国网英大集团
STATE GRID YINGDA GROUP
英大证券有限责任公司
YINGDA SECURITIES CO., LTD.

2025年四季度A股市场投资策略报告

上涨行情或未结束，但波动率或加大，风格或趋向均衡

报告日期：2025年10月10日

风险因素

1. 美国关税和货币等政策的不确定性
2. 中美关税博弈的不确定性
3. 国内经济修复力度不及预期
4. 美国经济衰退及海外金融风险超预期
5. 反内卷政策落地不及预期
6. 地缘冲突升级
7. 流动性边际收紧
8. 市场交易结构拥挤

相关报告

震荡向上或为主，结构性机会丰富（2025.7.18）

短期波动不改慢牛格局，逢低布局三条主线（2025.4.21）

指数震荡慢牛，结构性机会占优，流动性驱动或向业绩驱动切换（2025.1.7）

普涨后“持优汰劣”，这轮牛市有多长？关注基本面改善力度（2024.10.8）

结构重于总量，风格交替轮动，逢低均衡配置（2024.7.5）

震荡中延续修复，结构重于总量，红利股为盾，新质生产力为矛（2024.4.8）

筑底回升，科创为先，弹性占优，结构为主（2024.1.2）

否极泰来（2023.1.16）

慢牛后期，偏重结构，增速为王，挖掘成长（2021.7.1）

全面注册制下，“慢牛”行稳致远，低蓝筹+高科技两手抓（2021.1.4）

疫情冲击是短期的，着眼中长期配置（2020.4.7）

策略研究员：惠祥凤

执业编号：S0990513100001

电　　话：0755-83007028

邮箱：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

➢ **2025年前三季度市场回顾：**上证综指上涨15.84%，深证成指上涨29.88%，沪深300指数上涨17.94%，创业板指数上涨51.20%，科创50指数上涨51.20%。行业板块涨多跌少，申万一级行业中，有色金属涨幅67.52 %居首，通信涨幅62.61 %位居第二，电子涨幅53.51%位居第三，电力设备、机械设备、传媒等板块也表现不错。下跌方面，煤炭以-7.90 %跌幅居首，食品饮料以-5.06 %跌幅倒数第二，石油石化以-3.12%跌幅倒数第三。个股涨多跌少，上涨家数占比77.02%，**中位数是上涨18.82%**。

➢ **2025年四季度市场运行逻辑：宏观经济环境**和**货币政策**是影响A股走势的重要变量，**A股本身的估值、业绩及供需关系**也对A股的走势起着至关重要的作用。**宏观经济方面**，美国关税政策对全球经济造成扰动,国内出口增速或有压力，**预计政策在“培育新动能”与“托底旧动能”两端同时发力**；**货币政策方面**，**美联储进入谨慎降息周期**，**国内货币政策**或维持适度宽松，但**主要还看需求端**；**估值方面**，关注四季度能否由估值驱动成功切换至基本面驱动；**股票需求方面：**个人投资者**有望加大权益类资产配置**，公私募资金新发规模有望继续改善，**长期资金**在监管层的鼓励引导下**有望成为重要的增量资金来源之一**，建议加大理财资金权益配置比例，**外资回流可期**，回购资金有望延续良好的态势，**类“平准基金”对市场的推动作用或边际趋弱**，结构性货币政策工具依旧支持资本市场。**股票供给方面：IPO发行节奏或略有加快、再融资大概率继续回暖、减持力度或有明显加大**，退市或将延续较快的频率。监管层多举措促进投融资两端动态平衡措施，市场流动性改善有望延续，但**要时刻关注机构及大股东减持情况**。

➢ **2025年四季度市场展望：**（一）大势研判。2025年下半年（侧重三季度），A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征，看好半导体、泛AI及机器人行业等科技股，三季度市场走势如我们预期。**展望四季度，或许A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。风格上，可能会更加均衡。在继续关注科技成长主线的同时，也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向**，均衡配置的性价比或更高。（二）行业配置。**1.医药：**补涨需求兼具防御价值。**2.半导体：**自主可控逻辑。**3.机器人行业：**产业内生增长驱动强劲。**4.红利股：**择低仍有配置价值。**5.新能源：**景气度或有改善，反弹有望延续。**6.券商：**直接受益于市场活跃度提升的品种。**7.泛TMT板块：**数字化时代，泛TMT（文化传媒、计算机、通信等）潜力依旧。**8.房地产：**“剩者为王”的反弹机会。**9.顺周期方向：如稀土永磁、工程机械、化工、煤炭、有色、基建等板块。10.内需消费：**扩大内需背景下，关注老年人“银发经济”、年轻人“悦己消费”及大众“平价消费”方向，另外农业股（猪肉）也可择低关注。（三）主题投资。**1.泛AI主题：**有望从硬件和算力向AI应用方向扩散。**2.光通信模块：**AI算力、数据中心升级、技术革新（硅光/CPO）是核心驱动力。**3.稀土材料：**我国稀土领域优势显著，进可攻退可守。**4.军工：**出口吸引力提升叠加地缘冲突的时有催化，但个股难免高位震荡和分化。**5.工业母机：**逢低关注设备更新方向。**6.低空经济：**可逢低关注低空基础设施、低空飞行器制造等方向。**7.数字经济：**绩优个股仍可逢低关注。**8.国企改革：**关注有国企重组整合及国企市值管理预期的标的。**9.并购重组：**中小科创、央国企以及传统行业中的有并购重组预期的标的，提前埋伏。**以上投资机会尽量低吸为主，业绩因素仍是资金配置的重要考量，逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，规避纯粹炒作概念个股。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。**

目录

一、2025 年前三季度市场回顾 4
（一）指数表现 4
（二）行业表现 4
（三）个股表现 5
二、2025 年四季度市场运行逻辑 5
（一）影响 A 股的重要外部变量 6
1、宏观经济 7
（1）重要数据表现 7
（2）三驾马车分析 11
2、货币政策 15
（1）存款准备金率 17
（2）M1、M2 增速 18
（3）社会融资规模 20
（4）外汇占款 23
（5）利率指标 29
（二）市场估值 31
1、纵横比较 31
（1）纵向比较 31
（2）横向比较 31
2、流动性及企业盈利 32
（三）A 股的供求关系 34
1、股票市场需求的主要决定因素 35
（1）个人资金 35
（2）公私募基金 41
（3）长期资金 45
（4）理财资金 51
（5）境外资金 53
（6）回购资金 54
（7）平准基金 56
（8）结构性货币政策工具 56
2、股票市场供给的主要决定因素 57
（1）IPO 57
（2）再融资（增发、可转债） 59
（3）解禁、增减持 61
（4）退市 64
三、2025 年四季度市场展望 68
（一）大势研判 68
（二）行业配置 71
1、医药生物 73
2、半导体 73
3、机器人行业 73
4、高股息率股 74
5、新能源 75

6、证券 75
7、计算机 76
8、文化传媒 76
9、通信 77
10、房地产 77
11、顺周期板块 78
12、工程机械 78
13、内需消费 78
（三）主题投资 79
1、泛 AI 主题 79
2、光通信模块 79
3、稀土材料 80
4、军工 80
5、工业母机 81
6、低空经济 81
7、数字经济 82
8、国企改革 83
9、并购重组 83

图表目录

图 1：2025 年前三季度主要指数表现 4
图 2：2025 年前三季度申万行业类表现（%） 4
图 3：2025 年四季度市场运行逻辑 6
图 4：上证指数与 GDP 增速走势 15
图 5：CPI、PPI 同比、环比（月） 15
图 6：PMI 和财新 PMI（月） 15
图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%） 15
图 8：消费品零售总额：当月同比（%） 15
图 9：存款准备金率（%） 20
图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速 20
图 11：社会融资规模（亿） 28
图 12：外汇占款（亿） 28
图 13：银行间同业拆借利率（%） 30
图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%） 30
图 15：上证指数市盈率比较 32
图 16：工业企业盈利表现（%） 34
图 17：证券公司客户交易结算资金余额 38
图 18：上证指数及市场融资余额 38
图 19：商品房销售同比走势 41
图 20：陆股通资金（亿元） 54
图 21：外资持有股票（亿元） 54
图 22：IPO 募资规模和上证综指走势 59
图 23：增发实际募集资金和沪综指走势 61

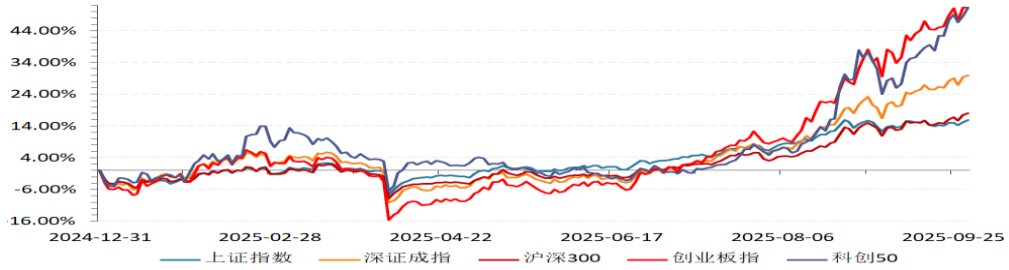
图 24：限售股解禁阶段统计（万元） 61
图 25：重要股东二级市场增减持 64

一、2025年前三季度市场回顾

（一）指数表现

截止 2025 年 9 月 30 日，今年以来，上证综指上涨 15.84%，深证成指上涨 29.88%，沪深 300 指数上涨 17.94%，创业板指数上涨 51.20%，科创 50 指数上涨 51.20%。

图 1：2025 年前三季度主要指数表现

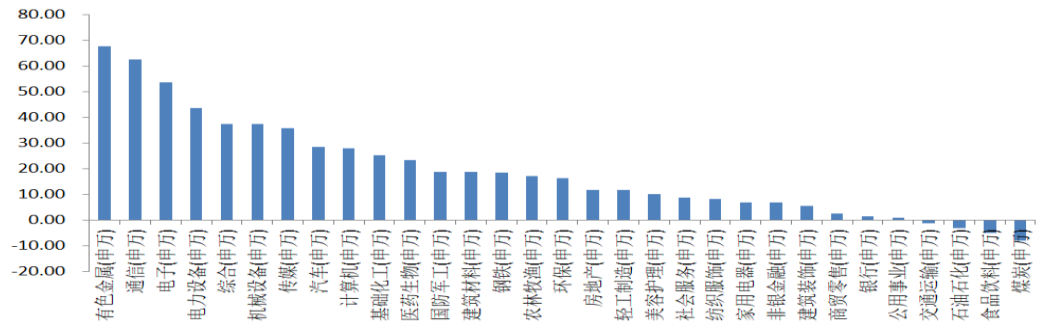


数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2025.1.1-9.30

（二）行业表现

2025 年前三季度，行业板块涨多跌少，申万一级行业中，**有色金属涨幅 67.52 %居首，通信涨幅 62.61 %位居第二，电子涨幅 53.51%位居第三，**电力设备、机械设备、传媒等板块涨幅均超 30%，汽车、计算机、基础化工、医药生物、国防军工等板块也表现不错。下跌方面，**煤炭以-7.90 %跌幅居首，食品饮料以-5.06 %跌幅倒数第二，石油石化以-3.12%跌幅倒数第三，**交通运输板块也表现不佳。

图 2：2025 年前三季度申万行业类表现（%）



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据统计日期为 2025.1.1-9.30

（三）个股表现

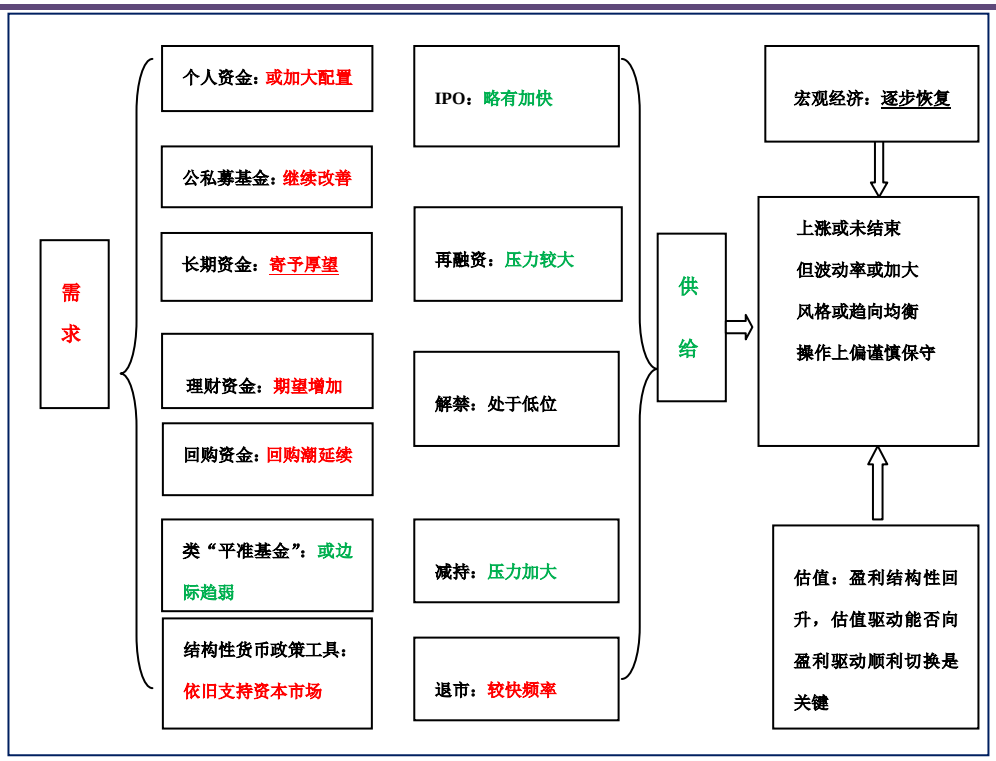
2025 年前三季度，个股涨多跌少。根据 iFinD 的数据，截止 2025 年 9 月 30 日，**全部 5436 只 A 股，4187 家上涨，上涨家数占比约 77.02%。**其中，1291 只个股涨幅超 50%，1358 只个股涨幅在 50-20%之间，**1227 家下跌，**68 只个股跌幅超 30%，**中位数是上涨 18.82%**。

二、2025年四季度市场运行逻辑

宏观经济环境和货币政策是影响A股走势的重要变量，A股本身的估值和供需关系也对A股的走势起着至关重要的作用。展望2025年四季度，**宏观经济方面，**美国的关税政策仍会对全球经济造成扰动，**中美关税摩擦可能给中国出口带来一定扰动**，中国经济可能仍处于“弱复苏、低通胀”格局，预计政策在“培育新动能”与“托底旧动能”两端同时发力，以稳增长、防风险的双平衡为经济转型争取时间与空间。后续关注财政政策力度、“十五五”规划布局及反内卷政策的推进情况；**货币政策方面，四季度美联储进入谨慎降息周期，**国内处在低通胀环境，**货币政策基调可能依旧保持“连续、稳定”，预计货币环境依旧宽松，**宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等。不过，**目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端**；**估值方面，**2024年9月以来至今年前三季度A股市场驱动力主要体现为估值修复，目前估值已经得到修复的情况下，**2025年四季度能否由估值驱动成功切换至基本面驱动至关重要，关注后市企业盈利改善力度。**四季度可能处于盈利结构性回升，叠加政策依然偏积极，可能继续支撑风险偏好，估值可能处于偏高水平；**供求关系方面**。**股票市场需求**主要受以下几个方面因素的影响，**一是个人投资者资金**，在今年赚钱效应的利诱下，居民有望加大权益类资产配置；**二是公私募资金，新发规模有望继续改善，未来基金申购量或将逐步上行，特别是ETF，有望为2025年四季度A股市场带来增量资金；三是长期资金，监管层鼓励引导中长期资金入市，**保险资金、社保基金、养老金、企业年金等机构投资者资金有望成为**重要的增量资金来源之一；四是理财资金，建议投资者可适度增加权益类产品布局；五是境外资金，人民币汇率回升吸引外资流入，境外资金回流可期；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，**上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；**七是类“平准基金”。其核心目标在于防范系统性风险和稳定市场，在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，对市场的推动作用或边际趋弱；八是结构性货币政策工具**依旧支持资本市场。**股票市场供给**主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面，**目前IPO储备项目较上半年略有增加，**预计2025年四季度IPO的发行节奏略有加快**。**再融资方面，压力较大。解禁市值规模处于近几年低位，**今年前三季度市场回暖后，减持规模明显增加，**四季度减持力度或有明显加大；退市方面，**将延续**较快的退市频率，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。监管层多举措促进投融资两端动态平衡措施，强化了市场信心，权益市场流动性改善**

有望延续，但要时刻关注各路机构及大股东减持情况。综合以上宏观经济、货币政策、需求供给分析，年初，我们认为，2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化。7月，我们认为，2025年下半年（侧重三季度），A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征，市场走势如我们预期。即便是牛市，也从来都不是一帆风顺的，牛市中也需要保持一份理性。三季度A股呈现牛市行情，科技领涨。展望2025年四季度，也许比以往更多分歧、更难判断。或许四季度A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。风格上，四季度A股相较于三季度可能会更加均衡。就投资而言，在继续关注科技成长主线的同时，也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向。“科技成长”+“周期板块”+“内需消费”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比或更高。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

图 3：2025 年四季度市场运行逻辑



数据来源：英大证券研究所整理。

（一）影响 A 股的重要外部变量

A股的走势受**宏观经济**、**货币政策**等多方面的影响。宏观经济良好，企业盈利增加，将会吸引投资者资金进一步进入股票市场，从而增加对股票的需求，反之亦然。由于过去中

国股市不太成熟，虽然上证指数的走势经常和GDP的走势相背离，但随着价值投资理念的逐步深入，**随着股票市值占GDP的比重越来越大**，从中长期角度看，后者还是前者运行的基础，**中国股市逐步走向成熟，未来股市将会逐步成为经济的晴雨表**。另一个影响A股走势的重要外部因素是货币政策，货币政策倾向宽松时，市场资金比较宽裕，有利于股票的上涨，反之亦然。

1、宏观经济

（1）重要数据表现

GDP数据。2020年国内生产总值**101.6**万亿元，**同比增长2.3%**，这是历史上我国GDP**首次突破100万亿元大关**。在疫情的冲击下，中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。**2021年**国内生产总值**114.4万亿元，同比增长8.1%**,完成了2021年两会设定GDP同比增长6%的目标，国民经济稳定恢复，虽然面对内外部诸多风险挑战，但2021年取得的经济成绩依旧不错。2022年《政府工作报告》将2022年GDP增速目标定在5.5%左右。在国内疫情、地产问题、俄乌冲突、美联储加息、中美大国博弈、人民币贬值等一系列海内外利空事件反复冲击，未能实现5.5%的目标。**2022年国内生产总值121.02万亿元，同比增长3.0%。2023年，**中国经济顶住多重压力实现量的合理增长，国内生产总值126.06万亿元，比上年**增长5.2%。**符合我们在英大证券2023年度A股市场投资策略报告中的预测，2023年初认为，疫情对经济和市场的影响逐步减小，随着经济活动的会逐步恢复，2023年经济将重回正常增长状态，GDP增速恢复至5.0%左右。**2024年中国GDP为134.91万亿元，GDP增速为5%**。今年政府工作报告明确2025年GDP增长目标为5%左右，强调“科技自立自强”与“扩大内需”双轮驱动。财政目标方面，今年赤字率拟按4%左右安排，比上年提高1个百分点。政府投资方面，拟安排地方政府专项债券4.4万亿元，比上年增加5000亿元。合计新增政府债务总规模11.86万亿元，比上年增加2.9万亿元。特别国债方面，拟发行超长期特别国债1.3万亿元，比上年增加3000亿元。拟发行特别国债5000亿元。促进消费方面，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。住房目标方面，持续用力推动房地产市场止跌回稳。新质生产力方面，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。加快制造业数字化转型。大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。上述政策目标夯实经济复苏预期，**2025年一季度**国内生产总值（GDP）318758亿元，按不变价格计算，**同比增长5.4%**，比上年四季度环比增长1.2%。**二季度不变价GDP同比5.2%，上半年GDP实现5.3%的增长，高于5%的增长目标。展望四季度，中美关税摩擦仍未完全解除，四季度出口增速或有一定压力，因此，四季度政策“适时加力”的可能不能排除，考虑到上半年实现了5.3%的增长，全年大概率也能够完成5%的增长目标。**

PMI数据。2019年有8个月PMI数据处于繁荣和衰退的临界点之下，中国经济表现疲弱，但在2019年11月之后，经济运行出现积极变化，连续3个月PMI重返荣枯线上方。让人措手不及的是新冠肺炎突然来袭，**2020年2月PMI指数下降到35.70%**，随着疫情被控制住，全国各地陆续复工复产，**2020年3月份的PMI指数显著回升至52.0%**，之后PMI数据一直在荣枯线上方，2021年8月PMI为51%，连续18个月处于扩张区间，之后，9、10月两个月跌破荣枯线，不过，11月制造业PMI指数回到50.1%，**2022年2月份制造业PMI为50.2%**，连续4个月处于扩张区间，非制造业总体恢复步伐有所加快，其中，基建发力下，建筑业景气度明显上行。不过，受2022年三月国内新冠疫情多地散发及四月五月上海疫情封城的冲击，企业生产经营活动放缓，3-5月PMI数据再次进入收缩区间，连续3个月在荣枯线下方。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，2022年6月经济景气水平改善，PMI升至50.2%，再度回到荣枯线上方，不过，受传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，7月PMI又降至49%，重回收缩区间。之后，防疫政策收紧，10、11月PMI连续下滑至49.20%、48.00%，进入12月，防疫政策大幅优化下，国内疫情逐步迎来感染高峰，12月PMI继续下行至47.00%。不过，在英大证券2023年度A股市场投资策略报告中，我们预测，疫情过峰后，对经济的影响将逐步减弱，制造业景气度有望回升，2023年PMI指数大概率重回50%荣枯线上方。事实如我们预期，进入2023年，春节过后，特别是从2月份开始，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情影响消退等有利因素，企业复工复产、复商复市加快，我国经济景气水平继续回升，**2023年2月PMI升至52.6%，是自2012年5月以来的最高纪录。**之后，经济复苏放缓，PMI数据连续走低，4月再度回到荣枯线下方，5月制造业在4月偏弱基础上进一步回落至48.8%，整体反映出经济在疫后报复性反弹之后，内生的向上动能有所不足，尤其是需求端的拉动较为有限。在5月创出2023年PMI低点后，2023年6至9月份，官方制造业PMI连续四个月上扬，9月50.20%回到荣枯线上方，不过，因为季节性因素，10月制造业PMI（49.5%）景气水平再度回到收缩区间，而市场普遍预计，11月份PMI会有回升。从结果看，11月制造业PMI为49.4%比上月下降0.1个百分点，低于市场预期，对投资者信心带来打击。淡季因素叠加需求走弱，2023年12月制造业PMI录得49.0%，继续回落。受政策加力稳增长、春节前消费品制造业产销加快等因素影响，经济景气水平有所回升，**2024年1月制造业PMI为49.2%，**环比上升0.2个百分点，受到春节的短期扰动，2月制造业PMI为49.1%，环比下降0.1个百分点，连续5个月处于荣枯线下方。假期结束后对生产经营的影响减弱，制造业PMI或出现季节性回升，**2024年3月制造业PMI为50.8，重回扩张区间，**4月制造业PMI为50.4，仍处于扩张区间。5月官方制造业PMI录得49.5，再度回到荣路线下方。五一假日因素影响，加之需求端的拖累，企业生产意愿受到影响，导致整体制造业景气度迅速回落。6月官方制造业PMI指数继续处于49.5%的低位，整体上看，主要是受内需不振、外需边际放缓影响。7月官方与财新口径制造业PMI均下滑，且位于荣枯线以下。8月制造业PMI为49.1%，较上月下降0.3个百分点，在荣枯线下继续下探，且主要分项均有所回落。自2024年4月后，连续4个月回落至荣枯线下方，且再创年初回落以来新低。这显示经济整体疲软。不过，随

着美联储降息落地，国内货币政策宽松空间打开之下，叠加2024年9月政治局会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，指向逆周期政策要继续加力。其中对地产态度发生变化，特别强调地产“促进房地产市场止跌回稳”。随着一揽子增量政策加力推出以及已出台的存量政策效应逐步显现，我国经济景气水平继续回升向好。2024年10月官方制造业PMI为50.1%，升至景气区间。11月份制造业PMI较10月上升0.2个百分点至50.3%，连续3个月上升，2024年12月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，连续3个月稳定在扩张区间。**2025年1月份制造业PMI为49.1%**，下行1个百分点，再度进入收缩区间，主要是受季节性因素。春节临近，员工休假、特别是农民工放假返乡对制造业生产端会形成较强的下拉效应。**2月份，制造业采购经理指数(PMI)为50.2%**，比上月上升1.1个百分点，制造业景气水平明显回升。**3月中国制造业PMI录得50.5%**，环比上升0.3个百分点，连续第二个月保持在荣枯线以上，表明制造业景气度持续回暖。不过，**4月中国制造业PMI为49.0%，**较上月下降1.5个百分点，跌破50%的荣枯线，表明制造业景气度有所收缩。这一回落主要受到美国加征关税对出口造成的影响。**5月中国制造业PMI为49.5%，**环比上升0.5个百分点，虽仍低于50%的荣枯线，但显示出制造业景气水平有所改善。5月央行等部门推出降息降准、公积金贷款利率下调等金融措施，直接降低企业融资成本，另外，中美关税暂缓期企业“抢出口”行为，共同助力5月制造业景气水平回升。**6月中国制造业PMI为49.7%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平继续改善。不过，受制造业进入传统生产淡季以及部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响，7月份制造业采购经理指数（PMI）为49.3%，比上月下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落。8月份，制造业PMI为49.4%，比上月上升0.1个百分点，制造业景气水平有所改善。9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月提高0.4个百分点。预计四季度制造业PMI呈现向好趋势。主要原因如下：8 月以来稳增长政策释放，如北上深限购政策调整、第三批“两重”项目清单下达、“以旧换新”国补资金下发、5000 亿元新型政策性金融工具落地，预计将对四季度经济形成支撑。**

CPI/PPI数据。CPI方面，2023年4月CPI低通胀状态愈发明显，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和。5月份CPI同比上涨0.2%，其中食品季节性回落但环比降幅收窄，能源主要受国际价格传导保持低位。6月份CPI同比上涨0%，7月份CPI由6月同比持平转为同比下降0.3%，2023年6、7月份物价低位运行是2022年高基数效应的影响。8月CPI同比上涨0.1%，同比由降转涨。不过，上涨的势头未能延续，随着猪肉等价格下行，国际油价冲高回落等因素的影响，10月CPI同比-0.2%，再度走弱。11月CPI当月同比-0.5%，降幅扩大，12月CPI当月同比-0.3%。2023年全年物价持续低位运行。受到春节错位的影响，**2024年1月CPI同比增速较2023年年12月的-0.3%回落至-0.8%**，2月CPI同比上涨0.7%再次转正，为2023年9月以来首次正增长。其中，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，创下2022年2月以来最高涨幅。可能与春节期间食品、出行、文娱等消费需求回升有关。2023年末的中央经济工作会议新增了社会融资规模、货币供应量同价格水平预期目标相匹配，或意味着政府将通过货币金融政策发力，增加流入实体经济的广义货币供应量，进而提振

价格水平，不过，我们认为目前的问题出在需求侧，而不是供给侧。2024年《政府工作报告》把居民消费价格涨幅定位在3%左右，不过，2024年以来的事实远不及预期，2024年3-6月CPI同比涨幅在0.3%左右徘徊，7月CPI同比上涨0.5%，8月CPI同比上涨0.6%，较7月温和回升，主要是受天气影响，食品类价格得到支撑，从而推动CPI 同比上行。不过，9月份开始，CPI同比涨幅连续收窄，11月中国CPI当月同比为0.2%，较10月继续回落0.1个百分点。2024年12月份，消费市场运行总体平稳，全国CPI环比持平，同比上涨0.1%。**2025年1月份，受春节因素影响，**全国CPI涨幅扩大，环比上涨0.7%，**同比涨幅由上月的0.1%扩大至0.5%。2025年2月份，居民消费价格指数（CPI）环比下降0.2%，同比下降0.7%。**2月份CPI同比由涨转降原因可能是春节错月导致上年同期对比基数较高。上年2月份受春节因素影响，食品和服务价格上涨较多，抬高了今年2月份的对比基数，导致今年2月份同比受上年价格变动的影响为负。今年政府工作报告中居民消费价格预期目标是涨幅2%左右。**2025年**3月CPI同比下降0.1%，4月CPI同比下降0.1%，5月CPI同比下降0.1%，6月份，扩内需、促消费政策持续显效，居民消费价格指数（CPI）同比由上月下降转为上涨0.1%，**7月份，扩内需政策效应持续显现，居民消费价格指数(CPI)环比由上月下降0.1%转为上涨0.4%，同比持平(0.0%)。8月，CPI同比下降0.4%。CPI同比下降，主要是因为去年基数走高以及食品价格涨幅低于季节性水平。国内市场竞争秩序持续优化，带动煤炭、光伏等相关行业价格上行。随着扩内需政策效应持续显现，综合整治“内卷式”竞争相关政策持续深入，物价有望低位温和回升。**

PPI方面，2019年7月之后，连续6个月同比下降运行，2020年1月为0.1%，勉强翻正，之后又连续11个月为负，但2021年转正后，一路高歌猛进，2021年5月PPI当月同比为9.0%，随着煤炭、化工和钢材等产品价格继续上涨，**2021年10月更是上冲到13.50%，**连续10个月录得正增长，创下2008年9月以来新高，备受关注。**连续10个月PPI与CPI剪刀差扩大，表明价格传导并不顺畅。**一方面，企业成本压力“高烧”不退，另一方面，总需求仍然表现偏弱。之后发改委对煤炭价格实施干预，随着保供稳价政策成效逐步显现，**2021年11月PPI涨幅12.90%，迎来拐点，之后逐级回落。2022年7月PPI同比上涨6.40%，PPI与CPI剪刀差也逐步收窄。8月PPI同比上涨2.30%，CPI与PPI剪刀差转正**。主要原因是，2022年5月之后，美联储加息缩表、全球经济放缓担忧及美元升值继续推动铜、铝、铁矿石等大宗商品价格回落。之后，**国际原油等大宗商品价格震荡下行带动PPI涨幅持续回落，2022年10月同比涨幅转负为-1.3%，之后几个月一直维持小幅同比负增长，2023年2月PPI同比下降1.4%。2022年PPI同比整体呈现逐级回落的态势，**除受2021年同期对比基数较高影响外，还主要受保供稳价稳步推进、输入性价格传导压力有所减轻、部分行业需求偏弱等多方面因素影响。尽管2023年2月PPI环比由降转为持平，但同比下降1.4%。3月PPI同比下降2.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。**2023年4月PPI通缩加大**，这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转下滑态势，另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行，同比降幅扩大。5月，

PPI同比降幅扩大1个百分点至-4.6%，PPI同环比降幅继续扩大。2022年同期基数较高，国际大宗商品价格整体下行，且国内外工业品市场需求偏弱等原因造成2023年5月PPI继续下行。**2023年6月份PPI同比下降5.4%，创2015年12月来最大降幅**，6月PPI环比、同比均下降，原因是受石油、煤炭等大宗商品价格继续回落，以及上年同期对比基数较高等因素影响。7月、8月、9月PPI同比分别下降-4.4%、-3%、-2.50%，同比降幅连续收窄，不过，随着国际原油、有色价格出现回落，国内钢材、水泥价格也相对疲弱，10月、11月、12月PPI同比降幅收窄趋势未能延续，分别为-2.60%、-3.0%、-2.7%。**进入2024年，**原油等国际大宗商品价格上涨叠加制造业PMI于收缩区间小幅回暖，2024年1月PPI同比、环比下降，但降幅均收窄，2月PPI同比增速为-2.7%，主要受到地产和基建偏弱的影响。虽然PPI同比降幅收窄的过程中出现反复，不过，2024年二季度策略报告中，我们认为同比降幅收窄的大趋势不会改变，结果如我们说预料，**2024年4月、5月、6月PPI同比增速降幅继续收窄**，6月PPI同比增速为-0.8%，受国际大宗商品价格上涨影响，生产资料价格上涨是PPI同比降幅收窄的主要原因。7月PPI同比增速为-0.8%，同比降幅与6月持平。2024年8月PPI同比下降1.8%，9月PPI同比下降2.8%，10月PPI同比下降2.9%，降幅连续三个月扩大。11月PPI同比为-2.5%，降幅较10月收窄0.4个百分点。2024年12月份，受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国PPI环比下降0.1%，同比下降2.3%，同比降幅比上月收窄0.2个百分点。**2025年1月份，**受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，全国PPI环比下降0.2%，同比下降2.3%。2025年2月工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，同比下降2.2%。2月工业生产淡季、部分国际大宗商品价格波动等多因素影响PPI下降，但降幅略有收窄。**2025年3月PPI同比下降2.5%，**受国际大宗商品价格下跌和国内需求不足拖累。**4月PPI同比降幅扩大至-2.7%，**这一表现反映了当前工业品价格面临的多重压力，包括国际大宗商品价格下行、出口需求疲软以及国内经济复苏动能偏弱。**5月PPI同比下降3.3%，**环比下降0.4%，**延续了自2023年以来的负增长趋势。**整体来看，PPI同比降幅较上月扩大0.6个百分点，为2023年8月以来的最低水平，显示出工业领域价格承压仍在加大。受环比下降及对比基数变动影响，**6月PPI同比降幅为3.6%，比上月扩大0.3个百分点。7月PPI同比下降3.6%，降幅与上月相同。8月PPI同比下降2.9%，降幅比7月收窄0.7个百分点，为今年3月份以来首次收窄。从环比看，PPI结束连续8个月下行态势，由7月下降0.2%转为持平。除受上年同期对比基数走低影响外，我国加紧实施更加积极有为的宏观政策，一些行业价格呈现积极变化。近期，综合整治“内卷式”竞争政策持续推进，重点行业产能治理接连开展，相关行业价格同比降幅收窄。宏观政策持续发力、适时加力，后市价格有望呈现积极变化。**

（2）三驾马车分析

投资方面，2020年1-2月份，全国固定资产投资累计同比增长-24.5%，受疫情影响投资明显下降，之后，为了应对疫情冲击，中央出台了一系列稳投资政策，各地整合资源优化项目审批流程，推出并集中开工一批重点项目，随着抗“疫”的胜利及政策的推进落实，

固定资产投资逐步恢复，2020年1-9月全国固定资产投资增长转正为0.8%，之后加快修复，**受2020年初低基数的影响，2021年1-2月固定资产投资完成额累计同比飙高至35.0%**，之后逐步回落，1-8月固定资产投资增长为8.90%，跌破两位数的增长率，之后继续放缓，2021年1-12月固定资产投资增长为4.90%，主要是受基建投资和房地产投资的拖累，其中房地产行业投资增速由一季度的24.7%降至5.0%，降幅显著。不过，**2022年1-2月固定资产投资累计同比回升至12.2%，**较2021年12月大幅抬升10.2个百分点，超出市场预期，但符合我们预期。3-4月疫情聚集性爆发，制造业投资回落，4月涉疫地区开工停滞，基建增速大幅回落，5月之后，疫情好转，但时不时仍有多地散发，2022年1-12月，固定资产投资累计增速5.1%，延续放缓的态势，主要分项方面，制造业投资增速延续下降，基建投资增速有所放缓，房地产投资增速延续下降是主要拖累项。2023年1-2月固定资产投资增速有所提升，全国固定资产投资53577亿元，同比增长5.5%，增速比2022年全年加快0.4个百分点。主要分项上看，基建投资稳定增长，1-2月份，基础设施建设投资累计同比增长12.18%。房地产投资降幅明显收窄，1-2月份，房地产开发投资同比下降5.7%，降幅比2022年全年收窄4.3个百分点。制造业韧性仍强。2023年1-2月制造业投资累计同比8.1%，较2022年全年回落1个点，指向制造业投资韧性仍存。3-10月固投增速逐步放缓，2023年1-10月份，全国固定资产投资同比增长2.9%，临近年底略有回升，**2023年全国固定资产投资增长3.0%。2024年，全国固定资产投资（不含农户）514374亿元，比上年增长3.2%。2025年1—2月份，全国固定资产投资（不含农户）52619亿元，同比增长4.1%，**增速比2024年全年加快0.9个百分点。**2025年1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）累计完成额为147024亿元，同比增长4.0%。分领域看，基础设施投资同比增长5.8%；制造业投资同比增长8.8%；房地产开发投资下降10.3%。2025年1—8月份，全国固定资产投资（不含农户）326111亿元，同比增长0.5%。分领域看，基础设施投资同比增长2.0%，制造业投资增长5.1%，房地产开发投资下降12.9%。制造业投资和基础设施投资增速明显高于整体固定资产投资增速，房地产开发投资仍较低迷，对整体投资增长形成拖累，止跌回稳还需持续用力。**

消费方面，受疫情冲击，**2020年1-2月社消零售总额累计同比增长-20.5%**，之后各种促进消费的政策出台，随着我国疫情得到有力控制，在政策的加持下，消费逐步复苏，但2020年1-12月社消零售总额累计同比增长仍为-3.9%。迈入2021年，在政府促消费相关政策和春节消费的推动下，**2021年1-2月社会消费品零售总额累计同比增长为33.80%**。之后，消费品市场恢复进一步增强，3月当月同比为34.2%，1-5月份累计增长25.7%，5月份消费市场保持较好恢复态势，6-7月消费数据略有下滑，2021年8月受疫情以及汛期的影响，8月社会消费品零售总额当月同比较前值大幅下行，9、10两个月略有恢复，12月再度大幅下滑至1.7%，仍处低位。不过，**2022年1-2月份社会消费品零售总额累计同比增长6.7%，数据还不错**，超市场预期，但是，3月全国多地疫情的反弹，4月上海疫情扩散并封城，在严格的管控措施下，疫情影响消费市场，4月当月社会消费品零售总额同比下降11.1%，随着部分受新冠肺炎疫情影响的地区逐步复工复产，生产生活秩序有序恢复，加之一系列促消费稳增长的政

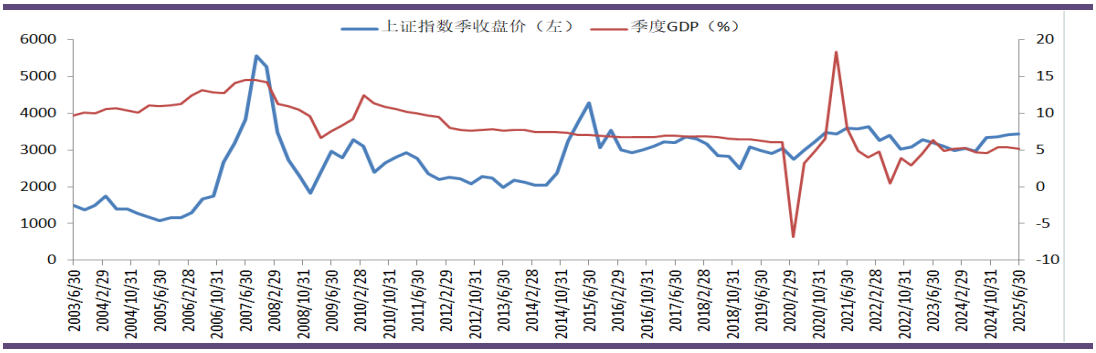
策落地见效，5月当月社会消费品零售总额降幅收窄至-6.7%，6月当月社会消费品零售总额转正为3.1%，**2022年1-8月份社会消费品零售总额累计同比增长0.5%，累计增速由负转正**。之后，11月份本土疫情波及全国多数省份，居民出行减少、消费场景受限，非必需类商品销售和聚集型消费受到明显冲击。2022年1-11月份社会消费品零售总额累计同比增长-0.10%，11月当月社会消费品零售总额同比增长-5.9%，累计增速及当月增速均为负，2022年1-12月份社会消费品零售总额累计同比增长-0.20%。**2022年消费对GDP的拉动程度均降至历史极低水平**，主要源于疫情冲击。随着疫情过峰后，生活逐步恢复正常，消费信心回暖，2023年1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，扭转了2022年10月以来连续三个月下降的趋势，在上年同期较高基数基础上持续恢复。随着经济社会全面恢复常态化运行，居民接触型聚集型服务消费较快恢复，加之“五一”假期效应带动明显，餐饮、文化、旅游等服务消费较快增长，**2023年4月当月社会消费品零售总额同比增长18.40%**，2023年1-5月份，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%，5月当月增长12.7%。积压消费释放后，6、7月份国内消费重回低迷状态，7月当月增长2.5%。不过，在促消费政策及中秋国庆双节的带动下，10-11月消费市场加快回暖，之后再度小幅回落。**2024年1-12月份，社会消费品零售总额同比增长3.5%，**12月当月同比增长3.7%。消费对2024年经济增长贡献有所下降，消费表现偏弱，除受2023年高基数的影响外，也和居民消费意愿偏弱有关。中央与地方推出的各类消费刺激政策的刺激下，消费出现回暖。2025年1-2月份，社会消费品零售总额同比增长4%，2月当月同比增长4%。2025年1-4月社会消费品零售总额累计值为161845亿元，同比增长4.7%。其中，4月份当月同比增速为5.1%，显示整体消费市场呈现温和复苏态势。不过，**2025年1-8月，全国社会消费品零售总额为323906亿元，同比增长4.6%。其中，8月份当月同比增速为3.4%，消费数据相对走弱。“国庆中秋双节”和年底消费旺季来临有望推动消费在四季度出现低位回升态势，不过，若在服务消费或其他商品消费领域无增量政策，则四季度消费抬升空间有限。其实，消费受居民对于未来收入与经济预期的影响，若居民预期改善，则消费有望随之好转。在居民资产端仍有拖累的背景下，当前企业、居民部门的杠杆率均处于历史高位区域。鉴于居民可支配收入增长有限、房地产负担仍重、高负债对居民消费的挤压效应等因素影响，我们期待消费能够出现超预期的惊喜，是否能够出现尚需观察（提升消费的关键是先提升收入）。**

出口方面，2019年1-11月出口金额累积增速为-0.22%，从数据上看，从**2019年2月开始**，国内对外贸易活跃度出现明显下行，**与对美贸易的下行有关**。2019年12月14日，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，**中美贸易摩擦进入阶段性缓和，2019年12月份当月出口增速大幅回升至8.05%。2020年初**出现新冠疫情的黑天鹅，是谁也没预料到的。2020年1-2月份疫情管控及春节假期的延长，导致外贸企业生产受限，**出口供给进入“暂停”状态，1-2月出口累积增速降低至-17.37%。**3月份以后，国内疫情逐步被控制住，国内复工复产有序进行，国外疫情在加速扩散，4月出口金额当月同比转正为3.5%，期间中美贸易摩擦再度紧张，5月出口金额当月同比再度下降为-3.04%，之后再度回升，7、8月份出口形势超出了大

家的预期，7月出口金额当月同比增长6.79%，8月增长9.08%，刷新了2019年4月以来的最高纪录，之后继续高歌猛进，2020年11月、12月出口金额当月同比增长分别为20.53%、18.04%。**2021年1-2月外贸增长进一步加速，2月出口金额当月同比增长154.60%**，2月出口数据超乎想象的亮眼，除了2020年基数过低，还有国内生产基本恢复正常，国外生产面临不少困难导致的。之后，在人民币升值、原材料涨价等多因素共同作用下，我国出口增速稍有走弱，进口同比增幅走高，贸易顺差继续呈现收窄态势。7月出口增速触顶回落，但8-12月进出口数据仍呈现了较强的韧性，12月出口金额当月同比增长20.84%，仍在高位区间运行。从中长期看，中国外贸不可能保持着20%以上的增速，随着疫苗大面积使用、欧美疫情流感化，经济逐步恢复常态，海外供需缺口逐步修复，**2022年一季度出口增速进入预期中的下行区间**，2022年2月出口金额当月同比增长6.10%。疫情冲击外贸企业生产、物流和订单，4月出口增速跌至3.5%，5月之后，疫情影响逐步消退，积压需求得以释放，出口增速大幅回暖，7月当月出口同比大幅回升至18.2%。在7月份出口激增后，8月份出口增速大幅回落至7.40%，之后出口增速进一步回落，10月起转入负增长，11月出口增速下滑至-9.03%，12月出口增速为-10.02%。**2023年，1月出口增速同比下滑至-10.50%，**主要原因是，在美联储大幅加息的影响下，外部需求快速收缩，另外运输成本和航运拥堵也有影响。2月出口额同比为-1.3%，与前三个月相比，降幅已有明显收窄。3月、4月出口分别同比高增14.8%、8.5%的背景下，5月出口增速降至-7.5%。在集中出运导致3月出口高增，以及2022年4月疫情高峰带来低基数效应，推高2023年4月出口同比增速后，5月这些短期因素消退，海外需求下滑带来的影响充分显现。2023年5月以来，出口呈加速下滑趋势，其中6、7月份加速下滑至10%以上，之后降幅收窄，11月出口同比增长0.71%，如期转正。**2024年1-12月，我国出口3.58万亿美元，同比增长5.86%，出口维持较高景气**，2024年出口的优异表现成为了拉动经济增长的重要推手。**2025年1-5月，中国出口总额累计为14848.5亿美元，同比增长6%。5月当月出口额为3161亿美元，同比增长4.8%，较4月的8.1%明显回落。**出口增速的放缓主要受到以下几方面因素的影响：一是外需边际走弱。全球制造业PMI连续几个月低于荣枯线，显示外需疲软；二是高基数效应。2024年5月出口基数较高，导致2025年5月增速承压；三是中美贸易摩擦。对美出口大幅下滑，拖累整体出口增速。4月初，特朗普政府的“对等关税”的横空出世且一度不断升级，之后，中美进行多轮经贸谈判并取得实质性进展，特别是5月12日中美日内瓦会谈后，部分过高关税下调，但由于出口订单到实际出口的时滞，**6、7月数据更充分体现了关税缓和的影响。2025年6、7月以美元计价的出口同比增长分别为5.8%、7.1%，主要得益于中美关税摩擦缓和后的出口修复。**6、7月外贸数据反映了关税缓和的积极影响。**8月中国出口总值同比增长4.4%，较7月低2.7个百分点。除去年同期出口基数抬升影响外，8月出口增速下行主要由于对美直接出口继续走弱。数据显示，8月对美出口同比下降33.1%，降幅比上月扩大11.4个百分点。在对美出口大幅下滑的同时，近期贸易转移效应强化，显示当前我国贸易多元化正在对外部经贸环境波动形成重要缓冲，这是8月出口能够保持同比正增长的主要原因。未来仍需关注美国贸易政策变化及全球需求走势，四季度出口取决于**

关税和全球经济基本面两大因素，其中，关税起决定性作用，而全球经济承压，叠加前三季度全球对美国出口抢跑，预计四季度出口增速将趋缓，但贸易伙伴多元化的出口韧性，仍将对我国出口份额提供支撑。

图 4：上证指数与 GDP 增速走势



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.6.30

图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）

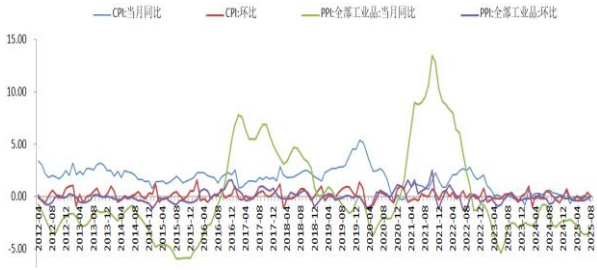
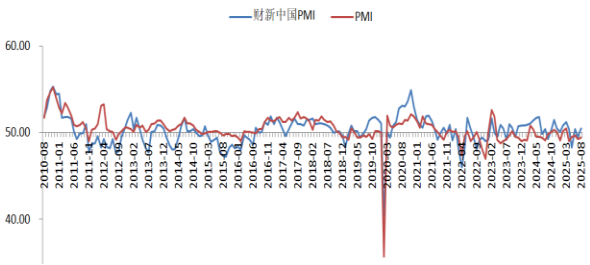


图 6：PMI 和财新 PMI（月）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.30

图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%）

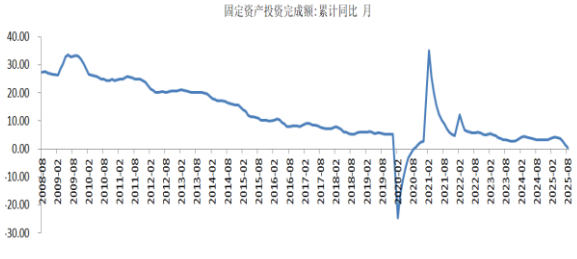


图 8：消费品零售总额：当月同比（%）

数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.30

2、货币政策

金融市场的流动性是股票市场交易活性的重要影响因素之一，股票市场的上涨与货币增速关联度较高。为了应对疫情冲击，**2020年全球各主要央行纷纷采取降息和直接投放流动性等措施以缓解经济压力。**国内央行果断选择降准、增加再贷款再贴现额度、下调贷款市场报价利率（LPR）、小微金融债券等政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。**2021年上半年，虽然我们面对美元流动性异常充裕的外部环境**，但我国经济已在全球实现了率先复苏，因此，**国内货币政策相对克制。**下半年货币政策依旧稳健。**2022年，货币政策呈现“外紧内松”的格局**，美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点。国内央行下调存款准备金率、LPR、MLF利率等，流动性稳中偏松。**2023年美联储4次加息，每次分别加息25个基点，9、11、12月暂停加息，2023年加息100个基点**，自美联储2022年3月启动加息周期以来，累计加息幅度已达525个基点。**2023年国内货币政策是稳健偏宽松，**国内央行2次降准，每次降低0.25个百分点，另外，六大行及12家股份制银行下降存款利率，央行下调逆回购、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利(MLF)、LPR利率等，“宽货币”等。2024年1月25日分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点，降低银行资金成本；2024年2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，释放中长期流动性约1万亿元；2月20日央行5年期及以上LPR下降0.25个百分点……一系列重量级货币政策工具接连落地。**2024年9月18日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%-5.00%之间的水平，开启宽松周期。**2024年9月27日起，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。2024年11月7日，美联储宣降息25个基点，2024年12月18日，美联储宣降息25个基点，联邦基金利率目标区间降至到4.25%至4.50%之间。中共中央政治局2024年12月9日召开会议，分析研究2025年经济工作。会议指出，实施更加积极的财政政策和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。北京时间2025年3月20日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在4.25%-4.5%不变，符合市场预期。之后，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025年3月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.10%，5年期以上LPR为3.60%，均与前期保持一后致。今年两会对货币政策的定调是适度宽松，央行也多次表示择机降准降息。2025年5月7日，央行等三部门联合会议推出“一揽子金融政策”：不仅降准、降息，还降低了各类政策利率、公积金贷款利率，增设新的再贷款，增加了原有再贷款的额度等。**展望2025年四季度，预计货币政策的首要目标仍然是经济增长和充分就业。四季度美联储进入谨慎降息周期，国内处在低通胀环境，货币政策基调可能依旧保持“连续、稳定”，预计货币环境依旧宽松，宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等。预计将带动企业和居民贷款利率下降，有助于促进社会融资成本稳中有降，扩大宏观经济总需求，支持物价合理回升，带动实体经济稳定增长，进而为市场带来支撑。不过，目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，我们认为，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。货币量能不能真**

的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。随着美联储进入降息周期，密切关注国内货币政策是否跟随进一步宽松，届时能否形成海内外流动性的共振，共同提振A股市场继续向更好方向挺进。

（1）存款准备金率

2020年年初，1月6日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)，此次全面降准大约释放长期资金8000亿元。3月16日，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款，此次定向降准共释放长期资金5500亿元。2020年3月31日，国常会表示，增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿，进一步实施对中小银行定向降准。加大对中小微企业的精准支持，提高金融服务疫情防控、复工复产和实体经济发展的质效。2020年4月3日，央行中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。2021年7月15日，全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.5个百分点，降准释放长期资金约1万亿元。2021年12月6日央行宣布，决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约1.2万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。此次降准体现了货币政策“以我为主”的特点。货币政策“稳”字当头，但边际宽松明显。2022年4月15日，中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。对于这次降准，市场普遍认为是克制的降准。2022年11月25日，人民银行宣布，将于12月5日下调金融机构存款准备金率。此次降准幅度为0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为7.8%。2023年3月17日晚间，中国人民银行决定全面降准，于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。2023年4月以来，中国经济恢复动能趋弱，货币政策需要进一步加力。5月开始，从大行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利、中期借贷便利利率，新一轮宽松已经开启。2023年9月14日，中国人民银行宣布于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。此次降准有助于增加金融机构长期稳定资金来源，进一步加大对实体经济的资金投入。**2024年2月5日起，下调金融机**

构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，向市场提供长期流动性约1万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%。此次的降准幅度大于近两年的降准幅度。从2022年以来，降准操作是以下降0.25个百分点的小步幅进行。2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%，向金融市场提供长期流动性约1万亿元。2025年以来，央行多次表示，实施好适度宽松的货币政策，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，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，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。2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。 降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从原来的5%调降为0%，将增强这两类机构面向特定领域的信贷供给能力。**展望2025年四季度，中美贸易摩擦、外部地缘政治风险以及国内经济复苏的不确定性仍需要相对宽松的货币环境。另外，四季度美联储进入谨慎降息周期，全球货币政策环境趋于宽松，央行在降准方面的操作空间也有所扩大，预计2025年四季度央行将继续保持适度宽松的货币政策，仍存在降准的可能。不过，我们认为，降准就是从货币供给侧，提高了上限，减小了约束。但货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。**

（2）M1、M2 增速

M1从2016年7月份25.4%开始逐步下降，同时M1与M2剪刀差进入收窄趋势之中，2018年2月份开始出现负的剪刀差，之后负的剪刀差逐步扩大，**2019年1月份M1和M2增速的剪刀差扩大到8个百分点**，创下近年新高，宽货币向宽信用传导不畅，央行意识到这个问题之后逐步加大疏通货币政策传导渠道，通过各种措施缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题。之后，负的剪刀差明显收窄，企业现金流水平持续好转。**2021年1月M1同比增长14.7%，在连续35月负的剪刀差后首次转正**，之后再度回到负的剪刀差，且再度走扩。**2022年1月，M1增长为-1.90%（蛮罕见的），同时剪刀差扩大至11.7，再创新高**，反映企业生产、投资活动仍较为谨慎。不过，2月M1拐点出现，同比为正值4.7%，环比提升6.6个百分点，主要受益于企业活期存款增速转负为正。企业活期存款的增多反映出企业投资经营意愿正在回暖。2022年5月末，M2、M1同比分别增长11.1%、4.6%，增速分别比上月末高0.6个、低0.5个百分点。5月金融数据整体超预期增长。M2增速较快回升，体现了货币金融政策落实一揽子稳增长政策要求，加大信用供给力度，宽货币向宽信用传导效果显现。**2022年5月之后，随着疫情好转，叠加稳增长政策进一步释放，企业经营和投资活动修复，6、7俩月M1、M2同比连续走高，8月M2同比继续上行至12.2%，**不过，M1同比增长6.1%，出现小幅背离。11月M2增速达12.4%，创逾6年新高。但11月末M1增速连续2个月回落，出现明显背离，负的

剪刀差扩大，反映出货币政策宽松，但从宽货币到宽信用传导依旧不畅。**2023年2月，M2增速继续走高至12.9%，创近7年新高**，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和3.7个百分点。与之相反的是，M1同比增长5.8%，增速比上月末低0.9个百分点。3月开始，M1、M2增速回落，8月份 M1、M2同比分别增长2.2%、10.6%，增速继续双下降，9-11月依然维持增速下降的趋势，11月份 M1、M2同比分别增长1.3%、10.0%，M1-M2剪刀差-8.7维持高位，企业端资金活性仍偏低，反映出经济活力仍显不足，也反映当前企业和居民的信心有待提振。**2024年1月M1、M2同比分别增长5.9%、8.7%** ，1月M1增速明显走强，受春节错位的影响，2月M1同比增长1.2%， M2同比增长8.7%。5月M2同比增长7%，M1同比下降4.2%。2024年**3-6月M1、M2同比增速节节走低，**主要是受到了多重因素扰动。首先，2024年以来债市持续上涨，居民购买理财的热情升温，银行存款向理财等非银产品分流转化。其次，资金空转、手工补息等现象已在规范治理，过去相当一部分虚增的、不规范的存贷款有所减少，特别是对企业活期存款中的手工补息部分受影响较大，短期内有“挤水分”效应。最后，与楼市销售增速有较高的关联性，M1增速持续为负，体现企业部门投资扩张意愿偏弱，主要反映地产销售偏弱。2024年7月、8月、9月M1同比增速继续回落，10月、11月M1同比增速跌幅收窄。7月M2同比增速提升0.1个百分点至6.3%，8月M2增速低位趋稳，9月、10月M2增速回升，10月一度回升至7.5%，11月再度小幅回落。4至9月，货币供应量M1同比连续六个月负增、降幅持续扩大，同样有规范手工补息和企业存款搬家等的拖累，但更多反映出实体经营转差、资金活化程度低迷，尤其是房地产销售仍在走弱。此外，2024年9月M1与M2增速负剪刀差创下历史新低，表明实体经济动能偏弱格局没有得到实质性扭转。当然，当前庞大的货币总量增长可能放缓（M2余额已超300万亿元），数据上会有扰动。“9.26”政策后，特别是债务置换之后，化债能够改善企业和居民现金流量表，企业应收账款可以转化为现金流，政府对非税收入依赖度下降，企事业单位工资收入有了保障，也是2024年10月、11月M1同比增速跌幅大幅收窄的原因。2024年11月M2同比7.1%，较前值下降0.4个百分点，其中非银金融机构存款11月增幅仅为1800亿元，同比少增13900亿元。2024年12月末，广义货币(M2)余额313.53万亿元,同比增长7.3%。**2025年1月末，**广义货币（**M2**）余额318.52万亿元，**同比增长7%。**狭义货币（**M1**）余额112.45万亿元，**同比增长0.4%。2025年2月末，广义货币(M2)余额320.52万亿元，同比增长7%。狭义货币(M1)余额109.44万亿元，同比增长0.1%。3月M1同比增速回升至1.6%，4月M1同比增速为1.5%，环比略有回落，5月M1同比增速进一步回升至2.3%，环比提升0.8个百分点。**主要原因是MO增长、企业信心修复及房地产销售边际改善。3月M2同比增速为7.0%，与2月持平，货币政策仍保持适度宽松。4月M2同比增速为8.0%，环比上升1.0个百分点，主要由于低基数效应和政策逐步落地。**5月M2同比增速为7.9%，环比小幅回落0.1个百分点，但仍处于高位。**5月M1同比增速的回升表明企业活期存款有所增加，经济活跃度边际改善。但整体来看，M1增速仍处于低位，反映出私人部门信贷需求疲软，居民消费和购房需求仍偏弱。**M1与M2增速之间的剪刀差是衡量经济活跃度的重要指标。今年前两个月M1增速显著下降，与M2增速剪刀差扩大，反映企业活期存款减少，经济活动放缓。**

不过，随着财政政策和信贷投放对经济的支撑作用初步显现，企业经营活力有所回升。3月M1与M2增速“剪刀差”收窄，M1同比增速从2月的0.1%回升至1.6%，而M2增速保持在7.0%不变，两者之间的剪刀差收窄，5月再次小幅收窄。不过，M1与M2增速仍存在一定剪刀差，表明部分资金可能仍以定期存款等形式沉淀，尚未充分转化为实体经济中的活跃资金流，经济内生动力的全面复苏仍需时日。7月M1增速为5.6%，较上月提高1.0个百分点，连续三个月明显回升，原因主要有三：一是低基数的支撑，如2024年7月M1增速仅为-2.6%；二是受权益市场赚钱效应提升和居民预期有所改善等因素影响，居民存款或明显活化；三是受益于多地加快发行专项债券偿还拖欠企业账款和人民币汇率升值预期下结售汇需求增加，企业活期存款增速或提升较多。7月M2增速较上月提高0.5个百分点至8.8%，连续二个月明显回升，驱动因素在于：7月股市上涨，股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产。8月M1同比6.0%，较上月回升0.4个百分点，M1增速连月回升的主要原因在于：8月份活期存款仍受到去年同期的低基数效应支撑，预计10月M1的低基数效应将减弱；8月份M2增速同比8.8%，与上月持平。M2-M1剪刀差回落至2.8%（前值为3.2%）。从M2增长来看，政府债融资是推动M2增速保持较高的因素，随着政府债融资强度放缓，M2增速或趋缓，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和经济融资需求的变化。展望2025年四季度，美国关税问题可能给中国出口带来一定扰动，中国经济增速可能阶段性放缓，并面临一定的就业压力，叠加四季度可能依然处在低通胀环境，实际利率仍然偏高，依然有调降的必要性。所以，财政政策和货币政策支持力度有望持续。随着积极的财政政策落地见效，改善实体部门预期，同时伴随各种政策举措助力企业发展及消费政策的刺激，叠加低利率的环境，预计居民与企业的储蓄意愿将边际下降，投资消费倾向将有所抬升，M1的同比增速有望继续小幅回升，M2增速有望持稳。

图 9：存款准备金率（%）

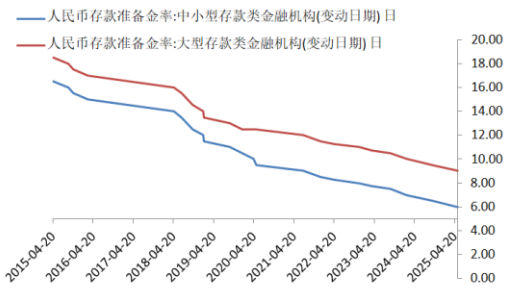
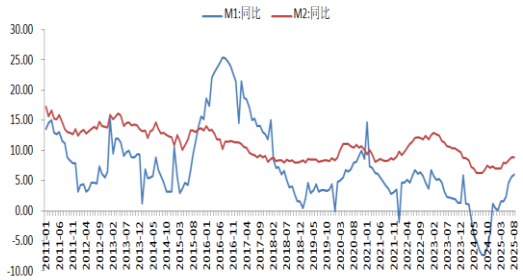


图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2025.9.30

（3）社会融资规模

2019年1月社融信贷数据超预期，之后社融存量增速回升，伴随的是，上证指数从2019年1月初的2440低点一路上行到3288点。2019年10月新增信贷社融再次出现超预期回落，创

下新低6618亿元，**整体上看，2019年社融超预期的忽高忽低，说明当时实体经济对未来的判断分歧较大。2020年是名副其实的社会融资大年**，新冠肆虐的特殊形势下，信用扩张成为逆周期政策对冲疫情冲击的重要手段，也为经济较快恢复增长提供了重要支持。具体如下：一月社融新增50518亿元，超市场预期，受新冠疫情影响，二月社融增量有所下滑，3～4月，社融数据连续二个月超预期，5月社融增速继续加快，社融规模增量至3.19万亿元，7月社融不及预期，大家在担忧货币收紧，之后8月社融环比、同比都大幅多增，货币政策依然对实体经济恢复形成较大力度支持，而非收紧。11月社会融资规模增量为2.13万亿元，存量为283.25万亿元，同比增长13.6%，较10月下降0.1个百分点，存量增速出现一年来的首次放缓，在大家担心社融增速拐点是否到来的时候，**2021年**1月、2月新增社融分别为5.17万亿、1.7万亿，2月社融数据延续1月强劲表现，但2021年**3月**社融低于市场预期，**流动性拐点确立**，之后4月大幅走低，5月社会融资规模继续收缩， 7-9月社融数据不及预期，10月社融存量增速为10.0%，增速企稳，2022年1月社融增量达到6.17万亿元，超出市场预期，比上年同期多9842亿元，同样创单月历史最高。体现了货币政策和财政政策靠前发力支持稳增长，**2022年2月受春节原因出现季节性下滑，**随着宽信用发力，3月社融超市场预期，受4月上海疫情封城的影响，4月社融数据表现出的超预期疲软，不过，经济下行压力加大也刺激了货币政策逆周期调节的力度，5月社融再超市场预期，宽信用格局延续。6月地方政府专项债发行量进一步显著扩大，加之稳增长政策效应进一步释放，6月社融强劲反弹至51701亿元，不过，7月社会融资规模增量为7620亿元，出现季节性回落，8月的社融数据结构再度改善，9月新增社融3.53万亿，显著改善，10月社融不及预期，较9月出现较大幅度回落，宽信用进程放缓。11月社融资增量1.99万亿元，同比少增6109亿元，社融余额同比增速从10.3%降至10%，社融增速继续快速下行,12月继续下行。**虽然2022年四季度政府稳增长意愿较强，政策继续推动信贷投放，但受疫情的影响，实体融资需求不足，社融增速出现明显的下行，并延续到2023年1月份，2023年1月新增社融少于2022年同期**，同比少1959亿元。不过，2月份社融增速回升，2023年2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期多1.95万亿元。随着房地产融资政策不断放松，国内实体经济信贷需求延续回暖态势，3月份，社会融资规模增量为5.38万亿元，比2022年同期多7079亿元，刷新历史同期新高。4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多2729亿元，4月，新增信贷规模同时受季节性因素和去年低基数效应影响，呈现出规模较上月显著回落，但保持同比多增的态势。5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上月多3312亿元，比2022年同期少1.31万亿元。**2023年5月新增信贷、社融同比放缓，与2022年政策发力形成高基数有关**，另外，信贷投放节奏趋于平稳、经济修复斜率放缓以及没有大的刺激政策出台的背景下也有关系。信贷在一季度创下历史最高记录后在4-5月“修养生息”，6月份新增社融4.22万亿，单月社融规模达到同期历史第二高，仅次于2022年6月，一方面企业中长贷依然贡献了信贷增长的主要部分，另一方面，居民部门信贷增长延续5月修复态势。7月是信贷小月，8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，比2022年同期多6316亿元。结构上来看，**政府融资行为提供了主要增量，**

而居民贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢。8月社融数据开始拐头向上，9月、10月数据进一步向好。11月社融新增2.45万亿元，符合预期，政府债券支撑社融，贷款表现弱于季节性，企业经营活力仍待企稳。**2023年12月末，社融存量同比增长9.5%，**较前值回升0.1个百分点，数据略显平淡，政府债支撑社融总量，信贷结构仍需改善。**2024年1月新增信贷与社融数据均创历史同期新高。**其中，1月份人民币贷款增加4.92万亿元，同比多增162亿元。1月份社会融资规模增量为6.5万亿元，比2023年同期多5061亿元。受春节假期错位影响，2月社融存量同比+9.0%，低于前值9.5%，整体需求仍偏弱。虽然一定程度上受到春节错位的影响，但信贷融资偏弱、实体经济活跃度偏低的现象仍然客观存在。2024年**4月份当月新增社融-1987亿元，罕见转负，继2005年10月后再现负增长。**社融新增转负在于，弱需求叠加发债“空窗期”。社融的主要拖累来自于政府债券和表外票据，其中政府债券净减少984亿元，主要由于地方专项债发行较慢。5月单月新增社融2.07万亿元，同比多增5092亿元，**6月社会融资规模增量约为3.3万亿元，社融总体表现平稳，**7月新增社融7700亿元，环比大幅下降。贡献增量的除了政府债就是企业债。7月政府债净发行同比多增2802亿元，超过新增社融同比多增的2342亿元，显示私有部门融资需求偏弱。8月社会融资规模增量为3.03万亿元，同比由多增转为少增981亿元。但高于近五年历史同期均值约1600亿元，实体融资需求总体平稳。2024年9月新增社融为37604亿元，同比少增3722亿元。政府融资作为社融的重要支撑，其融资规模的增加有助于稳定社融增速：9月政府债券净融资15357亿元，比2023年同期多5437亿元。2024年10月新增社融1.40万亿元，同比少增4483亿元。11月社融新增2.34万亿，同比少增1197亿，结构上，政府债继续是主要增量，信贷是主要拖累。政府债券新增1.31万亿，同比多增1589亿。2024年11月初大规模增量化债方案落地后（2024年内新增2万亿地方政府化债额度），地方特殊再融资发行显著加快。社融口径人民币贷款环比新增5223亿，同比少增5897亿，或与年末信贷投放季节性放缓、储备项目至2025年进行开门红投放、地方债务置换部分偿还存量贷款有关。2024年12月新增社会融资规模2.86万亿元，同比多增9249亿元，社融增速较上月上行0.2个百分点至8.0%。12月社融数据虽然同比增速向上，但把结构拆分后会发现，影响社融增长的主要原因是政府支出。这表明居民和企业端的融资意愿依然不强。2025年1月社会融资规模增量为7.06万亿元，比上年同期多5833亿元，为历史同期最高水平。2月社会融资规模新增2.23万亿元，同比多增7000多亿元，同比增速回升至8.2%，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。**2025年3月中国社会融资规模（社融）数据表现亮眼，新增社融5.89万亿元，社融存量同比增速提升至8.4%，延续了年初以来的扩张趋势。**整体来看，政府债券发行加速是推动社融增长的核心力量，私人部门融资需求虽有改善，但仍显疲软，信贷结构分化明显。**2025年4月中国社会融资规模（社融）增量为1.16万亿元，同比多增1.22万亿元，社融存量同比增长8.7%，增速较3月上行0.3个百分点。**整体来看，4月社融增速的回升主要得益于政府债券的快速发行，而实体经济的融资需求仍显疲弱，信贷结构呈现“小月”特征，票据融资成为主要支撑。2025年5月中国社会融资规模（社融）增量为2.29万亿元，存量同

比增速保持在8.7%，与上月持平。尽管人民币贷款增长偏弱，但政府债券和企业债券的强劲表现支撑了社融的稳定增长。**2025年6月新增社融4.2万亿元，社融同比增速为8.9%，6月社融总量不差。2025年7月社融新增1.1万亿元，社融存量同比增速为9.0%。7月是传统信贷小月，主要是因为6月末是银行上半年业务考核关键时点，为了追求更好的数据表现，银行往往倾向于推动信贷增量前移。**6、7月贷款平均增速保持平稳，既体现了银行对实体经济的有力支持，也反映了实体经济回升向好、有效需求逐步恢复。**8月社融规模增量为2.57万亿元，8月新增社融低于季节性，主因政府债券支撑减弱。展望未来，四季度对全年及“十四五”经济目标完成至关重要，加之“十五五”规划将出台，预计增量政策将同步推出，基建、房地产等重要领域有望迎来更多利好，将带动融资总量保持稳定增长；另外，美联储降息周期开始，国内适度宽松的货币政策是主基调，四季度仍存在降准降息可能，预计未来新发贷款利率还将继续降低，可以直接降低企业和个人的融资成本，有望带动信贷数据回暖。我们倾向认为，随着积极有为的宏观政策持续用力、更加给力、协同发力，我国经济增长的内生动能将不断增强，有效融资需求有望进一步回升，为社融总量合理增长提供坚实稳定的基础。**

（4）外汇占款

保持外汇储备和人民币汇率的稳定仍是央行的目标之一。**外汇占款。**2016年1月开始，央行外汇占款在下滑，特别是2016年7月至2017年1月出现大幅减少，直到**2017年9月出现企稳，之后窄幅波动，变化不大。**2018年1至7月央行口径的外汇占款连续小幅回升，连续5个月在21.5万亿以上，但2018年9、10月又出现大幅下滑，分别减少了1193、915亿元，之后几个月外汇占款降幅收窄趋稳。2020年12月略减后，2021年小幅增加，2022年一季度延续增长的势头，不过，随着美联储连续加息，2022年4-9月外汇占款小幅减少，之后，逐步回升。 2023年1月末央行外汇占款21.6万亿元人民币，连续第四个月增加，增幅1537亿元，3月外汇占款又大幅增加了1712亿元，创2014年3月来的最大，之后几个月整体上小幅减少，2023年9月至2024年2月连续6个月增加了5000多亿元，不过，**2024年4至2025年5月连续十六个月出现小幅减少，截止到2025年8月，外汇占款214382亿元人民币，今年以来减少5537亿元。**

外汇储备。2017年1月我国外汇储备跌破3万亿美元的关口，之后几个月略有上升，维持在3万亿美元以上，2019年5月重回3.1万亿以上，**之后围绕3.1万亿上下窄幅波动，**变化不大。2020年3月国外受新冠疫情的影响，国外风险和避险资产暴跌，3月外汇储备减少460亿元美元，之后连续5个月回升，8月为3.16万亿美元，8-9俩月小幅回落后，11、12月分别增加505.08亿、380.32回升至3.2万亿美元上方，2021全年小幅增加336亿元。2022年1-9月共减少2200多亿美元，之后，10、11连续俩月大幅回升。2023年1月继续大幅回升567.71亿美元，外汇局公告称这受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用。不过，2023年2月份出

现大幅回落，3-4月外汇储备增加700多亿美元，5月下降283亿美元，6-7小幅回升，8-10月再度下降超1000亿美元，外汇局表示，外汇储备下降的原因主要是受到主要经济体宏观经济数据、货币政策预期等因素的影响，导致美元指数上涨，全球金融资产价格总体下跌。这些因素综合作用，使得外汇储备规模出现下降。不过，2023年11、12月连续两个月大幅回升。2023年全年，外汇储备增加1102.86亿美元。主要原因是美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨，也带来了外储账面升值。**2024年以来，月外汇储备出现小幅变动，但整体变化不大，小幅增加，截止到2025年8月，外汇储备33221.54亿美元。展望2025年四季度，美联储进入谨慎降息周期，国内货币及财政政策发力，中国经济韧性强，国际收支总体均衡，有利于外汇储备规模继续保持基本稳定。**

美联储货币政策。受疫情的影响，**2020年3月3日**，美联储宣布紧急降息50个基点后，3月15日，美联储再次紧急100个基点，**联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%区间，并宣布不限量买入美债和MBS，开启无限量QE等救市对冲政策**。2021年3月18日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变，同时重申维持资产购买步伐不变。2021年4月28日，美联储公布4月议息会议（FOMC）决议。决议宣布，维持当前利率在0-0.25％水平不变，维持超额准备金利率在0.1％水平不变，维持贴现利率在0.25％水平不变，同时，保持购债规模不变。2021年6月17日，美联储公布利率决议，将基准利率维持在0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率(IOER)从0.1%上调至0.15%，将继续每月增持至少800亿美元的国债和至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。2021年9月22日，美联储宣布将继续保持0-0.25%的低利率不变。**2021年11月3日，美联储宣布继续保持0-0.25%的低利率不变，11月和12月每月资产购买量将减少150亿美元，Taper落地。**2021年11月30日，美联储主席鲍威尔表示，美联储将考虑加快缩减购债，以应对高通胀，放弃通胀“暂时”说法。2021年12月16日，美联储宣布将基准利率维持在0%-0.25%不变，将每月资产购买规模减少300亿美元，此前为每月减少150亿美元（Taper速度翻倍）。**2022年3月16日，**美联储联邦公开市场委员会(FOMC)如市场预期将联邦基准利率从0%-0.25%区间**上调25个基点至0.25%-0.50%区间，为该行2018年12月以来首次加息，加息靴子落地。**2022年**5月4日**，美联储通过会议决定将美国联邦基金利率增加0.5%(即**上涨50个基点**)，以降低美国高企的通胀率。加息后，联邦基金利率区间增至0.75%-1%。同时，美联储还宣布将启动一项缩表计划，从6月开始，每月从9万亿美元资产负债表中减少475亿美元资产负债，三个月后，每月将减少950亿美元。**2022年6月15日，**美国联邦储备委员会宣布**加息75个基点，**将基准利率上调至1.50%-1.75%区间，**加息幅度为1994年以来最大。2022年7月28日，**美联储宣布继续**加息75个基点，**将联邦基金利率区间上调至2.25%-2.50%，并将延续此前既定的缩表进程。**2022年9月22日，美联储加息75个基点，将基准利率升至3.00%-3.25%区间，2022年11月2日，美联储加息75个基点，**将联邦基金利率目标区间上调至3.75%-4%。**2022年12月15日，美联储加息50个基点，将联邦基金利率目标区间上调至4.25%-4.50%。2022年美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点**。2022年12月这次加

息50基点是美联储放慢加息步伐的第一步。**2023年2月2日，**美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间**上调25个基点到**4.50%至4.75%之间**，这也是美联储2023年第1次加息，符合市场预期。**不过，鲍威尔坚持提示加息还将继续，且如果经济符合预期，2023年不会降息，与市场当时普遍预期的下半年开始降息存在较大偏差。**3月中旬左右，硅谷银行、瑞士信贷等银行接连出事后，美联储加息延续放缓步伐，2023年3月22日，**美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间**上调25个基点到4.75%至5%的水平。2023年5月3日，**美联储宣布**加息25个基点，**联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，为自去年3月以来连续第十次加息，累计加息幅度达500个基点。2023年6月14日，美联储宣布维持联邦基金利率目标区间在5%至5.25%之间不变，这是美联储2022年3月以来连续10次加息后首次暂停加息，符合此前市场预期。**2023年7月27日，**美联储公布利率决议，美联储宣布**加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，为2001年以来的最高水平。符合市场预期。**2023年9月21日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%的水平不变，符合普遍预期。2023年11月2日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。缩表上限按计划维持每月950亿美元，并开始关注金融条件大幅收紧的问题。2023年12月14日，美联储将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%-5.5%不变，符合市场预期。**总结一下，自美联储2022年3月启动加息周期以来，累计加息幅度已达525个基点。**其间，单次加息由25个基点逐步提高至75基点，并在75基点的水平上连续加息4次，达到近40年来最快加息速度。2023年2月，美联储首次放缓加息幅度至25个基点，并在6月暂停加息，随后7月加息25个基点，2023年9月、11月、12月及2024年1月、3月、5月、6月、7月连续8次暂停加息，将基准利率维持在5.25%-5.50%区间不变。**2024年9月18日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%-5.00%之间的水平，这是美联储自2020年3月以来首次降息。2024年11月7日，**美联储宣布将联邦基金利率目标区间**下调25个基点到4.50%至4.75%之间。2024年12月18日，**宣布将联邦基金利率目标区间**下调25个基点到4.25%至4.50%之间。**2025年1月30日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间。这是美联储自2024年9月连续降息以来首次维持利率不变。2025年3月20日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在4.25%-4.5%不变。另外，上调通胀预期、下调经济增长预测，并预测今年降息两次。美联储主席鲍威尔首次提到关税影响，认为不确定性增加，且提到特朗普政策影响到经济。2025年5月8日凌晨，美联储公布最新利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间，符合市场预期。这也是美联储连续第三次会议按兵不动。美联储称，经济前景的不确定性进一步加剧，失业率和通胀率上升的风险已经上升。在随后召开的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也强调，当前经济环境充满不确定性，美联储应该继续静观事态发展，没必要操之过急。2025年6月19日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间不变，这是该行连续第四次决定维持利率不变。不过，特朗普频繁喊话鲍威尔降息。2025年7月31日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至

4.50%之间不变。这一决定符合市场预期，同时也是美联储货币政策会议连续第五次决定维持利率不变。鲍威尔认为，政策的不断变化对经济影响仍不确定，关税上调已开始体现在某些商品价格上，但对经济和通胀的总体影响仍有待观察。**2025年9月18日凌晨两点，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至4.00%-4.25%之间，符合市场预期。这也是美联储继2024年12月之后，时隔9个月再次宣布降息。点阵图显示2025年将再降息50个基点。展望2025年四季度，美元降息周期对新兴市场构成利好，部分流动性会寻找其他地区资产进行配置，这将导致非美资产吸引力上升。**

人民币汇率问题。2018年年末那段时间，人民币汇率在破7的边缘试探，大家都在争论保不保“7”的问题，但2019年一季度人民币的走势出乎大家预料，2019年年初人民币连续3个月升值，5月受中美贸易谈判不及预期的影响再度出现贬值，2019年8月5日上午，无论是离岸市场还是在岸市场，人民币对美元汇率双双“破7”，但央行表现的特别淡定。在贸易摩擦有所反复的背景下，人民币汇率2019年2-3季度小幅贬值，对冲出口企业压力。2019年11月13日，中美第一阶段商贸协议文本达成一致，人民币汇率小幅升值，之后在7上下窄幅波动。2020年1月，在外部环境回暖的情况下，人民币对美元持续升值，但2月至5月末，疫情在全球扩散，市场情绪偏向悲观，人民币也遭到看空，在波动中贬值。6月初开始，随着中国在疫情防控和经济复苏方面取得显著成效，看多人民币的力量逐渐占据上风，在7月重返“6时代”后继续上行，2020年12月31日，美元离岸人民币升破6.48元。回顾2020年，美元走弱、中国经济持续复苏、人民币资产吸引力提升，是2020年人民币升值的重要因素。不过，人民币持续升值也引发了央行关注度上升。2021年一季度，人民币对美元汇率走势已脱离2020年下半年的单边升值通道，转而构筑双向波动的新格局。美债收益率的上行叠加中美经济复苏节奏的差异，逐步推动中美长期利差收敛。受此影响，2021年春节前人民币对美元汇率震荡走升，节后有所回调。2021年4月以后，人民币兑美元汇率重回升势，一路“高歌猛进”，5月31日，美元离岸人民币兑汇率最高升值到6.3525，几乎要回到2018年3月的高位。对于这一波上涨的原因，市场普遍认为是美元指数走弱带来的被动升值。关于人民币汇率升值方面，央行相关人士给出了观点，**“不要赌人民币升贬值，久赌必输”**。2021年5月31日，中国人民银行决定自6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由5%提高到7%（以往央行调整人民币存款准备金率一般每次调整0.5个百分点，此次外汇存款准备金率上调幅度为2个百分点，明显超出以往人民币存款准备金率的调整幅度，彰显央行调控决心）。时隔14年，央行再度上调外汇存款准备金率，有助于平稳市场预期，减缓人民币升值压力，具备较强信号意义。之后，2021年6月人民币出现一小波贬值，7-9月中旬在6.47附近震荡，不过，**2021年9月下旬之后，在美元持续走高的背景下，人民币与美元走势相对独立，升值势头强劲。**出口强劲、结汇需求旺盛、人民币资产吸引力较强等因素共振，推升人民币表现出“超预期”韧性。在人民币对美元汇率持续走强之际，2021年12月15日起，人民银行上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的7%提高到9%。**2022年伊始，**出口韧性依然强劲、跨境收支顺差较高、

市场预期较好，**2022年2月24日，离岸人民币一度触及6.3060**，之后国内疫情扩散及美联储加息导致人民币小幅贬值。在2022年二季度策略报告中，我们认为，前期促成汇率升值的一些因素可能弱化，人民币单边升值走势不可持续，人民币或有小幅调整的空间。原因如下：一是美国面临通胀威胁可能会继续加息，美元短期走强和中美利差收窄将对人民币汇率形成下行压力。二是国内新冠疫情此起彼伏或将影响出口，支撑人民币汇率坚挺的出口优势可能减弱。三是中外经济与政策错位，或引起资本流向和汇率预期的变化，亦难从基本面角度支持人民币汇率继续大幅升值。2022年2月末至5月中旬，人民币出现贬值，特别是4月中旬至5月中旬快速贬值，也在预期之中。快速贬值也引起了央行的注意，**2022年4月25日**，人民银行宣布，自2022年5月15日起，**下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点**（9%下调至8%），之后，5月中旬至8月中旬，人民币汇率止跌企稳。不过，8月中旬之后，随着美元指数持续走高，再加上国内“降息”，人民币兑美元汇率承压，再度开始走贬。央行再度出手稳定汇市预期，决定自**2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点**，即外汇存款准备金率由当时的8%下调至6%。这也是继2022年4月25日央行下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点以后，第二次下调外汇存款准备金率。外汇存款准备金率的下调可以向市场释放之前被锁定的外汇流动性，增加市场外汇供给，从而起到控制外汇升值、缓解人民币贬值压力的作用。2022年9月15日,离岸人民币兑美元跌破7，市场对于“破7”已有所预期，之后人民币继续贬值，2022年10月25日离岸人民币一度贬至7.3745。我们认为，2022年4-10月，人民币出现一定幅度的贬值，是阶段性的短期变化，没有改变人民币汇率双向波动、在合理均衡水平上保持基本稳定的总体特征。另外，在美元强势的情况下，全球主要非美货币汇率承压，而人民币颇具韧性。尽管2022年全年收跌，但从走势来看，人民币在年末再现强势。从11月末开始，人民币大幅反弹，12月初涨回6区间，在2022年12月30日，外汇市场上人民币汇率迅速拉升，其中，在岸人民币对美元即期汇率涨破6.9，收盘时报6.8972。2023年1月，人民币延续升值的态势，经历2022年11月到**2023年1月的连续三个月升值**，受美元指数走弱、中国经济前景改善、跨境资本大幅流入以及年底季节性结汇力量推动下，人民币汇率在此期间也从**7.3一路升值到6.69附近。**但上述支撑人民币汇率走强的因素从2023年2月开始出现不同程度的减弱，2月转入贬值至6.9左右，之后在6.9附近震荡。**2023年**4月中旬至6月末，人民币兑美元汇率从6.8左右一路下探至最低7.28附近，贬值幅度近7%，7月小幅升值后，8-9月继续贬值，**9月8日离岸人民币一度贬值至7.37，创下2007年底以来新低。**央行积极应对汇率波动，2023年9月15日起下调金融机构外汇存款准备金2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%，达到2015年“汇改”之后的最低水平。**2023年9月11日**，全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开。会议强调，保持人民币汇率基本稳定是金融管理部门、外汇市场自律机制、外汇市场成员、广大企业和居民的共同愿望。在党中央、国务院的坚强领导下，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。之后，人民币贬值势头被遏制，2023

年11月在岸、离岸人民币汇率一改此前两个多月的横盘整理走势，开启大幅反弹，升幅双双超2000点，之后继续小幅升值。不过，美国降息预期被推迟，中国降息降准，造成中美利差缩小预期降低。2024年人民币对美元汇率走势分为三个阶段：贬值-升值-贬值。上半年，受美国通胀预期回升影响，美元走强，人民币贬值；7月后美联储降息预期形成并落地，人民币升值；10月之后，“特朗普交易”背景下，人民币贬值，2024年12月31日离岸人民币兑美元汇率一度跌至7.3690。2025年开年，人民币汇率整体延续了2024年四季度以来的承压态势，不过，2025年1月9日，人民银行出手稳定汇率，宣布将在港发行离岸人民币央票，第一期中央银行票据期限6个月，为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币600亿元，起息日为2025年1月17日，到期日为2025年7月18日，到期日遇节假日顺延。之后，人民币出现升值，2025年1月份人民币汇率呈现双向波动的态势，2月至3月，人民币汇率延续双向波动态势。**2025年4月，在特朗普“对等关税”的影响下，人民币出现情绪性急速贬值。但随着政策落地，市场情绪逐步消化，人民币汇率开始企稳回升。**5月人民币汇率整体呈现震荡回升态势，市场对人民币的信心逐步增强，主要受到中美贸易关系阶段性缓和、美元指数走弱以及国内宏观政策支持等因素的推动。6月人民币汇率窄幅震荡，7月人民币汇率呈现双向波动特征，**8月至9月中旬人民币汇率单边升值，背后是中国经济韧性、美联储降息预期的共振。展望2025年四季度，美元指数和国内经济基本面的修复仍然是影响人民币汇率走势的两大关键因素。一方面，9月美联储再度降息，四季度美元指数大概率维持弱势，人民币汇率外部压力缓解。另一方面，我们认为，决定一国货币走势的根本因素还是“内因”。虽然关税问题对经济仍有扰动，但逐步趋缓。且在货币政策释放以及财政政策有望协同发展的基础上，国内经济稳中向好有支撑。最后，央行的调控能力不容小觑。中国外汇储备规模在3.3万亿美元以上，且拥有逆周期因子、离岸央票等丰富的政策工具。历史经验表明，当汇率偏离基本面时，央行往往通过“预期引导+市场干预”组合拳稳定市场。当前汇率虽处高位，但政策层对“避免单边大幅波动”的态度明确，市场不宜过度押注单边行情。展望四季度，预计后续人民币汇率弹性将略有增加，进入“双向波动、中枢上移”的新阶段，中美利差倒挂收窄可能带来的阶段性变化。**

图 11：社会融资规模（亿）

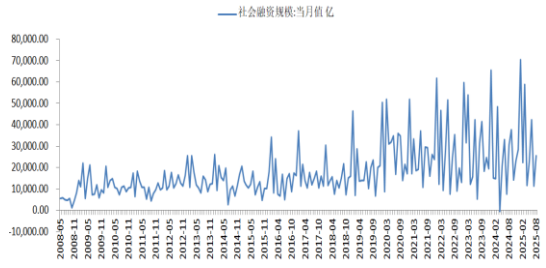
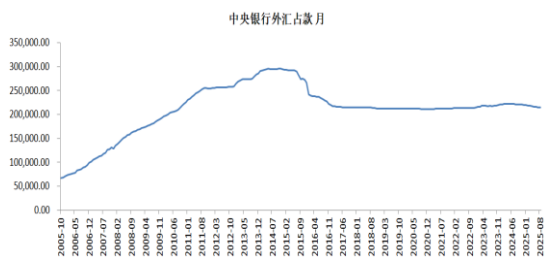


图 12：外汇占款（亿）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2025.9.30

（5）利率指标

2020年初，在疫情冲击下，央行通过公开市场操作、降准、再贷款等货币政策工具投放大量流动性，为抗疫提供流动性支持。之后几个月，银行体系流动性一直处于相对充裕合理的水平，短端国债收益率大幅走低，长端国债收益率也出现明显下行，**2020年4月8日，10年期国债收益率最低向下跌破2.5%，创出2002年以来的新低。**2020年3-4月间，隔夜Shibor多个交易日连续低于1%，最低时仅0.66%。5月以后，随着市场对经济回暖预期增强，央行收紧流动性投放后，叠加疫情影响逐渐减弱，经济复苏预期增强，国债收益率有明显上行，**2020年11月19日，10年期国债到期收益率升至3.335%**，12月以后，为了缓解年底流动性偏紧，央行多次开展中期借贷便利及逆回购操作，国债到期收益率小幅回落，银行间同业隔夜拆借利率也明显回落。2021年之后，随着经济持续修复，货币政策渐渐回归常态，十年期国债利率回到疫情前水平，2021年春节前后流动性偏紧，10年期国债到期收益率升至3.276%，3月中旬之后逐步回落，7月以后仅一个月时间里，在央行超预期全面降准的影响下，10年期国债收益率快速下行，从3.11%一路下滑至2.82%附近，9月后小幅回升，10月中后旬涨至3.03%后逐级回落。**2021年12月6日央行宣布全面降准后**，隔天央行下调支农、支小再贷款3个月、6个月、1年期利率0.25个百分点，分别至1.70%、1.90%、2.00%。随后不久，又调降LPR，2022年开年又下调MLF和逆回购利率10个基点等等。**2022年**年初，10年期国债收益率走势整体震荡下行,3月疫情多地散发，4月上海新冠疫情扩散并最终封城，疫情对消费产生明显抑制，对部分制造业也造成了冲击，房地产景气仍在弱势下行，国内经济下行压力持续加大，随后，一揽子稳增长的货币金融政策出台，如，2022年5月20日，下调5年期以上LPR 15个基点，8月22日，LPR非对称“降息”，1年期降5个基点，5年期以上降15个基点，8月15日，央行下调了MLF和逆回购利率10个基点，9月15日，四大行主动下调了存款利率，带动其他银行跟随调整。之后，国债收益率也跟随下行，**2022年10月30，10年期国债收益率一度降至2.6425%，**一年期国债收益率下滑至1.7375%。不过，2022年四季度策略报告中提醒，考虑到美联储大幅加息后，届时人民币仍有贬值压力，央行对降息将更加谨慎，后续利率下行空间有限。市场走势如我们的预期，2022年11月11日-16日，债券市场波动明显加大，持续杀跌，银行间主要利率债收益大幅上行，短券调整更为剧烈，2022年12月30日，10年期国债利率为2.8312%，SHIBOR隔夜为1.9570%。2023年1月十年期国债收益率小幅走高，2月国债收益率曲线呈现平坦化趋势，3月再度小幅回落，4-6月继续回落，2023年6月14日，10年期国债收益率降至2.6138%，之后略有回升，7-8月再度回落，10年期国债收益率一度下探到2.5411%，1年期国债收益率一度下探到1.74%附近。之后，10年期国债收益率略有回升，在2.6-2.7%附近徘徊，临近2023年末再度小幅回落，最后以2.5579% 报收。回顾2023年，从大行下降存款利率，到央行下调逆回购、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利(MLF)、LPR利率，再到降准。加强逆周期调节，全力支持实体经济。2024年，货币政策仍然维持着偏宽松的基调，2024年1月25日下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，从2%下调到1.75%。2月20日非对称降息落地，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR调降25BP

至3.95%。本轮非对称降息对5年期LPR调降力度较大。三中全会之后政策不断落地。降息稳步推进。2024年7月22日，1年期和5年期限LPR双双迎来下调：1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%，均较前一期下调10个基点。LPR是贷款利率定价主要参考基准，LPR下降传递出稳增长、促发展的政策信号，或将带动实体经济融资成本进一步稳中有降，有利于激发信贷需求，促进企业投资。而且下调5年期以上LPR，有利于减轻房贷借款人利息负担，促进居民消费。2024年9月27日，下调存款准备金率0.5个百分点。同时，人民银行将央行政策利率，也就是公开市场7天期逆回购操作利率由1.7%下调至1.5%，带动中期借贷便利利率下降0.3个百分点。随后，10月18日主要商业银行下调存款利率，2024年10月21日报出的10月LPR也跟随下行，1年期和5年期利率均下调25个基点，有效反映央行政策利率变化，这表明由短及长的利率传导关系在逐步理顺，货币政策传导效率不断提升。与之相伴的是**10年期国债收益率震荡下行，并于2024年12月初跌至2%重要关口下方，且2024年12月24日1年期国债收益率一度触及0.8807%低点。**2025年5月20日，中国贷款市场报价利率（LPR）迎来年内首次下调，1年期LPR和5年期以上LPR均下调10个基点。同时，多家国有大行及股份行下调存款利率，活期、定期及通知存款利率全面调降。政策进一步释放流动性宽松信号，降低存量房贷利率以刺激消费和经济复苏。2025年上半年，中国货币政策延续了适度宽松的基调，通过降准、降息等手段推动融资成本下降。下半年央行通过多种工具保持流动性合理充裕，社会融资规模和M2增速仍高于名义GDP增速，显示金融对实体经济的支持力度持续。**2025年以来，10年期国债收益率一直处于2%下方，在一季度震荡上行后，逐步回落，尤其在4月和6月初出现了明显的下行趋势，7月之后略有回升。截止2025年9月30日，10年期国债利率为1.8570%，1年期国债利率为1.3700 %，SHIBOR隔夜为1.3790 %。展望2025年四季度，预计央行仍可能继续采取适度宽松的货币政策，降准降息仍可期待，预计将带动企业和居民贷款利率下降，有助于促进社会融资成本稳中有降（可能下降空间也有限了），扩大宏观经济总需求，支持物价合理回升，带动实体经济稳定增长，进而为市场带来支撑。不过，我们认为，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。**

图 13：银行间同业拆借利率（%）

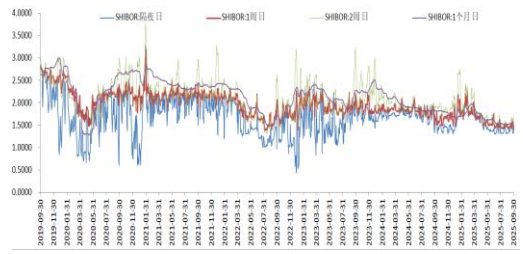


图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%）

数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.30

（二）市场估值

近期A股的估值是否便宜？处于何种水平？2025年四季度估值趋势如何？下面，我们通过纵横比较来定位目前A股估值所处的位置，通过流动性及企业盈利分析来预估市场估值的未来走向。

1、纵横比较

近期市场估值水平如何？我们下面通过纵向和横向两个方面进行比较。

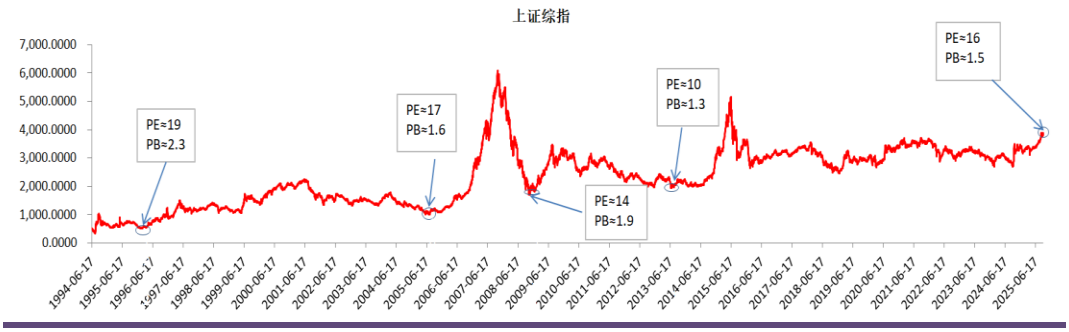
（1）纵向比较

回顾历史，展望将来。从历史行情的顶和底，以及相应的市盈率的对比发现，大盘平均市盈率的高低和大盘指数的顶与底有一定的关系。从纵向的历史数据看，过去30多年，沪指平均市盈率在15倍左右、市净率1.7倍左右的时候，市场就是一个底部区域。**截止2025年9月15日，上证综指市盈率维持在16倍左右，PB是1.5倍左右，沪深300市盈率是14倍左右，PB是1.5倍左右，深圳成指市盈率是30倍左右，PB是2.8倍左右，创业板指的市盈率是43倍左右，PB是5.3倍左右，科创50指数市盈率是172倍左右，PB是6.1倍左右。从纵向比较看，自去年9月末以来，市场上涨后，各主要指数估值修复，不过，沪深300估值仍旧处于相对低水平（不过，更具有参考价值的沪深300指数市盈率中位数估值为20倍，上证综指市盈率39倍，其实也不算低）。2024年9月以来及今年前三季度A股表现主要为估值修复，当前市场低估程度明显缓解后，2025年四季度关注重点为估值驱动能否向盈利驱动顺利切换。**

（2）横向比较

从横向比较的角度来看，目前A股与美股相比依旧具备估值优势，截止2025年9月15日，上证综指市盈率约为16倍，除相对港股（恒生指数PE≈12）外，比美股（道琼斯工业指数PE≈32）、日股（日经225 PE≈21）、法股（法国CAC40 PE≈18）、德股（德国DAX PE≈19）等市场估值水平还是偏低些。高位美股面临估值重估压力，而A股相对来说，仍具备配置价值。

图 15：上证指数市盈率比较



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2025.9.15

2、流动性及企业盈利

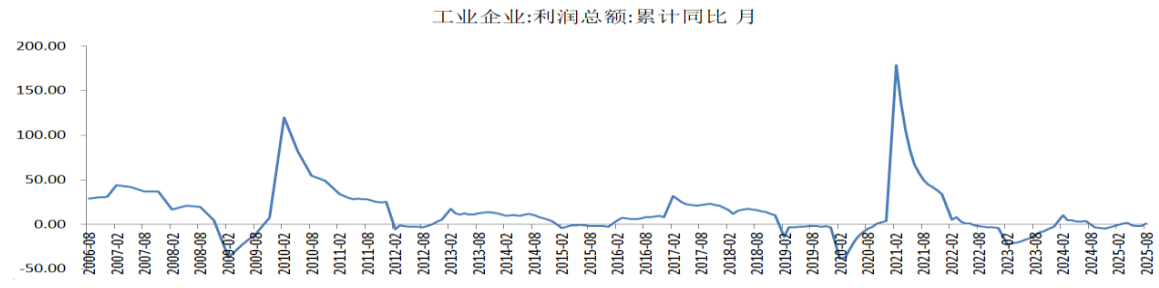
（1）流动性影响市场估值。流动性宽松时有利于估值整体上升，反之亦然。2021年度策略报告中提示，2021年货币政策大概率回归常态，与2020年相比，宏观流动性或将维持紧平衡，对A股市场微观流动性预期将会调降，从而形成估值收缩，流动性导致的估值提升行情或将结束（2021二季度策略报告维持了该看法）。从2021年上半年市场表现看，高估值抱团股大幅调整也验证了我们的判断,2021年三季度策略报告中我们提醒，美联储货币政策趋势是边际收紧，国内是缓而不紧格局，三季度市场整体估值难提升，低估值和高景气行业占优，三季度低估值大蓝筹大幅上涨，业绩大增的周期股表现优异，高景气赛道也表现不错，完美的验证了我们的预判。2021年四季度策略报告提醒，美联储缩减购债规模，但国内流动性有望偏宽松，对估值影响不大，整体也符合我们的预判。2022年受美联储货币收紧及国内疫情反复的影响，A股市场表现不佳。2023年策略报告中我们提醒，国内货币政策仍有望延续偏宽松的基调，货币政策收紧甚至转向的可能性较小，从2023年度货币政策看，也基本验证了我们的偏宽松的判断，如降准，大行下降存款利率，再到央行下调逆回购、常备借贷便利、中期借贷便利利率、LPR利率等。**2024年1月初的2024年A股市场投资策略报告，**当时认为，2024年稳健的货币政策是主基调，根据内外部形势、流动性情况变化等相机抉择、灵活适度、精准有效。整体上看，流动性维持相对充裕对估值的影响偏正面。从2024年市场整体表现看，沪深三大指数估值修复，符合我们预期。**2025年的年度、二季度及下半年策略报告中，我们认为，2025年，货币政策“适度宽松”是主基调。不过，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。2025年四季度，我们依旧维持该观点不变。**

（2）企业盈利增速影响未来估值。如果企业盈利增加，有利于增加上市公司估值，反之亦然。A股上市公司盈利增速与工业企业利润增速一直保持高度相关（工业利润数据相对高频，我们用工业利润增速粗略代替上市公司盈利增速），2020年受疫情的冲击，盈利增速在一季度大幅探底，之后企稳回升。单月数据看，2020年5月份全国规模以上工业企业实现利润总额5823.4亿元，由4月份同比下降4.3%转为增长6.0%，当月国内工业企业利润增速

2020年首次转正，之后逐步回升，12月份规模以上工业企业实现利润总额7071.10亿元，同比增长20.10%；累计数据看，**2020年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额64516.10亿元，同比上升4.10%。受益于2020年的低基数，2021年无论是累计同比还是当月同比，工业企业利润数据都表现特别靓丽，**延续了2020年下半年以来较快增长态势。2021年1-2月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比飙高到178.90%，之后两个月稍有回落，但依旧在100%以上，随后继续下行，**2021年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额87092.10亿元，同比上升34.30%，整体上，全年表现靓丽**，不过，2021年11、12月份当月利润同比大幅下滑。2022年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额11575.60亿元，同比上升5.0%，工业企业效益状况延续了2021年以来的恢复态势。之后，3月疫情加剧，4月上海新冠疫情扩散并最终封城，之后，7-8月疫情又多地散发，企业生产经营面临不少困难和挑战，经济下行压力加大，工业企业利润总额累计同比大幅下滑，2022年1-7月，全国规模以上工业企业实现利润总额48929.50亿元，同比下降1.10%，由正转负，之后逐步月小步下滑，2022年1-12月工业企业利润总额84038.50亿元，**同比下降4.0%**。**2022年受疫情的影响，工业企业利润累计同比逐级走低**。2023年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%。1月份左右，疫情蔓延，给生产和生活带来极大干扰（不过，这是一次性冲击，不具有可比性），叠加春节因素，2023年1-2月份工业企业盈利大幅下降。在低基数因素下，前4月规模以上工业企业利润同比下降20.6%，降幅虽继续小幅收窄，但考虑2022年低基数因素影响后，企业利润仍然承压。之后几个月累计同比增速降幅收窄，**2023年前8个月，全国规模以上工业企业实现利润总额46558.20亿元，同比下降11.70%，**其中，2023年8月当月，全国规模以上工业企业利同比增长17.2%，自2022年下半年以来，工业企业当月利润首次实现正增长，9至12月继续维持正增长的态势。**2023年1-12月**，全国规模以上工业企业实现利润总额76858.30亿元，**同比下降2.3%，**其中，12月当月，全国规模以上工业企业利同比增长16.80%。**2024年1-2月，**全国规模以上工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%，**利润由2023年全年下降2.3%转为正增长。2024年1-12月，全国规模以上工业企业实现利润总额74310.50亿元，同比下降3.30%。**分月看，规模以上工业企业当月利润，2024年1月份至2月份延续恢复向好态势，工业企业效益起步平稳。不过，3月规模以上工业企业实现利润同比下降3.5%，需求端的疲软，3月的生产降速，导致利润回落。4月份，规模以上工业企业实现利润由3月份同比下降3.5%转为增长4%，增速回升7.5%，数据表现亮眼，市场重拾上涨态势。6、7月份，规模以上工业企业实现利润分别同比增长3.6%、4.1%。总体看，规模以上工业企业效益延续平稳恢复态势**。8月工业企业利润同比增速从7月的4.1%转至-17.8%，利润增速大幅转弱，**受市场有效需求不足以及高温、暴雨、洪涝等自然灾害对部分地区冲击较大等因素影响，加之8月份当月同期基数较7月份明显抬高。8月工业企业经营状况恢复出现波动，表明在内需波动扰动下，当前企业经营平稳恢复状况并不牢靠，仍需相关政策大力扶持。**2024年9月工业企业盈利同比增速较8月的-17.8%进一步下探至-27.1%，**可能主要由于9月上游原材料价格仍普遍承压，10月、11月利润当月同比分

别下跌10%、7.3%，跌幅较连续收窄，这主要是受2023年同期基数下行、一揽子增量政策落地后基本面改善的影响。**2024年12月当月，全国规模以上工业企业利润由11月份同比下降7.3%转为增长11.0%，利润由降转增，不过，2025年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9109.9亿元，同比下降0.3%。**从上面数据看，当前企业经营平稳恢复状况并不牢靠，仍需相关政策大力扶持。2025年1-3月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比增长0.8%，结束了自2024年第三季度以来的持续下降趋势。**3月当月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长2.6%，实现了由负转正的改善。**2025年1-4月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比增长1.4%，4月当月，全国规模以上工业企业利润同比增长3.0%。**不过，2025年1-5月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降1.1%，而5月单月利润同比降幅扩大至9.1%。5月PPI同比下降3.3%，较4月的-2.7%进一步加深，导致企业营收增长受限。不过，随着反内卷促物价回升政策落地，带动企业盈利持续恢复。**2025年1-7月规上工业企业利润总额同比降1.7%，较上半年(-1.8%)收窄0.1个百分点，企业盈利水平略有好转。**2025年1-8月规上工业企业利润总额同比降1.7%，8月份，规模以上工业企业利润同比由上月下降1.5%转为增长20.4%，工业企业利润明显改善。主要受低基数、扩内需等政策提振、叠加反内卷和降息预期催化下PPI止跌回暖，8月工业企业利润当月同比转正。考虑到反内卷背景下PPI止跌回暖，但低基数效应或逐步减弱，四季度盈利有望震荡修复。未来需关注：一是外需趋势？二是工业品价格修复情况？预计在政策持续发力和制造业升级的推动下，随着经济基本面的回升，A股盈利增速将震荡修复，但整体增速不会大幅提高。2024年9月以来，市场驱动力主要体现为估值修复，2025年四季度能否由估值驱动成功切换至基本面驱动至关重要。**

图 16：工业企业盈利表现（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.30

（三）A 股的供求关系

影响股票价格波动的因素很多，供求关系的因素在股票市场价格波动中至关重要。股票市场的需求，是指能够进入股票市场购买股票的资金总量。股票的需求者就是我们常谓的股票投资者（即资金供给端），是指以取得股息和资本收入为目的而在证券市场买入股票的个人和机构，按照证监会在《股票投资者分类标准》中的划分，分为自然人投资者、专

业机构投资者、一般机构投资者和陆股通投资者，对应市场中熟知的个人投资者、专业机构投资者（基金、保险、社保、企业年金等）、一般法人（既是资金供给者又是资金需求者）和陆股通（沪股通、深股通）。证券市场的供给主体是上市公司，由已经上市的老股票和新上市的新股票构成。

1、股票市场需求的主要决定因素

（1）个人资金

个人资金来源于自有资金及借入资金，我们用银证转账和杠杆资金（场外杠杆拿不到确切数据，只用场内融资代表）两个方面来衡量。根据wind资讯的数据显示，截至2023年12月，我国股票市场期末投资者账户数量总计22406.06万，其中，自然人账户数量为22351.33万，占比99.76%。**2015年6月股灾以后至2018年底，股票市场低迷，除极少数持仓大白马投资者有正收益外，大多数个人投资者是伤痕累累。2019年以后**，市场行情转暖吸引部分个人投资者资金重新入场，**2020年7月**A股进入普涨阶段，沪指连续突破3000、3100、3200、3300、3400点，个人投资者资金加速入场，两市成交连续17天破万亿，之后随着行情回落，个人投资者资金入市放缓，2020年四季度沪深三大指数大涨，**2021年元旦至春节前后**，指数接连上涨，两市成交额频频破万亿，个人投资者资金流入明显，春节后指数小幅调整，资金流出,4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入。增量资金可能主要来自于银行资金“搬家”。除此之外，炒房资金也可能在流入。8-9份，随着沪指再创阶段新高，资金进场节奏再度加快，两市成交额连续49天超万亿。之后市场小幅回调，虽然两市成交额跌破万亿，但很快就回到万亿上方。**2021年A股的总成交额创历史新高，日均成交额为1.06万亿元创历史之最。2022年初以来**，市场震荡下行，特别是3月份，受俄乌冲突、美联储加息及中概股暴跌的影响，A股出现大幅动荡，虽然市场剧烈波动，但成交并未明显减少，两市成交额一直在万亿附近，2022年4月，A股市场继续下行，高位权重股轮番杀跌，两市成交萎靡不振，5月A股三大指数企稳回升，6月延续回暖的趋势，成交量也温和回升，6月底一度攀升至1.3万亿，之后略有萎缩，但基本保持在万亿水平，进入9月，随着美联储大幅加息，A股也被拖累调整，量能萎靡不振，缩至六七千亿的水平，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关。2022年12月中下旬，沪深三大指数连续回踩，两市成交额再度回到六七千亿的水平。**2023年元旦后，市场连续回暖，北向资金大幅净流入**，在春节之后，不仅北向资金继续保持大幅的净流入，不断提振市场信心和对相关板块带来提振，而且场内资金也有所回流，市场成交热情也在回升，2023年春节后市场成交快速突破万亿，整体远强于春节前的成交额。2月末至3月中上旬，大盘上行的节奏和力度明显放缓后出现小幅调整，两市成交也略有萎缩，4月市场震荡上行，两市成交额连续超万亿，之后，受经济数据不佳的影响，5月市场小幅回调，两市成交额再度跌破万亿，6月初指数弱势震荡，成交萎靡不振，三季度市场表现不佳，成交更

加清淡，两市成交额一度萎缩到6000亿下方。2023年国庆节后，受国际地缘政治冲突加剧的影响，沪深三大指数均创出年内新低后展开反弹，两市成交在8000亿左右徘徊。之后，受美联储暂停加息的利好刺激，2023年11月外围市场全面上涨，A股11月中上旬也出现小幅反弹，两市成交一度超万亿，不过，在北向资金净流出的拖累下，A股再度回落，并在12月上旬跌破3000点整数关口，2023年12月末一度跌破2900点，也伴随着两市成交的再度低迷。**2024年元旦以后，对国内经济的担忧叠加雪球结构产品被动清盘导致中小盘股一度急速杀跌。**2月初上证指数一度跌至2635点，深成指跌破8000点，创业板指跌破1500点。在国家队借道ETF基金稳定市场，证监会新主席上任等一系列因素后，A股迎来了强势反弹行情，各大指数普涨。大盘不仅收复2024年失地，而且还收复了3000点整数关口，成交量也同步回升，3月中下旬成交多数时间维持在万亿上方。4月A股表现分化，上证指数、沪深300指数稳中有升，科创50、创业板表现低迷。两市成交额也出现小幅波动，时而超万亿，时而跌破8000亿。**新国九条发布后，对于A股产生深远影响。随着年报披露完毕，A股出现批量个股被ST的局面，ST股、问题股及微盘股大跌，**2024年5月沪深三大指数均出现下跌，而这对于市场情绪有较大影响，两市成交额由月初的超万亿逐步萎缩到月末的7000多亿水平。5月经济数据显示，国内宏观基本面修复还不强，有效需求依旧不足，市场基本面提振动力依然缺失，而海外流动性也迟迟未能释放，指数整体的上行仍被抑制。沪指退守3000点。2024年6月A股震荡下跌，陆家嘴论坛的政策低于预期，上证指数失守3000点整数关口，两市成交额也萎靡不振，在7000亿左右徘徊。上证指数7月继续下探，跌破2900点整数关口，市场的存量博弈和配置保守化特征明显。8月至9月中旬市场呈现全线走低态势，下跌过程中，三大主要指数皆创此轮调整以来的新低，板块和个股更是损失惨重。成交量也出现大幅萎缩，**两市成交额一度跌破5000亿元关口**。不过，**否极泰来，2024年9月24日，国新办新闻发布会央行货币政策超预期释放后，政治局9月26日会议提出加大财政货币逆周期调节力度之下，点燃市场热情，2024年9月23至9月27日那周，沪指周涨幅12.81%，创指周涨幅22.71%。**市场赚钱效应显现，资金跑步入场，两市成交额连续超万亿，**2024年日均成交额10636亿元。**2025年8月市场节节走高，**2025年8月25日，全部A股成交额突破3万亿元，创下2024年10月9日以来新高，并跻身A股历史成交额第二位，8月末9月初市场成交额在3万亿附近徘徊，之后成交略有回落，但仍在2万亿上方，截止2025年9月12日，今年以来的市场日均成交额15988亿元，展望2025年四季度，当前存款利率下行的趋势下，虽然A股仍有可能因外部扰动而出现波动，但大概率不改震荡慢牛行情，四季度两市日均成交有望维持在2万亿左右。**

① **银证转账。2019年沪深三大指数普涨，2020年沪深三大股指大涨**，创业板指数涨幅更是高达64.96%，个人投资者银证转账资金净流入3600亿元，个人资金入市与市场行情高度相关，由于2021年春节后，高位抱团白马股接连调整，投资者做多情绪受到打击，而且银行严查信贷资金违规流入楼市股市（如果炒楼的资金出现紧张，先抛出流动性好的股票是理性的选择），资金流出,4月之后，行情逐步回暖，资金再现流入，2021年8月两市成交额每天都超万亿。**2021年沪深三大指数小幅普涨，个人投资者银证转账资金净流入2400亿**

元，其中，上半年净流入1300亿元，三季度净流入1500亿元，**四季度净流出400亿元**。2022年上半年净流入2300亿元，三季度A股大跌，资金净流出3900亿元，2022年A股熊市，资金全年净流出200亿元。2023年市场表现不佳，个人投资者银证转账资金继续净流出1200亿元。2024年上半年，个人投资者银证转账资金净流入700亿元。**2024年9月末市场大幅上涨，个人资金大幅净流入，2024年下半年，个人投资者银证转账资金净流入7500亿元。资金是逐利的，与行情高度相关。如果股市赚钱效应持续改善，存款有望向权益市场搬家。**2024年以来，国债收益率呈现出持续震荡下行的态势，理财产品及存款的预期回报率均在下降，中高预期回报率资产缺失。**2025年在居民资产荒的背景下，居民资金入市力度有望进一步提升（如果行情继续回暖），其中ETF在居民资产配置中的渗透率有望加速提升，ETF有望贡献部分增量资金。2025年上半年，个人投资者银证转账资金净流入2400亿元。展望2025年四季度资金是净流入还是流出，需留意四季度经济复苏（如消费、地产数据企稳）或政策发力（如财政刺激）情况，如果经济回暖带动指数继续回升（大概率），资金有望净流入，反之亦然。随着前三季度市场上涨，在赚钱效应的利诱下，个人投资者倾向于追涨，预计居民有望加大权益类资产配置。**

②场内融资。两融是个人投资者加杠杆参与股市的主要方式。融资余额与指数的走势高度相关。2018年市场暴跌，沪指跌破3000、2900、2800、2700、2600、2500点整数关口，两市融资余额逐步下滑，相继跌破1万亿、9千亿、8千亿，2018年10月19日沪指创下2449低点，两融余额萎缩到7600亿元。 2018年市场的大幅调整，让融资资金受了很大的创伤。2019年春节之后，特别是3月连续逼空式的上涨，市场人气回暖，融资余额开始回升，最高到9823亿元，4月中旬以后市场的逐步回调，融资余额又出现回落，7月22日再度回到9000亿下方。8月监管层为了提振市场打出了政策组合拳，如融资融券标的由950只扩大至1600只、取消了最低维持两融担保比例不得低于130%的统一限制、证金公司整体下调转融资费率80个基点等，受此政策利好的影响，两市融资余额缓慢回升，2019年12月26日两市融资余额突破1万亿，2019年年底达到10055亿（2018年底7490亿元），提升2565亿。2020年年初，随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，两市融资余额回升到1.1万亿，而后在海外疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，重新回到1.1万亿下方，5月之后再度转为净流入，7月之后两市融资余额逐步攀升，8-12月份多数时间维持在1.4万亿上方，**2020年两市融资余额净流入4765亿元。**2021年元旦后，高位抱团股加速冲高，融资余额也跟随冲高到15665亿元，之后逐步回落，5月初，随着沪指的逐步回暖，融资余额小幅回升至16000元附近，8月中旬以后，随着沪指再创阶段新高，融资资金进场节奏再度加快，融资余额升至17584亿，后随着指数调整略有回落，**2021年全年净流入约2300亿元**。2022年1-4月市场大幅调整，两市融资余额也从年初的17190亿元回落至14338亿元左右，之后市场企稳回升，两市融资余额也小幅回暖，7-9月基本维持在1.5万亿上下，之后，市场出现回调，临近2022年年底，两市融资余额再度回到1.45万亿左右。整体上，2022年净减少2675亿元。进入2023年，特别是自全面注册制落地后，低估值为代表的中字头大盘蓝筹股明显走强，两市融资余额出

现小幅回升，2023年4月20日一度回升在15487亿元，之后中字头和TMT板块出现高位震荡，两市融资余额小幅下降。8月份市场表现不佳，两市融资余额一度跌破15000亿元。2023年8月27日，中国证监会推出调降融资保证金比例等多项活跃资本市场的政策。之后，上交所、深交所、北交所修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。**2023年9月11日，是融资保证金比例下调实施的第一天，融资余额增加明显，再度回到15000亿元上方，**就意味着在投资者保证金金额一定的情况下，保证金比例调降，证券公司向投资者融资规模就会增加，财务杠杆效应就会增强。**历史看，融资规模和大盘涨跌有一定的正相关性，不过，2023年9月11日后的一段时间，场内融资规模与沪数涨跌出现反方向走势，即在指数出现调整下跌的过程中，融资规模反而出现上升，这个异常还是值得投资者注意（2024年1月初的年度策略报告提醒，之后晨报也是经常提醒，要提防后市出现故意砸融资盘，逼迫融资的杠杆资金被动止损或减仓）。从事后结果看，2024年1月5日至2月8日，市场大跌也验证了我们的判断，部分融资资金也被迫止损，融资余额也同步下降，2024年2月8日滑落至13752亿元。**2024年春节后，行情逐步回暖，融资余额也同步上行，3月下旬，融资余额重新回到15000亿上方，**2024年4月12日，新国九条发布，随后微盘股、垃圾股、ST股暴跌影响了市场情绪，融资余额小幅下降，跌破15000亿。**5月沪深三大指数均出现下跌，2024年6月A股震荡下跌，陆家嘴论坛的政策低于预期，上证指数失守3000点整数关口，7月大盘继续下探，**跌破2900点整数关口，2024年8月至9月中旬市场呈现全线走低态势，下跌过程中，三大主要指数皆创那轮调整以来的新低，杠杆资金受到伤害，融资余额跌至13600亿附近，2024年9月末市场连续暴涨，国庆节后场内融资开始回暖并大幅回升。两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势及对未来指数走势的预期，**2024年末，沪深北三市融资余额为18541亿元，沪指收盘价3351.76点。今年一季度融资余额小幅增加，5月小幅减少。随着A股市场6、7、8月市场逐步上涨，融资余额也跟随市场上行回升，融资余额在2025年8月初突破2万亿元，创十年新高，截止2025年9月15日，融资余额为23533亿元，展望2025年四季度，A股上行速度可能放缓，场内融资规模增加的幅度可能会同步放缓。**

图 17：证券公司客户交易结算资金余额

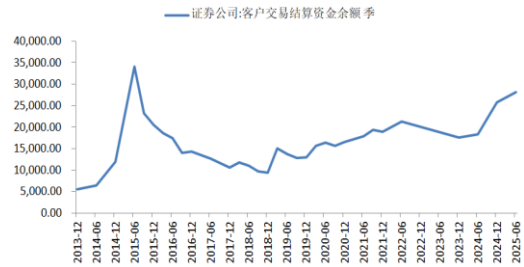


图 18：上证指数及市场融资余额

数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.15

③ 居民财富配置有望向权益资产倾斜。目前居民财富大部分被房地产占据，根据广发银行、西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的报告，从家庭财富配置来看，我国城

市家庭更偏好买房，住房资产占比高达77.7%。据Wind数据显示，截止2021年末，个人住房贷款余额合计为38.3万亿元，较2020年末的34.5万亿元，继续增长3.8万亿元。**截止2022年末，个人住房贷款余额合计为38.8万亿元，小幅增长0.5万亿元。**2021年，商品房销售面积179433万平方米，同比增长1.9%，商品房销售额181930亿元，增长4.8%，全国房地产开发投资147602亿元，同比增长4.4%。**2021年上半年数据显示房地产市场非常火爆。不过8月房地产数据全线下滑，**既有2021年下半年商品房销售景气度走弱、2021年房地产融资大幅收缩的影响，也叠加了2018来这三年行业去杠杆政策的累积效应。之后房地产行业投资增速一路下滑，多家龙头房企暴雷。从具体月份看，2021年，无论是商品房销售面积、销售额同比，还是全国房地产开发投资同比都是逐月下降，2022年1-7月继续下滑，之后，商品房销售面积、销售额同比下滑略有趋缓，不过，全国房地产开发投资同比依旧是逐月下降。2022年1-12月份，商品房销售面积135837万平方米，同比增长-24.30%，商品房销售额133308亿元，同比增长-26.70%，全国房地产开发投资132895亿元，同比增长-10.00%。（**2021年8月至2022年12月，地产销售出现了持续的显著负增长，这在历史上是前所未有的。**）

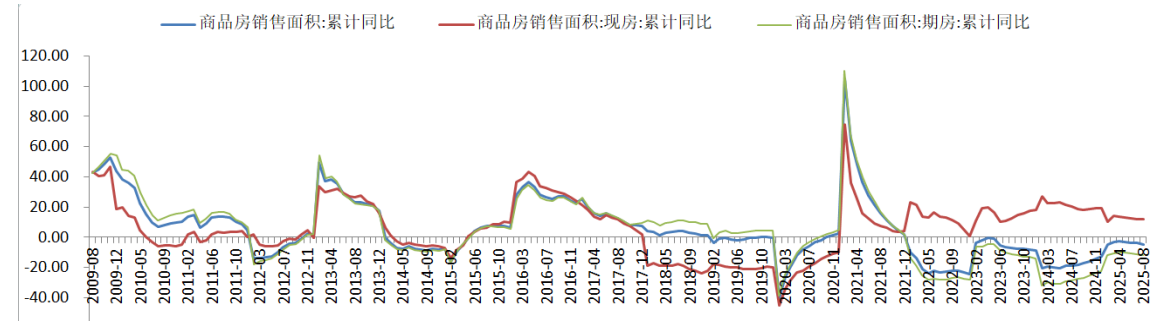
虽然“房住不炒”是大方向，但会考虑因城制宜。2022年四季度以来，房地产支持政策开始密集出台，2022年11月14日，银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产业良性循环和健康发展。**2022年11月23日，**人民银行、银保监会又正式印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出16条金融举措，即上述**“16条”**，内容涵盖房地产融资、“保交楼”、受困房企风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策和住房租赁等六大方面。紧接着，交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、建设银行、邮储银行相继与房企签订战略合作协议。**2022年11月28日，**证监会新闻发言人表示，在资本市场支持房地产市场平稳健康发展上，将从**股权融资方面进行5项优化调整措施，**并且从即日起施行。这5项措施包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用以及积极发挥私募股权投资基金作用等。**2022年12月15日，刘鹤表示房地产是国民经济的支柱产业。**随着利好政策持续出台，2023年一季度，在积压需求释放及前期政策效果显现等因素推动下，房地产市场活跃度上升，但进入二季度，回暖态势未能延续，三四季度进一步低迷，2023年1-12月份，商品房销售面积111735万平方米，同比增长-8.5%，商品房销售额116622亿元，同比增长-6.5%，全国房地产开发投资110913亿元，同比增长-9.60%。**进入2024年，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松，不过，从2024年前两个月的销售数据看，仍未能阻止下行的态势，**2024年1-2月份，商品房销售面积11369万平方米，同比增长-20.5%，商品房销售额10566亿元，同比增长-29.30%，全国房地产开发投资11842亿元，同比增长-9.00%。房地产企业资金紧张等问题仍未完全扭转。居民购房意愿仍弱，收入预期偏弱或压制购房需求。当时，我们认为，

2024年房地产能否企稳对稳定宏观大局尤为重要。2024年3月22日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，指出要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求。**2024年5月17日，央行“四箭齐发”稳楼市。**取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。设立3000亿再贷款，支持地方国企收购库存商品房。自央行5月17日新政发布后，多地相继跟进落实首付比例、房贷利率等方面的调整。**不过，从2024年5-8月的销售数据看，仍未见明显好转，2024年1-8月份，商品房销售面积60602万平方米，同比增长-18%，商品房销售额59723亿元，同比增长-23.60%，全国房地产开发投资69284亿元，同比增长-10.2%。**根据国家统计局数据显示，8月份，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降、同比降幅总体略有扩大，其中一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄、同比降幅与上月相同。**2024年9月24日，国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜宣布了一组增量政策，包括降低存款准备金率和政策利率、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、优化保障性住房再贷款政策等。潘功胜表示，统一首套房和二套房房贷最低首付比例，将全国层面二套房房贷最低首付比例由当前的25%下调到15%。“银行下调存量房贷利率，有利于进一步降低借款人房贷利息支出。”潘功胜介绍，预计这项政策将惠及5000万户家庭、1.5亿人口，平均每年减少家庭利息支出总额1500亿元。**这有助于促进扩大消费和投资，也有利于减少提前还贷行为，同时还可以压缩违规置换存量房贷的空间，保护金融消费者的合法权益，维护房地产市场平稳健康发展。**2024年9月26日，中共中央政治局召开会议，**关房地产的叙述如下：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。**随着上述政策的逐步落地，2024年9-11月的销售数据出现好转，**2024年1-11月份，商品房销售面积86118万平方米，同比下降14.3%（2024年1-8月是同比下降18%），商品房销售额85125亿元，同比下降19.20%（2024年1-8月是同比下降23.60%），全国房地产开发投资93634亿元，同比下降10.40%（2024年1-8月是同比下降10.20%）。**2024年12月9日的中央政治局会议及2024年12月11日至12日的中央经济工作会议都强调“稳住楼市股市”。2025年以来，上半年数据相对好转，不过，8月份数据再度不乐观，2025年1-8月份，商品房销售面积57304万平方米，同比下降4.7%（2025年1-5月同比下降2.9%，2024年1-8月是同比下降18%），商品房销售额55015亿元，同比下降7.3%（2025年1-5月同比下降3.8%，2024年1-8月是同比下降23.6%），全国房地产开发投资60309亿元，同比下降12.9%（2025年1-5月同比下降10.7%，2024年1-8月是同比下降10.2%）。**

今年，首次把稳住楼市股市写进《政府工作报告》，住房目标方面，持续用力推动房地产市场止跌回稳。继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。近期，北京，上海，深圳等一线城市接连发布楼市新政，多维度惠及购房者。政策呵护地产止跌回稳的意愿较强。另外，今年上半年，多家房企的债务重组取得重大进展。行业纾困从“个案突破”迈向“模式复制”的关键一步，有助于推动整个房地产行业实现风险出清、良性循环。预计2025年四季度房地产风险有望边际缓释，政策持续释放以及供需有望改善之下，将给行业以及板块带来短期的提振，后市需要关注基本面回升的力度。经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”或难再现，具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）。

过去几十年居民资产配置以房地产为主，未来股票市场或将成为居民资产配置的重要方向。在低利率的背景下，各类资产收益率的中枢也在下移。股票市场有望成为居民资产配置的重要方向，缺乏优质的资产可能也是前期居民存款持续高增的主要原因之一。因此，未来若股票市场能够持续回暖活跃，或将成为居民资产配置的重要方向，存款也有望从银行搬家到股市。

图 19：商品房销售同比走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.30

（2）公私募基金

权益类公私募基金也是A股重要的资金来源。尽管公私募基金在整体持股市值占比方面不及个人投资者，但由于账户数量少、资金量集中，公私募基金所具有的持股集中和类似“一致行动人”的特征，他们的股票持仓和结构调整对市场影响巨大。

公募方面，2019年公募基金发行明显回暖，Wind数据显示，**2019年**，公募基金发行股票型基金2432亿份（2018年1442亿份），混合型基金2898亿份（2018年3353亿份）。2019年

是机构大年，股票型基金指数明显跑赢大多数投资者，随着个股的分化，**很多投资者发现“赚了指数不赚钱”**，这种差距会带来基金份额的发行加速，叠加疫情影响下流动性极为宽松的环境，**2020年公募基金发行继续井喷**，公募基金发行股票型基金3613亿份（2019年2432亿份），混合型基金16804亿份（2019年2898亿份）。2021年，权益类公募基金发行冷热交替，但总体来看，发行规模超去年同期。具体看，**2021年初，抱团股连续上行，基金发行渐趋狂热，春节成为新基金发行的一道分水岭**。节前，市场高歌猛进，新基金爆款频现；节后，连续回调的市场令新基金发行市场有所降温，叠加部分基民的非理性的羊群效应行为大面积赎回导致市场进一步回落，但五月以后，随着市场的企稳和市场情绪的升温，基金发行规模出现了回暖。6月，随着股市再度活跃，基金赚钱效应恢复，6-8月基金销售市场快速回暖，前八月新基金发行破两万亿，超过2020年同期，创下历史新高。不过，9月公募基金规模出现高位回落态势，特别是股票型基金，但这个跌势在10月出现逆转。**2021年公募基金发行股票型基金3808亿份（2020年3563亿份），混合型基金16684亿份（2020年16393亿份）。2021年2.95万亿元的新设公募基金募资规模，彰显了投资者“借基入市”热情高涨。不过，物极必反，2022年以来，股市剧烈波动，基金发行遇冷，**2022年1-6月股基、混基发行同比断崖式下降，随着5-6月A股企稳回升，7-8月股票型基金发行也明显回暖。不过，7、8、9连续三个月调整，赚钱效应的缺失，让公募基金的人气显著降低，10月发行市场低迷情况持续，之后，随着市场企稳，11月基金发行再度回暖。**2022年公募基金发行股票型基金1459亿份（2021年3808亿份），混合型基金2487亿份（2021年16684亿份）。**2022年新发基金份额与2019年相近。鉴于2022年很多基金净值损失惨重，公募基金发行市场面临着巨大的考验。进入到2023年1月，正处于疫情高峰蔓延阶段，叠加春节，公募基金发行依旧非常低迷，不过，随着A股市场走势整体向上，2-5月公募发行略有回暖，之后市场整体呈现弱势，偏股型基金和混合型基金发行都再度遇冷。8月基金发行有所改观，但之后再次出现持续缩量的局面。2023年末，受A股市场震荡走低、投资者情绪趋冷等因素影响，基金发行市场表现也较为低迷。2023年公募基金发行股票型基金1436亿份（2022年是1476亿份），混合型基金1474亿份（2022年2569亿份）。**2023年，**市场行情分化、板块轮动明显加速，曾经的核心资产和赛道股纷纷偃旗息鼓，由于赚钱效应不佳，基金不仅在新发市场持续遇冷，存量市场也如履薄冰，清盘基金屡见不鲜。**2024年前三季度，公募基金发行规模依旧萎靡不振。**截止至2024年9月30日，公募基金发行股票型基金1016亿份（2023年1-9月是1007亿份），混合型基金506亿份（2023年1-9月是1217亿份）。前三季度，通过基金发行为股市输入的流动性仍偏低，主要原因是前三季度市场多数时间表现不佳。**2024年9月底市场暴涨，10月份以来，公募基金发行规模明显增加， 2024年公募基金发行股票型基金2599亿份（2023年全年是1420亿份），混合型基金679亿份（2023年全年是1459亿份）。2024年7月5日发布的下半年策略报告中我们提醒，从过往经验来看，在市场低迷的时候，往往是权益类基金最难卖的时候，但同时也是孕育丰厚回报的时候。从2024年下半年市场表现看，我们的提醒是非常值得称赞的。**2024年以来，上证50、沪深300等指数的多只权益类宽基ETF份额持续走高，随着市

场有效性逐步提升及指数化投资认知的提升，我国指数市场将迎来大发展时代，这对大盘风格占优起到了支撑效果。在主动权益型基金遇冷的背景下，指数基金扛起了权益类基金大旗。今年以来，股票型公募基金新发规模明显改善，特别是7、8月份市场大涨，新发基金规模明显增加，截止至2025年9月16日，公募基金发行股票型基金2839亿份（2024年1-9月是1011亿份），混合型基金900亿份（2024年1-9月是486亿份）。展望2025年四季度，A股市场大概率是延续震荡偏强的格局，预计公募基金新发规模有望延续前三季度的改善格局，未来基金申购量或将逐步上行，为2025年四季度A股市场带来增量资金。主要原因如下：当前政策鼓励中长期资金入市。一是，2025年5月7日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，对基金投资业绩全面实施三年以上长周期考核，提升公募基金投资行为稳定性，促进资本市场投融资平衡发展。优化主动管理权益类基金收费模式。对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，业绩明显低于比较基准的，须少收管理费，有力扭转基金公司“旱涝保收”的现象。2025年6月18日，证监会主席吴清在某重要论坛中表示，更大力度培育壮大耐心资本、长期资本。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资，拓宽资金来源。推动基金份额转让业务试点转常规，优化实物分配股票试点和“反向挂钩”等机制，畅通多元化退出渠道。支持编制更多科技创新指数、开发更多科创主题公募基金产品，引导更多中长期资金参与科技企业投资。二是证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，总体是着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”的目标，进一步促进中长期资金入市。指导意见重点提出了几个举措：大力发展权益类公募基金。重点是督促基金公司进一步端正经营理念，坚持投资者回报导向，着力提升投研和服务能力，创设更多满足老百姓需求的产品，努力为投资者创造长期收益。三是，证监会进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF基金产品，更好服务投资者，更好服务国家战略和新质生产力发展；最后，去年9月底以来股市上涨，赚钱效应出现，特别是部分基金回本后发行回暖等因素有望继续为市场贡献增量资金。未来，强化基金公司的投研实力，为投资者提供更好的持有体验，将成为其规模做大做强的核心。

私募方面，2019年开始资管新规对私募基金的影响已经弱化，私募基金规模重回扩张，**2020年私募基金规模增速进一步提升**，2020年私募证券投资基金规模3.77万亿元（2019年2.45万亿），比2019年增加13159亿元（约53.7%）。2021年1月份私募管理规模也是大爆发，2、3两个月明显放缓，4月再度大幅回升，5月再度放缓，7月明显回暖，10月突飞猛进，11-12月继续回升。2021年私募证券投资基金规模6.12万亿元（2020年3.77万亿）。但增速在2022年转为停滞，2022年1月份，公募基金发行遇冷，但**2021年量化私募的高速发展使得2022年1月份的私募基金规模环比基数上升**，不过，在规模快速扩张后，量化私募很难再度成为私募发行市场的“绝对主力”，某量化私募巨头2022年一季度业绩出现大幅回撤，另外，2022年前三季度A股市场表现不佳，挫伤投资者信心。**从过往经验看，私募投资股市增量受前期收益率影响，2022年A股大跌，众多私募基金发出净值预警，部分私募被动强制减仓。2022**

年12月底私募证券投资基金规模5.56万亿，较2021年末下降5625亿元。进入2023年，在公募权益类基金发行遇冷的背景下，上半年私募证券投资基金规模却在逆势上升，7月略有回落，8、9俩月再度回升，不过，考虑到9月份量化投资站在风口浪尖，深陷舆论漩涡。针对量化交易引发的问题，2023年9月1日晚间，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了加强程序化交易监管系列举措，股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。10月私募证券投资基金规模出现预期中的小幅减少，之后两个月变化不大，截止到2023年12月31日，私募证券投资基金规模5.72万亿，较去年初增加1594亿元。私募证券投资基金相对公募受到欢迎是因为2023年A股市场以结构性机会为主，擅长绝对收益的私募基金市场关注度提升，另外，在指数表现一般，风格轮换较快的背景下，量化私募获得超额收益明显，投资者配置私募的意愿增强。不过，随着监管层加强对程序化交易的监管，量化投资有望从快速发展的时代进入规范化发展时代。2023年持续下行的市场环境中，证券类私募基金整体规模变化不大。**进入2024年，1月5日至2月8日微盘股创纪录式下跌，部分私募量化基金受伤严重，4月15日以及16日，微盘股曾两日暴跌近20%，当时市场预估多年不分红或分红比例偏低的公司或将会被纳入ST，微盘股首当其冲，这导致对小市值股票的未来预期出现改变，资金避险离场。而如果说此前的下挫是预期的改变，那么2024年6月3日至6月6日的下跌则是预期逐步的在实现。这些下跌都让投资者损失惨重，当然也包括私募基金。根据wind资讯数据看，2024年1月、4月及7月私募证券投资基金规模单月出现大幅缩水，分别环比减少2013亿元、3107亿元、1654亿元。随着2024年9月末暴涨，10月私募证券投资基金规模也出现大幅回暖，**比9月增加2393亿元。之后波动不大，整体上，2024年12月底私募证券投资基金规模5.21万亿，较2023年末下降5087亿元。**2024 年其规模受市场行情及监管政策影响有所下降。今年以来，一季度私募证券投资基金规模净值小幅增加，4月出现大幅增加，7月A股市场大涨，7月私募证券投资基金规模净值大幅增加，截止2025年7月31日，私募证券投资基金规模5.88万亿（2024年末是5.21万亿）。另外，2025年1-7月，私募基金备案基金规模新增2634亿元。**2025年5月16日，中国证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第230号），并自公布之日起施行。此次修订旨在深化并购重组市场化改革，提高资本市场服务实体经济的能力。以下是主要内容：建立重组股份对价分期支付机制。提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度，新设重组简易审核程序，无需证券交易所并购重组委审议，中国证监会在5个工作日内作出决定明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。**2025年6月18日，证监会主席吴清在某重要论坛中表示，聚焦私募基金“募投管退”各环节卡点堵点，精准发力、畅通循环。**积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资，拓宽资金来源。推动基金份额转让业务试点转常规，优化实物分配股票试点和“反向挂钩”等机制，畅通多元化退出渠道。**上述措施有利于吸引私募基金入市。2025年四季度大盘指数大概率是震荡偏强的格局，结构性机会丰富，有利于发挥私募基金的专业性优势，前三季度的赚钱效应也**

会吸引资金入市，展望2025年四季度，私募证券投资基金规模有望延续回升趋势，不过，力度可能放缓。

（3）长期资金

未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性。目前监管层鼓励长期资金进入股市。2020年8月16日，时任中国银保监会主席郭树清在《求是》杂志发表文章《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》中指出，加快金融供给侧结构性改革，不断完善资本市场基础制度，引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。2022年3月份，A股出现大幅动荡，3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，表达了管理层对于资本市场的“底线思维”，提出欢迎长期机构投资者增加持股比例，大幅提振了市场信心。2022年4月21日，时任证监会主席召开全国社保基金和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议提出，养老金、银行保险机构和各类资管机构应进一步扩大权益投资比例。2022年7月28日，发布的《保险资产管理公司管理规定》引导保险资管公司坚守保险资金、企业年金等长期资金核心管理人定位，鼓励保险资管公司巩固和发挥长期投资优势，更好发挥机构投资者作用，为资本市场长期健康稳定发展提供稳定的长期资金支持。2022年11月4日，证监会公布了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》自公布之日起施行，个人养老金投资公募细则落地。2022年12月21日，证监会表示，加快投资端改革，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。自2023年7月24日中共中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”以来，相关部门多次强调要推动中长期资金加大权益投资力度，并出台支持政策。如国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，涉及A股的内容：对于保险公司投资沪深300指数成分股，风险因子从0.35调整为0.3。投资科创板上市普通股票，风险因子从0.45调整为0.4。降低投资特定标的风险因子，将推动保险公司加大权益相关资产的配置，为增量险资入市进一步打开空间，险资长线投资的比例也有望提升，是活跃资本市场的利好因素。2023年10月份，财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资、调整国有商业保险公司绩效评价相关指标的通知》，明确将国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标“净资产收益率”由当年度考核调整为“3年周期+当年度”相结合的考核方式。有利于降低短期考核对保险资金投资行为的影响，提升保险资金权益投资的积极性和稳定性，优化市场结构，降低市场波动，促进资本市场平稳健康发展。2024年4月30日，中央政治局会议提出，要积极发展风险投资，壮大耐心资本。近段时间以来，“耐心资本”频频刷屏，我们认为，“耐心资本”是指的是以中长期投资为主，不太受短期波动亏损的影响，更看重未来，更注重长期收益回报的资本。包括社保基金、养老金、企业年金、职业年金、产业资本等。“耐心资本”能够发挥市

场稳定器和经济发展助推器作用。**新 “国九条”表示，要大力推动中长期资金入市，**大力发展权益类公募基金，优化保险资金权益投资政策环境，完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。**2024年9月26日，证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，总体是着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”的目标，进一步促进中长期资金入市。**指导意见重点提出了三方面举措：一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。同时，引导多层次、多支柱养老保障体系与资本市场良性互动，完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度，鼓励企业年金基金根据持有人不同年龄和风险偏好探索开展不同类型的差异化投资。**2024年9月26日，中共中央政治局召开会议，在资本市场方面，明确提出要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市。2024年12月11日至12日，中央经济工作会议提出要 打通中长期资金入市卡点堵点”。国家金融监督管理总局局长李云泽表示，今年要重点抓好保险资金长期投资改革试点。2025年6月18日，证监会主席吴清在某重要论坛中表示，更大力度培育壮大耐心资本、长期资本。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资，拓宽资金来源。2025年6月24日，央行等六部门联合印发了《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》 ，其中再次明确提到了要“健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展”，这可以看作是对此前政策的再强调和协同推进。**很多投资者把中长期资金的进出作为衡量股市未来走向的“风向标”，未来，保险资金、养老金、社保基金、企业年金、职业年金有望成为资本市场中长期增量资金的重要来源，也是股市长期牛市的重要动力。**目前，我国的基金及保险等机构力量在权益市场仍有较大的发展空间，目前政策端正加大支持力度支持机构入市，因此在机构鼓励长线资金入市以及居民配置力量渐显的趋势下，2025年四季度A股资金仍有望继续改善，促进资本市场投融资平衡发展。**

① **保险资金。**从2018年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。2020年7月17日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（下称《通知》），险企权益投资配置松绑，鼓励更多中长期资金入市。2025年4月8日，金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。《通知》主要内容之一是上调保险公司权益类资产配置比例上限。《通知》简化了档位标准，从过往的七档减少为五档，部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例因此上调5%，同时，最高档的权益类资产占比上限也从45%上调为50%。保险公司权益类资产配置比例上限调整后，进一步拓宽了权益投资空间，为实体经济提供更多股权性资本。目前保险权益类投资远远未达到上限。2025年6月18日，证监会主席吴清在某重要论坛中也表示，“长期资本、耐心资本远远不够”。我们预计，后市监管层会出台政策促进保险等长期资本的入市力度。根据银保监会披露数据，**2020年12月**，保险总

资产232984亿元（2019年末205645亿元），保险资金运用余额216801亿元（2019年末185271亿元），较2019年末增长17.02%，其中股票和证券投资基金29822亿元（2019年末24365亿元），较2019年末增加5457亿元，**占比提升至13.75%。2021年12月**，保险总资产248874亿元，保险资金运用余额232280亿元，其中股票和证券投资基金29505亿元，**占比12.7%。虽然保险资金权益类配置比例限制不断上调，但2021年出现险资入市比例在2020年限制松绑后却明显下降的现象。**实际上，2017年以前，险资投资于股票和证券投资基金占保险资金运用余额的比例维持在12%以上，2018年有所回落，但2019年再度回到12%以上，**2020年为13.75%，2021年是12.7%，2022年是12.7%，2023年占比12.02%**。不过，**2024年略有回升**，截止**2024年12月**，保险总资产359058亿元，保险资金运用余额332580亿元（2023年末276738亿元），较2023年末增长20.18%，其中股票和证券投资基金41067亿元（2023年末33274亿元），**较2023年末增加7793亿元，占比12.35%。2024年度，险资配置股票和证券投资基金增加7793亿元。从数据上看，无论是绝对数量，还是相对占比，2024年险资配置股票和证券投资基金都在增加。**

虽然2020年我国对保险资金对权益类投资比例上限从30%提升至45%，2025年4月又上调为50%，但从2020年至2024年看，险资配置权益类比例并未同等幅度的提升。主要原因是，我国资本市场这种高波动下的投资收益率的不确定性与保险资金低风险偏好的内在要求之间的矛盾，预计后期政策采取更多措施鼓励国内的保险资金提高入市比例或是大势所趋。中长期对A股市场属于长期利好，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性，有利于保险资金发挥期限长、规模大、稳定性高等独特优势，支持实体经济发展。但就**短期来说，还要看保险公司本身的安排及市场的客观情况**。2023年9月10日，国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，涉及到A股的主要有：下调沪深300成分股、科创板成分股等风险因子系数，释放保险企业权益投资空间。要求保险公司加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。之后，财政部对国有商业保险公司净资产收益率实施三年长周期考核，有利于降低短期考核对保险资金投资行为的影响，提升保险资金权益投资的积极性和稳定性。**自2023年10月首批试点落地以来，金融监管总局已批复三批保险资金长期投资改革试点。首批由某人寿与某保险联合出资500亿元设立鸿鹄基金；2025年1月第二批试点规模520亿元；2025年3月新增第三批600亿元试点，**参与机构扩展至8家头部险企；2025年5月7日，国家金融监督管理总局局长李云泽在国新办举行的新闻发布会上表示，将进一步扩大保险资金长期投资试点范围，近期拟再批复600亿元，为市场注入更多增量资金。保险资金作为长期资金之一，在对股票的投资过程中非常注重权益市场估值的高低。当市场估值高时，险资倾向于减仓，而当估值低时，则倾向于加仓。2024年险资配置股票和证券投资基金增加7793亿元。**2025年一季度险资配置股票和证券投资基金增加3605亿元，二季度险资配置股票和证券投资基金增加2619亿元，随着7-8月A股市场上涨，估计三季度险资配置股票和证券投资基金会继续增加，2025年四季度市场大概率延续震荡偏强的结构性行情，险资或将继续增配权**

益类资产，成为增量资金的重要来源之一。

②社会保障基金。全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的国家社会保障储备基金，是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的社会保险基金是不同的基金，资金来源和运营管理不同，用途也存在区别。**2022年末，社保基金资产总额28835.21亿元。**如果按照40%投资于A股，理论上有11534亿元规模，但实际上没那么多，根据wind资讯数据统计，**2020年**社保基金持股市值约为**3700亿元**，持股市值占比12.65%左右，**2021年末**，社保基金资产总额30198.10亿元，2021年社保基金持股市值约为**3684亿元**，持股市值占比12.20%左右，**2022年**社保基金持股市值约为**3802亿元（社保基金资产总额28835.21亿元）**，持股市值占比**13.18%左右。2023年**社保基金持股市值约为**4079亿元（社保基金资产总额30145.61亿元）**，持股市值占比**13.53%左右。2024年社保基金持股市值约为4862亿元。 2025年上半年社保基金持股市值约为5108亿元。**2023年12月6日，财政部联合人力资源和社会保障部对《全国社会保障基金投资管理暂行办法》进行了修订，起草了《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）。在投资监管比例方面，《管理办法》根据基金投资和监管实践，综合考虑风险收益特征，将全国社保基金投资品种按照存款和利率类、信用固收类、股票类、股权类进行划分，并将境内和境外投资全口径纳入监管比例。目前，股票类、股权类资产最大投资比例分别可达40%和30%，进一步提高了全国社保基金投资灵活度，有利于持续支持资本市场发展。**展望2025年四季度，预计未来社保基金会加大入市的力度，为A股市场带来增量资金。**

③社会保险基金（主要是养老金）。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费。人社部的统计数据显示，2023年末基本养老保险基金累计结存78173亿元（2022年69851元），这是中国养老保险体系中的第一支柱。**截至2024年12月底，基本养老保险基金累计结余87226亿元。**虽然现有养老保险基金积累有八万多亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的只是其中一部分。2024年，其中基金投资运营规模2.34万亿元，约占基本养老保险基金累计结余的比例为26.83%。主要投向低风险、稳健收益资产，如国债、优质企业债、股票（比例不超过30%）等。中国基本养老保险基金投资于**权益类资产的上限为30%**，则入市资金的理论上限可以达到29000多亿元，养老金风险偏好较低，一般情况下无法达到上限，我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算，预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为12.0%，**据此估算未来中国基本养老保险基金进入股市的规模约为1万亿元，该部分资金对波动的容忍度相对较小，实际进入股市的规模比预计的规模还要低的多，目前才处于刚刚起步阶段，并未大规模运作。2024年12月**

底基本养老保险基金累计结存比2023年增加9053亿元，估计约80%可用于投资（2021年6月29日，人社部印发的《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》提出，继续扩大基本养老保险基金投资规模，每年城乡居民基本养老保险基金新增结余80%以上用于委托投资），**其中权益类投资按12%比例推算，2024年度新增到账的部分理论上带来增量资金约1000多亿元。2025年1-7月底基本养老保险基金结存约5887亿元，估计约80%可用于投资，其中权益类投资按12%比例推算，2025年1-7月新增到账的部分理论上带来增量资金约500多亿元。**中长期来看，在政策鼓励长线资金入市的背景下，养老金入市规模有望持续提升。**未来几年养老金的入市的理论增量资金空间非常大，不过，该部分资金对风险的容忍度很小，会制约实际上的入市资金量。**

④ **企业年金。**《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》中规定，企业年金、职业年金个人所得税实施递延纳税优惠政策。该模式与美国401k运作原理相同，被业内称为中国版401k。据人社部披露数据显示，**截止到2025年二季度，全国有172350户企业建立了企业年金**（2024年159287户），比2024年末增长8.20%，**企业年金基金累计结存38445亿元**（2024年36422亿元），比2024年年末增长5.55%。**2024年全国有159287户企业建立了企业年金**（2023年141728户），比2023年末增长12.39%，**企业年金基金累计结存36422亿元**（2023年31873亿元），比2023年年末增长14.27%。2022年全国有128016户（2021年117529户）企业建立了企业年金，比2021年末增长8.92%，企业年金基金累计结存28718亿元（2021年26406亿元），比2021年年末增长8.76%。**2021年**全国有117529户（2020年105227户）企业建立了企业年金，比2020年末增长11.69%，**企业年金基金累计结存26406亿元**（2020年22497亿元），比2020年年末增长17.37%。2020年全国有105227户（2019年95963户）企业建立了企业年金，比2019年末增长9.65%（2019年比2018年增长9.83%），企业年金基金累计结存22497亿元（2019年17985亿元），比2019年年末增长25.08%（2019年比2018年增长21%），按照现行规定的40%投资上限（原来是30%上限，2020年12月30日，人社部发布《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》，从2021年1月1日起实施。同时，配套出台《人力资源社会保障部办公厅关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》，**将年金基金投资权益类资产比例的政策上限提高10个百分点，即40%**），2021年末企业年金可供投资二级市场股票的理论上限提高至了10562亿元。事实上企业年金也并不是所有的结存都能够用来投资，用来投资的资金也是有限的，**2025年二季度用于投资的资产合计24505亿元，其中权益类资产为1565亿元。2024年底资产合计24343亿元，其中权益类资产为1388亿元。2023年末资产合计22884亿元，其中权益类资产为1266亿元。**2022年末资产合计21739亿元，其中权益类资产为1353亿元。2021年末资产合计19276亿元，其中权益类资产的为1611亿元。2020年末15148（2019年末9054）亿左右，其中权益类资产的为1232（2019年末597）亿元，比2019年末增加635亿元，同比增加106%，2021年比2020年增加379亿元，同比增加31%。2020年是机构投资者的大年，随着2021年股市涨幅收窄，企业年金流入权益类资产的幅度也同步收窄，2022年A股市场波动较大，企业年金流入下降，权益类资产减少258亿元。2023年市场走弱，2023年企业年金权益类资产减少87亿元，小幅减少。2024年一季度市场

大幅波动，市场风格分化，企业年金权益类资产减少29亿元，二季度小幅增加，三季度小幅增加59亿元，**2024年全年增加122亿元。2025年上半年比2024年增加177亿元。展望2025年四季度度，A股有望维持震荡慢牛的格局，企业年金流入有望继续小幅增加。**

⑤ 职业年金。职业年金和企业年金共同构成中国养老保险体系中的第二支柱。职业年金指的是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。据人社部数据，**截至2024年年底，全国31个省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模3.11万亿元。自2019年2月启动市场化投资运营以来，全国职业年金年均投资收益率4.42%**。截至2023年年底，全国31个省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模**2.56万亿元**，年均投资收益率**4.37%** 。根据2015年3月发布的《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》规定，职业年金由单位和职工共同承担，其中单位缴纳比例为工资总额的8%，个人缴纳比例为工资的4%，从2014年10月1日开始实施。职业年金基金的管理中，个人缴费实行实账积累；单位缴费中，财政全额供款的单位采取记账方式，非财政全额供款单位实行实账积累，这里所讨论的进行市场化投资运营的职业年金只包括实账积累形成的职业年金基金。公开资料显示，我国事业单位在职人员大约4000万人（实账），政府机关覆盖员工大约1000万人（记账）。如果按照每人月均3000元的工资计算，**未来每年的新增规模约1800亿元。**因为机关事业单位有政府预算做保障，缴费能力比较强，职业年金基金的积累会稳步增长，其对市场的影响或远大于企业年金。**根据人力资源和社会保障部、财政部印发的《关于调整年金基金投资范围的通知》，职业年金投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品（含股票专项型养老金产品）等权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%。按此比例理论上推测职业年金能够权益类资产大概是1.24万亿，考虑到职业年金的风险偏好，预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为10%，则目前的存量规模理论上给A股带来增量资金约3000多亿元，**目前职业年金入市才刚刚开始，规模非常小，具体入市规模目前我们还没法获得详细数据，**未来有望每年带来增量资金约180亿元。**

⑥个人养老金。个人养老金作为中国养老保险体系中的第三支柱。2022年11月，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合印发《个人养老金实施办法》（简称《实施办法》），财政部、税务总局联合发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，证监会重磅发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（简称《暂行规定》），养老金第三支柱建设再进一步。未来我国个人养老金部分将进一步扩充养老金储备，个人养老金将成为A股的重要增量资金来源。**2024年12月12日，人社部等五部门发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，自2024年12月15日起，在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，均可以参加个人养老金制度。税收优惠政策的实施范围从36个先行城市（地区）**

同步扩大到全国。《通知》规定，在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金产品基础上，将国债、特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品范围。指数基金投资风格清晰、费率水平较低，纳入相关产品有利于丰富投资者选择。伴随着个人养老金市场的发展及投资产品丰富，中长期有望成为增量资金的重要来源之一，预计未来十年至少将为资本市场带来数万亿元的增量资金。国家社会保险公共服务平台的数据显示，截止至2025年9月20日，个人养老金产品合计1183只，包括466只储蓄类产品，304只基金类产品、376只保险类产品、37只理财类产品。

（4）理财资金

银行理财产品股票投资限制的放开将为A股带来增量资金。2018年9月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定，在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，公募理财产品可以通过投资各类公募基金间接进入股市。且银行通过子公司开展理财业务后，子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票。2019年12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行最新修订。在修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户，这为银行理财子公司海量资金入市铺平道路。2020年12月25日，银保监会公布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，作为资管新规的配套细则，进一步补齐了制度短板，**现行理财监管规则对理财资金进入资本市场已没有制度障碍。**2021年5月27日，银保监会制定《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，自2021年6月27日起施行。《办法》主要内容包括明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任等。《办法》明确，**禁止单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准，防止变相宣传预期收益率。2019年被视作理财子公司“元年”**（当年获批17家理财子公司），**截至2025年9月月20日，已设立的理财公司共32家。**

2019年下半年以后，银行理财规模在经过前期的规模缩水后开始回升，2020年底，理财产品存续余额为25.86万亿元，相比2019年末（23.40万亿）增长10.51%。不过，自2020年至2021年上半年，有点踌躇不前，银行理财余额基本开始围绕25万亿元上下波动，之后再度起飞，2021年下半年又大幅增加，**2021年底理财产品存续余额为29.0万亿元，较2020年初增加12.14%（2020年初25.86万亿）。**2022年6月，理财产品存续余额为29.15万亿元，**2022年底理财产品存续余额为27.65万亿元，较年初下降4.66%。**根据2021年银行理财报告，固定收益类理财产品存续规模及占比呈上升趋势，**截至 2021年底，**固定收益类理财产品存续余额为 26.78 万亿元，同比增长 22.80%，占全部理财产品存续余额的 92.34%；**权益类略有下降，**权益类理财产品存续余额为809亿元（2021年上半年是843亿元），同比增长1.09%，占全部理财产品存续余额的**0.28%**。2022年上半年延续了这种趋势，**2022年上半年权益类理财产品存续余额795亿元，同比下降5.69%，**占全部理财产品存续余额的0.27%。**2022年下半**

年权益类略有上升，2022年底，固定收益类产品存续规模为26.13万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达94.50%，较2021年同期增加2.16 个百分点；权益类产品类产品的存续规模相对较小，为0.09万亿元，占全部理财产品存续余额的0.33%。**2023年年底，银行理财市场存续规模26.8万亿元，**固定收益类产品存续规模为25.82万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.34%，较年初增加1.84个百分点；**权益类产品产品的存续规模相对较小，为0.08万亿元，占全部理财产品存续余额的0.30%**。2023年固定收益类理财产品存续规模下降但占比呈上升趋势，权益类规模及占比均略有下降。**截至2024年6月末，银行理财市场存续规模28.52万亿元，**固定收益类产品存续规模为27.63万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.88%，较2024年初增加0.54个百分点，较2023年同期增加1.73个百分点；混合类产品存续规模为0.78万亿元，占比为2.73%，较2024年初减少0.48个百分点，较2023年同期减少1.65个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.07万亿元和0.04万亿元，占比分别为0.25%和0.14%。**根据中国理财网数据，截至 2024 年末，银行理财市场存续规模 29.95 万亿元，较2023年初增长11.75%，**截至2024年末，固定收益类产品存续规模为 29.15 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.33%，较2023年初增加0.99个百分点；混合类产品存续规模为0.73万亿元，占比为2.44%，较年初减少0.77个百分点；**权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.06万亿元和0.01万亿元，占比分别为0.2%和0.03%。从上面数据可以看出，2024年固定收益类理财产品存续规模及占比均呈上升趋势，权益类规模及占比均略有下降。2024年的债牛为稳健型银行理财产品和债基的规模飙升再次添了把火。**在2024年上半年股票市场趋势不清晰，虽然9月末市场大涨，2024年沪深三大指数均上涨，但个股涨少跌多，多数股民的收益率及体验感没那么好，以及存款利率不断下滑的背景下，居民财富逐渐向收益相对稳定的债基和固收类、现金类银行理财集中。**不过，2025年1月的年度策略报告中提醒，无论是理财产品的收益表现，还是居民对市场的认知和投资行为一般会滞后于股市、债市的变化，据此来进行对未来的投资决策或许会错失潜在的投资机遇。未来债牛行情能否持续面临不确定性，股市大概率是慢牛行情，建议投资者可适度增加权益类产品布局。2025年一季度市场走势如我们预期，**截至2025年一季度，银行理财市场存续规模29.14万亿元，较 2024年末的29.95万亿元减少约8100亿元，固定收益类产品存续规模为28.33万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.22%；混合类产品存续规模为0.72万亿元，占比为2.47%；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.08万亿元和0.01万亿元，占比分别为0.27%和0.03%。从2025年一季度数据看，一季度债券市场出现阶段性调整，固收类理财产品收益率下降。**2025年一季度固定收益类产品存续规模为28.33万亿元较2024年底的29.15减少8000多亿元，不过，权益类产品0.08万亿，比2024年底的0.06万亿元，增加2000亿元。截至 2025 年 6 月末，银行理财市场存续规模30.67万亿元，较年初增加 2.38%，同比增加7.53%。固定收益类产品存续规模为 29.81 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.20%，较年初减少0.13个百分点，较去年同期增加0.32个百分点；混合类产品存**

续规模为0.77万亿元，占比为2.51%，较年初增加0.07个百分点，较去年同期减少0.22个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.07万亿元和0.02万亿元，占比分别为0.22%和0.07%。二季度，固定收益类产品存续规模增加约1.48万亿元，但权益类产品存续规模减少100亿元。展望2025年四季度，未来债市大概率是震荡行情，股市大概率是慢牛行情。当前，理财公司通过ETF积极参与权益市场，推动“固收+”产品线建设。在低利率环境下，此举既能增厚理财产品收益，又符合政策鼓励理财等中长期资金入市的导向。2025年前三季度权益市场回暖，预计2025年四季度以“固收+权益”为代表的含权类理财产品也将受到关注，相关产品的研发与供给力度或有所加大。

（5）境外资金

在人民币国际化战略的大背景下，入篮SDR、“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“沪伦通”，纳入MSCI指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数，QFII/RQFII投资额度限制取消，放宽外资从事证券投资的准入限制、放开外资私募证券投资基金管理参与沪港通、深港通的限制，ETF纳入互联互通获原则同意、债市统一开放制度正式落地、支持境外机构设立基金管理公司……A股市场对外开放一直在加速推进，未来中国资本市场对外开放举措还将继续扩大。境外配置型资金在过去几年持续流入，不过2022年后，外资持有股票市值呈现震荡回落的趋势，2024年1月份外资持有股票市值一度下探到2.46万亿元，2、3、4月份略有回升，受A股大涨的影响，9月份外资持有股票市值大幅增加至3.13万亿元，之后几个月稍有回落，2024年底外资持有股票市值是2.91万亿元。今年以来，市场行情回暖，外资持股市值增加，2025年6月末外资持有股票市值是3.07万亿元。目前外资已经成为国内市场中难以被忽视的一股力量。

回顾过往：2020年，境外资金流动波动加剧，3月在疫情冲击、油价大跌、全球股市大幅下挫引发流动性紧张的情况下，北上资金大幅流出，后随着美联储推出无限量QE政策，北上资金在4月转为净流入，9月随着A股出现调整，再现净流出，10-12月再度回归净流入，**2020年北上资金流入约2089亿，小于2019年的3517亿，**这是有陆股通以来，第一次流入速度变慢。2021年以来，中国经济稳定向好，人民币资产成为国际投资者眼中的“香饽饽”，良好发展前景和扩大开放举措将助力我国持续吸引外资流入，**2021年12个月都是净流入**，外资通过陆股通持续流入A股金额**约4322亿元**。**2022年1-2月净流入减弱**，2月末爆发的俄乌冲突不仅加重避险情绪，也推升通胀、美元货币政策收紧预期，**导致3月上旬北向大幅净流出451亿元**，之后，随着一揽子稳增长政策的落地，经济景气度有望改善，且相比高估值且受到紧缩前景影响的美国和海外股市，A股估值较低有吸引力，5-6月A股明显回暖，同步6月开始国际资金也出现明显回流。不过，成长股连续上行后估值偏高，资金对后市产生分歧，7-10月A股出现了一定程度的回调，北向资金出现再度净流出。不过，随着内外部环境在边际改善，国内防疫政策大幅优化及房地产利好政策不断出台，外部美联储加息放缓预

期，11月市场探底回升，沪指连续收复2900点、3000点、3100点整数关口，两市成交额再度突破万亿大关，11、12俩月北向资金再现大幅净流入，**2022年全年仅净流入900亿元，是2017年以来净流入最低的一年。**2023年，随着一季度A股行情转暖，北向资金一月大幅净流入之后（1413亿元），二月整体放缓（93亿元），三月在犹豫中继续流入（354亿元）。不过，4-5月沪深三大指数调整，北向资金小幅流出（-167亿元），6-7月再现净流入600多亿元，8-10月大幅流出1719亿，主要是因美联储持续紧缩、人民币汇率持续贬值、中美利差“倒挂”严峻，国内经济修复预期较弱，是北向资金持续流出的重要原因。北向资金2023年11月总体以抛售为主，但力度和前几个月相比明显减弱，2023年12月北向资金继续净流出129亿元。**2023年全年净流入437亿元**，再创新低。**2024年1月，A股市场大幅调整，北向资金净流出145亿元，春节后，随着行情的回暖，2、3月北向资金大幅净流入800多亿元，4、5月流入趋缓，北向资金6、7、8月份大幅流出A股，加剧了A股的调整。**2022年3月美联储开启多轮加息后，美国联邦基金利率累计一度提高了525个基点，当时美国国债收益率升高。与之相反，中国央行了采取相对宽松的货币政策。中美政策的差异使得美元相对强势，北向资金净流入受影响，外资进入我国受阻。**另外，沪深交所于2024年8月19日起调整沪、深港通交易信息披露机制，北向资金将不再按日公布数据，改为按季公布**。在过去几年，市场缺乏增量资金的环境下，北向资金可以说掌握了一定的资产定价权。北向资金的去留对市场涨跌影响较大。此外，北向资金多次精准逃顶和抄底，也被市场视为“聪明的资金”。因此，市场中多数投资者、包括分析师每天都在关注北向资金的进出情况，并以此作为投资参考。如今，取消了北向资金的实时交易数据，大家无法看到，这对短期依赖北向资金进出进行投资及策略交易的投资者确实产生了较大影响。不过，交易所调整信息披露机制的主要目的或许还在于有效降低市场异常波动，减少市场“跟风”炒作行为，确保各类投资者信息披露的公平性。**展望2025年四季度，美联储大概率还可能会降息2次，另外，国内货币政策和财政政策协同配合下，将进一步增强经济回升的信心，人民币汇率回升吸引外资流入，预计北上资金流入回流可期。**

图 20：陆股通资金（亿元）

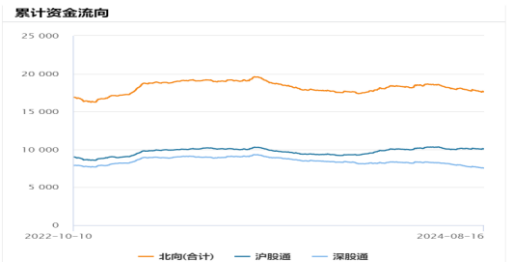
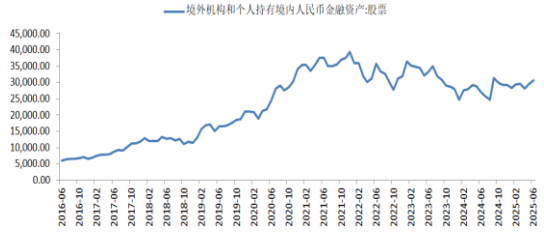


图 21：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.8.16

（6）回购资金

股票回购可以释放积极信号，如果上市公司大规模回购，意味着大量回购资金将流入，这就有助于改善市场资金面。2019年1月11日晚间，沪深证券交易所分别发布了上市公司回购股份实施细则，是我国资本市场基础性制度改革的重要成果。为上市公司更为灵活、便捷实施股份回购“铺路搭桥”，大大助力上市公司回购。新规明确回购数量或资金总额的上下限，且上限不得超出下限的1倍。在各类政策的催化作用下，2018年年底开始，很多上市公司纷纷抛出了回购方案，为A股提供更多的增量资金。根据万得资讯统计数据显示，2019年延续了2018年回购潮，**2019年全年已回购金额约1298亿元，2020年**全年已回购金额约**1038亿元**。**2021年A股上市公司已回购金额约1569亿元，再创历史新高**，回购作为市值管理、股东权益维护的最佳方法之一，被越来越多的优质上市公司采用。2022年10月14日，证监会发布《上市公司股份回购规则(征求意见稿)》，进一步放宽了对上市公司股份回购的限制条件，沪深交易所也相应修订了相关规则，这是2018年《公司法》及其配套法规规则大修回购制度以来的第三次规则变动。**2022年A股上市公司已回购金额约1850亿元**。2023年8月18日，证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问表示，修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。之后，上市公司密集发布回购公告，一波新的“回购潮”形成。继8月回购规模创2023年内新高后，A股上市公司9月再度掀起回购热潮，而10月回购力度进一步加大。2023年12月15日，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，通过将回购触发门槛由“连续20个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到30%”降低至20%、增设“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格50%”、取消禁止回购窗口期等方式提高回购便利度，全方位支持加大回购力度；同时强调严防“忽悠式回购”，鼓励回购注销。**2023年**A股上市公司已回购金额约**1530亿元**。2024年以来，监管层接连出台多项政策措施，积极引导上市公司进行回购并注销。2024年2月5日，证监会上市司召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会。提出依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具。2024年4月出台的新“国九条”更是直接提出，推动上市公司提升投资价值。引导上市公司回购股份后依法注销。2024年9月份中国证监会发布的《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》中明确，鼓励上市公司将回购股份依法注销。**2024年9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜在会上表示，创设新的货币政策工具，支持股票市场发展，创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。2024年12月初，相关部门对股票回购增持贷款相关规则进行调整优化，本次调整最核心的内容包括两点，一是股票回购增持贷款期限从1年延长至3年，二是最高融资比例从70%上调至90%。**2024年已回购金额约2781亿元，创下历史新高。今年以来，截止2025年9月22日，已回购金额约1971亿元，目前处于回购实施中、股东大会通过及董事会预案进程的回购预案较多，

预计2025年四季度这一趋势仍将持续。对于股票市场而言，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源。股份回购多在上市公司认为企业价值被市场低估的情况下推出，而股份回购方案推出的全流程对股价有明显的提振作用，也为上市公司后续估值的进一步重塑和修复提供了支撑。随着越来越多上市公司更加重视投资者回报，践行“提质增效重回报”，一大批公司的股价或将进入修复通道。对于有回购概念的股票，特别是高管回购的股票，大家可以多加关注。

（7）平准基金

从海外和历史的经验看，平准基金对于提升市场流动性、提振股市信心效果显著。国内平准基金也可能推出，成为极端情况下权益市场的重要支撑。前期汇金公司已经出手购买ETF，若市场情绪仍持续低迷，不排除我国也会推出平准基金，为市场增加流动性。若未来我国将推出平准基金，可能会来源于财政拨款、股票交易印花税、券商和机构投资者上缴的保证金或国有股转让的部分溢价等。2024年9月24日举行的国务院新闻办公室举行新闻发布会上，针对平准基金，中国人民银行行长潘功胜表示，正在研究。2024年12月9日中央政治局会议强调实施更加积极有为的宏观政策稳住楼市股市，在此背景下平准基金作为逆周期调节重要工具引人关注。2025年4月7日，A股大跌，4月7日下午，中央汇金公司发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，并表示已再次增持ETF，未来将继续增持。央行称“必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持”。中央汇金公司首提“类平准基金”定位，标志着中国资本市场初步构建起以中央汇金公司为核心、央行流动性支持为后盾的类“平准基金”机制。2025年5 月 7 日，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席吴清做客国新办新闻发布会。潘功胜表态将坚定支持汇金公司在必要时增持股票市场指数基金，并提供充足再贷款支持。吴清表示全力支持中央汇金公司发挥好类 “平准基金” 作用，强调中央汇金公司在前操作，中国人民银行作为后盾，是有力有效的模式，还提及要配合央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制。总体而言，中国已构建起以中央汇金为核心、央行流动性支持为后盾的 “平准基金” 机制。这一机制的建立，是我国结构性货币政策工具体系的一次系统性扩容，有助于稳定市场预期，增强资本市场抗风险能力。展望2025年四季度，“国家队”资金对市场的推动作用或边际趋弱。当前我国已形成的类“平准基金”操作模式，即中央汇金在前操作，人民银行在后提供流动性支持，其核心目标在于防范系统性风险和稳定市场。在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，难以持续推动指数上行。

（8）结构性货币政策工具

2024年9月24日，举行的国务院新闻办公室举行新闻发布会上，人民银行潘功胜表示，**人民银行第一次创设结构性货币政策工具支持资本市场**。其中一项是证券、基金、保险公

司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成分股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，这项政策将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持。证券基金保险公司互换便利首期规模5000亿，后期还可能增加规模。获取的资金只能用于投资股市。创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，**支持回购和增持股票**。随后政策进入落实阶段，2024年10月10日，中国人民银行发布公告，决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（简称SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。再贷款首期额度3000亿元,年利率1.75%。股票回购增持再贷款政策适用于不同所有制上市公司。国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行等21家全国性金融机构按政策规定，发放贷款支持上市公司股票回购和增持。2024年10月21日，中国人民银行发布公告，为更好发挥证券基金机构稳市作用，人民银行开展了证券、基金、保险公司互换便利首次操作。本次操作金额500亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标。2024年12月31日，央行公告，第二次互换便利操作，互换期限1年，可视情展期，面向符合条件的证券、基金、保险公司开展操作，本次操作金额为550亿元，互换费率由参与机构招投标确定，2024年12月31日起接受机构申报。同日，中国证监会表示，第二次互换便利操作已于当日开启，并且进一步扩大互换便利参与机构范围。**2025年9月，央行会议指出，要落实落细适度宽松的货币政策，引导金融机构加大货币信贷投放力度，用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款。另外，IFIND数据显示，截至2025年9月22日，已有740家上市公司发布申请回购增持贷款用于股票回购的公告，以贷款金额上限计算，贷款总额达1597亿元。目前，上市公司申请回购增持专项贷款的金额虽然离央行设立的首期总额度3000亿元尚有较大距离，不过，作为支持维护资本市场稳定运行的重要举措，股票回购增持再贷款这一工具自去年10月创设以来，其稳定资本市场的功能正在显现。从长期发展来看，股票回购增持再贷款不但能为市场提供长期资金，也能促进上市公司改善经营、增强股东回报意识。**

2、股票市场供给的主要决定因素

股票市场供给方面的主体是上市公司，上市公司的数量和质量构成了股票市场的供给方。股票市场供给量多少主要由IPO、**再融资**（**增发、配股**等）、**限售股解禁**及**退市等**决定。

（1）IPO

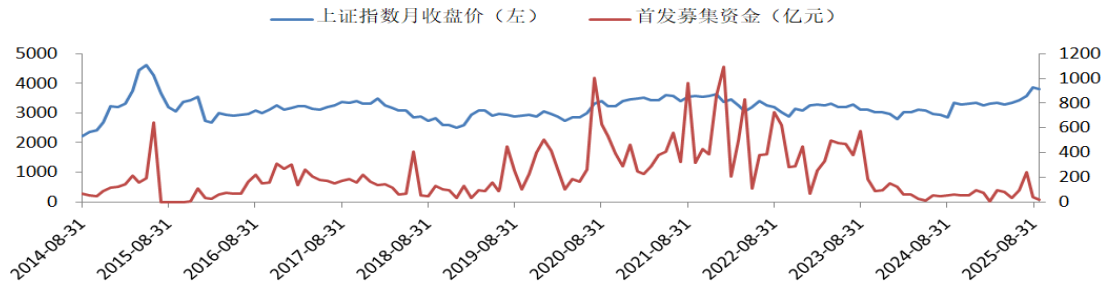
2017年IPO首发**438家**，总计筹资**2301**亿，之后，**2018年**沪深三大股指**暴跌**。**2018年**IPO首发**105家**，比2017年家数同比**减少76%**，总计筹资1378亿元左右，比2017年减少40%，之后，**2019年**沪深三大股指**普涨**。2019年IPO首发203家，总计筹资2532亿元左右。**2020年IPO首发396家，总计筹资4700亿，与2019年比较，无论是首发家数还是筹资额都接近翻倍。2021年，速度更快了，2021年IPO首发524家，融资金额5426亿元（2021年IPO数量和募集资金规模都创历史新高）。**2022年IPO首发428家，融资金额5869亿元（2022年IPO融资规模再创新高），注册制下科创板、创业板及北证A股IPO企业合计357家，合计首发募资4482亿元。**2022年股市大跌，估计监管层考虑到了市场的承受力，2023年以来，新股数量和募集资金同比下滑，2023年IPO首发313家（2022年同期428家），融资金额3565亿元（2022年同期5869亿元）。2024年初，A股市场大跌，虽然春节后指数出现反弹，但多数个股表现不佳，新股数量和募集资金同比下滑明显，2024年PO首发100家，融资金额673亿元。今年以来，截止2025年9月22日，IPO首发72家（2024年前9个月69家），融资金额695亿元（2024年上半年478亿元）。**

我们认为，**IPO抽血导致供需失衡是2022年、2023年A股调整的内在原因之一**，2023年**新股数量和募集资金同比下滑，2024年IPO节奏明显放缓，市场也出现回暖。**自2024年2月7日吴清履新证监会主席以来，证监会维护市场稳定的政策举措频频出现。证监会发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动的监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任。另外，从近期监管部门的表态来看，“从严审核拟上市企业”“持续加强全链条把关” 督促拟上市企业树立正确“上市观”的严监管态度一以贯之，IPO全流程严格监管的政策风向更加清晰。另外，为深入贯彻落实中央金融工作会议以及《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》精神，为落实《若干意见》关于扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面等要求，将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。**2024年4月，资本市场新“国九条”重磅出台，明确严把发行上市准入关，主板、创业板的上市门槛随之提高，科创板进一步凸显“硬科技”底色。**

展望2025年四季度，目前IPO储备项目较上半年略有增加，根据IFIND数据，截止2025年9月22日，进入注册制发行上市系统排队的项目(包括已受理、已问询、已反馈、提交注册、中止及预先披露更新等)共412个，其中，沪市主板及科创板64个、深市主板及创业板178个、北交所170个。以下数据来源于wind资讯，2018年、2019年IPO融资金额是一直稳步上升，2021年IPO数量和募集资金规模创历史新高，2022年融资金额5870亿元，在创新高。2022年A股大跌，2023年IPO速度略有放缓，特别是从2023年9月份开始，无论是首发家数，还是首发募资金额都在大幅降低。**从排队数据上看，2025年四季度融资压力略有增加。**2023

年8月27日，证监会提出“阶段性收紧IPO节奏”，之后，IPO首发家数明显降低，特别是2024年2月以来，数量再度下降，有助于改善市场资金供需情况，当然，收紧不是“关闸”。**2025年6月18日，中国证监会主席吴清在某家嘴论坛上表示，进一步深化科创板改革“1+6”政策措施的推出，为科创板注入了新活力。特别是未盈利企业上市政策的明确，意味着未来将有更多高新技术领域的未盈利企业获得上市机会，有望吸引更多创新型企业入驻科创板。预计2025年四季度IPO的规模会略有增加，但相比前几年仍处于相对低位，如果股市上涨，后续发行节奏可能会略有加快也是情理之中。**

图 22：IPO 募资规模和上证综指走势



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期 2025.9.22

（2）再融资（增发、可转债）

再融资是指上市公司通过增发、配股和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。**2013年以后A股市场再融资规模大幅增长**，随着A股再融资市场演绎成过度繁荣后，一些上市公司逐步脱离了主业，而将精力放在了**“并购重组，炒概念”等**，部分上市公司大股东高位大幅减持套现，损害了中小投资者利益，由此再融资监管政策于2017年开始逐步收紧，证监会在**2017年2月发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象**。后续二级市场股票质押爆雷频频出现，部分上市公司出现资金链紧张等问题，由此，2018年11月资本市场改革推进加速，再融资间隔由18个月缩短至6个月，2019年10月18日，重大资产管理办法再次修订，重启配套融资，**2019年11月8日再融资新规征求意见稿出台**。2020年2月14日晚间，证监会正式发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（简称《再融资规则》），并自发布之日起施行。**本次再融资政策的松绑，有助于引导投资者积极参与上市公司再融资，大幅改善上市公司的融资环境**。回顾过往，从WIND的数据统计来看，配股、优先股的金额较少，增发占据了近几年股票发行的主要规模，而其中绝大部分都是定向增发，2017年，增发募集资金共12705.31亿元，占一级市场融资规模比重为73.7%，2018年增发规模下降为7523亿元，2019年增发规模较2018年继续放缓，募资6887亿。在增发持续放缓的情况下，很多上市公司转而通过可转债进行再融资，2019年可转债发行规模合计为2477亿元，远远高于往年。2020年再融资新规松绑后，对定增市场具有明显提

振，**自2020年三季度开始，增发实施规模开始明显扩张**。2020年增发规模为8341亿元，可转债发行规模合计为2475亿元。**2021年增发规模为9083亿元，可转债发行规模合计为2744亿元。2022年增发规模为7230亿元，可转债发行规模合计为2736**亿元。从2022年具体月度数据上看，受1-4月股市大幅动荡的影响，定增规模较2021年同期几近腰斩，而可转债正逐渐成为上市公司再融资的重要选项，随着5-6月A股出现大幅反弹，7-8月定增规模大幅回升，9-10月市场连续调整，9-11月定增规模也跟随回落，不过，随着11月市场行情回暖，2022年12月定增规模再度大幅抬头。随着2023年一季度A股市场逐步上行，2023年年1-4月增发需求明显有所增加，5-6月市场调整，增发规模也跟随下降，7-8月增发规模再度抬头。**2023年8月27日，证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。**之后，多公司宣布终止定增，导致9月增发金额从8月近580亿降至227亿元。**2023年11月8日，沪深交易所发布“优化再融资监管安排”的五项具体举措，**包括：是严格限制破发、破净情形上市公司再融资。要求上市公司再融资预案董事会召开前20个交易日、启动发行前20个交易日内的任一日，不得存在破发或破净情形；二是从严把控连续亏损企业融资间隔期，上市公司最近两个会计年度归属于母公司净利润（扣除非经常性损益前后孰低）连续亏损的，本次再融资预案董事会决议日距离前次募集资金到位日不得低于十八个月；三是上市公司存在财务性投资比例较高情形的，须相应调减本次再融资募集资金金额；四是从严把关前募资金使用，上市公司再融资预案董事会召开时，前次募集资金应当基本使用完毕。同时，上市公司需充分披露前募项目存在延期、变更、取消的原因及合理性，前募项目效益低于预期效益的原因，募投项目实施后是否有利于提升公司资产质量、营运能力、盈利能力等相关情况；五是严格把关再融资募集资金主要投向主业的相关要求，上市公司再融资募集资金项目须与现有主业紧密相关，实施后与原有业务须具有明显的协同性。督促上市公司更加突出主业，聚焦提升主业质量，防止盲目跨界投资、多元化投资。从内容来看，未来破发、破净企业，连续2年亏损企业，财务性投资比例较高、前次募集资金未使用完毕等“不差钱”企业，热衷跨界投资、多元化投资的企业的再融资行为将受限。再融资审核趋严，多家上市公司定增“搁浅”。自沪深交易所就优化再融资监管安排出台5项具体举措以来，已有多家上市公司宣布终止定增事项，其中不乏百亿元大额定增项目。从原因来看，无法满足再融资新规要求是定增项目终止的重要原因。**无论是再融资新规还是新“国九条”，监管部门对适合再融资的公司提出了更高的要求，而并未限制其融资。2023年增发规模为5790亿元，可转债发行规模合计为1406亿元。**从2023年以来的情况来看，再融资市场整体热度略高于IPO市场，但**自2023年9月以来，A股再融资金额同比也开始出现了较大下滑。2024年6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。2024年9月26日，中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》再次提出，为有效提升保险资金、各类养老金等机构投资者参与资本市场的积极性和稳定性，允许保险资金、**

各类养老金等机构投资者依法以战略投资者身份参与上市公司定增。再融资市场“紧箍咒”威力显现，扶优限劣加速产业优化。2024年再融资规模2231亿元（2023年全年7446亿），其中，增发规模为1731亿元，可转债发行规模合计为483亿元。今年以来再融资规模明显增长，截止2025年6月30日，2025年以来再融资规模7237亿元（2024年上半年1192亿），其中，增发规模为6959亿元，可转债发行规模合计为278亿元。根据wind资讯统计，2024年7月至2025年6月30日，公布的增发预案共465个（剔除停止实施、发审委/上市委未通过及股东大会未通过），对应计划募资规模5485亿元，不过，目前证监会通过的只有661亿左右。可转债预案共72个，对应计划募资规模达到1023亿元左右。2025年1月至5月再融资规模1816亿元，6月当月再融资突然大幅增加了5421亿元，可能与以下政策有关：2025年6月30日，深交所发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指引第8号——轻资产、高研发投入认定标准》（下称“指引”），明确了创业板上市公司再融资适用“轻资产、高研发投入”的范围、具体认定标准等具体事项，进一步鼓励企业加大研发投入，提升科技创新能力。指引自发布之日起施行。整体上，放宽符合条件的创业板企业再融资限制。2025年1月至9月22日，再融资规模8010亿元，展望2025年四季度，再融资规模压力较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。

图 23：增发实际募集资金和沪综指走势

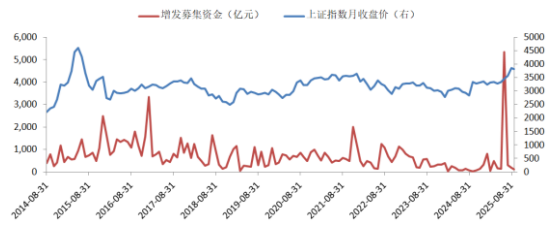
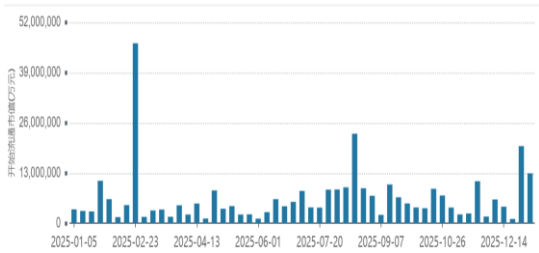


图 24：限售股解禁阶段统计（万元）



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.22

（3）解禁、增减持

① 限售股解禁

限售股解禁后，大股东大幅减持历来为投资者所诟病。2017年上半年新股发行加速，未来大小非解禁的减持堰塞湖令市场担心，为进一步规范上市公司有关股东减持股份行为，完善上市公司股份减持制度，2017年端午节前夜，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。从供需的角度看，减持新规短期内减少了供给的压力，但只是把压力往后推迟。2020年2月14日，再融资新规出炉，放松非公开发行股票的锁期限制，锁定期缩短至18个月和6个月，不受减持规则限制。2019-2020-2021年，A股更是进入加速扩容期，相应而言，解禁规模与日俱增。

2020年解禁规模约为4.7万亿，是一个小高峰期，**2021年解禁规模继续增加，约为5.6万亿，2022年解禁规模约为4.6万亿， 2023年个股解禁规模约为4.6万亿，2024年个股解禁规模约为2.6万亿。根据wind资讯，截止2025年9月22日，目前已经披露的2025年个股解禁规模约为3.39万亿，虽然比2024年略增，但仍处于近几年低位，解禁压力不是很大。**

② 产业资本增减持

A股全流通时代,产业资本在中国资本市场中的话语权越来越重。一般规律如下：产业资本股东增持与减持的顶部与大盘指数底部与顶部有高度的一致性。控股股东整体上并未将上市作为纯粹的套现过程,他们对于上市公司的发展有着更为长远的规划。在确保控股股东的控制权地位安全情况下,控股股东对于经营情况良好的资产逢低增持,对于经营情况不佳的资产逢高退出。高管股东增减持行为表现出明显的“内部人”效应,他们能够在公司各项指标的高点减持股票,在低点增持。

万得资讯统计数据显示，**2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升，**而2015年5月份净减持量达到1441亿，6月1日至6月19日减持数据达1074亿元，主要是市场连续疯牛之后，而实体经济的资金面偏紧仍没有改观，产业资本的减持量增加，说明产业资本对后面的情绪开始偏谨慎，之后市场出现了前无所有的股灾。经历二轮暴跌洗礼之后，诸多上市公司股价遭到腰斩，很多个股从最高价跌幅超过80%，投资价值逐步显现，各路资本增持此起彼伏。从统计数据看，**2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹。**自2016年7月至2017年4月，重要股东二级市场一直是处于净减持状态。**2017年5月26日证监会出台了减持新规对限售股的减持进行限定。**证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份若干规定》，新规对股东、董监高通过集合竞价、协议转让、大宗交易等方式转让规模、限定期限都有了详细规定。上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。防范“过桥减持”，股份出让方、受让方应当在减持后6个月内继续遵循减持详细披露、减持股份数限额、锁定期限等规定。减持新规发布后，减持减少，增持增加，**2017年5-8月连续四个月出现净增持。2017年12月份之后市场出现一波小幅上涨**。2018年4月27日，资管新规正式颁布实施，市场连续调整，个股跌幅惨烈，不少个股创出了多年来甚至历史新低，减持规模处于低位，2018年10月底还有小幅增持，之后，2019年一季度市场出现逼空式上涨，2020年市场继续上行，股东减持动力增强，**2020年减持约6733亿元**（约占解禁规模的**14%**），相较于2019年同期，净减持规模明显增大。**2021年减持约5716亿元**（约占解禁规模的**10.20%**），**2022年减持了4209亿元**（约占解禁规模的**9.15%**），**2023年减持了3346亿元**（约占解禁规模的**7.28%**）。**2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持，减持金额约23525亿，2024年2月出现净增持50.5亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。随着2024年9月底行情暴涨，10、11、12月净减持力度加大。**

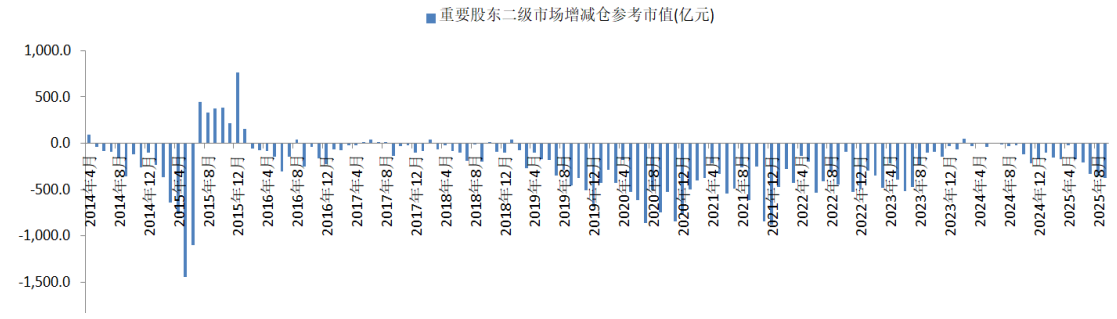
2024年重要股东二级市场减持了640亿元，相比过去几年，减持规模断崖式萎缩。截止2025年9月22日，今年以来减持了1879亿元，说明市场回暖后，减持规模略有加大。

2024年减持规模明显萎缩的可能的原因是，2023年8月27日，证监会进一步规范股份减持行为，从上市公司破发、破净和分红等方面对控股股东、实控人等重要股东减持股份作出严格要求，进一步优化和完善减持制度规则，被称为“最严减持新规”。根据规定，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。为落实证监会关于《进一步规范股份减持行为》监管要求，2023年9月26日，沪深交易所正式发布《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》，就破发、破净以及分红不达标等标准进行明确，同时明确二级市场减持范围、增加大宗交易减持预披露等。同日，北交所修订了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》。减持新规发布后，多家公司发布公告称，提前终止减持、承诺不减持、延长限售期等。除了减持新规外，针对违规减持等损害投资者信心的证券违法违规行为，监管部门还重拳出击，加大打击力度。证监会还表示，对战略投资者出借证券行为严格监管，明确要求相关主体不得通过任何方式变相减持、不得通过任何方式合谋进行利益输送，一旦发现将依法严肃处理。某上市公司股东违规减持被罚接近5000万元，预计能很好的起到“杀鸡儆猴”的作用。2024年3月15日国务院新闻办就“强监管防风险推动资本市场高质量发展”有关政策举行发布会。规范股份减持方面，下一步，证监会会全面完善减持规则体系，按照实质重于形式的原则，全面防范绕道减持。一是明确离婚、控股股东解散等情形的减持规则。二是明确股票质押平仓、赠与等方式的减持规则。三是禁止大股东、董事、高管参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借，限售股股东融券卖出。对于违规减持将责令购回并上缴价差，对于拒不改正的严厉处罚。**2024年5月24日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，两则规章自发布之日起施行。以上《减持管理办法》《持股变动规则》被不少业内人士称为“史上最严减持新规”。《减持管理办法》共三十一条，总体保持了《减持规定》的基本框架和核心内容，将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容。**一是严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。二是有效防范绕道减持。要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。三是细化违规责任条款。明确对违规减持可以采取责令购回

并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。总体而言，相比以往的减持规则，此次落地的减持新规增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务，明确控股股东、实控人二级市场减持与上市公司股价表现、分红情况挂钩，要求大股东在重大违法情形下不得减持，将大股东的一致行动人等同大股东对待；同时，全面封堵技术性离婚减持、转融通式减持等各类绕道减持通道；对于大股东违规减持、绕道减持等行为，可以责令当事人一定期限内购回违规减持股份，并向上市公司上缴价差。

从严规范减持行为，重拳出击违规减持后，2024年减持规模明显下降。2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持后，2024年2月转为净增持50多个亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。（2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升；2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹）。随着2024年9月底行情暴涨，10、11、12月净减持力度加大。2024年重要股东二级市场减持了640亿元，相比过去几年，减持规模断崖式萎缩。截止2025年9月22日，目前已经披露的2025年个股解禁规模约为3.39万亿，虽然比2024年略增，但仍处于近几年低位，假如按净减持占解禁规模的比例约为7%测算，理论上，2025年净减持压力约2000多亿元。截止2025年9月22日，今年以来减持了1879亿元，说明市场回暖后，减持规模略有加大，特别是7至9月行情上涨，减持力度明显较前几个月加大。世事如棋局局新，展望2025年四季度，重要股东二级市场减持力度还要看市场走势，如果A股行情的回暖，减持力度会大一些；如果行情偏弱，减持力度会小一些。我们预计四季度A股震荡慢牛的概率较大，减持力度可能会明显加大。

图 25：重要股东二级市场增减持



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2025.9.22

（4）退市

作为一个成熟且完善的证券股票投资市场，包括上市公司的上市制度，还包括上市公司的退市制度，**上市管“入口”，退市管“出口”**。从某种程度上说，退市制度清退劣质公

司，起到收缩供给的作用。**过去我国证券市场是处于“只进不出”的尴尬局面，目前这种局面正在逐步改变**。

随着管理层加大退市的力度，最近几年来，退市效率在逐步提升，退市制度也在逐步完善。**2018年3月份**证监会就修改《**关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》**公开征求意见，其中一个突出内容是强化沪深交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任，加大退市执行力度。随后，沪深交易所快速跟进，分别就修订《上市公司重大违法强制退市实施办法》公开征求意见。**2018年7月27日**，证监会明确上市公司构成**欺诈发行**、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市；对有关重大违法公司，特别是严重危害市场秩序，严重侵害群众利益，造成重大社会影响的，坚决依法实施强制退市。**2018年11月16日晚**，沪深交易所相继**发布退市新规**，《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》、《上市公司重大违法强制退市实施办法》对于涉及重大违法的情形，将可能被强制退市。**2020年3月1日起，新证券法正式施行，新证券法不再规定证券退市的具体情形及暂停上市等实施程序，明确由证券交易所进行规定**。交易所从完善资本市场生态环境、提高上市公司质量入手，积极研究推进退市制度优化，意味着公司退市时间将大大缩短，效率将提升。**科创板、创业板注册制在退市制度方面进一步取消了暂停上市和恢复上市，**对应当退市的企业直接终止上市，大幅压缩了退市时间。**2020年12月14日晚间，深沪交易所分别发布退市新规(征求意见稿)**，对退市指标、退市流程、退市相关交易安排等进一步完善优化，被大家称为史上最严退市新规。2020年12月31日，上交所正式发布《上海证券交易所股票上市规则（2020年12月修订）》。**2021年3月12日，**发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出，全面实行股票发行注册制，**建立常态化退市机制**，提高上市公司质量。**2021年3月12**日，证监会新闻发言人就康得新退市问题答记者问时表示，将坚决依法依规推进康得新退市，并谴责针对康得新退市恶意造谣诽谤等行为。**证监会将会同地方政府和有关部门对退市过程中出现的对抗监管、不正当维权甚至煽动群体性事件等行为，进行严厉打击**，确保退市改革平稳推进，对恶意规避退市标准的予以严厉打击。2021年3月16日，*ST成城、*ST宜生双双发布公告称，由于公司连续20个交易日的每日收盘价均低于1元，上交所决定对公司股票予以终止上市。跟以往不一样，最新退市办法实施下退市，这两家公司没有退市整理期。**2021年11月19日**，为落实落细退市新规，**沪深交易所发布“财务类退市”营业收入扣除指南**，具体为上交所发布《上海证券交易所上市公司自律监管指南第2号—财务类退市指标：营业收入扣除》《科创板上市公司信息披露业务指南第9号—财务类退市指标：营业收入扣除》。同日，深交所也发布《上市公司业务办理指南第12号——营业收入扣除相关事项》《创业板上市公司业务办理指南第13号——营业收入扣除相关事项》。根据新规，2021年年报披露后，上市公司若首次触及扣非前后净利润孰低者（扣指扣除非经常损益前、后的净利润，两者之间取低值）为负且营业收入低于1亿元的财务类退市指标，将被实施退市

风险警示（*ST）。已经被实施退市风险警示的公司（即*ST公司），2021年若继续触及退市指标，将直接退市。新规中对营业收入的规定明确了营业收入扣除项为“与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入”。我们认为，这可以避免一些公司在年底时通过变卖资产、政府补助等非公司正常业务的利润方式，实现净利润为正的现象，同时，也可以清理空壳公司。2022年2月25日，证监会起草了《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（以下简称《指导意见》），向社会公开征求意见。随后，沪深交易所、北交所、全国股转公司和中国结算发布了配套实施办法，自2月25日起向社会公开征求意见。**2022年4月29日，证监会发布并实施《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》**，一方面进一步完善了上市公司**退市后监管工作**，退市情形更加健全，退市效率大幅提升。另一方面，进一步加强投资者保护，适应常态化退市的要求，构建“有进有出、能进能出”的优胜劣汰良好生态。**2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）正式发布。中国资本市场迎来第三个“国九条”，新“国九条”重点围绕严把上市关、严格持续监管、加大退市监管力度等举措展开，市场较为关注“强化现金分红监管”、“对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示”等方面。2024年4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》。**具体包括以下几个方面，第一，严格强制退市标准。一是严格重大违法退市适用范围，调低2年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增1年严重造假、多年连续造假退市情形。二是将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。三是提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。四是完善市值标准等交易类退市指标。第二，进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链整合力度。第三，削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，加强对“借壳上市”监管力度。加强收购监管，压实中介机构责任，规范控制权交易。从严打击“炒壳”背后违法违规行为。坚决出清不具有重整价值的上市公司。第四，强化退市监管。严格执行退市制度，严厉打击财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规行为。严厉惩治导致重大违法退市的控股股东、实际控制人、董事、高管等“关键少数”。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。第五，落实退市投资者赔偿救济。综合运用代表人诉讼、先行赔付、专业调解等各类工具，保护投资者合法权益。沪深交易所修订完善相关退市规则，并公开征求意见。具体来看，一方面，凡是行政处罚认定财务造假的，无论金额大小，均需被实施ST；另一方面，造假金额比例年限达到一定程度的，将被强制退市。此次修订将“连续2年造假金额5亿元以上且超过50%（造假金额占相应年度营业收入或年度净利润、年度利润总额、期末净资产合计金额的比例，下同）”的指标，调整为1年造假2亿元以上且超过30%，连续2年造假3亿元以上且超过20%，连续3年及以上造假。同时，沪深交易所分别修订相关股票上市规则，将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”的情形。内容如下：主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年

度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST。科创板和创业板方面，考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调整为3000万。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在3亿元以上的科创板和创业板公司，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现金分红金额计算。这一调整自2025年1月1日起正式实施，届时“最近三个会计年度”即对应2022年度至2024年度。

数据显示，**2020年20家企业完成退市**(包括四家B股)，**2021年23家公司完成退市**(包括三家B股)，退市新规已经初显威力。退市新规精简了退市流程，将退市时间从原来的4年缩短至2年，而2020年年报是退市新规首个适用年度，2021年年报再触及退市标准，直接被终止上市，导致2022年退市数量明显增加，**2022年50家公司完成退市，退市公司数量创历史新高**。2023年以来，市场化、法治化、常态化的退市格局逐步形成。2023年交易类退市数量明显增多也是2023年退市的一大特点，表明市场化“出清”渠道进一步畅通。作为交易类退市的重点类型，在“1元退市”新规下，A股市场退出效率进一步提升，市场出清效果开始显现。**2023年46家企业完成退市摘牌，2024年有55家公司完成退市摘牌，截止到2025年9月24日，今年以来，已经有26家公司完成退市摘牌。**随着退市新规持续显效，A股多元化退市局面逐步形成，逐渐由过去的以财务类退市为主过渡到交易类、财务类、重大违法类等多元化退市并重格局。**新“国九条”及其配套制度相继发布后，促进市场有效识别和出清绩差风险公司的政策效应逐步显现，投资者通过“用脚投票”的方式加速清退绩差风险公司，推动上市公司结构持续优化。**2024年6月6日收盘后，证监会上市公司监管司司长郭瑞明就近期上市公司股票被实施ST、退市情况答记者问。他表示，ST、＊ST制度的目的是向投资者充分提示上市公司相关风险，满足一定条件后可以申请撤销。退市新规设置了一定过渡期，预计短期内退市公司不会明显增加。**我们从数据上看，虽然近几年退市力度明显加大，不过，目前A股整体退市家数还是相对有限，截至2025年9月24日末累计退市347家，“多进少出”仍然是市场生态现状，但这种状态在逐步改进（2024年IPO首发100家，55家公司完成退市摘牌），预计后市加大市场退市力度以及加快市场出清的速度基本上是确定无疑的，投资者对于手中持有的标的，一定要从基本面角度持续跟踪分析，对可能的问题股及早规避；此外，面临退市风险的个股，尽量不要参与博弈，君子不立于危墙之下。对投资者来说，应该注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。**（自2018年6月以来，我们也写了多篇文章提醒：“A股退市常态化已上路　投资者需规避五类股票”：规避披星戴帽的ST、*ST股票。这些股票中只有极少部分具有投资价值（普通投资者很难分辨），其他的股票基本面很差，如果被强制退市，投资者可能会血本无归；规避上交所深交所公开谴责、通报批评的股票；规避未在法定期限内披露年报、中报、季报的及财报被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告的；规避主营业务不佳，经营现金流持续为负，靠外延并购重组苟延残喘的股票；规避空壳股票。）另外，在退市新规之下，除了上述5类股票，对以下类型的公司要警惕或规避：首先，警惕低营收、持续亏损的主板公司。尽量避免投资营收低于3亿元且净利润为负的企业，尤其是传统行业中转型失败的公司；其次，关

注市值变化和流动性。主板公司市值需高于5亿元，创业板需高于3亿元。同时避免成交量长期低迷的个股。在资本市场的“新陈代谢”浪潮中，退市新规以多维指标联动加速市场净化，预计2025年退市规模有望维持在近几年高位。

最后，我们呼吁，在严格执行退市制度的同时坚决防止“一退了之”，更应该加强对投资者权益的保护。虽然退市本身并不必然导致赔偿，但存在重大违法违规必须“一追到底”。对于投资者来讲，最关注的是退市后的赔偿救济问题。如何健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，织牢织密投资者“保护之网”，这需要各参与方共同努力、形成合力。

三、2025年四季度市场展望

（一）大势研判

过往回顾：在2018年12月中旬市场极度悲观的时候，我们通过多维度的研究，2019年度策略报告中预测2019年慢牛起点的来临，2019年一季度市场大涨后，2019年二季度策略报告中我们提醒，二季度市场上行的脚步会放缓，更多的是结构性机会，2019年三季度策略报告中我们提醒“硬科技”真成长优先，2019年四季度策略报告我们提醒，低估蓝筹退可守，科技成长进可攻。2020年一季度策略报告中，我们推荐科技股的投资机会，2020年二季度策略报告中提醒疫情冲击是短期的，是中长期配置A股的黄金时段，2020年三、四季度策略报告中预测指数震荡上行（慢牛），中枢逐步抬升，个股分化依旧。2019年及2020年市场的走势的验证了我们的判断，2019年、2020年沪指分别上涨22.30%、13.87%，深成指分别上涨44.08%、38.37%。2021年度策略报告（一季度）中，我们提醒年后暂时规避暴涨后的机构抱团股（之后晨报中反复提醒），抱团股春节后暴跌也验证了我们判断。在二季度市场普遍产生分歧的时候，我们二季度策略报告中坚定的预测，沪深三大指数有望迎来筑底回升（慢牛），A股行情将从流动性估值驱动转为企业盈利驱动，业绩增速决定走势差异，二季度市场走势完美验证了我们的预判，沪指涨幅4.34%，深成指涨幅10.04%，创业板涨幅26.05%，科创50指数涨幅27.23%。在2021年下半年（三季度）策略报告中我们的主要观点是指数震荡反复的频率和幅度可能会增加，更侧重部分板块和个股结构性机会，核心抓手仍是业绩增速。市场走势验证了我们的预判，2021年三季度沪深三大指数大幅震荡，7月末，受教育、地产等行业监管政策升级，叠加各大“茅”族连续下跌，沪指大幅下跌，之后在低估蓝筹逐步爆发带领沪指逐步上行。7月中上旬，代表成长股的创业板指数、科创50指数表现极为强势，之后，热门赛道及科技等成长股高位调整，拖累创业板及科创50指数逐级下行。在2021年四季度策略报告中我们预判市场是震荡上行的结构型行情，四季度上证指数涨幅2.01%，深成指涨幅3.83%，四季度市场的走势也验证了我们的判断。2022年策略报告中我们预计2022年不是大年，指数震荡可能是主基调，震幅略增，源自海外。从一季度市场表现看，市场走势比我们预想的还弱，震荡幅度也略超预期。另外，我们提醒，大部

分热门行业已不便宜，要注意风险。规避高估值以及高位的品种，对于一些业绩优质但低估值的标的，仍可跟踪。一季度市场风格方面完全符合我们预期。2022年二季度策略报告的标题是“二季度A股有望迎来筑底回升”，从结果看，4月份市场探底后，5-6月沪深三大指数明显回升，符合我们的预期。2022年下半年策略报告中，我们预测三季度A股仍有望延续上涨趋势，从结果看，市场走势弱于预期（打脸）。主要原因是美联储连续大幅加息略超预期、疫情频繁散发略超预期及8月初地缘局势上的扰动未预料到。2022年四季度策略报告中，我们预测，市场有望迎来筑底回升。当时认为，10月份大概率震荡筑底，或是较好的配置窗口期，11月份初或见到本轮美联储加息周期的拐点，重要会议后，国内疫情防控形势或政策有望出现好转（2022年国庆后，面对众说纷纭的观点，晨报中我们始终坚定的提醒），届时市场有望逐步走强，从结果看，2022年四季度，沪深三大指数低位企稳小幅上涨，验证了我们的预判。2023年初的年度（侧重一季度）策略报告中，我们认为，“否极”：2022年各种利空buff叠满，沪深三大指数大幅下跌。“泰来”：展望2023年，内外部环境在边际改善。整体上，流动性、风险偏好及企业盈利均有望逐步好转，经过2022年调整后，2023年A股市场有望迎来筑底回升，乐观看待权益市场表现。从结果看，2023年上半年上证综指上涨3.65%，深证成指上涨0.10%，沪深300指数下跌0.75%，创业板指数下跌5.61%，科创50指数上涨4.71%，基本符合预判。2023年下半年及四季度策略报告提醒，A股处于中长期底部区域，静待花开，从结果看，下半年沪指下跌7.09 %，深成指下跌13.62 %，创业板指数下跌14.61%，指数表现比预期的还要弱。虽然指数表现不佳，不过我们推荐的行业和主题投资机会表现还是相当不错的，也算是预测对了结构性的机会。2024年度、半年度及季度策略提醒如下：年初，年度报告提醒，目前A股处于中长期底部区域，战略配置机会凸显。关注中字头、国企改革、低估值高股息个股及人工智能为首的科技成长股的投资机会；4月初，二季度策略报告提醒，结构仍重于总量。规避主营业务缺乏竞争力、伪成长的中小市值个股及大部分ST股；7月初，下半年策略报告中提醒，关注券商中的重组方向；10月初，四季度策略报告中提醒，A股市场的修复仍将延续，不过，市场暴涨之后波动或加大。优选弹性大、业绩优的龙头公司。从2024年市场表现看，符合我们预期。**2025年1月7日，年度策略报告提醒，2025年市场的节奏预计将会放缓，预计2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优。从今年一季度市场表现看，基本符合我们预期。4月份，二季度策略报告提醒，短线高手可高抛低吸。中美关于关税的谈判博弈情况、经济基本面回升的力度都会影响市场的节奏。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18日，我们发布了下半年度（侧重三季度）策略报告，大势研判方面，我们提醒，下半年A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征。从三季度的市场走势看，验证了我们的预判。**

逻辑分析：展望2025年四季度，**宏观经济方面，**美国的关税政策仍会对全球经济造成扰动，**中美关税摩擦可能给中国出口带来一定扰动**，中国经济可能仍处于“弱复苏、低通胀”格局，预计政策在“培育新动能”与“托底旧动能”两端同时发力，以稳增长、防风险的

双平衡为经济转型争取时间与空间。后续关注财政政策力度、“十五五”规划布局及反内卷政策的推进情况；**货币政策方面，四季度美联储进入谨慎降息周期，**国内处在低通胀环境，**货币政策基调可能依旧保持“连续、稳定”，预计货币环境依旧宽松，**宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等。不过，**目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端**；**估值方面，**2024年9月以来至今年前三季度A股市场驱动力主要体现为估值修复，目前估值已经得到修复的情况下，**2025年四季度能否由估值驱动成功切换至基本面驱动至关重要，关注后市企业盈利改善力度。**四季度可能处于盈利结构性回升，叠加政策依然偏积极，可能继续支撑风险偏好，估值可能处于偏高水平；**供求关系方面**。**股票市场需求**主要受以下几个方面因素的影响，**一是个人投资者资金，**在今年赚钱效应的利诱下，居民有望加大权益类资产配置；**二是公私募资金，新发规模有望继续改善，未来基金申购量或将逐步上行，特别是ETF，有望为2025年四季度A股市场带来增量资金；三是长期资金，监管层鼓励引导中长期资金入市，**保险资金、社保基金、养老金、企业年金等机构投资者资金有望成为**重要的增量资金来源之一；四是理财资金，建议投资者可适度增加权益类产品布局；五是境外资金，人民币汇率回升吸引外资流入，境外资金回流可期；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，**上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；**七是类“平准基金”。其核心目标在于防范系统性风险和稳定市场，在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，对市场的推动作用或边际趋弱；八是结构性货币政策工具**依旧支持资本市场。**股票市场供给**主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面，**目前IPO储备项目较上半年略有增加，**预计2025年四季度IPO的发行节奏略有加快**。**再融资方面，压力较大**。**解禁市值规模处于近几年低位，**今年前三季度市场回暖后，减持规模明显增加，**四季度减持力度或有明显加大**；**退市方面，**将延续较快的退市频率，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。监管层多举措促进投融资两端动态平衡措施，强化了市场信心，权益市场流动性改善有望延续，但要时刻关注各路机构及大股东减持情况。**

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、需求供给分析，**年初，我们认为，2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化。7月，我们认为，2025年下半年（侧重三季度），A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征，市场走势如我们预期。即便是牛市，也从来都不是一帆风顺的，牛市中也需要保持一份理性。三季度A股呈现牛市行情，科技领涨。展望2025年四季度，也许比以往更多分歧、更难判断。或许四季度A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。**

风格上，四季度A股相较于三季度可能会更加均衡。就投资而言，在继续关注科技成长主线的同时，也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向。“科

技成长”+“周期板块” +“内需消费”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比或更高。市场能否完成从流动性估值驱动向基本面业绩驱动的转换，可能决定了2025年四季度市场的整体表现力度。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

具体看，外部不确定性依旧（关税博弈及地缘政治）和国内有效需求不足亟需解决（影响经济基本面回升力度）依然是面临的现实问题。后市需关注主要经济体关税谈判进程及结果（尤其是中美，虽然影响已经边际钝化，但对短期结构性行情仍有扰动）、四季度政策发力和国内央行是否降准降息。首先，关注关税谈判情况。如果关税谈判最终结果有利中方，出口复苏预期强的行业可能迎来反弹。而如果谈判结果不及预期，可关注内需消费（医药、食品饮料）及高股息板块（央国企、公用事业）等避险资产。另外，在中美贸易摩擦的背景下，可继续关注政策支持的“自主可控”及“新质生产力”领域（半导体、泛AI概念 、机器人行业、数字货币等），逢低关注。其次，关注政策力度情况。后续还要关注国内政策的力度，四季度对全年及“十四五”经济目标完成至关重要，加之“十五五”规划将出台。四中全会和年终经济工作会议等高层会议将陆续召开，市场期待更多财政政策出台对冲弱复苏的基本面，且关税影响外需的情况下，也有加大对冲的政策需要。叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。对于周期风格，预计四季度景气改善的细分领域相对较多，如光伏、电池、储能、电源设备、稀土永磁、工程机械、化工、煤炭、有色（工业金属铜铝等）、基建、地产、券商等板块；再次，随着美联储进入降息周期，国内货币政策是否跟随进一步宽松也值得关注，届时能否形成海内外流动性的共振，共同提振A股市场继续向更好方向挺进。整体上，在大概率振幅扩大、结构性行情丰富的格局下，板块轮动加快，对选股能力和节奏把握提出更高要求。短线高手可高抛低吸，中长线投资者可择机低吸绩优股持仓待涨。最后提醒一下，主营业务缺乏竞争力、基本面较差、伪成长的中小市值个股、大部分ST股、多次亏损以及常年不分红等相关上市公司，投资者尽量规避。

（二）行业配置

过往回顾：2025年1月7日，我们发布了年度策略报告，行业配置方面，把泛TMT板块（文化传媒、计算机、电子、通信等）排在前面，建议优选有业绩支撑的标的逢低介入。还重点推荐了机器人行业；主题投资方面，泛AI主题排在了主题投资的第一位。从今年一季度市场的表现看，符合我们的预判。4月份，二季度策略报告提醒，市场风格轮换，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化，“高成长中小盘股”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比更高。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18日，我们发布的下半年（侧重三季度）A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，把机器人行业

排在行业配置的第二位，从三季度的市场的表现看，符合我们预判。

三季度涨幅靠前的主流品种能否在四季度进一步延续？投资者在琢磨四季度A股该往哪儿投，是继续追热点，还是布局其他机会？对于A股四季度行业配置方向，我们建议投资者宜采取均衡配置策略，优化组合结构。科技风格或仍是主线但内部难免出现分化，另外，可关注部分周期品行情以及景气度改善的方向（三季报业绩超预期）、内需消费、红利股及前期滞涨的方向补涨需求（部分低位的核心资产或蓝筹股）等。具体看：首先，科技股——属于“鱼越贵，浪越大”，随时扣好止损的安全带。科技方向包括半导体自主可控、AI产业链、机器人产业链、数字经济产业链、通信设备、工业母机、国防军工、汽车智能化等行业。从2025年前三季度来看，科技主线较为明确，预计今年第四季度，科技仍是主线之一，但内部或将迎来分化。三季度趋势行情中市场高度结构化，多数集中于AI、半导体、机器人等行业龙头，导致少量个股对主要指数的影响放大。若量能充沛，则上述方向有望共振大盘续创新高；若市场进入缩量，则高杠杆方向“多杀多”风险加大。因此，由于多头拥挤、追涨的胜率和赔率都出现下降，这个要提前做好应对的准备。我们认为，业绩因素仍是资金配置的重要考量。科技股内部或迎来分化，具备结构性业绩亮点或增长预期的科技板块，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股；其次，政策维度亦不容忽视（反内卷、顺周期、“十五五”规划方向）。“十五五”规划的新一轮布局（关注“十五五”规划方向）以及年末可能出台的增量政策，叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。对于周期风格，预计四季度景气改善的细分领域相对较多，如光伏、电池、储能、电源设备、稀土永磁、工程机械、化工、煤炭、有色（工业金属铜铝等）、基建、地产、券商等板块；三是内需消费。受美国关税的影响，外需存在不确定性及扩大内需消费背景下，关注大消费板块投资机会，老年人“银发经济”、年轻人“悦己消费（细分赛道）”及大众“平价消费”方向，医药生物及农业（猪肉）也可关注；四是高股息板块。前几年高股息板块的表现强势，今年7月以来市场强势上攻使得红利风格受到冷落，在经历连续下行后，股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，四季度或是布局红利风格的窗口期。逢低配置为主，重点关注央国企、公用事业等；五是部分核心资产：低估值绩优白马龙头或蓝筹股。分化仍是中长期趋势下，受益于提升上市公司质量政策下的经营稳健且良好治理的绩优白马龙头仍然值得配置，如高ROE、高自由现金流比例且边际改善的各行业龙头，尤其当全A盈利出现弱复苏时，低估值板块存在修复空间；六是其他方向的机会：如央国企改革、市值管理（看好具备稳健盈利能力、低估值和高股息优势的央国企板块）、并购重组主题（中小科创、央国企以及传统行业中的并购重组）。以上投资机会尽量低吸为主，业绩因素仍是资金配置的重要考量，逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，规避纯粹炒作概念个股。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

具体如下：

1、医药生物

展望2025年四季度年，医药板块具备配置价值：首先，医药生物板块在本轮行情中属于滞涨板块之一，或有补涨需求，兼具防御价值；其次，2021年至2024年的股价下跌已经对集采政策及反腐的影响充分计价（近期国家医保局副局长表示，第11批集采不再以简单的最低价作为参考，且报价最低企业要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价）；**最后，老龄化进程加快，医药需要旺盛。2025年四季度基本面趋势改善值得期待。可关注创新药、中药、医疗器械、血制品等（逢低配置）。**

2、半导体

2021年下半年策略报告中我们推荐了半导体板块，2021年下半年半导体概念表现还不错。连续大涨后，估值有点偏高，2022年半导体板块随大盘出现调整。**2023年我们又推荐了半导体行业的投资机会**，从结果看，在大盘整体弱市中，半导体行业全年涨幅10.10%。**2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，半导体长期向好的逻辑没变。首先，国家政策支持。**2024年5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立，国家集成电路产业投资基金（大基金）投资涵盖了半导体产业链包括设计、制造、封装测试、装备及材料等各个环节，大基金的投资促进了半导体产业的升级，支持了从低端向高端的转型，尤其是在先进制程技术和高端装备制造方面；**其次，市场研究公司国际数据公司（IDC）发布的《全球半导体技术供应链情报报告》显示，**全球对AI和高性能计算（HPC）的需求将继续上升，全球半导体市场预计2025年将增长超过15%。**最后，在特朗普关税政策下和加快发展新质生产力的大背景下，基于自主可控逻辑，预计未来我国半导体产业自立是长期必然趋势，半导体产业相关政策支持力度或将加大并逐步落地。**目前半导体产业国产替代趋势已经显现，未来有望从芯片设计继续渗透至上游设备领域，设备有望迎来国产份额上升。**展望2025年四季度，对于半导体板块来说，仍可逢低配置。建议重点关注国产替代及那些能够技术领先且能够快速适应行业变化的企业，也需注意技术更新换代带来的风险，精选投资标的（7月18日，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，三季度半导体板块表现靓丽，符合我们预判。展望四季度，半导体板块仍可逢低关注，不过，板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股）。**

3、机器人行业

2025年1月7日，年度策略报告推荐机器人行业的时候，正好是个相对低点。人行机器人概念板块自1月7日以来至阶段性高点的涨幅80%左右，机器人执行器概念板块自1月7日以

来至阶段性高点的涨幅超70%，机器人行业自1月7日以来至阶段性高点的涨幅超50%。4月份二季度策略报告提醒逢低关注，2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，仍可逢低关注。理由如下：一是行业内生增长动能强劲，全球工业机器人装机量增长较快；二是政策层面积极支持，“十四五”规划机器人行业年均营收增速超20%，已成为国家政策重点支持领域。工业机器人行业在政策大力扶持叠加产业内生增长驱动强劲的背景下有望迎来快速发展；三是人形机器人被认为是 AI 应用落地的重要载体之一。大模型问世是人工智能发展的分水岭，未来会有一段较长的发展红利期。2025年人形机器人行业有望进入量产阶段，获得头部厂商定点和技术认可的企业有望取得超额表现；四是今年政府工作报告强调“科技自立自强”与“扩大内需”双轮驱动。大力发展智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。（**7月，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，把机器人行业排在行业配置的第二位，三季度机器人行业表现靓丽，符合我们预判。展望2025年四季度，机器人行业板块仍可逢低关注，不过，板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股）。**

4、高股息率股

自2022年四季度开始，无论是年度策略报告，还是季度策略，亦或是晨报，我们反复推荐了高股息率个股的投资机会。当时认为，全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的红利股难能可贵。从行业看，银行、石油石化、高速公路或港口营运等行业的高股息标的分布较密集。2023年1月的年度策略报告（侧重一季度）中我们推荐了银行、石油石化及 “中特估”等机会，2023年一季度石油石化及“中特估”表现还是不错的。**2024年1月的年度及4月初的二季度策略报告，我们推荐了公共事业（电力、水务、燃气、公路）等领域。**当时认为，政府债务高企之下，**预计国有垄断的基础类行业将受到青睐——电力、水务、燃气、公路及上游资源品等领域，以分红规模和持续性相对占优的央国企为主。从结果看，2024年上半年上述板块表现亮丽。2024年7月初的下半年策略报告中我们提醒，**2024年上半年涨幅靠前的银行、煤炭、公用事业等行业均为高股息、高分红个股扎堆的行业。目前高股息板块的强势表现已经持续超过2年，结合本轮高股息行情占优的时间和空间，以及估值和股息率变化来看，**未来高股息板块的性价比或有所下降，后市需关注更可能加大分红的领域，节奏上，也是逢低配置为主。市场走势验证了我们的预判，2024年7、8月份高股息板块出现回调分化，**2024年四季度红利、价值等风格指数则阶段性表现偏弱。整体上看，近年以来，高股息板块持续获得资金青睐。**2025年1月的年度策略报告及7月的下半年策略报告中，**我们提醒，虽然高股息个股仍有逢低配置的价值，不过，**当越来越多的资金涌向高股息资产之后，存在一定程度的拥挤现象。投资者若盲目跟风买入这些个股，可能需要承担较大估值波动的风险。市场走势如我们预期，**今年一季度高股息率板块出现震荡，二季度再度走强，不过，**三季度市场强势上攻使得红利风格受到冷落，在经历连续下行后，股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，2025年四季度或是布局**

红利风格的窗口期。逢低配置为主，重点关注央国企、公用事业等。提醒一下，在挑选高股息个股时，尽量不要追高，择机低吸为主，排除低供给壁垒的行业、处于产业下行周期的资产，重点选择必需品属性、壁垒及护城河的资产。

5、新能源

2021年二至四季度投资策略报告中我们重点推荐了双碳（“碳达峰”与“碳中和”）带来的投资机会，如新能源金属和材料、光伏和锂电设备、电化学储能、特高压运输以及新能源汽车产业链等，**2021年相关板块个股表现靓丽**。**2022年策略报告提醒**，新能源赛道股可能高位震荡，**切勿追涨。**从结果看，2022年新能源赛道大幅震荡收跌。**2022年至2024年新能源赛道调整较为充分，2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，**从交易角度看，新能源赛道股仍有技术性反弹的需求；从基本面上看，全球持续推进实现“双碳”目标，锂电、光伏、风电、储能的需求依然持续。此前工信部发布《2025年汽车标准化工作要点》，在前瞻布局前沿领域标准研究中提到，推动制定及发布车用人工智能、固态电池、电动汽车换电等标准子体系，加快全固态电池、动力电池在役检测、动力电池标识标签等标准研制。最后，去年7月政治局会议提到防止“内卷式”恶性竞争后，光伏供给侧改革相关政策陆续出台。后续光伏供给侧改革力度有望进一步加大，且或将蔓延至其他行业。**2025年7月下半年策略报告中，我们提醒，新能源赛道仍值得逢低关注，三季度新能源赛道出现了预期中的反弹。近日，工业和信息化部与市场监督管理总局联合印发《电子信息制造业2025-2026年稳增长行动方案》的通知。文件明确要求破除光伏、锂电池等领域的内卷式竞争，依法治理低价乱象。另外，国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》。《方案》提出的总体目标为：2027年，全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦（即180吉瓦）以上，带动项目直接投资约2500亿元。展望四季度，新能源赛道反弹有望延续，特别是新能源赛道中具备核心技术储备的龙头企业仍可逢低关注。**

6、证券

2024年7月初的下半年（侧重三季度）策略报告中，我们推荐了证券板块的低吸机会（当时空头氛围弥漫），重点推荐了重组方向，特别是风控能力领先业务质量兼备的优质头部券商将更具备安全边际。从结果看，最终等来了2024年9月末证券板块迅猛上涨，符合我们的预期。**2025年二季度，我们继续提醒，一季度券商板块出现回调后，二季度券商板块仍可逢低关注。**当时的理由如下：首先，成交量整体有望高于去年，有助于券商业绩提升。中长期资金入市为券商资管、经纪业务、机构业务带来的增长潜力；其次，经济基本面好转。后市财政货币政策的协同发力共同促进经济回升(尤其是关注财政力度)；再次，行业内并购整合的事件催化；最后，流动性上，国内货币依旧宽松。**2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，券商板块仍可逢低关注。**目前证券行业受以下利好推动：**一是政策驱动与**

资本市场改革。科创板改革深化：证监会近期推出“1+6”政策措施，包括重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市、引入专业机构投资者等，利好券商投行业务。**二是流动性宽松：**央行降准降息、逆回购操作等政策维持市场流动性，有助于券商融资成本和业务扩张。**三是行业整合与并购重组加速。**头部券商强强联合。另外，央企整合：中央汇金控股多家券商（**7月，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，提醒下半年券商板块仍可逢低关注，三季度券商板块表现还行，符合我们预判。近期央行会议指出，要落实落细适度宽松的货币政策，引导金融机构加大货币信贷投放力度，用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款。上述消息利好券商股，展望四季度，仍可逢低关注，高抛低吸或是占优策略）。**

7、计算机

2023年初我们提醒，计算机板块的盈利水平、估值水平均处于历史底部区间。随着疫情影响减弱，宏观经济恢复向好，信息技术应用创新产业加速推进，各行业IT需求有望逐步回暖，叠加2022年的低基数效应，**2023年计算机板块有望迎来业绩和估值双升行情。2023年1月的年度策略报告中，我们把计算机行业排在行业推荐的第一位，从结果看，一季度计算机板块涨幅36.79 %居首，**大涨过后，二季度初，我们提醒，估值性价比在下降，交易空间渐小，存在波动加大风险，切忌随意追进和盲目做多。从结果看，2023年二季度计算机板块有所回落，上半年计算机板块涨幅27.57%位居涨幅榜第三。2023年三季度初，我们提醒，估值已经得到了显著修复，下半年性价比降低，从结果看，2023年下半年计算机板块出现回调，也算在预期之中。虽然2024年计算机行业表现一般。2025年二季度提醒计算机行业逢低关注。**2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，当下数字经济如火如荼，AI处于新浪潮早期，国产化持续替代，伴随国内外降息，市场流动性有望提升行业整体投资机会（7月，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，提醒下半年计算机板块仍可逢低关注，三季度计算机板块表现还不错，符合我们预判。展望四季度，计算机板块仍可逢低关注，不过，板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股）。**

8、文化传媒

文化传媒行业有三个细分行业：广告传媒，游戏娱乐和影视动漫。**2023年初我们重点推荐了文化传媒等板块**，当时认为，自2015年那波牛市以来至2022年底，调整了7年多时间，2022年底行业估值处于相对低位，2023年初是长期战略布局的机会。**从结果看，2023年上半年传媒板块以42.75%的涨幅位居第二**，市场走势验证了我的预判。2023年7月初的下半年策略报告提醒，随着上半年的上涨，传媒的估值较前期低位出现显著修复，下半年性价比降低，从结果看，三季度传媒板块回调15.58%，也符合预期。**2023年四季度策略报告，我**

们又推荐了文化传媒板块的投资机会，2023年四季度大盘走弱，但传媒游戏板块是市场表现最强、最活跃的板块之一，也符合我们的预期。不过，2023年12月下旬，国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》引发市场重大关注，游戏股带领传媒板块集体大跌，这个是不可抗力。2024年1月初，我们提醒，待上述这个利空消化完毕，后市文化传媒板块仍可择机关注。2024年文化传媒板块表现一般。**2025年1月7日，我们发布的年度策略报告中，把文化传媒排在了行业配置的第一位。从1月7之后的市场的表现看，验证了我们的预判，不过，连续上涨后，2月17日报告提醒，提防高位股分化回落，之后传媒板块确实出现回落。4月9日探底回升，近期逐步上行。目前看，随着海内外AI模型的不断研发和进步，作为应用落地端的企业能够提前受益，传媒行业是科技进步中受益较多的下游应用行业。AI在游戏领域应用落地、“谷子经济”及短剧热度高涨。**2025年7月我们提醒，展望2025年下半年，在新兴文娱产业趋势发展之下，叠加AI技术发展赋能内容生产，游戏、短剧、互动影游、“谷子经济”等产业的发展前景较好（**7月，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，提醒下半年传媒板块仍可逢低关注，三季度传媒板块表现靓丽，符合我们预判。展望四季度，传媒板块仍可逢低关注，不过，板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股）。**

9、通信

今年政府工作报告指出，建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。根据工信部数据，目前，我国已建成全球规模最大、技术最先进的5G网络。目前，全球已有多家运营商正积极开展5.5G商用验证。业内预计，5.5G的商用部署将带动相关产业链的发展，涉及设备供应商、运营商、应用开发商等，为产业链上下游带来更多的商机。5G 与人工智能的结合，能够实现更高效的数据传输和处理，提升智能化水平。AI将赋能5G、5.5G到6G发展升级，为通信产业创新带来更大的动能。**2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中，我们提醒，二级市场5G、5.5G、6G的相关通信设备、解决方案等上市公司的投资机会值得逢低关注。从三季度通信设备板块表现看，涨幅居前。展望2025年四季度，我们维持上述观点不变，通信板块仍可逢低关注。**

10、房地产

2024年以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松，2024年5月17日，央行“四箭齐发”稳楼市。2024年9月24日，在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，央行行长潘功胜宣布了一组增量政策，包括降低存款准备金率和政策利率、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、优化保障性住房再贷款政策等。2024年12月的中央政治局会议及中央经济工作会议都强调“稳住楼市股市”。今年，首次把

稳住楼市股市写进《政府工作报告》，住房目标方面，持续用力推动房地产市场止跌回稳。继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。2025年5月7日，国新办举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜在会上宣布，将下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。今年上半年，多家房企的债务重组取得重大进展。行业纾困从“个案突破”迈向“模式复制”的关键一步，有助于推动整个房地产行业实现风险出清、良性循环。另外，**近期，北京，上海，深圳等一线城市接连发布楼市新政，多维度惠及购房者，市场改善性需求释放空间持续加大。政策呵护地产止跌回稳的意愿较强，预计2025年四季度房地产风险有望边际缓释，政策持续释放以及供需有望改善之下，将给行业以及板块带来短期的提振，后市需要关注基本面回升的力度。经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”或难再现，四季度仍可具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）。**

11、顺周期板块

政策维度亦不容忽视（**反内卷、顺周期、“十五五”规划方向**）。7月雅下水电的正式开工对A股周期行业形成直接催化。展望四季度，“十五五”规划的新一轮布局（关注“十五五”规划方向）以及年末可能出台的增量政策，叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。对于周期风格，预计四季度景气改善的细分领域相对较多，**如光伏、电池、储能、电源设备、稀土永磁、工程机械、化工、煤炭、有色（工业金属铜铝等）、基建、地产等板块**，投资者可关注直接受益于大型基建的细分领域和基本面扎实的低估值龙头。

12、工程机械

一方面，工程机械行业步入景气周期回升期。2024年4月以来挖掘机销量同比增速回升。工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2025年2月挖掘机同比销量高达52.8%，明显好于2023、2024年同期水平，并且增速从2024年初便呈现出见底回升趋势，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。另一方面，出口有望持续强支撑。挖掘机出口持续增长，挖机出口景气度自2024年初开始持续回升，随着未来海外建设需求进一步扩大，挖机出口有望维持高增。

13、内需消费

外需受特朗普关税的影响可能面临一定不确定性，内需可能是2025年经济复苏的重要驱动力量，尤其是偏消费的方向，自去年开始，消费刺激政策频频出台，另外，降低存量

房利率，也是有利于释放消费潜力。可关注老年人“银发经济”、年轻人“悦己消费（细分领域）”及大众“平价消费”方向，折扣零售类零售公司也可择机关注（逢低关注）。在外部不确定性因素加大的背景下，内循环和国家安全的重要性再度提升，农产品或将迎来逢低布局机会。首先，生猪养殖行业已进入“出清后期”，行业集中度提升。政府推动“反内卷”政策，优化产能结构，利好行业长期健康发展。其次，智慧农业：包括精准种植、智能灌溉、无人机植保、自动驾驶农机等，政策支持力度大、系统需求增长，相关企业有望受益。

（三）主题投资

1、泛 AI 主题

2025年1月7日，我们发布了年度策略报告，把泛AI主题排在了主题投资的第一位，从今年一季度看，泛AI主题表现相当亮丽。今年政府工作报告中定调，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。我们认为，人工智能引领新一轮科技革命，将催生众多“AI+”的投资机会：国产AI算力的发展进步较快，催化产业链硬件革命；同时，算力的提升扩展AI的场景化应用面积，AI+应用迎来拐点。AI产业链投资方向有望向AI应用方向持续扩散。从2022年11月ChatGPT发布到2024年“文生视频”大模型Sora开始，再到2025年DeepSeek 的横空出世，全球AI产业链发展迅猛，大模型的持续迭代与升级拉动算力增长的需求，带动以半导体为代表的AI制造业蓬勃发展，以硬件进步助推算力增长，在过去两年，AI产业链的投资机会主要在硬件和算力方向。2024年下半年以来，AI应用端产品落地加速，呈现出国内和国外共振的产业趋势。**2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中，我们提醒，泛AI主题投资后续将进入去伪存真阶段。**后续从主题投资转变为有基本面逻辑的新赛道，则需要验证业绩兑现的时间和持续性，观察AI应用落地是否能够对业绩产生较大贡献，精挑有业绩兑现能力的标的，部分科技成长类标的缺乏基本面支撑。**从三季度结果看，泛AI主题上涨，特别是算力龙头涨幅较大。展望2025年四季度，软件开发是AI重要的应用方向，算力热度外溢后将成为首先受益的板块。当前AI产业链热度集中在算力等上游方向，待大模型等关键技术进一步成熟后，后续将逐步向中下游扩散，软件开发作为偏中游产业将率先受益，这也是AI最重要的应用方向之一。同时在AI赋能的支持下，软件不仅在开发效率上迎来提升，同时也将成为新的收入增长极。**

2、光通信模块

光通信模块是一种将电信号转换为光信号（或反向转换）的器件，用于光纤通信系统中实现高速、大容量的数据传输。它是现代通信网络（如5G、数据中心、宽带接入等）的核心组件之一。展望2025年四季度，光通信模块行业仍可能处于高景气周期，AI算力、数

据中心升级、技术革新（硅光/CPO）是核心驱动力。投资者可关注头部企业及技术领先的二线厂商，同时留意政策与全球算力基建进展（**7月18日，我们发布的下半年A股市场投资策略报告中，把光通信模块排在主题投资的第二位，三季度光通信模块板块表现靓丽，符合我们预判。展望四季度，光通信模块板块仍可逢低关注，不过，板块内部的可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股）。**

3、稀土材料

近期《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》发布，国家对稀土开采（含稀土矿产品等）和对通过开采、进口以及加工其他矿物所得的各类稀土矿产品（含独居石精矿）的冶炼分离实行总量调控管理。**我国稀土领域优势显著，进可攻退可守**。无论中美关系如何变化均会形成催化。稀土广泛运用于高端制造业以及军工等关键领域，而中国在稀土冶炼、提取领域具备优势。目前中国稀土产量占全球 60% 以上，出口配额制度和环保政策限制供应弹性。近期，中国两大稀土巨头宣布提价。展望未来，2025四季度，如果贸易谈判向好发展，在出口可能逐步放开、需求持续增长、供给刚性下，稀土产业战略价值日益彰显，基本面复苏预期持续增强；若未来管控趋严，稀土相关公司也有望在事件性催化下上涨。

4、军工

2020年下半年投资策略报告中我们重点推荐了军工板块的投资机会，2020年下半年板块整体涨幅25.27%。2021年二、三、四季度策略报告又推荐了军工板块，二季度军工板块涨幅12.10%，三季度军工板块涨幅8.53%，四季度军工板块涨幅16.60%。连续大涨后，估值有点偏高，2022年一季度，军工板块随大盘出现调整，5-8月大幅反弹，之后高位震荡。**2023年初，我们继续提醒军工板块的投资机会，上半年军工板块涨幅16.30%**，表现明显强于大盘，三季度小幅调整，四季度高位震荡。**2025年年初，我们再度提醒了军工板块的投资机会，从结果看，2025年上半年军工板块涨幅25.46%，明显跑赢大盘。2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中，我们提醒，军工板块仍可逢低关注，不过，经过过去几年的上涨后，下半年可能会出现高位震荡，个股可能会有分化。**首先，**政策支持。**“十四五”明确加快武器装备现代化，国防科技创新、加速战略性前沿颠覆性技术发展，武器升级和智能化发展，我们预期后续军工行业会获得更多的政策支持，从数据上看，2020年至2025年之间，中国国防预算增幅依次是6.6%、6.8%、7.1%、7.2%、7.2%、7.2%，近几年军费预算保持平稳增长；其次，**俄乌冲突、以伊冲突局势紧张等地缘风险依旧，都是可能的潜在催化剂事件**，另外，**今年5月份的印巴冲突也算是无心插柳的给中国武器装备打了一波广告。且特朗普的关税政策导致全球经济衰退的概率增加，国际地缘政治局势或升级，全球可能进入新**

一轮军备扩张周期；再次，据中国商飞预测，国产大飞机赛道广阔，当前订单饱满，行业发展具备较强的确定性。后续伴随材料、机载设备、发动机等环节国产化率的提高，国内产业链附加值有望进一步提升。2025年7月，**下半年A股市场投资策略报告中**，我们提醒，可逢低关注航空、飞行武器、国防信息化、船舶制造、军用新材料板块细分领域，精选业绩有长期支撑的标的。从三季度结果看，军工板块表现一般。**展望2025年四季度，军工板块仍可逢低关注，理由如下：国产武器性能大规模升级，出口吸引力提升，今年以来，地缘政治冲突频繁出现，未来大概率仍有地缘热点事件对军工板块形成阶段性催化。**

5、工业母机

2021年四季度我们重点推荐了“工业母机”概念股，2021年四季度的表现可以用非常靓丽来形容，涨幅8.26%。**2023年初，我们继续提醒工业母机概念的投资机会，2023年上半年工业母机概念涨幅29.35%，表现还是相当亮丽的。**2023年三季度工业母机概念股随大盘小幅回调，四季度出现震荡，2023年全年上涨27.50%。“工业母机”概念，粗略理解是制造机器的机器，这类公司通常**代表了一国高精尖制造业基础**。工业母机是**有更大机会获得政策红利的板块方向**，主要原因就是这个板块是**符合国家自主可控和制造业为主的政策导向，**助推产业转型升级。**2023年9月，**财政部、国税总局、发改委、工信部发布的**《关于提高集成电路和工业母机企业研发费用加计扣除比例的公告》中明确，**工业母机企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在2023年1月1日至2027年12月31日期间，再按照实际发生额的120%在税前扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的220%在税前摊销。这充分体现了对工业母机企业技术研发、知识产业保护、科研人才的尊重。2024年7月18日，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》通过，其中提到，抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机、基础软件、先进材料等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。过去几年，工业母机概念表现不错，2025年1月7日的年度策略报告中，我们又推荐了工业母机概念股的投资机会，自1月7日以来至阶段性高点工业母机概念板块涨幅超25%，不过，3月3日报告开始提醒，涨幅过大，提醒投资者稍微注意节奏，市场走势如我们预期，3月下旬工业母机概念股出现调整。4月的二季度策略报告提醒，工业母机概念仍可逢低关注，从结果看，表现尚可。**2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中，我们提醒，工业母机概念仍可逢低关注，三季度工业母机概念股表现不错。展望2025年四季度，我们维持下半年观点不变，工业母机概念仍可逢低关注。**

6、低空经济

近期商业航天、低空经济等新兴领域持续蓬勃发展。工业和信息化部等四部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》，提出到2030年，我国通用航空装

备全面融入人民生产生活各领域，形成万亿级规模的通用航空产业市场；今年政府工作报告提出，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。低空经济继2024年后再次被写入政府工作报告；**2025年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》。其中在支持新型消费加快发展方面，明确提出“加快完善低空经济监管体系，有序发展低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费”；2024年12月，国家发展改革委成立低空经济发展司。在顶层政策引领下，地方政策加速跟进，目前多地政府参与低空经济发展、低空经济产业园区不断落地，低空经济正在从预期走向现实。一年来，政策端持续发力，推动低空经济发展。展望2025年四季度，可关注低空基础设施、低空飞行器制造等方向（逢低关注）。**

7、数字经济

2022年度（侧重一季度）策略报告，我们推荐了数字经济产业链的投资机会。2022年1月17-20日连续大涨，春节后连续两周成为题材股中的明星。受“东数西算”工程正式全面启动的利好刺激，2月18、21日数字经济概念股连续上演涨停潮，之后，数字经济等概念股随着大盘连续调整。4月末之后，数字经济概念随大盘出现反弹，8-9俩月再现调整，2022年国庆节之后，数字经济概念股连续走强。**2023年初，我们提醒，还可以继续关注，中长期看好逻辑没变，“十四五”规划纲要**把“加快数字发展，建设数字中国”作为独立篇章，2025年数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%。**二十大报告中提出**“推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、**数字中国”等，实际上产业发展的方向再次明确。未来几年我国数字经济产业有望持续高速发展，**关注数字经济下，数字产业化与产业数字化两大领域。数字产业化为数字经济发展提供技术、产品、服务和解决方案，包括但不限于稳定币、5G、集成电路、人工智能、大数据、云计算、区块链等领域。产业数字化指数字技术在传统产业中的应用，包括但不限于车联网、在线办公、在线医疗、数字政务、线上娱乐等领域。**从结果看，2023年一季度数字经济相关的概念股在“人工智能”的带领下，连续拉升，成为全市场最闪耀的“明星”**。2023年4月中旬的二季度策略报告提醒，后市存在波动加大的风险，切忌随意追进和盲目做多。二季度数字经济概念果然出现大幅震荡。2023年三季度初，我们提醒，经过上半年大涨后，下半年或进入去伪存真的第二阶段行情，规避蹭概念的公司。因此，三季度出现回调，也在我们的预期之中。2023年四季度初，我们提醒，高抛低吸，从结果看，四季度数字经济相关的概念股震荡下行，高抛低吸是一个非常占优的应对策略。2023年8月21日，财政部印发《企业数据资源相关会计处理暂行规定》。该规定对数据资源的确认范围和会计处理适用准则等作出规定，相关规定的落地，将有助于加强企业数据资源管理，规范企业数据资源相关会计处理，发挥数据要素价值，推动数字经济发展。后续随着数据确权等工作的逐步推进，行业有望迎来加速发展期。从中长期产业链角度来看，数字经济的主线地位是明确的，其本质是数据成为新的生产要素进而开启对数据资产的重估。2024年7月初的下半年策略报告

中提醒“经过2023年下半年及2024年上半年调整后，2024年下半年部分个股再度具备了参与价值”，市场走势如我们预期，2024年9月末数字经济相关概念连续大涨，2024年四季度依旧表现不错。2025年4月，二季度策略报告再度提醒了数字经济概念股的投资机会。**2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中，我们提醒，数字经济概念股可能会出现高位震荡，个股可能会有分化。本轮数字经济驱动的科技股行情最终落点仍是具有核心技术竞争力和业绩兑现能力的公司，绩优个股仍可逢低关注，对于伪成长的纯炒题材的个股，可择机高抛。展望2025年四季度，我们维持上述观点不变。**

8、国企改革

2024年1月初的年度策略报告、4月初的二季度策略报告中，我们提醒**国企重组整合及国企市值管理值得关注。从结果看，2024年相关概念股频繁活跃，牛股辈出。**2023年10月1日，国务院国资委党委表示，加快推动集成电路、工业母机、装备制造、电子信息、医疗健康等关键领域整合重组，加大新能源、矿产资源、主干管网、港口码头等领域专业化整合力度，促进国有资本合理流动和优化配置。2024年1月24日，国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。2024年12月17日，国务院国资委发布《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》，推动中央企业高度重视控股上市公司市场价值表现，切实维护投资者权益，促进资本市场健康稳定发展，规范开展市值管理工作。**2025年4月份，上海、浙江等地国资委强调加强市值管理，进一步释放国企改革红利。随着央国企改革进一步深化，市值管理逐步推进，看好具备稳健盈利能力、低估值和高股息优势的央国企，可关注石油、石化、天然气、交通运输等具有垄断性质的国资占比高的行业的投资机会，破净公司或有遗珠（逢低关注）。**

9、并购重组

当前政策积极支持并购重组。2024年4月12日，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》（即“新‘国九条’”），明确提出鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，关于并购重组产业方向，一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等。二是鼓励上市公司加强产业整合。2024年11月27日，深圳发布《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案(2025-2027))(公开征求意见稿)》提出完成并购重组项目总数量突破100单、交易总价值突破300亿元。2024年12月10日，上海市人民政府办公厅发布关于印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》的通知。2025年5月16日，中国证监会正式对外公布实施新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》，修订后

的《办法》通过多个“首次”进一步激发并购重组市场活力。具体而言，一是首次建立简易审核程序；二是首次调整发行股份购买资产的监管要求；三是首次建立分期支付机制；四是首次引入私募基金“反向挂钩”安排。**我们认为，可关注以下投资机会：国央企层面，一是战略性重组和专业化整合——优质资产证券化：解决同业竞争问题，或集团内非上市资源注入上市平台，实现优质资产证券化；二是集中度提升：券商、民爆、钢铁等行业；三是股权变更：央企集团子公司股权划转、央企入主地方国企、国资入主民企等。另外，中小科创以及传统行业中的并购重组也可择机关注。可提前埋伏有重组预期及消息的标的。**不过，需要强调的是，并购重组行情虽年年都有，但在参与过程中，投资者仍需密切关注上市公司基本面。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增　　持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中　　性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上