

国投证券2025年度投资策略会：

# “杠铃策略”把握A股机遇 利率中枢下行方向未变



国投证券2025年度投资策略会现场

公司供图

12月3日，“云开雾散曙光现——国投证券2025年度投资策略会”在深圳拉开帷幕。当天上午的主论坛上，国投产业研究院院长、国投证券首席经济学家高善文，国投证券首席策略分析师林荣雄以及国投证券证券研究所总经理助理、首席固收行业分析师尹睿哲等业内人士，分别就2025年经济、股市、债市前景进行了展望。

整体而言，2025年A股市场或呈现震荡向上趋势，重大转折点可能出现在2025年二季度后期，配置上建议遵循“杠铃策略”，看好中小盘科技成长板块以及大盘价值高股息板块；就债市而言，2025年利率中枢震荡下行方向未变，上半年需关注内外需阶段性共振向上可能出现的时点，下半年重点关注政策重新评估内外环境后相机抉择的力度。

● 本报记者 胡雨

## 股市：重视以半导体为核心的科技主线

9月24日以来，A股市场在经历一轮急速冲高后转为震荡态势，投资者风险偏好有所修复，临近年底其对2025年行情的期待也在升温。12月3日上午，林荣雄对2025年A股市场投资策略进行了展望。

林荣雄认为，就A股市场定价核心因素而言，外部因素在于美元是强是弱，对应的是美元指数与人民币汇率的关系。林荣雄判断，2025年上半年大概率依然是强美元阶段，这一环境下人民币汇率维持稳定预期对A股市场很重要，其

也是A股市场震荡向上的必要条件；内部因素仍在于政策，风险偏好大幅改善是A股市场9月24日以来上涨的核心定价因素，当前财政政策已经成为宏观调控的核心，后续不仅需要更大力度的政策，还需更为明确的改革政策配套。

展望A股市场2025年整体走势，林荣雄认为，2025年上半年A股市场有望走出类似于2019年上半年的行情，全年或呈现震荡向上趋势，重大转折点可能出现在2025年二季度后期。值得注意的是，今年以来权益类ETF总规模持续增长并突破3万亿元，中证A500指数ETF更是创出规模破千亿元的最快纪录。权益类ETF的大发展将成为2025年最为明确的增量资金来源。

基于对风险偏好的定价，林荣雄认为，2025年A股配置可遵循“杠铃策略”，“杠铃”的两头分别是由流动性驱动的中小盘科技成长板块、防御避险属性较强的大盘价值高股息板块。对于高股息板块，林荣雄认为，其在2025年上半年发挥配置底仓的

作用并未消失，只是年化收益率会有所回落。

从产业视角出发，林荣雄建议投资者重视半导体行业的投资机遇：“以半导体为核心的科技成长主线迹象开始明显，当前我国正处于明显的半导体上行周期，期待半导体在行业景气拐点来临、AI产业链海外映射等多重因素推动下，能够形成年度产业主线。”

## 债市：利率中枢震荡下行方向未变

会上，尹睿哲对2025年债券市场前景进行了展望。尹睿哲判断，2025年利率中枢震荡下行方向未变，上半年需关注内外需阶段性共振向上可能出现的时点，下半年重点关注政策重新评估内外环境后相机抉择的力度。

回顾2024年债市表现，10年期国债收益率持续下行并在日前创下历史新低，固收类产品年内表现优异。在尹睿哲看来，利率水平在一个

“通道走廊”中运动，上限由实体经济回报率水平所决定，下限由刚性融资需求的规模决定。2024年其之所以持续走低，一方面在于实体经济部门投资回报率持续回落压低了利率中枢波动区间的“上限”，另一方面则是“刚性”融资需求继续减少，打开了利率中枢波动区间的“下限”。

展望2025年利率中枢表现，尹睿哲认为其震荡下行方向未变，主要原因包括2025年实体经济部门投资回报率有回升可能，但预计幅度较为温和且难以出现快速反弹，以及企业谨慎加杠杆、中长贷增速或难有内生性大幅改善。

从具体的点位看，尹睿哲认为，2025年利率中枢下行要依靠资金价格中枢回落驱动，这与今年的定价模式有显著差异，而资金价格中枢回落很大程度上依靠OMO（公开市场操作利率）调降来兑现。从节奏上看，化债周期中，利率中枢下行几率趋大；化债周期结束、进入宽信用周期可能对利率中枢形成向上的推动力。

## 多家中小券商股权转让 行业并购重组提速

● 本报记者 林倩

近期，中小券商股权转让、拍卖的事项逐渐增多。在业内人士看来，中小券商股权流转加速的背后，是行业竞争加剧和部分中小券商经营不善、综合实力较弱的困境；监管部门支持证券行业通过并购重组实现做优做强，也在一定程度上推动了股权转让的频繁进行。

### 股权转让频现

公开信息显示，目前已有多家中小券商的股权处于挂牌转让状态。

11月25日晚间，锦龙股份披露了关于筹划重大资产重组事项的进展，公司拟全部转让所持有的中山证券67.78%股权，本次交易已在上海联合产权交易所预挂牌。预挂牌仅为信息预披露，目的在于征求标的股权意向受让方。

其实，这不是锦龙股份第一次转让券商股权。此前10月的公告显示，锦龙股份拟转让所持有的东莞证券股份。锦龙股份2024年中报显示，锦龙股份持有东莞证券40%的股权。

除了中山证券和东莞证券，中天证券的4.75亿股股份也正在上海联合产权交易所挂牌转让，占总股本的21.35%，转让底价为12.64亿元，其注册地在辽宁省。同是注册在辽宁省的券商，大通证券的5.09亿股股份正在北京产权交易所挂牌转让，占总股本的15.42%。

在公开拍卖平台上也经常能看到中小券商的“身影”。世纪证券0.1522%的股权将于12月9日在公开拍卖平台进行二次拍卖，起拍价为625万元；10月31日，高力控股公司持有的800万股东海证券股份在公开拍卖平台进行拍卖，不过最终流拍，无人出价。

此外，外资参股券商的股权也加速流转。11月26日，瑞银证券33%的股权在北京产权交易所挂牌转让，转让

底价为15.37亿元。上海联合产权交易所显示，星展证券（中国）两笔股权转让项目已于11月21日以底价成交，转让比例合计为40%，交易价格合计8.23亿元。

### 实现外延式发展

在业内人士看来，面对激烈的行业竞争，部分中小券商盈利能力较弱，股东方会进行资源优化配置，叠加目前券商并购重组热潮来临，助推了中小券商股权流转。

中航证券非银分析师薄晓旭表示，在政策推动证券行业高质量发展和鼓励并购重组的趋势下，行业竞争逐渐激烈，市场集中度不断提升。在中小券商生存空间受挤压的情况下，其股东进行股权转让的现象日渐增多。

“行业分化加剧，中小券商面临更大的生存压力。在头部券商的规模效应和品牌优势下，中小券商需要通过并购重组等方式寻求突破，以实现业务多元化和区域布局优化。”薄晓旭表示，随着头部券商市场集中度提升，中小券商在并购重组热潮下积极探索差异化发展，以适应市场变化和监管要求，提升自身竞争力。头部券商由于具备品牌效应、客户基础和业务布局优势，通常能够更快地从市场波动中恢复，并且受益于行业整体估值提升。

山西证券非银分析师孙田田表示，证券行业新一轮并购重组加速推进，通过并购重组快速扩张，有利于证券公司资源整合，补足短板，实现外延式发展，从而推动证券行业供给侧改革，实现高质量发展，提高国际竞争力。

薄晓旭认为，并购重组是券商实现外延式发展的有效手段，对提升行业整体竞争力、优化资源配置以及促进市场健康发展具有积极作用。同时，整合有助于提高行业集中度，形成规模效应。预计行业内并购重组将加速推进，建议关注并购相关标的。

## 消费潜力持续释放 行业有望迎来估值修复行情

● 本报记者 刘英杰

近期，消费板块表现亮眼。Wind数据显示，自11月25日以来，万得消费产业指数7个交易日内有5日实现上涨。12月3日，指数成分股中，圣农发展、海南椰岛、黑芝麻、一鸣食品等涨停。

业内人士认为，从估值角度来看，经过前期回调，消费板块估值普遍位于近年来较低水平，已进入合理布局区间。预计2025年随着宏观经济逐步改善，叠加以旧换新政策逐步发力，消费行业有望迎来估值修复行情。

### 以旧换新政策持续发力

日前，全国市场运行和消费促进工作会议在北京召开。会议强调，要扎实推进消费品以旧换新，扩大服务消费，培育新型消费，创新消费场景，持续释放消费潜力。

今年以来，消费品以旧换新政策不断加码，各地纷纷制定与中央政策相衔接的实施方案。商务部数据显示，截至11月初，已有3000多万人参与消费品以旧换新，带动销售超4000亿元。当前，各地各部门紧抓时间窗口，充分释放政策效应，激发市场活力。

深圳市扎实推进以旧换新及一系列惠民政策落地见效，进一步激发市场活力，有效促进市场销售规模稳步增长。深圳市统计局最新数据显示，今年前10个月，全市社会消费品零售总额超8600亿元，消费市场呈现回升向好态势。

湖北省不断升级以旧换新的品类、加快补贴资金兑付、推出多重优惠，拉动汽车、家电等消费超500亿元。今年5月以来，湖北省汽车以旧换新政策不断加码升级，包括取消登记地限制、可享受多次补贴等。数据显示，10月湖北省新能源汽车销量达3.9万辆，同比增长63%。湖北省商务厅的数据显示，今年前10个月，湖北省社会消费品零售总额同比增长5%。

商务部相关负责人日前在谈及今年10月我国消费市场情况时表示，10月消费品以旧换新及一揽子增量政策效应应加快释放，消费市场增速明显加快。“我们根据商务部不定期公布的进度数据估算了消费品以旧换新销售和财政补贴规模，结果显示，以旧换新

进展逐月加快，本轮政策提振效果较为明显。”中金公司研究部首席宏观分析师张文朗表示，明年以旧换新政策或继续加码，扩大品种和规模。随着消费潜力释放，当前销售增速较高的品类可能增长逐步放缓，而那些新纳入以旧换新补贴的品类销售则可能迎来改善。

### 看好消费行业投资机会

受政策驱动，消费行业当前正处于复苏状态，机构普遍看好行业后市布局机遇。

万联证券大消费首席分析师陈东认为，消费行业仍处于弱复苏状态，但近期政府部门出台了系列政策，有利于居民资产端修复和负债端压力缓解，从而增强居民的消费能力，利好顺周期的消费行业。食品饮料行业作为消费必选品类韧性十足、业绩稳健。随着消费需求回暖和投资者信心进一步恢复，食品饮料行业有望迎来估值修复行情。

“预计后续政策有望在消费端发力，餐饮行业在补贴加码的背景下有望迎来改善，可积极关注前期受损较为严重的餐饮供应链个股。”国海证券食品饮料联席首席分析师刘浩铭表示，政策密集出台，宏观经济预期扭转，有望促进食品饮料板块估值和业绩双提升，目前板块估值仍然较低，建议关注板块投资机会。

除食品饮料板块外，家电板块投资机会也备受关注。中国银河证券家电行业分析师杨策认为，在以旧换新政策驱动下，家电行业内销表现显著改善，家电企业积极推动新兴市场拓展，全球份额稳步提升。从估值来看，板块估值回落，质地优异的龙头标的具备一定安全边际。建议关注有望受益于内外销改善的白电龙头，有望受益于行业格局优化和地产端筑底改善的厨电龙头，以及积极推动渠道拓展、加快新品投放的清洁电器龙头。

天风证券家电行业首席分析师孙谦表示，综合估值和基本面两方面看，清洁电器、厨房小家电、投影仪皆属今年基本面承压，股价涨幅相对较低的板块，且此类标的目前皆可参与国家补贴。考虑到这些板块公司历史净利率的表现，若明年以旧换新政策延续带动内需增长，则对这些公司在收入有拉动的同时，有望迎来业绩端的弹性修复。

# 234只“金股”折射券商布局思路

年末积极迎接跨年行情

● 本报记者 胡雨

Wind数据显示，截至12月2日，已有超过30家券商推荐了234只月度“金股”，电子、电力设备、计算机、传媒等行业含“金”量较高，美的集团、金山办公、三只松鼠、浙江鼎力、海光信息等较受青睐。

展望A股市场年底表现，业内人士认为，岁末年初大概率将迎来市场传统的跨年行情，政策支持下A股市场生态环境改善，大盘蓝筹风格短期或有更佳表现；具体配置上，有望受益于政策催化、基本面边际改善的领域值得重点关注，包括汽车、家电、电子等板块。

### 234只标的12月获看好

在上述被券商推荐的234只标的中，从推荐频次看，美的集团在12月最受青睐，其入围了信达证券、国信证券、平安证券、中国银河证券、东北证券、国投证券6家券商的月度投资组合。

平安证券研究所认为，美的集团是国内家电行业领先企业，同时受益于家电出口高景气度以及国内家电以旧换新政策。此外，美的集团分红潜力较大，近三年分红比例持续提升。

金山办公、三只松鼠、浙江鼎力、海光信息4只标的均获得了4家券商联合推荐，涉及开源证券、德邦证券、国盛证券、东海证券、财通证券等；恒玄科技、宁波银行、东方财富、中国移动等37只标的也均获得了不少券商

联合推荐。

从行业分布情况看，前述券商看好的234只标的较为密集地分布在科技成长板块中，以申万一级行业划分，含“金”量最高的是电子行业，共有32只标的获券商推荐；电力设备行业紧随其后，共有22只标的获券商推荐；计算机行业共有15只标的获券商推荐，数量排名较为靠前；汽车、医药生物、传媒等行业也有不少标的获券商推荐。

就券商此前推荐的11月月度“金股”表现而言，Wind数据显示，11月券商推荐的近300只标的中，有144只在当月取得正收益，长城证券、华鑫证券推荐的同花顺11月累计涨幅高达63.72%，远超其他标的；和而泰、中科飞测11月累计涨幅均在40%以上，中科曙光、完美世界、同庆楼等12只标的同样表现抢眼，11月累计涨幅均在20%以上。

### 跨年行情预期升温

回顾A股市场11月行情，三大股指均呈现冲高回落的震荡态势。展望12月A股市场表现，多家机构持相对积极态度，临近岁末时节，其对跨年行情、春季躁动的预期也在升温。

“岁末年初大概率将迎来市场传统的跨年行情，未来伴随政策加码，A股市场估值中枢有望持续抬升。”中国银河证券策略分析师蔡芳媛认为，预期管理是影响A股市场12月表现的核心驱动力。预计12月召开的中央经济工作会议对明年宏观政策的定调延续积极态度，进一步对经济工作给出

更加清晰的指引。

同样看好岁末年初跨年行情的中信建投首席策略官陈果认为，政策支持下A股市场生态环境改善，将为A股市场带来新的机遇。谈及对后续落地政策的期待，陈果表示，财政政策有望进一步发力，除化债外，中央赤字率提升、房地产收储、“两重”“两新”、民生福利等都有望成为财政发力重点方向，国内金融周期、信用周期有望迎来拐点，开启上行周期。

国金证券策略首席分析师张弛认为，新一轮春季躁动行情有望提前开启，上涨斜率有望超市场预期。“国内‘宽货币+宽财政’将促使宏观、中观、微观层面均迎来边际改善迹象，短期情绪面冲击有望消化，基本面向上支撑A股市场上涨。”

12月市场风格还会发生怎样的变化？对此，招商证券策略首席分析师张夏判断，12月随时可能迎来蓝筹股躁动行情。“由于经济数据持续边际改善，年底中央经济工作会议召开有可能进一步提升经济复苏预期，这种环境更有利于大盘蓝筹风格的表现；此外，以中证A50、中证A500为代表的蓝筹ETF联接基金开始在渠道受到追捧，一旦有催化剂推动蓝筹风格上行，ETF联接基金可能会持续流入，强化大盘蓝筹风格。”

### 汽车、电子等方向成共识

展望12月A股市场配置方向，张夏建议重点关注有望受益于政策催

化、基本面边际改善的领域，具体包括汽车（汽车零部件、乘用车）、家电（白电、厨电电器等）、商贸零售、机械（自动化设备）、电子（消费电子、半导体）、基础化工（化学制品）等；赛道投资层面，12月重点关注具备边际改善的赛道，如人工智能、光伏、消费电子等。

开源证券策略首席分析师韦翼短期看好三大方向，包括半导体、信创等科技风格中的高弹性成长方向，非银金融行业中的券商、保险，以及地产链、新能源、医药等风险偏好得到改善的品种；中长期除贵金属外，还建议关注部分后周期消费品种，如家电、轻工、汽车（两轮电动车）、食品饮料、美容护理等。

华鑫证券宏观策略首席分析师杨芹芹建议12月把握三条行业主线：“一是内需刺激方向，看好非银金融、以及消费方向中的食品饮料、商贸零售板块，此外受益于以旧换新政策的家电、汽车、机械等行业也值得关注；二是景气度修复方向，看好纺织服装、交通运输、化工等板块；三是科技成长方向，看好军工、半导体、AI应用、机器人等板块。”

在关注A股市场机遇同时，港股后市表现也同样获得看好。光大证券策略首席分析师张宇生认为，在政策发力带动经济复苏的大逻辑并未被证伪的情况下，港股市场有望震荡上行，投资者可继续关注科技成长方向及高股息占优的“哑铃”策略，细分领域包括芯片、高端制造、具有自身独立景气度的部分互联网科技公司以及通信、公用事业、银行等板块。