



从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”

2025年春季投资策略

姓名 韦冀星（分析师）

证书编号：S0790524030002

邮箱：weijixing@kysec.cn

2025年02月12日

核心观点

1. 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”

国内三大镜像深化：①从低通胀到温和通胀；②从经济低预期（盈利持续下调）到经济超预期；③从风格的极致（机会集中）到风格的分散（机会丰富）。坚定政策信心，降低斜率预期，财政的重心在“扩大内需”；货币端“宽信用”重于“宽货币”。A股进入牛市第二阶段。

海外的两个镜像斜率变化：前期对于海外“经济&政治”的两大镜像判断均已兑现，展望二季度美联储降息趋缓、地缘极化趋紧，我们认为关税仍是手段而非目的。资产价格而言，美元相对强势期仍在，美股估值或受DeepSeek引发的AI新逻辑挑战。

2. 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会

前期市场的一大特征是：政策博弈大于了基本面博弈。博弈政策是为了判断“盈利底”，但盈利周期的弹性越来越弱，“盈利底”即便到来，总量上的弹性也与以往不可比。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性价比不足。挖掘基本面预期差：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）”：

- **AI+赋能**：Deepseek催化应用链，真正使得“AI+赋能”成为落地的可能，关注半导体、机器人、智能驾驶及AI终端产业链。
- **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。
- **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。

政策推动每年或将有超万亿增量资金，红利资产绝对收益地位强化但2025年有绝对收益或没有相对收益，主线为“科技+消费”。

关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程：基于对两大预期差的把握，建立关税扰动“行业系统性应对”体系，坚定看好出海方向。

3. 行业配置“4+1”建议：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）；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。

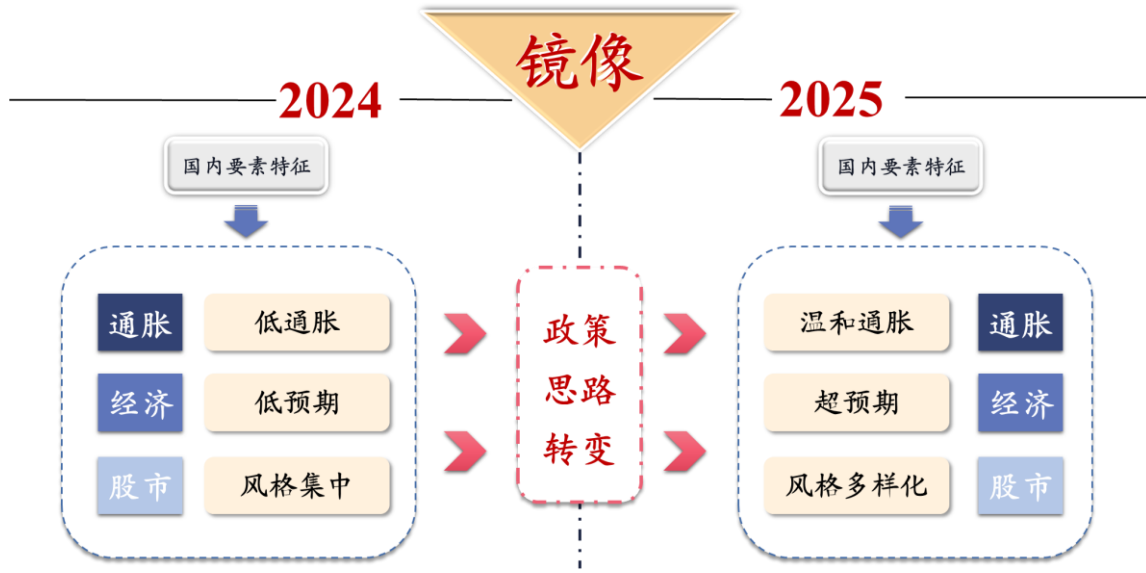
目录

CONTENTS

- 1 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”
- 2 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会
- 3 关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程
- 4 行业配置建议
- 5 风险提示

- 我们在2024.11.10发布的年度策略展望《长路漫漫亦灿灿——牛市进入二阶段》当中判断，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。但同时我们也提出：坚定政策信心，降低斜率预期。

图1：2025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

■ 财政的重心在“扩大内需”；货币端“宽信用”重于“宽货币”

- 2024年12月25日学习时报头版刊登文章《扩大内需不是“权宜之计”而是战略之举》。后续内需发力方向可以期待更多元化。
- 2025年货币政策当中“宽信用”或重于“宽货币”。2023年以来，我国银行间流动性持续维持宽松状态，“债牛”持续。货币长时间宽松，但信用复苏力度不足下，货币政策目标将更多集中在提升货币乘数，即“宽信用”上。
- “宽信用”更重要下，不需对降准降息给予过高期待。主因经济企稳+汇率考量：2020年4月政治局会议提到“运用降准、降息、再贷款等手段”，但直到年末都没有降息，主因经济企稳；汇率方面同样也有考量。

图2：“扩大内需”的战略定位在提升



资料来源：学习时报（2024年12月25日）

表1：央行2024年第四季度例会：降准降息、信贷、价格水平目标、汇率

方向	表述
降准降息	根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 择机降准降息。
信贷、价格水平目标	保持流动性充裕，引导金融机构 加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
汇率	增强外汇率市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

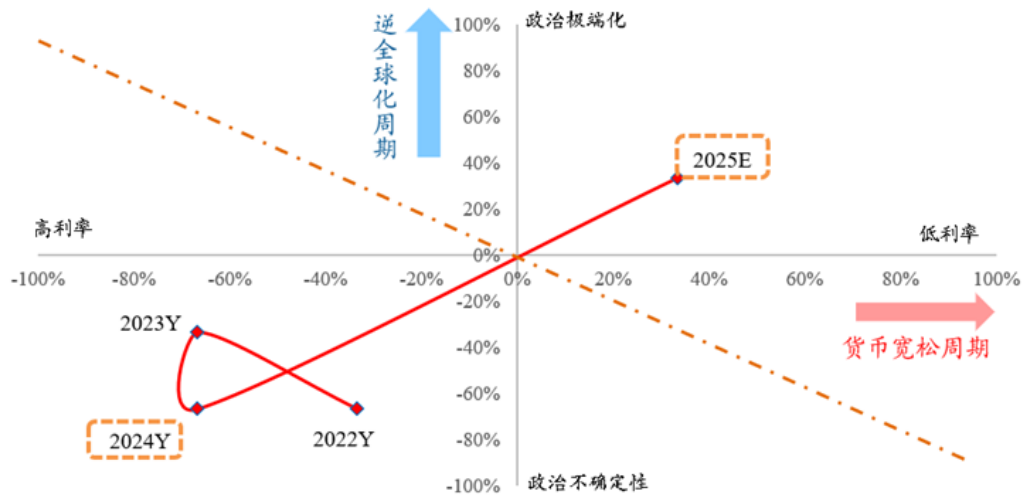
资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

1.3 海外要素在2025年的核心判断：两大镜像

■ 年初以来，我们在年度展望中的两大趋势判断均已兑现

- 回顾年度展望，两大判断均已兑现：在2025年度策略展望中，我们判断进入2025年，海外市场的主要矛盾将会呈现出两大“镜像”特征：①降息落地，新一轮货币宽松周期开启，但美国降息之路波折；②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。
- 结合2024年10月以来的行情来看，两大镜像特征均兑现，但节奏和程度的不同，影响资产价格也产生不同的反应。

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

■ 展望2025年二季度，美国降息趋缓，地缘极化趋紧

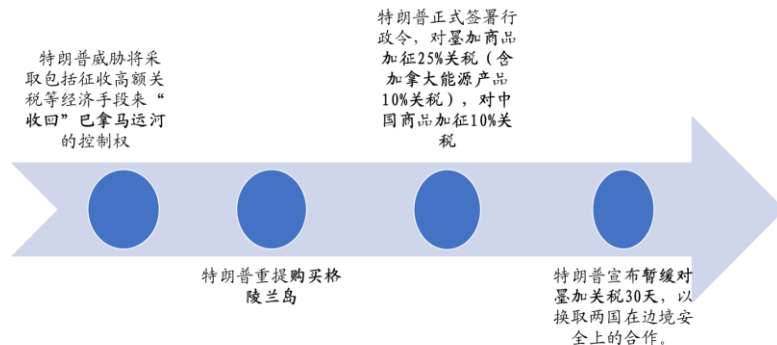
- ▶ 当下海外要素中，对美联储降息节奏和特朗普新政的把握仍然重要：
- ▶ 通胀视角下，我们认为**美联储二季度降息节奏或仍趋缓**。一季度美国住房通胀好于预期，但韧性仍然坚挺。往后看，我们认为去通胀压力仍大。此外，就业市场的超预期走强，或也将促使市场对美联储2025年降息预期延后。
- ▶ 政策视角下，相比于特朗普1.0时期的“关税交易”，应把握“**关税仍是手段而非目的**”这一核心逻辑，我们认为本轮关税问题对市场带来的持续性和反复性影响更值得关注。二季度关税问题或仍有拉锯。

图4：市场预期3月暂停加息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%	0.0%	
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	32.3%	64.0%	0.0%	
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	15.8%	45.7%	37.0%	0.0%	
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.5%	21.9%	43.9%	29.3%	0.0%	
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	9.9%	28.7%	39.4%	20.3%	0.0%	
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.1%	13.3%	30.7%	35.9%	16.6%	0.0%	
2025/12/10	0.0%	0.1%	0.9%	5.3%	17.0%	31.8%	31.9%	13.1%	0.0%	
2026/1/28	0.0%	0.2%	1.3%	6.3%	18.3%	31.8%	30.2%	11.9%	0.0%	
2026/3/18	0.0%	0.3%	1.9%	7.6%	19.7%	31.6%	28.2%	10.7%	0.0%	
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.2%	8.3%	20.5%	31.4%	27.1%	10.0%	0.0%	
2026/6/17	0.1%	0.4%	2.4%	8.6%	20.7%	31.3%	26.7%	9.8%	0.0%	
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.0%	9.8%	21.7%	30.9%	25.1%	8.8%	0.0%	
2026/9/16	0.1%	0.6%	2.8%	9.2%	20.8%	30.1%	25.6%	10.1%	0.7%	
2026/10/28	0.1%	0.5%	2.6%	8.7%	19.8%	29.3%	26.0%	11.5%	1.6%	
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.7%	14.3%	24.6%	27.6%	18.6%	6.5%	0.8%	

资料来源：CME

图5：特朗普上台后对关税言论相对鹰派

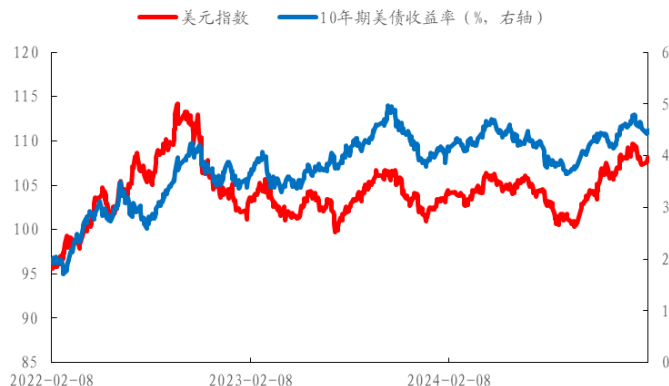


资料来源：财联社、开源证券研究所

■ 资产价格而言，美元相对强势期仍在，美股估值或受挑战

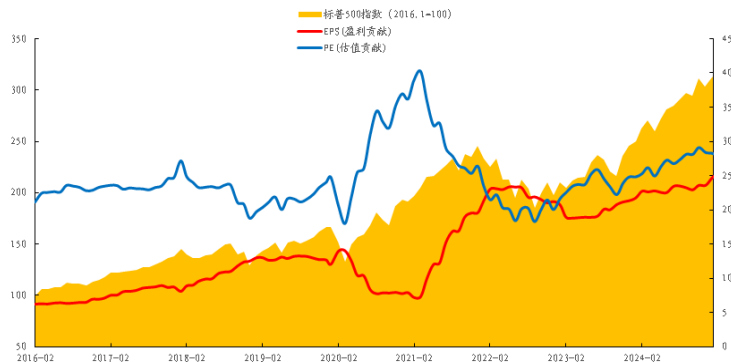
- 美元方面，综合基本面和交易面的考量，我们认为美元的强势特征现阶段已相对充分。结合2000年以来的美元行情，我们发现当美元指数单季度涨幅超7%后，短期强势特征或仍存，但半年维度胜率并不高。
- 美股方面，我们认为本轮AI科技革命的新变化或对其估值端造成扰动。在年度策略展望中，我们讨论过展望2025年，美股的主要推动力或由PE转向EPS；而近期DeepSeek引发的AI新讨论，给 AI 领域的“巨头”带来压力，削弱其垄断优势，促使他们重新评估训练策略，并影响其市场估值。
- 考虑到2023年以来，美股的上涨受“Mag 7”的带动较大，往后看，如果DeepSeek引发的AI新逻辑得到验证，美股或面临波动率放大的可能。

图6：美元指数的强势特征阶段已经充分



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：拆解标普500驱动，估值推动已现乏力



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

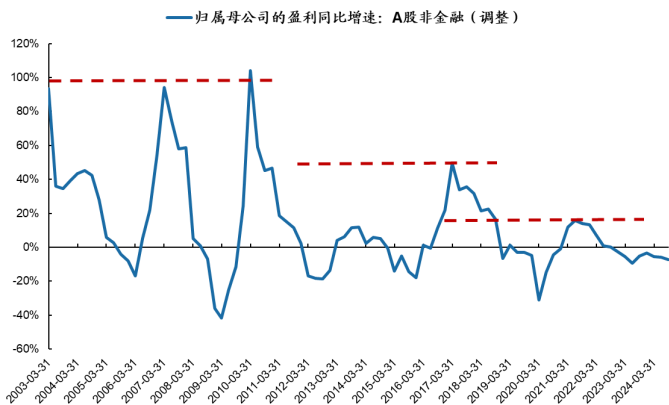
CONTENTS

- 1 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”
- 2 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会
- 3 关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程
- 4 行业配置建议
- 5 风险提示

2.2 盈利弹性不足下，挖掘预期差投资机会

- 博弈政策是为了判断“盈利底”，但盈利周期的弹性越来越弱，“盈利底”即便到来，总量上的弹性也与以往不可比
- 2025年的政策“需求+供给”双管齐下：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）
- 市场对政策的博弈本质上是博弈“盈利底”到来与否/何时到来，但一个事实是：**盈利周期的弹性越来越弱。**

图9：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

注：考虑到基数效应，2020-2021年使用2年复合增速做调整

表2：2025年政策思路：供给侧改革和需求侧刺激双管齐下

政策视角	时间区间	核心内容
需求侧刺激	2008-2009	“四万亿”刺激
	2016-2017	棚改货币化
	2025	“扩大内需”战略之举
供给侧改革	1990s	深化国企改革
	2016-2018	供给侧结构性改革
	2025	供给侧改革范围提升

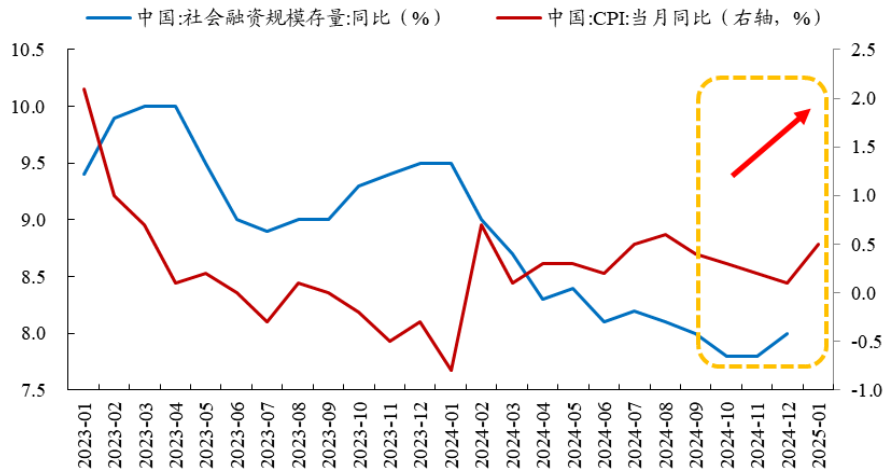
资料来源：开源证券研究所

2.2 盈利弹性不足下，挖掘预期差投资机会

■ 当前经济复苏概览：政策红利继续释放，社融、通胀等指标率先改善，但投资和消费的显著拐点仍未到达

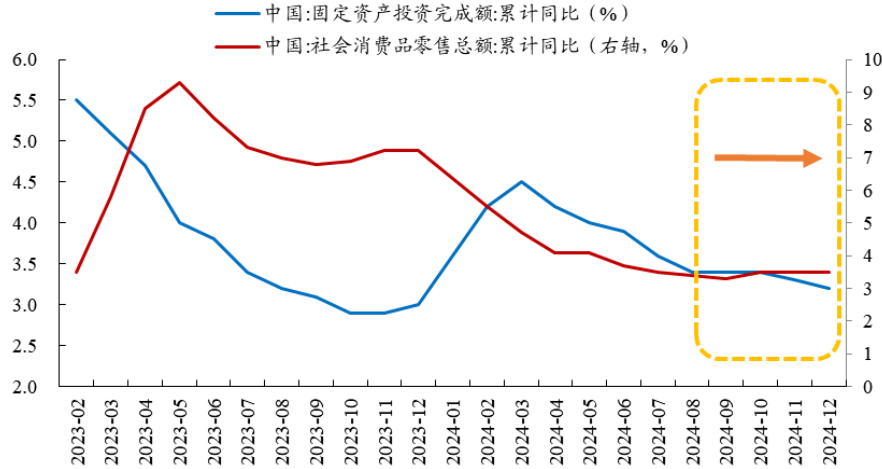
- 存量社融增速于2024年12月出现拐点，政府债发力带动社融上行，居民中长期贷款连续同比多增；CPI则于2025年1月出现拐点，具体来看服务类消费活跃、必选消费弹性不足：旅游和文娱等服务类消费活跃，而猪肉为代表的食品价格仍季节性偏弱；
- 但投资和消费仍处于下行通道的下沿，仍待后续政策的传导。由于本次“扩大内需”的政策更重视“提振消费”，后续投资与消费的复苏时点和弹性或有可能出现分化。

图10：存量社融同比增速和通胀率先改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：固定资产增速和社零增速尚未见显著拐点

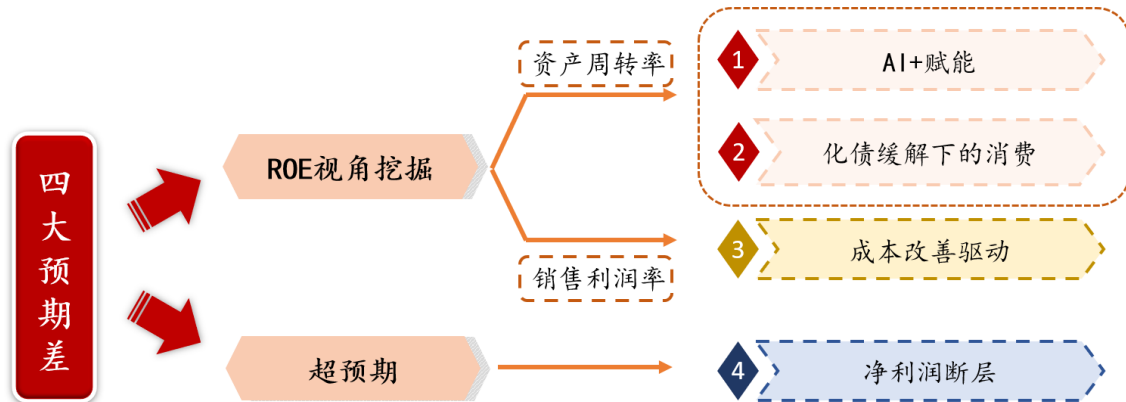


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 盈利弹性不足下，挖掘预期差投资机会

- 盈利弹性不足下，我们提供基本面预期差四个有意思的方向：**AI+赋能、化债缓解下的消费、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变少，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12：4大基本面预期差挖掘维度



资料来源：开源证券研究所

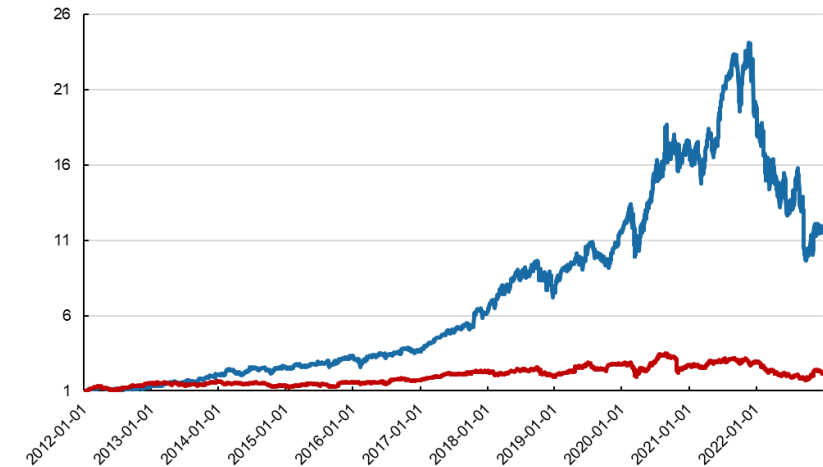
2.3 预期差挖掘方向一：从“云赋能”到“AI+赋能”

■ 国产大模型搅动全球AI局势，AI赋能时代开启

- Deepseek的出现有望成为一个新的AI应用端催化剂：一方面对传统AI的“堆硬件、堆算力”的投资逻辑造成冲击，另一方面在认知和落地层面上，降低了AI的应用和普及的门槛，真正使得“AI+赋能”成为落地的可能。
- 以应用型生产力工具为例：“云赋能”时代，ADOBE实现显著增长；进入“AI+赋能”时代，SAP则进入快速增长通道。
- 2025年重点AI+赋能关注行业：半导体、机器人、智能驾驶、AI办公、字节跳动产业链及AI下游应用和终端产业链。

图13：2012-2022，“云赋能”下Adobe增长显著

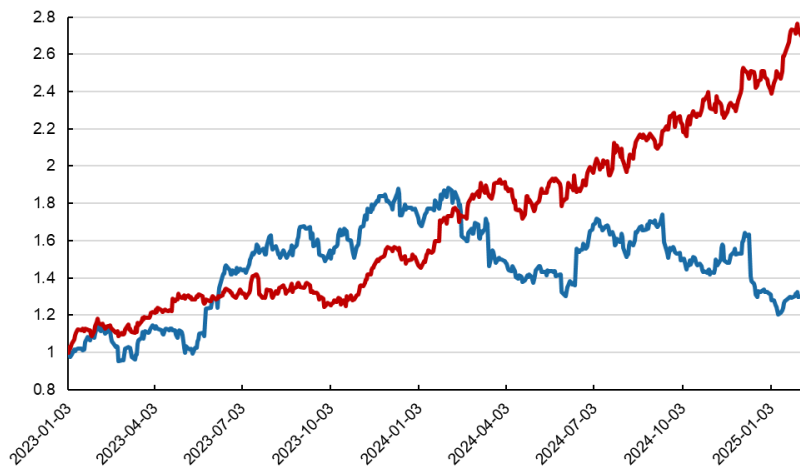
— 奥多比(ADOBE)(标准化净值) — 思爱普(标准化净值)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023年至今，“AI+赋能”下的SAP增长更强势

— 奥多比(ADOBE)(标准化净值) — 思爱普(标准化净值)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 预期差挖掘方向二：化债缓解下的消费复苏

■ 促消费政策外，消费复苏还有一个重要预期差：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15：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著

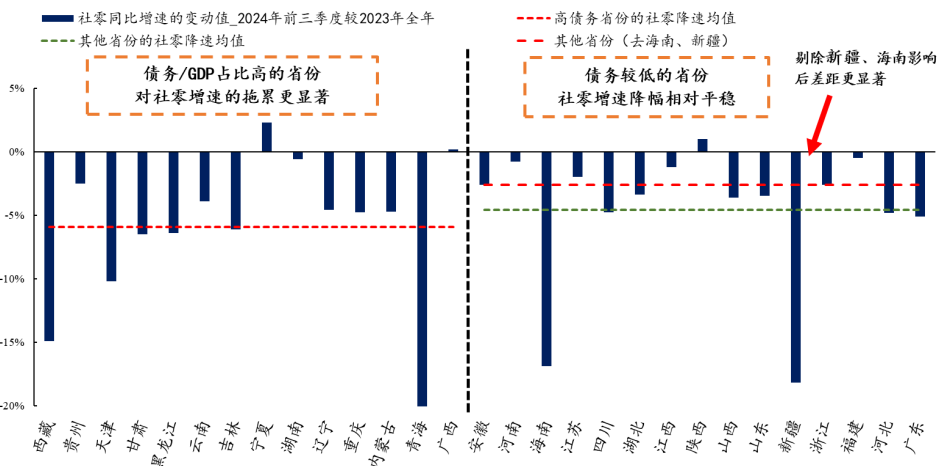
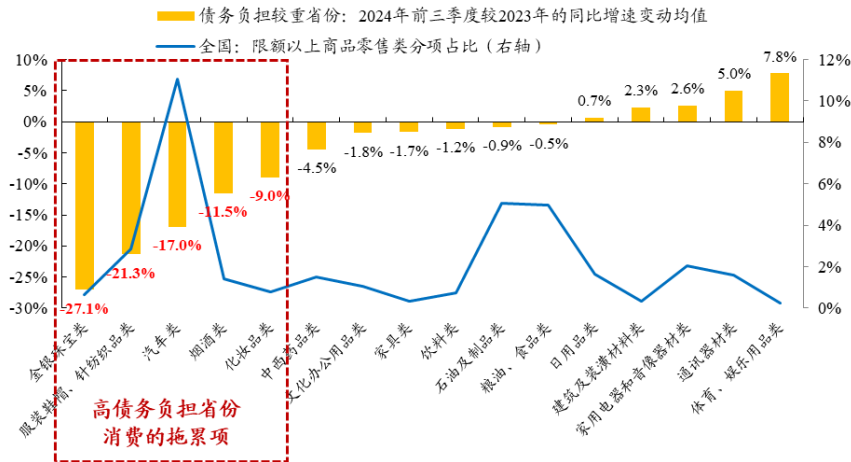


图16：高债务负担省份消费拖累项以非必需消费为主



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）

■ 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、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属等。

➤ 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：2024年前三季度较2023年年报的成本占营收比降低（改善），利润率在上行的行业。

图17：寻找历史上成本变动与利润率变动高相关二级行业品种

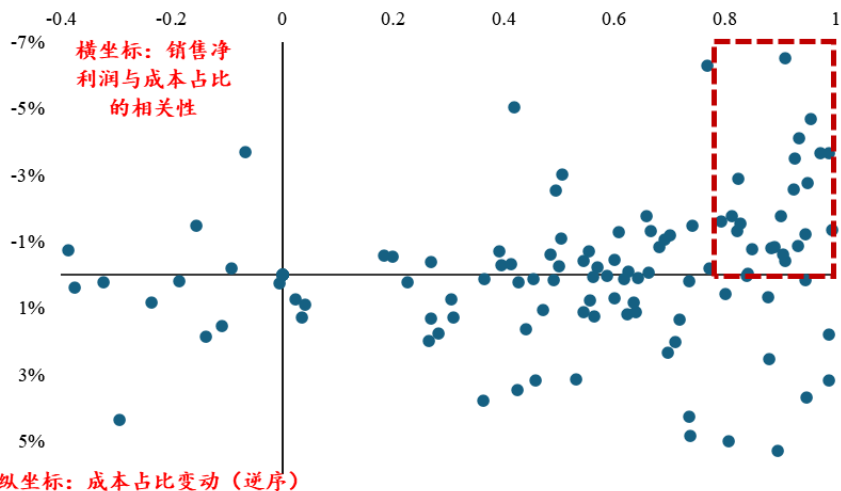
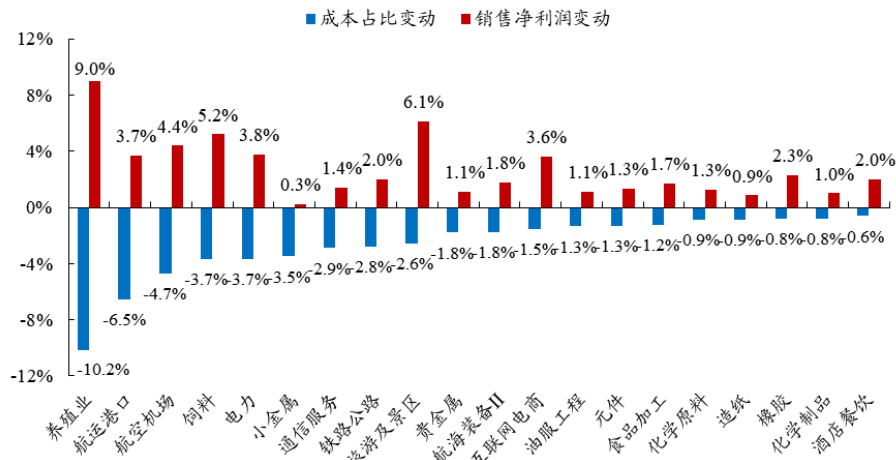


图18：再寻找当前利润率受成本改善最显著的行业



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2024年前三季度较2023年年报变化幅度）

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2024年前三季度较2023年年报变化幅度）

■ 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

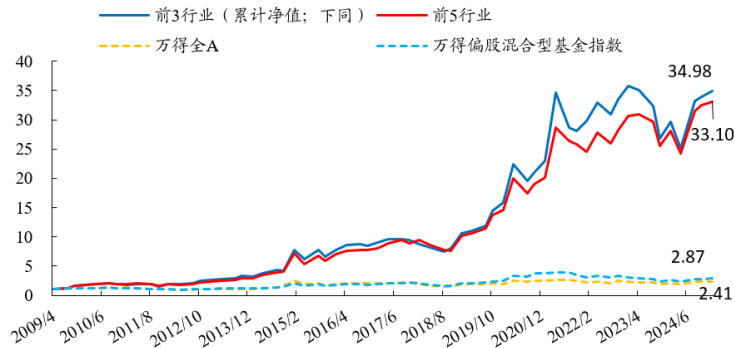
- ▶ 净利润断层是指上市公司发布超预期的业绩公告后，股价出现跳空上涨的现象，本质是上市公司基本面在技术面上的体现。
- ▶ 我们认为净利润断层股票占比更高的行业蕴含着更强的景气度超预期特征，配置这类行业能够获得显著超额收益。在此方法下，我们构建了2个净利润断层策略，即“前三行业策略”和“前五行业策略”，挖掘业绩超预期的机会。
- ▶ 2025年年报业绩预告净利润断层占比（即超预期占比）最高的前五行业分别为：农林牧渔、钢铁、非银金融、传媒、计算机。

图19：《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，开源证券研究所

图20：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	季度胜率	最大回撤	回溯区间
前3行业	25.3%	70.3%	-29.7%	15年9月
前5行业	24.9%	68.8%	-25.2%	15年9月
万得全A	5.7%	-	-39.1%	15年9月
万得偏股混合型基金指数	6.9%	-	-41.6%	15年9月

数据来源：Wind、开源证券研究所（胜率基准为万得全A）

2.4 增量资金：年度中长期增量资金超万亿元

■ 《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

➢ 9.24后市场迎来的增量资金以散户、游资等短线高换手资金为主；而政策将推动未来有稳定的中长线增量资金。

➢ 对比当前市场存量规模（2024Q3保险资金权益资产6.5万亿元、2024Q4公募基金持股市值5.9万亿元、2024Q4陆股通持股市值2.2万亿元），《方案》即将带来的增量资金不仅体量可观，更具备长期性与稳定性。这一资金规模不仅意味着持续可观的增量资金，同时还将显著改善市场微观流动性结构，提升中长线资金与短线资金比例，并为A股估值中枢上移提供坚实基础。

表3：增量视角下保险和公募基金增量资金测算

总保费口径测算 (万亿元)	2023A	2024E
总保费	5.1	5.65
财险	1.36	1.43
人身险	3.76	4.22
其中，国内大型保险公司保费收入	2.55	2.83
占比	50%	50%
新增投资A股规模	0.77	0.85
占总保费比重	30%	30%
新单口径测算 (万亿元)	2023A	2024E
国内大型保险公司人身险总保费	1.88	2.11
国内大型保险公司人身险新单保费	0.67	0.72
国内大型保险公司财险保费	0.68	0.72
大型国有保险公司新单保费：财险+人身险	1.35	1.44
新增投资A股规模	0.41	0.43
占总保费比重	30%	30%
公募基金增量测算 (万亿元)	2024A	
2024年末公募基金持有股票总市值	5.9	
新增投资A股规模	0.59	
未来3年公募基金持有A股流通市值每年至少增长	10%	

表4：存量视角下的保险潜在增量权益测算

单位：亿元	2023	2024Q3	假设1	假设2	假设3	
一支柱+二支柱规模	165,646					
(1) 全国社保基金	30,146					
(2) 基本养老保险基金	78,000					
(3) 企业年金	31,900	34,904				
(4) 职业年金	25,600					
权益类资产占比	10%					
			权益增配比例假设	1%	5%	10%
			潜在养老金增量权益资产	1,656	8,282	16,565
保险资金运用余额	281,574	321,512				
股票+基金+长债投	59,113	65,438				
权益类资产占比	21.0%	20.4%				
保险+养老金		487,158	487,158	487,158	487,158	
		权益增配比例假设	1%	5%	10%	
		潜在增量权益资产	4,872	24,358	48,716	

数据来源：数据来源：全国社保基金、金管局、2024金融街论坛、开源证券研究所

注：保险+养老金规模数据取自2024Q3保险资金余额+2023年末一支柱和二支柱资产余额

数据来源：Wind，金管局，开源证券研究所

■ 高分红资产“绝对收益”地位强化，但相对收益风格仍需关注基本面和产业趋势

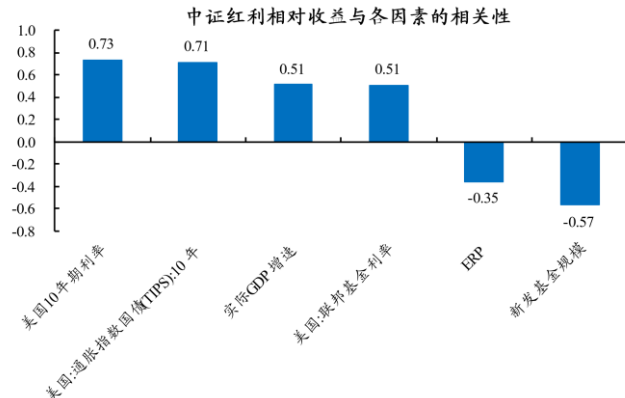
- 高股息的绝对收益更稳定、更强化：从资金属性看，险资、养老金等中长期资金具有强绝对收益属性，而绝对收益资金更注重稳定的现金流回报，高股息资产天然契合其配置需求。叠加IFRS9会计准则实施后，保险公司通过OCI账户配置高股息品种的动力进一步增强。此外，考核周期拉长后，机构对短期业绩排名的敏感度降低，更有利于高股息长期投资。
- 但相对收益风格是持续演变的，仍需关注基本面和产业趋势。中长期资金的低换手特性可能对成长股等相对收益风格的直接支撑有限。未来市场风格分化仍将取决于盈利增长、产业政策及技术创新等核心因素。我们维持2024.11年度策略中的判断：**2025年的核心主线是科技成长和消费，红利资产处于“有绝对收益没有相对收益”的定位。**

图21：中证红利全收益相对万得全A是阶段性占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：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

目录

CONTENTS

- 1 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”
- 2 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会
- 3 关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程
- 4 行业配置建议
- 5 风险提示

■ 出口链重要预期差一：关税扰动的节奏较难以线性外推。

- 市场认为：关税影响的判断相对线性，即“事件出现→解读路径→划归影响”。
- 我们认为：即使特朗普关税政策阶段性落地，围绕关税的预期扰动或仍存在反复。
- 考虑到特朗普当下并未明确使用某种关税手段，且从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分，并要求仔细审核与中国的经济和贸易关系，我们预计在年内的前两个季度，关税预期压力或导致出口链行情出现反复。

表5：特朗普当选总统后的贸易政策行为

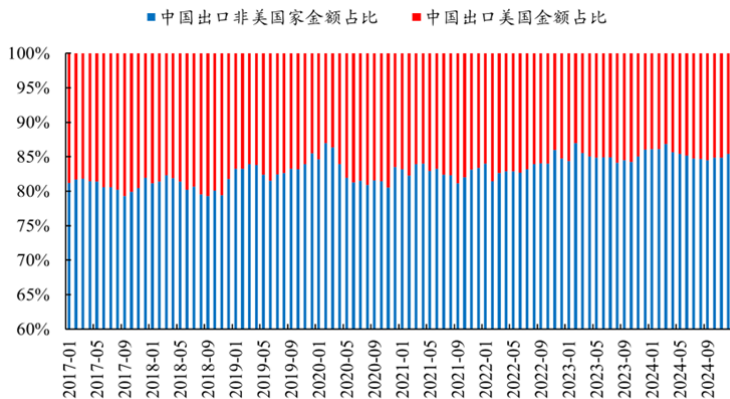
行政命令	具体内容	针对中国
美国优先贸易政策	审核美国与主要贸易伙伴之间的经济情况，并建议可能必要或适当的任何修订，以实现或维持与自由贸易协定伙伴国相互和互利让步方面的总体水平。	审查美国与中国之间的经济和贸易协定。 评估“对301调查中所采取的行动的四年审查”，考虑修改加征关税的潜在必要性，尤其针对工业供应链以及经第三国规避的情形。 评估与中国建立永久正常贸易关系的立法提案。评估授予中国的专利、版权和商标等美国知识产权的状况。
退出全球税收协议	美国不再承认全球公司税协议（即OECD“双支柱”国际税改方案），并要求美国财政部长和常驻OECD（经济合作与发展组织）代表通知OECD上一届美国政府代表，美国就全球税收协议所作出的承诺在没有得到国会立法的情况下在美国不起作用或者无效。	特朗普计划最早于2025年2月1日对进入美国的中国制造商品征收10%的关税。

资料来源：毕马威公众号、美中国际税务公众号、开源证券研究所

■ 出口链重要预期差二：出海韧性被市场交易低估。

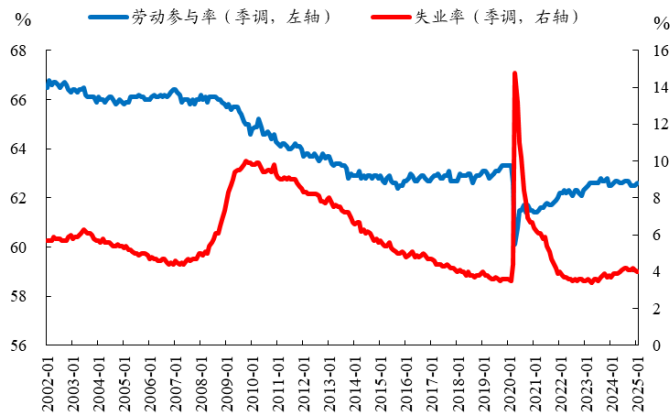
- 市场认为：关税影响与美方政策强相关，传导直接，影响较大。
- 我们认为：前期市场或过度交易“政策影响”，而相对轻视了基本面交易的权重。
- 随着海外首个政策明确交易节点（特朗普当选）的兑现和国内政策交易节点的接近，市场对于“政策预期”的关注或已阶段性拥挤。在此情况下，应关注潜在的实体线索及出口的景气预期。而和上一轮特朗普执政时相比，本轮实体因素出现的一点不同，即在于企业本身也意识到了关税加征对自身业务的扰动。通过多元化出海的实体韧性易被市场低估。

图23：2017年以来中国对美出口敞口有所收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：美国1月失业率走低，仍处于“软着陆”框架



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 针对预期差一，我们认为“应对比预测更重要”

- **重要背景：“美国优先”原则下，特朗普上台催化关税压力。**“特朗普1.0”时期，特朗普秉承“美国优先”的原则，对美国的贸易政策进行了较大规模的调整。时隔4年，特朗普再次当选总统归来。相比于上一轮，本轮在其最新的贸易框架中，特朗普的关税“威胁”更甚，除了已经实施过的贸易制裁，围绕其他关税实施路径的讨论也逐渐变多。
- **独到观点：综合可能性，下沉子行业。**当前市场对于关税落地的研究倾向于分开讨论，可比性较弱，且宏观层面居多，尚未落地子行业。我们通过梳理美国海关数据和国内行业的对应关系，并基于关税实施路径和使用历史，进行综合性讨论，且将影响对应到国内一、二级行业，以此来提高应对层面的敏感性。

表6：本轮美国针对关税问题主要存在三种可能手段

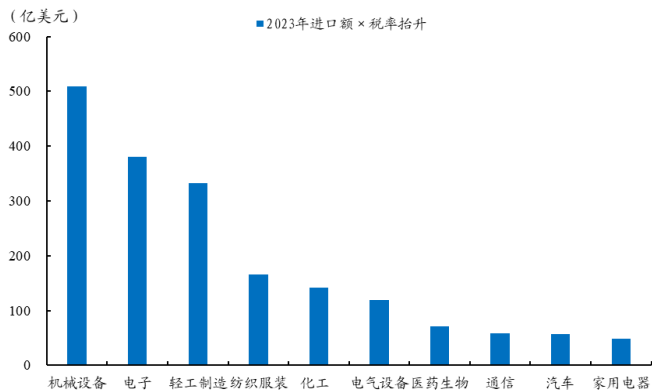
政策	使用历史	实施路径	经验视角	现实视角	综合判断	
贸易调查	---301	2018年特朗普政府对中国超过2000亿美元商品加征关税	由USTR发起调查，45天内决定是否启动，30天内完成初步调查并协商，最终决定最长可在365天内完成	高	高	高
	---232	2018年，特朗普政府依据该条款对进口钢铁和铝产品加征关税	由美国商务部调查并向总统提交报告，总统在90天内决定措施，最多15天内实施			
	---201	2018年，特朗普政府对进口洗衣机和太阳能产品实施201条款关税	由美国国际贸易委员会（USITC）调查，120天内提交报告，总统在140天内做出最终决定			
IEEPA	1977年通过，赋予总统在紧急状态下广泛的经济管制权，特朗普曾依据此法对华为企业实施出口管制	总统宣布紧急状态后可直接采取措施，但需定期向国会报告，国会可联合决议终止紧急状态	中	高	中高	
取消最惠国	2024年9月，共和党议员提出法案要求取消中国PNTR	基于《国际紧急经济权力法》（IEEPA），总统可快速宣布取消中国PNTR地位，理由包括“国家安全”或“贸易不平衡”	中	低	中低	

资料来源：CSR、开源证券研究所

■ 可能性路径一：应用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）

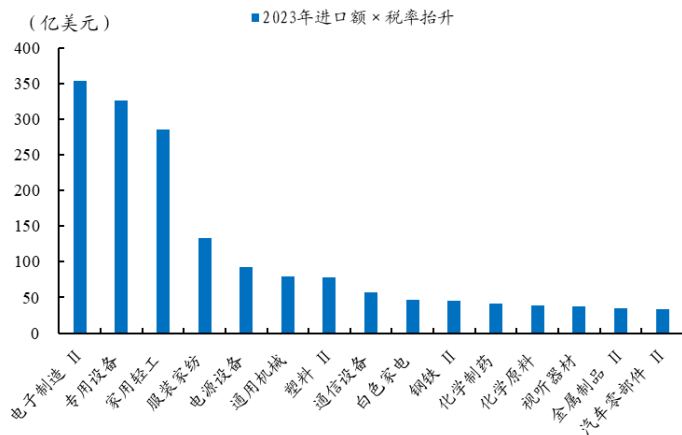
- **IEEPA的使用历史与限制因素：**目前修订的《国际紧急经济权力法》理论上可使“监管国际贸易”无需调查立刻增加关税，且不存在税率上限。历史上，特朗普第一次担任总统期间尚未理由IEEPA加征关税，而近期则通过IEEPA实现对华加征10%关税。特朗普2.0时代，该手段值得重点关注。
- **可能性下的行业影响：**在该情景中，我们依据特朗普前期发言，即“美国统一对所有行业商品征收60%关税”来进行可能出现的影响推演。结合潜在提升税率及当前中美贸易敞口（以2023年数据为基准），我们发现**影响较大的一级行业包括：机械设备、电子、轻工制造；二级行业包括电子制造、专用设备、家用轻工。**

图24：可能性一路径下，一级行业下机械设备等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

图25：可能性一路径下，二级行业下电子制造等方向潜在增税规模居前

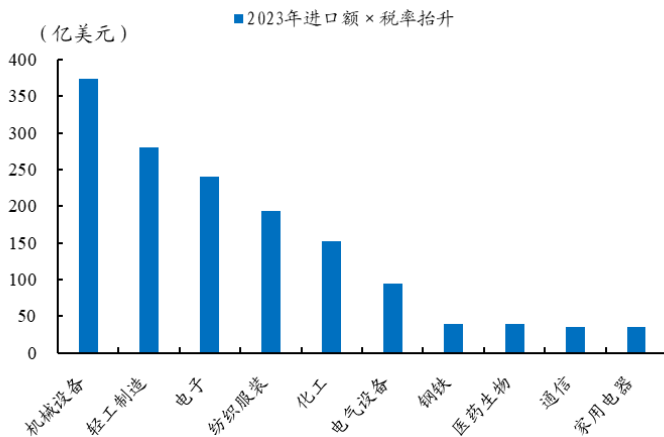


数据来源：：USITC、Wind、开源证券研究所

■ 可能性路径二：取消最惠国待遇

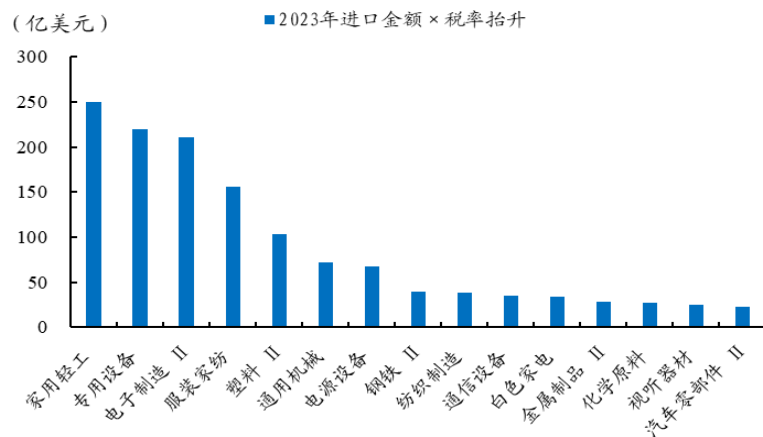
- **取消最惠国待遇的使用历史与限制因素：**从实施路径来看，取消最惠国待遇或永久正常贸易关系（PNTR）地位的过程，需要通过美国国会的立法程序。从使用历史看，取消最惠国待遇的历史上并未用于针对中国，之前的俄罗斯是一个典型的参考案例。该过程无明确时长，但流程也相对复杂，需要经历起草提案、讨论、投票等阶段。
- **可能性下的行业影响：**在该情景中，取消PNTR使得美国协调关税表（HTS）税率从第1列中通用税率抬升至第2列。结合潜在提升税率及当前中美贸易敞口（以2023年数据为基准），我们发现影响较大的一级行业包括：**机械设备、轻工制造、电子**；二级行业包括**家用轻工、专用设备、电子制造**。

图26：可能性二路径下，一级行业下机械设备等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

图27：可能性二路径下，二级行业下家用轻工等方向潜在增税规模居前

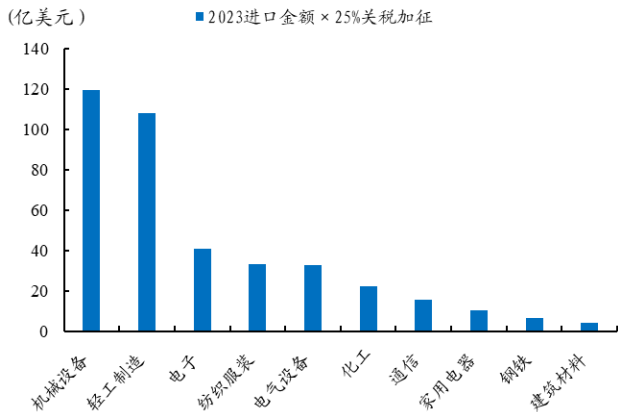


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

■ 可能性路径三：重新启用301条款

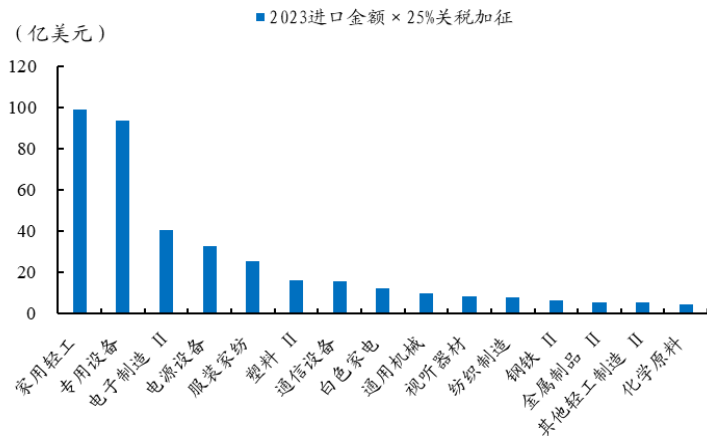
- **重启301条款的使用历史与限制因素**：相比于通过IEEPA和取消对中国的最惠国待遇，通过301条款以实现加征关税无需国会立法，可操作性更高，这也是特朗普在第一任期内对中国使用过的方法，因此也具有一定的历史使用渊源。时间上看，参考2018年中美贸易摩擦期间，实际调查经历约7个月，听证和关税落地需3个月，共计约10个月。
- **可能性下的行业影响**：在该情景中，我们从可实施角度出发，即“恢复之前豁免、到期的清单项目，同时开始对当初已完成调查、暂停征收的4B清单征税”来进行可能性推演。结合潜在提升税率及当前中美贸易敞口（以2023年数据为基准），我们发现影响较大的一级行业包括：**机械设备、轻工制造、电子**；二级行业包括**家用轻工、专用设备、电子制造**。

图28：可能性三路径下，一级行业下机械设备等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

图29：可能性三路径下，二级行业下家用轻工等方向潜在增税规模居前



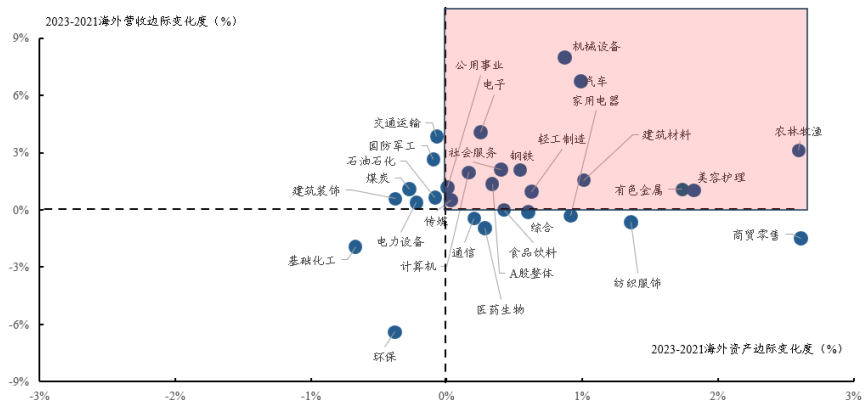
数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

3.3 出海——贸易碎片化时代，坚定看好出海方向

■ 针对预期差二，我们认为身处贸易碎片化时代，应坚定看好出海方向

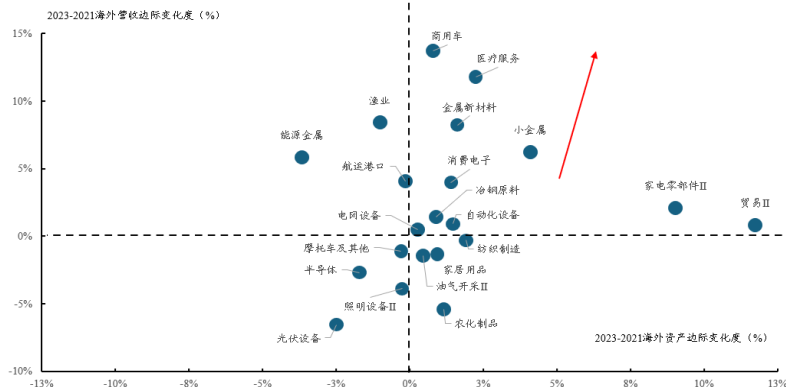
- **重要背景：**相比于出口，出海韧性更强。2023年以来，出口链一直是市场关注的重点之一。出口链亦有出口和出海之分：相比于出口，出海逻辑驱动下的出口链行情或更为顺畅。出海不仅是扩大对外需的消化，更有助于化解日益严重关税问题，确保在复杂的国际环境中保持竞争优势。往后看，随着出口链的“缩圈”与分化，出海的重要性将愈发得到市场重视。
- **独到观点：**打破关税桎梏，布局全球发展。（1）出海规避关税，海外营收/资产利用率改善：消费电子、机械设备、汽车（商用车）和医疗服务（CXO）；（2）开拓海外市场，景气预期上修：家电、船舶和电力设备（电网）；（3）降低生产成本，出海扩张整合资源：钢铁、小金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

图30：一级行业出口/出海的“两维-四象限”一览



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：二级行业出口/出海的“两维-四象限”一览



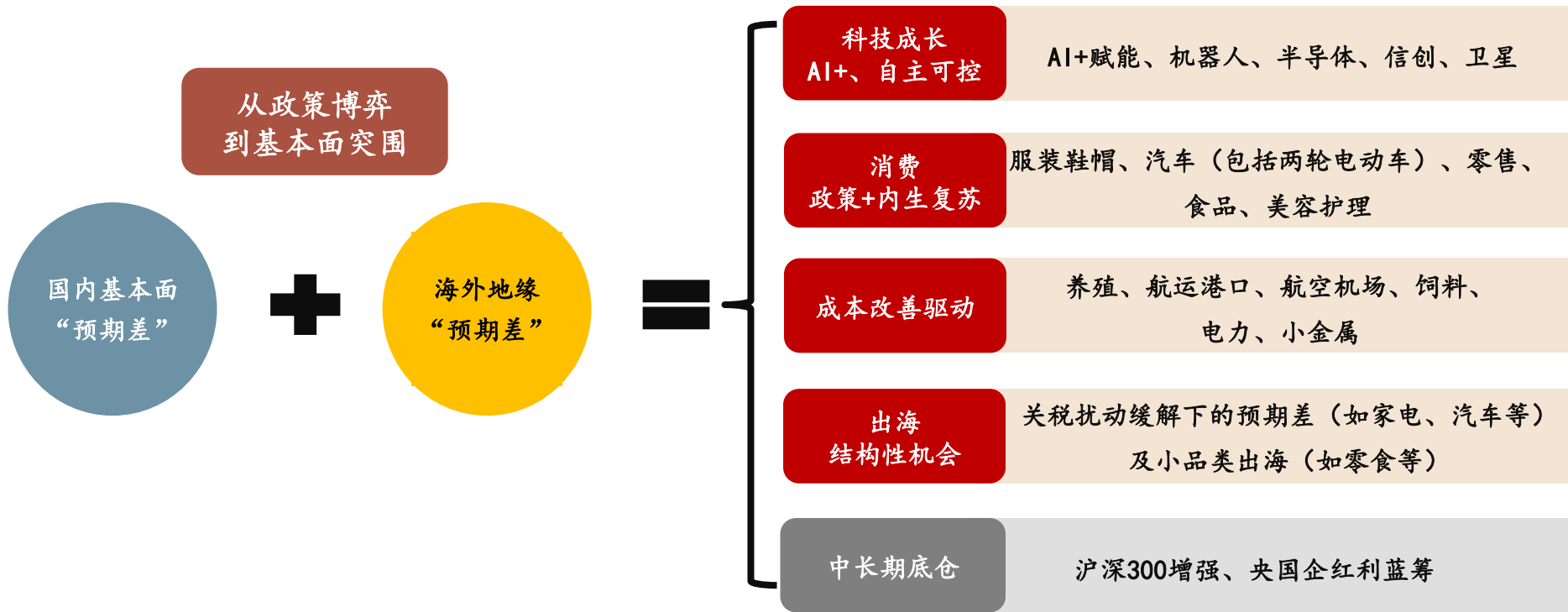
数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”
- 2 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会
- 3 关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程
- 4 行业配置建议
- 5 风险提示

图32：行业配置建议



资料来源：开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 2025年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”
- 2 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会
- 3 关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程
- 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