

2025 年 03 月 01 日

历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 牛市二阶段得到印证，即将迎来第一个关卡

我们在 2024 年 11 月年度策略展望当中明确 2025 年进入牛市二阶段，强调 2025 年牛市的主线是“科技+消费”。在 2025.2.12 发布策春季策略展望中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，**要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期**。春节后市场大涨，部分投资者开始出现畏高情绪。历史上两会期间的日历效应如何？如何看待本轮科技品种的持续性？

● 历史上两会的日历效应

1、**宽基和风格**：2000 年以来，宽基指数的走势在两会前后呈现 U 字走势，即以两会开幕为分界点，越靠近开幕日市场表现约偏弱，但在 10 个交易日之外市场上涨的概率均显著提升。风格来看，无论是两会前还是后，小盘相关指数显著均优于大盘指数表现；成长和价值各有优劣，并未呈现显著规律。从正收益效应来看，无论是两会前还是后，红利品种正收益效应最为显著。

2、**行业比较视角：从超额收益表现来看**，两会前表现最好的行业一般为环保、农林牧渔、综合、计算机、公共事业、军工等行业；两会后表现最好的行业一般为社会服务、美容护理、综合、纺织服饰、轻工制造等行业。**从正收益概率来看**，无论两会前后均有持续正收益能力的主要有公共事业、社服、美容护理；两会前正收益能力最好的为公共事业、机械设备、基础化工、计算机；两会后正收益能力最好的行业为美容护理、社会服务、房地产、食品饮料、公共事业等。

● 本轮科技行情的持续性

从行情驱动力、时间长度和行情斜率三维分析，本轮科技行情与 2013 年更为相似。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。结构：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。

● **短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期持续关注“科技+消费”全年主线**
市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：关税扰动缓解下的预期差（如家电、汽车等）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以高股息优化思路增强底仓收益：**沪深 300 增强、央企红利蓝筹**。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《开源金股，3 月推荐—投资策略专题》-2025.2.28

《TMT 和机器人现在的相对估值位置—投资策略专题》-2025.2.22

目 录

1、 牛市二阶段得到印证，即将迎来第一个关卡.....	3
2、 历史上两会的日历效应	3
2.1、 宽基指数和风格在两会期间的日历效应.....	3
2.2、 行业比较视角下两会期间的日历效应.....	4
3、 本轮科技行情的持续性	6
4、 短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期仍需持续关注“科技+消费”的全年主线.....	7
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 两会开幕前 10 个交易日开始到两会开幕后 10 个交易日期间，市场往往表现不佳，之后进入上涨通道	4
图 2： 两会开幕后 15 个交易日后宽基指数和风格指数上涨概率显著超过 50%.....	4
图 3： 两会后表现最好的行业一般为社会服务、美容护理、综合、纺织服饰、轻工制造、房地产等行业	5
图 4： 无论两会前后均有持续正收益能力的主要有公共事业、社服、美容护理	5

1、牛市二阶段得到印证，即将迎来第一个关卡

我们在 2024 年 11 月年度策略展望《长路漫漫亦灿灿——牛市进入二阶段》当中明确 2025 年进入牛市二阶段，强调 2025 年牛市的主线是“科技+消费”。在 2025.2.12 发布春季策略展望《从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”》中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，**要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。**

春节后，科技品种的快速上行进一步确认当前的“牛市第二阶段”，而科技品种在拥挤度到达历史级别高位后仍继续上行，拥挤度指标在强驱动力下指引效果减弱，我们在 2.22《TMT 和机器人现在的相对估值位置》介绍了通过相对估值去判断科技品种赔率的方法，发现从科技成长品种当前的相对估值情况来看，科技品种当前尚未到历史极值高度，但已经不算便宜。而接下来，全国两会即将召开，政策有可能重新回到投资者视野，同时历史上显著的两会期间“日历效应”也让投资者非常关注。我们接下来重点讨论两大问题：（1）历史上两会期间的日历效应如何？（2）如何看待本轮科技品种的持续性？

2、历史上两会的日历效应

2.1、宽基指数和风格在两会期间的日历效应

（1）大势走势规律

2000 年以来，宽基指数的走势在两会前后呈现 U 字走势，即以两会开幕为分界点，越靠近开幕日市场表现约偏弱，但在 10 个交易日之外市场上涨的概率均显著提升：

（1）2000 年以来，中央两会开幕前 15-20 个交易日市场往往表现出色，明显上涨；但随着越来越靠近两会，如两会前 5-10 个交易日期间，市场开始表现明显变弱。

（2）两会开幕后市场表现进一步变差，两会开幕后 5 日几乎所有指数均大概率下跌（除典型的小盘指数中证 1000 和中证 2000 外），之后随着时间推移市场表现越来越好，约在两会开幕后 15 个交易日后宽基指数和风格指数上涨概率显著超过 50%，之后市场基本上都已上涨为主。

以万得全 A 为例，两会开幕前 20 个交易日至开幕期间平均涨幅为 4%，但开幕后 5 个交易日的平均涨跌幅为 -0.4%，而开幕后 10 个交易日平均涨跌幅转正为 0.3%，而开幕后 20 个交易日的平均涨跌幅则达到了 1.7%，开幕后 30 个交易日的平均涨跌幅则达到 4%。

（2）风格比较

无论是两会前还是后，**小盘相关指数显著均优于大盘指数表现**；成长和价值各有优劣，并未呈现显著规律。从正收益效应来看，**无论是两会前还是后，红利品种正收益效应最为显著。**

图1：两会开幕前 10 个交易日开始到两会开幕后 10 个交易日期间，市场往往表现不佳，之后进入上涨通道

指数代码	指数简称	两会开幕前-N个交易日平均涨跌幅（2000-2024）					两会开幕后N个交易日平均涨跌幅（2000-2024）					
		-20	-15	-10	-5	5	10	15	20	25	30	
881001.WI	万得全A	4.0%	3.9%	1.5%	0.7%	-0.4%	0.3%	1.1%	1.7%	3.5%	4.0%	
000001.SH	上证指数	2.8%	2.9%	1.0%	0.6%	-0.7%	-0.1%	0.3%	1.1%	2.6%	3.3%	
000016.SH	上证50	0.3%	0.4%	-0.3%	-0.1%	-1.3%	-0.9%	-0.7%	0.3%	1.3%	1.7%	
000300.SH	沪深300	2.3%	2.1%	0.4%	0.1%	-0.8%	-0.3%	0.0%	0.7%	2.2%	2.7%	
000905.SH	中证500	4.6%	4.3%	2.2%	0.6%	-0.3%	0.2%	0.9%	0.9%	2.9%	3.4%	
000852.SH	中证1000	5.3%	5.3%	3.1%	1.0%	0.3%	1.1%	1.9%	1.4%	3.2%	3.6%	
932000.CSI	中证2000	4.1%	5.1%	3.9%	1.4%	1.0%	3.3%	3.8%	4.9%	6.2%	6.2%	
000922.CSI	中证红利	3.1%	2.3%	1.2%	0.3%	-0.9%	-0.6%	0.1%	0.5%	2.4%	3.0%	
399372.SZ	大盘成长	1.3%	1.1%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.4%	0.0%	1.2%	2.2%	2.8%	
399373.SZ	大盘价值	1.5%	1.4%	0.9%	0.3%	-1.5%	-1.0%	-0.6%	0.3%	1.6%	2.5%	
399376.SZ	小盘成长	5.5%	5.1%	2.3%	0.6%	-0.3%	0.4%	1.1%	1.3%	3.5%	3.9%	
399377.SZ	小盘价值	6.0%	5.1%	2.9%	1.1%	-0.5%	0.2%	1.0%	1.4%	4.0%	4.7%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：两会开幕后 15 个交易日后宽基指数和风格指数上涨概率显著超过 50%

指数代码	指数简称	两会开幕前-N个交易日涨幅为正概率（2000-2024）					两会开幕后N个交易日涨幅为正概率（2000-2024）					
		-20	-15	-10	-5	5	10	15	20	25	30	
881001.WI	万得全A	80%	60%	68%	64%	32%	52%	64%	56%	64%	60%	
000001.SH	上证指数	64%	68%	68%	72%	32%	52%	52%	60%	64%	64%	
000016.SH	上证50	43%	52%	57%	57%	29%	38%	52%	57%	57%	48%	
000300.SH	沪深300	52%	61%	65%	65%	35%	52%	57%	61%	61%	61%	
000905.SH	中证500	80%	80%	70%	55%	35%	60%	55%	45%	60%	55%	
000852.SH	中证1000	85%	90%	85%	60%	45%	60%	60%	55%	60%	60%	
932000.CSI	中证2000	73%	73%	73%	73%	55%	73%	55%	55%	55%	64%	
000922.CSI	中证红利	80%	65%	75%	60%	40%	50%	55%	65%	65%	70%	
399372.SZ	大盘成长	55%	59%	55%	45%	36%	50%	55%	68%	64%	55%	
399373.SZ	大盘价值	64%	68%	59%	59%	23%	45%	45%	55%	50%	64%	
399376.SZ	小盘成长	77%	77%	68%	50%	45%	59%	55%	45%	50%	55%	
399377.SZ	小盘价值	86%	73%	73%	55%	32%	55%	55%	55%	59%	68%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、行业比较视角下两会期间的日历效应

（1）从超额收益表现来看，两会前表现最好的行业一般为环保、农林牧渔、综合、计算机、公共事业、军工、电子等行业；两会后表现最好的行业一般为社会服务、美容护理、综合、纺织服饰、轻工制造、房地产等行业。

（2）从正收益概率来看，无论两会前后均有持续正收益能力的主要有公共事业、社服、美容护理；两会前正收益能力最好的为公共事业、机械设备、基础化工、计算机；两会后正收益能力最好的行业为美容护理、社会服务、房地产、食品饮料、公共事业、轻工制造。

图3：两会后表现最好的行业一般为社会服务、美容护理、综合、纺织服饰、轻工制造、房地产等行业

		两会开幕前-N个交易日平均涨跌幅（2000-2024）				两会开幕后N个交易日平均涨跌幅（2000-2024）					
指数代码	指数简称	-20	-15	-10	-5	5	10	15	20	25	30
801980.SI	美容护理	3.7%	3.5%	0.3%	-0.3%	0.6%	1.7%	2.3%	3.5%	6.1%	7.2%
801210.SI	社会服务	6.0%	4.3%	1.8%	0.7%	0.8%	2.0%	4.2%	4.6%	7.0%	6.8%
801180.SI	房地产	3.5%	3.4%	1.9%	0.6%	-0.3%	0.7%	2.2%	3.9%	5.3%	5.1%
801230.SI	综合	6.8%	6.1%	3.3%	1.3%	0.7%	1.6%	2.6%	2.4%	4.8%	5.0%
801720.SI	建筑装饰	4.6%	4.7%	2.0%	1.1%	-0.4%	0.4%	1.4%	1.9%	4.2%	5.0%
801950.SI	煤炭	3.8%	3.1%	1.2%	0.9%	-1.0%	-0.8%	-0.1%	1.5%	3.6%	4.9%
801200.SI	商贸零售	4.6%	4.1%	1.8%	0.5%	0.3%	1.0%	1.9%	2.2%	4.2%	4.9%
801150.SI	医药生物	4.7%	4.7%	2.0%	0.8%	0.1%	0.8%	1.7%	1.8%	4.0%	4.6%
801130.SI	纺织服饰	5.3%	5.2%	3.0%	1.4%	0.3%	1.2%	2.9%	2.9%	4.5%	4.6%
801050.SI	有色金属	6.4%	5.7%	2.5%	0.7%	-0.4%	0.1%	1.3%	1.6%	4.3%	4.5%
801170.SI	交通运输	3.9%	3.5%	1.0%	0.5%	-0.4%	0.4%	1.2%	1.9%	4.1%	4.5%
801030.SI	基础化工	5.2%	4.9%	2.2%	0.8%	0.0%	0.8%	1.5%	2.0%	3.7%	4.5%
801730.SI	电力设备	4.0%	4.7%	1.7%	1.3%	0.1%	0.1%	1.1%	1.6%	3.6%	4.5%
801790.SI	非银金融	1.4%	2.2%	-0.3%	0.0%	-1.0%	-0.6%	-0.9%	1.0%	3.9%	4.5%
801710.SI	建筑材料	5.5%	4.8%	2.1%	1.0%	-0.6%	-0.1%	1.2%	2.0%	4.8%	4.3%
801140.SI	轻工制造	5.3%	4.9%	2.3%	0.8%	0.6%	1.3%	2.3%	2.5%	4.3%	4.3%
801750.SI	计算机	6.1%	6.5%	2.9%	1.5%	0.1%	0.8%	2.0%	1.8%	3.7%	4.1%
801080.SI	电子	6.2%	6.4%	2.5%	1.1%	0.1%	0.6%	1.5%	1.5%	3.2%	3.7%
801120.SI	食品饮料	3.7%	2.8%	0.8%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.8%	1.3%	3.0%	3.7%
801780.SI	银行	0.6%	0.6%	0.1%	0.4%	-1.4%	-0.4%	-0.1%	1.2%	2.4%	3.6%
801880.SI	汽车	5.2%	5.2%	2.3%	0.7%	-0.8%	-0.3%	0.3%	0.4%	2.1%	3.5%
801890.SI	机械设备	4.6%	4.9%	1.8%	0.7%	-0.4%	0.3%	1.0%	1.1%	3.4%	3.5%
801960.SI	石油石化	3.2%	3.2%	1.3%	0.7%	-0.9%	0.0%	-0.2%	0.5%	2.0%	3.2%
801110.SI	家用电器	4.8%	4.0%	2.0%	0.6%	-0.8%	-0.3%	0.4%	1.0%	2.3%	3.1%
801760.SI	传媒	5.6%	5.8%	2.3%	0.8%	0.4%	1.2%	2.0%	1.1%	2.5%	3.1%
801040.SI	钢铁	4.5%	4.1%	1.8%	0.4%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	0.1%	2.4%	3.0%
801160.SI	公用事业	5.4%	5.1%	2.7%	1.9%	-0.3%	-0.1%	0.5%	0.8%	2.9%	3.0%
801970.SI	环保	7.8%	7.3%	4.5%	2.4%	-0.4%	0.0%	0.9%	0.7%	2.6%	2.4%
801010.SI	农林牧渔	6.9%	5.9%	3.2%	1.6%	-0.7%	-0.9%	0.0%	-0.1%	1.6%	2.0%
801740.SI	国防军工	5.0%	5.6%	2.8%	2.1%	-1.4%	-1.2%	-0.5%	-0.2%	1.3%	1.8%
801770.SI	通信	4.7%	5.1%	2.1%	1.1%	-0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.9%	1.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：无论两会前后均有持续正收益能力的主要有公共事业、社服、美容护理

指数代码	指数简称	两会开幕前-N个交易日涨幅为正概率（2000-2024）					两会开幕后N个交易日涨幅为正概率（2000-2024）					全程涨幅为正概率	两会开幕前涨幅为正概率	两会开幕后涨幅为正概率
		-20	-15	-10	-5	5	10	15	20	25	30			
801980.SI	美容护理	72%	72%	60%	52%	48%	72%	68%	72%	68%	64%	65%	64%	65%
801210.SI	社会服务	80%	68%	68%	68%	56%	64%	68%	68%	68%	60%	67%	71%	64%
801180.SI	房地产	64%	64%	68%	60%	40%	56%	72%	64%	68%	72%	63%	64%	62%
801230.SI	综合	72%	76%	76%	68%	40%	56%	68%	60%	60%	52%	63%	73%	56%
801720.SI	建筑装饰	72%	64%	56%	56%	44%	56%	64%	56%	64%	64%	60%	62%	58%
801950.SI	煤炭	64%	64%	60%	48%	40%	40%	44%	60%	64%	72%	56%	59%	53%
801200.SI	商贸零售	80%	72%	68%	56%	44%	60%	64%	60%	60%	56%	62%	69%	57%
801150.SI	医药生物	72%	68%	68%	48%	44%	56%	60%	60%	56%	64%	60%	64%	57%
801130.SI	纺织服饰	76%	76%	72%	60%	40%	64%	68%	56%	60%	60%	63%	71%	58%
801050.SI	有色金属	80%	76%	72%	52%	48%	56%	56%	56%	64%	64%	62%	70%	57%
801170.SI	交通运输	80%	64%	60%	68%	44%	52%	60%	60%	68%	64%	62%	68%	58%
801030.SI	基础化工	80%	80%	72%	64%	48%	60%	68%	56%	60%	56%	64%	74%	58%
801730.SI	电力设备	68%	76%	68%	60%	40%	52%	56%	56%	60%	56%	59%	68%	53%
801790.SI	非银金融	44%	56%	52%	52%	24%	44%	40%	52%	52%	52%	47%	51%	44%
801710.SI	建筑材料	68%	80%	64%	60%	36%	56%	60%	64%	64%	64%	62%	68%	57%
801140.SI	轻工制造	72%	68%	72%	56%	52%	68%	64%	60%	68%	56%	64%	67%	61%
801750.SI	计算机	80%	80%	60%	76%	40%	60%	56%	56%	64%	64%	64%	74%	57%
801080.SI	电子	68%	72%	68%	68%	44%	60%	60%	64%	60%	52%	62%	69%	57%
801120.SI	食品饮料	72%	72%	64%	48%	52%	60%	60%	64%	68%	68%	63%	64%	62%
801780.SI	银行	60%	60%	48%	52%	32%	36%	44%	52%	56%	60%	50%	55%	47%
801880.SI	汽车	68%	80%	60%	60%	36%	52%	48%	52%	60%	56%	57%	67%	51%
801890.SI	机械设备	88%	84%	64%	64%	44%	56%	60%	60%	60%	48%	63%	75%	55%
801960.SI	石油石化	64%	72%	64%	60%	40%	56%	52%	52%	60%	60%	58%	65%	53%
801110.SI	家用电器	68%	68%	68%	48%	32%	48%	56%	64%	64%	64%	58%	63%	55%
801760.SI	传媒	56%	76%	64%	68%	48%	60%	56%	52%	52%	56%	59%	66%	54%
801040.SI	钢铁	80%	72%	72%	48%	36%	44%	44%	64%	68%	60%	59%	68%	53%
801160.SI	公用事业	84%	80%	80%	80%	44%	64%	60%	64%	68%	64%	69%	81%	61%
801970.SI	环保	80%	72%	72%	64%	44%	56%	64%	60%	56%	60%	63%	72%	57%
801010.SI	农林牧渔	76%	72%	76%	56%	32%	32%	36%	52%	52%	48%	53%	70%	42%
801740.SI	国防军工	72%	72%	64%	76%	32%	52%	56%	52%	56%	52%	58%	71%	50%
801770.SI	通信	72%	64%	72%	64%	36%	52%	52%	56%	60%	52%	58%	68%	51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、本轮科技行情的持续性

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。

这轮科技行情到底是 2023 年 1-4 月、2013 年还是 2015 年？这决定了行情的时间长度、斜率。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：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。因此 2025 年春节后回来的行情投资者也明显看到，拥挤度创下新高后行情依然持续上行。我们在前期报告《TMT 当前的交易拥挤度》(20241022) 也详细探讨过拥挤度的适用性问题。

结构判断：“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。

“AI+”和机器人，是提升全要素生产力的两只手：一只手是数字化的，一只手是物理化的，他们的战略意义一样重大。AI 的核心驱动力是 2025 年的国产 AI 叙事逻辑强化；机器人则是应用全面开花，应用面广泛、想象力大、盈利落地迅速。当前 TMT 和机器人的景气预期均在持续上行，胜率端较为强势；赔率端是当前 TMT 和机器人的最大掣肘，也是行情节奏的影响因子，但在相对估值、自身估值分位数尚未触及历史高点前，上行空间仍很明确。

新能源：估值修复力量大于盈利修复力量，确定性上风电 $\geq$ 电池 $>$ 光伏，另外要关注核电。我们看到电力设备的景气预期在改善、相对估值处在历史的较低位，性价比较高。但考虑到新能源供给端带来的叙事上限，新能源在 2025 年估值修复力量大于盈利修复力量。

4、短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期仍需持续关注“科技+消费”的全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化：**政策思路的转变下“坚定政策信心，降低斜率预期”+科技成长自上而下的政策和自下而上的产业催化双重推动+全球波动下“以我为主”**。需要坚定 2025 年“牛市第二阶段”的判断。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断：

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：关税扰动缓解下的预期差（如家电、汽车等）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企红利蓝筹。

4、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。

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。

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