

策略专题：估值夯实三千点，主动调控稳预期

——5月7日国新办会议解读暨解密三千点系列之二

主要观点： 5月7日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。 1、政策解读 本次新闻发布会，鲜明地贯彻了4月25日中央政治局会议“坚定不移办好自己的事”的会议精神，“以自身高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。 新闻发布会发布的各项措施，既着眼当下，也立足长远，旨在实现经济和资本市场的双重稳定。中国人民银行侧重于流动性的“量”和“价”，公布的政策均和“真金白银”相关，对于经济及市场稳定给予总量和结构上的双重支持。金融监管总局侧重于从房地产、资本市场、小微企业、外贸等多领域进行制度安排，促进相关领域稳定健康发展。证监会发布了支持资本市场健康发展的若干措施，侧重于促进资本市场高质量发展的制度建设和效率提升。 在经济层面，强化科技创新和提振消费的定向支持，帮扶小微、民营和外贸企业，体现了鲜明的结构化特征。在资本市场层面，加强主动管理和市场预期引导，持续探索、完善和促进资本市场的内在稳定机制和效率提升。 2、市场影响 2023年9月15日，我们发布了《策略专题：此三千非彼三千》提出，十六年前，是中国经济高速发展背景下资本市场带着一定泡沫的三千点；当前，是中国经济稳健发展背景下上市公司净资产夯实底部基础的三千点，所以说此三千非彼三千。以PB-ROE的视角进行解读，上证指数十六年保持在三千点，正是价值投资在市场中发挥作用的体现。 当前，随着A股上市公司净资产底部的不断夯实抬高，叠加5月7日新闻发布会强烈的政策导向，市场的抗震能力将显著增强。以PB-ROE角	报告日期：2025-05-12 执业信息 崔威 策略分析师 执业编号：S1750523090001 电话：18603058668 邮件：cuiwei@jypscnet.com 免责声明 报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。 相关报告 20250422-策略专题：关税博弈下的资产配置策略 20250323-策略专题：2024年12月行业景气指数观察 20250227-策略专题：中国ETF发展概览 20240925-策略专题：国新办发布会解读——流动性王炸与政策协同 20240912-策略专题：上证指数底部区域的极值特征 20240823-策略专题：6月行业景气指数及2024年中报披露概况 20240712-策略专题：从量化角度给黄金定价 20230915-策略专题：此三千非彼三千
---	--

度对 A 股进行价值评估，未来上证指数或将告别 3000 点，重新回到三千点下方的概率较小。

5 月 9 日，上证指数报收 3342 点，市净率 1.30 倍；静态测算，1.24 倍市净率对应 3187 点，1.20 倍市净率对应 3085 点，上证指数下方的估值支撑非常坚实。

3、资产配置策略

新闻发布会宣布降准降息，流动性充裕的货币环境已经确立，建议对下有支撑的上证指数、上证 50、沪深 300 进行网格化交易，继续关注上证红利指数、中证红利指数、红利低波指数、港股红利指数等方向。

同时建议继续关注银行板块（2025 年年度策略推荐），其推荐理由如下：

- 1) PB-ROE 评估体系显示，银行板块横向与纵向均具有比较优势。
- 2) 根据 5 月 7 日新闻发布会相关部委负责人介绍，银行业运行稳健，并有积极因素变化，如负债成本有望降低。
- 3) 《推动公募基金高质量发展行动方案》，或将增加主动型基金增配银行业的动力。

风险提示：关税冲击超预期、政策力度不及预期、经济下行超预期、银行业经营风险、公募基金配置风险。

一、5月7日国新办新闻发布会解读

4月初以来，在美国政府关税政策严重冲击国际经贸秩序，国内外金融市场剧烈动荡的背景下，中国证监会会同中国人民银行、国家金融监督管理总局、国务院国资委、外汇局等相关部门迅速行动，从政策对冲、资金对冲、预期对冲等方面打出了一揽子稳市场“组合拳”，中央汇金公司果断增持，全国社保基金、证券基金机构、银行保险机构等机构投资者、大批上市公司采取多种方式维护市场及股价稳定，A股市场在4月表现出较为强劲的韧性和抗风险能力。

5月7日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，三部门协同联动，多措并举，持续推进“稳市场稳预期”。

图表1 2025年5月7日国新办发布会“一揽子金融政策”主要内容

部委	类型/领域	主要措施
央行： 10项增量政策侧重于流动性的“量”和“价”	数量型工具	降低存款准备金率0.5个百分点，预计向市场提供长期流动性约1万亿元。 阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降至0%。
	价格型工具	公开市场7天期逆回购操作利率从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。 下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。预计每年可节约银行资金成本约150-200亿元。 降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，预计每年将节省居民公积金贷款利息超过200亿元。
	结构性工具	人民银行将设立5000亿元服务消费与养老再贷款，加大消费重点领域低成本资金支持。 增加支农支小再贷款额度3000亿元。 增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度 由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策实施。 创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券。目前有近500家市场机构计划发行超过3000亿元科技创新债券。 优化两项支持资本市场货币政策工具，将5000亿元证券基金保险公司互换便利，和3000亿元股票增持回购再贷款两个工具的额度合并，总额度变为8000亿元。
金融监管总局： 8项增量政策侧重于对多个行业、领域进行制度安排	房地产	加快出台与房地产发展新模式相适应的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，助力持续巩固房地产市场的稳定态势。
	资本市场	进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多的增量资金，近期拟再批复600亿元。
	资本市场	调整优化监管规则，将保险公司股票投资风险因子进一步调降10%，支持稳定和活跃资本市场。
	小微企业、民营企业	尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制，助力稳企业、稳经济。小微企业融资协调工作机制走访6700万户经营主体；小微企业融资协调工作机制已发放贷款12.6万亿元。将加大小微企业首贷、续贷、信用贷投放。
	外贸企业	制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营，拓展市场。将融资协调工作机制扩展至全部外贸企业。强化金融纾困。
	资本市场	修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级。
	科技创新	将发起设立金融资产投资公司的主体，扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度。
	科技创新	制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障。
证监会： 侧重于资本市场高质量发展的制度建设和效率提升	全力巩固市场回稳向好势头	强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案；全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用；配合中国人民银行健全支持资本市场货币政策工具长效机制
	突出服务新质生产力发展	将出台深化科创板、创业板改革政策措施，择机发布；抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。第三，大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持。
	大力推动中长期资金入市，完善“长钱”治理结构	大力推动中长期资金入市。在引导上市公司完善治理、改善绩效，持续提升投资者回报的同时，更大力度“引长钱”，协同各方持续提升各类中长期资金入市规模和占比，抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，今天就发布，也更好体现基金管理人、投资者同甘共苦、共同发展、相互成就，努力形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环。

资料来源：中国人民银行、金圆统一证券研究所

本次新闻发布会，鲜明地贯彻了4月25日中央政治局会议“坚定不移办好自己的事”的会议精神，“以自身高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。

从公布的各项措施看，三大监管部门各有侧重。中国人民银行侧重于流动性的“量”和“价”，公布的政策均和“真金白银”相关，对于经济及市场稳定给予总量和结构上的双重支持，具体如降准降息，增加科技创新贷款、支农支小再贷款额度，创设消费与养老再贷款工具等。金融监管总局侧重于从房地产、资本市场、小微企业、外贸等多领域进行制度安排，促进相关领域稳定健康发展。证监会发布了支持资本市场健康发展的若干措施，侧重于促进资本市场高质量发展的制度建设和效率提升。**通篇来看，本次新闻发布会发布的各项措施，既着眼当下，也立足长远，旨在实现经济和资本市场的双重稳定。**

在经济层面，强化科技创新和提振消费的定向支持，帮扶小微、民营和外贸企业，体现了鲜明的结构化特征。

其一，多措并举，重点支持科技创新。央行新创设科技创新债券风险分担工具，由央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券。增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策实施。证监会表示，将出台深化科创板、创业板改革政策措施，大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持。目前有近500家市场机构计划发行超过3000亿元科技创新债券。金融监管总局加快制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障；将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度。

其二，央行创设消费与养老再贷款工具，提振消费的创新举措。央行新设立5000亿元服务消费与养老再贷款，提升和改善服务消费供给，激励引导金融机构加大对住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业的金融支持，并与财政及其他行业政策协同配合，更好地满足群众消费升级的需求。

其三，做深做实融资协调工作机制，做好小微企业、民营企业融资支持，并扩展至全部外贸企业，强化金融纾困。金融监管总局负责人介绍，小微企业融资协调工作机制累计走访6700万户经营主体；小微企业融资协调工作机制已发放贷款12.6万亿元，其中约1/3是信用贷款，后续将加大小微企业首贷、续贷、信用贷投放。同时，制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营，拓展市场。

在资本市场层面，持续探索、完善和促进资本市场的内在稳定机制和效率提升。

其一，强调了中央汇金公司的“平准基金”地位，同时明确央行坚定支持汇金公司在必要时对股票市场指数基金增持，并向其提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场平稳运行。

其二，互换便利和股票回购增持再贷款两项支持资本市场的工具内嵌逆周期调节属性，发挥托底作用，并进一步进行优化。包括央行将两项工具总额度8000亿元合并使用；证监会扩大互换便利工具参与机构范围，央行鼓励商业银行发放信用贷款用于上市公司股票回购增持等。

其三，发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，优化主动权益类基金收费模式，通过浮动管理费

收取机制，督促基金公司从“重规模”向“重回报”转变，努力形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环。

其四，增强资本市场活力与科技创新支持力度。证监会将出台深化科创板、创业板改革政策措施；大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持。抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。金融监管总局负责人表示，将修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级。

二、市场影响

2023年9月15日，我们发布了《策略专题：此三千非彼三千》提出，十六年前，是中国经济高速发展背景下资本市场带着一定泡沫的三千点；当前，是中国经济稳健发展背景下上市公司净资产夯实底部基础的三千点，所以说此三千非彼三千。以PB-ROE的视角进行解读，上证指数十六年保持在三千点，正是价值投资在市场中发挥作用的体现。

随着A股上市公司净资产底部的不断夯实抬高，叠加5月7日新闻发布会强烈的政策导向，市场的抗震能力将显著增强，以PB-ROE角度继续对A股进行价值评估，未来上证指数或将告别3000点，重新回到三千点下方的概率较小。

1、政策的强力导向

其一，与去年在市场持续低迷时推出“924金融新政”的应对管理不同，本次新闻发布会在市场相对平稳时举行，充分体现了政策管理进入到因势而动、主动管理的状态，力图将外部形势急剧变化的负向影响预先做好政策对冲、资金对冲和预期对冲，降低市场波动，保持市场稳定，体现了非常强烈的政策预期管理。同时，证监会强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案。

其二，支持资本市场稳定的长效机制已经确立并不断完善，能够及时响应市场波动。首先，进一步强调了中央汇金公司的“平准基金”地位，明确央行在必要时提供充足的再贷款支持。中央汇金公司在前方进行强有力操作，中国人民银行作为后盾，这是全世界最有力有效模式之一。其次，不断优化逆周期工具的政策要素，逆周期调节力量持续壮大。将互换便利和股票回购增持再贷款8000亿元额度合并使用，提升了工具的便利性、灵活性；互换便利参与机构从20家券商基金扩大至40家，并增加质押品范围，纳入了港股、限售股；回购增持再贷款方面，央行宣布将贷款最长期限由1年延长到3年，鼓励银行发放信用贷款，将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从30%下降到10%。第三，调整优化保险监管规则，将保险公司股票投资风险因子进一步调降10%，支持稳定和活跃资本市场。

2、以PB-ROE测算，上证指数下行空间有限

自2007年2月以来，上证指数持续围绕3000点上下摆动，但此三千非彼三千。2007年2月16日，上证指数2998点对应的市净率为3.87倍；2024年9月26日，上证指数3000点对应的市净率已降至

1.24 倍。多年以来，A 股上市公司以持续的盈利和净资产累计增长，在上证指数锚定三千点时，其市净率不断降低，安全垫不断抬高，下行空间被持续缓慢的压缩。2024 年，上证指数平均净资产收益率为 8.76%，对应 1.24 倍 PB 估值水平，静态测算其投资收益率达到 7.06%，已具备相当的吸引力水平。

除了在两个短暂阶段（2023.12.15 至 2024.2.8 和 2024.8.5 至 2024.9.24），上证指数市净率持续多日运行在 1.20 倍之下；其他时期，当上证指数市净率触及 1.20 倍附近之后，即探明阶段性底部并展开中级反弹。2025 年 4 月 7 日（美国对等关税对 A 股冲击最大的一天），上证指数报收 3096 点，对应的市净率为 1.24 倍，当日最低点 3040 点，静态测算对应市净率 1.22 倍；此后市场出现了持续的估值修复行情。

5 月 9 日，上证指数报收 3342 点，市净率 1.30 倍；静态测算，1.24 倍市净率对应 3188 点，1.20 倍市净率对应 3085 点，上证指数下方的估值支撑非常坚实。

三、资产配置策略

2025 年 4 月 22 日，我们发布的《策略专题：关税博弈下的资产配置策略》指出，二季度货币政策加力对冲外围影响，“流动性充裕”的货币环境值得期待。建议对下有支撑的上证指数、上证 50、沪深 300 进行网格化交易，或者关注上证红利指数、中证红利指数、红利低波指数、港股红利指数等方向。

5 月 7 日，新闻发布会宣布降准降息，流动性充裕的货币环境已经明确，上述方向建议继续关注。同时建议继续关注银行板块（也是 2025 年年度策略推荐），推荐理由如下：

1、PB-ROE 评估体系显示，银行板块横向与纵向均具有比较优势。

截至 5 月 9 日，银行业市净率 0.55 倍，在 31 个申万一级行业中估值最低，2010 年以来市净率分位值为 18.93%，处于历史低水位；净资产收益率 9.33%，在一级行业排名第 7 位；近 12 个月股息率 6.51%，在一级行业中排名第 2 位；2010 年以来股息率分位值高达 99.53%。

2、根据 5 月 7 日新闻发布会相关部委负责人介绍，银行业运行稳健，并有积极因素变化。

一是金融运行总体稳健，行业安全垫持续增厚。前 4 个月，银行资本充足率、保险偿付能力充足率保持稳中向好态势，不良贷款率同比下降约 0.1 个百分点，拨备覆盖率同比上升约 10 个百分点。

二是大型商业银行资本补充工作正在加快实施，各地正在多渠道有序补充中小金融机构资本金。这些措施将进一步增强金融体系韧性和服务高质量发展的能力。

三是负债成本有望降低。通过降准，可以优化央行向银行体系提供流动性的结构，降低银行负债成本，增强银行负债的稳定性。央行将通过利率自律机制引导商业银行相应下调存款利率。

今年 3 月末，农业银行副行长林立在该银行 2024 年度业绩发布会上曾经表示，存款利率市场化调整机制不断完善，预计 2025 年负债成本仍将有一定程度的下降。

3、《推动公募基金高质量发展行动方案》，或将增加主动型基金增配银行业的驱动力。

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》。证监会负责人介绍，行动方案的

基本思路是倡导巴菲特的价值投资、长期投资、理性投资理念，努力回报投资者。行动方案突出强化与投资者的利益绑定，督促基金公司从“重规模”向“重回报”转变，把业绩是否跑赢基准、投资者盈亏情况等指标纳入基金公司和基金经理的考核体系。

沪深 300 指数是 A 股市场上较为常见的基准指数之一，很多全市场选股的主动管理型基金将其作为重要的业绩比较基准。沪深 300 当中，银行业权重最高，5 月 9 日银行占沪深 300 权重达 13.7%，虽然银行业呈现了较好的长期投资价值，但因短期弹性相对不足，致使银行业在基金资产中长期处于低配状态。行动方案实施后，对于业绩长期低于沪深 300 指数的公募基金，或增加其配置银行业的压力及动力。

根据 2024 年基金年度报告，开放式普通股票型基金合计持有股票市值 4475.92 亿元，其中持有银行市值 133.50 亿元，占其股票投资市值比为 2.98%，远低于标准行业配置比例（10.97%），2017 年至 2024 年八年期间，年度平均低配银行业 7.21 个百分点。

假设开放式普通股票型基金持有股票市值 4475.92 亿元不变，若其银行资产占股票投资市值比提高 5 个百分点至 7.98%（仍低于标准行业配置比例），则带来银行增量资金约 224 亿元，已是 2024 年末基金持有银行市值规模的 1.67 倍，增量资金充沛。

除银行以外，非银金融也遭显著低配。2024 年末，开放式普通股票型基金对非银金融合计配置比例为 1.21%，标准行业配置比例为 6.95%，低配了 5.74 个百分点。

图表 2 开放式普通股票型基金各年度报告，银行长期处于低配状态

序号	持有银行市值 (万元)	占基资产净值 比(%)	占股票投资市 值比(%)	股票市场标准行 业配置比例(%)	相对标准行业 配置比例(%)	年度报告
1	1,335,004	2.65	2.98	10.97	-7.98	2024年
2	898,010	1.55	1.71	8.70	-6.99	2023年
3	994,320	1.49	1.65	8.36	-6.71	2022年
4	1,617,428	1.92	2.13	7.76	-5.62	2021年
5	1,593,585	2.43	2.70	9.15	-6.45	2020年
6	1,098,387	4.16	4.66	13.31	-8.65	2019年
7	970,568	5.00	5.90	14.20	-8.30	2018年
8	1,050,678	4.33	5.15	12.14	-6.99	2017年
均值	1,194,747	2.94	3.36	10.57	-7.21	

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：关税冲击超预期、政策力度不及预期、经济下行超预期、银行业经营风险、公募基金配置风险。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其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, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：

厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：

深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：

上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：

北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室