

策略周评 20250726

ROE 拐点交易和红利陷阱

2025 年 07 月 26 日

■ 当前市场的核心叙事是市场 ROE 迎来拐点

我们在上周的报告《基于 ROE 触底逻辑下的市场上行》中指出，近期指数上行突破，关键驱动是市场对于盈利周期见底企稳的共识正在形成。“反内卷”政策启动后，供给侧改革有望加速推进，同时以雅江水电站为代表的大基建项目开工打开了需求扩张的空间，这共同强化了市场对经济供需格局优化、ROE 企稳的预期。随着乐观预期的发酵，市场情绪被点燃，指数进一步向上突破，顺周期方向是主要驱动。

基于 ROE 拐点的叙事交易可以分成两步走。第一步是拐点交易，由于此前市场对 ROE 拐点普遍缺乏预期，当拐点信号明确后，预期差修复推动了第一波交易行情。第二步是空间交易，在确认拐点后，市场转向博弈 ROE 的上行空间及持续性，这取决于供给政策推进效率和需求政策的落地配合，难以准确预判，因此交易难度会加大。

类比 2016 年供给侧改革的行情，市场也演绎了两步走的节奏。第一步拐点交易，从 2016 年 2 月开始到 2016 年 8 月。2015 年 11 月中央财经领导小组首次提出“供给侧结构性改革”的概念，随后在年底的中央经济工作会议中，“三去一降一补”方针提出，同时棚改货币化相关表述也得到强化。由于当时市场还对高层决心、政策力度缺乏足够的认知，因此即便 PPI 已经实质性筑底，但市场并未形成明确的拐点预期，行情也未开展。直至 2016 年 2 月，国务院发布钢铁、煤炭两大行业化解过剩产能相关文件，市场才形成共识性预期，万得全 A 开启反弹。到 2016 年 8 月，PPI 从触底向上实现回正，市场也完成拐点交易。第二步空间交易，政策持续推进下行行情逐步展开。一方面供给侧改革取得成效，另一方面棚改对需求构成支撑。从 2016 年 9 月开始，PPI 同比转正、持续回升，工业企业利润增速、ROE 也趋势性改善，此时市场交易盈利向上改善的空间，核心受益板块如煤炭、钢铁开启主升浪。

本轮“反内卷”行情也分为两步走。第一步的拐点交易已经基本完成，从 7 月 1 日中央财经委提出“治理无序竞争”以来，商品、股市都经历了一轮快速上涨，对应上一轮行情 2016 年 2 月至 2016 年 8 月的拐点交易阶段。本轮拐点交易快速完成的原因一是由于市场有学习效应，基于 2016 年的经验，在“反内卷+需求扩张”政策组合推出后快速形成了拐点共识；二是由于当前流动性水平较为充裕，具备快速定价的基础。后续由拐点交易向空间交易的切换并非一蹴而就，市场大概率将经历一段震荡整固期。部分资金基于空间交易逻辑可能会提前布局，承接筹码。但是在一轮上涨后，沪指已经进入了新的运行中枢，前期参与拐点交易的资金在快速获利后存在兑现需求，形成抛压，因此市场可能震荡蓄势。等待市场消化短期获利筹码、重新凝聚对空间逻辑的共识后，行情有望逐步过渡至空间交易阶段。

■ 红利资产的叙事逻辑和资金逻辑均面临挑战

➢ 经济预期改善将推动利率端预期同步反转，证伪永续红利的叙事

2024 年以来红利交易逐步向银行缩圈，本质上表明永续分红是红利行情的核心叙事。红利资产分化的背后是市场对于稳定股息的诉求。在经济基本面偏弱的背景下，消费型红利缺乏盈利弹性，难以实现稳定分红；资源型红利在大宗商品价格波动幅度加剧的背景下维持股息及估值低波动的难度加大。而稳定型红利中的代表行业银行，其商业模式决定了利润和现金流的稳定性，同时长久累积的大额未分配利润也为股息提供了安全边际，能够更好满足永续分红的假设，因此估值实现了进一步抬升。

永续红利的叙事有个隐含假设，即十年期国债利率将持续下行或延续低位运行。我们在报告《股债息差视角下红利资产的交易空间》中提出，“资产荒”背景下，类债属性成为红利资产交易的核心逻辑。红利资产定价的锚是十年期国债利率，股息率是衡量估值的重要指标。红利资产的股息率可拆解为无风险收益（十年期国债利率）+ 风险溢价（红利股作为风险资产

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（二十八）》

2025-07-22

《增配杠铃两端，通信仓位创新高—

—2025Q2 公募基金持仓分析》

2025-07-22

的补偿)。在宏观环境未发生显著变化的背景下,风险溢价将围绕合意中枢运行,因此红利的估值、即股息率锚定十年期国债利率。这表现为:国债利率下行,风险溢价上升,吸引交易型资金流入推升估值、压低股息率,使风险溢价回落至中枢,反之亦然。而在实际交易过程中,市场参与者不仅会关注当前利率的变动情况,还会隐含对后续利率变化幅度的预期。因此红利风格的走强和十年期国债利率的滚动变化强相关,近年来红利资产跑赢的几个阶段也伴随着十年期国债利率的快速下行。

但当前这一隐含假设存在逆转的风险。本轮十年期国债利率下行的底层逻辑是经济增速放缓,高收益资产缺位,利率下行直接反映了全社会投资回报率降低。而当前市场叙事转向 ROE 迎来拐点,随着经济乐观预期升温,利率端预期有望同步反转,进而瓦解红利资产的核心叙事逻辑。这可以类比核心资产行情,彼时市场基于永续 DCF 的叙事给予茅指数高估值,这隐含的条件是分母端利率维持低位。2021 年初核心资产估值见顶的直接催化就是十年期美债利率低位抬升。当宏观因素发生边际变化、叙事发生逆转时,风格行情的拐点也将到来。

► 交易型资金流向弹性更高的方向,使得红利的资金逻辑出现裂痕

在一轮行情中,边际定价资金对风格溢价的形成有重要作用。红利的风格行情中,两类资金是主要参与者,一类是股息型资金,另一类则是交易型资金。股息型资金是以险资为代表的中长期资金,基于红利资产类债属性而广泛配置,更关注股息本身。在新准则下,险资通过 OCI 账户增配红利资产可以获得稳定收益,而股价波动不会计入当期损益,因此增加了红利资产对保险公司的吸引力。交易型资金曾深度参与核心资产行情,这类资金更多博弈红利资产的估值变化空间,因此放大了红利资产的波动性。

但是基于资金博弈的买入往往是脆弱的。这是因为分红与除权机制决定了短期交易难以获得确定性收益——对交易型资金而言,分红后股价同步下调,仅靠分红本身无法带来价差收益,若考虑税费甚至会产生损耗,只有长期持有才能享受复利效应。这类资金的核心逻辑,实则是博弈长期资金持续配置、推升板块估值。在弱宏观背景下,景气资产稀缺,多数板块经历估值与盈利双杀。而红利资产因“类债属性”成为资金避风港,也被股息型资金作为债券的平替。交易型资金在这样的叙事支撑下流入,形成资金抱团、估值抬升的自我强化循环,但这种逻辑高度依赖市场叙事。当宏观预期转向、ROE 企稳回升信号出现,过去被压制的低估值品种有盈利改善与估值修复的“戴维斯双击”机会,交易型资金会快速调仓,转向更具弹性的成长板块。随着这类资金大规模流出,红利风格资金逻辑也将出现裂痕,估值溢价瓦解。

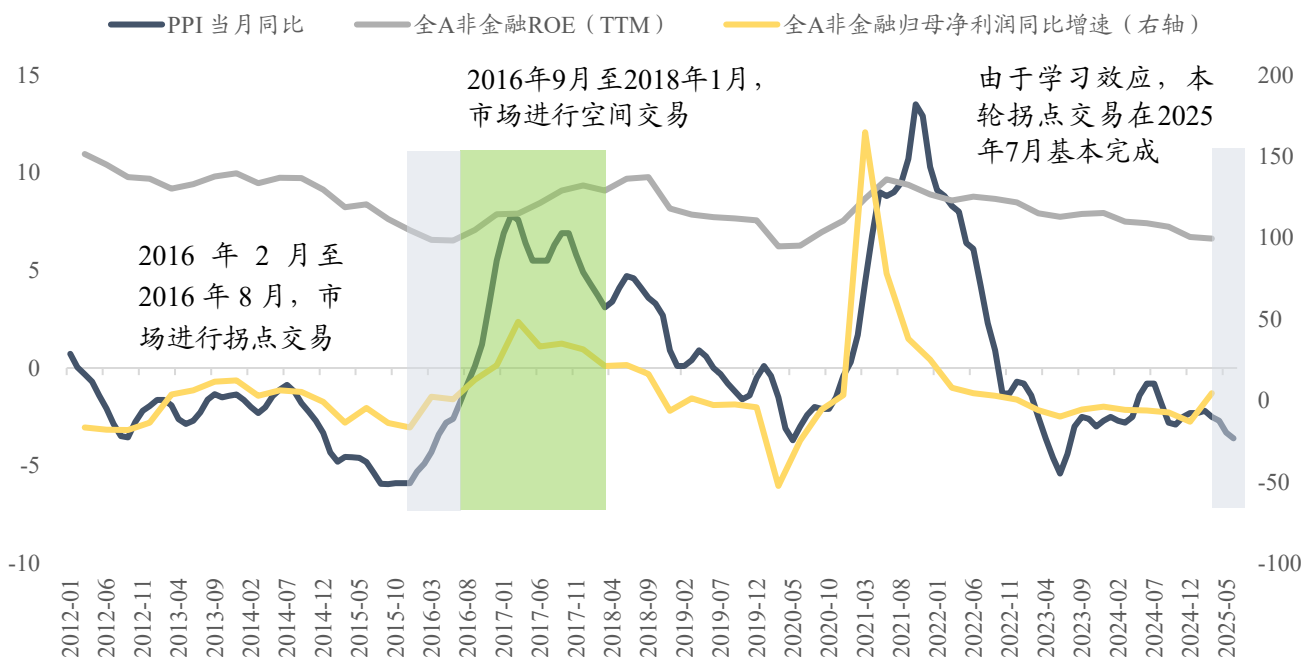
■ 总结及后市场展望

当前红利资产的核心叙事逻辑正面临挑战,资金逻辑亦出现明显裂痕:永续分红叙事隐含的十年期国债利率低位运行的假设,随着经济预期改善出现动摇,交易型资金也会卖出红利板块,银行补跌就是这一趋势的直观印证。这背后是“反内卷 + 大基建”政策组合点燃了市场乐观预期。展望后续,随着反内卷政策深化、重大基建项目落地开工,供需格局将持续优化,全 A 盈利与 ROE 有望企稳改善,支撑指数中枢上移。从节奏来看,预计市场将呈现“顺周期搭台、成长唱戏”的特征。

从行业配置来看:1) 顺周期领域:关注与大基建强相关的板块,这类板块与“反内卷”政策形成共振,在经济预期修复中具备明确的业绩弹性。2) 科技成长方向:AI 产业链(模型迭代、应用落地、算力基建及端侧硬件)、人形机器人(核心零部件与整机突破)、军工(行业景气改善,事件催化预期)、创新药(BD 出海进入商业收获期)仍是中长期主线。3) 主题投资:可以关注脑机接口、商业航天、可控核聚变、3D 打印等领域。

■ 风险提示:国内经济复苏速度不及预期;联储降息不及预期;宏观政策力度不及预期;科技创新不及预期;地缘政治风险。

图1：当前市场已经基本完成拐点交易，对应 2016 年 2 月至 2016 年 8 月的阶段（单位：点；%）



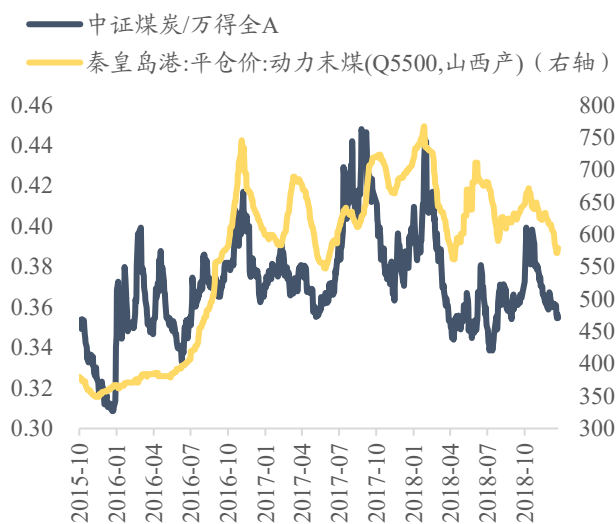
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2016 年 9 月，供改交易进入第二步，核心行业开启趋势上行（单位：倍；元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2016 年 9 月，供改交易进入第二步，核心行业开启趋势上行（单位：倍；元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

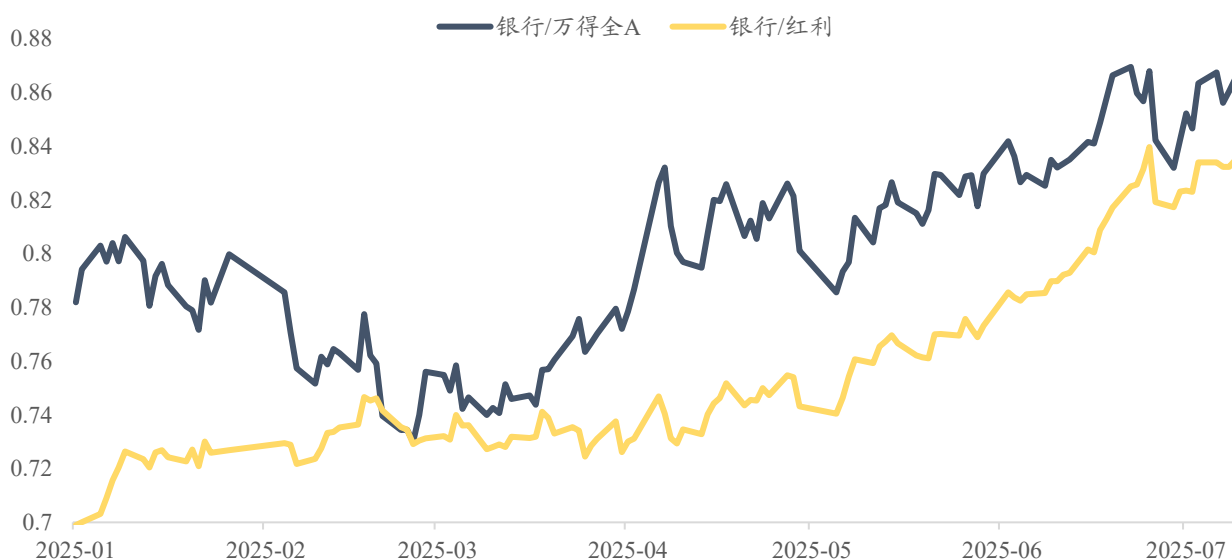
图4：2023年末开始的红利行情演绎到尾声时出现了分化、缩圈的特征（单位：倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

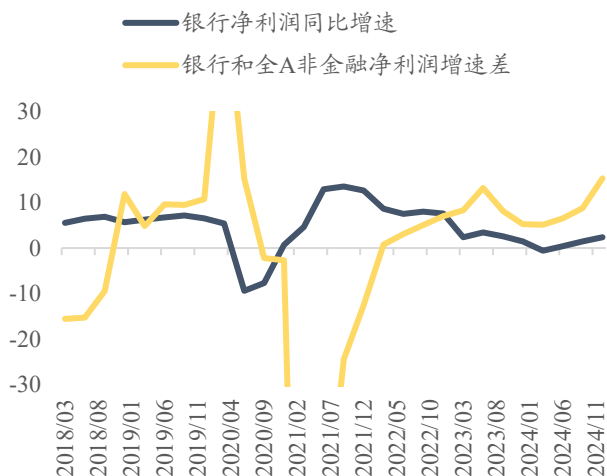
注：以中证红利、红利低波、央企红利三大指数的合计约150只成分股作为样本，划分为三大类型红利。**稳定型红利**主要包含银行、公用事业、运营商、交通运输等行业的成分股；**资源型红利**主要包含煤炭、石油石化、有色金属等行业的成分股；**消费型红利**主要包含食品饮料、家电等行业的成分股

图5：进入2025年，红利交易呈现持续缩圈的状态，核心红利资产银行跑出显著超额（单位：倍）



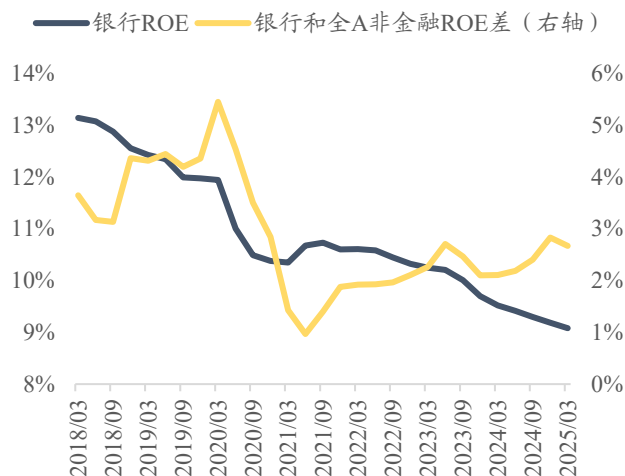
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：银行净利润增速相较全 A 非金融更稳定，且具备一定的优势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2022 年以来，在全 A ROE 回落的背景下，银行相对全 A 非金融盈利优势逐步扩大（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

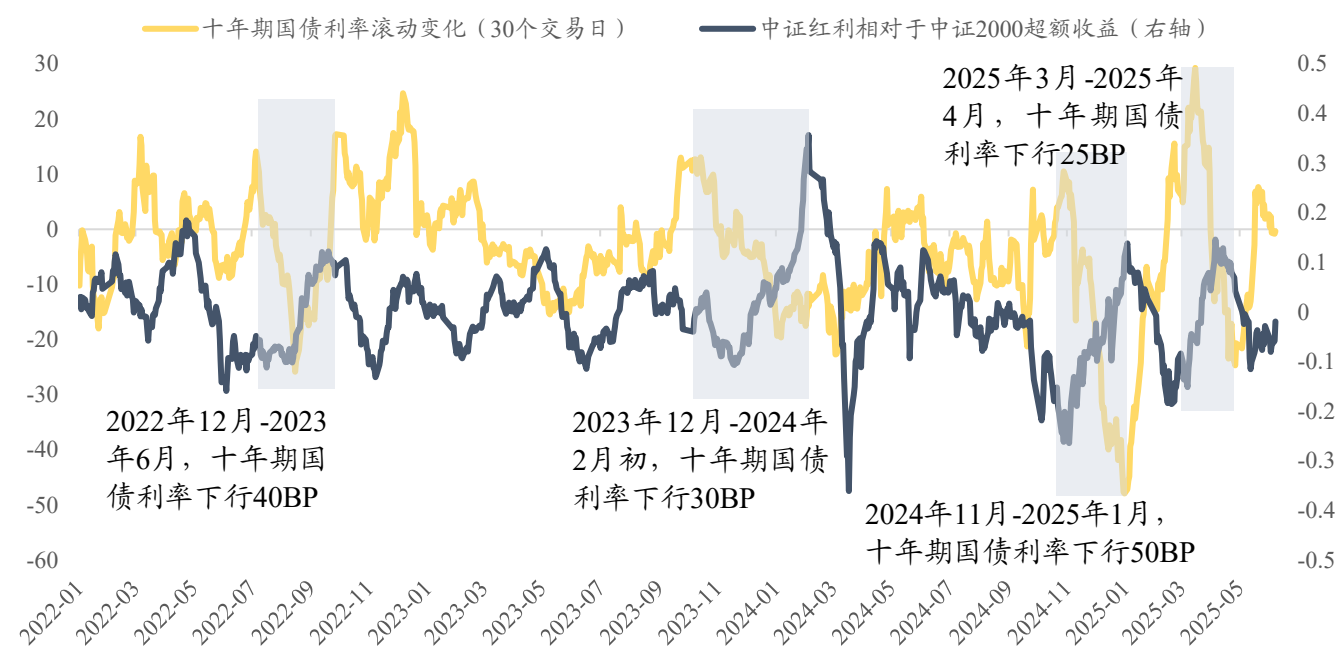
图8：2022 年以来经济增速放缓、十年期国债利率下行，进入“资产荒”困境（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2021 年 GDP 增速采用 2020、2021 两年平均处理

图9：近年来，红利资产跑出超额的阶段都伴随着十年期国债利率的快速下行（单位：%；倍）



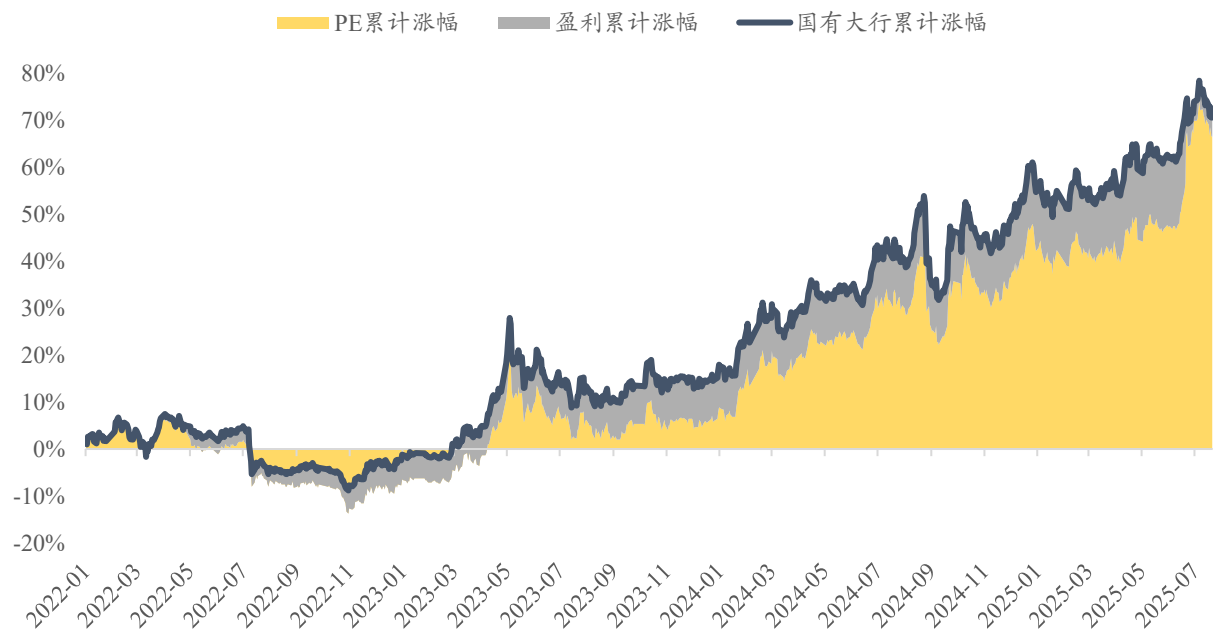
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2021年茅指数高位回落的直接催化就是分母端美债利率上行、证伪永续DCF的高估值（单位：%；点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022 年以来，国有大行的上涨主要由估值贡献（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>