

大财政时代开启，内需牛蓄势待发

——2025金融工程年度策略

2024年11月6日

分析师

陈奥林

邮箱

chenaolin@stocke.com.cn

证书编号

S1230523040002

目录

CONTENTS

01

新起点

为什么说2025年是新一轮长期行情的起点？

02

新格局

逆全球化时代下的投资机会？

03

新范式

公募份额下行趋势难逆转，如何逆势突围？

量化高频私募：现状&对资本市场影响？

01

新起点：

为什么说2025年是新一轮长期行情的起点？

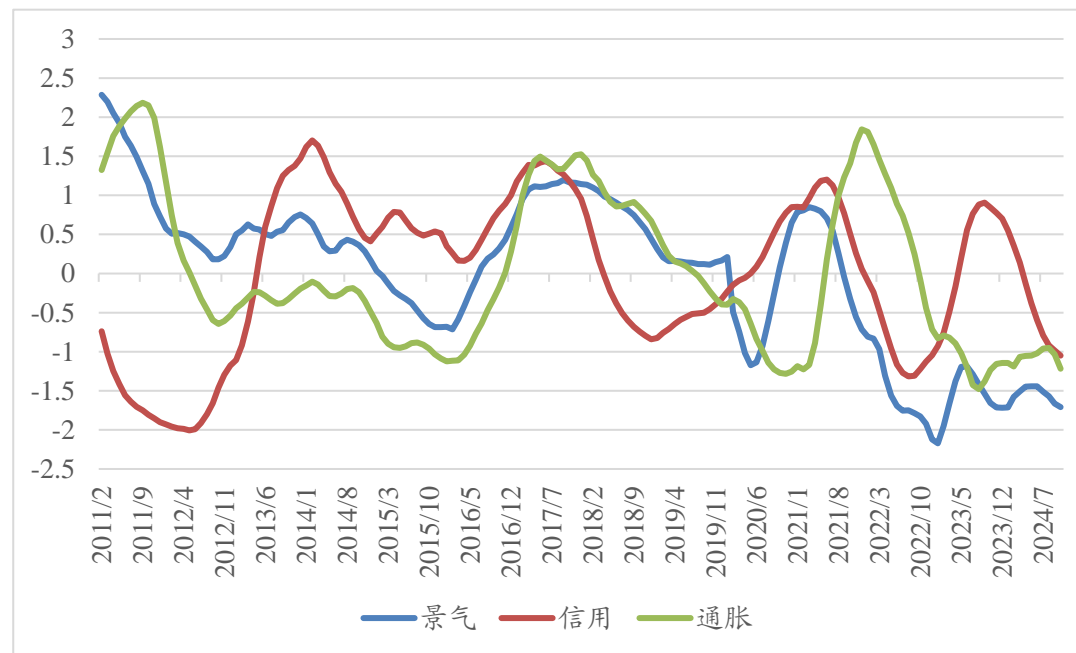
- **2024年中国经济位于模型定义的筑底后期。** 宏观周期模型结果显示，自2023年10月起，中国宏观环境持续处于模型定义的筑底后期阶段。
- 从各宏观分项走势上来看，经济景气、信用、通胀周期分别位于2011年以来的6.7%、17%、5.4%分位，经济整体存在一定压力。

近期宏观周期模型划分结果



资料来源：Wind，浙商证券研究所

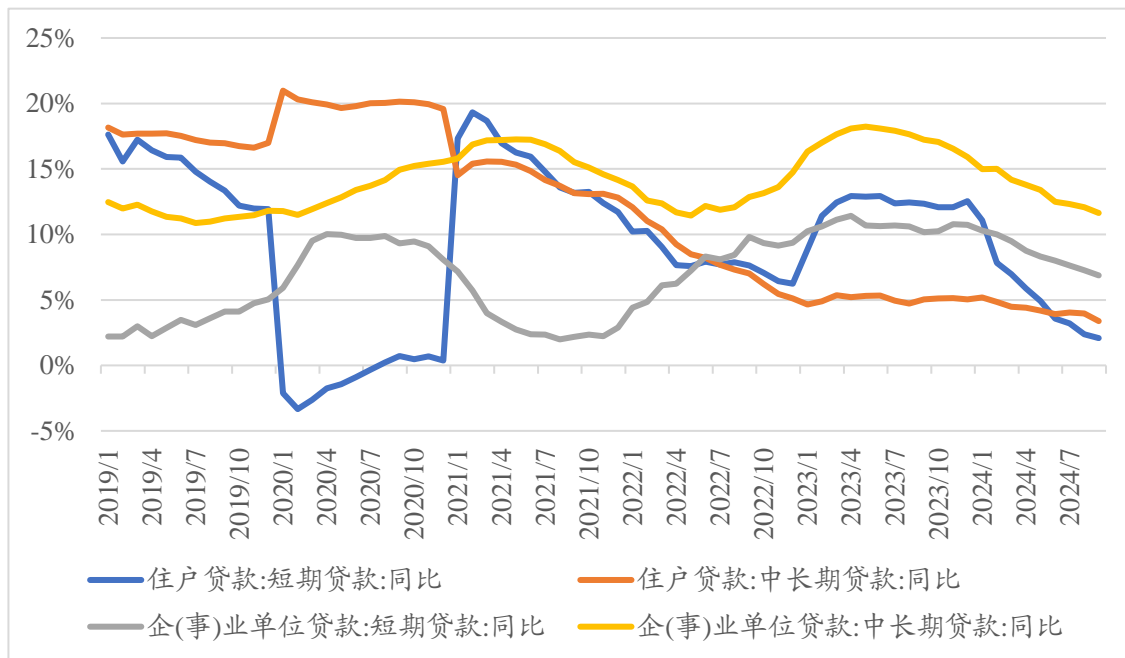
宏观分项指标近期走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

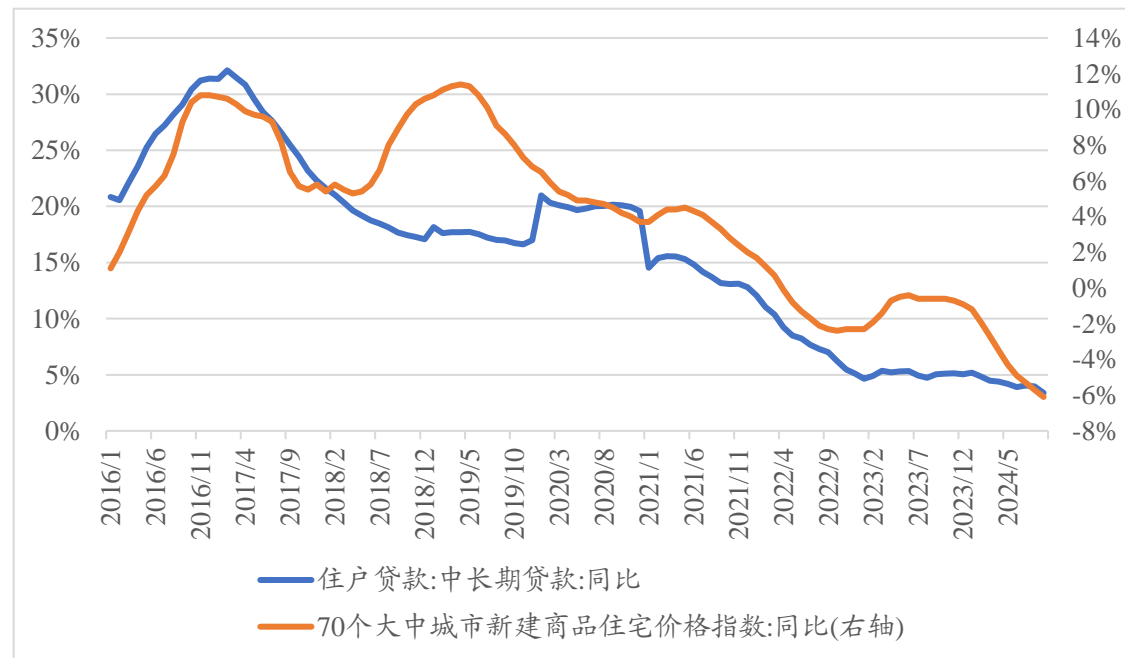
- **房价下跌所引发的居民端负债收缩倾向或是2024年经济走势偏弱的核心原因。**房价下跌对居民信贷带来了三方面影响：1、购房热情减退，直接影响中长贷增量；2、资产荒诱发提前还贷；3、财富效应影响下，居民倾向于减少消费，从而对短贷增长也造成冲击。
- 经济修复，信贷先行，**2025年中国内需能否企稳复苏，或需核心关注信贷何时企稳，而信贷企稳的关键或在于房价。**

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。

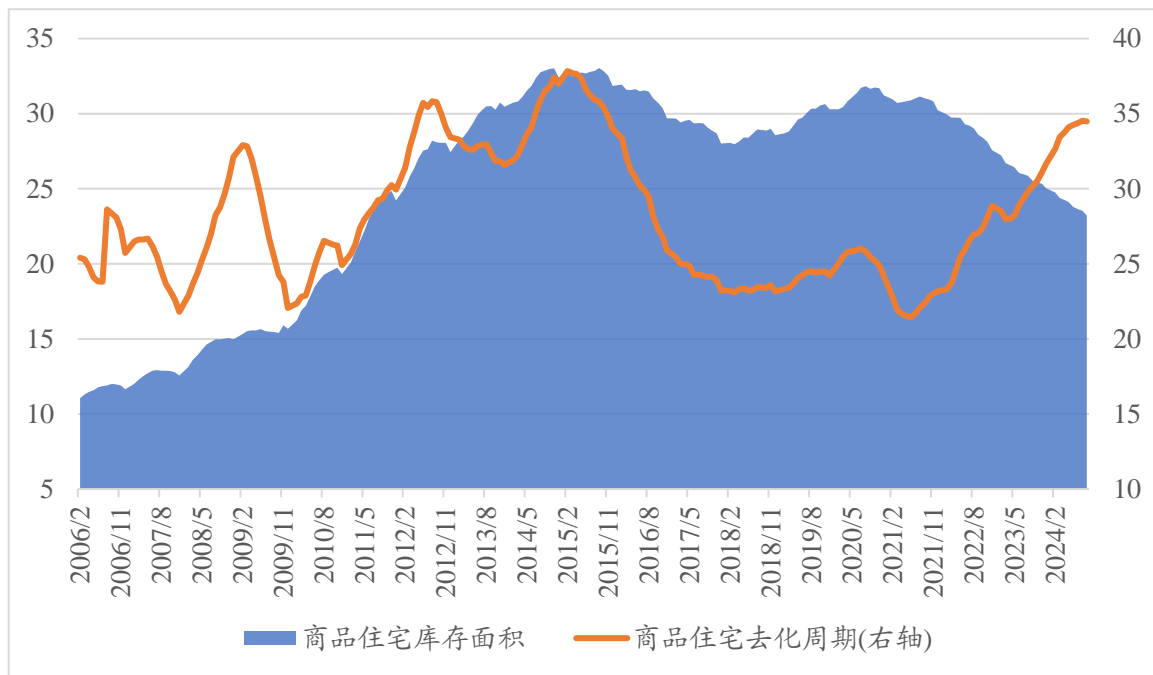
居民中长贷增速受房价影响较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

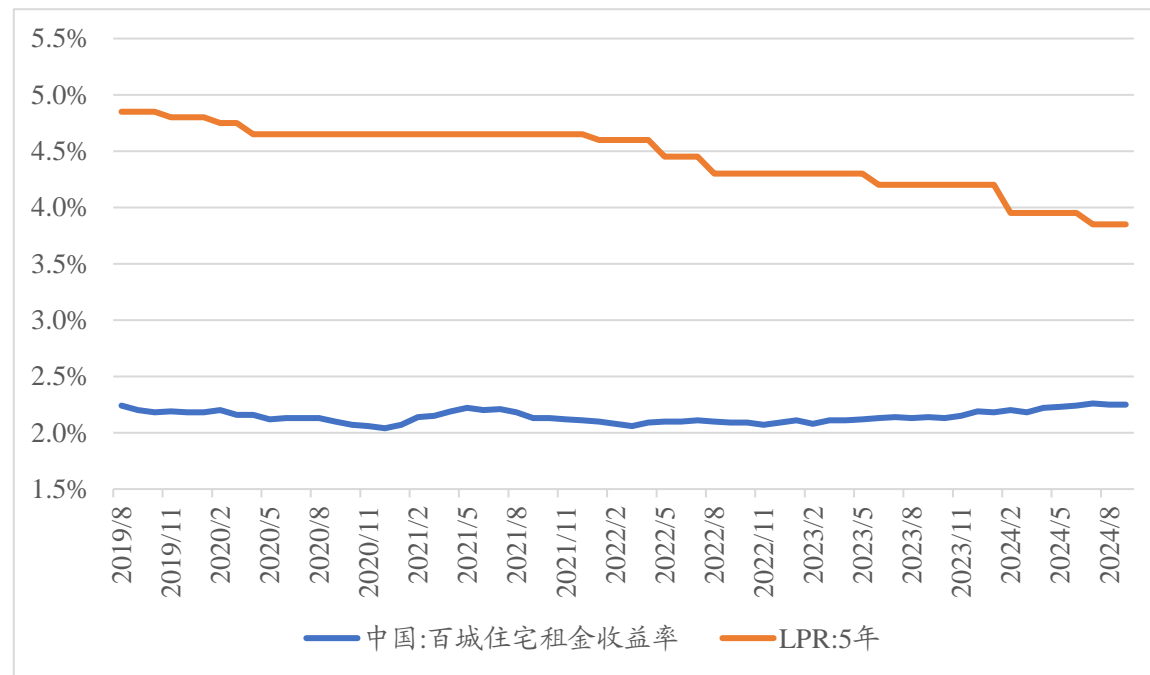
- **房地产当前仍面临较大库存去化压力。**测算结果显示，截至2024年9月，广义商品住宅库存面积达23.2亿平，去化周期达34个月。实际上，当前商品房库存绝对水平已有显著回落，但由于销售低迷，去化周期目前仍处于历史高位附近，库存去化压力较大。
- 当前房价水平仍不具备投资吸引力，房价内生企稳尚难期待。

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。注：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。

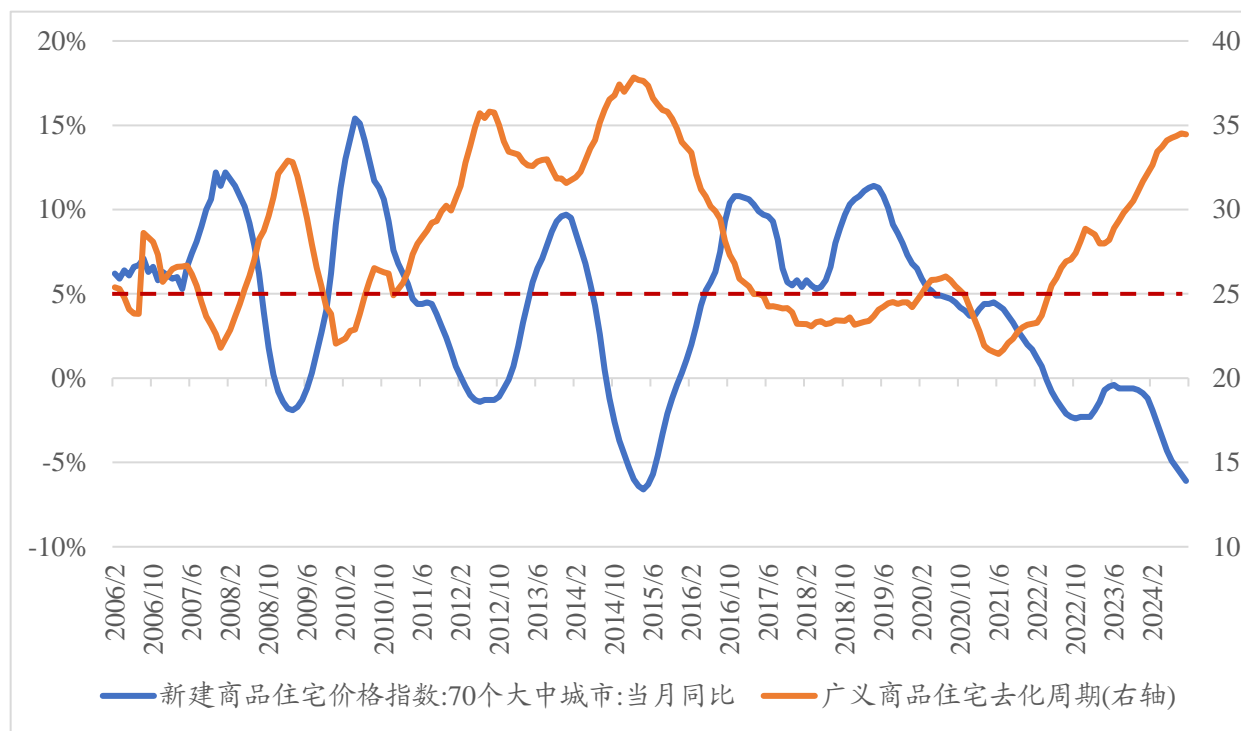
百城租金收益率仍显著低于LPR利率



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。商品住宅去化周期小于25个月时，往往足以推动房价回升。根据当前库存规模及年化销售面积测算，地产销售存在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。
- 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。

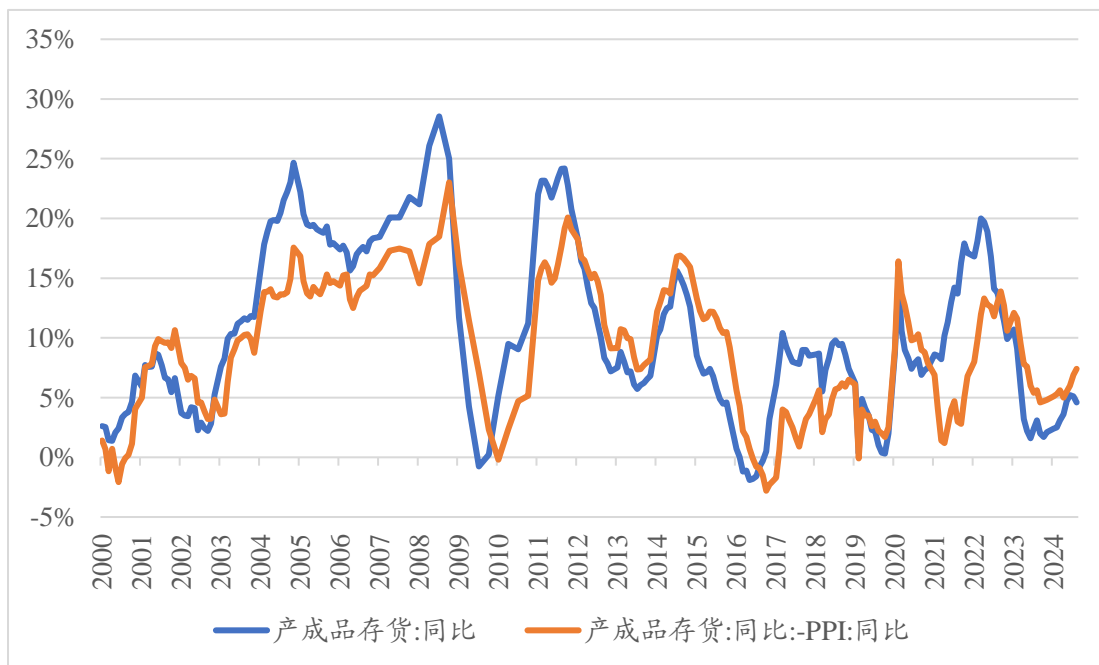
去化周期小于25个月时，往往足以支撑房价反弹（右轴单位：月）



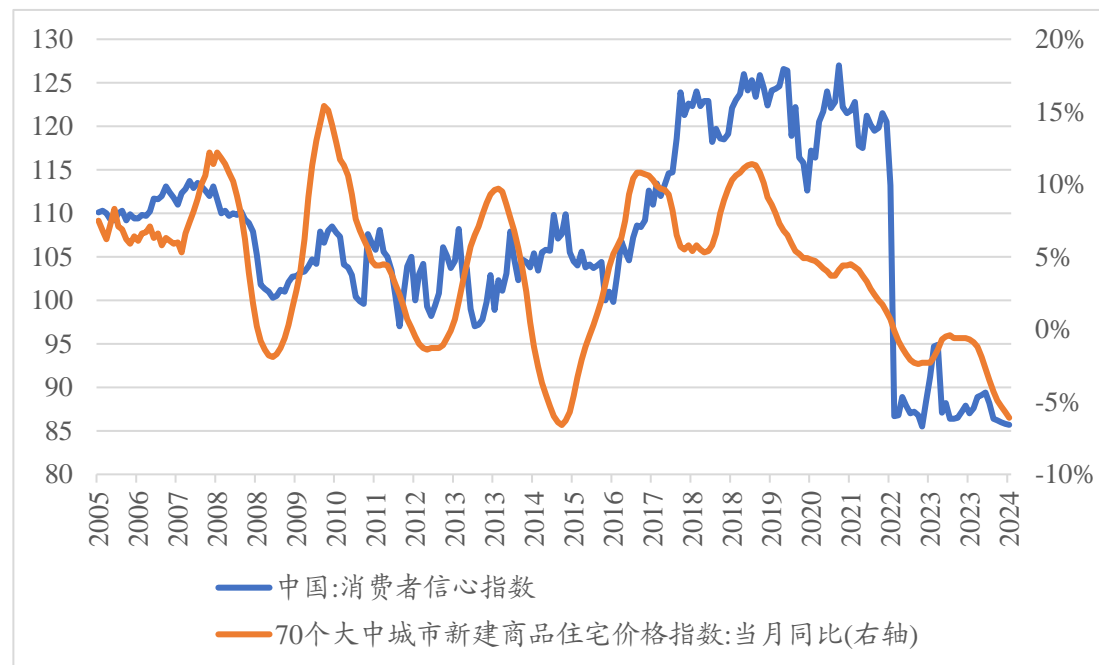
资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **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等。另一方面，虽然名义库存仍处底部，但由于PPI持续负增，实际库存增速已经升至2000年以来的41%分位，后续补库空间已经较为有限。
- **消费：等待房价企稳。**房价涨跌通过财富效应影响居民消费倾向。
- **出口：维持高位，边际改善空间或有限。**后文分析中，我们认为2025年美国经济仍有望保持强韧性，但相较2024年或难有较大边际改善，同时可能受到关税影响。

名义库存增速及实际库存增速走势



消费者信心受房价影响较大



02

新格局： 逆全球化时代下的投资机会

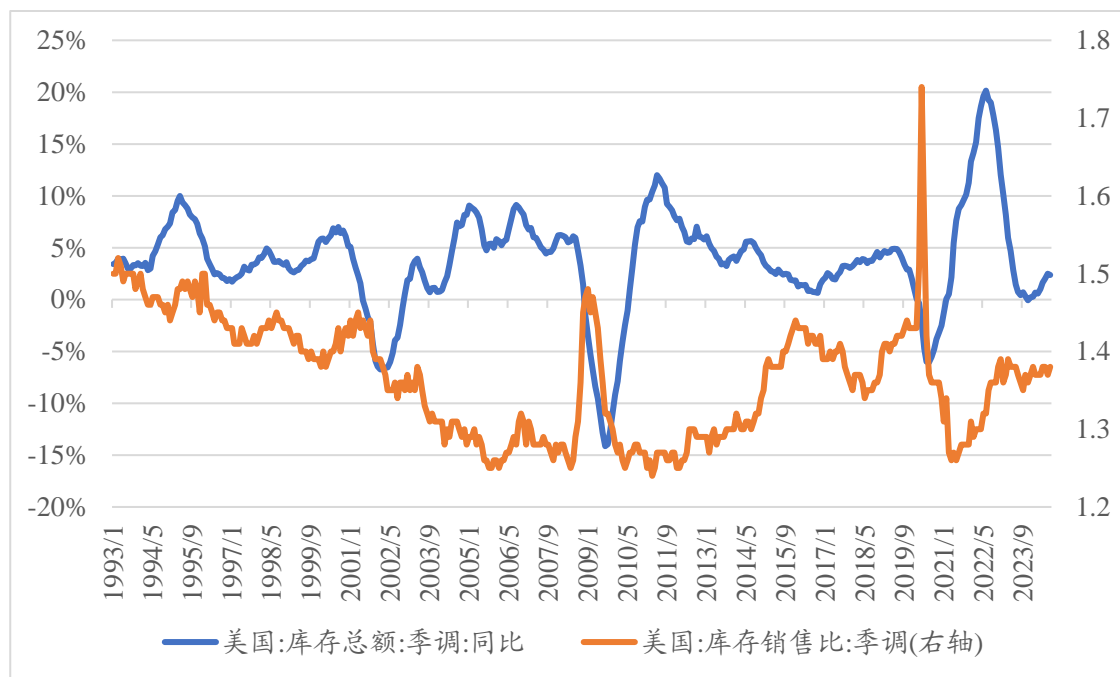
2.1

美国经济表现及政策路径

制造业：补库弹性有限，高利率制约下或维持筑底走势

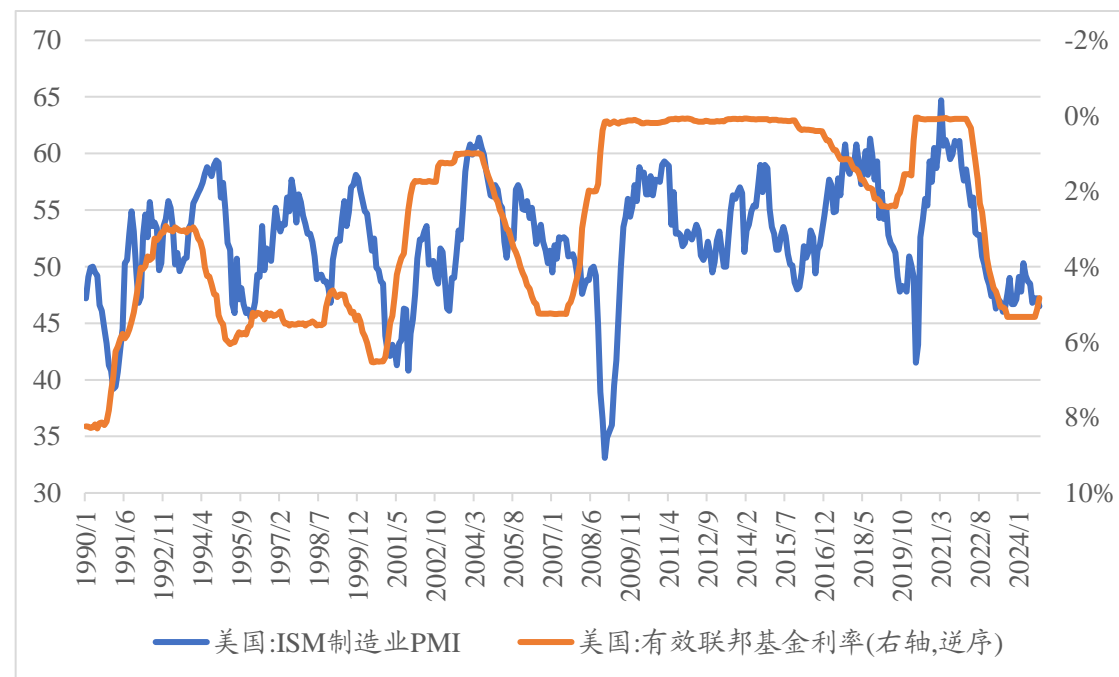
- **补库空间**：当前虽库存增速上行幅度不大，但受制于高利率下的需求不足，库存销售比位于近年来相对高位，指向未来进一步补库的空间或有限
- **降息节奏**：我们认为2025年通胀下行存在一定阻力，这指向美联储降息节奏可能偏缓，从而进一步制约制造业的需求复苏。

美国库存总额及库销比走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

由降息传导至制造业景气改善需要时间

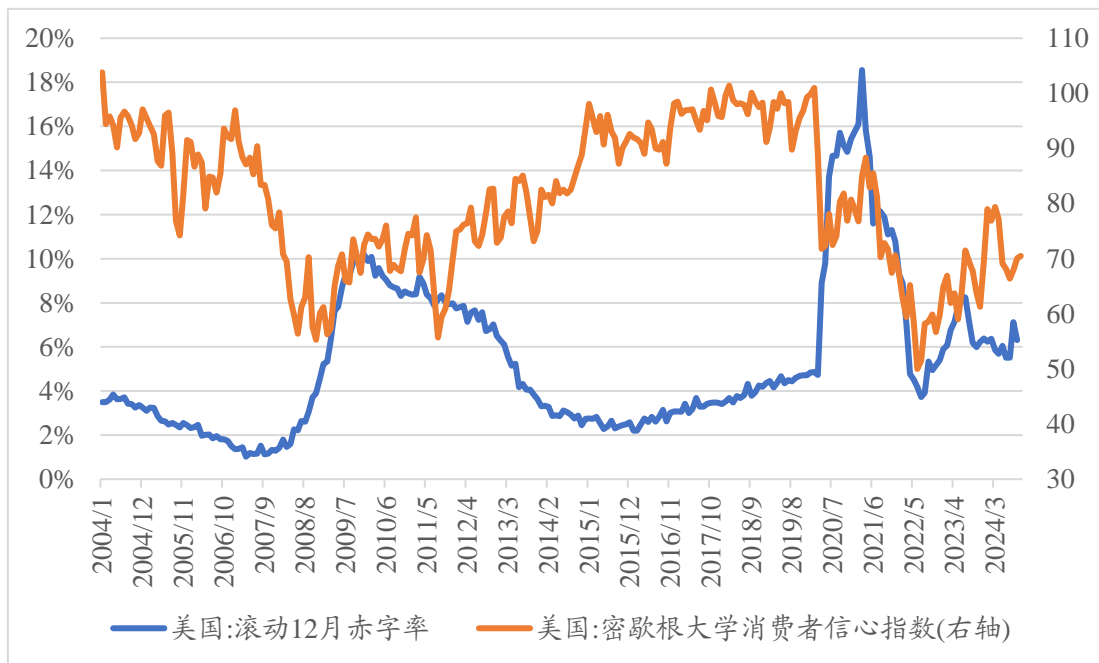


资料来源：Wind，浙商证券研究所

消费：财政扩张有望继续支撑消费韧性

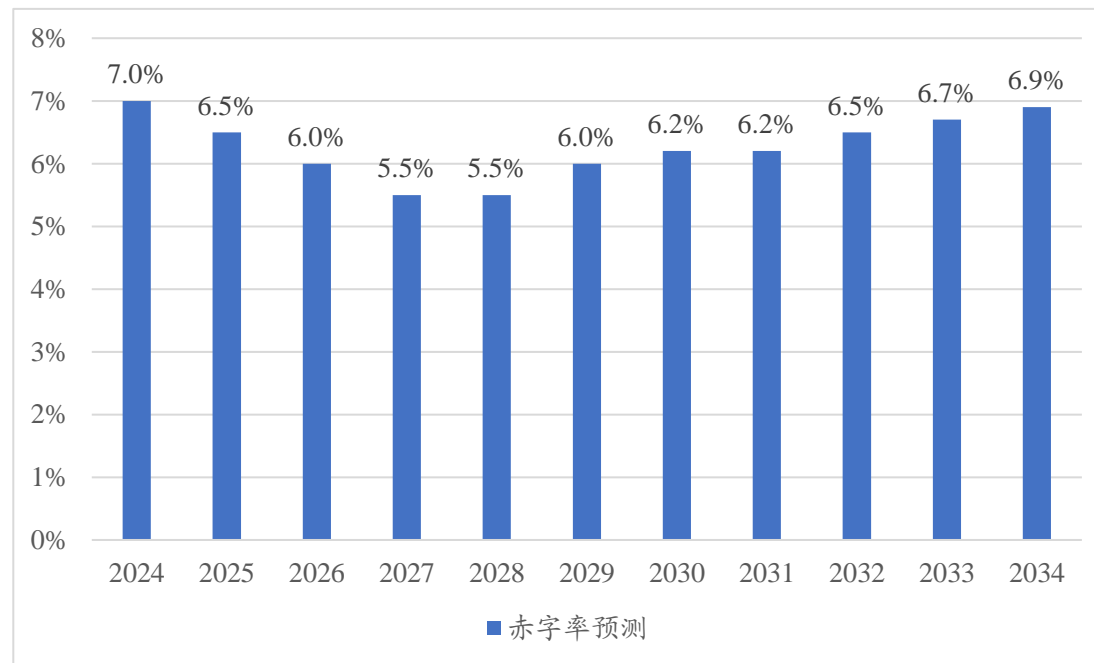
- **当前节奏：**根据CBO(美国国会预算办公室)预测，2025年美国赤字率仍将达6.5%的高水平；根据CRFB（美国联邦预算问责委员会）中性预测下，特朗普的经济政策可能在10年内给美国增加7.8万亿美元债务，我们测算显示约导致未来10年的赤字率中枢抬升2.1%。
- **边际变化：**若2025年无增量政策落地，则美国消费或在韧性中小幅放缓；若新任总统迅速兑现竞选承诺，则美国消费有望继续维持强劲表现。

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

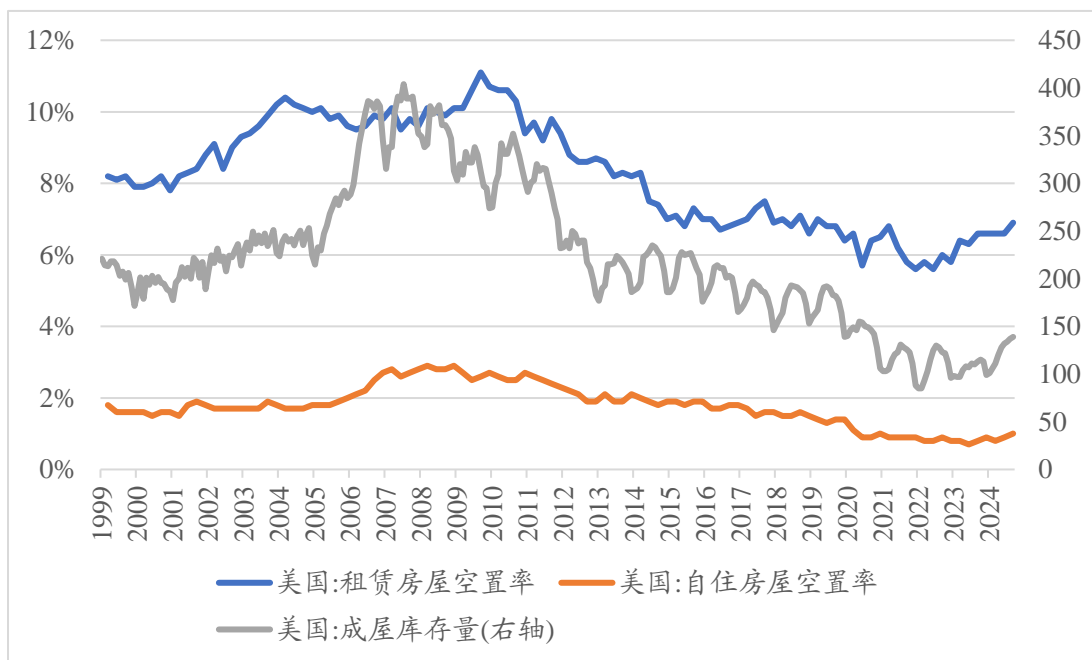
CBO对未来10年美国赤字率的预测



资料来源：CBO，浙商证券研究所

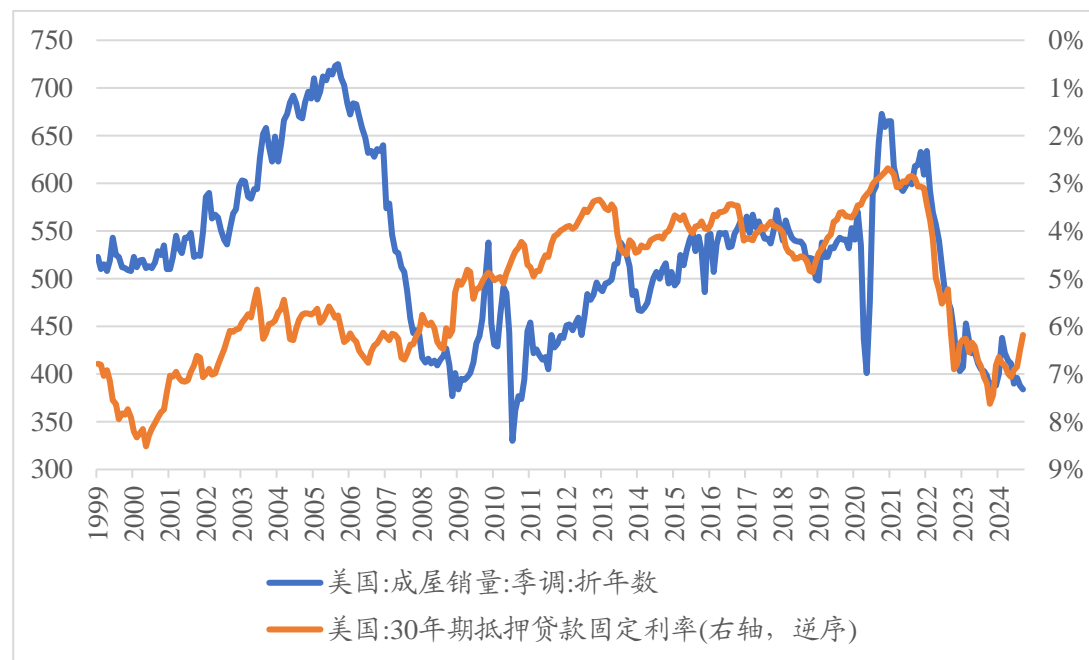
- **房地产：低库存下景气有望复苏，但高利率制约向上弹性。**当前美国房地产市场整体供给有限，但同时新增移民等群体存在刚性住房需求，景气复苏的确定性或相对较强。不过，房地产为利率敏感部门，我们判断2025年美国降息空间可能相对有限，这意味着地产周期向上弹性可能受限。
- **综合来看，结合我们对美国各经济分项的展望，2025年美国在财政扩张的支撑下有望继续维持稳健表现，但可能缺乏向上弹性。**

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

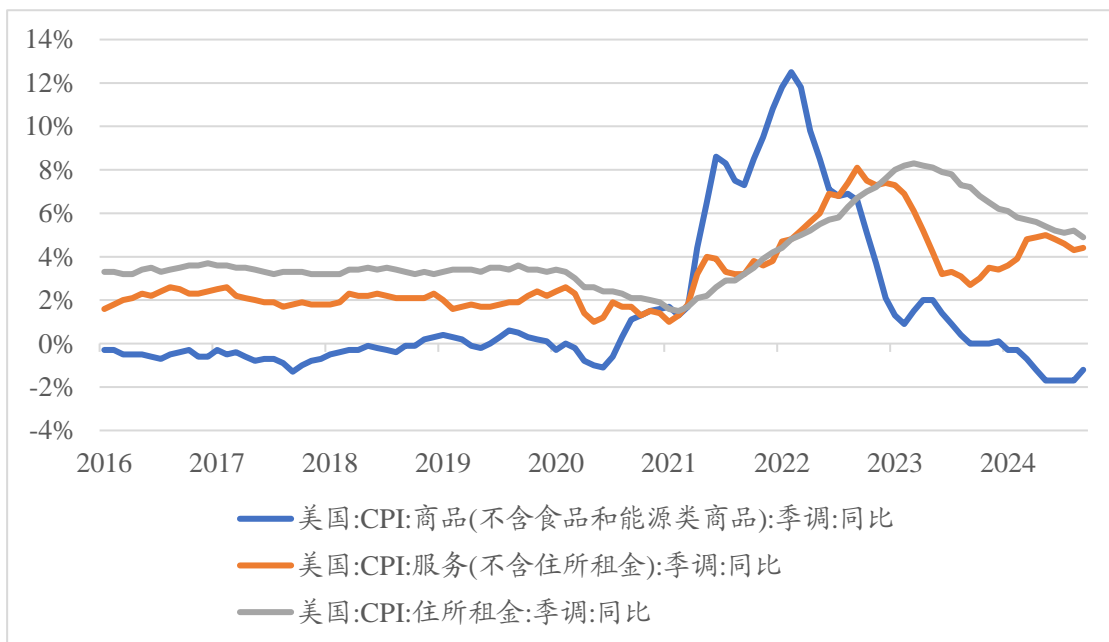
美国成屋销量与利率水平显著负相关（左轴单位：万套）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

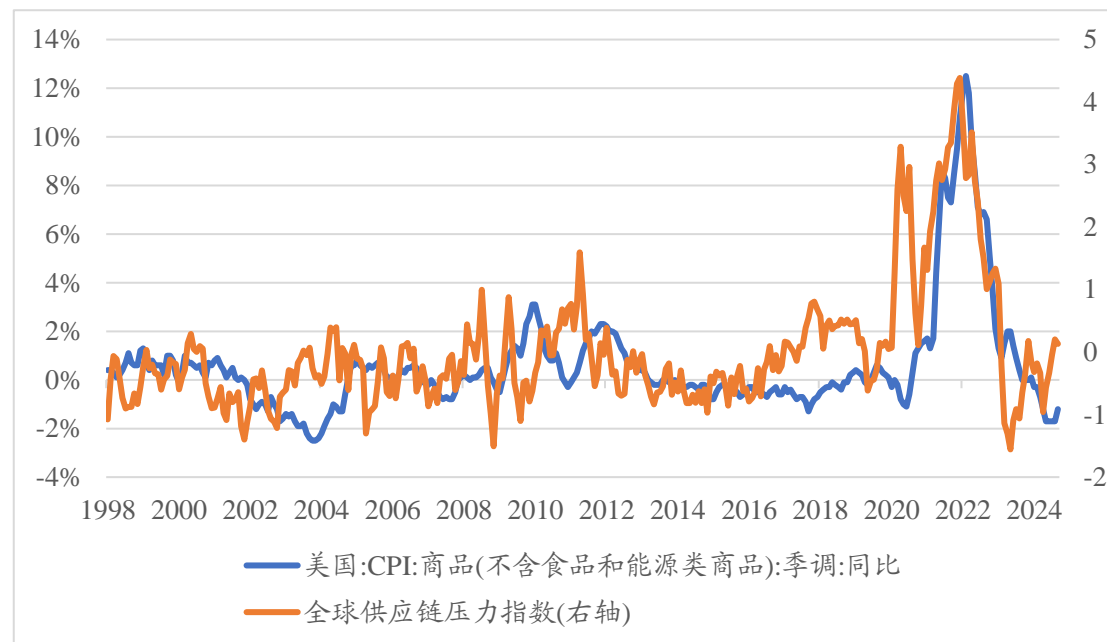
- 当前，美国核心商品通胀已经较低，租金通胀持续回落但仍处高位，而非住房服务通胀的下行速度仍较为缓慢。
- **核心商品通胀可控，但可能受关税影响。**核心商品通胀整体与供应链压力相关，当前地缘政治冲突趋于缓和，若不发生黑天鹅事件，则未来核心商品通胀整体可控，但也需注意可能的关税影响。

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

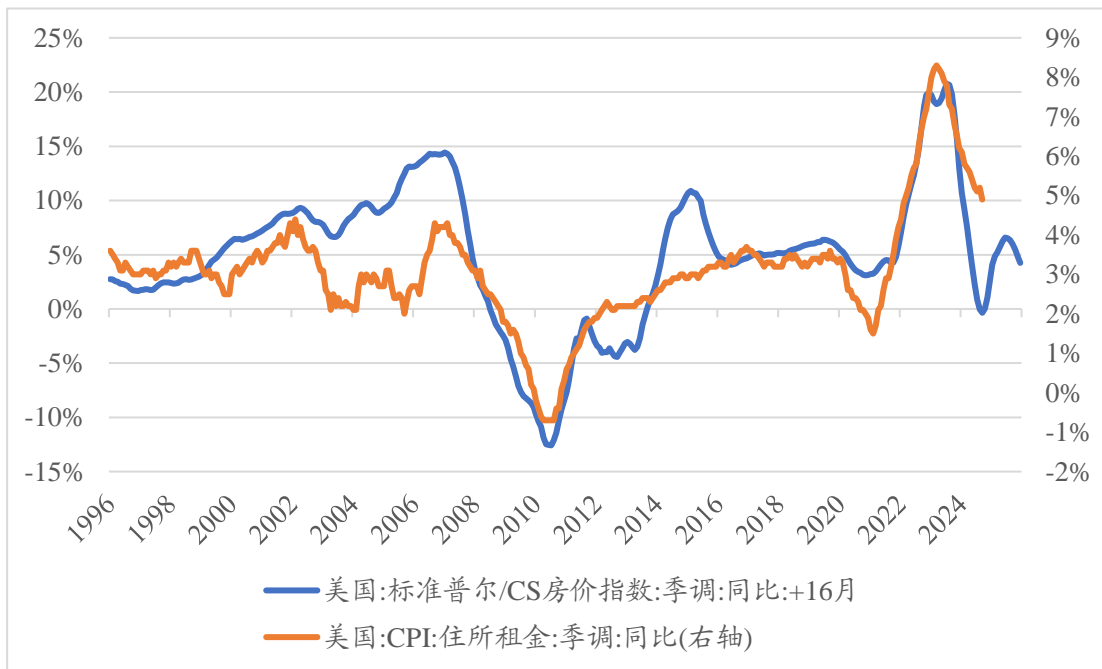
核心商品通胀与供应链压力相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

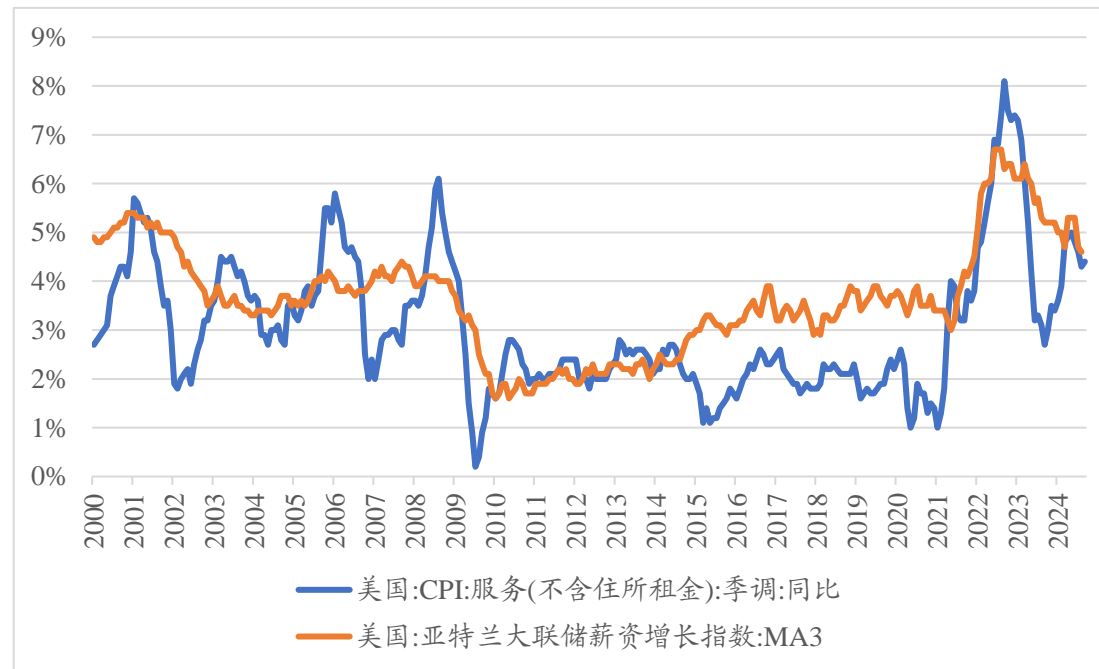
- **2025H1租金通胀存上行压力。** 租金通胀滞后于房价，近期房价走势指向2025上半年租金通胀存在上行压力。
- **非住房服务通胀下行速度或较慢。** 非住房服务通胀与薪资增长相关性较强，在财政支撑消费的背景下，薪资增速或有韧性。
- **综合来看，2025上半年的再通胀风险不容忽视，而若美国财政扩张力度超预期，则再通胀的风险将进一步强化，而这意味着美联储的降息节奏可能放缓。**

房价领先于租金通胀



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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，在特朗普当选美国总统后，当前降息预期调整较为剧烈，市场预期2025年全年降息2次，降息时间点分别在3月、6月。中性预测下，我们认为，2025H1租金通胀可能持续走高，这意味着第二季度的通胀压力较大，后续通胀压力相对缓解，降息可能在一季度、三季度、四季度各进行一次。
- 不过，若特朗普的减税、限制移民、加征关税等政策快速兑现，则通胀存在失控风险，全年降息次数可能进一步减少。

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7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
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	98.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	70.8%	28.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	29.2%	53.6%	16.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	20.0%	45.8%	28.6%	5.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	7.8%	29.8%	39.2%	19.8%	3.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	3.7%	18.2%	34.3%	30.1%	12.0%	1.8%
2025/7/30	0.0%	0.8%	6.8%	21.7%	33.3%	26.1%	9.8%	1.4%
2025/9/17	0.2%	2.2%	10.1%	24.2%	31.8%	22.5%	7.9%	1.1%
2025/10/29	0.5%	3.3%	12.1%	25.3%	30.5%	20.5%	7.0%	0.9%
2025/12/10	0.8%	4.2%	13.4%	25.8%	29.4%	19.1%	6.4%	0.8%

资料来源：CME FedWatch, 浙商证券研究所

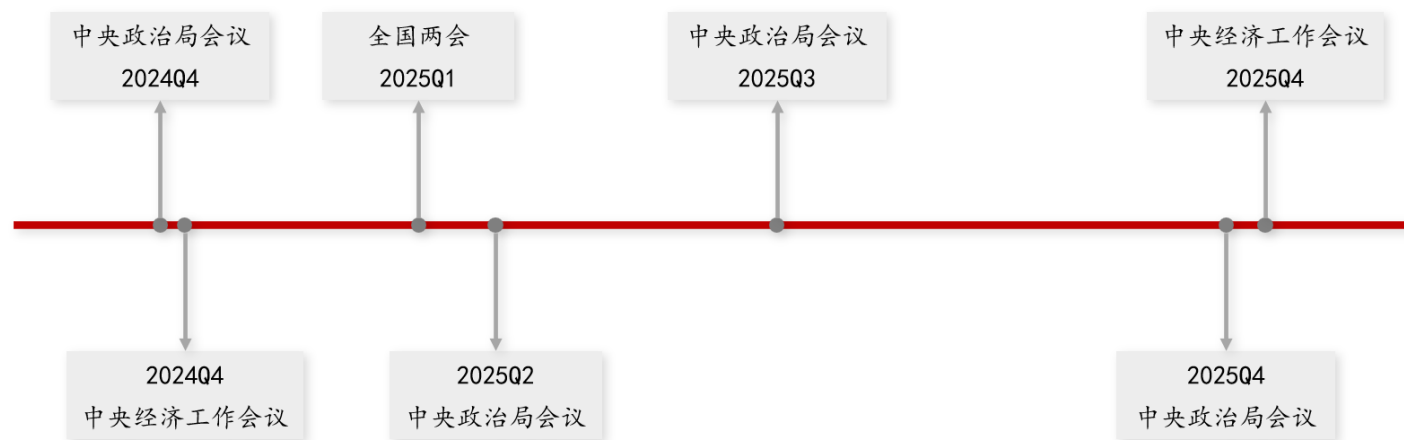
2.2

2025年A股研判

2.1 大势研判：全年中枢脉冲式抬升，重视关键政策节点

- **2025：强预期弱现实，上行催化看财政。**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未缓解、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。
- 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，重点关注全国两会，政治局会议及中央经济工作会议中释放的政策信号。

重要会议预计时间轴

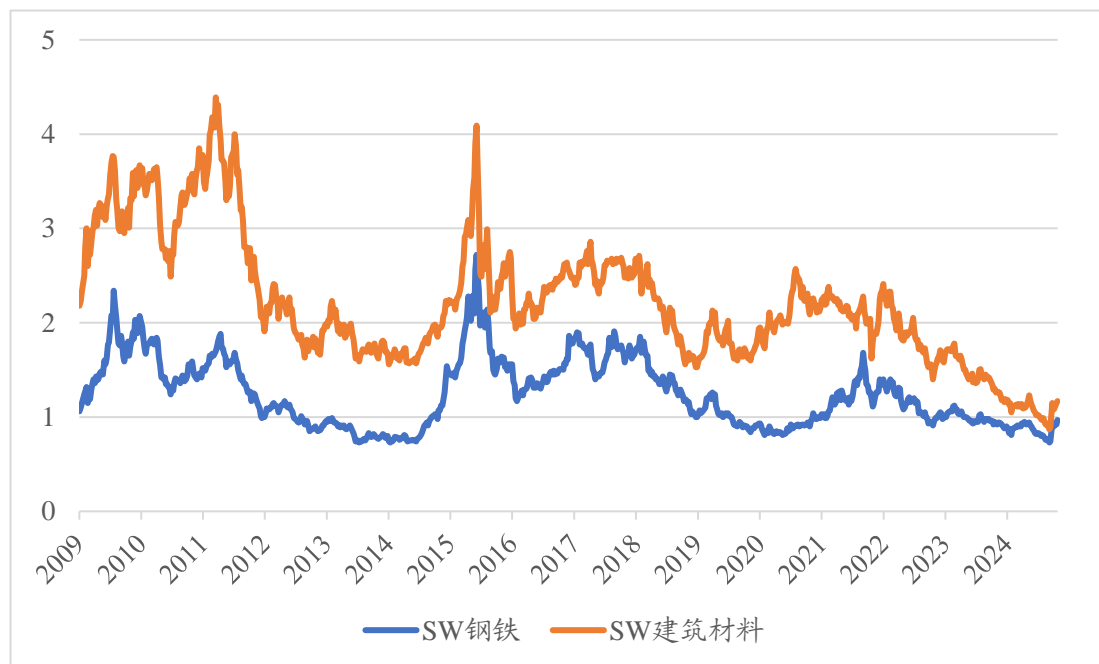


资料来源：浙商证券研究所

2.2 行业配置三主线：地产链预期修复

- **地产链：关注建材、钢铁。**我们认为，后续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。因此，即便经济现实尚未企稳，市场或也将持续维持强预期状态。
- 在此背景下，一方面当前钢铁及建材行业的PB估值仍然仅位于2009年以来的29.5%、4.7%分位，市场预期不高；另一方面在政策支持下，钢铁及建材行业均存在并购重组和产能退出的空间，供需格局有望逐步反转。

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

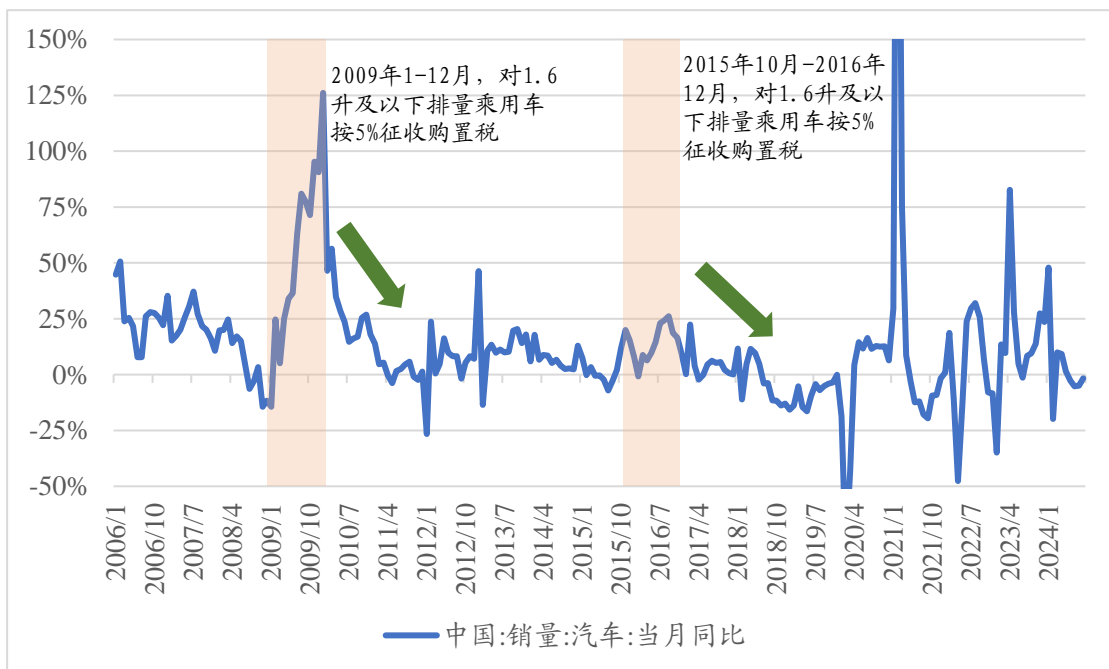
近期钢铁、水泥产品价格触底反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

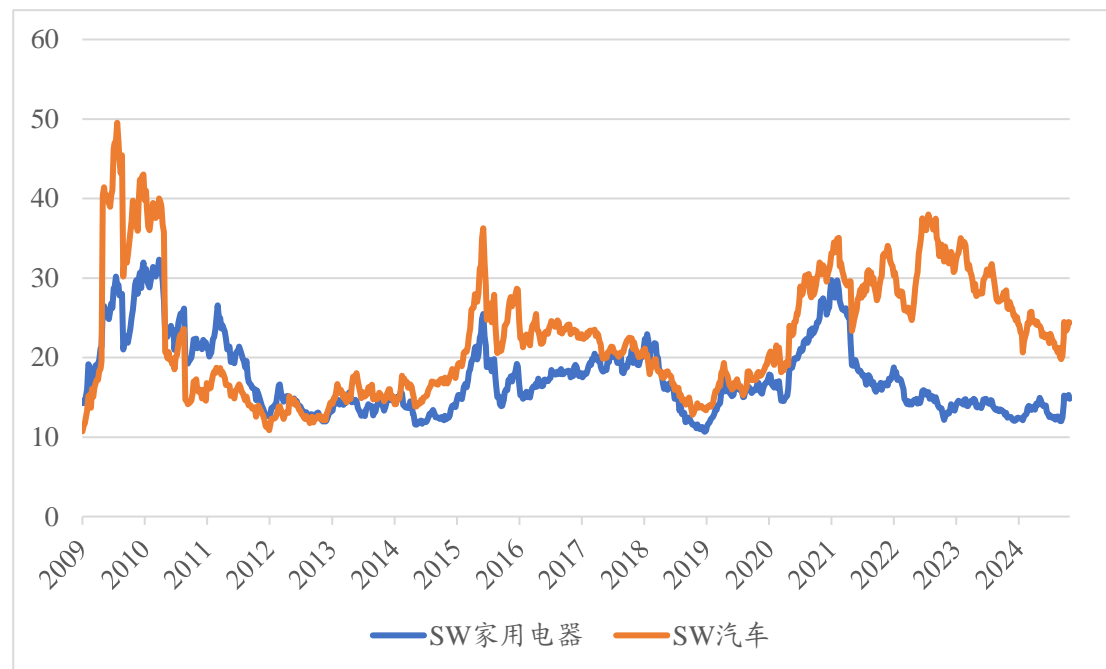
- **消费：关注汽车、家电一季度脉冲机会。**汽车、家电作为产业链较长的大宗消费品，往往会成为逆周期调节的重要抓手，我们认为2025年以旧换新等补贴政策有望延续，从而刺激汽车及家电行业的需求改善。
- 不过，一方面，补贴政策更多带来的是消费需求前置，而非创造增量需求，需求短期扩张后可能意味着后续一段时间的需求收缩；另一方面，当前市场预期已经较高，汽车、家电的PE估值分别位于2009年以来的65.7%及37.3%分位。

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

申万汽车及家用电器指数PETTM估值走势

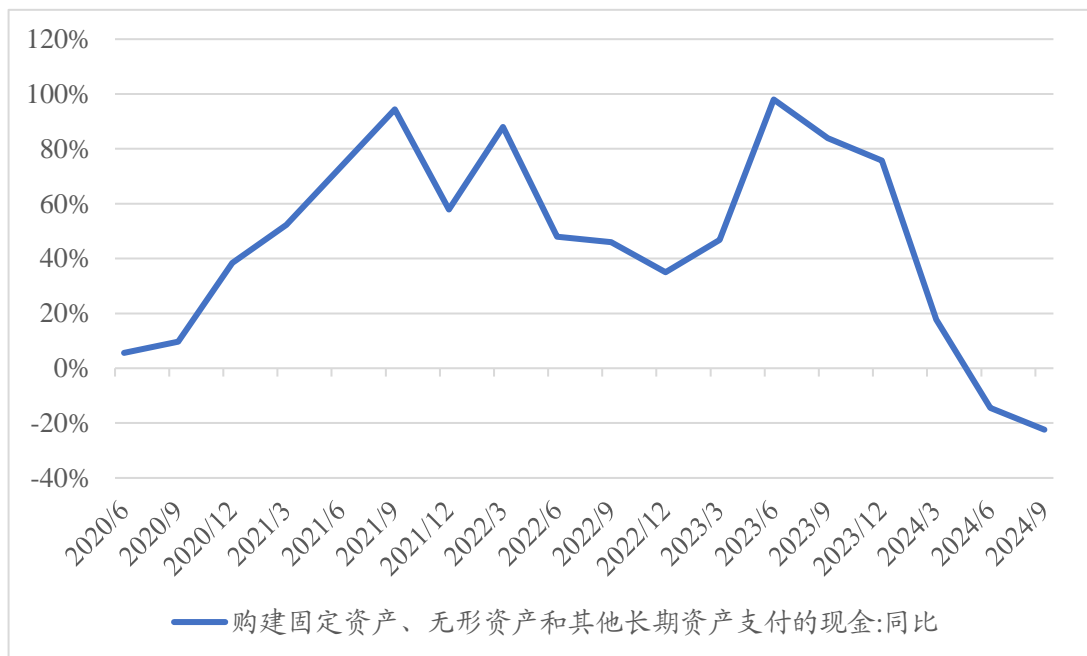


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 行业配置三主线：新能源困境反转

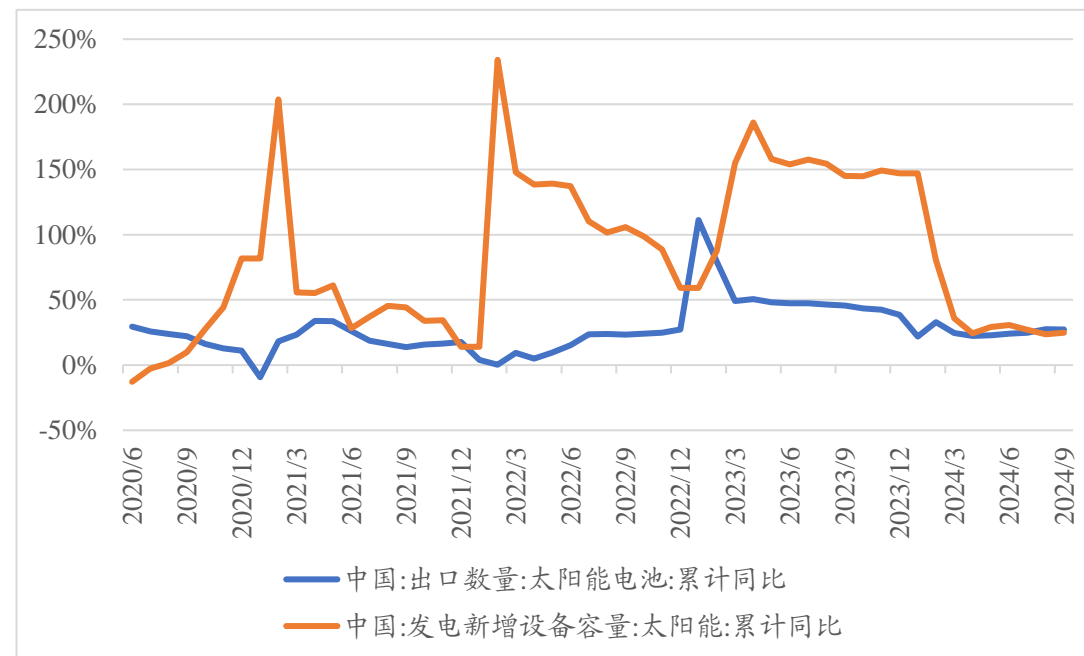
- **新能源困境反转：重点关注光伏。**
- **供给端：**光伏行业产能扩张速度在2023年6月达到阶段高点后持续下滑，2024Q2开始已进入负增长阶段。另外，近期中国光伏行业协会组织座谈会，与会企业就“防止内卷式恶性竞争，畅通落后低效产能退出渠道”达成共识，光伏行业供给出清有望持续。
- **需求端：**从国内新增装机及出口增速来看，虽然基数走高后增速中枢整体下移，但海内外终端需求均仍有20%-30%的增长，维持强劲走势。

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

光伏行业下游需求维持较快增长

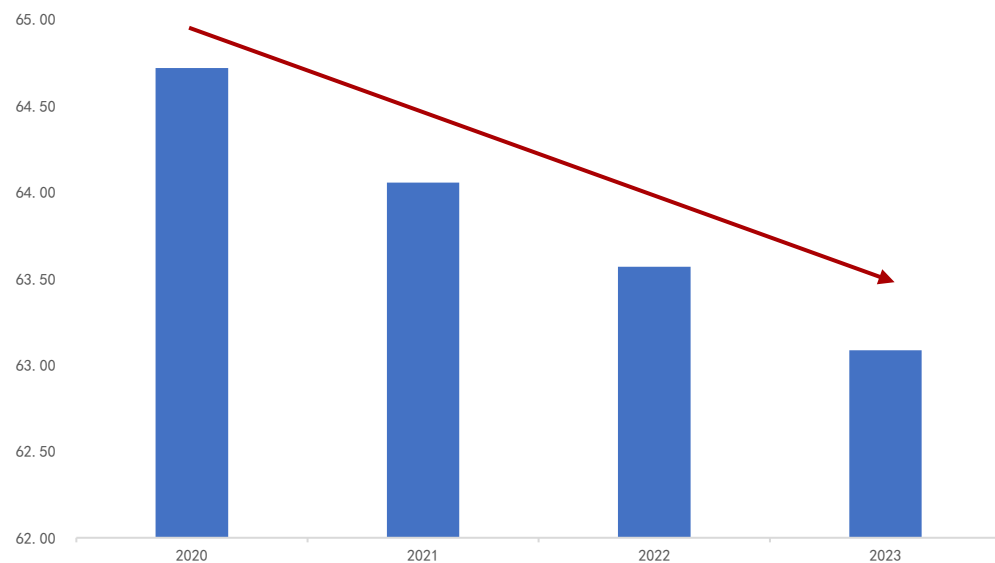


资料来源：Wind，浙商证券研究所

消费者信心核心驱动因素：就业疲软信心下降

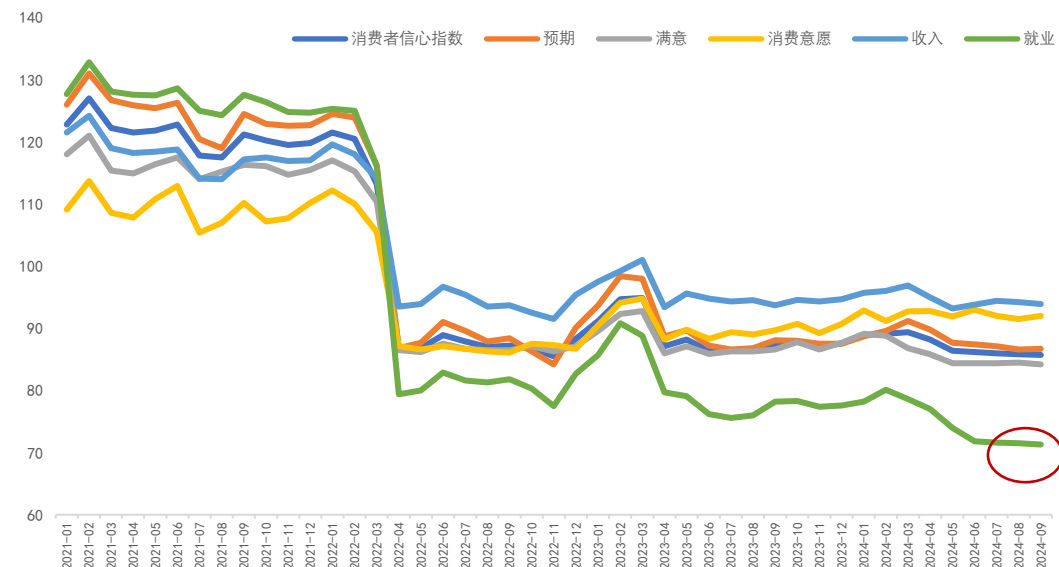
- **就业数据疲软**：2020年以来我国就业率持续下滑，从64.72%下降至63.09%，疲软态势明显。
- **消费者信心指数处于历史底部**：中国消费者信心指数9月最新录得85.70，环比仍有下降，处于2021年以来历史底部，消费者整体信心不足。分项来看，就业项最新录得71.3，大幅拖累指数表现。
- **展望2025**：若就业率未得到较大改善，短期内消费结构调整趋势或将延续。

就业率 (%)



资料来源：Wind，国际劳工组织，浙商证券研究所

中国消费者信心指数



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

- 总体上，弱需求下，消费频次决定品类消费规模。
- 消费收缩类：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。
- 消费扩张类：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。

消费支出变化原因占比 (%)

消费品类			教育	保健	旅行	家电	烟酒	消费电子
支出变化	消费变化原因	平均	消费扩张类			消费收缩类		
上升	频率	22	28	25	20	20	24	19
	价格	17	16	17	12	16	20	16
	渠道	17	15	20	10	18	17	20
	物价	13	12	9	9	11	13	11
下降	频率	21	27	21	19	21	19	21
	价格	17	20	17	22	12	12	13
	渠道	16	15	9	14	12	11	13
	物价	11	8	12	7	8	9	8

资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所，1) 计算公式：消费者选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

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	30	19	21	15	2.1
非运动类衣着	35	35	15	19	15	1.6
个人/家庭护理	28	43	14	15	14	1.4
宠物	34	45	12	12	13	1.4
文化娱乐	34	33	11	11	12	2.6
医疗服务	25	47	22	22	10	0.5
日常出行	22	51	10	10	9	0.8
医美	33	31	7	10	8	-1.5
家电/家具	25	31	10	25	-6	-0.1
白酒	20	38	34	34	-14	-2.2
消费电子	20	38	14	14	-14	-1.8

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

消费需求不足下哪些板块有望逆势突围？

- **寻找消费扩张：**总体上，消费需求不足长期趋势已成，弱需求逻辑短期难以扭转，结构分化下利好消费扩张的教育、文旅、保健板块。
- **消费扩张板块优势明显：**消费需求下降过程中，受益于消费者支出意愿增强，教育、文旅、保健等细分板块表现持续优于消费指数，板块内超额收益明显。
- **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，未来在消费板块内细分领域中有望获得超额受益。

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	57	-22.55	0.00	-15.61
消费扩张	教育	17	-15.69	6.86	-8.74
	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：万得，浙商证券研究所

新质生产力——技术创新、生产要素创新性配置、促进产业深度转型升级的“先进生产力”

- 科技：人工智能、6G、光通信、算力网络、金融科技
- 制造：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
- 周期：氢能、新材料、绿色化转型、生物质能

近期政策或指导文件中涵盖的新质生产力（2023年12月27日以来）

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，浙商证券研究所整理

产业转型面临哪些挑战？

- 技术创新、政策支持、人才培养、市场培育
- 总体上，软件技术创新难度小于硬件，生化环材相关领域的技术壁垒最高、且试验周期长
- 政策支持和有效落地是产业转型面临的普遍困难

出台政策对企业股价的影响几何？

- 低空经济、下一代互联网、智能网联汽车：其相关政策的转化落地在股票收益中得以体现

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的涨跌幅
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

政策支持下哪些新质生产力将快速发展？

- 寻找预期差：产业转型较为乐观、有增量政策支撑，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，发展速度有望领先于其他行业。

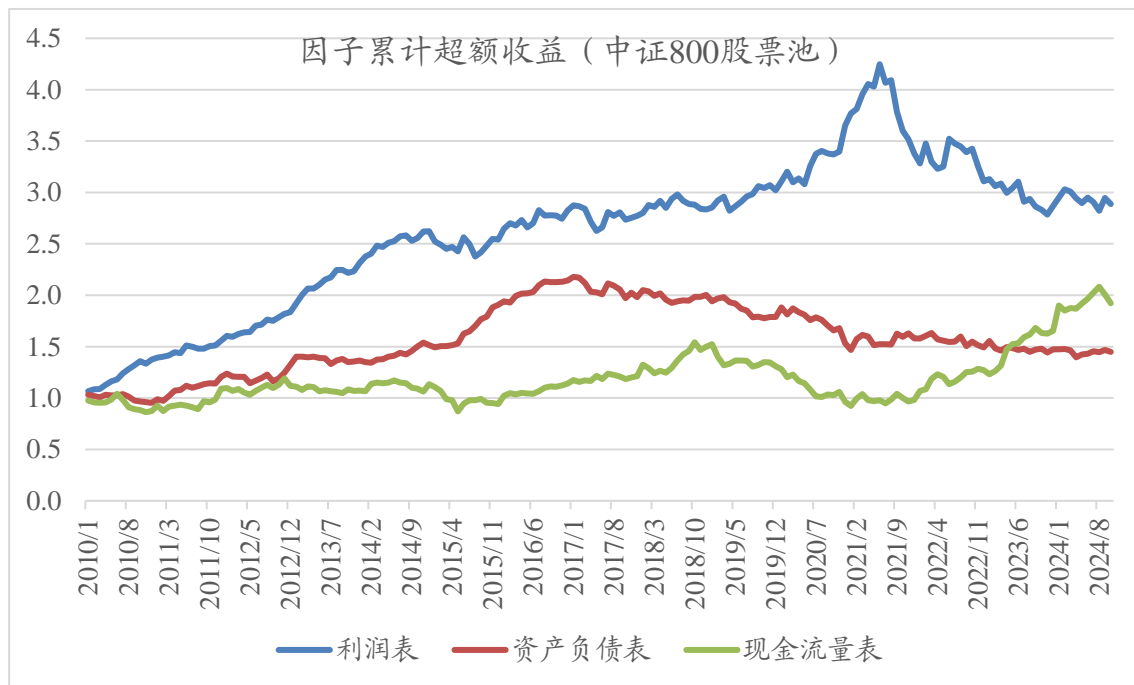
今年来新质生产力相关企业的股价表现、转型乐观程度、及预计政策支持

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 支撑强度	得分之和
人形机器人	54	13.25%	市场培育、人才供给	4	5	9
下一代互联网	283	31.31%	政策支持	3	5	8
智能网联汽车	119	31.64%	市场培育	5	3	8
华为产业链	205	38.89%	市场培育	4	4	8
低空经济	70	41.62%	政策支持	3	5	8
金融科技	48	60.12%	人才供给	4	4	8
绿色化转型	50	34.04%	市场培育、政策支持	3	4	7
光通信	23	55.84%	技术创新	3	3	6
数字出版	31	6.72%	政策支持	2	3	5
新兴材料	94	22.48%	技术创新、政策支持	2	1	3
氢能源	40	16.24%	技术创新	1	2	3
生物质能	19	13.22%	技术创新	1	1	2

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）

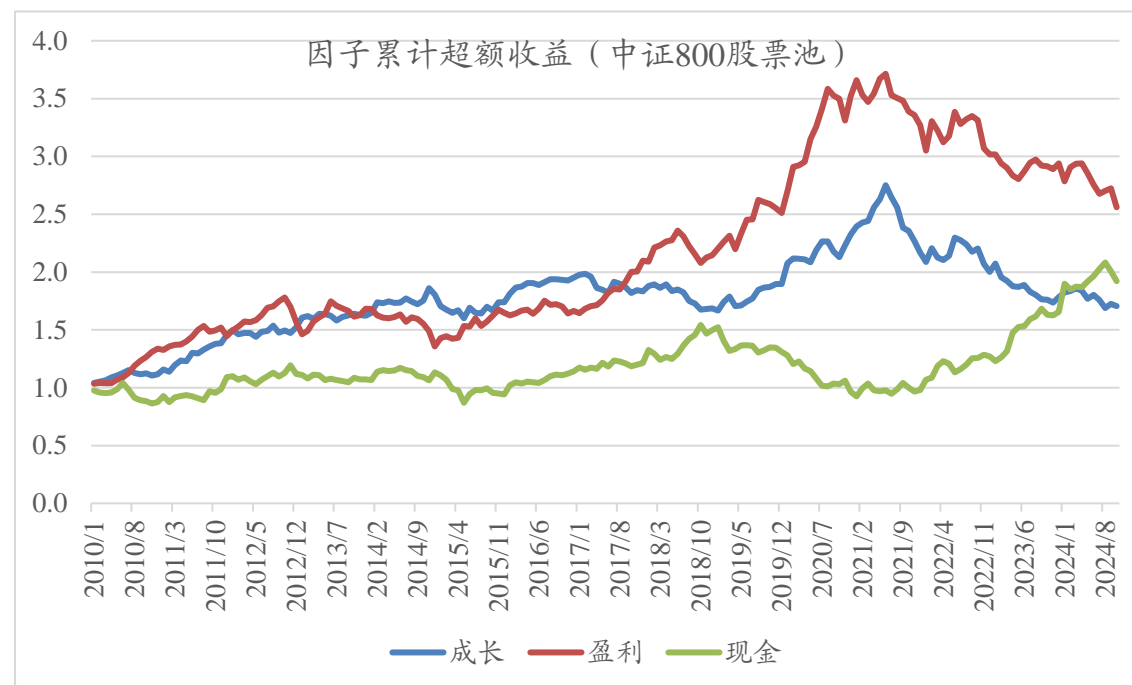
- **财报勾稽关系：**投资对应着未来盈利，盈利增厚所有者权益，经营水平决定盈利转化为现金的能力
- **企业生命周期：**前期资产负债表的扩张，营收的增加，盈利能力的提升，到稳定的现金创造能力和回报股东
- **因子投资范式：**盈利成长因子有效性衰减，现金创造和股东回报关注度提升

从聚焦利润表，到关注现金流量表



资料来源：Wind，浙商证券研究所

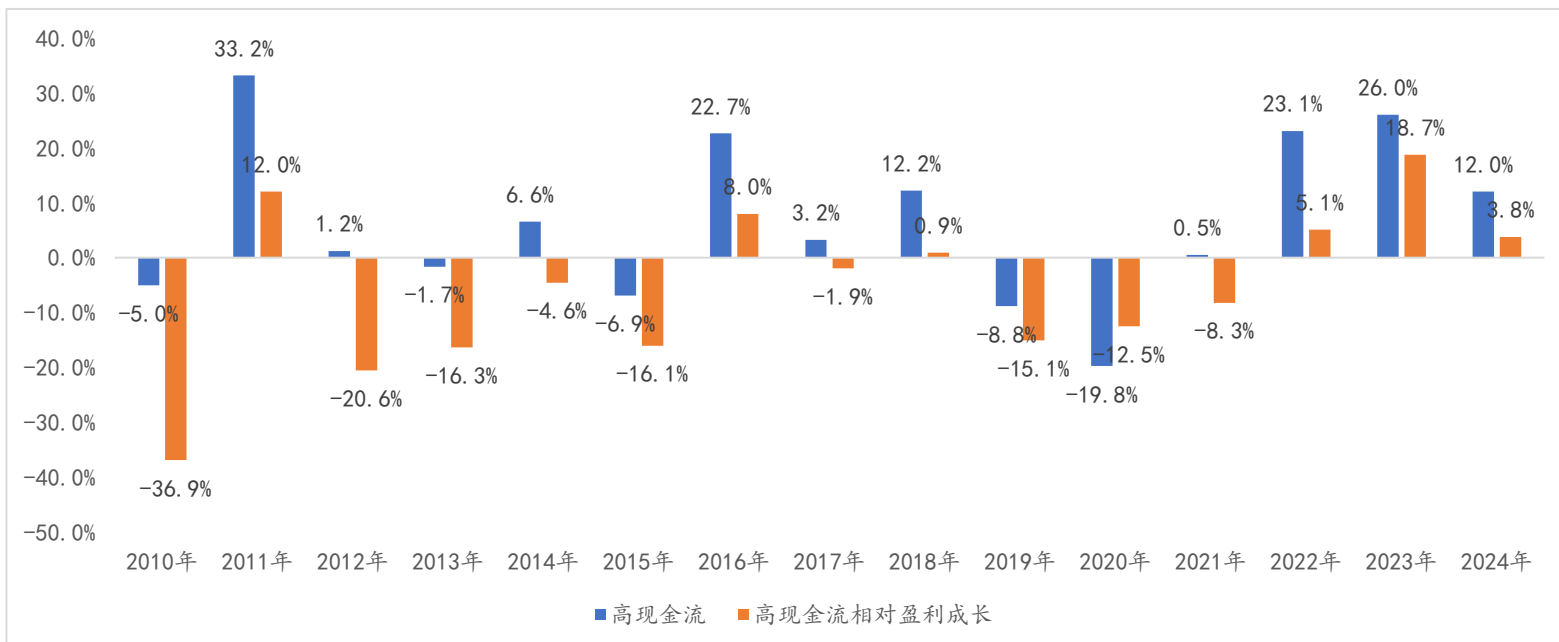
从偏好盈利成长，到现金创造能力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

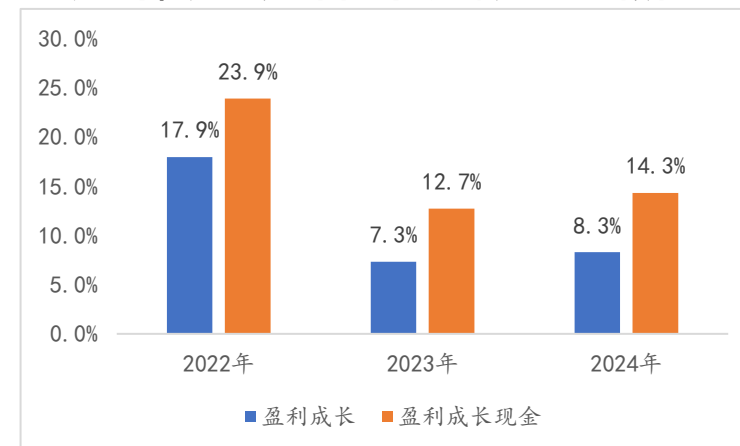
- 2011年：滞涨→筑底前期，超额33.2%
- 2016年：筑底后期→复苏，超额22.7%
- 2018年：滞涨→筑底前期，超额12.2%
- 2022-2024年：多数处筑底前/后期，平均超额20.4%

高现金流策略近年来超额收益较高，筑底期占优

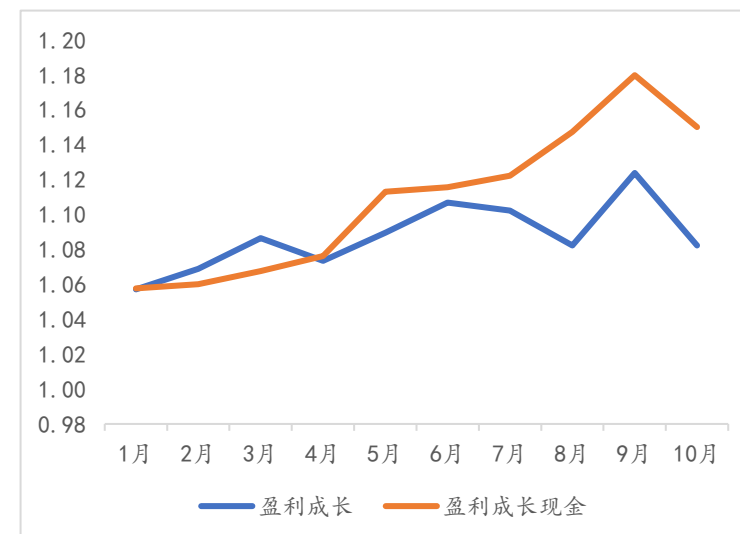


资料来源：Wind，浙商证券研究所

近3年，加入现金因子平均贡献5.8%超额收益



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

- 2025年继续看好高现金流策略
- 经营性现金流预测：从利润表和资产负债表选取指标，可实现较好的预测效果

(1) 平均R2, 61%

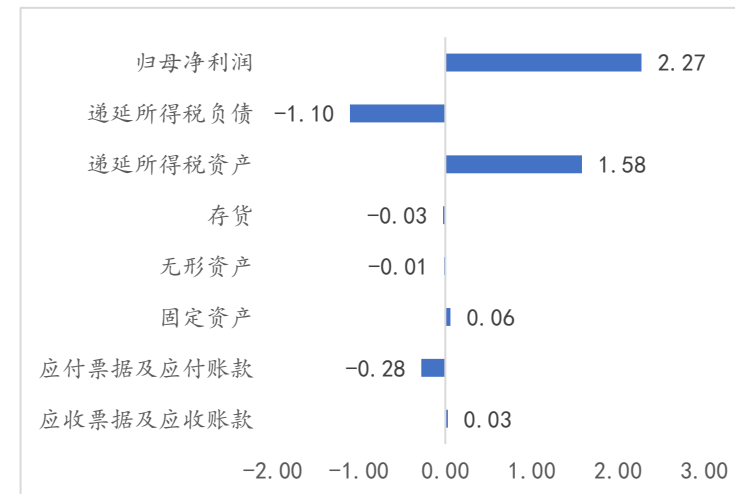
(2) 归母净利润、递延所得税资产负债、应付票据账款等

以贵州茅台为例，拆分其经营现金流构成

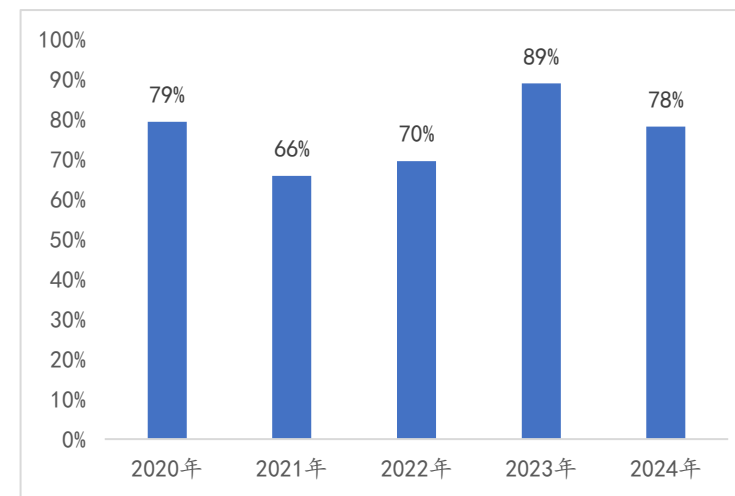
直接法	科目	数值	间接法	科目	数值
+	销售商品、提供劳务收到的现金	1637	+	净利润	775.21
+	收到的税费返还	0.02	+	减值、折旧、摊销、待摊费用、预提费用、损失、公允价值变动	18.94
+	收到其他与经营活动有关的现金	23.46	+	财务费用	0.13
-	购买商品、接受劳务支付的现金	110.29	+	投资损失	-0.34
-	支付给职工以及为职工支付的现金	138.45	+	递延所得税资产减少	-10.51
-	支付的各项税费	666.83	+	递延所得税负债增加	-0.84
-	支付其他与经营活动有关的现金	79.44	+	存货的减少	-76.11
-	经营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

数据来源：Wind，浙商证券研究；2023年年报

现金流预测变量回归系数(2023年预测2024Q3)



预测值与实际值相关性整体较高



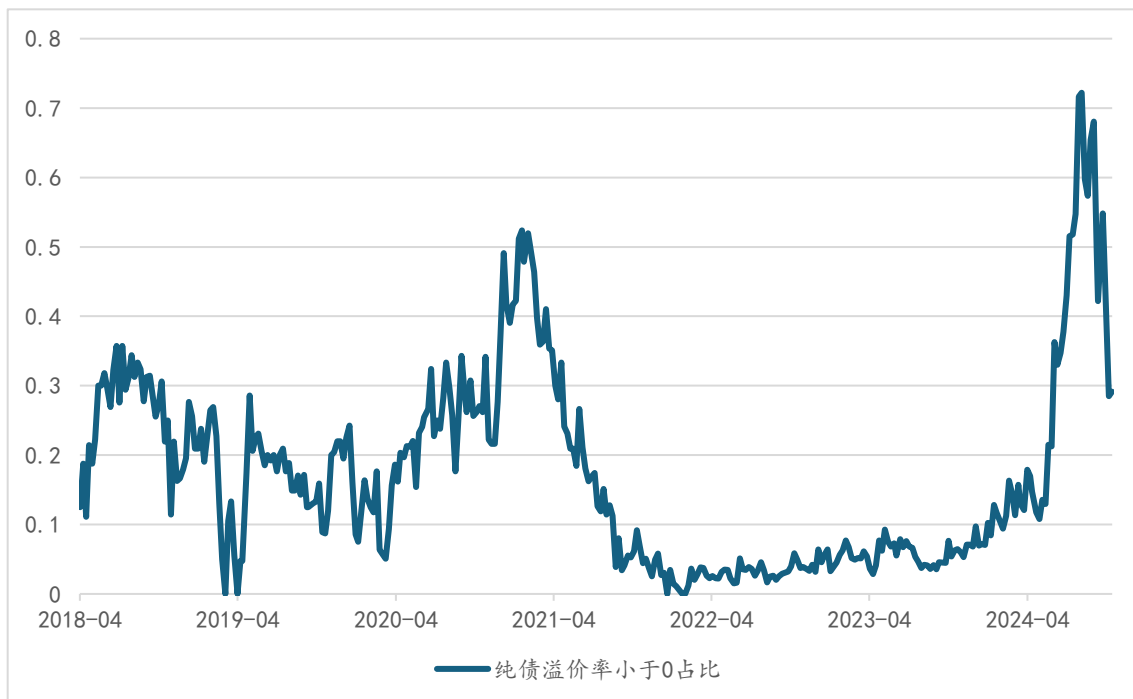
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3

2025年转债仍具吸引力

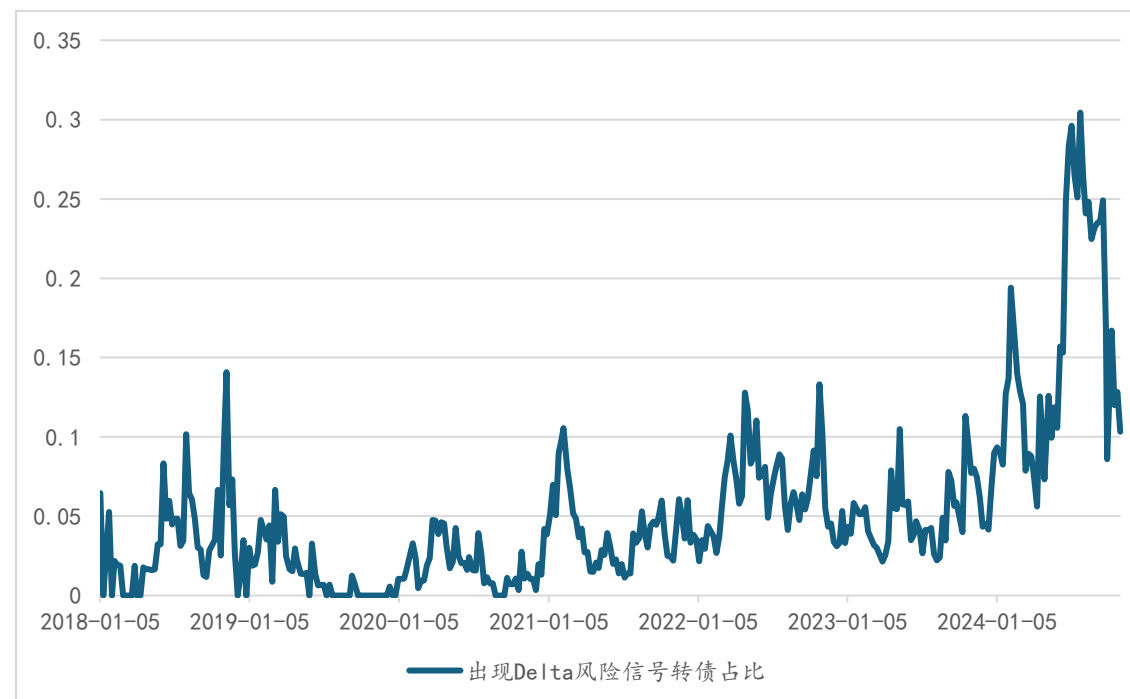
- **2024年转债核心行情——估值压缩：**跌破债底的转债占比最高超过70%，达到历史最高值
- **估值极致压缩原因：**
 - (1) 正股拖累：5月-9月股票市场调整；
 - (2) 面退风险：“国九条”指出“加大退市监管力度”，部分正股面临面退风险；
 - (3) 个券情绪：岭南转债、广汇转债个券信用风险暴露

2024转债出现极端低估情形



资料来源：Wind，浙商证券研究所

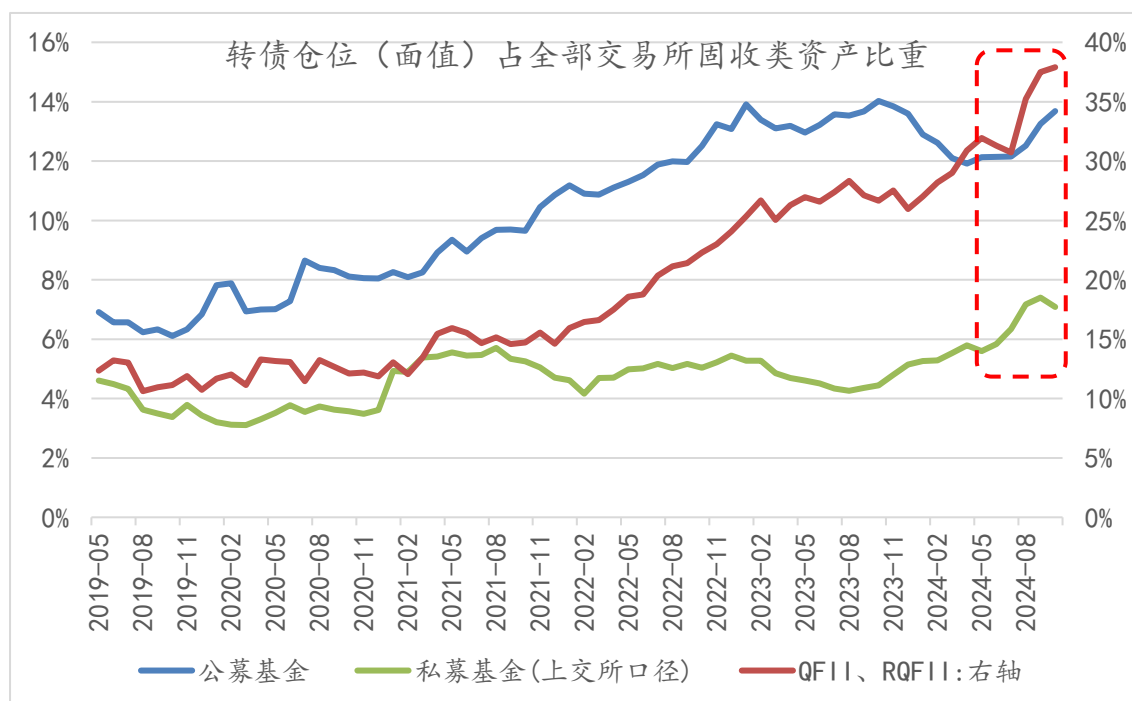
估值压缩期间出现风险信号的转债数量显著增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

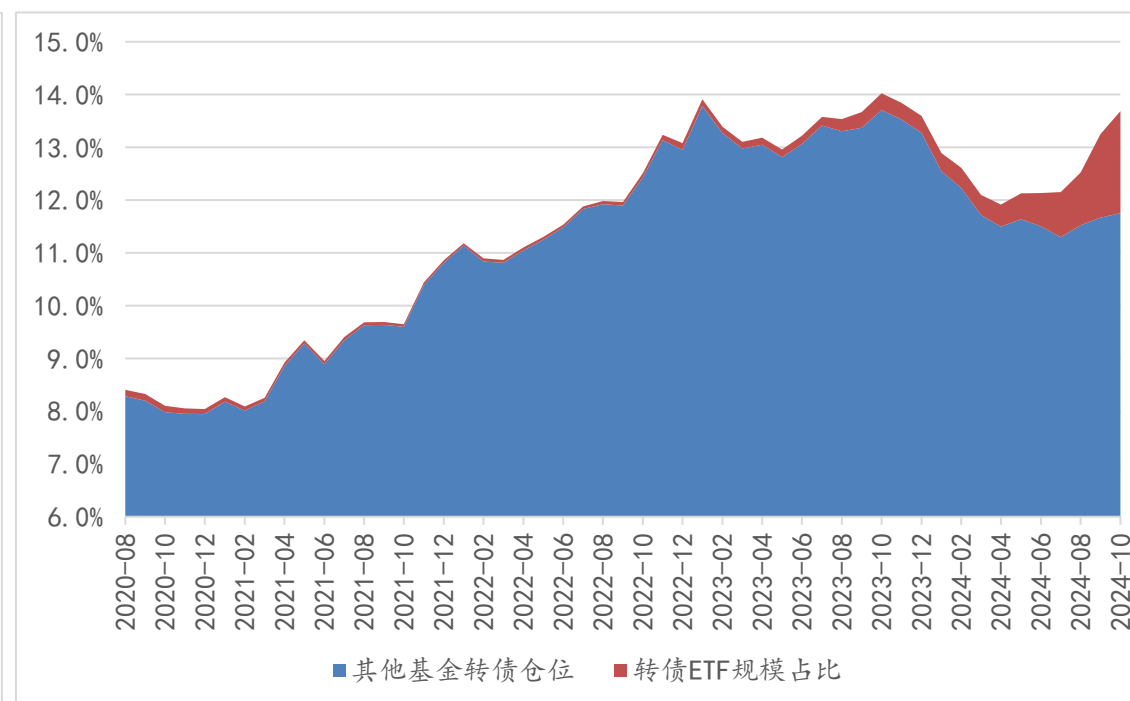
- **交易型资金逆势加仓：**转债估值收缩阶段，公募、私募、QFII、RQFII等交易型资金转债仓位逆势上升
- **公募持仓增加源自ETF：**本轮ETF规模增加本质是交易型资金加仓——ETF分散投资可对冲个券信用风险，因此是赚取估值修复收益的有力工具
- **公募ETF持有者以机构为主：**截至6月30日，两只ETF持有人中机构投资者占比分别为96.8%和97.0%

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

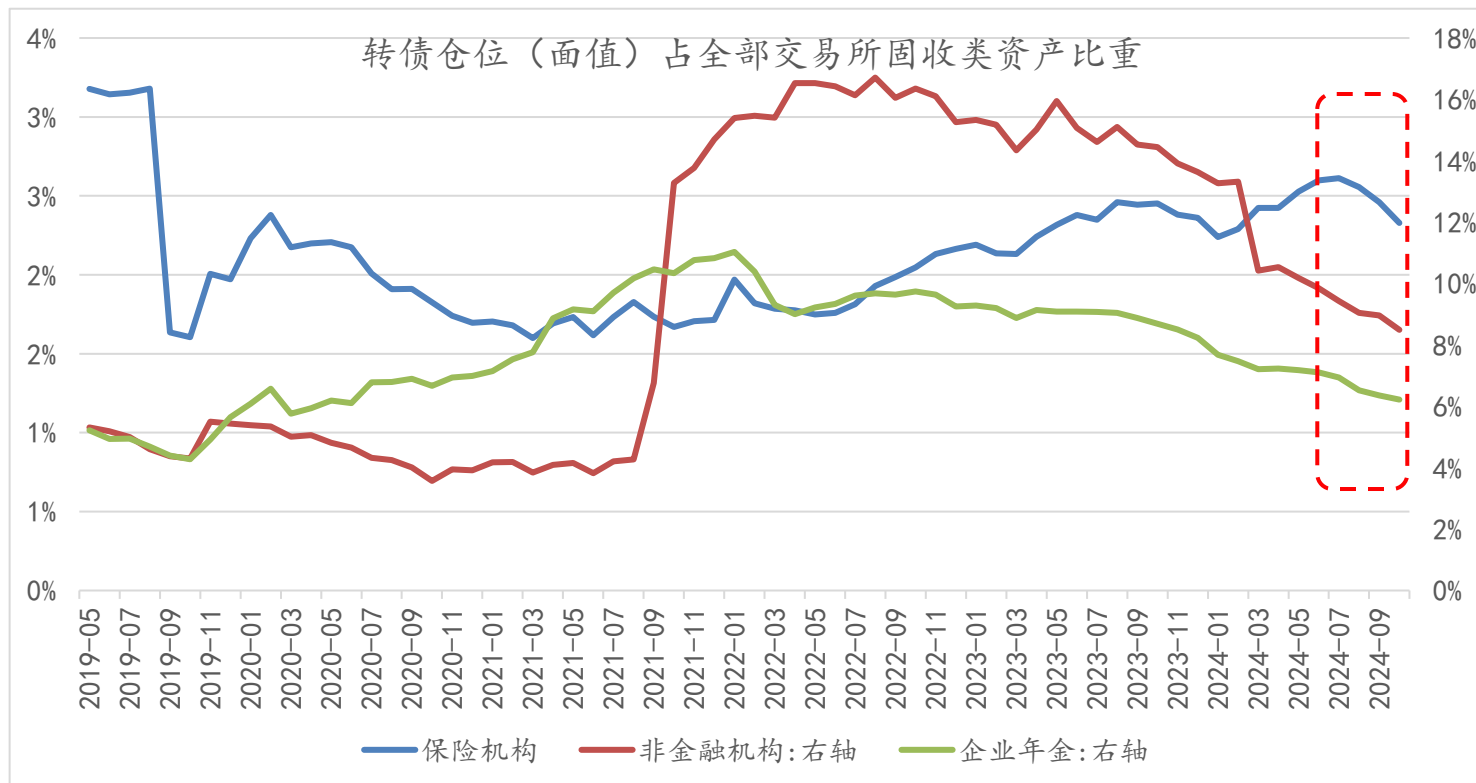
公募基金转债持仓规模增加主要源自ETF规模扩大



资料来源：上交所、深交所，Wind，浙商证券研究所

- **配置型资金减仓：**转债估值收缩阶段，保险、非金融金钩（产业资本）、企业年金等配置型资金转债持仓降低

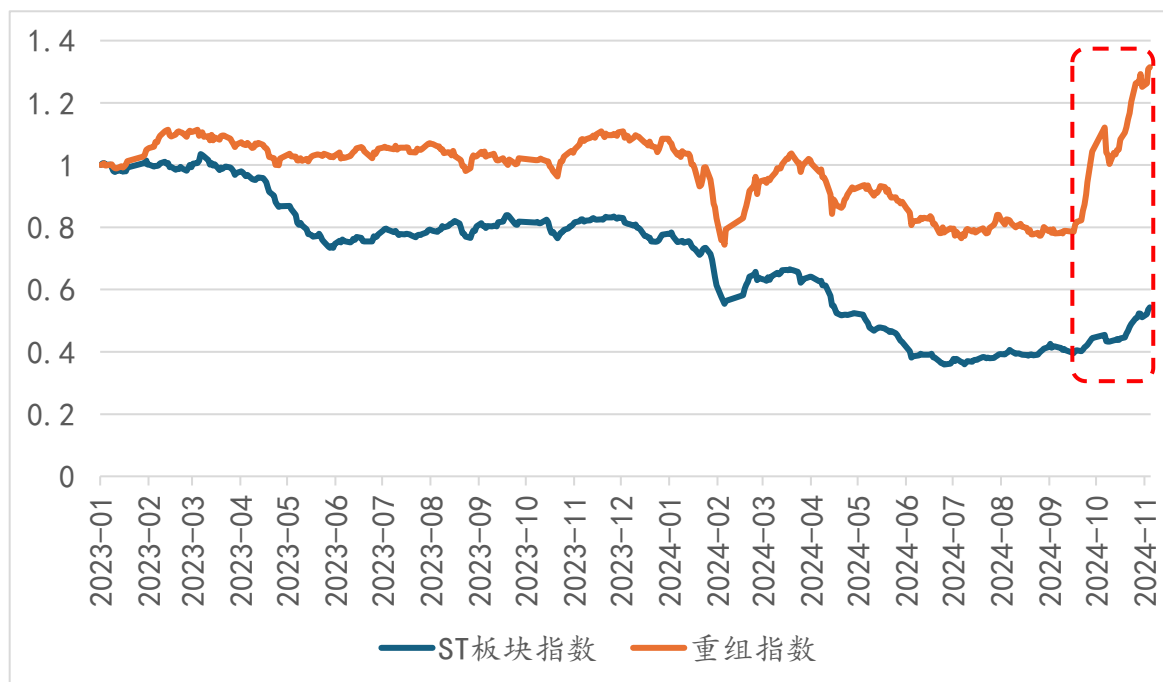
估值收缩阶段配置型资金的转债仓位降低



资料来源：上交所、深交所，浙商证券研究所

- **交易型资金：**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
 假设均修复至债底，空间4.9%，假设纯债溢价率低于-2%的修复至-2%，其余修复至0%，空间3.6%（万得转债指数年化波动8.2%）
- **配置型资金：**2024年影响转债估值的三大拖累因素解除
 - (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

9.24之后重组主题活跃，ST板块修复



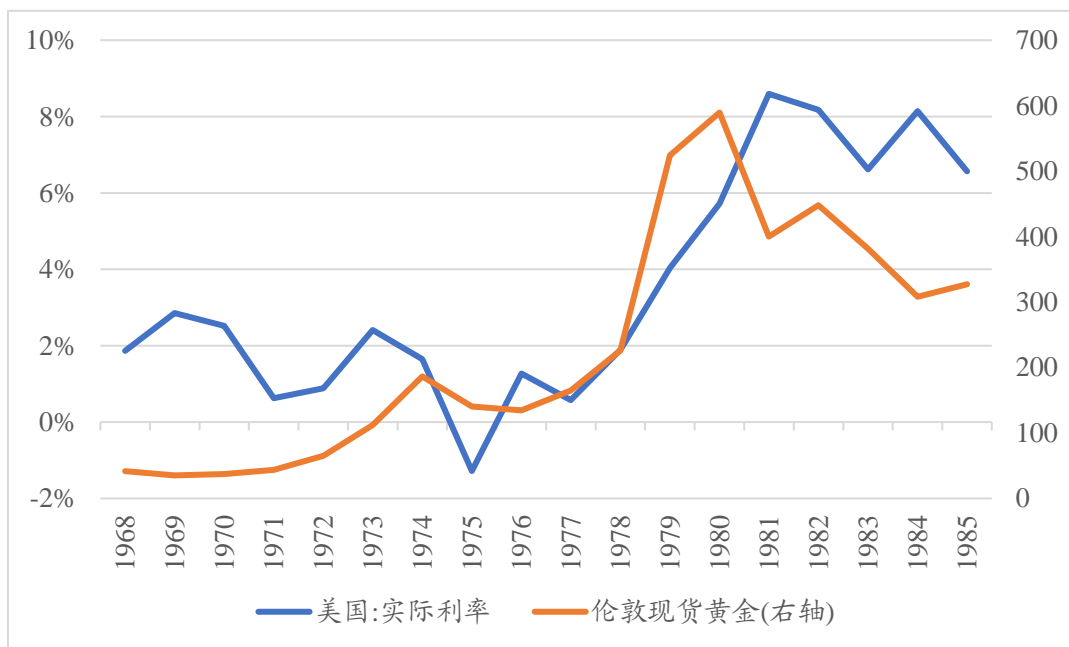
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4

**2025是否依然为
黄金配置大年**

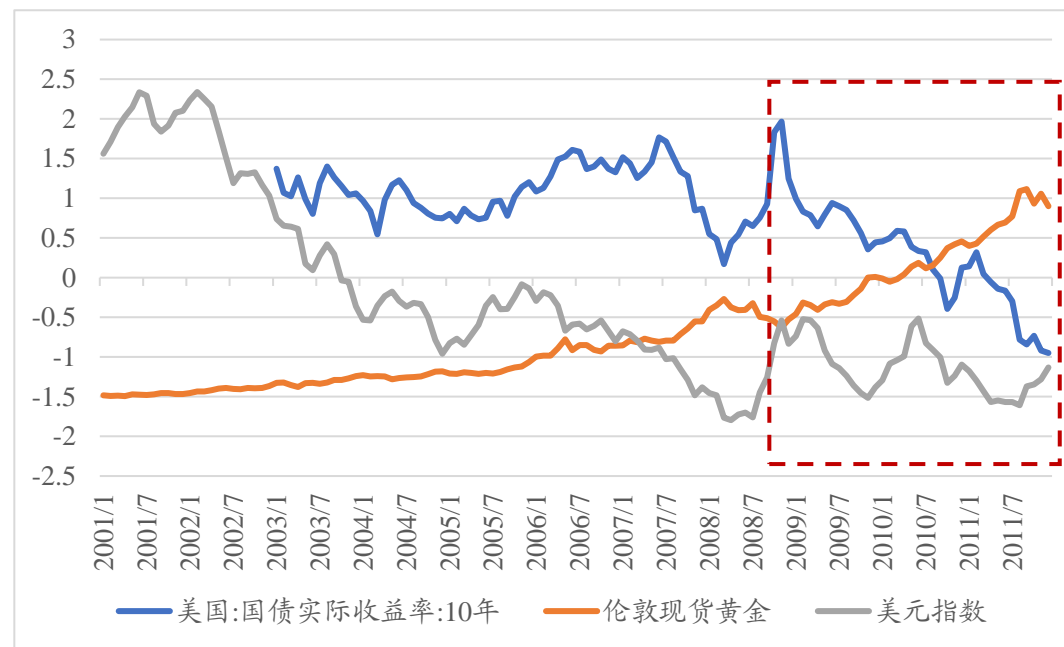
- 金价新高后，对黄金谨慎的观点主要集中在认为强美元、高实际利率将制约金价表现。我们认为市场的理解存在一定偏差：
- **实际利率是持有黄金的机会成本？我们认为这一理解忽略了美元信用的变化。**实际上，投资者购买黄金可以被视为是购买了对美元违约的保险，真正需要对比的是实际利率与美元违约概率。若美元信用大幅下滑，即便实际利率走高，黄金仍可能具备极强吸引力，典型如1970s大滞胀时代。
- **美元指数与黄金负相关？美元相较于其他货币贬值，与美元相较于黄金贬值，并不能简单划上等号。**例如，2008年金融危机后，全球进入货币宽松大周期，这意味着所有信用货币相较于黄金都应贬值，但由于欧元区深陷债务危机，同期美元指数并未趋势走弱。

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

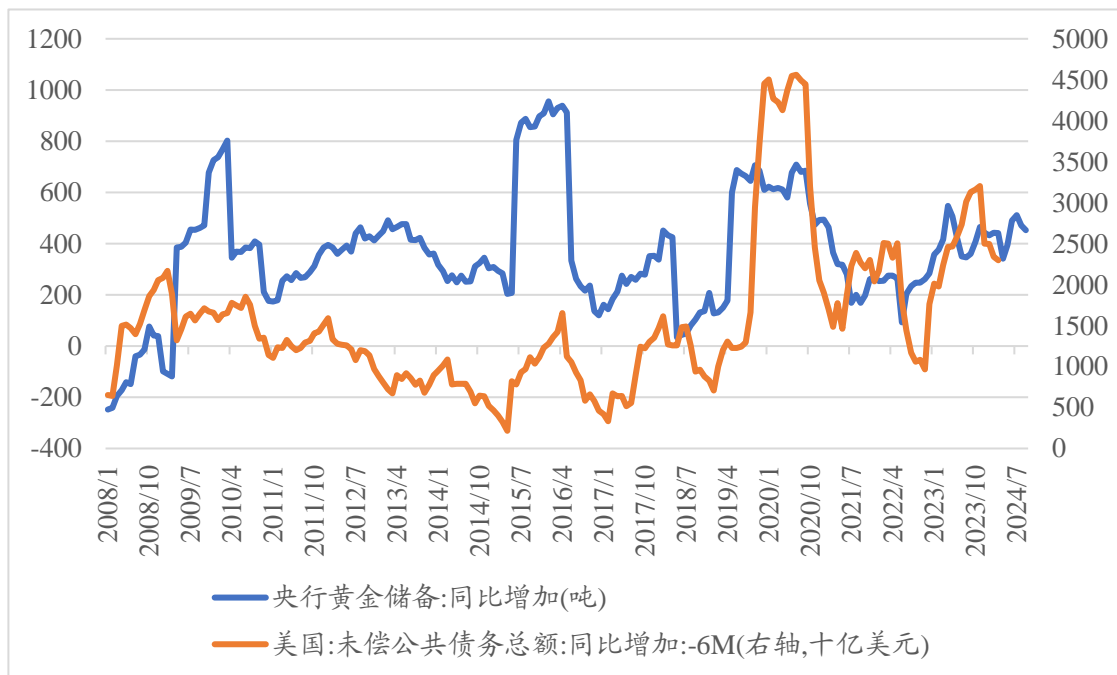
2001-2011年美国实际利率、美元指数与金价走势（指标经标准化）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

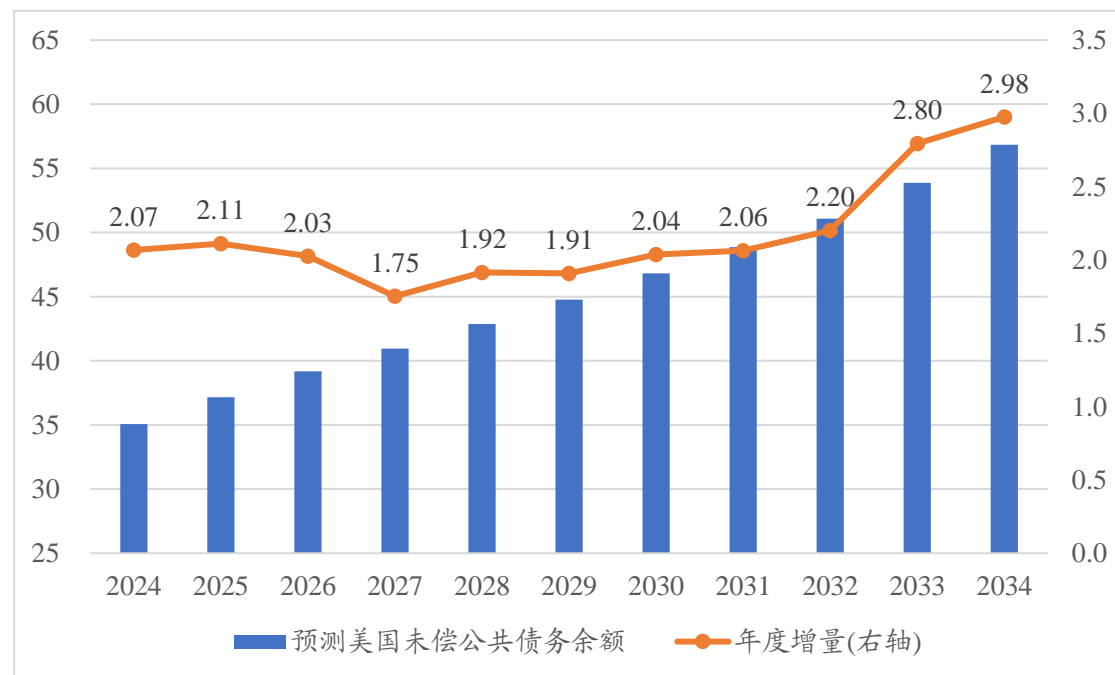
- “宽财政+再通胀”前景逐渐清晰，美元信用恶化趋势或难扭转，2025年黄金有望继续走高。美元信用才是影响黄金价格的核心。
- 各国央行有望继续成为本轮黄金牛市的重要推手。从历史上看，全球央行增持黄金的节奏，显著领先于美国债务规模扩张的节奏。这一观察表明，全球央行或主要基于其对美元信用的预期，来决定是否购买黄金。向后看，根据CBO测算，在当前情形下，2025财年美国预计新增2.11万亿美元债务，已经高于2024财年，同时特朗普的政策主张将进一步提高赤字，这意味着2025年美国债务膨胀的速度可能边际加速。

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

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）



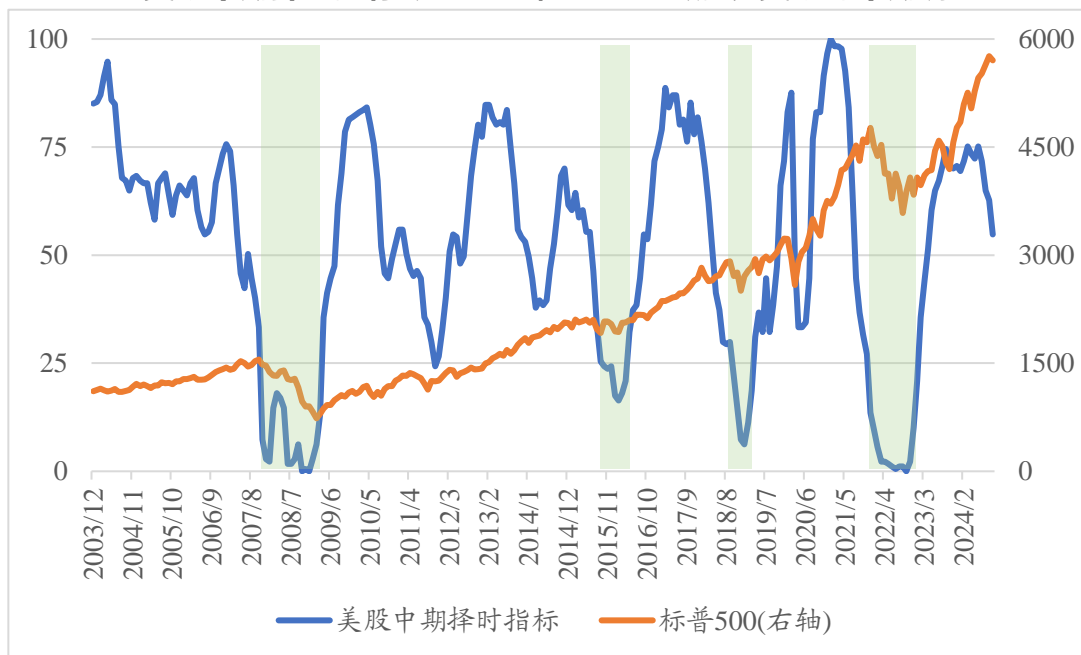
资料来源：CBO，浙商证券研究所

2.5

2025美股上行的动力和阻力

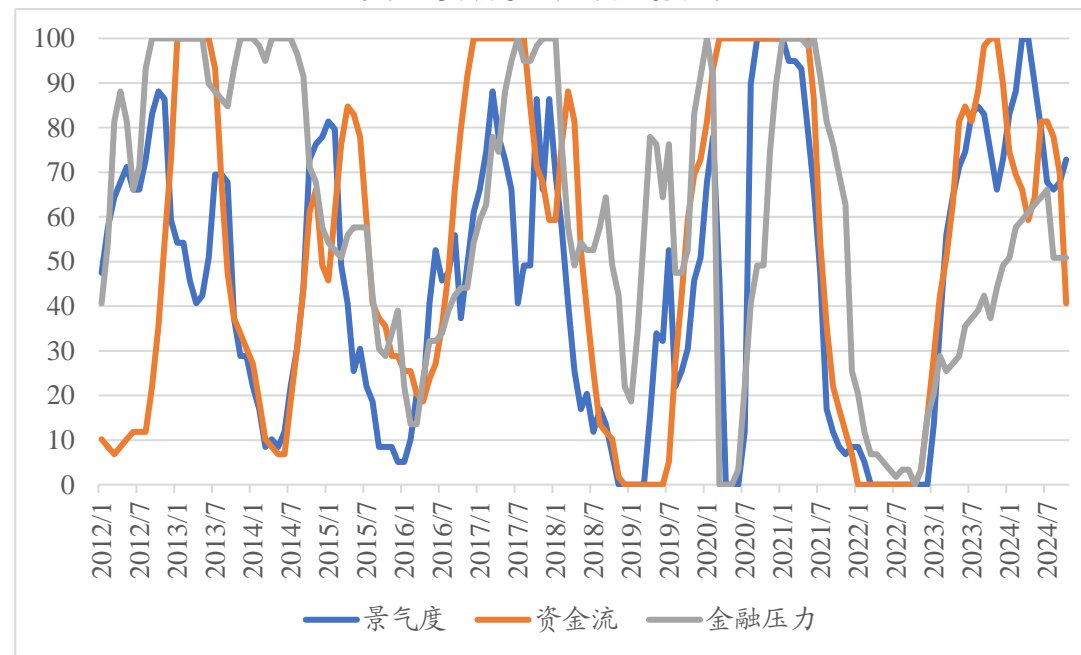
- **经济景气与降息预期的“拉锯”或将成为2025年美股交易的主基调，二季度美股风险相对更大。**经济韧性背景下，美股多数情况下或将呈现降息交易与复苏交易间的摇摆。不过，二季度美联储降息空间可能受限，更有可能出现滞胀交易，美股则存在短期调整风险。
- **经济韧性背景下，美股中期趋势有望持续向上。**截至2024年10月，我们构建的美股中期择时指标读数54.8，历史上往往在该指标低于25时，才会触发美股的中期级别调整。近期虽然指标有所回落，但分项来看，主要是海外投资者对美股的净买入强度降低，而美国经济目前仍处于滚动3年的72.9%分位，位于偏强水平。我们预计美国经济2025年仍将维持韧性表现，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

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。

	核心观点	核心逻辑	交易时点	观点方向	预期幅度
A股	强预期弱现实，全年中枢脉冲式抬升，上行催化看财政	强预期支撑下，A股2025年有望维持上行趋势。不过，弱需求或仍是主基调，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。因此，A股上行催化更多可能来自持续加码的财政政策预期。	核心关注全国两会，政治局会议及中央经济工作会议中释放的政策信号。	看多	10%
行业配置	关注三条主线：地产链预期修复、汽车家电脉冲机会、新能源困境反转	<ol style="list-style-type: none"> 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。 	预计地产链、新能源全年强势，汽车家电一季度存在脉冲机会。	看多	地产链/新能源：50% 汽车家电：20%
风格配置	寻找和配置高现金流公司	<ol style="list-style-type: none"> 1. 基本面因子投资范式从关注盈利成长，逐步过渡到现金创造能力和股东回报 2. 衰退期/复苏初期，高现金流策略可提供稳定超额 	看好2025年策略超额表现	看多	15%
可转债	交易&配置资金共振，增配转债	<ol style="list-style-type: none"> 1. 转债估值尚未完成，保守估计未来修复空间3.6%，交易型资金继续有流入动力 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 	估值修复之前增持；修复后交易节奏与权益资产同步	看多	10%
美股	中期趋势上行，二季度风险相对较大	经济韧性背景下，美股多数情况下或将呈现降息交易与复苏交易间的摇摆。不过，二季度美联储降息空间可能受限，更有可能出现滞胀交易，美股则存在短期调整风险。	预计全年震荡走强，二季度调整风险相对较大	看多	10%
黄金	美元信用恶化趋势或难扭转，黄金长牛有望延续	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，各国央行有望继续成为本轮黄金牛市的重要推手。	预计全年趋势走强	看多	10%

03

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。

万亿级别的赎回中有36只产品的规模逐年逆势提升，成功具备共性——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。

- ① 25%规模增长的基金业绩也未跑赢同期定存。
- ② 中银创新医疗2023年前三个季度超额并不显著，二规模逆势提升10亿元。

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。

- ① 在资源品中的贡献一定超额的景顺长城沪港深精选，波动明显低于资源ETF。
- ② 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%，波段行情不踏空。
- ③ 工银精选平衡2024年化波动比红利低波ETF还低7个百分点，形成均衡低波稳定的投资标签。

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	田瑀	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

波动率截然不同、但内核一致：消费主题基金内部，有两只产品分别在2023和2024年规模显著增长，核心在于相对消费ETF更有特色的定位：

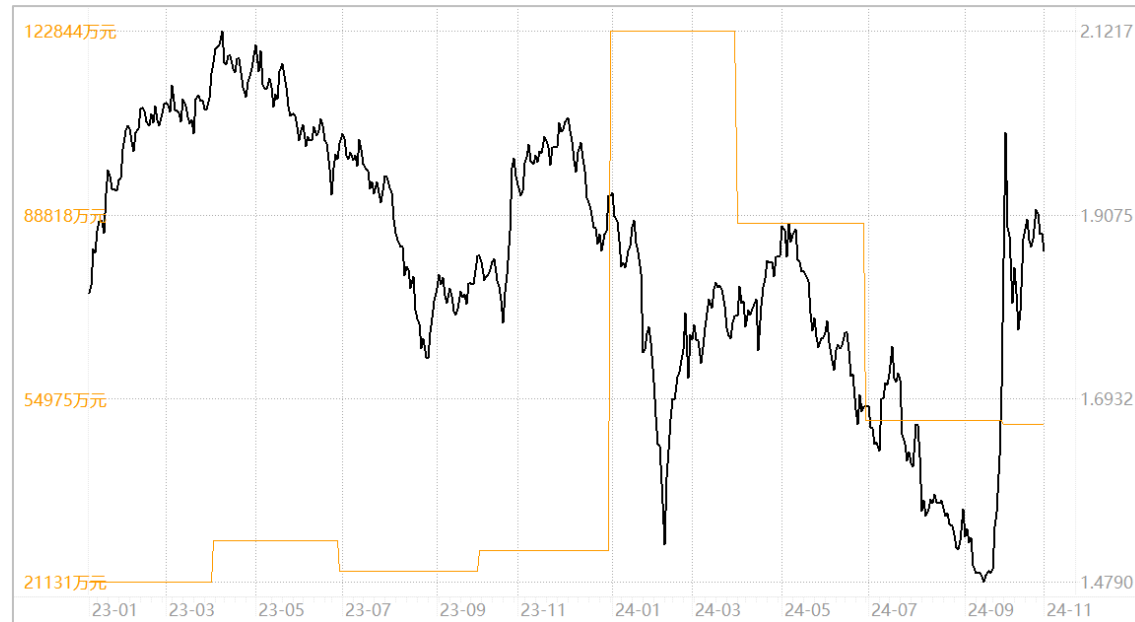
- **极致景气策略（浦银安盛消费升级）：**对于个股景气增速要求严格，2023年持仓个股加权净利润增速高达103.9%
- **低估修复策略（嘉实新消费）：**持仓加权PE仅为12.9倍，高股息低风偏，与年初至今行情匹配、超额显著。

嘉实新消费净值和规模变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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

3.2

量化高频私募：现状&对资本市场影响

➤ **“高频”界定：**单账户每秒申报、撤单笔数300笔以上 或 单账户单日申报撤单笔数20000笔以上

➤ **高频量化占比变化趋势**

2020年至2024年7月10日，程序化交易占比由20%上升至约30%，其中高频交易占比由10%上升至近20%

2024年来，高频占比有所下降。截止6月末，全市场高频账户1600余个，下降超20%

➤ **目前红线高于策略容量**

单账户1亿，年换手200倍的日内策略，日挂单约7千笔，距离监管规定的每日2万笔距离较大

若换手率维持200倍，单账户规模接近3亿，才会接近监管的规定

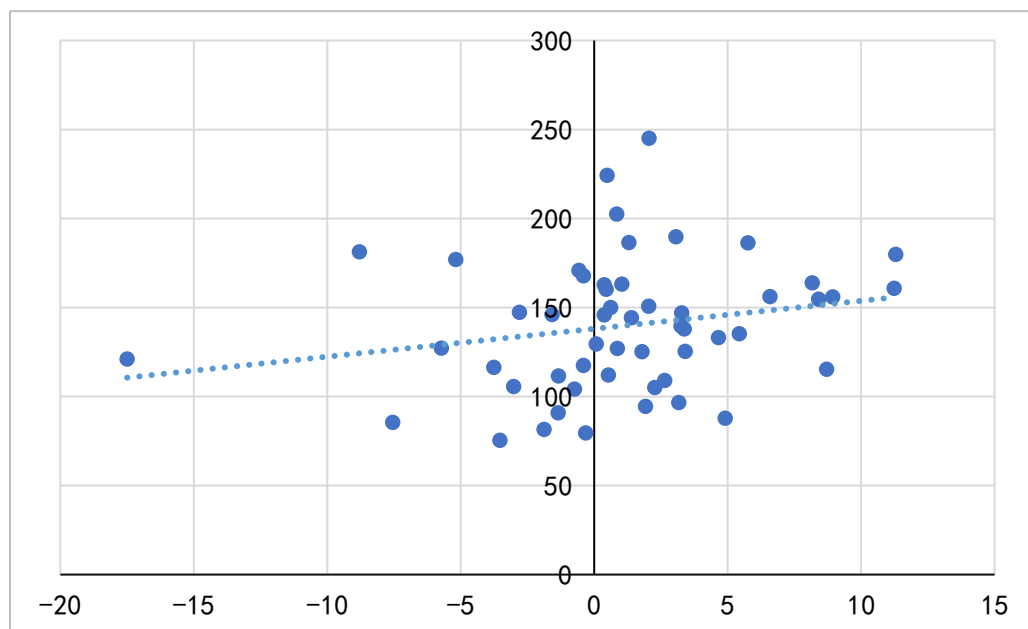
流动性宽松的环境有利于高频策略

- 8千至1万亿，流动性影响最大
- 全A日成交额提升1000亿，高频产品年化超额收益提升约7%

指数大涨行情，不利于高频产生超额

- 其它条件不变时，平均而言，指数每上涨1%，高频策略超额下降0.99%

500指增产品绝对收益(%)与中证500指数成交量(亿股)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

500指增产品超额收益与中证500指数线性回归

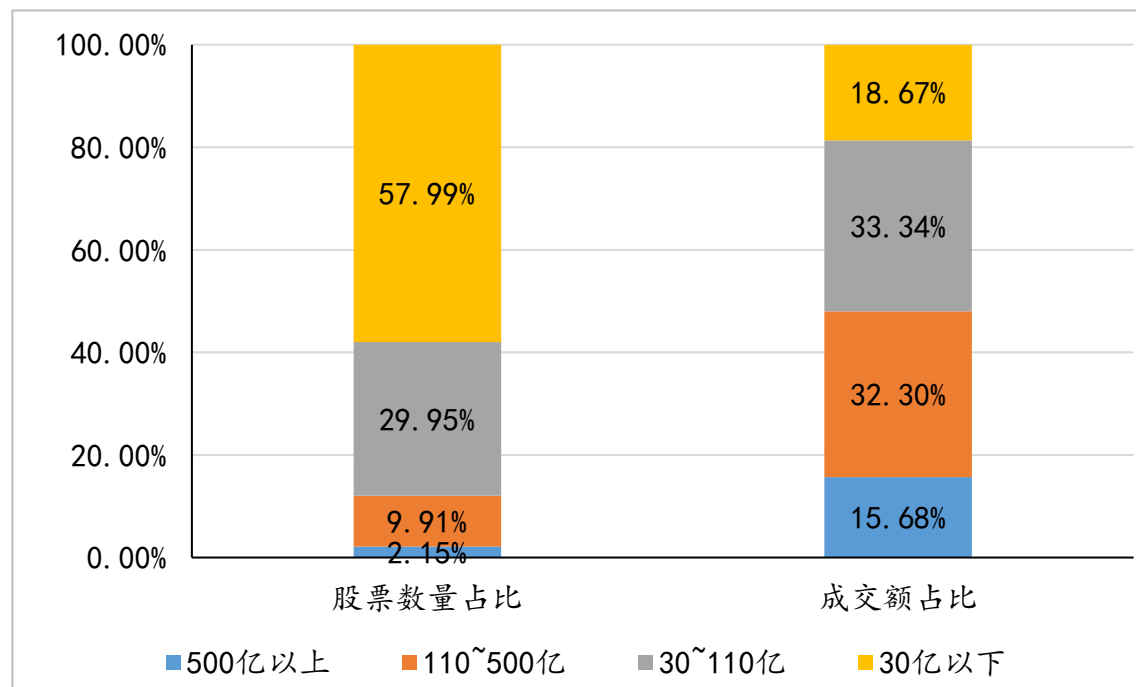
	回归系数	T值	P >t
指数涨跌幅	-0.9920	-1626	0.000
成交量	0.0058	2.545	0.014

资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额占比失衡，微盘股流动性不足以支撑高频策略

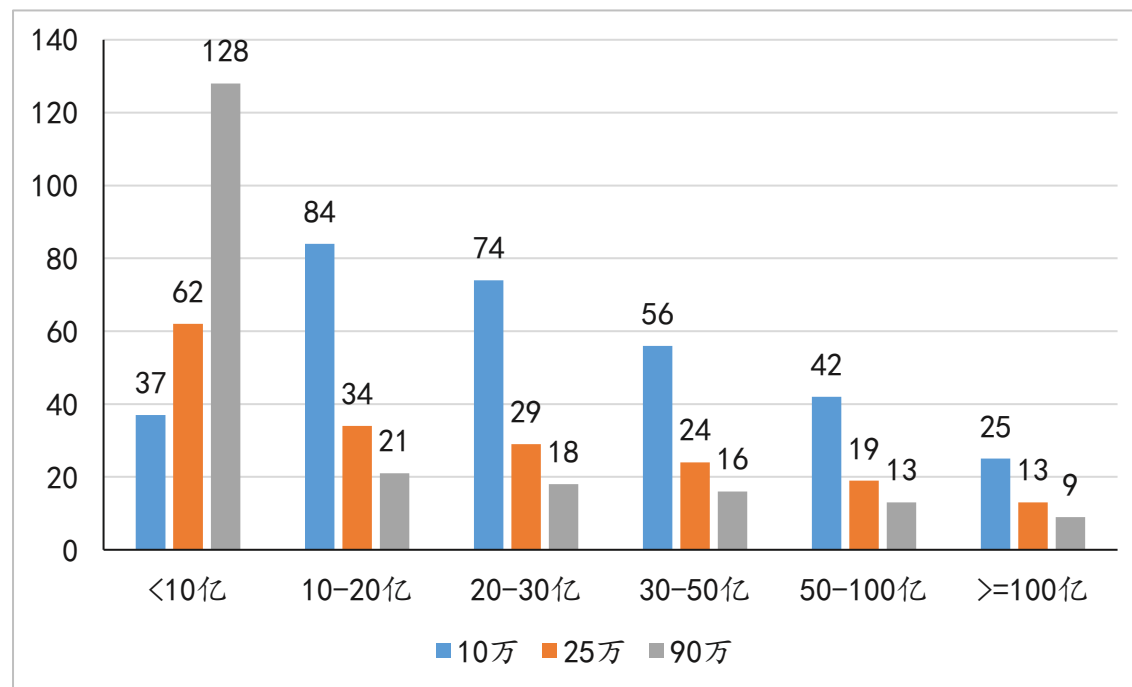
- 流通市值30亿以下股票，数量占6成，交易额仅占不到2成
- 微盘股买/卖90万，冲击成本中枢约100BP，通过算法交易可控制到50BP，年化损失约6%
- 若微盘策略收益不超过6%+机会成本，高频管理人无动力配置

流通市值分组，股票占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

流通市值分组，价格冲击指数（基点）

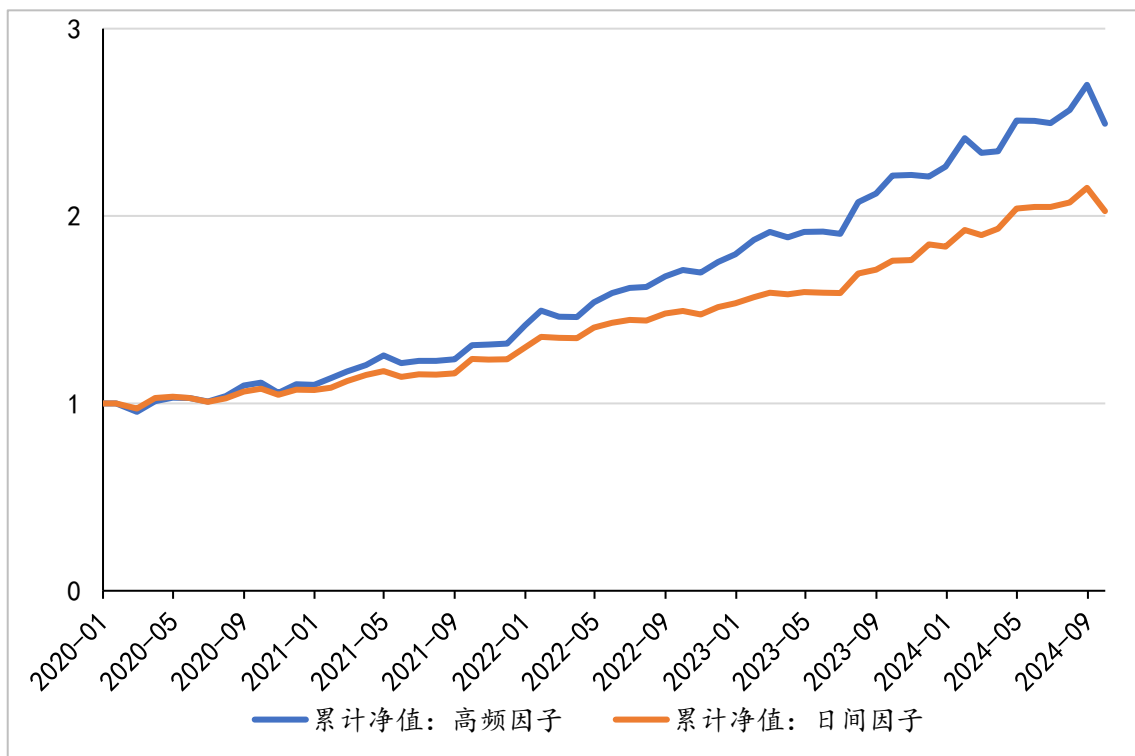


资料来源：上海证券交易所资本市场研究所，浙商证券研究所

理想环境下，高频因子相对日间因子年化超额5%

- 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%

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, 数据区间: 2020年1月至2024年9月

贴近现实，高频策略对税费和滑点敏感

- 高频策略对市场流动性要求高，流动性不足提高滑点成本
- 高频策略管理人核心竞争力在于交易执行层面的成本控制

高频策略超额与税费滑点

双边税费+滑点%	高频策略相对日间策略年化超额%
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: 浙商证券研究所测算

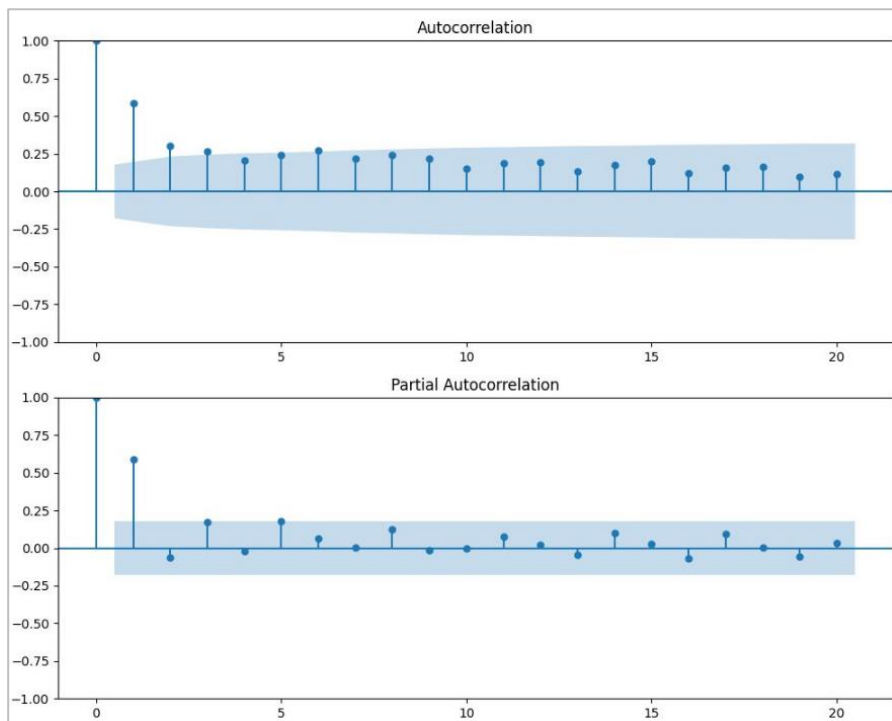
保守估计，流动性宽松的环境将持续一年

- 利用2020年1月至2024年8月中证500平稳时序对流动性建模，再迁移至2024年10月进行流动性预测

$$\text{流动性建模: } Y_t = 132 + 0.85 * Y_{t-1} + e_t$$

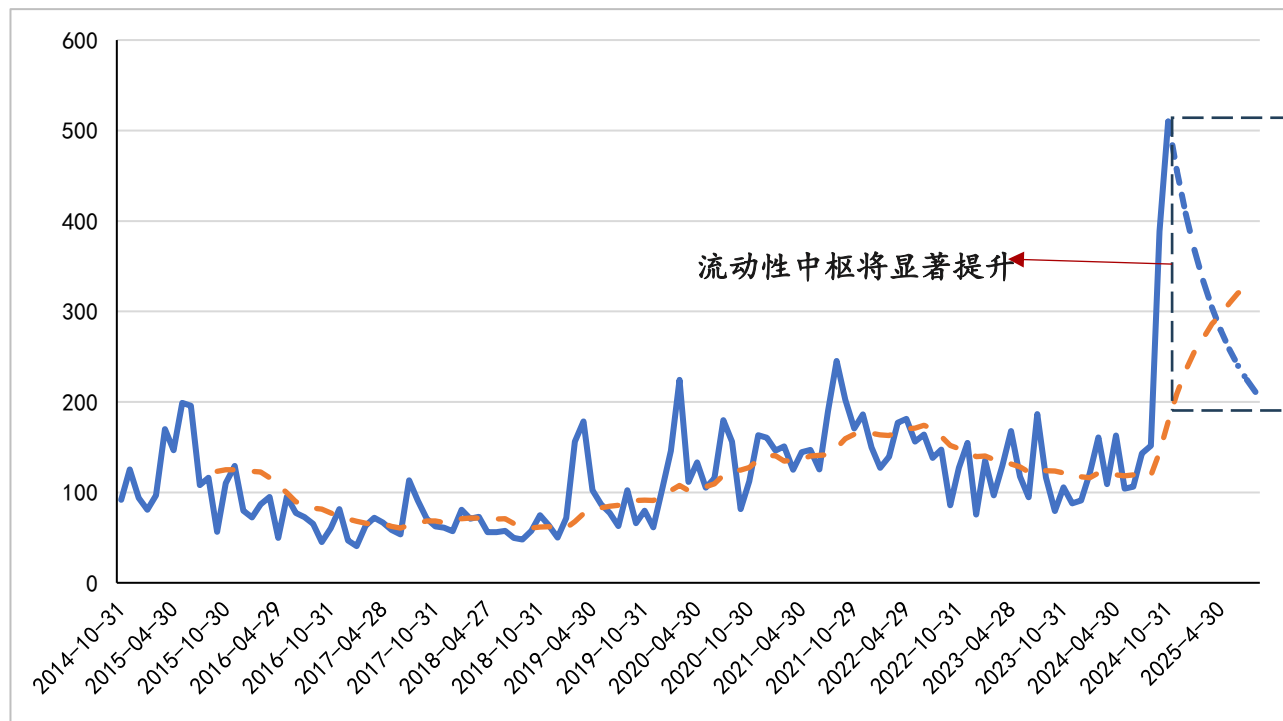
- 预计未来一年，全A的日成交额中枢由8千亿提升至1.3万亿，市场流动性的改善预计会提升高频策略年化超额15%

中证500月成交量ACF/PACF



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中证500月成交量预测（亿股）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 1、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。**
- 2、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。**
- 3、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。**

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。