



长路漫漫亦灿灿——牛市进入二阶段

策略行业2025年度投资策略

姓名 韦冀星（分析师）

证书编号：S0790524030002

邮箱：weijixing@kysec.cn

2024年11月10日

核心观点

1. 海外：面对两大镜像，仍应以我为主

2025年海外要素呈现两大镜像：①镜像一：全球货币宽松周期启动，从2024年的高利率环境到2025年的低利率环境；②镜像二：全球大选后，新一轮政治周期从2024年地缘与政策的不确定，转向2025年更为确定的政治极端化。在新一轮经济周期和政治周期中，仍应坚定“以我为主”。本轮降息对中国资产的影响积极方向确定，但传导仍需时日。此外，新一轮地缘博弈下，贸易碎片化加剧，相比于出口，需要更加注重出海的长期价值。海外资产方向，关注两大再平衡：①美股风格再平衡；②新兴市场区域间再平衡。

2. 国内：2025年是2024年的镜像

2025年国内要素呈现三大镜像：①镜像一：从2024年的低通胀到2025年的温和通胀；②镜像二：从2024年的经济低预期（盈利持续下调）到2025年的经济超预期；③镜像三：从2024年风格的极致（机会集中）到2025年风格的分散（机会丰富）。

背后原因是政策思路的变化。坚定政策信心，降低斜率预期：政策总量足，但释放的思路是有节制、有节奏地释放。本次财政政策发力最大不同或是“见效快”的政策非常重要，因此本次“稳增长”政策中消费类政策的力度相较于过去可能是边际增加最大的。

3. 大势研判：慢牛进入第二阶段，长路漫漫亦灿灿，重视“以我为主”

- DDM三要素支撑牛市进入第二阶段；同时2025年国内要素>海外要素，2025年股市“以我为主”，股权投资时代已开启。
- 牛市第二阶段策略复盘，高市净率、高市盈率、高价股、绩优股表现优异。即在牛二阶段：绩优定价回归，无需过分恐高。
- 大类风格：①科技成长：分子端温和，分母端强修复是上佳环境；②核心资产与港股：先点状（政策支持）后铺开（盈利复苏）；③稳定高股息：强超额收益阶段已过，关注长期价值，从优化中寻求超额；④周期：关注全球需求变化和国内新一轮供给侧改革。

4. 行业配置建议：①科技成长“以我为主”：半导体、信创、军工、高端装备、卫星；②资本市场重要性+牛市排头兵：券商、保险；③政策超预期下风险偏好回升：地产链、新能源、医药；④先促消费政策，后内生性复苏：家电、轻工、汽车（包括两轮电动车）、食品饮料、美容护理；⑤中长期底仓：沪深300增强、央企红利蓝筹。

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。

目录

CONTENTS

- 1 海外要素：面对两大镜像，仍应“以我为主”
- 2 国内要素：2025年与2024年的三大镜像
- 3 慢牛进入第二阶段，长路漫漫亦灿灿
- 4 风险提示

1.1 海外要素在2024年的核心特征：两大不确定性

■ 回顾2024年，国际市场的最大特征：不确定性的增强

- **不确定性一：全球降息的拐点在哪里？** 2024年，在全球央行持续加息“收水”后，市场对全球流动性的关注一致转向了各央行的降息启动节点及节奏问题。由于催化降息的主要动力来自通胀走弱或经济在高息环境下难以持续，因此主要经济体能否抓住恰当节点，妥善处理通胀与增长的矛盾，成为贯穿全年的不确定因素。
- **不确定性二：全球大选后的新一轮政治周期有何变局？** 2024年，全球有超过60个国家/地区（约占全球人口49%，超40亿人）举行全国性选举，数量为有统计以来之最，可谓是全球超级选举年。而由此带来的新政策和新格局也成为贯穿全年的另一大不确定性因素。

图1：2024年全球主要央行开启降息



资料来源：Trading economics、开源证券研究所

图2：2024年全球超过60个国家/地区举行选举



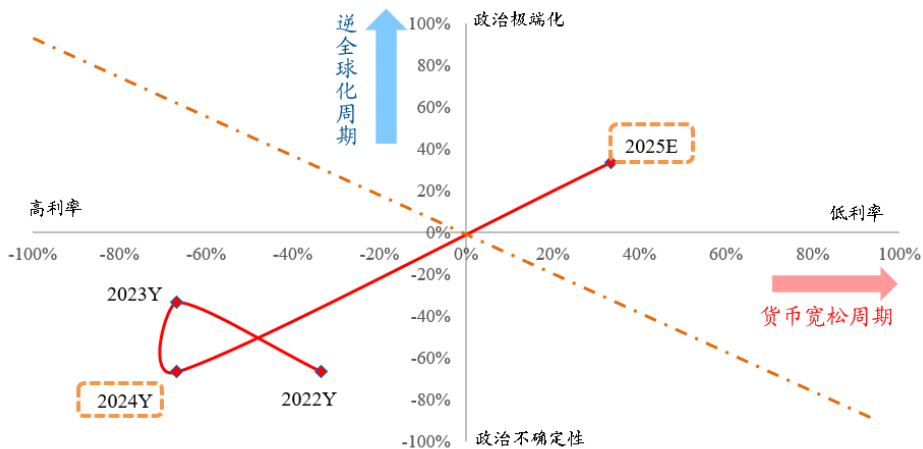
资料来源：TIME

1.1 海外要素在2025年的核心判断：两大镜像

■ 展望2025年，两大不确定性落地，环境是2024年的“镜像”：

- 镜像一：降息落地，新一轮货币宽松周期开启。相比于2024年，市场不再犹豫“什么时候开始降息”，货币政策的不确定性得以收敛。然而考虑到通胀的韧性、美元指数的相对强势，本轮降息周期下对新兴市场传导效果并非“疾风骤雨”，中国资产的表现或仍应“以我为主”；
- 镜像二：全球大选后，新一轮政治周期从地缘与政策的不确定，转向确定的政治极端化。2024年充斥着不确定性与选择，而这一切伴随着美国总统大选的落地逐渐收束。考虑到特朗普政府的关税主张及“大选年”各国政治极端化的表现，新一轮确定性政治极端化的背景下，地缘博弈和贸易碎片化或加剧。

图3：2025年海外货币周期和政治周期或将是2024年的“镜像”

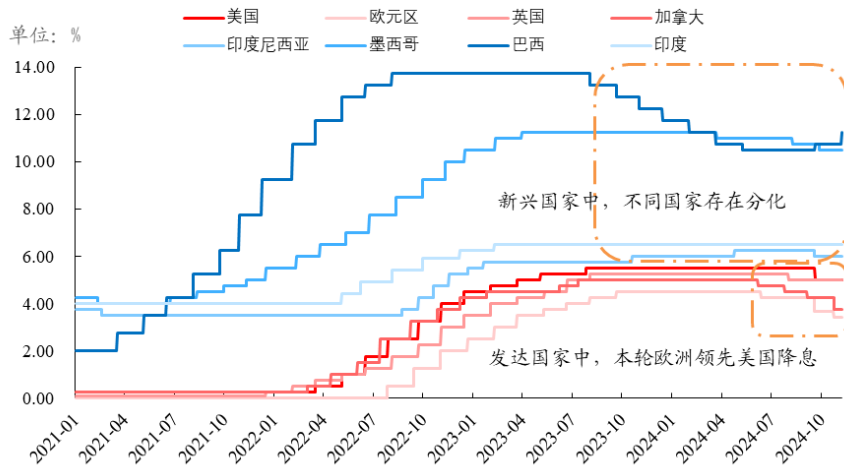


资料来源：开源证券研究所

■ 回顾2024年，全球不同经济体的降息开启有先后，经济韧性有落差：

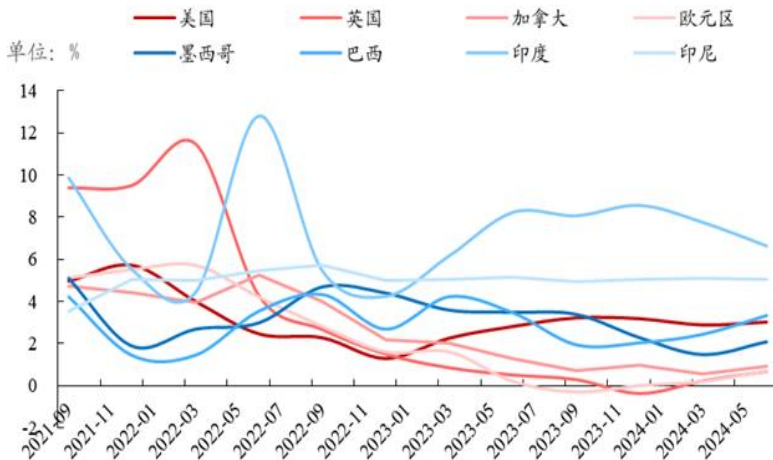
- ▶ 发达国家而言，本轮特别不一样的点在于，本轮欧洲降息早于美国。历史上往往是美联储率先降息，引领全球降息节奏。然而本轮有所不同。年初，瑞士在3月即超预期降息，而欧洲也在6月开始转向降息。直到9月，美联储才加入宽松浪潮。
- ▶ 新兴市场而言，本轮降息周期下，新兴市场出现明显分化。2023年，南美洲新兴经济体（巴西、智利）率先进入降息周期，墨西哥、印尼等国同步发达国家，于今年7-9月转向降息；而印度、马来西亚仍未明确具体降息时间。

图4：不同经济体本轮降息周期开启时间不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：对比各国GDP同比增速，降息的开启与国家经济韧性相关

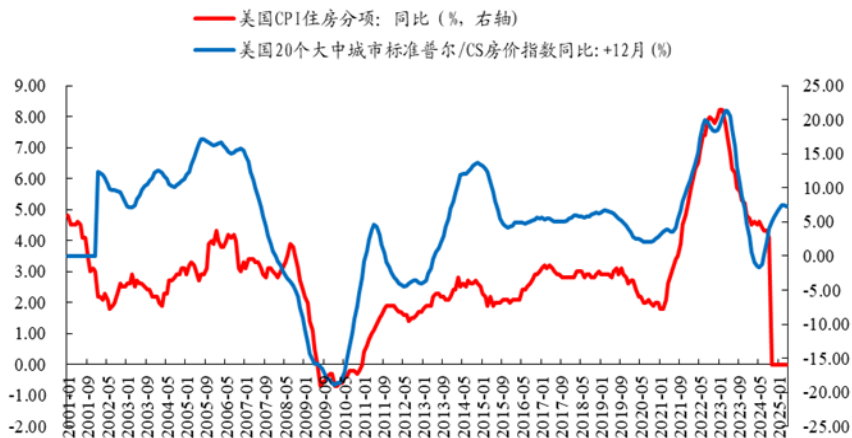


数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 美国通胀韧性仍强，本轮降息方向确定，过程波折：

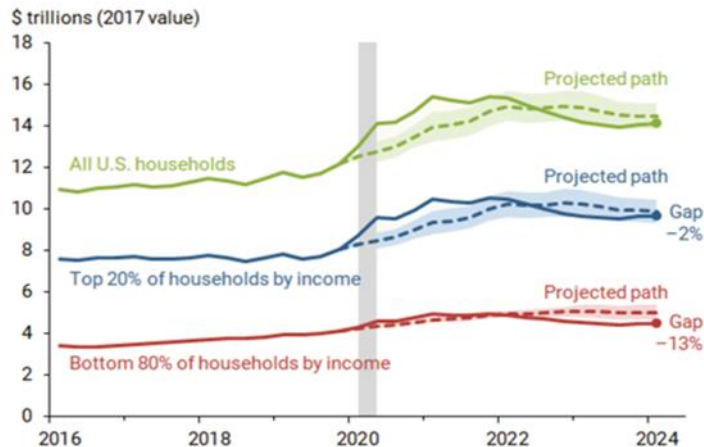
- ▶ 美国通胀韧性仍强，降息之路过程波折：从近期美国物价数据来看，当前总体去通胀进程尚可，但核心通胀开始反弹；展望2025年，结合美国房价增速等先行指标，核心通胀明年韧性仍强，暗示降息之路过程或有波折。
- ▶ 疫后贫富分化显著，经济“软着陆”概率较大：从近期美国经济数据看，美国劳动力市场仍有韧性，居民整体消费支撑较强。然而，疫后贫富分化的结构性矛盾日益突显，低端消费明显走弱。

图6：住房通胀预计2025年上半年出现反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国实际家庭流动财富疫后结构性矛盾突出

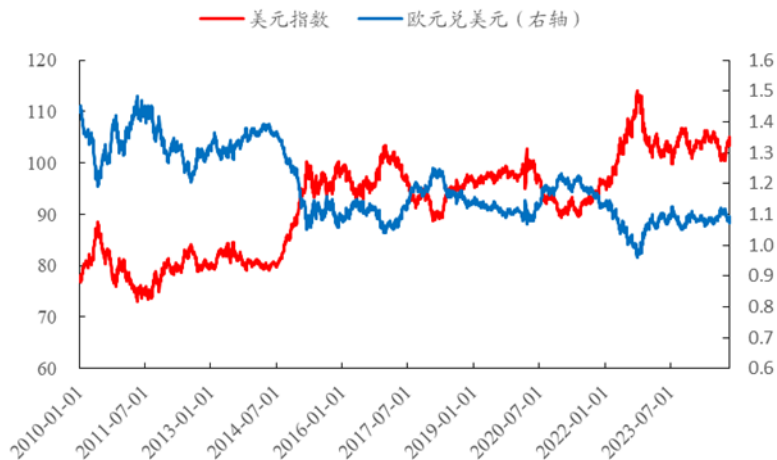


资料来源：旧金山联储

■ 展望2025年，降息周期下仍应“以我为主”：

- 汇率视角下，美元强势或不利于外资大规模转向中国：结合前述内容，在美国经济“软着陆”、欧洲经济“缓复苏”的背景下，美国经济的相对优势叠加降息节奏过程中可能存在的波折反复，预计美元指数或维持相对高位，易上难下。
- 比较视角下，外资长线配置型资金掉头需要时间：考虑到海外主动配置型资金的交易习惯，中长线资金的回流需等到政策预期利好转化为基本面现实利好+海外风险偏好稳定上行；考虑到美国大选和国内盈利改善的传导，趋势扭转仍需时日。

图8：降息波折与美国经济的相对优势支撑美元维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：年内中国资产和印度市场“跷跷板效应”明显

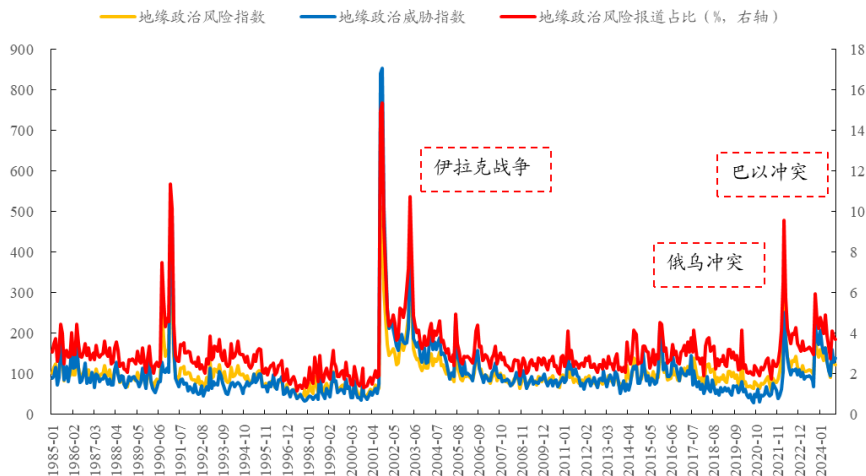


数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 回顾2024年，战争与全球大选动摇政治稳定性：

- **地缘冲突持续扰动，拉大资产价格波动率：**回看2024年，地缘冲突的扰动较大的影响到资本市场。俄乌冲突进一步持续，以巴以冲突为核心的中东局势也呈现冲突烈度较低但持续性较强的特征，对集运及大宗商品均产生了较大影响。
- **全球大选陆续推进，政治极化特征突显：**除了地缘扰动与局部战争，以美国大选为标志的全球大选年也同样牵动人心。竞选结果将影响到各国的政策连续性和跨国贸易，而部分国家极右翼政党借助移民和国内安全等议题，出现了抬头趋势，政治极端化现象日益加剧。

图10：2024年地缘冲突延续



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：纵观2024年大选结果，政治极端化现象加剧

国家/地区	选举时间	选举机构	胜选政党	胜选领导人
美国	2024. 11. 6	总统、众议院、参议院	共和党	唐纳德·特朗普
欧盟	2024. 6. 10	欧洲议会	中右翼的欧洲人民党	冯德莱恩
日本	2024. 10. 28	众议院	自民党（但未过半）	-
印度	2024. 6. 5	人民院	印人党	莫迪
墨西哥	2024. 6. 3	总统、众议院、参议院	国家复兴运动党	克劳迪娅·辛鲍姆
越南	2024. 10. 21	国会	越共党	梁强
印度尼西亚	2024. 3. 20	总统、国会	大印尼运动党	普拉博沃·苏比安托

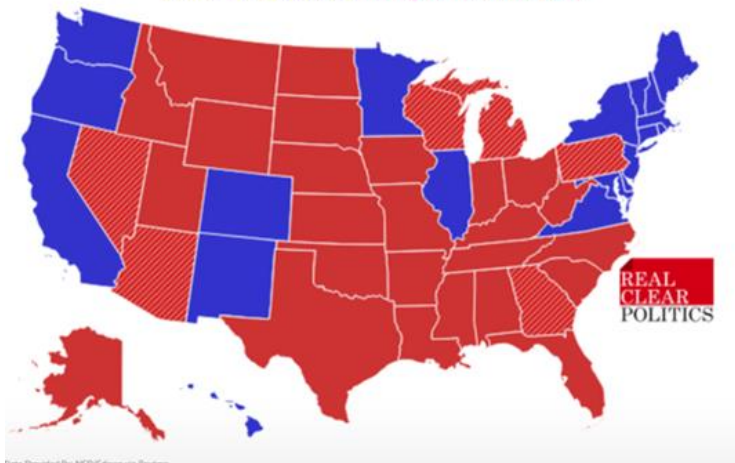
资料来源：CCTV、新浪财经、开源证券研究所

■ 美国大选尘埃落定，特朗普2.0时代开启：

- **MAGA再临，特朗普赢得大选：**美国大选最新结果出炉，特朗普已锁定胜局。从政策思路看，特朗普的竞选纲领中，降低通货膨胀、进一步减税以及驱逐移民等政策占据了重要部分；此外，关税议题也引发市场广泛关注。
- **横扫VS分裂，众议院成下一焦点：**特朗普施政路径是否通畅，需结合后续的国会选举结果综合考虑。此外，对于中国资产而言，市场关注与交易点不止于美国贸易政策和关税政策的直接影响，更是包括了国内政策的应对及博弈成效。

图11：2024年美国大选共和党获胜

Harris/Walz 47.7% (226) Trump/Vance 50.7% (312)



资料来源：RCP

表2：当下共和党“横扫”国会可能性最大

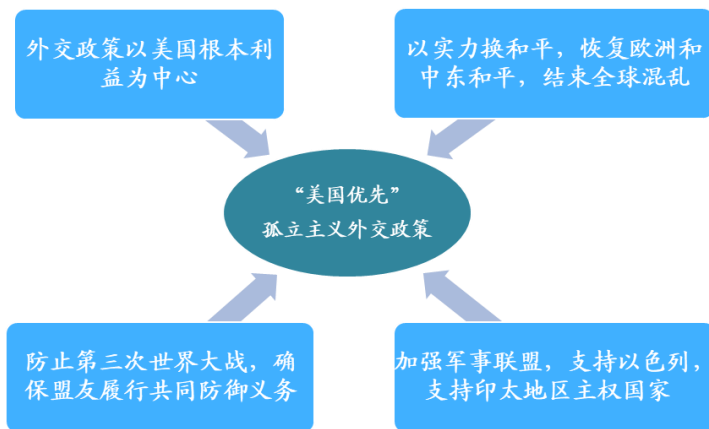
选举结果	贸易政策	移民政策	财政政策	外交政策
共和党控制白宫和国会	对中国征收60%的进口关税，对所有其他贸易伙伴征收10%的进口关税，关税政策进一步加码。	大幅度收紧移民政策，并对现有非法移民进行驱逐。	对2025年到期的个人所得税减免政策进行延期，可能进一步降低企业税率，依靠关税来补偿相关损失，基本赤字或将提升。	减少对乌克兰援助，尽快结束俄乌冲突。
共和党控制白宫，不控制国会	对中国征收60%的进口关税，对所有其他贸易伙伴征收10%的进口关税，关税政策进一步加码。	移民政策快速收紧。	对2025年到期的个人所得税减免政策进行延期，但进一步的减税可能面临阻力，依靠关税来补偿相关损失，基本赤字可能减少。	减少对乌克兰援助，尽快结束俄乌冲突。
民主党控制白宫，不控制国会	维持现状，维持现有的贸易政策，对中国进一步关税将更有针对性，高科技领域的限制会更严格。	移民政策可能适度收紧，移民流入放缓至更正常的水平。	当前部分减税政策自然到期，财政政策几乎无变化，基本赤字较当前几乎不变。	继续援助乌克兰，俄乌冲突或将延续。
民主党控制白宫和国会	维持现状，维持现有的贸易政策，高科技领域的限制会更严格，并同时增加制造业投资，吸引制造业回流。	移民政策可能适度收紧，移民流入放缓至更正常的水平。	可能会对高收入群体和企业提高税收，低收入群体继续享受减税政策的延期，福利政策提升，赤字进一步扩大。	继续援助乌克兰，俄乌冲突或将延续。

资料来源：民主党2024年宪章、共和党2024年宪章、开源证券研究所

■ 展望2025年，新一轮地缘博弈下贸易碎片化或加剧：

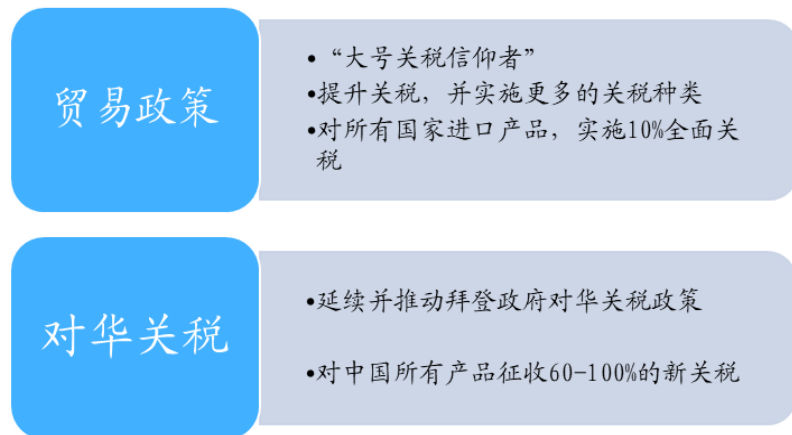
- **地缘冲突，“特朗普倾向”重占上风：**本轮美国大选之后，特朗普则持续寻求“美国优先”的政策回归，承诺将在当选后会结束俄乌战争和巴以冲突。展望2025年，俄乌、欧洲等地缘格局或因“特朗普倾向”而进入新一轮博弈。
- **关税问题，从不确定到应对：**今年全球大选的背后，越来越多的国家政治极端化明显，大量国家极右翼政党抬头，对外政策的“保护性”倾向或更加明显。展望2025年，随着特朗普的上台，若其前期强硬的关税政策表态落地，全球贸易碎片化程度或进一步加剧。

图12：特朗普政府的外交主张



资料来源：白宫发言办、开源证券研究所

图13：特朗普政前期关税及贸易主张



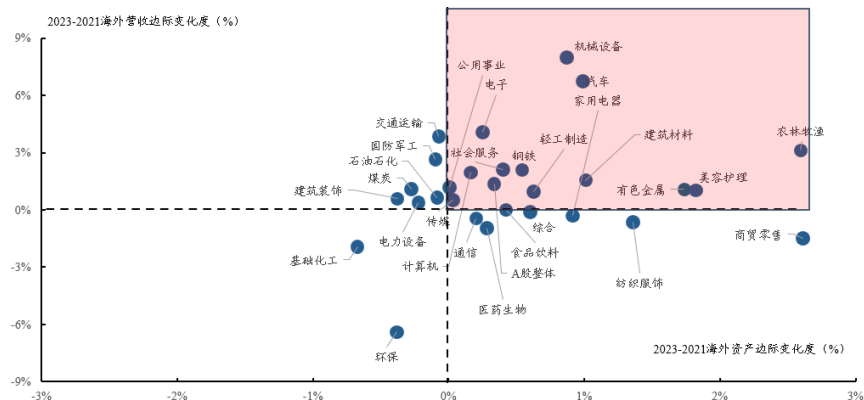
资料来源：Mint.com、开源证券研究所

1.4 出口链——贸易碎片化时代，出海强于出口

■ 长期视角下，出海更有利于平滑贸易碎片化的负贝塔：

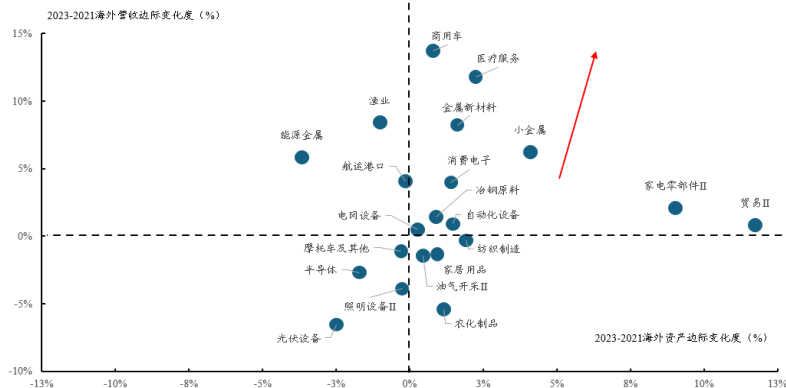
- ▶ 相比于出口，出海韧性更强：2023年以来，出口链一直是市场关注的重点之一。出口链亦有出口和出海之分：相比于出口，出海逻辑驱动下的出口链行情或更为顺畅。出海不仅是扩大对外需的消化，更有助于化解日益严重的贸易壁垒和关税问题，确保在复杂的国际环境中保持竞争优势。往后看，随着出口链的“缩圈”与分化，出海的重要性将愈发得到市场重视。
- ▶ 打破关税桎梏，布局全球发展——（1）出海规避关税，海外营收/资产利用率改善：消费电子、机械设备、汽车（商用车）和医疗服务（CXO）；（2）开拓海外市场，景气预期上修：家电、船舶和电力设备（电网）；（3）降低生成成本，出海扩张整合资源：钢铁、小金属和纺织制造。

图14：一级行业出口/出海的“两维-四象限”一览



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：二级行业出口/出海的“两维-四象限”一览



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 美联储开启降息周期，港股迎来流动性改善的慢牛：

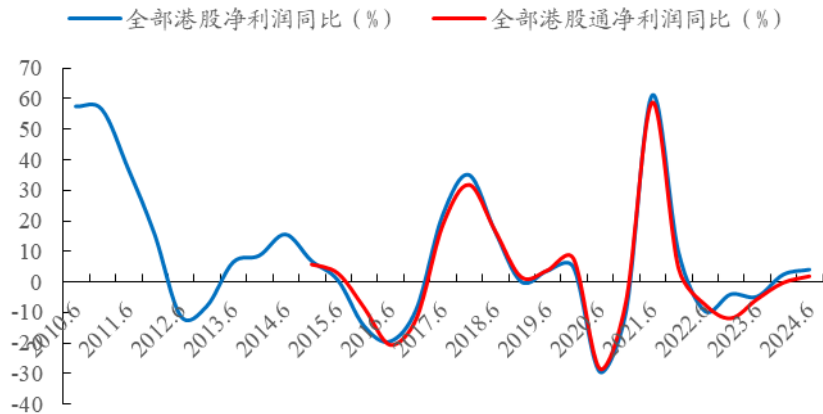
- **流动性确有改善，国内政策预期积极：**结合国庆节后的利率变化和汇率变化，我们认为当下美联储降息对中国香港市场流动性传导的有效性较为明显，但持续性或受美国通胀预期上抬干扰，降息之路仍然波折。此外，考虑到前期政策博弈过度，外资Long only资金的转向与加仓并非一日之功，南向重要性突显，需关注政策进一步积极预期的落地节奏。
- **流动性改善后的慢牛——**（1）降息趋势确定，利率敏感叠加盈利预期改善：互联网龙头、医药；（2）高分红，中长期配置价值凸显：公用事业、银行、通信运营商。

图16：港股估值仍处于偏低位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：港股中报净利润同比底部回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 海外资产——关注风格和区域间的再平衡

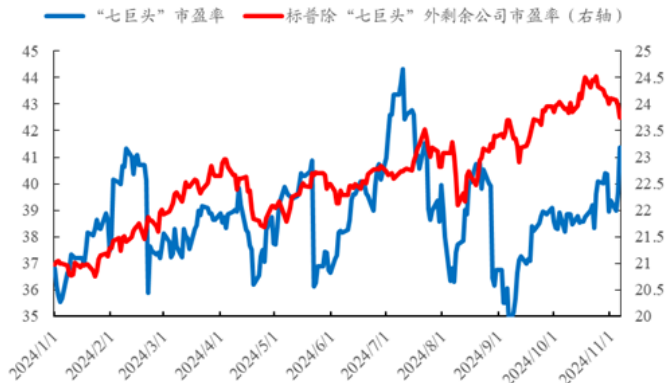
■ 美股市场的风格再平衡：

➤ 降息周期叠加总统大选，风格预计再平衡：特朗普当选总统后，倘若其政策纲领确能有效推行，减税政策与通胀环境将提升企业盈利。在经济“软着陆”的基准假设下，2023年以来抱团“七巨头”的极致风格有望延续8月以来的趋势，向均衡风格出现进一步再平衡。

■ 新兴市场的区域再平衡：

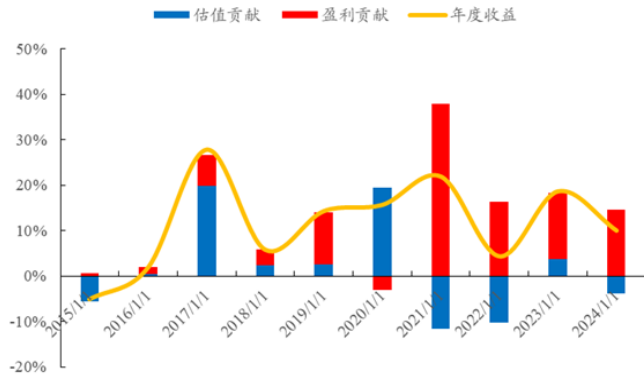
➤ 前期上涨估值偏高，不同区域或出现再平衡：纵观近两年，部分新兴市场股市表现亮眼。以印度为例，截至2024年11月9日，印度指数年内涨幅10.11%。往后看，随着新兴市场经济内部分化，前期估值偏高的部分新兴市场股市或也进入阶段性再平衡。

图18：8月以来，美股大小盘迎来新一轮风格再平衡



数据来源：彭博、开源证券研究所

图19：相比于2023年，2024年估值对印度股市的推动已经减弱



数据来源：彭博、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 海外要素：面对两大镜像，仍应“以我为主”
- 2 国内要素：2025年与2024年的三大镜像
- 3 慢牛进入第二阶段，长路漫漫亦灿灿
- 4 风险提示

■ 我们在2024.5.6发布的中期策略展望中明确提出总量和结构上的判断：

- 总量上：夜雨将收，长牛渐明——底部已确立，结合估值与业绩层面，若估值能够维持在2016年以来的中枢位置，则盈利的温和回升（与GDP增速一致，约4~5%）将驱动上证指数修复至3200点附近。
- 结构上：中美利差改善主线下——高股息的超额收益在2024H2有所减弱、科技风格在“科技政策+风险偏好改善+美债利率见顶”下出现共振行情。

表3：我们在2024.5.6基于不同盈利增速与估值假设下对应的上证指数点位

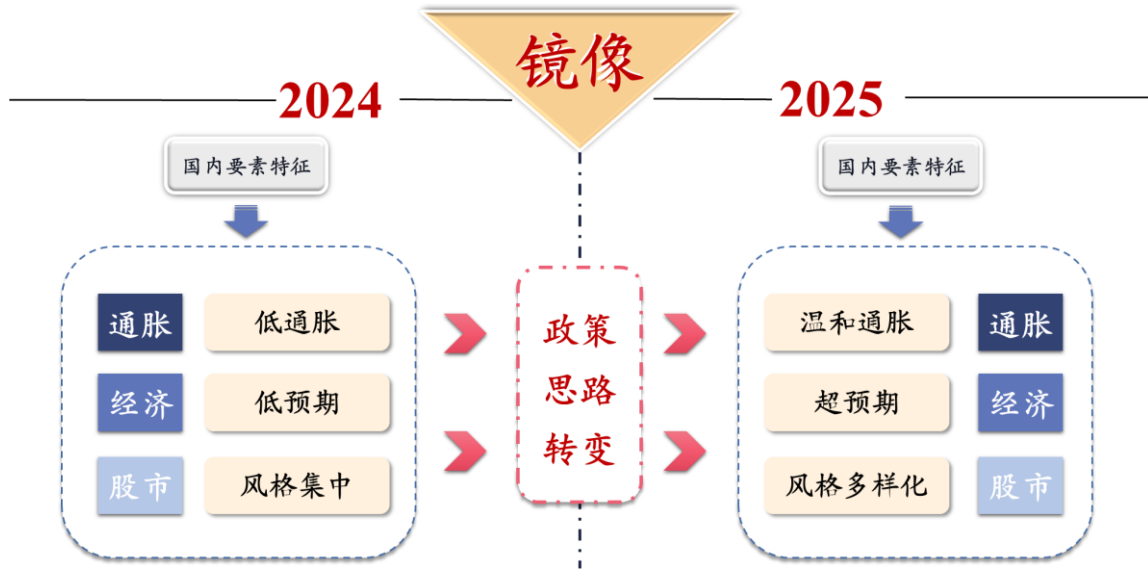
估值区域	000001.SH	估值分位假设			2024年净利润增速假设						
	上证指数	估值分位 (2016年以来)	PE_TTM	估值变动	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%
高估	2018-01-26	100.0%	17.0	24.5%	3789	3867	3944	4021	4099	4176	4253
	2021-02-19	99.9%	16.9	24.2%	3780	3857	3934	4011	4089	4166	4243
中估	2019-04-19	67.8%	14.5	6.3%	3236	3302	3368	3434	3500	3566	3632
	2023-04-20	59.1%	13.9	2.5%	3118	3181	3245	3309	3372	3436	3499
	2024-04-30	52.5%	13.6	0.0%	3043	3105	3167	3229	3291	3353	3415
	2023-04-10	51.8%	13.6	-0.2%	3037	3099	3161	3223	3285	3347	3409
低估	2022-07-05	45.5%	13.3	-2.5%	2967	3028	3089	3149	3210	3270	3331
	2020-03-24	5.1%	11.8	-13.6%	2628	2682	2736	2789	2843	2897	2950
	2024-02-05	4.4%	11.7	-14.2%	2611	2665	2718	2771	2825	2878	2931
	2022-10-28	1.5%	11.4	-16.4%	2544	2596	2648	2700	2752	2804	2856
	2022-04-25	1.3%	11.3	-16.6%	2537	2589	2640	2692	2744	2796	2848
	2019-01-02	0.0%	10.9	-20.3%	2426	2476	2525	2575	2624	2674	2723

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2024.04.30）

2.2 国内要素在2025年的核心判断：三大镜像

- 2025年国内要素呈现三大镜像：①镜像一：从2024年的低通胀到2025年的温和通胀；②镜像二：从2024年的经济低预期（盈利持续下调）到2025年的经济超预期；③镜像三：从2024年风格的极致（机会集中）到2025年风格的分散（机会丰富）
- 为什么会出现这样的镜像？背后原因是政策思路的变化。

图20：2025年宏观环境和资产表现或将是2024年的“镜像”



资料来源：开源证券研究所

- **坚定政策信心：**9.24金融口会议、9.26政治局会议、10.12财政部会议、10.15-16总书记“努力实现全年经济社会发展目标”；
- **降低斜率预期：**政策总量足，但释放的思路是有节制、有节奏地释放。政策的优先层级是先解决存量问题，再突破增量上限；而本次财政政策发力和以前可能的最大不同则是“见效快”的政策非常重要，因此本次“稳增长”政策中消费类政策的力度相较于过去可能是边际增加最大的。

表4：9.24以来一揽子增量政策密集出台，促进经济企稳回升

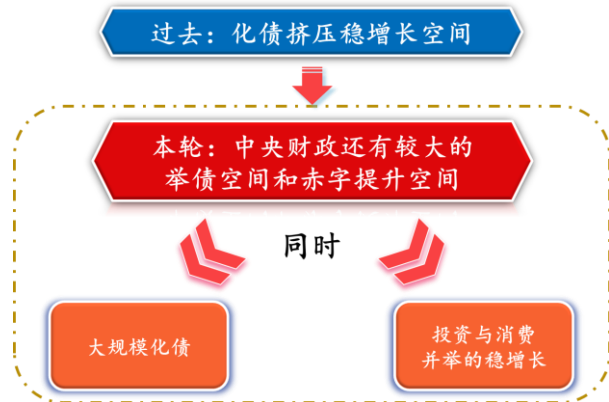
时间	部门/会议	具体内容
9月24日	央行、金融监管局、证监会	介绍金融支持经济高质量发展有关情况。（1）创设新的政策工具，创设证券、基金、保险公司互换便利；创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。（2）降低存款准备金率和政策利率。（3）降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。
9月26日	政治局会议	部署下一步经济工作。（1）加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出。发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，发挥政府投资带动作用。（2）促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。（3）努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
10月8日	发改委	介绍系统落实一揽子增量政策、扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好的有关情况。（1）明年继续发行超长期特别国债。（2）利用专项债等支持盘活存量闲置土地，加快消化存量商品房，降低存量房贷利率。（3）督促完成今年剩余的地方政府专项债发行工作。（4）研究适当扩大专项债用于资本金的领域、规模和比例，尽快出台合理扩大地方政府专项债支持范围的改革举措。
10月12日	财政部	介绍加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展有关情况。（1）拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务。（2）叠加运用政策工具，支持推动房地产市场止跌回稳。允许地方政府专项债券用于土地储备，用好专项债券收购存量商品房作为保障房。（3）将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。（4）其他政策工具研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
10月15日-10月16日	习近平总书记 在福建考察	总书记考察时提出，扭住目标不放松，一张蓝图绘到底，在中国式现代化建设中奋勇争先。全力抓好第四季度经济工作，努力实现全年经济社会发展目标。
10月17日-10月18日	习近平总书记 在安徽合肥考察	总书记考察时提出，推进中国式现代化，科技要打头阵，科技创新是必由之路。党中央非常重视和爱惜科技人才，“人生能有几回搏”，大家要放开手脚，继续努力，为实现科技自立自强贡献聪明才智。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

■ 镜像一：“宽货币+宽财政”下，从2024年的低通胀到2025年的温和通胀

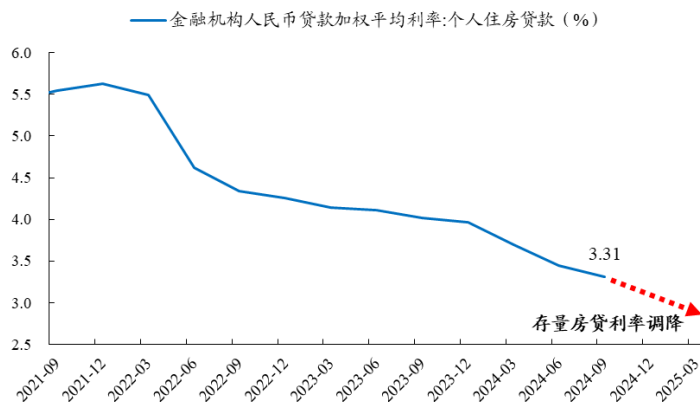
- “宽货币+宽财政”：2025年仍有降准降息空间，实体融资成本和利率中枢进一步下行；“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”意味着化债和稳增长“两条腿走路”，财政政策则从原本的投资驱动，开始转变为投资和消费并重。
- 地产政策与消费联动：2023年末全国平均房贷利率3.97%，2024年9月3.31%，下降66BP。随着存量房贷利率的调降，地产对通胀有2大支持：先通过替代效应促消费（快变量），后续再通过地产价格企稳带来CPI的地产相关项拖累改善（慢变量）。
- 基准情况是消费和通胀均温和复苏，CPI复苏力度>PPI复苏力度；小概率是地产为代表的投资端强力复苏，这种情况下CPI和PPI均回升。

图21：本轮财政的特殊性：化债和稳增长“两条腿走路”



资料来源：开源证券研究所

图22：房贷成本持续下行，为消费“替代效应”腾挪出空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 镜像二：2024年Q1-Q3市场持续下调盈利预期，2025年在政策确定性下盈利预期显著扭转

- 2024年，市场机构下调盈利预测的行为几乎贯穿全年，其中小盘股的盈利下调幅度大于大盘股的下调幅度；对于2025年我们“坚定政策信心”，在一揽子政策之下，经济复苏方向是比较确认的。
- 斜率可能是更重要的：大概率是温和复苏（地产企稳，消费温和复苏，CPI复苏力度大于PPI），小概率是强势复苏（地产为代表的投资端强力复苏，CPI和PPI均显著上行）。

图23：2024年市场机构下调当年盈利预测的行为几乎贯穿全年

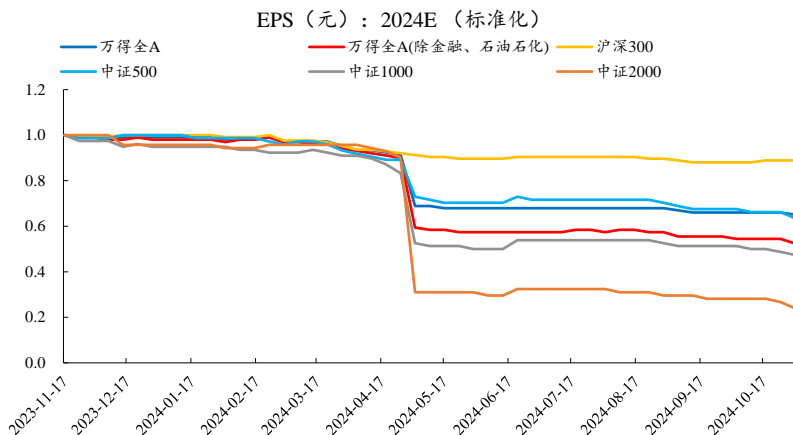
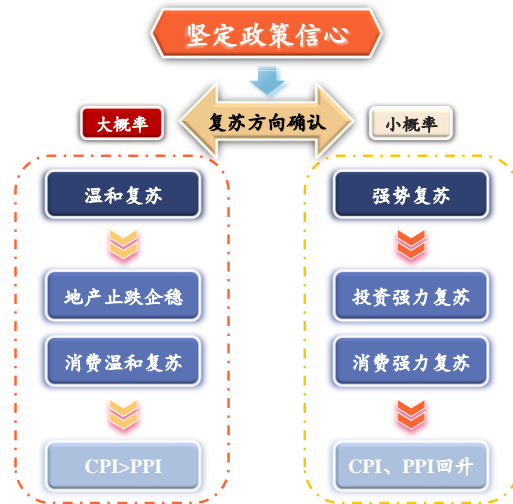


图24：2025年温和复苏和强势复苏的路径推演



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：开源证券研究所

■ 镜像三：从2024年风格的极致（机会集中）到2025年风格的分散（机会丰富）

- 2024年的风格极致、机会集中：先是极致的金融红利（1-9月中旬），然后是极致的科技科创（9月下旬至今）。
- 背后是DDM三要素的极致演绎：①先是DDM三要素的收缩：盈利低于预期、信用难以扩张、风险偏好持续收敛——金融红利的避险逻辑极致演绎；②然后9.24金融口会议和9.26后风险偏好低位反转——风险偏好修复下科技科创风格最强势。
- 但2025年DDM三要素均温和复苏，三要素均不再极致演绎之下，2025年风格会更均衡，机会更丰富。

图25：2024年4月之前红利/金融风格非常强

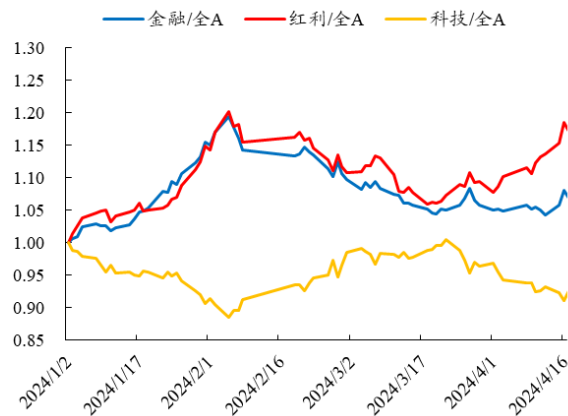


图26：2024年4-9月金融风格独树一帜

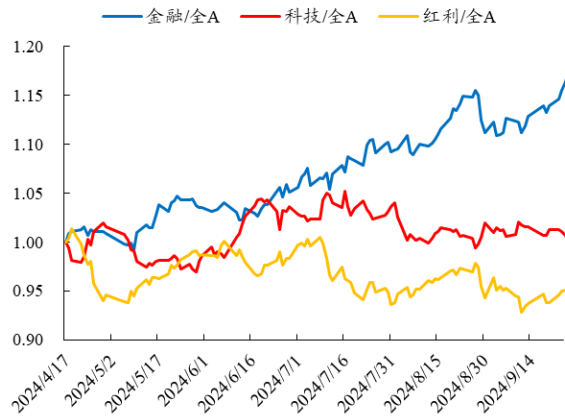
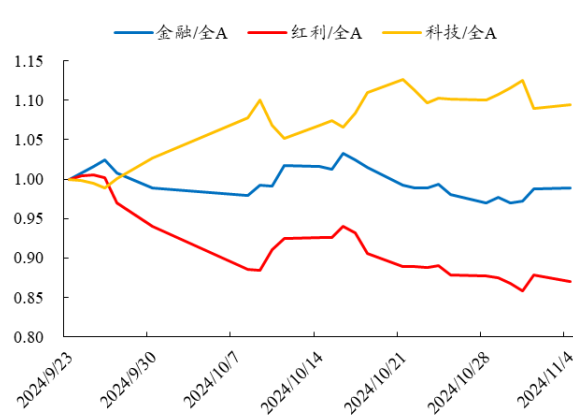


图27：2024年9月下旬后科技风格独树一帜



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

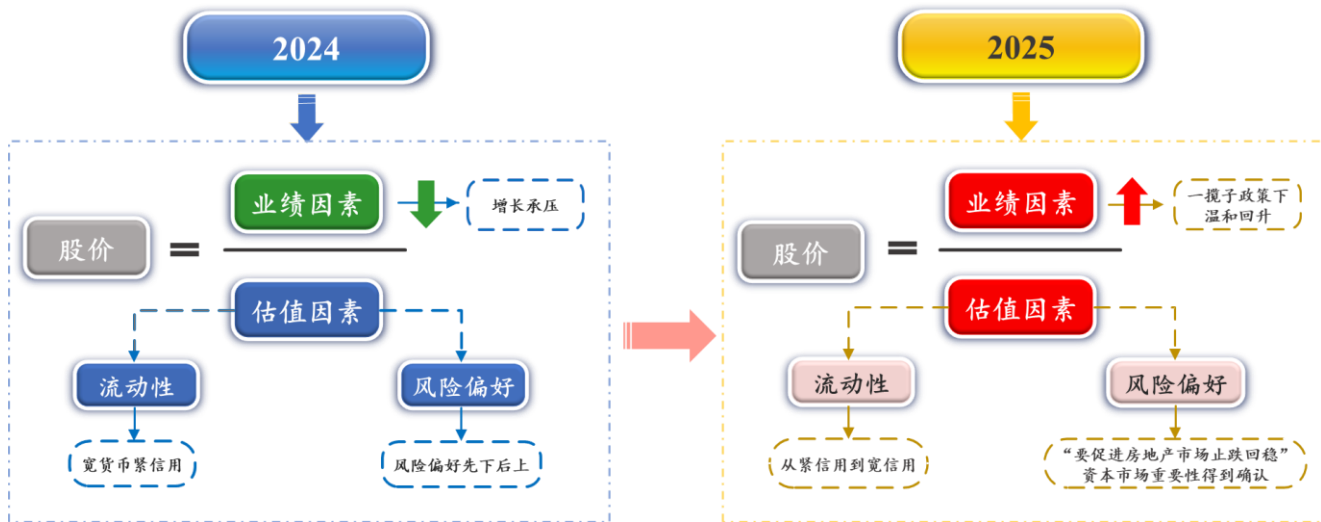
- 1 海外要素：面对两大镜像，仍应“以我为主”
- 2 国内要素：2025年与2024年的三大镜像
- 3 慢牛进入第二阶段，长路漫漫亦灿灿
- 4 风险提示

3.1 2025年大势研判：牛市第二阶段已启动

■ 在经历了2024年9月末至10月初的快涨“牛一”后，DDM三要素的继续温和修复带来2025年的“牛二”

► DDM核心研判：①盈利虽然反转但是温和回升，盈利从负贡献变为温和正贡献；②流动性：从2024年的“宽货币紧信用”过渡到“宽货币稳信用”，最后实现“宽货币宽信用”；③风险偏好：“政策底”已至，资本市场重要性得到确认，叠加美联储降息周期，但海外不确定性仍高，风险偏好温和改善。

图28：2025年DDM三要素均改善，进入牛市第二阶段



资料来源：开源证券研究所

3.1 2025年大势研判：牛市第二阶段已启动

■ 牛市已成，以我为主：2025年是中国股权投资时代的开启

- DDM三要素支撑牛市进入第二阶段；同时2025年国内要素>海外要素，明年股市“以我为主”。
- 我们在中期策略展望中提到的，新国九条下的A股生态进化仍在延续：资产荒+新国九条+“要努力提振资本市场”的政策导向——股权投资时代已开启。

图29：2025年牛市进入第二阶段，以我为主



资料来源：开源证券研究所

3.2 牛市第二阶段策略复盘：绩优定价回归，无需过分恐高

■ 复盘历史，有9次强势反弹行情，其中有4次能够成功进入牛市第二阶段：持续上涨期

- 复盘历史的持续上涨期，高市净率、低价股、高价股、绩优股平均涨幅靠前，绩优股、高价股、高市盈率、微利股涨幅排名平均值靠前。
- “高市净率”“高市盈率”“高价股”“绩优股”几个关键词意味着，在牛市二阶段 **绩优定价回归，无需过分恐高**。

表5：持续上涨期(第二阶段)，
高市净率指数、低价股指数和高价股指数平均涨幅靠前

证券代码	证券简称	区间涨跌幅(%)				平均涨跌幅(%)
		2019/04/09-2021/12/13	2014/12/19-2015/06/12	2008/12/09-2009/12/07	2006/05/23-2007/10/15	
801831.SI	高市净率指数	109.7	115.0	60.2	271.3	139.0
801843.SI	低价股指数	16.1	100.3	80.6	357.8	138.7
801841.SI	高价股指数	78.5	94.0	83.5	297.3	138.3
801853.SI	绩优股指数	32.0	62.1	87.9	364.5	136.6
801823.SI	低市盈率指数	-14.5	60.8	84.0	385.8	129.0
801852.SI	微利股指数	15.5	125.4	117.7	239.2	124.5
801821.SI	高市盈率指数	77.4	131.5	83.1	204.9	124.2
801851.SI	亏损股指数	10.7	131.0	116.0	238.3	124.0
801833.SI	低市净率指数	-12.7	64.7	76.0	366.0	123.5
801811.SI	大盘指数	33.9	55.5	67.8	320.9	119.5
801863.SI	新股指数	18.4	172.6	32.9	241.3	116.3
000015.SH	红利指数	-10.1	71.3	66.3	326.4	113.5
801813.SI	小盘指数	30.1	122.1	122.1	173.3	111.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

表6：持续上涨期(第二阶段)，
绩优股、高价股指数和高市盈率指数涨幅排名平均值靠前

证券代码	证券简称	涨跌幅排名				涨跌幅排名平均值
		2019/04/09-2021/12/13	2014/12/19-2015/06/12	2008/12/09-2009/12/07	2006/05/23-2007/10/15	
801853.SI	绩优股指数	5	11	4	3	5.8
801841.SI	高价股指数	2	8	6	7	5.8
801821.SI	高市盈率指数	3	2	7	12	6.0
801852.SI	微利股指数	9	4	2	10	6.3
801813.SI	小盘指数	6	5	1	13	6.3
801843.SI	低价股指数	8	7	8	4	6.8
801831.SI	高市净率指数	1	6	12	8	6.8
801851.SI	亏损股指数	10	3	3	11	6.8
801863.SI	新股指数	7	1	13	9	7.5
801823.SI	低市盈率指数	13	12	5	1	7.8
801833.SI	低市净率指数	12	10	9	2	8.3
801811.SI	大盘指数	4	13	10	6	8.3
000015.SH	红利指数	11	9	11	5	9.0

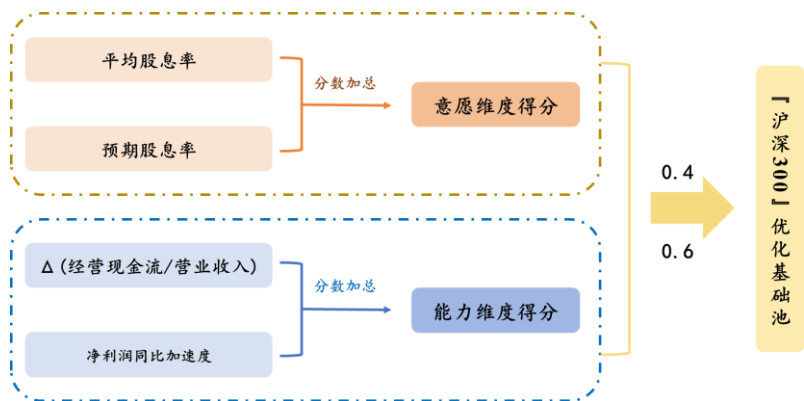
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 长牛中的“慢就是快”：沪深300的增强

■ 沪深300重要性持续提升，长牛中锚定沪深300获得超额收益是一种“慢就是快”的“稳稳的幸福”

- 沪深300的长期投资重要性进一步提升：①监管多举措鼓励分红，股东回报因子长期有效性将提升；②9.24创立的2大创新金融产品显著提升沪深300成分股的流动性和高股息投资价值；
- 沪深300的增强：我们通过高股息增强优化的思路，分别精选100-50-25只沪深300成分股，达到非常显著的效果——年化收益率、最大回撤、夏普比率均显著优于沪深300、Wind全A和偏护混合基金。

图30：沪深300增强思路



资料来源：开源证券研究所

表7：沪深300增强策略在历史上表现突出

2012年以来（回溯时长：12年10个月）

股票池	净值	年化收益率	年度胜率 (相对沪深300)	月度胜率 (相对沪深300)	年度正收益概率	最大回撤	夏普比
沪深300高股息优化25	4.53	12.49%	69.2%	59.7%	69.2%	28.5%	0.64
沪深300高股息优化50	3.55	10.36%	61.5%	59.1%	61.5%	29.8%	0.56
沪深300高股息优化100	2.99	8.90%	69.2%	58.4%	61.5%	33.3%	0.47
沪深300	1.61	3.77%	-	-	53.8%	40.6%	0.17
Wind全A	2.32	6.77%	-	-	69.2%	48.4%	0.29
偏股混合基金	2.78	8.29%	-	-	69.2%	42.3%	0.41

2020年以来（回溯时长：4年10个月）

股票池	净值	年化收益率	年度胜率 (相对沪深300)	月度胜率 (相对沪深300)	年度正收益概率	最大回撤	夏普比
沪深300高股息优化25	1.64	10.84%	80.0%	60.3%	80.0%	12.9%	0.69
沪深300高股息优化50	1.55	9.49%	80.0%	60.3%	80.0%	13.2%	0.61
沪深300高股息优化100	1.38	6.92%	80.0%	58.6%	80.0%	17.4%	0.45
沪深300	0.97	-0.68%	-	-	40.0%	39.9%	-0.04
Wind全A	1.18	3.43%	-	-	60.0%	32.6%	0.17
偏股混合基金	1.21	4.09%	-	-	60.0%	42.3%	0.21

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 内外双驱动视角下的大类风格配置框架

■ 基于内外双驱动（国内经济基本面决定分子端预期，海外美债利率决定分母端变化）

➢ 美债利率下行，中债利率上行：消费核心资产+港股，如食品饮料、恒生科技等；

➢ 美债利率下行，中债利率下行：科技成长，如TMT、新能源、创新药等；

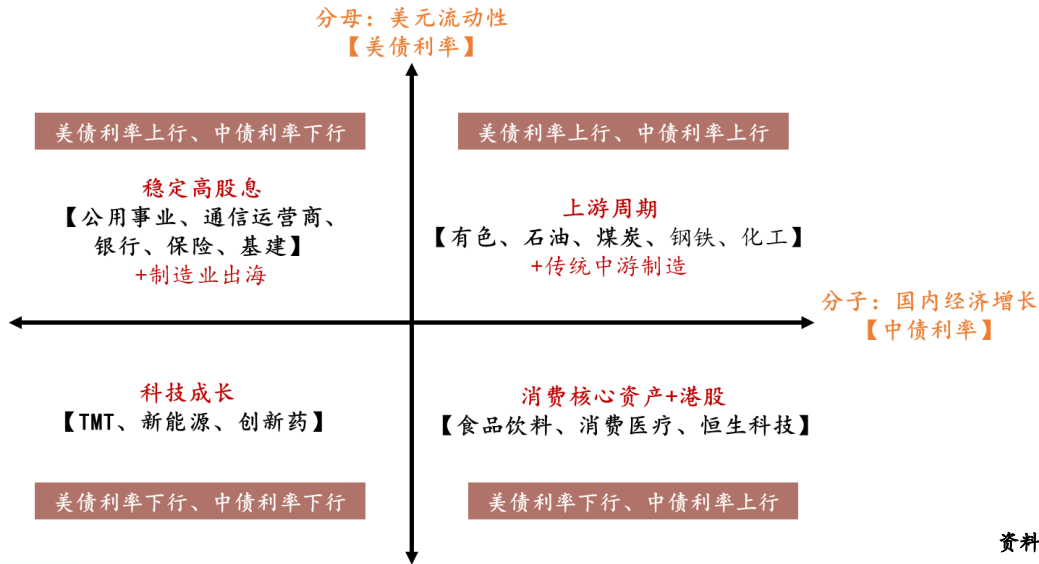
➢ 美债利率上行，中债利率上行：上游资源，如煤炭、有色、钢铁、石油、化工；

➢ 美债利率上行，中债利率下行：稳定高股息资产以及出海方向，如公用事业、运营商、基建等。

➔ 风险偏好**扩张**情形

➔ 风险偏好**收敛**情形

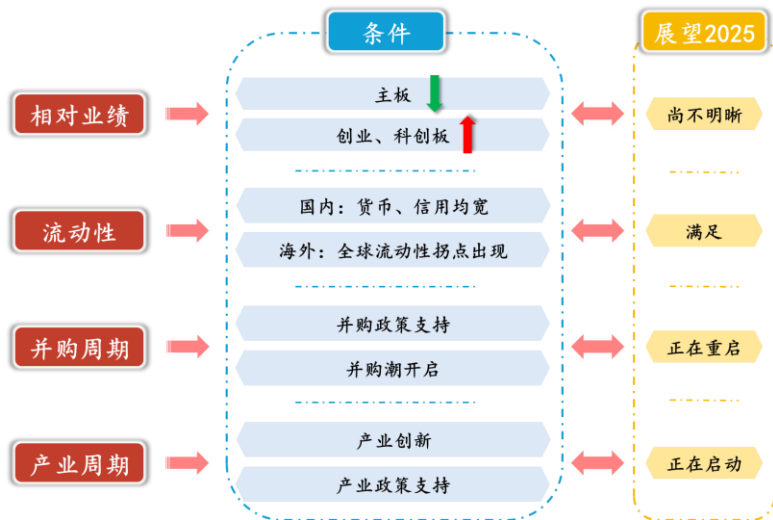
图31：内外双驱动视角下的大类风格配置框架



资料来源：开源证券研究所

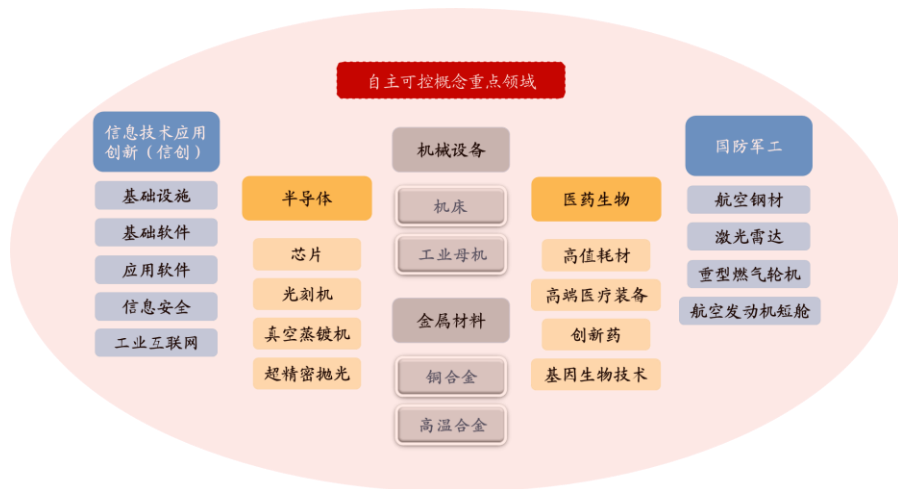
- 温和的盈利+风险偏好改善+重组并购政策支持是科技成长上佳环境，而“以我为主”下要重视自主可控
- 重组并购与产业政策周期：重组并购周期重启+国内政策对科技产业的支撑仍将持续；
- “以我为主”对科技成长的指引：国际环境波动较大之下，2025年科技成长的主线将沿着“自主可控”展开。

图32：科技成长“大牛市”需要具备的所有条件及当前情况



资料来源：开源证券研究所

图33：“自主可控”概念重点领域梳理

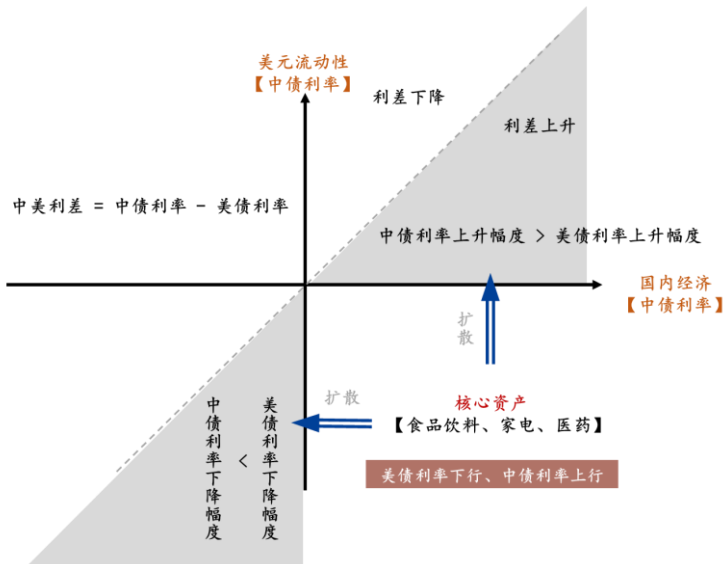


资料来源：开源证券研究所

3.3 核心资产与港股——先点状（政策支持）后铺开（盈利复苏）

- 消费核心资产与港股的内核类似：①估值与中美利差紧密相关；②微观结构上机构持股较大，股价的上限取决于盈利落地。
- 展望25年，估值端的压制将继续得到缓和，重点在于盈利落地的节奏：(1) 2024Q4-2025Q1政策先行的消费领域估值和景气修复最快速，呈现“点状上涨”；(2) 经济修复是慢变量，2025Q2以后经济的修复逐渐全面铺开，消费盈利全面修复，行情从前期的“点”扩散到“面”；(3) 在景气修复的过程当中，整体来看可选消费>必需消费。

图34：中美利差只要修复，核心资产估值便有修复空间



资料来源：开源证券研究所

图35：核心资产定价锚是中美利差



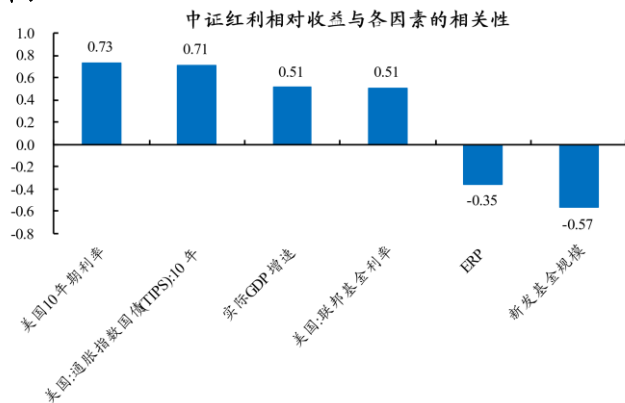
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 稳定高股息——关注长期价值，从优化中寻求超额

■ 高股息因子的短期强超额收益阶段已过，关注长期价值，从优化中寻求超额。

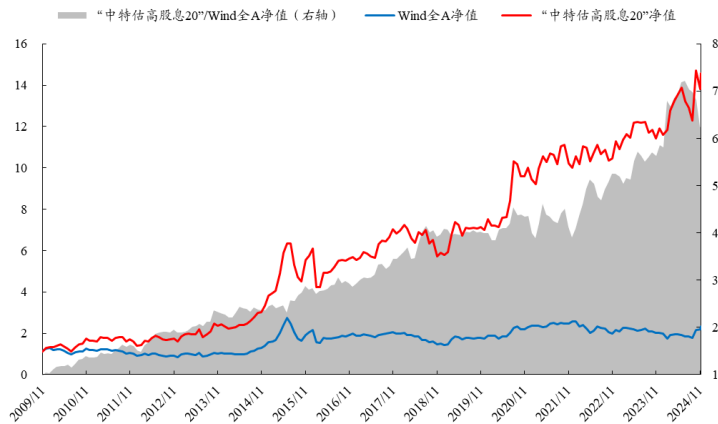
- 高股息的短周期性超额收益三大要素是：海外风险偏好（负相关）、国内风险偏好（负相关）、中国经济（正相关）。当前海内外风险偏好双杀时期已过，高股息因子短期的超强超额收益阶段告一段落。
- 但长期价值仍高。新“国九条”强化上市公司现金分红监管、多措并举推动提高分红、推动上市公司提升投资价值，有望使得业绩稳定性高、分红能力强的央企国企红利股，凸显出较强的长期优势。建议关注“中特估高股息”优化方法的长期投资价值。

图36：中证红利相对收益与各因素的相关性（2004年12月以来）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：长周期中“中特估高股息20”组合表现突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 周期——关注全球需求变化，关注国内新一轮供给侧改革

■ 降息周期中资源品关注“商品属性”和“金融属性”的权重；国内则看新一轮供给侧改革

- ▶ 在应对式降息（降息后实现软着陆）情况下，黄金作为避险资产往往有着不错的表现，而油和铜则在降息前出现回撤，降息后受制于有效需求不足，延续偏弱的状态。而在预防式降息（降息后出现衰退）下，大总资产的波动则相对平稳。在这个过程中，“商品属性”强的品种对需求的下行更加敏感；“金融属性”强的品种则往往对美债利率、不确定性更加敏感。
- ▶ 新一轮供给侧改革的涉及范围可能提升：“设备更新”是新一轮供给侧改革的契机，无论是传统周期行业如钢铁、铝、化工等，还是制造业中供需错配的呈现出行业如部分新能源等，在2025年均有望迎来一轮新的供给侧改革。

图38：以黄金为例，避险性质明显

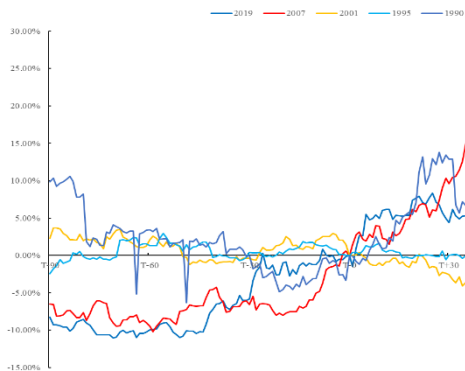


图39：原油受地缘政治影响更大

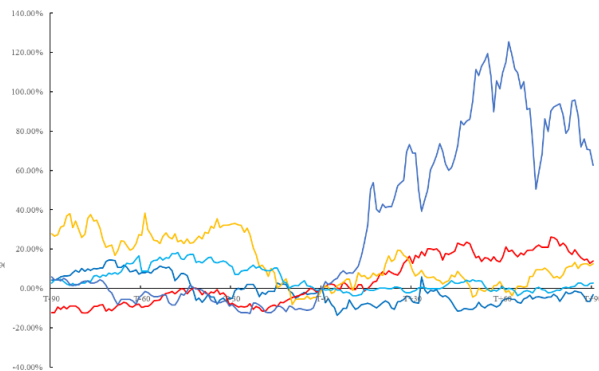
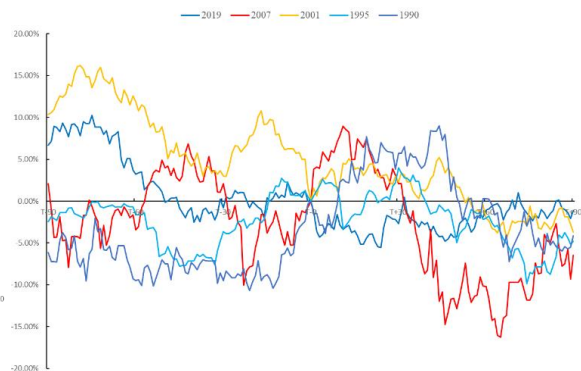


图40：衰退预期下铜价延续偏弱



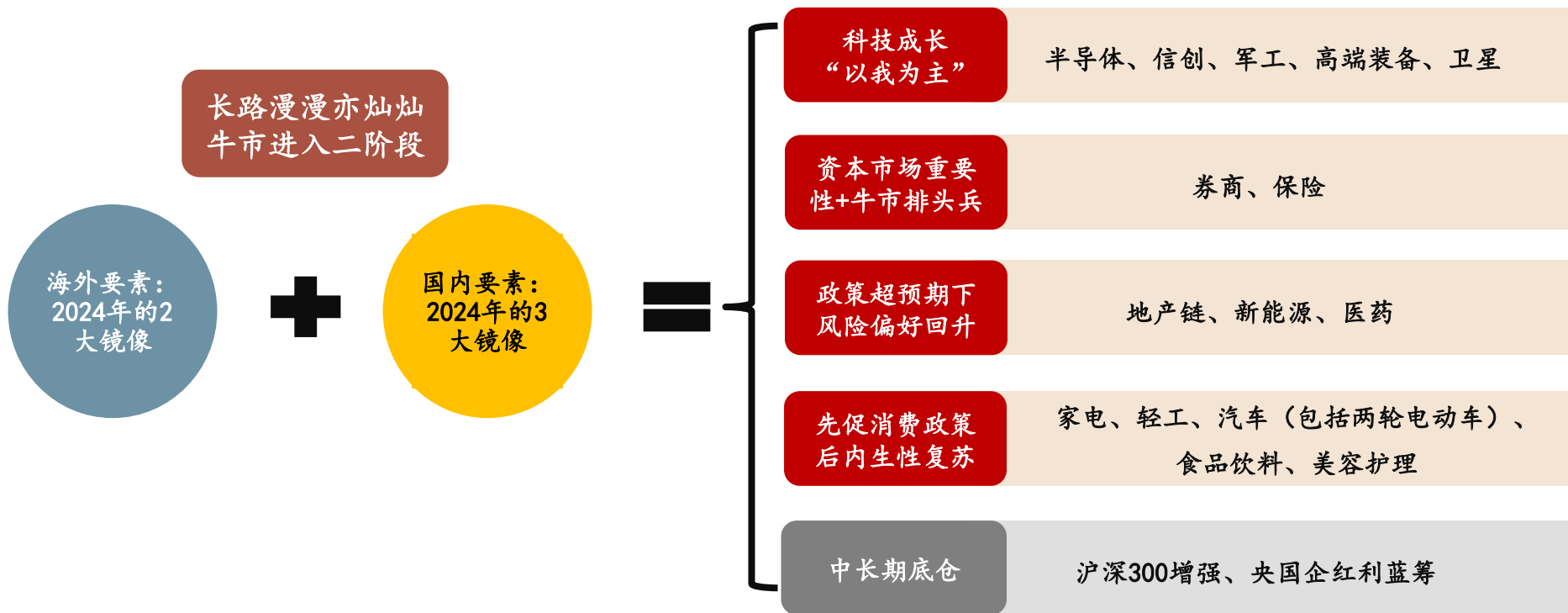
数据来源：Wind、开源证券研究所
注：T-0是降息当日

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：T-0是降息当日

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：T-0是降息当日

3.5 行业配置建议

图41：行业配置建议



资料来源：开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 海外要素：面对两大镜像，仍应“以我为主”
- 2 国内要素：2025年与2024年的三大镜像
- 3 慢牛进入第二阶段，长路漫漫亦灿灿
- 4 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的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。

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

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

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

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