

百年未有之大变局下的机遇和挑战（三） 如何构建应对贸易不确定因素的投资组合

核心观点

从外延产业链角度重新审视中国产业链韧性，外延产业链在我国出口的重要性持续上升。在关税上升时，企业往往会通过对外投资建厂进行规避，也被称之为产业链外延。借助投入产出表可以对外延产业链出口进行有效测度，本文测度结果表明，在2017-2023年间，我国对美国的外延产业链出口呈现上升趋势，总体规模从522亿美元上升至1032亿美元，占比从期初的10.8%上升至17.1%，这一比重高于我国整体外延产业链出口的比重。考虑我国前几大出口目的国（美国、日本、韩国、德国、荷兰、英国），总体口径下我国外延产业链出口规模从2017年的1093亿美元上升至2023年的1871亿美元，占比从11.2%上升至14.7%。通过对我国外延产业链出口的测算，对2025年的出口增速的中性预测为：上半年出口有望维持正增速，下半年如遇到关税拖累或将进一步放缓，全年呈现前高后低的“抢出口”现象。若美国奉行单边贸易主义，中性情形假设下，全年出口同比增速比市场一致调查值低3.3个百分点。我们期待且相信互利共赢的经贸前景的同时，在构建投资组合时也需要涵盖风险假设，做到未雨绸缪。

在贸易不确定性的背景下，多视角优选投资思路：

行业视角下，第一条思路是A股优选贸易敞口较低+投资体系成熟行业：轻工制造、基础化工、机械设备、电力设备、电子等。以出口营收代表行业内的出口依赖度，以高毛利投资的营收占比代表行业整体的对外投资成熟度，位于左上角区域的行业体现出贸易敞口较低、投资体系成熟的特点。此外，电子行业虽然具备较高的贸易敞口，但其贸易敞口正边际缩小，且高毛利投资占比较高，国内政策扶持力度较强，亦有较高的配置价值。

第二条思路是边际改善视角下的行业配置：煤炭、有色、电力设备、机械设备、电子等行业正以海外投资替代出口依赖。以2017-2023年的营收占比变化为基准，位于第二象限的煤炭、有色等行业在出口依赖去化的同时，保持了较高的海外投资营收增长，增速超过了行业总营收。在边际改善的视角下，第一象限的行业正处于产业链升级迭代的重要时期，对外部风险的抵御能力不断增强。在产业链自主可控能力较低的整体背景之下，相关企业通过产品/服务出海的方式主动融入全球市场，主动寻求市场需求，加速产能扩张。

企业视角下，关注两个维度：第一，企业视角下关注其对外韧性，对外投资体系较为成熟的企业表现更好（高毛利投资）；第二，供应链视角下关注内外安全性，依赖内部供应链、国产化程度较低的企业前景更好。在组合的行业持仓中，价值优选组合成份股集中于电力设备、计算机、医药生物等行业，关注海外业务对上市公司股价的传导，在当前语境下更有利于和潜在关税进行对冲，收益与风险较低；供应链组合成份股主要集中于电子行业，关注产业链位置与前景，历史收益表现好，与新质生产力的发展和产业结构升级更为相关，但也存在行业集聚度过高、配置风险不够分散的问题。。

风险提示：美国新一轮内外政策调整的不确定性；全球一致性降息的逻辑面临逆潮；国内产业升级和消费复苏的节奏不确定性。

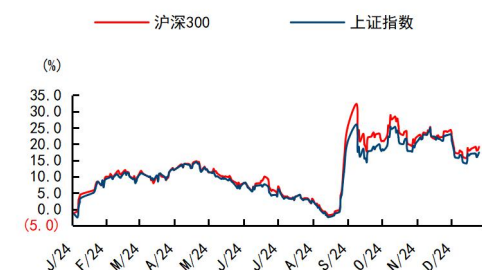
策略研究·策略专题

证券分析师：王开 联系人：郭兰滨
021-60933132 010-88005497
wangkai8@guosen.com.cn guolanbin@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6335.93/-2.79
创业板/月涨跌幅(%)	2121.84/-4.14
AH股价差指数	140.09
A股总/流通市值(万亿元)	110.08/98.64

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《估值周观察(1月第4期)-AI、机器人进阶，红利凸显性价比》——2025-01-25
- 《价格全方位多维跟踪体系(2025年第一期)-节前金价上升，油价抬升带动化工涨价潮》——2025-01-24
- 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十期)-情绪回升，融资余额净流入》——2025-01-21
- 《全球ESG资金追踪表(2025年第一期)-美国股票ESG基金重点布局信息科技》——2025-01-21
- 《策略周思考-从估值环境改善到国央企突围》——2025-01-19

内容目录

我国外延产业链出口的测度	4
基于美国单边主义下出口增速的情景假设	6
产业链韧性与股市配置思路	8
结论	15
风险提示	17

图表目录

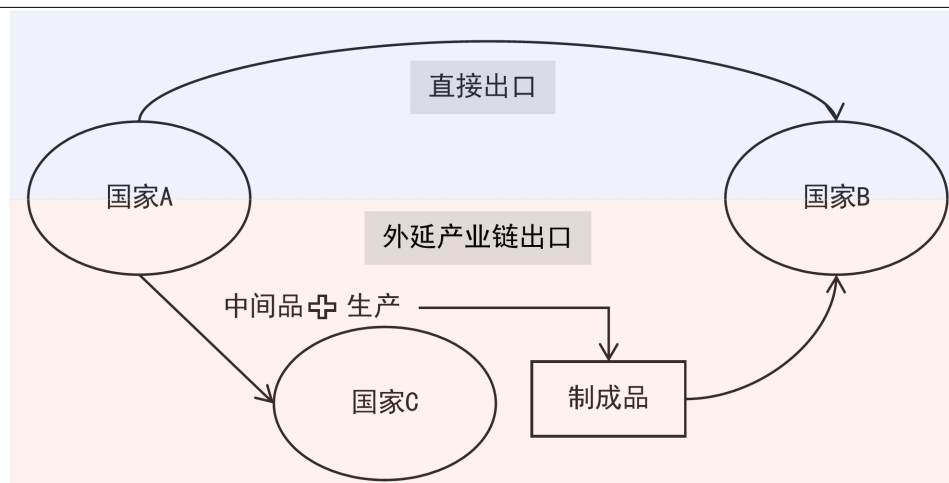
图 1: 直接出口与产业链外延出口	4
图 2: 我国外延产业链出口测度 (对美国)	5
图 3: 我国外延产业链出口测度 (对全球主要国家)	5
图 4: 我国全产业链出口占比与上市公司海外营收占比的关系	5
图 5: 从事对外出口和投资业务的上市公司数量 (家)	6
图 6: 上市公司对外出口和投资的毛利率对比 (中位数口径)	6
图 7: 关税加征对双边贸易的拖累: 情景假设	6
图 8: 不同假设情形下我国在 2025 年的出口情况预测	7
图 9: 不同海外单边主义加重关税的假设情形下, 2025 年出口同比增速路径推演	8
图 10: 四类策略的净值表现 (依据 2017 年底披露)	8
图 11: 四类策略的整体表现 (依据 2017 年底披露、2018-2024)	8
图 12: 四类策略的净值表现 (年度披露调仓)	9
图 13: 四类策略的整体表现 (年度披露调仓、2018-2024)	9
图 14: 2017-2023 年间不同上市公司的数量变化	9
图 15: 2017-2023 年间不同上市公司的占比变化	9
图 16: 2017 年 RCA 与上市公司出口营收占比的联系	10
图 17: 2023 年 RCA 与上市公司出口营收占比的联系	10
图 18: RCA 对比 (2017vs2023)	10
图 19: 上市公司出口营收对比 (2017vs2023)	10
图 20: 出口营收、高毛利投资占比四象限 (2017)	11
图 21: 出口营收、高毛利投资占比四象限 (2023)	11
图 22: 不同假设情形下我国出口在 2025 年的同比增速情况	11
图 23: 沪深 300 成份优选, 净值表现更好	12
图 24: 四类策略的整体表现 (沪深 300 成份、2018-2024)	12
图 25: 价值优选视角下, 净值表现进一步优化	12
图 26: 四类策略的整体表现 (价值优选、2019-2024)	12
图 27: 依托国内产业链和海外技术的企业表现更好	13
图 28: 国内产业链相关企业整体表现 (2018-2024)	13
图 29: 依托外部产业链的企业净值表现	13
图 30: 外部产业链相关企业的整体表现 (2018-2024)	13
图 31: 价值优选组合中的行业贡献	14
图 32: 价值优选组合拥有较高的 PB 和 ROE	14
图 33: 价值优选组合 PE 较低、EPS 较高	14
图 34: 价值优选组合股息率中位数较高	14
图 35: 价值优选组合平均市值较高	14
图 36: 产业链在国内+国产化低的企业多集中于电子行业	15
图 37: 产业链在国内+国产化低的企业平均市值高	15

当地时间 2025 年 1 月 20 日中午，美国当选总统特朗普和当选副总统万斯在国会大厦宣誓就职。“特朗普 2.0”为投资带来不确定性，一方面，伴随着其宣称对墨西哥、加拿大的相关制裁，我国外延产业链出口面临一定不确定性；另一方面，国内市场的投资思路或将迎来转变：行业视角下，第一条思路是 A 股优选贸易敞口较低+投资体系成熟行业——轻工制造、基础化工、机械设备、电力设备、电子等，第二条思路是边际改善视角下的行业配置——煤炭、有色、电力设备、机械设备、电子等；企业视角下关注两个维度，第一个思路关注对外投资体系较为成熟的企业（高毛利投资）；第二个思路关注依赖内部供应链、国产化程度较低的企业。

我国外延产业链出口的测度

在关税上升时，企业往往会通过对外投资建厂进行规避，也被称之为产业链外延。这种外延产业链的出口难以测度，一方面，产业链承接国并不会公布其出口产品中有多少来自于中国，而这在统计上也确实难以衡量；另一方面，外延产业链出口并非锚定于特定产品的总出口额，而是产品生产过程中来自于我国的中间品部分，这就要求测算过程中包含产业链维度的拆解。

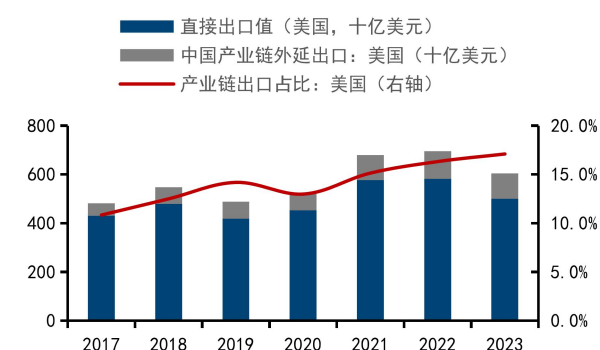
图1：直接出口与产业链外延出口



资料来源：ADB MRIO，国信证券经济研究所整理

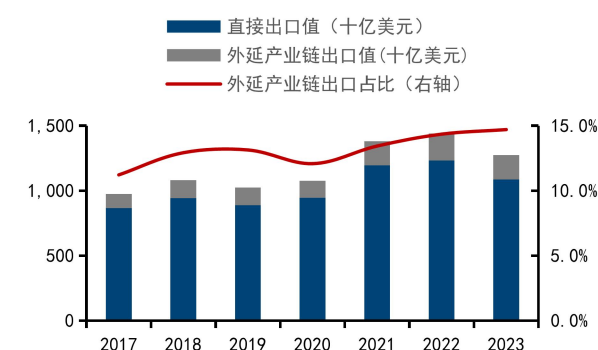
借助投入产出表可以对外延产业链出口进行有效测度。如图 1 所示，计算国家 A 到国家 B 的外延产业链出口，可以分两步进行：第一，计算国家 C 对国家 B 的出口额；第二，计算国家 C 的制成品中，来自于国家 A 中间品所占的比重。然后，将总出口额与中间品占比相乘，即可得出国家 A 通过通过 C 的外延产业链出口规模，进而加总所有中间国的外延产业链出口规模，即可得到总体规模。计算结果表明，在 2017-2023 年间，我国对美国的外延产业链出口呈现上升趋势，总体规模从 522 亿美元上升至 1032 亿美元，占比从期初的 10.8% 上升至 17.1%，这一比重高于我国整体外延产业链出口的比重。考虑我国前几大出口国（美国、日本、韩国、德国、荷兰、英国），总体口径下我国外延产业链出口规模从 2017 年的 1093 亿美元上升至 2023 年的 1871 亿美元，占比从 11.2% 上升至 14.7%，变化幅度小于我国对美国的外延产业链出口。

图2: 我国外延产业链出口测度（对美国）



资料来源：Wind, ADB MRIO, 国信证券经济研究所整理

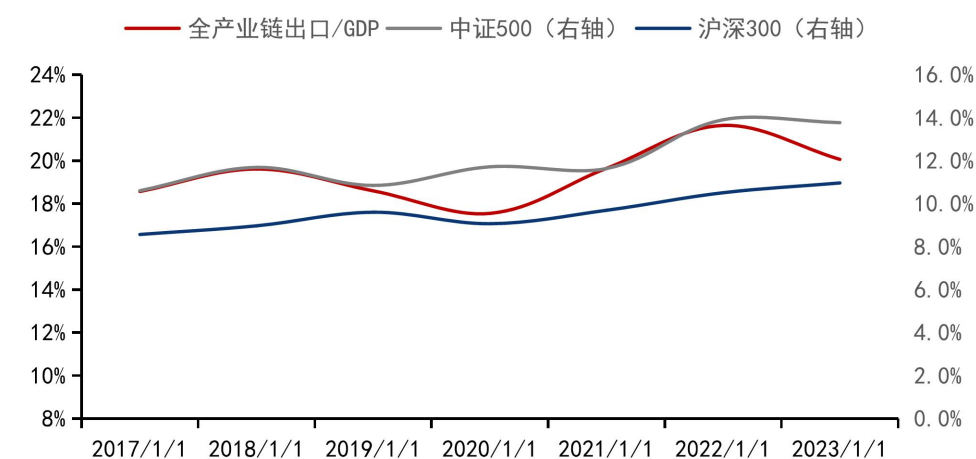
图3: 我国外延产业链出口测度（对全球主要国家）



资料来源：Wind, ADB MRIO, 国信证券经济研究所整理

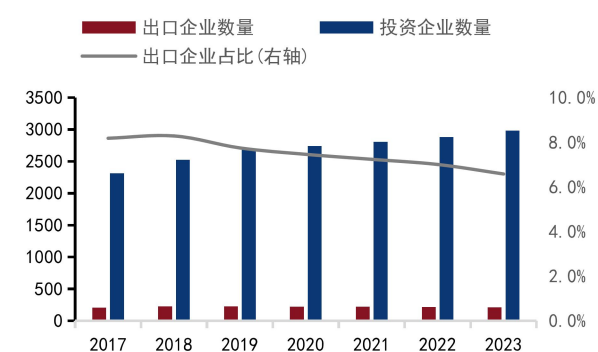
伴随着贸易摩擦的海外营收崛起：上市公司从出口到“出海”。2017-2023年间，我国全产业链口径下的出口占GDP比重从18.6%上升至20.1%，上升1.5个百分点，而沪深300、中证500成分股海外营收占比上升更多，分别为2.4%和3.2%。微观视角下企业对贸易摩擦表现出更强的韧性，原因在于企业能够自主决定经营战略的转变。在这段时间内，进行出口业务的上市公司数量变少，数量占比从8.2%下降至6.6%（仅考虑有境外业务收入的公司），且投资业务毛利率逐步超越出口和国内业务，成为“最赚钱”的业务类别之一。数据背后反映的是上市公司从出口到“出海”的行为变化，在出口业务受阻后，企业会通过绿地投资或海外并购的方式建立新的生产中心，以规避潜在关税威胁带来的负面影响。

图4: 我国全产业链出口占比与上市公司海外营收占比的关系



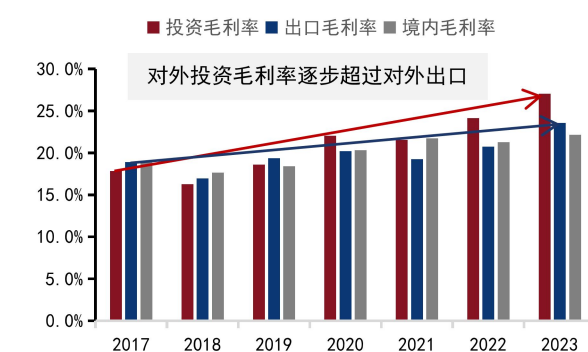
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 从事对外出口和投资业务的上市公司数量（家）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 上市公司对外出口和投资的毛利率对比（中位数口径）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基于美国单边主义下出口增速的情景假设

美国时间 2024 年 11 月 25 日，新当选总统特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25%关税，并妄言将对来自中国进口的所有商品加征 10%的关税。测度潜在关税对我国出口的可能影响，首先应界定关税对双边贸易的拖累效应，相关文献测算下双边贸易弹性有 1.2、1.8 和 2.5 三类口径，本文将分别作为乐观、中性、悲观预测的依据；其次，对美国加征关税进行合理判断，按目前消息，美国对我国加征关税有三种可能：第一，加征 10%关税；第二，取消最惠国（MFN）待遇，相当于加征 22.7%的关税，总体关税水平达到 42%；第三，加征至 60%的关税水平，相当于再次加征 40.7%的关税。在乐观、中性和悲观视角下看三种情形假设，共有 9 种可能性。

图7: 关税加征对双边贸易的拖累：情景假设

	贸易弹性	对中美贸易的拖累		
		美国加征10%关税	加征至42%（取消MFN待遇）	加征至60%（极端情形）
Fajgelbaum, P. D., Goldberg, P. K., Kennedy, P. J., & Khandelwal, A. K. (2020). The return to protectionism. The Quarterly Journal of Economics, 135(1), 1-55.	1.2	-12%	-27%	-49%
王晓星 & 倪红福.(2019).基于双边进口需求弹性的中美经贸摩擦福利损失测算.世界经济(11),27-50.	1.8	-18%	-41%	-73%
Fajgelbaum, P. D., & Khandelwal, A. K. (2022). The economic impacts of the US-China trade war. Annual Review of Economics, 14(1), 205-228.	2.5	-25%	-57%	双边贸易近乎停止

资料来源: Wind, 中国知网, 国信证券经济研究所整理

除直接出口外，外延产业链出口面临的关税冲击同样值得关注。例如，当美国以某种名目对墨西哥输美产品征税后，会一定程度上影响我国通过墨西哥的外延产业链。据测算，2023 年通过墨西哥、加拿大、越南等国的外延产业链出口分别占其本国出口的 6.2%、1.2%和 17.0%，结合现阶段特朗普所声称的 25%的关税威胁，外延产业链出口或将面临一定挑战（具体数据见图 8）。结合直接出口和外延产业链出口的双重口径，对 2025 年的出口增速的潜在预测为：2025 上半年出口有望维持正增速，复刻上一轮贸易摩擦初期的“抢出口”效应，下半年如遇到关税

拖累等海外单边主义极端状况情形下，出口增速或将进一步放缓，全年呈现前高后低的节奏。

图8: 不同假设情形下我国在 2025 年的出口情况预测

假设情形	时间	1. 一致预测出口额 (亿美元)	2. 美国对中国加征关税 (亿美元)			3. 美国对其他国家加征关税 (亿美元)		
			加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	对墨西哥出口	对加拿大出口	对越南出口
乐观	2025/12/31	9741	-157	-356	-637	-84	-17	-48
	2025/9/30	9306	-168	-381	-684	-90	-18	-44
	2025/6/30	9383	-158	-358	-642	-89	-18	-45
	2025/3/31	8413	-132	-300	-538	-76	-16	-40
中性	2025/12/31	9752	-235	-533	-956	-84	-17	-48
	2025/9/30	9306	-252	-572	-1,026	-90	-18	-44
	2025/6/30	9383	-236	-537	-962	-89	-18	-45
	2025/3/31	8413	-198	-450	-807	-76	-16	-40
悲观	2025/12/31	9752	-326	-741	-1,305	-84	-17	-48
	2025/9/30	9306	-350	-795	-1,400	-90	-18	-44
	2025/6/30	9383	-328	-745	-1,313	-89	-18	-45
	2025/3/31	8413	-275	-625	-1,101	-76	-16	-40

假设情形	时间	1. 一致预测出口额 (亿美元)	4. 我国出口预测 (亿美元) , 4=1+2+3			5. 同比增速口径				图示
			加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	一致预测	加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	
乐观	2025/12/31	9,752	9,435	9,236	8,954	1.8%	-1.4%	-3.5%	-6.4%	
	2025/9/30	9,306	8,986	8,773	8,470	2.0%	-1.5%	-3.8%	-7.2%	
	2025/6/30	9,383	9,073	8,873	8,589	4.2%	0.8%	-1.5%	-4.6%	
	2025/3/31	8,413	8,149	7,981	7,743	4.3%	1.0%	-1.1%	-4.0%	
中性	2025/12/31	9,752	9,367	9,069	8,646	1.8%	-2.1%	-5.2%	-9.6%	
	2025/9/30	9,306	8,902	8,582	8,128	2.0%	-2.4%	-5.9%	-10.9%	
	2025/6/30	9,383	8,994	8,694	8,268	4.2%	-0.1%	-3.5%	-8.2%	
	2025/3/31	8,413	8,082	7,831	7,474	4.3%	0.2%	-2.9%	-7.3%	
悲观	2025/12/31	9,752	9,276	8,861	8,297	1.8%	-3.1%	-7.4%	-13.3%	
	2025/9/30	9,306	8,804	8,359	7,754	2.0%	-3.5%	-8.4%	-15.0%	
	2025/6/30	9,383	8,902	8,485	7,917	4.2%	-1.1%	-5.8%	-12.1%	
	2025/3/31	8,413	8,005	7,656	7,179	4.3%	-0.8%	-5.1%	-11.0%	

资料来源: Wind, ADB MR10, 国信证券经济研究所整理

图9：不同海外单边主义加重关税的假设情形下，2025 年出口同比增速路径推演

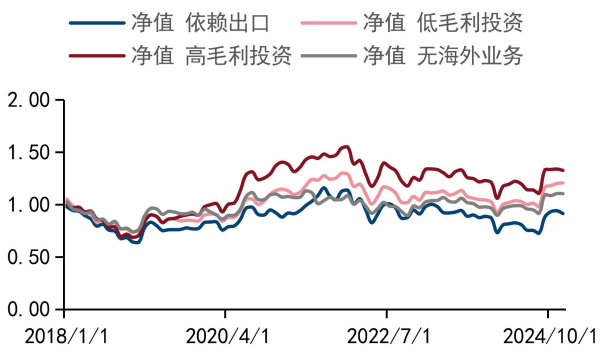


资料来源：Wind，ADB MR10，国信证券经济研究所整理；注：主要参考中性情景，悲观情景为极端情景下的假设，是发生概率较低的黑天鹅场景。

产业链韧性 with 股市配置思路

企业视角下关注其对外韧性，主要以海外营收为基准，股市配置整体表现为：依赖出口的企业<无海外业务企业<对外投资毛利率较低的企业<对外投资毛利率较高的企业。本文以 2018 年贸易摩擦为例，进行新一轮全球经贸格局震荡下的复盘推演。以毛利率代表公司对外投资的成熟度，对外投资毛利率较高的企业在面临外部风险时表现最好，因为其已经建立了较为完整的海外资产体系，受到潜在法案的影响较小。在样本筛选时采取了两种方案，第一种是以 2017 年年报披露确定成分股，持续跟踪至 2024 年底，第二种是以 2017-2024 年每一年的年报披露为准，每年调整成分股。在这两种方案下，依据市值月度调整成分股权重。结果表明，两种方案下的组合表现十分相似，原因在于企业的对外营收模式难以在短期内改变，各类组合成分股占比相对稳定，调整成份股带来的增量信息有限。

图10：四类策略的净值表现（依据 2017 年底披露）



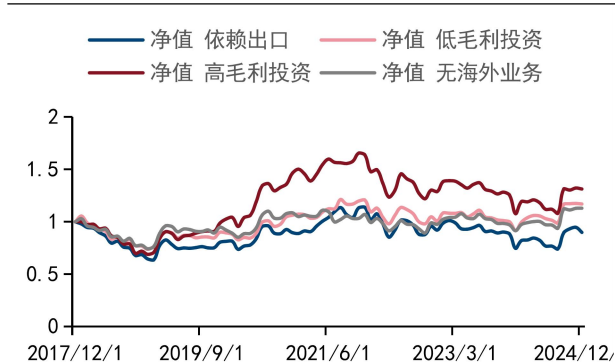
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：四类策略的整体表现（依据 2017 年底披露、2018-2024）

	依赖出口	低毛利投资	高毛利投资	无海外业务	沪深 300
年化收益率	-1.2%	2.7%	4.1%	1.5%	-1.1%
年化波动率	0.23	0.18	0.21	0.18	0.19
夏普比率	-0.06	0.15	0.20	0.08	-0.06
最大回撤	-37%	-30%	-31%	-28%	-46%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 四类策略的净值表现（年度披露调仓）



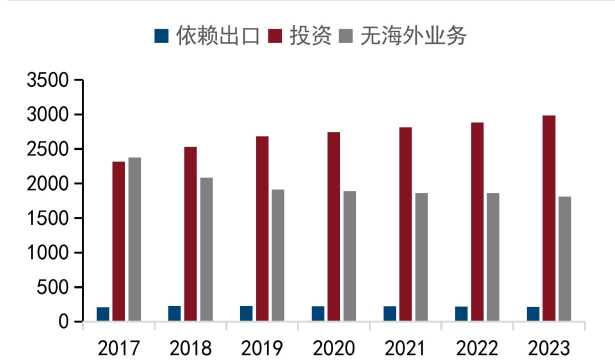
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 四类策略的整体表现（年度披露调仓、2018-2024）

	依赖出口	低毛利投资	高毛利投资	无海外业务	沪深 300
年化收益率	-1.5%	2.3%	4.0%	1.8%	-1.1%
年化波动率	0.22	0.17	0.21	0.18	0.19
夏普比率	-0.07	0.13	0.19	0.10	-0.06
最大回撤	-36%	-30%	-35%	-28%	-46%

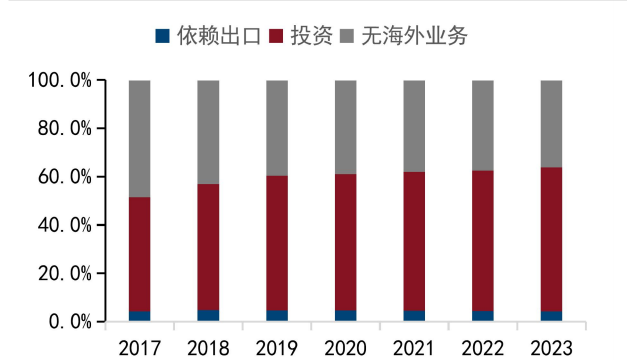
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2017-2023 年间不同上市公司的数量变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

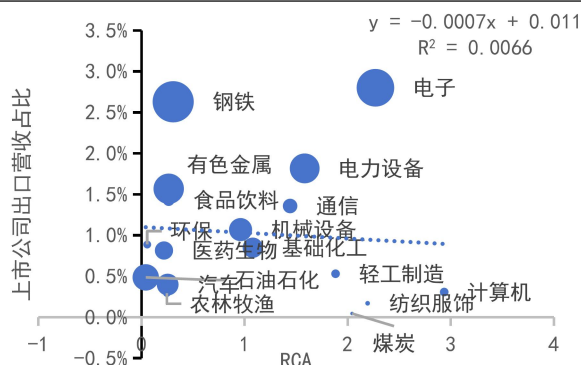
图15: 2017-2023 年间不同上市公司的占比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

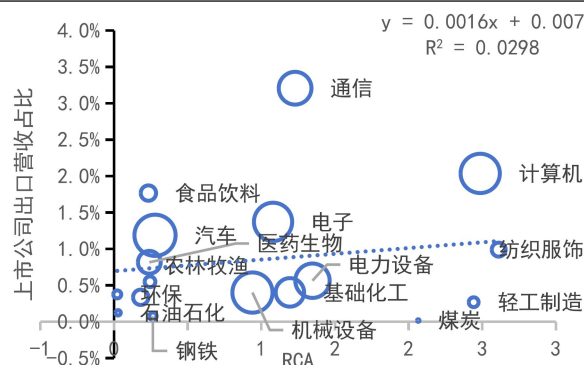
从配置的角度出发，宏观数据之间存在温差，以宏观数据指示股票配置需要走好“最后一公里”，因此需要将外贸敞口和盈利等基本指标结合提供投资判断依据。显性比较优势（RCA）代表了我国对美国的出口依赖程度，RCA 越高，我国在该行业的出口越依赖美国，受贸易冲击影响越大。但从股票投资看，人们更关心上市公司的出口敞口，本文出口营收占比（出口营收/总营收）表示。数据表明，在 2017、2023 年的截面数据下，上市公司的出口营收占比与行业 RCA 并无显著关系，部分行业如纺服、轻工制造等虽然宏观上依赖美国，但出口大多集中于未上市的中小微企业，上市公司营收对出口的依赖度并不高。以纺服行业为例，据中国纺织工业联合会数据，纺服行业的产业链长、关联度高，中小微企业占比 99.8%，就业人数占 87%，上中游产能主要分布在未上市的企业中，而我国相关出口中有相当比重集中于原材料出口和制成品的加工贸易上，所以对出口限制的影响主要集中在未上市的中小微企业中，而上市公司面临的出口敞口相对较小。所以，从 RCA 视角判断上市公司的潜在贸易冲击并不精准。

图16: 2017 年 RCA 与上市公司出口营收占比的联系



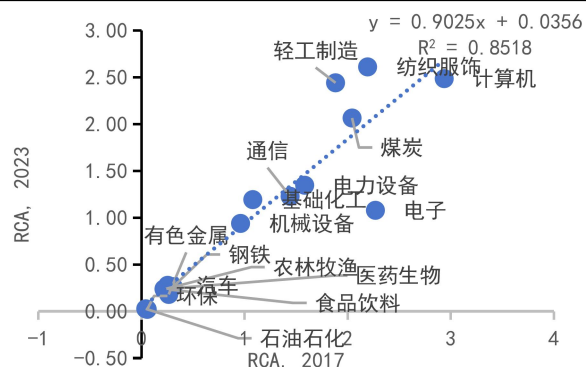
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 气泡大小为行业上市公司的出口营收规模

图17: 2023 年 RCA 与上市公司出口营收占比的联系



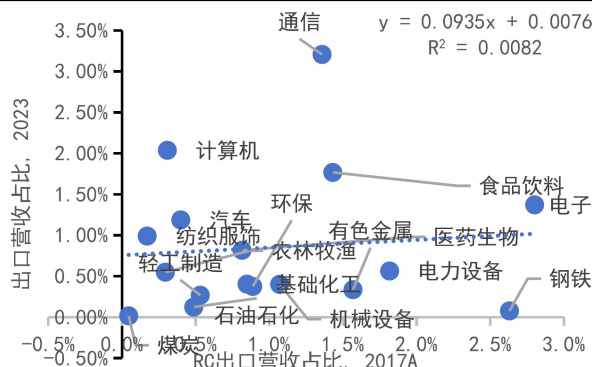
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 气泡大小为行业上市公司的出口营收规模

图18: RCA 对比 (2017vs2023)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

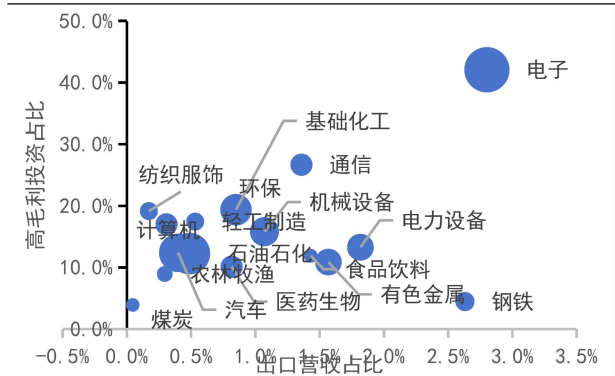
图19: 上市公司出口营收对比 (2017vs2023)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

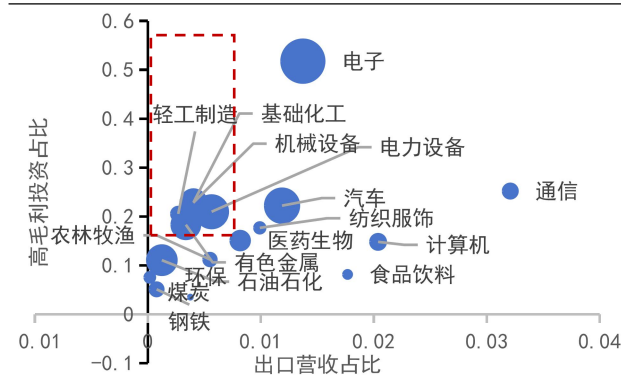
在应对贸易不确定性的背景下，第一条思路是 A 股优选贸易敞口较低+投资体系成熟行业：轻工制造、基础化工、机械设备、电力设备、电子等。以出口营收代表行业内的出口依赖度，以高毛利投资的营收占比代表行业整体的对外投资成熟度，位于左上角区域的行业体现出贸易敞口较低、投资体系成熟的特点。此外，电子行业虽然具备较高的贸易敞口，但其贸易敞口正边际缩小，且高毛利投资占比较高，国内政策扶持力度较强，亦有较高的配置价值。以轻工制造为例，具有制造壁垒较低、劳动力密集型产业、人工占比较高等行业特征，是全球出海最成熟的行业之一，欧美在多年以前就已经完成了向中国的产业转移。如今，在国内激烈的竞争压力和企业的生存需求之下，国内的轻工企业也开始了出海之旅——2023 年全国轻工行业进出口贸易总额为 11475.6 亿美元，同比下降 4.9%。

图20: 出口营收、高毛利投资占比四象限 (2017)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 气泡大小为行业上市公司的出口营收规模

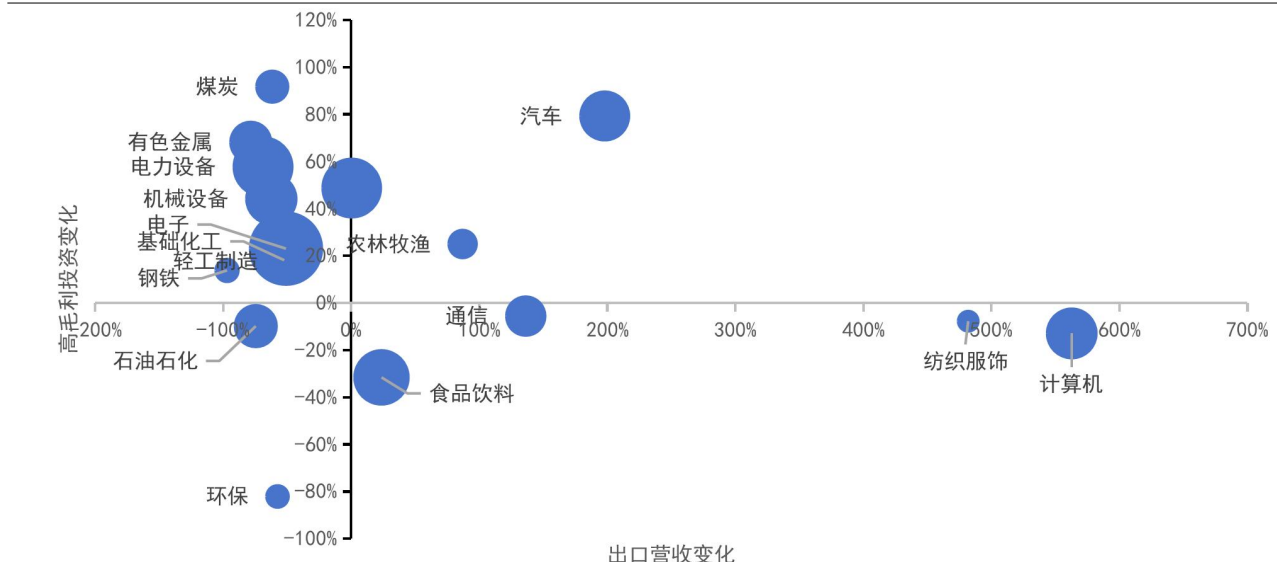
图21: 出口营收、高毛利投资占比四象限 (2023)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 气泡大小为行业上市公司的出口营收规模

第二条思路是边际改善视角下的行业配置: 煤炭、有色、电力设备、机械设备、电子等行业正以海外投资替代出口依赖。以 2017-2023 年的营收占比变化为基准, 位于第二象限的煤炭、有色等行业在出口依赖去化的同时, 保持了较高的海外投资营收增长, 增速超过了行业总营收。在边际改善的视角下, 第一象限的行业正处于产业链升级迭代的重要时期, 对外部风险的抵御能力不断增强。以电子的二级行业集成电路为例, 受经济周期和技术周期的影响, 全球集成电路产业的市场需求表现出周期性波动特征, 但产业的国家竞争推动全球集成电路产业居于超高投资水平。在外部风险扰动下, 2024 年我国集成电路进口额为 2.744 万亿元, 同比增长 11.7%, 比出口额高出了 1.62 万亿元, 成为最大单项逆差源。在产业链自主可控能力较低的整体背景之下, 相关企业通过产品/服务出海的方式主动融入全球市场, 主动寻求市场需求, 加速产能扩张。

图22: 不同假设情形下我国出口在 2025 年的同比增速情况

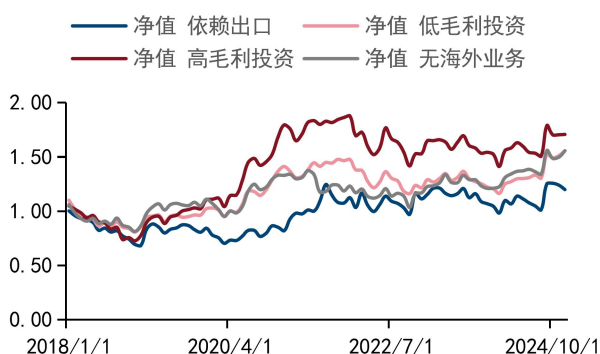


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 气泡大小为行业上市公司的市值规模

龙头大市值公司在面临出海和贸易不确定性问题时往往更有韧性, 接下来本文以

沪深 300 为样本，结合出口依赖度和投资毛利率指标进行选股得到“沪深 300 优选”，组合表现得到进一步提高。以全部上市公司为样本的筛选中，各组合成分股较多，在考虑个股策略容量、市场异动时难以落地投资。而且在外部环境的不确定性下，大市值企业抵御风险的能力更强。相对于基于全 A 的策略组合，沪深 300 优选思路表现整体上升，但组合相对表现基本一致，具备成熟海外投资体系（高毛利投资组合）的企业拥有更高的收益表现。

图23：沪深 300 成份优选，净值表现更好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

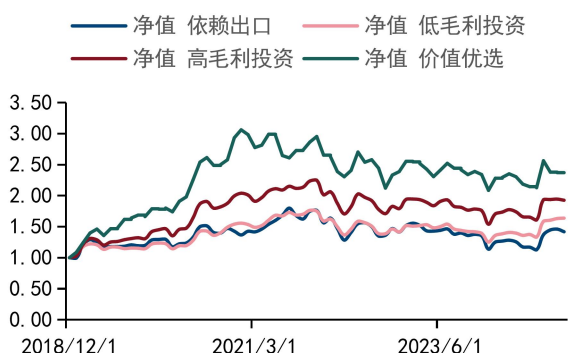
图24：四类策略的整体表现（沪深 300 成份、2018-2024）

	依赖出口	低毛利投资	高毛利投资	无海外业务	沪深 300
年化收益率	2.6%	6.5%	7.9%	6.5%	-1.1%
年化波动率	0.24	0.17	0.20	0.18	0.19
夏普比率	0.11	0.39	0.39	0.36	-0.06
最大回撤	-32%	-27%	-31%	-25%	-46%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在高毛利投资的基础上进行价值优选，有利于进一步增厚收益。价值优选组合以全 A 样本为基础，筛选标准如下：（1）连续两年对外投资毛利率均高于中位数；（2）过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 80%；（3）前五大股东质押比均不超过 80%；（4）商誉占归母权益比重不大于 80%；（5）ESG 评级高于 C 级；（6）近两期 ROE 环比不表现为连续下降；（7）近 6 期平均 ROE 表现不小于 12%，且最近 ROE 表现不小于 8%。下图价值优选组合的表现基于 2017、2018 年披露数据，样本数为 97，收益表现优于传统的高毛利投资组合。

图25：价值优选视角下，净值表现进一步优化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：四类策略的整体表现（价值优选、2019-2024）

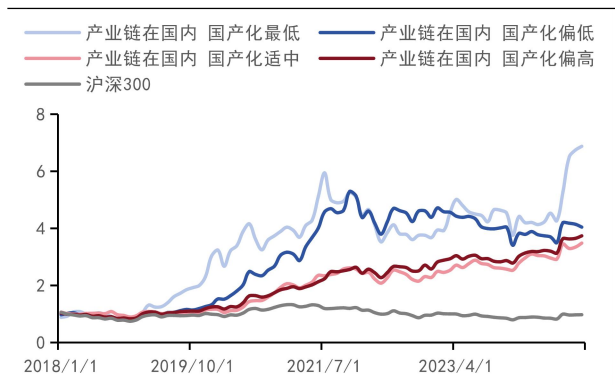
	依赖出口	低毛利投资	高毛利投资	价值优选
年化收益率	6.0%	8.6%	11.6%	15.3%
年化波动率	0.23	0.18	0.21	0.22
夏普比率	0.27	0.48	0.56	0.71
最大回撤	-37%	-29%	-31%	-32%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供应链视角下关注内外安全性，以产业链效率与安全为基准。根据不同行业的产业链韧性、供应链安全性以及各行业股价实际表现，我们发现三类行业依旧具有良好的发展潜力：一是产业链在国内形成但国产化程度偏低的企业，主打产业升级的逻辑。这些企业往往处于初创期，在经过技术沉淀和研发积累后，有望突破海外的技术壁垒，进而迎来企业的迅猛增长；这类企业多为耳熟能详的国产替代企业，包括通信网络设备及器件、半导体材料和设备、数字芯片和模拟芯片设计、垂直应用软件、集成电路

制造、电子化学品等；二是产业链被动外移且国产化程度较高的企业，主打技术可控的投资逻辑。这些企业普遍处于成熟期，或是因为贸易限制或是因为成本替代被动走向海外，这类企业在国内拥有丰富的技术储备以及雄厚的资金实力，通过出海可以实现降本增效，进而促进利润的持续增长，此前多是轮胎、纺服等企业，当前则多分布在产业链中依靠海外下游或者分销来的消费电子。

图27：依托国内产业链和海外技术的企业表现更好



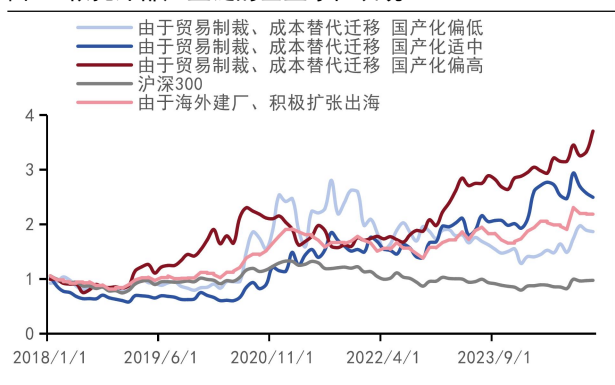
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：国内产业链相关企业整体表现（2018-2024）

	产业链在 国内， 国产化最 低	产业链在 国内， 国产化偏 低	产业链在 国内， 国产化适 中	产业链在 国内， 国产化偏 高
年化收益率	31.7%	22.1%	19.5%	20.7%
年化波动率	0.37	0.27	0.20	0.18
夏普比率	0.86	0.83	0.97	1.15
最大回撤	-41%	-36%	-20%	-19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：依托外部产业链的企业净值表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：外部产业链相关企业的整体表现（2018-2024）

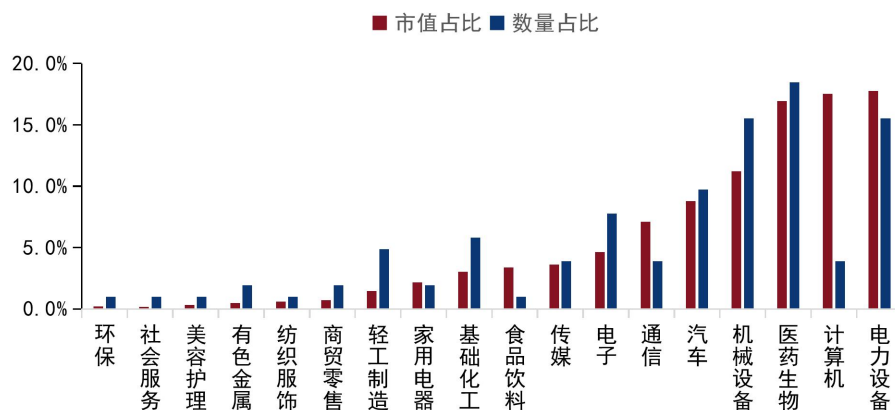
	贸易制 裁、成本 替代迁 移， 国产化 偏低	贸易制 裁、成本 替代迁 移， 国产化 适中	贸易制 裁、成本 替代迁 移， 国产化 偏高	海外建 厂、积极 扩张出海
年化收益率	9.3%	14.0%	20.6%	12.1%
年化波动率	0.45	0.37	0.28	0.20
夏普比率	0.21	0.38	0.74	0.61
最大回撤	-54%	-45%	-32%	-28%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业和供应链两大视角提供了不同的配置思路 and 结果。企业视角关注海外业务对上市公司股价的传导，在当前语境下更有利于和潜在关税进行对冲，且价值优选进一步筛选了样本空间，但收益表现相对较弱。供应链视角关注产业链位置与前景，与新质生产力的发展和产业结构升级更为相关，由此也可能产生行业集聚度过高、配置风险不够分散的问题。

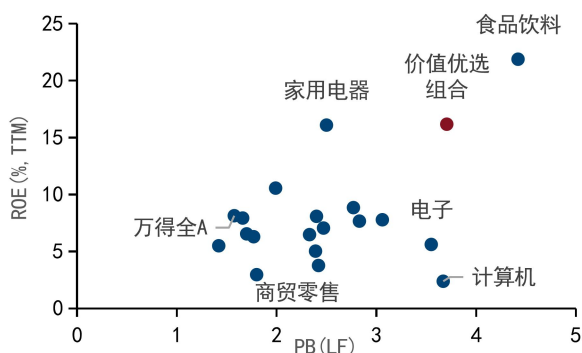
基于最新的年报披露数据，我们重新梳理了企业视角下的价值优选组合。组合成份股集中于电力设备、计算机、医药生物等行业，行业分布较为分散；在 PB-ROE 四象限中位于右上角区域，高于市场整体的 ROE 水平支撑了组合较高的 PB 水位；从估值盈利视角看，价值优选组合的盈利水平较高，估值风险较弱，具备较高的配置价值。和全 A 视角下的行业筛选不同，价值优选组合也会集中在计算机、医药生物、汽车等出口依赖较强/高毛利投资较少的行业，主要原因在于这些行业的市值、出口营收和投资营收规模较大，可选择的企业样本较多，且行业的头部集中效应较强，而价值优选组合主要关注于企业的外部风险抵御能力和财务稳健性，所以对大市值行业的覆盖会更强。

图31: 价值优选组合中的行业贡献



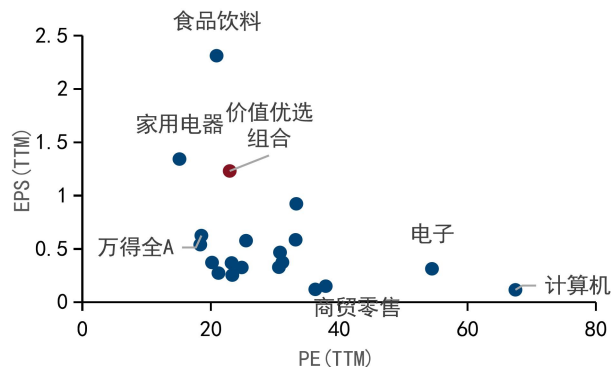
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 价值优选组合拥有较高的 PB 和 ROE



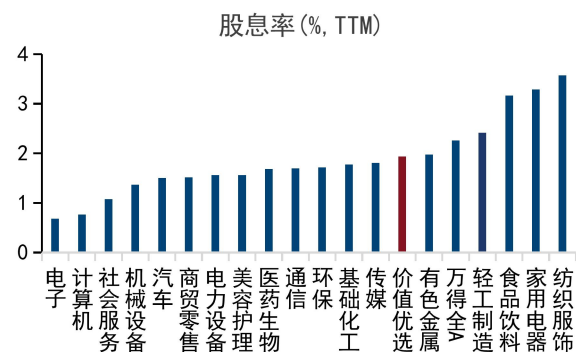
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 价值优选组合 PE 较低、EPS 较高



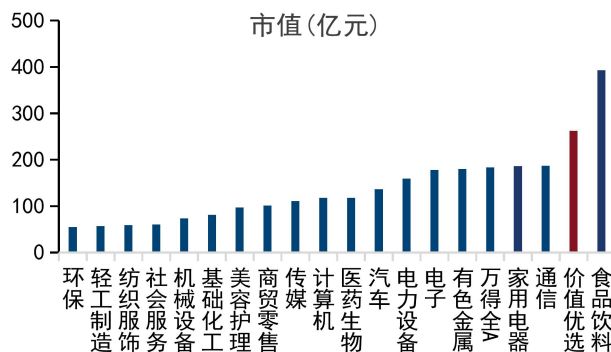
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 价值优选组合股息率中位数较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

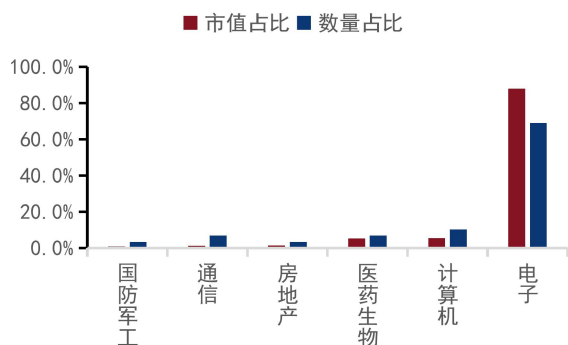
图35: 价值优选组合平均市值较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

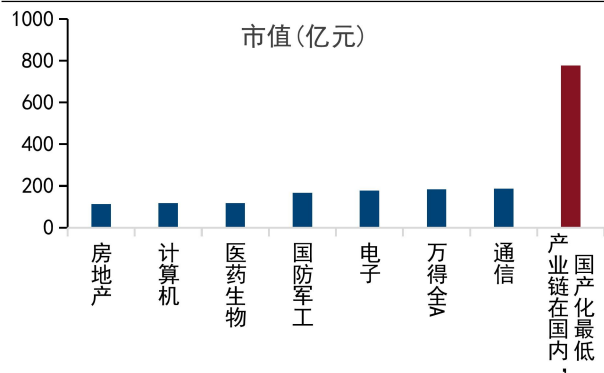
根据回测表现和对未来的战略判断，我们在供应链组合中主要关注于国内产业链+国产化水平较低的行业，拆解表明，**该组合成分股主要集中于电子行业**，与国家重点攻坚方向相符合。回测表明，该组合在 2018-2024 年间年化收益率为 31.7%，大幅超过市场基准表现，但组合的回撤表现较弱，且成分股集中于单一行业，在潜在的市场冲击中风险暴露水平较高。

图36: 产业链在国内+国产化低的企业多集中于电子行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 产业链在国内+国产化低的企业平均市值高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结论

在全球经贸 z 的进程中，美国主打逆全球化势必会加剧其本土通胀等问题，**削减全球经贸效率并构成福利损失**。1995 年 WTO 成立，全球经贸发展进入一体化与自由化的新格局，距今也不过 30 年；2018 年，美国率先挑起与世界各国的争端，自由主义遭遇逆流；2019 年 12 月，在美国阻挠下世贸组织上诉机构停摆，关乎全球贸易公平的争端解决机制也难以运转，全球多边贸易体制遭受重大考验；迄今为止，各国企业之间的互利合作关系被人为斩断，从“关税战”到“去风险”，从“近岸外包”到“友岸外包”……美国层出不穷的单边主义、保护主义措施让经济工具化、贸易武器化，严重扰乱全球产业链供应链，阻碍世界经济健康发展。

从外延产业链角度重新审视中国产业链韧性，外延产业链在我国出口的重要性持续上升。在关税上升时，企业往往会通过对外投资建厂进行规避，也被称之为产业链外延。本文测度结果表明，在 2017-2023 年间，我国对美国的外延产业链出口呈现上升趋势，总体规模从 522 亿美元上升至 1032 亿美元，占比从期初的 10.8% 上升至 17.1%，这一比重高于我国整体外延产业链出口的比重。考虑我国前几大出口国（美国、日本、韩国、德国、荷兰、英国），总体口径下我国外延产业链出口规模从 2017 年的 1093 亿美元上升至 2023 年的 1871 亿美元，占比从 11.2% 上升至 14.7%。通过对我国外延产业链出口的测算，对 2025 年的出口增速的情景假设：上半年我国出口有望维持正增速，下半年关税拖累下出口增速或将进一步放缓，全年呈现前高后低的“抢出口”现象。

从 A 股行业和个股的配置组合出发，两个维度优选企业以应对出海风险：第一，企业视角下关注其对外韧性，对外投资体系较为成熟的企业表现更好（高毛利投资）；第二，供应链视角下关注内外安全性，依赖内部供应链、国产化程度较低的企业前景更好，表现更佳。企业和供应链两大视角提供了不同的配置思路 and 结果。企业视角关注海外业务对上市公司股价的传导，在当前语境下更有利于和潜在关税进行对冲，但历史收益相对较弱。供应链视角关注产业链位置与前景，与新质生产力的发展和产业结构升级更为相关，由此也可能产生行业集聚度过高、

配置风险不够分散的问题。在组合的行业持仓中，价值优选组合成份股集中于电力设备、计算机、医药生物等行业，行业分布较为分散；供应链组合成份股主要集中于电子行业，行业分布较为集中。

风险提示

- (1) 美国新一轮内外政策调整的不确定性；
- (2) 全球一致性降息的逻辑面临逆潮；
- (3) 国内产业升级和消费复苏的节奏不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032