



大变局下，投资范式的变与不变

策略行业2025年中期投资策略

姓名 韦冀星（分析师）

证书编号：S0790524030002

邮箱：weijixing@kysec.cn

姓名 曹晋（联系人）

证书编号：S0790124080011

邮箱：caojin1@kysec.cn

2025年05月05日

1. 当下我们处在时代的大变局之中

①**中美长期脱钩——从贸易冲突到技术主权争夺的范式跃迁。**这次特朗普关税的根本原因来自于资本侵蚀，指标【美国海外净负债/美国名义GDP】反映了美元资产的信用风险显著提升，后续特朗普2.0的内容将包括关税+贬值+增加对美订单+金融资产转向生产性投资。中美脱钩从“短期扰动”演变为“长期趋势”。中国应对则包括强化资本账户监测、推进人民币国际化、加速第三方市场开拓（如一带一路建设）、以“出口转内销”“内需补贴”反制外需下滑等。

②**军事不确定性——从地缘博弈到安全资产的再定价。**安全逻辑驱动，叠加欧洲军事实力相对欠缺，军费支出将大幅增加，美欧军费增速差距再平衡。局部军事实力的提升易导致它国地缘安全担忧，或引发全球性的军费支出，全球军事实力再平衡开启全球军费竞赛。中国军事力量的进步，构成了关税反制的底气，但全球军事力量的重构带来新的不确定性，“地缘风险溢价”成为资产定价中不可忽视的一环。

2. 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开

- **变化1：估值模型革命，DDM框架中“地缘风险溢价”的嵌入。**过去地缘变动只影响小部分资产的价格，但大变局之下地缘风险溢价将影响所有资产。地缘风险溢价上行的品种估值受损；反之地缘风险溢价下行的品种，受益于中美不确定性上升，估值上行。
- **变化2：内需激活，从“刺激消费”到“资产负债表修复”。**居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但仍需“坚定政策信心，降低斜率预期”，不能指望一蹴而就。我们构建开源策略【内需消费指数】，意在选取最纯粹、趋势最强劲的内需品类。历史经验来看，当中国对美出口同比增速显著回落时，“内需消费指数”往往保持相对坚挺，甚至趋势性上行。内需当前处于“盈利向上+估值温和修复”的早周期窗口，适合进行中期配置。
- **变化3：战略资产配置，军工与黄金的“新避险逻辑”。**军工：全球军事力量重构，军工板块配置价值提升，欧洲军贸机遇打开国内军工市场空间。出口方面，关注无人机、远火导弹方向。国内方面，十四五收官，执行率较低的导弹武器等品种订单弹性最大，潜在业绩增速提升，关注导弹、军机方向；星链推进下卫星领域竞争加速，关注卫星方向。黄金：美元资产信用出现裂痕后的美元替代品。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。

3.大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差

DDM框架下，A股的盈利判断：（1）盈利底或不早于三季度到来；（2）A股盈利弹性不足。

从政治局会议看，“集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路。当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的外部冲击落地等要素满足，我们预计或在二季度后期到三季度前期。**什么是“底线思维”？**假设对美出口全面归零，对应的，我们需要有类似级别的对冲，这对冲也刚好就对应了接下来确定性最高的方向：其一是内需为主的消费品种，其二就是“自主可控”下的科技和军工品种、其三是对欧洲出口占比高的品种。

大势研判：坚定政策信心，降低斜率预期。2025下半年DDM三要素不悲观，“底线思维”下的牛市二阶段。

盈利弹性不足之下，我们提供基本面预期差四个方向：

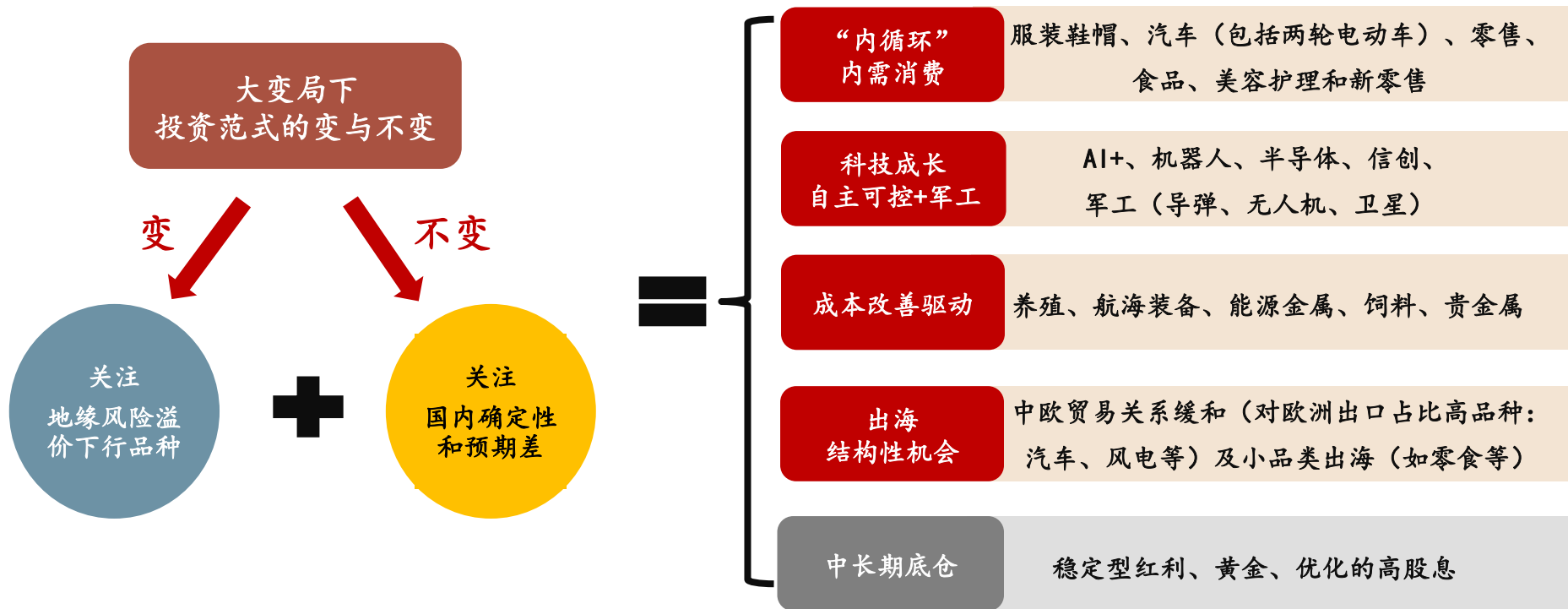
- **化债缓解下的消费**：一个预期差：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。关注前期压制显著的消费品种的内生性复苏。
- **贯穿全年的科技**：从行情驱动力、时间长度和行情斜率三维度分析，2025年与2013年更为相似，成长品种是贯穿2025年全年的投资机会。
- **成本改善驱动**：收入弹性变低后，盈利的改善对成本端就更为敏感，通过成本端视角寻找销售利润率能够改善的品种。
- **业绩超预期**：“基本面+技术面双击”筛选超预期股票，进一步选超预期行业：超预期占比更高的行业蕴含着更强的超预期特征。

高股息：高股息的占优环境发生变化，稳定型红利>周期型红利，2025年高股息的超额收益弱于过去3年，要重视高股息的优化。

4.大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。行业配置“4+1”建议：①“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；②科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；③成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；④出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；⑤中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

5.风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动。全球流动性及地缘政治恶化风险。测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

图1：行业配置建议



资料来源：开源证券研究所

目 录

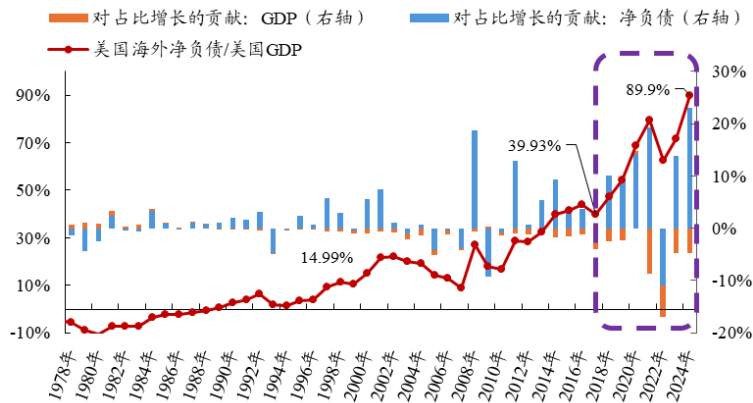
CONTENTS

- 《1》 当下我们处在时代的大变局之中
- 《2》 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开
- 《3》 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差
- 《4》 行业配置建议
- 《5》 风险提示

■ “资本侵蚀”对美国的影响有多大？

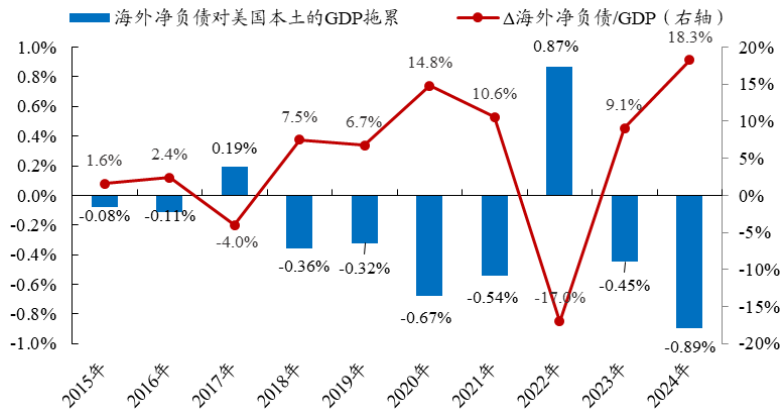
- 采用指标【美国海外净负债/美国名义GDP】衡量，并量化了对美国本土产出分配的影响程度。截至2024年底，美国对外净负债约为**26.23**万亿美元（不计储备资产），占美国2024年GDP比重约**89.88%**，这是1971年布雷顿森林体系解体以来的历史最高水平（2000年仅14.99%）。
- 净负债占比在2018年后陡峭攀升，显著拖累美国本土产出分配。2024年美国名义GDP增速约**5.28%**，剔除被海外投资者拿走的份额后，美国本土收入增速约**4.39%**（计算同比时，基数也相应剔除，资产回报率仍为5%），拖累约**-0.89%**。当投资回报率增长时，对本土收入增速的拖累是近似线性的。

图4：美国海外净负债规模陡升至历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年美国本土的GDP增速受显著拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 【美国海外净负债/美国名义GDP】反映了美元资产的信用风险显著提升

- **分配视角：**将美国名义GDP拆分为本土和海外两部分，3个关键因素影响美国本土在经济总产出中的分配量——海外净负债占比、资产投资回报率、海外净负债占比的环比增速。（1）自上而下看，美国海外净负债占比和资产回报率越高，意味着非美投资者从经济增长中切走的蛋糕越大。（2）自下而上看，海外净负债占比的环比增速和资产回报率越高，美国本土当年的收入增长所受拖累越大。（3）从增长趋势及影响来看，美国海外净负债占比在2018年后陡峭攀升。
- **经济拉动视角：**海外净负债中以证券投资为主，获取收益但对美国本土的消费和投资再投入不足。
- **偿债意愿视角：**当消费和偿付主体发生变更（政党更迭；前人消费、后人偿债），美国或因高偿付代价，采取隐性违约、或非经济手段强制缩减海外净负债。

图6：影响本国居民在名义GDP中分配额增速的2个关键因素—— Δ 海外净负债占比、资产回报率

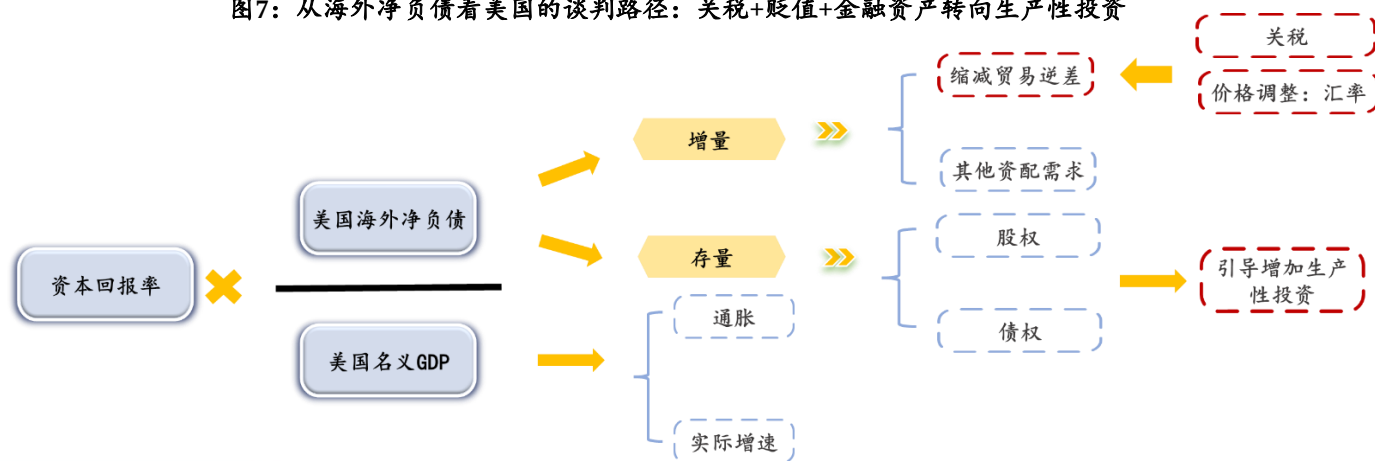
$$\begin{aligned}
 & \text{本国居民在名义GDP中分配额的增速} = \frac{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t1} \right] \times \text{名义GDP}_{t1}}{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t0} \right] \times \text{名义GDP}_{t0}} - \frac{\text{名义GDP}_{t1}}{\text{名义GDP}_{t0}} \\
 & = \frac{\text{名义GDP}_{t1}}{\text{名义GDP}_{t0}} \times \frac{\text{投资回报率} \times \left[\text{海外净负债占比}_{t0} - \text{海外净负债占比}_{t1} \right]}{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t0} \right]}
 \end{aligned}$$

Δ 海外净负债占比

■ 哪些路径可以降低海外净负债占比？

- **海外净负债——增量：**会采取哪些方案降低贸易逆差？（1）关税同时利于美国诸多目标（① 增加财政收入，改善财政收支和缓解债务负担；② 改善贸易失衡；③ 促进美国制造业回流）；（2）后续可能结合汇率贬值、要求增加对美订单等方式。
- **海外净负债——存量：**对非美投资者持有的美国资产，或要求从金融资产转向生产性投资。
- **针对中国：**后续包括对全球的关税中枢可能提升至10-15%，中国会是分级关税最高一档；技术上封锁；与他国联合制衡等。
- **中国应对：**包括强化资本账户监测、推进人民币国际化、加速第三方市场开拓（如一带一路建设）、以“出口转内销”“内需补贴”反制外需下滑等。

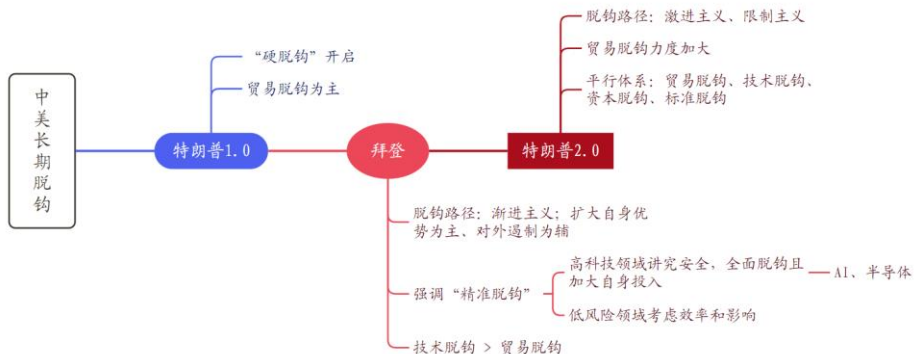
图7：从海外净负债看美国的谈判路径：关税+贬值+金融资产转向生产性投资



■ 中美长期脱钩的演变：从“短期扰动”到“长期趋势”

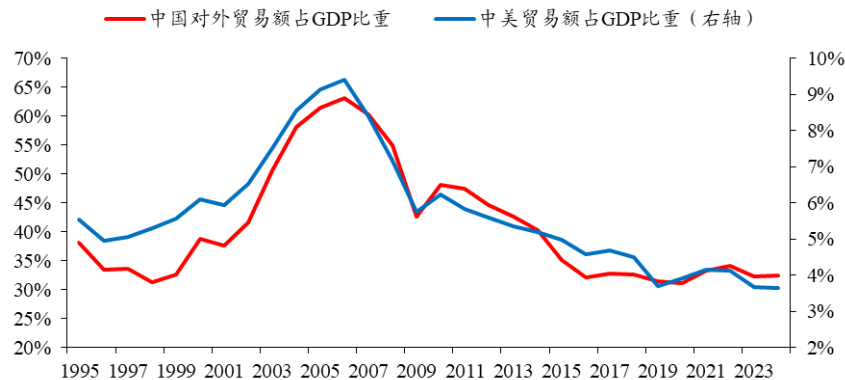
- 连续三个任期，美国领导人均保持对华脱钩战略，层层递进，现如今“平行体系”雏形已成。特朗普1.0时期，通过关税战开启“硬脱钩”序幕，但市场误判为短期扰动；拜登时期，在延续对华关税的基础上，深化“精准脱钩”（AI、半导体等高风险领域全面脱钩且通过加大投入扩大竞争优势，低风险领域讲究效率、逐步脱钩），暴露技术主权争夺本质；特朗普2.0时期，再推《美国优先投资政策》，限制中资赴美融资、强化供应链审查，加大关税，脱钩从贸易延伸至资本、技术、标准三大维度，形成“平行体系”雏形。美国两党在中美脱钩上保持一致，仅在脱钩路径、方式和程度有所区分。
- 中美经济数据的结构性变化已体现目前中美脱钩的趋势和目前程度：贸易依存度持续下降，技术依存度下降，二者已降至近二十年来低位，为“平行体系”里的贸易平行和技术平行建立较为牢固的基础。

图8：回顾近三个任期，美国领导人对华脱钩的战略路径、方式和程度



资料来源：开源证券研究所

图9：贸易依存度是跟踪中美脱钩指标之一

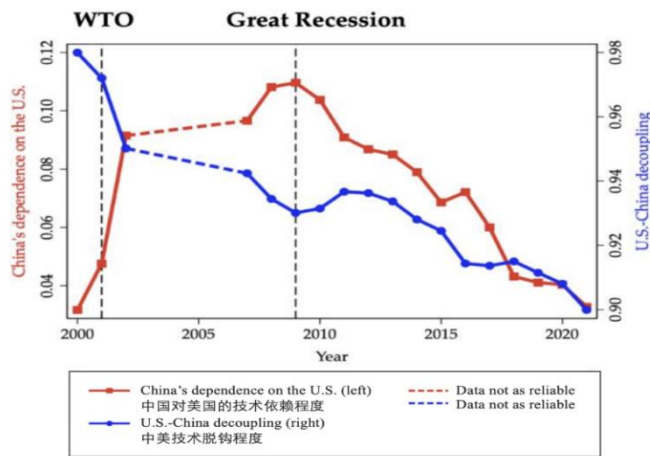


数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 通过历史复盘、大国博弈理论，中美长期脱钩将如何演变

- **历史复盘：**美苏冷战脱钩（平行体系：两阵营外贸断联、科技竞争、军备竞赛）；英德竞争（经贸实力竞争、海军军备竞赛、外交对抗、技术标准分化）。经济、科技、军事实力的竞争是两国博弈的常态。
- **中美脱钩的理论支持及演变的思路：**①戴尔·科普兰的贸易预期理论：经济相互依赖是否抑制冲突取决于国家对未来贸易环境的预期；若国家预期未来贸易关系将恶化，则更可能发动预防性战争。②罗伯特·吉尔平的霸权转移理论：国际体系持续面临“权力增长不均衡”的挑战，将导致周期性变革；还强调技术与权力的动态关联，将技术革新视为打破均衡的直接动力。
- **从贸易冲突向技术主权争夺演变。**技术革新作为影响国际体系权力转移的核心变量之一，技术主权争夺势必受到两国关注，为扩大技术优势，政策、资源向科技领域倾斜。如今中美技术依存度下降，将触发科技领域的技术主权争夺，并伴随技术标准分化（专利标准差异率提升）。

图10：中美技术依赖程度和脱钩程度



数据来源：WTO、开源证券研究所

表1：大国博弈的两个理论

理论	出处	核心观点	理论弹性
贸易预期理论	《Economic Interdependence and War》 (Dale C. Copeland)	国家是否发动战争，不仅取决于当前的经济依存度，更取决于对未来贸易环境的预期。当国家领导人（决策者）预期未来将失去现在享有的贸易利益（如资源供应中断或市场准入关闭）时，可能“先发制人”通过战争锁定利益，尤其是当这种损失威胁到根本安全需求时。	领导人可通过释放外交信号（如承诺维持贸易开放）调整对方的预期，从而抑制冲突升级。
霸权转移理论	《War and Change in World Politics》 (Robert Gilpin)	国际体系持续面临“权力增长不均衡”的挑战，将导致周期性变革（霸权国和崛起国的对抗）。权力再分配不可能完全通过和平手段实现。	技术革命会打破体系平衡：技术扩散导致权力分散；技术差异定义大国竞争领域。

数据来源：《Economic Interdependence and War》、《War and Change in World Politics》、开源证券研究所

■ 全球军事力量的重构带来新的不确定性，“地缘风险溢价”成为资产定价中不可忽视的一环

- 安全逻辑驱动，叠加欧洲军事实力相对欠缺，军费支出将大幅增加，美欧军费增速差距再平衡。过去在北约的保护下，欧洲军费支出增速大幅低于美国；2021年后，欧洲军费增速反超美国，排除俄乌两国，近年来欧洲军费增速同样维持高位，24年增速达14.64%。展望未来，配合欧盟委员会主席冯德莱恩的“重新武装欧洲”计划，欧洲军费增速或维持高位。
- 局部军事实力的提升易导致它国地缘安全担忧，或引发全球性的军费支出，全球军事实力再平衡开启全球军费竞赛。从目前数据看，全球军费支出连续十年正增长，2024年同比增速9.36%，排除俄乌冲突消耗影响，同比增速8.34%，仍创近三十年来新高且高于全球经济增速。

图11：全球军费支出金额及其增速

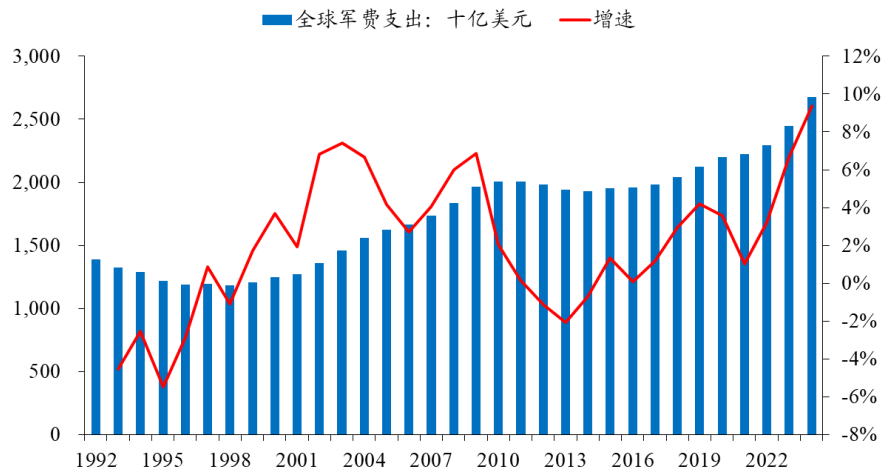
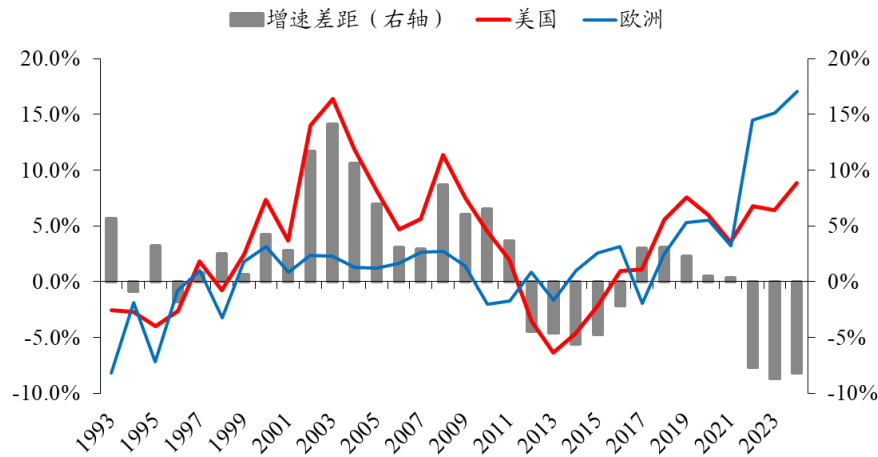


图12：美国、欧洲军费开支增速及增速差



■ 全球军事力量的重构带来新的不确定性，“地缘风险溢价”成为资产定价中不可忽视的一环

- 中国军事力量的进步，构成了关税反制的底气。随着我国装备技术的提升、装备现代化进程的加快，我国军事实力不断进步，短板持续缩小。我国军队在区域拒止能力、常规导弹力量及局部冲突场景具备不对称优势；近年来，我国航母群逐渐壮大，歼系列战机迭代升级，无人机作战能力不断提升，缩短与美国军事的差距。
- 全球军事力量的重构带来新的不确定性，“地缘风险溢价”成为资产定价中不可忽视的一环。全球军事实力的再平衡将提升全球军事的不确定性，地缘博弈程度或将超市场预期，“地缘风险溢价”将催生出安全资产的再定价。

表2：军事实力比较：中国 VS 美国

		美国	中国
总体军事实力	军费开支	9973亿美元	3137亿美元
	装备体系	拥有最庞大的核动力航母编队、第五代战机（F-35/F-22）、战略轰炸机（B-2、B-21）及全球军事基地网络	技术领域进展迅速，装备现代化进程加快
军种	海军	在远洋能力上占据绝对优势，拥有全球部署能力	中国海军规模已居世界首位，重点发展航母、驱逐舰及潜艇部队，聚焦近海防御与西太区域控制
	空军/太空军	美国五代机数量远超中国，且具备成熟的空天一体作战体系	中国加速推进歼-35、无人机集群及北斗导航系统，但卫星网络和战略投送能力仍落后于美国
	陆军/常规导弹	美国陆军规模较小	中国拥有全球最大的陆军和最强的陆基中短程导弹库，在台海、南海冲突场景中具有地理优势
战略武器	核威慑	核弹头数量约5,244枚（2023年数据）	核力量规模相对美国较小，重点发展生存能力强的二次核反击手段
战略布局	地缘	全球军事同盟网络	本土周边（西太平洋至印度洋）集中资源，形成区域制衡
其它	优势	美国仍保有整体军事优势，尤其在远洋作战、核威慑及技术储备方面；实战经验丰富	中国在区域拒止能力、常规导弹力量及局部冲突场景中具备不对称优势
	劣势	全球过度扩张可能导致资源分散	远洋投送能力有限，缺乏海外补给点；实战经验不足

目录

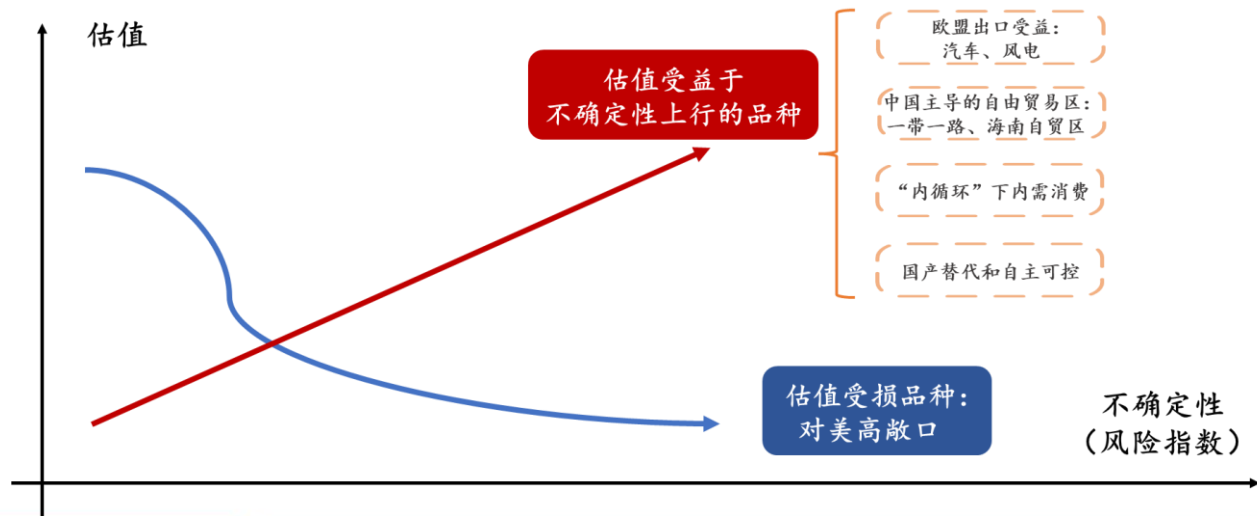
CONTENTS

- 《1》 当下我们处在时代的大变局之中
- 《2》 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开
- 《3》 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差
- 《4》 行业配置建议
- 《5》 风险提示

■ 大变局之下，“地缘风险溢价”将成为资产定价当中不可或缺的一部分，直接影响资产估值

- 过去地缘变动只影响小部分资产的价格，但大变局之下地缘风险溢价将影响所有资产，影响或正面或负面：
- （1）地缘风险溢价上行，估值受损品种如：中美G2博弈形势确立，长期来看对美出口敞口高的品种地缘风险溢价中枢上行。
- （2）地缘风险溢价下行，受益于中美不确定性上升，估值上行品种如：①对欧盟出口品种受益：如汽车、风电等；②进一步加强建设的中国主导的自由贸易区，如一带一路、海南自贸区封关；③“内循环”下的内需消费；④国产替代和自主可控。

图13：“地缘风险溢价”的定价线索



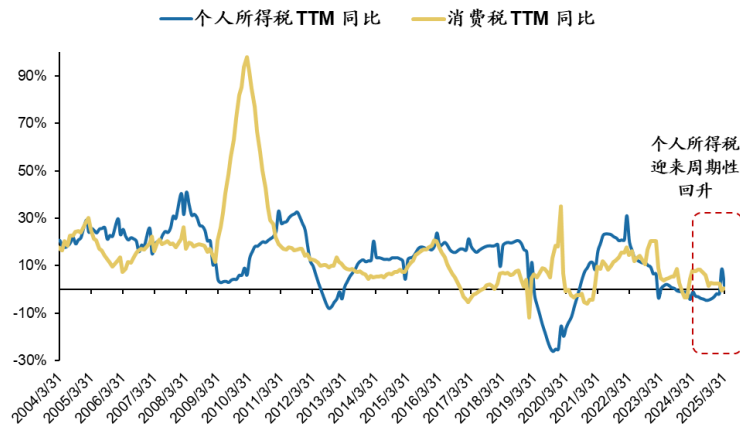
■ 居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”

- 如何跟踪居民边际倾向提升下的资产负债表的修复？非金融企业和居民的存款余额同比之差对A股隐含EPS有12个月的领先指引，背后的含义是居民储蓄倾向降低、且资金流入企业，带来修复。从这个指标来看，A股盈利或在今年8月触底反转。
- 未来预计内需政策工具箱升级：消费品以旧换新、服务消费补贴、生育补贴、收入性政策（养老+医保+劳动工资）、出口退税、出口转内销政策等。从4.25政治局会议来看，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但考虑到这两大锚点的变化并非一蹴而就，政策的推进也将是一步步稳扎稳打，我们继续建议“坚定政策信心，降低斜率预期”。

图14：非金融企业和居民的存款余额同比之差对A股隐含EPS有12个月的领先指引



图15：个人所得税迎来周期性回升，指引居民收入下行趋势得到缓和



■ 我们构建开源策略【内需消费指数】，意在选取最纯粹、趋势最强劲的内需品类

- 我们在食品饮料、农林牧渔、家用电器、商贸零售、美容护理、汽车等泛消费领域中，基于商业模式清晰、基本面稳健等核心特征，筛选出内需代表性标的约150余只，并在此基础上引入趋势动量来甄别兼具赚钱效应与稳定性Alpha的公司，最终筛选50只构建该指数。
- “内需消费”指数自2023年起与传统消费板块明显分化，阶段性收益显著占优。过去在总量上行阶段，传统消费受益于地产驱动和美债收益率下行的双击，走势强劲。但在国内利率中枢下移而美债利率上行的背景下，传统消费板块估值优势削弱，消费宽基进入筹码出清期，结构性分化加剧。此背景下，精选内需标的的alpha收益已展现独立与持续性，弱beta环境下结构性机会的重要性愈发凸显。

图16：传统消费受益于地产经济旺（分子端）以及美债利率的下行（分母端）

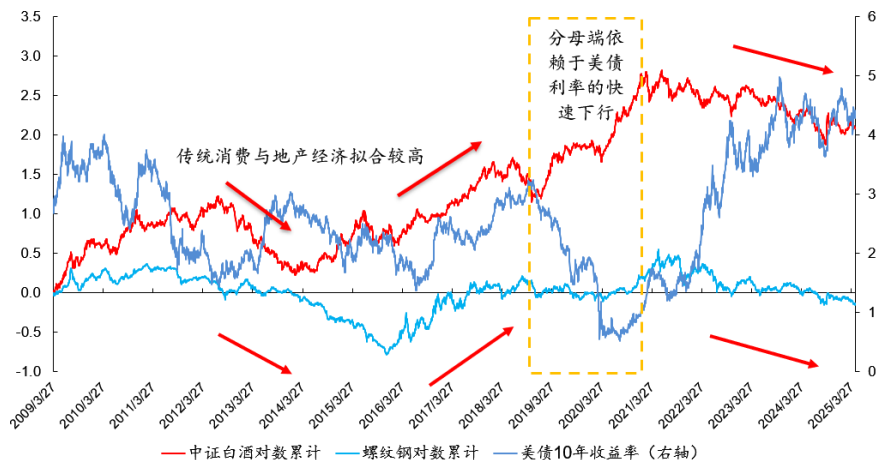
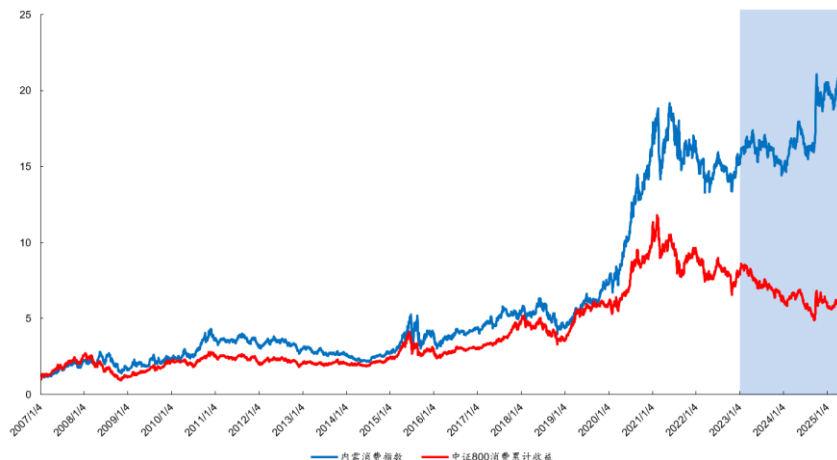


图17：精选内需标的，穿越周期挖掘Alpha，23年后分化显著且创新高



■ 外需回落阶段，内需主导标的表现更具韧性。

- 历史经验来看，当中国对美出口同比增速显著回落时，“内需消费指数”往往保持相对坚挺，甚至趋势性上行。其背后逻辑在于，出口下行往往引导政策重心转向内需，资金也更青睐内需主导的方向。
- 我们的“内需消费”指数所反应的纯内需品种正好受益于此类结构性环境变化。当前背景下，该指数仍具备延续独立表现的基础，同时具备一定的对冲外需波动的属性；“内需消费指数”行业分散度高，更契合当前内需结构分散、景气分化的市场特征。

图18：对美出口回落期，内需品种展现出韧性

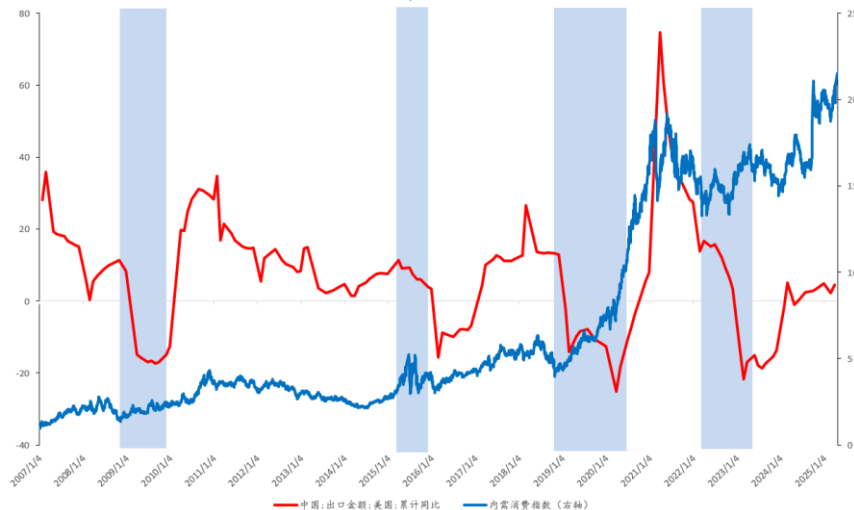
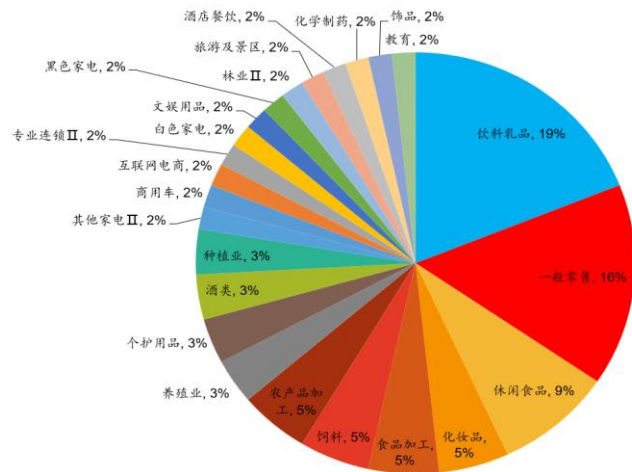


图19：“内需消费指数”行业分散度高



■ 内需当前处于“盈利向上+估值温和修复”的早周期窗口，适合进行中期配置。

- 盈利端来看，“内需消费指数”的归母净利润同比增速在经历2022-2023年的深度回落后已逐步修复，并在2025-2026年被预测将维持稳健增长，盈利已基本完成底部构筑。当前利润修复并非依赖少数高增标的，而是指数成分股整体恢复性增长。
- 估值端来看，当前“内需消费指数”的PE分位处于历史中位偏低区间。利润回升与估值修复节奏大致匹配，市场对基本面改善已有所反馈但仍较温和，释放出合理乐观情绪。在盈利趋势延续的背景下，估值尚处于相对低位，指数具备进一步上行的性价比基础。

图20：盈利底部能见度提升

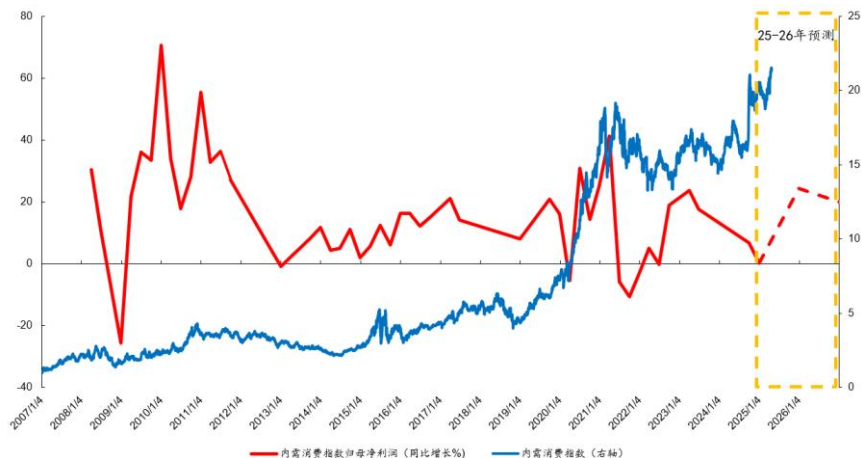
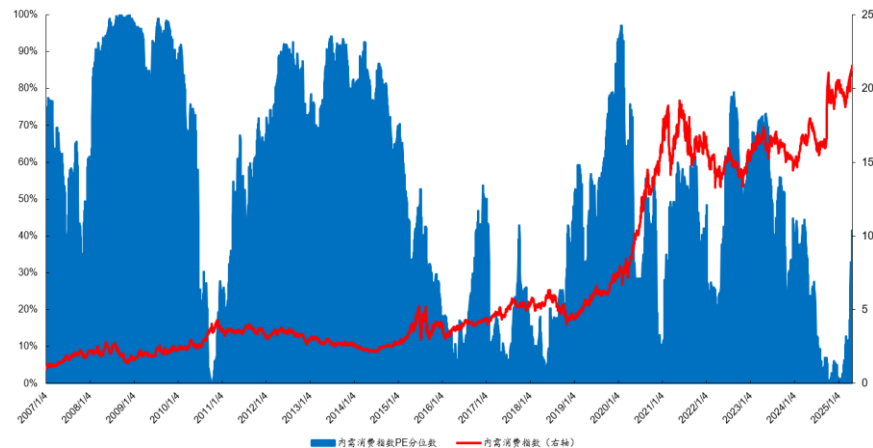


图21：估值修复温和，性价比优势延续



数据来源：Wind、开源证券研究所

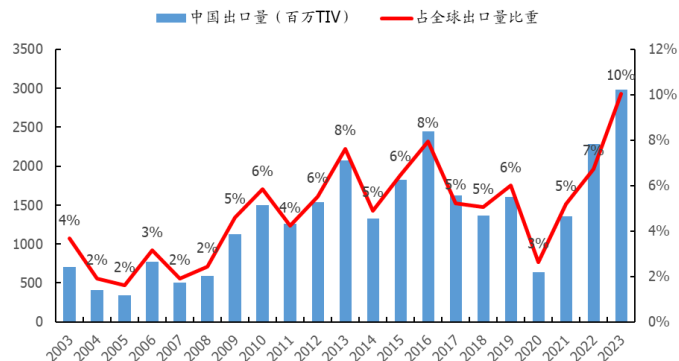
■ 军工：全球军事力量重构，军工板块配置价值提升，欧洲军贸机遇打开国内军工市场空间

- **长线战略视角**，全球军备竞赛提升军贸市场的重要性，军工出海开拓我国军工市场空间，“地缘风险溢价”拔高行业估值。全球军事力量再平衡将给资本市场带来更多的不确定性，资产的“地缘风险溢价”或导致军工股避险属性的估值重估。纵观全球军事实力，中美处于第一梯队，已断层式领先第二梯队的俄罗斯，中美G2格局将是未来长期趋势，中国军工股具备配置价值。安全逻辑下欧洲迫切弥补和提升军事实力，军费开支增速或中长期维持高位，面向欧盟的军贸市场迎来历史性机遇。
- **短线订单视角**，在替代更新需求和实弹消耗需求刺激下，国内订单需求复苏确定。十四五收官年，部分执行率较低的军工品种存在替代更新需求，例如导弹执行率较低，以及传统战斗机和训练机因技术落后、维护成本高往往被替代可能较大，对应订单将快速增长。
- **投资逻辑**：出口方面，中国在无人机、远火领域出口强劲，未来有望受益于欧洲军费高增带来的军贸市场扩容，关注无人机、远火导弹方向。国内方面，十四五收官，执行率较低的导弹武器等品种订单弹性最大，潜在业绩增速提升，关注导弹、军机方向；星链推进下卫星领域竞争加速，关注卫星方向。

表3：中国军事实力不断提升，2021年已全面突破第一岛链限制

时间	阶段	标志事件
1976-1997年	早期探索与首次突破	1976年，潜艇突破第一岛链进入西太平洋；1997年，水面舰艇首次远航，穿越海峡进入太平洋。
2010-2020年	常态化突破与能力建设	2013年，空军首次飞越宫古海峡；2016年，航母编队首次远海训练，进入西太平洋开展实战化训练；2020年，中国海军已基本实现对第一岛链内海域的制海权控制。
2021年至今	全面突破与战略威慑	2023年7月，中国海军舰队同时在太平洋、印度洋、大西洋展开演训，标志着第一岛链的封锁彻底失效；2025年2月，大型编队突破宫古海峡。

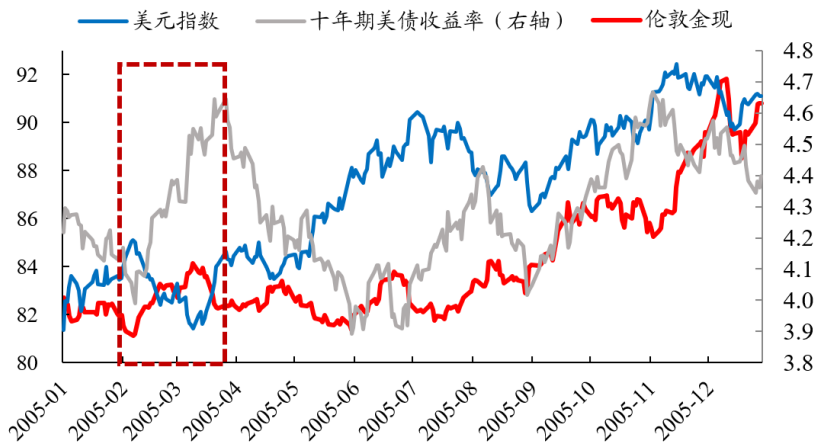
图22：2003-2023年中国军贸出口量及占全球出口量的比重



■ 黄金：美元资产信用出现裂痕后的美元替代品

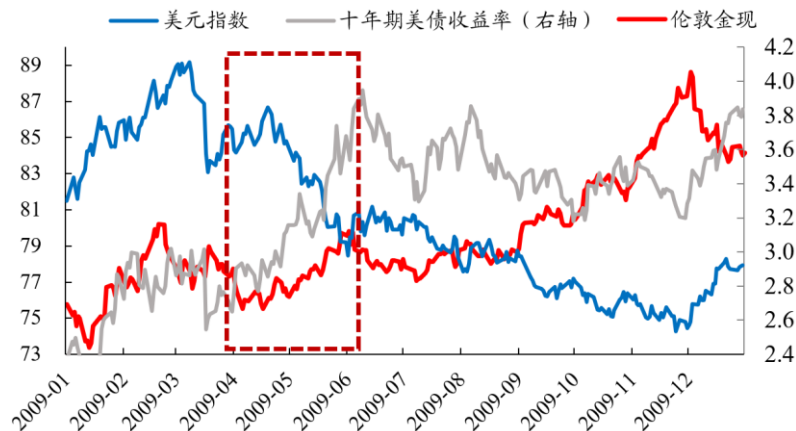
- 历史来看，“美债利率中枢高位+美元指数下行”的组合意味着美元信用出现裂痕。2000年以来，当出现这样的组合之后，黄金往往出现持续的震荡上行行情。
- 从全球投资者资产配置视角，美元信用裂痕、全球不确定性提升下，黄金作为避险品种配置比例中枢将提升；
- 从央行资产配置视角，全球国际关系紧张化、军事力量重构之下，央行购金驱动力加强，尤其是中国央行对自身的外汇储备的配置方向也有所变化。

图23：弱美元期间，美元下行&美债利率高位上行，而后黄金震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：金融危机后，美元下行&美债利率高位上行，而后黄金震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

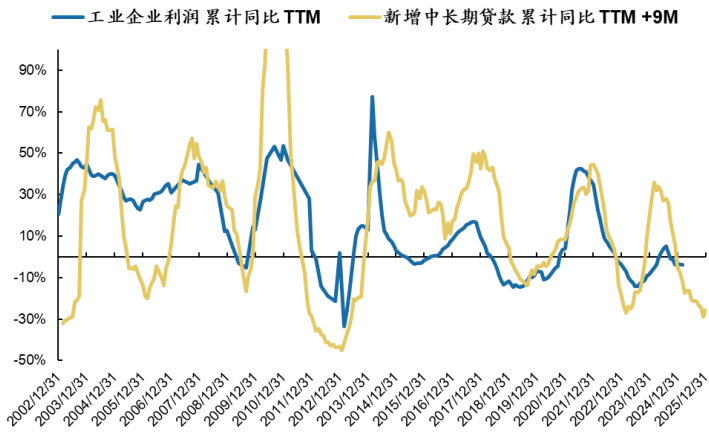
CONTENTS

- 《1》 当下我们处在时代的大变局之中
- 《2》 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开
- 《3》 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差
- 《4》 行业配置建议
- 《5》 风险提示

■ A股的盈利判断：（1）盈利底或不早于三季度到来；（2）A股盈利弹性不足

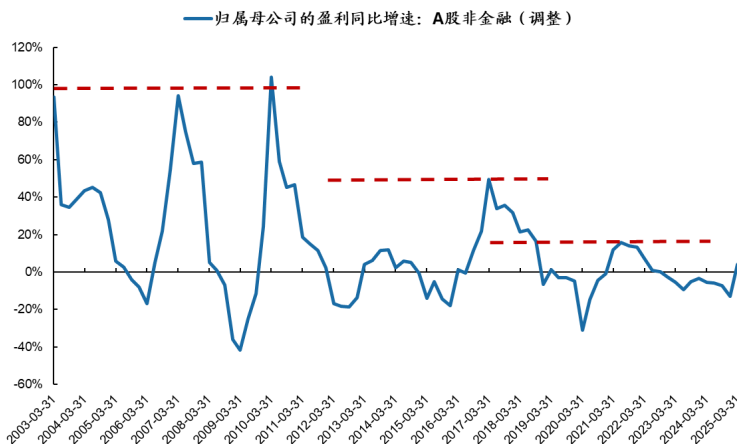
- 表征上看，本轮盈利底在一季报已经到达。但从上文“非金融企业存款余额同比-居民存款余额同比”指引的A股盈利或将于今年8月底触底反转，到图25所示的中长期贷款对工业企业利润指引的领先性，我们综合判断本轮盈利或将不早于3季度到来。
- 但我们需要强调一个事实：**盈利周期的弹性越来越弱**。2025年的政策“需求+供给”双管齐下，但力度均弱于历史上典型的政策周期：需求端的刺激（但弱于08-09和16-17）、供给侧的改革（但弱于16-18、上世纪90年代）。

图25：中长期贷款周期领先工业企业利润周期9个月



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：过去20年，A股盈利周期的弹性越来越弱

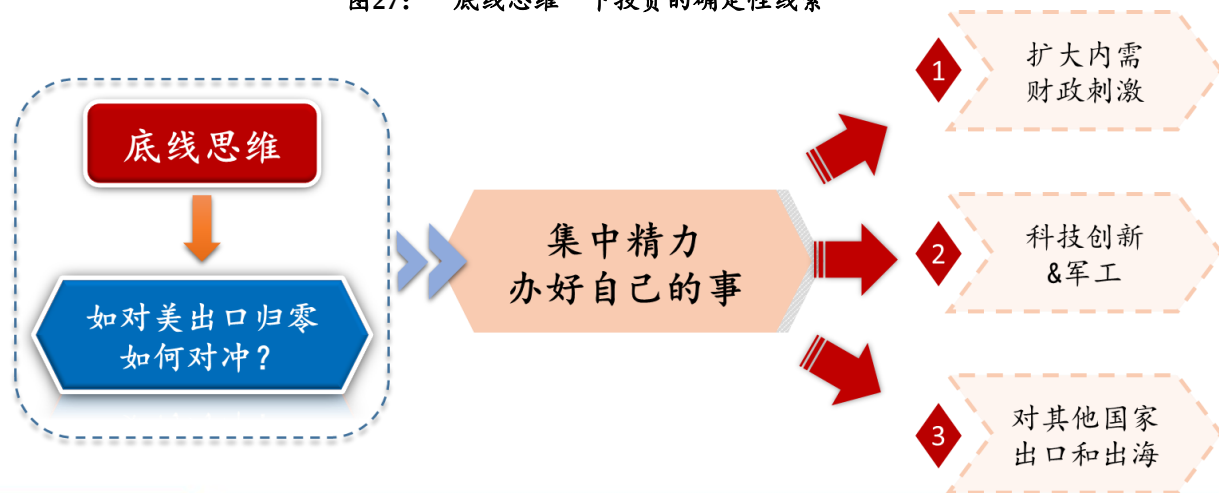


数据来源：Wind、开源证券研究所

■ “集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路

- 从4.25政治局会议“备足预案”和“既定政策早出台早见效”的表述来看，当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的外部冲击落地等要素满足，我们预计或在二季度后期到三季度前期。
- 什么是“底线思维”？假设对美出口全面归零，对中国影响有多大：海关数据，2024年全年对美出口5246亿美元。对应的，我们需要有类似级别的对冲，这对冲可以由三个维度提供：1、国内扩大内需以及财政刺激等政策；2、科技创新下的全要素生产率提振、3、对其他国家的出口和出海。而这三个维度其实就是“办好自己的事”，它们也刚好就对应了接下来确定性最高的方向：其一是内需为主的消费品种，其二就是“自主可控”下的科技和军工品种、其三是对欧洲出口占比高的品种。

图27：“底线思维”下投资的确定性线索

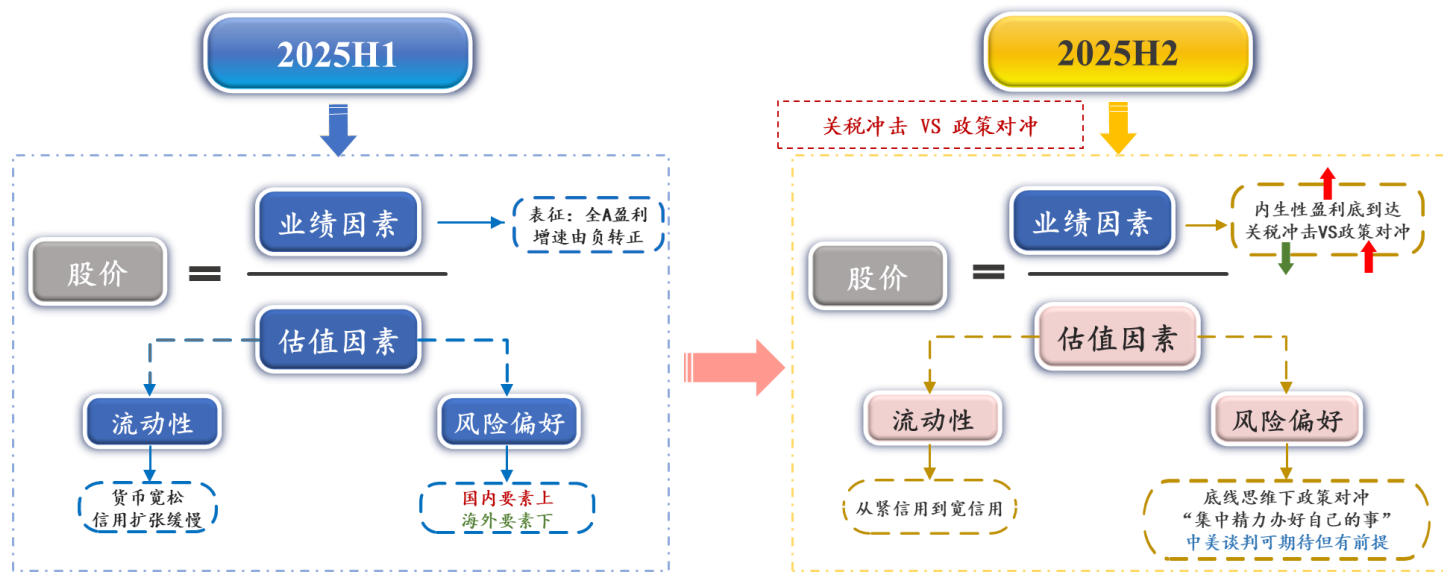


3.3 下半年DDM研判：“底线思维”下的牛市第二阶段

■ 坚定政策信心，降低斜率预期。2025下半年DDM三要素不悲观，“底线思维”下的牛市二阶段

- 下半年DDM核心研判：①虽有关税冲击，但不需对盈利悲观：内生性盈利的底三季度到达、底线思维下有政策对冲；②流动性：边际消费倾向改善后，下半年迎来更好的宽信用窗口；③风险偏好：风险偏好呈现结构上的差别，国内风险偏好获得底线思维下的政策对冲，海外的负向冲击则相较二季度有所减缓，且中美谈判可期待但有前提（即美国姿态）。

图28：2025下半年DDM三要素不悲观，“底线思维”下的牛市二阶段

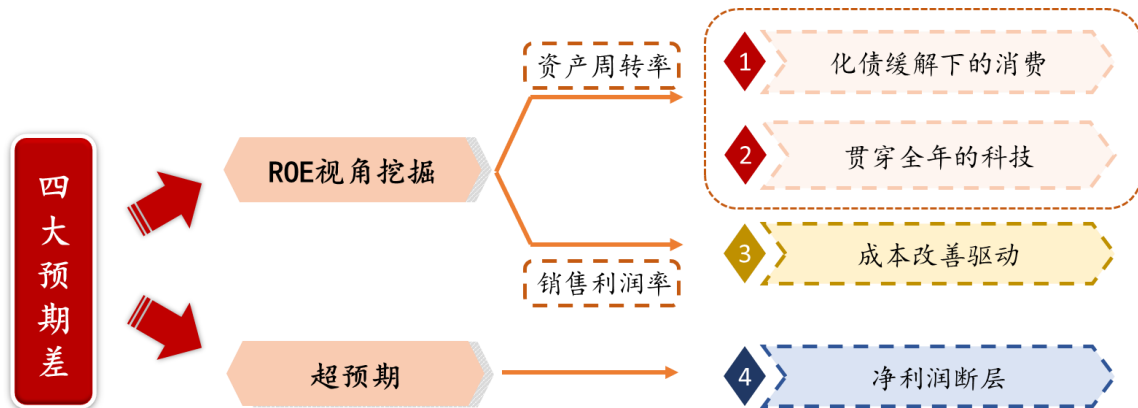


3.4 盈利弹性不足下，挖掘预期差投资机会

■ 盈利弹性不足之下，我们提供基本面预期差四个方向：化债缓解下的消费、贯穿全年的科技、成本改善驱动、业绩超预期

- 盈利弹性不足+前期市场已经历过较强政策预期博弈，接下来进一步博弈政策性价比不足。如何进一步挖掘基本面预期差实际上变成了更有效的挖掘投资机会的方式。
- 从ROE视角寻找基本面预期差，关注“资产周转率（收入维度）”和“销售利润率（成本维度）”。以往挖掘基本面改善往往从“资产周转率、杠杆率”视角去挖掘；但随着收入弹性的下降、债务大扩张周期的结束，一方面很难指望有行业再度通过扩张杠杆大幅提升ROE，且能够显著提升资产周转率的品种范围在收窄，另一方面，过去人们并不关注的成本端的改善变成了弹性减弱下的新机会。

图29：4大基本面预期差挖掘维度



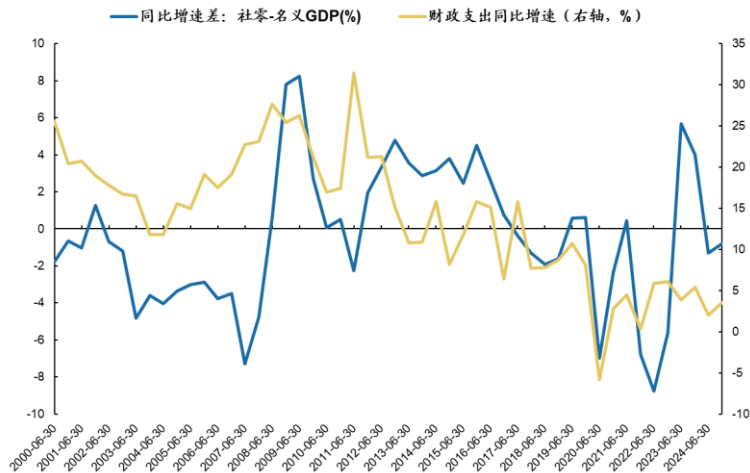
资料来源：开源证券研究所

3.4 预期差挖掘方向一：化债缓解下的消费复苏

■ 消费预期差1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性

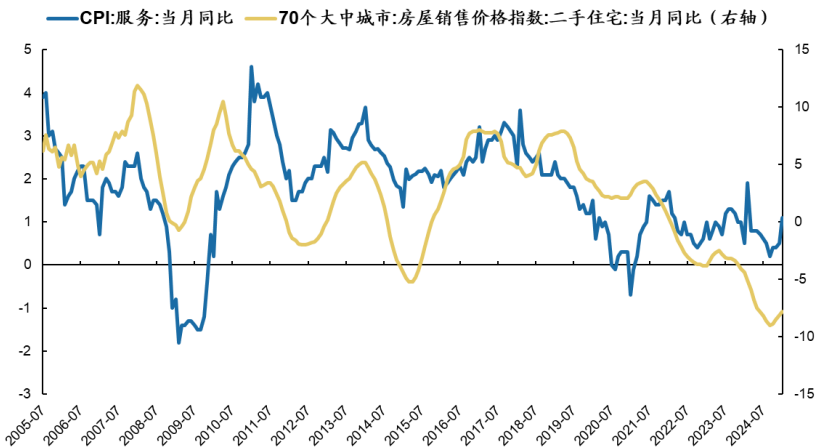
- 财政支出周期的强弱决定了社零相对GDP的弹性的强弱。社零同比增速与名义GDP增速的轧差可以看做社零的弹性，我们发现当财政支出在下行（收紧）周期时，社零的弹性减弱，而当财政支出在上行（扩张）周期时，社零的弹性上行。
- 随着财政支出周期从2023-2024年的收缩周期进入2025年的（弱）扩张周期，我们预计社零将在2025年有更显著的向上弹性。

图30：财政支出周期的强弱决定了社零相对GDP的弹性的强弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：房价与消费当中的一个细分领域“服务CPI”有非常紧密的相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 预期差挖掘方向一：化债缓解下的消费复苏

■ 消费预期差2：地方债对消费的压制的缓和

- 大多数人对消费复苏的观察集中在消费补贴，但我们提出一个预期差方向——**地方债务对消费存在压制**：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。
- 化债工作进程开启后，消费将会获得内生性复苏的驱动力。高债务负担省份的社零细分消费项中，拖累最为显著的细分项有望获得更为明显的反弹：金银珠宝、服装鞋帽、汽车、烟酒、化妆品等。

图32：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著

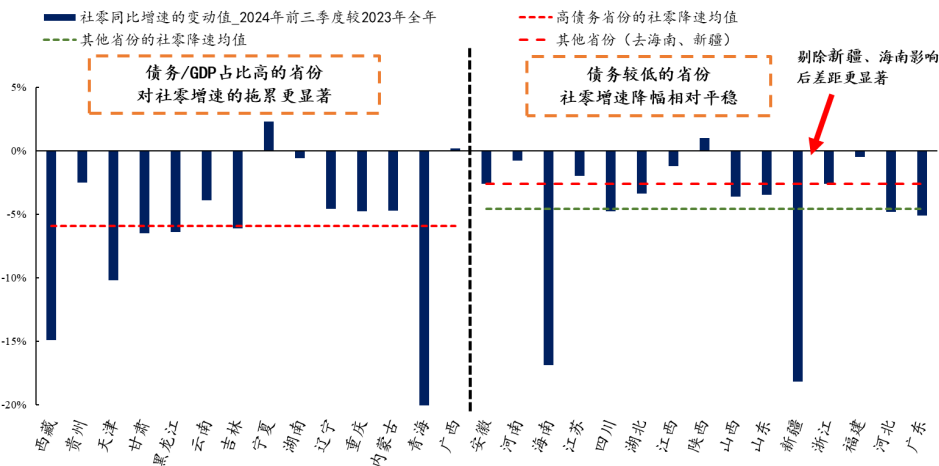
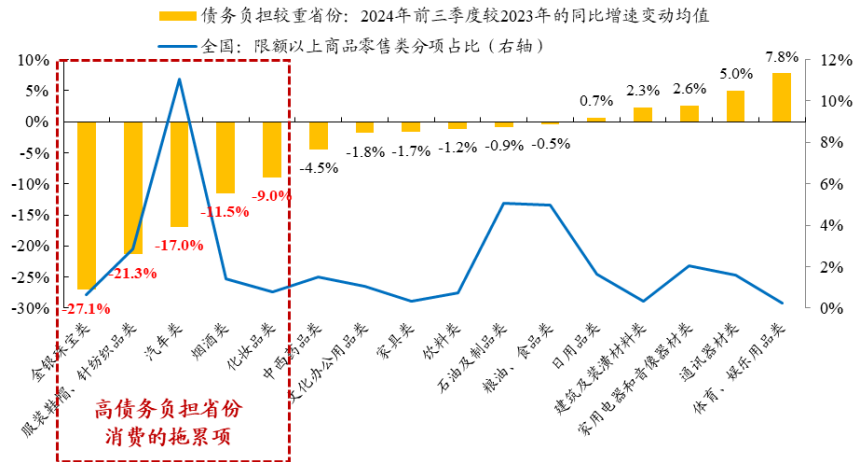


图33：高债务负担省份消费拖累项以非必需消费为主



数据来源：Wind、开源证券研究所（青海、广西为2024年初12个严控政府投资项目的省份，归为负担较重）数据来源：Wind、开源证券研究所（社零披露数据完备的省份：天津、甘肃、云南、吉林、辽宁、重庆、内蒙古、青海、宁夏）

■ 2025年是科技成长的大年，我们判断2025年与2013年更为相似，成长品种是贯穿2025年全年的投资机会

➤ 从行情驱动力、时间长度和行情斜率三维度分析，本轮与2013年更为相似：

- （1）2013年：移动互联网叙事叠加科技盈利有落地的双击是行情驱动力，因此科技品种上涨的面很广；在美国QE3和QE4下，海内外流动性均有支持但并未“喧宾夺主”，因此科技上涨的速率虽然强但并不过高，各类主题催化轮动下行情是持续的上涨。行情期间拥挤度创新高后行情有过调整但后续股价继续再创新高。行情期间伴随着A股盈利的缓慢复苏。
- （2）2015年1-6月：流动性是行情的核心驱动力，移动互联网叙事是催化剂，因此行情上涨的斜率非常高，不到6个月创业板涨超160%。行情期间拥挤度持续创新高，行情结束催化剂并非拥挤度而是伞形信托的破裂。期间伴随股市盈利的回落。
- （3）2023年1-4月：来自于海外的ChatGPT是AI行情的核心驱动力，美债利率阶段性走弱是次要驱动力，科技品种上涨的面相对狭窄。由于国内AI叙事不强、海外映射弱，因此拥挤度到达峰值后行情结束，行情短暂。
- 因此我们判断现在更可比的是2013年，科技成长贯穿全年的行情：Deepseek带来的中国AI渗透率提升的叙事非常完备，当前“是个公司就接入Deepseek”的现象，不断强化和推动“AI+”从硬件到应用的叙事——落地性强、可持续。同时在当前央行-证监会的监管之下，有增量流动性但不算多，斜率更加理性。
- 在科技投资时，投资者往往关注拥挤度。但以上复盘也可以看到，如果行情的核心驱动力是长线叙事或者较强的驱动力，拥挤度的阶段性高峰甚至持续创新高，也不是行情结束的催化剂。我们在前期报告《3个判断科技成长赔率的视角》也详细探讨过科技品种的赔率如何判断。
- 结构判断：以“地缘风险溢价”为线索，在“自主可控+国产替代”受益逻辑下的“AI+”和机器人是科技成长核心主线，新能源则有估值修复的机会。

3.4 预期差挖掘方向三：成本改善驱动

■ 收入弹性变低后，盈利的改善对成本端就更为敏感，寻找预期差：成本改善下“销售利润率”能够改善的品种

➢ 通过以下两条线索结合，我们寻找到当前成本改善驱动下销售利润率改善，股价有望上行的品种：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属等。

➢ ①先寻找历史上来看，利润对成本非常敏感（相关系数超0.8），成本端一旦改善就能驱动利润快速上行的行业；

➢ ②再寻找当前成本端正在改善的行业：2025年Q1较2024年Q1的成本占营收比降低（改善），利润率在上行的行业。

图34：寻找历史上成本变动与利润率变动高相关二级行业品种

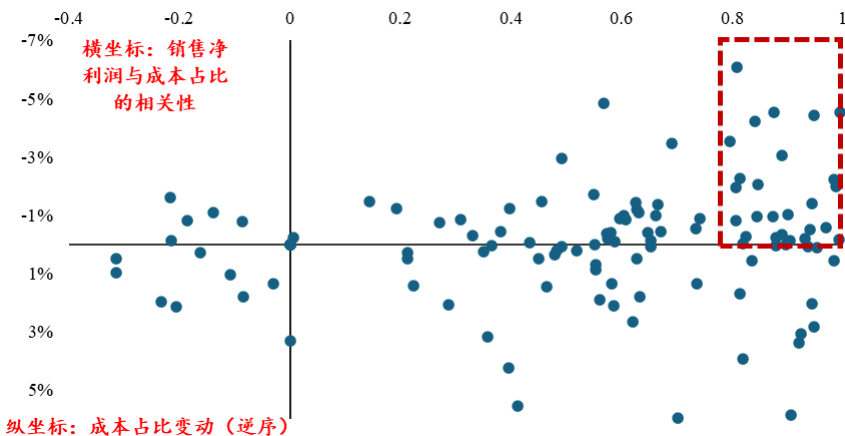
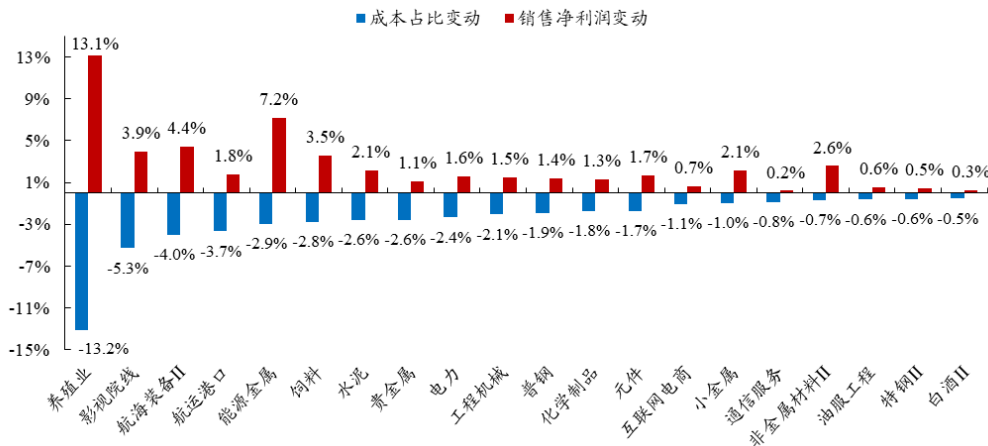


图35：再寻找当前利润率受成本改善最显著的行业



数据来源：Wind、开源证券研究所（成本=营业成本+三大期间费用、变动为2025年Q1较2024年Q1变化幅度）

数据来源：Wind、开源证券研究所（成本=营业成本+三大期间费用、变动为2025年Q1较2024年Q1变化幅度）

■ 通过“净利润断层”方法，先筛选出超预期的个股，再向上归纳出超预期的行业

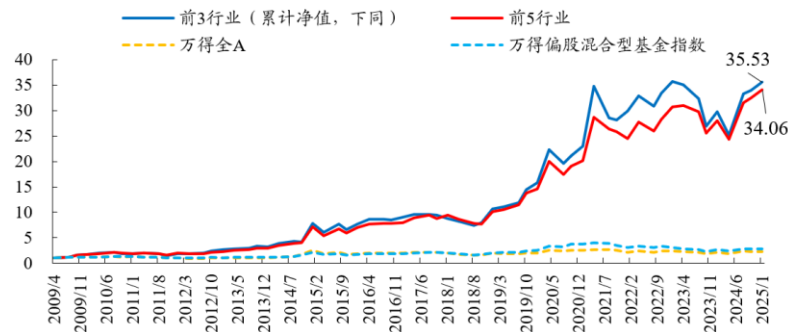
- 净利润断层是指上市公司发布超预期的业绩公告后，股价出现跳空上涨的现象，本质是上市公司基本面在技术面上的体现。
- 我们认为净利润断层股票占比更高的行业蕴含着更强的景气度超预期特征，配置这类行业能够获得显著超额收益。在此方法下，我们构建了2个净利润断层策略，即“前三行业策略”和“前五行业策略”，挖掘业绩超预期的机会。
- 2024年年报、2025年一季报净利润断层占比（即超预期占比）最高的前五行业分别为：家用电器、通信、公用事业、钢铁、石油石化。

图36：《股票魔法师》中对净利润断层的描述



资料来源：《股票魔法师》，Mark Minervini

图37：业绩超预期行业做出的2大组合表现非常突出



策略	年化收益率	胜率 期数	最大回撤	回溯区间
前3行业	25.0%	71.9%	-29.7%	16年
前5行业	24.7%	68.8%	-25.2%	16年
万得全A	5.4%	-	-39.1%	16年
万得偏股混合型基金指数	6.8%	-	-41.6%	16年

数据来源：Wind、开源证券研究所（胜率基准为万得全A）

■ 高股息的占优环境发生变化，稳定型红利更优，且要重视高股息的优化

- ①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，在稳定型红利品种当中，公共事业略优于银行。
- ②中长期资金强化高股息的绝对收益能力：《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》推动下，综合测算每年合计可为A股带来1.4万亿甚至更多的增量资金；叠加考核周期拉长后，机构对短期业绩排名的敏感度降低，更有利于高股息长期投资。
- 但我们强调**2025年红利资产处于“有绝对收益没有相对收益”的定位，2025年的核心主线是科技成长和消费**。相对收益风格仍将取决于盈利增长、产业政策及技术创新等核心因素。因此如何优化高股息品种在2025年显得愈发重要。

图38：中证红利全收益相对万得全A是阶段性占优

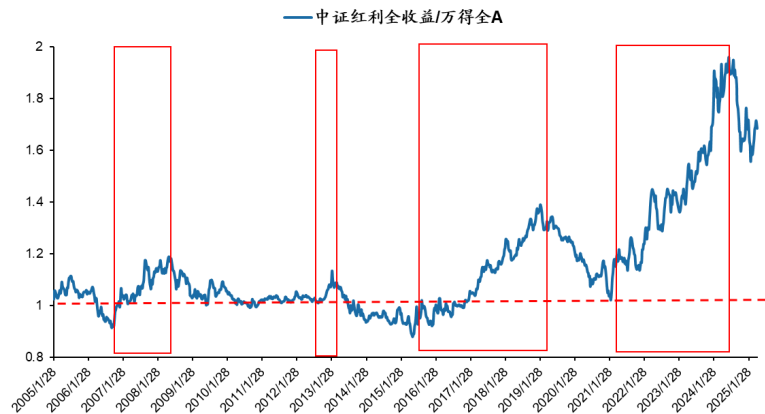
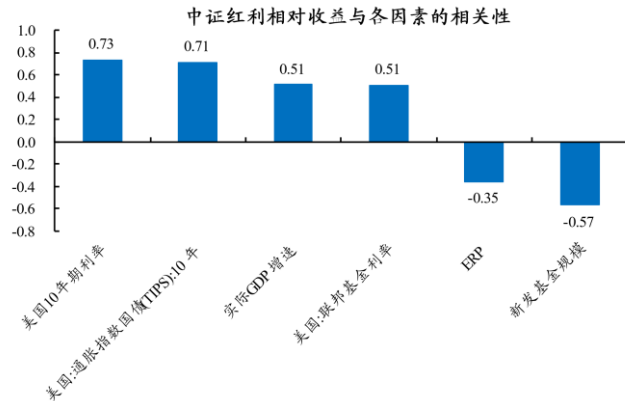


图39：中证红利相对收益与各国因素的相关性（2004年12月以来）



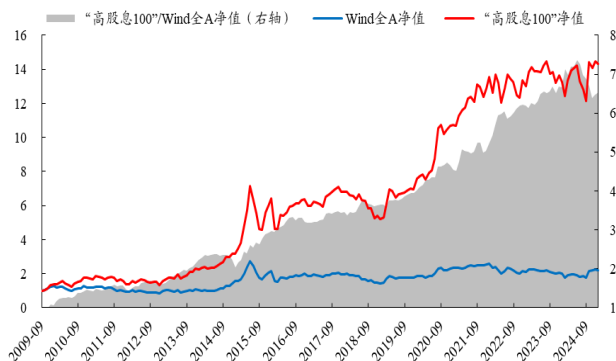
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 长周期视角下高股息优化组合具有“强绝对收益+强相对收益”特征

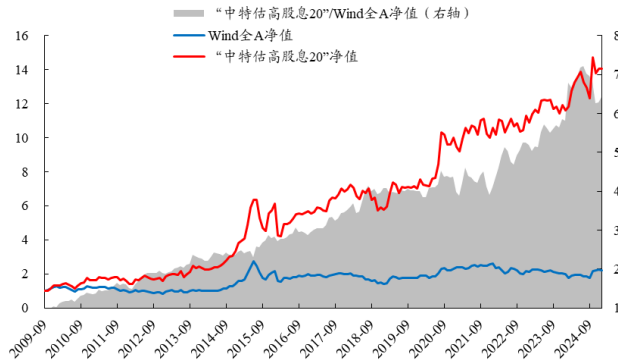
- 我们在前期报告中多次介绍了红利优化思路下的几个组合——“高股息100”、“中特估高股息20”、“高股息20”（20240506《夜雨将收，长牛初期关注【增强ROE】指标——2024年中期策略展望》），不仅获得了突出的绝对收益效果（高收益低波动），还在相对收益上也有非常明显的优势（无论是相对自身基准，乃至相对wind全A、偏股混合基金）。

图40：A股“高股息100”净值大幅跑赢基准



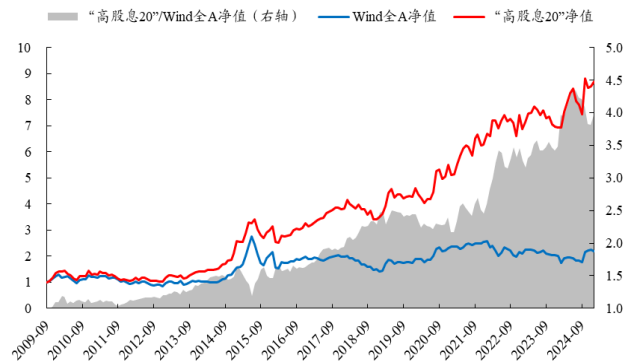
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：A股“中特估高股息20”净值大幅跑赢基准



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：A股“高股息20”净值大幅跑赢基准



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 高股息因子短期有效性不佳怎么办？用高股息优化组合

■ 三大高股息组合持续占优策略，实现了“高收益+低波动+高股息”的结合

- **胜率**：三大高股息策略在大部分时段均能“穿越牛熊”跑赢Wind全A，相对Wind全A的年度胜率均超过**80%**；
- **风险收益比**：A股高股息组合的夏普比率均超过**0.70**，其中高股息100组合的夏普比率达**0.74**，是偏股混合基金指数0.31的**2.4**倍，是Wind全A的**3.9**倍；
- **最大回撤**：三大高股息组合的期间最大回撤均低于**36%**，A股高股息20组合低至**29.5%**，远低于同期的Wind全A指数的48.4%。

表4：3大A股高股息组合能获取显著的超额收益率

股票池	股票数量	净值	年化收益率	累计超额收益率	年度胜率 (相对Wind全A)	月度胜率 (相对Wind全A)	年度正收益概率	最大回撤率	夏普比率	回溯区间
中特估值高股息20基础池	20	13.9	18.7%	1186.9%	87.5%	61.6%	80.0%	33.6%	0.73	15年4个月
A股高股息100基础池	100	14.2	18.9%	1211.4%	87.5%	66.7%	73.3%	35.8%	0.74	15年4个月
A股高股息20基础池	20	8.4	14.9%	648.1%	81.3%	59.9%	73.3%	29.5%	0.71	15年4个月
Wind偏股混合型基金	-	2.5	6.2%	46.5%	43.8%	50.3%	66.7%	42.3%	0.31	15年4个月
Wind全A	-	1.9	4.4%	-	-	-	60.0%	48.4%	0.19	15年4个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：策略回溯期为2009年9月1日至2024年12月31日

3.5 高股息的优化方法：从全市场，乃至到成长股

■ 高股息的优化：从全市场优化，到成长股高股息优化

- **A股三大高股息策略：**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）。
- 进一步的，我们甚至构建了一个基于“稳定”视角下的成长股投资策略——**成长股高股息策略：**在三大高股息优化的基础上：
- **新增了1个指标——** Δ 经营现金流占比（经营现金流净额/营业收入）；
- **舍弃了2个指标——**ROE均值-ROE标准差、预期股息率，这种指标替换是旨在寻找现金流创造能力持续增强的成长股。

图43：传统高股息优化方法：股息+质量+成长

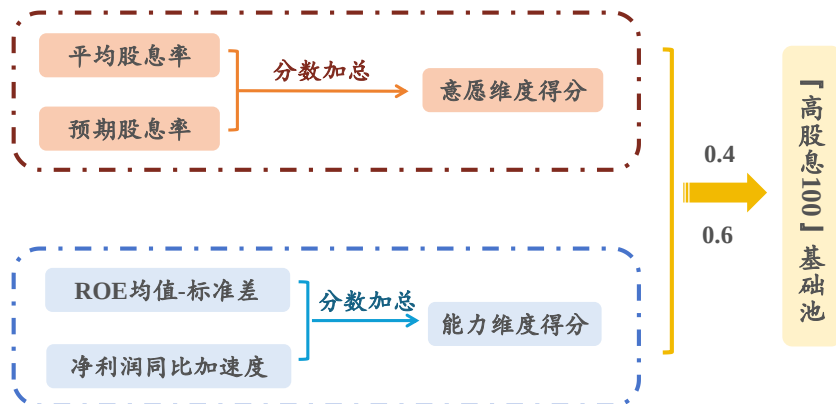
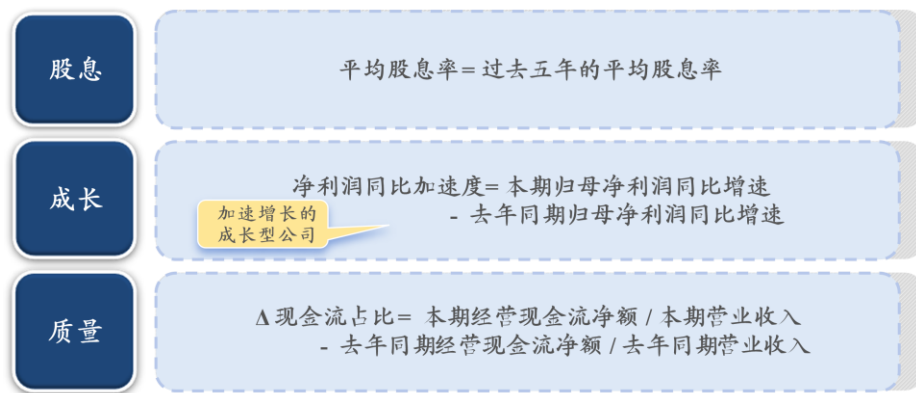


图44：成长股高股息策略的方法：股息+成长+质量



■ “成长高股息50”组合具备显著的“稳健”特征

自2012年以来——

- **年化收益率**：“成长高股息50”的年化收益率为**18.7%**，跑赢基准成长指数(5.98%)、Wind偏股混合基金(7.1%)和Wind全A(5.6%)。
- **最大回撤**：成长股由于“远期贴现”和“高波动”特征，回撤幅度也高，“成长风格指数”最大回撤为64.3%；但同期“成长高股息50”最大回撤仅为**39.6%**，甚至显著低于同期Wind全A(48.4%)，仅略高于偏股混合基金（36.1%）。
- **胜率**：在接近**70%**的年份中都能够跑赢成长风格指数，体现出了显著的beta增强。
- **夏普比率**：年化收益率更高但波动率更小的特征使得成长股高股息50组合的夏普比率达到了**0.62**，是其基准成长风格指数的0.2的**3倍**有余。

图45：“成长高股息50”组合净值和风险收益比大幅跑赢基准



股票池	标的数	净值	年化收益率	年度胜率 (相对成长风格)	年度正收益概率	最大回撤	夏普比率	回溯区间
成长高股息50组合	50	8.68	18.74%	69.2%	53.8%	39.6%	0.62	12年7个月
成长风格指数	-	2.08	5.98%	-	53.8%	64.3%	0.20	12年7个月
Wind全A指数	-	1.98	5.59%	-	61.5%	48.4%	0.24	12年7个月
Wind偏股混合基金指数	-	2.39	7.17%	-	61.5%	36.1%	0.36	12年7个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：策略回溯区间均为2012/1/1至2024/7/31

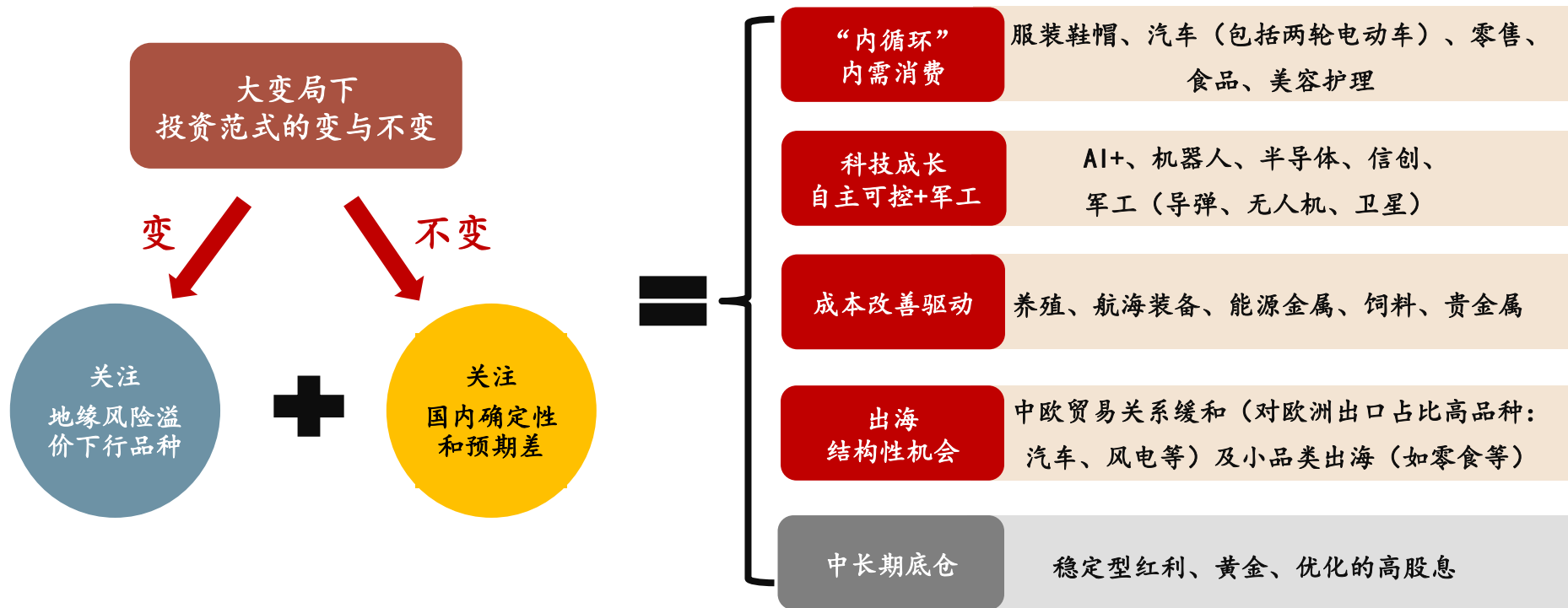
目录

CONTENTS

- 《1》 当下我们处在时代的大变局之中
- 《2》 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开
- 《3》 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差
- 《4》 行业配置建议
- 《5》 风险提示

4.1 行业配置建议

图46：行业配置建议



资料来源：开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 《1》 当下我们处在时代的大变局之中
- 《2》 大变局下，投资范式的变化——从DDM框架展开
- 《3》 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差
- 《4》 行业配置建议
- 《5》 风险提示

- （1）海外央行操作的节奏及海外局势不确定导致的全球流动性及地缘政治恶化风险；
- （2）中国货币及财政政策的出台时间及落地形式存在不确定性，导致经济复苏力度低于预期；
- （3）模型基于历史数据测算，不能代表未来，市场要素变化可能导致因子有效性变化。

分析师声明

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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。

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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券