

乘政策东风，启价值新航

2025年年度策略

投资要点

➤ 宏观经济展望

国内：当前阶段，国民经济处于慢复苏阶段，预计2025年经济增长将随政策发力持续复苏。1) 货币政策方面，预计2025年央行将进一步下调政策利率，并通过降准、再贷款等工具确保市场流动性充裕，以支持经济稳定运行。2) 财政政策方面，预计2025年将通过增加赤字率、发行专项债和特别国债等方式来支持经济增长，提振内需，同时政策将更加注重内外部平衡，与货币政策形成合力，共同推动经济高质量发展。3) 房地产方面，预计2025年我国房地产市场将在政策支持下逐步实现“止跌回稳”，同时政策将更加注重内外部平衡，与市场自我调整相结合，推动房地产行业的健康发展。

海外：1) 美国：通胀层面，展望2025年，在供给缺口尚未完全消除的背景下，降息后带来的需求回升，叠加特朗普主张的加征关税、收紧移民等政策，将进一步放大供需缺口，使得美国经济面临再通胀风险。利率层面，展望未来半年至一年，政策和市场利率的方向仍然是下行的，如果明年通胀数据再次上升，降息速度可能会适时调整。2) 其他：加拿大、欧元区、英国等发达经济体通胀从高位回落，降息条件逐渐成熟，年内多次宣布降息，展望后续，其他发达经济体可能会进一步放松货币政策应对经济停滞和贸易摩擦压力。

➤ 2025年投资策略

- 1) 发展新质生产力是当前政策对于国内经济方向的重要指引，流动性宽松背景下，科创类公司有望超额收益，建议关注政策驱动及产业趋势下的新兴产业：人工智能、低空经济等。
- 2) 美国大选落地，特朗普胜选或导致外需对于我国经济基本面的支撑削弱，后续政策发力提振内需可能会节奏更快、力度更大。以提振消费为重点扩大国内有效需求，居民消费能力有望释放，建议关注：食品饮料、家电、汽车等。
- 3) 化债举措将缓解地方政府的流动性压力，提高其发展经济的能力和积极性，促进市场信心恢复和风险偏好回升，建议关注：业务To G的公司、基建产业链。
- 4) 随着国企改革、央企市值管理考核等政策的推进，央国企的盈利增速有望改善提升，部分破净央企或有估值修复空间，建议关注：低估值高股息央国企。
- 5) 在当前地缘政治紧张局势不断、特朗普重返白宫引发的全球贸易紧张关系加剧，以及全球经济不确定性增加的背景下，黄金作为避险资产的中长期需求有望持续增长。建议关注：黄金的中长期投资机会。

➤ 风险提示

海外政策变化超预期风险、经济环境变化超预期风险、市场短期波动风险。

分析师：吴起涛

执业登记编号：A0190523020001

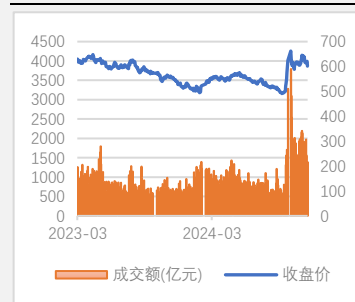
wuqidi@yd.com.cn

研究助理：陈恒发

执业登记编号：A0190123040006

chenhengfa@yd.com.cn

沪深300指数走势图



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、年初至今证券市场回顾	4
1.一揽子政策出炉提振经济，国内主要指数全线上涨	4
2.申万一级行业表现分化，非银金融行业涨幅居前	4
3.国际市场主要指数涨幅不一	5
二、国内外宏观经济展望	6
1.国内宏观经济：经济持续复苏，内需接力外需	6
2.国内宏观政策：财政政策和货币政策协调发力，一揽子政策出炉提振经济	10
3.海外宏观经济：美联储降息路径延续，特朗普重返白宫	15
三、A 股流动性展望	20
1.两市成交量激增，赚钱效应吸引居民资金持续入市	20
2.公募基金发行表现持续向好，被动指数型基金发行热度有望延续	20
3.投资者风险偏好改善，融资融券余额有望持续增加	21
4.外资机构积极布局中国，北向资金有望持续流入	22
5.政策鼓励上市公司回购和增持，助力资本市场稳定与繁荣	22
6.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	24
四、2025 年 A 股投资策略	25
1.关注新质生产力的投资机会	25
2.关注扩大内需带来的相关行业投资机会	26
3.关注受益于大规模化债的相关行业投资机会	27
4.关注央国企市值管理的投资机会	27
5.看好黄金的中长期投资机会	29

图表目录

图 1：申万一级行业年初至今涨跌幅情况	5
图 2：国际市场主要指数上半年涨跌幅情况	5
图 3：我国 GDP 情况	6
图 4：我国 CPI 情况	7
图 5：我国 PPI 情况	7
图 6：我国制造业 PMI 情况	8
图 7：M1、M2、社融增速情况	9
图 8：我国 M1 情况	9
图 9：我国社融存量情况	9
图 10：我国出口情况	10
图 11：我国大型存款类金融机构存款准备金率情况	11

图 12: 我国 7 天期逆回购利率情况	11
图 13: 地方政府债务余额(亿元)	12
图 14: 我国商品房销售面积情况	13
图 15: 我国商品房销售额情况.....	13
图 16: 上证指数十年估值水平 PE-Bands.....	15
图 17: 创业板指十年估值水平 PE-Bands.....	15
图 18: 美国 CPI 情况	16
图 19: 美国失业率情况.....	16
图 20: 美国十年期国债收益率情况	17
图 21: 美联储联邦基金利率	17
图 22: 加拿大、欧盟、美国 CPI 数据.....	19
图 23: 两市成交额情况.....	20
图 24: 上交所 A 股新开户情况(户)	20
图 25: 我国新成立基金份额和偏股型基金占比情况	21
图 26: 我国融资融券余额(亿元)	21
图 27: 陆股通当日成交金额情况(亿元)	22
图 28: 保险资金投资股票市场情况 (亿元)	24
图 29: 黄金价格与美国十年期国债收益率走势	29
表 1: 国内主要指数年初至今涨跌幅情况.....	4
表 2: 新“国九条”主要内容.....	13
表 3: 政策鼓励上市公司回购与分红	23
表 4: 上市公司增持和回购情况(亿元)	23
表 5: 2024 年以来有关新质生产力重要表述	25
表 6: 市值管理制度发展.....	28

一、年初至今证券市场回顾

1. 一揽子政策出炉提振经济，国内主要指数全线上涨

9月24日国新办《金融高质量发展发布会》以来一揽子政策出炉提振经济，市场情绪扭转，年初至今国内主要指数全线上涨，上证50、沪深300、上证指数、深证成指、中证500、创业板指、科创50、中证1000涨跌幅分别为11.8%、12.7%、9.8%、9.6%、5.9%、15.0%、13.8%、2.4%。

表 1：国内主要指数年初至今涨跌幅情况

代码	名称	上半年涨跌幅	PE TTM	五年估值百分位
000016.SH	上证50	11.8%	10	56.0%
000300.SH	沪深300	12.7%	12	56.7%
000001.SH	上证指数	9.8%	14	74.9%
399001.SZ	深证成指	9.6%	25	42.4%
000905.SH	中证500	5.9%	26	74.1%
399006.SZ	创业板指	15.0%	33	30.2%
000688.SH	科创50	13.8%	83	94.3%
000852.SH	中证1000	2.4%	40	75.4%

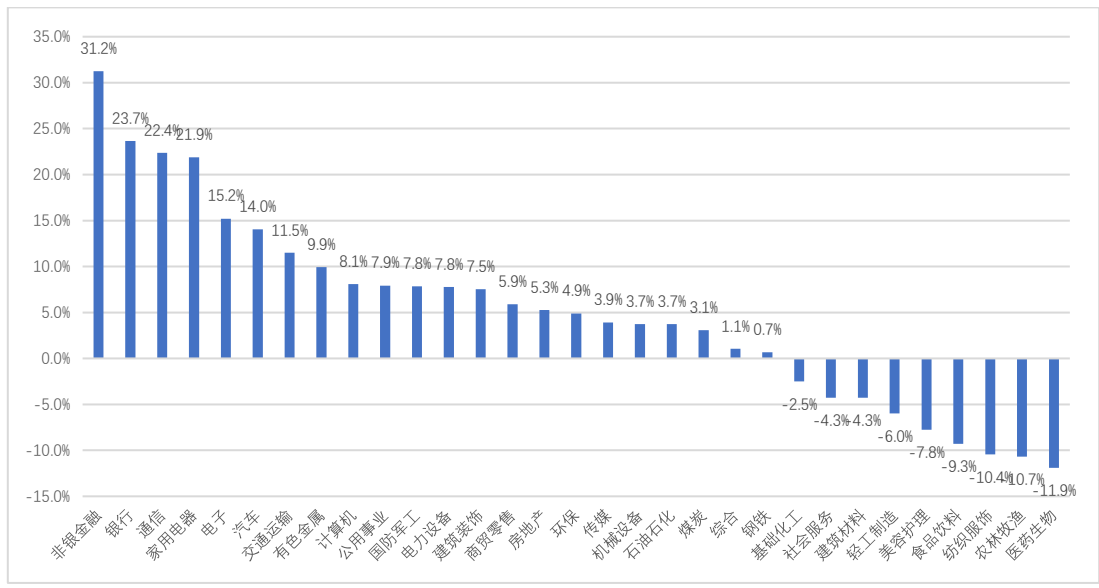
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至2024年11月22日

2. 申万一级行业表现分化，非银金融行业涨幅居前

从申万一级行业分类来看，年初至今表现较好的行业有非银金融、银行、通信、家用电器、电子、汽车，上半年涨跌幅分别为31.2%、23.7%、22.4%、21.9%、15.2%、14.0%。非银金融行业上涨主要得益于9月24日国新办金融高质量发展发布会以来一揽子政策出炉提振经济，市场情绪扭转下，市场活跃度大幅提升。银行等高股息行业表现较好，体现出在外部环境不确定的背景下，投资者更加重视长期股息回报，高股息相关行业凭借稳定的现金流和分红优势获得资金青睐。家用电器和汽车行业上涨主要得益于年初以来出口数据持续向好以及消费品以旧换新政策支持下提振内需。电子行业上涨主要得益于技术创新引领需求复苏，国产替代和全球半导体市场回暖共同推动行业增长。

图 1：申万一级行业年初至今涨跌幅情况



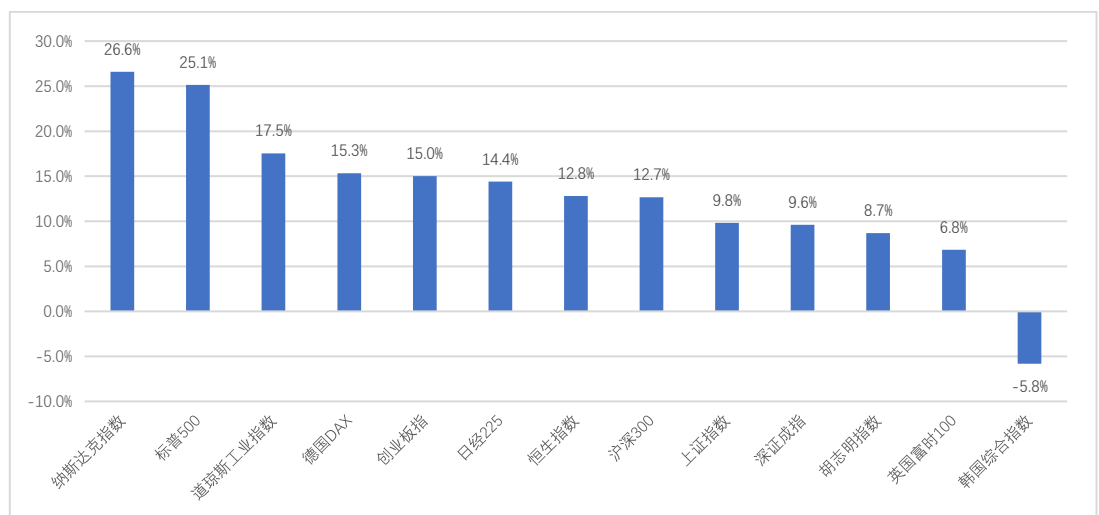
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2024 年 11 月 22 日

3. 国际市场主要指数涨幅不一

上半年，国际市场主要指数涨幅不一，其中纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数、德国 DAX、创业板指、日经 225、恒生指数、沪深 300 表现较好，分别上涨 26.6%、25.1%、17.5%、15.3%、15.0%、14.4%、12.8%、12.7%。

图 2：国际市场主要指数上半年涨跌幅情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2024 年 11 月 22 日

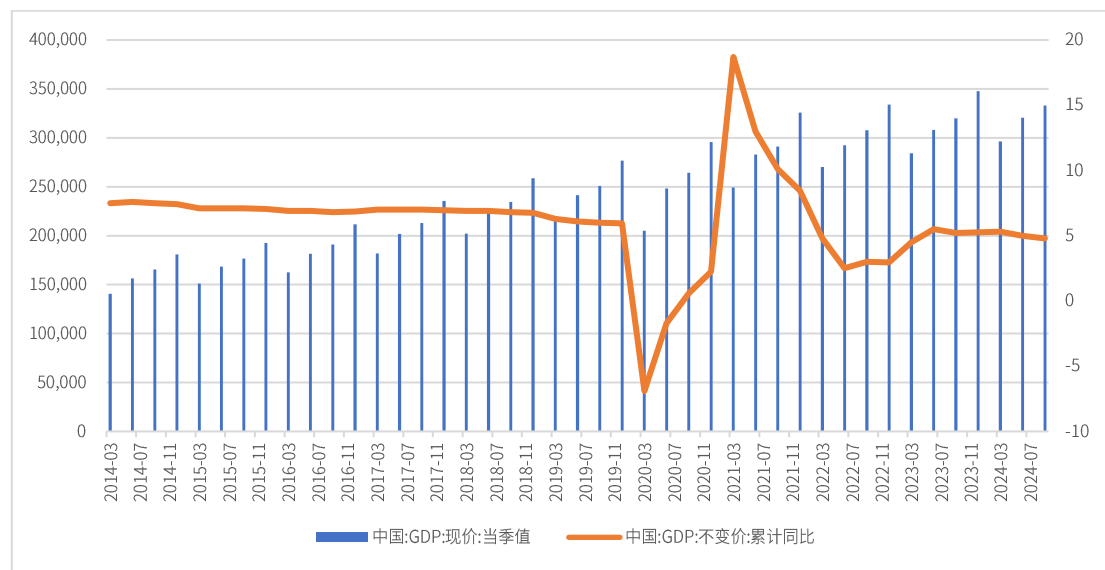
二、国内外宏观经济展望

1.国内宏观经济：经济持续复苏，内需接力外需

2024 年国民经济运行总体平稳、稳中有进。前三季度，我国经济发展态势呈现出阶段性特征。一季度顺利实现平稳起步，回升向好的趋势得以延续，期间 GDP 取得了 5.3% 的增长幅度。步入二季度，国内有效需求不足的问题凸显，房地产行业处于调整阶段，居民消费与投资动力稍显薄弱，不过高技术制造业在生产与投资方面保持着较高的增速，该季度 GDP 增长 4.7%，使得上半年累计增长率达到 5.0%。进入三四季度，得益于政策的有力提振，经济呈现筑底企稳的态势。三季度 GDP 同比增长 4.6%，其中 9 月的改善效果显著，工业增速以及固定资产投资增速均停止下跌并趋于稳定，市场预期积极向好。从前三季度整体来 GDP 增长 4.8%，，有望实现全年经济增长 5% 左右的预期目标。

展望后续，预计 2025 年经济增长将随政策发力持续复苏。一方面，“提振资本市场”和“促进房地产市场止跌回稳”的政策组合有助于居民财富效应的改善。另一方面，促消费和惠民生有机结合，以旧换新等消费鼓励政策有望扩围扩容，更大体量的特定人群收入补助也值得期待。政策刺激下，2025 年经济增长有望持续复苏。

图 3：我国 GDP 情况

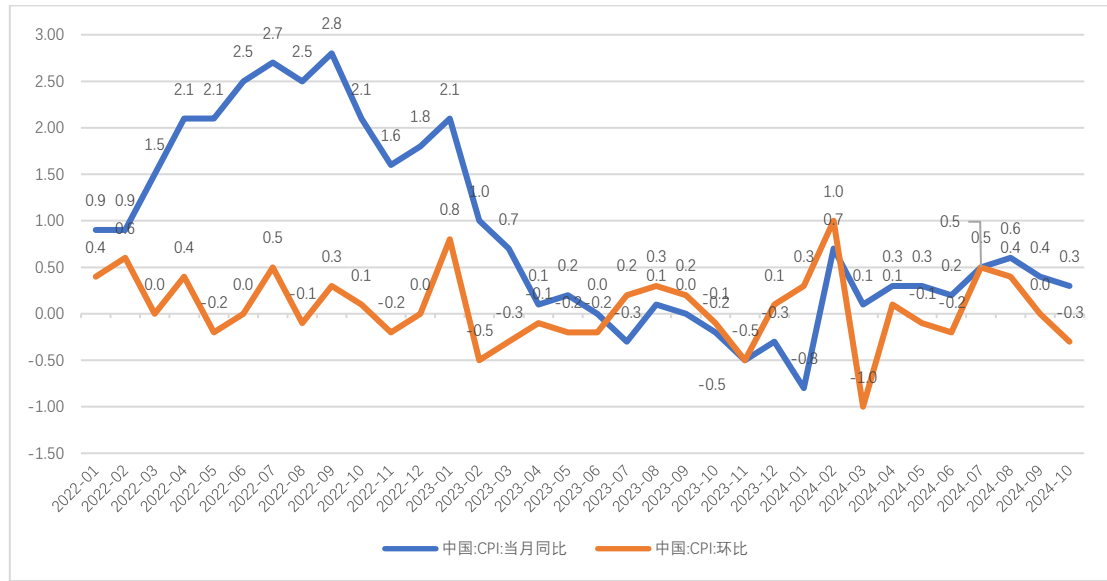


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2024 年我国物价走势相对偏弱，生产领域价格低位运行。前三季度，CPI 比上年同期上涨 0.3%，呈前低后高走势，9 月 CPI 同比涨幅回落至 0.4%，食品价格同比下降 1.2% 成为拉低 CPI 涨幅主因。PPI 比上年同期下降 2%，降幅较上半年有所收窄，分月来看，1-4 月受生产淡季等影响环比连降，同比降幅在 2.5% 至 2.8% 间；5-7 月生产恢复使同比降幅逐月收窄；8 月起因国际大宗商品价格下行和国内部分行业需求偏弱，同比降幅再次扩大，9 月降至 2.8%，总体呈现低位运行、温和上升与分化明显特点，预计后续物价仍延续前三季度低位运行、温和回升态势。

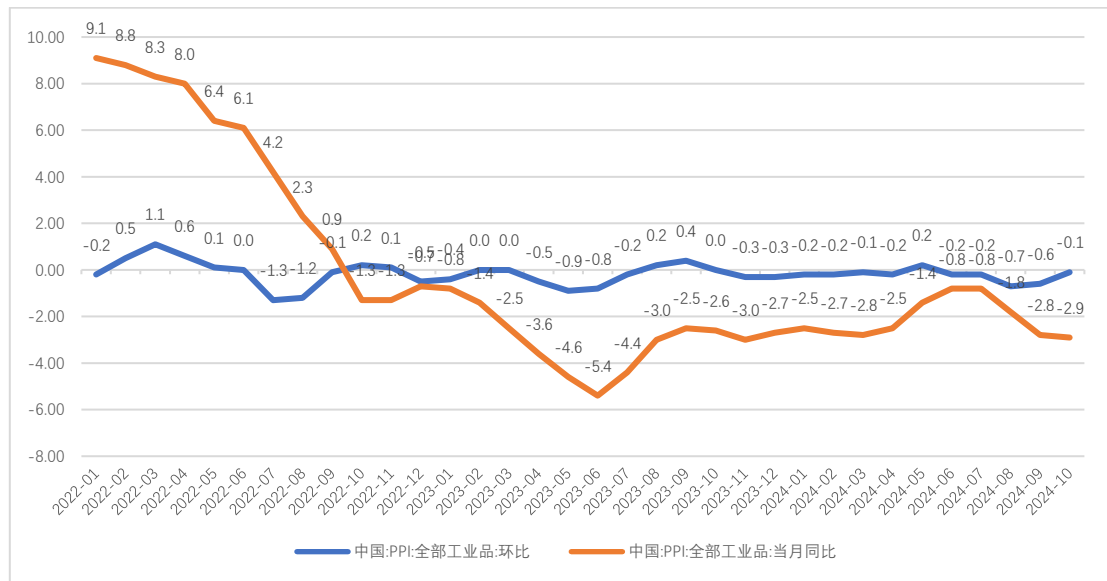
展望后续，随着一揽子增量政策出炉，2025 年我国 CPI 和 PPI 预计将呈现温和回升的态势。

图 4：我国 CPI 情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 5：我国 PPI 情况

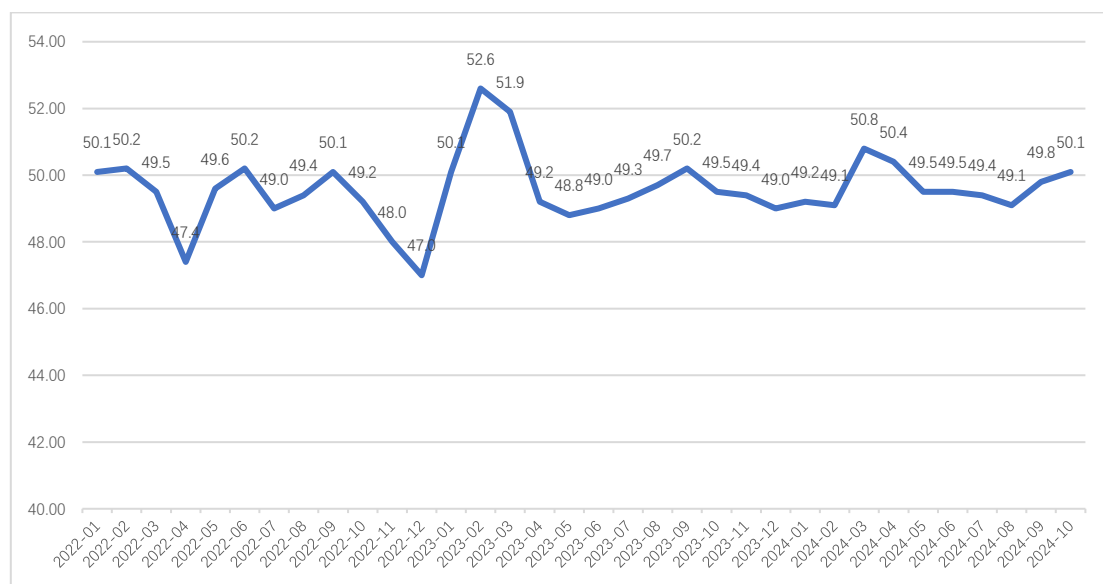


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

一揽子增量政策出炉提振经济，制造业景气水平显著回暖。10 月制造业 PMI 为 50.1%，比上月上升 0.3 个百分点，受益于新订单带动大宗商品价格反弹，大、中型企业利好，PMI 分别为 51.5%和 49.4%，比上月上升 0.9 和 0.2 个百分点。非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.2 个百分点，受益于资本市场回暖带动，实现小幅回升。建筑业 PMI 下降至 50.4%，服务业 PMI 回升至 50.1%，均在荣枯线之上。

展望后续,在多项利好因素叠加支撑下,预计直至年底,PMI 都将稳稳扎根于荣枯线之上,持续为我国经济增长蓄势赋能,助力宏观经济稳步前行,迈向高质量发展新征程。

图 6: 我国制造业 PMI 情况

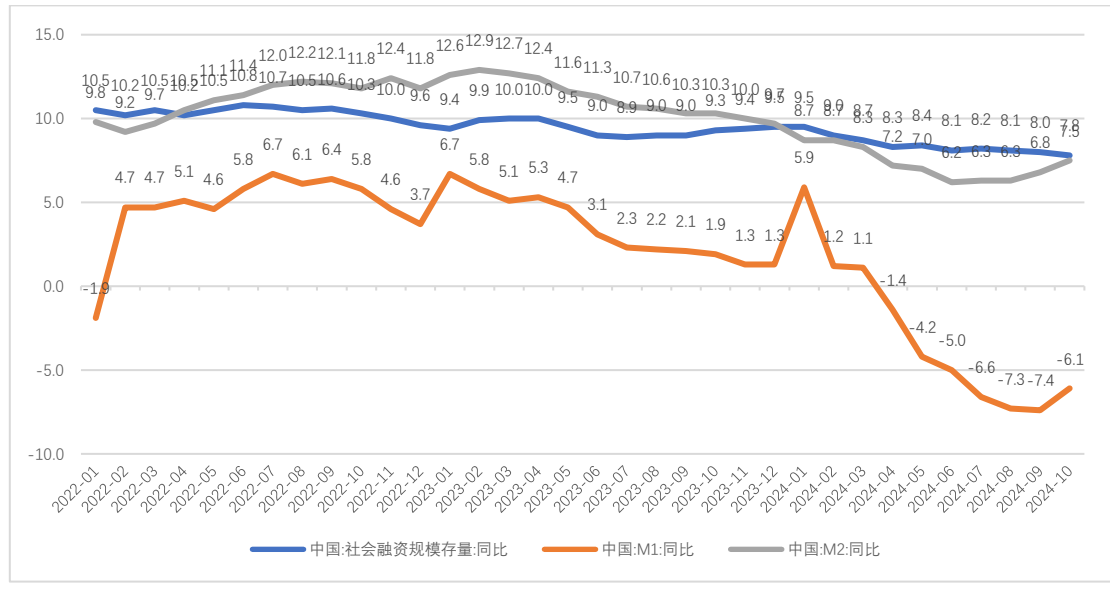


资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

整体来看,2月份以来,M1、M2、社融的增速持续下降。从金融流动性来看,2024年2月以来,M1、M2、社融的增速持续下降,表明我国总体需求仍然较弱。1) M1是经济周期波动和价格波动的先行指标,分析M1的变化对于更进一步理解经济的变化具有比较重要的意义。10月末,狭义货币(M1)余额63.34万亿元,同比下降6.1%,M1的下降在一定程度上反映了居民的消费需求和企业的扩产需求不足。2) 社会融资规模的统计指标反映了金融体系对实体经济的支持力度,是观察经济活动和预测经济走势的重要先行指标。2024年前十个月社会融资规模增量累计为27.06万亿元,比上年同期减少了4.13万亿元。在这段时间内,对实体经济发放的人民币贷款增加15.69万亿元,同比少增4.32万亿元。2024年前十个月社融规模的增长相对放缓,显示出实体经济从金融体系获得的资金额有所减少,实体经济复苏有待持续观察后续数据。

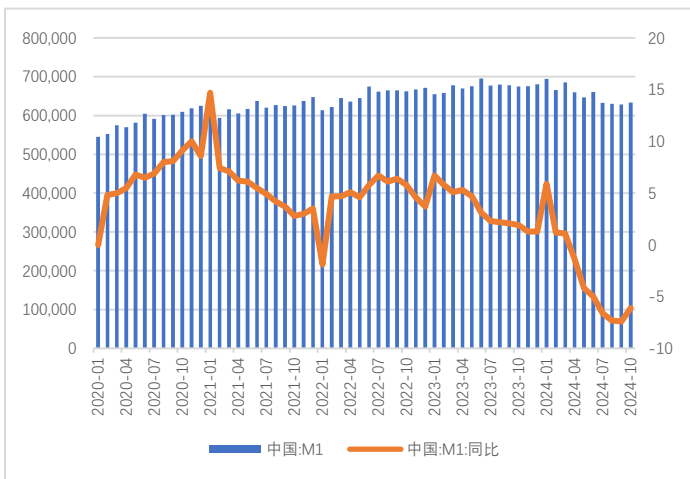
9月底以来出台的一揽子增量政策,扎实推动经济向好,在10月金融数据指标上已经有所体现。10月M2、M1同比增速为7.5%、-6.1%,较9月分别+0.7pct、+1.3pct。M1增速年内首度回暖、M2增速延续回升。或表明此前一系列增量政策效果开始显现,消费信心改善、企业生产活跃度提升,账面留存的灵活资金增加。

图 7: M1、M2、社融增速情况



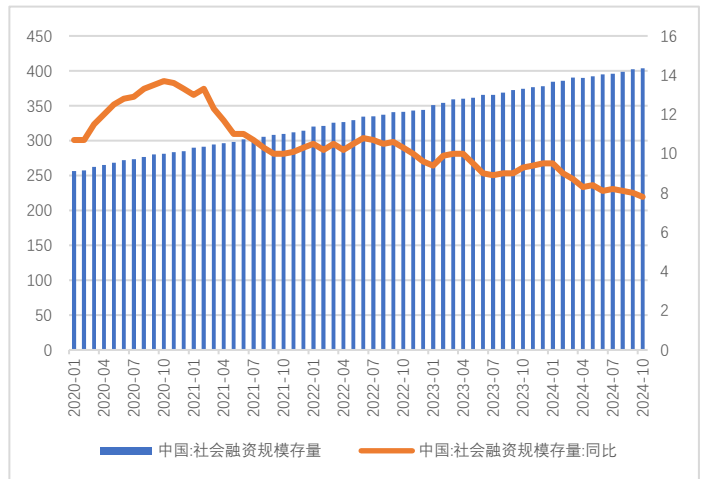
资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

图 8: 我国 M1 情况



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

图 9: 我国社融存量情况



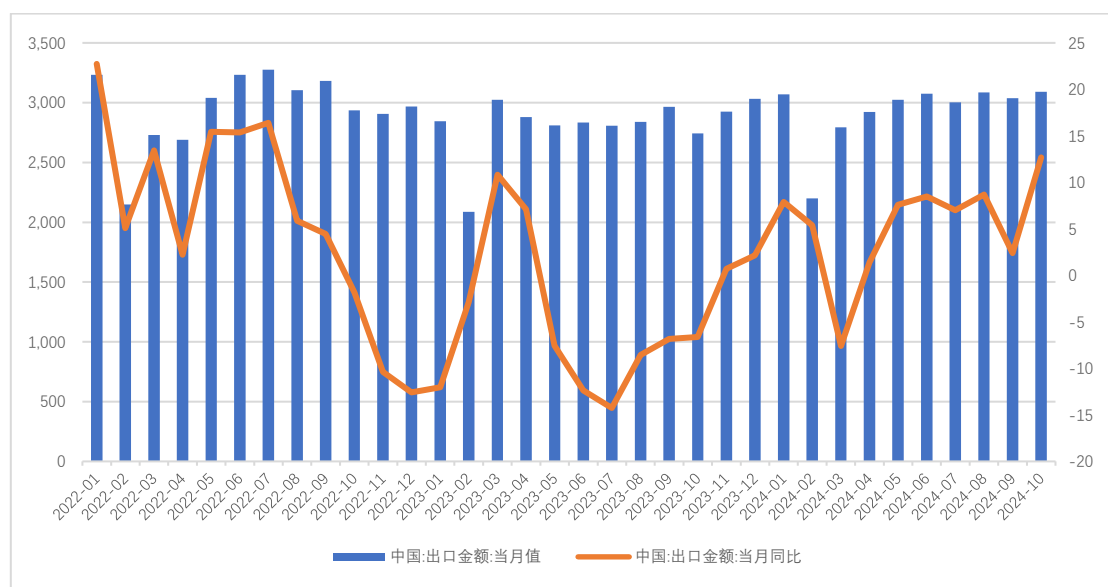
资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

10月出口同比增速明显回升。以美元计价,1-10月我国出口同比增长5.1%,延续正增长,且增速较前三季度加快0.8个百分点;进口同比增长1.7%,增幅较前三季度继续收窄0.5个百分点;贸易顺差实现7852.6亿美元。以人民币计价,1-10月我国出口同比增长6.7%,增幅较前三季度走扩0.5个百分点;进口同比增长3.2%,增幅较前三季度继续收窄0.9个百分点;贸易顺差实现55837.0亿元。单月数据方面,以美元计价,10月我国出口同比增长12.7%,增速较上月明显加快10.3个百分点;进口同比下滑2.3%,增速较上月由正转负,下滑2.6个百分点;贸易顺差957.2亿美元,较上月增加140.1亿美元。

汽车产业链、机电产品出口表现较好。1-10月，多数工业半成品出口同比增速维持正增长；其中，中游机械出口增速表现较好，1-10月通用设备、船舶、汽车及汽车零件出口同比延续较快增长，同比增速分别实现12.8%、72.5%、18.6%和5.8%，汽车产业链在去年全年高基数的基础上，仍延续较好增长，汽车产品出口优势延续。高技术产品方面，1-10月集成电路和自动数据处理设备出口同比增速分别实现19.6%和9.2%，均高于当期我国出口同比增速，我国机电产品出口优势延续。

展望后续，2025年我国出口面临一定的挑战，特别是来自美国关税政策的不确定性。然而，中国出口的适应力和韧性，以及政策支持和市场多元化的努力，有望缓解部分压力，并推动出口结构的优化和转型。

图 10：我国出口情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2.国内宏观政策：财政政策和货币政策协调发力，一揽子政策出炉提振经济

● 货币政策

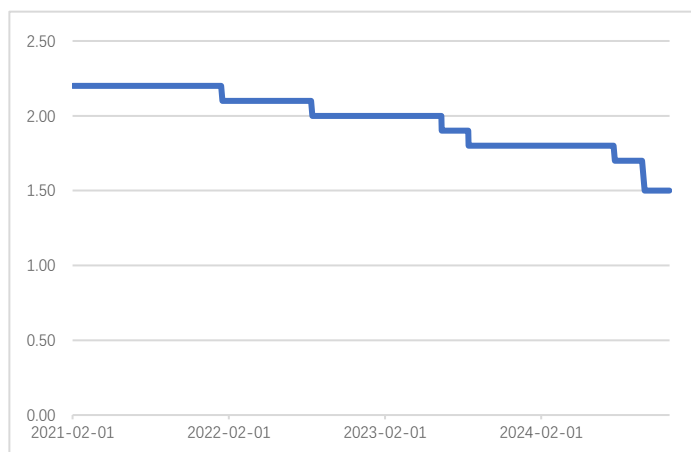
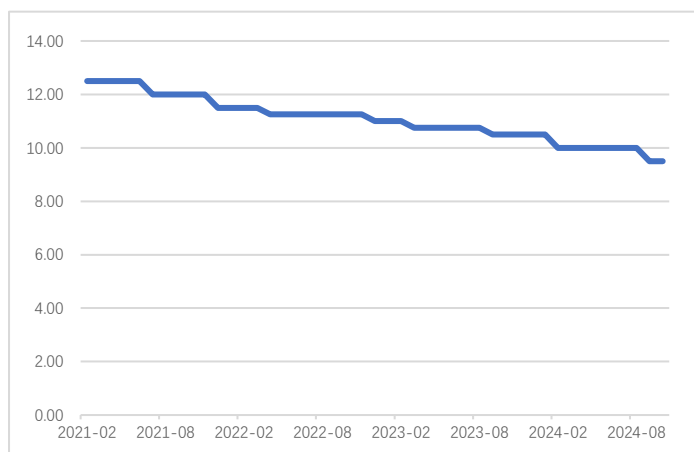
9月24日以来，央行宣布降低存款准备金率和政策利率，创设新工具以支持股票市场流动性，进一步推动市场基准利率下行，为金融市场注入长期流动性。1) 降低存款准备金率：中国人民银行宣布将下调存款准备金率0.5个百分点，此举将向金融市场提供长期流动性约1万亿元。此外，根据市场流动性状况，年内可能进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点。2) 降低政策利率：央行决定降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从1.7%调降至1.5%。这一调整旨在引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。3) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例：央行引导商业银行将存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。同时，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 25% 下调到 15%。4) 创设新的货币政策工具：央行创设了两项新的货币政策工具以支持股票市场稳定发展。第一项是证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模 5000 亿元；第二项是股票回购、增持专项再贷款，首期额度 3000 亿元，两项工具未来皆可视情况扩大规模。

这些政策的出台，旨在通过增加市场流动性、降低融资成本、刺激消费与投资并稳定股票市场等多方面举措，进一步为经济稳增长提供支持。

图 11：我国大型存款类金融机构存款准备金率情况

图 12：我国 7 天期逆回购利率情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

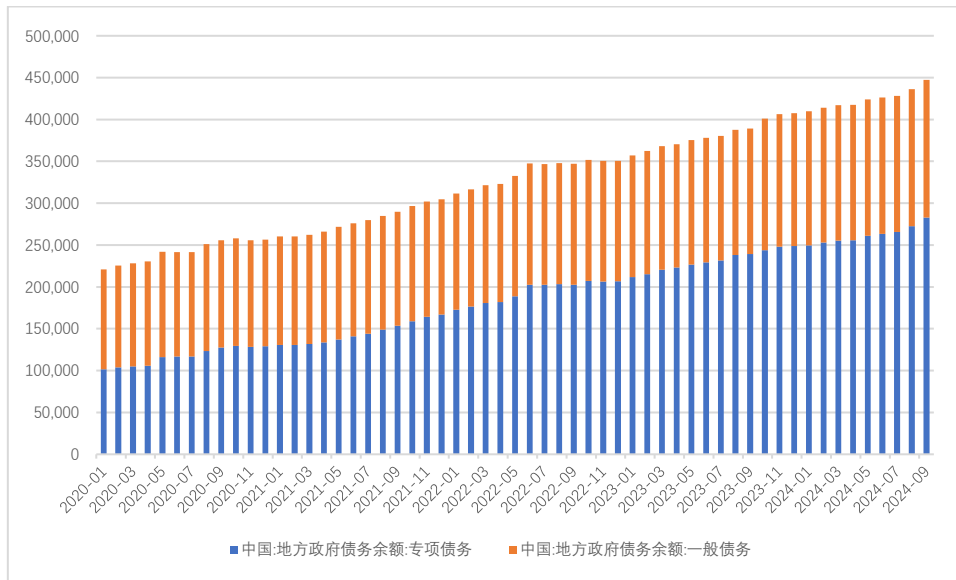
● **财政政策**

10 月 12 日，财政部宣布将推出一揽子增量政策。11 月上旬的全国人大常委会表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。议案提出，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。财政部部长蓝佛安在十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上介绍，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。蓝佛安表示，政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。

作为近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，此次置换政策将持续释放政策效应。一方面，解决地方“燃眉之急”，缓释地方当期化债压力、减少利息支出。这次置换，近三年密集安排 8.4 万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模，让地方卸下包袱、轻装上阵。同时，由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息支出。另一方面，帮助地方畅通资金链条，增强发展动能。通过实施置换政策：一是将原本用来化

债的资源腾出来,用于促进发展、改善民生;二是将原本受制于化债压力的政策空间腾出来,可以更大力度支持投资和消费、科技创新等,促进经济平稳增长和结构调整;三是将原本用于化债化险的时间精力腾出来,更多投入到谋划和推动高质量发展中去。同时,还可以改善金融资产质量,增强信贷投放能力,利好实体经济。

图 13: 地方政府债务余额(亿元)



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

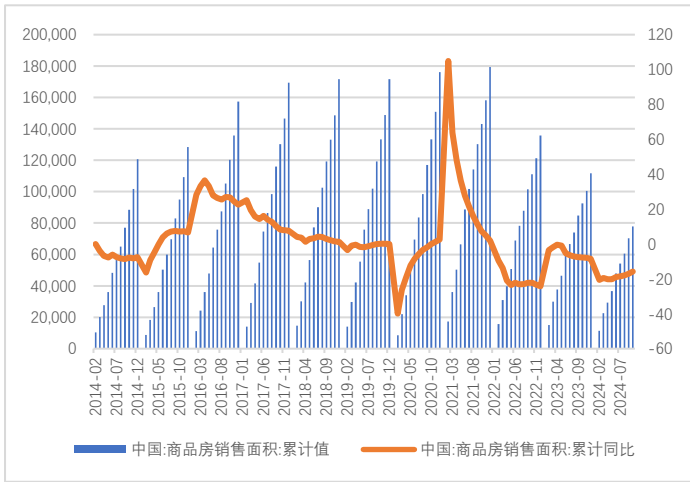
● **房地产政策**

政策支持地产行业平稳发展。9月24日央行宣布,降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例,引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近,预计平均降幅在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25%下调至15%。10月17日,住建部等五部门出席国新办新闻发布会,宣布一系列促进房地产市场平稳健康发展的政策,主要包括通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造,年底前将“白名单”项目信贷规模增加到4万亿元等。11月8日,财政部部长蓝佛安在全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上表示支持房地产市场健康发展的相关税收政策,已按程序报批,近期即将推出。

1-10月份,新建商品房销售额约7.69万亿元,下降20.9%。在一系列政策影响下,10月份房地产市场交易提速,房地产销售面积、销售额累计降幅持续收窄。1-10月份全国新建商品房销售面积、销售额累计降幅比1-9月份分别收窄1.3和1.8个百分点。其中10月份当月改善幅度之大,为今年以来的首次。

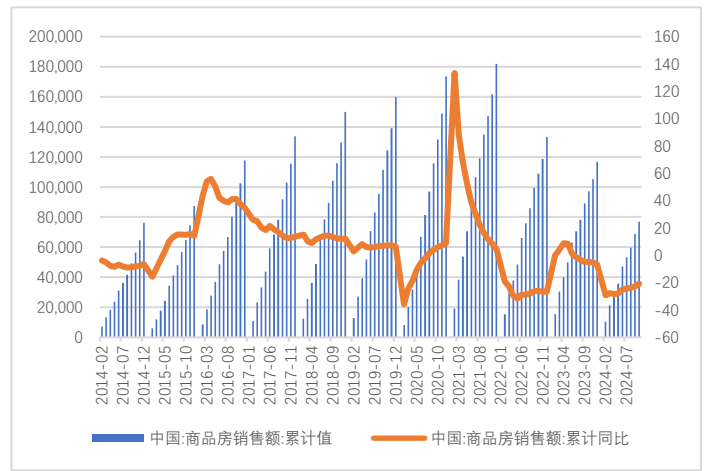
总体上,当前房地产市场压力仍然较大,随着房地产利好政策落地并发挥作用,房地产市场有望企稳,销售面积、销售额降幅有望逐渐收窄。

图 14: 我国商品房销售面积情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 15: 我国商品房销售额情况



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

● 证券市场政策

新“国九条”发布后，市场对高质量资产的重视程度有望逐渐抬升。新“国九条”为中国资本市场未来发展制定了明确规划，内容上涉及投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等多个维度。其中，提高上市公司质量或是政策的重点，九条举措中，有三条均与之相关，包括严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管及加大退市监管力度。在政策的引导之下，市场对于高质量资产的重视度有望逐渐抬升。

市值管理指引正式稿落地，持续推动提升上市公司质量。11月15日证监会发布市值管理指引正式稿，这一文件对上市公司市值管理进行了全方位、多层次的规范与引导，无论是从上市公司自身的可持续发展，还是从指数投资等资本市场重要领域来看，均具有深远且积极的意义。它将持续推动资本市场向着更加规范、透明、高效、稳健的方向发展，为投资者创造更加公平、有序的投资环境，为实体经济的高质量发展提供有力的资本支持，成为资本市场健康发展的坚实基础与强劲引擎

表 2: 新“国九条”主要内容

主要举措	对应内容
总体要求	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，贯彻新发展理念，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。
严把发行上市准入关	进一步完善发行上市制度，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度。
严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管，全面完善减持规则体系，强化上市公司现金分红监管，推动上市公司提升投资价值。
加大退市监管力度	深化退市制度改革，加快形成应退尽退，及时出清的常态化退市格局。

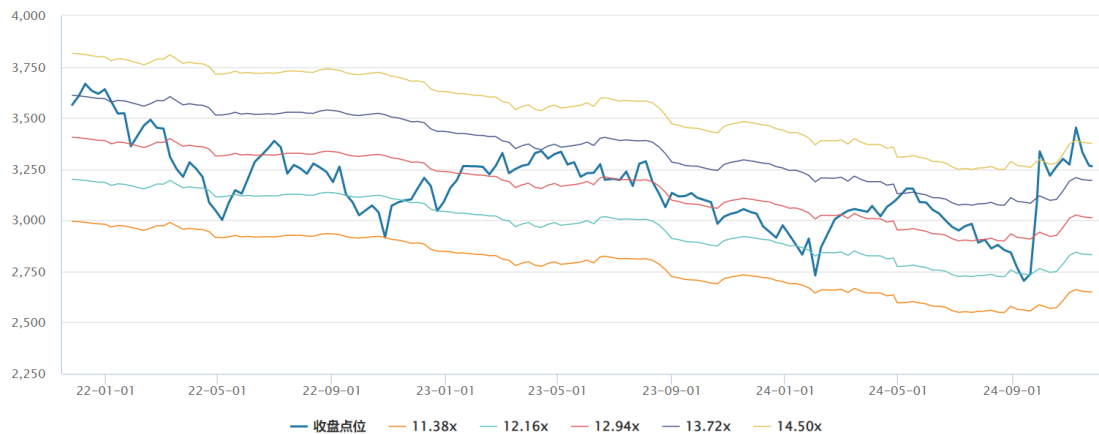
加强证券投资基金机构监管	推动证券投资基金机构高质量发展，积极培育良好的行业文化和投资文化。
加强交易监管	促进市场平稳运行，加强交易监管，健全预期管理机制。
大力推动中长期资金入市	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系，优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
进一步全面深化改革 开放，更好服务高质量 发展	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，完善多层次资本市场体系，坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
推动形成促进资本市场 高质量发展合力	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度，深化央地、部际协调联动，打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

资料来源：国务院，源达信息证券研究所

一揽子增量政策落地，引导中长期资金入市。9月26日，中国证监会宣布，为大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场，近日，经中央金融委员会同意，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》。指导意见主要举措包括三方面。一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。二是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。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。10月10日，为落实党的二十届三中全会关于“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”的要求，促进资本市场健康稳定发展，中国人民银行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利(Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility,简称SFISF)”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立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。再贷款首期额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。

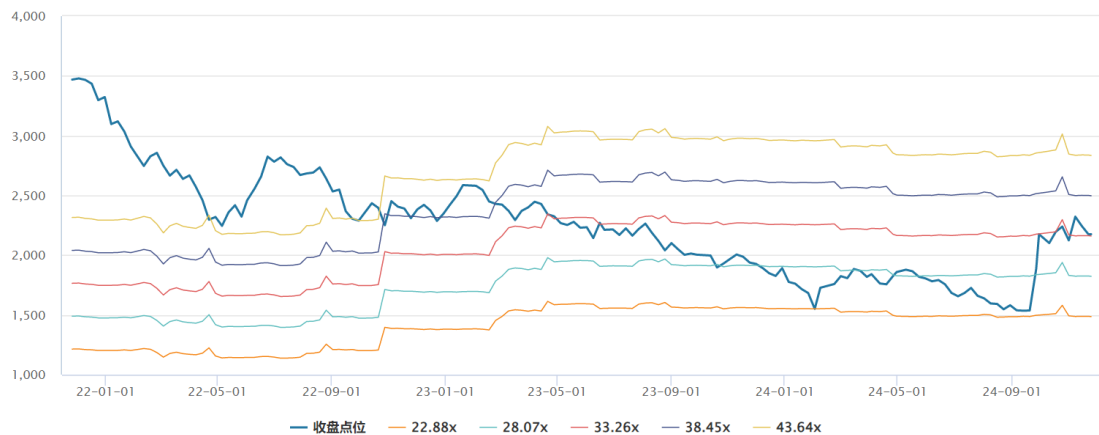
上述政策将为股票市场提供更加充沛的流动性，提升A股市场整体估值水平，同时公司回购力度和大股东增持力度的增加将为投资提供信心支撑。

图 16：上证指数十年估值水平 PE-Bands



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 17：创业板指十年估值水平 PE-Bands



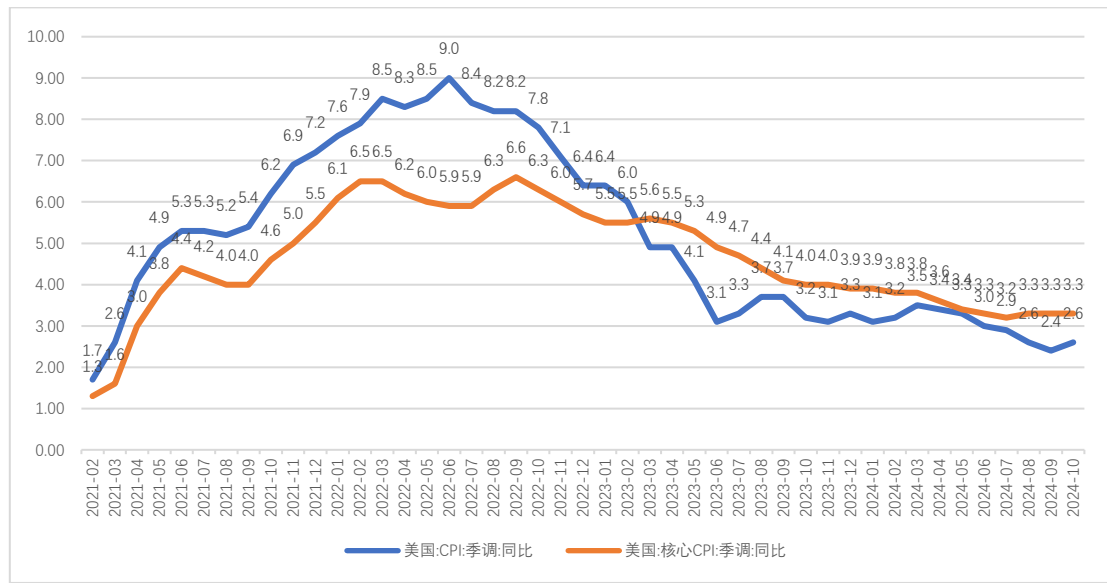
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

3.海外宏观经济：美联储降息路径延续，特朗普重返白宫

2024 年，美国通胀整体降温，但仍高于 2% 的通胀目标。受益于供给恢复和需求降温，能源和核心商品通胀持续回落，但由于劳动力和住房供给仍存缺口，服务通胀尚具粘性，成为美国抗通胀“最后一公里”的最大阻碍。

展望 2025 年，在供给缺口尚未完全消除的背景下，降息后带来的需求回升，叠加特朗普主张的加征关税、收紧移民等政策，将进一步放大供需缺口，使得美国经济面临再通胀风险。

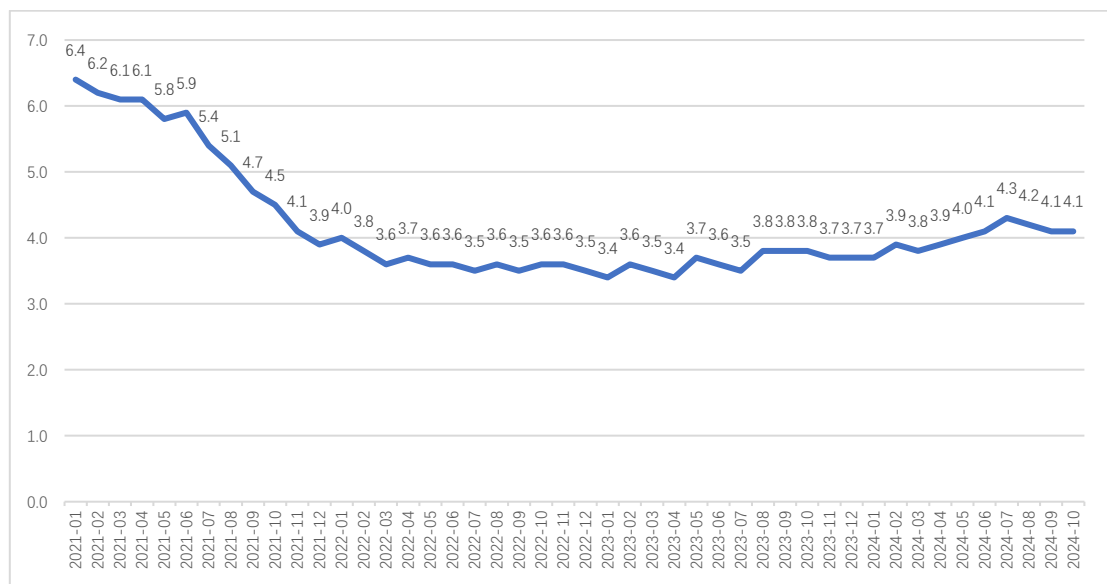
图 18: 美国 CPI 情况



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

下半年美国失业率较上半年明显抬升, 7 月美国失业率攀升至 4.3%, 触发“萨姆规则”, 美国经济出现了强烈的衰退预期, 10 月失业率回落至 4.1%, 仍处于年内较高水平。

图 19: 美国失业率情况



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

美国十年期国债收益率处于历史高位。截止 11 月 22 日, 美国十年期国债收益率为 4.41%, 美国十年期国债收益率处于历史高位, 美国十年期国债收益率是全球资产定价的锚, 美国十年期国债收益率长期处于高位, 将对全球经济的复苏产生压制。

我们认为, 美联储降息周期下, 美国十年期国债收益率有望持续回落, 新兴国家权益类资产估值的压力有望减轻。

图 20：美国十年期国债收益率情况



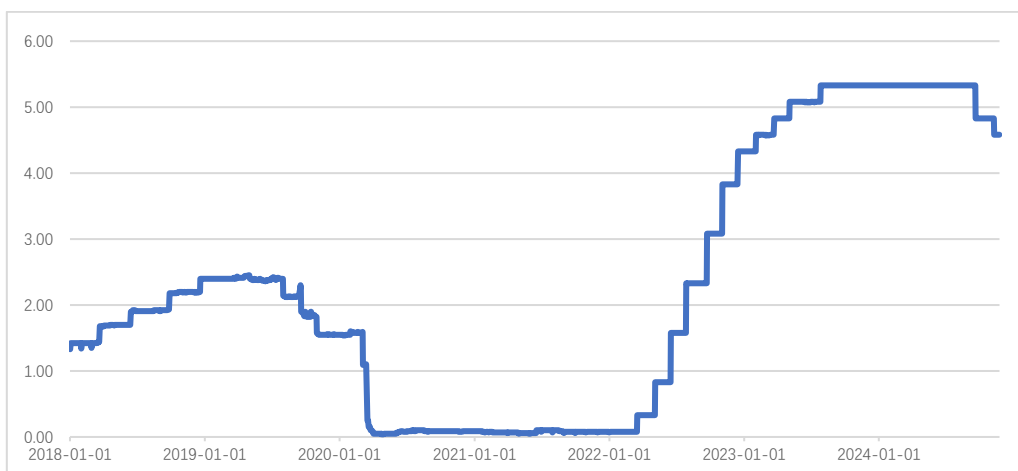
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

今年 9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点到 4.75%至 5%之间，这是美联储自 2020 年 3 月以来首次降息。11 月 7 日，美联储再次宣布将基准利率下调 25 个基点，降息幅度与市场主流预期一致。

美联储主席鲍威尔在 11 月议息会议会后的新闻发布会上表示，随着时间推移，任何政府或国会制定的政策都会对经济产生影响，因此美联储制定政策时也会将此因素考虑在内。他表示，此次降息将有助于维持经济强劲发展。鲍威尔称，美联储在本次会议中对政策立场的进一步调整将“有助于保持经济和劳动力市场强劲”。随着时间推移，货币政策将朝着更加中性的立场迈进。

我们认为，美联储延续降息，不仅是对于通胀降温的进展保持信心，也可能出于保持政策惯性、以及抑制自发上行的市场利率等考量。展望未来半年至一年，政策和市场利率的方向仍然是下行的。如果明年通胀数据再次上升，降息速度可能会适时调整。

图 21：美联储联邦基金利率



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

● 特朗普重返白宫，贸易保护主义抬头

11月6日，美国共和党总统候选人特朗普宣布在2024年总统选举中获胜。特朗普2024年的政策主张主要围绕“美国优先”展开，强调减税、加征关税、减少监管、支持传统能源和制造业、限制移民等。这些政策旨在促进经济增长，但可能加剧通胀压力，并对全球贸易环境产生深远影响。

经济政策：1) 货币政策：特朗普可能要求美联储降息，以支持经济增长。然而，货币政策最终取决于通胀压力，特朗普第一任期内的货币政策基本合理。2) 财政政策：特朗普强调减少政府干预，削减不必要的政府开支，减少监管，以促进市场自由化。”特朗普主张延续并扩大2017年《减税与就业法案》(TCJA)的减税政策，包括将个人所得税税率永久化，进一步降低企业所得税税率至15%。这些措施旨在刺激消费和投资，推动经济增长。3) 关税政策：特朗普继续推行“美国优先”政策，计划对所有进口商品征收10%的普遍关税，并对中国产品征收60%以上的关税。这些措施旨在平衡贸易逆差，推动制造业回流美国。

外交政策：特朗普奉行“美国优先”原则，强调减少对外援助，重新评估与盟友的关系。他可能继续对华实施出口管制，并采取更务实的手段推动高端制造回流美国。

社会政策：1) 移民政策：特朗普计划严厉打击非法移民，加强边境管控，减少移民数量。这些措施旨在保护美国本土就业和安全。2) 社会议题：特朗普反对堕胎，支持传统价值观，强调“回归常理”的保守主义立场。

能源政策：1) 传统能源：特朗普支持传统能源的发展，计划放松对石油和天然气生产的监管，增加本土能源供应。2) 新能源：尽管特朗普支持传统能源，但他也表示支持某些高科技领域的发展，如人工智能和量子科技。

科技政策：特朗普重视国家安全，支持高科技领域的发展，尤其是芯片和计算机产业。他可能继续对华实施科技封锁，限制关键技术的转让。

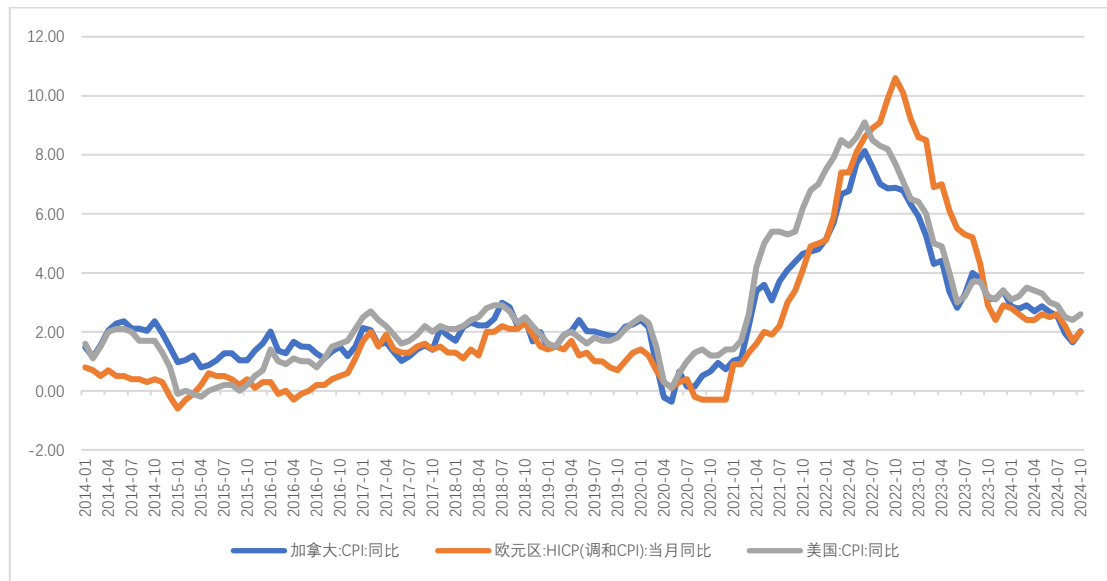
我们认为，在需求缺口较大而外部环境更加复杂的情况下，我国逆周期政策力度加大的必要性进一步上升。从宏观政策来看，中国财政政策的空间比较大，货币政策也仍有宽松空间，后续政策发力提振内需可能会节奏更快、力度更大。

● 发达经济体通胀回落开启降息周期

随着发达经济体通胀从高位回落，发达经济体的降息的条件逐渐成熟。1) 2024年6月5日，加拿大央行宣布将利率下调25个基点至4.75%，为四年来首次降息。10月23日，加拿大央行宣布降息50个基点，将基准利率从4.25%降至3.75%，为连续第四次降息。加拿大央行表示，如果通胀继续缓解，可能会进一步放宽政策。2) 2024年6月6日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率均下调25个基点。欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别下调至4.25%、4.5%和3.75%，为2019年9月以来首次降息。欧洲央行行长拉加德表示，不能说正在进入降息阶段，通胀仍然居高不下，预计将在明年下半年才能降至目标水平。3) 2024年8月1日，英国央行宣布降息25个基点，政策利率由5.25%下调至5.00%，11月7日，再次宣布降息25个基点，政策利率由5%下调至4.75%，英国

央行表示，控制通货膨胀继续取得进展，特别是随着先前的外部冲击已经消退，剩余的国内通胀压力也正在逐渐缓解。

图 22：加拿大、欧盟、美国 CPI 数据



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

三、A 股流动性展望

1.两市成交量激增，赚钱效应吸引居民资金持续入市

“924 政策”出台后，市场行情上扬，市场成交量激增，赚钱效应吸引居民资金持续入市，新开户数量大幅增加。自“924 政策”发布以来，资本市场迎来了新的活力。政策的积极影响迅速在市场中显现，股市行情随之上涨，投资者信心得到显著提振。随着市场行情的持续向好，交易活跃度大幅提升，成交量创下新高。这种赚钱效应不仅激发了现有投资者的交易热情，也吸引了大量新投资者的目光，纷纷开设新的证券账户，希望能够抓住市场机遇，分享经济增长的红利。新开户数量的激增，进一步推动了市场资金的流入，形成了一个良性循环，为资本市场的繁荣发展注入了新的动力。

展望后续，政策暖风有望持续，考虑我国居民过去几年储蓄存款持续积累、A 股投资环境初步修复，居民资金有望持续入市。

图 23：两市成交额情况

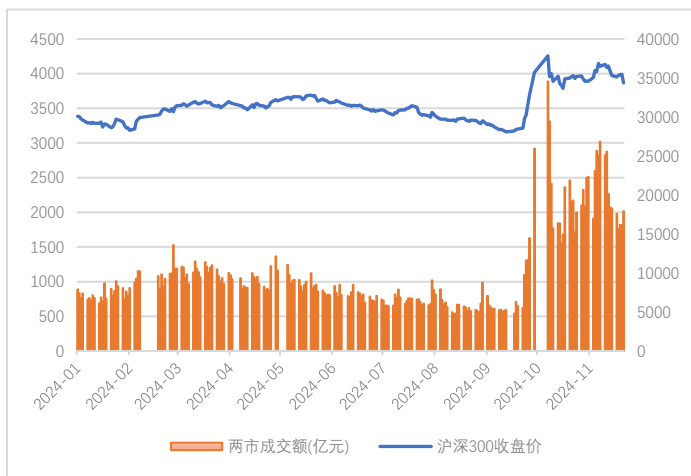
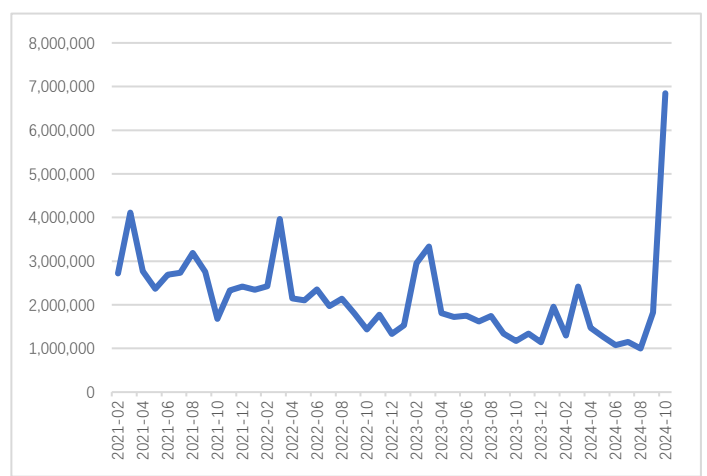


图 24：上交所 A 股新开户情况(户)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

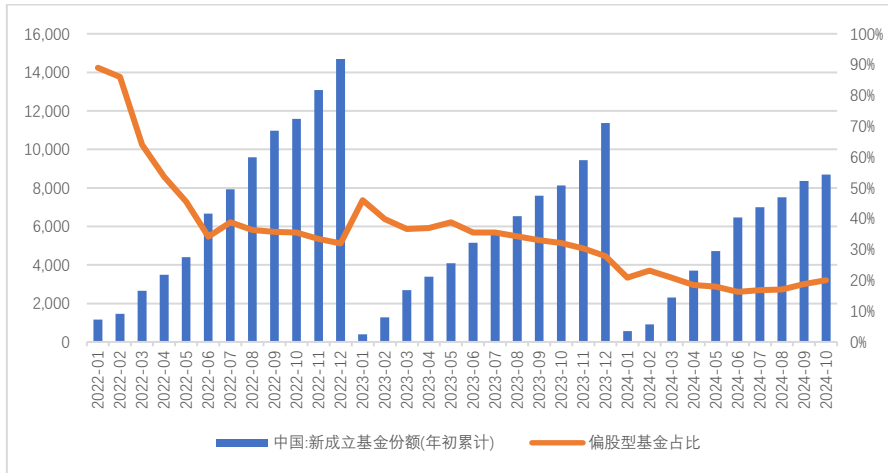
2.公募基金发行表现持续向好，被动指数型基金发行热度有望延续

2024 年 1 月至 10 月，公募基金市场整体表现活跃，新成立基金数量和发行份额均保持较高水平。股票型基金在 9 月份和 10 月份的发行规模显著增加，尤其是被动指数型基金的发行热度较高。按基金成立日统计，1-10 月总计发行 908 只基金，发行份额 12,080.74 亿份。从基金类型来看，1-10 月股票型基金总计发行 463 只，发行份额 4,282.46 亿份。9 月份，公募基金发行市场表现出明显的回暖迹象，尤其是股票型基金的发行规模创下了年内新高。9 月份股票型基金发行规模创出年内新高，新成立基金数量环比增长 60.87%，发行份额环比增长 375.05%。9 月份被动股票基金（包括联接）新发数量 33 只，发行规模 241.8 亿元，较上月大幅上行 399.5%。剔除联接基金后，新发被动股票产品规模 233.42 亿元，其

中 ETF 的发行规模为 225.9 亿元。10 月份，公募基金发行市场继续保持活跃，尤其是股票型基金的发行数量和规模均有所增加。

展望后续，公募基金市场有望在规模增长、投资业绩提升、政策支持、指数化投资、行业配置等方面迎来新的发展机遇。

图 25：我国新成立基金份额和偏股型基金占比情况



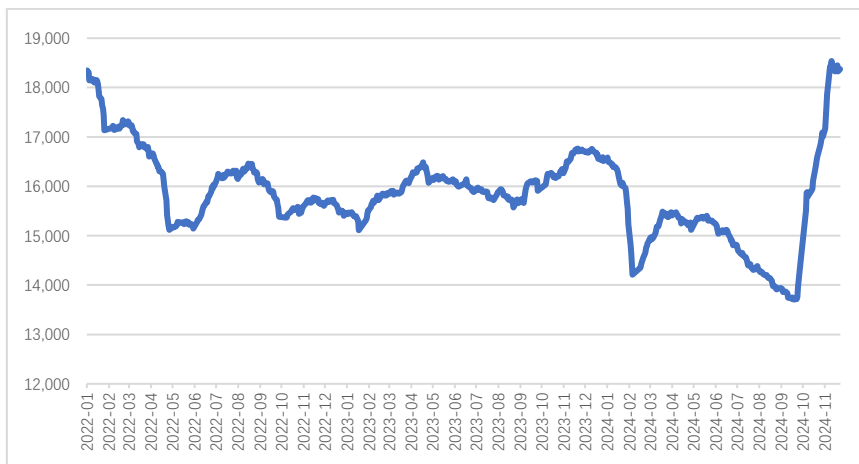
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

3. 投资者风险偏好改善，融资融券余额有望持续增加

“924 政策”出台后，市场情绪提升，投资者风险偏好改善，融资融券余额大幅增加。“924 政策”出台后，市场情绪得到了显著提升，投资者的风险偏好也随之改善。政策的出台，降低了企业回购和增持的成本，增强了市场投资者的信心，专项再贷款政策的出台将进一步促进资本市场的稳定发展。在这种背景下，融资融券余额大幅增加，投资者普遍看涨。

展望后续，在政策落实提振企业盈利增长和股市走高的背景下，融资融券余额将继续增加。

图 26：我国融资融券余额(亿元)



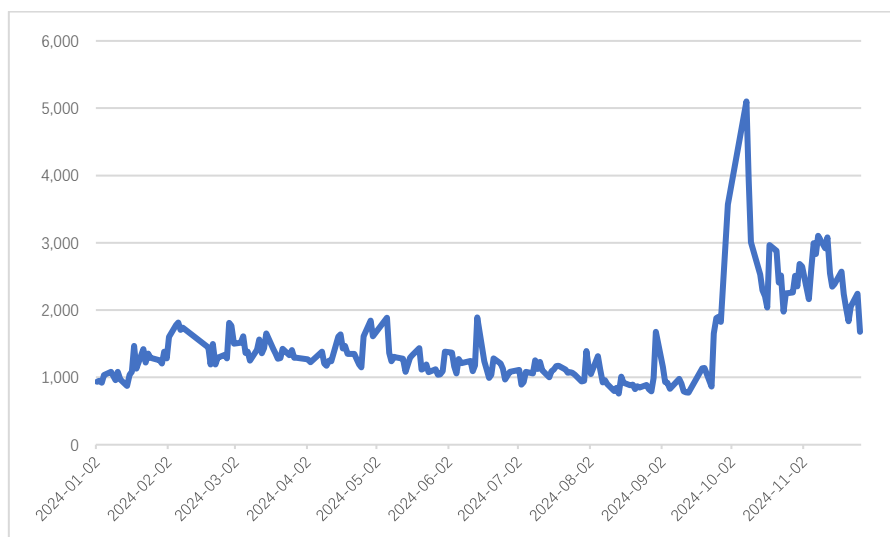
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

4. 外资机构积极布局中国，北向资金有望持续流入

“924 政策”出台后，外资对中国市场的乐观情绪显著提升，北向资金流入规模大幅增加。多家外资机构如高盛、摩根士丹利、富达国际等纷纷表示看好中国股市的未来投资机会。政策的超预期落地，特别是货币政策和流动性支持政策，超出了市场预期，提振了市场情绪。北向资金的流入不仅反映了外资对 A 股市场的信心，也显示了对中国经济增长和市场前景的积极预期。

外资机构普遍认为当前 A 股估值处于历史低位，极具吸引力，未来存在较大上升空间，当前是长期布局的恰当时机。展望后续，随着我国政策的进一步推进和经济持续复苏，北向资金有望持续流入。

图 27：陆股通当日成交金额情况(亿元)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

5. 政策鼓励上市公司回购和增持，助力资本市场稳定与繁荣

新“国九条”对 A 股上市公司的投资价值做出了更为严格的要求。“强化上市公司现金分红监管”，A 股上市公司整体分红比例有望大幅提高，使得上市公司给投资者带来真实回报得到提升。“引导上市公司回购股份后依法注销”，股票回购也可能会在未来成为增量资金的重要来源。大力发展权益类公募基金、优化保险资金权益投资政策环境、完善全国社会保障基金和基本养老保险基金投资政策、提升企业年金个人养老金投资灵活性、鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模，偏机构型增量资金有望增加。

924 以来，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。今年以来，已有 2062 家上市公司回购公司股份，回购金额合计为 1,483.22 亿元；

已有 828 家上市公司增持上市公司股份，增持金额合计为 221.73 亿元。上市公司回购、增持规模整体处于历史较高水平。

展望后续，上市公司的增持回购情况预计将在政策的持续推动下继续保持活跃态势，回购和增持总额有望实现显著增长，同时分红政策的优化也将进一步提升上市公司的投资价值。

表 3：政策鼓励上市公司回购与分红

时间	事件	具体内容
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	国新办新闻发布会	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。
2024.9.27	《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	《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。
2024.11.15	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，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、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，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。《指引》明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，《指引》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：Wind，源达信息证券研究所

表 4：上市公司增持和回购情况(亿元)

回购家数	回购金额	增持家数	增持金额
------	------	------	------

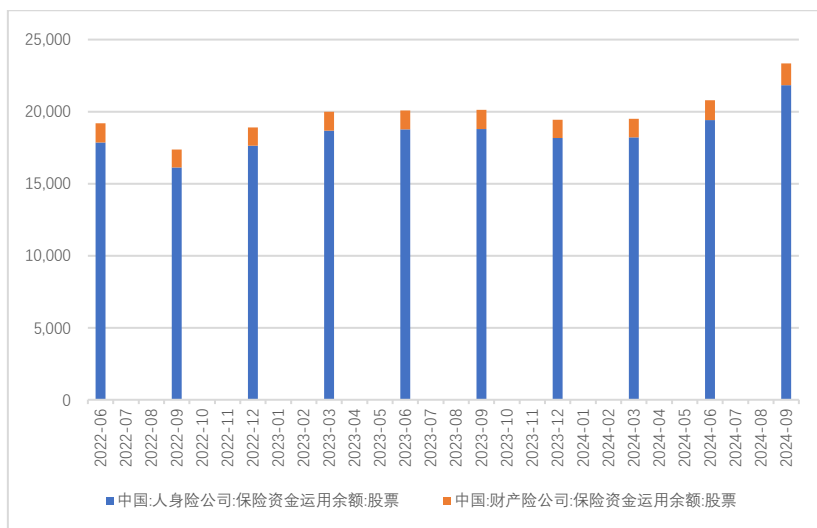
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：日期截至 2024 年 11 月 22 日

6. 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。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 28：保险资金投资股票市场情况 (亿元)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

四、2025 年 A 股投资策略

1. 关注新质生产力的投资机会

新质生产力相关概念贯穿全年，政策重点支持科技创新和战略性未来产业发展。2023 年 9 月，习近平总书记在黑龙江考察调研时首次提出加快形成新质生产力。2024 年 7 月，党的二十届三中全会提出“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”，并对发展新质生产力进行了系统部署。新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的当代先进生产力。包括三大抓手：1) 推动产业链供应链优化升级，包括重点产业链的补链延链长链、传统产业的技改升级；2) 积极培育新兴产业和未来产业，主要包括巩固扩大新能源车等优势产业的领先优势、加快氢能等前沿产业发展、积极打造商业航天等新增长引擎、开辟量子技术等新赛道等；3) 深入推进数字经济创新发展，主要包括开展“人工智能+”行动、实施制造业数字化转型等。

发展新质生产力是当前政策对于国内经济方向的重要指引，建议关注政策驱动及产业趋势下的新兴产业：人工智能、低空经济等。

表 5：2024 年以来有关新质生产力重要表述

时间	出处	重要内容
2024/1/18	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	到 2025 年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。全面布局未来产业，把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展。
2024/1/30	国家金融监督管理总局 2024 年工作会议	精准高效服务经济社会发展，统筹做好“五篇大文章”，更好服务新质生产力和现代化产业体系建设，着力支持扩大有效需求，持续增强普惠金融服务能力，切实提升金融消保工作质效。
2024/1/31	第十一次集体学习	中共中央总书记习近平在主持学习时强调，“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章推动新质生产力加快发展”。
2024/2/2	国务院国资委	近期部署 2024 年投资工作，推动国资央企聚焦主责主业、发展实体经济，积极扩大有效投资，优化投资布局结构，其中加快布局培育新质生产力是着力重点之一。
2024/2/17	国家开发银行	国家开发银行发挥中长期融资优势，围绕服务以科技创新引领现代化产业体系建设，2023 年发放先进制造业及战略性新兴产业贷款 5518 亿元，重点支持了新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源汽车、节能环保、新能源、生物医药等领域发展，助力加快发展新质生产力。
2024/3/5	《政府工作报告》	《政府工作报告》提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。

	告》	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展“人工智能+”行动。
2024/4/27	新“国九条”	市场各参与方和证监会系统单位要以贯彻落实“新国九条”为契机，坚守资本市场工作的政治性、人民性，提升专业性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，坚持市场化法治化方向，尊重规律，尊重规则，持续深化资本市场改革，推动股票发行注册制改革持续推进、走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展。
2024/6/1	《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》	发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。
2024/9/25	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	意见指出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，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。
2024/10/17	习近平主席	习近平总书记在安徽合肥滨湖科学城，察看近年来安徽省重大科技创新成果集中展示，同现场科研人员和企业负责人亲切交流。习近平说，推进中国式现代化，科技要打头阵。科技创新是必由之路。党中央非常重视和爱惜科技人才。“人生能有几回搏”，大家要放开手脚，继续努力，为实现科技自立自强贡献聪明才智。
2024/10/23	工信部	研究制定提升产业科技创新能力的政策措施，促进科技创新与产业创新深度融合。培育壮大低空经济、商业航天、生物制造等新产业新赛道。

资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

2.关注扩大内需带来的相关行业投资机会

海外环境：美国大选落定，特朗普胜选或导致外需对于我国经济基本面的支撑削弱，后续政策发力提振内需可能会节奏更快、力度更大。在即将召开的人大常委会、中央经济工作会议以及之后的各项重要会议中，预计政府将出台更加强力的财政和地产刺激政策，释放更积极有为的中长期预期，加大逆周期调节力度。同时，促进中低收入群体增收、优化税收政策、发放消费券等潜在可能超预期的政策有望切实利好消费需求。

国内政策：2024年3月5日，国务院总理李强在政府工作报告中提出，着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。926政治局会议强调“把促消费和惠民结合起来，促进中低收入群体增收”，“要守住兜牢民生底线”，“加强低收入人口救助帮扶”，10月12日财政发布会提出加大对重点群体的支持保障力度，扩大高校学生资助，新增国家

奖学金奖励名额翻倍等。

以提振消费为重点扩大国内有效需求，居民消费能力有望释放，食品饮料、家电、汽车等行业有望迎来景气拐点，业绩及估值均有望得以大幅提升。

3.关注受益于大规模化债的相关行业投资机会

11 月上旬的全国人大常委会表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。议案提出，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。财政部部长蓝佛安在十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上介绍，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。蓝佛安表示，政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。

化债举措将缓解地方政府的流动性压力，提高其发展经济的能力和积极性，促进市场信心恢复和风险偏好回升。我们认为两类企业将会受益于本轮大规模化债。1) 业务 To G 的公司：随着地方债务负担的减轻，预计政府支出将得到提升。在未来五年内，债务化解预计将为地方政府节省约 6000 亿元。这些主要涉及环保、建筑建材和计算机行业的上市公司，可能会看到政府客户的回款速度加快，之前计提的坏账准备有望被冲回，从而增加公司当期的利润。2) 基建产业链是化债受益的核心方向，直接影响着地方政府的债务水平。重点关注工程机械、基础建设、环保、钢铁等行业。

4.关注央国企市值管理的投资机会

近年来，“市值管理”被反复提及，市值管理的根本在于提高企业价值创造的能力，即通过增厚净利润来提高市值。我国对央企已建立起“一利五率”的指标体系与“一利稳定增长，五率持续优化”的考核目标，为央国企提高经营能力指明了方向。2024 年，国务院国资委明确宣布将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，并全面推开上市公司市值管理考核。2024 年 11 月 15 日，证监会发布了《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，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、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，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。《指引》明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，《指引》明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。

表 6：市值管理制度发展

时间	政策来源	政策重点内容
2014/5/9	国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	明确提出要“鼓励上市公司建立市值管理制度”和“健全市场稳定机制”。自此市值管理被正式写入资本市场顶层制度设计的纲领性文件。
2017/3/9	十二届全国人大五次会议 举行记者会	中央企业一定要加强包括市值管理在内的各项措施，把上市公司做优。
2019/11/27	《国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》	加强上市公司市值管理，提高股东回报。
2021/6/10	国务院国资委召开全国国有产权管理工作会议	强调中央企业要高度重视上市公司的发展质量和市场绩效，不断提升上市公司价值创造能力和价值实现能力。
2022/5/27	国务院国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》	鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，避免单纯以市值绝对值作为衡量标准，严禁操纵股价。
2024/1/24	国务院新闻办公室举行发布会	首次提出将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。
2024/1/29	国务院国资委召开 2024 年中央企业、地方国资委考核分配工作会议	明确了央企市值管理考核新要求，全面推开上市公司市值管理考核，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效。
2024/4/12	国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》 (国发〔2024〕10号)	明确提出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。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024/11/15	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，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、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，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。《指引》明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，《指引》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，源达信息证券研究所

央行创设两结构性货币金融工具，央国企将充分受益。央行行长潘功胜在 9 月 24 日召开的国新办发布会上宣布将创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项

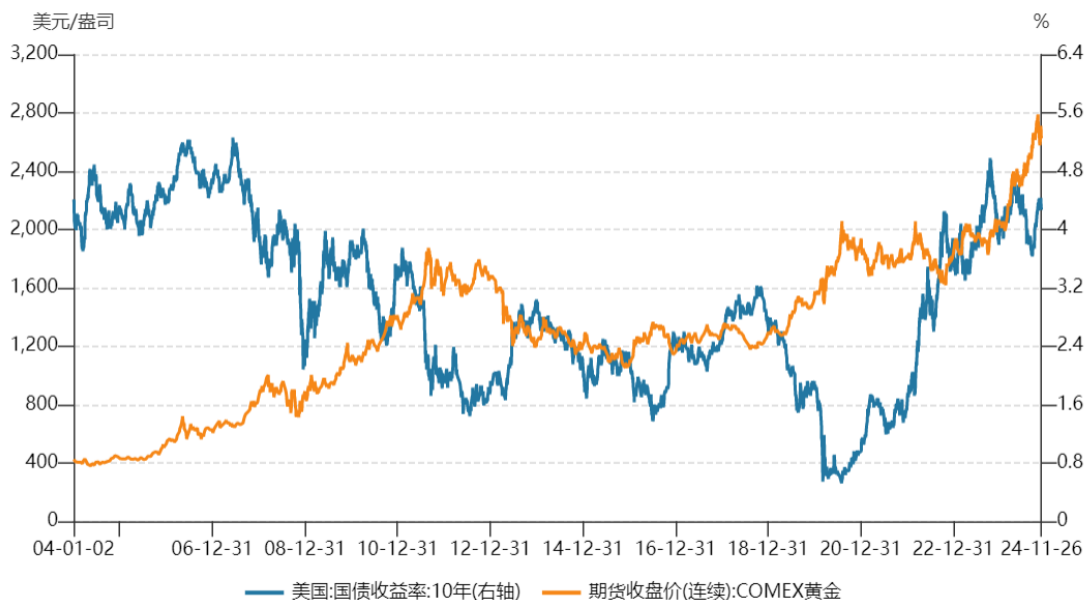
结构性货币政策工具。其中，股票回购增持专项再贷款拓宽了市值管理工具箱和资金来源，央国企可充分运用增持和回购两大工具；互换便利工具则进一步增强沪深 300 成分股流动性。

政策支持市值管理与增持回购，建议关注低估值高股息央国企。924 国新办发布会释放较多政策利好，发布上市公司市值管理指引，央行也创设两结构性货币政策工具支持增持回购、引导资金流入股市。叠加三季度专项债发行高峰，财政政策有望加力，我们建议关注高股息长期破净的建筑行业央国企和国有银行。

5.看好黄金的中长期投资机会

在当前地缘政治紧张局势不断、特朗普重返白宫引发的全球贸易紧张关系加剧，以及全球经济不确定性增加的背景下，黄金作为避险资产的中长期需求有望持续增长。同时，美联储的货币政策对黄金市场具有显著影响，预计到 2025 年，美联储将继续执行降息政策，这可能会降低持有现金的吸引力，并增强市场对通胀的预期，为黄金价格提供支持。此外，特朗普政府的财政政策，包括对外征收关税和对内减税，可能会导致财政赤字进一步扩大，这不仅会增加利息支付的压力，还会削弱美元的信用，进而可能导致美元体系的信誉下降，进一步推动黄金价格的上升。综合考虑这些因素，黄金作为投资组合中的避险资产，其价格上涨的预期具有坚实的基础。

图 29：黄金价格与美国十年期国债收益率走势



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级	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，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下
公司评级	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，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于沪深 300 指数表现+20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现-10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。