

2025 年 06 月 21 日

箱体震荡的突破契机，及当下的配置思路

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 5 月以来 A 股窄幅震荡的原因和未来突破箱体的可能催化

自 5 月至今，上证指数已经在 3300-3400 的区间内窄幅波动接近 2 个月的时间，宽基指数的波动率非常低。我们在 5 月 5 日发布的中期策略展望当中便强调过造成本次窄幅波动的 DDM 背景：（1）**上有顶：盈利尚在磨底**——盈利底不早于 3 季度末到来，且预计本轮盈利周期的弹性不大，所以即便即将看到盈利底也不一定会有很强的股市弹性。（2）**下有底：估值构成支撑**——政府部门支撑宽信用（居民部门和企业部门信用尚未扩张）；风险偏好则由并不激进的稳增长政策+以“国家队”为代表的“稳市组合拳”来支撑。

基于“上有顶下有底”的 DDM 框架背景，市场呈现了窄幅震荡，我们预计这样的震荡形势或将至少持续至 7 月政治局会议。后续突破箱体震荡需要分子或者分母端的新催化：要不是盈利端的更强的积极信号，要不就是政策端或海外端有强积极信号。目前来看类似的催化尚未出现，需要随时跟踪。

● 今年没有普遍意义上的大类风格占优以及快速的轮动

当我们仔细看今年以来领涨的 30 个细分二级行业，发现消费、成长、金融、周期均有出现，其中领涨行业以消费、成长板块居多，但非常分散。这违背了很多投资者的直觉认识：实际上今年以来并没有任何一个风格出现整体性的强势 beta 行情。这背后的原因来自于三个因素的综合：（1）盈利仍在下行通道中，且即便盈利底到达本轮盈利上行弹性预计也不会大。（2）每一个风格均存在一定的亮点同时也存在缺陷。（3）海外不确定性持续发酵：地缘事件频发（巴以、俄乌、伊以）、美国对等关税后的各类谈判、美联储降息的持续不确定性。

● 窄幅震荡下的配置思路：Delta G 消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金

当下的配置核心思路：

- （1）每个大类都要下沉到更细分的板块，避免单一板块过度集中；
- （2）要沿着“地缘风险溢价”线索，追求预期差最大的方向和国内确定性的方向；
- （3）具体来看，需要配置：Delta G 消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金——

消费思路：关注 Delta G 线索下的服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品 II、新零售及黑色家电。

科技思路：关注自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）。

红利思路：基于需求尚未出现拐点，关注稳定型红利（即银行、公共事业）。

黄金：黄金和军工成为大变局下两大长期战略配置资产。我们认为 3 季度初将会是下一个最佳的黄金配置时点，原因是 4 大要素的合击：一是美国 10 万亿国债到期；二是中美谈判将进入深水区；三是美国降息预期的恶化到了极限；四是中国央行购金速度或将恢复。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

相关研究报告

《从“第四消费时代”看未来消费机遇——投资策略专题》-2025.6.17

《关于港股和消费的两大核心问题——投资策略周报》-2025.6.15

《一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨——投资策略周报》-2025.6.8

目 录

1、5月以来A股窄幅震荡的原因和未来突破箱体的可能催化.....	3
2、今年没有普遍意义上的大类风格占优以及快速的轮动.....	4
3、窄幅震荡+大类风格风格不强势下的配置思路.....	5
4、风险提示.....	6

图表目录

图 1：2025 下半年 DDM 三要素不悲观，但总体呈现“上有顶下有底”的特征.....	3
图 2：非金融企业、居民存款同比增速的差值领先 A 股盈利周期 12 个月.....	4
图 3：新增中长期贷款累计同比领先工业企业利润 9 个月.....	4
图 4：今年以来领涨的细分行业当中消费、成长、金融、周期均有出现，并没有任何一个大类风格出现强势 beta 行情.....	4

1、5月以来A股窄幅震荡的原因和未来突破箱体的可能催化

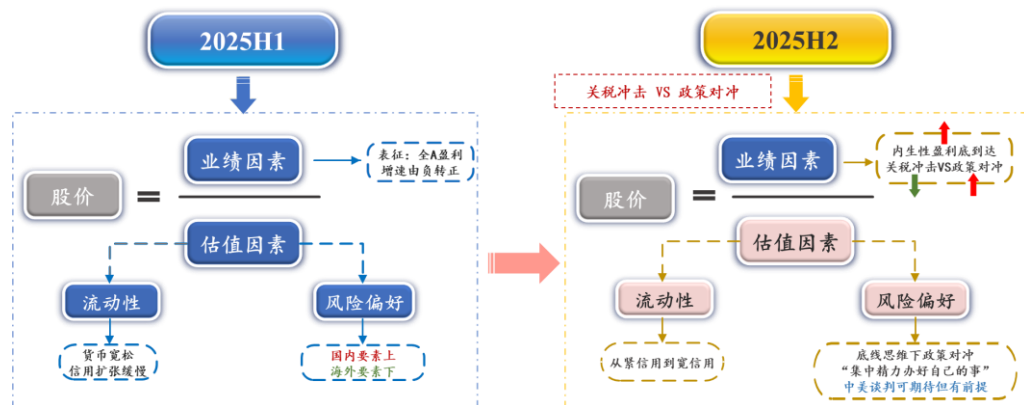
自5月至今,上证指数已经在3300-3400的区间内窄幅波动接近2个月的时间,宽基指数的波动率非常低。我们在5月5日发布的中期策略展望当中便强调过造成本次窄幅波动的DDM背景:

上有顶：盈利尚在磨底——基于2大盈利先行指标“非金融企业存款余额同比增速-居民存款余额同比增速”以及“新增中长期贷款累计同比”的领先指引，我们判断盈利底不早于3季度末到来（详见6.8《一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨》）。另一方面，本轮虽政策“需求+供给”双管齐下，但力度预计均弱于历史上典型的政策周期，因此即便盈利底到来，本轮盈利周期的弹性也不大，所以即便即将看到盈利底也不一定会有很强的股市弹性。

下有底：估值构成支撑——政府部门支撑宽信用（居民部门和企业部门信用尚未扩张）；风险偏好则由并不激进的稳增长政策+以“国家队”为代表的“稳市组合拳”来支撑。

基于“上有顶下有底”的DDM框架背景，市场呈现了窄幅震荡，我们预计这样的震荡形势或将至少持续至7月政治局会议。后续突破箱体震荡需要分子或者分母端的新催化：要不是盈利端的更强的积极信号，要不就是政策端或海外端有强积极信号。目前来看类似的催化尚未出现，需要随时跟踪。

图1：2025下半年DDM三要素不悲观，但总体呈现“上有顶下有底”的特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：非金融企业、居民存款同比增速的差值领先 A 股盈利周期 12 个月



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：新增中长期贷款累计同比领先工业企业利润 9 个月

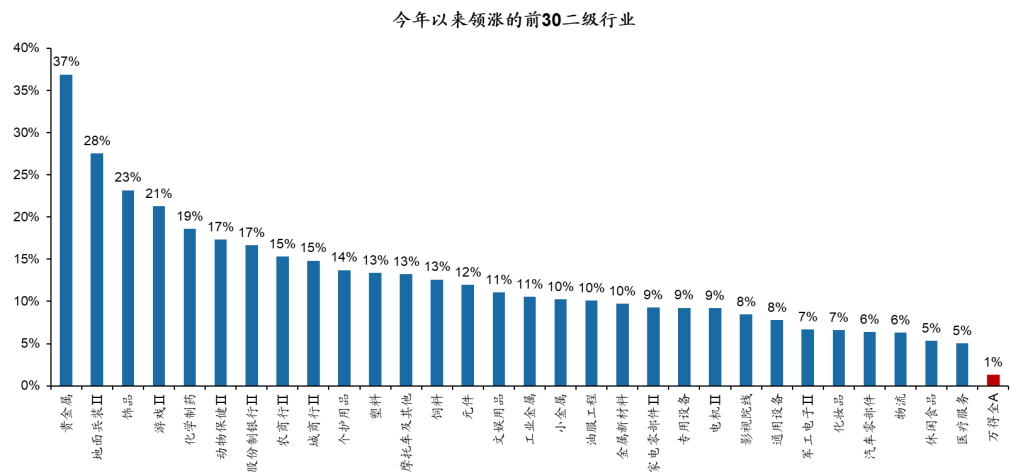


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、今年没有普遍意义上的大类风格占优以及快速的轮动

今年以来并没有任何一个风格出现整体性的强势 beta 行情。当我们仔细看今年以来领涨的 30 个细分二级行业，发现消费、成长、金融、周期均有出现，其中领涨行业以消费、成长板块居多，但非常分散。这违背了很多投资者的直觉认识：实际上今年以来并没有任何一个风格出现整体性的强势 beta 行情。

图4：今年以来领涨的细分行业当中消费、成长、金融、周期均有出现，并没有任何一个大类风格出现强势 beta 行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

这背后的原因来自于三个因素的综合：

（1）盈利仍在下行通道中，且即便盈利底到达本轮盈利上行弹性预计也不会大。

（2）每一个风格均存在一定的亮点同时也存在缺陷，如——

消费：有新消费和一些反转品种（饲料、养殖、个护用品）的同时，边际消费

倾向依然低迷，通胀仍弱；

科技：出现了 Deepseek 时刻、机器人快速发展以及中国军工建功等强势催化剂，但后续 AI 和机器人等催化剂不确定性仍高，对美依存度高的科技品种压力较大；

红利：分化剧烈，虽然“大变局”下不确定性仍高，适合高股息因子获取超额收益，但由于海外和国内的需求仍然较弱且尚未看到明显拐点，稳定型红利（银行、公共事业等）显著跑赢周期型红利。

（3）海外不确定性持续发酵：地缘事件频发（巴以、俄乌、伊以）、美国对等关税后的各类谈判、美联储降息的持续不确定性。

3、窄幅震荡+大类风格风格不强势下的配置思路

当下的配置核心思路：

（1）每个大类都要下沉到更细分的板块，避免单一板块过度集中；

（2）要沿着“地缘风险溢价”线索，追求预期差最大的方向和国内确定性的方向；

（3）具体来看，需要配置：Delta G 消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金——

消费思路：关注 Delta G 线索下的服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品 II、新零售及黑色家电。Delta G (Δg) 重视的并非盈利增速绝对值的高低，而是盈利增速的边际变化方向，它包括了底部的反转和业绩的再加速两种形态。“新消费”之所以今年大行其道，其核心原因是“新消费”品种更契合 Delta G 线索；而今年以来领涨的消费品种，既有传统消费又有新消费，而他们的共性线索就是 Delta G。我们在 6.18《从“第四消费时代”看未来消费机遇》当中以 Delta G 为核心线索，分别从未来、现在与过去三个时间维度出发，给出 3 个消费的投资思路。

科技思路：关注自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）。科技虽然像 2013 年，依然是贯穿全年的机会，但下半年科技的投资难度比上半年高，因为需要更敏锐地抓住催化剂：如 Deepseek R2 版本发布时间、机器人后续政策催化的时间等。因此科技的投资需要缩圈，沿着“自主可控+国产替代”去配置，同时还要抓住业绩确定性。

红利思路：关注稳定型红利（即银行、公共事业）。大变局下不确定性中枢上升，高股息仍需重视。但全球需求和国内“地产+基建”上行拐点尚未到来，稳定型红利品种优于周期型红利品种。更进一步的，我们构建了优化高股息组合（详见 2024.8.16、2025.1.10 的系列高股息报告）：通过“分红意愿”和“盈利能力”两个维度，选用了 4 指标进行高股息优化选股——股息方面两个指标（平均股息率、预期股息率）+资本利得方面两个指标（ROE 均值-ROE 标准差、盈利增速边际变化）。

黄金：黄金和军工成为大变局下两大长期战略配置资产。黄金长期受益于全球不确定性上行、美元信用出现裂痕。历史来看，“美债利率中枢高位+美元指数下行”的组合意味着美元信用出现裂痕。2000 年以来，当出现这样的组合之后，黄金往往出现持续的震荡上行行情。我们认为 3 季度初将会是下一个最佳的黄金配置时点，

原因是 4 大要素的合击：①美国 10 万亿国债到期；②中美谈判将进入深水区；③美国降息预期的恶化到了极限；④中国央行购金速度或将恢复。

4、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

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

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

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

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