



2025年宏观策略： 曲径通幽处，渐入佳境时

报告日期： 2025年01月16日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001

研 究 创 造 价 值

核心结论：海外关注**特朗普新政、通胀和降息节奏**，国内关注**增量政策、地产、消费和物价**。预计**美国基准情形仍是软着陆**，但Q1再通胀交易会有抬头，但通胀基础较弱，更多是价格推动而非需求改善，等待**再通胀证伪、经济放缓后的降息重启**。**美债高位筑顶**，把握拐头后的交易机会；**美股波动放大**，聚焦科技成长和降息交易；**美元相对强势**，等待美债拐点；**黄金逢低配置**，关注沪金的超额收益。国内经济边际放缓，仍需超常规逆周期调节对冲，**向财政、创新和改革要增长**，**捕捉政策发力、地产企稳、消费修复和物价回升信号**。**A股W型走势**，先震荡后上行，夯实估值底-市场底-业绩底。**先小盘成长后大盘价值，先红利缩圈、科技主题后消费、周期**，把握**新央企、新科技、新消费、新格局**四大方向机会。

海外宏观：美国优先，软着陆-再通胀-渐衰退摇摆

特朗普新政：先移民和关税、能源，后裁员和减税，警惕特朗普政策对通胀预期、降息节奏和劳动市场内部滞胀化的影响。

交易逻辑：基准仍是软着陆交易。Q1特朗普上台后，再通胀交易或有抬头；但随着**再通胀证伪、经济放缓，降息交易有望重启**。

海外策略：美债高位筑顶，把握拐头（极端5%）后的交易机会；**美股波动放大**，聚焦科技成长（软件好于硬件）和降息交易（保健、地产、金融、小盘等）；**美元相对强势**，等待美债拐点；**黄金逢低配置**，关注沪金的超额收益。

国内宏观：以我为主，扩内需-量修复价筑底传导

政策逻辑：先化解存量风险（化债、稳地产、给大行注入资本金），**后深挖潜在增长**（向财政要增长—两重两新、地产收储、消费；向创新要增长—AI+；向改革要增长）。

宏观周期：政策底、金融底、经济底已现，等待库存底和通胀底再确认，聚焦M1、库存和PPI。

潜在支撑：化债之后的地方基建小幅修复、收储后的地产止跌回稳、政策发力后的消费修复、AI+带动的科技创新。

A股大势：W型走势，估值底-市场底-业绩底夯实

复盘小结：2024年A股先抑后扬，哑铃策略占优，近4%个股创历史新高，18%创历史新低。

DDM拆解：资金再度收敛，增量聚焦ETF和杠杆资金；盈利N型走势，全A归母净利润小幅改善，约为1.4%；估值底再夯实，ERP和PE仍具性价比。

大势研判：W型走势，先震荡后上行；夯实估值底-市场底-业绩底。

风格主线：向新而行，高股息-新科技-新消费接力

市场风格：经济修复+通胀见底，先小盘成长后大盘价值，先红利缩圈、科技主题后消费、周期。

新央企：高股息（银行、家电、交运）、并购重组（公共事业、化工、电力设备）、高回购（医药、电子、电力设备）、破净（银行、钢铁、地产）。

新科技：科技创新（AI应用、机器人、智能驾驶）、自主可控（半导体、军工、信创）。

新消费：传媒新消费、纺服、食品饮料、商贸零售。

新格局：反内卷（水泥、光伏、汽车、化工、钢铁等）；供需优化（轻工、有色、纺服）；低PB高ROE（食品饮料、家电、有色、美容护理、银行）。

(1) 美国通胀风险

(2) 联储降息暂缓

(3) 政策不及预期

(4) 地缘政治风险

目录

CONTENTS

1. 海外宏观：美国优先，软着陆-再通胀-渐衰退摇摆
2. 国内宏观：以我为主，扩内需-量修复-价筑底传导
3. A股大势： W型走势，估值底-市场底-业绩底夯实
4. 风格主线： 向新而行，高股息-新科技-新消费接力

引言：中美资产镜像，不一样的交易逻辑

◆ 2023-2024年中美资产镜像：

- 美股三大指数均创新高，10Y美债收益率高位震荡，美元指数升至108。
- A股震荡运行，10Y中债收益率持续下行，人民币汇率失守7.3关口。

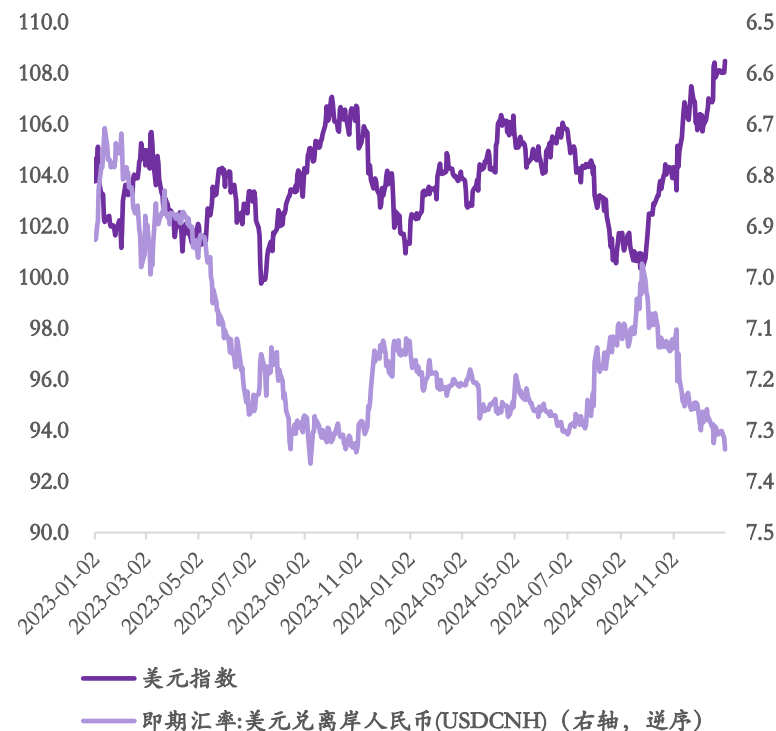
美国股好于债：纳指新高，美债波动



国内债好于股：中债新低，A股巨震



汇率镜像：美元新高，人民币新低



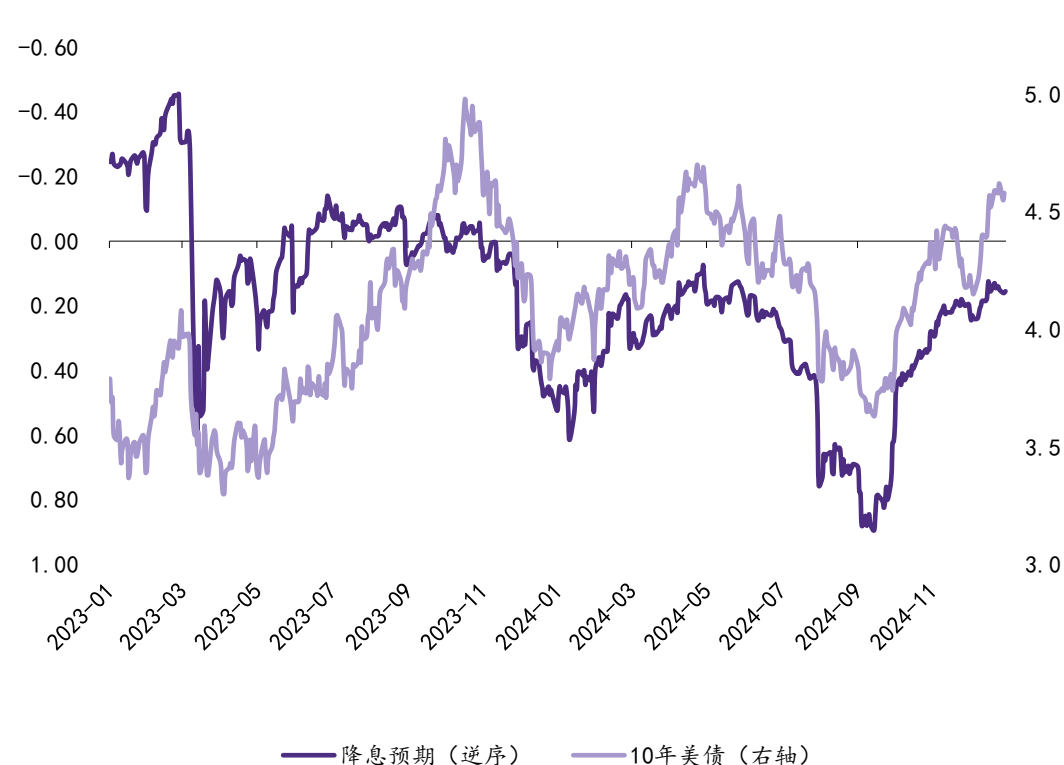
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

根源：美国高利率悬挂 VS 中国低利率时代

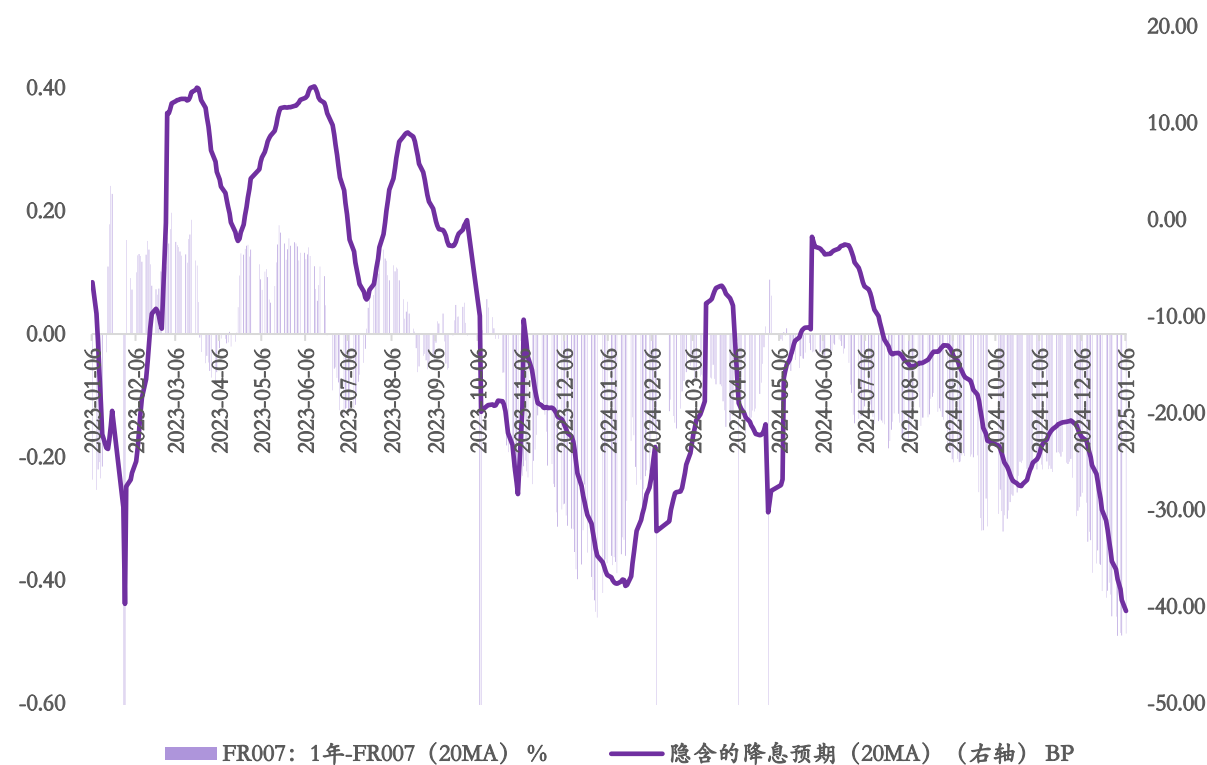
◆ 中美利差创新高，美国高利率悬挂 VS 中国低利率时代：

- 1) **美国**：经济虽边际缓降，但韧性犹存，且特朗普新政有再通胀风险，降息预期压缩，美债收益率和美元指数持续高位运行；
- 2) **中国**：经济虽略有修复，但仍处低位，且需考虑外部冲击和内需不足等问题，降准降息预期升温，资产荒等问题凸显，中债收益率加速下行。

联储鹰派降息，降息预期持续收窄（逆序）



中国抢跑定价降息，利率互换中隐含2025年降息37BP



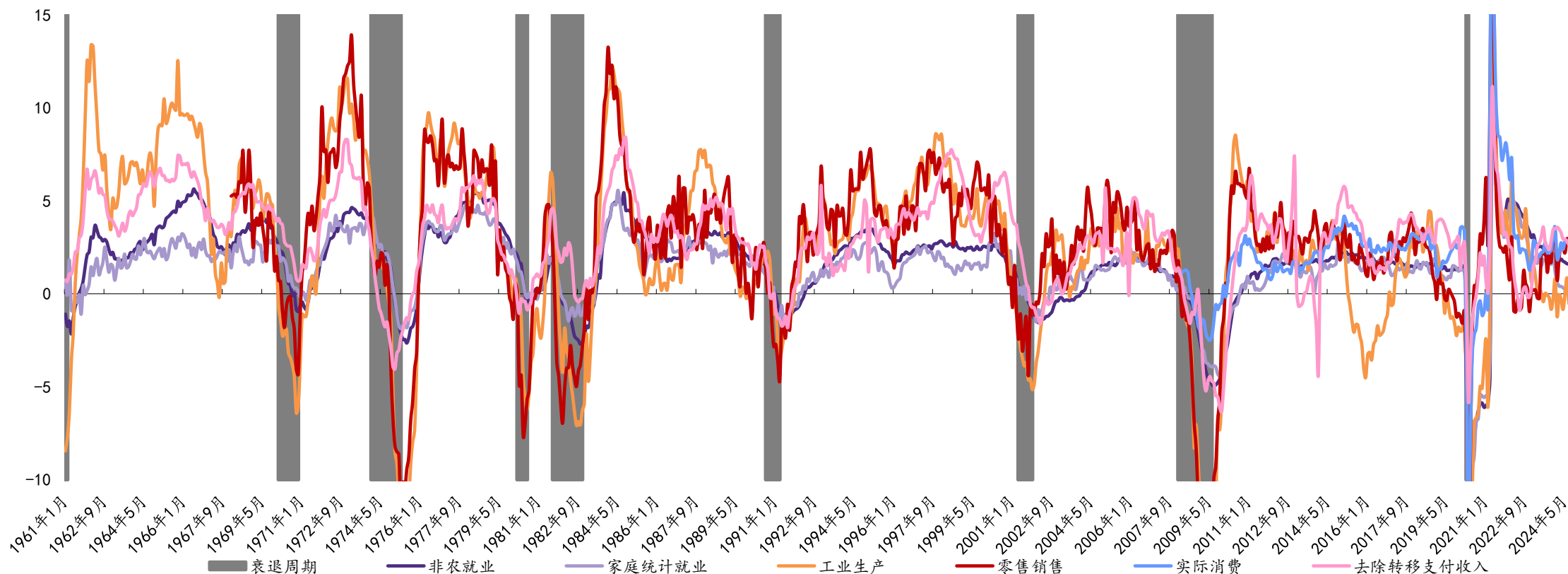
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

01 海外宏观：

美国优先，软着陆-再通胀-渐衰退摇摆

➤ 从各项指标来看，目前美国基本面依然维持在软着陆水平，仅有就业和工业生产增速出现负增长，其他4个指标都在零值之上。

从NBER衰退指标来看，仅有就业和工业生产较弱

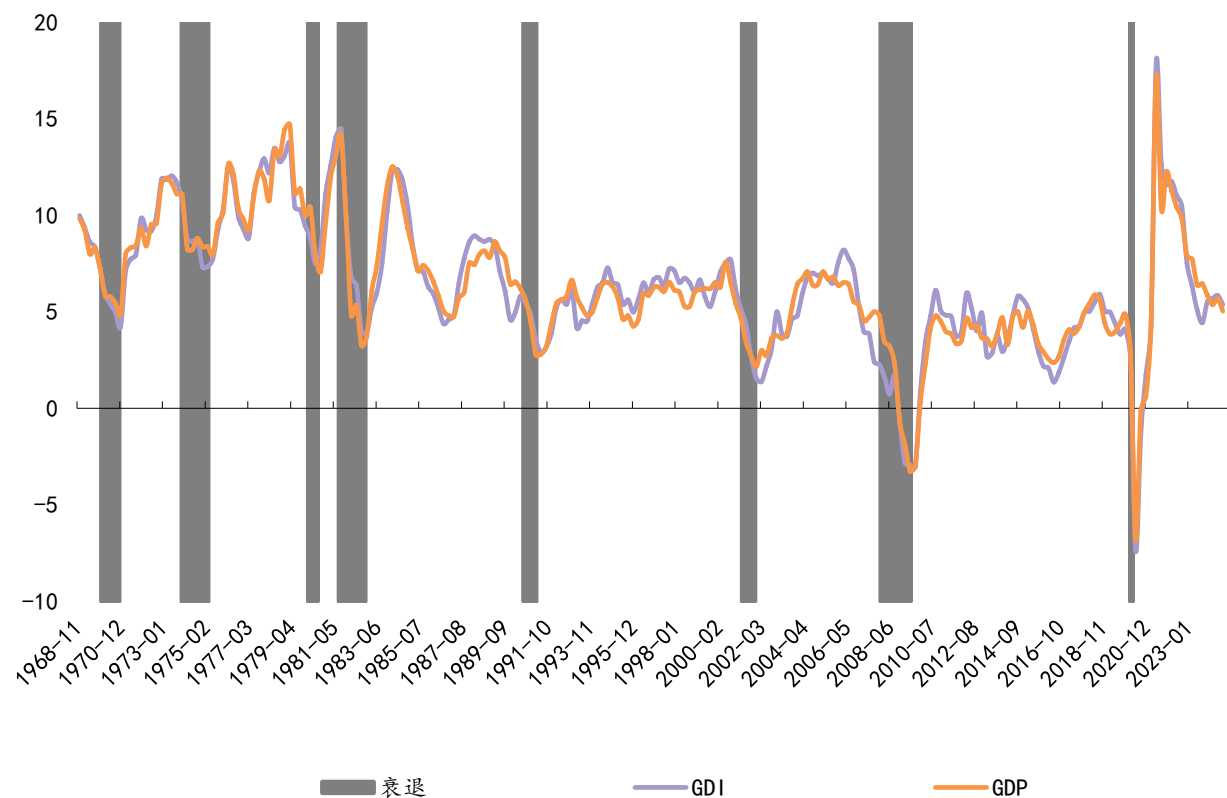


资料来源：FRED，华鑫证券研究所

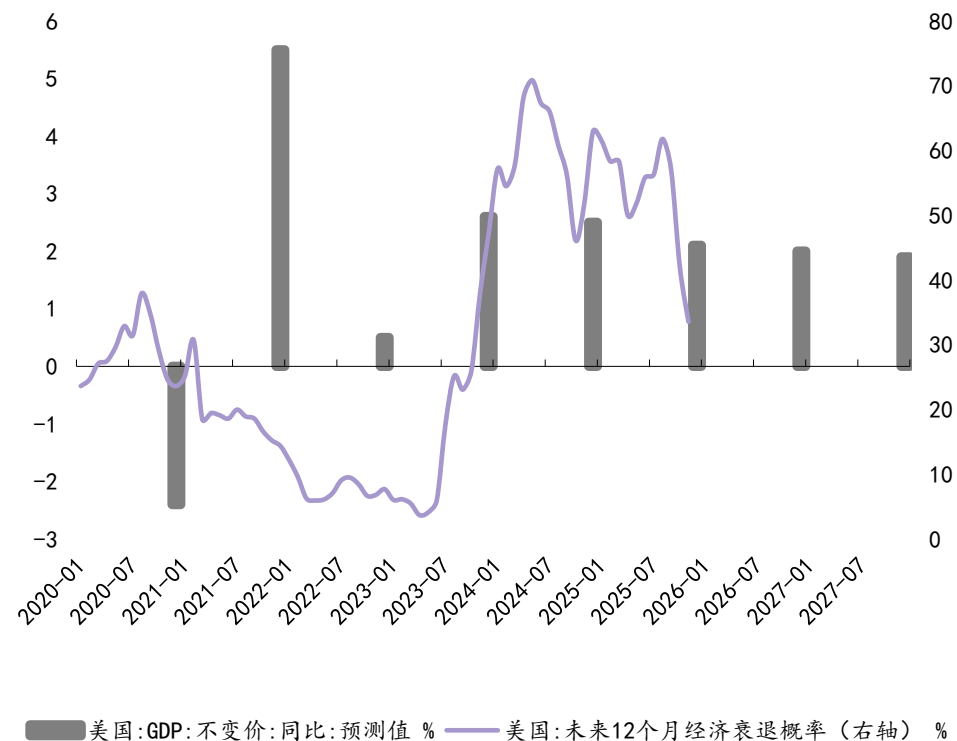
基本面：GDI和GDP增速保持高位运行

- NBER季度指标显示**GDI和GDP增速保持高位运行**，距离衰退仍有一段距离。
- 从预期角度来看，不管是对于未来衰退的预期或者是2025年的经济增速均保持在较为乐观的位置。
- 预计未来12月衰退的概率不及35%，2025年GDP增速在2.5%左右。

GDP和GDI增速同样保持相对高位运行



市场对于衰退的预期持续降温，GDP增速稳定

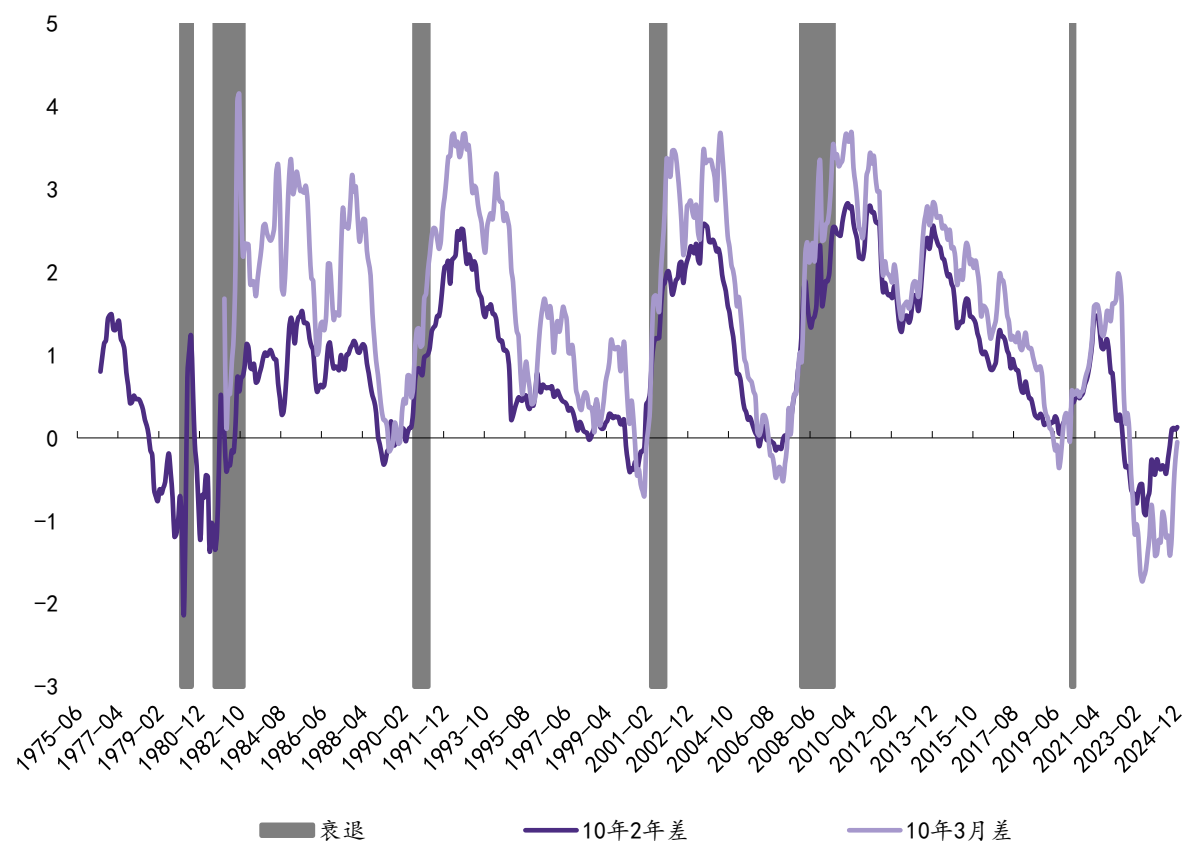


资料来源：FRED，Wind资讯，华鑫证券研究所

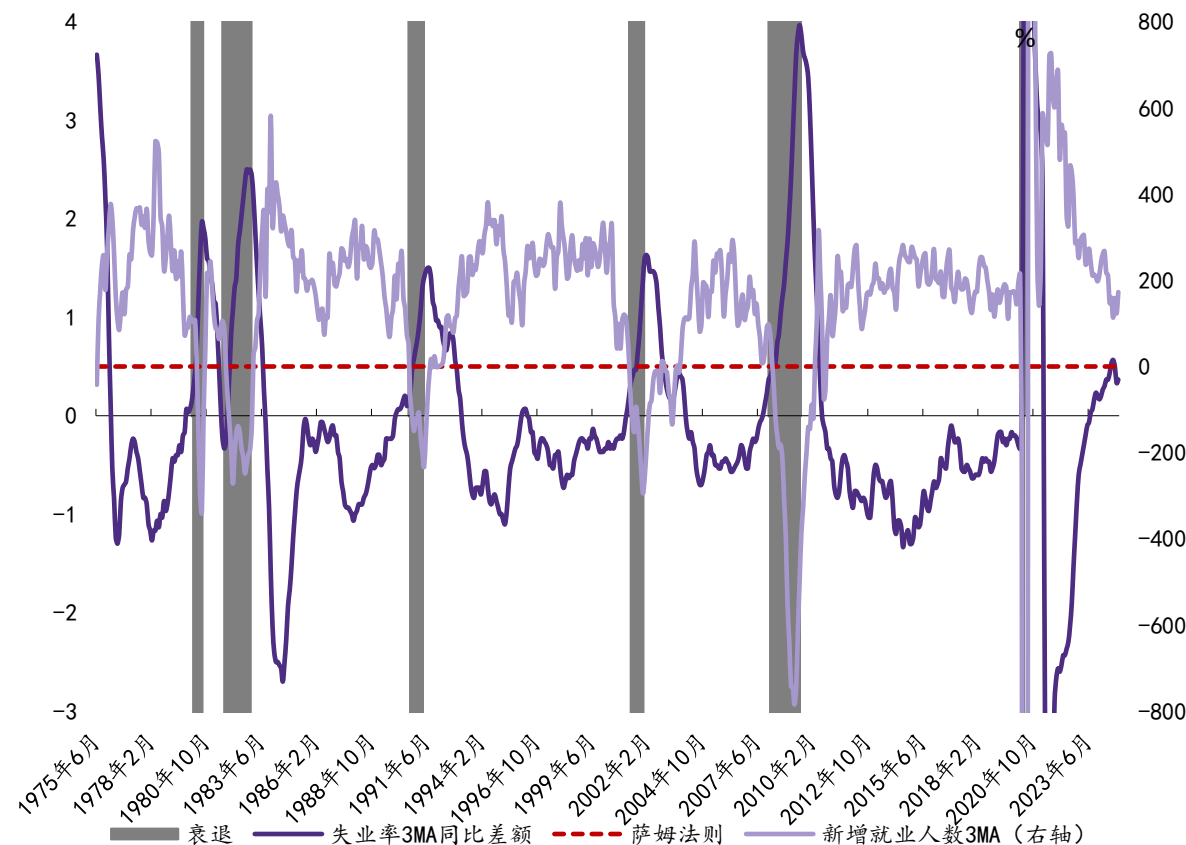
衰退指标：这次不一样

- 美债期限利差持续上行，其中**10Y-2Y利差已经转正**，**10Y-3M利差也距离正值较近**，过去美债利差转负之后经济衰退的规律并未兑现。
- 这一次的萨姆法则同样失效，过去触发萨姆法则的时候，失业率一般较高，且新增就业人数往往转负，**但本次触发时新增就业保持在相当健康的位置**，并未成功预警衰退。

10Y-2Y利差转正，10Y-3M利差接近转正



这次萨姆法则同样未能预警衰退

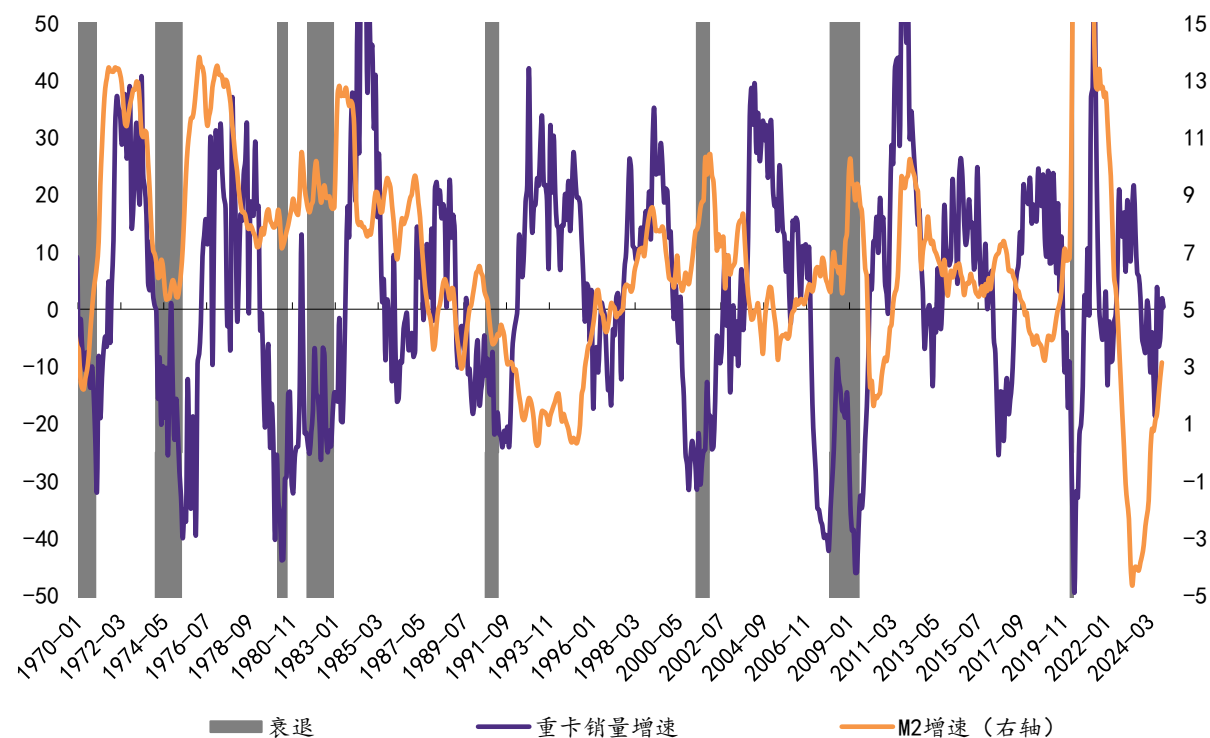


资料来源：FRED，Wind资讯，华鑫证券研究所

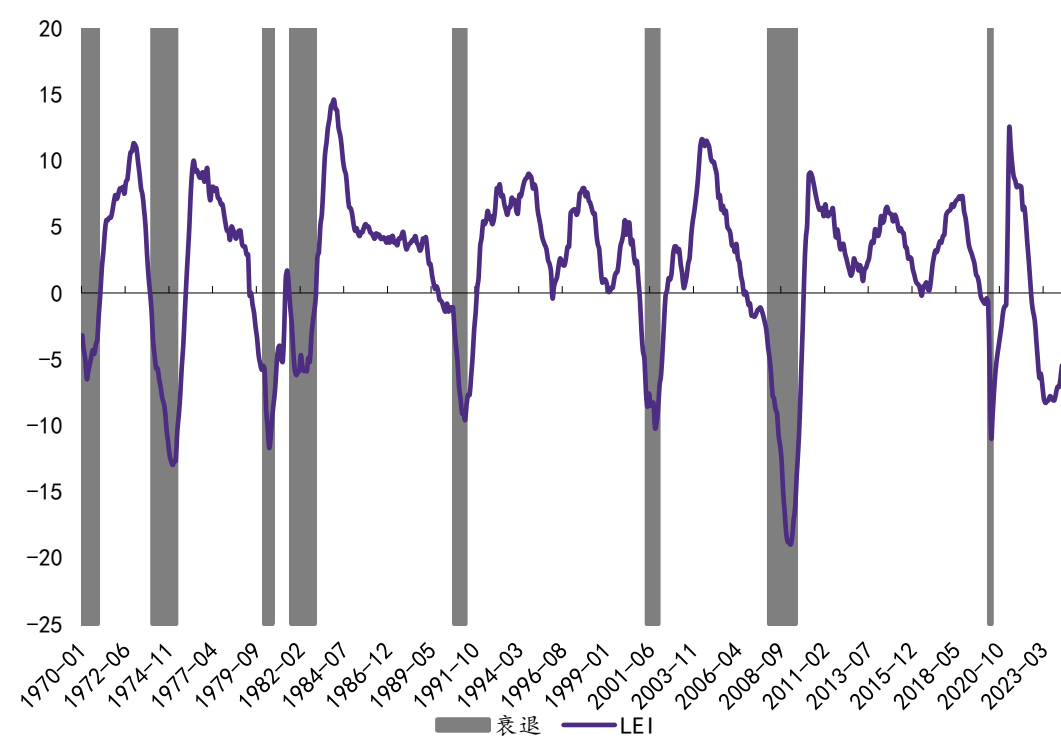
领先指标：重卡、M2增速、LEI均指向经济修复

- 从各项领先指标来看，美国经济依然处于修复趋势。
- 一方面，M2增速和重卡销量增速均出现持续上行；
- 另一方面，咨商局领先指标LEI也持续回升，同样指向经济修复。

领先指标重卡和M2增速均有修复



LEI也出现了持续上行



资料来源：FRED，Wind资讯，华鑫证券研究所

降息周期的共性再现：联储首次降息后，先行指标PMI在4-6个月回升

- ◆ 从历次降息周期的PMI来看，PMI平均6个月回升。软着陆降息更快，平均4个月，衰退则需要平均8个月。
- ◆ PMI走势和股市相关度较高，从PMI指标来看，软着陆降息4个月后多有预期的改善，股市结束阶段调整，市场开始从降息交易转向到复苏交易。
- ◆ 本轮降息后，服务业PMI延续强劲，制造业PMI在3个月后就开始回升，验证了美国正走在软着陆的路径上。

制造业PMI往往在首次降息后4-6个月就会迎来回升

	2024年降息	2019年降息	2001年降息	1998年降息	1995年降息	1989年降息	1984年降息
T+12		54.27	45.63	55.13	50.80	49.57	48.50
T+11		49.97	43.40	54.73	50.67	49.80	47.80
T+10		45.73	43.70	54.57	48.43	49.67	47.60
T+9		44.57	44.43	54.13	47.37	48.73	47.70
T+8		46.90	45.33	53.00	46.10	47.90	47.70
T+7		50.03	44.33	52.13	45.87	47.13	48.63
T+6		49.60	42.67	51.57	45.87	47.00	49.33
T+5		48.93	42.40	49.70	46.27	46.53	50.27
T+4	48.07	48.07	42.37	48.53	46.90	45.97	50.40
T+3	47.37	48.07	42.63	47.90	47.30	45.67	50.57
T+2	46.97	48.40	42.50	48.53	48.63	46.10	50.37
T+1	47.07	49.37	42.77	48.90	47.90	47.50	51.27
降息当月	47.50	50.67	44.90	49.07	47.77	49.60	53.03
T-1	48.00	51.67	47.03	49.13	48.03	51.00	55.73
T-2	48.80	52.20	48.97	49.67	50.10	52.60	57.60
T-3	49.40	53.40	49.43	50.67	52.90	53.43	59.23
T-4	49.10	54.10	50.70	52.00	54.87	54.93	59.50
T-5	49.07	55.37	51.27	52.67	56.20	55.43	60.40
T-6	48.00	55.03	52.37	53.20	57.57	55.67	60.23

本轮服务业PMI韧性更强

	2024年降息	2019年降息	2001年降息	1998年降息
T+12		57.37	50.03	60.03
T+11		53.53	46.93	59.63
T+10		48.10	46.53	58.77
T+9		46.57	45.87	58.47
T+8		50.53	48.40	59.00
T+7		55.10	49.03	58.87
T+6		55.90	49.20	58.53
T+5		54.77	49.27	56.77
T+4	54.07	54.50	48.73	55.97
T+3	54.33	53.73	49.93	54.37
T+2	54.13	54.57	51.33	55.43
T+1	52.60	54.23	53.83	54.53
降息当月	50.57	55.07	56.57	56.17
T-1	51.33	55.23	58.60	56.60
T-2	50.67	55.83	59.37	59.67
T-3	51.53	56.17	59.90	59.57
T-4	51.13	57.10	59.20	59.00
T-5	52.47	57.50	59.37	58.17
T-6	52.17	58.13	58.87	59.10

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

联储降息：通胀叙事更为“重要”

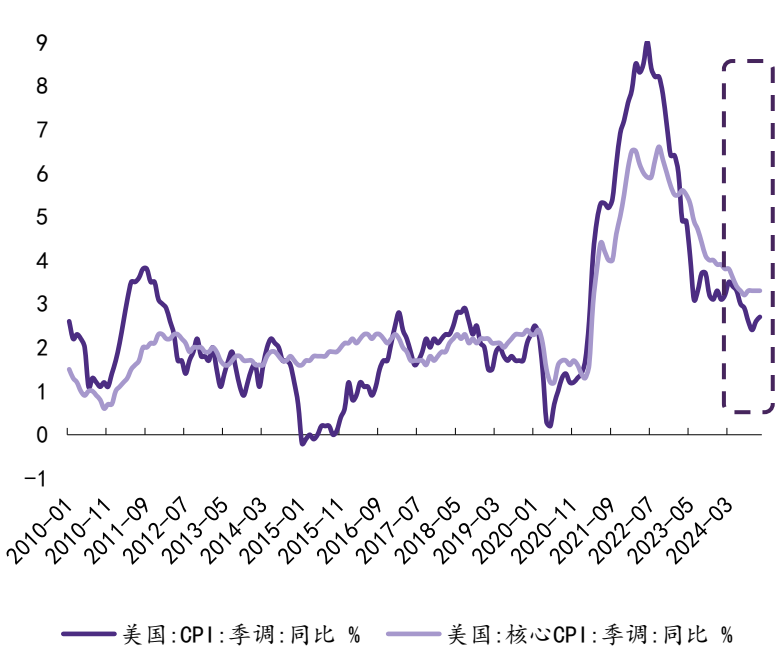
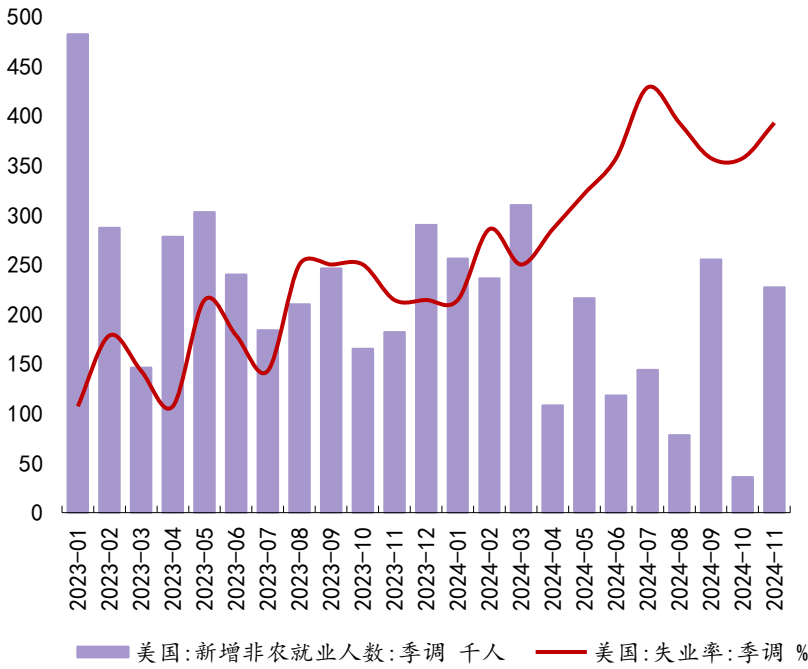
- 联储12月议息会议中同步上修了经济和通胀的预期，其中对于通胀的上修更为值得关注，其25年的通胀（名义PCE）预期2.5%高于2.4%的24年预期，使得联储把25年的降息预期从4次降低到2次。
- 从近期通胀的走势中也能看出，整体通胀回落的趋势出现放缓；再通胀压力进一步显现，相较于稳定的劳动数据，通胀叙事将是2025年联储关注的重点。

12月联储同时预期经济和通胀向好

失业率保持稳定，就业维持正增

2024年3季度开始，去通胀进程放缓

Variable	Median ¹				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

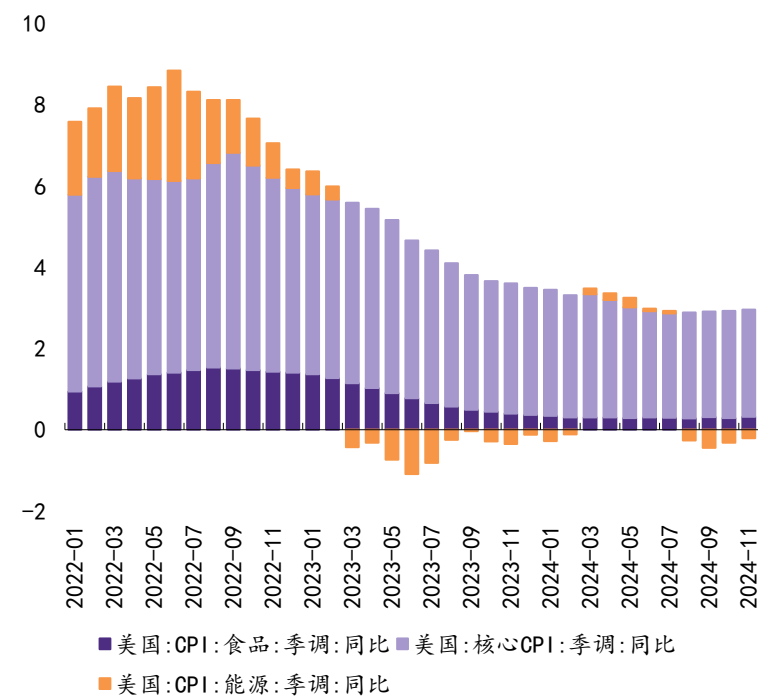


资料来源：FED，Wind资讯，华鑫证券研究所

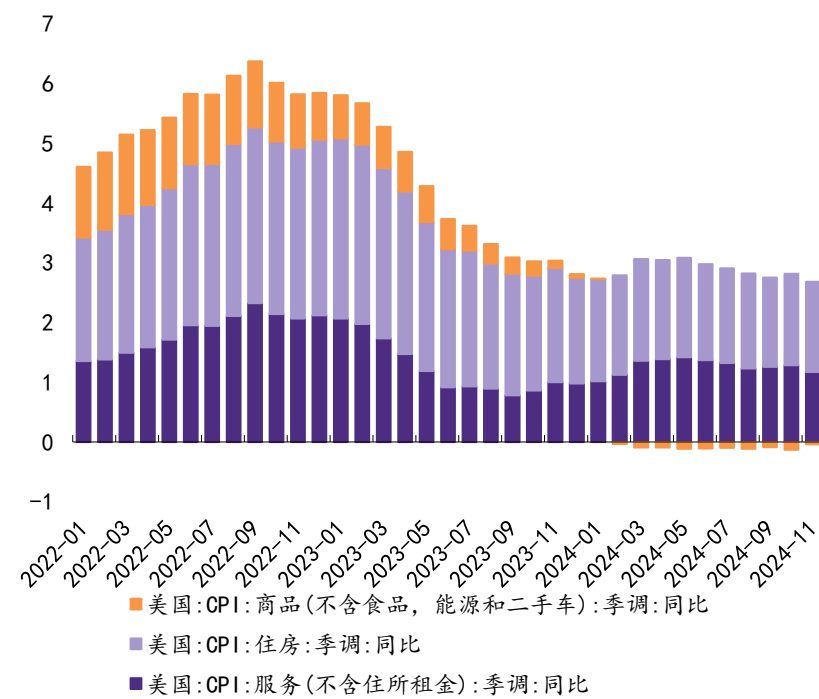
2025年美国通胀展望：关注核心通胀

- 拆解美国通胀，核心通胀是主要的支撑项，食品通胀保持低位，能源通胀的贡献转负。
- 核心通胀的结构主要是服务通胀和房租通胀，商品对于通胀的贡献同样较小，近期为负贡献。

核心通胀是主要的通胀贡献项



从核心通胀来看，商品负贡献，
住房和服务韧性



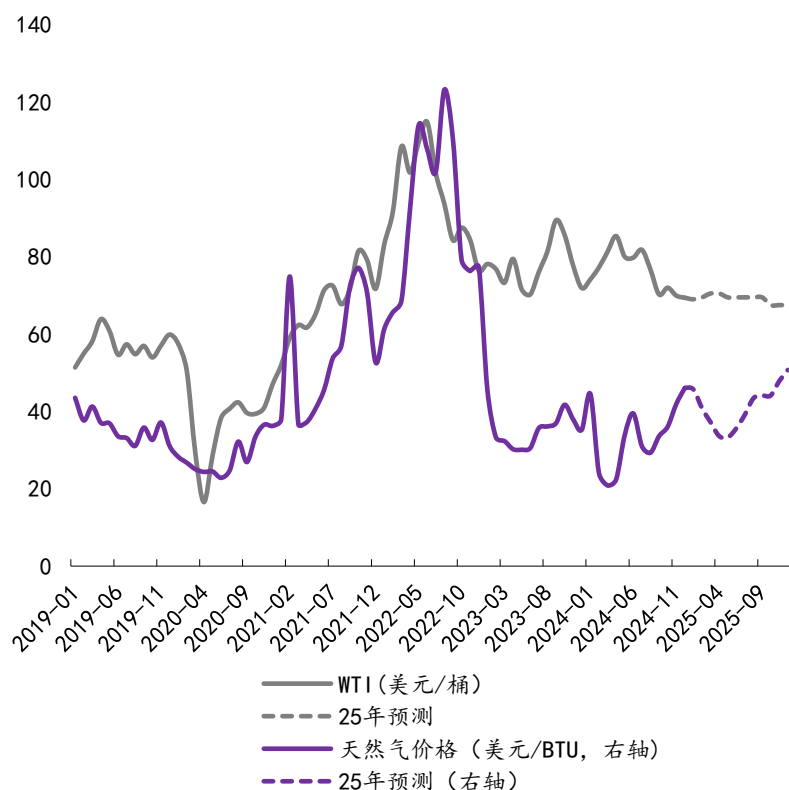
住房和服务通胀决定2025年物价叙事方向

项目	占比 (%)
名义CPI	100
核心CPI	79.985
全部项目(不含食品、住所和能源)	43.385
住房	36.6
服务(不含住所租金)	28.497
商品(不含食品, 能源和二手车)	16.538
食品	13.467
能源	6.549

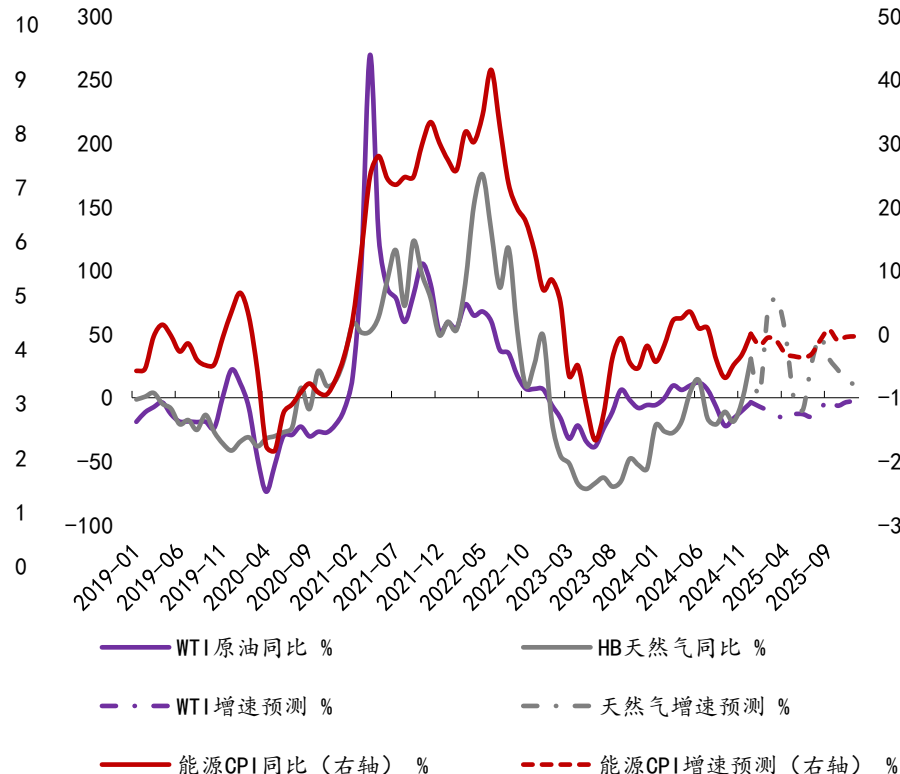
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

- 能源通胀主要是跟随天然气和石油价格波动，根据EIA对于2025年天然气和石油的价格预测，预计2025年整体油价保持在低位，天然气价格则是先下后上。
- 从价格拟合的结果来看，**2025年的能源通胀预计同样保持在相对低位**，对整体通胀更多是负贡献。

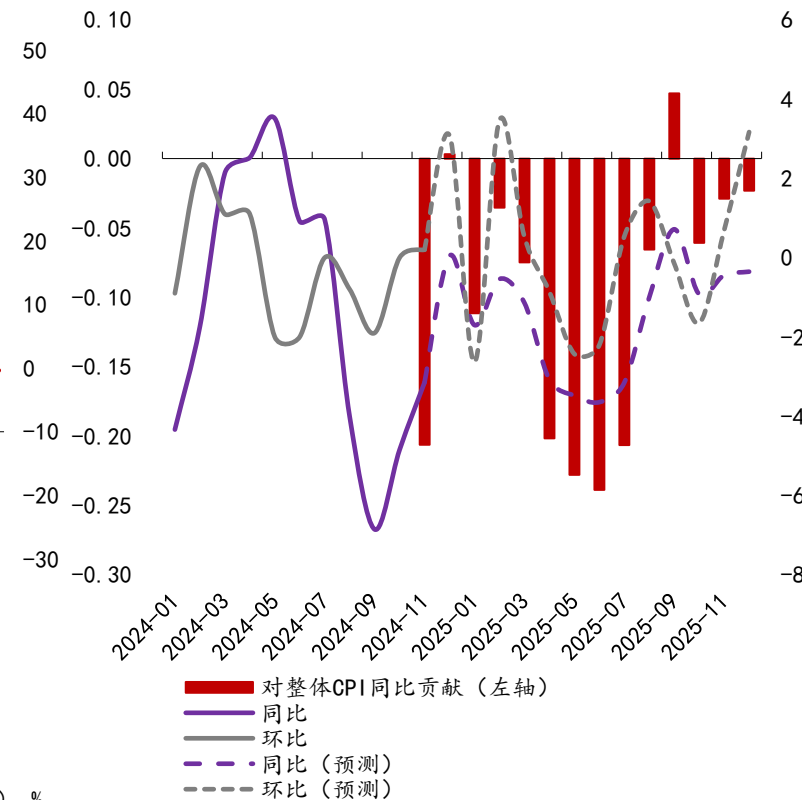
2025年预计油价平稳，天然气先下后上



能源通胀预计整体低位运行



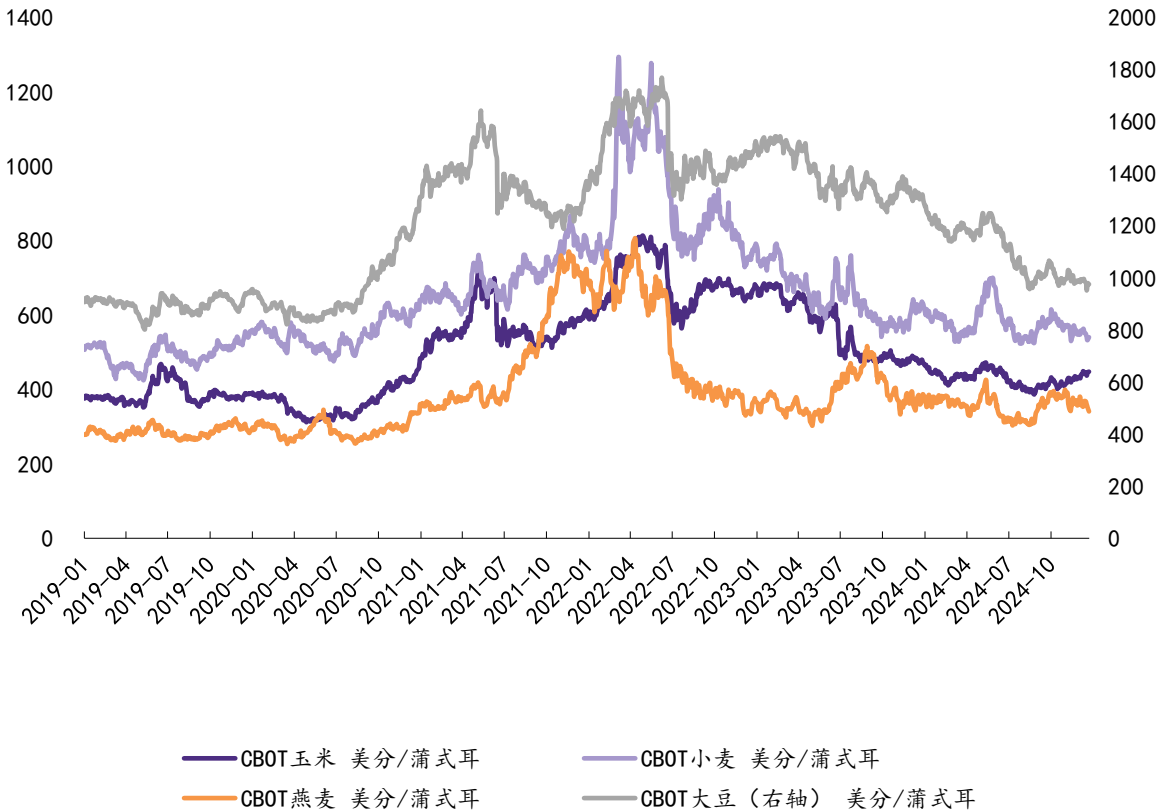
能源项对整体通胀更多是负贡献



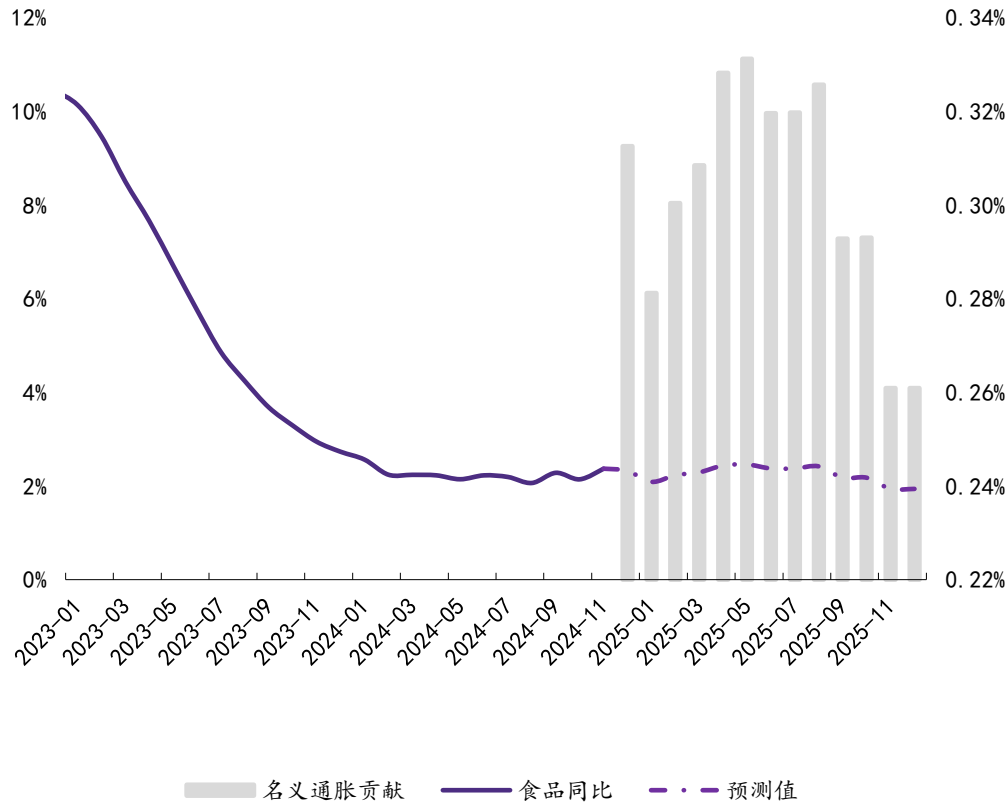
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

- 主要农作物维持在较为稳定的位置，若无极端供应链和气候危机，则食品价格和食品通胀都会维持在较为稳定的水平。
- 根据美国农业局预测，食品通胀对于25年整体美国通胀的贡献有限，对名义CPI同比的贡献在0.3%左右。

主要农作物价格保持相对低位



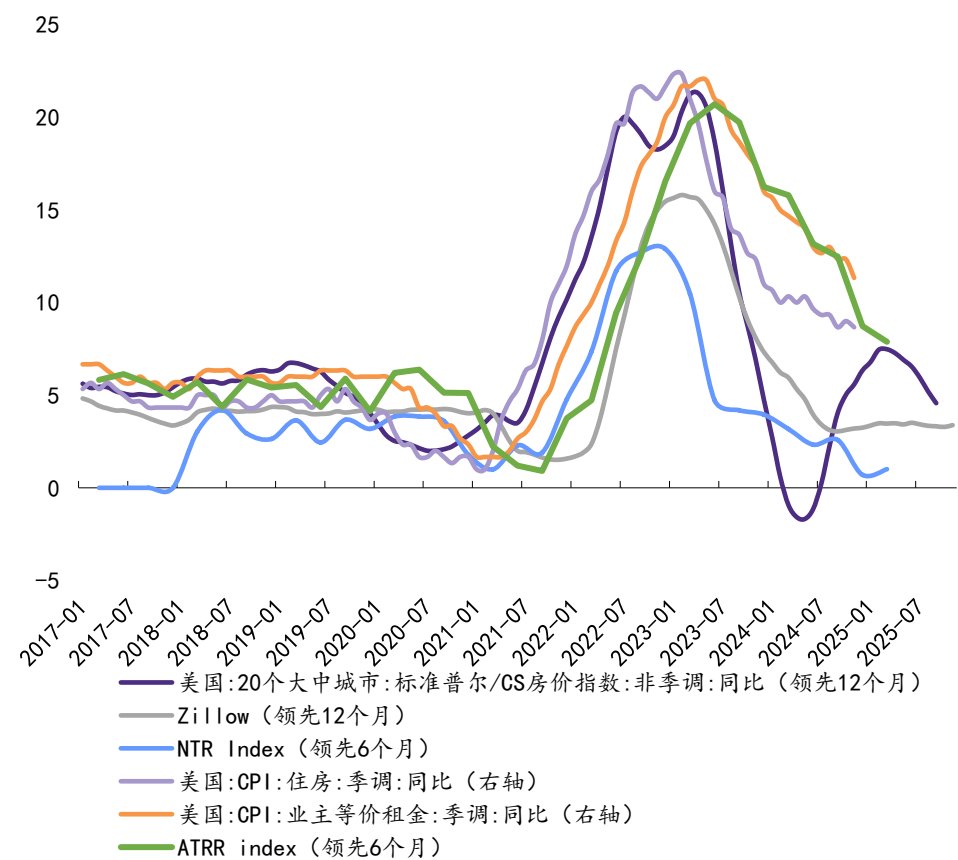
食品通胀预计维持相对稳定



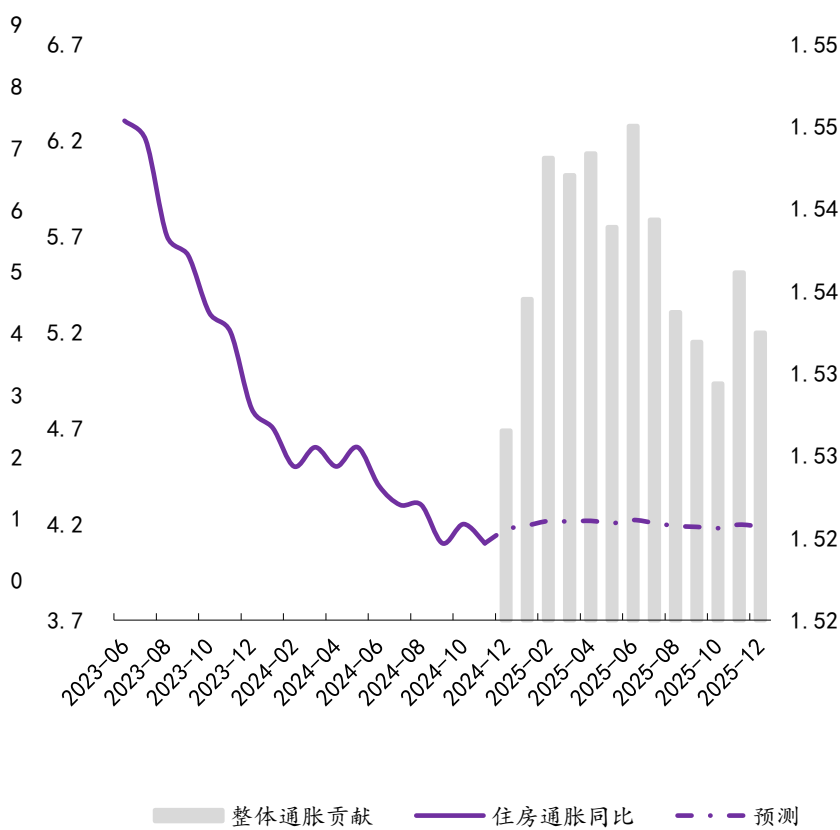
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

- 从房价和房租的数据来看，**住所通胀的走势更多是跟随房租价格**，目前zillow房租数据预计**2025年房租整体维持稳定**，与其他房租价格数据相互验证。
- 按此计算，2025年房租通胀通胀较为稳定，在1.5%左右。
- 考虑到目前能比较好算出的通胀项目（食品，能源和房租），2025年名义通胀较低的位置运行，预计是先低后高的走势。

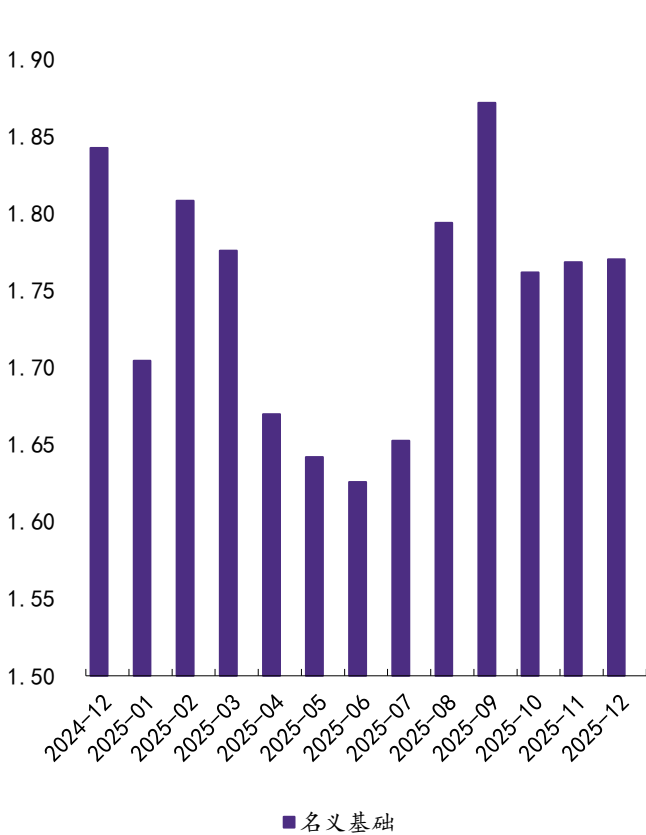
根据房租数据来看，未来房租通胀大概率走低



房租通胀预计维持相对稳定



2025年名义通胀先低后高

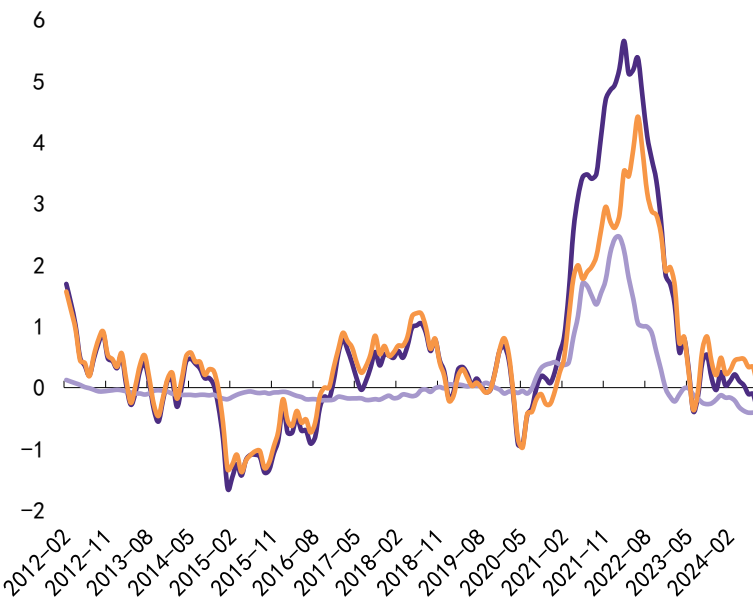


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

商品通胀：占比较低，关注美元和关税落地

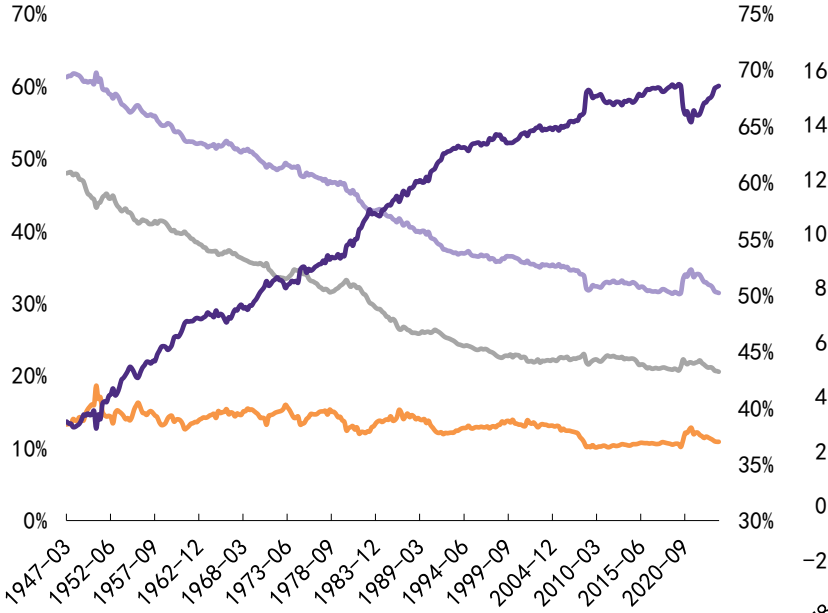
- 商品通胀占比较低，主要是其在整体消费中占比较低。
- 除了食品和能源以外的商品，尤其是耐用品的价格相对于美国的工资来说是越来越便宜的，对整体通胀影响不如服务通胀剧烈。

主要商品对通胀贡献较低



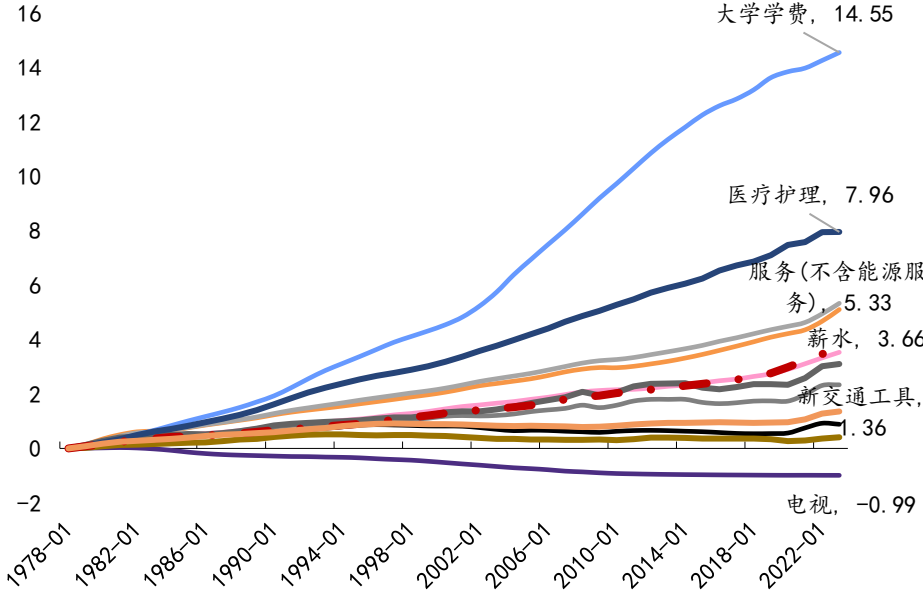
— 美国:对CPI同比的拉动:商品 %
— 美国:对CPI同比的拉动:耐用品 %
— 美国:对CPI同比的拉动:非耐用品 %

美国商品消费占比逐年走低



— 商品占比
— 耐用品占比
— 非耐用品占比
— 服务占比 (右轴)

相对工资增速来说，商品越来越便宜



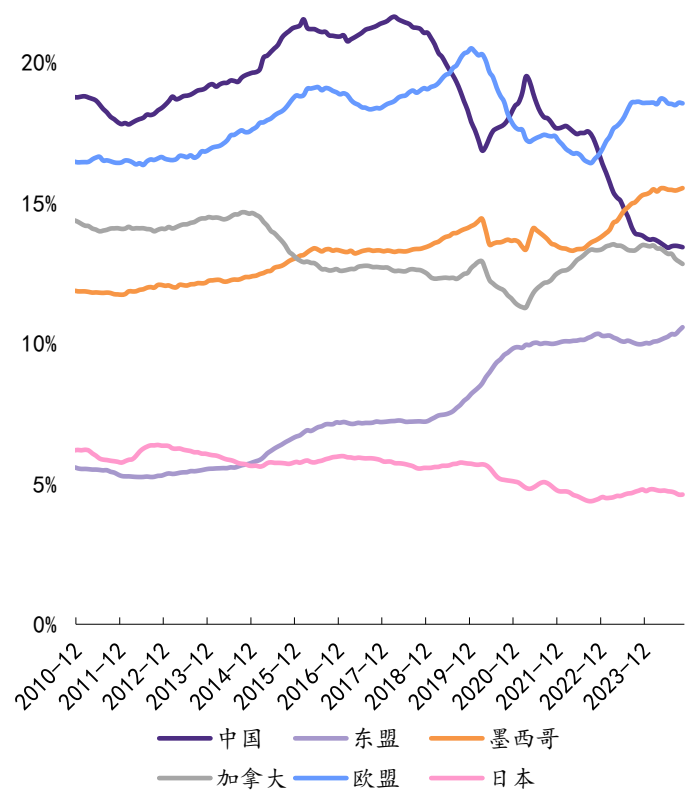
— 电视
— 大学学费
— 耐用用品
— 医疗护理
— 住所
— 个人护理服务
— 非耐用品
— 服装(不含鞋类)
— 薪
— 服务(不含能源服务)
— 商品
— 新交通工具

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

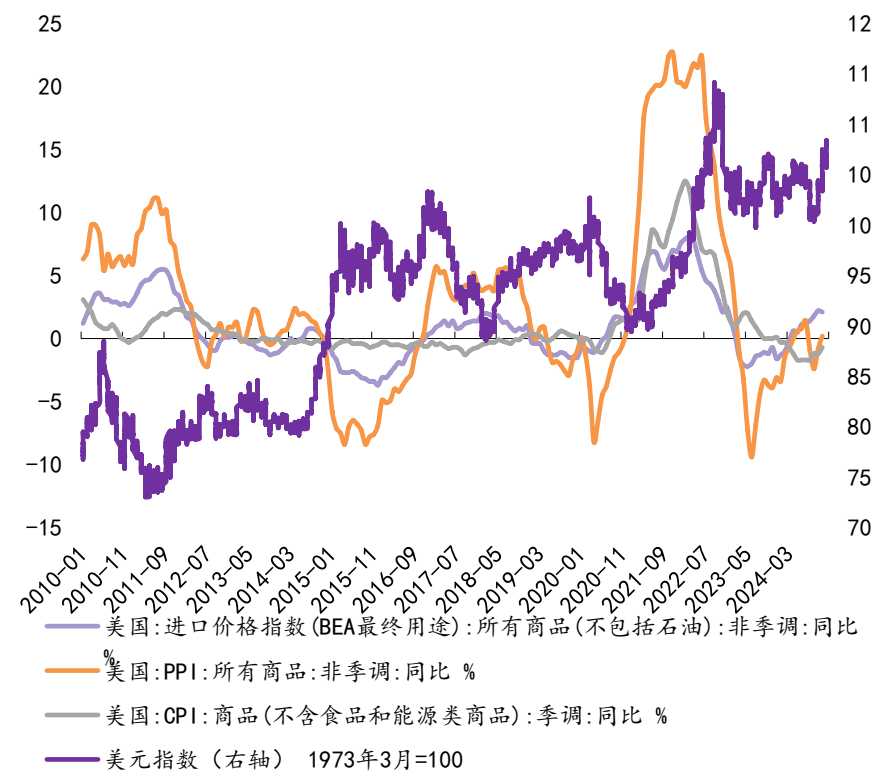
商品通胀：关注关税加征力度和美元走势

- 展望25年，关税可能是主要的推动美国商品通胀上行的因素，排除极端情况中美国对所有国家加征关税以外，维持现有的关税预期对于整体美国通胀的影响在1-2%左右，除了关税的落地之外，美元指数的走势同样值得关注，（注，测算没有考虑需求下行的影响）。
- 若是美元维持高位，则会对冲关税冲击，减弱通胀影响，若是美元回落，则需求预计同样会对冲关税影响。综合来看，商品对整体通胀影响预计有限。

加征关税将带来进口占比的回落



商品通胀同时和进口价格、美元强弱相关



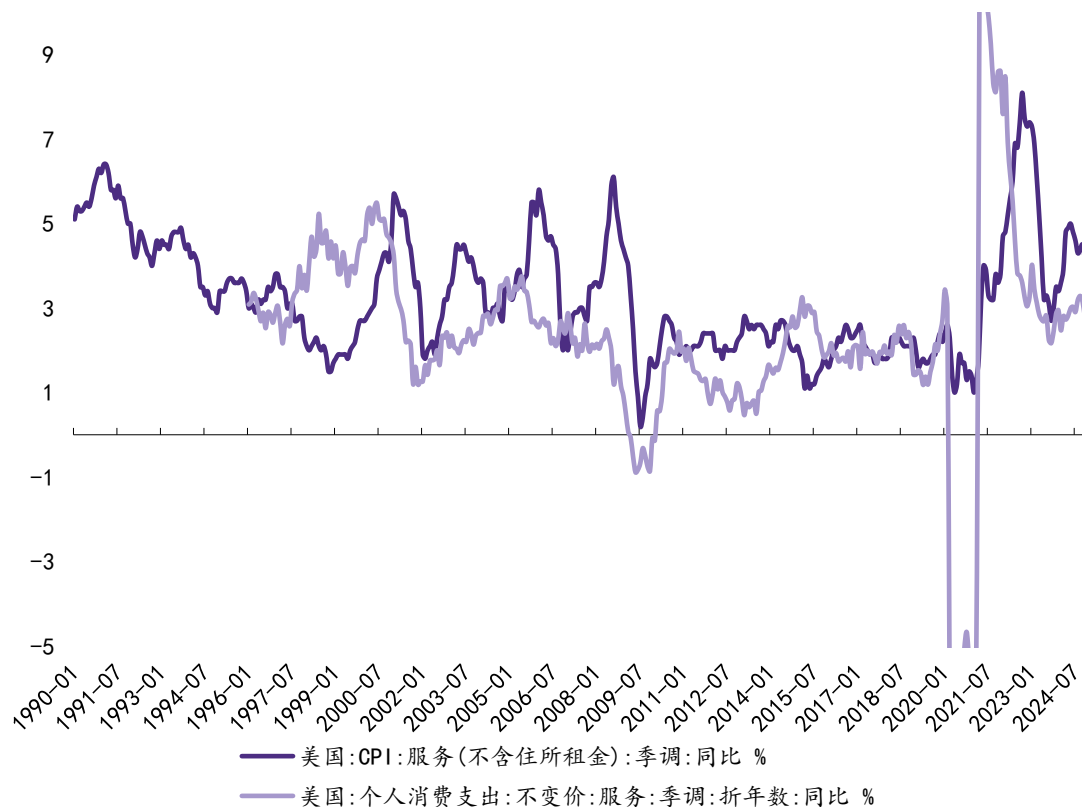
关税和美元强弱共同决定了商品通胀的进程

	美元价格假设	2025年进口价格指数	2025年进口价格同比	潜在美国商品通胀	对整体通胀影响
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	110	150.94	37.8%	55.4%	10.2%
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	110	122.43	11.8%	17.9%	3.3%
无全面关税，仅对对中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	110	115.09	5.1%	8.3%	1.5%
目前现有水平: 中国加征10%，墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	110	112.56	2.8%	5.0%	0.9%
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	100	154.35	41.0%	59.8%	11.0%
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	100	125.20	14.3%	21.6%	4.0%
无全面关税，仅对对中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	100	117.69	7.5%	11.7%	2.2%
目前现有水平: 中国加征10%，墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	100	115.11	5.1%	8.3%	1.5%
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	90	157.76	44.1%	64.3%	11.8%
中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)，其他国家加20%:	90	127.97	16.9%	25.2%	4.6%
无全面关税，仅对对中国 (60%) 墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	90	120.29	9.9%	15.1%	2.8%
目前现有水平: 中国加征10%，墨西哥 (25%) 加拿大 (25%)	90	117.65	7.4%	11.6%	2.1%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

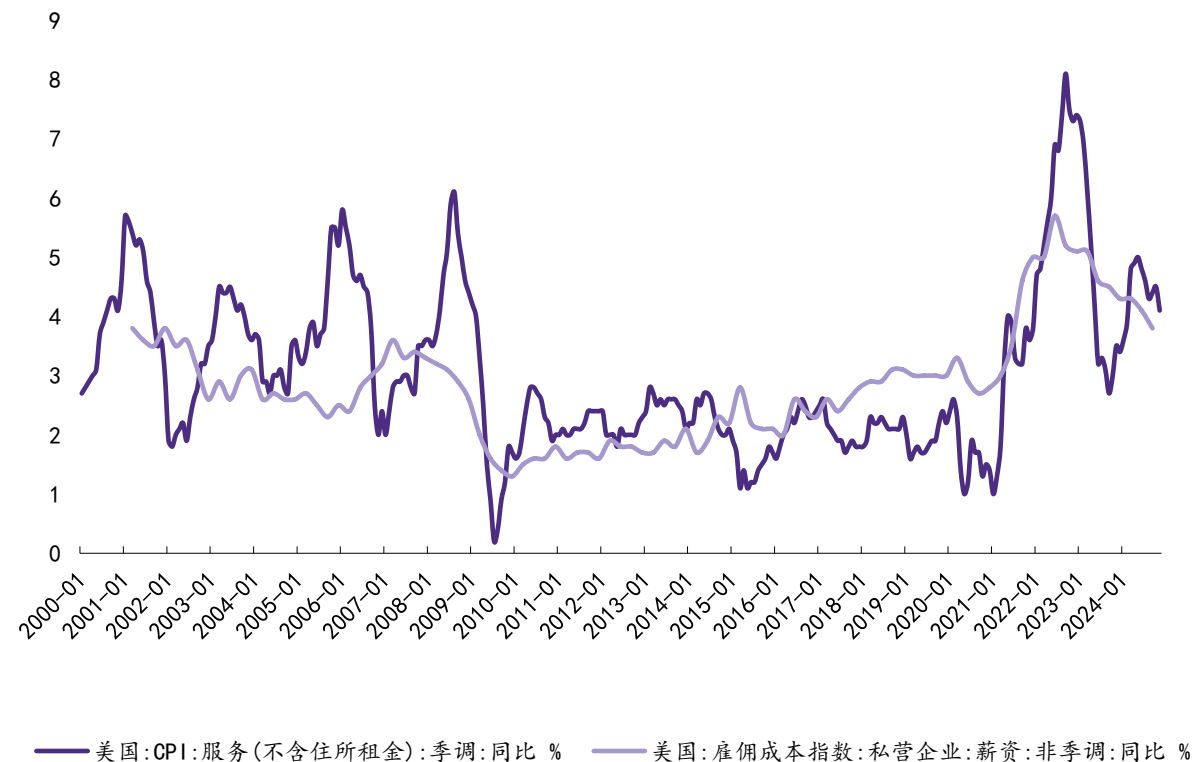
- 服务业通胀则是需要考虑整体经济的走势，劳动市场是否有持续韧性，带动薪资和需求的持续上行，从而使得整体通胀压力上行。
- 考虑2025年联储的相机抉择的时候，虽然联储重回通胀叙事，但主要通胀考虑依然需要考虑到就业市场的强度，经济和政策共同决定通胀走势，进而影响联储的降息路径。

支出增速决定了服务通胀的方向



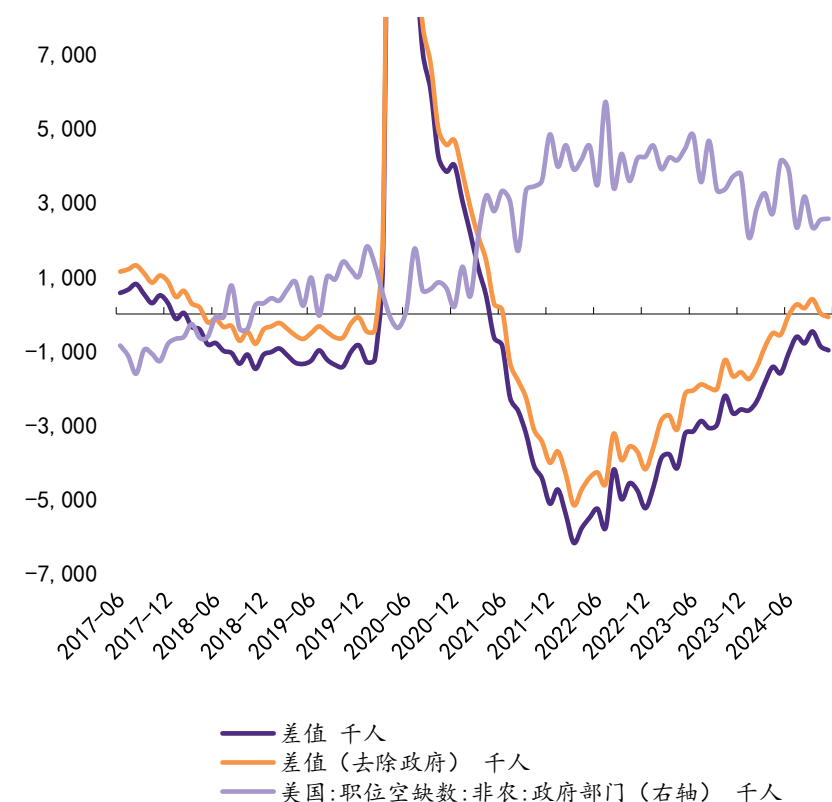
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

服务通胀与薪资增速息息相关

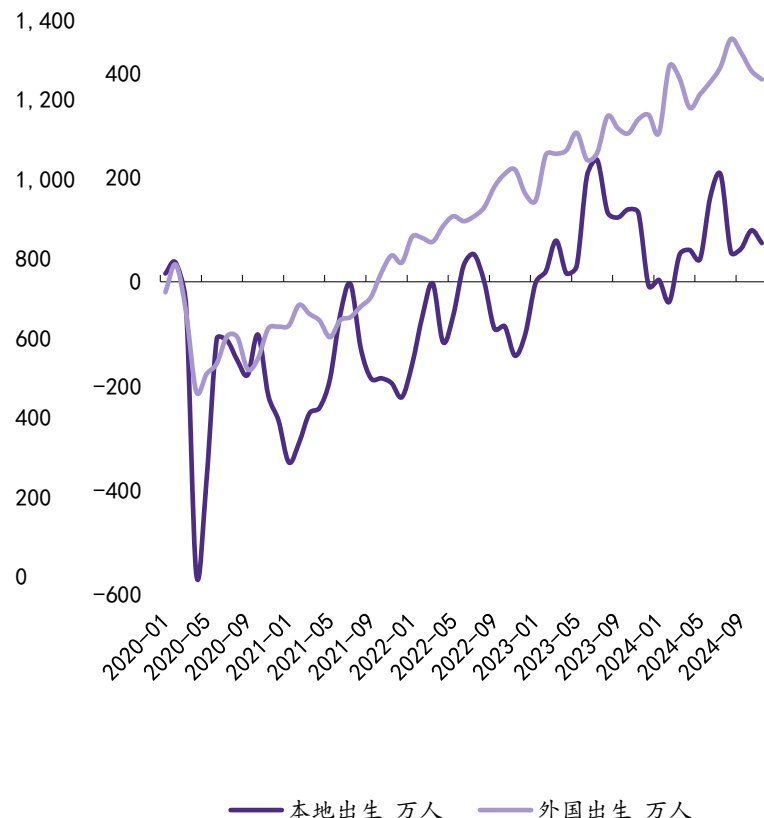


- 美国劳动力市场格局已经和2020年疫情时期出现了根本性的转变，由于疫情造成的劳动力缺口和供小于求的劳动力格局已经转变成供大于求，去除政府部门需求的劳动力供需差已经来到了115千人，也就是有11.5万劳动力过剩。
- 这部分的缺口的补足主要动力来源是外国出生人口，即移民（合法和非法），可以看到移民就业较疫情前多了400多万人，而本地就业仅较疫情前增长不到100万人。
- 这一点也能从美国就业市场的结构中看出，移民能够胜任的制造业和低端服务业均回到疫情前的职位空缺标准，而要求更高的高端服务业则是维持高位，仍待补足。

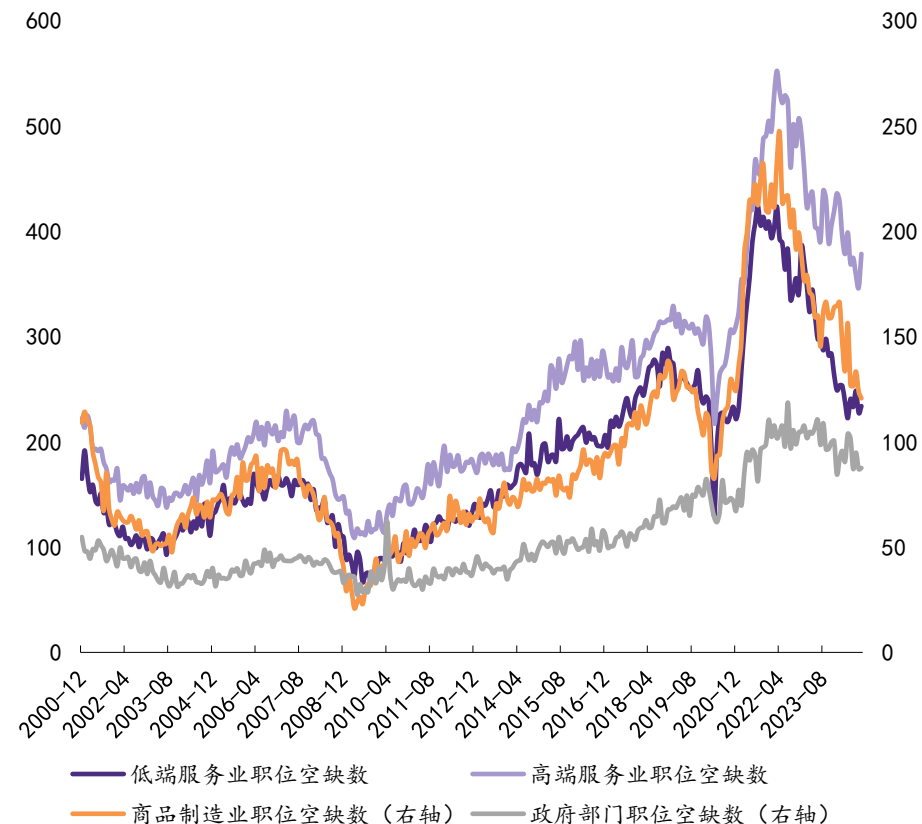
疫情后美国就业供需格局依然生变



就业缺口的补充主要来自于外国出生人口



低端服务业和制造业缺口快速补足

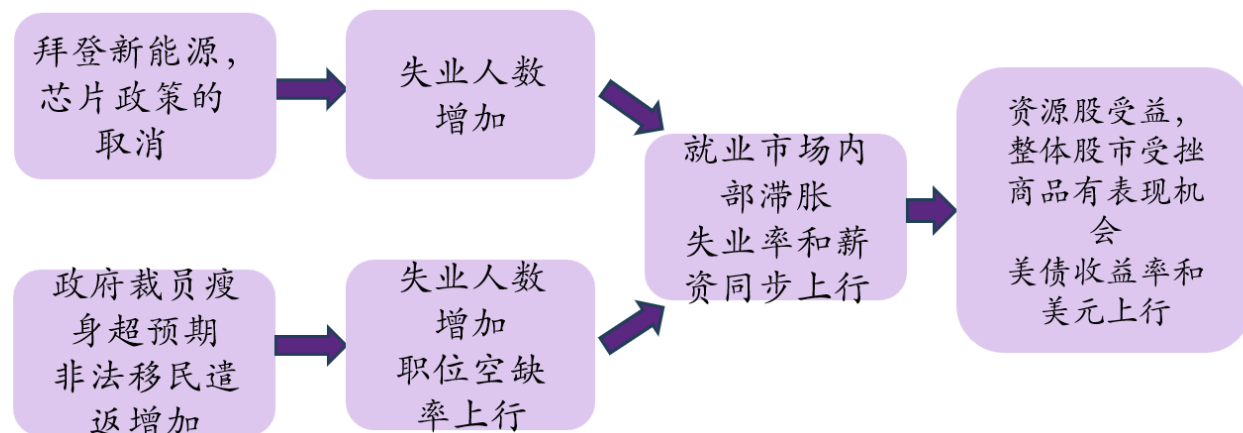


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

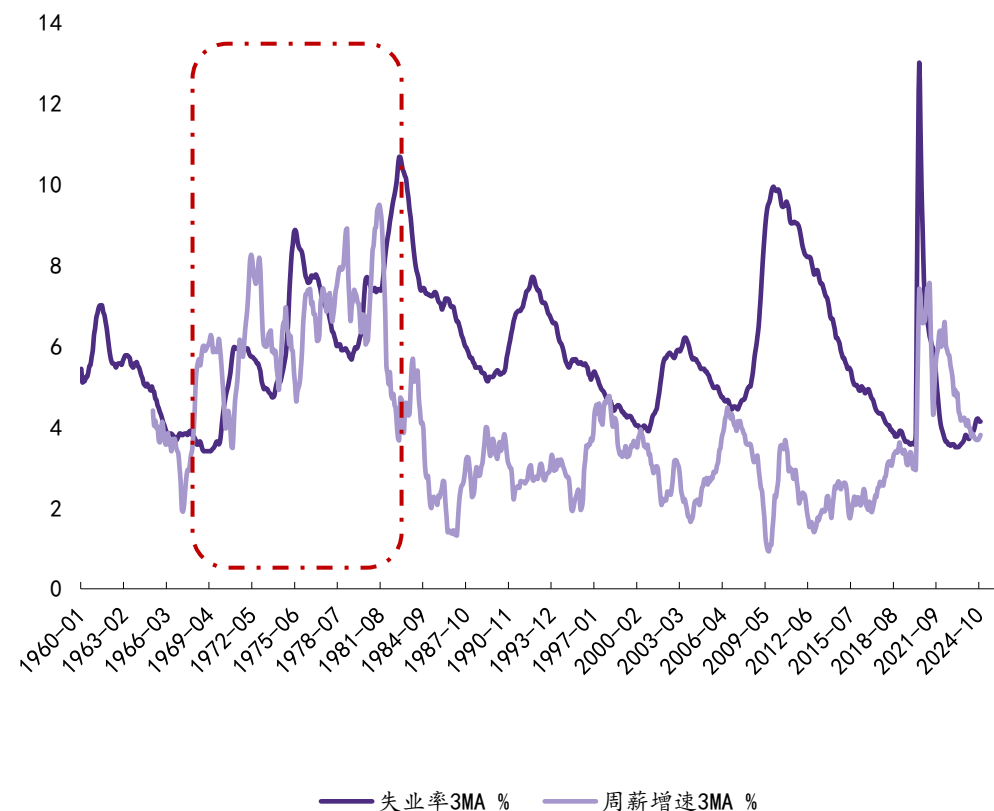
特朗普政策或推动劳动市场滞胀

➤ 考虑到特朗普政策内部破坏性，移民的遣返和职位空缺率的回升将共同推动美国劳动市场进入到相对滞胀的环境，即失业率和薪资增速同步回升。

特朗普政策对劳动市场并不友好



美国仅在1970-1980年期间经历过严格意义上的滞胀

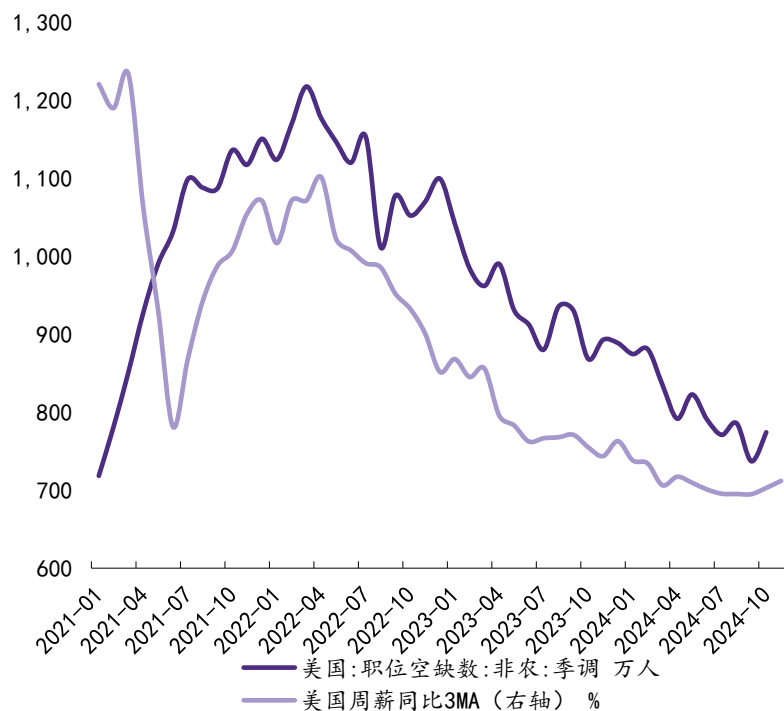


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

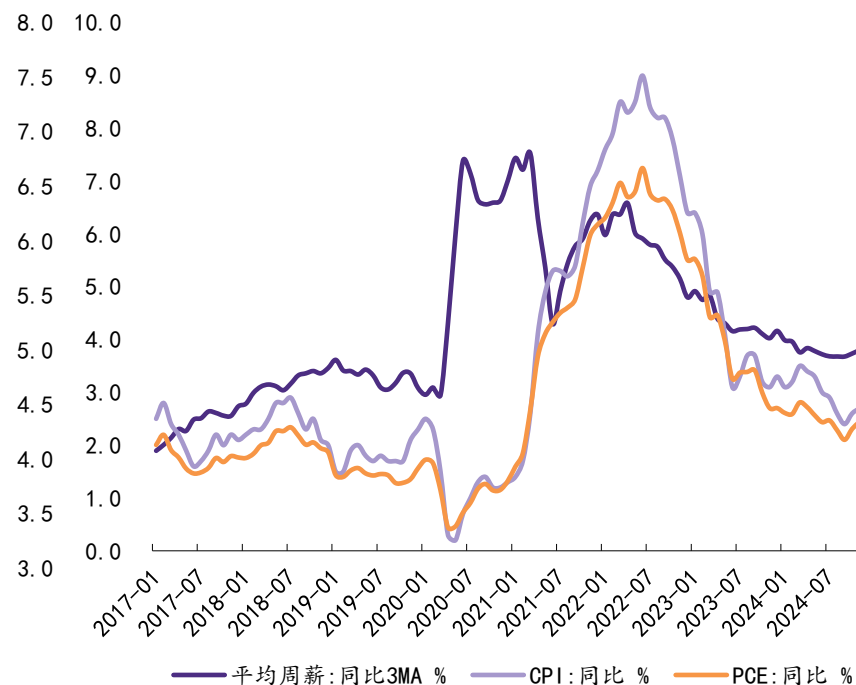
特朗普政策推动劳动市场滞胀

- 若是特朗普在第一年遣返了100万移民，则会推动时薪增速重回4.5-4.6%，通胀重回3.7%左右；
- 若是第一年遣返50万人，则薪资增速预计重回4.1-4.2%，推动通胀回升至3.5%左右；
- 考虑到美国政府部门薪资水平远高于移民集中的低端服务业，政府部门的裁员并不会减弱移民遣返的影响，反而会共同加剧劳动市场结构性不平衡。

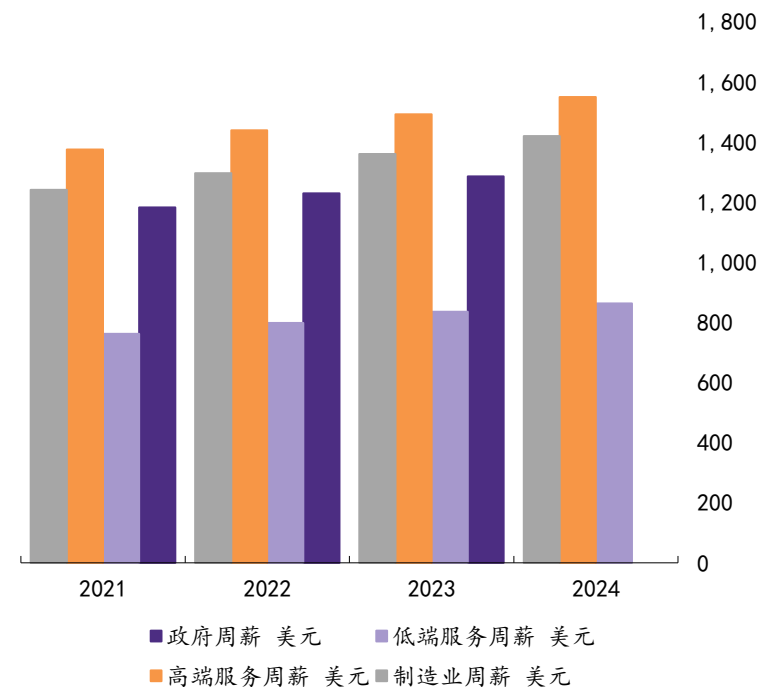
非法移民的遣返将推动职位空缺率重回高位



薪资增速进一步推动通胀上行



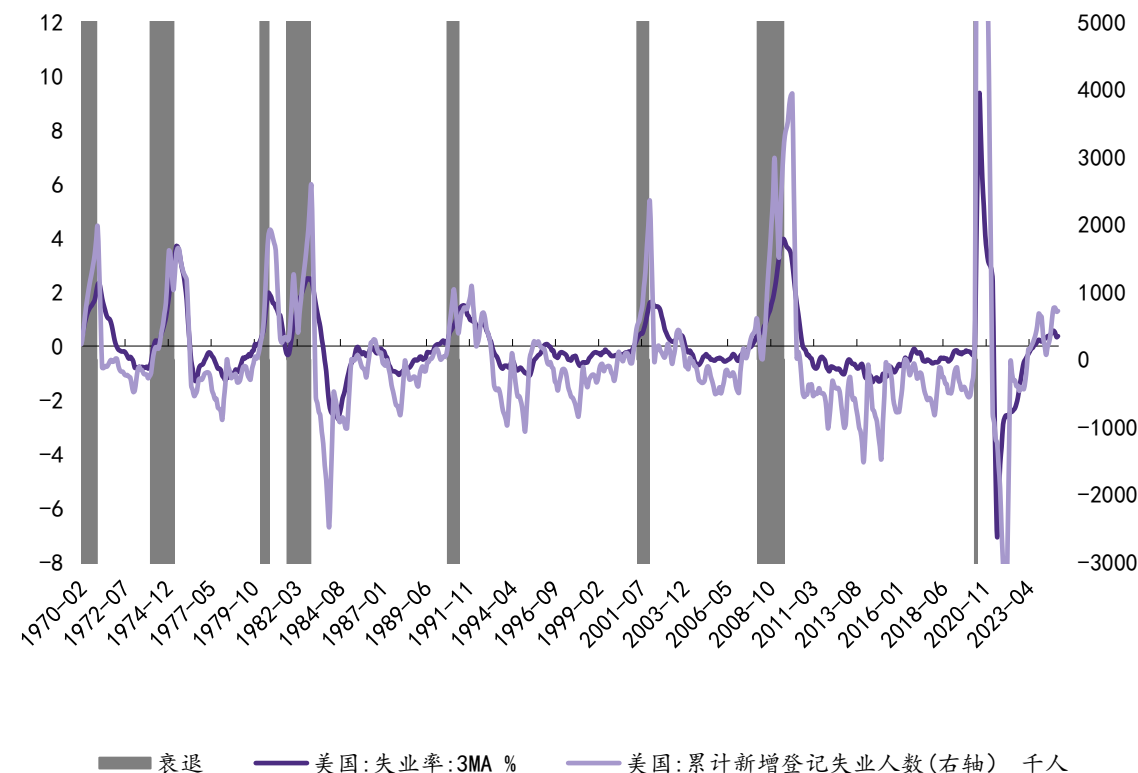
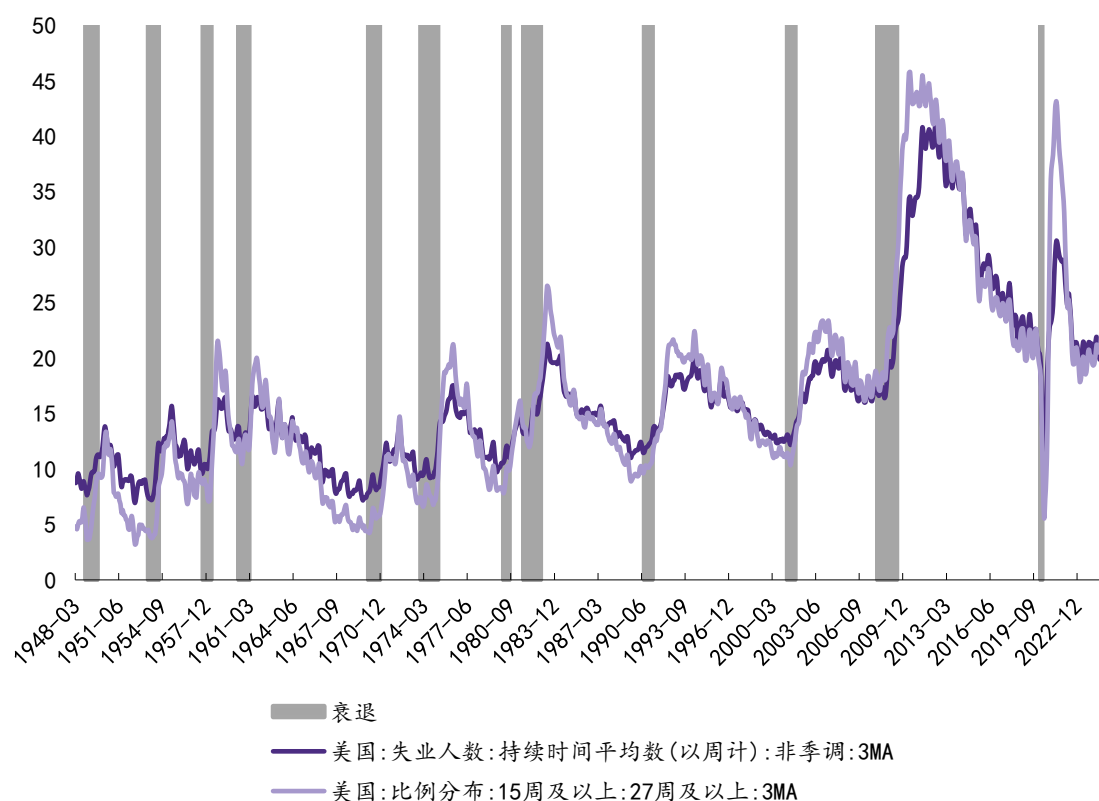
政府周薪远高于低端服务业



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

- 从失业率来看，遣返非法移民将直接推高美国的失业率（失业人数不变但劳动人口减少）。
- 考虑到目前累计失业人数已触及到了衰退时期水平，遣返非法移民无异于进一步激化美国劳动市场的矛盾，将推动失业率的快速上行。

失业人数和长期失业人数累计上行，显示劳动市场并不如市场预期的强劲

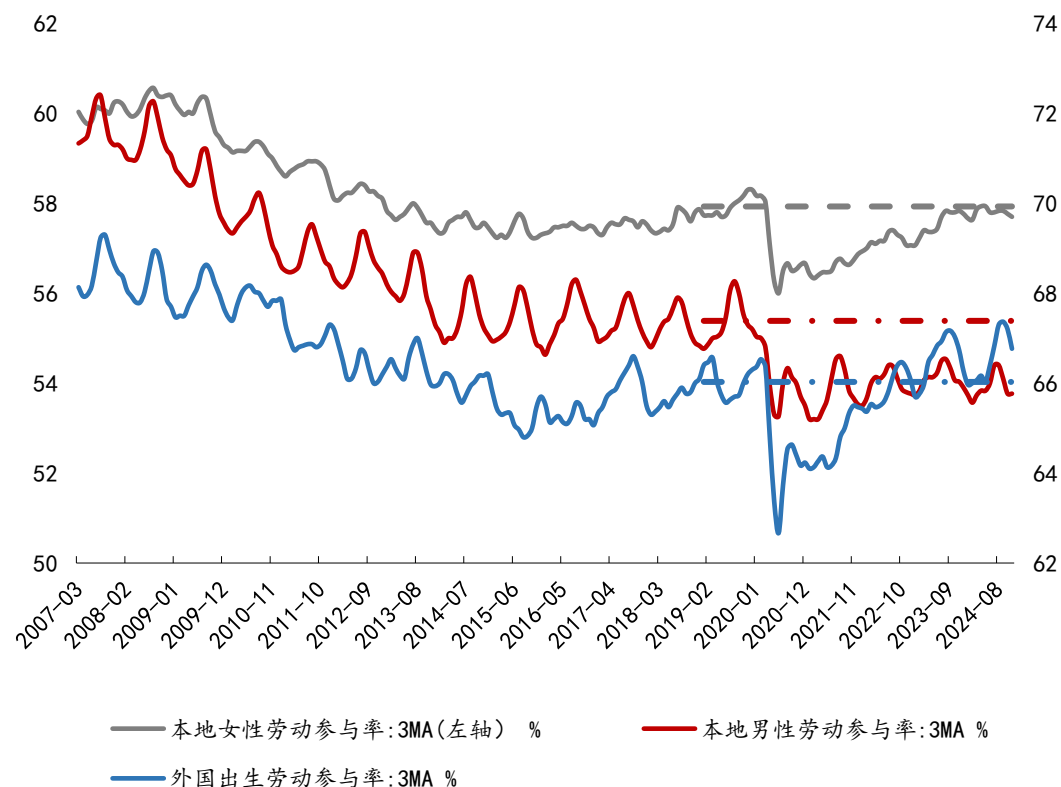


资料来源: FRED, Wind资讯, 华鑫证券研究所

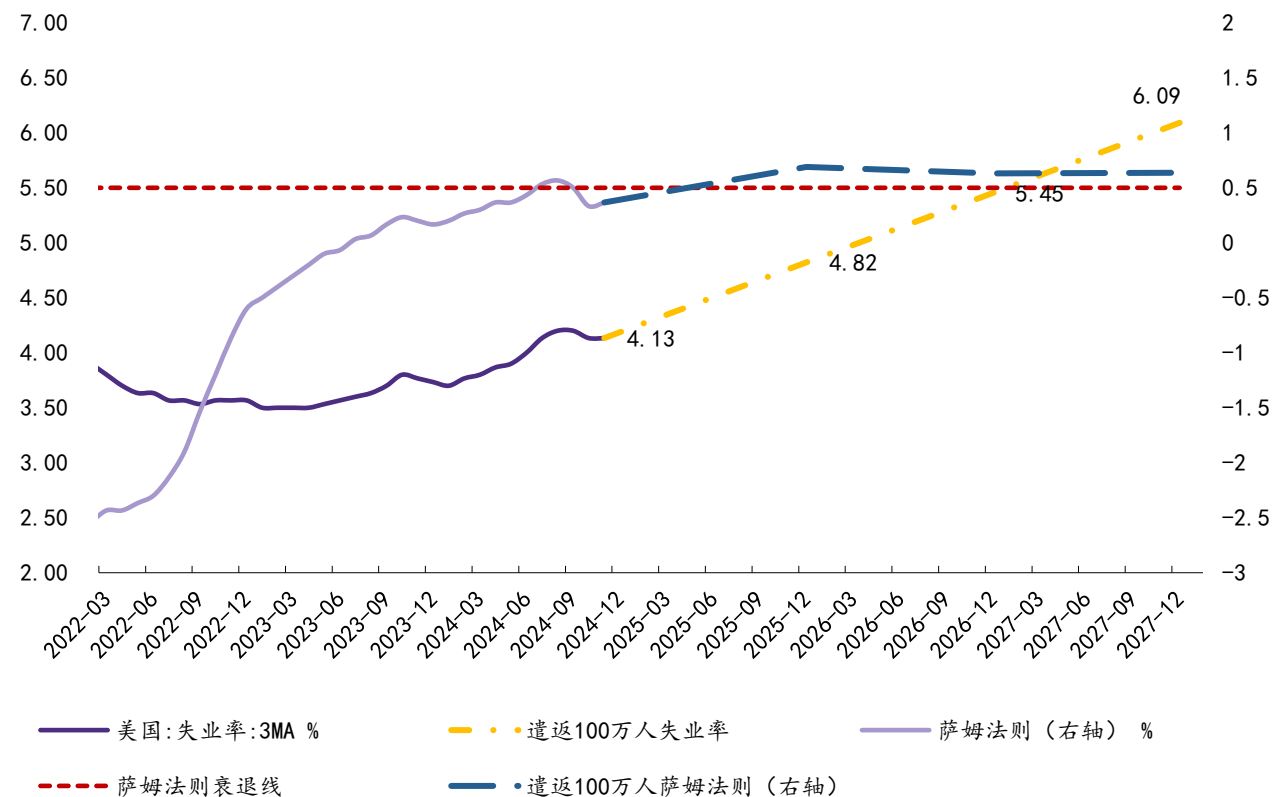
特朗普政策推动劳动力市场滞胀

- 预计持续的100万人遣返和失业人数的增加将推动美国失业率在25年来到4.8%的位置，将重新触及萨姆衰退法则。
- 虽然联储重回通胀叙事，但通胀叙事更多是价格端的推动而不是需求端，因此劳动市场的强弱是决定联储降息与否的关键。

本地人尤其是男性就业一直没有修复



持续遣返100万人，美国失业率预计冲高

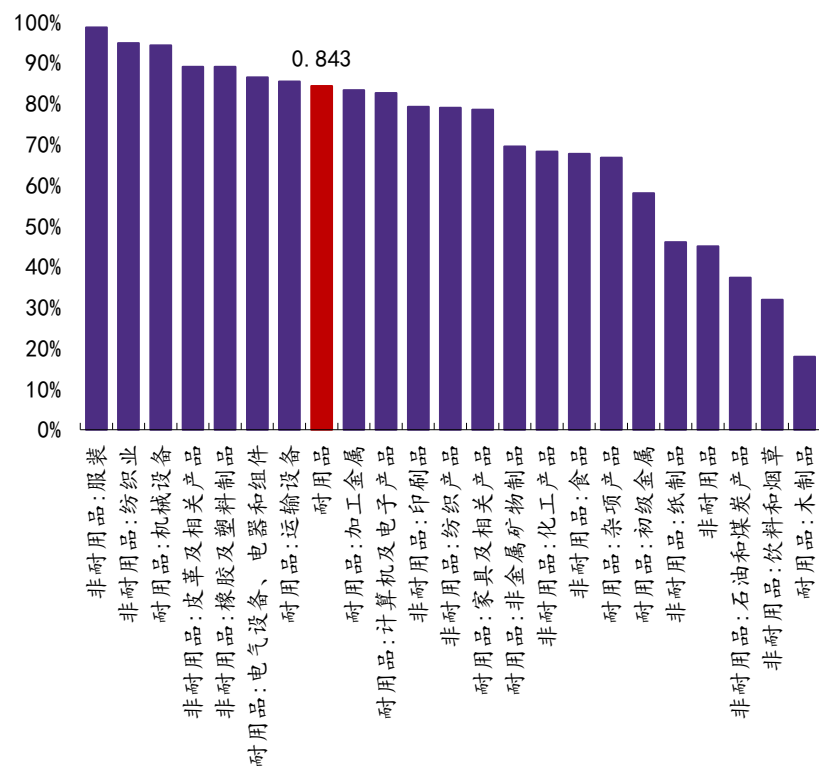


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

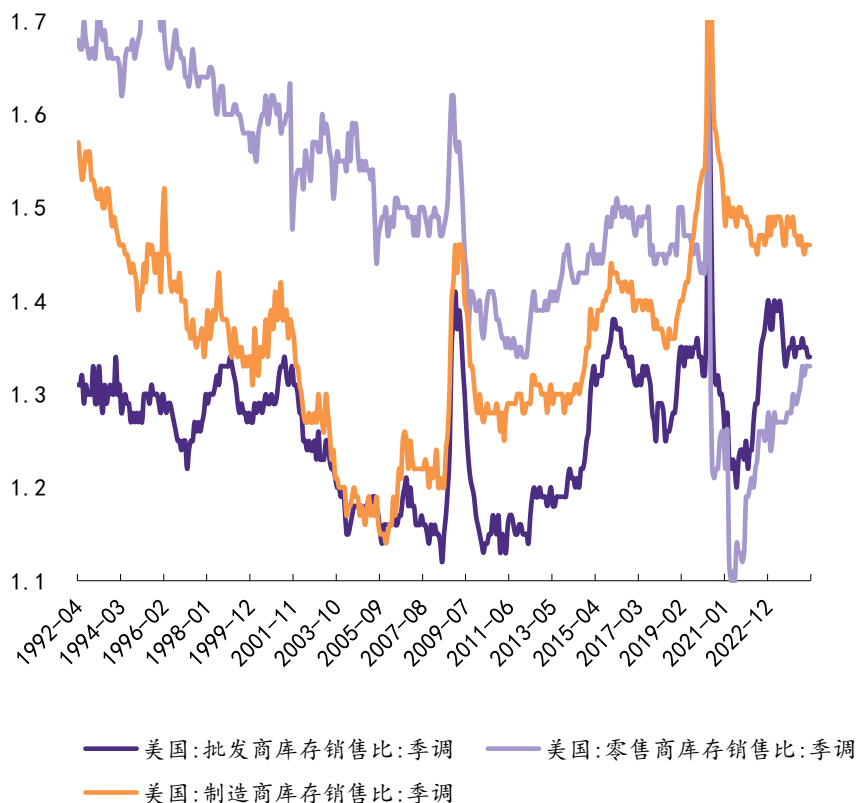
库存周期：库销比高位，产能利用率偏低

- 从库销比数据来看，大部分行业的库销比均处在较高的历史分位，提示库存过高或者销售较弱，补库意愿不足；
- 企业产能利用率处于相对低位，生产和需求同弱导致补库周期底部震荡。

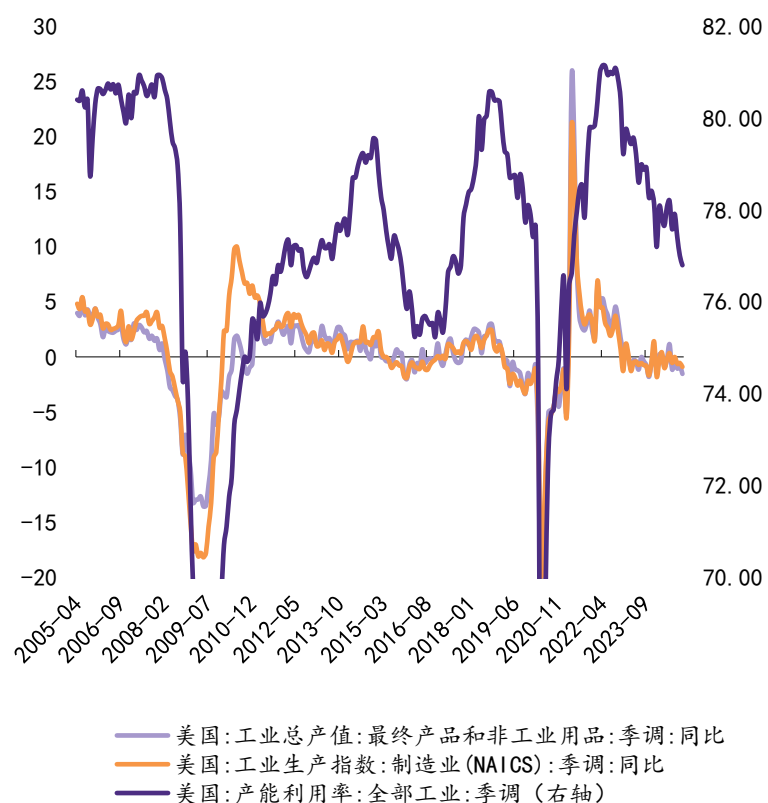
制造业库销比保持高历史分位



仅仅零售库销比较低



企业产能利用率保持低位

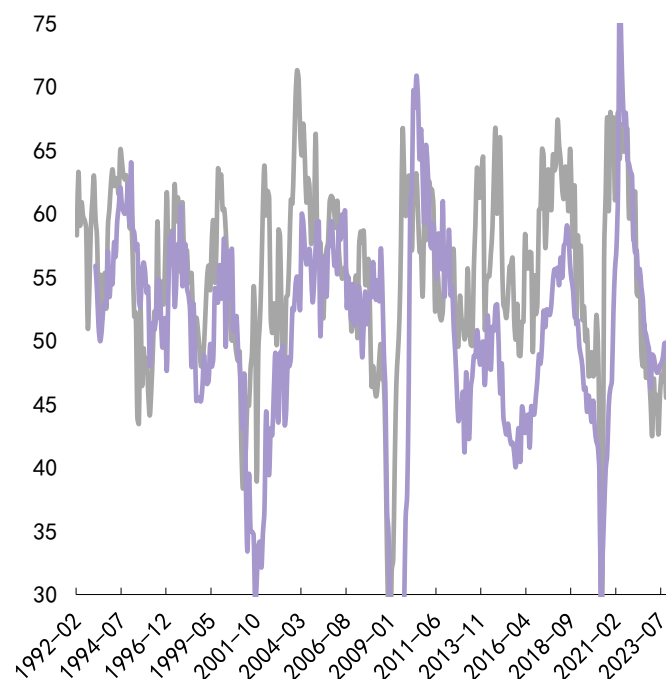


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

库存周期：补库仍需等待

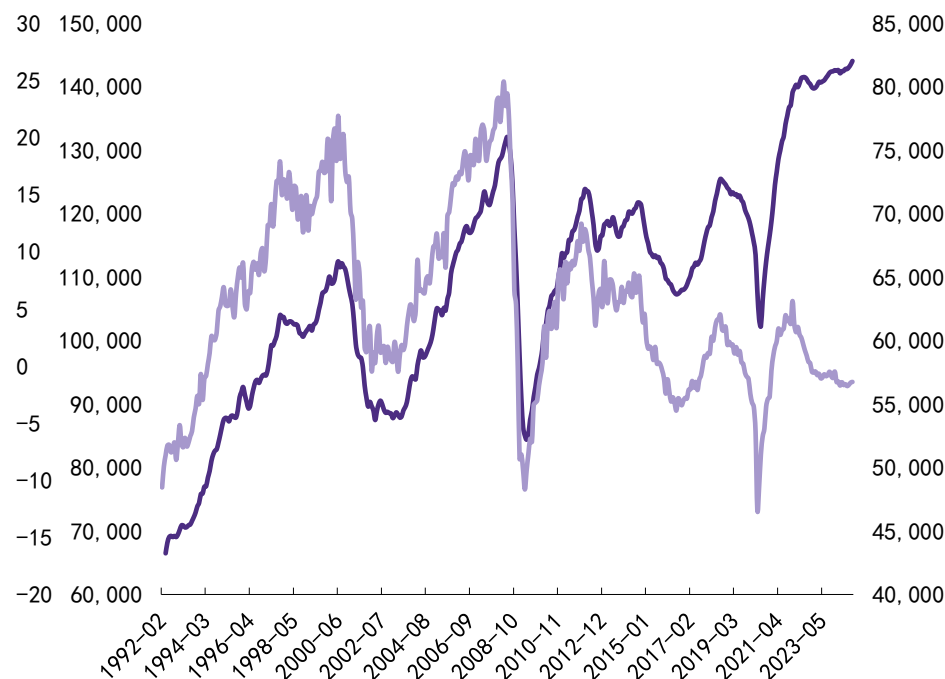
- 美国居民整体需求仍在相对低位，去除掉价格因素的耐用品订单数量持续低迷；
- 从PMI新订单指数来看，美国整体需求在2024年低位震荡，显示出居民整体需求并不景气。

居民需求保持底部震荡



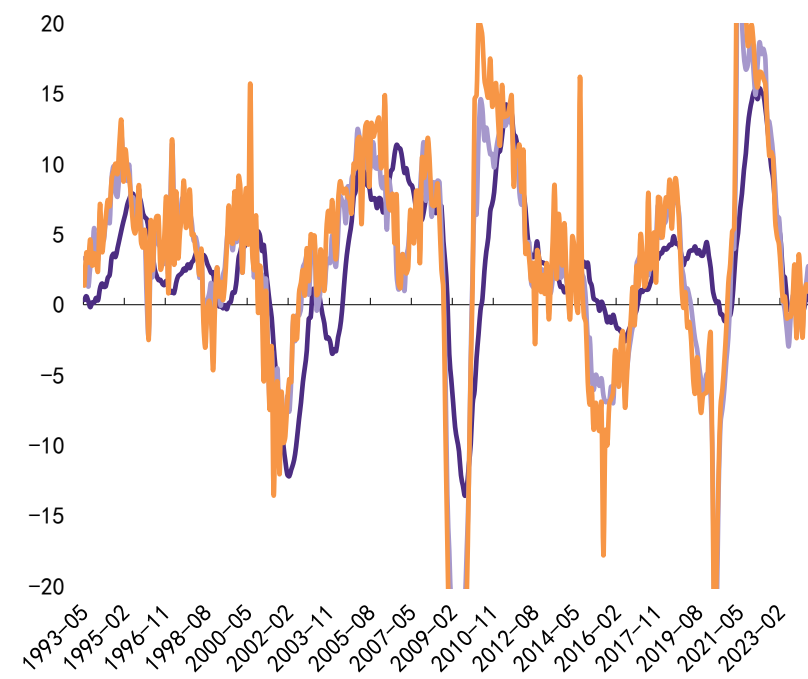
—— 美国：ISM：制造业PMI：新订单
—— 去除国防的非运输订单：同比（右轴）

实际订单增速和名义订单增速分化



—— 名义订单：3MA 百万美元 —— 实际订单：3MA（右轴） 百万美元

整体补库增速维持波折状态



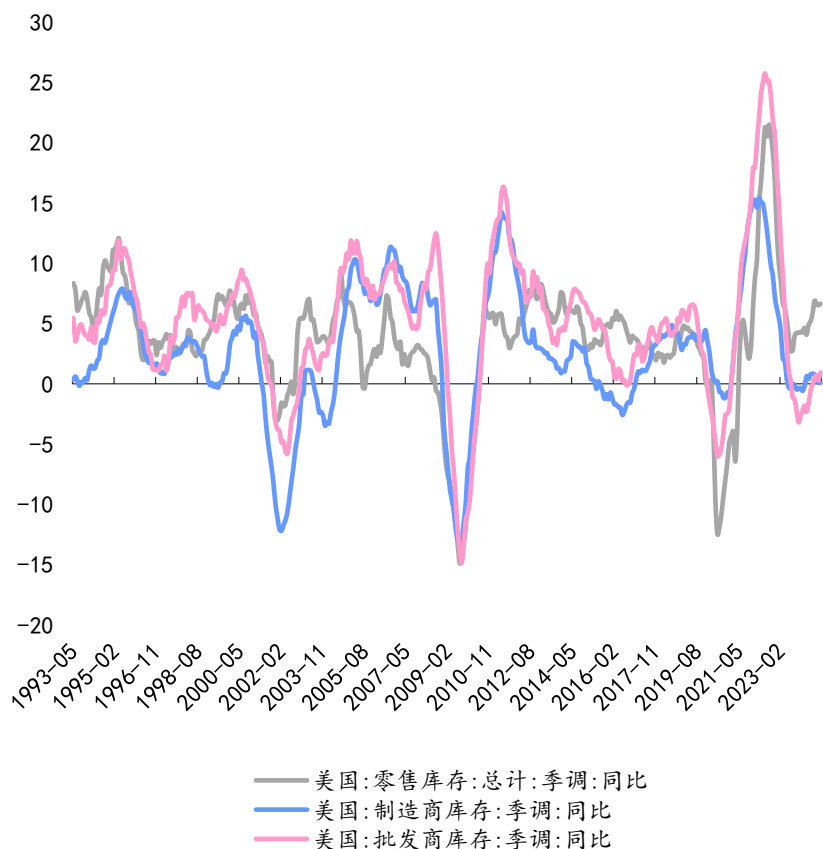
—— 美国：存货量：制造业：季调：同比
—— 美国：出货量：制造业：季调：同比
—— 美国：新订单：制造业：季调：同比

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

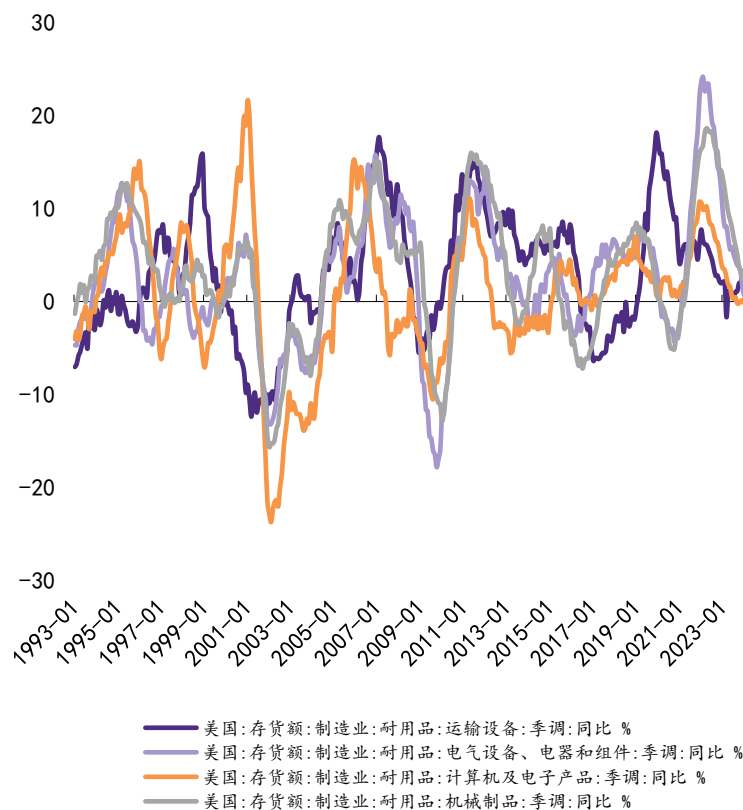
库存周期：需求不足叠加生产意愿不强，补库较为波折

- 需求羸弱叠加企业生产意愿不强，投资也有放缓迹象。
- 2024年初支撑库存上行的交通运输行业也开始出现下行，补库周期一波三折。

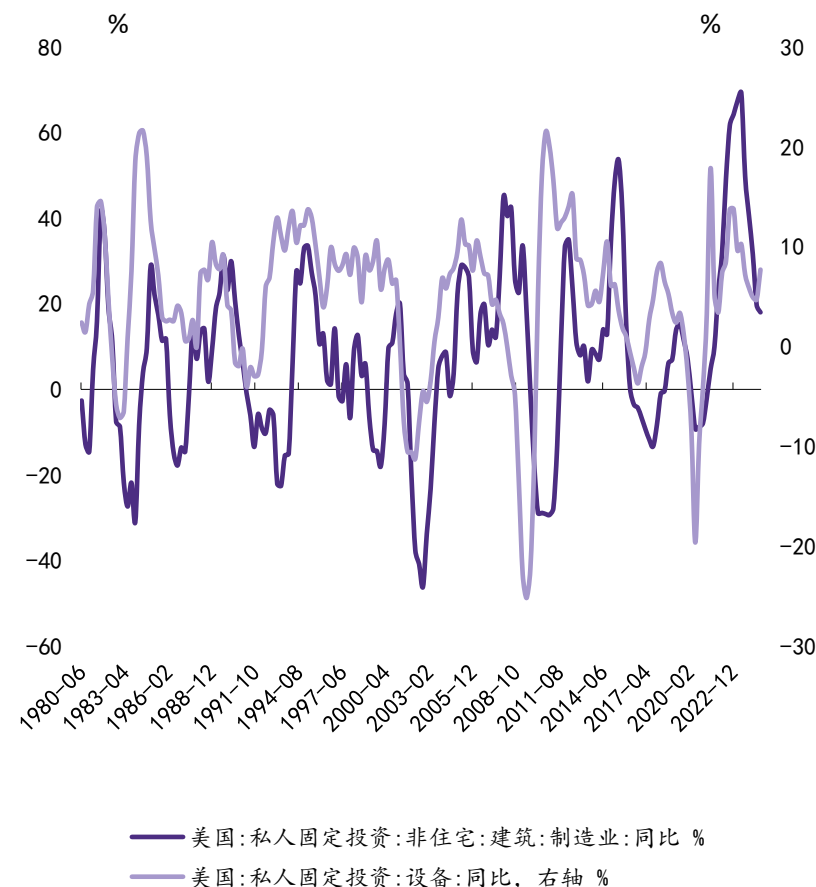
整体补库周期较为曲折



除运输设备其他主要行业库存周期均弱



投资增速放缓也将拖累库存回升

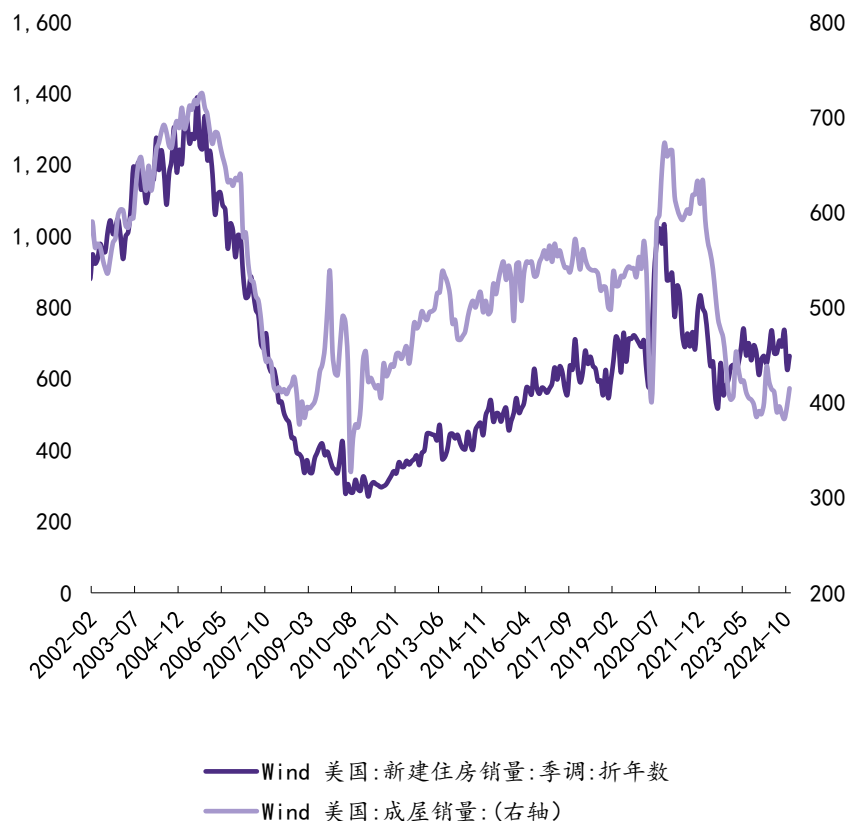


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

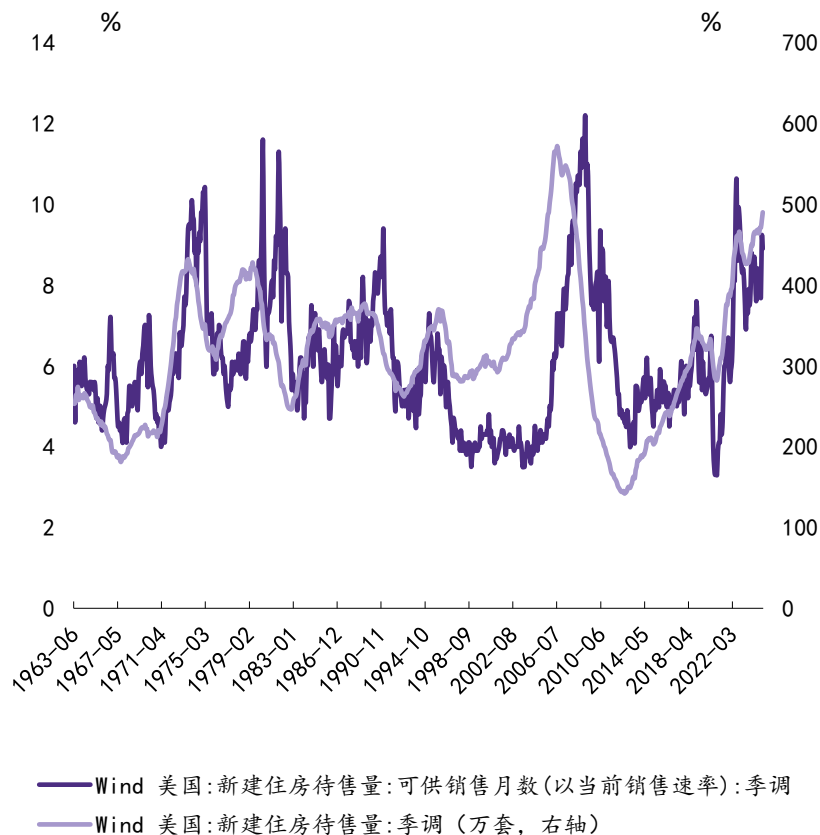
地产市场：价降，库累，需求弱

➤ 从销售和库存来看，美国地产销售较为低迷，成屋和新屋的库存逐步累积，居民地产消费偏弱。

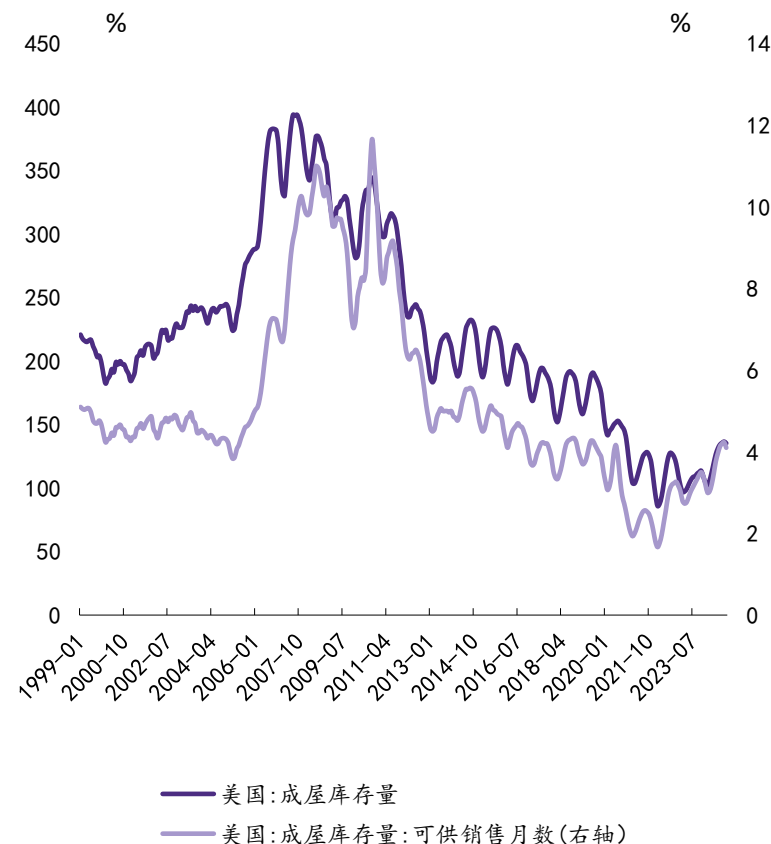
美国新屋和成屋销量均较为低迷



新屋库存新高



成屋库存也出现2008年以来的首次累计

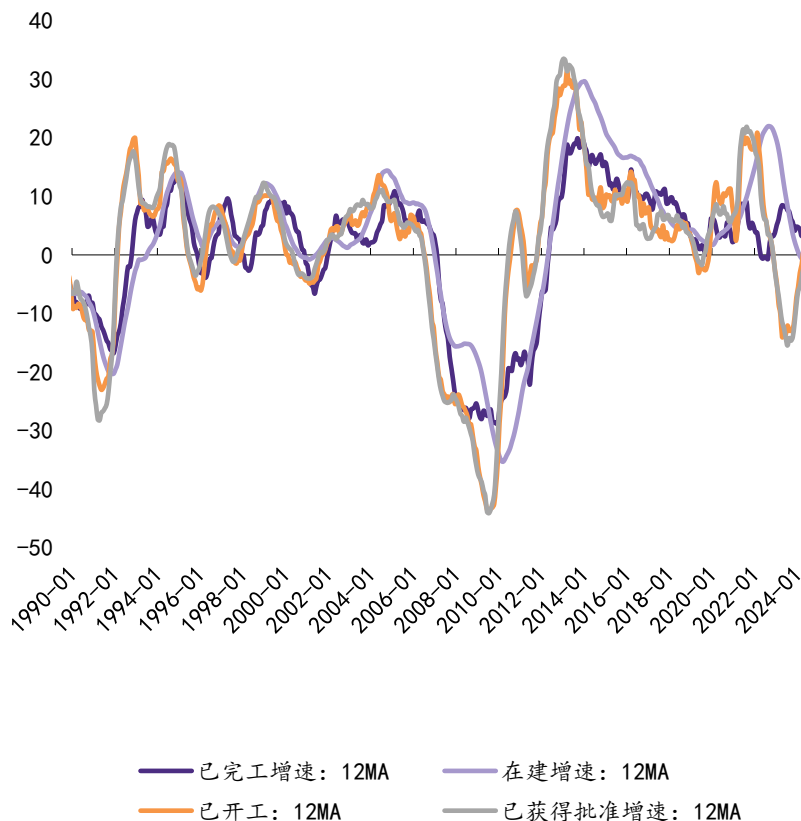


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

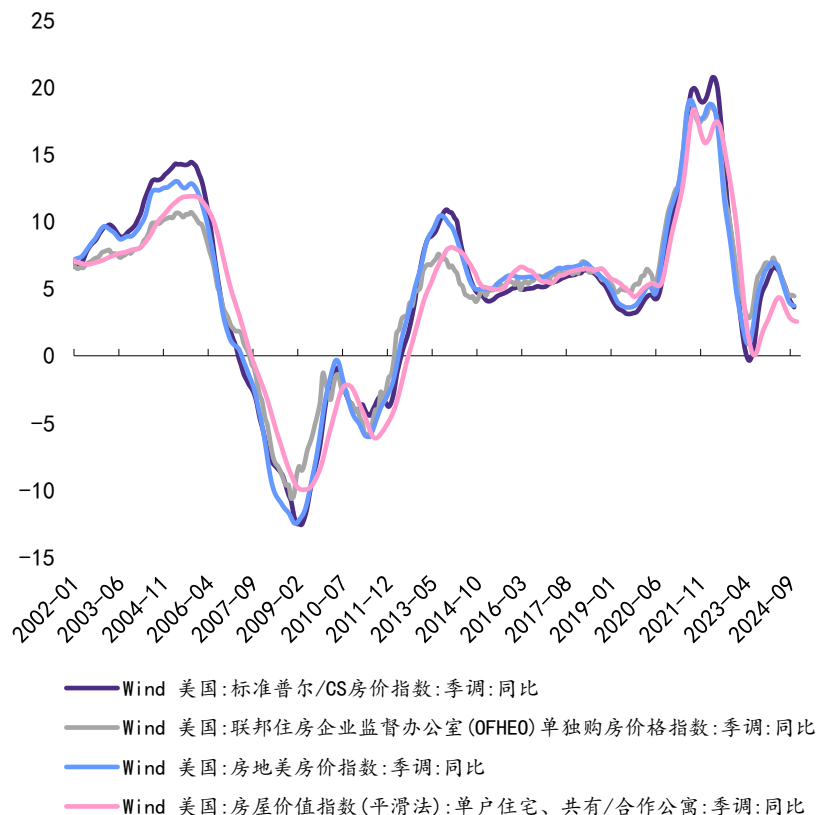
地产市场：价降，库累，需求弱

- 除了新建住房的批准持续回升外，动工，开工和完工的数据均较弱；
- 这一点也能从房屋价格数据中看出，美国地产价格在2024年持续走弱，地产相关的投资支出增速同步回落，均验证了地产市场的不景气。

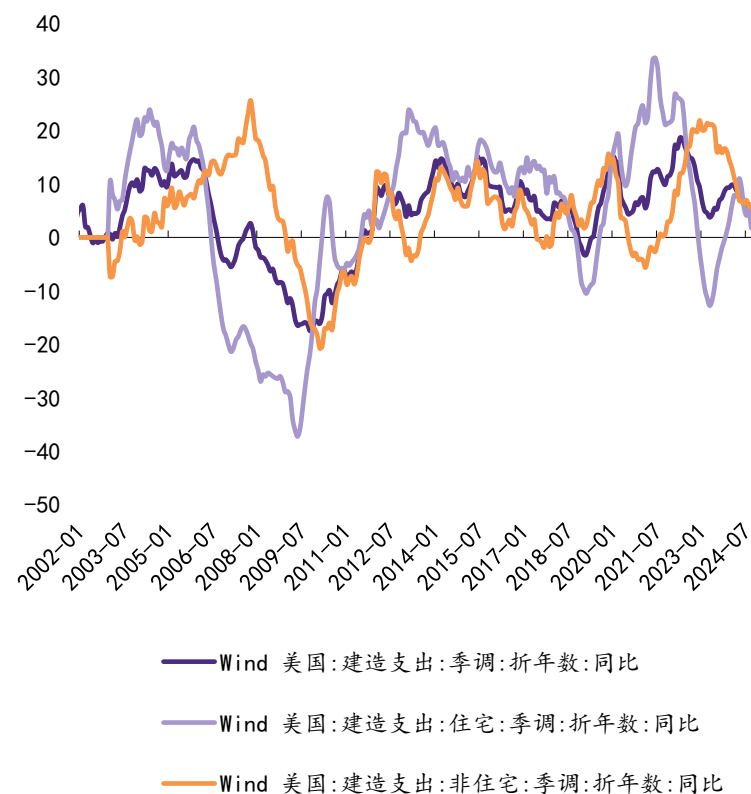
除了新建住房批准之外，地产整体较为低迷



整体房价数据回落



地产建设支出持续下行



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

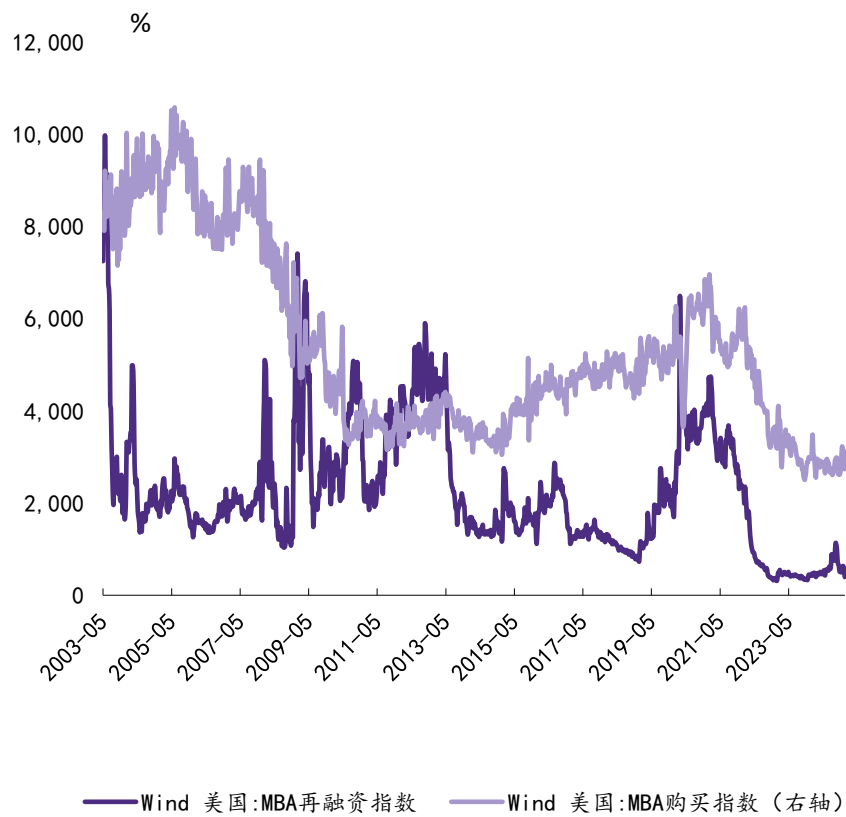
地产市场：价降，库累，需求弱

➤ 居民地产需求被高利率压制，30年抵押贷款利率持续维持高位运行，压制了居民再融资和贷款购房的需求，居民购买力的持续回落，导致整体贷款增速接近转负。

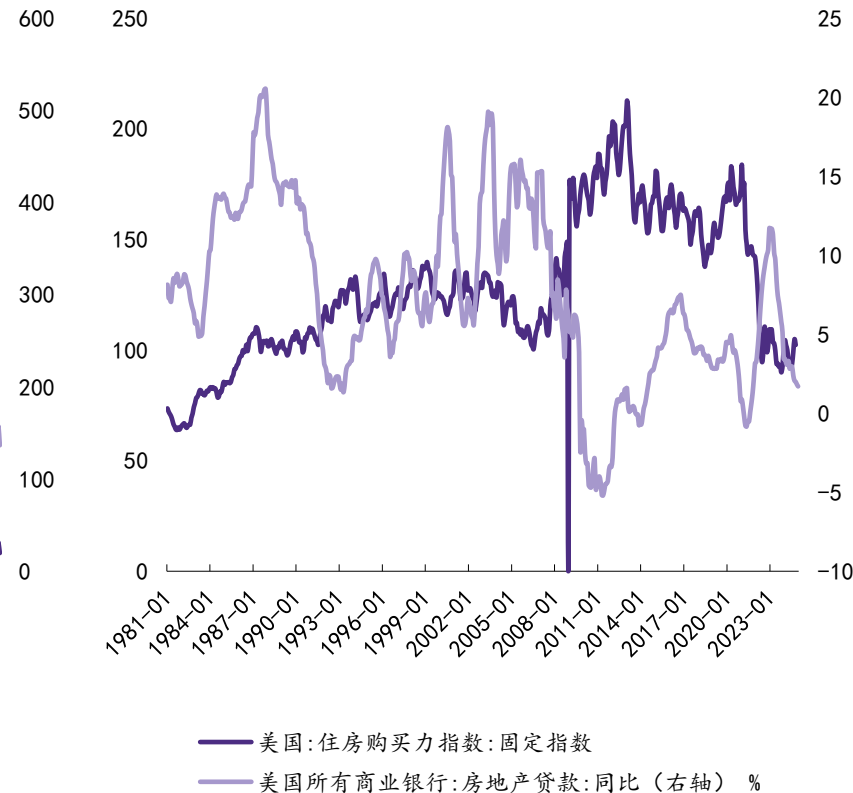
美债利率高位抑制居民购房热情



新增贷款指数维持在低位



整体住房贷款增速接近转负

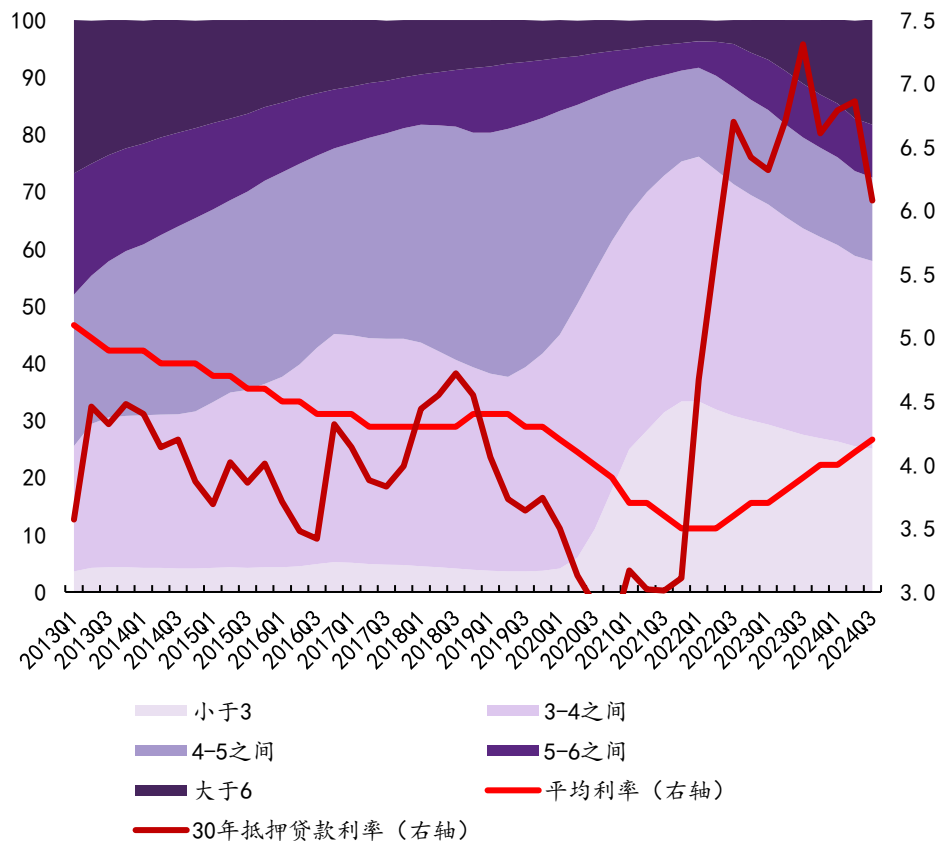


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

地产市场：价降，库累，需求弱

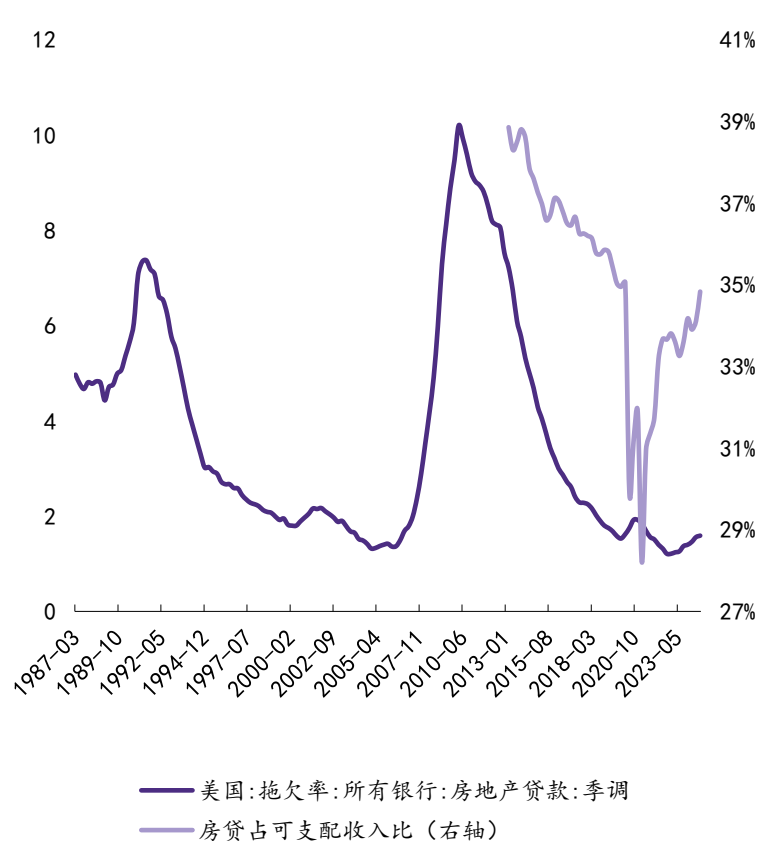
- 从存量房贷的角度来说，平均利率4.2%左右，大概60%的存量房贷在4%以下，主要是在2020年利率底部时期，很多人通过低利率进行购房或再融资；
- 存量房贷对于居民的压力相对有限，房贷支出占可支配收入比仍未回升至疫情前的位置，但在逐步回升。

存量房贷利率并不高

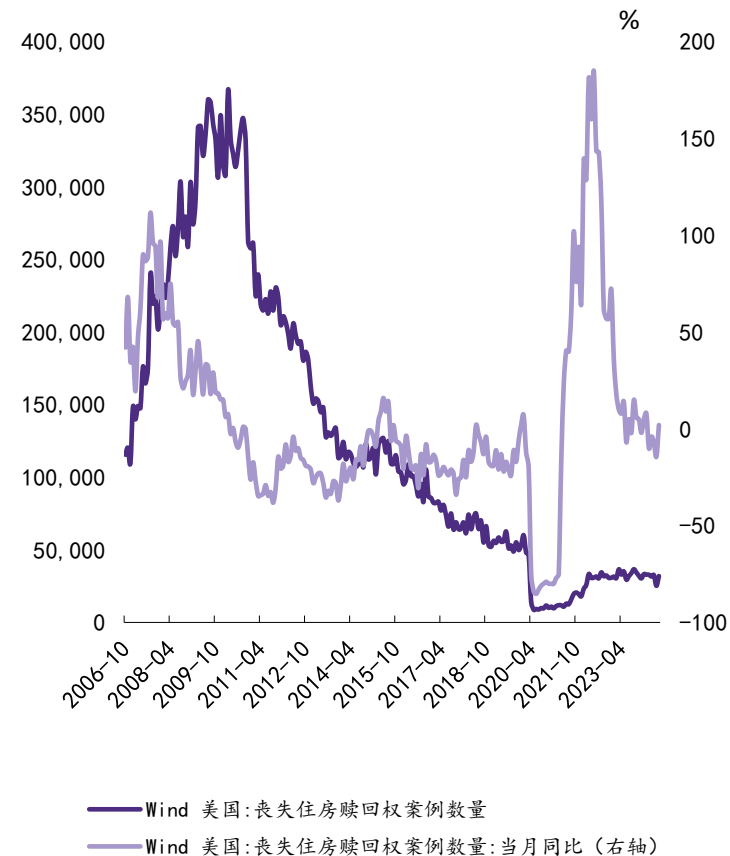


资料来源：FHFA，Wind资讯，华鑫证券研究所

地产贷款和房贷支出均有回升



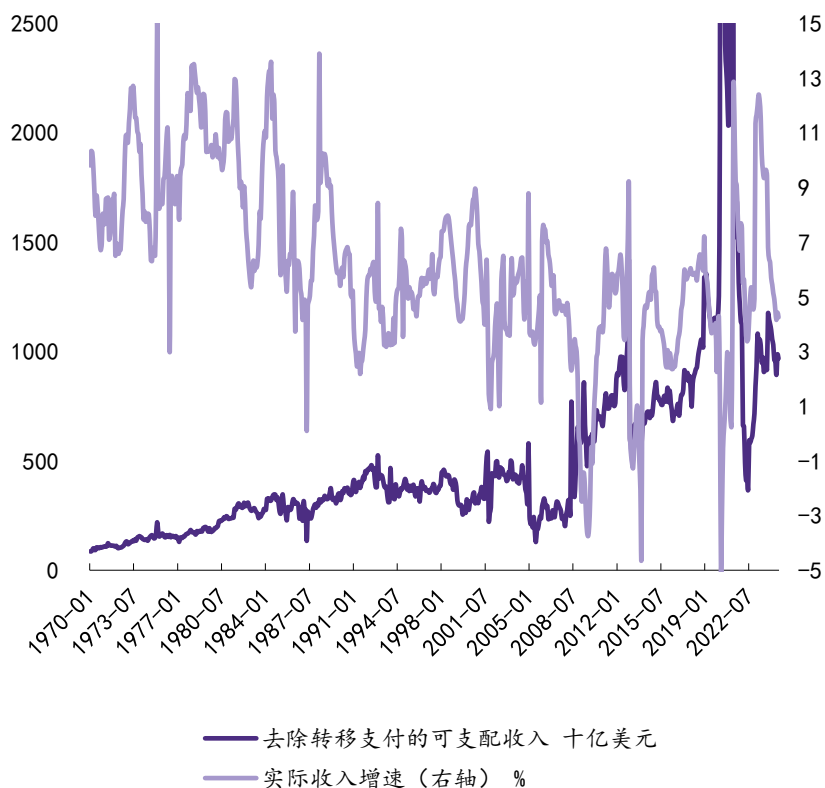
居民房贷市场还未恶化



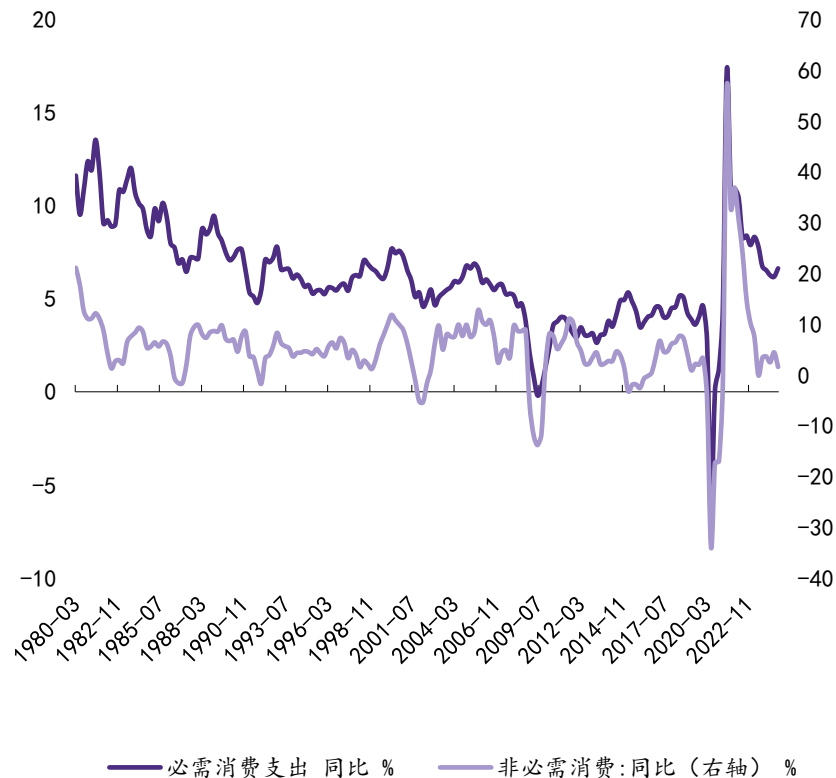
资产负债表：居民端压力渐增

- 居民收入端回落，压力渐增，之前每次居民收入回落，都会带来必需消费占比的回升。
- 当前必需消费占比再次来到历史高点，超过2000年、2008年、2016年时期的位置（2016年初经济预期衰退，利率下行超过125BP）和2019年时期，显示居民端压力渐增。

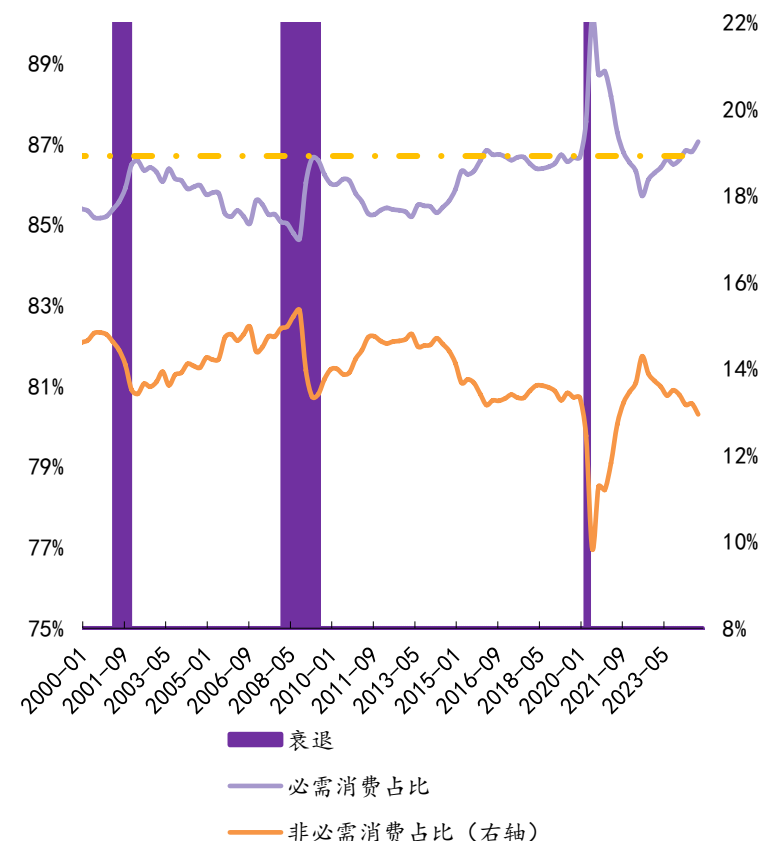
居民薪资和实际收入持续回落



美国可选消费增速快速回落



必需消费占比来到历史高位，接近衰退边缘

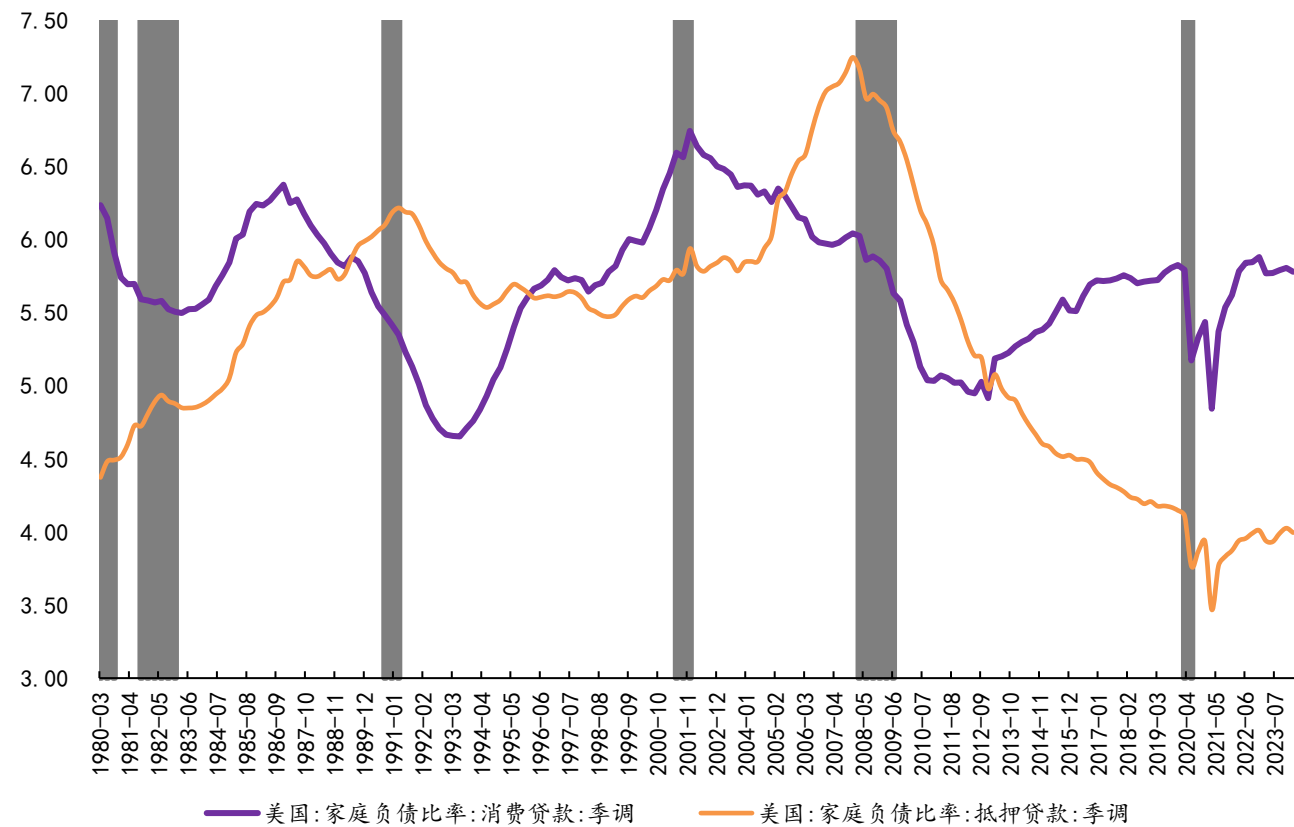


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

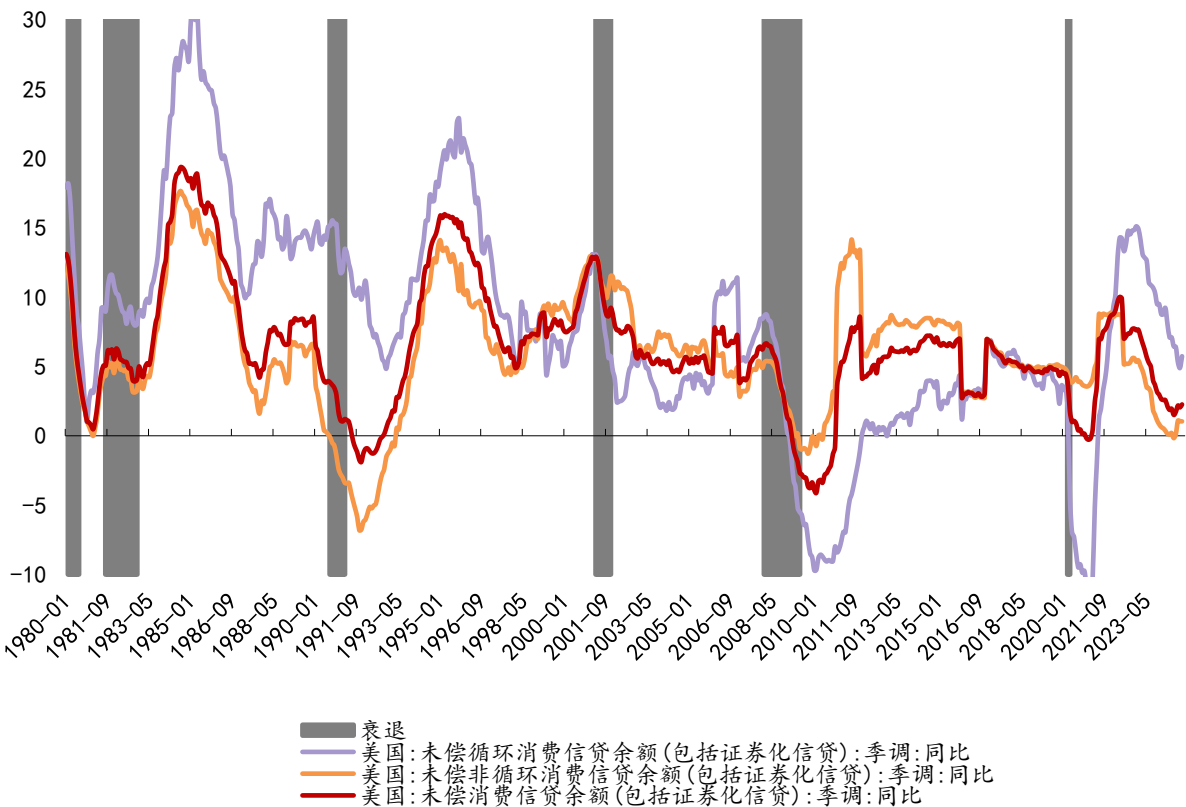
资产负债表：居民端压力渐增

➤ 从债务压力的角度来说，整体债务还贷压力持续回升，个别指标触及到衰退时期标准，远超2020年时期的高点。

家庭负债率已经回到疫情前水平



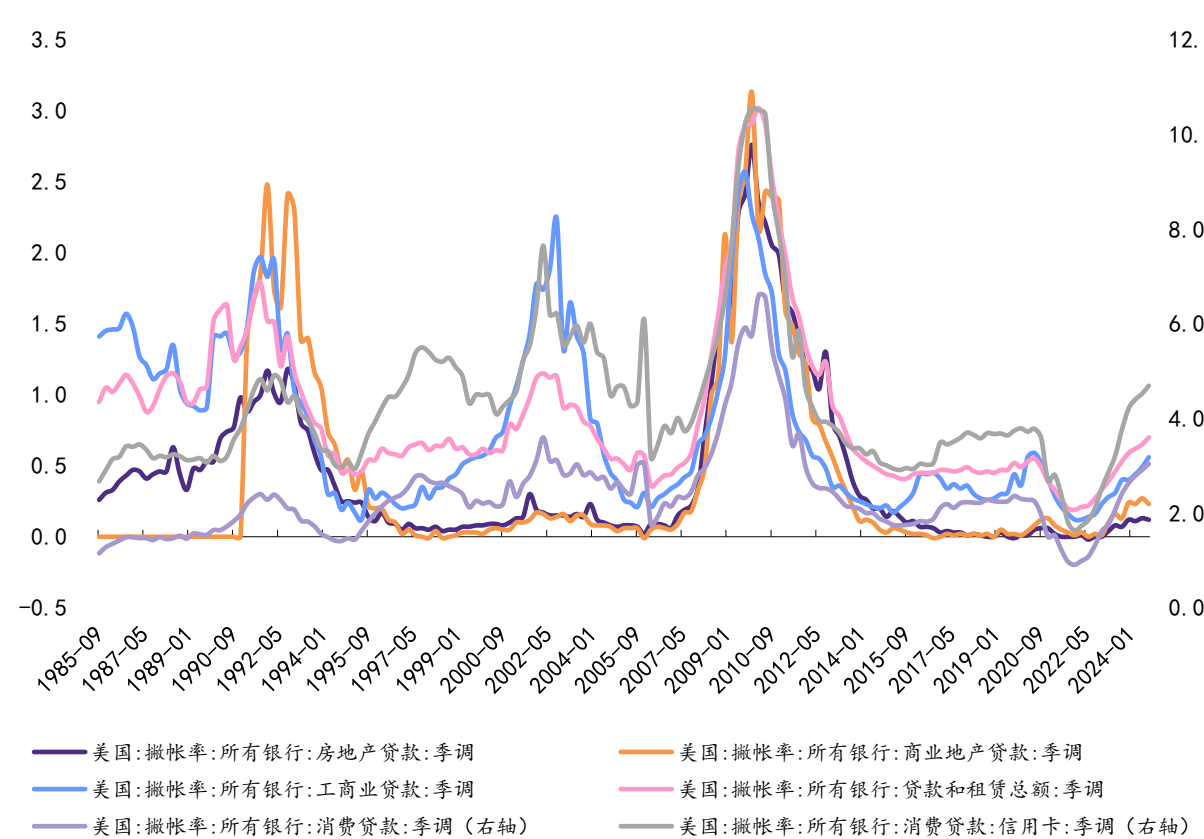
未偿贷款增速持续回落



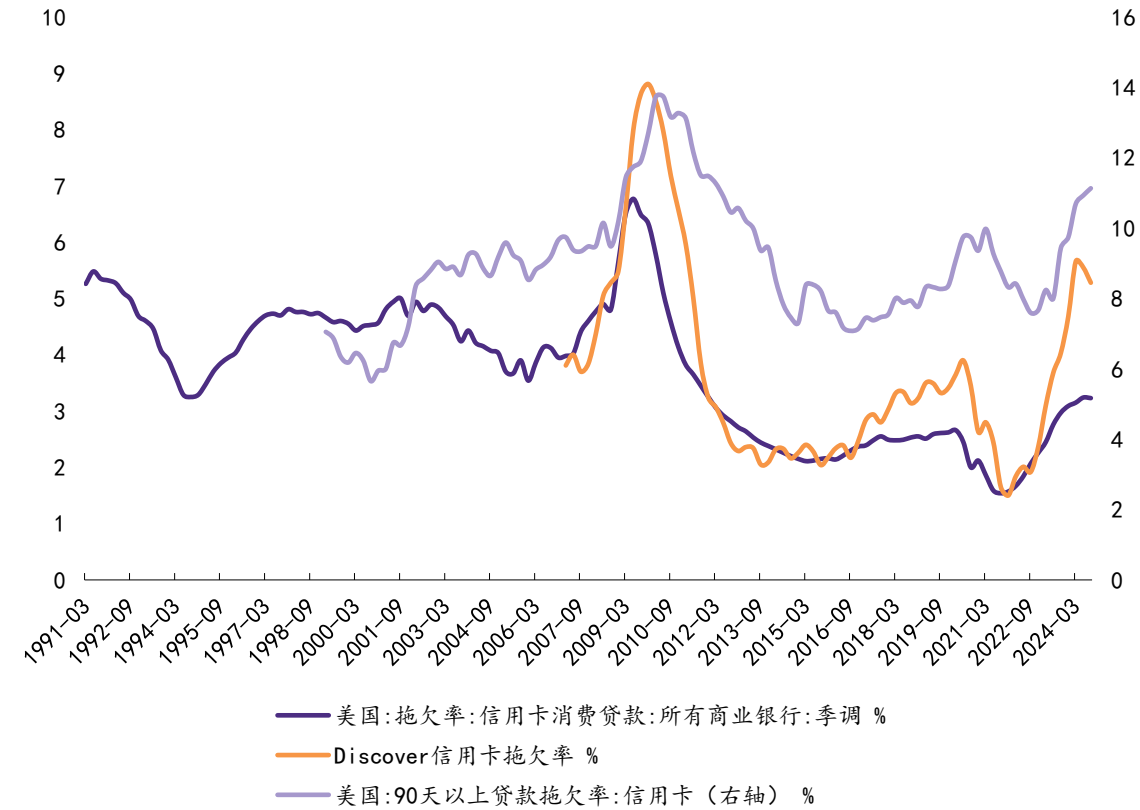
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

➢ 除房贷以外的贷款撇账率持续回升，消费贷款撇账率快速攀升，90天以上信用卡拖欠率已经来到2008年高位。

除房贷以外的贷款撇账率持续回升



90天以上信用卡拖欠率已经来到2008年高位

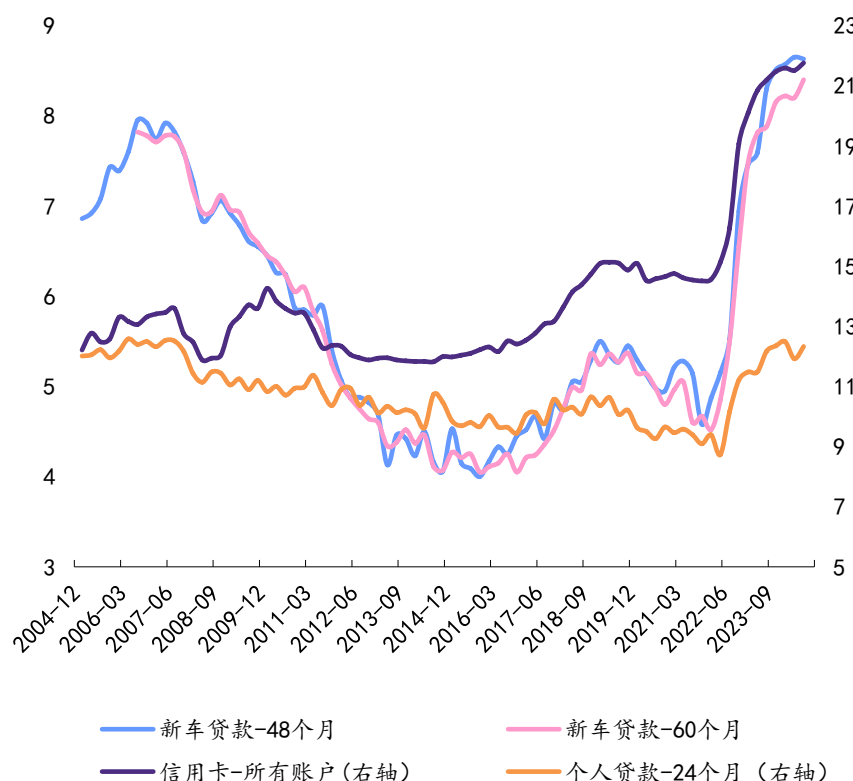


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

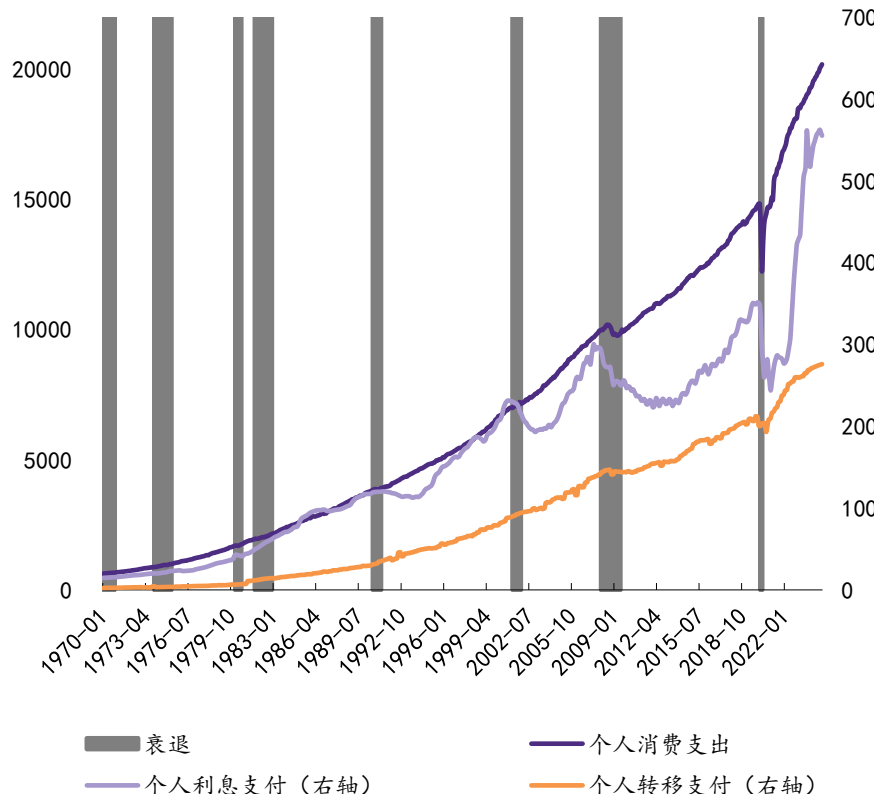
负债：高利率加剧利息压力

- 从利率来看，当前居民的还债压力较大，随着利息成本快速回升，利息收入比和利息储蓄比均处相对高位，显示出居民需求空间被挤压。
- 总结来看，居民端的需求迎来两难，价格端的因素带动价格上行（移民遣返和关税）但需求端没有修复且空间被持续压缩，除非再度出现2020年直升机撒钱式的转移支付或者利率快速下行，否则很难看到居民需求快速回升。
- 从消费比、利息占比等指标来看，整体居民资产负债表隐忧仍存。

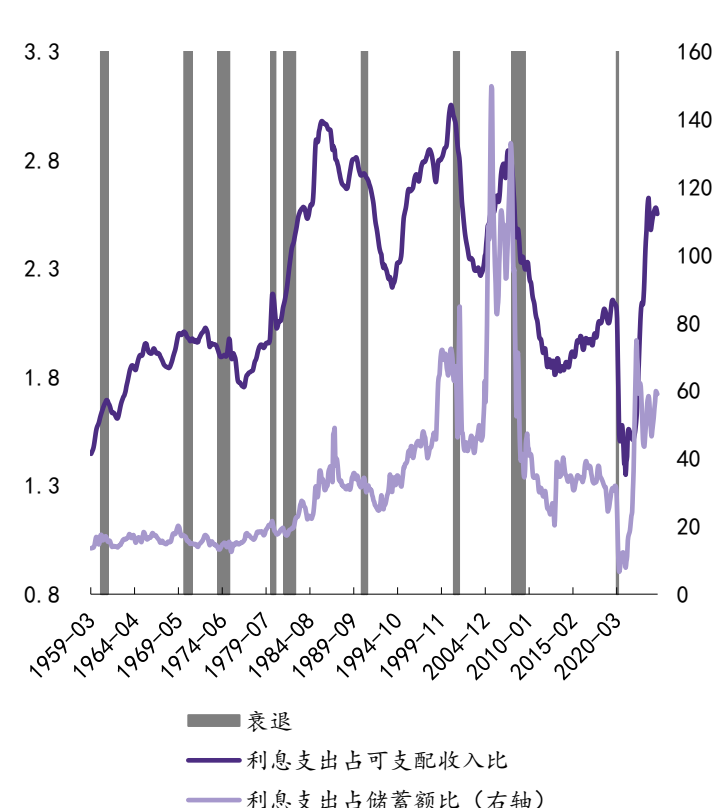
目前居民各项利率已经超过2008年时期水平



利率的高位带来居民利息成本的快速抬升



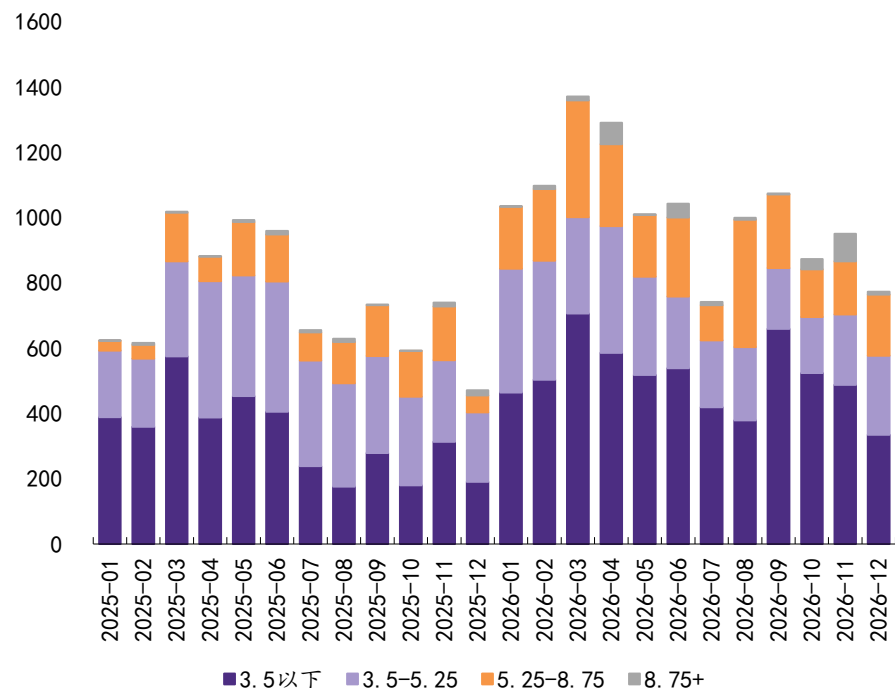
从收入比和储蓄比来看，利息成本均处在高位



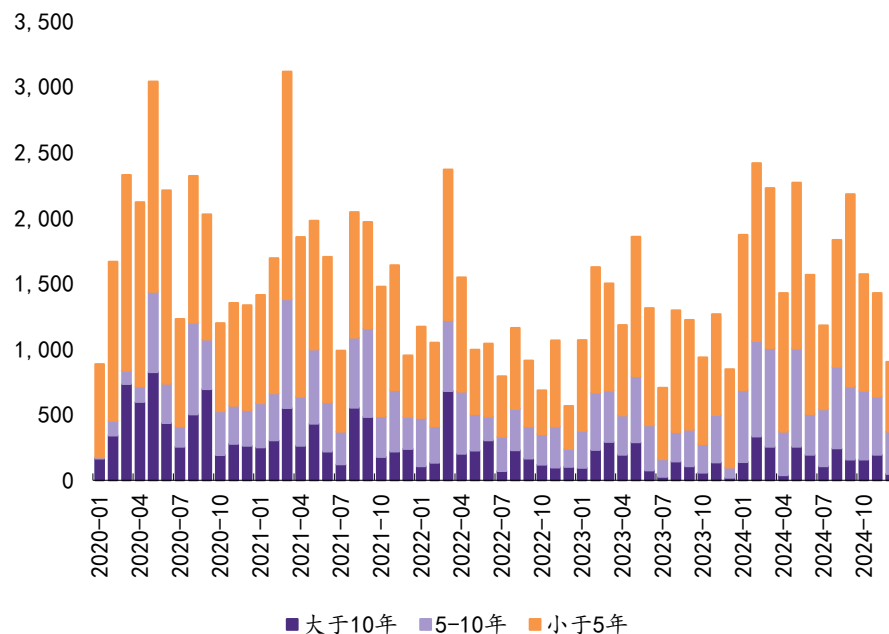
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

- 2020年低利率时期企业发行的中长期债变成了对冲加息的安全垫，所以美国企业在加息过程中受到的压力相对有限。
- 但是**过去集中发行的债务将在2025Q1迎来换债高峰**，安全垫的作用逐渐降低，将使得企业开始面临高利率的压制。

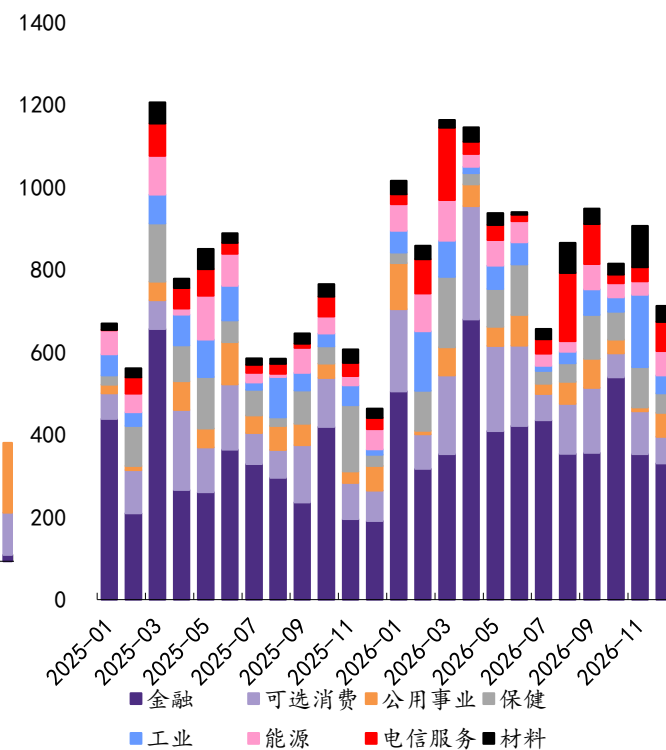
2025Q1企业将迎来一波换债高峰



企业发债从长久期变成了多短期



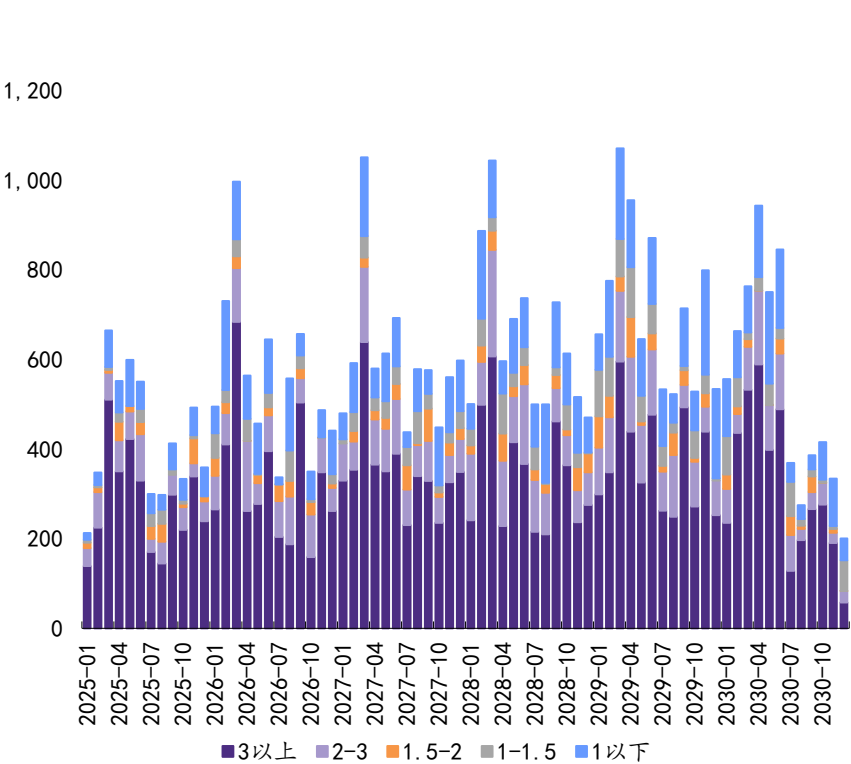
主要的债务分布在金融、可选消费、保健



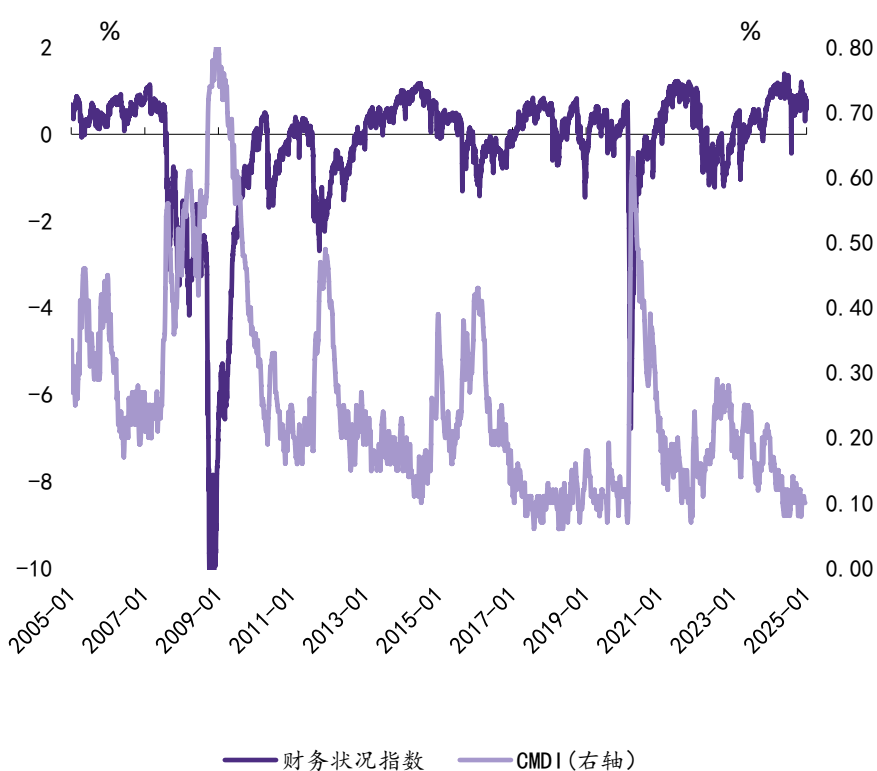
资料来源：彭博，华鑫证券研究所

- 目前企业债的压力并不大，利息倍数仍整体保持在相对高位；
- 但目前利息倍数较高的债券平均在3.5%以下，预计换债将会给企业成本端产生压力。

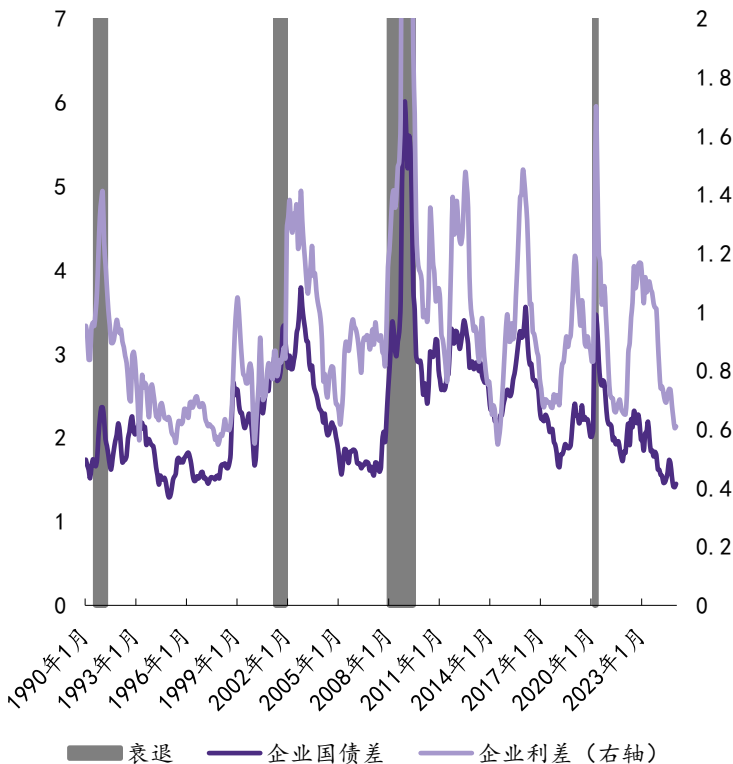
从利息倍数来看，目前大部分均比较安全



企业债务指标仍较为健康



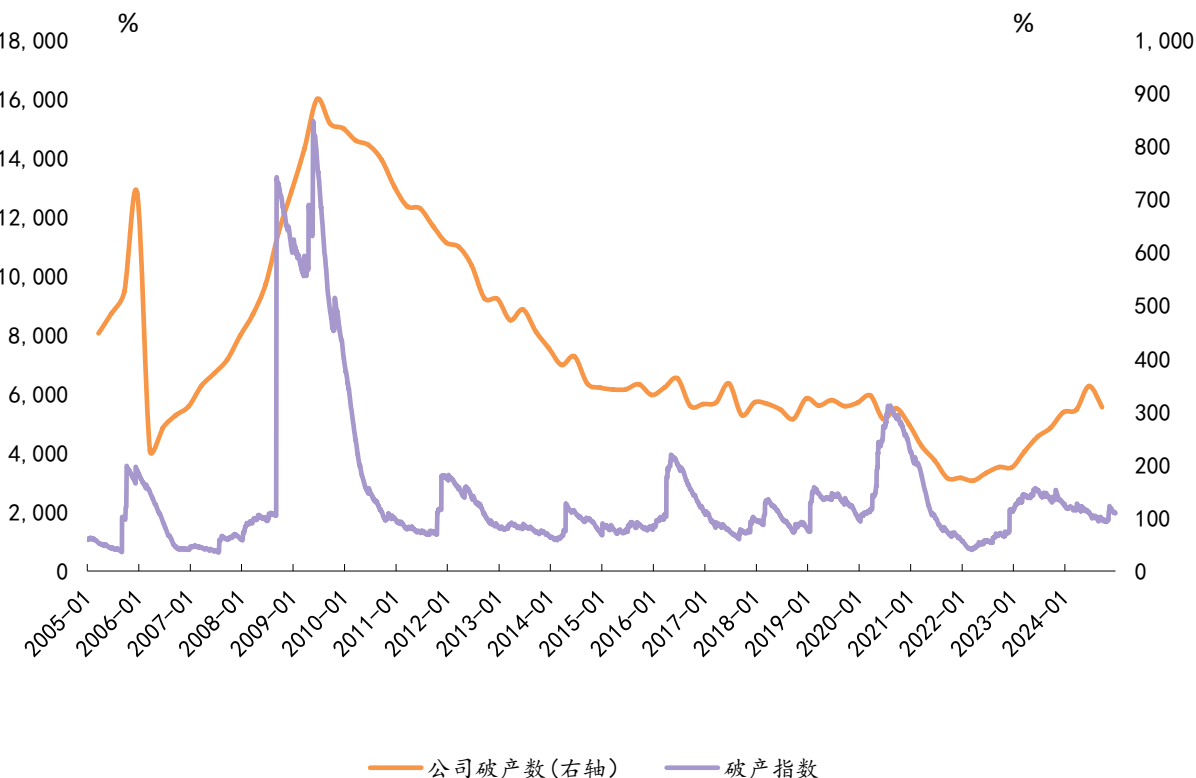
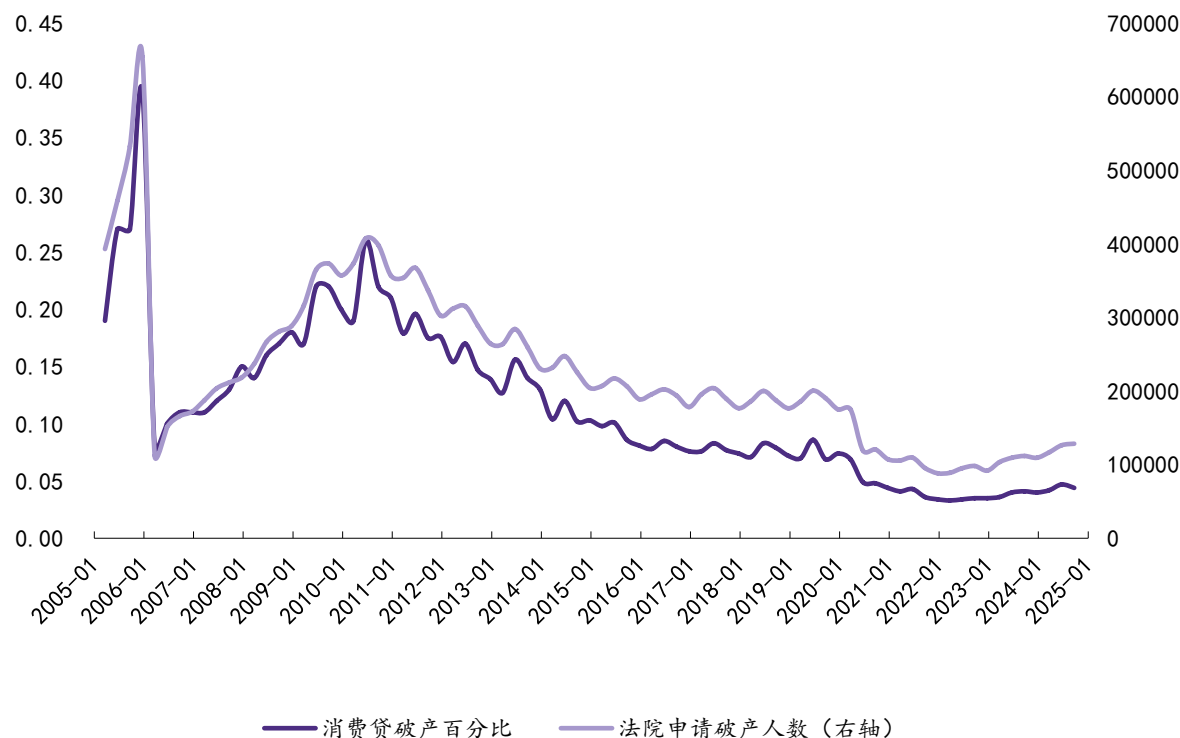
利差视角仍处于相对稳定水平



资料来源：彭博，Wind资讯，华鑫证券研究所

➤ 从居民和企业的破产数据来看，整体压力有限，尚未恶化到深度衰退的程度，进一步验证美国经济整体软着陆的判断。

企业和居民破产数均保持相对稳定



资料来源：彭博，华鑫证券研究所

特朗普1.0政策回顾：先废除奥巴马医保、遣返非法移民，后能源和关税

领域	名称	签署日期
贸易	贸易和制造业政策办公室成立	2017 年 4 月 29 日
贸易	解决违反和滥用贸易协定的问题	2017 年 4 月 29 日
能源	实施美国优先海上能源战略	2017 年 4 月 28 日
信息技术	美国技术委员会的成立	2017 年 4 月 28 日
退伍	加强退伍军人事务部的问责制和举报人保护	2017 年 4 月 27 日
环保	根据《古迹法》进行指定审查	2017 年 4 月 26 日
行政改革	执行禁止联邦控制教育的法定规定	2017 年 4 月 26 日
农村发展	促进美国农业和农村繁荣	2017 年 4 月 25 日
减税	识别并减少税收监管负担	2017 年 4 月 21 日
制造业	购买美国货、雇佣美国员工	2017 年 4 月 18 日
移民	保护国家免遭外国恐怖分子入侵	2017 年 3 月 6 日
最高法院提名	在司法部内提供继任命令	2017 年 3 月 31 日
贸易	巨额贸易逆差综合报告	2017 年 3 月 31 日
贸易	加强反倾销和反补贴税的征收和执行以及违反贸易和海关法律的行为	2017 年 3 月 31 日
反恐	成立总统打击毒瘾和阿片类药物危机委员会	2017 年 3 月 29 日
传统能源	促进能源独立和经济增长	2017 年 3 月 28 日
行政改革	撤销联邦承包行政命令	2017 年 3 月 27 日
行政改革	行政部门重组综合计划	2017 年 3 月 13 日
行政改革	减少犯罪和公共安全特别工作组	2017 年 2 月 9 日
最高法院提名	在司法部内提供继任命令	2017 年 2 月 9 日
行政改革	防止针对联邦、州、部落和地方执法人员的暴力行为	2017 年 2 月 9 日
移民	执行有关跨国犯罪组织的联邦法律并防止国际贩运	2017 年 2 月 9 日
金融	监管美国金融体系的核心原则	2017 年 2 月 3 日
种族平等	白宫倡议推动传统黑人学院和大学的卓越和创新 通过审查“美国水域”规则恢复法治、联邦制和经济增长	2017 年 2 月 28 日
基建	执行监管改革议程	2017 年 2 月 24 日
行政改革	减少监管并控制监管成本	2017 年 1 月 30 日
行政改革	行政部门任命人员的道德承诺	2017 年 1 月 28 日
移民	保护国家免遭外国恐怖分子入侵	2017 年 1 月 27 日
移民	加强美国内陆的公共安全	2017 年 1 月 25 日
移民	边境安全和移民执法改进	2017 年 1 月 25 日
基建	加快高优先级基础设施项目的环境审查和审批	2017 年 1 月 24 日
医保	尽量减少即将废除的患者保护与平价医疗法案带来的经济负担	2017 年 1 月 20 日

◆ 2017年特朗普百日新政基本达成了自己的政策目标，但对中国制裁并未在百日新政内落地；			
◆ 2017年时期特朗普上台后先签署的总统令是废除奥巴马医保，随后遣返非法移民加速落地；			
方向	具体措施		落地
体制改革	最高法院	任命新的大法官：任命“维护宪法”和“捍卫第二修正案”的法官	两次通过总统令来提名大法官人选
	国会	推动修改美国宪法，对国会实行任期限制	多次通过总统令来推动体制改革
移民	边境墙	在美国南部边境修建围墙，限制非法移民	多次推出反移民总统令，在1月25日便签订了边境墙的建设
医保	奥巴马医保	废除并取代《奥巴马医保》	第一个落地，就职当天签署的第一个总统令便是建立废除奥巴马医保的简单程序
能源	传统能源	取消联邦对能源生产的限制	3月28日签署总统令放开了页岩油生产限制
中国	汇率	将中国列为“汇率操纵国	百日新政期间内没有落地
	贸易	执行针对中国不公平补贴行为的法规 and 规定，指示美国贸易代表在美国和世贸组织对中国提起贸易诉讼，利用一切合法的总统权力来解决贸易争端	2017年3月31日通过了反倾销调查总统令，但年内并没有具体措施的落地
	关税	根据《1974 年贸易法》第 201 和 301 条以及《1962 年贸易扩展法》第 232 条对中国征收 45% 的关税	百日新政期间内没有落地
	退出TPP	重新评估与其他国家的贸易协定并“打击”将工作岗位转移到海外的公司	1 月 23 日签署行政命令退出TPP，但未能经过国会同意

资料来源：彭博，华鑫证券研究

特朗普2.0政策落地顺序推演：先移民和关税、能源，后裁员和减税

移民：较为急切，将在百日新政中优先级较高；**关税：**流程较快，但幅度或有约束；**能源：**抗通胀的主要抓手，但需平衡外交、内部通胀和居民就业等；**裁员：**DOGE新部门成立需要国会通过；**减税：**2026年TCJA到期前完成立法。

政策	落地步骤	总统令	两院	最高法	解释	基本面影响	资产影响
移民	特朗普时期设施重启（边境墙和拘留所）	✓			边境措施重启可以迅速落地	劳动市场承压，职位空缺走高，薪资有上行压力	美股：先上后下 美债/美元：持续上行
	通过Alien Enemies Act来驱逐非法移民	✓		✓	需要重新定义敌对国家概念，最高法院或将干涉		
	通过移民局来驱逐非法移民（常规渠道）		✓	✓	常规渠道，需要经过两院，但同时流程较慢，与特朗普政策意图相悖		
关税	60%对中美关税，10-20%其他国家关税	✓		✓	单一国家的关税政策可以通过301法案/IEEPA敌对贸易法案来进行落地，无需通过两院	通胀有走高压力	美债/美元：持续上行 美股小盘：持续上行
	取消中国最惠国待遇		✓		需要通过两院取消PNTR	通胀有走高压力	
财政	效率委员会：裁员和部门缩减，财政收缩2万亿美元		✓	✓	新部门成立需要通过国会，政府裁员和部门缩减或很快落地，但2300万政府雇员的政府工资占比较少，主要目标仍在军费等主要支出上	结构性失业带来美国失业率的上行	美债：下行 美股：先下后上
	减税降费 and TCJA		✓		需要通过两院来推动减税降费的新举措和延续TCJA法案，预计2025年底到期	居民需求回升	美股：PE受益，上行 美债：收益率高位
	财政缩减		✓		2025年10月重新商议2026年预算	宏观需求回落	美债：收益率回落
能源	缩减拜登时期法案	✓			需要经过两院的批准形成立法程序	新能源行业和相关就业受影响	美股：新能源板块受挫
	增加传统能源资本开支	✓			可通过总统令增加传统能源产量	传统能源和相关就业受提振	油价：下行 美债/美元：下行
货币	联储影子主席	✓		✓	通过任命影子主席可以实现更强的利率操纵	降息或将更快进行	美债/美元：下行
地缘	俄乌	✓			预计以俄罗斯占优停止俄乌冲突	——	油价/黄金：均出现下行
	巴以	✓			预计以以色列占优停止争端，同时对伊朗施加更严厉的制裁	——	油价：上行压力 黄金：震荡走势
其他	比特币置换黄金库存		✓	✓	预计置换部分联储黄金存储为比特币	——	黄金：价格下跌 美元/比特币：上行
	解除人工智能研究限制		✓	✓	取消拜登CHIP法案，鼓励私人投资人工智能，小院高墙或将变成大院矮墙的模式	——	美股：AI硬件和软件受益 A股：自主可控方向

资料来源：彭博，华鑫证券研究

美债：
高位筑顶，等待波折后的拐点确认

研究创造价值

降息周期的美债表现：短期仍有波折，长期走势确定

◆ 联储降息周期：美债平均下行超170BP，尤其是衰退式降息，平均降息高达175BP。

美债在降息周期后期均会出现利率的下行

		10年美债			10年美债
2019-2020 年降息	衰退降息结束	-61.58%	1995年 降息	软着陆降息结束	-7.44%
	软着陆降息结束	-18.42%		T+90	1.16%
	T+90	-3.16%		T+60	2.15%
	T+60	-7.37%		T+30	7.11%
	T+30	-18.42%		T+10	2.81%
	T+10	-16.32%		衰退降息结束	-23.44%
2007-2008 年降息	衰退降息结束	-47.33%	1989-1992 年降息	T+90	3.11%
	T+90	-10.22%		T+60	6.58%
	T+60	-9.78%		T+30	4.78%
	T+30	-1.78%		T+10	1.56%
	T+10	1.33%		衰退降息开始	1.08%
2001-2003 年降息	衰退降息结束	-34.24%		软着陆降息结束	-7.06%
	T+90	-3.11%		T+90	-3.23%
	T+60	-2.92%		T+60	-1.79%
	T+30	0.58%		T+30	-4.31%
	T+10	1.95%		T+10	0.12%
1998年 降息	软着陆降息结束	6.10%	1984-1986 年降息	软着陆降息结束	-39.01%
	T+90	4.14%		T+90	-6.35%
	T+60	3.27%		T+60	-7.00%
	T+30	-1.09%		T+30	-3.66%
	T+10	3.92%		T+10	2.12%

在降息周期中，美债往往会下行超170BP

		10年美债	2Y10Y利差
降息周期	平均	-171.1	101.7
	T+90	-15.1	37.4
	T+60	-11.4	28.5
	T+30	-5.4	26.6
	T+10	7.5	12.1
软着陆	平均	-118.0	28.6
	T+90	-17.0	21.2
	T+60	-17.4	13.6
	T+30	-15.6	20.0
	T+10	6.2	6.0
衰退	平均	-175.5	147.0
	T+90	-12.0	64.3
	T+60	-1.3	53.3
	T+30	11.7	37.7
	T+10	9.7	22.3

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

基本面：韧性犹存，支撑美债收益率高位运行

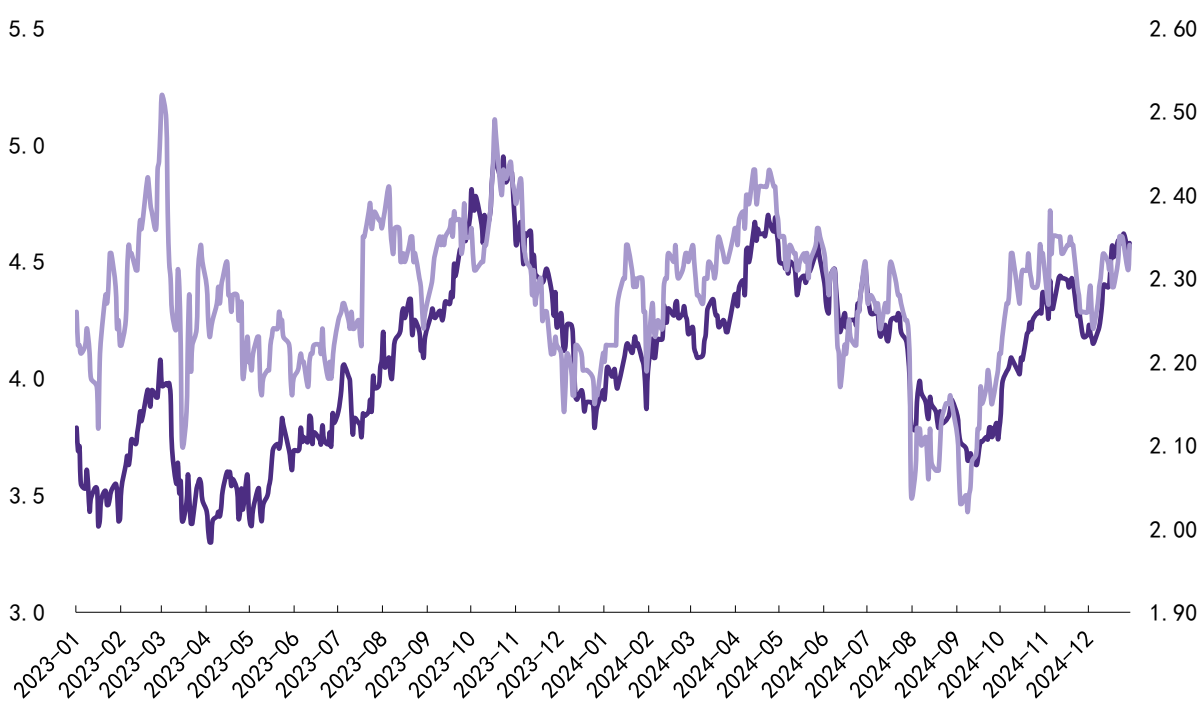
◆ 从基本面来看，美债在宏观基本面韧性以及对未来通胀预期回升的共同推动下再度升至4.5%。

11月初以来，美债的上行与经济预期相背离



花旗美国经济意外指数 美国:国债收益率:10年 (右轴) %

更多的是特朗普交易带动通胀预期的上行



美国:国债收益率:10年 % 美国:盈亏平衡通胀率:10年 (右轴) %

资料来源：CME，Wind资讯，华鑫证券研究

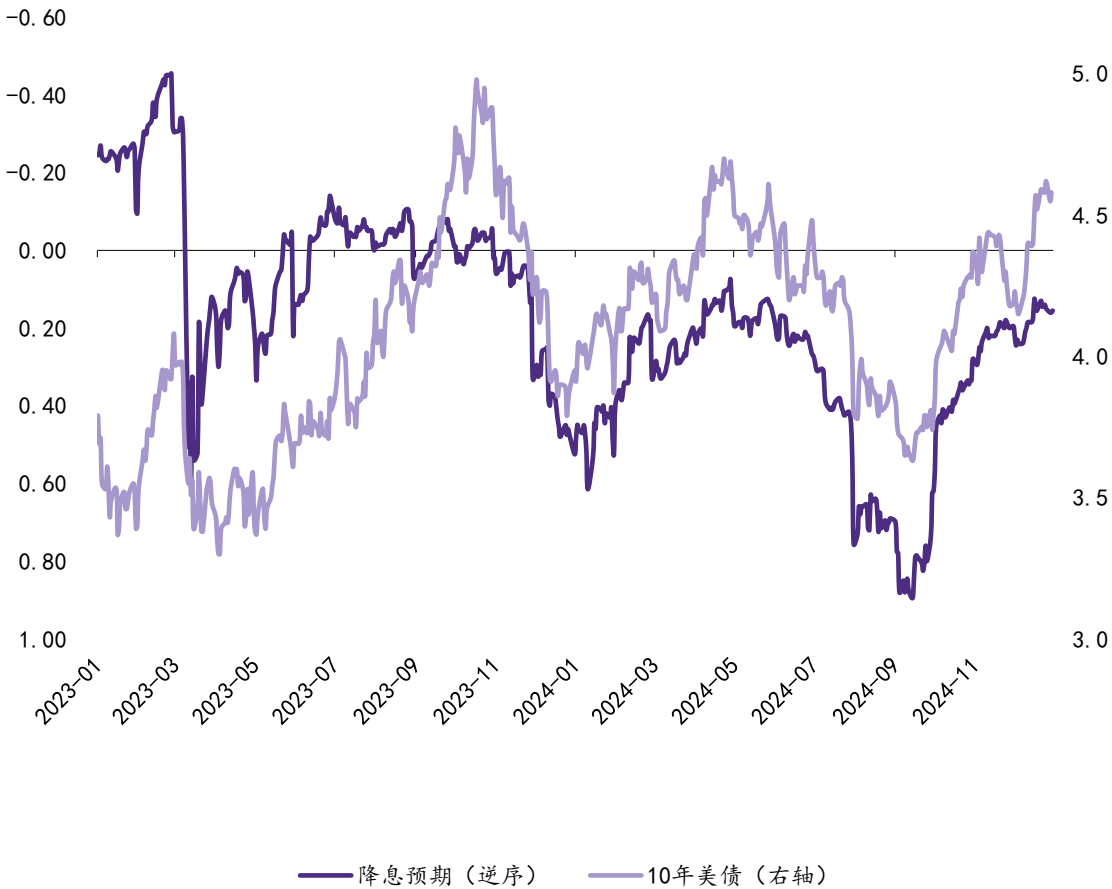
资金面：12月议息会议降息预期收窄

- ◆ 宏观基本面和通胀预期同样影响联储的降息操作。
- ◆ 在鲍威尔相对鹰派的发言之后，目前市场预期25年仅降息1次。

市场目前25年降息预期缩减至1次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
29/01/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
19/03/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	21.6%	77.9%
7/05/2025	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	31.9%	63.7%
18/06/2025	0.0%	0.0%	1.4%	12.5%	41.2%	44.9%
30/07/2025	0.0%	0.2%	2.6%	15.7%	41.6%	39.8%
17/09/2025	0.0%	0.6%	5.0%	20.5%	41.3%	32.5%
29/10/2025	0.1%	1.1%	6.5%	22.5%	40.5%	29.4%
10/12/2025	0.2%	1.5%	7.7%	23.8%	39.6%	27.2%

市场降低了对于后续降息的预期（逆序）

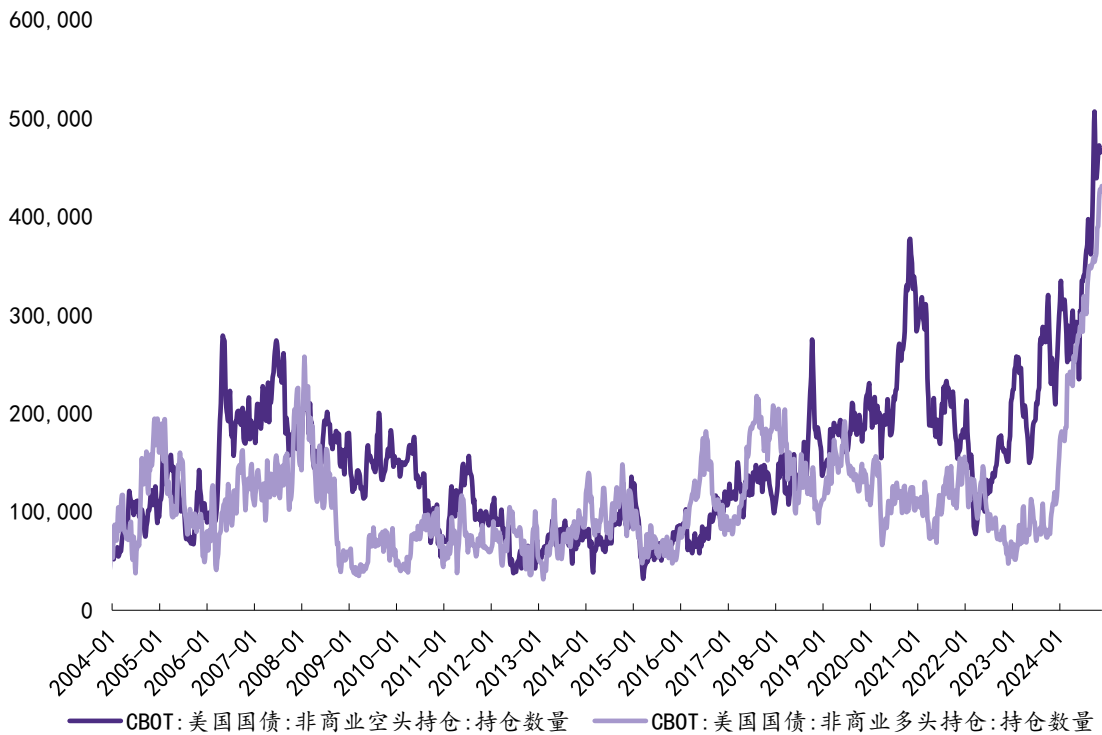


资料来源：CME，Wind资讯， 华鑫证券研究

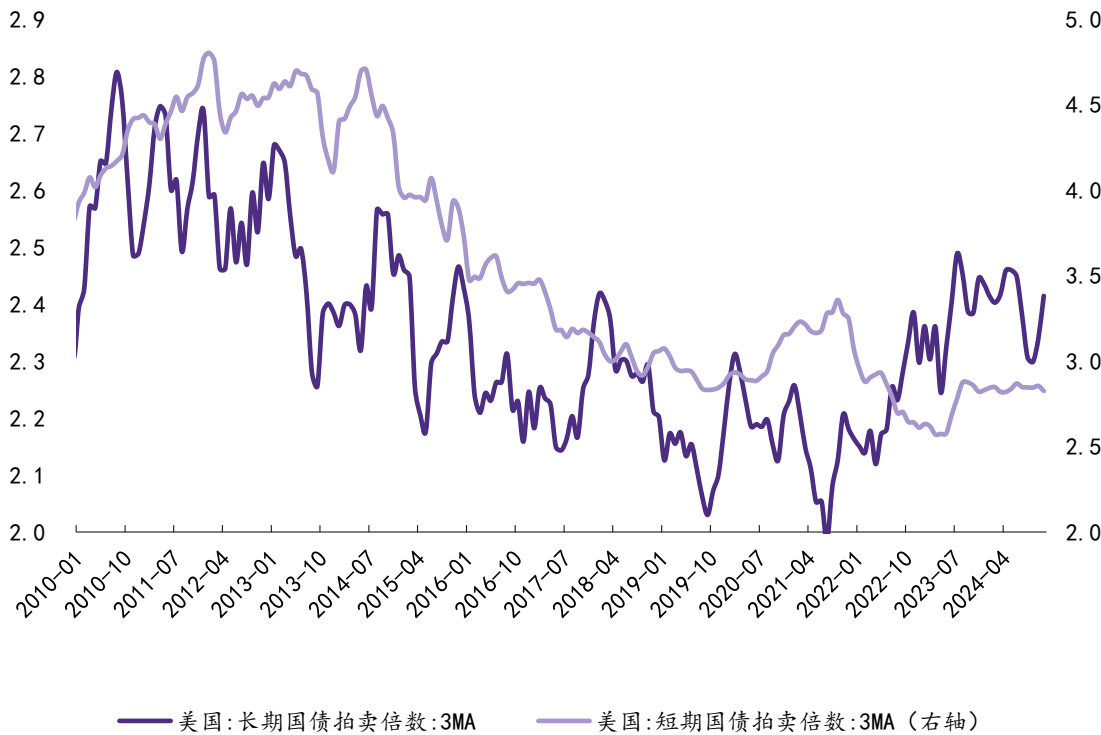
情绪面：拍卖倍数回升，多空较为极致

- ◆ 近期美债拍卖倍数出现回升，市场对美债的接受度提高，带来了交易端美债收益率的下行。
- ◆ 但从情绪来看，当前美债多空处在了十分极致的位置。等待多空反转带来的美债方向选择。

当前市场情绪依然处在相对极端的位置，等待多空转向



长期拍卖倍数出现回升，短期交易端推动美债收益率下行



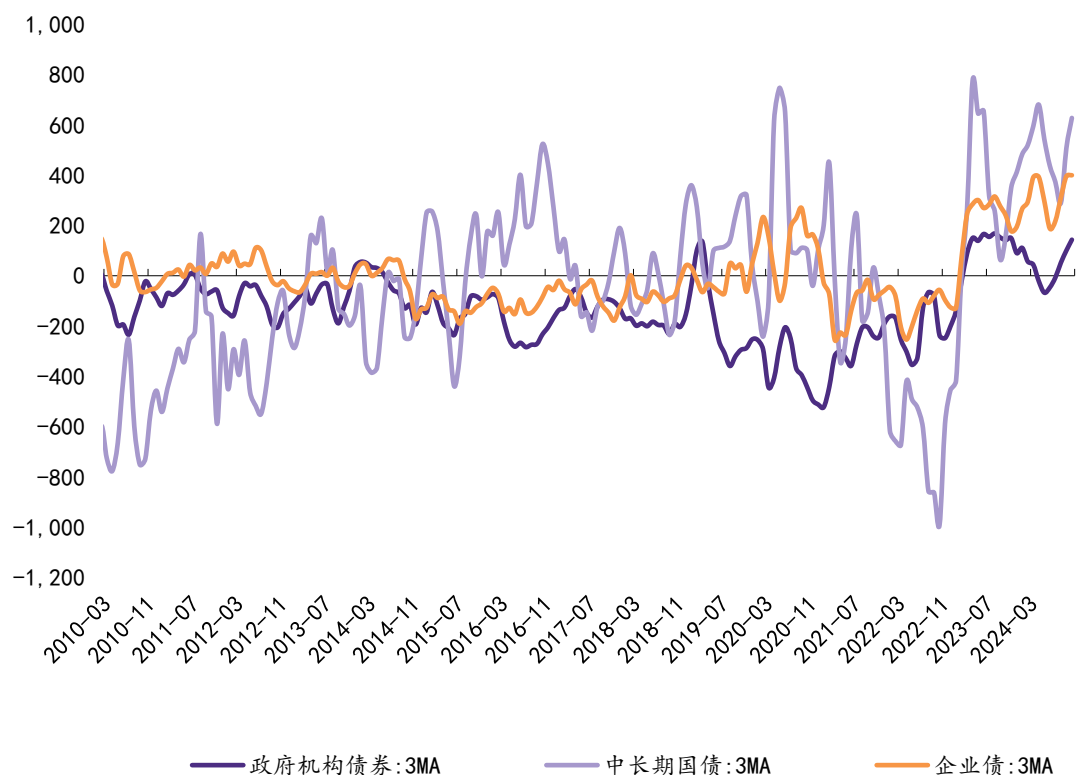
资料来源：CME，Wind资讯，华鑫证券研究

外国投资者：持续购入美债，但趋势将缓

◆ 2022年以来，海外投资者纷纷涌入美国市场，美债购买一直处在高位。

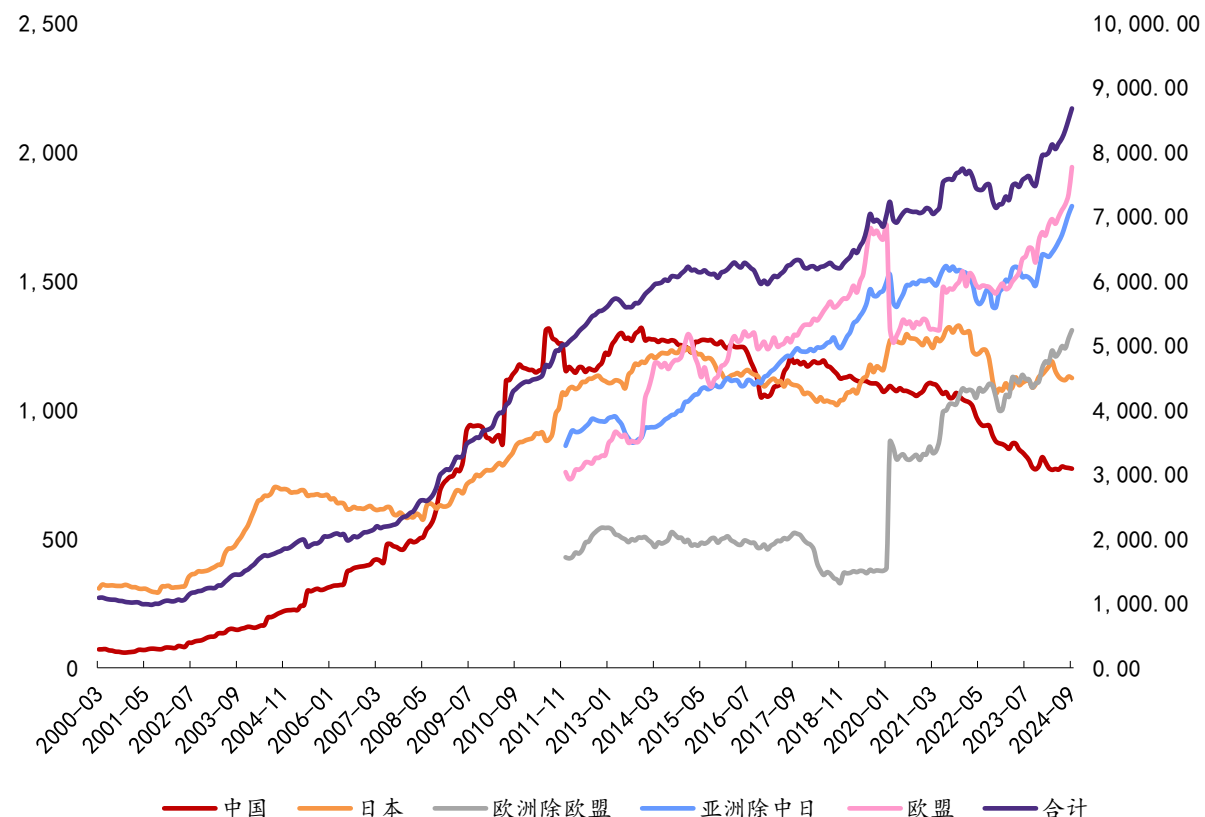
◆ 除了中国和俄罗斯以外，美国盟友均持续购入美债。

外资购美债一直处在高位（亿美元）



资料来源：WIND资讯，华鑫证券研究

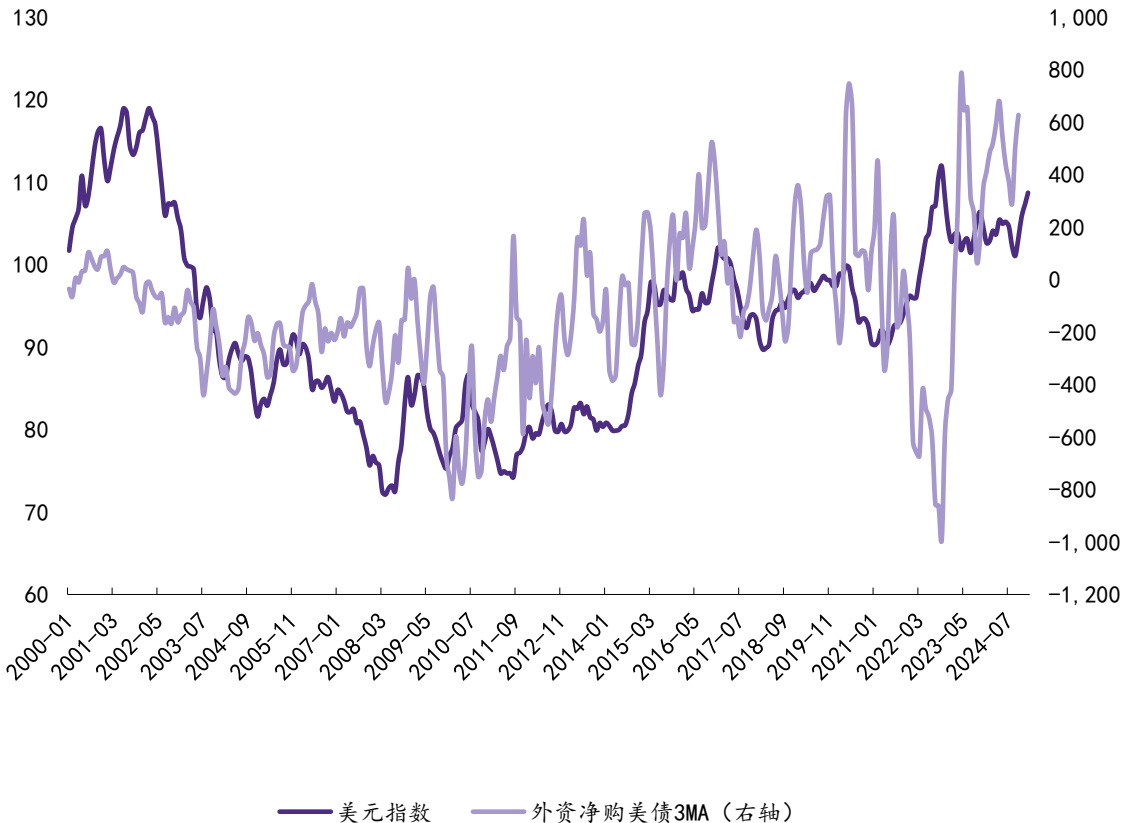
中国持有的美债比例持续下行



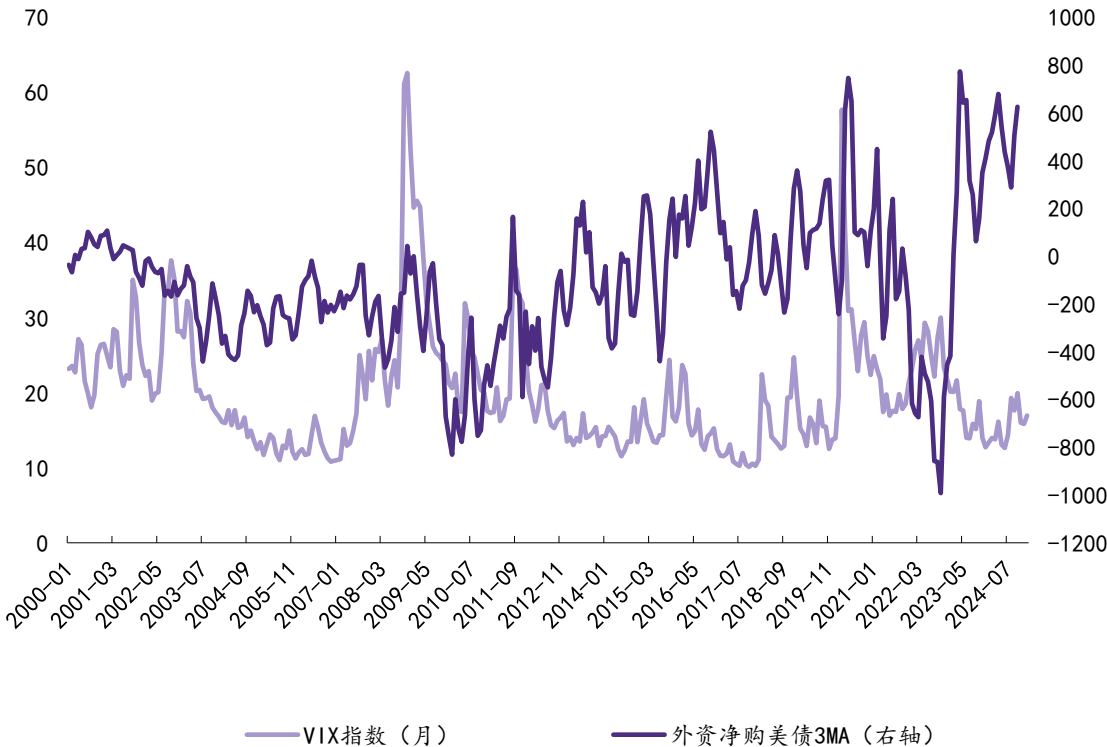
外国投资者：持续购入美债，但趋势将缓

- ◆ 影响海外市场投资美债的因素主要是VIX和美元指数。
- ◆ VIX指数显示出避险诉求对于购美债诉求的推动。
- ◆ 美债也是主要的外汇储备工具，各国政府也倾向于在美元较低的位置进行配置，美元指数和外资购美债的走势也基本一致。

美债购买需要关注美元性价比



外资会有购美债避险的诉求



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美债会重现1995-1996年走势？

◆ 当前情况与1995-1996年有一定的相似之处，美债收益率降息后先下行-再回升-后震荡下行。

1995-1996年美债走势一波三折：取决于软着陆的持续性

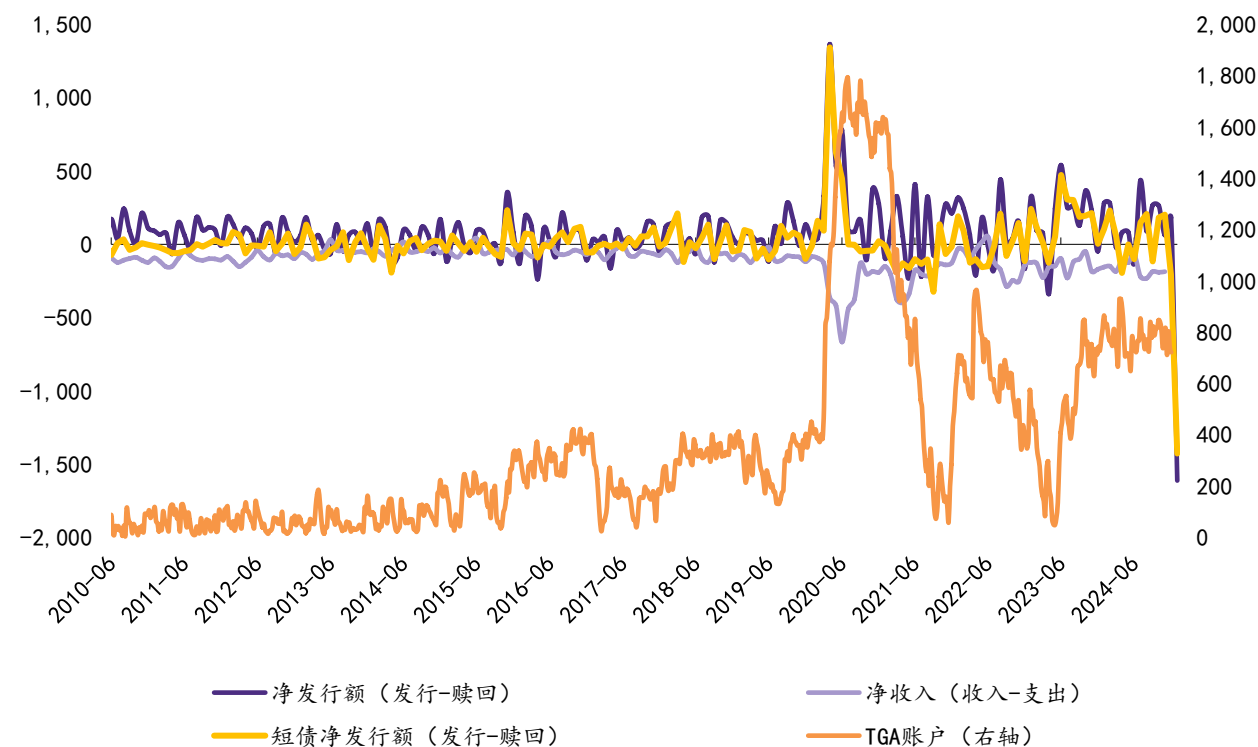


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

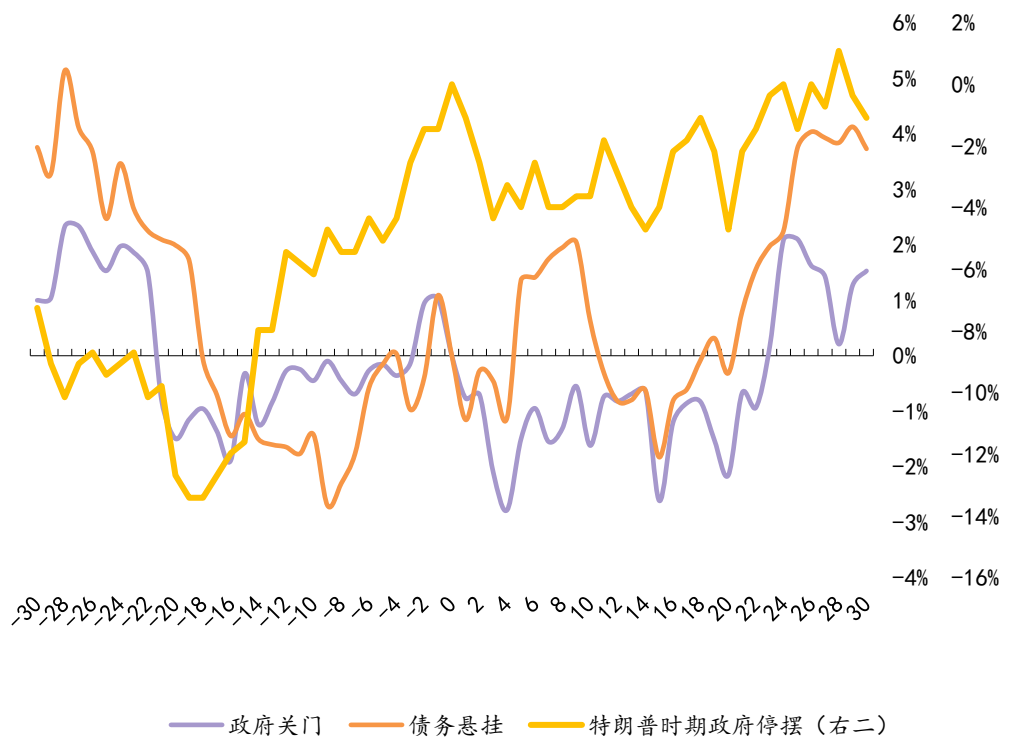
1月中旬债务上限再度逼近

- ◆ TGA 收入时上升：发债，收税；支出时下降：财政，还债。
- ◆ 1月联储发债整体预计较低，目前净发行额-1.6万亿美元，叠加目前已经预期要发行的2610亿美元短期债券，或者按照季度发布计划，每月1.2万亿美元的角度来说，后续预计最多发债4000亿美元，仍有较大空缺逼迫债务上限的解决。
- ◆ 而一旦债务上限导致政府停摆，则美债收益率或仍有上冲的可能。

从联储发债节奏来看，短期TGA账户可能并不足以撑过1月（十亿美元）



从债务上限角度来看，美债或仍有最后一冲



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美股：
科技成长软硬之争，降息交易等待重启

研究创造价值

美股大势：软着陆降息美股更优，衰退式降息美股承压

		标准普尔500	纳斯达克	道琼斯	罗素2000
2019-2020年 降息	衰退降息结束	-19.21%	-14.88%	-24.06%	-33.10%
	软着陆降息结束	14.11%	19.99%	9.96%	8.56%
	T+90	5.65%	5.30%	5.35%	2.95%
	T+60	0.57%	-0.67%	0.88%	-2.51%
	T+30	0.85%	-0.10%	0.81%	-2.94%
2007-2008年 降息	T+10	-3.82%	-4.16%	-4.15%	-5.37%
	衰退降息结束	-39.91%	-40.04%	-35.05%	-40.14%
	T+90	-3.93%	-0.41%	-3.59%	-4.84%
	T+60	-5.27%	-2.07%	-5.31%	-7.10%
	T+30	-0.88%	3.86%	-1.25%	0.43%
2001-2003年 降息	T+10	1.79%	3.37%	2.53%	2.25%
	衰退降息结束	-27.62%	-38.75%	-17.67%	-8.51%
	T+90	-14.55%	-31.78%	-9.39%	-8.19%
	T+60	-6.96%	-15.76%	-3.24%	-0.68%
	T+30	0.14%	1.67%	-0.75%	3.43%
1998年降息	T+10	-1.55%	0.07%	-2.68%	1.84%
	软着陆降息结束	8.61%	8.33%	11.21%	6.41%
	T+90	16.82%	25.73%	14.19%	11.45%
	T+60	10.93%	12.43%	12.82%	8.66%
	T+30	3.52%	1.33%	5.13%	2.34%
1995年降息	T+10	-6.16%	-13.93%	-2.24%	-12.96%
	软着陆降息结束	14.81%	11.21%	15.68%	10.20%
	T+90	4.96%	5.18%	1.64%	5.12%
	T+60	2.74%	9.06%	0.13%	6.54%
	T+30	1.09%	4.44%	0.63%	4.53%
1989-1992年 降息	T+10	1.58%	5.56%	1.55%	3.39%
	衰退降息结束	28.63%	28.01%	31.47%	11.19%
	T+90	-4.34%	-24.16%	-0.49%	-28.82%
	T+60	-3.94%	-18.65%	0.88%	-21.74%
	T+30	2.51%	-10.20%	7.42%	-13.80%
1984-1986年 降息	T+10	10.13%	-0.56%	17.41%	-5.03%
	衰退降息开始	13.28%	4.57%	19.38%	-1.30%
	软着陆降息结束	5.74%	-2.46%	7.68%	-5.38%
	T+90	6.88%	4.26%	7.65%	2.10%
	T+60	6.31%	2.89%	7.67%	1.64%
	T+30	1.40%	-0.77%	0.73%	-1.02%
	T+10	-0.72%	-0.42%	-0.66%	-0.68%
	软着陆降息结束	40.87%	39.87%	47.83%	27.74%
	T+90	-1.93%	-2.80%	-2.13%	-4.37%
	T+60	-2.13%	-3.88%	-1.90%	-5.40%
	T+30	-0.69%	-1.63%	-0.45%	-2.00%
	T+10	-2.32%	-2.78%	-2.07%	-2.19%

		标准普尔500	纳斯达克	道琼斯	罗素2000
降息周期	平均	0.88%	-0.89%	4.20%	-3.74%
	T+90	1.20%	-2.33%	1.65%	-3.08%
	T+60	0.28%	-2.08%	1.49%	-2.57%
	T+30	0.99%	-0.17%	1.53%	-1.13%
	T+10	-0.13%	-1.61%	1.21%	-2.34%
软着陆	平均	16.83%	15.39%	18.47%	9.51%
	T+90	6.48%	7.53%	5.34%	3.45%
	T+60	3.68%	3.97%	3.92%	1.79%
	T+30	1.23%	0.65%	1.37%	0.18%
	T+10	-2.29%	-3.14%	-1.51%	-3.56%
衰退	平均	-14.53%	-16.41%	-11.33%	-17.64%
	T+90	-7.61%	-18.78%	-4.49%	-13.95%
	T+60	-5.39%	-12.16%	-2.56%	-9.84%
	T+30	0.59%	-1.56%	1.80%	-3.31%
	T+10	3.46%	0.96%	5.76%	-0.31%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ 软着陆降息周期：初期走势较为波折，等软着陆确认（经济信号）后，开启较为顺畅的上涨。受益于降息交易的顺周期（金融、保健、核心消费和地产）及成长板块（信息技术和电信服务）涨幅居前；
- ◆ 衰退式降息周期：初期成长（信息技术和电信服务）、非核心消费和工业、能源、原材料领涨，中后期地产、核心消费和保健接力。

降息周期：软着陆利好顺周期和成长，衰退利好地产和核心消费

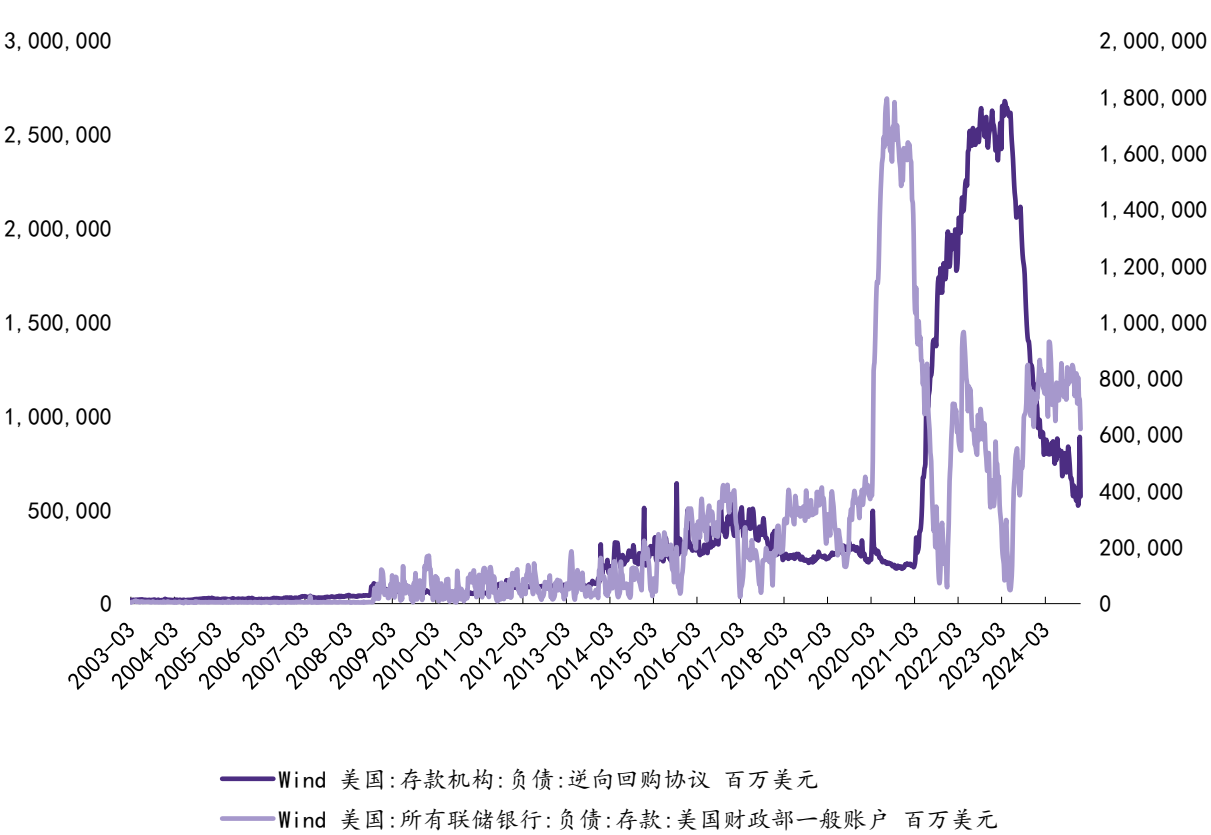
		保健	金融	信息技术	电信服务	核心消费	工业	能源	公用事业	非核心消费	原材料	房地产
降息周期	平均	5.47%	-7.95%	-12.24%	-10.49%	9.84%	-10.00%	-13.39%	-10.01%	-5.01%	-6.50%	10.59%
	T+90	7.02%	2.73%	7.21%	6.01%	7.41%	4.00%	-0.08%	2.94%	4.45%	3.05%	-5.81%
	T+60	3.75%	3.13%	5.33%	5.83%	6.69%	5.30%	0.27%	3.26%	5.37%	3.81%	-8.82%
	T+30	-0.43%	-1.56%	2.45%	3.51%	1.68%	0.51%	2.16%	2.63%	1.92%	0.27%	-8.49%
	T+10	-0.93%	0.56%	0.86%	2.39%	-0.15%	0.49%	0.87%	-0.19%	1.59%	2.08%	-8.64%
软着陆	平均	17.98%	16.74%	17.94%	17.20%	14.95%	12.90%	1.48%	12.52%	9.36%	7.10%	22.72%
	T+90	11.44%	13.41%	21.54%	13.17%	9.21%	10.94%	0.99%	6.06%	9.79%	7.58%	13.10%
	T+60	4.74%	9.57%	12.95%	8.06%	8.24%	9.02%	1.75%	6.79%	7.88%	8.01%	4.66%
	T+30	0.38%	-1.51%	-0.80%	2.98%	3.10%	0.20%	3.24%	7.70%	0.25%	1.63%	-5.31%
	T+10	0.00%	1.35%	1.79%	-0.86%	-0.14%	0.37%	0.99%	2.94%	0.73%	2.33%	-10.12%
衰退	平均	-1.73%	-21.59%	-25.21%	-25.09%	5.78%	-22.10%	-23.71%	-19.96%	-11.84%	-13.99%	10.00%
	T+90	2.61%	-7.95%	-7.12%	-1.14%	5.61%	-2.94%	-1.15%	-0.18%	-0.89%	-1.49%	-24.72%
	T+60	2.76%	-3.31%	-2.29%	3.59%	5.14%	1.57%	-1.20%	-0.27%	2.86%	-0.38%	-22.29%
	T+30	-1.25%	-1.61%	5.70%	4.04%	0.27%	0.82%	1.08%	-2.44%	3.60%	-1.09%	-11.66%
	T+10	-1.86%	-0.23%	-0.07%	5.64%	-0.16%	0.61%	0.76%	-3.32%	2.45%	1.84%	-7.17%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

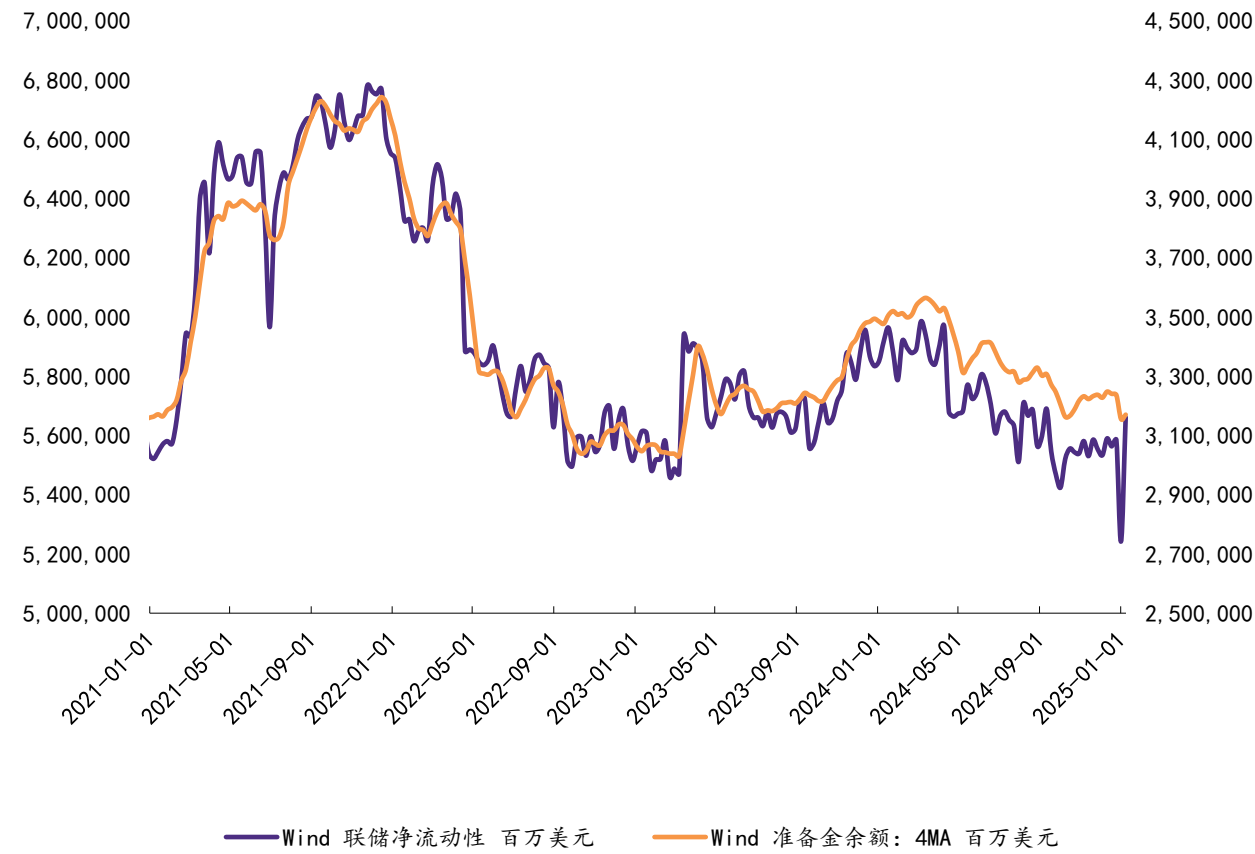
2025年初美股调整原因1：流动性回落

- ◆ 近期出现了逆回购市场的跳升，带动了联储净流动性的回落。
- ◆ 主要是交易商年末减少了逆回购使用，使得银行准备金无法对冲，导致流动性的快速回落。

逆回购跳升，TGA回落



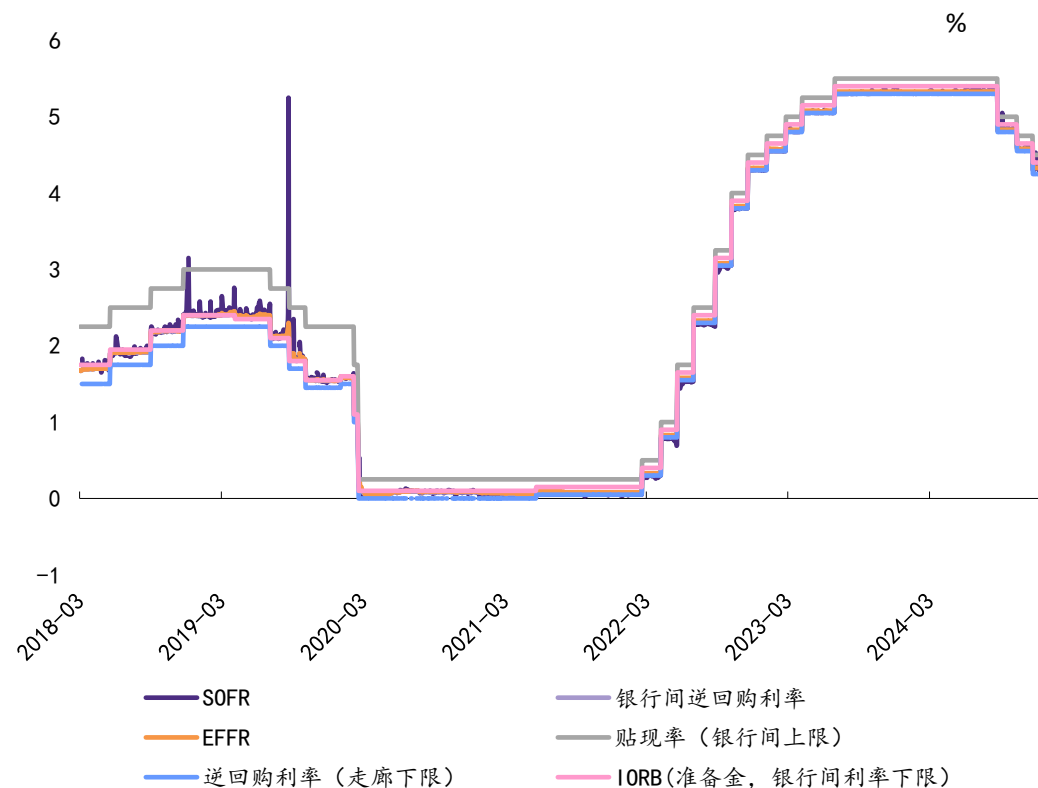
净流动性短期受挫快速修复



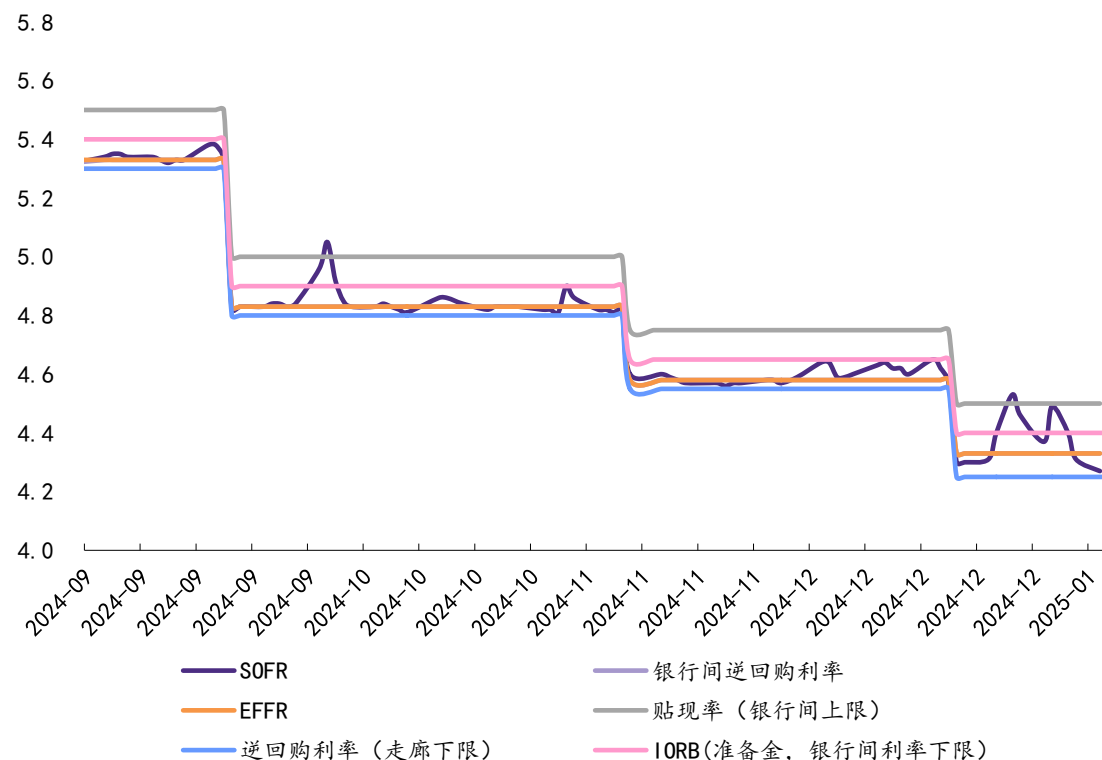
资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

- ◆ 判断联储是否出现流动性危机可以通过观察联储利率走廊的反应来看，在2019年流动性危机时，出现了sofr利率的快速跳升；
- ◆ 近期再次出现了一次sofr利率跳升，但更多是季度末做市商的套利行为，与2024年10月那次类似，并不意味着流动性紧张。

2019年流动性危机时期有明显的sofr波动



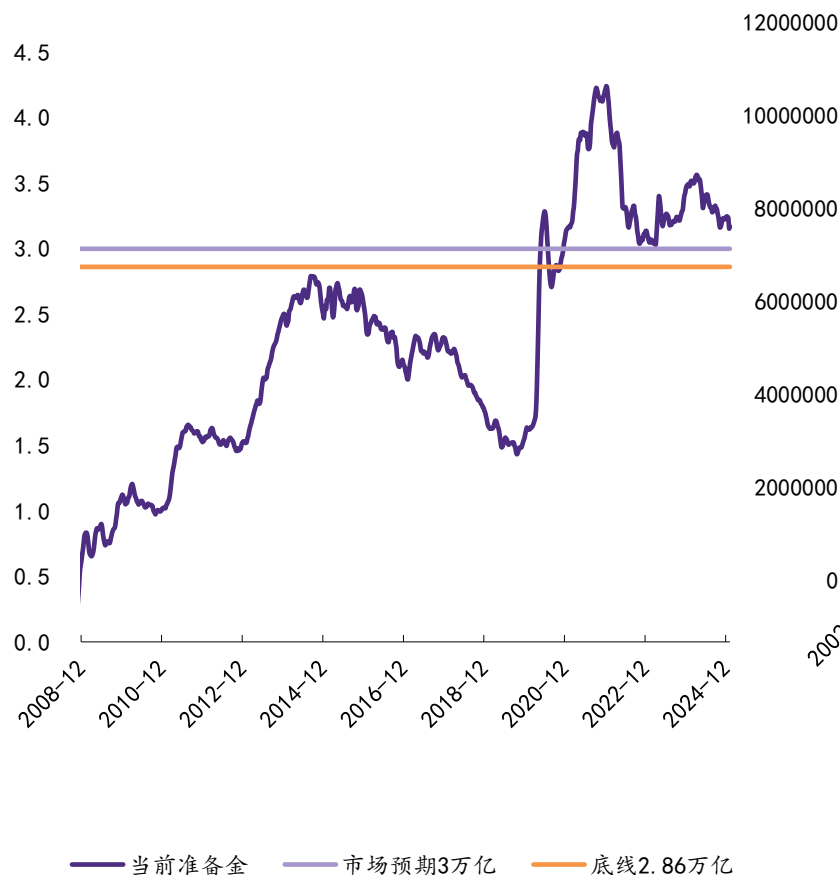
2024年10月同样出现了一次sofr跳升



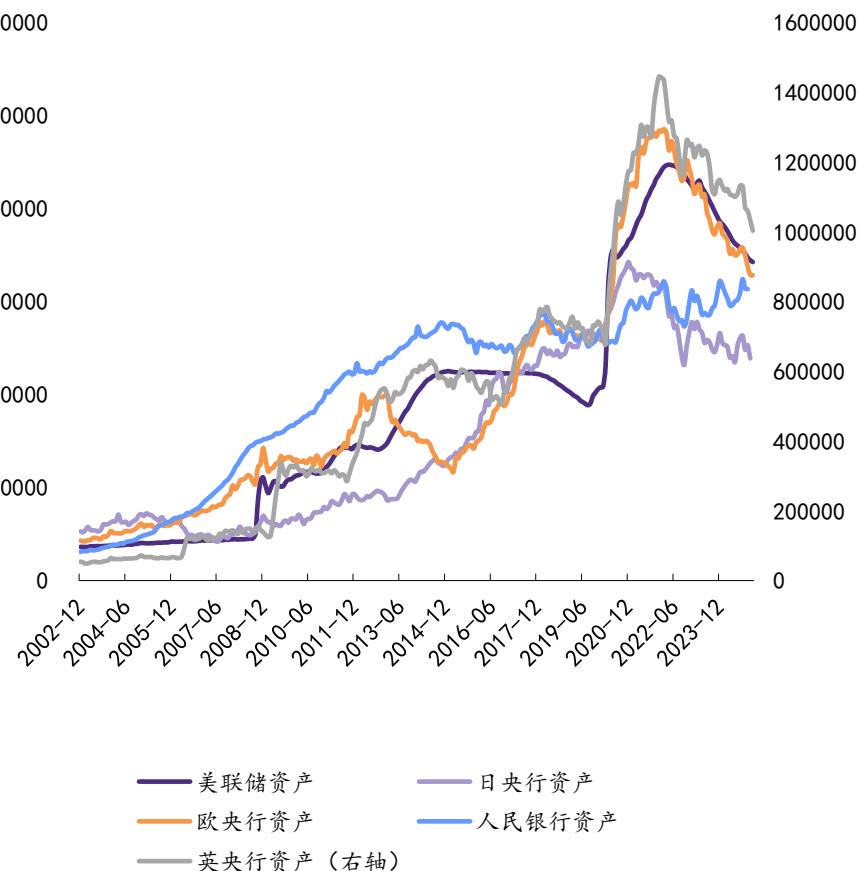
流动性后续有望改善

- ◆ 市场更加期待QT的逐步结束，根据GDP测算美国预计准备金在34500亿美元和28000亿美元之间，或者SOFR上行（流动性条件紧张），或者逆回购金额归零。
- ◆ 市场预期准备金大概在30000亿美元结束QT，当前规模在31555亿美元左右。
- ◆ 若全球主要经济体压力较为突出，降息步伐加快，利率快速下行，则会出现缩表进程的逆转，从而带来全球流动性的释放。

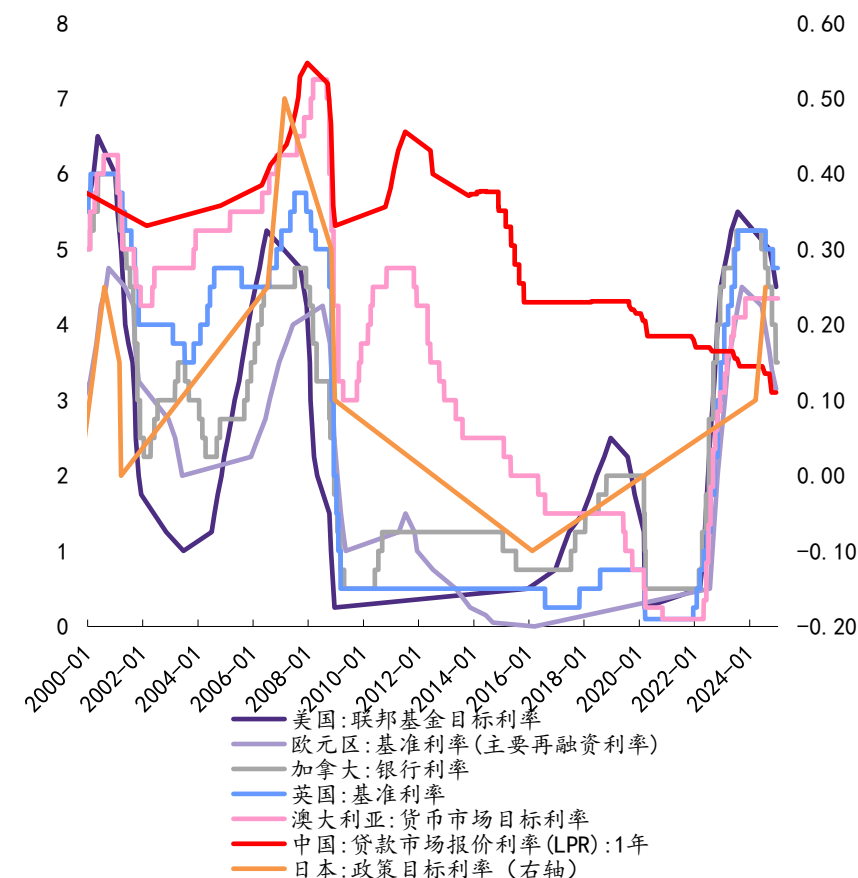
准备金的抽水预计逐步结束



全球主要央行已经接近缩表尾声（百万美元）



全球央行利率再度迎来下行周期



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

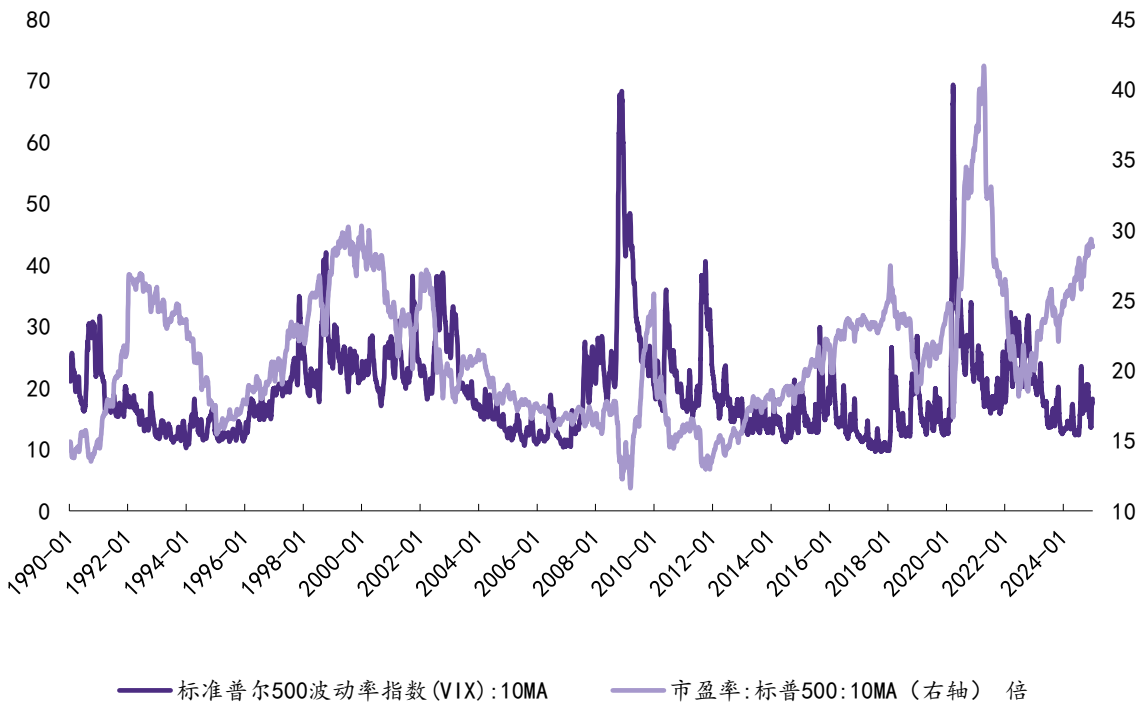
2025年初美股调整原因2：美股高PE低VIX之困

◆ 当前美股高PE低VIX组合再现，类似于2024年7月底。

美股估值基本都处在相对的高位

指数	百分位	标普行业	百分位
标普	97.10%	保健	82.40%
纳斯达克	89.30%	金融	94.90%
道琼斯	92.50%	信息技术	92.50%
罗素2000	90.00%	电信服务	86.80%
纳斯达克100	85.10%	核心消费	77.40%
		工业	91.50%
		能源	54.10%
		公用事业	85.60%
		非核心消费	88.90%
		原材料	80.70%
		房地产	49.60%

美股再度处在了高PE和低VIX组合

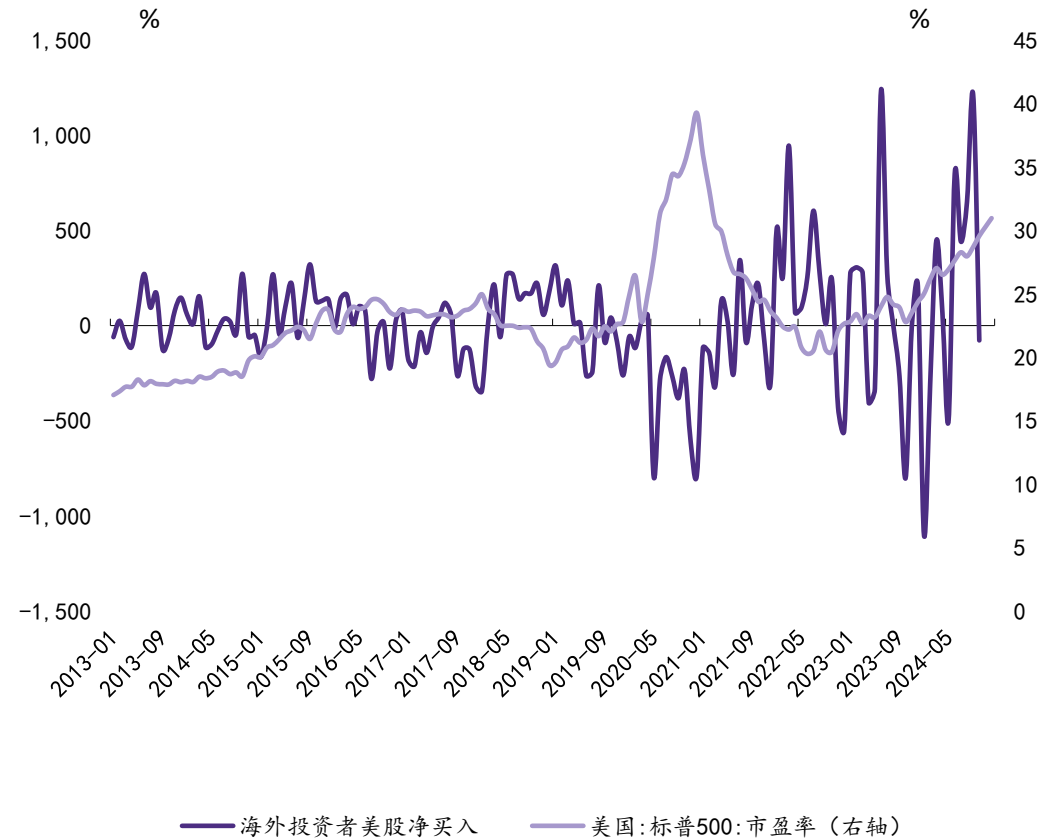


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

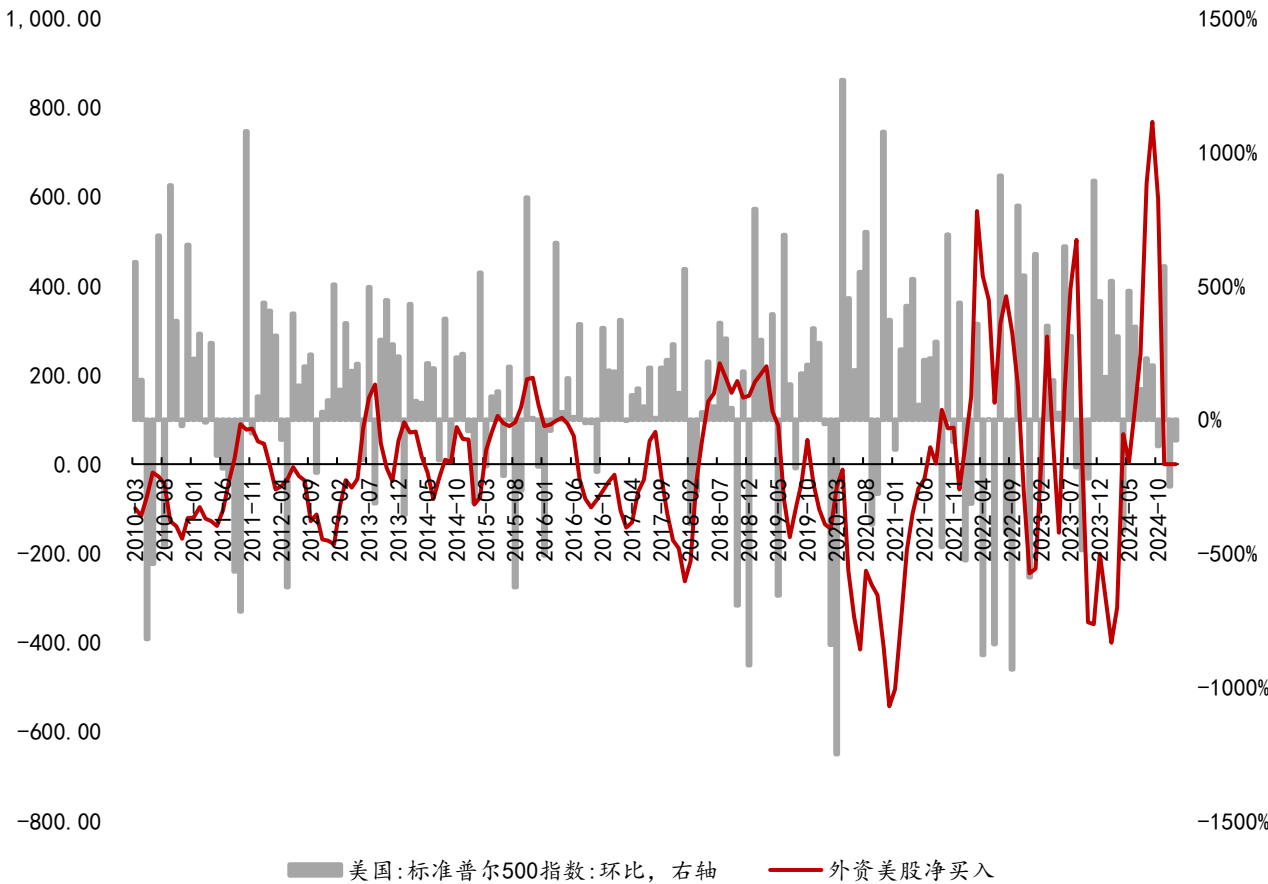
2025年初美股调整原因3：连续上涨后，海外投资者有一定的止盈诉求

- ◆ 从海外投资者对于美股的投资倾向来看，海外投资者更倾向于边涨边卖，在PE攀升的阶段撤资。
- ◆ 从标普的月度涨幅来看，外资往往只能吃到前半段的美股行情，后半程倾向兑现。

海外投资者倾向于边涨边卖（亿美元）



从涨幅中也能看出海外投资者往往会较快离场（亿美元）



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

2025年美股展望：等待降息交易，博弈成长

◆ 从行业和ETF的角度来说，我们更为推荐在2025年反复做多美债，同时跟随美债进行降息交易，成长需要看硬软之争的博弈，择机布局。

		3倍ETF	2倍ETF	无杠杆ETF
降息交易， 兼顾防守	美债	TMF(三倍20+美债) TYD(三倍7-10)		TLT(20+美债) IEF(7-10)
	黄金	GDXU(三倍金矿) SHNY(三倍黄金)	NUGT(两倍金矿) JNUG(两倍小金矿)	GLD(黄金)
	保健	CURE(三倍标普医疗保健) PILL(三倍制药) LABU(三倍纳斯达克生物技术)	RXL(两倍医疗保健) BIB(两倍生物科技)	XLV(医疗保健) VHT(保健护理) IBB(生物科技)
	地产	DRN(三倍房地产) NAIL(三倍建筑商和材料)		VNQ(地产)
	金融	DPST(三倍区域银行) FAS(三倍金融)	UYG(两倍金融)	KRE(区域银行) FINX(金融科技) ARKF(金融科技)
科技成长， 博弈弹性	软件/硬件	SOXL(三倍费城半导体) FNGU(三倍ETN) TECL(三倍科技)	CLDL(两倍云计算) AIBU(两倍AI)	IGV(软件)
	美股	QQQ(三倍纳指) SPXL(三倍标普) TNA(三倍小盘) UDOW(三倍道指30)	QLD(两倍纳指100) SSO(两倍标普)	SPY(标普)
	其他		URAA(两倍核能) UBOT(两倍机器人)	

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

- ◆ 从目前股市的涨跌幅和预期差来看，按照软着陆的思路，地产和保健的空间最充足。
- ◆ 即使是按照衰退降息的思路，保健和核心消费依然有较好的安全边际。

纳斯达克仍有上涨空间

	平均	软着陆降息	衰退降息	目前
标准普尔500	0.88%	16.83%	-14.53%	4.00%
纳斯达克	-0.89%	15.39%	-16.41%	8.92%
道琼斯	4.20%	18.47%	-11.33%	1.68%
罗素2000	-3.74%	9.51%	-17.64%	0.70%

从行业涨跌幅预期来看，目前保健和地产的安全边际更高

	衰退降息	软着陆降息	目前	软着陆差	衰退差
房地产	-40.86%	32.54%	-8.08%	40.62%	-32.78%
保健	-9.48%	29.76%	-10.55%	40.31%	1.08%
核心消费	-1.22%	23.34%	-3.59%	26.93%	2.36%
原材料	-15.93%	14.29%	-11.98%	26.26%	-3.96%
信息技术	-32.99%	33.15%	7.43%	25.72%	-40.43%
工业	-24.13%	23.82%	-0.71%	24.53%	-23.42%
公用事业	-20.87%	21.84%	-0.45%	22.29%	-20.43%
金融	-23.93%	28.13%	6.74%	21.39%	-30.67%
电信服务	-26.29%	31.75%	12.68%	19.07%	-38.96%
能源	-24.07%	3.78%	-1.64%	5.42%	-22.43%
非核心消费	-19.00%	20.99%	17.02%	3.97%	-36.02%

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

◆ 从基本面来看，美债在宏观基本面韧性以及对未来通胀预期回升的共同推动下再度升至4.8%附近。

降息周期的PE涨跌幅来看，保健仍有空间

	衰退周期	软着陆周期	目前	软着陆差	衰退差
原材料	12.06%	23.74%	-7.53%	31.27%	19.59%
保健	-23.57%	19.55%	-10.96%	30.51%	-12.61%
房地产	-34.24%	23.68%	-6.06%	29.75%	-28.18%
核心消费	-14.01%	25.29%	-3.46%	28.75%	-10.55%
信息技术	-18.61%	36.53%	9.29%	27.24%	-27.90%
公用事业	-16.21%	20.68%	-1.54%	22.21%	-14.67%
工业	-23.13%	21.33%	2.73%	18.60%	-25.86%
金融	47.30%	22.63%	5.53%	17.10%	41.77%
电信服务	-23.43%	20.76%	7.14%	13.61%	-30.58%
非核心消费	-1.14%	26.00%	15.42%	10.58%	-16.55%
能源	-8.11%	13.15%	2.84%	10.31%	-10.95%

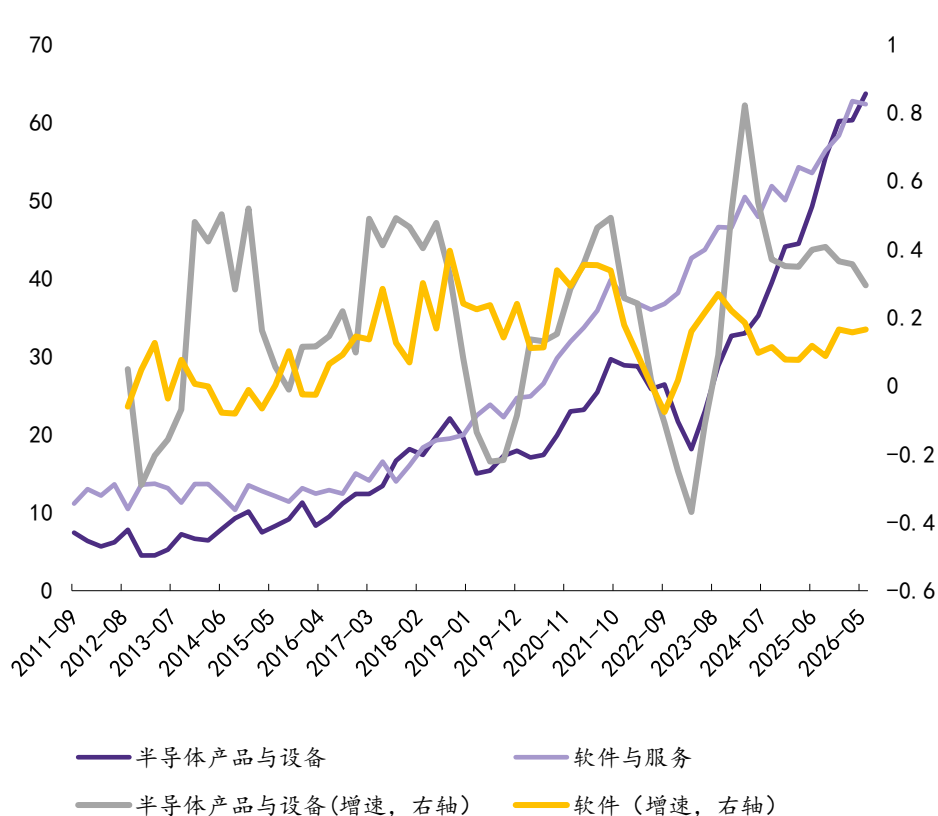
EPS则是地产和保健共同受益

	衰退周期	软着陆周期	目前	软着陆差	衰退差
房地产	-34.24%	47.36%	-2.48%	49.84%	-31.76%
保健	18.55%	9.78%	-0.54%	10.32%	19.08%
工业	-3.45%	1.95%	-4.06%	6.01%	0.60%
电信服务	-3.61%	9.10%	3.67%	5.42%	-7.28%
金融	-24.62%	4.54%	0.56%	3.98%	-25.18%
公用事业	-4.37%	0.89%	-0.72%	1.62%	-3.65%
信息技术	-15.09%	-1.59%	-3.07%	1.48%	-12.02%
能源	-8.78%	-8.09%	-6.18%	-1.91%	-2.60%
核心消费	15.09%	-1.76%	0.20%	-1.95%	14.89%
原材料	-20.22%	-7.68%	-3.74%	-3.94%	-16.48%
非核心消费	-10.75%	-4.18%	0.26%	-4.44%	-11.02%

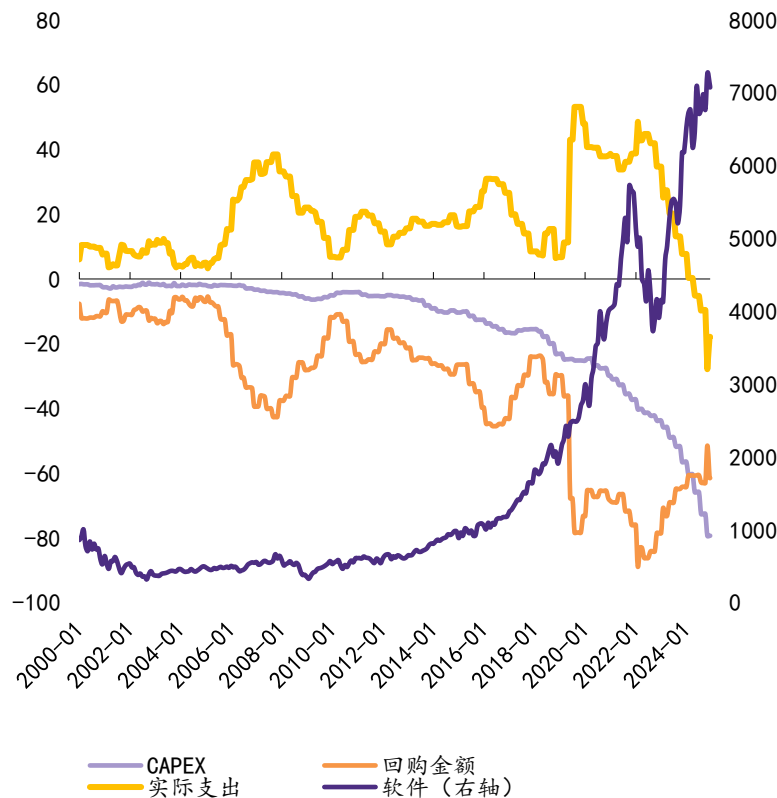
资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

- ◆ 软件和硬件的博弈预计是2025年科技的主线。
- ◆ 从CAPEX来看，软件实际支出持续上行，而硬件的实际支出则是出现回落。
- ◆ 从EPS来看，硬件端EPS增速回落，而软件增速则出现持续回升。
- ◆ 叠加2025年美债收益率冲高回落，预计软件表现优于硬件。

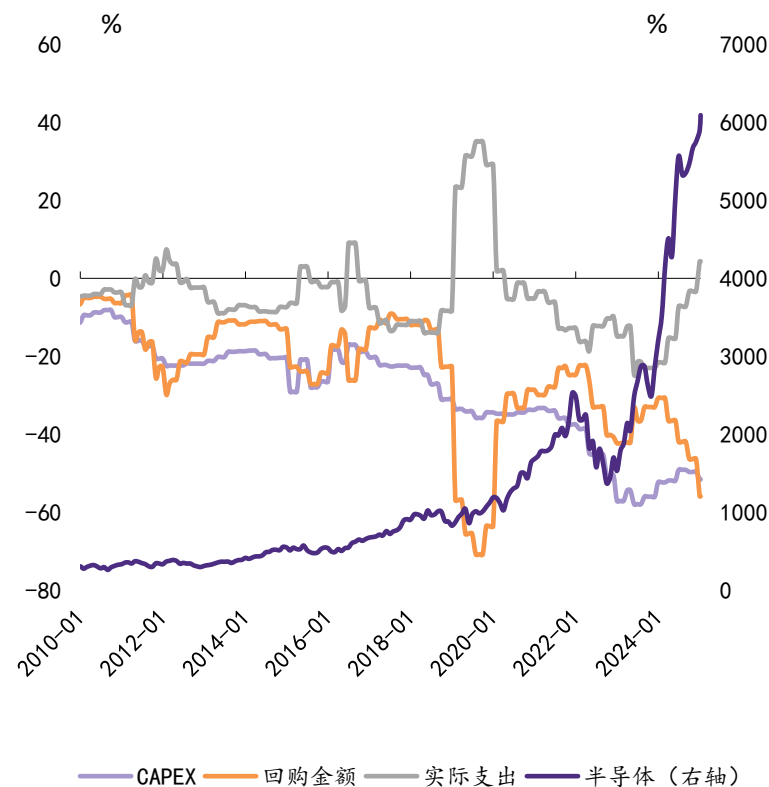
软件EPS预计和硬件增速“碰面”



软件的实际支出持续上行



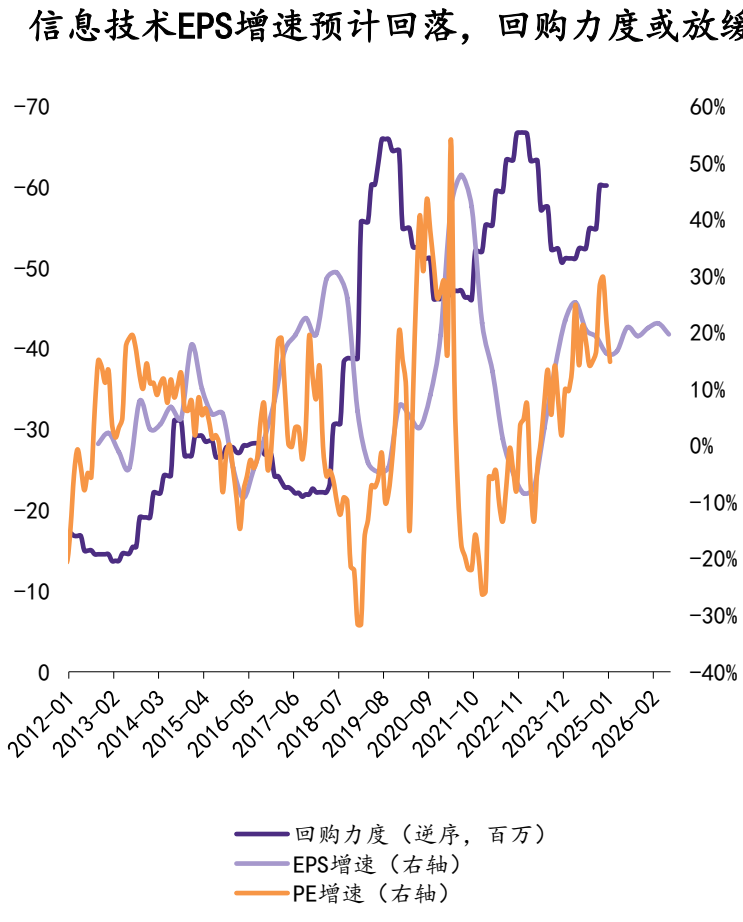
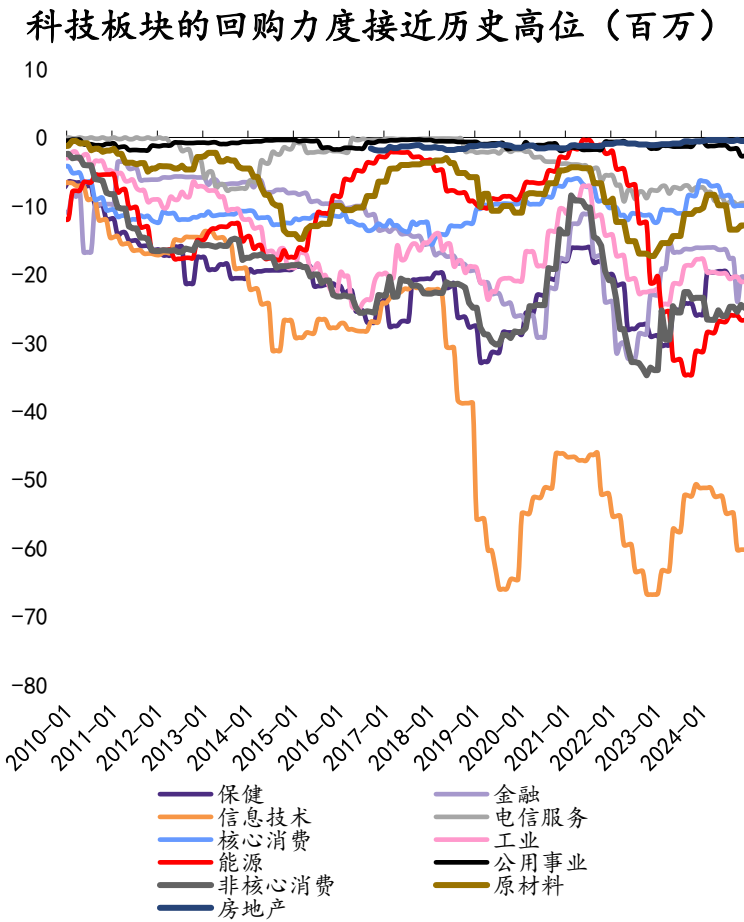
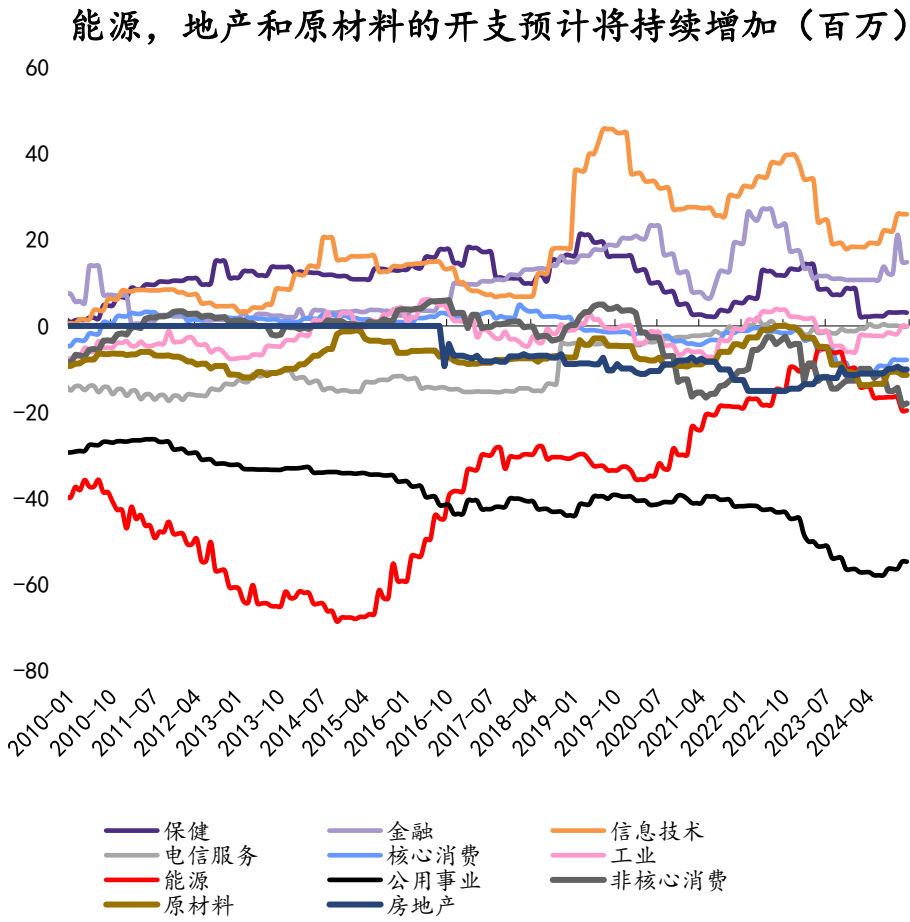
半导体设备支出回落



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

CAPEX和回购：科技回购力度接近历史高位

- ◆ 从CAPEX分布来看，目前仅有地产和能源的实际支出持续上行。
- ◆ 科技的回购力度持续在近期有所增加，但后续的EPS和PE增速来看，2025年回购力度或有减弱。



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美元：
等待鲸落，跟随美债冲高回落

研究创造研究价值

降息周期的外汇：一鲸落，万物生

◆ 联储降息周期：除1995年和2007-2008年外，其他联储降息周期，美元均有贬值，英镑和欧元表现多优于美元。

		美元指数	英镑	欧元	日元	印度	人民币	泰铢	林吉特			美元指数	英镑	欧元	日元	印度	人民币	泰铢	林吉特
2019-2020 年降息	衰退降息结束	-0.39%	1.15%	0.89%	1.36%	-6.77%	-1.35%	-3.60%	-3.78%	1995年 降息	软着陆降 息结束	7.44%	-5.40%	-7.79%	-20.48%	-13.93%		-2.53%	-4.60%
	软着陆降息结束	1.11%	7.13%	-2.65%	-2.31%	-3.58%	-1.40%	-1.06%	-0.28%		T+90	3.91%	-1.16%	2.00%	-15.79%	-7.21%		-1.75%	-3.36%
	T+90	-0.37%	6.36%	-0.30%	-1.32%	-3.63%	-1.57%	1.88%	-0.27%		T+60	5.24%	-3.00%	-0.23%	-12.81%	-3.15%		-1.44%	-2.15%
	T+60	-0.03%	4.26%	-0.43%	-1.01%	-2.69%	-2.68%	1.45%	-1.20%		T+30	1.51%	0.09%	-1.23%	-6.90%	-0.19%		-0.52%	-1.15%
	T+30	0.05%	1.32%	-0.51%	0.38%	-3.74%	-3.04%	0.69%	-0.83%		T+10	1.02%	-0.37%	-0.90%	-4.44%	0.00%		-0.32%	-0.34%
	T+10	-0.38%	-0.60%	0.50%	1.35%	-3.19%	-1.78%	-0.03%	-1.06%		衰退降息 结束	-23.09%	26.87%	37.46%	15.87%	-42.59%		2.90%	8.54%
2007-2008 年降息	衰退降息结束	1.49%	-22.60%	0.21%	30.22%	-15.39%	9.89%	-8.29%	-2.03%	1989-1992 年降息	T+90	-19.07%	23.95%	30.21%	11.23%	-9.67%		3.44%	0.19%
	T+90	-1.73%	-1.46%	2.48%	2.57%	2.64%	2.11%	4.80%	3.95%		T+60	-15.93%	19.19%	24.96%	3.62%	-9.17%		2.13%	0.24%
	T+60	-5.12%	2.66%	6.10%	5.47%	2.87%	1.34%	1.21%	3.55%		T+30	-16.17%	21.35%	26.19%	-3.10%	-5.87%		1.17%	0.41%
	T+30	-1.48%	0.91%	1.41%	1.34%	1.84%	0.19%	1.34%	2.85%		T+10	-13.00%	15.05%	21.54%	-4.85%	-6.14%		0.62%	-0.06%
	T+10	-1.56%	1.50%	1.79%	0.22%	1.89%	0.08%	0.25%	2.56%		衰退降息 开始	-12.22%	14.36%	19.90%	-3.69%	-6.14%		0.94%	0.07%
2001-2003 年降息	衰退降息结束	-14.73%	11.89%	24.13%	-3.76%	0.36%		5.30%		1984-1986 年降息	软着陆降 息结束	-7.76%	2.12%	11.83%	-0.81%	-3.48%		0.47%	0.07%
	T+90	4.61%	-4.34%	-3.58%	-8.42%	0.24%		-3.68%			T+90	-0.53%	-0.20%	1.03%	-2.19%	-2.68%		-0.50%	0.28%
	T+60	0.67%	-1.72%	0.39%	-4.42%	0.47%		0.60%			T+60	-1.46%	0.05%	1.55%	0.39%	-1.62%		-0.12%	0.97%
	T+30	-0.14%	-1.82%	0.54%	-1.77%	0.67%		3.11%			T+30	-3.49%	3.06%	4.52%	1.34%	0.12%		0.43%	0.78%
	T+10	-0.37%	-1.05%	1.41%	-4.26%	0.43%		1.42%			T+10	0.61%	-2.01%	-0.34%	-1.10%	-0.43%		-0.27%	-0.28%
1998年 降息	软着陆降息结束	-0.89%	-2.10%	0.07%	10.40%	0.12%		6.95%			软着陆降 息结束	-29.47%	17.28%	46.05%	60.31%	-6.27%	-29.89%	-11.88%	-9.89%
	T+90	-1.20%	-1.98%	-0.50%	15.65%	-0.07%		5.76%			T+90	2.35%	-6.53%	-1.46%	-3.54%	-4.55%	-7.31%	-15.60%	-4.23%
	T+60	0.35%	-3.68%	-1.47%	8.97%	-0.23%		8.11%			T+60	-0.83%	-1.59%	1.27%	0.44%	-1.56%	-6.56%	-14.97%	-1.93%
	T+30	-2.12%	-1.78%	1.10%	14.54%	0.24%		5.91%			T+30	-2.50%	0.52%	3.18%	1.16%	-0.50%	-0.08%	-0.09%	-1.64%
	T+10	-2.84%	-0.29%	2.87%	14.85%	0.35%		1.77%			T+10	-1.91%	1.56%	2.44%	0.36%	0.34%	0.21%	-0.09%	-0.57%

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

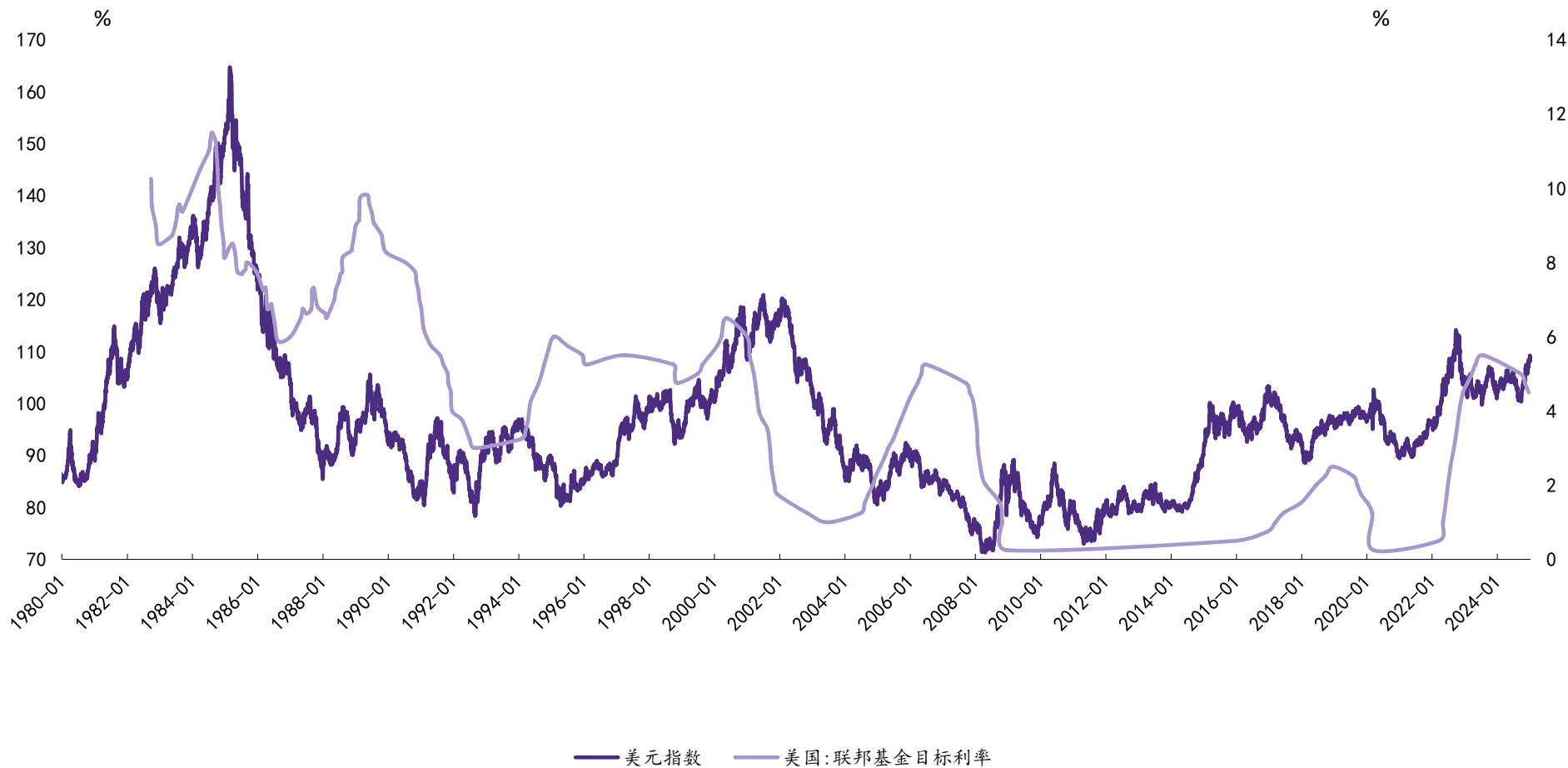
- ◆ **联储降息周期：**美元平均贬值8.52%，发达国家货币表现不错，多为升值，发展中国家货币表现不佳，多为贬值。
- ◆ **软着陆降息周期：**美元贬值幅度稍小，为5.9%。发达国家货币平均升值，但升值幅度小于衰退式降息；发展中国家货币多有贬值，但贬值幅度多大于衰退式降息。
- ◆ **衰退式降息周期：**美元贬值力度更大，平均超过9%；发达国家货币平均都有升值，但发展中国家货币多有贬值。

		发达国家货币				发展中国家货币			
		美元指数	英镑	欧元	日元	印度	人民币	泰铢	林吉特
降息周期	平均	-8.52%	3.87%	14.43%	13.42%	-12.07%	-7.11%	-1.59%	-2.35%
	T+90	-1.50%	1.83%	3.73%	-0.23%	-3.12%	-2.26%	-0.71%	-0.57%
	T+60	-2.14%	2.02%	4.02%	0.08%	-1.89%	-2.63%	-0.38%	-0.09%
	T+30	-3.04%	2.96%	4.40%	0.87%	-0.93%	-0.97%	1.50%	0.07%
	T+10	-2.30%	1.72%	3.66%	0.27%	-0.84%	-0.50%	0.42%	0.04%
软着陆	平均	-5.91%	3.80%	9.50%	9.42%	-5.43%	-15.64%	-1.61%	-3.68%
	T+90	0.83%	-0.70%	0.15%	-1.44%	-3.63%	-4.44%	-2.04%	-1.90%
	T+60	0.65%	-0.79%	0.14%	-0.80%	-1.85%	-4.62%	-1.39%	-1.08%
	T+30	-1.31%	0.64%	1.41%	2.11%	-0.81%	-1.56%	1.28%	-0.71%
	T+10	-0.70%	-0.34%	0.91%	2.20%	-0.58%	-0.79%	0.21%	-0.56%
衰退	平均	-9.18%	4.33%	15.67%	10.92%	-16.10%	4.27%	-0.92%	0.91%
	T+90	-5.40%	6.05%	9.70%	1.80%	-2.26%	2.11%	1.52%	2.07%
	T+60	-6.79%	6.71%	10.48%	1.56%	-1.94%	1.34%	1.31%	1.90%
	T+30	-5.93%	6.81%	9.38%	-1.18%	-1.12%	0.19%	1.87%	1.63%
	T+10	-4.98%	5.17%	8.25%	-2.96%	-1.27%	0.08%	0.76%	1.25%

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

强美元顶点多在降息周期

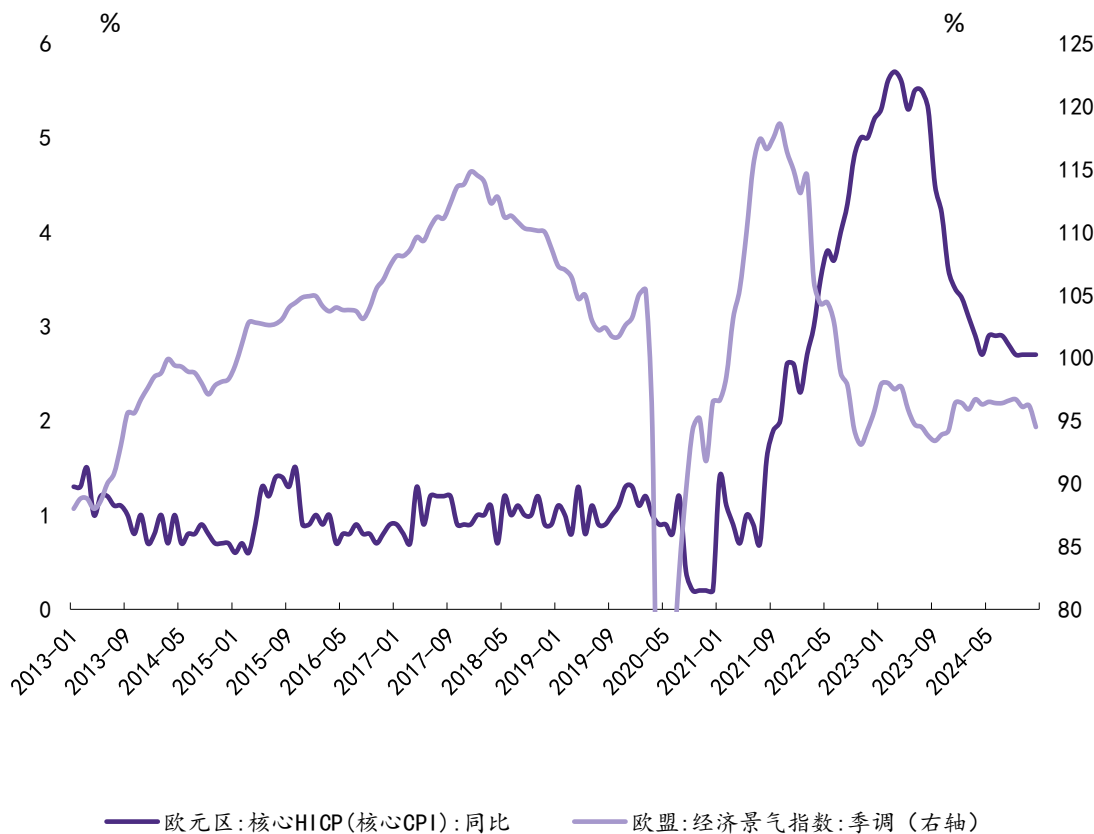
◆ 从过去的历史周期来看，美元顶点往往出现在降息周期。



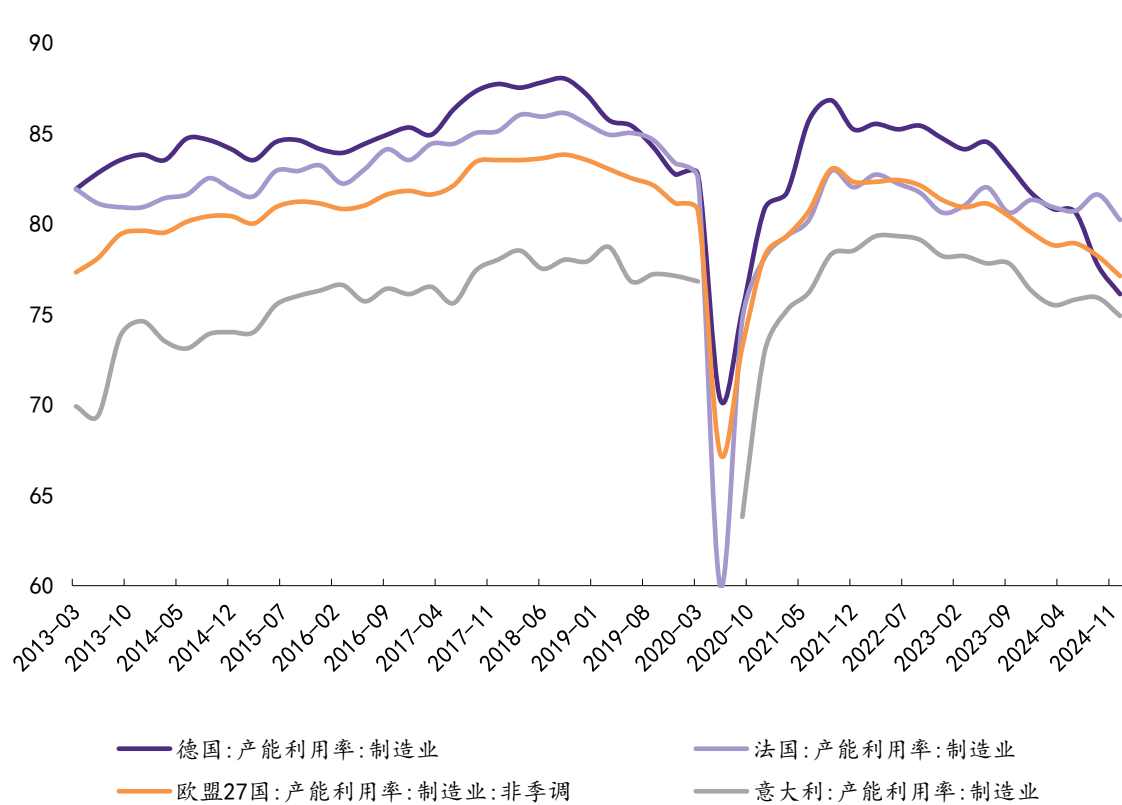
资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

◆ 美元在美国内部再通胀、海外欧洲经济较弱的背景下，一度突破了108的两年高位。

欧洲陷入经济弱通胀强的滞胀威胁



三驾马车中仅有法国目前仍有支撑

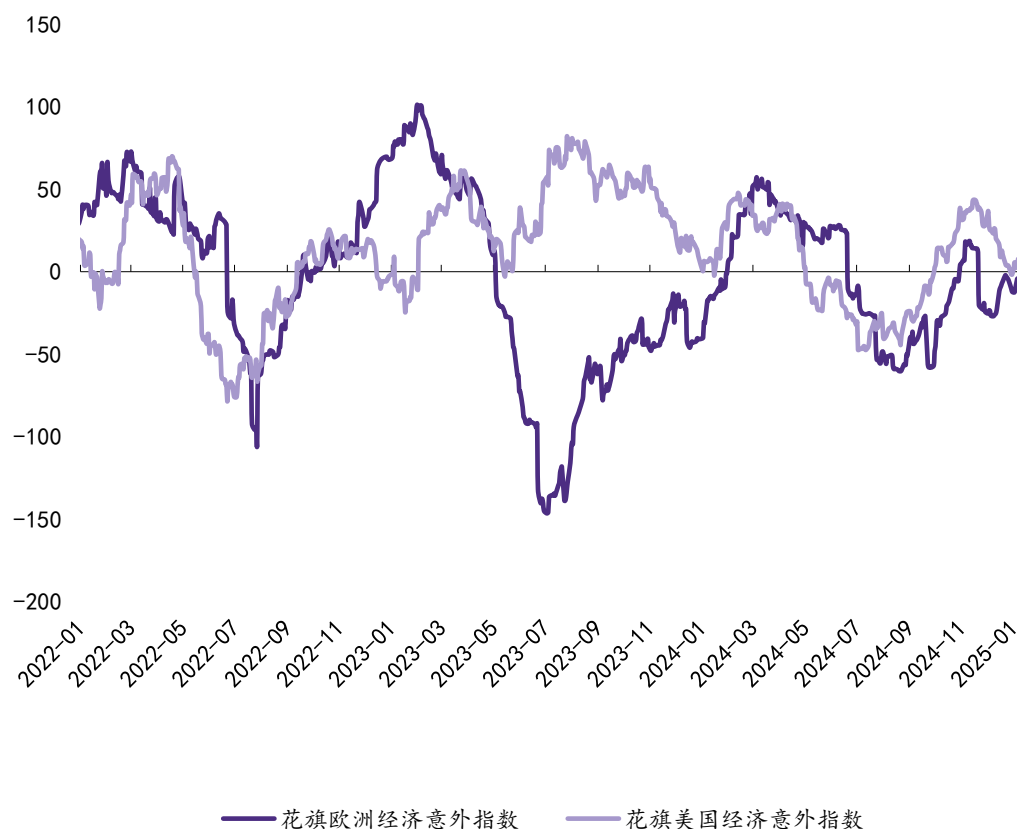


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

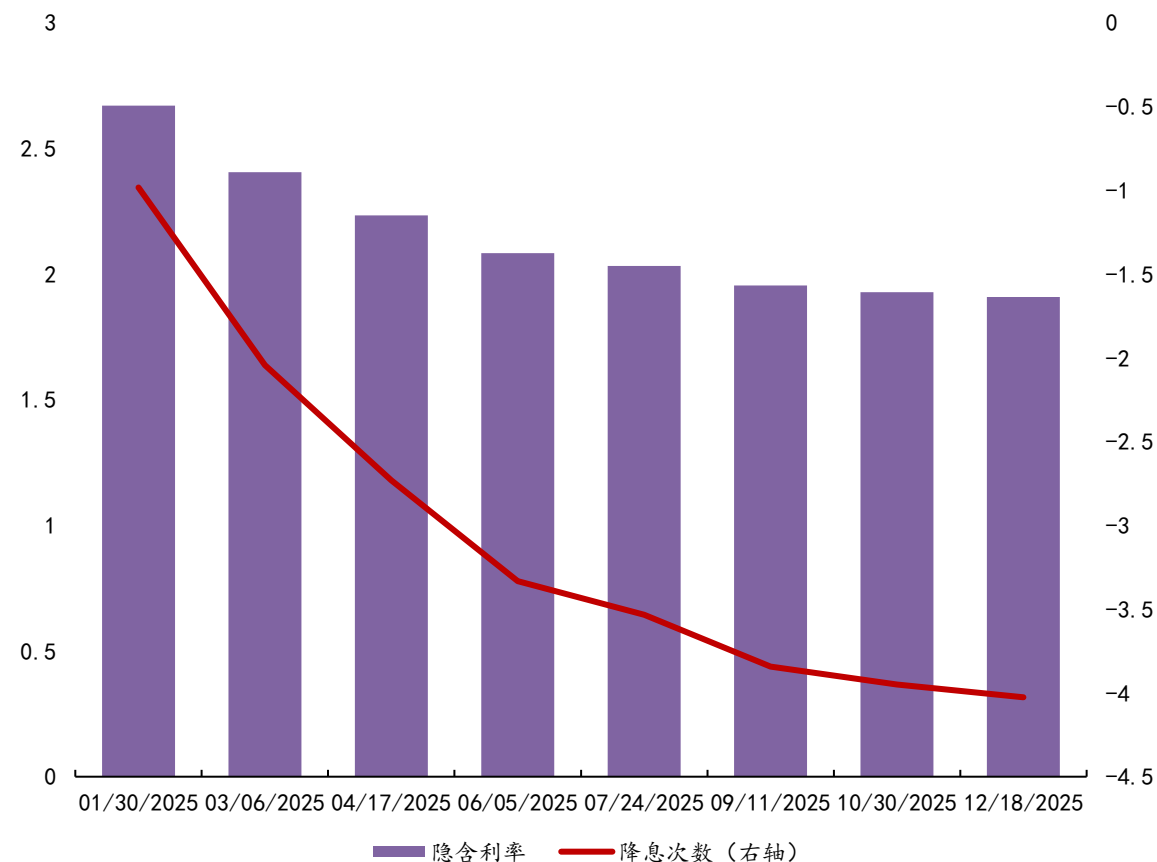
欧洲：经济走弱，通胀有再起风险

◆ 欧洲经济走弱，2025年预期降息4次，远高于联储的2次降息预期。

疫情以来美国经济一直表现比欧洲平稳



目前市场对经济预期更差，预计2025年降息4次

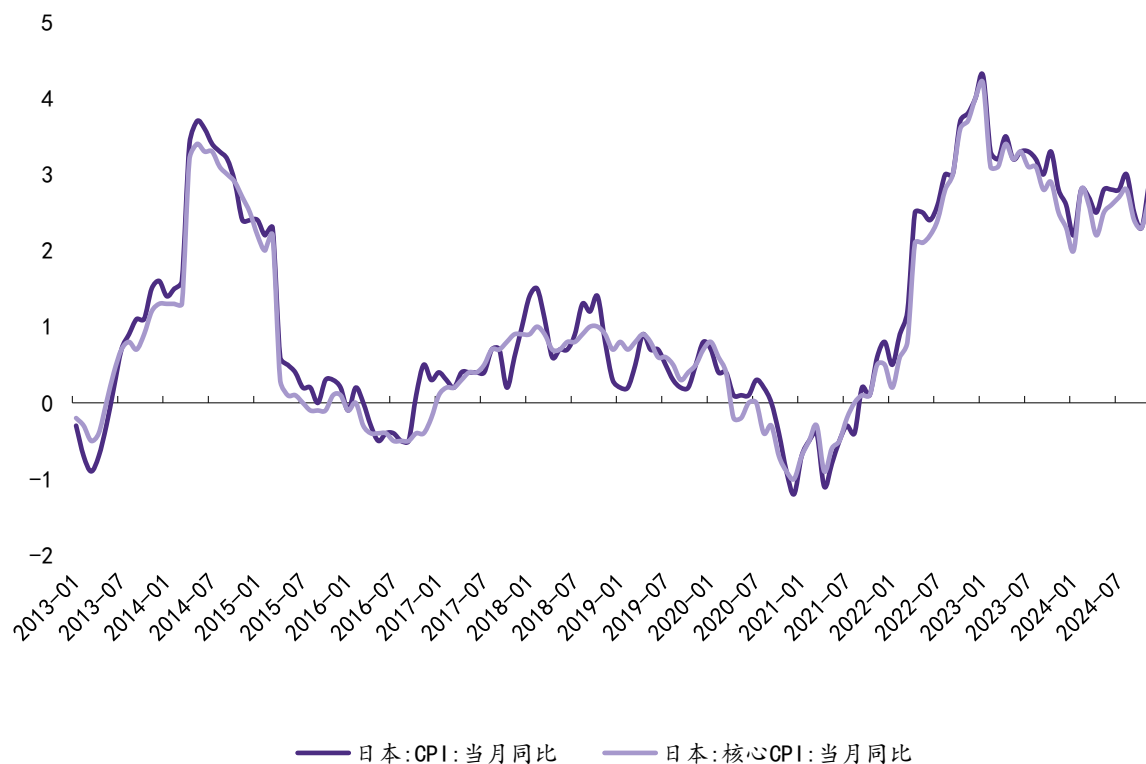


资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

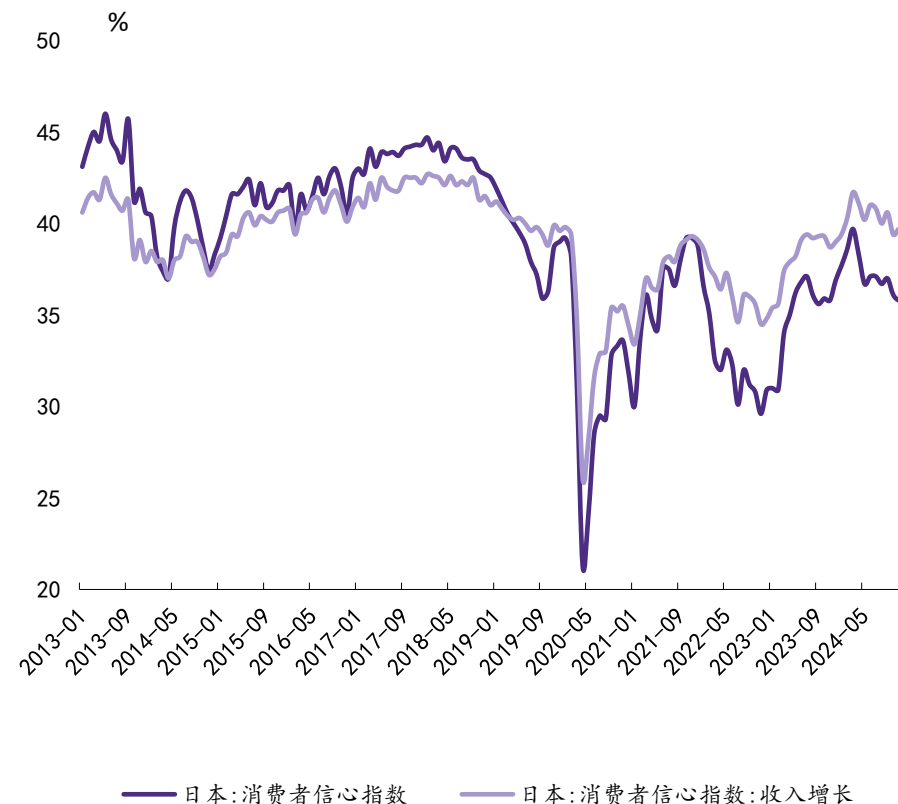
日元：经济预期转弱，通胀震荡

◆ 日本通胀走势较为震荡，经济预期也冲高回落，加息空间有限。

日本通胀维持震荡格局



同时经济预期也从高位回落



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

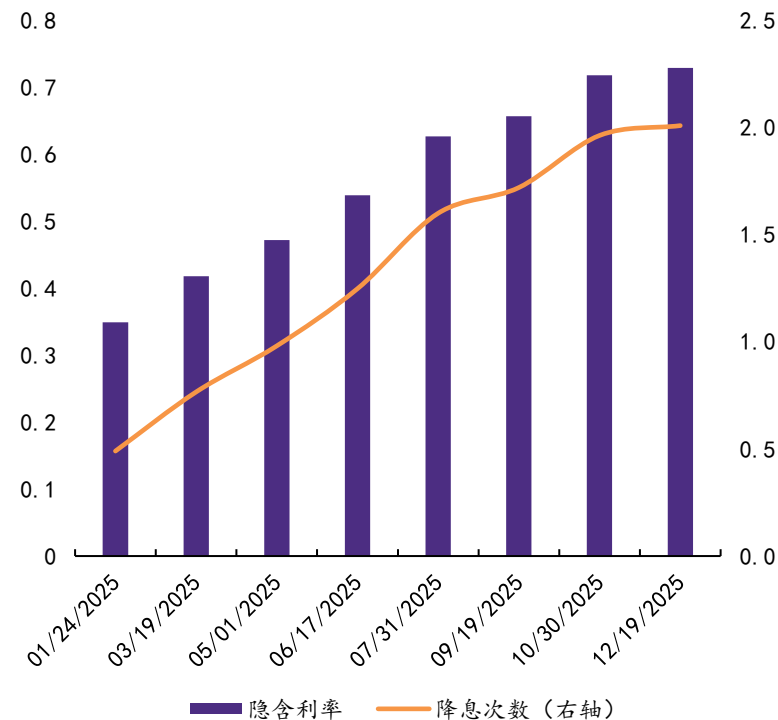
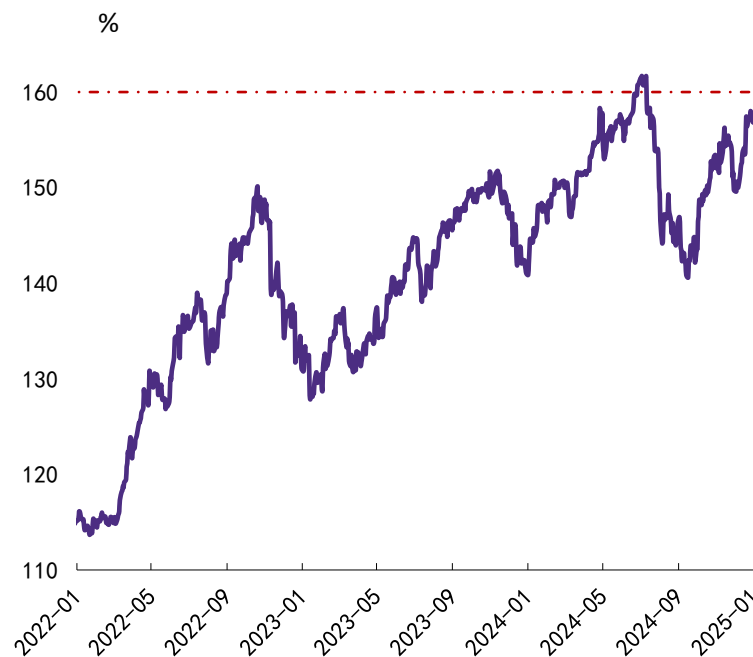
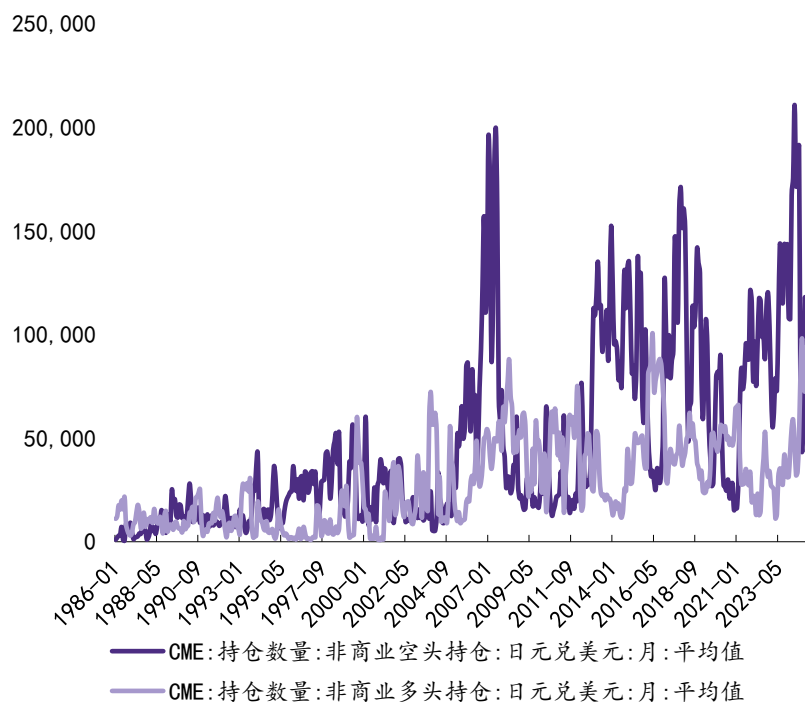
日元：经济预期转弱，通胀震荡

◆ 2025年市场预期日央行加息2次。

日元套息交易规模已经有所回落

若是美元回落的话，日央行主动加息的意愿也会回落

2025年市场预期日央行加息2次



资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

黄金：
逢低配置，中长期价值再现

研究创造价值

黄金在降息周期有配置价值

- ◆ 从降息周期来看，黄金仍有一定的确定性，配置价值凸显。
- ◆ 但其他大宗商品在降息周期则整体表现一般，油、铜和CRB指数均表现较弱。

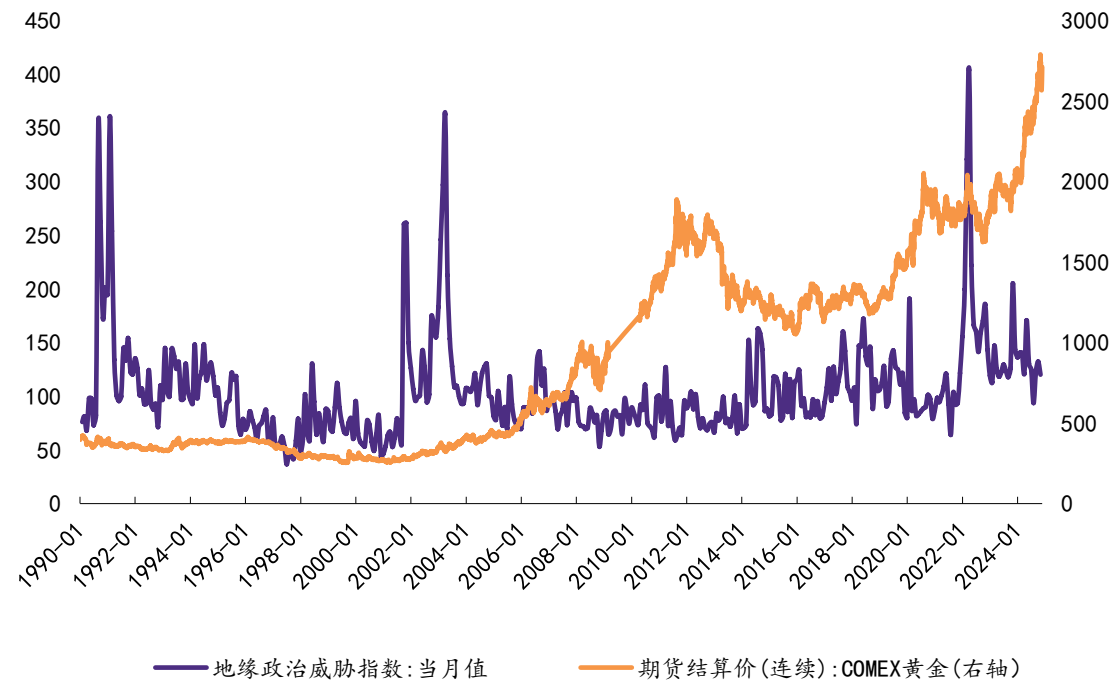
		伦敦金	LME铜	WTI原油	CRB指数			伦敦金	LME铜	WTI原油	CRB指数			伦敦金	LME铜	WTI原油	CRB指数	
2020年 降息	衰退降息结束	5.75%	-9.89%	-46.80%	-5.33%	1995年降 息	软着陆降 息结束	5.57%	-14.66%	2.13%	-4.11%	降息周 期	平均	11.37%	-14.05%	-21.62%	-8.50%	
	软着陆降息结束	13.01%	-1.71%	-3.52%	0.30%		T+90	-0.43%	-2.89%	-0.40%	-2.11%		T+90	-0.21%	0.04%	4.60%	-3.10%	
	T+90	4.27%	-0.41%	6.99%	-2.81%		T+60	-1.16%	-1.36%	6.97%	-2.65%		T+60	2.10%	1.75%	6.73%	-1.80%	
	T+60	5.14%	-1.06%	1.39%	-2.69%		T+30	-0.01%	0.66%	1.61%	-2.39%		T+30	3.33%	2.58%	5.65%	-1.61%	
	T+30	8.31%	-0.63%	4.76%	-3.76%		T+10	1.11%	2.18%	-0.98%	-0.52%		T+10	2.00%	3.37%	0.12%	-0.32%	
T+10	7.57%	-1.62%	2.37%	-1.16%	1990年降 息	衰退降息 结束	-6.26%	3.25%	6.40%	-13.48%	软着陆		平均	10.84%	-6.35%	-14.25%	-6.71%	
2008年 降息	衰退降息结束	17.28%	-59.75%	-46.51%		-27.20%	T+90	2.78%	8.46%	67.40%	-6.90%		T+90	-5.15%	1.98%	-7.94%	-4.21%	
	T+90	11.26%	-13.67%	11.72%		1.89%	T+60	6.04%	15.04%	69.65%	-3.36%		T+60	-1.33%	0.72%	-7.45%	-2.91%	
	T+60	11.30%	-10.87%	20.27%		1.23%	T+30	10.33%	19.65%	33.72%	-4.06%		T+30	-0.25%	-2.06%	-1.46%	-2.16%	
	T+30	5.11%	2.77%	7.42%		1.09%	T+10	2.15%	9.43%	-0.39%	-2.13%		T+10	1.31%	0.89%	-1.06%	-1.05%	
	T+10	3.88%	7.05%	-1.56%	1.53%	衰退降息 开始	-0.36%	11.81%	-10.26%	-2.13%	衰退		平均	11.77%	-17.51%	-19.99%	-8.37%	
2000年 降息	衰退降息结束	30.30%	-3.65%	6.96%	12.56%	软着陆降 息结束	软着陆降 息结束	13.02%	-1.75%	3.67%	-7.78%		衰退	T+90	3.55%	-2.56%	25.49%	-1.24%
	T+90	-3.39%	-2.47%	-2.64%	1.31%		T+90	-1.16%	20.12%	-4.40%	-2.83%			T+60	5.12%	3.12%	30.35%	0.05%
	T+60	-1.98%	5.20%	1.14%	2.28%		T+60	0.33%	10.46%	-8.70%	-1.61%			T+30	5.09%	8.77%	17.51%	-0.68%
	T+30	-0.17%	3.91%	11.39%	0.93%		T+30	3.80%	-3.53%	0.34%	-1.90%	T+10		1.56%	6.68%	2.08%	0.41%	
	T+10	-1.37%	3.56%	8.18%	1.84%		T+10	-0.14%	6.30%	1.96%								
1998年 降息	软着陆降息结束	-0.74%	-4.45%	-22.09%	-6.63%	1984年降 息	软着陆降 息结束	27.70%	-9.18%	-51.42%	-15.33%							
	T+90	-3.06%	-8.89%	-28.29%	-9.49%		T+90	-11.96%		-13.59%	-3.82%							
	T+60	-0.44%	-5.17%	-29.79%	-8.09%		T+60	-2.41%		-7.10%	0.49%							
	T+30	-0.68%	-4.75%	-10.89%	-2.62%		T+30	-0.07%		-3.14%	-0.15%							
	T+10	0.91%	-3.31%	-8.76%	-1.49%		T+10	1.92%		0.14%								

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

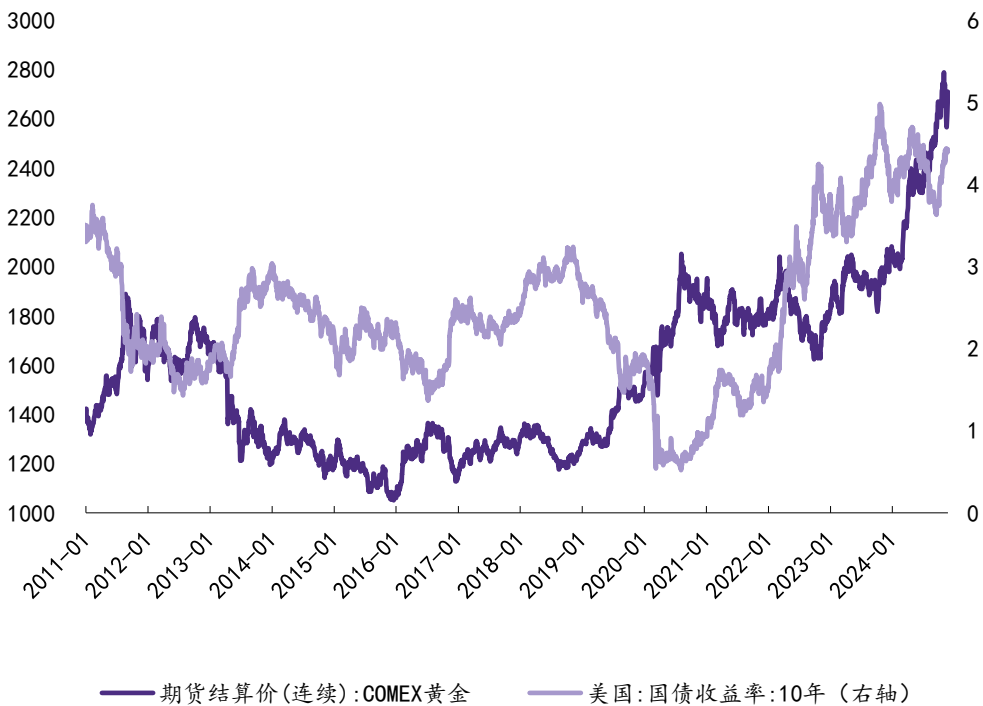
近期黄金调整原因：风险偏好回升、地缘局势平息和美债收益率上行

- ◆ 黄金近期有一定的止盈诉求：特朗普胜选后市场风险偏好回升、俄乌冲突有望平息和美债收益率一度破4.5%。
- ◆ 若是特朗普如预期减缓俄乌冲突和巴以冲突，则黄金的避险需求有所回落；
- ◆ 从美债收益率来看，美债收益率随处于较高水平，但后续有债务上限扰动仍有上冲可能，黄金短期压制尚未消除。

地缘局势预期平息，黄金避险需求降低



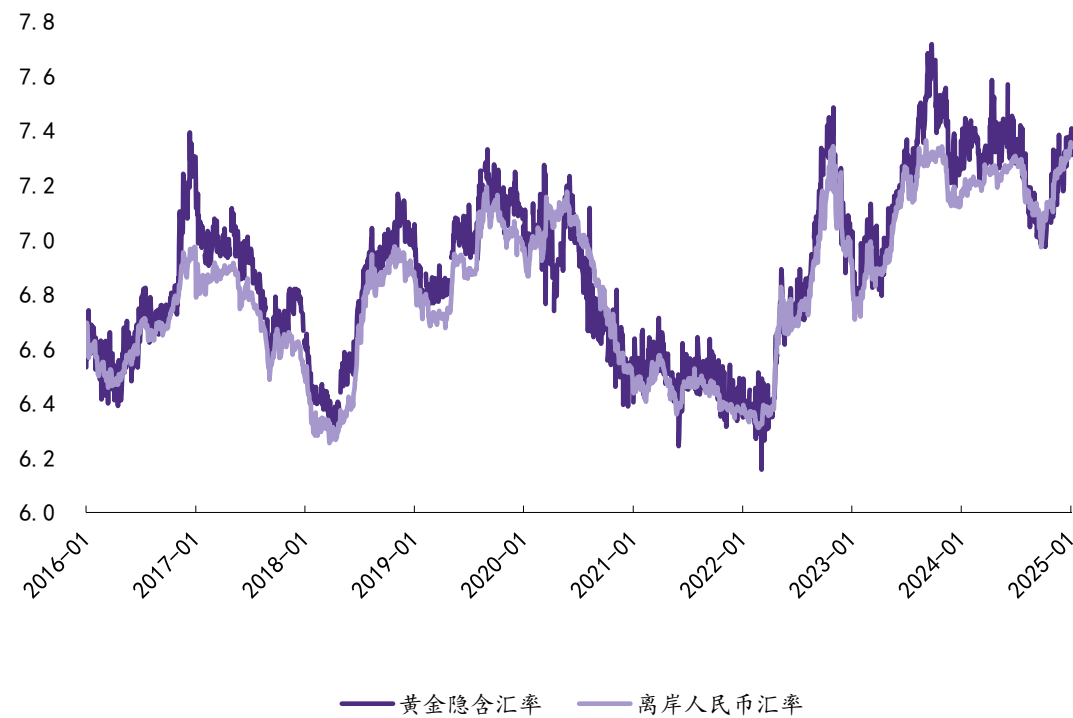
美债收益率上行，对黄金有一定的压制



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ 若是2025年人民币贬值压力再现，国内黄金则会有较好的对冲汇率贬值的作用。
- ◆ 在2018年第一次贸易战开始时，有过四轮汇率贬值周期，均出现了国内黄金相对于海外黄金的溢价，显示出国内黄金作为实物资产对抗货币贬值的属性。

关注沪金中隐含的人民币贬值预期



沪金在人民币贬值周期会有9%左右的相对收益

开始日期	结束日期	汇率变动	国内黄金变动	国外黄金变动	上海金相对强度
2018/4/9	2018/11/9	0.7210	-0.74%	-9.44%	8.69%
2022/4/7	2022/11/7	0.9889	-0.90%	-15.05%	14.15%
2023/1/17	2023/9/11	0.6574	10.49%	0.19%	10.29%
2024/9/25	2024/12/2	0.3269	2.12%	-0.75%	2.87%
				平均	9.00%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

02 国内宏观：

以我为主，扩内需-量修复-价筑底传导

研究创造价值

2.1.1、9/26以来的政策转向：一揽子增量政策落地，政策底确认

◆ 9/26政治局会议标志着宏观政策转向抗通缩：“加大财政货币政策逆周期调节力度”，货币宽松（降准降息、存量房贷利率调降）+财政扩张（超长期特别国债和专项债）+地产放松（“止跌回稳”）+提振资本市场（“努力提振资本市场”，中长期资金入市、并购重组、公募改革等）+扩大内需（促消费和惠民生结合）。

9/26和7/30政治局会议要点对比		
2024年9月政治局会议		2024年7月政治局会议
总体定调	总体平稳、稳中有进	稳中有进
形势判断	当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。	当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。
总体要求	要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性， 努力完成全年经济社会发展目标任务。	推进中国式现代化进一步全面深化改革，加大宏观调控制度，深化创新驱动发展，深入挖掘内需潜力，不断增强新动能新优势，增强经营主体活力，稳定市场预期，增强社会信心，增强经济持续回升向好态势，切实保障和改善民生，保持社会稳定， 坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。
宏观政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。	宏观政策要持续用力、更加给力。要加强的逆周期调节，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措，要切实增强宏观政策取向一致性，形成各方面共同推动高质量发展的强大合力。要继续发挥好经济大省挑大梁作用。
货币政策	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。	实施好稳健的货币政策，要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
财政政策	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。	实施好积极的财政政策，要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。
产业政策	要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。	培育壮大新兴产业和未来产业。要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
地产政策	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
扩内需	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。	要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。	统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。
保民生	要守牢兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。	要扎实推进乡村全面振兴，巩固拓展脱贫攻坚成果，确保农村人口不发生规模性返贫致贫。要加强耕地保护和质量提升，抓好农业生产，努力夺取全年粮食丰收。要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。要加低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。
防风险	--	防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。
稳外资稳外贸	要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。	推出新一轮服务业扩大开放试点举措，促进利用外资企稳回升。要积极培育外贸发展新动能，拓展中间品贸易、绿色贸易。要扎实推进高质量共建“一带一路”。

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

926政治局会议以来的一揽子增量政策

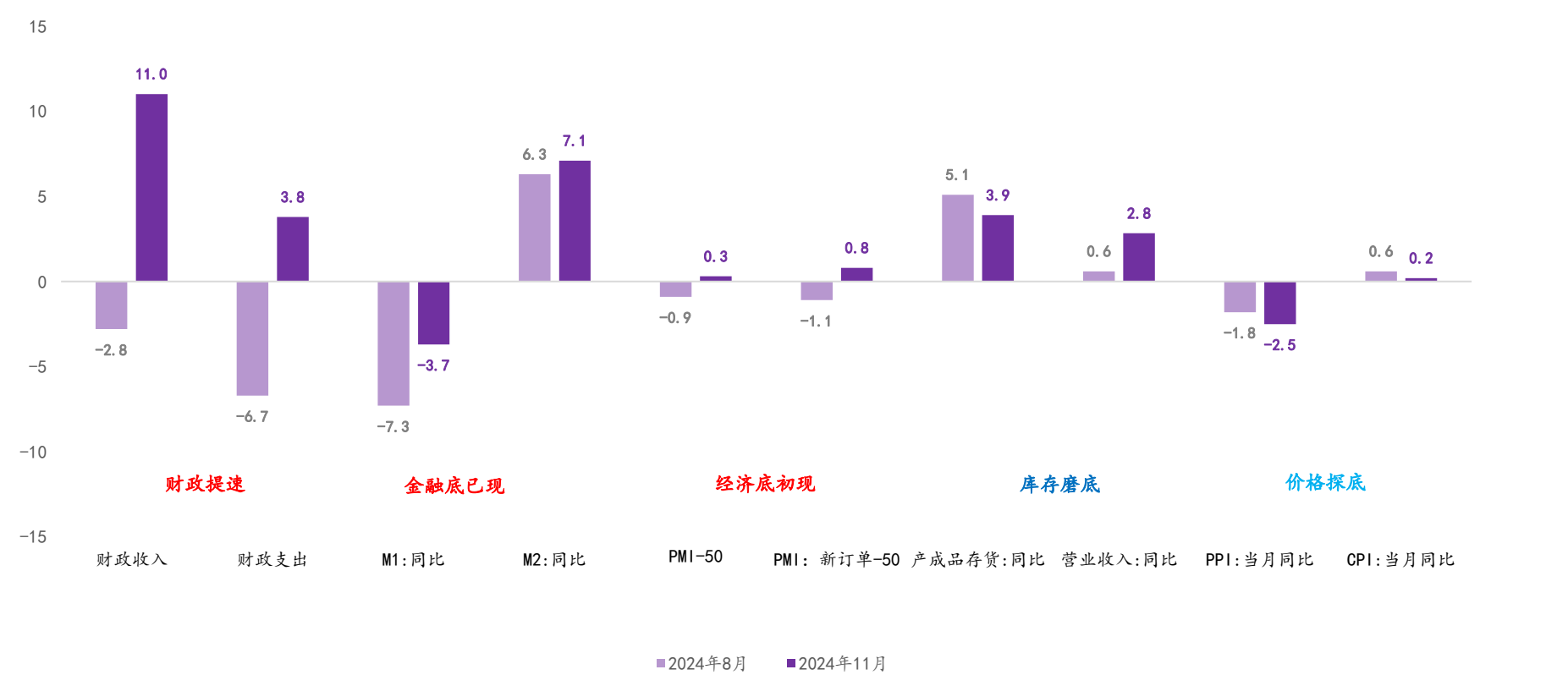
货币宽松	2024/9/26	政治局会议	要加大财政货币政策逆周期调节力度；要降低存款准备金率，实施有力度的降息
	2024/9/27	央行	降准降息：7天期逆回购操作利率从1.70%降至1.50%，下调金融机构存款准备金率50BP
	2024/10/8	发改委新闻发布会	降低存款准备金率，实施有力度的降息，支持国有大型商业银行补充核心一级资本
	2024/10/21	央行	LPR降息：1年期和5年期均调降25BP，为今年第三次，也是史上降幅最大的一次
	2024/10/28	央行	启用公开市场买断式逆回购操作工具
	2024/11/8	央行	Q3房贷：强调“以贷为主”，汇率弹性逐步打开，年内降准可期
财政扩张	2024/12/9	政治局会议	实施适度宽松的货币政策，充实货币政策工具箱，加强经常项目逆周期调节
	2024/9/26	政治局会议	要加大财政货币政策逆周期调节力度；要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用
	2024/10/8	发改委新闻发布会	要保必要的财政支出，加快支出进度，加大对经济发展的积极促进作用；要大力支持地方开展债务置换，化解债务风险
	2024/10/12	财政部新闻发布会	化债：一次性追加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，提前实施专项债“近年来力度最大”
	2024/11/8	人大常委会	12万亿化债：6万亿地方债务限额（24-26年每年2万亿）+4万亿地方专项债（连续五年每年8000亿，存量调整而非新增）+2万亿隐性债务分期偿还，2028年降债降至2.5万亿
	2024/12/9	政治局会议	实施更加积极的财政政策
地产放松	2024/9/26	政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，严控增量，优化存量，提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策
	2024/9/29	央行	存量房贷降息，首套、二套房存量房贷利率下调，平均降幅0.08P
	2024/9/29	上海、广州、深圳	广州限购退出限购；上海、深圳进一步优化房地产市场政策，首套房最低首付比例为10%，二套房为20%
	2024/10/8	发改委新闻发布会	严控增量，优化存量，提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债券等支持盘活存量闲置土地，调整住房限购政策，释放刚性和改善性住房需求
	2024/10/12	财政部新闻发布会	资金支持，专项债可用作土储、收购存量房用作保障性住房，用好保障性安居工程补助资金
	2024/10/17	住建部等五部门房地产市场新闻发布会	政策组合：存量（四个取消，四个降低，降低购房限制和成本）、增量（货币化安置、白名单扩容、专项债存量收储、存量土地收购贷款支持）
	2024/11/13	财政部、税务总局、住建部	税收优惠新政：购买首套二及二套住房，140平方米及以下按1%税率征收契税；取消房贷利率下限，2年及以上住房一律免息还房贷；土地增值税预征率下限统一为不低于5个百分分
	2024/11/18	北京、上海	取消首套房和非首套房利率
	2024/12/9	政治局会议	稳住房市场
	2024/12/9	政治局会议	稳住房市场
提振资本市场	2024/9/26	政治局会议	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，支持并购重组，推进公募基金改革，保护中小投资者
	2024/9/26	中央金融办、证监会	中长期资金入市：《关注推动中长期资金入市的指导意见》
	2024/9/29	央行	新设立工具：推动证券、基金和保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等落地生效
	2024/10/8	发改委新闻发布会	大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施
	2024/10/10	央行	非银便利互换：首期操作规模5000亿，规模可进一步扩大操作规模
	2024/10/14	上交所	并购重组：举办并购重组座谈会，支持上市公司并购重组，取消红筹回购和借壳限制
	2024/10/20	证监会	推动更多优质科技型企业发行上市，并购重组等资本市场改革措施落地，推动实施IPO改革，积极培育耐心资本，大力引导中长期资金入市
	2024/10/20	央行、证监会	增持回购：首批增持回购专项贷款额度200亿，25家公司发布公告，互换便利（SFISF）：目前已有20家证券、基金公司获批准，合计申请额度已超2000亿
	2024/10/24	深圳市金融办	大组资本：《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案（2024-2026）（公开征求意见稿）》
	2024/11/5	证监会	市值管理：《上市公司监管指引第10号——市值管理》
扩大内需	2024/11/27	深圳市金融办	并购重组14条：到2027年底，完成并购重组项目总数突破100家，交易总价值突破300亿
	2024/12/5	央行	回购增持专项债：明确“主要股东”必须为直接持股5%以上的股份，贷款期限最长3年，贷款占比最高不超过90%
	2024/12/12	北京所	市值管理：举办上市公司市值管理专题培训
	2024/12/9	政治局会议	稳住房市场
	2024/9/26	政治局会议	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费层次，要培育新型消费业态
	2024/10/8	发改委新闻发布会	加大对特定群体的支持力度：结合“两新”推动大宗消费品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费
扩大内需	2024/10/12	财政部新闻发布会	提升居民收入，加大政府投资，推进大规模设备更新和海产品以旧换新
	2024/11/28	商务部	全国市场运行和消费促进工作会议：要把促消费和惠民生结合起来，扎实推进消费品以旧换新，办好促消费活动，扩大服务消费，培育新型消费，创新消费场景，持续提升消费能力
	2024/12/9	政治局会议	要大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求

2.1.2、9/26以来的政策成效：经济筑底回稳，助力完成全年GDP目标

◆ 9/26政治局会议以来的经济特征：

- 金融底已现：M1降幅持续收窄，M2增速相对稳定；
- 经济底初现：先行指标PMI连续两个月位于荣枯线以上，经济出现扩张信号；出口、社零、制造业、基建增速均有改善；但进口、房地产投资降幅仍在扩大；
- 价格底仍待：CPI增速放缓，PPI降幅再度扩大，物价持续磨底。

9/26一揽子增量政策持续推出，助力实现2024年5%左右的GDP增长目标



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究（注：库存数据最新为2024年10月；其他均为2024年11月）

2.2.1、2025年政策定调：超常规逆周期调节，消费位列首位

- ◆ 12/9政治局会议：基调积极，宏观政策“更加积极有为”，首提“加强超常规逆周期调节”，货币政策时隔14年首提“适度宽松”，财政政策在“积极”的基础上增加“更加”，“大力提振消费”、“全方位扩大国内需求”、“以科技创新引领新质生产力发展”。
- ◆ 12/12中央经济工作会议：首提“物价合理回升”，财政给力（提高赤字率、增发特别国债、优化专项债）、货币续力（适时降准降息）、消费加力（两新）、地产用力（城中村和危旧房改造）。

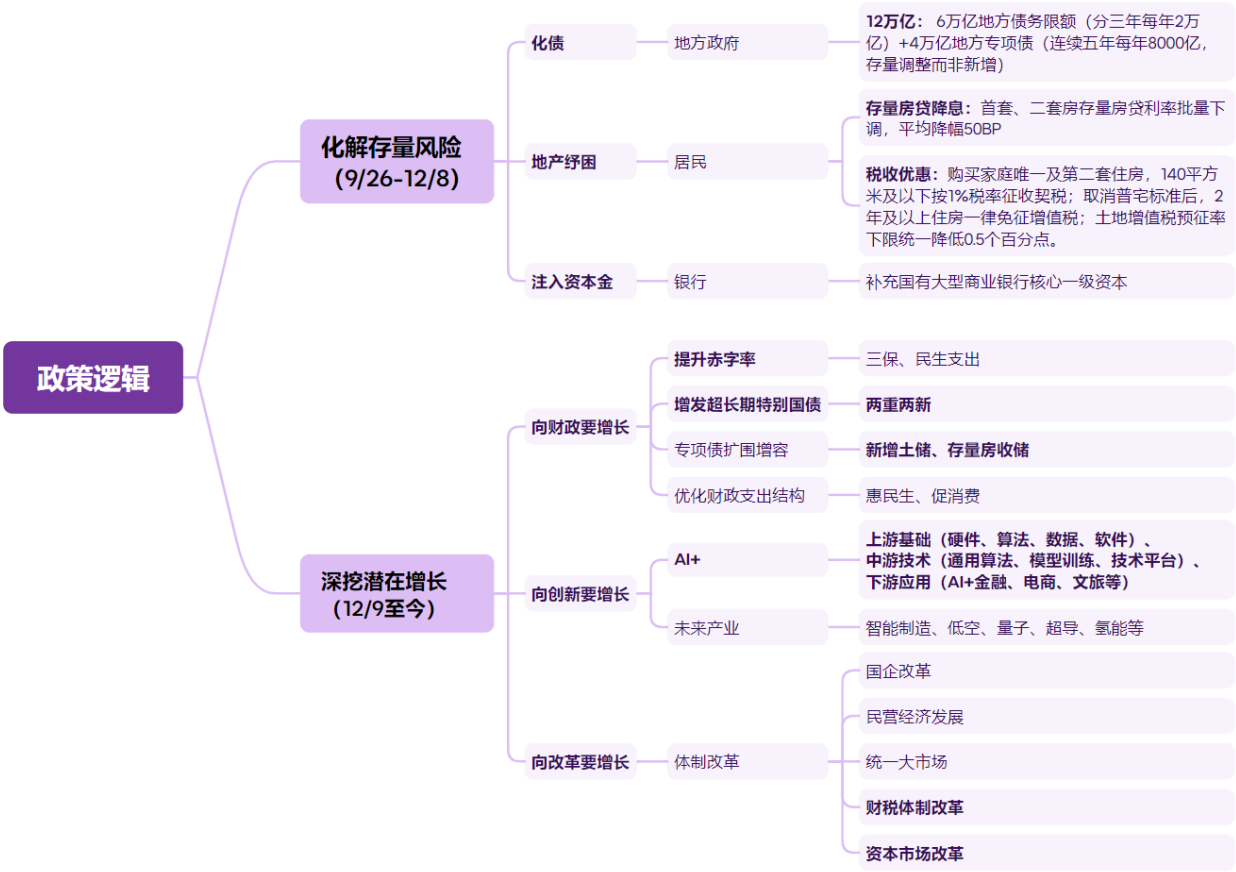
2024年政治局会议和中央经济工作会议要点			
	2024年12月政治局会议	2024年12月中央经济工作会议	极简解读
总体定调	稳中求进、以进促稳	总体平稳、稳中有进	
形势判断	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。	直面经济中存在的问题，需求不足、企业生产经营困难、群众就业增收压力
总体要求	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	要全面贯彻明年经济工作的总体要求和政策取向，注重目标引领，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合	首提“物价合理回升”
宏观政策	实施更加积极有为的宏观政策	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展。稳住楼市、股市，防范化解重点领域风险和外部冲击	更加积极有为
货币政策	实施适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性	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，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能	适度宽松，预告降准降息
财政政策	实施更加积极的财政政策	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，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。	更加积极，预告提升赤字率和增发特别国债
扩内需	要大力提振消费、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，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。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。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。	扩大内需位列首位，首发经济首次写入中央经济工作会议
产业政策	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效	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；壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型产业。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	人工智能+行动
地产政策	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力	持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。	止跌回稳，加力城中村和危旧房改造
资本市场	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力	深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。	
保民生	要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福安全感。	实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。落实好产业就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫。实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。坚持和发展新时代“枫桥经验”，加强公共安全系统施治。	加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障促进生育
防风险	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线	要求要做好岁末年初民生保障和安全稳定各项工作，深入排查化解各类矛盾纠纷和风险隐患，确保社会大局稳定。有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线，稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。	央地协同合力打击非法金融活动
稳外资稳外贸	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资	有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。	海南自由贸易港

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

政策逻辑：先化解存量风险，后深挖潜在增长

- ◆ 第一波增量政策重在化解存量风险（9/26-12/8）：化债（地方政府）、地产放松（居民和房企）、注入资本金（银行）。
- ◆ 第二波增量政策意在深挖潜在增长（12/9至今）：向财政要增长（两重两新、地产收储、首发经济、冰雪经济、银发经济）、向创新要增长（AI+）、向改革要增长（三中落实首年，国企改革、民营促进、财税、资本市场等）。

9/26以来的一揽子增量政策逻辑梳理



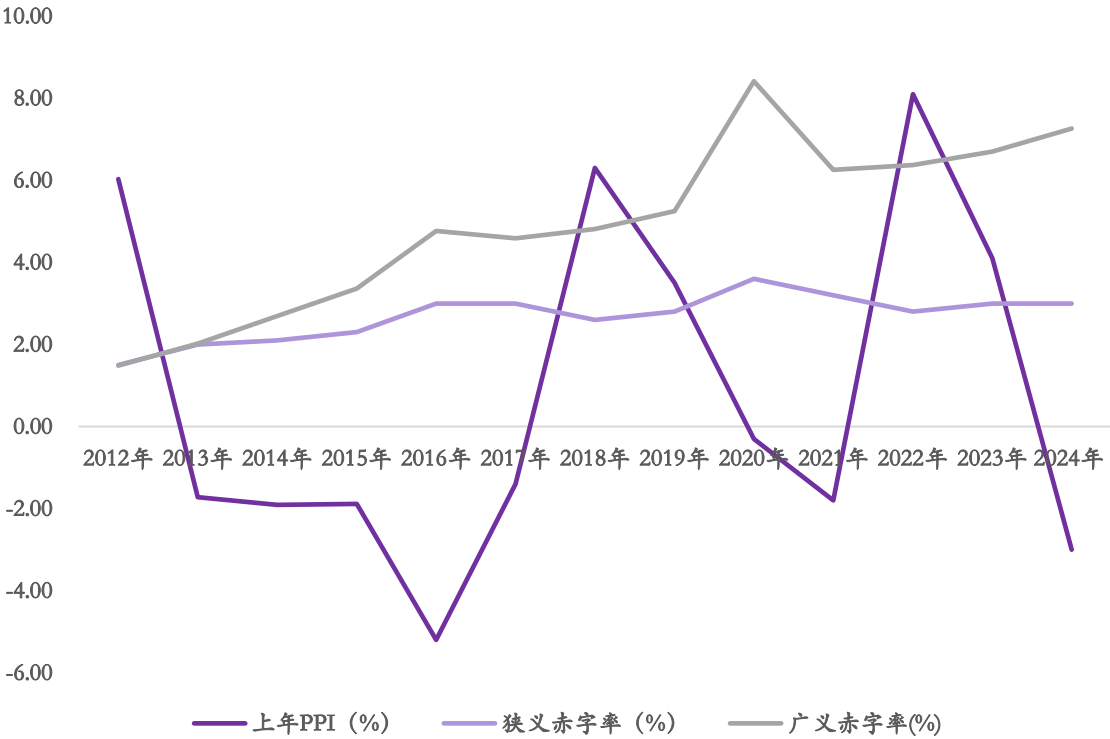
资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

向财政要增长： 预告“提升赤字率”和“增发特别国债”，助力“物价合理回升”

- ◆ 12/6中央经济工作会议对财政政策的定调是“更加积极”，持续用力、更加给力：
- 提高财政赤字率：首次提前预告，预计赤字率在4%左右。上次财政“更加积极”的提法是2020年两会，当年赤字率3.6%以上，较上年提升了0.8个百分点；
 - 内生性低物价周期：2012-2016年，狭义赤字率提升1.5个百分点，广义赤字率提升3.28个百分点；外生性低物价周期：2020-2021年，狭义赤字率提升0.4个百分点，广义赤字率提升1.01个百分点。“物价合理回升”需要狭义赤字率平均提升1个百分点，广义赤字率平均提升2个百分点。

年份	当年中央经济工作会议对财政政策表述	次年两会公布赤字率	专项债额度 (万亿元)	特别国债 (万亿元)
2024年	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。	--		
2023年	积极 的财政政策要 适度加力 ，提质增效	3.0%	3.90	1.00
2022年	积极 的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具	2.8%左右	3.80	
2021年	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度	3.2%左右	3.65	
2020年	积极的财政政策要 更加积极有为 （两会表述）	3.6%以上	3.65	1.00
2019年	积极 的财政政策要 大力提质增效 ，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出	2.8%	3.75	
2018年	积极 的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模	2.6%	2.15	
2017年	积极 的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构	3.0%	1.35	
2016年	积极 的财政政策要加大力度，财政政策更加积极有效	3.0%	0.80	
2015年	积极 的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率	2.3%	0.40	
2014年	积极 的财政政策要有 力度	2.1%		
2013年	继续实施 积极 的财政政策，要进一步调整财政支出结构，厉行节约，提高资金使用效率	2%左右		
2012年	实施 积极 的财政政策，要结合税制改革完善结构性减税政策。各级政府要厉行节约	1.5%左右		

上年PPI负增，当年赤字率和广义赤字率均有提升



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

财政抓手：消费拓增量（特别国债支持“两重两新”），地产稳存量（专项债用于收储）

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 增发超长期特别国债：2024年两会已有预告，连续几年发行超长期特别国债；2024年超长期特别国债规模为1万亿元，预计2025年增加至2万亿元左右。主要用于支持“两重”“两新”，提振消费是重中之重。
- 增加专项债发行使用：扩大投向领域和用作项目资本金范围，国常务允许专项债用于土地储备、支持收购存量商品房用作保障性住房。

超长期特别国债支持“两重两新”

专项债投向扩围，可用于土储、收购存量商品房

2024年超长期特别国债1万亿元+提前下发“两个1000亿元”				
“两重”建设 (7000亿元)	优先选取跨区域、跨流域重大标志性工程， 已支持西部陆海新通道建设、 东北黑土地高标准农田建设、“三北”工程建设等1465个 重大项目建设。	汽车更新	520多万辆	销售额6900多亿元
		家电换新	4900多万台	销售额2100多亿元
		“两新” (3000亿元)		
提前下发 (2000亿元)	121个，带动总投资约8800亿元	老旧设备更新	200多万台套	

原有投向：市政和产业园、交通、社会事业、保障性安居工程、农林水利、能源、生态环保等10多个大领域。



新增投向：土地储备、支持收购存量商品房用作保障性住房

有助于消化存量库存，并可增加保障性住房供应

资料来源：青年网，21经济网，华鑫证券研究

向创新要增长： AI+时代开启，新质生产力为经济添动能

◆ AI+对全要素生产力提升和产业结构升级的助力：

- 2018年以来，中央经济工作会议强调科技创新的重要性，在重要任务中占据关键位置。
- 2023年AI兴起后，科技创新引领现代化产业的重要性和紧迫性不断凸显。
- 2024年更是明确发展AI+行动，AI赋能产业结构升级，发展新质生产力。

科技创新位列中央经济工作重要任务前列

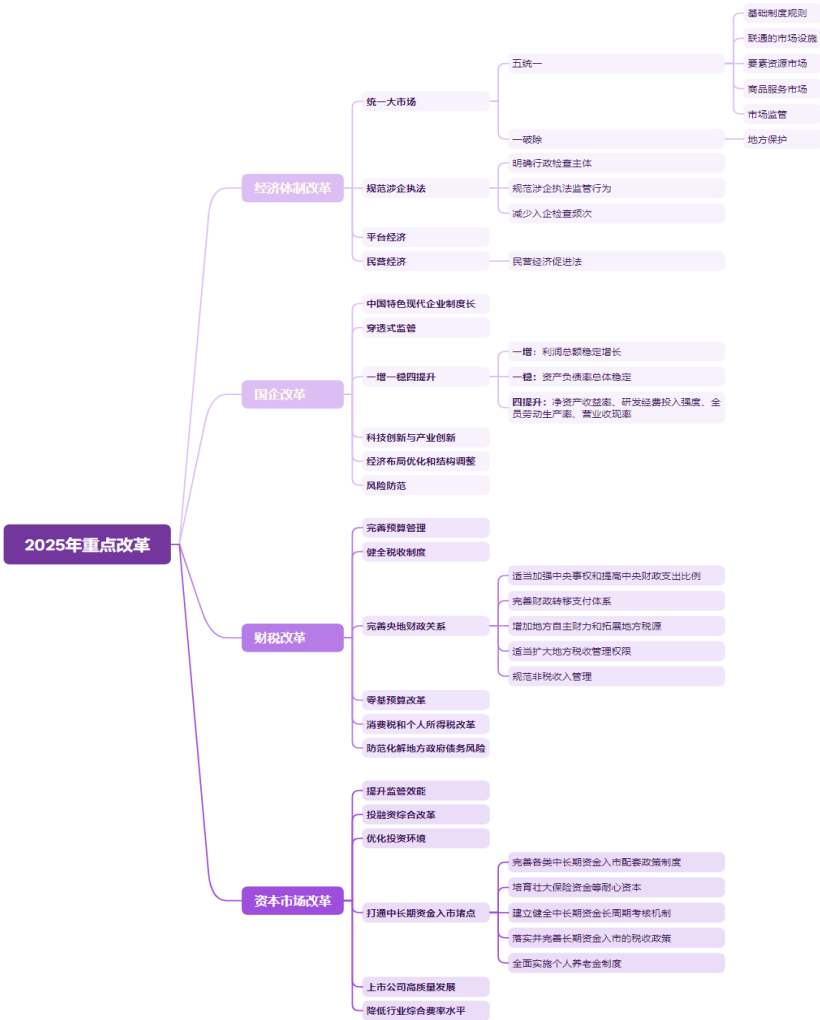
年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2024年	大力提振消费、提高投资效益	以科技创新引领新质生产力发展	发挥经济体制改革牵引作用	扩大高水平对外开放	有效防范化解重点领域风险	统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴	加大区域战略实施力度	协同推进降碳减污扩绿增长	加大保障和改善民生力度
2023年	以科技创新引领现代化产业体系建设	着力扩大国内需求	深化重点领域改革	扩大高水平对外开放	持续有效防范化解重点领域风险	坚持不懈抓好“三农”工作	推动城乡融合、区域协调发展	深入推进生态文明建设和绿色低碳发展	切实保障和改善民生
2022年	着力扩大国内需求	加快建设现代化产业体系	切实落实“两个毫不动摇”	更大力度吸引和利用外资	有效防范化解重大经济金融风险				
2021年	宏观政策要稳健有效	微观政策要持续激发市场主体活力	结构政策要着力畅通国民经济循环	科技政策要扎实落地	改革开放政策要激活发展动力	区域政策要增强发展的平衡性协调性	社会政策要兜住兜牢民生底线		
2020年	强化国家战略科技力量	增强产业链供应链自主可控能力	坚持扩大内需这个战略基点	全面推进改革开放	解决好种子和耕地问题	强化反垄断和防止资本无序扩张	解决好大城市住房突出问题	做好碳达峰、碳中和工作	
2019年	坚定不移贯彻新发展理念	坚决打好三大攻坚战	确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策	着力推动高质量发展	深化经济体制改革			
2018年	推动制造业高质量发展	促进形成强大国内市场	扎实推进乡村振兴战略	促进区域协调发展	加快经济体制改革	推动全方位对外开放	加强保障和改善民生		
2017年	深化供给侧结构性改革	激发各类市场主体活力	实施乡村振兴战略	实施区域协调发展战略	推动形成全面开放新格局	提高保障和改善民生水平	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度	加快推进生态文明建设	
2016年	深入推进“三去一降一补”	深入推进农业供给侧结构性改革	着力振兴实体经济	促进房地产市场平稳健康发展					
2015年	积极稳妥化解产能过剩	帮助企业降低成本	化解房地产库存	扩大有效供给	防范化解金融风险				
2014年	努力保持经济稳定增长	积极发现培育新增长点	加快转变农业发展方式	优化经济发展空间格局	加强保障和改善民生工作				
2013年	切实保障国家粮食安全	大力调整产业结构	着力防控债务风险	积极促进区域协调发展	着力做好保障和改善民生工作	不断提高对外开放水平			
2012年	加强和改善宏观调控，促进经济持续健康发展	夯实农业基础，保障农产品供给	加快调整产业结构，提高产业整体素质	积极稳妥推进城镇化，着力提高城镇化质量	加强民生保障，提高人民生活水平	全面深化经济体制改革，坚定不移扩大开放			

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

2025年是三中落实之年，关注标志性改革举措落地

◆ 推动标志性改革举措落地见效：

- 机制体制改革：全国统一大市场建设，规范涉企执法专项行动，促进平台经济健康发展，出台民营经济促进法，激发微观主体活力。
- 国企改革：国企改革深化提升行动，2025年是收官之年，推动国企做强做优做大，提升核心竞争力。
- 财税改革：推进财税体制改革，增加地方自主财力，改善地方财政缺口，提到地方政府积极性。
- 资本市场改革：深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，为慢牛贡献增量资金，并助力居民财富效应改善，实现正循环。



资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

2.2.2、2025年金融展望：适度宽松，平衡稳增长、防风险和稳汇率

◆ 正确理解货币政策“适度宽松”：

- 货币政策时隔14年首提“适度宽松”，更多是对2024年货币宽松的确认和延续，对人民币汇率贬值的容忍度边际提升；
- 之前“适度宽松”的表述分别是2009年和2010年，2008年3次降准5次降息，2009年无降准降息，2010年加息2次，2011年加息3次；
- 2025年货币政策：降准预期2-4次，共计50-100BP；降息预期2次左右，30BP左右，和2024年幅度相当。

中央经济工作会议定调“适度宽松”前后的货币政策梳理

年份	当年中央经济工作会议对货币政策表述	次年降准次数和幅度	次年降息次数和幅度
2024年	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。		
2023年	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，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	2次下调（100BP）	3次（1年期LPR35BP，5年期以上LPR60BP）
2010年	要实施 稳健 的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业， 更好服务于保持经济平稳较快发展 ；进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	3次下调（75BP）	3次加息（75BP）
2009年	要继续实施 适度宽松 的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点。货币政策要保持连续性和稳定性，增强针对性和灵活性。保证重点建设项目贷款需要，严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款， 着力提高信贷质量和效益 。要积极扩大直接融资，引导和规范资本市场健康发展。	5次上调（250BP）	2次加息（50BP）
2008年	实施 适度宽松 的货币政策。要发挥货币政策反周期调节和保障流动性供给的重要作用， 促进货币信贷供应总量合理增长 ，坚持区别对待、有保有压，引导和改善市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，进一步改善国际收支状况。	0次	0次
2007年	实施 从紧 的货币政策。进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用， 严格控制货币信贷总量和投放节奏 ，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况，维护金融稳定和安全。	5次上调（250BP）； 5次下调（400-500BP）	5次降息，216BP

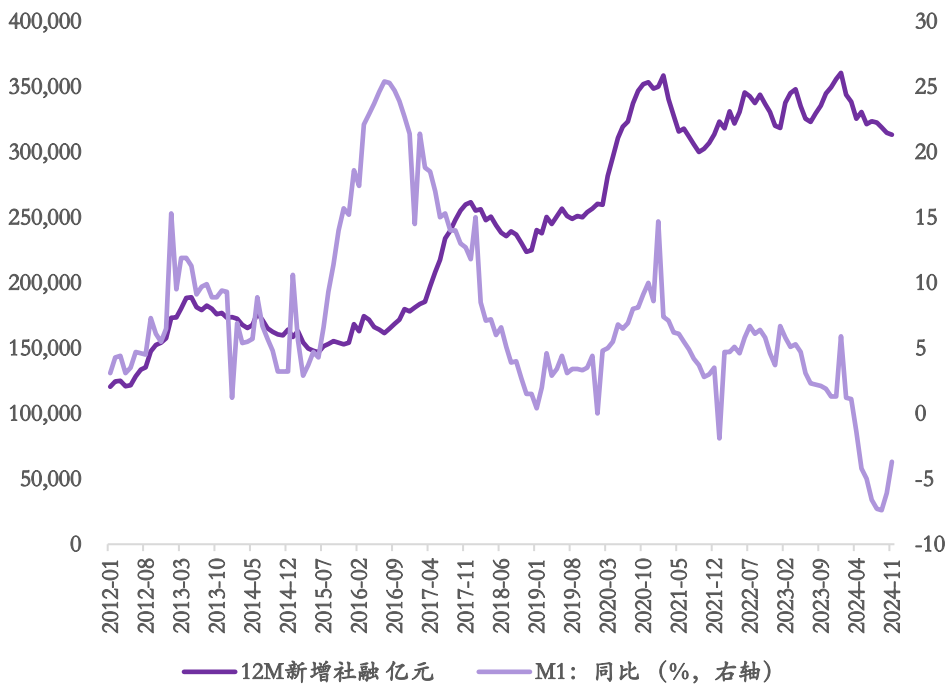
资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

社融分析：金融底已现，但结构仍待优化

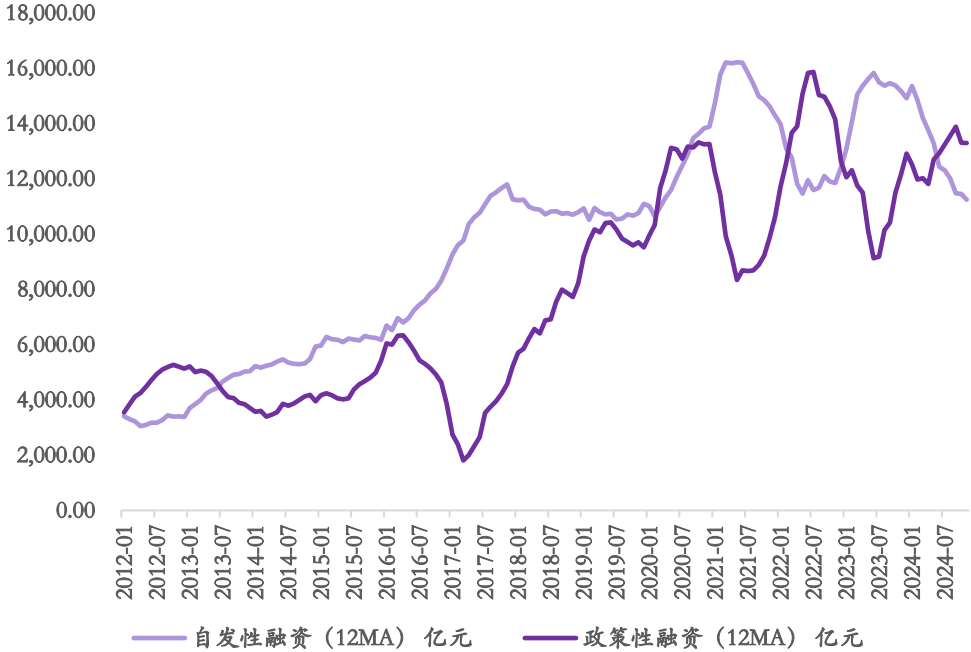
◆ 金融底已现，但结构仍待优化：

- **M1降幅收窄**：4月同比首次转负，5-9月跌幅持续扩大，直到10-11月同比跌幅不断收窄，金融底已现；M1统计口径修正，加上个人活期存款+非银行支付机构客户备付金能更全面反应资金活化程度；
- 新增社融总量仍待提升**：1-11月累计新增29.4万亿，为近5年第二低位。2023年1-11月是33.6万亿、2020年1-11月是33.1万亿、2022年1-11月是30.7万亿，2021年1-11月是29.0万亿。
- **自发性融资较弱**，居民和企业中长贷增量不断减少；**政策性融资发力对冲**，中央加杠杆提速，政府融资、企业短债、票据融资有所增加。

10-11月M1同比跌幅持续收窄



居民和企业的自发性融资较弱，政策性融资发力对冲



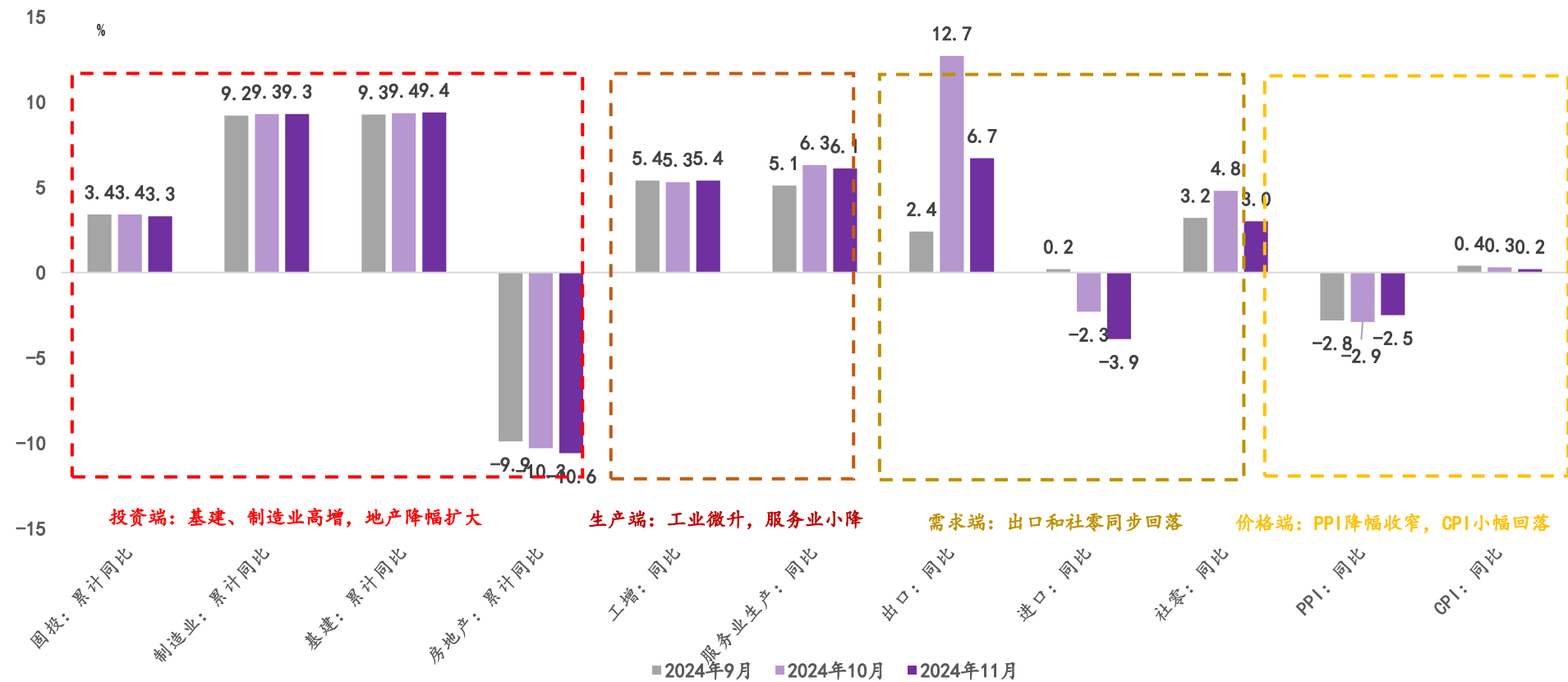
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.2.3、2025年经济展望：曲折修复，扩大内需对冲外需压力

◆ 11月经济修复放缓，具有以下特征：

- 地产投资降幅持续扩大：投资三项中基建和制造业维持高增，但地产仍待止跌回稳；
- 需求不足问题再度凸显：外需不足出口回落，社零脉冲后再度下行；
- 价格低位困境仍待破解：PPI降幅虽有收窄，但持续仍为负值，转正还需等待；CPI持续微降，整体需求偏弱。

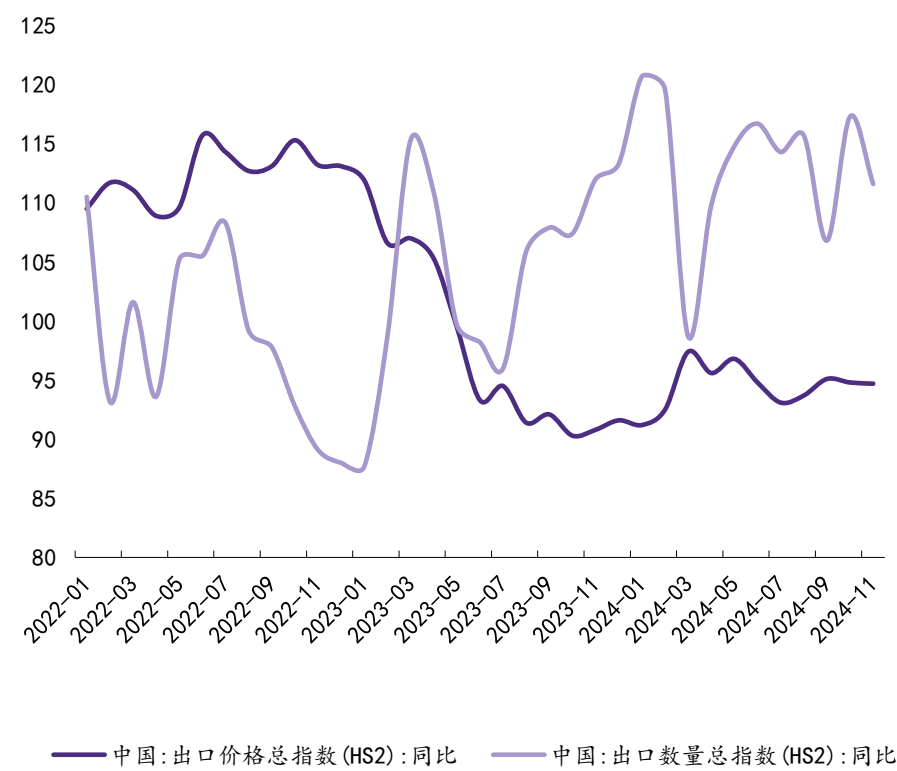
11月宏观经济增速边际放缓，投资高增，社零回落，物价低位



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- 2024年出口以价换量现象显著：2024年出口金额同比上升5.4%，拆解来看出口数量指数持续上升至11.6%，而出口价格指数较去年同期下降了5.3%。
- 警惕特朗普关税加征对出口的冲击 VS 人民币汇率贬值的对冲。

2024年出口以价换量格局明显



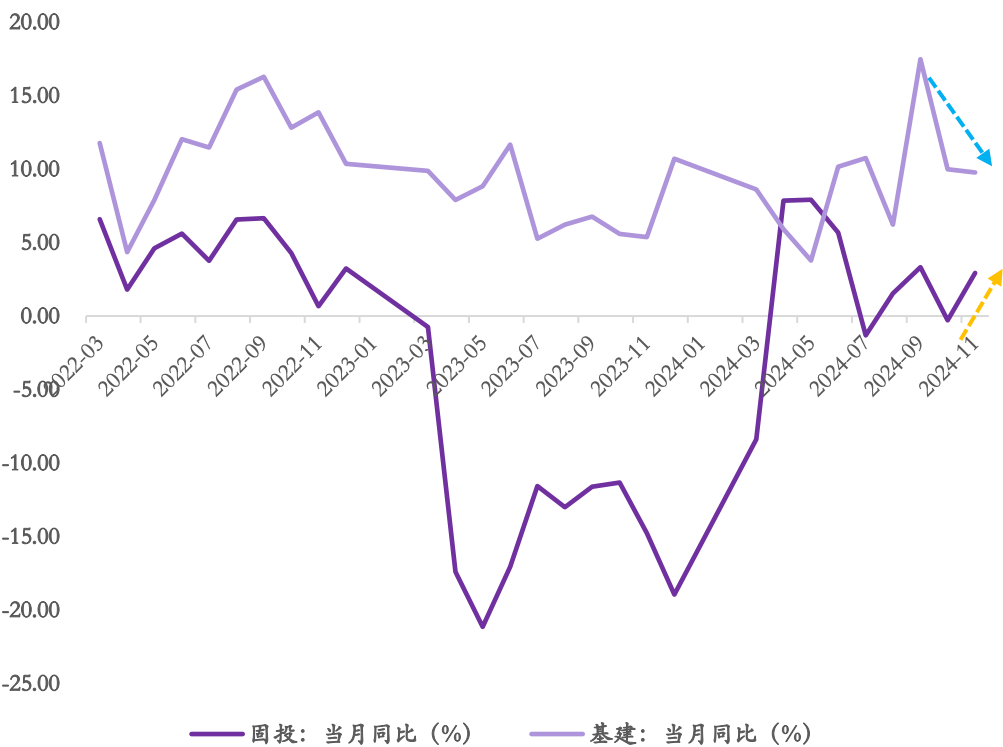
关税冲击测算

汇率 \ 关税	对中国单独加征高关税(60%)	全部加征关税, 但是中国多征 (60%)	全部加征关税,中国无特殊加征 (+10%)	维持现有中国少加 (10%), 加墨多加 (25%)
7	-70.41%	-52.38%	-41.57%	-30.75%
7.1	-60.29%	-42.01%	-31.04%	-20.07%
7.2	-50.18%	-31.64%	-20.51%	-9.38%
7.3	-40.06%	-21.26%	-9.98%	1.30%
7.4	-29.95%	-10.89%	0.55%	11.98%
7.5	-22.03%	-2.72%	8.87%	20.46%
7.6	-8.79%	10.78%	22.53%	34.27%
7.7	4.45%	24.29%	36.18%	48.08%
7.8	17.70%	37.79%	49.84%	61.89%

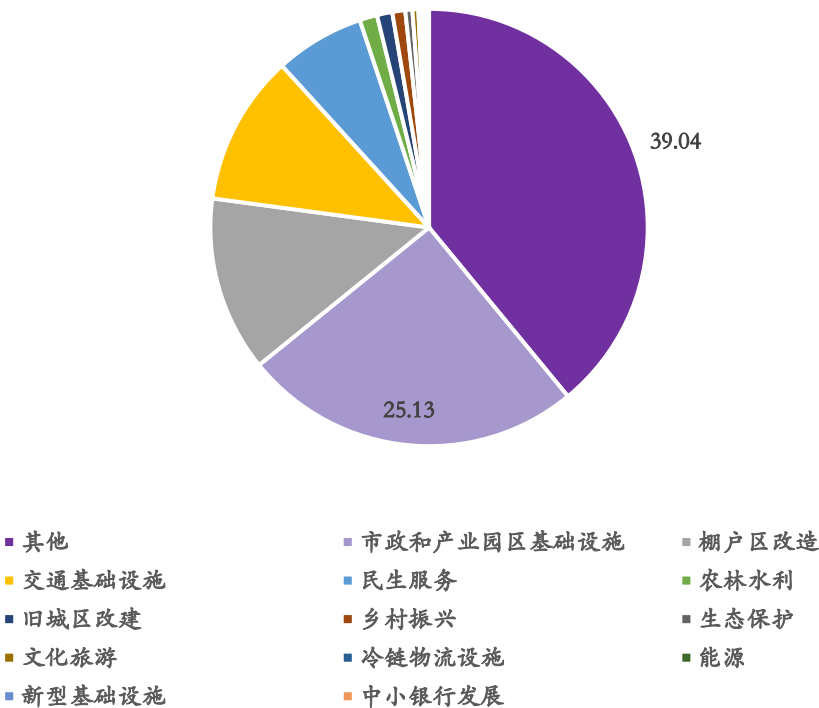
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 新一轮化债严控新增隐债：对基建项目的盈亏平衡提出了更高的要求，项目融资面临更多约束。
- 第三四轮化债周期，强调严控新增，城投融资受限，融资余额增速均有降低。
- 专项债投向扩围后，其他和化债相关的投向占比接近40%，基建类比重逐渐被压缩。

11月固投回升，但基建回落，主要是化债压缩基建专项债额度



专项债投向中其他分项占比接近40%

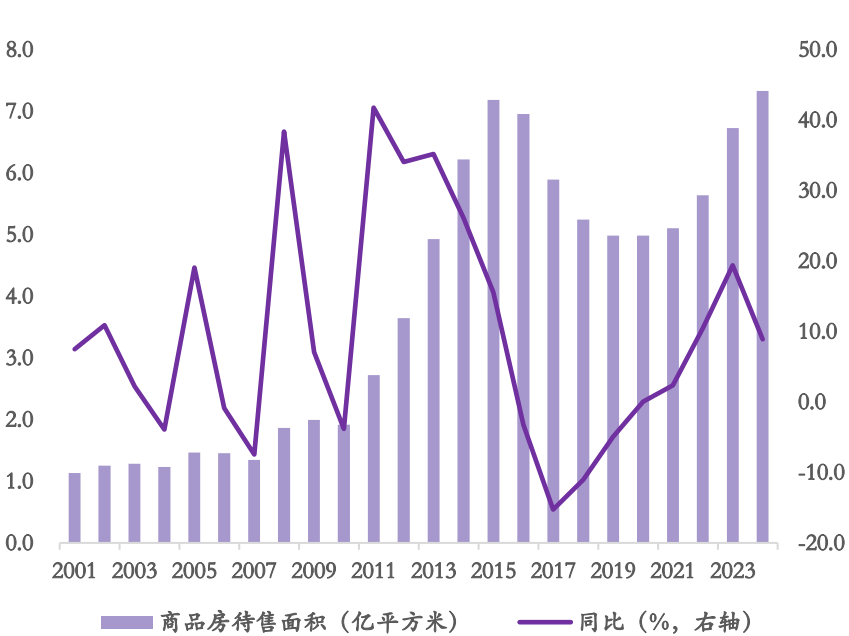


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

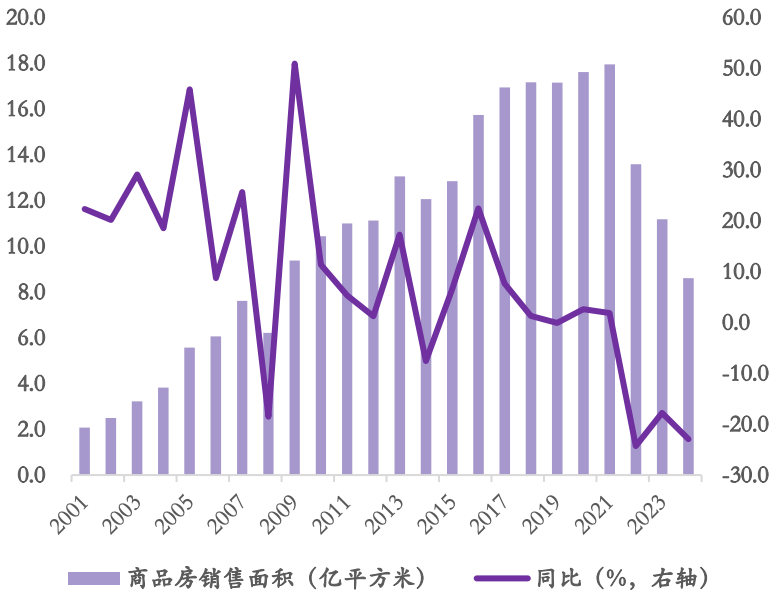
经济考验3 — 地产出清还在继续：库存高位，销售低位，价格探底

- **库存高企**：7.3亿平的待售面积，已超过2015年，库存仍待消化。
- **销售低迷**：9月以来政策助力下销售虽略有好转，但整体仍处于极低水平，且降幅尚未收敛。
- **房价探底**：跌势尚未止住，70城新房价格从高点回落10%，二手房从高点回落16%。

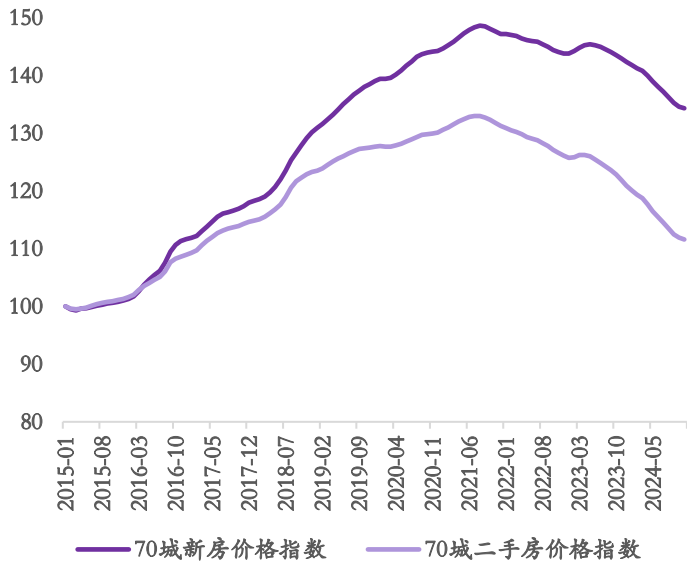
库存：增速虽有回落，但待售面积在历史高位



销售：绝对低位，较高点近乎腰斩



价格：尚未止跌，较高点回落均超10%

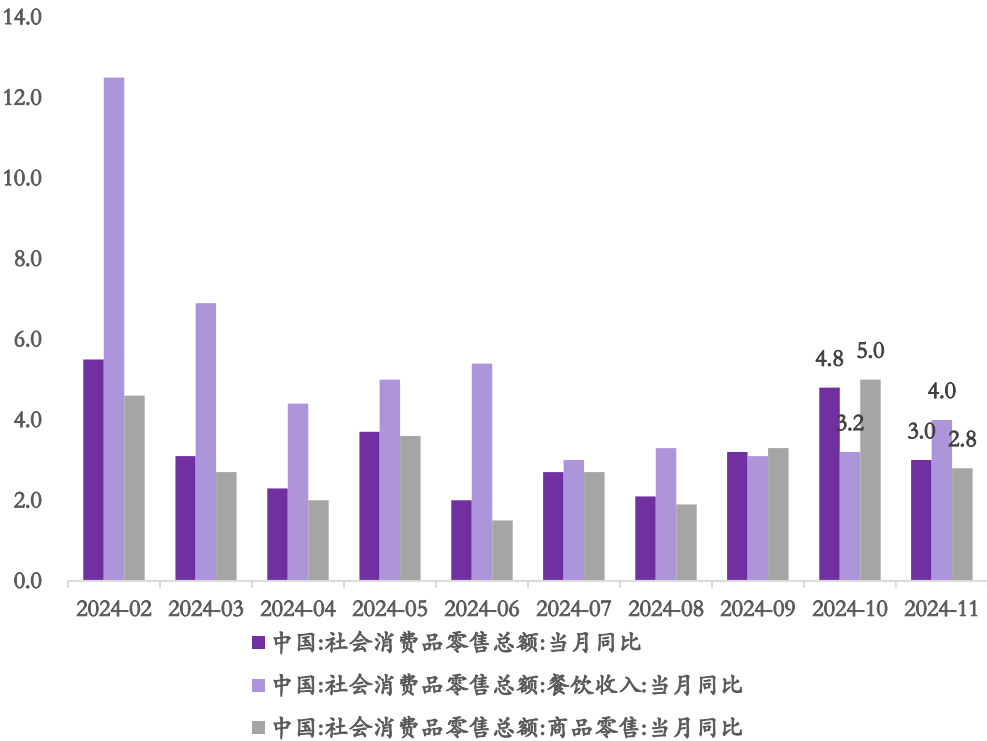


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

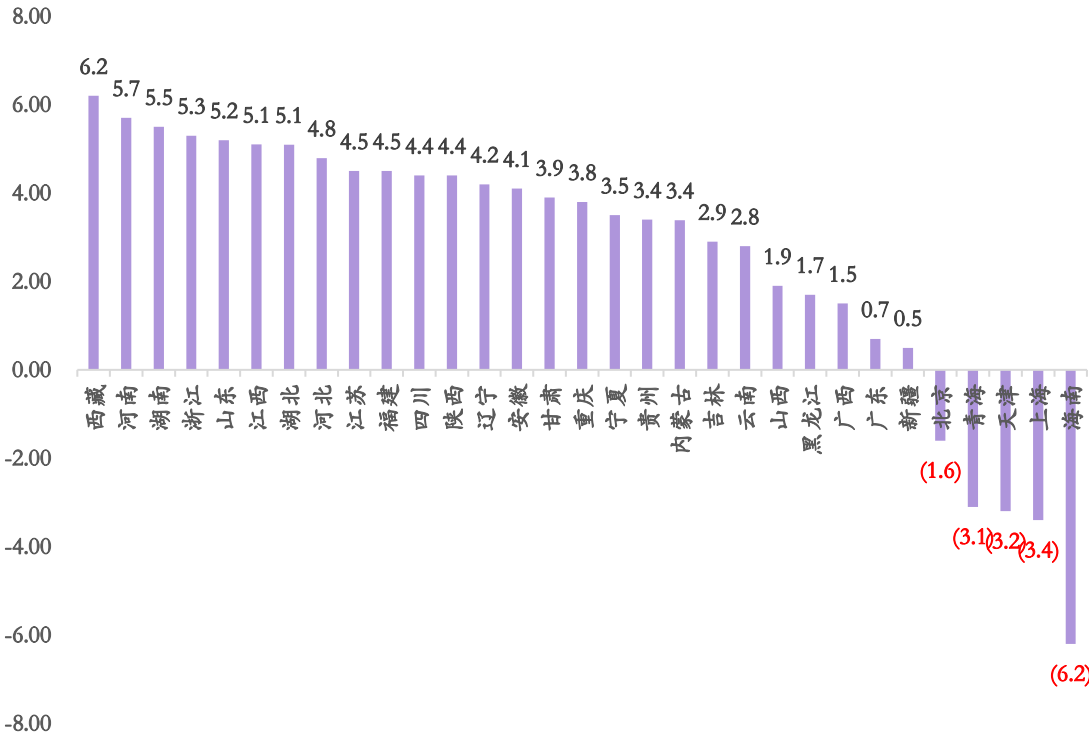
经济考验4 — 核心城市消费疲软：京沪社零累计增速为负

- **11月社零增速放缓：**在一揽子增量政策的助力下，9-10月有一定的好转，但11月再度走弱；结构来看，餐饮好于商品零售。
- **前三季度京沪社零增速为负：**上海在31省市中倒数第二（-3.4%），北京倒数第五（-1.6%）；广东倒数第七（勉强收正，为0.7%）。

11月社零再度走弱，尤其是商品零售降幅明显



北上广前三季度社零累计增速处于偏后水平

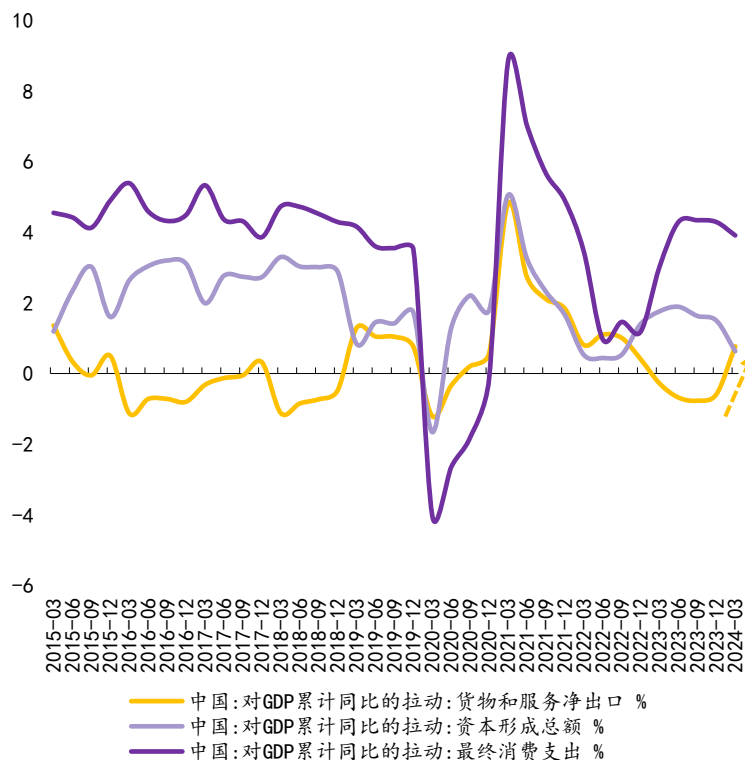


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

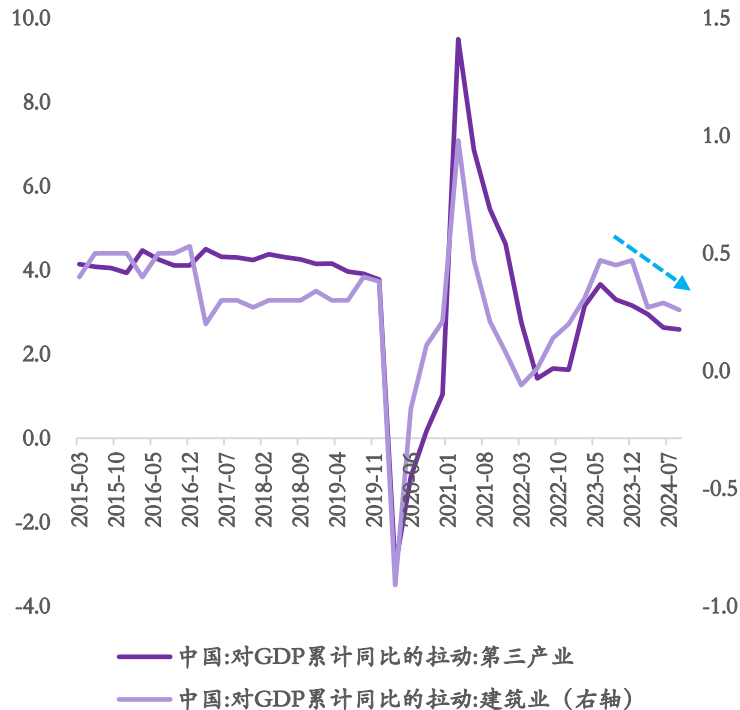
出口回落周期的经济选择：基建（2009）、房地产（2016）和社零（2023）对冲

- 2024年GDP拉动拆解：出口是主要拉动项，第三产业和建筑业对经济拉动逐步减弱。
- 出口回落的对冲经验：2009年主要是四万亿后的基建发力；2016年主要是地产放松和棚改货币化推进后的地产回升；2023年是防疫政策放开后的社零修复。

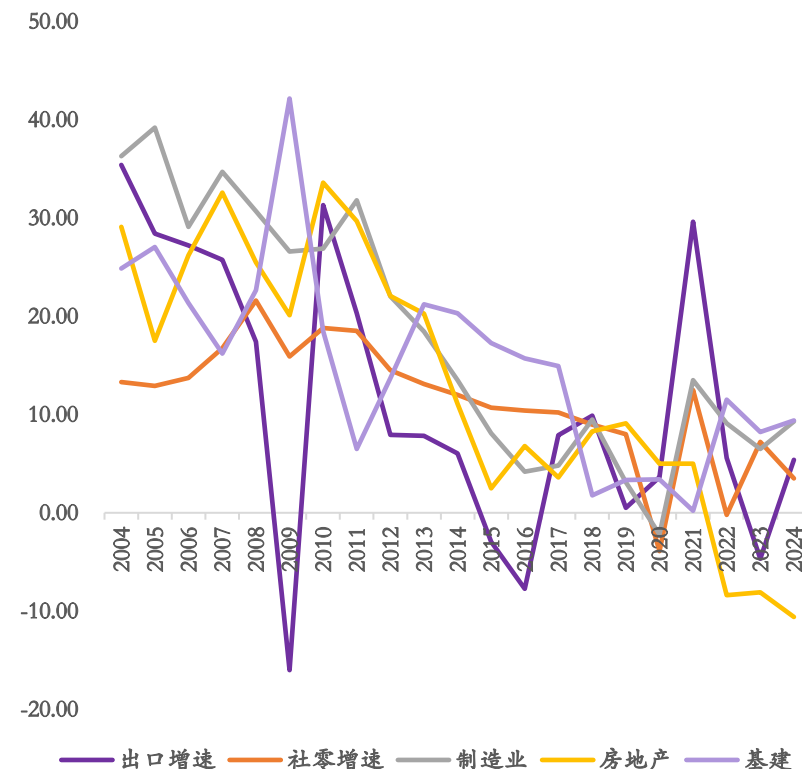
出口是2025年GDP增长的主要拉动项



第三产业和建筑业对经济拉动减弱



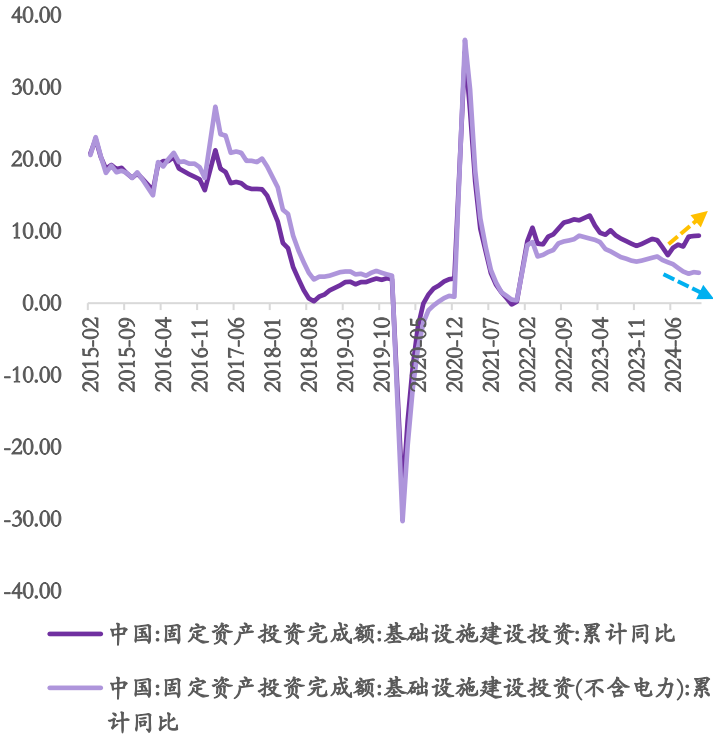
出口下行周期，基建、房地产和社零多有对冲



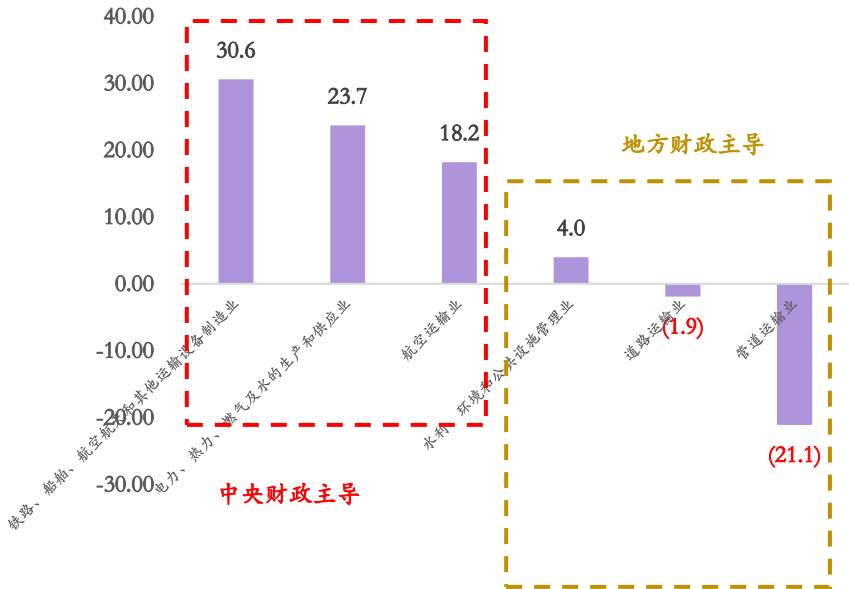
经济支撑1 —狭义基建回升：化债之后，地方基建有望小幅修复

- **基建分化：** 广义基建增速高于狭义基建，根源是中央财政主导的电源、电网等基建增速处于较高水平；
- 地方财政在化债后有望缓和，从而带动道路、管道、水利、环境和公共设施等地方主导的基建项目增速边际回升。

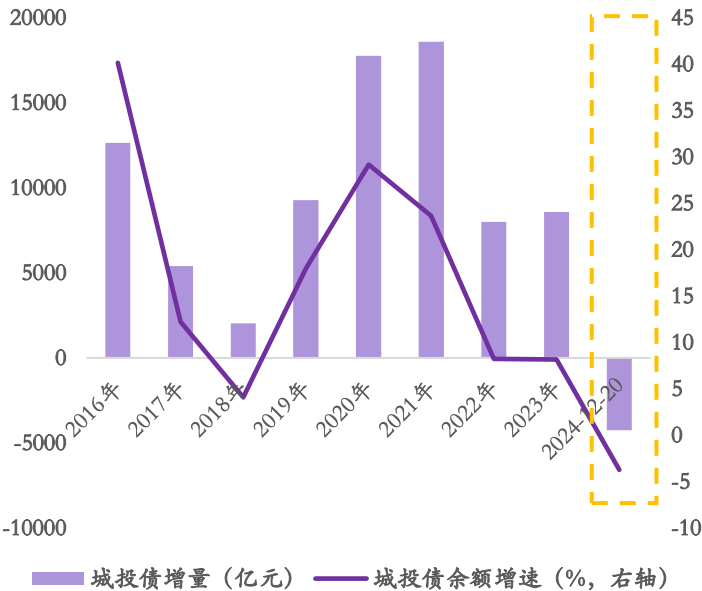
基建分化：广义基建增速高于狭义基建



中央财政主导的基建项目增速远高于地方财政



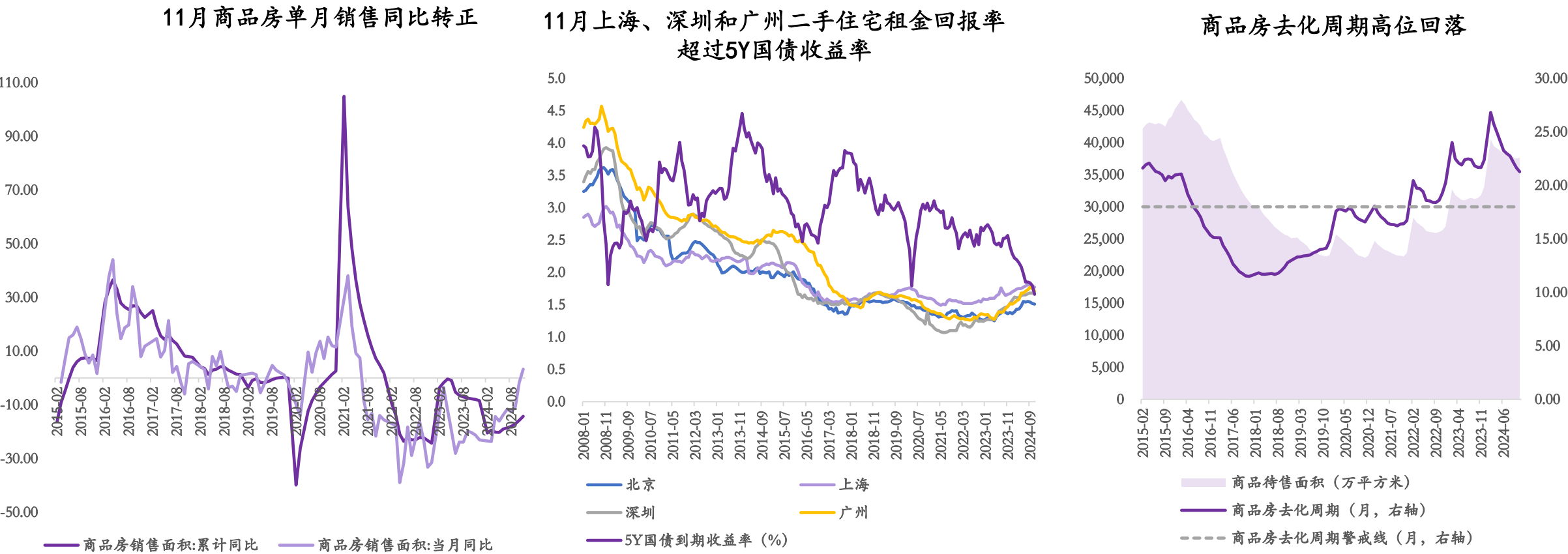
化债之后，地方城投融资有改善预期



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

经济支撑2 —地产止跌回稳：单月销售转正，去化压力缓解

- **地产销售11月同比转正**：地产放松组合拳（降首付、降利率、地产税费优惠等）发力后，11月商品房销售面积同比转正为3.25%，为2022年以来首次；累计同比降幅也有明显收窄。
- **商品房去化压力缓解**：2024年2月历史峰值（24.9），超过警戒线6.9个月；11月回落至21.3，超出警戒线3.3个月。



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

止跌回稳的关键：专项债收储助力地产去库存

- ◆ 517地产新政设立再贷款收储：央行设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限一年，可展期4次，支持地方国企收储用作保障房，预计可撬动银行贷款5000亿。
- ◆ 1212中央经济工作会议：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，专项债收储存量土地、商品房备受期待。
- ◆ 1216国常会：实行地方政府专项债券投向领域“负面清单”管理，允许用于土地储备、支持收购存量商品房用作保障性住房。
- ◆ 截至2024年9月，保障房再贷款仅使用162亿，预计年内使用1000亿左右，剩余2000亿额度可供2025年使用，央行按贷款本金的60%发放再贷款，可撬动3333亿的收储资金。2025年专项债规模预计4万亿，预计10%用于收储，再加上20%的银行融资，预计可增加5000亿的收储预算。累计可去化52%的库存，剩余7720亿的资金缺口。

再贷款全部落地+10%的专项债用作收储，预期地产可去化52%

指标		单位	实际/测算	数值
商品房待售面积:住宅	a	万平方米	实际值	37652
商品房销售面积:住宅:现房:12MA	b	万平方米	实际值	1770
商品房去化周期	c=a/b	月	测算值	21.3
商品房去化周期警戒线	d	月	实际值	18
待消化库存周期	e=c-d	月	测算值	3.3
商品房销售面积:住宅（现房+期房）:12MA	f	万平方米	实际值	6755
待收储面积:住宅（现房+期房）	g=e*f	万平方米	测算值	22123
商品房销售额:住宅:累计值	h	亿元	实际值	74,871
商品房销售面积:住宅:累计值	i	万平方米	实际值	72,224
商品房销售均价:住宅	j=h/i	元/平	测算值	10366
商品房收储均价:住宅	k=j*0.7	元/平	假设7折收储	7257
商品房收储总额需求:住宅（现房+期房）	i=j*g	亿元	测算值	16053
商品房收储预算（再贷款，央行按贷款本金的60%发放再贷款）	l	亿元	测算值	3333
商品房收储预算（专项债，用于项目资本金，80%）	l	亿元	测算值	5000
商品房:住宅:去化率	m=l/k	%	测算值	51.9%
商品房:住宅:去化金额缺口	n=k-l	亿元	测算值	7720

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

经济支撑3 —扩大国内需求：提振消费，带动投资

◆ 全方位扩大内需：

➢ **提振消费专项行动：提升消费能力**（中低收入群体增收减负，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）；**提高消费意愿**（增加法定节假日，房地产止跌回稳）；**丰富消费场景**（首发经济、冰雪经济、银发经济）；**加大补贴力度**（加力扩围实施“两新”，补贴范围从汽车、家电等耐用品到服务消费、文旅消费等）。

2024年促消费自上而下加速推进

层级	文件/行动	日期	补贴范围	补贴标准
发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024/7/24	设备更新和消费品以旧换新	1) 提高汽车报废更新补贴标准，补贴购买新能源车2万元或排量燃油车1.5万元； 2) 支持家电产品以旧换新，补贴销售价的15%-20%，最高2000元。
商务部等13部门	《关于促进绿色智能家电消费的若干措施》	2024/9/30	绿色智能家电	1) 支持家电产品以旧换新，补贴销售价的15%-20%，最高2000元； 2) 推动旧家电回收，完善绿色家电标准，组织家电消费节等活动。
商务部	全国市场运行和消费促进工作会议		把促消费和惠民生结合起来，扎实推进消费品以旧换新，办好促消费活动，扩大服务消费，培育新型消费，创新消费场景，持续释放消费潜力。	
上海	2024年上海消费券	2024/9/26	餐饮、住宿、体育、电影	1) “乐品上海”餐饮消费券面值有四种：90元、150元、240元、300元； 2) “乐游上海”住宿消费券面值有四种：50元、130元、220元、300元；
江苏	江苏省加力政策*3C数码产品补贴专项活动操作指引	2024/11/26	手机、平板电脑、数码相机（含机身、套机，不含镜头等配件）、智能手表、产品成交价格的15%，最高可优惠1500元。学习机、翻译机、无线蓝牙耳机。	
贵州	2024年贵州家电以旧换新活动	2024/12/1	新增：3000元（含3000元）以下国产手机/平板电脑、干衣机、衣物护理机、电压力锅、电饭煲、电火锅、电压力锅、空气炸锅、多功能锅（蒸煮一体锅等）、电水壶、茶吧机、咖啡机、面包机、绞肉机、加湿器、电风扇、暖风机、电暖炉（桌）、厨宝、吹风机、电动剃须刀	购买2级及以上能效或水效标准的家电产品：补贴产品销售价格的15%；购买1级及以上能效或水效标准的家电产品：补贴产品销售价格的20%。每位消费者每类产品可补贴1件，每件产品补贴不超过2000元。 3000元（含3000元）以下国产手机、平板电脑：补贴标准为按照产品购置发票金额的20%给予一次性补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，单件补贴不超过600元。

2025年促消费多措并举

稳消费举措	日期	文件/发布会	内容
增加节假日	2024/11/10	国务院关于修改《全国年节及纪念日放假办法》的决定	增加两天假期，春节和劳动节各多一天
降低利息负担	2024/9/24	国务院新闻办举行发布会 介绍金融支持经济高质量发展有关情况	调降存量房贷利率，降至新发放贷款利率的附近
降低税收负担	2023/8/31	国务院关于加强个人所得税专项附加扣除标准的通知	提高个人所得税专项附加扣除标准：提高3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人三项个人所得税专项附加扣除标准。
优化公积金提取	2024/5/20	住房城乡建设部住房公积金监管司相关负责人解读住房公积金个人住房贷款利率调整政策	指导地方加大租房提取力度，支持租赁住房的多子女家庭按实际房租支出提取住房公积金，鼓励大城市支持新市民、青年人全额提取每月缴存的住房公积金支付房租
加大消费补贴	2024/7/24	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施	提高汽车报废更新补贴标准。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等产品给予以旧换新补贴。
加大帮扶力度	2024/12/29	加强对生活困难未就业大学生等重点群体的救助帮扶	加强对符合条件的未参加失业保险且无生活来源失业人员、生活困难未就业大学生、因病因突发事件生活陷入困境人员、刚性支出困难家庭成员等重点群体的救助帮扶。
	2024/5/18	全国层面房贷利率政策下限取消	首套和二套房贷最低首付比例分别降至不低于15%和不低于25%。取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限，并下调个人住房公积金贷款利率。
	2024/11/12	关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告	契税优惠，取消普通住宅和非普通住宅标准后相关土地增值税、增值税政策
	2024/9/29	广州市人民政府办公厅关于调整我市房地产市场平稳健康发展措施的通知	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。
	2024/9/30	关于进一步优化上海市房地产市场政策措施的通知	提出调整住房限购政策、优化住房信贷、调整住房税收等七条政策措施。
稳定地产市场	2024/10/1	北京进一步优化调整房地产政策	下调个人住房贷款最低首付比例、加大住房公积金贷款支持力度、调减非京籍家庭购房社保或个税缴纳年限、调整通州区住房限购政策等政策措施。
	2024/5/17	央行拟设立3000亿元保障性住房再贷款	保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次。
	2024/10/12	用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房	允许专项债券用于土地储备。支持收购存量房，优化保障性住房供给。
	2024/12/22	国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见	允许专项债券用于土地储备，支持城市政府回收符合条件的闲置存量土地。

资料来源：中国政府网，地方政府官网等，华鑫证券研究

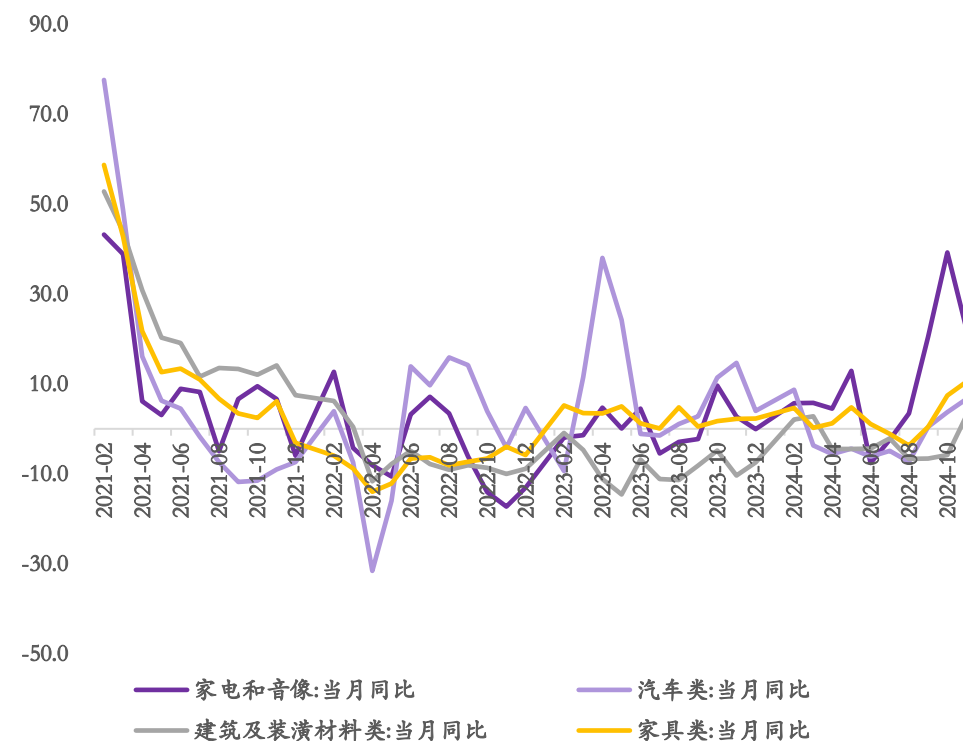
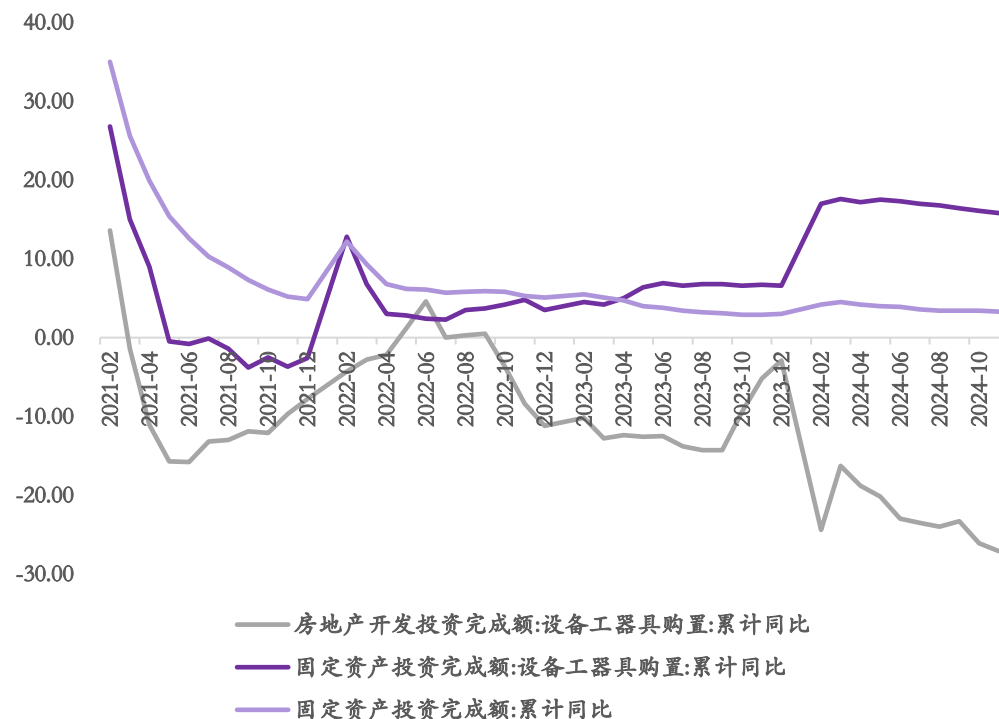
“两新”是扩大内需的主要抓手

◆ “两新”加速推进，政策成效持续显现：

- **大规模设备更新：**1-11月设备工器具购置投资在房地产设备工器具购置投资-27.1%的拖累下，累计同比增长15.8%，增速比全部投资高12.5个百分点；对全部投资增长的贡献率为65.3%，较1-10月提高2.0个百分点。
- **消费品以旧换新：**9-11月消费品补贴力度加码，且补贴品类扩容，助力汽车、家电、家具、建材等增速明显回升。

预计“两新”对2025年经济拉动为0.81个百分点

消费品以旧换新提速加码，汽车、家电、家具增速提升



“两新”对2025年GDP拉动为0.81个百分点

- ◆ “两新”对2025年GDP拉动的估算：
- 设备更新：2024年补贴额度为1500亿，带动的增量为3017亿，补贴乘数为2.0，预计2025年补贴额度为2500亿，带动的增量为5029亿。

➢ 消费换新：汽车2024年补贴额度为886亿，带动的增量为2994亿，补贴乘数为2.4，预计2025年补贴额度为1250亿，带动的增量为2994亿。家电2024年补贴额度为399亿，带动的增量为1021亿，补贴乘数为2.6，预计2025年补贴额度为1250亿，带动的增量为3200亿。

➢ “两新”合计：预计设备更新增量是5029亿，汽车以旧换新是2994亿，家电以旧换新是3200亿，合计1.12万亿，对GDP拉动为0.81个百分点。

预计“两新”对2025年经济拉动为0.81个百分点

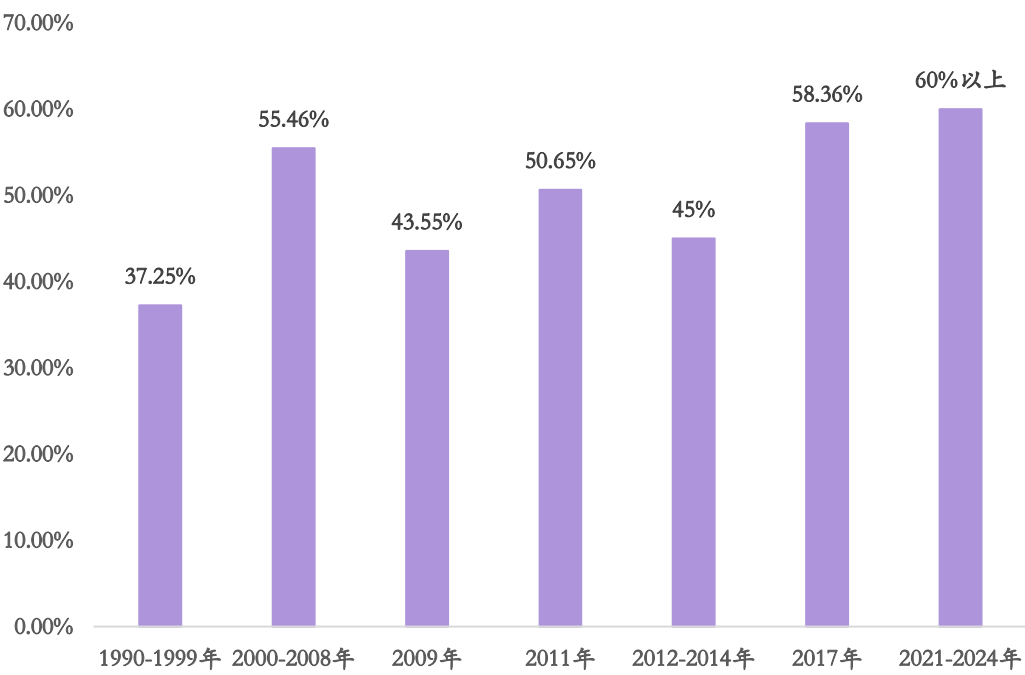
		补贴规模（亿元）	规模（亿元）	增速（%）	数量增加（万）	单价（万元）	补贴力度	补贴乘数	两新带动的增量（亿元）
设备更新	2023年		62857	--					
	2024年1-8月		69771	11%					—
	2024年1-11月	1500	72789	16%					
	2024年				—		贴息比例从1%，提高到1.5%	2.0	3017
	2025年	2500						2.0	5029
以旧换新：汽车	2024年	886			160	13	新能源乘用车：补贴2万 燃油乘用车：补贴1.5万	2.4	2123
	2025年	1250						2.4	2994
以旧换新：家电	2024年1-8月		5940						
	2024年9-11月		9189						1021
	2024年	399					一级能效：补贴20% 二级能效：补贴15%	2.6	1021
	2025年	1250						2.6	3200
两新：合计	2025年	2500							11223
2025年名义GDP估算（亿元）									1389150
对2025年GDP的拉动（%）									0.81

资料来源：wind资讯，中国青年网，21经济网等，华鑫证券研究

◆ 科技创新引领新质生产力发展：

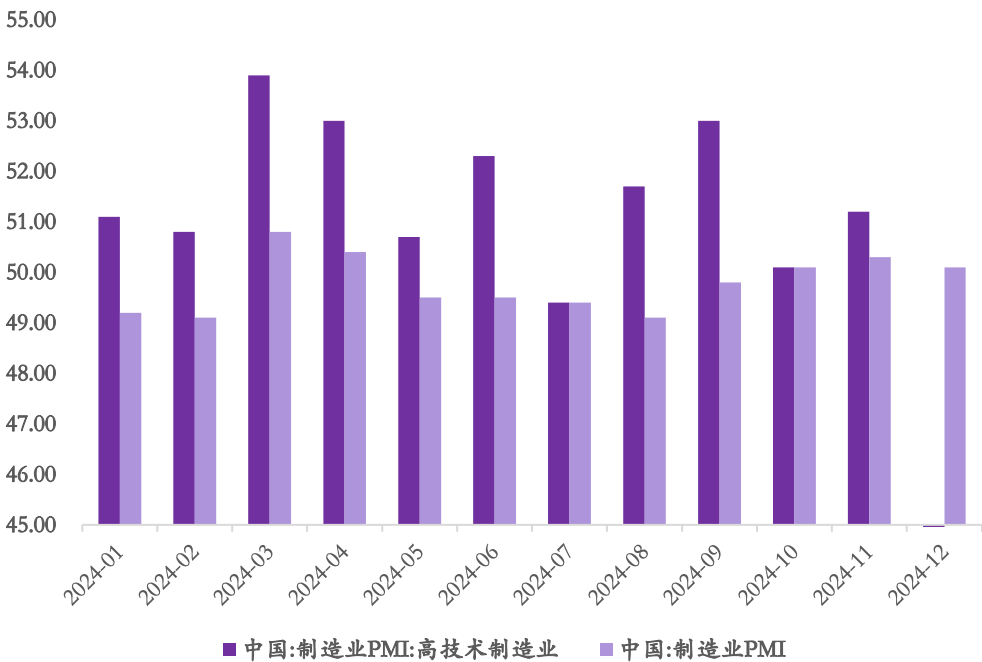
- 开展“人工智能+”行动：2024年3月首次被写入《政府工作报告》，12月中央经济工作会议再次强调将开展“人工智能+”行动列为2025年以科技创新引领新质生产力发展的重要方向之一。工信部将实施“人工智能+制造”行动作为2025年重要任务。
- 培育未来产业：聚焦元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造、未来显示、未来网络、新型储能等9个领域。

科技创新对经济增长的贡献率提升至60%以上



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

高技术制造业PMI远高于制造业PMI

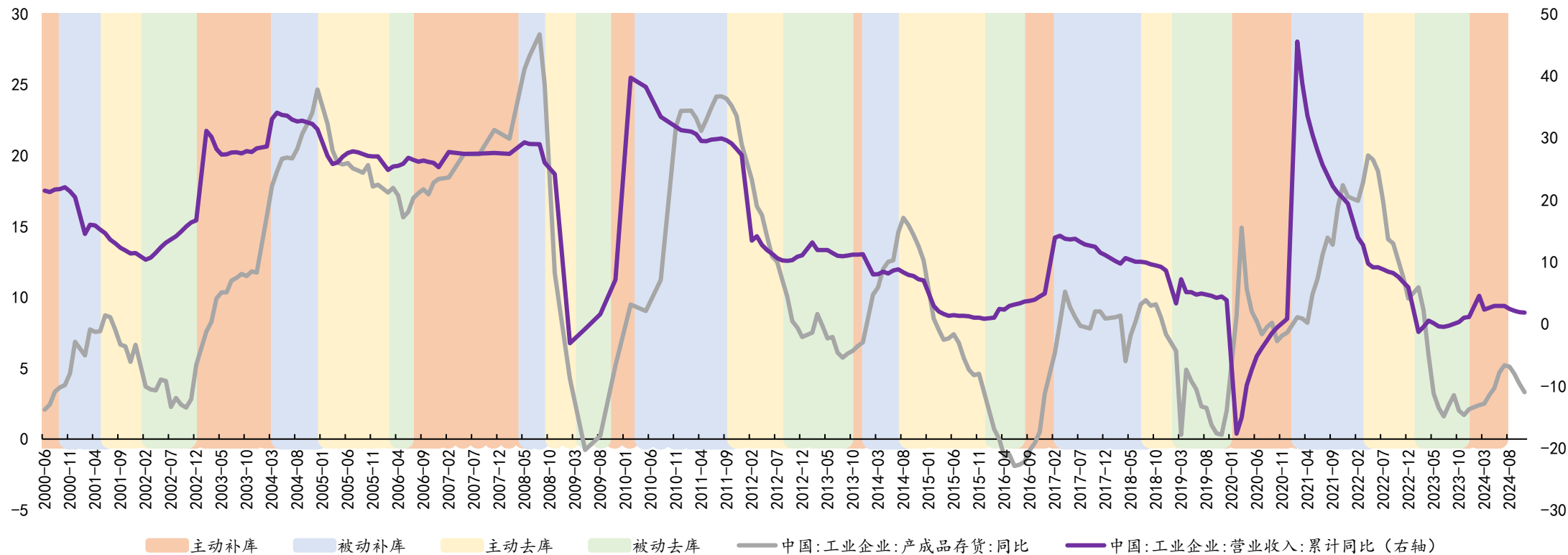


2.2.4、2025年库存展望：周期弱化，等待主动补库重启

◆ 2024年一波三折的库存周期：

- 库存拐点已现：2023年11月为本轮库存底，结束2022年5月以来的去库。
- 补库较为曲折：2023年12月-2024年7月开启阶段性的主动补库，但2024年8月以来，产成品存货同比再度回落，工业企业营收收入同步下行。

2024年一波三折的补库周期：1-7月主动补库，8月后库存再度去化



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

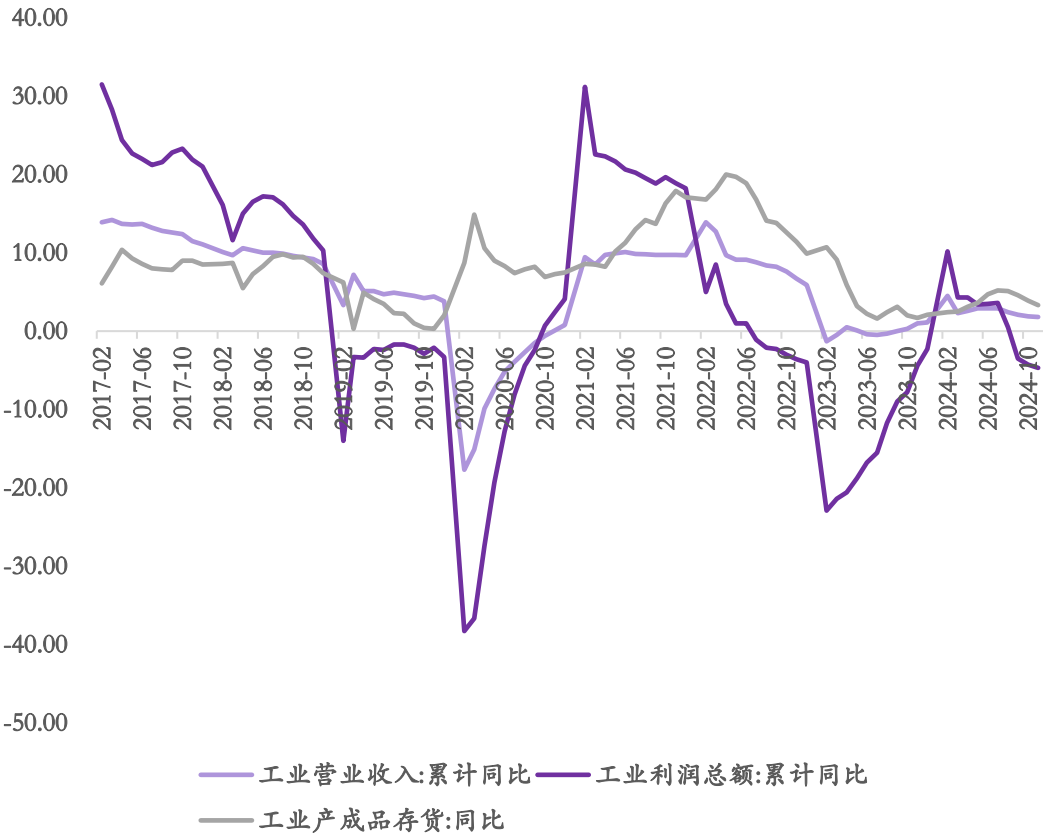
权重行业产能利用率不足，盈利修复趋缓，补库动力偏弱

- 工业产能利用率下行，重点行业需求不足。具体来看，还是地产下行周期内需不足和汽车制造、电气机械行业产能利用率不足所致。
- 营收-利润-库存传导，盈利影响库存，2024年2月工业利润增速见顶回落，2024年8月产成品库存再度去化。

地产链、食品、汽车、医药制造、电气机械产能利用率偏低

行业	9月产能利用率	较上个季度	较上年同期	近三年分位数	近三年走势
非金属矿物制品业	61.7	-2.5	-3.3	0.0%	
食品制造业	70.7	1.9	-0.4	27.2%	
煤炭开采和洗选业	72.7	-0.1	-1.1	9.0%	
汽车制造业	73.2	0.2	-2.4	45.4%	
医药制造业	73.8	-1.5	1.1	9.0%	
电气机械和器材制造业	75.6	0.9	-2.2	18.1%	
专用设备制造业	75.8	-0.7	-1.7	0.0%	
化学原料及化学制品制造业	76.0	-0.4	1.4	36.3%	
黑色金属冶炼及压延加工业	77.4	-2.3	-1.7	54.5%	
纺织业	77.9	-1.2	1.0	63.6%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	77.9	1.7	1.4	72.7%	
有色金属冶炼及压延加工业	78.4	-0.7	-1.8	27.2%	
通用设备制造业	78.7	-0.7	0.0	18.1%	
化学纤维制造业	85.5	0.5	0.4	81.8%	
石油和天然气开采业	90.2	-1.6	-1.0	9.0%	
中国:工业产能利用率:当季值	75.1	0.2	-0.5	36.3%	

营收-利润-库存传导，盈利不佳抑制补库动能



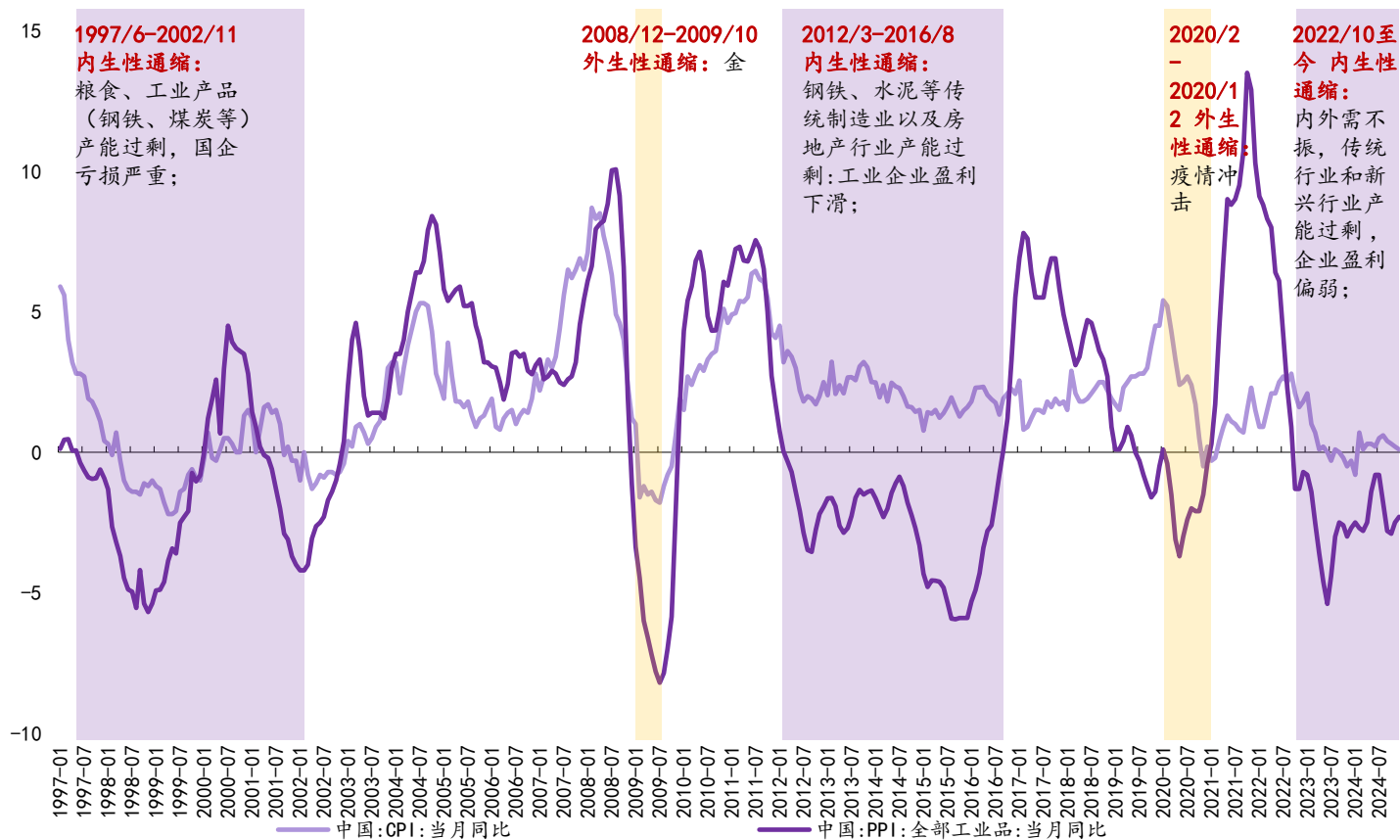
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2.2.5、2025年通胀周期：温和回升，抗通缩任重而道远

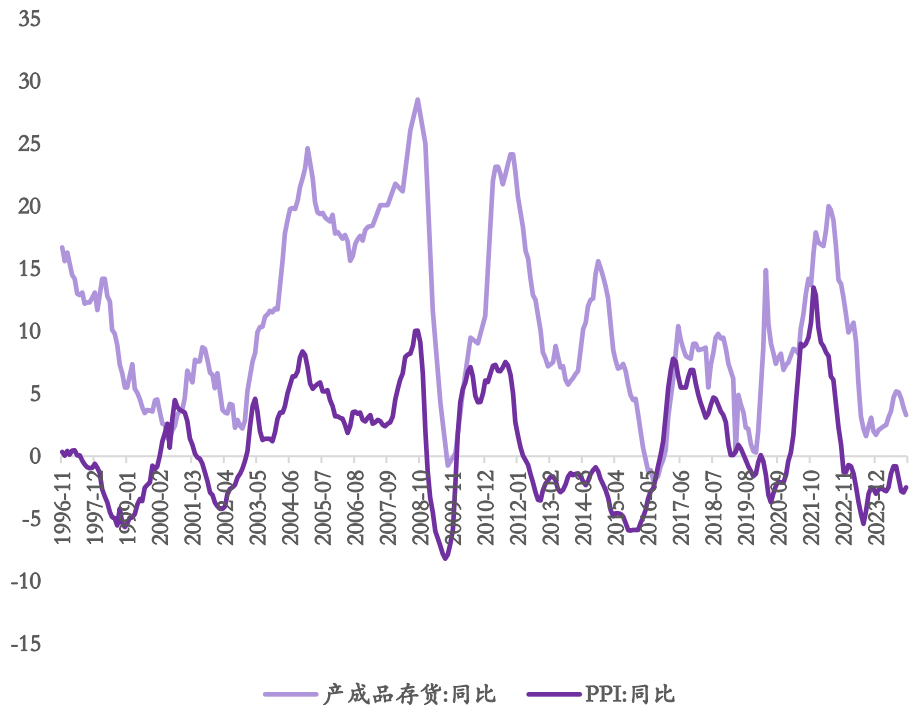
◆ 物价温和修复，但回升斜率偏缓：

- **CPI**：2024年2-12月持续正增，走出之前4个月的连续负增；但升幅较小，且有反复，10-11与环比负增，12月环比持平，根源是需求偏弱。
- **PPI**：已连续27个月负增，1997年那轮是持续了31个月，2012年那轮是持续了54个月；2024年PPI降幅（-2.2%）较2023年（-3.0%）有所收窄，但9月以来降幅再度扩大。预计最早转正需要到2025年下半年。

CPI和PPI低位运行，PPI已连续27个月负增



库存周期与PPI有较好的同步性

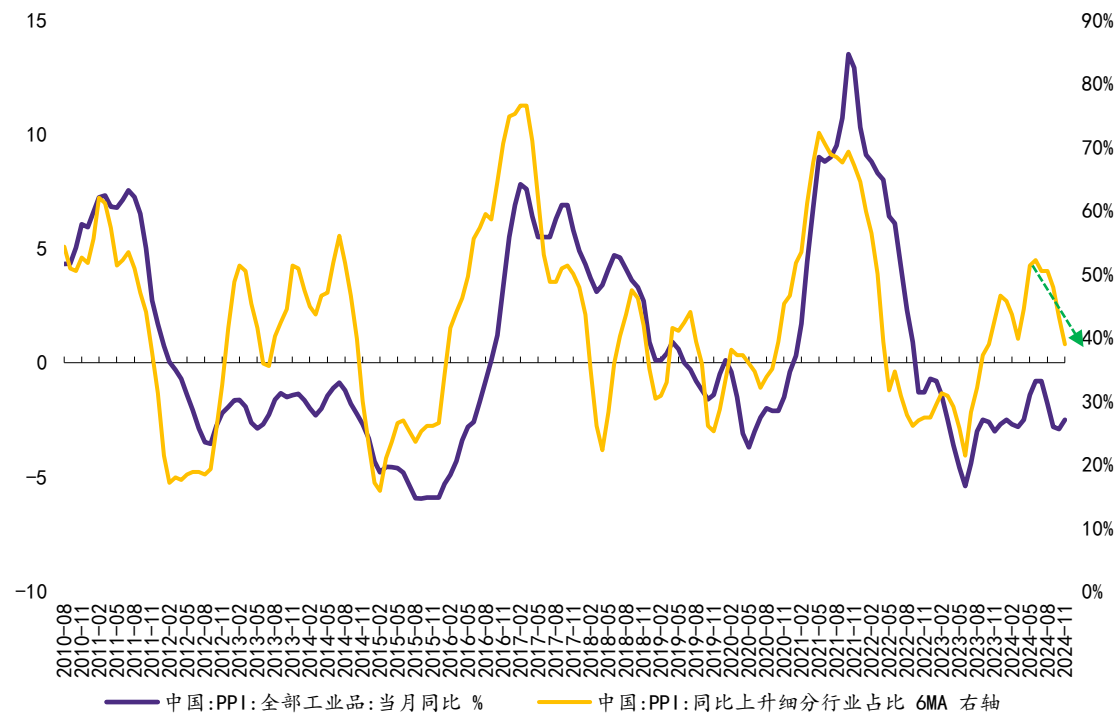


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

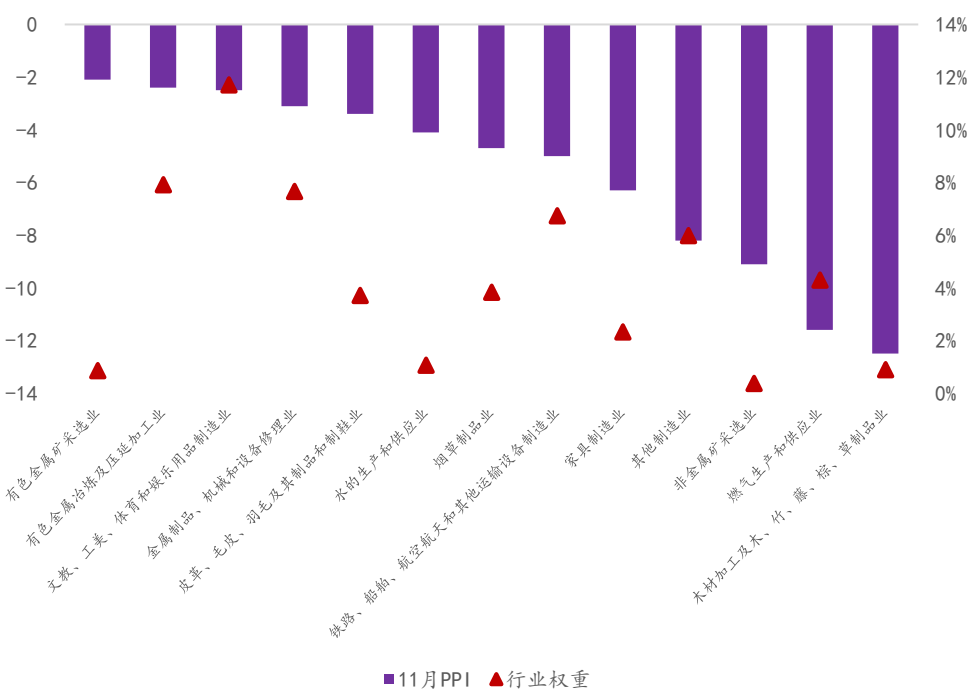
◆ PPI “涨价”的行业数量1-5月大幅提升，但6月后快速下行。PPI同比先上-再下-后缓升，价格弹性偏弱。

➢ 根源是地产链、公用事业等高权重板块价格下跌拖累PPI回升。

PPI 同比数据与涨价行业数量占比发生明显偏离



地产链、公用事业等高权重行业价格下跌拖累PPI回升



03 A股大势： W型走势，估值底-市场底-业绩底夯实

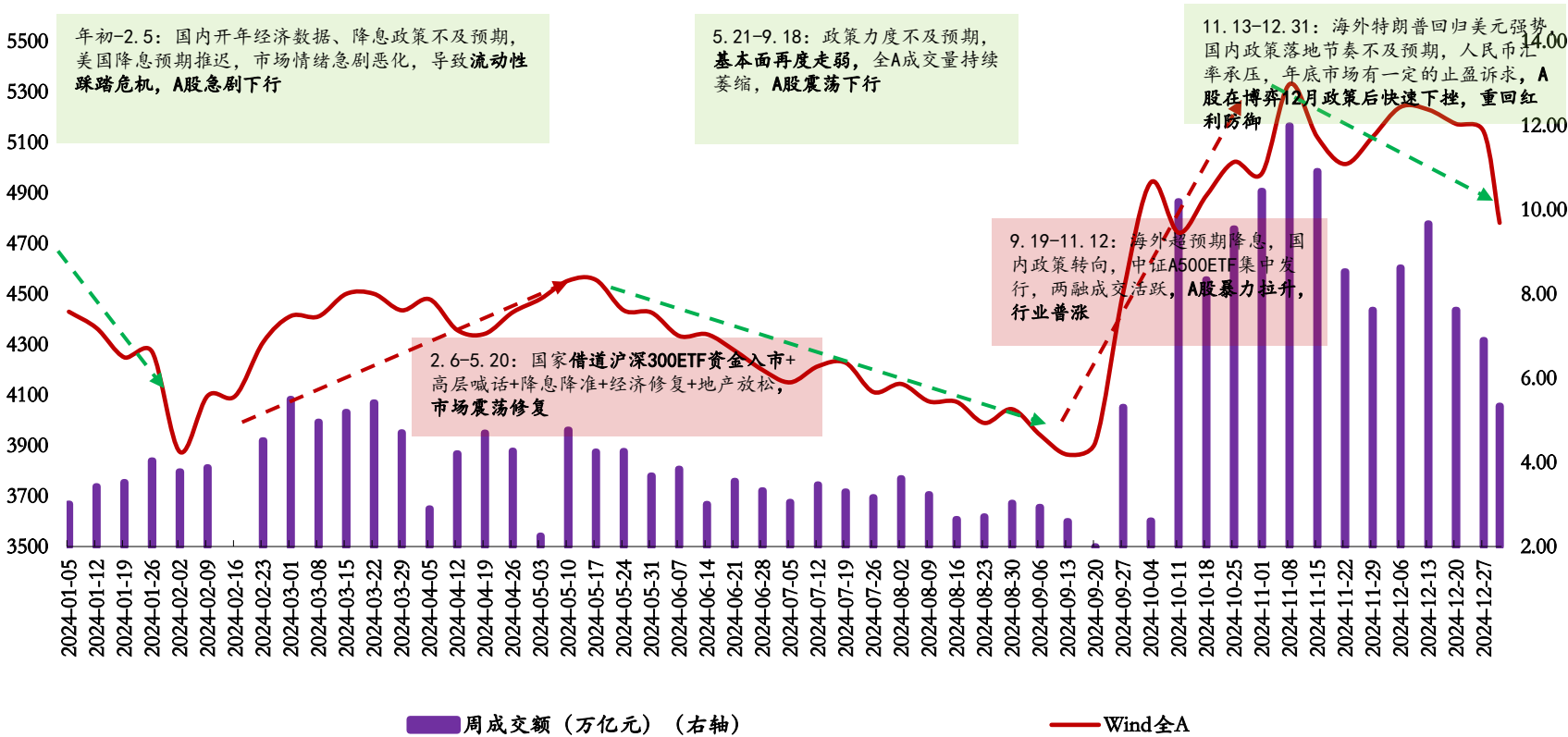
研究创造价值

3.1.1、2024年A股大盘回顾：大起大落，9月后中枢大幅上移

◆ 924金融三部门新闻发布会是关键转折点：

- 年初-2.5：国内开年经济数据、降息政策不及预期，美国降息预期推迟，市场情绪急剧恶化，导致流动性踩踏危机，A股急剧下行；
- 2.6-5.20：国家借道沪深300ETF资金入市+高层喊话+降息降准+经济修复+地产放松，市场震荡修复；
- 5.21-9.18：政策力度不及预期，基本面再度走弱，全A成交量持续萎缩，A股震荡下行；
- 9.19-11.12：海外超预期降息，国内政策转向，中证A500ETF集中发行，两融成交活跃，A股暴力拉升，行业普涨；
- 11.13-12.31：海外特朗普回归美元强势，国内政策落地节奏不及预期，人民币汇率承压，年底市场有一定的止盈诉求，A股在博弈12月政策后快速下挫，重回红利防御；

2024年A股走势一波三折，超跌-反弹-急拉-调整

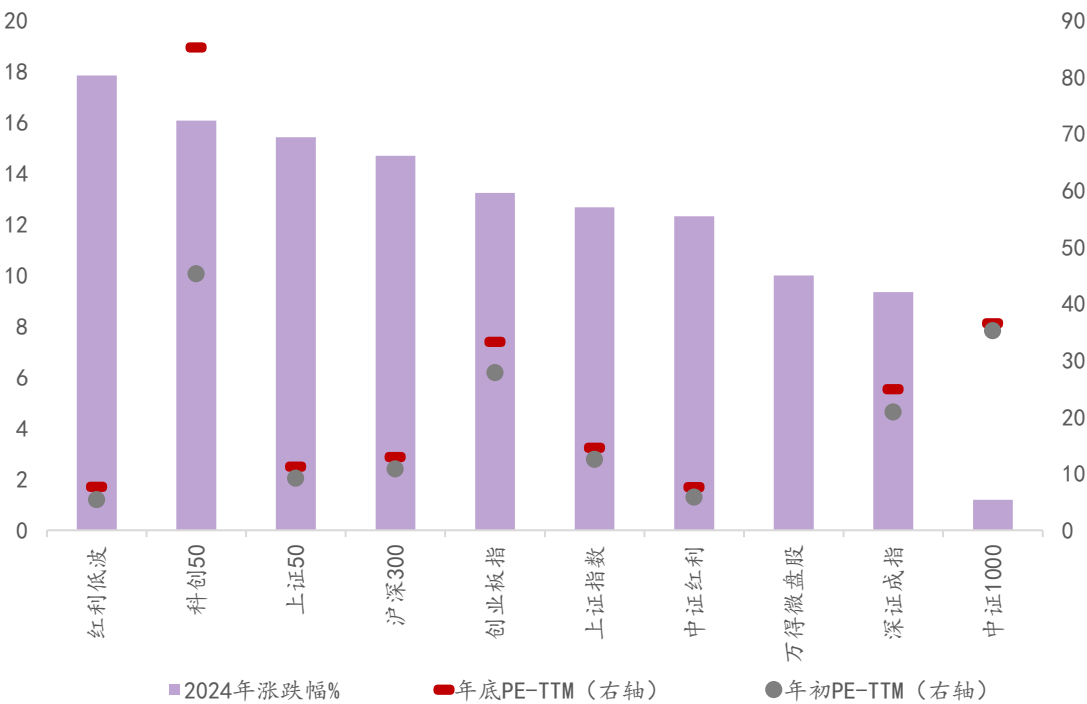


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

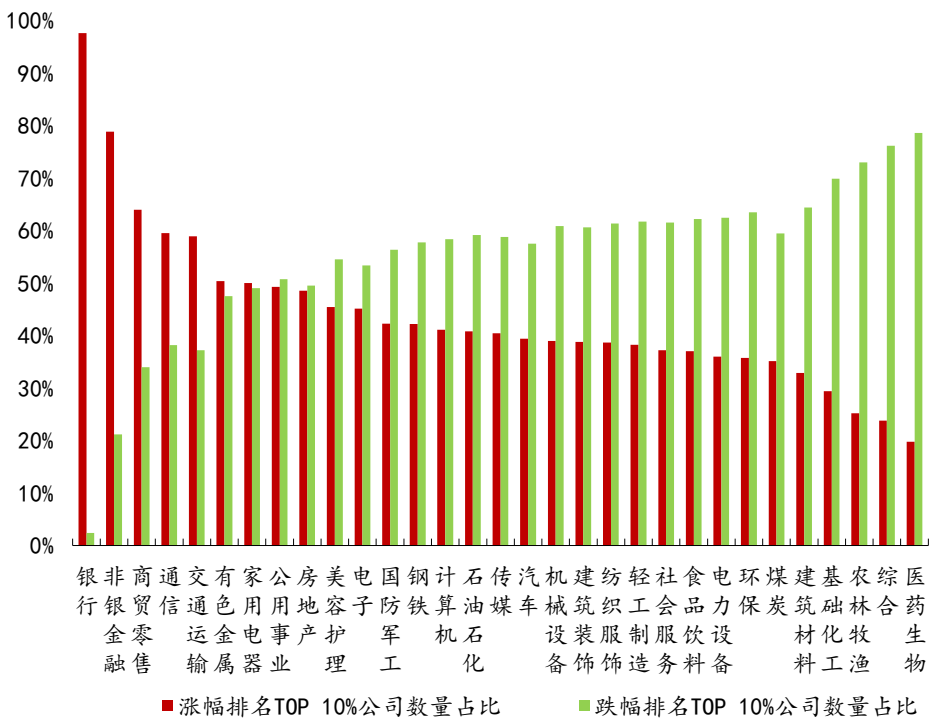
3.1.2、2024年A股风格行业：哑铃策略占优，红利低波和科创领涨

- 2024年宽基指数全面收涨：红利低波、科创指数表现占优；
- 2024年涨幅排名TOP10%的公司集中在银行、非银、商贸、通信、交运等行业；
- 2024年跌幅排名TOP10%的公司集中在医药、综合、农林牧渔、化工、建材等行业。

2024年宽基指数全面收涨，红利、科创指数占优



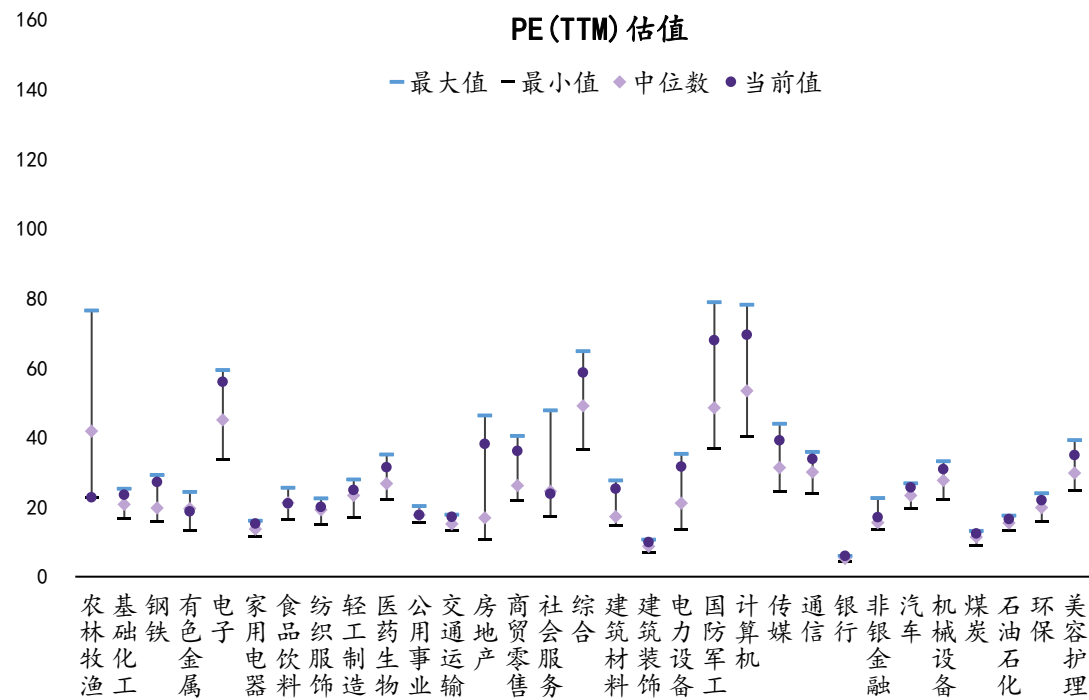
2024年涨幅排名TOP10%集中在银行、非银、商贸、通信、交运等



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

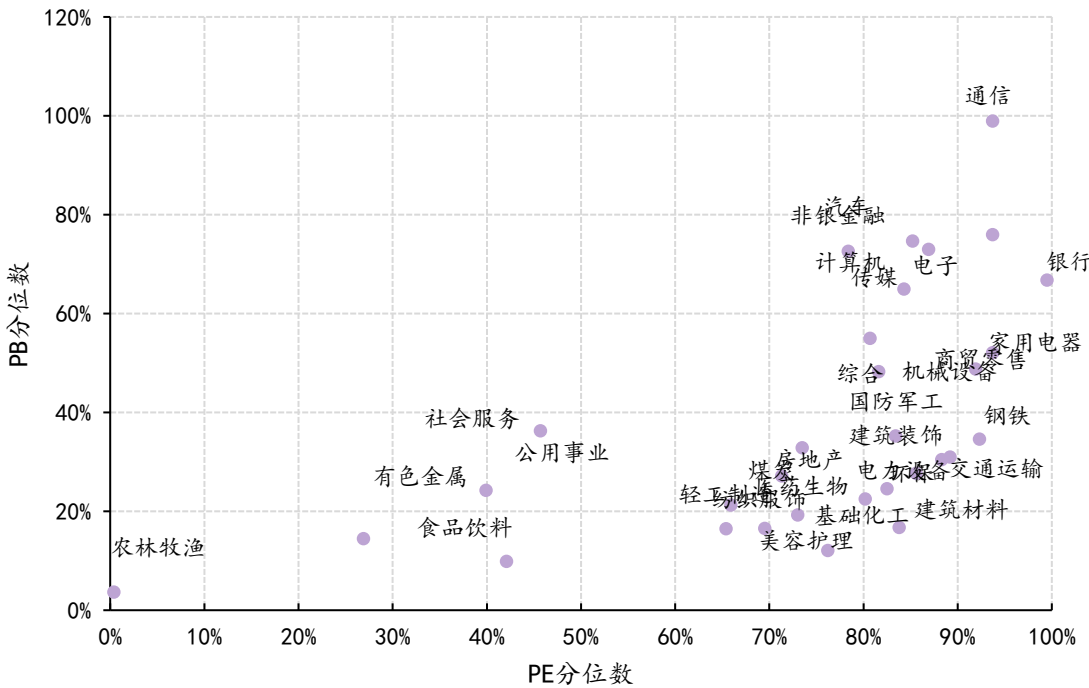
- **上游资源行业估值大部分上行，国防军工、TMT上行居前。**行业估值：大部分行业上升，上游资源行业估值大部分上行、下游消费板块少部分小幅下修。国防军工、房地产、计算机、电力设备、综合板块上行幅度居前，分别为26.54%、26.26%、17.96%、17.42%、15.73%；农林牧渔、社会服务、食品饮料、纺织服饰、轻工制造行业小幅下修，分别为22.76%、22.12%、2.09%、1.98%、1.03%。
- **PE、PB静态估值：**农林牧渔、社会服务、食品饮料、有色金属、公用事业等行业处于低估历史分位。

上游资源行业估值大部分上行



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

农林牧渔、食品饮料、有色金属等行业处于低估历史分位

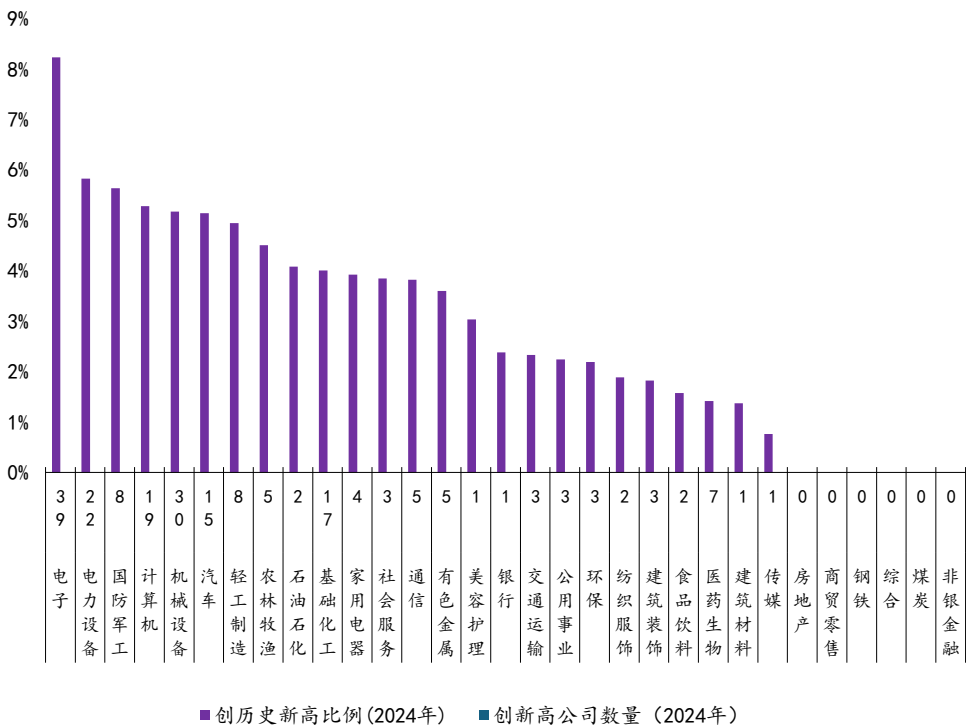
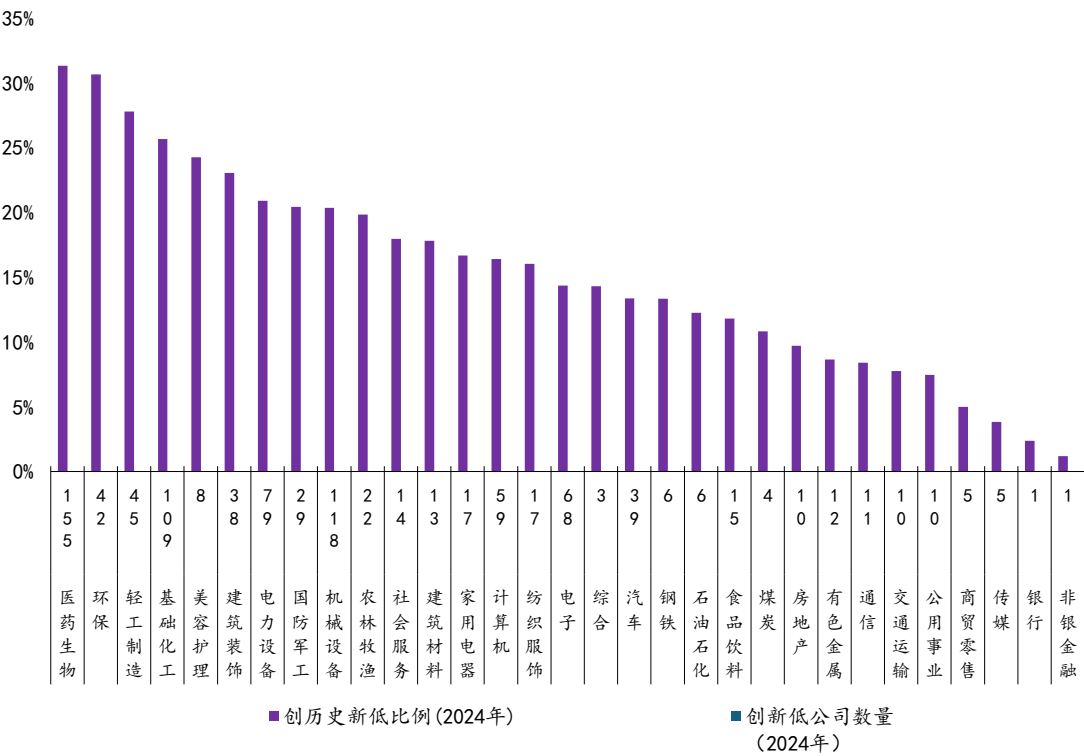


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.1.4、2024年A股个股表现：近4%创历史新高，18%创历史新低

- 总体表现：209只个股在2024年底收盘价创历史新高，占比为3.9%；971只个股在2024年底收盘价创历史新低，占比为18%；
- 分行业来看：个股创新高行业占比较高的是电子、电力设备、国防军工、计算机、机械等；个股创新低行业占比较高的是医药、环保、轻工、化工和美容护理等。

2024年A股个股创新低比例（18%）远大于创新高比例（3.9%）

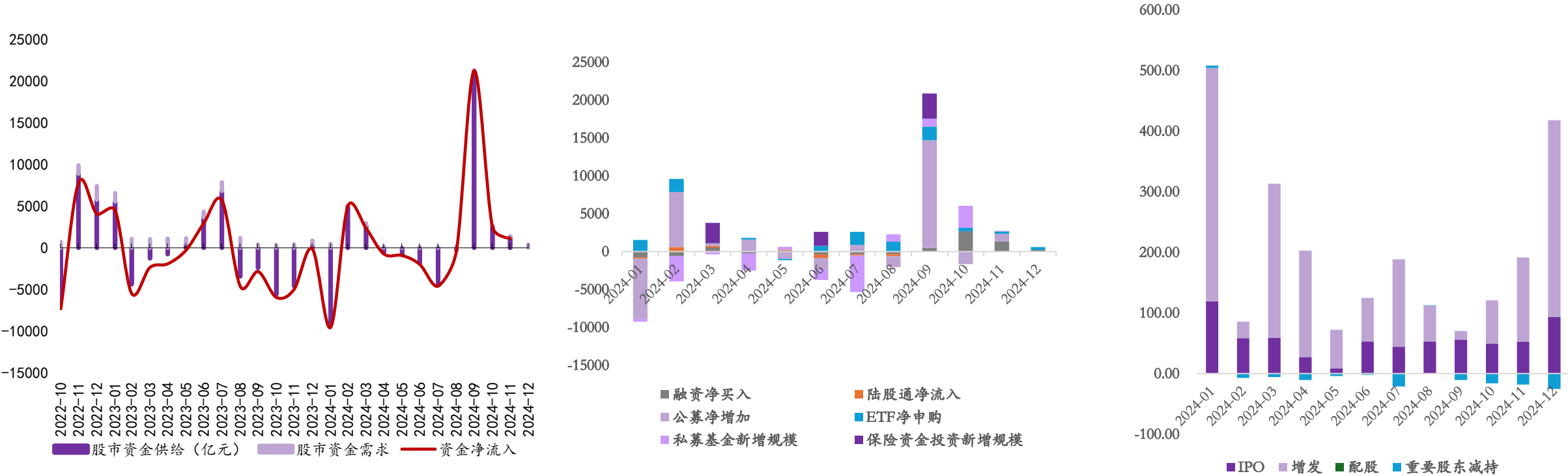


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.2.1、2025DDM三因子：资金再度收敛，增量聚焦ETF和杠杆资金

- ◆ **A股流动性快速收敛：9月政策转向后，股市资金供给快速增加，但好景不长，10-11月虽仍为正，但规模急剧收窄。9月资金供给多达19055亿，10月仅为3861亿，11月为2262亿。且10-12月增发放量，资金需求增加，导致A股资金净流入规模快速萎缩。**
- **其中公募、ETF、险资、杠杆资金、贡献主要增量，尤其是9月放出巨量。**

10月以来A股资金供给快速收敛，需求回升，资金净流入转负（单位：亿元）

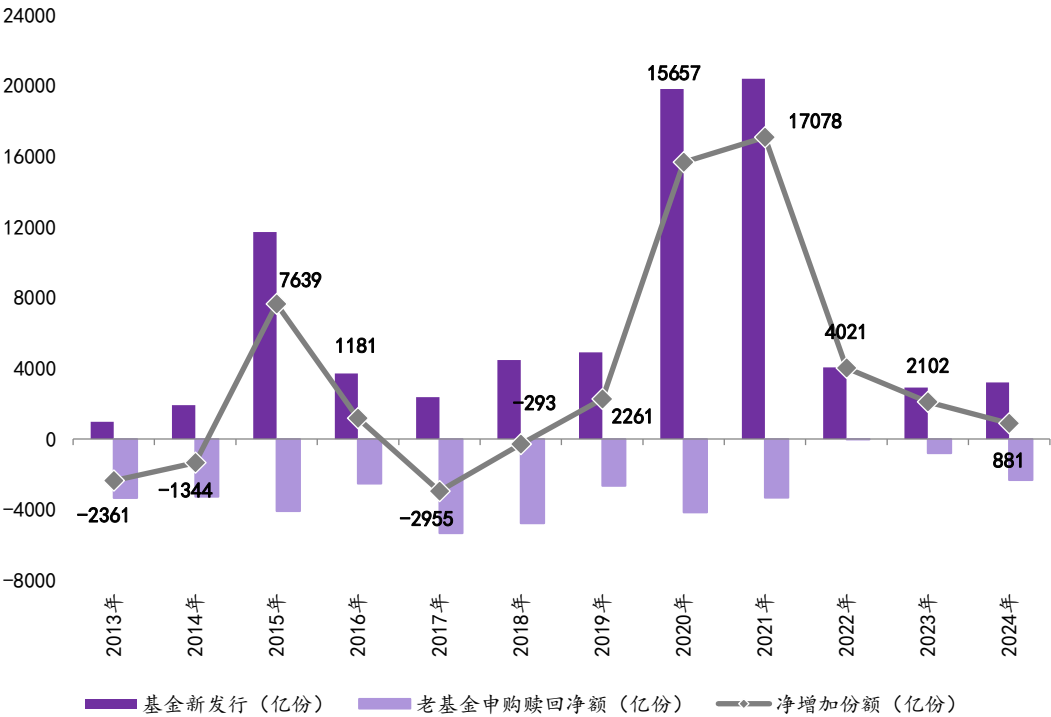


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

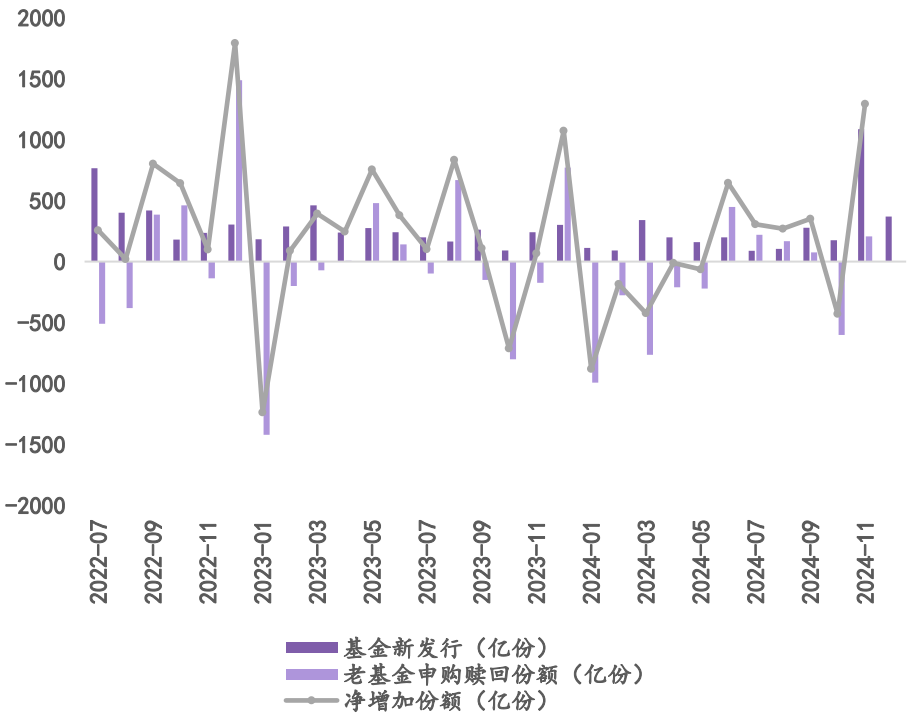
3.2.1.1 公募基金：赎回压力明显缓释，但放量还需更多正反馈

- 2024年上半年A股表现不佳，公募基金净增份额转负，1-5月存量基金持续赎回。主要是年初市场大跌触发恐慌情绪蔓延，2-4月虽有反弹，但市场情绪依旧谨慎，5月市场再度冲高回落，存量基金选择落袋为安。
- 2024年下半年除9月三年封闭基金定开后赎回外，其他月份存量基金均为净申购。主要是政策转向，市场情绪改善，赚钱效应显现后，基民从赎回转为申购，11月老基金申购赎回份额为年内第三高。
- 2025年公募新发行和存量申购改善还需**风险偏好修复**（联储降息或国内政策发力）、**盈利能力修复**（企业盈利探底）等因素催化，**等待公募业绩好转与申购放量的正反馈。**

公募基金净增份额正增，但环比降幅明显



下半年随着行情好转，公募基金份额从赎回转为净增加

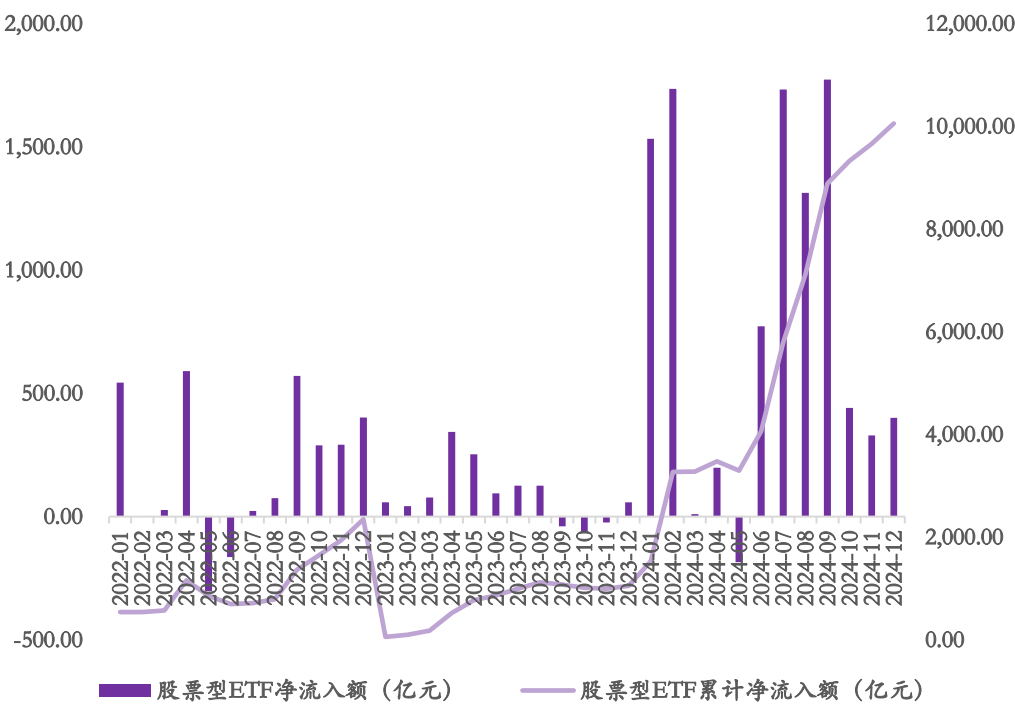


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

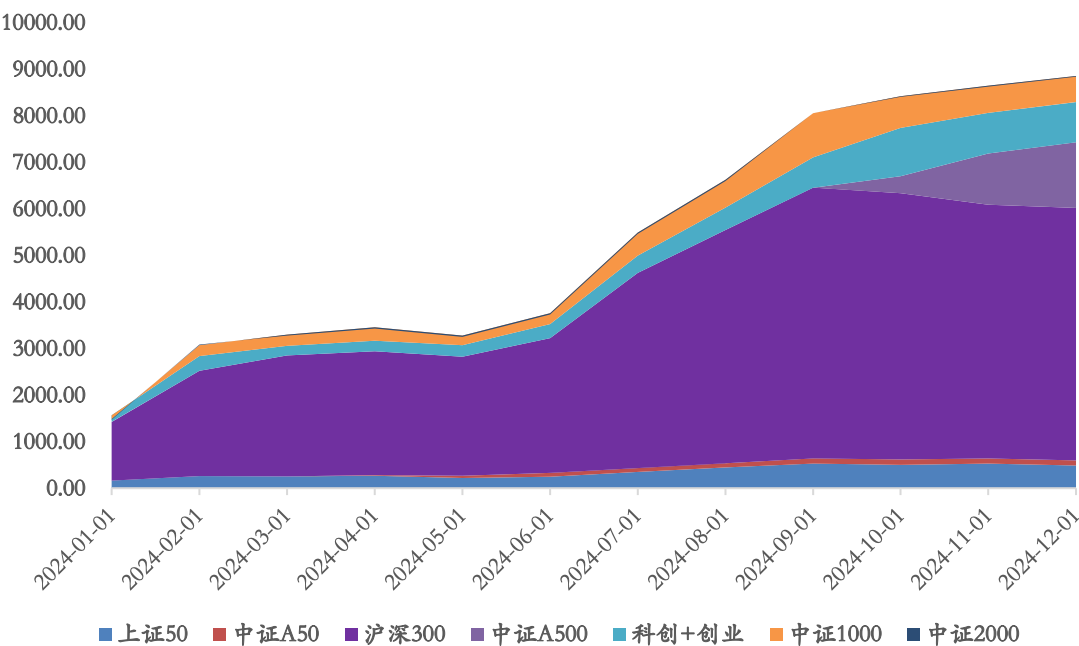
ETF：快速放量，被动指数化趋势提速

- 2024年ETF是A股的重要增量资金，股票型ETF累计净流入1.01万亿，2023年为1,051.2亿，2022年为2346.3亿，增速快速攀升；
- 宽基指数ETF是股票型ETF的主要构成，占比近9成，其中沪深300占比超过60%，中证A500后来居上，占比接近16%。

2024年股票型ETF累计净流入1.01万亿，为2023年的近10倍



近9成为宽基指数ETF，沪深300在宽基中占比超过60%

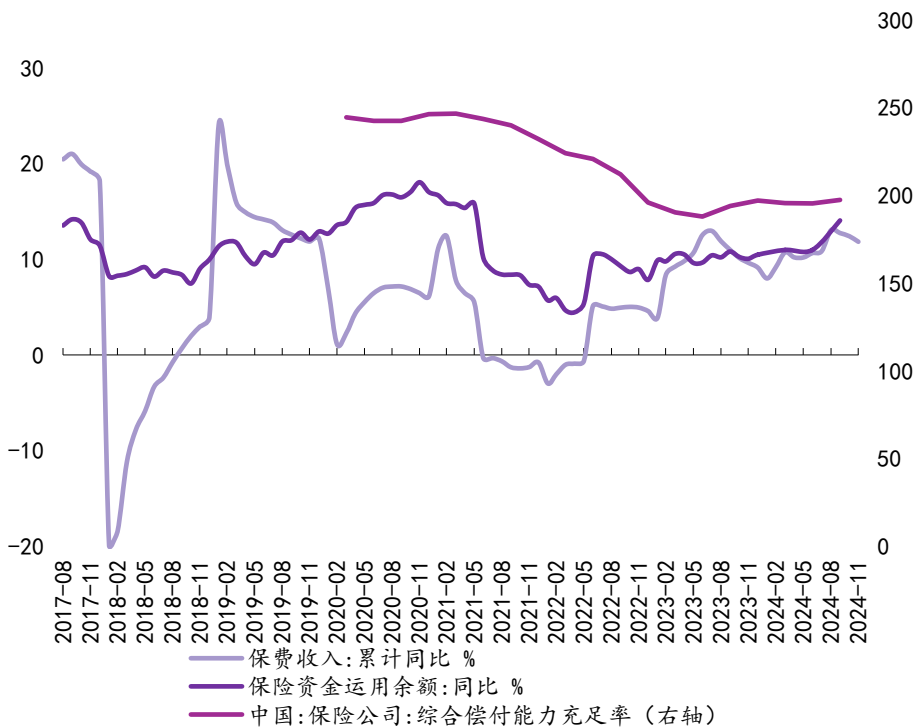


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

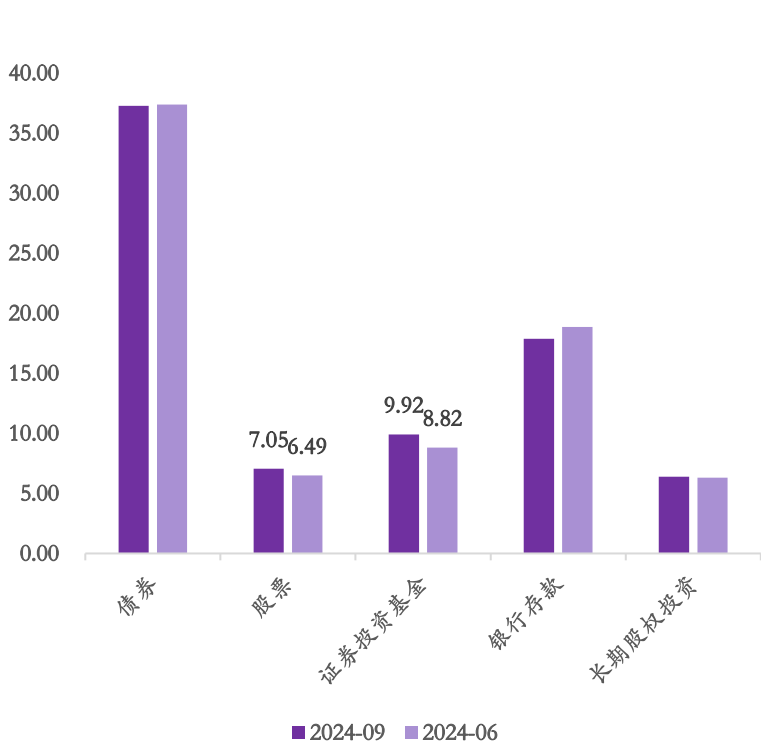
3.2.1.2 保险资金：权益仓位边际回升，但整体依旧谨慎

- 保费高增带动险资可运用余额增速大幅上行，财产险和人身险股票投资占比均有回升，但增量有限，仍待经济修复成色验证。
- 股市震荡叠加险企综合偿付能力充足率下行，险资加仓权益资产需多重权衡。
- 险资权益投资占比上限提升后，叠加债券安全垫的量价双重收缩，对权益资产的波动率容忍度降低，使得保险加仓更为谨慎。

保费高增带动险资资金余额增速大幅上行



财产险股票和证券投资基金占比均有回升



人身险股票小升，证券投资基金占比微落

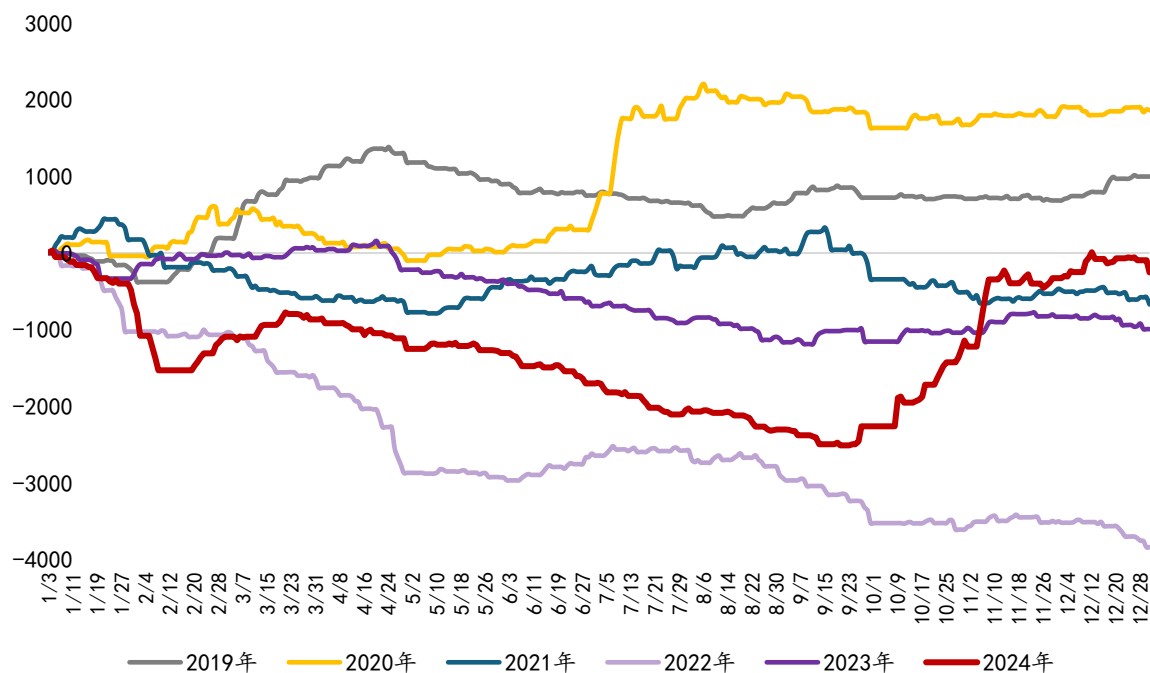


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

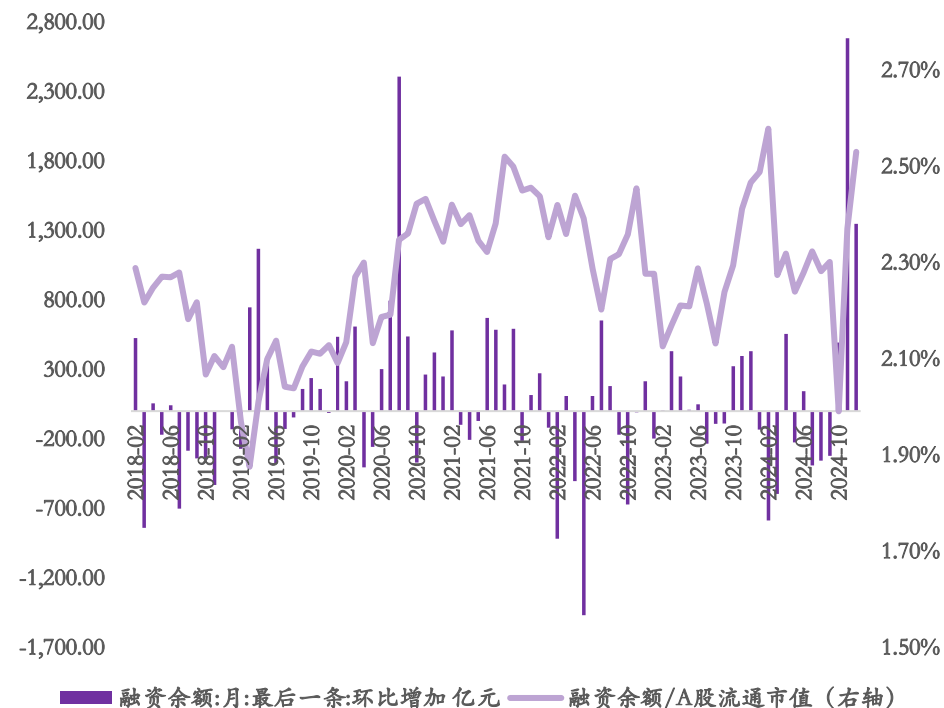
3.2.1.3 杠杆资金：快速回补后高位运行，跟随市场情绪波动放大

- 2024年杠杆V型反弹，上半年两融监管趋严，杠杆资金大幅流出，9月底政策转向后快速加仓，全年累计净流入小幅为负。
- 2025年初，随着市场连续调整并明显缩量，高位杠杆资金难以为继，杠杆资金再度流出，引发市场对两融平仓的担忧。

杠杆资金累计净流入自9月下旬快速回升后震荡运行



9月下旬以来，杠杆资金交易活跃度大幅提升

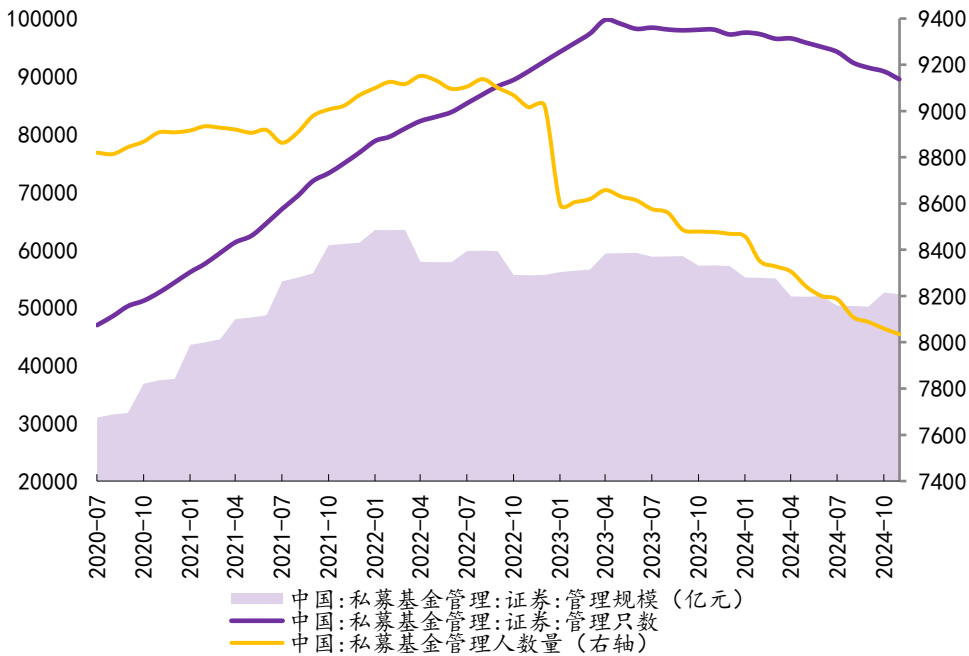


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

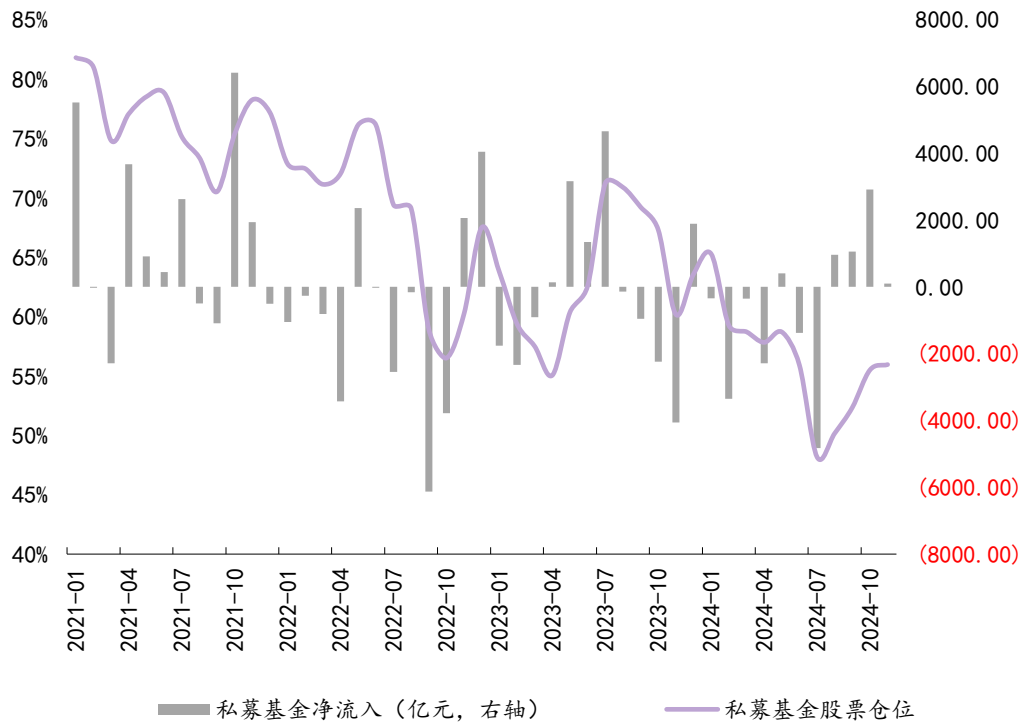
3.2.1.4 私募基金：监管加速出清，存量竞争加剧，增量难度加大

- **强监管下私募基金优胜劣汰继续提速，私募行业加速出清。**2024年4月中国证券投资基金业协会发布《私募证券投资基金运作指引》，对私募基金的募集、投资、运作等关键环节设定了更严格的规范，显著提升了准入门槛。私募基金规模、数量、管理人不断收缩，私募基金优胜劣汰竞争加剧，私募行业或将加速出清。
- **私募基金管理规模收缩背景下，股票仓位虽在7月先于大盘触底回升，但增量贡献有限，2024年净流出-7093亿。**

私募行业监管趋严，私募基金规模和数量大幅收缩



私募仓位触底回升，但全年累计净流出超7000亿

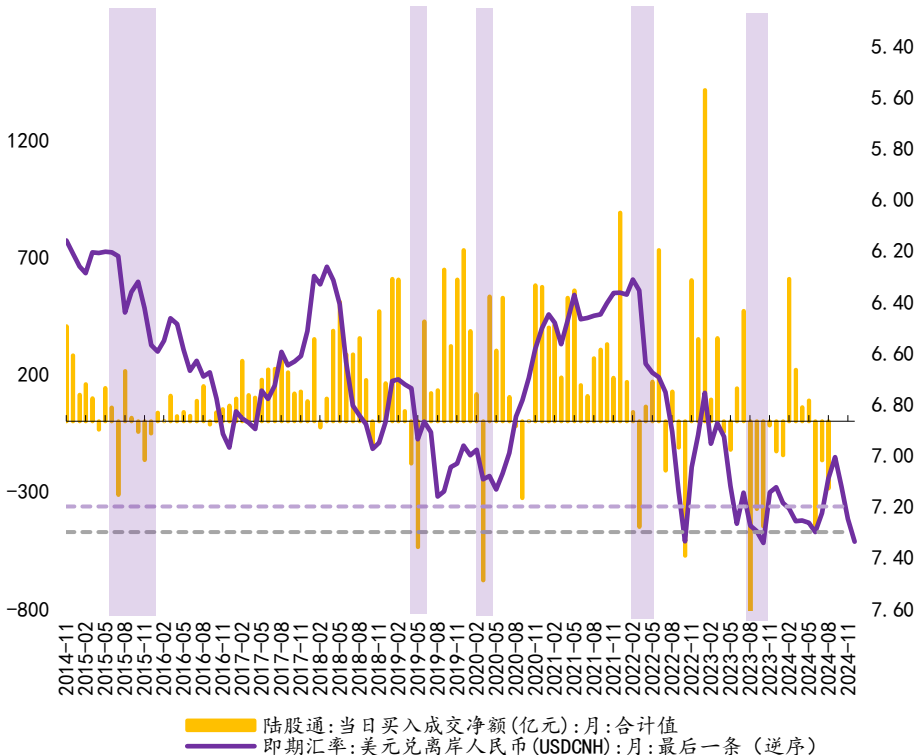


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

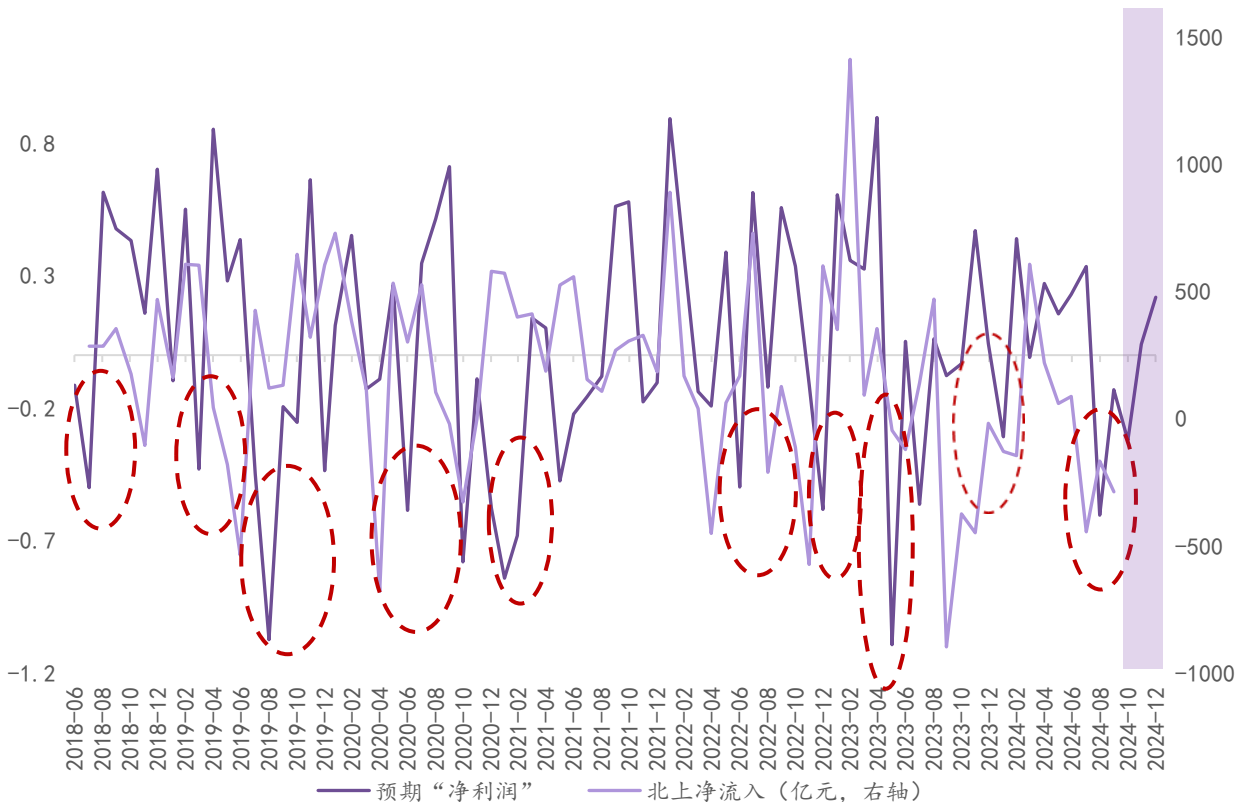
3.2.1.5 北向资金：利差加大外流压力，等待“预期净利润”对冲

- 中美利差加剧人民币贬值压力。美债利率脉冲、中债利率快下，中美负利差持续扩大，人民币汇率再度走贬至7.3的关键点位，北向资金外流压力依旧较大；
- 风向标“预期净利润”触底反弹，缓和北向净流出压力。基于北向资金的“预期净利润”（预期收益沪深300指数的ERP-预期成本海外机构的汇率贬值预期）来看，预期净利润变化的顶底多领先北向资金净流入拐点约3-4个月，当前外资预期净利润11-12月触底回升，北向净流出幅度有望收窄。

人民币汇率下破关键点位（7.3），北向有外流压力



等待“预期净利润”拐点信号



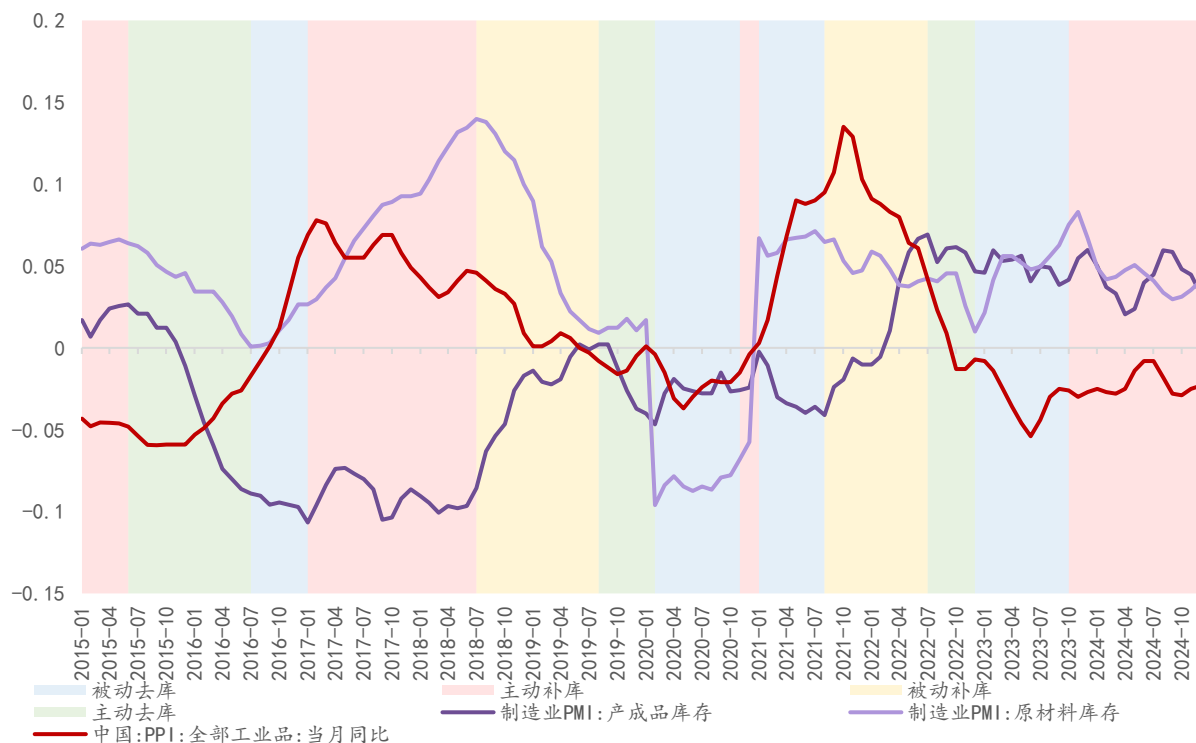
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.2.2、2025DDM三因子：盈利改善但幅度有限

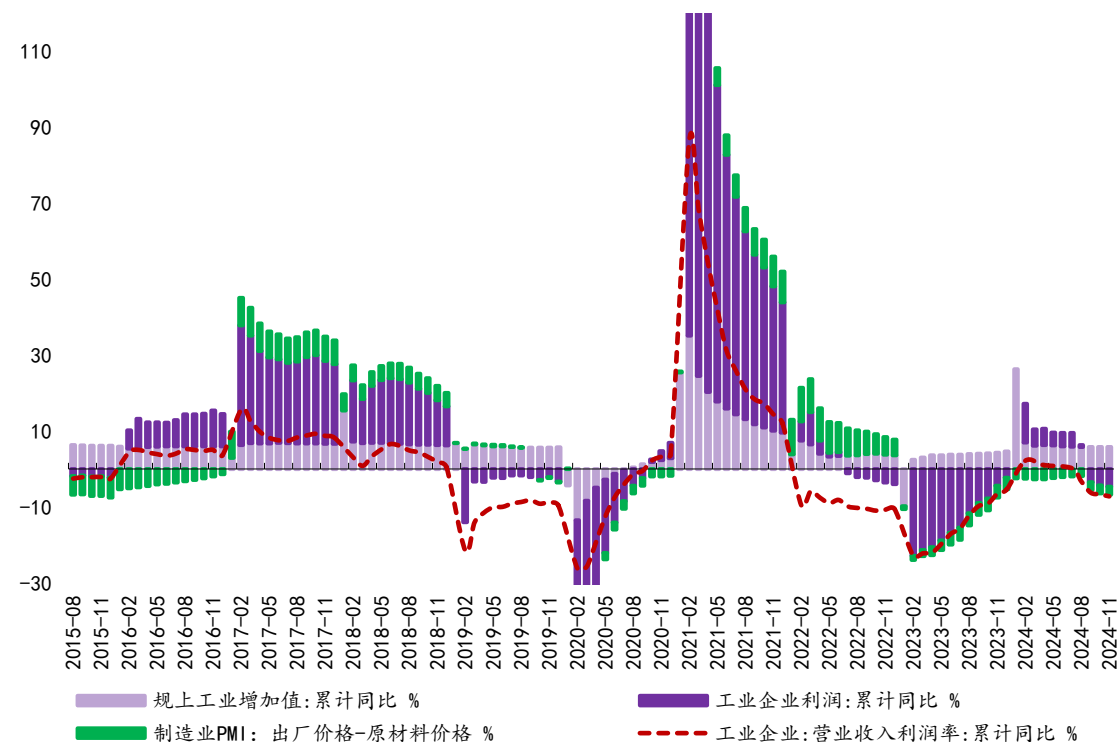
◆ 盈利能力：补库周期一波三折，盈利略有改善，预计分子端贡献有限。

- 原材料库存、产成品库存已进入补库周期，只是走势较为波折，补库整体偏弱；
- 企业产成品和原材料价差收敛，产值和营收利润率增速小幅回落，盈利改善幅度有限。

补库周期一波三折，根源是终端需求偏弱



企业产成品和原材料价差收敛，工业企业利润降幅收窄



2025年盈利测算：N型走势，全A归母净利增速小幅改善，约为1.4%

- CPI与PPI对于GDP平减指数拟合效果较好，我们通过CPI/PPI预测值计算GDP平减指数（CPI权重更大），进而预估名义GDP。
- 结合全年经济增长目标（5%）与万得一致预期，预计2025Q1-Q4 GDP不变价累计同比增速分别为4.63%/4.92%/4.98%/4.9%。

CPI与PPI对GDP平减指数拟合效果较好

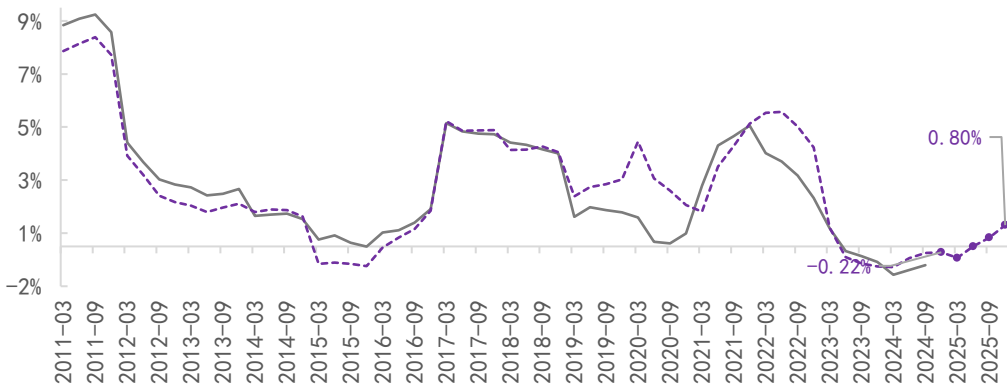
回归统计	
Multiple R	0.92
R Square	0.85
Adjusted R Square	0.84
标准误差	0.02
观测值	59

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	2	0.04	0.02	154.88	0.00
残差	57	0.13	0.00		
总计	59	0.17			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	0.00	0.00	1.59	0.12	0.05	0.10	0.05	0.10
CPI	0.78	0.10	7.73	0.00	0.06	2.06	0.06	2.06
PPI	0.44	0.03	13.83	0.00	0.14	0.76	0.14	0.76

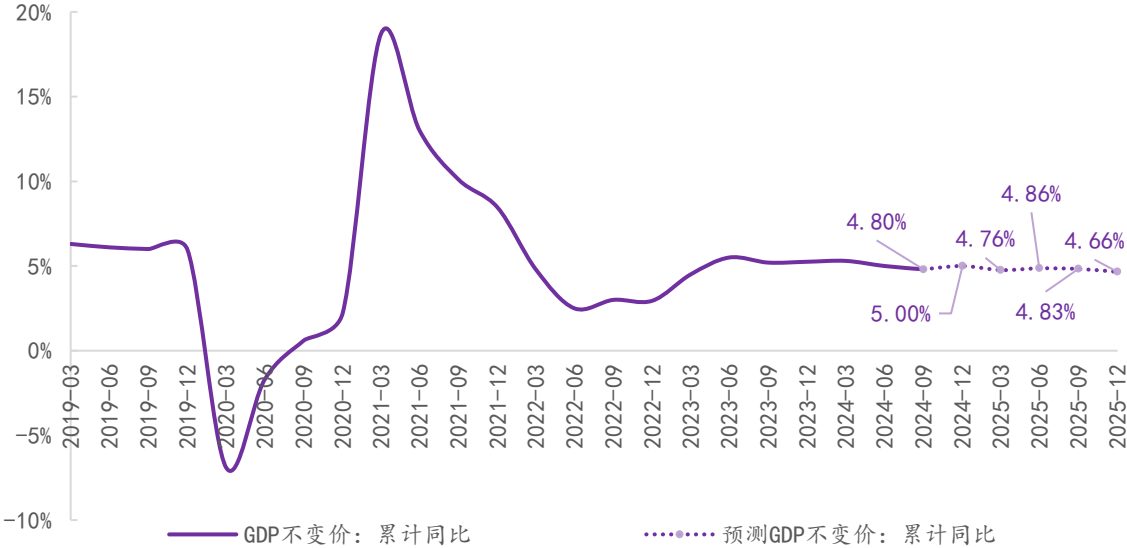
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

2025年GDP平减指数拟合值触底上行



—— GDP平减指数 - - - - - GDP平减指数（拟合值）

2025年GDP不变价累计增速预计基本持稳



2025年盈利估算：名义GDP预测—营收拟合—累计盈利增速

- 1) 5年均值法，参考近5年数据（剔除2021年异常值），预测2024/2025年名义GDP同比增速分别为4.53%/4.63%。
- 2) 平减指数拟合法，根据名义GDP累计同比增速预测值 = (1+ GDP不变价累计同比增速预测值)*(1+ GDP平减指数拟合值)-1，预测2024/2025年名义GDP同比增速分别为4.31%/5.50%。
- 3) 结合两种测算方法，预计2024/2025年名义GDP同比增速分别为3.97%/5.06%。
- 再基于名义GDP预测值，拟合出2025年全年营收增速为4.51%：从以往经验来看，名义GDP对于上市公司营收增速的拟合效果较好，使用近8年历史数据拟合后的调整R方为0.78。再根据名义GDP增速预测值拟合2024/2025年全年营收增速分别为-1.09%/4.51%，其中2025年Q1-Q4累计增速分别为2.44%/4.16%/4.38%/4.51%。

名义GDP对于全A营收增速的预测效果较好

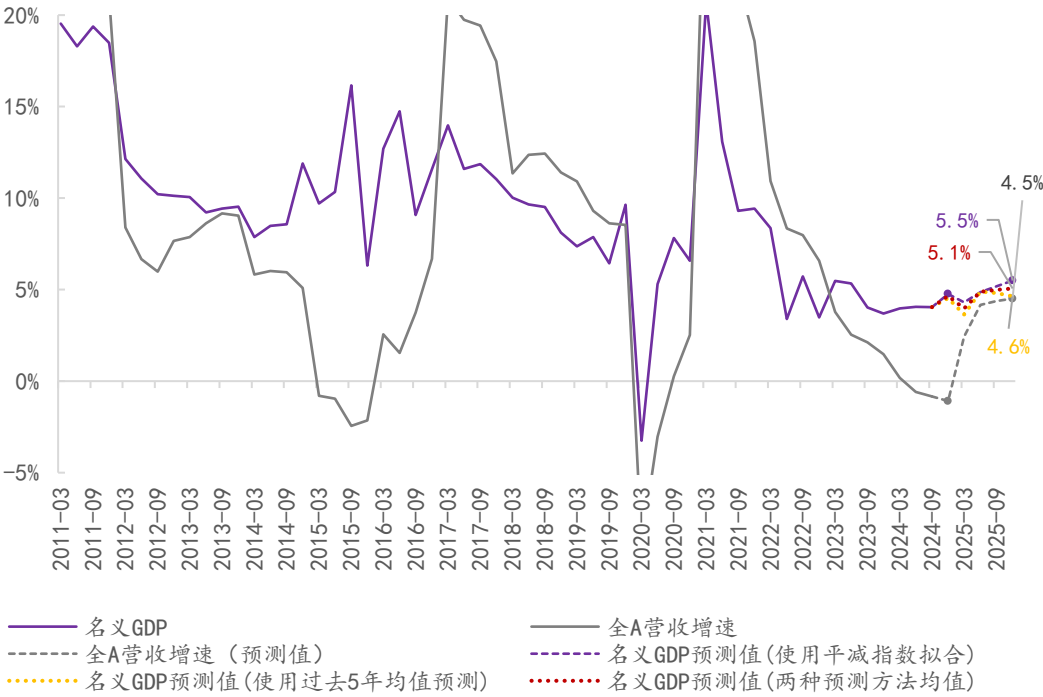
回归统计	
Multiple R	0.98
R Square	0.95
Adjusted R Square	0.95
标准误差	0.02
观测值	27

方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	0.20	0.20	509.80	0.00
残差	25	0.01	0.00		
总计	26	0.21			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.04	0.01	-5.52	0.00	-0.06	-0.03	-0.06	-0.03
名义GDP	1.78	0.08	22.58	0.00	1.62	1.95	1.62	1.95

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

预计全A 2024年营收增速为5.2%

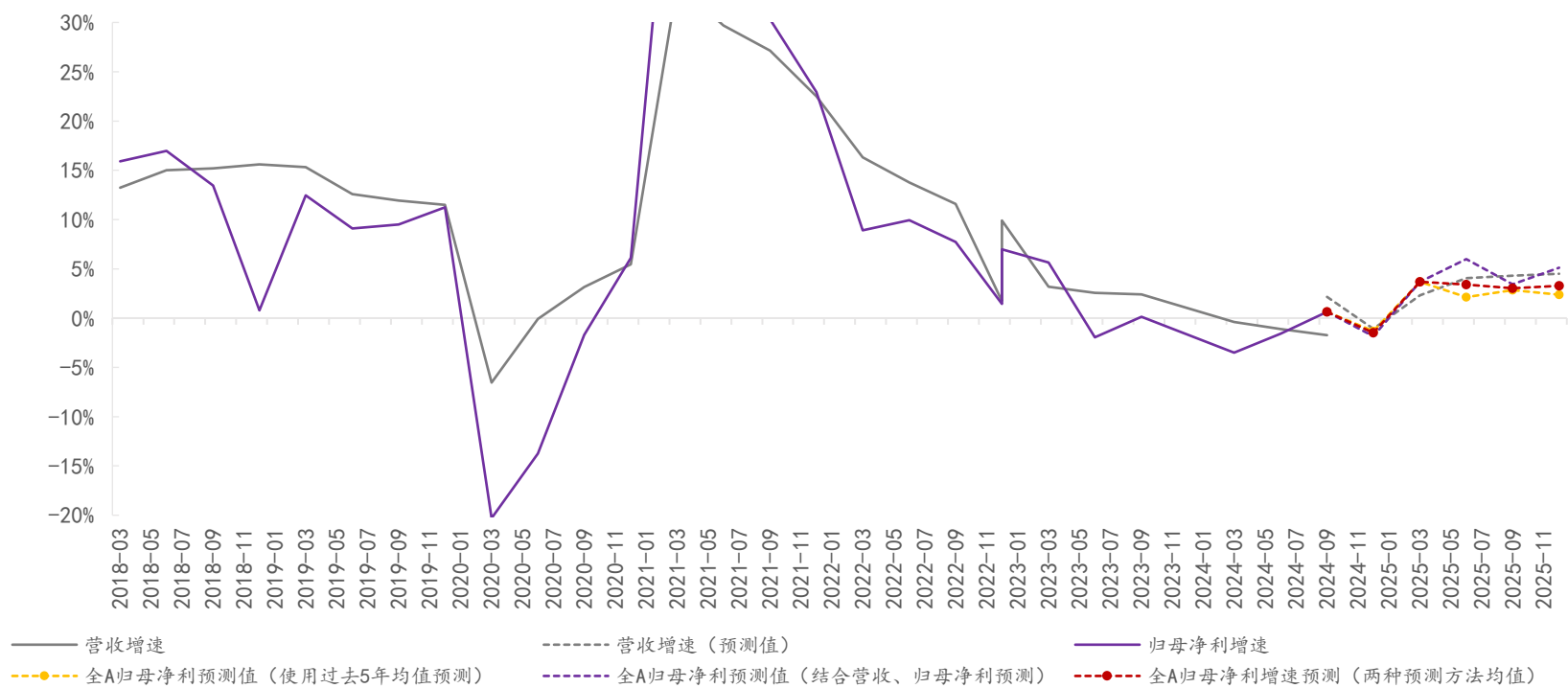


2025年盈利走势：Q1-Q4累计增速分别为3.69%/3.41%/3.03%/3.28%



- 1) 5年均值测算法：参考近5年盈利数据均值（剔除2020年、2021年异常值），再考虑当年各季度归母净利增速的惯性影响，预测2024/2025年全年归母净利增速分别为-1.31%/2.37%。其中2025年Q1-Q4归母净利累计增速分别为3.68%/2.14%/2.83%/2.37%，呈现典型的先高后低“倒钩型”。
- 2) 结合营收增速、归母净利率拟合测算法：使用当季归母净利增速（累计）=（1+营收增速（累计））*当季归母净利率/上年度当季归母净利率-1，其中归母净利率使用过往5年均值（剔除2020年、2021年异常值）进行估计，预测得2024/2025年全年归母净利增速分别为-1.84%/5.13%。其中2025年Q1-Q4归母净利累计增速分别为3.70%/5.99%/3.43%/5.13%，走势呈“N型”。
- 全A归母净利增速约为3.28%：结合两种预测方法，2024/2025年全年归母净利增速分别为-1.49%/3.28%，其中2025年Q1-Q4归母净利累计增速分别为3.69%/3.41%/3.03%/3.28%。

预计全A 2025年归母净利增速为3.28%



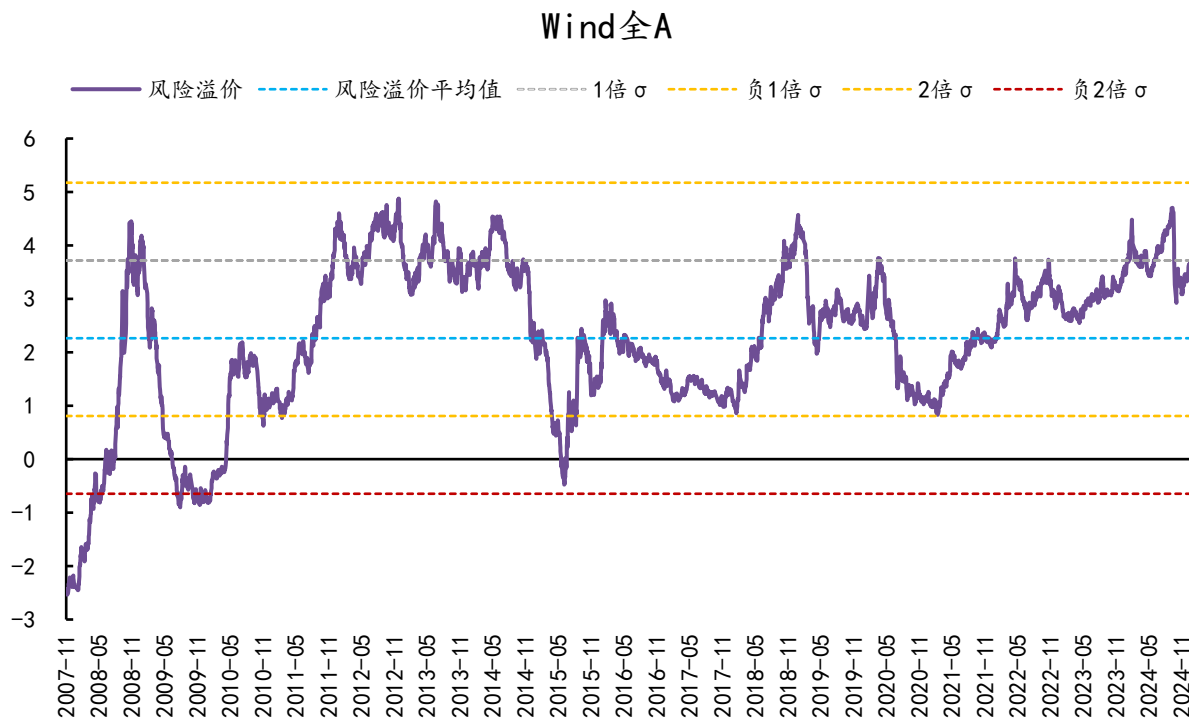
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.2.3、2025DDM三因子：估值底再夯实，ERP和PE仍具性价比

◆ 风险偏好：全A ERP在+1倍 σ 附近、全A PE在均值附近，A股重回震荡后风险偏好不高。

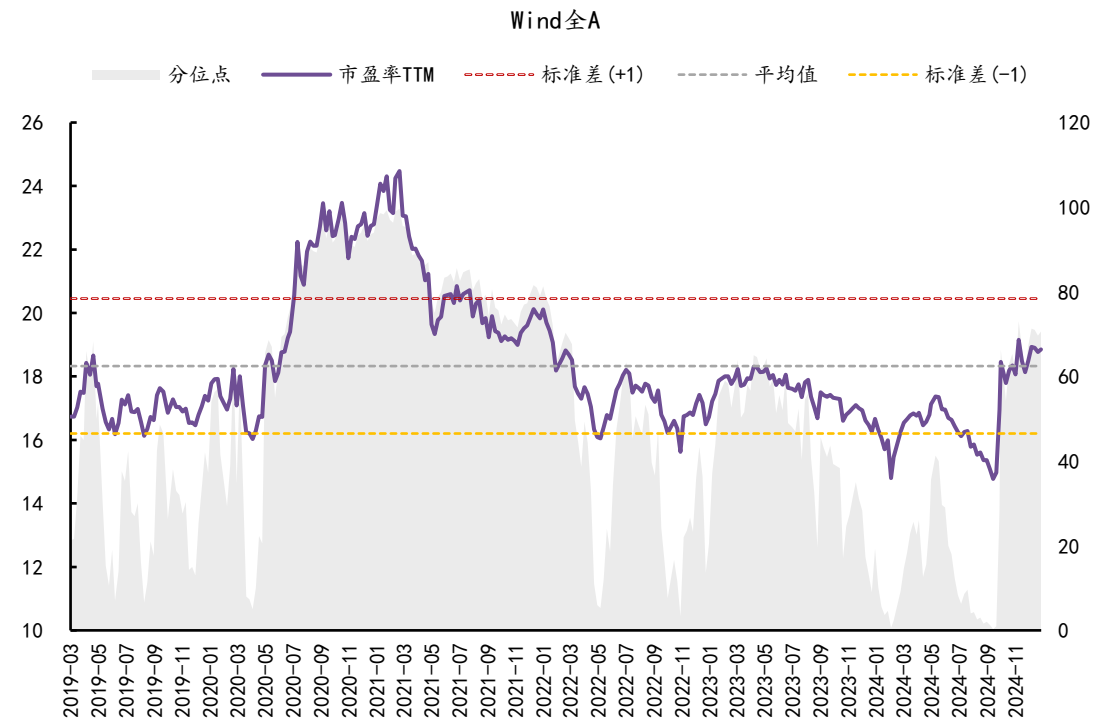
- **ERP**：全A股权风险溢价持续高企，股票配置性价比处于历史高位。2024年10月以来，ERP延续震荡上行态势，当前ERP水平位于3.61上下，与2023年同比上升0.64%，接近正一倍标准差，且该风险溢价水平在近15年中仍处在较高位置，股票配置性价比仍然较高。
- **PE**：全A PE（TTM）在均值附近震荡运行，处于70.60%的历史分位水平。此轮估值震荡回升，自9月下旬以来A股估值持续回升至均值以上。

全A股权风险溢价接近+1倍 σ



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

全A PE（TTM）在均值附近震荡运行

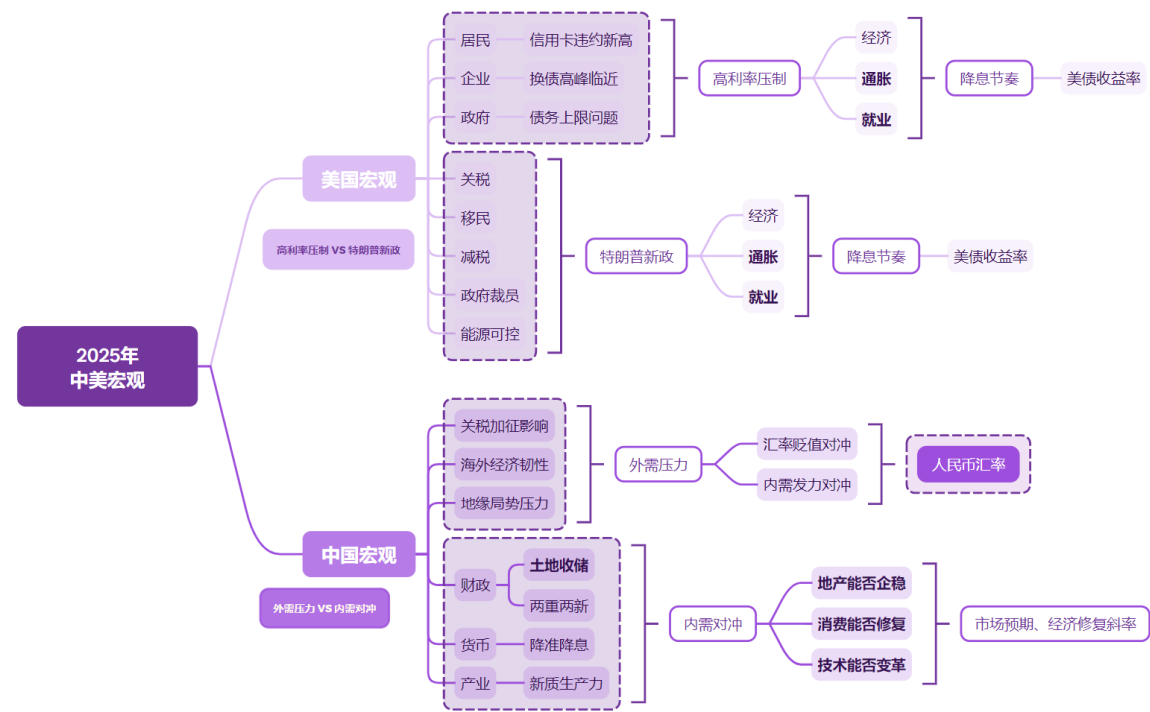


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.3.1、2025年宏观情形推演：外看美债，内看政策

- ◆ 2025 年A股走势影响因素：外看美国通胀和美联储降息，内看政策增量和经济成色。
- 海外：1) 经济韧性/特朗普回归-通胀担忧-**降息放缓**-美债收益率上行-经济再度承压-通胀担忧缓和、风险暴露-**降息重启**；
2) 经济韧性/特朗普回归-通胀回升-**降息暂停**-美债收益率上行-经济再度承压-**通胀延续上行**、风险暴露-降息搁置。
- 国内：1) 关税加征-出口承压-内需政策发力并对冲出口压力-信用/盈利/产能/物价周期逐步改善；
2) 关税加征-出口承压-人民币汇率承压，内需发力但力度有限-信用/盈利/产能/物价周期延续磨底。

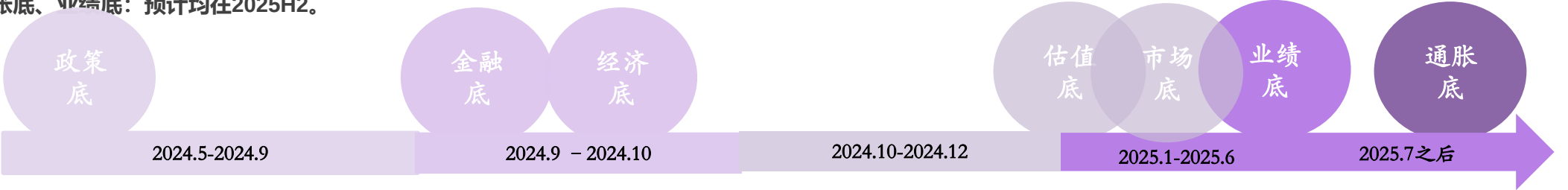
2025年内外宏观重点关注



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.3.2、2025年A股坐标校准：等待估值底、业绩底、通胀底确认

- 政策底：9/26加开的政治局会议为本轮政策底，确认宏观政策转向；
- 金融底：9-10月M2回升，10月M1同比跌幅收窄，为年内首次；
- 经济底：9-11月经济边际修复，制造业PMI回升，地产销售和社零改善；
- 估值底：9月底PE快速拉升后，12月后半旬后震荡消化，2025年两会前后是关键节点。
- 通胀底、业绩底：预计均在2025H2。



降息降准、地产松绑、资本市场改革等	社融、信贷、GDP、PMI等触底	PPI持续为负，降幅逐步收窄	PPI转正前、业绩探底	社融、PMI上行、PPI回正
-------------------	------------------	----------------	-------------	----------------

探底期	修复期	复苏-过热期
-----	-----	--------

经济下行（2024/5PMI回落至荣枯线以下） +通缩周期（PPI降幅再扩大）	经济触底修复（PMI再度回升）+ 物价下探（PPI降幅收窄）	经济震荡（看地产修复持续性） +物价磨底（等PPI拐点信号）	经济修复+通胀触底	经济金融 通胀全面上行
--	-----------------------------------	-----------------------------------	-----------	----------------

股市下探：估值+业绩双杀	上行：估值修复/结构牛市	盘整：震荡筑底	拔估值VS杀业绩	全面牛：估值+业绩双击？
--------------	--------------	---------	----------	--------------

分母端—估值驱动的中小盘/成长/科技等		分母端—估值驱动的中小盘/成长/科技等		
		分子端—业绩驱动的大盘/价值/金融消费周期等		
债牛下半场	债牛加时：高位震荡，先跌后涨	债熊：利率上行，可能出现债灾		

债券好于股票	股票债券相对均衡，股票略优于债券	股票明显优于债券
--------	------------------	----------

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

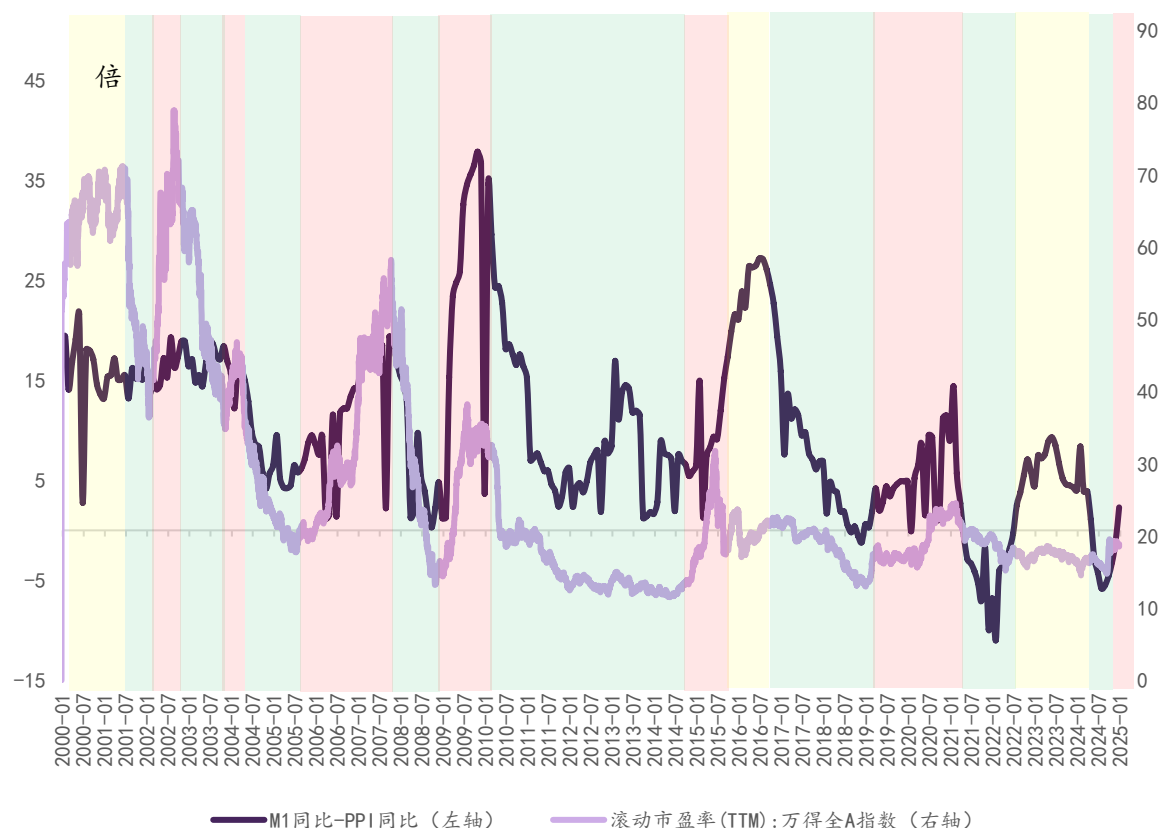
估值底：M1-PPI剩余流动性与全A市盈率高度相关

➤ M1-PPI（剩余流动性）与PE高度相关，估值底部待进一步夯实：

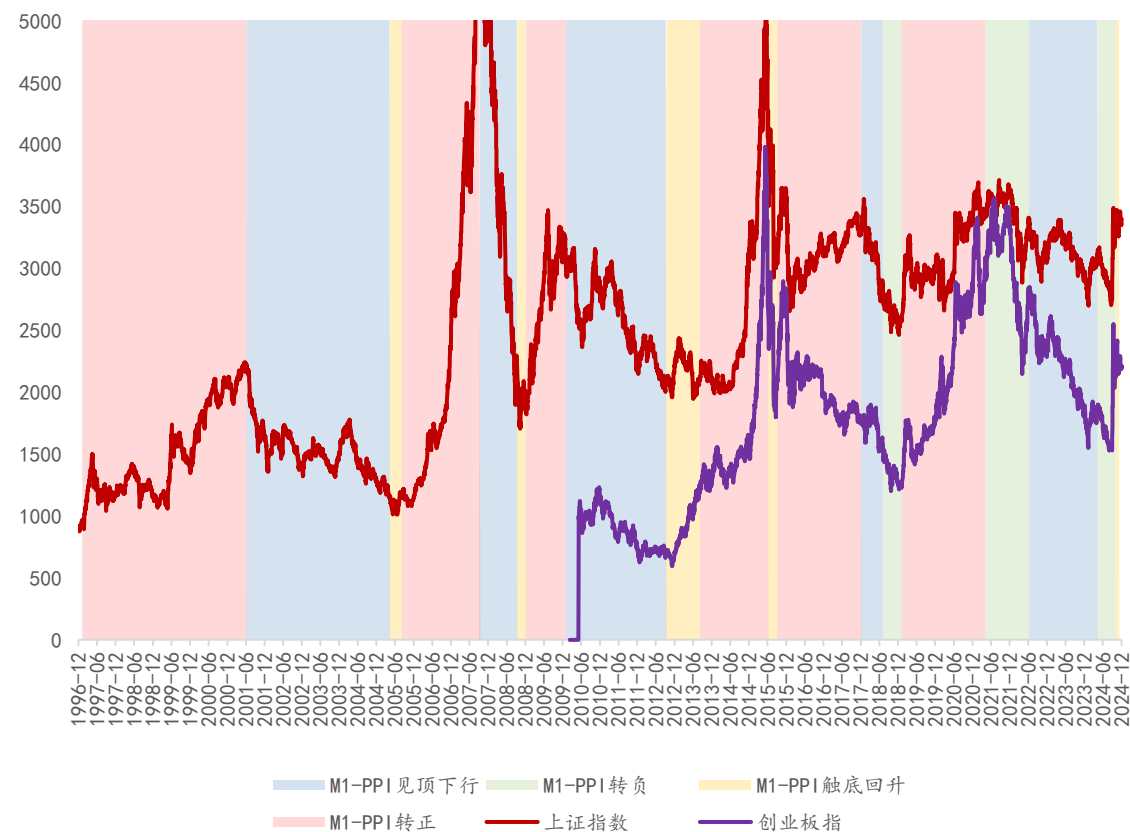
➤ M1 为实体流动性，PPI 可作为投入生产经营所需要的流动性，M1-PPI剪刀差为剩余流动性，M1 增长快于 PPI，M1-PPI为正，表明流动性充裕但需求不足。

➤ 剩余流动性触底回升阶段，全A市盈率随之上行，主要指数震荡上行。

M1-PPI同比走高通常能驱动全A估值提升



剩余流动性提升，宽基指数呈现更为显著的震荡上行

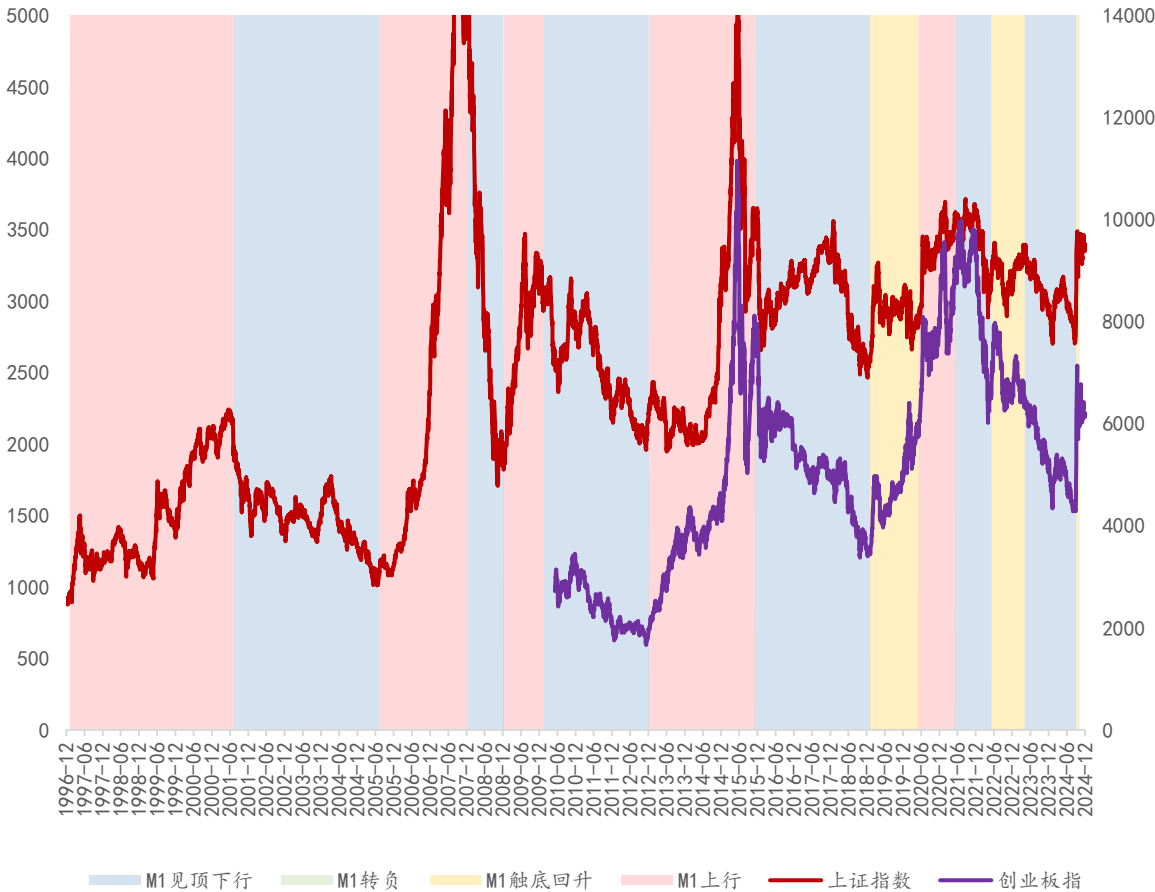


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

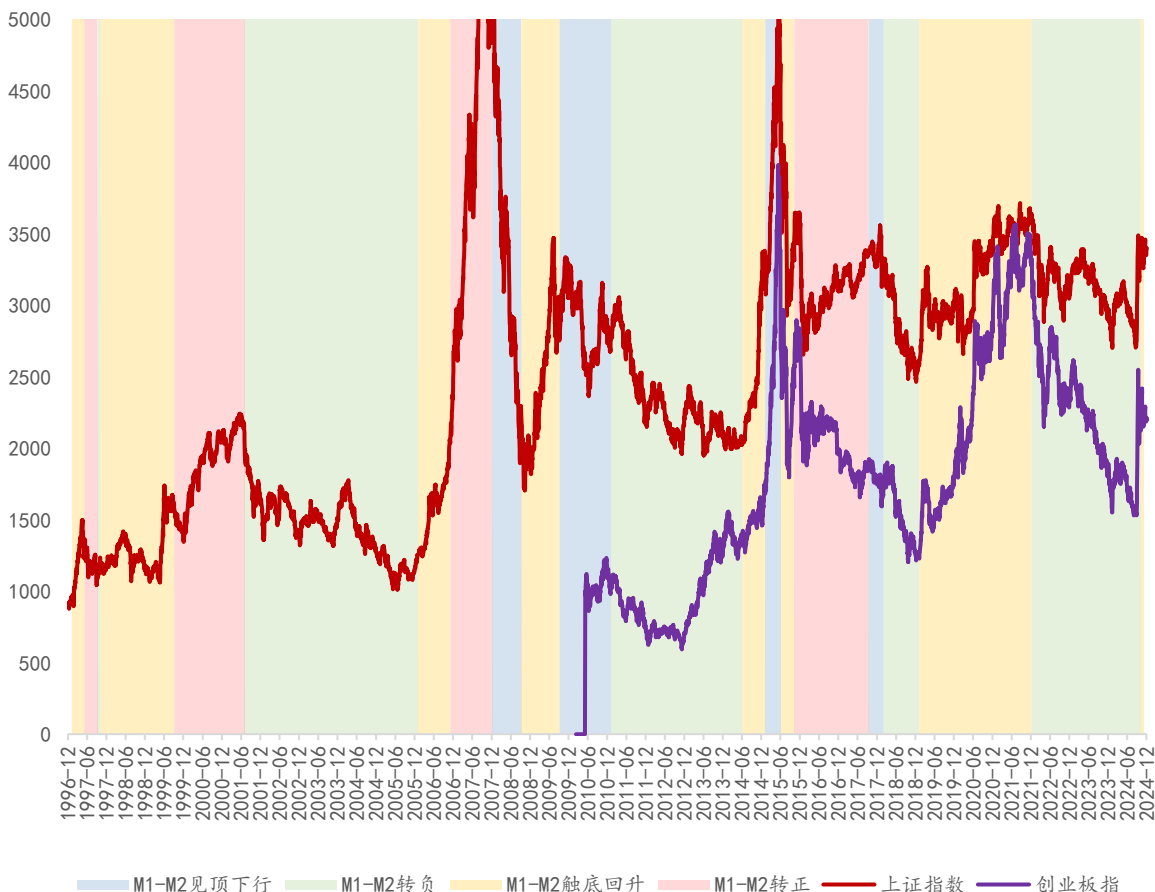
市场底：M1、M1-M2剪刀差与A股走势正相关

- **M1增速（实体流动性）与大盘高度相关。**2024年4月以来，M1月同比增速已7个月连续转负，但由于9月开始一系列的宽货币政策加持下，宽基指数并未出现进一步震荡下跌，于2024年9月出现底部反弹，短期M1增速或延续磨底，指数窄幅震荡上行。**M1同比增速已出现底部反弹，资金活化边际好转，经济动能已有所恢复。**

M1与A股走势正相关



M1-M2剪刀差与宽基指数相关性较强

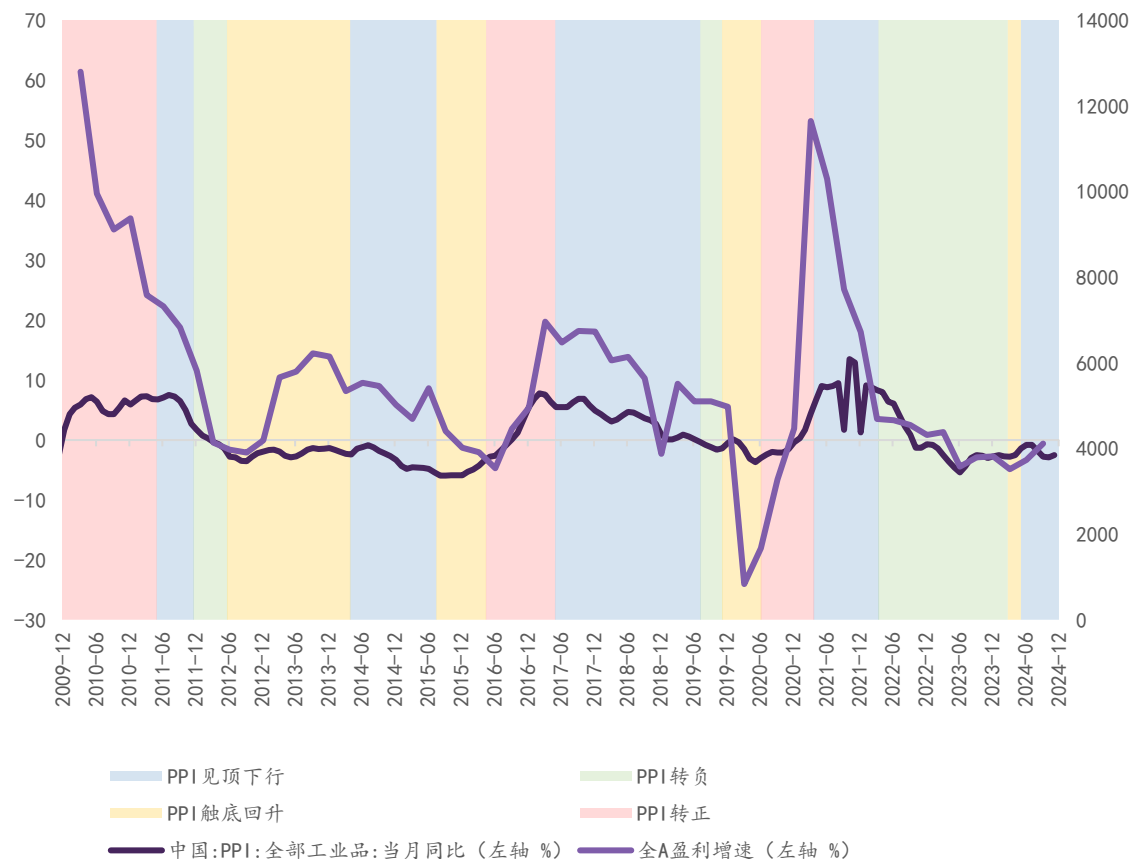


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

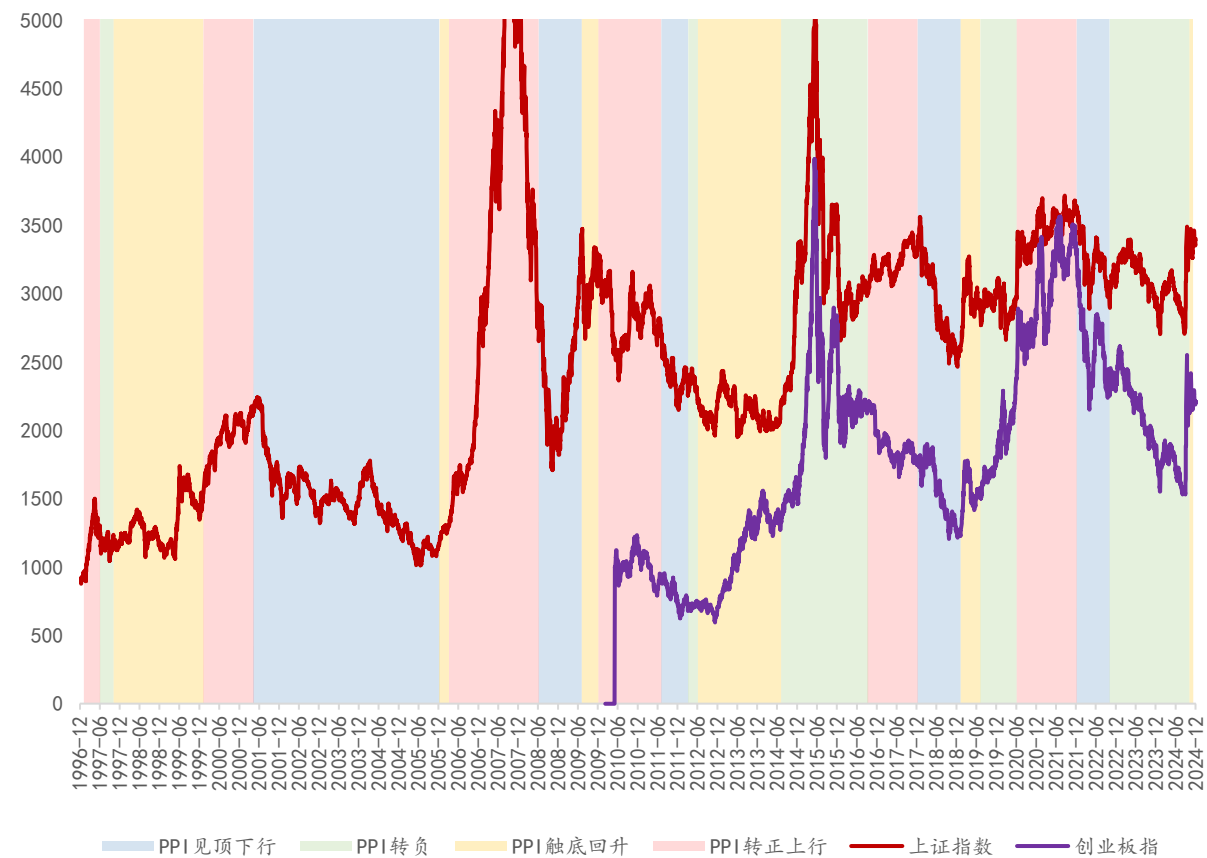
业绩底：PPI与A股非金融企业盈利正相关

- PPI是A股盈利中重要的价格因素，与全A、非金融上市公司盈利高度相关：
- PPI触底回升阶段，有助于夯实业绩底，沪指震荡上行，创业板指宽幅波动。

PPI与全A盈利呈现较强正相关性



PPI触底回升阶段，沪指震荡上行，创业板指宽幅波动



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

3.3.3、2025年A股大势与节奏推演：W型走势，先震荡后上行

- 综合内外宏观、A股估值、流动性、盈利等因素分析，对2024年A股走势的推演如下：
- **2024Q1**：美国经济韧性，特朗普回归，降息暂缓；国内经济弱修复，政策再度发力；年初外有压制，国内政策真空，市场有调整压力，**之后开启两会政策博弈行情**；
 - **2024Q2**：美国通胀反复证伪，企业换债高峰，经济增速放缓，美债冲高回落；国内经济放缓，信用扩张不佳，业绩小幅回落，**A股有再度调整风险**；
 - **2024Q3**：美国经济走弱，预计二季度末三季度初降息重启；国内汇率压力缓释，政策加力，经济低位修复，增量资金入市，A股震荡上行可期；
 - **2024Q4**：美国经济再度筑底，浅衰退/软着陆博弈；国内经济修复，年底再度政策博弈，叠加业绩触底回升，赚钱效应吸引资金入市，A股震荡反弹有望延续。

2025年A股影响因素及节奏推演

	海外宏观	国内宏观	A股业绩	增量资金	A股走势
2025Q1	经济韧性，特朗普回归， 降息暂缓	经济弱修复，政策再度发力	小幅回升	先流出后回补	年初调整后， 有博弈两会政策机会
2025Q2	通胀反复证伪，企业换 债高峰，经济增速放缓， 美债冲高回落	经济放缓，信用扩张不佳	小幅回落	难有增量， 甚至有外流压力	若数据验证不佳， 有再度调整风险
2025Q3	经济走弱，降息重启 (二季度末三季度初)	汇率压力缓释，政策加力， 经济低位修复	延续回落，夯实底部	增量入市	震荡上行
2025Q4	经济再度筑底， 浅衰退/软着陆	经济修复，年底政策博弈	触底回升	增量入市	震荡上行

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

04 风格主线： 向新而行，高股息-新科技-新消费接力

研究创造价值

4.1、2025市场风格：经济修复+通胀见底，先小盘成长后大盘价值

- 2024年9月底A股快速反弹后震荡整固：主要是政策转向后的分母端助力，利好估值驱动的中小盘/成长/科技等；
- 2013年以来风格切换的触发因素：产业政策重心调整或者剩余流动性变化。2024年中央经济工作会议聚焦内需和技术创新，货币政策时隔14年重回“适度宽松”，剩余流动性延续宽松，先是估值驱动的小盘成长占优；若经济修复成色验证符合预期，预计剩余流动性会边际收敛，业绩修复的大盘价值关注度提升。

2013年中央经济工作会议后的风格切换及触发因素

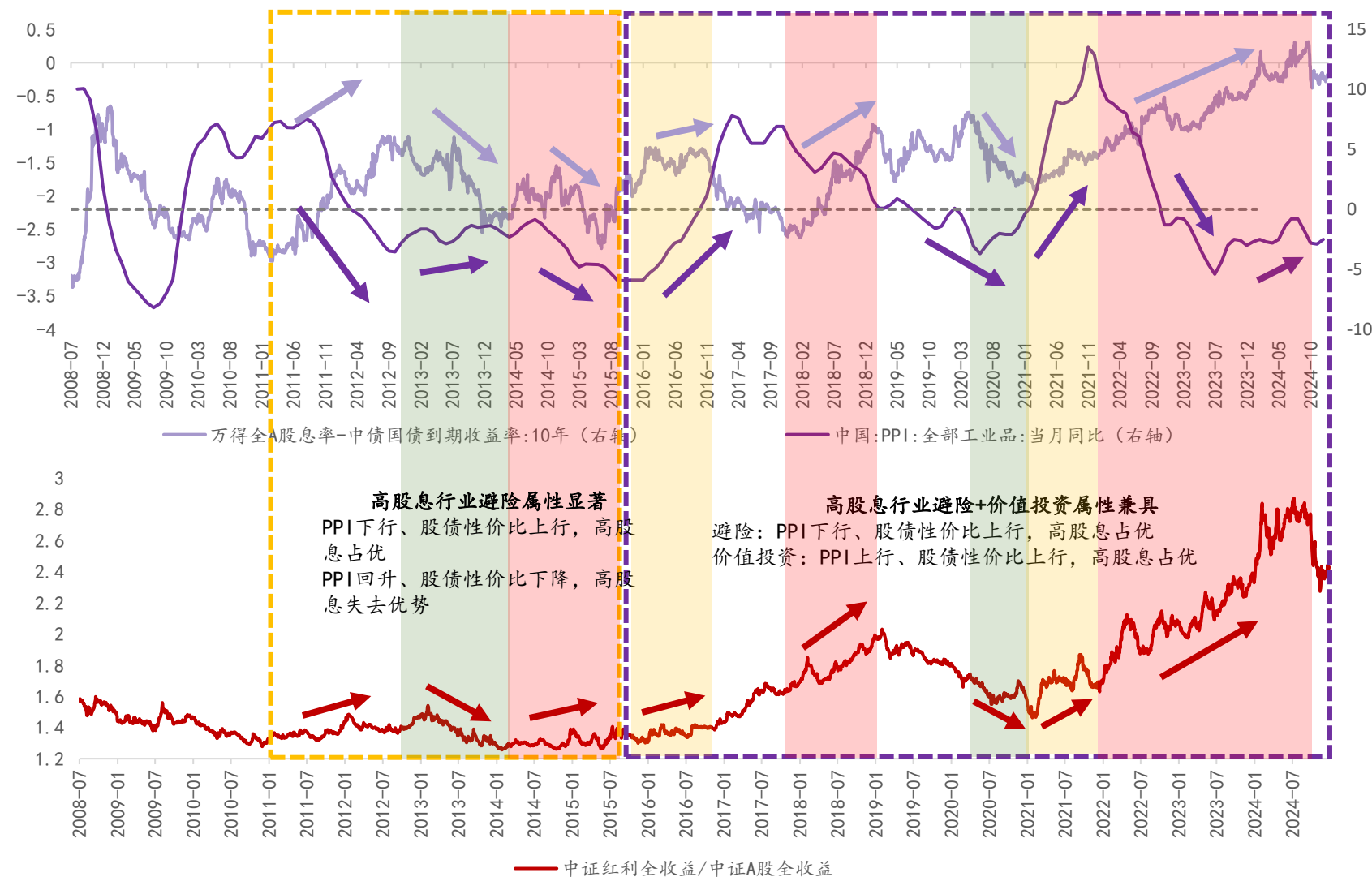
会议时间	是否发生风格切换	切换方向	产业政策基调	剩余流动性
2013/12/13	否	小盘风格延续占优	传统产业优化升级	-
2014/12/11	是	大盘占优切换为小盘占优	增强战略性新兴产业和服务业支撑	-
2015/12/21	是	小盘占优切换为大盘占优	供给侧结构性改革	扩大
2016/12/16	否	大盘风格延续占优	深化供给侧改革	持续收敛
2017/12/20	是	大盘占优切换为小盘占优	传统产业优化升级	阶段性扩大
2018/12/21	是	小盘占优切换为大盘占优	新基建和先进制造业	由扩大至收敛
2019/12/12	否	小盘风格延续占优	保民生	持续扩大
2020/12/18	是	大盘占优切换为小盘占优	双碳政策	先收敛再扩大
2021/12/10	否	小盘占优趋于大小盘均衡	基建投资	持续扩大
2022/12/16	是	大盘占优切换为小盘占优	聚力前沿、高端产业链	持续扩大至登顶
2023/12/12	否	先大盘占优后小盘占优	以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能	先收窄再扩大
2024/12/12		预计先小盘占优后大盘占优	扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展	预计先扩大后收窄

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

M1回正之前：哑铃策略风格持续占优，关注红利缩圈+科技主题

- 1) 高股息：通胀触底回升初期，高股息策略攻守兼备。
- 高股息策略在通胀下探阶段表现较优，但多在PPI回升+利率上行（股债性价比下行）时性价比降低：
 - 1) 在2015年之前，高股息板块的避险属性比较显著，在PPI下行+利率下行（股债性价比上行）组合下表现优于大盘。
 - 2) 在2015年7月PPI触底回升后，高股息行业开始兼具“避险+价值投资”属性，避险属性意味着PPI下行期间高股息多占优；价值投资属性意味着在PPI上行+利率下行（股债性价比上行）期间多占优。但在PPI回升+利率上行（股债性价比下行）的情况下优势下降（2016.11-2017.11高股息占优主要是因为供给侧改革）；
 - 3) 2024年11月，PPI的拐点或初步显现，高股息策略依然占优。但需警惕PPI确定复苏叠加利率上行（股债性价比下行）后高股息板块的优势回落风险。

通胀触底回升初期，高股息板块兼具避险+价值投资属性依旧占优，但需警惕PPI大幅回升+利率上行



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

关注高股息且低拥挤行业：石油石化、有色、煤炭、交通运输、食品饮料

- 结合行业股息率、分红持续性、行业ROE、交易拥挤度四个指标分析，可重点关注石油石化、有色、煤炭、交通运输及食品饮料行业。
- 1) 分红水平（股息率）：银行、煤炭、家用电器、交通运输、纺织服饰、钢铁在行业中处于领先水平；
 - 2) 分红意愿（分红持续性）：银行、非银金融、交通运输、家用电器、食品饮料等行业的分红持续性表现较好；
 - 3) 分红能力（盈利能力：行业ROE）：截至2024年三季度，食品饮料、家用电器、煤炭、石油石化、有色金属、石油石化、电力设备、美容护理等行业的ROE超10%，盈利能力相对较强；
 - 4) 交易拥挤度：当前纺织服饰、银行、家用电器、基础化工、公用事业行业拥挤交易风险较高；

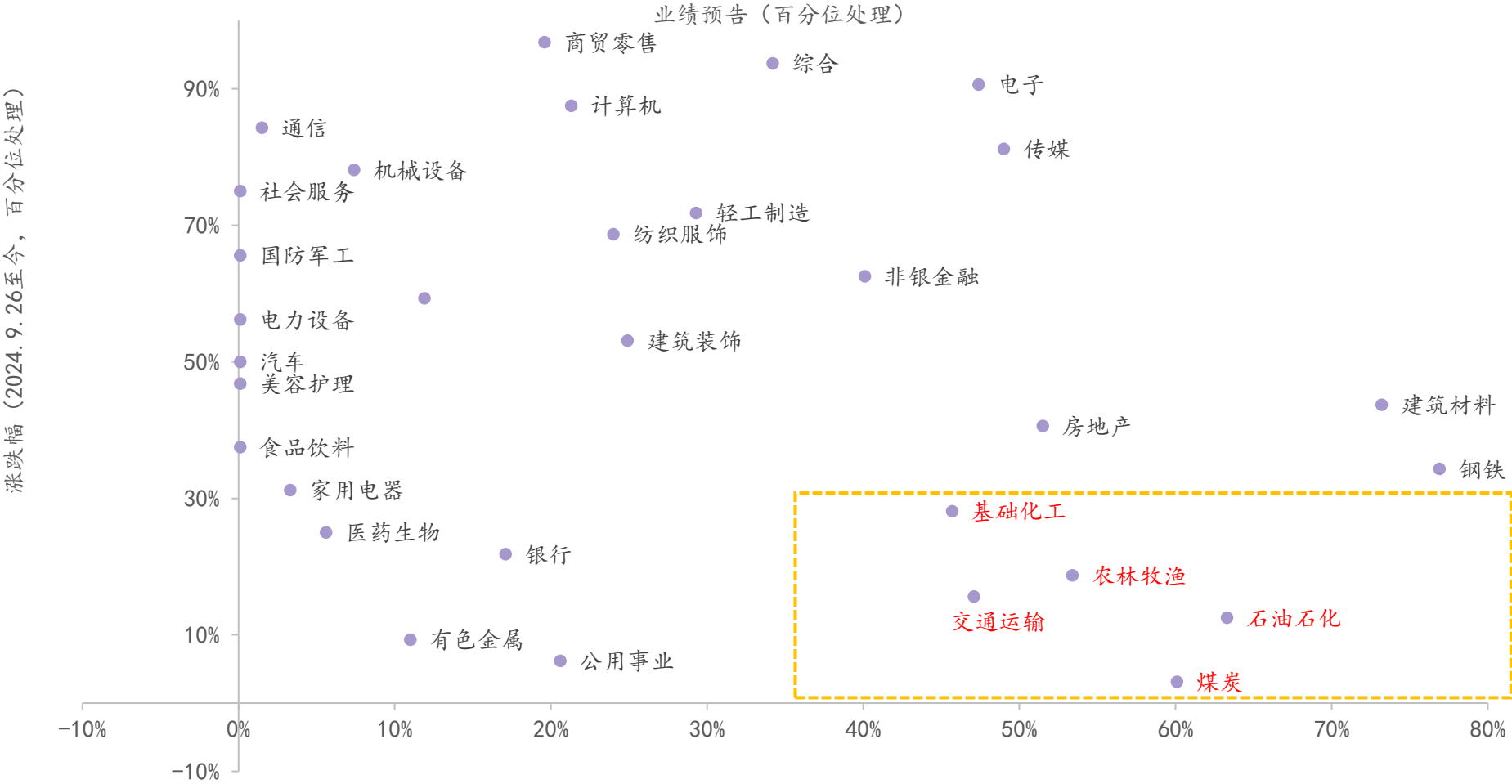
	行业	行业股息率	行业排名	分红持续性	行业排名	行业ROE	行业排名	综合评分	当前交易拥挤度
801110.SI	家用电器	1.99	3	0.73	4	17.41	2	94.5	75.9%
801780.SI	银行	5.19	1	0.92	1	9.85	8	94.0	42.7%
801950.SI	煤炭	5.18	2	0.52	29	15.04	3	90.5	30.0%
801120.SI	食品饮料	1.32	11	0.72	5	21.77	1	84.0	17.4%
801170.SI	交通运输	1.87	4	0.75	3	7.84	14	82.5	29.2%
801130.SI	纺织服饰	1.80	5	0.67	14	8.05	12	80.0	84.9%
801160.SI	公用事业	1.40	10	0.64	20	8.90	9	78.0	50.1%
801050.SI	有色金属	1.31	13	0.51	30	11.14	5	76.0	0.7%
801960.SI	石油石化	1.19	15	0.58	25	11.24	4	76.0	12.9%
801030.SI	基础化工	1.40	9	0.68	8	6.73	18	72.5	55.4%
801710.SI	建筑材料	1.47	7	0.69	7	5.06	23	71.0	
801980.SI	美容护理	1.11	19	0.66	18	10.31	7	70.0	
801180.SI	房地产	1.43	8	0.67	13	-1.87	30	69.5	
801790.SI	非银金融	1.31	12	0.75	2	6.68	19	68.5	
801040.SI	钢铁	1.70	6	0.54	27	3.10	26	67.5	
801140.SI	轻工制造	1.30	14	0.68	9	6.81	17	67.0	
801720.SI	建筑装饰	1.10	20	0.70	6	8.43	11	66.5	
801150.SI	医药生物	1.14	16	0.68	10	7.20	15	66.0	
801730.SI	电力设备	0.96	23	0.67	15	10.62	6	66.0	
801770.SI	通信	0.54	28	0.63	21	8.50	10	62.0	
801880.SI	汽车	0.90	25	0.67	12	7.89	13	60.0	
801970.SI	环保	1.14	18	0.66	17	5.42	22	56.0	
801890.SI	机械设备	0.95	24	0.67	16	6.86	16	55.0	
801200.SI	商贸零售	1.14	17	0.62	23	2.76	28	55.0	
801210.SI	社会服务	0.56	27	0.52	28	5.98	20	54.0	
801750.SI	计算机	0.38	31	0.67	11	2.95	27	52.0	
801080.SI	电子	0.62	26	0.65	19	4.38	25	51.0	
801740.SI	国防军工	0.41	30	0.62	22	4.63	24	50.0	
801760.SI	传媒	0.97	21	0.58	24	5.60	21	50.0	
801010.SI	农林牧渔	0.96	22	0.56	26	-0.94	29	50.0	
801230.SI	综合	0.43	29	0.44	31	-6.29	31	50.0	

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

关注业绩预喜且超跌方向：煤炭、石油石化、农林牧渔等

➤ 当前超跌且业绩预喜方向：石油石化、煤炭、农林牧渔、交通运输及基础化工等行业；

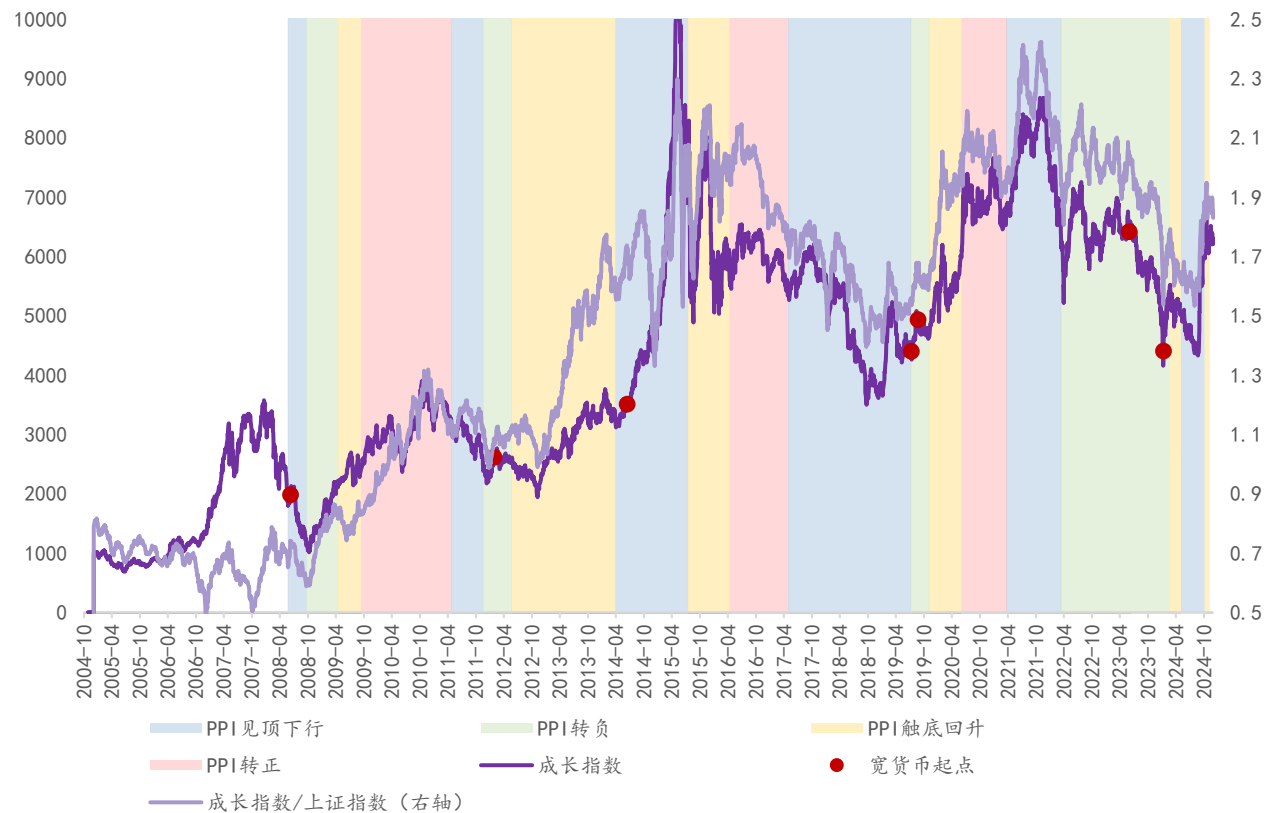
关注石油石化、煤炭、农林牧渔等超跌且业绩预喜的行业



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- 2) 成长科技：弱增长+宽货币+产业催化下，成长科技多强势领涨。
- 在通胀持续水下运行、经济下行压力加剧的环境下，货币宽松释放流动性，一方面通过利好对估值提升相对敏感的成长科技板块；另一方面，低通胀时期的货币宽松往往会孕育产业结构变革，新兴产业趋势与改革预期共振催化成长科技行情。从历史数据来看，除通信在2020年下跌了9.7%以外，其他成长行业均在“弱增长+宽货币”环境下跑赢市场。截至目前，成长板块自2023年5月以来的下行周期中，2024年9月以来由于**强势货币宽松的催化，行情阶段触底反弹。**

历史经验表明：弱增长+宽货币，多催化成长科技板块行情



宽货币起点	1997-10	2008-09	2012-06	2014-11	2020-02	均值	胜率
PPI 转正/拐点	2002-11	2009-10	2014-08	2016-08	2020-12		
降息降准次数	降息6次/降准2次	降息5次/降准4次	降息2次	降息6次/降准5次	降息2次/降准3次		
国防军工	-	101.2	44.9	26.3	53.1	56.4	100%
电子	-	75.5	63.0	44.0	19.8	50.6	100%
通信	-	70.5	36.1	51.1	-9.7	37.0	75%
传媒	-	61.5	120.6	34.1	5.2	55.3	100%
计算机	-	72.7	94.2	52.4	1.9	55.3	100%
电力设备	-	114.0	35.0	34.4	84.8	67.1	100%
成长	-	91.3	53.4	45.2	33.9	56.0	100%
上证指数	21.8	44.1	-3.3	24.1	16.7	20.7	80%

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

PPI回正之后：消费、周期关注度提升

➤ PPI对A股行业风格的影响统计

PPI阶段底部至转正，消费、成长风格关注度提升

PPI阶段底		1998-11	2002-02	2009-07	2015-09	均值	上涨概率
PPI转正		2000-01	2002-12	2009-12	2016-09		
宽基指数	000001.SH 上证指数	23.3	-11.7	-1.3	-1.1	2.3	17%
	399001.SZ 深证成指	23.7	-9.7	3.2	6.2	5.9	50%
	399006.SZ 创业板指	0.0	0.0	0.0	2.4	0.6	50%
	000016.SH 上证50	0.0	0.0	-7.3	2.4	-1.2	25%
	000300.SH 沪深300	0.0	-12.1	-1.6	2.3	-2.9	20%
风格	000852.SH 中证1000	0.0	0.0	20.0	12.2	8.0	50%
	C1005917.WI 金融	0.0	0.0	-7.3	17.0	2.4	25%
	C1005918.WI 周期	0.0	0.0	6.1	12.8	4.7	50%
	C1005919.WI 消费	0.0	0.0	24.9	17.2	10.5	50%
	C1005920.WI 成长	0.0	0.0	13.0	11.7	6.2	50%
上游资源	C1005921.WI 稳定	0.0	0.0	-2.9	-9.7	-3.2	0%
	801950.SI 煤炭	20.8	-20.1	0.2	14.4	3.8	60%
	801040.SI 钢铁	8.3	-12.3	-8.7	-11.3	-6.0	20%
	801050.SI 有色金属	16.8	-15.8	-2.7	21.0	4.8	40%
	801960.SI 石油石化	10.9	-5.3	0.6	-1.6	1.2	40%
中游制造	801030.SI 基础化工	8.2	-12.0	12.7	20.0	7.2	60%
	801890.SI 机械设备	-69.5	-5.6	14.4	3.4	-14.4	40%
	801720.SI 建筑装饰	10.7	-19.6	-7.6	-2.0	-4.6	20%
	801710.SI 建筑材料	9.1	-13.3	13.4	15.6	6.2	60%
	801170.SI 交通运输	10.0	-11.4	0.3	-20.2	-5.3	40%
大金融	801180.SI 房地产	14.7	-11.1	-9.0	19.4	3.5	40%
	801780.SI 银行	4.6	-3.8	-6.7	6.0	0.0	40%
	801790.SI 非银金融	6.0	-7.5	-7.3	12.5	0.9	40%
	801740.SI 国防军工	-66.8	3.2	2.7	-7.6	-17.1	40%
	801080.SI 电子	23.5	-13.6	23.4	26.7	15.0	60%
成长	801770.SI 通信	16.2	-32.1	5.3	15.9	1.3	60%
	801760.SI 传媒	40.8	-16.3	12.7	-9.2	7.0	40%
	801750.SI 计算机	22.7	-20.0	18.1	3.3	6.0	60%
	801730.SI 电力设备	12.7	-13.9	10.8	7.7	4.3	60%
	801980.SI 美容护理	-0.1	-16.3	22.7	18.1	6.1	40%
下游消费	801120.SI 食品饮料	14.6	-11.2	24.6	20.8	12.2	60%
	801210.SI 社会服务	16.7	-9.0	13.5	6.6	6.9	60%
	801140.SI 轻工制造	12.0	-10.7	20.0	7.7	7.3	60%
	801150.SI 医药生物	15.0	-6.9	33.2	11.0	13.1	60%
	801880.SI 汽车	5.8	-3.0	32.8	17.5	13.3	60%
公用	801110.SI 家用电器	13.1	-21.2	39.8	30.4	15.5	60%
	801130.SI 纺织服饰	11.9	-12.7	14.2	12.5	6.5	60%
	801010.SI 农林牧渔	21.7	-14.7	22.1	13.1	10.5	60%
	801200.SI 商贸零售	24.8	-11.4	25.5	0.1	9.7	60%
	801230.SI 综合	22.1	-14.2	5.6	17.6	7.8	60%
	801160.SI 公用事业	13.5	-13.1	-1.5	-6.4	-1.9	20%
	801970.SI 环保	16.0	-15.1	15.6	11.2	6.9	60%

PPI转正至阶段顶，资金转向周期、成长风格

PPI转正		2000-01	2002-12	2009-12	2016-09	2021-01	均值	上涨概率
PPI阶段顶		2000-07	2004-11	2011-07	2017-02	2021-10		
宽基指数	000001.SH 上证指数	31.8	-1.9	-17.2	8.1	1.8	7.7	67%
	399001.SZ 深证成指	23.8	16.4	-12.1	-1.2	-2.5	8.0	50%
	399006.SZ 创业板指	-	-	-	-	7.1	7.1	50%
	000016.SH 上证50	-	-	-24.9	9.0	-12.0	-9.3	25%
	000300.SH 沪深300	0.0	-4.2	-16.5	6.4	-8.3	-4.5	20%
风格	000852.SH 中证1000	-	-	14.5	-1.3	17.2	10.1	50%
	C1005917.WI 金融	-	-	-27.5	2.9	-8.6	-11.0	25%
	C1005918.WI 周期	-	-	-0.2	7.3	18.7	8.6	50%
	C1005919.WI 消费	-	-	12.9	5.2	-10.3	2.6	50%
	C1005920.WI 成长	-	-	11.0	-2.4	13.7	7.5	50%
上游资源	C1005921.WI 稳定	-	-	-15.1	15.1	13.5	4.5	50%
	801950.SI 煤炭	41.8	25.3	-9.3	5.1	44.6	21.5	80%
	801040.SI 钢铁	49.6	23.0	-23.6	22.7	30.6	20.5	80%
	801050.SI 有色金属	32.9	-5.9	14.6	9.1	32.4	16.6	80%
	801960.SI 石油石化	54.2	10.4	-35.2	14.4	8.9	10.5	80%
中游制造	801030.SI 基础化工	36.4	-5.0	-21.9	6.9	29.0	9.1	60%
	801890.SI 机械设备	43.7	-27.7	19.7	6.6	4.9	9.4	80%
	801720.SI 建筑装饰	42.7	-28.2	-0.5	20.6	11.3	9.2	60%
	801710.SI 建筑材料	61.5	-22.0	24.3	15.4	-8.2	14.2	60%
	801170.SI 交通运输	38.9	17.8	-20.0	8.3	-2.1	8.6	60%
大金融	801180.SI 房地产	36.2	-28.9	-22.5	-1.4	-13.3	-6.0	20%
	801780.SI 银行	-1.2	-8.8	-23.2	6.6	-6.7	-6.7	20%
	801790.SI 非银金融	25.9	-17.7	-33.6	3.0	-15.5	-7.6	40%
	801740.SI 国防军工	13.0	-37.7	24.6	10.6	10.7	4.2	80%
	801080.SI 电子	29.8	-3.3	21.2	-0.6	4.3	10.3	60%
成长	801770.SI 通信	17.4	13.9	-20.1	0.6	-1.9	2.0	60%
	801760.SI 传媒	10.4	20.0	-14.0	-7.4	-16.8	-1.5	40%
	801750.SI 计算机	18.5	-0.1	4.3	-6.6	-2.6	2.7	40%
	801730.SI 电力设备	23.7	3.8	-0.6	2.3	48.0	15.4	80%
	801980.SI 美容护理	39.7	-35.7	26.2	4.5	2.4	7.4	80%
下游消费	801120.SI 食品饮料	24.8	-16.8	31.1	12.6	-12.2	7.9	60%
	801210.SI 社会服务	39.2	-24.4	1.5	-0.5	-6.6	1.8	40%
	801140.SI 轻工制造	37.1	-26.6	3.2	3.3	-5.6	2.3	60%
	801150.SI 医药生物	38.8	-28.4	17.4	-1.2	-10.0	3.3	40%
	801880.SI 汽车	39.1	-24.6	-19.6	5.8	14.1	3.0	60%
公用	801110.SI 家用电器	10.2	-15.0	8.6	10.9	-22.3	-1.5	60%
	801130.SI 纺织服饰	35.8	-28.3	12.0	4.3	4.0	5.6	80%
	801010.SI 农林牧渔	40.1	-36.6	12.8	3.9	-11.8	1.7	60%
	801200.SI 商贸零售	27.7	-21.8	-1.3	8.0	2.0	2.9	60%
	801230.SI 综合	27.7	-28.7	20.5	1.7	16.1	7.5	80%
	801160.SI 公用事业	39.8	3.7	-15.8	3.5	27.7	11.8	80%
	801970.SI 环保	23.4	-24.4	-0.5	1.2	15.5	3.0	60%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

4.3、2025投资主线：聚焦内需和科技创新

➤ 年底经济工作会议中的产业政策定调指引次年投资主线：总结提炼出了会议中关于产业政策的关键词，并选取申万一级行业表现较优的行业（T+20/60/250涨幅居前或胜率居前），二者的关联性很强。

2013年以来中央经济工作会议的产业定调及投资主线

中央经济会议时间	会议后表现较优行业	T+20	T+60	T+250	产业政策关键词
2013/12/13	电子	0.42	9.69	21.01	传统产业优化升级
	计算机	-0.19	15.43	46.35	
	非银金融	-7.76	-13.64	100.03	
	钢铁	-9.11	-9.19	81.49	
	电力设备	-2.26	11.94	33.44	
2014/12/11	建筑装饰	15.85	32.32	46.69	增强战略性新兴产业和服务业支撑
	计算机	2.02	50.13	93.04	
	纺织服装	-1.98	28.22	85.20	
	轻工制造	-3.67	24.42	80.75	
	社会服务	0.16	22.03	79.26	
2015/12/21	煤炭	-11.90	-9.66	-3.02	三去一降一补
	食品饮料	-11.82	-9.76	7.45	
	家用电器	-13.19	-13.45	1.50	
	钢铁	0.08	6.33	14.47	
2016/12/16	银行	-0.19	0.76	9.95	深化供给侧改革
	建筑材料	-5.16	9.91	6.06	
	食品饮料	-1.54	9.43	54.15	
	家用电器	-2.77	11.70	46.37	
2017/12/20	银行	9.60	2.18	-14.87	传统产业优化升级
	石油石化	10.05	3.54	-23.97	
	社会服务	5.85	10.04	-9.48	
	食品饮料	8.96	32.86	71.64	
2018/12/21	电子	1.05	33.41	75.01	新基建、先进制造业
	农林牧渔	3.65	43.03	48.76	
	计算机	2.41	42.48	48.37	
	家用电器	6.25	25.63	57.16	
2019/12/12	电力设备	11.57	10.43	101.09	保民生
	农林牧渔	11.05	10.02	22.01	
	社会服务	9.10	-6.99	89.15	
	美容护理	10.09	6.17	68.03	
	食品饮料	2.84	-6.51	81.75	
2020/12/18	有色金属	13.34	12.85	47.25	双碳政策
	钢铁	2.80	22.86	32.90	
	电力设备	17.86	6.08	63.08	
	煤炭	4.22	9.75	48.16	
	基础化工	10.45	9.86	39.48	
2021/12/10	综合	6.84	5.21	15.41	基建投资
	煤炭	1.84	11.02	13.51	
	通信	1.42	18.95	16.14	
2022/12/16	传媒	3.71	21.15	12.51	聚力前沿、高端产业链
	计算机	3.08	20.64	0.96	
	电子	-1.07	4.24	-3.28	
2023/12/12	银行	4.60	11.77	39.10	新产业、新模式、新动能
	非银金融	-5.04	0.00	34.45	
	通信	-9.16	8.76	31.55	
	家用电器	4.50	11.78	30.79	
	电子	-8.94	-3.91	25.52	

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

4.4、2025年向新而行：新央企、新科技、新消费、新格局

2025年关注四大投资方向：新央企、新科技、新消费、新格局

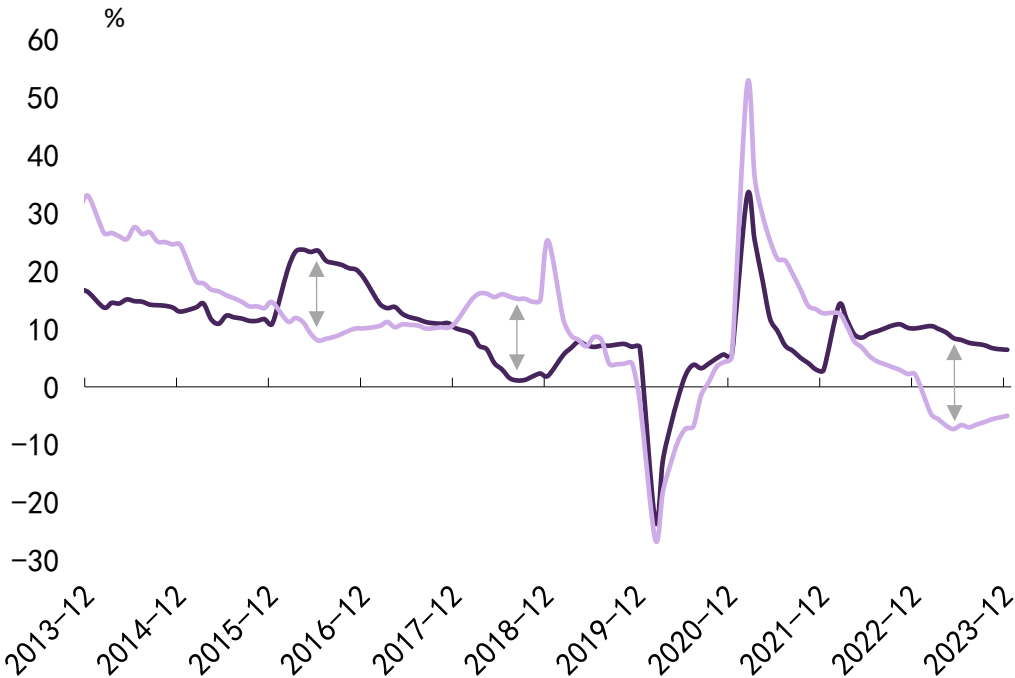


资料来源：华鑫证券研究

4.4.1、新央企：央企投资比重持续上升

- 央企投资比重呈现上升趋势，央企或持续存在投资机会。国企固定资产投资完成额累计同比维持正值，央企板块维持正资金注入。
- 市值管理再加码，优质破净央企或迎利好。12月17日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，明确了央企市值管理目标和方向，并提出从并购重组、股票回购增持等六方面改进和加强市值管理工作。

国企、民企固定累计资产投资完成额持续正增长



—— 中国: 固定资产投资完成额: 内资企业: 国有及国有控股单位: 累计同比
—— 中国: 固定资产投资完成额: 内资企业: 私营企业: 累计同比

关注央企改革发展的四大新方向

央企改革	事件	相关表述
高股息	2024年12月17日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	支持控股上市公司围绕提高主业竞争优势、增强科技创新能力、促进产业升级实施并购重组； 指导控股上市公司从完善公司治理、规范实施股权激励等方面加大市场化改革力度，激发上市公司活力； 引导控股上市公司牢固树立投资者回报意识，增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例；
并购重组	12月23日至24日，国务院国资委举行中央企业负责人会议，研究部署2025年五大重点任务 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》	要切实抓好国有企业经济布局优化和结构调整，聚焦主责主业，加快国有资本“三个集中”，加大力度推进战略性重组和专业化整合，推动重点产业提质升级，抓好产业焕新行动、未来产业启航行动，优化生产力空间布局，更好发挥在现代化产业体系建设中的重要作用。 推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引，研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系，引导上市公司回购股份后依法注销。
高回购	2024年11月15日，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。 对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。
破净	2024年12月17日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	为中央企业和控股上市公司要高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行；对业务协同度弱、股票流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司，鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置。

资料来源：Wind，中国政府网，国务院国资委，华鑫证券研究等

4.4.1.1、高股息：关注分红高频且比例较大的银行、交运、家电、公用事业

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

➤ 新央企投资方向一：高股息。分红比例较高且分红年数较多的行业包括银行、交通运输、家用电器、建筑装饰等。

股息率居前行业：银行、煤炭、钢铁、交运、家电、纺服、公用事业等

A股平均股息率													
行业	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
上游资源	煤炭	1.09	0.47	0.21	0.87	2.11	2.62	2.3	2.15	3.97	5.18	4.37	
	钢铁	0.53	0.72	0.24	0.6	2.51	2.99	2.13	3.28	5.01	1.7	2.02	
	有色金属	0.38	0.32	0.29	0.36	0.95	0.65	0.55	0.58	0.86	1.31	1.35	
	石油石化	0.61	0.47	0.41	0.75	1.09	1.07	1.08	0.89	1.47	1.19	1.24	
	基础化工	0.59	0.45	0.46	0.71	1.37	1.28	1.04	0.88	1.38	1.4	1.38	
中游制造	机械设备	0.56	0.35	0.4	0.52	1.03	0.88	0.77	0.79	1.06	0.95	1.19	
	建筑装饰	0.63	0.5	0.54	0.66	1.2	1.24	1.33	1.29	1.27	1.1	1.27	
	建筑材料	0.85	0.77	0.53	0.64	1.43	1.41	1.36	1.26	1.97	1.47	1.64	
	交通运输	1	0.85	0.98	1.2	1.74	1.59	1.79	1.51	2.25	1.87	2.19	
	房地产	0.9	0.6	0.78	1.32	2.29	2.21	2.54	2.36	1.58	1.43	1.09	
大金融	银行	3.24	3.39	3.68	2.59	3.34	3.35	4.06	4.28	4.7	5.19	4.78	
	国防军工	0.28	0.17	0.24	0.31	0.42	0.36	0.25	0.32	0.46	0.41	0.52	
	电子	0.47	0.26	0.34	0.49	0.84	0.62	0.47	0.46	0.81	0.62	0.58	
	通信	0.45	0.26	0.34	0.44	0.6	0.45	0.4	0.39	0.49	0.54	0.53	
	传媒	0.37	0.22	0.3	0.64	1.1	0.84	1.01	0.86	1.18	0.97	1.11	
成长	计算机	0.37	0.2	0.29	0.46	0.67	0.42	0.45	0.51	0.58	0.38	0.53	
	电力设备	0.62	0.41	0.46	0.62	0.96	0.74	0.62	0.54	0.67	0.96	1.13	
	美容护理	0.36	0.24	0.55	0.25	0.69	0.57	0.53	0.95	0.73	1.11	1.55	
	食品饮料	1.09	0.67	0.82	0.79	1.36	1.09	0.81	1	1.07	1.32	1.9	
	社会服务	0.45	0.24	0.28	0.52	0.76	0.7	0.6	0.35	0.47	0.56	1	
下游消费	轻工制造	0.75	0.43	0.59	0.85	1.55	1.18	1.13	1.15	1.29	1.3	1.91	
	医药生物	0.55	0.43	0.48	0.67	1.08	0.91	0.85	0.84	1.17	1.14	1.29	
	汽车	0.88	0.65	0.83	0.94	2.08	1.17	0.93	1.12	1.13	0.9	1.25	
	家用电器	1.11	0.82	0.93	1.11	2.13	1.37	1.29	1.47	1.84	1.99	2.25	
	纺织服装	1.39	0.84	0.93	1.32	2.17	2.05	1.95	1.72	2.01	1.8	2.22	
公用	农林牧渔	0.42	0.27	0.41	0.7	0.85	0.76	0.82	0.83	0.61	0.96	0.94	
	商贸零售	0.99	0.65	0.57	0.93	1.49	1.7	1.31	1.34	1.48	1.14	1.24	
	综合	0.55	0.18	0.23	0.38	0.54	0.49	0.32	0.43	0.59	0.43	0.64	
	公用事业	0.88	0.89	1.18	1.03	1.21	1.29	1.45	1.36	1.27	1.4	1.84	
	环保	0.44	0.33	0.46	0.6	0.96	0.84	0.93	0.99	1.32	1.14	1.23	

持续分红行业：银行、交运、建材、食饮、家电等

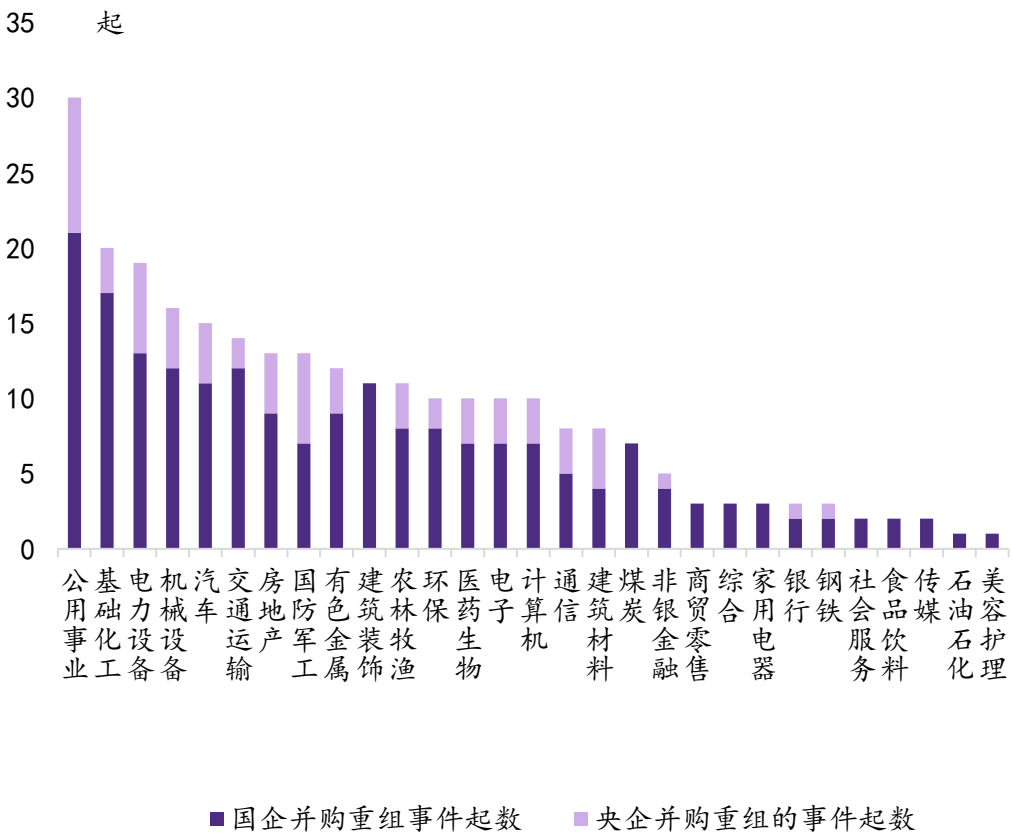
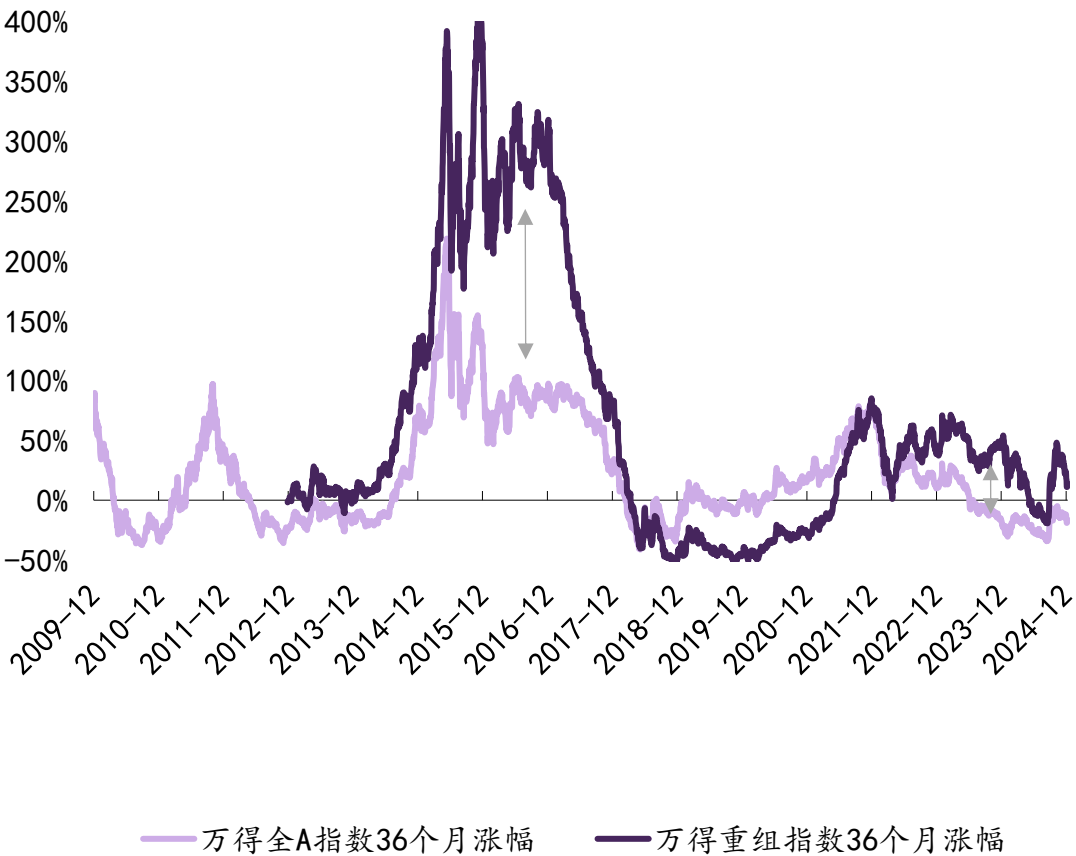
行业		近十年连续分红年数/ 存续年数	近十年累计分红年数/ 存续年数
上游资源	801950.SI 煤炭	0.52	0.62
	801040.SI 钢铁	0.54	0.62
	801050.SI 有色金属	0.51	0.6
	801960.SI 石油石化	0.58	0.66
	801030.SI 基础化工	0.68	0.75
中游制造	801890.SI 机械设备	0.67	0.74
	801720.SI 建筑装饰	0.7	0.73
	801710.SI 建筑材料	0.69	0.77
	801170.SI 交通运输	0.75	0.79
	801180.SI 房地产	0.67	0.74
大金融	801780.SI 银行	0.92	0.93
	801740.SI 国防军工	0.62	0.7
	801080.SI 电子	0.65	0.69
	801770.SI 通信	0.63	0.67
	801760.SI 传媒	0.58	0.64
成长	801750.SI 计算机	0.67	0.73
	801730.SI 电力设备	0.67	0.74
	801980.SI 美容护理	0.66	0.7
	801120.SI 食品饮料	0.72	0.77
	801210.SI 社会服务	0.52	0.58
下游消费	801140.SI 轻工制造	0.68	0.73
	801150.SI 医药生物	0.68	0.73
	801880.SI 汽车	0.67	0.75
	801110.SI 家用电器	0.73	0.79
	801130.SI 纺织服装	0.67	0.71
公用	801010.SI 农林牧渔	0.56	0.63
	801200.SI 商贸零售	0.62	0.68
	801230.SI 综合	0.44	0.51
	801160.SI 公用事业	0.64	0.69
	801970.SI 环保	0.66	0.71

4.4.1.2、并购重组：公用事业、化工、电力设备等并购重组次数靠前

➢ 新央企投资方向二：并购重组。历史上重组指数36个月涨幅跑赢全A指数天数占比超一半，2014-2017年区间内重组指数显著跑赢全A指数。公用事业、基础化工、电力设备、机械设备、汽车行业中的央国企发生重组并购事件次数靠前。

2014-2017年、2022-2023年，重组指数跑赢全A指数

2024年以来，公用事业、基础化工、电力设备、机械设备、汽车行业发生央国企并购重组事件次数靠前

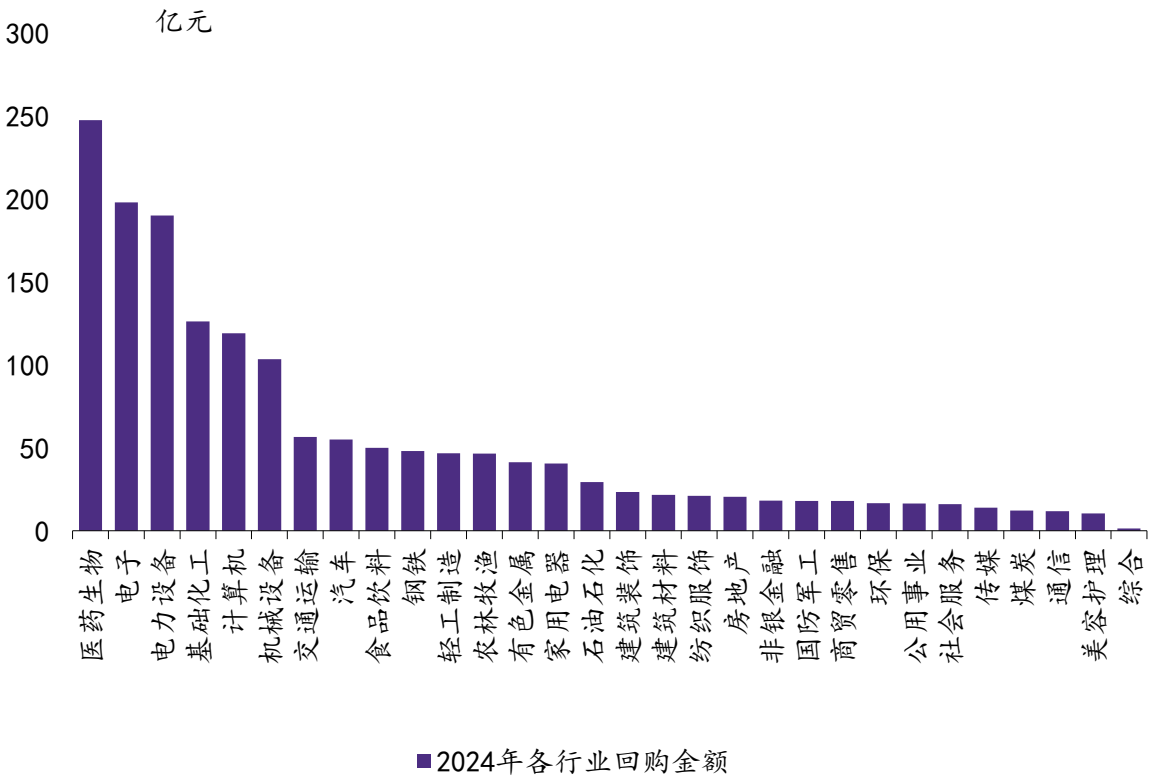


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

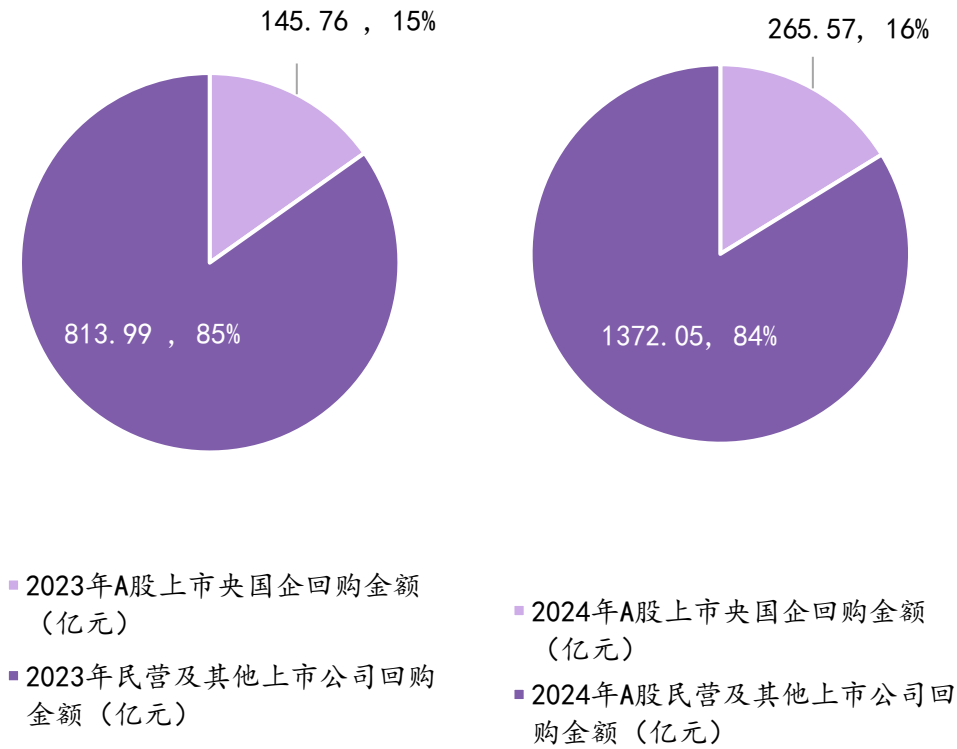
4.4.1.3、高回购：医药、电子、电力设备、化工等回购规模靠前

➤ 新央企投资方向三：高回购。央国企积极引领增持回购，提振市场信心。A股回购规模靠前行业有医药生物、电子、电力设备、基础化工、计算机行业。2024年A股央国企回购金额265.57亿元，占比16%，占比提升1pct，央国企回购增持力度进一步加大。

医药生物、电子、电力设备、基础化工、计算机行业上市公司回购规模靠前



2024年A股央国企回购金额及占比较2023年提升



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

破净更密集发生于20-100亿中市值、10倍低市盈率区间，且破净央企较多集中于银行、钢铁、房地产、交运、煤炭

2024Q3/归母净利润增速

行业破产央企数量占比

农林牧渔 (0.91%, 488.6%)

非银金融

综合

电子 石油石化

商贸零售

交通运输

银行

煤炭

钢铁

房地产

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

4.4.2、新科技：AI、机器人、智能驾驶领域催化不断

➤ AI、卫星互联网、MR/XR、智能驾驶及机器人领域持续发生产业新的变革，AI+应用硬件与软件有望共振，产业催化不断。

关注科技海外映射投资机会

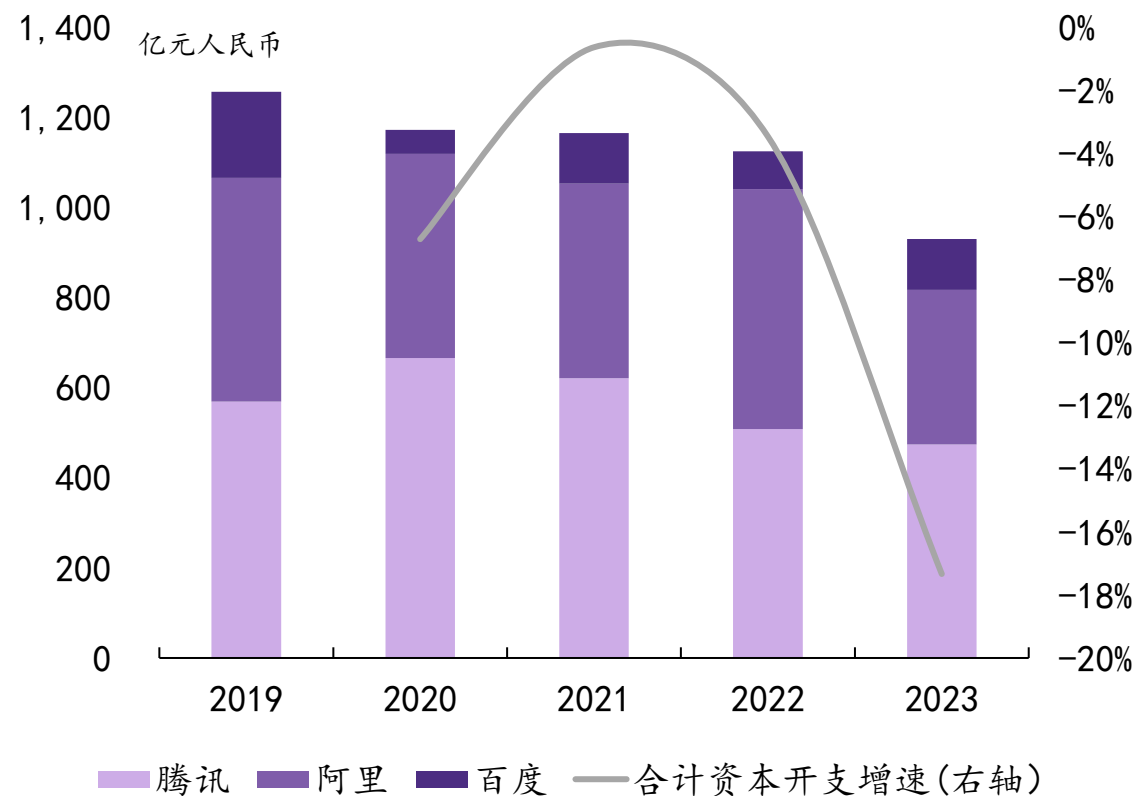
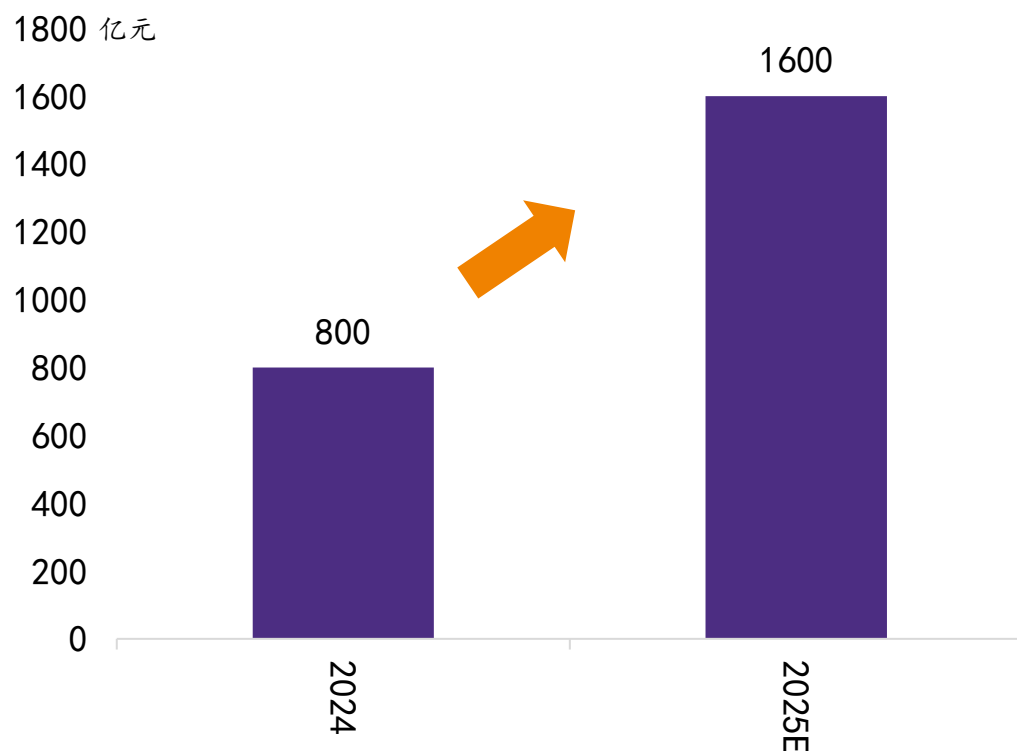
领域	项目	相关表述
TMT	AI大模型	2024年12月20日，OpenAI发布GPT-o3，ARC-AGI测试得分达到87.5%分，达到o1的三倍。
	AI大模型	2024年12月12日，谷歌发布重磅更新Gemini 2.0 Flash。速度翻倍，支持原生图像生成和音频输出的多模态输出等。
	AI芯片	2024年10月11日，AMD推出了专为PC设计的全新Ryzen AI Pro 300系列处理器，可实现55 TOPS性能的AI算力。
	AI芯片	2024年12月11日，谷歌最新一代量子芯片Willow实现了超强运算能力和量子纠错能力的重大突破，能在不到5分钟内完成1个标准基准计算，而当前世界上最快的超级计算机完成同样任务需要耗费10~25年的漫长时间。
	AI+	2024年4月，Cleer推出全球首款开放式AI耳机Cleer ARC 3 音弧，首次在开放式耳机中实现杜比音效及杜比头部跟踪（Dolby Head Tracking™）。
	AI+	2024年7月30日，全球首款 AIGC 玩具 BubblePal 正式发售，可提供定制化陪伴服务的 AI 角色。
	卫星互联网	2024年10月13日，SpaceX星舰进行第五次轨道级试飞成功，完成首次“筷子夹火箭”回收试验
智能驾驶	MR/XR	2024年9月26日，Meta发布新品AI眼镜Quest 3S，内置4324mAh电池的Quest 3S可实现2.5小时更长时间续航。
	量子计算机	2024年1月6日，我国第三代自主超导量子计算机“本源悟空”上线运行，搭载72位超导量子芯片“悟空芯”，共有198个量子比特。
	自动驾驶	2024年10月11日，特斯拉推出两款自动驾驶新品汽车：Cybercab、Robovan。
机器人	固态电池	2024年12月，华为和宁德时代在硫化物固态电池领域取得显著突破。华为正式公布一项硫化物固态电解质技术专利、宁德时代固态电池进入20Ah样品试制阶段。
	人形机器人	2024年6月，特斯拉两台二代人形机器人Optimus进入工厂进行电池分拣相关任务，预计到2025年开始小批量生产并用于特斯拉工厂，到2026年大批量生产并交付给特斯拉以外的客户。
	宇树机器人	2024年5月，宇树G1人形机器人推出，身高约127厘米，体重约35公斤。G1的小跑速度超过2m/s，拥有23至43个关节。
	宇树机器人	2024年8月，宇树继5月发布G1人形智能体后，仅3个月推出量产版本。

资料来源：中国政府网，中国科技网，华鑫证券研究等

AI：字节资本开支高速增长，国产算力链有望受益

- 字节继续计划提高资本开支，2025年资本开支将超百度、阿里、腾讯三家大厂资本开支总和，国产算力链有望受益。
- **AI应用**：AI电脑、AI手机、AI眼镜等智能硬件产品加速落地，AI应用关注度骤升。

字节跳动超腾讯、阿里、百度三家互联网企业资本开支规模，并将以较高速增长

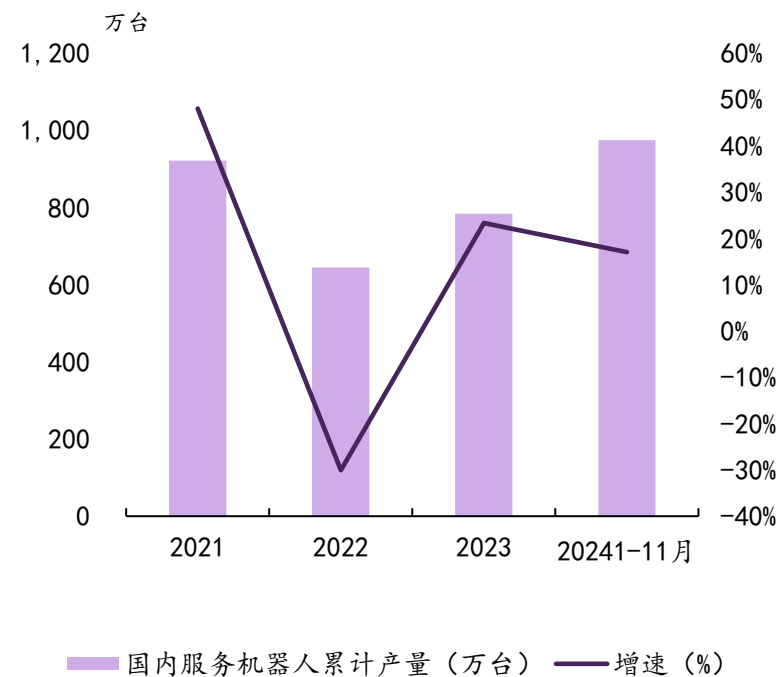


资料来源：腾讯新闻，Wind资讯，华鑫证券研究

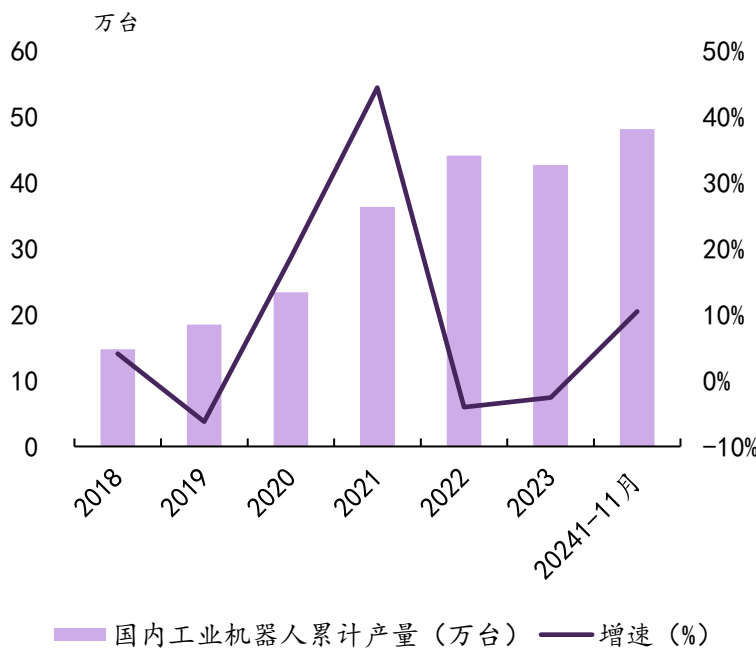
机器人：预计2024-2029国内机器人市场规模5年CAGR为21%

➤ **1) 服务机器人：**国内服务机器人产业相对美国、日本等国家起步较晚，但受人口老龄化等因素影响，近年来市场规模不断扩大，2024年1-11月，国内服务机器人产量975万台，累计同比增长17%。**2) 工业机器人：**国内工业机器人市场发展得益于国内制造业升级和自动化需求增加，尤其体现在汽车制造、电子电气、金属加工等行业。2018-2023年工业机器人安装量年复合增长率为12%。2024年1-11月，工业机器人产量48万台，累计同比增长10%。我国生产制造智能化改造升级的需求日益凸显，工业机器人的市场需求或持续旺盛。**3) 总体来看，国内机器人行业的市场规模总体将呈现高速增长的趋势。**2023年总规模超1300亿元，同比增长19.6%。预计2024-2029年机器人市场规模年复合增长率约为21%，到2029年，机器人市场规模有望超过4100亿元。

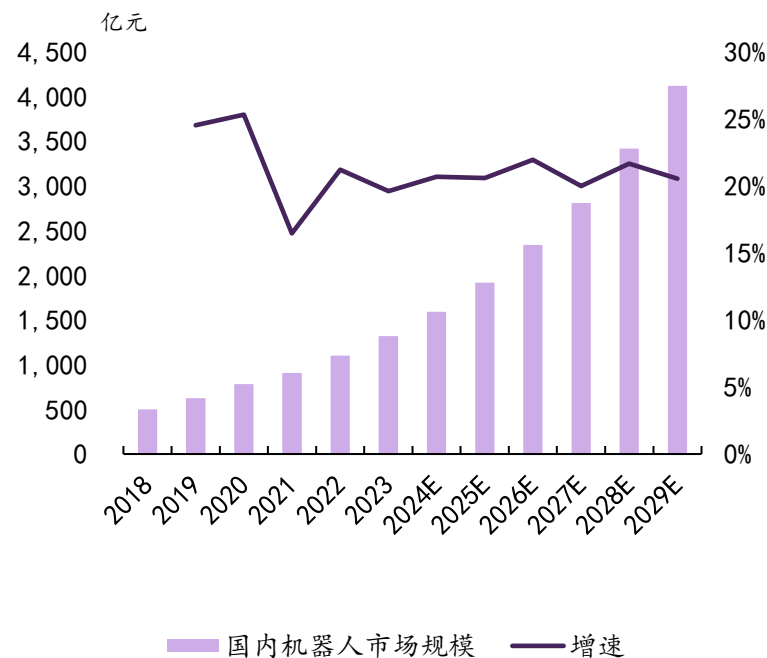
近三年国内服务机器人累计产量呈现增长趋势



近七年国内工业机器人累计产量呈现增长趋势



国内机器人行业市场规模或以高速持续增长

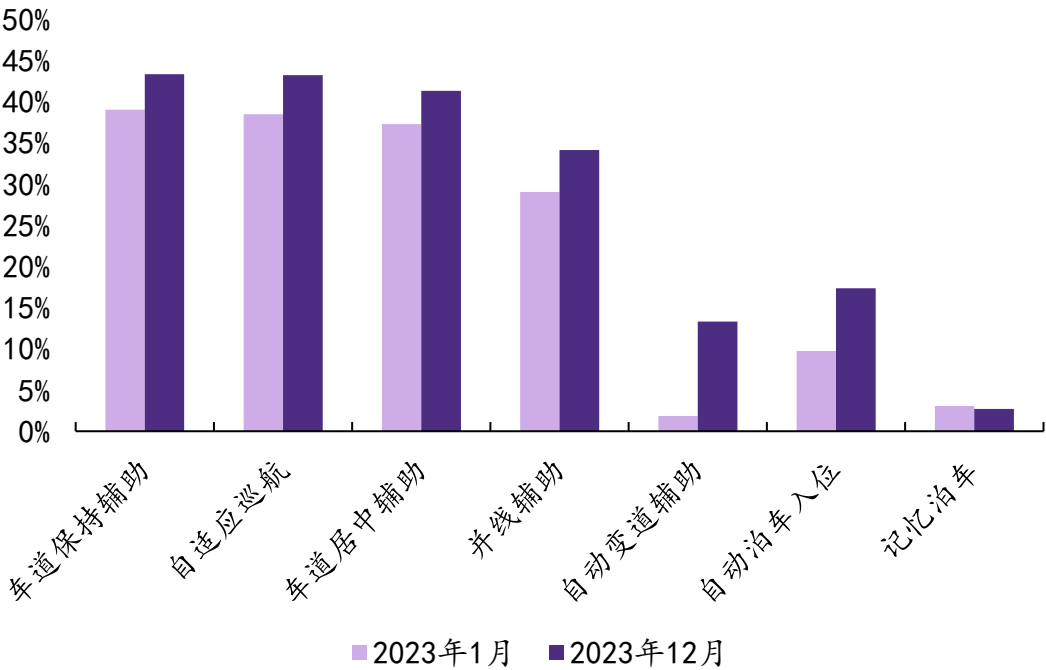


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

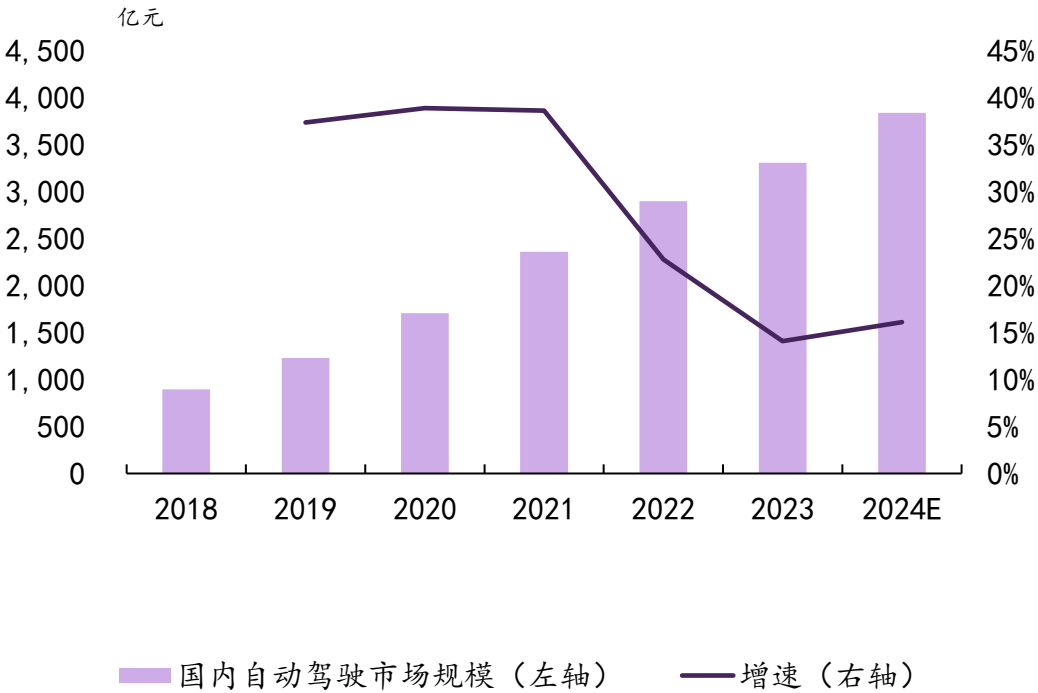
智能驾驶：渗透率逐步提高，市场规模持续高速增长

- 1) **主流智驾辅助功能渗透率稳步提升。**2023年12月，主流智能驾驶辅助功能中，车道保持辅助、自适应巡航、车道居中辅助、并线辅助、自动变道辅助、自动泊车入位、记忆泊车渗透率均较1月有所增长，分别增长至为43.40%、43.17%、41.29%、34.10%、13.30%、17.35%、2.70%，其中自动变道辅助、自动泊车入位功能渗透率上升最为显著。
- 2) **作为风口前端的产业，智能驾驶市场前景广阔。**我国自动驾驶市场规模由2018年的893亿元增至2023年的3301亿元，预计2024年我国自动驾驶市场规模为3832亿元，同比增长16.09%。

部分智能驾驶功能渗透率逐步提高



国内自动驾驶市场规模逐步增长



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

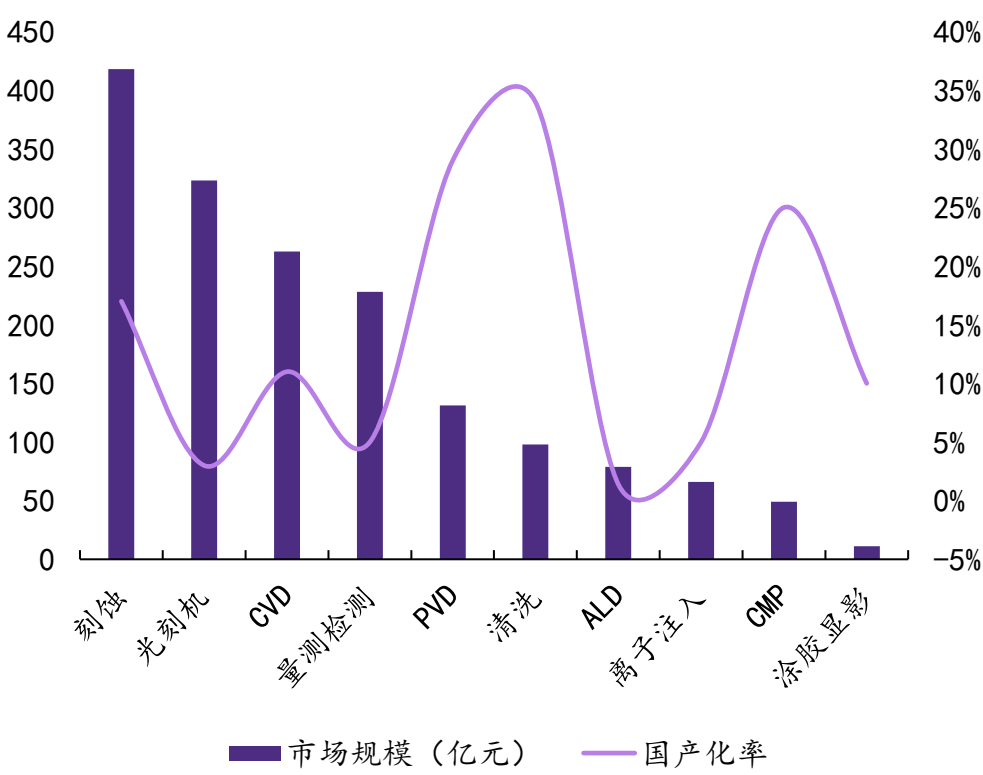
自主可控：外部封锁趋严，半导体自主可控迫切性加速提升

- 半导体自主可控迫切提升，关注光刻机、半导体材料/设备、先进封装等。
- 外部封锁趋严，国产替代迫切提升：美联合盟友们继续加大对中国半导体的封锁，国内自主可控迫切性进一步提升，ALD、光刻机等环节国产化率不足10%。国产替代提速，Mate 60 Pro国产化率超90%，麒麟芯片强势回归、卫星通信、星闪等技术创新，射频前端、模拟芯片、高端CIS等关键环节国产替代提速。

美日荷加大对华半导体管制

2022年10月以来美日荷半导体相关管制政策			
国家	日期	事件	主要设备管制内容
美国	2022. 10. 07	公布《对向中国出口的先进计算和半导体制造物项实施新的出口管制》	先进芯片、设备、人员的全面管控。设备管控范围为16nm或14nm或以下的逻辑芯片、128层或以上的NAND存储芯片以及半间距为18nm或以下的DRAM芯片的制造设备。
	2023. 10. 17	发布《先进计算芯片规则》及《半导体制造物项出口管制规则》	为BIS针对于其于2022年10月7日发布的出口管制规则的修订，细化关于半导体设备及人员管制范围。
日本	2023. 05. 23	宣布修订《外汇与对外贸易法》	将包括先进芯片制造设备在内的23类商品列入管制出口清单，23类设备包括：3项清洗设备、11项薄膜沉积设备、1项热处理设备、4项光刻设备、3项刻蚀设备、1项测试设备。 2023年7月23日政策生效
荷兰	2023. 06. 30	颁布有关先进半导体设备的额外出口管制的新条例	先进光刻机、ALD设备、Epi设备及10w-k沉积设备、EUV光罩保护膜及其生产设备受到出口管制。1) 光刻机：EUV和2000i以上浸没式光刻机受限。2) ALD设备：沉积Al1前驱体、TiAlC和功函数高于4.0eV的金属的ALD设备。3) EDi设备，具备特定参数的用于生长硅、碳掺杂硅、硅锗或碳掺杂硅锗的设备外延设备。4) 沉积设备：个电常数低于3.3、金属线之间深高比等于1:1、宽度小于25nm的等离子体low-k沉积设备。5) EUV光罩保护膜及其生产设备
美国	2024. 12. 02	发布《补充外国直接生产规则以及修订先进计算和半导体制造物项管制措施》	2024年12月2日，美国商务部工业与安全局（BIS）宣布了对华半导体出口管制措施的新规，这是自2022年10月以来的第三次大规模限制措施。新规包括对24种半导体制造设备、3种用于开发或生产半导体的软件工具以及高带宽内存（HBM）芯片的出口增加限制。1) 半导体制造设备：对24种半导体制造设备进行新的控制，包括刻蚀、沉积、光刻、离子注入、退火、量测、检查以及清洁工具。2) 软件工具：对3种用于开发或生产半导体的电子计算机辅助软件（ECAD）、技术计算机辅助设计（TCAD）软件进行新的控制。3) 高带宽内存（HBM）：增加了对HBM芯片的出口限制，包括内存带宽密度高于3.3GB/s/mm ² 的芯片，内存带宽密度低于这一数值的芯片可申请许可认证。HBM2及更先进的HBM芯片可能会受到限制。4) 制定两项新的外国直接产品（FDP）规则和相应的最低限度规定。

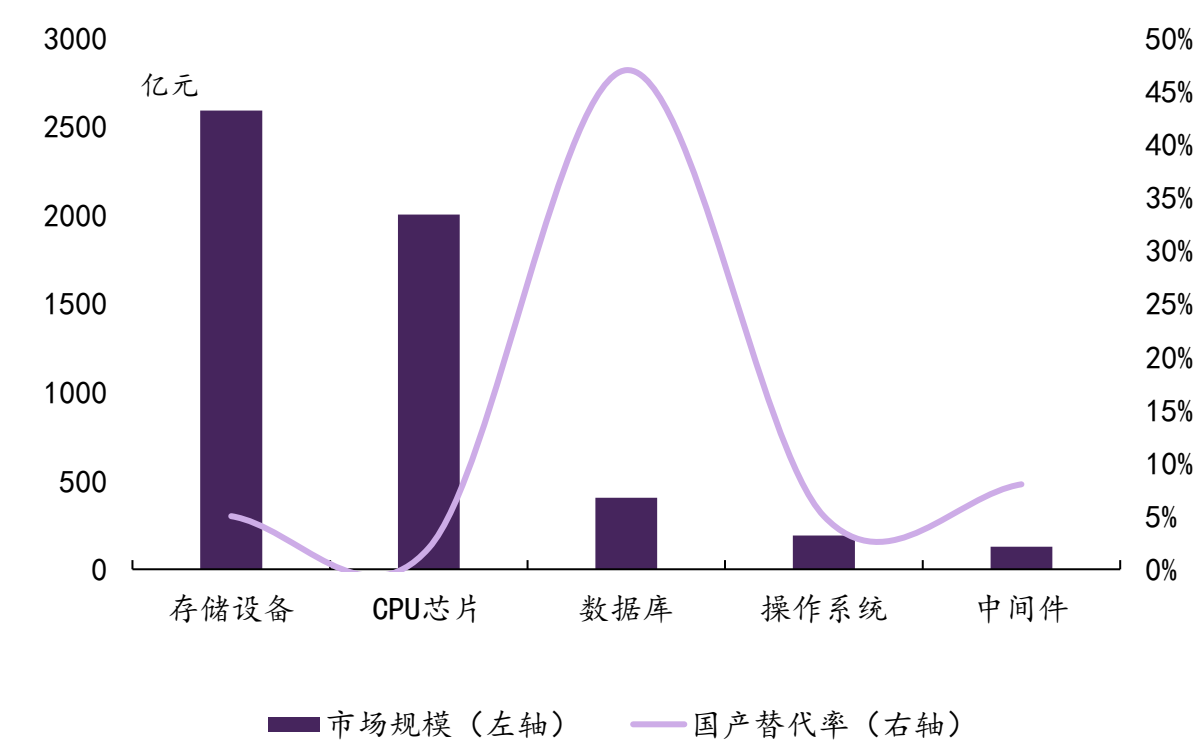
半导体各细分环节国产替代有较大提升空间



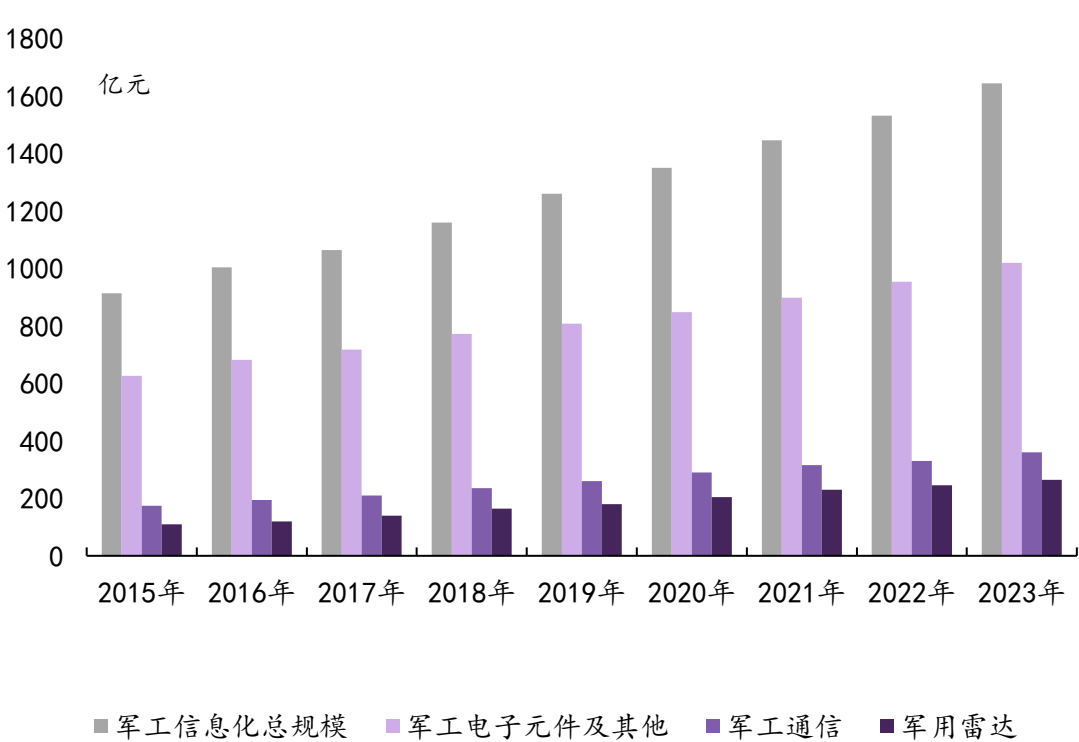
资料来源：wind资讯，腾讯新闻，金融界等，华鑫证券研究

- 信创产业链CPU芯片、操作系统等环节国产化率低，国产替代紧迫性较高。从信创产业链各环节的国产化程度来看，数据库环节发展较为成熟，中上游还有较大提升空间，尤其是CPU芯片、存储设备、操作系统及中间件等细分环节，国产化率不足10%，而CPU芯片国产化率仅为2%，自主可控迫切性较高。
- 国防军工信息化市场规模逐年上升，军工电子也有一定国产替代紧迫性。军用芯片广泛应用于军用计算机、导航、航空、航天、雷达、导弹等多个领域，而目前军工芯片具有国产化率不足的现状，国产替代紧迫性较高。

信创产业链国产替代亦有较大提升空间



军工电子国产替代也有较大的提升空间



资料来源：前瞻产业研究院，商启产业，智研咨询等，华鑫证券研究

4.4.3、新消费：四种经济蕴含新机遇，关注传媒、纺服、社服、食饮

- **谷子经济或含千亿市场规模，传媒板块或受益。**据央视网，2023年中国“谷子经济”市场规模已超1200亿元，未来数年“谷子经济”将呈持续增长态势，预计2029年整体市场规模超3000亿元。
- **首发经济依赖高度创新。**本质上首发经济是以创新丰富供给、提升供给，以供给创造消费、激发新动能。
- **银发经济规模目前规模7亿元，预计到2035年增长至30万亿元。**我国进入中度老龄化社会，60岁及以上近3亿人，人口老龄化将是今后较长一段时期我国的基本国情，银发经济市场规模增长可期。目前国内银发经济规模7万亿元左右，预计到2035年将达30万亿元。
- **冰雪经济成为经济新增长点。**到2027年，冰雪运动更加广泛开展，冰雪经济总规模达到1.2万亿元，到2030年达到1.5万亿元。

关注四种经济方向蕴含消费发展新变化

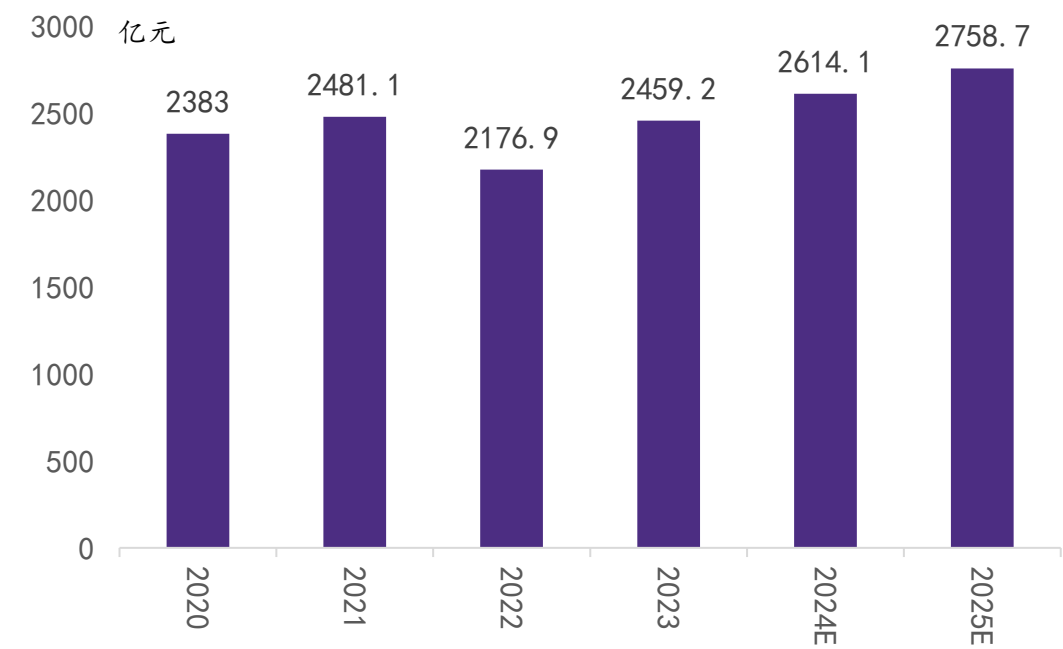
新消费三大方向	子方向	相关表述
新供给	谷子经济	2023年中国“谷子经济”市场规模已超1200亿元。未来数年“谷子经济”将呈持续增长态势，预计2029年整体市场规模将超过3000亿元。
	首发经济	党的二十届三中全会明确提出“积极推进首发经济”，2024年中央经济工作会议在布置明年重点任务时也对“积极发展首发经济”提出明确要求。在过去不到3年间，仅深圳就新增首店超1000家，为区域消费市场扩容提质注入新活力。
新业态	冰雪经济	2024年11月6日，国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》。内容包括，到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪经济总规模达到1.2万亿元。到2030年，冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展，在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。
	银发经济	2024年1月，国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，这是我国首个以“银发经济”命名的政策文件。此外，党的二十届三中全会《决定》提出，“发展银发经济”，释放出加快发展养老事业和养老产业的明确信号。中央经济工作会议已连续两年对发展银发经济作出部署。目前我国银发经济规模在7万亿元左右，预计到2035年将达到30万亿元。银发经济涵盖了养老事业产业全领域，涉及养老服务、老年用品、养老金融、健康管理、文化旅游等各个方面，不仅关乎广大老年人家庭幸福，也关系到扩大就业容量、优化经济结构和激发消费潜能。
新群体		

资料来源：中国政府网，央视网，华鑫证券研究

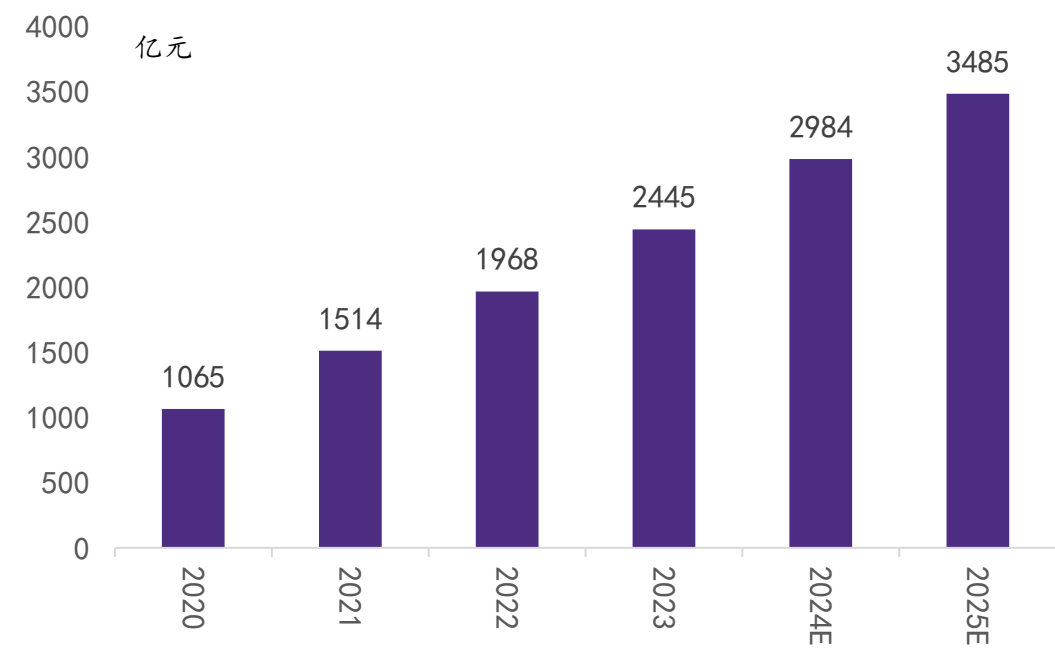
谷子经济：二次元产业规模提升，市场规模增长预期强

- 谷子经济是指围绕二次元IP（知识产权）周边商品的消费文化和经济形态。“谷子”为“goods”音译，主要指漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品的周边产品，如徽章、海报、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。
- 在主体游戏IP、二次元产业市场规模发展趋势下，周边产品市场规模有望持续提升。1) 游戏IP市场销售额持续提升。据中商产业研究院，2023年中国游戏IP市场销售收入2459.2亿元，同比增长13.0%，预计2024年中国游戏IP市场实际销售收入2614.1亿元，2025年增至2758.7亿元。2) 二次元产业规模持续提升。近年来，二次元市场规模呈现增长趋势，成为了不可忽视的新消费力量。据中商产业研究院，2023年中国二次元市场规模2445亿元，预计2025年增至3500亿元。

我国游戏IP市场销售额呈现上升趋势



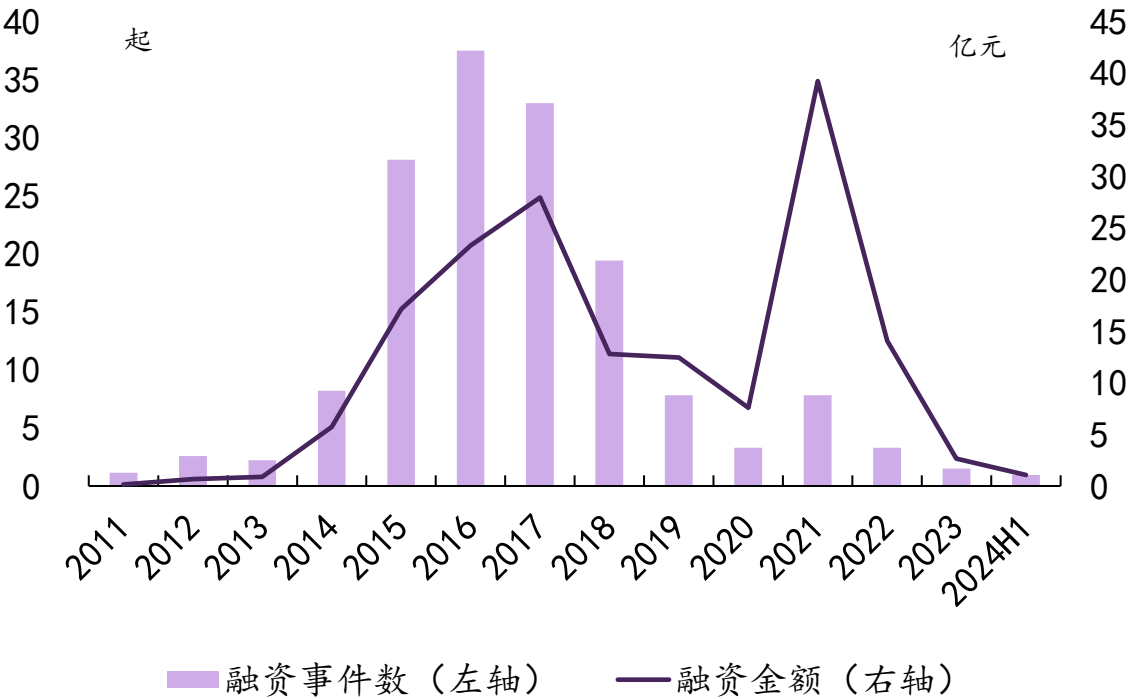
我国二次元产业市场规模呈现增长趋势



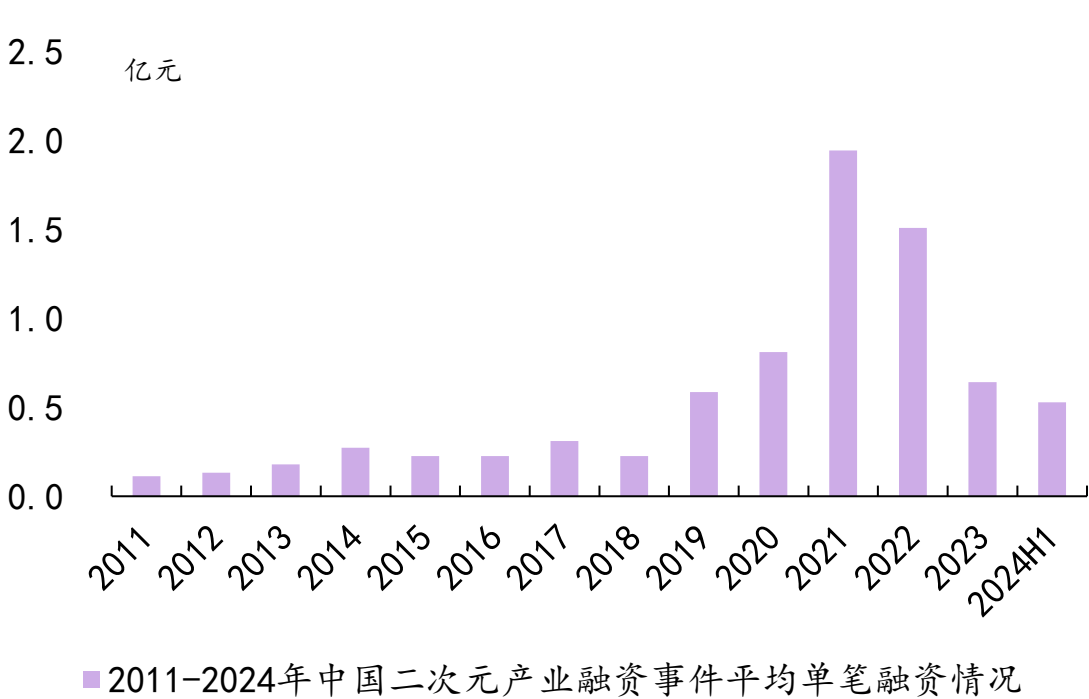
资料来源：中华网，中商产业研究院，华鑫证券研究

- 国内二次元产业融资情况：
- 1) 融资事件总数及总金额：2016年我国二次元产业融资事件达到峰值，发生融资事件共100起，融资金额共23.82亿元；2021年我国二次元产业融资金额达到峰值，发生融资事件共21起，融资金额共41.24亿元。截至2024年6月，我国二次元产业发生融资事件累计422起，融资金额共170.11亿元。
- 2) 单笔融资金额：2011-2024年，二次元产业融资事件的平均单笔融资金额均在2亿元以下，其中除2021-2022年外，平均单笔融资金额均在1亿元以下。

国内二次元产业融资或筑底回升



国内二次元产业融资事件单笔融资或逐步企稳



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

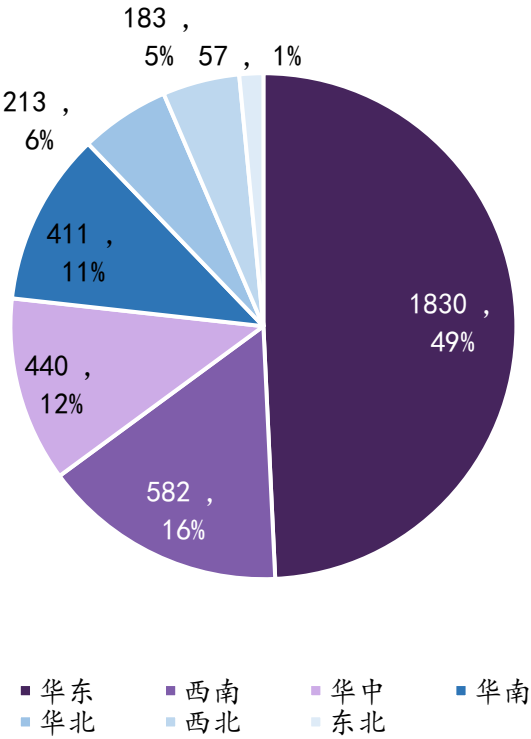
首发经济：规模持续增长，激发消费新活力

➤ **首发经济规模继续扩张，华东区域首店经济2023年规模同比增长13.8%。**首发经济源于首店经济，规模持续增长激发消费活力：**1) 从区域来看**，首发经济区域聚集特征较为显著，2023年新开首店共3716家，主要集中在华东区域，华东以1830家首店数量位列榜首，占比49.25%，同比2022年增长13.8%；**2) 从业态来看**，餐饮为主要业态模式，占比45.78%；其次分别为零售、文体娱乐、儿童亲子及其他配套业态，分别占比41.68%、6.54%、3.69%及2.61%。

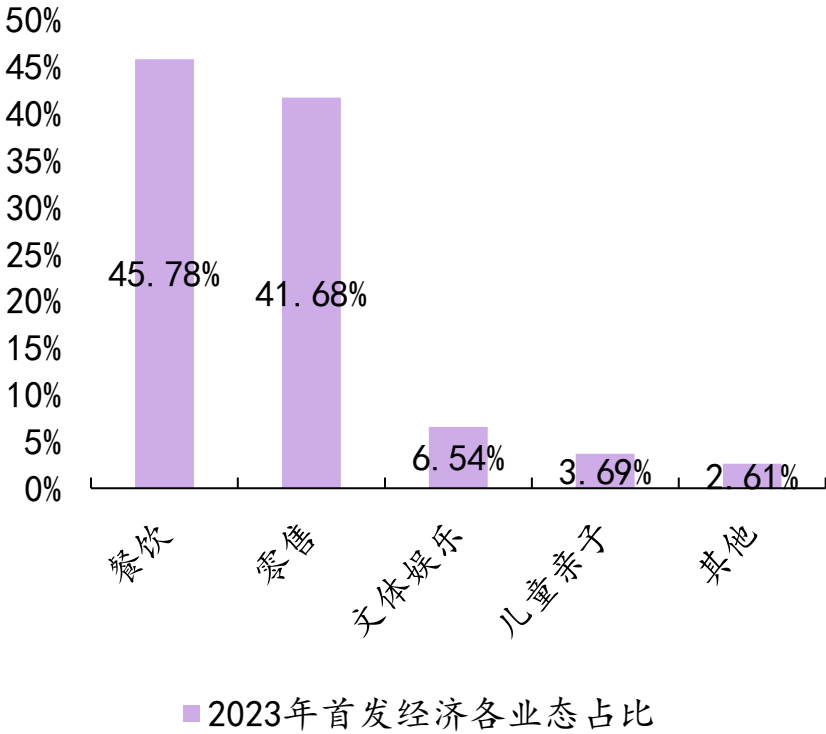
首发经济提供不同消费体验



华东区域首店数量及占比最大



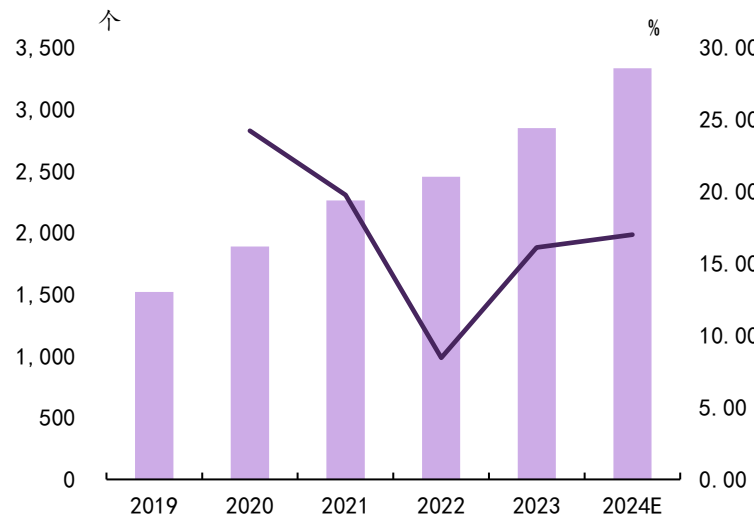
餐饮、零售为主要首发经济业态



资料来源：中大资讯，华鑫证券研究

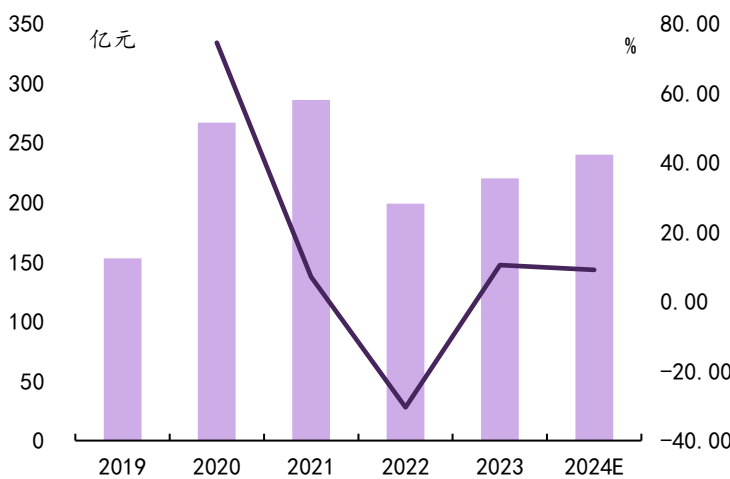
- 冰雪经济规模持续增长：
- 1) 各地冰雪运动场地设施建设步伐不断加快，滑冰、滑雪场馆数量及冰雪装备器材规模持续增长。2023年全国冰雪运动场地数量达到2847个，较上年度增长16.11%，预计2024年中国冰雪运动场地数量将达到3331个。冰雪装备器材是开展冰雪运动的基础，2023年中国冰雪装备器材市场规模为220亿元，同比增长10.55%，预计2024年中国冰雪装备器材市场规模将达到240亿元。
- 2) 国内冰雪产业正处于快速发展阶段，行业总规模持续增长。国内冰雪产业规模从2019年的4200亿元迅速扩张到2023年的8900亿元，年均复合增长率达20.65%。中商产业研究院分析师预测，2024年中国冰雪产业规模将达到9700亿元。

冰雪运动场地数量逐年提升



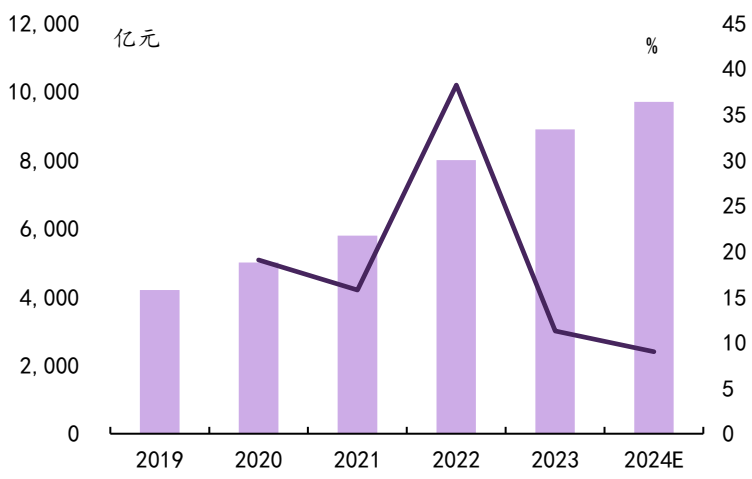
国内冰雪运动场地数量 (左轴) 增速 (右轴)

冰雪装备器材市场规模2022年后开始回升



国内冰雪装备器材市场规模 (左轴) 增速 (右轴)

冰雪产业市场规模逐步提升



国内冰雪产业市场规模 (左轴) 增速 (右轴)

资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

4.4.4、新格局：政策、供需同发力，行业格局逐步优化

➤ 1) 政策发力。大力支持的新兴行业、反内卷传统行业加速出清。1) TMT、高端制造、生物医药、新能源为大力支持的新兴产业方向。12月23日至24日，国务院国资委召开中央企业负责人会议中提到，高水平创新生态还需进一步完善，如上榜战略性新兴企业多集中在新一代信息技术及制造业领域，生物医药类、新能源类企业上榜数量较少；2) 2024下半年两度首次提出淘汰反内卷行业。从“防止‘内卷式’恶性竞争”到“综合整治‘内卷式’竞争”，由强调行业自律到规范地方政府和企业行为，可看到中央层面反出清内卷行业态度更加鲜明，规制对象也愈发清晰，出清反内卷行业力度加大。水泥、光伏、汽车、快递、电力、化工-涤纶长丝等多个行业快速响应。

大力支持新兴产业及出清反内卷行业，关注新质生产力发展

新格局政策端两大方向	事件	相关表述	关注行业
大力支持新兴产业	12月23日至24日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，总结2024年国资央企工作，研究部署2025年重点任务。	高水平创新生态还需进一步完善。新兴产业整体还存在“低端内卷、高端缺失”的问题，具体表现为产业布局行业集中度高、关键环节较为薄弱，产业发展呈现一定程度的区域性不均衡。如上榜战略性新兴企业多集中在新一代信息技术及制造业领域，生物医药类、新能源类企业上榜数量较少。	TMT、高端制造、生物医药、新能源
	2024年7月31日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作审议《整治形式主义为基层减负若干规定》	会议指出，要培育壮大新兴产业和未来产业。要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。	丰图价格战火热，汽车等“内卷”恶性重灾区
出清反内卷行业	2024年12月11日-12日，中央经济工作会议在北京举行	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。	
	2024年12月10日，山东省工信厅发布《关于做好水泥行业平稳有序发展有关工作的通知》	加快低效落后产能退出。完成关停退出任务，2024年底前不折不扣完成全省拟退出的2500吨/日及以下水泥熟料产线的关停拆除，2025年1月前完成联合验收报告和现场督导检查。限制已淘汰粉磨产能转让，对列入直径3.2米及以下水泥磨机（特种水泥熟料产线配套磨机除外）淘汰公告清单的粉磨产能，从2025年1月1日起不得再参与新建项目的产能置换。严禁新增水泥熟料和粉磨产能，加快生产工艺、技术、设备更新，引导低效产能有序退出。	水泥
	2024年11月20日，工信部发布《光伏制造行业规范条件（2024年本）》及管理办法解读	1) 增加N型电池、组件等产品相关要求，将新建单晶硅光伏电池、组件项目平均效率指标分别由23%、20%提升至新建P型电池、组件效率不低于23.7%、21.8%，新建N型电池、组件效率不低于26%、23.1%。当前业内主流N型TOPCon平均效率为25%，大幅提高新建电池项目门槛。2) 提高硅片、电池、组件等全产业链新建和改扩建项目的最低资本金比例，将“新建和改扩建多晶硅制造项目，最低资本金比例为30%，其他新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为20%”修改为“新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为30%”。3) 并对企业产品质量进行监督检查，对于不符合《规范条件》要求的企业，及时撤销其公告资格。	光伏
	2024年8月22日，坚决防止“内卷式”恶性竞争，国家邮政局召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议	坚决防止“内卷式”恶性竞争。良性的市场竞争追求技术创新、质量提升、效益提高，而非单纯价格和业务量的竞争。快递企业要认真自查自省，强化行业自律。邮政速递、顺丰速运等对规范市场秩序、防止“内卷式”恶性竞争进行表态。	快递
	2024年12月12日，中电联电力装备及供应链分会发布关于抵制“内卷式”恶性竞争倡议书	特变电工电气装备集团、正泰集团股份有限公司、江苏中天科技股份有限公司、隆基绿能科技股份有限公司等8家电力装备龙头企业代表现场签署并共同倡议强化行业自律、抵制“内卷式”恶性竞争，为推动电力装备高质量发展贡献智慧与力量。	电力
	2024年12月17日，中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会发布了“涤纶长丝行业高质量发展倡议书”	涤纶长丝市场是一个充分竞争的市场，需要从技术、产品、品牌、人才等多方面去提升企业竞争力，简单做量的规模增长并不能为企业创造丰厚的利润，还有可能使行业陷入“内卷式”竞争的被动局面。守住底线，防止“内卷式”竞争。倡议企业理性面对市场波动，保持战略定力，加强行业自律。	化工-涤纶长丝

资料来源：中国化纤协会，中国能源报，农业部等，华鑫证券研究

供给约束：纺织服饰、传媒、社会服务等

➤ 2) 供给约束：按照产品库存位置较低、需求处于扩张状态但产能上升空间不足—>供给约束较大—>行业涨价的逻辑链，纺织服饰、传媒、社会服务行业同时处于历史库存低分位（10%以下）、低历史资本开支、营收同比已修复的时期；产能上升空间不足，即产能利用率大于行业均值并处于历史高分位的行业，包括化工、有色金属、轻工制造、纺织服饰等。

低库存、低资本性支出、已涨价、产能上升空间不足筛选出供给约束行业：纺织服饰、传媒、社会服务

行业	资本性支出/折旧摊销				营收同比			
	库存同比		2024-09		较上季度变动		较上年同期变动	
	2024-09	较上季度变动	近3年库存分位数	近5年走势	2024-09	较上季度变动	近3年分位数	近3年走势
美容护理	-10.3%	3.0%	9.0%		1.50	(0.18)	0.0%	
商贸零售	-5.5%	1.8%	9.0%		0.57	(0.00)	0.0%	
社会服务	-16.7%	-5.4%	0.0%		0.96	(0.12)	60.0%	
建筑材料	-8.5%	-0.1%	0.0%		1.43	0.07	20.0%	
综合	-7.6%	-0.9%	0.0%		1.19	0.05	20.0%	
非银金融	19.4%	5.2%	100.0%		1.17	0.70	80.0%	
纺织服饰	0.7%	3.4%	9.0%		1.34	0.15	100.0%	
房地产	-13.7%	-0.8%	0.0%		1.94	(0.06)	40.0%	
轻工制造	2.6%	4.0%	18.1%		1.58	0.13	20.0%	
公用事业	-1.4%	-4.4%	45.4%		2.17	0.39	100.0%	
通信	3.4%	1.6%	18.1%		0.95	0.17	60.0%	
钢铁	-5.5%	-7.1%	0.0%		1.12	0.14	40.0%	
石油石化	-1.7%	-10.8%	54.5%		1.55	0.14	100.0%	
煤炭	0.3%	3.4%	27.2%		1.43	0.23	100.0%	
电子	12.5%	1.5%	90.9%		1.46	(0.01)	0.0%	
农林牧渔	-2.9%	1.1%	63.6%		1.43	0.01	20.0%	
传媒	-3.8%	-3.1%	9.0%		0.70	0.06	60.0%	
家用电器	2.5%	0.2%	36.3%		1.24	(0.08)	0.0%	
交通运输	-7.7%	-7.1%	27.2%		0.88	0.05	60.0%	
环保	0.4%	2.1%	54.5%		1.90	0.12	20.0%	
计算机	13.4%	1.6%	63.6%		1.47	0.13	40.0%	
基础化工	9.5%	3.8%	72.7%		2.26	0.01	80.0%	
电力设备	1.5%	-2.2%	63.6%		2.92	0.09	40.0%	
建筑装饰	2.4%	-3.6%	72.7%		2.61	0.24	60.0%	
有色金属	5.2%	-4.4%	63.6%		2.02	0.13	100.0%	
机械设备	3.0%	-0.4%	81.8%		1.66	0.15	40.0%	
国防军工	2.4%	-2.6%	63.6%		1.83	0.52	100.0%	
食品饮料	4.7%	1.3%	81.8%		1.83	0.03	40.0%	
汽车	8.0%	0.9%	100.0%		1.68	(0.07)	60.0%	
医药生物	6.1%	3.5%	90.9%		1.55	0.03	20.0%	

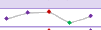
行业	9月产能利用率	较上个季度	较上年同期	近三年分位数	近三年走势
石油和天然气开采业	91.7	-0.4	0.5	63.6%	
化学纤维制造业	85.6	0.0	3.5	90.9%	
有色金属冶炼及压延加工业	78.2	-1.4	0.4	18.1%	
通用设备制造业	78.2	-1.1	-0.9	0.0%	
纺织业	78.0	1.9	2.5	63.6%	
黑色金属冶炼及压延加工业	77.3	0.9	-0.8	54.5%	
专用设备制造业	77.0	-0.5	0.0	9.0%	
化学原料及化学制品制造业	76.4	-0.3	0.9	45.4%	
医药制造业	76.0	0.6	0.8	54.5%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	74.7	-2.9	1.0	18.1%	
电气机械和器材制造业	72.7	-4.4	-3.1	0.0%	
煤炭开采和洗选业	71.6	-4.1	-2.2	0.0%	
食品制造业	69.1	-2.2	-1.6	9.0%	
汽车制造业	64.9	-12.0	-7.1	0.0%	
非金属矿物制品业	62.0	-2.7	-1.9	0.0%	

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

盈利修复：农林牧渔、非银、商贸零售、银行、综合等

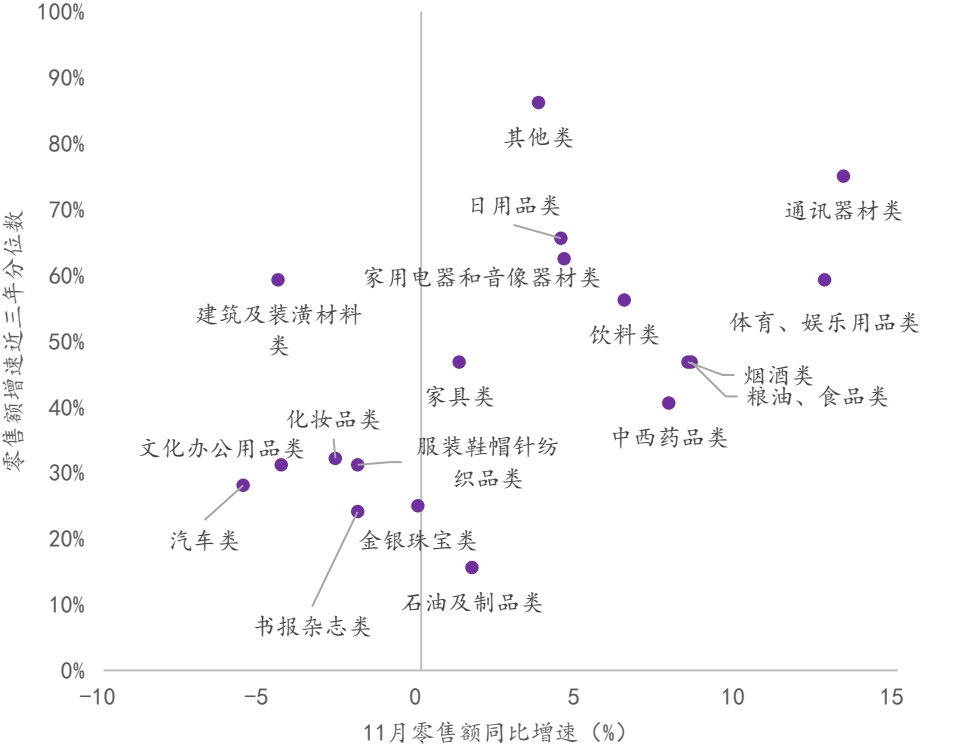
➤ 3) 盈利修复：从2024年三季报数据来看，行业存在结构性复苏机会，净利润增速靠前且季度改善明显的行业有农林牧渔、非银金融、商贸零售、银行、环保、有色金属；月度数据来看，石油、家具、中西药品、粮油食品、烟酒近三年零售额分位数较低，同时11月零售额同比增速边际实现正增长。

行业结构性复苏机会：农林牧渔、非银金融、商贸零售、银行

类别	分项	较上季度变动	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	走势图
板块	全A	1.9%	-2.4%	-4.3%	-1.2%	-1.5%	-3.1%	1.9%	
	全A非金融	1.1%	-2.6%	-3.7%	-2.6%	-4.5%	-9.0%	-5.3%	
	全A非金融石油石化	1.3%	-4.5%	-5.8%	-2.6%	-4.5%	-8.2%	-4.7%	
	主板	2.4%	-2.0%	-4.4%	0.4%	-0.4%	-2.3%	3.1%	
	创业板	-2.8%	-3.8%	-1.1%	-11.8%	-5.8%	-3.4%	2.7%	
	科创板	-15.7%	-25.0%	-9.3%	-39.7%	-37.0%	-37.0%	-47.5%	
风格	北证	-5.7%	-19.4%	-13.7%	-24.4%	-19.2%	-19.5%	-20.3%	
	成长	0.9%	-26.3%	-27.2%	-14.9%	-11.5%	-11.6%	-9.8%	
	周期	4.8%	2.1%	-2.7%	-8.5%	-11.8%	-22.2%	-17.5%	
	消费	2.7%	9.0%	6.3%	4.7%	-0.3%	3.9%	8.1%	
	稳定	-5.5%	3.7%	9.2%	21.9%	19.1%	16.6%	19.4%	
	金融	2.8%	-2.2%	-5.0%	0.4%	2.4%	4.7%	10.9%	
性质	中央国有企业	3.0%	2.1%	-0.9%	2.4%	1.4%	-1.1%	2.5%	
	地方国有企业	2.6%	-4.3%	-6.9%	-4.0%	-4.7%	-7.5%	-0.9%	
	民营企业	2.1%	-11.4%	-13.5%	-10.7%	-9.0%	-9.8%	-7.5%	
行业		较上季度变动	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	走势图
上游资源	煤炭	4.9%	-21.8%	-26.7%	-35.1%	-25.5%	-26.6%	-26.2%	
	石油石化	-9.6%	1.5%	11.1%	10.4%	-2.5%	-4.4%	-14.0%	
	有色金属	3.5%	-0.7%	-4.3%	-31.8%	-28.4%	-27.2%	-29.7%	
	钢铁	-60.2%	-114.8%	-54.6%	-86.9%	-13.0%	-35.0%	-70.7%	
中游制造	基础化工	-3.1%	-7.9%	-4.8%	-14.1%	-44.2%	-45.1%	-51.0%	
	建筑材料	8.8%	-49.7%	-58.5%	-88.7%	-31.2%	-35.7%	-40.9%	
	机械设备	2.1%	-2.6%	-4.6%	2.7%	-0.2%	2.5%	5.0%	
	建筑装饰	-1.8%	-11.9%	-10.1%	-2.9%	9.8%	2.4%	5.7%	
下游消费	交通运输	-3.5%	6.7%	10.2%	25.7%	66.3%	48.1%	18.6%	
	银行	1.1%	1.4%	0.4%	-0.6%	1.5%	2.6%	3.4%	
	非银金融	45.0%	51.7%	6.7%	-14.1%	-0.6%	3.8%	12.0%	
	房地产	-19.9%	-148.4%	-128.5%	-92.2%	-76.2%	-19.7%	-4.6%	
成长	国防军工	-7.0%	-28.1%	-21.1%	-13.5%	2.6%	5.9%	7.5%	
	电力设备	1.9%	-53.4%	-55.3%	-52.7%	-16.4%	1.1%	15.3%	
	计算机	13.8%	-29.4%	-43.2%	-96.8%	-12.3%	0.8%	1.9%	
	传媒	-2.1%	-32.8%	-30.6%	-28.7%	123.6%	21.4%	14.6%	
下游消费	电子	-7.4%	31.5%	38.9%	55.5%	-33.9%	-35.5%	-46.2%	
	通信	0.8%	8.1%	7.3%	7.2%	5.2%	6.7%	9.4%	
	医药生物	-3.9%	-5.8%	-2.0%	0.4%	-19.0%	-17.9%	-21.3%	
	社会服务	-59.2%	24.4%	83.6%	56.2%	262.2%	6917.6%	220.6%	
	轻工制造	-18.3%	-3.4%	14.9%	47.7%	15.5%	-3.8%	-11.7%	
	农林牧渔	308.2%	488.6%	188.3%	63.1%	-120.4%	-270.1%	11.0%	
	纺织服装	-8.7%	-6.8%	1.9%	7.6%	57.9%	9.6%	6.1%	
	商贸零售	23.9%	7.0%	-16.9%	-18.2%	638.9%	17.9%	15.5%	
	美容护理	-21.1%	-15.8%	5.3%	11.5%	42.4%	45.5%	26.8%	
	食品饮料	-3.6%	10.3%	13.9%	16.0%	16.9%	15.3%	14.9%	
	汽车	-12.5%	9.6%	22.1%	18.1%	43.1%	30.7%	29.8%	
公用	家用电器	-2.5%	5.7%	8.1%	10.6%	13.7%	12.0%	12.8%	
	环保	1.8%	2.5%	0.6%	13.8%	-1.6%	-5.4%	1.5%	
	综合	37.0%	47.4%	10.4%	-629.4%	-785.8%	-174.3%	-136.7%	
	公用事业	-8.4%	8.8%	17.3%	26.9%	71.1%	53.3%	37.0%	

资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

中西药品等、粮油食品等零售额分位数较低且零售额同比增速较高

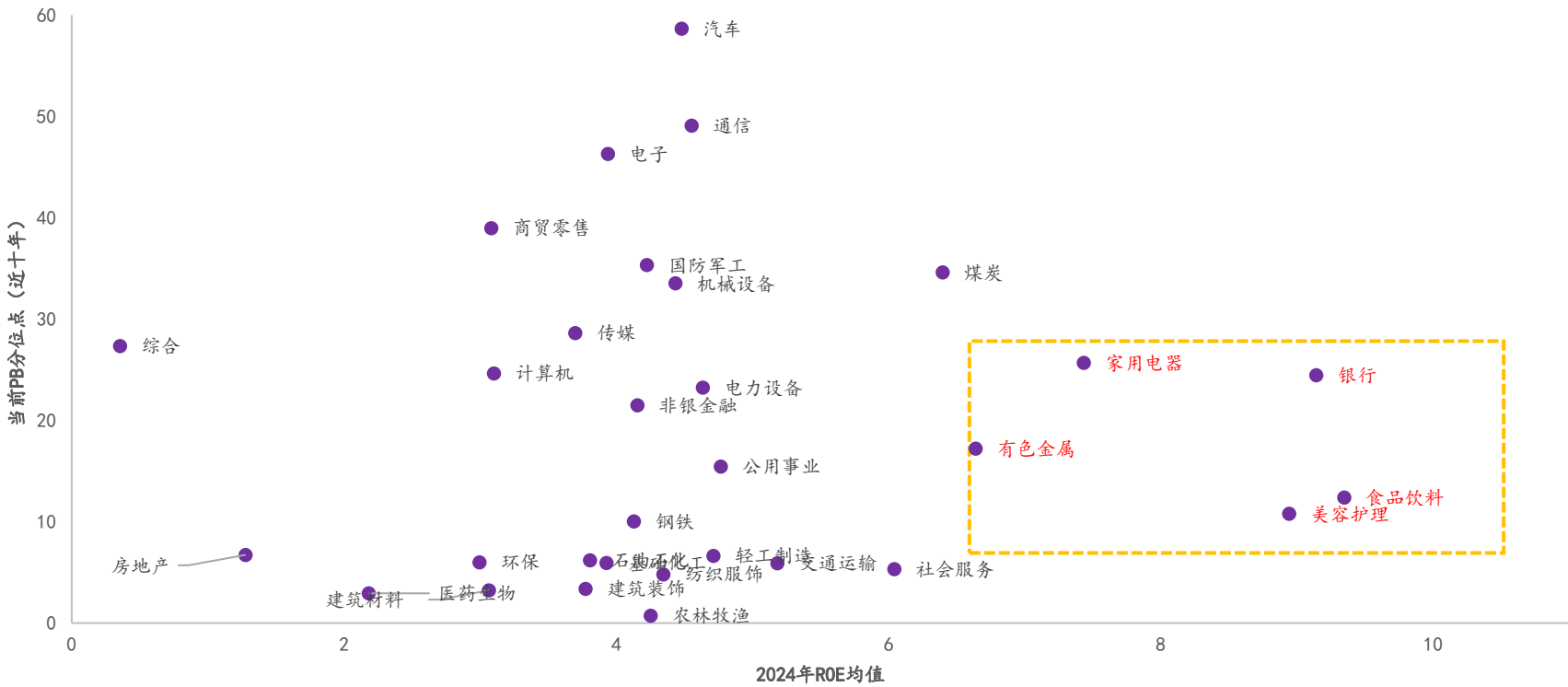


资料来源：Wind资讯， 华鑫证券研究

低估值高ROE：有色、家电、银行、食品饮料、美容护理等

➤ ROE&PB：食品饮料、美容护理、银行、家用电器、有色金属ROE较高为15%以上，同时PB分位数为近十年历史低点。1) ROE方面，美容护理、食品饮料、家用电器、银行、社会服务行业ROE靠前，分别为12.84%、12.70%、12.48%、10.97%、10.38%，计算机、钢铁、建筑材料、房地产、医药生物行业靠后，分别为6.42%、6.20%、5.62%、4.02%、3.82%。2) PB方面，农林牧渔、医药生物、建筑材料、建筑装饰、纺织服饰近十年PB分位数最低，分别为0.73%、2.93%、3.24%、3.36%、4.81%，国防军工、商贸零售、电子、通信、汽车近十年PB分位数最高，分别为35.33、38.98、46.31、49.09、58.67。

食品饮料、美容护理、银行、家用电器、有色金属ROE较高的同时PB分位数为历史低分位



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- 1、美国通胀风险
- 2、联储降息暂缓
- 3、政策不及预期
- 4、地缘政治风险

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值