

A股 2025 年投资展望：砥砺前行 慢牛可期

2025 年 1 月 3 日

年度策略

专题报告

分析师

林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480524080001

主要观点：

A股进入新的牛市周期：政策反转奠定牛市基础，A股的牛市周期总是与当时全球和国内政治经济周期息息相关，本轮经济下行周期主要特征是房地产下行周期带来资产负债表受损，需求端不断下行，为了扭转下行趋势而推出系列重要政策。利率下行带来风险偏好提升，中美进入利率下行共振期，美联储预计 2025 年继续降息两次，中国央行表示未来有较大的降息降准空间。A股市场供需格局改善，IPO 数量和融资额均大幅下降，同时居民端股票配置偏低，机构配置比例提升，基金发行仍有较大增量。经济呈现弱复苏，地产下行趋势边际改善，这一轮经济周期本质是地产下行周期，只要地产能够企稳，宏观经济就能企稳，2025 年预计房地产销售负增减弱。中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，广义赤字 2025 年有望至 12 万亿左右。制度性红利逐渐显现，资本市场高质量发展内涵发生重大变化：从注重融资功能的增量向推动存量质量转变，通过加大分红，增强上市公司股东回报，鼓励上市公司合理通过市值管理提升公司质量，吸引中长期资本，同时提高上市门槛，加大退市力度，鼓励资产重组整合，有效提升存量上市公司长期投资价值。

2025 年呈现结构性慢牛：A 结构性牛市特征，从牛市演绎形态和周期来看，往往呈现出三阶段特征：第一步：经济下行阶段，出台重磅政策，刺激经济和股市，形成政策底。第二步：政策验证期，形成市场底。第三步：基本面改善，形成主升趋势。从政策底到市场底，从市场底到业绩底，市场传导的是从预期到现实的逻辑过程。过去这三次大的牛市周期，最终走出主升行情，最终基本面起到决定性作用。A 股结构性慢牛的叙事：政策、基本面和外部因素的三角拉扯，2025 年行情由三个核心因素决定：政策、经济基本面和外部因素。二因素好转，一因素压制：经济基本面好转呈现弱复苏，政策持续发力，外部压力持续。则指数稳步上行，个股从小向大均衡，蓝筹公司也有表现，指数稳步抬升，市场空间有望向 3800 点拓展。业绩验证时点在 2025 年 3-4 月和 7-8 月，市场验证期的第一个时点：2025 年 3-4 月是业绩验证的重要时点，年报和 1 季报同时验证两个季度的基本面。市场验证期的第二个时点：2025 年 7-8 月中报和上半年业绩的重要时点。美国降息节奏影响中国货币政策，根据最新消息，美联储表示 2025 年只会降息两次，低于上次预测的四次。美元利率下行空间和节奏对中国货币空间释放将会有所影响。特朗普对华政策的不确定性，特朗普 1.0 实施对中国出口短期影响较大。特朗普本轮关税等贸易政策在中期维度对中国出口产生影响。如果全面实施，对中国 GDP 最终影响预计在 1% 左右。全球冲突和地缘政治带来的非可预期事件也值得关注。

指数判断：下有托底，上有破局。指数层面，可能的走势是一波三折，趋势向上，底部抬升。指数波动范围：市场可能形成以 3200-3300 点为新的价值中枢平台，向下有 10% 的波动空间，向上有至少 15% 的弹性空间，也就是说，向下低点在 3000 点附近，向上的高点至少在 3800 点附近。我们倾向于明年的走势是震荡向上的趋势，下半年指数会更好一点。原因是基本面的恢复叠加外部因素的弱化以及政策较为积极的应对。

弹性为王，重点关注大科技和消费：如果市场是结构性慢牛走势，则市场风格从避险为主的熊市思维向弹性为王的牛市风格转换。资产配置角度，建议重点关注两个核心方向：大科技与消费。大科技：TMT，军工、机器人、低空经济、卫星通讯等新兴产业。消费：食品饮料、纺织服装、医药、医美、旅游等隐含较大悲观预期的低位板块，可能存在较大的预期差。关注两个线索，一个是国企改革的重估。一个是资产重组，以央企及地方国资平台的资产注入，以及中小科创为代表的资产注入为代表。

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

目 录

1. A 股进入新的牛市周期.....	3
2. 2025 年呈现结构性慢牛.....	13
3. 弹性为王，重点关注大科技和消费.....	17
4. 风险提示.....	20

插图目录

图 1: GDP 与上证指数趋势图.....	3
图 2: 经济下行与政策时点.....	4
图 3: 中国实际利率水平.....	4
图 4: 美国实际利率水平.....	5
图 5: 中美利率趋势.....	5
图 6: 中国成长股与美国利率相关性.....	6
图 7: 中国利率与成长股相关性.....	6
图 8: 中国利率与红利股相关性.....	7
图 9: A 股 IPO 数量.....	7
图 10: A 股 IPO 募集资金数量.....	8
图 11: A 股市值与居民存款比例.....	8
图 12: A 股融资趋势图.....	9
图 13: 保险公司保费收入增速.....	9
图 14: 股票型基金发行数量和份额.....	10
图 15: 房地产与 GDP 关系.....	10
图 16: 30 大中城市商品房成交面积同比.....	11
图 17: 筹资与 GDP 比值.....	11
图 18: 广义赤字提升至 12 万亿.....	12
图 19: A 股指数估值及分位.....	12
图 20: 1999-2000 年上证指数见底趋势图.....	13
图 21: 2005 年上证指数见底趋势图.....	14
图 22: 2008 年上证底部趋势图.....	14
图 23: 2018 年上证底部趋势图.....	15
图 24: 2022-2024 年下半年调整图.....	16
图 25: 美联储降息节奏.....	16
图 26: 中国出口数据.....	16
图 27: 2005 年 A 股走势预测图.....	17

1. A股进入新的牛市周期

1.1 政策反转奠定牛市基础

A股的牛市周期总是与当时全球和国内政治经济周期息息相关，尤其是在特定经济状况下，针对当时经济下行推出了重磅政策，进而扭转基本面同时进入A股牛市周期。始于5.19行情的2000年国企改革牛，2006年股权分置改革牛，2008年4万亿牛，2015年互联网牛，2020年疫情牛。

图1：GDP与上证指数趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

本轮经济下行周期主要特征是房地产下行周期带来资产负债表受损，需求端不断下行，为了扭转下行趋势而推出系列重要政策，其中既包括传统的货币和财政政策，又有针对房地产专项政策和股票市场的创新工具。同时，政策的持续性值得期待，基本面不及预期则会继续加码，与历史上历次行情的牛市周期类似。

表 1.2024 年政策列表

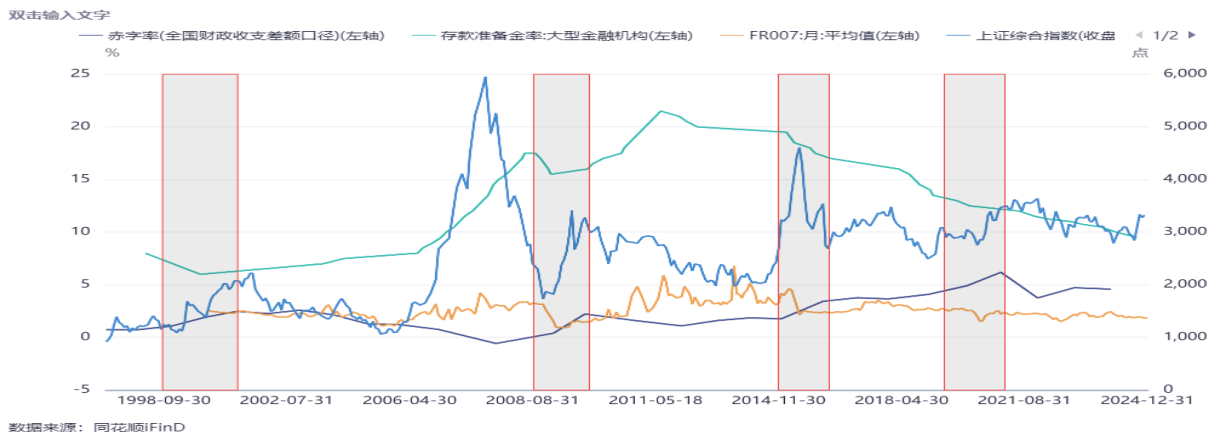
时间	政策事件	主要内容
9月24日	金融支持经济高质量发展发布会	货币政策：降准0.5个百分点，降息0.2个百分点。稳地产：降低存量房贷利率、加快房地产去库存、缓解房企流动性压力。创设两大支持资本市场的货币政策工具。鼓励长钱入市、并购重组，两部《意见》将出台。
9月26日	中共中央政治局会议	进一步强调了政策发力的必要性，宏观政策有望迎来重要拐点，致力于提升微观主体积极性主动性。提振资本市场，大力引导中长期资金入市。预计将向市场注入更充足流动性，促进产业整合，提升市场定价效率。
10月8日	发改委发布会	一是扩大有效需求，创造新的就业增长点，发挥中央预算内投资的引领带动作用，多措并举激发民间投资的合力，二是增强新兴产业的就业创造效益，因地制宜发展新质生产力。三是拓宽生活服务性行业的就业空间，发展服务消费，中国社会的老龄化程度已经在逐年提升，一定要充分释放养老、家政、托育、物流等社会服务业领域的就业潜力。四是发挥职业教育、技能培训对就业的促进作用，统筹多渠道资源，加大对技能培训基础设施建设的投入力度。
10月12日	财政部发布会	化债政策及时雨，拟一次性增加较大规模限额置换存量隐性债务，积极缓释流动性风险、为地方发展腾挪空间。发行特别国债补充国有大行核心一级资本，缓解资本补充压力，提升信贷投放能力，也为金融化债提供更多空间

时间	政策事件	主要内容
10月14日	市场监管总局等四部门发布会	民营经济促进法草案向社会公开征求意见、优化无还本续贷政策、精准扶持不同经营主体发展等
10月17日	住建部介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准；四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费；两个增加：通过货币化安置方式新增100万套城中村和危旧房改造，白名单信贷规模增加到4万亿。
12月9日	政治局会议	实施“积极”和“宽松”组合的财政货币政策，明确逆周期调节力度将是“超常规”，明显释放政策加力信号。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
12月11日	中央经济工作会议	明年要实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新。稳住楼市、股市，防范化解重点领域风险和外部冲击

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

A股历史上，积极的财政政策与宽松货币政策同时出现有四次，分别是1998-2000年，2008-2009年，2014-2016年，2019-2020年，同时期的A股均出现了明显上涨。

图2：经济下行与政策时点



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 利率下行带来风险偏好提升

中国实际利率水平仍然维持高位区间，与美国实际利率水平基本接近。未来有进一步降低的空间。随着美国降息和通胀压力上升，实际利率有较大下行空间，中国随着降息和通胀回升，同样实际利率也有较大下行空间。

图3：中国实际利率水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

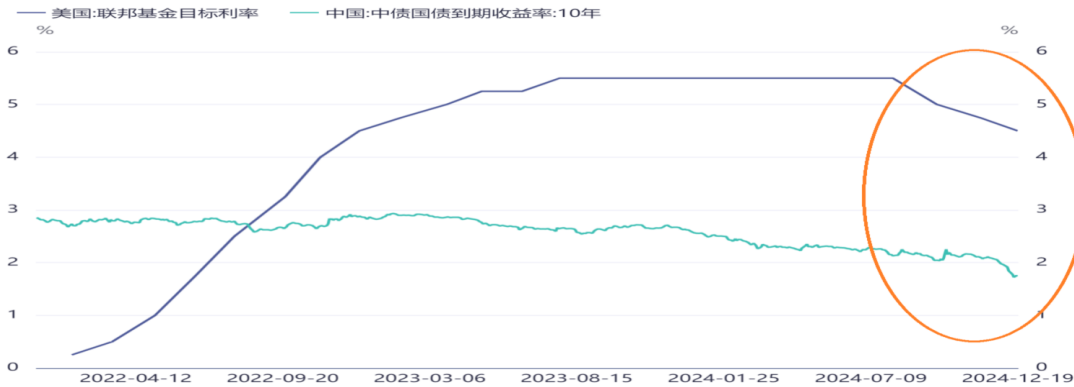
中美进入利率下行共振期，美联储预计 2025 年继续降息两次，中国央行表示未来有较大的降息降准空间。2025 年货币政策持续发力的预期强烈。利率下行带来无风险收益率下行，提升 A 股整体估值水平，前期成长股占优，后期红利股也有上涨预期。

图4：美国实际利率水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图5：中美利率趋势



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

美国十年期国债利率是全球经济的风险偏好指标, 中国作为全球最大的制造业大国, 而美国作为全球最大的需求国影响全球的需求端变化, 2020 年以后, 美元利率对中国成长型个股的影响较为明显。

图6: 中国成长股与美国利率相关性



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图7: 中国利率与成长股相关性



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着美国降息趋势开始和国内降息降准空间打开，中美 A 股的风险偏好则会明显提升，前期成长股占优，后期红利价值股也有走强预期。无风险收益率下行直接带来市场估值提升。

图8：中国利率与红利股相关性



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.3 A 股市场供需格局改善：IPO 数量和总融资额均大幅下降

2024 年 IPO 数量创历年来新低，全市场总融资额同步大幅下降，供给端大幅收缩。

图9：A 股 IPO 数量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10: A股 IPO 募集资金数量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

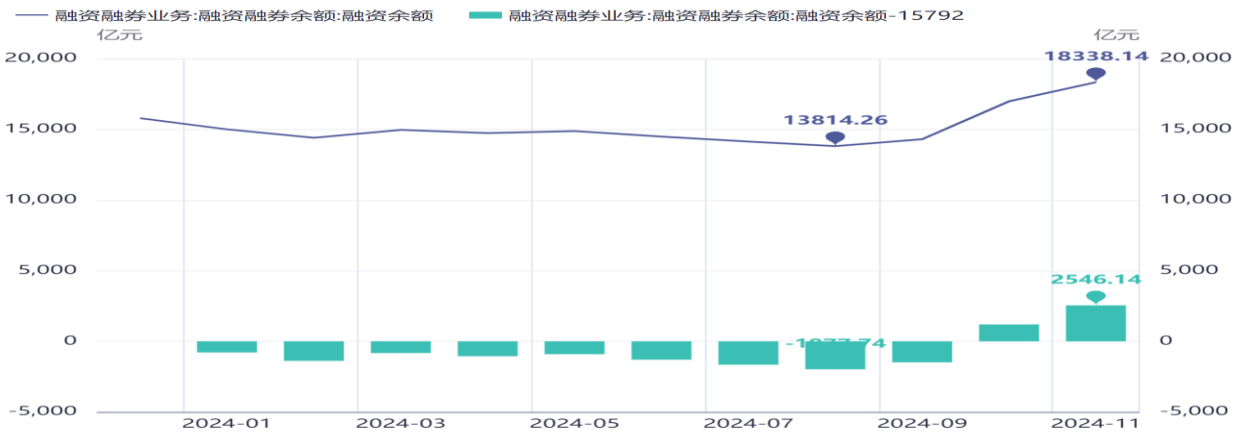
居民资产配置比例仍较低，在利率持续下行趋势下，股票市场吸引力将会进一步上升。2024 年融资余额呈现先低后高的趋势，从 10 月开始融资余额同比由负转正，截止 11 月同比 2023 年底增加 2546 亿。

图11: A股市值与居民存款比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图12：A股融资趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

截至 2024 年 10 月，今年保险公司保费收入累计同比增长 12.41%。2025 年按照相同增速预计带来 4000 亿增量。

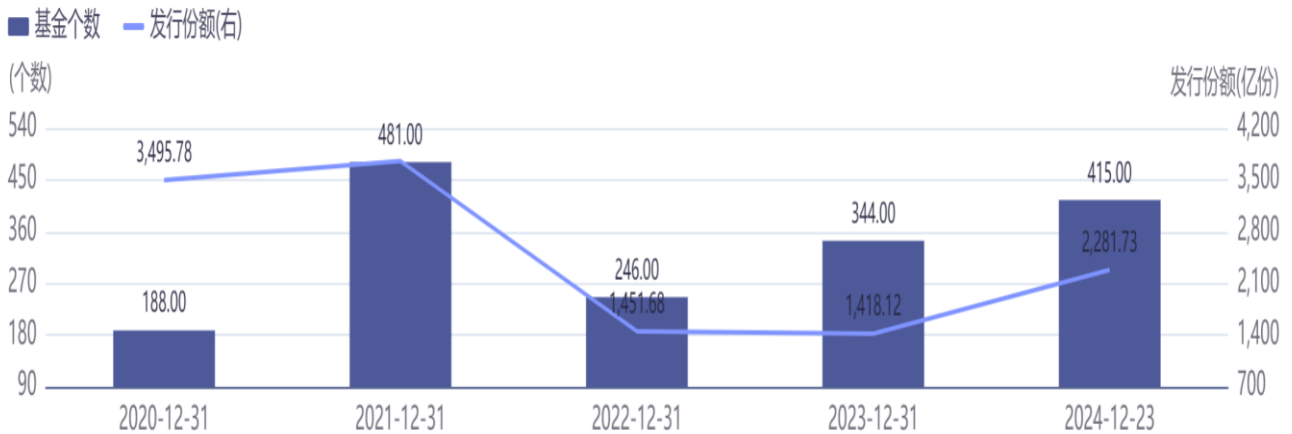
图13：保险公司保费收入增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2024 年股票型基金发行 415 只，比 2023 年增加 71 只，发行份额为 2281 亿，比 2023 年增加 863 亿。公募基金发行回暖预计如果每月新增 250-300 亿资金，2025 年预计带来 3000 亿增量。

图14：股票型基金发行数量和份额

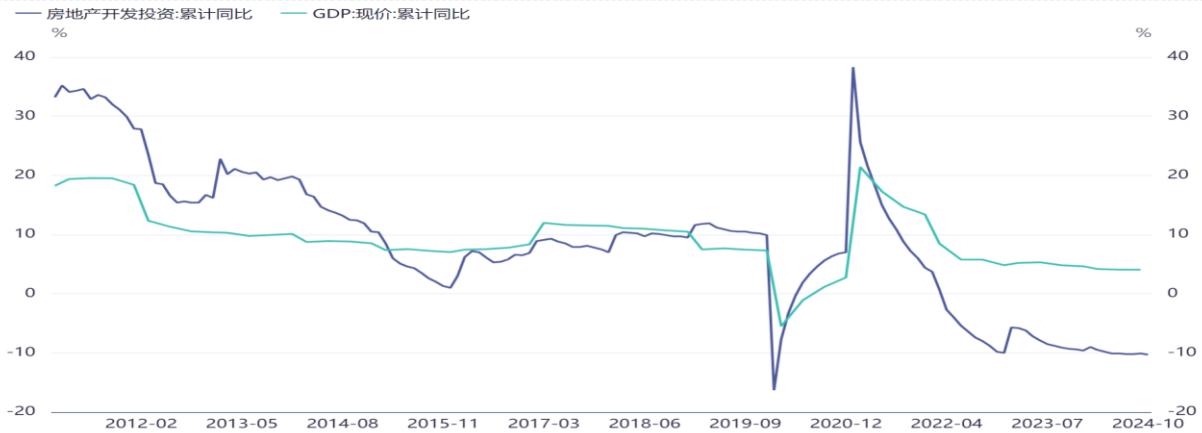


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.4 经济呈现弱复苏：地产下行趋势边际改善

这一轮经济周期本质是地产下行周期，只要地产能够企稳，宏观经济就能企稳，地产泡沫破裂后的底部区域日趋明显。2025 年预计房地产销售负增减弱，对经济拖累作用减弱。

图15：房地产与 GDP 关系



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图16：30大中城市商品房成交面积同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

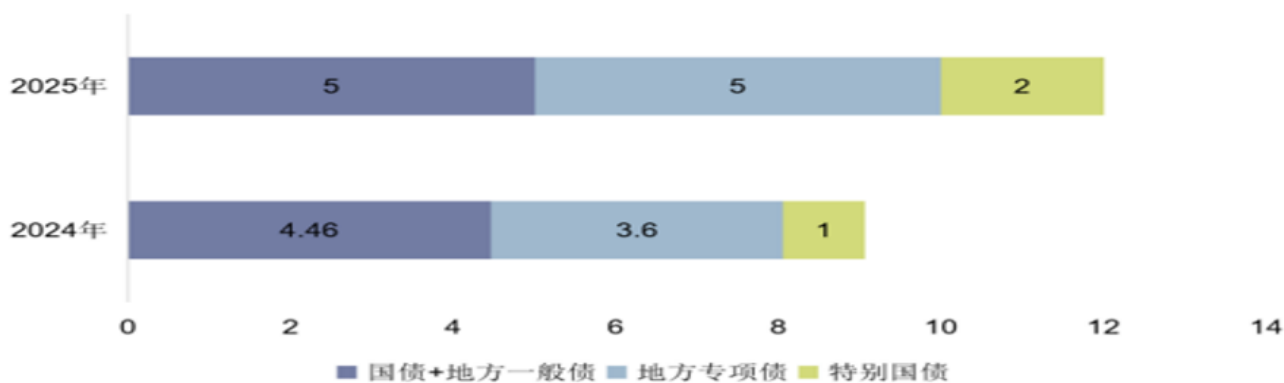
财政部多次会议提及“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”、“积极利用可提升的赤字空间”，因此预计 2025 年起目标赤字率有望再度提升，狭义赤字率有望提升至 3.5%-3.8%。广义赤字来看：（1）新增专项债，用途上新增土储功能，加之 8000 亿用于化债，预计总规模从 3.9 万亿提升至 5 万亿左右；（2）特别国债，已明确要进行国有行资本补充，进一步加力支持双新，预计特别国债扩容至 2 万亿左右。

图17：筹资与 GDP 比值



资料来源：BIS,同花顺, 东兴证券研究所

图18：广义赤字提升至 12 万亿

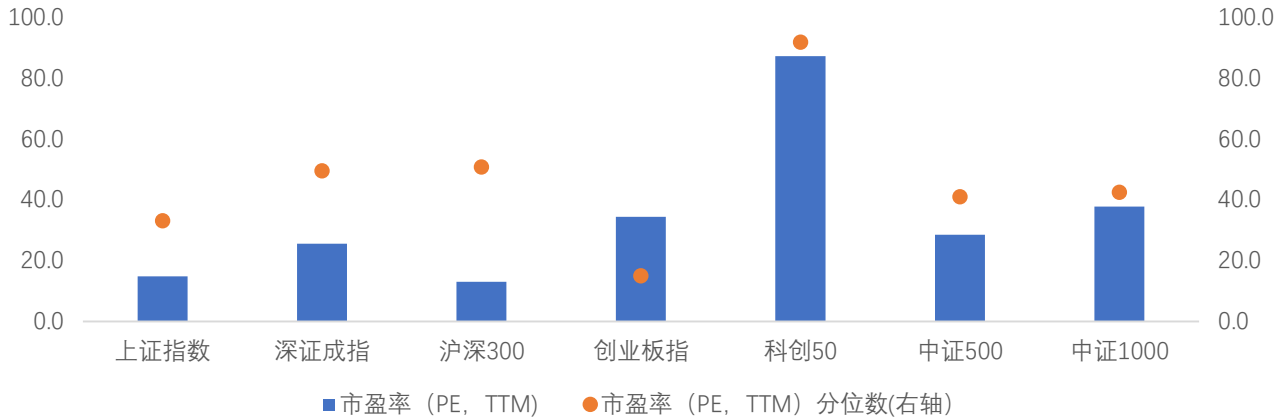


资料来源：BIS,同花顺, 东兴证券研究所

A股上市公司 2025 年预测收入增长 8.3%，预测净利润增长 13.5%，考虑到无预测值上市公司整体低于可预测净利润，2025 年利润增速预计 6%左右。

市场整体估值仍处于合理水平，上证指数历史分位为 33%，沪深 300 指数历史分位为 50%，整体距离历史高位仍有较大的空间。

图19：A 股指数估值及分位



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.5 制度性红利逐渐显现

新“国九条”对资本市场制度建设提出了一系列举措，1+N的政策体系里，1是指导性政策文件，就是《国务院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》，N就是若干配套制度。涉及九大条款，主要包括：严把发行上市准入条件；严格上市公司监管；加大退市监管力度；加强机构监管；加强交易监管；大力推动中长期资本入市；进一步深化改革，促进新质生产力发展；推进高质量发展合力。

资本市场高质量发展内涵发生重大变化：从注重融资功能的增量向推动存量质量转变，通过加大分红，增强上市公司股东回报，鼓励上市公司合理通过市值管理提升公司质量，吸引中长期资本，同时提高上市门槛，加大退市力度，鼓励资产重组整合，有效提升存量上市公司长期投资价值。

通过引导资金配置重点发展产业，为实体经济的产业转型提供更多的资源配置，促进产业结构转型升级，为资本市场提供更多投资机会。尤其在半导体、人工智能、机器人等未来大国科技竞争的重点领域，资本市场可以发挥更加重要的资源配置作用。

2. 2025 年呈现结构性慢牛

2.1 结构性牛市特征

从牛市演绎形态和周期来看，往往呈现出三阶段特征：第一步：经济下行阶段，出台重磅政策，刺激经济和股市，形成政策底。第二步：政策验证期，形成市场底。第三步：基本面改善，形成主升趋势。

图20：1999-2000 年上证指数见底趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图21：2005 年上证指数见底趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图22：2008 年上证底部趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图23：2018 年上证底部趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从政策底到市场底，从市场底到业绩底，市场传导的是从预期到现实的逻辑过程。过去这三次大的牛市周期，最终走出主升行情，最终基本面起到决定性作用。

2.2 A 股结构性慢牛的叙事：政策、基本面和外部因素的三角拉扯

2025 年行情由三个核心因素决定：政策、经济基本面和外部因素。

政策是原因也是结果，政策是应对经济基本面和外部因素而进行的应对举措，同时政策也会直接影响后二者。基本面是滞后因素，在政策加持下所显现的结果，同时可能受到外部因素的较大影响，现阶段主要是中美博弈的大背景。

外部因素是重要的 X 项，可能超出预期，也可能低于预期，同时取决于我们的政策与基本面，同样影响外部因素的变化。

三者如果共振则市场直接进入大牛市阶段。更大概率是相互制约，有利因素多一些，力度大一些，则市场表现好一些，比如 9.24 政策提振，则市场短期会暴力拉升。如果不利因素多一些，则市场表现会差一些，比如特朗普上台威胁采取关税等手段，则市场明显踌躇不前。

2.3 A 股 2025 年行情的情景假设：不悲观也难大超预期

悲观预期：三核心因素压制。经济基本面无明显好转，政策效果不明显，外部压力持续升温。则指数下行阶段，机构主导个股难有大机会，资金持续博弈题材，市场抓大放小。由于有国家队托底，指数进入区间震荡。
中性预期：二因素好转，一因素压制：经济基本面好转呈现弱复苏，政策持续发力，外部压力持续。则指数稳步上行，个股从小向大均衡，蓝筹公司也有表现，指数稳步抬升，市场空间有望向 3800 点拓展。

乐观预期：三因素好转，其中某些因素得到强化：三因素核心在于基本面数据显著好转，政策不发生大的转变，外部压力减轻，则指数可能开启牛市第三波。

我们倾向于市场表现更大可能符合中性预期，从基本面来看，市场复苏进程可能一波三折，从政策角度，一方面需要观察经济数据恢复，另一方面也要体现前瞻性和持续性，经济数据最终结果是政策刺激下的震荡上行，从 A 股来看，市场预期不断被修正，虽有波折但底部抬升趋势不改，蓝筹公司最终引领指数走出慢牛行情。

2.4 业绩验证时点在 2025 年 3-4 月和 7-8 月

市场验证期的第一个时点：2025 年 3-4 月是业绩验证的重要时点，年报和 1 季报同时验证两个季度的基本面，我们判断弱复苏可能性较大，市场风格有望进一步向均衡风格转化。

市场验证期的第二个时点：2025 年 7-8 月中报和上半年业绩的重要时点，往往行情在经历半年等待后最终做

出趋势性判断，2022-2024 年市场都是在此时点之后出现了连续的调整走势。

图24：2022-2024 年下半年调整图



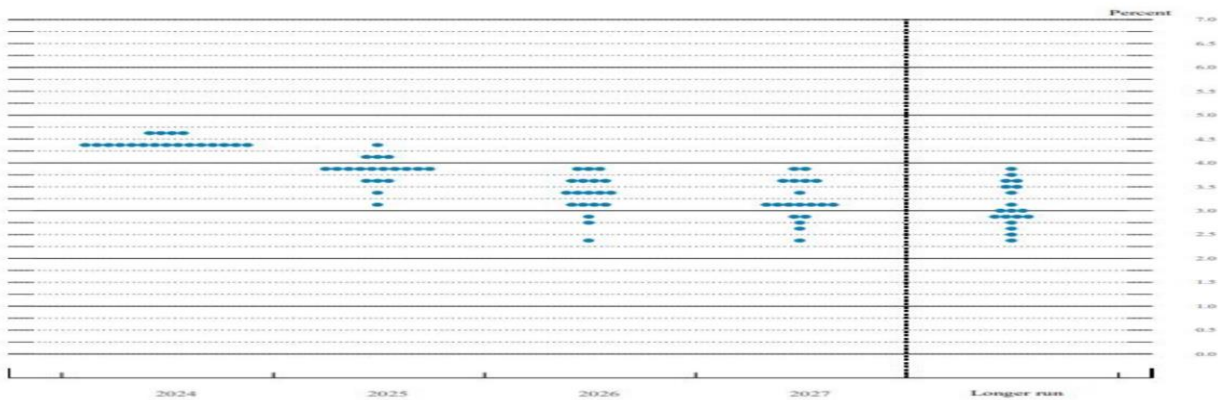
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.5 美国降息节奏影响中国货币政策

根据最新消息，美联储表示 2025 年只会降息两次，低于上次预测的四次。根据最新的季度预测，多位官员预计明年的降息次数将少于几个月前的预期。他们现在预计基准利率到 2025 年底将降至 3.75%~4% 的区间，这意味着 2025 年仅有两次 25 个基点的降息。美元利率下行空间和节奏对中国货币空间释放将会有所影响。

图25：美联储降息节奏

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



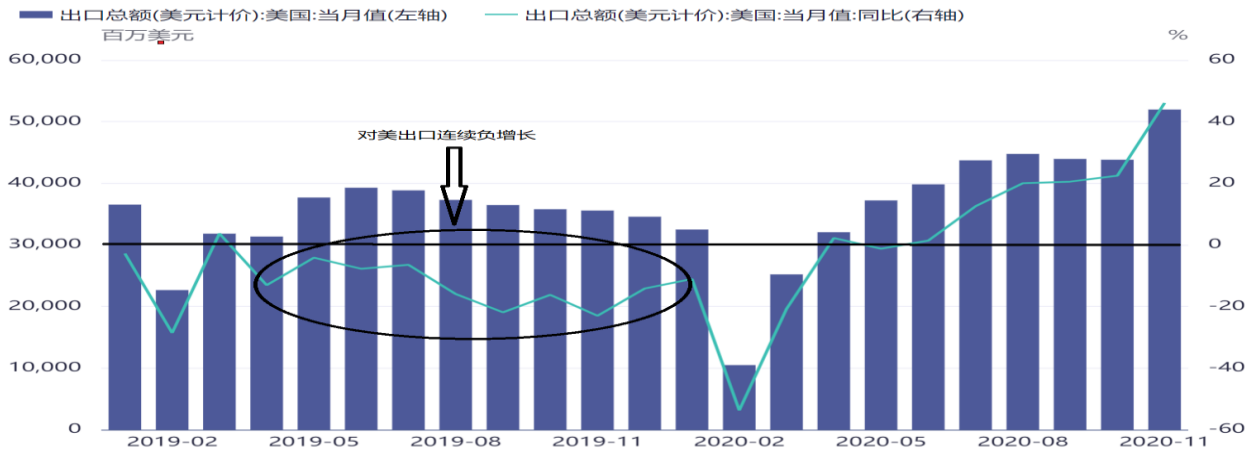
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.6 特朗普对华政策的不确定性

特朗普 1.0 实施对中国出口短期影响较大。

特朗普本轮关税等贸易政策在中期维度对中国出口产生影响。如果全面实施，对中国 GDP 最终影响预计在 1% 左右。全球冲突和地缘政治带来的非可预期事件。

图26：中国出口数据



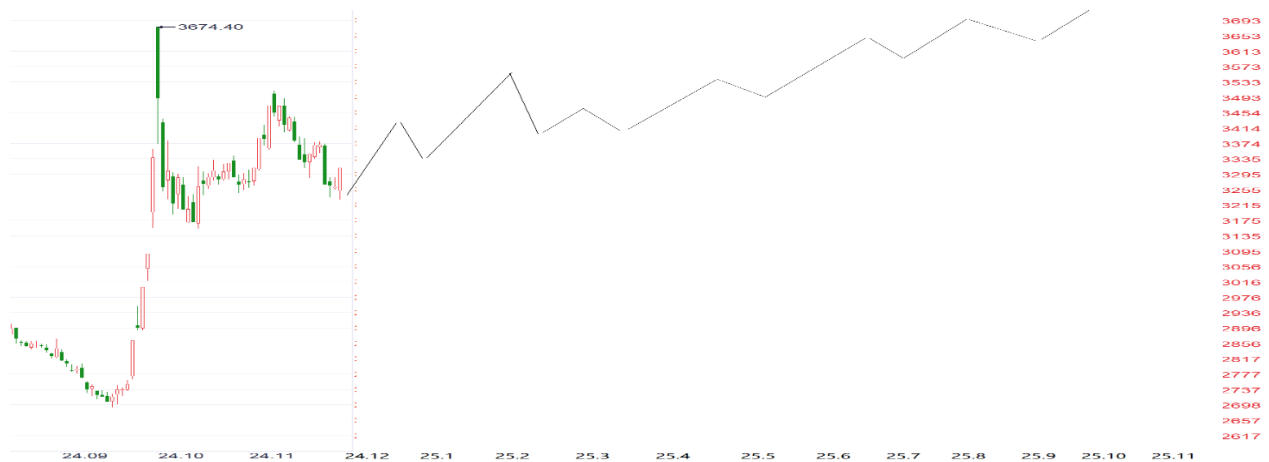
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.7 指数判断：下有托底 上有破局

指数层面，可能的走势是一波三折，趋势向上，底部抬升。

指数波动范围：市场可能形成以 3200-3300 点为新的价值中枢平台，向下有 10%的波动空间，向上有至少 15%的弹性空间，也就是说，向下低点在 3000 点附近，向上的高点至少在 3800 点附近。我们倾向于明年的走势是震荡向上的趋势，下半年指数会更好一点。原因是基本面的恢复叠加外部因素的弱化以及政策较为积极的应对。

图27：2005 年 A 股走势预测图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 弹性为王，重点关注大科技和消费

在整体经济下行背景下，A股行业市值占比变化也体现了结构性变化的特征。以新质生产力为代表的大科技市值占比明显提升，而以地产为代表的周期类个股，以消费和医药为代表的消费类个股，则表现出了强周期特征，持续进入下行趋势，体现出了与经济整体表现相关性更强的特征，同时以稳定红利为代表的银行券商、公用事业、交运等行业保持稳中有升的态势。

表 2.2019-2024 年市值占比趋势图

板块名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
农林牧渔	1.65%	1.97%	1.96%	1.73%	1.52%	1.25%
基础化工	2.91%	3.13%	5.08%	4.24%	3.81%	3.33%
钢铁	1.17%	0.97%	1.31%	1.00%	0.93%	0.83%
有色金属	2.19%	2.38%	3.55%	2.94%	2.84%	2.72%
电子	5.79%	7.17%	8.81%	6.56%	8.06%	9.15%
家用电器	2.22%	2.47%	2.22%	1.68%	1.79%	1.94%
食品饮料	6.08%	8.76%	8.35%	7.13%	6.08%	4.88%
纺织服饰	0.67%	0.52%	0.84%	0.68%	0.71%	0.62%
轻工制造	1.04%	1.18%	1.29%	1.09%	1.03%	0.90%
医药生物	6.75%	8.96%	9.62%	8.26%	7.89%	6.07%
公用事业	2.96%	2.36%	3.67%	3.35%	3.53%	3.44%
交通运输	3.54%	3.21%	3.60%	3.55%	3.17%	3.40%
房地产	3.17%	2.10%	1.91%	1.74%	1.36%	1.21%
商贸零售	1.50%	1.62%	1.43%	1.39%	1.03%	1.04%
社会服务	0.72%	0.76%	0.63%	0.64%	0.55%	0.47%
综合	0.20%	0.13%	0.15%	0.15%	0.13%	0.12%
汽车	2.96%	3.77%	4.88%	3.87%	4.10%	4.27%
银行	17.41%	11.91%	11.54%	10.64%	11.20%	13.58%
非银金融	10.49%	9.47%	7.70%	6.67%	6.42%	7.55%
建筑材料	1.35%	1.27%	1.53%	1.08%	0.87%	0.72%
建筑装饰	2.21%	1.58%	2.19%	1.99%	1.98%	1.92%
电力设备	3.50%	5.80%	10.10%	8.23%	6.21%	5.78%
机械设备	3.36%	3.66%	4.69%	3.95%	4.37%	4.14%
国防军工	1.75%	2.55%	2.94%	2.39%	2.42%	2.38%
计算机	4.58%	4.38%	4.66%	3.85%	4.36%	4.21%
传媒	2.08%	1.63%	1.73%	1.34%	1.60%	1.48%
通信	1.68%	1.27%	1.88%	3.36%	4.60%	5.00%
煤炭	1.37%	1.06%	1.48%	1.76%	1.97%	1.94%
石油石化	3.67%	2.46%	2.79%	3.42%	4.24%	4.59%
环保	0.74%	0.70%	0.96%	0.78%	0.82%	0.76%
美容护理	0.27%	0.51%	0.62%	0.55%	0.41%	0.32%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

如果市场是结构性慢牛走势，则市场风格从避险为主的熊市思维向弹性为王的牛市风格转换。市场从资金和筹码结构，可以分为国家队和机构主导的大盘蓝筹和红利类个股，公募基金和外资主导的传统价值类和代表先进生产力的大科技类，融资盘以散户为主，可以看到其持股比例与机构相比，非机构行业比例更高。

表 3.不同投资者行业配置比例(%)

板块名称	公募基金配置比例	陆股通配置比例	融资配置比例
家用电器	7.9	9.4	1.4
电力设备	7.1	5.8	7.3
通信	7.1	2.9	3.5
食品饮料	6.7	4.9	3.1
电子	6.6	3.4	12.5
有色金属	5.6	3.8	4.4
医药生物	5.2	3.4	7.3
汽车	4.3	3.7	4.8
国防军工	4.2	1.3	3.9
农林牧渔	4.0	2.4	1.5
非银金融	3.1	2.4	10.2
房地产	2.8	1.4	1.9
美容护理	2.6	5.4	0.4
机械设备	2.4	3.4	5.0
计算机	2.2	1.6	8.1
公用事业	2.2	3.4	2.5
社会服务	2.1	1.8	0.5
轻工制造	2.1	1.6	0.7
传媒	2.1	2.3	2.6
基础化工	2.0	2.3	4.3
纺织服装	1.9	1.1	0.4
煤炭	1.8	1.8	1.0
建筑材料	1.7	4.3	0.7
银行	1.7	2.5	3.2
交通运输	1.6	2.4	2.0
综合	1.6	0.7	0.2
环保	1.2	0.9	0.8
商贸零售	1.1	1.8	1.4
钢铁	1.0	1.9	0.9
建筑装饰	0.9	2.1	2.1
石油石化	0.7	1.3	1.5

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资产配置角度，建议重点关注两个核心方向：大科技与消费。

大科技：TMT，军工、机器人、低空经济、卫星通讯等新兴产业。

消费：食品饮料、纺织服装、医药、医美、旅游等隐含较大悲观预期的低位板块，可能存在较大的预期差。

关注两个线索，一个是国企改革的蓝筹重估。
一个是资产重组，以央企及地方国资平台的资产注入，以及中小创科创为代表的资产注入为代表。

4. 风险提示

基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526