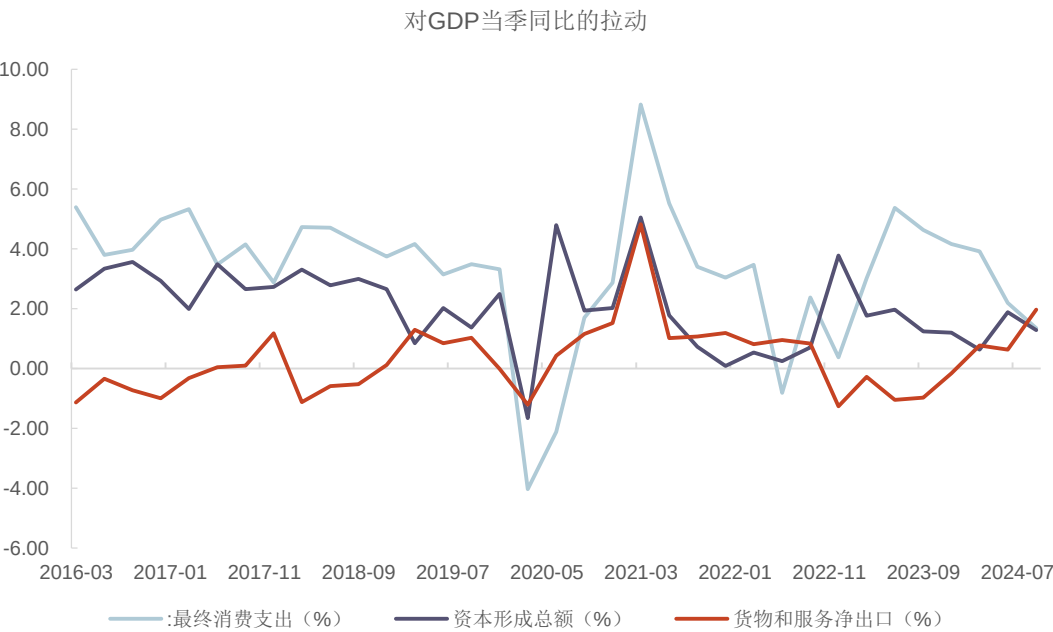


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据时间区间为2019/1/2-2020/2/12

4.4 有哪些值得关注的风险?

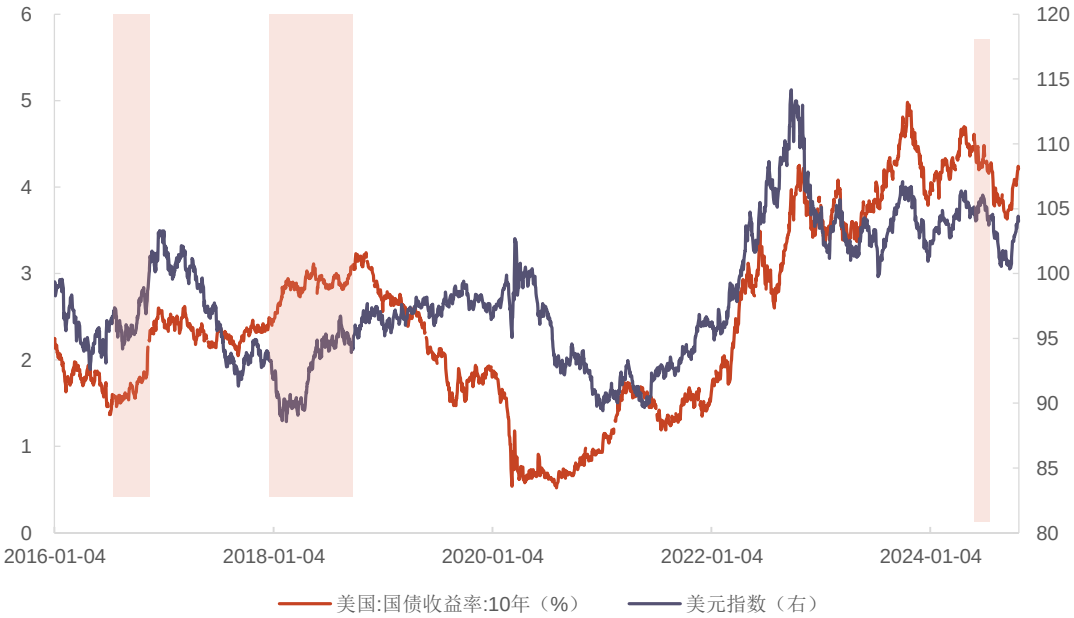
➤ 近期特朗普胜选的概率提升，关注国内出口链可能面临的风险以及外资流出国内市场的风险。当地时间10月15日，特朗普在芝加哥经济俱乐部的演讲中表示，如果他再次当选，将对包括欧洲和墨西哥在内的进口汽车征收高额关税，强化美国的贸易保护政策，若特朗普再度当选美国总统，可能会在一定程度上对我国出口形成制约。此外，若特朗普获胜，“特朗普交易”或将再度启动，则美元指数和美债收益率将上行，国内市场面临一定的外资流出风险。

图71：2023年以来，出口对我国经济的贡献度持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图72：“特朗普交易”区间美元指数与美债显著上行

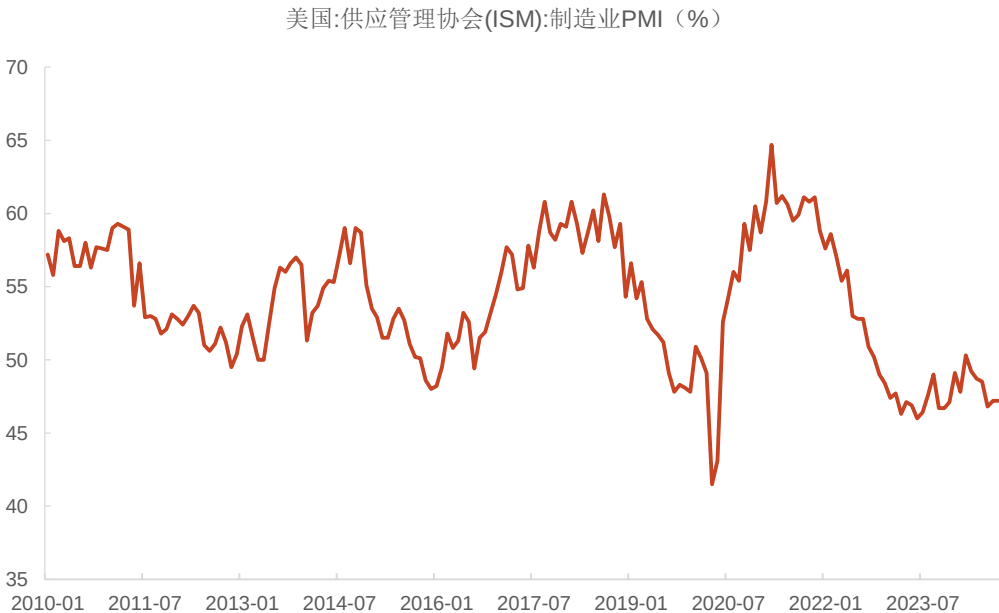


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/24

4.4 有哪些值得关注的风险？

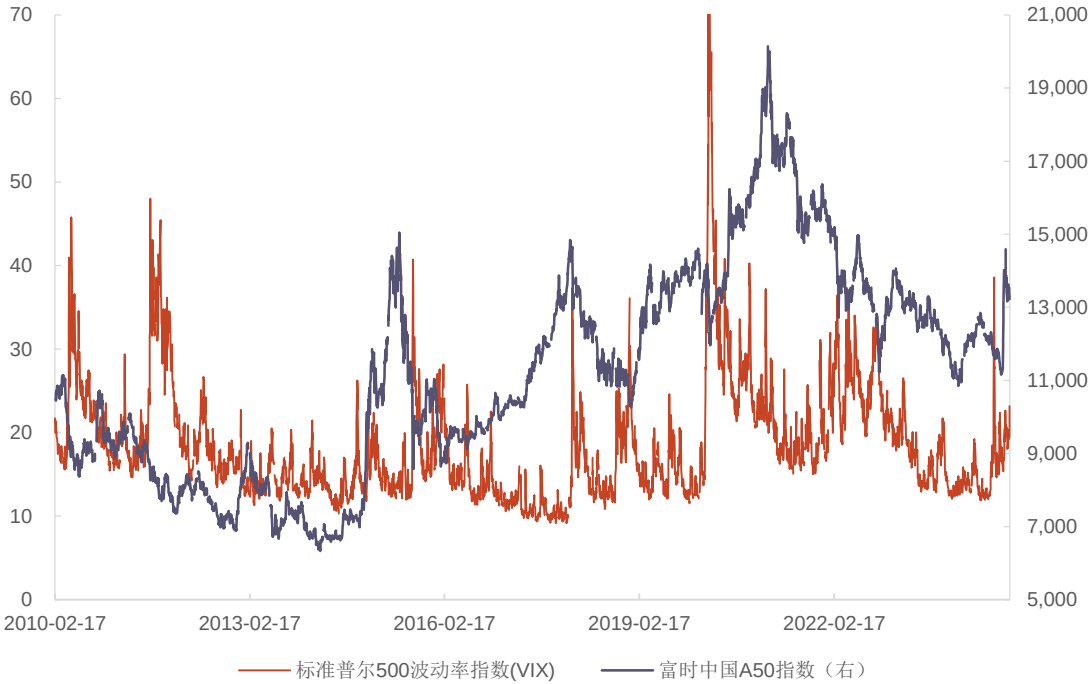
➤ 今年市场对美国的“衰退交易”显著影响中国资产资格。当前市场对美国经济衰退的预期仍有分歧，高利率压力与财政支持趋弱的背景下，基本可以确认美国经济周期下行，但同时消费、就业数据超市场预期，反映美国经济仍有一定的韧性。一方面，市场对美国的“衰退交易”会推升美联储降息预期从而改善全球流动性，中国资产或将显著受益；但另一方面，市场对美国“衰退交易”导致美股波动加剧或将对中国资产的表现产生一定程度的扰动。

图73：美国制造业PMI持续处于低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/09

图74：美股VIX指数较高时中国资产表现显著回调

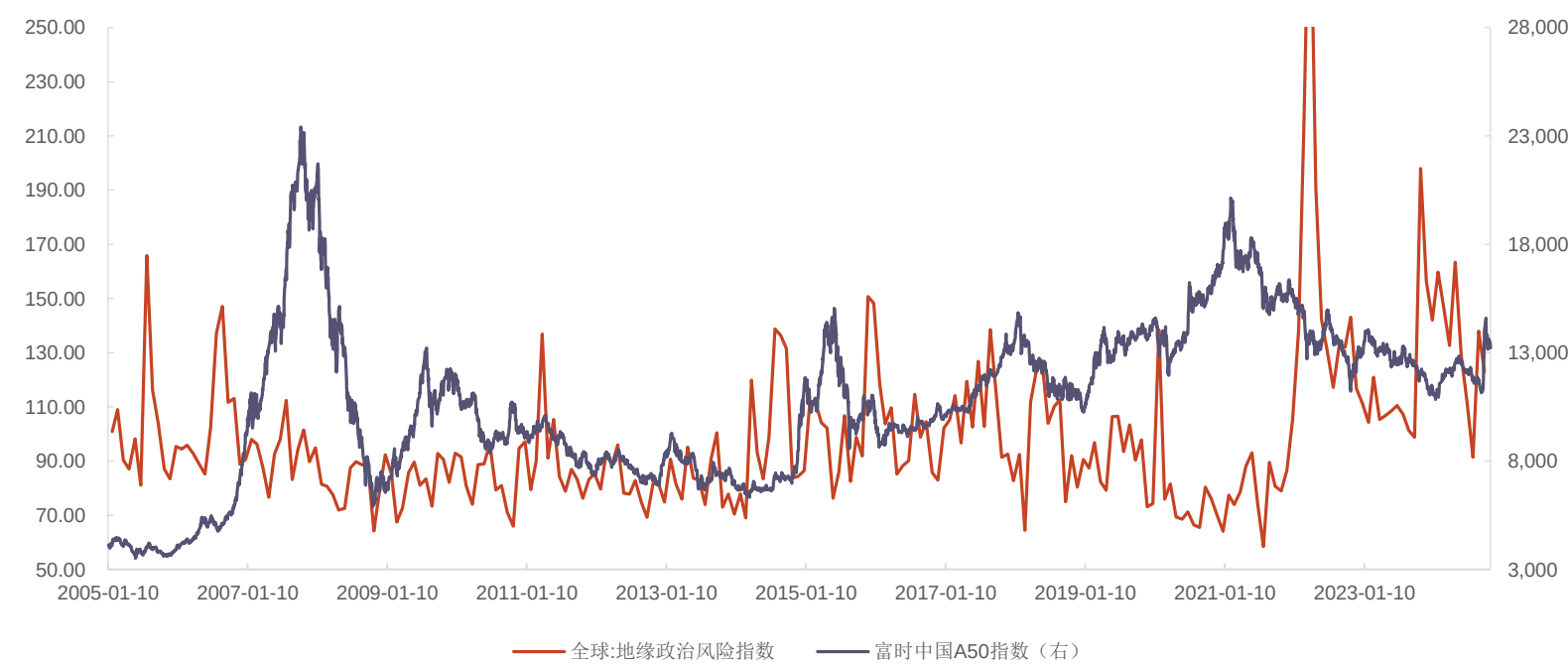


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/10/31

4.4 有哪些值得关注的风险？

➤ 此外，地缘冲突升级可能会显著影响中国资产的表现。今年以来，朝鲜半岛局势紧张、中东地缘冲突持续、俄乌冲突胶着，全球地缘政治风险指数处于相对高位。整体来看，全球地缘冲突仍在持续，加之美国大选最终选举日临近，全球地缘政治形势更加复杂，后续地缘冲突存在升级的可能。而历史来看，每次地缘冲突都会给中国资产表现带来一定的波动。因为，未来需要关注地缘冲突的情况。

图75：地缘冲突威胁较大时中国资产表现不佳



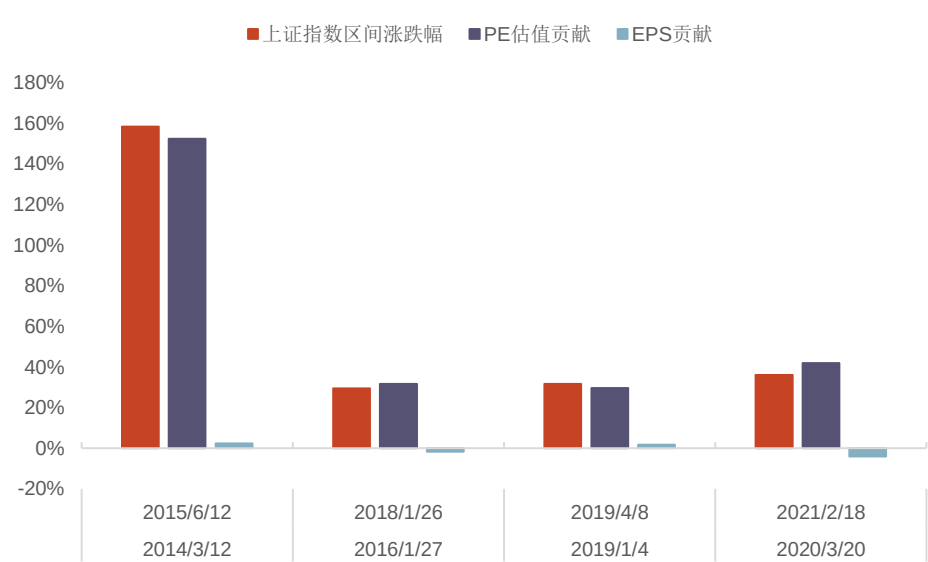
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：富时中国A50指数截至2024/10/31，地缘政治风险指数截至2024/09

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- 3、经济修复与财富效应
- 4、市场展望：牛市在途
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

5.1 历史复盘：盈利为本

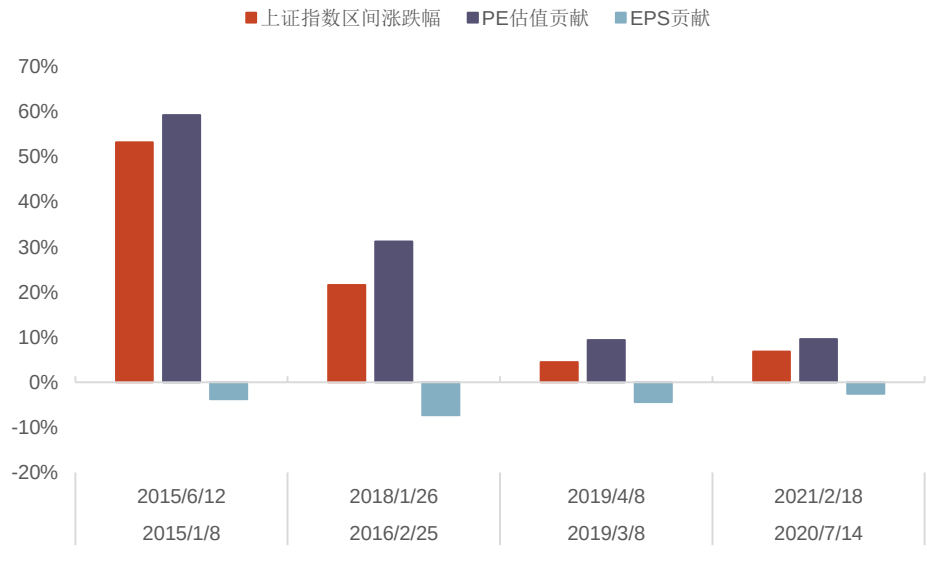
➤ 对于市场整体而言，估值通常是股价波动的主要原因。根据前文的分析，可以发现无论是盈利改善驱动的市场，还是预期改善驱动的市场，估值都是股价波动的主要原因，而盈利对于股价表现的贡献则并不明显。即使剔除每一轮行情中前期上涨最快的阶段，估值的变化仍然是影响股价变动的最核心因素。

图76：估值通常是股价波动的主要原因



资料来源：Wind，光大证券研究所

图77：剔除前期上涨最快的阶段，估值变化仍然重要

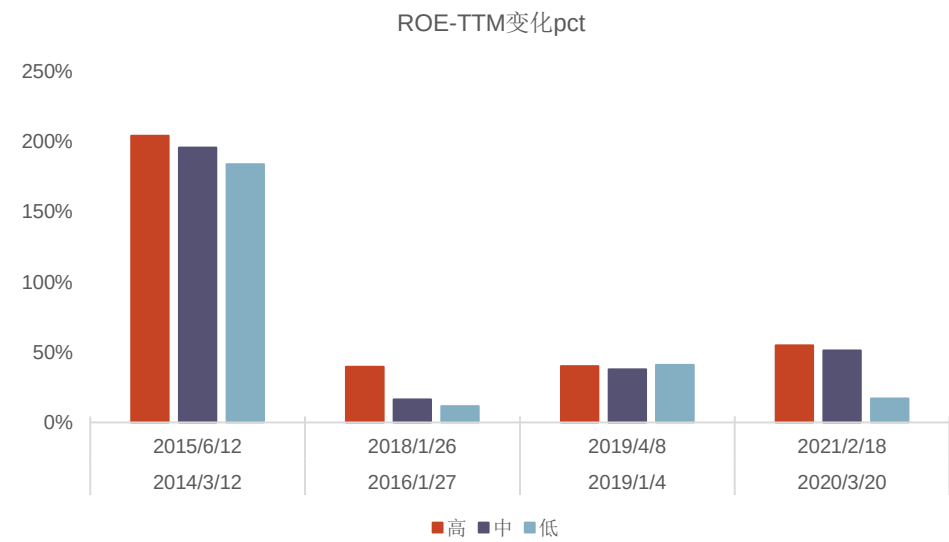


资料来源：Wind，光大证券研究所

5.1 历史复盘：盈利为本

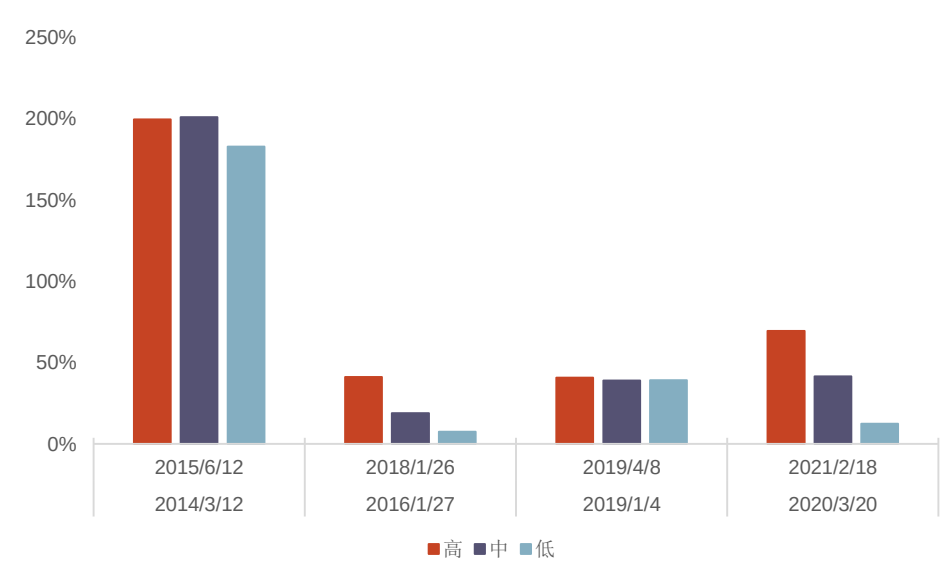
➤ 不过站在行业配置的角度，盈利则显得十分重要。尽管对于市场整体而言，盈利对于行情的贡献并不明显，但是从行业配置的角度来看，盈利却十分重要。在盈利改善驱动的市场中，盈利改善幅度对于股价表现有明显区别，盈利提升越明显的行业，表现相对更好。而在预期改善驱动的市场中，盈利同样影响显著。

图78： ROE改善情况对于行业表现有明显区别



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据ROE-TTM变化幅度将行业平均分为三组，“高”表示抬升最大的组，以此类推

图79： EPS-TTM的变化对于行业表现同样有显著影响

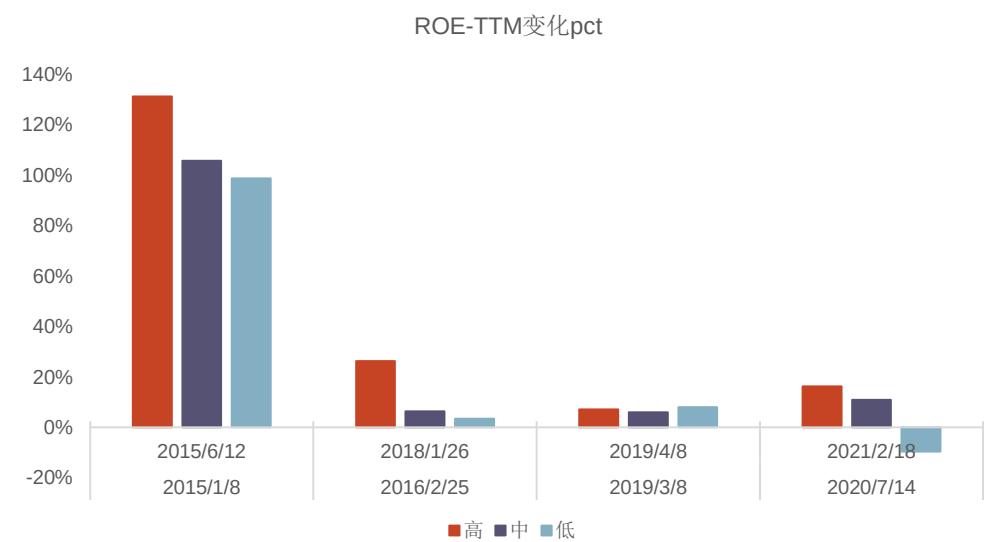


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据EPS-TTM变化幅度将行业平均分为三组，“高”表示抬升最大的组，以此类推

5.1 历史复盘：盈利为本

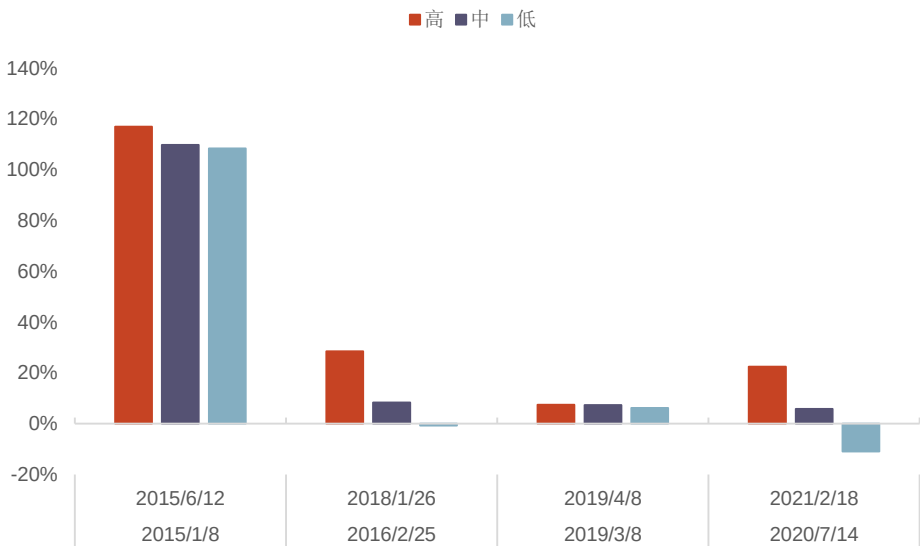
➤ 即使剔除前期上涨最快的时候，盈利的影响同样重要。剔除每一轮行情前期上涨最快的阶段，可以发现盈利的影响同样重要。无论是ROE的改善情况，还是EPS的变化情况，对于行业股价表现的影响均存在较大的区别。

图80： ROE改善情况对于行业表现有明显区别



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据ROE-TTM变化幅度将行业平均分为三组，“高”表示抬升最大的组，以此类推

图81： EPS-TTM的变化对于行业表现同样有显著影响

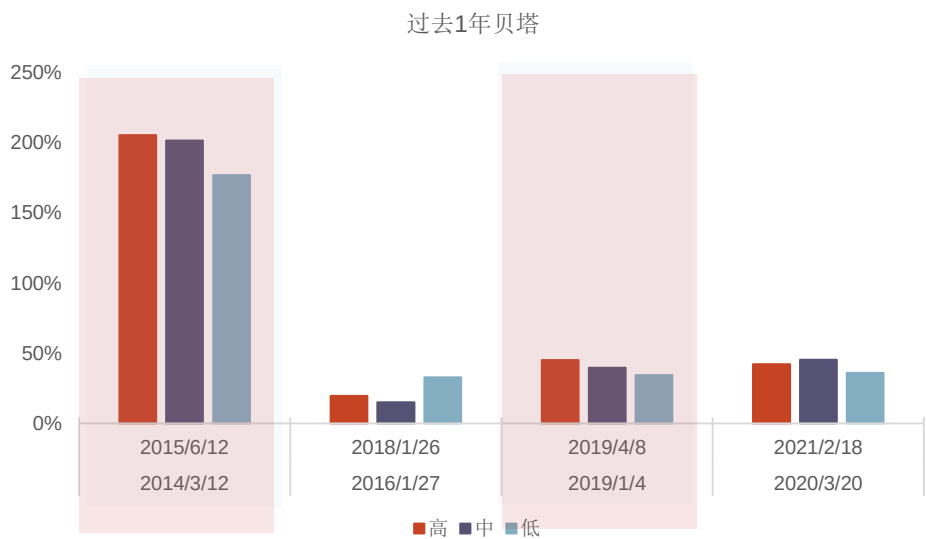


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据EPS-TTM变化幅度将行业平均分为三组，“高”表示抬升最大的组，以此类推

5.1 历史复盘：盈利为本

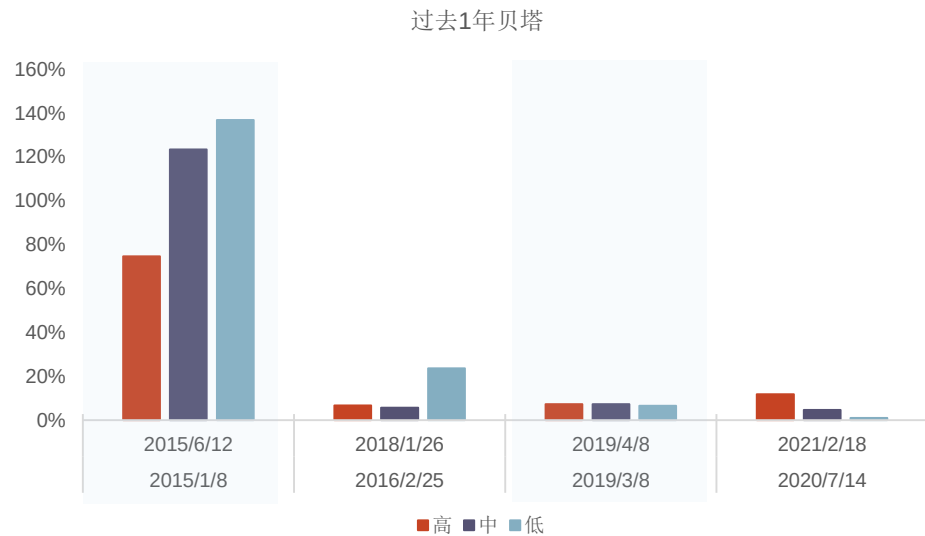
➤ 除盈利外，风险偏好高低对于行业表现也具有影响，尤其对于预期改善驱动的市场。行业贝塔值的高低一定程度上能够反映行业风险偏好的高低，对于预期改善驱动的市场而言，从股价全程上涨的情况来看，高贝塔值的行业通常表现会更好，不过剔除前期上涨最快的阶段后，行业贝塔值的影响则并不明显。

图82：行业过去1年的贝塔值对于行情具有影响



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据贝塔大小将行业平均分为三组，“高”表示贝塔最大的组，以此类推

图83：剔除前期上涨最快的阶段，行业贝塔影响减弱

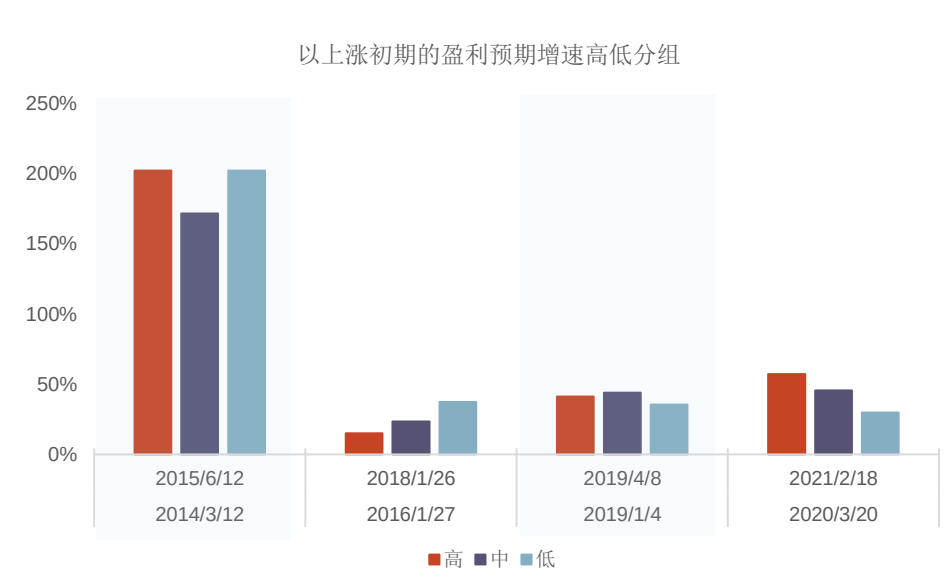


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据贝塔大小将行业平均分为三组，“高”表示贝塔最大的组，以此类推

5.1 历史复盘：盈利为本

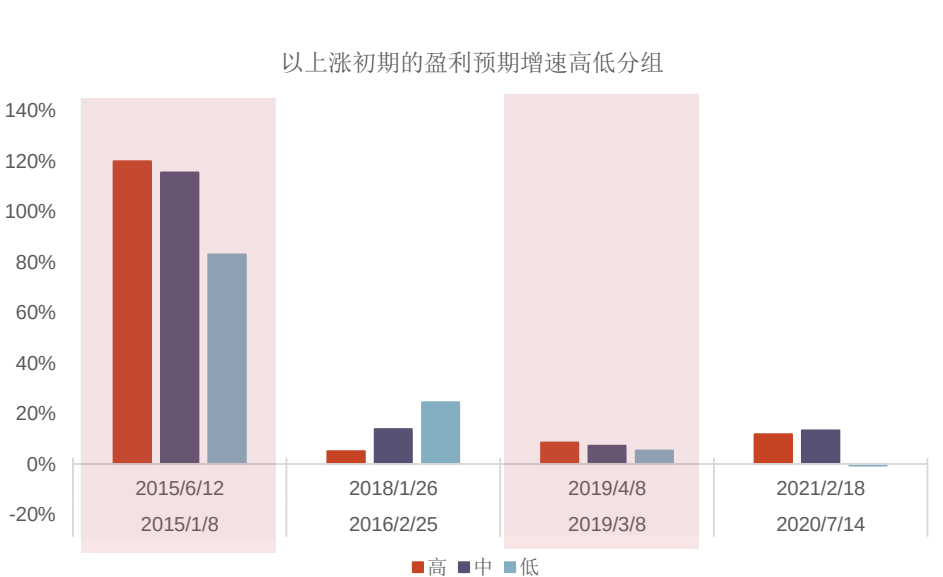
➤ 除盈利外，风险偏好高低对于行业表现也具有影响，尤其对于预期改善驱动的市场。盈利预期数据本身并不准确，但盈利预期的高低某种程度上能够反映风险偏好，盈利预期越高的行业往往成长性越高，风险偏好通常也会越高。若以这一指标衡量，在剔除前期涨幅最快的阶段后，盈利预期高低对于行业股价的表现具有较大的影响。

图84： 全程来看，盈利预期对于行情影响有限



资料来源： Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据盈利预期增速大小将行业平均分为三组，“高”表示盈利预期增速最高的组，以此类推

图85： 剔除前期上涨最快的阶段，盈利预期的影响提升

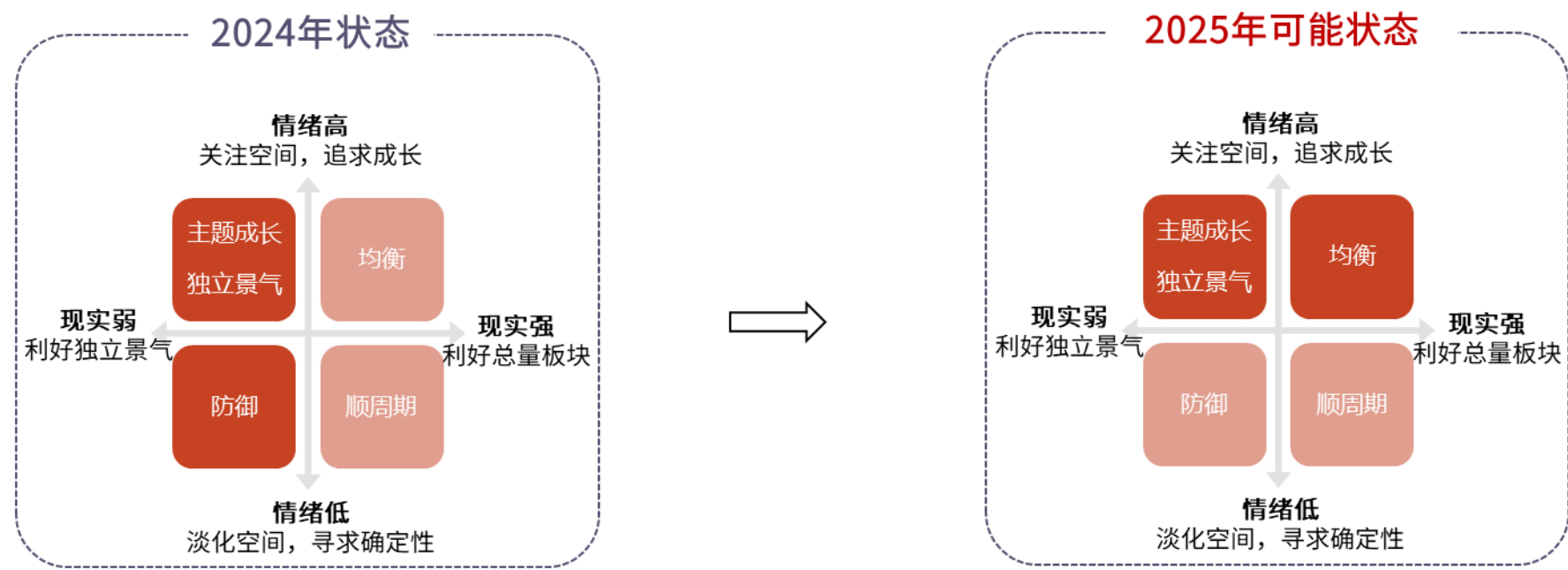


资料来源： Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据盈利预期增速大小将行业平均分为三组，“高”表示盈利预期增速最高的组，以此类推

5.2 市场风格：预计在均衡及成长之间摆动

➤ 展望2025年，预计市场情绪整体有望出现回暖，而经济现实在政策的发力下或会呈现波浪式复苏，市场风格将在均衡及成长之间摆动。根据市场风格投资时钟，我们从经济现实与市场情绪两个维度出发，将市场风格分为均衡、主题成长与独立景气、防御、顺周期四种不同的风格，展望2025年，预计市场情绪整体有望出现回暖，而经济现实在政策的发力下或会呈现波浪式复苏，市场风格将在均衡及成长之间摆动。

图86：2025年市场风格有望偏向均衡及成长

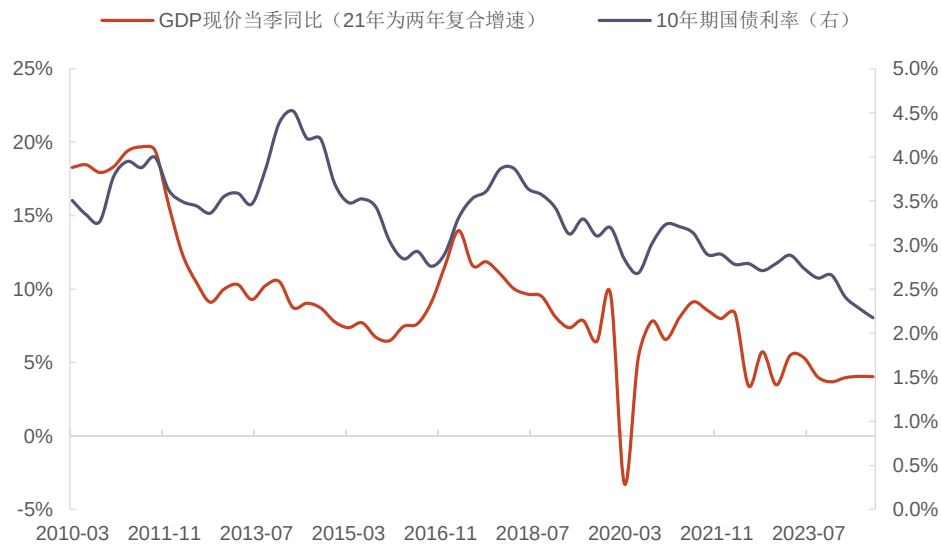


资料来源：光大证券研究所绘制。注：总量板块指顺周期板块

5.2 市场风格：预计在均衡及成长之间摆动

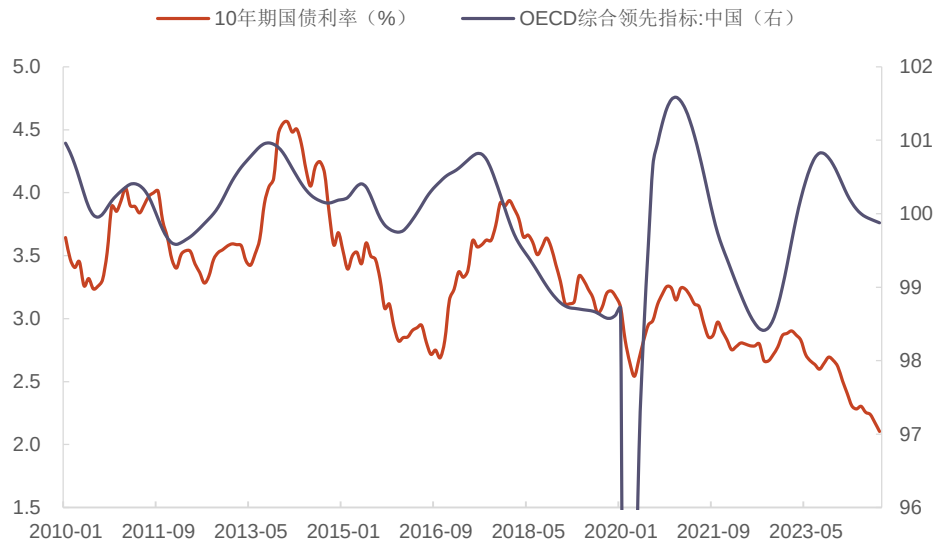
➤ 经济现实层面对应的是名义GDP增速与企业盈利，根据前文分析，我们认为未来名义GDP增速和企业盈利均会上行，因此，展望2025年，经济现实将会逐步好转。在风格投资时钟中，我们以十年期国债收益率来表征经济现实的变化，根据前文分析，预计2025年政策的积极发力将推动名义GDP保持较高的增长，上市公司盈利也有望恢复增长，推动国内长端债券收益率逐步上行，这对应风格投资时钟中的经济现实逐步好转。当然，经济的复苏可能也并不会一帆风顺，或许会跟随政策的发力情况及自身的修复动能呈现出波浪式前行的特点。

图87：当前名义GDP增速面临一定的下行压力



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：国债数据截至2024年9月，GDP数据截至2024Q3

图88：当前OECD综合领先指标震荡回落

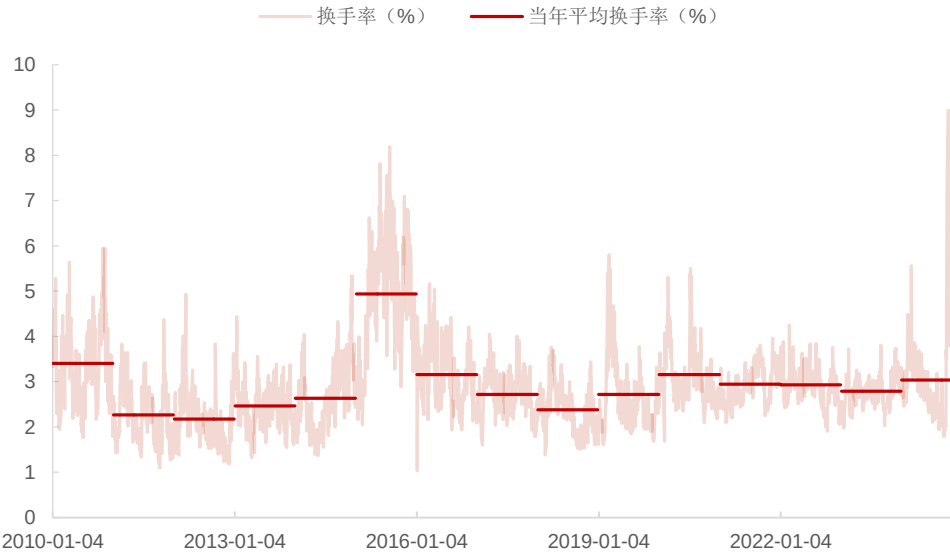


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年9月

5.2 市场风格：预计在均衡及成长之间摆动

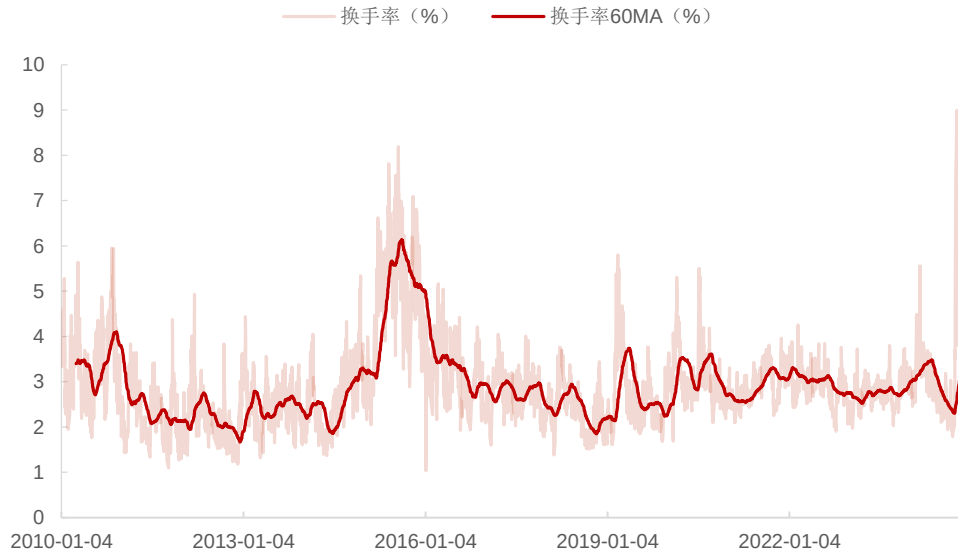
- 展望2025年，随着投资者对于市场信心的回暖，资金重新流入A股市场，市场情绪整体有望回升。在风格投资时钟中，我们以换手率来衡量市场情绪的变化，年初至今，市场情绪呈现先回落后抬升的态势。展望2025年，随着投资者对于市场信心的回暖，资金面或许会更加活跃，这对应于风格投资时钟中市场情绪逐步好转。
- 不过市场情绪具有较强的波动性，其波动节奏值得投资者关注。与经济现实的趋势有较强的持续性不同，市场情绪通常波动性更加明显，例如极值反转、事件催化等均可能使得市场情绪发生快速转向，因此投资者需要密切关注情绪的变化以做好应对。

图89：2025年市场换手率整体有望出现抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/10/22

图90：市场情绪具有较强的波动性



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/10/22

5.3 一级行业现状

➤ 当前各一级行业估值、机构配置及主要财务指标。估值方面，尽管有不少行业PE估值正处在相对高位，但从PB估值来看，大部分行业估值水平均不高；基金配置方面，电子、电力设备、医药生物为主动偏股型基金最为重仓的三个行业；从财务指标来看，各行业三季报分化明显，电子、非银金融、社会服务等业绩表现相对较好，而房地产、煤炭、建筑材料等行业业绩表现则较差。

表13：一级行业主要指标汇总

行业代码	行业名称	估值（截至2024年10月25日）				2024Q3主动偏股基金配置比例	主要财务指标（截至2024H1）				
		PE-TTM估值	PE估值分位数（近5年）	PB-LF估值	PB估值分位数（近5年）		营收增速	净利润增速	ROE（TTM）	资本开支增速	在建工程增速
801080.SI	电子	55.5	95%	3.5	58%	14.7%	17.4%	38%	6%	19%	-33%
801730.SI	电力设备	31.4	43%	2.5	33%	11.8%	-10.3%	-54%	5%	-18%	-10%
801150.SI	医药生物	31.7	53%	2.6	15%	11.2%	-0.5%	-7%	7%	-14%	-14%
801120.SI	食品饮料	21.0	7%	4.6	8%	9.0%	2.0%	10%	22%	-14%	-12%
801110.SI	家用电器	15.3	53%	2.7	48%	5.9%	4.1%	6%	16%	-2%	-8%
801880.SI	汽车	24.5	27%	2.3	75%	5.8%	5.4%	9%	8%	-16%	-6%
801050.SI	有色金属	20.4	40%	2.2	29%	5.5%	2.8%	-1%	11%	3%	-8%
801770.SI	通信	34.3	57%	2.7	85%	5.1%	3.6%	8%	9%	0%	249%
801740.SI	国防军工	64.8	79%	3.2	54%	3.6%	-5.4%	-28%	3%	14%	-7%
801890.SI	机械设备	29.9	73%	2.3	40%	3.4%	4.6%	-1%	6%	-3%	-13%
801030.SI	基础化工	23.2	70%	1.8	22%	3.0%	1.7%	-8%	6%	-17%	1%
801780.SI	银行	5.7	49%	0.5	44%	2.8%	-1.0%	1%	9%	3%	-13%
801750.SI	计算机	65.3	72%	3.5	39%	2.4%	6.3%	-32%	2%	2%	-14%
801170.SI	交通运输	16.1	63%	1.3	27%	2.2%	-3.0%	6%	8%	7%	-21%
801790.SI	非银金融	21.0	100%	1.4	52%	1.8%	15.7%	41%	9%	36%	-1%
801160.SI	公用事业	17.1	4%	1.5	49%	1.7%	-0.9%	9%	9%	10%	13%
801180.SI	房地产	37.3	100%	0.8	19%	1.5%	-23.2%	-148%	-4%	-48%	-19%
801010.SI	农林牧渔	39.5	53%	2.4	8%	1.5%	-3.8%	469%	7%	-22%	-20%
801950.SI	煤炭	12.1	96%	1.4	64%	1.2%	-7.4%	-22%	12%	13%	-7%
801140.SI	轻工制造	22.6	26%	1.7	18%	0.9%	1.5%	-4%	7%	4%	-1%
801760.SI	传媒	35.9	54%	2.4	52%	0.9%	0.2%	-33%	4%	-6%	5%
801960.SI	石油石化	14.9	62%	1.3	23%	0.8%	-1.3%	1%	11%	-8%	4%
801720.SI	建筑装饰	9.5	55%	0.8	20%	0.6%	-4.9%	-12%	7%	-8%	-35%
801710.SI	建筑材料	22.3	100%	1.1	14%	0.5%	-11.8%	-51%	3%	-18%	30%
801130.SI	纺织服装	18.3	8%	1.6	10%	0.5%	0.4%	-7%	8%	-8%	-19%
801200.SI	商贸零售	31.5	74%	1.5	45%	0.4%	-6.4%	6%	3%	-1%	1%
801210.SI	社会服务	23.2	7%	2.8	17%	0.4%	7.1%	27%	8%	-16%	-22%
801970.SI	环保	23.4	90%	1.4	22%	0.4%	1.2%	3%	6%	-3%	15%
801040.SI	钢铁	20.2	82%	0.9	32%	0.4%	-9.1%	-115%	0%	-4%	-31%
801980.SI	美容护理	33.2	27%	3.3	20%	0.2%	2.5%	-22%	8%	22%	8%

资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4 配置主线一：盈利修复

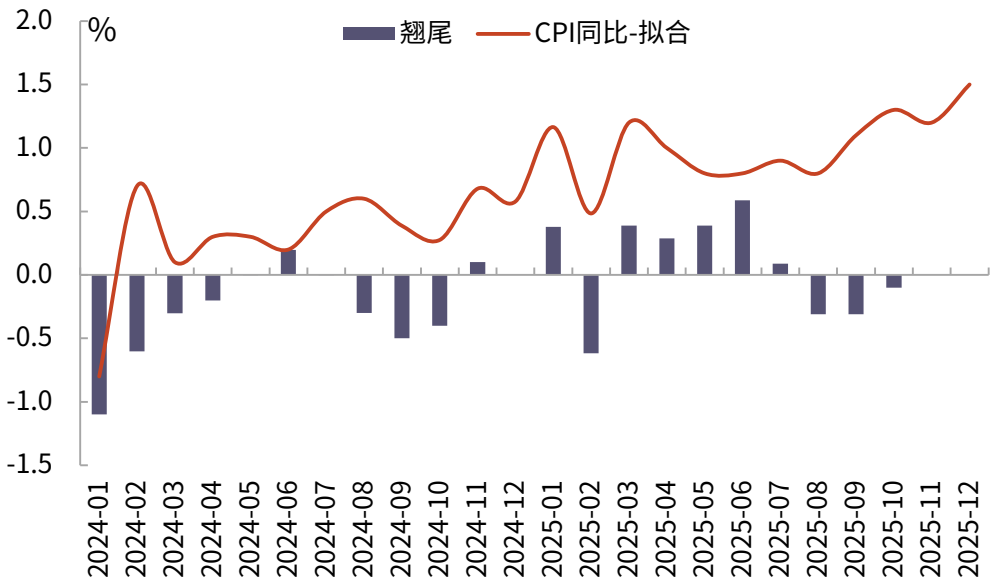
- 无论在何种市场，盈利对于行业股价表现均有较大的影响，因此盈利有望出现修复的行业或成为长期主线。通过前文对于历史的复盘，发现无论是对于盈利驱动的上漲行情，还是预期驱动的上漲行情，在行业层面盈利对于股价表现均具有较大的影响。因此，在本轮配置选择的过程中，盈利有望出现修复的行业值得重点关注。
- 从本轮经济复苏的驱动力来考虑，内需偏消费方向可能最值得投资者关注。结合前文对于宏观经济的分析，2025年经济复苏的驱动力可能主要与内需有关，尤其是偏消费的方向，而外需受贸易保护主义趋势抬头的影 响可能面临一定不确定性。因此2025年消费板块的投资机会或许更值得投资者重视。

表14：近期与促消费相关的政策

时间	政策或会议	相关内容
2024/10/8	国务院新闻办公室新闻发布会	国家发展改革委主任郑栅洁在会上表示，针对国内有效需求不足等问题，要把扩内需增量政策重点更多放在惠民生、促消费上。
2024/9/26	9月政治局会议	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。
2024/7/29	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	加快构建新发展格局，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点
2024/7/24	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	就统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，提出一系列措施

资料来源：中国政府网，央视新闻等，光大证券研究所整理

图91：预计CPI同比将逐步回升

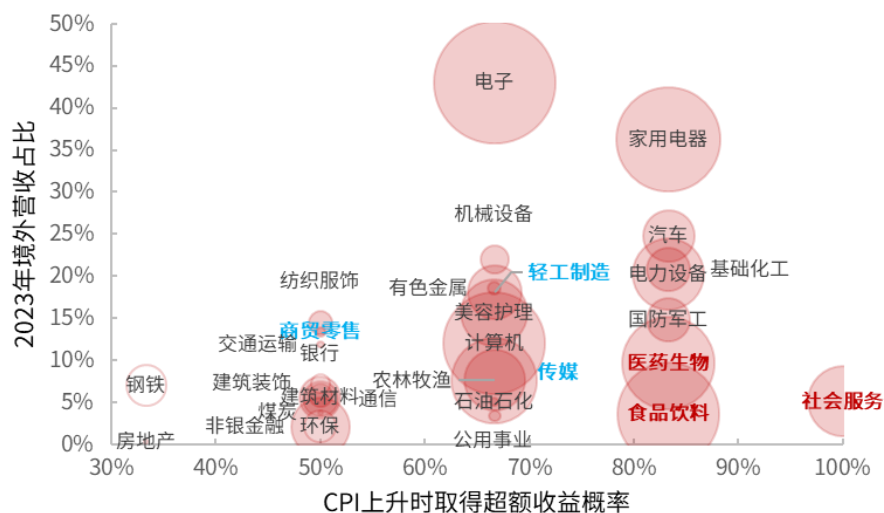


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2024年9月之后的数据为光大证券研究所宏观团队的预测值，预测数据截至2025年12月

5.4 配置主线一：盈利修复

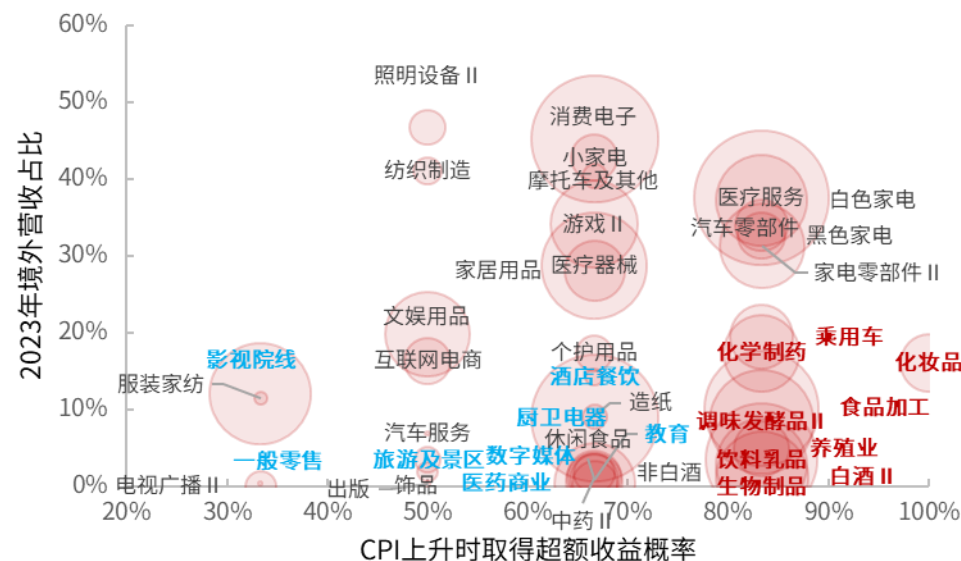
- **对于消费行业的具体选择，关注两条思路。**思路一：关注政策有直接指向的方向，如以旧换新、服务消费。思路二：历史上CPI回暖时表现好的消费行业。当然，无论是思路一还是思路二，在本轮投资的过程中，或许都应该优先考虑低出口占比行业。综合来看，政策有直接指向的行业主要包括传媒、商贸零售及轻工制造，有望受益于CPI回暖的行业主要包括食品饮料、医药生物及社会服务。

图92：消费板块一级行业推荐



资料来源：wind，光大证券研究所。注：气泡大小表示CPI上升时取得的平均年化超额收益，红色气泡表示正收益，白色气泡为负收益；蓝色行业表示思路一推荐行业，红色行业表示思路二推荐行业

图93: 消费二级行业推荐汇总



资料来源: wind, 光大证券研究所。注: 气泡大小表示CPI上升时取得的平均年化超额收益, 红色气泡表示正收益, 白色气泡为负收益; 蓝色行业表示思路一推荐行业, 红色行业表示思路二推荐行业

5.4 配置主线一：盈利修复

➤ 思路一：关注政策有直接指向的方向，如以旧换新、服务消费等。《推动消费品以旧换新行动方案》对于2025年及2027年目标均有明确展望及量化，这意味着政策或将持续较长时间，涉及的行业值得投资者关注，如汽车、家电、轻工制造等。此外，服务消费或许也将是明年政策发力的方向，相关行业如社会服务、传媒、医药生物等也值得重视。

表15：《推动消费品以旧换新行动方案》(2024/3/27)涉及行业

政策相关内容	涉及一级行业	涉及二级行业
开展汽车以旧换新。推动汽车换“能”，着眼于新车、二手车、报废车、汽车后市场等汽车全生命周期各环节，加大政策支持力度，畅通循环堵点，强化改革创新引领，全链条促进汽车以旧换新。	汽车	乘用车
推动家电以旧换新。推动家电换“智”，以便利城乡居民换新为重点，健全废旧家电回收体系，打通废旧家电回收“静脉循环”堵点，畅通家电更新消费循环。	家用电器	白色家电 黑色家电 小家电
推动家装厨卫“焕新”。以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。	家用电器 轻工制造	厨卫电器 家居用品

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

表16：《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》(2024/8/3)涉及行业

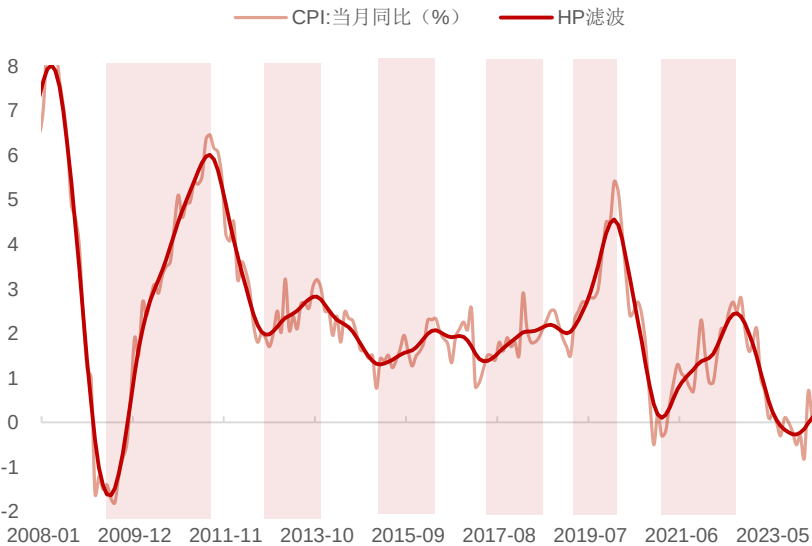
政策相关内容	涉及一级行业	涉及二级行业
挖掘基础型消费潜力。餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费	社会服务	酒店餐饮
激发改善型消费活力。文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费	传媒 社会服务	影视院线 旅游及景区 教育
培育壮大新型消费。数字消费、绿色消费、健康消费	传媒 医药生物	数字媒体 游戏 医疗服务 医药商业
增强服务消费动能。创新服务消费场景、加强服务消费品牌培育、扩大服务业对外开放	商贸零售	一般零售

资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4 配置主线一：盈利修复

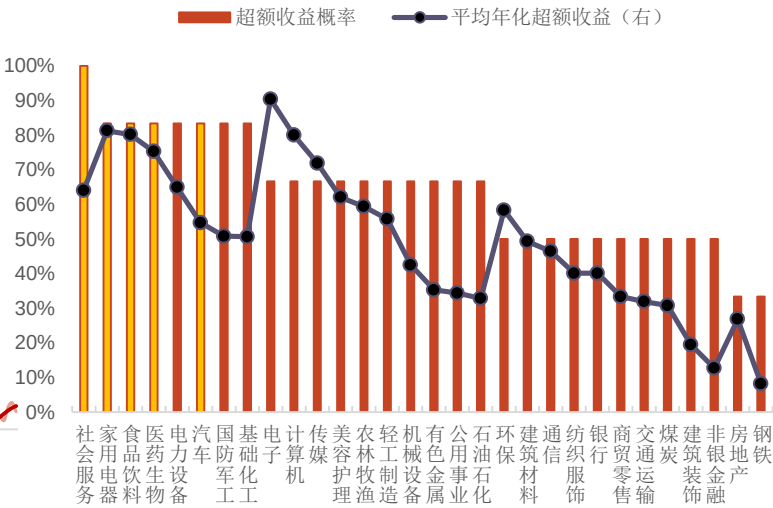
➤ 思路二：关注历史上CPI好转时表现好的消费行业，如社服、家电、食品饮料、医药生物等。考虑到未来CPI同比增速有望回暖，股价或受益于CPI回升的消费行业明年或许也会有不错的表现。参考历史上6轮CPI同比增速回升时期的经验，一级行业中，社会服务、家用电器、食品饮料、医药生物、汽车等行业取得超额收益的概率相对较高，且平均超额收益也显著为正，值得投资者关注，二级行业中则为化妆品、医疗服务、食品加工、饮料乳品等。

图94：2008年以来CPI出现过6轮明显的回升



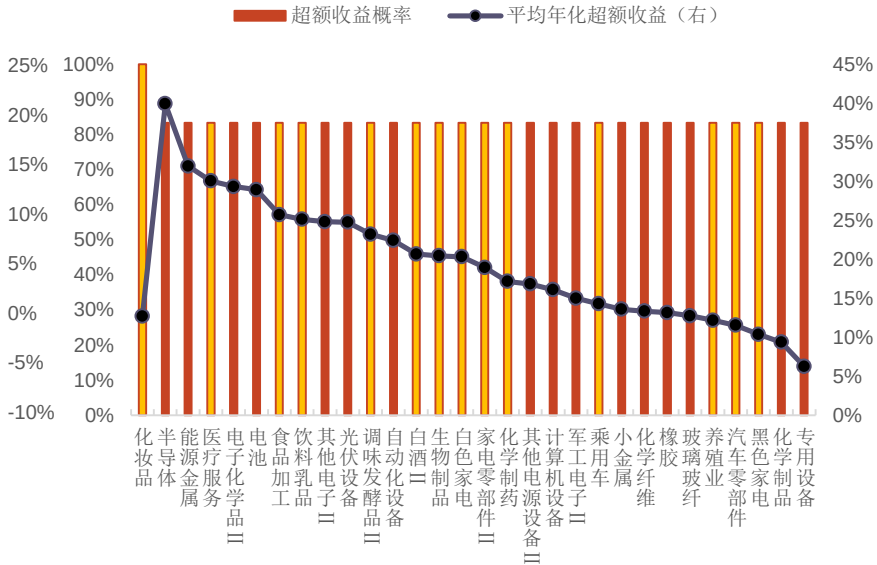
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/9

图95：CPI回升时各一级行业表现



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：超额收益为相对于上证指数

图96：CPI回升时出现超额收益概率大于80%的二级行业

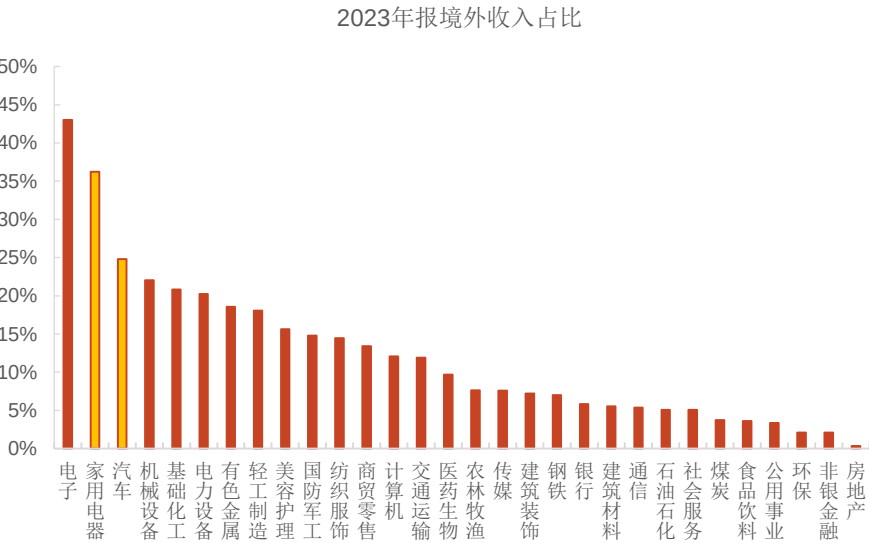


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：超额收益为相对于上证指数

5.4 配置主线一：盈利修复

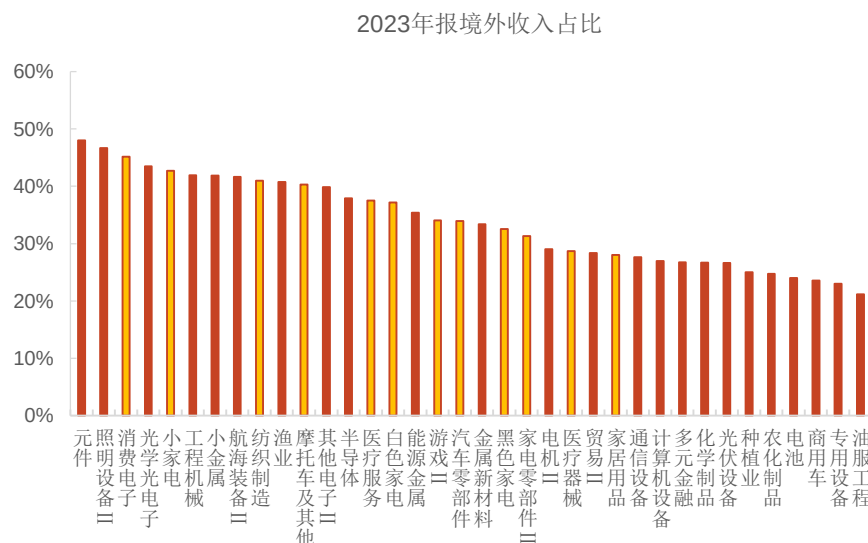
➤ 无论是思路一还是思路二，在本轮投资的过程中，或许都应该优先考虑低出口占比行业。受全球贸易保护主义抬头的影 响，2025 年外需可能会面临一定的不确定性，外贸出口较多的行业业绩可能也会受到影响，因此在选择消费行业的过程中，或许应该优先考虑境外收入占比较低的行业。参考 2023 年年报，如果以境外收入占比 20% 为界限，一级行业中出口占比高的消费行业为家用电器及汽车，二级行业中出口占比高的消费行业为消费电子、小家电、纺织制造、医疗服务、白色家电等，对于这些行业，投资者可能需要更加谨慎。

图97：各一级行业境外营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图98：境外营收占比大于20%的二级行业



资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

- 本轮行情是否仅为预期驱动的市场目前尚无法证伪，因此高风险偏好品种也值得投资者关注。当前投资者对于未来经济及企业盈利改善已经形成了较强的预期，不过经济及企业盈利能否实际改善目前尚无法验证，不排除本轮行情可能仅为预期改善驱动的市场。因此，我们认为高风险偏好的品种也值得投资者关注。
- 高风险偏好品种可关注三大方向。1) 高贝塔行业补涨。一级行业中包括医药生物、食品饮料、基础化工、有色金属等，二级行业中包括白酒、航天装备、化学纤维、农化制品、动物保健、调味发酵品等。2) 高盈利预期叠加高贝塔值。一级行业中包括电子、基础化工、通信、国防军工、计算机等，二级行业中包括非金属材料、化学制品、半导体、塑料等。3) 主题投资。可关注政策支持类主题，如并购重组、市值管理，以及科技类主题，如AI产业链、自主可控等。

图99：9月下旬以来，市场风险偏好有显著抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2024/10/25

表17：高风险偏好品种可关注三大方向

高风险偏好方向	一级行业	细分行业
高贝塔行业补涨	医药生物、食品饮料、基础化工、有色金属等	白酒、航天装备、化学纤维、农化制品、动物保健、调味发酵品等
高盈利预期叠加高贝塔值	电子、基础化工、通信、国防军工、计算机等	非金属材料、化学制品、半导体、塑料等
主题投资	✓ 政策支持类主题，如并购重组、市值管理 ✓ 科技类主题，如AI产业链、自主可控	✓ 并购重组关注制造业以及两创板块 ✓ 市值管理主题关注破净行业，如银行、房地产、建筑装饰、钢铁 ✓ AI产业链关注英伟达产业链、国产算力 ✓ 自主可控方面关注半导体、信创等

资料来源：光大证券研究所

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

➤ 方向一：从贝塔值的角度来看，一些行业可能会存在补涨的机会，如医药生物、食品饮料等。从前文的复盘，我们发现在预期驱动的市场中，行情开始前行业过去1年的贝塔值高低与整段行情之间的股价表现存在一定的正相关性。考虑到股市的上涨行情可能还未结束，这意味着属于高贝塔分组但9月24日以来涨幅靠后的行业未来可能会存在补涨机会，一级行业中包括医药生物、食品饮料、基础化工及有色金属，二级行业中包括白酒、航天装备、化学纤维、农化制品等。

图100：预期改善驱动的市场中，β值对行情具有影响

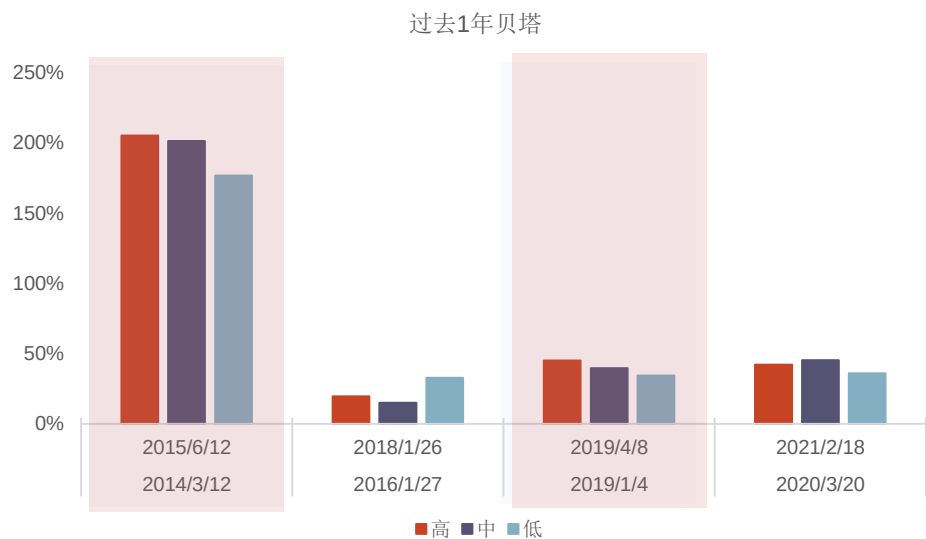
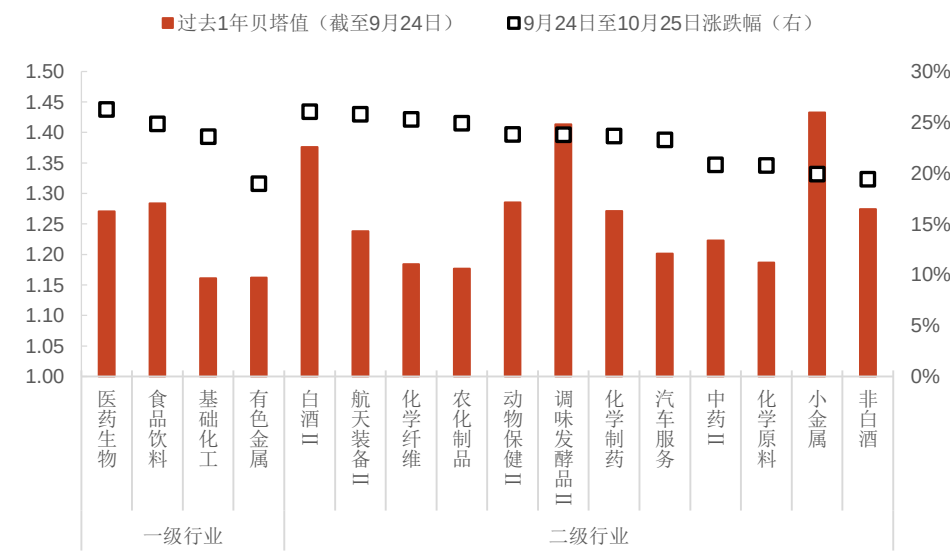


图101：属于高β分组但本轮涨幅低于均值的行业



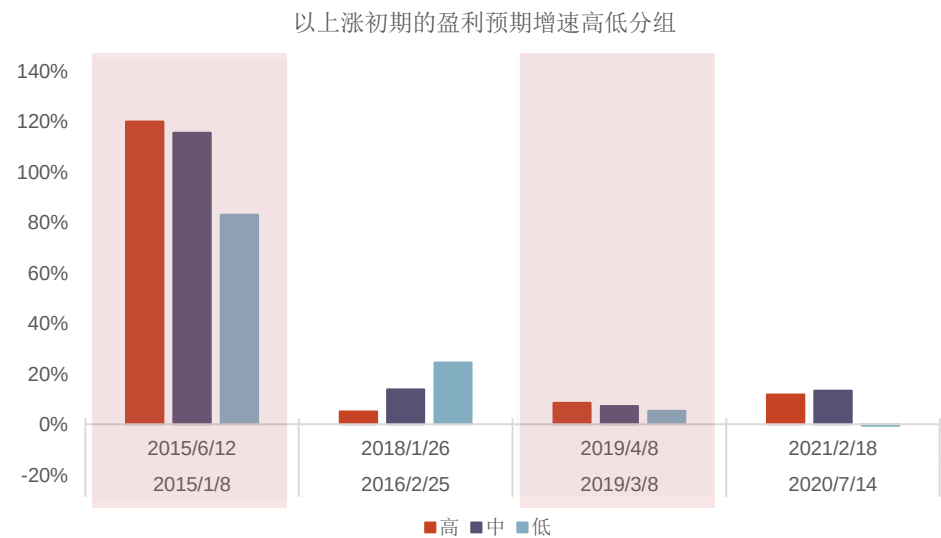
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据贝塔大小将行业平均分为三组，“高”表示贝塔最大的组，以此类推

资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

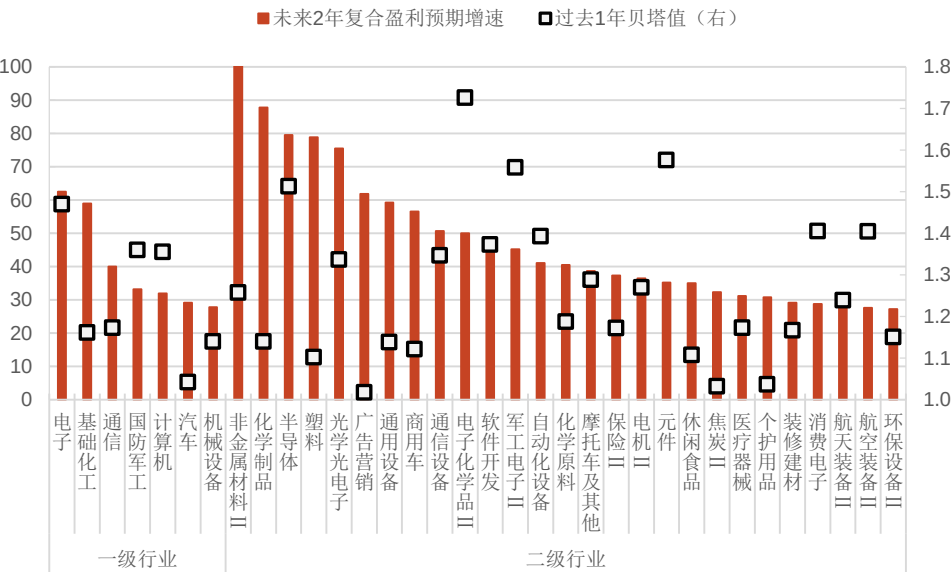
➤ 方向二：盈利预期的角度，高盈利预期意味着潜在的高成长及高风险偏好，相关行业也值得关注。通过前文的复盘，在剔除了前期股价快速上涨阶段后，对于预期改善驱动的市场，高盈利预期行业在之后的表现通常会更好。对于本轮行情而言，前期上涨最快的阶段或许已经过去，这一规律在本轮或许同样会适用。在盈利预期的基础上结合行业的贝塔值大小，一级行业中的电子、基础化工、通信、国防军工、计算机、汽车、机械设备，二级行业中的非金属材料、化学制品、半导体、塑料等行业可能具有高风险偏好属性，未来或许值得关注。

图102：盈利预期高低对于行业表现具有影响



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示申万二级行业在区间内的平均收益率；在对行业分组时，根据盈利预期增速大小将行业平均分为三组，“高”表示盈利预期增速最高的组，以此类推

图103：高盈利预期且β值大于1的行业



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：盈利预期数据截至2024/10/25，过去1年贝塔值数据节点为2024/9/24

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

- 此外，主题投资作为典型的高风险偏好投资策略，在市场风险偏好抬升时也值得投资者关注。
- 主题方向一：政策支持类主题，如并购重组、市值管理等。政策类主题一直以来都是重要的主题投资方向，站在2025年全年来看，有两个方向或许值得投资者长期关注。一个是并购重组相关主题，制造业以及两创板块可能是这一主题的高发区域；另一个方向是市值管理主题，其中破净行业及公司或将尤为值得关注。

表18：《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(2024/9/25)主要内容

领域	主要内容
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。
提升重组市场交易效率	证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行为，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

表19：《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》(2024/9/24)主要内容

主要内容
要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升
明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度等作出专门要求
长期破净公司应当制定并经董事会审议后披露 上市公司估值提升计划，包括目标、期限及具体措施，相关内容和措施应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，并根据需要及时完善，经 董事会审议后披露。
明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

- 并购重组板块本身具有高贝塔属性，且政策当前积极支持，相关投资机会值得关注。历史来看，重组指数具有一定的高贝塔属性，当市场上涨时，其往往具有超额收益，在对2025年市场整体较为乐观的背景下，并购重组板块有望取得超额收益。此外，当前政策对于并购重组也有积极支持，这对于并购重组板块行情而言，也将构成利好。
- 具体机会可重点关注制造业以及“两创”板块。从近5年A股市场的情况来看，并购重组主要发生在制造业领域，如机械设备、基础化工、电子等。结合《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》文件的指引，投资者可重点关注传统制造业以及“两创”板块个股。

图104：重组指数具有一定的高贝塔属性



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/10/25

图105：近几年并购重组事件主要发生在制造业

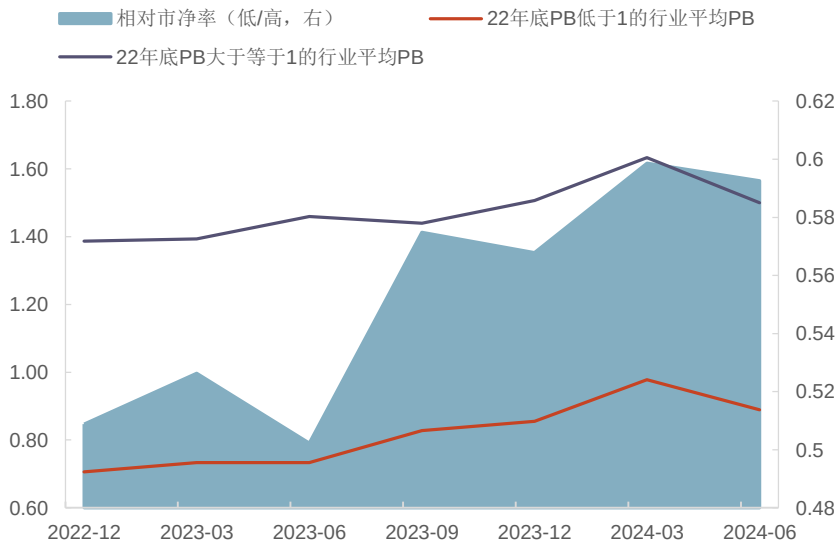


资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

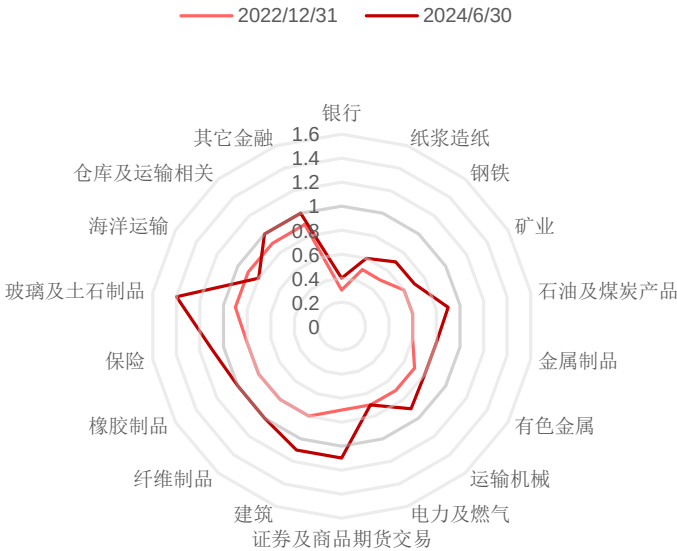
- 市值管理主题方面，证监会明确要求长期破净公司制定价值提升计划，参考日本类似经验，破净行业未来或存在投资机会。证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》中明确要求长期破净公司制定价值提升计划，评估实施效果并公开披露，形成市场约束。日本在23年初时也提出过破净公司市值管理计划，从日本股市的表现来看，破净行业近两年整体表现明显要优于其它行业。
- 目前破净行业主要集中在地产链领域，如银行、房地产、建筑装饰、钢铁等。截至10月25日，申万一级行业中，市净率低于1的行业为银行、房地产、建筑装饰及钢铁，申万二级行业中，市净率低于1的行业包括股份制银行、城商行、国有大型银行、农商行、基础建设、房屋建设、普钢、房地产开发、水泥、电视广播。

图106：日本破净行业近两年整体估值抬升明显



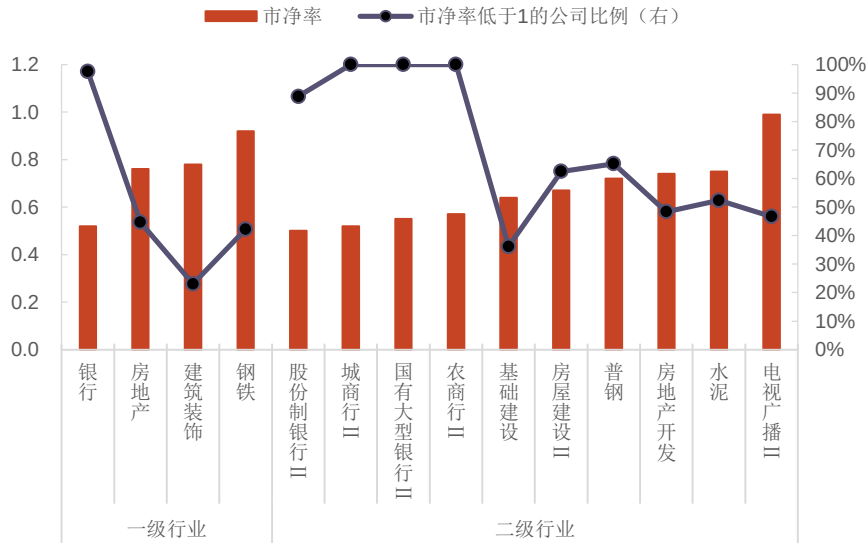
资料来源：JPX，光大证券研究所。注：数据截至2024Q2

图107：日本破净行业估值抬升情况



资料来源：JPX，光大证券研究所

图108：A股市净率低于1的行业

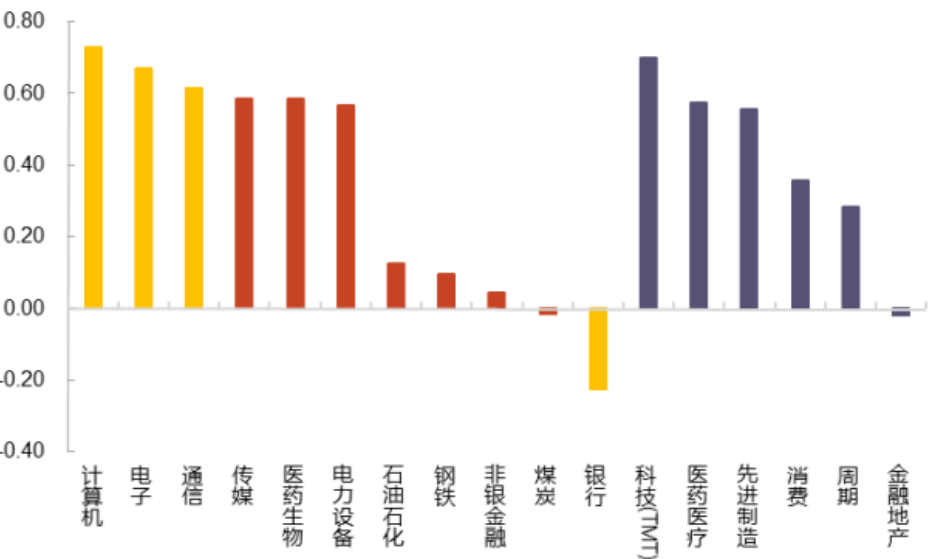


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/10/25

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

➤ 主题方向二：科技类主题。 TMT板块自带主题投资属性，叠加政策对于行业发展的积极支持，相关主题也值得投资者关注。TMT板块由于成长性高、产业迭代迅速，本身便属于主题投资的热土，历史来看有很多主题与TMT较为相关。此外，政策对于科技创新也始终大力支持，二十届三中全会明确指出要深化科技体制改革，并提出一系列具体改革措施。

图109：历史来看，TMT板块与主题投资相关度较高



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年5月31日，图中数据代表不同行业或风格指数月度环比与活跃主题月度占比的相关系数，黄色代表相关系数绝对值居前的申万一级子行业，蓝色代表申万风格指数，红色代表其他申万一级子行业指数

表20：政策对于科技创新也有大力支持

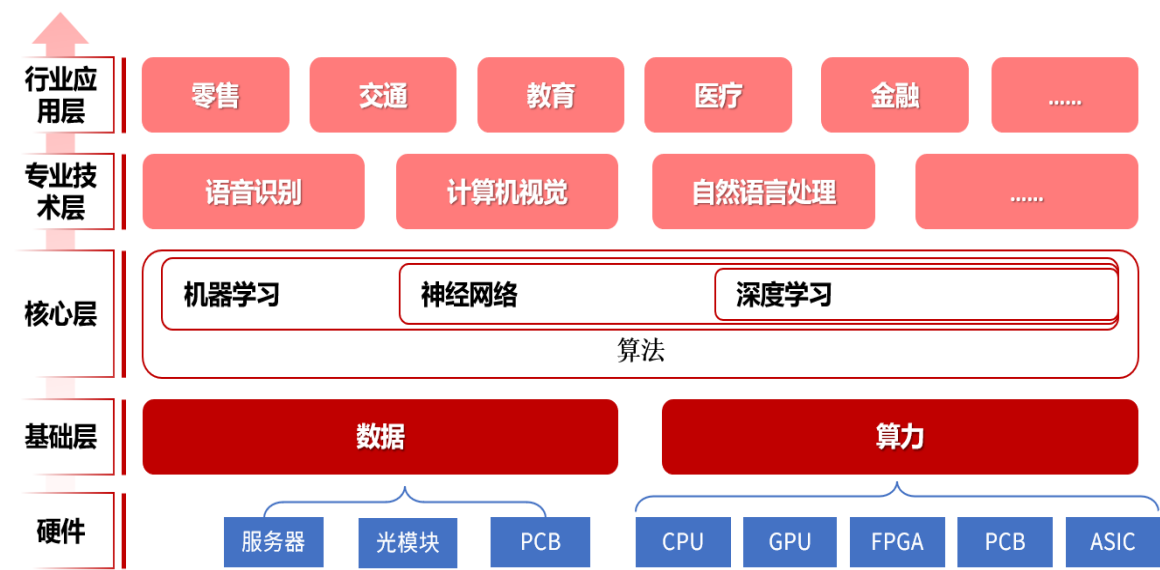
《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》深化科技体制改革主要内容	
✓	坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，优化重大科技创新组织机制，统筹强化关键核心技术攻关，推动科技创新力量、要素配置、人才队伍体系化、建制化、协同化。
✓	加强国家战略科技力量建设，完善国家实验室体系，优化国家科研机构、高水平研究型大学、科技领军企业定位和布局，推进科技创新央地协同，统筹各类科创平台建设，鼓励和规范发展新研发机构，发挥我国超大规模市场引领作用，加强创新资源统筹和力量组织，推动科技创新和产业创新融合发展。
✓	构建科技安全风险监测预警和应对体系，加强科技基础条件自主保障。
✓	健全科技社团管理制度。
✓	扩大国际科技交流合作，鼓励在华设立国际科技组织，优化高校、科研院所、科技社团对外专业交流合作管理机制。
✓	改进科技计划管理，强化基础研究领域、交叉前沿领域、重点领域前瞻性、引领性布局。
✓	加强有组织的基础研究，提高科技支出用于基础研究比重，完善竞争性支持和稳定支持相结合的基础研究投入机制，鼓励有条件的地方、企业、社会组织、个人支持基础研究，支持基础研究选题多样化，鼓励开展高风险、高价值基础研究。
✓	深化科技评价体系改革，加强科技伦理治理，严肃整治学术不端行为。
✓	强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制，加强企业主导的产学研深度融合，建立企业研发准备金制度，支持企业主动牵头或参与国家科技攻关任务。
✓	构建促进专精特新中小企业发展壮大机制。
✓	鼓励科技型中小企业加大研发投入，提高研发费用加计扣除比例。
✓	鼓励和引导高校、科研院所按照先使用后付费方式把科技成果许可给中小微企业使用。
✓	完善中央财政科技经费分配和管理使用机制，健全中央财政科技计划执行和专业机构管理体制。
✓	扩大财政科研项目经费“包干制”范围，赋予科学家更大技术路线决定权、更大经费支配权、更大资源调度权。
✓	建立专家实名推荐的非共识项目筛选机制。
✓	允许科研类事业单位实行比一般事业单位更灵活的管理制度，探索实行企业化管理。

资料来源：新华网（2024/7/21），光大证券研究所整理

5.4 配置主线二：高风险偏好品种

➤ 科技主题方面，可关注AI产业链及自主可控相关方向。AI作为当今世界科技创新的重要驱动力，其产业链涵盖了从底层硬件、到中间层的算法模型开发、再到上层的应用软件等多个环节，行业发展方兴未艾，可关注英伟达产业链（铜连接、光模块、PCB方向）及国产算力（AI芯片、服务器、铜连接）等；自主可控方面，在贸易保护主义抬头的趋势下，减少对国外技术和产品的依赖对于保障国家安全、促进经济高质量发展具有重要意义，投资机会上可关注半导体、信创等。

图110：AI产业链涉及领域



资料来源：CSDN、光大证券研究所

图111：5月24日大基金三期成立



国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司

存续（在冀、开业、在册）

统一社会信用代码： 91110000MADMQ4TB8N

注册号：

法定代表人： 张新

登记机关： 北京市市场监督管理局

成立日期： 2024年05月24日

发送报告

信息分享

信息打印

基础信息 | 行政许可信息 | 行政处罚信息 | 列入经营异常名录信息 | 列入严重违法失信名单（黑名单）信息 | 公告信息

■ 营业执照信息

统一社会信用代码： 91110000MADMQ4TB8N

企业名称： 国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司

注册号：

法定代表人： 张新

类型： 其他股份有限公司(非上市)

成立日期： 2024年05月24日

注册资本： 34400000.000000万人民币

核准日期： 2024年05月24日

登记机关： 北京市市场监督管理局

登记状态： 存续（在冀、开业、在册）

住所： 北京市北京经济技术开发区荣昌东街甲5号3号楼9层901-6

经营范围： 一般项目：私募股权投资基金管理、创业投资基金管理服务（须在中国证券投资基金业协会完成登记备案后方可从事经营活动）；以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动（须在中国证券投资基金业协会完成登记备案后方可从事经营活动）；企业管理咨询。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）（不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

提示：根据《市场主体登记管理条例》及其实施细则，按照《市场监管总局办公厅关于调整营业执照照面事项的通知》要求，国家企业信用信息公示系统将营业执照照面公示内容作相应调整，详见https://www.samr.gov.cn/zw/zfxxgk/fdzdgknr/djzc/art/2023/art_9c67139da37a46fc8955d42d130947b2.html

资料来源：国家企业信用信息公示系统，光大证券研究所

- 1、历史上的牛市是怎样形成的？
- 2、政策预期与资金的赚钱效应
- 3、经济修复与财富效应
- 4、市场展望：牛市在途
- 5、风格与行业：盈利修复及高风险偏好双主线
- 6、风险分析

- 历史规律失效；
- 政策落地进度不及预期；
- 市场情绪显著回落；
- 中美关系波动压制市场风险偏好；
- 地缘冲突加剧。

衷心 感谢

光大证券研究所



策略研究团队

首席分析师

张宇生

🏆 执业证书编号: S0930521030001

☎ 电话: 021-52523806

✉ 邮件: zhangys@ebscn.com

分析师

王国兴

🏆 执业证书编号: S0930524070013

☎ 电话: 021-52523868

✉ 邮件: wangguoxing@ebscn.com

分析师

郭磊

🏆 执业证书编号: S0930524060002

☎ 电话: 021-52523659

✉ 邮件: guolei66@ebscn.com

联系人

张卓然

☎ 电话: 021-52523418

✉ 邮件: zhangzhuoran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。