

金融工程市场策略报告

报告日期：2024 年 11 月 13 日

大财政时代开启，内需牛蓄势待发

——金融工程 2025 年投资策略

核心观点

展望 2025 十大热点问题，我们与市场认知存在哪些不同？

□ **大财政时代，国内宏观周期在量化模型视角下如何演绎？**展望 2025，制造业、出口均有望维持 2024 年的较强表现，但进一步边际改善的空间较小，或难以驱动经济走向复苏，而房价企稳或是消费复苏的必要条件。综合来看，我们认为后续中国经济能否复苏，地产是重要的一环。而目前房地产仍然面临较大的库存去化压力，内生企稳尚难期待。

地产缺口测算及复苏概率推演？为推动房价企稳，当前地产销售存在 3 亿平左右的缺口，若 2025 全年政府主导收储规模达 3 万亿元，则地产周期有望企稳，从而有望推动经济逐步走向复苏。

□ **美国 2025 年降息节奏为何前高后低？**分项来看，权重较大的租金通胀滞后于房价，近期房价走势指向 2025 上半年租金通胀存在上行压力；核心商品通胀整体可控，但也需注意可能的关税影响；在财政支撑消费的背景下，薪资增速或有韧性，则非住房服务通胀下行速度可能较慢。综合来看，2025 年的再通胀风险不容忽视，而若美国财政扩张力度超预期，则再通胀的风险将进一步强化，而这意味着美联储的降息节奏可能放缓。二季度随着住房通胀升至高位，通胀压力或最大，降息节奏或前高后低。

□ **财政发力的风口下，风眼在哪些行业？**1、地产链：增量政策有望持续出台，直至地产周期止跌企稳；2、汽车家电：刺激政策有望加码，但需注意，刺激政策对行业而言更多是需求前置，且当前市场预期已经较高，或仅在政策落地前后存在脉冲机会；3、新能源：光伏供给有望持续收缩，而需求端维持稳定高增，困境反转在即。

□ **经济转型大背景下：**

消费结构调整趋势下哪些领域会结构性受益？随着我国人口老龄化程度提高、居民健康意识提升、休闲经济所带来的消费结构变化，保健、文旅、教育等满足居民个性化需求的板块有望迎来景气提升，未来在消费板块中有望获得超额受益。

产业转型升级过程哪些行业发展速度会更领先？在制造大国向制造强国的大背景之下，未来增量政策在高端制造（人形机器人、智能网联汽车、低空经济）和信息技术（下一代互联网）及相应的产品服务（金融科技）对应行业的出台频率更高，更重视，其发展速度有望领先于其他行业。

□ **为什么高现金流公司能成为 2025 年强势风格？**基本面因子投资范式发生变化：从聚焦利润表到关注现金流量表，从盈利成长到现金创造能力和股东回报。高现金流策略在筑底期可提供较为稳健的超额收益，与 2025 年宏观展望较为匹配。

分析师：陈奥林

执业证书号：S1230523040002

chenaolin@stocke.com.cn

分析师：徐忠亚

执业证书号：S1230523050001

xuzhongya@stocke.com.cn

分析师：徐浩天

执业证书号：S1230523090002

xuhaotian@stocke.com.cn

分析师：张烨坤

执业证书号：S1230523090001

zhangyekai@stocke.com.cn

分析师：陆达

执业证书号：S1230524070003

luda@stocke.com.cn

分析师：肖植桐

执业证书号：S1230523100003

xiaozhitong@stocke.com.cn

研究助理：刘霞靓

liuxialiang@stocke.com.cn

相关报告

1 《内需行情，地产当先》

2024.11.10

2 《2025，高频量化重回视

野》 2024.11.09

3 《交易顺周期》 2024.11.08

- **转债估值有哪些资金面支撑？**2024 年转债的核心行情是年中出现极致的估值收缩，在此期间，交易型资金逆势加仓，配置型资金持续减仓。向后来看，当前转债资产仍被低估，交易型资金加仓有待持续；同时，影响 2024 年转债估值的三大拖累因素解除，配置型资金有望回归。两类资金共振流入，拉升转债估值。
- **美股牛市依旧，超额储蓄耗尽，2025 年如何维持消费韧性？**特朗普的经济政策存在较强的财政扩张倾向，减税等利好支持下，美国经济有望维持强韧性，而美股盈利有望得到显著支撑，看好 2025 年美股的配置机会。
- **黄金长牛未完待续，底层逻辑靠什么支撑？**2025 “宽财政+再通胀”前景逐渐清晰，美元信用恶化趋势或难扭转，各国央行有望成为本轮黄金牛市的重要推手。
- **基金规模上行，除了业绩，还有哪些方式？**2023 年以来，主动权益基金整体规模下滑 24.6%，但在万亿级别的赎回中却有 36 只产品的规模逐年逆势提升。通过拆解产品表现和投资策略后我们发现，这些产品成功都有同一个共性——差异化的策略定位。1) 业绩角度，Beta 下跌不是赎回的充要条件，渠道端定位模糊才是。2) 策略角度，投资者牺牲流动性、选择主动产品是为了获得增量价值。我们发现规模逆势增长的基金往往专注解决某一个特定需求，持有人对产品的长期定位清晰。3) 剥离行业和风格后，主动基金还能提供什么？稀缺且差异化的定位。
- **国内高频交易：消灭 or 创造流动性，为何 2025 年即将卷土重来？**现行交易所对高频交易界定的红线高于策略的实际规模，影响有限。流动性对高频策略收益有显著影响，曲线呈 S 型。8 千~1 万亿日成交区间，流动性的提升对高频超额提升影响最大。高频并非微盘股超额收益的原因。微盘股流动性不足导致冲击成本高，高频策略缺乏配置的动力。2024 年 9 月末，A 股成交创历史新高。2025 年，全 A 日成交额中枢有望抬升至 1.3 万亿，提升高频策略年化超额约 12.5%。
- **风险提示**
1、国内财政扩张力度弱于预期；美国财政支出力度超预期收缩。2、报告数据均来自于历史公开数据整理分析，存在失效的风险，历史业绩不代表未来。3、本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。4、本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

正文目录

1 新起点：为什么说 2025 年是新一轮长期行情的起点？	6
1.1 2024 年中国宏观环境回顾	6
1.2 2025 年中国宏观周期展望	8
2 新格局：逆全球化时代下的投资机会	11
2.1 外力影响：海内外政策导向	11
2.1.1 国内政策路径	11
2.1.2 美国经济表现及政策路径	12
2.2 2025 年 A 股研判	16
2.3 行业配置：地产链预期修复+消费政策刺激+新能源困境反转	16
2.4 主题投资：消费结构变化&新质生产力	19
2.4.1 消费降级下市场结构新变化	19
2.4.2 产业转型的未来：新质生产力	21
2.5 风格视角：2025 寻找和配置高现金流公司	24
2.6 2025 年可转债吸引力能否延续？	26
2.7 2025 年是否依然为黄金配置大年？	30
2.8 美股 2025 年上行的动力与阻力	32
3 新范式	33
3.1 公募份额下行趋势难逆转，如何逆势突围？	33
3.2 2025，高频量化重回视野	35
3.2.1 受目前政策影响程度有限，未来政策有不确定性	35
3.2.2 流动性对高频策略影响呈 S 形	35
3.2.3 高频不会下沉到微盘	36
3.2.4 高频因子有效性强，但面临流动性约束	37
3.2.5 2025 年，市场流动性提升将提升高频超额收益	37
4 风险提示	39

图表目录

图 1: 近期宏观周期模型划分结果.....	6
图 2: 宏观分项指标走势.....	6
图 3: 信贷结构上, 居民及企业贷款增速均回落, 但居民端相对更弱	7
图 4: 居民中长贷增速受房价影响较大.....	7
图 5: 理财产品收益率显著低于房贷利率.....	7
图 6: 测算显示, 当前我国商品住宅去化周期处于较高位置 (左轴单位: 亿平方米; 右轴单位: 月)	8
图 7: 百城租金收益率仍显著低于 LPR 利率.....	8
图 8: 去化周期小于 25 个月时, 往往足以支撑房价反弹 (右轴单位: 月)	9
图 9: 名义库存增速及实际库存增速走势.....	10
图 10: 消费者信心受房价影响较大.....	10
图 11: 重要会议时间点.....	11
图 12: 美国库存总额及库销比走势.....	12
图 13: 由降息传导至制造业景气改善需要时间	12
图 14: 2020 年以来, 美国消费者信心与财政扩张情况相关性较强	13
图 15: CBO 对未来 10 年美国赤字率的预测.....	13
图 16: 美国住房空置率、成屋库存均位于历史低位 (右轴单位: 万套)	14
图 17: 美国成屋销量与利率水平显著负相关 (左轴单位: 万套)	14
图 18: 核心商品、租金、非住房服务通胀近期走势	15
图 19: 房价领先于租金通胀.....	15
图 20: 核心商品通胀与供应链压力相关	15
图 21: 非住房服务通胀与薪资增长相关	15
图 22: 联邦基金利率期货隐含的点位分布概率预期 (截至 2024 年 11 月 8 日)	16
图 23: 申万钢铁及建筑材料指数 PB 估值走势	17
图 24: 近期钢铁、水泥产品价格触底反弹.....	17
图 25: 2009 及 2015-2016 两轮购置税减免政策后, 汽车销量增速均快速走弱	18
图 26: 申万汽车及家用电器指数 PETTM 估值走势	18
图 27: 光伏行业产能扩张速度显著放缓	19
图 28: 光伏行业下游需求维持较快增长	19
图 29: 就业率 (%)	20
图 30: 中国消费者信心指数.....	20
图 31: 从聚焦利润, 到关注现金流创造能力	24
图 32: 持续关注估值水平, 从成长盈利到现金创造	24
图 33: 近 3 年, 加入现金因子平均贡献 5.8% 超额收益	25
图 34: 2024 年纳入现金流因子贡献 6.0% 超额收益.....	25
图 35: 高现金流策略近年来超额收益较高, 筑底期占优	25
图 36: 现金流预测变量回归系数(2023 年预测 2024Q3)	26
图 37: 预测值与实际值相关性整体较高	26
图 38: 2024 转债出现极端低估情形	27
图 39: 估值压缩期间出现风险信号的转债数量显著增加	27
图 40: 估值收缩阶段交易型资金的转债仓位逆势上升	28
图 41: 公募基金转债持仓规模增加主要源自 ETF 规模扩大	28
图 42: 估值收缩阶段配置型资金的转债仓位降低.....	29

图 43:	9.24 之后重组主题活跃, ST 板块修复	29
图 44:	1977-1980 年, 美国实际利率持续走高 (右轴单位: 美元/盎司)	30
图 45:	2001-2011 年美国实际利率、美元指数与金价走势 (指标经标准化)	30
图 46:	央行增持黄金的节奏与其对美国债务膨胀速度的预期相关	31
图 47:	CBO 预测的 2024-2034 年美国公众持有的公共债务规模 (单位: 万亿美元)	31
图 48:	美股中期择时指标低于 25 时, 往往才会触发美股的中期调整	32
图 49:	美股中期择时分项指标走势	33
图 50:	嘉实新消费净值和规模变化	34
图 51:	浦银安盛消费升级净值和规模变化	34
图 52:	规模逆势持续高增长的主动权益基金	34
图 53:	中证 500 月成交量 (亿股, 纵轴) 与高频策略月收益 (% , 横轴) 散点图	35
图 54:	各流通市值区间, 成交额占比对比	36
图 55:	流通市值分组, 价格冲击指数 (基点)	36
图 56:	高频因子与日间因子累计净值对比	37
图 57:	高频因子与日间因子累计 IC 对比	37
图 58:	主要指数日成交额 (亿元)	38
图 59:	融资融券余额 (亿元)	38
图 60:	北向日成交额 (亿元)	38
图 61:	股票开户搜索指数	38
图 62:	中证 500 成交量 ACF	38
图 63:	中证 500 成交量 PACF	38
图 64:	中证 500 成交量模型预测 (亿股)	39
表 1:	不同品类消费金额变化趋势分布 (%)	20
表 2:	消费支出变化原因占比 (%), 大盘平均为所有品类加权平均	21
表 3:	各消费板块近期收益及历史收益统计	21
表 4:	指导新质生产力发展的相关政策	22
表 5:	对政策/指导文件涉及的新质生产力主题各期收益及历史收益统计	23
表 6:	各领域新质生产力相关企业的股价表现、转型乐观程度、及预计政策支持	23
表 7:	以贵州茅台为例, 拆分其经营现金流构成	26
表 8:	沪深北交易所对高频交易的界定	35
表 9:	中证 500 高频指增超额回归结果	36
表 10:	高频策略相对日间策略的超额与税费滑点	37

1 新起点：为什么说 2025 年是新一轮长期行情的起点？

1.1 2024 年中国宏观环境回顾

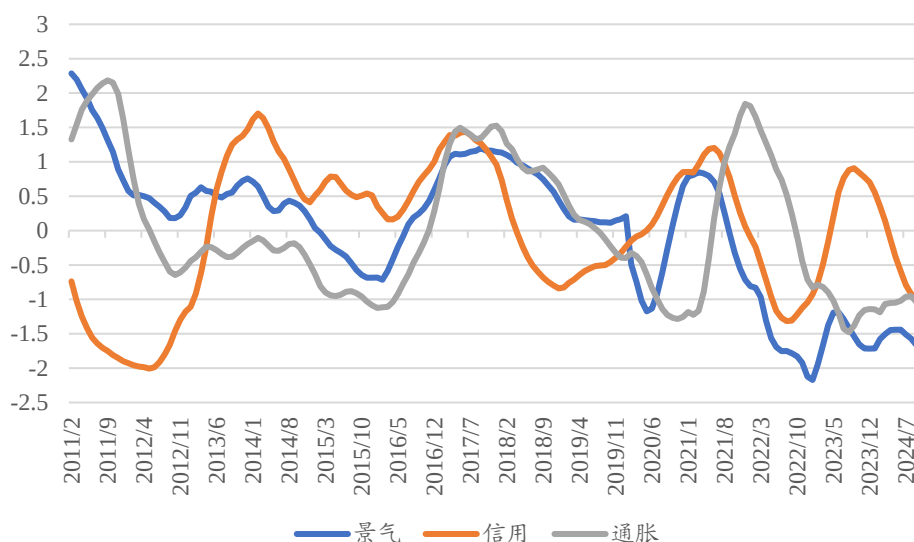
2024 年中国经济位于模型定义的筑底后期。宏观周期模型结果显示，自 2023 年 10 月起，中国宏观环境持续处于模型定义的筑底后期阶段。从各宏观分项走势上来看，2024 年中国经济增长确实存在一定压力：经济景气、信用、通胀周期均震荡趋弱，分别位于 2011 年以来的 6.7%、17%、5.4%分位。

图1：近期宏观周期模型划分结果



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

图2：宏观分项指标走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

房价下跌所引发的居民端负债收缩倾向或是 2024 年经济走势偏弱的核心原因。从信贷结构上来看，虽然居民及企业贷款增速均有所回落，但居民端表现显著更弱，2024 年 9 月，

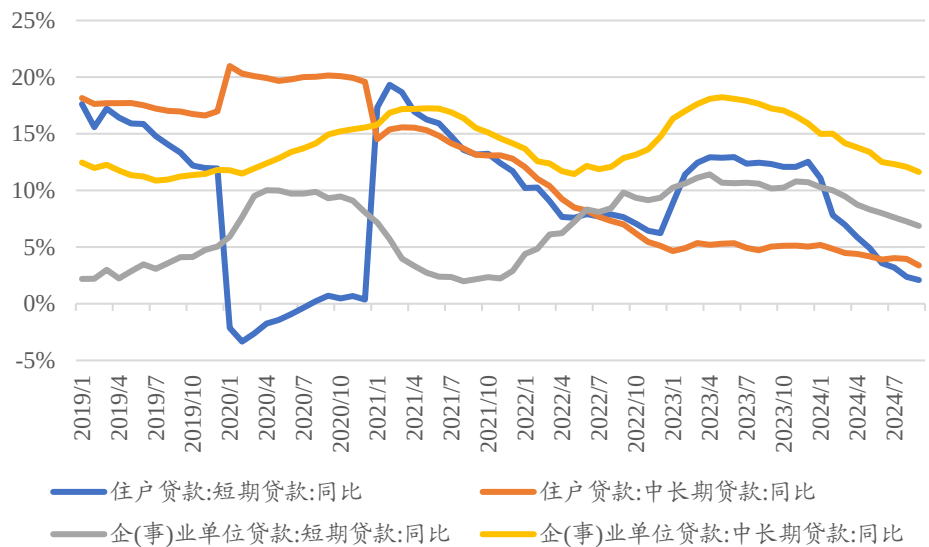
居民短贷及中长贷增速分别仅为 2.1%和 3.4%，显著低于 8.1%的信贷总量增速。其中，居民中长贷在结构上近 60%为房贷，历史上来看受房价影响较大。房价下跌对居民信贷带来了三方面影响：

第一，居民购房热情减退，直接影响中长贷增量；

第二，房地产为此前中国居民资产配置的重要载体，而在房产增值预期减弱后，理财等产品的收益率又无法覆盖房贷利率，居民端面临资产荒问题，提前还贷成为理性选择，从而进一步影响中长贷增速；

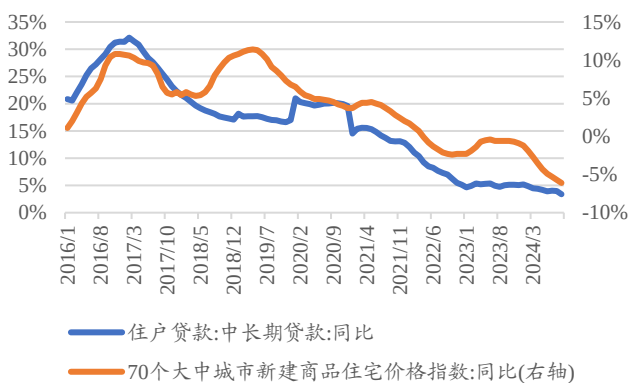
第三，财富效应影响下，居民倾向于减少消费，从而对短期贷款增长亦造成负向冲击。

图3：信贷结构上，居民及企业贷款增速均回落，但居民端相对更弱



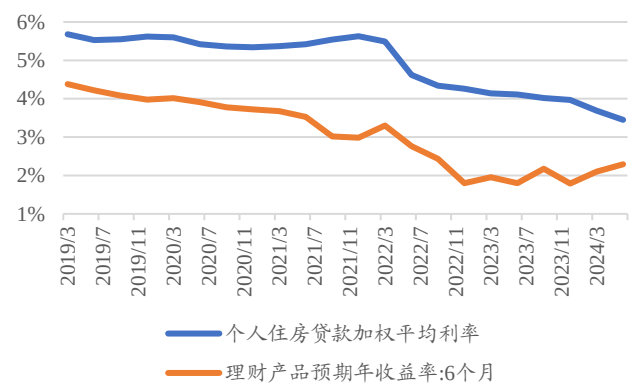
资料来源：Wind，浙商证券研究所。

图4：居民中长贷增速受房价影响较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：理财产品收益率显著低于房贷利率



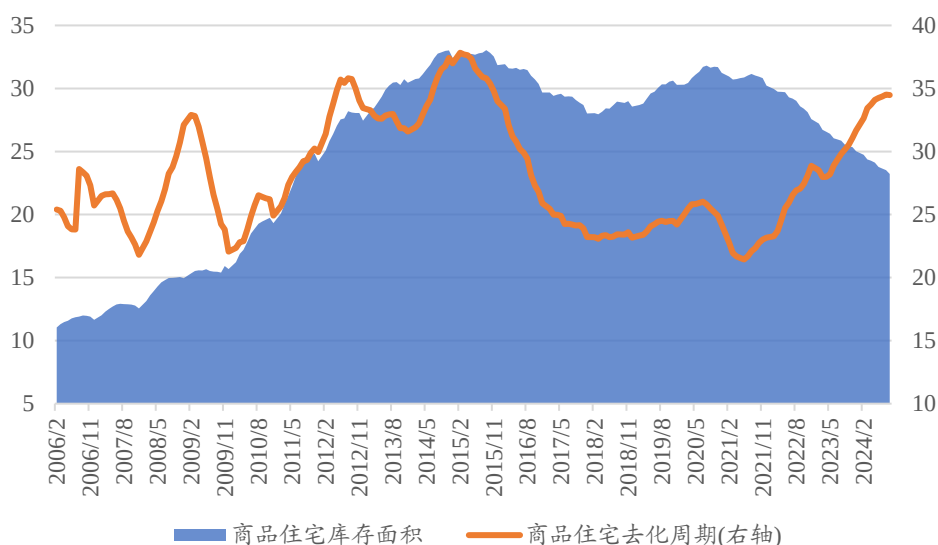
资料来源：Wind，浙商证券研究所

经济修复，信贷先行，2025 年中国内需能否企稳复苏，或需核心关注信贷何时企稳，而信贷企稳的关键或在于房价。

1.2 2025 年中国宏观周期展望

房地产当前仍面临较大的库存去化压力。目前，统计局公布的商品房待售面积指标仅统计已竣工的待售现房库存，而并不包括期房库存，在我国预售制较为普遍的背景下，这一指标的参考意义较为有限。此处，我们通过住宅新开工面积及销售面积的累计差值来近似估算包含期房库存的广义库存量，并除以滚动 1 年商品住宅销售面积来估算商品住宅去化周期。测算结果显示，截至 2024 年 9 月，广义商品住宅库存面积达 23.2 亿平，去化周期达 34 个月。实际上，当前商品房库存绝对水平相较 2016 及 2021 年的高点已有显著回落，但由于居民信心缺失导致的销售低迷，去化周期目前仍处于历史高位附近，库存去化压力较大。

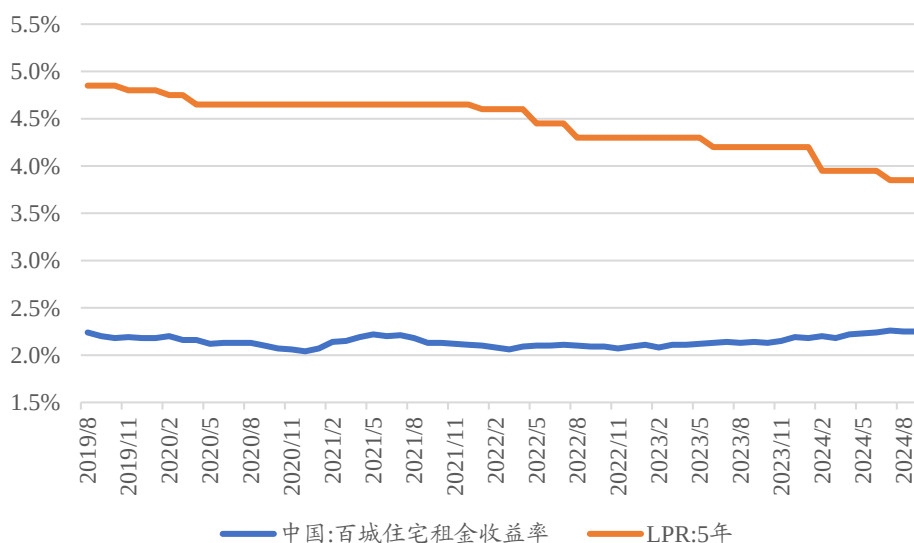
图6：测算显示，当前我国商品住宅去化周期处于较高位置（左轴单位：亿平方米；右轴单位：月）



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

当前房价水平仍不具备投资吸引力，房价内生企稳尚难期待。虽然全国房价已持续调整，但目前租金收益率仍然显著低于 LPR 利率，当前价格水平尚不具备投资吸引力，这意味着房价的内生性企稳尚难期待。若无外生政策刺激，“房价低迷-居民减少消费-企业业绩下滑-居民收入预期下降-房价低迷”的负反馈链条较难斩断，房价仍存在持续回落的压力。

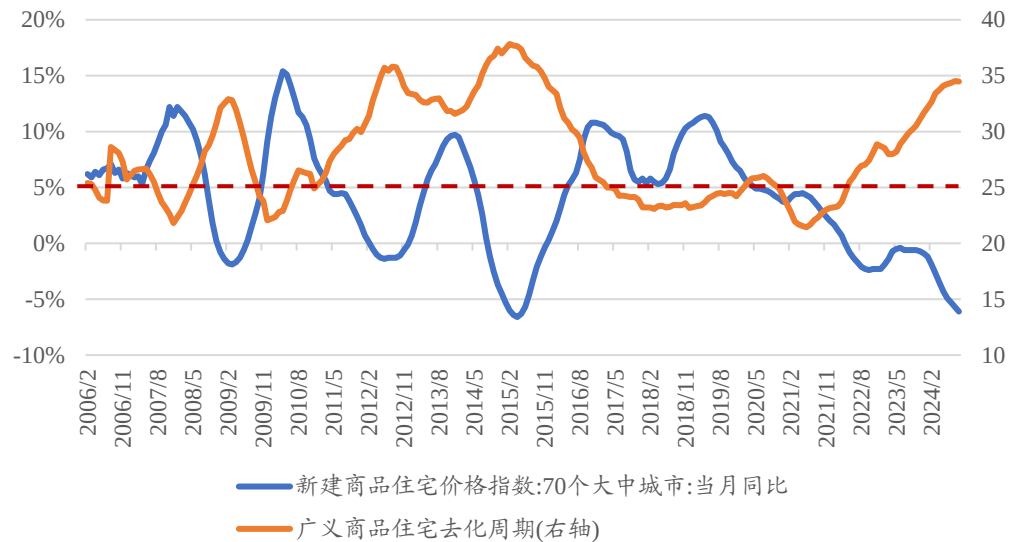
图7：百城租金收益率仍显著低于 LPR 利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

若 2025 全年政府主导收储规模达 3 万亿元,或足以推动房价企稳回升。根据历史经验,当商品住宅去化周期小于 25 个月时,往往足以推动房价回升。根据当前 23.2 亿平的库存规模测算可得,年化销售面积 11.1 亿平即可将去化周期压至 25 个月,与当前 8.1 亿平的滚动 1 年累计销售面积存在 3 亿平的缺口。若政府主导收储填补此项缺口,按 2023 年全国商品房均价 10437 元/平方米计算,则资金规模或需近 3 万亿元。当然,若支持性政策推动居民预期系统性修复,未来销售面积较当前低位水平扩张,则所需的资金规模相应降低。

图8: 去化周期小于 25 个月时,往往足以支撑房价反弹(右轴单位:月)

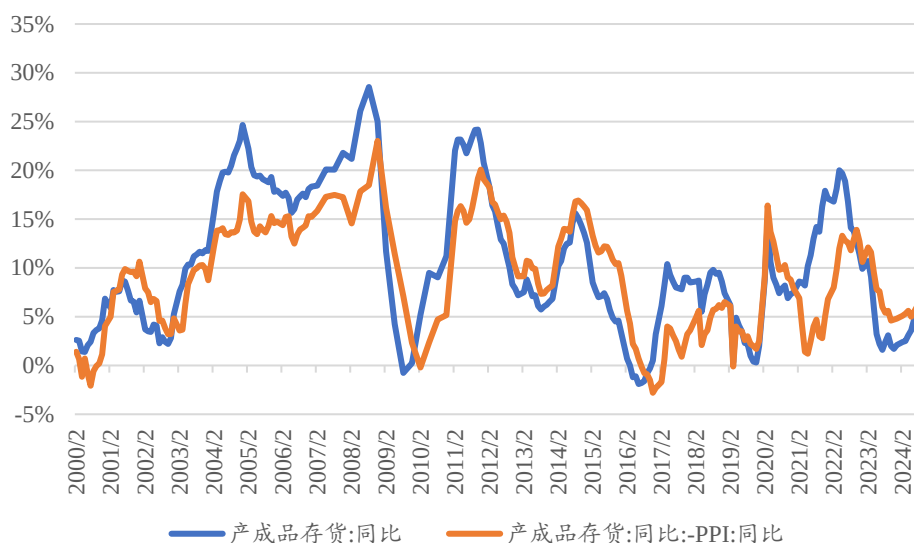


资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

而对于制造业、消费、出口等其他经济分项而言,我们认为其在 2025 年边际改善的空间均较为有限:

1、制造业: 需求弹性不足。一方面,当前政策及产业动态主要从供给端入手,对需求端的刺激较少,例如房地产收储降低存量房供给、光伏行业协会提出“防止内卷性恶性竞争”、中国钢铁工业协会提出“加快研究推进产能治理和联合重组”等。另一方面,库存周期视角,截至 2024 年 9 月,虽然名义库存增速仍处底部(2000 年以来的 23%分位),但由于近期 PPI 持续负增长,扣除价格因素影响后的实际库存增速已经上升至 2000 年以来的 41%分位,接近中位数水平,这意味着后续补库空间已经较为有限。因此,若供给端收缩顺利推进,则有望推动物价水平及名义增长改善,但需求端的大幅修复尚难期待,对实际经济增长的边际支撑或有限。

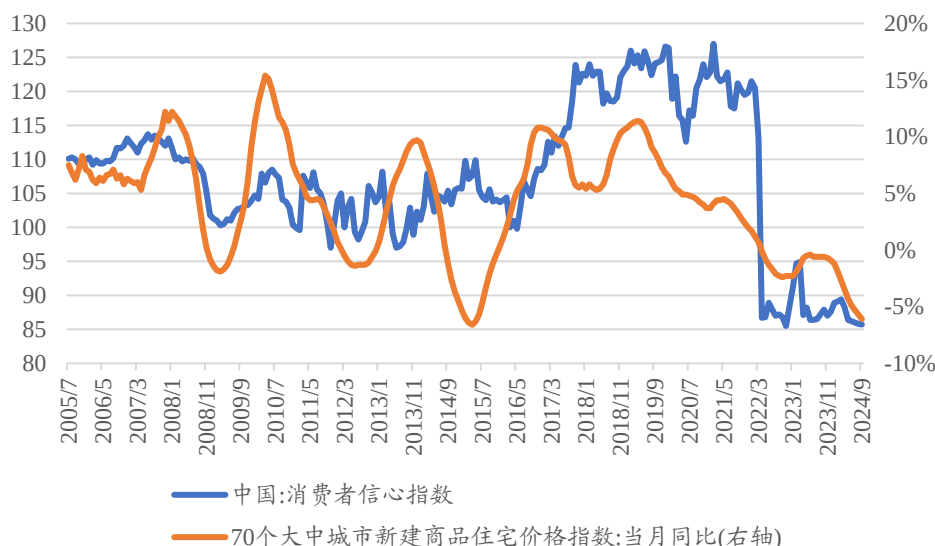
图9：名义库存增速及实际库存增速走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

2、消费：等待房价企稳。由于房产为中国居民资产配置的重要组成部分，房价涨跌将通过财富效应影响居民消费倾向。历史上来看，消费者信心指数受房价表现影响较大。因此，我们认为以旧换新等支持性政策或可结构性刺激汽车、家电等大宗消费品的需求增长，但消费总量的系统性修复或需等待房价触底企稳，而这可能需要地产收储等政策的进一步发力。

图10：消费者信心受房价影响较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

3、出口：维持高位，边际改善空间或有限。结合后文对2025年美国经济的分析，我们认为2025年美国经济的韧性有望保持，但相较2024年或难有较大边际改善，这意味着我国出口有望维持2024年的强劲表现，但进一步边际改善的空间或有限，同时还需注意可能的关税冲击。

综合来看，在政策态度系统性转向后，市场对未来经济预期已显著上修，而从实际经济走向上，制造业、出口在 2025 年有望维持 2024 年的较强表现，但进一步边际改善的空间较小，或难以驱动经济走向复苏。消费能否企稳则与地产周期息息相关，若国家出台有力度的收储政策或使居民购房意愿改善从而推动房价企稳回升，则 2025 年消费、信贷均有望边际修复，中国经济则有望逐步走向复苏周期。

2 新格局：逆全球化时代下的投资机会

2.1 外力影响：海内外政策导向

2.1.1 国内政策路径

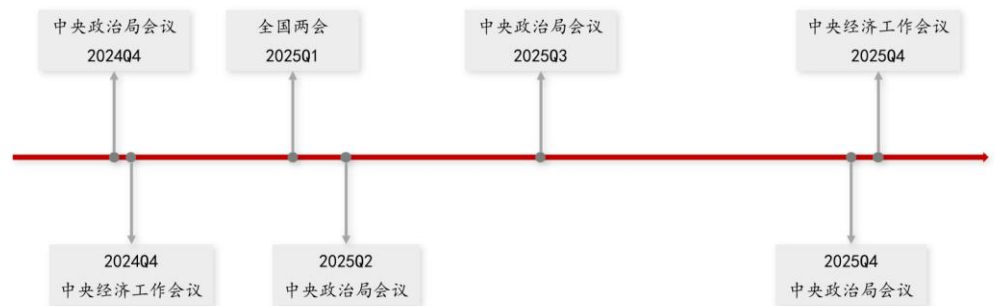
财政政策：稳增长+防风险。

1、稳增长：以旧换新+新质生产力+消费券。由于汽车、家电等大宗消费品产业链较长，带动经济的作用相对较好，我们预计针对汽车、家电产品的补贴政策在 2025 年有望延续；为推动经济结构转型升级，预计针对新质生产力的支持力度将进一步加码；除此之外，若经济下行压力较大，也可能在全国范围内发放消费券，从而刺激内需修复。

2、防风险：地方政府债务化解+补充银行资本金+保障房收储。10 月 12 日国新办新闻发布会上，财政部部长蓝佛安提到将“加力支持地方化解政府债务风险”、“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”、“叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳”，我们认为上述政策后续有望逐步落地，从而有效降低发生系统性金融风险的概率。

财政政策节奏：关注重要会议节点。中央经济工作会议、全国两会、中央政治局会议等重要会议节点上，增量财政政策推出的可能性更大。

图11：重要会议时间点



资料来源：浙商证券研究所。会议时间根据往年会议发生时间推测，仅供参考。

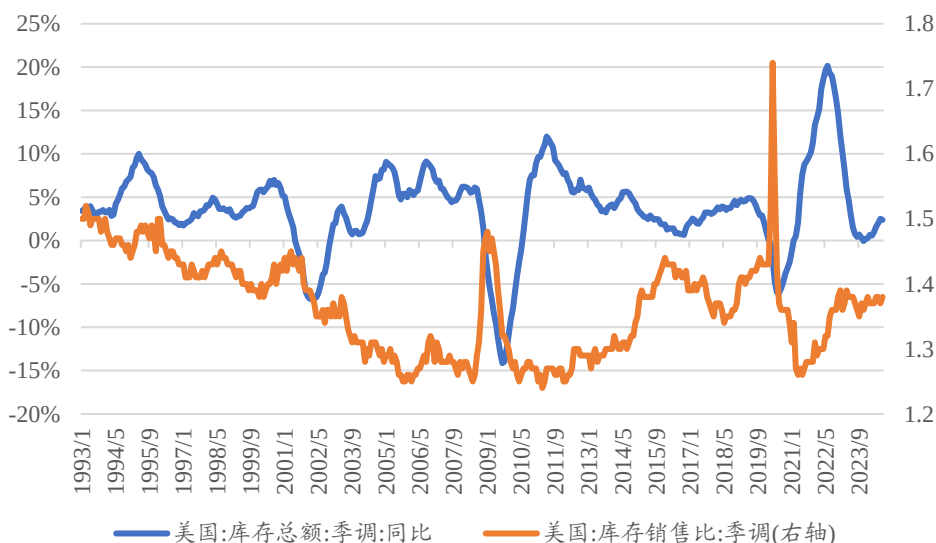
货币政策：降准降息仍有空间，关注美国再通胀演绎进程。在当前经济增长压力仍较大的背景下，我们预计 2025 年降准降息仍然存在空间。其中，为了促进房地产市场止跌企稳，我们认为缩小贷款利率与租金收益率间的利差，从而促进居民购房需求回暖，可能是较为重要的政策导向，因此 LPR 利率或具备更大下调空间。具体节奏上，央行的货币政策操作仍需考虑汇率影响，后文中我们判断二季度美国再通胀压力较大，美联储降息可能受限，这意味着中国货币政策宽松节奏可能也会呈现前高后低的格局。

2.1.2 美国经济表现及政策路径

美国经济：制造业筑底、消费稳健、地产复苏。

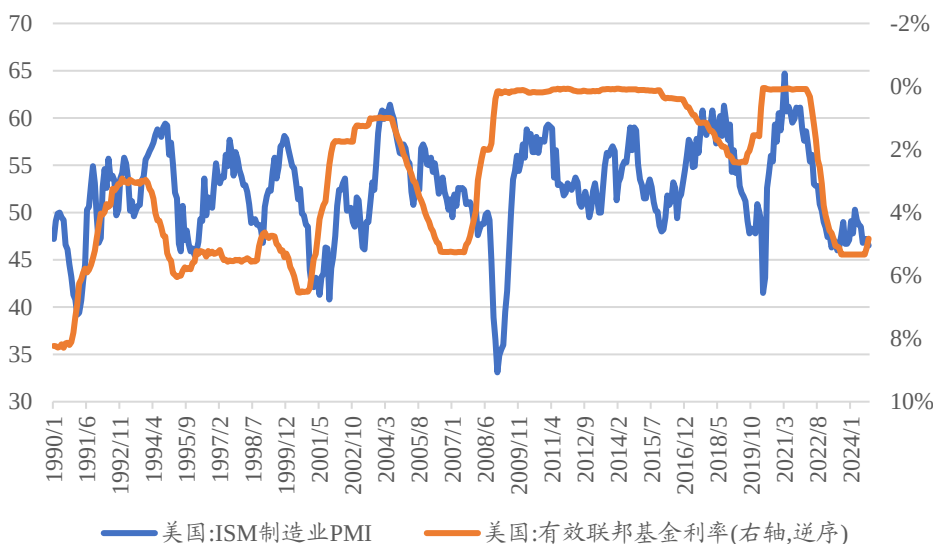
1、制造业：补库弹性有限，高利率制约下或维持筑底走势。本轮周期中，美国于2023年末进入补库周期，当前虽库存增速上行幅度不大，但受制于高利率下的需求不足，库存销售比位于近年来相对高位，指向未来进一步补库的空间可能有限。另外，基于后文分析，我们认为2025年通胀下行存在一定阻力，这指向美联储降息节奏可能偏缓，从而进一步制约制造业的需求复苏。

图12：美国库存总额及库销比走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

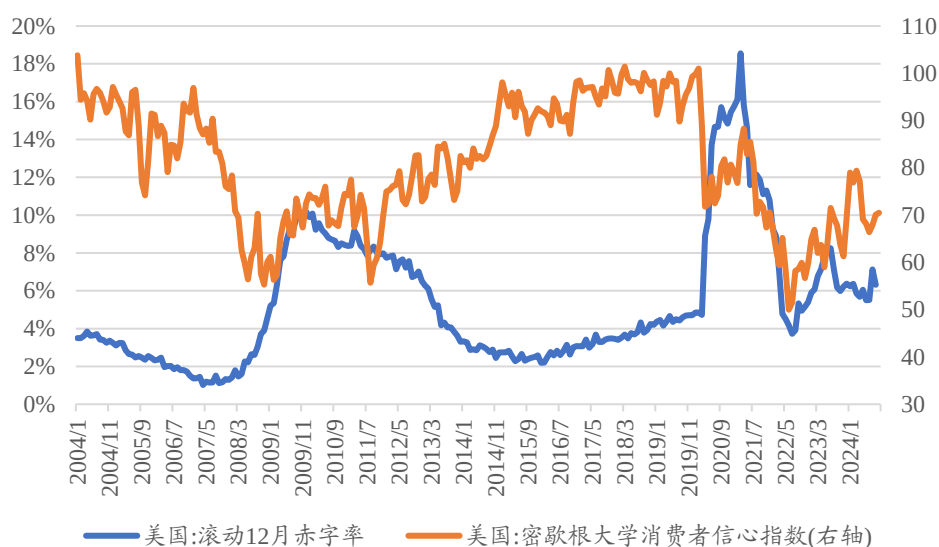
图13：由降息传导至制造业景气改善需要时间



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

2、消费：财政扩张有望继续支撑消费韧性。2020年以来，美国消费者信心指数与赤字率走势高度趋同，在高利率环境下，财政扩张成为支撑消费的核心动力。

图14: 2020 年以来, 美国消费者信心与财政扩张情况相关性较强

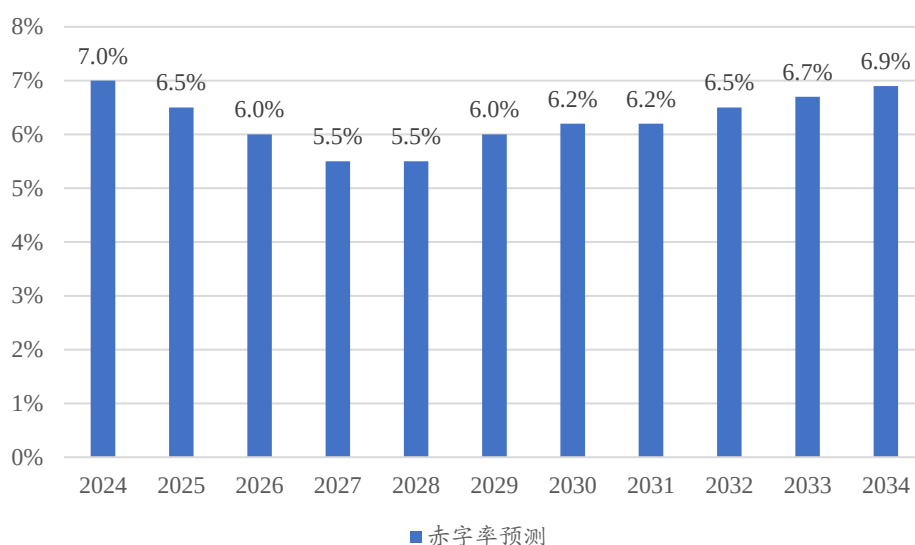


资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

而即便在不考虑新增财政刺激政策的情况下, 根据 CBO (美国国会预算办公室) 预测, 2025 年美国赤字率仍将达 6.5% 的高水平。除此之外, 考虑到特朗普的经济政策倾向于导致财政的更大幅度扩张, 根据 CRFB (美国联邦预算问责委员会) 近期发布的报告, 中性预测下, 特朗普的经济政策可能给美国增加 7.8 万亿美元的债务。若假设新增赤字在 10 年间均匀分布, 且美国名义 GDP 按 4% 中枢增长, 测算结果显示, 这意味着特朗普的政策可能导致未来 10 年的赤字率中枢抬升 2.1%。

综合来看, 若 2025 年没有增量政策落地, 则财政扩张力度较 2024 或小幅退坡, 对应美国消费小幅放缓; 而若新任总统于 2025 年迅速兑现竞选承诺, 则 2025 年财政扩张力度可能强于 2024 年, 从而有望支撑美国消费继续维持强劲表现。

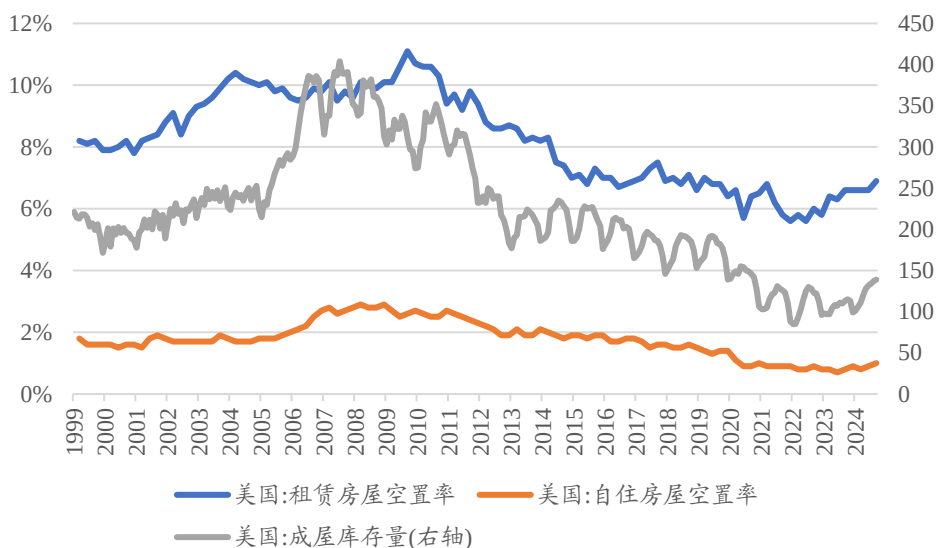
图15: CBO 对未来 10 年美国赤字率的预测



资料来源: CBO, 浙商证券研究所。

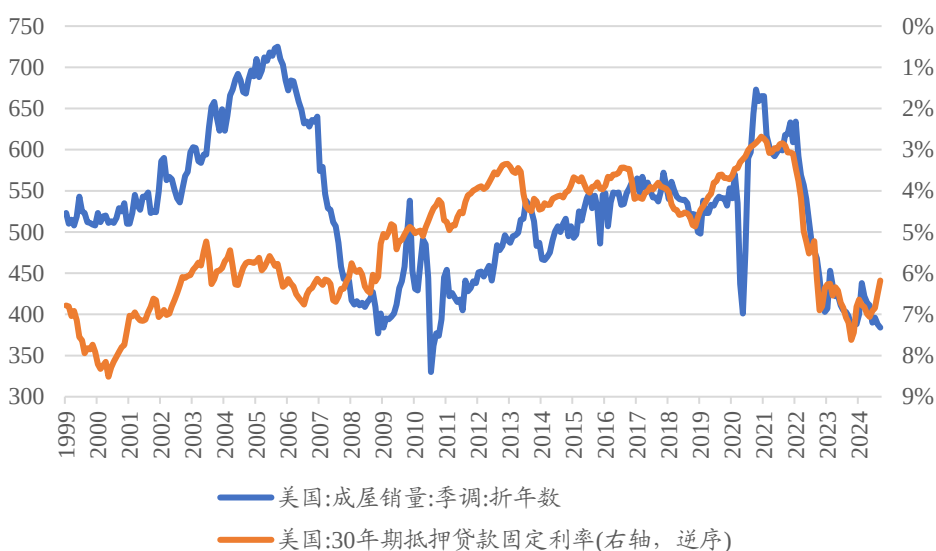
3、房地产：低库存下景气有望复苏，但高利率制约向上弹性。当前美国自主及租赁住房空置率、成屋库存量均位于历史低位，表明房地产市场整体供给较为有限，与此同时，新增移民等群体存在刚性住房需求，这意味着 2025 年美国房地产景气复苏的确定性或相对较强。不过，房地产为利率敏感部门，美国成屋销量与贷款利率呈现较强的负相关性，我们判断 2025 年美国降息空间可能相对有限，这意味着地产周期向上弹性可能受限。

图16： 美国住房空置率、成屋库存均位于历史低位（右轴单位：万套）



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

图17： 美国成屋销量与利率水平显著负相关（左轴单位：万套）

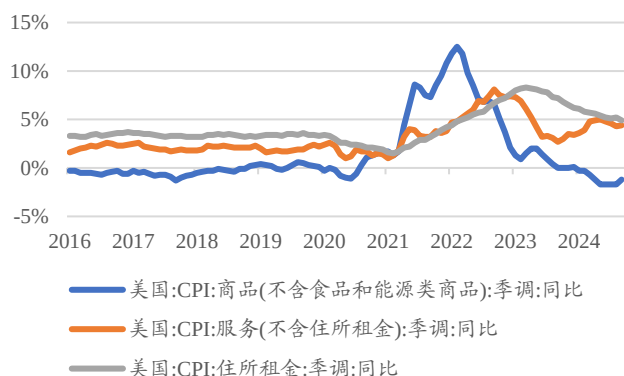


资料来源：Wind，浙商证券研究所。

美联储政策路径：降息方向确定，节奏放慢。若从核心商品、租金、非住房服务三个重要分项来观察美国目前的去通胀进程，可以发现，目前核心商品通胀已经较低，租金通胀持续回落但仍处高位，而非住房服务通胀的下行速度仍较为缓慢。向后看，权重较大的租金通胀滞后于房价，近期房价走势指向 2025 上半年租金通胀存在上行压力；核心商品通胀整体与供应链压力相关，当前地缘政治冲突趋于缓和，若不发生黑天鹅事件，则核心商品通胀整

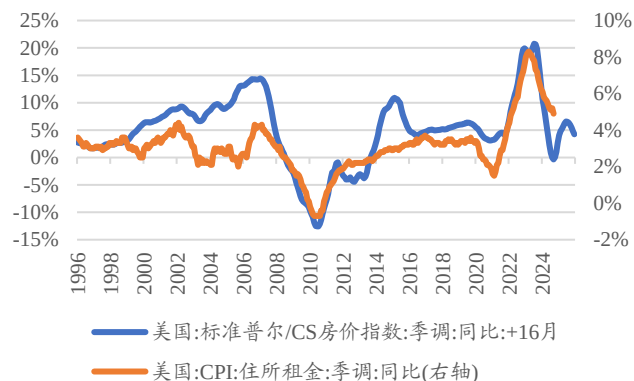
体可控,但也需注意可能的关税影响;非住房服务通胀与薪资增长相关性较强,在财政支撑消费的背景下,薪资增速或有韧性,则非住房服务通胀下行速度可能较慢。综合来看,2025年的再通胀风险不容忽视,而若美国财政扩张力度超预期,则再通胀的风险将进一步强化,而这意味着美联储的降息节奏可能放缓。

图18: 核心商品、租金、非住房服务通胀近期走势



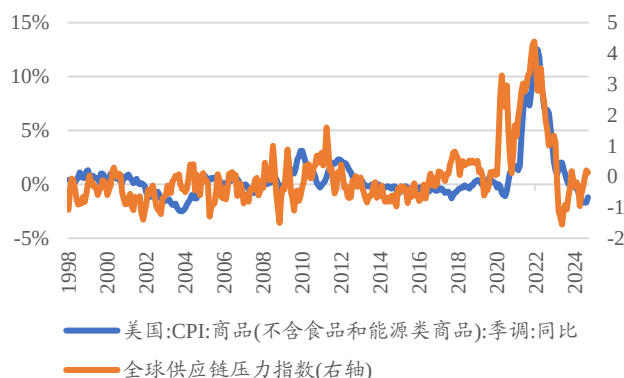
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 房价领先于租金通胀



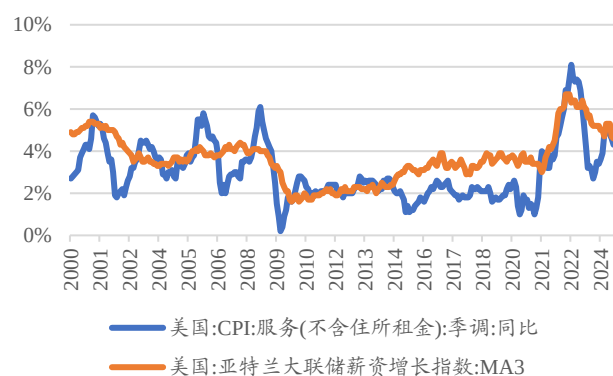
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 核心商品通胀与供应链压力相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 非住房服务通胀与薪资增长相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

具体节奏上,当前市场预期2025年全年降息2次,降息时间点分别在3月及7月。我们认为,2025H1 租金通胀可能持续走高,并在年中附近达到相对高位,这意味着二季度的通胀压力较大,而下半年通胀压力相对缓解,降息可能在一季度、三季度、四季度各进行一次。

图22： 联邦基金利率期货隐含的点位分布概率预期（截至 2024 年 11 月 8 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	35.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%	53.4%	21.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	41.4%	35.0%	9.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	23.2%	39.3%	26.6%	6.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.3%	13.7%	31.0%	33.1%	16.7%	3.2%
2025/7/30	0.0%	0.6%	5.1%	18.0%	31.6%	29.1%	13.3%	2.4%
2025/9/17	0.1%	1.7%	8.3%	21.4%	30.9%	25.1%	10.6%	1.8%
2025/10/29	0.4%	2.8%	10.6%	23.0%	29.9%	22.6%	9.1%	1.5%
2025/12/10	0.8%	4.0%	12.4%	24.0%	28.9%	20.6%	8.0%	1.3%

资料来源：CME FedWatch，浙商证券研究所。

综合来看，结合我们对美国各经济分项的展望，2025 年美国经济在财政扩张的支撑下有望继续维持稳健表现，但可能缺乏向上弹性，同时 2025 上半年存在再通胀风险，美联储降息节奏可能放缓。

2.2 2025 年 A 股研判

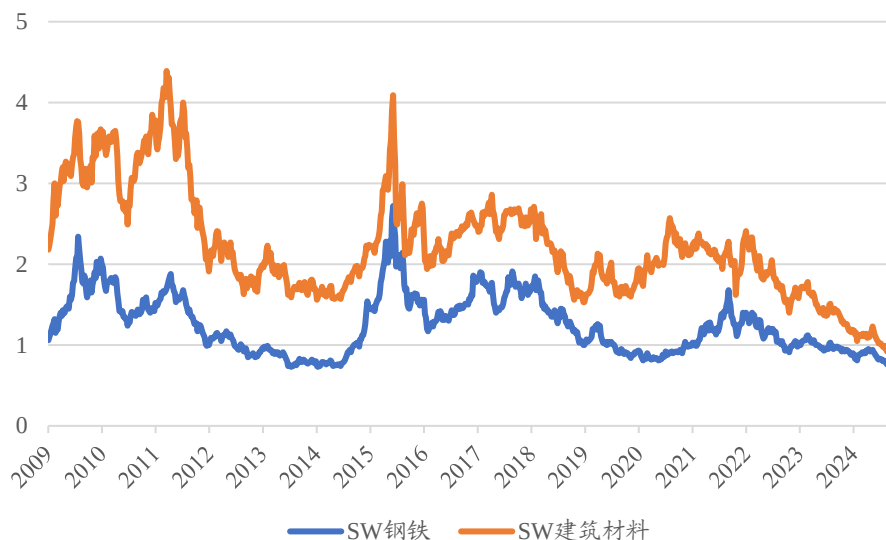
大势研判：全年中枢脉冲式抬升，重视关键政策节点。根据我们前文分析，2025 年的宏观环境大致可概括为政策转向后的“强预期”及基本面逐步筑底的“弱现实”。强预期支撑下，我们认为 A 股 2025 年整体将维持上行趋势，不过，我们预计在地产下行压力尚待缓解、美国经济景气向上空间有限的背景下，弱需求仍是主基调，盈利端的实际修复尚需等待，同时在再通胀风险下，美联储降息节奏可能慢于预期，我国货币政策或相应受制，A 股上行催化更多可能来自持续加码的财政政策预期。因此，节奏上来看，我们预计 A 股 2025 年将呈现中枢脉冲式抬升的格局，政策超预期加码的时间点可能存在较强的脉冲式行情，重点关注中央经济工作会议、全国两会、中央政治局会议等重要节点中释放的政策信号。

2.3 行业配置：地产链预期修复+消费政策刺激+新能源困境反转

关注地产链预期修复+消费政策刺激+新能源困境反转三条线索。

1、地产链：关注建材、钢铁。基于前文分析，我们认为 2025 年中国经济能否企稳复苏，核心看地产，这意味着围绕房地产的增量政策有望持续出台，直至地产周期止跌企稳。在此背景下，考虑到（1）即便经过近期上涨，钢铁及建材行业的 PB 估值仍然仅位于 2009 年以来的 29.5%、4.7%分位，强预期下仍然存在显著估值修复空间；（2）在当前产能过剩的大背景下，钢铁及建材行业均存在并购重组和产能退出的空间，例如近期中国钢铁工业协会表示“将加快研究推进产能治理和联合重组、完善退出机制等一揽子政策措施”，国家发改委等部门印发的《水泥行业节能降碳专项行动计划》提到“鼓励水泥领军企业开展跨区域、跨所有制兼并重组”。综合来看，我们认为钢铁、建材行业 2025 年的供需格局也有望逐步反转，近期钢铁、水泥价格已经开始触底反弹，这一趋势我们认为在 2025 年有望延续。

图23: 申万钢铁及建筑材料指数 PB 估值走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

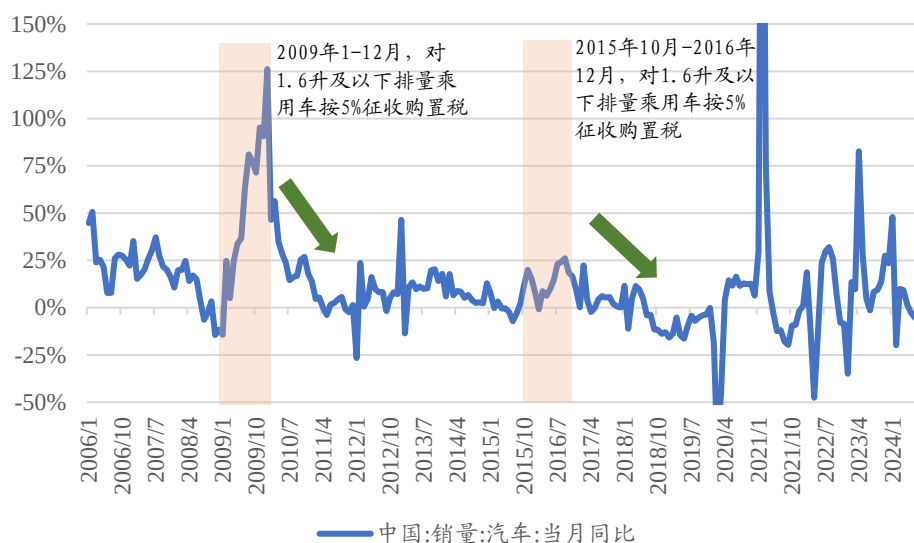
图24: 近期钢铁、水泥产品价格触底反弹



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

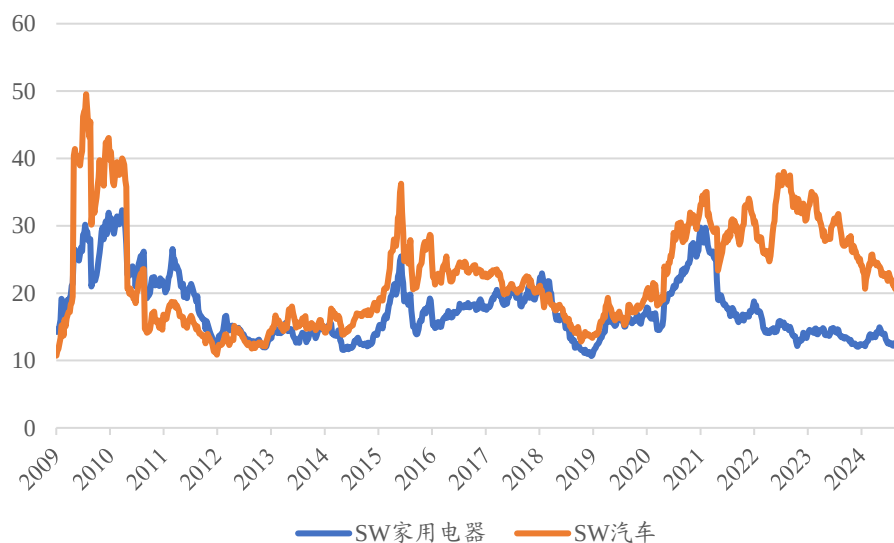
2、消费: 关注汽车、家电一季度脉冲机会。汽车、家电作为产业链较长的大宗消费品, 往往会成为逆周期调节的重要抓手, 我们认为 2025 年以旧换新等补贴政策有望延续, 从而刺激汽车及家电行业的需求改善。不过, 也需注意到, 一方面, 补贴政策更多带来的是消费需求前置, 而非创造增量需求, 需求短期扩张后可能意味着后续一段时间的需求收缩, 如 2009 及 2015-2016 两轮汽车购置税减免政策后, 汽车销量增速均快速走弱; 另一方面, 当前市场预期已经较高, 汽车、家电的 PE 估值分别位于 2009 年以来的 65.7% 及 37.3% 分位。因此, 我们判断汽车及家电行业的行情机会可能前置, 一季度有望在增量政策推动下出现脉冲机会。

图25： 2009 及 2015-2016 两轮购置税减免政策后，汽车销量增速均快速走弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

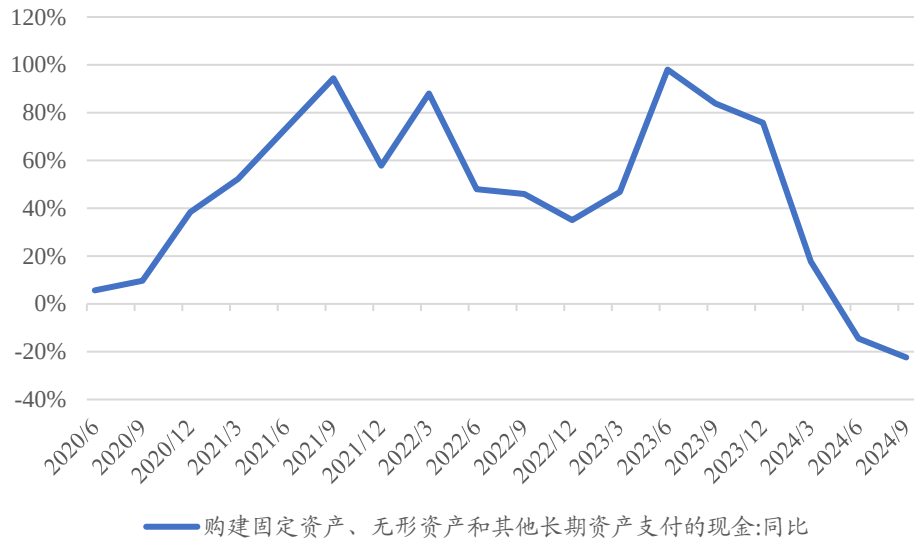
图26： 申万汽车及家用电器指数 PETTM 估值走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

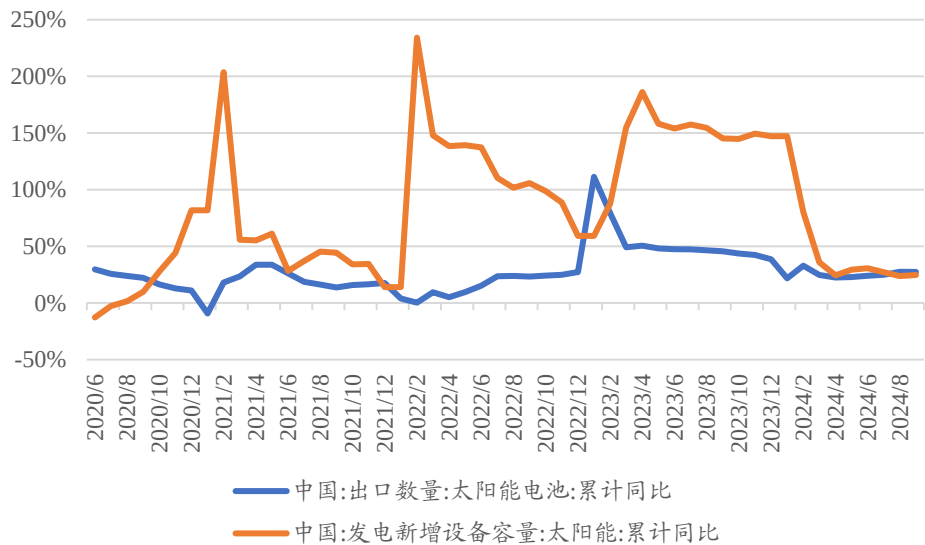
3、新能源困境反转：重点关注光伏。从报表数据来看，光伏行业产能扩张速度在 2023 年 6 月达到阶段高点后持续下滑，2024Q2 开始已进入负增长阶段。另外，近期中国光伏行业协会组织座谈会，与会企业就“防止内卷式恶性竞争，畅通落后低效产能退出渠道”达成共识，我们认为在当前全行业亏损的背景下，光伏行业供给出清有望持续。与此同时，行业需求端并未收缩，从国内光伏新增装机及光伏出口增速来看，虽然基数走高后增速中枢整体下移，但海内外终端需求均仍有 20%-30% 的增长，维持强劲走势。因此，我们认为随着后续供给侧出清信号的逐步出现，有望持续催化行业上行。

图27: 光伏行业产能扩张速度显著放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

图28: 光伏行业下游需求维持较快增长



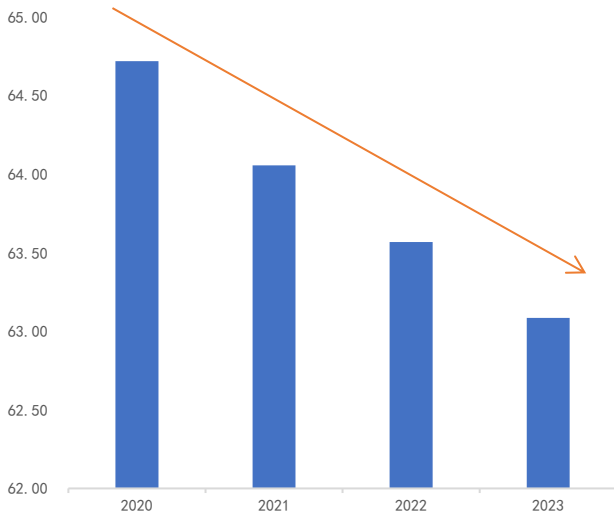
资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

2.4 主题投资: 消费结构变化&新质生产力

2.4.1 消费降级下市场结构新变化

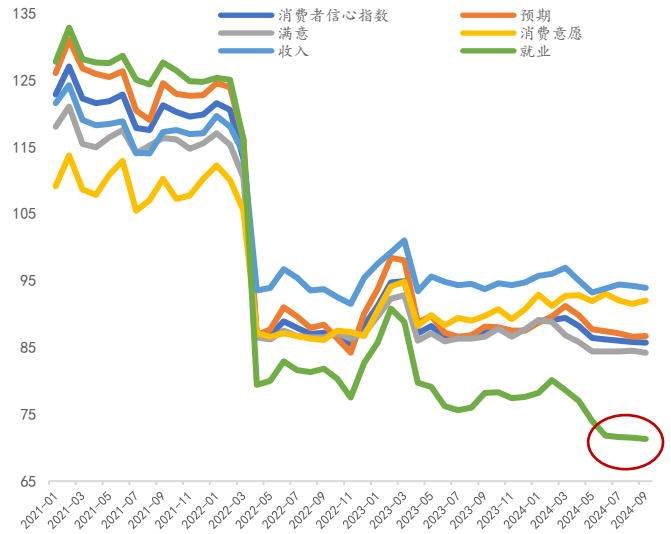
消费信心下降源于就业疲软。2020 年以来我国就业率持续下滑, 从 64.72%下降至 63.09%, 疲软态势明显。同时, 根据国家统计局最新统计, 我国消费者信心尚未好转。截止 2024 年 9 月, 我国消费者信心指数最新录得 85.70, 环比仍有下降, 处于 2021 年以来历史底部, 消费者整体信心不足。分项来看, 就业项最新录得 71.3, 大幅拖累指数表现。我们预计, 若就业率未得到较大改善, 短期内消费降级趋势或将延续。

图29: 就业率 (%)



资料来源: 国际劳工组织, 浙商证券研究所, 万得

图30: 中国消费者信心指数



资料来源: 浙商证券研究所, 国家统计局, 万得

消费板块新变化: 弱需求下, 消费品类支出意向两极分化。整体来看, 教育、食品饮料、保健用品和服务、文旅等板块呈现消费扩张态势。其中, 预期消费金额增长率分别为 7.2%、3.4%、5.0%、3.7%; 支出意向占比分别达 45%、32%、30%、27%。对于旅行、保健等高端化、定制化板块, 居民支出意愿有所增强, 有望步入量价齐升的阶段, 进而推动企业营收上升。结构上, 可关注预期消费支出上升的保健、文旅和教育板块。

受消费需求不足的影响, 以白酒、消费电子为代表的板块消费者支出意愿明显减弱, 叠加行业进入存量时代, 后续行业将迈入提质减量时代。其中, 家用家具、白酒和消费类电子, 预期消费金额增长率分别为-0.1%、-2.2%、-1.8%, 支出意向占比分别达-6%、-14%、-14%。

表1: 不同品类消费金额变化趋势分布 (%)

分类	增加支出	支出不行为不变	支出不行为变化	减少支出	支出意向 = (支出增加 - 支出减少)	预期消费金额增长率
教育	53	30	8	9	45	7.2
食品饮料	45	33	9	13	32	3.4
保健	42	36	11	11	30	5
文旅	45	26	11	18	27	3.7
餐饮	37	30	13	21	16	1
运动类衣着	35	35	11	19	15	2.1
非运动类衣着	33	37	13	17	15	1.6
个人/家庭护理	28	43	15	14	14	1.4
宠物	28	45	12	15	13	1.4
文化娱乐	34	33	11	22	12	2.6
医疗服务	25	47	14	15	10	0.5
日常出行	22	51	13	14	9	0.8
医美	33	31	10	25	8	-1.5
家电/家具	24	33	12	30	-6	-0.1
白酒	20	38	9	34	-14	-2.2
消费电子	21	33	11	35	-14	-1.8

资料来源: 麦肯锡, 浙商证券研究所, 1) 计算公式: 消费者该原因作为支出变化的个数/该原因对应选项个数, 同比, 2) 大盘平均为所有品类加权平均, 截止日期: 2024 年

总体上来，弱需求下消费频次决定品类消费规模。对于潜在的消费扩张行业，支出上升的消费者多由频率和价格驱动。对于消费收缩的板块，支出下降同样由消费频率驱动。

表2：消费支出变化原因占比（%），大盘平均为所有品类加权平均

支出变化类别	原因	大盘平均	教育	食品饮料	保健	旅行	家电/家具	烟酒	消费类子
变化类别			消费扩张类				消费收缩类		
上升	频率	22	28	20	25	20	20	24	19
	价格	17	16	16	17	12	16	20	16
	渠道	17	15	17	20	10	18	17	20
	物价	13	12	12	9	9	11	13	11
下降	频率	21	27	19	21	19	21	19	21
	价格	17	20	18	17	22	12	12	13
	渠道	16	15	20	9	14	12	11	13
	物价	11	8	12	12	7	8	9	8

资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所，1）占比=消该选项人数/受访者（%），截止日期：2024 年

结构化下的消费板块：文旅保健有望逆势突围。总体来看，我们认为消费需求不足的长期趋势已经形成，弱需求的逻辑短期难以扭转，消费板块的核心增量在于未来持续消费扩张的板块，结构分化下利好消费扩张的教育、文旅、保健等细分行业。

消费需求下降过程中，消费扩张板块优势明显。受益于消费者支出意愿增强，教育、文旅、保健等细分板块自 2022 年以来表现持续优于消费指数，板块内超额收益明显，累计超额分别达到 6.86%、47.53%、21.34%，消费收缩板块持续走弱。我们预计，随着我国人口老龄化程度提高、居民健康意识提升、休闲经济所带来的消费结构变化，保健、文旅、教育等满足居民个性化需求的板块有望迎来景气提升，未来在消费板块内的细分领域中有望获得超额受益。

表3：各消费板块近期收益及历史收益统计

类型	板块	个股数量	20220101 至今收益 (%)	相对消费指数超额 (%)	相对上证指数超额 (%)
大消费指数	大消费指数	57	-22.55	0.00	-15.61
	教育	17	-15.69	6.86	-8.74
消费扩张	文旅	50	24.98	47.53	31.93
	保健	24	-1.21	21.34	5.74
消费收缩	白酒	19	-36.36	-13.81	-29.41
	消费电子	50	-22.76	-0.21	-15.81

资料来源：浙商证券研究所，万得

2.4.2 产业转型的未来：新质生产力

新质生产力是指通过技术创新、生产要素创新性配置和产业深度转型升级，形成的新时期先进生产力的具体表现形式。它不仅涵盖了传统行业的转型升级，也包括新兴产业及相关产业链的发展。

新质生产力在哪些行业布局？我们从表 1 中的各项会议及指导文件中可以总结出新质生产力所指向的行业发展布局，从行业板块来看，主要分布在大制造、大科技、大周期板块。其中，受到重视的领域主要有：（1）科技板块：人工智能、6G、光通信、算力网络、

金融科技；（2）制造板块：智能网联汽车、低空经济、机器人、智能制造、航空装备、深海空天开发；（3）周期板块：氢能、新材料、绿色化转型、生物质能。

表4： 指导新质生产力发展的相关政策

日期	相关政策支持	具体内容及涉及行业
2024.10.30	国家发改委发布《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	绿色化转型、交通运输、建筑材料、氢能源、电动船舶和航空装备。
2024.10.09	国务院办公厅发表《关于加快公共数据资源开发利用的意见》	人工智能、数据产业、算力网络、数据安全
2024.08.02	国务院办公厅发布《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》	碳达峰碳中和、绿色化转型
2024.06.01	中国工业和信息化部发布《加快发展新质生产力，深入推进新型工业化》	新材料、新能源、数智科技、绿色化转型、智能网联汽车、生物制造、低空经济、人工智能、人形机器人、脑机接口、元宇宙、下一代互联网、深海空天开发
2024.03.05	第十四届全国人大会议，政府工作报告	智能网联汽车、氢能、新材料、生物制造、低空经济、量子技术、人工智能
2024.01.18	工信部联科发布《工业和信息化部等七部门关于推动未来产业创新发展的实施意见》	六大未来产业方向：智能制造、新材料、新能源、人形机器人、脑机接口、6G、第三代互联网、高端文旅装备、航空装备、深海空天开发
2023.12.27	国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	数字经济、物联网、人工智能、智能制造、航空航天、新能源、金融服务

资料来源：中国政府网，国务院办公厅官网，浙商证券研究所

产业转型过程中面临哪些挑战？产业转型面临着多方面的挑战和难点，主要集中在技术创新、政策支持、市场接受度、和人才供给等方面：

1. 以光通信为代表，技术创新是重大挑战：技术创新是新质生产力发展的核心驱动力。技术创新本身具有高风险、高投入和长周期的特点。对企业而言，尤其是在初创阶段，技术研发的资金投入巨大，且成功与否存在不确定性。此外，技术的快速迭代也要求企业持续投入以保持技术的领先优势。例如，光伏产业虽然在“双碳政策”推动下进入快速发展期，但同质化竞争严重，技术创新和迭代成为企业持续健康发展的关键。在光通信领域，800G 和 1.6T 光模块的快速升级，对企业的研发能力和资金实力提出了更高要求。

2. 新材料、新能源等产业面临市场接受度的挑战：新质生产力的发展不仅需要技术的支持，还需要市场的认可。新产品和新技术的市场接受度直接影响企业的盈利能力和可持续发展。例如，氢能源产业虽然前景广阔，但在商业化过程中，仍面临技术成熟度不高、成本高昂、基础设施不完善等问题。资本市场在支持氢能产业发展中可以发挥积极作用，但企业仍需在技术突破、商业模式创新等方面不断努力。制造业在绿色化转型过程中，企业需要克服能源利用效率低、高消耗和高排放等突出问题。

3. 产业升级普遍需要政策支持来对抗经济成本和时间成本：（1）首先，设备更新和改造需要大量资金投入，而许多传统企业尤其是中小企业在资金方面存在较大压力，需要更多政策倾斜来降低其经济成本；（2）其次，技术改造和升级需要专业的技术和管理人才，而这些人才的培养和引进需要时间成本。例如，高校在专业设置、招生政策等方面进行了调整，以适应新质生产力的发展需求，但人才的培养和流动仍需时间和政策支持。（3）尽管国家层面出台了一系列支持新质生产力发展的政策，但在实施过程中难以避免政策落实不到位、支持措施不完善等问题。例如，金融支持方面，虽然有多种金融工具和手段支持绿色低碳发展，但实际操作中，中小企业在获得信贷支持、风险投资等方面仍面临较大困难。

新质生产力的产业转型是一个复杂而长期的过程，涉及技术创新、产业升级、政策支持、市场接受度和人才供给等多个方面。总体上，软件技术创新难度小于硬件，而生、化、环、材相关领域的技术壁垒最高、试验周期最长，产业升级的难度较大。企业、政府和社会各界需要共同努力，通过技术创新、政策支持、市场培育和人才培养等多方面的措施，推动新质生产力的健康发展和顺利转型，进而实现经济的高质量发展。

政策支持下哪些新质生产力有望迎来快速发展？产业转型的乐观程度和未来政策的支持力度是我们寻找新质生产力相关行业未来发展机会的关键指标。一方面，产业周期越长，技术创新越难攻克，则其产业转型乐观程度越低；另一方面，相关政策频次越高，且政策出台后对应企业股价涨幅越大，则未来相关政策出台频率可能更高，股价反映敏感性也更高，相应的，对行业的支撑力度有可能越大。

表5：对政策/指导文件涉及的新质生产力主题各期收益及历史收益统计

	政策频次	股票数量	政策/文件发布后1个月涨跌幅	相较于上证指数超额	2022至2023年涨跌幅
人工智能	5	72	0.23%	4.98%	-10.56%
新材料	4	94	-0.36%	-0.86%	-52.75%
新能源	4	59	-0.86%	-1.36%	-31.49%
绿色化转型	3	50	-2.26%	1.82%	-38.60%
智能网联汽车	3	119	2.24%	3.78%	-20.40%
航空装备	3	18	-0.01%	-2.47%	-43.26%
人形机器人	2	54	1.71%	1.57%	-15.30%
低空经济	2	70	8.70%	7.64%	-22.74%
下一代互联网	2	283	4.17%	4.03%	7.60%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，产业转型较为乐观、有增量政策支持，且股价收益有向上空间的行业，未来有望迎来快速发展。我们预计，在制造大国向制造强国的大背景之下，未来增量政策在高端制造（人形机器人、智能网联汽车、低空经济）和信息技术（下一代互联网）及相应的产品服务（金融科技）对应行业的出台频率更高，更重视，其发展速度有望领先于其他行业，详见表6。

表6：各领域新质生产力相关企业的股价表现、转型乐观程度、及预计政策支持

所属板块	主题/概念	含股票数量(不含ST股票)	年初至今收益率(%)截止2024/11/4	产业转型面临的主要挑战	产业转型乐观程度	预计未来政策的支持强度
制造	人形机器人	54	13.25%	市场培育、人才供给	4	5
科技	下一代互联网	283	31.31%	政策支持	3	5
制造	智能网联汽车	119	31.64%	市场培育	5	3
制造	华为产业链	205	38.89%	市场培育	4	4
制造	低空经济	70	41.62%	政策支持	3	5
科技	金融科技	48	60.12%	人才供给	4	4
周期	绿色化转型	50	34.04%	市场培育、政策支持	3	4
科技	光通信	23	55.84%	技术创新	3	3
科技	数字出版	31	6.72%	政策支持	2	3
周期	新兴材料	94	22.48%	技术创新、政策支持	2	1
周期	氢能源	40	16.24%	技术创新	1	2
周期	生物质能	19	13.22%	技术创新	1	1

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：数据分值存在主观划分，仅供参考）

2.5 风格视角：2025 寻找和配置高现金流公司

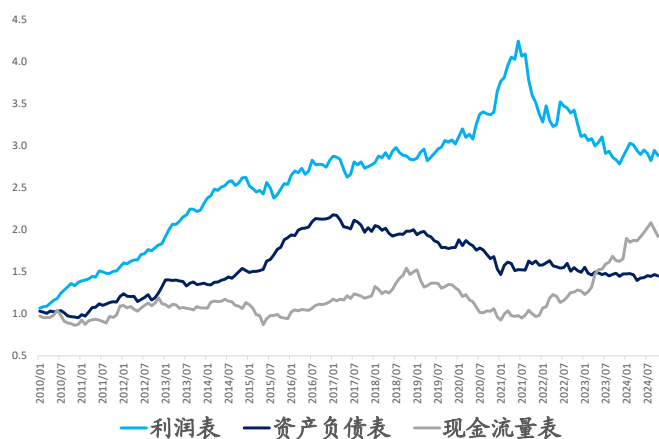
近年来基本面因子范式发生了如下变化：从资产负债表、利润表，转向现金流量表；从盈利高成长，到现金流创造和股东回报。2022-2024 年，现金流相关因子年均可提供 5.8% 的超额收益；拉长时间看，其在宏观经济波动和筑底期，超额更高。展望 2025 年，我们认为这一模式还会延续，可继续关注高现金流类公司。

1. 基本面因子投资范式发生了哪些变化

资产负债表、利润表和现金流量表，三张报表存在着勾稽关系：投资对应着未来的盈利，盈利增厚了所有者权益，公司经营水平决定了盈利转化为现金的能力。企业生命周期包括初创期、成长期、成熟期和筑底期，对应着前期资产负债表的扩张，营收的增加，盈利能力的提升，到稳定的现金创造能力。宏观环境影响着处在其中企业的发展状态，我国经济逐步摒弃依赖债务扩张、传统基建地产模式，转为依赖消费、新质生产力。

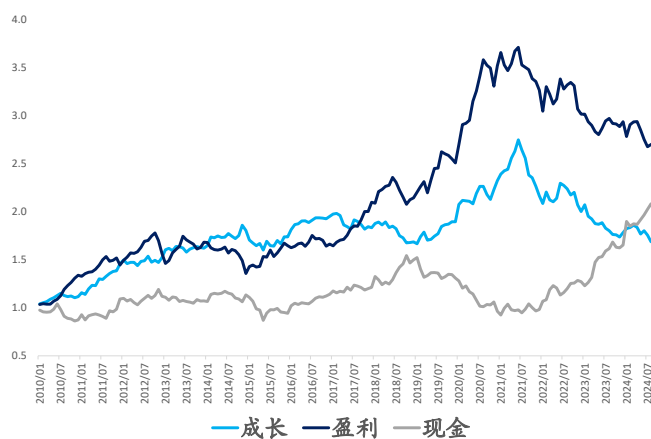
从利润表到现金流量表，从盈利创造到股东回报。宏观环境和企业发展阶段，对投资者偏好产生影响。资产负债表衍生因子在 2016 年之前表现较好；利润表衍生因子在 2021 年之前超额显著；现金流量表衍生因子存在周期，2022 年后超额领先。进一步细分为成长、盈利、现金和估值。市场对估值关注度较为持续，有效性波动较小；盈利和成长可贡献收益区间较为一致，2021 年后基本失效；2021 年后市场定价现金类公司。宏观经济转为以高质量发展为目标，增长也步入新的台阶。落实到基本面投资范畴，发掘高成长类公司困难提升，盈利转化为现金流、以现金流为依托进行股东回报，在新的阶段将越来越为市场关注和定价。

图31：从聚焦利润，到关注现金流创造能力



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2010/01-2024/10

图32：持续关注估值水平，从成长盈利到现金创造



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2010/01-2024/10

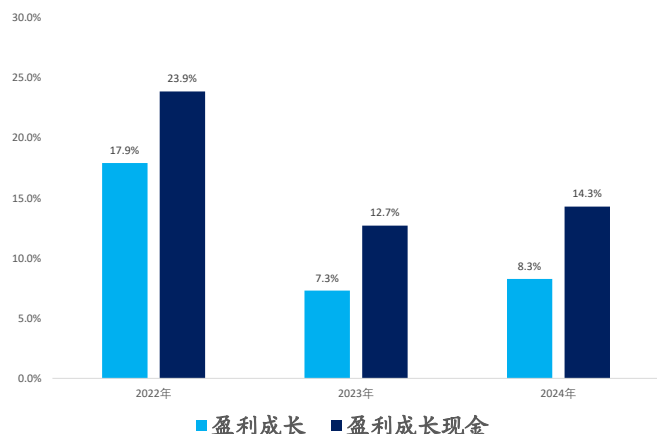
2. 市场在什么环境下偏好现金类公司

从如下三个维度定义现金类公司：一，经营现金流/市值；二，所得税增长；三，股息率。所得税反应的是公司真实盈利水平，经营现金流/市值度量的是估值水平，股息率对应的是股东回报。

筑底期、宏观增速波动下行期，高现金流策略可贡献稳定超额收益。基于宏观状态模型，2022-2024 年多数时间处于筑底前期和筑底后期；且结合前文分析，区间投资和净出口对经济拉动下行，消费贡献波动较大。2024 年，高现金流策略超额收益 12%，盈利成长

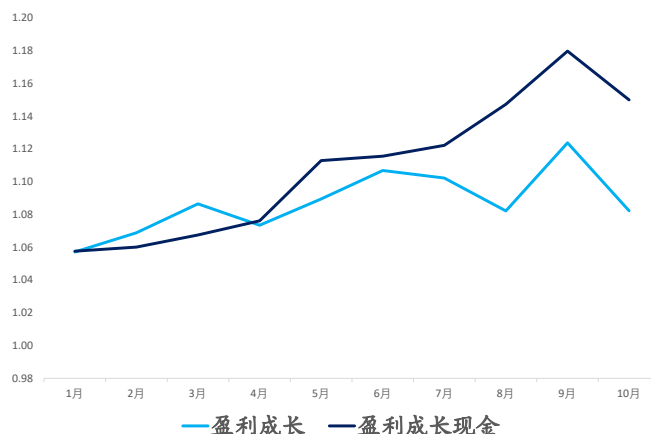
8.3%，盈利成长现金流 14.3%。即不论是高现金流策略本身，还是纳入常规基本面策略，均可贡献客观的超额收益。分析更长区间，2011 和 2016 年高现金流策略较盈利成长有超额收益。2011 年宏观处于滞胀向筑底前期过渡期、2016 年为筑底后期向复苏初期转向期。2011 和 2016 年上证指数收益分别为-21.68%和-12.31%，即高现金流策略在市场下行期可提供较为稳健的收益提升。

图33：近3年，加入现金因子平均贡献5.8%超额收益



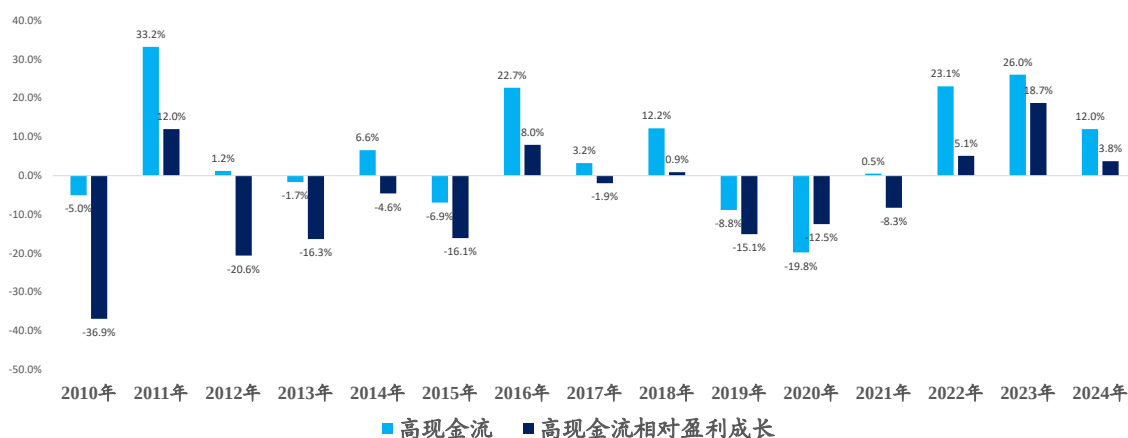
资料来源：Wind，浙商证券研究所；2022/01-2024/10

图34：2024年纳入现金流因子贡献6.0%超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2024/01-2024/10

图35：高现金流策略近年来超额收益较高，筑底期占优



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2010/01-2024/10

3. 寻找未来高现金流公司

通过前文分析我们发现，随着宏观经济和企业所处周期的变化，现金流量表的作用越来越大，高现金流和股东回报也为市场所更加关注。在此背景下，如何找到未来可提供高现金流公司呢？我们首先从经营现金流定义出发（以贵州茅台为例）。直接法中，以利润表的收入和支出为基础，假定其均为现金收付；以资产负债表作为参照进行调节，纳入应收款、预收款、折旧等，进行现金流量调节，得到经营活动现金流量。间接法中，从净利润出发，纳入如下三类调整：费用，但实际没有支付现金的；收入或费用，但与经营活动无关的；没有体现的经营性应付应收和存货，对当期经营性现金流的影响。

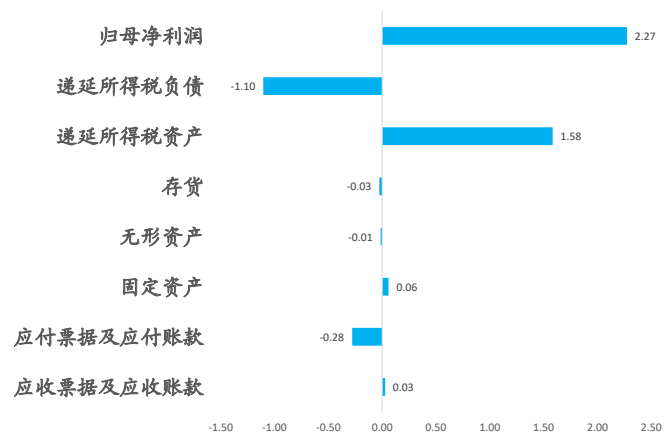
经营性现金流大于0，且能覆盖折旧摊销，表明其可为扩大再生产提供资金，具备潜在成长性。经营性现金流若高于净利润或与其基本持平，表明公司产品竞争力较强，在上下游中处于主导地位，表现为应收项目较少和应付项目较多；反之则表明赊销卖货或存货积压较多，可与应收账款、应收票据等科目进行对比验证（不同行业适用性存在差异）。从预测能力看，以2023年年报数据解释2024年Q3经营性现金流数据：解释度为78%；归母净利润、递延所得税资产有显著的正向解释能力，应付票据账款、递延所得税负债解释能力则为负，这与表中关系基本一致。寻找未来高现金流公司，历史盈利能力、可能折旧摊销的各类资产、上下游溢价能力均是较好的预测指标。

表7：以贵州茅台为例，拆分其经营现金流构成

直接法	科目	数值	间接法	科目	数值
+	销售商品、提供劳务收到的现金	1637	+	净利润	775.21
+	收到的税费返还	0.02	+	减值、折旧、摊销、待摊费用、 预提费用、损失、公允价值变动	18.94
+	收到其他与经营活动有关的现金	23.46	+	财务费用	0.13
-	购买商品、接受劳务支付的现金	110.29	+	投资损失	-0.34
-	支付给职工以及为职工支付的现金	138.45	+	递延所得税资产减少	-10.51
-	支付的各项税费	666.83	+	递延所得税负债增加	-0.84
-	支付其他与经营活动有关的现金	79.44	+	存货的减少	-76.11
-	经营活动现金流出(金融类)	-3.39	+	经营性应收项目的减少	-34.65
-	经营活动现金流出差额(特殊报表科目)	25	+	经营性应付项目的增加	-5.92
	合计	665.93		合计	665.93

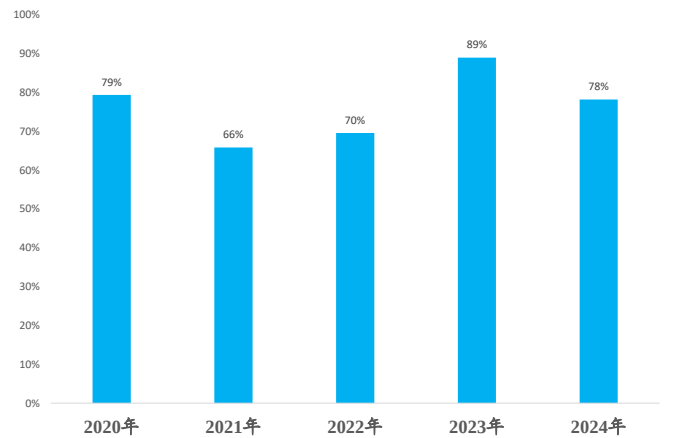
资料来源：Wind，浙商证券研究所；2023年年报；单位，亿元

图36：现金流预测变量回归系数(2023年预测2024Q3)



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2023/12-2024/09

图37：预测值与实际值相关性整体较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所；2020/01-2024/09

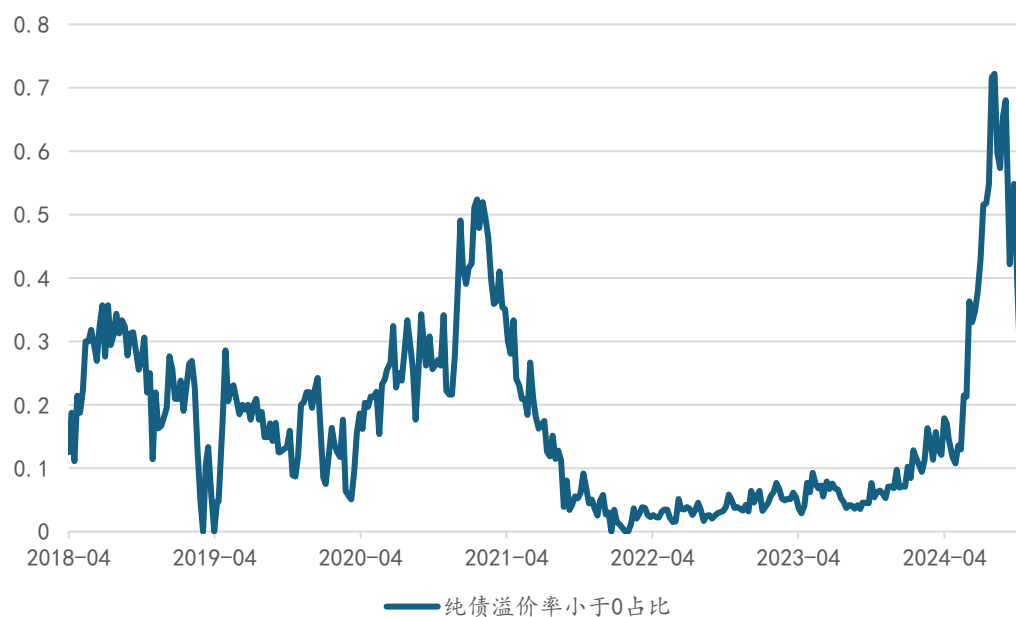
2.6 2025年可转债吸引力能否延续？

2024年转债的核心行情是年中出现极致的估值收缩。在此期间，交易型资金逆势加仓，配置型资金持续减仓。向后来看，当前转债资产仍被低估，交易型资金加仓有待持

续；同时，2024 年影响转债估值的三大拖累因素解除，配置型资金有望回归。两类资金共振流入，转债估值有望拉升，建议超配。

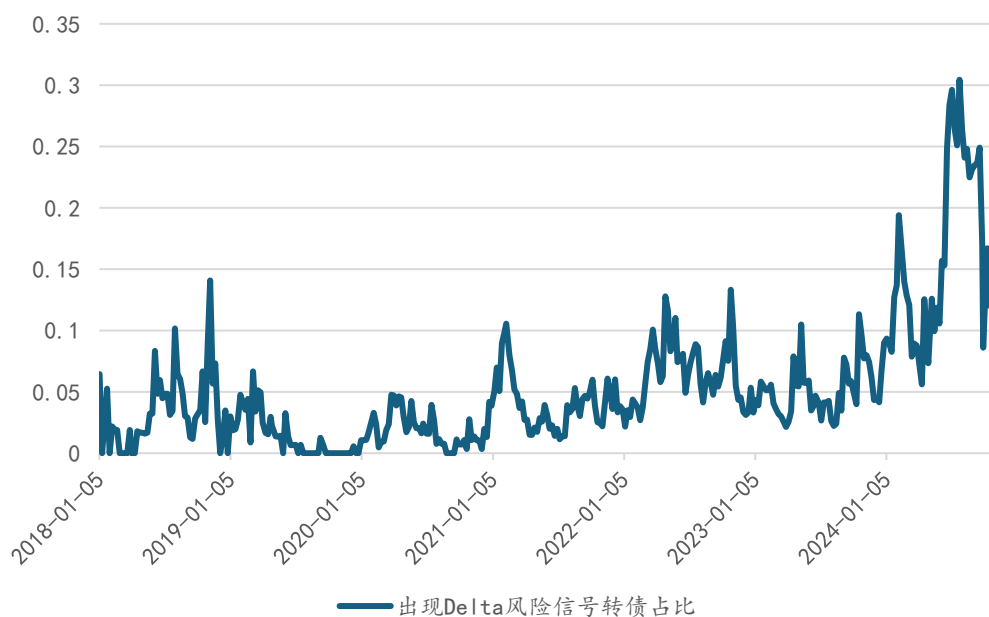
复盘 2024 年转债行情，转债年内出现极致估值收缩，跌破债底的转债占比最高超过 70%，这一比例达到历史最高值。我们认为这一轮极端估值行情主要有 3 方面原因：（1）正股拖累：5 月-9 月股票市场调整；（2）面退风险：“国九条”指出“加大退市监管力度”，部分正股面临面退风险；（3）个券情绪：岭南转债、广汇转债个券信用风险暴露。

图38： 2024 转债出现极端低估情形



资料来源：Wind，浙商证券研究所

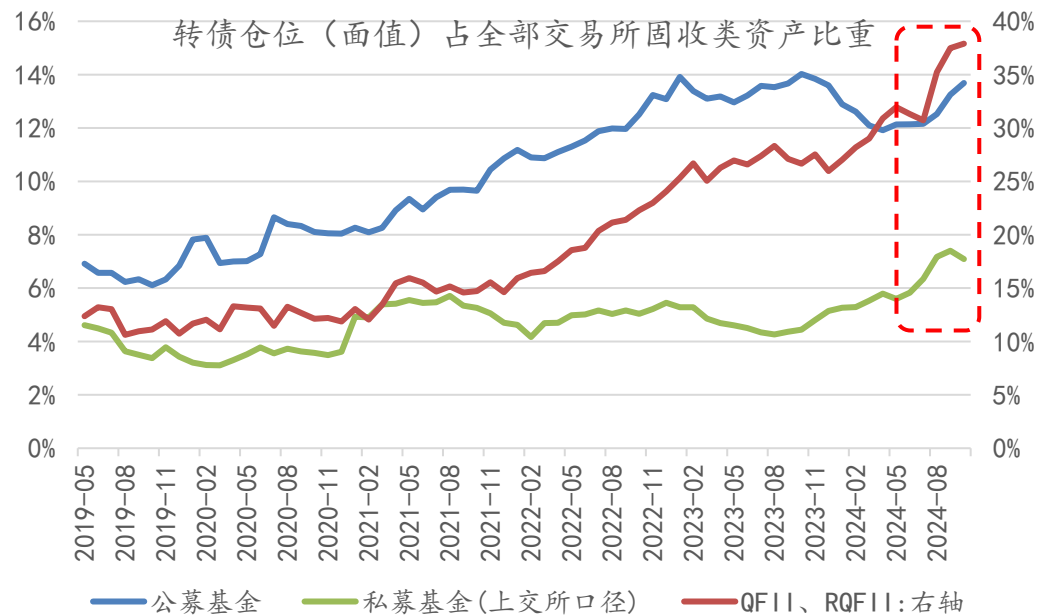
图39： 估值压缩期间出现风险信号的转债数量显著增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

转债估值收缩阶段，公募、私募、QFII、RQFII 等交易型资金转债仓位逆势上升。

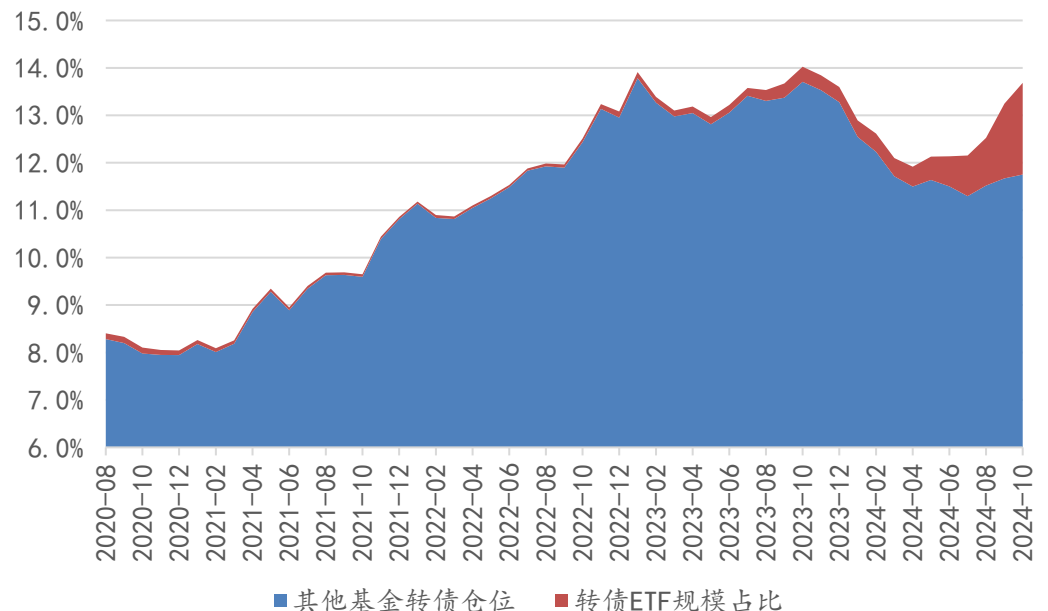
图40: 估值收缩阶段交易型资金的转债仓位逆势上升



资料来源: 上交所, 深交所, 浙商证券研究所

从公募转债结构来看, 本轮公募持仓转债规模的上升核心是转债ETF规模急剧上升。我们认为, 本轮ETF规模增加本质是交易型资金加仓, 因为信用风险是这一轮估值收缩的重要原因, 对个券来讲信用风险可能是极端的尾部风险, 而对于一篮子转债而言, 只要不出现系统性危机, 整体的信用风险相对可控, 因此在这一轮估值下降的过程中, ETF成为交易型资金赚取转债估值修复收益同时尽可能规避信用风险的有利工具。

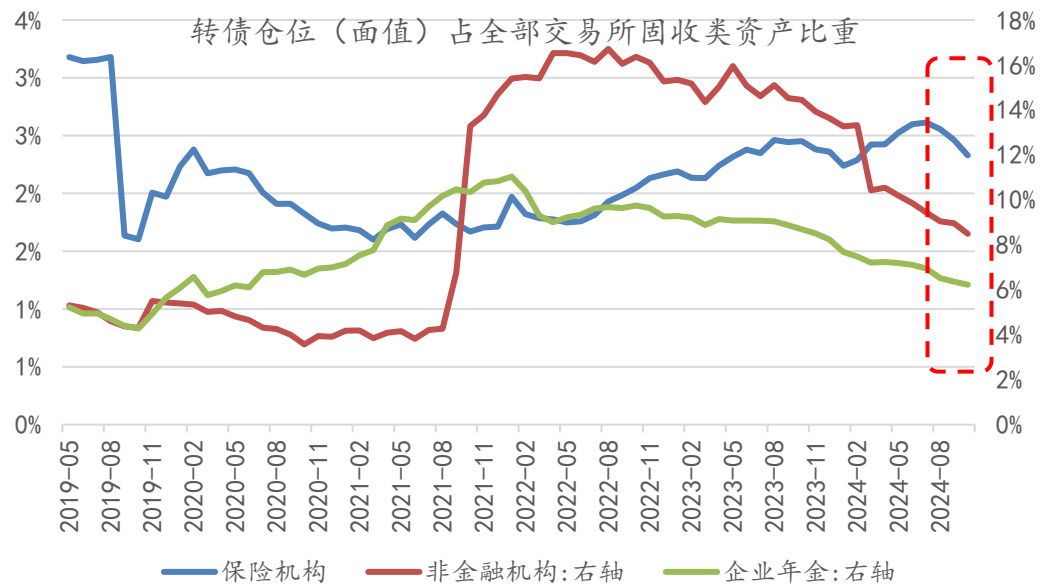
图41: 公募基金转债持仓规模增加主要源自ETF规模扩大



资料来源: 上交所, 深交所, Wind, 浙商证券研究所

而另一方面, 配置型资金出现避险减仓行为: 转债估值收缩阶段, 保险、非金融机构(产业资本)、企业年金等配置型资金转债持仓降低。

图42: 估值收缩阶段配置型资金的转债仓位降低

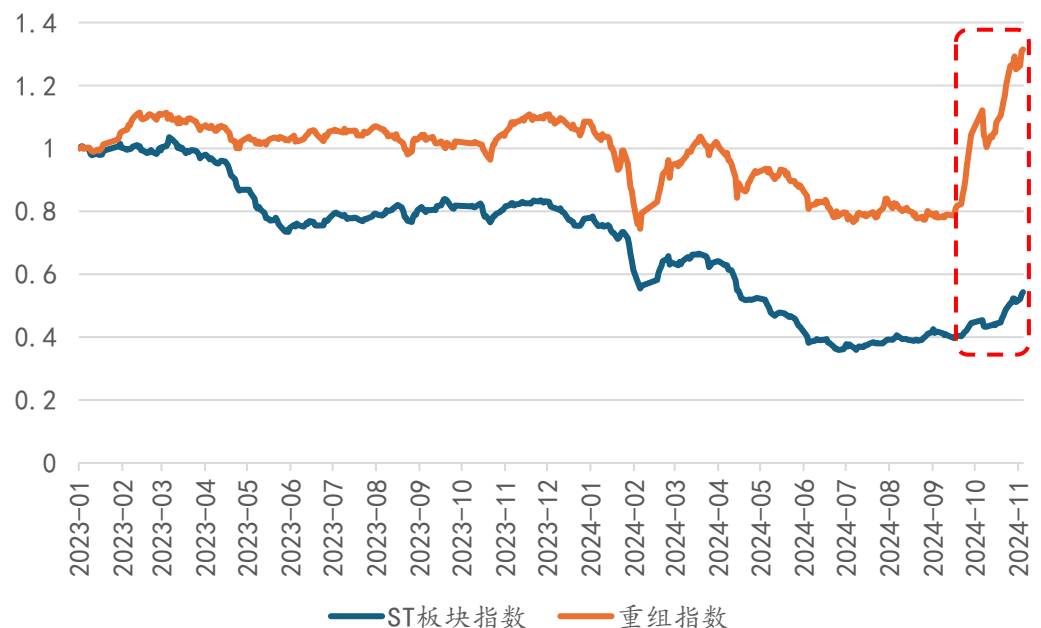


资料来源: 上交所, 深交所, 浙商证券研究所

向后来看: (1) 当前转债资产仍被低估, 交易型资金加仓有待持续。目前转债估值尚未完成, 截至11月1日, 跌破债底占比29%, 仍处于历史82%高位。假设所有跌破债底的转债均修复至债底, 则修复空间为4.9%, 假设纯债溢价率低于-2%的转债的纯债溢价率修复至-2%, 其他跌破债底的转债修复至债底, 则修复空间为3.6%, 作为参照, 万得转债指数年化波动8.2%, 因此该修复空间相对可观, 对交易型资金仍有加仓动机。

(2) 2024年影响转债估值的三大拖累因素解除, 配置型资金有望回归。1) 正股单边下行扭转: 政策持续催化下, 单边下行市扭转 (参照A股大势研判章节); 2) 退市风险降低: 9月24日, 金融支持经济高质量发展系列措施推出, “多措并举活跃并购重组市场”, 退市风险缓解; 3) 系统性信用风险降低: 财政部“积极防范化解风险”, 补充国有行核心一级资本、支持地方化解政府债务风险等, 系统性信用风险概率较低。

图43: 9.24之后重组主题活跃, ST板块修复



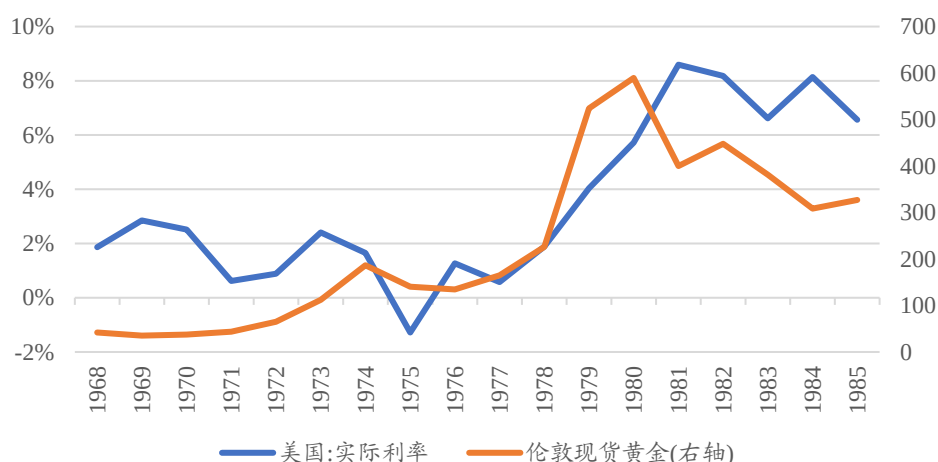
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.7 2025 年是否依然为黄金配置大年？

2024 年 10 月以来，在降息预期回落、实际利率上行、美元指数上行、地缘政治担忧缓解的背景下，黄金却持续创下历史新高，走势与传统定价因素脱钩，强势表现超出市场预期。我们认为，市场对实际利率、美元指数等黄金传统定价因素的理解存在一定偏差：

1、实际利率是持有黄金的机会成本？我们认为这一理解忽略了美元信用的变化。实际上，由于美元并非完全的无风险货币，投资者购买黄金可以被视为是购买了对美元违约的“保险”，**投资者真正需要对比的是实际利率与美元违约概率**。若美元信用大幅下滑，即便实际利率走高，黄金仍然可能具备极强吸引力，典型如 1970s 大滞胀时代。

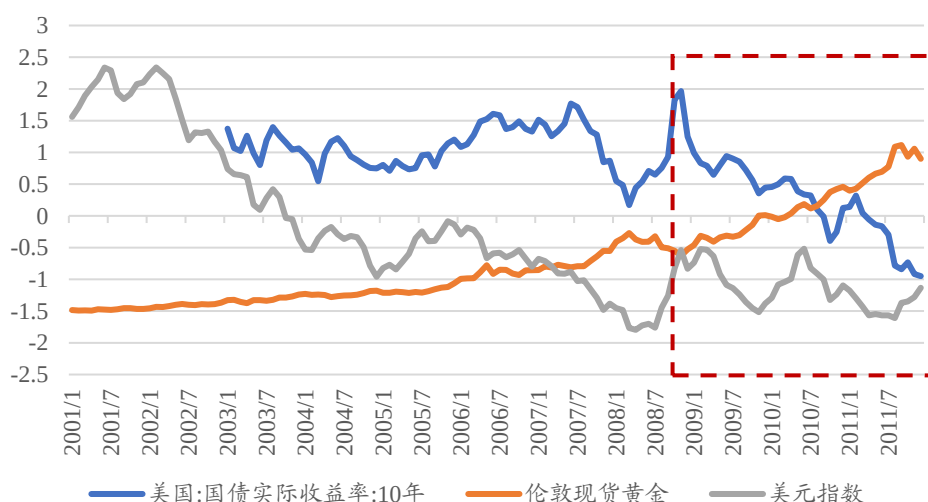
图44： 1977-1980 年，美国实际利率持续走高（右轴单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、美元指数与黄金负相关？这一理解在多数情况下可能适用。但我们需要注意的是，**美元相较于其他货币贬值，与美元相较于黄金贬值，并不能简单划上等号**。例如，2008 年金融危机后，全球进入货币宽松大周期，这意味着所有信用货币相较于黄金都应贬值，但由于欧元区深陷债务危机，同期美元指数并未趋势走弱。因此，美元贬值利好金价，实际上是因为美元贬值往往代表美元信用的趋势性走弱，而若美元指数无法正确反映美元信用的变化趋势，美元与黄金的相关性则可能消失。

图45： 2001-2011 年美国实际利率、美元指数与金价走势（指标经标准化）

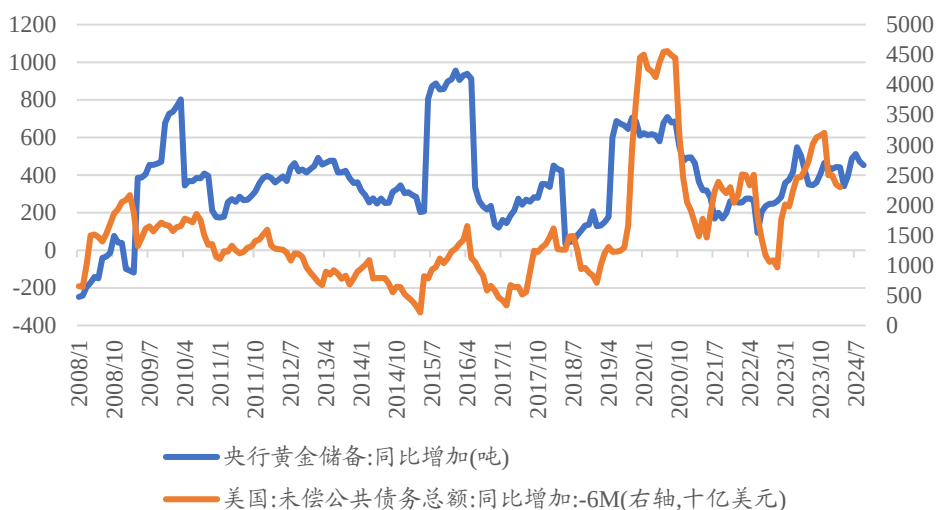


资料来源：Wind，浙商证券研究所

“宽财政+再通胀”前景逐渐清晰，美元信用恶化趋势或难扭转，2025 年黄金有望继续走高。基于前文分析，2025 年美国财政或继续维持扩张，而这可能推动再通胀风险的显著上升。“宽财政+再通胀”组合下，美国利息支出压力可能进一步增加，从而进一步抬升长期赤字中枢，而这对于美元信用来说将造成持续恶化压力，从而支撑黄金走强。因此，2025 年我们或将看到传统黄金分析框架的持续失效：宽财政支撑下，美国经济韧性较强，支撑美元指数及实际利率维持高位，同时美元信用系统性恶化，黄金价格则有望持续走高。

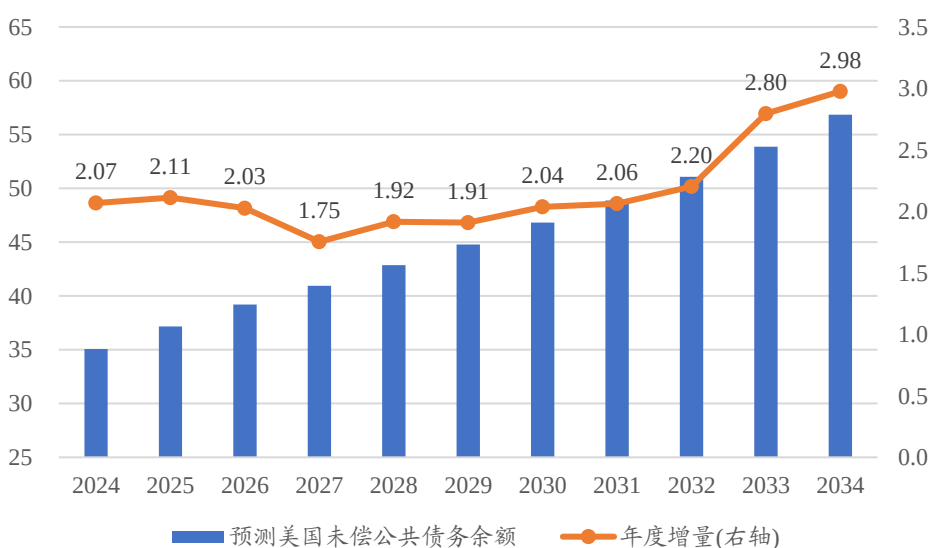
各国央行有望继续成为本轮黄金牛市的重要推手。从历史上看，我们发现一个有趣的相关性：全球央行增持黄金的节奏，显著领先于美国债务规模扩张的节奏。由于美国债务规模越大，表明美元信用越恶化，这一观察表明，全球央行或主要基于其对美元信用的预期，来决定是否购买黄金。向后看，根据 CBO 测算，在当前情形下，2025 财年美国预计新增 2.11 万亿美元债务，高于 2024 财年的 2.07 万亿美元，同时前文已经提到，特朗普的政策主张会进一步提高赤字，这意味着 2025 年美国债务膨胀的速度可能边际加速，而这意味着央行对黄金的买入需求或进一步增强，从而持续推升黄金价格。

图46： 央行增持黄金的节奏与其对美国债务膨胀速度的预期相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47： CBO 预测的 2024-2034 年美国公众持有的公共债务规模（单位：万亿美元）



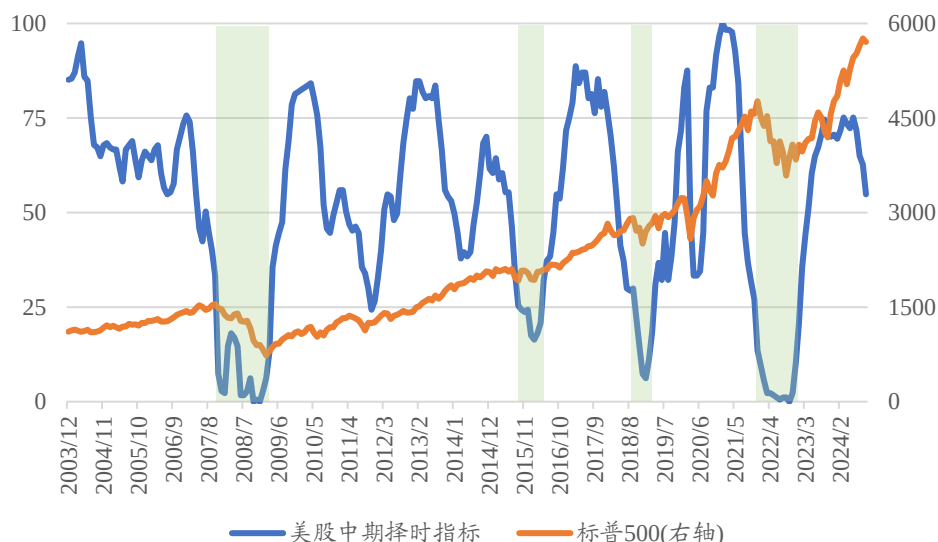
资料来源：CBO，浙商证券研究所

2.8 美股 2025 年上行的动力与阻力

经济景气与降息预期的“拉锯”或将成为 2025 年美股交易的主基调，二季度美股风险相对更大。我们认为，2025 宽财政趋势较为确定，财政扩张下美国经济筑底风险较低。在此背景下，若短期经济数据低于预期，则降息预期有望升温，从分母端支撑美股；而若经济数据高于预期，则有望转向复苏交易，从分子端支撑美股。不过，根据上文拆分，2025H1 租金通胀存在上行风险，二季度美国通胀可能位于相对高位，美联储降息空间受限，这意味着更有可能出现经济边际走弱+通胀维持高位的组合，这时市场可能阶段性转向滞胀交易，美股则存在短期调整风险。而下半年随着租金通胀压力缓解，更有可能出现“经济韧性+降息”的组合，从而形成戴维斯双击。

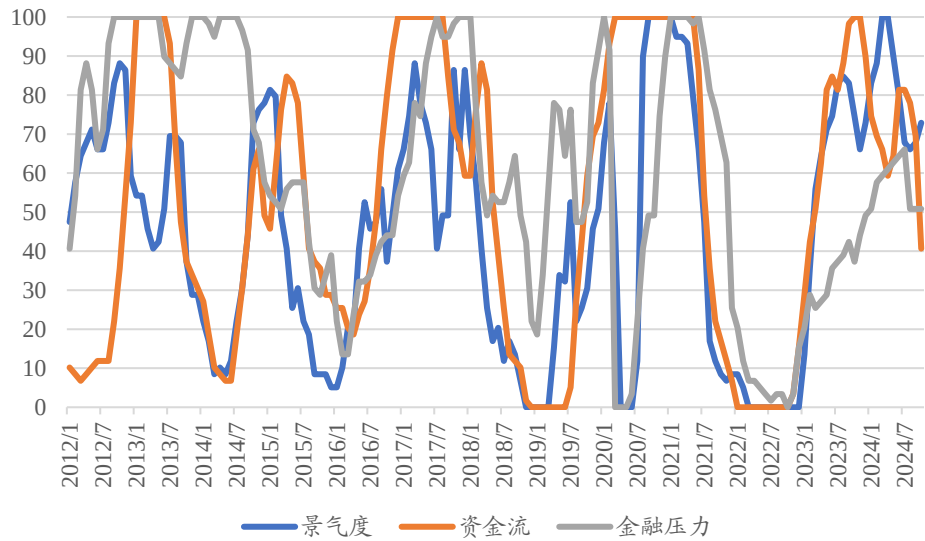
经济韧性背景下，美股中期趋势有望持续向上。截至 2024 年 10 月，我们构建的美股中期择时指标读数 54.8，历史上往往在该指标低于 25 时，才会触发美股的中期级别调整。近期虽然指标有所回落，但分项来看，主要是海外投资者对美股的净买入强度降低，而美国经济目前仍处于滚动 3 年的 72.9%分位，位于偏强水平。我们预计美国经济 2025 年仍将维持韧性表现，在此背景下美股的中期调整条件或难触发，美股中期趋势有望持续向上。

图48： 美股中期择时指标低于 25 时，往往才会触发美股的中期调整



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图49: 美股中期择时分项指标走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 指标取值代表滚动 3 年分位数。

3 新范式

3.1 公募份额下行趋势难逆转，如何逆势突围？

逆势增长的关键是特色化，做 ETF 难做到的事。2023 年以来，主动权益基金整体规模下滑 24.6%，但在万亿级别的赎回中却有 36 只产品的规模逐年逆势提升。通过拆解产品表现和投资策略后我们发现，无论业绩排名靠前还是中庸、无论风格是成长还是红利，这些产品成功都离不开同一个共性——差异化的策略定位。

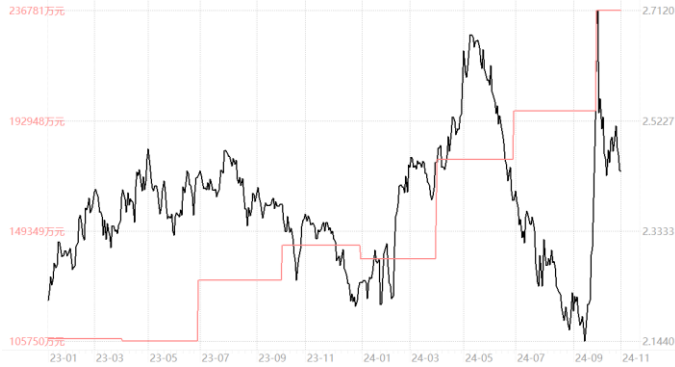
业绩角度，Beta 下跌不是赎回的充要条件，渠道端定位模糊才是。一方面，2022 年底规模 Top50 基金至今的净赎回已超过 2500 亿，尤其是主题基金缩水严重。另一方面，25% 的规模增长的基金业绩也未跑赢同期定存。因此业绩并非规模的唯一决定因素，策略超额收益回撤难解释、未来收益来源难预测是赎回的关键原因。如中银创新医疗在 2023 年前三个季度超额收益并不显著，而规模提升 10 亿元，亮点就在于对创新药企的专注，在港股 biotech 细分领域形成专业标签，伴随行情回暖、产品弹性显著高过被动基准。

策略角度，投资者牺牲流动性、选择主动产品是为了获得增量价值。我们发现规模逆势增长的基金往往专注解决某一个特定需求，持有人对产品的长期定位清晰。比如在资源品中的贡献一定的超额的景顺长城沪港深精选，波动明显低于资源 ETF，优化持有体验；再比如在 AI 成长中的波段保持较高历史胜率的万家人工智能，2023 年以来年化收益 23.6%，做到波段行情不踏空；又比如长期均衡且低波动的工银精选平衡，2024 年化波动比红利低波 ETF 还低 7 个百分点，形成稳定的投资标签。

剥离行业和风格后，主动基金还能提供什么？稀缺且差异化的定位。再以消费主题基金为例，2023 年底 50% 消费主题基金依然重仓食品饮料，依然配置抱团股、大盘成长、高 ROE，基金规模显著承压。与之相对的，浦银安盛消费升级和嘉实新消费是两只分别在 2023 年和 2024 年规模增长显著的主题基金。相对于市值加权的被动产品来看，两只产品虽然波动率一高一低截然不同，但本质上都是形成了更有差异化的消费主题细分策略：1) 浦银安盛消费升级对于个股景气增速要求严格，2023 年持仓个股加权净利润增速高达 103.9%；2) 嘉实

新消费偏向高股息低风偏风格，持仓加权 PE 仅为 12.9 倍，与年初至今低波动低风偏的市场行情相匹配，风格契合后投资业绩显著领跑同类基金。

图50： 嘉实新消费净值和规模变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图51： 浦银安盛消费升级净值和规模变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图52： 规模逆势持续高增长的主动权益基金

证券代码	证券简称	基金经理	24Q3仓位 (%)	22年底规模 (亿元)	23年底规模 (亿元)	24Q3规模 (亿元)	2023年以来规模增量 (亿元)	2023年以来年化收益 (%)	2023年以来年化波动 (%)
000628.OF	大成高新技术产业A	刘旭	81.6	55.0	77.5	146.5	91.4	15.1	11.9
090013.OF	大成竞争优势A	徐彦	60.9	8.4	28.4	32.8	24.4	9.8	12.2
483003.OF	工银精选平衡	杨鑫鑫	67.0	16.5	29.9	37.9	21.3	9.5	12.2
013859.OF	宝盈品质甄选A	杨思亮	60.8	2.0	9.1	44.6	42.6	17.4	12.3
017043.OF	汇添富品质价值	温宇峰	66.8	11.8	19.6	40.0	28.3	7.1	12.4
000979.OF	景顺长城沪港深精选A	鲍无可	83.8	25.0	40.4	63.2	38.2	19.2	13.6
161611.OF	融通内需驱动AB	范琨	86.0	12.9	33.0	35.3	22.4	14.8	15.1
001186.OF	富国文体健康A	林庆	86.3	11.9	20.8	27.9	16.0	6.6	15.2
160919.OF	大成产业升级A	王晶晶	85.9	3.3	5.9	10.5	7.2	3.9	15.9
007811.OF	淳厚信泽A	薛莉丽, 廖辰轩	78.4	5.1	9.9	13.2	8.0	6.4	16.0
008134.OF	鹏华优选价值A	伍旋	93.5	2.5	13.7	24.2	21.7	12.1	16.5
519772.OF	交银新生活力	杨浩	88.0	50.5	63.9	67.0	16.4	-1.5	17.3
001044.OF	嘉实新消费	谭丽	85.3	10.7	13.9	23.7	13.0	5.5	18.0
004316.OF	前海开源沪港深裕鑫A	王霞, 毕建强	90.1	5.2	10.5	20.3	15.1	14.6	18.3
005904.OF	华泰保兴成长优选A	田荣	94.5	3.6	6.4	13.9	10.2	5.0	18.7
004814.OF	中欧红利优享A	蓝小康	92.1	26.1	30.4	54.0	27.9	11.9	18.9
000390.OF	华商优势行业	周海栋	84.5	35.7	76.8	91.8	56.1	6.3	19.0
020009.OF	国泰金鹏蓝筹价值	胡松	86.1	5.5	10.1	16.1	10.6	4.1	19.2
000880.OF	富国研究精选A	刘莉莉	91.9	4.2	38.1	47.8	43.6	13.3	20.3
519020.OF	国泰金泰A	李海	90.4	2.5	8.1	10.6	8.1	11.4	21.0
110009.OF	易方达价值精选	包正钰	92.0	38.7	43.7	47.9	9.2	0.5	21.7
540006.OF	汇丰晋信大盘A	闵良超	91.0	13.6	19.7	27.3	13.7	4.6	21.9
100039.OF	富国通胀通缩主题A	曹晋	78.7	3.3	7.9	11.9	8.7	0.2	22.0
002980.OF	华夏创新前沿	屠环宇	90.3	16.6	23.4	27.2	10.6	1.6	23.4
519185.OF	万家精选A	黄海	85.7	9.3	12.9	37.9	28.5	17.7	25.4
012001.OF	中泰星宇价值成长A	田瑞	91.7	9.4	14.1	20.1	10.6	-9.6	25.6
010387.OF	易方达医药生物A	杨植霄, 许征	93.3	26.8	36.5	40.8	14.0	-2.5	27.3
001071.OF	华安媒体互联网A	胡宜斌	90.4	53.6	68.4	75.4	21.8	1.0	27.7
001072.OF	华安智能装备主题A	李欣	86.5	4.9	10.4	13.7	8.8	14.2	28.9
519196.OF	万家新兴蓝筹	莫海波	87.3	12.6	17.5	24.4	11.8	14.5	29.4
004450.OF	嘉实前沿科技A	王贵重, 赵钰	94.4	12.4	18.3	22.8	10.4	-4.0	32.2
001048.OF	富国新兴产业A	孙权	90.7	25.7	37.4	43.8	18.1	4.7	32.4
007718.OF	中银创新医疗A	郑宁	92.4	15.4	26.4	29.8	14.3	-7.1	33.3
217021.OF	招商优势企业A	翟相栋	94.9	3.4	47.9	66.9	63.5	26.9	34.4
007490.OF	南方信息创新A	郑晓曦	92.6	17.5	38.5	47.2	29.8	7.9	36.5
006281.OF	万家人工智能A	耿嘉洲	94.4	2.0	24.8	36.6	34.6	23.6	36.9

资料来源：Wind，浙商证券研究所；规模统计区间为 2022 年底至 2024 年三季度末，要求区间首尾规模均大于 2 亿，且每年度新增规模不低于 2 亿

3.2 2025，高频量化重回视野

3.2.1 受目前政策影响程度有限，未来政策有不确定性

截止报告发布，证监会对高频交易尚未给出明确的界定。沪深北交易所给出了对高频交易的界定条件。

表8：沪深北交易所对高频交易的界定

单账户	申报、撤单笔数
每秒最高	300 笔
单日最高	20000 笔

资料来源：沪深北交易所，浙商证券研究所

若单账户的交易行为触发上述两个条件其中之一，便可认定为高频交易账户。

以交易所对高频界定条件为准，高频策略受到的影响有限。单账户 1 亿规模，年化双边换手率 200 倍的日内策略为例，其平均日挂单约 7 千至 8 千笔，距离规定的 2 万笔红线距离较远。如果换手率维持 200 倍，单账户规模接近 3 亿，才会接近交易所界定的条件。

当前，国内私募量化投向 A 股的规模在 1 万亿左右。其中，采用日内高频策略的资金规模不超过 2000 亿，其余为日间或多频段融合策略。

2020 年至 2024 年 7 月，量化交易占全市场成交额的比重由 20% 上升至 30%，高频占比由 10% 上升至 20%。

2024 年来，高频交易占比略降，主因是高频管理人募资难度加大，也有部分日内策略选择降频，以规避触及监管红线。总体而言，市场上重点关注的监管政策影响较小。

3.2.2 流动性对高频策略影响呈 S 形

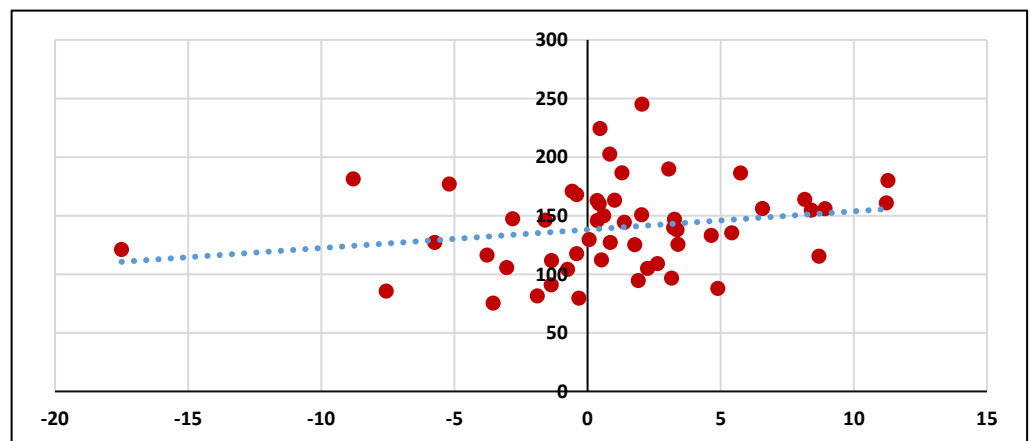
流动性对高频策略收益有显著影响，影响曲线呈 S。

全市场日成交 8000 亿以下时，高频策略很难做出超额。为了应对流动性不足的影响，部分管理人会根据流动性进行换手率的优化，或者在策略中提升日间策略的比重从而降低换手率。

日成交额在 8 千至 1 万亿时，中枢每提升 1000 亿，对高频策略年化超额提升约 7%。

日成交额超过 1 万亿时，流动性对高频策略的边际贡献快速衰减。

图53：中证 500 月成交量（亿股，纵轴）与高频策略月收益（%，横轴）散点图



资料来源：Wind，私募排排网，浙商证券研究所

中证 500 指增为例，中证 500 成交量与高频指增产品的绝对收益呈正相关，两者相关系数为 21%。

对于指增产品，需要研究指增产品对基准指数的超额收益情况。构造超额收益为因变量，基准收益率与基准成交量为自变量的回归分析。

表9：中证 500 高频指增超额回归结果

	回归系数	T 值	P >t
指数涨幅	-0.9920	-1626	0.000
成交量（亿股）	0.0058	2.545	0.014

资料来源：Wind，私募排排网，浙商证券研究所

根据回归结果，可得两点结论：

1. 高频指增产品在指数大涨的环境中，难以获取超额；
2. 高频指增产品在流动性较差的环境中，难以获取超额；

总体而言，指增产品的超额收益受到指数涨幅的负面影响和指数成交量的正面影响。在其他条件不变的情况下，指数涨幅增加 1%，指增超额下降 0.99%；指数成交量每提升 100 亿股，指增超额上升 0.58%。

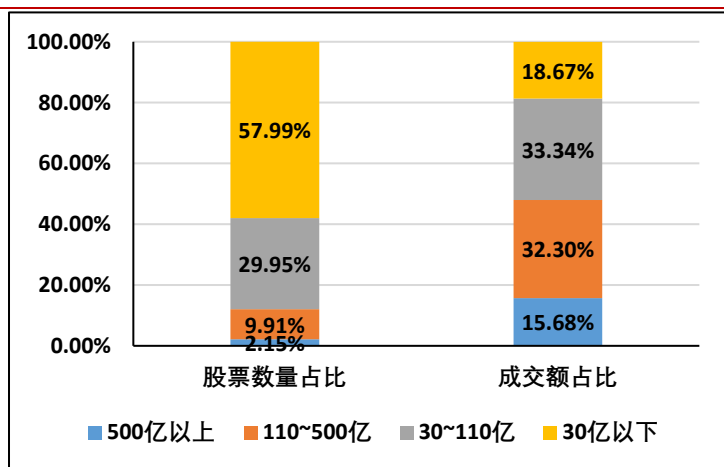
3.2.3 高频不会下沉到微盘

高频策略总体不会下沉到微盘股。高频策略换手率高，对股票的流动性要求较高，高频管理人通常会将流通市值 20 亿以下的股票剔除股票池。

以 2024 年 10 月 31 号为基准对全 A 股票流通市值分类，可知不同大小股票成交额占比失衡，小票盘口深度不足。流通市值 30 亿以下股票，数量占 6 成，交易额仅占不到 2 成。体现在盘口上，流通市值 30 亿以下股票，5 档订单深度约 180 万。买 1 手贵州茅台约等于吃光 5 档挂单。

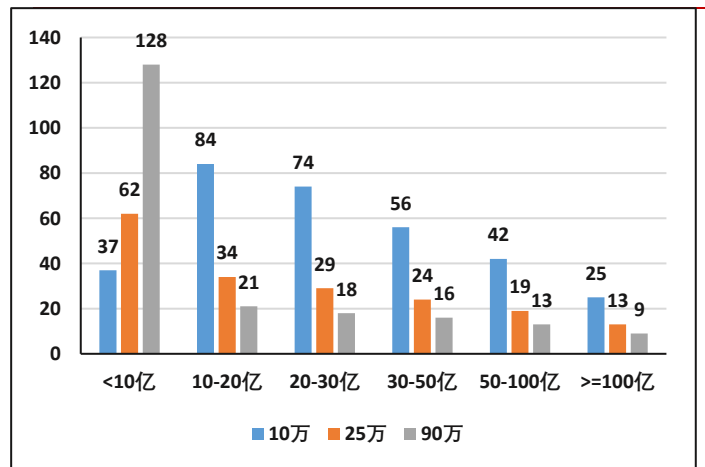
微盘股流通市值小于 20 亿，买/卖 90 万，冲击成本中枢约 100BP。假设算法交易可以将平均交易成本降低至 VWAP+5BP，若 200 倍换手，年化损失约 10%。若微盘策略收益不超过 10%+机会成本，高频管理人无动力配置。

图54：各流通市值区间，成交额占比对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图55：流通市值分组，价格冲击指数（基点）

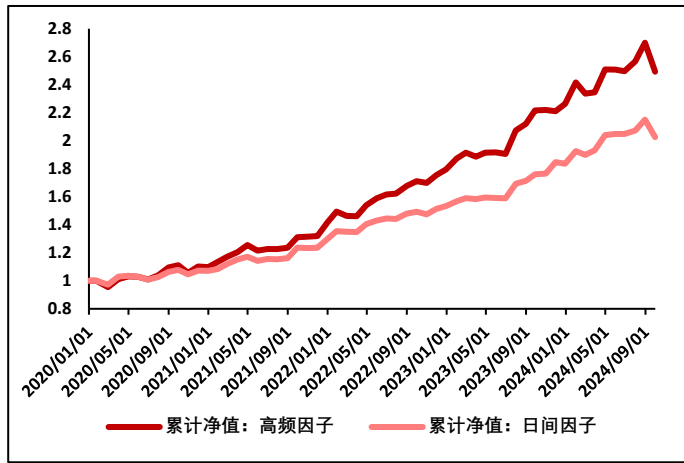


资料来源：上海证券交易所资本市场研究所，浙商证券研究所

3.2.4 高频因子有效性强，但面临流动性约束

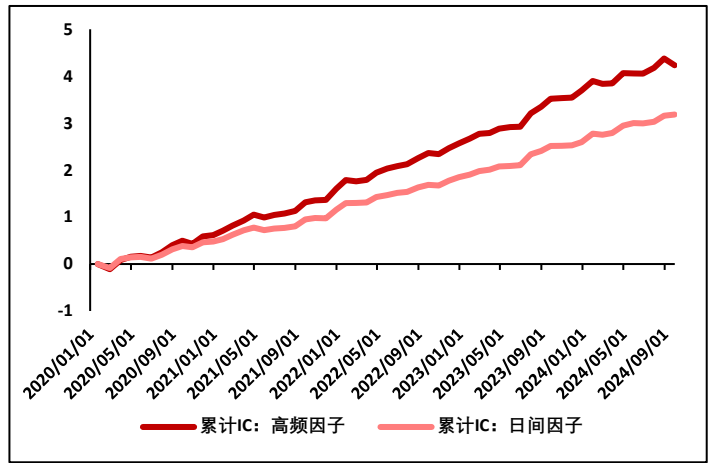
理想条件下，高频因子相对日间因子有超额。在不考虑手续费和滑点等交易成本的条件下，高频因子相对日间因子有 5% 的年化超额收益。2020 年 1 月至 2024 年 9 月末，高频因子年化收益 21%，累计收益 149%；日间因子年化收益 16%，累计收益 103%。

图56：高频因子与日间因子累计净值对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图57：高频因子与日间因子累计 IC 对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

贴近现实，高频策略对交易成本敏感。高频策略由于高换手率，对市场流动性要求高。若市场流动性不足，交易时滑点成本提升，进而快速磨损高频策略的收益。因此，高频策略的收益主要有两个核心影响变量，一个是市场流动性，另一个是高频策略管理人在交易执行层面的成本控制。

表10：高频策略相对日间策略的超额与税费滑点

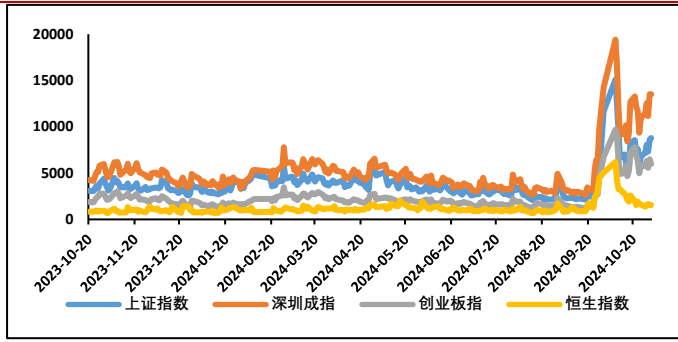
双边税费+滑点%	年化超额%
0.05	2.25
0.06	1.7
0.07	1.15
0.08	0.6
0.09	0.05
0.1	-0.5
0.11	-1.05
0.12	-1.6
0.13	-2.15
0.14	-2.7

资料来源：浙商证券研究所

3.2.5 2025 年，市场流动性提升将提升高频超额收益

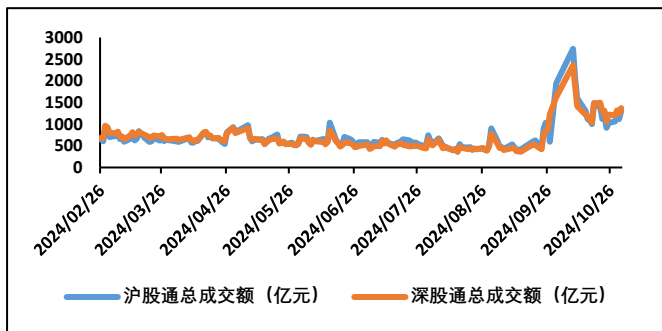
2024 年 9 月末，市场流动性大幅改善，A 股成交金额创历史新高。流动性来源多样，包括机构、外资、个人投资者和融资等。

图58: 主要指数日成交额 (亿元)



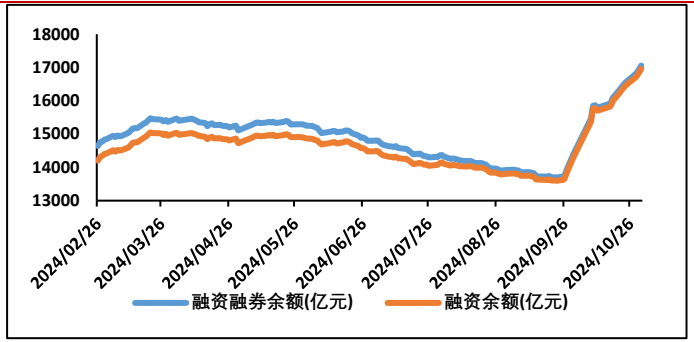
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图60: 北向日成交额 (亿元)



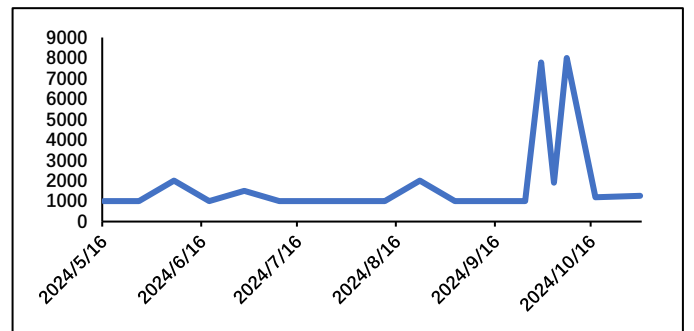
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图59: 融资融券余额 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

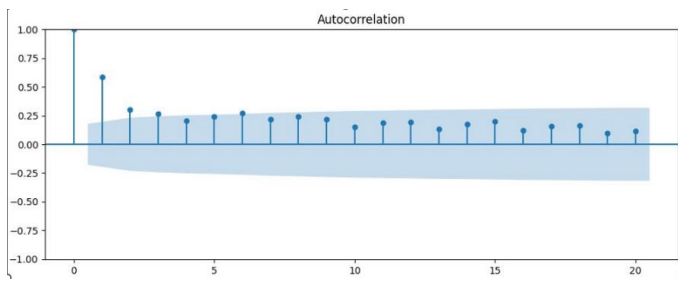
图61: 股票开户搜索指数



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

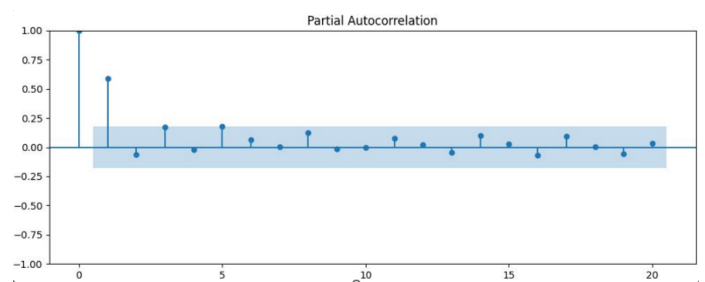
市场成交量有显著的自回归属性。经 ADF 检验和 ACF/PACF 分析, 中证 500 月成交量可视为 AR(1)的平稳时间序列。

图62: 中证 500 成交量 ACF



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图63: 中证 500 成交量 PACF

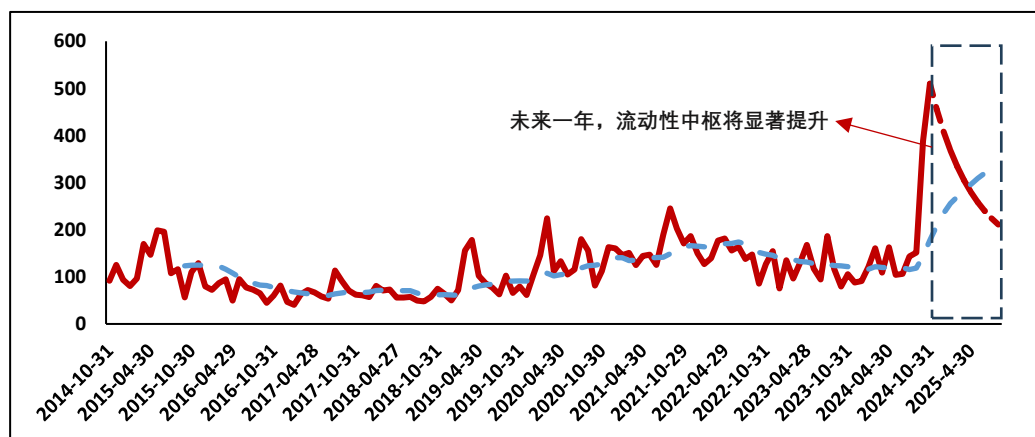


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对中证 500 月成交量进行时序建模, 可得如下成交量预测模型:

$$Y_t = 132 + 0.85 * Y_{t-1} + e_t$$

图64: 中证 500 成交量模型预测 (亿股)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

如图 16 所示, 将模型用于未来 1 年中证 500 月度成交量的预测, 可知其成交量中枢将由 130 亿股提升至 300 亿股。对应全 A 的日成交额中枢由 8 千亿提升至 1.3 万亿。市场流动性的改善预计会提升高频策略年化超额约 12.5%。

4 风险提示

- 1、国内财政扩张力度弱于预期; 美国财政支出力度超预期收缩。
- 2、报告数据均来自于历史公开数据整理分析, 存在失效的风险, 历史业绩不代表未来。
- 3、本报告不涉及证券投资基金评价业务, 不涉及对基金产品的推荐, 亦不涉及对任何指数样本股的推荐。
- 4、本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论, 所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内, 个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现, 更不代表未来。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>