

分析师:

张启尧

zhangqiyao@xyzq.com.cn

S0190521080005

强市场，新逻辑

——2025年市场展望

2024年12月13日

相关报告

20241208

《多头思维迎接跨年——A股策略展望》

20241206

《12月ETF调仓究竟影响如何?》

20241204

《美国主动基金的三种“破局之道”：2833只产品经验总结》

20241201

《保持多头思维，布局政策窗口——A股策略展望》

20241130

《2.8万亿股票型ETF如何调仓?》

投资要点

一、方向上，反转的核心逻辑

9月底以来，资本市场政策的反转是核心。9月24日金融支持经济高质量发展发布会，吹响政策红利的冲锋号。9月26日政治局会议再次强调，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。10月8日发改委明确“提振资本市场”是增量政策的五大方向之一。

历轮市场反转都肩负着历史重任。不管是助力国企纾困和企业融资的“5·19”行情，还是2005-2007年随着股权分置改革启动的牛市，或者致力于促进融资、推动转型升级2013-15年牛市，又或者中美摩擦下打赢科技战，以及解决国内企业融资困境需求驱动，注册制改革和机构资金入场双向扩容引领的2019-21年结构性牛市，A股历史上的历轮市场反转都肩负着历史重任。对于本轮，近年来，国内经济承压，地产、地方债务风险凸显，资本市场又到了承担重任的时候。

提振股市的新逻辑：1) 优化资源配置，助力新质生产力发展。9月24日以来，截至12月3日科创50、创业板指分别上涨56.3%和46.7%，远超上证综指同期22.9%的涨幅。更强的市场表现、更高的估值，将带动社会资源流向新质生产力方向、助力发展和转型升级。2) 通过财富效应，提振市场信心。股市财富效应拉动消费者信心，这在历轮股市上涨中都有体现。如果股市复苏、赚钱效应持续，财富效应反哺实体需求，有望进一步驱动经济复苏。3) 化债、盘活优质资产、推动资产负债表修复。在化解债务、扩大内需的增量政策红利的释放期，鼓励优质上市公司进行资本运作，通过并购重组尚未上市的优质科创资产、专精特新企业，从而一举多得：一方面为上市公司股价走强和股市“慢牛”增厚基本面基础；另一方面，有效地盘活各类国资创投基金或政府母基金，有利于地方政府资产负债表和企业资产负债表的修复。

资本市场正在成为引导资源配置的核心平台，合肥模式或成为典型。近年来，地方国资在资本市场上加速收购上市公司。通过收购上市公司控制权引进优质项目落地，这种“以投带引”的思路，将资本市场作为资本要素配置的核心平台，将引导资金流向效益更高、潜力更广的领域，加速创新资本的形成，形成资本市场与实体经济的良性循环。

二、节奏上，震荡向上，走得更远

9月底以来，政策反转带来估值修复。行至当下，估值修复行情或告一段落。在基本面未出现修复或预期出现重大变化的前提下，中国资产估值已修复得较为充分。纵向对比，A股估值和股权风险溢价均已突破23Q1的水平，接近2021年底的高位。横向对比，从PB-ROE、PE-G的角度来看，中国资产的估值已经和全球其他资本市场相当。

“盈利底”大概率已经出现，基本面修复的方向是明确的，但数据验证还需要时间，预期和现实将轮番主导市场。10月宏观数据指向经济在巩固9月复苏成效的基础上又增添了多个亮点。11月PMI继续较前期上升0.2个百分点至50.3%，连续3个月上升，且连续2个月运行在扩张区间。中国股市、中国经济正逐步进入良性循环。后续随着存量政策落地和增量政策出台，信用周期有望改善。但考虑到政策从出台到落地部署，进而传导至实体经济所需要的时间，尤其是在本轮价格通缩压力更“顽固”的背景下，上市企业基本面的改善仍需要时间。

此外，特朗普上台后，中美贸易战也或将有所扰动。特朗普在竞选中主张将美国所有进口关税普遍提高10%-20%，其中，对中国加征至少60%的关税；共和党2024年党纲也提出取消中国最惠国待遇，逐步停止必需品进口。随着11月6日特朗普宣布胜选，且共和党同时成为参议院和众议院的多数党派，明年新一轮中美贸易战对经济和A股冲击仍不容忽视。

风险提示：经济数据波动，政策宽松不及预期，美联储超预期加息等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中国股市、中国经济要形成良性的正面循环，需要更长久的行情。围绕着反转逻辑，资本市场和资产负债表以及中国经济要形成一种良性的正面循环，需要更长久的行情，而不是短期暴利。但是中国经济的好转不是一蹴而就的，本轮上涨也或将由多个阶段性的“快涨、大波动”的震荡市构成，底部逐步抬升、拾级而上。阶段性快涨之后的颠簸、分化，其实是在等一等股市和经济的良性互动。行情震荡向上，才能走得更远。

未来市场演绎的两种关键节点：1) **明年 3-4 月：基本面反转验证窗口。**一方面，美国对华贸易制裁细节逐步敲定，外部扰动“靴子落地”。更重要地，3 月初两会进一步明确经济目标和包括赤字率在内的增量政策力度，为市场注入一剂“强心剂”。同时在经历逆周期政策发力 2 个季度后，2024 年年报和 2025 年一季报有望验证企业基本面的改善，进一步强化市场信心。2) **2025 年 7、8 月：价格回正+中报景气验证窗口。**若明年 3-4 月份企业一季报显示基本面尚未出现明显改善的拐点，下一个观测时间点可能要等到 2025 年下半年。

三、空间上，增量资金从哪里来？

参考历史经验，只要方向反转，钱从来不是问题，关键是资金流入的节奏。在反转逻辑的大框架下，我们要关注的是这轮行情走多长，而不是看短期有多高。从中期的维度来说，要摒弃熊市思维，坚定多头思维，对行情的时间和空间不要设限，因为资金动力仍源源不断。

- 1) **资产荒下，本轮来自居民端资产配置的力量更强。**当前国内居民存款超过 148 万亿元，对于权益资产配置来说存在巨大潜在增量，近期市场大涨，个人投资者正是主要的增量来源。
- 2) **ETF：明年有望继续贡献主要增量，预计净流入超 6500 亿元。**ETF 是今年 A 股市场最重要的增量资金之一。展望明年，ETF 产品矩阵扩容、发行惯性延续，预计明年将继续流入超 6500 亿元。
- 3) **险资：明年有望贡献超 4000 亿元增量。**险资绝对规模的增长叠加市场回暖之下权益仓位的提升，将带动险资进一步大幅流入。
- 4) **公募基金：发行有望回暖，明年增量或将在 2000-3000 亿元。**公募基金新发规模通常与基金重仓股过去一个季度表现存在较强正向关系。随着市场回暖、赚钱效应回归，偏股基金发行也将回暖。
- 5) **外资：这次有望更多做右侧。**外资对于 A 股的配置仓位仍处于历史低位。随着中国股市回暖、经济预期改善、基本面逐渐企稳，资本追逐利润的本性下，仓位回补将驱动外资持续回流中国。

四、结构上，从赔率和胜率角度关注两大方向

1、赔率角度：重点关注新质生产力以及并购重组。重点聚焦：1) 新质生产力。长期促进经济动能切换和短期托底政策的发力结合点，重点关注 AI、半导体、信创、机器人、低空经济等。2) 并购重组。关注两大核心线索，一是 TMT、军工、医药等为代表的硬科技、新质生产力方向，二是 央国企主导的券商、钢铁、化工等潜在产业整合方向。

2、胜率角度：重点关注内需以及供给格局优化的先进制造业。1) 内需。明年外需受潜在新增关税扰动，扩内需将是明年稳增长的重要抓手，重点关注消费板块中的 教育、餐饮、医疗、免税等服务类消费，以及传统消费领域如 食品饮料、家电等行业龙头、核心资产（关注分红、增持、回购注销行为）；此外，顺周期中关注有望受益于化债政策的 建筑与地产链龙头。2) 供给格局优化的先进制造业。寻找过去几年产能扩张已显著放缓、出清相对充分、明年产能利用率大概率迎来修复拐点的行业，同时配合兼并重组，行业竞争格局有望加速优化，重点关注 新能源、军工等先进制造业龙头。

风险提示：经济数据波动，政策宽松不及预期，美联储超预期加息等。

目录

一、方向上，反转的核心逻辑	5
二、节奏上，震荡向上、走得更远	12
三、空间上，增量资金从哪里来？	18
四、结构上，从赔率和胜率角度关注两大方向	22
风险提示：经济数据波动，政策宽松不及预期，美联储超预期加息等。	36

图表目录

图表 1、9 月底以来多场重磅会议会密集召开，各项政策宽松措施密集加码 ...	5
图表 2、A 股历史上的历轮牛市都出现在经济较差、政策显著放松的时候	6
图表 3、9 月底以来，创业板、科创板表现出明显的超额收益(2023.12.31=100)-	7
图表 4、股市财富效应拉动消费者信心	7
图表 5、9 月以来 PMI 连续三个月回升，连续两个月运行在扩张区间， %	8
图表 6、新房销售已修复至近两年同期水平（T0 为 10 月 1 日）	8
图表 7、2014-2015 市场掀起并购重组浪潮，成为后续基本面修复的重要驱动(单	9
位：亿元)	9
图表 8、政策支持下，近期并购重组市场逐渐活跃	9
图表 9、10 月以来，多个省市先后出台支持并购重组的文件、召开并购重组相关	10
培训会等	10
图表 10、地方国企作为竞买方的并购重组案例涉及金额占比大幅攀升	11
图表 11、今年以来，已有至少 34 家上市公司实控人从个人或无实控人变更为地	11
方国资	11
图表 12、合肥市主要国有资本投融资平台情况	12
图表 13、合肥政府产业创投基金运作流程	12
图表 14、A 股股权风险溢价变化， %	13
图表 15、全球主要经济体 PB-ROE 对比	13
图表 16、近期多数经济指标持续呈现改善趋势	14
图表 17、名义 GDP 和全 A 非金融非石油业绩增速（%）	14
图表 18、GDP 平减指数和 PPI 同比（%）	14
图表 19、参考 18、19 年，中美贸易战对股市存在明显短期消息面的冲击（涨	15
跌幅，%）	15
图表 20、历史上快速拔估值的 A 股牛市往往昙花一现，盈利和估值共振才走得	16
更远	16
图表 21、后续重要节点梳理	16
图表 22、4 月是全年最看重业绩的月份之一	17
图表 23、PPI 同比走势	17
图表 24、2012 年以来，每年下半年都将迎来经济预期的逐步修复	17
图表 25、A 股资金面情况概览（单位：亿元）	18
图表 26、理财收益率趋势下行，资产荒背景延续	19
图表 27、2024 年 10 月上交所新增开户数逼近历史峰值	19
图表 28、居民资产中权益配置比重仍较低	19
图表 29、今年 ETF 资金大幅入场	20
图表 30、股票 ETF 份额变化	20
图表 31、近年来保费高增带动险资规模快速增长	20
图表 32、险资权益资产规模持续创历史新高	20
图表 33、险资权益资产仓位仍不高	21

图表 34、主动偏股基金月度发行规模	- 21 -
图表 35、公募基金新发规模与重仓股过去一个季度表现存在正相关性	- 21 -
图表 36、近期外资持仓市值占 A 股总市值比重回升	- 22 -
图表 37、港股外资持股占比整体仍处于历史低位	- 22 -
图表 38、主动偏股基金月度发行规模	- 22 -
图表 39、港股国际中介持股占比显著回升	- 22 -
图表 40、国内卡脖子技术的关键领域与新质生产力支持方向耦合	- 23 -
图表 41、北美大厂资本开支继续高增	- 24 -
图表 42、今年以来国内外大模型厂商开始发力端侧	- 24 -
图表 43、半导体各环节市场空间及国产化率	- 24 -
图表 44、今年以来国内外大模型厂商开始发力端侧	- 25 -
图表 45、2024 年信创产业相关重要政策	- 25 -
图表 46、人形机器人产业布局加速	- 26 -
图表 47、中国人形机器人市场规模预测	- 26 -
图表 48、低空经济各省市试点性举措	- 26 -
图表 49、中国低空经济产业链	- 26 -
图表 50、2024 年信创产业相关重要政策	- 27 -
图表 51、2010 年以来各类型并购重组数量占比	- 27 -
图表 52、地方政府通过并购重组参与经济发展的两种模式	- 28 -
图表 53、各省市上市公司数量	- 29 -
图表 54、今年以来被地方政府收购的上市公司明细	- 29 -
图表 55、近年来盈利承压，但竞争格局分散或产能依然过剩的行业	- 30 -
图表 56、内需占比高且明年预期盈利改善的消费行业主要为服务类消费	- 31 -
图表 57、一级行业分红比例中位数及其变化情况	- 31 -
图表 58、2024Q3 行业应收类资产居前的行业	- 32 -
图表 59、新能源、军工是明年有望困境反转的重要方向	- 32 -
图表 60、24Q3 供给出清已较为充分，后续有望困境反转的行业	- 33 -
图表 61、新能源主要行业供给侧指标跟踪	- 33 -
图表 62、新能源行业营收集中度（截至 2024Q3）	- 34 -
图表 63、今年以来，推动新能源行业出清的重要政策与事件	- 34 -
图表 64、军工行业供给侧主要指标	- 34 -
图表 65、军工行业在手订单（预收账款+合同负债）同比增速（截至 2024Q3）	- 34 -
图表 66、军费支出有望维持较高增长水平	- 35 -
图表 67、五年规划落地前后军工行业相对全 A 超额收益（T 年为五年计划正式落地之年）	- 35 -
图表 68、并购重组和资产注入始终是军工的重要交易主题，且往往是板块大级别行情的重要催化因素	- 36 -

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/995233341021012012>