

钟摆的回荡

——2025年A股投资策略

黄子崑

中邮证券研究所 策略团队

中邮证券

2025年1月15日

- **2025流动性展望：回归理性定价。** 2025年A股的资金面并不能支撑起一波长久的水牛，虽然居民部门积累了大量的净存款，但居民部门将这些存款投入股市的风偏条件并不满足。在地产周期下行导致的居民资产负债表调整过程中，有着A股市场最大流通股持仓的噪音交易者会形成从权益资产撤离的一致行动。目前A股估值已经快速修复到长期的平稳中枢以上，需要有基本面向好的迹象才能像2020年一样走出基本面慢牛。
- **2025投资环境展望：己日乃孚，或跃在渊。**
 - ①贸易战定数下的整体-β和个股强α。目前我国对美出口份额的下滑可能更多是转口贸易而不是产能转移导致的，特朗普重回白宫后对我国出口，尤其是转口贸易的进一步打击将冲击到我国劳动密集型的外向型制造业，对上市公司的业绩影响反而没有那么强烈。这在个股择券角度提供了一个潜在的预期差，在悲观的长期叙事逻辑下“出海”企业反而可能会带来超预期的业绩兑现。
 - ②化债新思路下交易内需复苏的可能性。采用专项债而非一般债进行隐债置换实际修复了地方政府一般性支出的能力，通过“隐债置换—政府经常性支出—居民可支配收入—消费”的传导路径，居民的消费能力将出现修复，配合进一步的刺激消费政策，消费复苏或能在2025年扛起总量增速的大旗。
- **2025配置展望：钟摆的回荡。**
 - 2025年A股配置和2024年最大的不同是我们能展望到一些基本面改善的因素可能发生，但具体的时机和程度仍然难以把握，在2025年初进行全年的行业配置是非常困难的，并没有一个胜率和赔率都适意的大方向可以作为全年持仓的趋势性交易选择。在此我们认为2025年进行配置的核心思路在基本面钟摆回荡的起点去抓住细小的确定性，而宏观叙事趋势性主线交易更可能是2026年需要考虑的事情。在此，我们提出3个在2025年需要考虑的钟摆回荡：
 - ①**内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级。** 零食、软饮、美护、港股互联网平台是更好的趋势交易选择。
 - ②**降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来。** 黄金在2025年的定价逻辑长期更重避险，大争之世具备中枢继续上行的基础。特朗普上台后的政策实施反而会导致降息可能性回归，2025H2将可以交易工业金属行情。
 - ③**估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比。** 半导体等成长主题现在或已经触及了估值泡沫化的极限。红利占优需要满足的窄信用利差和低市场波动在2025年很难持续满足，因此会更多作为缺乏基本面锚时的过度选项。
 - **风险提示：** 经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响等。

目录

- 一 2025流动性展望：回归理性定价
- 二 2025投资环境展望：己日乃孚，或跃在渊
- 三 2025配置展望：钟摆的回荡
- 四 风险提示

—

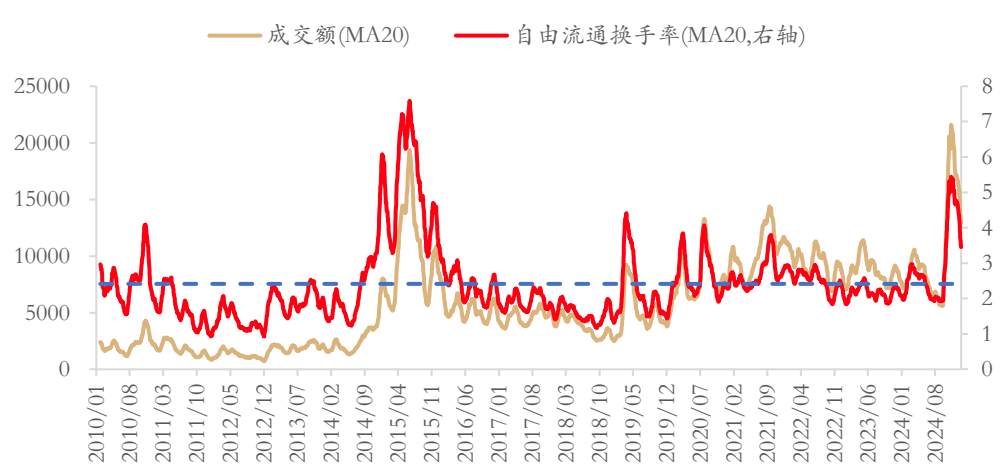
2025流动性展望：回归理性定价

- 1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性
- 1.2 居民资产负债表调整未尽，难见水牛行情
- 1.3 估值修复已完成，基本面修复决定全年走势

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

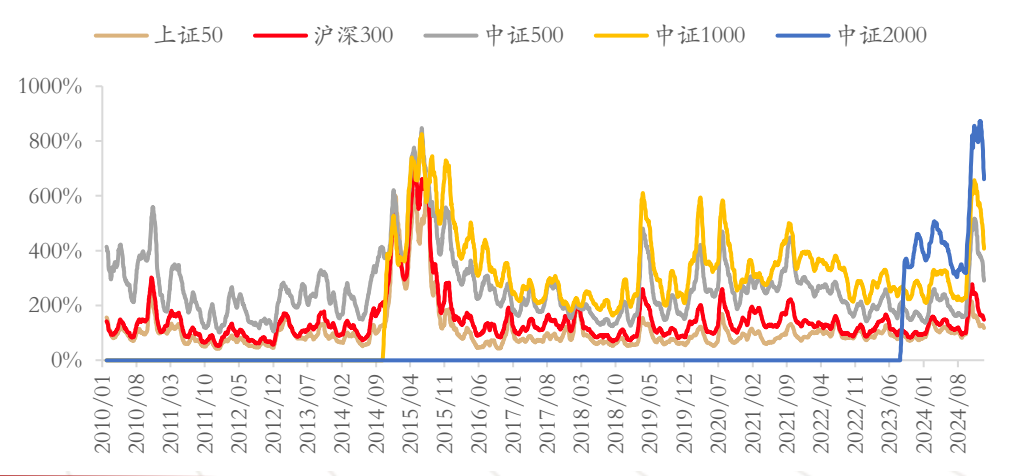
自2024年9月底开始的本轮上涨行情除了乐观的政策预期推动外，市场活跃成交额放量也是重要原因。这部分活跃资金从何而来对于2025年的A股投资也非常重要：①由于总量政策从落地到实施再到见效至少需要一个季度的时间才能初见端倪，这部分活跃资金能否支撑住当前估值水平就成了A股在2025年开年定调的决定性因素；②自9月底行情启动以来，这部分资金明显偏好在小市值个股中做交易，如果这部分资金在2025年仍能保持活跃，那么将极大影响A股的风格偏好。

图表1：万得全A指数成交(亿)及换手率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：A股部分主要指数自由流通换手率(%)

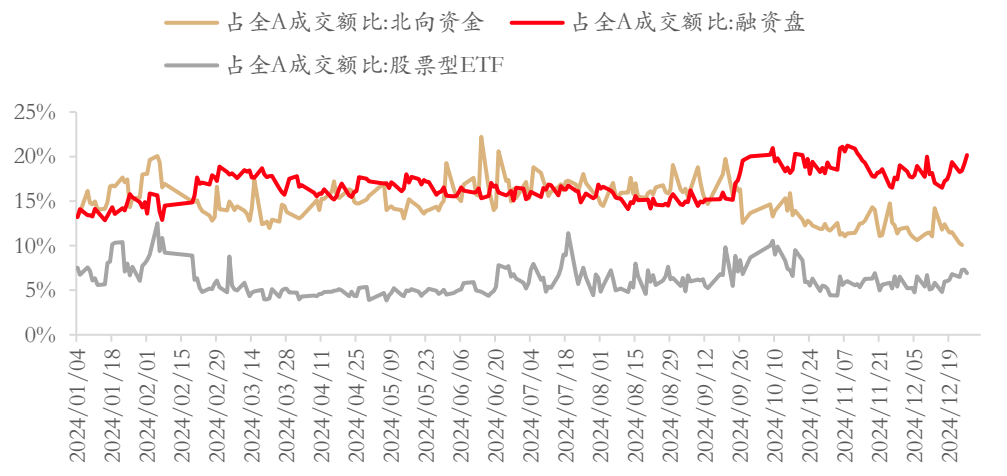


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

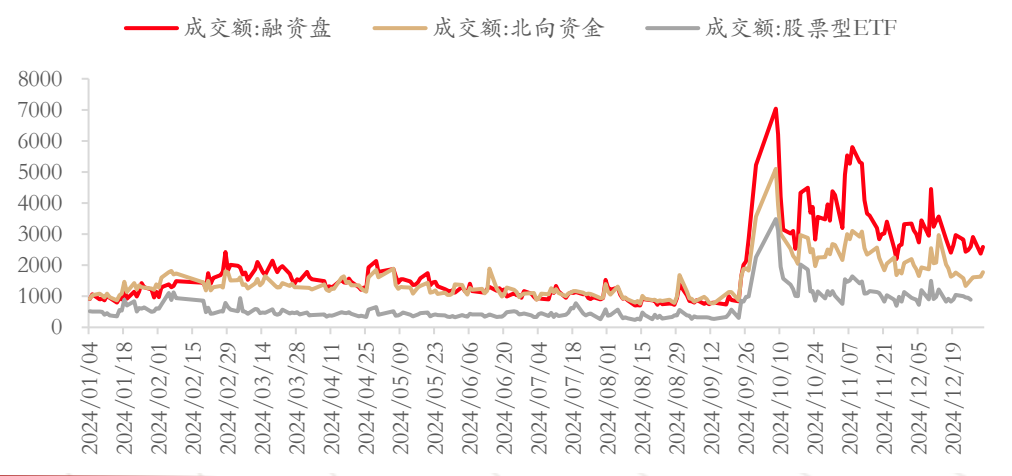
9月底行情启动以来定价权两次切换，当前带动成交额放量的活跃资金主要来自融资盘。A股市场上有北向资金、融资盘和股票型ETF这三种资金是可以观察到高频数据的。由于股票市场的定价权实际掌握在最活跃的交易资金手中，实际在9月底行情开始以来A股经历了两次定价权的转移：①从9月20日开始股票型ETF大幅放量，②国庆假期结束后股票型ETF成交额占比逐渐下滑，而融资盘的成交额快速攀升。在9月24日后，A股的平均日成交额大致在1.8万亿水平，较2024年至行情开始前增加了大致1万亿，其中融资盘大约贡献了20%的增量成交额，而北向资金和融资盘分别贡献了大约10%和7%。由于融资盘、北向资金和股票型ETF分别可以代表个人投资者、外资机构和内资非公募机构三种投资者，因此个人投资者在2025年将有何动作就将极大程度地影响A股走势。

图表3：三类资金占全A成交额比重(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表4：三类资金A成交额(亿元)

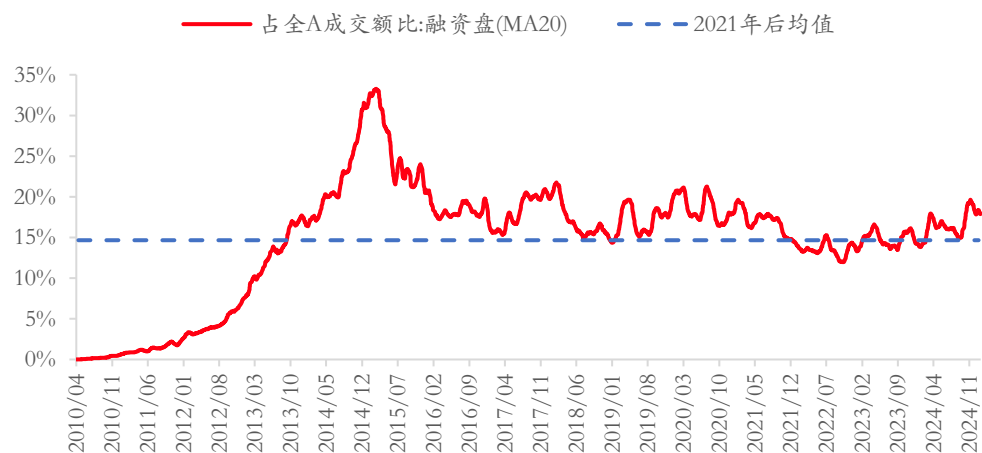


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

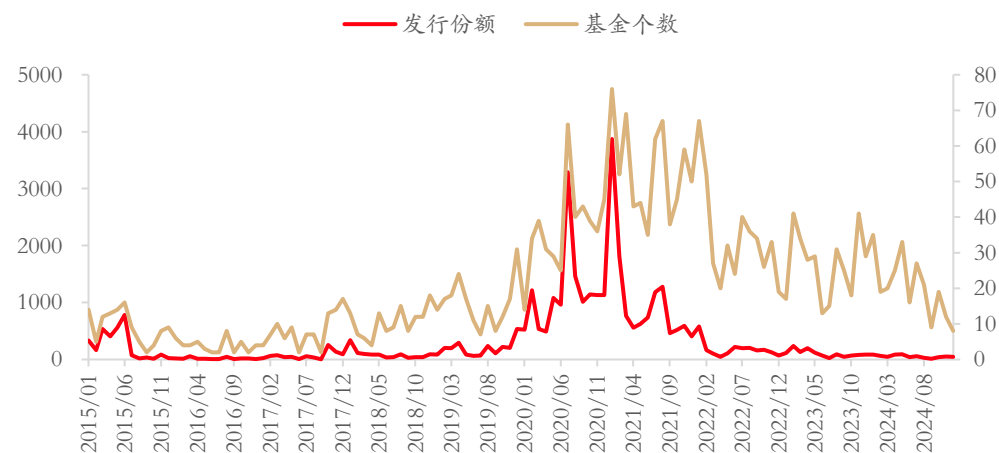
- 从历史数据来看，当前融资盘占全A整体的成交额比重虽然显著高于2022-2024年下跌趋势中的均值，但和2015年收紧融资交易后至2021年的均值相比并不高。这也就意味这个人投资者虽然是9月底行情开启以来主要的增量资金来源，但整体市场的风险偏好并没有达到历史上的极端值，市场仍然在较为理性的范围内。相对而言，偏股型公募基金的发行并没有出现回暖，这也就意味着公募基金仍然缺乏增量弹药。由于公募基金历来仓位切换的能力较弱，所以公募基金在当下仍然缺乏抢夺定价权的能力。

图表5：融资盘占全A成交额比重(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表6：偏股型公募基金发行份额(亿元)和个数

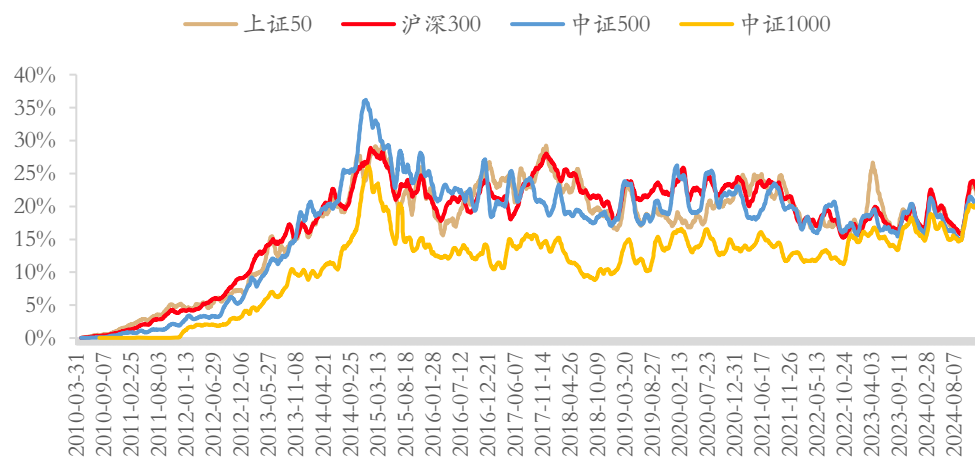


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

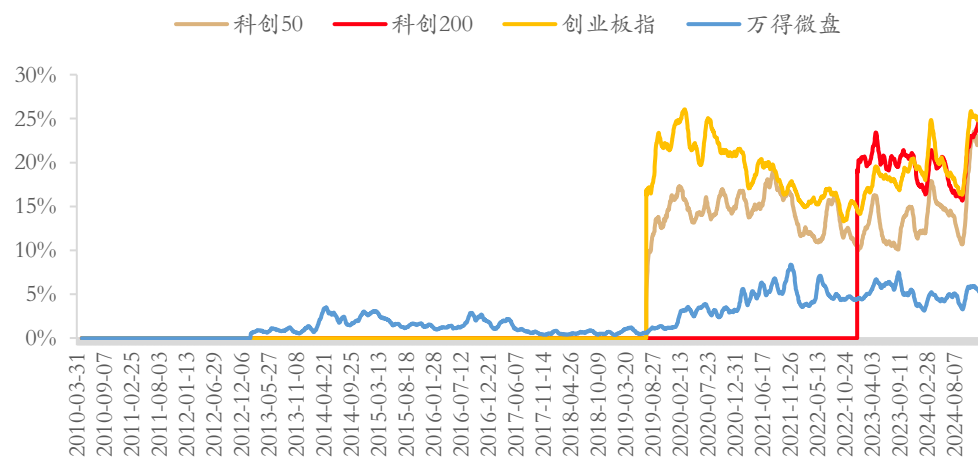
- 科创龙头是当前融资盘交易最集中的方向。从融资盘占主要指数的成交额之比来看，目前融资盘在上证50、沪深300、中证500和微盘股中的交易并没有特别集中，而中证1000、科创50、科创200、创业板指中融资盘的成交额占比均达到历史极值水平。其中以科创50最为明显，当前融资盘占科创50成交额的比例稳定在25%以上，远超历史均值。

图表7：融资盘占部分主要指数成交额比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表8：融资盘占部分主要指数成交额比(%)

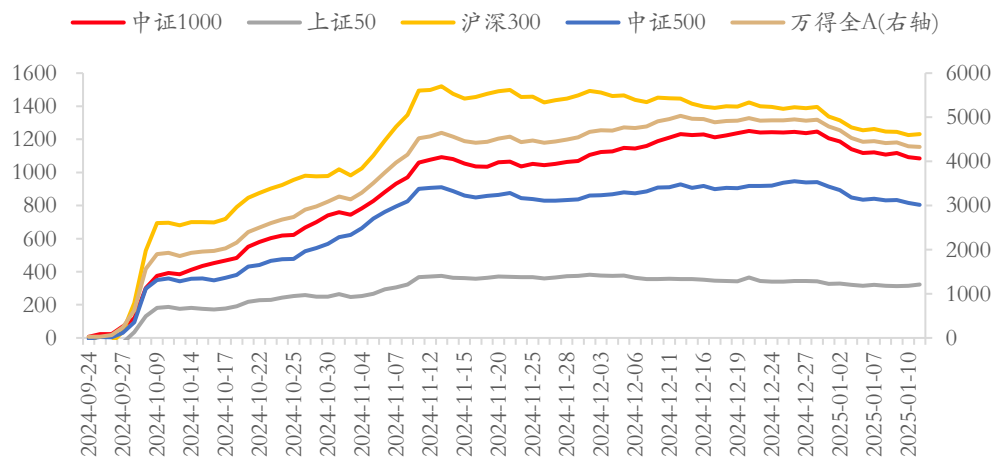


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

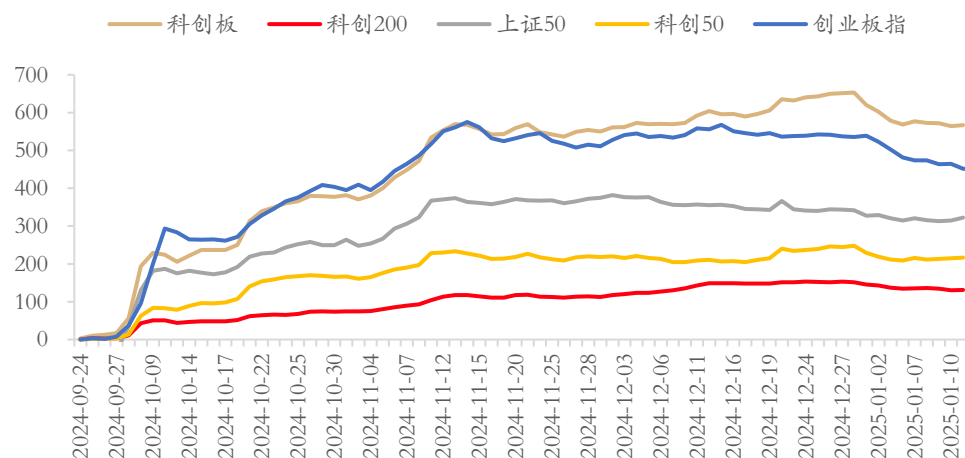
- A股整体层面的融资盘净流入已经结束，当下属于存量博弈阶段。融资盘自9.24以来流入A股的动作停止于11.11，这也反映在成交量出现的滑坡上。在11.11之后大部分指数的融资盘已经停止净流入趋势，仅科创50和科创200保持了持续性净流入趋势，但科创板的融资盘净流入在12月底也宣告结束。那么对于A股后续行情而言，这部分融资盘的存量博弈就将较大程度地影响A股的风格偏好。

图表9：9.24以来部分主要指数融资净流入(亿元)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表10：9.24以来部分主要指数融资净流入(亿元)

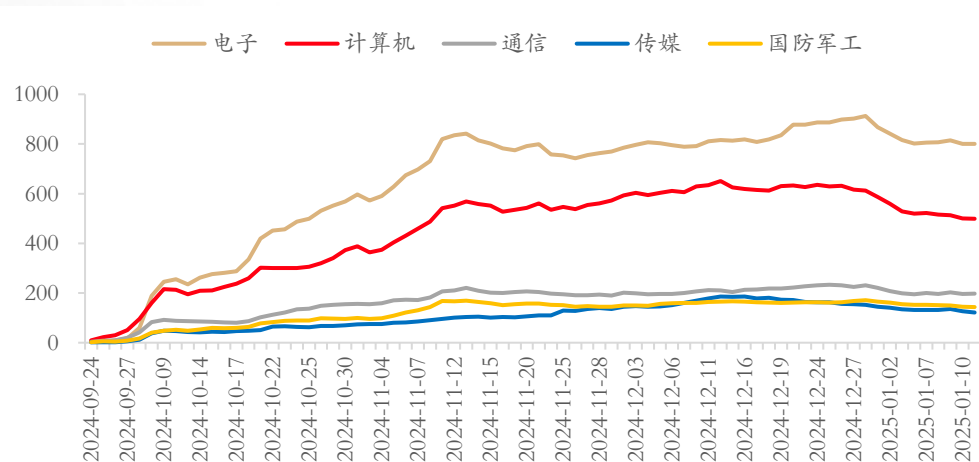


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

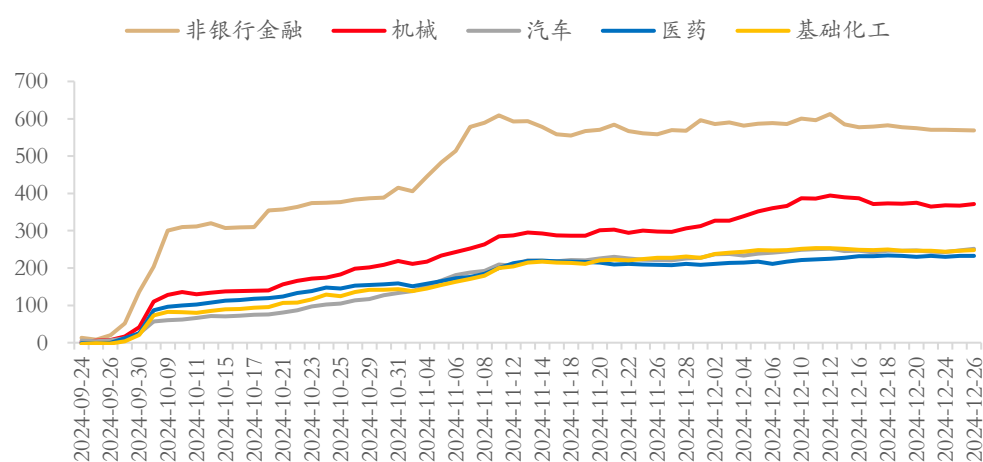
- 如果再聚焦到行业层面，可以发现除了电子的多数行业已经不再有增量的融资盘流入。本次行情的开始融资盘流入非银金融的动作最为迅猛，但在11月初之后非银金融已完成融资盘流入的触顶，随后累计净流入量持续减少。而TMT行业中，以电子和计算机为主要的融资盘净流入方向，通信整体较为平淡，而传媒已经明显转向持续性的净流出。并且随着时间推移，TMT行业均出现了融资盘净流出的迹象。

图表11：9.24以来部分行业融资净流入(亿元)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表12：9.24以来部分行业融资净流入(亿元)

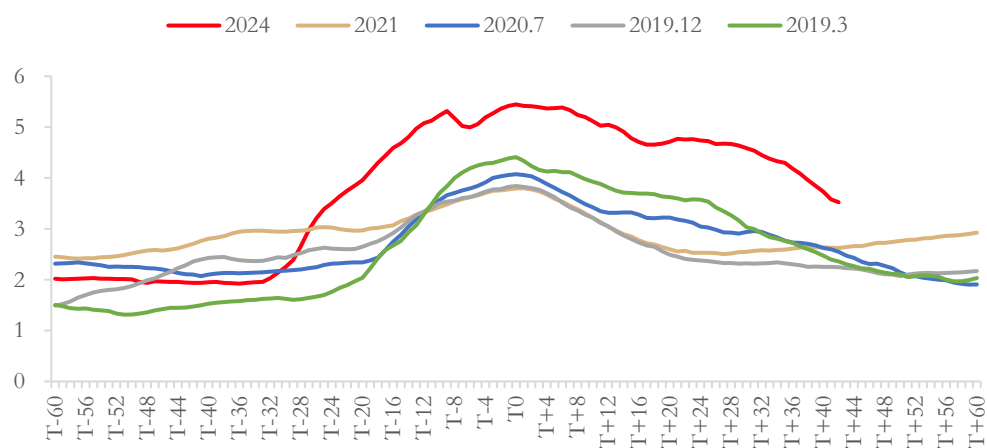


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.1 成交热度回落，2025年A股定价回归理性

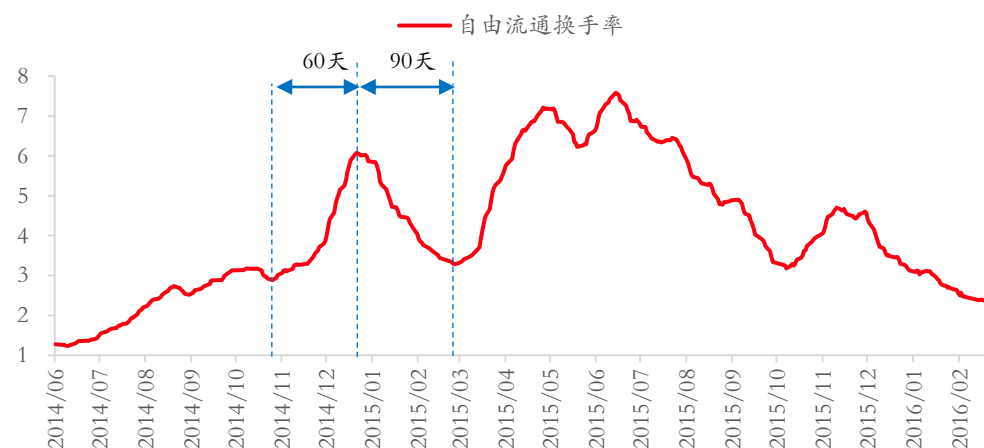
- 由于当前A股是由成交活跃推动的拔估值行情，那么成交能否维持活跃就成了左右后市A股走向的重要因素。那么就需要回答3个问题：
①A股成交还能维持当前的活跃状态吗？②还能期望A股有持续的增量资金吗？③个人投资者在何种情况下会选择“相信机构”通过购买公募基金入市，而不是选择“相信自己”通过个人股票账户或ETF基金入市？
- 对于第一个问题，本次自由流通换手率的顶点出现于11月14日，无论是参照近年来“单峰”型的成交额突增，还是2014年大牛行情中的“多峰”型的成交额突增，A股都将在2025一季度面临成交热度下降的情况。从目前自由流通换手率达顶和回落的形态来看，本次A股成交活跃度的下落节奏或和2019年3月较为类似，因此是需要警惕出现震荡中枢下移的可能性的。

图表13： 历次成交额突增时的自由流通换手率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表14： 2014年成交额突增时自由流通换手率(%)

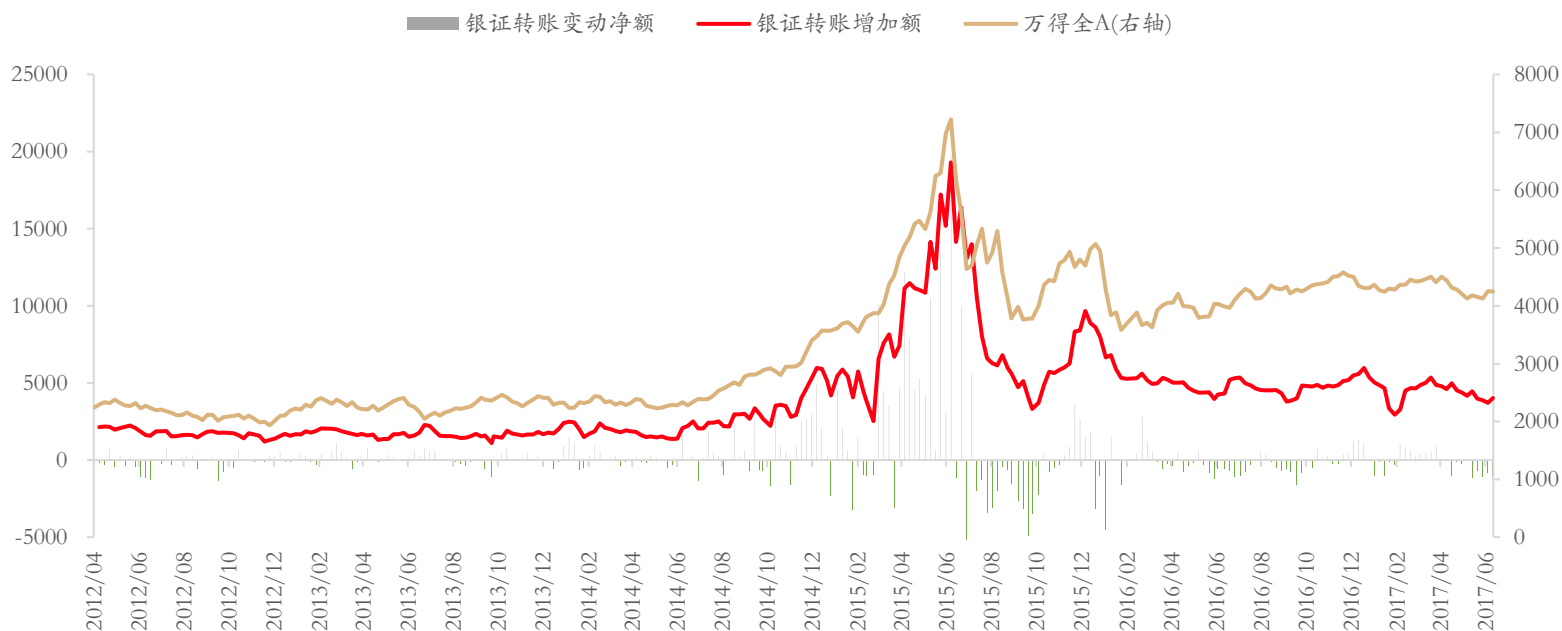


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.2 居民资产负债表调整未尽，难见水牛行情

- 对于第二个问题，首先我们可以确定的是居民部门储备了足够的弹药，是能够支撑起一轮流动性牛市的，当前居民部门的超额净存款高达约30万亿，只要稍加释放就能是洪水滔天。但是居民怎样才会愿意将资金配置向A股呢？最简单的答案当然是A股得让居民有赚钱预期，从过去的银证转账变动净额和万得全A走势来看，资金入市的动作是滞后跟随A股走势有着追涨杀跌趋势的。由于A股历来牛短熊长的特性，居民的资金行为往往非常极端，这就使得居民的资金行为和股市涨跌之间有着非常强的共轭性，二者互相依存、互为条件。

图表15：银证转账增加额及变动净额(亿元)

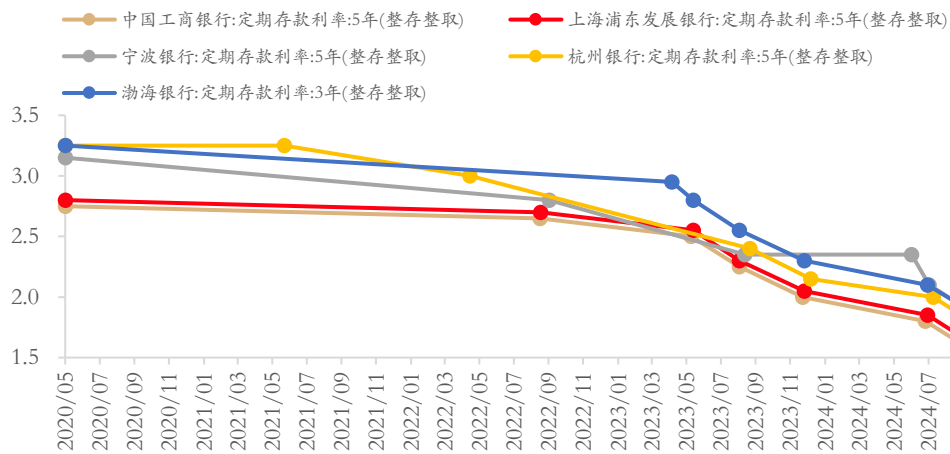


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.2 居民资产负债表调整未尽，难见水牛行情

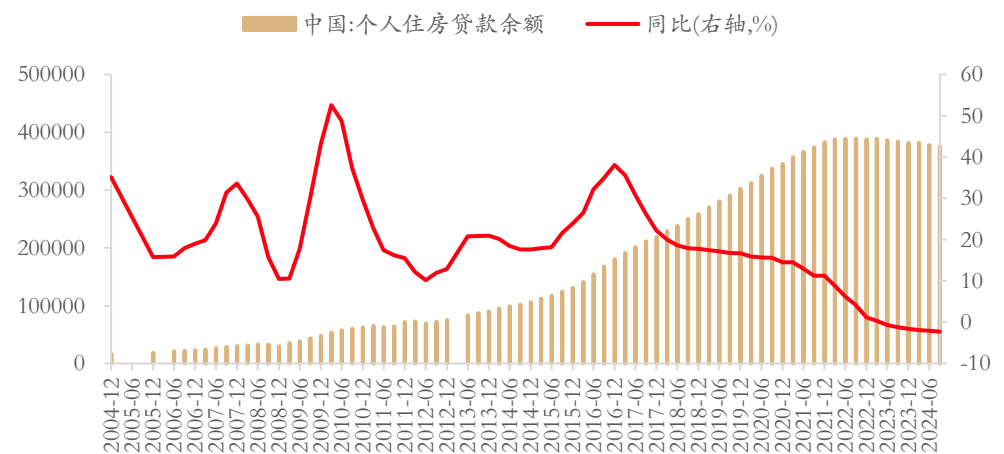
- 我们并不认为2025年A股的资金面能支撑起一波长久的水牛。虽然居民部门积累了大量的净存款，但居民部门将这些存款投入股市的风偏条件并不满足。首先当前居民部门积累的大量净存款本身就说明了一定问题，宁肯存着吃极低的利息也不愿投向实体或权益市场去获得更高的潜在收益。再去探究深层次的原因，仍然指向楼市深度回调导致的居民资产负债表收缩。居民资产负债表会经历“①房产价值减少→②非流动性资产向流动性资产转移→③负债规模停滞/减少→④资产比重再平衡”的漫长过程，在2024年三季度个人住房贷款已在2023一季度触顶后连续6个季度同比减少。

图表16：部分商业银行定期存款利率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表17：个人住房贷款余额(亿元)见顶回落

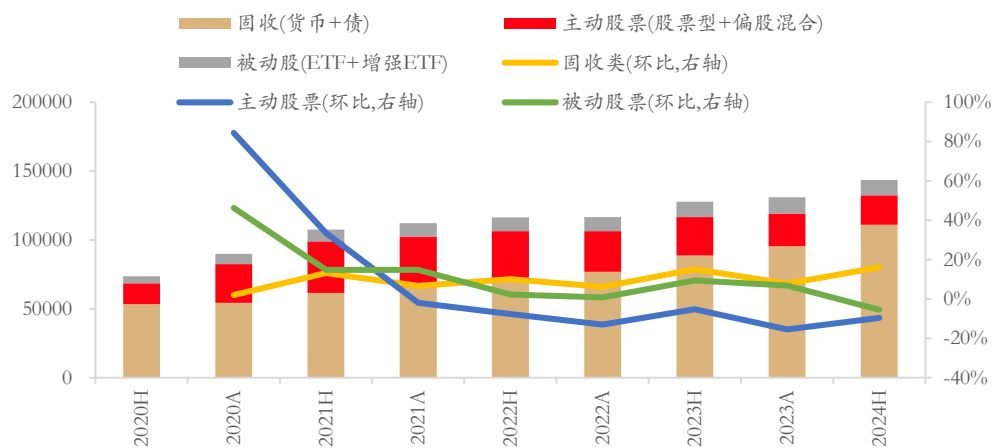


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.2 居民资产负债表调整未尽，难见水牛行情

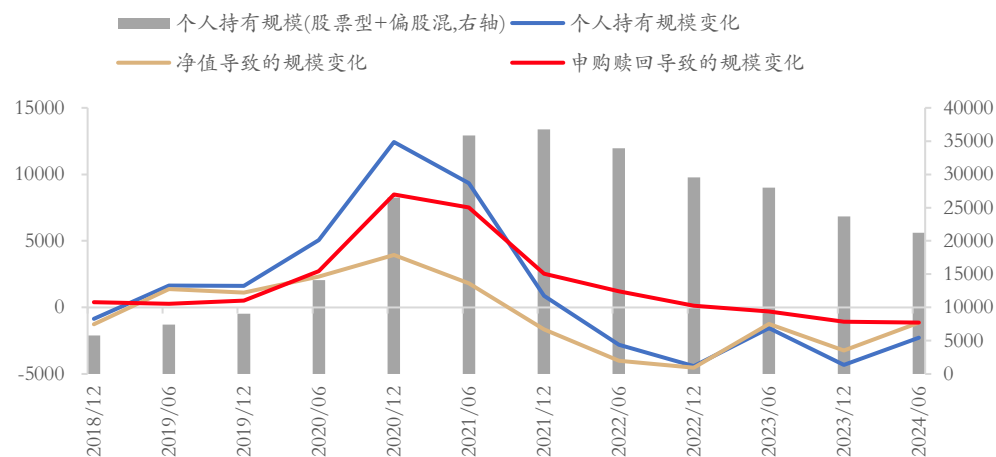
- 在个人住房贷款余额回落的同期也能观察到个人投资者持有的基金规模中固收类基金占比快速上升，从2021年的58.6%上升至2024年中的77.3%。相对而言，主动型股票基金在个人投资者配置中的仓位快速下降，从2021年的32.6%下降至14.8%。并且主动型股票基金的规模减少并不单单是A股下跌净值缩减所导致的，根据基金半年报，申购赎回导致的规模减少已经和净值下跌导致的规模变化相当。
- 在居民资产负债表调整的过程中，有着A股市场最大流通股持仓的噪音交易者会形成从权益资产撤离的一致行动，并且如果考虑到个人投资者也是公募和私募的主要资金来源，个人投资者撤离的影响就更不容忽视。虽然无法获得整体A股市场的个人投资者行为数据，但是从个人投资者净赎回主动股票型基金的行为可以合理外推个股层面也面临同样的压力。

图表18：个人投资者基金持仓分布（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表19：个人投资者持有主动股基(亿元)规模变化



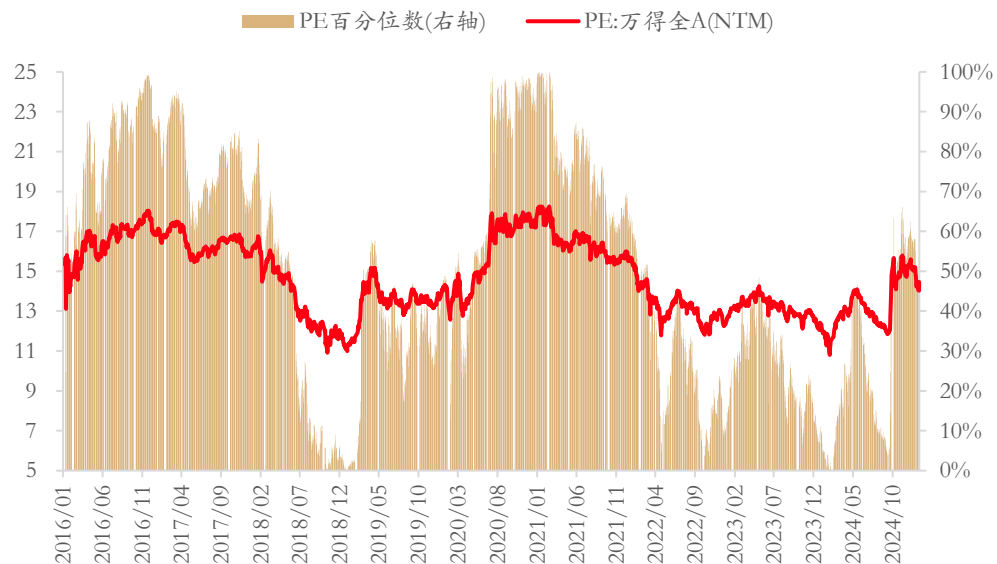
资料来源：wind，中邮证券研究所

1.3 估值修复已完成，基本面修复决定全年走势

就2025年而言，内部支撑因素也可能无法完全对冲外部扰动，但活跃的高风偏资金已经被带回市场，假设在没有基本面支撑宏观叙事逻辑的情况下，估值就成了市场上最重要的锚。我们在此使用的是基于万得一致预期计算的未来12个月(NTM)滚动PE，相较更常见LFY和TTM，此方法下更能反应市场对未来的预期。

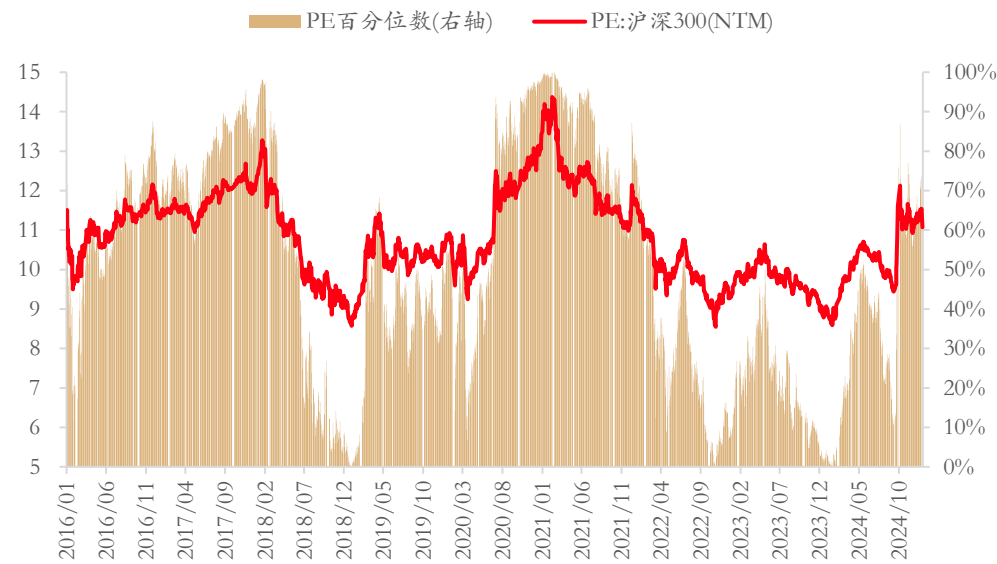
当前全A整体的PE_NTM大致在2016年以来的60%分位数，虽然在历史水平上并不高，但还是显著高于2022年熊市开始以来的估值水平。就A股的主要宽基指数而言，蓝筹大市值（沪深300）和小市值（中证2000）的估值水平较高，科创50并没有像PE_TTM那样逼近历史最高水平，而创业板指和中证1000的PE_NTM目前还处在2016年后的中枢之下。

图表20：万得全A预期PE及半分位数



资料来源：wind，中邮证券研究所

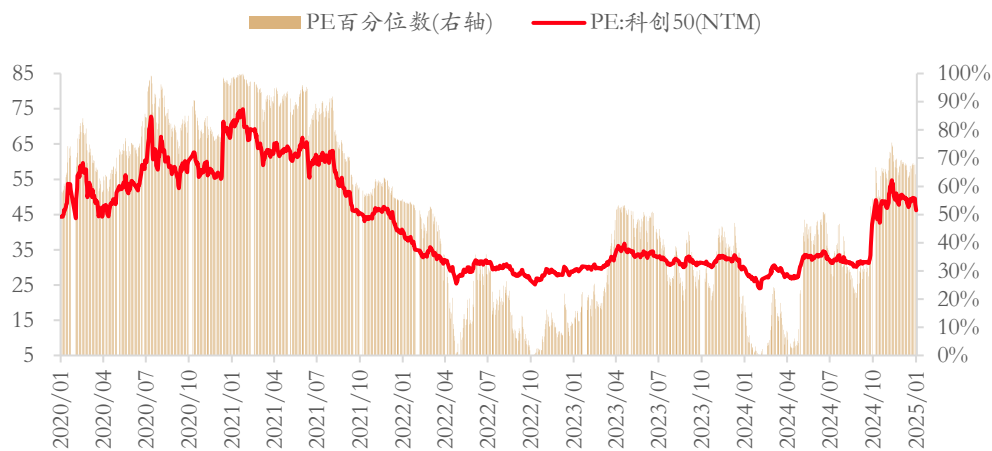
图表21：沪深300预期PE及半分位数



资料来源：wind，中邮证券研究所

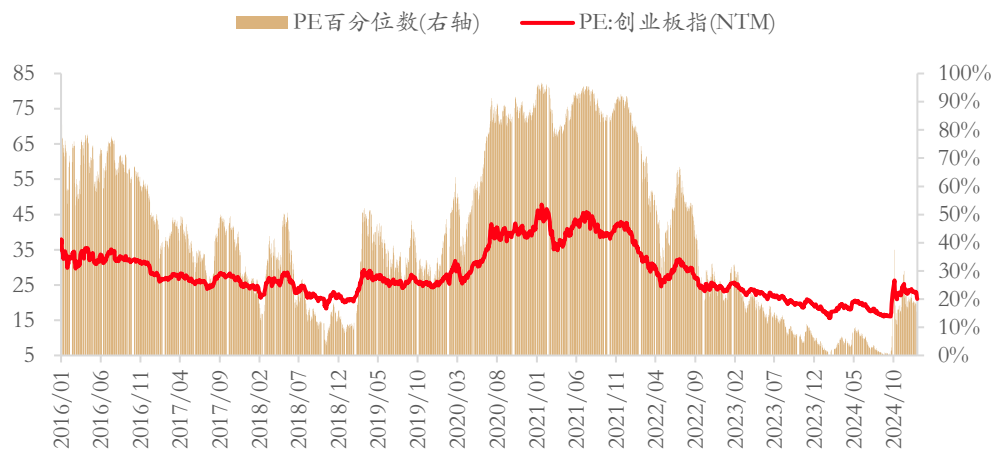
1.3 估值修复已完成，基本面修复决定全年走势

图表22：科创50预期PE及半分位数



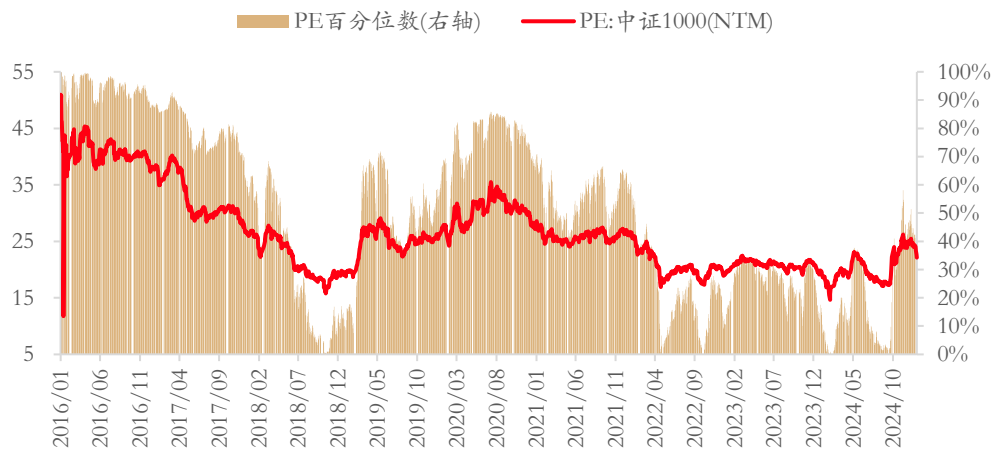
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表23：创业板指预期PE及半分位数



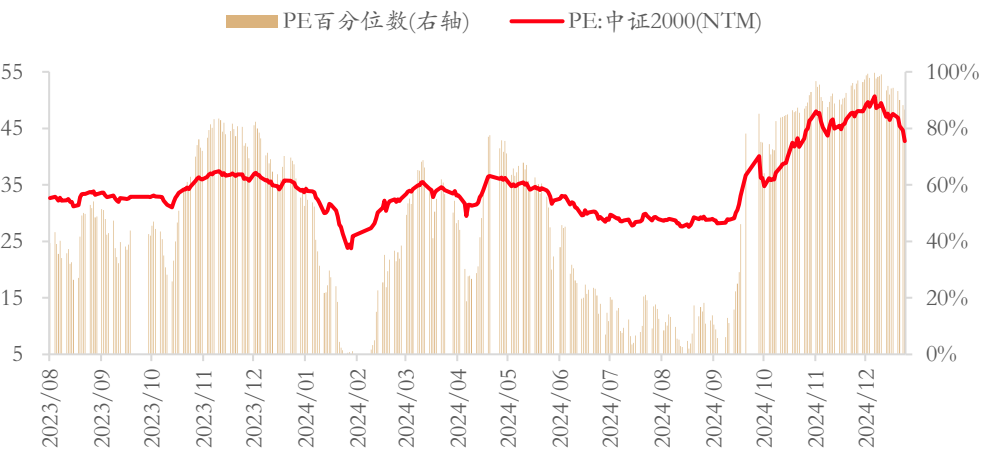
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表24：中证1000预期PE及半分位数



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表25：中证2000预期PE及半分位数



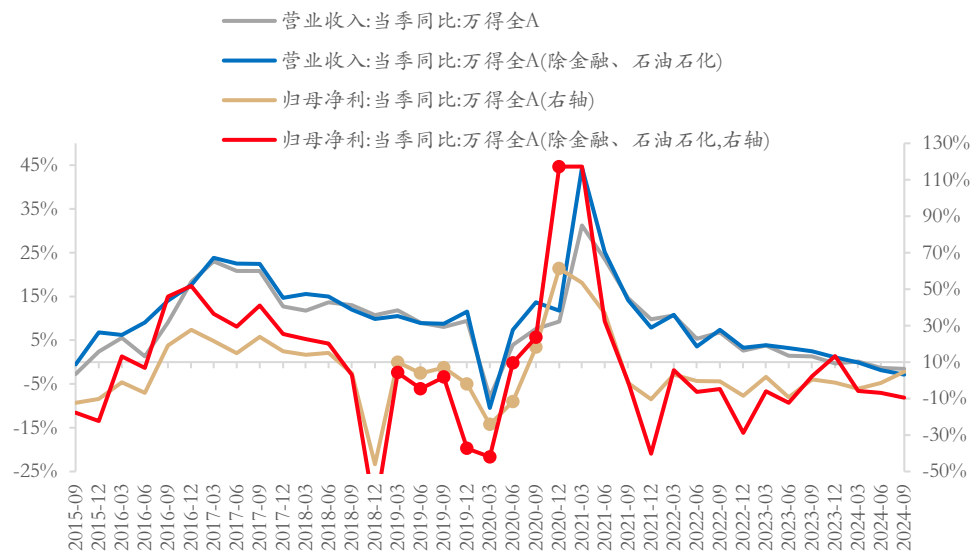
资料来源：wind，中邮证券研究所

1.3 估值修复已完成，基本面修复决定全年走势

在当前的估值水平下，对A股进行大势研判首先需要回答的问题是：估值已经快速修复到长期的平稳中枢以上，既然不会有流动性驱动的水牛，还有什么因素可以促使A股在2025年继续上涨？

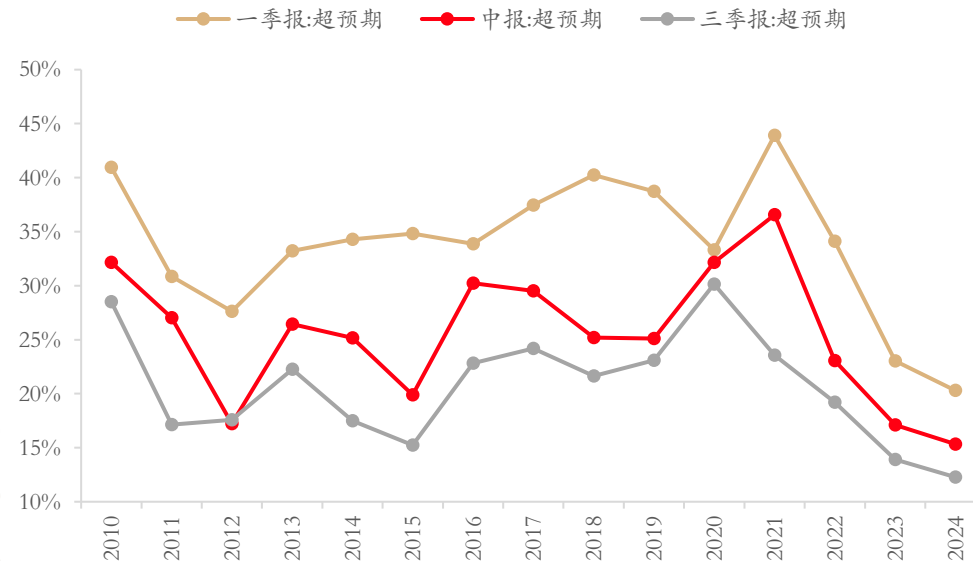
如果看A股在2019年和2020年两次拔估值之后的行情分化，可以得到一个非常没有新意的答案：基本面向好的迹象。2019年的估值修复起于2018年12月布宜诺斯艾利斯G20峰会上中美元首达成停止互相加征新关税的共识，但在未见基本面预期改善后全年陷入了宽幅震荡中。而2020年的估值修复始于类比非典后往往出现国内政策大幅宽松和同期美国大放水，在得到基本面验证后走出了A股中罕见的基本面慢牛。

图表26：万得全A季度营收及归母净利同比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表27：全A个股净利增速超预期占比(%)

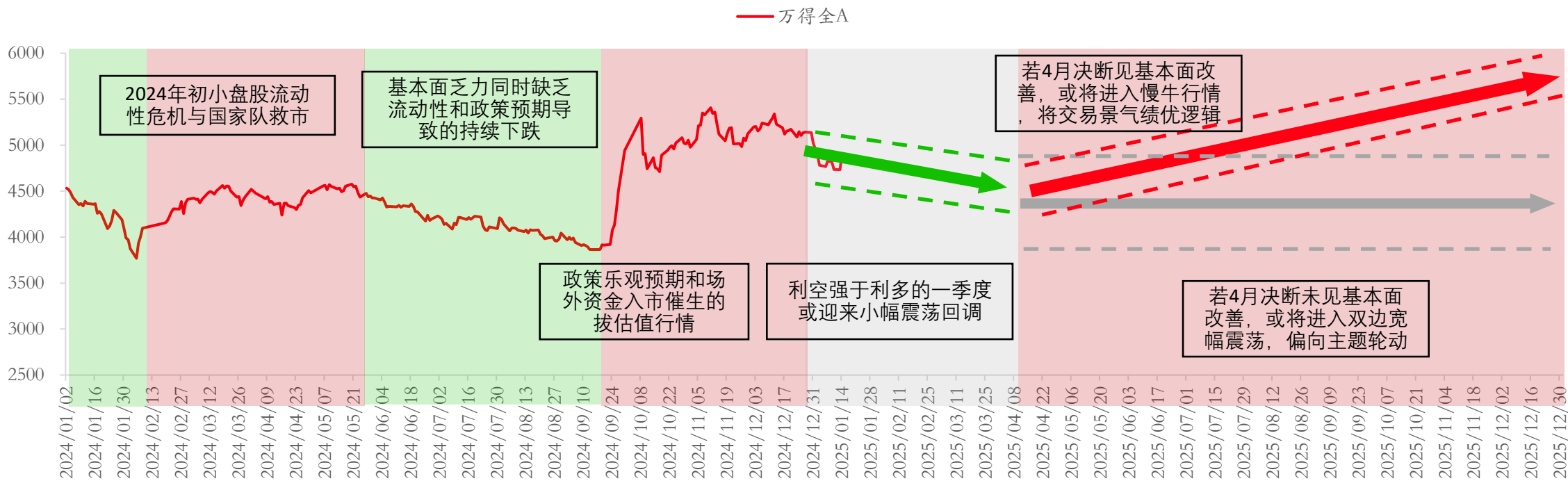


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.3 估值修复已完成，基本面修复决定全年走势

- **2025年行至一季度A股将缺乏基本面的支撑，利空强于利多，或窄幅震荡中枢下移，红利防守为主。**随着A股两次反攻区间高点失败，显然由政策乐观预期和资金宽松驱动的拔估值行情已经遇到天花板。但2025年一季度外有特朗普上台带来的不确定性，内有总量政策生效的时滞，A股较难找到基本面的支撑因素。
- **2025一季度后A股迎来4月决断，基本面走向决定是拾阶向上的慢牛还是双边宽幅震荡。**4月A股将从一季度经济数据和上市公司财报两方面确定总量政策的效果，同时特朗普2.0的政策不确定性也将扰动A股，4月决断将因时制宜选择在策略上偏重景气绩优还是主题轮动。

图表28：万得全A2024年走势与2025年展望



资料来源：wind,中邮证券研究所



二

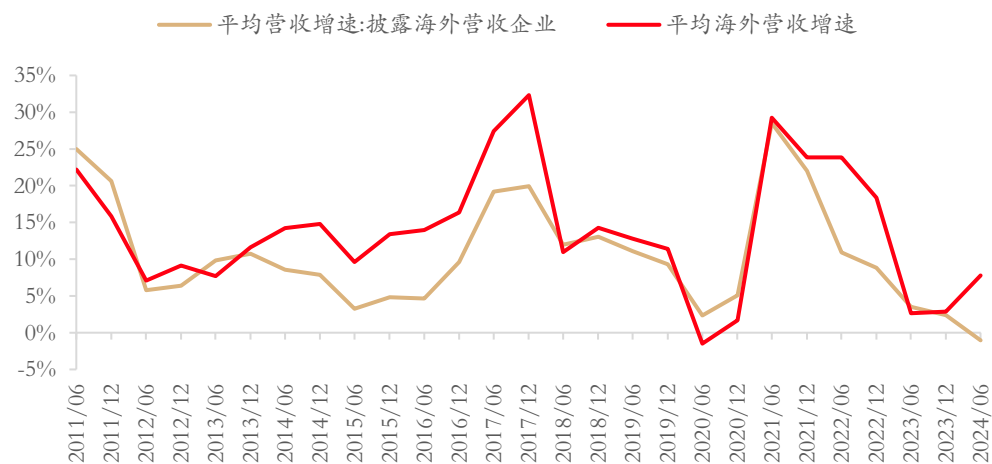
2025投资环境展望：己日乃孚，或跃在渊

- 2.1 贸易战定数下的整体- β 和个股强 α
- 2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

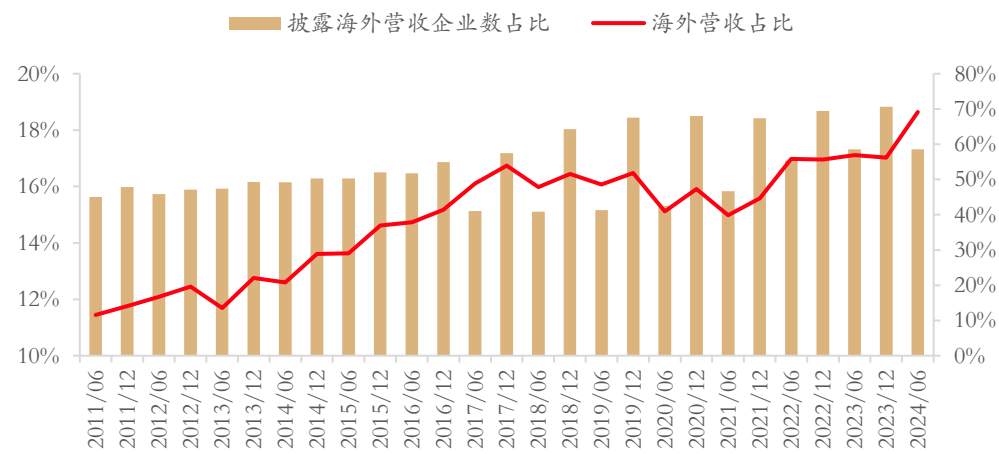
- 在2023四季度至2024年9月底行情启动之前，A股长期受制于业绩压力，整体呈现有个股α难寻行业β的格局。在此背景下，A股开始普遍挖掘出海概念，从披露了海外营收数据的A股财报来看，出海也确实提供了业绩上的新增长点，这部分企业的平均海外营收增速和其整体的平均营收增速之间出现明显分化。并且从营收占比来看，2024上半年A股上市公司的海外营收占比又创新高，根据可比口径计算，披露了海外营收占比的公司中18.6%的营业收入来自海外。
- 在讨论内需复苏的可能性之前，有必要先讨论出海和出口可能将面临多大的逆风，其原因在于：①由于劳动密集型的制造业仍然向我国提供了大量的就业岗位，若外需下行影响到民生问题，就需要考虑内部政策加码对冲的可能性，这是一个潜在的-β；②无论是产能出海还是产品出口，始终服务的是外需，如果特朗普上台后从与中国制造脱钩进一步加码为与中国商品脱钩，在长期定价上将变成-α。

图表29：A股平均营收增速与海外营收增速 (%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表30：A股上市公司海外营收占比(%)

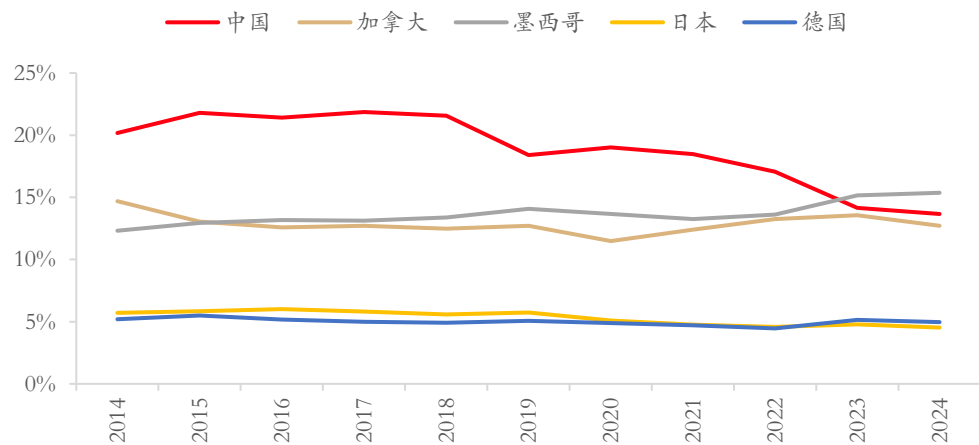


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

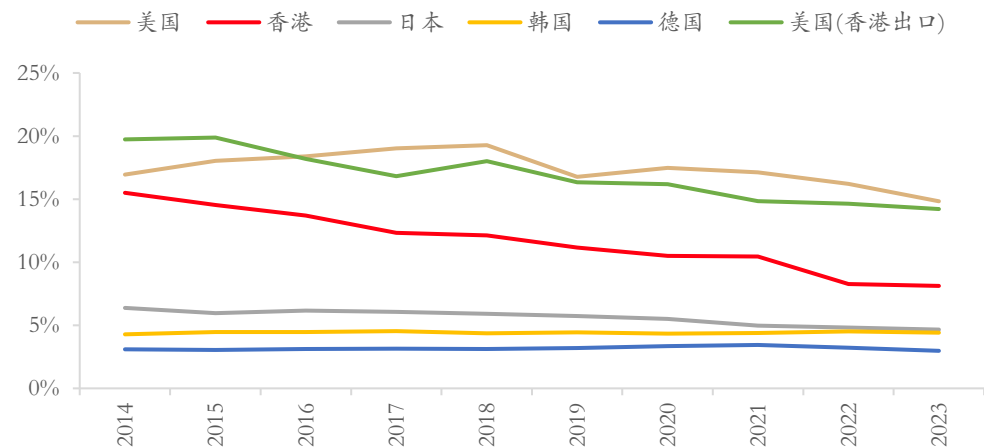
- 在特朗普的第二任期，其外贸政策对我国最大的显性影响将是美国继续主动谋求同我国脱钩。自2018年以来，我国占美国进口来源的比重从21.6%逐渐下滑至13.7%，同期美国占我国出口去向的比重从19.3%下滑至14.8%，并且香港出口去向中美国的比重同步下降，显然简单的转口贸易无法规避美国对我国设置的贸易壁垒。一旦特朗普上台后积极推行其在竞选时所放言的关税加码政策，美国进口额受关税抑制将成为左右2025年A股投资逻辑的关键因素。
- 对于外需减弱，大致可以分为两种情况：①特朗普不征收普遍性的10%关税，但兑现其竞选时所说的对中国、墨西哥、加拿大这三个重点国家的针对性关税，我们认为这是基准情形；②特朗普兑现其对所有美国商品加征10%普遍性关税的政策主张，这一政策主张或许在远期有可能实现，但在2025年是小概率事件。

图表31：美国进口来源国别分布（%）



资料来源：UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表32：中国出口去向国别分布（%）

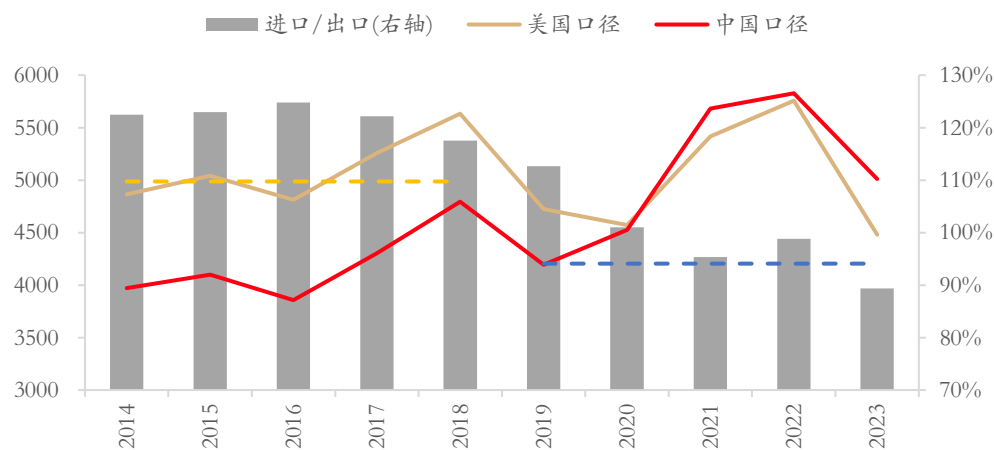


资料来源：UN Comtrade, 中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

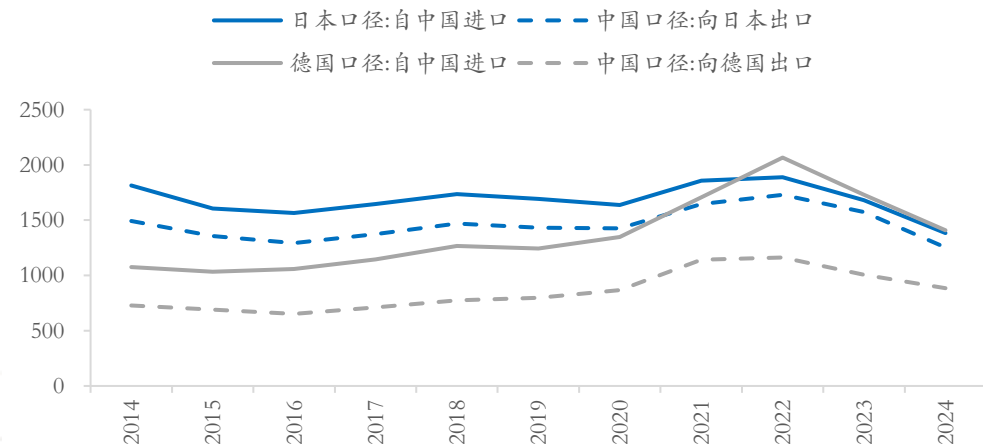
- 当前我国通过转口贸易等方式在一定程度上绕过了美国的贸易封锁。理想情况下，进出口双方公布的贸易额应当是相等的，但在实际操作过程中由于贸易商向进口国申报的是到岸价 (Delivered Ex Ship, DES) 而向出口国申报的是离岸价 (Free On Board, FOB)，所以一般而言进口国公布的进口额会大于出口国申报的出口额。从中美双方在各自口径下公布的中对美出口额来看，在2018年美国开始对华征收301关税后中国口径的出口额开始逐渐超过美国口径的进口额。而对比同时中国主要出口对象的日本和德国则没有出现这样的异常变化，进口国公布的进口额大于出口国申报的出口额，美国相对其他主要贸易伙伴也维持了进口大于出口的规律。因此可以提出一个假设：此前的美国关税封锁在相当程度上被贸易商以转口贸易的方式进行了规避。

图表33：中美双边口径下的进出口额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade，中邮证券研究所

图表34：中日、中德口径进出口额对比（亿美元）

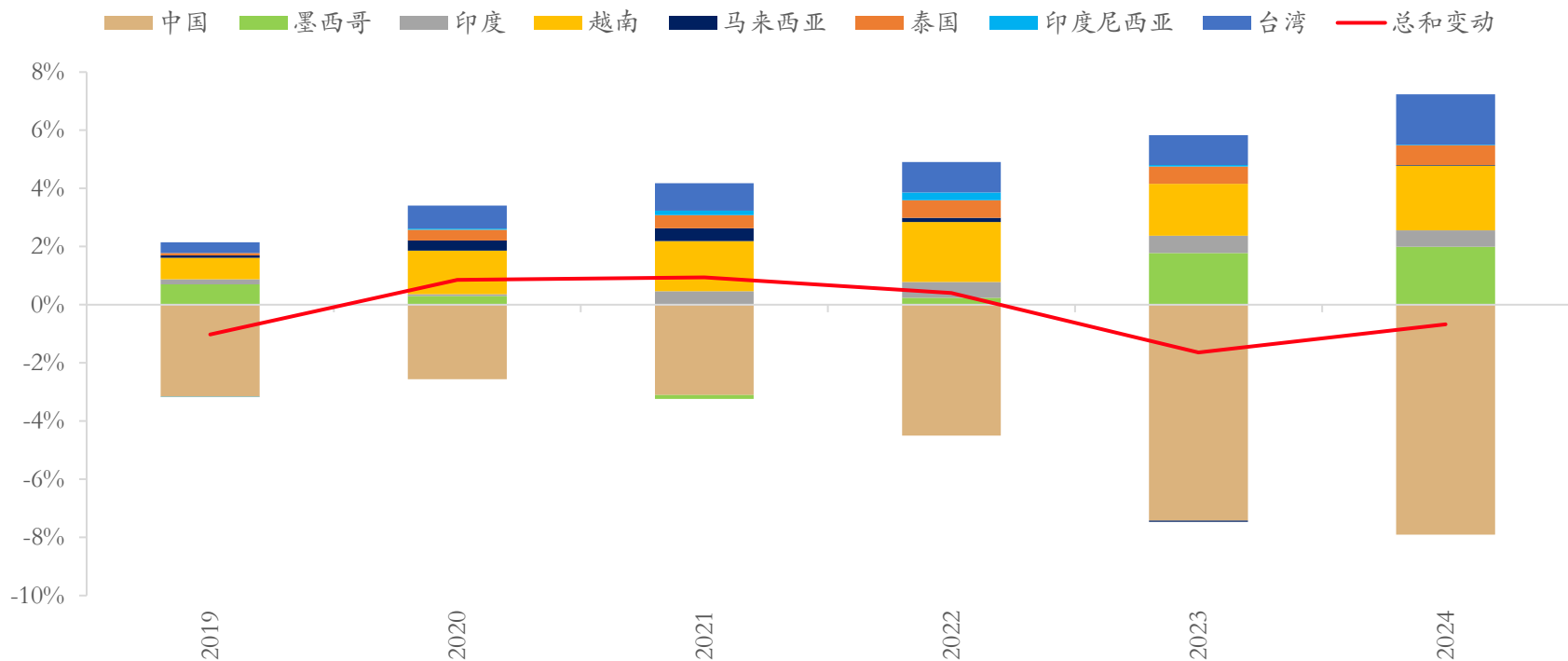


资料来源：UN Comtrade，中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

- 从占美国进口来源比例来看，墨西哥、台湾、东南亚和印度在2018年后增加的份额大致和我国减少的份额相等。于是我们现在要进一步回答一个关键的问题：这些国家在挤占我国对美出口份额的过程中，究竟是转口贸易更多，还是产能替代更多？

图表35：各国对美出口占比较2018年变动情况（%）

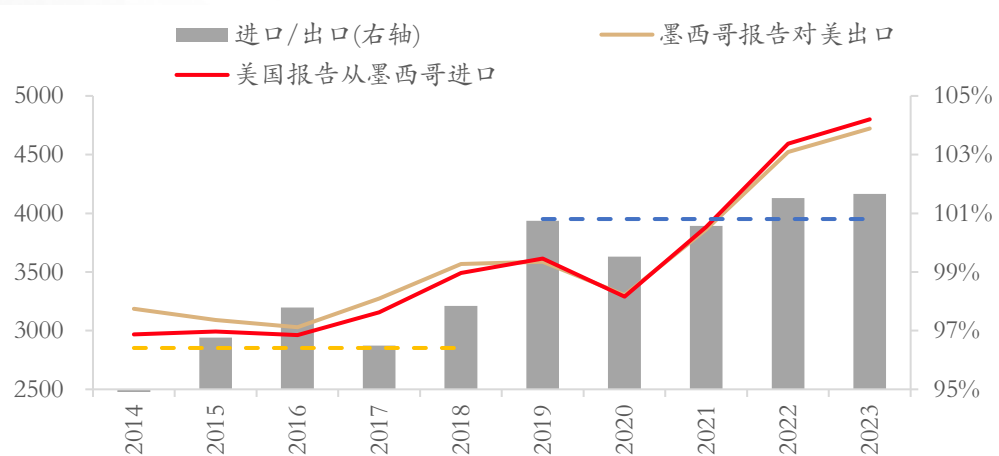


资料来源：UN Comtrade, 中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

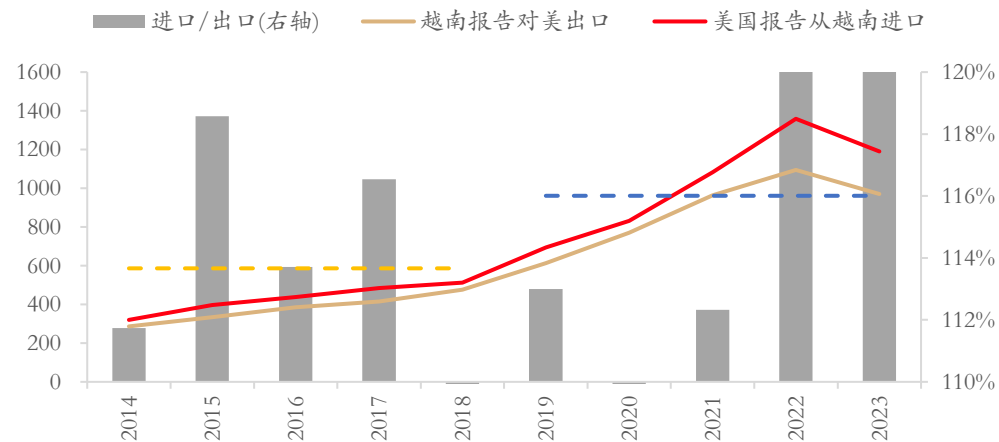
- 同样从进出口双方报告额之间的差异中可以发现转口贸易的证据。转口贸易造成我国对美出口报告额大于美自我进口报告额的原因在于贸易商在进行出口清算时向我国海关申报出口目的地为美国，但在转口地通过再包装和简单包装后，美国海关识别到的就是来自转口地的出口。于是和美国低估我国出口金额相对应的，美国应该会在2018年后高估转口地的出口金额。
- 就四个潜在的转口地而言，墨西哥、越南和台湾三者的双边口径进出口额之比出现了明显抬升，而印度基本保持不变。考虑到墨西哥、越南和台湾无论是在地理位置还是经贸关系上都更适合作为我国对美转口贸易的中转站，我们认为这就证明了目前有大量的我国对美出口是通过转口贸易的方式规避了美国的关税壁垒。并且我们还将日本和德国这两大美国的主要贸易伙伴作为对照组，可以发现美日和美加双边口径下的进出口额比并没如出现类似的上升。**因此，我国对美出口份额的下滑目前可能更多是转口贸易而不是产能转移导致的。**

图表36：美墨双边口径下的进出口额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade, 中邮证券研究所

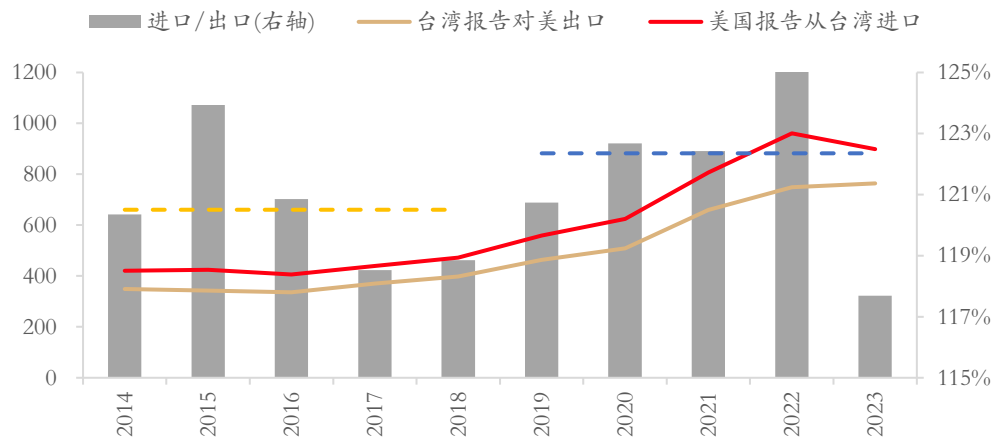
图表37：美越双边口径下的进出口额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade, 中邮证券研究所

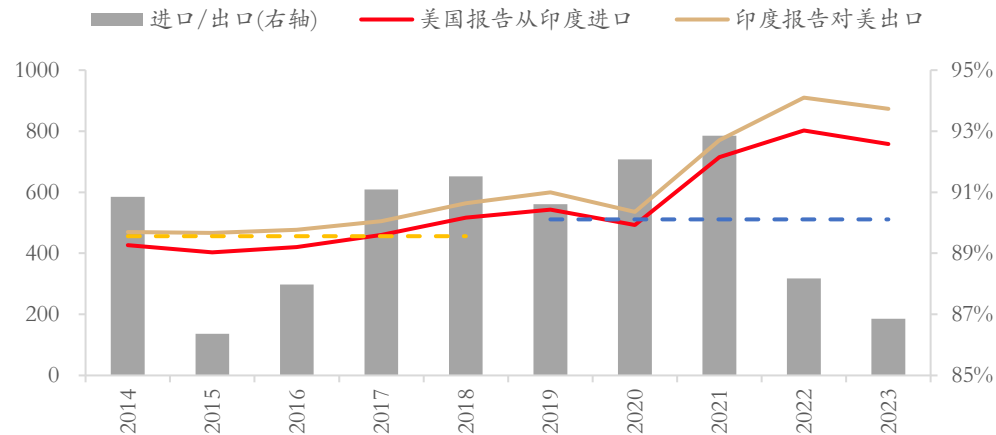
2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

图表38: 美台双边口径下的进出口额 (亿美元)



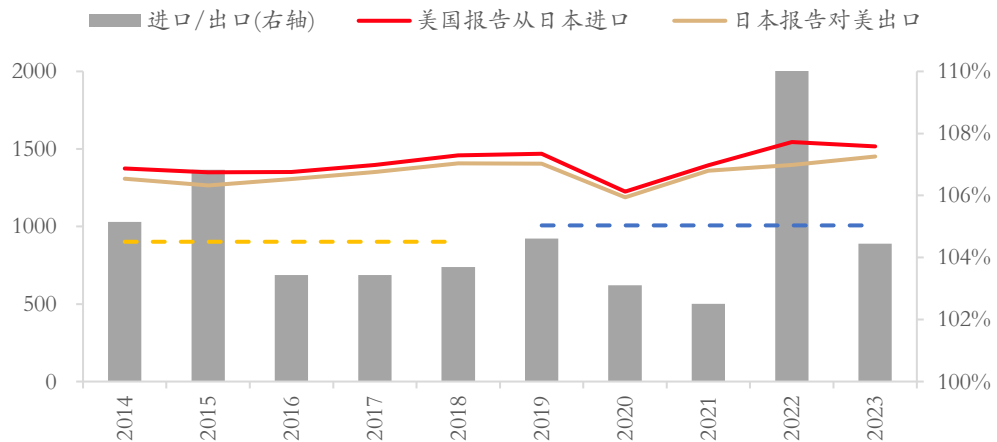
资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表39: 美印双边口径下的进出口额 (亿美元)



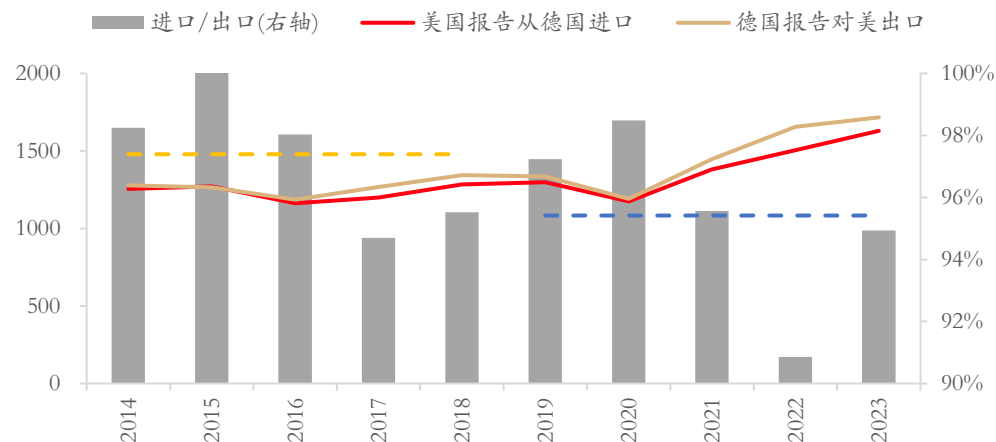
资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表40: 美日双边口径下的进出口额 (亿美元)



资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表41: 美德双边口径下的进出口额 (亿美元)

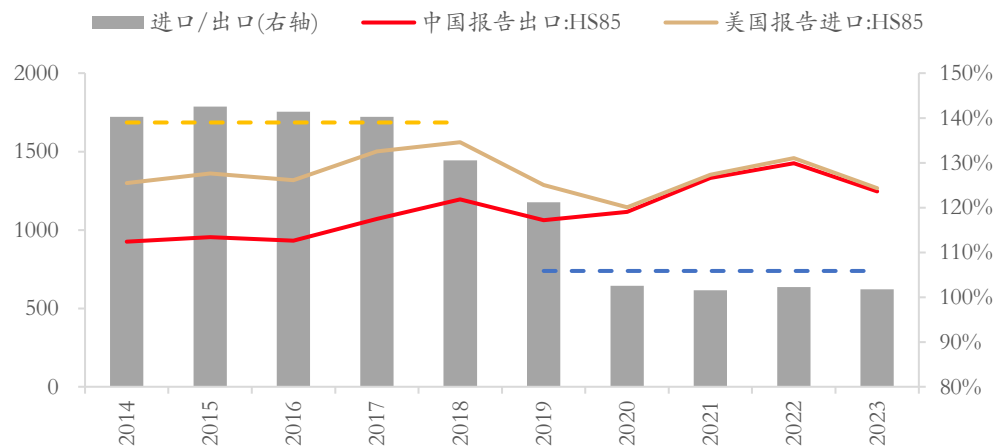


资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

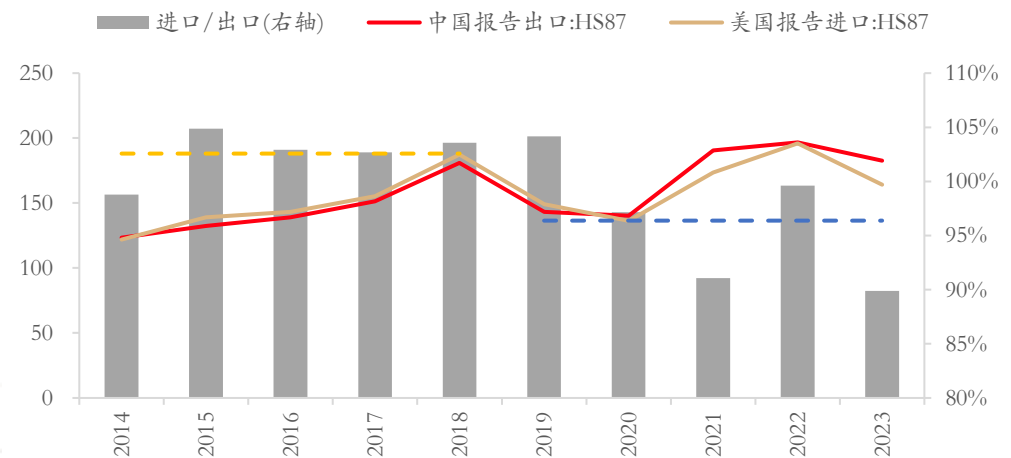
- 不同商品之间的转口贸易程度不同，届时受特朗普上台的影响也将有所差异。如HS85（大类下包括电机、电气设备等）和HS87（大类下包括车辆及其零件）两个在美国对华关税中被重点关注的商品大类，HS85在2018年后迅速出现了进口/出口比值的下降，这是明显的转口贸易迹象，而HS87口径下的转口贸易迹象要轻微很多。这主要是一方面HS85大类是传统的我国优势出口项目，出口额常年在1000亿美元以上；另一方面是我国HS87大类的主要出口目的地是欧洲和中亚国家，美国并不是最核心的海外市场。两方面因素导致了HS85和HS87两个商品大类在对美出口时采取转口方式规避美国关税的迫切程度不同。
- 相似的在其他我国传统的优势出口商品中，在HS64（鞋靴）和HS84（机器、机械）的转口贸易程度较小、而HS61（服装）和HS91（家具）未来潜在的不利影响更大。

图表42：中美口径下HS85进出口额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade，中邮证券研究所

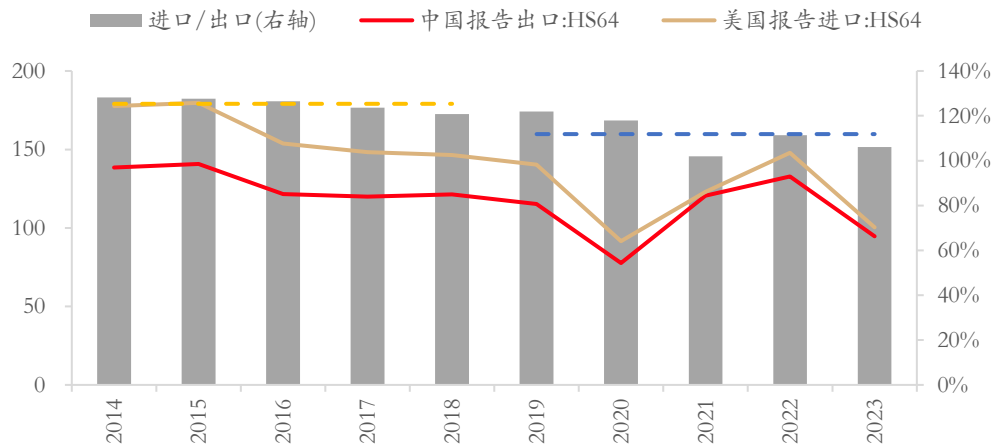
图表43：中美口径下HS87进出口额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade，中邮证券研究所

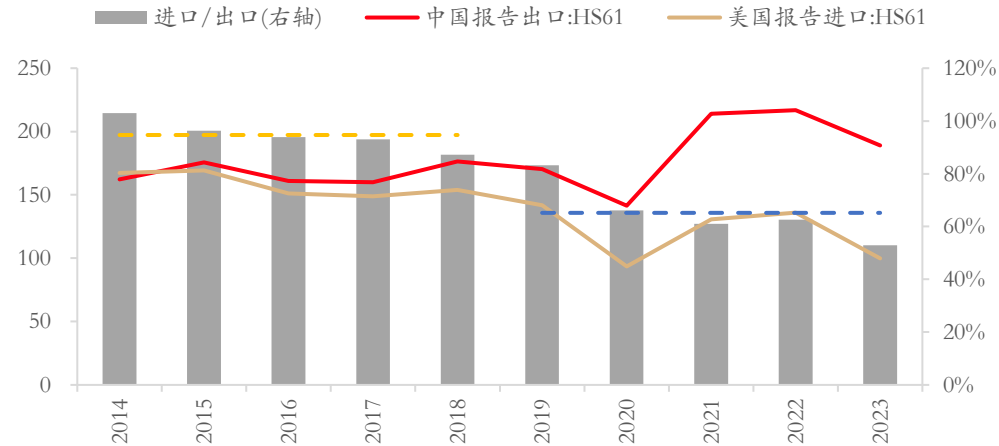
2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

图表44: 中美口径下HS64进出口额 (亿美元)



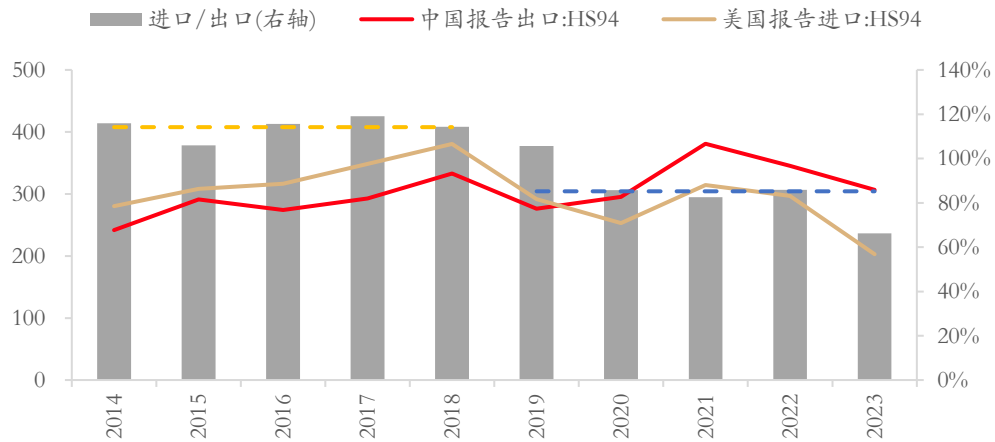
资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表45: 中美口径下HS61进出口额 (亿美元)



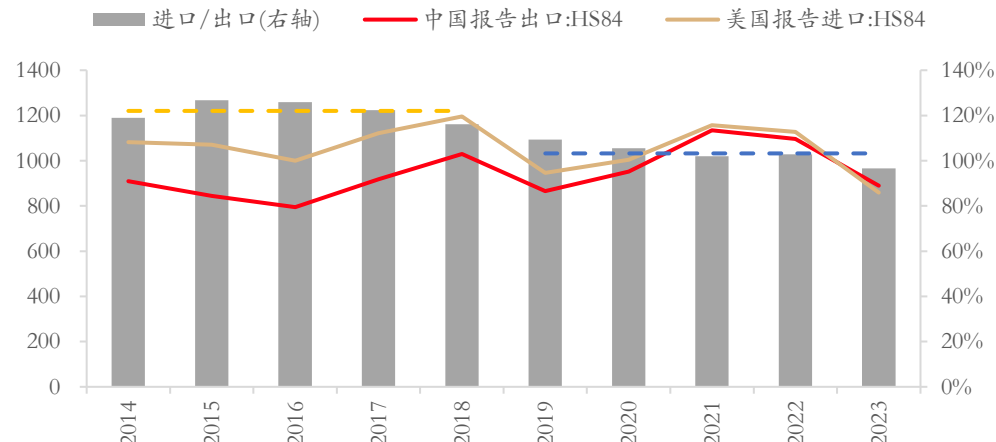
资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表46: 中美口径下HS94进出口额 (亿美元)



资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

图表47: 中美口径下HS84进出口额 (亿美元)

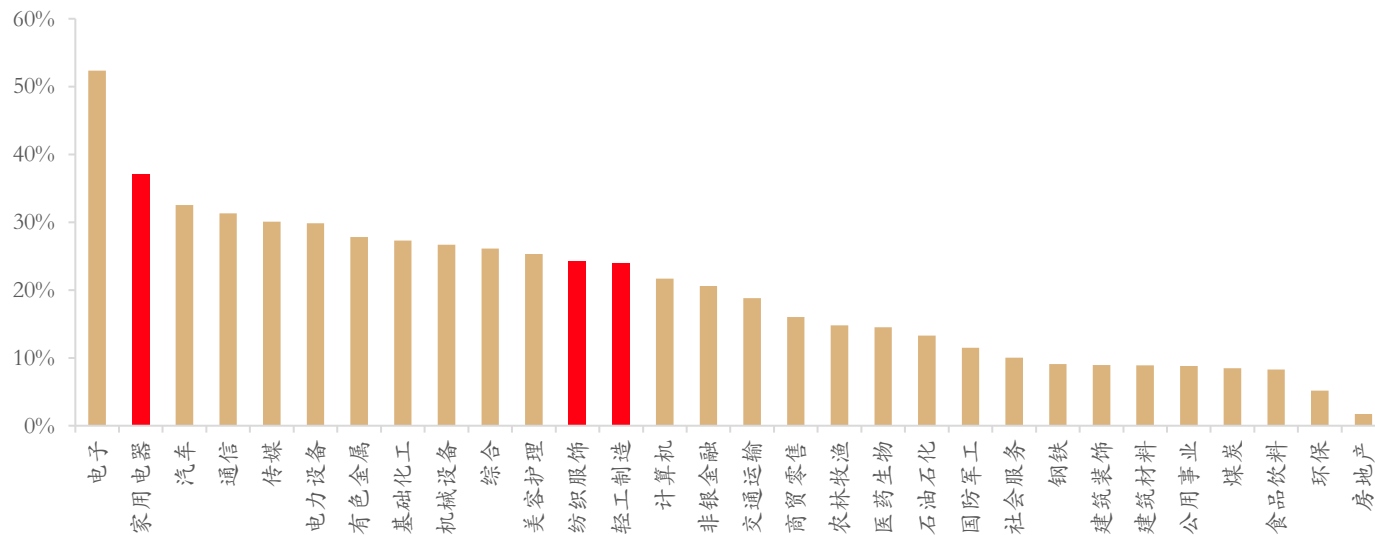


资料来源: UN Comtrade, 中邮证券研究所

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

- 考虑到特朗普在竞选过程中除了要对中国继续加征关税外，也着重点到了中国商品借道墨西哥进入美国的现象，故可以做一个定性的判断：**特朗普重回白宫后对我国出口，尤其是转口贸易的进一步打击将冲击到我国劳动密集型的外向型制造业，对上市公司的业绩影响反而没有那么强烈。**这也就意味这政策层将采取较大的力度去对冲外部不利影响，以实现“保基本民生、保工资、保运转支出”的三保目标，这也就提供了A股投资在2025年的一个潜在预期差方向：如果政策刺激真的让消费这头牛去喝水了呢？
- 另一方面，具体到A股行业层面，针对转口贸易或将对家用电器、纺织服饰、轻工制造这样带有劳动密集型属性又依赖美国市场的行业形成更大的不利影响，相对来说没有海外产能的企业压力会更大。

图表48：各申万一级行业海外营收占比（%）

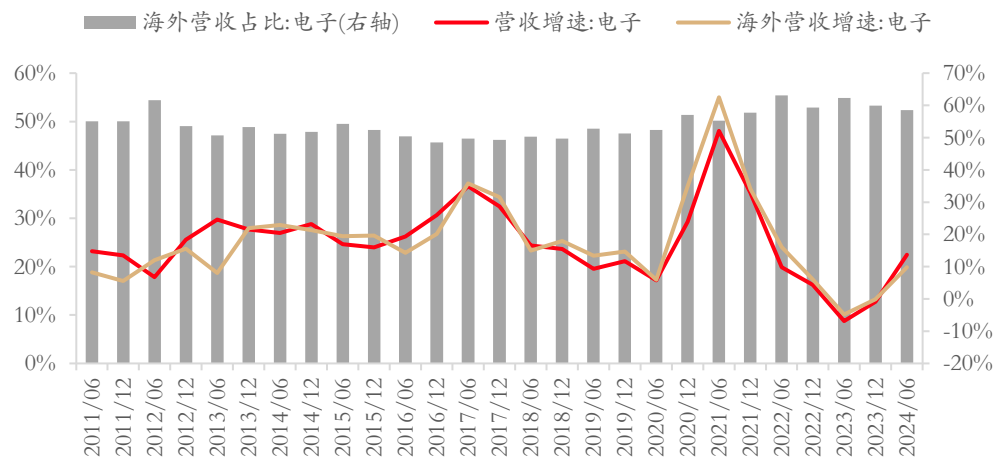


资料来源：wind，中邮证券研究所。注：上图仅代表公布了海外营收的公司样本，时间截面为2024三季报

2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

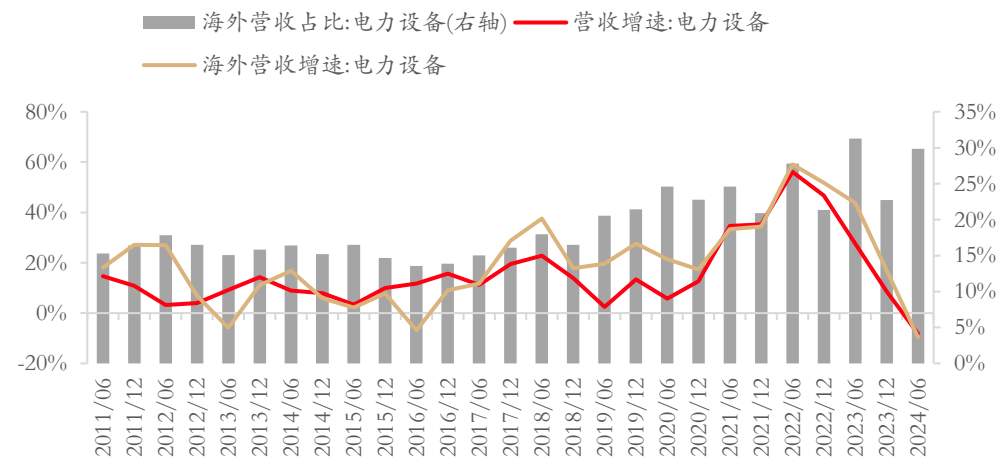
- 接着我们再来考虑出海是否会变成-α的命题。如果考虑长期的叙事逻辑，特朗普MAGA的愿景是使美国重新成为制造业强国，将对出口和出海形成双杀，尤其是赴北美出海企业。但如果仅看短期现实，海外产能建设需要时间，并且从2024年中报数据来看，对于各海外营收占比高的行业，外需的恢复速度是快于内需的。于是这也在个股择券角度提供了一个潜在的预期差，在悲观的长期叙事逻辑下“出海”企业反而可能会带来超预期的业绩兑现。于是相比“出海”变成-α之外，我们判断特朗普2.0对A股的影响更可能从打压转口贸易从而影响国内基本民生的逻辑链传导至A股。
- 就行业而言，能继续讲出海这个α叙事的或将缩圈到少数方向，家用电器、纺织服饰、轻工制造和通信里可能更有机会。家用电器、纺织服饰和轻工制造的出海α将来自美国对转口贸易打击导致的订单转移，而通信中则是海外AI发展迅猛对设备的需求依然旺盛。

图表49：电子海外营收占比及增速（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：上图仅代表公布了海外营收的公司样本

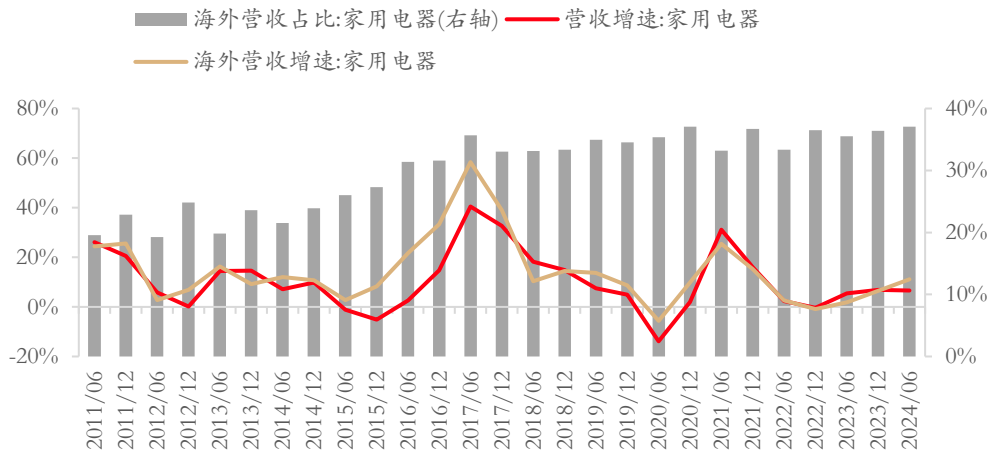
图表50：电力设备海外营收占比及增速（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：上图仅代表公布了海外营收的公司样本

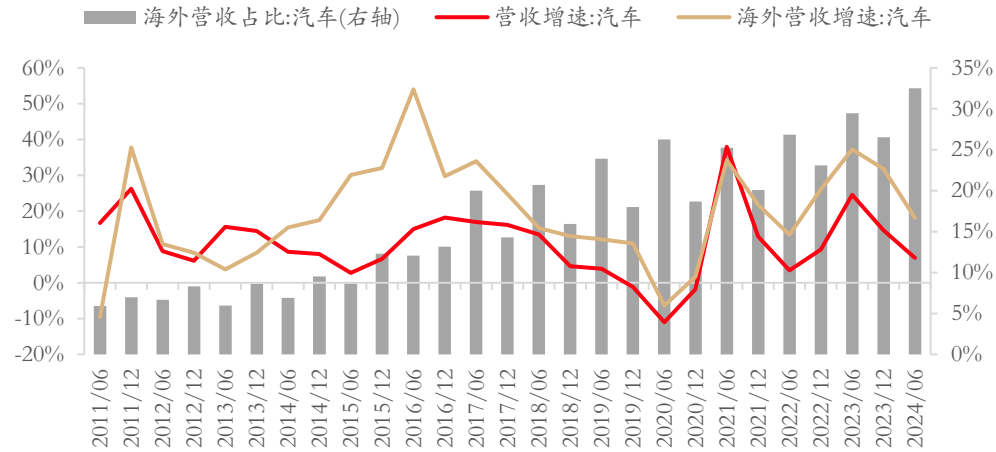
2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

图表51: 家用电器海外营收占比及增速 (%)



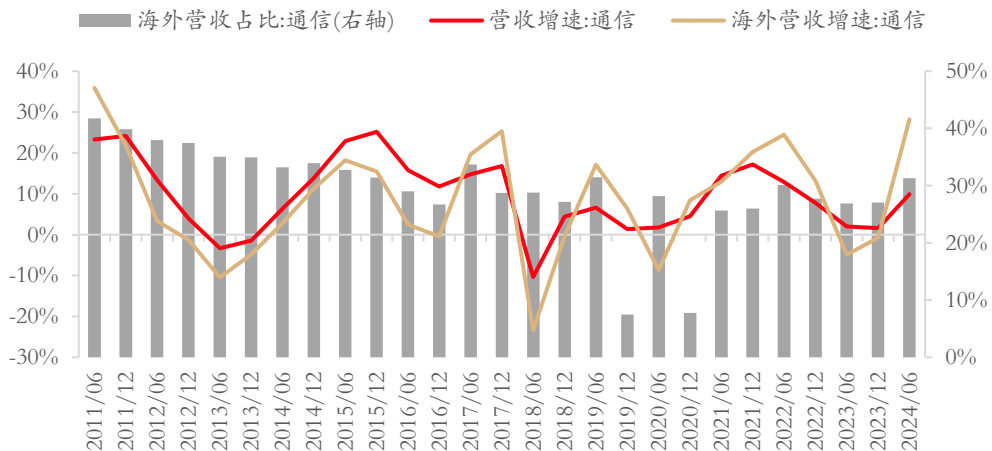
资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 上图仅代表公布了海外营收的公司样本

图表52: 汽车海外营收占比及增速 (%)



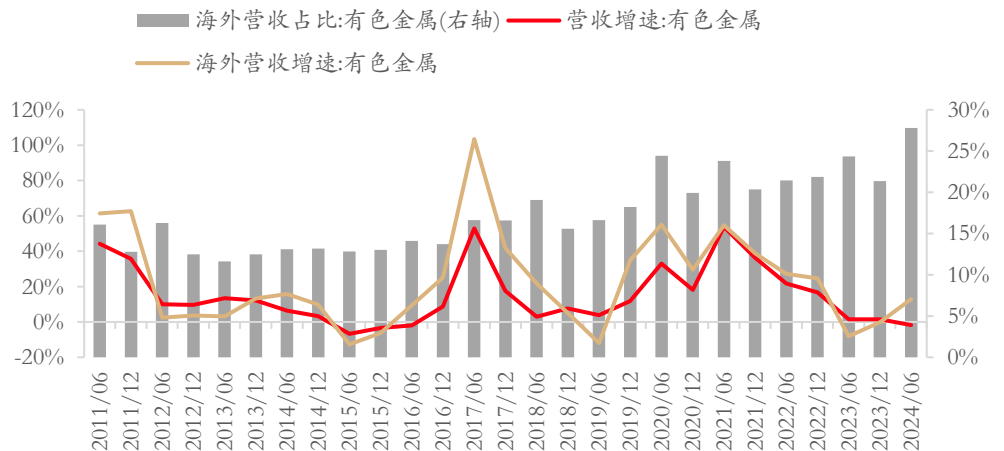
资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 上图仅代表公布了海外营收的公司样本

图表53: 通信海外营收占比及增速 (%)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

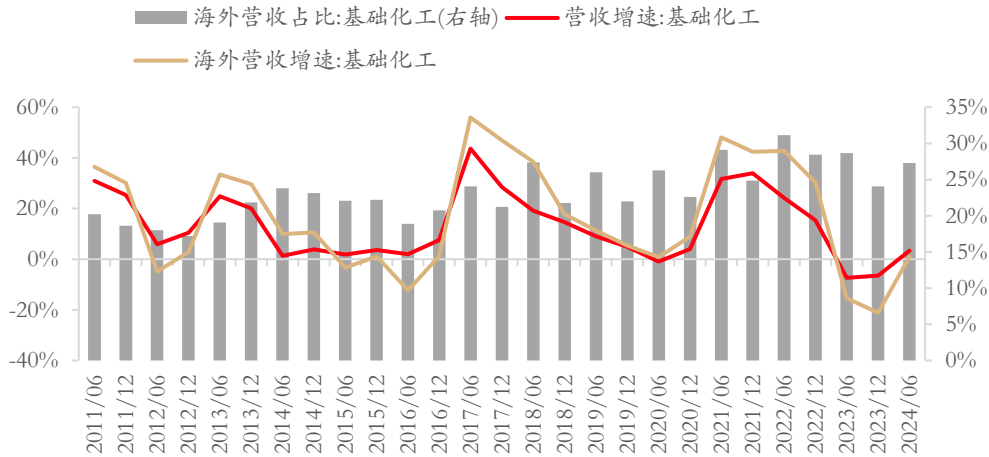
图表54: 有色金属海外营收占比及增速 (%)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

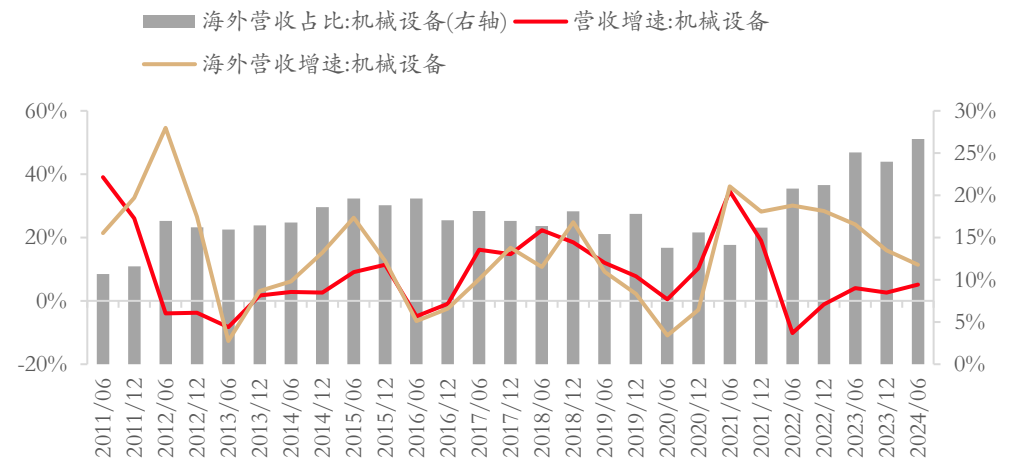
2.1 贸易战定数下的整体-β和个股强α

图表55: 基础化工海外营收占比及增速 (%)



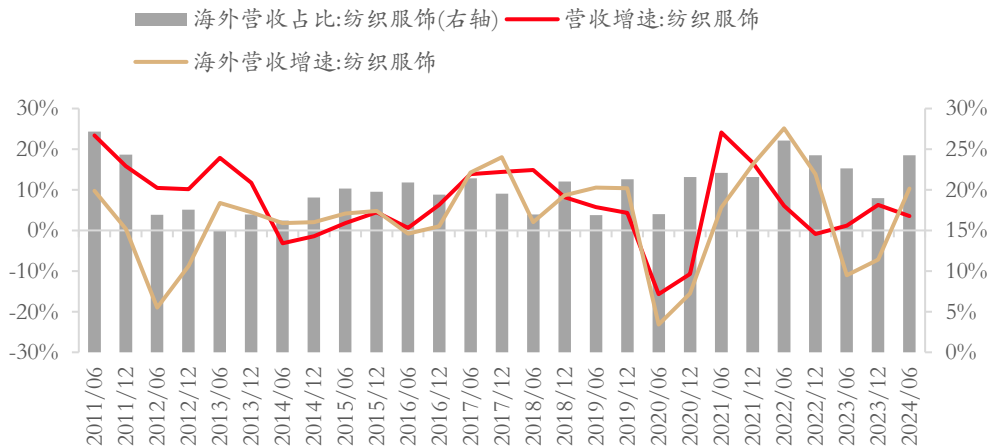
资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 上图仅代表公布了海外营收的公司样本

图表56: 机械设备海外营收占比及增速 (%)



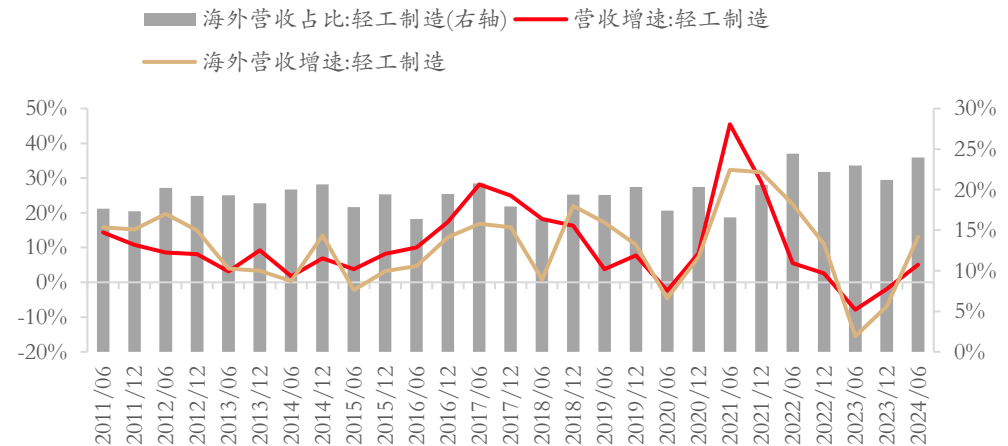
资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 上图仅代表公布了海外营收的公司样本

图表57: 纺织服饰海外营收占比及增速 (%)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

图表58: 轻工制造海外营收占比及增速 (%)

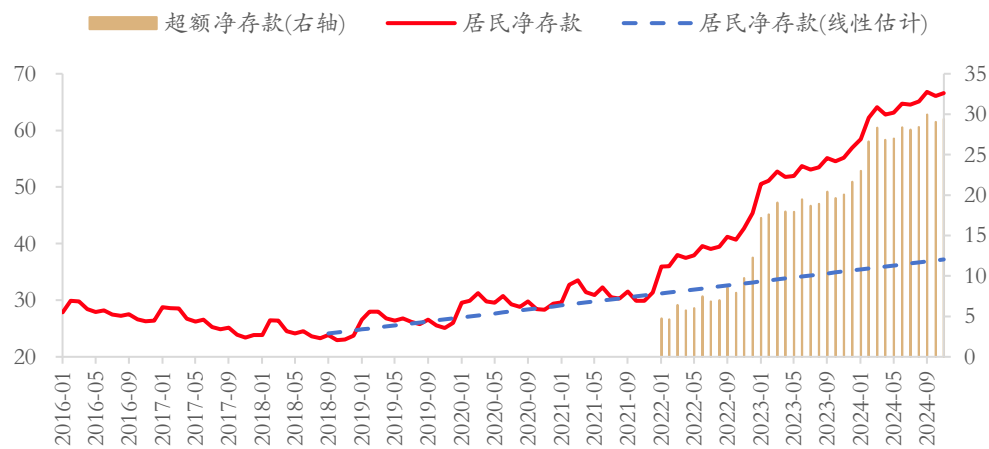


资料来源: wind, 中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

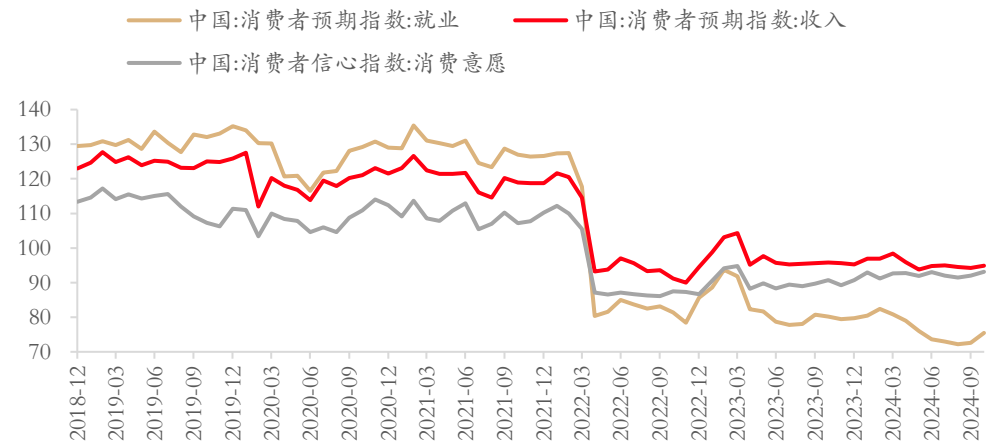
- 对于A股而言，2025年的第一大转变在于需求来源，这直接决定了A股在2025年找业绩增速的基础假设，是继续交易2024年的外需出海，还是转向交易国内复苏，亦或是沉沦于内外皆衰的图囿。
- 需求来源的转变自然是特朗普重回白宫的潜在冲击，这将是中美长期相背而行趋势中的一次中期加速，也是2025年A股投资环境转变的导火索。由中美之间隔阂加深带来的第一影响当来是直接外需的减少，在12月的中央政治局会议和中央经济工作会议中，我们都可以发现以扩大内需来对冲潜在外需减少的政策意图。内需的来源大致也就投资和消费两类，政府支出可以直接创造投资但在刺激居民消费上始终面临着“牛到河边不喝水”的问题，这也是为什么在中央经济工作会议做出超常规的积极表态后A股市场反而走弱的原因，在具体可行的实施政策发布之前，市场始终会对政府刺激居民消费的能力持怀疑态度。

图表59：居民持续累计超额净存款（万亿）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表60：国内消费者信心及预期均较为弱势

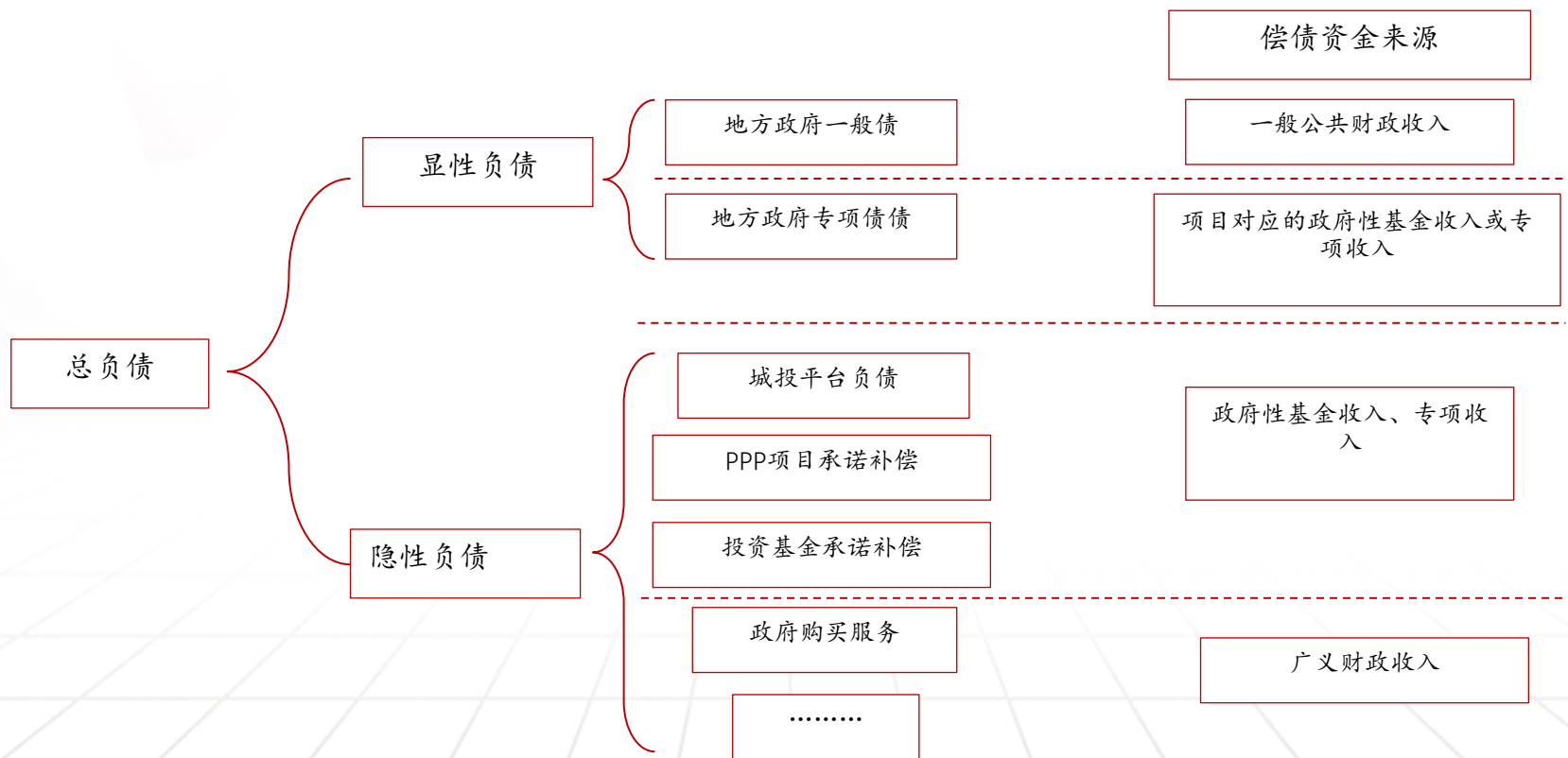


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 在前一节我们提出了“特朗普2.0对A股的影响更可能从打压转口贸易从而影响国内基本民生的逻辑链传导至A股”的观点，那么就引申出政府如何让消费这头牛喝水的问题。这个问题的答案或许并不需要等到2025年的两会提出具体政策举措，而是在10月开始的新一轮化债。在讨论化债和国内消费复苏的关系之前，首先需要先理解地方政府进行化解隐性债务是如何影响地方政府资产负债表和现金流的。

图表61：地方政府负债及对应偿债现金流来源示意图



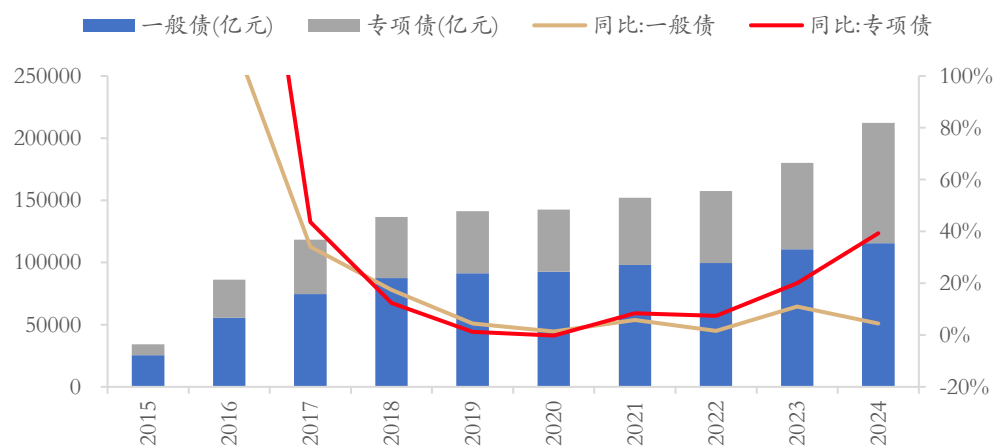
2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 第一本账（一般公共预算）主要负责当地政府日常的经常性开支，民生支出、基建投资和一般债还本付息的资金流都来自于此。隐性负债中城投平台负债、PPP项目承诺补偿和投资基金承诺补偿的现金流来源一般都是地方财政中的政府性基金收入，尤其是土地出让金收入，即地方财政的第二本账。而在地方政府购买服务时，政府用以支付的资金来源相对自由，除了第一和第二本账之外，在必要时也可以调动国有资本经营收入这第三本账，但此处需要注意地方政府购买服务的支付对象往往是当地的城投平台，所以对应的偿债现金流依然主要来自第二本账，而地方政府也容易在这里背上偿债义务，可能需要动用第一本账来支付隐债。
- 在大致了解地方政府各类债务和对应的偿债现金流来源后，我们再来审视化债带来的影响，使用一般债和专项债来进行化债会分别导向完全相反的结果：
 - ①如果地方政府使用一般债来置换隐债，地方政府的经常性支出能力会下降。虽然完成了低息债券对高息非标的置换，但也将负债对应的现金流从第二本账置换成了第一本账，以前隐性负债对地方政府财政资金的“软压力”（地方政府可以通过各种方式延缓偿债或进行资金拆借）也变成了纳入全年预算的“硬压力”，一旦叠加政府性基金收入同时承压就会导致地方政府在民生和基建方面的经常性支出能力下降；
 - ②如果地方政府使用专项债来置换隐债，地方政府的经常性支出能力会上升。虽然和使用一般债相比地方政府面临的总偿债压力不变，但显性债务还本付息的资金来源变成了政府性基金收入和专项收入。在这种模式中，首先不会像一般债置换模式那样挤压地方政府的全年预算，其次部分的隐债偿付压力也从第一本账转移到了第二本账。这种方式就相对解放了地方政府的经常性支出能力，地方政府面临的收入不足问题也相对从短期转化成了长期。

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

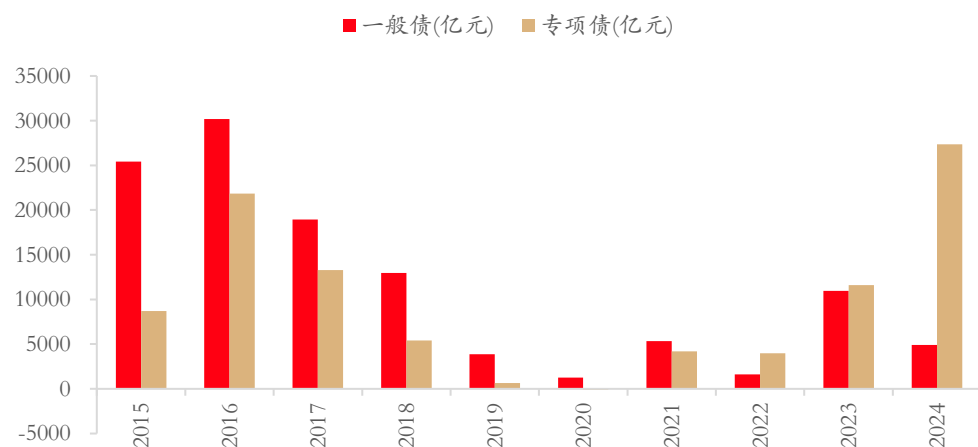
- 在11月8日十四届全国人大常委会第十二次会议上审议通过的《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》中，增加的6万亿元地方政府债务限额全部安排为专项债务限额，这和之前以一般债置换为主要化债方式不同。如图所示，此前地方政府进行隐债置换的高峰出现在2015-2018年。化债结构方面，在2015年正式开始地方政府化债工作后主要使用了一般债来进行隐债置换，在2023年下半年开始重点支持高风险地区化债后使用专项债净置换规模首次高于一般债，2024年在《议案》通过后彻底转向以专项债为主的化债结构。这也就意味着2024年底开始的这二轮化债高峰将和2015-2018年的第一轮化债高峰对地方政府经常性支出能力产生相反影响。

图表62：地方“化债”用一般债及专项债存量



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表63：地方“化债”用一般债及专项债净发行额

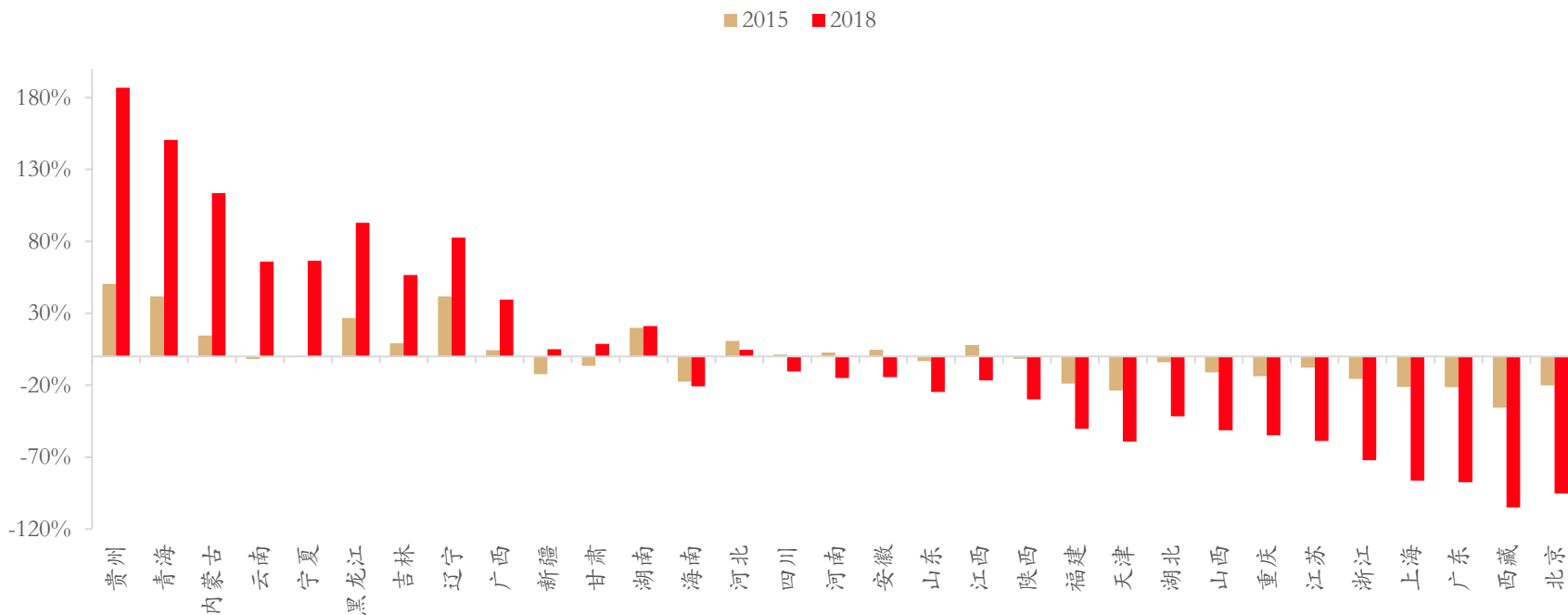


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 在2015-2018年的隐债置换高峰中，各省市之间的化债强度存在明显差异。在此处使用“化债用”一般债存量与当地一般公共预算收入的比值来标准化各省市本轮隐债置换的强度。如图所示为各省市“化债用”一般债存量/当地一般公共预算收入和整体平均值的偏离情况（下文简称为使用一般债的置换强度），显而易见的是本次化债强度最大的省市集中在西部和东北，同时我们得到了观察化债对省市层面经济影响的分类依据。

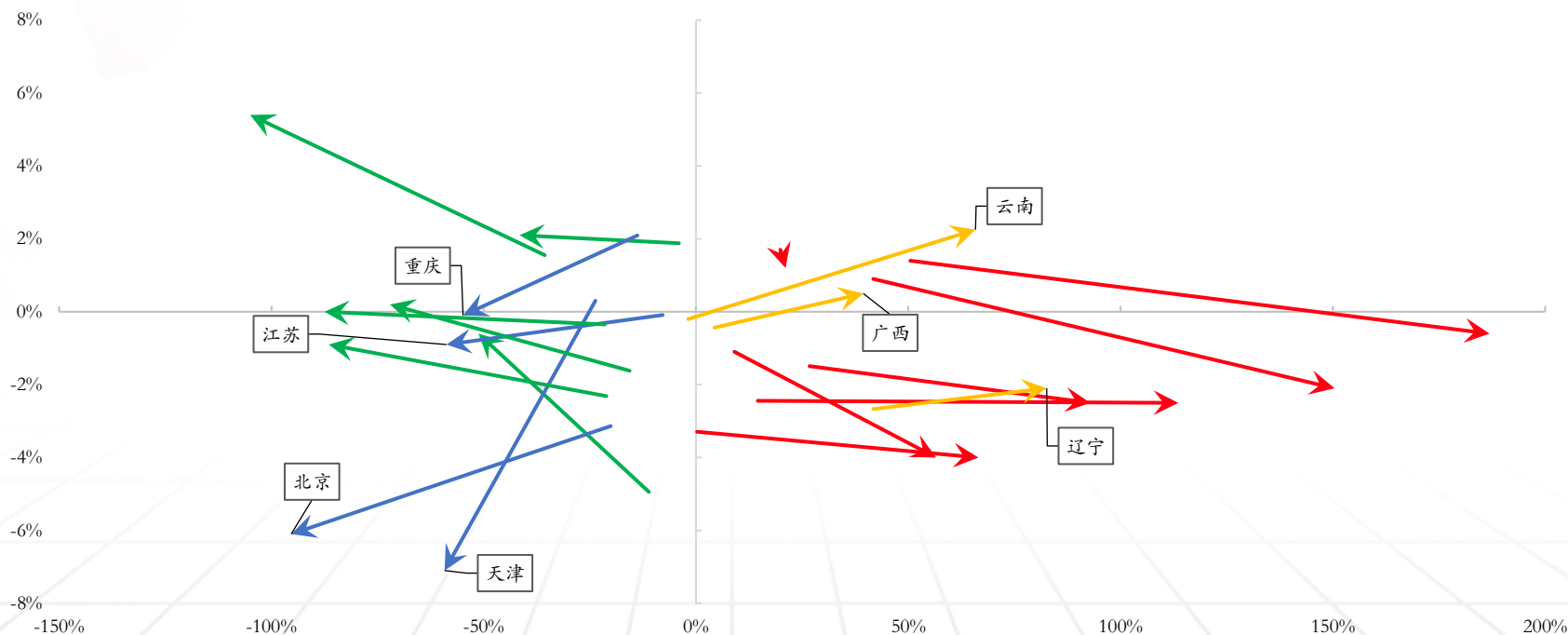
图表64：各省市一般债置换强度较整体平均值的偏离情况(%)



2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 2015-2018年使用一般债置换隐债对地方层面消费产生了明确负面影响。在图65中，横坐标为使用一般债的置换强度在2018年相较2015年的变化，纵坐标为各省市地方社零增速和全国社零增速差（下文简称地方社零相对增速）在2018年相较2015年的变化，此图用以直观反应使用一般债进行隐债置换对地方社零相对增速的影响。下图中箭头起点为2015年数值，终点为2018年数值。在此选取了使用一般债置换强度排名前10和后10的省份，显然指向右侧的箭头代表着更高的一般债置换强度，右侧箭头仅有云南、广西、辽宁3个省份地方社零相对增速上升，而左侧箭头中仅有重庆、江苏、北京和天津4个省份地方社零相对增速下降。

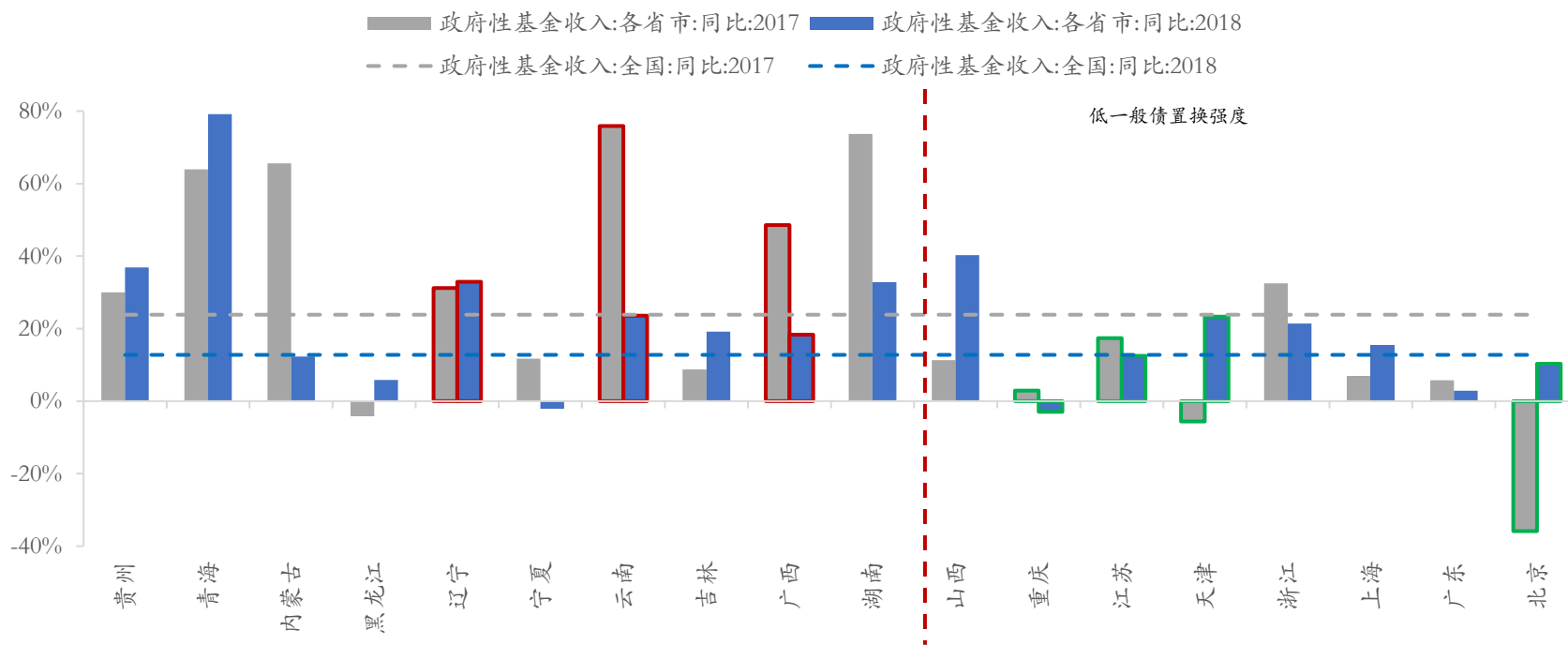
图表65：各省市使用一般债置换强度(%)和社零相对增速(%)



2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 在上文讨论化债潜在影响时，我们也提及了政府性基金收入这第二本账的重要性，这是因为第二本账的主要收入来源是土地出让金，第二本账收入的大幅增加可以看作是地方政府的扩表行为。在纳入第二本账的视角下，对于存在的特异值可以从地方政府扩表行为来进行补充解释。高一般债置换强度但社零相对增速上行的3个省份在2017-2018年房市回暖的过程中进行了积极的扩表，而低一般债置换强度但社零相对增速下行的4个省份的扩表力度要低于全国同期水平。

图表66：各省市2017、2018年政府性基金收入同比增速(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

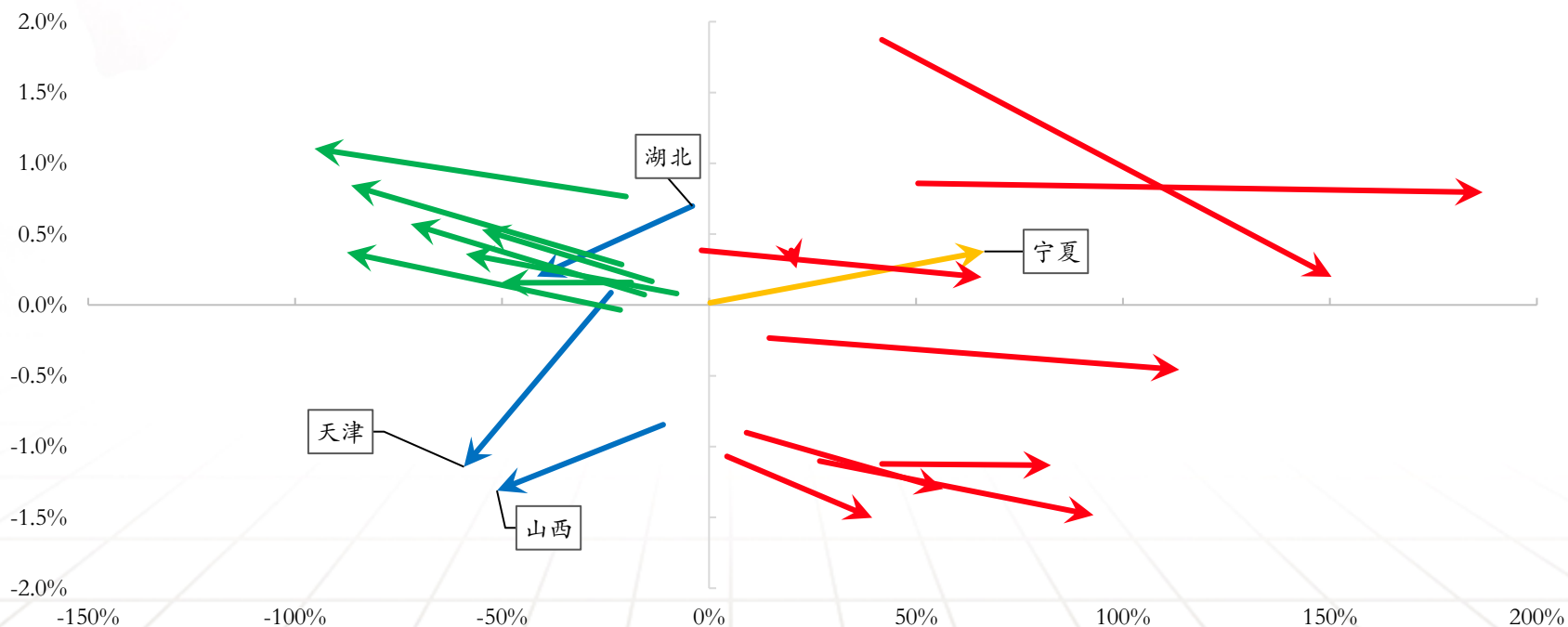
2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 至此，我们可以大致得出一个结论：使用地方政府一般债进行隐债置换情况并且地方政府没有进行扩表的话，对于地方层面的社零消费实际是形成抑制的。又如前文所述，2024年开始的本轮化债对地方政府经常性支出能力的影响出现镜像反转，因此本轮化债对消费的作用也从负面转向正面。
- 相较于各类“以旧换新”政策补贴耐用品消费，居民可支配收入的改善将是更长久的内需复苏支撑因素，化债能否实质性导向内需复苏就需要证明“化债—消费”的传导机制可以扩展为“隐债置换—居民可支配收入—消费”。如果此条传导机制被实证确定，那么就为2025年交易内需复苏提供了底气，后续可能的各类消费类补贴和刺激政策才有发挥效用的基础。

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 参照同样的方式，我们构建了一般债置换强度和可支配收入之间的坐标系。在图67中，横坐标为使用一般债的置换强度在2018年相较2015年的变化，纵坐标为各省市地方可支配收入增速和全国可支配收入增速差（下文简称地方可支配收入相对增速）在2018年相较2015年的变化。相比一般债置换强度和社零增速，一般债置换强度和地方可支配收入相对增速的负相关性还要显著，在一般债置换强度前10和后10的省份中分别仅有1个和3个特异值。

图表67：各省市使用一般债置换强度(%)和可支配收入相对增速(%)

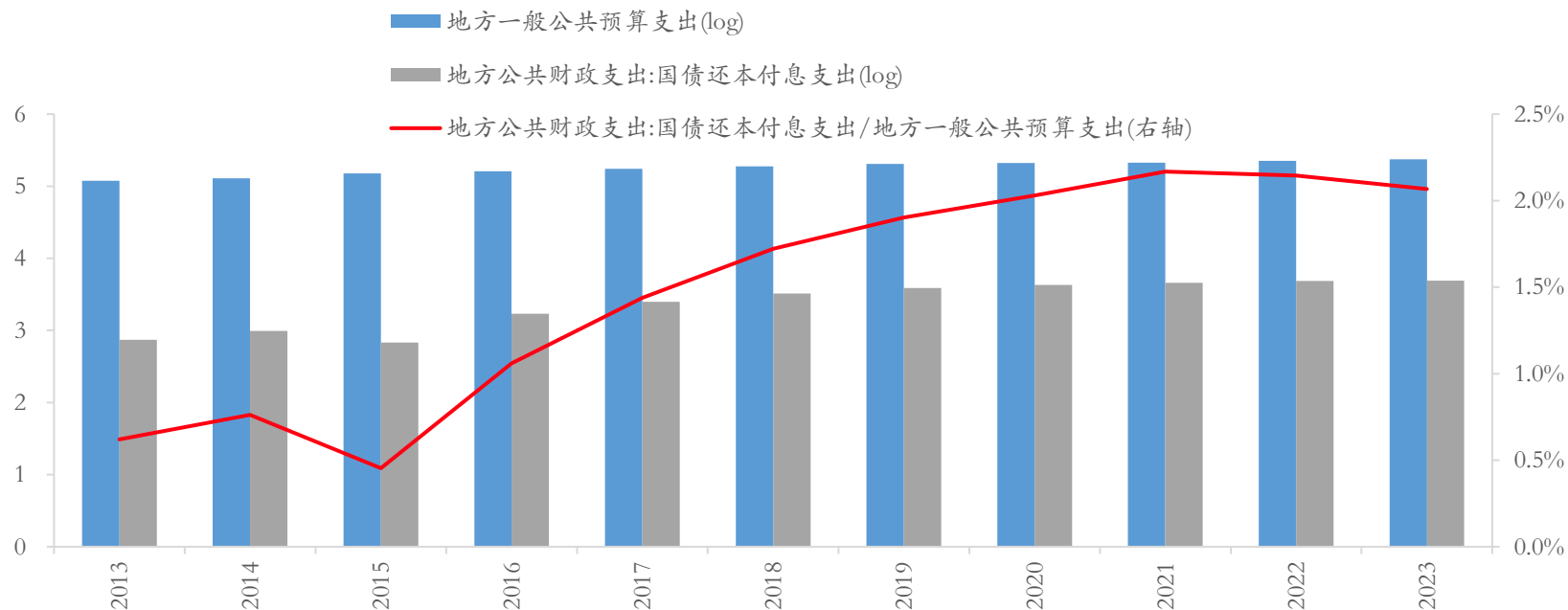


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

- 化债对居民可支配收入的影响是通过政府的经常性支出产生的，在2015年开始化债后地方政府的还本付息支出占地方一般公共预算支出的比率大幅增加，并且也在2021年后随着化债力度降低回落，而还本付息支出占比的提升会挤占经常性支出的空间。于是化债至居民消费的传导路径最终为“隐债置换—政府经常性支出—居民可支配收入—消费”。

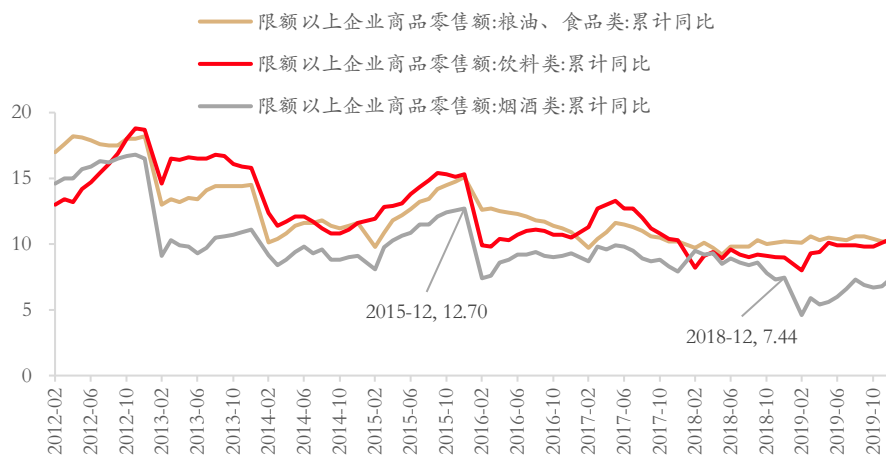
图表68：化债占用地方政府一般公共预算支出(%)



2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

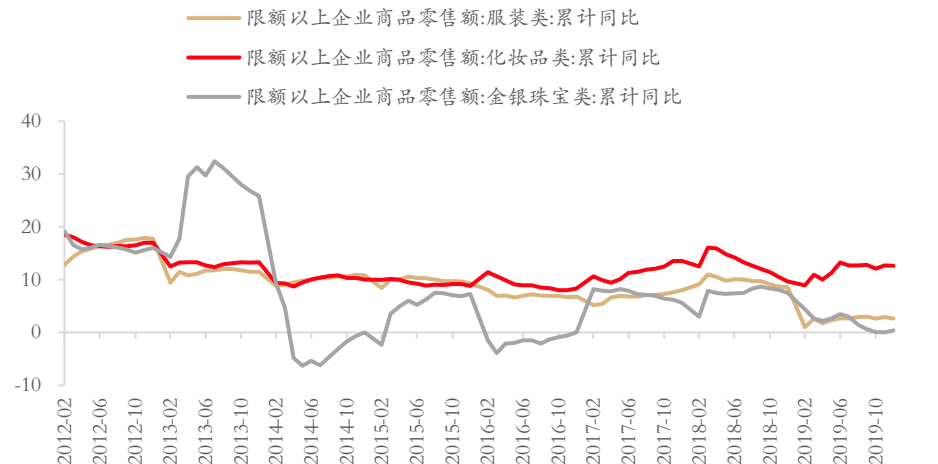
- 在2015-2018年化债的后半场，“消费降级”的概念开始被提及，并被选为2018年度十大新词语。烟酒和金银珠宝两大最具备可选属性的商品分类的零售增速在化债后半场持续走低。当然“消费降级”概念的出现必是国内外多种原因所致，但其和2015-2018年化债周期以及2018年严控新增隐债在时间点上有着极高的重合，因此认为“消费降级”现象的出现是地方政府化债压力外溢影响到居民可支配收入之后的结果。

图表69：食品类限上零售额累计同比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表70：服饰化妆品类限上零售额累计同比(%)

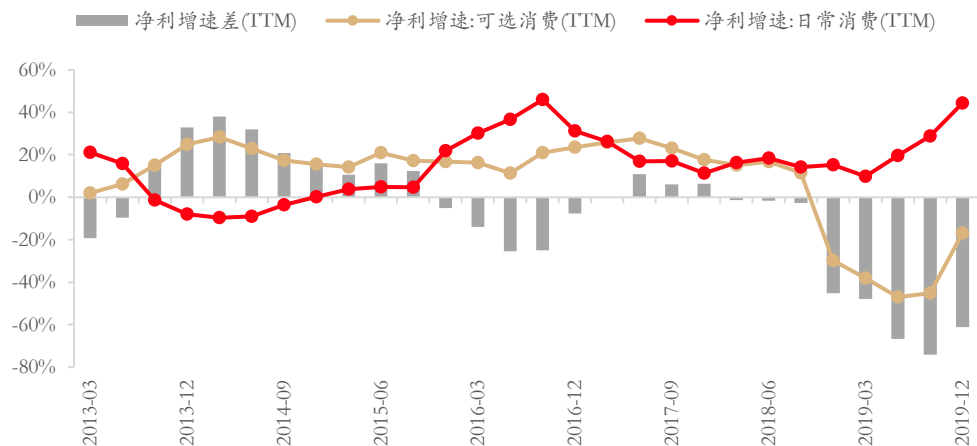


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

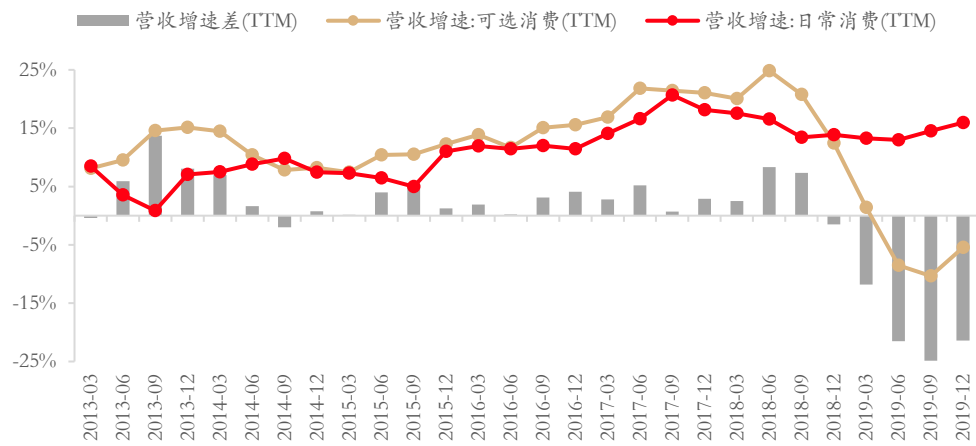
- 在业绩层面也可以观察到2015-2018年化债高峰中可选消费相对日常消费逐渐承压的过程。如图所示，在进入化债高峰后可选消费相较日常消费的净利增速优势逐渐由正转负，并在2018年净利及营收增速均出现大幅下滑，而同期日常消费的业绩表现不降反增。可选消费业绩在2018年的大滑坡一方面是2018年5月发改委和财政部联合印发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》切断了地方政府在化债同时违规举债的后路使得化债压力集中凸显，另一方面是2015-2017年耐用品消费的两大维稳因素不再（①减免车辆购置税政策结束和②棚改导致的地产销售大周期）。

图表71：日常消费与可选消费净利增速（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表72：日常消费与可选消费营收增速（%）

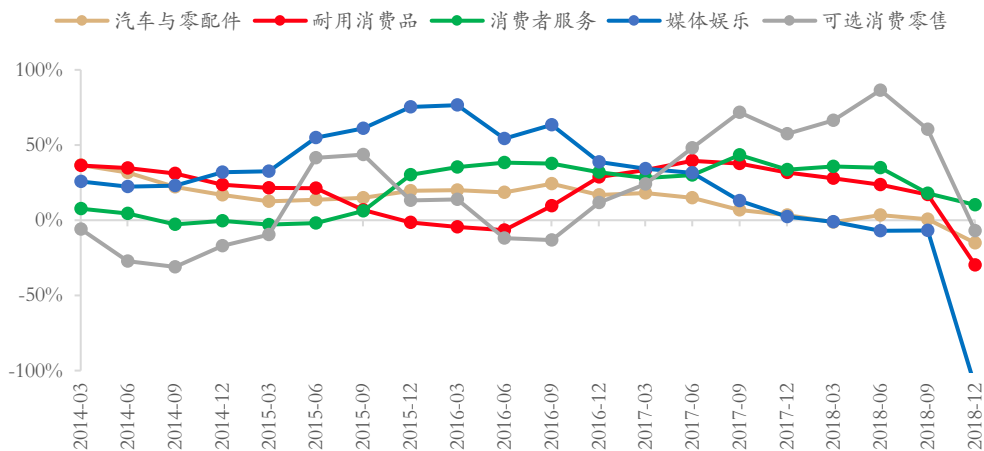


资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 化债新思路下交易内需复苏的可能性

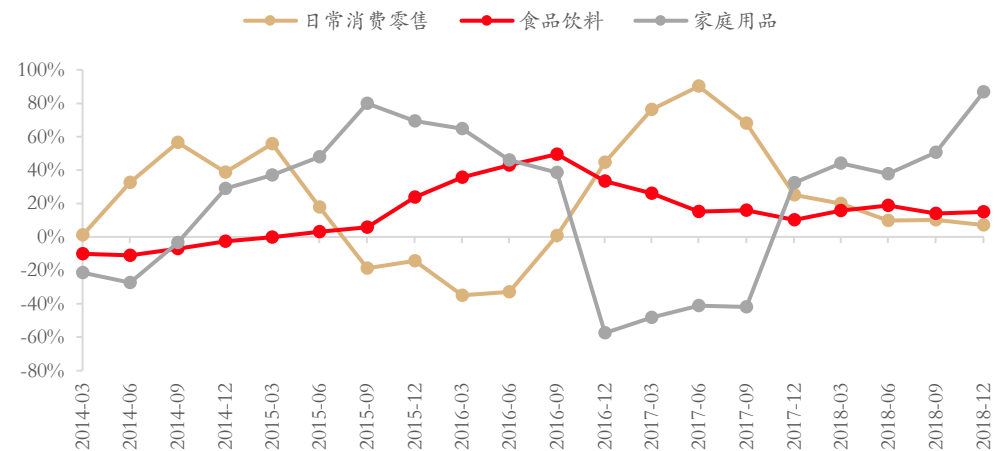
- 在可选消费和必选消费的二级行业中也可以观察到类似的现象。可选消费的二级行业在2018下半年的TTM增速普遍转负，而如图所示的日常消费二级行业则保持了相对韧性。在2018年5月发改委和财政部联合发文严控增量后可选消费和日常消费之间出现的快速业绩增速背离为我们“隐债置换—政府经常性支出—居民可支配收入—消费”传导路径的假设提供了有力证据。
- 至此，我们已经得到了必要的传导路径和历史证据来支持“隐债置换—政府经常性支出—居民可支配收入—消费”的传导路径。相应的，本次化债全部采取了专项债限额进行置换，对地方政府经常性支出的影响和2015-2018年化债高峰是镜像的。于是在本轮化债改善消费基本面的基础结论上，我们认为可选消费优于必选消费，“消费升级”的逻辑优于“消费降级”。

图表73：可选消费二级行业净利增速（， %）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表74：日常消费二级行业净利增速（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所



三

2025配置展望：钟摆的回荡

- 3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级
- 3.2 降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来
- 3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

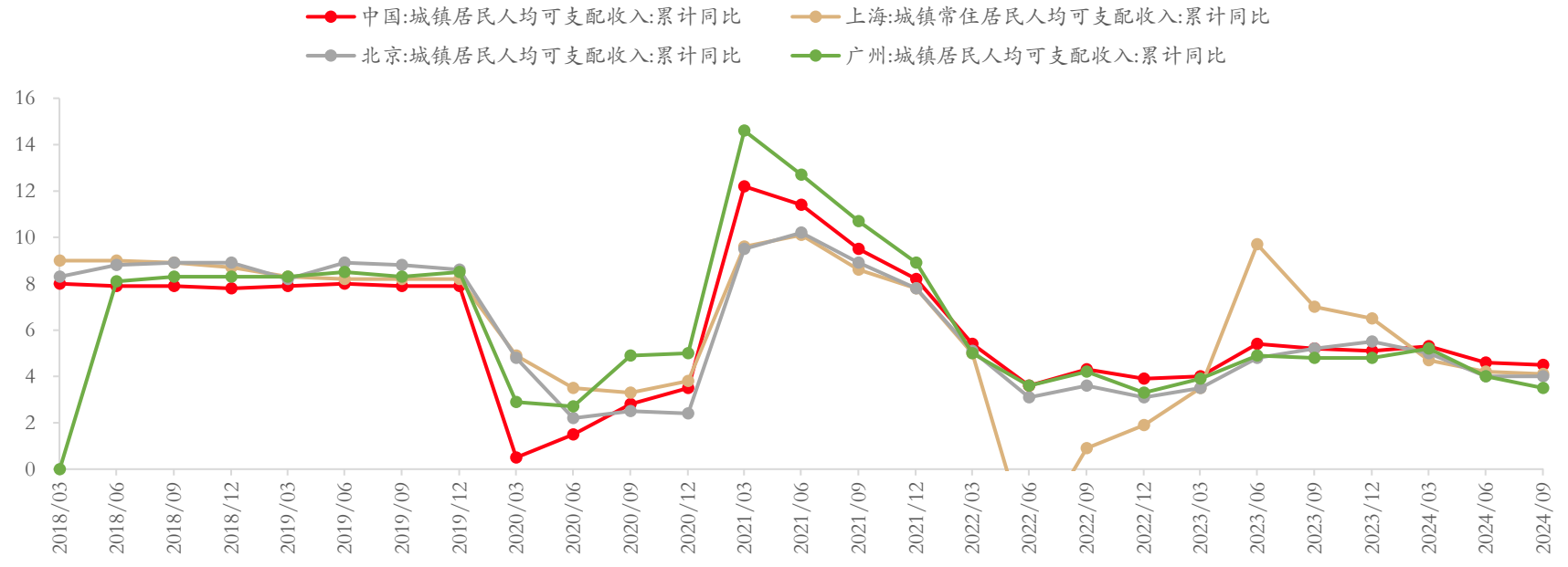
3 2025配置展望：钟摆的回荡

- 2025年A股配置和2024年最大的不同是我们能展望到一些基本面改善的因素可能发生，但具体的时机和程度仍然难以把握，在2025年初进行全年的行业配置是非常困难的，并没有一个胜率和赔率都适意的大方向可以作为全年持仓的趋势性交易选择。在此我们认为2025年进行配置的核心思路在基本面钟摆回荡的起点去抓住细小的确定性，而宏观叙事的趋势性主线交易更可能是2026年需要考虑的事情。在此，我们提出3个在2025年需要考虑的钟摆回荡：
 - ①**内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级。**未来内需复苏的主要拉动来自地方政府部门的支出能力恢复，低线城市经济活动和地方政府的联系较高线城市更为紧密，因此低线城市有更强的经济能力去做消费升级。因此和过去的消费升级相比，各种可选消费品的高端头部表现仍然会比较挣扎，而更多受益的或是带有初步改善属性的入门选项，在初步表现上会比“消费升级”更像“消费降级”。零食、软饮、美护、港股互联网平台是更好的趋势交易选择。
 - ②**降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来。**如果从供求矛盾这一周期品定价的核心逻辑来看，周期品在全年主线缺乏作为持续性主线的确定性：一方面是不看好国内地产投资能够触底回升；另一方面是受美国政策行为不利于有色和石油的价格上涨。黄金在2025年的定价逻辑长期更重避险，大争之世具备中枢继续上行的基础。特朗普上台后的政策实施可能会导致降息可能性回归，2025H2将可以交易工业金属行情。
 - ③**估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比。**在当下的宏观经济和微观流动性背景下，想要让市场如2021年一样乐观或许较为困难，这也意味着如果没有在Q1业绩披露后看到市场对未来收入预期的上调，那么半导体等成长主题现在或已经触及了估值泡沫化的极限。另一方面是红利占优需要满足的窄信用利差和低市场波动在2025年很难持续满足，因此会更多作为缺乏基本面锚时的过度选项。

3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级

居民可支配收入增速的变化指向内需复苏的开始更像一场“更像消费降级的消费升级”。在新冠疫情之前，北上广一线城市的城镇居民人均可支配收入高于全国整体水平，而进入到2024年后逐渐形成了一线城市人均可支配收入增速低于全国平均水平的新格局。并且考虑到未来内需复苏的主要拉动来自地方政府部门的支出能力恢复，低线城市经济活动和地方政府的联系较高线城市更为紧密，因此低线城市有更强的经济能力去做消费升级。因此和过去的消费升级相比，各种可选消费品的高端头部表现仍然会比较挣扎，而更多受益的或是带有初步改善属性的入门选项，在初步表现上会比“消费升级”更像“消费降级”。零食、软饮、美护、港股互联网平台是更好的趋势交易选择。

图表75：全国及一线城市人均可支配收入增速 (%)

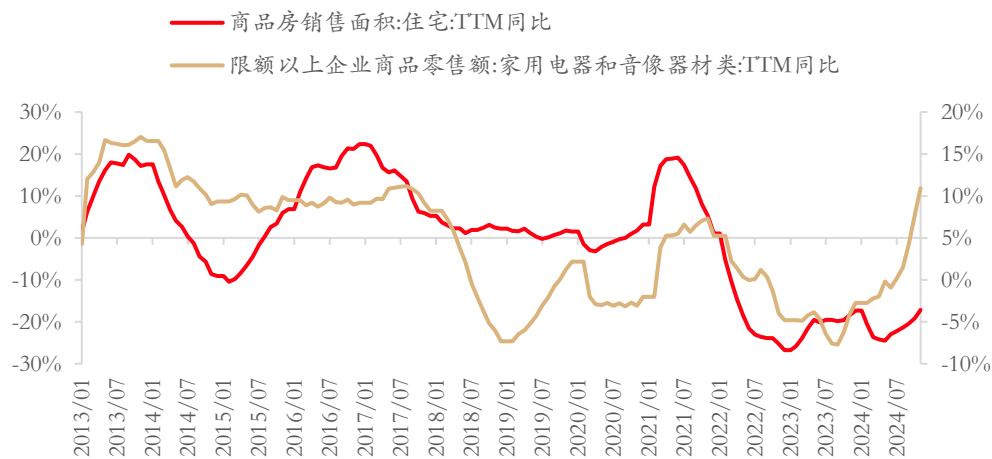


资料来源: wind, 中邮证券研究所

3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级

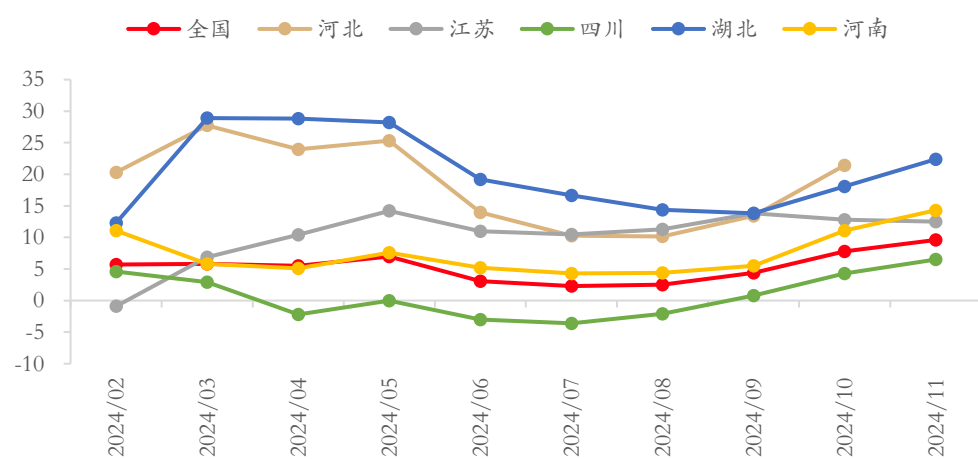
■ 在A股中讨论消费就不可能绕开以家电和白酒为代表的消费核心资产，消费核心资产在2025年可能并不是一个好的趋势交易选择。家用电器方面，首先是在前文中提到特朗普2.0中美国对转口贸易的打击将是一个确定的-β因素，其次地产周期的缺席导致家电在2025年的业绩将极其依赖消费品以旧换新政策的实施效果。就河北、江苏、四川、湖北和河南5个可获得高频的家用电器限上零售额数据的省份来看，本次家电以旧换新政策在江苏省的刺激效果并不显著，累计同比不升反降，相对欠发达的河北和河南改善显著。这指向本次以旧换新政策驱动的或是低线城市的升级更新，那么这和A股过去所熟悉的消费升级是不同的，低线城市是否能释放出足够的消费能力给行业打上足够的+β存在不确定性，或许我们能够期待地产小阳春带来的阶段性行情，但全年的不确定性较大。

图表76：商品房销售面积及限上家用电器零售额同比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表77：全国及部分省份限上家用电器零售额同比(%)

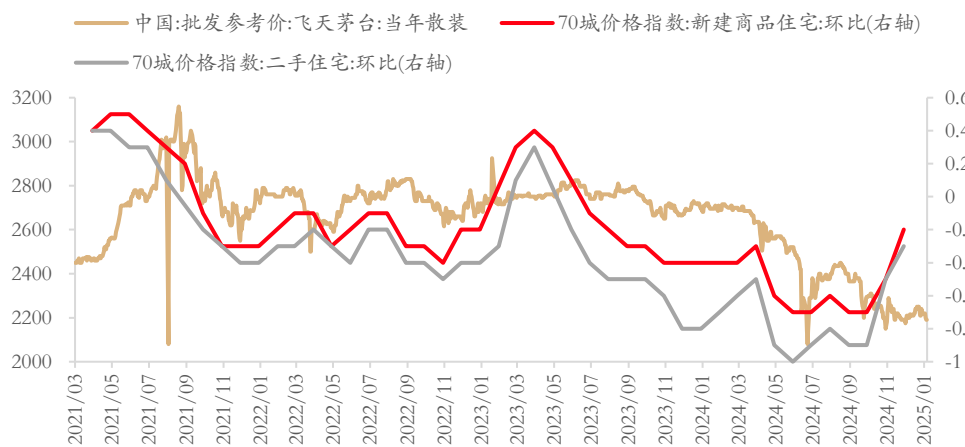


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级

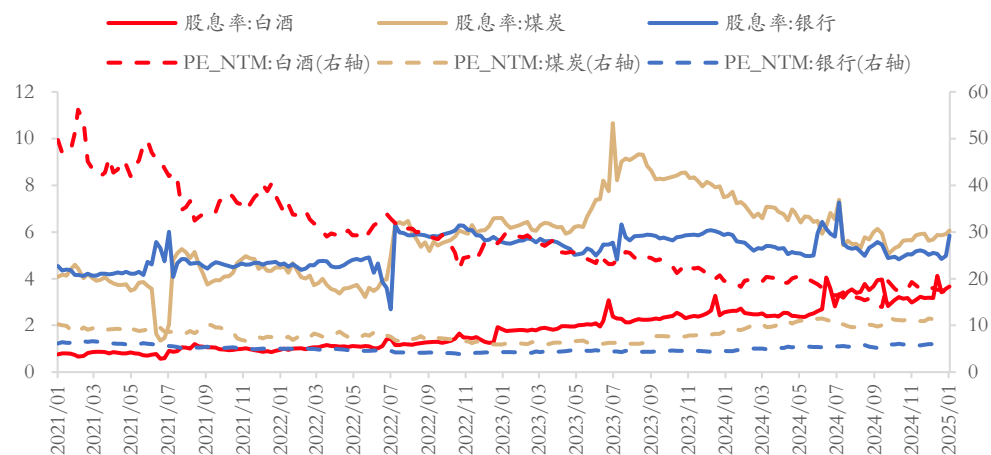
■ 相较于家电能不能有足够增速去提振行业β的疑问，消费核心资产的另一大类白酒除了增长问题外还面临继续杀估值的问题。地产周期迟迟未摆正、商务活动恢复乏力和中长期人口变化对白酒的长期需求增长逻辑存在的压制在此就不过多展开，餐饮行业的同侪们对此有更多研究，我们在此更多关注白酒定价方式的问题。近年来白酒企业现金股利支付率明显提升，白酒行业股息率中枢已经达到3.5%水平，但和A股上传统的高股息行业煤炭、银行相比，股息率存在差距，并且PE_NTM水平依然较高，还无法拿高股息的定价逻辑去给白酒企业定价。而白酒企业目前现金股利支付率在70%以上，单靠企业分红行为是无法提供足够股息安全垫的，这也就意味着白酒定价逻辑从高增速向高股息切换的过程中仍然需要杀估值。

图表78：茅台批发价(元/瓶)及70城房价环比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表79：白酒、煤炭及银行PE_NTM及股息率(%)

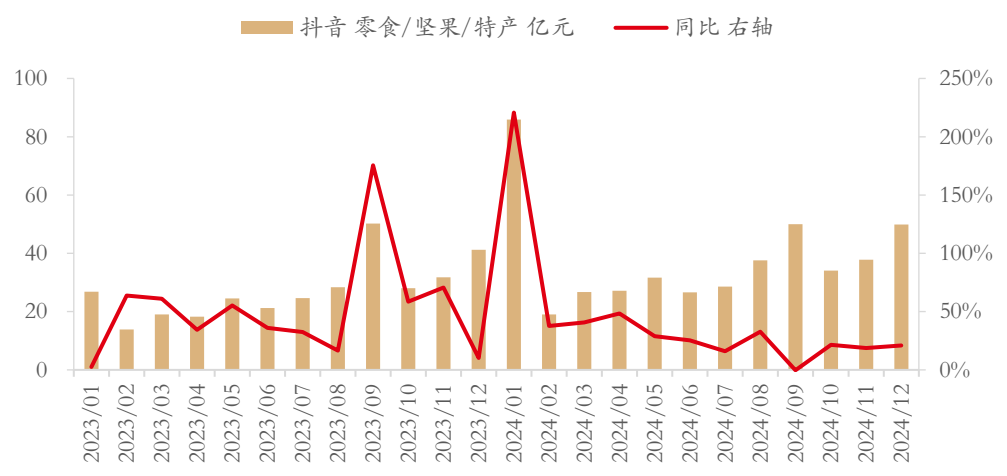


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级

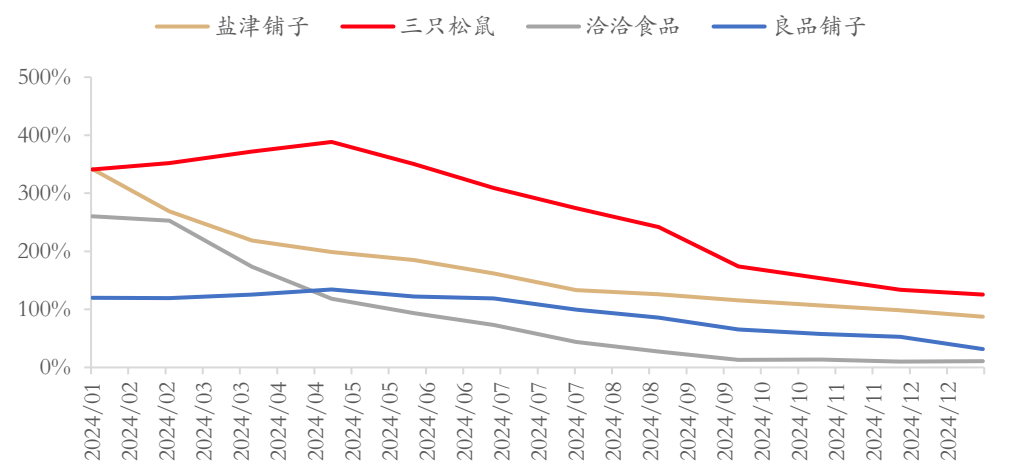
- 沿着前文提到的“更像消费降级的消费升级”思路，2025年更有表现出业绩弹性的消费细分方向更有可能是一些“花小钱”的享乐型消费，例如餐饮中的零食软饮，或者转变买终端商品企业的思路，转向港股互联网平台类公司，“卖铲人”或更能在不典型的消费升级过程中获取收益。
- 从抖音零食/坚果/特产的销售来看，整体在2024年维持了20%以上的同比增速，这也就提供了一定景气交易的逻辑基础，随着2025年居民可支配收入增速的恢复，将是A股中少有可以买增长兑现的方向。当也需要意识到的一点是整个行业中可能会有明显分化，依靠整体β的赚钱效应较弱，需要更多甄别个股竞争优势。

图表80：抖音零食/坚果/特产销售额(亿元)



资料来源：datayes, 中邮证券研究所

图表81：部分零食品牌抖音渠道销售额同比(%)

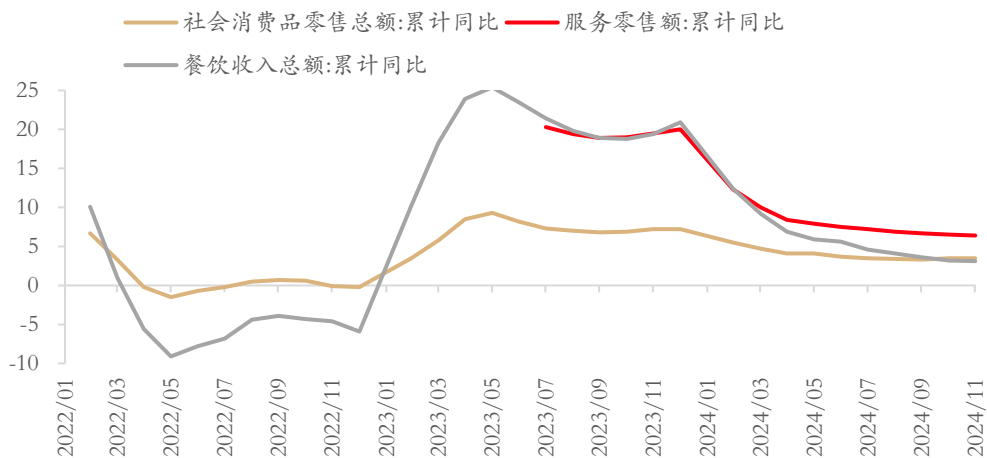


资料来源：datayes, 中邮证券研究所

3.1 内需复苏的钟摆：更像消费降级的消费升级

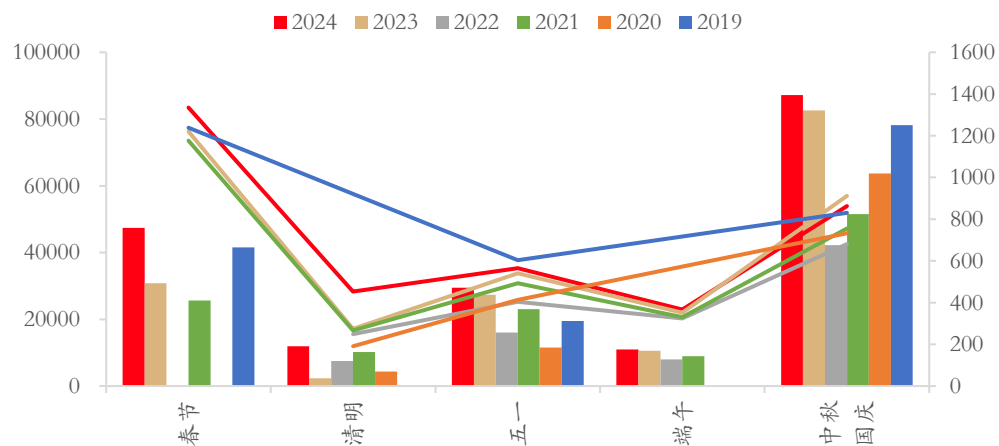
- 港股互联网平台的“卖铲人”逻辑在2025年的支撑逻辑大致有3个：①目前国内消费出现了明显的非餐饮服务类增速高于商品类的迹象。提供了一个业绩景气类交易逻辑的基础；②目前以旅游为代表的国内服务类消费市场依旧在延续低价换量的竞争格局，竞争格局分散且连锁化率低的环境下“卖铲人”会最先受益；③为了对冲外需对劳动密集型外向制造业的就业冲击，大力发展服务业可以广泛吸纳就业人口，产业政策或在《关于促进服务消费高质量发展的意见》的基础上陆续出台，提供了一个打政策估值的基础。

图表82：社零及分项累计同比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表83：节假日接待游客数(万人次)及人均旅游花费(元)

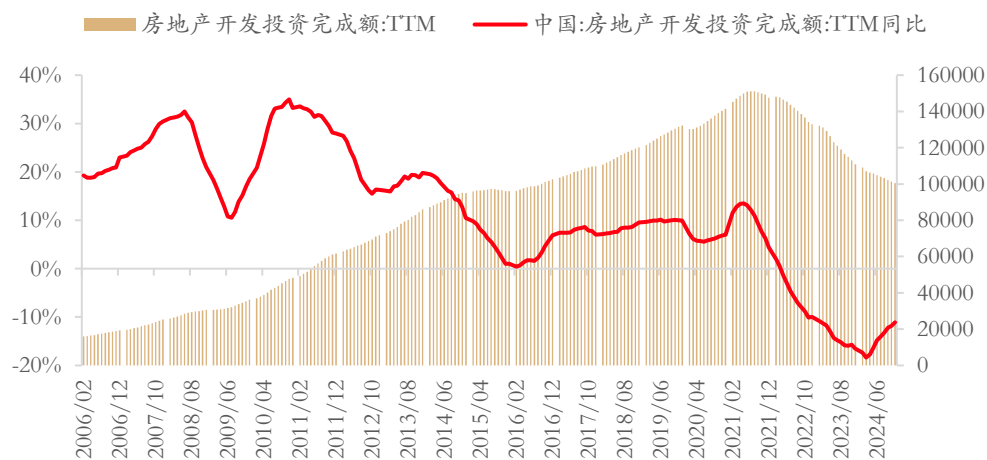


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.2 降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来

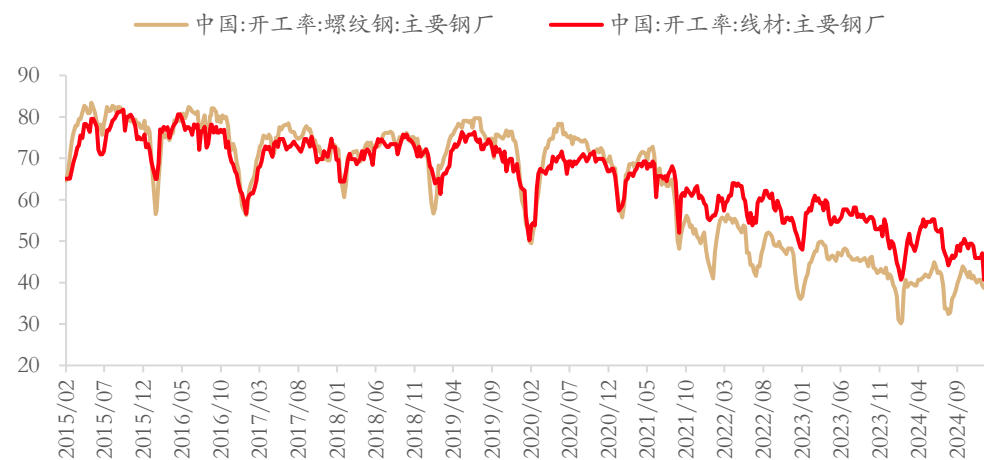
- 在做出内需复苏的判断后，还需要判断的是周期品能否迎来机会。如果从供求矛盾这一周期品定价的核心逻辑来看，周期品在全年主线缺乏作为持续性主线的确定性：一方面是不看好国内地产投资能够触底回升，这就限制了房地产直接相关的建材和钢铁，并且会因为非发电用煤减少而传导到煤炭；另一方面是受美国政策行为不确定影响更大的有色和石油，至少目前特朗普的政策蓝图指向更多的美国本土石油供给、更高的通胀、更少的政府赤字和更高的利率中枢，这都不利于有色和石油的价格上涨。如果要对周期品进行排序，将会是黄金>工业金属>石油>黑色系>建材。

图表84：房地产开发投资额(亿元)及同比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表85：主要钢厂开工率(%)

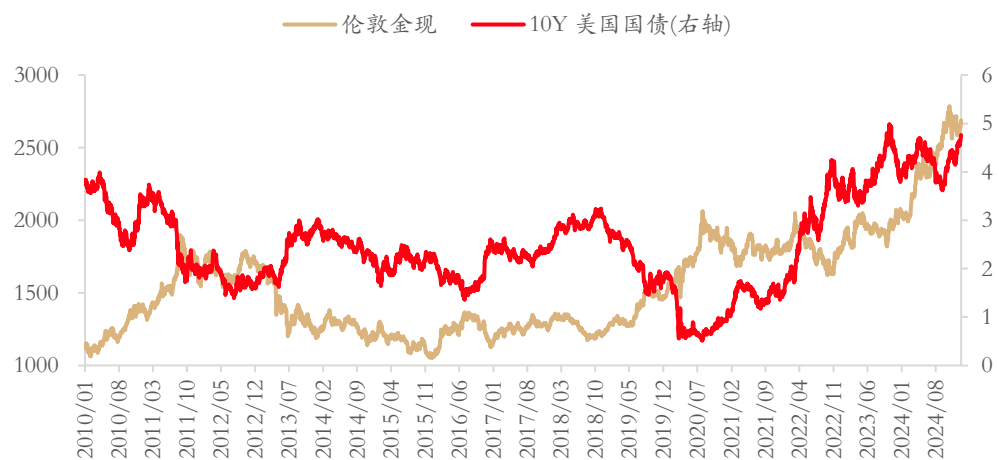


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.2 降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来

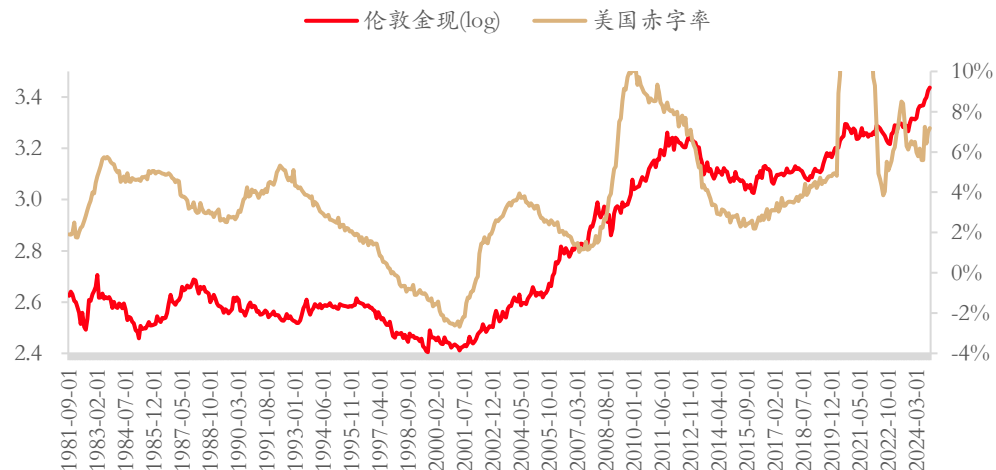
- 黄金在2025年的定价逻辑长期更重避险，大争之世具备中枢继续上行的基础。在长久以来，金价一直和美国国债收益率存在着很强的负相关性，但这绝对的负相关性在2024年被打破之后已经演化成了另一种模式，即金价在中枢不断上行的过程中阶段性地反映对美联储未来货币政策的预期。这种行为模式的转变暗示着黄金正在重回历史上美国高赤字时代的定价逻辑，避险将成为黄金在2025年最重要的属性，尽管金价仍然会阶段性地反映对美联储货币政策的预期，但特朗普胜选后的诸多言论都指向其将成为国际社会上的不确定性来源，在中东、俄乌战火未定的情况下，避险叙事仍有带动黄金上涨的空间。

图表86：伦敦金价(美元)及10Y美国国债收益率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表87：伦敦金价(log)及美国赤字率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

3.2 降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来

- 相较黄金而言，工业金属则需要更多看美联储的脸色，左右大宗价格的叙事逻辑将更多从供给端转向需求端。根据中邮有色团队的测算，全球铜供求关系将逐渐转向供给充足的环境，那么2025年美联储降息的时间点就尤为关键，不管是降息后消费拉动还是固定投资增加的逻辑，都需要美联储降息作为前置条件。

图表88：全球铜供给需求平衡表

	单位	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
中国需求	万吨	1476	1568	1591	1668	1722	1759	1802	1849
中国YoY	%		6.27%	1.43%	4.89%	3.21%	2.12%	2.46%	2.60%
中国占比	%	59.15%	62.20%	61.58%	62.83%	63.10%	63.06%	63.10%	63.17%
海外需求	万吨	1019.1	952.9	992.4	987.1	1006.9	1030.0	1053.7	1078.0
海外YOY	%		-6.50%	4.15%	-0.53%	2.00%	2.30%	2.30%	2.30%
全球需求	万吨	2495	2521	2583	2656	2729	2789	2856	2927
全球YOY	%		1.05%	2.46%	2.81%	2.76%	2.19%	2.40%	2.49%
全球原生铜供给	万吨	2078	2075	2112	2201	2268	2338	2408	2458
全球原生铜YOY	万吨		-0.13%	1.78%	4.23%	3.03%	3.09%	2.99%	2.08%
全球再生铜供给	万吨	384	415	415	449	470	480	490	500
全球再生铜YOY	万吨		7.96%	0.10%	8.09%	4.70%	2.13%	2.08%	2.04%
总供给	万吨	2462	2490	2527	2650	2738	2818	2898	2958
总供给YoY	万吨		1.14%	1.50%	4.87%	3.31%	2.92%	2.84%	2.07%
供需平衡	万吨	-33	-31	-56	-5	9	29	42	31

资料来源：Wind，公司公告，SMM，中邮证券研究所

3.2 降息预期的钟摆：黄金长牛和工业金属否极泰来

- 对美联储减缓降息节奏的极端预期提供了下半年交易工业金属行情的可能性。随着就业市场保持强势和通胀指标符合预期，市场对美联储全年降息次数的预期在进入2025年后快速下行，已经从预期2-3次降息下滑至全年只有1次降息，并且有1/3的交易员认为2025年不会有降息。如果仅考虑美国目前经济数据所透露的信息，那么在线性外推之下，不仅需要考虑到美国全年不降息的可能性，甚至还需要对可能的加息有所警惕。
- 但特朗普上台后的政策实施可能会导致降息可能性回归，2025H2将可以交易工业金属行情。虽然当前市场对于特朗普上台后驱逐非法移民和加征关税等政策的普遍认知是会抬高美国通胀，但这完全忽略了特朗普“小政府”缩减开支和驱逐非法移民后美国国内总需求下降的影响。所以在特朗普关税政策出台受阻的基本假设下，2025下半年特朗普政策开始初步落实后，美联储的降息节奏或加快。

图表89：2025FOMC会议预期政策利率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	17.8%	81.8%
2025/5/7	0.0%	0.1%	2.9%	26.9%	70.2%
2025/6/18	0.0%	0.9%	10.0%	39.7%	49.4%
2025/7/30	0.1%	1.5%	11.8%	40.3%	46.3%
2025/9/17	0.3%	2.9%	15.7%	41.1%	40.0%
2025/10/29	0.4%	3.7%	17.3%	41.1%	37.5%
2025/12/10	0.7%	4.9%	19.4%	40.7%	34.1%

资料来源：CME，中邮证券研究所

图表90：2025全年预期降息次数

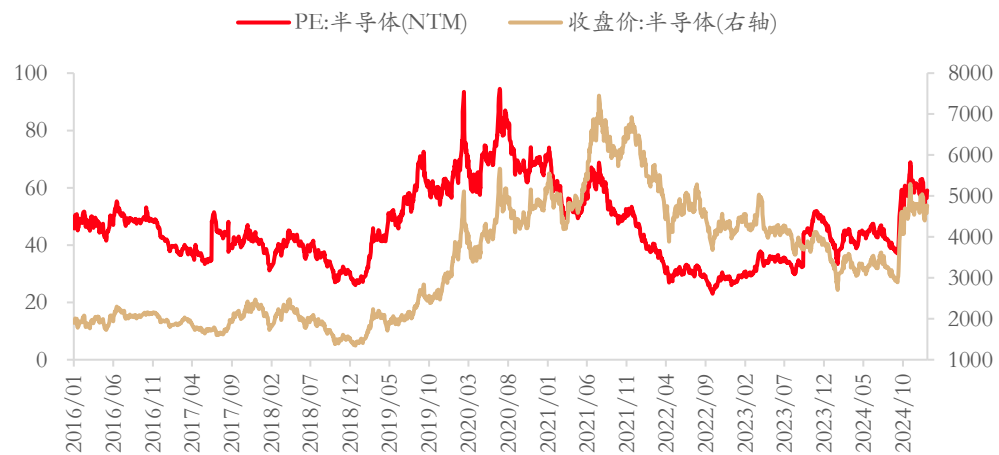


资料来源：CME，中邮证券研究所

3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

- 另一方面，也需要意识到2025年的内需复苏缺乏诸如“四万亿”和货币化棚改这样的猛药，因此过程将会更为曲折和波动，届时高风偏资金仍将在主题投资中寻找收益。对于AI、低空经济、机器人等投资主题，市场上已经有足够的叙事逻辑去论证它们未来的增长性，对于策略研究而言，当下更应该关注的是交易层面的估值问题。
- 如半导体行业，以PE_NTM来看，虽然没有达到2020年的极值，但也已经在历史上处在较高水平。但从历史股价对照关系来看，在A股中半导体是一个更参照PS_NTM指引的行业，其股价涨跌和PE_NTM存在时滞。在PS_NTM的视角下，半导体已经是2021年之后的绝对高位了，而在当下的宏观经济和微观流动性背景下，想要让市场如2021年一样乐观或许较为困难。这也意味着如果没有在Q1业绩披露后看到市场对未来收入预期的上调，那么半导体继续开展主题行情的天花板就将受限。

图表91：半导体指数收盘价及PE_NTM



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表92：半导体指数收盘价及PS_NTM

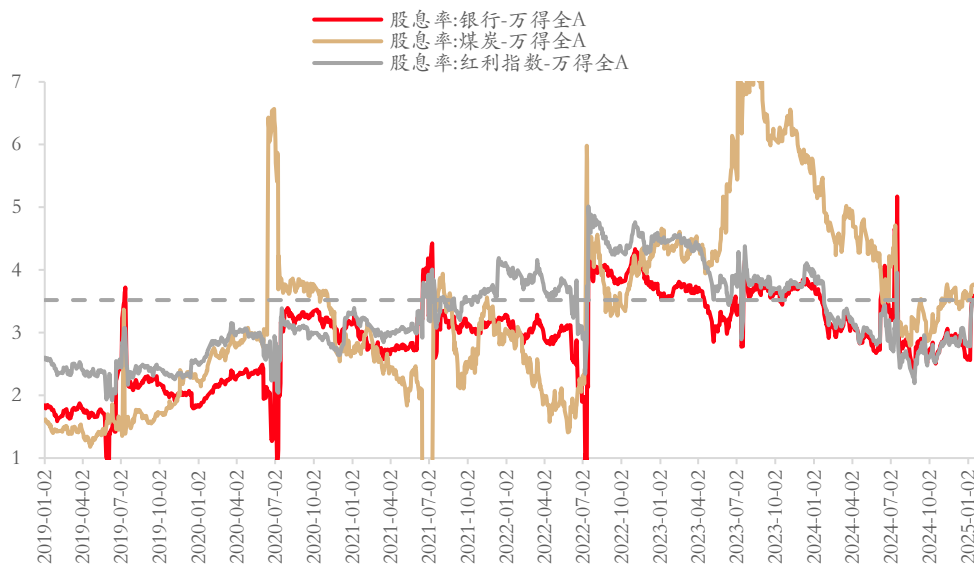


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

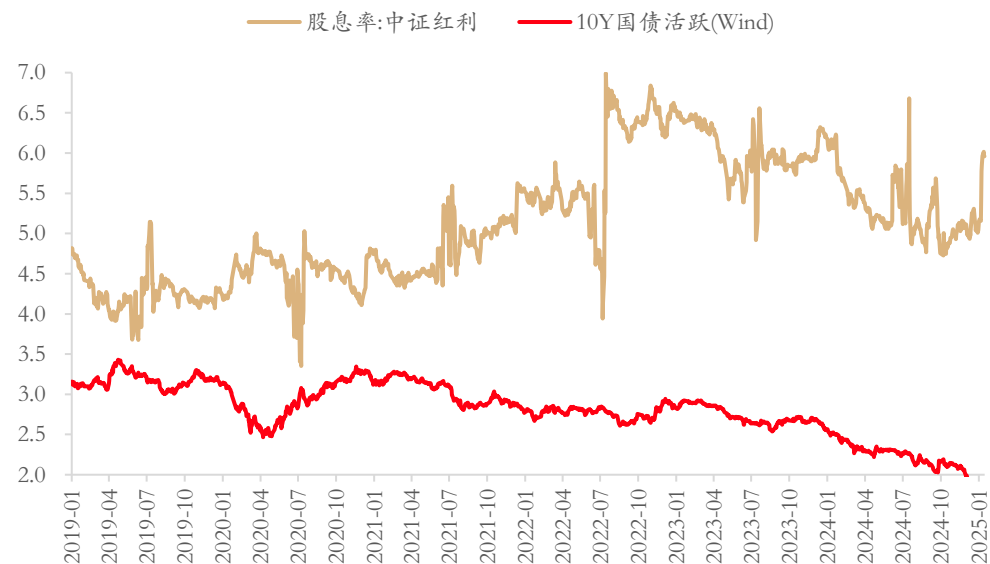
红利股的性价比有两个切入角度：①和其他类型个股的股息率比较，此前已经提到了红利指数层面的股息率优势出现明显下降，当前能保证股息率优势大致只有银行和煤炭（但不满足永续增长股利假设）；②和其他资产比较，最常见的是将红利资产的股息率和10年期国债收益率做比较，来阐述红利资产的安全垫属性依然存在，但这种股债不同资产之间的比较显然缺乏严谨性。

图表93：银行和煤炭还保持有一定股息率(%)优势



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表94：红利指数股息率与10年期国债收益率(%)

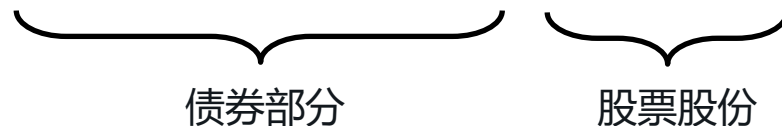


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

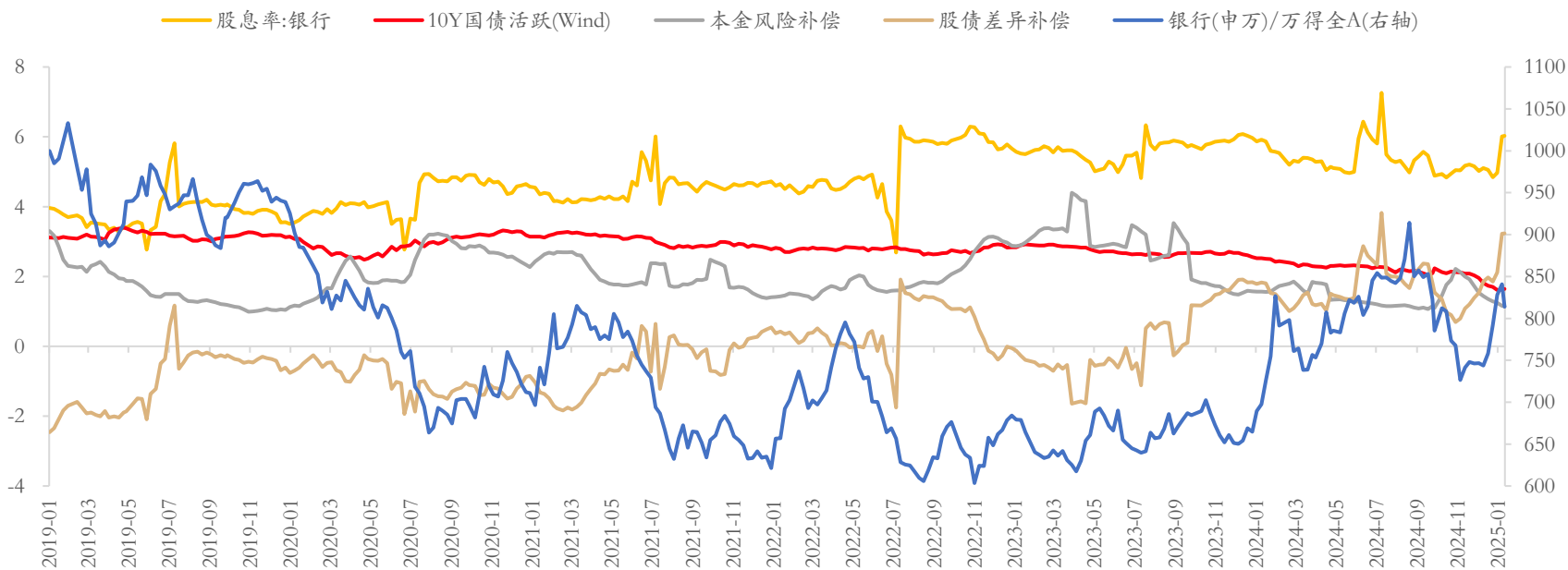
我们进行跨资产对比的切入点是红利策略中“类债”的性质，将红利股的收益率拆解为股债两部分，即

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{本金风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$



其中股债差异补偿部分是红利股性价比的体现，以当前最满足股利永续增长假设的银行为例，其相对万得全A开始走强的背景就是股债差异补偿部分抬升。

图表95：银行股息率拆解 (%)及银行指数相对走势



资料来源：wind，中邮证券研究所

3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

我们对红利股的股息率进行上述拆解的核心思想是红利股在一定程度上属于类债资产，其现金分红的一部分带有利息性质，那么就可以将其和共同发行主体的债券构建起收益率的“均值-方差”联系。以银行为例，其股息率可以写成以下形式：

$$\text{股息率} = \text{无风险利率} + \text{经波动率调整的债券风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

其中股债差异补偿是我们用来判断股息率是否合意的目标，那么经波动率调整的债券风险补偿就是整个求解过程中的关键。我们通过银行债净价指数年收益率的波动率可以得到其风险补偿，由于银行债和银行股的发行主体大致相同，因此可以使用银行指数的预期波动率进行调整。大致过程如下：

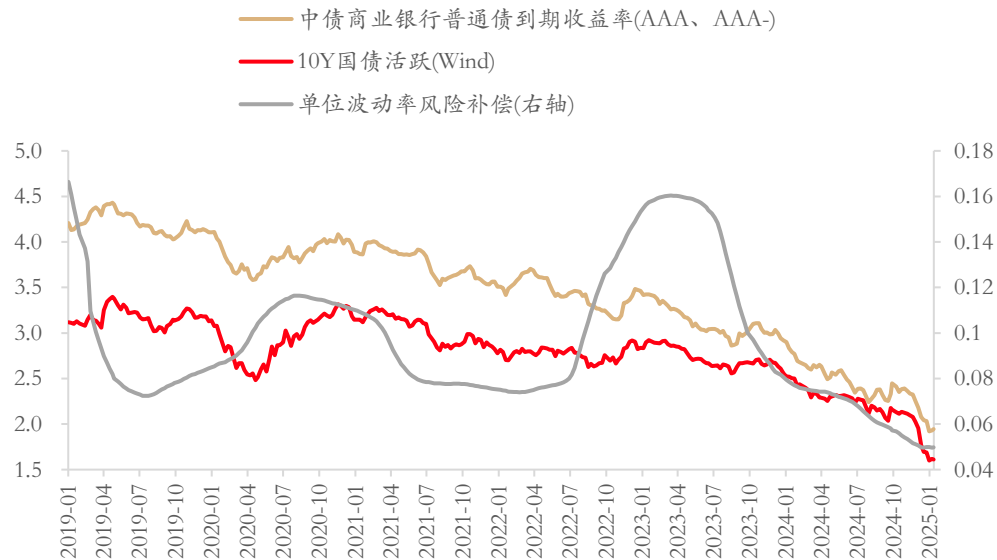
- (1)以银行债净值指数年收益率计算得到其波动率 σ_0
- (2)计算10年期银行债（AAA、AAA-）和10年期国债收益率的差值 Δr_0 ，以此得到银行债对波动率的风险补偿 $\frac{\Delta r_0}{\sigma_0}$
- (3)计算上证50的预期波动率（期权方差互换法），并根据历史关系得到银行指数的预期波动率 σ_1
- (4)计算得到银行指数的风险补偿 $\sigma_1 * \frac{\Delta r_0}{\sigma_0}$

3.3 估值择时的钟摆：估值泡沫化极限和红利性价比

上述对股息率的拆解也有助于我们从定性的角度理解红利策略，股债差异补偿的扩大除了无风险利率的走低外，更大的来源是市场要求的风险补偿快速下行。风险补偿的下行有两个主要来源：

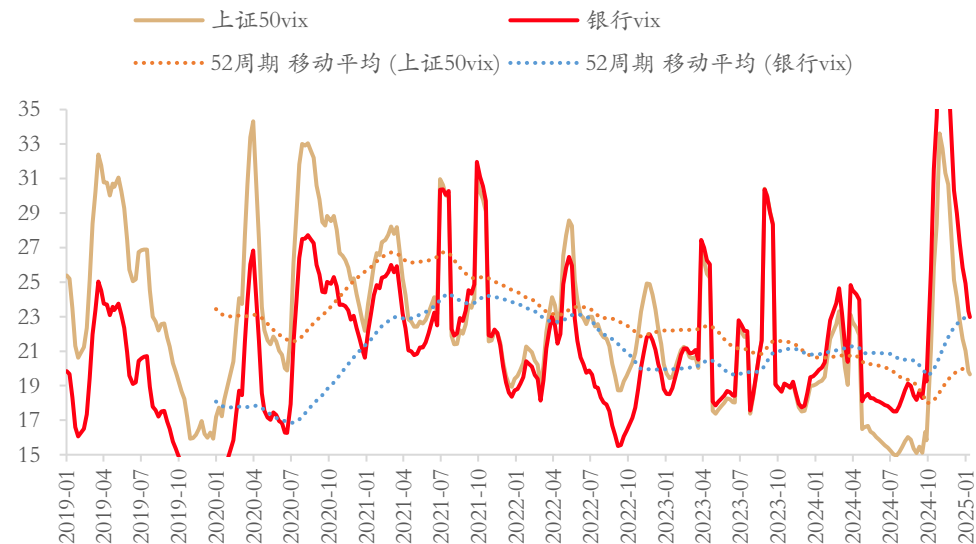
- ①自2023年7月起快速下降的银行债单位波动率要求的风险补偿，这和单纯比较国债与银行之间的信用利差亦有差距，这也解释了2022年银行指数就拥有了足够的相对股息率优势，但为什么直到2023年才开始跑出相对优势；
- ②银行指数和上证50对应的预期波动率水平较低，即我们在一个相对稳定又缺乏动物精神的市场环境中。

图表96：银行债单位波动率要求的风险补偿(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表97：上证50及银行指数vix(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

4.风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

黄子崑 (分析师)

SAC编号:

S1340523090002

邮箱:

huangziyin@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES