



# 回归剩余流动性框架，应对重于预判

2025年权益市场投资展望

沅京资本管理（北京）有限公司

# 津京观点：回归剩余流动性框架，应对重于预判

- **2024年市场回顾：**全年市场大幅波动，年初经历小盘股流动性危机大幅下跌，在短期反弹后由于经济持续下行，政策应对不力而持续下跌，情绪达到历史极端低位，但在政策转向后又大幅反转。全年上证指数上涨14.2%，Wind全A指数上涨12.5%，国证2000指数上涨2.0%，恒生指数上涨17.9%。行业指数方面，银行、非银金融、通信分别上涨42.7%、36.9%和34.2%，医药、农林牧渔和消费服务分别下跌11.2%、9.4%和6.1%。全部公司上涨比例46%，收益率中位数-2.68%，赚钱效应一般。全年看风格以红利、价值股大幅跑赢，成长股则阶段性表现较强。
- **2025年市场环境展望：**市场的确定性来自于宏观政策基调的大幅转向，即高度重视稳定经济增长、全面提升内需和稳固资产价格，不确定性则来自于政策实施力度和效果。一方面我们需继续跟踪宏观政策细节、观察政府治理改善程度、把握政策变化的节奏；另一方面也要评估政策实际效果，包括最核心的房地产市场、最重视的内需消费提振和最具挑战的出海出口前景。尽管我们深知提升经济难度不小，但近四年的地产、产能、库存、金融周期下行压力释放，对经济低位企稳、进入平台巩固也应当抱有期待。海外经济预计温和放缓与结构差异并存，主要国家的政治格局变化极大影响着经济和产业发展方向。同时，过去几年累积的地缘政治影响可能出现变局，逆全球化在阶段性高峰以后会相对平静，危与机都蕴含着新的投资视角。总体看，在美国不出现再通胀风险下，我们预计国内权益市场环境温和而稳定。
- **2025年市场投资机会：**未来投资机会将是结构性且多元化的，在不同供需角度和产业维度都能找到有吸引力的投资机会：一是对于需求强贝塔的细分行业，依据景气数据把握投资节奏，如科技中包括AI在内已有产业爆发迹象的赛道、技术进展逐步接近产业化阶段的产品以消费领域中的新模式新品类；二是对于需求弱贝塔的行业，主要看供给端的格局变化和盈利弹性，周期性公司行业在底部回升的时候，基于格局改善的提价、产能利用率提升、建设产能的投放，盈利会展现出巨大弹性；三是缺乏需求贝塔的行业则寻找公司自身阿尔法，主要来自于第二增长曲线、并购重组、回购分红提升等，上市公司自身动力加强会给我们创造很多吸引人的参与机会。
- **2025年投资策略：**权益市场环境改善，风险偏好明显修复，紧密跟踪经济基本面改善程度把握投资节奏，应对重于预判。如企业盈利改善趋势明显，则市场可能会有整体性上涨机会，对经济增长敏感、竞争优势明显、盈利弹性较大的周期性公司更具吸引力；如果经济弱复苏，则市场将以时间换空间的震荡格局，各类细分行业贝塔和公司自身阿尔法亦能提供有价值的投资机会。

# 津京观点：回归剩余流动性框架，应对重于预判

## 经济周期

- 中国经济的恢复仍需要较大努力，包括恢复房地产市场信心、加大财政扩张力度、全面提升内需、平衡稳增长与调结构的着力点，经济将结束几年来的快速下行期，而进入低位平台期。
- 美国经济本轮下行受政策和经济因素影响，下行速度缓慢，25年仍然是比较平衡的状况，通胀和就业小幅回归，虽然增长不会失速但力度将会明显减弱。

## 金融周期

- 金融条件将会回归，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策会推动全社会流动性有明显改善，对资本市场而言则是回归剩余流动性框架，在经济筑底阶段金融市场流动性通常比较充裕。
- 美联储进入降息周期但节奏会比较缓慢，预计明年仍会降息1-2次但市场已经充分计价，更应该关注的是可能的通胀上行风险，以及财政继续扩张带来的经济和金融层面的负面压力。

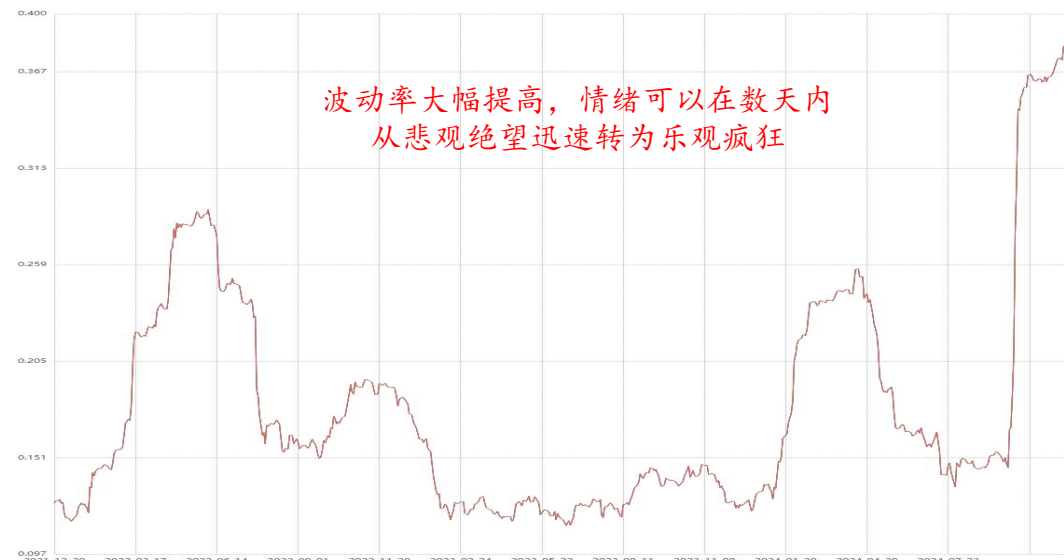
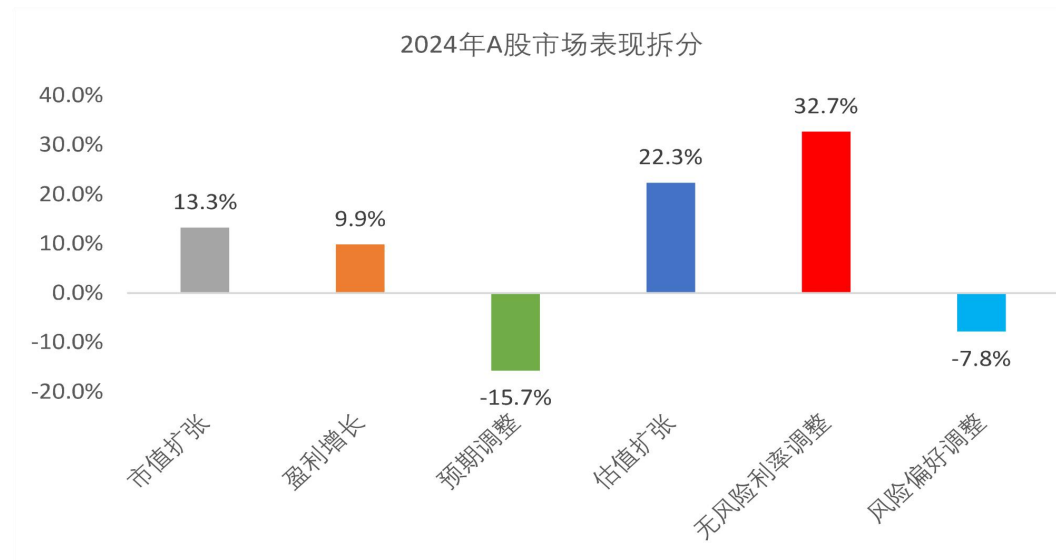
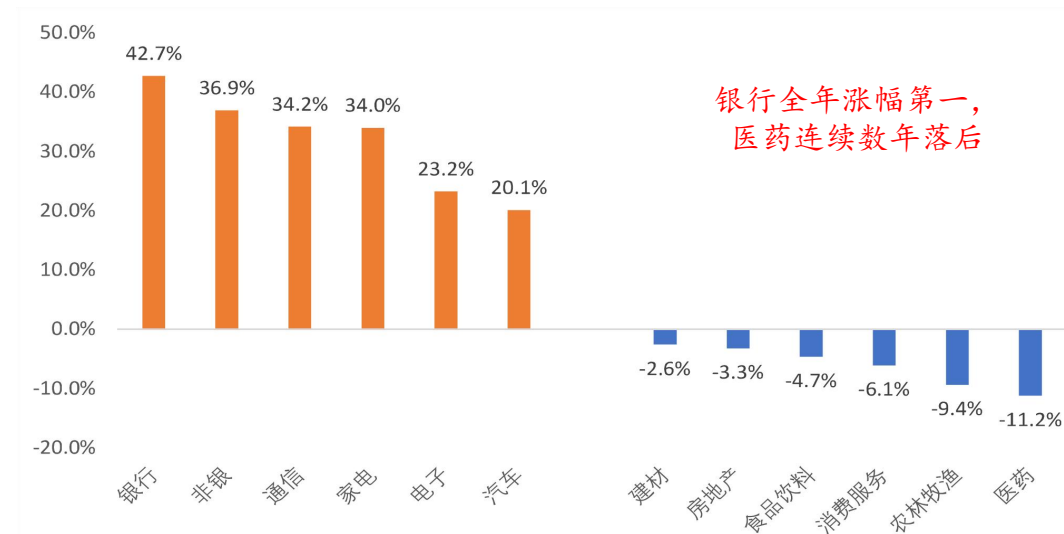
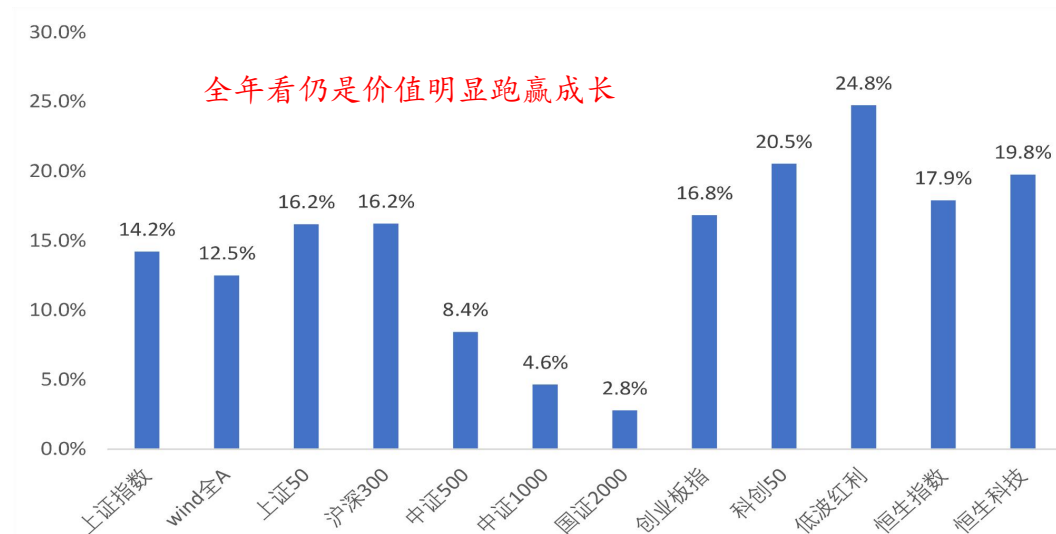
## 政策周期

- 宏观政策已经明确显著转向，主要看落实落地效果。财政扩张是短期最为有效的手段，货币政策还有调整的空间，特别是需要匹配经济增速和实际利率状况。产业政策继续聚焦新质生产力。
- 特朗普新任美国总统后预计会带来巨大挑战，不仅包括中美之间的挑战，也包括俄乌、中东、美欧等地缘关系的变化，其影响不仅在宏观层面，也会产生在大量行业层面。

## 市场周期

- 场外散户资金的流入盘活了市场情绪，机构资金大概率也不会再大幅流出，权益风险溢价回到历史平均水平，换手率消化到历史正常状态后，市场会进入到相对温和震荡的阶段。
- 当前估值处在历史中性略偏高水平，特别是部分成长性板块明显偏贵。市场结构特征仍然明显，从PEG角度看市场整体对于增长与估值的定价大致平衡。

# 市场回顾：遭遇史上行情波动最大的一年



# 市场回顾：24年投资观点预判的反思

- 对于经济形势和市场环境的判断，海外形势相对稳定，美国经济保持平稳，也进入了降息周期，包括地缘政治、“去中国化”都未对国内市场形成重大冲击，内部因素还是核心逻辑。在对内上，我们似乎延续了23年的思维偏差，一方面是房地产依靠内生力量无法探底，另一方面是政策对经济下行压力的耐受度超出预期，情况糟糕到直至三季度末才大幅转向。
- 尽管前后来看，经济下行后政策也发力了，但巨大的过程波动、极致的情绪转换也给今年的权益投资带来了甚至超乎历史的挑战。

预判：趋势压力转缓，行业风格扩散	现实：政策耐受超出预期，市场经历显著波动
偏差的判断	
整体宏观政策力度在经济压力之下将会加大	政策的耐受力超出我们预期，大部分时间政策仍然调结构而非稳增长
金融条件会趋于宽松，财政力度加大	基于主观或者客观原因，金融条件仍然是紧缩性的
美联储降息会缓解国内市场压力	美联储进入降息通道，但美债利率仍在高位，中美利差继续扩大
机构资金持续失血、北向资金外流或能缓解	由于经济恢复低于预期，机构资金仍明显流出，散户资金占主导交易
市场指数整体难有较大上涨	波动率大幅上升，市场情绪极致转换，后期指数涨幅显著
风格上从主题投资过渡到景气投资	风格上仍然偏红利和成长，只是主题投资更重新兴产业而非小市值
正确的判断	
美国经济维持平衡态势，进一步向上和向下都空间不大	经济平稳并进入降息周期，但资产价格反应并不明显
房地产牵一发而动全身，地产稳则经济稳	在政策持续推动之下，房地产市场后期有所企稳
“去中国化”延续，在经济和金融层面上仍有压力	从政治、经济、金融各个维度看中美脱钩仍然是未变的趋势
刺激消费政策更加积极有力	消费确实成为政策突破口，后期以旧换新政策力度较大
地缘政治还会加大，但不会是影响市场的核心	地缘政治确有波动，但对于市场的影响不大，还是以内为主

一、宏观经济与增长

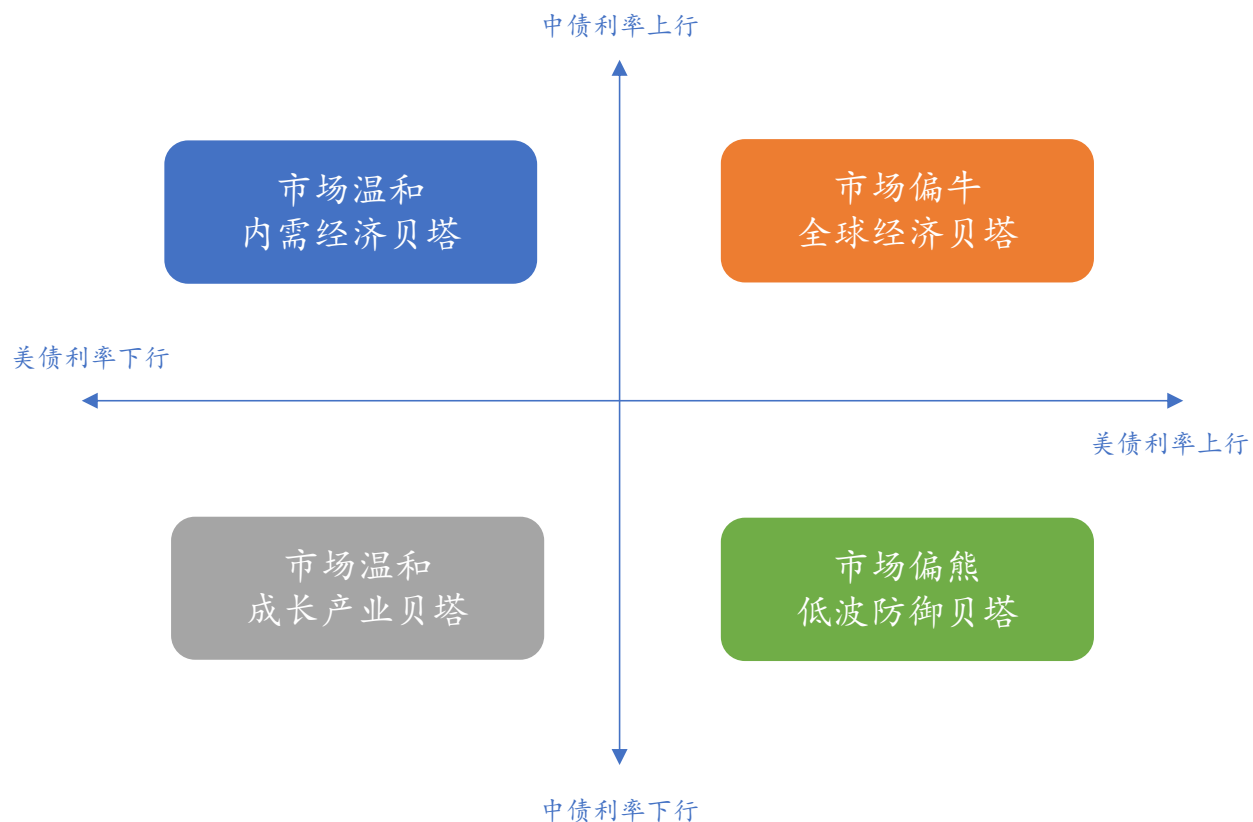
二、业绩与市场趋势

三、投资结构与方向



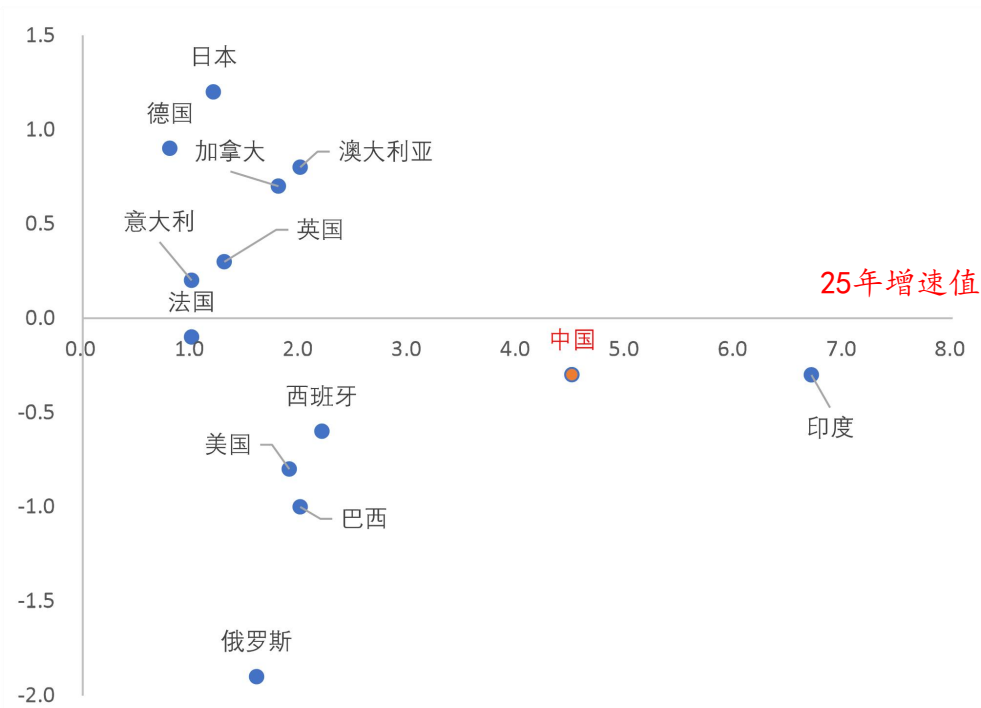
# 中美利差指引权益趋势和风格，但也要计入预期效应

- 中美利差模型总体反应中国与美国的经济差异，能够大致勾画出国内市场（主流蓝筹公司）的投资吸引力。
- 但在中美政策差异、政治博弈背景下，也需要计入预期效应，总体来说中美利差收缩更有利于国内市场。
- 往后1-2年看中美利差扩张过了幅度最大、速度最快的时候，可能会相对稳定，国内资金流出也过了最艰难的时候。

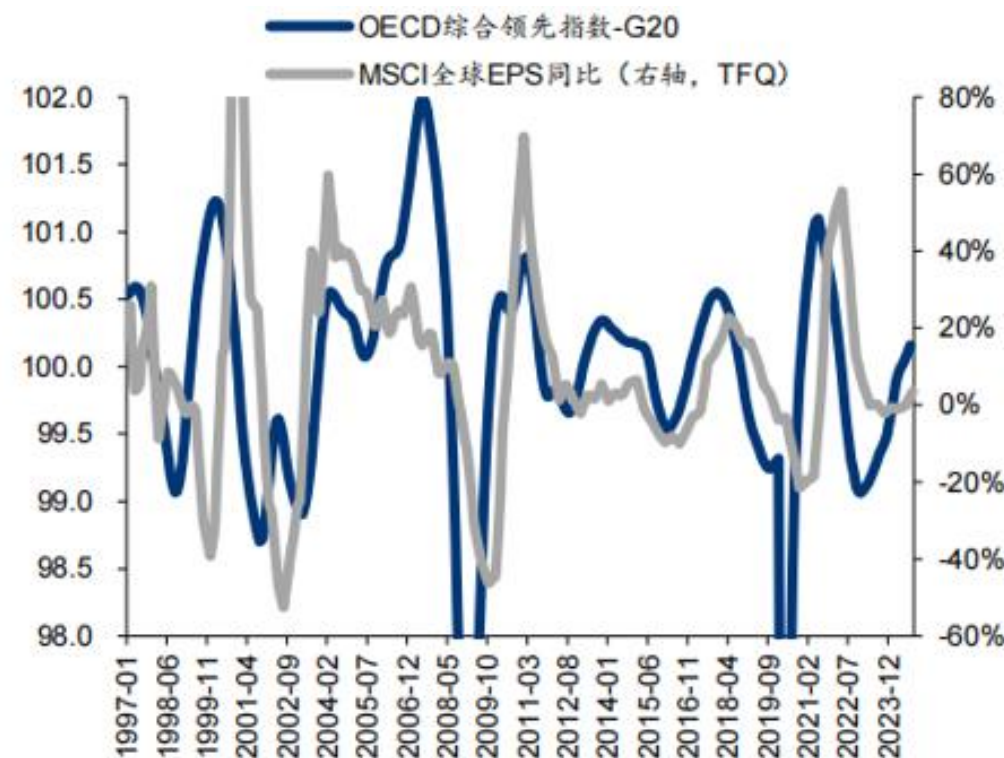


# 全球经济中性位置，各国增长结构分化

- 从OECD领先指标和上市公司业绩增长速度看，当前全球经济增长动能处于中性位置，较历史高低值相比都是中间水位，因此很难看到全球经济系统性的加速或减速。
- 从各国经济增速结构看，美国、中国、印度可能都会降速，而欧洲、日本则相对会加速。从全球经济结构看，中国也处于相对平衡位置，毕竟24年中国经济实际降速是最为明显的。



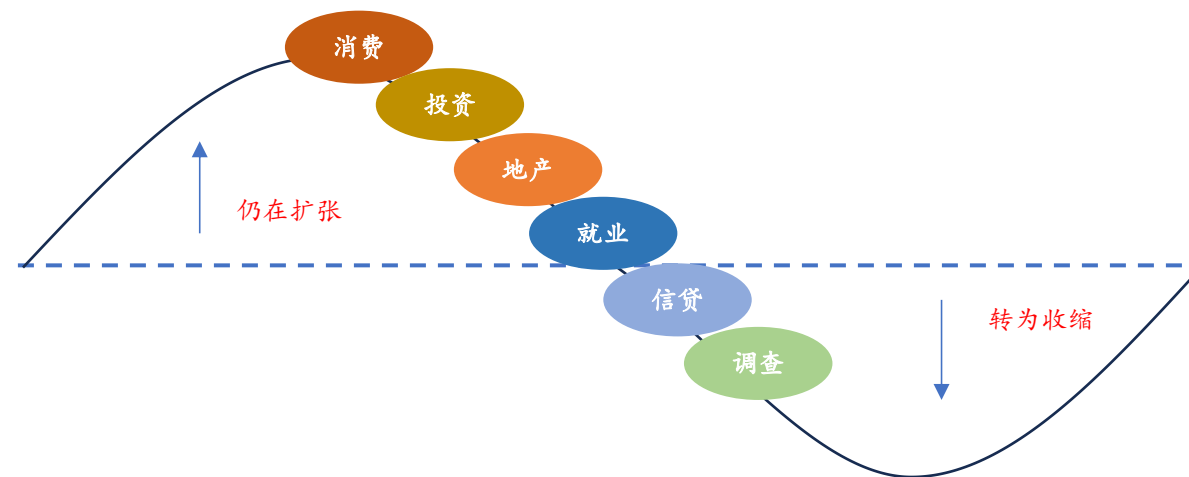
25年增速变化



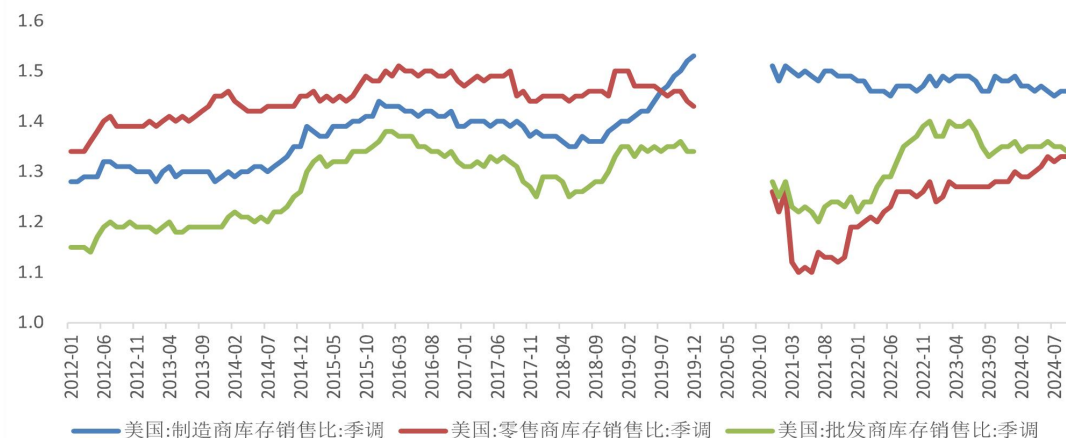


# 美国经济仍处温水状态，难见大幅扩张和收缩

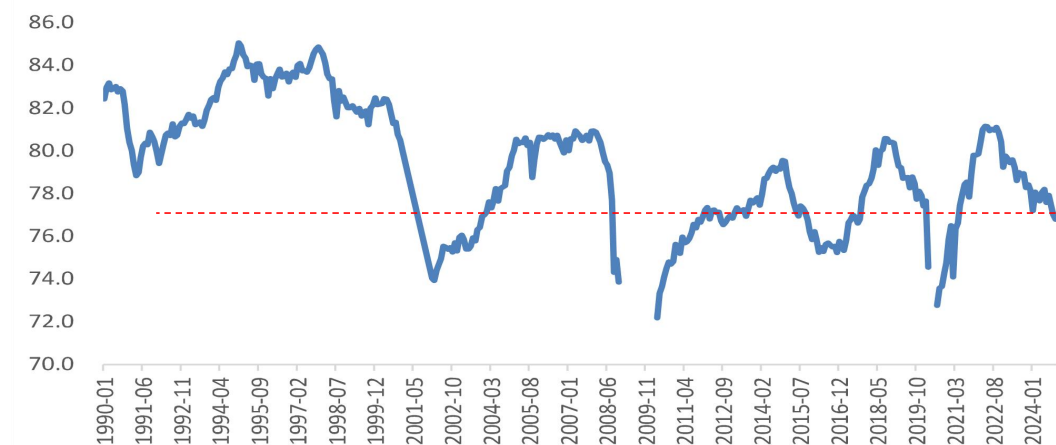
- 在经历了疫情冲击和显著财政扩张之后，美国经济显得十分复杂。一方面是之前财政扩张、移民涌入带来的供需双向提升的余温还在，另一方面总统更替、财政扩张放缓等因素，也会使得进一步扩张的动力减弱。
- 美国经济还在温和冷却中，库存周期看销售库存均处在历史不低水平，产能周期看产能里用下滑至中性位置，从经济各项动能看也在渐次收缩，因此总体判断美国经济在缓慢地、可适应地收缩，尚不会形成明显的短期冲击。



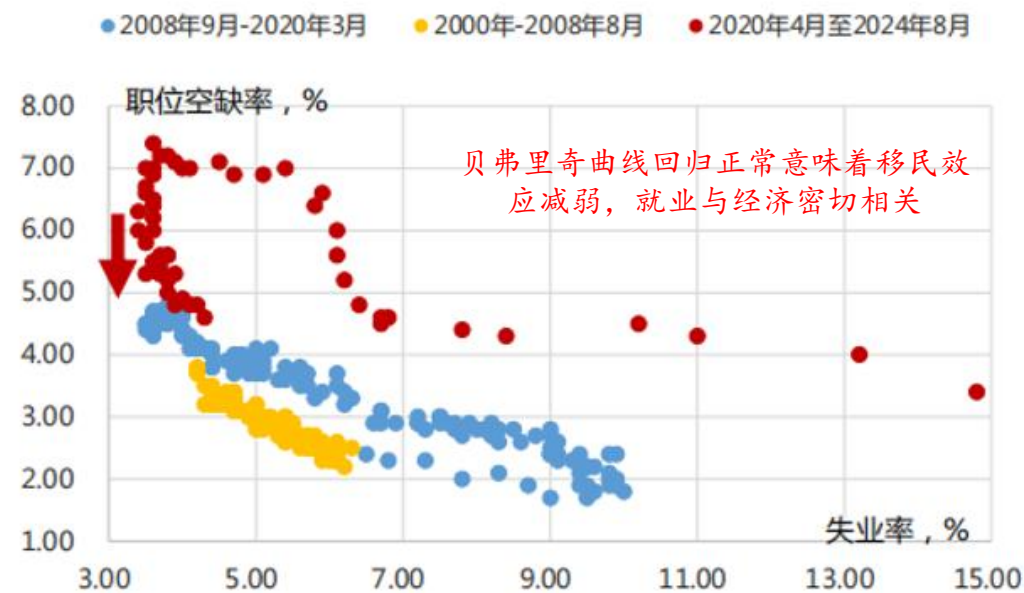
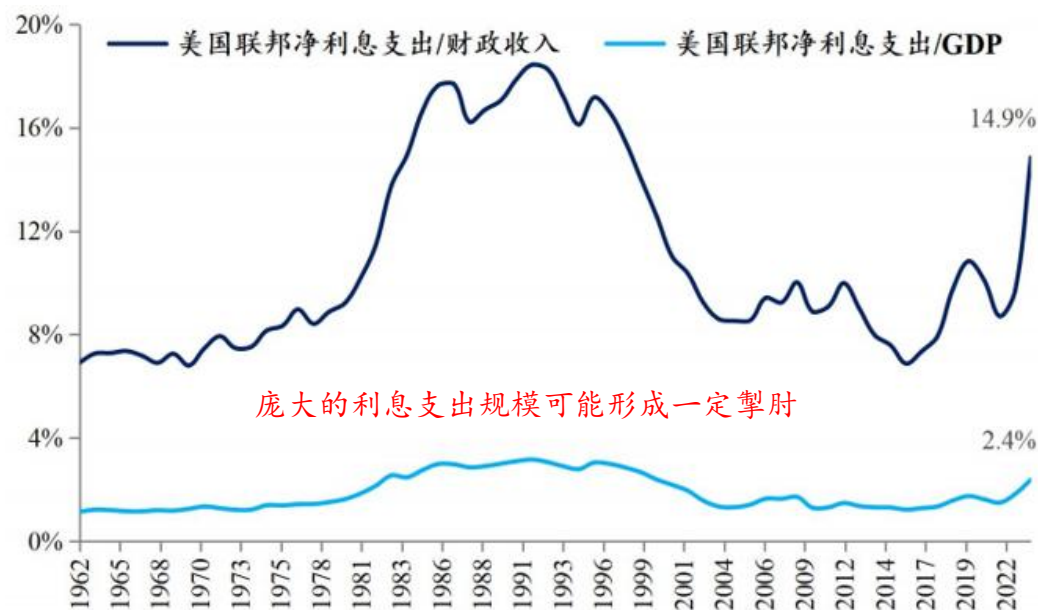
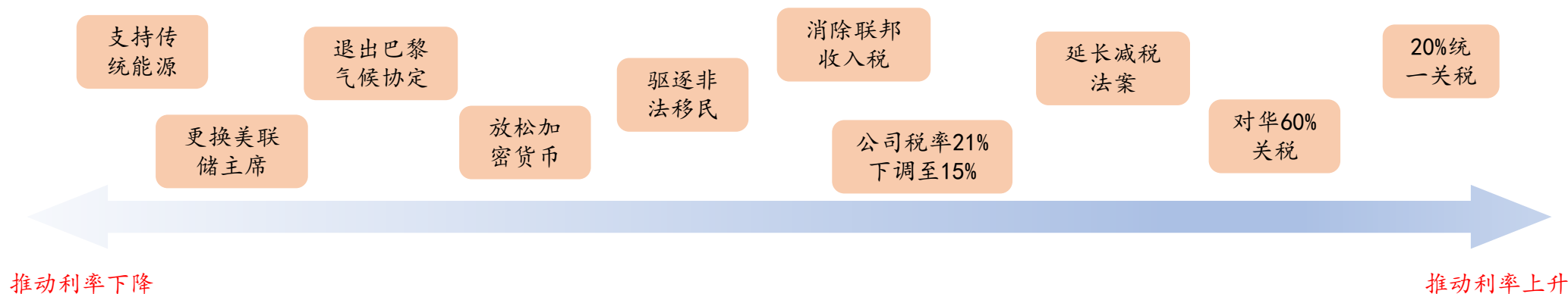
美国消费库存销售比



美国产能利用率（季调）

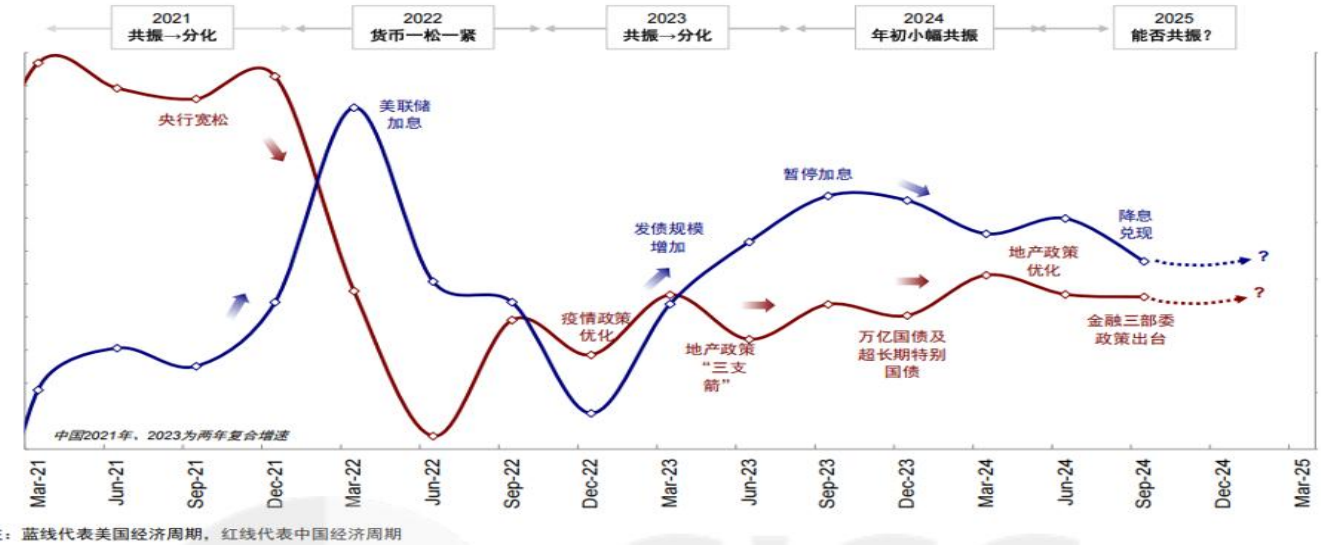


# 特朗普新政更多发力供给端但还要需求端支持



# 中美经济周期差距可能会进一步缩小

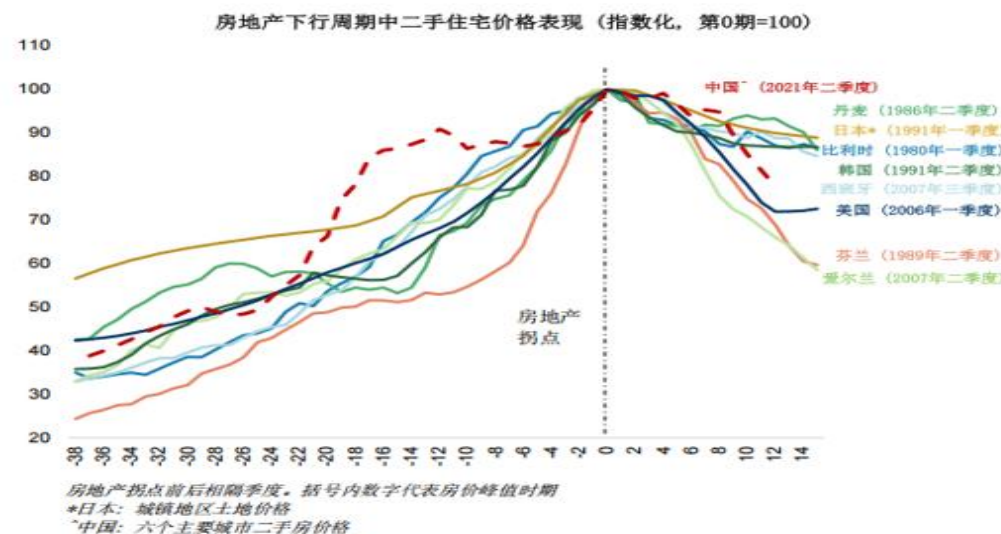
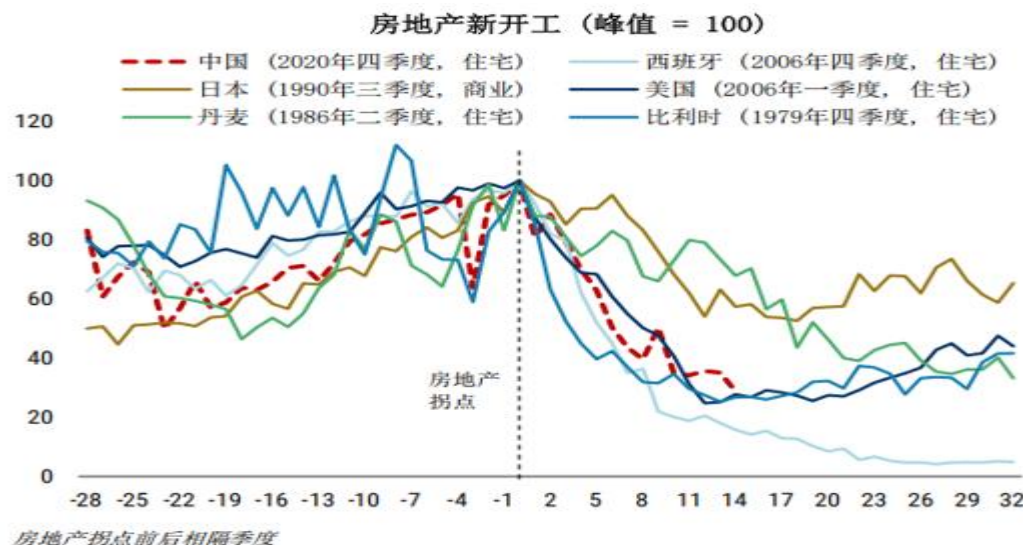
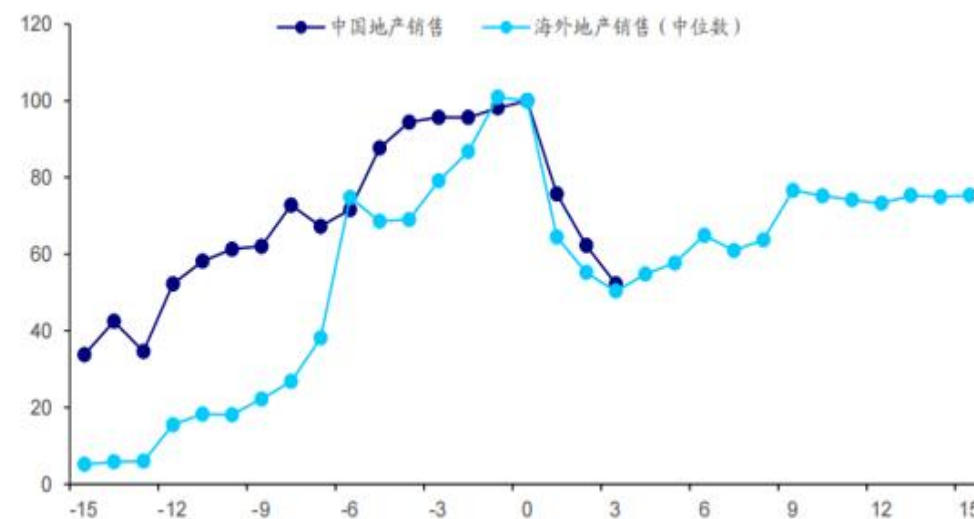
- 过去几年，两国经济周期比较显著的呈现美强中弱的格局，从经济增长动能、货币财政政策看，美国都是明显的扩张状态，中国都是明显的收缩状态。
- 在24年下半年以来，随着美国进入降息周期、财政扩张放缓，中国则开始重视宏观逆周期调节、降息降准、加大财政扩张，定性看两国的经济周期似乎也应该进入周期靠近的阶段。





# 国内经济核心要素房地产可能先量起再价稳

- 随着房地产支持政策的不断推出，主要城市的成交量似乎进入底部区间，24年全年全国新房和二手房的成交面积约为10.5亿平米，较最高点下降约45%。
- 从各国历史横向比较看，成交面积已经调整比较充分，但新开工、投资还在探底区间，同时房价似乎还有进一步下调的可能（但价格因素干扰也更大）。房地产市场总体面临着量先稳、价再稳的局面，同时也有待一线城市向二三线城市的扩散。

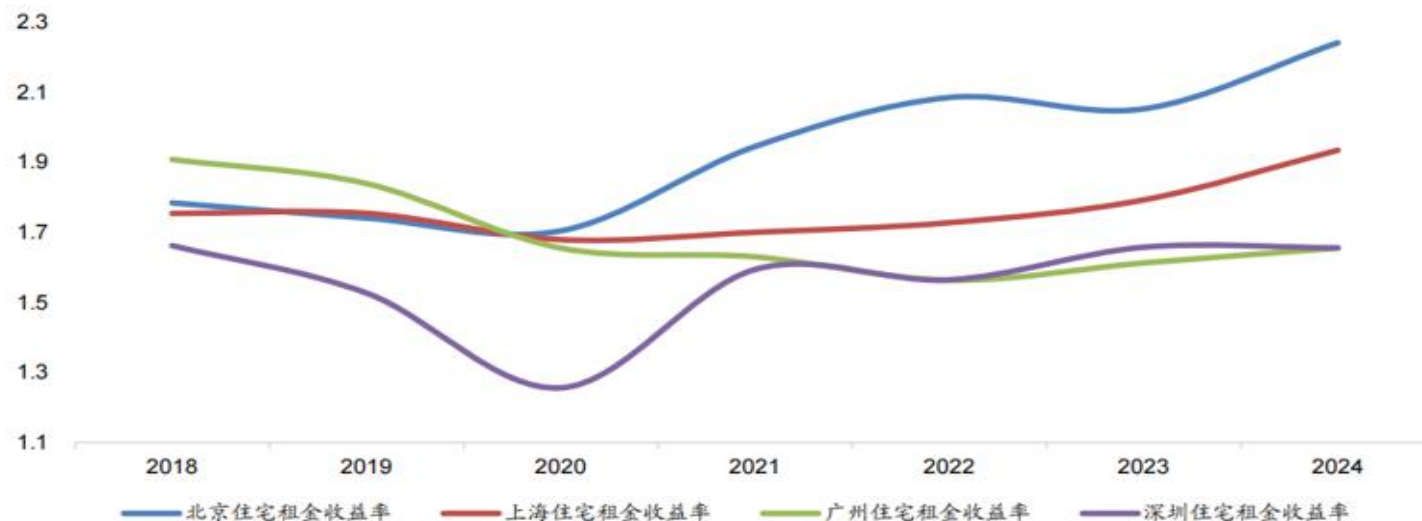
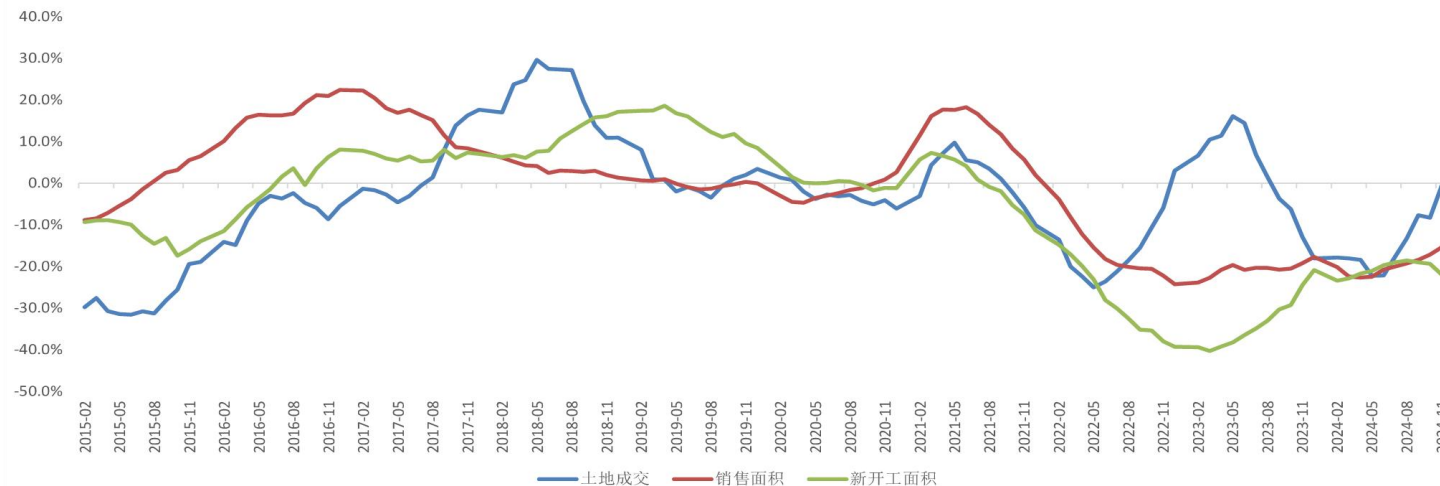


# 房地产市场应当处在长期的底部区间

➤ 尽管从经济、人口、产业结构角度看对房地产仍有不少悲观看法，但如果滚动计算12个月的房地产销售、新开工和土地成交等各产业链环节，可以看到土地成交已经明显回升，销售面积也有企稳，新开工尚存不确定性，总体是有所恢复的状态，只是力度偏弱。

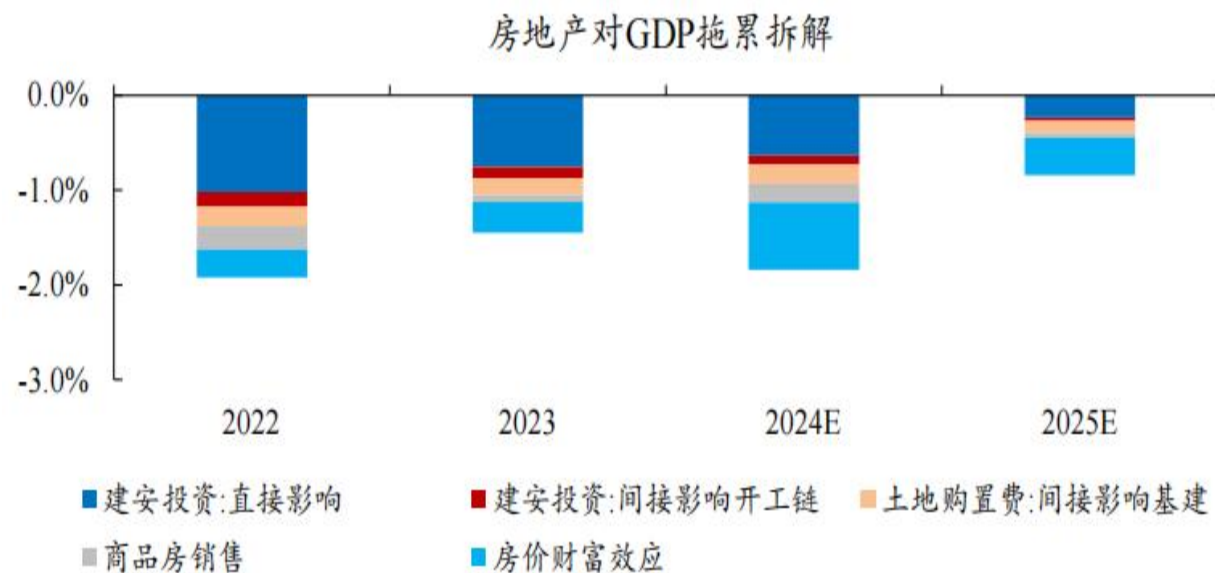
➤ 从房价来看，一线城市的租金收益率已经回升至2%左右，背景已经触及2.3%，对比现在十年期国债收益率已经下探到1.7%，一线城市房价再大幅下行的空间似乎较小，房地产市场可能过了调整最快的时候，进入中长期底部区间。

房地产运行趋势（12个月滚动累计同比增速）



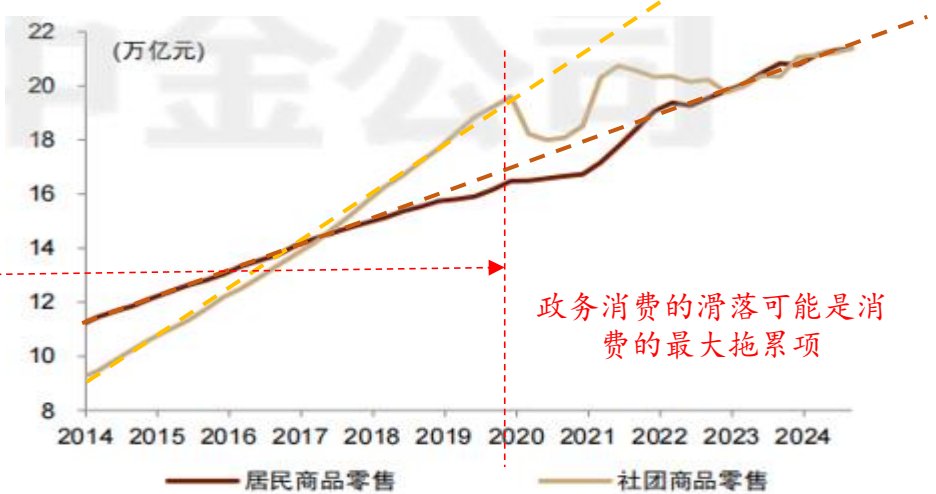
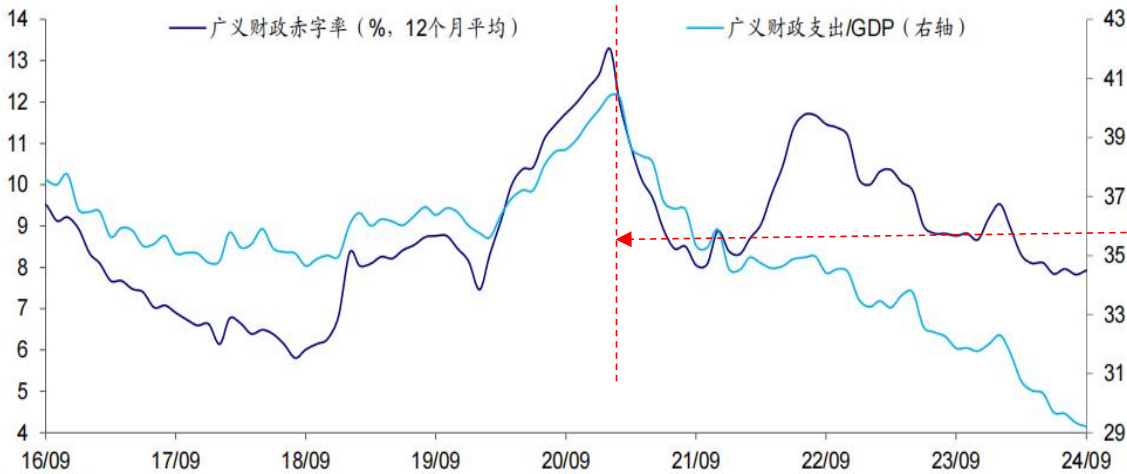


# 稳住房市股市很大程度上有助于稳住投资和消费

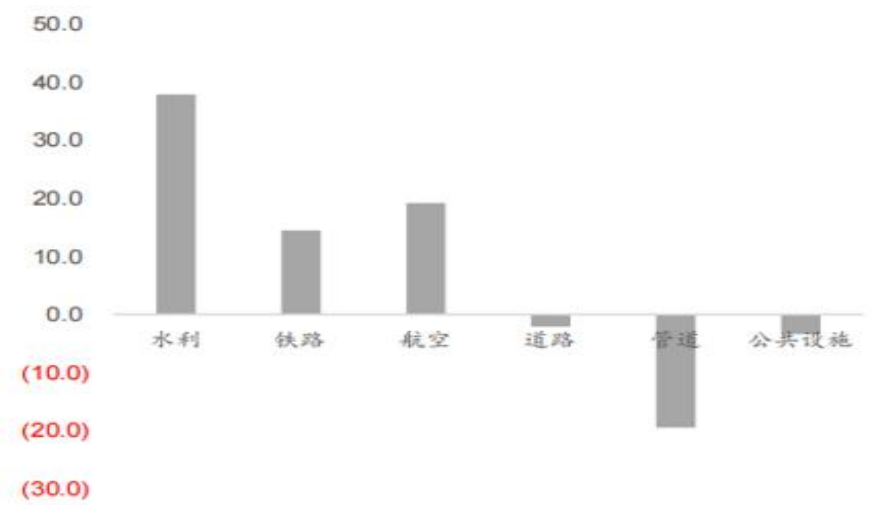
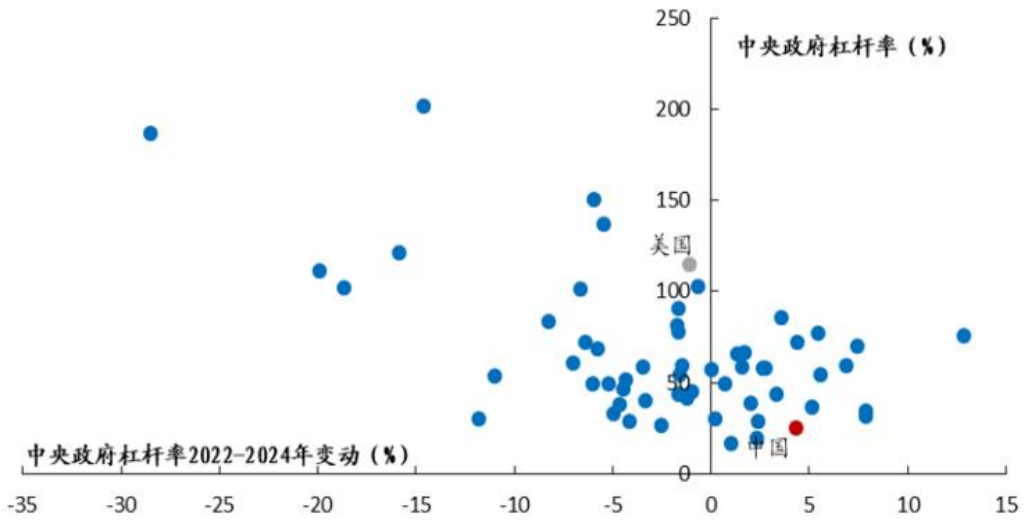


# 财政扩张的重新抬升也有助于稳住消费

图：广义赤字率走势（%）

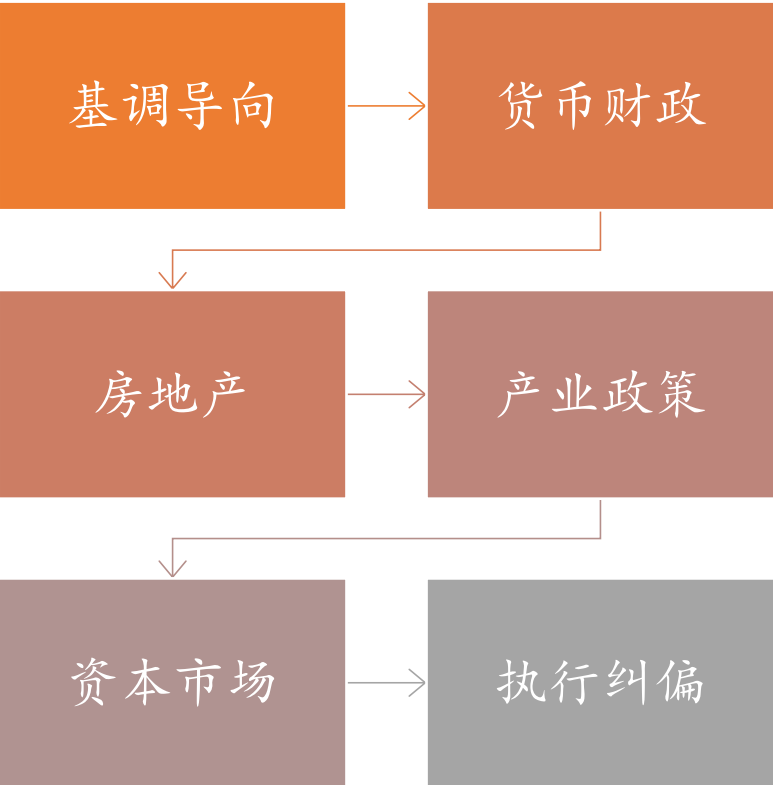


注：社会集团包括机关、社会团体、部队、学校、企事业单位、居委会或村委会等



# 虽然历经三年同样的期待，这次最大的不同是政策彻底转向

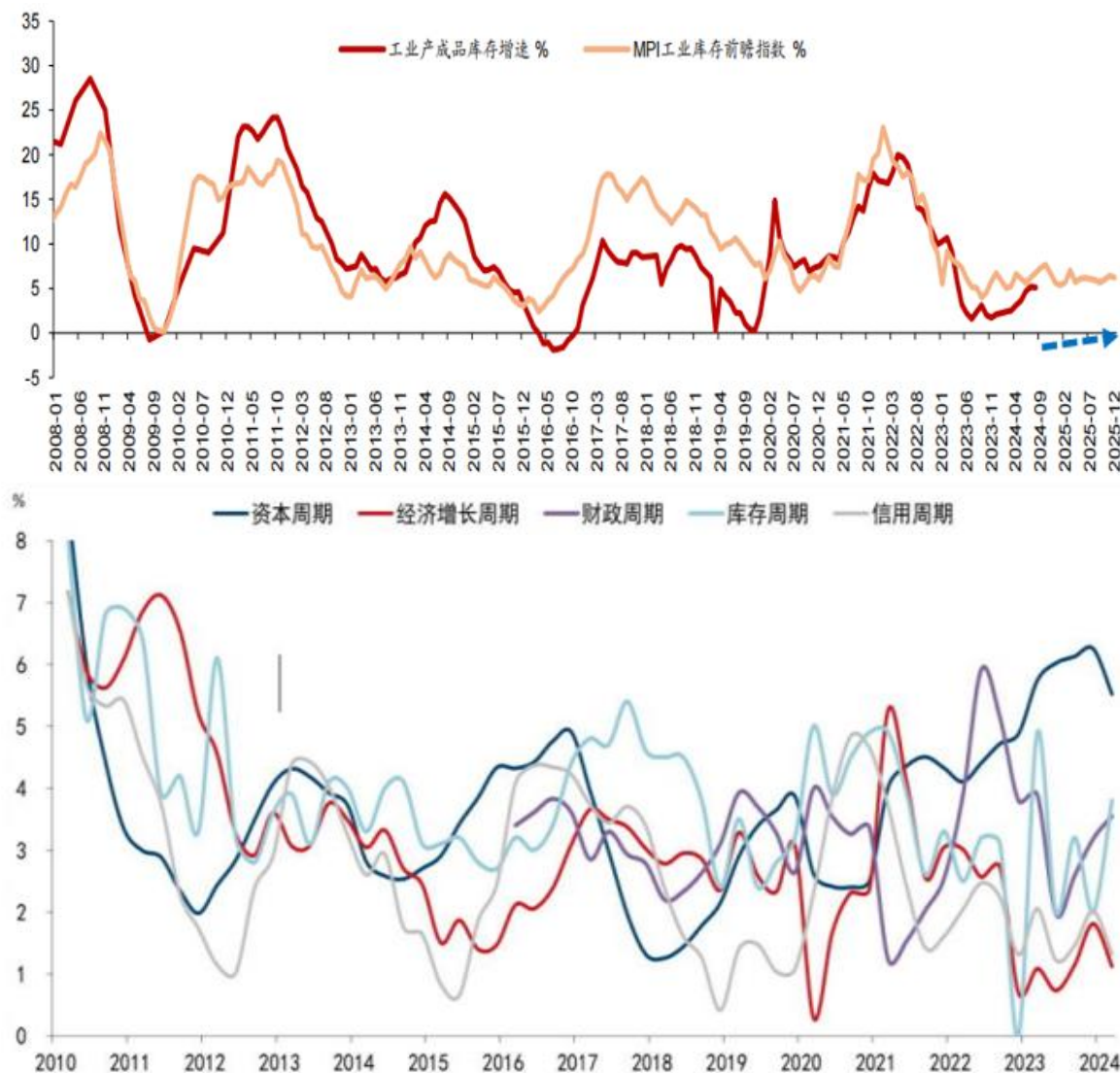
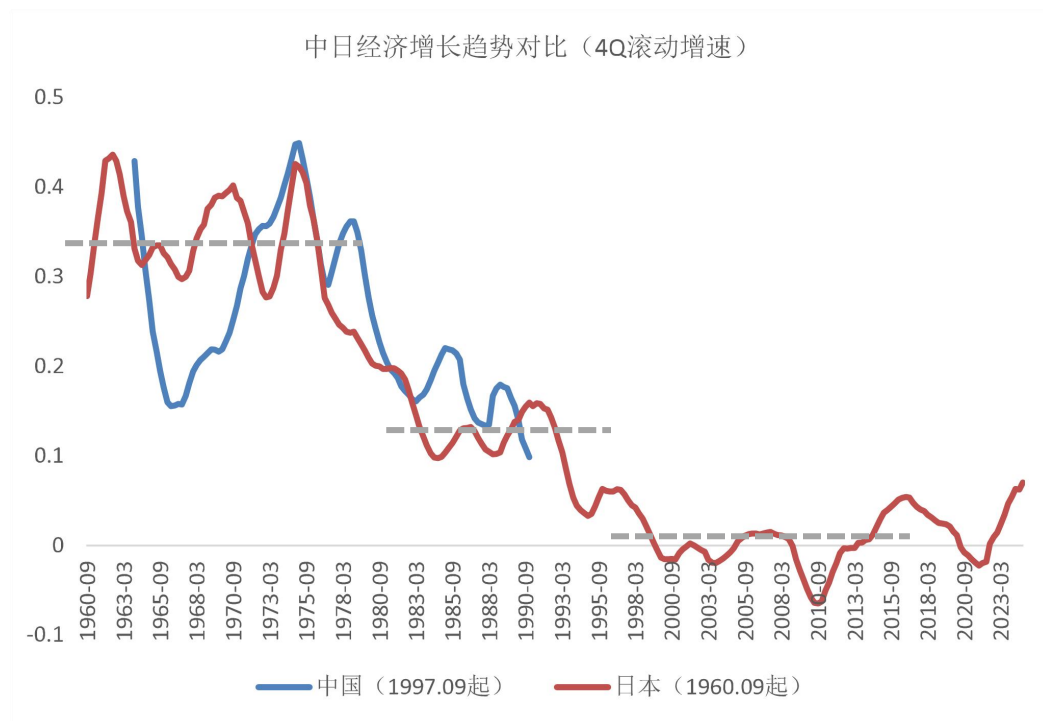
尽管权益市场对经济企稳回升不断期待、不断失望，但这次不同在于政策的确大幅转向



主要抓手	2024 年政策发力	2025 年政策有望更扩张、更积极
财政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>年初“两会”确定赤字率 3%，发行 1 万亿超长期特别国债和 3.9 万亿专项债，广义财政赤字规模有望达 8.96 万亿。</li> <li>11.4-8 人大常委会审议通过了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务等议案，规模达“10 万亿+”，包括 3 年 6 万亿置换债+5 年 4 万亿专项债+2 万亿 2029 年到期棚户区改造隐债+4000 亿元地方政府债务结存限额+安排有关中央单位上缴一部分专项收益。</li> </ul>	有望提前下达 2025 年部分专项债额度，预计 2025 年可能会大幅提升赤字率至 4% 以上，扩大专项债规模至 4.5 万亿以上，扩大特别国债规模至 2-3 万亿以上。
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>2 次降准、3 次降息：2 月宣布降准 50BP、5 年期 LPR 调降 25BP，7 月 1 年期和 5 年期 LPR 均调降 10BP，9 月降准 50BP，10 月 1 年期和 5 年期 LPR 再度调降 25BP。</li> <li>4.1 行设立科技创新和技术改造再贷款，额度 5000 亿元，利率 1.75%。</li> <li>7.8 央行公告创设临时正、逆回购。</li> <li>8.13 央行新增支农支小再贷款额度 1000 亿元。</li> <li>9.24 央行等发布一揽子增量政策，包括“放水”（降准/降息/降存量房贷利率/降二套房首付比）、布局长远（新的货币政策工具支持股市/“长钱长投”/市值管理/并购重组）、“对症下药”（收储再贷款央行提升至 100% 出资）。</li> <li>10.10 央行正式决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”，首期操作规模 5000 亿，视情可进一步扩大操作规模。</li> <li>10.28 央行创设买断式逆回购。</li> </ul>	全年降准、降息可能均在 2-3 次，其中，降准幅度在 50-100BP，降息幅度在 20-40BP，结构性工具仍是货币政策发力重点。
稳地产	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.12 住建部、金融总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，推送金融机构，做好融资支持。</li> <li>5.17 全国切实做好保交房工作视频会议召开，央行、金融总局等多部委联合出台一系列政策。主要有四类：1）下调首付比 5 个百分点；2）取消首套、二套房的贷款利率下限；3）下调公积金贷款利率 25BP；4）设立 3000 亿元保障性住房再贷款。</li> <li>6.3《关于设立保障性住房再贷款有关事宜的通知》，由央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，预计带动银行贷款 5000 亿元。</li> <li>9.24 央行等发布一揽子增量政策，包括降存量房贷利率、降二套房首付比、收储再贷款央行 100% 出资、延长支持房企政策期限、支持收购房企存量土地。</li> <li>10.12 财政部发布会，用好专项债收购存量房用作各地的保障性住房。</li> <li>10.17 住建部等发布会，宣布“两个增加”：一是通过货币化安置方式新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造...后续或视情况加大支持力度；二是年底前将“白名单”项目信贷规模增加至 4 万亿元，将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”。</li> <li>11.13 财政部、税务总局、住房城乡建设部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，契税、增值税、土地增值税预征率下限均有调降。</li> </ul>	2025 年，地方收储规模有望增加，以及中央更大程度参与地方收储，此外，促进房地产“止跌回稳”要求下，仍可能继续放松，尤其是一线城市放松限购限售。
设备更新和消费品以旧换新	<ul style="list-style-type: none"> <li>第一轮：3.13 国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，新一轮大规模设备更新下，传统制造业、服务消费行业的绿色、数字化改造是发力重点。</li> <li>第二轮：7.24 财政部等印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加码支持大规模设备更新和消费品以旧换新，包括：一是进一步加大对重点领域更新换新的补贴力度，二是扩围。</li> </ul>	2025 年有望实施新一轮实施设备更新和消费品换新政策，参照第二轮，继续“真金白银”给钱，比如扩大消费品以旧换新的规模和品种，发行有力度的消费券等。



# 所以经济周期渡过下行最快阶段，进入低位平台区间



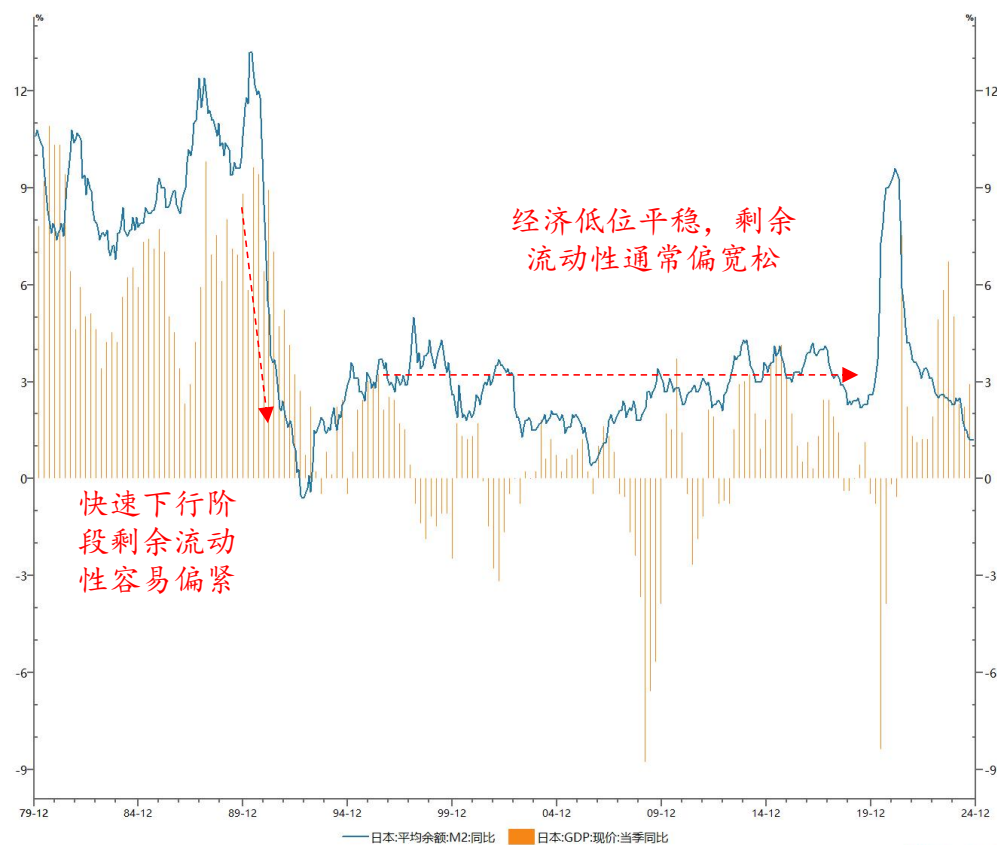
## 而未来金融条件预计会有所回归



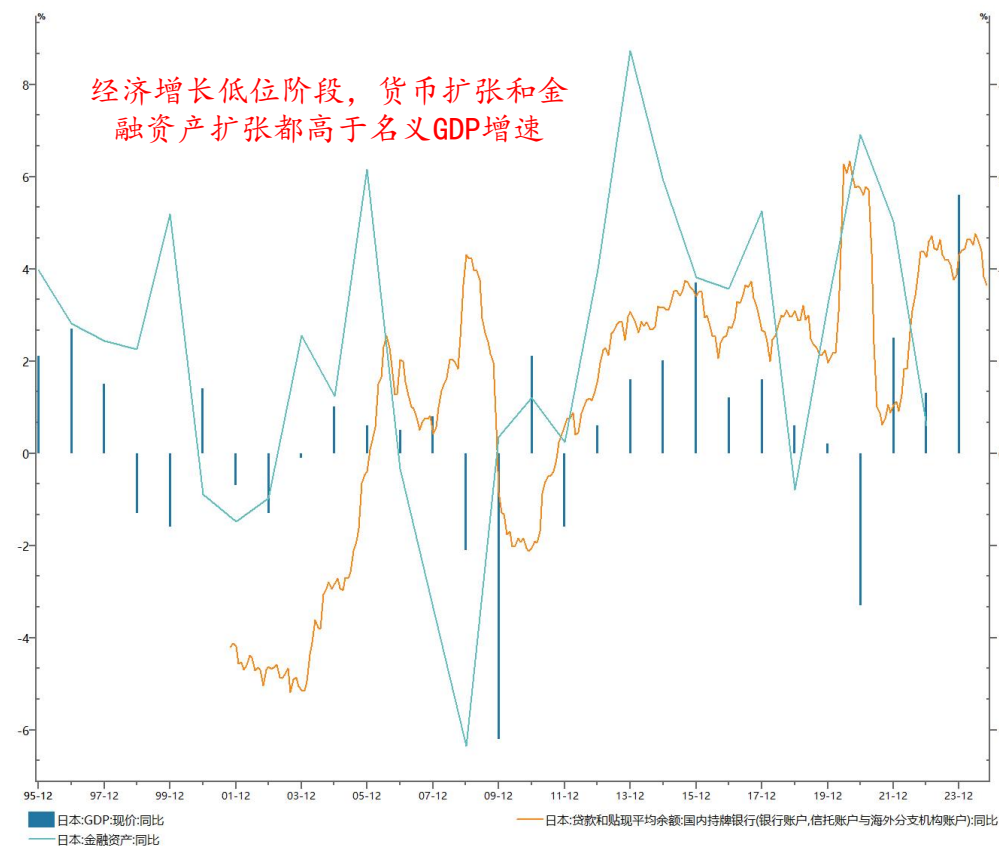


# 参考日本经验，增长进入低位平台期后剩余流动性均较宽裕

日本经济增速转换台阶过程中，剩余流动性容易受政府调控滞后影响



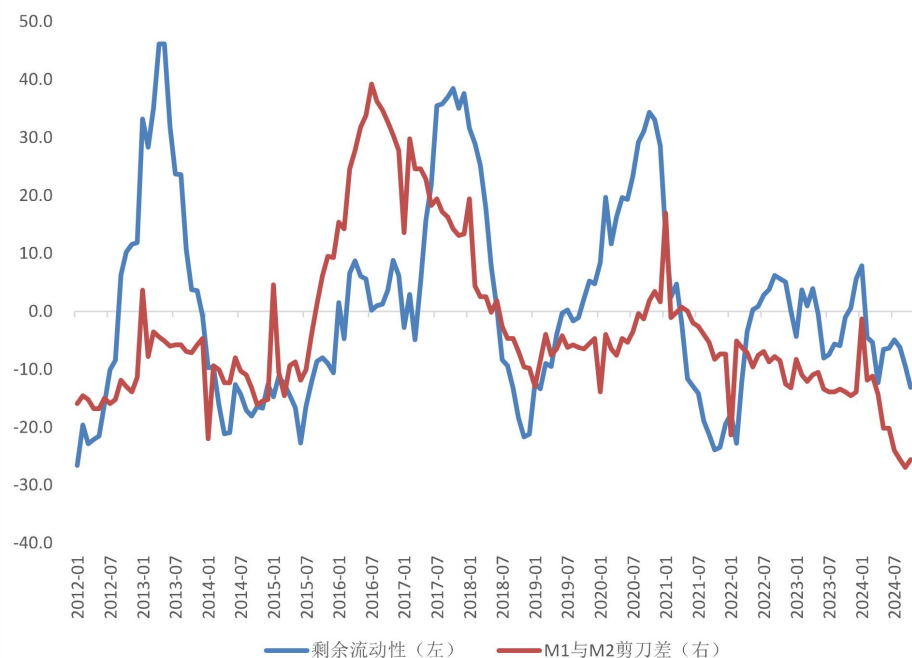
数据来源: Wind



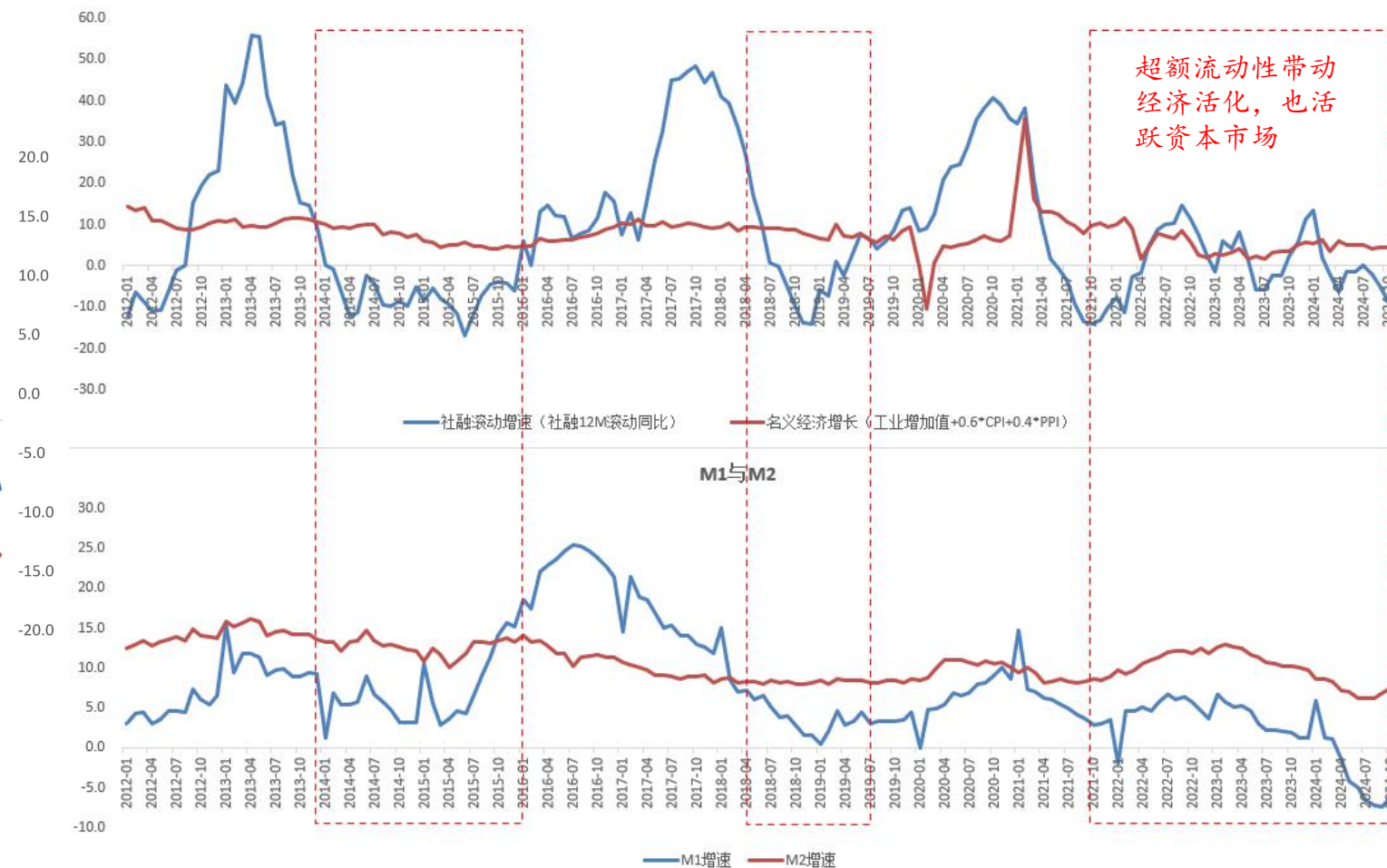
数据来源: Wind

# 重回剩余流动性框架，权益市场流动性将会改善

剩余流动性与M1/M2剪刀差



剩余流动性

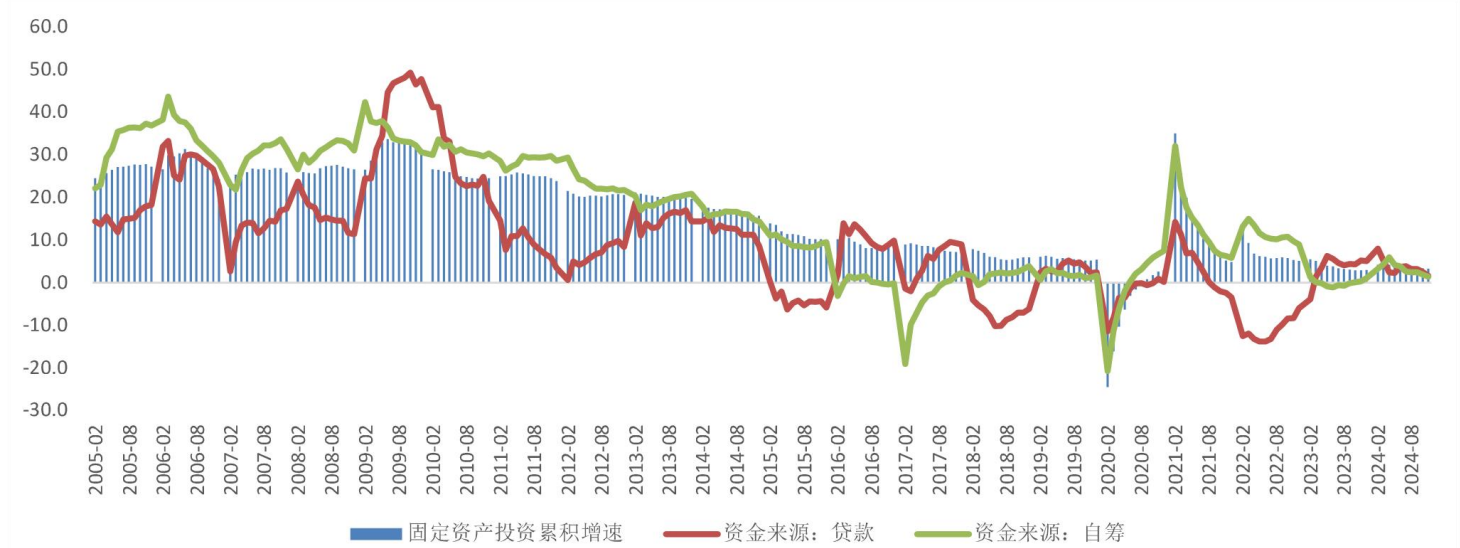
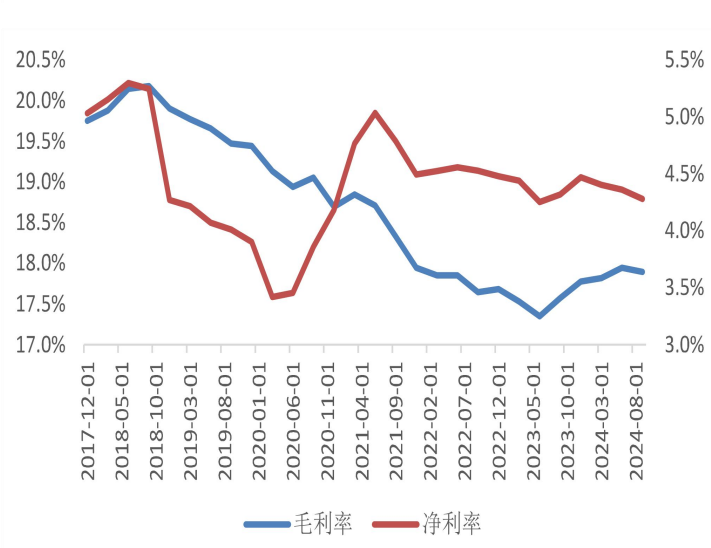
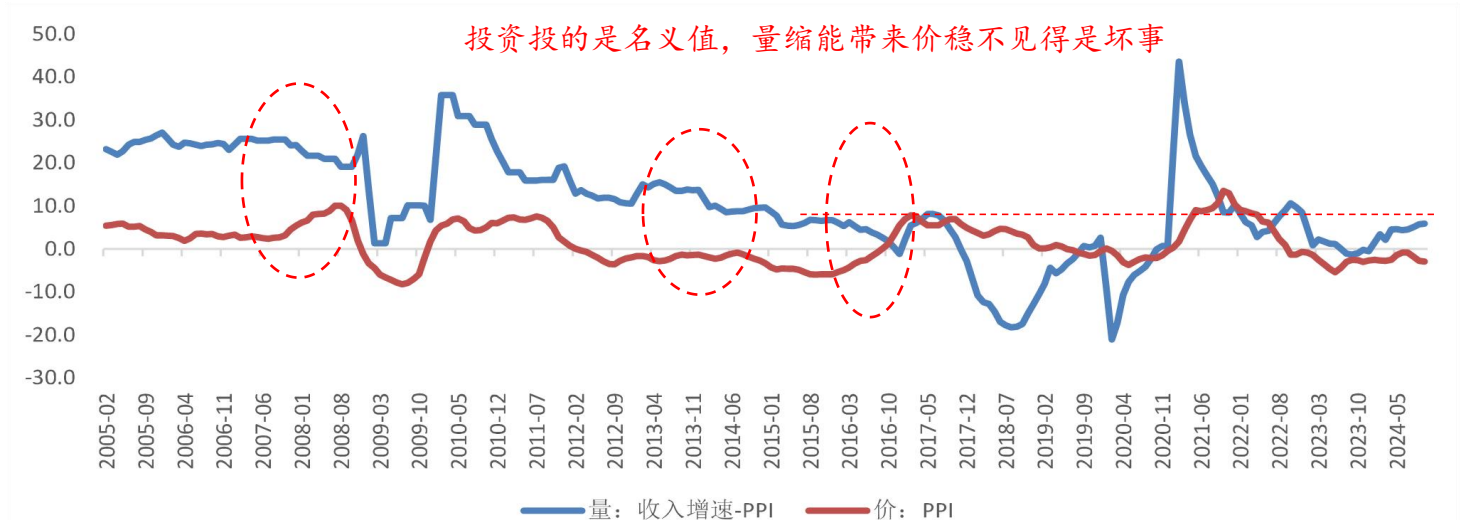
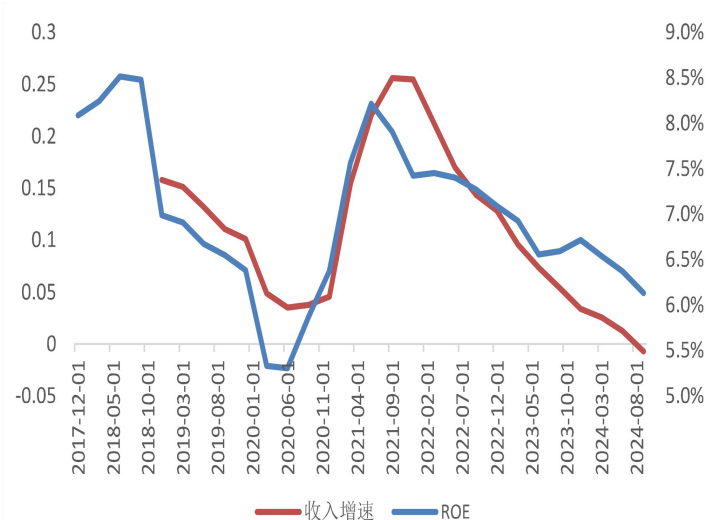


一、宏观经济与增长

二、业绩与市场趋势

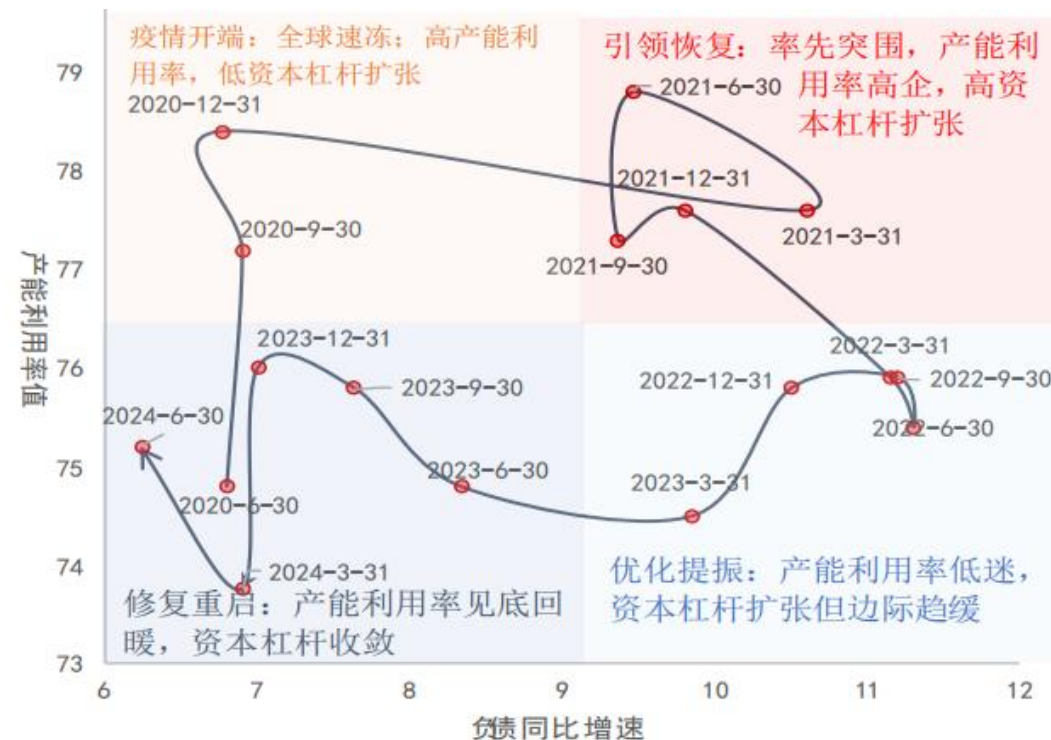
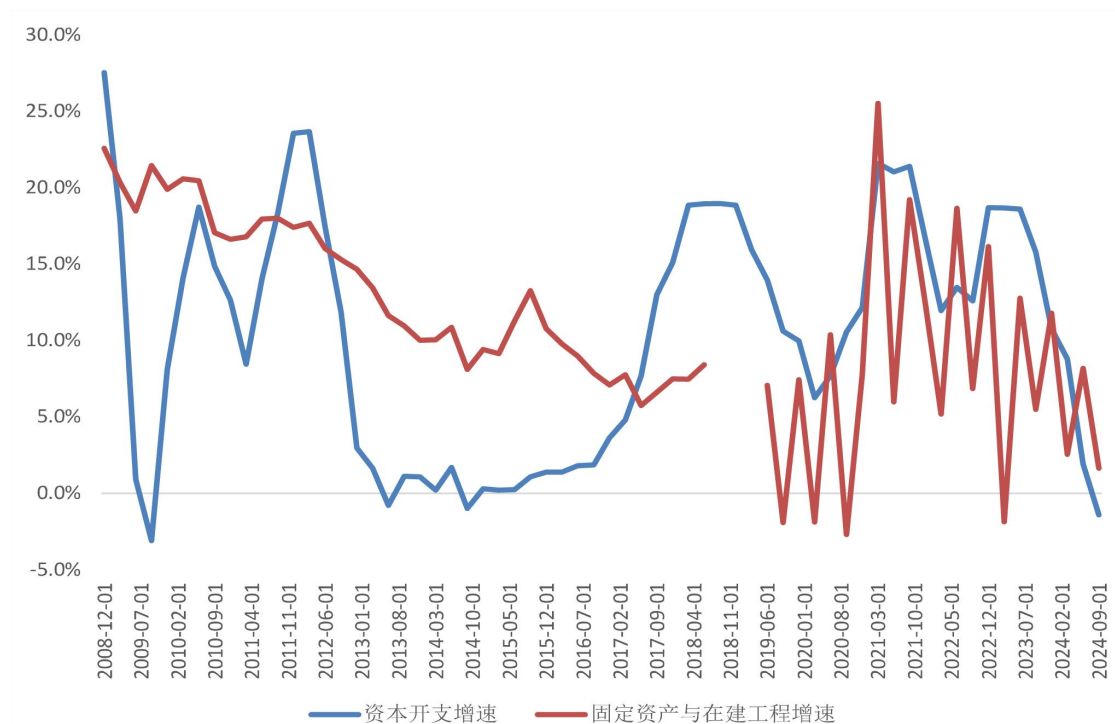
三、投资结构与方向

# 有效需求不足还是供给扩张太快？“以价换量”的角度



# 资本开支周期进入末端，供应释放最大压力时期

资本周期尾端，以价换量终会形成负反馈

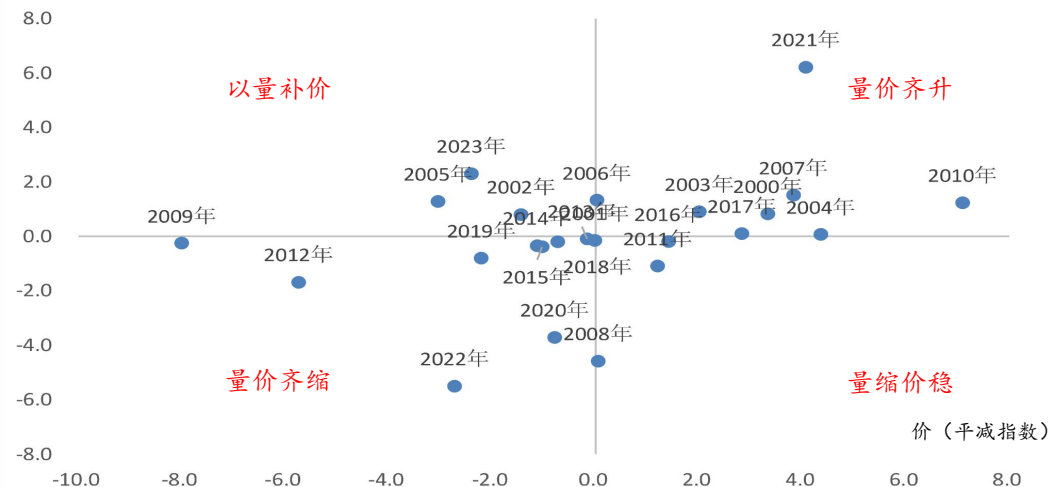




# “量缩价稳”有助于推动企业名义利润回升

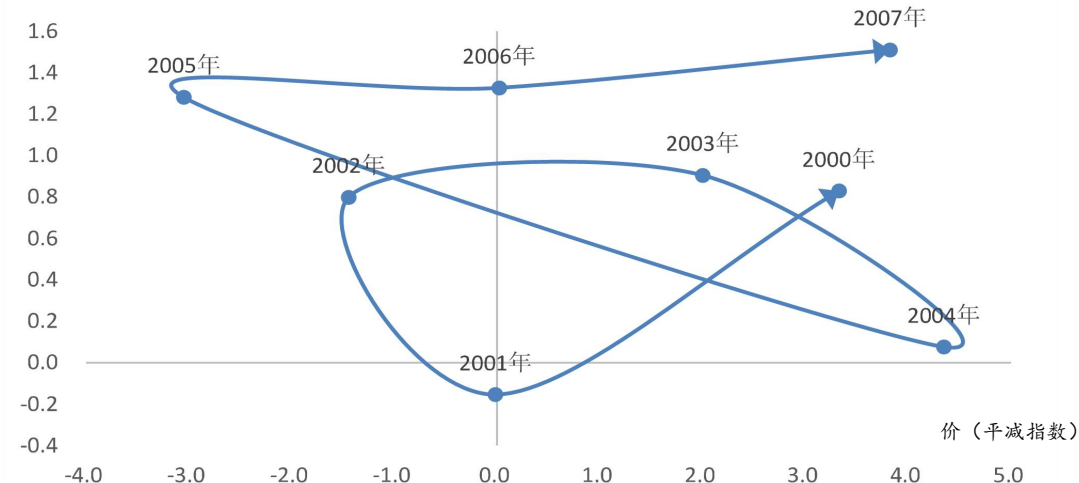
量（实际GDP增速）

实际GDP与GDP平减指数的变化（区间分布）



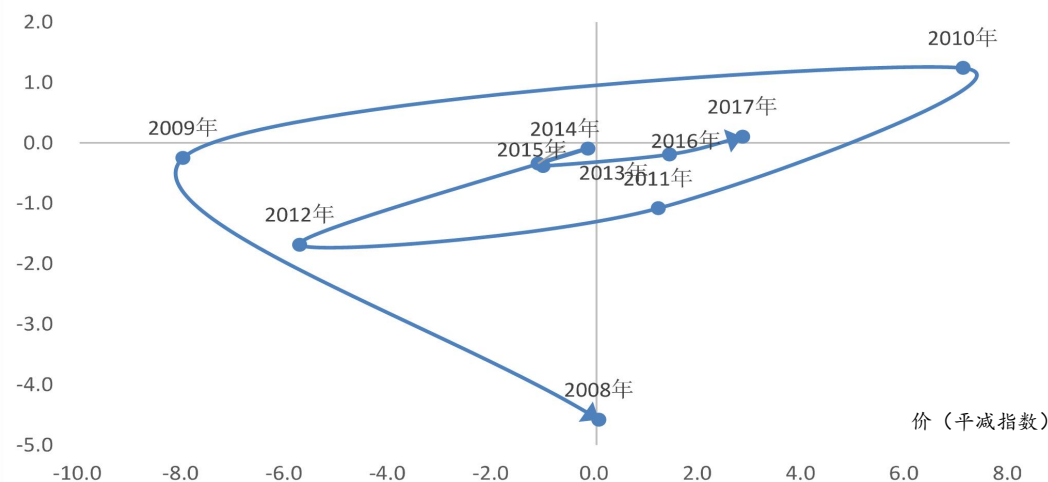
量（实际GDP增速）

实际GDP与GDP平减指数的变化（2000-2007年路径）



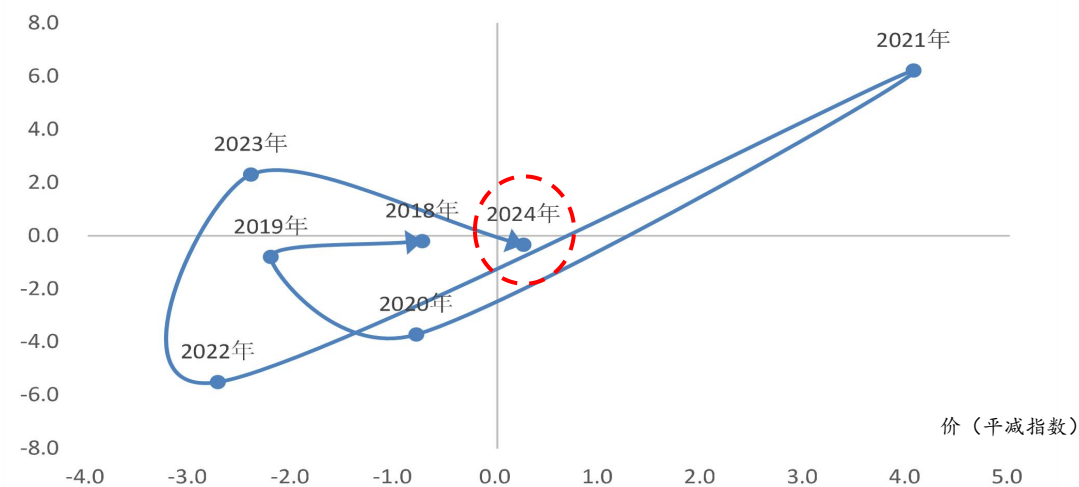
量（实际GDP增速）

实际GDP与GDP平减指数的变化（2008-2017年路径）

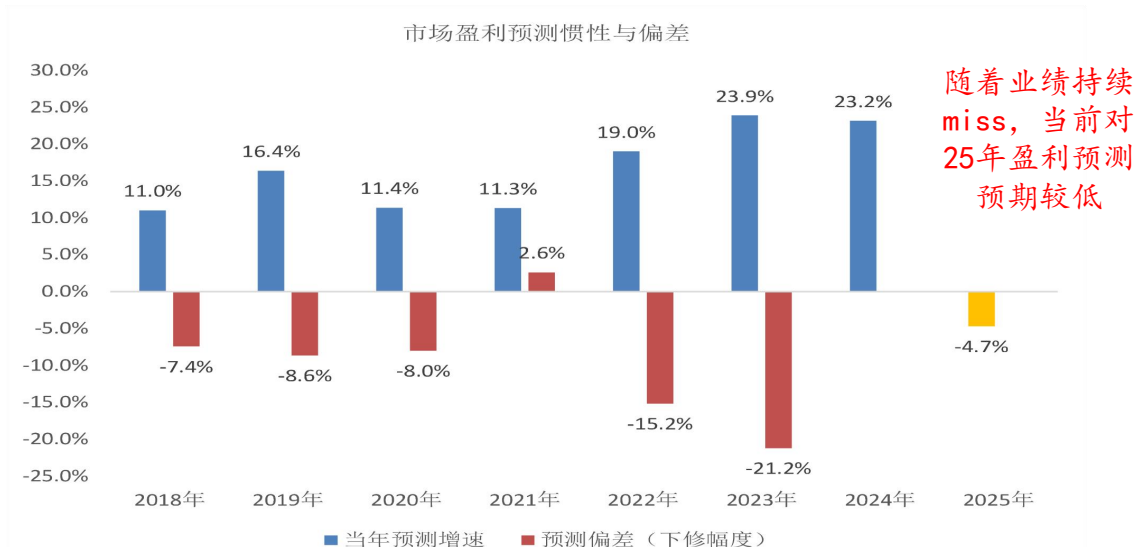
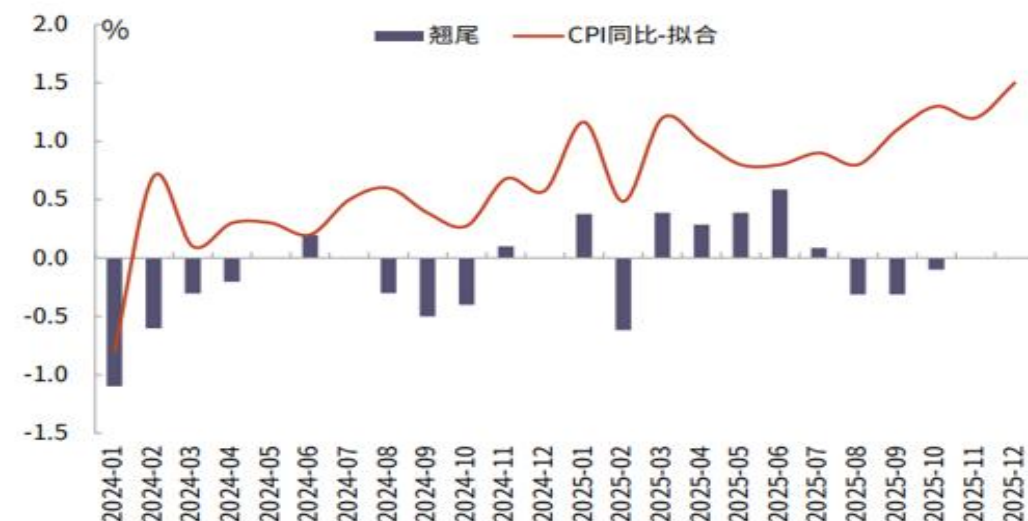
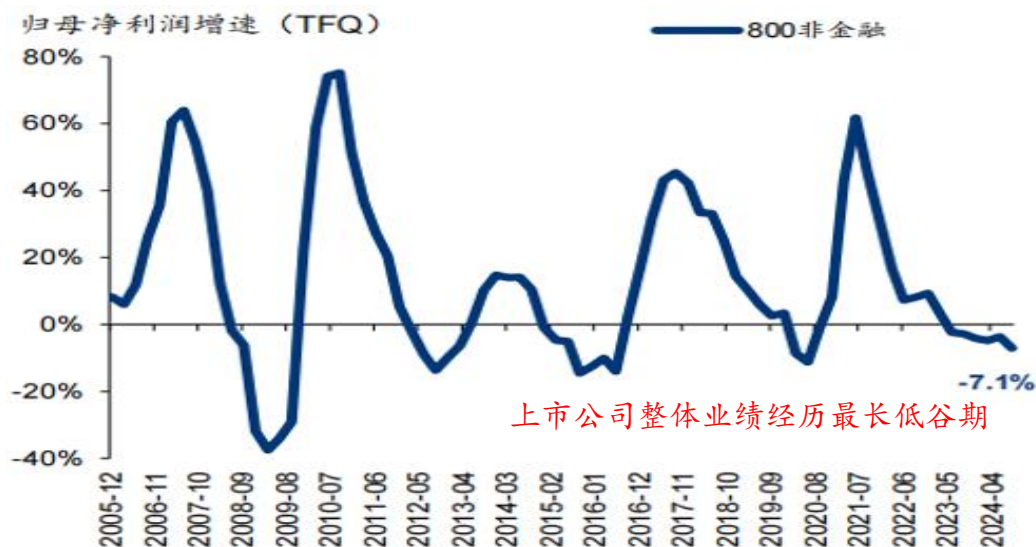


量（实际GDP增速）

实际GDP与GDP平减指数的变化（2018-2024年路径）

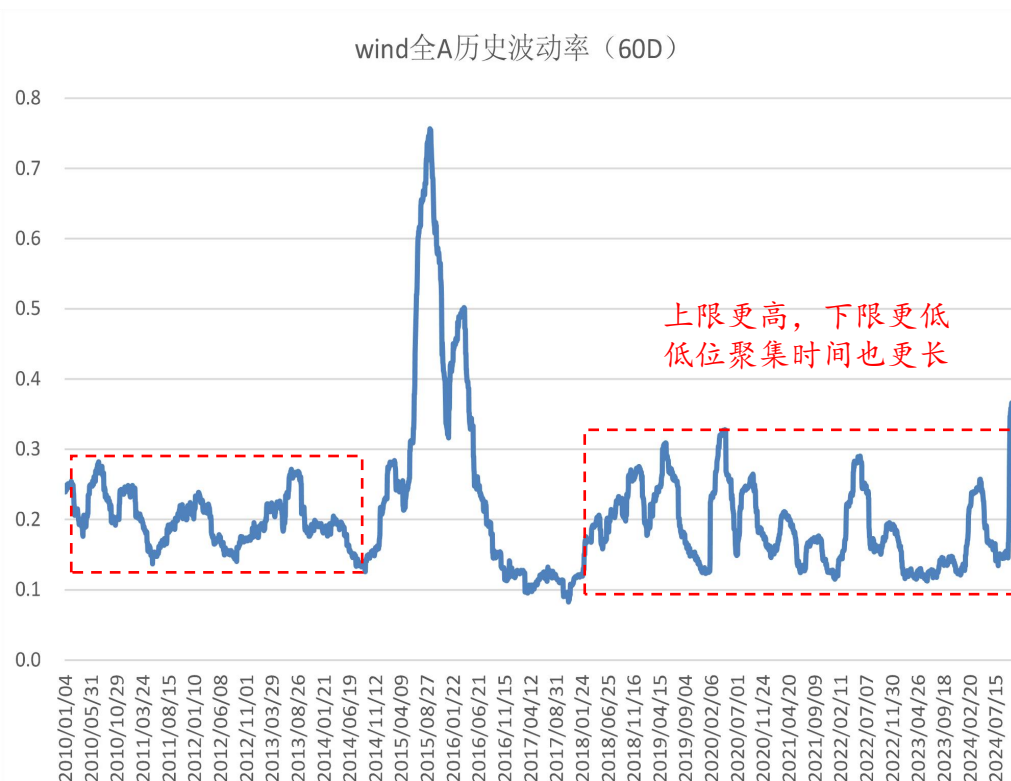
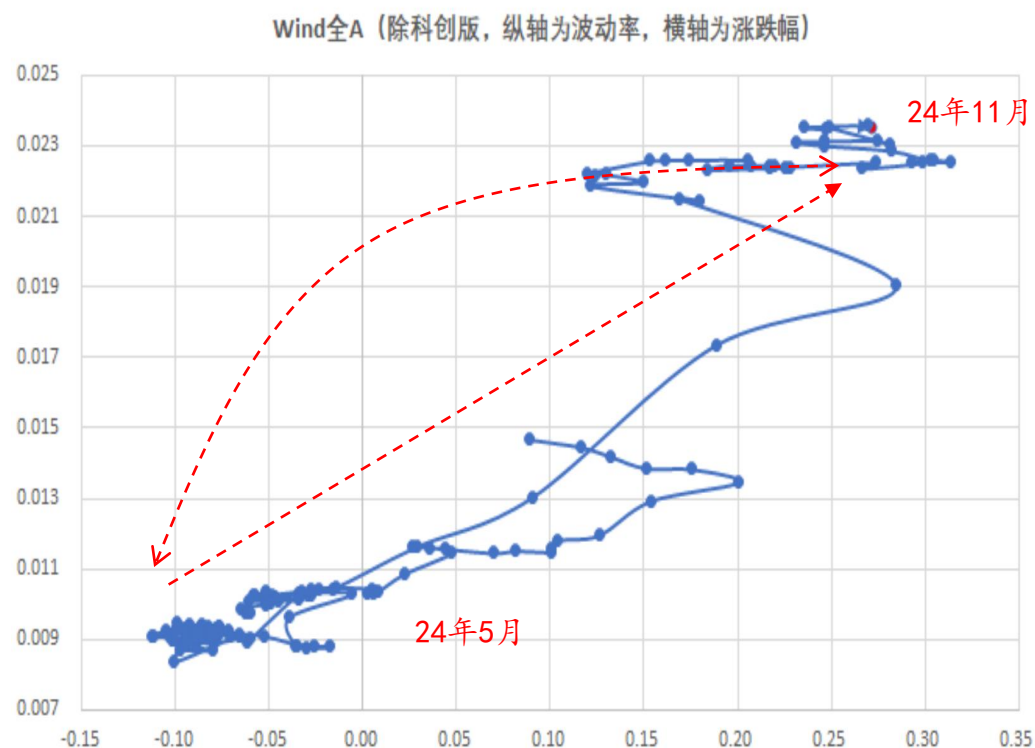


# 走出资本周期尾端，上市公司业绩有望逐步恢复



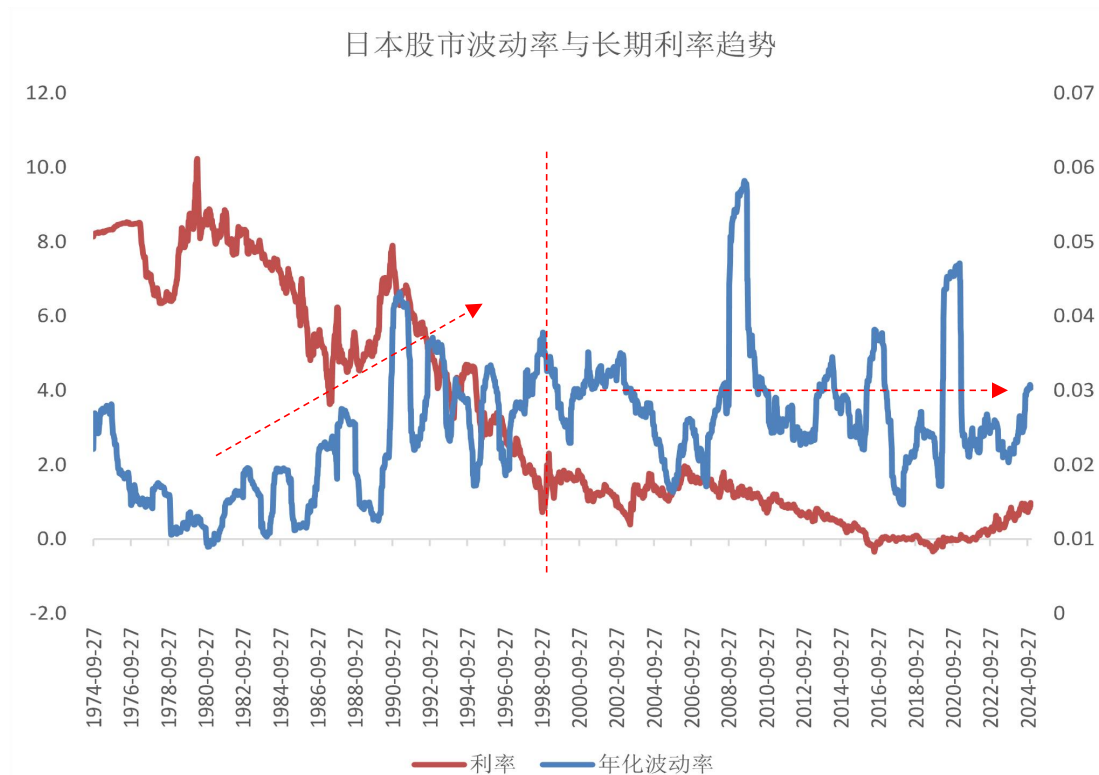
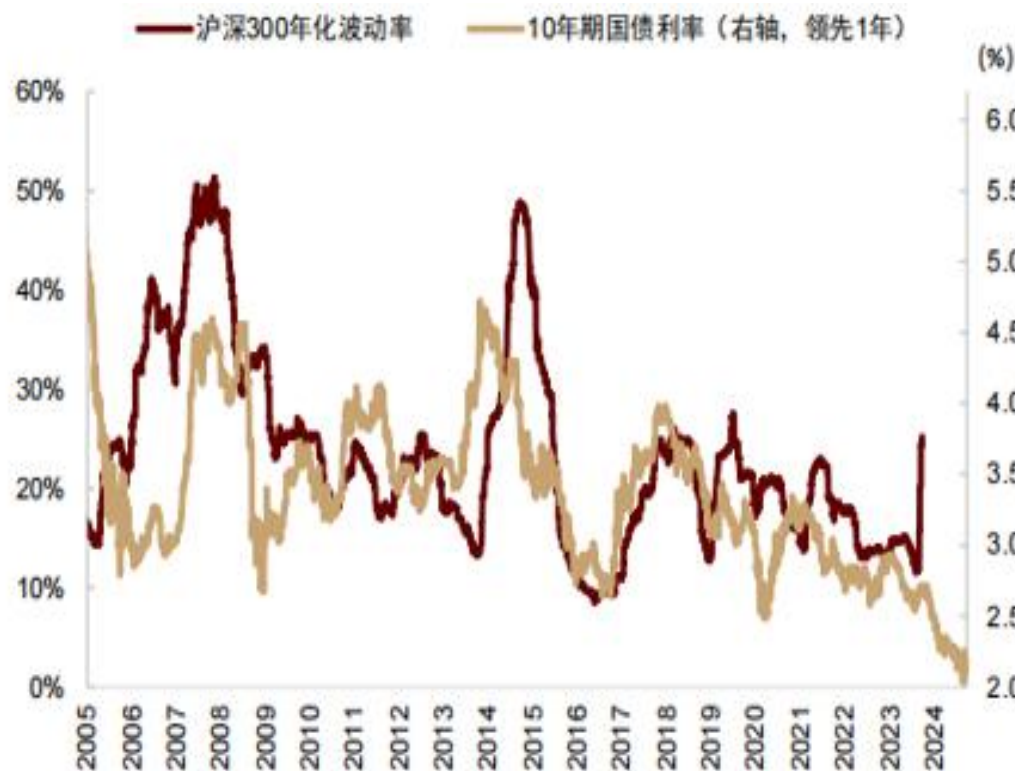
# 近五年市场波动率大幅上升，聚集效应也更明显

近五年市场频繁经历波动率低位长时间聚集后快速放大过程



# 经验上看长债收益率下降可能会降低波动率水平

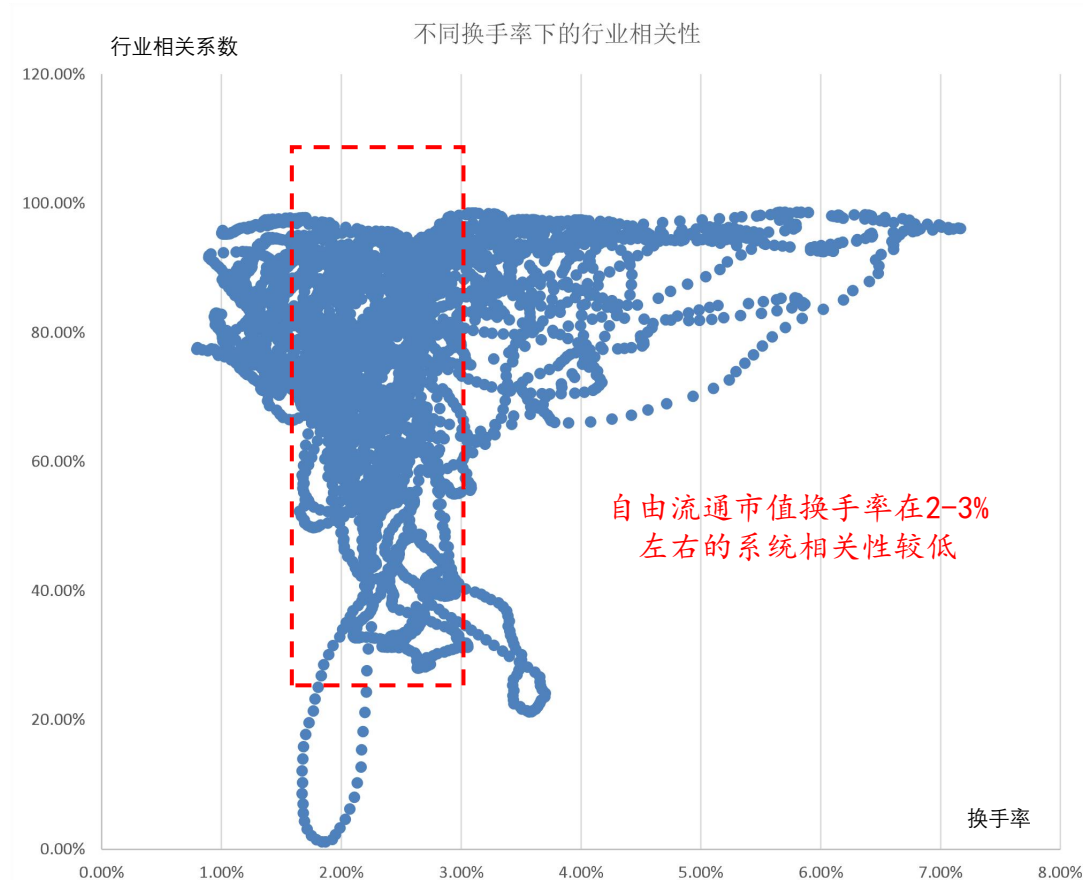
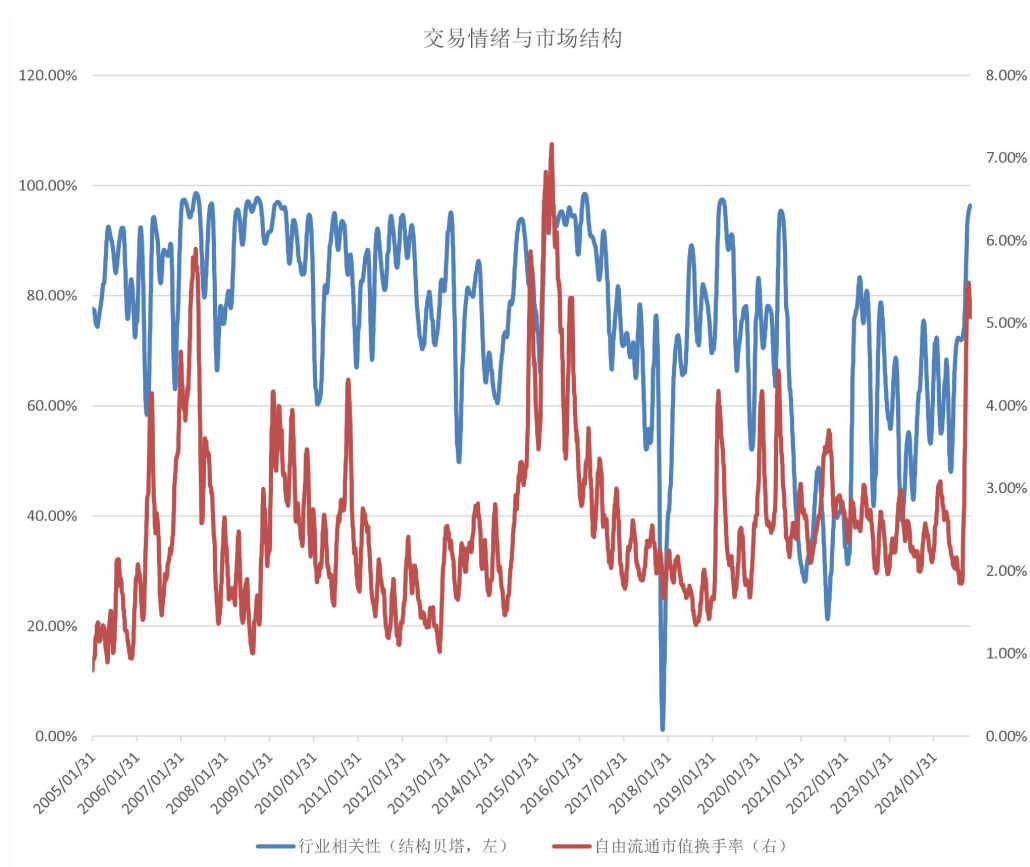
长债收益率大幅下行中波动率容易上升，进入低位以后波动率中枢下降





# 波动率下降会带来换手率回归正常区间并降低系统相关性

本轮市场成交额预计稳定在8000-10000亿并形成结构性行情特征





# 除科技外其他板块估值、预期和情绪也都在中性水平



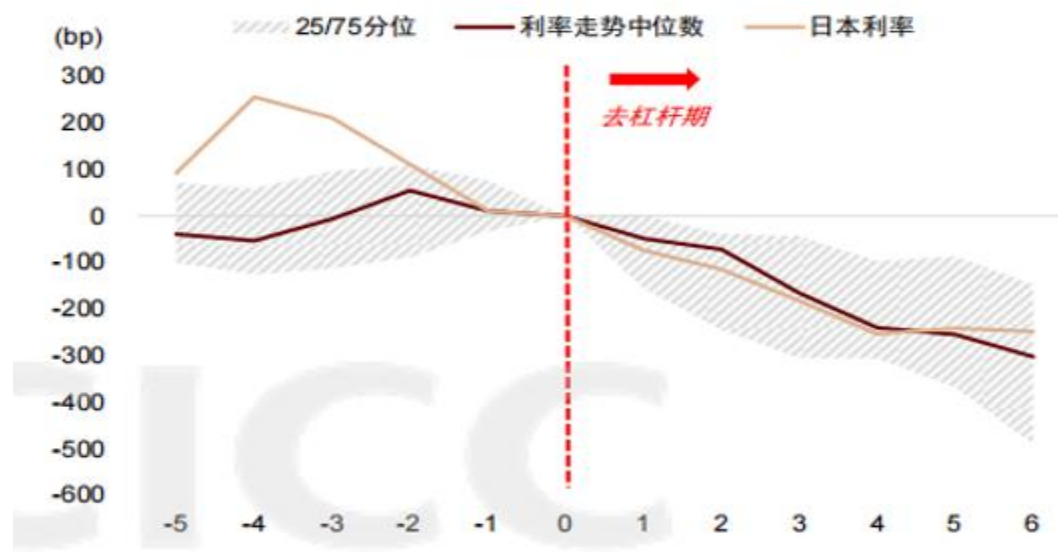
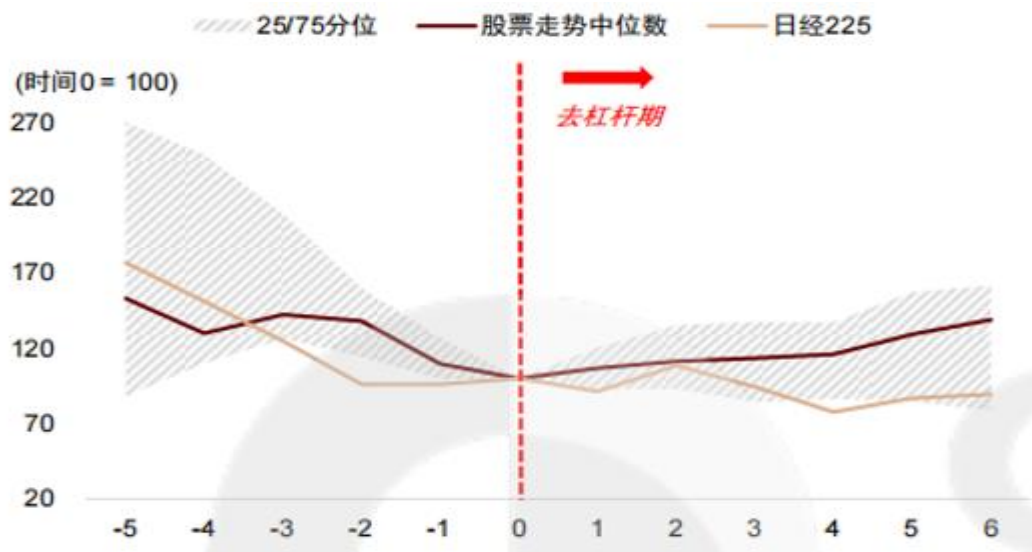
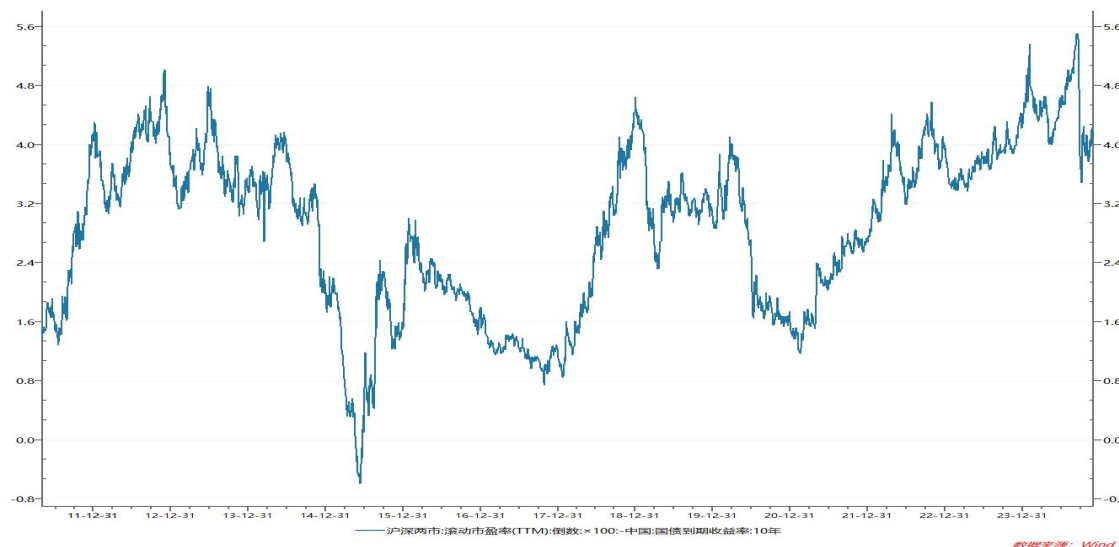
	万得全A	上证指数	深证成指	创业板指	沪深300	国证2000	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值	中特估指数	红利指数	科技	TMT指数	人工智能指数
当前PE-TTM	18.5	14.3	25.9	34.3	12.5	44.3	21.6	8.1	29.2	15.6	8.8	7.0	41.2	52.7	93.4
分位数 (%)	59.2	63.7	61.2	15.9	56.2	52.7	75.1	41.8	55.5	35.0	56.0	38.9	99.4	54.5	98.6
23年末PE-TTM	16.7	12.5	20.9	27.8	10.9	38.0	16.0	6.6	21.5	14.5	7.4	5.5	30.8	39.0	73.1
分位数 (%)	35.2	31.7	35.6	4.9	19.4	26.5	42.1	17.3	22.8	27.0	22.9	11.7	89.3	26.0	89.5

大小盘换手率差 (滚动60个交易日)



# 非熊非牛，市场可能在消化亢奋情绪中筑实底部

- 还是参考日本经验，在去杠杆期开始的时候，股票市场已经企稳，逐步开始回升，而利率则还继续大幅下行。我国可能也逐步进入这个阶段。
- 这是因为一方面随着政策彻底转向，业绩底部的可预测性增强；另一方面，利率不断下行和风险溢价回归平衡，股债性价比会趋于正常。
- 短期看市场需要消化9月份以来亢奋的“牛市情结”，但中期看市场似乎很难再回“萧条熊市”。

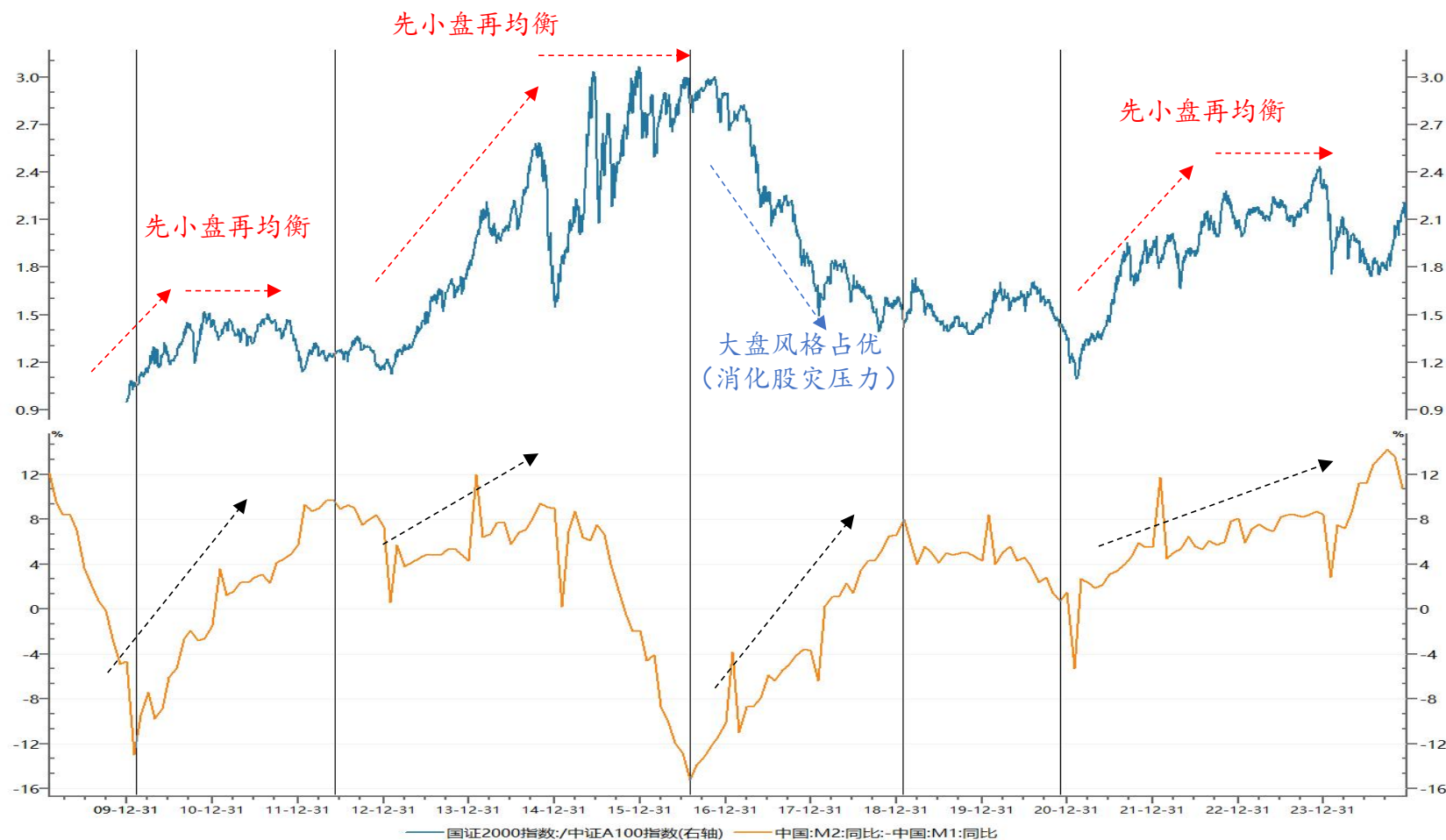


一、宏观经济与增长

二、业绩与市场趋势

三、投资结构与方向

# 在剩余流动性框架下看投资结构与风格





# 在剩余流动性框架下看投资结构与风格

剩余流动性抬升区间A股市场表现											
区间起始		2008/9/30		2011/9/30		2014/11/30		2019/11/30		2021/3/31	
区间截止		2009/9/30		2012/6/30		2015/6/30		2020/4/30		2021/12/31	
万得全A涨跌幅（%）		43		-5		75		5		12	
大盘or小盘											
大盘	申万大盘指数	32	申万大盘指数	-3	申万大盘指数	59	申万大盘指数	4	申万大盘指数	-2	
小盘	申万小盘指数	84	申万小盘指数	-12	申万小盘指数	75	申万小盘指数	10	申万小盘指数	27	
成长or价值											
成长	申万高市盈率指数	43	申万高市盈率指数	-15	申万高市盈率指数	81	申万高市盈率指数	19	申万高市盈率指数	24	
价值	申万低市盈率指数	38	申万低市盈率指数	-3	申万低市盈率指数	66	申万低市盈率指数	-5	申万低市盈率指数	-13	
领涨前十行业											
区间涨幅前十大行业 (蓝色为周期(含金融地产); 灰色为制造; 绿色为消费; 黄色为TMT)	汽车	105	非银金融	14	计算机	101	建筑材料	26	电力设备	56	
	电力设备	91	房地产	12	钢铁	97	美容护理	22	有色金属	38	
	有色金属	87	食品饮料	8	交通运输	95	计算机	20	煤炭	34	
	建筑材料	86	社会服务	2	建筑装饰	95	医药生物	19	国防军工	33	
	房地产	84	公用事业	1	国防军工	92	电子	17	基础化工	30	
	美容护理	78	银行	1	轻工制造	90	农林牧渔	17	汽车	27	
	医药生物	77	医药生物	0	纺织服饰	90	电力设备	17	电子	26	
	国防军工	74	美容护理	-1	家用电器	85	通信	14	公用事业	20	
	家用电器	70	传媒	-2	传媒	84	传媒	10	通信	17	
	煤炭	65	环保	-3	公用事业	82	食品饮料	9	钢铁	15	

# 投资机会往往多元化，适合各种投资理念

风格	证券简称	年初市值	全年涨幅	夏普比率	最大回撤	风格	证券简称	年初市值	全年涨幅	夏普比率	最大回撤
传统白马股	小米集团-W	3911.5	109.9	3.20	-21.7	低估值高股息	杭州银行	593.6	57.2	2.73	-13.5
	携程集团-S	1897.5	102.1	2.88	-29.5		江苏银行	1227.7	54.9	2.47	-10.2
	上海电气	570.9	92.6	2.40	-34.7		工商银行	15892.1	52.8	2.83	-15.2
	美团-W	5114.1	89.4	2.21	-27.3		渣打集团	1725.9	52.1	2.28	-14.0
	吉利汽车	864.4	82.7	2.39	-28.2		招商银行	6870.6	50.2	2.26	-13.5
	东鹏饮料	730.1	77.2	2.83	-12.9		招商公路	606.1	46.2	1.76	-11.9
	赛力斯	1148.6	70.1	1.78	-31.9		中国海油	5878.5	44.4	1.53	-26.7
	福耀玻璃	957.9	68.8	2.85	-15.2		中国神华	5988.7	44.1	1.84	-15.5
	宁德时代	7181.9	68.2	1.94	-22.6		中国电信	4670.1	39.2	1.78	-11.1
	格力电器	1811.6	49.6	2.11	-20.4		中国石油	12418.3	34.4	1.26	-27.4
	华利集团	614.3	48.5	1.65	-21.4	科技	汇丰控股	12135.5	31.2	1.84	-11.5
	中兴通讯	1186.0	47.3	1.46	-21.1		长江电力	5710.9	31.1	1.90	-13.1
	比亚迪	5723.4	46.2	1.64	-16.1		国投电力	982.5	30.1	1.37	-18.5
	徐工机械	645.2	44.9	1.53	-23.2		寒武纪-U	562.2	390.6	7.75	-29.1
	美的集团	3837.5	44.3	1.90	-14.9		海光信息	1649.8	121.0	2.92	-23.1
	腾讯控股	27842.1	44.3	1.70	-17.7		中科曙光	578.0	100.4	2.50	-37.5
	上汽集团	1580.8	43.3	1.50	-22.7		中芯国际	2121.4	84.8	2.11	-23.8
	海尔智家	1896.0	40.7	1.57	-26.2		鹏鼎控股	517.9	70.9	1.98	-28.5
	云南白药	883.2	30.9	1.46	-12.2		蓝思科技	657.8	70.2	1.94	-26.6
	中远海控	1457.9	65.2	2.24	-31.5		中际旭创	906.5	66.8	1.65	-36.9
低估值低波动	中国中车	1415.9	63.4	2.29	-17.6		北方华创	1302.6	65.7	2.01	-22.2
	中国交建	1039.6	47.5	1.53	-22.5		工业富联	3003.7	54.5	1.45	-34.9
	中国铁塔	1443.3	47.0	1.79	-14.5		紫光股份	553.4	43.6	1.27	-27.5
	中国核电	1416.2	40.0	1.56	-23.0		腾讯音乐-SW	1166.9	37.0	1.07	-40.2
	中国广核	1429.7	36.8	1.44	-25.1		三环集团	564.4	34.9	1.19	-25.2
	中国建筑	2016.3	32.5	1.29	-15.9		长电科技	534.1	30.8	0.99	-29.0
	同花顺	843.3	102.2	2.29	-38.7	周期股	歌尔股份	718.6	30.5	1.00	-30.0
高弹性	东方财富	2226.3	86.5	2.11	-28.8		中国宏桥	605.5	87.1	2.36	-32.1
	中信证券	2863.7	52.7	1.81	-19.5		洛阳钼业	1070.8	34.7	1.15	-30.0
	中国太保	2024.1	48.3	1.63	-19.0		新和成	524.2	33.9	1.40	-17.8
	中国平安	6723.2	40.9	1.62	-14.3		中国铝业	884.9	32.4	1.08	-25.0

• 24年年初市值大于500亿的主流公司全年涨幅、夏普比率与最大回撤，标灰色为夏普比率高于2的公司

## 在风格上偏向均衡，在贝塔中寻找高胜率阿尔法

### 强贝塔

- 新兴需求爆发性成长，新兴技术接近产业化
- AI模型及应用、机器人、新兴消费等

### 弱贝塔

- 盈利能力弹性大、竞争格局改善，份额或成本优势
- 新能源、建材家居等地产链、化工有色等

### 无贝塔

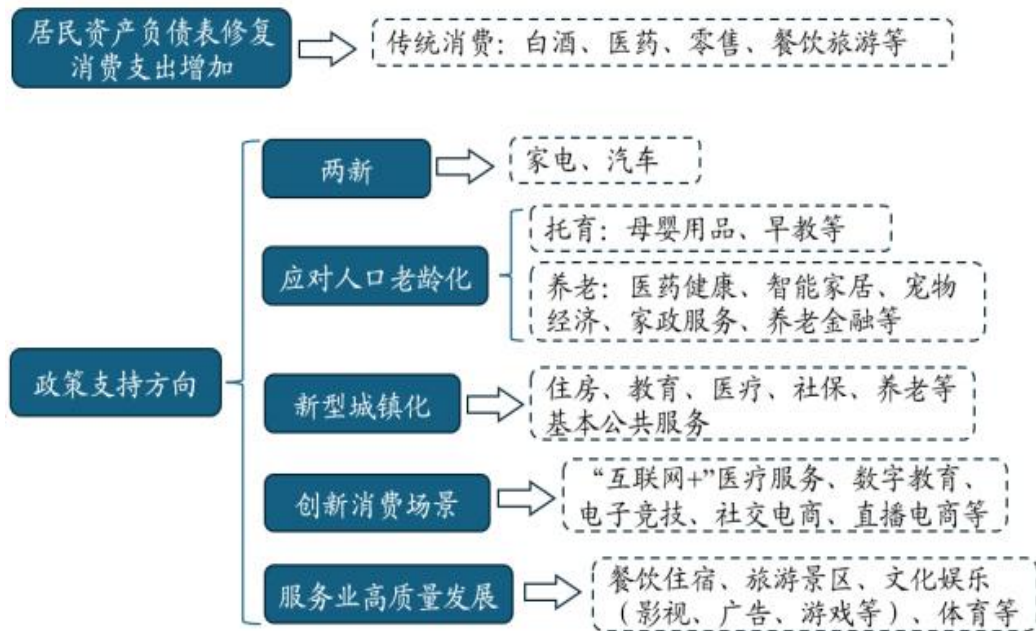
- 业务结构变化，股东回报增加
- 并购整合、第二增长曲线、分红回购提升



# 科技和消费会有强贝塔，往往来自新供给创造新需求

- 新技术突破具有螺旋式上升的特征，有些复杂的技术阶段性有新进展会引起市场高度关注，随后又进入研发平台期；有些技术则随着临近产业化，会推动需求的实质性爆发。
- 对AI大模型、算力和应用领域，复合集流体、钙钛矿、高温超导等新材料领域以及新型军工装备等领域应当保持跟踪的高度敏感性。

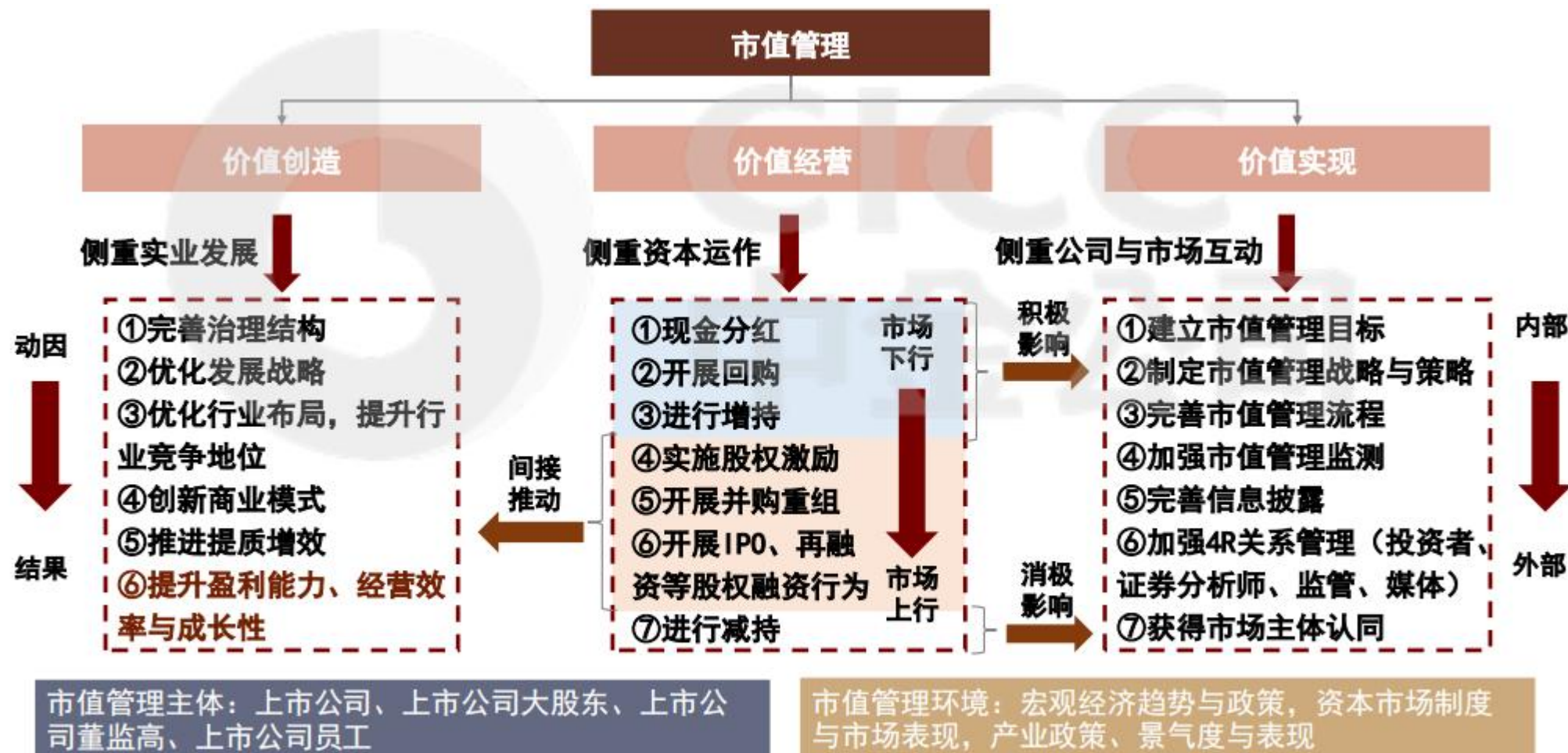
- 当收入水平提升、人口结构变化和一般消费的普及，传统消费领域竞争逐步激化，越来越多的企业开始寻求新兴消费产品、创新消费模式的突破。
- 关注以年轻、情绪价值、银发、新型电商、服务消费热点为方向的发展动向，即便在所谓消费不振的过去几年，也能看到细分领域已经不断涌现出业绩估值都大幅提升的消费牛股。





[illegible]

# 缺乏贝塔的领域，泛市值管理也能产生显著阿尔法



资料来源：张济建,苗晴.中国上市公司市值管理研究[J].会计研究, 2010(4); 夏鑫,吴霞,侯敏.上市公司市值与市值管理探析[J].会计之友, 2014(32); 中金公司研究部



共 同 讨 论 ！

联系方式：

公司：沅京资本管理（北京）有限公司

官网：[www.fundinbj.com](http://www.fundinbj.com)

电话：010-66290069