

2025 年 07 月 21 日

经济 L 型下半场，下半年资产配置“不下、则上”

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

刘伟（分析师）

liuwei1@kysec.cn

证书编号：S0790524070008

截至 2025 年 7 月 21 日，万得全 A 首次突破 2024 年 10 月 8 日高点。

● 市场关于行情上涨的四种理解

(1) 市场理解一：产业亮点。2022 年至今产业亮点一直存在，比如 2023 年华为芯片，导致 2022-2024 年不断出现主题行情，但指数持续下降。因此，产业亮点和主题行情或不足以推动指数上涨行情。

(2) 市场理解二：国家队托底。之前同样出现过数次国家队托底，比如，2024 年 2 月国家队托底，但 2024 年 5 月之后市场重新下跌。反观当前市场上涨，或并非主要由国家队推动。

(3) 市场理解三：“美国例外论”反转。汇率上看，海外资金或并没有大幅流入中国，且美股持续新高，反映出当前为中美股市共振上涨、而非东升西落，因此“美国例外论”反转或并非关键因素。

(4) 市场理解四：低利率驱动。2022 年-2024 年债券收益率持续下行，但股市持续下跌，即利率下降并不能驱动股市上涨。估值角度上，虽然当前股债性价比处于高位水平，但估值便宜并非上涨的充分条件，比如 2024 年 5-9 月。

● 行情上涨的关键逻辑或是：政策取向和经济周期

我们认为，市场上涨的关键逻辑在于：政策取向的根本变化，以及经济周期已经处于上行期。

(1) 逻辑一：政策取向的根本性变化。2024 年 9 月政治局会议为政策拐点，一方面结束了 2021-2024 年经济长期去杠杆，类似于 2011-2015 年，标志着 L 型的下降期结束，进入企稳阶段；另一方面，结束了 2024 年 1-9 月的地方隐性债务整治，类似 2018 年，即财政信用政策发生了方向性和趋势性的变化。

(2) 逻辑二：经济周期已经处于上行期。2024 年 2 月之后市场已经逐渐见底，但 2024 年 2-3 季度紧财政和紧信用再次抑制市场信心。2024 年 9 月政策拐点之后，市场信心重新回到向上的路径当中，持续至今。当前或类似 2016 年二三季度，我们认为，市场预期仍有很大的上行空间。

(3) 逻辑三：需求端维稳+解决结构性问题。2025 年 7 月至今，一方面政策反内卷，类似 2016-2017 年供给侧改革；另一方面城市更新，类似 2016-2017 年棚改，即政策需求端维稳，以及解决结构性问题。我们认为，这一轮政策或不会推动类似于 2016-2017 年的地产大幅上行周期或 PPI 同比超过 7%，但地产企稳和通胀转正，或已经足够提振市场预期。

此外，这一轮反内卷的起点为 2025 年 7 月 1 日的中央财经委员会，历史上看，中央财经委员会的政策部署基本都能落地成功。

● 经济预期修正下股债切换

我们认为，当前经济或类似于 2016 年-2017 年，处于 L 型下半场。

一方面，当前已经结束了 2021-2024 年经济增速 L 型的下行期，开始进入企稳阶段，需求端持续维稳，类似于 2016-2017 年结束了 2011-2015 年的下行期，之后各季度 GDP 增速或基本相同；

另一方面，政策着手于解决结构性问题，促进房地产的企稳和通胀的正常化。2016-2017 年结构性问题是产能过剩和房地产下行压力，当前类似。

对于股债配置，我们维持观点：2025 年下半年经济或不会明显下行，以及结构性问题得到解决，经济预期修正下股债有望切换，债券收益率、股市有望上行。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《债券收益率，或滞后于股市上行—固收专题》-2025.7.18

《中国出口依赖度高的表象与实质—固收专题》-2025.7.15

《关于央行买债的理解—固收专题》-2025.7.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn