

# 申萬宏源：A股下半年料啟牛市第二波

## 傅靜濤：盈利向上拐點可期 增量資金續流入

### 投資人語

「2024年9月  
末市場開啟反彈

以來，A股交易博弈劇烈程度已達牛市級別。」申萬宏源A股策略首席分析師傅靜濤向《大公報》表示，A股目前仍處牛市行情「起手式」，9·24國新辦發布會是第一波行情的政策拐點，2025年初段A股或續震盪市，第二波行情最晚將於2025年下半年啟動，「該輪行情反映的是2026年A股盈利能力拐頭向上可見度的提升，這很可能是真正『大級別上漲行情』的起點」。

大公報記者 倪巍晨



▲資本市場改革是A股結構性投資機會的重要來源，回購註銷市值管理有望成為主流趨勢。

傅靜濤坦言，A股自去年9月24日反彈以來，資金供需層面出現三大變化。一是融資餘額的提升，表明交易性資金活躍度的提高；二是被動基金規模擴張，與風格強趨勢和主題活躍相互增強；三是中小投資者定價影響力提升，互聯網平台共識成為新的投資案來源。他並參考了2007年、2015年和2021年的牛市規律，總結出三大共性條件：首先是增量資金持續流入；其次是基本面周期或結構性改善，演繹成趨勢性改善邏輯；最後是市場對「長期大級別行情」的樂觀預期。

### 政策發力對沖關稅影響

傅靜濤指出，增量資金持續流入現已具備；「長期大級別行情」的樂觀預期，更多源自大國博弈過程中。面對美對華加徵關稅，他認為，中國政策充分對沖是現階段的合理預期，但經濟驗證期「政策執行和效果

尚待觀察確認」。當前時點市場主要矛盾從內地政策發力的單一影響，轉變為「特朗普交易」和內地政策發力的相對力量，由於風險偏好受抑制，2025年初段A股行情或偏弱。A股盈利前景方面，傅靜濤判斷，基準假設下，2025年全部A股兩非（大額小額限售非流通股）歸母淨利潤同比增速為6.5%；其中，2025年首三季利潤增速將逐季改善，惟四季度或有所回落。A股盈利能力的向上拐點或延後至2026年。

傅靜濤預計，最晚在2025年下半年，市場將預期2026年的供給出清，屆時A股盈利能力向上拐點將真正到來，行穩致遠的上漲行情也將啟動，「這是牛市『起手式』」的第二波行情，其啟動條件可能是中美談判過程中，能夠交換到破局點」。

投資策略方面，傅靜濤強調，2025年可關注併購重組及回購註銷方向的投資機會。一是上市未果的科創企業，借同一實控人上

市平台變相上市；二是有央企資產注入，地方政府利用上市平台盤活資產；三是基於產業趨勢拐點的併購，傳媒、計算機、醫藥生物、先進製造等均可迎來一二級市場的聯動拐點方向。他並指，資本市場改革是結構性投資機會的重要來源，隨着市值管理指引的落地，回購註銷市值管理的效果較現金分紅更直接，且有望成為主流趨勢。

### 關注機器人低空經濟AI應用

申萬宏源「2025年A股行業配置報告」提醒，目前人工智能產業鏈硬件端行業的隱含預期或較充分，2025年應用端投資機會相比硬件端更好；從技術周期演變角度看，新質生產力的股市映射會從硬件端行進至應用端，包括機器人、低空、人工智能（AI）應用等。傳統行業中，金融地產鏈和消費品行業的行情則視乎供需結構及估值定價；此外，由於核心資產股價消化調整已到位，明年有望先於基本面見底。

綜合景氣、估值、籌碼、政策及A股市場交易特徵，傅靜濤建議，2025年關注社會服務、美容護理、食品飲料、醫藥生物、電池、光伏設備等核心資產，房地產、銀行、鋼鐵、建材、建築等金融地產低估值產業鏈，以及計算機。

### 申萬宏源對本季資產配置建議

資產大類	資產標的	配置建議
股票	A股	標配
	港股	溫和超配
	美股	溫和低配
	歐股	標配
	日股	溫和低配
債券	其他新興市場股票	溫和低配
	中國利率債	標配
	中國信用債	溫和超配
	中國可轉債	標配
商品期貨	美國國債	溫和超配
	原油	溫和低配
	黃金	標配
	銅	標配
外匯	VIX指數	顯著超配
	美元	標配
	人民幣	標配
	日圓	溫和超配

大公報記者倪巍晨整理

### 申萬宏源對2025年中國經濟指標預測

經濟指標	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
GDP同比	+4.8%	+5%	+4.5%	+4.7%	+5%左右
固投資計同比	+3.1%	+3.5%	+3.6%	+3.9%	+3.9%
社零增速同比	+4.2%	+5.1%	+5.3%	+3.5%	+4.5%
出口同比	+6.8%	+4.9%	-1.4%	-6%	+0.8%
進口同比	+1.6%	+2.5%	+2.4%	-3.8%	-0.8%
CPI同比	+0.3%	+0.3%	+0.4%	+0.8%	+0.5%
PPI同比	-2.2%	-2%	-0.9%	+1.2%	-1%
人民幣中間價	7.3	7.4	7.3	7.3	7.3
M2同比	+5%	+6.2%	+5.8%	+5.7%	+5.7%

大公報記者倪巍晨整理



▲傅靜濤表示，市場預期趨樂觀，A股可望展開牛市行情。

### 恒指今年收益率料10% 關注內需股

#### 港股 前瞻

申萬宏源海外策略高級分析師董易認為，盈利預期改善是2024年港股指數的底色，風險偏好的大幅波動則是重要的盈利來源。基準情景下，2025年港股分母端彈性或下降，由其帶來的市場反彈更多為脈衝式，且反彈空間有限，分子端預期變化對市場的影響料更顯著，「2025年恒指盈利預計增長6%，潛在收益率為10%」。

「2025年初外資的配置再平衡時點值得重點關注。」董易分析，很多投資者會在年初對投資策略進行系統性調整；與此同時，一季度通常是中國宏觀政策的密集期，加之前期各項刺激政策餘溫猶在，均利於外資調升對中國資產的配置。

董易認為，2025年全國兩會將公布更具體的經濟工作目標和政策，上市公司也將在年報季間提及經營展望，處於數據驗證階段的港股大概率呈現震盪市。在流動性尚未充分計價背景下，分子端若現改善信號，市場有望給出明顯反饋，反彈行情會持續較長

時間。展望後市，董易提醒，基準情形下，2025年恒指盈利增長6%，隱含的ERP（股權風險溢價）有望穩定在7%的歷史區間中位水平；此外，明年末無風險收益率料維持4.1%左右，對應港股10%的潛在收益率。董易建議，把握「股東回報提升、宏觀預期修復」兩大主線。此外，港股的反彈並未傳導到大面積「破淨公司」（股價低於每股淨資產），「破淨公司」提升股東回報的策略對其股價的影響有望進一步增強。

### 互聯網平台料從競爭走向合作

董易補充說，在「反內卷」的政策風向下，平台類的互聯網行業有望從白熱化競爭走向互通合作，這有助於公司盈利能力的回升。此外，日前召開的中央經濟工作會議將「大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大國內需求」列為2025年九項重點任務之首，服務消費、場景消費是港股消費板塊的一大特色，平台經濟亦能為擴大內需賦能。

### 申萬宏源對2025年恒指收益率測算

預測指標	悲觀情景	中性情景	樂觀情景
盈利增速	4%	6%	8%
無風險收益率	4.5%	4.1%	3.7%
隱含ERP	8.5%	7%	6%
對應遠期市盈率	7.69倍	9.01倍	10.31倍
收益率測算	-8.7%	10%	29.4%

大公報記者倪巍晨整理



▲申萬宏源指出，股東回報提升，宏觀預期修復料為今年港股兩大主線。

### 投資與消費帶動 中國GDP今年料增5%

#### 動能 修復

得益於2024年9月末以來一攬子增量政策的加速落地，中國主要經濟指標呈現持續改善勢頭。申萬宏源首席經濟學家趙偉指出，2025年中國經濟或加快動能修復，全年經濟增速預計維持5%左右水平，儘管出口對經濟的支持力或有所下降，但投資和消費增速有望略高於今年。

### 設備基建投資顯著提升

去年9月24日國新辦「金融支持經濟高質量發展」發布會，拉開了本輪政策調整的序幕。隨後，一攬子增量政策加速落地，財政、貨幣等總量政策工具，配合擴內需、穩地產、穩外貿等結構性工具不斷加碼。政策加持下，近期設備和基建投資顯著提升，家電和汽車消費大幅改善。

「本輪政策的底層邏輯涉及對近些年政策框架全面優化的啟動。」趙偉相信，2025年中國GDP增速有望維持5%左右，受政策支持投資和消費將成為經濟運行中的亮點，「2025年投資和消費增速預計略高於2024年，出口增速也有望保持正增長」。他補充說，2025年全年中國經濟呈現「N形」或「倒V形」的概率較大，單季經濟增速的相對起伏可能不會很大。具體而言，本輪政策加碼和「搶出口」效應或共同支撐中國經濟進一步恢復，二季度有望成為2025年全年經濟增速的高點，但三季度後，經濟或逐漸開始反映關稅衝擊、房地產和製造業投資內生力量的走弱。

趙偉判斷，2025年政策路徑將進一步加大中央「加槓桿」力度，加大政策協同，以開放促改革，藉此「加快報表修復、恢復內生動能」。2025年政策需穩紮穩打、「積極」應對。一方面，進一步加大對「兩重、兩新」等代表領域的投資力度，通過暢通資金來源、擴大資金使用範圍等提高資金效率。另一方面，針對弱勢群體加大補貼補助力度和結構性減稅，持續完善社會保障體系，修復居民消費信心。此外，從「保項目」到「保主體」，推動開發商融資正常化，以及存量按揭利率的進一步調降等，可能是地產政策未來的趨勢。

他強調，面對「外部衝擊」無需悲觀，中國將以開放促改革，把「外部衝擊」轉為機遇。



▲受政策支持的投資和消費將成為今年中國經濟運行的亮點。

### 美股估值過高 警惕回調風險

#### 盈利 下修

美股2024年在高估值基礎上罕見實現「低波動、高回報」。申萬宏源策略高級分析師馮曉宇提醒，美股往往在估值達到頂點後，通過盈利逐步消化估值支撐股價繼續上行，隨着盈利逐步下修，估值將面臨進一步下殺，並拖累市場整體下跌。2025年波動率放大、上漲概率下降是歷史規律，「美股回調10%的概率較高」。基準情形下，2025年全年美股盈利增長率仍穩定，標普500標指EPS（每股收益）增速14%，建議把握「特朗普交易」主題性投資機會。

### 今年美股料跌一成

馮曉宇對2025年美股盈利前景做出三種假設，首先，高估值將難滿足市場的樂觀盈利預期，2025年美股出現10%左右回調的概率較大。其次，美聯儲利率政策取向，或令美股回調壓力加大，「美股2025年回調15%左右的概率適中」，2025年美股回調20%以上的概率較低。

「美股2025年走勢主要取決於特朗普關稅政策對美國乃至全球經濟的實質性衝擊。」馮曉宇指出，若美國對所有地區徵收10%關稅，將引發非美國增長壓力的加劇，各國一旦通過競爭性貨幣貶值觸發金融風險，也將對美股構成拖累。



▲申萬宏源表示，美股結構上建議圍繞AI發展的應用階段、製造業回流、監管放鬆等方向布局。

馮曉宇補充說，利率環境疊加特朗普政策訴求，2025年美股小盤風格或階段性跑贏，結構上建議圍繞AI發展的應用階段、製造業回流、監管放鬆等方向布局美股。

具體而言，AI方向「推理應用」是2025年產業發展的重點，軟件比硬件有更高性價比。「特朗普交易」主題投資方向，建議關注TOG端軍工、航空航天、製造業回流線索下的建築設備、能源設備等原材料機會。此外，加密貨幣監管放鬆、併購環境寬鬆等方向也將帶來多元的金融投資機遇。