

## 2025 年 A 股年度策略报告：柳暗花明，行则将至

### 主要观点：

2024 年度策略主题词：“向新而生，不离辘重。”主要是从市场结构角度论述，坚持科技创新和红利资产并举的哑铃策略，并以大类资产配置和动态择时进行增强。

2025 年度策略主题词：“柳暗花明，行则将至。”从市场的总体环境看，一方面政策端更加用力，实施更加积极有为的宏观政策；另一方面，前路道阻且长，逆中有机，中国经济与资本市场正沿着正确的轨迹稳步前进。对于 2025 年，我们提出以下观点：

#### 一、2004 年行情启示

年内两次触及低点后迎来中级行情，我们得出这样的启示：一是资产重置或是 A 股市场的估值底，上证指数市净率在 1.10-1.20 倍附近，下行空间受限；二是估值底随时有望催生政策出台，形成政策底；三是当估值底和政策底“双底共振”时，市场有望迎来快速修复行情。

#### 二、2025 年宏观展望

既要正视人口、地产、国际价值链再平衡等长久期因素的客观存在，也要认识到我国经济体量规模巨大，内需市场潜力巨大，高水平对外开放的步伐持续加快，国内国际双循环相互促进、协同发展的格局日益成熟与完善，高质量发展格局正在稳步构建，经济长期向好的基本趋势保持不变，且经济效率提升潜力依然广阔。

#### 三、行则将至

中国经济的“体感”更多与 GDP 平减指数相关。过去 25 年以来，当 GDP 平减指数累计同比增速转入负值时，通常社会经济增长遇到“危”的阶段；也是政策端大刀阔斧、锐意改革破局的时机。

2024 年 11 月，中央经济工作会议召开，明确提出实施更加积极有为的宏观政策，要稳住楼市股市；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

2024 年 4 季度，股市与房地产流动性率先好转，企业流动性好转仍需要一个观察周期。科技创新，是实现中国式现代化的关键环节；中国科技创新指数持续提高，创新投入产出成效明显。

报告日期：20241230

执业信息

崔威 策略分析师  
执业编号：S1750523090001  
电话：18603058668  
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI 重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20240602-策略月报：红利已扬帆，科技待潮涌

20240401-策略月报：坚持哑铃型增强策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辘重

## 四、投资策略

1、**指数波动幅度或将下降。**2024 年的估值修复行情基本告一段落，后续市场进入业绩验证阶段。情绪指数触及历史高位，初显回落态势。个人存款/沪深 A 股总市值比值仍处于相对高位水平，表明居民配置股票资产仍然相对较低。

### 2、投资策略与方向

继续坚持哑铃投资策略，继续坚持大类资产配置和动态择时策略。

1) **从科技创新角度：**①新质生产力方向，如新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技；②新业态方向，如低空经济、人形机器人、无人机；③加强产业链供应链韧性，如集成电路、工业母机、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料、关键矿产资源；④固态电池。

2) **从红利资产或潜在边际改善角度：**银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物、黄金股 ETF、维生素。

3) **从“两重”和“两新”政策持续发力角度：**对应到申万一级行业，建议关注通信、电子、计算机、国防军工、汽车、机械制造、电力设备。

4) **从大类资产配置角度：**继续建议关注黄金 ETF、恒生 ETF、基准国债 ETF 等大类资产，增加港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）。

**本期重点分析：银行、证券、电力设备、生物医药。**

2025 年初，建议关注银行、证券、红利、黄金、恒生、港股红利。

- 2024/9/25 建议关注证券、银行、中证 A500
- 2024/9/1 建议关注维生素
- 2024/8/1 建议关注黄金股 ETF
- 2024/6/2 建议关注电子及半导体
- 2024/5/4 建议关注恒生指数 ETF

**风险提示：**政策力度不及预期、化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

2023年末，我们撰写的《2024年A股年度策略报告：向新而生，不离辘重》，主题词是“向新而生，不离辘重”，主要是从市场结构角度论述。一方面，中国经济需要提质增效再上新台阶，科技创新为必由之路，另一方面，利率下行背景和复杂的外部环境下，红利资产提供的稳定股息收益具有比较优势并显得尤为珍贵。因此，坚持科技创新和红利资产并举的哑铃型策略，并辅之以大类资产配置和动态择时进行增强。

2025年，哑铃配置思路依然有效，从市场的总体环境看，我们给定的2025年策略主题词是“柳暗花明，行则将至”。

“山重水复疑无路，柳暗花明又一村。”

2024年，中国经济与市场均经历了巨大的考验。作为衡量市场信心指标之一的A股估值水平，持续创出历史新低；正当市场逡巡迷惘之时，“9.24”金融新政及陆续出台的政策组合拳，迅速点燃市场信心，在估值底和市场底双底共振的推动下，A股市场出现了一轮快速的估值修复行情，成交量持续放大并保持高位水平，市场悲观情绪得到有效缓解。我们判断，2024年下探出的估值底，既是未来市场的底限，也是政策的底限；双底共振，柳暗花明。

“道阻且长，行则将至；行而不辍，未来可期。”

展望2025年，一方面，人口、地产、国际变局等长久期因素仍将压制市场估值大幅提升；另一方面，政策有望持续加力，宽松的财政政策和货币政策有望持续释放积极信号，坚持科技创新和畅通内循环，坚持改革开放，前行方向坚定不移，立新破旧，积跬步而渐至远方。每一个局部领域的改善或突破，都有望给经济和证券市场带来新的动力与活力。

套用毛主席《论持久战》中的语境，我们认为，过度乐观的牛市号角和过度悲观的熊市论调，都不可取。中国资本市场的高质量发展，将是一个持续渐进的过程，最终建成一个具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场。

## 一、2024 年回顾：柳暗花明

### 1.1 2023 年策略观点回顾

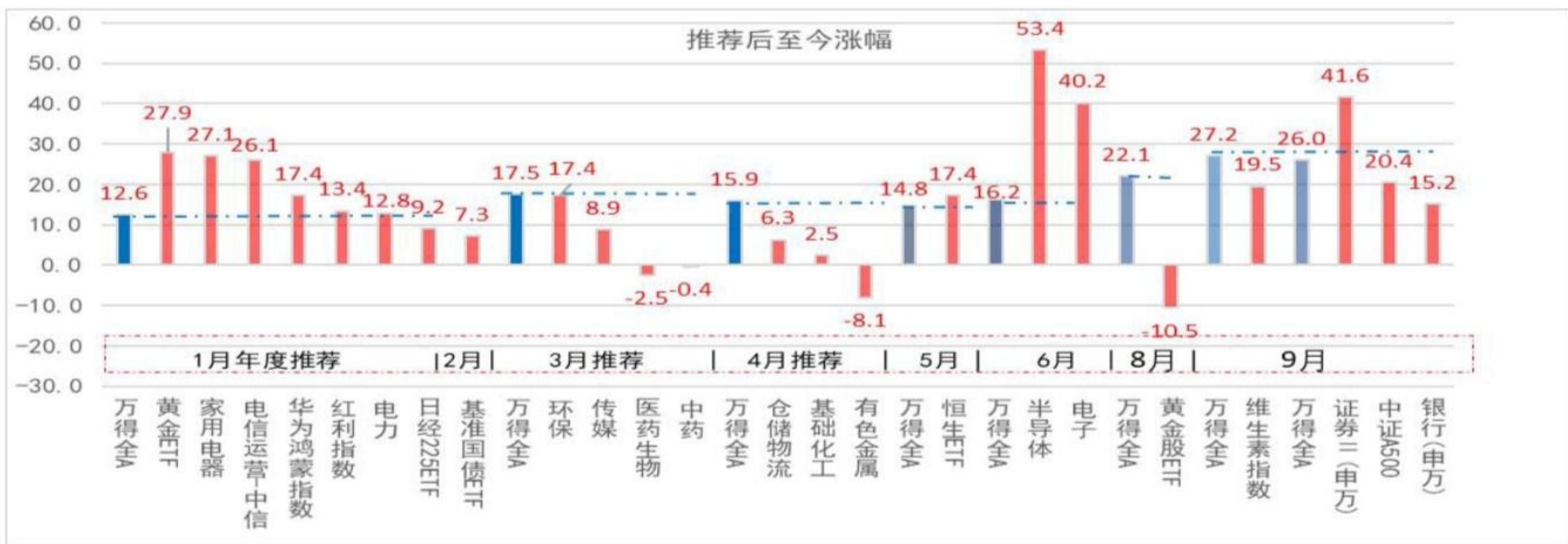
2023 年 12 月 29 日，我们发布了《2024 年 A 股年度策略报告：向新而生，不离辘重》。2024 年，我们陆续发布了月度策略报告 11 篇、策略专题报告 10 篇。策略报告坚持前瞻性和实用性原则，策略观点保持了持续和更替性，总体得到了市场验证，现简要回顾如下。

一是在方向上，总体把握了指数的运行节奏。在《20240117 策略专题：技术解盘——兔尾龙头，或迎反弹》、《20240201 策略月报：行至水穷处，忽“见”龙抬头》，提示投资者“不宜在最后的震荡消磨阶段丢失筹码”。《20240504 策略月报：正本清源，把握伦东、增配港股》指出，我们构建的市场情绪指数，已进入中后期阶段。《20240925 策略专题：国新办新闻发布会解读——流动性王炸和政策协同》指出，市场底部已经探明，至年底进入震荡回暖期。

二是在结构上，推荐行业胜率较高。2024 年累计推荐 23 个行业或板块，截至 2024 年 12 月 27 日，录得正收益的板块 19 个，胜率 82.6%；申万一级行业 22 个年内录得正收益，胜率 71.0%。2024 年 1-8 月市场震荡下跌期间，我们推荐的行业上涨比例为 42.1%，申万一级行业年内上涨比例为 13.3%，

年初推荐的黄金、家用电器、电信运营商，6 月推荐的半导体、电子，9 月推荐的证券、中证 A500 等 7 个板块推荐后涨幅超过 20%；华为鸿蒙、上证红利指数、电力、环保、恒生 ETF、维生素、银行等 7 个板块涨幅在 10-20%之间；日经 225ETF、基准国债 ETF、传媒、仓储物流、基础化工等 5 个板块涨幅在 0-10%；中药、医药生物下跌 0-5%，有色金属、黄金股 ETF 跌幅超过 5%。

图表 1 2024 年各月推荐行业年内涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（日经 225ETF 统计周期截至 2024 年 9 月 30 日）

三是大类资产配置上，以多元资产丰富、平衡策略组合。2024 年初，建议关注日经 225、黄金；2 月，建议关注基准国债 ETF；5 月，建议关注恒生 ETF 基金；便于投资者平衡组合，也体现了择时策略的运用。

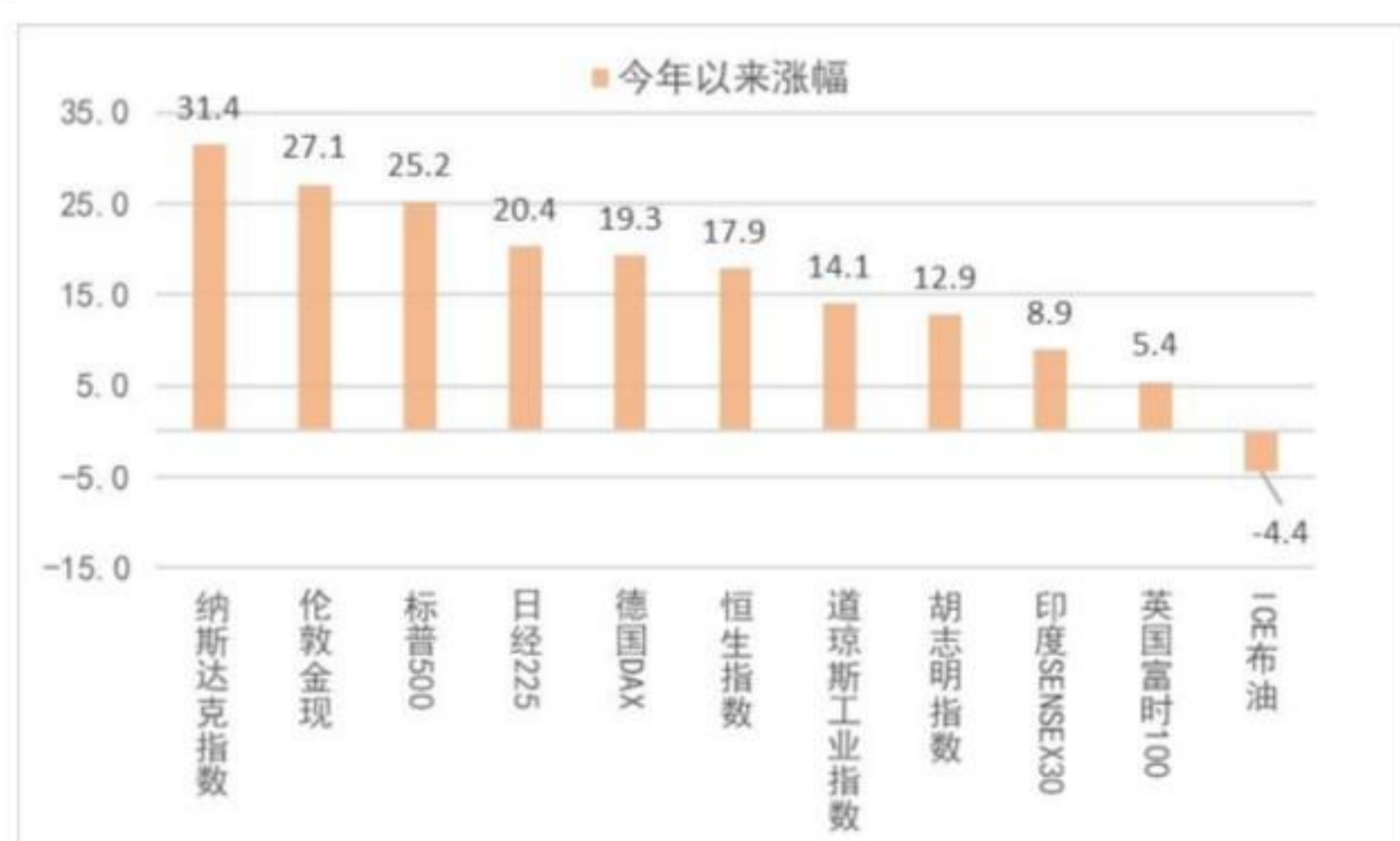
四是政策认知上，比较前瞻或同步地发现了政策、行业信息带来的投资机会。2023年12月，中央经济工作会议提出“推动消费品以旧换新政策”，2024年年度策略建议关注家用电器；2024年5月，国家集成电路产业投资基金三期5月成立，《20240602策略月报：红利已扬帆，科技待潮涌》首次建议关注电子、半导体行业。2024年11月23日，英伟达创始人兼CEO黄仁勋在香港科技大学荣誉博士学位授予仪式上提出，人工智能变革未来的三个方向是人形机器人、无人汽车、无人机，《20241201策略月报：大行也需顾细谨》立即提示予以关注。

五是宏观预判上，2024年初的四个宏观预判基本得到验证。预判一：科技创新是时代的必然，拥抱AI，关注华为科技产业链。2024年，美国纳斯达克持续创出新高，国内华为鸿蒙、华为海思、华为汽车等华为产业链在经历年初前8个月的下调之后，4季度逆转颓势，成为科技板块的领头羊。预判二，货币政策保持友好，我国银行贷款利率将下调。贷款市场报价利率（LPR）年下调，1年期下调2次共计30BP至3.1%，货币政策从“稳健”至年末转入“适度宽松”。预判三：日本结束负利率，日元升值。2024年3月19日，日本央行公告，将基准利率由此前的-0.1%调整为0-0.1%，结束负利率时代；日元汇率走势与预判不符，全年走势震荡偏弱，USD/JPY从年初的141升至年末157附近。预判四：美联储降息落地，推高金价。2024年9月和11月，美联储两次降息，累计下调75BP，联邦基金目标利率下调至4.75%。伦敦金（现）从年初的2060美元/盎司持续震荡上行，最高升值2789.9美元/盎司，至年末在2665美元/盎司一线震荡整固，成为表现最好的大类资产之一。

## 1.2 市场运行回顾

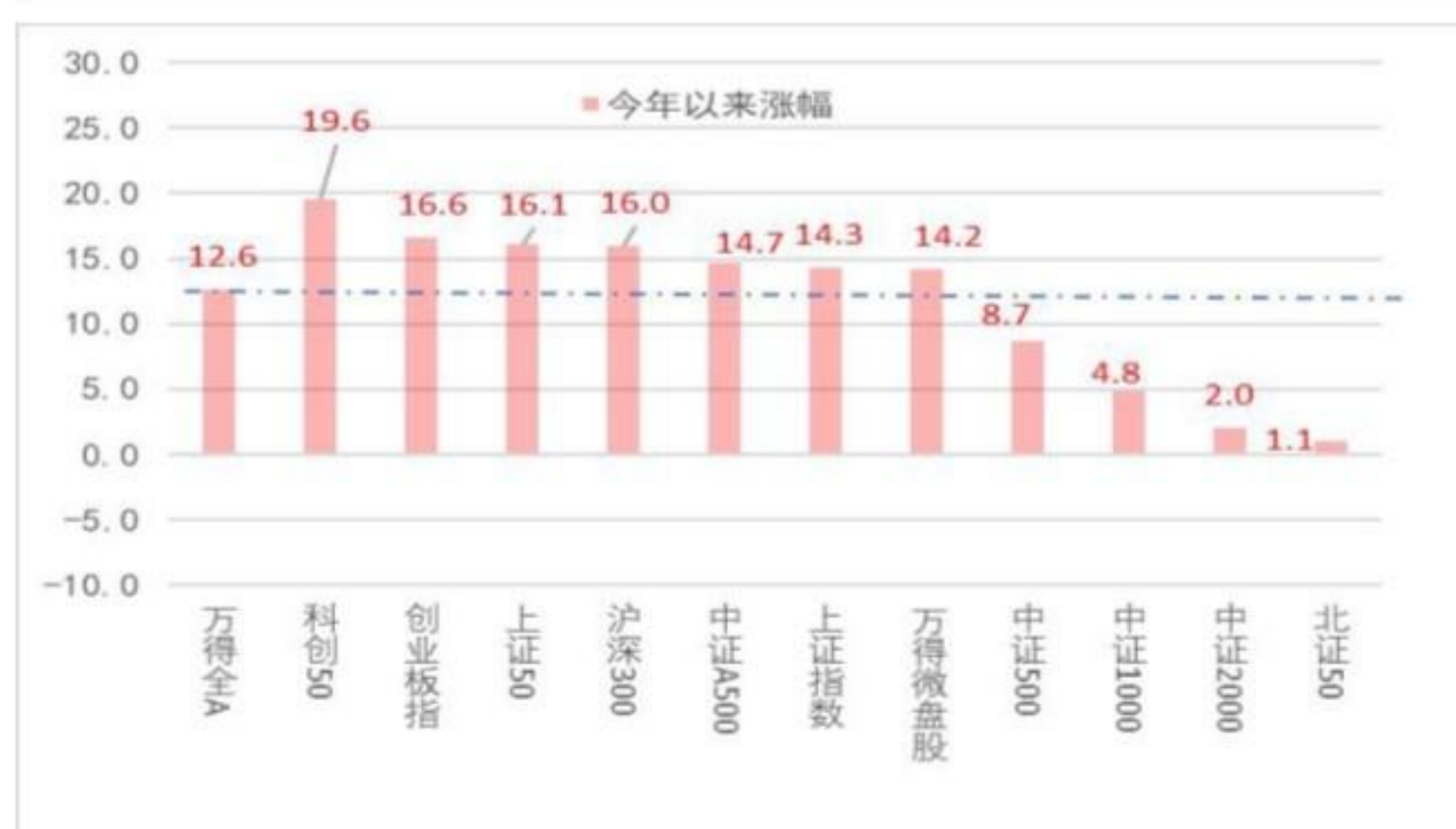
科技、避险、低估值，三大方向大类资产群芳争艳。截至2024年12月27日，代表科技创新的纳斯达克指数年内涨幅31.4%，在主要市场中涨幅排名第一；代表避险资产的伦敦金现货，报收2621.35美元盎司，年内涨幅27.1%，最高触及2789.9美元/盎司，最大涨幅超过35%；代表低估值方向的日经225，年内涨幅20.4%，恒生指数年内涨幅17.9%，年内最大涨幅超过35%。此外，以比特币为代表的虚拟货币，年内大幅上涨。仅原油下挫，ICE布油报收73.62美元/桶，年内下跌4.4%。

图表2 国际主要指数及商品 2024年内涨幅



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表3 A股主要指数 2024年内涨幅

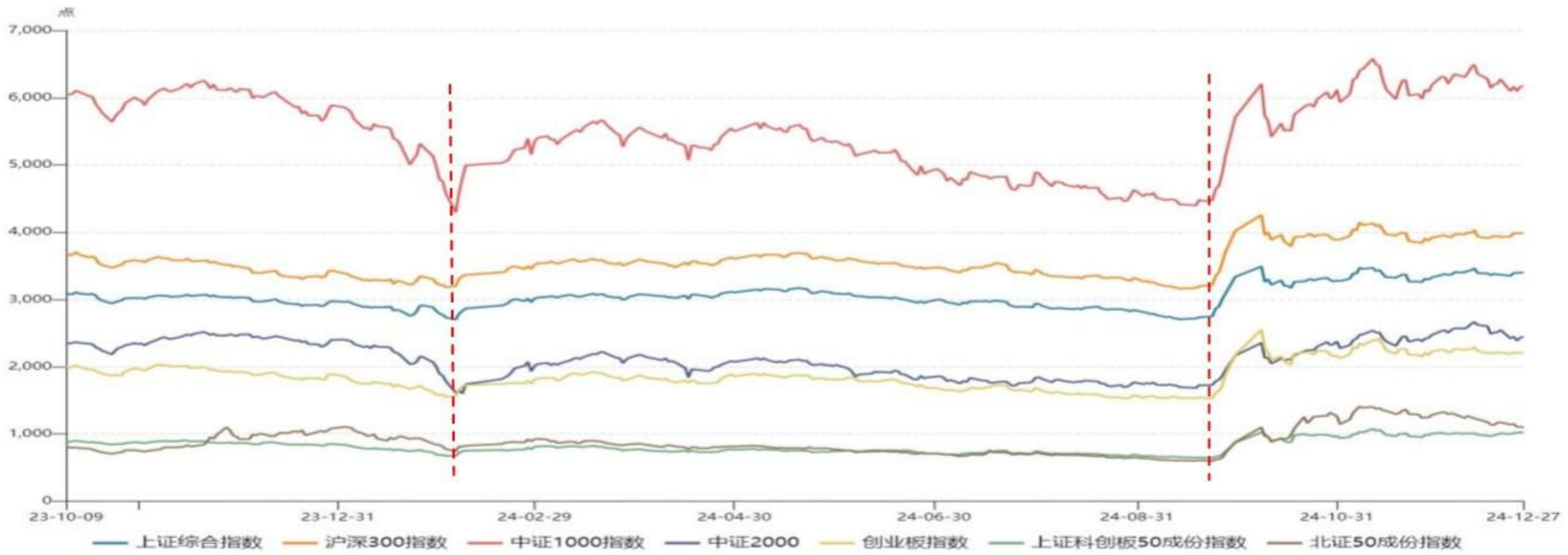


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

A股市场跌宕起伏，9月市场逆转颓势，全年大涨。截至12月27日，Wind全A年内累计涨幅12.2%，科创50涨幅19.6%，领涨其他指数；创业板指、上证50、沪深300涨幅均超过16%；中证A500、上证指数、万得微盘股涨幅在14%-15%之间，中证500、中证1000、中证2000、北证50涨幅低于10%。

1-8月份，红利资产、低估值领先，上证指数、上证50、沪深300等权重指数表现较好、仅有银行、公用事业（电力）、家用电器、石油石化四个行业上涨；9月下旬以后，市场整体强力向上，科创50、创业板指领跑市场。

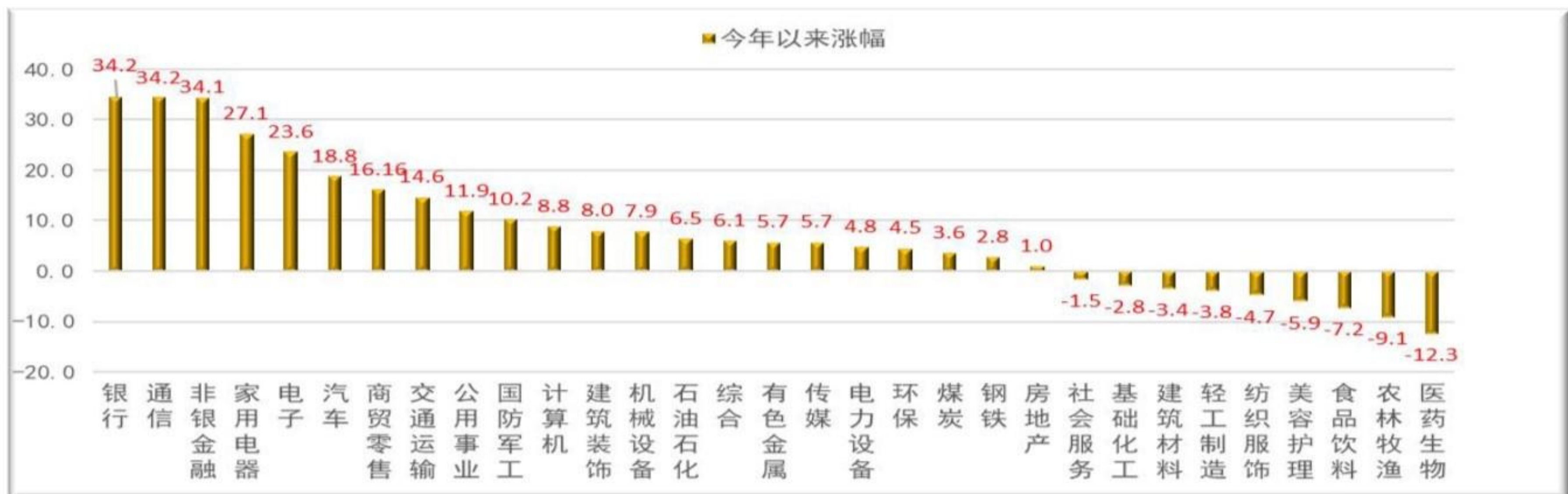
图表4 A股两次系统性机会，来自2024年2月和9月的市场低点



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

行业方面：银行、通信、非银金融涨幅均超过30%，分别代表红利资产、科技创新和“牛市旗手”；电子、汽车、商贸零售交通运输、公用事业、国防军工等涨幅均超过10%；医药生物、农林牧渔、食品饮料、美容护理等内需行业走弱。

图表5 申万一级行业2024年度涨幅(%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

### 1.3 2024 年行情：确认估值底和政策底

2024 年，市场出现的两次低点前后，均有强力政策出台。2 月 5 日，证监会发布《严惩操纵市场恶意做空，切实维护市场稳定运行》；2 月 7 日，证监会主要领导调整。9 月 24 日，国新办发布会上，一行、一局、一会金融新政发布；9 月 26 日，中央政治局会议指出，“要努力提振资本市场”。随后，A 股均展开一轮中级反弹行情。

两次市场低点对应的市净率水平，均已与德国、日本股市低迷时期的估值水平相当；从购买净资产的角度思考，市场整体呈现“跌无可跌”的状态。2024 年 2 月 5 日和 9 月 13 日，上证指数市净率（LF）分别下探至 1.13 倍和 1.12 倍，创出最低估值水平，此前的估值底在 1.20 倍附近。2003 年，德国股市低迷时期的市净率低位在 1.10 倍附近；2009 年，日本股市低迷时期的市净率在 1.0 倍附近。

因此，我们得出这样的启示：一是上证指数市净率 1.10-1.20 倍属于估值底，当其运行至 1.20 倍附近时，下行空间显著受限；二是在估值底附近，随时有望催生政策出台，形成政策底；三是当估值底和政策底“双底共振”时，市场有望迎来快速修复行情。

图表 6 上证指数估值底部 市净率(LF)1.12 倍



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 7 主要国际指数底部区域对应的市净率

指数	市净率	对应时间	备注
纳斯达克	2.00	2009/2	2009年以来
标普500	1.70	1990/10	1990年以来
道琼斯	1.26	1993/5	1993年以来
德国DAX	1.10	2003/3	2003年以来
日经225	1.00	2009/2	2000年以来
韩国综合指	0.73	2001/9	1999年以来

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

### 1.4 2025 年行情：上证指数的估值研判

在认识到上证指数市净率 1.1-1.2 倍为估值底的同时，我们也要看到，2024 市场估值持续走低，与企业的盈利周期下行及盈利能力寻底具有关联，是市场的风险定价使然。

观察上证指数当年三季度累计净资产收益率（ROE）的变化，2000-2024 年均值为 9.30%。2007 年三季度，ROE 升至 12.27%，是上证指数估值最高的时期，市净率达 6.55 倍，也高于同期纳斯达克、标普 500 市净率；2008 年全球金融危机，2008 年三季度末市净率快速下降到 2.44 倍，2010-2014 年的三季度，ROE 运行在 11% 上方的高位水平，但市场估值并未大幅上行，体现了市场的前瞻性；2015-2021 年的三季度，ROE 下台阶运行至 8%-10% 区间，即使 2015 年上证指数 5178 点时，对应的市净率也仅为 2.77 倍，上证指数市净率低点持稳于 1.20 倍。

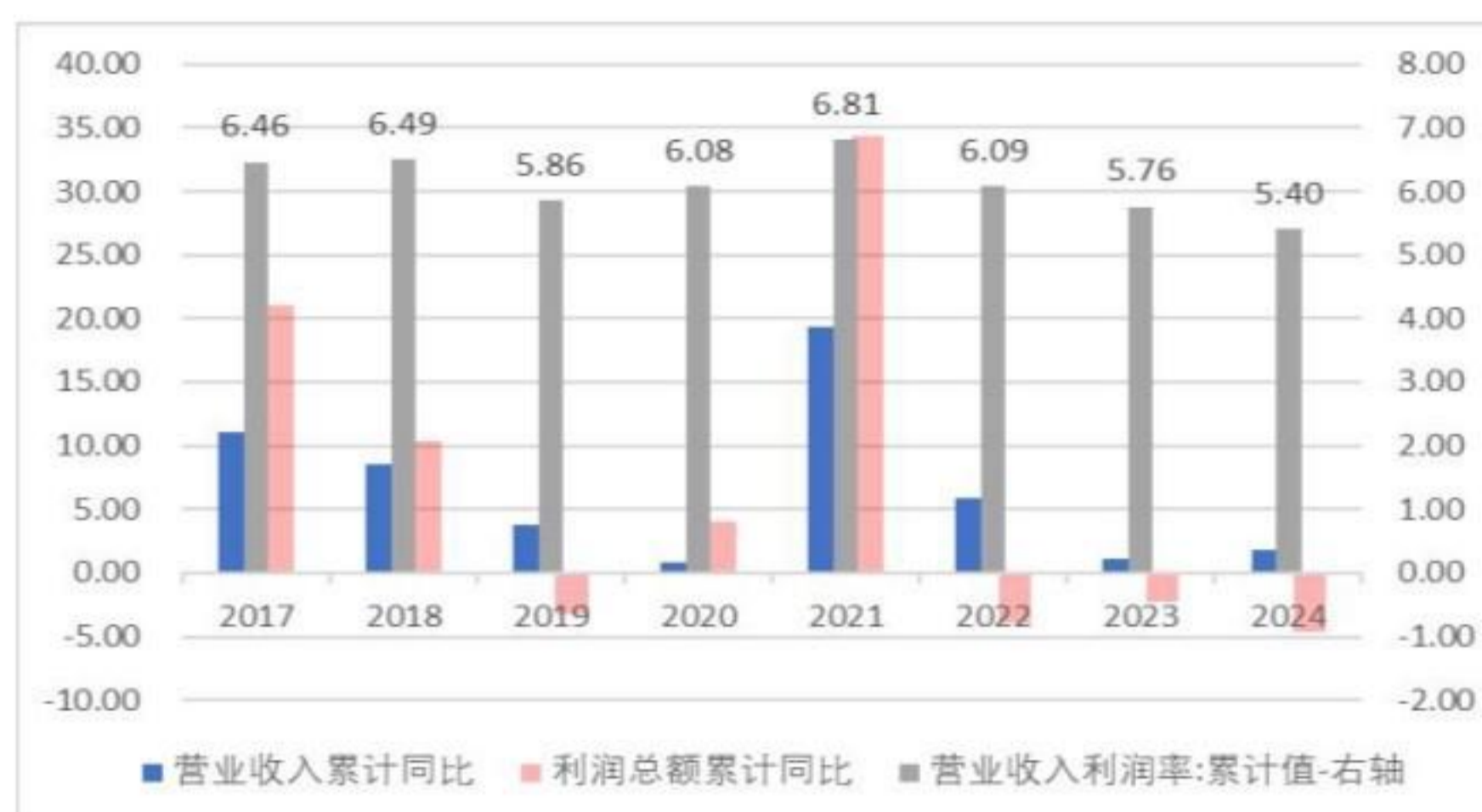
2022-2024 年的三季度，其 ROE 进一步下降到 7%-8% 区间，其中 2024 年读数为 7.21%，处于多年以来最低水平。规模以上工业企业利润总额同比下降、营业收入利润率低企。因此，上证指数 PB 下降到 1.10 倍附近，已接近资产重置水平，显示市场已对负面因子进行了较为充分的定价。

图表 8 上证指数三季度（末）市净率与 ROE



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 9 规模以上工业企业利润总额同比等年度数据

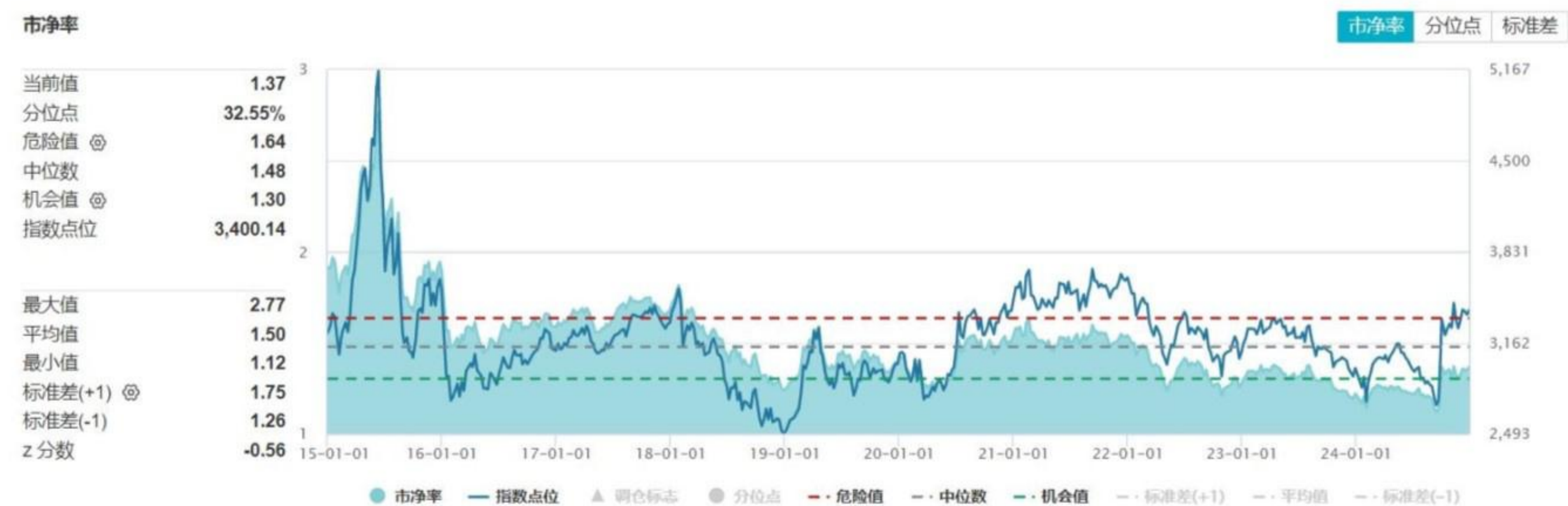


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024 年为 1-11 月数据

2024 年 12 月 27 日，上证指数报收 3400 点，对应市净率 1.37 倍，处于近 10 年以来 33.81% 分位值。从 9 月 13 日的 1.12 倍 PB，上证指数估值 3 个多月时间提升了 22%，已基本完成了估值修复过程。

上证指数市净率，近 10 年中位数为 1.48 倍，2021 年景气周期高点时约 1.60 倍左右，可以视为估值高点参照；估值底 1.2-1.1 倍 PB，可以视为估值低点参照。静态测算，在企业整体盈利能力上行及下行力度均不大的假设下，上证指数市净率的主要波动范围大致在 1.35 倍上下 10%-15% 的区间内运行。

图表 10 上证指数近 10 年市净率情况



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

## 二、宏观展望：道阻且长，逆中寻机

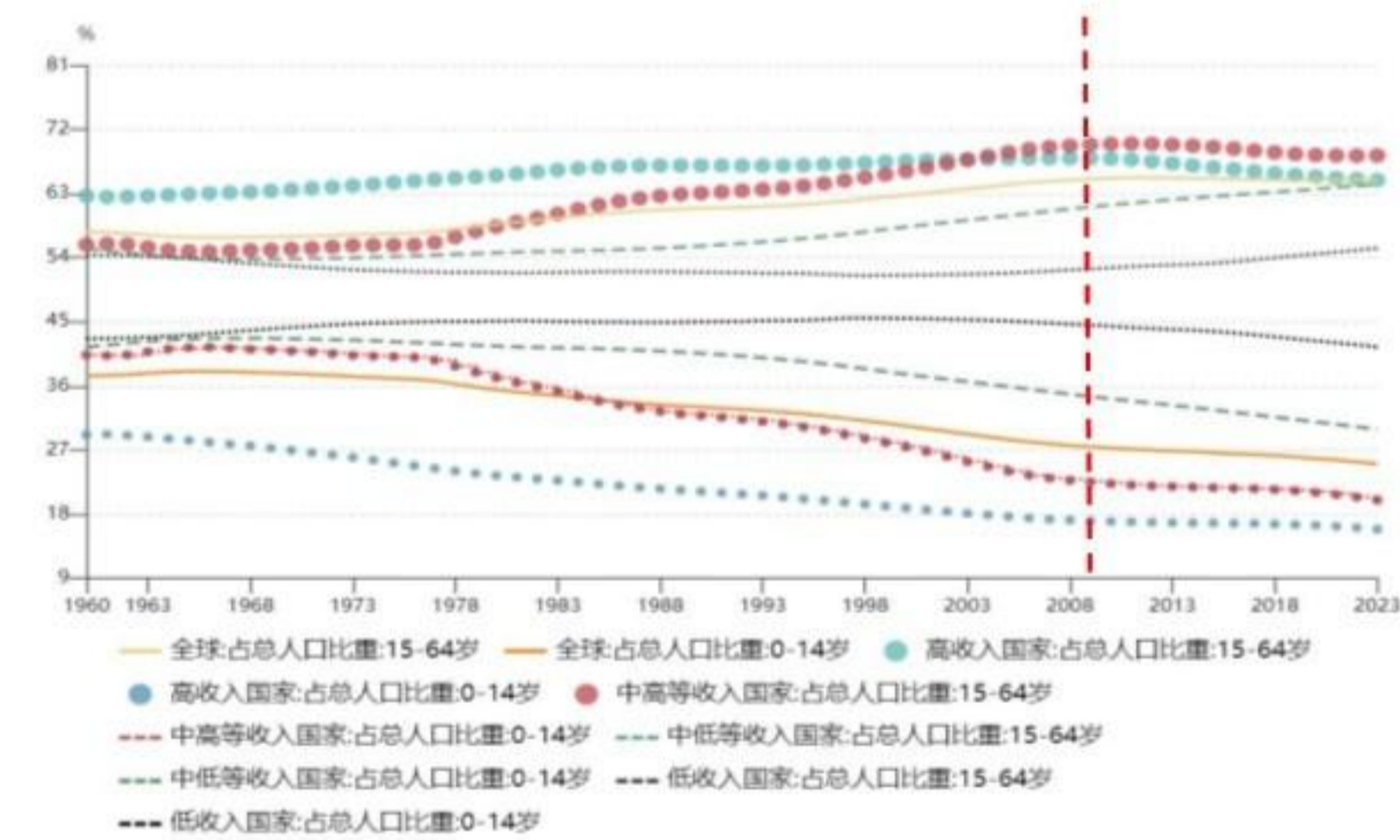
### 2.1 宏观因素分析

#### (1) 人口因素

根据联合国经济和社会事务部发布的《2024年世界人口展望：结果摘要》报告预测，目前全球已有63个国家与地区人口数量已经达到顶峰（包括德国、日本、俄罗斯等），人口数量占全球的28%；在达到人口峰值的国家和地区中，未来30年内其人口数量将下降超过14%。全球女性平均生育子女数比上世纪90年代左右减少了一个，在超过一半的国家和地区，女性平均生育率低于2.1，近五分之一的国家和地区目前的生育率极低，终生平均生育率不到1.4。报告还预测，到2054年，全球人均预期寿命可能达到77.4岁。在2080年前，65岁及以上年龄段人口数量将超过18岁及以下年龄段人口数量。

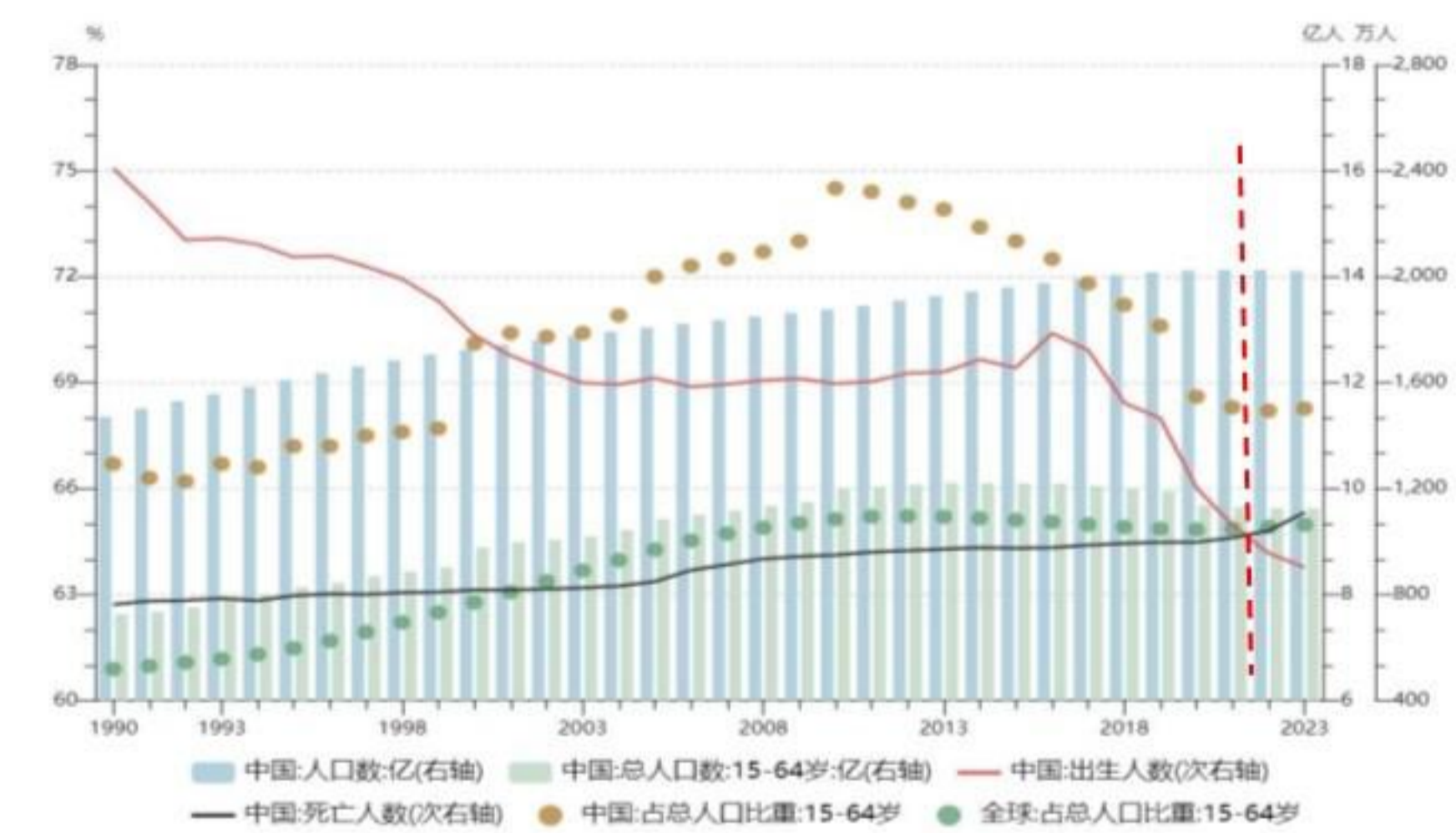
高收入国家、中高等收入国家劳动人口（15-64岁）占比和少儿人口（0-14岁）占比持续下行。2008年，高收入国家劳动人口占比为67.95%，率先见顶，至2023年下降至64.88%，呈现逐年稳定小幅下滑态势；2011年，中高等收入国家劳动人口占比达到峰值70.0%，至2023年下降至68.32%。2023年，高收入国家少儿人口占比为15.88%，比1990年下降5.3个百分点；中高等收入国家少儿占比为19.98%，比1990年下滑11.85%，反映其生育水平降速更快。

图表 11 世界人口结构变化 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 12 中国人口结构变化 (%、亿人)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2010年，中国劳动人口占比见顶，为74.5%，至2023年下降至68.26%，下滑6.24个百分点；2013年，中国劳动人口数量见顶，为10.1041亿人，至2023年降至9.6228亿人，减少4813万人；2021年，中国人口数量见顶，为14.1236亿人，至2023年下降至14.1071亿人。

中国人口总额连续两年净减少。2022年，年度出生人口（956万）小于死亡人口（1041万），净减少85万；2023年，年度出生人口（902万）小于死亡人口（1110万），净减少208万。国家统计局发布《中华人民共和国2023年国民经济和社会发展统计公报》，2023年出生率为6.39%，死亡率为7.87%，自然增长率为-1.48‰。

可见，劳动人口下降、出生率降低不仅是中国需要面对的长久期因子，也是世界特别是高收入国家、中高收入国家共同面对的课题。与之相反，中低等收入国家和低收入国家的劳动人口占比仍呈上升趋势，但因低收入水平制约了其消费意愿，世界潜在经济增长率面临下行风险。按照世界银行集团 2024-2025 年按收入水平划分的国别分类，人均年国民总收入 14005 美元及以上是高收入国家，4516 美元到 14004 美元是中高等收入国家，1146 美元到 4525 美元是中低等收入国家，1145 美元及以下是低收入国家。

2021 年第三期 China Economic Journal 发布论文“Demographic changes and economic growth: impact and mechanisms”《全球视野下的老龄化与经济增长》，作者为北京大学经济学院博士后呼倩、北京大学国家发展研究院教授雷晓燕与副教授赵波）。

文章指出，其利用 1960 年至 2019 年 172 个国家的面板数据，对人口老龄化对经济增长的影响进行了分析。研究发现，人口老龄化显著降低了经济增长率：当 65 岁以上人口增长 1 个百分点时，人均经济增长率下降 2.6 个百分点。

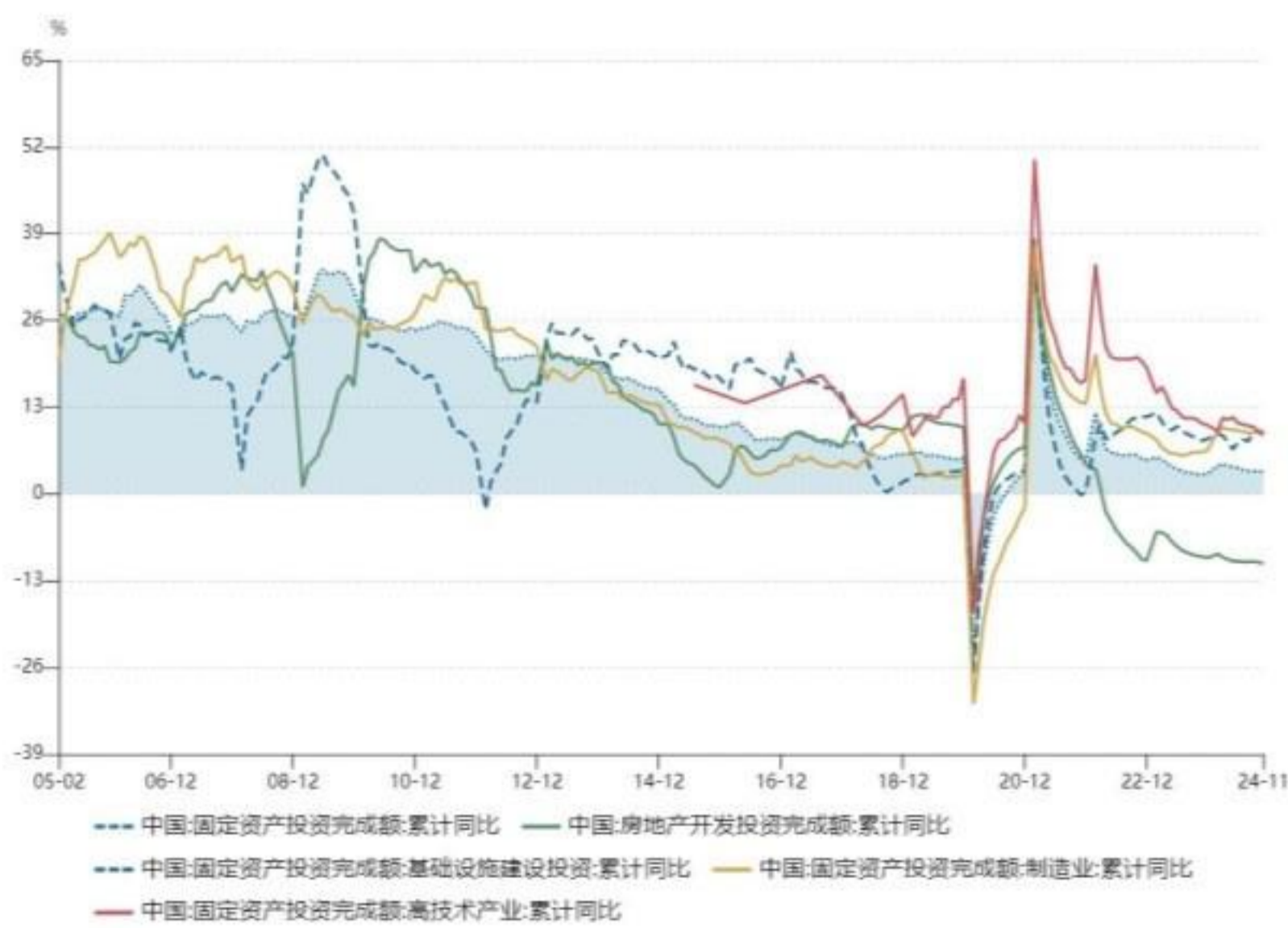
其提出的启示包括：第一，必须提高投资效率。第二，加大人力资本投入，为提高全要素生产率奠定人力资本基础；同时应形成以养老金和医疗保险为主的社会保障体系积极应对老龄化；第三，大力发展人工智能或许是可行之策。第四，采取政策鼓励生育。

从积极角度看，中国巨大的人口规模和劳动人口规模，以及劳动人口占比仍然高于世界平均水平，令中国的消费市场具有韧性以及巨大的存量规模，老龄化也给医药医疗、银发经济带来增长空间。

## (2) 投资

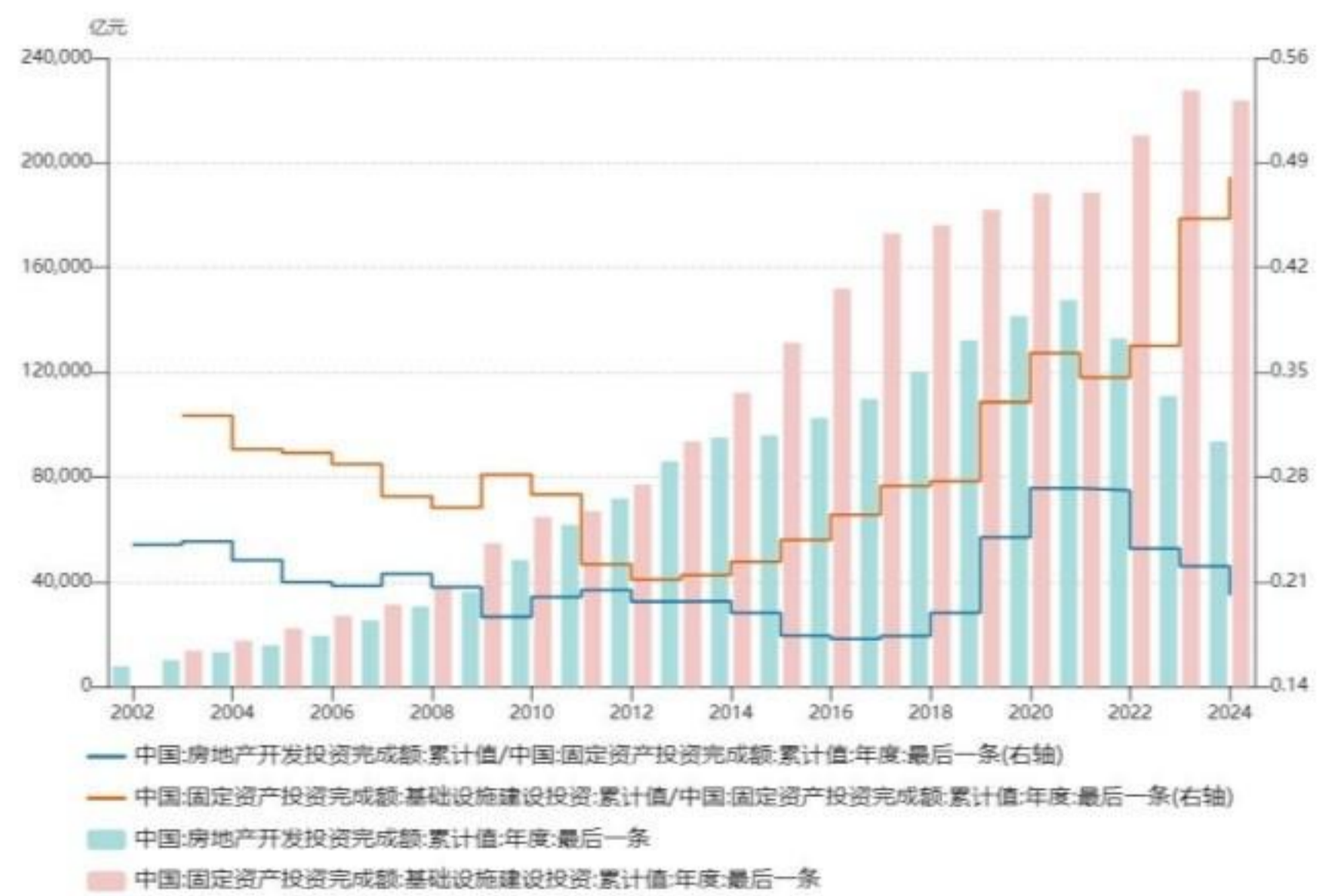
2022-2024 年，固定资产增速下降至 4% 附近，主要受房地产投资增速下滑影响。2022 年、2023 年、2024 年 1-11 月，房地产累计同比增速分别下降 10.4%、9.6%、10.4%，同比分别比上年下降 1.47 万亿元、2.20 万亿元和 1.04 万亿元。这一负向缺口，主要由基建投资填补，其同期累计值分别比上年增加 2.17 万亿元、1.73 万亿元和 1.92 万亿元。

图表 13 固定资产投资及分项累计同比增速 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 14 房地产投资、基建投资年度累计值及其占比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024 年为前 11 月累计

由于房地产投资与基建投资在整个固定资产投资完成额中占比较高，2024年1-11月分别为20.1%和48.1%，因此整体投资增速持续低位运行。不过，制造业投资与高技术产业投资保持韧性，保持在10%附近的较高增速。

从资产回报角度看，2008年以来至今，持有中国房地产的收益主要来自房价上涨，35个大中城市平均销售价格（按年公布）从2008年的5421元/平方米，上升至2022年15782元/平方米；期间北京、天津、上海、深圳、广州、成都二手住宅租金回报率，从3.5%-4%区间下降至1.2%-1.5%附近，住宅租金回报率仅在2018年四季度至2019年上半年期间，短暂高于同期10年期国债收益率水平。

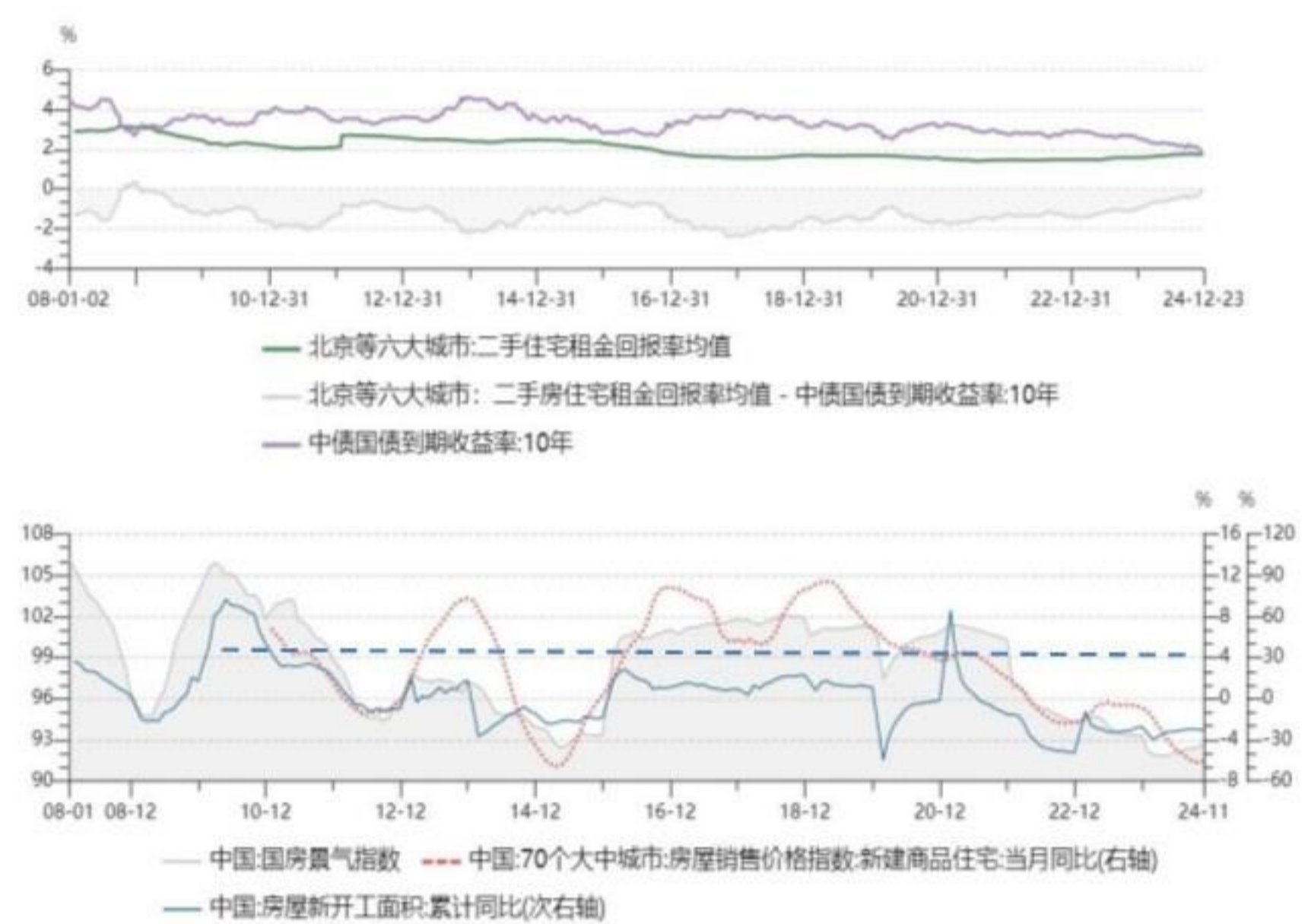
中国国房景气指数存在鲜明的周期性，房屋新开工面积与新建商品房价格上涨存在较为明显的正相关，即当70大中城市新建商品房价格当月同比持续为正值时，房屋新开工面积累计同比通常保持正增长水平。自2022年4月开始，70大中城市新建商品价格当月同比持续转为负值，至2024年11月读数为-6.1%；房屋新开工面积累计同比持续下降。

**图表 15 北京六城二手住宅租金回报率 /10 年期国债收益率 /35 个大中城市商品房平均售价 (% 元/平方米)**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

**图表 16 北京六城二手住宅租金回报率均值-10 年期国债收益率 /中国国房景气指数 /70 大中城市新建商品房价格当月同比 (%)**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024年为前11月累计

未来，房地产的驱动因素或将从此前的房屋价格因子驱动，转入到资产回报因子驱动的阶段，即：当房租回报率达到一定比较优势，将吸引投资者增加房产投资带来需求增长，提振地产企业增加开工。通常，国际标准认为房地产运行状况良好的租售比通常为1:200到1:300，折算为租金回报率大致在3%-5%之间。

当前，北京等六大城市二手房租金回报率均值达1.73%，已高于10年期国债收益率1.70%（2024年12月20日），但这种绝对收益率吸引力仍有限，相对收益水平比较优势也不明显。因此，倾向于房地产快速下行阶段或已结束，进入缓速寻底阶段，对经济构成的负向拖累有望减小。

### (3) 消费

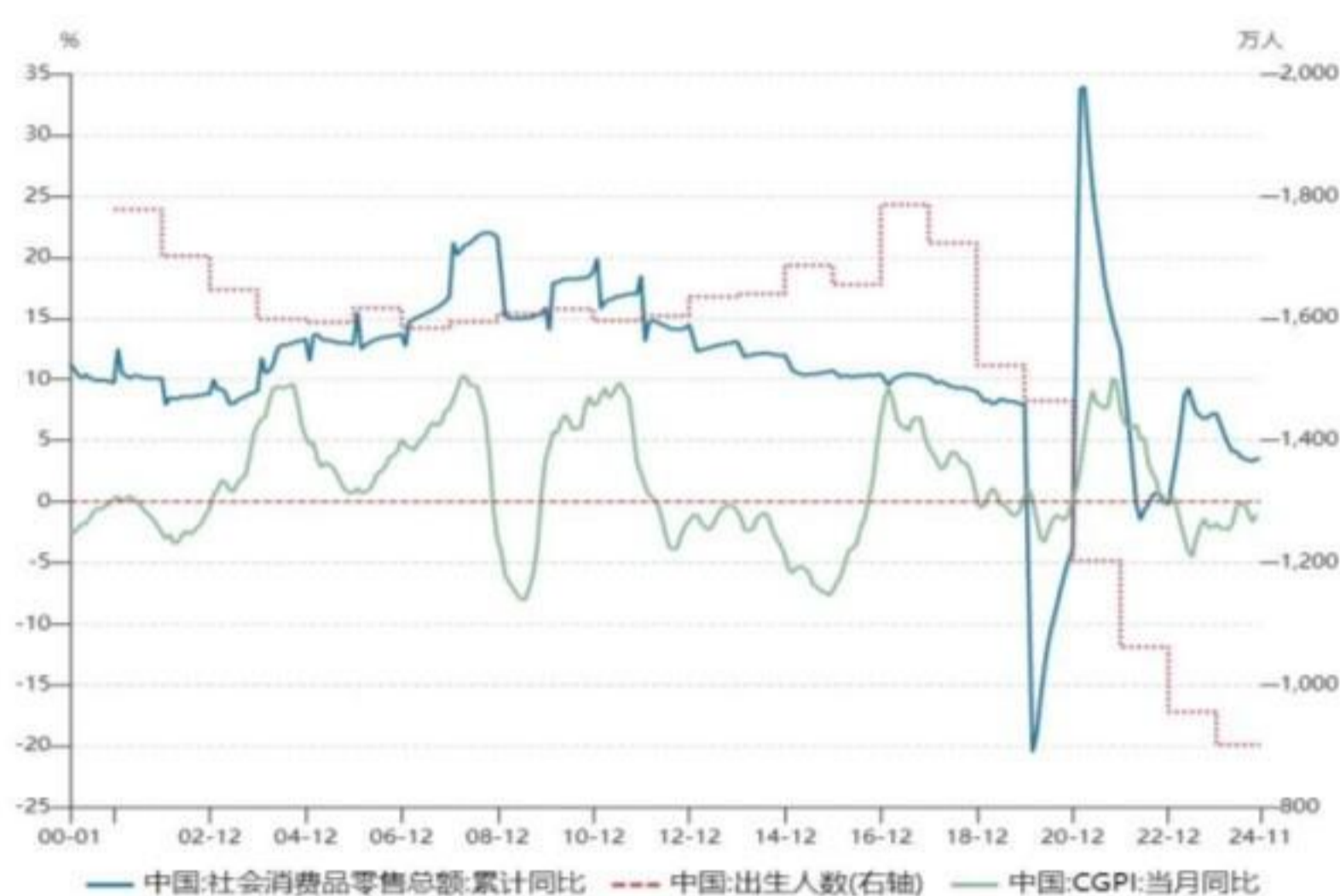
人口因素或对消费构成制约。2018年以前，中国年度出生人口保持在1500万人以上；2021年下降至1062万人，2022年、2023年进一步下降至956万人和902万人。2017年之前，消费年度增速保持在10%上方；2018年、2019年下降至8%附近；2020-2024年年均增速下降至4%附近，期间，疫情因素导致了一定波动。2024年1-11月，社会消费品零售总额同比增速为3.5%，处于今年低位水平，低于同期GDP增速。

消费增速与CGPI同比增速呈现一定同步特征。通常当CGPI当月同比增速转入下降趋势，特别是同比增速转负时，预示经济活动放缓，消费增速常常同步下行。2023年2月以来至今，CGPI当月同比增速同比持续为负值，2024年下半年消费累计同步增速基本落在3.3-3.8%区间。

企业商品交易价格指数(Corporate Goods Price Index, 简称CGPI)是反映国内企业之间物质商品集中交易价格变动的统计指标，是比较全面的测度通货膨胀水平和反映经济波动的综合价格指数。CGPI包括农产品、矿产品、煤油电、加工品、投资品、消费品等细分项目。

消费者信心指数处于低位水平。2022年4月以来，中国消费者信心指数多数月份持续徘徊在90点下方，2024年10月读数为86.90点，处于历史低位水平；其中消费者收入指数为94.3点，在分项中表现相对较好，但消费者就业指数73.3，显著低于其他分项，反映低就业水平下居民倾向于审慎消费。

**图表 17 社会消费零售总额同比累计增速、当年出生人口、CGPI 当月同比 (%、万人)**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

**图表 18 中国消费者信心指数及各分项 (预期指数、消费意愿指数、收入指数、就业指数)**

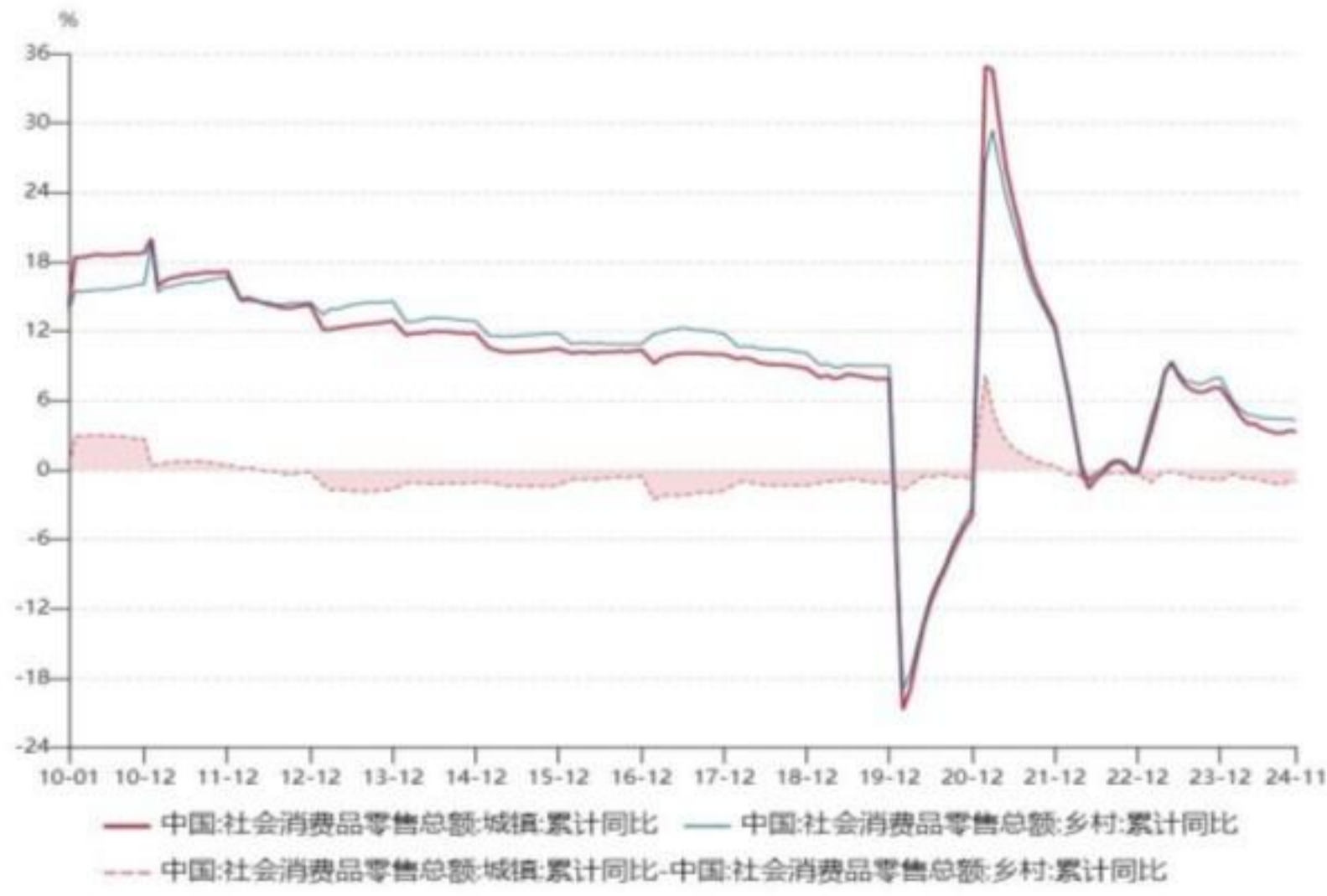


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

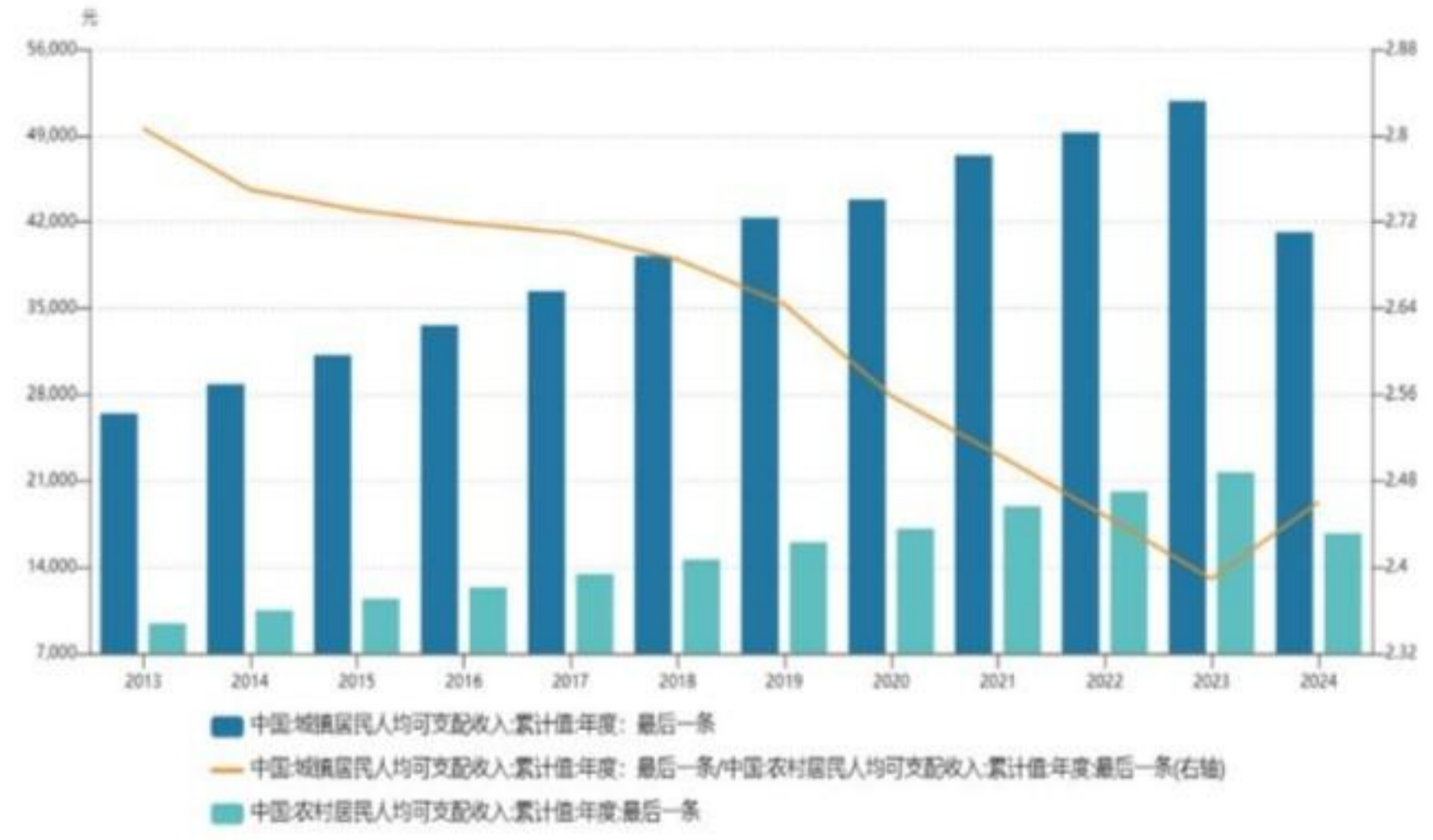
城镇消费增速低于农村消费。1-11月份，城镇消费品零售额382720亿元，增长3.3%；乡村消费品零售额60003亿元，增长4.3%。主要因城乡收入差距逐年缩小。城乡居民人均可支配收入比从2013年的2.81倍下降至2023年2.39倍。此外，相比于农村居民，城镇居民拥有更多的金融资产与房地产市场，其消费水平也可能更多受到证券市场及房价波动的影响。不过2024年前三季度，城乡居民人均可支配收入比有所回升，读数为2.46倍。

**图表 19 城镇、乡村社会消费零售累计同比增速**

**图表 20 城乡人均可支配收入情况**



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

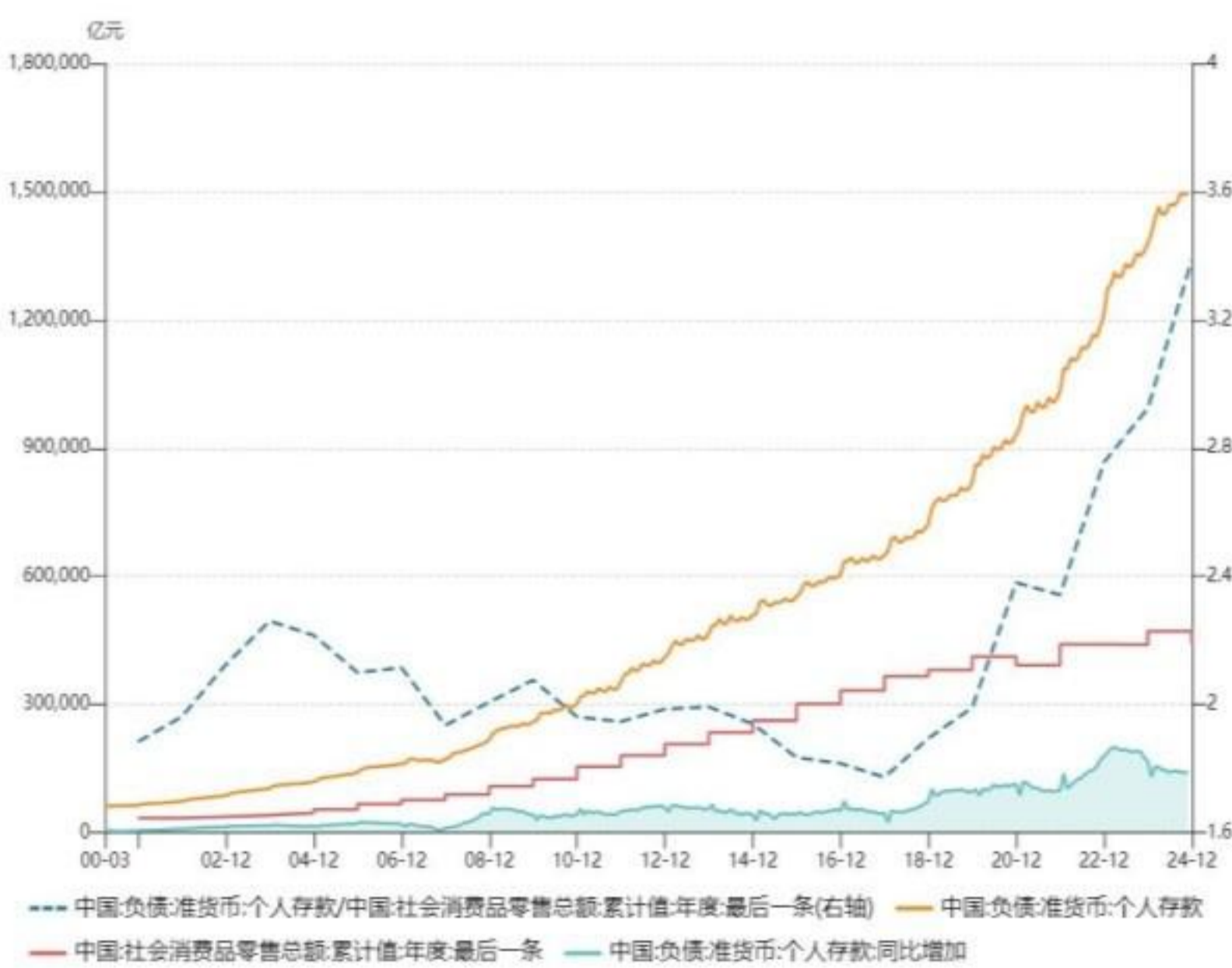


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024 年为前 3 就累计值

尽管近几年消费增速低企，但从长远发展看，我国消费增长具有巨大潜力与空间。一是从居民消费占 GDP 比重看，我国长期低于全球平均水平，具备较大的提升空间。2023 年，中国居民消费占 GDP 比重为 39.13%，明显低于全球平均水平（56.49%），也低于东亚与太平洋地区国家（45.84%）。欧盟国家为 51.59%，北美洲国家为 66.98%，中等收入国家为 51.98%，高收入国家为 58.71%。

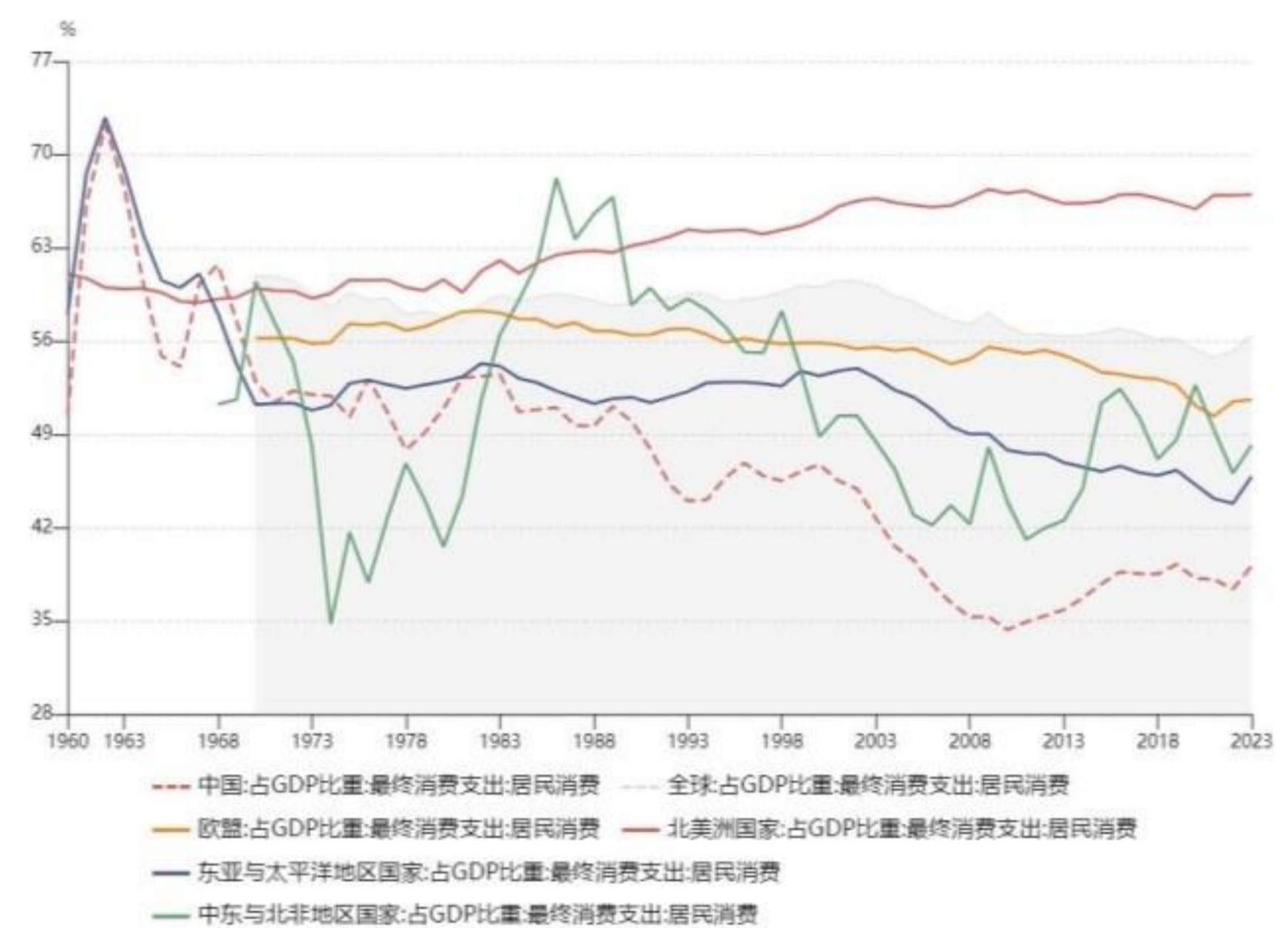
二是中国居民巨量的个人存款及其增量是扩内需的坚实物质基础。2024 年 11 月，中国个人存款余额 149.93 万亿元，比上年同期增长 10.33%，同比增量超过 14 万亿元，2020-2024 年个人存款同比增速均值达到 13.9%。个人存款/社会消费批零售总额比值可以视为居民的潜在消费能力，2003-2017 年中国消费升级（购房买车、高端消费等），该比值从 2.26 倍下降至 1.77 倍。2018 年，中美贸易战后，该比值持续上升，至 2024 年 11 月升至 3.39 倍，较 2003 年的峰值提高 50%；这即表明即期消费意愿的不足，也储备了远期消费的能力。

图表 21 个人存款/社会零售总额比值升值高位



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024 年 1-11 月累计值

图表 22 中国居民消费占 GDP 比重偏低



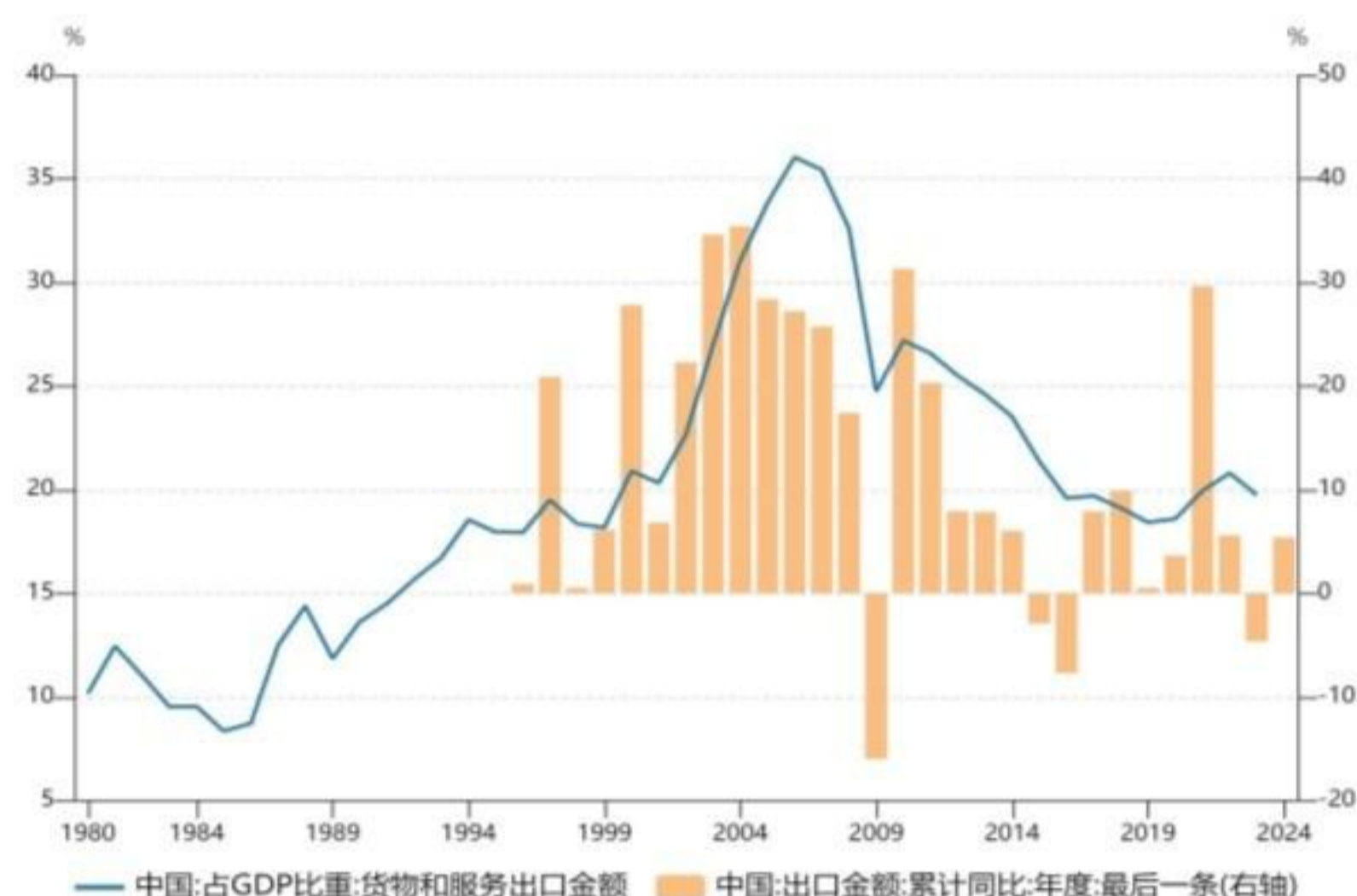
数据来源：WIND、世界银行、金圆统一证券研究所

(3) 出口

出口对于 GDP 的贡献趋于平稳。中国 2001 年 12 月 11 日加入世界贸易组织，2001-2011 年年化算数平均出口增速超过 20%，2012 年至 2024 年 11 月，年均增速降至 5.3% 左右。货物和服务出口金额占 GDP 比重从 1980 年的 10.15%，2000 年上升至 20.89%，至 2006 年升至峰值 36.04%；此后随着出口增速下滑及中国 GDP 规模快速增长，出口占 GDP 比重逐步下滑，至 2023 年读数为 19.74%，相当于 1997 年水平；2016-2023 年基本稳定在该数值附近。

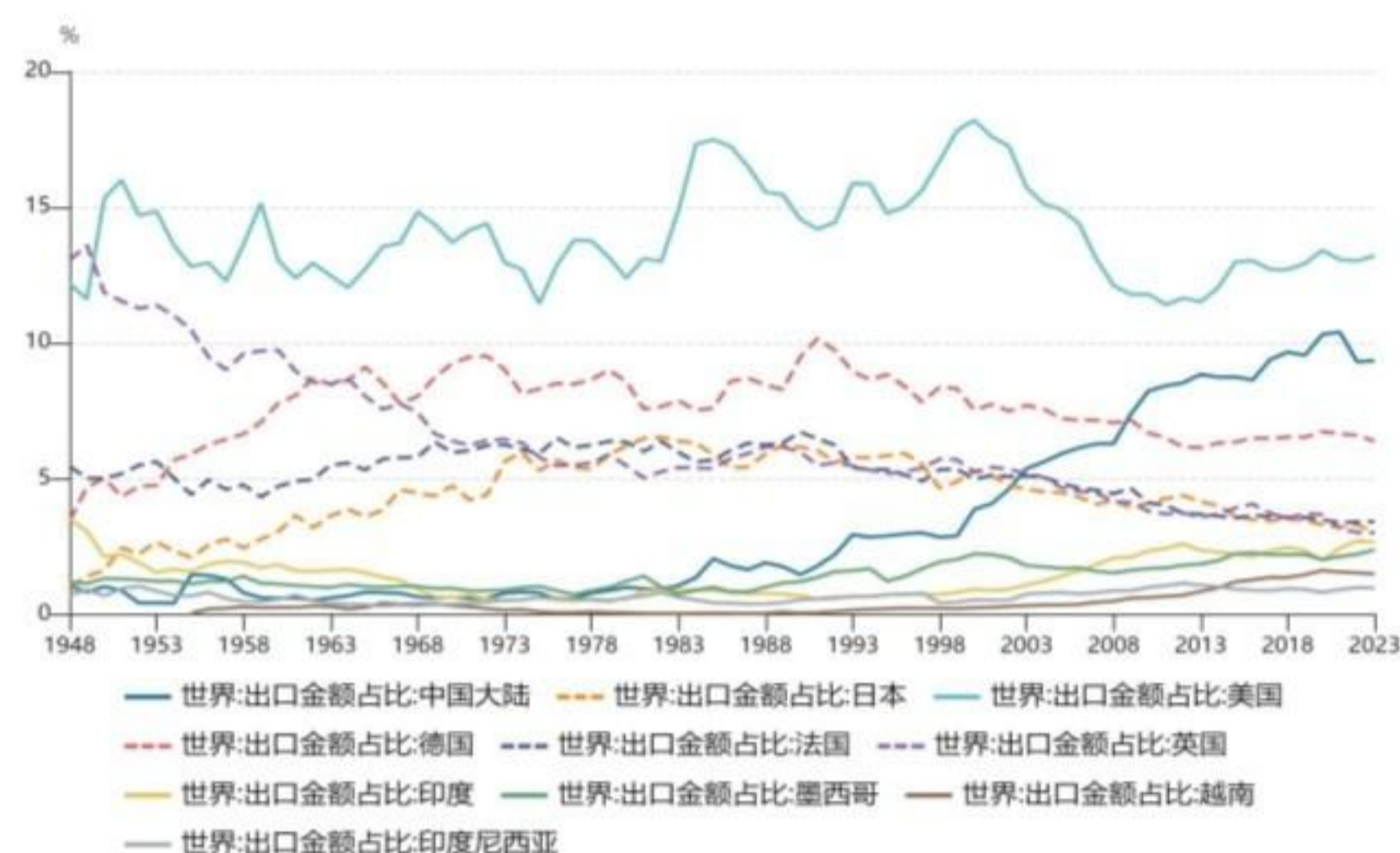
从世界出口份额格局看，中国出口份额（占全球）进一步提升难度增加。2000 年，中国出口份额为 3.86%，至 2021 年升至峰值 10.40%，累计提高 6.54 个百分点，同期美国出口份额下降 5.14 个百分点；2021 年是中国出口份额与美国（13.06%）最为接近的一年，主要因疫情背景下中国具有生产韧性，以及中国光伏、新能源车的行业领先优势形成带来增量出口品种。2013 年，中国出口份额为 9.33%，与 2017 年水平相当。近六十年以来，排名第二的仅有两个国家出口份额占比突破 10%，德国 1991 年达到 10.16%；中国于 2020、2021 年分别达到 10.31% 和 10.40%，美国出口份额则 11-19% 之间波动。此外，1992 年以来，德、日、英、法出口份额整体下降，印度、墨西哥、越南、印度尼西亚等国出口份额持续上行。

图表 23 中国出口增速及出口金额占 GDP 比重



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 24 世界各国出口份额变化



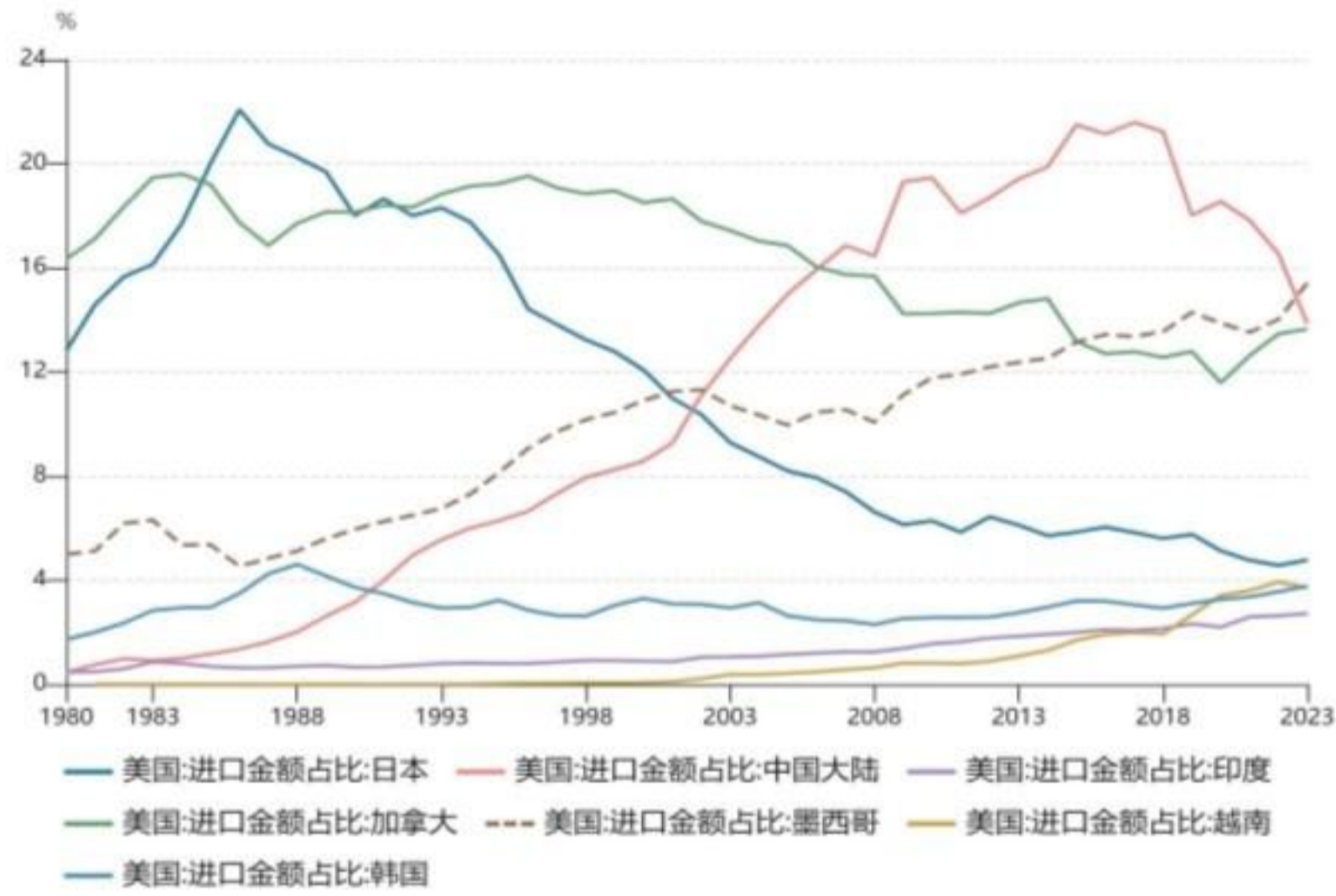
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

美国根据自身利益主动调整进口格局。1985 年，美国、日本、联邦德国、英国和法国达成“广场协议”，协作干预外汇市场，1987 年美元兑日元汇率达到 1:120，美元贬值 50%，日本出口遭受严重打击。1985 年至 1988 年连续四年，美国进口金额占比中超过 20% 来自日本（1986 年峰值为 22.08%），至 2000 年下降至 12.08%，至 2022 年下降至 4.57% 的历史低点。2015-2018 年连续四年，美国进口金额占比中超过 20% 来自中国（2017 年峰值为 21.59%），至 2023 年下降至 13.85%。2019 年以来除了疫情期间的短暂月份，中国对美国出口累计增速低于我国出口整体增速。

美国对中国持续实施的关税措施和科技制裁，为两国未来的贸易前景蒙上不确定性。2024 年 10 月 15 日，特朗普在芝加哥经济俱乐部接受彭博采访时表示，关税是字典里最美丽的词汇。他重申，如果自己当选，美国将会对所有进口商品征收 20% 的关税，对所有中国进口的商品征收 60% 的关税，对那些不再使用美元的国家征收其他关税。12 月 23 日，拜登政府宣布对中国制造的“传统”半导体进行贸易调查，这可

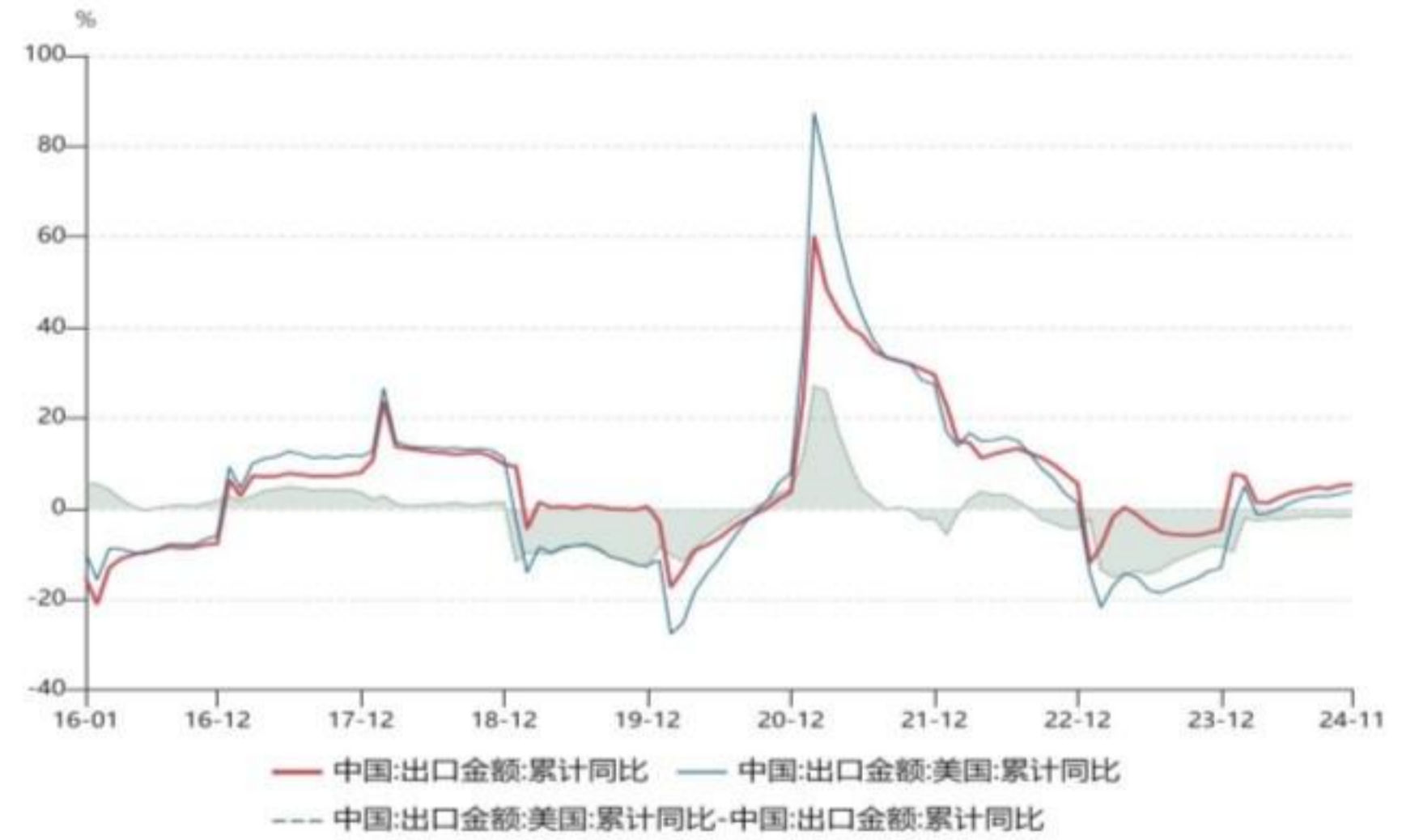
能会对来自中国的芯片征收更多美国关税，这些芯片用于汽车、洗衣机和电信设备等日常用品。拜登政府官员表示，对中国成熟芯片“301 条款”调查于特朗普 1 月 20 日就职前四周启动，将于 2025 年 1 月移交给特朗普政府完成。

图表 25 美国的进口结构调整



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 26 中国对美国出口增速低于中国出口整体增速



数据来源：WIND、世界银行、金圆统一证券研究所

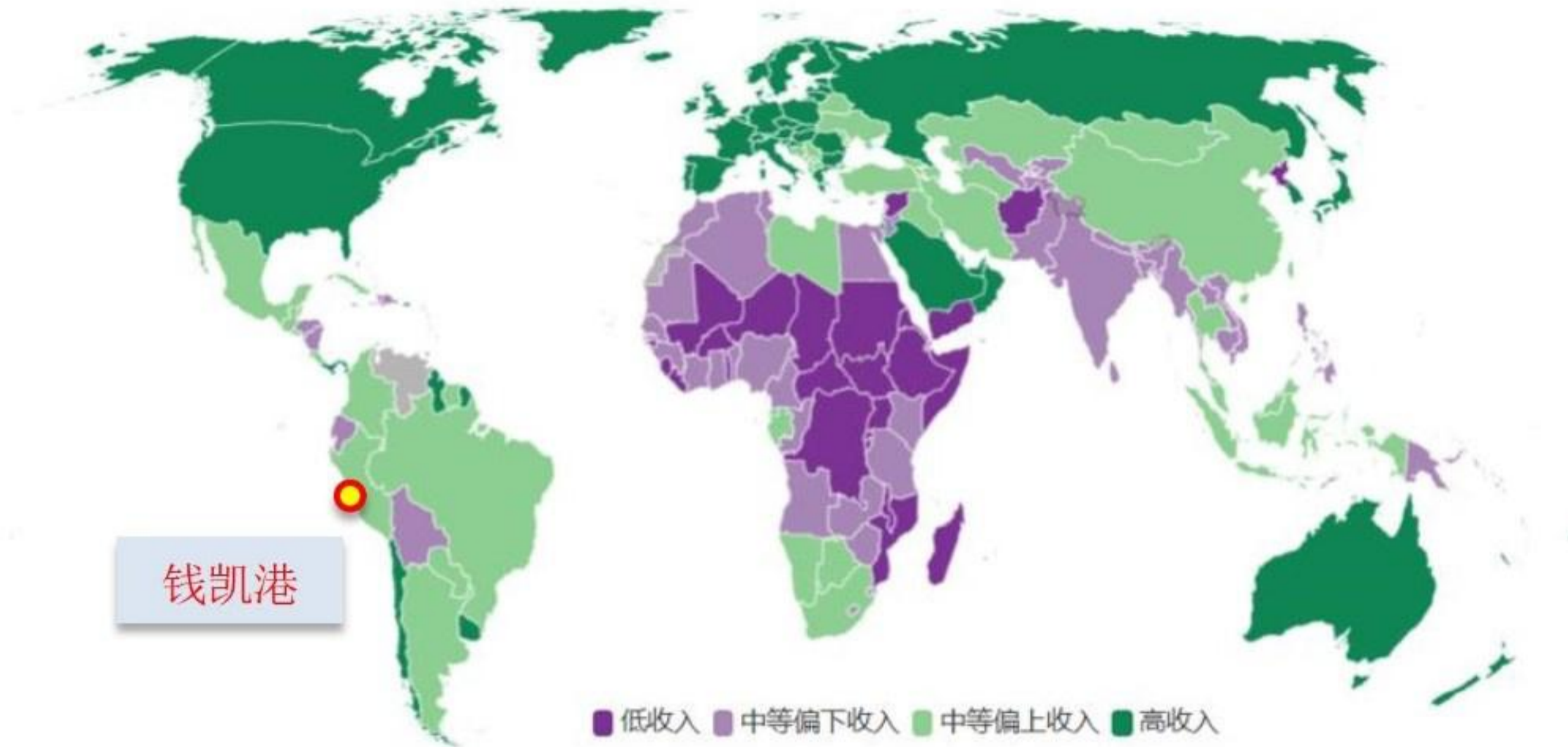
另一方面，我国持续积极扩大对外开放，推动共建“一带一路”高质量发展，构建新发展格局。2013 年 9 月和 10 月，国家领导人在哈萨克斯坦和印度尼西亚发表演讲时，先后提出共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路倡议。经过十几年发展，“一带一路”已成为开放包容、互利互惠、合作共赢的国际合作平台和国际社会普遍欢迎的全球公共产品。

中国一带一路网转载光明日报文章《共建“一带一路”十周年：成就与展望》指出，截至 2023 年 1 月，中国已与 151 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份合作文件。截至 2022 年年底，中国已与 26 个国家和地区签署了 19 个自贸协定，自贸伙伴覆盖亚洲、大洋洲、拉丁美洲、欧洲和非洲。截至 2022 年 10 月底，中国海关已与 32 个共建“一带一路”国家、地区签署了 AEO（经认证的经营者）互认安排。沿线国家、地区产业链供应链合作更加密切。2013—2022 年，中间产品出口占中国对沿线国家出口比重由 49.8% 升至 56.3%。

2017 年底，中国正式将拉丁美洲和加勒比地区定义为“21 世纪海上丝绸之路”的自然延伸。目前，该地区 33 个国家中有 23 个国家加入了“一带一路”倡议，中国已成为拉丁美洲第二大贸易伙伴。按世界银行集团 2024-2025 年按收入水平划分的国别中，拉美加勒比地区高收入国家有 3 个，中等偏上收入国家 11 个，中等偏下收入国家 19 个。中拉在资源禀赋、产业结构等方面各具特色，具有互补特征，双方在农业现代化、能矿产业、数字化转型和可再生能源等多个领域优势互补互惠，合作潜力巨大。

2024 年 11 月 14 日，秘鲁钱凯港举行开港仪式，秘鲁到中国的海运时间缩短至 23 天，可节约 20% 以上的物流成本。钱凯港竣工后，将成为秘鲁主要门户港口和通往南太平洋的重要枢纽，可承接和转运来自智利、厄瓜多尔、哥伦比亚、巴西和巴拉圭等地区国家的货物。

图表 27 世界银行集团 2024-2025 年按收入水平划分的国别分类及钱凯港通航



资料来源：世界银行博客、金圆统一证券研究所（每年 7 月 1 日，即世界银行财政年度开始时，根据上一日历年的人均国民总收入数据对各国进行分类。FY25 财年，该分类使用 2023 年的人均国民总收入）

### （3）中国经济预测

从 Wind 一致预期看，对中国经济保持审慎乐观。2024 年预测值，GDP 增速为 4.92%；工业增加值为 5.54%，固定资产投资增速为 3.48%，社会消费品零售总额增速为 3.69%，出口增速为 5.41%。CPI 增速 0.31%，PPI 增速为-2.15%。12 月 26 日，世界银行发布报告《中国经济简报：提振需求，重启动能》。报告显示，预计今年中国 GDP 增长率为 4.9%，较 6 月的预测上调 0.1 个百分点。报告预测，2025 年中国经济增速为 4.5%，并建议中国通过结构性改革重振经济增长。

2025 年预测值，GDP 增速为 4.75%；工业增加值为 4.78%，固定资产投资增速为 4.19%，社会消费品零售总额增速为 4.91%，出口增速为 0.62%。CPI 增速为 0.57%，PPI 增速为-1.06%。与 2024 年预测值相比，2025 年固定资产投资和消费增速预测值略有提高，出口增速预测值下降，PPI 预测值延续负增长。

图表 28 Wind 一致预期对于中国经济预测（机构综合）

指标	预测值			实际值				
	2026F	2025F	2024F	2023	2022	2021	2020	2019
经济运行								
GDP (%)	3.50	4.75	4.92	5.25	2.95	8.45	2.24	5.95
工业增加值 (%)	4.20	4.78	5.54	4.60	3.60	9.60	2.80	5.70
固定资产投资 (%)	3.85	4.19	3.48	3.00	5.10	4.90	2.90	5.40
社会消费品零售 (%)	3.65	4.91	3.69	7.20	-0.20	12.50	-3.90	8.00
进口 (%)	1.15	0.77	1.56	-5.53	0.74	30.05	-0.60	-2.68
出口 (%)	-1.20	0.62	5.41	-4.67	5.58	29.62	3.62	0.51
价格指数								
CPI (%)	0.20	0.57	0.31	0.20	2.00	0.90	2.50	2.90
PPI (%)	0.20	-1.06	-2.15	-3.00	4.10	8.10	-1.80	-0.30

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所，2024 年 12 月 25 日一致预期

### 三、行则将至：政策破局与流动性先行

#### 3.1 政策破局

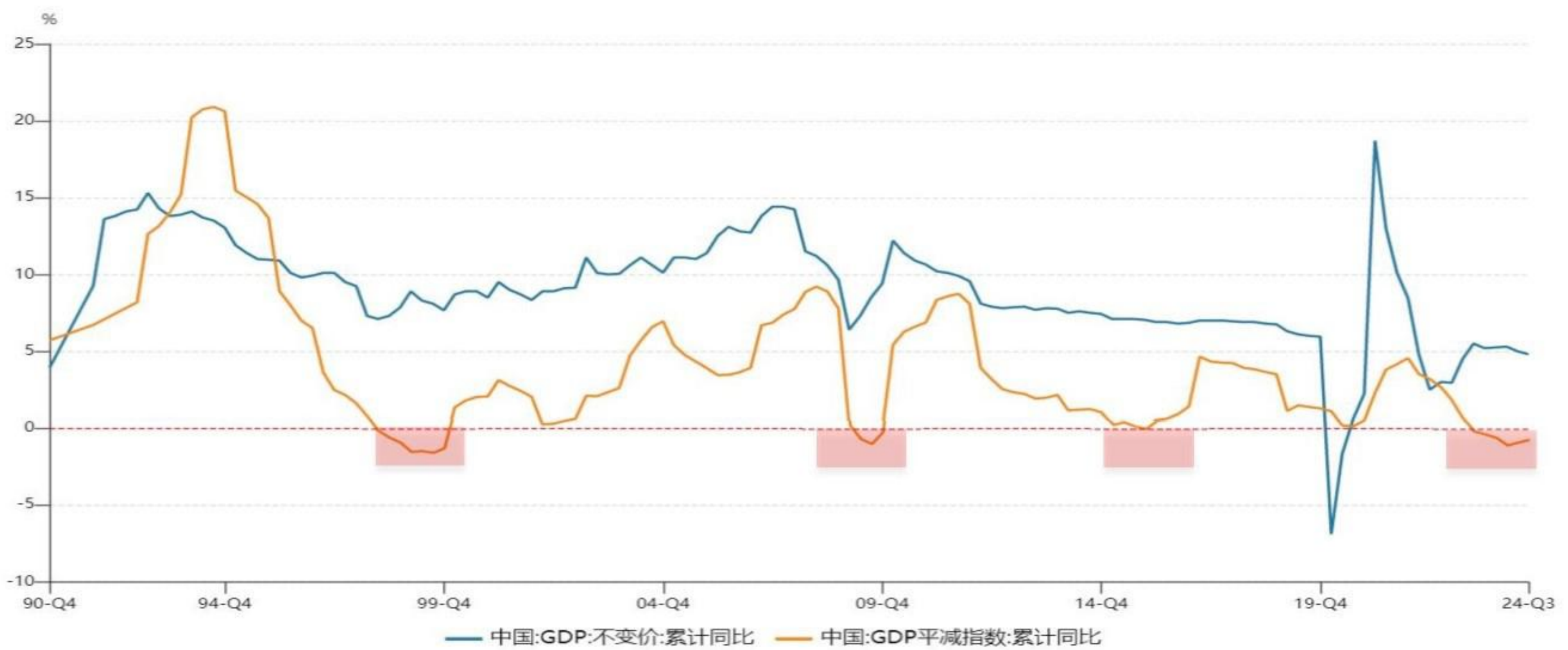
##### (1) GDP 平减指数的“危”与“机”

1990 年以来，中国 GDP 持续保持增长，按不变价格计算，GDP 年均增速超过 8.6%；绝大多数年份，领先世界主要经济体。其中，1992 至 1995 年和 2003 年至 2007 年两个阶段，年度增速连续超过 10%；2019 年以后 GDP 增速下台阶运行，基本围绕在 5%附近的较高水平，即使疫情期间的 2020 年和 2022 年，年度增速也达到 2.24%和 2.95%，优于主要经济体国家。

但中国经济的“体感”更多与 GDP 平减指数相关。GDP 平减指数，反映的是货物和服务的总体价格变动幅度，主要用于分析价格总水平的变化，是最宏观、最综合的价格指数指标。

回顾过去 25 年以来，当 GDP 平减指数累计同比增速由峰值向下运行阶段，特别是转入负值时，通常是社会经济增长遇到“危”的阶段；同时，也是政策端大刀阔斧、锐意改革破局的时机。

图表 29 中国 GDP 平减指数累计同比为负时，通常为政策破局的时机



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

① 1998 年 2 季度-1999 年 4 季度，GDP 平减指数累计同比增速连续 7 个季度为负。

政策破局：中国加入世界贸易组织。1999 年 11 月，中美两国就中国加入世贸组织问题达成双边协议，这是中国进入 WTO 的关键性一步。2001 年 12 月 11 日，中国正式加入世界贸易组织，此后 10 年中国经济进入高速增长阶段。

② 2009 年 2 季度-2009 年 4 季度，GDP 平减指数累计同比增速连续 3 个季度为负。

政策破局：四万亿投资计划。2008 年 11 月 9 日消息 国务院常务会议研究部署促进经济平稳较快增长的措施，提出 4 万亿投资计划的重大经济刺激措施，以应对 2008 年全球金融危机，为经济短期快速复

苏注入了强劲动力；同时，实施光伏、新能源汽车等产业扶持政策，为中国经济结构转型和绿色经济发展奠定了坚实基础。

③ 2015年4季度，GDP平减指数累计同步增速连续1个季度为负。

政策破局：供给侧改革。2015年12月中央经济工作会议，首次提出“三去一降一补”作为供给侧结构性改革的核心任务，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。供给侧改革推动了产业结构的优化升级，重点行业的过剩产能得到有效化解，为绿色低碳产业的发展提供了空间，提高了资源配置效率，促进了经济的高质量发展。

④ 2023年2季度-2024年3季度，GDP平减指数累计同步增速连续6个季度为负。

政策破局：从9月24日“金融新政”和9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策开始，各类增量政策陆续出台。

(2) 政策破局

2024年4月，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》，资本市场迎来了第三次“国九条”；7月，二十届三中全会召开，并对外发布《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》；对中国经济与资本市场的发展进行了长远战略规划。

对于证券市场，核心词是高质量发展。未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高。

图表 30 2024 年以来中国主要政策事件



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

对于经济发展，核心词是高质量发展。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，科技创新是实现中国式现代化的关键环节，“科技要打头阵”。必须以新发展理念引领改革，深化供给侧结构性改革，塑造发展新动能新优势。必须深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，健全新型举国体制，提升国家创新体系整体效能。到 2035 年，基本实现社会主义现代化。

尽管政策端对于中国经济及资本市场进行了高屋建瓴的远景规划，但中国资本市场映射即期经济数据，呈现蛰伏寻底走势。2024 年初至 9 月 17 日，万得全 A 指数下跌 15.4%，上证指数下跌 9.1%，沪深 300 下跌 7.9%，创业板指下跌 18.8%，科创 50 下跌 23.1%，北证 50 下跌 44.0%，中证 1000 下跌 25.0%，中证 2000 下跌 29.3%。

“924 金融新政”释放宽松信号，引燃市场行情。9 月 24 日上午，国务院新闻办举行新闻发布会，人民银行、国家金融监管总局、证监会负责人在会上介绍金融支持经济高质量发展有关情况，人民银行宣布维护资本市场平稳健康发展，并创设证券、基金、保险等金融机构互换便利和股票回购、增持再贷款两项货币政策工具。当日，万得全 A 放量大涨 4.0%，上证指数涨 4.2%，创业板指涨 5.5%。

9 月 26 日，中央政治局会议部署一揽子增量政策，释放政策决心，资本市场迎来持续回暖行情。会议指出，要努力提振资本市场，帮助企业渡过难关。随后，一揽子增量政策陆续出炉，政策与资本市场正反馈效应逐步形成。

财政政策宽松信号释放。11 月 8 日，全国人大常委会办公厅新闻发布会上，财政部部长介绍，财政直接增加地方化债 10 万亿元，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；并表示中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，2023 年末 G20 国家平均政府负债率 118.2%，同期我国政府全口径债务总额为 85 万亿元，其中，国债 30 万亿元，地方政府法定债务 40.7 万亿元，隐性债务 14.3 万亿元，政府负债率为 67.5%。

除了政策自身转向之外，政策传导机制也发生了新的变化。政策更加关注市场呼声，注重和市场的互动，充分调动各方面积极性，政策协同性显著增强，创造了更有利的市场环境。

2024 年 11 月，中央经济工作会议召开，明确提出实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。明年重点任务是大力提振消费，提高投资收益，以科技创新引领新质生产力发展。

**图表 31 2024 年 12 月中央经济工作会议内容摘要**

核心解读	主要内容
正视客观环境	我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变
稳中求进，以进促稳。实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市。	要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。 要实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
重点任务，消费和科技，体现“创新”特点。	一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。 二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。开展“人工智能+”行动，培育未来产业。加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。
提高政策的针对性和时效性	针对需求不足的突出症结，着力提振内需特别是居民消费需求；针对制约发展的深层次障碍和外部挑战，坚定不移深化改革扩大开放；针对产业转型升级的瓶颈制约，推动新旧动能平稳接续转换；针对企业经营中的关切诉求，加强政策支持和优化监管服务；针对重点领域风险隐患，持续用力推进风险处置。要大力提升抓落实的效能，充分调动基层积极性主动性创造性，持续优化营商环境，更好凝聚推动高质量发展的合力

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

### 3.2 流动性先行

流动性如同市场的血液，维系着市场的正常运转与活力。流动性充裕的市场有利于提供高配置效率和信息效率。

#### (1) 宏观政策基调

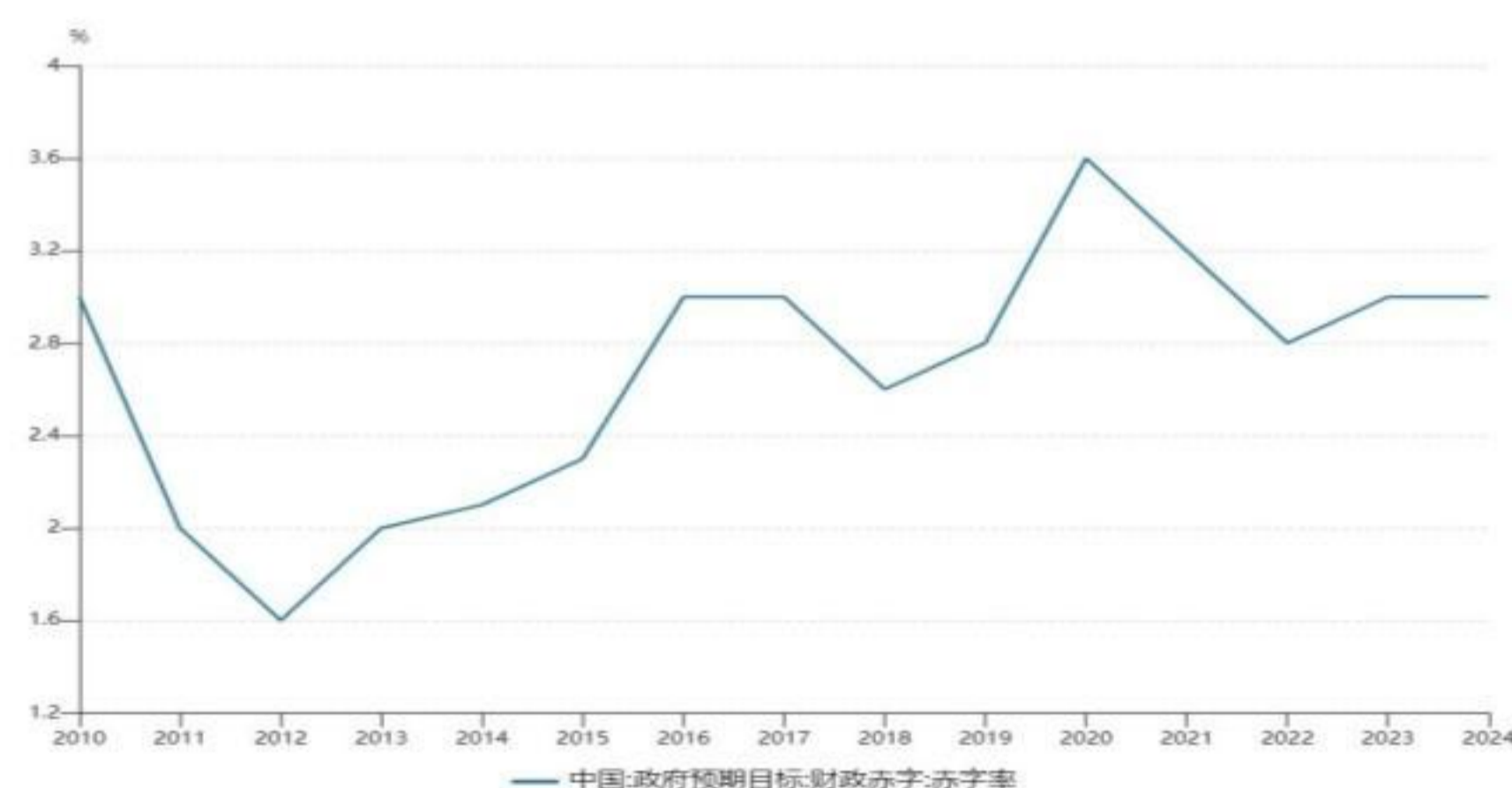
12月中央经济工作会议定调，货币政策从“稳健”转向适度宽松，财政政策从“积极”转向更加积极，双管齐下，向社会和市场注入流动性，以进促稳，稳中求进，保持经济稳定增长。

图表 32 不同时期的宏观政策基调

时间	货币政策	财政政策
1993-1996年	适度从紧	适度从紧
1997-2006年	稳健	积极
2007-2008年	从紧	稳健
2009-2010年	适度宽松	积极
2011-2024年	稳健	积极
2025年-	适度宽松	更加积极

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，截止 2024/12/26 日

图表 33 中国财政赤字率具有提升空间



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

在财政政策方面，提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债发行使用。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。

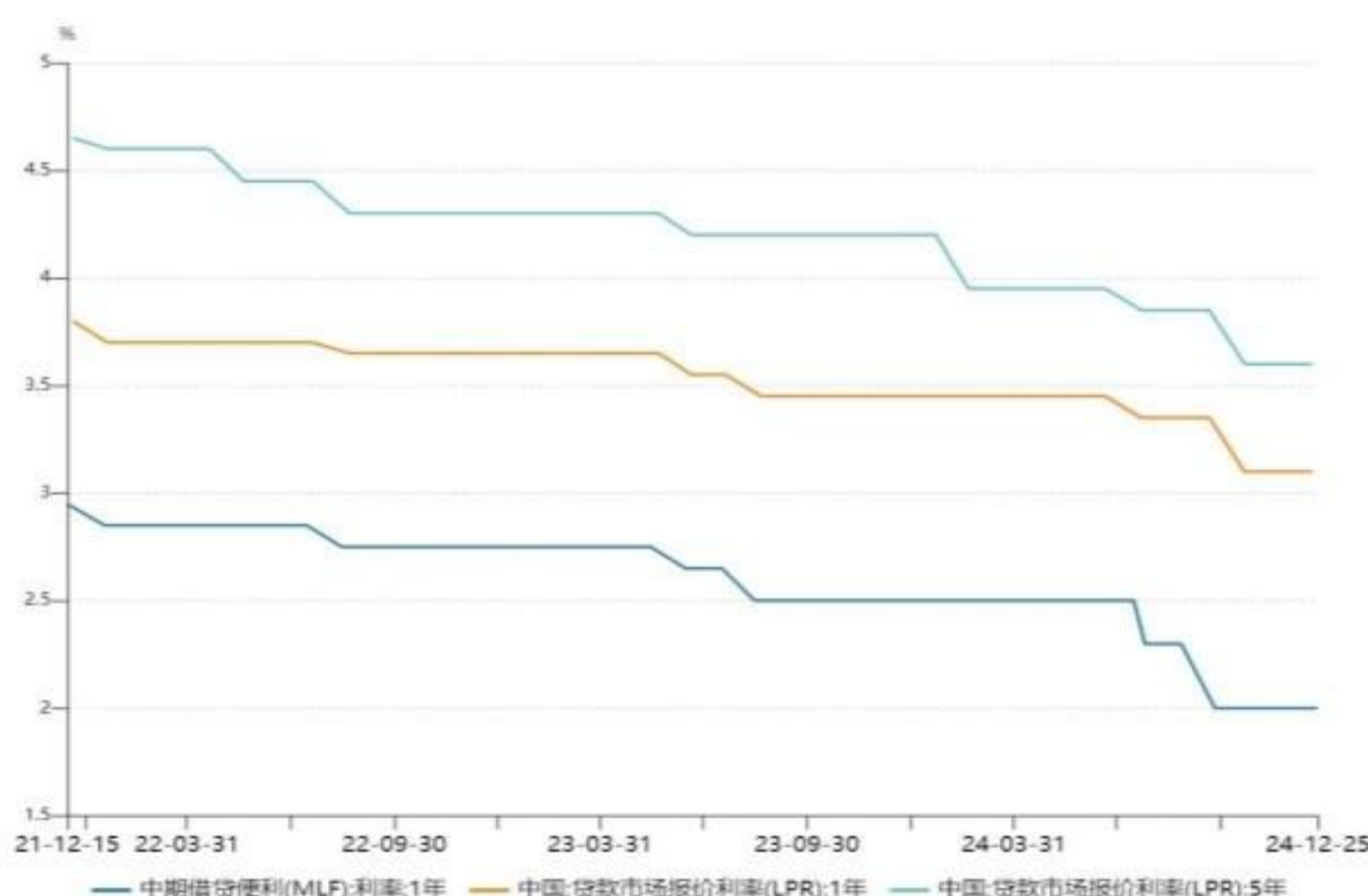
在货币政策层面，发挥好货币政策总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，创新金融工具，维护金融市场稳定。从“流动性合理充裕”到“流动性充裕”，以及明确的降准降息基调，信号传导明确，有利于经济与资本市场稳定发展。

中国人民银行《2024年第三季度中国货币政策执行报告》指出，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，引导贷款市场报价利率（LPR）等市场利率下行。

2024年，贷款市场利率连续调降。12月25日，贷款市场利率1年期（LPR）3.10%，年内下调两次累计35BP；5年期（LPR）为3.60%，年内下调三次累计60BP。11月25日，中期借贷便利（MLF）1年期利率为2.0%，年内下调两次累计50BP；7天逆回购利率为1.50%，年内下调两次累计30BP。

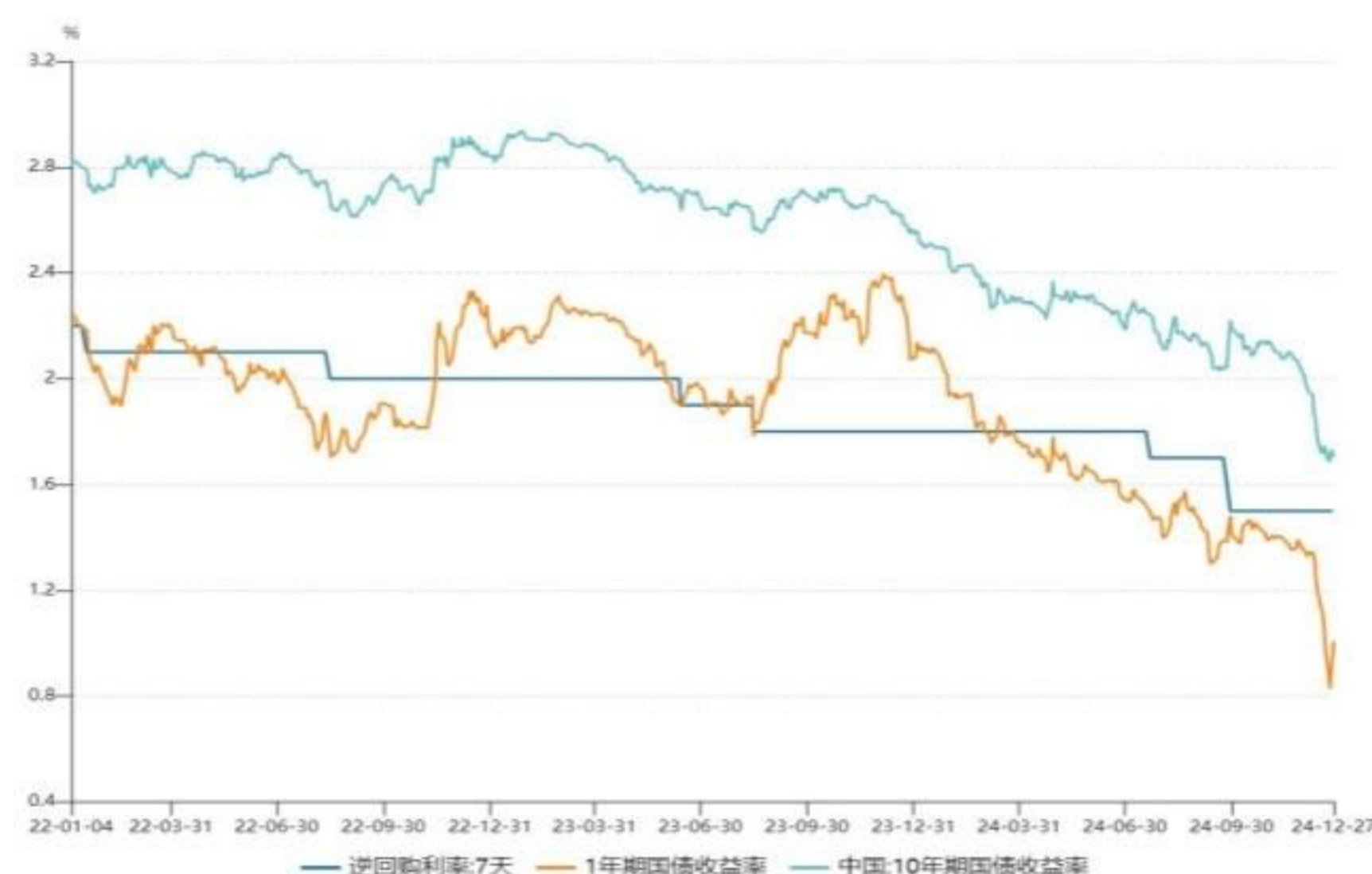
国债收益率年内显著下行。12月26日，1年期国债收益率0.95%，比上月末下降42BP，比上年末（2.08%）下降113BP；10年期国债收益率报收1.73%，比上月末下降30BP，比上年末（2.57%）下降83BP。

图表 34 MLF-1 年期 /LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，截止 2024/12/26 日

图表 35 7 天逆回购利率 /国债收益率 1 年期及 10 年期



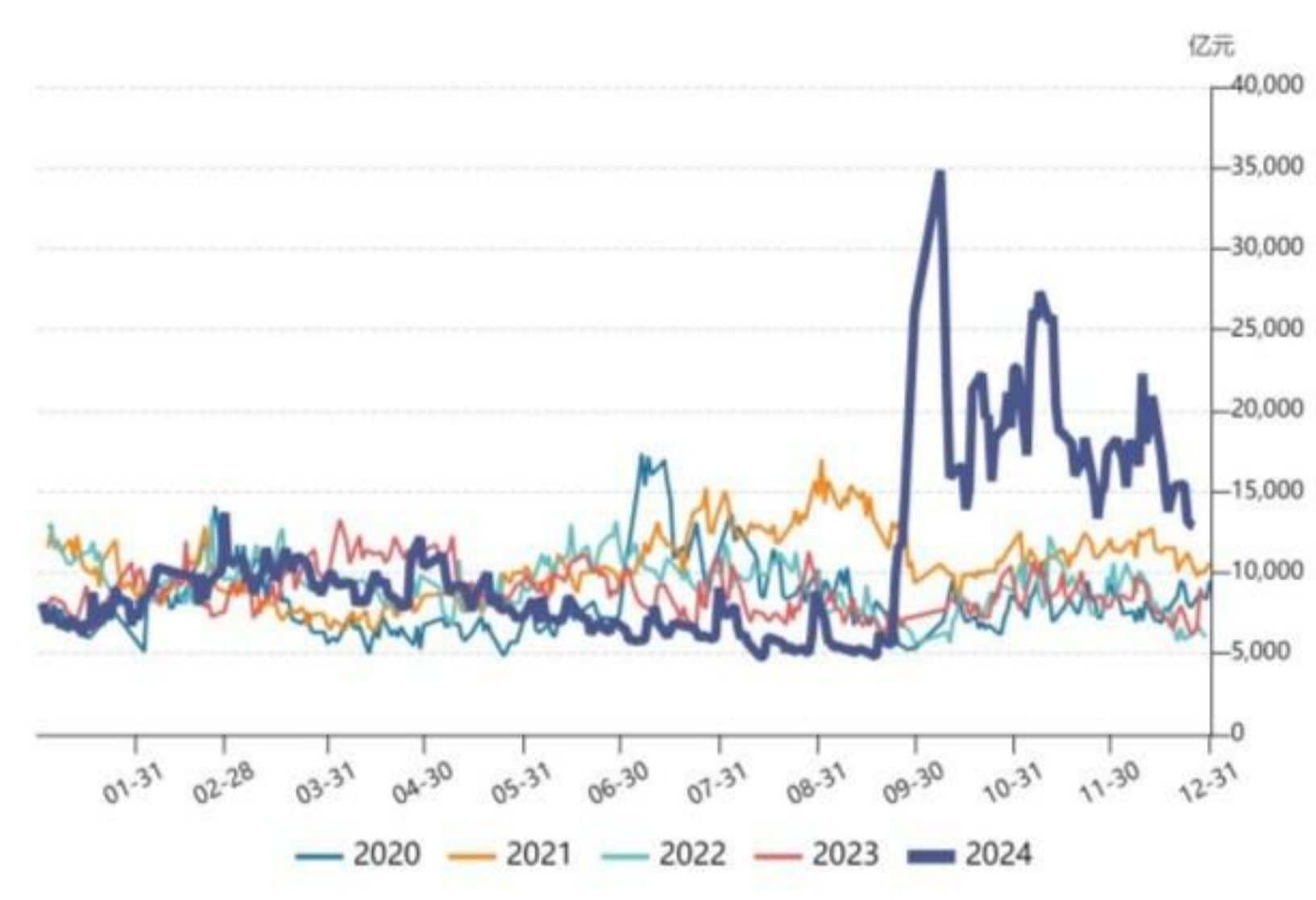
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

## (2) 股市流动性率先向好

新设立的货币政策效果明显。9月24日，央行行长表示，创设证券、基金、保险互换便利，第一期规模为5000亿元，股票回购、增持再贷款，第一期规模为3000亿元；以后视情况可以进一步扩大操作规模，可以有第二期，第三期。10月21日，央行开展了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）首次操作，本次操作金额500亿元。10月18日，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。财联社12月19日讯，股票回购增持再贷款设立满两月，A股上市公司获批数量增至213家，总金额超过465亿元。

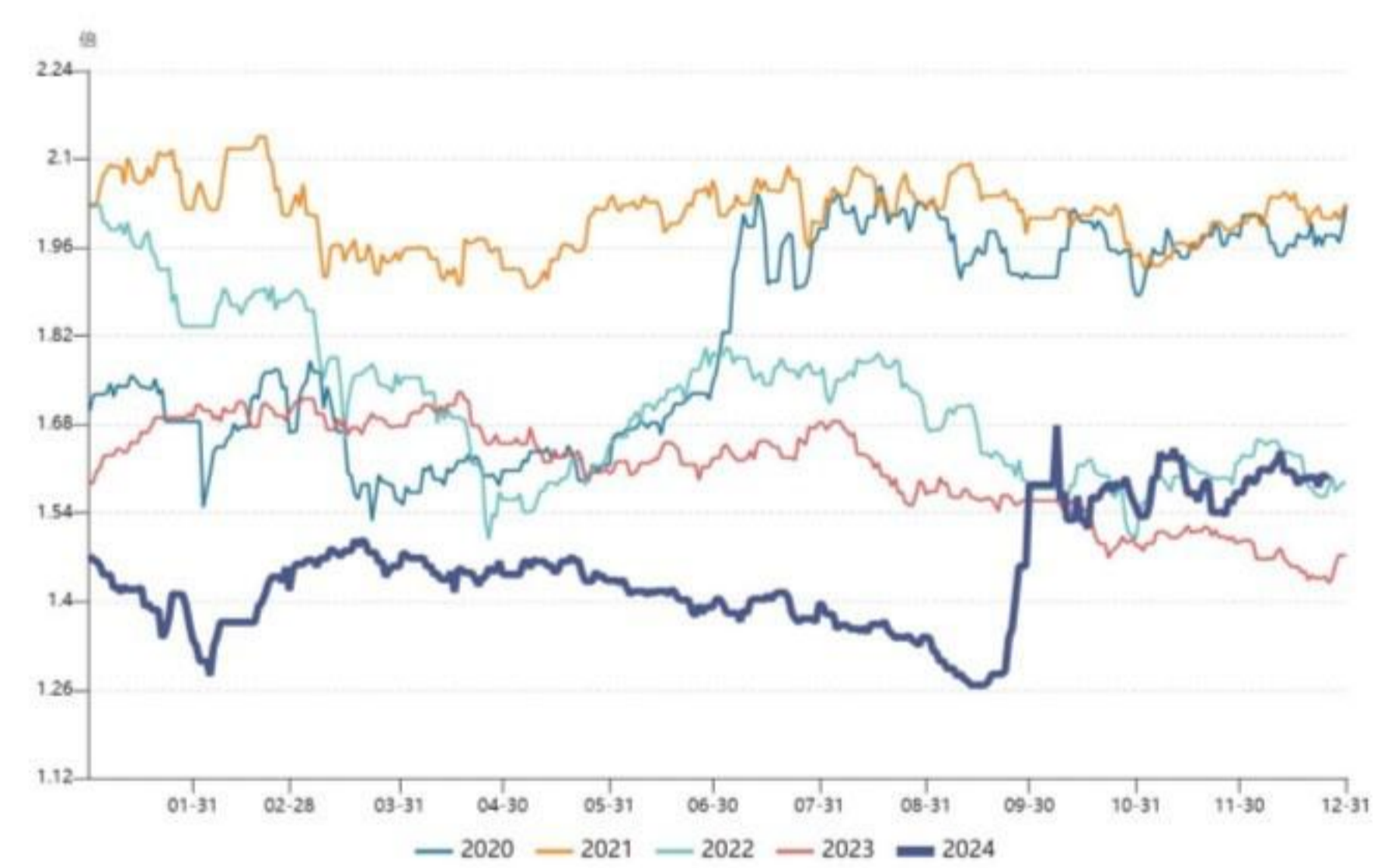
A 股量价持续攀升，流动性大幅改善。9 月 24 日至 12 月 26 日 63 个交易日，A 股累计成交额为 116.22 万亿元，日均成交额达 18448 亿元，为此前日均成交额的 2.37 倍（1 月 2 日至 9 月 23 日 175 个交易日，累计成交额为 136.18 万亿元，日均成交额为 7782 亿元）。

图表 36 Wind 全 A 2024 日均成交额创历史新高



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，截止 2024/12/26 日

图表 37 Wind 全 A 指数市净率 9 月下半月快速修复



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

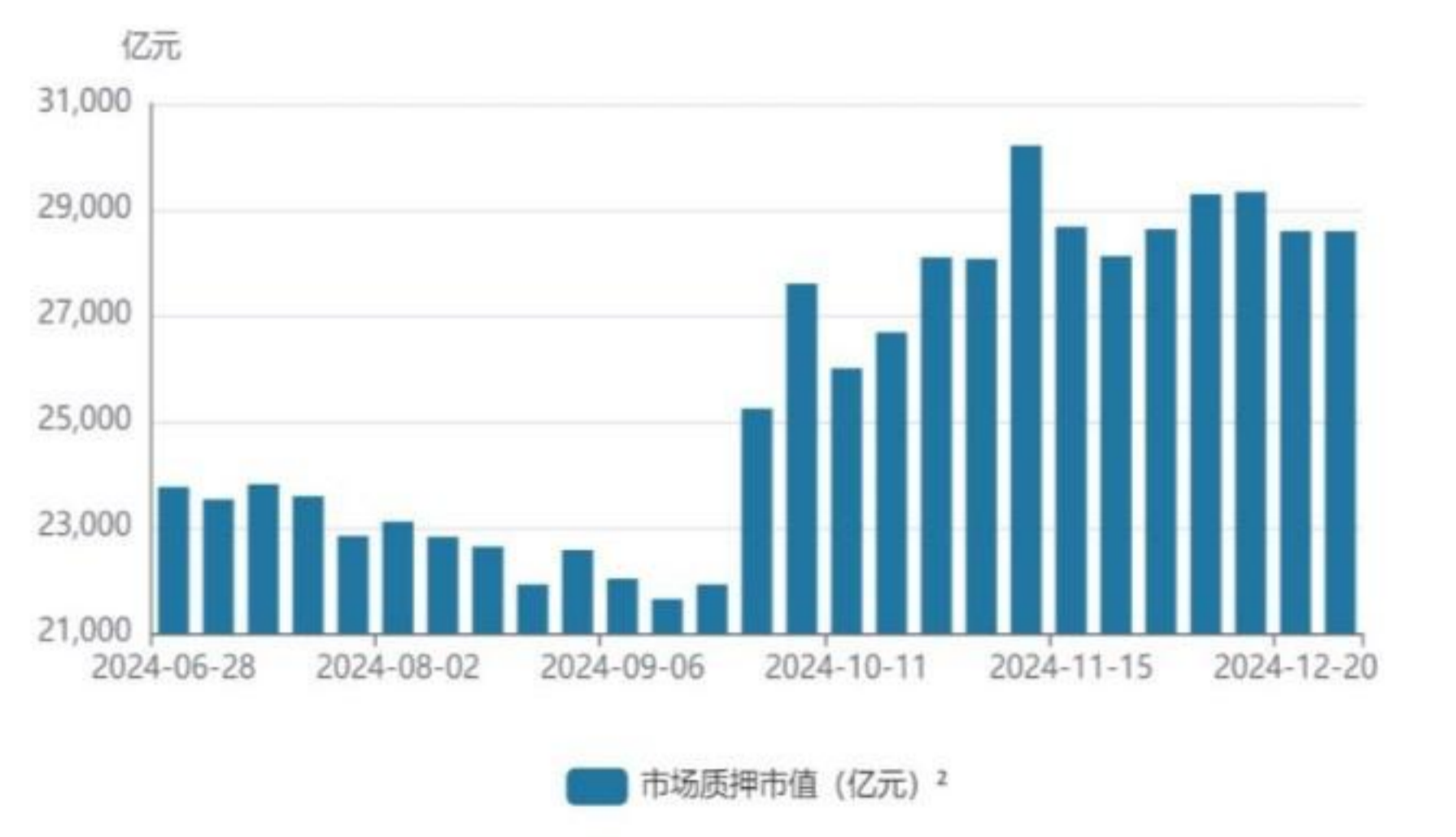
估值修复和流动性充裕有利于化解市场风险。10 月 18 日，中国人民银行行长潘功胜在 2024 金融街论坛年会上发表题为《高质量发展与中国经济动态平衡》的主题演讲时表示，实体经济和资本市场是一个相互交织、相互作用的过程，估值修复有助于资本市场发挥投融资功能，阻断市场走弱与股权质押风险的负向循环，促进上市公司健康发展，改善社会预期，提振消费和投资需求。

图表 38 A 股市场质押股数及占总股本比例明显下降



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，截止 2024/12/26 日

图表 39 A 股市场质押市值大幅上升（周频）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

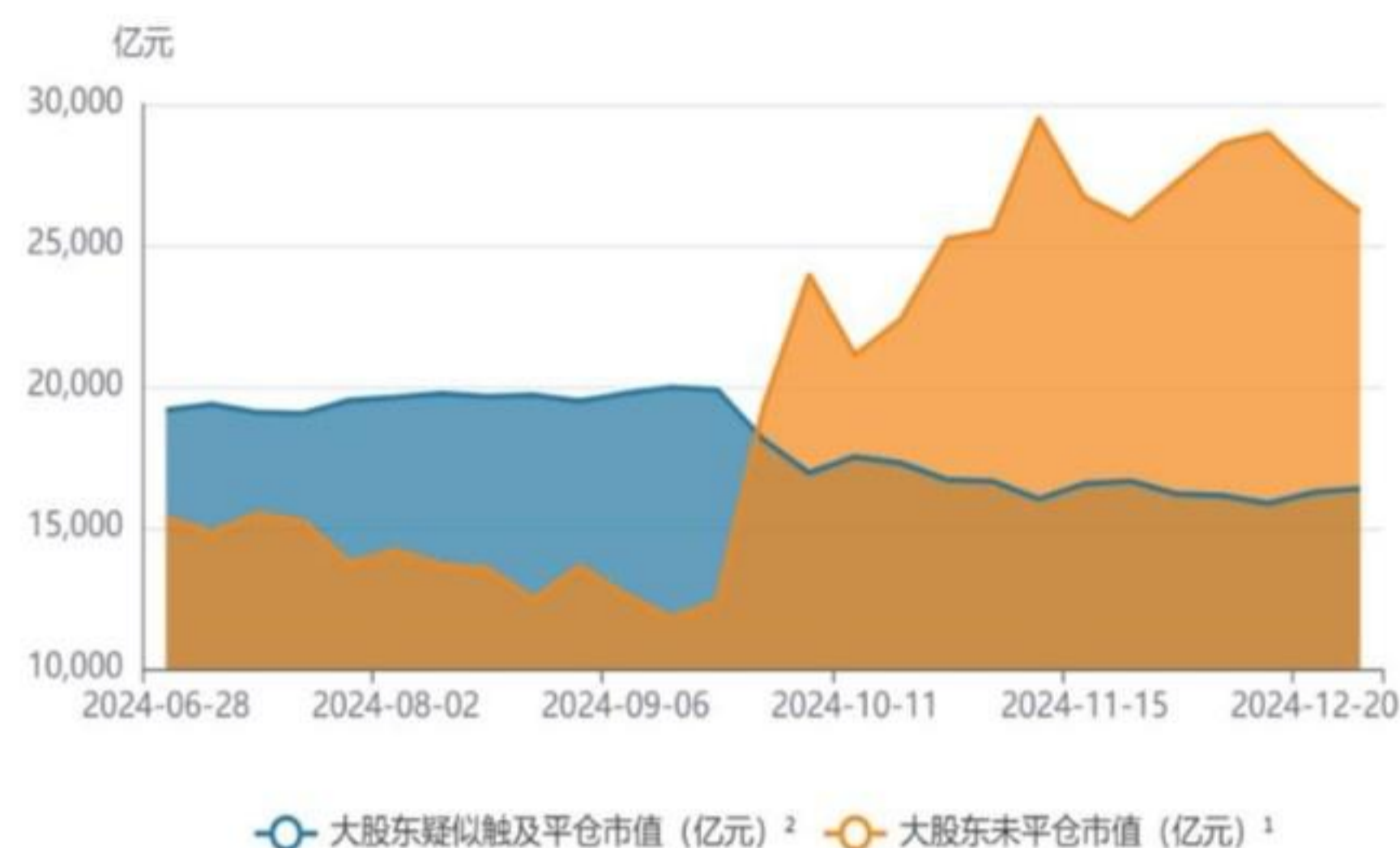
市场质押占比显著下降，质押股票市值大幅上升。截止 2024 年 12 月 26 日，市场质押股数 3,255.40 亿股，市场质押股数占总股本 4.04%，比 9 月初明显下降；市场质押市值 28,594.68 亿元，比 9 月初明显上升。大股东质押股数 5,065.27 亿股，大股东质押股数占总股本比 15.83%，比 9 月初明显下降；大股东疑似触及平仓市值 16,388.49 亿元大幅下降；大股东未平仓总市值 26,175.53 亿元，比 9 月初大幅上升。

图表 40 大股东质押股数及占总股本比例明显下降



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所，截止 2024/12/26 日

图表 41 大股东未平仓市值大幅上升

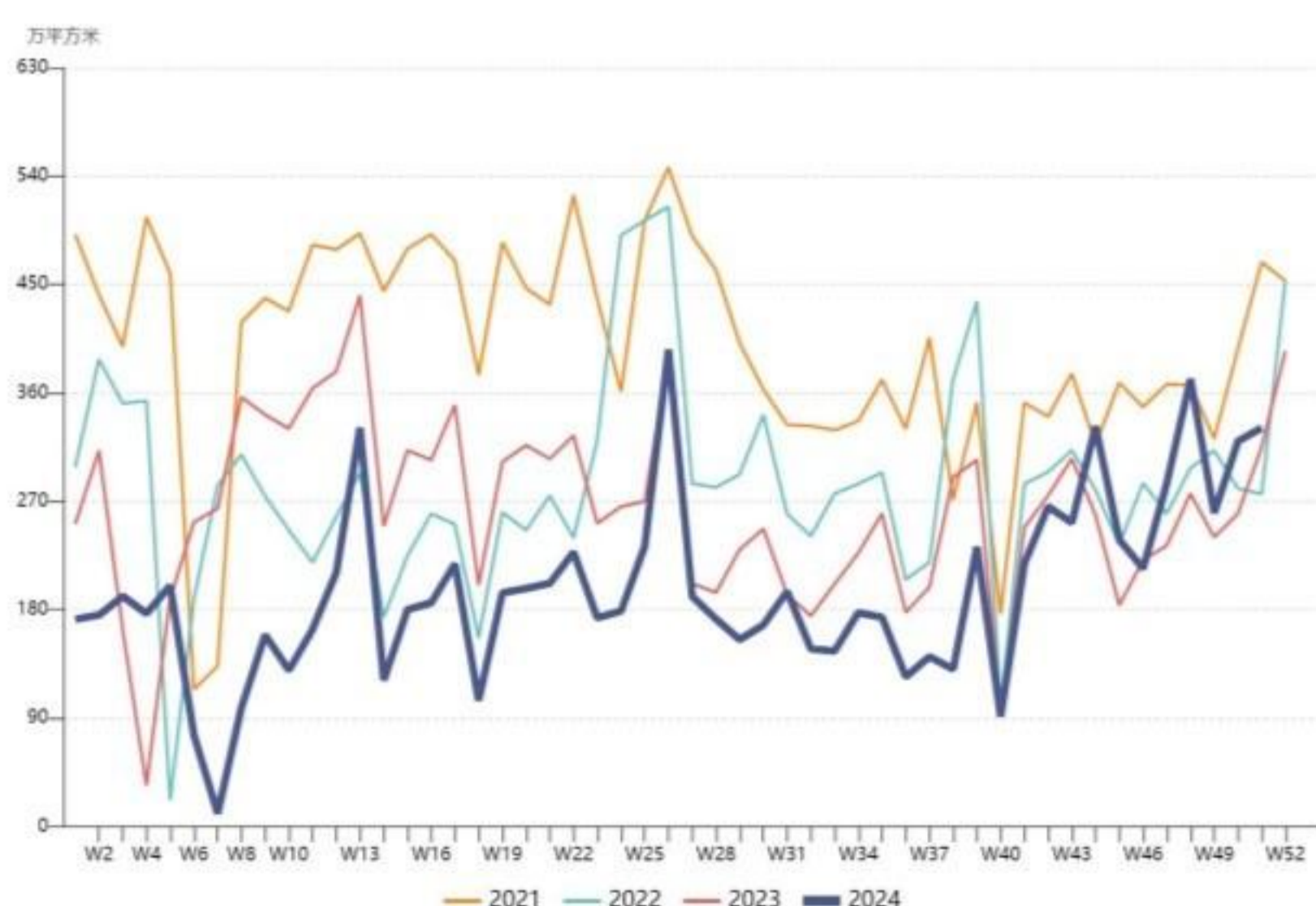


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

### (3) 楼市流动性有所好转

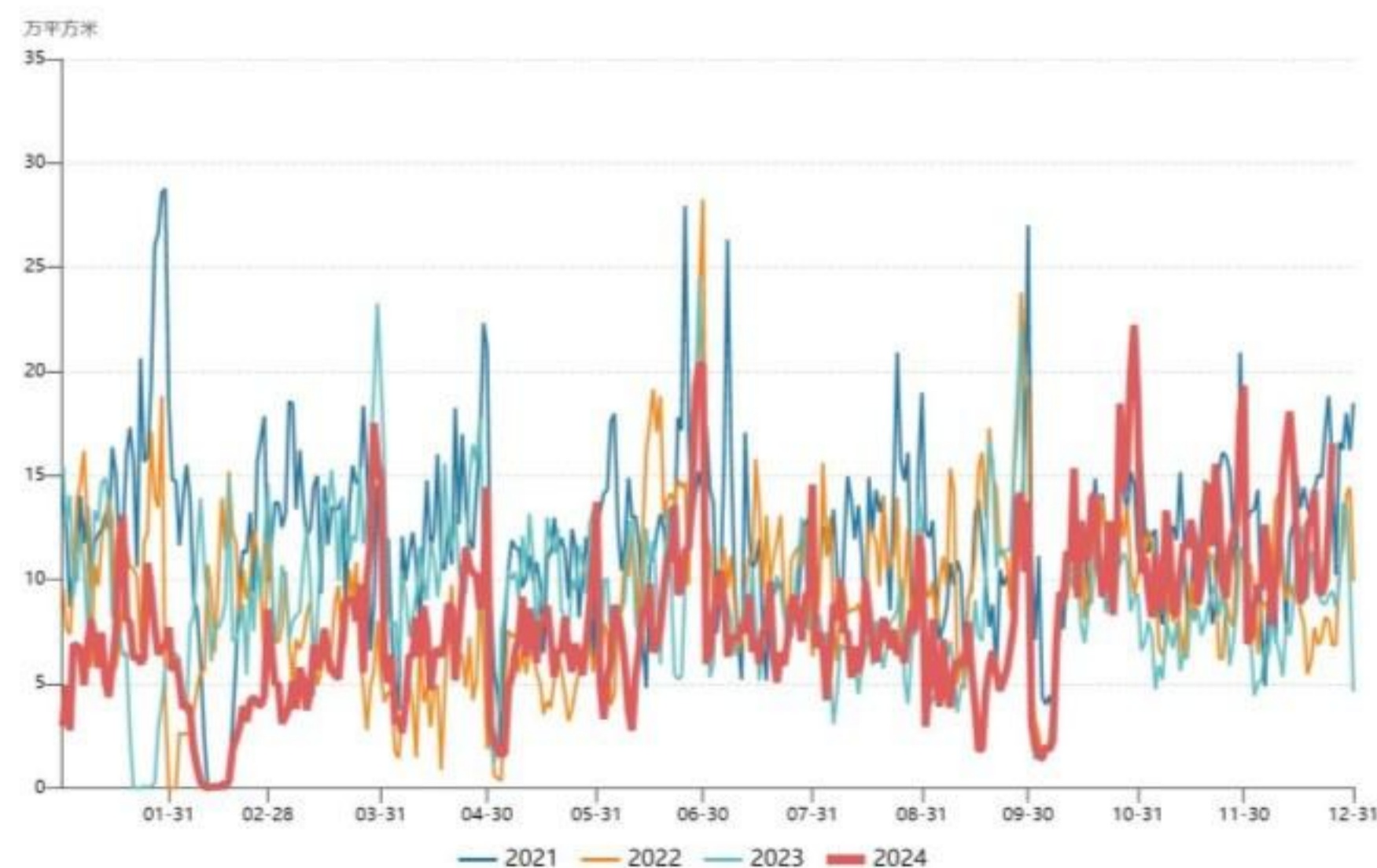
“924 金融新政”，从居民端和企业端两个通道同时向楼市注入流动性，加快推动商品房的去库存进程，有利于化解房地产企业信贷风险及产业链风险。一是居民端，调降存量房贷利率 0.5 个百分点，房贷最低首付比例统一为 15%。二是企业端，其一，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，切实做到“应进尽进”、“应贷尽贷”、“应放尽放”。其二，延长人民银行和金融监管总局出台的“金融 16 条”相关政策期限两年，关于房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策延迟至 2026 年 12 月 31 日。其三，优化保障性住房再贷款政策。5 月 17 日，人民银行宣布设立 3000 亿元保障性住房再贷款，人民银行出资的比例，由原来的 60% 提高到 100%，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房。其四，支持收购房企存量土地。在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。

图表 42 30 大中城市商品房成交面积明显上升-周频



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

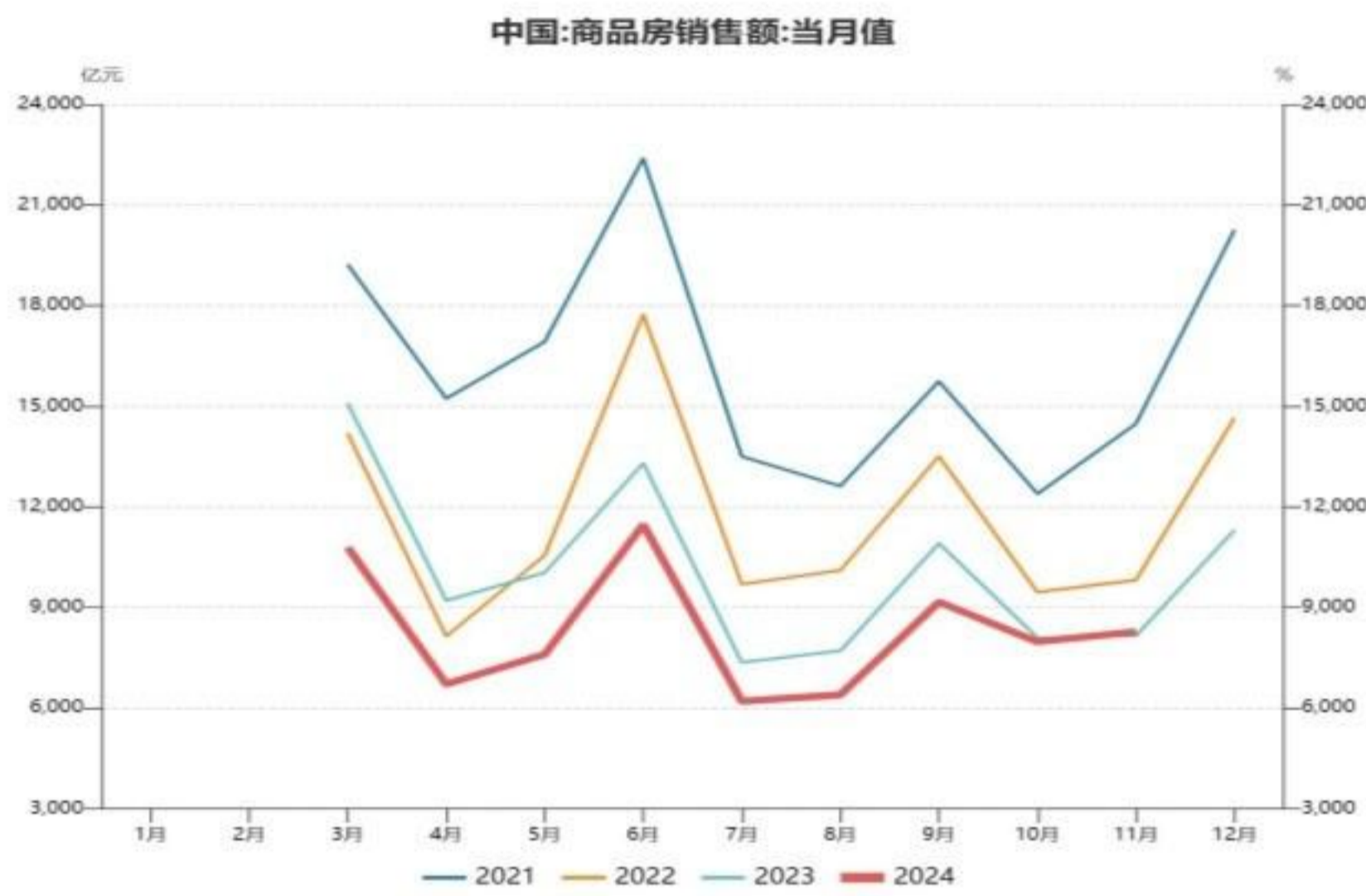
图表 43 30 大中城市一线城市商品房成交面积-日频



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

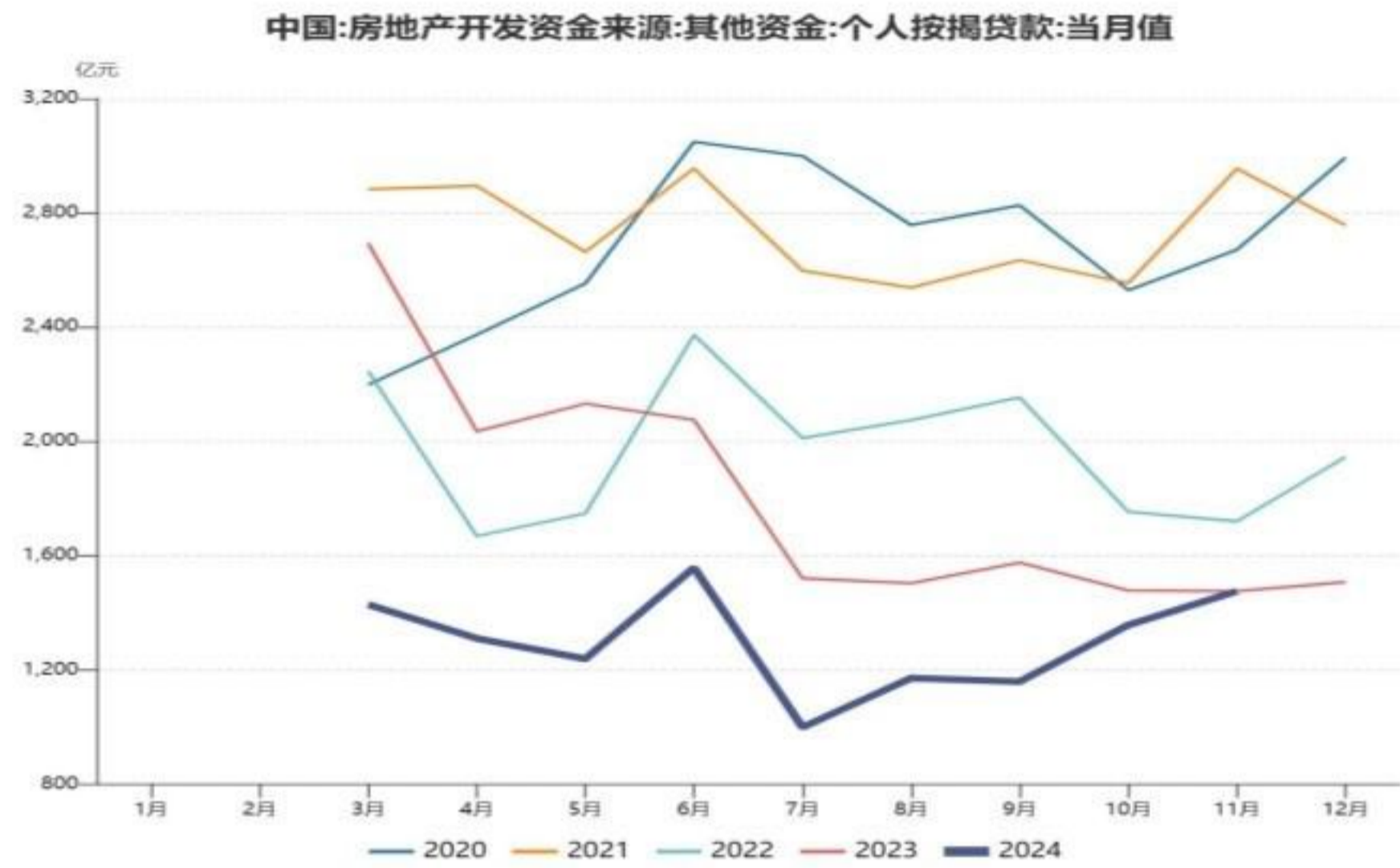
10月以后，房产销售明显回暖。30大中城市商品成交面积（当周值）10月以后显著回升，已逐渐超越2022年、2023年同期水平，2024年12月22日当周成交331万平方米；其中30大中城市一线城市表现更好，10月1日至12月25日累计成交956万平方米，略低于2021年同期（1010万平方米）。11月，中国商品房销售当月值8270亿元，略高于去年同期水平（8157亿元）；个人按揭贷款当月新增1475亿元，与去年同期比首次持平。

图表 44 11月商品房销售额累计值同比略有回升



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 45 11月个人按揭贷款当月值同比持平



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

### (3) 企业经营及流动性仍待改善

2024年1-11月，全国规模以上工业企业实现利润总额66674.8亿元，同比下降4.7%，比1-10月降幅扩大0.4个百分点。11月当月，利润总额同比下降7.3%。

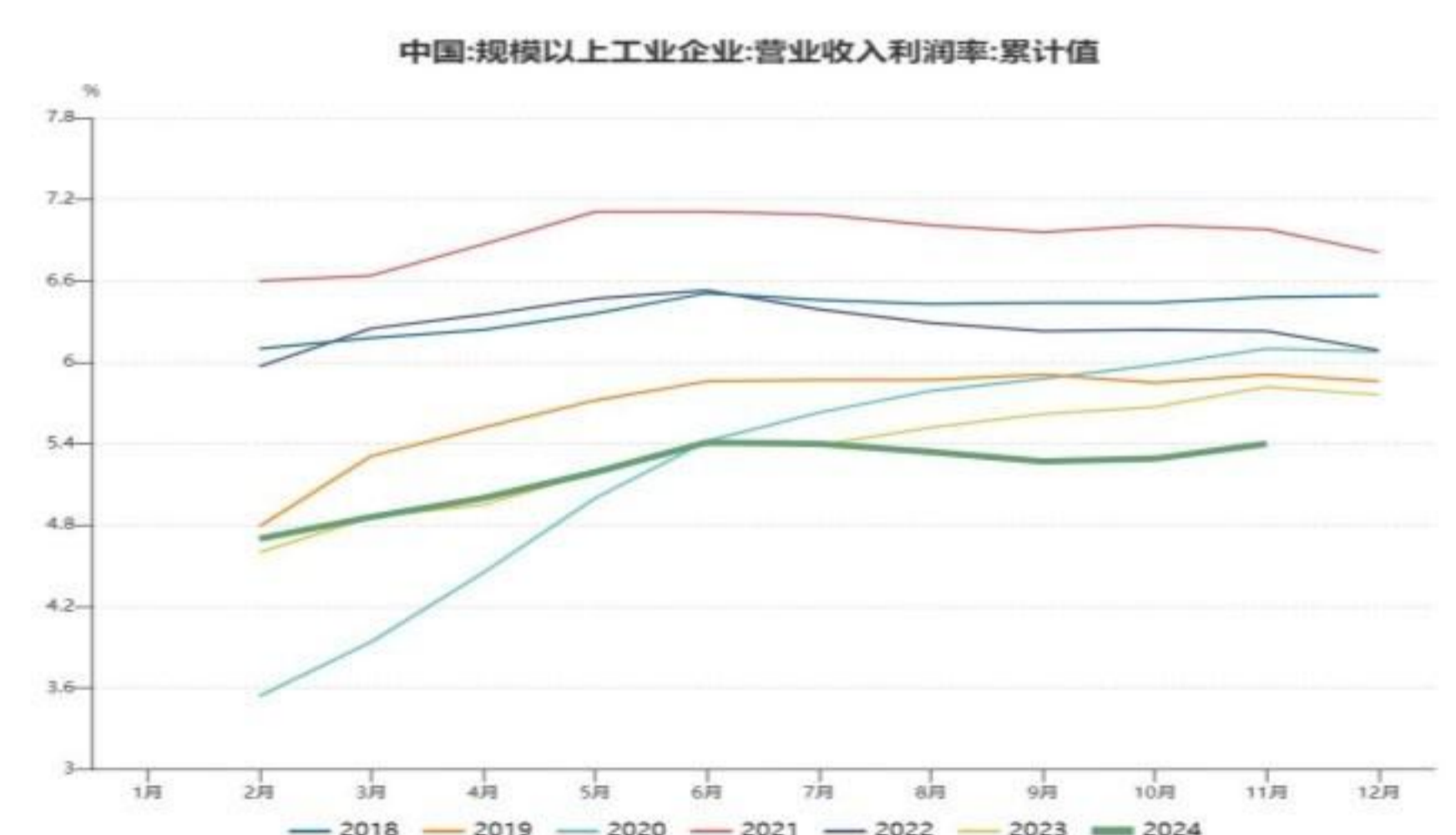
1-11月，营业收入利润率5.40%，低位持续徘徊；应收账款平均回收天数为66.7天，与上月持平。11月末，工业企业应收账款余额26.92万亿元，比上月末增加5883亿元，同比增长8.5%。

图表 46 工业企业利润当月及累计同比 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

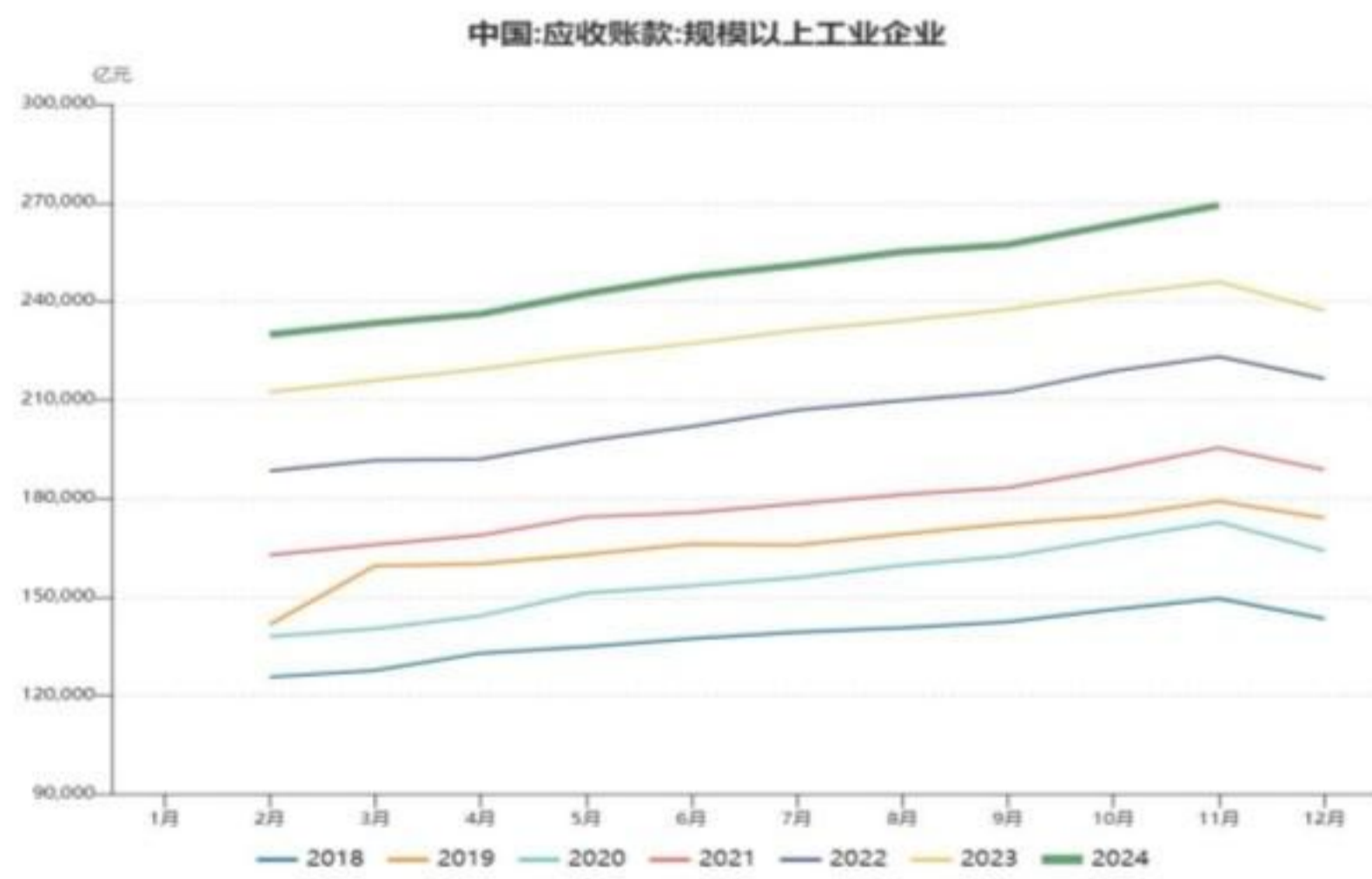
图表 47 工业企业营业收入利润率处于历年低位水平



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2018年以来近7年数据比较，2024年，工业企业营业收入利润率处于低位水平，营业收入同比微幅增长，叠加企业应收账款账龄拉长、应收账款余额持续增加，部分企业经营端压力增加，现金流持续消耗，投资意愿及能力下降。

图表 48 工业企业应收账款余额处于历年高位水平



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

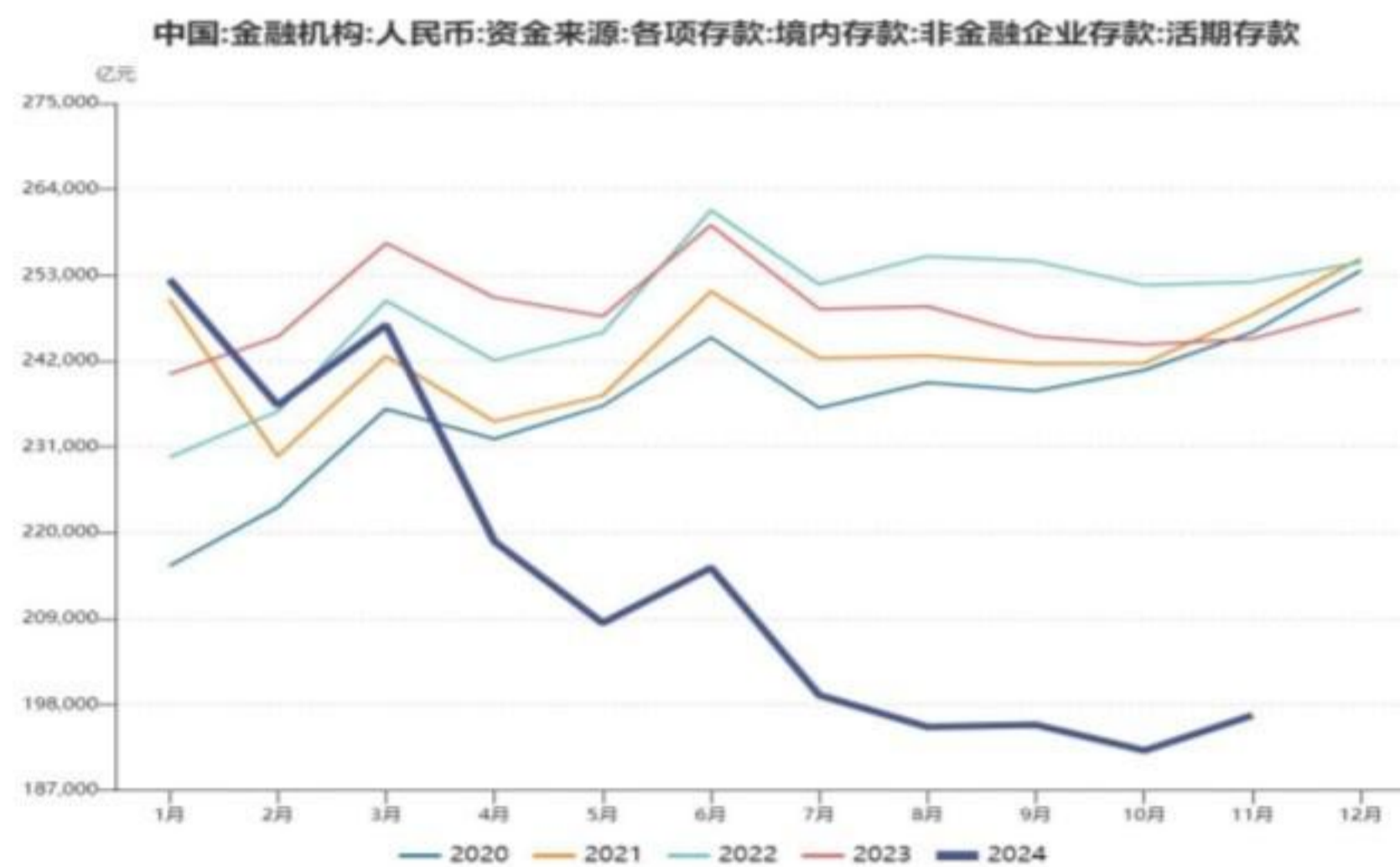
图表 49 工业企业应收账款回收天数处于历年高位水平



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

非金融企业人民币活期存款余额从2024年以来呈持续震荡下行态势，至11月份为19.66万亿元，处于历史低位水平。同期，民间固定资产投资累计同比增速基本围绕0轴窄幅波动，11月读数为-0.4%，持续4个月为负值。

图表 50 非金融企业活期存款余额持续处于低位



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 51 非金融企业活期存款余额与民间固定资产投资



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

11月8日，全国人大常委会办公厅新闻发布会上，财政部部长蓝佛安介绍，财政直接增加地方化债规模10万亿元，置换地方政府存量隐性债务。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，五年累计可节约6000亿元左右。财政政策向地方政府精准灌溉，不仅有效缓解地方政府的偿债压力，还能为地方政府提供更多资源用于经济发展。

我们持续关注企业应收账款问题。今年以来，规模以上工业企业应收账款余额持续上升，并处于历史高位。巨大的企业应收账款，容易形成连锁的债务循环，导致经营风险从劣质企业向优质企业扩散，乃至形成局部的产业风险、金融风险以及社会风险。因此，应加大地方政府对企业欠款的偿还力度，净化企业资产负债表，重塑地方政府信用和企业家信心，促进社会经济回暖向好。

2023年9月，国务院召开常务会议审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》。会议要求，省级政府要对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，解开企业之间相互拖欠的“连环套”，央企国企要带头偿还。要突出实质性清偿，加强政策支持、统筹调度和监督考核，努力做到应清尽清，着力构建长效机制。

2024年10月18日，中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。《意见》强调，各地区各部门要充分认识解决拖欠企业账款问题对维护企业权益、稳定企业预期、增强企业信心的重要意义。

《意见》要求，要健全拖欠企业账款清偿的法律法规体系和司法机制。要健全防范化解大型企业拖欠中小企业账款的制度机制，并加强执法监督。要强化组织保障和监督，强化部门协同，加强对重点领域、重点行业拖欠成因及防范化解举措的研究，合力解决拖欠企业账款问题。

### 3.3 科创未来

二十届三中全会会议决议，紧紧围绕中国式现代化这一主题，对中国整体发展进行了顶层设计。核心词是“系统集成”和“科技创新”。系统集成，是从全局角度考虑问题，从制度上进行规范或指引，强化统筹管理、协同共进，增强宏观政策取向一致性，以激发和增强社会活力。科技创新，是实现中国式现代化的关键环节；要加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚，大幅提升全要素生产率。

#### (1) 中国科技创新指数持续提高

中国创新指数呈现稳步增长态势，我国创新环境不断优化，发展新动能集聚壮大，创新能力持续提升，为高质量发展提供有力支撑。根据国家统计局社科文司《中国创新指数研究》课题组测算，2023年中国创新指数达到165.3（以2015年为100），比上年增长6.0%。

我国创新环境不断向好，创新投入持续增强。2023年，理工类毕业生占适龄人口比重指数比上年增长15.1%，继续保持两位数增长；科技拨款占财政拨款比重指数比上年增长2.3%。R&D经费占GDP比重指数为128.6，比上年增长3.6%；企业R&D经费占营业收入比重指数为170.6，比上年增长6.1%。

创新投入产出成效明显。2023年，每万名R&D人员高价值发明专利拥有量指数比上年增长15.6%，继续保持两位数增长；技术市场成交合同平均金额指数比上年增长5.0%。新产品销售收入占营业收入比重指数为184.6，比上年提高2.0%；全员劳动生产率为160.8，比上年增长5.7%。

图表 52 中国创新指数持续向上



数据来源：国家统计局、金圆统一证券研究所

图表 53 创新分项指数情况

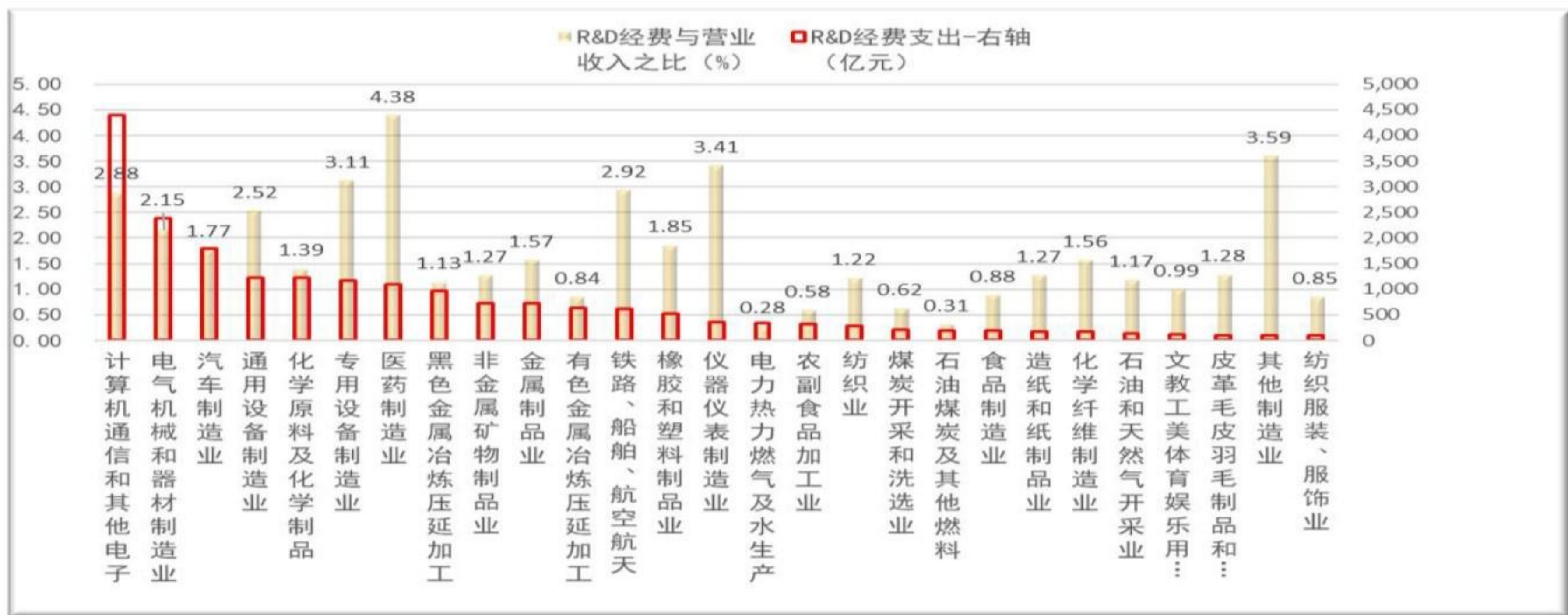
部分分项创新指数	2015年	2020年	2021年	2022年	2023年
理工类毕业占适龄人口比重指数	100	135.5	145.1	161.7	186.0
科技拨款占财政拨款比重指数	100	103.2	110.0	107.2	109.7
R&D经费占GDP比重指数	100	117.0	118.3	124.2	128.6
企业R&D经费占营业收入比重	100	156.2	147.7	161.0	170.9
每万名R&D人员高价值发明专利拥有数量	100	190.2	200.9	227.7	263.3
技术市场成交合同平均金额指数	100	160.6	173.7	193.2	202.9
新产品销售收入占营业收入比重指数	100	161.6	165.4	181.0	184.6
全员劳动生产率指数	100	134.0	146.1	152.2	160.8

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2024年12月26日，国家统计局发布第五次全国经济普查公报。2023年，开展R&D活动的规模以上工业企业法人单位15.1万个，比2018年增长44.3%，占全部规模以上工业企业法人单位的30.7%；规模以上工业企业法人单位全年专利申请量156.6万件，其中发明专利申请61.4万件，分别比2018年增长63.6%和65.1%。

2023年，规模以上工业企业法人单位R&D经费支出20969.9亿元，比2018年增长61.9%；R&D经费与营业收入之比为1.54%。分行业看，计算机、通信和其他电子、电气机械、汽车制造、通用设备制造、化学原料及化学制品、专用设备制造、医药制造等7个行业R&D经费支出超过1000亿元，合计13268.1亿元，占规模以上工业经费支出的63.3%；铁路船舶航空航天、仪器仪表制造业R&D经费占营业收入比例分别达到2.92%和3.41%。

图表 54 2023年行业R&D经费支出和R&D经费占营业收入之比



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

## (2) 科技创新的重要方向

我们梳理了二十届三中全会关于经济发展、科技创新的部分条目，其中涉及资本市场潜在机会的摘录如下表，具体包括以下几个方向：

一是新质生产力方向，如新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技；二是现代化基础设施建设，如通用航空、低空经济、航运；三是加强产业链供应链韧性，如集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料、关键矿产资源；四是高质量发展动力源，主要包括京津冀、长三角、粤港澳等区域。

图表 55 二十届三中全会部分条目与资本市场的潜在机会

条目	部分内容	关注点
第5条	深化国资国企改革。推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。深入破除市场准入壁垒，推进基础设施竞争性领域向经营主体公平开放，完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制。	能源、铁路、电信、水利、公用事业改革
第6条	构建全国统一大市场。清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法。推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制。	水、能源、交通领域价格改革。
第8条	健全因地制宜发展新质生产力体制机制。加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。	新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技
第11条	健全现代化基础设施建设体制机制。深化综合交通运输体系改革，推进铁路体制改革，发展通用航空和低空经济，推动收费公路政策优化。提高航运保险承保能力和全球服务水平。	通用航空和低空经济；航运
第12条	健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。	集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料、关键矿产资源
第19条	完善实施区域协调发展战略机制。东部地区加快推进现代化的制度和政策体系。推动京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区更好发挥高质量发展动力源作用。	京津冀、长三角、粤港澳
第25条	深化外贸体制改革。创新发展数字贸易，推进跨境电商综合试验区建设。建设大宗商品交易中心，建设全球集散分拨中心，支持各类主体有序布局海外流通设施，支持有条件的地区建设国际物流枢纽中心和大宗商品资源配置枢纽。	电商、仓储物流
第26条	深化外商投资和对外投资管理体制改革。落实全面取消制造业领域外资准入限制措施，推动电信、互联网、教育、文化、医疗等领域有序扩大开放。	电信、互联网、教育、文化、医疗

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

## 四、投资策略与方向：波动降低，哑铃延续

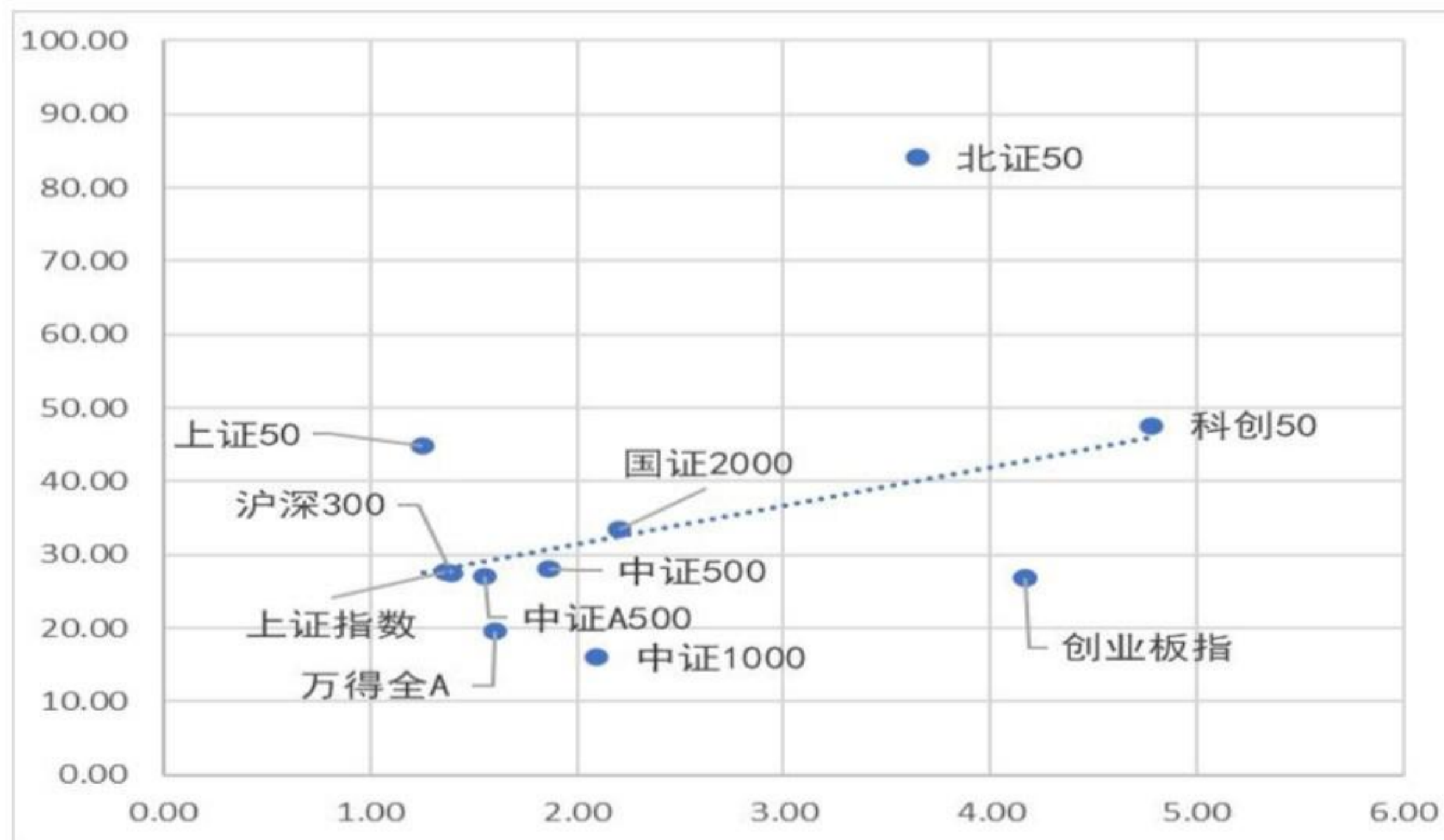
### 4.1 大盘研判

#### (1) 关于指数波动情况

2024年，A股大开大合，随着2024年9月以来的大幅反弹，A股估值修复行情已基本完成，主要指数PB估值分位在30%上下，与即期盈利水平适配。截至2024年12月27日，上证指数PB为1.37倍，2010年以来分位值27.58%；创业板指PB为4.17倍，分位值26.86%；沪深300PB为1.39倍，分位值27.39%；中证A500PB为1.55倍，分位值26.99%，国证2000PB为2.20倍，分位值33.4%；上证50PB为1.25倍，分位值44.75%；科创50PB为4.78倍，分位值47.6%；北证50PB为3.65倍，分位值84.08%。

一方面，人口、地产、国际环境等长久期因素制约市场估值大幅上升空间，另一方面，资产重置的估值底和政策底限制了下行风险，同时，经济修复向好将是一个结构的、次第的、渐进的过程；因此2025年A股市场波动率或显著弱于2024年（特别是2025年上半年）。我们从政策的表态也可以感知到这种变化：2024年9月26日，中央政治局会议指出，“要努力提振资本市场”；12月中央经济工作会议指出，“要稳住楼市股市”。

图表 56 主要综合指数 PB 及 2010 年以来分位值



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

#### (2) 从大类资产配置看市场

尽管当期仍面临许多长久期因素的扰动，但资本市场已经对相关风险进行了充分定价。前面，我们已从PB—ROE角度阐述了资本市场自身的定价调整，现在我们用跨市场思维思考资本市场的定价水平。

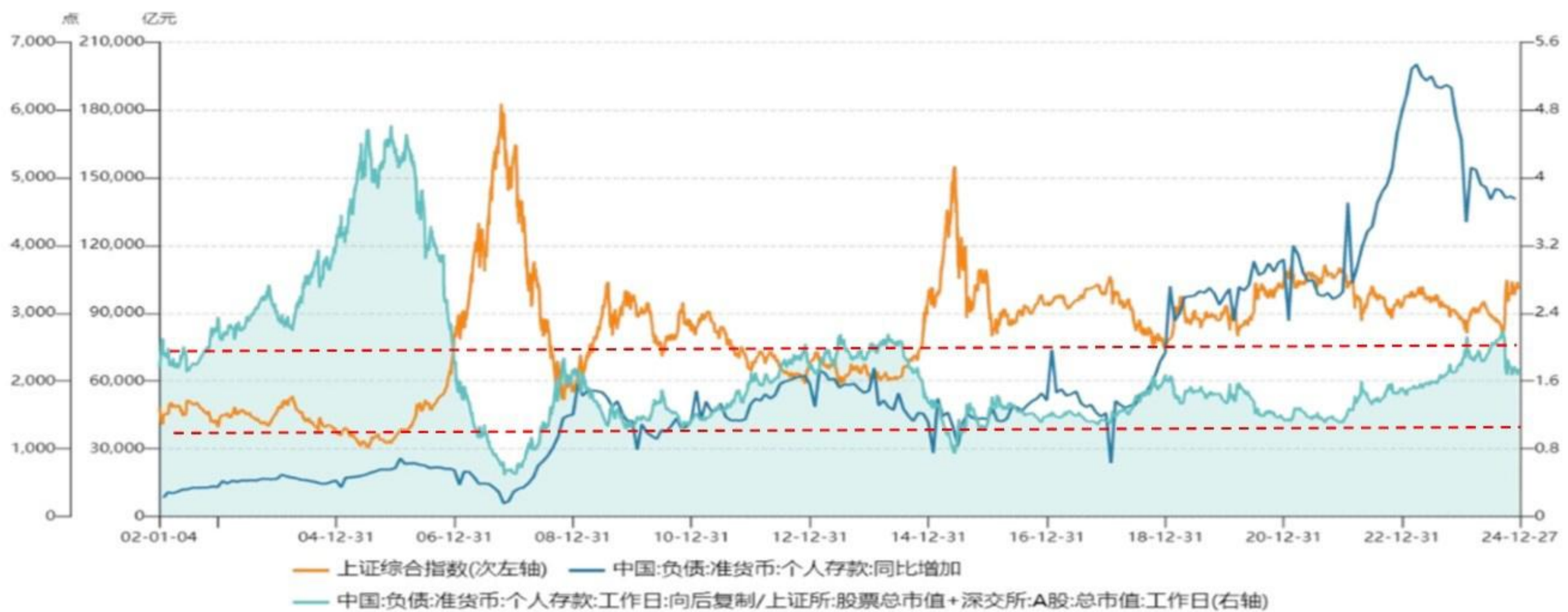
投资者总是在风险资产和安全资产之间进行资产配置，并根据风险收益情况进行资产再平衡。银行个人存款可以视为安全性资产，股票可以视为风险资产；我们构建了一个指标——个人存款/沪深A股总市值

值比值，该指标处于高位，表明投资者倾向于安全性资产，股票市场被持续低估；该指标处于低位，表明投资者倾向于风险资产，股票市场估值不断提升。

经过四年熊市洗礼，2005年6月上证指数跌至998点，个人存款/沪深A股总市值比值同期超过4.5倍，上证指数PB跌至1.60倍当时的历史低位水平，A股市场迎来历史最大的牛市。至2007年11月短短一年半时间，上证指数涨幅超过5倍，升至历史6124点；个人存款/沪深A股总市值比值迅速降至0.5倍附近，上证指数PB升至7.14倍高位水平，随后叠加2008年全球金融危机，A股市场开始了漫长的估值回归之路。

这一段时间个人存款/沪深A股总市值比值的高、低点具有特殊性，不可复制。主要2001年中国加入世贸后经济快速发展，居民财富快速增长，同时股票发展处于前期阶段居民端配置股票资产比例较少以及股票市场持续下跌，导致该比值达到历史峰值。此后，戴维斯双击背景下，以及市场的反身性带来存款搬家，加速流入证券市场。

图表 57 上证指数与个人存款/沪深 A 股总市值比值、个人存款同比增加



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

2010年以后，中国宏观背景由全面积极因素转入到多空因素交织，经济由高速增长阶段进入到下台阶运行的相对稳态状态，个人存款/沪深A股总市值比值也进入了相对稳定的波动范围，主要在1.0-2.0倍之间波动。上证指数的主要低点区域，对应该比值在2.0倍附近；主要的高点区域，该比值在1.0附近。

例如2014年4月，上证指数2000点的低点附近，该比值为2.10倍左右，此后迎来了A股市场第二轮大牛市，至2015年6月上证指数升至5178点高点，该比值降至0.74倍。

2024年的两次重要低点，2月5日上证指数2702点，该比值2.13倍；9月13日上证指数2704点，该比值2.21倍，此后均迎来重要的中期行情。204年2月27日，个人存款/沪深A股总市值比值为1.72

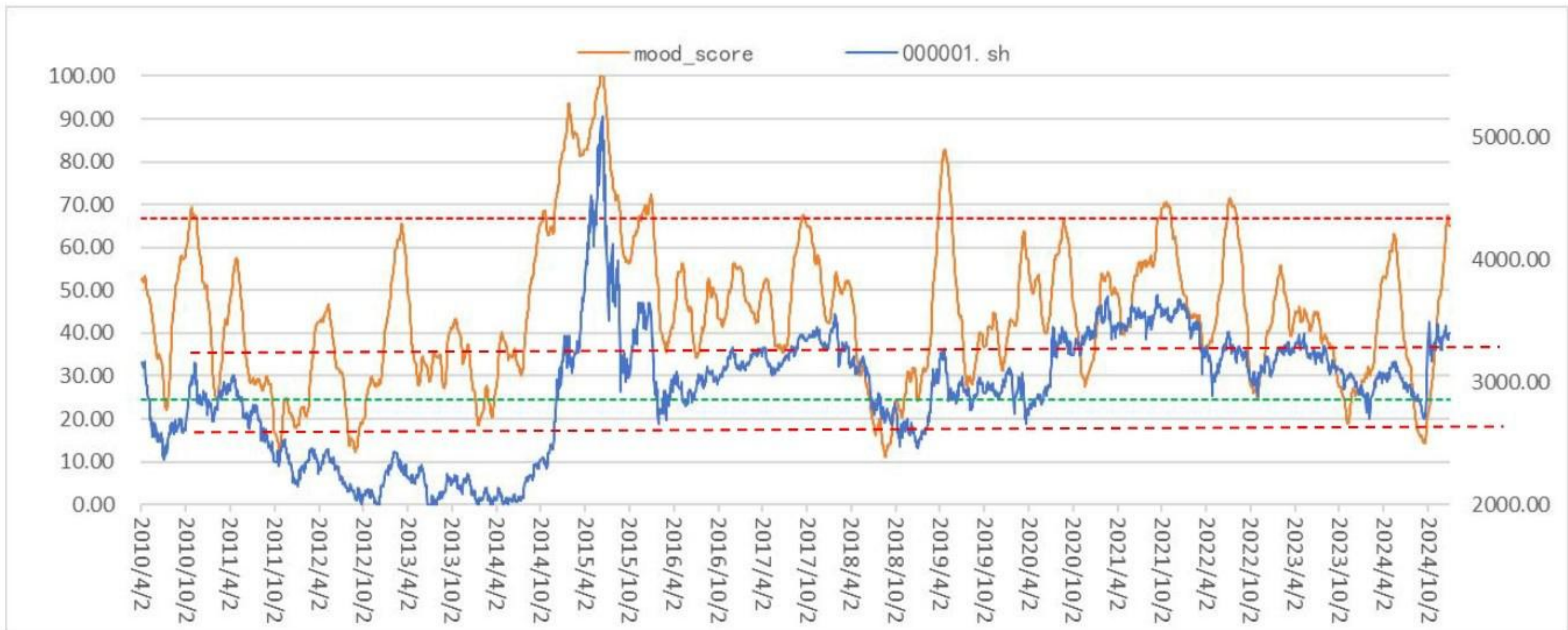
倍，处在 1-2 倍区间一个中等偏上的位置，意味着居民在资产端减少 A 股配置的空间有限，也即股市下行空间受限。

### (3) 从情绪指数看上证指数运行

情绪指数触及高位，注意情绪回落。12 月 23 日情绪指数达到 70.25 点，为 2024 年以来最高值，位于 2020 年 4 月以来分位值 93.7%。12 月 27 日，情绪指数读数为 68.89 点，自高位下行 4 个交易日。此前，2014 年 6 月至 2015 年 6 月的大牛市，情绪指数在触及高位后继续向上，一度突破 100 点；其余阶段，情绪指数均在触及 70 点附近开始回落。例如 2021 年 12 月，上证指数升至 3700 点附近，情绪指数触及 70 点后开始下行，市场同步出现调整，中小市值个股风险释放程度相对较大。

与 2021 年 12 月有所区别的是，当时个人存款/沪深 A 股总市值比值跌倒 1.10 倍附近，表明居民资产已持续超配股票，上证指数的市净率位于 1.55 倍的相对高位；当前个人存款/沪深 A 股总市值比值为 1.72 倍，高于 2021 年水平，表明居民资产并未明显超配股票，且当前市净率 1.37 倍，低于 2021 年水平，对空头情绪释放形成双重抑制，对多头情绪形成双重保护。因此，情绪回落期间，权重指数层面或呈温和波动状态。

图表 58 上证指数与个人存款/沪深 A 股总市值比值、个人存款同比增加



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

## 4.2 投资策略

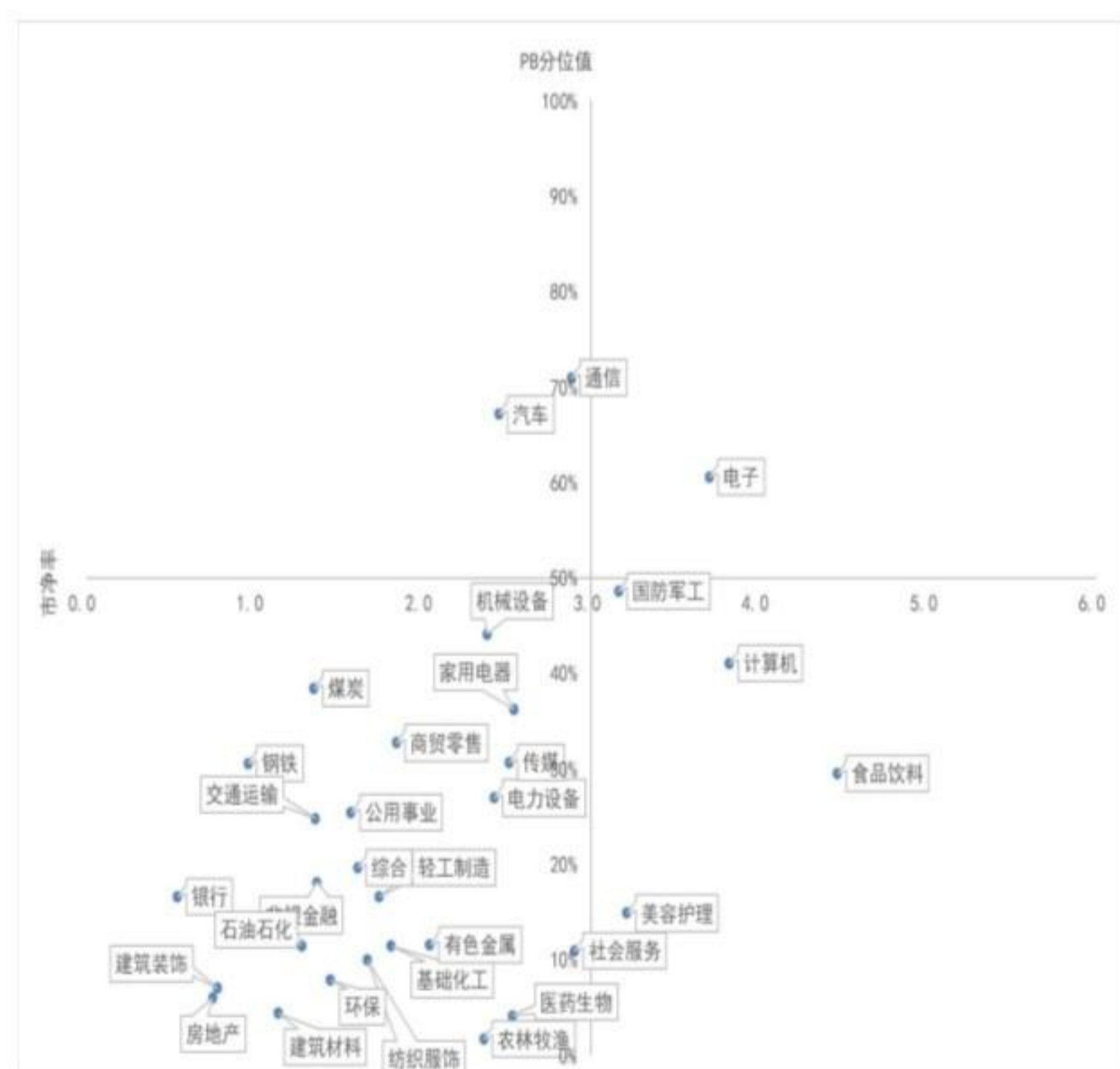
### (1) 跟紧时代的步伐，理解时代的估值

资本市场映射未来。资本市场对于行业或公司估值水平的高低，往往意味着对其未来发展空间、盈利能力的预先定价。

从自身定价角度，2010 年以来 PB 分位值，通信行业为 70.98%，汽车行业为 67.12%，电子行业为 60.59%，国防军工为 48.61%，计算机行业为 41.07%，机械设备为 44.08%，位于右上方相对较高区域；农林牧渔、纺织服饰、医药生物、房地产、建筑材料、建筑装饰、环保等行业读数低于 10%，位于左下方相对较低区域。

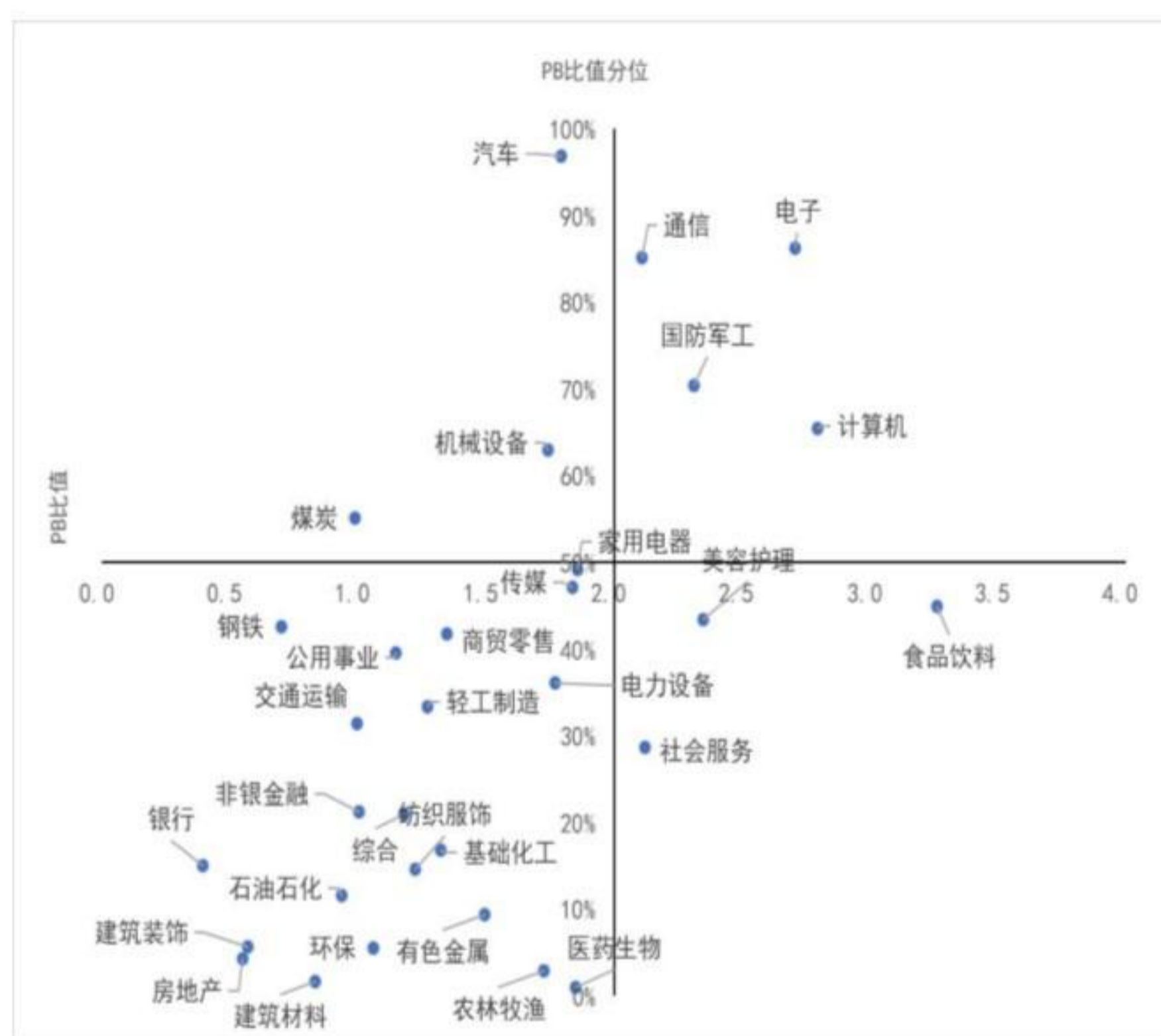
从相对定价角度，行业与上证指数的 PB 比值，通信行业为 85.20%，汽车行业为 96.88%，电子行业为 86.23%，国防军工为 70.50%，计算机为 65.47%，机械设备为 62.95%，位于右上方相对较高区域；房地产、建筑材料、建筑装饰、环保、医药生物、农林牧渔等行业读数低于 6%，位于左下方相对较低区域。

图表 59 申万一级行业 PB 及 PB 分位值



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 60 申万一级行业 PB 比值及 PB 比值分位值



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所 (PB 比值=行业 PB/沪指 PB)

上述定价分位值可以看到，市场对于科技创新类行业给予更高的绝对定价和相对定价水平，反映了时代的发展特征和政策支持的方向。通信，可以定义为新基建的“道路”建设，要想富，先修路。汽车、电子、国防军工、计算机、机械设备，就是依托“通信道路”运行的各种交通工具及其配件。因此，我们应该对这些领域给予持续重视，发现、识别行业的新趋势、新动向。

地产链与消费链的估值分位水平大多集中于左下象限，这一现象深刻反映出市场基于新旧经济转型进程以及人口结构变化等宏观因素所进行的定价考量，重定价过程可能伴随着阵痛，但它并不全然预示着悲观前景。企业长期的业绩增长，可观的股息回报和合理的估值水平，将给相关板块带来新的投资机会，此前银行板块的表现值得参考。

2007 年 8 月 27 日，银行指数报收 3768 点，市净率高达 8.12 倍；此后进入了长达 16 年的估值回归之路，2023 年 12 月 5 日报收 2842 点，市净率降至历史最低 0.42 倍，估值下降幅度大 94.8%，但银行指

数仅下跌 24.6%。12 月 27 日，银行指数报收 3904 点，已再次突破 2007 年高点，成为 2024 年度表现最好的行业之一；主要是多年以来银行净资产不断增长提高安全垫，而较高的股息率提供了更高的性价比。

由此可见，以红利资产角度思考左下象限的机会，当市净率提供足够的安全边际，同时股息率具备比较优势或者经营出现边际改善空间，在利率下行背景和复杂的格局下，也会取得客观的回报。

## （2）2025 年投资策略

对于 2025 年，我们延续 2024 年度策略的主要观点，继续强调并补充如下：

**一是继续坚持哑铃型投资策略。**以“科技创新”为矛，关注高成长、新技术、新业态领域（高 ROE 弹性、高成长空间）；以“现金红利”为盾，关注低估值（PB）、高分红个股。综合政策支持、R&D 经费支出、行业趋势，以及市场估值、股息率水平等因素，我们建议关注以下方向。

从科技创新视角：①新质生产力方向，如新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技；②新业态方向，如低空经济、人形机器人、无人机；③加强产业链供应链韧性，如集成电路、工业母机、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料、关键矿产资源；④固态电池。

从红利资产或潜在边际改善视角：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物、黄金股 ETF、维生素板块。

12 月中央经济工作会议指出，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，加力扩围实施“两新”政策，加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重项目”。“两新”政策，指推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。“两重”政策：指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。对应到申万一级行业，建议关注通信、电子、计算机、国防军工、汽车、机械制造、电力设备。

**二是继续坚持大类资产配置原则。**大类资产主要包括股票、债券、商品、外汇、房产、黄金等方向，证券市场通常直接或间接包含了上述品类，投资者可以通过证券市场低交易成本实现大类资产配置。在证券市场，除了配置指数 ETF、行业 ETF 或股票外，还可以配置债券或债券 ETF（债券），资源类上市公司或资源行业 ETF（商品），境外指数 ETF 或债券 ETF（外汇），房地产公司或地产 ETF（房地产）；黄金 ETF 或黄金股 ETF（黄金）。2025 年，我们继续建议关注**黄金 ETF、恒生 ETF、基准国债 ETF** 等大类资产，增加**港股红利 ETF 基金**（代码 513820.SH，跟踪港股通高股息指数 930914.CSI）。

**三是继续坚持动态择时原则。**在复杂变化的发展格局下，政策、行业、国际环境与市场之间的关系交织影响，持续处于动态再平衡过程中，是投资决策面临的宏观背景。具体到 2025 年而言的择时策略，一是指数择时，指数震荡阶段，下行一段时间往往意味着情绪的下降及风险释放，从而带来低吸优质资产的机会；上行一段时间，往往市场情绪定价过高而带来短期风险。二是行业及个股择时，对于科技创新而言，更多关注产业变化趋势、公司的技术突破；对于红利资产而言，关注经营边际变化或利率变化从而带来高股息率或潜在股息率提升的机会。

### 4.3 细分方向投资逻辑概述

#### (1) 银行

银行板块的核心逻辑在于，已经历 10 多年重定价历程，当下低估值业已反映资产增速与盈利能力下行以及潜在的不良资产暴露风险，同时，政策端对于银行经营稳态的保护、积极财政政策背景下银行不良资产的消化，从而令银行经营有望触底，从而使其维持高股息状态。

在 2024 年 9 月 24 日的国新办发布会上，中国人民银行行长潘功胜表示：此次存量房贷利率调整对银行净息差的影响总体保持中性，在设计货币政策工具调整过程中，人民银行的技术团队经过多轮认真的量化分析评估，这次利率调整对银行收益的影响是中性的，银行的净息差将保持基本稳定。

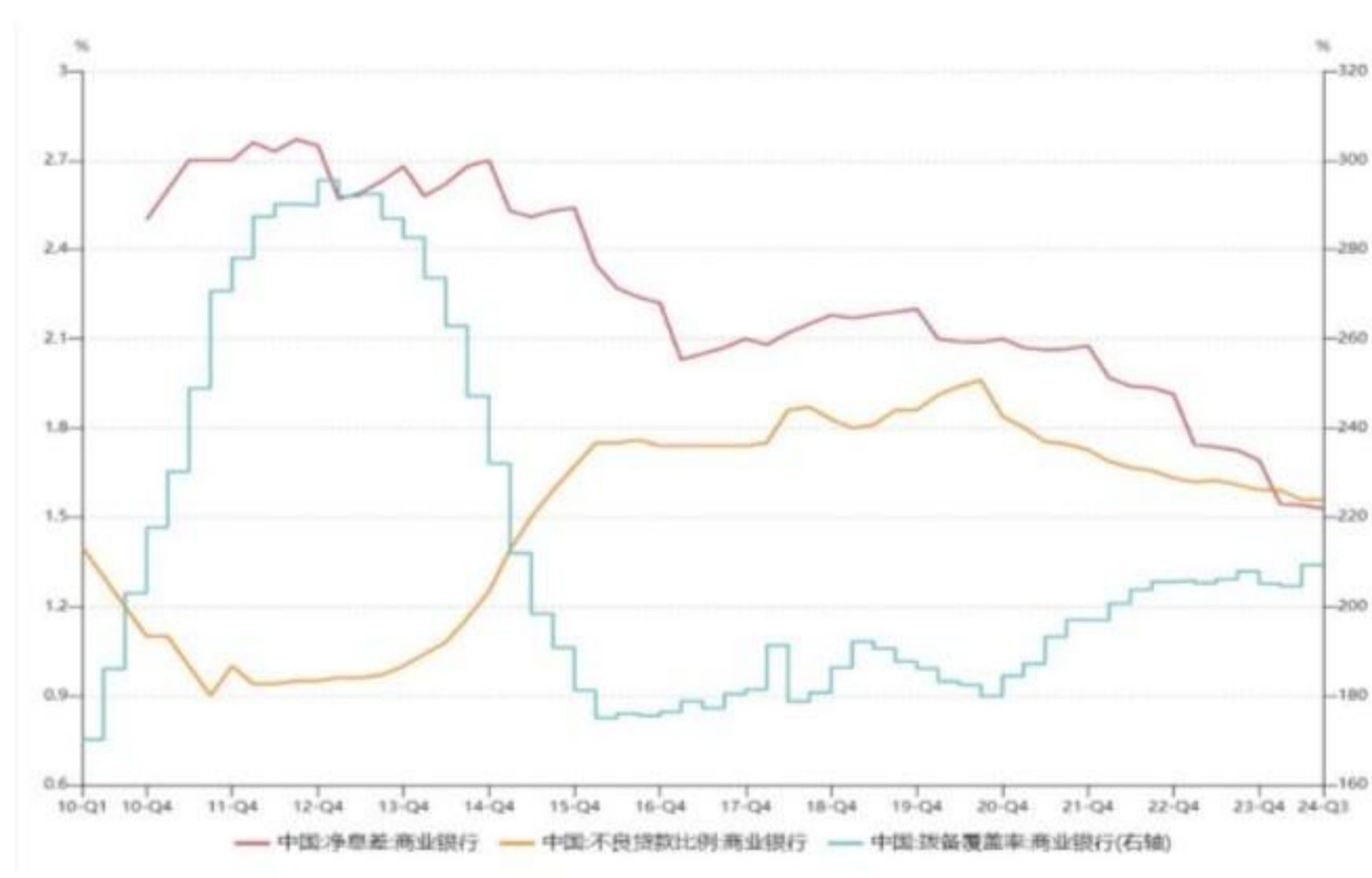
12 月 27 日，银行板块的股息率为 5.86%，仅次于煤炭板块；市净率为 0.54 倍，在 31 个申万一级行业中估值水平最低。同时，商业银行净息差或已接近触底，2024 年 3 季度，商业银行净息差为 1.53%，比上半年下降 0.1BP，降幅已显著收窄；同时，不良贷款率 1.56%，整体呈下行态势，拨备覆盖率 209.48%，超过 2018 年银监会印发的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》的要求（拨备覆盖率监管要求调整为 120%~150%），使银行业在不良资产风险抵御上具有充足缓冲能力，既增强了银行业抗风险韧性，又提升了银行自身运营稳健性。

图表 61 上证指数三季度（末）市净率与 ROE

证券简称	股息率	市净率PB(LF)
煤炭(申万)	5.86	1.35
银行(申万)	4.84	0.54
石油石化(申万)	4.33	1.28
纺织服装(申万)	3.57	1.67
家用电器(申万)	3.23	2.54
食品饮料(申万)	3.13	4.46
建筑材料(申万)	2.85	1.14
交通运输(申万)	2.83	1.36
建筑装饰(申万)	2.59	0.78
钢铁(申万)	2.44	0.96
公用事业(申万)	2.44	1.57

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 62 商业银行净息差或已接近触底



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

#### (2) 证券

证券板块的核心逻辑在于，证券市场不仅仅是证券行业本身，它常常是“信心的映射”，对证券市场的信心会进一步扩散形成社会正反馈效应。“924 金融新政”，央行创设了两个新的货币工具——互换便利和股票回购增持再贷款，明确表达向证券市场注入流动性，A 股立刻给予积极响应，开启了快速的估值修复行情，有效降低了股权质押风险，增强了社会信心。

二是证券行业业绩可期。2024 年 9 月下半月以来的估值修复行情，有利于券商的自营、资产管理和咨询业务增长；两市成交额上台阶运行，有利于经济佣金和两融收入提升，2024 年 10 月以来市场最低日

成交额也超过 1.2 万亿元，而 2023 年上半年日均成交额仅约 8600 亿元；9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》支持并购重组业务，为投行业务带来新的亮点。

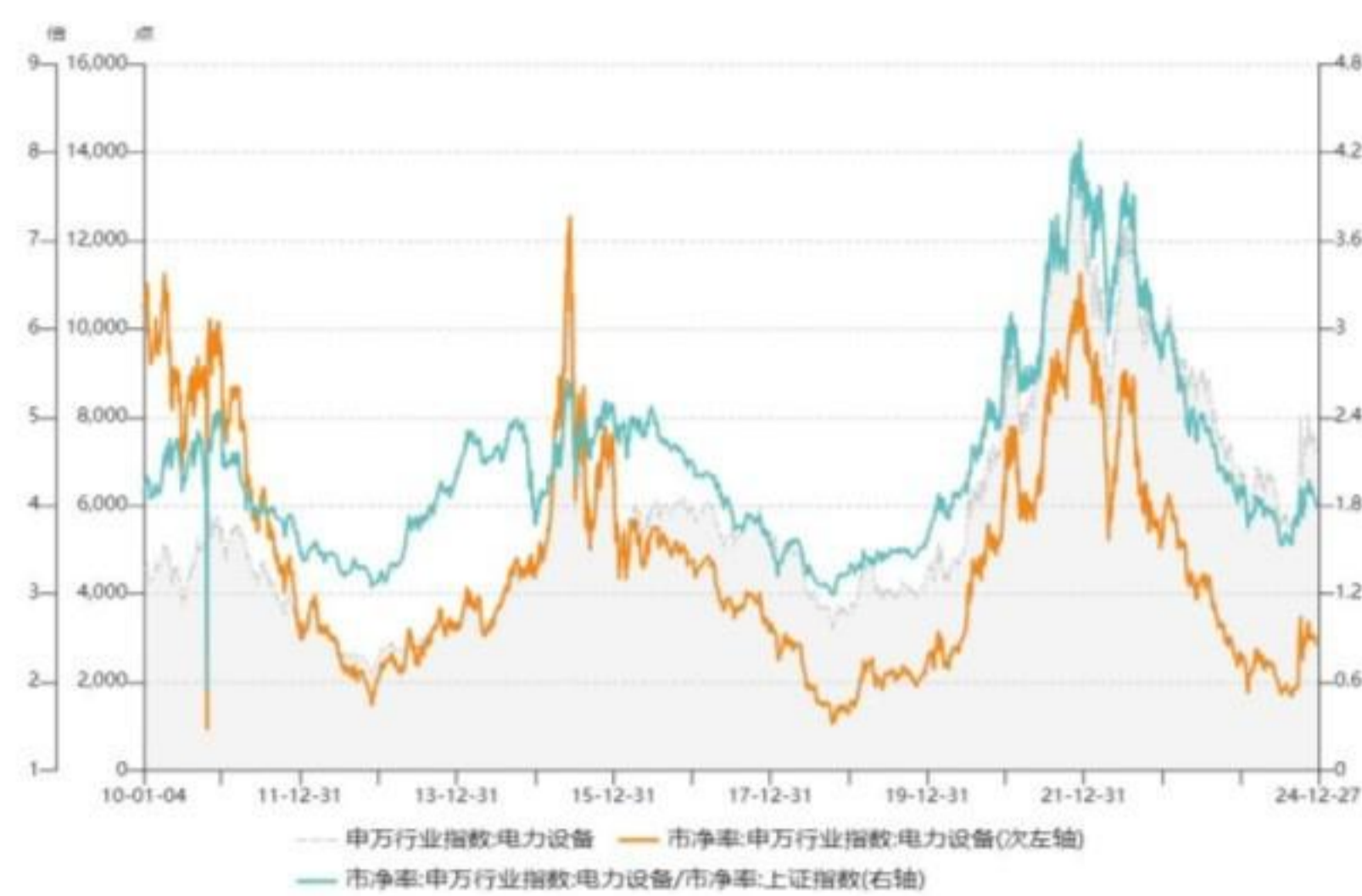
三是证券行业整合力度加大，有望推动行业集中度的提升和市场竞争力的增强。第三次“国九条”规划，未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。近一年多券商合并或并购案例显著增多，已经公告或正在推进的包括国泰君安与海通证券、浙商证券与国都证券、国联证券与民生证券、西部证券与国融证券、国信证券与万和证券、华创证券与太平洋证券，等等。

### (3) 电力设备

估值端已处于历史低位水平。2019-2021 年电力设备高增长后带来供给过剩，中国产能供给匹配了全球需求，叠加贸易链重塑，导致光伏价格持续大幅下行。电力设备绝对估值和相对估值水平均跌至历史低位水平。12 月 27 日，电力设备指数报收 7228 点，市净率 2.42 倍，电力设备/上证指数 PB 比值 1.81 倍，均处于 2010 年以来相对低位水平。

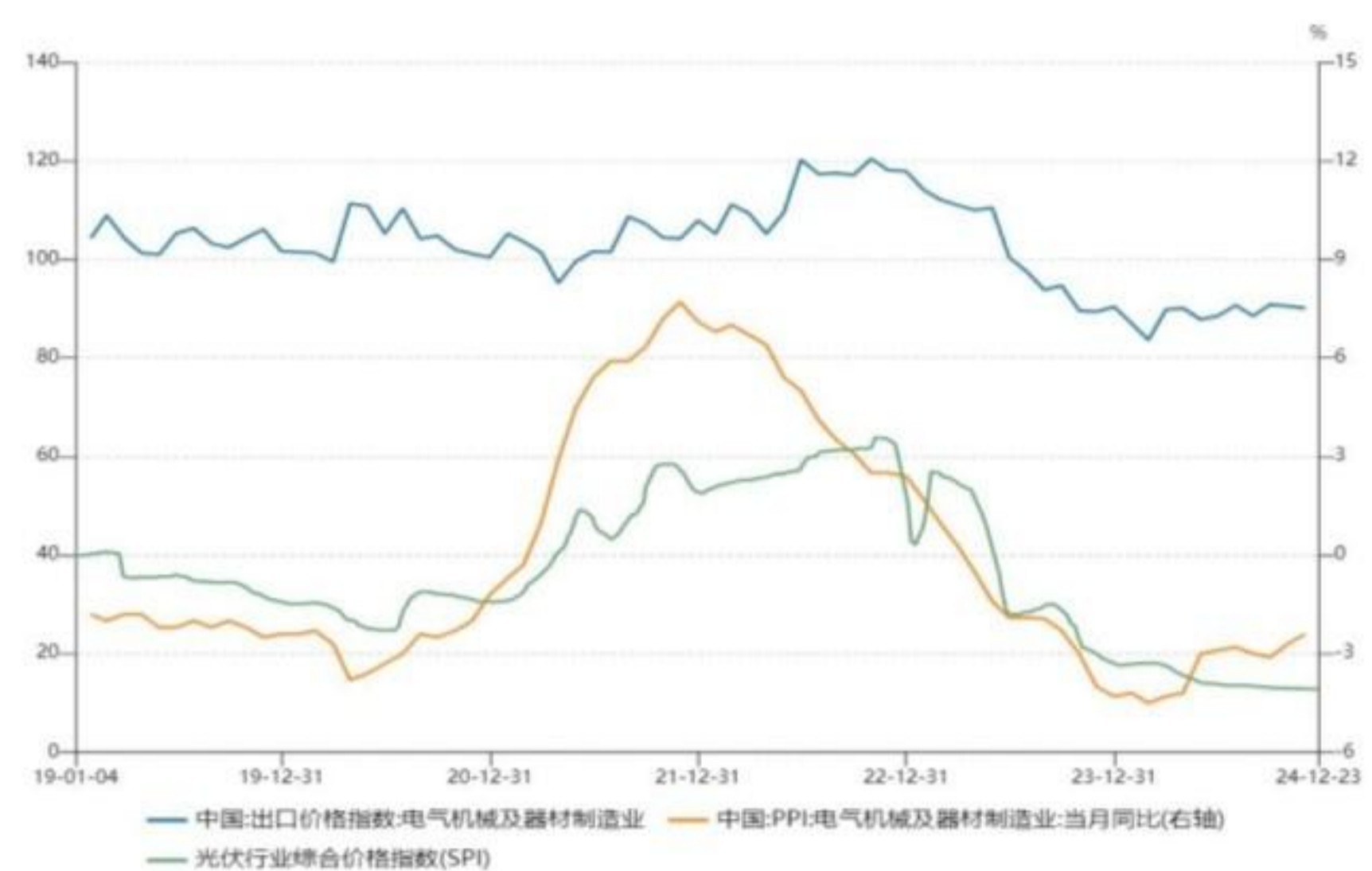
综合整治“内卷式”竞争，供给侧有望持续优化。2024 年 11 月 15 日，财政部、税务总局下发 2024 年第 15 号公告《关于调整出口退税政策的公告》，自 2024 年 12 月 1 日起实施，下调部分光伏和电池出口退税率由原来的 13% 降至 9%，涉及硅片、电池和组件等光伏产品，有望减少行业“内卷式”出口。12 月 5 日，2024 年度光伏行业大会期间在宜宾举行，会议落实中共中央政治局会议有关“强化行业自律，防止‘内卷式恶性竞争’”的精神，数家企业就控产相关内容进行商讨。12 月中央经济工作会议指出，要综合整治“内卷式”竞争。光伏行业供给侧产能出清有望加速。目前，电气设备出口价格指数、电气机械 PPI 当月同比、光伏行业综合价格指数处于下行趋缓态势。

图表 63 电力设备市净率及相对沪指 PB 比值



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 64 电气机械出口价格指数及其 PPI 光伏价格指数



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

用电需求有望持续保持高速增长。根据 IEA 数据，要实现各国的国家能源和气候目标，全球用电量在未来十年的增速需要比过去十年加快 20%。全球若要在 2050 年实现净零排放、将全球气温升幅限制在 1.5℃，全球电力需求增长需要加快步伐。随着全球增加电动汽车部署、安装更多电力采暖制冷系统，以及扩大电解制氢规模，扩大电网对赋能电力需求增长至关重要。在各国国家能源和气候目标都按时全面实现的情景中，未来二十年风能和太阳能光伏发电将占全球新增发电装机总量的 80% 以上。

并且，人工智能的基础在于能源电力，因为 AI 技术的发展和应用需要强大的电力支持作为后盾，同时也推动了电力行业向更高效、更智能、更环保的方向发展，建议对光伏、风电、电池、电网、电机、电源设备等二级行业持续关注。

#### (4) 医药生物

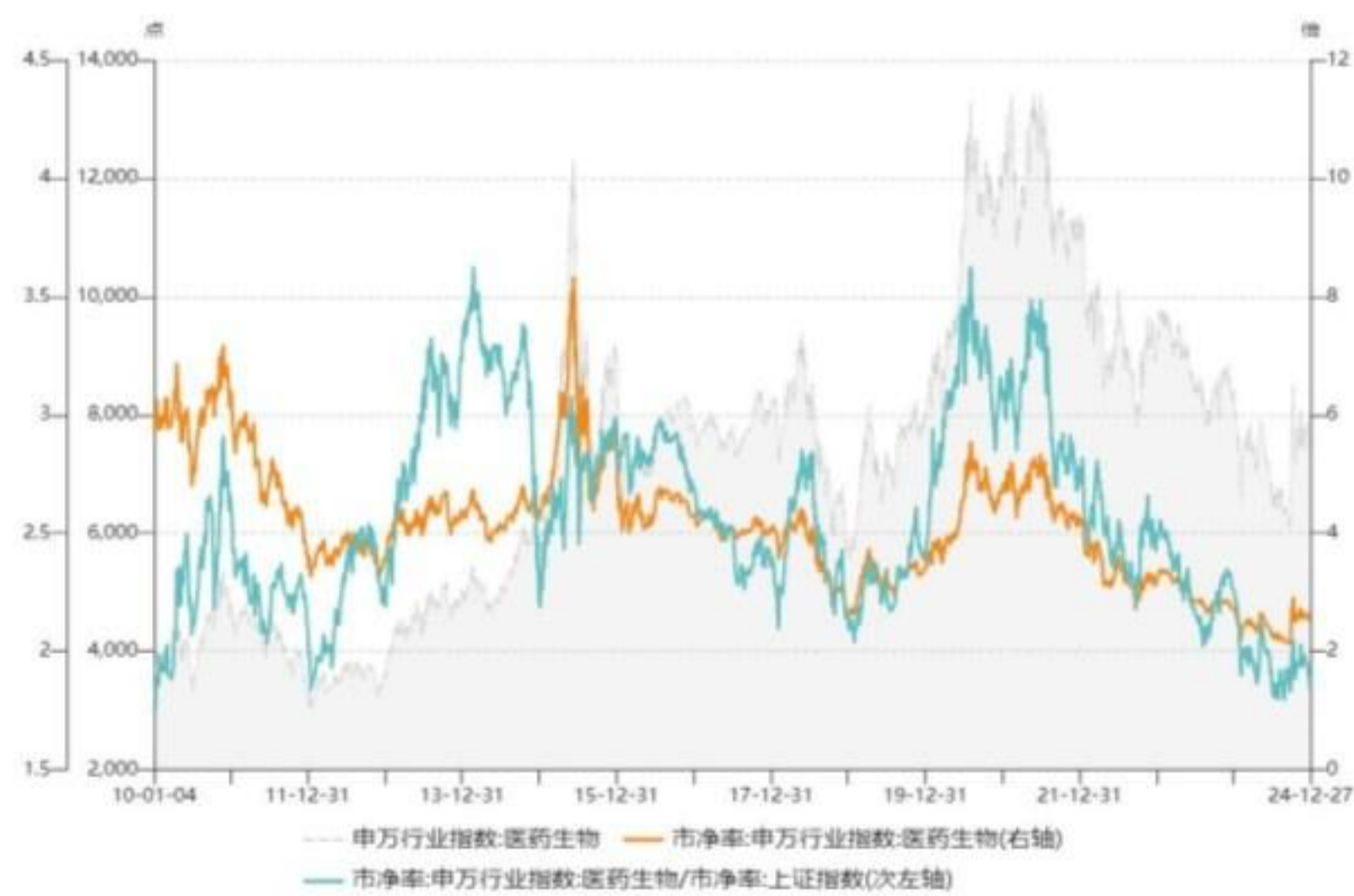
受医药反腐政策、医药价格集采、基数效应等诸多因素影响，医药生物行业业绩表现不佳。2024 年前三季度，板块营业收入同比增长 2.86%，净利润同比下降 13.11%，净资产收益率 7.04%，同比 3.15 个百分点。9 月 23 日，医药生物指数报收 6071 点，PB 跌至 2.10 倍，为历史最低；12 月 27 日，PB 修复至 2.53 倍，相对于上证指数 PB 比值为 1.85，仍处于历史低位水平。

我国老龄化社会加深，中国医药市场具有巨大潜力。中研普华产业院发布《2024-2030 年中国医药市场前景预测及投资咨询报告》分析，全球市场规模，2023 年全球药品销售额约 1.62 万亿美元，同比增长 4.5%。医药制造外包市场规模约 1207 亿美元，预计到 2029 年将达到 2783 亿美元。中国市场，2023 年中国医疗服务市场规模接近 9 万亿元人民币，显示出强大的市场潜力。中国作为全球第二大医药市场，市场规模不断扩大，未来有望成为全球最大的医药市场之一。

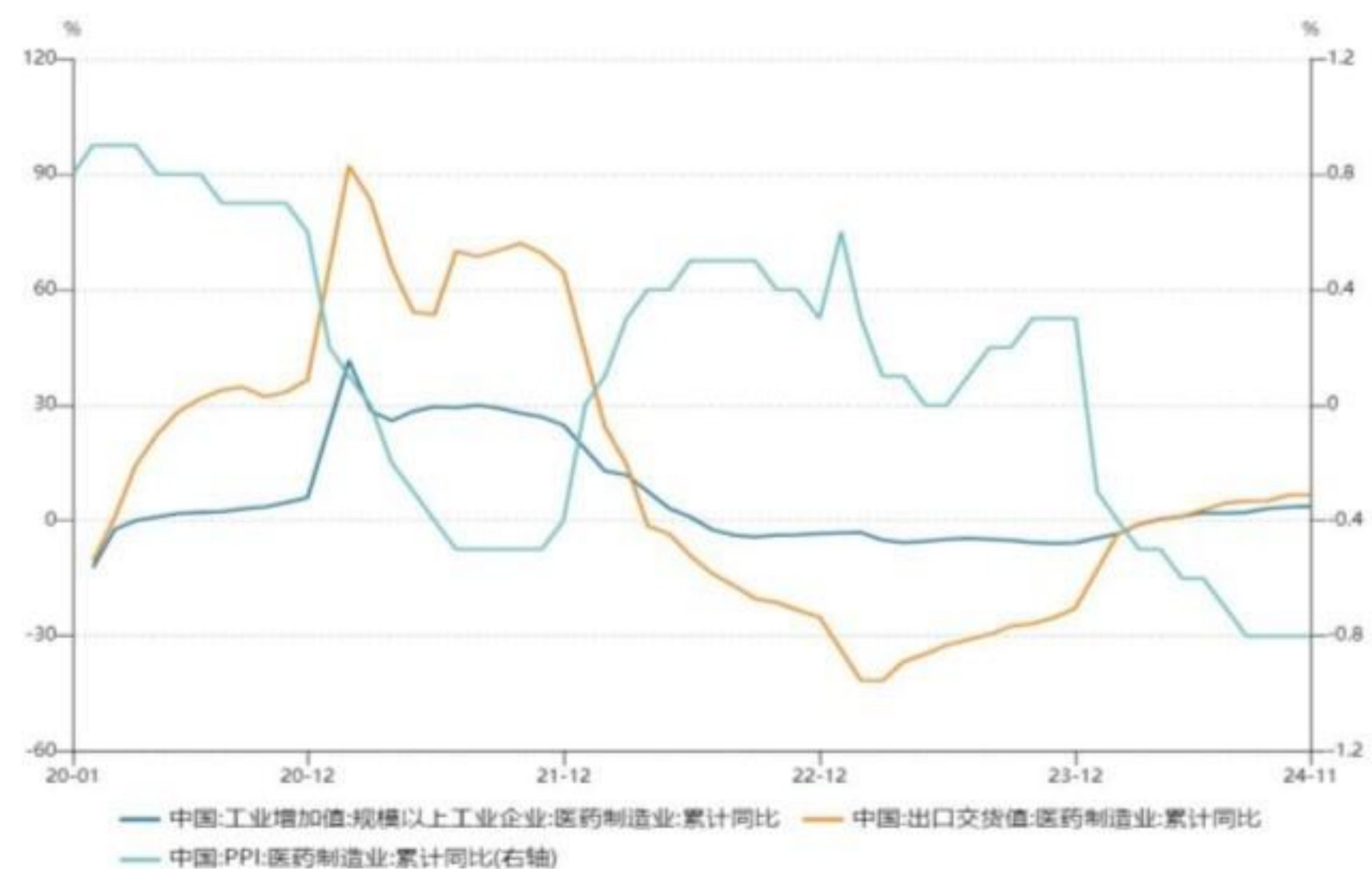
从 R&D 经费指出看，医药制造业 R&D 经费支出达 1096.3 亿元，在行业中排名第 7 位；R&D 经费与营业收入之比为 4.38%，在行业中排名第 1 位，远高于规模以上工业企业平均水平（1.54%）。

2024 年 11 月，医药制造业工业增加值累计同比增长 3.7%，医药出口交货值累计同比增长 6.6%，均持续八个月保持正增长；不过，医药制造业 PPI 累计同比仍然下降 0.8%。

图表 65 医药生物市净率及相对沪指 PB 比值



图表 66 医药制造业工业增加/出口交货值/PPI 累计同比



---

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

---

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

---

**风险提示：政策力度不及预期、化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。**

### 分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

### 特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

### 免责声明：

金圆统一证券有限公司(以下称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担

任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

**投资评级声明：**

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上；
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上；
		持有	股价相对基准波动 ±10% 以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10% 以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10% 以上；
		中性	相对基准波动 ±10% 以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10% 以上；

**金圆统一证券营业网点**

厦门总部：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4501

上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元