

工业企业利润降幅继续收窄，企业盈利空间出现改善

——鑫元周观点（2024.12.23-2024.12.29）

一、核心观点

宏观方面，第五次经济普查结果公布。本次普查对于 2023 年的 GDP 数据进行了修订，修订后的 2023 年国内生产总值为 1294272 亿元，比初步核算数增加 33690 亿元，增幅为 2.7%。截至 2023 年末，全国共有数字经济核心产业企业法人单位 291.6 万个，从业人员 3615.9 万人，实现营业收入 48.4 万亿元。与第四次全国经济普查结果相比，我国经济发展在规模总量、结构优化、创新驱动、安全保障、绿色转型等方面都呈现出积极变化。

同时，国家统计局公布 11 月份工业企业利润数据。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 66674.8 亿元，同比下降 4.7%。从 11 月当月数据来看，受价格回升、营收转增带动，企业盈利空间出现改善。制造业中，消费品制造业表现较好。11 月工业企业资产负债率多有回升。

权益市场方面，上周市场依旧处于宽幅震荡区间，宏观流动性宽松作为主要交易逻辑的背景下，持续大涨或大跌的概率都较为有限。市场短期弹性集中于以人工智能、消费新业态和机器人为主的主题性交易机会，可重点加强对于人工智能领域的关注。市场风格方面，上周市场量能下降至 1.3-1.5 万亿，成交量的下降使得小市值标的博弈力度减弱，风格逐渐由小盘向大盘切换。流动性宽松支持下，成长风格中主题投资短期超额收益较为显著，结合市值因子偏向大市值，带来了部分大市值科创板品种的持续占优。红利资产受益于债券利率的下行，配置性价比凸显，方向上继续看好水电、大型国有银行、石油石化等资产。上周美国无重要经济数据公布，海外重要市场基本都处于圣诞节的交易清淡期。美元和美债基本维持了原有的交易惯性。美债的收益率曲线继续陡峭化，10 年美债收益率在不断接近年内最高点，长端美债定价更高的经济增长预期。同样，在降息预期下调，经济增长预期上调的背景下，美元指数维持强势。美债利率的走高走短期不利于美股，美股的调整可能并未结束，目前看纳指调整的第一目标位大致在 19000 点附近。

固收市场方面，上周债市波动加大，延续前周的波动行情。“适度宽松”的货币政策总

基调下，市场普遍预期明年政策利率有望下调 40-50BP，同时博弈当前降准的窗口时间缩短，也导致了市场的波动率加大。在降准降息落地前，市场在持续的博弈回调买入和落地抢跑，表现就是市场频繁的区间震荡。本周市场面临跨年因素扰动，同时博弈降准的结果也将在周初揭晓，预计本周市场依然可能存在震荡波动。

二、宏观动态

（一）国内宏观

11 月规模以上工业企业利润同比降幅继续收窄。12 月 27 日，国家统计局发布的数据显示，11 月份规模以上工业企业利润同比下降 7.3%。国家统计局工业司统计师于卫宁表示，11 月份全国规模以上工业企业利润在去年高基数基础上降幅较 10 月份收窄 2.7 个百分点。其中，受价格回升、营收转增带动，工业企业盈利空间改善，反映企业效益基本面情况的毛利润降幅连续两个月收窄。11 月份，随着存量政策有效落实，一揽子增量政策加快推出，政策组合效应持续发挥，带动规模以上工业生产平稳增长，企业效益继续恢复。

全国财政工作会议 12 月 23 日至 24 日在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度；安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑；适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，大力提振消费；加快推动产业转型升级，深入实施专精特新中小企业奖补政策。

12 月 24 日至 25 日，住房城乡建设部召开全国住房城乡建设工作会议。会议明确 2025 年重点任务，包括：持续用力推动房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式，大力实施城市更新，打造“中国建造”升级版，建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。其中提出，加力实施城中村和危旧房改造，推进货币化安置；大力推进商品住房销售制度改革，有力有序推行现房销售；谋划实施一批城市更新改造项目。

央行发布《中国金融稳定报告（2024）》。报告指出，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。金融系统将坚持稳中求进工作总基调，实施更加积极有为的宏观政策。实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，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。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理水平上的基本稳定。

国务院关税税则委员会发布《2025 年关税调整方案》。《方案》自 2025 年 1 月 1 日起实施，将有利于增加优质产品进口，扩大国内需求，推进高水平对外开放，扎实推动高质量发

展。为增强国内国际两个市场两种资源联动效应，2025 年对 935 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。一是支持以科技创新引领新质生产力发展，降低环烯烃聚合物、乙烯-乙醇共聚物、救火车和抢修车等特殊用途车辆的自动变速箱等的进口关税。二是在发展中保障和改善民生，降低环硅酸铝钠、CAR-T 肿瘤疗法用的病毒载体、外科植入用镍钛合金丝等的进口关税。三是推进绿色低碳发展，降低乙烷、部分再生铜铝原料的进口关税。为扩大面向全球的高标准自由贸易区网络，2025 年对 24 个自由贸易协定和优惠贸易安排项下、原产于 34 个国家或者地区的部分进口商品实施协定税率。

2025 年全国两会召开时间确定。十四届全国人大三次会议将于 2025 年 3 月 5 日在北京召开，会议议程包括审议政府工作报告；审查 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告、2025 年国民经济和社会发展计划草案；审查 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告、2025 年中央和地方预算草案等。全国政协十四届三次会议于 2025 年 3 月 4 日在北京召开。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数降至 21.9 万，劳动力市场保持稳健。美国上周初请失业金人数 21.9 万人，预期 22.4 万人，前值 22.0 万人；四周均值 22.65 万人，前值 22.55 万人。截至 12 月 14 日当周续请失业金人数 191 万人，预期 188 万人，前值从 187.4 万人修正为 186.4 万人。

美联储拟重大修改银行压力测试。美联储周一宣布，计划对大型银行的年度“压力测试”进行重大修改，以提高其透明度和可预测性。美联储称，正在考虑的修改包括公开美联储用于确定银行在测试中的假设损失的模型，并欢迎公众对这些模型提出意见。同样，美联储也欢迎公众对其每年为测试所设立的假设情景提出反馈意见，并对两年的结果进行平均，以减少结果的年度波动性。

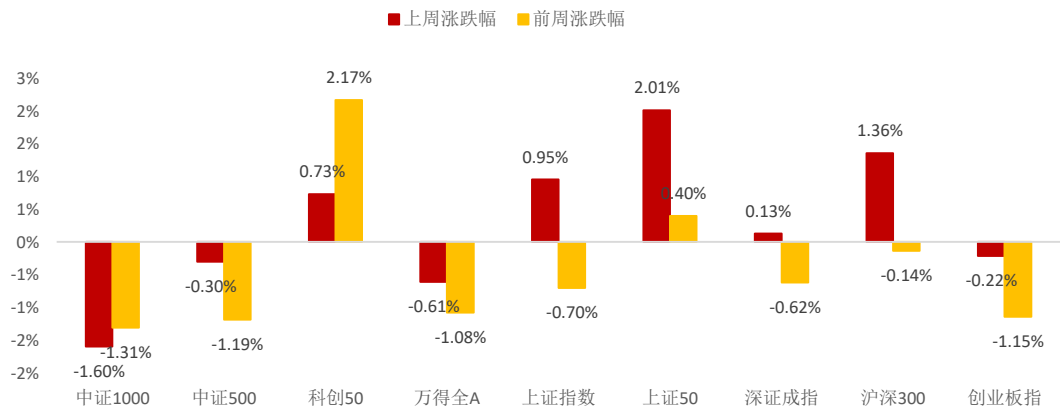
日本央行行长植田：通胀明年将更接近目标，下次加息时机将至。日本央行行长植田和男表示，预计日本经济明年将更接近于可持续实现央行 2% 的通胀目标，并暗示下次加息的时机即将到来。但他也警告说，有必要仔细研究围绕海外经济的“高度不确定性”的影响，特别是即将上任的美国当选总统特朗普政府的经济政策。此外，植田还指出，明年日本企业和工会之间的薪资谈判前景也很关键。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数涨跌不一。截至 12 月 27 日，上证 50 上涨 2.01%，沪深 300 上涨 1.36%，涨幅居前。从行业板块看，上周**银行、石油石化、公用事业**领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	12/27/2024	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.7	↑ 0.20	42.0	↑ 1.88	72.1%	87.5%	83.2%
深证成指	25.4	↑ 0.05	53.3	↑ 0.56	50.2%	54.9%	41.2%
上证 50	11.2	↑ 0.33	53.6	↑ 5.63	80.8%	82.8%	76.0%
沪深 300	13.0	↑ 0.27	48.3	↑ 4.97	66.7%	72.3%	65.1%
中证 500	28.4	↓ 0.04	43.8	↓ 0.20	55.9%	89.4%	85.1%
中证 1000	37.7	↓ 0.47	45.1	↓ 2.37	45.1%	64.1%	65.7%
创业板指	34.2	↓ 0.10	15.8	↓ 0.03	16.6%	29.0%	33.0%
科创 50	87.4	↑ 0.94	98.0	↑ 0.76	98.0%	98.0%	97.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	12/27/2024	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	23.1	↓ 0.27	10.75%	↑ 0.05	10.8%	18.7%	26.5%
基础化工(申万)	23.8	↓ 0.36	43.56%	↓ 1.18	43.6%	75.8%	67.8%
钢铁(申万)	27.3	↓ 0.29	68.17%	↓ 0.05	68.2%	99.0%	98.6%
有色金属(申万)	18.8	↓ 0.09	14.21%	↓ 0.06	14.2%	24.7%	35.0%
电子(申万)	56.8	↓ 0.34	78.15%	↓ 0.49	78.2%	97.0%	96.0%
家用电器(申万)	15.3	↑ 0.14	47.47%	↑ 2.00	47.5%	53.1%	58.0%
食品饮料(申万)	21.1	↓ 0.04	16.61%	↓ 0.01	16.6%	5.8%	8.3%
纺织服装(申万)	20.3	↓ 0.80	14.73%	↓ 4.68	14.7%	23.4%	26.8%
轻工制造(申万)	25.4	↓ 0.64	34.62%	↓ 2.82	34.6%	60.1%	44.8%
医药生物(申万)	31.5	↓ 0.58	27.85%	↓ 1.48	27.9%	48.5%	54.7%
公用事业(申万)	17.8	↑ 0.21	16.79%	↑ 2.40	16.8%	11.1%	15.3%
交通运输(申万)	17.3	↑ 0.20	49.48%	↑ 1.82	49.5%	64.2%	70.4%
房地产(申万)	38.6	↓ 1.39	98.62%	↓ 0.19	98.6%	97.6%	96.6%
商贸零售(申万)	37.0	↓ 0.82	79.44%	↓ 1.78	79.4%	92.2%	89.0%
社会服务(申万)	24.0	↓ 1.59	3.28%	↓ 1.40	3.3%	5.7%	8.1%
综合(申万)	61.0	↑ 0.07	77.68%	↑ 0.11	77.7%	93.4%	90.6%
建筑材料(申万)	25.3	↓ 0.12	72.04%	↓ 0.27	72.0%	97.6%	96.9%
建筑装饰(申万)	10.0	↓ 0.17	38.43%	↓ 3.67	38.4%	60.9%	73.9%
电力设备(申万)	31.6	↓ 0.16	27.98%	↓ 0.66	28.0%	48.6%	42.8%
国防军工(申万)	70.1	↑ 0.24	59.76%	↑ 0.35	59.8%	85.7%	86.7%
计算机(申万)	70.3	↓ 3.12	82.30%	↓ 4.30	82.3%	86.4%	81.8%
传媒(申万)	39.2	↓ 3.03	52.43%	↓ 5.34	52.4%	76.9%	72.4%
通信(申万)	34.7	↑ 0.22	31.47%	↑ 0.96	31.5%	49.2%	64.8%
银行(申万)	6.0	↑ 0.22	37.56%	↑ 3.27	37.6%	42.9%	60.1%
非银金融(申万)	17.2	↑ 0.14	61.59%	↑ 2.03	61.6%	79.6%	83.1%
汽车(申万)	26.0	↑ 0.25	68.36%	↑ 1.23	68.4%	51.9%	31.9%
机械设备(申万)	31.4	↓ 0.40	59.39%	↓ 2.41	59.4%	83.3%	85.4%
煤炭(申万)	12.3	↓ 0.11	61.16%	↓ 0.96	61.2%	93.3%	93.5%
石油石化(申万)	16.6	↑ 0.33	44.61%	↑ 2.37	44.6%	74.1%	80.5%
环保(申万)	21.8	↓ 0.89	28.53%	↓ 10.91	28.5%	49.6%	60.2%
美容护理(申万)	34.8	↓ 1.02	40.77%	↓ 3.93	40.8%	34.9%	22.2%

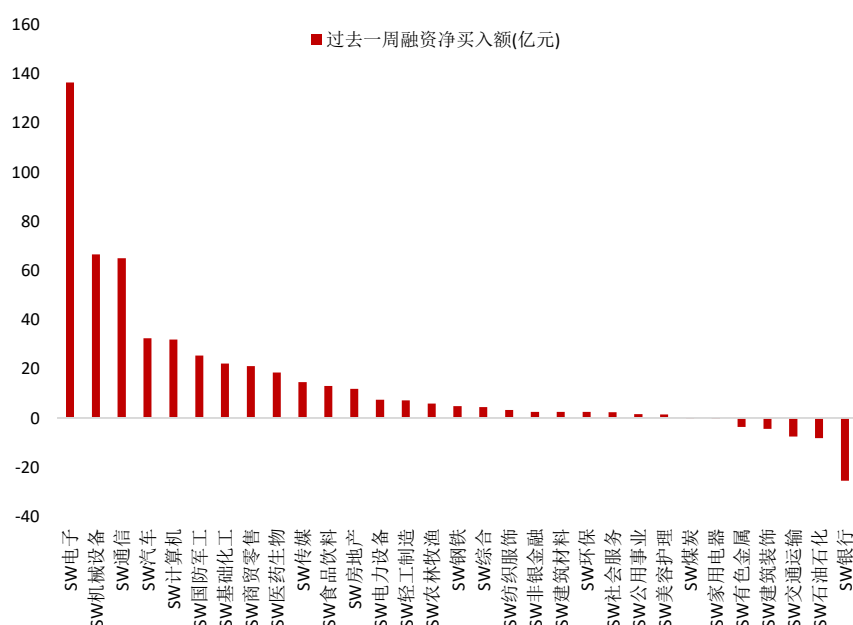
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数悉数上涨，各行业估值上下不一。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机**估值下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、电子、综合**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、农林牧渔、有色金属、纺织服饰、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

12月26日，两融资金占比为10.16%，12月22日为9.87%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至12月27日，上周融资净买入的前三行业为**电子、机械设备、通信**。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

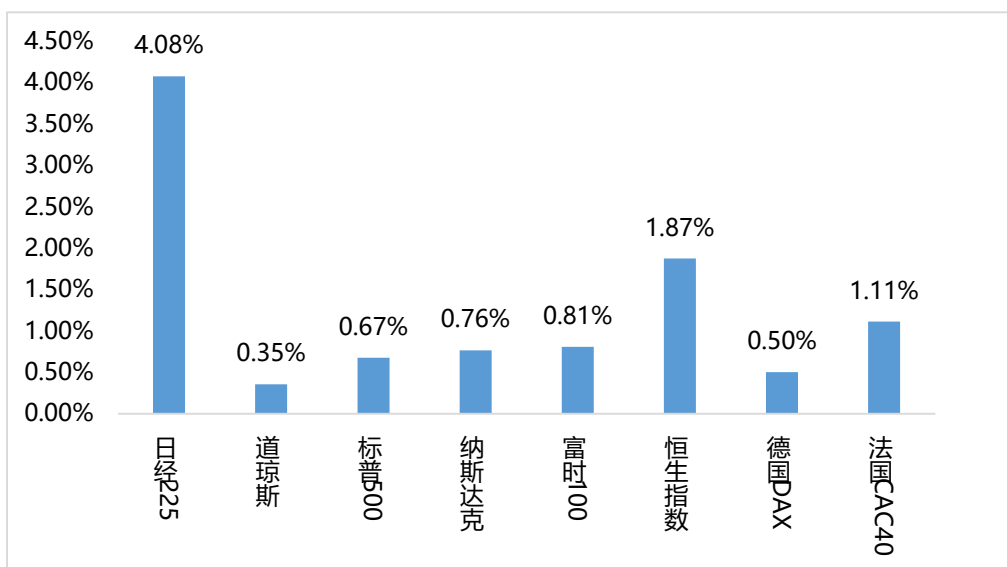


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周海外股市上涨。美国股市方面，道指上涨 0.35%，标普 500 上涨 0.67%，纳指上涨 0.76%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.50%，英国富时 100 上涨 0.81%，法国 CAC40 上涨 1.11%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 4.08%，恒生指数上涨 1.87%。

图5：上周海外主要指数涨跌

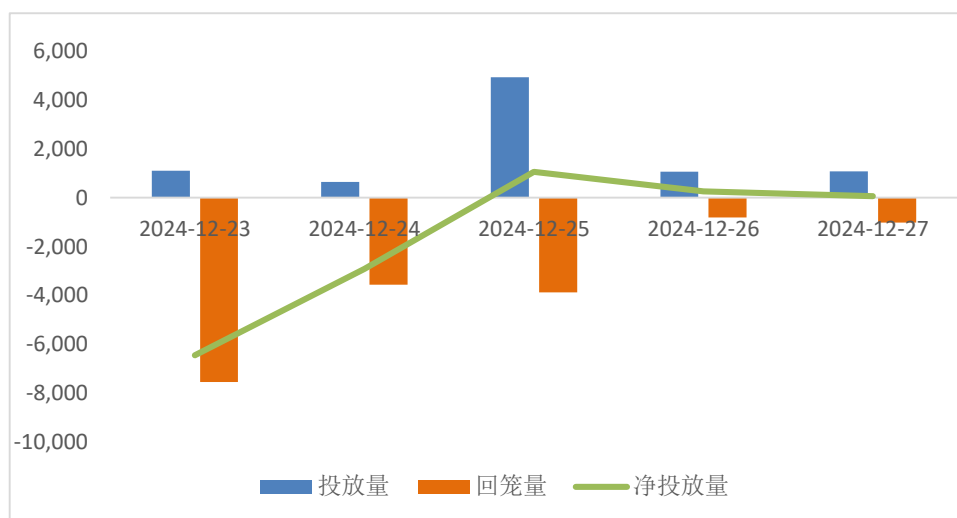


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 3541 亿元逆回购操作，因有 14862 亿元逆回购到期，整体实现净回笼 11321 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债无发行计划，地方政府债无发行计划，整体净缴款-316.6 元。

表 1：12 月 30 日-1 月 3 日政府债发行缴款

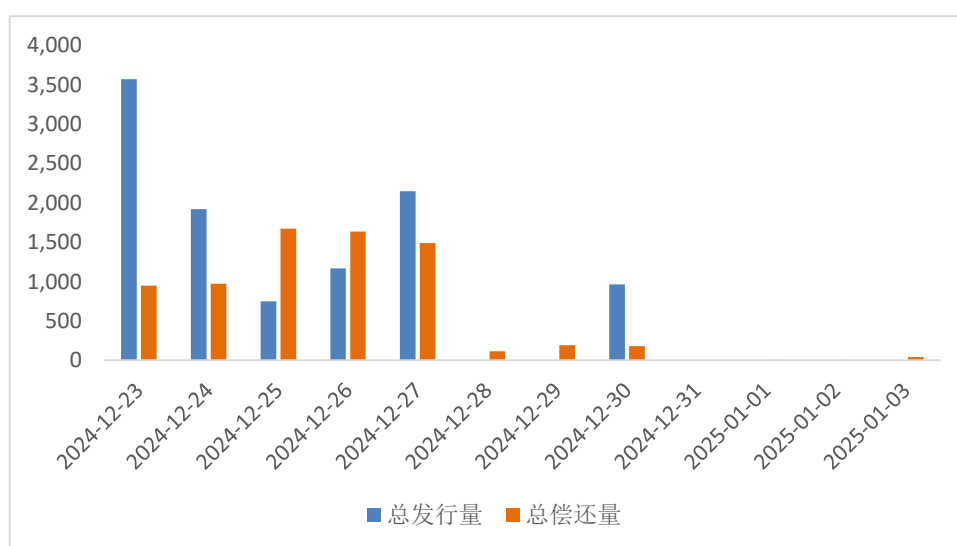
单位：亿元

	12 月 30 日		12 月 31 日		1 月 2 日		1 月 3 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债

发行	0	0	0	89.9	0	0	0	0
到期	300	0	0	0	0	0	0	16.6
缴款	0	0	0	0	0	0	0	0
净缴款	-300			0	0			-16.6

同业存单发行：本周到期 536 亿元，大幅低于前一周 7127 亿元，其后两周分别为 3426 亿元、3939 亿元，明显低于近两周的 7000 亿+。

图 7：同业存单到期与发行



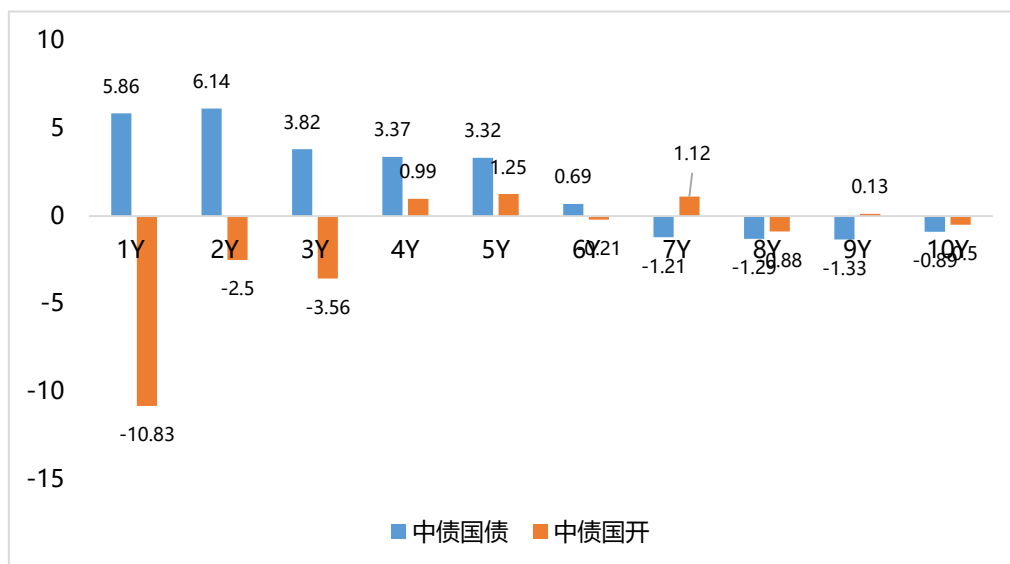
回购市场：上周资金面整体维持宽松，不过资金分层现象加剧。12月23-27日，DR001、R001周度平均值分别较前一周下行7bp、16bp。周内走势来看，DR001、R001从上周一的1.31%、1.45%上行至上周四的1.39%、1.53%，上周五下行至1.38%、1.51%。资金方面，DR007、R007二者周均值均分别变动-15bp、+1bp。两者从上周一的1.54%、1.71%上行至上周五的1.80%、2.14%。

票据利率：月初时点，供给方面，票源供给量在跌落千亿水平后迅速攀升，为卖盘出票提供支撑。主要大行农行、农发、建行、工行等陆续进场提前配置，买盘收票情绪稳步释放，在具体的票据期限选择上，除了月初的托收交易外，银行机构主要青睐一季度和足月票，但市场票源较少，因而票价整体低位。而股份行和非银机构出4-5月票较多，导致该期限票卖盘

堆积，票价整体呈现震荡回暖的趋势。

（三）债券市场

图 8：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	11.38	25.28	28.7	-44.55
环比	-2.04	-0.50	-4.21	-39.47
年初以来	-9.6	14.21	13.18	-74.95
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.84	15.69	18.64	51.19
2016 年以来分位数	10.08%	94.94%	89.21%	2.80%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	47.75	40.13	41.42	46.94	46.37
环比	9.69	-0.41	1.58	-1.90	-3.73
年初以来	15.41	4.9	4.16	13.3	1.25
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62

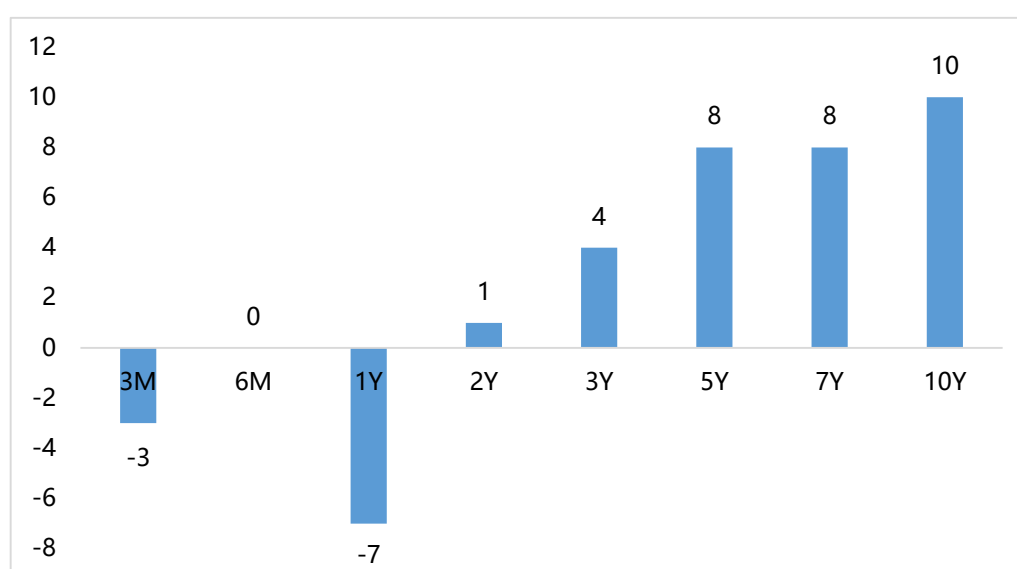
2016 年以来平均值	45.62	36.41	38.86	42.85	44.12
2016 年以来分位数	62.52%	63.63%	59.81%	65.67%	58.13%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率分化。其中，中债国债 1 年期收益率上行 5.86BP 至 1.0393，3 年期上行 3.82BP 至 1.1531，5 年期上行 3.32BP 至 1.4059，10 年期下行 0.89BP 至 1.6929。

长期限高等级票据信用利差分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 9.69BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收紧 0.41BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.58BP。

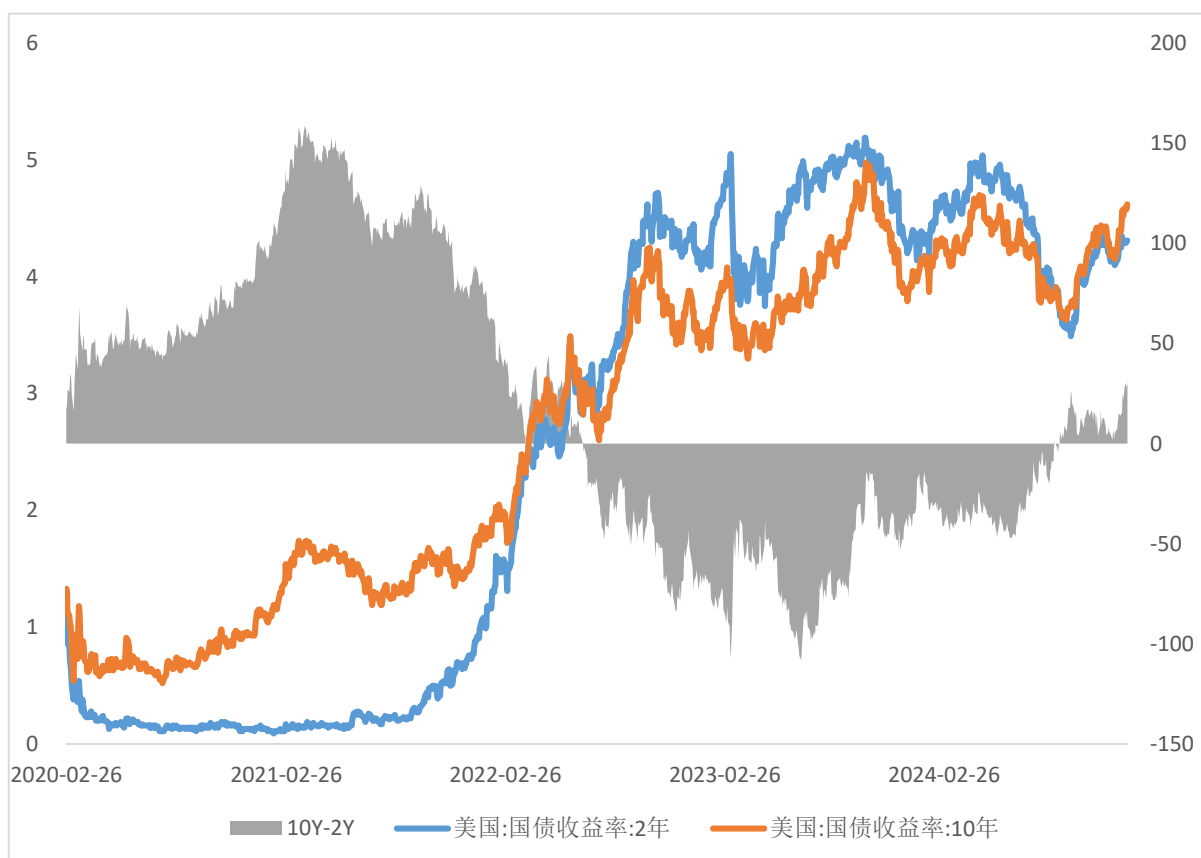
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率分化。上周 10 年期美债收益率上行 10BP，10 年期国债收益率下行 0.89BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1 年期美债收益率下行 7BP，3 年期美债收益率上行 4BP，10 年期美债收益率上行 10BP。

图 10：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，离岸人民币汇率小幅升值。上周美元指数上行 0.92%，中间价贬值 0.04%，即期汇率下行 0.29%，离岸人民币汇率升值 0.06%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	108.0151	7.1893	7.2992	7.3006
对照日期	107.8408	7.1901	7.2985	7.2926
涨跌	0.16%	0.01%	-0.01%	-0.11%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度。

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

第五次经济普查与城镇居民自有住房服务核算方法改革使得 2023 年 GDP 规模上修，从结

构上来看，主要形成对第三产业的上修。同时全面摸清了我国第二产业和第三产业家底，对 2023 年及之后的中美名义 GDP 比较有一定正面作用。“十四五”是蓄势蓄力的五年，“十五五”将是发力追赶的五年，考虑到中美博弈是各项决策的统领性目标，名义 GDP 作为最直接的国力比较方式，需要迎头赶上。在此背景下，需要经济、物价、汇率三管齐下共振发力，财政政策可能是未来的核心着力点，未来将逐步加码并提高向需求侧尤其是消费端倾斜的比例，但这一过程可能较为波折、漫长。可能面临较多次的政策调整，以及外部压力的倒逼。

（二）权益市场展望和策略

总体判断：市场依旧处于宽幅震荡区间，分母宽松作为主要交易逻辑的背景下，持续大涨或大跌的概率都较为有限。市场短期弹性集中于以人工智能、消费新业态和机器人为主的主题性交易机会，要重点加强对于人工智能领域的配置。成交量降至 1.5 万亿元之下，意味着市场短期的曲折性和博弈性都会有所增强。

市场风格方面：上周市场量能下降，降至 1.3-1.5 万亿，量化资金担心成交量的下降会导致小市值品种的流动性风险，造成了市值因子的小切大。这样的大小市值切换形成了指数的上涨，但并未能给市场带来普遍的赚钱效应。

价值成长风格：如前所述，强宏观属性的价值风格并不占优；分母宽松支持下，成长风格中主题投资短期超额收益较为显著，结合市值因子偏向大市值，带来了部分大市值科创板品种的持续占优。红利资产：配置角度上看，债券利率的下行，会增加高股息的红利资产对于机构资金的配置价值，两者的跷跷板效应持续反馈。红利资产方向上，继续看好水电、大型国有银行、石油石化等资产。

上周美国无重要经济数据公布，海外重要市场基本都处于圣诞节的交易清淡期。美元和美债基本维持了原有的交易惯性。美债的收益率曲线继续陡峭化，10 年美债收益率在不断接近年内最高点，长端美债定价更高的经济增长预期。同样，在降息预期下调，经济增长预期上调的背景下，美元指数维持强势，不建议去猜测美元的顶在哪里。分母走弱，不利于美股，美股的调整并未结束，目前看纳指调整的第一目标位大致在 19000 点附近。

（三）债券市场展望和策略

从宏观基本面数据看，上周路透社公布的消息，本年预计发行特别国债 3 万亿，赤字率预计也相应提升，可以看到当前的财政政策也是更加积极的。对于 1 月份春节前夕，本次假期是近年春节最长的一次假期，长度达 8 天，可能会实施更大规模的消费品和消费券补贴政策配合今年春节的“8 天”超长假期，促进消费，预计未来两周可能会有更多的部委公布实

施细节。临近 1 月份，央行的“适时降准降息”窗口可能临近，但考虑到当前市场已经计价约 30bp 降息，未来降准降息落地前，市场空间有限。

微观交易策略层面，货币政策适度宽松表现在流动性充裕，距离年末仅 2 个工作日，无论是否降准，市场都会阶段性结束博弈降准。市场交易层面，当前行情更多关注并且计价的是降息操作，跨年后各家机构的对于利润实现的会计时间约束限制消失，这也体现在年前交易中，有大量远期卖单，日期皆为 1/2 及之后。1 月份预计会有更多机构提前抢跑降息降准落地，需要关注元旦后是否会有相关的降息操作落地。在降息落地前，需要谨慎的对待市场剧烈的震荡波动，择机选择更为高频的波段操作，而非一直买入持有。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。