

# 总量双周报：指数有望强势突破，消费迎 来重要拐点

2025年3月18日

总量双周报

专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080001
分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001

## 主要观点：

**宏观：增量政策稳步推进，外部不确定性上升。**2025年政府工作报告设定的2025年的GDP目标为5%，财政赤字率4%，以及CPI目标2%，均符合市场预期。政策基调的连续性较强。财政总基调仍为加大力度。财政赤字率大幅提升1个百分点，涨幅显著，完成了去年12月会议中提出的工作要求。同时，增加了超长期特别国债发行规模，新增特别国债以维护银行体系稳定。财政支出方向上，与2024年的工作报告向科技创新和制造业倾斜相比，今年更注重惠民生、促消费和三保底线，并明确加快资金拨付，尽快形成实物支出，以提升财政政策效率。货币政策同样延续了12月经济工作会议中的“适度宽松”，再次提及适时降准降息。此外，明确优化创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。在去年12月会议精神中，仅在总基调中提及稳楼市股市，而在本次报告中明确将楼市股市与货币政策挂钩。CPI目标为近几年新低。2月CPI数据再次回落亦表明经济走出低通胀环境仍需时间。消费地位显著提升。从去年的“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”，增强消费和投资对经济增长的拉动作用，到今年的“促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。报告对内需的理解更为全面，从侧重投资转变为消费和投资，更大力度支持两重两新。“消费”在政府工作报告第二部分中的频率从去年的16次提升到28次。报告提出以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级，打造新的经济增长点。今年以旧换新政策延续了去年的力度。投资上，中央预算内将更大力度支持“两重”建设。和去年相比，今年新提出加大服务业投资力度，与第二项工作任务中的现代服务业相呼应。海外方面，美国非农就业和通胀数据均不及预期。预计下半句的美联储会议将维持当前利率，美国资本市场短期震荡或将继续。

**A股策略：指数有望强势突破。**我们上周重点强调了要重视消费，从周五指数全面上涨来看，大消费接替前期大科技板块成为领涨核心。一方面政策催化是行情启动的催化剂，两会后政策持续落地是我们看好消费的重要依据，从目前政策导向来看，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》。行动方案部署了8方面30项重点任务，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策。国家通过综合性方案解决消费问题的态度是十分坚决的，启动消费不是依靠某个政策，而是全方位综合性提出整体方案，无论是金融机构，还是上至部委，下至各地区，都从自身角度出发推出刺激消费政策。从内蒙生育政策落地来看，未来各地都有可能出台类似政策，要重视政策对生育刺激的后续效果，我们认为，政策刺激力度还是比较大的。前期，我们一直强调大科技板块是最核心板块，短期调整更多是交易层面的节奏问题，展望后市，大科技板块仍然是重点关注方向，从产业角度来看，仍然存在较大的想象空间，短期在财报期，市场关注度更倾向于业绩和基本面，对于该板块短期会有一定的估值压力，后市仍是热点轮动的重要方向，仍然维持科技板块是贯穿全年的判断。综合来看，指数在大消费崛起之后，市场重回价值的倾向比较明显，伴随大金融的保驾护航，指数有望强势突破。

消费有望迎来重要拐点。以《提振消费专项行动方案》出台为标志，消费有望迎来重要拐点，我们一直以来强调消费恢复是政策驱动为主，依靠经济恢复进而恢复消费的过程将是漫长而缓慢的，两会对消费基调就是加大政策力度，而政策真正落地之时就是消费拐点出现的重要标志。未来作为经济的重要抓手，刺激消费将会催生A股消费股的慢牛行情，即使短期业绩没有那么快恢复，但如果市场中长期预期改变，则估值可以提前反应，当业绩真的出现明显改善的时候，市场再考虑合理估值的定位问题，目前仍处在市场预期改善阶段，处于行情中期的初始阶段，可以继续从中期角度关注消费板块，目前仍是中期行情的底部阶段，我们看好消费的中长期投资价值仍有较大的发掘空间。

投资建议：关注消费板块的重要拐点，积极配置消费板块，同时由于市场风格更加均衡，消费和顺周期品种的机会显著增加，以大金融为代表的个股在年报期也有较好的业绩预期，建议更加偏重价值，降低题材预期，以消费为主线均衡配置，同时对于政策催化明显的军工板块也值得特别关注，尤其是以无人机、导弹为代表的细分板块可重点关注。

**债券市场：相对看好短端利率投资价值，长端利率区间震荡。**政府工作报告主要经济目标基本符合市场预期。2025年的GDP目标、通胀目标、赤字率分别定在5%、2%、4%，幅度与此前市场预期基本吻合；地方专项债发行规模为4.4万亿元，较2024年提升5000亿元，特别国债发行1.8万亿元，其中8000亿元支持“两重”，5000亿元支持“两新”，5000亿元用于补充大行核心一级资本，基本符合市场预期。两会中央行发言人公开表态印证前期货币政策重心在防风险，央行对当前的调控效果给予肯定，或不宜对后续央行态度有过于乐观预期。整体来看，两会政策基本符合市场之前预期，对市场提振相对有限，基本面数据对债市有更长期的支撑；市场利率大幅上行，修正了年初以来的宽松定价，回归更加均衡水平，短期风险和机会在于理财和基金等机构是否会出现负反馈；预计债市仍维持偏弱震荡。2季度基本面预期差对市场影响权重或提升，若权益市场风险偏好回调，可再博弈货币宽松预期。后续重点关注央行资金投放、3月社融信贷数据和权益市场表现。我们相对看好短端利率投资价值。长端利率下行趋势形成需等待OMO降息落地。但当前机构配置需求仍强劲，资产荒延续，利率大幅回调概率较低。我们预计长端利率阶段性区间震荡。

**银行：**2025年政府工作报告对于宏观政策定调积极，预计在积极财政政策下，银行全年资产规模增长有望保持平稳；货币政策适度宽松、利率传导机制进一步畅通下，净息差压力可控、预计全年降幅收窄；房地产、地方平台、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，银行高股息配置价值继续突出。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：①中长期资金入市、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。②逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

**地产：**当前楼市，新房与二手房成交延续回稳，二手房成交强于新房。29城新房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为9.71%，前值(1/1-03/07)为8.25%。当月累计销售面积同比增速为22.86%，上个月整月为44.57%。13城二手房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为35.30%，前值(1/1-03/07)为34.00%。当月累计销售面积同比增速为47.18%，上个月整月为89.88%。我们认为，多种政策工具的协同发力有望推动房地产市场逐步企稳。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。“白名单”力度加大，对于仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

**证券：**近期权益市场活跃度保持在较高水平，其中沪深京三市成交额近两周以来仅一日低于1.5万亿，两融余额也升至1.9万亿上方。潘行长在央行党委扩大会议上再次提及择机降准降息，保持流动性充裕，深化金融改革开放，对资本市场构成直接利好。投资者信心逐步修复有助于资本市场平稳运行，后续推进改革的市场基础更加夯实。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。同时，多家券商陆续接入DeepSeek等AI模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业ROE提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和AI高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业ETF的投资价值。

**保险：**考虑到2024年负债投资两端的较高基数，2025年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较2024年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加黄金等另类资产投资品的加入，有望平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值，以及保险ETF的投资价值。

**风险提示：**经济数据大幅低于预期，外部环境恶化等。

## 目 录

1. 宏观：增量政策稳步推进，外部不确定性上升.....	4
2. A 股策略：指数有望强势突破，消费有望迎来重要拐点 .....	5
3. 债券：相对看好短端利率投资价值，长端利率区间震荡 .....	5
4. 银行：继续看好中长期资金入市带来的配置价值 .....	6
5. 地产：新房与二手房成交延续回稳，中房协召开民营房企座谈会 .....	7
6. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业 ETF 的投资价值.....	7
相关报告汇总.....	8

## 1. 宏观：增量政策稳步推进，外部不确定性上升

两会报告特别肯定了2024年9月26日中央政治局会议部署的一揽子增量政策的效果，2024年全年经济呈现前高中低后扬态势。报告表示，政府深化了对经济工作的规律性认识，进一步认识到党中央集中统一领导是做好经济工作的根本保证。

报告认为2025年的困难和挑战主要有（与去年报告相比），对外，海外不确定性加剧，世界百年变局加速演进。无论是海外需求、全球贸易体系以及全球产业链的稳定都进一步恶化。对内，国内经济向好基础仍然不稳固，有效需求不足。如部分企业经营困难，一些地方基层财政仍然困难等。与去年报告内容相比，特别提出国内消费不振，将其居于有效需求不足的首位，同时不再提科技创新能力不强。

2025年政府工作报告设定的2025年的GDP目标为5%，财政赤字率4%，以及CPI目标2%，均符合市场预期。考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，今年经济增速目标虽与去年的GDP持平，但仍需积极的宏观政策支持。

政策基调的连续性较强。政策和今年工作重点任务延续了去年12月中央经济工作会议的精神。财政总基调仍为加大力度。财政赤字率大幅提升1个百分点，涨幅显著，完成了去年12月会议中提出的工作要求。同时，增加了超长期特别国债发行规模，新增特别国债以维护银行体系稳定。财政支出方向上，与2024年的工作报告向科技创新和制造业倾斜相比，今年更注重惠民生、促消费和三保底线，并明确加快资金拨付，尽快形成实物支出，以提升财政政策效率。

货币政策同样延续了12月经济工作会议中的“适度宽松”，再次提及适时降准降息。此外，明确优化创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。在去年12月会议精神中，仅在总基调中提及稳楼市股市，而在本次报告中明确将楼市股市与货币政策挂钩。

CPI目标为近几年新低。CPI目标的下降表明政策制定者对国内低通胀环境有了更为清晰的认识。虽然短期内价格达到2%仍有不确定性，但目标的下降体现了宏观政策的稳定性将有明显的提升。特别是货币政策或将较长时间处于较为宽松的环境，金融体系将较长时间处于低利率环境。2月CPI数据再次回落亦表明经济走出低通胀环境仍需时间。

消费地位显著提升。本次报告在布置今年重点工作任务时，延续了去年12月中央经济工作会议中的排序，在政府工作报告中首次将全方位扩大内需放在首位。从去年的“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”，增强消费和投资对经济增长的拉动作用，到今年的“促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。报告对内需的理解更为全面，从侧重投资转变为消费和投资，更大力度支持两重两新。“消费”在政府工作报告第二部分中的频率从去年的16次提升到28次。报告提出以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级，打造新的经济增长点。

今年以旧换新政策延续了去年的力度。投资上，中央预算内将更大力度支持“两重”建设。和去年相比，今年新提出加大服务业投资力度，与第二项工作任务中的现代服务业相呼应。

海外：美国非农就业和通胀数据均不及预期。全面关税造成的不确定性增加了资本市场对美国衰退的担忧，也将降低实业投资意愿。预计下半旬的美联储会议将维持当前利率，美国资本市场短期震荡或将继续。由于对内减少监管和减税法案尚未落地，核心流动性指标尚未出现异常，我们尚不改变对美股的长期看法（标普

500 处于泡沫，中性略偏积极）。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

## 2. A 股策略：指数有望强势突破，消费有望迎来重要拐点

**指数有望强势突破。**我们上周重点强调了要重视消费，从周五指数全面上涨来看，大消费接替前期大科技板块成为领涨核心。一方面政策催化是行情启动的催化剂，两会后政策持续落地是我们看好消费的重要依据，从目前政策导向来看，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》。行动方案部署了 8 方面 30 项重点任务，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策。国家通过综合性方案解决消费问题的态度是十分坚决的，启动消费不是依靠某个政策，而是全方位综合性提出整体方案，无论是金融机构，还是上至部委，下至各地区，都从自身角度出发推出刺激消费政策。从内蒙生育政策落地来看，未来各地都有可能出台类似政策，要重视政策对生育刺激的后续效果，我们认为，政策刺激力度还是比较大的。前期，我们一直强调大科技板块是最核心板块，短期调整更多是交易层面的节奏问题，展望后市，大科技板块仍然是重点关注方向，从产业角度来看，仍然存在较大的想象空间，短期在财报期，市场关注度更倾向于业绩和基本面，对于该板块短期会有一些的估值压力，后市仍是热点轮动的重要方向，仍然维持科技板块是贯穿全年的判断。综合来看，指数在大消费崛起之后，市场重回价值的倾向比较明显，伴随大金融的保驾护航，指数有望强势突破。

**消费有望迎来重要拐点。**以《提振消费专项行动方案》出台为标志，消费有望迎来重要拐点，我们一直以来强调消费恢复是政策驱动为主，依靠经济恢复进而恢复消费的过程将是漫长而缓慢的，两会对消费基调就是加大政策力度，而政策真正落地之时就是消费拐点出现的重要标志。未来作为经济的重要抓手，刺激消费将会催生 A 股消费股的慢牛行情，即使短期业绩没有那么快恢复，但如果市场中期预期改变，则估值可以提前反应，当业绩真的出现明显改善的时候，市场再考虑合理估值的定位问题，目前仍处在市场预期改善阶段，处于行情中期的初始阶段，可以继续从中期角度关注消费板块，目前仍是中期行情的底部阶段，我们看好消费的中长期投资价值仍有较大的发掘空间。

**投资建议：**关注消费板块的重要拐点，积极配置消费板块，同时由于市场风格更加均衡，消费和顺周期品种的机会显著增加，以大金融为代表的个股在年报期也有较好的业绩预期，建议更加偏重价值，降低题材预期，以消费为主线均衡配置，同时对于政策催化明显的军工板块也值得特别关注，尤其是以无人机、导弹为代表的细分板块可重点关注。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

## 3. 债券：相对看好短端利率投资价值，长端利率区间震荡

政府工作报告主要经济目标基本符合市场预期。2025 年的 GDP 目标、通胀目标、赤字率分别定在 5%、2%、4%，幅度与此前市场预期基本吻合；地方专项债发行规模为 4.4 万亿元，较 2024 年提升 5000 亿元，特别国债发行 1.8 万亿元，其中 8000 亿元支持“两重”，5000 亿元支持“两新”，5000 亿元用于补充大行核心

一级资本，基本符合市场预期。整体来看，经济目标部分整体在市场预期之内，且偏向于预期下限，对市场预期冲击影响有限。

两会央行发言人公开表态提及“货币政策取向是一种对状态的描述，中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”、“今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”“研究降低结构性货币政策工具利率”，基本延续货币政策报告中的表述，依然强调相机抉择，预计央行短期货币政策目标更倾向于防风险和稳汇率；结构性政策大于总量型政策。此外，央行提及长期国债利率风险，提出“有效弱化和阻断风险”，印证前期货币政策重心在防风险，央行对当前的调控效果给予肯定，或不宜对后续央行态度有过于乐观预期。

投资建议：两会政策基本符合市场之前预期，对市场提振相对有限，基本面数据对债市有更长期的支撑；市场利率大幅上行，修正了年初以来的宽松定价，回归更加均衡水平，短期风险和机会在于理财和基金等机构是否会出现负反馈；预计债市仍维持偏弱震荡。2 季度基本面预期差对市场影响权重或提升，若权益市场风险偏好回调，可再博弈货币宽松预期。

后续重点关注央行资金投放、3 月社融信贷数据和权益市场表现。我们相对看好短端利率投资价值。长端利率下行趋势形成需等待 OMO 降息落地。但当前机构配置需求仍强劲，资产荒延续，利率大幅回调概率较低。我们预计长端利率阶段性区间震荡。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

#### 4. 银行：继续看好中长期资金入市带来的配置价值

近两周（2025.3.3-2025.3.14）申万银行指数累计上涨 2.55%，相较沪深 300 指数超额收益-0.44%。截至 3 月 14 日，银行板块 PB 估值为 0.62x，处于 2010 年以来 21.6%的分位数水平。两会以来，市场风格阶段性在成长、周期、消费、金融间切换，银行板块在震荡中上涨。银行股具备低估值、稳定高股息属性，险资等绝对收益资金对银行的配置动力较强。

3 月 14 日，央行公布社融金融数据。1-2 月社融同比多增，存量社融增速升至 8.2%，主要贡献在于今年政府债靠前发力。而实体贷款投放偏弱，一方面是 1 月储备项目大额投放有所透支、2 月信贷需求较弱，另一方面，也有化债置换的影响。M1 增速环比放缓，企业存款活化进程仍然偏慢，居民存款定期化延续。展望全年，在积极财政政策和适度宽松的货币政策下，政府债有望维持高速扩张支撑社融增长；企业、居民融资需求修复尚待观察，叠加隐债置换扰动，预计信贷增速低于社融。

2025 年政府工作报告对于宏观政策定调积极，预计在积极财政政策下，银行全年资产规模增长有望保持平稳；货币政策适度宽松、利率传导机制进一步畅通下，净息差压力可控、预计全年降幅收窄；房地产、地方平台、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，银行高股息配置价值继续突出。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：① 中长期资金入市、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。② 逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

## 5. 地产：新房与二手房成交延续回稳，中房协召开民营房企座谈会

新房与二手房成交延续回稳，二手房成交强于新房。29城新房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为9.71%，前值(1/1-03/07)为8.25%。当月累计销售面积同比增速为22.86%，上个月整月为44.57%。13城二手房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为35.30%，前值(1/1-03/07)为34.00%。当月累计销售面积同比增速为47.18%，上个月整月为89.88%。

中国房地产业协会组织召开民营房地产企业座谈会，听取企业的意见和建议。滨江、龙湖、旭辉、荣盛、中梁、新鸥鹏等企业代表参加。

**投资建议：**多种政策工具的协同发力有望推动房地产市场逐步企稳。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。“白名单”力度加大，对于仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等。

## 6. 非银：持续关注头部券商、头部险企和行业ETF的投资价值

**证券：**近期权益市场活跃度保持在较高水平，其中沪深京三市成交额近两周以来仅一日低于1.5万亿，两融余额也升至1.9万亿上方。潘行长在央行党委扩大会议上再次提及择机降准降息，保持流动性充裕，深化金融改革开放，对资本市场构成直接利好。投资者信心逐步修复有助于资本市场平稳运行，后续推进改革的市场基础更加夯实。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。同时，多家券商陆续接入DeepSeek等AI模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业ROE提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和AI高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业ETF的投资价值。

**保险：**考虑到2024年负债投资两端的较高基数，2025年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较2024年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加黄金等另类资产投资品的加入，有望平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值，以及保险ETF的投资价值。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	指数维持慢牛 轮动机会增加	2025-03-12
策略快评报告	A股点评报告：坚定发展信心 夯实牛市基础	2025-03-06
策略普通报告	多头趋势不改 结构性牛市延续	2025-03-04
策略专题报告	总量双周报：多头趋势不改 结构性牛市延续	2025-03-04
策略专题报告	总量双周报：春季行情延续 两会预期升温	2025-02-20
策略普通报告	春季行情延续 两会预期升温	2025-02-19
策略快评报告	博弈不改春季行情 科技股有望爆发	2025-02-04
策略快评报告	政策持续发力 中期资金面有望改善	2025-01-23
策略快评报告	调整接近尾声 春季行情有望开启	2025-01-16
策略专题报告	A股 2025 年投资展望：砥砺前行 慢牛可期	2025-01-03

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林阳

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

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

### 林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

### 陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

## 免责声明

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

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

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

## 行业评级体系

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

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

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

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526